

宏观利率

经济数据好于预期，收益率中枢或微幅抬升

——2022年12月经济数据点评兼论利率影响

2023年1月17日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

➤ **市场启示：经济数据好于预期对债市偏不利，宽货币逻辑仍存，短期看，收益率中枢或微幅抬升。**2023年是稳增长大年，通胀预期平稳，市场对货币政策、宽信用及稳增长政策均有期待。1月MLF平价续作使得降息预期延续，另外从历年春节后资金面情况和依然偏弱的基本面看，节后资金面大概率延续充裕。12月社零、地产投资、基建投资等边际改善也有低基数的原因，1-2月即将进入主要经济数据空窗期，经济边际改善是否延续难以得到验证，春节出行等高频数据可能带来扰动。1月信贷“开门红”概率较高。短期看，收益率中枢或在震荡中微幅抬升。中长期看，债市应持保持谨慎。一是疫情政策优化属于经济系统的外生变量，带来的经济中枢修复难以证伪；二是宽信用和稳增长政策超预期可能给债市带来比较大的风险。

➤ **12月经济数据好于预期。**12月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额增速的wind一致预期分别为0.6%、5.1%、-6.5%，而实际增速分别为1.3%、5.1%、-1.8%。根据国家统计局初步核算，四季度和2022年我国国内生产总值同比实际增速分别为2.9%和3.0%，分别高于wind一致预期值1.0个百分点、0.2个百分点。从12月PMI、社融总量、通胀等数据低于预期而工增、投资、社零等数据高于预期的情况看，市场对疫后经济修复动力可能有所低估。

➤ **12月社零边际明显改善，商品类表现较好，餐饮收入边际大幅下滑。**12月社零同比-1.8%（前值-5.9%），wind一致预期-6.5%，社零数据也是12月较预期最好的数据。汽车购置优惠政策即将到期带动汽车类消费当月同比4.6%（前值-4.2%）。除汽车以外的消费品零售额当月同比跌幅放缓至-2.6%（前值-6.1%）。

➤ **12月房地产多项指标累计降幅仍有所扩大，但边际降幅收窄。**12月房地产开发投资完成额累计增速-10.0%（前值-9.8%），当月跌幅收窄至-12.21%（前值-19.89%）。12月商品房销售面积、销售额、到位资金、房屋新开工面积等指标当月降幅也有不同程度的收窄。但整体上地产从销售、融资到投资的低迷状态没有明显改善。

➤ **基建投资继续走强，制造业韧性仍存。**12月基建及制造业累计增速分别为9.4%（前值8.9%）和9.1%（前值9.3%），测算当月同比看，基建边际强劲增长14.3%，达到了2019年以来当月同比的最高增速（除2021年2月及3月）。制造业投资显示出较强的韧性。

➤ **工业生产增速高于预期但整体呈回落态势。**12月工业增加值同比增长1.3%（前值2.2%），环比增长0.06%（前值为-0.31%），环比增速虽摆脱负增，但仍是2016年以来同期最低值。12月工业生产回落主要还是受疫情和需求不足的影响。

➤ **风险提示：**稳增长政策布局超预期；疫后经济修复超预期；宽货币操作预期落空。



## 目录

1. 事件回顾.....	3
2. 数据分析.....	3
3. 市场启示.....	6
4. 风险提示.....	6

## 图表目录

图 1： 工业增加值当月增速（%） .....	3
图 2： 投资及消费增速（%） .....	3
表 1： 分行业工业增加值当月增速（%） .....	3
表 2： 分行业社会消费品零售总额增速（%） .....	4
表 3： 分行业制造业投资增速（%） .....	5

## 1. 事件回顾

2022年12月，规模以上工业增加值当月同比1.3%（前值2.2%），环比0.06%（前值-0.31%）；1-12月全国固定资产投资同比5.1%（前值5.3%），其中制造业投资同比9.1%（前值9.3%），基础设施投资同比9.4%（前值8.9%），全国房地产开发投资同比-10.0%（前值-9.8%）；社会消费品零售总额当月同比-1.8%（前值-5.9%）。2022年，初步核算，全年国内生产总值1210207亿元，按不变价格计算，比上年增长3.0%。

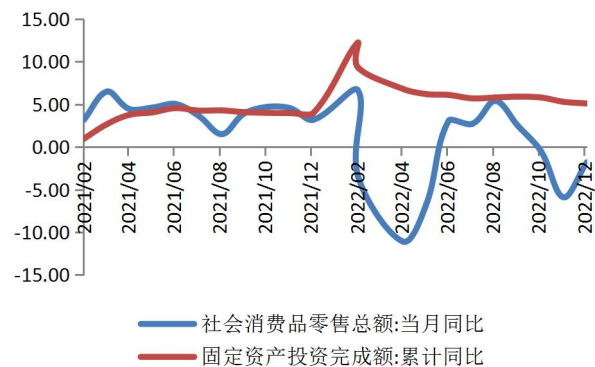
## 2. 数据分析

**12月经济数据好于预期。**12月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额增速的wind一致预期分别为0.6%、5.1%、-6.5%，而实际增速分别为1.3%、5.1%、-1.8%。根据国家统计局初步核算，四季度和2022年我国国内生产总值同比实际增速分别为2.9%和3.0%，分别高于wind一致预期值1.0个百分点、0.2个百分点。从12月PMI、社融总量、通胀等数据低于预期而工增、投资、社零等数据高于预期的情况看，市场对疫后经济修复动力可能有所低估。

图1：工业增加值当月增速（%）



图2：投资及消费增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

**工业生产增速高于预期但整体呈回落态势。**12月工业增加值同比增长1.3%（前值2.2%），环比增长0.06%（前值为-0.31%），环比增速虽摆脱负增，但仍是2016年以来同期最低值。12月工业生产回落主要还是受疫情和需求不足的影响。第一，新冠疫情感染高峰对企业用工的可得性产生了较大的影响。第二，受市场需求不足的影响。尽管12月基建、制造业、消费等边际出现了一些改善的迹象，但持续性需要观察，传导和带动工业生产的回升也还需时间，企业仍在主动去库存。

表1：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2021年					2022年				
	8月	9月	10月	11月	12月	8月	9月	10月	11月	12月
煤炭开采和洗选业	2.58	2.84	7.44	7.32	9.80	5.80	7.70	3.00	5.50	3.70

石油和天然气开采业	5.05	6.51	4.86	0.95	3.08	2.30	4.50	6.70	7.20	6.70
农副食品加工业	2.26	2.63	4.13	5.05	3.64	-2.30	1.50	-2.00	-2.90	-2.00
食品制造业	3.47	4.74	6.12	5.75	5.86	2.50	2.70	0.30	-2.00	-0.10
酒、饮料和精制茶制造业	1.82	2.84	5.36	6.94	6.40	7.60	5.50	1.50	-0.70	3.40
纺织业	0.36	-0.26	1.52	1.39	1.34	-5.10	-1.60	-4.20	-4.70	-3.00
化学原料及化学制品制造业	6.39	3.75	4.84	4.11	4.39	3.80	12.10	9.80	10.80	11.00
医药制造业	19.31	17.93	12.92	16.46	13.48	-13.10	-7.50	1.60	-3.20	-1.40
橡胶和塑料制品业	2.56	2.09	2.74	2.77	2.95	-1.20	1.40	-0.80	-3.40	-7.30
非金属矿物制品业	4.81	3.90	2.41	1.70	3.64	-5.00	0.80	3.10	1.60	-1.80
黑色金属冶炼及压延加工业	1.71	-0.79	-1.52	-1.34	3.97	-1.30	10.60	10.20	9.40	2.80
有色金属冶炼及压延加工业	3.87	2.37	2.35	1.38	1.48	3.60	7.80	6.80	9.40	6.30
金属制品业	11.43	10.13	10.87	8.89	9.10	-2.30	1.30	-3.10	-0.30	-1.20
通用设备制造业	9.17	7.94	7.12	6.64	6.38	0.80	2.30	2.00	-0.90	-3.40
专用设备制造业	8.70	8.75	7.89	7.46	8.37	4.50	4.90	3.00	2.30	-0.50
汽车制造业	0.17	3.43	2.82	2.94	6.39	30.50	23.70	18.70	4.90	-5.90
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.50	6.05	2.88	3.15	3.26	5.80	7.60	0.50	-2.90	2.00
电气机械及器材制造业	13.48	11.89	11.92	14.55	11.15	14.80	15.80	16.30	12.40	10.80
计算机、通信和其他电子设备制造业	11.58	9.13	9.85	12.03	12.38	5.50	10.60	9.40	-1.10	1.10
电力、热力的生产和供应业	10.40	15.30	2.20	4.10	-1.00	10.40	15.30	2.20	4.10	-1.00

数据来源：Wind，山西证券研究所

12月社零边际明显改善，商品类表现较好，餐饮收入边际大幅下滑。12月社零同比-1.8%（前值-5.9%），wind一致预期-6.5%，社零数据也是12月较预期最好的数据。汽车购置优惠政策即将到期带动汽车类消费当月同比4.6%（前值-4.2%）。除汽车以外的消费品零售额当月同比跌幅放缓至-2.6%（前值-6.1%），从结构上看，一是疫情制约了出行及社交需求，导致金银珠宝类、化妆品类消费跌幅扩大，尤其是餐饮收入当月同比大幅下滑至-14.1%（前值-8.4%），累计跌幅扩大至-6.3%（前值-5.4%）。二是疫情感染人数增多带动中西药品类销售同比大幅增长39.8%。三是临近春节，生活必需品如粮油、食品类、饮料类消费边际好转明显。地产链条相关消费跌幅趋缓，其中家电类当月同比-13.1%（前值-17.3%），家具类当月同比-5.8%（前值-4.0%），建筑及装潢类同比-8.9%，前值（-10.0%）。

表2：分行业社会消费品零售总额增速（%）

指标名称	2021年					2022年				
	8月	9月	10月	11月	12月	8月	9月	10月	11月	12月
粮油、食品类	7.05	8.86	9.79	11.82	10.21	8.10	8.50	8.30	3.90	10.50
饮料类	13.11	17.16	13.59	20.22	15.93	5.80	4.90	4.10	-6.20	5.50
烟酒类	8.97	18.21	15.78	13.11	14.68	8.00	-8.80	-0.70	-2.00	-7.30
服装类	-1.77	1.08	4.48	1.33	0.39	6.00	-1.00	-9.20	-17.10	0.00
化妆品类	9.50	9.07	13.41	21.57	5.86	-6.40	-3.10	-3.70	-4.60	-19.30

金银珠宝类	11.92	17.92	15.70	15.96	5.69	7.20	1.90	-2.70	-7.00	-18.40
日用品类	5.59	5.63	7.80	8.70	14.15	3.60	5.60	-2.20	-9.10	-9.20
家用电器和音像器材类	-0.46	3.03	6.23	6.02	2.26	3.40	-6.10	-14.10	-17.30	-13.10
中西药品类	8.52	9.51	8.50	11.65	11.32	9.10	9.30	8.90	8.30	39.80
文化办公用品类	15.86	18.78	12.27	15.66	8.86	6.20	8.70	-2.10	-1.70	-0.30
家具类	1.11	1.39	1.87	1.88	-1.36	-8.10	-7.30	-6.60	-4.00	-5.80
通讯器材类	3.23	8.58	22.86	22.02	10.68	-4.60	5.80	-8.90	-17.60	-4.50
石油及制品类	-1.65	1.73	7.54	6.03	6.08	17.10	10.20	0.90	-1.60	-2.90
建筑及装潢材料类	5.10	6.93	8.35	11.10	10.68	-9.10	-8.10	-8.70	-10.00	-8.90
汽车类	1.76	-0.96	-0.44	0.87	-0.74	15.90	14.20	3.90	-4.20	4.60

数据来源：Wind，山西证券研究所

12月房地产多项指标累计降幅仍有所扩大，但边际降幅收窄。12月房地产开发投资完成额累计增速-10.0%（前值-9.8%），当月跌幅收窄至-12.21%（前值-19.89%）。12月商品房销售面积、销售额、到位资金、房屋新开工面积等指标当月降幅也有不同程度的收窄。12月商品房新开工面积累计跌幅扩大至-39.4%（前值-38.9%），竣工面积跌幅放缓至-15.0%（前值-19.0%），施工面积跌幅扩大至-7.2%（前值-6.5%）。12月商品房销售面积累计增速为-24.3%（前值-23.3%）。从资金来源看，12月房地产开发资金来源累计跌幅从11月的-25.7%微幅扩大至-25.9%，其中来自国内贷款的部分累计跌幅收窄至-25.4%（前值-26.9%），但由于销售恢复缓慢，个人按揭贷款累计同比跌幅扩大至-26.5%（前值-26.2%），自筹资金降幅扩大至-19.1%（前值-17.5%）。11月土地购置面积累计同比-53.4%（前值-53.8%）。

基建投资继续走强，制造业韧性仍存。12月基建及制造业累计增速分别为9.4%（前值8.9%）和9.1%（前值9.3%），测算当月同比看，基建边际强劲增长14.3%，达到了2019年以来当月同比的最高增速（除2021年2月及3月）。制造业投资显示出较强的韧性。

表3：分行业制造业投资增速（%）

指标名称	2021年					2022年				
	8月	9月	10月	11月	12月	8月	9月	10月	11月	12月
农副食品加工业	5.77	6.50	7.61	8.67	9.16	15.80	16.60	16.30	15.90	15.50
食品制造业	0.81	1.91	2.61	3.61	4.21	17.00	14.40	15.00	14.90	13.70
纺织业	-0.97	0.34	0.66	1.70	2.09	7.60	6.30	6.00	5.40	4.70
化学原料及化学制品制造业	4.92	4.40	4.60	6.03	7.16	17.90	19.30	20.40	19.70	18.80
医药制造业	18.08	19.33	19.57	21.10	21.01	6.70	6.90	6.90	6.20	5.90
有色金属冶炼及压延加工业	1.77	1.52	1.58	2.68	2.09	12.60	13.90	15.30	14.20	15.70
金属制品业	-1.74	-0.56	0.19	0.67	1.13	12.70	12.60	11.00	11.80	11.80
通用设备制造业	-2.79	-2.07	-0.50	0.13	1.28	16.90	16.70	14.60	14.50	14.80
专用设备制造业	7.30	7.28	8.10	9.20	10.72	15.00	15.00	13.40	12.80	12.10
汽车制造业	-11.43	-11.06	-10.03	-8.91	-7.82	12.90	12.70	12.80	12.30	12.60



铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	8.98	8.98	9.52	11.55	11.76	9.50	6.00	5.50	3.20	1.70
电气机械及器材制造业	2.70	3.62	5.25	5.73	6.96	38.40	39.50	39.70	41.40	42.60
计算机、通信和其他电子设备制造业	19.76	19.48	18.60	19.50	18.79	18.70	19.90	20.80	19.90	18.80

数据来源：Wind，山西证券研究所

### 3. 市场启示

**市场启示：经济数据好于预期对债市偏不利，宽货币逻辑仍存，短期看，收益率中枢或微幅抬升。**2023年是稳增长大年，通胀预期平稳，市场对货币政策、宽信用及稳增长政策均有期待。1月MLF平价续作使得降息预期延续，另外从历年春节后资金面情况和依然偏弱的基本面看，节后资金面大概率延续充裕。12月社零、地产投资、基建投资等边际改善也有低基数的原因，1-2月即将进入主要经济数据空窗期，经济边际改善是否延续难以得到验证，春节出行等高频数据可能带来扰动。1月信贷“开门红”概率较高。短期看，收益率中枢或在震荡中微幅抬升。中长期看，债市应持保持谨慎。一是疫情政策优化属于经济系统的外生变量，带来的经济中枢修复难以证伪；二是宽信用和稳增长政策超预期可能给债市带来比较大的风险。

### 4. 风险提示

稳增长政策布局超预期；疫后经济修复超预期；宽货币操作预期落空。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：



#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336