

2023 年 01 月 18 日

洪峰已过，复苏开启——兼评四季度经济数据

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● Q4 抵御疫情压力，全年 GDP 收官 3.0%，工业生产回落，服务生产改善

(1)单季看，2022 年 Q4 实际 GDP 同比增长 2.9%、环比为 0.0%；分产业看，第二产业跌幅最深；全年看，2022 年全年实际 GDP 同比增长 3.0%、三年复合增速增长 4.5%。
(2)收入端：2022 年人均可支配收入累计实际同比为 2.9%，经济与居民收入增速差逐步扩大，城乡不平衡状况延续缓解；收入分项全面下滑，财产净收入、经营净收入、工资性收入下行 0.9、0.4、0.2 个百分点；储蓄方面，2022 年 Q4 居民储蓄率为 33.4%，2021 至 2023 年居民“超额储蓄率”分别为 4.4%、1.7%、3.7%。

(3)总体看，2022 年 Q4 GDP 同比降、环比持平，较好抵御住了“第一次冲击”的下行压力。2022 年全年超预期因素频发，全年 3.0% 的经济答卷足见我国经济韧性与活力。高频指标表明疫情达峰以来，消费、人流、物流较快修复。2023 年疫情变量弱化，政策托举经济复苏，需关注内生修复动能的高度和坡度。

(4)12 月全国大面积居家“发烧”，劳动力供给不足制约工业生产，医疗诊治提振服务业生产活动。工业生产回落：全年工业增加值同比 3.6%、12 月 1.3%，2023 年出口压力趋增、对工业生产支持力度降低。服务业生产跌幅收窄：12 月服务业生产指数回升 1.1 个百分点至 -0.8%。

● 固定资产投资增速相对平稳

(1)地产：提示 2023 年应关注建安而非房地产开发投资。基本面看，地产投资趋于筑底、仅竣工显著改善。保交楼：2022 年末停工面积收窄至 9.0 亿平方米、占施工面积的 10%，测算落细落实保交楼或拉动 2023 年地产投资 1.6-3.9 个百分点；提示关注注地产建安而非地产投资：地产投资中地产建安、土地购置费占比约为 70%、30%，成交土地价款领先土地购置费 2-3 个季度，测算 2023 年土地购置费或下探至 -30%、拖累地产投资 9 个百分点。GDP 核算中并不包含土地购置费，直观解读地产投资增速可能会低估经济修复水平；供给和需求政策仍有望发力：12 月下旬以来地产销售的改善主要受益于高能级城市（东莞）的放松限购，三四线城市春节返乡置业需求释放后、后续拉动或较有限。鉴于防疫优化提升居民出行半径，需求政策或进一步松动等，预计 2023 年春节地产消费将迎“开门红”，节后需关注需求端政策的配合。
(2)制造业：增速小幅回落，2023 年或呈结构性投资扩产。1-12 月制造业投资累计同比增长 9.1%、较前值回落了 0.2 个百分点，高端制造表现较好。三季度以来民企投资占比逐渐收复失地，制造业贷款需求指数连续两个季度回升，投资扩产渐行渐近。
(3)基建：托底经济增长，2023 年将维持韧性。2022 年 1-12 月广义基建增速为 11.52%，电热燃水、水利管理业、水利环境等保持高增速。春节提前，1 月基建景气度较快下行。向后看，基建仍为 2023 年稳增长的重要抓手，地方专项债扩容、政策性金融工具发力、民间资本、一带一路等继续支撑基建韧性，但与 2022 年相比重要性或下降。

● 三因素助力社零超预期改善，就业完成全年预期目标

基数效应、汽车中西药品消费改善较快、疫情达峰闯关主要影响服务消费等因素共振下，社零超预期改善。首先是 2021 年低基数效应贡献；其次，汽车销售年末冲量、财政补贴、购置税减半政策到期刺激汽车消费；再次，“第一次冲击”阶段居民药品需求激增；最后，社零中实物消费占比九成，疫情达峰主要影响服务消费而非实物消费。三因素剔除后，疫情“第一次冲击”对社零的冲击为 -4.6%。

● 大疫三年终有歇，2023 从头越

疫情“第一次冲击”提前至 2022 年，2023 年 GDP 达成 5.0% 的难度或不大。2022 年 Q3 GDP 环比回升幅度为 3.9%，考虑到政策发力情况、8 月 9 月高温限电限产影响，该回升幅度不算高。我们将 2023 年 Q1 与 2022 年 Q3 进行对标，悲观和中性情形下，2023 年 GDP 为 5.0%、5.4%。

● **风险提示**：国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退

相关研究报告

《春运提速，购物旅游餐饮超过 2022 年同期——疫后复苏跟踪 1 月第 3 期——宏观经济点评》-2023.1.16

《大部分省市 2023 年经济增速目标下调——宏观周报》-2023.1.15

《促外贸政策仍需持续发力——12 月进出口数据点评——宏观经济点评》-2023.1.14

目 录

1、 Q4 抵御疫情压力，全年 GDP 收官 3.0%	3
2、 工业生产回落，服务生产改善	4
3、 固定资产投资增速相对平稳	5
3.1、 地产：提示 2023 年应关注建安而非投资	5
3.2、 制造业：增速小幅回落，2023 年或呈结构性投资扩产	7
3.3、 基建：2022 全年承托，23 年增速或为 6%	8
4、 三因素助力社零超预期改善，就业完成全年预期目标	10
5、 大疫三年终有歇，2023 从头越	12
6、 风险提示	12

图表目录

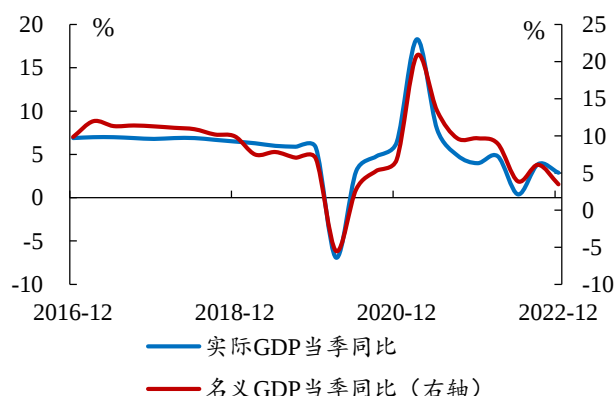
图 1： Q4 实际 GDP 同比为 2.9%	3
图 2： 第二产业、第三产业均下行	3
图 3： 居民财产净收入跌幅走扩	4
图 4： Q4 居民储蓄率超季节性上行	4
图 5： 2021 至 2023 年居民“超额储蓄率”分别为 4.4%、1.7%、3.7%	4
图 6： 工业生产回落	5
图 7： 服务业生产指数改善	5
图 8： 竣工加速改善	6
图 9： 国内信贷跌幅收窄	6
图 10： 停工面积收窄至 9.0 亿方	7
图 11： 2023 年土地购置费或下探至-30%	7
图 12： 居民生活和消费半径迅速回升	7
图 13： 开年各地积极出台地产宽松政策	7
图 14： 制造业投资增速小幅回落	8
图 15： 高端制造景气度仍高	8
图 16： 民企主体逐步修复制造业投资“失地”	8
图 17： 1-12 月广义基建增速 11.52%	9
图 18： 铁路运输、交运仓储改善较快	9
图 19： 1 月水泥开工延续回落	9
图 20： 12 月挖机销量大幅回落	9
图 21： 1 月沥青开工跌幅收窄	10
图 22： 1 月交通、建筑沥青开工止跌	10
图 23： 社零超预期改善	11
图 24： 中西药品、汽车消费提振社零	11
图 25： 达峰期间，药品需求激增	11
图 26： 消费指数更多反映服务消费	11
图 27： 就业率重回全年目标中枢	12
图 28： 从业人员 PMI 均下行	12

2022 年 Q4 实际 GDP 同比 2.9%（预期 1.9%），全年实际 GDP 同比 3.0%（预期 2.8%），12 月工业增加值同比 1.3%（预期 0.6%），社零同比-1.8%（预期-6.5%），固定资产投资累计同比 5.1%（预期 5.1%）。其中，基建投资 11.52%，制造业投资 9.1%，房地产投资-10.0%。

1、Q4 抵御疫情压力，全年 GDP 收官 3.0%

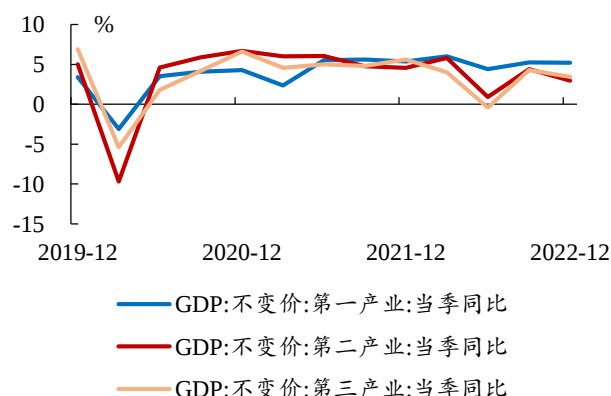
(1)单季看，2022 年 Q4 实际 GDP 同比增长 2.9%，较前值回落 1.0 个百分点，好于 2022 年 Q2 从 4.8%大幅回落至 0.4%；两年复合增速增长 3.5%，较前值下行 0.9 个百分点；GDP 环比为 0.0%，低于过去 5 年同期均值的 1.6 个百分点。分产业看，考虑到 2021 下半年“双限双控”经济产出缺口迅速下滑带来的低基数，一、二、三产业 GDP 两年复合增速分别较前值变化 0.0%、-1.4%、-0.9 个百分点至 5.2%、3.0%、3.4%，由此可见，Q4 第二产业跌幅最深。全年看，2022 全年实际 GDP 同比增长 3.0%，较 2021 年下行 5.4 个百分点，三年复合增速增长 4.5%。

图1: Q4 实际 GDP 同比为 2.9%



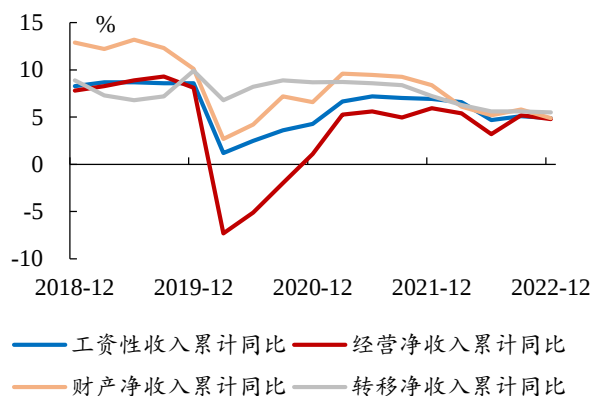
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2: 第二产业、第三产业均下行

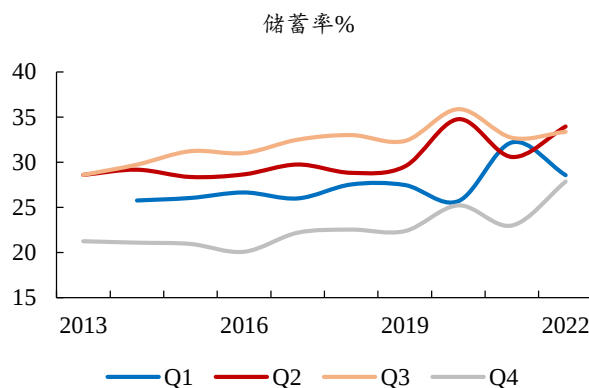


数据来源：Wind、开源证券研究所 注：图中数据为两年复合增速

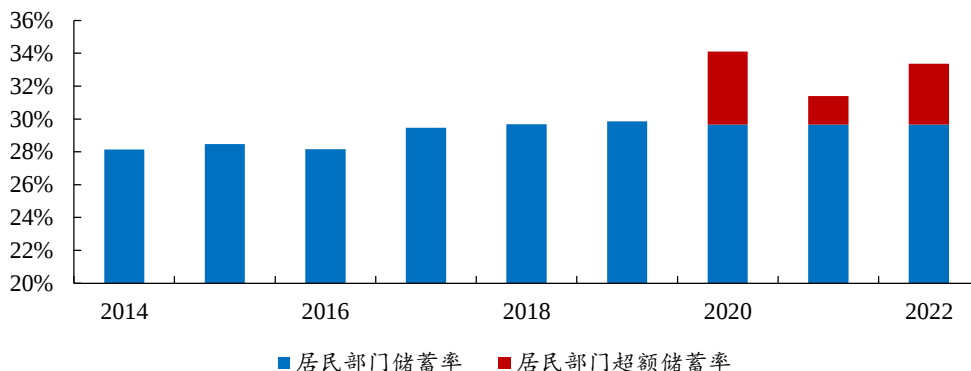
收入端：2022 年人均可支配收入累计实际同比为 2.9%，经济-收入增速差由负转正（2022 年 Q1-Q4 分别为-0.3%、-0.5%、-0.2%、0.1%），指向经济与居民收入增速差在逐步扩大；城镇和农村人均可支配收入累计实际同比分别为 1.9%和 4.2%，城镇-农村收入增速差全年均低于-2.0%，2020 年新冠疫情以来城乡不平衡状况延续缓解。储蓄方面，2022 年 Q4 居民储蓄率为 33.4%、超季节性上行，减去疫情之前三年（2017-2019 年）均值，则 2021 至 2023 年居民“超额储蓄率”分别为 4.4%、1.7%、3.7%。收入分项全面下滑，财产净收入、经营净收入、工资性收入增速分别下行 0.9、0.4、0.2 个百分点。

图3：居民财产净收入跌幅走扩


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：Q4居民储蓄率超季节性上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021至2023年居民“超额储蓄率”分别为4.4%、1.7%、3.7%¹


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)总体看，2022年Q4 GDP同比降、环比持平，较好抵御住了“第一次冲击”的下行压力。2022年全年超预期因素频发，包括国内两轮疫情、高温限电限产、海外俄乌冲突等，全年3.0%的经济答卷足见我国经济韧性与活力。高频指标表明在疫情达峰以来，消费、人流、物流较快修复。从31省市两会GDP目标来看，全国经济目标大概率较2022年下调，可能为5.0%。2023年疫情变量弱化，政策托举经济复苏，需关注内生修复动能的高度和坡度。

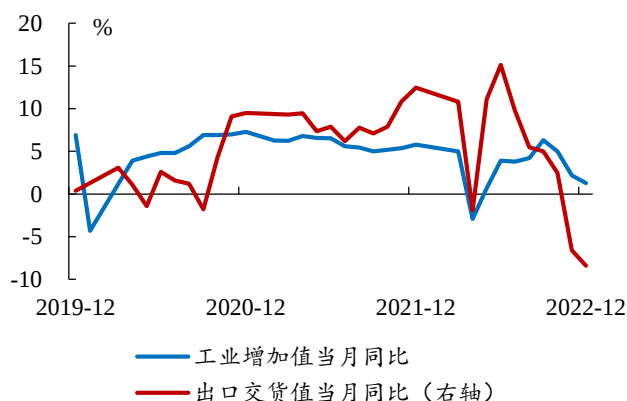
2、工业生产回落，服务生产改善

2022年12月7日印发“新十条”以来，疫情迅速扩散、大体呈现从南至北依次达峰的趋势。我们曾指出“2022年12月25日31省市完成100%达峰比例，2022年12月29日362个城市完成100%达峰比例”，与国家卫健委医政司司长焦雅辉指出“全国发热门诊的诊疗量在2022年12月23日达到高峰”较为接近。12月全国大面积居家“发烧”，劳动力供给不足制约了工业生产和服务业生产活动。

¹ 居民储蓄率=（1-全国居民消费性支出）/全国居民可支配收入，超额储蓄率为该值减去2017-2019的储蓄率均值。

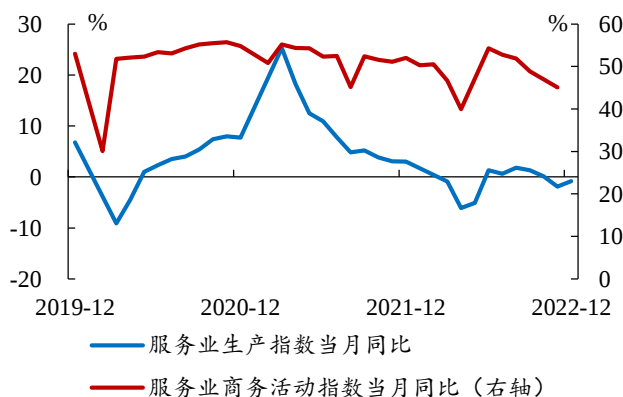
工业生产回落：12月工业增加值同比为1.3%、较前值回落了0.9个百分点，工业生产环比季调为0.06%、低于前五年同期均值的0.5%。出口方面，12月出口交货值累计同比下行1.5个百分点至5.5%，连续4个月回落。海外需求回落已体现为出口“量”的萎缩，但价格水平仍处高位。2023年出口压力趋增，节奏可能是“上半年出口量跌价稳、下半年量稳价跌”，出口对工业生产的支持力度降低，由此需要进一步稳内需、扩内需。分行业看，12月汽车制造、黑色金属冶炼较前值回落了10.8、6.6个百分点，而电热生产供应、交运设备制造、茶酒饮料改善了9.6、4.9、4.1个百分点。**服务业生产改善：**12月服务业生产指数同比为-0.8%、较前值改善1.1个百分点。统计局数据显示，1-11月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长3.9%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，科学研究和技术服务业，卫生和社会工作企业营业收入分别增长8.3%、8.3%、8.1%。

图6：工业生产回落



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图7：服务业生产指数改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

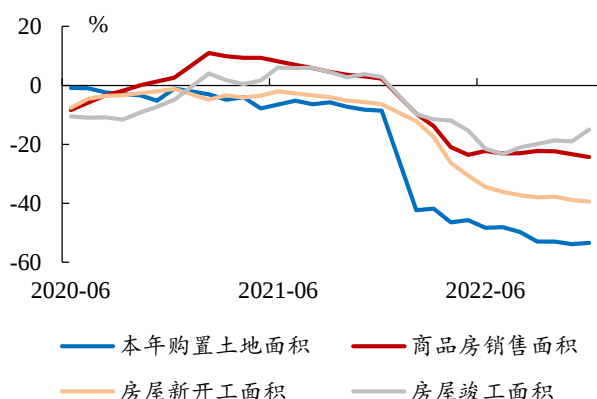
3、固定资产投资增速相对平稳

2022年1-12月固定资产投资累计同比较前值回落0.2个百分点至5.1%，三年复合平均增速4.3%，地产投资、制造业相对稳定、基建逆周期托底效果较好。

3.1、地产：提示2023年应关注建安投资而非全部房地产投资

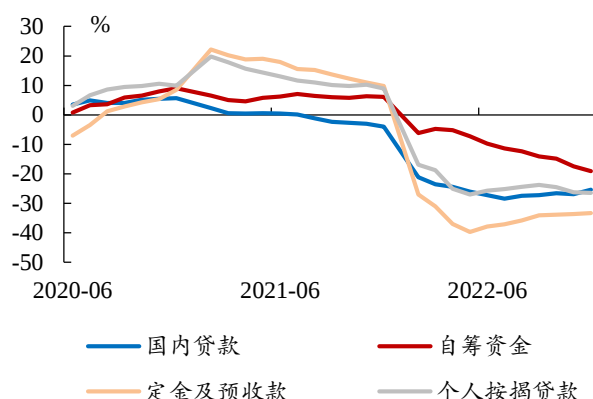
(1)基本面看，地产投资延续下滑、仅竣工显著改善。1-12月地产投资累计同比较前值下行0.2个百分点至-10.0%，当月同比下降-12.2%、较前值的-19.9%有所收窄。前端看，销售、拿地、新开工均弱。1-12月商品房销售面积同比-24.3%（前值-23.3%），土地购置面积同比-53.4%（前值为-53.8%），新开工面积同比-39.4%（前值-38.9%）；后端看，竣工面积累计同比从7月的-23.3%改善至-15.0%，指向保交楼工作逐步落实；融资端，中央供给宽松政策频出，12月国内信贷增速改善了1.5个百分点至-25.4%，定金及预收款、个人按揭、自筹资金分别变动了0.3、-0.3、-1.6个百分点。向后看，1月10日人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会强调“要落实好16条金融支持房地产市场平稳健康发展的政策措施”，1月13日央行货币政策司司长邹澜指出“研究推出重点支持房地产市场的几项结构性工具”，预计后续融资改善快于投资。

图8：竣工加速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图9：国内信贷跌幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

(2) 落细落实保交楼或拉动 2023 年地产投资 1.6-3.9 个百分点。我们根据统计局指标解释²估算停工面积，停工面积 = 去年末施工面积-去年末竣工面积+当月累计新开工面积-当月累计施工面积。估算结果显示，2015 年房企进入“三高”扩张模式以来停工潮有三轮，分别是 2017、2020、2022 年。竣工改善表明保交楼政策效果逐步显现，测算 2022 年末停工面积收窄至 9.0 亿平方米、占施工面积的 10%。悲观情形下，2023 年 20%停工项目复工复产，则拉动建安投资 2.2%、拉动地产投资 1.6%；乐观情形下 2023 年 50%停工项目复工复产，则拉动建安投资 5.6%、拉动地产投资 3.9%。

(3) 需要注意的是，2023 年宏观经济应关注建安投资而非全部的房地产开发投资。地产投资包括地产建安、土地购置费，占比分别为 70%、30%，2022 年房企投资拿地意愿低迷、土地成交价款下探至-53.4%，从历史数据来看，土地成交价款领先土地购置费 2-3 个季度³，则 2023 年土地购置费或下探至-30%、拖累地产投资 9 个百分点。考虑到 GDP 核算中并不包含土地购置费⁴，通过观察地产投资增速来衡量经济可能会低估经济修复水平，我们提示应关注地产建安而非地产投资，2023 年地产建安投资增速或为 3%。

² 施工面积是报告期内施工的全部房屋建筑面积，包括本期新开工上期跨入本期继续施工的房屋建筑面积、上期停缓建在本期恢复施工的房屋建筑面积、本期竣工的房屋建筑面积以及本期施工后又停缓建的房屋建筑面积。详见

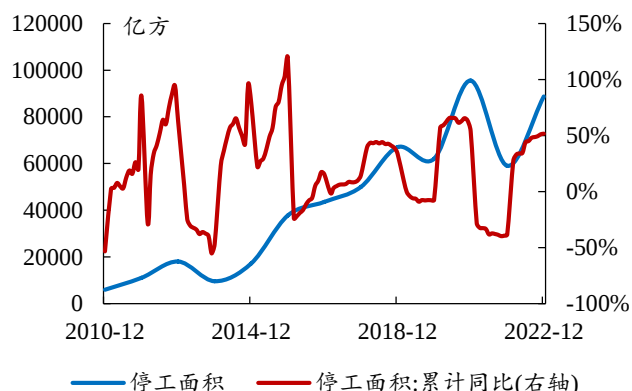
<http://www.cnbs.gov.cn/zmhd/dwzsk/13323288.html>

³ 2010 年《国土资源部关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》严格土地出让合同管理。土地出让成交后，必须在 10 个工作日内签订出让合同，合同签订后 1 个月内必须缴纳出让价款 50% 的首付款，余款要按合同约定及时缴纳，最迟付款时间不得超过一年。

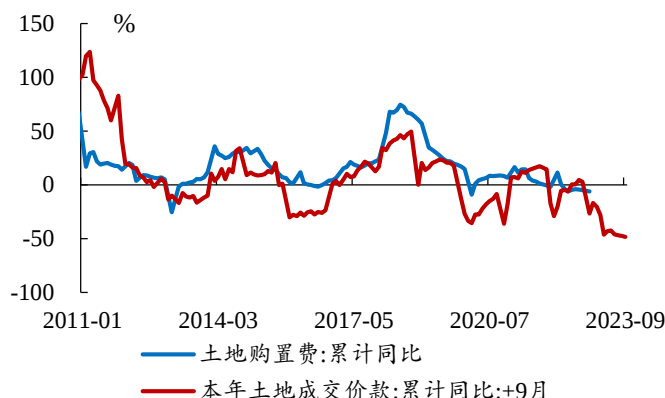
⁴ 固定资产投资统计数据是核算固定资本形成总额的主要基础资料来源。二者主要有四大区别，其一是固定资产投资包括土地购置费，旧设备购置费、旧建筑物购置费，固定资本形成总额不包括这些内容。详见

http://www.stats.gov.cn/tjsz/cjwtd/201308/t20130829_74319.html

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

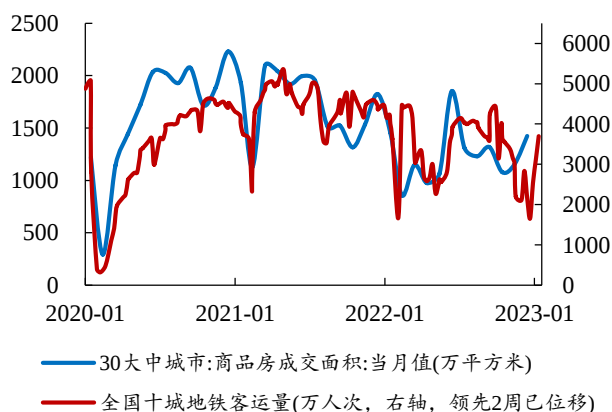
图10：停工面积收窄至 9.0 亿方


数据来源：Wind、开源证券研究所

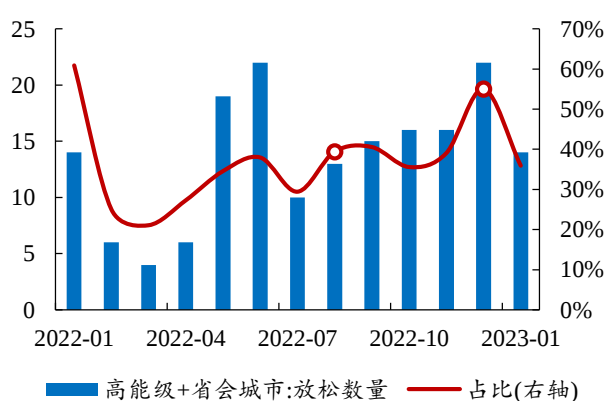
图11：2023 年土地购置费或下探至-30%


数据来源：Wind、开源证券研究所

(4)政策端，供给和需求仍有望发力。2022 年 11 月以来中央持续释放供给端政策利好，需求端则建立了首套住房贷款利率政策动态调整机制，主要面向三四线城市（二线、三线城市的覆盖率为 42%、71%），但 12 月下旬以来地产销售的改善主要受益于以东莞为代表的高能级城市的放松限购，三四线城市春节返乡置业需求释放后、后续拉动或较有限。市场对地产供给端政策的敏感性正在下降，改善供给需最终看到地产消费数据的验证。达峰后，居民生活和消费半径显著改善，叠加春节返乡置业、首套住房贷款利率政策动态调整机制、央行货币政策司司长邹澜讲话，我们预计 2023 年春节地产消费将迎“开门红”，春节后需关注需求端政策的配合。

图12：居民生活和消费半径迅速回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：开年各地积极出台地产宽松政策


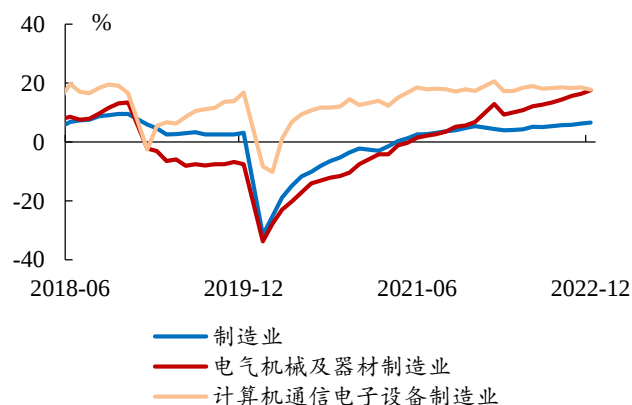
数据来源：各地住建局、开源证券研究所

3.2、制造业：增速小幅回落，2023 年或呈结构性投资扩产

1-12 月制造业投资累计同比增长 9.1%，较前值回落了 0.2 个百分点。分行业来看，计算机、通信和其他电子制造，电气机械制造，医药制造等高端制造表现较好，三年复合平均增速分别为 17.8%、17.6%、14.6%。从“国民”投资占比来看，2022 年 1-11 月制造业投资民企占比为 83%、低于前五年 88%的平均水平，但三季度以来

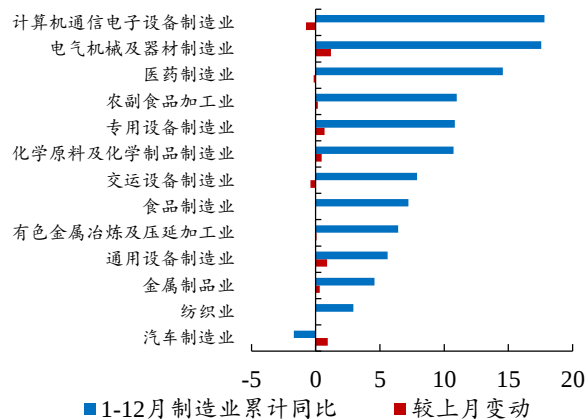
“国民”分化出现收窄，民企投资占比逐渐收复失地，同时 2022 年 Q4 制造业贷款需求指数上行至 62.2%、连续两个季度回升。2023 年并非传统意义的朱格拉周期，预计结构重于总量。

图14：制造业投资增速小幅回落



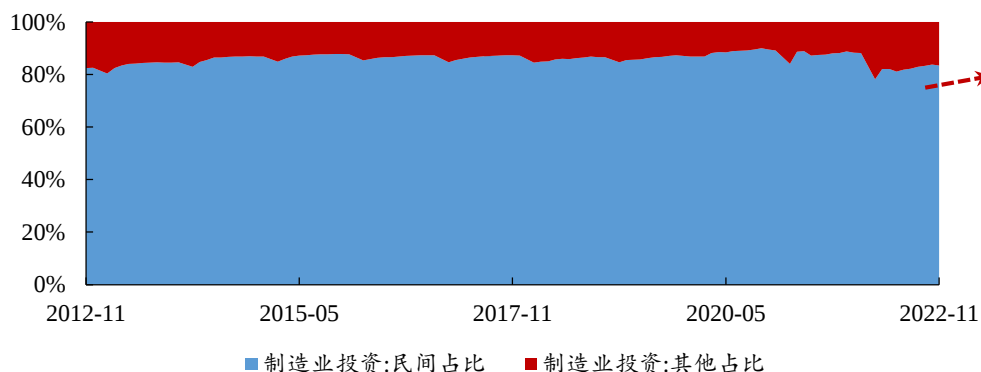
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图15：高端制造景气度仍高



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2022 年为三年复合增速

图16：民企主体逐步修复制造业投资“失地”



数据来源：Wind、开源证券研究所

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_51542

