



# 见微知著系列之六十六

宏观专题研究报告  
 证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

## 如何看待 2022 年 GDP 核算调整？

2023 年底，统计局罕见调减 2022 年名义 GDP。最终核实较初步核算数有哪些变化，数据修订背后有什么原因？

### 一问：GDP 最终核实与初步核算数有何不同？资料更全面，行业细分度高、推算成分少

中国年度 GDP 核算包括初步核算、最终核实两个步骤，最终核实数不晚于隔年 1 月份发布。年度 GDP 初步核算数的时效性较强，一般在次年 1 月 20 日左右发布。年度 GDP 最终核实数是对初步核算数的修订，时效性相对较弱，一般不晚于隔年 1 月份发布。2023 年 12 月 29 日，国家统计局发布 2022 年 GDP 最终核实的公告。

年度 GDP 最终核实能够利用更加全面、可靠的基础资料。季度 GDP 核算或年度 GDP 初步核算的资料来源，主要包括国家统计局调查资料，以及行政管理部门的行政记录资料。在此基础上，年度 GDP 最终核实进一步包含财政决算资料，以及部门年度财务统计资料，如交通运输部、卫健委、中石化集团公司的年度财务统计资料等。

年度 GDP 最终核实的行业细分程度更高、推算成分更少。行业分类上，初步核算在第三级分类的基础上细分至 35 个行业；最终核实则采用第四级分类、细分至 94 个行业。核算方法上，初步核算的绝大多数行业采用相关指标推算法；最终核实多数行业基础资料充分、直接计算增加值分项，94 个行业中仅 11 个行业采取相关指标推算法。

### 二问：2022 年 GDP 最终核实数有哪些变化？现价总量较初步核算调减，不变价增速持平

GDP 现价总量较初步核算数调减，GDP 不变价增速保持不变。2022 年，最终核实的 GDP 现价总量为 120.5 万亿元、较初步核算减少 5483 亿元，不变价同比 3.0%、与初步核算持平。历史上，多数年份 GDP 现价均有较大幅调整，2000 年来平均调整幅度为 1.2 万亿元；相比之下 GDP 不变价增速的修订幅度较小，2010 年来调整幅度不超过 0.5 个百分点。

分行业看，制造业、金融业等现价增加值调减幅度较大，批零等第三产业有所调增。2022 年，最终核实的第一产业现价增加值较初步核算数小幅调减 138 亿元。第二产业大幅调减 9374 亿元，其中制造业、建筑业分别调减 9138、2617 亿元。第三产业调增 4029 亿元，其中金融业大幅调减 3526 亿元，其他行业合计调增 7555 亿元。

制造业现价增加值调减，或与增加值率下降有关。制造业增加值基于上一年增加值率进行初步核算，2021 年制造业现价增加值率 28.1%、2022 年回落至 27.2%，说明 2022 年初步核算数可能存在一定高估。从收入法主要构成项看，2022 年制造业劳动报酬、生产税净额、营业盈余均有不同程度回落，可能是造成当年增加值率下滑的主要原因。

金融业现价增加值调减，可能与银行净利润明显回落有关。金融业增加值主要利用存贷款余额增速等，外推基期增加值得到初步核算数。最终核实数则用收入法计算，增加值分项中 55% 为营业盈余。2022 年，存贷款余额、银行净利润同比 11.2%、5.4%，分别较 2021 年上升 0.9、下降 7.2 个百分点，可能是造成最终核实数调整幅度较大的主因。

### 三问：哪些行业 GDP 核算调整受价格扰动更大？产能“过剩”行业，现价增速降幅更大

核实后的 GDP 现价、不变价增速调整幅度不一，行业层面分化较大。2022 年，核实后的 GDP 现价同比 4.8%、较初步核算下降 0.5 个百分点，不变价同比 3.0%、与初步核算持平。分行业看，批零业的现价、不变价增速均较初步核算上调 1.6 个百分点；房地产业则差异较大，核实后的不变价、现价增速分别上调 1.2、下调 0.1 个百分点。

制造业、金融、房地产等产能相对“过剩”行业，现价增加值的调降幅度更大。2022 年，我国制造业产能利用率处于 33.3% 的历史较低分位；金融业增加值占 GDP 比重 7.7%、高于美国的 7.5%；地产单位建安费同比下降 4%。产能相对“过剩”背景下，2022 年制造业、金融业、房地产业现价增速分别较不变价增速多调降 1.7、1.4、1.3 个百分点。

交运仓储等行业，现价增加值的调增幅度更大。初步核算交运仓储业不变价增加值时，主要利用客货运周转量等物量指数做外推、再用相关价格指数推算现价。2022 年客货运周转量同比下滑、CPI 交通工具价格低于公路物流运价，可能导致现价初步核算数存在低估。2022 年，最终核实后的交运仓储现价增速较不变价增速多调增 1.4 个百分点。

### 风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



## 内容目录

1、热点思考：如何看待 2022 年 GDP 核算调整？	5
1.1、一问：GDP 最终核实与初步核算数有何不同？	5
1.2、二问：2022 年 GDP 最终核实数有哪些变化？	6
1.3、三问：哪些行业 GDP 核算调整受价格扰动更大？	8
2、生产高频跟踪：部分生产出现改善迹象，建筑业开工边际回暖	11
3、需求高频跟踪：新房成交季节性好转，需求有所增加，出口运价大幅上涨	14
风险提示	19

## 图表目录

图表 1： 历年 GDP 初步核算与最终核实数发布日期	5
图表 2： GDP 核算步骤与相应发布时间	5
图表 3： 最终核实所依据的基础资料更加全面、可靠	5
图表 4： 部分行业生产法 GDP 的资料来源	5
图表 5： 初步核算、最终核实的行业细分程度不同	6
图表 6： 初步核算与最终核实的计算方法明显不同	6
图表 7： 历年 GDP 现价总量最终核实调整幅度	6
图表 8： 历年 GDP 不变价同比最终核实调整幅度	6
图表 9： 2022 年分行业 GDP 初步核算、最终核实数对比	7
图表 10： 2022 年制造业增加值率有所回落	7
图表 11： 部分城市相关行业增加值分项占比	7
图表 12： 2022 年制造业利润、从业人员收入均有回落	8
图表 13： 2022 年农民工就业主要分布在制造业、建筑业	8
图表 14： 2022 年存贷款余额与银行利润增速一升一降	8
图表 15： 金融业增加值分配去向中，55%为营业盈余	8
图表 16： 2022 年分行业 GDP 增速初步核算、最终核实数对比	9
图表 17： 当前制造业产能利用率处于历史偏低位	9
图表 18： 中国金融业增加值占 GDP 比重相对较高	9
图表 19： 2022 年房地产单位面积建安费用回落	10
图表 20： 2022 年新增城镇人口、地产销售同步回落	10
图表 21： 2022 年客货运周转量同比增速边际回落	10
图表 22： 2022 年 CPI 交通工具同比低于公路物流运价	10



图表 23:	本周, 全国高炉开工率大幅下滑	11
图表 24:	本周, 螺纹钢开工率有所回落	11
图表 25:	本周, 钢铁周表观消费继续回落	11
图表 26:	本周, 钢材社会库存止跌攀升	11
图表 27:	本周, 纯碱开工率小幅回升	12
图表 28:	本周, 涤纶长丝开工率小幅回升	12
图表 29:	本周, 国内 PTA 开工率有所回落	12
图表 30:	本周, 汽车半钢胎开工率延续季节性下滑	12
图表 31:	本周, 铝行业平均开工率回落显著	12
图表 32:	本周, 电解铜开工率微跌	12
图表 33:	本周, 电解铝现货库存量延续回落	13
图表 34:	本周, 社铜库存有所增加	13
图表 35:	本周, 全国水泥粉磨开工率有所回升	13
图表 36:	本周, 全国水泥出货率有所回升	13
图表 37:	本周, 水泥库容比小幅回落	13
图表 38:	本周, 水泥价格指数与上周持平	13
图表 39:	本周, 玻璃产量与上周持平	14
图表 40:	本周, 玻璃周表观消费显著增加	14
图表 41:	本周, 玻璃库存小幅回落	14
图表 42:	本周, 沥青开工率进一步回落	14
图表 43:	本周, 全国商品房成交季节性上行	15
图表 44:	本周, 一线城市成交涨幅明显	15
图表 45:	本周, 二线城市成交大幅上涨	15
图表 46:	本周, 三线城市成交亦有增加	15
图表 47:	本周, 全国二手房成交有所回落	15
图表 48:	本周, 二线城市二手房成交明显减少	15
图表 49:	上周, 全国整车货运流量有所回升	16
图表 50:	上周, 多省市公路货运流量环比增加	16
图表 51:	上周, 公路货运量显著回升	16
图表 52:	上周, 邮政快递业务量延续提升	16
图表 53:	本周, 全国迁徙规模指数显著回升	17
图表 54:	本周, 执行航班架次延续增加	17
图表 55:	本周, 全国样本城市地铁客流总量有所回升	17
图表 56:	本周, 大多数样本城市地铁客流量环比增加	17
图表 57:	本周, 全国拥堵延时指数显著下滑	17



图表 58: 本周, 大部分城市拥堵指数有所回落 .....	17
图表 59: 上周, 票房收入延续回升 .....	18
图表 60: 上周, 观影人数继续上涨 .....	18
图表 61: 本周, 出口集装箱运价指数大幅增加 .....	18
图表 62: 本周, 地中海航线运价显著增加 .....	18
图表 63: 本周, 欧洲航线运价涨幅较大 .....	19
图表 64: 本周, 美西航线运价亦有明显上涨 .....	19



## 1、热点思考：如何看待 2022 年 GDP 核算调整？

2023 年底，统计局罕见调减 2022 年名义 GDP。最终核实较初步核算数有哪些变化，数据修订背后有什么原因？本文梳理，供参考。

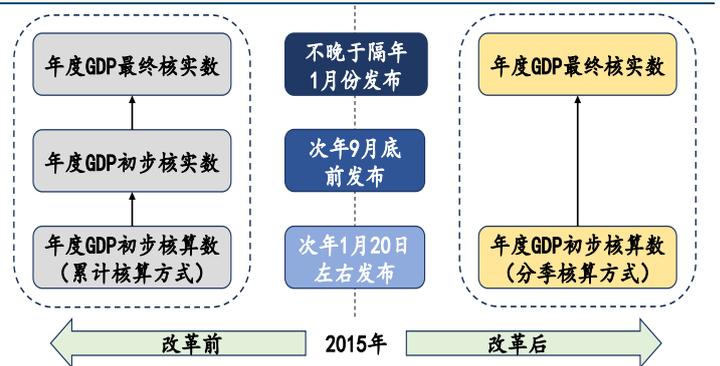
### 1.1、一问：GDP 最终核实与初步核算数有何不同？

中国年度 GDP 核算包括初步核算、最终核实两个步骤，最终核实数不晚于隔年 1 月份发布。年度 GDP 初步核算数的时效性较强，一般在次年 1 月 20 日左右发布。2015 年 3 季度以来，我国季度 GDP 由累计核算改为分季核算，年度 GDP 初步核算数等于各季度 GDP 数据加总。年度 GDP 最终核实数是对初步核算数的修订，时效性相对较弱，一般不晚于隔年 1 月份发布。2023 年 12 月 29 日，国家统计局发布 2022 年 GDP 最终核实的公告。

图表1：历年 GDP 初步核算与最终核实数发布日期

图表2：GDP 核算步骤与相应发布时间

GDP数据年份	初步核算日期	初步核实日期	最终核实日期
2022年	2023年1月18日	-	2023年12月29日
2021年	2022年1月18日	-	2022年12月27日
2020年	2021年1月19日	-	2021年12月17日
2019年	2020年1月18日	-	2020年12月30日
2018年	2019年1月22日	-	2019年11月22日
2017年	2018年1月19日	-	2019年1月18日
2016年	2017年1月21日	-	2018年1月5日
2015年	2016年1月20日	-	2017年1月9日
2014年	2015年1月21日	2015年9月7日	2016年1月7日



来源：国家统计局、国金证券研究所

来源：国家统计局、国金证券研究所

年度 GDP 最终核实能够利用更加全面、可靠的基础资料。季度 GDP 核算或年度 GDP 初步核算的资料来源，主要包括国家统计局调查资料，如农林牧渔、工业、批发和零售业、住宿和餐饮业、房地产业、规模以上服务业等行业统计调查资料，人口与劳动工资、价格统计资料等；以及行政管理部的行政记录资料，包括财政部、人民银行、税务总局等部门的相关数据，如信贷收支情况、分行业税收资料等。在此基础上，年度 GDP 最终核实的资料来源，进一步包含财政决算资料；以及部门年度财务统计资料，如交通运输部、卫健委、中石化集团公司的年度财务统计资料等。

图表3：最终核实所依据的基础资料更加全面、可靠

图表4：部分行业生产法 GDP 的资料来源

资料分类	季度GDP核算/年度GDP初步核算	年度GDP最终核算
国家统计局调查资料	指由国家统计局系统实施的统计调查获得的各种年报资料，包括：农林牧渔业、工业、建筑业、批发和零售业、住宿和餐饮业、房地产业、规模以上服务业等行业统计调查年报资料，住户调查资料，人口与劳动工资统计年报资料，以及价格统计资料等。	
行政管理部的行政记录资料	税务总局、人民银行、金融监管总局、证监会等行政管理部的相关数据，例如人民银行的金融机构本外币信贷收支资料、税务总局分行业的税收资料等。	
部门年度财务统计资料		指由国家统计局统一制定制度、有关行政管理部和部分国有企业负责收集的本行业年度财务统计资料，如交通运输部、卫生健康委、中石化集团公司汇总的所属企业或事业单位年度财务统计资料等。
财政决算资料		指由财政部编制的财政收支决算资料，以及中央部门所属的行政事业单位收支决算资料等。

行业	国家统计局调查资料	部门财务统计资料	部门行政记录资料
农林牧渔业	农林牧渔业总产值和农林牧渔业中间消耗调查资料		
工业	规模以上工业生产经营情况、财务状况、成本费用和规模以下工业抽样调查资料		
交通运输、仓储和邮政业	运输邮电业统计资料、重点服务业调查资料	交通运输部、国资委、邮政局、中石油和中石化等部门财务数据	交通运输部和税务总局等部门有关行政记录
信息传输、计算机服务和软件业	重点服务业调查资料 劳动工资统计资料	工业和信息化部电信和其他信息传输服务业财务数据	
批发和零售业	批发和零售业经营情况和财务状况调查资料		财政部有关行政记录
金融业		人民银行、银监会、证监会和保监会等部门财务数据	人民银行、银监会、证监会、保监会、商务部和税务总局等部门行政记录
房地产业	房地产开发项目经营情况和财务状况调查资料 住户调查资料		税务总局的税务资料
卫生、社会保障和社会福利业	重点服务业调查资料 劳动工资统计资料	卫生部和民政部财务数据	卫生和计划生育委、民政部有关行政记录
公共管理和社会组织	劳动工资统计资料 固定资产投资完成情况		财政部有关行政记录

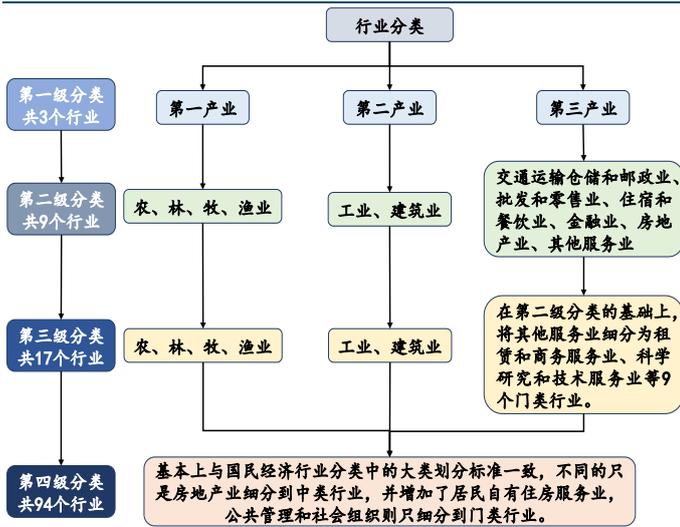
来源：《中国主要统计指标诠释》、国家统计局、国金证券研究所

来源：《中国主要统计指标诠释》、国家统计局、国金证券研究所

年度 GDP 最终核实的行业细分程度更高、推算成分更少。在计算方法上，GDP 最终核实与初步核算主要有两点不同，一是行业细分度不同，初步核算在第三级分类的基础上，进一步细分至 35 个行业；最终核实则采用第四级分类、能够细分成 94 个行业。二是具体核算方法明显不同，初步核算的 35 个行业中，32 个行业的增加值采取相关指标推算法计算、其他 3 个行业的增加值采取增加值率法计算；最终核实的 94 个行业中，仅 11 个行业采用相关指标推算法计算，主要的 51 个行业基础资料充分、直接计算生产及收入法下的增加值分项，还有 32 个行业基础资料覆盖不全、采用比例系数推算法计算。



图表5：初步核算、最终核实的行业细分程度不同



图表6：初步核算与最终核实的计算方法明显不同

区别	季度GDP核算/年度GDP初步核算	年度GDP最终核算
行业分类	采用第三级分类，并将部分门类行业细分为大类行业，总共按照35个行业分别核算行业增加值，汇总得到GDP	采用第四级分类，总共按照94个行业分别核算行业增加值，汇总得到GDP
核算方法	相关指标推算法或增加值率法	农业所包含的5个行业采用生产法计算增加值，其余89个行业均采用收入法计算增加值
具体操作	<p>1、相关指标推算法 增加值=上年同期增加值×本期增加值发展速度 其中，本期增加值发展速度，根据本期相关指标增长速度，以及往年年度该行业增加值增长速度和相关指标增长速度的数量关系计算。相关行业包括交通运输、仓储和邮政业、批零、住宿和餐饮业、金融业、房地产业等32个行业。</p> <p>2、增加值率法 增加值=本期总产值×上年度的增加值率 相关行业包括农业、工业和建筑业3个行业。</p>	<p>1、直接计算 对于基础资料足够充分的行业，直接计算该行业的总产值、中间投入、增加值以及增加值的四个构成项。相关行业包括农业、工业、铁路运输业、邮政业、金融业、社会福利业所包含的51个行业。</p> <p>2、间接计算 对于基础资料不够充分的行业，采用此种方法计算行业增加值。间接计算的方法分两种： (1) 比例系数推算法（当某行业基础资料覆盖不全时）。首先根据基础资料计算行业初步增加值，然后用比例系数将初步增加值进行外扩，得到该行业全口径增加值。相关行业包括建筑业、批零、住宿和餐饮业、房地产业、教育业所包含的32个行业。 (2) 相关指标推算法（当某行业的基础资料更少时）。首先建立该行业相关指标发展速度与该行业总产值或增加值发展速度之间的关系，以普查年度数据为基础，利用相关指标发展速度推算该行业的增加值。相关行业包括仓储、计算机服务、居民服务业等11个行业。</p>
现价和不变价增加值处理	部分行业先计算现价数据，然后再计算不变价数据；部分行业则先计算不变价数据，然后再反推现价数据。处理方式的选择，主要取决于增加值核算时所采用的相关指标的属性。例如在利用相关指标推算法计算行业增加值时，若相关指标为价值量指标，则先计算现价增加值，然后根据价格指数缩减指数得到不变价增加值；若相关指标为物量指标，则先计算不变价增加值，然后根据相关价格指数反推现价增加值。	

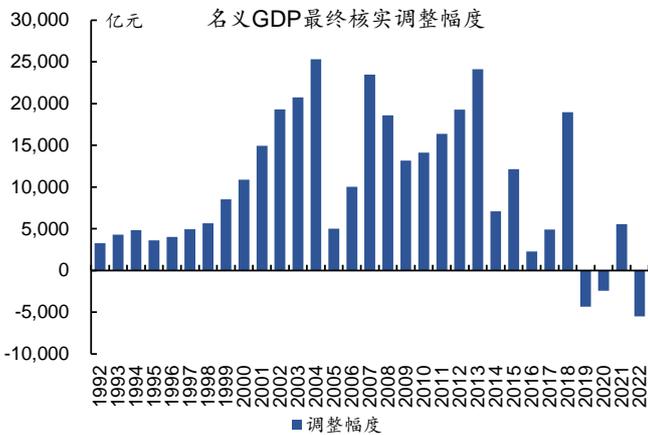
来源：《国民经济行业分类》、国家统计局、国金证券研究所

来源：《中国主要统计指标诠释》、国家统计局、国金证券研究所

### 1.2、二问：2022年GDP最终核实数有哪些变化？

GDP 现价总量较初步核算数调减，GDP 不变价增速保持不变。GDP 最终核实会对现价总量、不变价增速进行修订，一般来说，最终核实结果与初步核算相比会有所变化。2022年，经最终核实的GDP 现价总量为120.5万亿元、较初步核算数减少5483亿元，不变价同比增长3.0%、与初步核算数持平。历史上看，多数年份的GDP 现价总量均有较大幅度调整，2000年至2022年平均调整幅度为1.2万亿元；相比之下GDP 不变价增速的修订幅度较小，2010年至2022年调整幅度不超过正负0.5个百分点。

图表7：历年GDP现价总量最终核实调整幅度



图表8：历年GDP不变价同比最终核实调整幅度



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

分行业看，制造业、金融业等现价增加值调减幅度较大，批零等第三产业有所调增。2022年，最终核实的第一产业现价增加值较初步核算数小幅调减138亿元、第二产业大幅调减9374亿元、第三产业调增4029亿元。第二产业中，制造业、建筑业拖累较大，分别调减9138、2617亿元。第三产业内部分化较大，金融业大幅调减3526亿元，批零、交运仓储、信息软件服务业、租赁和商务服务业等其他行业合计调增7555亿元。



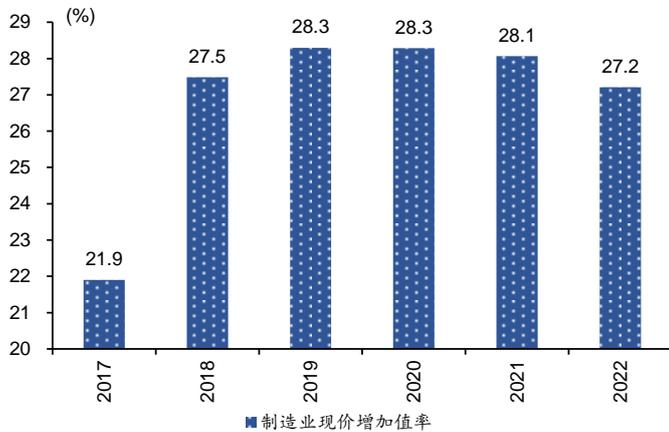
图9：2022年分行业GDP初步核算、最终核实数对比

行业	现价总量 (亿元)			现价产业结构 (%)			不变价增速 (%)		
	最终核实数	初步核算数	调整幅度	最终核实数	初步核算数	调整幅度	最终核实数	初步核算数	调整幅度
GDP	1,204,724	1,210,207	-5,483	100.0	100.0	0.0	3.0	3.0	0.0
第一产业	88,207	88,345	-138	7.3	7.3	0.0	4.2	4.1	0.1
第二产业	473,790	483,164	-9,374	39.3	39.9	-0.6	2.6	3.8	-1.2
第三产业	642,727	638,698	4,029	53.4	52.8	0.6	3.0	2.3	0.7
农林牧渔业	92,577	92,582	-5	7.7	7.7	0.0	4.4	4.3	0.1
工业	395,044	401,644	-6,600	32.8	33.2	-0.4	2.7	3.4	-0.7
制造业	326,077	335,215	-9,138	27.1	27.7	-0.6	1.7	2.9	-1.2
建筑业	80,766	83,383	-2,617	6.7	6.9	-0.2	2.9	5.5	-2.6
批发和零售业	116,294	114,518	1,776	9.7	9.5	0.2	2.5	0.9	1.6
交通运输、仓储和邮政业	51,077	49,674	1,403	4.2	4.1	0.1	0.7	-0.8	1.5
住宿和餐饮业	17,755	17,855	-100	1.5	1.5	-0.0	-2.8	-2.3	-0.5
金融业	93,285	96,811	-3,526	7.7	8.0	-0.3	3.1	5.6	-2.5
房地产业	73,766	73,821	-55	6.1	6.1	0.0	-3.9	-5.1	1.2
信息传输、软件和信息技术服务业	49,470	47,934	1,536	4.1	4.0	0.1	12.2	9.1	3.1
租赁和商务服务业	39,764	39,153	611	3.3	3.2	0.1	4.3	3.4	0.9
其他行业	194,926	192,831	2,095	16.2	15.9	0.2	4.5	3.8	0.7

来源：国家统计局、Wind、国金证券研究所

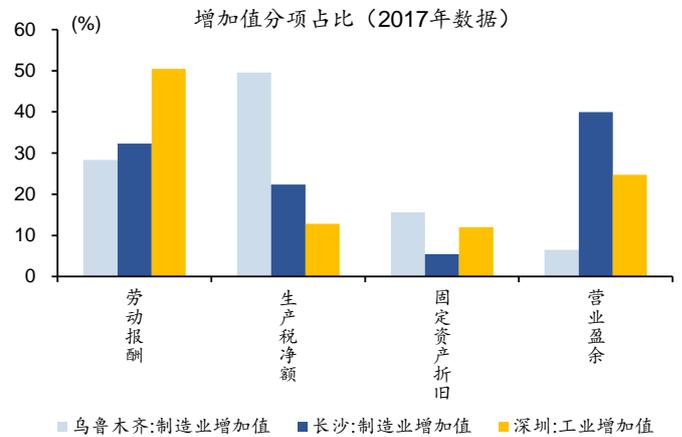
制造业现价增加值调减，或与增加值率下降有关。初步核算制造业增加值所采用的方法为增加值率法，本期增加值=本期总产出 x 上年度增加值率。2021年制造业现价增加值率为28.1%、2022年回落至27.2%，说明2022年初步核算数可能存在一定高估。制造业增加值的最终核实数采用收入法直接计算，从收入法的主要构成项来看，造成2022年制造业增加值率回落的原因可能有几个方面：一是劳动报酬下滑，2022年就业于制造业的农民工月均收入同比4.1%、较2021年下滑6个百分点；二是生产税净额减少较多，2022年制造业新增减、退税费近1.5万亿元，是受益于留抵退税政策最明显的行业；三是营业盈余下降，2022年制造业利润同比-13.4%、较2021年显著回落45个百分点。

图10：2022年制造业增加值率有所回落



来源：Wind、国金证券研究所

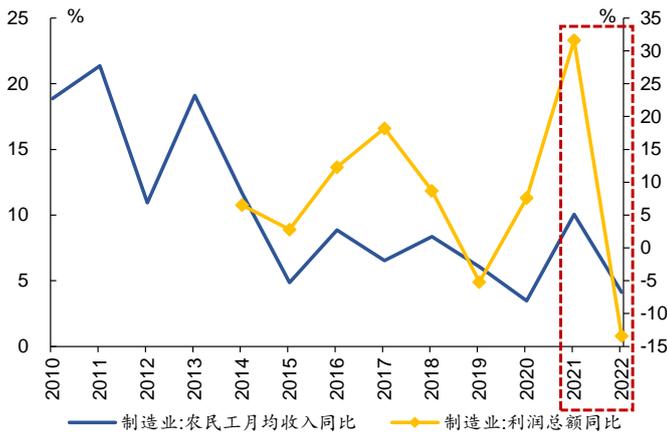
图11：部分城市相关行业增加值分项占比



来源：Wind、国金证券研究所

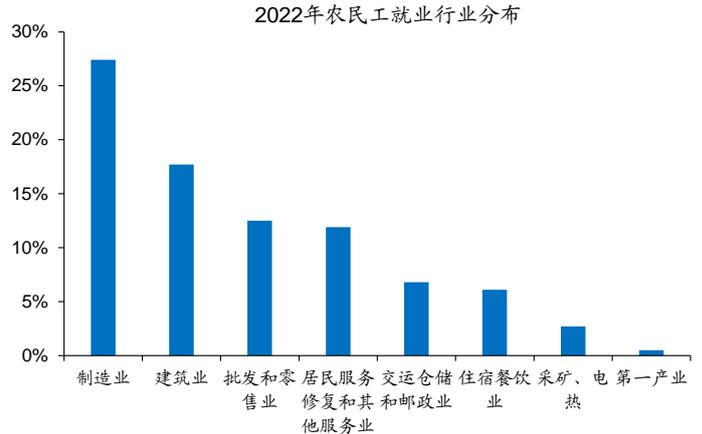


图表12: 2022年制造业利润、从业人员收入均有回落



来源: Wind、国金证券研究所

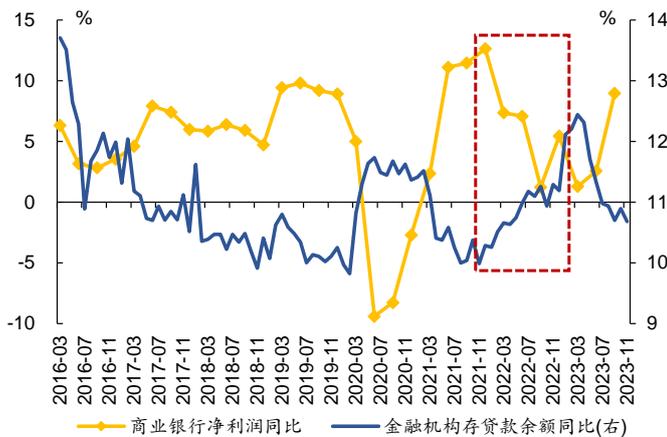
图表13: 2022年农民工就业主要分布在制造业、建筑业



来源: Wind、国金证券研究所

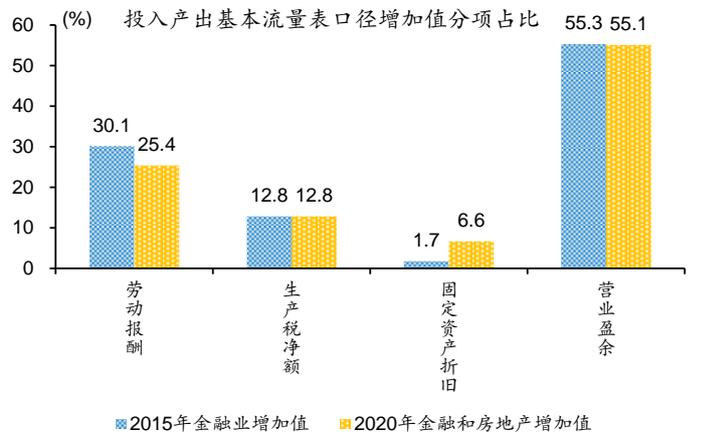
金融业现价增加值调减,可能与银行净利润明显回落有关。金融业增加值的初步核算方法为相关指标推算法,本期增加值=上年同期增加值x本期增加值发展速度。其中,金融业增加值发展速度主要参考存贷款余额增速指标,2022年存贷款余额同比11.2%、较2021年上升0.9个百分点。金融业增加值的最终核实数同样用收入法直接计算,我国金融业增加值分配去向中,55%为营业盈余。2022年商业银行净利润同比5.4%、较2021年显著回落7.2个百分点,可能是造成金融业增加值最终核实与初步核算数差值较大的主要原因。

图表14: 2022年存贷款余额与银行利润增速一升一降



来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 金融业增加值分配去向中, 55%为营业盈余



来源: Wind、国金证券研究所

### 1.3、三问: 哪些行业GDP核算调整受价格扰动更大?

最终核实后的GDP现价、不变价增速调整幅度不一,行业层面也有较大分化。2022年,经最终核实的GDP现价同比约4.8%、较初步核算数下降0.5个百分点,不变价同比3.0%、与初步核算数持平。部分行业现价、不变价增速调整幅度相近,如批零售业,2022年最终核实的现价、不变价增速均较初步核算数上调1.6个百分点。也有部分行业调整幅度差异较大,如房地产业,核实后的不变价、现价增速分别上调1.2、下调0.1个百分点。



图表16: 2022年分行业GDP增速初步核算、最终核实数对比

行业	现价增速			不变价增速			现价与不变价调整幅度差值
	最终核实数	初步核算数	调整幅度	最终核实数	初步核算数	调整幅度	
GDP	4.8	5.3	-0.5	3.0	3.0	0.0	-0.5
第一产业	6.0	6.2	-0.2	4.2	4.1	0.1	-0.3
第二产业	4.9	7.0	-2.1	2.6	3.8	-1.2	-0.9
第三产业	4.6	3.9	0.7	3.0	2.3	0.7	-0.0
农林牧渔业	6.4	6.4	-0.0	4.4	4.3	0.1	-0.1
工业	5.5	7.2	-1.8	2.7	3.4	-0.7	-1.1
制造业	3.0	5.9	-2.9	1.7	2.9	-1.2	-1.7
建筑业	2.6	5.9	-3.3	2.9	5.5	-2.6	-0.7
批发和零售业	5.6	4.0	1.6	2.5	0.9	1.6	0.0
交通运输、仓储和邮政业	5.5	2.6	2.9	0.7	-0.8	1.5	1.4
住宿和餐饮业	-1.5	-1.0	-0.6	-2.8	-2.3	-0.5	-0.1
金融业	3.3	7.2	-3.9	3.1	5.6	-2.5	-1.4
房地产业	-4.5	-4.4	-0.1	-3.9	-5.1	1.2	-1.3
信息传输、软件和信息技术服务业	11.1	7.7	3.5	12.2	9.1	3.1	0.4
租赁和商务服务业	6.1	4.5	1.6	4.3	3.4	0.9	0.7
其他行业	-26.4	-27.2	0.8	4.5	3.8	0.7	0.1

来源: 国家统计局、Wind、国金证券研究所

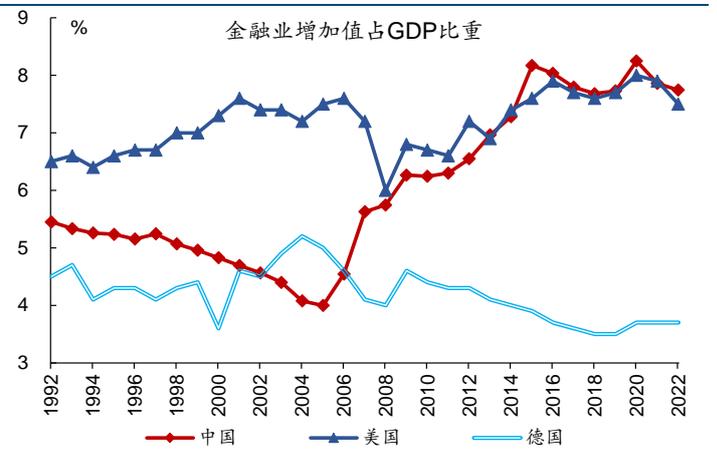
制造业、金融、房地产等产能相对“过剩”行业，现价增加值的调降幅度更大。制造业、金融、房地产业均基于收入法核算现价增加值，再结合相关价格指数缩减得到不变价增加值。2022年，我国制造业产能利用率中枢接近75.8%，处于33.3%的历史较低分位。金融业增加值占GDP比重为7.7%，略高于美国的7.5%、显著高于德国的3.7%。人口拐点下，我国房地产市场供求关系也在发生重大变化；2022年我国新增城镇人口646万人、同比少增559万人，商品房销售面积边际下降4.4亿平方米，单位面积建安费用降至927.3元/平方米，同比下降4%、增速较2021年回落6个百分点。产能相对“过剩”背景下，2022年制造业、金融业、房地产业现价增速分别较不变价增速多调降1.7、1.4、1.3个百分点。

图表17: 当前制造业产能利用率处于历史偏低位

大类	行业	产能利用率 (%)					产能利用率历史走势
		2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q3历史分位	
制造业		75.8	74.5	74.8	75.8	33.3	
上游加工冶炼	化学原料	76.0	75.5	74.3	74.6	29.9	
	化学纤维	79.2	82.1	84.1	85.1	74.7	
	非金属	67.2	63.9	65.1	65.0	12.6	
	黑色金属	73.5	78.1	79.0	79.1	57.6	
	有色金属	79.4	77.8	80.3	80.2	76.3	
中游设备制造	通用设备	79.3	79.1	79.7	78.7	75.8	
	专用设备	77.5	77.0	78.1	77.5	55.8	
	汽车	73.2	72.0	73.3	75.6	44.8	
	电气机械	79.0	75.8	77.1	77.8	32.3	
计算机通信	78.5	73.7	74.6	76.5	31.5		
下游消费制造	食品	71.9	70.7	68.1	71.1	34.1	
	纺织	76.2	75.5	76.9	76.9	48.8	
	医药	77.6	75.2	76.2	72.7	0.0	

来源: Wind、国金证券研究所

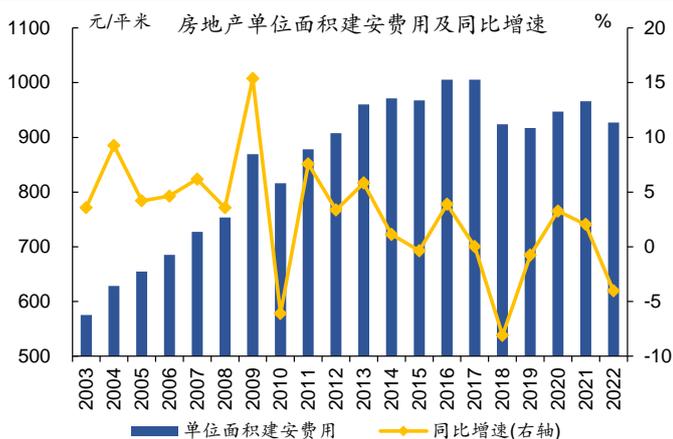
图表18: 中国金融业增加值占GDP比重相对较高



来源: Wind、国金证券研究所

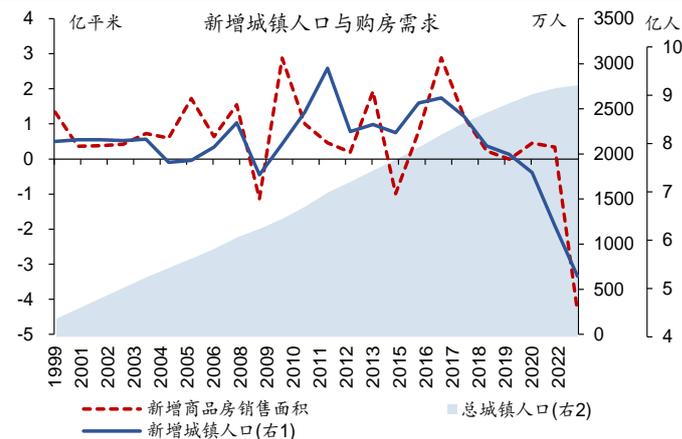


图表19: 2022年房地产单位面积建安费用回落



来源: Wind、国金证券研究所

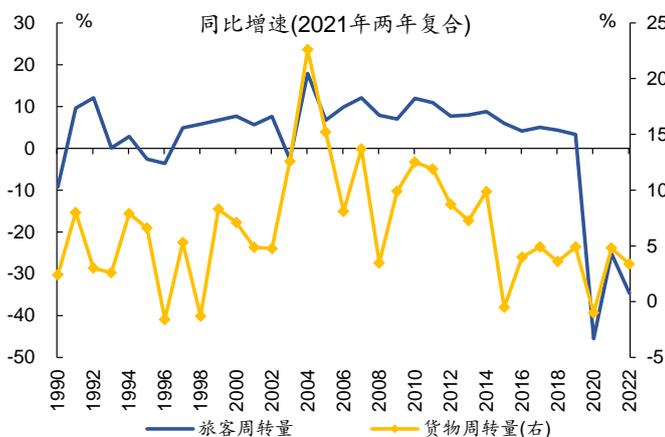
图表20: 2022年新增城镇人口、地产销售同步回落



来源: Wind、国金证券研究所

交运仓储等行业, 现价增加值的调增幅度更大。交运仓储业在初步核算不变价增加值时, 主要利用客货运周转量、邮政业务总量等物量指数外推基期增加值, 再利用相关价格指数推算现价增加值(参考其他行业, 通常选取CPI中相关分类价格指数)。2022年, 旅客、货物周转量同比为-34.6%、3.4%, 分别较2021年回落9.4、1.4个百分点。同期CPI交通工具同比中枢为-0.4%, 低于2%的公路物流运价同比, 这可能导致交运仓储业现价增加值初步核算数存在低估。2022年, 最终核实后的交运仓储现价增速较不变价增速多调增1.4个百分点。此外, 租赁和商务服务业、信息和软件服务业同样是现价增加值调增幅度更大。

图表21: 2022年客货运周转量同比增速边际回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 2022年CPI交通工具同比低于公路物流运价



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

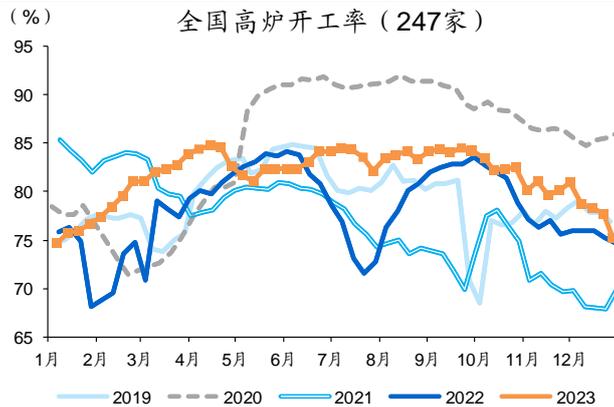
- (1) GDP 最终核实与初步核算数有何不同? 中国年度 GDP 核算包括初步核算、最终核实两个步骤, 最终核实数不晚于隔年 1 月份发布。年度 GDP 最终核实能够利用更加全面、可靠的基础资料。年度 GDP 最终核实的行业细分程度更高、推算成分更少。
- (2) 2022 年 GDP 最终核实数有哪些变化? GDP 现价总量较初步核算数调减, GDP 不变价增速保持不变。分行业看, 制造业、金融业等现价增加值调减幅度较大, 批零等第三产业有所调增。制造业现价增加值调减, 或与增加值率下降有关。金融业现价增加值调减, 可能与银行净利润明显回落有关。
- (3) 哪些行业 GDP 核算调整受价格扰动更大? 核实后的 GDP 现价、不变价增速调整幅度不一, 行业层面分化较大。制造业、金融、房地产等产能相对“过剩”行业, 现价增加值的调降幅度更大。交运仓储等行业, 现价增加值的调增幅度更大。



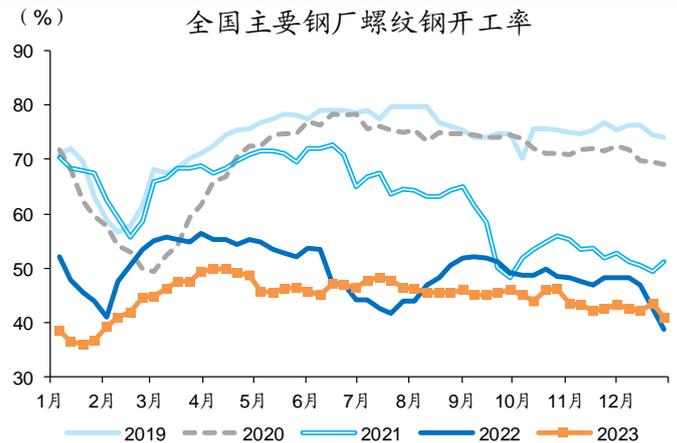
## 2、生产高频跟踪：部分生产出现改善迹象，建筑业开工边际回暖

上游生产方面，钢铁供需继续回落、钢材社会库存止跌攀升。近期钢铁生产偏弱，高炉开工率连续四周下行、本周（12月24日至12月30日）跌幅2.5%、是2021、2022年同期107.4%、100.8%；螺纹钢开工率亦有回落、环比减少2.7%，是2021、2022年同期80.1%、105.9%。需求方面，钢铁周表观消费连续五周下行、本周跌幅2.2%、是2021、2022年同期95.7%、99.1%。此外，钢材社会库存结束连续11周环比下降态势，本周较前周增加2.6%、是2021、2022年同期101.4%、101.1%

图表23：本周，全国高炉开工率大幅下滑



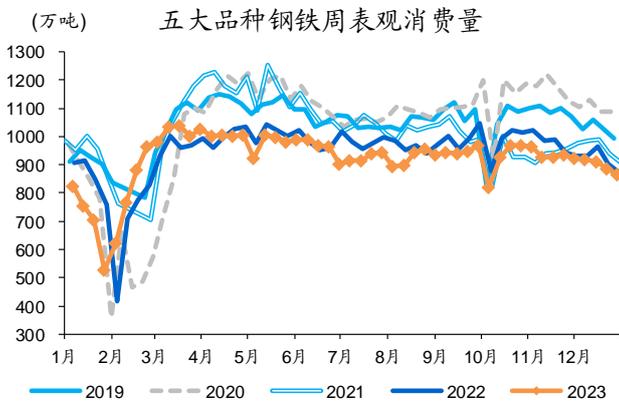
图表24：本周，螺纹钢开工率有所回落



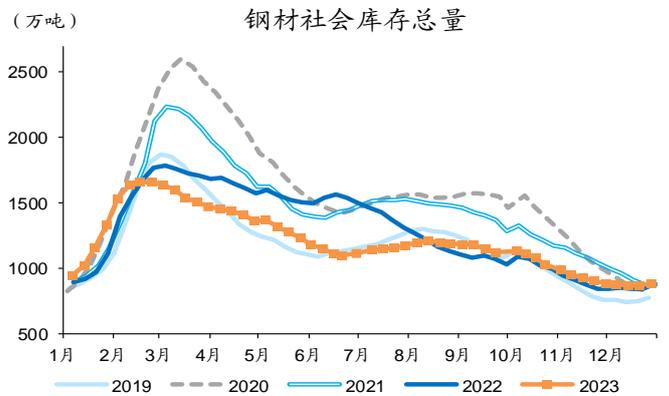
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表25：本周，钢铁周表观消费继续回落



图表26：本周，钢材社会库存止跌攀升



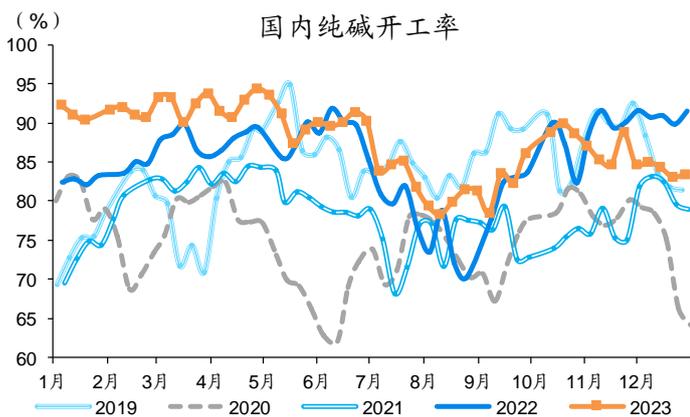
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

化工链部分开工出现改善迹象，汽车链开工延续季节性下行。本周（12月24日至12月30日），化工链方面，纯碱开工率、涤纶长丝开工率均有回升，分别环比增加0.4个百分点、0.4个百分点，是去年同期水平的91.2%、161.8%。国内PTA开工率有所回落、环比下滑2.1个百分点，但其表现相对较好，高于2021年、2022年同期1.4%、30.4%。此外，汽车半钢胎开工率延续季节性下行，较上周减少0.7个百分点，是去年同期水平的123.9%

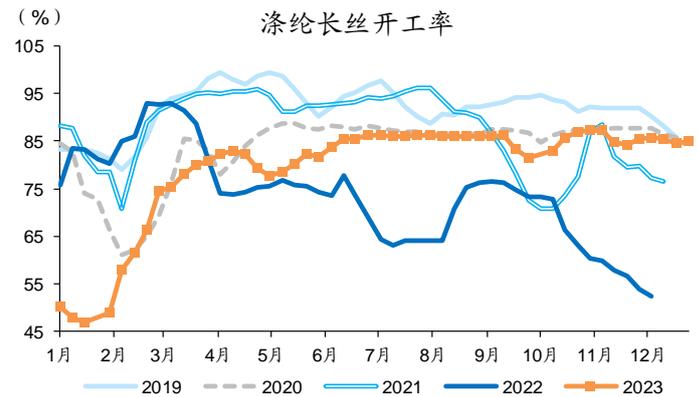


图表27: 本周, 纯碱开工率小幅回升



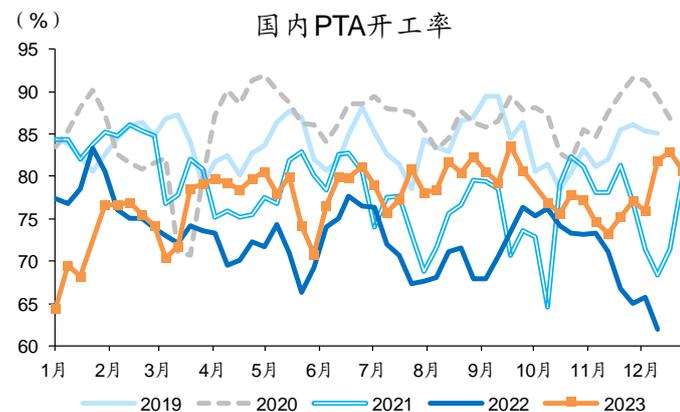
来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 本周, 涤纶长丝开工率小幅回升



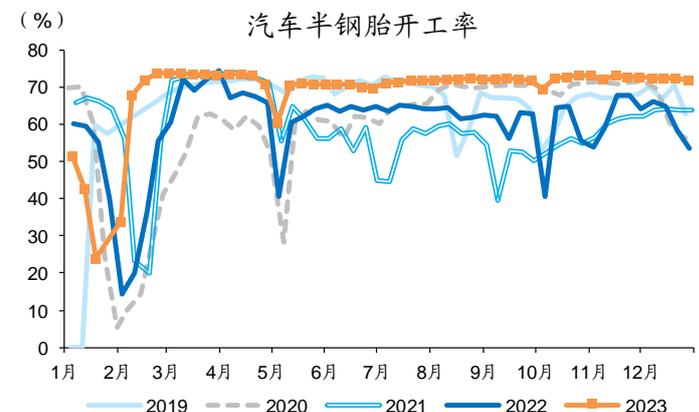
来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 本周, 国内PTA开工率有所回落



来源: Wind, 国金证券研究所

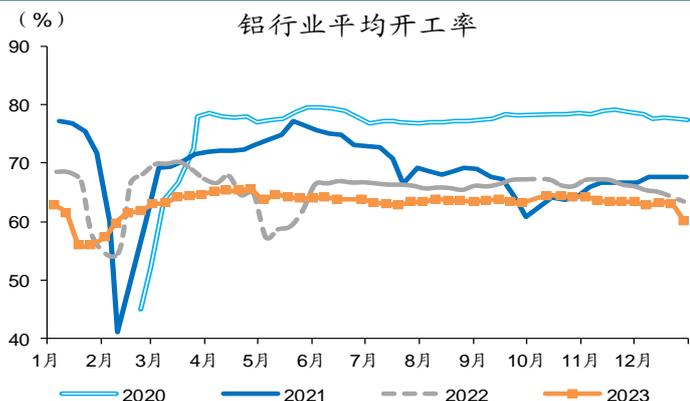
图表30: 本周, 汽车半钢胎开工率延续季节性下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

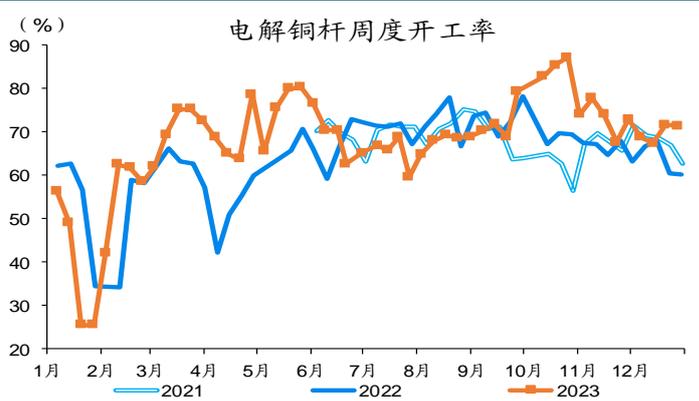
主要工业金属开工均有减少, 但库存走势有所分化。本周(12月24日至12月30日), 铝行业开工率较上周大幅回落、环比减少2.9个百分点, 为2021、2022年同期的89.0%、95.0%; 铜杆开工率较上周微跌、环比减少0.3个百分点至71.4%, 为2021、2022年同期的113.9%、118.4%, 整体处于历史高位或存在冬储倾向。库存方面, 电解铝现货库存延续去化、较前周环比较少2.7个百分点至43.4万吨; 社铜库存则大幅增加、环比上涨11.5个百分点至7.5万吨。

图表31: 本周, 铝行业平均开工率回落显著



来源: Wind, 国金证券研究所

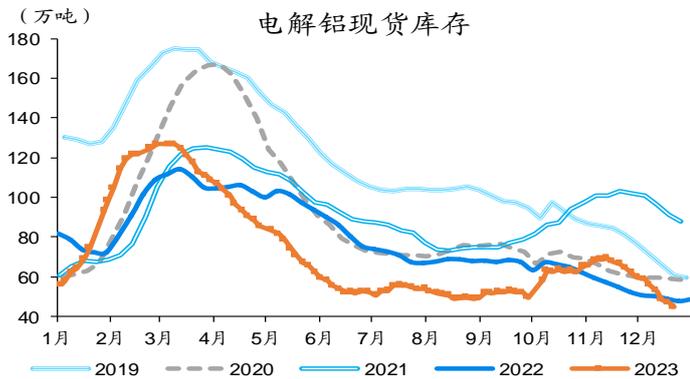
图表32: 本周, 电解铜开工率微跌



来源: Wind, 国金证券研究所

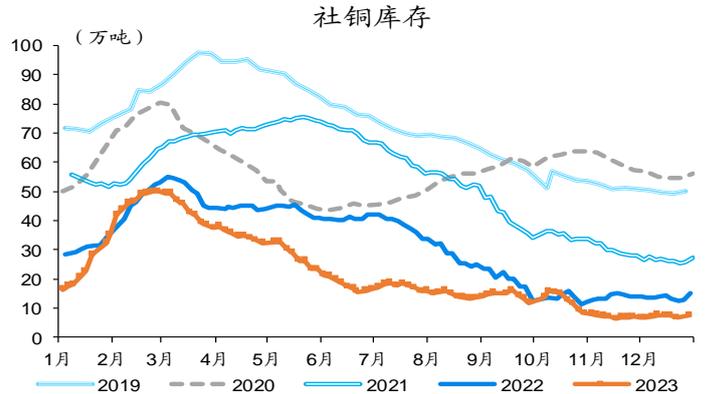


图表33: 本周, 电解铝现货库存量延续回落



来源: Wind, 国金证券研究所

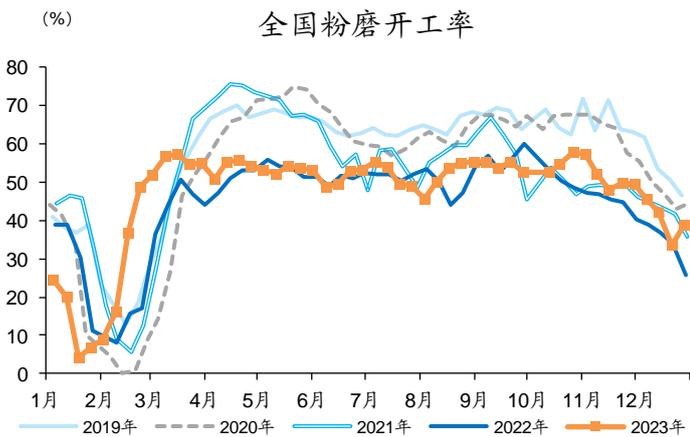
图表34: 本周, 社铜库存有所增加



来源: Wind, 国金证券研究所

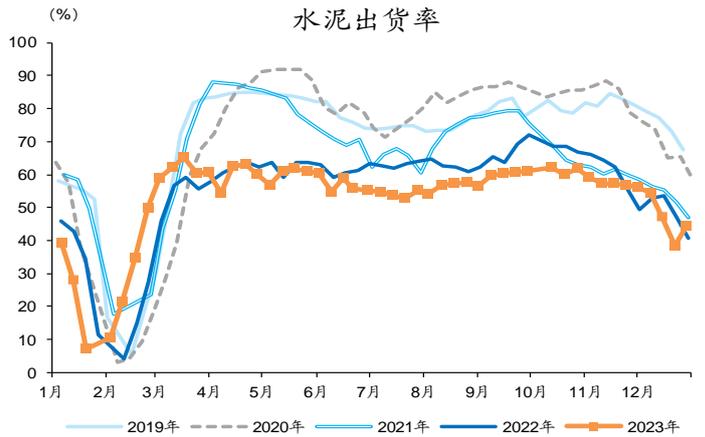
建筑业方面, 水泥供需边际回暖、库存小幅回落。本周(12月24日至12月30日), 全国粉磨开工率、水泥出货率结束回落态势, 较前周大幅回升, 分别增加5.2个百分点至38.6%、6.0个百分点至44.3%。供需边际回暖下, 水泥库容比小幅回落, 本周较上周减少1.0个百分点至67.1%, 是去年同期的91.5%; 对应价格企稳、本周水泥均价与上周持平。

图表35: 本周, 全国水泥粉磨开工率有所回升



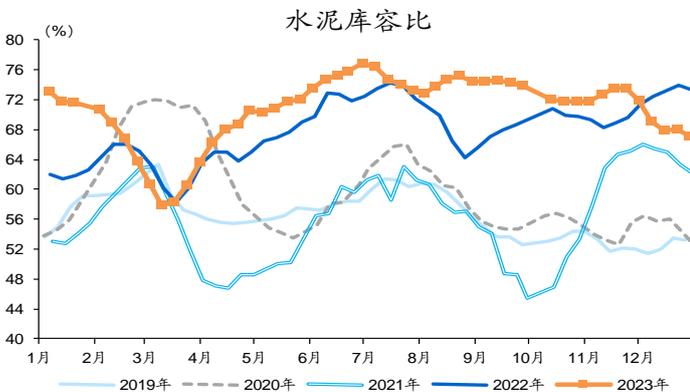
来源: Wind, 国金证券研究所

图表36: 本周, 全国水泥出货率有所回升



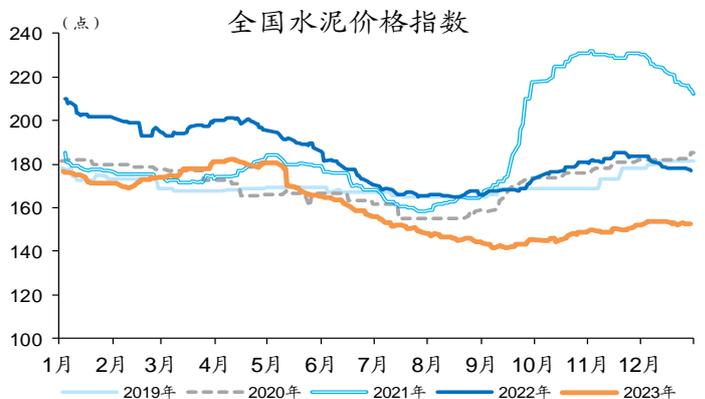
来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 本周, 水泥库容比小幅回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表38: 本周, 水泥价格指数与上周持平



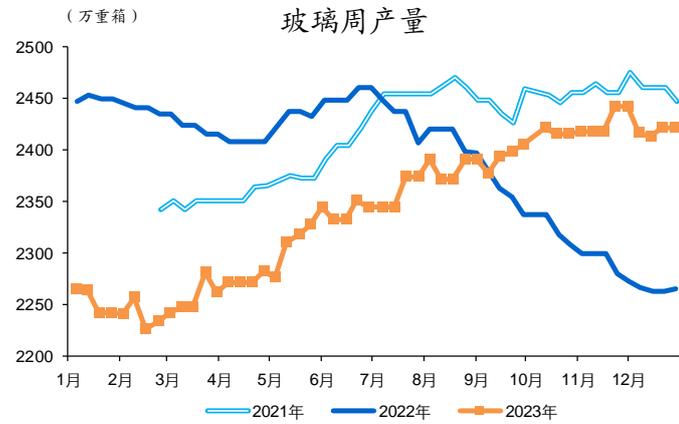
来源: Wind, 国金证券研究所

玻璃需求有所提升、库存小幅回落, 沥青开工率季节性下降。本周(12月24日至12月30日), 玻璃产量与上周持平、为2422万重箱, 是去年同期的106.9%。赶工需求有所回

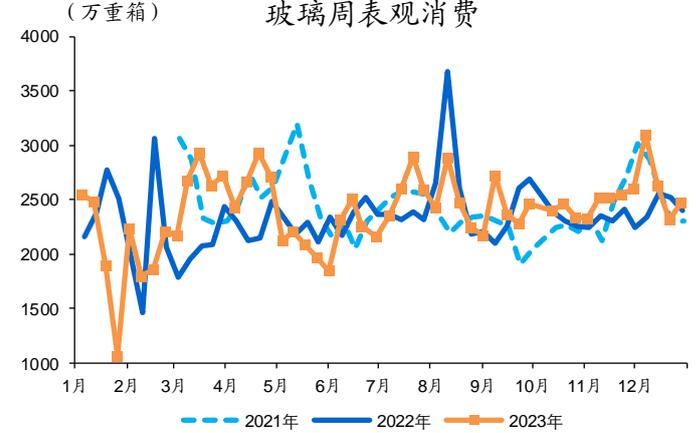


升，玻璃周表观消费显著增加、较前周上涨 6.5%，是去年同期的 102.8%；对应库存小幅回落、较上周减少 0.7%，是去年同期的 56.3%。此外，反映基建开工情况的沥青开工率季节性下降、本周环比减少 1.8%，是去年同期 102.7%。

图表39：本周，玻璃产量与上周持平



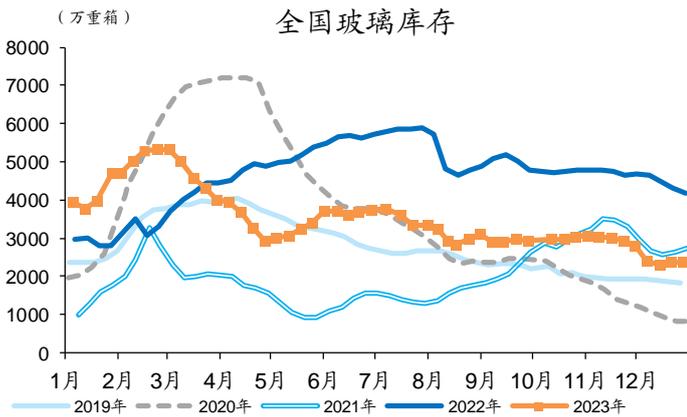
图表40：本周，玻璃周表观消费显著增加



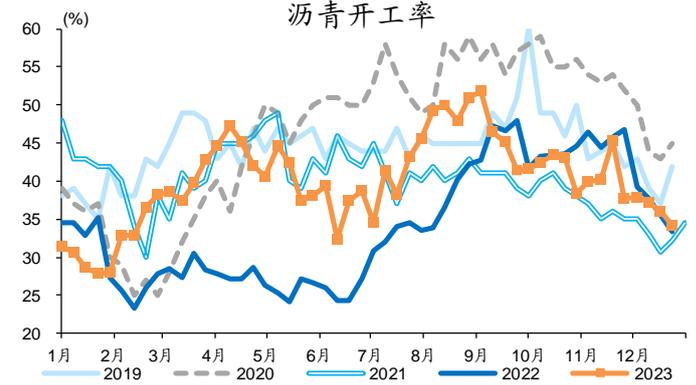
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表41：本周，玻璃库存小幅回落



图表42：本周，沥青开工率进一步回落



来源：Wind，国金证券研究所

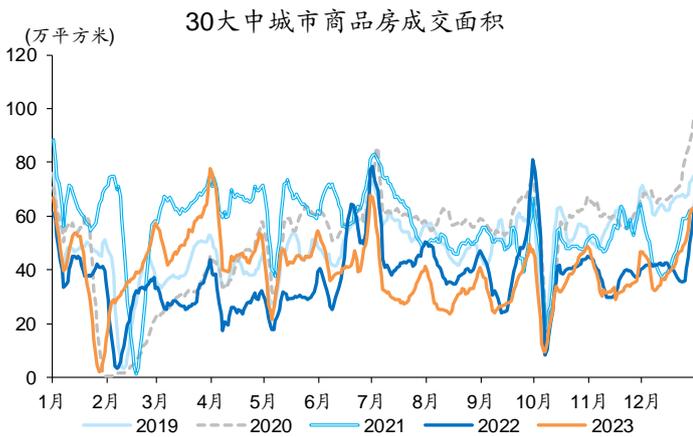
来源：Wind，国金证券研究所

### 3、需求高频跟踪：新房成交季节性好转，需求有所增加，出口运价大幅上涨

新房成交延续季节性好转，但二手房销售水平小幅回落。本周(12月24日至12月30日)，全国30大中城市商品房成交季节性上行幅度加大、环比增加36.8%、较上周走扩16.8个百分点。分城市看，较高能级城市涨幅最为明显，一线、二线城市分别环比增长40.6%、42.9%；三线城市环比增长12.9%。相比之下，本周全国代表城市二手房成交小幅回落、环比减少2.9个百分点，主要由二线、三线城市成交环比减少拉动。

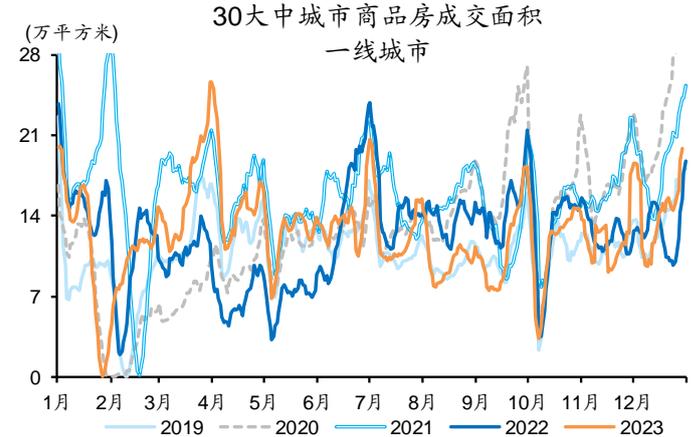


图表43: 本周, 全国商品房成交季节性上行



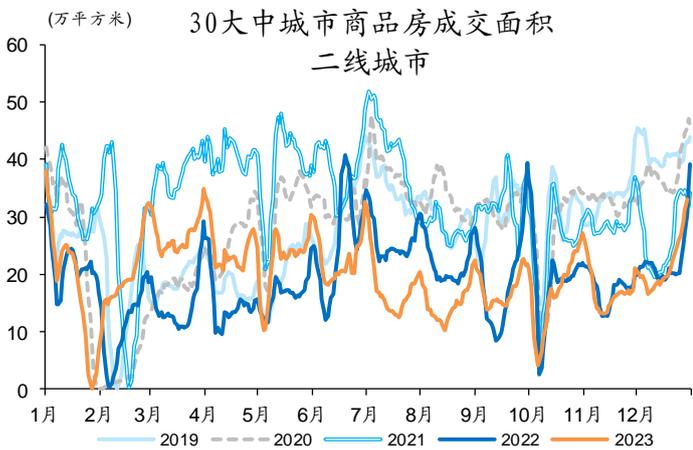
来源: Wind, 国金证券研究所

图表44: 本周, 一线城市成交涨幅明显



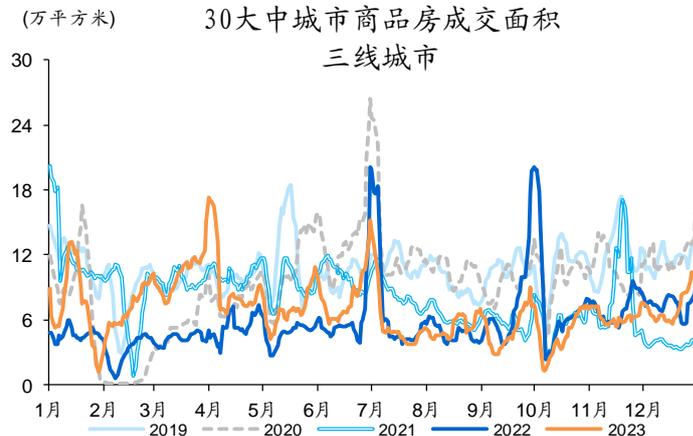
来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 本周, 二线城市成交大幅上涨



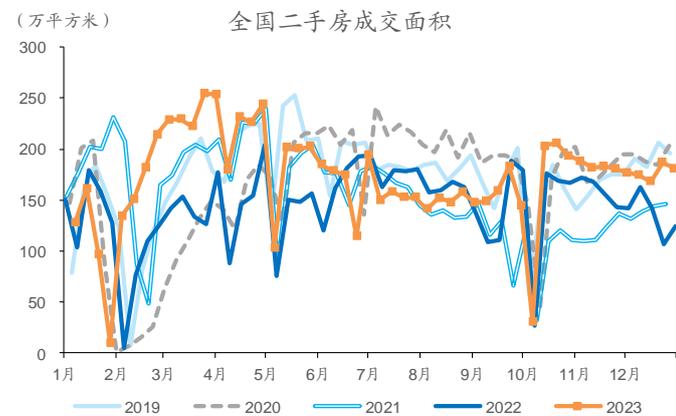
来源: Wind, 国金证券研究所

图表46: 本周, 三线城市成交亦有增加



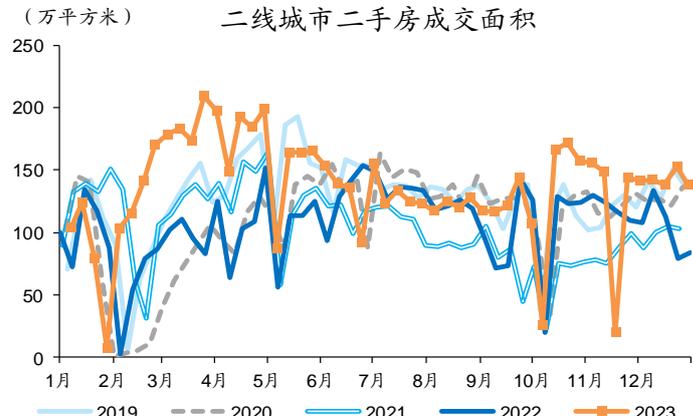
来源: Wind, 国金证券研究所

图表47: 本周, 全国二手房成交有所回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表48: 本周, 二线城市二手房成交明显减少



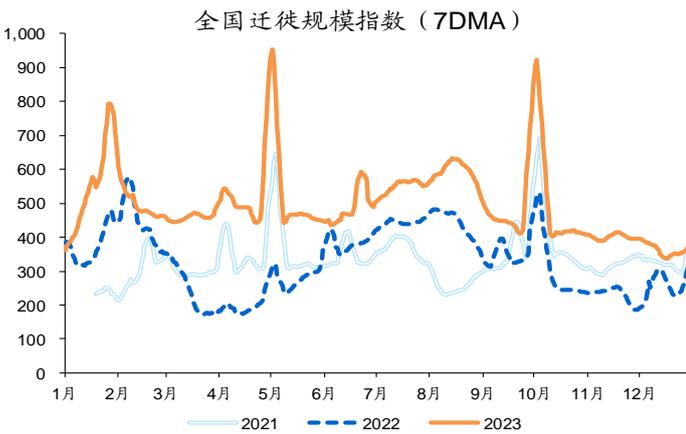
来源: Wind, 国金证券研究所

强降雪影响逐渐消退, 全国整车货运流量有所回升, 公路货运流量显著增加。上周 (12月18日至12月24日), 降雪影响逐步退却, 整车货运流量有所回升、环比增加2.5个百分点。



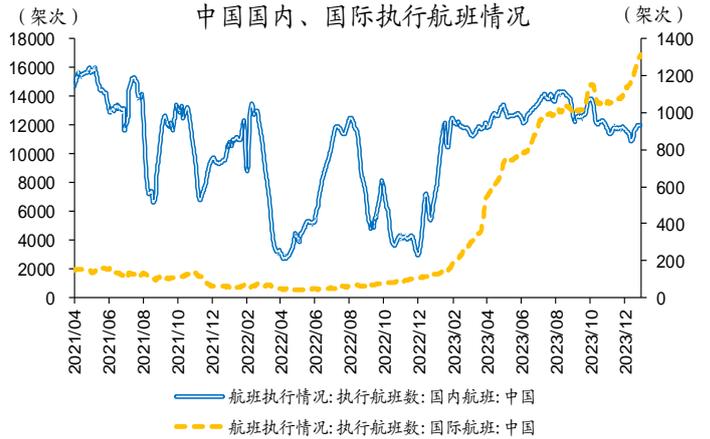


图表53: 本周, 全国迁徙规模指数显著回升



来源: 百度地图, 国金证券研究所

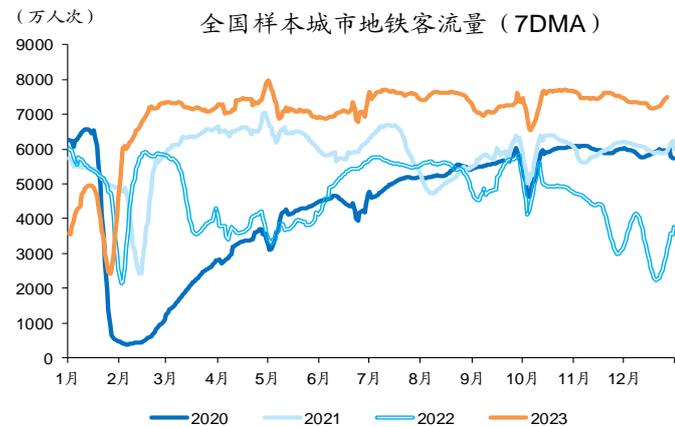
图表54: 本周, 执行航班架次延续增加



来源: Wind, 国金证券研究所

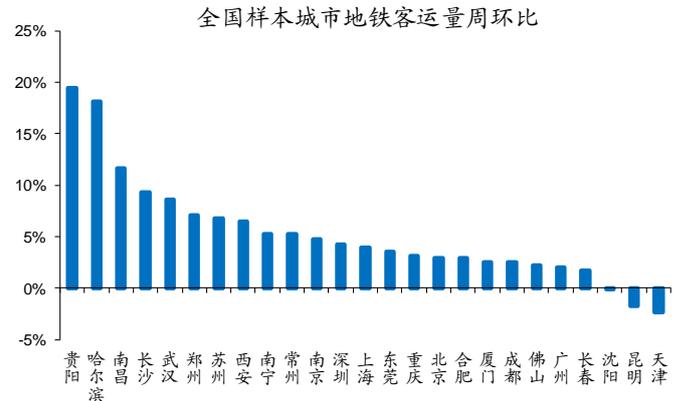
市内地铁客流量明显提升、拥堵延时指数显著回落, 或指降雪结束后、居民出行方式恢复为以地铁为主。本周(12月24日至12月30日), 全国样本城市地铁日均客流量明显提升、较上周增加4.1%; 其中贵阳、哈尔滨、南昌等城市地铁客流增加幅度较为明显, 分别较上周上涨19.4%、18.2%、11.6%。反映市内人口流动力度的全国拥堵延时指数显著下滑、环比减少3.6个百分点, 其中石家庄、合肥、沈阳等城市的市内拥堵情况缓解较为明显, 分别较前周回落24.3%、12.0%、11.4%。

图表55: 本周, 全国样本城市地铁客流总量有所回升



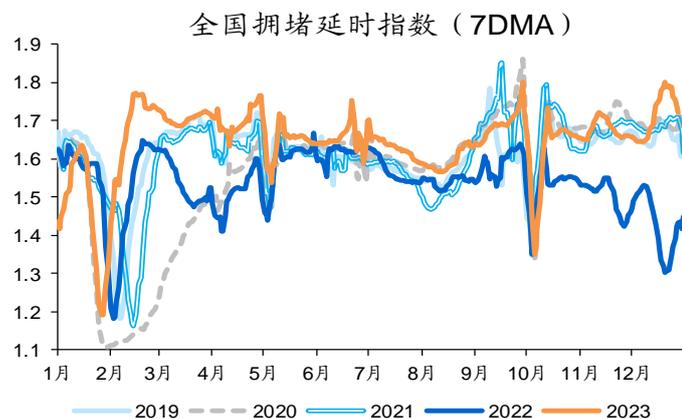
来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 本周, 大多数样本城市地铁客流量环比增加



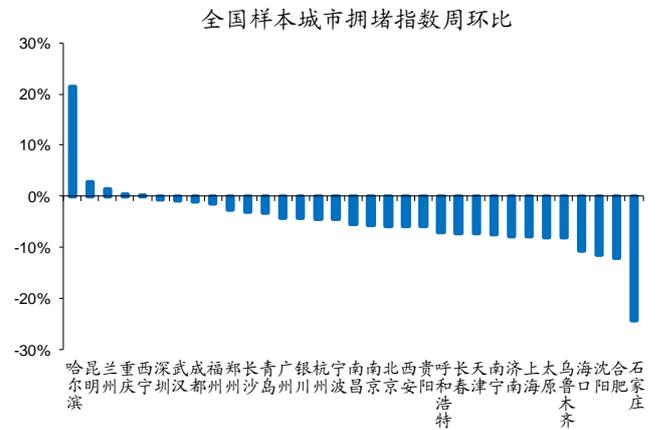
来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 本周, 全国拥堵延时指数显著下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表58: 本周, 大部分城市拥堵指数有所回落



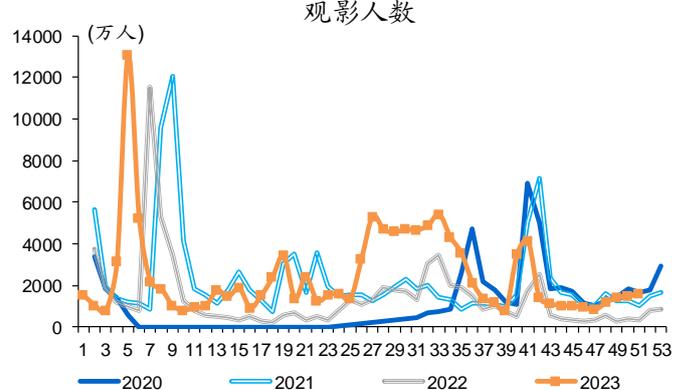
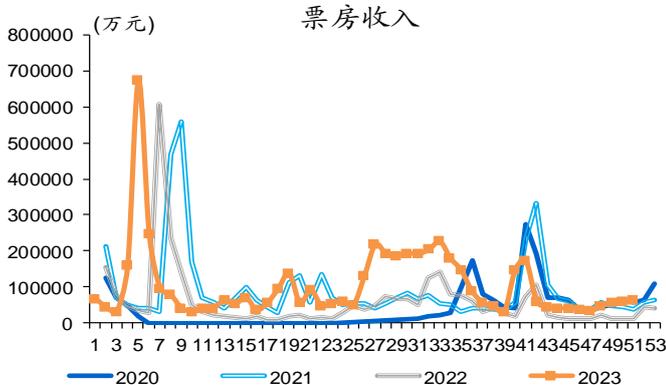
来源: Wind, 国金证券研究所



年底电影院线消费延续回升、恢复至2019年同期六成左右。上周(12月18日至12月24日),电影票房日均收入、场均观影人次延续回升、分别较前周增加9.1%至6.9亿元、10.7%至1732.4万人次,约为2019年同期的65.4%、59.7%。

图表59: 上周, 票房收入延续回升

图表60: 上周, 观影人数继续上涨



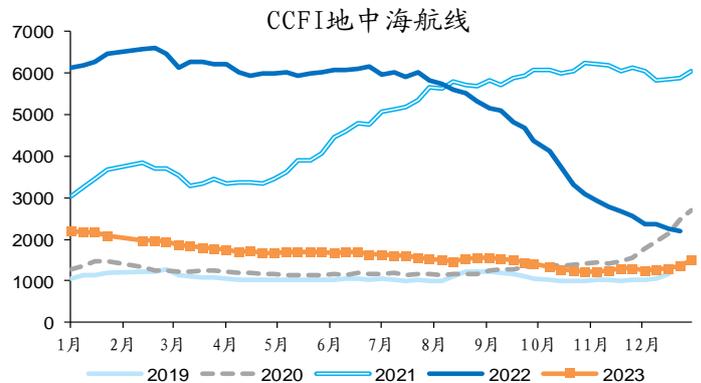
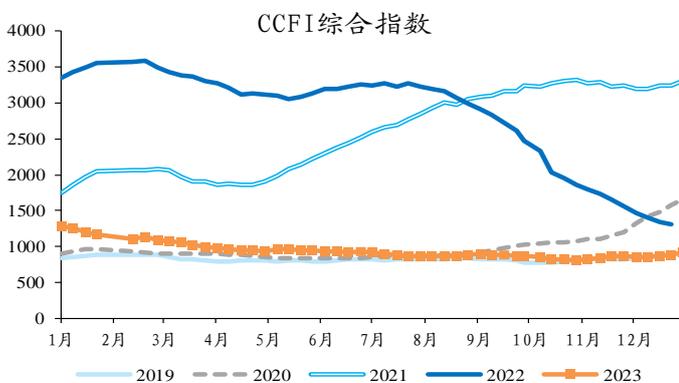
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

出口方面, 红海危机持续, 地中海、欧洲航线海运运价指数大幅提升。本周(12月23日至12月30日), CCFI综合指数较前周大幅提升、环比增加3.4%, 其中, 地中海、欧洲指数涨幅显著, 分别较前周提升10.4%、5.5%; 后续红海地区紧张局势仍在持续, 海运运价指数有望进一步增加。此外, 受其他航线运价上涨的带动, 美西航线运价亦有大幅增长、环比提升5.4%。

图表61: 本周, 出口集装箱运价指数大幅增加

图表62: 本周, 地中海航线运价显著增加

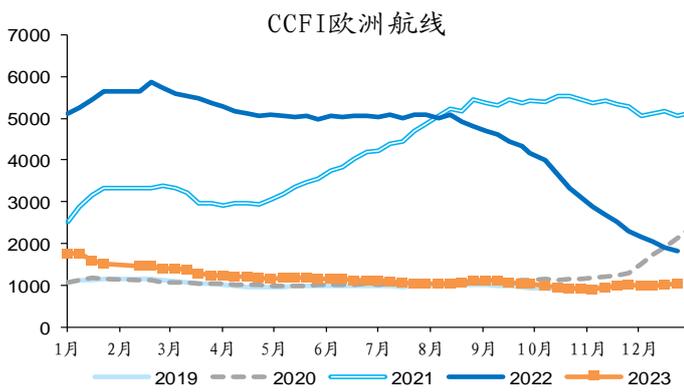


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

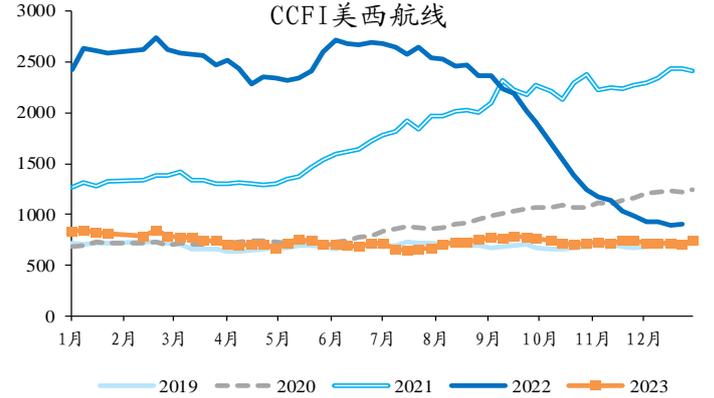


图表63: 本周, 欧洲航线运价涨幅较大



来源: Wind, 国金证券研究所

图表64: 本周, 美西航线运价亦有明显上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

## 风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



**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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究