

# 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

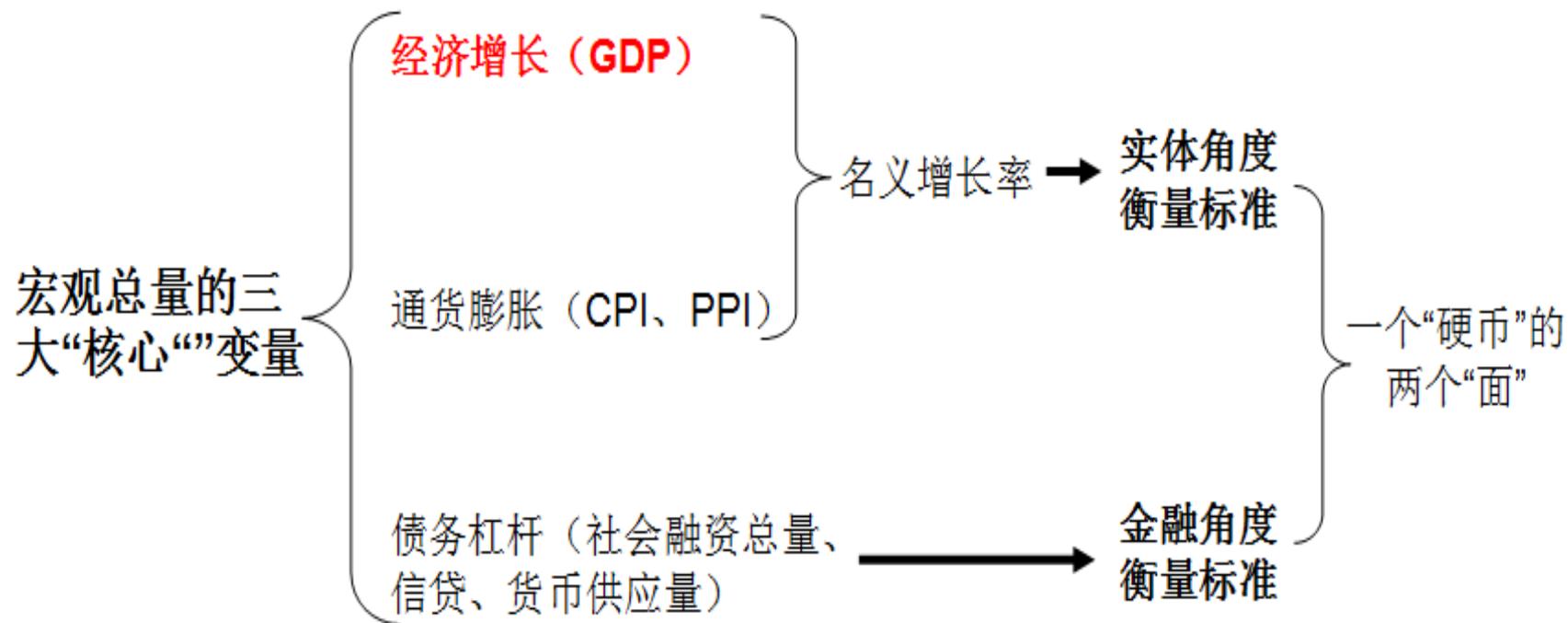
- [ 01 ] 疫情三年以来的宏观核心逻辑：经济增长
- [ 02 ] 2022：波折中的修复与制约
- [ 03 ] 2023：上、下驱动因素与经济展望

- **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

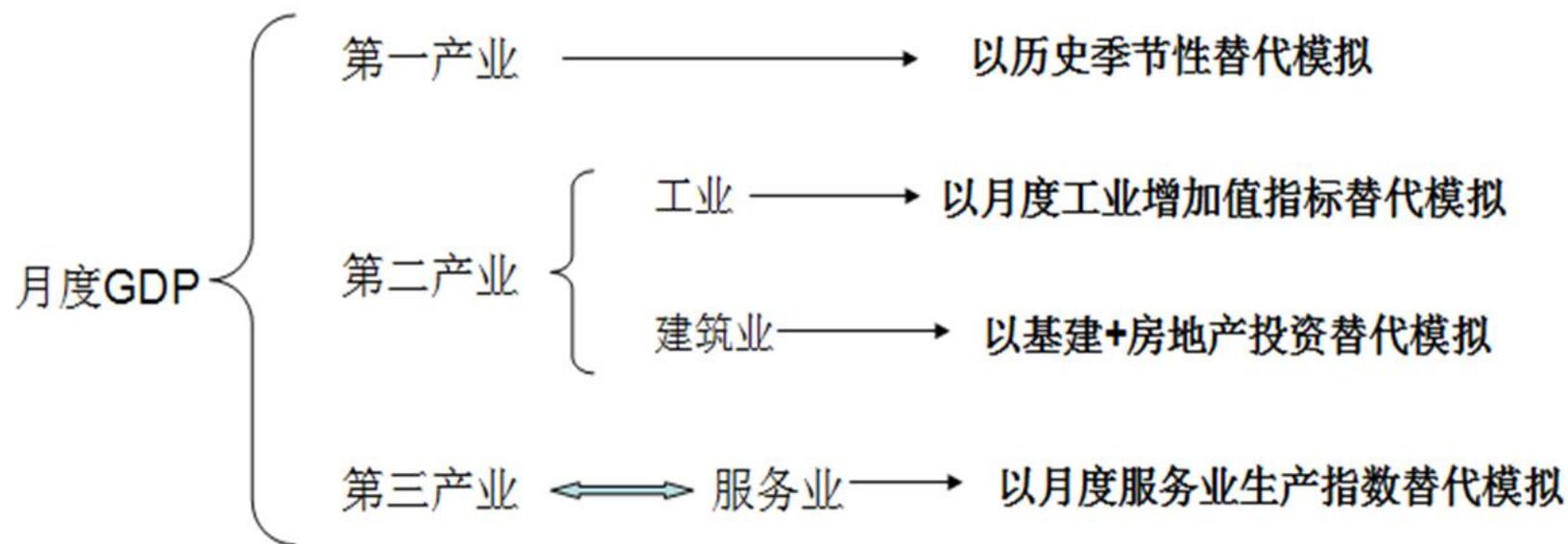


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 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



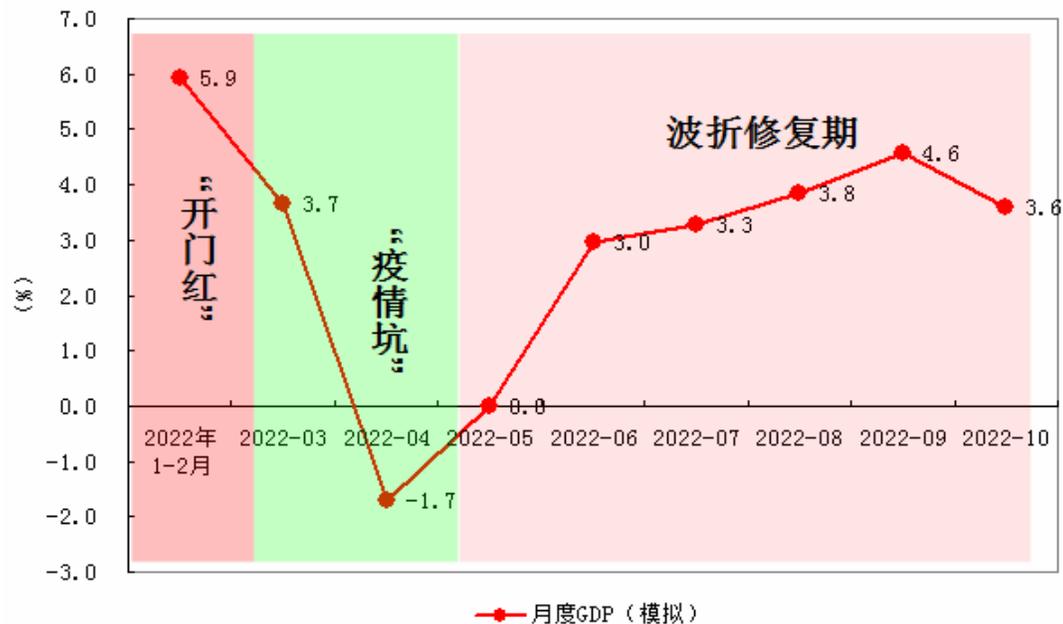
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

- 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”

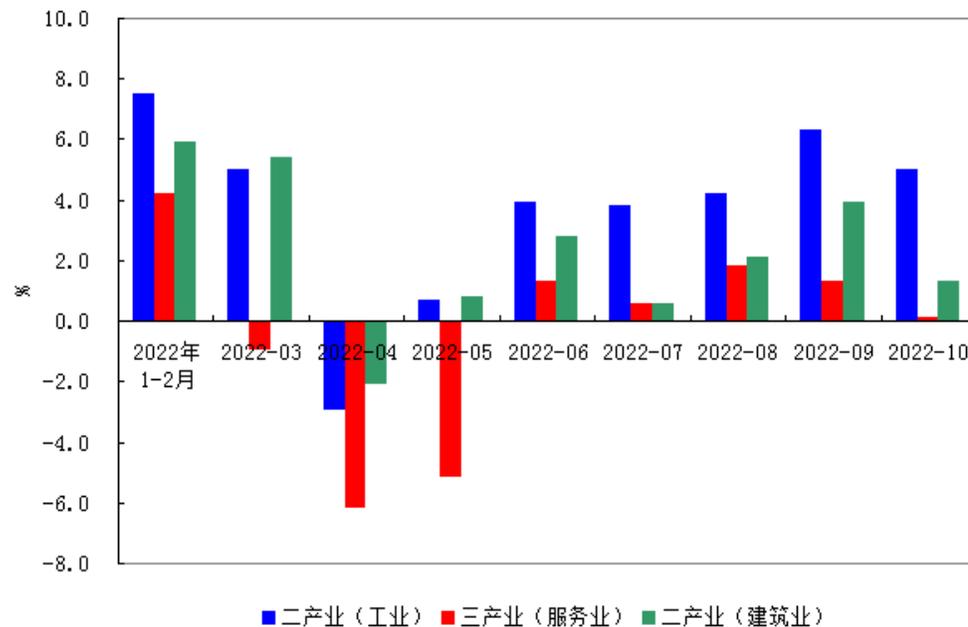
- 2022年中国经济增长依次经历了“开门红”（1-2月份）、“疫情坑”（3-5月份）、“波折修复”（6月份以来）；
- 5月份以来的修复进程低于预期，主要障碍出现在服务业的修复上。
- 一季度GDP增速4.8%，二季度GDP增速0.4%，三季度GDP增速在3.9%；
- 当前市场对于两大因素格外关注：
  - 疫情与防疫措施的演变；
  - 房地产调控问题；

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



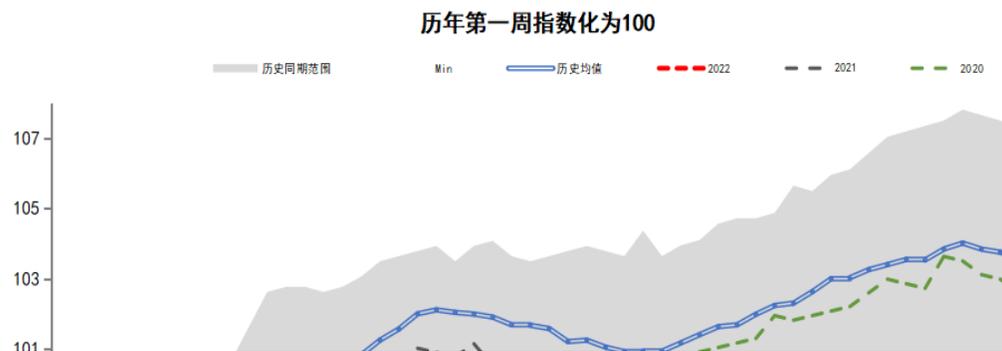
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

# 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。



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_49751](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49751)

