

# 宏观经济专题研究

## 疫情期间中国实物产能稳步增长，疫后经济修复的关键在就业

### 核心观点

**疫情期间生产端增长的结构特征。**三年疫情期间和疫情前相比，中国第一产业增长表现较强劲；第二产业虽然受建筑业拖累，但在工业拉动下增长表现亦偏强；第三产业中，仅有金融业增长表现和疫情前相差不大，其余各子行业增长表现均明显偏弱。考虑到第一产业和第二产业是实物生产部门，而第三产业并不会直接产出实物产品，可以将第三产业看成实物产品的管理和分配部门。按此划分，中国实物生产部门（即第一产业+第二产业）遭受的冲击非常小，甚至三年疫情期间实物生产部门的 GDP 平均增速较 2019 年还有所提升；但分配部门（即第三产业）遭遇的疫情冲击力度较大。

**疫情期间需求端增长的结构特征。**需求端方面，三年疫情期间中国实物消费普遍遭遇重大冲击；实物投资中则主要是房地产开发投资受到较大的负面冲击，而制造业投资逆势上升，整体投资增速较疫情前下行但幅度不大；实物出口则普遍大幅增长。

**疫情期间生产端与需求端增长结构特征的匹配与归因分析。**三年疫情期间中国实施了“动态清零”防控政策，这很好地保护了国民身体健康，但也极大地扭曲了就业市场，导致相当一部分民众难以通过就业参与到经济蛋糕的分配中来。就业和收入受阻无疑会直接拉低消费，同时对房地产需求构成较大的负面影响（而房地产融资政策的收紧进一步放大了这种影响）。

三年疫情期间中国的实物生产部门（即第一产业+第二产业）平稳运行，实物生产部门的 GDP 平均增速甚至高于 2019 年，表明疫情期间中国实物生产部门的产能和产量均稳步提升，这也蕴含着中国整体实物需求增速也平稳运行的事实，其中出口需求高增是实物生产和需求能够平稳运行的关键所在。

**疫情期间中国经济增长的结构特征给后续经济修复带来的启示。**考虑到三年疫情期间中国的实物生产部门平稳运行，产能未遭遇破坏，疫情主要冲击了分配部门，因此疫后中国经济修复的关键在于打通从生产到分配的通道，而这个通道是否畅通最直观的表现就是就业情况。2023 年在中国政府经济刺激政策的有力支持下，预计中国会较快建立起“就业上升——>需求上升——>就业上升”的正向反馈循环，推动国内经济较快地向上修复。

建立“就业上升——>需求上升——>就业上升”的正向反馈循环，最关键和困难的地方在于如何推动初始的就业上升，这或需要政府强有力的经济刺激政策来达成，这意味着 2023 年国内财政支出很可能前置而非后置。

此外，“就业上升——>需求上升——>就业上升”的正向反馈循环建立之后，中国居民的收入预期可能才会明显好转，届时消费和房地产销售或才会明显回暖，即消费和房地产销售的景气回暖在时间上或滞后于整体经济活跃度，特别是单项支出金额较大的房地产销售可能会更慢一些。

**风险提示：**新冠疫情再次明显反复，经济刺激政策力度和就业恢复偏弱。

### 经济研究·宏观专题

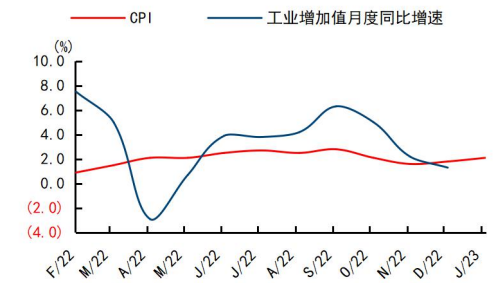
证券分析师：李智能  
 0755-22940456  
 lizn@guosen.com.cn  
 S0980516060001

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

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	5.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-9.90
M2	12.60

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《美国经济增长专题研究-美国 M2 增速历史性转负，是否意味着经济衰退？》——2023-02-15
- 《海外经济展望-如何看待美国经济衰退的程度》——2022-12-06
- 《波折中的持续改善—2023 年中国宏观经济报告》——2022-12-06
- 《宏观经济专题：中国经济下行中的产业结构调整》——2022-12-06
- 《宏观经济专题研究-聚焦经济高质量发展（上篇）》——2022-12-05

## 内容目录

<b>疫情期间中国实物产能稳步增长，疫后经济修复的关键在就业</b> .....	4
疫情期间生产端增长的结构特征.....	4
疫情期间需求端增长的结构特征.....	6
疫情期间生产端与需求端增长结构特征的匹配与归因分析.....	9
疫情期间中国经济增长的结构特征给后续经济修复带来的启示.....	9
<b>风险提示</b> .....	10
<b>免责声明</b> .....	11

## 图表目录

图 1: 三年疫情期间整体 GDP 复合增速明显回落, 第三产业是主要拖累.....	4
图 2: 第二产业中, 建筑业构成疫情期间主要的增长拖累.....	5
图 3: 疫情期间, 中国第三产业各子行业 GDP 增速较疫情前三年普遍回落.....	5
图 4: 三年疫情期间实物生产部门 GDP 复合同比增速高于 2019 年, 分配部门则明显下降.....	6
图 5: 三年疫情期间实物消费增速回落幅度最大, 投资也有所回落, 出口大幅提升.....	7
图 6: 固定资产投资中, 三年疫情期间房地产开发投资受到的冲击最大, 制造业逆势上升.....	7
图 7: 三年疫情期间, 实物消费中商品零售和餐饮收入增速均明显回落.....	8
图 8: 三年疫情期间, 实物出口中各品类增速普遍上升.....	8
图 9: 疫情期间, 中国经济的生产端与需求端增长结构匹配与归因示意图.....	9

## 疫情期间中国实物产能稳步增长，疫后经济修复的关键在就业

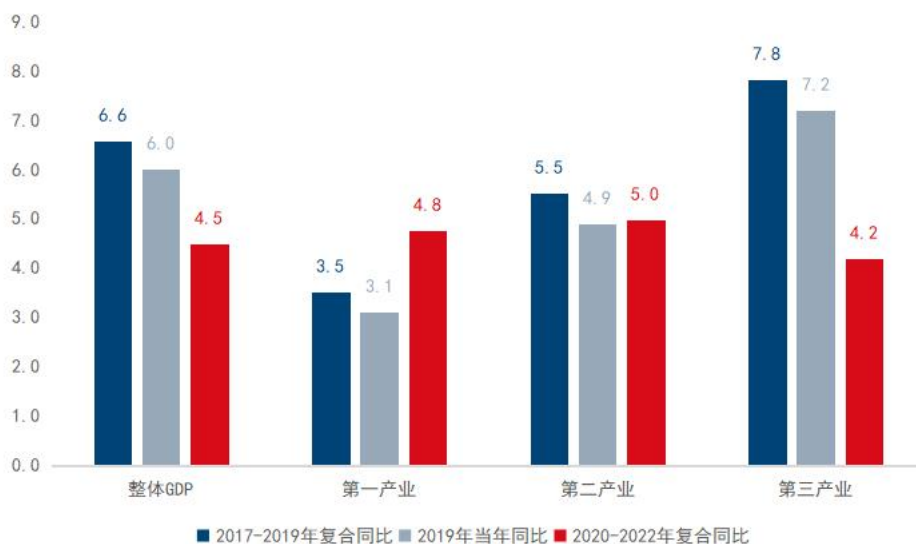
2020-2022年，中国经历了三年疫情，经济增长遭遇较大的冲击。2020-2022年中国实际GDP复合同比增速约为4.5%，较疫情前2017-2019年复合同比增速下降2.1个百分点，较2019年下降1.5个百分点。

本文旨在总结三年疫情期间中国经济增长的结构特征，并分析这些结构特征给后续经济修复带来的启示。

### 疫情期间生产端增长的结构特征

生产端方面，疫情期间三大产业的GDP平均增速与疫情前三年平均增速相比，第一产业上升1.3个百分点，第二产业小幅下降0.5个百分点，第三产业下降3.6个百分点；与2019年增速相比，第一产业上升1.7个百分点，第二产业小幅上升0.1个百分点，第三产业下降3.0个百分点。

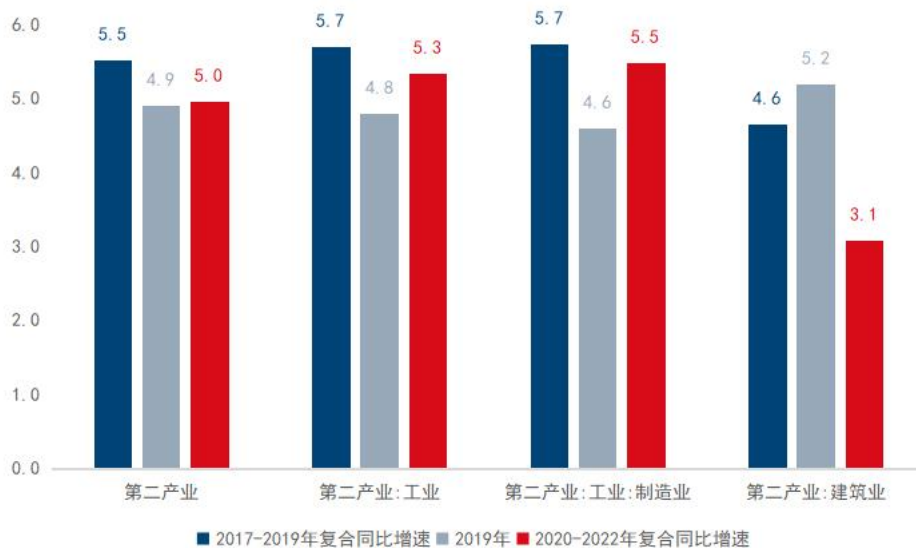
图1：三年疫情期间整体GDP复合增速明显回落，第三产业是主要拖累



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

第二产业中，建筑业构成疫情期间主要的增长拖累。疫情期间的GDP平均增速与疫情前三年平均增速相比，制造业仅回落0.2个百分点，建筑业回落1.5个百分点；和2019年增速相比，制造业提升0.9个百分点；建筑业回落2.1个百分点。

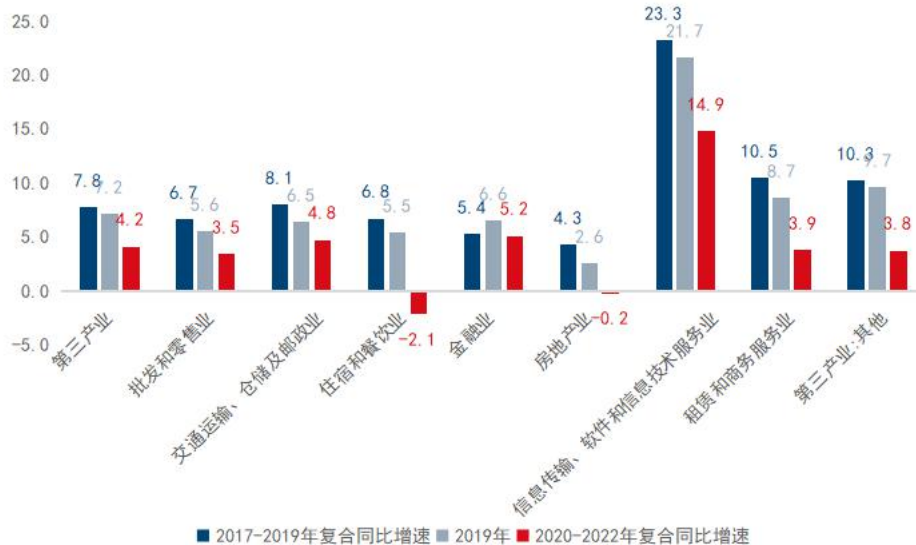
图2: 第二产业中, 建筑业构成疫情期间主要的增长拖累



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

第三产业中, 仅有金融业 GDP 增速变动较小, 其余各子行业 GDP 增速均明显回落超过 3 个百分点。

图3: 疫情期间, 中国第三产业各子行业 GDP 增速较疫情前三年普遍回落

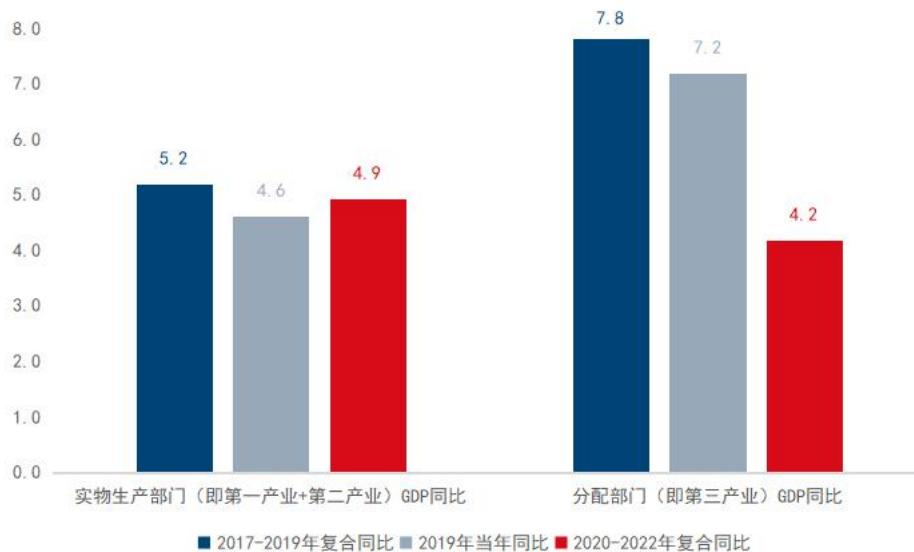


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

考虑到第一产业和第二产业是实物生产部门, 而第三产业并不会直接产出实物产品, 可以将第三产业看成实物产品的管理和分配部门。

按此划分, 中国实物生产部门(即第一产业+第二产业)遭受的冲击非常小, 甚至三年疫情期间实物生产部门的 GDP 平均增速较 2019 年还有所提升; 但分配部门(即第三产业)遭遇的疫情冲击力度较大, 三年疫情期间分配部门的 GDP 平均增速大幅回落。

图4: 三年疫情期间实物生产部门 GDP 复合同比增速高于 2019 年, 分配部门则明显下降



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

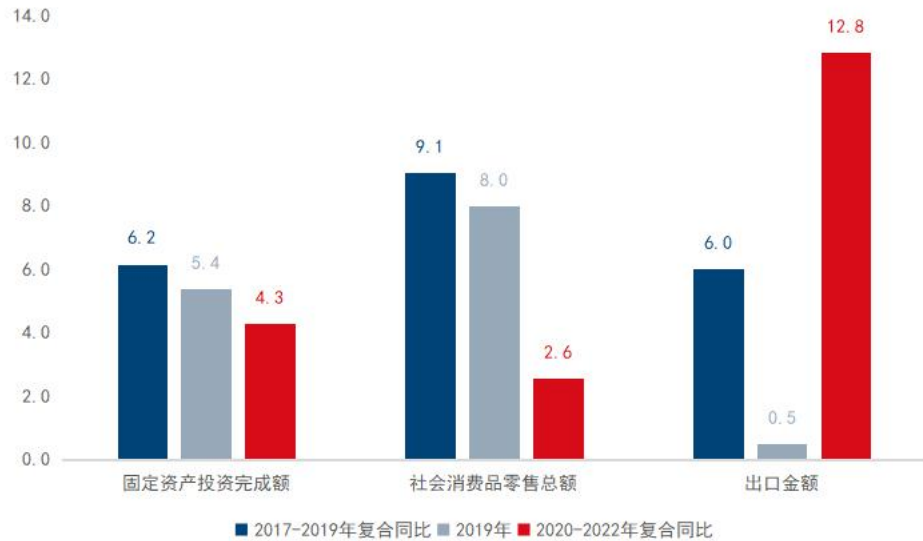
### 疫情期间需求端增长的结构特征

需求端方面, 我们仅分析实物生产部门直接对应的实物产品需求结构特征。中国官方公布的月度需求指标 (社会消费品零售总额、固定资产投资完成额、出口金额) 对应的均是实物产品需求, 数据可得性和权威性均很强。而第三产业是实物的管理和分配部门, 并且服务品需求方面缺乏权威数据, 因此我们不针对第三产业做需求分析。

疫情期间三大实物需求的平均增速与疫情前三年平均增速相比, 固定资产投资完成额回落 1.9 个百分点, 社会消费品零售总额回落 6.5 个百分点, 美元计价的出口金额提升 6.8 个百分点; 和 2019 年相比, 固定资产投资完成额回落 1.1 个百分点, 社会消费品零售总额回落 5.4 个百分点, 美元计价的出口金额提升 12.3 个百分点。

因此, 三年疫情期间中国实物消费遭遇重大冲击, 实物投资也受到一定的负面影响, 但实物出口却大幅增长。

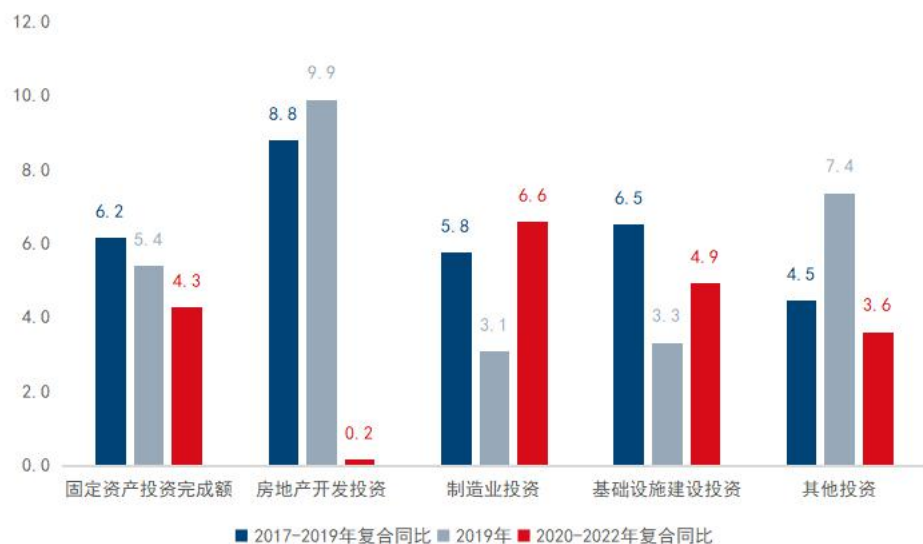
图5: 三年疫情期间实物消费增速回落幅度最大, 投资也有所回落, 出口大幅提升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

固定资产投资中, 三年疫情期间房地产开发投资受到的冲击最大, 而制造业投资则逆势上升。三年疫情期间平均增速与疫情前三年平均增速相比, 房地产开发投资回落 8.6 个百分点, 制造业投资上升 0.8 个百分点, 基建投资回落 1.6 个百分点, 其他投资回落 0.9 个百分点; 和 2019 年相比, 房地产开发投资回落 9.7 个百分点, 制造业投资上升 3.5 个百分点, 基建投资上升 1.6 个百分点, 其他投资回落 3.8 个百分点。

图6: 固定资产投资中, 三年疫情期间房地产开发投资受到的冲击最大, 制造业逆势上升

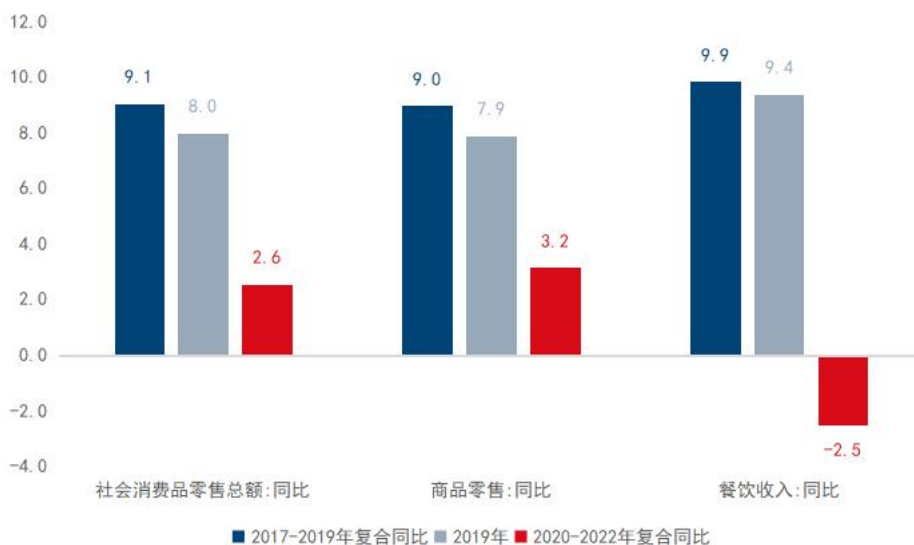


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

社会消费品零售总额中, 三年疫情期间商品零售和餐饮收入增速均明显回落。三年疫情期间平均增速与疫情前三年平均增速相比, 商品零售回落 5.8 个百分点, 餐饮收入回落 12.4 个百分点; 和 2019 年相比, 商品零售回落 4.7 个百分点, 餐

饮收入回落 11.9 个百分点。

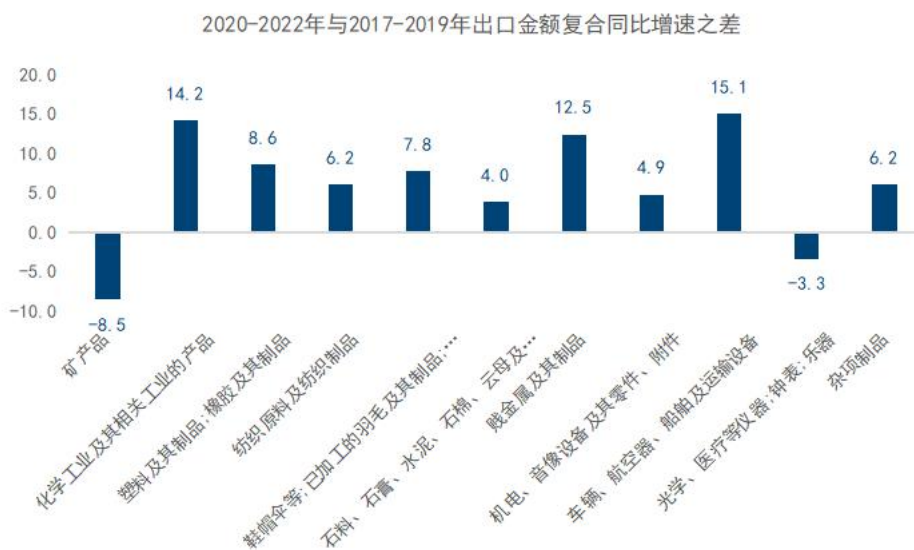
图 7: 三年疫情期间, 实物消费中商品零售和餐饮收入增速均明显回落



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

三年疫情期间, 实物出口中各品类增速普遍上升。我们选了 11 类出口产品, 其出口金额占比合计超过 90%。这 11 类出口产品中, 三年疫情期间平均增速与疫情前三年平均增速相比, 除了矿产品、仪器钟表和乐器这两类产品出口增速有所回落以外, 其余 9 类产品出口增速均有较明显的上升, 特别是化工产品、金属制品、车辆航空器船舶及运输设备这 3 类产品出口平均增速上升幅度超过了 10 个百分点。

图 8: 三年疫情期间, 实物出口中各品类增速普遍上升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算



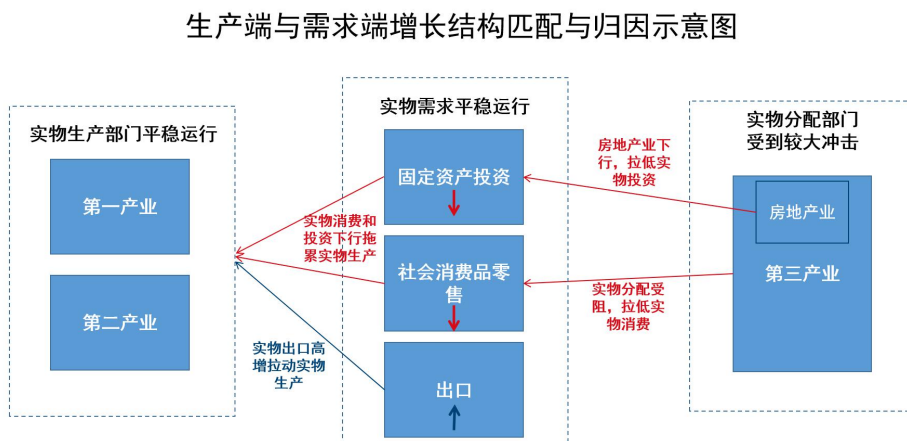
## 疫情期间生产端与需求端增长结构特征的匹配与归因分析

综合上述分析，三年疫情期间中国的分配部门（即第三产业）遭遇了较大冲击，这是疫情对经济造成负面冲击的主要影响路径。三年疫情期间中国实施了“动态清零”防控政策，这很好地保护了国民身体健康，但也极大地扭曲了就业市场，导致相当一部分民众难以通过就业参与到经济蛋糕的分配中来。就业和收入受阻无疑会直接拉低消费，同时对房地产需求构成较大的负面影响（而房地产融资政策的收紧进一步放大了这种影响）。

三年疫情期间中国的实物生产部门（即第一产业+第二产业）平稳运行，实物生产部门的 GDP 平均增速甚至高于 2019 年，表明疫情期间中国实物生产部门的产能和产量均稳步提升，这也蕴含着中国整体实物需求增速也平稳运行的事实。

从实物需求的结构变化来看，三年疫情期间中国实物消费需求遭遇重大冲击，实物投资因为房地产行业的下行也受到一定的负面影响，仅实物出口大幅增长。由此可见，出口需求高增是三年疫情期间中国实物生产和需求能够平稳运行的关键所在。

图9：疫情期间，中国经济的生产端与需求端增长结构匹配与归因示意图



资料来源：国信证券经济研究所整理

## 疫情期间中国经济增长的结构特征给后续经济修复带来的启示

考虑到三年疫情期间中国的实物生产部门平稳运行，产能未遭遇破坏，疫情主要冲击了分配部门，因此疫后中国经济修复的关键在于打通从生产到分配的通道，而这个通道是否畅通最直观的表现就是就业情况。2023 年在中国政府经济刺激政策的有力支持下，预计中国会较快建立起“就业上升——>需求上升——>就业上升”的正向反馈循环，推动国内经济较快地向上修复。

建立“就业上升——>需求上升——>就业上升”的正向反馈循环，最关键和困难的地方在于如何推动初始的就业上升，这或需要政府强有力的经济刺激政策来达成，这意味着 2023 年国内财政支出很可能前置而非后置。

此外，“就业上升——>需求上升——>就业上升”的正向反馈循环建立之后，中国居民的收入预期可能才会明显好转，届时消费和房地产销售或才会明显回暖，即消费和房地产销售的景气回暖在时间上或滞后于整体经济活跃度，特别是单项支出金额较大的房地产销售可能会更慢一些。

## 风险提示

新冠疫情再次明显反复，经济刺激政策力度和就业恢复偏弱。

## 免责声明

### 分析师声明

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。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 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。本报告仅供我公司客户使用，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所提及的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 层  
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