



Research and
Development Center

四季度经济只是暂时探底

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

四季度经济只是暂时探底

2022年12月16日

摘要：临近年终，基建和制造业挑起了经济的大梁，明年消费也可能参与进来。四季度经济在探底中潜藏着希望。

- **11月消费的下行是疫情冲击下的系统性回落。随着疫情防控不断优化，疫情扰动可能逐步消除，消费有望于明年回稳。**在15类商品中，除了中西药品类和粮油食品类零售额在11月是同比正增长外，其余13类商品都是负增长，且大部分商品的零售额降幅比10月更大，说明11月消费的下行是疫情冲击下的系统性回落，而不是受一两类商品销量下降拖累的非系统性回落。此外，11月线上消费增速和4月一样都大幅下滑，说明疫情严重的时候也会冲击线上消费和服务。展望未来，假设从今年12月到明年上半年均为防疫政策优化后的过渡期，从明年下半年起生产生活秩序恢复正常，那么明年全年社零增速有望达到8%左右。
- **基建和制造业投资热度不减，地产投资增速的拐点可能出现在明年一季度。**今年专项债的发行规模远大于去年，项目开工率已达95%，与政策性金融工具及相应的银行配套贷款形成合力，今年全年基建投资增速可能在11.7%左右。制造业方面则有设备更新改造专项再贷款政策的助力，在1-11月制造业投资同比增长9.3%的基础上，我们预计今年全年的增速在9%左右。地产端随着“三支箭”、稳地产金融16条等政策落地见效，明年一季度地产投资有望触底企稳，考虑到基数一路走低，明年房地产投资降幅有望一路收窄，我们预计到明年年底有望回到-5%附近。今年整体的固投在内部分化和对冲之下，我们预计全年增速在5.1%附近。
- **地方政府专项债支持的项目领域和国家扩大内需战略下支持的项目领域重合度很高。**近日中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，文件中有三条提到要“持续推进重点领域补短板投资”、“系统布局新型基础设施”和“推进以人为核心的新型城镇化”，其中涉及到的基建投资领域包括交通、能源、水利、物流、生态环保、民生、新基建和市政等，而这也是地方政府专项债券主要支持的几个领域。我们能及时跟踪专项债信息披露模板来跟进专项债的投向，能从定性到定量，高频还原地方政府对基建细分领域的支持。
- **今年四季度GDP增速可能只有1%左右，全年可能不会到3%，明年经济有望重回5%增速。**我们从GDP生产法核算的思路出发，利用有关官方数据，将GDP从季频提高到月频，得到月度GDP指数。数据显示，10月增速为2.4%，11月增速仅为0.3%，考虑到12月仍处于防疫优化后的过渡期，我们预计四季度GDP增速可能只有1%左右，全年约为2.5%。考虑到消费可能在明年逐渐回暖，加上扩内需、稳地产等相关政策的推动，再加上防疫政策逐渐优化，以及今年经济的较低基数，明年经济有望重回5%左右的增速。
- **风险因素：**疫情演变超预期、地产政策实际落地不到位

目录

一、消费和服务业有望筑底回稳.....	3
二、基建和制造业投资热度不减.....	5
三、今年 GDP 增速可能不到 3%.....	7
风险因素	9

图目录

图 1：疫情冲击下消费和服务业探底回落.....	3
图 2：11 月各类商品零售额同比增速回落	4
图 3：疫情严重的时候也会冲击线上消费和服务	4
图 4：消费有望于明年逐渐恢复.....	5
图 5：今年基建投资有望增长 11.7%.....	6
图 6：截至 12 月 20 日专项债结存限额使用结构（%）	6
图 7：今年固投有望增长 5.1%.....	7
图 8：地产投资有望于明年一季度触底企稳	7
图 9：2022 年下半年以来月度 GDP 维持在较低增速.....	8
图 10：明年 GDP 有望重回 5%左右增速.....	8

11 月经济数据呈现出探底下滑的景象。先看三驾马车，消费方面，当月社零同比增长-5.9%，前值为-0.5%，1-11 月同比增长-0.1%，前值为 0.6%；投资方面，1-11 月固投同比增长 5.3%，前值为 5.8%，其中房地产投资同比增长-9.8%，前值为-8.8%，制造业投资同比增长 9.3%，前值为 9.7%，基建投资同比增长 11.7%，前值为 11.4%；出口方面，当月同比增长-8.7%，前值为-0.3%。再看产业，当月工业增加值同比增长 2.2%，前值为 5.0%；当月服务业生产指数同比增长-1.9%，前值为 0.1%。此外，11 月城镇调查失业率也较 10 月上升了 0.2 个百分点，达到了 5.7%，超过了 2022 年 5.5% 的政府预期目标。

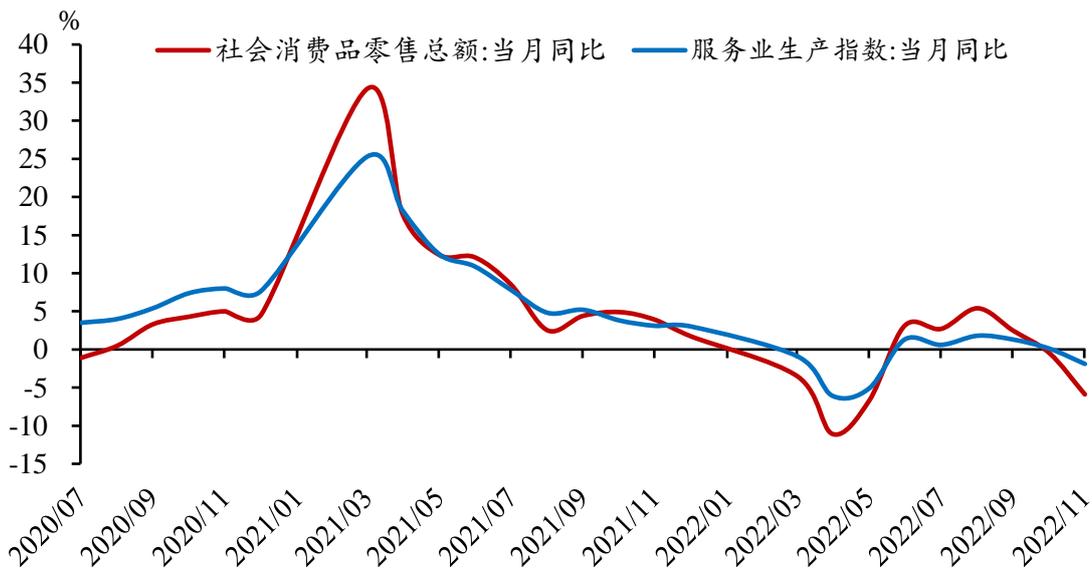
可以看到，除了基建投资外的大部分指标在 11 月的表现都要差于 10 月，这与 11 月疫情更严重，对经济的冲击更大有关。而 12 月在防疫政策优化后，进入了一段适应期或称之为过渡期。在此时期内，居民出行的积极性并无明显提高，而是由于担心感染，自发减少外出，或是感染了病毒，在家养病，又或者康复了但惧怕再感染也不敢高频外出。**在此过渡阶段，各项经济指标可能不会较 11 月有明显的向好表现。**

近期在华山医院疫情防控工作会议上，张文宏医生指出整体度过这次疫情，可能需要 3~6 个月时间。12 月 12 日张医生在“华山感染”公众号上发表文章，指出新冠疫情正在进入“最后一程”，并最终会向季节性流行病转变。对此，**我们预计国内经济加快复苏可能从明年春季开始，到明年下半年可能基本得到恢复。**

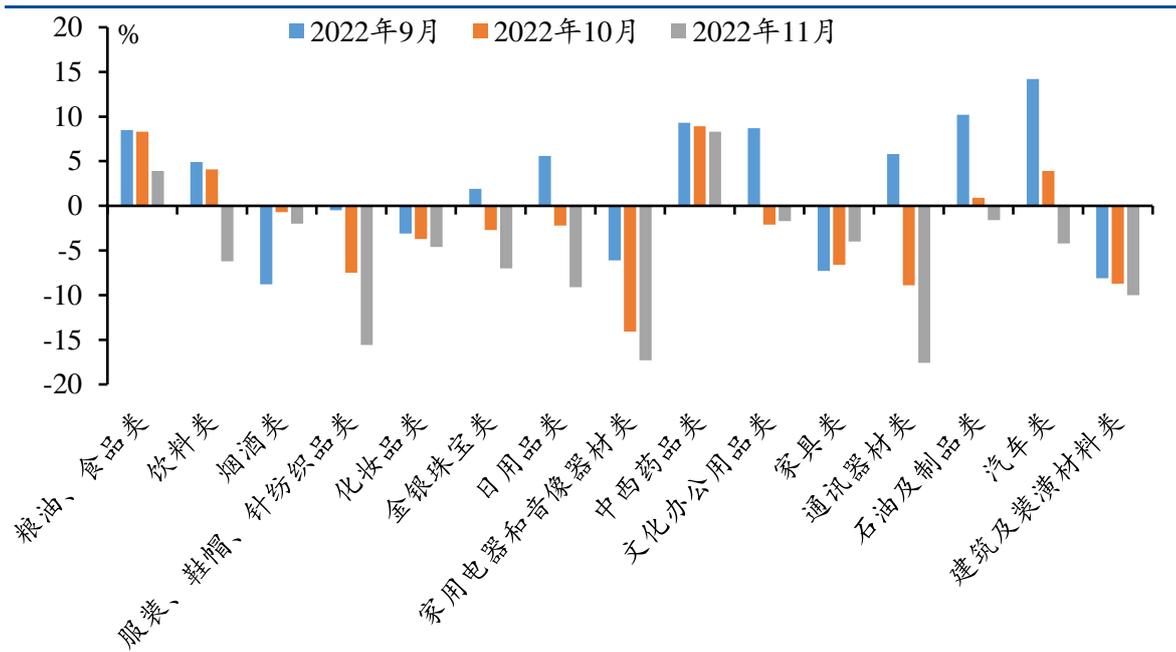
一、消费和服务业有望筑底回稳

11 月消费的下行是疫情冲击下的系统性回落。今年疫情严重的月份，如 4 月、5 月、10 月、11 月，消费和服务业都受到了较大的冲击，当月的同比增速出现明显回落。如 4 月份，社零同比下降 11.1%，服务业生产指数同比下降 6.1%，两项指标的降幅较 3 月份明显扩大。11 月份的探底回落也是同理。从各类商品零售额看，也能说明 11 月消费的下行是疫情冲击下的系统性回落，而不是受一两类商品销量下降拖累的非系统性回落。如在 15 类商品中，除了中西药品类和粮油食品类零售额在 11 月是同比正增长外，其余 13 类商品都是负增长，且大部分商品的零售额降幅比 10 月更大了。

图 1：疫情冲击下消费和服务业探底回落

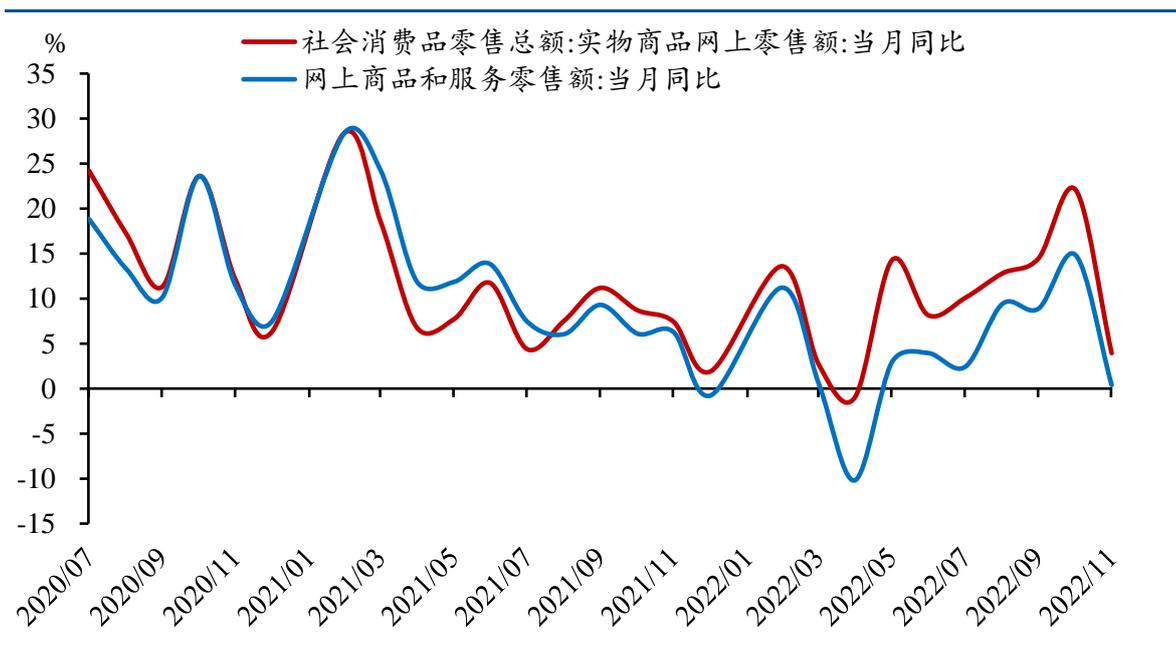


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：11 月各类商品零售额同比增速回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

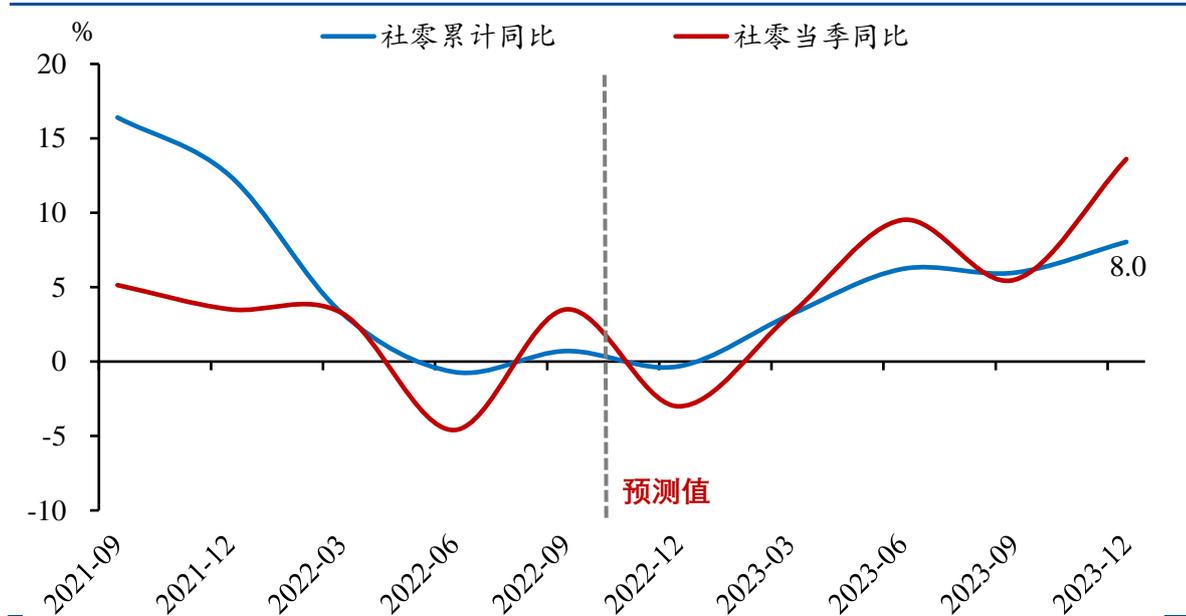
疫情严重的时候也会冲击线上消费和服务。今年网上商品和服务零售额在4月和11月这两个疫情最严重的月份出现了大幅回落。具体看，4月实物商品网上零售额同比增速从3月的2.7%降到了-1.0%，4月总的网上商品和服务零售额同比增速从3月的0.5%降到了-10.2%。继4月短期探底后，11月线上消费和服务再次探底，两项指标同比增速分别为3.9%和0.4%，而10月对应数值为22.1%和14.8%，降幅较大。其中11月网上商品和服务零售额同比几乎零增长的情况和当月天猫表示的“今年‘双11’稳中向好，交易规模与去年持平”是相吻合的。总体来看，虽然疫情也会冲击线上消费，但主要集中在疫情最严重的月份，在其他疫情多发的月份，如7-10月，线上消费仍然能保持较高的同比增速。

图 3：疫情严重的时候也会冲击线上消费和服务


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

随着疫情防控不断优化，疫情扰动可能逐步消除，消费和服务业有望于明年回稳。今年疫情主要是爆发于二季度和四季度，形成了两个季节性的消费增速低谷。假设从今年12月到明年上半年均为防疫政策优化后的过渡期，下半年起生产生活秩序恢复正常，那么明年全年社零增速有望达到8%左右。节奏上，明年二季度和四季度可能是社零当季增速的两个高峰，对应今年的两个低基数时期。同理，明年二、四两个季度也可能是服务业生产指数的两个增速高峰。至于今年，在疫情等超预期因素的冲击下，全年社零增速可能难以实现正增长，我们预计全年增速约为-0.3%，服务业生产指数全年增速可能在0%附近。

图4：消费有望于明年逐渐恢复

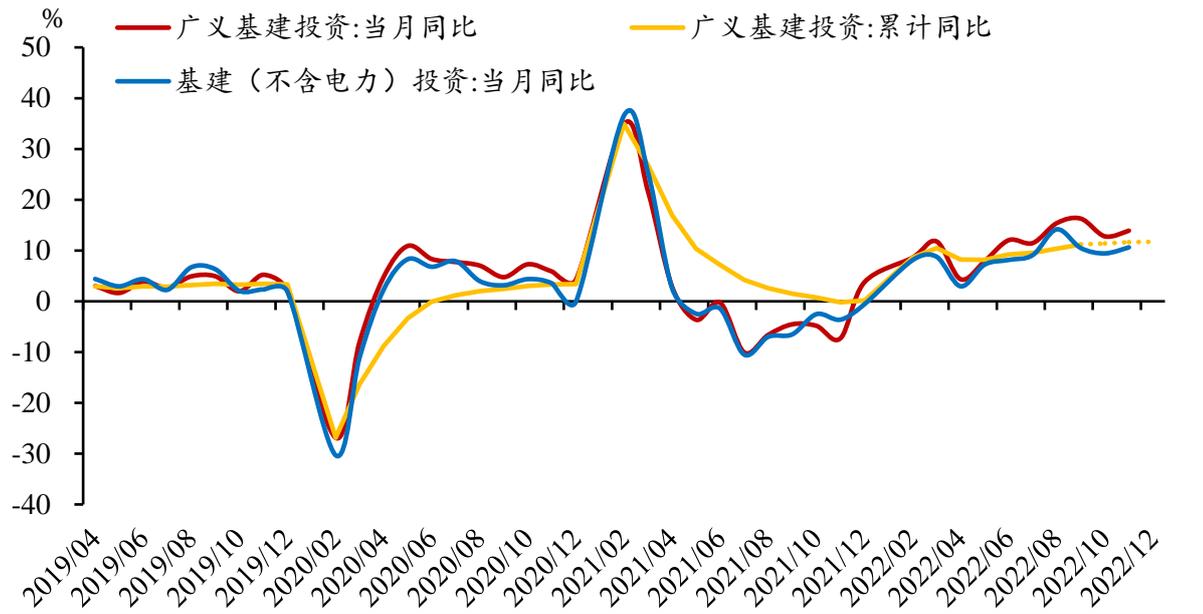


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

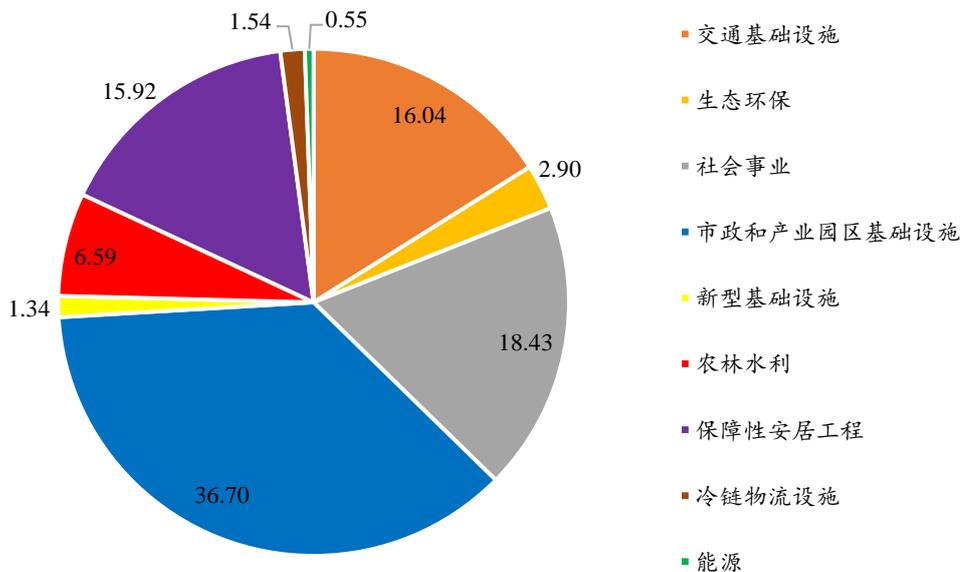
二、基建和制造业投资热度不减

各项增量政策工具的落地助力基建和制造业投资保持高增速。据国家发改委网站12月16日消息，国家发展改革委新闻发言人就当前经济社会发展有关情况答记者问时指出，“截至11月底，两批共7399亿元金融工具支持的2700多个项目已全部开工建设；全年6400亿元中央预算内投资已全部下达完毕，项目开工率达近5年最高水平；今年已发行专项债券的项目开工率达95%，已使用的专项债券规模较去年同期大幅提升”。截至12月20日，今年新增专项债券包含结存限额的发行量已达到40377亿元，而去年全年新增专项债券发行额为35844亿元。专项债发行量增多的同时，开工率也有保障，再叠加政策性金融工具和相应的银行配套贷款，三者合力推动四季度基建投资依然保持两位数的高增速。在1-11月广义基建投资同比增长11.65%的基础上，我们预计今年全年的增速有望达到11.7%左右。制造业投资方面则有设备更新改造专项再贷款政策的助力，在1-11月制造业投资同比增长9.3%的基础上，我们预计今年全年的增速在9%左右。

专项债支持的项目领域和国家扩大内需战略下支持的项目领域重合度很高。近日中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，文件中有三条提到要“持续推进重点领域补短板投资”、“系统布局新型基础设施”和“推进以人为核心的新型城镇化”，其中涉及的基建投资领域包括交通、能源、水利、物流、生态环保、民生、新基建和市政，而这也是地方政府专项债券主要支持的几个领域。从结存限额的使用情况看，截至12月20日，有16.0%投向了交通，0.6%投向了能源、6.6%投向了农林水利，1.5%投向了冷链物流，2.9%投向了生态环保，18.4%投向了民生相关的社会事业，1.3%投向了新基建，36.7%投向了市政和产业园区，合计占比约84%。从定性到定量，我们及时更新的专项债使用结构能较好地还原地方政府对基建细分领域的支持。

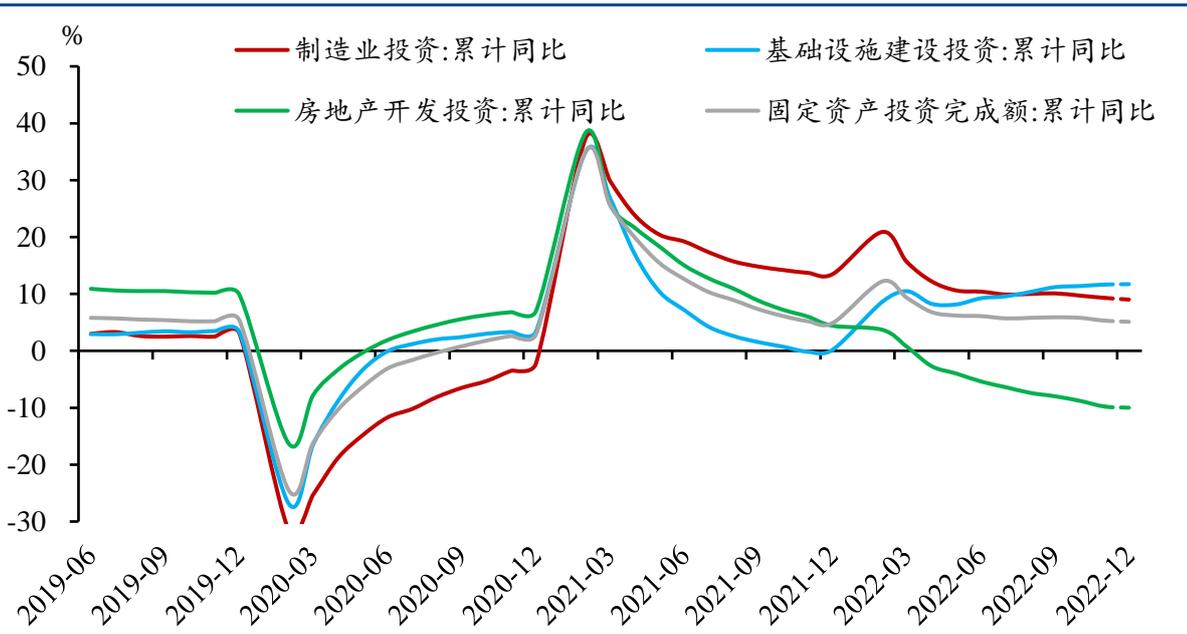
图 5：今年基建投资有望增长 11.7%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

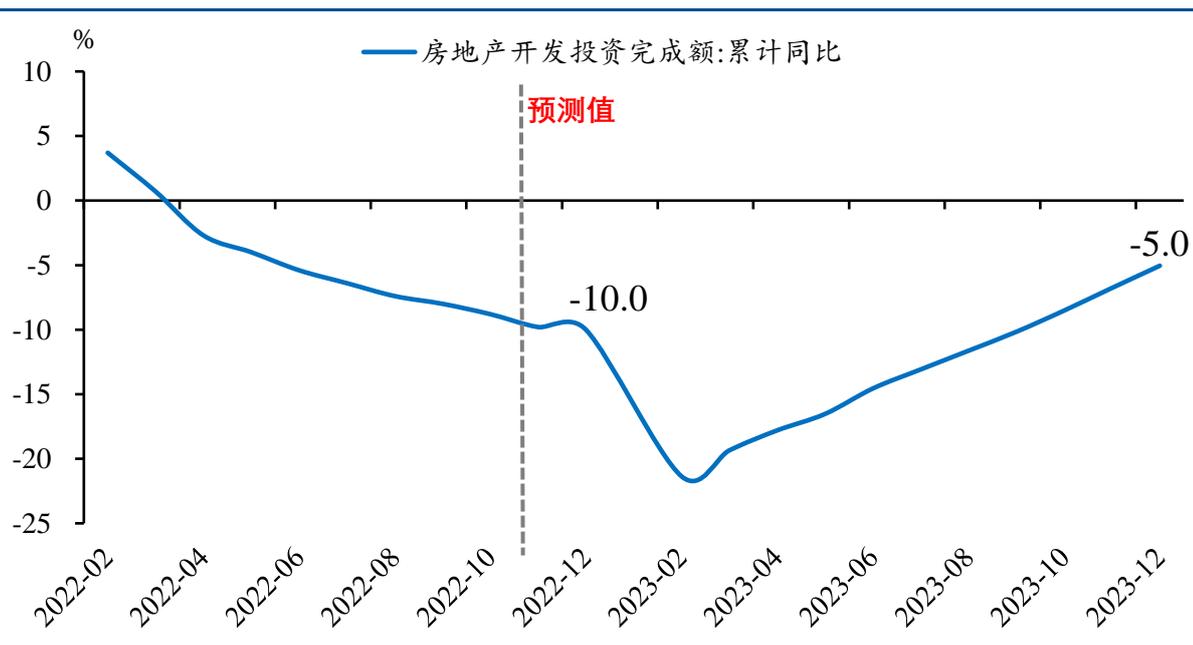
图 6：截至 12 月 20 日专项债结存限额使用结构 (%)


资料来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

固投内部分化的局面还在持续，地产投资增速的拐点可能出现在明年一季度。今年投资端总体上呈现基建和制造业投资强势，地产投资低迷下行的局面。截至 11 月，这一局面还在持续，尤其地产端的销售数据和投资数据继续探底下行。1-11 月商品房销售面积和销售额同比下降 23.3%和 26.6%，降幅较 1-10 月分别扩大了 1 个和 0.5 个百分点。在 1-11 月地产投资同比下降 9.8%的情况下，我们预计今年全年地产投资增速可能在-10%左右。后续随着地产“三支箭”、稳地产金融 16 条等政策落地见效，明年一季度地产投资有望触底企稳，考虑到今年的基数一路走低，明年房地产投资降幅有望一路收窄，到明年年底有望回到-5%附近。今年整体的固投在内部分化和对冲之下，我们预计全年增速在 5.1%附近。

图 7：今年固投有望增长 5.1%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线为预测值

图 8：地产投资有望于明年一季度触底企稳


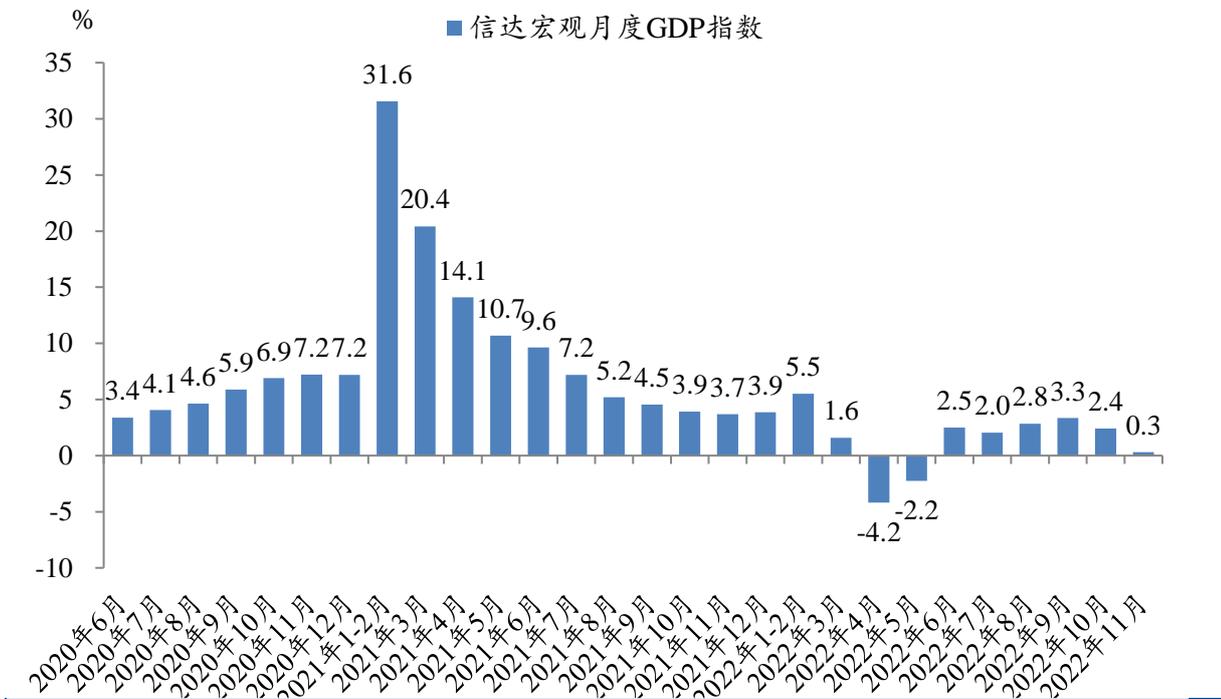
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、今年 GDP 增速可能不到 3%

今年四季度 GDP 增速可能只有 1% 左右，全年可能不会到 3%。我们从 GDP 生产法核算的思路出发，利用有关官方数据，将 GDP 从季频提高到月频，得到月度 GDP 指数。数据显示，10 月增速为 2.4%，11 月增速仅为 0.3%，考虑到 12 月仍处于防疫优化后的过渡期，我们预计四季度 GDP 增速可能只有 1% 左右，全年约为 2.5%。

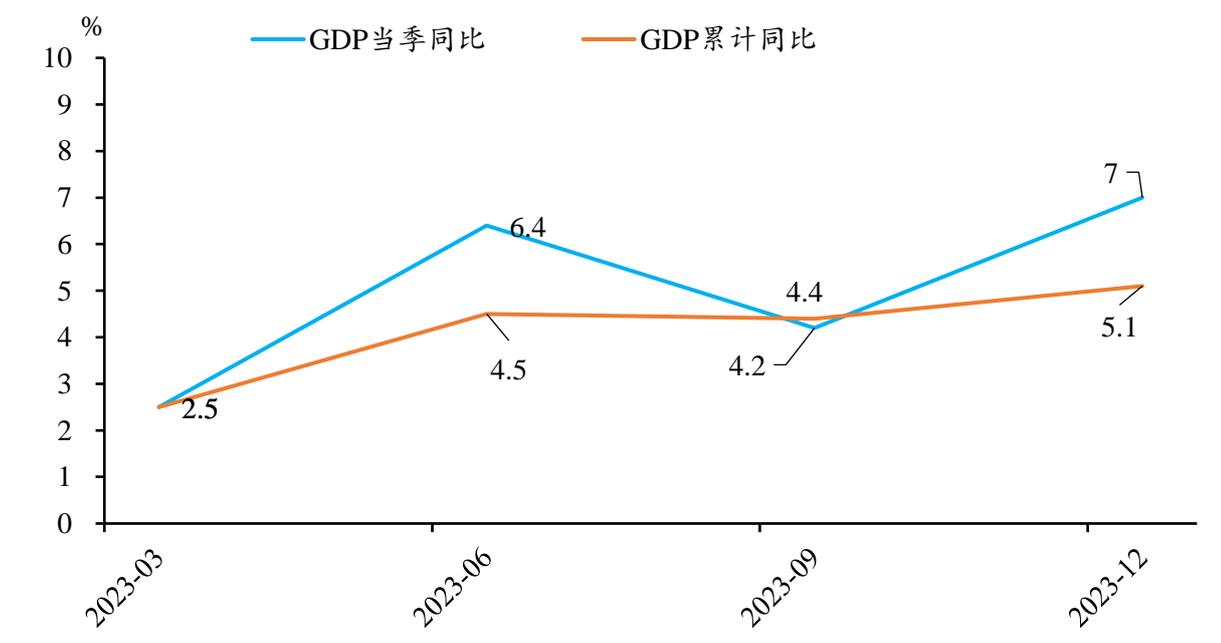
明年经济有望重回 5%左右增速。基于前文的分析，考虑到消费可能在明年逐渐回暖，加上扩内需、稳地产等相关政策的推动，再加上防疫逐渐优化，以及今年经济的较低基数，明年经济有望重回 5%左右的增速。节奏方面，结合一季度和三季度基数较高、二季度和四季度基数较低等因素，我们判断 2023 年二季度和四季度可能是两个增长高峰，GDP 同比增速有望分别达到 6%和 7%，全年增速有望达到 5.1%。也就是说，如果将 2023 年经济增长目标定为 5%，大概率是可以实现的。

图 9：2022 年下半年以来月度 GDP 维持在较低增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：明年 GDP 有望重回 5%左右增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心注: 此图为预测值

风险因素

疫情演变超预期、地产政策实际落地不到位

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，侧重于研究专项债和财政政策。

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。

本报告中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。