

经济超预期收官，未来可期

——12月经济数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

工业生产降幅低于预期。12月规模以上工业增加值同比继续放缓但高于市场预期。主要支撑来自电力、燃气及水的生产和供应业，此外部分消费相关制造业也有温和反弹。分行业来看，电力、燃气及水的生产和供应业因冬季供暖需求同比增速明显扩张，采矿业则继续放缓。制造业方面受到疫情扰动，具体细分类来看，**第一，消费类相关制造边际改善。**疫情防控政策完全放开后，消费回暖的预期可能已经提前推动库存回补。**第二，汽车制造持续收缩。**或与本月车企减产降库存力度较大有关。

商品零售回暖，消费同比超预期回升。12月社会消费品零售总额同比回升显著超出市场预期。商品零售的回暖为主要贡献，其中必选消费的修复尤为明显。餐饮收入则因疫情冲击，同比降幅持续扩大。具体而言，12月社零数据表现出以下特征：**一是餐饮收入受疫情强扰动。**疫情放开一方面压制了实际感染人群的外出消费，也在一定程度上加大了居民的恐慌情绪，继而冲击餐饮这一接触性消费。**二是必选消费恢复明显。**粮油食品类及饮料类同比均有回升。本月疫情感染人数迅速扩张，带动中西药品零售额同比增幅的大幅扩张。相比而言，可选消费则表现偏弱，整体消费需求还待修复。**三是汽车消费显著回升。**一个是12月处于购车税收优惠及补贴等政策的切换期，消费者可能提前购买，透支部分需求；此外封控限制解除，线下看车不再受阻。叠加春节假期临近，厂商优惠幅度加大，刺激消费需求。**四是地产后周期消费依旧较弱。**房地产行业摆脱当前的困境还需时日，竣工端下行对地产后周期类消费的滞后性拖累还未完全显现出来，预计相关商品消费偏弱的表现在未来一段时间内仍将持续。

多因素支撑固定资产投资同比回升。制造业投资增速扩张。设备更新改造政策叠加企业长期预期修复，厂商加大资本投入的意愿增强，后续内需向上修复及政策支持将部分缓和出口回落带来的制造业投资压力。**基建投资维持强劲。**除基数外，本月基建投资的高增还来自政策、项目及资金的重重推动。**房地产投资边际温和改善。**一方面是低基数影响，另一方面可能随着政策对房企的支持力度加大，部分房企有能力重新开工。考虑到居民信心恢复及房企存量项目出清无法立即完成，新开工及销售面积实现恢复性增长还要一定时间，地产投资短期内可

能维持负增。

劳动参与率下降，城镇失业率小幅回落。12月城镇失业率略有下降，根据统计局，12月失业率的边际回落来自劳动参与率的下降，一方面12月临近春节，不少农民工返乡；另一方面本月疫情放开后的第一轮冲击造成感染人数的增加。但我们认为劳动参与率的下降是短期的冲击，而非长期的趋势。明年出现长期劳动力供给不足的风险并不大。

中国总人口出现拐点。2022年年末全国人口少于上年末，是建国以来非自然灾害阶段首次人口增幅转负，也意味着长期拐点的到来。2022年人口抽样时点在11月，所以12月份疫情防控放开之后的“超额死亡”并非人口下降的原因，人口内生趋势已经确定性下降。所以，如果考虑到12月份的“超额死亡”，则2022年实际人口数量可能下降更多。目前人口下降的主要原因是出生率快速下滑。居民的生育意愿很难通过政策进行有效刺激。所以未来较长时间内中国人口可能都会持续下滑且速度较快。而且短期来看，新冠疫情的蔓延会导致居民生育计划的推迟和死亡率的上升，预计2023年人口会出现较大幅度的下滑。与新生儿相关的行业的风险值得警惕。

12月至1月可能是周期的底部。12月经济数据表明疫情对于经济的冲击弱于市场预期，这其中部分来自短期因素的支撑，如低基数效应、低温天气、部分政策退坡前的需求透支及疫情放开对药物需求的显著拉动。随着上述因素贡献减弱，后续经济的走势更多还是依赖内需的实际修复情况，我们认为随第一轮冲击减弱，居民及企业预期将渐趋稳定，国内经济向上修复具备一定动能。一方面是在场景限制解除、收入预期逐渐好转、预防性储蓄释放及促消费政策拉动下，消费有望逐级上行，另一方面预计投资相关也将增强经济活力。

我们认为2022年12月至2023年1月应是本轮经济周期的底部。疫情对需求端的冲击和春节前后劳动力的阶段性短缺可能在2月份之后逐步改善。12月份金融数据中企业中长期贷款的大幅上升和商品消费数据的意外回暖表明企业投资意愿和居民消费意愿已经开始随着疫情防控政策放开而改善。我们认为2023年经济会出现逐级向上的复苏趋势。

风险提示：国内疫情不确定性。

目录

1. 数据	5
2. 工业生产降幅低于预期	5
3. 商品零售回暖，消费同比超预期回升	6
4. 多因素支撑固定资产投资同比回升	8
5. 劳动参与率下降，城镇失业率小幅回落	9
6. 中国总人口出现拐点	10
7. 12月至1月可能是周期的底部	10

图表目录

图表 1: 12 月规模以上工业增加值同比高于预期.....	5
图表 2: 电力、燃气及水的生产和供应业明显扩张.....	6
图表 3: 汽车制造持续收缩.....	6
图表 4: 社会消费品零售总额同比好于市场预期.....	6
图表 5: 餐饮收入受疫情冲击明显.....	7
图表 6: 可选消费表现持续低迷.....	7
图表 7: 汽车消费明显回升.....	8
图表 8: 地产后周期消费表现持续偏弱.....	8
图表 9: 固定资产投资单月同比有所回升.....	8
图表 10: 房地产开发销售同比降幅普遍收窄.....	9
图表 11: 竣工面积改善相对明显.....	9
图表 12: 12 月城镇失业率略有下降.....	10

1. 数据

12月工业增加值同比增长1.3%，预期0.6%（Wind，下同），前值2.2%。

12月社会消费品零售总额同比下降1.8%，预期下降6.5%，前值下降5.9%。

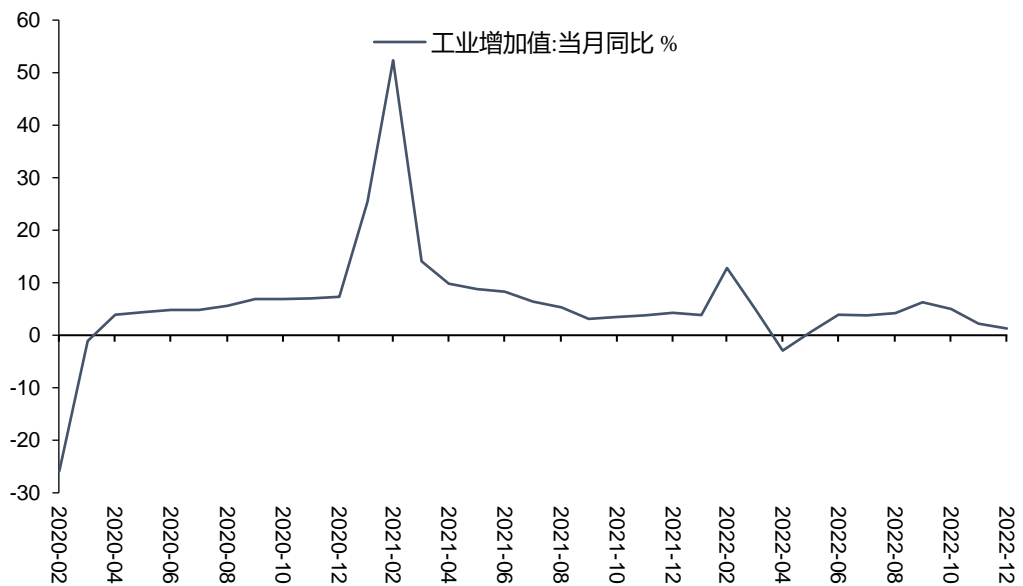
1-12月固定资产投资累计同比增长5.1%，预期5.1%，前值5.3%。

12月城镇调查失业率为5.5%，前值5.7%。

2. 工业生产降幅低于预期

12月规模以上工业增加值同比增速继续放缓，较前值回落0.9个百分点至1.3%，高于市场预期。主要支撑来自电力、燃气及水的生产和供应业，此外部分消费相关制造业也有温和反弹。

图表 1：12月规模以上工业增加值同比高于预期



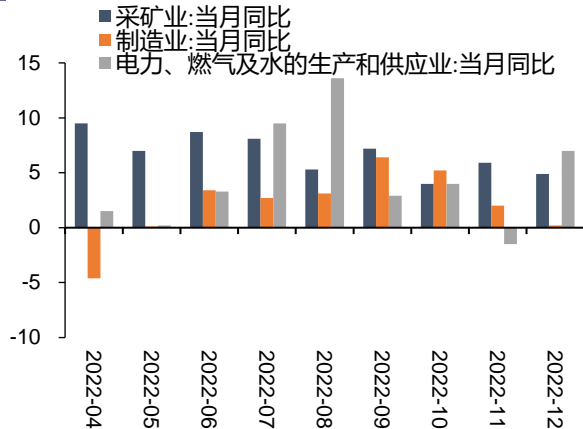
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

分行业来看，采矿业工业增加值较上月下降1个百分点至4.9%，其中石油和天然气开采受国际油价下跌影响，同比增速放缓至6.7%（前值7.2%）；电力、燃气及水的生产和供应业同比增速则明显扩张，同比增长7.0%（前值-1.5%），**冬季供暖需求支撑其同比由负转正。**

制造业方面，本月疫情带来的短期扰动较强，生产活动活跃度有所降低，制造业增加值同比增长0.2%，相比11月继续回落1.8个百分点。具体细分来看，**第一，消费类相关制造业边际改善。**12月农副食品加工、食品/饮料制造及纺织类工业增加值同比相比上月均有所好转，其中酒、饮料和精制茶制造业同比由11月的-0.7%转为3.4%，其余三项同比降幅则普遍收窄。表明疫情防控政策完全放开后，消费回暖的预期可能已经提前推动库存回补。**第二，汽车制造业持续收缩。**12月汽车制造业增加值当月同比-5.9%，较11月下降10.8个百分点，橡胶和塑料制品业同比降幅也扩大至7.3%。或与本月车企减产降库存力度较大有关，根据乘联会数据，本月乘用车生产同比下降15.0%，环比下降0.8%。本月中国汽车经销商库存预警指数则

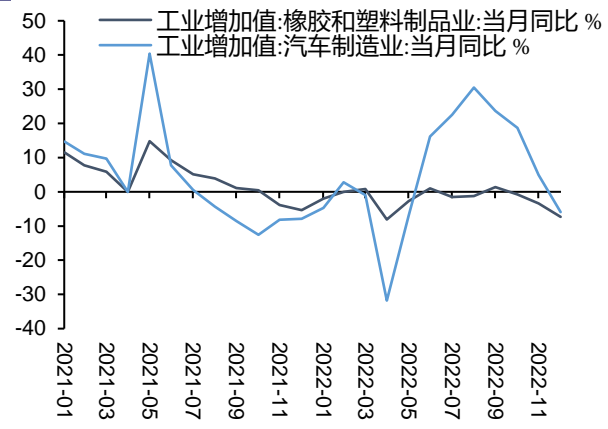
环比 11 月份大幅下降了 7.1 个百分点。

图表 2: 电力、燃气及水的生产和供应业明显扩张



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 汽车制造持续收缩

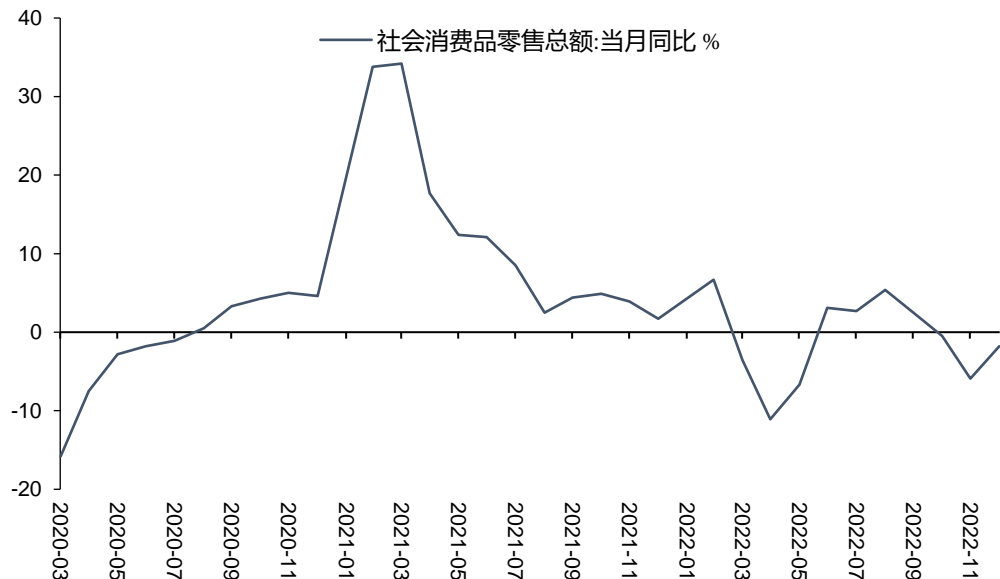


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

3. 商品零售回暖，消费同比超预期回升

12 月社会消费品零售总额同比较 11 月大幅反弹 4.1 个百分点至-1.8%，消费回升显著超出市场预期。商品零售的回暖为主要贡献，其同比增速由-5.6%回升至-0.1%，其中必选消费的修复尤为明显。餐饮收入则因疫情冲击，同比降幅持续扩大。

图表 4: 社会消费品零售总额同比好于市场预期



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

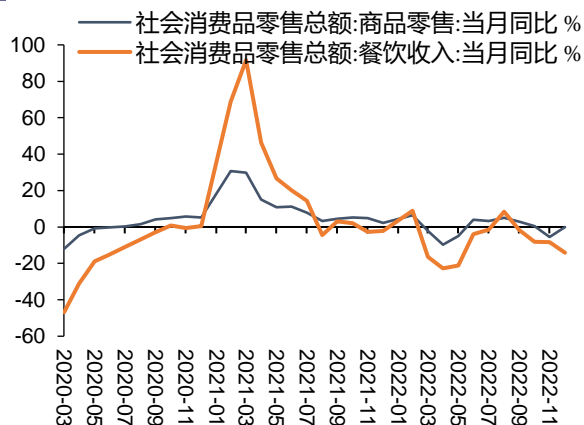
具体而言，12 月社零数据表现出以下特征：

一是餐饮收入受疫情强扰动。12 月餐饮收入同比继续下降 5.7 个百分点至-14.1%，与本月各地疫情快速冲高达峰有关，虽然疫情防疫措施优化在客观上放松了对线下消费场景的限制，

但不可避免地带来感染人数的飙升，这一方面压制了实际感染人群的外出消费，也在一定程度上加大了居民的恐慌情绪，继而冲击餐饮这一接触性消费。

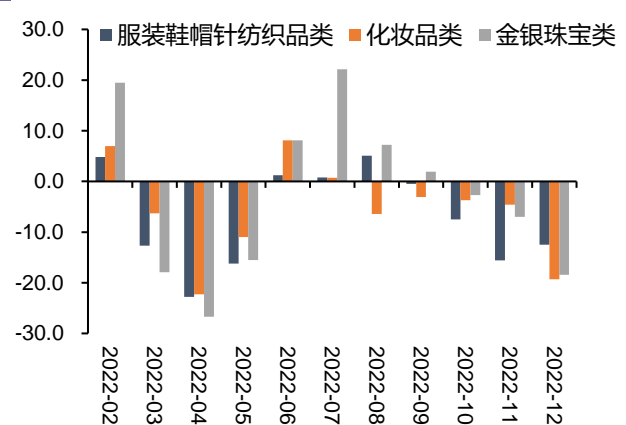
二是必选消费恢复明显。12月除汽车以外的消费品零售额同比降幅较11月收窄了3.5个百分点，其中必选消费普遍明显修复。具体类别来看，粮油食品类同比增速上行至10.5%（前值3.9%），饮料类同比则由负转正，由11月的-6.2%回升至5.5%。本月疫情感染人数迅速扩张，带动中西药品相关需求上行，其零售额同比增幅大幅扩张至39.8%，前值为8.3%。相比而言，可选消费则表现偏弱，服装鞋帽类降幅虽有收窄，但仍保持近两位数的同比负增。化妆品及金银珠宝类的零售额则持续下降且降幅扩张明显，12月两者同比增速分别为-19.3%（前值-4.6%）、-18.4%（前值-7.0%），整体消费需求还待修复。

图表 5：餐饮收入受疫情冲击明显



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 6：可选消费表现持续低迷

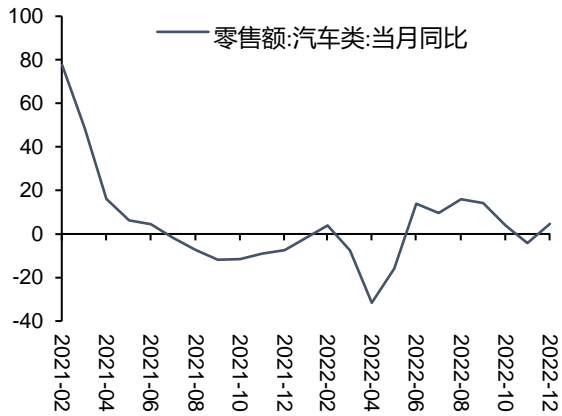


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

三是汽车消费显著回升。12月汽车零售额同比明显回暖，同比增长4.6%，相比11月回升8.8个百分点。乘联会数据也显示，12月乘用车市场零售数环比增长31.4%，为2008年以来的最高值。这可能受到以下几方面因素的驱动：一是12月处于购车税收优惠及补贴等政策的切换期，消费者可能提前购买，透支部分需求；二是封控限制解除，线下看车不再受阻，场景恢复带动销量上行；三是春节假期临近，厂商优惠幅度加大，刺激消费需求。

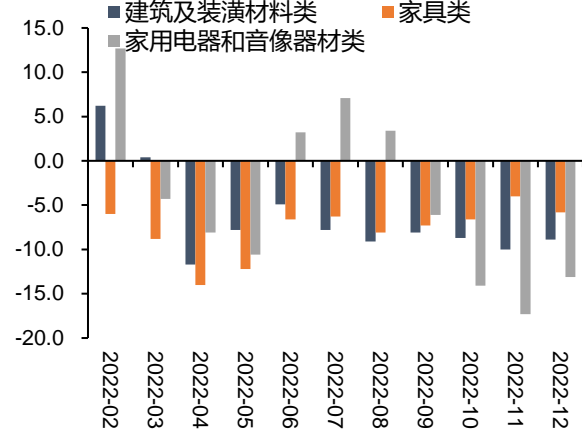
四是地产后周期消费依旧较弱。本月建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类商品消费同比降幅较上月均有所收窄，分别同比下降8.9%（前值同比下降10.0%）、13.1%（前值同比下降17.3%），家具类零售额同比降幅则扩大1.8个百分点至5.8%。房地产行业摆脱当前的困境还需时日，竣工端下行对地产后周期类消费的滞后性拖累还未完全显现出来，预计相关商品消费偏弱的表现在未来一段时间内仍将持续。

图表 7: 汽车消费明显回升



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 8: 地产后周期消费表现持续偏弱



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

4. 多因素支撑固定资产投资同比回升

1-12 月固定资产投资 (不含农户) 累计同比增长 5.1%，符合市场一致预期。单月增速而言，我们测算 12 月固定资产投资同比增速为 3.1%，相比上月回升 2.3 个百分点，制造业、基建及地产三方面的投资对本月固定资产同比的回升均有一定贡献，这也与 12 月企业中长期贷款的大幅改善相对应。一方面制造业及基建维持较强表现，另一方面地产投资同比增速止跌回升，拖累减少。

图表 9: 固定资产投资单月同比有所回升



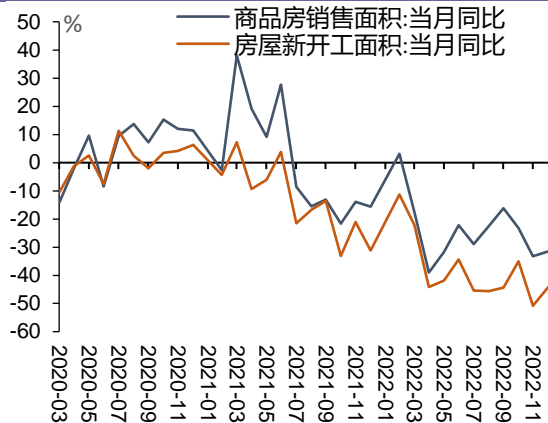
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

制造业投资增速扩张。1-12 月制造业投资累计同比增长 9.1% (前值 9.3%)，单月同比增速为 7.4%，较上月扩大 1.2 个百分点。设备更新改造政策叠加制造业企业长期预期修复，厂商加大资本投入的意愿增强，虽然外需回落给制造业投资带来一定压力，但内需向上修复及政策支持将部分缓和上述限制，预计明年制造业投资依旧是经济增长的重要支撑。

基建投资维持强劲。12月当月基建投资(不含电力,下同)同比增速为14.3%,前值为10.6%,1-12月基建投资累计同比增长9.4%。除基数外,本月基建投资的高增还来自政策、项目及资金的三重推动,一方面,多次会议强调推动重大项目建设,形成更多实物工作量,另一方面,专项债及此前政策性金融工具带动流向基建的资金增加,而各地存量及新增基建项目也对基建投资的上行形成支撑。

房地产投资边际温和改善。1-12月房地产开发投资累计同比下降10%,当月同比停止下行,回升至-12.2%(前值-19.9%),这一方面是低基数影响,另一方面可能随着政策对房企的支持力度加大,部分房企有能力重新开工。从开发销售相关数据来看,本月销售面积及新开工面积同比增速虽依旧位于-30%以下,但相比上月降幅收窄,环比上月也均有所改善。资金方面,1-12月房地产资金来源累计同比降幅小幅扩至25.9%(前值同比下降25.7%),降势趋缓。“保交楼”系列政策的推动下,12月竣工面积环比改善则相对明显,同比降幅也收窄13.7个百分点。整体而言,本月地产投资小幅回暖,考虑到居民信心恢复及房企存量项目出清无法立即完成,新开工及销售面积实现恢复性增长还要一定时间,地产投资短期内可能维持负增。

图表 10: 房地产开发销售同比降幅普遍收窄



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 11: 竣工面积改善相对明显

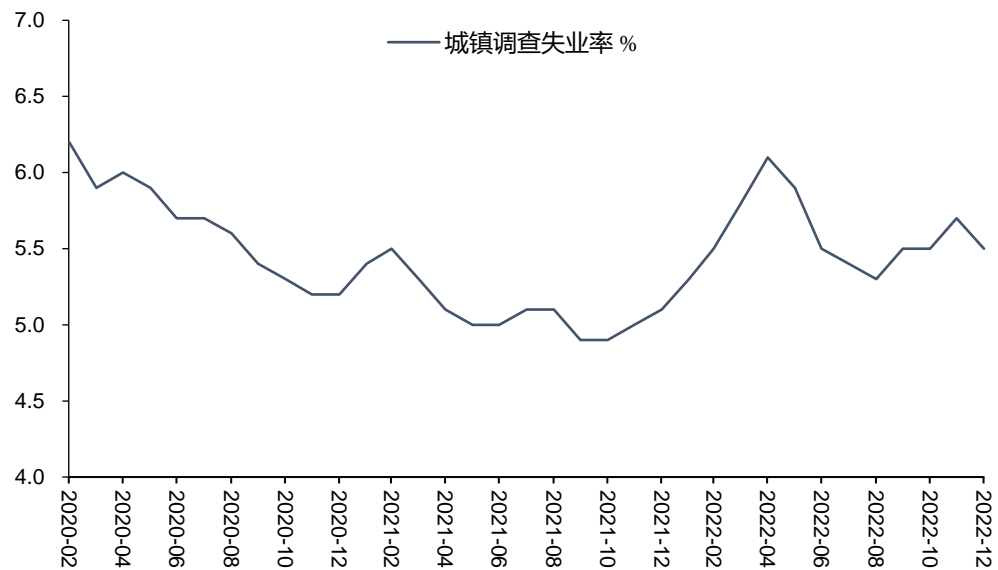


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

5. 劳动参与率下降, 城镇失业率小幅回落

12月城镇失业率由5.7%降至5.5%,其中16-24岁人口及25-29岁人口的失业率均有所下降,前者由17.1%降至16.7%,后者则下降0.2个百分点至4.8%。根据统计局,12月失业率的边际回落来自劳动参与率的下降,一方面12月临近春节,不少农民工返乡;另一方面本月疫情放开后的第一轮冲击造成感染人数的增加,两者叠加造成本月劳动参与率下降1.1个百分点。但我们认为劳动参与率的下降是短期的冲击,而非长期的趋势。明年出现长期劳动力供给不足的风险并不大。

图表 12：12 月城镇失业率略有下降



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

6. 中国总人口出现拐点

2022 年年末全国人口为 141175 万人，比上年末减少 85 万人。出生率为 6.77%，死亡率为 7.37%。这是建国以来非自然灾害阶段首次人口增幅转负，也意味着长期拐点的到来。2022 年人口为抽样调查，其抽样时点在 11 月，所以 12 月份疫情防控放开之后的“超额死亡”并非人口下降的原因，人口内生趋势已经确定性下降。所以，如果考虑到 12 月份的“超额死亡”，则 2022 年实际人口数量可能下降更多。

目前人口下降的主要原因是出生率快速下滑。居民的生育意愿具有极强的惯性，且其决定因素非常复杂，很难通过政策进行有效刺激。所以未来较长时间内中国人口可能都会持续下滑且速度较快。而且短期来看，新冠疫情的蔓延会导致很多居民推迟生育计划，同时导致死亡率上升，所以预计 2023 年人口会出现较大幅度的下滑。与新生儿相关的行业的风险值得警惕。

7. 12 月至 1 月可能是周期的底部

12 月经济数据表明疫情对于经济的冲击弱于市场预期，这其中部分来自短期因素的支撑，如低基数效应、低温天气、部分政策退坡前的需求透支及疫情放开对药物需求的显著拉动。随着上述因素贡献减弱，后续经济的走势更多还是依赖内需的实际修复情况，我们认为随第一轮冲击减弱，居民及企业预期将渐趋稳定，国内经济向上修复具备一定动能。一方面是消费的逐级上行，此前消费所受压制来自场景限制及收入预期，目前前者限制已解除，后者也将逐步好转，叠加居民预防性储蓄的释放及政策拉动，居民消费复苏带动经济上行确定性较强。另一方面预计投资相关也将增强经济活力。2023 年上半年基建投资托底经济的必要性仍存，此外项目及政府意愿方面都有一定支撑，房地产投资有望随房企的资金流改善和购房者预期的转好而边际改善。制造业投资也将随整体复苏趋势迎来整体改善。

我们认为 2022 年 12 月至 2023 年 1 月应是本轮经济周期的底部。疫情对需求端的冲击和春

节前后劳动力的阶段性短缺可能在 2 月份之后逐步改善。12 月份金融数据中企业中长期贷款的大幅上升和商品消费数据的意外回暖表明企业投资意愿和居民消费意愿已经开始随着疫情防控政策放开而改善。我们认为 2023 年经济会出现逐级向上的复苏趋势。

风险提示：国内疫情不确定性。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。