



Research and
Development Center

为何分项指标符合预期，GDP 却超预期？

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

为何分项指标符合预期，GDP 却超预期？

2023 年 1 月 17 日

摘要：去年四季度非市场性服务的扩大和基建投资堵点被打通是 GDP 增速超预期的两大来源。

- **去年四季度主要分项指标基本符合预期，GDP 却大超预期。**2022 年实际 GDP 增速 3%，超出市场预期约 0.3 个百分点，主要来源于四季度 GDP 同比增长 2.9%，超出市场预期约 1.2 个百分点。从支出端看，社会消费品零售总额全年呈现负增长，为-0.2%，地产开发投资依然探底下行，全年下降 10%；四季度出口降幅也持续扩大。从生产端看，四季度工业增加值增速下行；服务业生产指数为负增长。我们认为四季度经济大超预期主要来自两个方面，一是四季度非市场性服务活动为第三产业贡献了较大的产值；二是四季度建筑业中的基建投资堵点被打通，推动基建投资高速增长，有力地支撑了四季度第二产业的增长。
- **去年四季度非市场性医疗卫生服务活动可能快速增长，但并未体现在服务业生产指数中，所以服务业生产指数增速远低于第三产业 GDP 增速。**2022 年四季度第三产业 GDP 当季同比为 2.3%，而 10-12 月服务业生产指数同比增速却依次为 0.1%、-1.9%和-0.8%，三个月都远低于 GDP 增速。我们认为主要是因为目前我国服务业生产指数只反映市场性的服务活动，而教育、卫生和社会工作等行业的非企业法人提供的非市场性服务是没有被反映在这个指标里的。四季度尤其是 12 月，阳性患者增多，非企业法人的医疗卫生服务可能快速增长，贡献了较多服务业产值，所以第三产业 GDP 比服务业生产指数的表现更好。
- **去年四季度工业增加值增速持续下行，但政策性开发性金融工具打通了基建投资的堵点，有力支撑了四季度第二产业的增长。**2022 年四季度第二产业 GDP 同比增长 3.4%，而 10-12 月工业增加值依次增长为 5%、2.2%和 1.3%。我们认为在工业指标增速下行之下，建筑业中的基建对第二产业 GDP 的增速起到了关键性的支撑作用。我国基建投资存在项目资本金难到位的堵点，以地方政府专项债券为例，政策上限是 25%，而实际中资本金占发行规模比重只有 7%左右。政策性开发性金融工具两批合计 7399 亿元大部分都用做了资本金，有效地打通了基建投资的堵点，撬动了大量的基建投资，推动了全年基建投资高速收官（12 月广义基建投资增速同比增长 10.35%，不含电力的基建投资同比增长 14.32%）。
- **我们预计今年一季度 GDP 增速可能在 3.4%左右，全年在 5.4%左右。**在地产和消费未明显回暖之前，开年以来新增专项债强势发行（截至 1 月 17 日新增专项债券发行量达到了 3034.73 亿元），叠加政策性开发性金融工具支持的 2700 多个项目已全部开工建设，基建仍大概率在此期间挑起经济增长的大梁。后续四个季度随着后疫情时代经济的逐渐修复，GDP 环比增速可能是逐季递减的，也就是修复效应逐季递减。由此我们推演出的今年一至四季度 GDP 增速分别为 3.4%、7.4%、4.8%和 6%，全年增速约为 5.4%。

风险因素：年后疫情演变超预期、地产政策见效慢

目录

一、非市场性服务活动可能托起了第三产业增长	3
二、超预期的另一来源是基建投资堵点被打通	4
三、2023 年经济前瞻	6
风险因素	9

图目录

图 1：疫情对服务业生产指数的冲击比第三产业 GDP 更大	4
图 2：专项债项目资本金比例逐年走高但绝对比例仍然较低	5
图 3：2022 年农发行政策性金融工具的投向占比	6
图 4：2022 年基建投资强势收官	6
图 5：2023 年截至 1 月 17 日新增专项债投向结构	7
图 6：2023 年 GDP 环比预测	7
图 7：2023 年 GDP 同比预测	8

表目录

表 1：专项债结存限额资本金的投向（亿元）	5
-----------------------------	---

2022年实际GDP增速3%，超出市场预期约0.3个百分点，主要来源于四季度GDP同比增长2.9%，超出市场预期约1.2个百分点。但从四季度各项经济数据的表现看，整体还是符合前期预期的。从支出端看，社会消费品零售总额呈现负增长；地产投资依然探底下行，固定资产投资增幅回落；出口降幅持续扩大。从生产端看，工业增加值增速下行；服务业生产指数为负增长。基本上契合疫情和防疫优化过渡期（12月）的背景。那么为何四季度GDP远超出市场预期呢，经过分析，我们认为主要有两个方面，一是四季度非市场性服务活动可能为第三产业贡献了较大的产值；二是四季度建筑业中的基建投资堵点被打通，推动基建投资高速增长，有力地支撑了四季度第二产业的GDP。

一、非市场性服务活动可能托起了第三产业增长

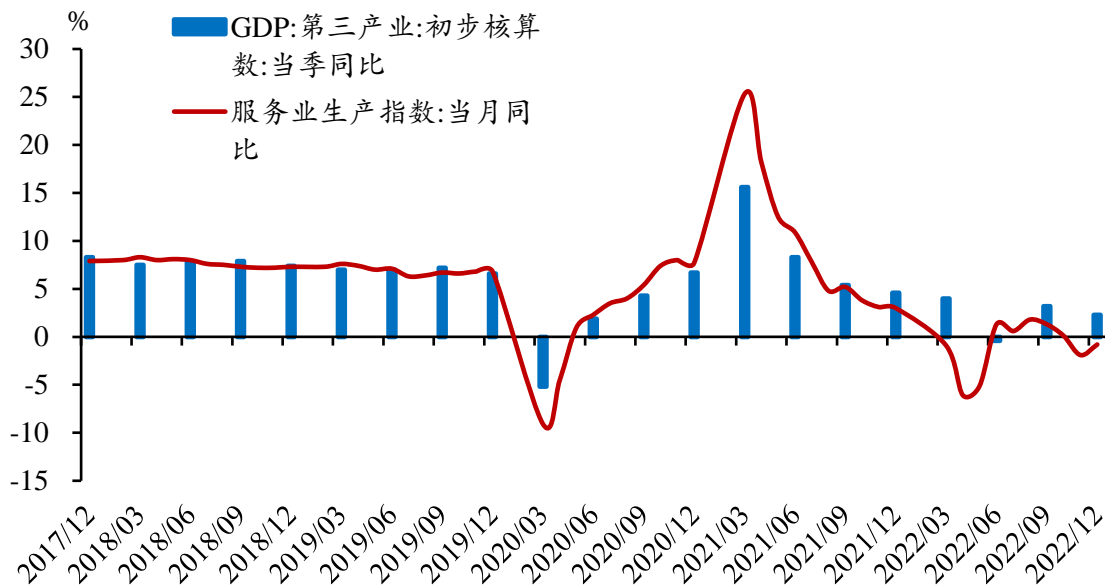
2022年四季度第三产业当季同比为2.3%，而10-12月服务业生产指数同比增速却依次为0.1%、-1.9%和-0.8%。换言之，服务业生产指数当季三个月的增速均远不及当季第三产业的GDP增速。可见，第三产业还有其他组成部分。实际上，目前我国服务业生产指数只是反映了市场性的服务业生产活动，而没有反映非市场性服务活动（依据服务机构的类型和特点，服务活动可以划分为市场性的和非市场性的）。国家统计局指出，服务业生产指数包括了批发和零售业门类到文化、体育和娱乐业门类共13个行业门类中的40个行业大类的市场性活动，但并不包括“公共管理、社会保障和社会组织，国际组织等2个行业门类，以及科学研究和技术服务业，教育，卫生和社会工作等3个行业门类中的非企业法人。”

进一步看，国家统计局也对什么是市场性服务和非市场性服务做出了解释。前者一般由市场生产者提供，可以包括“批发零售、住宿餐饮、交通运输等”；后者主要由政府及私人非营利性机构提供，可以包括“一般公共服务、教育非市场服务、科学研究和医疗服务等非市场服务”。

请注意，四季度正值疫情多发，且处于防疫政策优化转型的关键时期和转型后的过渡期，卫生领域的非企业法人提供的医疗卫生类服务随着新冠阳性患者的增多可能扩张较大，而这些非市场性的卫生服务由于没有被只反映市场性服务的服务业生产指数反映出来，所以就造成了四季度服务业生产指数增速远低于当季第三产业GDP增速的现象。综上所述，造成这一现象的直接原因是服务业生产指数和GDP在统计口径上存在差异，根本原因我们推测为四季度非企业法人的医疗卫生服务存在大幅扩张。

其实从历史来看，新冠疫情出现之前服务业生产指数和第三产业GDP的增速是基本一致的，而在疫情三年中，前者的升降较后者更具弹性（图1）。2020年一季度、2022年二季度和2022年四季度是过去三年疫情最严重的三个季度，而这三个季度中，前者指标的表现都要更差，也就是说疫情对市场性服务的冲击更大，而对既包含市场性服务也包含非市场性服务的第三产业GDP的冲击就相对缓和一些。值得强调的是，2022年四季度是更加特殊的，尤其是12月，社会面大量阳性患者的出现（12月全国发热门诊的诊疗量数据表明当月阳性病例远超2020年一季度和2022年二季度），所以非企业法人提供的医疗卫生服务可能很庞大，进而当季第三产业GDP的增速表现为正值，而未包含非企业法人非市场性活动的服务业生产指数的当季增速自然还是负值。

因此，我们可以得出一个结论：虽然四季度疫情严重，12月又处于防疫优化后阳性患者增加的过渡期，服务业生产指数表现为负增长，但当季第三产业GDP仍然同比增长了2.3%，对整体GDP的拉动依然是正向的，原因可能是非企业法人的医疗卫生服务增长较快。

图 1：疫情对服务业生产指数的冲击比第三产业 GDP 更大


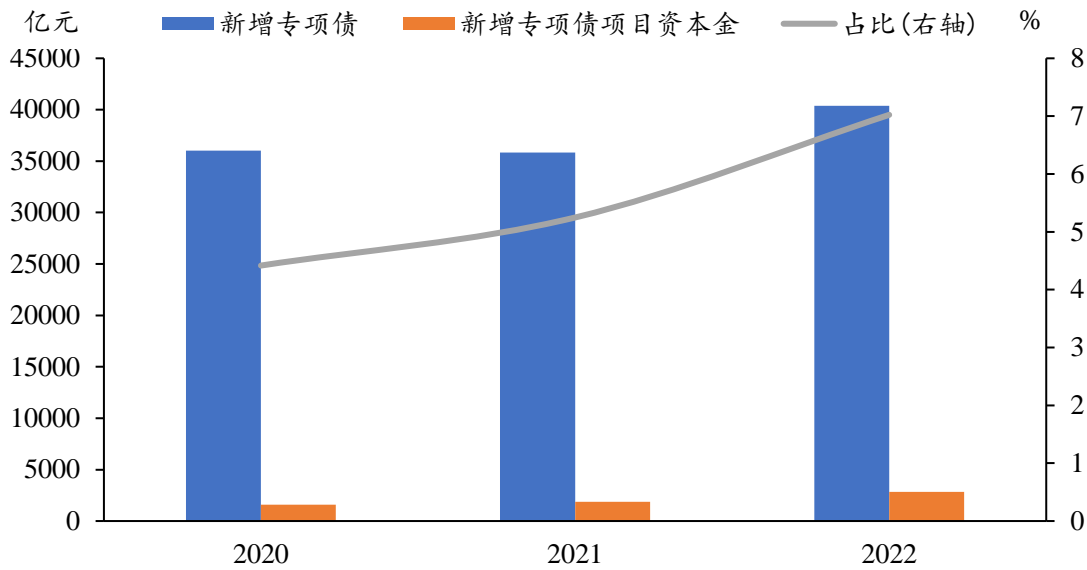
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、超预期的另一来源是基建投资堵点被打通

2022 年四季度第二产业 GDP 同比增长 3.4%，而 10-12 月工业增加值依次同比增长为 5%、2.2% 和 1.3%。我们认为在工业指标增速下行之下，建筑业对第二产业 GDP 的增速起到了关键性的支撑作用。在地产端下行的背景下，建筑业强势的原因我们推测是四季度基建投资的堵点被打通了。

我国对基建项目的投资是有最低资本金占比要求的，根据《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》(国发〔2019〕26 号)，“港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%”，“机场项目最低资本金比例维持 25% 不变，其他基础设施项目维持 20% 不变”。一般来说，基建项目的项目资本金可以多渠道筹集，但对于政府投资公益性质的基建项目来说，却面临着资本金难到位的堵点。典型的就是一些地方政府专项债券用于基建项目资本金的比例过低(政策上限为 25%，2022 年实际只有 7% 左右)，而资本金的关键作用是撬动社会投资，包括吸引银行的贷款支持。集中在四季度投放的政策性开发性金融工具有效地补充了基建投资的项目资本金，打通了基建投资的堵点，7399 亿元的工具撬动了大量的社会基建投资，根据进出口行披露数据，该工具的投资撬动力在 10 倍以上。

地方专项债项目和政策性开发性金融工具形成了有效互补，12 月基建投资(不含电力)增速达到了 14.32%。具体看，去年不包含结存限额的新增专项债发行额约为 35445 亿元(包含项目资本金约 2455 亿元)，结存限额发行额约为 4874 亿元(包含项目资本金约 380 亿元)，项目资本金占比均不高，撬动投资能力有限。而政策性开发性金融工具大部分都用做了资本金，二者形成互补。截至 2022 年 11 月底，7399 亿元政策性开发性金融工具支持的 2700 多个项目已全部开工建设，主要用于支持交通、能源、水利、冷链物流、职业教育、市政和产业园区设施、保障性安居工程、新基建等重大项目建设，和地方政府专项债的投向领域基本一致。

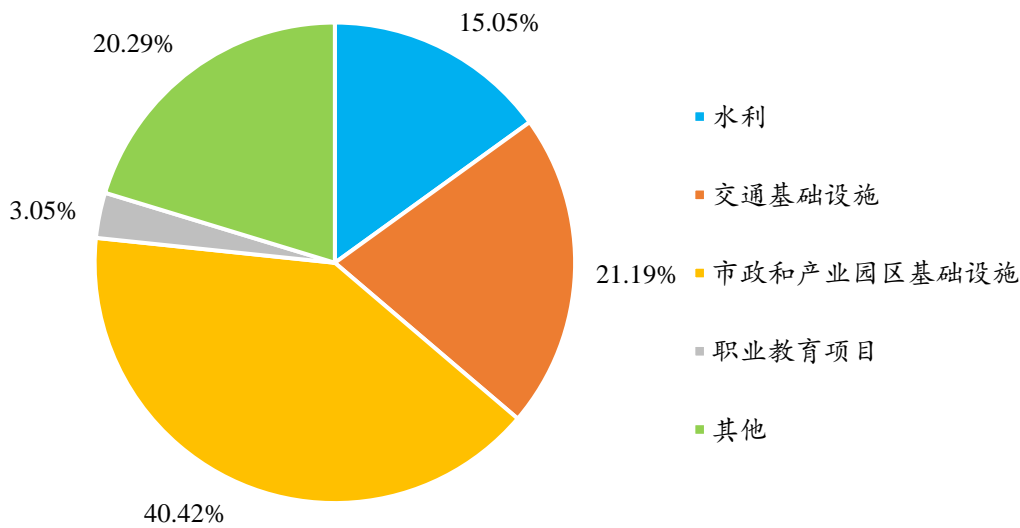
图 2：专项债项目资本金比例逐年走高但绝对比例仍然较低


资料来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

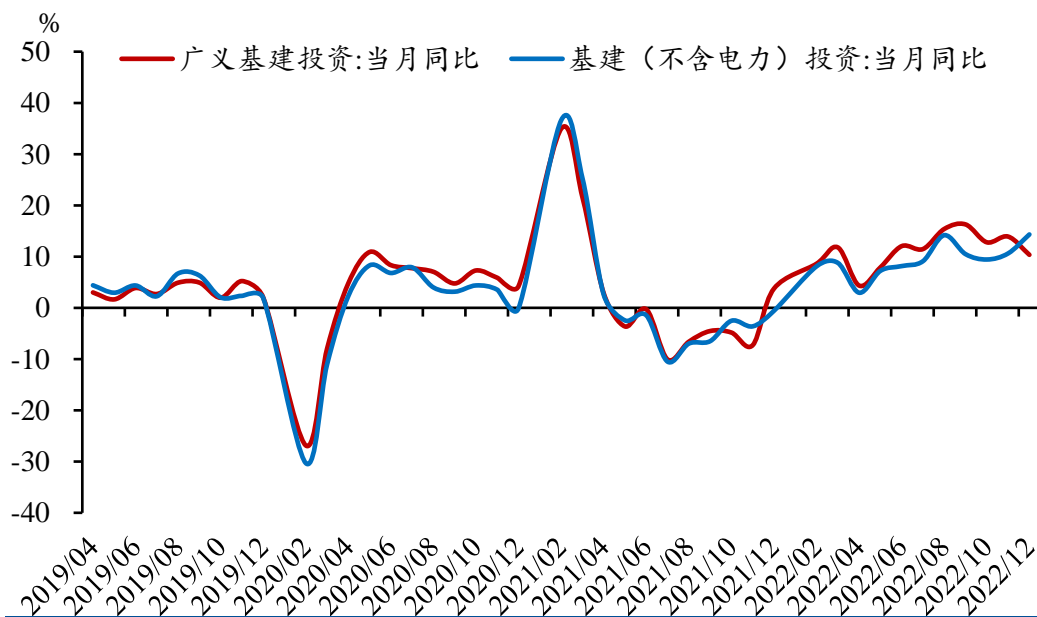
表 1：2022 年专项债结存限额资本金的投向（亿元）

地区	铁路	收费公路	干线机场	内河航电枢纽和港口	城市停车场	天然气管网和储气设施	城乡电网	水利	城镇污水垃圾处理	供水	合计
广东	22.25		12.00						0.50		34.75
广西	14.30										14.30
辽宁	1.00										1.00
四川	14.30	3.23			0.99	0.30		4.50		1.35	24.67
海南			1.75								1.75
天津								4.10			4.10
河北	23.03									1.98	25.01
福建	1.80							0.80	1.65		4.25
云南	0.64	32.48				0.11		8.18			41.41
吉林	4.25										4.25
山东	60.44		22.00		3.70	1.00		2.43	4.02		93.59
安徽	9.06										9.06
山西		1.50								4.80	6.30
陕西								7.50			7.50
江苏	28.77	22.84		4.48	5.55	0.95	1.50	5.76	7.12		76.97
浙江	7.55										7.55
湖北	3.92							0.20			4.12
海南		0.40			0.20			8.89	0.50		9.99
福建					0.55				0.20		0.75
宁波								0.15			0.15
上海	7.00										7.00
吉林	0.23					0.30		1.20			1.73
合计	198.53	60.45	35.75	4.48	10.99	2.66	1.50	43.71	13.99	8.13	380.19

资料来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

图 3：2022 年农发行政策性金融工具的投向占比


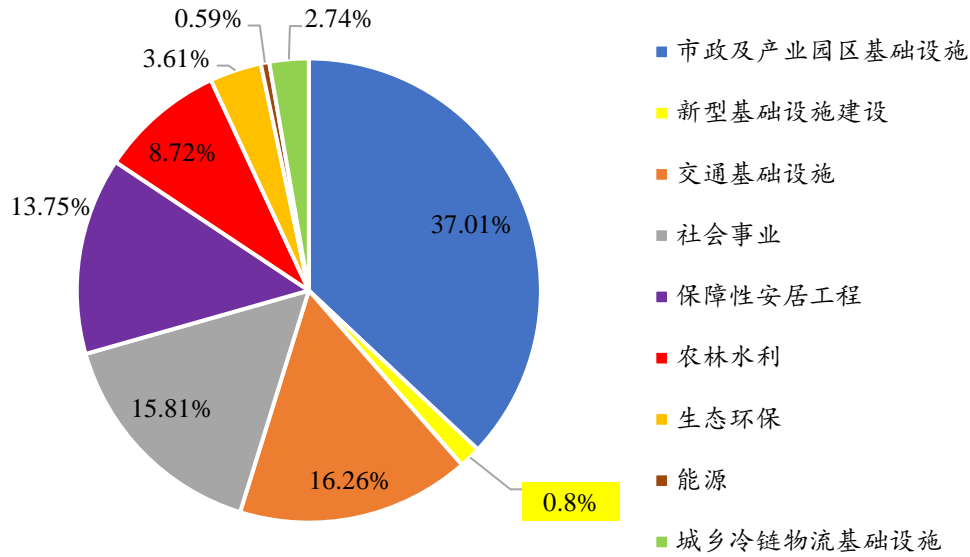
资料来源: 农发行官网, 信达证券研发中心

图 4：2022 年基建投资强势收官


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

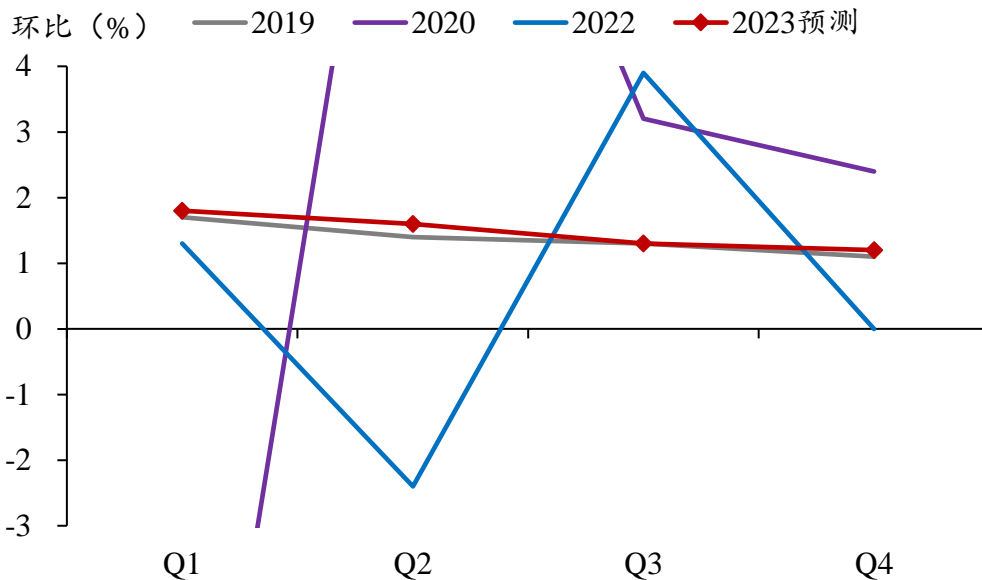
三、2023 年经济前瞻

我们认为，四季度非市场性服务（主要是医疗卫生）的扩大和基建投资堵点被打通是四季度 GDP 增速超预期的两大来源，也就带来了全年 GDP 增速超出了市场预期。这其中，非市场性服务比较难以观测，推测 2023 年一季度在“乙类乙管”后非市场性卫生服务可能还有较大体量。而建筑业是容易观测的，结合开年专项债强势发行的情况（截至 1 月 17 日新增专项债券发行量达到了 3034.73 亿元），叠加政策性开发性金融工具支持的 2700 多个项目已全部开工建设，在消费和地产尚未出现明显回暖之前，基建投资仍大概率挑起经济的大梁。

图 5：2023 年截至 1 月 17 日新增专项债投向结构


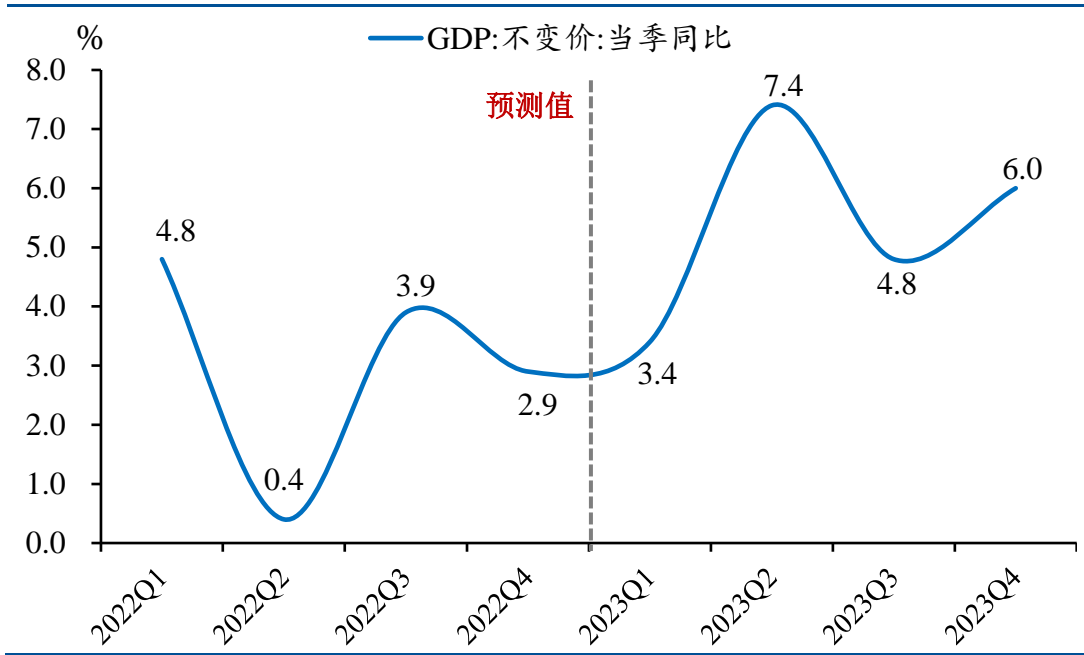
资料来源：中国债券信息网，信达证券研发中心 注：标黄为新基建占比

2023 年经济增速可能在 5.4%左右，一季度可能在 3.4%左右。我们预测 GDP 是先算环比，再算同比。今年一季度在经历了 12 月和年初的一波疫情高峰后，环比增速应比正常年份要高一些。今年四个季度随着后疫情时代经济逐渐修复，环比 GDP 可能是逐季递减的，也就是修复效应逐季递减。由此我们推演出的今年一至四季度 GDP 增速分别为 3.4%、7.4%、4.8%和 6%，全年增速约为 5.4%。

图 6：2023 年 GDP 环比预测


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：2023 年 GDP 同比预测



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

年后疫情演变超预期、地产政策见效慢

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，中国人民大学财政金融学院业界导师。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。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

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	jjali@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
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@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。