

# 恢复性增长已来，内生性增长将至

## ——2023年二季度宏观经济与资本市场展望

专题报告 · 宏观经济

国信宏观固收

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S098051310001

- [ 01 ] 一季度宏观经济：开门红
- [ 02 ] 乐观背后的丝丝隐忧
- [ 03 ] 从“恢复性增长”到“内生性增长”
- [ 04 ] 二季度展望：内生性需求将至

### • 一季度：开门红

- 消费：如期修复
- 投资：差强人意
- 进出口：大超预期

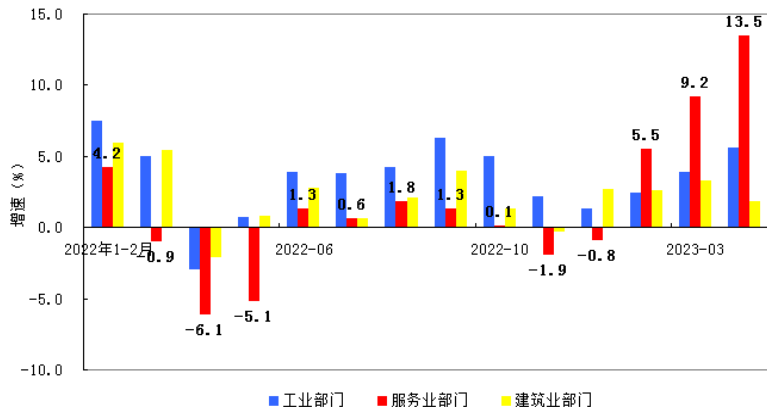
# 一季度经济增速超预期

## • 2023年一季度：经济增速超预期

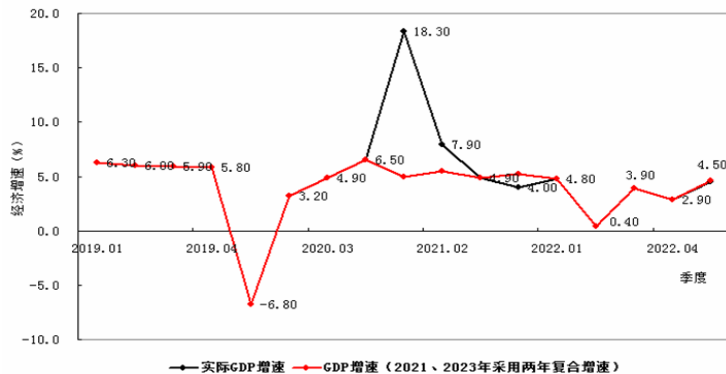
- 一季度经济增速4.5%，超越市场预期；
- 从月度GDP来看，3月份单月GDP增速已经超过5%（4月份超过7%）；

## • 从生产法角度来看

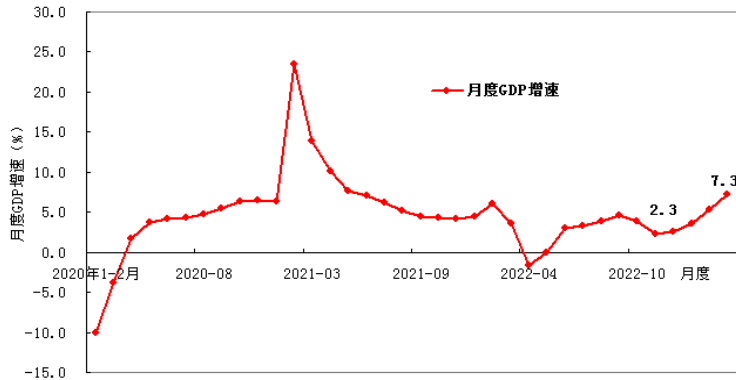
- 服务业的贡献最大；
- 工业与建筑业贡献平平；



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



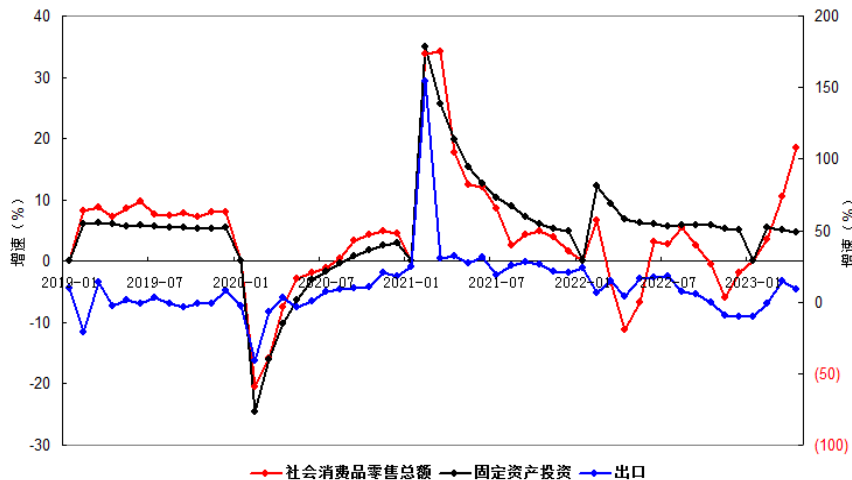
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



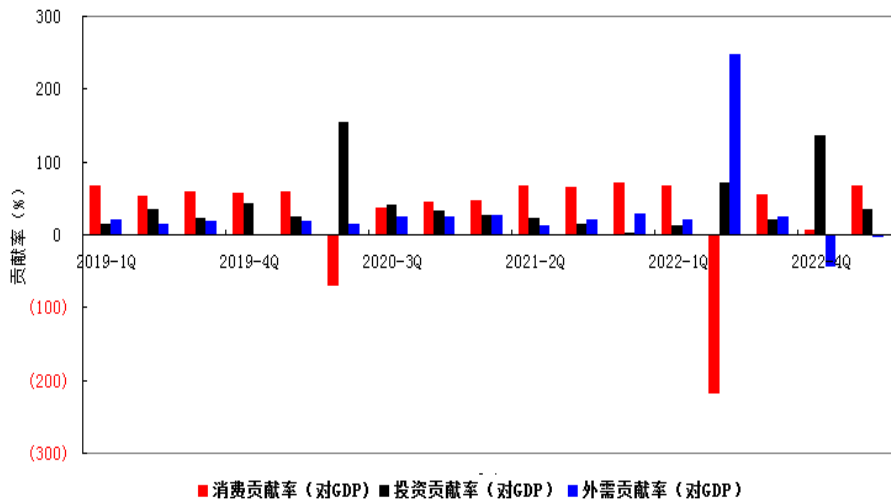
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 三大需求表现有所差异

- 内需为主，且：消费>投资>进出口
  - 内需“消费”部分贡献了GDP增长的2/3；
  - 内需投资部分贡献了GDP增长的1/3；
  - 外需部分贡献率基本为零；

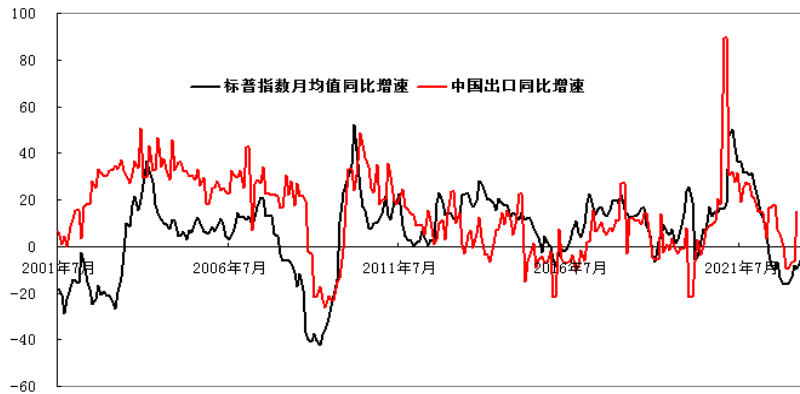


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



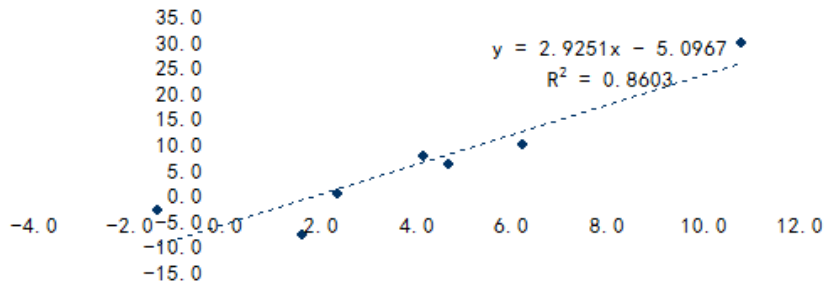
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 热点之一：出口数据的超预期



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2013-2021年中国出口同比与美英法德现价GDP合计同比(%, 横轴为GDP)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 出口：短期看普标+中期看经济+长期看结构；
  - 短期（月）：SP500月均值同比增速；
  - 中期（3-6个月）：美国GDP；——“硅谷银行”事件对于美国经济的作用具有“双刃”性；
  - 长期（年度以上）：国别的切换；
- 3月份的出口大幅度高增不是常态，但是过于悲观的预期也并不可取；

## 热点之二：火爆的“五一”小长假

内容	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年
五一假期旅游增速	连休五天	连休五天	连休五天	连休五天	四天假期	四天假期	三天假期
全国旅游收入（金额 亿元）	1,481.00	647.00	1,132.00	476.00	1,177.00	872.00	791.00
全国旅游收入（同比%）	128.90%	-42.90%	138.10%	-59.58%	16.10%	10.20%	16.20%
全国旅游接待总人数（亿人次）	2.74	1.60	2.30	1.15	1.95	1.47	1.34
全国旅游接待总人数（同比%）	70.83%	-30.20%	119.70%	-41.03%	13.70%	9.30%	14.40%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- “五一”小长假一览：
  - 出行人数、总收入均创历史新高；
  - “可比口径”来看，已经超越了2019年（疫情前）；
- 从人均消费情况来看：
  - 略低于疫情前水平；

年份	接待游客 (亿人次)	旅游收入 (亿元)	人均出游消费 (元)	同比	恢复至疫 前同期
2019年	1.95	1176.7	603.4	——	——
2020年	1.15	475.6	413.6	-31.50%	68.50%
2021年	2.3	1132.3	492.3	19.00%	81.60%
2022年	1.6	646.8	404.3	-17.90%	67.00%
2023年	2.74	1480.56	540.4	133.66%	89.56%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### • 乐观背后的丝丝隐忧

- 资本市场：对经济复苏的定价“尴尬”
- 微观感受：社会居民信心依然不足
- 官方认知：政治局经济会议对于需求回升的定性依然偏于谨慎



# 两大资产对于复苏的定价：“尴尬”的股债双牛

- 2023年一季度：股债双牛
  - 从更长时间维度来定义牛与熊：三年均值与现值的比较；
- 市场参与者的感受度并不舒适
  - 市场的短期变化和预期中的局面存在反差甚至背离；



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

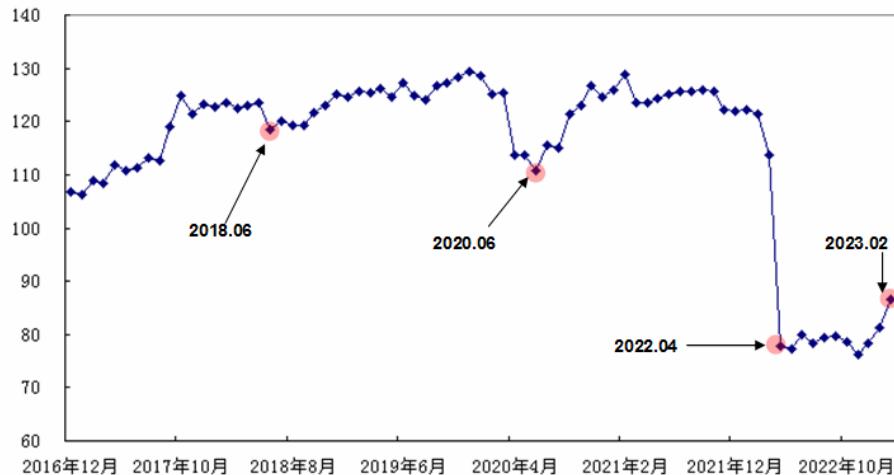


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 微观感受：社会居民信心依然处于低位

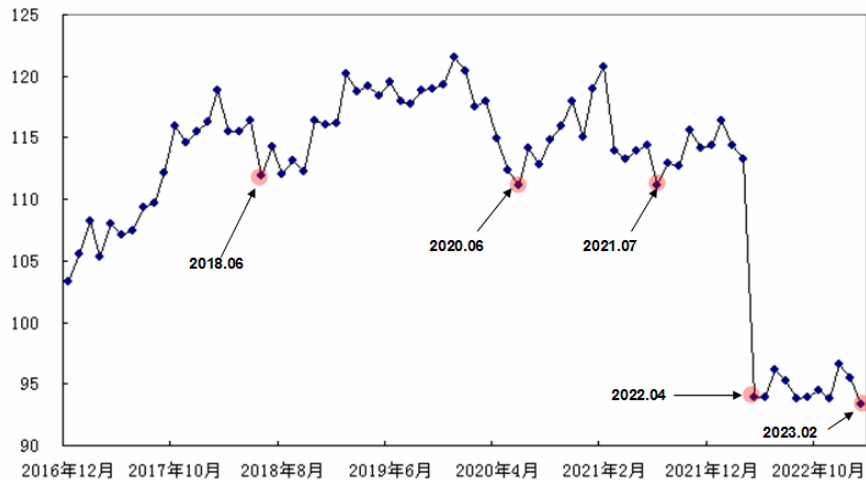
- 微观感受的典型指标：居民对当前就业、收入状况的满意度；
- 2022年的回落幅度惊人。但是，目前依然居于低位，特别是对收入的满意度；
- 从经济传导逻辑而言，微观满意度确实滞后于宏观走势，但是这个背离时期也是社会信心和预期最为混乱的时期；

消费者满意指数：就业



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

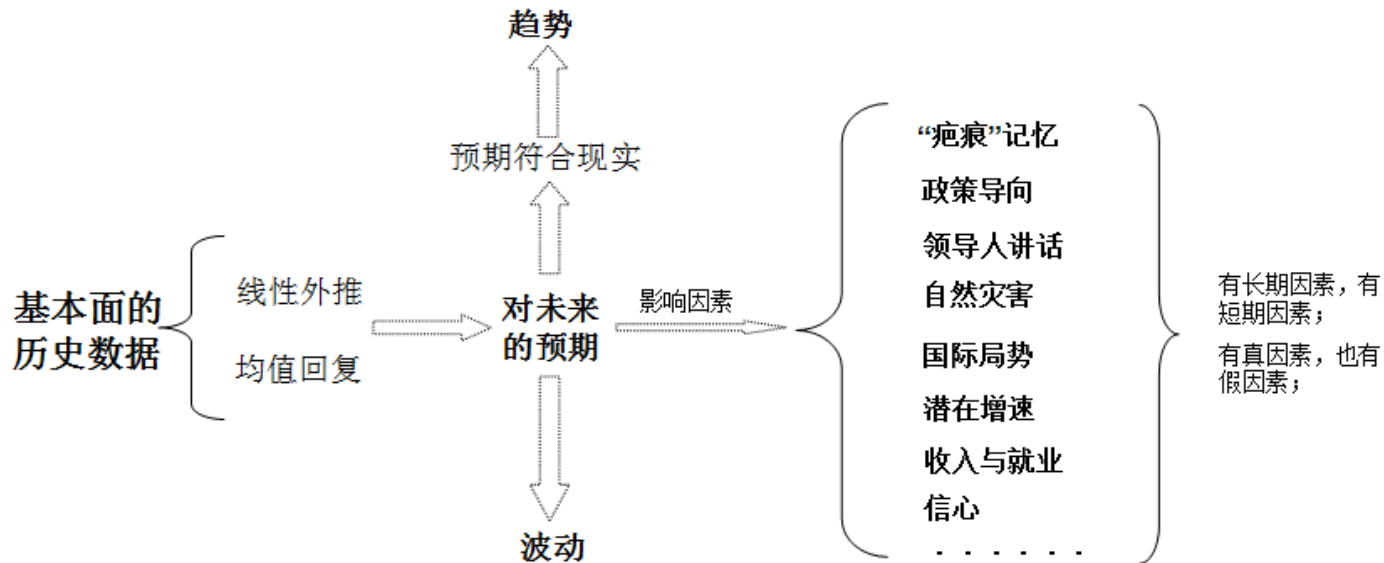
消费者满意指数：收入



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

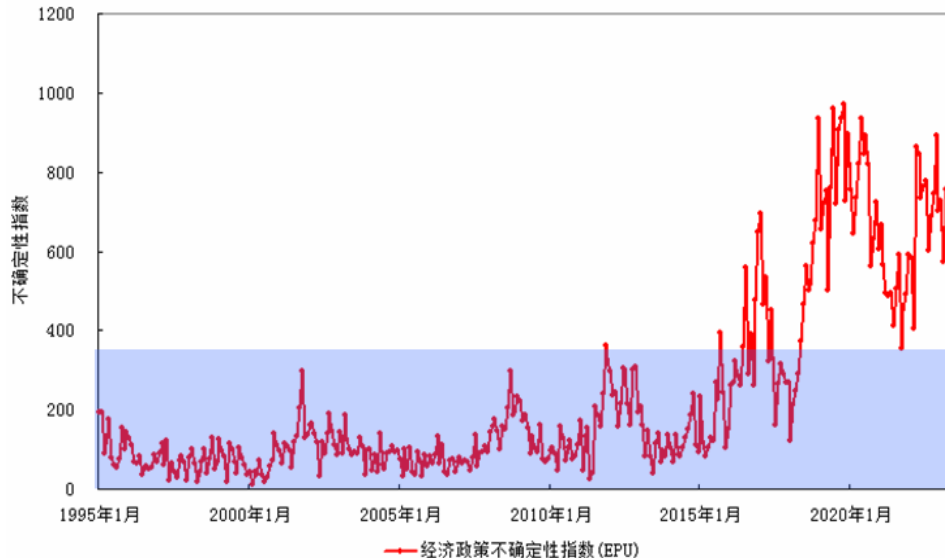
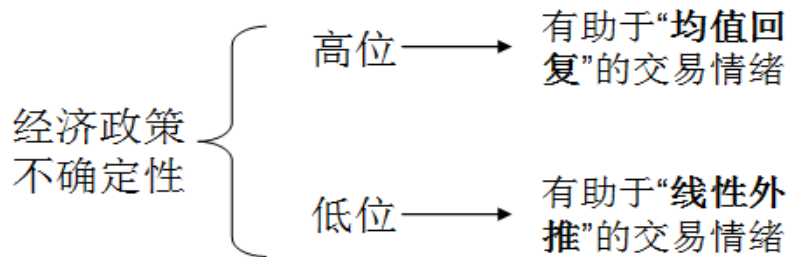
# 附注1：宏观走势与微观感受的差异会导致预期无法顺势形成

- 历史的基本面数据无法指引未来的投资，是由历史数据引申而出的预期指引着未来的投资行动；
- 预期形成的路径：1、线性外推；2、均值回复；
- 宏观走势与微观感受的背离会导致阶段性的预期混乱局面；



## 附注2：经济政策不确定性指数的高位也决定了预期的不稳定性

- 经济政策的稳定性有利于预期的线性外推；
- 经济政策的不确定性有利于预期的均值回复；
- 2020年以来，经济政策确定性指数居于高位，至今依然未见明显回落；



# 官方认知：需求回升的内生属性不强

- 中共中央政治局4月28日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作；
- 对于一季度经济恢复的核心判断：
  - “当前我国经济运行好转主要是**恢复性**的，**内生动力**还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战”；
- 未来时期措施：
  - 稳增长；
  - 促改革；
  - 防风险；

### • 需求：从“恢复性增长”到“内生性增长”

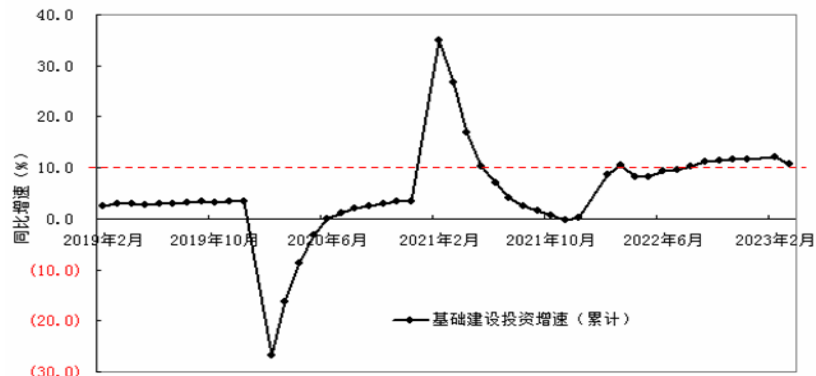
- 恢复性增长指什么？
- 内生性增长的衡量指标有哪些？
- 内生性不足体现在哪些方面？

# 需求的恢复性增长：居民消费

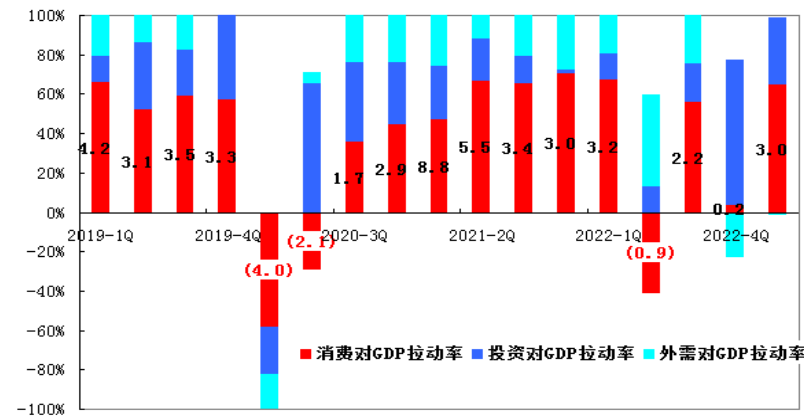
- 需求增长看内需：消费+投资；
- 一季度内需的恢复性增长主要体现在两个方面：
  - 居民消费：拉动GDP3个百分点；（恢复性）
  - 政府投资：拉动GDP0.5个百分点；（外生性）
- 4.5%的GDP增速中，上述两者贡献了3.5个百分点；



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



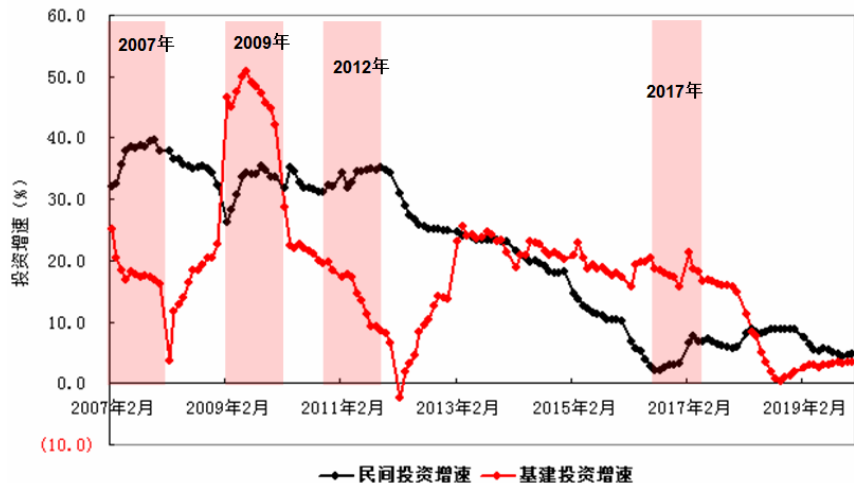
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 需求的内生性增长的衡量指标

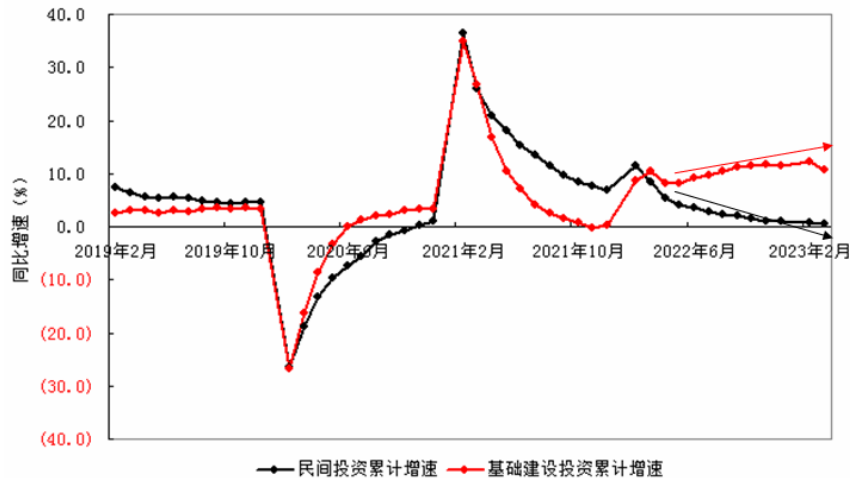
- 内生性增长：以“自发”为衡量原则；
- 内生性需求的同步反映指标：
  - 民间投资的变化；
  - 私营类中小企业的经营；
  - 货币活化指标；
- 内生性需求的滞后确认指标：
  - 就业率的改善；
  - 居民收入的增加与信心的改善；
  - 物价数据；



## 同步反映指标之一：民间投资依然不振



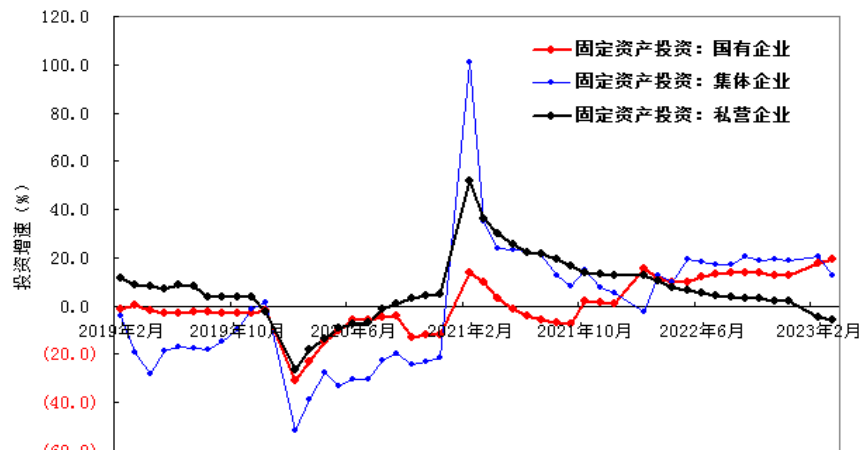
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 民间投资占据我国固定资产投资比重的60%附近，而代表政府投资的基建投资合计占比只在三成附近；
- 从历史经验来看，民间投资兴盛的时期多为经济活跃期，也对应着内生性增长动能强劲时期；
- 2022年中期以来，民间投资走势与政府投资走势背离；

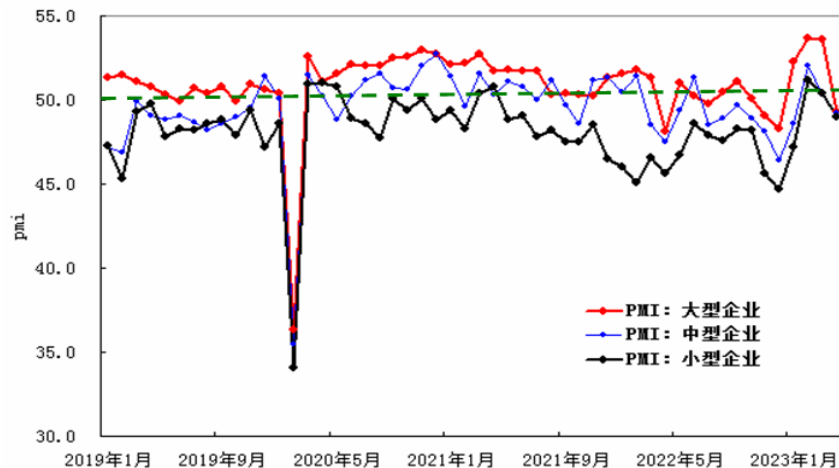
## 同步反映指标之二：民营类中小企业尚未恢复元气



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

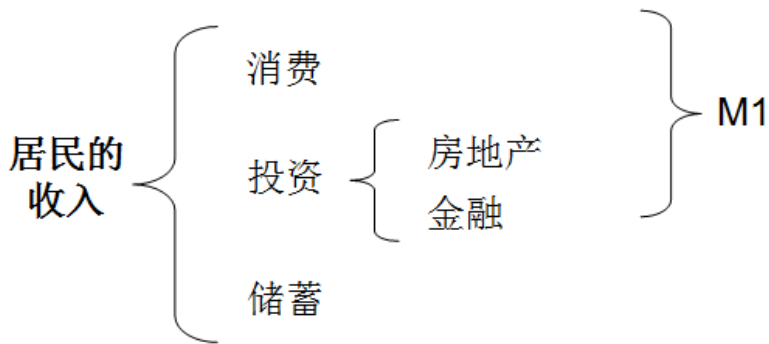
- 从PMI调查指标荣枯线分布来看：
  - 大型企业的景气度常保持在50上方；
  - 小企业的景气度多在荣枯线下方；
- 大型企业PMI的波动性大于小型企业，这本身就透露出外生力量居于主导；

- 固定资产投资（即产能投资）反映着企业家中长期信心；
- “国有企业固定资产投资持续上行+私营企业固定资产投资持续下行”的现象依然并存；

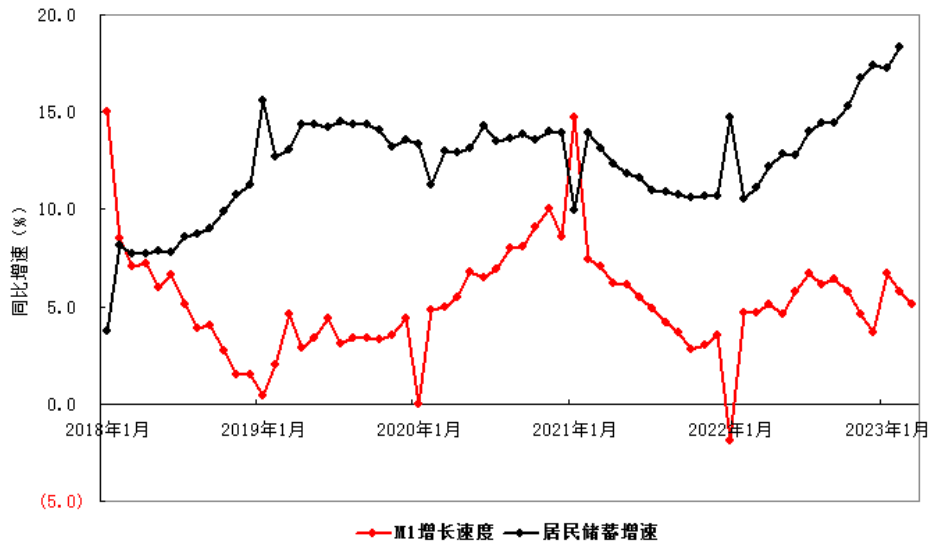


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 同步反映指标之三：货币活化程度依然不高



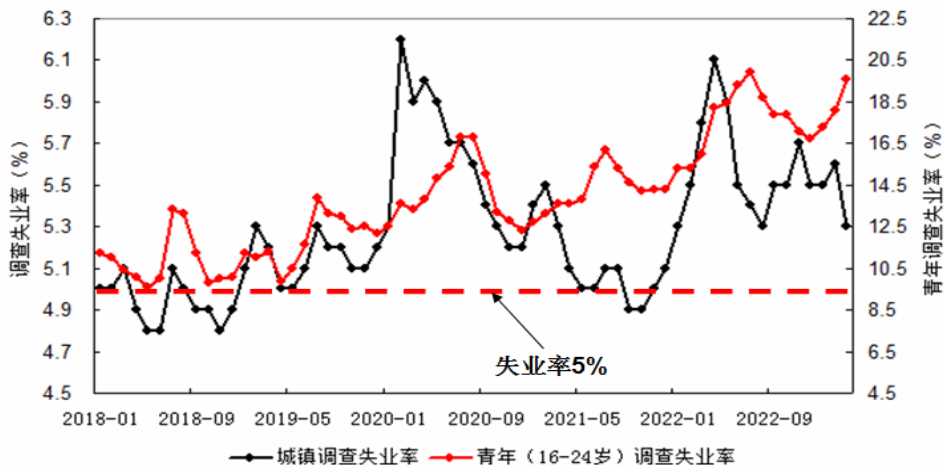
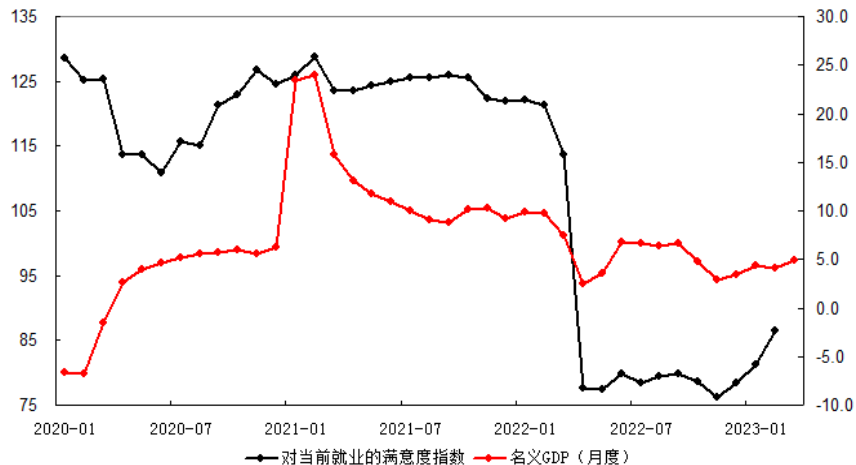
资料来源：国信证券经济研究所编制



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

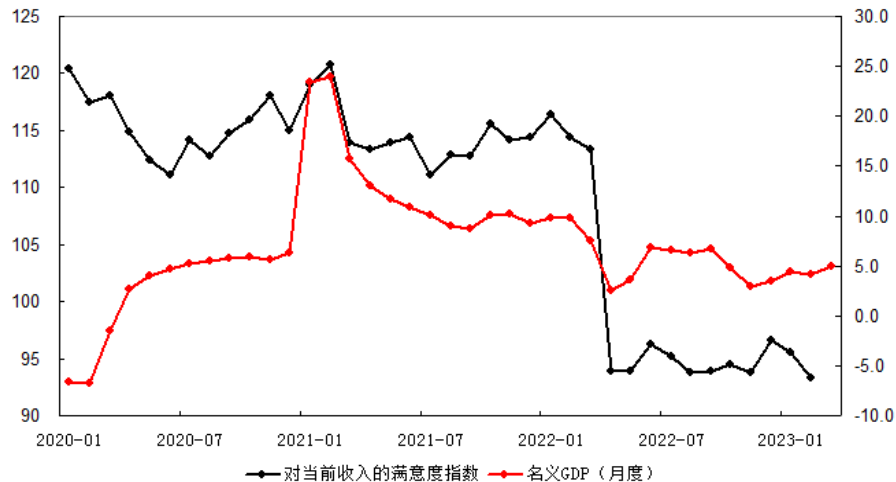
- M1代表企业资金的活化程度，依然处于低位徘徊状态；
- 居民储蓄增速则持续走高，被赋予了两种含义：
  - 认为是居民对于未来预期悲观，主动性的增加储蓄，以备未来生活所需，这可以称为主动性储蓄增加；
  - 认为是消费场景受限，影响了正常消费；此外，对于资产（股票，地产）走势预期不明，止步观望，因此被动的增加了储蓄，这可以称为被动性储蓄增加；

# 滞后确认指标之一：就业率的改善

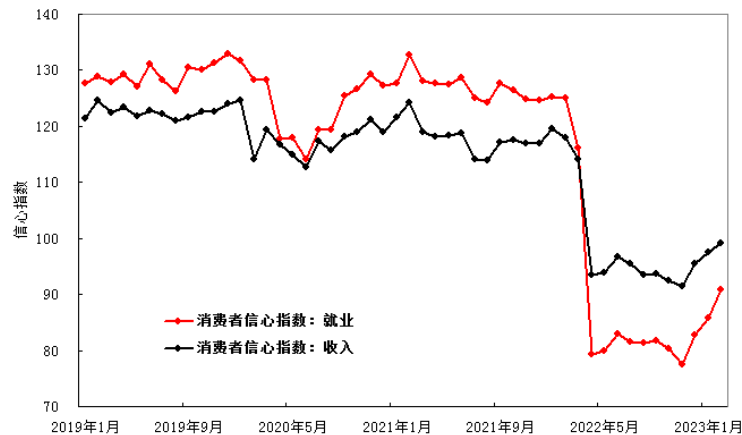


- 就业状况是宏观经济的滞后确认指标之一；
- 伴随经济名义增速的触底回升（去年11月份以来），就业满意度有所回升，失业率有所降低；
- 但是青年（16-24岁）失业率依然居于历史高位；

## 滞后确认指标之二：居民收入与信心的改善



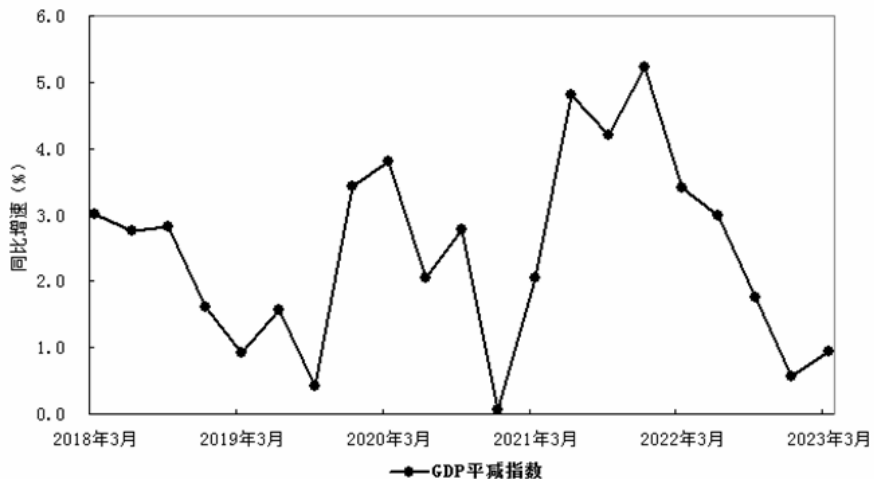
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



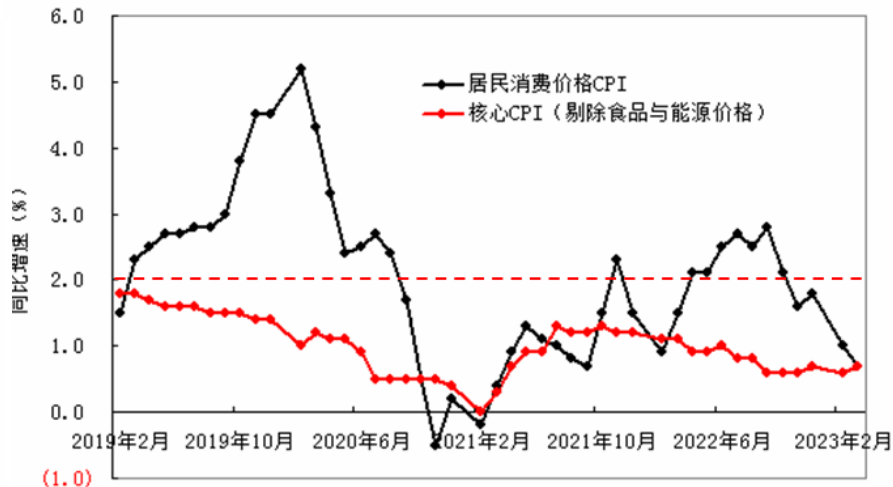
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 收入状况是就业的滞后反应；
- 在经济恢复的过程中，居民对于收入满意度竟然创出新低；
- 相对值得欣慰的是，对收入的信心有所改善提升；
- 对于收入的满意度是微观感受的主要来源；

## 滞后确认指标之三：物价指数相对偏冷，但非通缩



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 最综合的GDP平减指数居于低位；
- 消费虽然大幅增长，但是消费价格却处于回落通道中，显示消费需求的增长依然无法追及生产供应；
- **通缩之辩**：货币因素是实质，物价因素是表象；

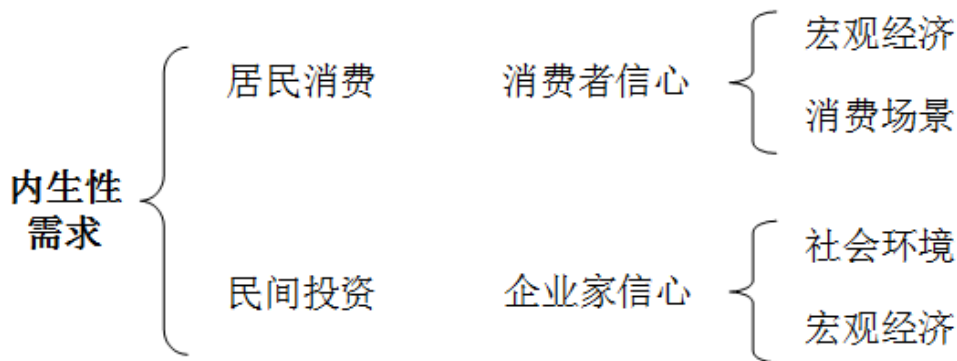
### • 二季度展望：恢复性需求向内生性需求切换的关键时期

- 内生性需求恢复的两大基石均已具备；
- 民间投资热情有望恢复；
- 二季度宏观经济展望：内生性需求助推经济向上；
- 资本市场展望：重建复苏交易；

# 内生性需求的核心因子：民间投资

- 内生性需求的两大组成：居民消费+民间投资；
- 居民消费：在消费场景恢复的背景下，已经显现出明显的恢复向好态势；
- 民间投资是未来内生性需求变化的核心关注点，其变化更主要的取决于企业家信心：
  - 社会环境影响企业家信心，这是“能不能投”的问题；（社会环境是否合适）
  - 宏观经济热度影响企业家信心，这是“值不值投”的问题；（经济环境是否合适）

## 影响因素



资料来源：国信证券经济研究所编制



# 基石之一：政策导向始终支持民营资本

- “两个毫不动摇”（2012年十八大报告）：
  - “必须坚持和完善我国社会主义基本经济制度和分配制度，**毫不动摇**巩固和发展公有制经济，**毫不动摇**鼓励、支持、引导非公有制经济发展。”
- “三个没有变”（2016年两会期间）：
  - “非公有制经济在我国经济社会发展中的地位和作用**没有变**！毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展的方针政策**没有变**！致力于为非公有制经济发展营造良好环境和提供更多机会的方针政策**没有变**！”
- 4. 28政治局经济工作会议进一步强调；

中共中央政治局召开会议

分析研究当前经济形势和经济工作

中共中央总书记习近平主持会议

中共中央政治局4月28日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

会议认为，今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门更好统筹国内国际两个大局，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，我国疫情防控取得重大决定性胜利，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。

……

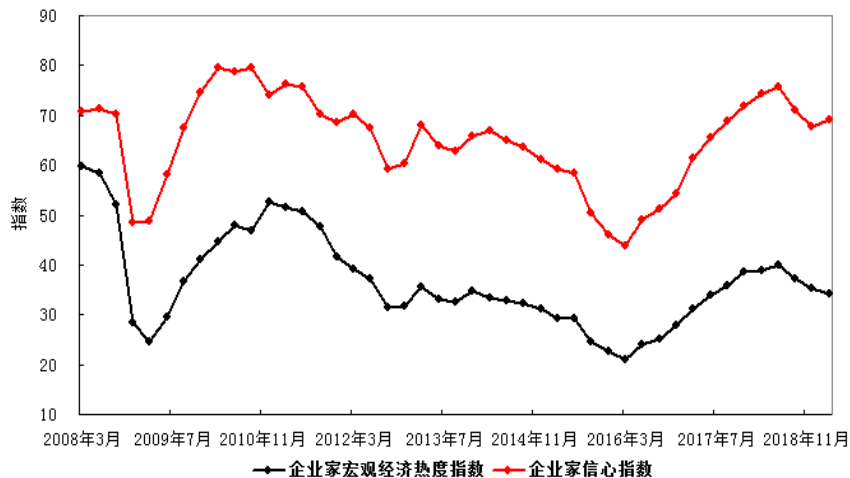
+

会议强调，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。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。要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。

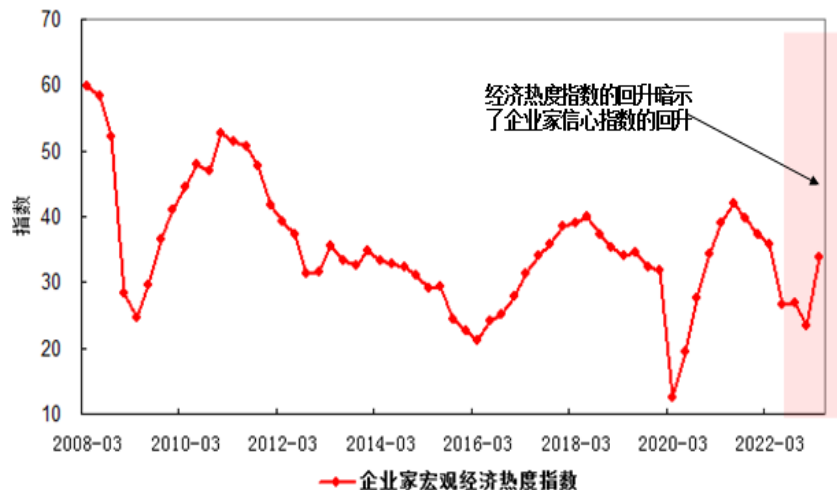
会议指出，要坚持“两个毫不动摇”，破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气。各类企业都要依法合规经营。要下决心从根本上解决企业账款拖欠问题。要推动平台企业规范健康发展，鼓励头部平台企业探索创新。

## 基石之二：宏观经济热度改善已经推动了企业家信心的回升

- 单纯从经济环境考虑，宏观热度是影响企业家信心的重要因素，历史上两者呈现同步性；
- 鉴于企业家信心指数目前已不再发布，宏观热度指数就成为可替代指标；
- 2023年一季度宏观经济的向好，导致企业家宏观经济热度指数开始拐头上行；
- 暗示着企业家信心指数也同步回升；



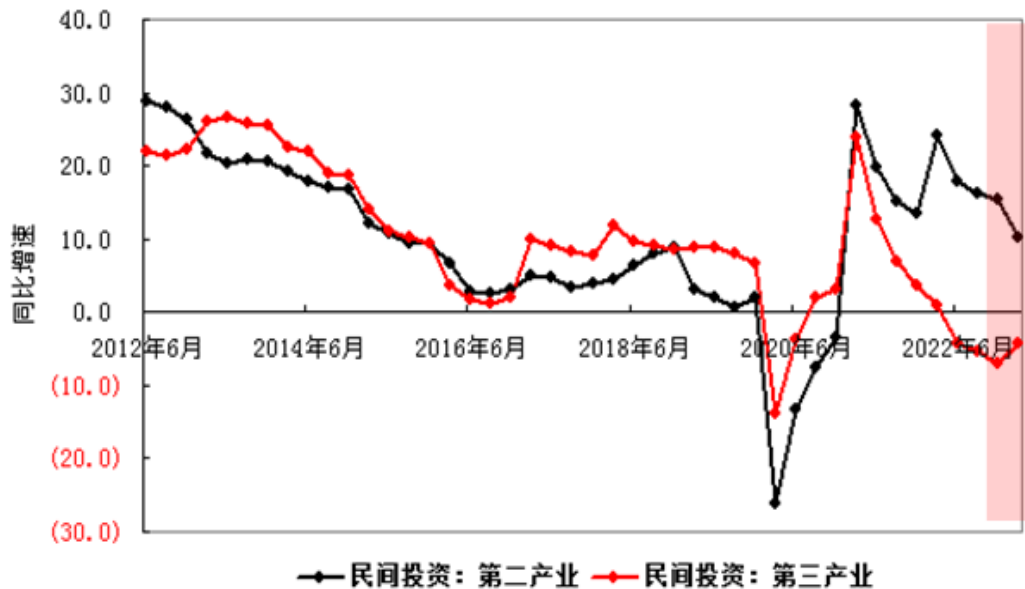
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 解疑：第三产业民间投资的兴起是一个积极的信号

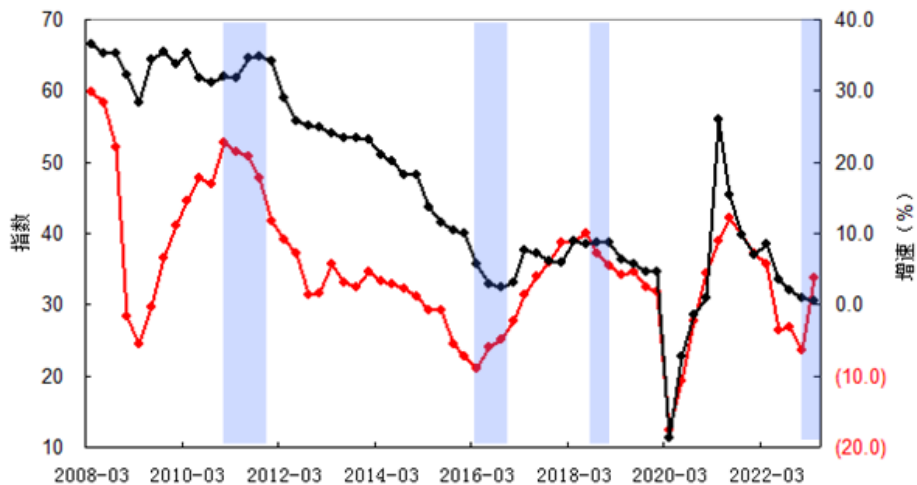
- 会有这种疑问：即便经济热度回升了，是否企业家信心还没有恢复？
- 整体低迷的民间投资内部也呈现分化
  - 第三产业民间投资已经兴起；
  - 第二产业民间投资是主要拖累项；
- 第三产业民间投资的拐折说明了：
  - 社会环境并非是当前阶段影响企业家信心的主要因素；
  - 经济环境在当前阶段更是主导因素；



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

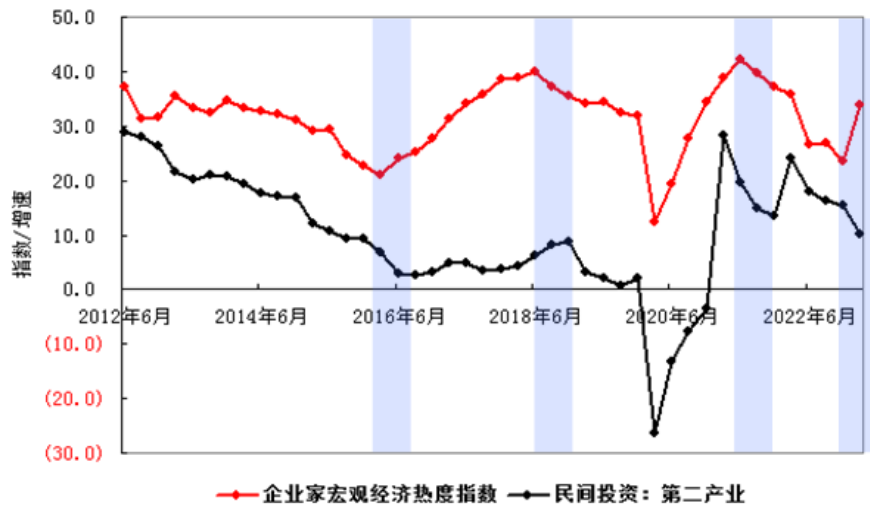
# 曙光已现：企业家信心领先民间投资1-2个季度

- 历史上若干次经典的转折领先经验：2011、2016、2018年；
- 企业家宏观经济热度指数（同步于企业家信心指数）在一季度出现了明显改善回升；
- 预计最快在第二季度可以见到民间投资增速的回升，特别是第二产业的民间投资回升；



—●— 企业家宏观经济热度指数 —●— 民间投资增速

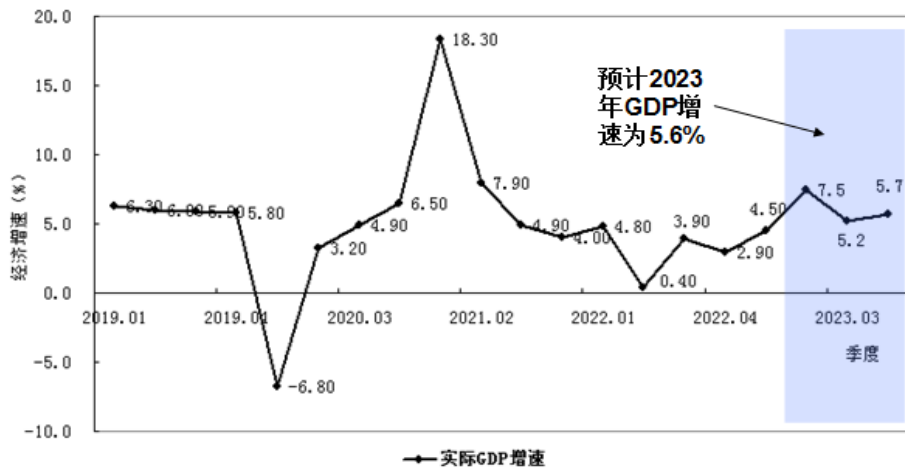
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



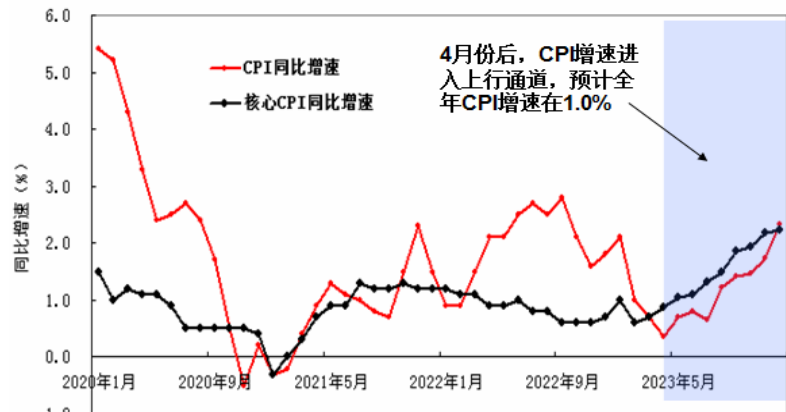
—●— 企业家宏观经济热度指数 —●— 民间投资：第二产业

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 二季度宏观经济展望：内生性需求回暖助推经济强势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 预计2023年GDP增速超过5.5%；
- CPI开始进入回升通道，全年增速在1.0%；
- PPI增速全年保持在负值区域，预计全年增速为-2%；
- 风险提示：对于经济读数的认知可能存在混乱（同比OR环比？）；



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 二季度资本市场展望：重建复苏交易

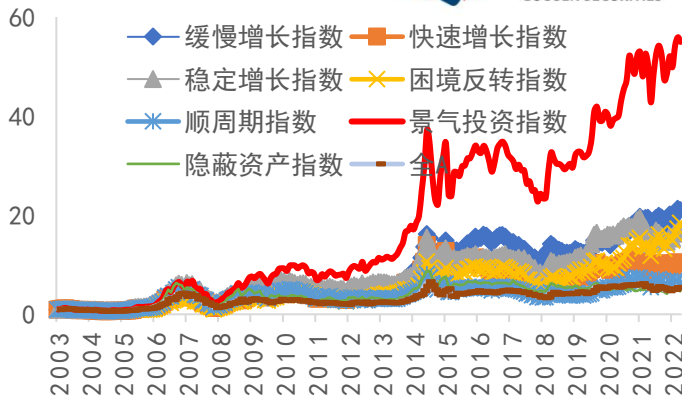


### ● A股展望：重建复苏交易，回归景气投资

- 经济复苏确认+主题投资短期熄火=重归景气；
- 上调盈利个股比例较高的子领域：一级行业方面，社服、  
餐饮、商贸、传媒、美护业绩上调标的数量占比较高；高  
覆盖细分赛道中，饮料乳品、风电零部件、化妆品等赛道  
存在挖掘机遇；

### ● 债券展望：对于经济衰退的定价过于强烈，存在回调风险

- 利率水平重新逼近2022年疫情期低位；
- 对于一季度的经济复苏视而不见，对于经济再返衰退的预  
期过于强烈；
- 当前的估值偏贵，债券市场存在较大的回调风险；



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2020年疫情以来10年期国债利率走势一览  
(红色方框点为年度开年第一个交易日)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

谢谢!

国信证券  GUOSEN SECURITIES

- ✓ 地缘政治矛盾加剧、全球商品价格暴涨；
- ✓ 美联储持续加息全球跨境资本流动和金融市场大幅调整；



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、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