



宏观研究

【粤开宏观】拨云见日：2023 年中国宏观经济展望

2022 年 11 月 22 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】安徽：制造“新星”的赶超之路》2022-11-14

《【粤开宏观】从财税视角看江苏：“强富美高”新江苏财政状况》2022-11-14

《【粤开宏观】从货币视角看微观主体行为与当前宏观经济形势》2022-11-15

《【粤开宏观】2022 年三季度货币政策执行报告的五个要点》2022-11-17

《【粤开宏观】河北：钢铁第一大省转型，财政体制与形势全景》2022-11-21

摘要

一、全球经济进入下行周期，2023 年面临五大风险挑战

1、全球经济循环正经历两大历史性变局：一是安全模式取代效率优先模式，二是供给冲击取代总需求成为高通胀的主导因素。高通胀、高利率将成为未来相当一段时期的主要经济特点。高利率导致政府部门举债和偿债难度加大，被动引发财政紧缩，同时为应对全球贫富差距拉大，结构性加税周期已经开始。因此，从经济形势看，未来全球面临从滞胀到衰退的风险；从政策看，货币和财政政策空间收窄。

2、展望 2023 年全球主要经济体表现：经济增速方面，中国>美国>欧元区；通胀压力方面，欧元区>美国>中国；政策空间方面，中国>美国>欧元区。

3、2023 年全球政治经济将面临五大严峻风险与挑战：一是新冠疫情持续不退，严重阻碍全球生产生活秩序有序恢复；**二是**俄乌冲突等地缘政治局势动荡，加剧能源危机和粮食危机，阻碍全球经济协同与气候政策合作；**三是**欧美高通胀的持续性超出预期，货币政策被迫加快收紧，引发经济衰退和资本市场动荡；**四是**美国面临政治分裂和经济衰退风险，为转移内部矛盾，或抓紧全方位制华；**五是**部分新兴市场经济体可能爆发汇率危机、金融危机、债务危机。

二、中国经济增长动能切换的 2023 年：内需逐步企稳、外需回落，预计 GDP 增速在 5%左右，警惕通胀反弹压力

2023 年中国经济将继续向潜在增速回归，预计可达 5%左右。从节奏来看，二季度因低基数将是全年高点，同比增速或超 7%。此外，经济增长动能将进行切换：一是扩大内需弥补外需下行，海外经济衰退风险上升，国内经济内生动能增强；二是积极财政带动基建持续高增与防疫政策优化可能带动消费回暖，对冲出口增速下滑；三是房地产销售和投资逐步企稳，对经济的拖累减弱。

稳定信心和预期是关键，建立起统筹疫情防控和经济社会发展的激励考核机制是关键中的关键，当务之急是建立地方政府尽职尽责、包容的激励制度，避免一刀切式问责，从根本上解决层层加码带来的次生风险。2023 年经济工作的核心抓手是积极财政拉动基建、适度宽松货币政策稳定房地产，既要避免陷入赤字率 3%高低的无谓争论，又要避免陷入“减税万能”“一切由财政兜底”的陷阱。

1、GDP：低基数下增速回升，仍面临较大不确定性。2023 年中国经济仍面临较大不确定性，取决于疫情是否稳定、房地产能否企稳、外部冲击程度和政策对冲力度，关键仍是疫情和房地产，主要支撑力量是基建。由于 2022 年经济增速再度偏低，预计仅 3.3%，形成较低基数，只要疫情控制住或者疫情防控与经济社会发展统筹好、财政持续发力、房地产稳住，2023 年 GDP



增速达到 5%是可以预期的。

2、消费：总体持续恢复，汽车、地产后周期、出行消费或结构性改善。消费恢复程度仍取决于疫情对生产生活秩序的影响和收入的恢复情况，要从根本上解决消费问题必须靠收入分配改革、财政支出结构改善等中长期举措，短期要做的是避免疫情冲击-收入冲击-预防性储蓄-消费收缩的循环。受低基数影响，预计 2023 年社会消费品零售总额增速可达 7.2%。

3、房地产投资：短周期企稳，但可能面临长周期拐点。稳地产政策持续发力，供给端，政策从保交楼、保项目逐步转到纾困企业主体，缓解房企现金流压力；需求端，降低居民购房成本，支持刚性和改善性住房需求。预计 2022 年房地产投资增速为-9.6%，2023 年降幅收窄至-0.9%。随着劳动年龄人口（主力购房人群）占比和绝对数量下降，以及城镇化进程进入中后期，商品房销售面积已遭遇瓶颈，房地产市场或将迎来长周期拐点，由“增量时代”进入“存量时代”。

4、制造业投资：受出口回落影响，增速将略有放缓，但仍有内生力量与政策支持。预计 2023 年制造业投资增速将由 2022 年的 9.2%降至 7.8%。一方面，高基数和出口回落将对制造业投资形成下行压力；另一方面，稳增长政策持续发力，汽车销售保持高增、房地产市场企稳、企业融资成本下降、产业政策扶持、设备更新改造专项再贷款等都将对制造业投资形成支撑。

5、基建投资：稳增长重要抓手，财政政策有必要积极发力。在严控隐性债务和土地出让收入仍难有大起色的同时，赤字率提高到 3.5%，尤其是国债规模要明显提高，专项债与今年基本持平，继续盘活存量资金、增加国企利润上缴，充分发挥财政与金融协调，运用政策性开发性金融工具。预计 2023 年基建投资仍强，高基数下增速或回落至 8.4%，但两年平均增速仍有 10%。

6、出口：海外经济衰退风险上升，带动外需回落。出口取决于两方面因素：一是全球经济和贸易增长，二是出口份额。预计 2023 年出口增速将降至 -3.9%。全球贸易增长放缓，而中国出口份额难以进一步上升，出口规模随之回落。2021 和 2022 年出口规模较疫情前大幅上升，假设 2023 年各月出口规模回落至 2021 与 2022 年的均值，则全年出口将下降 3.9%。

7、通胀：总体温和不，但应警惕未来通胀反弹压力。通胀压力主要来自于猪周期上行，以及俄乌冲突、异常天气等可能引发的国际能源与粮食价格波动。预计 2023 年 CPI 增速为 2.5%，其中一季度或受低基数影响突破 3%；PPI 同比在 0 附近波动，企业生产成本压力有所减轻。央行在三季度货币政策执行报告中，特别提示要警惕未来通胀反弹压力。

风险提示：疫情再度大幅反弹对经济社会活动造成剧烈冲击；房地产风险仍未根本化解；中小金融机构、股债汇等金融风险积聚；财政收支矛盾、城投债务等财政风险上升；海外经济衰退、俄乌等地缘政治冲突、新兴市场经济体债务危机等外部冲击转化为内部压力



目 录

一、全球经济进入下行周期，2023 年面临五大风险挑战	4
（一）全球经济衰退风险上升，增长放缓叠加高通胀粘性	4
（二）2023 年全球政治经济将面临五大严峻风险与挑战	5
二、中国经济增长动能切换的 2023 年：内需逐步企稳、外需回落，预计 GDP 增速在 5%左右，警惕通胀反弹压力	6
（一）GDP：低基数下增速回升，仍面临较大不确定性	7
（二）消费：总体持续恢复，汽车、地产后周期、出行消费或结构性改善	8
（三）房地产投资：短周期企稳，但可能面临长周期拐点	9
（四）制造业投资：受出口回落影响，增速将略有放缓，但仍有内生力量与政策支撑	10
（五）基建投资：稳增长重要抓手，财政政策有必要积极发力	12
（六）出口：海外经济衰退风险上升，带动外需回落	13
（七）通胀：总体温温和，但应警惕未来通胀反弹压力	14
三、中国经济的潜在风险	15

图表目录

图表 1：疫情以来，欧美经济恢复状况不及中国	4
图表 2：2021 年以来，欧美通胀显著高于中国	5
图表 3：2022 年中国经济在波折中恢复	6
图表 4：2022 年四季度及 2023 年各季度 GDP 增速预测	7
图表 5：宏观经济主要指标 2022 年表现及 2023 年展望	7
图表 6：当前居民平均消费倾向仍低于去年及疫情前同期水平	8
图表 7：疫情爆发与反弹对居民消费造成严重冲击	9
图表 8：进入 2022 年下半年，房地产投资快速下行，风险持续积累	10
图表 9：劳动年龄人口的绝对数和占比持续下降	10
图表 10：制造业各主要行业可按照投资强弱划分为四个象限	11
图表 11：2022 年制造业投资增速高于固定资产投资总体	12
图表 12：2022 年基建投资显著加快	13
图表 13：全球制造业 PMI 指数跌至荣枯线以下	14
图表 14：2021 和 2022 年各月出口规模较疫情前大幅上升	14
图表 15：预计 2023 年 CPI 同比中枢上移，PPI 同比在 0 附近波动	15



一、全球经济进入下行周期，2023 年面临五大风险挑战

（一）全球经济衰退风险上升，增长放缓叠加高通胀粘性

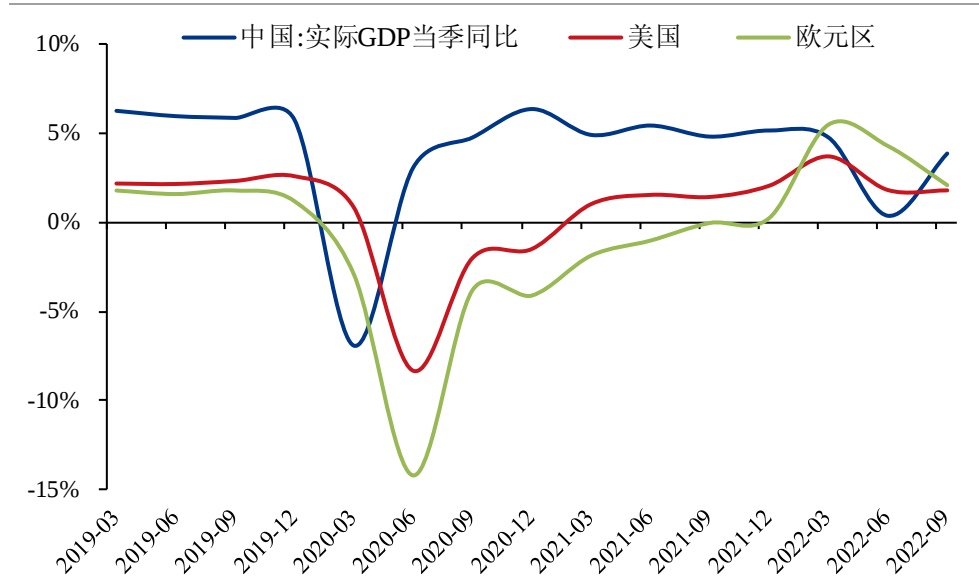
全球经济循环正经历两大历史性变局：一是安全模式取代效率优先模式，不再根据全球化时代的比较优势分工进行生产和贸易，带动全球经济效率下降、成本抬升；二是供给冲击取代总需求成为高通胀的主导因素，供给冲击的来源包括逆全球化的断链、地缘冲突、极端自然天气等。

这导致全球经济“低增长、低通胀、低利率、高债务”的增长模式难以为继，为应对通胀而不得不采取加息举措。高通胀、高利率将成为未来相当一段时期的主要经济特点。高利率导致政府部门举债和偿债难度加大，被动引发财政紧缩，同时为应对全球贫富差距拉大，结构性加税周期已经开始。因此，从经济形势看，未来全球面临从滞胀到衰退的风险；从政策看，货币和财政政策空间收窄。

全球经济将面临增长放缓与高通胀粘性的双重压力。IMF 预测，全球经济增速将从 2021 年的 6.0% 下降至 2022 年的 3.2% 和 2023 年的 2.7%；全球通胀将从 2021 年的 4.7% 上升至 2022 年的 8.8%，并在更长时间内维持高位，2023 年和 2024 年分别降至 6.5% 和 4.1%。

展望 2023 年全球主要经济体表现：经济增速方面，中国>美国>欧元区；通胀压力方面，欧元区>美国>中国；政策空间方面，中国>美国>欧元区。

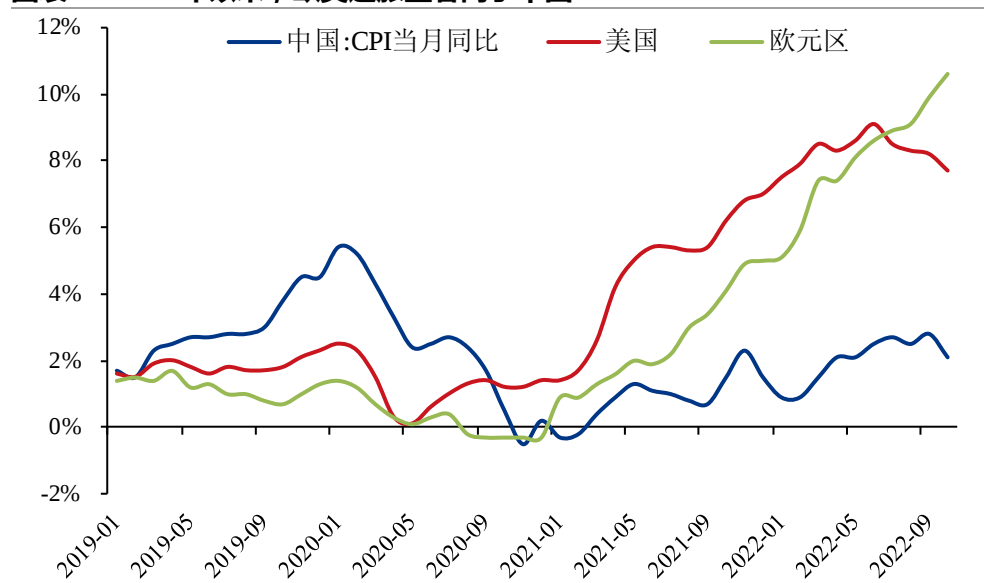
图表1：疫情以来，欧美经济恢复状况不及中国



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年为两年平均增速）



图表2：2021年以来，欧美通胀显著高于中国



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）2023 年全球政治经济将面临五大严峻风险与挑战

一是新冠疫情持续不退，严重阻碍全球生产生活秩序有序恢复。尽管新冠病毒重症率和致死率显著下降，但欧美等西方国家在采取“躺平”或“与病毒共存”策略后，仍付出巨大的生命与经济代价。欧美超额死亡人数仍持续增加，预期寿命连续两年下降（2019年美国为78.8岁，2020和2021年分别降至77和76.1岁），劳动力供给出现短缺，供应链产业链仍未完全畅通。

二是俄乌冲突等地缘政治局势动荡，加剧能源危机和粮食危机，阻碍全球经济协同与气候政策合作。欧美面临的高通胀问题进一步恶化，能源短缺抑制欧洲生产，延缓绿色能源转型步伐。地缘政治分裂还会阻碍贸易与资本流动，强化全球避险情绪。

三是欧美高通胀的持续性超出预期，货币政策被迫加快收紧，引发经济衰退和资本市场动荡。为弥补此前对本轮高通胀形势的误判、防止通胀预期脱锚、重塑央行信誉，欧美货币政策收紧的幅度和持续性或超预期，进而抑制居民购房消费与企业投资，放缓经济增长步伐并加剧金融市场脆弱性。

四是美国面临政治分裂和经济衰退风险，为转移内部矛盾，或抓紧全方位制华。中期选举后，民主党失去对国会的控制，拜登政府对内政策面临掣肘。同时，美联储迫于通胀和政治压力而快速加息，但金融条件过度收紧将引发经济硬着陆风险。当前美国消费者信心指数已降至历史低位，房地产市场迅速转冷。于是对华问题成为美国当局的优先策略。2022年10月，美国公布了四年一度的新国防战略，将中国作为美国安全面临的重大威胁，并呼吁采取紧急协调行动来打造军事能力，以便在未来几十年遏制中国。美国还试图与欧日等盟友达成协议，阻止中国获得先进芯片制造技术和高端芯片。

五是部分新兴市场经济体可能爆发汇率危机、金融危机、债务危机。美联储持续加息缩表，美元大幅升值，加剧新兴市场经济体本币贬值、资本外流、输入性通胀压力。防控疫情和稳定物价加重了政府财政负担，汇率贬值、跟随加息、全球金融条件收紧等将加剧政府和私人部门的偿债压力和再融资难度。国内经济脆弱、汇率贬值幅度较大、国际收支失衡、短期债务较高、政局不稳定的新兴市场经济体爆发债务危机的风险持续提升，尤其是阿根廷、土耳其、巴基斯坦、波兰和埃及等国风险较高。



二、中国经济增长动能切换的 2023 年：内需逐步企稳、外需回落，预计 GDP 增速在 5%左右，警惕通胀反弹压力

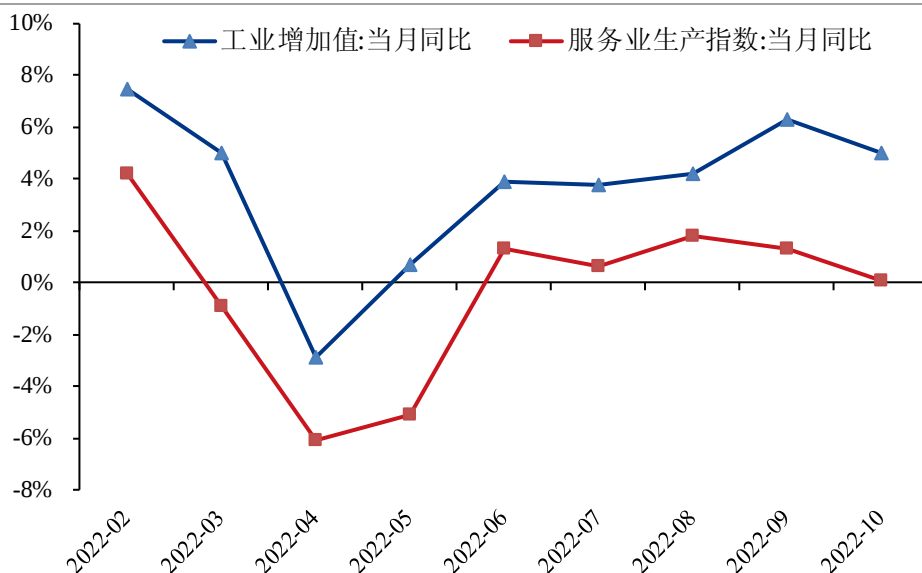
当前我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻。外部，百年大变局和世纪大疫情相互叠加，国际秩序深刻调整，世界局势剧烈动荡，逆全球化思潮抬头、全球价值链重构、俄乌冲突爆发、欧美高通胀与加息周期交织，不稳定不确定因素明显增多；内部，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力有所缓解但未根本解决，国内疫情反弹、居民消费低迷、房企债务风险等进一步增大经济下行压力。

如此复杂形势下，一系列稳定宏观经济大盘的政策陆续推出，尤其是基建投资保持高增，避免了总需求过快收缩。2022 年经济在波折中恢复：一季度开门红，4 月至暗时刻，5 月走出谷底，6 月恢复，7 月恢复受阻，8 月和 9 月延续恢复态势，四季度受疫情反弹和出口回落影响，恢复速度将有所放缓。预计 2022 年全年 GDP 增长 3.3%。

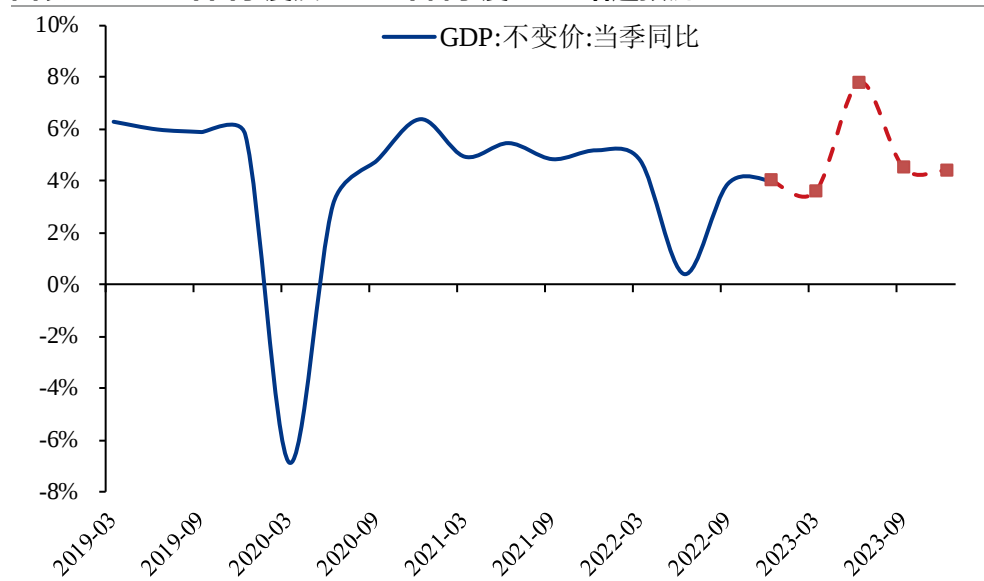
2023 年中国经济将继续向潜在增速回归，预计可达 5%左右。从节奏来看，二季度因低基数将是全年高点，同比增速或超 7%。此外，经济增长动能将进行切换：一是扩大内需弥补外需下行，海外经济衰退风险上升，国内经济内生动能增强；二是积极财政带动基建持续高增与防疫政策优化可能带动消费回暖，对冲出口增速下滑；三是房地产销售和逐步企稳，对经济的拖累减弱。

稳定信心和预期是关键，建立起统筹疫情防控和经济社会发展的激励考核机制是关键中的关键，当务之急是建立地方政府尽职尽责、包容的激励制度，避免一刀切式问责，从根本上解决层层加码带来的次生风险。2023 年经济工作的核心抓手是积极财政拉动基建、适度宽松货币政策稳定房地产，既要避免陷入赤字率 3%高低的无谓争论，又要避免陷入“减税万能”“一切由财政兜底”的陷阱。

图表3：2022 年中国经济在波折中恢复



资料来源：Wind、粤开证券研究院


图表4：2022 年四季度及 2023 年各季度 GDP 增速预测


资料来源：Wind、粤开证券研究院 （注：2021 年为两年平均增速）

（一）GDP：低基数下增速回升，仍面临较大不确定性

2023 年中国经济仍面临较大不确定性，取决于疫情是否稳定、房地产能否企稳、外部冲击程度和政策对冲力度，关键仍是疫情和房地产，主要支撑力量是基建。IMF 和世界银行分别预测 2023 年中国经济增速为 4.4%和 4.5%，认为拖累经济增长的因素主要包括疫情防控、全球经济衰退导致出口回落、国内房地产风险仍未根本化解等。

由于 2022 年经济增速再度偏低，预计仅 3.3%，形成较低基数，只要疫情控制住或者疫情防控与经济社会发展统筹好、财政持续发力、房地产稳住，2023 年 GDP 增速达到 5%是可以预期的。当前中国经济的潜在增速仍在 5%以上，2021 年 GDP 两年平均增速为 5.1%，2022 年政府工作报告中的经济增长预期目标为 5.5%左右。即使 2023 年经济受内外部不利因素影响仍低于潜在增速，但只需两年平均增速达到 4.2%，就能实现 5%的经济增长。

图表5：宏观经济主要指标 2022 年表现及 2023 年展望

指标 (%)	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-10 月	2022 年预测	2023 年预测
GDP	6.0	2.2	5.1	3.0	3.3	5.0
消费	8.0	-3.9	4.0	0.6	0.9	7.2
投资	5.4	2.9	3.9	5.8	5.6	5.4
其中：房地产投资	9.9	7.0	5.7	-8.8	-9.6	-0.9
制造业投资	3.1	-2.2	5.4	9.7	9.2	7.8
基建投资	3.3	3.4	1.8	11.4	11.6	8.4
出口	0.5	3.6	16.0	11.1	8.5	-3.9
CPI	2.9	2.5	0.9	2.0	2.0	2.5
PPI	-0.3	-1.8	8.1	5.2	4.4	0.0

资料来源：Wind、粤开证券研究院 （注：2021 年 GDP、消费、投资、出口均为两年平均增速，2022 年 1-10 月 GDP 为前三季度累计同比）



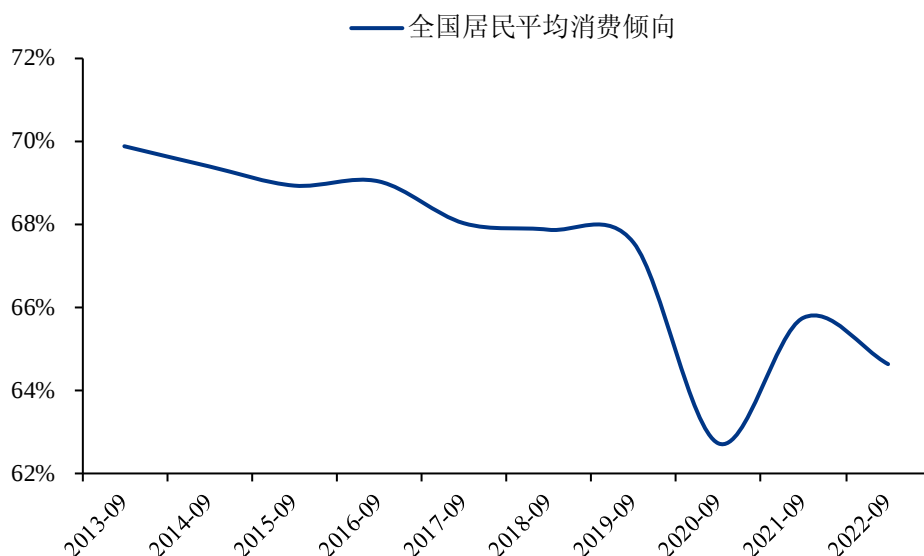
（二）消费：总体持续恢复，汽车、地产后周期、出行消费或结构性改善

疫情以来国内消费持续低迷，源于消费能力、消费意愿、消费场景共振下行：一是经济下行压力增大背景下，居民收入增速明显放缓，削弱了消费能力；二是未来不确定性增大，居民避险情绪上升，增加预防性储蓄，平均消费倾向下降；三是疫情反弹和防控措施限制了居民的消费场景，线下聚集性服务业受到显著影响。

受低基数影响，预计 2023 年社会消费品零售总额增速可达 7.2%。今年 1-10 月社零消费同比增长 0.6%，全年增速或在 0.9% 左右。若 2023 年两年平均增速与 2021 年的 4% 一致，则当年增速为 7.2%，仍低于疫情前 8% 左右的水平。若要消费增速完全恢复，可能还需等到疫情彻底消退。

从消费结构来看，汽车、地产后周期、出行消费弹性较大。**第一**，促进汽车消费政策有望延续，汽车销售或保持增长态势。在今年车辆购置税减免、汽车下乡、消费补贴等政策刺激下，汽车尤其是新能源汽车销售得到了有效提振。**第二**，随着房地产政策落地生效，房地产市场逐步企稳后，家具、家电、家装等地产后周期消费将有所改善。受今年房地产销售低迷拖累，地产相关消费均为负增长。**第三**，疫情防控措施优化调整，有助于提振服装、化妆品、餐饮旅游等出行社交相关消费。若疫情得到有效防控，消费热点将从“宅经济”切换至“出行经济”。

图表6：当前居民平均消费倾向仍低于去年及疫情前同期水平



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_49089

