

经济修复略超预期但结构分化， 后续权益资产仍具备配置价值

—2023 年一季度宏观经济及大类资产配置分析与二季度展望



主要观点

■ 一季度经济：修复超预期但结构分化，边际趋弱压力有所显现

一季度，宏观经济修复略超预期，同比增长 4.5%，较上年四季度回升 1.6 个百分点，供给侧和需求侧均有所修复，第三产业与消费的增长贡献率显著回升，成为支撑宏观经济修复的主要动力，微观主体预期边际改善，经济修复势头较为显著，但 GDP 同比增速仍低于过去三年同期的复合增速，经济离常态水平仍有差距。

经济修复结构并不均衡，供给侧服务业修复好于工业，需求侧消费虽有回暖但仍“明强实弱”、出口短期反弹但后续下行压力仍存、投资企稳依然主要依靠政策性因素驱动，通胀水平走低反映总需求仍不足。此外，从先行指标来看工业生产修复趋弱的压力已经有所显现，且微观主体扩表意愿仍较弱，经济修复的“后劲”或有不足，后续尤其是下半年仍然需要高度关注经济修复的力度和节奏变化。

■ 宏观经济运行面临的风险及挑战仍存

一季度宏观经济开局证实了今年修复预期的显著加强，但后续经济运行依然面临多重风险与挑战：从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险仍存，部分领域的压力或将加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但结构分化，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱之下出口仍存下行压力；从主体预期看，居民谨慎性动机下的超额储蓄现象犹存，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，非金融部门高债务压力仍需关注，地方政府结构性及区域性债务风险较为突出。

■ 上调全年 GDP 增速预期至 5.7%，但经济修复仍需政策呵护

稳增长政策仍需保持连续性与精准性。货币政策将延续 2022 年底以来的宽松取向但更加注重“精准有力”，财政政策将继续“加力提效”并持续发挥稳增长的主力作用。

从后续经济运行来看，增长动能将向常态化水平回归，考虑到基数效应和经济修复节奏，维持全年“N”字型修复的判断，但将全年经济增长预期从此前的 5.3% 提升至 5.7% 左右，提醒关注中长期潜在增速下移。

■ 各类资产表现分化，经济回暖权益仍具备配置价值

一季度股票市场波动上行，表现整体优于债券市场。后续看，股票市场或继续上涨，但上涨的过程或较为崎岖，成长板块表现或优于周期；经济温和复苏下债市收益率不具大幅上行基础，二季度中枢或与一季度基本持平。对于后续资产配置，建议关注权益资产，若经济修复压力加大，可适当增加债券配置比例，且需警惕多空因素影响下大宗商品波动加大的可能性。



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

袁海霞 010-66428877-

hxyuan@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

张 林 010-66428877-271

lzhang01@ccxi.com.cn

张文宇 010-66428877-352

wyzhang.lvy@ccxi.com.cn

王 晨 010-66428877-319

chwang01@ccxi.com.cn



相关报告

寒意随存，春山可望—2022 年宏观经济及
大类资产配置分析与 2023 年展望（2023 年
1 月）

全民免疫高峰短期拖累经济增长，权益资
产或迎来中长期配置窗口——宏观经济与
大类资产配置月报（2022 年 11 月）

疫情扰动经济修复放缓，短期仍建议股债
均衡配置——宏观经济与大类资产配置月
报（2022 年 10 月）

宏观经济延续结构性修复，资产配置建议
防守型布局—2022 年三季度宏观经济及大
类资产配置分析与四季度展望

经济修复边际改善但仍处低位，短期内建
议股债均衡配置——宏观经济与大类资产
配置月报（2022 年 8 月）

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵 耿 010-66428731；
www.ccxi.com.cn

一、一季度经济：修复超预期但结构分化，边际趋弱压力有所显现

2023 年一季度 GDP 同比增长 4.5%，超出此前 4% 左右的市场普遍预期，供给侧和需求侧均有所修复，第三产业和最终消费对经济增长的贡献明显提升，微观主体预期边际改善，经济修复势头较为显著，但 GDP 同比增速仍低于过去三年同期复合增速，经济离常态水平仍有差距。综合来看，考虑到经济活力的提升及低基数的影响，2023 年经济改善预期进一步加强，一季度为全年经济修复打下了良好基础。但经济修复结构并不均衡，供给侧服务业修复好于工业，需求侧消费修复“明强实弱”、出口短期反弹但后续下行压力仍存、市场自发性投资的修复动力不足，总需求不足之下通胀水平走低。此外，从先行指标来看工业生产修复趋弱的压力已经有所显现，且微观主体扩表意愿仍较弱，经济改善的“后劲”或有不足，后续尤其是下半年仍然需要高度关注经济复苏的力度和节奏变化。

表 1 2023 年一季度中国宏观经济核心指标一览表

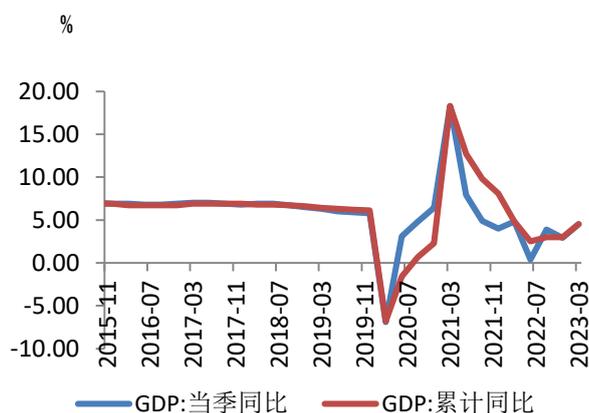
	2023 年	2023 年	2020-2022 年	2022 年				最新
	Q1	Q1 (环比)	Q1 (复合增速)	Q4	Q3	Q2	Q1	变化
GDP (当季, %)	4.5	1.6	4.9	2.9	3.9	0.4	4.8	↓
GDP (累计, %)	4.5	1.5	4.9	3	3	2.5	4.8	↓
第一产业 (累计, %)	3.7	-0.4	3.5	4.1	4.2	5	6.0	↑
第二产业 (累计, %)	3.3	-0.5	6.0	3.8	3.9	3.2	5.8	↓
第三产业 (累计, %)	5.4	3.1	4.5	2.3	2.3	1.8	4.0	↑
工业增加值 (累计, %)	3	-0.6	6.7	3.6	3.9	3.4	6.5	↓
服务业生产指数 (累计, %)	6.7	6.8	4.8	-0.1	0.1	-0.4	2.5	↑
投资 (累计, %)	5.1	0	4.8	5.1	5.9	6.1	9.3	↑
基建投资 (不含电力)	8.8	-0.6	4.2	9.4	8.6	7.1	8.5	↑
制造业投资	7	-2.1	3.9	9.1	10.1	10.4	15.6	↑
房地产开发投资	-5.8	4.2	3.3	-10	-8	-5.4	0.7	↓
社零额 (累计, %)	5.8	6	3.9	-0.2	0.7	-0.7	3.3	↑
出口: 累计 (% , 美元)	0.5	-6.5	14.9	7.0	12.5	13.9	15.5	↓
进口: 累计 (% , 美元)	-7.1	-8.2	12.3	1.1	3.9	5.7	10.6	↓
贸易顺差 (累计, 亿美元)	2047	-6729	914	8776	6444	3783	1542	↑
CPI (累计, %)	1.3	-0.7	1.9	2.0	2	1.7	1.1	↓
PPI (累计, %)	-1.6	-5.7	3.3	4.1	5.9	7.7	8.7	↓
M2: 同比 (%)	12.7	0.9	9.7	11.8	12.1	11.4	9.7	↑
社融增速 (存量, %)	10	0.4	11.4	9.6	10.6	10.8	10.6	↓

(注: ↓、↑ 分别代表今年一季度相比此前三年一季度复合增速的回落与提升)

（一）GDP 改善超预期，第三产业与最终消费贡献明显回升

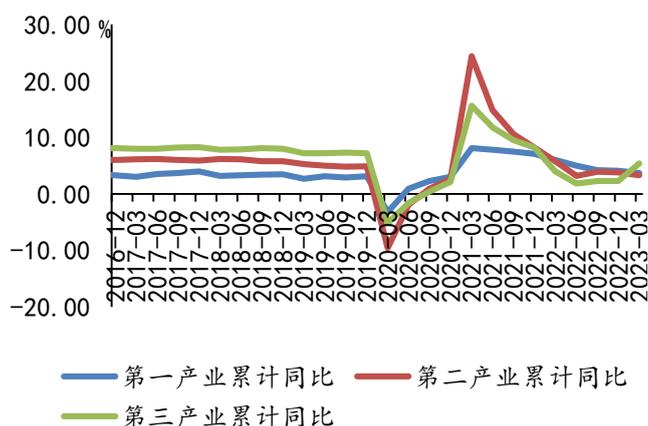
一季度，GDP 同比增长 4.5%、较上年四季度加快 1.6 个百分点。但受一季度通胀水平低位运行影响，GDP 平减指数同比增长 0.45%，名义 GDP 增速仅同比增长 4.97%，较上年四季度回落 0.34 个百分点。值得一提的是，GDP 同比增速不仅低于疫情前的常态水平，也低于过去三年同期的复合增速，说明经济修复距离恢复常态仍有很长的路要走。从三次产业来看，三次产业分别同比增长 3.7%、3.3%、5.4%，第三产业增速虽然仍低于历年同期常态化水平，但环比改善明显，受此影响，第三产业对经济增长的贡献率回升至 60%以上（68%），成为经济修复的主要带动力量。从三大需求来看，一季度最终消费对经济增长的贡献率达到 66.6%，远高于资本形成总额贡献率（34.7%），净出口对经济增长贡献率大幅走弱，由正转负，仅为-1.3%。

图 1：GDP 同比增速回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 2：第三产业增速回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

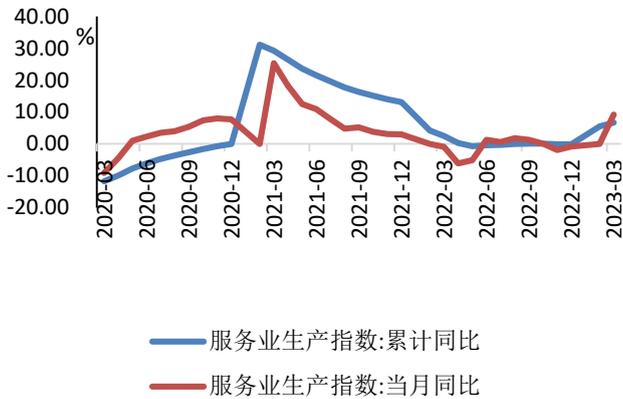
（二）从积极因素看，供需两侧均有修复，微观主体预期边际改善

1. 工业与服务业生产同步修复，服务业生产修复尤为显著

工业生产平稳修复、服务业显著反弹，服务业修复明显好于工业。一季度工业增加值同比增长 3%，其中制造业增加值同比增长 2.9%，虽然明显弱于上年同期和常态化水平，但较去年年末（11-12 月）生产明显疲弱的情况已经明显好转，说明生产进入稳步修复轨道。相比工业生产，服务业的反弹更为显著，服务业生产指数同比增速处于较高水平，第三产业同比增速显著高于上年同期。接触性服务业修复更为显著，住宿餐饮、租赁和商务服务、批发零售等接触性服务业增加值均较上年四季度显著回

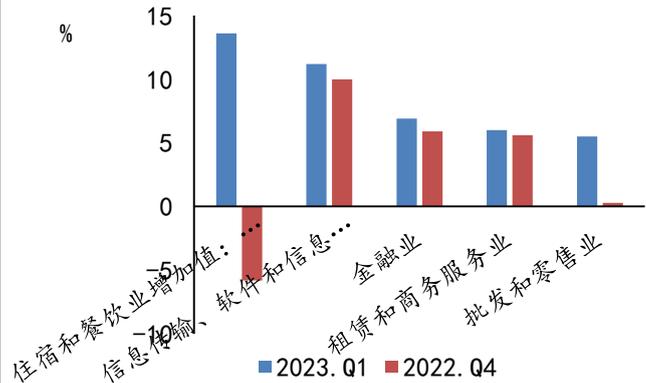
升。后续来看，随着市场主体信心持续修复，以及多项扩内需、促消费政策举措出台落地，服务业尤其是接触性服务业有望加快恢复，服务业生产仍有上行空间。

图 3：服务业生产指数显著回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 4：接触型服务业增加值增速边际改善

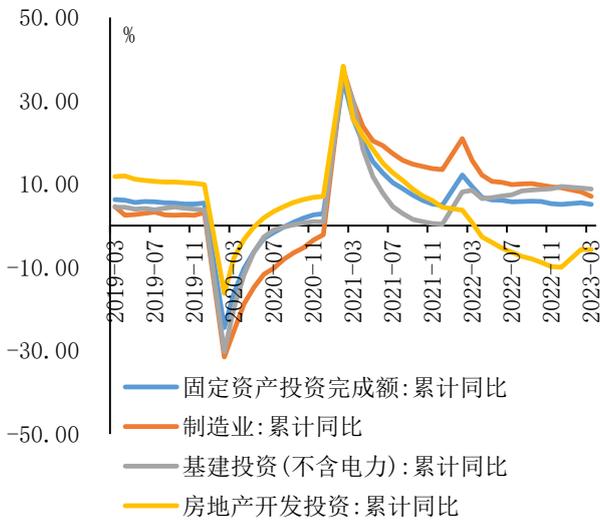


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

2. 需求侧改善明显，消费数据反弹明显，出口韧性超预期

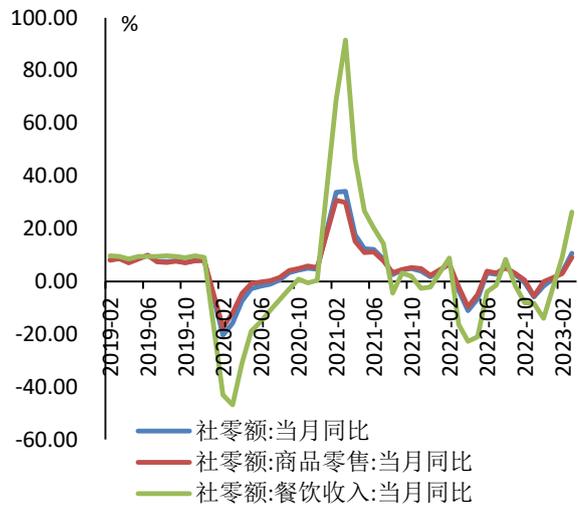
需求侧“三架马车”均有所修复，消费、出口表现突出。需求侧的改善相对供给侧更显著，“三驾马车”均保持了较好的修复势头。其中，投资同比增长 5.1%，基建投资持续保持在 8%以上的高速增长，房地产投资降幅收窄对投资的拖累减轻，高技术制造业同比增长 15.2%。更值得关注的是 3 月份消费与出口的超预期表现。具体来看，1-2 月社零额当月同比由负转正，从上年 12 月的-1.8%回升至 3.5%，3 月更是在上年同期基数偏低的背景下大幅回升至 10.6%。餐饮收入改善是带动社零额增速回升的主要因素，一季度餐饮收入累计同比增长 13.9%，显著高于商品零售的 4.9%。从出口来看，虽然欧美等我国传统主要出口对象经济下行给出口带来一定压力，且美国通过“长臂管辖”持续加大对于我国高科技产业的遏制，一季度我国高科技产品出口增速回落，但受益于对“一带一路”区域出口保持高位增长，以及对外交往加强背景下企业积极“抢出口”，出口仍然保持了一定韧性，增速逐月回升，3 月当月更是实现了 14.8%的高增长，带动一季度出口实现了 0.5%的正增长，整体好于市场预期。

图 5：投资保持平稳增长



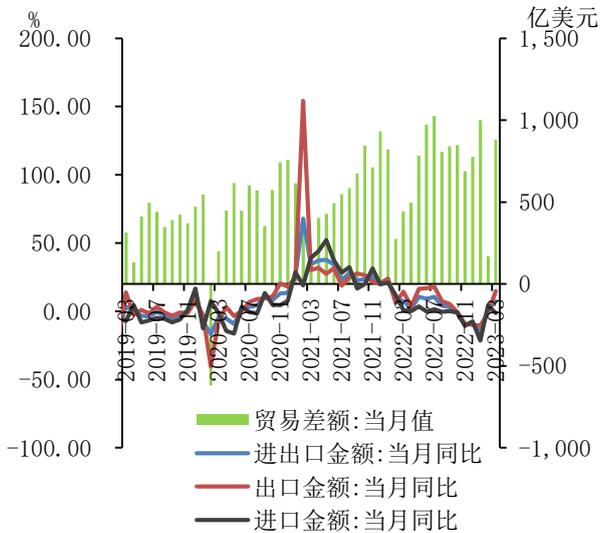
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 6：餐饮收入改善支撑社零回升



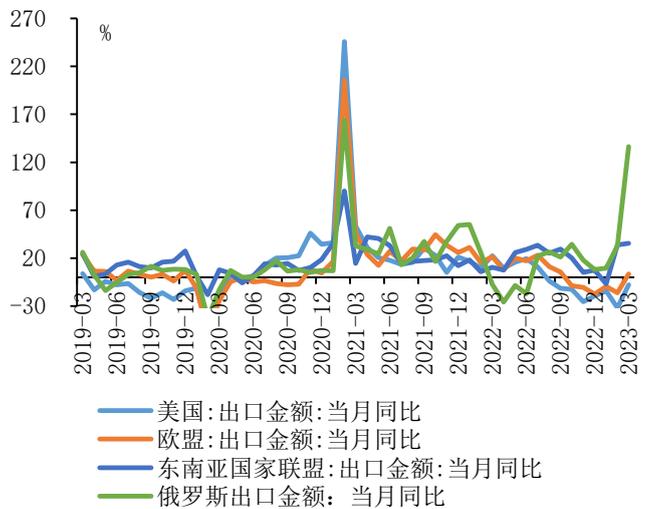
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 7：出口保持一定韧性



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 8：对东盟出口显著高于欧美



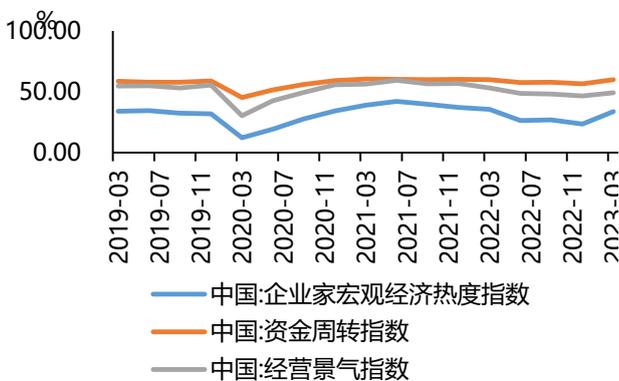
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

3. 随着经济修复和政策效果显现，微观主体预期边际改善

微观主体预期边际好转但仍偏弱，后续或有望延续改善势头。一季度央行问卷调查数据显示，企业家与消费者信心均有所改善，居民未来收入信心指数结束了去年四季度的回落态势，升至 2022 年 6 月以来高点。其中选择更多消费的居民占比较去年四季度有所回升，但当前仍处于历史较低水平；选择更多储蓄的占比有所回落，但仍为

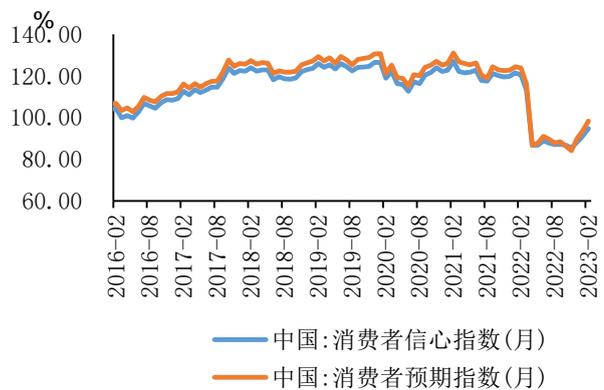
历史较高水平，显示当前居民谨慎性的储蓄动机仍较高。同时，一季度工业企业景气扩散指数较上年四季度大幅回升 10 个百分点以上。后续来看，在经济修复背景下微观主体预期的持续改善仍有支撑，特别是从去年底的中央经济工作会议再到年初两会等一系列重要会议均强调要坚持“两个毫不动摇”、切实落实“两个毫不动摇”、支持平台经济有序健康发展，给民营经济发展送来“定心丸”，有助于支持微观主体尤其是民营企业信心改善。

图 9：企业家预期边际改善



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 10：消费者信心回升

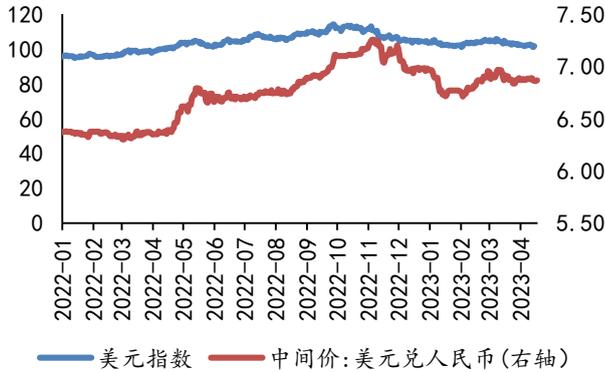


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

4. 跨境资本流动基本平稳，人民币汇率贬值压力有望缓解

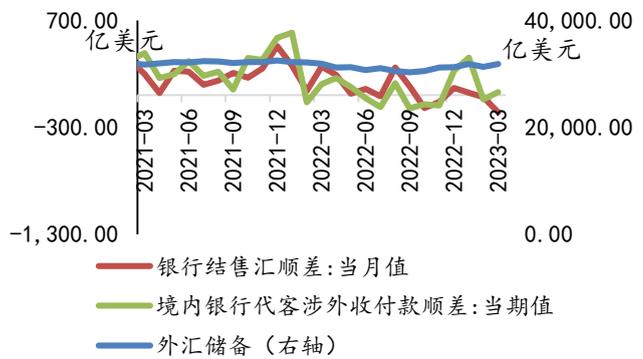
一季度人民币汇率先升后贬，3 月以来趋于平稳后续贬值压力或有望缓解。年初，随着经济稳增长政策的持续显效，经济回暖向好，市场信心边际改善，支撑人民币升值，2 月受美国就业市场表现强劲、通胀粘性较高等因素影响，美联储加息预期再度升温，美元指数有所回升，人民币汇率未能延续 1 月升势。尽管 3 月美欧部分商业银行爆发了流动性危机，但为对抗通胀，美联储和欧央行仍继续选择加息，美元指数波动上行，人民币汇率继续承压。3 月美元兑人民币中间价月度均值上行至 6.9，高于年初的 6.8，但总体来看，3 月以来人民币汇率走势更趋于平稳。截至 3 月末，我国外汇储备规模为 31839 亿美元，较 2 月末回升 507 亿美元，为 2017 年 4 月以来的较高水平。2023 年一季度，银行代客涉外收支顺差 342 亿美元，虽然受结汇意愿提升影响银行结售汇出现 153 亿美元逆差，但逆差额相对较小，后续或仍有转为顺差可能，跨境资本流动基本平稳的态势没有根本改变。后续看，美联储加息已接近尾声，叠加中国经济基本面修复给人民币汇率带来支撑，人民币贬值压力或得到阶段性缓解。

图 11：人民币汇率走势趋于平稳



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 12：跨境资本流动平稳



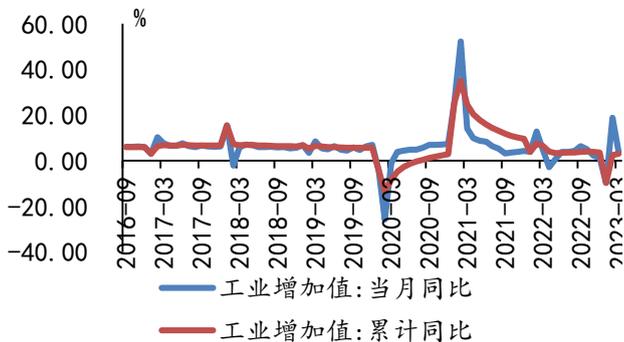
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

(三) 修复结构分化，部分领域仍偏慢，终端需求依然偏弱

1. 工业生产修复偏慢，且先行指标显示出边际走弱压力

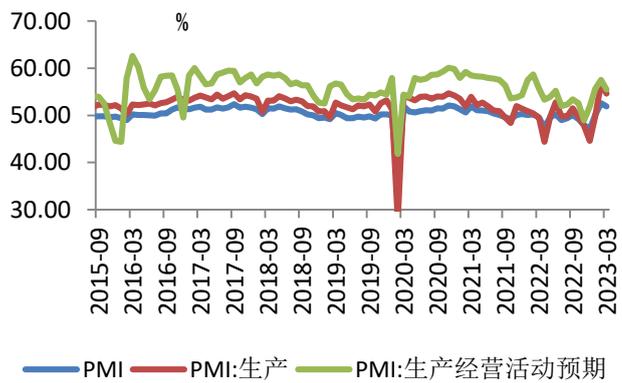
需求偏弱制约工业生产修复节奏，后续仍存走弱压力。一季度工业增加值虽有修复，但增速不及常态水平，修复节奏偏慢。后续来看，产业链供应链加速修复、内需延续边际改善态势以及微观主体尤其是企业预期向好，均有利于支撑工业生产延续改善势头，但内外需求偏弱下工业生产的修复仍受制约。工业产能利用率回落，3月制造业 PMI 边际走弱，或表明在终端需求较弱下制造业生产领域边际走弱压力已经显现。

图 13：工业生产修复偏弱



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 14：PMI 扩张放缓



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

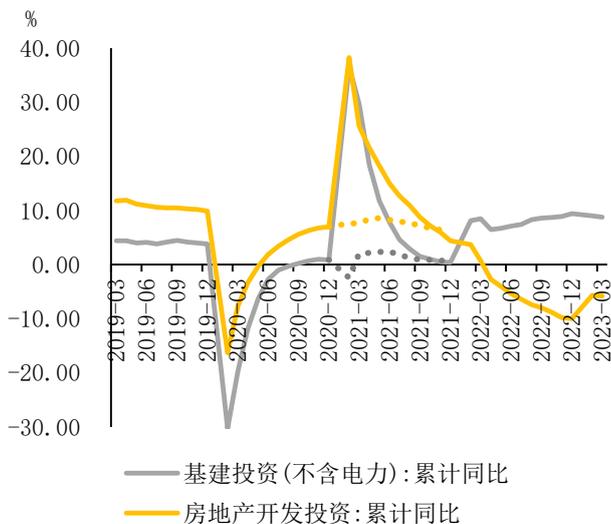
2. 投资主要受基建支撑，市场自发性投资依然偏弱

投资平稳增长主要依托基建投资。从今年以来的投资运行来看，与2020年下半年至2021年的经济投资修复主要依赖房地产投资不同【见图15，2020年下半年至2021年房地产投资同比增速（或两年平均增速）持续高于基建投资】，本轮投资修复主要是基建投资的拉动。房地产投资降幅虽然有所收窄对投资的拖累有所减弱，但仍处于负增长态势，并未形成正向的带动作用。制造业投资虽然整体仍然保持在较高水平的增长（7%），但处于边际走弱态势。

制造业投资、民间投资等自发性投资依然存在走弱压力。虽然高技术产业投资的高速增长有望对制造业投资形成持续支撑，但或难以对冲内外需求疲弱、企业投资动力不足下的走弱压力。从民间投资来看，今年以来民间投资同比增速持续在1%以下运行，且存在逐月走低现象，民间投资低迷态势仍然持续。今年政府工作报告重申“坚持两个毫不动摇”，强调“支持平台企业发展”或有望为民营企业发展注入信心，但在当前民营企业亏损面仍然较大、信心尚未完全扭转的情况下，民间投资的改善仍需政策进一步的加力呵护。

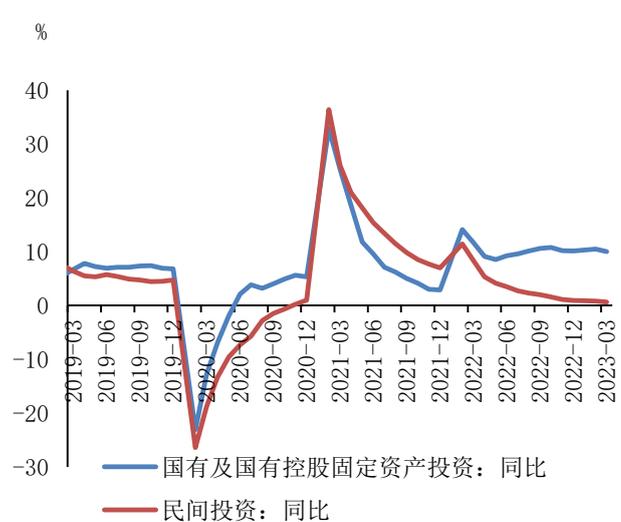
综合来看，后续基建投资在地方财政收支压力和基建空间的限制下，上行空间受限，房地产投资后续虽然仍有一定降幅收窄可能但在行业总体低位运行背景下对经济的拉动作用难以回到疫情前水平，自发性投资的疲弱又在很大程度上形成了投资稳增长“堵点”，后续投资虽然有望保持较为平稳增长但上行的空间依然有限。

图 15：本轮经济修复主要依托基建



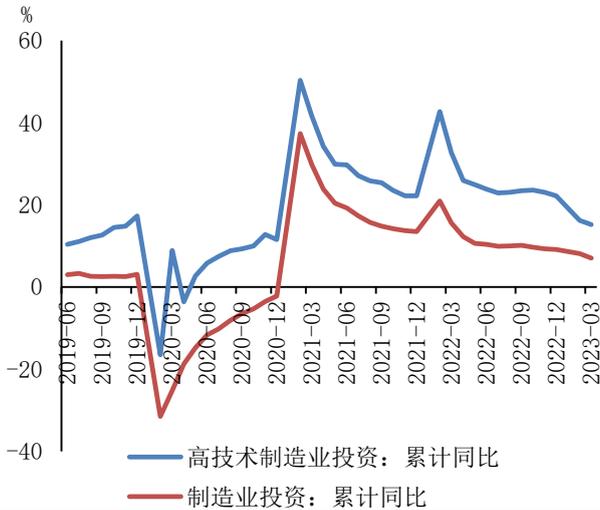
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 16：民间投资低位下行



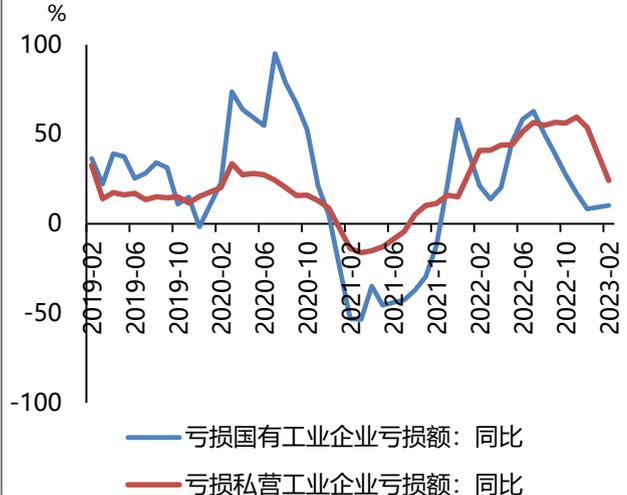
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 17：高技术制造业投资保持较高增速



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 18：私营企业亏损面依然较大

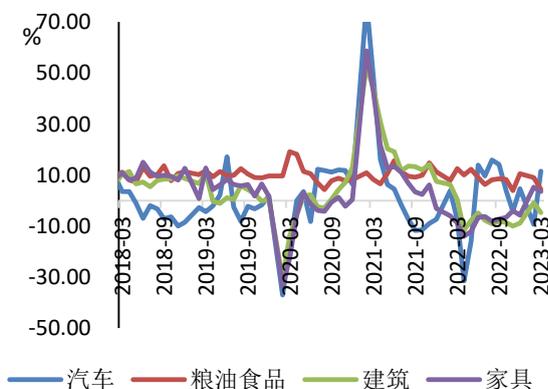


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

3. 消费修复“明强实弱”，内部结构分化

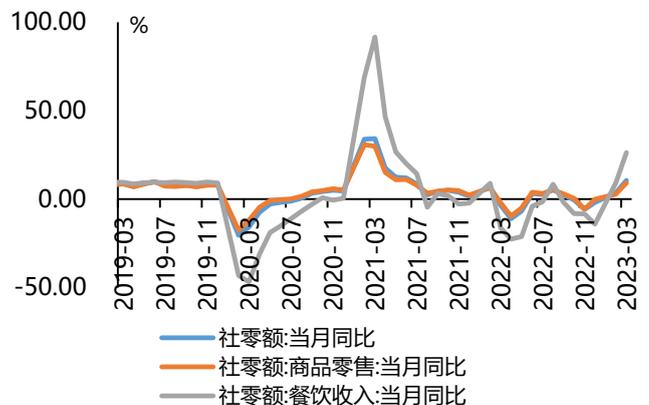
季末消费增速出现大幅反弹，3月社零额大幅回升至10.6%（1-2月为3.5%），但这主要是受低基数影响，两年复合增速仅为3.3%，弱于1-2月5.1%的两年复合增速，这说明消费或存“明强实弱”特征。消费内部结构分化，餐饮零售反弹显著好于商品零售，网上消费增长仍较为低迷。后续来看，低基数影响下二季度消费有望延续改善势头，但“明强实弱”现象或持续。年轻群体失业率偏高与居民收入增长较为缓慢始终制约着居民消费的能力与动力，下半年尤其是三季度，随着基数抬升，消费或面临边际走弱压力。

图 19：重点消费产品同比增速走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：餐饮消费修复快于商品零售

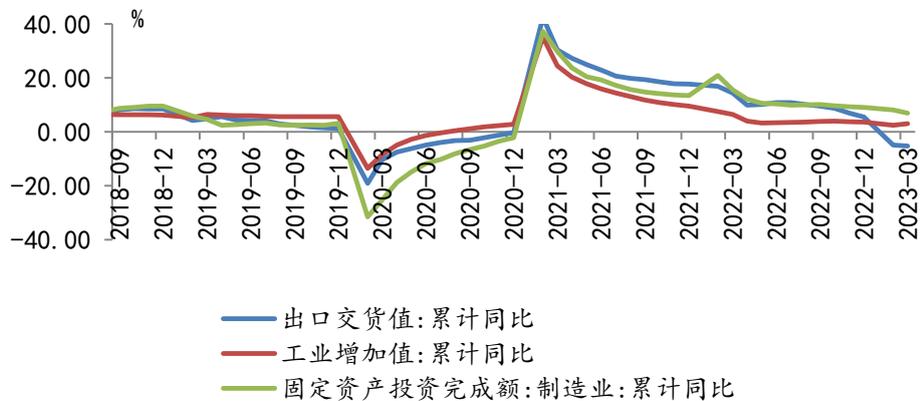


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

4. 外需回落压力仍存，关注其对制造业生产、投资形成的扰动

IMF 4月将2023年全球经济增长预期下调0.1个百分点至于2.8%，当月欧美等经济体 PMI 处在收缩区间，显示外需仍将承压。此外欧美对我国高科技领域的贸易限制制约我国高科技产品出口，印度、越南等国出口能力的提升对我国出口份额形成替代等均将对我国出口产生一定扰动。基数作用下4月我国出口仍将保有一定韧性，但全年来看出口仍有下行压力，出口全年仍承压背景下，需关注其对制造业生产、投资修复带来的扰动。

图 21：出口交货值增速回落

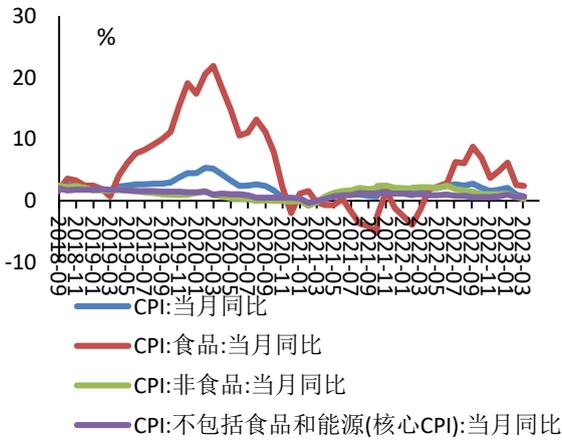


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

5. 通胀走低反映总需求疲软，虽然暂未陷入“通缩”状态但仍需警惕

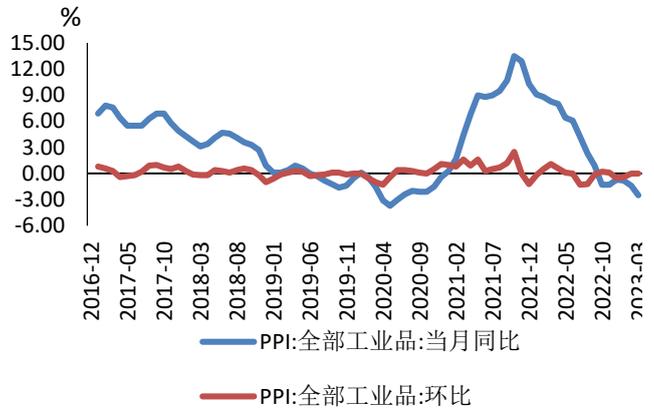
CPI 与 PPI 同步走弱，表明终端需求仍不足。一季度 CPI 同比上涨 1.3%，虽然高于上年同期的 1.1%，但呈逐月回落走势，其中 3 月 CPI 同比在 2 月大幅回落 1.1 个百分点的基础上继续下行至 7%，为 2021 年 4 月以来低点。剔除能源与食品的核心 CPI 一季度为 0.8%，仍较为低迷。今年以来 PPI 持续处于负增长区间，且降幅逐月扩大，一季度 PPI 为 -1.6%。考虑到今年以来我国货币投放相对较为宽松，通胀走势的回落并非货币现象，而是表明我国终端需求不足。

图 22：CPI 低位回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

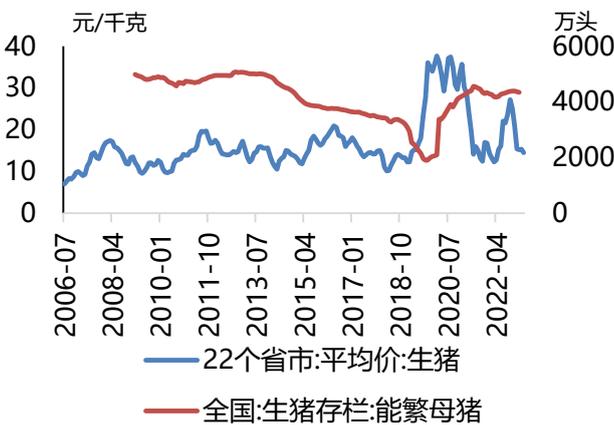
图 23：PPI 持续通缩



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

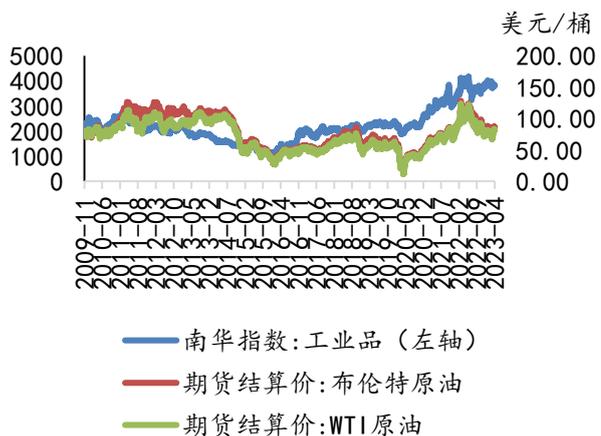
从 CPI 后续走势来看，CPI 仍有回落压力，PPI 或仍保持低位运行。服务价格回升将对 CPI 形成一定支撑，但猪周期处于低位、消费品需求不足叠加翘尾因素走弱，后续 CPI 或仍有回落压力；从 PPI 来看，我国在全球分工中属于价格的接受者，大宗商品的定价权较弱，全球经济走弱下有色和能源的价格承压是制约我国 PPI 上行的核心因素，叠加翘尾因素考量，二季度 PPI 或仍低位运行，且全年难见明显回升。

图 24：猪肉供给较为充裕



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 25：原油等大宗商品价格对 PPI 支撑不足



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

断言中国经济陷入“通缩”为时尚早，需持续关注总需求的改善情况。通缩一般是指物价广泛而持续的下降，往往伴随着经济衰退和货币供应的收缩。从当前我国经济运行的情况来看，当前中国经济并不完全符合“通缩”特征，断言经济陷入“通缩”

为时尚早，仍有待进一步观察，但经济能否摆脱“通缩”担忧仍需有效需求的继续好转，需警惕若经济修复不如预期、需求持续疲弱下的通缩风险。

6. 微观主体仍偏弱，工业企业亏损面扩大态势略缓解，但利润下滑幅度加大

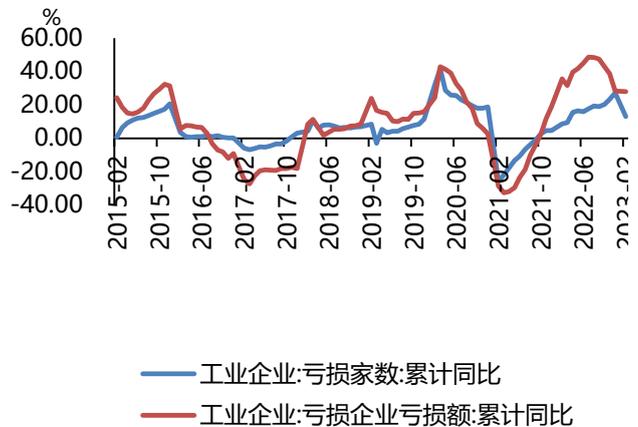
工业企业利润降幅扩大，对工业生产、投资产生扰动。随着经济的修复，工业企业亏损家数、亏损额同比增速虽然继续为正，但同比增速出现放缓，亏损面持续扩大态势略有缓解，1-2月亏损家数及亏损家数增速较上年12月分别回落0.3个百分点和14个百分点。在CPI、PPI均下行的背景下，居民消费端的需求较弱或已传导为生产端的盈利压力，1-2月工业企业利润下滑幅度进一步加大。工业企业利润累计同比下滑22.9%，较前值回落18.9个百分点，比去年同期低27.9个百分点。后续来看，3月份工业企业销售收入同比增长7%，较全年加快1.2个百分点。后续工业企业销售收入小幅改善、原油等大宗商品价格波动回落或对工业企业利润带来一定支撑，但仍需关注需求疲弱下产成品价格低迷对企业利润改善的制约。

图 26：企业利润增速放缓



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 27：企业亏损面扩大态势略有缓解



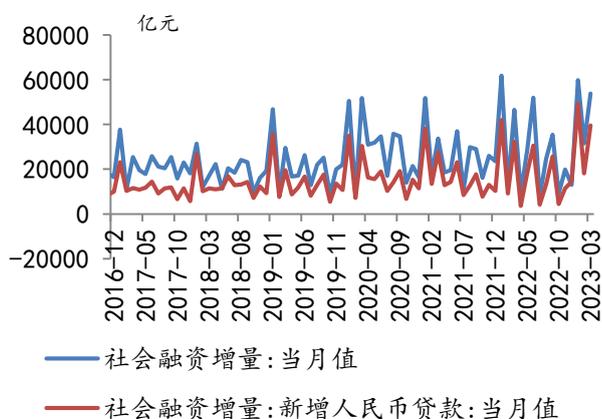
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

7. M2 与社融剪刀差维持显著，微观主体扩表意愿仍较弱

M2 同比与社融存量增速剪刀差仍较大，企业与居民扩表意愿仍较低。随着政策加力，银行加大信贷投放力度以及基建等配套融资的拉动，一季度社融保持高增态势，新增社融增 14.5 万亿、同比多增 2.47 万亿，其中表内信贷是主要贡献项，当季新增信贷规模 10.6 万亿、同比大幅多增 2.26 万亿，单季多增规模创近十年来的最高水平。但值得注意的是，M2 同比与社融存量同比增速仍然维持去年 4 季度以来的高剪刀差态

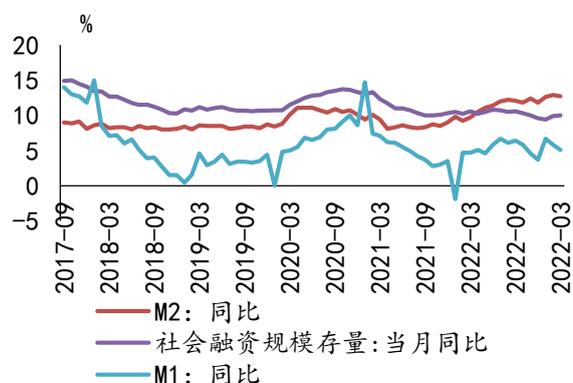
势，M2 同比持续高于社融存量同比增速，说明金融支持实体经济持续加力，但企业与居民等微观主体主动扩表意愿仍然较弱：从企业部门来看，如前所述，企业利润增长承压，企业投资意愿不足，企业贷款与存款规模同比扩张，M1 增速偏低，企业资金支出节奏仍然偏慢；从居民部门来看，今年一季度，居民户新增储蓄规模 9.9 万亿，相比去年同期进一步多增 2.1 万亿，超额储蓄现象犹存，居民新增存贷规模之差延续扩大，居民扩表意愿仍偏低。

图 28：社融增量延续回暖



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 29：M2 与社融剪刀差仍较为显著



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

二、宏观经济运行面临的风险及挑战仍存

虽然经济修复可期，但经济运行所面临的风险仍不容忽视。从外部环境来看，虽然随着国内外政治、经济形势的演化短期内我国外部地缘政治风险存在边际改善的窗口期，但大国博弈背景下美国联合其盟国加大遏制的基本策略不改，并加大对中国高科技产业的围堵力度，叠加全球经济走弱，外部环境仍然严峻复杂。从国内情况来看，需求疲软、预期偏弱的情况依然存在，或制约后续经济修复的力度；且债务风险持续处于高位，地方政府结构性、区域性债务风险仍存，政策在稳增长同时仍需持续关注防范债务风险。

（一）外部环境仍严峻复杂，部分领域压力或有所加大

地缘政治风险存在边际改善可能，但大国博弈背景下外部不确定性、不稳定性不改，在部分领域有可能加剧。今年以来，随着中国对外交往增强，叠加欧美尤其是欧

洲在推动经济增长、缓和俄乌冲突等方面更加需要中国合作，短时间内我国面临的地缘政治风险存在一定的边际改善的可能性。但是，中美大国博弈不改，美国联合其盟国遏制中国的策略不改，并加大对中国高科技产业的围堵力度，今年以来美、日、荷联盟将对中国芯片制造施加新的设备出口管制和限制——其中很可能就包含中国目前大量进口的深紫外光刻机（DUV）。这将对我国半导体行业带来直接冲击，考虑到半导体行业产业链长、影响面广，对产业升级至关重要，芯片出口管制或可能对中国经济和产业升级带来负面影响。

全球经济低迷，外部需求疲弱。IMF 4月17日发布的《世界经济展望》认为，虽然当前全球通胀正在缓慢下降，但经济增速仍处于历史低位，金融风险已经上升，世界经济“前路料难一帆风顺”，报告预计今年全球GDP可能增长2.8%，明年增长3%，相比今年1月份的预测各低0.1个百分点，低于上年3.4%的全球GDP增速，全球经济放缓预期进一步加强。全球经济增速回落下，我国外需仍将承压。不过，今年一季度的出口数据表明，依仗我国强大的生产能力，我国可以通过持续拓展“一带一路”出口市场，拓宽内陆省份外贸潜力等方式，提升出口韧性，在一定程度上部分对冲欧美等发达经济体需求弱化对我国出口带来的冲击。

表 2：IMF 对全球经济增长的预测

	2022	2023年E			2024年E		
	GDP 增速	2023年1月预测	2023年4月预测	较上次预测变化	2023年1月预测	2023年4月预测	较上次预测变化
全球	3.4	2.9	2.8	-0.1	3.1	3.0	-0.1
发达经济体	2.7	1.2	1.3	0.1	1.4	1.4	0.0
美国	2.1	1.4	1.6	0.2	1.0	1.1	0.1
欧元区	3.5	0.7	0.8	0.1	1.6	1.4	-0.2
德国	1.8	0.1	-0.1	-0.2	1.4	1.1	-0.3
法国	2.6	0.7	0.7	0	1.6	1.3	-0.3
日本	1.1	1.8	1.3	-0.5	0.9	1.0	0.1
英国	4.0	-0.6	-0.3	0.3	0.9	1.0	0.1
加拿大	3.4	1.5	1.5	0	1.5	1.5	0.0
其他发达经济体	2.6	2.0	1.8	-0.2	2.4	2.2	-0.2
新兴市场和发展中经济体	4.0	4.0	3.9	-0.1	4.2	4.2	0.0
中国	3.0	5.2	5.2	0	4.5	4.5	0.0
印度	6.8	6.1	5.9	-0.2	6.8	6.3	-0.5

数据来源：IMF，中诚信国际

（二）需求疲软的情况仍然较为突出，或影响经济修复后劲

需求侧“三驾马车”均面临不同程度的压力。虽然一季度的经济呈现明显的修复势头，包含服务消费在内的最终消费对经济增长的贡献率显著提升，体现了疫情防控放开下消费对于经济增长带动作用的增强，但无论是短期还是从中长期来看，带动经济增长的需求侧“三驾马车”均面临不同程度的压力。从消费来看，虽然今年一季度服务消费（包含餐饮消费）出现明显反弹，但汽车等耐用品消费仍然较弱，在居民就业压力较大、收入增长乏力的背景下，居民消费能力和消费意愿仍然受到一定制约，服务消费后续反弹的斜率或将放缓，耐用品消费改善也有限，扩大内需政策仍需进一步加力。从投资来看，相较于 2020 下半年至 2021 年经济的短期修复更多依靠房地产不同，本轮投资修复更多在于基建支撑，但基建也面临地方财政收支压力加大和基建空间收窄的制约；房地产投资虽边际改善但从长周期来看地产行业已经处于转型发展的时点，终端需求边际改善但仍较为疲弱，地产投资对经济的带动作用依然有限；制造业投资或将受到出口的下行压力和需求疲弱扰动，产业链转移对制造业投资形成压力，民间投资修复或持续受到民营企业亏损面较大的制约，市场自发性的投资持续较弱。从出口来看，虽然我国强大的工业生产能力和扩大对“一带一路”区域的出口增强了我国出口韧性，但全球经济疲弱、全球化红利弱化导致出口压力持续。

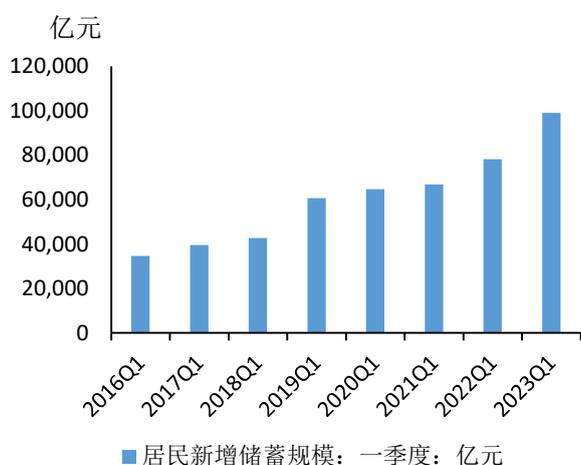
（三）疤痕效应的负面影响仍存，预期虽有改善但仍处于低迷期

从居民部门来看，居民消费意愿的扭转或仍需时间。一季度居民前期积压的消费与购房需求有所释放，央行储户调查问卷中倾向更多消费的占比小幅回升、倾向更多储蓄的占比边际下降。但同期居民存款达到 9.9 万亿，相比去年同期进一步多增 2.1 万亿，超额储蓄现象犹存，再结合物价指数低迷来看，居民消费意愿依然偏弱。消费是宏观变量中典型的慢变量，主要受收入、就业的长期走势所影响，疫情期间居民收入增速尤其是经营性收入出现显著下滑，一季度 16-24 岁年轻群体的调查失业率依然处在 19.6% 的高位，居民消费意愿的扭转仍需时间。

从企业部门来看，企业预期改善尤其是民间投资的回暖基础仍不牢。“疤痕效应”不仅体现在居民部门，企业家的信心也依然存在一定不足，央行一季度的企业家问卷调查指数显示，企业家宏观经济热度指数、经营景气指数虽边际改善，但仍位于 50% 以下的收缩区间。从经济自发的动能来看，民间投资修复或持续受到民营企业亏损面较大的制约，截至今年 2 月，亏损私营工业企业的亏损额同比依然高达 24.2%，同期

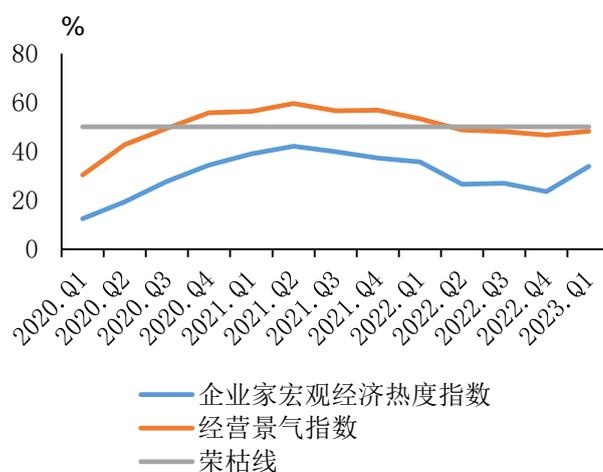
亏损国有工业企业的亏损额同比为 10.2%，一季度民间投资同比增速从去年末的 0.9% 下行至 0.6%。此外，前期房地产调整、平台经济整顿、第三次分配讨论、约束资本无序扩张等行动引发了社会思潮变异，对企业投资预期产生了一定的扰动，随着支持民营经济发展的政策信号的持续释放（如平台经济监管纠偏、重申“两个毫不动摇”等），民间投资的动力或边际增强，但社会思潮与预期扭转均非朝夕之间，政策仍需加大呵护力度、改善微观主体预期。

图 30：居民超额储蓄现象仍存



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 31：企业预期虽有改善但仍偏低



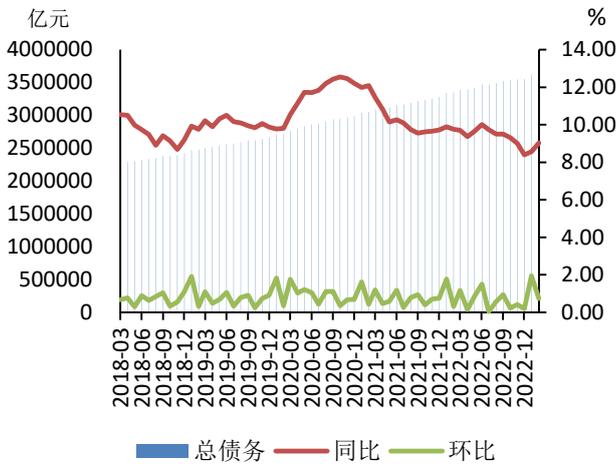
数据来源：wind, 中诚信国际整理

（四）债务风险仍处于高位，持续关注债务尤其是地方政府债务风险

高债务压力依然突出，债务风险仍然需要高度关注。受 2008 年金融危机后长期的“债务-投资”经济发展模式影响，我国债务风险累积至高位，高债务风险是中国近十年来不可不防的“灰犀牛”。虽然近年来随着一系列风险缓释措施的出台，债务风险持续快速上扬的态势得到了一定缓解，但债务风险仍然处于高位，根据我们的测算，至今年 2 月底非金融部门总债务为 365 万亿，较上月增加 2.65 万亿元，总杠杆率上升至 298.29%，连续两个月回升，处于 2017 年以来的高位水平。巨量的债务对经济运行产生了多方面的压力：**其一**，加大了债务滚动的压力，如我们持续所强调的，“假设平均融资成本为 5%，则每年的利息支出占 GDP 的比重达到 14% 以上，占新增社融的比重约为 56%（据 2022 年数据估算）”，还本付息压力不可忽视；**其二**，债务压力使得宏观政策稳增长受到一定程度的制约，既要发力稳增长，又要防止政策过度宽松导致债务风险高位快速攀升；**其三**，考虑到当前实体经济部门面临的债务压力，一方

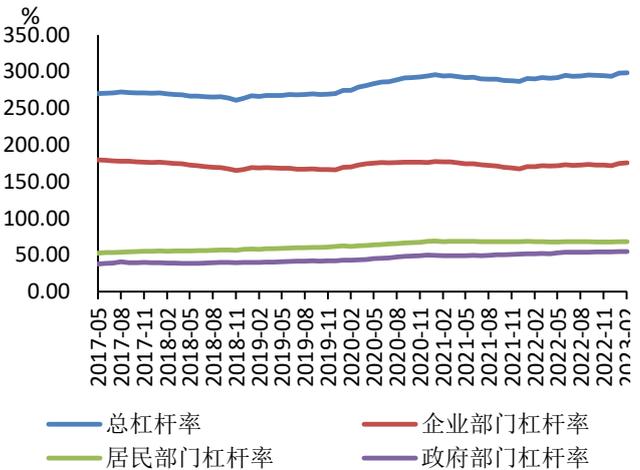
面要防止企业、居民部门大肆加杠杆扩张加剧其债务脆弱性，另一方面也需要防范企业与居民部门资产负债表在悲观预期下快速收缩，导致资产负债表衰退。今年以来，虽然受经济修复影响，企业和居民部门资产负债表边际修复，但考虑到企业、居民部门加杠杆动力仍较弱，资产负债表衰退的担忧依然存在；**其四**，需要关注高债务压力下实体部门债务风险向金融部门的传导可能引发的系统性风险压力。

图 32：非金融部门总债务持续攀升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 33：非金融部门杠杆率走势

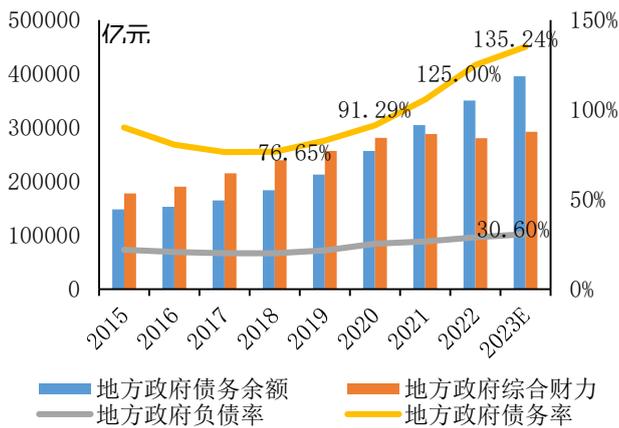


数据来源：wind, 中诚信国际整理

地方政府结构性及区域性债务风险仍然较为突出。2023年政府工作报告提出重点关注金融、房地产、地方政府债务三方面风险，其中地方政府债务风险是当前经济修复中的最核心问题。截至2022年末，地方政府显性债务规模超过35万亿，地方显性债务率达到125%，已处在警戒线水平之上，中诚信国际预计2023年显性债务率或达到130%以上。伴随地方债大幅扩容，地方政府债务付息规模持续上升，已逐步成为新形势下地方政府的刚性支出，根据中诚信国际统计，2022年有11省将超过10%的财政收入用于地方债付息支出；另据估算，2023年地方债付息规模将达1.19万亿元，占GDP比重或为0.92%，占地方广义财政收入的比例或进一步升至6.22%，同时地方债扩容中存在“债务-资产”转化效率不高、项目资金闲置及挪用、项目收益偏低等突出问题。除此之外，伴随“控增化存”持续推进，以融资平台为主要载体的隐性债务风险有一定缓释，但由于其存量规模仍较大且涉及范围广、程度深，仍需重点关注。与较高的债务压力相对应，地方财政却面临较大的收支矛盾，房地产行业深度调整下

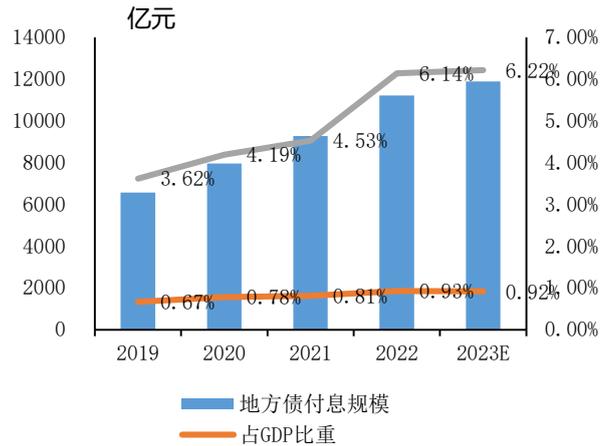
土地出让收入大幅下滑，经济财力较弱区域影响更甚。此外考虑到2023年城投债到期及回售规模约超3万亿，是未来五年内规模最大的年份，在融资平台偿债资金下滑叠加偿债高峰来临的背景下，关注弱区域弱主体债务滚动压力及风险演变，尤其警惕财政实力较弱的中西部区域内非标违约进一步常态化及担保风险蔓延的可能。

图 34：地方政府债务率处于高位



数据来源：Wind, 中诚信国际宏观债务数据库

图 35：地方债付息压力仍有



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

三、上调全年 GDP 增速预期至 5.7%，但经济修复仍需政策呵护

如我们此前所预测，一季度宏观经济较去年底环比改善，但需求偏弱、修复分化等问题依然突出，仅依靠市场自发的经济动能或不能支撑宏观经济稳步而持续的回暖。随着宏观经济修复进入关键期，复苏进程中仍需要稳增长政策发挥支撑与引导作用，特别是财政政策的托底作用。维持我们此前预期，全年经济将呈现“N”字型修复，考虑到一季度经济增速超预期以及低基数的放大效应，我们将2023年全年GDP增速预测值从上年末的5.3%上调至5.7%左右。

（一）经济持续复苏基础仍不牢靠，稳增长政策保持连续性与精准性

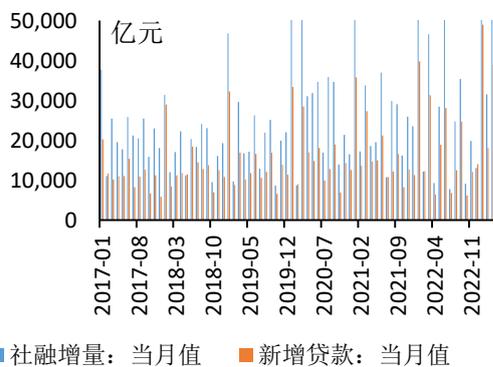
宏观经济政策立足于实现中国经济全面修复，着眼于推动中长期增长动能转换。2023年是二十大之后的开局之年，我们认为推动短期经济修复和中长期动能转换是今年宏观政策基调的一个突出特点。政府工作报告提出宏观调控要坚持稳字当头、稳中求进，并提出产业政策要发展和安全并举、科技政策要聚焦自立自强、社会政策要兜

牢民生底线等具体要求。总体来看，2023 年宏观政策侧重于加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。

从财政政策来看，将继续“加力提效”并持续发挥稳增长的主力作用。3 月 20 日财政部发布《2022 年中国财政政策执行情况报告》，指出 2023 年将加大财政宏观调控力度、加强各类政策协调配合。我们认为财政政策将着力发挥财政资金引导与撬动作用，以有效带动扩大全社会投资和促进消费为重点目标：一是或将适当扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围；二是或将持续完善财政资金直达机制，强化预算约束和绩效管理，促进财政资金规范高效使用；三是或将延续减税降费，但将增强减税降费的精准性针对性。此外，财政部门依然将持续遏制地方政府隐性债务增量，加强对融资平台公司的综合治理。

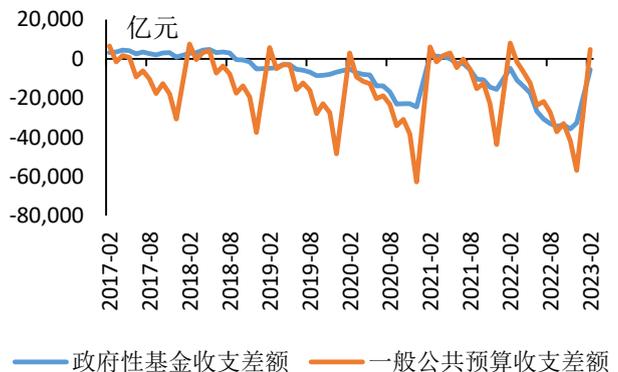
从货币政策来看，将延续 2022 年底以来的宽松取向但更加注重精准有力。今年以来社融与信贷新增规模延续高增长，3 月社融新增规模创下历史同期新高，3 月初央行主要领导在国新办发布会上指出“下一阶段货币信贷的总量要适度、节奏要平稳”，并强调信贷总量增长的稳定性和持续性，加之 M2 同比与社融存量同比差额依然处于高位，我们认为货币政策或将逐步从关注“总量要够”到“总量适度”，从“靠前发力”到“节奏平稳”，3 月 27 日全面降准或主要为呵护资金面平稳以及降低商业银行负债端的压力，后续央行降准降息或将更加谨慎。此外，结构性政策工具将持续发力，去年结构性货币政策的重点支持领域主要是绿色金融、科技创新、基础设施建设、保交楼四大领域，2023 年或将在上述领域延续配合财政政策的落地见效。

图 36：2023 一季度社融与信贷新增规模高增



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 37：政府公共预算、政府性基金的收支差额改善



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

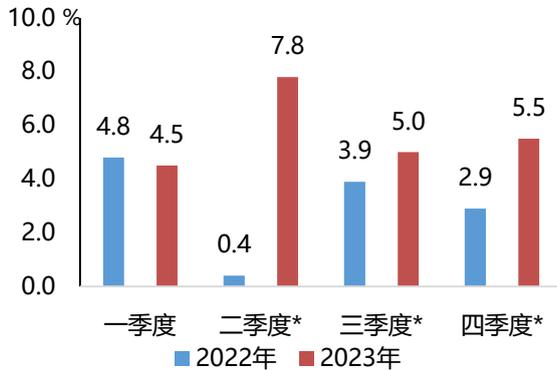
（二）经济增长动能向常态化回归，维持经济增长“N”型修复的判断

从增长动能来看，三次产业与三大需求的贡献率将向常态水平收敛。一季度服务消费回暖显著，消费增长贡献率达 66.6%，消费回暖带动服务业显著复苏，第三产业增长贡献率达 68%。随着二季度宏观经济修复迎来窗口期，消费有望延续回暖，全年消费对于增长的贡献率或将保持在 60%左右，总体回归至 2019 年的常态水平。此消彼长之下投资对于增长的贡献率或较去年显著下降，但稳增长政策支撑下基建投资增速有望保持在 9%左右的高位，加之房地产投资的降幅延续收窄，投资对于增长的贡献率仍或将保持在 40%左右。净出口对于经济增长的贡献率波动较大，外需下行压力下今年出口对于经济增长的贡献率有可能为负值。随着服务消费与服务生产的修复，以及房地产对于经济的拖累减轻，全年三次产业对于经济增长的贡献也将向常态水平回归，其中第三产业的增长贡献率或也将维持在 60%左右。

从经济增速来看，维持全年经济“N”字型修复的判断。如我们此前预期，在服务消费与生产取得一定回暖，房地产对于经济的拖累减轻，基建投资持续托底经济运行等积极因素支撑下，一季度经济运行较去年四季度取得环比改善。但考虑到消费意愿的持续偏弱并向生产端有所传导，微观主体信心修复仍待改善等因素影响，一季度仍将为全年增速的低点。我们认为当前经济修复的逻辑将在二季度得以延续，考虑到去年二季度经济增速仅有 0.4%，我们认为今年二季度将为全年增速的高点，或将达 7%以上。我们维持对于 2023 年经济“N”字型修复的判断，考虑到一季度经济修复超预期以及低基数的放大效应，我们将后续三个季度的增速预测略有调高，分别为 7.8%、5.0%和 5.5%，全年增速或为 5.7%左右。

从中长期来看，潜在增速下行压力下应注重全要素生产率的提高。从各国经济增长的实际来看，劳动、资本等要素的收益率一般呈现边际走弱趋势，从而出现潜在增速的下行压力。我国资本回报率从 2010 年的 10.5%下行至 2020 年的 5.1%左右，全员劳动生产率同比从 2007 年的 13.4%下行至 2022 年的 4.2%，加之近年来我国全要素生产率也有一定走弱趋势，我国经济增长的长期支撑线有可能下行至 5%之下。利用 HP 方法测算潜在增速，2025 年潜在增速为 4.4%左右。未来需要进一步落实二十大及经济工作会议的要求，通过持续深化改革、加速科技创新、促成产业升级等举措提高全要素生产率。

图 38：全年 GDP 增速或为 5.5% 左右



数据来源：Wind, 中诚信国际宏观利率数据库

图 39：趋势分解法预测 GDP 增速



数据来源：Wind, 中诚信国际宏观利率数据库

四、各类资产表现分化，经济回暖权益仍具备配置价值

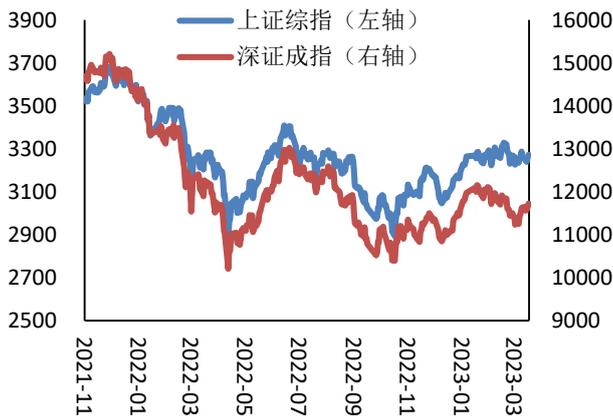
一季度，在经济边际修复的背景下，股票市场波动上行，表现整体优于债券市场。后续看，经济边际修复但修复基础仍不稳固下，股票市场或继续上涨，但上涨的过程或较为崎岖，成长板块表现或优于周期。同时，经济温和复苏下债市收益率不具大幅上行基础，二季度中枢或与一季度基本持平。对于后续资产配置，建议关注权益资产，若经济修复压力加大，可适当增加债券配置比例，且需警惕多空因素影响下大宗商品波动加大的可能性。

（一）大类资产回顾：宏观经济边际修复，权益表现优于债券

一季度，在全面免疫快速过峰、经济边际修复的背景下，股票市场波动上行，表现整体优于债券市场。分类别看，股票市场有所上涨，上证综指、深证成指、创业板指一季度涨幅分别为 5.94%、6.45%、2.25%。伴随全面免疫高峰影响逐步弱化，生产生活有序恢复，经济修复预期有所增强，1 月上证综指波动上涨；2-3 月进入调整期，尤其是在 3 月两会经济目标略低于市场预期、美国硅谷银行破产下海外投资者或抛售人民币资产补充流动性缺口，市场情绪整体回落，上证综指波动下行。从市场风格看，大、中、小盘指数均有所上涨，涨幅分别为 3.14%、6.18%、10.71%。债市收益率整体呈先上后下走势，受全民免疫快速过峰、经济边际修复以及宽信用预期升温等影响，春节前收益率整体上行；节后增量信息较少，叠加两会经济目标略低于市场预期以及全面降准落地，收益率波动下行。截至 3 月底，10 年期国债收益率为 2.8528%，较去年末小幅上行 1.75BP。从中枢看，一季度收益率中枢为 2.88%，同比上行 10.36BP，

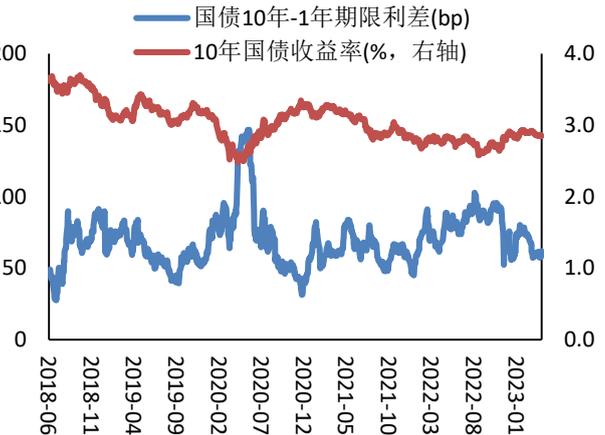
较去年四季度上行 9.37BP。从大宗商品看，一季度商品指数整体呈宽幅震荡走势，跌幅为 1.88%；其中，油脂油料、有色指数跌幅较高，分别为 10.95%、6.78%；而贵金属受海外银行风险事件发酵、全球经济衰退预期升温以及美联储加息放缓等多重利好因素作用，涨幅相对较高，一季度贵金属指数涨幅超 5%。

图 40：股票市场走势



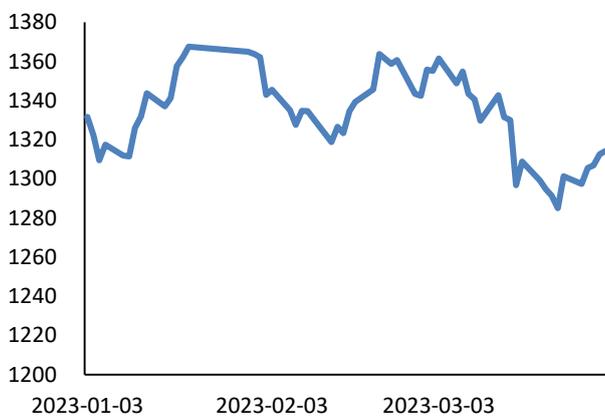
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 41：10 年期国债收益率走势



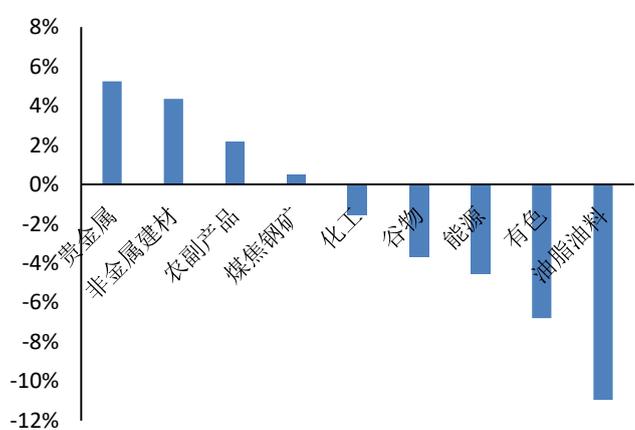
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 42：一季度商品指数走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 43：Wind 商品分类指数涨跌幅（一季度）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）二季度权益表现或仍优于债券，黄金价格或存在上行空间

权益表现或优于债券，海外经济衰退风险上升叠加流动性边际好转，黄金价格存在上行空间。受经济修复节奏及基数效应影响，二季度将为经济增速高点，宏观经济有望继续修复，但修复基础尚不稳固，仍面临出口疲软、微观主体预期偏弱等因素制约。在此背景下，**股票市场**或继续上涨，但上涨的过程或较为崎岖，或面临反复上下波动的情况。行业配置方面，经济弱修复背景下，传统周期行业盈利空间或相对有限，

表现或弱于非周期、成长性板块；同时，伴随疫情影响逐步减弱，出行、消费等需求或边际上升，或带来相关行业投资机会。从债券市场看，在经济温和复苏下10年期国债收益率或不具备大幅上行基础，二季度收益率中枢或与一季度基本持平，下半年伴随基数效应退去以及中美利差倒挂幅度或收窄、外资流出压力减轻，收益率中枢或有所回落。信用债方面，随着稳地产政策出台，当前房地产市场“剩者为王”局面逐步形成，可适度把握优质央企、国企房地产企业短期交易机会，但中长期房企信用修复的关键仍取决于资产韧性和销售去化的可持续性。大宗商品走势或受以下多空因素影响：一方面，全球经济衰退预期升温下市场风险偏好或有所下降，或利空风险资产走势；另一方面，后续美联储加息或更为谨慎，海外流动性环境或边际好转，或利好大宗商品走势。在此背景下，大宗商品整体波动或有所加大，持续大幅上涨或下跌的可能性均不大，但黄金可能迎来配置时点，二季度或有所上涨；同时，近期OPEC+超预期减产或带动原油价格上升，供需偏紧下短期内原油或呈震荡偏强走势。整体而言，股票市场或继续上涨，但上涨的过程或较为崎岖，成长板块表现或优于周期；债市收益率不具大幅上行基础，二季度中枢或与一季度基本持平。因此，对于后续资产配置，建议关注权益资产，若经济修复压力加大，可适当增加债券配置比例，且需警惕多空因素影响下大宗商品波动加大的可能性。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>