

宏观

证券研究报告

2023 年 01 月 18 日

最后一份经济数据的几个意外

2022 年最后一期经济数据并不平淡，创造了诸多“预料之外”。

第一个意外是 4 季度 GDP 增速 2.9%，下滑幅度明显偏低，这也直接把全年经济增速拉到了 3%。

第二个意外是 12 月社零同比增速-1.8%，相比 11 月上行 4.1 个百分点，降幅明显收窄。

第三个意外是 12 月服务业生产指数超预期上行，12 月服务业生产指数同比增速上行 1.1 个百分点至-0.8%。

第四个意外是在房地产销售未见明确改善的情况下，12 月房地产当月投资增速降幅趋缓，当月同比增速从-19.9%回升至-12.2%。

我们认为可能算不上意外的是 2022 年中国总人口负增长。2022 年总出生人口回落至 956 万人，总死亡人口上升至 1041 万人，一升一降导致 2022 年总人口减少 85 万人。

风险提示：经济增长低于预期，国内疫情演变超预期，海外出现新的黑天鹅事件。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-复苏交易主线行业拥挤度不再提升-1 月第 2 周资产配置报告》 2023-01-14
- 2 《宏观报告：政策刺激下，有多少失去的需求能够回来？》 2023-01-11
- 3 《宏观报告：宏观-12 月信贷数据不弱》 2023-01-11

2022 年最后一期经济数据并不平淡，创造了诸多“预料之外”。

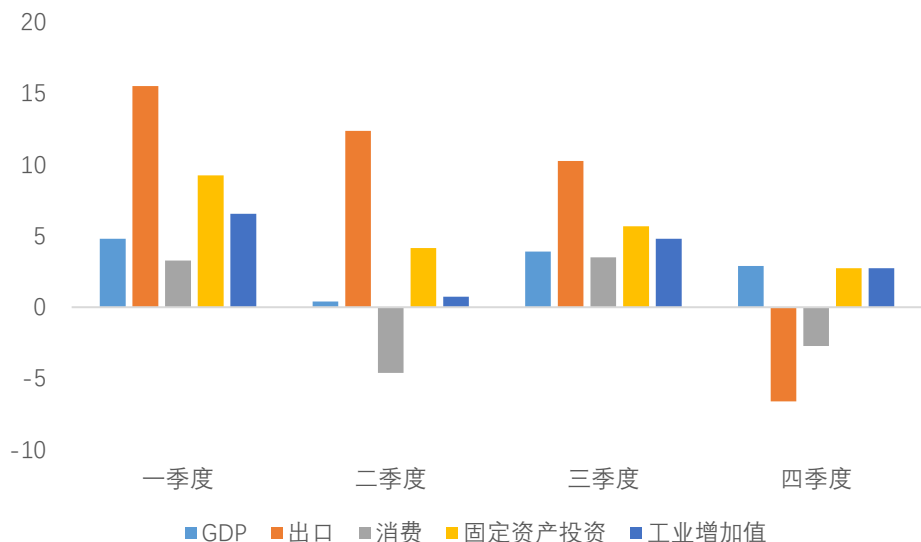
第一个意外是 4 季度 GDP 增速 2.9%，下滑幅度明显偏低，wind 一致预期是 1.9%，而单季度 GDP 增速结果和一致预期的差距大到 1 个百分点非常少见，这也直接把全年经济增速拉到了 3%。

考虑到 4 季度净出口同比-6.3%，社会消费品零售同比-2.7%，仅固定资产投资同比实现了 2.7%的正增长，在净出口和社会消费品零售同比增速均为负时，实际 GDP 同比增速还能够实现 2.9%的正增长，只能从 GDP 统计口径上找原因。

由于 GDP 核算使用生产法，因此用消费投资等需求数据推算出的 GDP 增速，存在低估的可能。第一种可能是社零低估了最终消费，因为最终消费和社零在服务消费、政府消费等统计领域存在不同，往往会导致在社会消费品零售偏低的时候，最终消费还能够实现较高的增长，比如 2020 年社会消费品零售-3.9%，最终消费同比 1.5%（详见《消费是不是被低估了？》）。第二种可能是固投低估了资本形成，因为固定资产投资和资本形成在土地购置费等方面存在差异，土地购置费不计入固定资本形成总额，对 GDP 并不产生直接的影响，因此即使地产投资增速在土地购置费的拖累下继续下滑，但加快施工竣工也会对 GDP 产生积极的影响（详见《对直觉的背离：2023 年房地产展望》）。

我们认为以上是四季度 GDP 同比增速意外实现 2.9%的可能原因。

图 1：2022 年经济走势（单位：%）



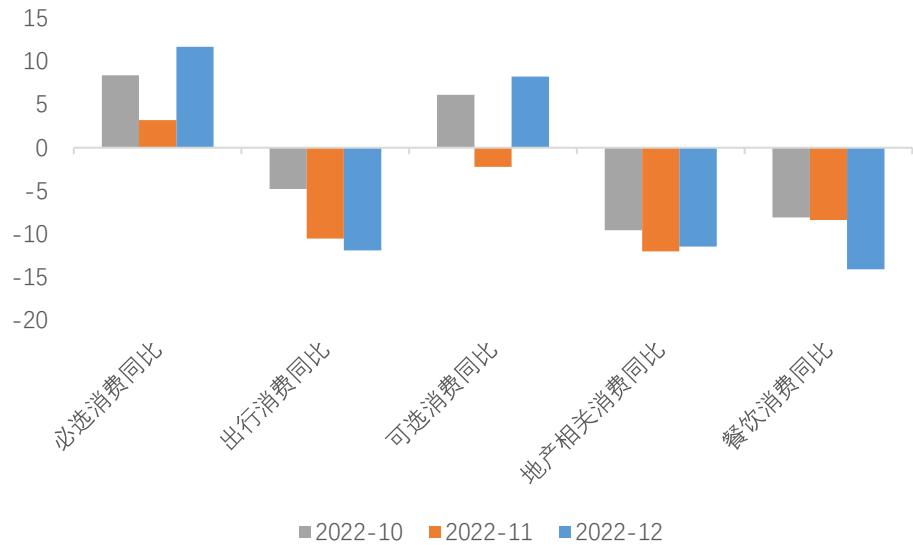
资料来源：同花顺，天风证券研究所

第二个意外是 12 月社零同比增速-1.8%，相比 11 月上行 4.1 个百分点，降幅明显收窄。12 月正值疫情冲击压力最大的时期，居民出行、线下消费等的意愿明显偏低，对应于 12 月餐饮类消费进一步下滑 5.7 个百分点至-14.1%，出行类消费也进一步下滑至-11.9%。

但是防疫政策优化后，汽车消费明显反弹，车展等线下汽车销售场景恢复，叠加燃油车和新能源车购置补贴优惠政策（“国补”）在年底到期，12 月汽车消费同比增速上行 8.8 个百分点至 4.6%。另外疫情扩散反而刺激了部分必需消费的囤积需求，比如 12 月粮油食品类和饮料类消费同比增速明显上行，分别为 10.5%和 5.5%，前值为 3.9%和-6.2%；12 月中西药品类消费同比增长 39.8%。

参考 2022 年社零 4 月见底 6 月转正，餐饮 4 月见底 8 月转正的经验，今年 1-2 月社零同比增速大概率能够转正。而且相比于去年，今年居民返乡意愿高涨，春运前 10 天，全国铁路、公路、水路、民航共发送旅客 3.9 亿人次，比 2022 年同期增长 45%。大量人口返乡也会带动春节期间聚餐、旅游等线下消费的快速修复。在没有线下消费场景制约后，餐饮业的修复或会快于 2020 年初和 2022 年 4 月，在 1-2 月也能够实现转正。

图 2：分类别消费的走势（单位：%）



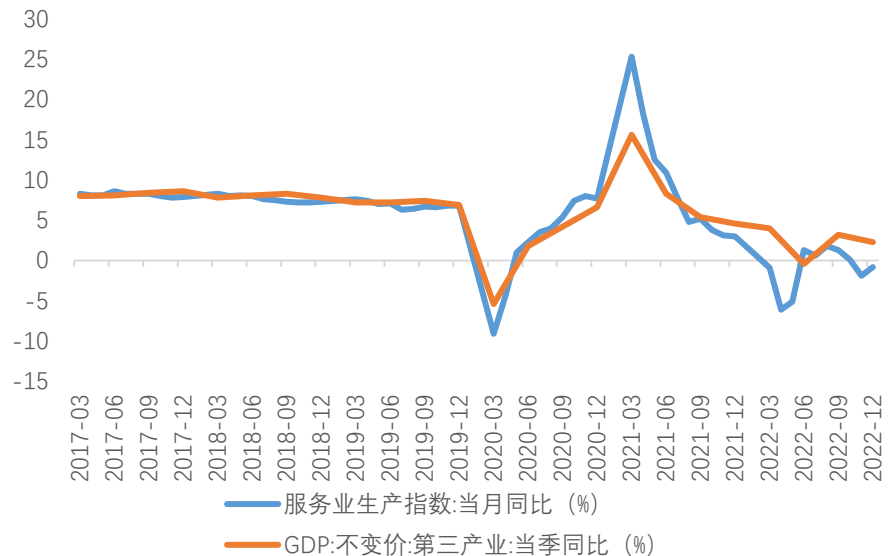
资料来源：wind，天风证券研究所

第三个意外是 12 月服务业生产指数超预期上行，12 月服务业生产指数同比增速上行 1.1 个百分点至 -0.8%，同时四季度第三产业同比增速 2.3%，相比于三季度仅下滑 0.9 个百分点，与前三季度累计增速持平。

11、12 月受疫情影响，服务业特别是线下服务明显承压，如服务业 PMI 自 8 月开始持续回落，12 月服务业 PMI 仅有 39.4%，统计局也表示零售、道路运输、住宿、餐饮、居民服务等接触性聚集性行业商务活动指数均低于 35.0%。

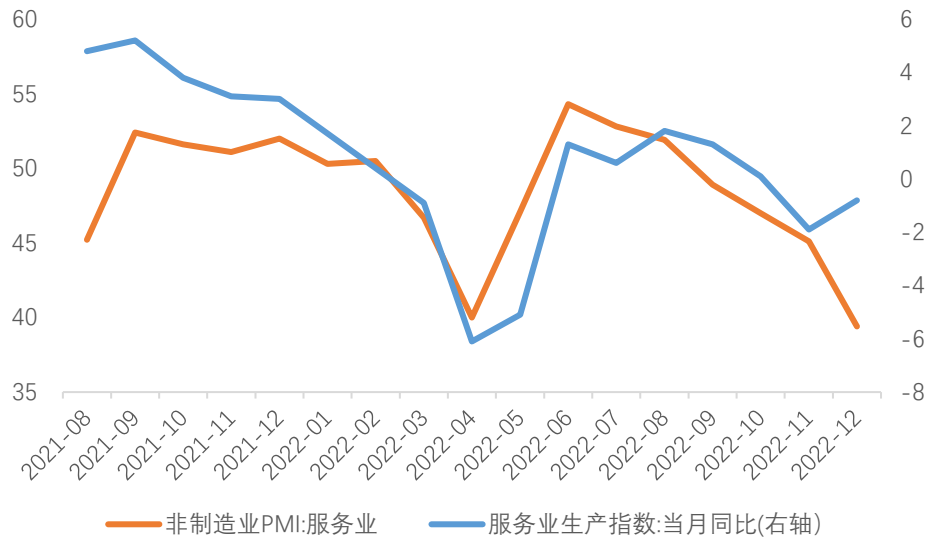
但在餐饮住宿行业整体表现偏弱的时候，受出行限制减少和春节临近等因素影响，航空运输业则在稳步修复。另外，金融业、信息传输软件和信息技术服务业等行业受疫情影响并不明显，疫情期间一直维持较高增长，全年增速达到 5.6%和 9.1%。这或许是服务业生产指数在 12 月好转的原因。

图 3：服务业生产指数与第三产业同比（单位：%）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 4：服务业 PMI 走势弱于与服务业生产指数（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

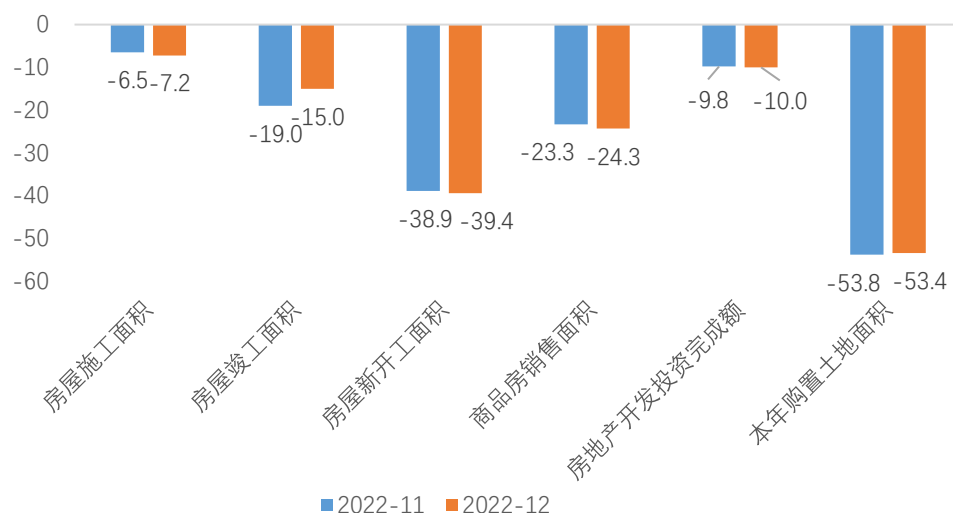
第四个意外是在房地产销售未见明确改善的情况下, 12 月房地产当月投资增速降幅趋缓, 当月同比增速从-19.9%回升至-12.2%。

和前三点相比, 地产投资降幅趋缓也不算很意外。一方面, 11 月地产投资增速受疫情影响大幅跌至-19.9%, 12 月防疫优化后投资增速算是回归到之前的下行通道中。另一方面, 12 月支撑房地产投资的主要是竣工, 竣工累计同比增速上行 4 个百分点至-15%, 而施工面积和新开工面积累计同比则分别下滑 0.7 个和 0.5 个百分点至-7.2%和-39.4%, 土地购置面积同比则略上行 0.4 个百分点至-53.4%。竣工同比增速回升主要因为 12 月是传统竣工大月, 同时在“保交楼”政策的推动下, 房企为加快资金回笼主动加快项目竣工。

虽然此前“新 16 条”和“三支箭”等地产融资端政策频出并开始生效, 体现为 12 月房地产开发企业到位资金中国内贷款同比增速从 11 月的-26.9%上行至-25.4%, 但商品房销售依旧偏弱, 12 月商品房销售面积和销售额累计分别同比下滑 1 个百分点和 0.1 个百分点至-24.3%和-26.7%。受此影响与销售回款相关的个人按揭贷和定金及预收款仅有 26.5%和-33.3%, 依旧偏低。在资金端压力延续的情况下, 房企施工面积继续下滑且施工强度也明显低于往年水平。

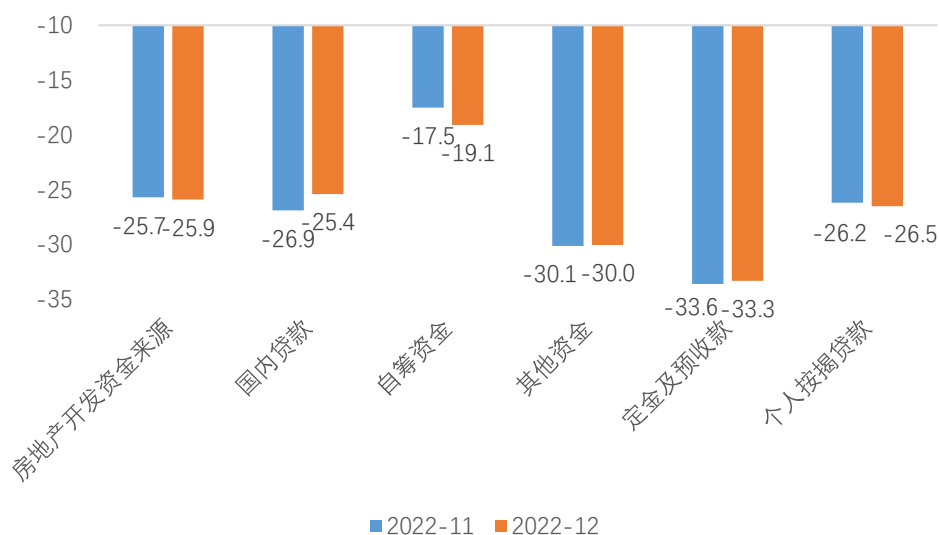
考虑到房地产销售市场未见明确改善, 房企融资端修复也尚需时日, 我们预计竣工带动房地产开发投资当月增速的回升或并不具有持续性。

图 5: 房地产投资分项 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 房企资金来源 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

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_51523

