

2022年12月中国经济数据点评

2022年中国经济持重缓进

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn



事件：

2023年1月17日，国家统计局公布2022年GDP和2022年12月主要经济数据。

核心摘要：

- 一，2022年四季度中国GDP同比2.9%，明显高于市场预期值1.9%。两者差距较大可能原因一是疫情防控优化后，中国经济从“J曲线”底部走出的时间比预期更早；二是季度GDP核算以生产法为基础，相对于需求，整个2022年四季度生产端受疫情的影响要小些，因此通过观测需求侧的高频指标可能低估了中国经济的恢复速度。从2022年12月主要经济指标的同比看，中国内需已出现回暖，预计将继续恢复。
- 二，疫情冲击下工业生产走弱。2022年12月工业增加值同比1.3%，创2022年6月以来新低，季调后2022年12月工业增加值环比0.06%，是2011年公布该数据以来的同期最低值。工业生产走弱的原因，一是新冠感染人数增加后，在影响工业生产的同时，也可能让一部分从业人员提前返乡；二是目前内需处于恢复初期，叠加出口走弱，工业品整体处于供过于求，企业生产意愿不强。
- 三，固定资产投资当月同比从前值0.8%较快回升至3.1%。全口径基建投资当月同比从前值13.9%下降至10.4%，主要受水利、环境和公共设施管理业的拖累，或因2022年水利投资进度较快，到后续月份投资强度开始走弱。在低基数和各类政策逐步奏效的支撑下，2022年12月房地产相关指标全线回暖。对2023年房地产投资的判断，我们维持《中江举帆：2023年中国经济展望》中的观点，即房地产对中国经济的拖累将弱于2022年。制造业投资当月同比从6.2%提高至7.4%，延续高景气趋势。2023年制造业投资将面临出口下行和产能利用率较低的双重压制，政策有必要继续加大对制造业投资的支持。
- 四，商品零售较快恢复。2022年12月社会消费品零售总额同比-1.8%，较前值-5.9%明显改善，分消费类型看主要是商品零售在推升，餐饮收入当月同比从-8.4%降至-14.1%。分行业看，多数行业2022年12月限额以上企业零售总额同比较前值回升。
- 五，中国人口达峰。2022年末中国人口14.12亿，较2021年末减少85万，是出生人口数跌破1千万和死亡率提高共同影响的结果。鉴于国内生育意愿短期难以改善，而人口老龄化提速，我们认为中国人口大概率将进一步下降，中国人口已经达峰，其对中国即期需求和中长期潜在增长率的影响值得深入探究。

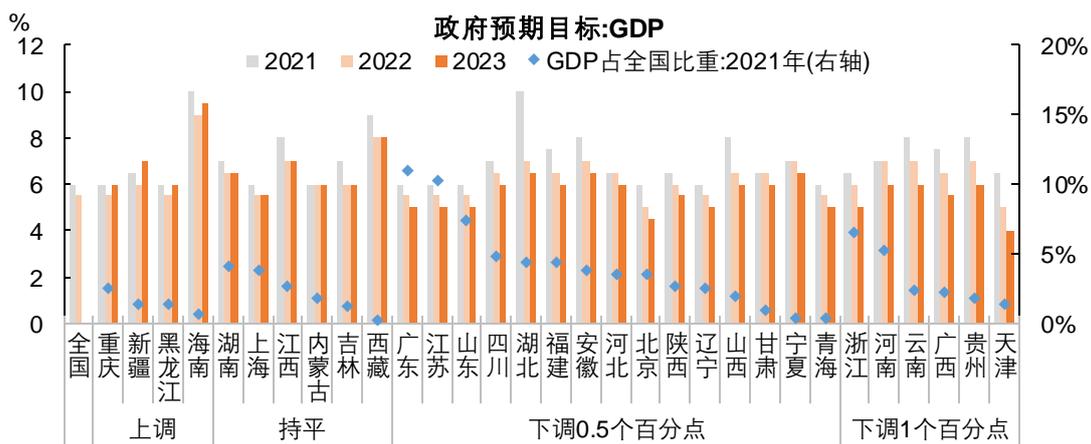
2022 年中国 GDP 增速超预期，中国经济在持重缓进中迎来新篇章。实际增速比预期增速更高，折射出中国经济疫情防控调整后从“J 曲线”底部走出的时间比预期更早，与季度 GDP 采用生产法核算从而观测需求侧高频指标可能低估中国经济的恢复速度亦有关联。从 2022 年 12 月主要经济指标看，疫情冲击下生产走弱，但内需指标开始回暖，这是一个颇为积极的信号。尤其是，基建投资继续发挥支撑作用，制造业高景气延续，以及房地产市场在改善，令投资对优化供给结构的关键作用开始显现；而消费特别是商品零售迅速修复，则让我们看到了消费作为“内循环”引擎的提升空间。展望 2023 年，出口走弱后，政策更需统筹发力，扩大内需、畅通内循环。在各项政策积极呵护下，在市场主体预期改善中，中国经济的常态回归之路或将更迅速，也更扎实，我们预计 2023 年中国 GDP 增速将达到 5%以上。

一、中国经济持重缓进

2022 年四季度中国实际 GDP 同比 2.9%，高于 Wind 统计的市场预期值 1.9%。实际值和预期值差距较大可能原因在于：一是，疫情防控优化后，中国经济从“J 曲线”底部走出的时间比预期更早；二是，季度 GDP 核算以生产法为基础，加总各行业的增加值得到。相对需求，2022 年四季度生产端受疫情的影响要小些，而通过观测需求侧的高频指标可能低估了中国经济的恢复速度。不过，由于国家统计局并未像公布 2022 年三季度 GDP 数据时那样，在当天公布各行业的不变价 GDP 同比（按照近年公布年度 GDP 的惯例，预计将于 2022 年 1 月 18 日公布），暂时难从行业视角分析 2022 年四季度 GDP 增速超预期的原因。

2022 年中国实际 GDP 同比 3.0%，高于市场预期的 2.8%，预计 2023 年 GDP 增速目标将设定在 5%以上。目前 31 个省市自治区均已公布 2023 年各自的 GDP 增速目标，用 GDP 加权平均为 5.6%。2021 年和 2022 年各省市自治区加权平均的 GDP 增速目标，分别比全国 GDP 增速目标高 0.8 个百分点和 0.6 个百分点。据此推断 2023 年全国 GDP 增速目标在 5%左右，或 5%以上。因 2023 年经济工作的重点之一是推动信心恢复，5%以上的 GDP 增速目标有助于更好推动市场主体和居民信心的改善，我们认为 5%以上的概率更大。这也符合年度 GDP 增速目标连续性的规律，2012 年-2022 年期间，除 2020 年受疫情影响而未设增长目标外，其余年份的增速目标要么是持平于前一年，要么是较前一年的下调 0.5 个百分点，而 2022 年全国 GDP 增速目标为 5.5%左右。

图表1 近年来 31 个省市自治区 GDP 增速目标与政府预期目标的对比



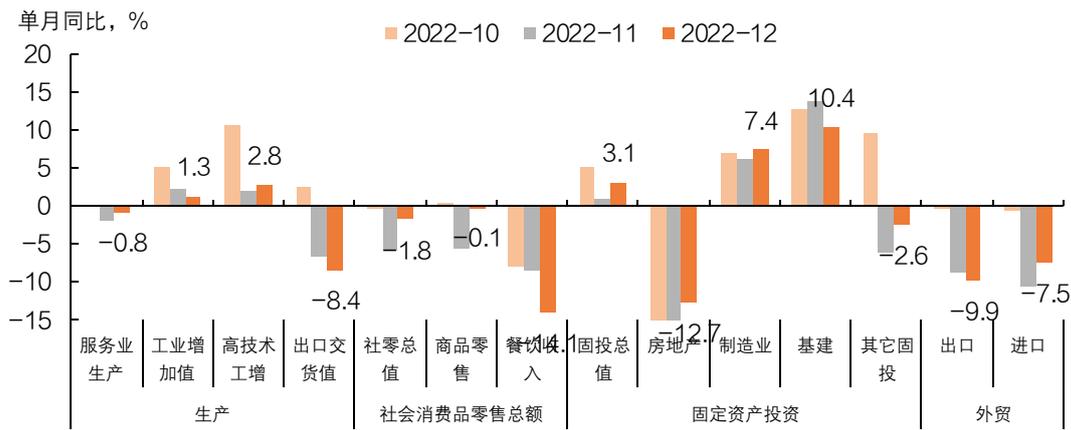
资料来源: Wind,平安证券研究所

实现该目标增速，需政策统筹发力。2022 年前三季度，货物和服务净出口对 GDP 累计同比的贡献率为 32%，创 2009 年以来同期新高。但 2022 年四季度中国出口同比已持续回落，除直接拖累经济外，还会通过制造业投资、就业和消费等渠道间

接抑制经济。因此，2023 年有必要围绕扩大内需、畅通内循环，政策统筹发力。我们认为在各项政策支持下，2023 年 GDP 增速有望达到 5% 以上。

从 2022 年 12 月主要经济指标的同比看，中国内需已出现修复。2022 年 12 月服务业生产指数从前值-1.9%提高至-0.8%，固定资产投资当月同比从前值 0.8%提高至 3.1%，社会消费品零售总额当月同比从前值-5.9%提高至-1.8%，折射内需强弱的进口当月同比也从-10.6%回升至-7.5%。中国防疫政策调整相对较快，“发烧”、“咳嗽”、“新冠”等相关词汇的百度搜索指数已于 2022 年 12 月下旬见顶，内需高频指标也已连续三周改善，随着疫情好转内需将继续修复。

图2 和上月相比，2022 年 12 月中国内需相关指标出现改善



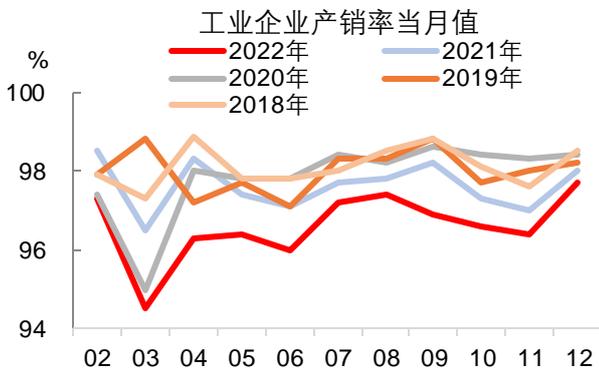
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 工业生产走弱

2022 年 12 月工业增加值同比 1.3%，前值 2.2%，创 2022 年 6 月以来新低。季调后 2022 年 12 月工业增加值环比 0.06%，是 2011 年公布该数据以来的同期最低值。工业生产走弱后，2022 年 12 月工业企业产销率出现超季节性回升，从 96.4% 提高至 97.7%，而过去四年同期平均提高 0.6 个百分点。

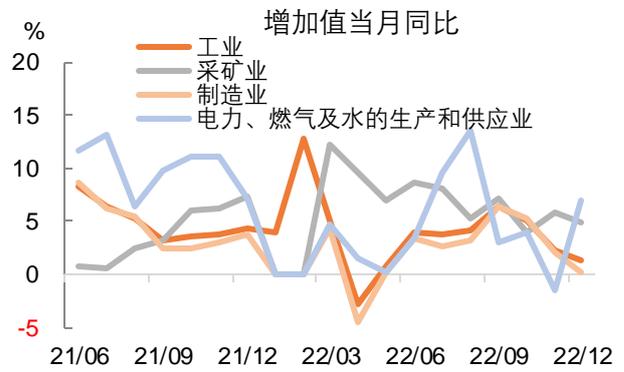
我们认为，2022 年 12 月工业生产走弱的原因有二：一是，新冠感染人数增加后，在影响工业生产的同时，也可能让一部分从业人员提前返乡。从三大门类看，2022 年 12 月工业增加值同比回落主要是受制造业的拖累。制造业是工业吸纳就业的主体，其增加值同比较快走弱亦映射出疫情的影响。二是，尽管内需在恢复，但总体来看内需恢复还处在初期，叠加出口交货值同比继续回落，工业企业订单需求总体不强，因此企业生产意愿可能主动降低。2022 年 12 月工业企业产销率虽较快回升，但仍明显低于近年同期，工业品整体处于供过于求的格局。

图3 2022年12月工业产销率较快回升但仍低于近年同期水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

图4 2022年12月三大门类工业增加值同比走势分化



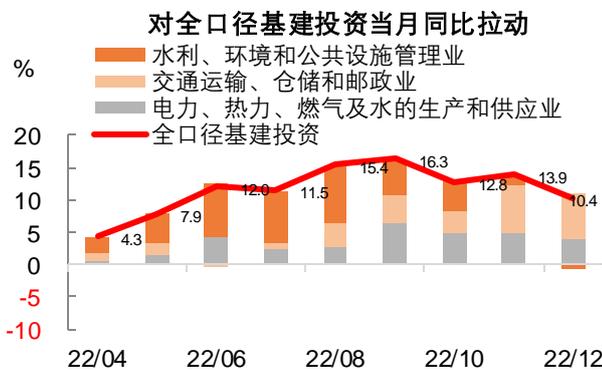
资料来源: Wind,平安证券研究所

三、 房地产在改善

固定资产投资当月同比从前值 0.8%较快回升至 3.1%。制造业和房地产投资的当月同比分别从 2022 年 11 月的 6.2%、-19.8%，回升至 7.4%和-12.7%；全口径基建投资当月同比从前值 13.9%下降至 10.4%，主要受水利、环境和公共设施管理业的拖累（该分项对全口径基建投资当月同比的影响从 2022 年 11 月的拉动 1.7 个百分点变为拖累 0.6 个百分点），可能原因是 2022 年水利投资进度较快，到后续月份投资强度开始走弱。值得注意的是，固定资产投资中占比约为 1/4 的其它投资（包括卫生和社会工作，信息传输、软件和信息技术服务业，公共管理、社会保障和社会组织等 12 个行业）当月同比从前值-6.2%回升至-2.6%，改善幅度仅次于房地产。

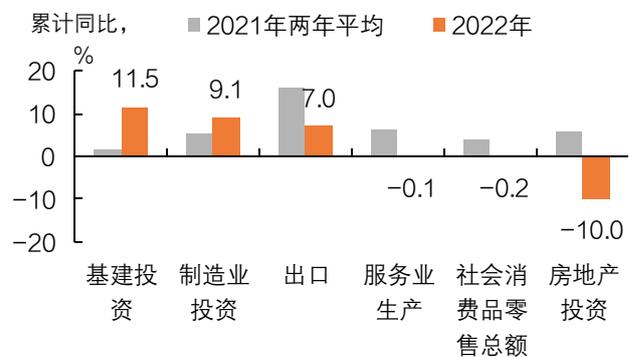
2022 年全口径基建投资同比增长 11.5%，在稳增长中发挥了重要作用，预计 2023 年将同样如此。对比各终端需求 2021 年两年平均增速和 2022 年的增速，可以发现基建投资回升幅度最大。展望 2023 年，我们认为基建投资在稳增长中仍有必要扮演重要角色，原因在于出口回落后，以消费为重点的扩大内需可能难以充分对冲，基建投资仍需维持高增。2022 年中央经济工作会议在强调财政支出强度的同时，也指出要保障财政可持续和地方政府债务风险可控，且明确指出政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。因此，预计 2023 年政策性金融在解决基建项目资本金和配套贷款方面将继续发挥关键作用。

图5 2022年12月全口径基建投资同比有所回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

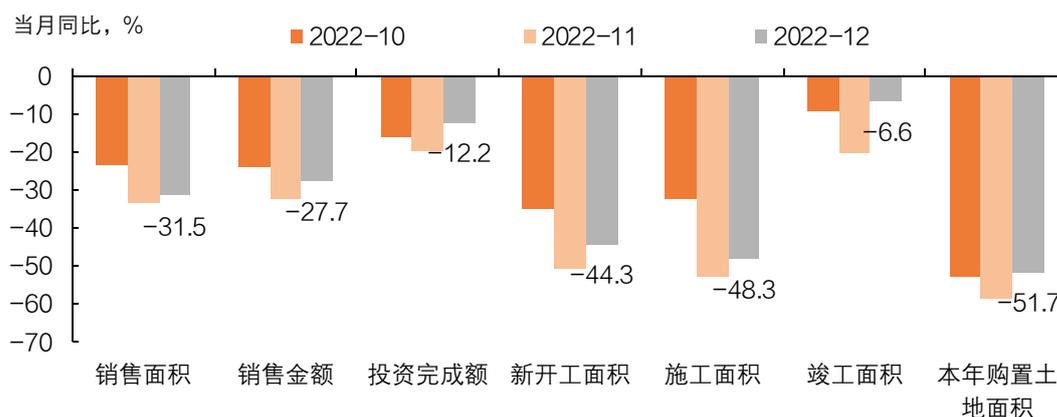
图6 各终端需求 2021 年两年平均增速和 2022 年增速的对比



资料来源: Wind,平安证券研究所

纾困政策持续落地下房地产相关指标均出现改善。销售方面,商品房销售面积和金额的当月同比分别从2022年11月的-33.3%和-32.2%,提高至12月的-31.5%和-27.7%。投资方面,房地产投资完成额、竣工面积和施工面积的当月同比,分别从2022年11月的-19.9%、-20.2%和-52.6%,回升至12月-12.2%、-6.6%和-48.3%。领先指标方面,本年购置土地面积和新开工面积的当月同比分别从2022年11月的-58.5%和-50.8%,回升至-51.7%和-44.3%。2022年12月房地产相关指标整体好转,一是因2021年同期的低基数,二是与房企融资“三箭齐发”逐步奏效有关。

图表7 和上月相比,2022年12月房地产相关指标的当月同比出现改善



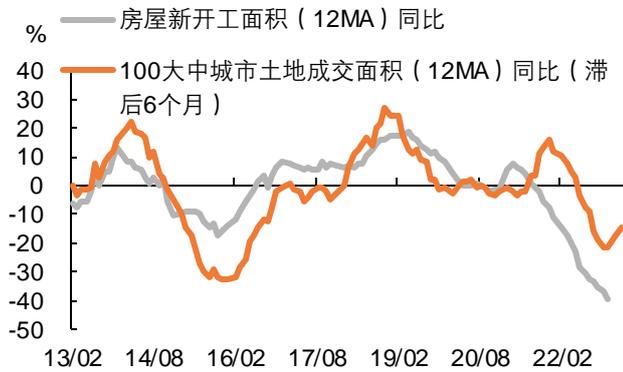
资料来源: Wind, 平安证券研究所

展望 2023 年, 我们认为房地产投资对中国经济的拖累将明显趋弱:

第一, 在“保稳定”要求下, 预计 2023 年房企融资将继续改善。2022 年 11 月房企融资“三箭齐发”, 和前期所出台的政策相比更加务实。2022 年 12 月房地产开发资金来源同比从前值-35.4%回升至-28.7%。其中, 国内贷款同比从前值-30.5%大幅回升至-5.5%; 在信用债一级发行整体收缩的情况下, 据克而瑞统计, 2022 年 12 月百家典型房企融资环比增长 84%, 年内首次单月突破 1000 亿。中央经济工作会议在房地产部分新增“保稳定”的提法, 而保稳定的核心是“保交楼”, 预计 2023 年将围绕保交楼推动房企融资进一步好转。

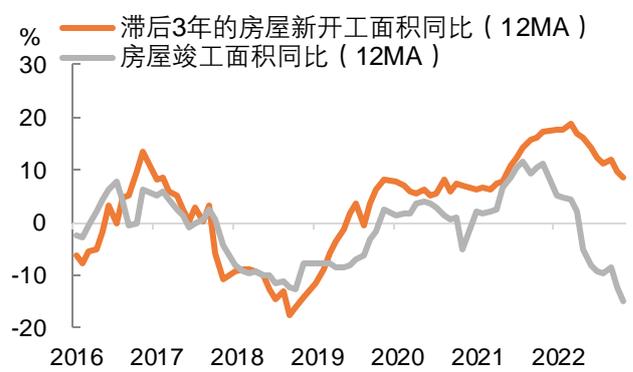
第二, 领先指标显示 2023 年房地产施工将有支撑。新开工方面, 100 大中城市土地成交面积 (12 个月移动平均) 同比领先于房屋新开工面积同比半年左右。根据这一领先关系判断, 目前房屋新开工面积同比可能已近底部位置。存量房屋项目方面, 历史经验显示, 新开工面积 (12MA) 同比领先竣工面积 (12MA) 同比 3 年左右, 但 2021 年三季度开始这种领先滞后关系消失。这意味着 2021 年三季度以来, 应竣工但实际未竣工的商品房面积在持续累积。随着房企融资改善, “保交楼”取得更大进展, 将推动存量项目加快施工。

图表8 从领先指标看，新开工面积同比或已接近底部位置



资料来源: Wind, 平安证券研究所

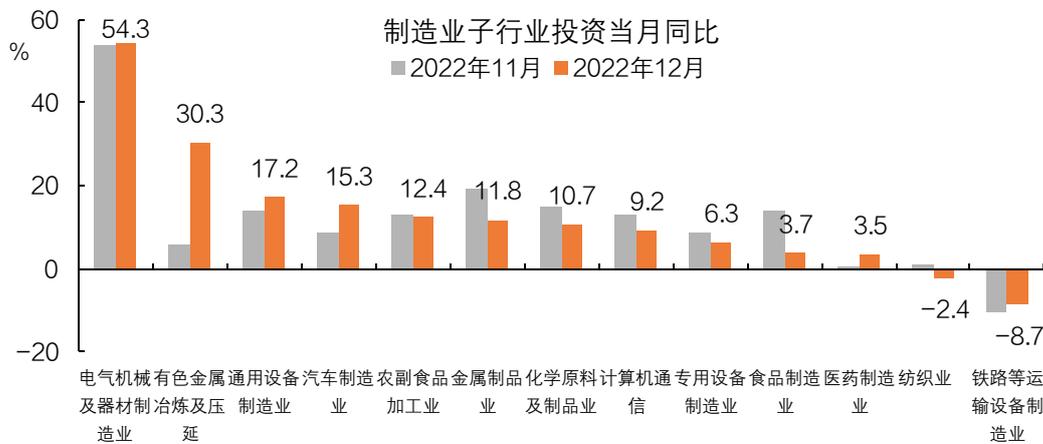
图表9 领先指标显示，2021年三季度以来应竣工但实际未竣工的商品房面积持续累积



资料来源: Wind, 平安证券研究所

制造业投资当月同比回升，延续高景气趋势。从已公布增速的13个子行业数据看，电气机械及器材制造业、有色金属冶炼及压延业、通用设备制造业和汽车制造业2022年12月的投资同比增速较高。和前值相比，2022年12月有色金属冶炼及压延业、汽车制造业的投资同比回升幅度较大。

图表10 已公布数据的13个制造业子行业，2022年11月和12月的投资当月同比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2023年制造业投资将面临出口下行和产能利用率较低的双重压制，政策需要继续加大对制造业投资的支持，短期稳增长的同时中长期也有助于优化供给。目前来看，制造业投资面临的压力有二：一是，2022年高出口依赖度行业贡献了制造业投资增量的一半以上。随着出口放缓压力进一步体现，可能将向相关制造业行业的投资传导；二是，2022年四季度制造业产能利用率降至75.8%，比前五年同期低2个百分点。前两年制造业投资的韧性持续超预期，这会逐步形成产能，因此2023年制造业产能利用率或将进一步下移。我们认为，2023年需要继续在诸如绿色低碳、智能制造、自主可控和汽车产业链等重点领域，发挥政策的支撑撬动作用，释放制造业转型升级的投资需求。

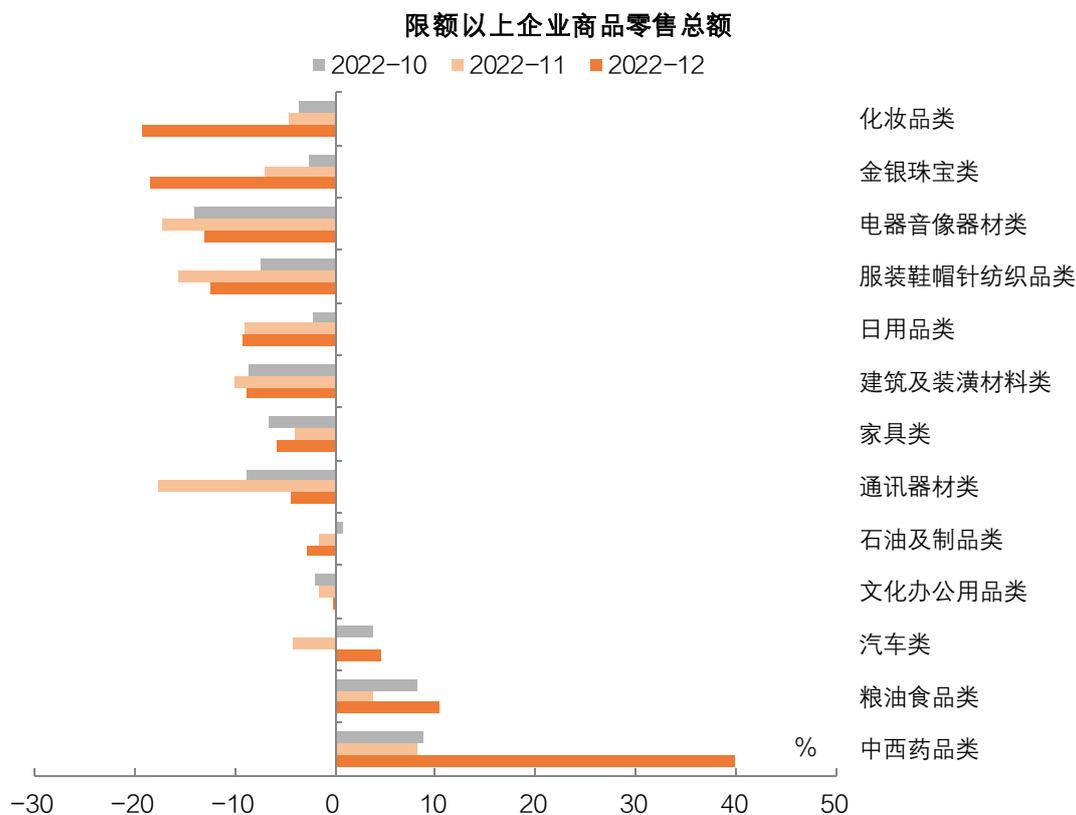
四、商品零售恢复

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

2022年12月社会消费品零售总额同比-1.8%，较前值-5.9%明显改善。分消费类型看，主要是商品零售在推升，其当月同比从2022年11月的-5.6%回升至-0.1%；而餐饮收入当月同比从2022年11月的-8.4%降至-14.1%，主要原因可能是疫情扩散期间居民外出和在外消费的频率下降。随着经济向常态快速回归，我们认为餐饮收入增速将较快回暖。

分行业看，多数行业2022年12月限额以上企业零售总额同比较前值回升。2022年12月，中西药品类限额以上零售同比39.8%，与疫情扩散后的防疫用药需求有关。汽车类限额以上零售额同比从2022年11月的-4.2%回升至4.6%，可能与部分汽车销售刺激政策在年末退出（如汽车购置税减半），从而一部分需求在政策退出前集中释放有关。2022年12月限额以来零售额同比靠后的行业，一是化妆品和珠宝等可选消费，疫情冲击下人们减少了相关消费；二是电器音像器材、建筑装潢、家具等地产后周期消费品。预计随着保交楼工作的不断推进，相关装修需求或带动地产后周期消费改善。

图表11 分行业看，2022年12月中西药品类、粮食食品类、汽车类限额以上零售总额同比靠前



资料来源：Wind,平安证券研究所

五、 中国人口达峰

除上述经济供需两端的指标外，国家统计局公布的数据中人口数据关注度较高。2022年末中国人口14.12亿，较2021年末减少85万。这一方面是因出生人口较快下降，中国出生人数从2016年的峰值1883万，降至2022年的956万，6年时间降幅达49.2%，意味着放开二胎等政策实际效果不及预期。另一方面，死亡人数从2021年的1014万增至1041万，环比增长2.6%，是2009年以来的最高值，可能和疫情对老人等群体的冲击更大有关。鉴于国内生育意愿短期难以改善，而人口老龄化提速，我们认为中国人口已经达峰，其对中国即期需求和中长期潜在增长率的影响值得深入探究。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033