

# 宏观

证券研究报告

2023年01月18日

## 最后一份经济数据的几个意外

2022年最后一期经济数据并不平淡，创造了诸多“预料之外”。

第一个意外是4季度GDP增速2.9%，下滑幅度明显偏低，这也直接把全年经济增速拉到了3%。

第二个意外是12月社零同比增速-1.8%，相比11月上行4.1个百分点，降幅明显收窄。

第三个意外是12月服务业生产指数超预期上行，12月服务业生产指数同比增速上行1.1个百分点至-0.8%。

第四个意外是在房地产销售未见明确改善的情况下，12月房地产当月投资增速降幅趋缓，当月同比增速从-19.9%回升至-12.2%。

我们认为可能算不上意外的是2022年中国总人口负增长。2022年总出生人口回落至956万人，总死亡人口上升至1041万人，一升一降导致2022年总人口减少85万人。

**风险提示：**经济增长低于预期，国内疫情演变超预期，海外出现新的黑天鹅事件。

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师  
SAC执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：风险定价-复苏交易主线行业拥挤度不再提升-1月第2周资产配置报告》2023-01-14
- 《宏观报告：政策刺激下，有多少失去的需求能够回来？》2023-01-11
- 《宏观报告：宏观-12月信贷数据不弱》2023-01-11

2022 年最后一期经济数据并不平淡，创造了诸多“预料之外”。

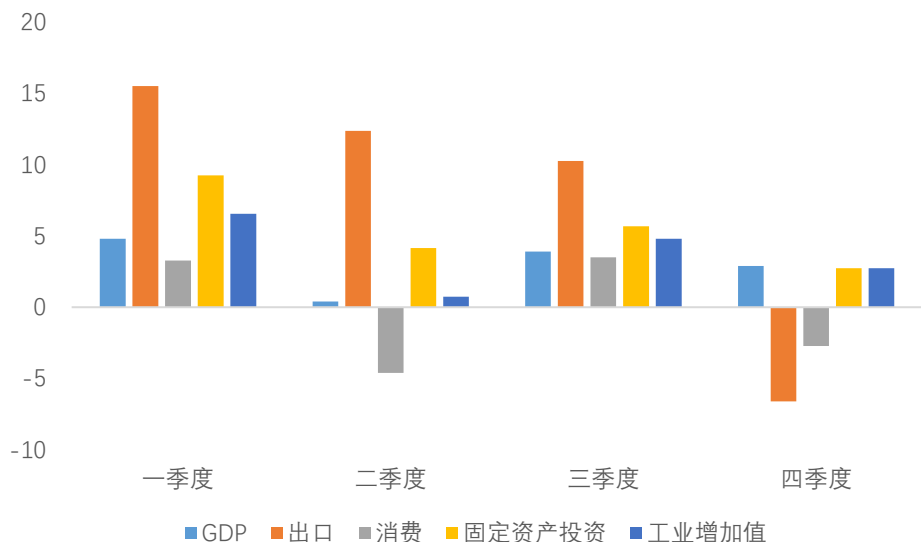
第一个意外是 4 季度 GDP 增速 2.9%，下滑幅度明显偏低，wind 一致预期是 1.9%，而单季度 GDP 增速结果和一致预期的差距大到 1 个百分点非常少见，这也直接把全年经济增速拉到了 3%。

考虑到 4 季度净出口同比-6.3%，社会消费品零售同比-2.7%，仅固定资产投资同比实现了 2.7%的正增长，在净出口和社会消费品零售同比增速均为负时，实际 GDP 同比增速还能够实现 2.9%的正增长，只能从 GDP 统计口径上找原因。

由于 GDP 核算使用生产法，因此用消费投资等需求数据推算出的 GDP 增速，存在低估的可能。第一种可能是社零低估了最终消费，因为最终消费和社零在服务消费、政府消费等统计领域存在不同，往往会导致在社会消费品零售偏低的时候，最终消费还能够实现较高的增长，比如 2020 年社会消费品零售-3.9%，最终消费同比 1.5%（详见《消费是不是被低估了？》）。第二种可能是固投低估了资本形成，因为固定资产投资和资本形成在土地购置费等方面存在差异，土地购置费不计入固定资本形成总额，对 GDP 并不产生直接的影响，因此即使地产投资增速在土地购置费的拖累下继续下滑，但加快施工竣工也会对 GDP 产生积极的影响（详见《对直觉的背离：2023 年房地产展望》）。

我们认为以上是四季度 GDP 同比增速意外实现 2.9%的可能原因。

图 1：2022 年经济走势（单位：%）



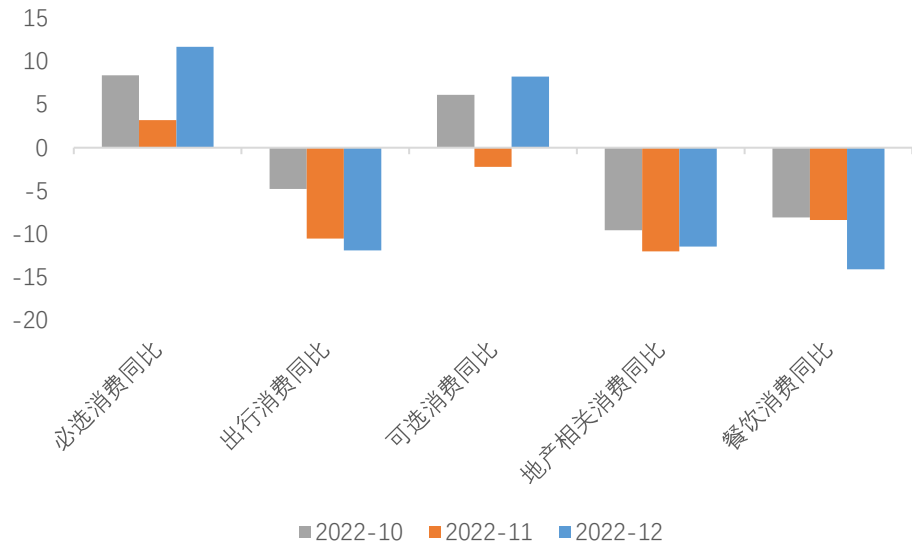
资料来源：同花顺，天风证券研究所

第二个意外是 12 月社零同比增速-1.8%，相比 11 月上行 4.1 个百分点，降幅明显收窄。12 月正值疫情冲击压力最大的时期，居民出行、线下消费等的意愿明显偏低，对应于 12 月餐饮类消费进一步下滑 5.7 个百分点至-14.1%，出行类消费也进一步下滑至-11.9%。

但是防疫政策优化后，汽车消费明显反弹，车展等线下汽车销售场景恢复，叠加燃油车和新能源车购置补贴优惠政策（“国补”）在年底到期，12 月汽车消费同比增速上行 8.8 个百分点至 4.6%。另外疫情扩散反而刺激了部分必需消费的囤积需求，比如 12 月粮油食品类和饮料类消费同比增速明显上行，分别为 10.5%和 5.5%，前值为 3.9%和-6.2%；12 月中西药品类消费同比增长 39.8%。

参考 2022 年社零 4 月见底 6 月转正，餐饮 4 月见底 8 月转正的经验，今年 1-2 月社零同比增速大概率能够转正。而且相比于去年，今年居民返乡意愿高涨，春运前 10 天，全国铁路、公路、水路、民航共发送旅客 3.9 亿人次，比 2022 年同期增长 45%。大量人口返乡也会带动春节期间聚餐、旅游等线下消费的快速修复。在没有线下消费场景制约后，餐饮业的修复或会快于 2020 年初和 2022 年 4 月，在 1-2 月也能够实现转正。

图 2：分类别消费的走势（单位：%）



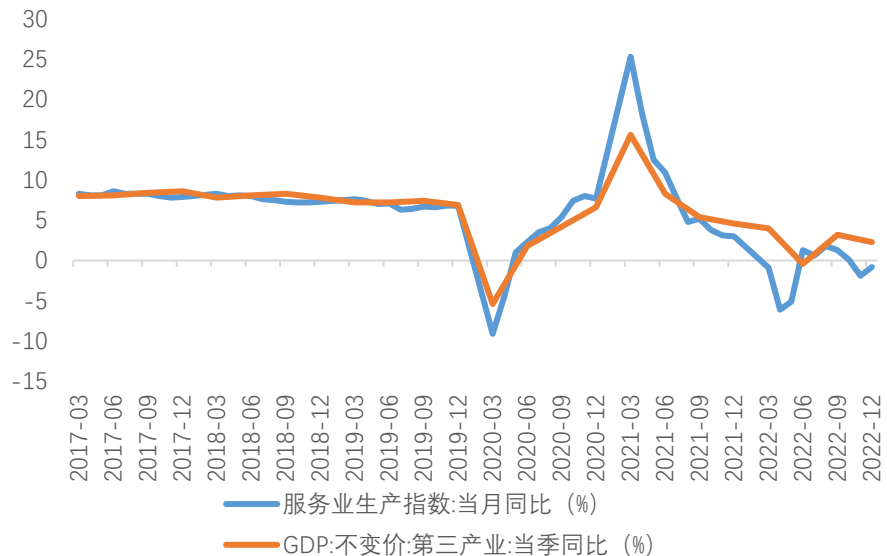
资料来源：wind，天风证券研究所

第三个意外是 12 月服务业生产指数超预期上行，12 月服务业生产指数同比增速上行 1.1 个百分点至 -0.8%，同时四季度第三产业同比增速 2.3%，相比于三季度仅下滑 0.9 个百分点，与前三季度累计增速持平。

11、12 月受疫情影响，服务业特别是线下服务明显承压，如服务业 PMI 自 8 月开始持续回落，12 月服务业 PMI 仅有 39.4%，统计局也表示零售、道路运输、住宿、餐饮、居民服务等接触性聚集性行业商务活动指数均低于 35.0%。

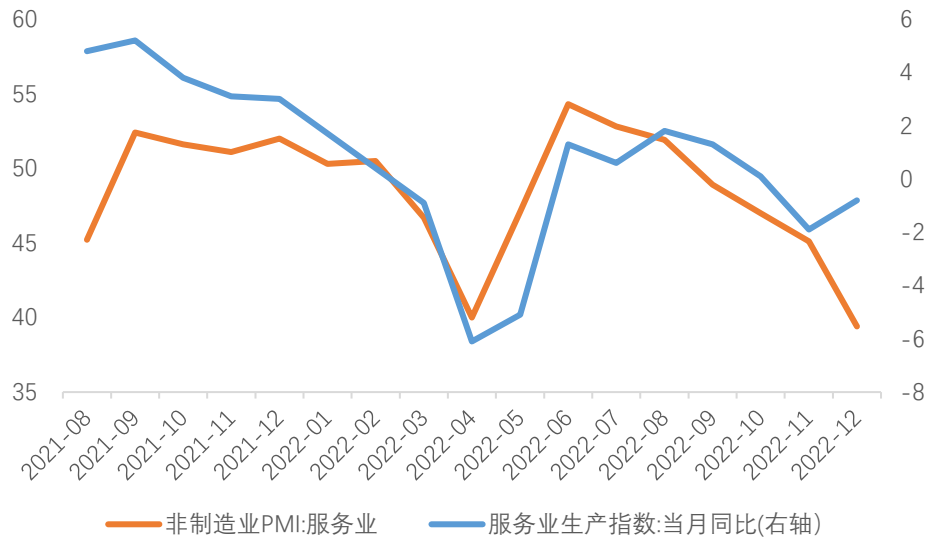
但在餐饮住宿行业整体表现偏弱的时候，受出行限制减少和春节临近等因素影响，航空运输业则在稳步修复。另外，金融业、信息传输软件和信息技术服务业等行业受疫情影响并不明显，疫情期间一直维持较高增长，全年增速达到 5.6% 和 9.1%。这或许是服务业生产指数在 12 月好转的原因。

图 3：服务业生产指数与第三产业同比（单位：%）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 4：服务业 PMI 走势弱于与服务业生产指数（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

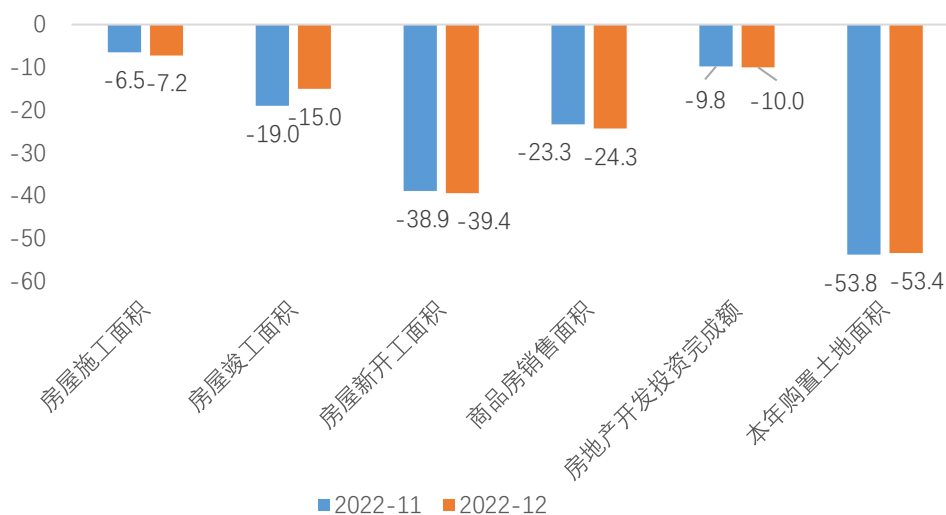
第四个意外是在房地产销售未见明确改善的情况下，12月房地产当月投资增速降幅趋缓，当月同比增速从-19.9%回升至-12.2%。

和前三点相比，地产投资降幅趋缓也不算很意外。一方面，11月地产投资增速受疫情影响大幅跌至-19.9%，12月防疫优化后投资增速算是回归到之前的下行通道中。另一方面，12月支撑房地产投资的主要是竣工，竣工累计同比增速上行4个百分点至-15%，而施工面积和新开工面积累计同比则分别下滑0.7个和0.5个百分点至-7.2%和-39.4%，土地购置面积同比则略上行0.4个百分点至-53.4%。竣工同比增速回升主要因为12月是传统竣工大月，同时在“保交楼”政策的推动下，房企为加快资金回笼主动加快项目竣工。

虽然此前“新16条”和“三支箭”等地产融资端政策频出并开始生效，体现为12月房地产开发企业到位资金中国内贷款同比增速从11月的-26.9%上行至-25.4%，但商品房销售依旧偏弱，12月商品房销售面积和销售额累计分别同比下滑1个百分点和0.1个百分点至-24.3%和-26.7%。受此影响与销售回款相关的个人按揭贷和定金及预收款仅有26.5%和-33.3%，依旧偏低。在资金端压力延续的情况下，房企施工面积继续下滑且施工强度也明显低于往年水平。

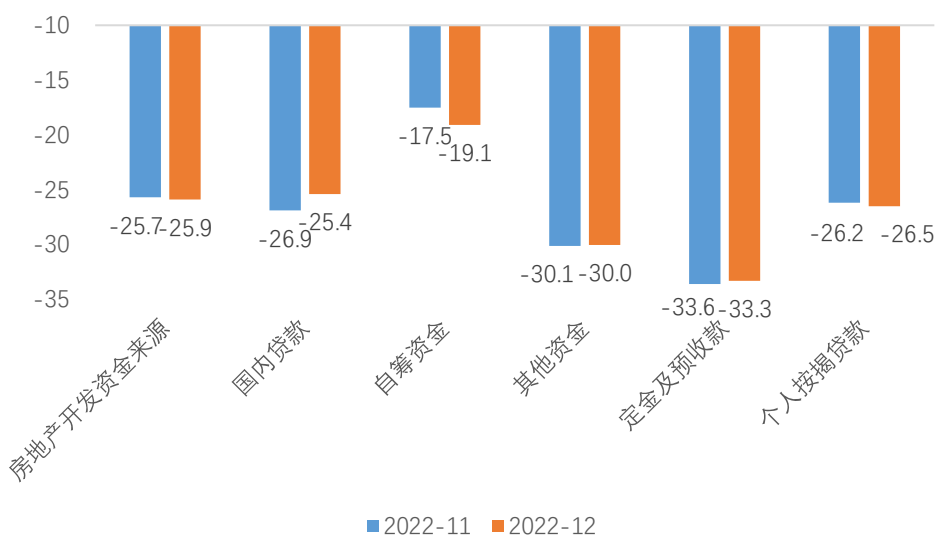
考虑到房地产销售市场未见明确改善，房企融资端修复也尚需时日，我们预计竣工带动房地产开发投资当月增速的回升或并不具有持续性。

图5: 房地产投资分项 (单位: %)



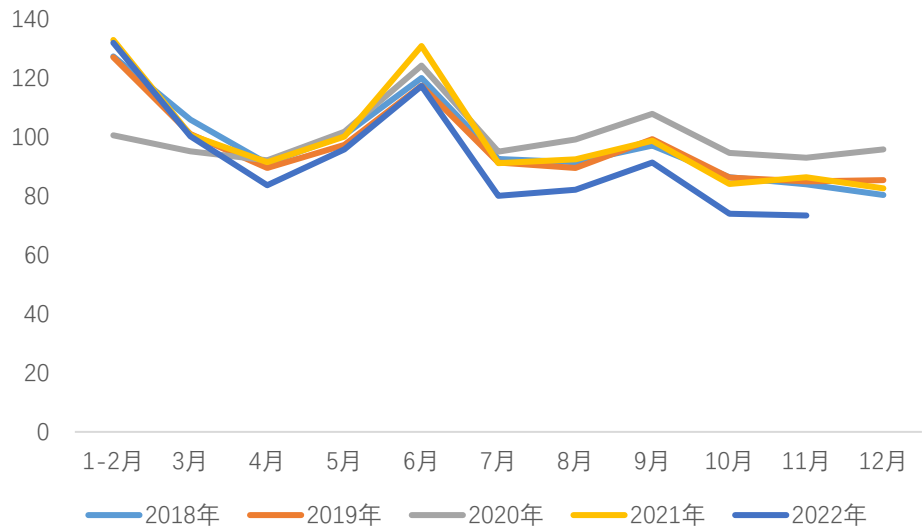
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 房企资金来源 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 房企施工强度有所回落 (单位: 平方米/元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

我们认为可能算不上意外的是 2022 年中国总人口负增长。

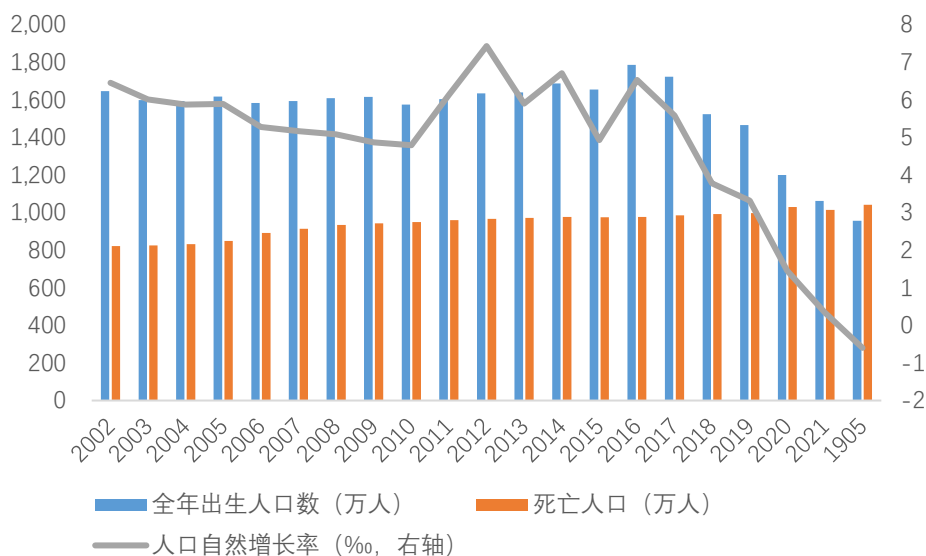
2022 年总出生人口回落至 956 万人，总死亡人口上升至 1041 万人，一升一降导致 2022 年总人口减少 85 万人。另外，按照统计局此前文章中的表述，2022 年人口普查的调查标准时点是 2022 年 11 月 1 日零时。现场工作时间是 10 月 10 日—11 月 30 日。这意味着 12 月的死亡人数或并未被纳入统计口径之中<sup>1</sup>。

实际上在 2022 年的上半年，部分省份就已经出现了总人口负增长的迹象。例如根据河南省政府披露的新生儿“两病”筛查数据计算，2021 上半年、2022 上半年河南省出生人数分别为 41.1、37.2 万人，2022 年上半年同比下降 9.5%，假设下半年出生人口增速与上半年持平、死亡人数与去年持平（实际大概率高于去年），则河南省全年总人口大概率将开始负增长。

在 2022 年的前一年 2021 年，中国出生率就已经接近死亡率，出生率为 7.52‰，死亡率为 7.18‰，人口自然增长率仅为 0.34‰。按照此前趋势来看，出生率的下降速度快于死亡率的提升速度，因此总人口出现负增长并不意外。从过去几年趋势上看，出生率短期内很难止跌回升，意味此后中国总人口或将进一步减少。（详见《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》）

图 8: 人口拐点

<sup>1</sup> [关于开展 2022 年人口抽样调查的公告 \(stats.gov.cn\)](https://www.stats.gov.cn)



资料来源：同花顺，天风证券研究所

总的来说，2022 年的最后一份经济数据明显超市场预期，也揭开了 2023 年经济修复的序幕。从 12 月社零消费增速和服务业生产指数已经有所回升且降幅大幅低于 2022 年 4 月的情况来看，第一轮疫情快速过峰对中国消费和生产的影响远低于此前市场预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com