

广发宏观

如何估算 2023 年 GDP 增速

分析师：郭磊

分析师：王丹



SAC 执证号: S0260516070002



SAC 执证号: S0260521040001

SFC CE.no: BNY419



021-38003572



guolei@gf.com.cn



bjwangdan@gf.com.cn

请注意，王丹并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

报告摘要：

- 关于 2023 年的实际 GDP 增速，市场预测的方差较大。除出口和地产的趋势仍待进一步观察之外，另一原因是一些数据的统计特征可能和直觉存在差异。比如 2022 年的 GDP 增速只有 3%，2023 年面对的不是一个常规基数；2022 年四季度末疫情达峰，又进一步导致达峰所跨的两个季度存在扰动。2023 年的 GDP 预测中应该有多少才合理？本报告希望对此做出一些测算和探讨。

2019-2022 年实际 GDP 增速分别为 6.0%、2.2%、8.4%、3.0%，疫情冲击年份的低基数（2020 年）会对次年带来影响。

对于 2022 年来说，疫情达峰导致四季度 GDP 低于预期，只有 2.9%；在环比没有加速的情况下，这会导致一季度同比偏低；但低基数效应又会抬升 2023 年四季度 GDP 增速。

- 首先我们测算一个基准情形。GDP 有相对稳定的环比季节性特征，我们以 2012 年以来（剔除疫情影响等特殊情形）不变价 GDP 的环比季节性均值推算，则 2023 年全年 GDP 同比 6.4%，对应 1-4 季度同比分别为 3.0%、9.1%、6.2%、6.9%。

以 2012 年的数据为例观测。剔除特殊情况下的异常值，典型如 2020 年 1-3 季度等。从数据来看：

一季度当季环比介于-16.4%和-15.7%之间，环比均值为-16.0%。

二季度当季环比介于 10.8%和 11.3%之间，环比均值为 11%。

三季度当季环比介于 4.2%和 4.8%之间，环比均值为 4.5%。

四季度当季环比介于 8.8%和 10.9%之间，环比均值为 9.8%。

- 我们进一步通过定位库存周期位置优化假设。（1）从年初 PMI 库存特征看，本轮库存周期已进入被动去库阶段，对应美林时钟的经济复苏期；（2）从历史经验看，被动去库阶段 GDP 环比呈现季节性均值附近波动的特征，而主动补库阶段 GDP 环比略好于季节性趋势；（3）我们按照上半年环比季节性下限、下半年环比季节性均值的复苏斜率，则 2023 年全年 GDP 同比 5.7%，1-4 季度同比分别为 2.5%、8.4%、5.5%、6.3%。

以制造业 PMI 代表需求，工业企业产成品存货同比代表企业库存，结合二者判断经济所处的库存周期四阶段，及库存周期不同阶段对应的 GDP 环比特征。

历史上典型的被动去库存阶段，对应有数据以来共 5 个阶段，分别为 2005 年 7 月至 2006 年 5 月、2008 年 11

月至 2009 年 8 月、2012 年 8 月至 2013 年 8 月、2016 年 2 月至 2016 年 6 月，2019 年 2 月至 2019 年 11 月。

被动去库存阶段，2016 年 1-2 季度 GDP 环比分别为-16.4%和 11.3%，2019 年 1-3 季度 GDP 环比分别为-15.9%、10.9%、4.4%，环比增速大致上呈现出在季节性均值左右波动的特征。

当经济进入主动补库存阶段，例如 2016 年 7 月至 2017 年 4 月，对应 2016 年 3、4 季度至 2017 年 1 季度 GDP 环比分别为 4.8%、9.1%、-15.8%，环比在大趋势上呈现出好于季节性均值的特征。

基于历史上被动去库存持续 4-12 个月的周期规律，2023 年上半年大概率处于库存周期被动去库存阶段，而进入主动补库存阶段则需要等到 2023 年下半年或 2024 年。

- 我们进一步考虑去年末感染期的扰动优化假设。(1) 从地铁客运量来看，2022 年 12 月主要城市日均地铁客运量低于 2022 年 5 月，成为仅好于 2020 年 2 月武汉疫情期间的次低，疫情对 GDP 节奏的扰动可参照上述两个阶段；(2) 2020 年 1 季度和 2022 年 2 季度 GDP 环比均显著低于季节性均值，此后 1 个季度 GDP 环比则由于低基数存在超季节性；(3) 2022 年四季度 GDP 环比 9%，低于季节性均值 0.8 个点，我们按照上调 0.4 个点对今年一季度环比进行修正，则 2023 年全年 GDP 同比 6.2%，1-4 季度同比分别为 3.0%、8.9%、6.0%、6.8%。

2020 年疫情以来，区域疫情和防疫隔离对居民生活及 GDP 增长造成较大的冲击和扰动。以主要城市日均地铁客运量的月度均值来看，2022 年 12 月以 2912 万人次创下仅好于 2020 年 2 月 560 万人次的次低，略好于 2022 年 5 月的 3254 万人次。

2020 年 1 季度不变价 GDP 环比-26%，低于季节性均值 10 个点，此后 2-3 季度分别高出季节性均值 11.7 和 1.7 个点；2022 年 2 季度不变价 GDP 环比 4.8%，低于季节性均值 6.2 个点，此后 3 季度高于季节性均值 2.9 个点。

2022 年 4 季度不变价 GDP 环比 9.0%，低于季节性均值 0.8 个点。

- 上述测算的一个整体印象是，2023 年一季度 GDP 增速不高，但年度 GDP 增速可能会较市场中性预期更高。除了经济动能修复之外，低基数也是一个重要背景。如果 2023 年实际 GDP 同比增长 6.2%，则对应 2022-2023 年两年复合增速为 4.6%，仍低于 2020-2021 年 5.3% 的复合增速，排除疫情等共同影响因素，其间变化主要反映了出口和地产增长中枢的下移。

2022 年不变价 GDP 同比 3.0%，若 2023 年实际增速 6.2%，对应 2022-2023 年两年复合增速 4.6%；2020-2021 年同比分别增长 2.2%和 8.4%，对应两年复合增速 5.3%。

2020-2021 年地产投资两年复合增速为 5.7%，2022 年为-10%；2020-2021 年出口金额两年复合增速 15.9%，2022 年为 7%。

- 2023 年 GDP 贡献变化弹性最大的领域显然是消费和服务业。如何确定 2023 年社零和 GDP 口径居民消费的增速，以及它对 GDP 的拉动有多大？我们以商务部监测的全国重点零售和餐饮企业销售额增速这一基数切换后的数据作为社零增长的标尺，再叠加服务类消费。居民人均服务消费支出 2020-2021 年两年复合为 4.2%，2022 年为-0.8%，按照 2022-2023 年两年复合 4.2%/4.7%/5.2%三种情景假设，对应 2023 年服务消费支出同比 9.5%/10.5%/11.5%左右；按照 2022 年前三季度服务消费占居民消费支出 52.3%的比重粗略估算，6.8% 的社零增速和 9.5%/10.5%/11.5%左右的服务消费支出增速，大致对应 2023 年居民消费支出增速 8.2%/8.7%/9.3%。根据 2020 年我国对居民消费支出的最终需求依赖度 28.4%估算，居民消费支出由 2022 年的-0.2%上行至 2023 年的 8.2%/8.7%/9.3%，对名义 GDP 增速的上拉分别为 2.4/2.5/2.7 个点。

数据历史经验显示，商务部重点监测的假期零售和餐饮企业销售数据可以作为观测全年社零增速的大致标尺；

尤其在疫情前居民出行不受约束的情况下，假期消费对全年消费的锚定较为有效；2023 年尽管后续感染期仍然会扰动消费节奏，但相较于过去 3 年应会有明显好转。

据商务部商务大数据监测，2023 年春节期间全国重点零售和餐饮企业销售额比去年农历同期增长 6.8%，其中粮油食品、服装、金银珠宝、汽车销售额同比分别增长 9.0%、6.0%、4.4%和 3.6%。¹我们理解这一数据可以作为初步理解 2023 年全年社零增长中枢的标尺。

社零与居民消费支出的联系主要表现为，社会消费品零售总额中销售给居民的部分直接构成居民消费支出中的货物消费及餐饮服务消费，是计算居民消费支出的资料来源之一。社零与居民消费支出的区别主要表现在五个方面。一是居民消费支出不仅包括居民对货物的最终消费支出，还包括对服务的最终消费支出，社会消费品零售总额中仅统计货物零售和餐饮服务消费，不包括除餐饮服务外的其他服务消费。二是居民消费支出包括住户以实物报酬形式获得的货物和服务以及其他虚拟消费支出，社会消费品零售总额只统计以货币形式实现的商品交易。三是居民消费支出核算我国常住住户在国内和国外的最终消费支出，社会消费品零售总额统计的是常住住户和非常住住户在我国境内所购买的消费品。四是社会消费品零售总额中包括售给机关、团体、学校、部队、企业、事业单位等社会集团的各种办公用品等，居民消费支出中不包括。五是社会消费品零售总额中包括居民自建房用建筑材料，居民消费支出不包括。²

根据城乡住户一体化调查中居民生活用品及服务、交通和通信、教育文化娱乐、医疗保健 4 项消费支出作为居民服务消费支出的估算，2014-2019 年居民服务消费支出增速分别在 12.6%、11%、11.5%、8.4%、9.1%、9.6% 左右；2020、2021 年则分别为-7.7%和 17.7%，两年复合增速 4.2%；考虑到疫情防控措施优化对服务消费的支撑，我们将 4.2%作为 2022-2023 年两年复合的悲观情景；2022 年同比增速为-0.8%，假设三种情景下 2022-2023 年两年复合增速分别为 4.2%、4.7%、5.2%，对应 2023 年全年增速为 9.5%、10.5%、11.5%左右。

按照 2022 年前三季度服务消费占居民消费支出 52.3%的比重，作为居民消费支出中服务和商品的大致占比情况；2023 年社零 6.8%的增速大致表征居民商品消费支出增速，而服务消费支出增速则在 9.5%/10.5%/11.5% 左右，按比例估算，2023 年居民消费支出同比在 8.2%/8.7%/9.3%左右。

按照 2020 年全国投入产出表计算，2020 年我国各产业整体对居民消费支出的最终需求依赖度为 28.4%；若居民消费支出增速由 2022 年的-0.2%回升至 2023 年的 8.2%/8.7%/9.3%，对名义 GDP 的上拉分别为 2.4/2.5/2.7 个点。

- **2023 年 GDP 贡献中，变化较大的另一领域是地产。地产投资 2022 年处于-10%的深度负增区间，如果今年能修复至 0%左右的中期增长中枢，对名义 GDP 的上拉有多大？**我们通过 2020 年全国投入产出表大致估算了一下地产投资的影响；直接影响方面，2020 年住宅房屋建筑、建筑安装、建筑装饰三大细分建筑业直接创造 GDP4.2 万亿，占名义 GDP 比重 4.2%；间接影响方面，根据上述三大行业对其他行业的完全消耗系数，计算间接创造增加值 8.8 万亿，占名义 GDP 比重 8.6%；二者合计地产投资产业链在名义 GDP 中占比约为 12.8%。以 2023 年悲观/中性/乐观三种情形给定地产投资-5%/0%/5%的增速水平，对名义 GDP 的上拉分别为 0.6/1.3/1.9 个点。

根据 2020 年全国投入产出表，主要与地产投资相关的三大行业（住宅房屋建筑、建筑安装、建筑装饰）所直接创造的增加值为 4.2 万亿，占当年名义 GDP 的 4.2%；再根据上述三大行业对其他行业的“完全消耗系数”，计算上述三大产业通过投入产出关系消耗的其他行业增加值为 8.8 万亿，占当年 GDP 的 8.6%。二者合计，2020 年地产投资产业链在名义 GDP 中占比在 12.8%左右。

¹ <https://cif.mofcom.gov.cn/cif/html/newsIssue/2023/1/1675127502935.html>

² <https://tjj.mas.gov.cn/hdjl/dwzsk/2001219221.html>

完全消耗系数，是指某产品生产单位最终产品量对另一产品的完全消耗量，即直接消耗和间接消耗之和。³

地产投资若由 2022 年的-10%回升至新的中长期增长中枢 0%左右，则对名义 GDP 增速的上拉为 1.3 个点；考虑悲观和乐观情景地产投资同比分别为-5%和 5%，则对名义 GDP 的上拉分别为 0.6 和 1.9 个点。

- **2023 年 GDP 在支出法下的贡献结构显然是消费复苏、地产修复、出口放缓。**我们按照季度环比历史均值估算，则 2023 年全年出口同比-6.1%。根据 2020 年我国对出口的最终需求依赖度 18.9%来计算，出口增速由 2022 年的 7%降至 2023 年的-6.1%将拖累名义 GDP 下行 2.5 个点。这意味着年内居民消费支出的修复（上拉 2.4/2.5/2.7 个点）能够基本对冲出口下行的影响，一个推论是地产修复斜率大致决定经济修复弹性。假设经济其他需求部分不变，则地产投资修复至 0%左右将拉动名义 GDP 由 2022 年的 5.8%上行至 7.1%，扣除 1.3 个点左右的平减指数，对应实际 GDP 增速 5.8%。这一支出法框架下的预测结果亦高于目前 5.5%的 wind 一致预期。

2014-2019 年出口季节性特征为：一季度的环比在-27.1%至-14.4%之间，均值为-18.9%；二季度的环比在 8%至 17.4%之间，均值为 14.2%；在三季度环比在 4.7%至 11.2%之间，均值为 6.7%；四季度环比在 0.5%至 8%之间，均值为 3.5%。

对于 2023 年出口增速，我们按照 2014-2019 年当季环比季节性均值进行估算，对应全年同比-6.1%，1-4 季度分别为-10.8%、-8.1%、-8.2%、2.3%。

2020 年我国各产业整体对出口的最终需求依赖度为 18.9%（具体计算方法和过程详见《哪些行业外需占比较高》）。2022 年我国出口同比增长 7%，若 2023 年同比增速降至-6.1%，出口增速下降 13.1 个点，对名义 GDP 的下拉将达到 2.5 个点。

2022 年全年名义 GDP 同比 5.8%，GDP 平减指数 2.24%，CPI 同比 2%，PPI 同比 4.1%。

中性情景下，我们预计 2023 年 CPI 同比在 2.1%左右，PPI 同比在 0.2%左右（详见《仍存暗流：2023 年通胀环境展望》）；按照 PPI40%、CPI60%的权重粗略估算 GDP 平减指数，对应 2023 年 GDP 平减指数在 1.3%附近。

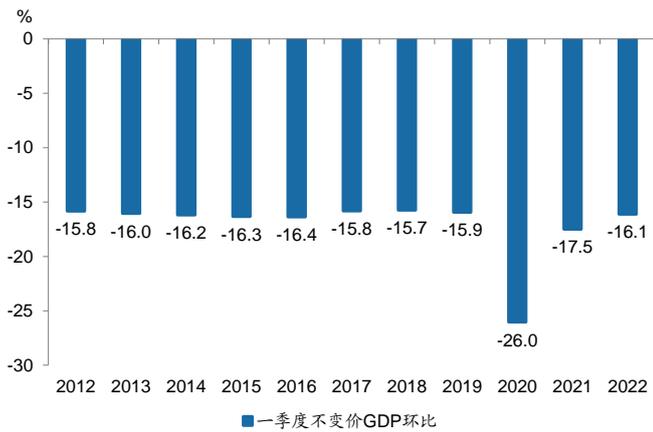
从理论上讲，生产法、支出法和收入法三种方法计算得到的 GDP 应该是一致的，因为它们是使用不同的方法对同一事物进行核算。但在实际操作中并不如此，因为资料来源的不同以及基础数据质量上的差异，三种方法计算的 GDP 之间存在着一定的计算误差。我国目前以生产法 GDP 为准。⁴

- **核心假设风险：**海外经济增长不及预期影响出口；国内疫情反复影响后续消费修复；投入产出表数据滞后对当前实际情况产生出入；由于数据来源不同等原因导致生产法和支出法估算的 GDP 结果产生误差。

³ http://www.stats.gov.cn/zsk/snapshot?reference=fdcb8259e5b1e0e1978f0367fc7094aa&index=project_stats&qt=* &siteCode=tjzsk

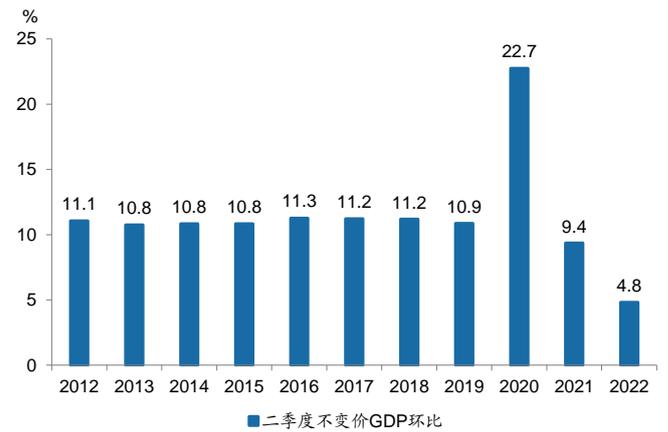
⁴ http://www.stats.gov.cn/ztjc/tjzdg/zgmjhhstx/200305/t20030527_38601.html

图1：一季度不变价GDP当季环比



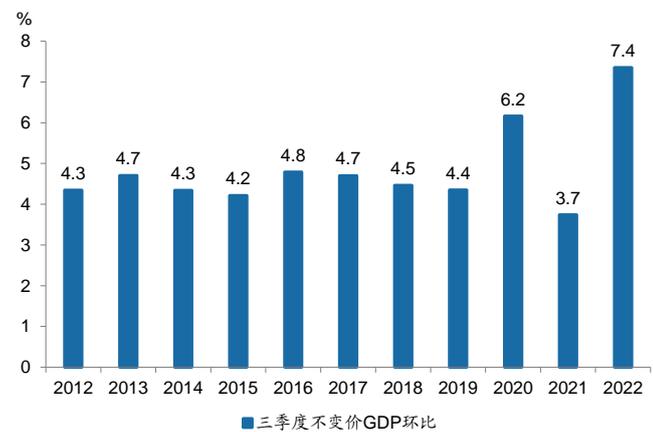
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：二季度不变价GDP当季环比



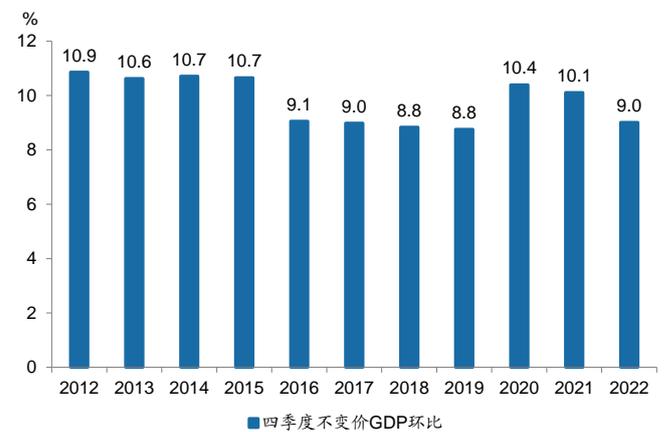
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：三季度不变价GDP当季环比



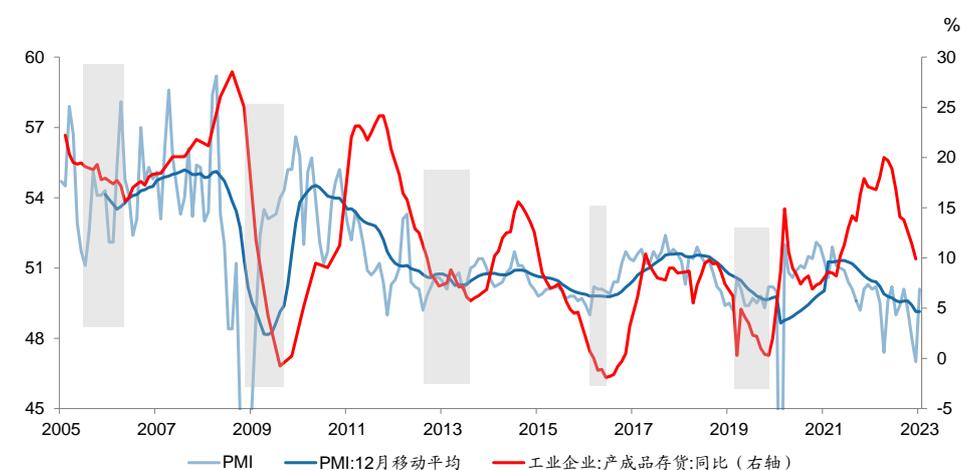
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：四季度不变价GDP当季环比



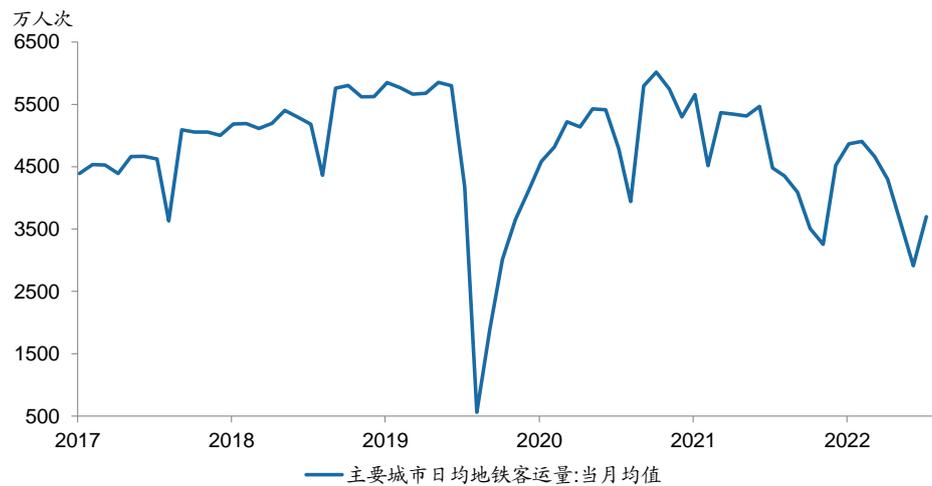
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：中国有数据以来库存周期波动



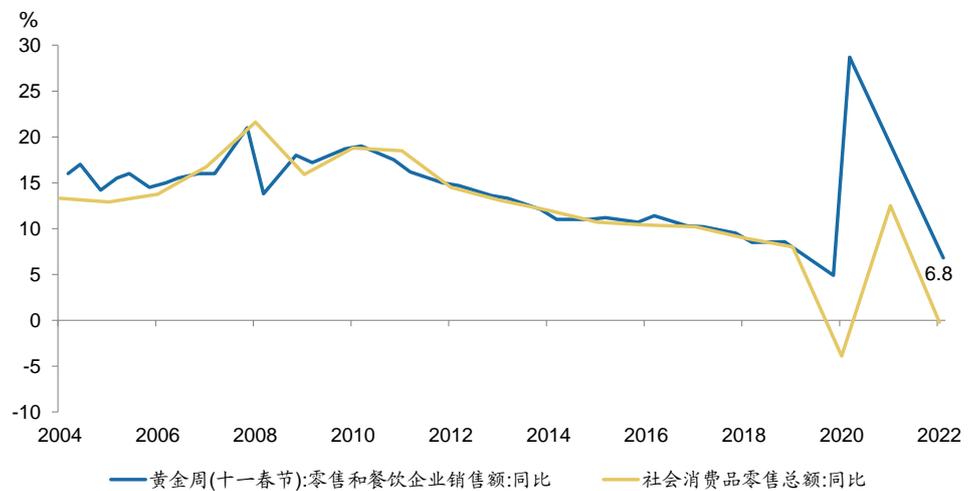
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（灰色阴影部分对应被动去库存阶段）

图6: 主要城市地铁日均客运量



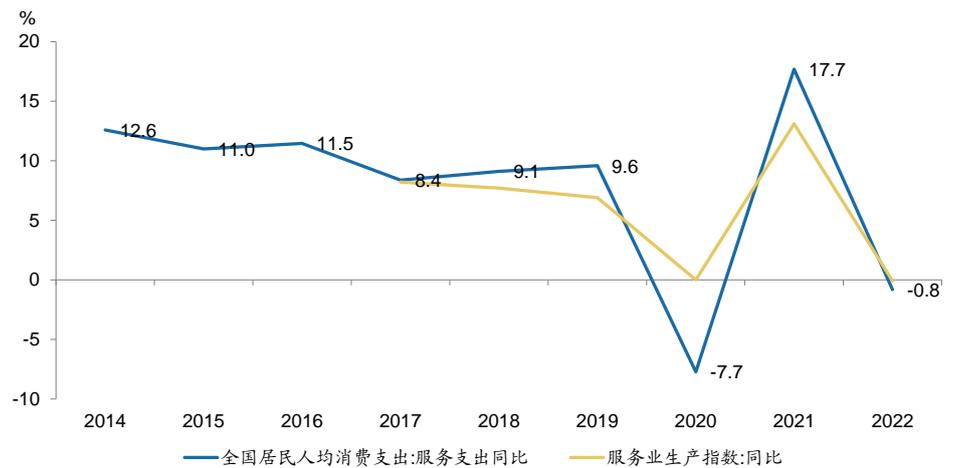
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (主要城市包括北京、上海、广州、深圳、成都、重庆、南京、武汉、西安、苏州、郑州、长沙、天津)

图7: 商务部重点监测黄金周零售和餐饮企业销售额增速与全年社零增速



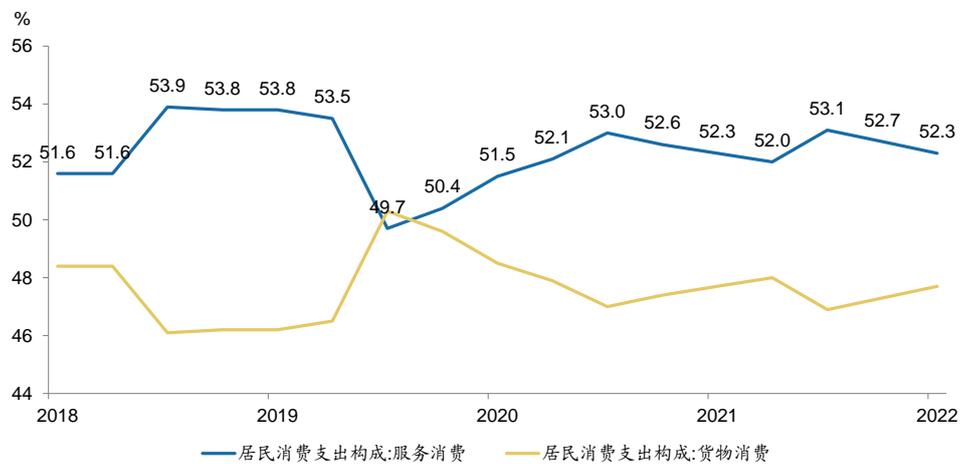
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 全国居民人均服务消费支出增速估算



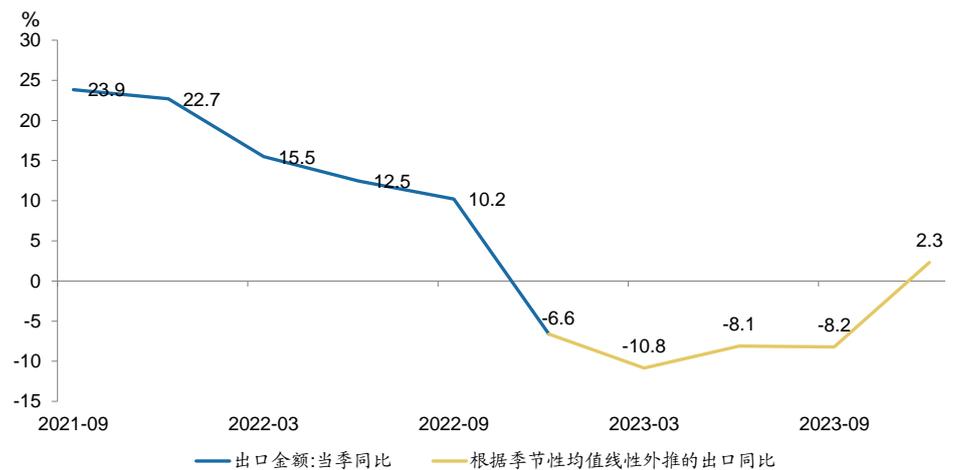
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (服务消费支出根据居民生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健 4 项支出合计同比估算)

图9: 居民消费支出中的服务消费和货物消费占比



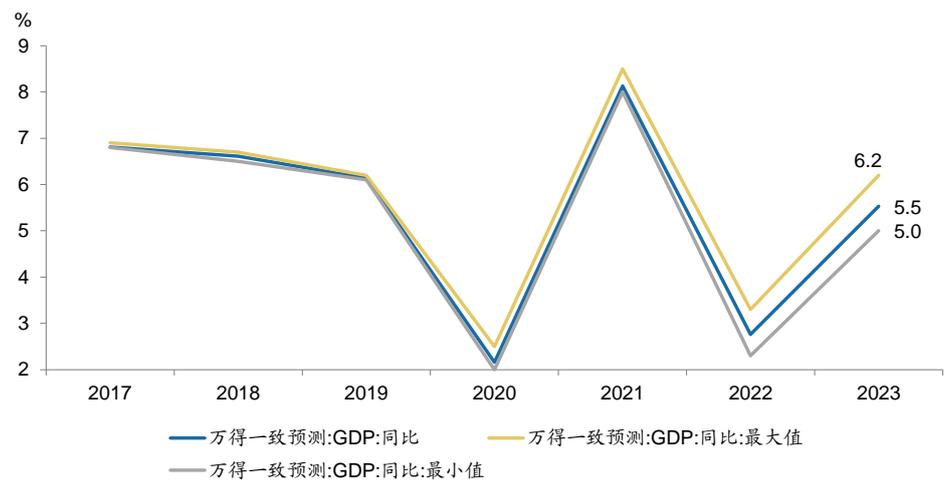
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 基于环比季节性规律对2023年出口季度同比增速的预测



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 当前对2023年不变价GDP增速的市场预期



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (数据更新时间为 2023 年 2 月 21 日)

广发宏观研究小组

郭磊：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016年加入广发证券发展研究中心。
 吴棋滢：资深分析师，经济学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
 贺骁束：资深分析师，经济学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
 钟林楠：资深分析师，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
 王丹：资深分析师，经济学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
 陈嘉荔：高级研究员，理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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