

总量超预期下的三大结构性信号

事件:

1月17日,国家统计局公布数据显示,4季度GDP同比2.9%、前值3.9%,12月规模以上工业增加值同比1.3%、前值2.2%。

点评:

■ 经济最差的阶段或已过,关注总量指标超预期下的三大结构性信号

信号一:本轮疫情,对生产的影响大于需求。过去疫情反复阶段,生产多好于投资、消费,而12月数据反过来,投资增速回升、提升2.3个百分点至3.1%,社零降幅收窄、降幅由上月5.9%改善至1.8%,而工业增加值增速继续回落、较上月下降0.9个百分点至1.3%,一方面得益于线下活动没有防疫的约束,另一方面或与临近春节,疫情演绎导致劳动力提前返乡多于以往,进而加大对生产扰动。

信号二:投资需求增长路径清晰,制造业、交通类基建、地产竣工等投资表现相对较好。出口大幅下滑背景下,经济转向内需增长为主,投资是重要驱动之一,作为政策重点支持领域,制造业投资增速较11月提升1.2个百分点;基建投资虽有所下降、但剔除电力的投资提升3.7个百分点,或与交通类基建接替能源投资有关;竣工加快等支持房地产投资边际改善,但地产销售、新开工依然低迷。

信号三:社零降幅收窄并非缘于消费修复,真正的修复或才刚刚开始。12月,社零降幅大幅收窄来自商品支撑,商品零售同比-0.1%、高于上月的-5.6%,药品、粮油食品、饮料等大幅增长,或主因疫情期间囤货需求,而餐饮收入同比降幅显著扩大、12月同比-14.1%。高频数据显示,12月底以来,出行、消费等线下活动逐步修复,前期受场景约束较为明显的企业消费和居民服务消费或率先修复。

重申观点:经济最差的阶段或已过去,修复趋势或在3月前后更加明朗,全年GDP增速或在5.5%左右。宏观主线转向内需增长为主,驱动包括:新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲,稳增长“加力”带来的基建投资韧性,疫后修复及地产链的拖累减弱等(参见《2023年,新时代“朱格拉周期”元年》)。

■ 常规跟踪:电燃水推动工业生产超预期,制造业等推升投资,总人口负增长

4季度GDP增速超预期,二、三产业均好于月均值;12月工业生产超预期,电燃水贡献显著。4季度,GDP同比2.9%、好于市场平均预期的1.9%,其中二、三产业GDP分别为3.4%和2.3%,而工业增加值和服务生产指数算术平均分别为2.8%和-0.9%。12月,工业增加值同比1.3%、低于上月的2.2%,其中电燃水同比7%、高于上月的-1.5%,制造业同比0.2%、较上月回落1.8个百分点。

投资明显回升,制造业改善、基建延续高增,地产竣工加快、但销售低迷。12月,固定资产投资同比3.1%,其中,制造业投资同比7.4%、高于上月的6.2%;基建投资较上月回落3.6个百分点至10.4%、交通类投资增长较快;房地产投资同比-12.2%、高于上月的-19.9%,除低基数贡献外,也与竣工加快等有关,竣工同比-6.6%、好于上月的-20.2%,商品房销售延续低迷、同比-31.5%。

就业压力缓解,全国总人口下降。12月,城镇调查失业率逆势下降、较上月回落0.2个百分点至5.5%,不同年龄、本地和外来户籍人口调查失业率均下降。2022年,全国总人口14.1亿人、比上年末减少85万人,自1962年以来首次下降;出生率为6.77‰、低于上年的7.52‰,死亡率7.37‰、高于上年的7.18‰。

风险提示:政策效果不及预期,疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号: S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号: S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、总量经济指标超预期下的三大结构性信号.....	3
2、4季度GDP增速超预期，但12月工业和服务类生产偏弱.....	4
3、中上游投资推升制造业投资，竣工加快等带动地产投资改善.....	5
4、居民收入差距扩大、消费支出下滑，总人口出现负增长.....	6

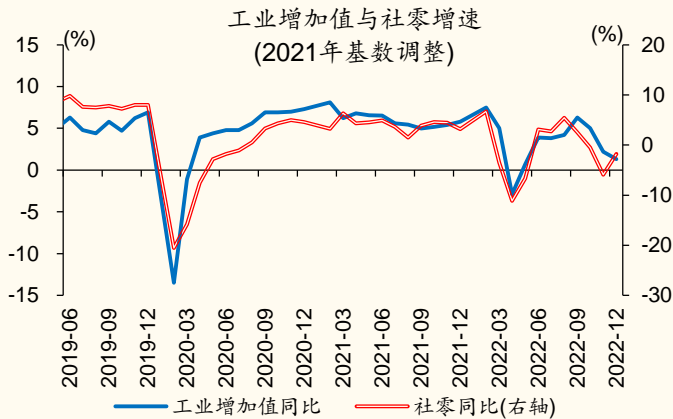
图表目录

图表 1: 12月，工业增加值回落，而社零边际改善.....	3
图表 2: 12月，PMI从业人员创2020年3月以来新低.....	3
图表 3: 12月，固定资产投资回升.....	3
图表 4: 交通类基建投资增长居前.....	3
图表 5: 12月，商品零售明显改善、餐饮收入降幅扩大.....	4
图表 6: 12月，药品、粮油食品增长较快.....	4
图表 5: 连锁餐饮流水恢复强度回升.....	4
图表 6: 近期地铁客运量逐步回升.....	4
图表 7: 4季度GDP增速回落.....	5
图表 8: 4季度工业增加值和服务业生产均明显回落.....	5
图表 9: 12月，电燃水生产快速增长.....	5
图表 10: 12月，食品、纺织等消费制造生产边际改善.....	5
图表 11: 部分中游行业投资增速居前.....	6
图表 12: 12月，地产竣工好于销售和新开工.....	6
图表 13: 2022年底以来，玻璃库存持续下降.....	6
图表 14: 4季度，居民消费支出再度负增长.....	7
图表 15: 中低收入人群收入增速最低.....	7
图表 16: 12月，城镇调查失业率逆势下降.....	7
图表 17: 结构性就业压力依然突出.....	7
图表 18: 2022年，中国人口出现负增长.....	8
图表 19: 疫情之后，出生率快速下降、死亡率明显上升.....	8

1、总量经济指标超预期下的三大结构性信号

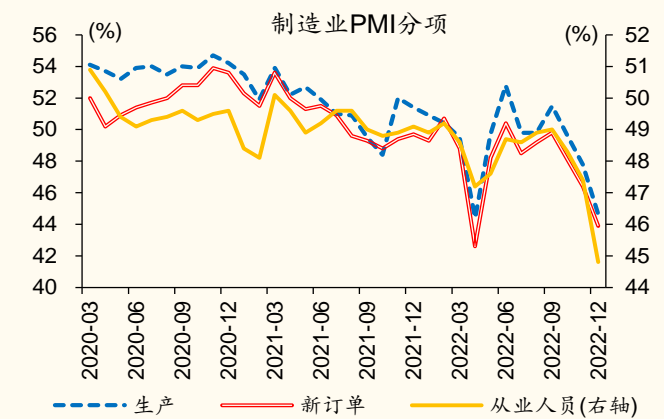
信号一：本轮疫情，对生产的影响大于需求。过去疫情反复阶段，生产多好于投资、消费，而12月数据反过来，投资增速回升、提升2.3个百分点至3.1%，社零降幅收窄、降幅由上月5.9%改善至1.8%，而工业增加值增速继续回落、较上月下降0.9个百分点至1.3%，一方面得益于线下活动没有防疫的约束，另一方面或与临近春节，疫情演绎导致劳动力提前返乡多于以往，进而加大对生产扰动，12月制造业PMI从业人员创2020年3月以来新低。

图表 1：12月，工业增加值回落，而社零边际改善



来源：Wind、国金证券研究所

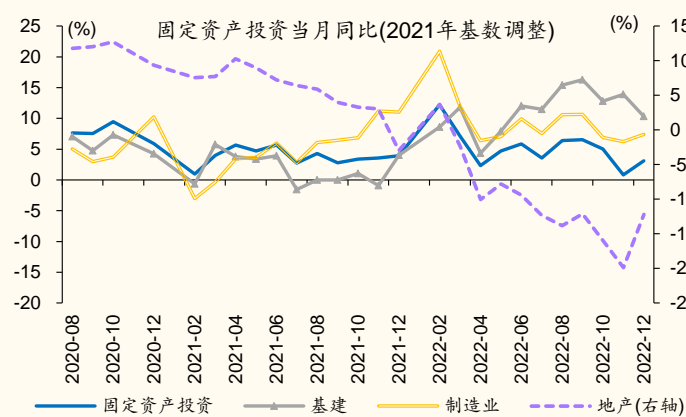
图表 2：12月，PMI从业人员创2020年3月以来新低



来源：Wind、国金证券研究所

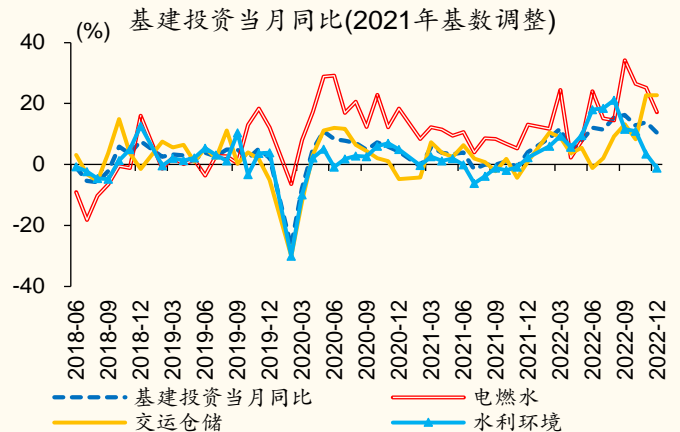
信号二：投资需求增长路径清晰，制造业、交通类基建、地产竣工等投资表现相对较好。出口大幅下滑背景下，经济转向内需增长为主，投资是重要驱动之一，作为政策重点支持领域，制造业投资增速较11月提升1.2个百分点；基建投资增速虽有所下降，但剔除电力的投资提升3.7个百分点，或与交通类接替能源投资有关；竣工加快等推动地产投资边际改善，但销售、新开工低迷。

图表 3：12月，固定资产投资回升



来源：Wind、国金证券研究所

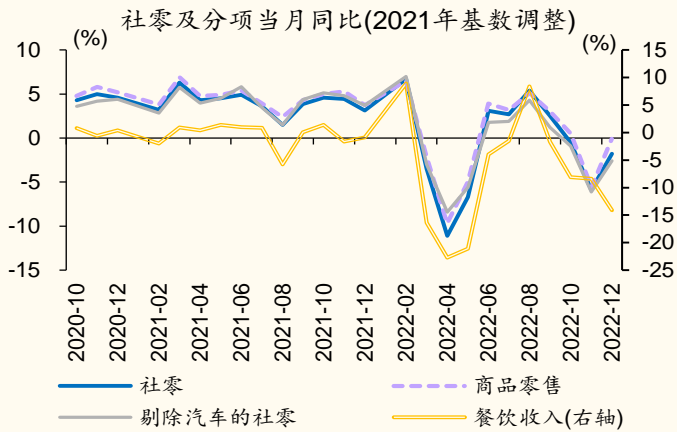
图表 4：交通类基建投资增长居前



来源：Wind、国金证券研究所

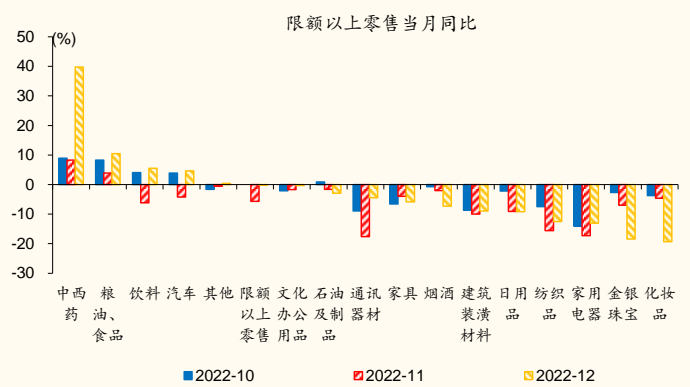
信号三：社零降幅收窄并非缘于消费修复，真正的修复或才刚刚开始。12月，社零降幅大幅收窄来自商品支撑，商品零售同比-0.1%、高于上月的-5.6%，药品、粮油食品、饮料等大幅增长，或主因疫情期间囤货需求，而餐饮收入同比降幅显著扩大、12月同比-14.1%。高频数据显示，12月底以来，出行、消费等线下活动逐步修复，前期受场景约束较为明显的企业消费和居民服务消费或率先修复（详情参见《疫后消费修复的三大误区》）。

图表 5: 12月, 商品零售明显改善, 餐饮收入降幅扩大



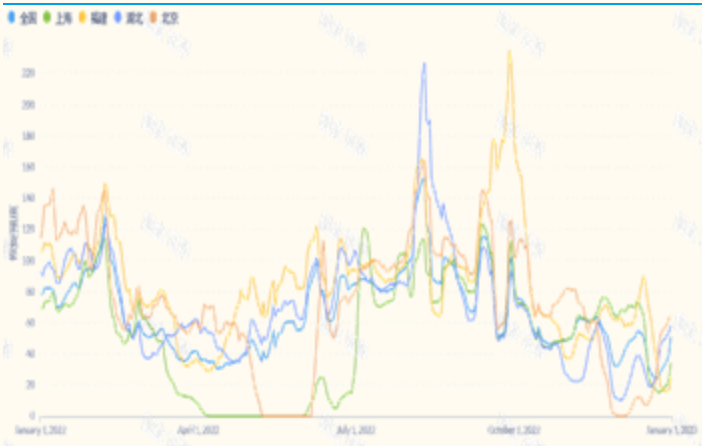
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 12月, 药品、粮油食品增长较快



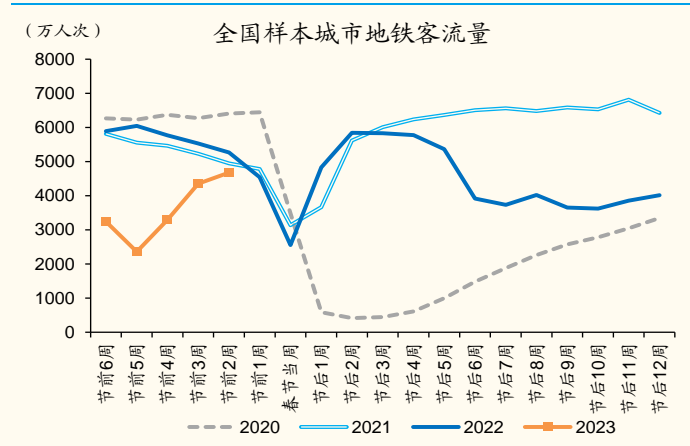
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 连锁餐饮流水恢复强度回升



来源: 国金数字未来 Lab、国金证券研究所

图表 8: 近期地铁客运量逐步回升



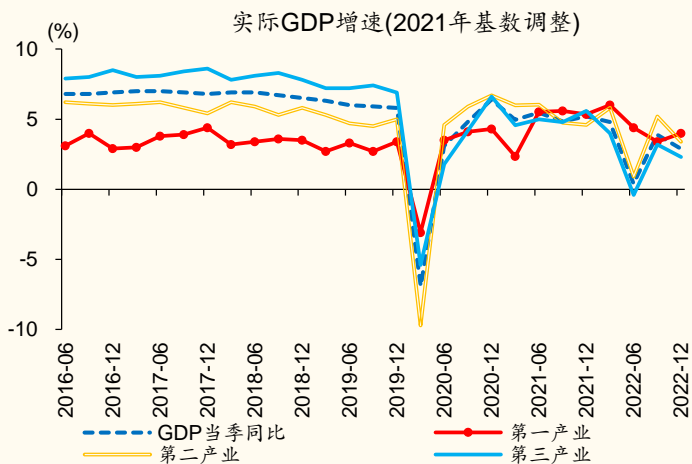
来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 经济最差的阶段或已过去, 修复趋势或在 3 月前后更加明朗, 全年 GDP 增速或在 5.5%左右。宏观主线转向内需增长为主, 驱动包括: 新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲, 稳增长“加力”带来的基建投资韧性, 疫后修复及地产链的拖累减弱等(详情参见《2023 年, 新时代“朱格拉周期”元年》)。

2、4 季度 GDP 增速超预期, 但 12 月工业和服务类生产偏弱

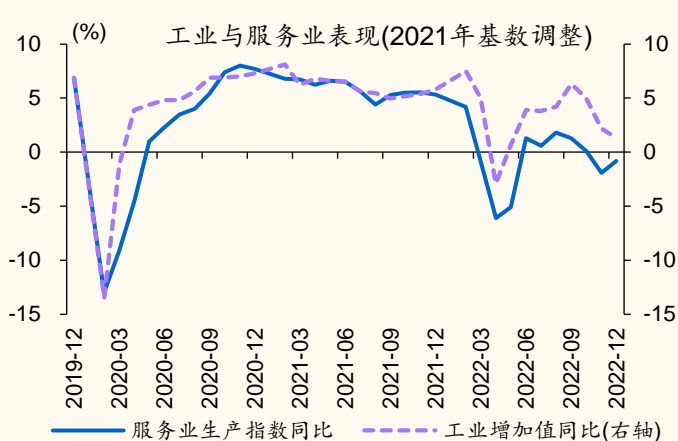
四季度 GDP 增速超预期, 二、三产业均好于均值。2022 年全年 GDP 增速 3%, 其中, 4 季度 GDP 同比 2.9%、好于市场预期预期的 1.9%, 但低于第三季度的 3.9%; 4 季度第二产业和第三产业 GDP 分别为 3.4%和 2.3%, 而工业增加值和服务生产指数算术平均分别为 2.8%和-0.9%。

图表 9: 4 季度 GDP 增速回落



来源: Wind、国金证券研究所

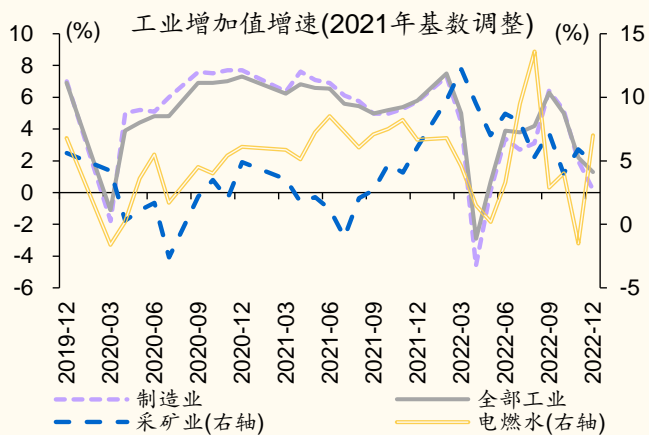
图表 10: 4 季度工业增加值和服务业生产均明显回落



来源: Wind、国金证券研究所

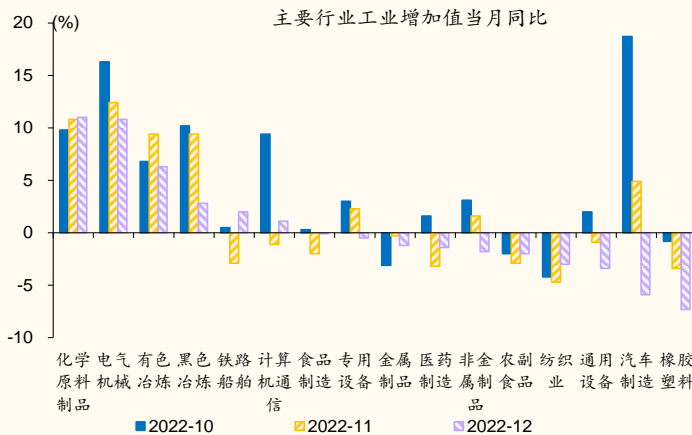
工业生产超预期,电燃水贡献显著、消费生产边际改善。12月,工业增加值当月同比 1.3%、低于上月的 2.2%,但高于市场预期的 0.6%。其中,电燃燃同比 7%、高于上月的-1.5%,而制造业同比 0.2%、较上月回落 1.8 个百分点。主要行业中,食品制造、纺织、医药、农副食品等消费相关生产边际改善,化学原料、电气机械、有色冶炼等中上游制造生产增速居前。

图表 11: 12 月,电燃水生产快速增长



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 12 月,食品、纺织等消费制造生产边际改善

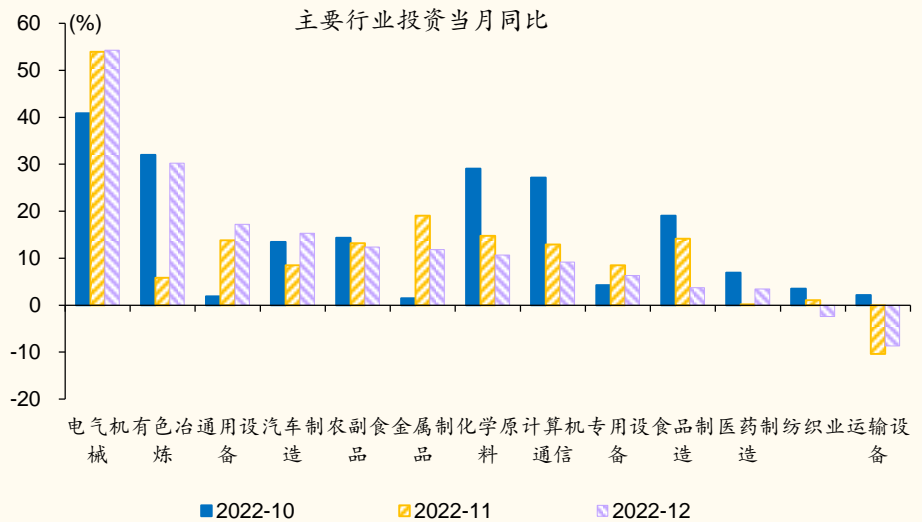


来源: Wind、国金证券研究所

3、中上游投资推升制造业投资,竣工加快等带动地产投资改善

制造业投资增长加快,电气机械、有色冶炼等中上游制造业投资居前。12月,制造业投资同比较上月提升 1.2 个百分点至 7.4%,其中,电气机械、有色冶炼、通用设备等投资增速居前;与 11 月相比,有色冶炼、汽车制造、通用设备、医药制造业、运输设备、电气机械等投资增速提升,食品制造业、金属制品、化学原料等投资增长放缓。

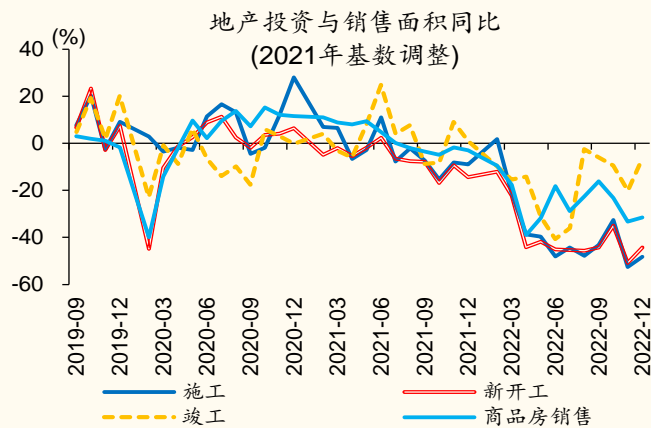
图表 13: 部分中游行业投资增速居前



来源: Wind、国金证券研究所

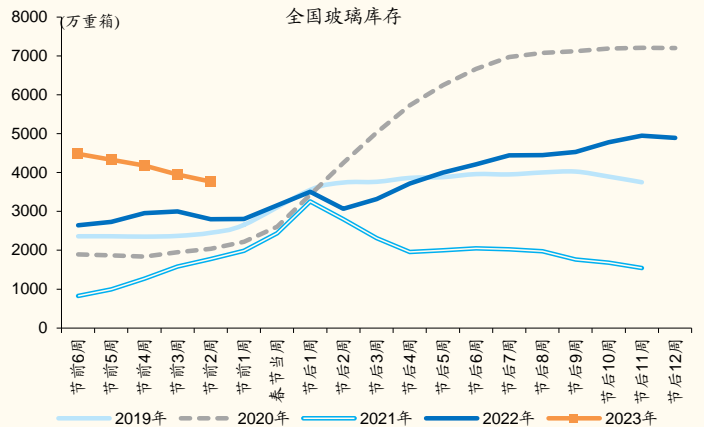
竣工加快等支持地产投资边际改善, 销售依然低迷。12月, 房地产投资同比-12.2%、高于上月的-19.9%, 除低基数贡献外, 也与竣工加快等有关, 竣工同比-6.6%、好于上月的-20.2%, 中观指标也透露类似现象, 玻璃库存持续下降、玻璃期货涨价; 而地产新开工和施工依然非常低迷、同比分别为-44.3%和-48.2%; 商品房销售面积同比-31.5%、略好于上月-33.3%。

图表 14: 12月, 地产竣工好于销售和开工



来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 2022 年底以来, 玻璃库存持续下降

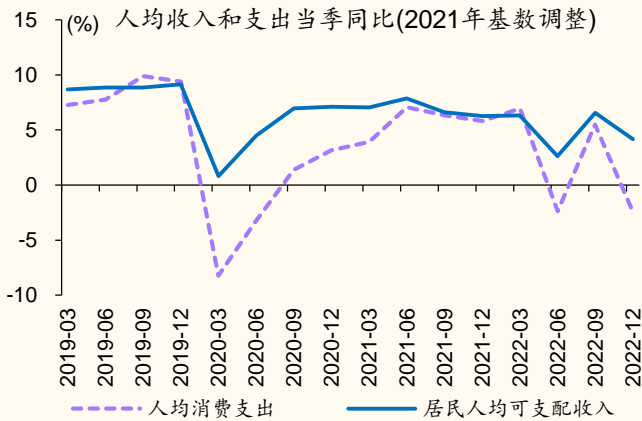


来源: Wind、国金证券研究所

4、居民收入差距扩大、消费支出下滑, 总人口出现负增长

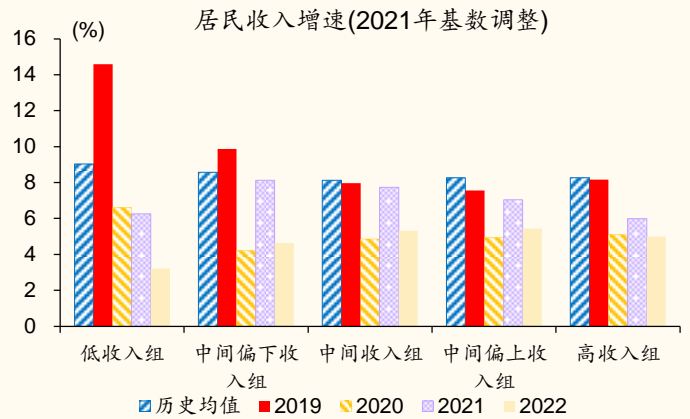
居民收入差距扩大, 消费支出下滑、与出行相关消费下降更为显著。4季度, 居民人均可支配收入同比 4.2%、低于前值的 6.5%, 但高于居民人均可支配收入中位数同比 3.5%; 全年来看, 低收入组和中间偏低收入组收入增速最低、较上年下降最大, 同比分别只有 3.2%和 4.6%, 低于全国平均的 5%。4季度, 居民人均消费支出同比-2.4%、与 2 季度水平相当, 其中食品、居住等偏刚性支出小幅正增长, 与出行相关的衣着、交通通信、教文娱同比下滑显著。

图表 16: 4 季度, 居民消费支出再度负增长



来源: Wind、国金证券研究所

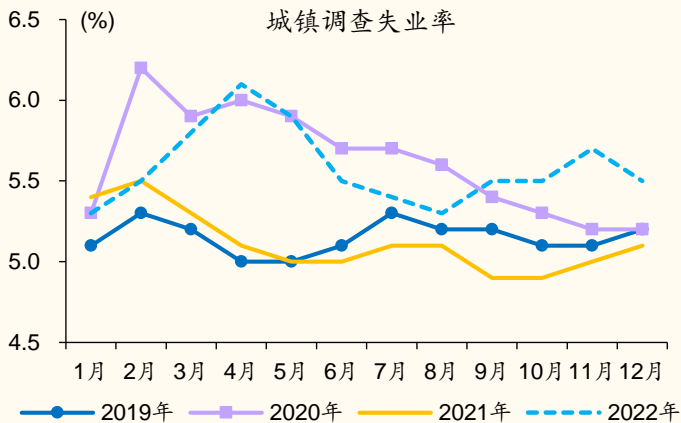
图表 17: 中低收入人群收入增速最低



来源: 国家统计局、国金证券研究所

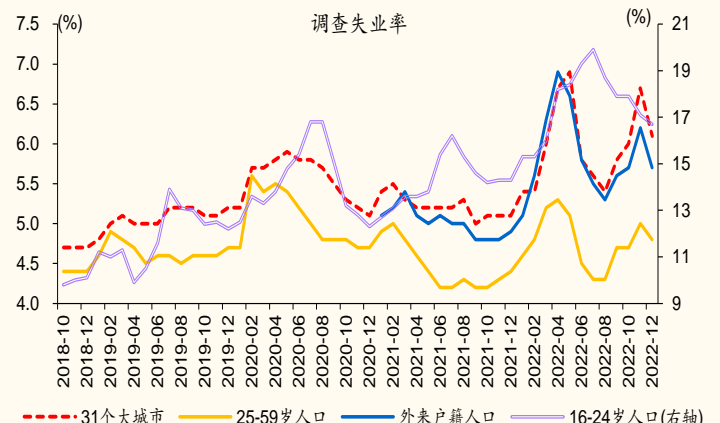
就业压力有所缓解, 失业率逆势回落, 但结构性就业压力依然突出。12 月, 城镇调查失业率逆势下降, 较上月回落 0.2 个百分点至 5.5%, 不同年龄段、本地和外来户籍人口调查失业率均下降, 其中, 16-24 岁就业人员调查失业率较上月回落 0.4 个百分点至 16.7%, 但仍创历史同期新高, 25-59 岁就业人员、31 个大城市、外来户籍人口失业率均高于全国平均水平。

图表 18: 12 月, 城镇调查失业率逆势下降



来源: Wind、国金证券研究所

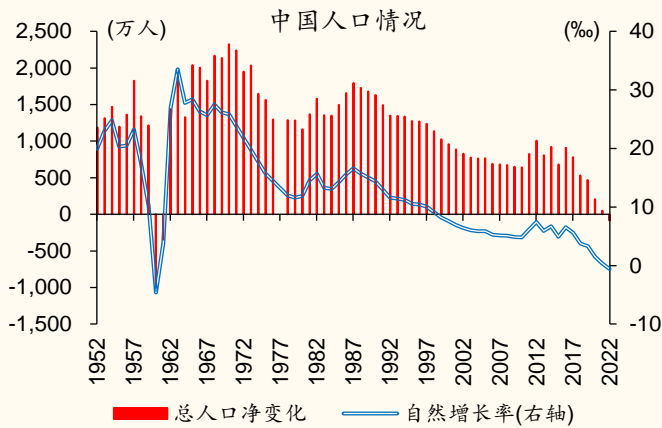
图表 19: 结构性就业压力依然突出



来源: Wind、国金证券研究所

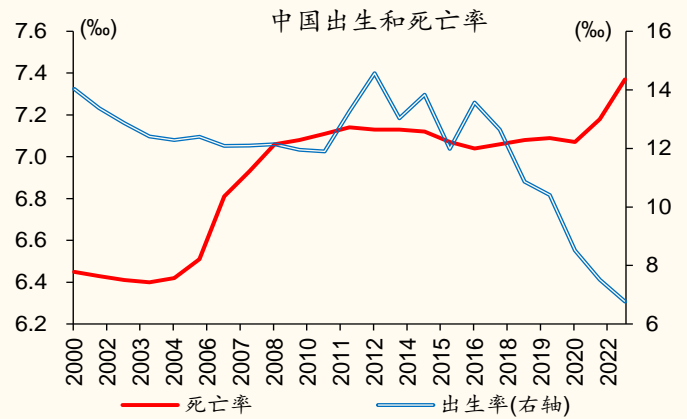
人口出现负增长, 与疫情之后出生率加速下降、死亡率明显上升等有关。2022 年, 全国总人口 14.1 亿人, 比上年末减少 85 万人, 自 1962 年以来首次下降; 出生率为 6.77‰、低于上年的 7.52‰和 2019 年的 10.41‰, 死亡率 7.37‰、高于上年的 7.18‰和 2019 年的 7.09‰。人口加速下滑和年龄结构变化等, 对房地产、消费等增长和结构变化的影响或逐步凸显。

图表 20: 2022 年, 中国人口出现负增长



来源: Wind、国家统计局、国金证券研究所

图表 21: 疫情之后, 出生率快速下降、死亡率明显上升



来源: Wind、国家统计局、国金证券研究所

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量、疫情反复等拖累稳增长需求释放；房企债务、居民购房意愿等，继续拖累地产投资和销售。
- 2、疫情反复。疫情反复对线下活动，尤其是消费和服务业的抑制加大。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402