

周度经济观察

——经济底部已现，复苏交易延续

袁方¹束加沛²

2023 年 01 月 17 日

内容提要

2022 年四季度、全年的经济减速主要受到疫情和地产的冲击。伴随疫情政策的转向以及地产政策的纠偏，今年经济将呈现温和复苏的局面，消费和地产或将是支撑经济恢复的主要力量。

不过考虑到疤痕效应的存在，以及房地产政策在居民、企业端见效需要时间，未来消费的复苏和房地产投资的触底回升将呈现渐进式特征，进而推动经济增速环比抬升。

从近期大类资产价格的表现来看，市场在交易经济复苏的预期。当前至 3 月中旬处于经济数据的空窗期，市场对经济恢复的强度难以形成共识。同时年初信贷的积极投放，消费复苏的较早启动，都有助于推动这一交易的持续展开。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

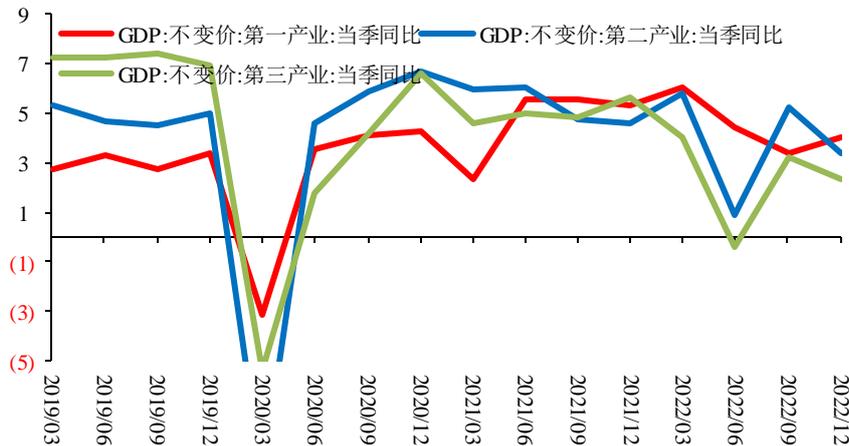
2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、经济底部已现

2022 年四季度国内 GDP 单季实际同比 2.9%，较三季度回落 1 个百分点；单季名义同比 3.5%，较三季度回落 2.6 个百分点，经济出现明显减速。

2022 年 11 月中旬国内疫情管控政策逐步放松，随后新增确诊病例快速抬升，国内多数地区生产生活秩序短时间内受到剧烈冲击，进而导致四季度经济活动走弱，不过这一影响总体弱于 4 月上海封城，四季度经济下滑的幅度低于二季度。

图1：第一、二、三产业实际同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

2021 年为两年复合同比

1、疫情影响供需两端

2022 年四季度规模以上企业工业增加值同比为 2.8%，较三季度回落 2 个百分点。

月度层面，2022 年 12 月工业增加值同比为 1.3%，较 11 月回落 0.9 个百分点。

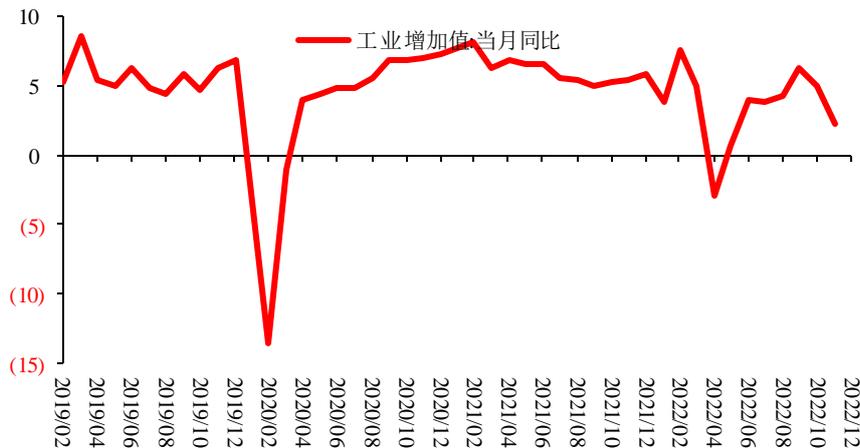
从已经公布的行业数据看，黑色金属冶炼及压延加工业、橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业等上游行业回落幅度最大。而电力、热力的生产和供应

业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业等中下游行业同比增速提升。物量数据的表现类似，原煤、焦炭、粗钢和水泥产量全面回落。

价格层面，12月PPI环比为-0.5%，较上月回落0.6个百分点，同期大宗商品价格维持震荡，水泥价格持续走低，弱于往年季节性中枢。

结合量价数据以及支出端数据来看，疫情对经济供需两侧均产生了负面影响，对需求端的拖累更为主导。而一月的高频数据显示，疫情对经济活动的冲击在逐步弱化，宏观经济已经处于复苏的过程中。

图2：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年为两年复合同比

2、制造业延续走强

2022年四季度固定资产投资当季同比2.9%，较三季度回落2.6个百分点，地产投资的减速构成最主要拖累。

月度层面，12月固定资产投资当月同比增速3.1%，较11月回升2.4个百分点，地产的触底回升推动总体投资活动上行。

12月基建投资(含电力)当月同比增速为10.4%，较11月回落3.5个百分点。基建投资的回落可能是受到疫情影响，实物工作量边际走低，但绝对增速仍处于较高水平。今年财政政策有望保持积极，赤字率、专项债规模可能高于去年，进而推动基建投资维持高位。

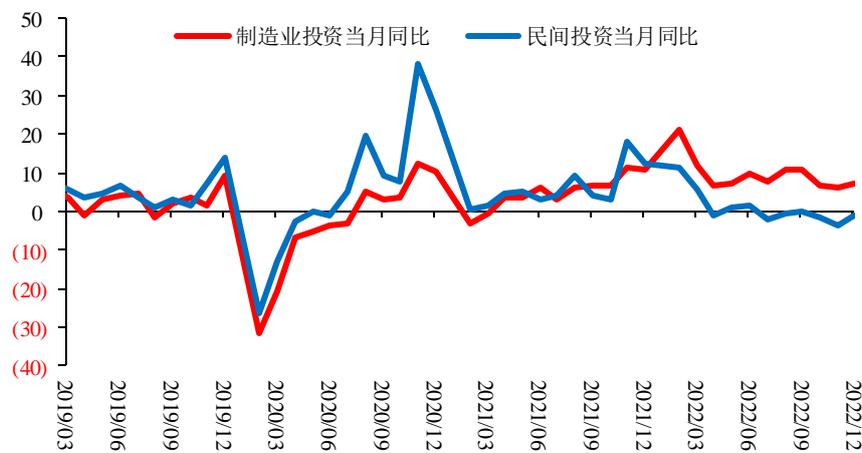
12月制造业投资当月同比为7.4%，较11月上升1.2个百分点。

根据已经公布的数据，12月有色金属冶炼及压延加工业、汽车制造业投资偏强，金属制品业和食品制造业投资出现回落。

今年以来，制造业投资总体表现不弱，尤其考虑到下半年PPI大幅走低，实际投资增速显著上行。稳增长政策发力、信贷利率走低、新能源等行业需求大幅增长可能支撑了制造业投资的增长，不过这些因素的可持续性有待观察。

往后看，私人部门的信心恢复需要一个较长的过程，企业投资意愿的改善需要相对稳定可预期的政策环境，尤其考虑到全球经济的减速，今年制造业投资活动上行的动能偏弱。

图3：制造业投资和民间投资同比，%



数据来源：Wind，安信证券

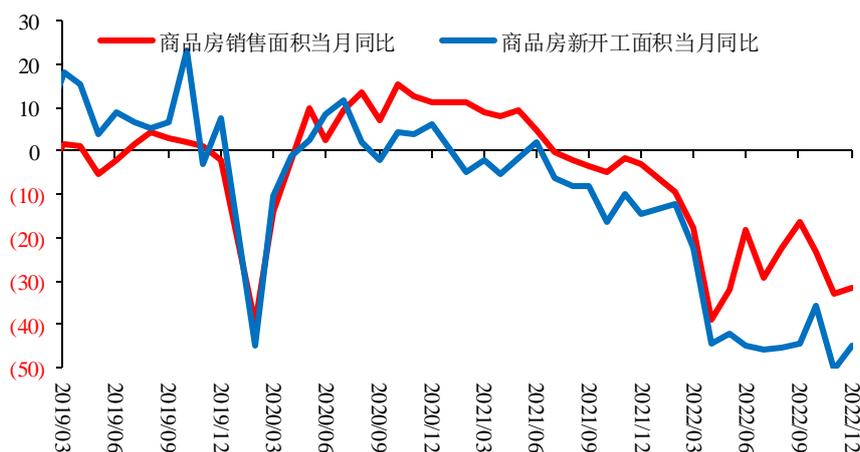
2021年为两年复合同比

12月房地产投资当月同比增速-12.7%，较11月回升7.2个百分点，考虑到去年同期基数较低，实际的地产投资仍在磨底。与此同时，地产开工、销售低位小幅回升，房价环比维持低位。

去年11月以来房地产供应和需求政策频出，监管对房地产行业的态度也出现明显转变。政策致力于推动房地产行业经营活动的正常化，避免出现房企的广泛违约以及金融风险的蔓延。过去两个月政策效果尚不明显，一方面与疫情扩散对居民购房、企业生产行为形成扰动有关，另一方面经历了过去一年多时间地产行业的大幅减速，居民和企业信心预期的改善需要时间。

总体来看，伴随疫情冲击的消退以及房地产政策的纠偏，房地产行业进一步下行的空间有限，地产投资的触底回升在年内有望发生，进而对宏观经济形成支撑。

图4：商品房销售与新开工同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年为两年复合同比

3、消费冷热不均

2022年四季度社会消费品零售名义增速为-2.7%，较三季度回落6.2个百分点；实际增速为-4.7%，较三季度回落4.9个百分点，显示疫情对居民消费活动的冲击仍然明显，这与居民储蓄率的大幅抬升指向一致。

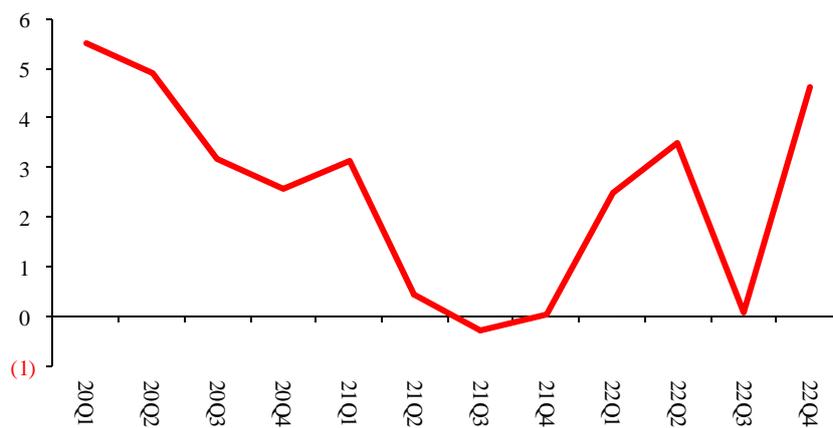
月度层面，尽管疫情快速扩散，但由于封控措施的取消，12月社会消费品零售同比增速1.8%，较上月回升4.1个百分点。线下服务业受损更大，餐饮业12月同比增速-14.1%，较11月大幅回落5.7个百分点。

分类别看，限额以上和限额以下企业零售均出现回升，两者幅度接近。

分品种看，中西药品、粮食、饮料、通讯器材、汽车等疫情必需品和耐用品恢复幅度更大，而化妆品、金银珠宝和烟酒类等可选消费品回落幅度最大，家具和建筑等地产后周期消费品延续低位。

考虑到疤痕效应的消退需要时间，居民收入端的改善是个相对缓慢的过程，未来消费温和复苏的进程有望延续。

图5：超额储蓄率，%



数据来源：Wind，安信证券

4、出口持续滑坡

12月我国美元计价出口同比增速-9.9%，较上月小幅回落1个百分点。

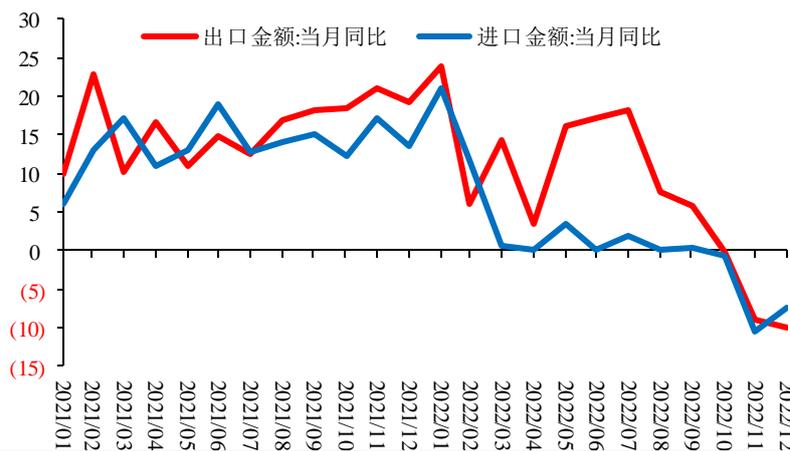
分地区看，出口的回落具有广泛性，对发达和新兴经济体出口全面回落。

分产品看，出现分化，衣着、家电、灯具和玩具同比小幅回升，机电和高新技术产品出口同比跌幅延续回落。

与此同时，12月日本、韩国和越南出口小幅回升，仍然在同比-10%的中枢，疫情对生产和物流的扰动影响目前看是边际的，中国和东亚经济体出口增速的差异不大。美国、欧洲、日本的制造业PMI延续下行，全球经济和贸易活动的放缓是中国出口回落的根本原因。

往后看，尽管市场对美国经济是否会陷入深度衰退存在争议，但美国经济持续减速的前景相对确定，同时欧洲经济在通胀和加息的冲击下走弱的过程仍在延续，这意味着中国出口活动的下滑将持续。

图6：进出口金额同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年为两年复合同比

总体而言，2022年四季度、全年的经济减速主要受到疫情和地产的冲击。伴随疫情政策的转向以及地产政策的纠偏，今年经济将呈现温和复苏的局面，消费

和地产或将是支撑经济恢复的主要力量。不过考虑到疤痕效应的存在，以及房地产政策在居民、企业端见效需要时间，未来消费的复苏和房地产投资的触底回升将呈现渐进式特征，进而推动经济增速环比抬升。

二、预期驱动的复苏交易

近期权益市场延续反弹，如果从 11 月的反弹开始计算，消费和金融是表现最强的风格，周期和成长表现最弱。

这代表这一阶段市场还是在进行复苏交易，认为疫情和房地产政策的调整会对居民消费场景和信心显著提升，进而改善消费品企业和房地产链条企业的盈利。

类似地，商品市场也在进行同样的交易，以铁矿石为代表的黑色商品大幅上行，代表商品市场同样在交易需求的恢复。

甚至银行存单利率的上行的一种解释是银行预期未来信贷需求将显著回暖，开始提前储备负债。

复苏交易在当下难以证伪。目前经济活动确实在改善，但由于经济数据需要 3 月中旬才能披露，因此经济恢复的幅度究竟如何，短期难以确认。此外，消费启

动后自给时间上由日工业品市场预期，这由工业品出口增长提供了以西保江

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51489



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>