



Research and
Development Center

经济可能在明年二季度回暖

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

经济可能在明年二季度回暖

2022年11月16日

摘要: 今年经济受到诸多超预期因素的冲击, 进入四季度后, 恢复速度仍然比较缓慢。明年, 特别是二季度及以后, 可能是一个全新的光景。守得云开见月明。我们对未来经济的回暖满怀期待。

- **消费有望在明年二季度后显著回暖。** 今年全年社零增速可能仅仅在 0.5% 左右, 主要还是受四季度疫情的拖累。随着防疫政策的逐渐优化, 我们预计后续居民收入环比增速明显提升的时间可能在明年二季度。因为防疫举措的优化是渐进式的, 毕竟我国人口众多, 不同地区之间差异较大, 另外疫情本身也有望在明年二季度随着气温上升逐渐消退, 所以我们认为真正的后疫情时代有望在明年二季度开始。届时随着经济加快恢复, 连带消费等指标都有望明显改善。展望明年, 社零增速有望达到 7.3% 左右, 其中明年一季度社零同比增长可能在 2.8% 左右, 全年主要靠后面三个季度来拉动, 特别是明年二季度和四季度。
- **明年基建还会强势, 投资高峰可能在二季度。** 各项增量政策工具大概率能支持年底的基建投资依旧保持强势, 所以我们预计今年全年基建投资大概率实现两位数增长, 可能在 11.7% 左右。我们认为明年基建还会保持较高热度。原因在于支持基建是十四五期间的大方针、大战略, 明年新增专项债等工具的额度可能还会增加, 另外随着防疫优化, 基建领域的民间投资、社会投资的表现大概率会好于今年, 所以即使明年支持基建的增量工具可能不如今年多, 但全社会支持基建投资的资金可能比今年还多。从季度看, 由于今年二季度发生了严重疫情, 形成了较低的基数, 加上专项债明年大概率还会提早发力, 二季度又是开工旺季, 所以明年基建投资的高峰大概率会在二季度。
- **地产市场有望在明年逐渐企稳, 到明年底地产开发投资可能回到正增长区间, 二季度降幅可能更快收窄。** 1-10 月商品房销售面积和房地产开发投资的降幅较 1-9 月继续扩大, 这表明 9 月底以来出台的刺激地产政策不会在短时间内起到明显效果。我们预计地产市场有望在明年逐渐恢复直至企稳。表现在数据上, 应是一个降幅慢慢收窄, 最终回到稳定的但不高的正增速下的过程。我们经过推演, 明年地产开发投资增速回到正区间可能要到四季度, 到明年底的累计增速有望达到 1.2% 左右, 其中明年二季度的降幅可能会收窄较快, 这和季节性、防疫优化叠加今年同期低基数有关。
- **明年我国经济有望向潜在增长率回归。** 今年进入四季度, 尤其进入 11 月, 确诊病例和无症状感染者出现了更多增长, 全年 GDP 增速可能仅有 3%。我们预计明年 GDP 有望回到 5-5.5% 之间, 主要逻辑就是消费回暖、基建保持强势、地产市场有望企稳, 其中二季度增速约 7.5%。全年具体是靠近 5% 还是 5.5%, 主要看两个方面, 一是疫情的演变以及防疫政策优化后的效果; 二是地产市场的恢复程度。
- **风险因素:** 疫情演变超预期、地产政策落地效果不足

目录

一、消费有望在明年二季度后显著回暖.....	3
二、明年基建还会强势，地产有望企稳.....	5
三、明年经济有望向潜在增长率回归.....	8
风险因素.....	10

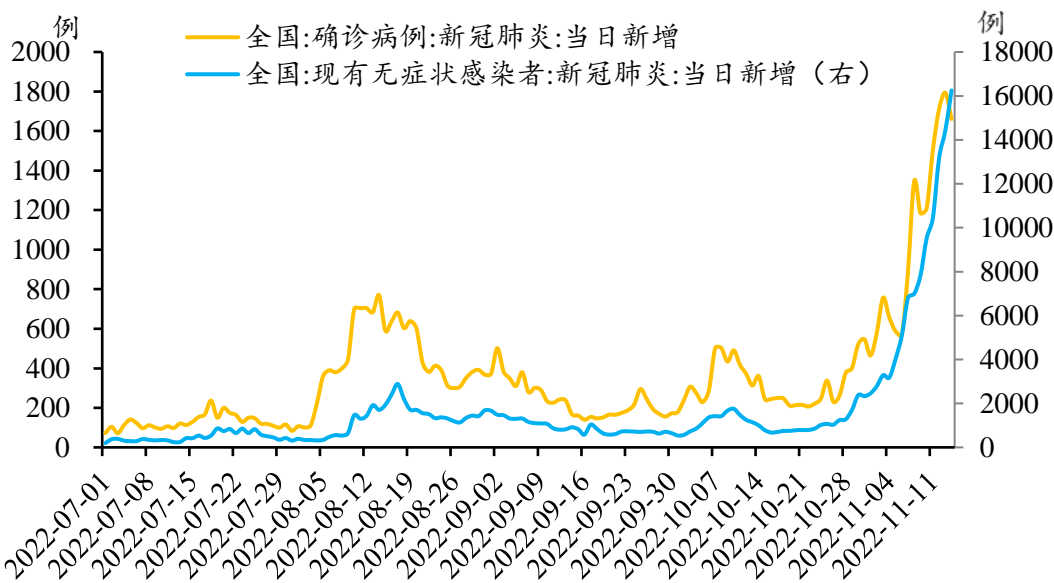
图目录

图 1：进入四季度后，疫情更加严重.....	3
图 2：2020 年二、三季度居民收入环比增速高于其他年份.....	4
图 3：2022 年全年社零增速可能在 0.5%左右.....	4
图 4：2023 年全年社零增速可能在 7.3%左右.....	5
图 5：截止 11 月 18 日专项债结存限额使用情况（%）.....	5
图 6：截止 11 月 18 日结存限额项目资本金使用情况（%）.....	6
图 7：今年基建投资增速可能在 11.7%左右.....	6
图 8：地产市场仍在下行.....	7
图 9：地产市场有望在明年底企稳回正.....	7
图 10：明年固定资产投资有望实现 7%左右的增长.....	8
图 11：今年我国 GDP 增长可能在 3%左右.....	8
图 12：明年我国 GDP 有望实现 5.3%左右的增长.....	9

在 11 月 15 日国新办新闻发布会上，付凌晖司长重提国内需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，10 月经济数据也有所反映，如 10 月社会消费品零售总额同比下降 0.5%，前值为 2.5%；工业增加值同比提升 5%，前值为 6.3%；出口同比下降 0.3%，前值为 5.7%。这些指标都是低于市场预期的。

10 月为什么指标回落，国内外因素都有。国际形势严峻复杂，乌克兰危机的负面影响持续外溢；国内疫情频发，当月全国新冠肺炎确诊人数比 9 月多增 2713 例，无症状感染者比 9 月多增 7471 例。在这样的背景下，社零下滑、工业生产增速回落是容易理解的，关键在于经济如何演绎。是疫情之下长期疲软，还是在防控政策优化之后，经济能明显提振，我们经过分析后，更倾向于后者。我们预计明年消费大概率崛起，基建投资还能保持较高增速，地产市场有望企稳回调，制造业投资仍有可能达到两位数的增速，经济更多会被内需拉动。

图 1：进入四季度后，疫情更加严重

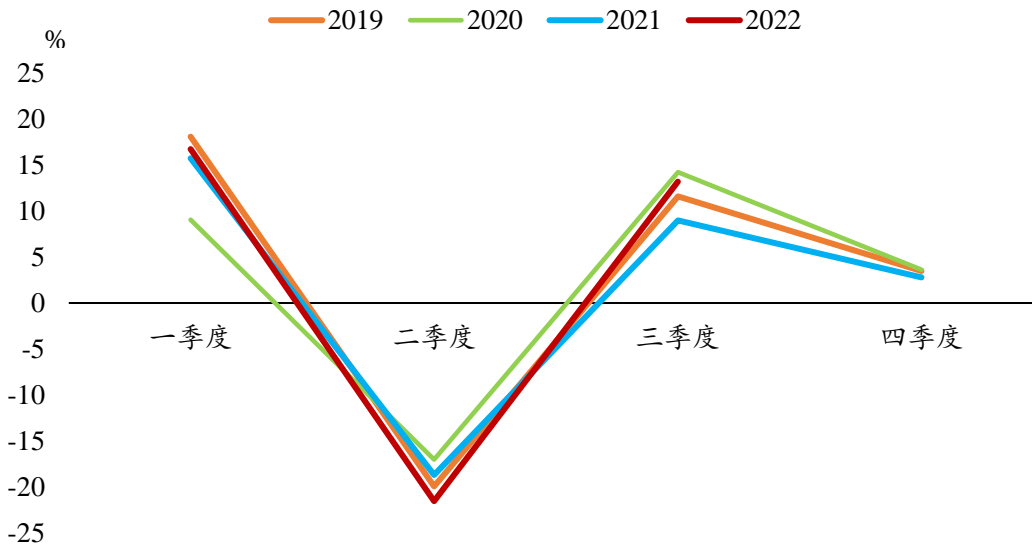


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

一、消费有望在明年二季度后显著回暖

消费能不能恢复主要看消费意愿会不会上升、居民有没有消费信心，而这些取决于收入、就业等因素。今年就业形势较差，有毕业生人数越来越多的原因，有产业调整的原因，也有疫情下企业盈利下降，吸纳就业能力减弱的原因。随着防疫措施优化，严格程度逐渐降低，加上毕业季临近末尾，明年上半年就业形势有望出现大的改善，进而有利于提振消费信心。收入的提升也是相似的逻辑，11 月中旬防疫举措的系统性优化才刚刚开始，10 月恢复放缓是短期承压的结果，长期下居民收入会随着经济恢复速度的加快而明显提高，2020 年就是最好的参照年份。

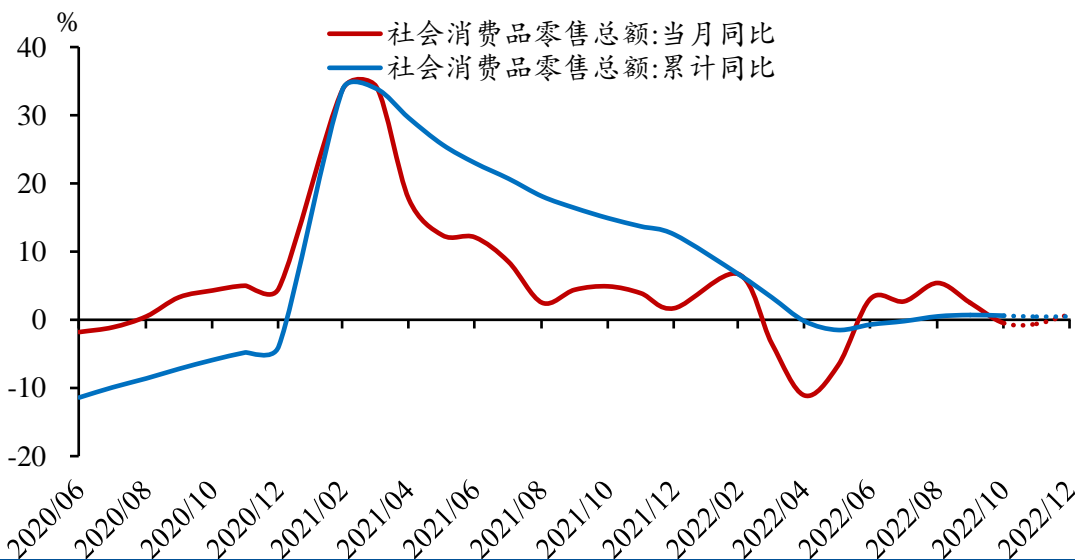
2020 年一季度疫情最严重，到当年二季度疫情形势就有了明显好转，三四季度虽有零星散发，但未形成规模。当年全国居民人均可支配收入的环比变化反映了这一情况。具体看，由于当年一季度疫情严重，收入相较于 2019 年四季度的环比增速明显低于其他年份，而后面两个季度随着疫情好转，经济加快恢复，收入环比增速明显高于其他年份。今年的情况是二季度疫情最严重，所以二季度收入环比增速明显低于其他年份，三季度虽明显好转，但因为疫情依然频发，所以三季度的环比增速只是高于其他年份但不及 2020 年。

图 2：2020 年二、三季度居民收入环比增速高于其他年份


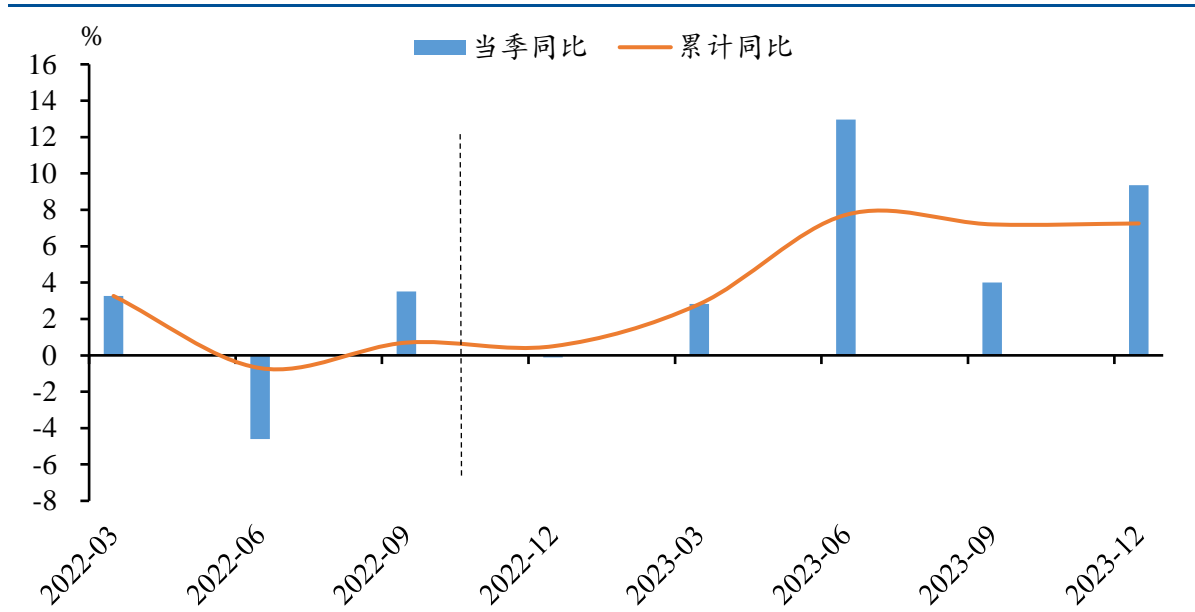
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

对此，我们预计随着防疫政策的逐渐调整，后续居民可支配收入环比增速明显提升的时间可能在明年二季度。因为防疫举措的优化是渐进式的，毕竟我国区域之间差异大，人口众多，调整防疫需要过程，且明年一季度气温还比较低，防疫大概率还处于优化的过程中。另外，由于疫情本身也有望在明年二季度随着气温上升逐渐消退，所以我们认为真正的后疫情时代有望在明年二季度开始，后续随着经济加快恢复，居民收入连带消费都有希望得到明显改善。

从量上看，结合我们对历史环比推算的结果和对后续消费的展望，今年全年社零增速可能仅仅在 0.5% 左右（1-10 月社零同比增长 0.6%），主要还是受四季度疫情的拖累，尤其进入 11 月，确诊病例和无症状感染者出现了更多的增长。展望明年，2023 年社零在防疫政策的优化下再叠加今年的低基数，全年增速有望达到 7.3% 左右，其中明年一季度社零同比增长可能在 2.8% 左右，全年主要靠后面三个季度来拉动，特别是明年二季度和四季度。

图 3：2022 年全年社零增速可能在 0.5% 左右


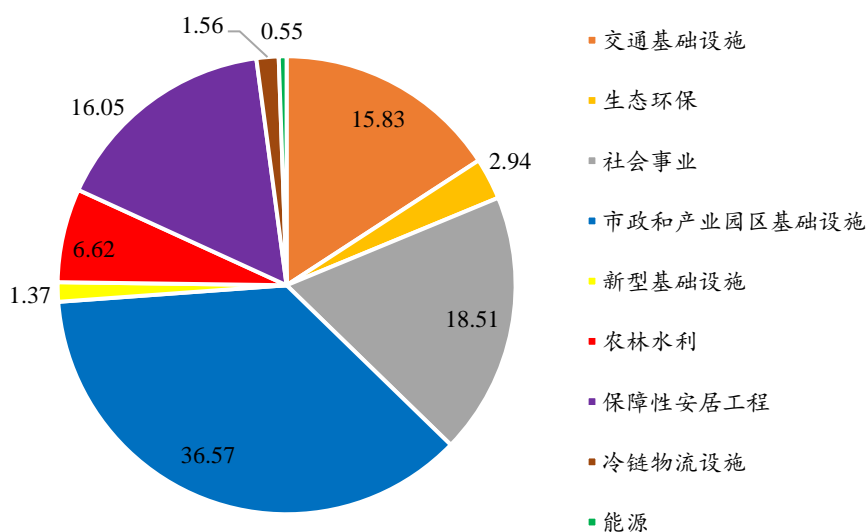
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线为预测值

图 4：2023 年全年社零增速可能在 7.3%左右


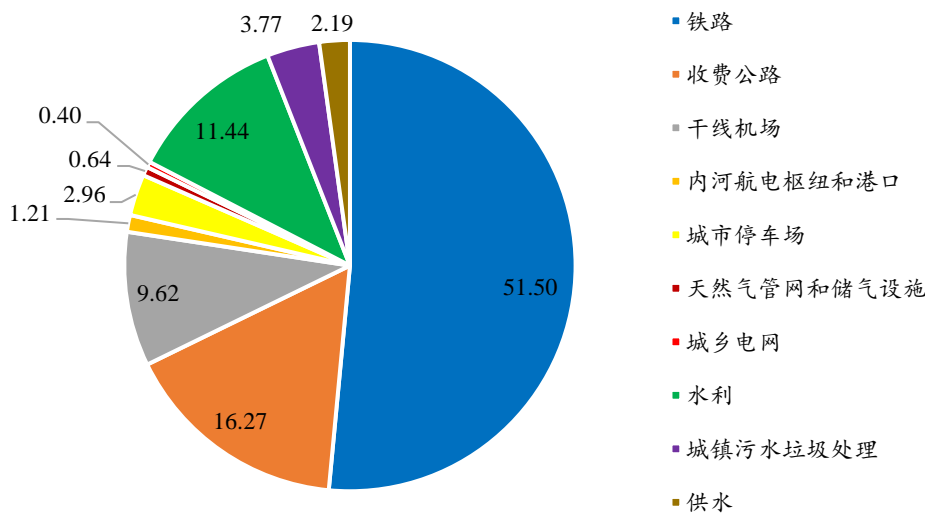
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线以后为预测值

二、明年基建还会强势，地产有望企稳

1-10 月基建投资同比增长 11.39%，不含电力口径同比增长 8.7%。10 月基建投资同比增长 12.8%，不含电力口径同比增长 9.4%，能达到这样的增速离不开四季度各项增量政策工具的落地，如地方政府专项债券结存限额，政策性开发性金融工具等。截至 11 月 18 日，地方政府专项债结存限额发行额已达 4672 亿元，其中 10 月发行了 4279 亿元，还有少量剩余的结存额在 11 月发行完。这 4672 亿元有 65%的比例投向了基建领域，其中有 1.37%投向了新基建，剩下的 35%投向了老旧小区改造等保障性安居工程和医疗、教育、文旅等社会事业。项目资本金使用 371.46 亿元，占发行规模比例为 7.95%。

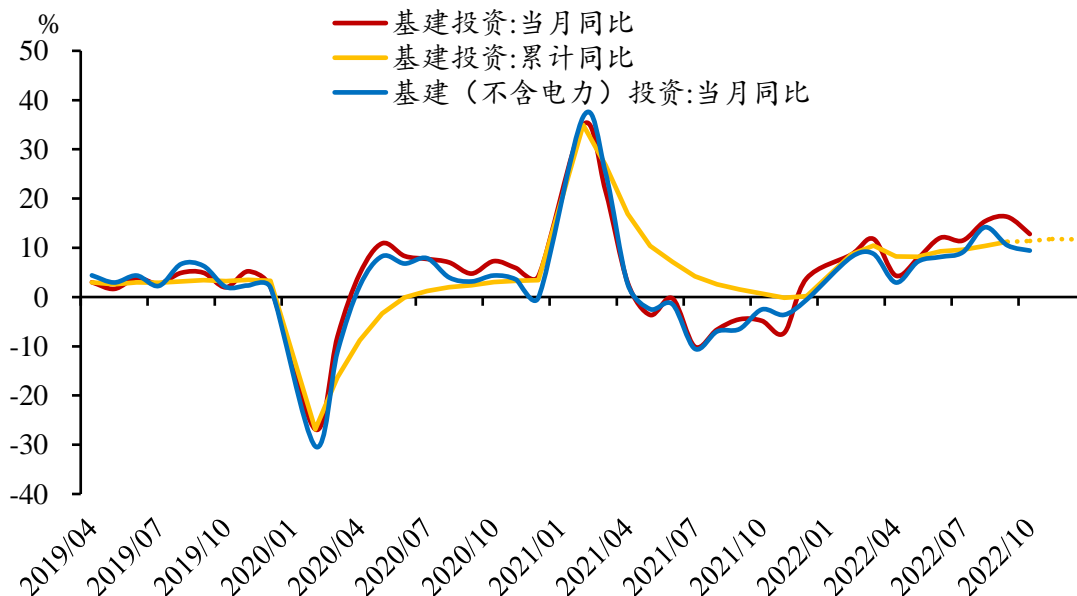
图 5：截止 11 月 18 日专项债结存限额使用情况 (%)


资料来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

图 6：截止 11 月 18 日结存限额项目资本金使用情况 (%)


资料来源:中国债券信息网, 信达证券研发中心

专项债结存限额和三大政策行的基础设施基金大概率能稳住年底的基建投资保持强势，所以我们预计今年全年基建投资大概率能实现两位数增长，可能在 11.7%左右。关键在于明年，因为今年基建投资增速已经很高了，明年的热度会降下来么？我们认为大概率不会，明年基建的增速可能不会像今年这么高，但仍有望达到 9%左右的增速。原因在于支持基建是十四五期间的大方针、大战略，明年如新增专项债等工具的额度可能还会增加，另外就是随着防疫优化，民间投资、社会投资的表现大概率会好于今年，所以即使明年支持基建的增量工具可能不如今年这么多，但全社会支持基建投资的资金可能比今年还多。从季度看，由于今年二季度发生了严重疫情，导致基建增速放缓，形成了较低的基数，加上专项债明年大概率还会提早发力，二季度又是开工旺季，所以明年基建投资的高峰出现在二季度的概率较高。

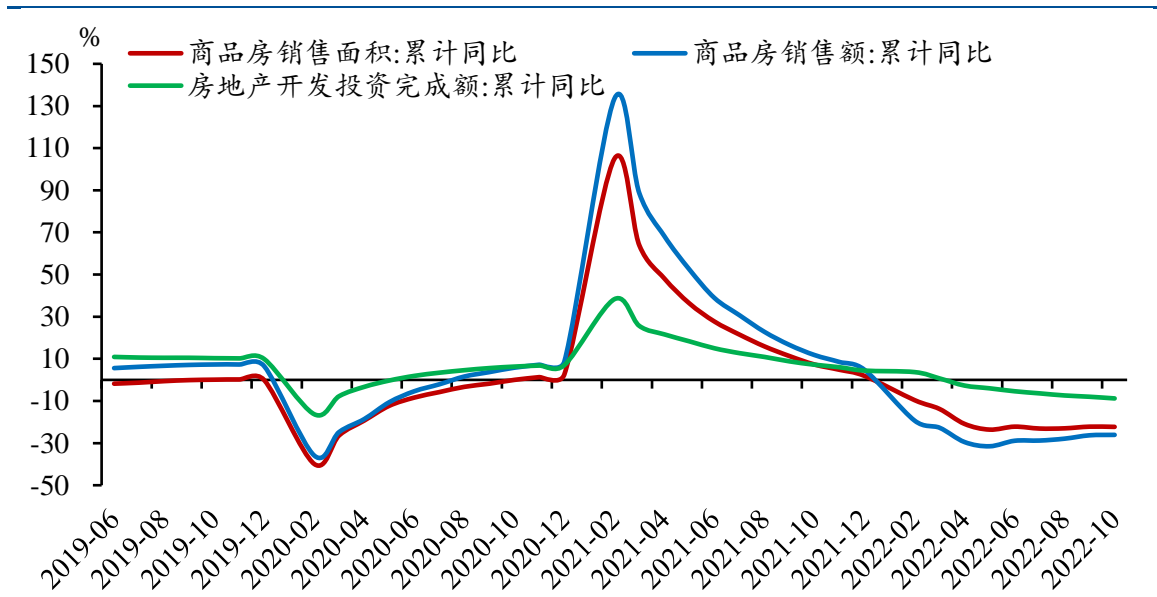
图 7：今年基建投资增速可能在 11.7%左右


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

房地产市场有望在明年逐渐企稳，明年底地产开发投资可能回到正增长区间。1-10月商品房销售额的降幅比1-9月小幅收窄0.2个百分点，但商品房销售面积和房地产开发投资的降幅较1-9月继续扩大，这表明9月底以来出台的各项刺激地产政策不会在短时间内起到明显效果。我们预计房地产市场有望在明年逐渐恢复直至企稳。如果能实现软着陆，表现在数据上，应是一个降幅慢慢收窄，最终回到一个稳定的但不高的正增速下的过程。

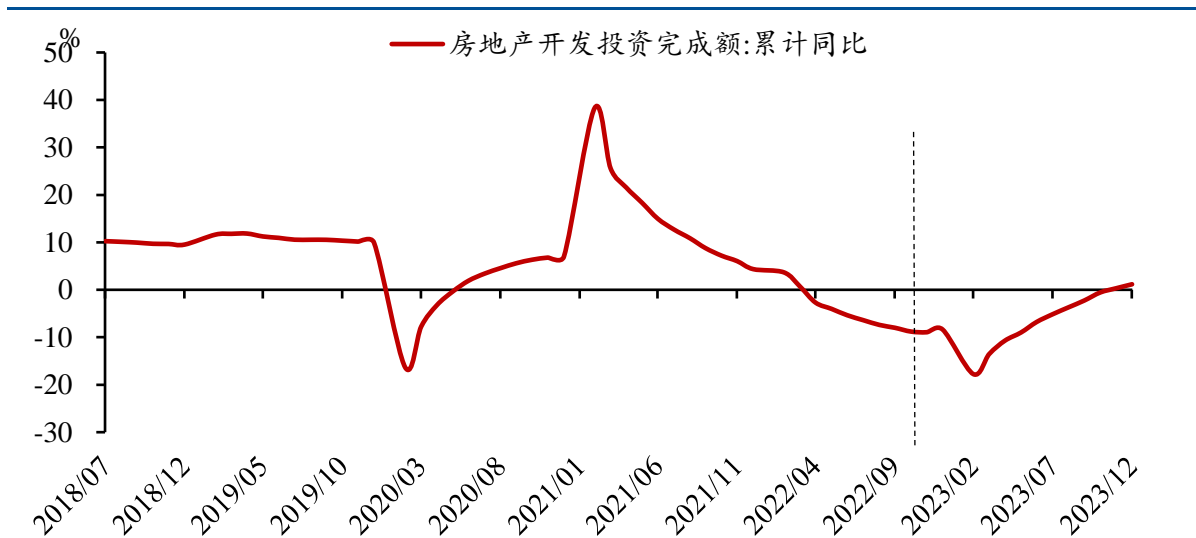
我们经过推演，明年房地产开发投资同比增速回到正区间可能要到明年四季度，到明年年底的累计增速有望达到1.2%左右，其中明年二季度的降幅可能会收窄较快，这和季节性、防疫优化叠加今年同期低基数有关。当然这其中夹杂着很多的不确定性，比如11月11日人民银行和银保监会联合发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》中的16项稳地产举措在实际执行中是否顺利，以及后续会不会还有更大力度的文件出台，还包括市场信心等因素。

图8：房地产市场仍在下行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

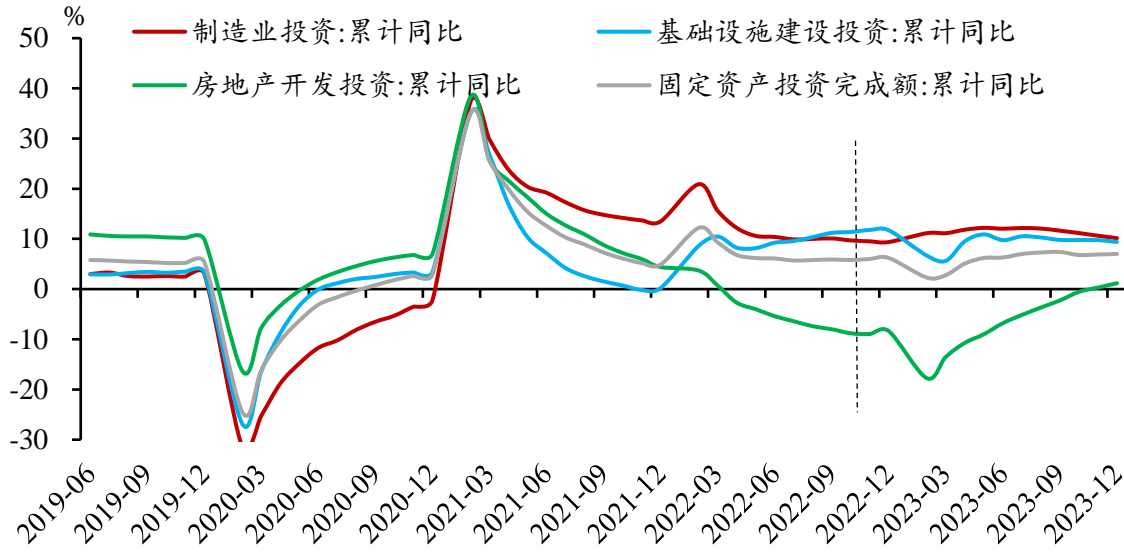
图9：房地产市场有望在明年底企稳回正



资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线后为预测值

1-10月固定资产投资同比增长5.8%，制造业投资同比增长9.7%，和基建投资都是拉动项，地产是拖累项。我们预计今年全年固投增长在6%附近，明年如果地产投资能顺利企稳回正，那么整体固投有望实现7%左右的增长，这其中制造业仍有望实现两位数的增速（参照《新一轮设备更新周期可能即将启动——信达宏观方法论之十》）。

图 10：明年固定资产投资有望实现 7% 左右的增长

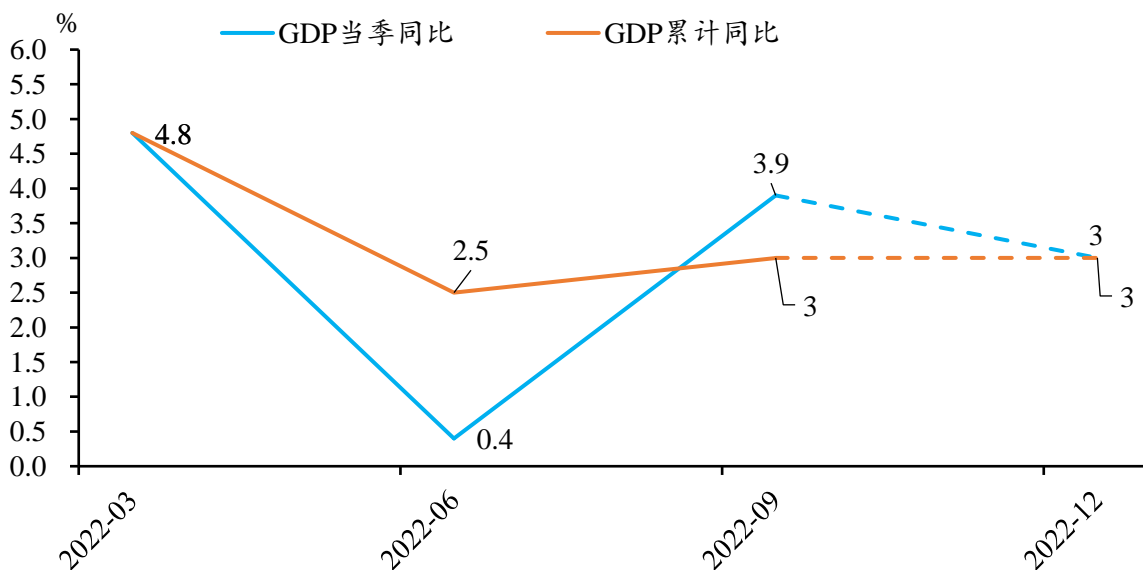


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线后为预测值

三、明年我国经济有望向潜在增长率回归

首先看我国今年的 GDP，四季度疫情变得更加严重，10 月份数据表现欠佳，11 月大概率也会如此。这可以从今年双十一零售额的表现探知一二。天猫表示，今年天猫“双 11”稳中向好，交易规模与去年持平，其实就是几乎零增长，和社零数据的增速是相匹配的。京东 2022 年“双 11”全过程实现“超越行业增速”的交易结果，零售购物用户数再创佳绩。也没有表明今年零售额高于去年。我们预计四季度 GDP 增速可能仅仅在 3% 左右，较三季度减少 0.9 个百分点，全年也大概是 3%。

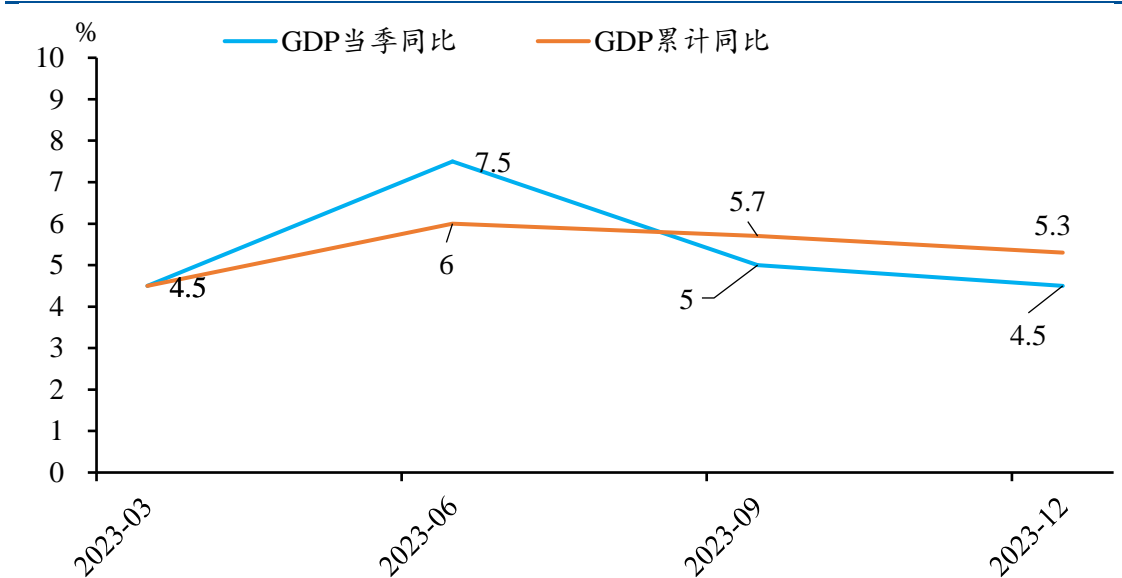
图 11：今年我国 GDP 增长可能在 3% 左右



资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线为预测值

在外需疲弱下（参照《出口增速负风险不会轻易消散》），我国未来经济可能更多地要靠内需来带动经济增长。我们预计明年我国 GDP 有望回到 5-5.5% 之间，主要逻辑就是前文所述的消费回暖、基建仍保持强势、地产市场企稳。具体是更靠近 5% 还是 5.5%，主要看两个方面，一是疫情的演变以及防疫政策优化后的效果；二是地产市场的恢复程度。经过对每个季度的测算，结果显示在 5.3% 左右。

图 12：明年我国 GDP 有望实现 5.3% 左右的增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 图为预测值

风险因素

疫情演变超预期、地产政策落地效果不足

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。