



宏观经济

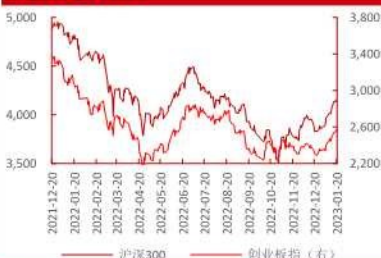
看好（短期）

看好（中长期）

市场数据（2023-01-20）

	上证综指涨幅（%）
近一周	2.18
近一月	6.22
近三月	7.57

股价走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

安青梁

职业证书编号：S0070121010012

电话：010-83991710

邮箱：anql@grzq.com

相关报告

《短期延续弱现实、强预期，明年疫情退散、政策发力推动经济复苏》
20221220

《疫情下 10 月经济全线放缓，但防疫及地产政策出台后将迎积极变化》
20221117

《9 月经济环比复苏步伐加快，二十大后政策进一步明朗化》 20221017

《8 月经济维持弱复苏，后续仍需政策持续发力》 20220921

国内疫情快速过峰，政策发力经济正加速回暖

—2023. 01. 30 宏观研究月报

投资要点

■ 本文主要从 12 月经济数据中归纳出以下几点：

一是四季度 GDP 增速下行，为年内次低，但明显好于预期，且好于需求端三驾马车表现，或因 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。

二是消费好于预期。虽有疫情冲击，但在居家囤货需求及汽车支撑下，社零降幅大幅小于预期，实属意外之喜。

三是地产投资降幅收窄，各分项数据也均边际改善，但目前销售仍处低位，居民中长贷仍处于下滑态势，后续地产投资回暖的持续性仍有待观察。

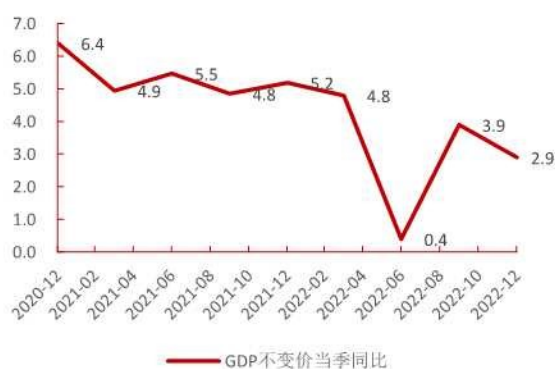
四是疫情冲击时间明显较之前的预期要短，目前全国各地疫情均已快速过峰，春节期间消费也明显修复。后续在疫情拖累减少，地产政策效果持续显现下，经济回暖速度或也将超预期。

■ 四季度 GDP 及 12 月经济情况概览

2022 年全年 GDP 增速为 3%，四个季度的增速分别为 4.8%、0.4%、3.9%、2.9%，其中二季度及四季度受疫情影响较大，经济有所放缓。四季度来看，其中二产三产受影响较大，一产小幅回升，经济整体虽有放缓但好于二季度。同时可以看到四季度 GDP 明显好于预期，且好于需求端三驾马车表现，或因 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。展望 2023 年，我国出口将明显回落，内需将成为主要支撑，疫情及地产拖累减少，政策持续发力下，预计 GDP 全年同比增速将达到 5.0% 以上，节奏上看，低基数作用下，二四季度或将成为阶段性高点。

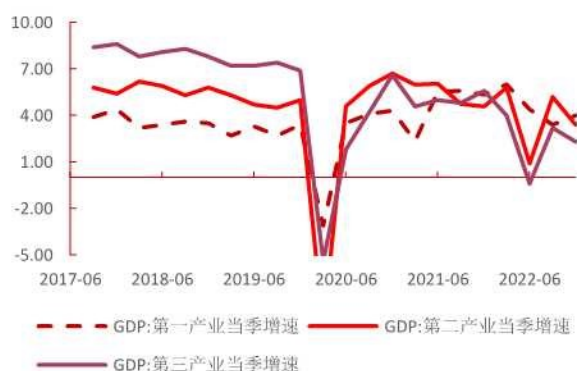
12 月经济数据来看，疫情冲击下，经济数据有喜有忧，喜在消费及地产跌幅收窄，基建及制造业仍维持韧性，忧在生产及出口进一步下滑，且消费及地产修复并不稳固。12 月初疫情防控放开后，感染人数剧增，经济短期内受到较大冲击，不过疫情快速过峰，时间上明显小于预期，经济活动正加速恢复。目前经济仍处低位，但春节期间消费场景加快复苏，后续随着基建开工旺季到来，地产逐步修复，经济将进入全面回暖期。

图 1 四季度 GDP 增速受疫情影响放缓 (%)



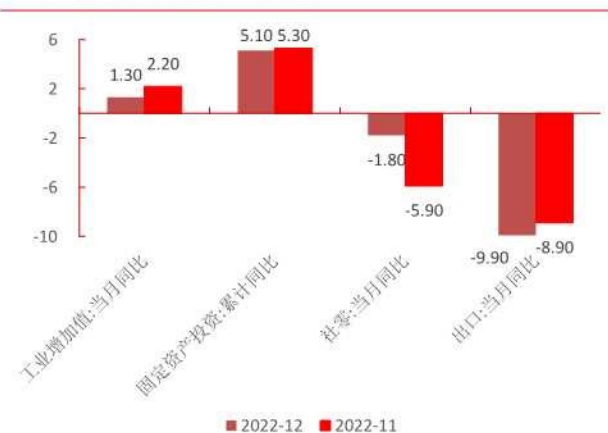
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部 (2021 年为两年平均)

图 2 二三产业有所下滑，一产小幅回升 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部 (2021 年为两年平均)

图 3 12 月经济数据一览 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 4 固定资产投资分项累计同比 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

■ 囤货需求及汽车支撑下社零降幅小于预期

12 月份,社零同比为-1.8%,前值-5.9%,降幅明显小于预期。其中商品零售增速大幅回升至-0.1%,餐饮则在疫情冲击下进一步下滑至-14.1%,接触式消费持续受限。

结构上看,对社零形成支撑的主要有三点,一是防疫需求下,中西药品同比增长 39.8%,创出历史新高,较前值大幅提升 31.5 个百分点;二是居家储备物资带动必需品增加,12 月粮油食品类及饮料类增速分别较前值提升 6.6 和 11.7 个百分点;三是汽车同比增长 4.6%,较前值提升 8.8 个百分点,主因年末汽车补贴到期即将到期,春节临近消费前置叠加部分厂商降价所致。

但另一方面也可看到,疫情冲击下线下及社交类消费明显较少,12 月化妆品类、金银珠宝类、烟酒同比增速分别降至-19.3%、-18.4%及-7.3%,同时地产销售仍弱下,家具、家电及装潢材料仍维持负增长,同比增速分别为-5.8%、-13.1%和-8.9%。

12 月疫情防控政策放开以来,短期内感染人数剧增,经济受到一定冲击,但目前各地疫情已过峰,过峰时间小于预期。1 月 19 日,在国务院联防联控机制新闻发布会上,国家卫健委医疗应急司司长郭燕红表示,各省已经度过了发热门诊、急诊和重症患者这三个高峰。全国发热门诊就诊人数在 2022 年 12 月 23 日达到峰值,之后持续下降,2023 年 1 月 17 日就诊人数较峰值下降

了 94%，已经回落到 2022 年 12 月 7 日前的水平。全国急诊就诊人数在 2023 年 1 月 2 日达到峰值，之后持续下降，1 月 17 日就诊人数较峰值下降了 44%。全国在院的阳性重症患者人数在 2023 年 1 月 5 日达到峰值，之后持续下降，1 月 17 日较峰值数量下降了 44.3%。同时数据上可以看到，地铁客运量及国内航班正加速恢复。

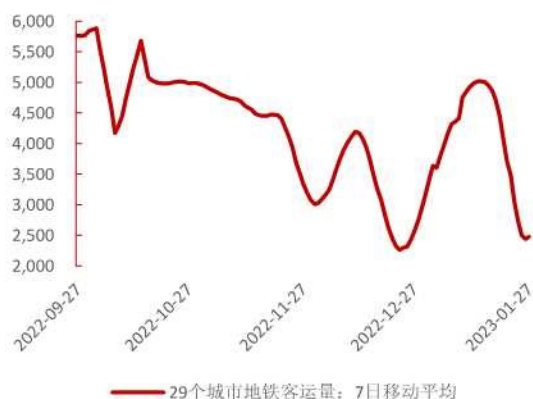
春节期间消费快速恢复，但仍不及 2019 年同期，结构上亮点较多，K 型复苏特征明显。经文旅部测算，2023 年春节期间全国国内出游人次及旅游收入同比分别增长 23.1% 和 30%，分别恢复至 2019 年同期的 88.6% 和 73.1%。同时全国电影票房收入位列中国影史春节档票房榜第二位，同比增长 11.89%。此外根据去哪儿网平台数据显示，2023 年春节出行半径及跨省旅游明显增多，平均出行半径同比扩大超 50%，二是热门城市更受游客青睐，北京、重庆、西安等城市机票预定量已超疫情前，三是出国旅行显著恢复，国外旅行订单同比超 4 倍。同时海南省商务厅数据显示，春节假期前五天，海南全省 12 家离岛免税店总销售同比增长 20.03%，并且相比 2019 年春节同期增长 325%，较高的涨幅或与近年海南离岛免税店数目增多有关，也表明消费 K 型复苏特征明显。预计后续消费将有望持续回暖，但居民消费能力和信心仍不足，短期内难回疫情前消费水平。

图 5 疫情影响下餐饮增速进一步下滑，汽车类增速则有所抬升（%）



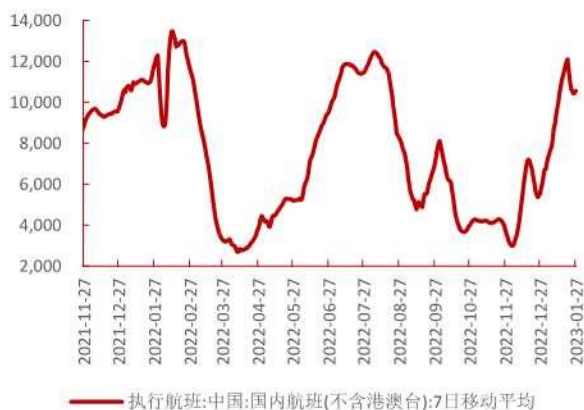
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部 (2021年为两年平均增速)

图 6 12月下旬以来地铁客运量加速恢复(万人次/日)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 7 国内航班目前也在持续回升(架次/日)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

■ 地产投资下滑幅度收窄, 各分项数据均边际好转

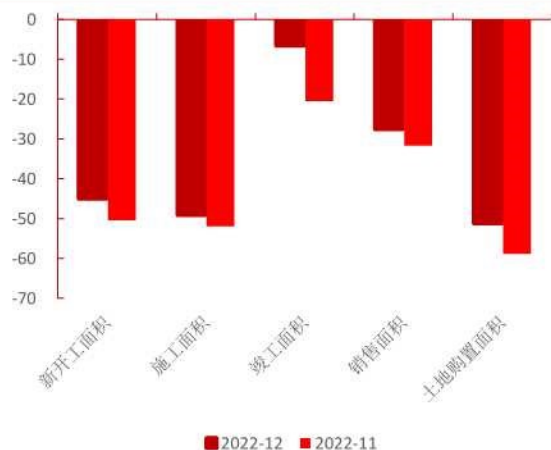
1-12月地产投资累计增速-10.00%, 前值-9.80%, 12月单月同比-12.66%, 前值-19.89%, 单月增速明显好转, 同时12月地产销售面积也小幅收窄, 单月同比由11月的-32.84%回升至-31.70%, 但目前地产仍是投资主要拖累。

地产各分项数据下滑幅度均有所收窄, 地产政策正逐步显现。12月新开工面积当月同比-45.01%, 施工面积当月同比-49.14%, 竣工面积当月同比-6.58%, 土地购置面积当月同比-51.16%, 分别较11月回升5.4、2.8、13.9和7.7个百分点。11月以来, 地产政策放松持续加码, 房企信心有所恢复, “保交楼”力度加大推动竣工面积降幅明显收窄。同时12月房企到位资金同比-28.7%, 较11月回升6.70个百分点, 供给端政策持续发力, 尤其“金融十六条”效果持续显现, 优质房企融资渠道明显改善。

后续来看, 随着优质房企融资端的畅通, 行业风险有望进一步缓释, 且后续需求端政策仍有望加码, 首套住房贷款利率政策动态调整机制建立后, 房价连续下行的城市按揭贷款利率下限可以阶段性突破或取消, 房贷利率下行空间扩大, 同时5年期LPR仍有下调空间。随着政策的推出和落地, 预计地产投资迎来缓慢修复, 但我们仍应注意, 地产投资边际回升与基数有较大关系,

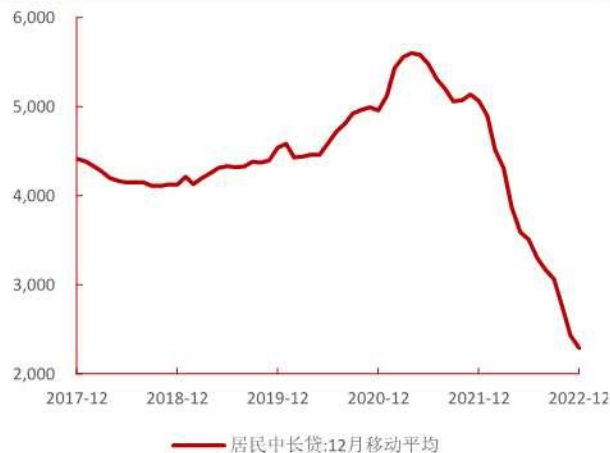
同时目前地产销售位于低位，居民中长贷仍处于下滑态势，后续密切关注地产何时持续回暖。

图 8 12 月地产相关数据边际回暖 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 9 居民中长贷仍延续下滑 (亿元)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 10 1 月以来地产销售仍低较弱 (万平方米)

30大中城市商品房成交面积: 7日移动平均



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

■ 基建投资小幅放缓，但仍为经济主要支撑

1-12 月基建投资累计增速 11.52%，前值 11.65%，12 月单月基建投资增长 10.35%，较前值回落 3.56 个百分点。基建仍是经济稳增长的主要抓手，后续基建将持续发力。

发改委督促指导地方推进政策性开发性金融工具已签约投放项目加快开工建设，尽快形成更多实物工作量，同时商业银行加大中长期贷款支持力度，基建仍是当前稳增长的核心抓手。但受财政资金使用前置影响，年末增速有所放缓。

2023 年基建仍将发挥稳增长作用，明年初专项债加速发行落地，据不完全统计，截至 1 月 11 日，一季度各地拟发行新增地方政府债券规模已超 1.1 万亿元，其中，拟发行的新增专项债规模已达 9775.431 亿元。且后续政策性开发性金融工具仍有扩容空间，基建增速仍将维持高增状态，是经济的主要支撑，但进一步上行空间有限。

图 11 疫情影响下 12 月水泥库容比也有所抬升（%）

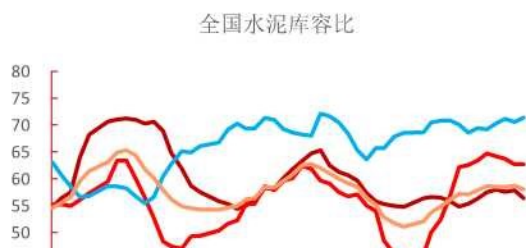
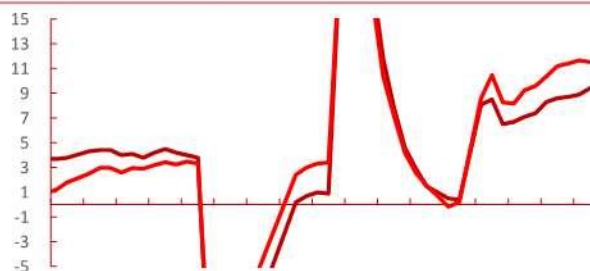


图 12 基建投资小幅放缓（%）



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_51785

