

中国经济复苏结束了吗？

——对当前复苏分歧的回应

核心观点：

经济已经进入正循环，当前正是交易“复苏”进行时。如果没有负面冲击，2023年复苏将是主线。近期数据显示，企业、居民、政府预期均有好转，经济复苏呈现良好势头。无论是从其他国家以及武汉的经验，还是从主流文献看，前期复苏偏慢是正常的。后续利率中枢水平有望逐步上移，上移幅度取决于经济复苏的推进程度。

内容摘要：

➤ 数据显示企业、居民、政府预期均有好转

从五一期间人流、物流活动情况看，居民文化、旅游消费热情高涨，多项指标已经恢复或者高于疫情前水平，显示居民预期好转，经济复苏仍然呈现良好势头。企业部门对经济复苏的前景预期也有显著改善。政府部门对经济复苏的判断较为积极。

➤ 经济已经进入正循环，前期弱复苏是正常现象

由于部分基本面指标不及预期，反映复苏进程较缓，我们认为这是正常现象，市场可以再耐心一些、更乐观一些。无论是从其他国家以及武汉的经验，还是从主流文献看，前期复苏偏慢是正常的。从越南、新加坡、武汉的经验看，经济恢复出常态化增长至少需要两个季度的时间。疫后复苏的进程不是线性的，主要在于私人部门的风险偏好恢复先慢后快，前期复苏偏慢是正常现象。目前修复较快的是日常消费，企业投资修复较慢，也是正常现象。

➤ 如果没有负面冲击，2023年复苏将是主线

当前经济已经进入修复通道中，如果没有特别大的负面冲击，预计将是一个“斜率平缓”的复苏。后续利率中枢水平有望逐步上移，上移幅度取决于经济复苏的推进程度。我们认为，只要没有特别大的确定性的利空因素，复苏是一个相对确定的事件。一是企业、居民预期有显著改善，是经济复苏的内生性动力。二是政策“抓经济”，扩内需基调延续，没有利空因素。三是外部需求方面，虽然目前仍然比较疲软，但总体影响有限。

风险提示：经济复苏进度不及预期，未预料到的外生冲击。

分析师：王宇鹏

执业证书编号：S0590522020002

邮箱：wyp@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《扩内需基调延续，经济将持续好转》
2023.04.28
- 2、《回归大消费，聚焦好业绩——5月十强转债推荐》2023.04.27
- 3、《经济复苏信号多方位，需求生产两端齐升高
频数据跟踪（4月第三周单周报）》2023.04.25

正文目录

1	数据显示企业、居民、政府预期均有好转	3
2	经济已进入正循环，前期弱复苏是正常现象	4
3	如果没有负面冲击，2023 年复苏将是主线	6
4	风险提示	7

图表目录

图表 1: 五一期间国内出游人次、旅游收入	3
图表 2: 五一期间全国铁路旅客发送量 (万人次)	3
图表 3: 五一期间全国高速公路日均流量 (万辆次)	4
图表 4: 五一期间国内客运航班执行量 (班次)	4
图表 5: 越南放开疫情管控后经济恢复情况 (%)	5
图表 6: 新加坡放开疫情管控后经济恢复情况 (%)	5
图表 7: 武汉放开疫情管控后经济恢复情况 (%)	5
图表 8: 2023Q1 企业预期有显著改善 (%)	6
图表 9: 2023Q1 居民预期有显著改善 (%)	6

五一节后第一个交易日，债市收益率出现一定程度回落，与当前经济数据的修复存在背离。同时，当前市场对中国经济复苏也存在分歧。我们认为，经济已经进入正循环，当前正是交易“复苏”进行时。如果没有负面冲击，2023年复苏将是主线。

1 数据显示企业、居民、政府预期均有好转

从五一期间人流、物流活动情况看，居民文化、旅游消费热情高涨，多项指标已经恢复或者高于疫情前水平，显示居民预期好转，经济复苏仍然呈现良好势头。

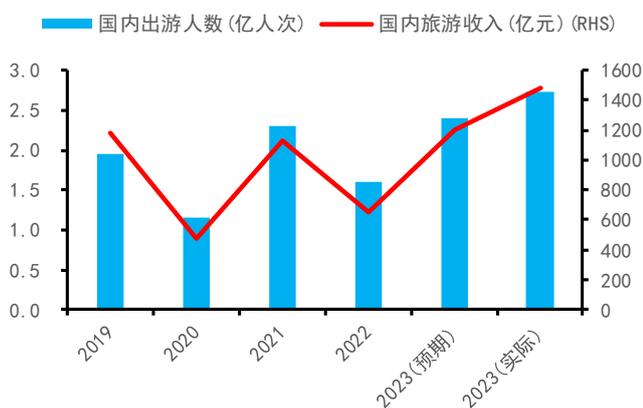
五一期间，出游人次、国内旅游收入均超疫情前水平。根据文旅部数据，2023年五一假期，全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元，按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%。

五一期间，铁路发送旅客数据创历史新高。根据国铁集团数据，五一假期首日，全国铁路共发送旅客 1966.1 万人次，单日旅客发送人数创历史新高，高于疫情前 2019 年水平。此前，全国铁路旅客量在 2019 年、2021 年“五一”假期曾两度刷新纪录，但在 2020 年受疫情影响有所走弱。

五一期间，全国高速公路日均流量也创历史新高。根据公安部数据，5月2日全国高速公路流量创历史新高。交通运输部此前预计，今年“五一”假期全国高速公路日均流量将达 5330 万至 5430 万辆。这一预计值已高于 2019 年同期。

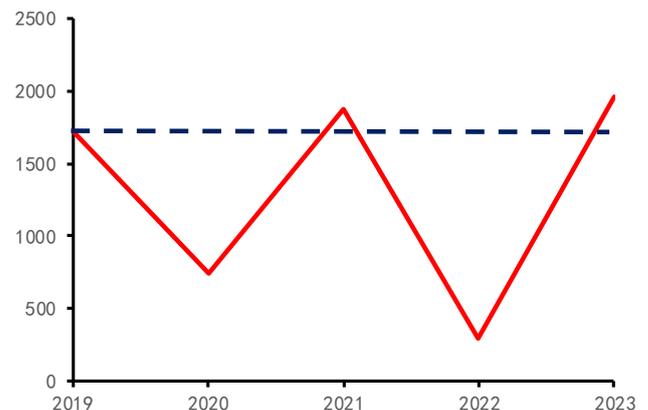
五一期间，国内航班量已超疫情前水平。根据中国民航局数据，4月29日至5月3日，民航预计累计保障航班 80089 班，日均 16017 班，与 2019 年“五一”假期持平。据飞常准数据，截至 5月3日下午 17 时，今年“五一”假期国内客运航班日均执行量约 13412 班次，较 2019 年同期增长超 1 成。分类来看，国内航班量已超疫情前水平，国际航班量尚处于恢复当中。受民航国际航线尚未全面放开影响，国际航班量表现不及国内航班，后续预计会逐步恢复正常。

图表 1: 五一期间国内出游人次、旅游收入

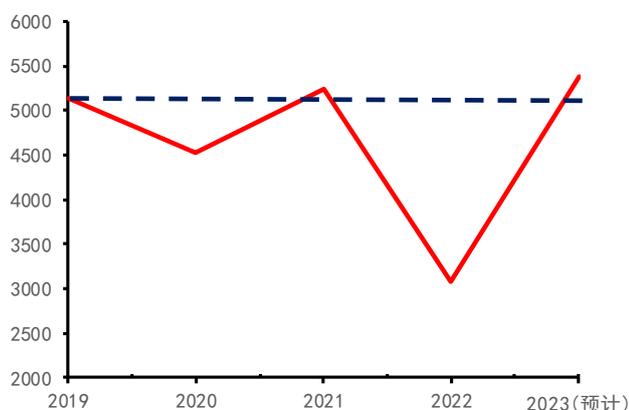


来源：文化和旅游部、中国旅游研究院，国联证券研究所

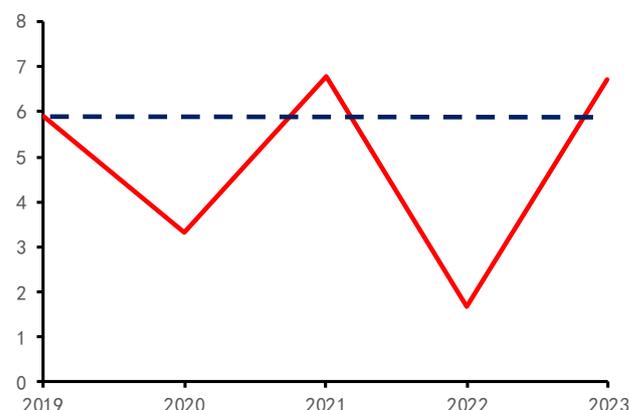
图表 2: 五一期间全国铁路旅客发送量 (万人次)



来源：中国国家铁路集团有限公司，国联证券研究所

图表 3: 五一期间全国高速公路日均流量 (万辆次)


来源: 交通运输部, 国联证券研究所

图表 4: 五一期间国内客运航班执行量 (万班次)


来源: 飞常准, 国联证券研究所

企业部门对经济复苏的前景预期也有显著改善。根据人民银行第一季度企业家问卷调查结果, 企业家宏观经济热度指数录得 33.8%, 较前值上升 10.3pct, 经营景气指数录得 49.2%, 较前值上升 2.6pct。

政府部门对经济复苏的判断较为积极。4月28日政治局会议认为, 经济社会全面恢复常态化运行, 宏观政策靠前协同发力, 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解, 经济增长好于预期, 市场需求逐步恢复, 经济发展呈现回升向好态势, 经济运行实现良好开局。

2 经济已进入正循环, 前期弱复苏是正常现象

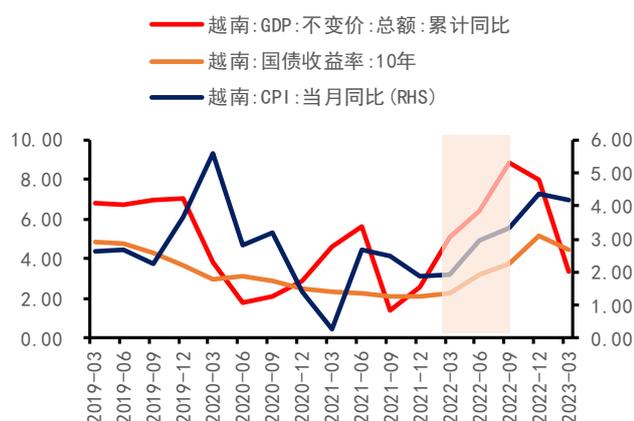
由于部分基本面指标不及预期, 反映复苏进程较缓, 我们认为这是正常现象, 市场可以再耐心一些、更乐观一些。无论是从其他国家以及武汉的经验, 还是从主流文献看, 前期复苏偏慢是正常的。

从越南、新加坡、武汉的经验看, 经济恢复出常态化增长至少需要两个季度的时间。越南之前坚持“动态清零”政策, 2022年3月完全放开疫情管控, 经历两个季度左右, 经济恢复至常态化增长水平, 债券收益率在Q2有显著上行。后受海外美联储等加息影响, 经济增速有所放缓。

新加坡2021年8月开始逐步放开疫情管控, 经济逐步复苏, 经历两至三个季度的时间, 经济止住下跌趋势、恢复常态化增长, 期间债券收益率有显著上行。

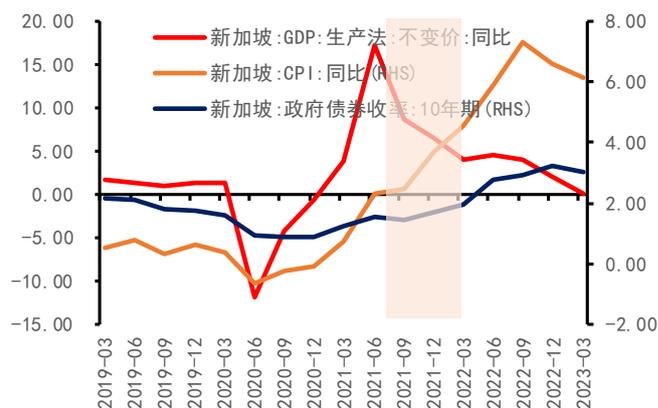
2020年4月份武汉正式解封, 当年Q4(解封后第二个季度)恢复到6%左右的常态化增长水平, 期间债券收益率也呈上升趋势。

图表 5: 越南放开疫情管控后经济恢复情况 (%)



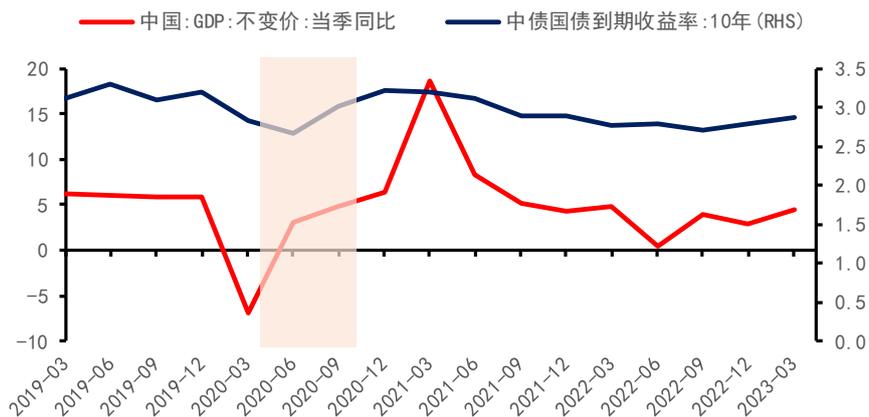
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 新加坡放开疫情管控后经济恢复情况 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 武汉放开疫情管控后经济恢复情况 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

疫后复苏的进程不是线性的，主要在于私人部门的风险偏好恢复先慢后快，前期复苏偏慢是正常现象。关于危机后复苏的文献中，He and Krishnamurthy (2013)¹ 建立了一个模型研究风险溢价在危机前后的动态变化，利用美国的现实数据对模型进行校准，发现危机后私人部门的风险偏好恢复不是线性的，而且先慢后快。背后的经济学含义在于，时间离危机越近，人们对危机的伤害记得越清楚，所以风险偏好恢复慢；时间离危机越远，人们越容易忘记危机的伤害，所以风险偏好恢复快。

目前修复较快的是日常消费，企业投资修复较慢，也是正常现象。企业部门资产负债表的修复本就慢于居民部门，因为企业资本品的投入产出时间长、资金量更大、经营投资决策更加慎重。举个简单例子，一家餐馆倒闭后，可以不需要很多资金重新开起来，但一家企业倒闭后，重新开张建立新的生产线时间会长的多。所以，在经济

¹ Zhiguo Guo and Arvind Krishnamurthy. 2013. "Intermediary Asset Pricing". *American Economic Review* 2013, 103(2): 732-770.

复苏的早期阶段，叠加经济主体预期尚不稳定，日常消费复苏速率较快，企业投资修复较慢，后续当企业投资恢复正向循环后，复苏会逐渐加快。

3 如果没有负面冲击，2023 年复苏将是主线

当前经济已经进入修复通道中，如果没有特别大的负面冲击，预计将是一个“斜率平缓”的复苏。后续利率中枢水平有望逐步上移，上移幅度取决于经济复苏的推进程度。我们认为，只要没有特别大的确定性的利空因素，复苏是一个相对确定的事件。

一是企业、居民预期有显著改善，是经济复苏的内生性动力。人民银行第一季度企业家问卷调查结果显示，企业对经济复苏的前景预期显著改善。根据人民银行第一季度城镇储户问卷调查结果，更多消费占比 23.2%，较前值上升 0.4pct，更多储蓄占比 58%，较前值下降 3.8pct，更多投资占比 18.8%，较前值上升 2.5 pct。居民消费、投资意愿显著好转，预防性储蓄意愿有所降低。

二是政策“抓经济”，扩内需基调延续，没有利空因素。4 月 28 日政治局会议延续了去年中央经济工作会议的内容，坚持稳中求进工作总基调，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。强调扩内需、稳就业、稳外贸、竞争中性等调控落脚点。主要目的是稳增长，呵护经济复苏，充分给予经济复苏的空间，没有利空因素。

三是外部需求方面，虽然目前仍然比较疲软，但总体影响有限。一是根据支出法计算的中国 GDP 中，净出口 (X-M) 大约占比 2-3%，对产出影响有限。二是 Q1 出口数据存在结构性特征，对美国、欧盟、日本等发达经济体走弱，对东南亚国家、俄罗斯、印度、南非等新兴市场经济体走强，整体表现对 GDP 拖累不大，未来还可能存在结构性机会。

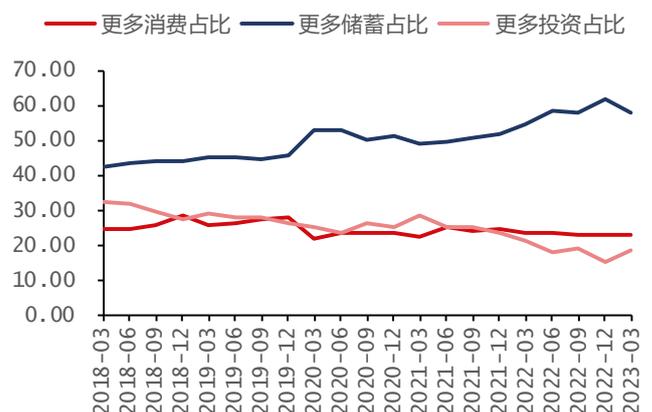
基于以上预期及内外部环境的考虑，2023 年经济复苏是一个相对确定性事件，复苏大概率会持续。

图表 8: 2023Q1 企业预期有显著改善 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 2023Q1 居民预期有显著改善 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

4 风险提示

经济复苏进度不及预期，未预料到的外生冲击。

来源：国联证券研究所分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695