



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

12月经济数据点评

经济数据折射的投资方向：投资先行，消费跟进

● 2023年稳增长任务重，需求端工具有待发力

2022年12月及四季度经济数据全部公布，对比市场普遍的低预期状态，多项数据出现超预期增长，最突出的是四季度GDP实际同比增长率达到2.9%，2022年全年GDP增长3%。但是超预期的数据只是相对于此前过低的市场预期，2023年稳增长任务仍然较重。2022年政府工作报告提出的目标为GDP增长5.5左右，3%的实际增长与目标差距相对较大。1994年以来，仅1998年、2014年未完成经济增长设定目标，但差距分别为0.2、0.1个百分点，对比来看2022年差距明显较大，2023年稳增长要求上升。再拉长时间，十四五规划和二〇三五年远景建议提到2035年人均国内生产总值达到中等发达国家水平，这意味着年均GDP增速约为4.7%-4.8%，再考虑潜在增长率逐步降低，十四五时期年均GDP增速需在5%以上。而2020年-2022年年均GDP增速为4.5%，整体偏低，要为实现二〇三五远景目标打好基础，2023年GDP增速要求较高，相应的稳增长要求也在提高。2020年以后生产端稳增长工具成为GDP的重要支撑，2022年3月以来工业增加值同比增长持续超过投资和消费的整体增速，意味着生产端稳增长工具在2022年持续使用，但是需求偏弱引发了库存积累、价格下跌压力加大，11月工业企业产成品库存同比仍在11.4%高位，尤其是采矿业产成品库存同比达到15.8%，其中煤炭开采、黑色金属矿采选业产成品库存同比分别在19.4%、29.9%高位，12月PMI中原材料库存分项也是少数反弹项之一，反映这种库存压力仍在加大。同时12月PPI同比下降0.7%，一方面有基数抬高的原因，另一方面12月PPI环比再回落至负区间，生产端稳增长工具引发价格压力加大，实际上2022年PPI环比有5个月出现了负增长，生产端稳增长工具单兵突进的价格负面影响持续存在。2023年，要化解库存积累、价格下跌压力，稳增长需要更大程度依赖需求端工具发力。

● 开门红看投资，消费有望顺势获得提振

2022年中央经济工作会议提到，做好明年经济工作，……大力提振市场信心。要提振信心，经济开门红无疑是不二之选。对比疫情前状况，缺口在房地产、消费，也是稳增长发力的方向。但是不同于投资具有较强的政策推动性，消费的内生属性较强，从政策发力的难易程度来看，投资是一季度稳增长发力的靠前选择。另外，从当前的经济运行状况来看，12月消费超预期改善源于多重因素，持续性可能较为有限，从客观条件来看，一季度经济的开门红也需要在投资方面着重发力。12月社会消费品零售额实现了超预期恢复，同比降幅收窄4.1个百分点至-1.8%。其中商品、餐饮同比增速分别为-0.1%、-14.1%（前值-5.6%、-8.4%），商品零售降幅显著收敛，基本结束了下滑，

而服务收入降幅扩大。具体分品类，必需品中的食品、饮料、药品零售增长明显，同比增速分别达到 10.5%、5.5%、39.8%，可选品中的汽车、通讯器材零售增长改善，同比增速分别为 4.6%、-4.5%，其中汽车零售额同比实现了由负转正。对于前三类必需品零售的增长，是市场熟悉的居民应对疫情防御的逻辑，而可选品消费整体疲软，仅汽车销售明显改善。乘联会数据显示，12 月乘用车市场零售达到 217 万辆，同比增长 3%，与 11 月同比下降 9% 形成巨大的反差，受到三重因素影响，一是“新十条”改变了车市的封控状态，市场明显回升；二是部分优惠政策到期加上春节假期较早，引导消费需求前置；三是行业终端价格持续下滑，主流车企均追加了优惠活动力度，共同带动 12 月中下旬燃油车车市暴增。实际上，感染高峰过后消费反弹及春节节假日效应也是整体消费强于预期的原因。2023 年春节为 1 月 21 日，位置相似的年份是 2017 年（1 月 27 日）、2020 年（1 月 24 日）、2022 年（1 月 31 日），2017 年和 2020 年春节前一年的 12 月都未受到新冠疫情的明显影响，对今年有一定的参考性，2016 年 12 月、2019 年 12 月社会消费品零售额同比增速均出现抬升，2022 年 12 月叠加低基数，这种春节较早的节假日抬升效应可能更明显。但是，2022 年中出台的减征部分乘用车车辆购置税政策，以及自 2010 年起已实施 13 年的国家新能源汽车购置补贴政策，已在 2022 年 12 月 31 日到期，2023 年需求透支的负面影响可能显性。

从中期消费驱动的角度，超额储蓄无论从我国历史数据看，还是从海外经验看，是居民信心疲软的结果，而非消费上行的充分条件。从海外经济体的经验看，疫后消费的反弹需要前期居民收入增长加速作为前提条件，美国、新加坡、韩国等在防疫放开后均出现了消费的显著加速，这些经济体普遍存在着居民收入提速、资产负债优化的环境。而我国的情况对比来看则较为特殊，2022 年出现了居民收入减速而储蓄存款加速的现象，但如果放在我国的历史数据中看，这种现象并不少见，2008 年、2012 年、2015 年、2018 年都出现了这种组合。但是之后的 2009 年、2013 年、2016 年、2019 年并未出现明显的消费加速现象，除 2009 年受到次贷危机的外部冲击以外，其他年份的消费增长整体平稳，也就是说超额储蓄的存在并非消费增长的领先指标。说明超额储蓄的存在本身并不能作为未来消费加速的依据，要判断消费未来的演变还是要回到居民资产负债状况及信心的源头——收入上面。而房地产由于产业链条长，对于经济板块的提振效应明显，会相应带动居民收入的增长，在此之后，消费的复苏就是顺理成章。

● 房地产市场处于政策反馈初期，市场信心正在恢复

虽然与消费超预期形成对比，12 月固定资产投资数据整体平淡，但是房地产市场已出现对前期累积政策的反馈迹象。2022 年房地产开发投资完成额累计同比降幅扩大至 -10%，12 月商品房销售面积、销售额当月同比降幅仍大。但是在政策的连续引导下，房地产市场的反馈正在逐步成形。较早度过感染高峰的北京，在 12 月下旬开始出现二手房成交的回暖，据中原地产统计，2022 年 12 月 19 日—25 日，北

京二手房成交量结束“四连跌”，当周网签 1807 套，环比增长 20%。北京住建委数据，2023 年 1 月 3 日—1 月 10 日，仅有 1 天二手房成交量低于 100 套，其余每日网签量均超过 100 套，1 月 10 日实现 592 套的网签量。从政策角度看，自去年 11 月以来针对房地产市场的政策主要集中在供给端，包括 1 月中旬最新发布的《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，围绕“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面，通过短期针对性措施和中长期制度性安排改善房企现金流。虽然本轮房地产市场下行在常规房地产周期以外受到了供给端因素的影响，这些抑制因素目前均获得了不同程度的缓和，但是从历史来看，房地产市场恢复健康发展仍然需要需求端政策发力，提振市场信心，启动正常循环，例如一线城市“四限”政策的边际改善，中低线城市解决新市民住房问题。另外基建投资也在为需求端建立支撑，12 月企业中长贷新增 1.2 万亿，同比多增 8700 亿，增幅达历史最高，可能与 2022 年中调增政策性银行 8000 亿信贷额度支持基础设施建设，年末突击完成指标有关，资金先行有助于保障基建投资维持较快增长。房地产、基建投资双轮发力，收入提振带动消费复苏，一季度稳增长脉络清晰。现阶段，我们持续看好房地产基建稳增长，带来的对经济增长敏感的周期股、金融股的投资机会。

需要注意的是，通过房地产健康发展，在二手房回暖的基础上需要热度向新房传导，进而带动房地产链条上游的新开工、施工等环节，以对 GDP 形成全面支撑，而这种支撑的形成也将开启实质性的宽信用，实体经济对流动性的吸纳能力会明显强化。下一个流动性变盘的时点在 3 月两会后，政府工作报告对政策的进一步明确可能重新带来成长股和债券的投资机会。

● 风险提示

疫情演变超预期，通胀压力超预期，政策执行发生变化。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048