

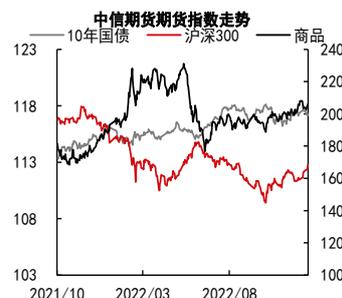
疫情影响低于市场预期，我国经济将逐步修复

——12月经济数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

12月疫情对投资的抑制有所减弱，对部分服务业（比如餐饮消费）的抑制有所加大，但对整体商品消费和整体服务业生产的抑制并未加大，消费增速显著好于市场预期。虽然2022年四季度我国GDP同比增速回落1.0个百分点至2.9%，但比市场预期高1.0个百分点。1月份以来国内疫情快速消退，预计2023年一季度我国投资、消费将显著修复，GDP同比增速回升到4%左右。



摘要：

数据：1-12月固定资产投资同比增长5.1%，预期5.1%，前值5.3%。12月社会消费品零售总额同比下降1.8%，预期降6.5%，前值降5.9%；工业增加值同比增长1.3%，预期0.6%，前值2.2%；服务业生产指数同比下降0.8%，前值降1.9%。四季度GDP同比增长2.9%，预期1.9%，前值3.9%。

点评：

1、12月疫情对投资的抑制有所减弱，未来疫情消退推动投资进一步改善。12月份固定资产投资当月同比增长3.1%，增速回升2.5个百分点但仍显著低于8-10月份6%左右的增速。12月份房地产、基建、制造业投资分别同比增长-12.2%、10.4%、7.4%，增速分别变化7.7、-3.6、1.2个百分点。房地产与基建投资增速的变化与基数效应有较大关系，固定资产投资当月同比增速回升主要因为防疫政策优化使得经济预期改善，进而推动其它投资（房地产、制造业、基建以外）同比增速有所修复。12月份商品房销售面积、房屋新开工面积和购置土地面积分别同比下降31.5%、44.3%、51.6%，降幅仍然很大；基数效应推动房地产投资同比降幅收窄7.7个百分点至12.2%。1-12月份房屋竣工面积同比降幅收窄4.0个百分点至15.0%，这可能因为房企融资的改善使得开发商加快竣工节奏。随着疫情消退以及房贷利率的下调，今年上半年商品房销售会有所修复，而房地产投资的显著改善要等到下半年。12月基建投资仍保持较快增长，但基数效应推动基建投资同比增速有所回落；预计今年上半年稳增长措施继续发力，基建投资仍将保持较快增长。12月制造业投资有所改善；预计今年一季度国内经济修复支持制造业投资保持较快增长。

2、12月消费显著好于市场预期，疫情消退支持未来消费逐步修复。12月社会消费品零售总额同比下降1.8%，显著好于预期（降6.5%），较11月份降幅收窄4.1个百分点。其中，餐饮收入同比下降14.1%，降幅扩大5.7个百分点，反映疫情对部分服务消费的抑制加大；商品零售同比下降0.1%，降幅收窄5.1个百分点，主要因为低基数效应。1月份以来国内疫情快速消退，预计一季度我国消费也将逐步修复。

3、疫情影响使得四季度GDP增速有所回落，疫情消退将推动今年一季度GDP同比增速回升至4%左右。2022年四季度我国GDP同比增长2.9%，高于预期值1.9%，但低于前值3.9%。由于疫情影响，四季度我国经济较三季度明显下滑，但表现好于市场预期。2023年上半年海外经济增长会进一步放缓，但不太可能大幅下滑，预计我国出口增速小幅回落；国内疫情消退将推动我国经济显著修复。

风险提示：国内疫情影响大于预期、海外经济大幅下滑

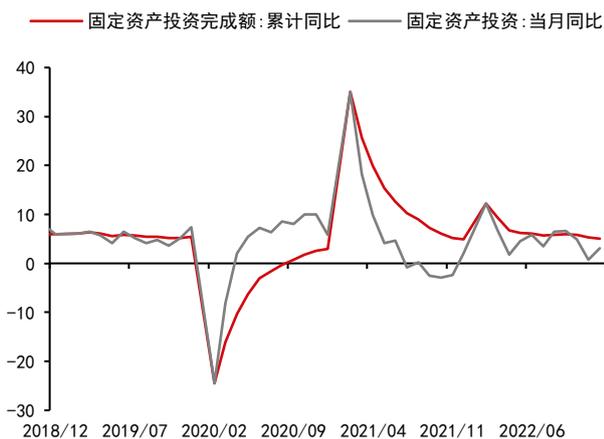
宏观研究团队

研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、12月疫情对投资的抑制有所减弱，未来疫情消退推动投资进一步改善

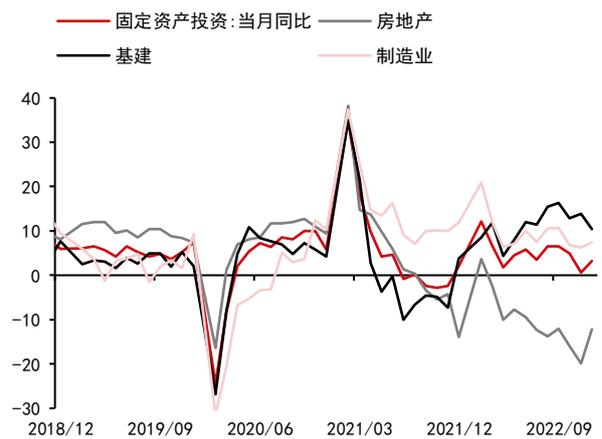
经济预期改善推动12月份固定资产投资同比增速回升2.3个百分点至3.1%，但疫情对投资仍有明显抑制。1-12月固定资产投资同比增长5.1%，低于前值5.3%，但符合市场预期；12月份固定资产投资当月同比增长3.1%，较11月回升2.5个百分点，但仍显著低于8-10月份6%左右的增速。分项来看，12月份房地产、基建、制造业投资分别同比增长-12.2%、10.4%、7.4%，较11月增速分别变化7.7、-3.6、1.2个百分点。房地产与基建投资增速的变化与基数效应有较大关系，两者的基数效应大体抵消，整体固定资产投资的基数效应并不明显。12月固定资产投资当月同比增速的回升主要因为防疫政策优化使得经济预期改善，进而推动其它投资（房地产、制造业、基建以外）同比增速有所修复。

图表1：固定资产投资累计及当月同比



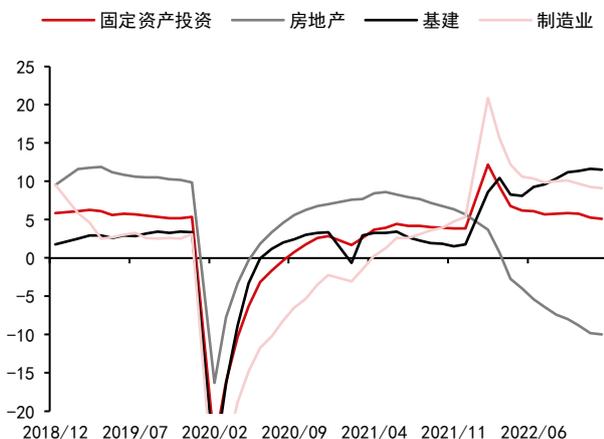
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：固定资产投资及其主要分项的当月增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：固定资产投资累计同比(2021年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

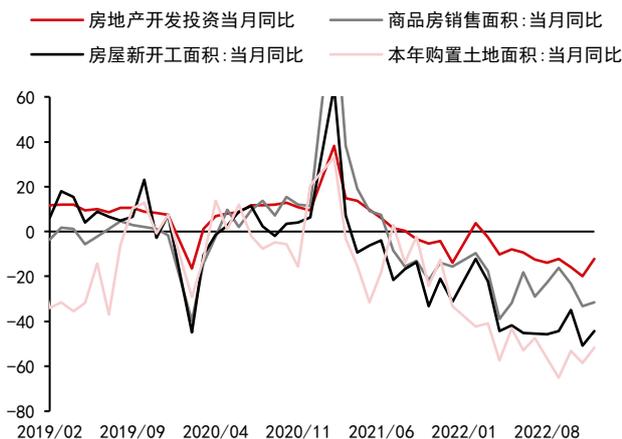
图表4：固定资产投资当月同比(2021年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

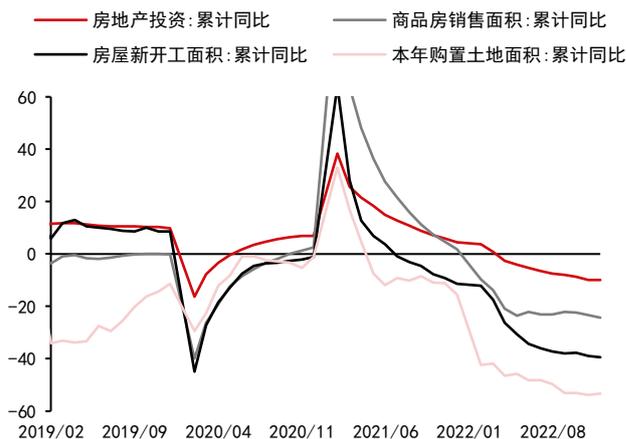
房地产方面，12月份房地产仍然较弱。随着疫情消退以及房贷利率的下调，今年上半年商品房销售会有所修复，而房地产投资的显著改善要等到下半年。12月份商品房销售面积同比下降31.5%，降幅较11月份收窄1.7个百分点，降幅收窄主要与基数效应有关，商品房销售表现仍然较差。12月份房屋新开工和购置土地面积分别同比减少44.3%、51.6%，降幅仍然很大；12月份房地产投资同比下降12.2%，降幅较11月收窄7.7个百分点，降幅收窄主要因为上一年同期基数较低。1-12月房屋施工和竣工面积分别同比下降7.2%、15.0%，增速较1-11月分别变化-0.7、4.0个百分点；竣工增速的显著提高可能因为房企融资的改善使得开发商加快竣工节奏。2023年1月5号，人民银行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，更多的城市将阶段性取消房贷利率下限，这将推动房贷利率进一步下降，对商品房销售构成支撑。1月份以来国内疫情趋势性缓解，疫情对居民购房的抑制将显著减弱。综合来看，今年上半年我国商品房销售会有所修复。房地产投资的改善滞后商品房销售6-9个月，预计房地产投资上半年低位筑底，下半年有望改善。

图表5： 房地产相关指标的当月同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6： 房地产相关指标的累计同比增速



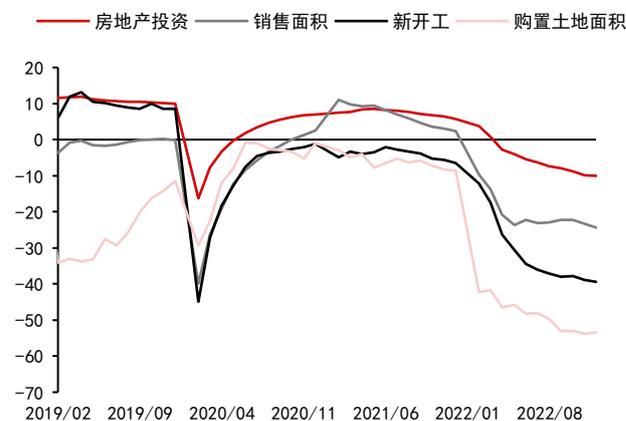
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7： 房地产相关指标当月同比(2021年1-4月为两年平均增速)



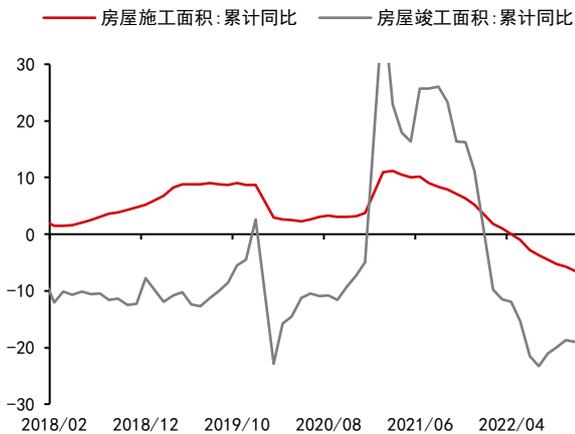
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8： 房地产相关指标累计同比(2021年1-4月为两年平均增速)



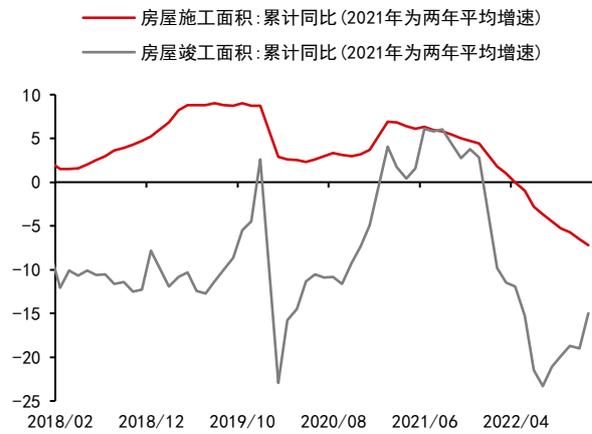
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9：房屋施工及竣工面积累计同比增速



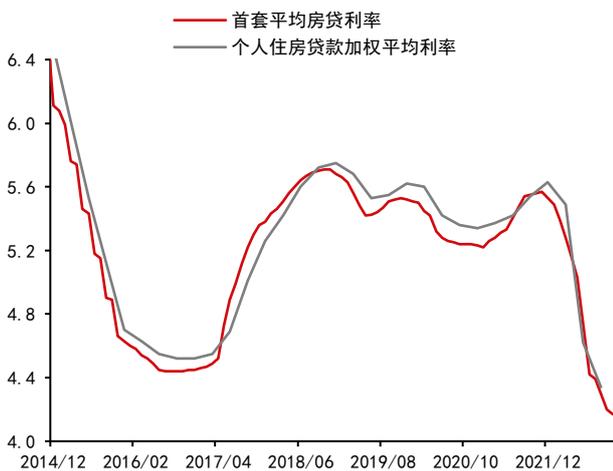
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：房屋施工及竣工面积累积同比(剔除基数效应)



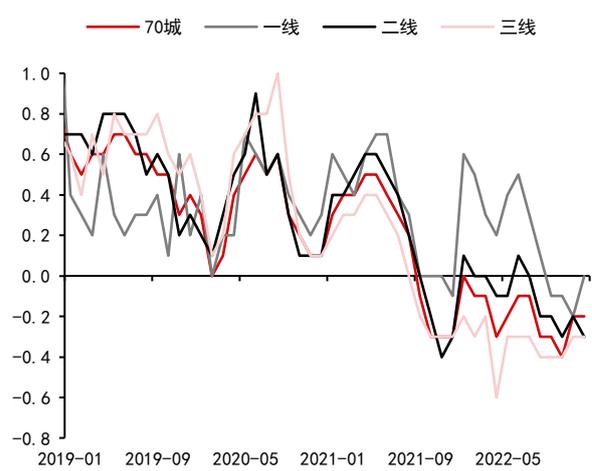
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11：房贷利率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12：70个大中城市新建住宅价格环比(%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

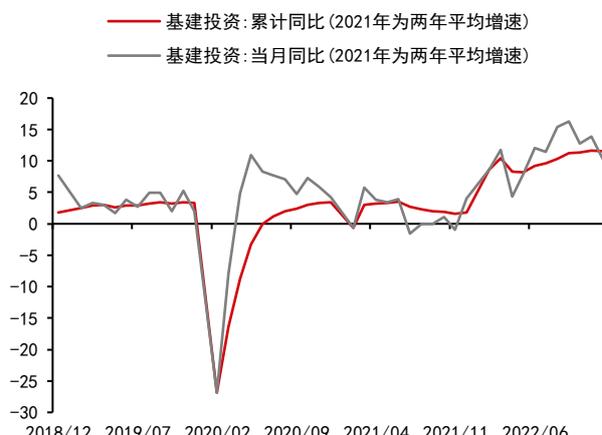
基建方面，12月基建投资仍保持较快增长，但基数效应推动基建投资同比增速有所回落。预计今年上半年稳经济措施继续发力，基建投资仍将保持较快增长。1-12月基建投资同比增长11.5%，增速较1-11月回落0.1个百分点；12月基建投资同比增长10.4%，增速较11月回落3.5个百分点。这主要因为上一年同期基数较高（2021年12月份基建投资当月同比增速较上月提高11个百分点）；剔除基数效应，12月份基建投资增速可能有所改善。12月份土木工程建筑业商务活动指数回落5.2个百分点至57.1%，仍远高于50%的临界水平，亦反映稳经济政策支持基础设施建设较快推进。为了支持经济企稳修复，预计今年上半年稳经济措施继续发力，基建投资仍将保持较快增长。

图表13：基建投资同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表14：基建投资同比增速(2021年为两年平均增速)

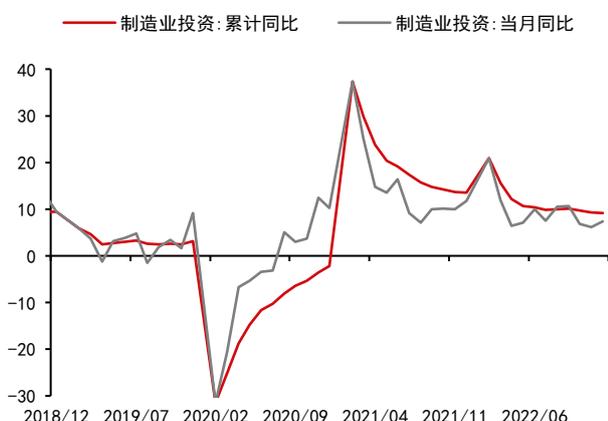


资料来源：Wind 中信期货研究所

制造业方面，12月制造业投资有所改善。预计今年一季度国内经济修复支持制造业投资保持较快增长。1-12月份制造业投资累计同比增长9.1%，增速较1-11月回落0.2个百分点；这主要因为高基数效应，2021年11-12月份制造业投资基数异常高，压低了今年11-12月份制造业投资的同比增速。12月份制造业投资当月同比增长7.4%，增速较11月回升1.2个百分点，制造业投资有所改善。2022年四季度专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，对制造业投资增长有一定的推动；2022年10-12月份企事业单位中长期贷款分别高达4623、7367、12110亿元，分别同比多增2433、3950、8717亿元，从侧面印证金融对制造业的支持力度进一步加大。今年一季度国内疫情消退将显著提振经济预期，并推动国内经济逐步修复。在这样的背景下，预计制造业投资仍将保持较快增长。

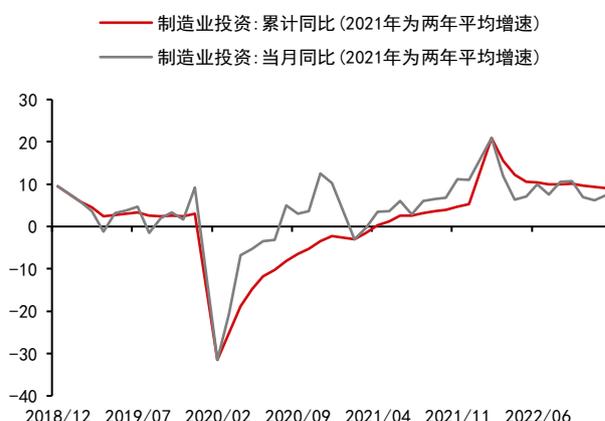
综合来看，今年一季度房地产投资有望低位企稳，基建和制造业投资维持较快增长，而国内经济修复推动其它投资进一步修复，预计固定资产投资同比增速将逐步恢复到5%左右的水平。

图表15：制造业投资同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表16：制造业投资同比增速(2021年为两年平均增速)

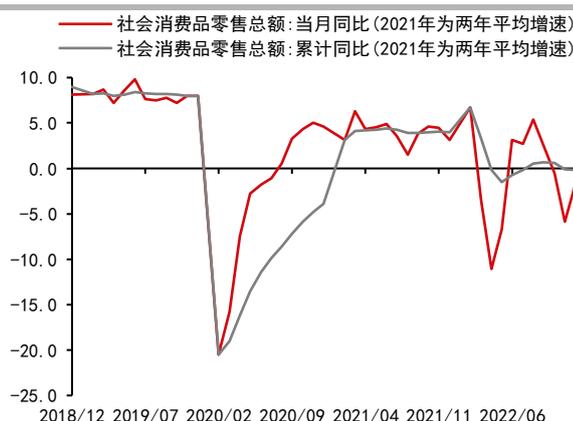


资料来源：Wind 中信期货研究所

二、基数效应推高 12 月消费增速，疫情消退支持未来消费逐步修复

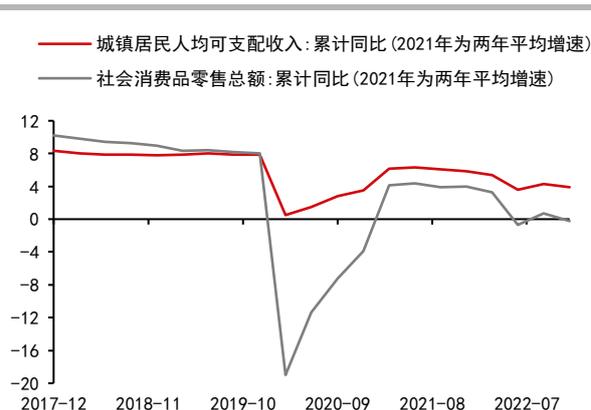
12 月消费显著好于市场预期。随着疫情快速消退，预计今年一季度我国消费会逐步修复。12 月社会消费品零售总额同比下降 1.8%，显著好于预期(降 6.5%)，也较 11 月份降幅收窄 4.1 个百分点。其中，餐饮收入同比下降 14.1%，降幅扩大 5.7 个百分点；商品零售同比下降 0.1%，降幅收窄 5.1 个百分点。尽管 12 月份国内防疫政策优化，但疫情暂时性快速扩散使得服务消费受到的抑制有所加大。12 月份商品消费降幅显著收窄主要因为低基数效应；剔除基数效应，12 月份商品消费整体保持稳定，但结构有所分化。从限额以上企业消费品零售数据来看，12 月份中西药品零售额同比大增 39.8%，主要因为疫情快速扩散导致医药需求大幅增加；化妆品与金银珠宝零售额同比增速分别回落 14.7、11.4 个百分点至-19.3%、-18.4%，主要因为疫情抑制居民出行以及非必要消费。1 月份以来国内疫情快速消退，居民出行逐步恢复，预计今年一季度我国消费也将逐步修复。

图表17：社会消费品零售总额同比增速(剔除基数效应)



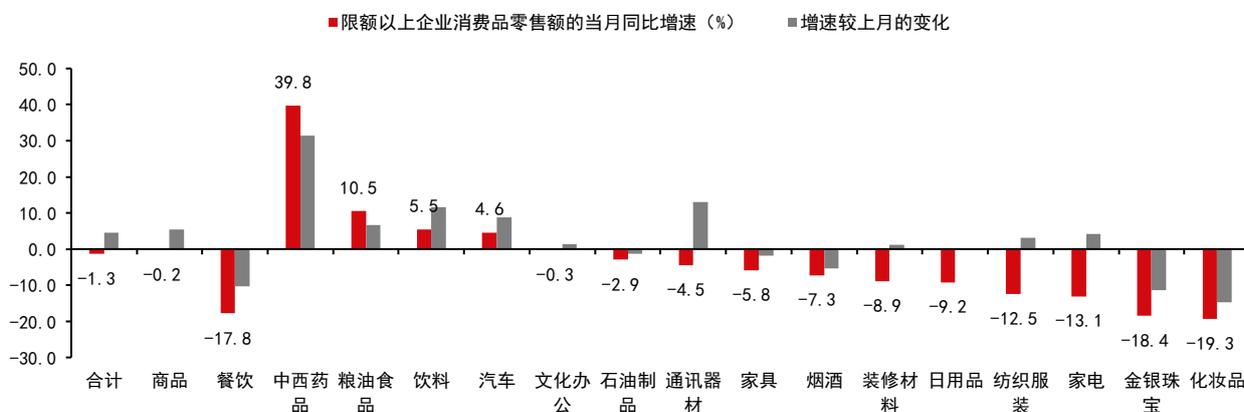
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：居民收入增速与消费增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表19：限额以上消费品零售总额的当月同比增速及其相对于上月的变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

三、疫情显著抑制 12 月工业增速，未来疫情消退推动工业生产恢复

由于疫情影响，12 月工业增加值同比增速仍偏低。12 月工业增加值同比增长 1.3%，略好于预期值 0.6%，但低于前值 2.2%，仍处于较低水平，主要因为疫情对经济的抑制仍然显著。从需求端来看，剔除基数效应，12 月份我国投资增速有所修复，出口增速小幅回落、整体消费增速大体平稳；相对于潜在水平，12 月份投资、消费、出口增速均偏低，因此工业增加值增速也明显偏低。

从主要产品产量来看，12 月份钢材、水泥、汽车、十种有色金属、原油加工量分别同比增长-2.6%、-12.3%、-16.7%、7.3%、2.5%，增速较 11 月分别变化-9.7、-7.6、-6.8、-1.5、2.2 个百分点。其中，钢材、水泥、汽车产量同比增速的大幅回落与高基数效应有较大关系。剔除基数效应，主要工业品产量同比增速有升有降，变化不算很大。

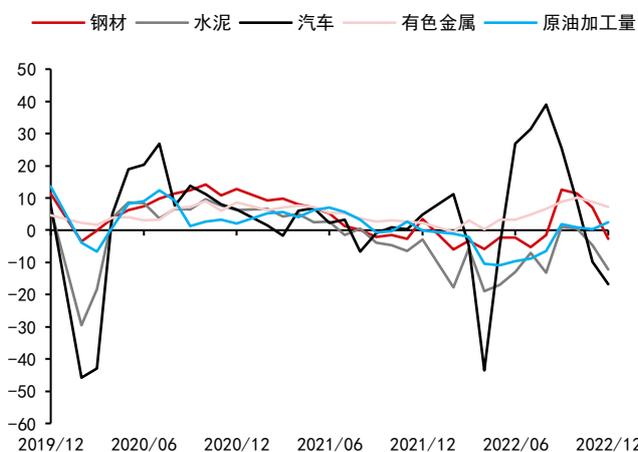
往前看，随着国内疫情的逐步消退，今年一季度我国经济将逐步修复，预计工业增加值增速也会逐步修复。

图表20：工业增加值当月及累计同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表21：工业品产量: 当月同比增速 (2021 年为两年平均增速)



资料来源: Wind 中信期货研究所

四、疫情显著抑制 12 月服务业生产，未来疫情消退推动服务业逐步修复

由于疫情影响，12 月服务业生产指数同比下降 0.8%；随着疫情消退，未来几个月服务业将逐步修复。12 月服务业生产指数同比下降 0.8%，降幅较 11 月收窄 1.1 个百分点。不过，12 月份服务业商务活动指数回落 5.7 个百分点至 39.4%，远低于 50% 的临界水平。12 月份国内疫情暂时性快速扩散对部分服务业的抑制有

所加大，但防疫政策优化使得交通运输等服务业有所修复。1 月份以来国内疫情快速消退，预计服务业将逐步修复。

图表22：服务业生产指数当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表23：服务业商务活动指数



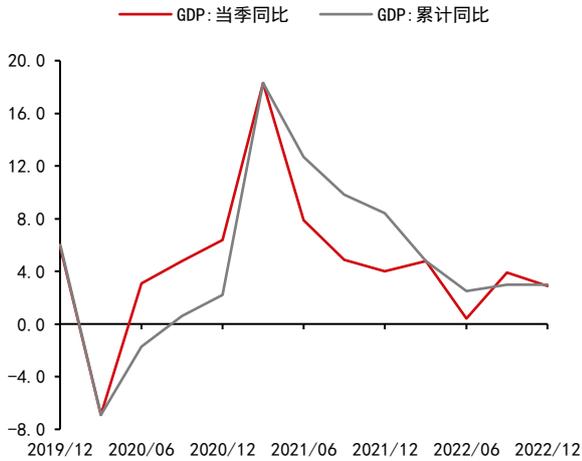
资料来源：Wind 中信期货研究所

五、疫情影响使得四季度 GDP 增速有所回落，疫情消退将推动今年一季度 GDP 增速回升

由于疫情影响，2022 年四季度我国 GDP 同比增速回落至 2.9%，但好于市场预期。我国四季度 GDP 同比增长 2.9%，高于预期值 1.9%，但低于前值 3.9%。由于疫情影响，四季度我国经济较三季度明显下滑，但表现好于市场预期。分产业来看，四季度我国第二、三产业 GDP 当季值分别同比增长 3.4%、2.3%，增速较三季度分别回落 1.8、0.9 个百分点。其中，第二产业增速回落幅度更大，这主要因为外需走弱使得我国出口增速显著回落。

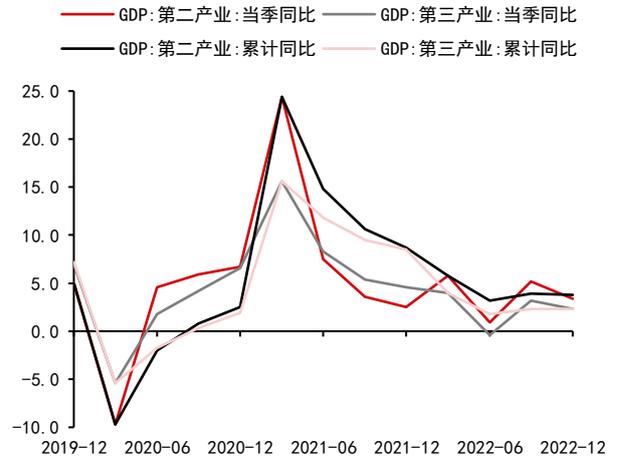
展望 2023 年一季度，疫情消退将推动我国经济逐步修复，预计 GDP 同比增速回升到 4%左右。2023 年上半年海外经济增长会进一步放缓，但不太可能大幅下滑，预计我国出口增速小幅回落；国内疫情消退将推动我国经济显著修复。预计一季度我国 GDP 同比增长 4%左右。

图表24: GDP 当季及累计同比



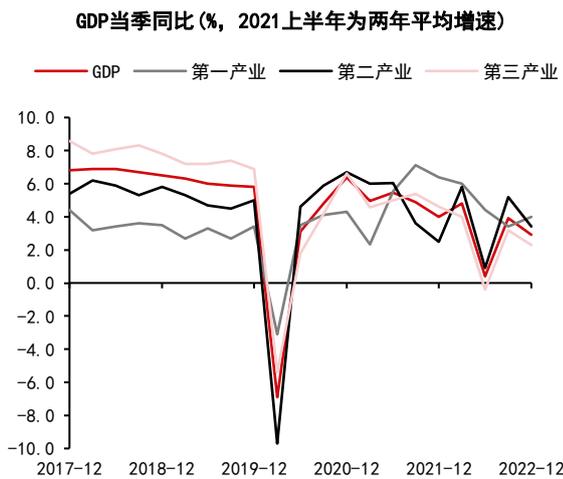
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表25: GDP 第二、第三产业的同比增速



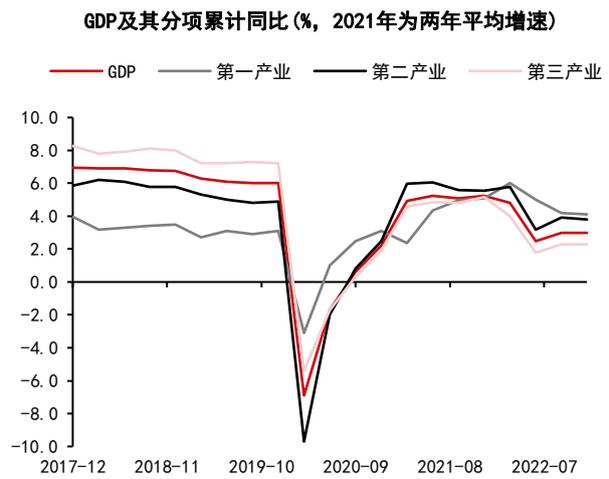
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表26: GDP 当季及其分项当季同比 (剔除基数效应)



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表27: GDP 累计值及其分项累计同比 (剔除基数效应)



资料来源: Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>