

# 波折中的持续改善

## ——2023年中国宏观经济展望

### 宏观研究 · 专题报告

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

证券分析师：李智能  
0755-22940456  
lizn@guosen.com.cn  
S0980516060001

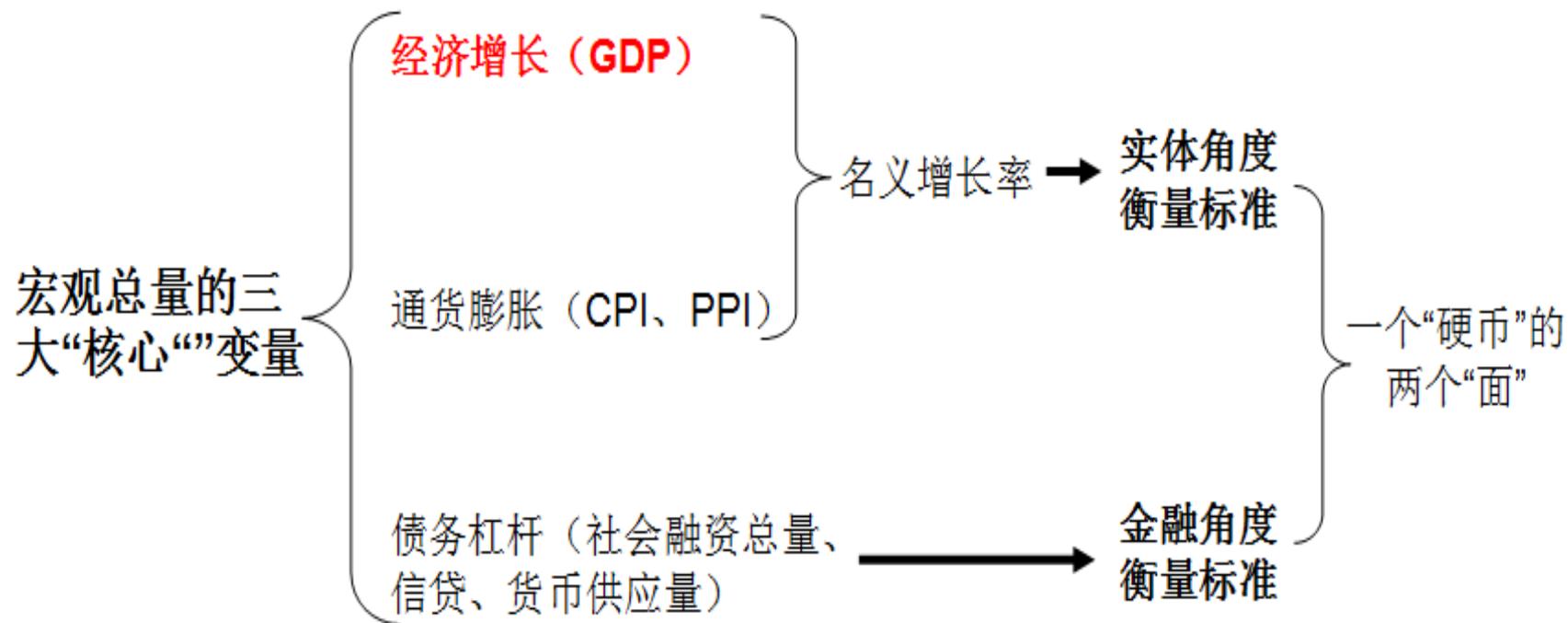
- [ **01** ] 疫情三年以来的宏观核心逻辑：经济增长
- [ **02** ] 2022：波折中的修复与制约
- [ **03** ] 2023：上、下驱动因素与经济展望

- **疫情三年以来宏观总量的“核心”跟踪线索：经济增长**
  - 宏观总量的三大跟踪线索：经济增长、通货膨胀、债务杠杆率（信用增速）；
  - 2020年疫情冲击以来，经济增长因素是核心变量；
- **建立高频、全面的经济增长指标：月度GDP**
  - 2020年以来，疫情对于服务业的影响显著；
  - 构建更为高频、全面（包含二、三产业）的增长观测指标；

# 2020年以来中国宏观的核心跟踪线索：经济增长

- 疫情发生以来，供给收缩与需求收缩共存，通货膨胀没有出现大幅波动；
- 近两年时间以来，地产行业整顿和经济刺激共存（信用抑制与信用推动并行），债务杠杆没有出现大幅波动；
- 实际经济增长速度出现了显著波动，成为中国宏观经济的核心问题；

图1：宏观总量核心跟踪框架

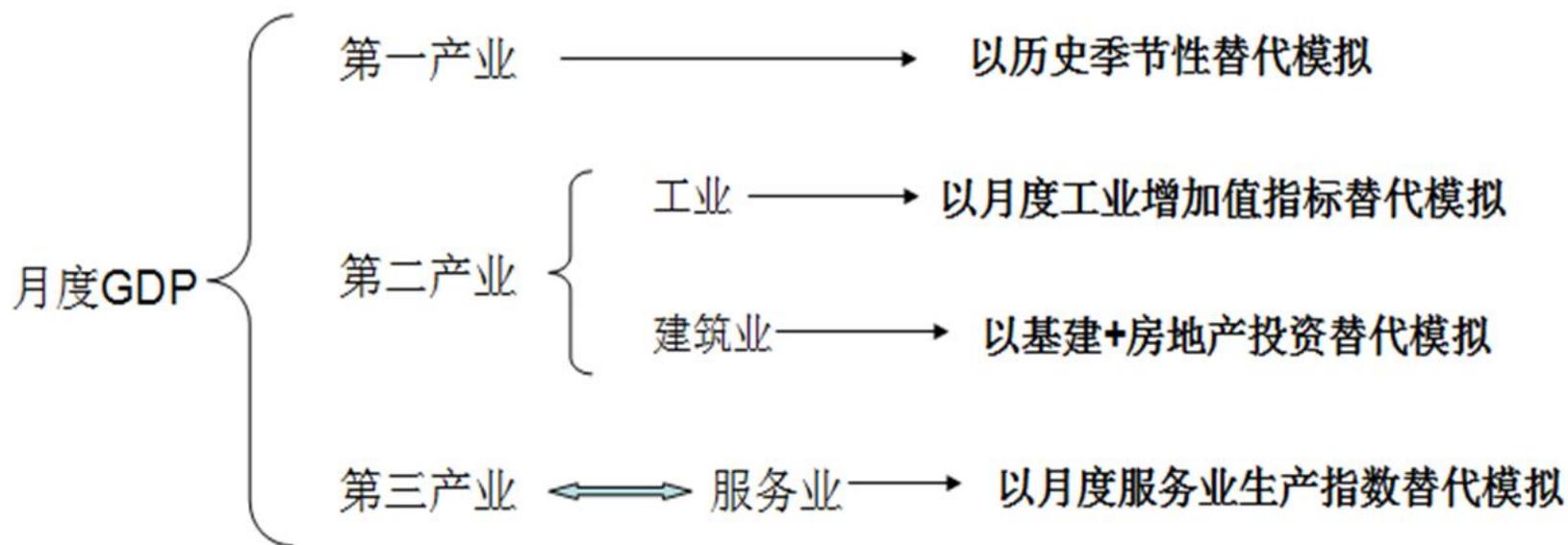


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 构建高频、全面的“月度GDP”观测指标

- 近三年时间以来，经济的波动不仅发生在第二产业，更体现在第三产业，这与疫情冲击影响密切相关；
- GDP指标是全面衡量一、二、三产业综合变化的指标，但是缺陷于频率过低；
- 月度GDP能够高频、全面的衡量整体经济的变化态势，特别在最近2-3年疫情环境中，对于经济态势的描述更为精确；

图2：“月度GDP”观测指标体系搭建



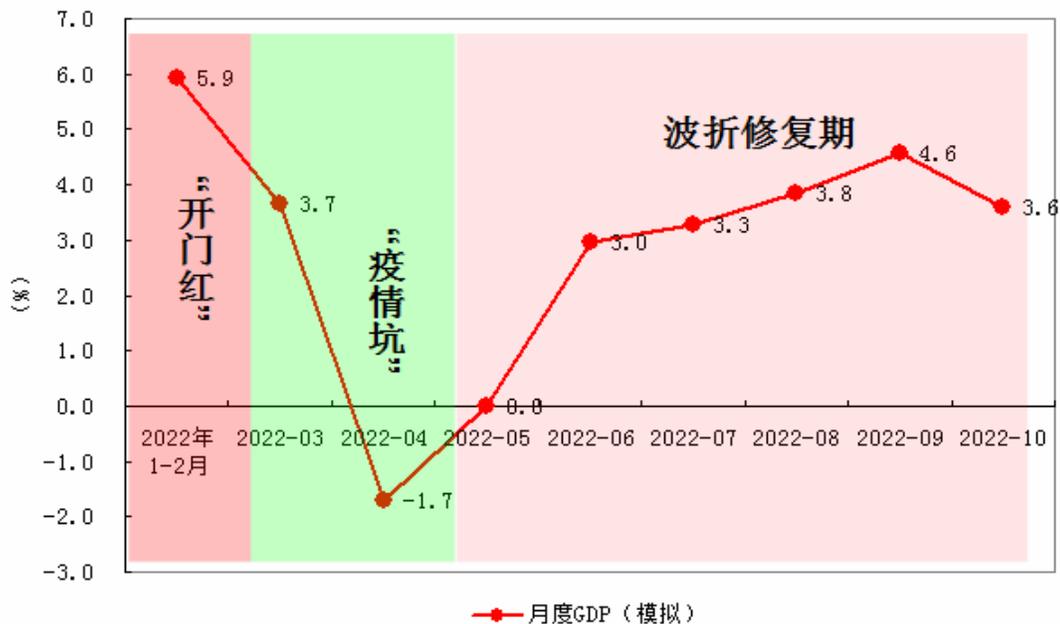
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

- 2022年的一波三“折”
  - “开门红” —> “疫情坑” —> “修复期”；
- 影响经济增长的两大焦点问题
  - “疫情变化与防控措施”；
  - 地产调控

# 2022年的“一波三折”

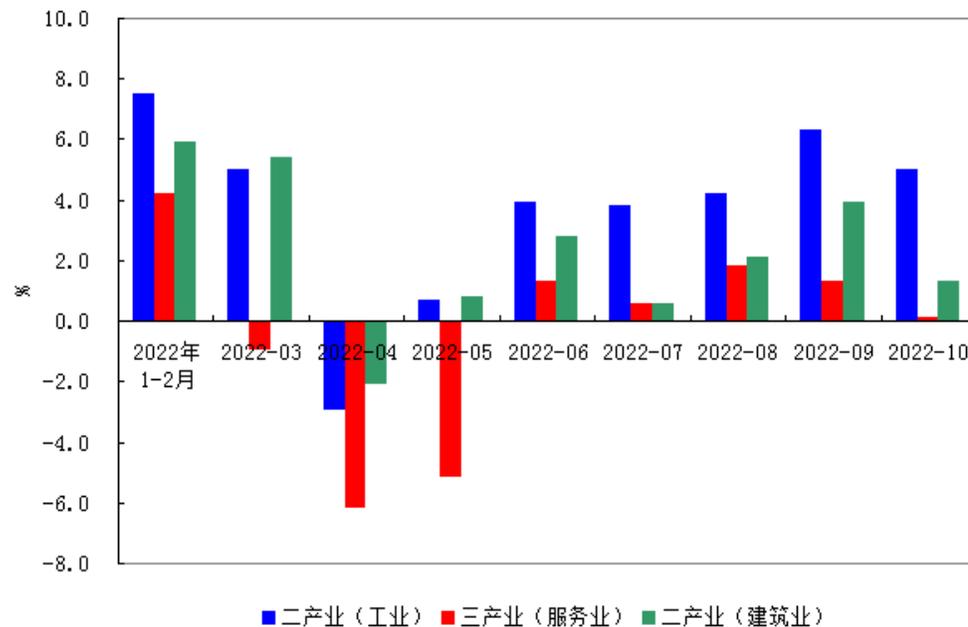
- 2022年中国经济增长依次经历了“开门红”（1-2月份）、“疫情坑”（3-5月份）、“波折修复”（6月份以来）；
- 5月份以来的修复进程低于预期，主要障碍出现在服务业的修复上。
- 一季度GDP增速4.8%，二季度GDP增速0.4%，三季度GDP增速在3.9%；
- 当前市场对于两大因素格外关注：
  - 疫情与防疫措施的演变；
  - 房地产调控问题；

图3：2022年疫情冲击下的一波三折



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4：服务业的恢复依然弱于预期



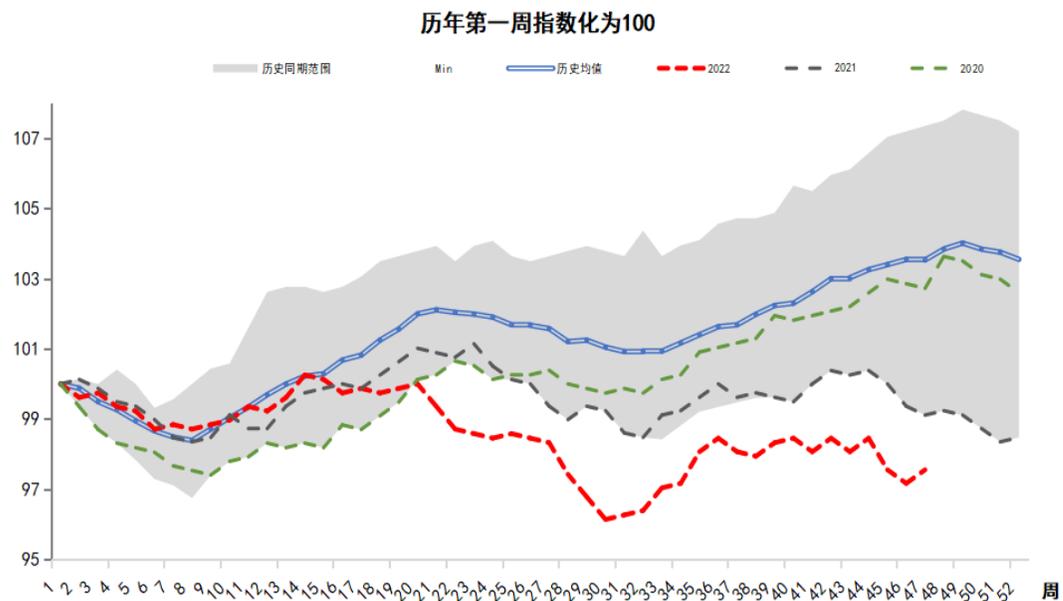
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

# 聚焦点一：疫情与防疫措施的演变与优化

- 2022年的疫情冲击是三年以来最大的，防疫措施为常态化、动态清零：
  - 2020年：一次大型冲击（武汉疫情）；
  - 2021年：若干次点状冲击（北方四省、南京疫情、西安疫情等）；
  - 2022年：大型冲击（上海疫情）+若干点状冲击（深圳、成都等多地）；
- 国信高频宏观扩散指数也显示对经济影响冲破了历史边界；

图5：国信高频宏观扩散指数揭示的三年情形对比

- 防疫政策优化演变对于资产价格的影响，要回答两个问题：
  - 防疫政策不断优化，一方面对于经济的制约在放松，另一方面也可能导致感染人数的增加；那么哪个方面对于经济的影响占据主导？
  - 在远景乐观的背景下，即便存在对经济的短期扰动，这是否会影响资本市场的定价？
- 我们的看法：
  - 前者占主导；
  - 即便有短期扰动，但是资本市场不会为此定价；

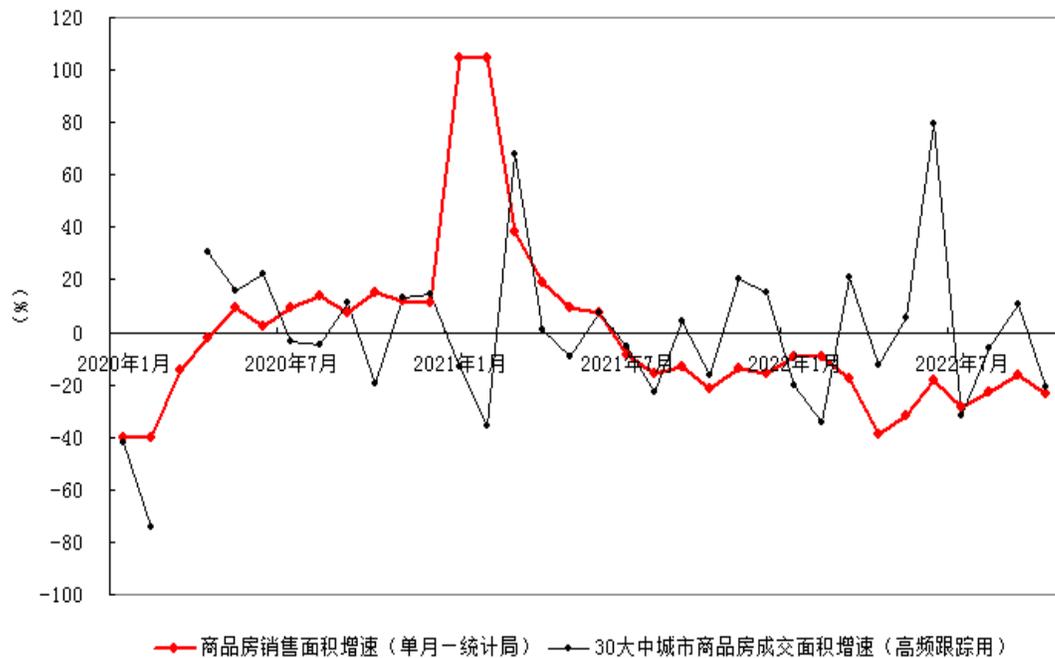


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

## 聚焦点二：房地产行业的调控

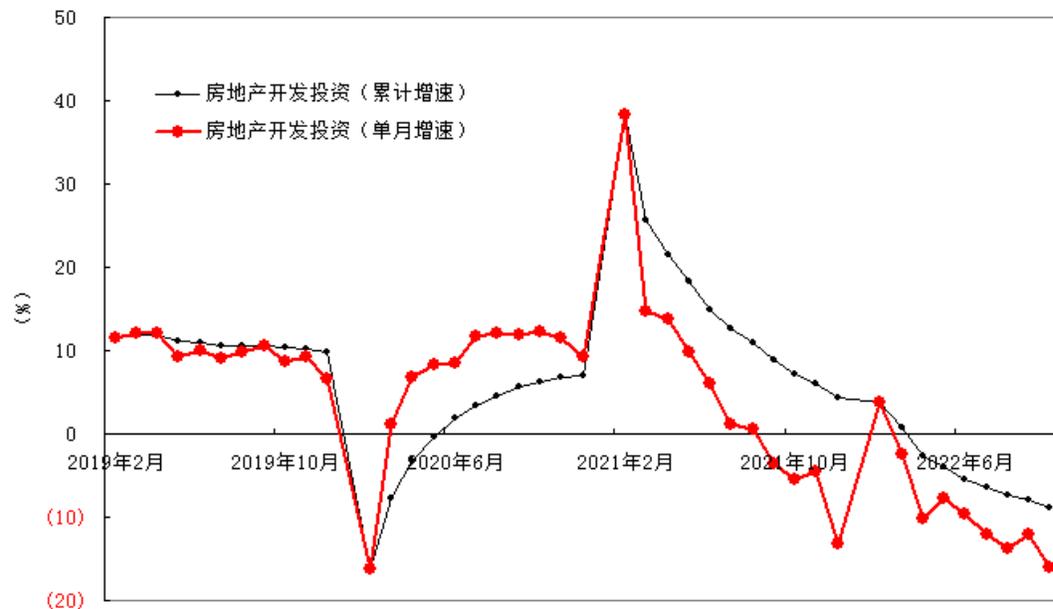
- 本世纪以来房地产市场经历过五轮调整周期，本轮已经持续了14个月；
- 与前五轮调整周期不同，本轮调控周期更偏于供给端；
  - 需求端调控（地产销售）：从2021年四季度开始放松、呵护；
  - 供给端调控（地产投资）：至今依然未见显著宽松；

图6：需求侧的代表：地产销售增速



资料来源：万得，国信证券经济研究所预测

图7：供给侧的代表：地产投资增速

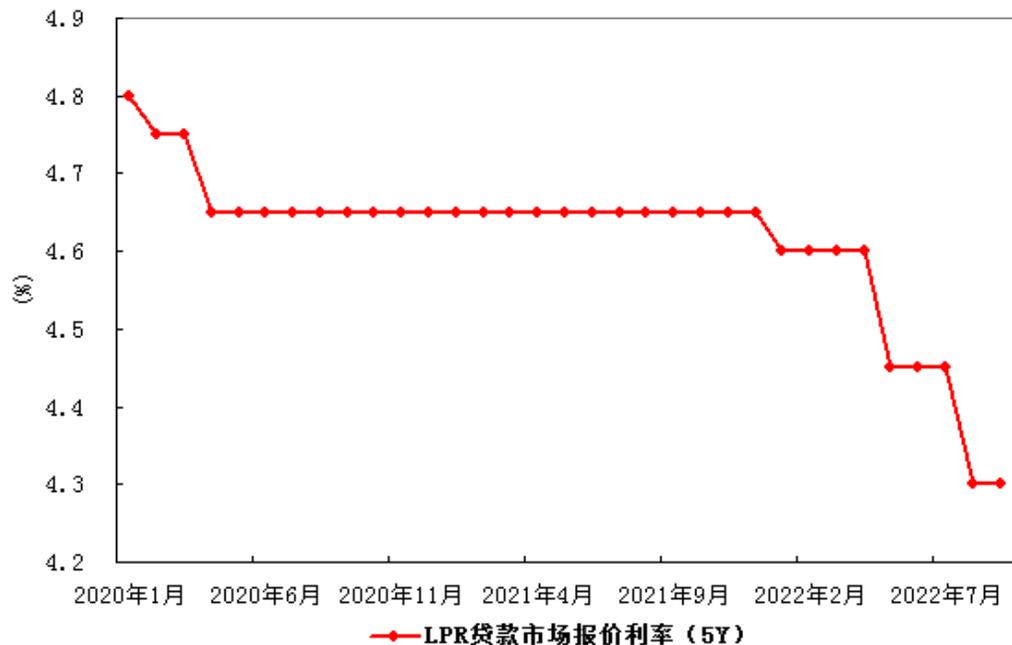


资料来源：万得，国信证券经济研究所预测

# 需求端的企稳条件已经具备+供给端的“腾笼换鸟”进程过半

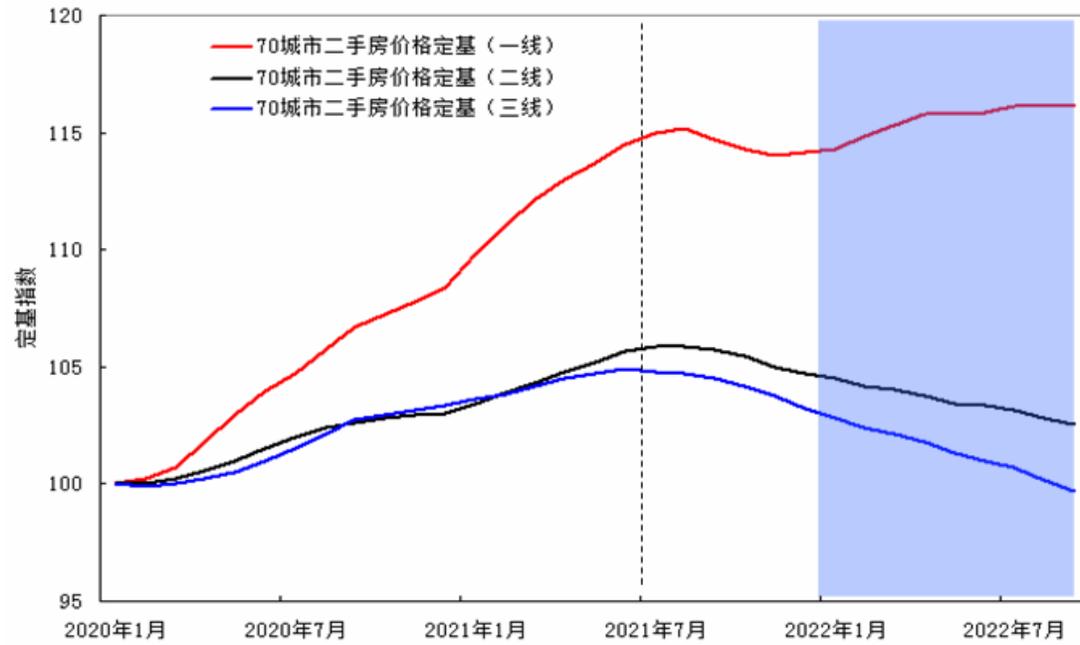
- （刚需与改善型）需求端企稳的条件：1、金融条件放松（更在于信贷的可得性）；2、房价趋稳；
- 供给侧改革演进的路线：1、抑制私人资本的无序扩张；2、国有资本的拍地入场；3、防止烂尾楼的出现；4、国有资本的兼并收购；
- **结论：需求端企稳（地产销售增速已经企稳），供给侧的企稳预计在2023年上半年到来；**

图8：与需求端相关的金融条件已然宽松



资料来源：万得，国信证券经济研究所预测

图9：1-3线城市房价信号依次在企稳中



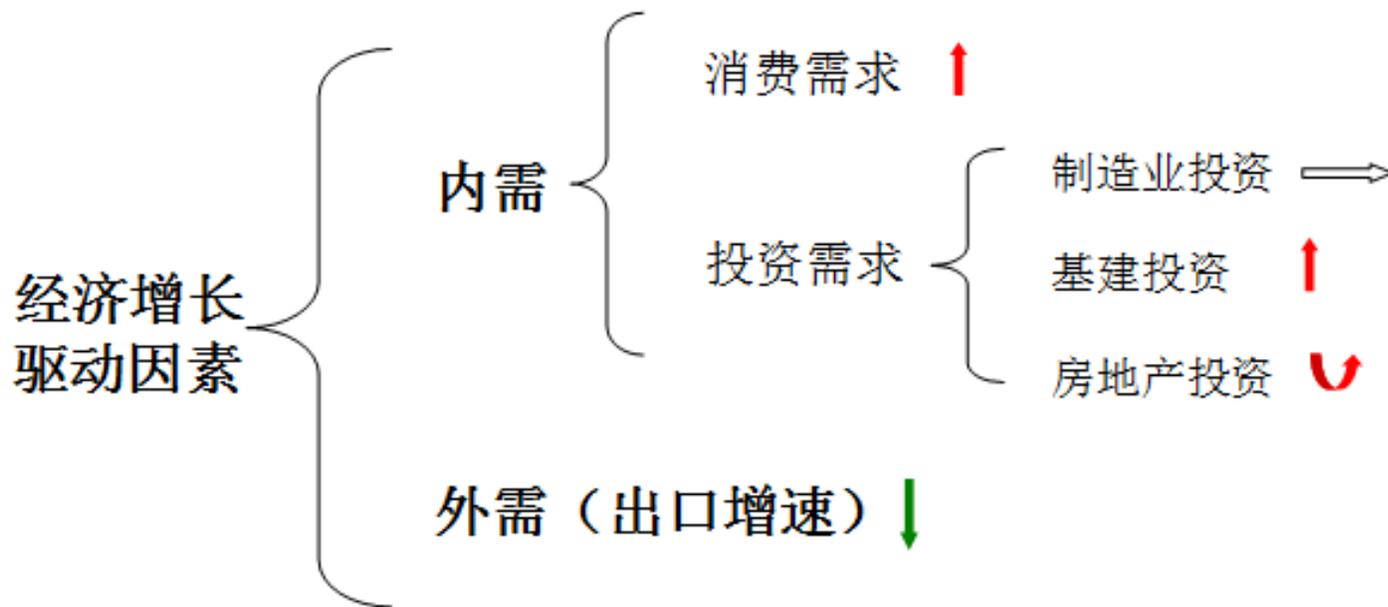
资料来源：万得，国信证券经济研究所预测

- **经济修复的动力与阻力**
  - 支撑因素有哪些？
  - 不利因素有哪些？
- **2023年中国经济增长的演变预期**
  - 上限与下限

# 2023：哪些因素在支撑？哪些因素在抑制？

- 2020年：内外需双发力；2021-2022年：外需发力+内需疲弱；
- 预计2023年：“外需拖累+内需回暖”；
- 主要支撑因素：消费（疫情缓和+地产需求侧回暖）、基建（政策短期支持）、制造业投资（国策长期扶持）；
- 主要抑制因素：外需回落（欧美经济有可能步入衰退）、地产投资（滞后企稳）；

图10：经济驱动因素趋势展望

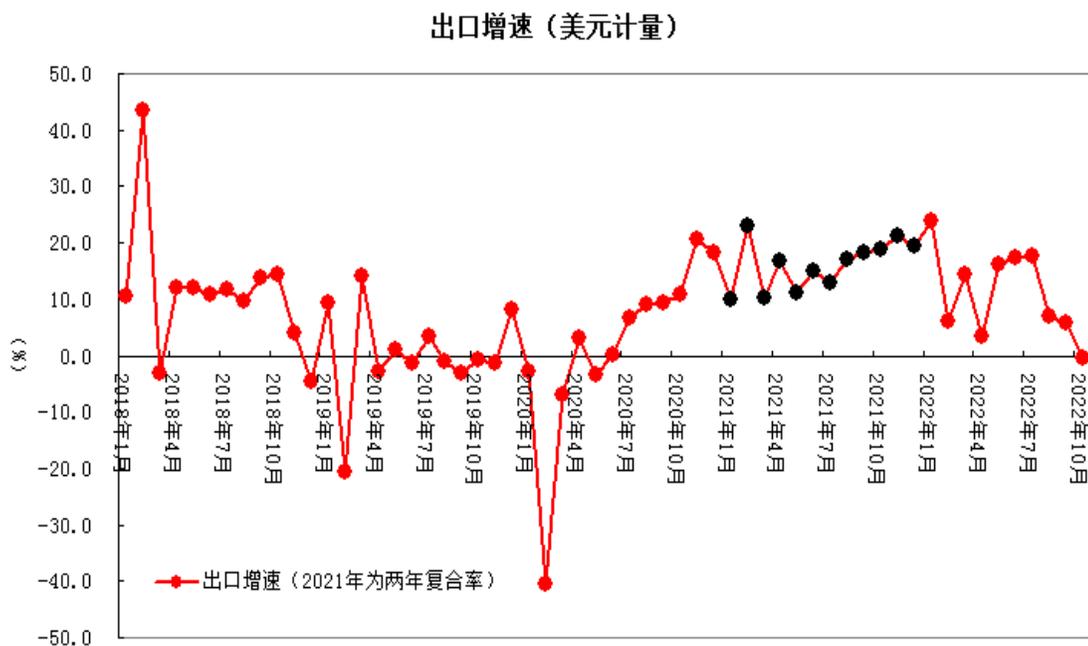


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

# 外需变化的前兆：美国经济尚在平衡位置

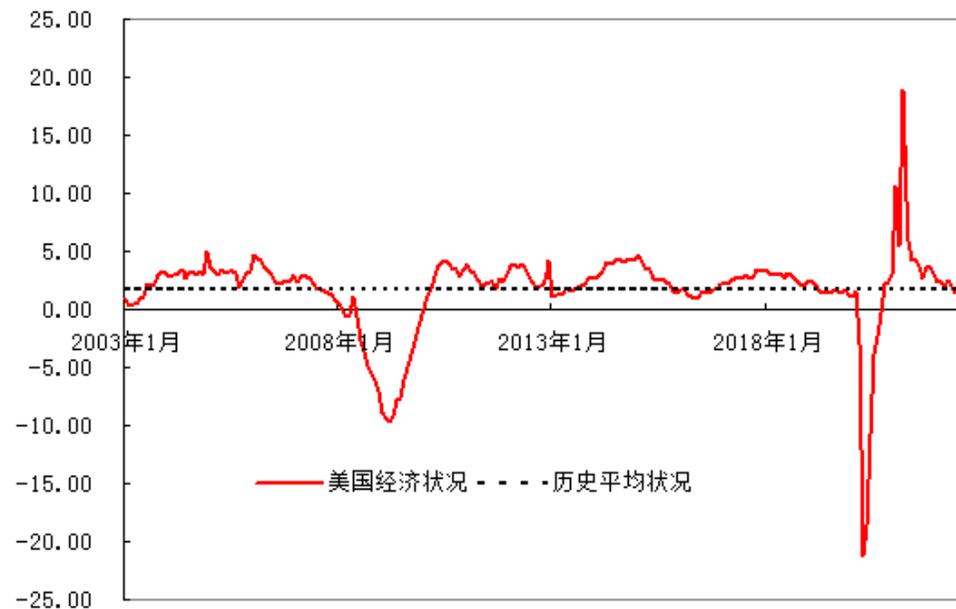
- 出口增速会下行，但是更多还是基数效应所导致；
- 目前尚未看到环比失速的局面，即没有看到欧美需求衰退的局面，美国经济状况尚在历史平衡位置；
- 美国大幅度加息会对其经济下行造成干扰，加大我们对于外需的忧虑；

图11：出口增速会在基数主导下下行



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图12：美国当前的经济状态只是在均值

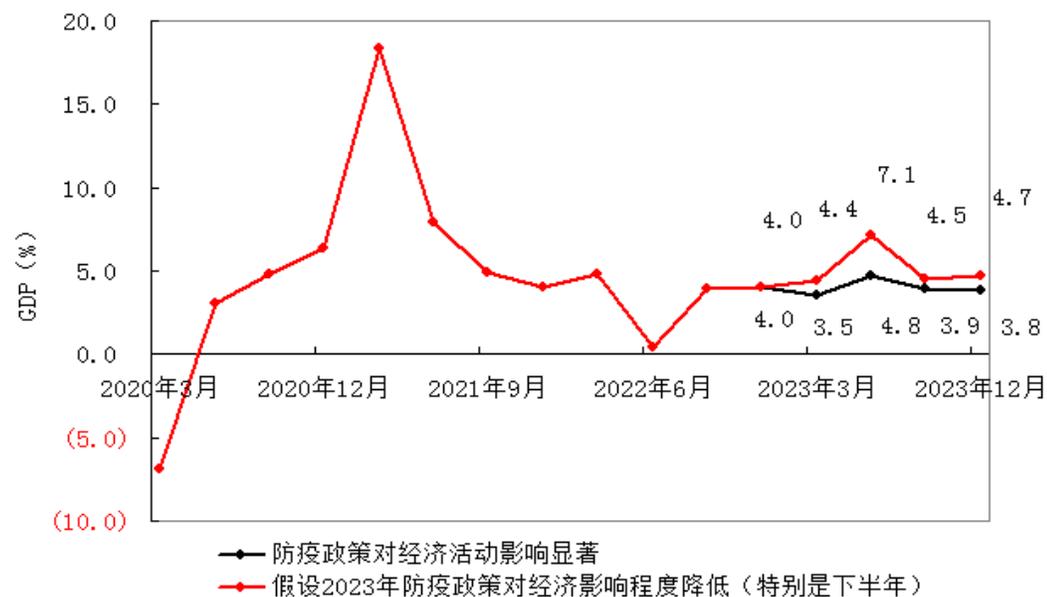


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

# 2023年宏观经济展望：两种情况，上下区间

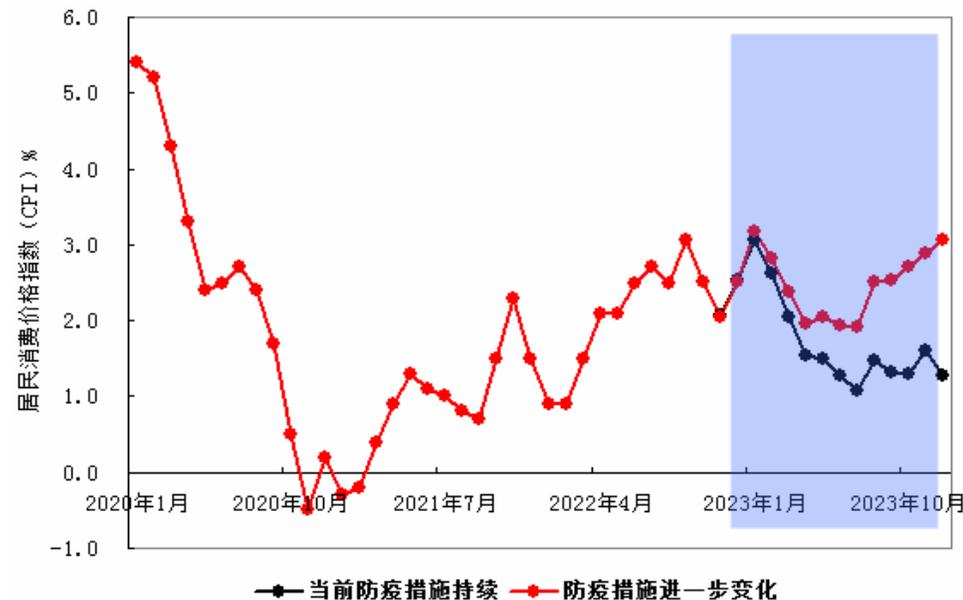
- 剔除疫情干扰因素，中国的经济潜在水平在5-5.5%区间；近三年疫情拖累了潜在水平下移1-2个点。2022年预计GDP增速在3.3%（四季度为4%）；
- 2023年实际GDP增速走势呈现冲高回落态势：
  - 当前疫情干扰以及防疫措施贯彻下，GDP增速在4.0%；
  - 若疫情防疫措施存在变化，则2023年GDP增速在5.2%；
- 通胀压力不大，无论何种情况，居民消费价格CPI均保持在3%以内；

图13：不同条件下，2023年中国经济增长的判断



资料来源：万得，国信证券经济研究所预测

图14：不同条件下，2023年中国通货膨胀率的判断



资料来源：万得，国信证券经济研究所预测

- 疫情反复与防疫措施变化是近三年以来影响中国经济增速最核心的变量；
- 大疫已三年，2023年是至关重要的一年；
- 在不同疫情发展与不同防疫措施条件下，我们对于经济增速进行两种预估情形，构成未来经济变化的上下限区间：
  - 当前疫情干扰以及防疫措施延续下，GDP增速在4.0%；
  - 若疫情防疫措施存在进一步优化，则2023年GDP增速在5.2%；
- 通胀压力依然不大，无论何种情况，居民消费价格CPI均保持在3%以内，而PPI预计运行在（-1%, 1%）区间；

- 美联储加息幅度超预期；
- 海外通货膨胀快速上升；
- 海外地缘冲突短期难以缓解；
- 全球供应瓶颈问题尚未得到缓解；

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032