



## 2023 年宏观经济展望：路转峰回

- **2023 年，路转峰回：**新旧交替之际，回顾 2022 年，俄乌战争和疫情反复给今年的宏观经济造成了不少冲击，海外流动性收紧也火上浇油。受此影响，中国和西方的经济增长都未达到年初的预期。当下，国际形势和疫情的走向尚不明朗，但是宏观经济已经出现了一些转机。不论是中国防疫措施的不断优化、还是美国通胀的见顶回落，都让我们对 2023 年的宏观经济充满期待，可以说，现在正是路转峰回的时刻。
- **防疫之路转：**2022 年，本土疫情对中国经济增长造成较大冲击，原因在于新冠奥密克戎变异株的高传染性使得疫情的 GDP 扩散范围不断扩大。在这种情况下，减轻疫情对经济的负面影响，需要从缩小 GDP 扩散范围、转为优化疫情防控措施。近期“二十条措施”的公布，让我们看到中国疫情防控确实出现了边际优化。防疫之路的转变，让我们对 2023 年由内需驱动的中国经济充满信心。对于内需，我们认为 2023 年仍将依赖投资驱动，尤其是以新基建为主、高技术制造为辅的固定资产投资增长。伴随疫情对经济负面影响的减弱，收入边际改善、青年失业率下降、消费信心回暖、额外储蓄释放，将推动消费的渐进式反弹，并带动中国经济实现内生性增长。至于出口，我们预计，中国出口增速在 2023 年将延续下行趋势，这主要是受海外需求转弱和发达市场去库存因素的影响。
- **通胀之峰回：**2022 年，高通胀成为了悬在美国经济上的达摩克利斯之剑。不论是俄乌战争之后的大宗商品价格走高，还是开放边境后的夏季旅游出行激增，都进一步推高了由宽松的货币政策所导致的通货膨胀。在美联储的激进加息措施下，我们终于看到 CPI 同比增速在三季度开始放缓。通胀之峰的回落，不仅让我们看到加息周期的终点，也让我们可以更多地关注美国经济基本面的表现。在通胀拐点后，失业率上升导致美国经济迎来实质性衰退：一方面，延续至 2023 年的去库存及去金融泡沫风险，使得单纯调整过热的经济已无法避免这一轮周期性经济下行；但另一方面，考虑到人口长期趋势变化和疫情短期冲击对劳动力市场的影响，我们认为 2023 年将会是程度较浅的经济衰退、不会到危机级别，因为相比 2008 年金融危机，此次私营部门的杠杆率相对可控。

王彦臣，PhD

宏观分析师

yannson\_wang@spdbi.com

(852) 2808 6440

2022 年 12 月 09 日

### 相关报告：

[《从贸易角度，分析主要经济体汇率趋势》](#) (2022-09-21)

[《双维度分析加息对美国消费的影响》](#) (2022-07-28)

[《2022 年中期宏观经济展望：全球完美风暴，中国韧性突显》](#) (2022-06-02)

[《2022 年宏观经济展望：全球喜悦并存，中国稳中求进》](#) (2021-12-03)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

2023 年宏观经济展望：路转峰回 .....	5
中国经济——疫情拐点后的恢复 .....	7
2023 年，疫情拐点后由内需带动的恢复性增长 .....	7
经济三驾马车的前景如何？ .....	10
美国经济——通胀拐点后的衰退 .....	21
2023 年，通胀拐点后 .....	21
2023 年，美国经济衰退来临 .....	25

## 图表目录

图表 1：中国本土疫情的 GDP 扩散范围 .....	5
图表 2：美国作为成熟的发达经济体，疫情期间完整走过了通胀和增长划分的四个区域，2023 年将进入高通胀、低增长区域 .....	6
图表 3：2000 年至今，中国仅出现过两次实际 GDP 环比负增长 .....	8
图表 4：中国实际 GDP 同比增速及各项目的拉动作用 .....	8
图表 5：中国制造业 PMI 反映出的“需求收缩、供给冲击、预期转弱” .....	8
图表 6：中国社消零售、社融存量、出口（美元计）的同比增速标准化（Z-Score）趋势对比 .....	8
图表 7：中国本土疫情的 GDP 扩散范围及三大产业占比 .....	9
图表 8：中国交通拥堵指数显示，当前人员流动、经济活动仍未完全恢复 .....	9
图表 9：牛津大学编制的中国疫情控管指数，优化疫情防控仍有空间 .....	9
图表 10：中国财政支出和社融增量的趋势 .....	10
图表 11：中国信贷脉冲已触底回升 .....	10
图表 12：2022 年，中国地方政府专项债发行速度前置明显 .....	11
图表 13：中国地方政府新增专项债和再融资专项债的结构 .....	11
图表 14：中国固定资产投资和房地产开发投资的同比增速分化 .....	12
图表 15：中国居民和企业中长贷同比增速分化 .....	12
图表 16：中国固定资产投资中，制造业和基础设施的同比增速 .....	12
图表 17：2022 年三季度，制造业、基础设施贷款需求指数反弹 .....	12
图表 18：出口遇冷后，中国高技术制造业工业增加值增长动能转由投资驱动 .....	12
图表 19：费城半导体指数显示，当前海外半导体投资处于下行周期 .....	12
图表 20：中国 70 个大中城市新房和二手房销售价格同比增速趋势 .....	13
图表 21：中国商品房销售额、销售面积同比增速趋势 .....	13
图表 22：中国房屋施工、竣工、新开工面积同比增速趋势对比 .....	13
图表 23：中国土地成交价款、购置面积同比增速趋势 .....	13
图表 24：中国建筑业和房地产服务业对实际 GDP 同比增速的拉动作用出现明显分化 .....	14
图表 25：2022 年 1-10 月，中国社消零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况 .....	15
图表 26：中国社消零售总额同比增速及餐饮收入、商品零售的贡献率 .....	15

图表 27: 中国社消零售总额同比增速及限额上下单位的贡献率 .....	15
图表 28: 中国社消零售总额中限额以上单位同比增速及三大项目的贡献率 .....	15
图表 29: 中国人均可支配收入同比增速及各项贡献率 .....	16
图表 30: 中国人均可支配收入增速小幅回升, 人均消费支出增速由负转正 .....	16
图表 31: 中国城镇调查失业率有所回落, 但是青年失业率仍处于历史较高水平 .....	16
图表 32: 中国教育部预计, 2022 年中国普通高校毕业生数 (万人) 预计将首次超千万 .....	16
图表 33: 中国消费者信心和预期指数均跌至历史低位 .....	17
图表 34: 中国社消零售总额中限额以上可选消费增速与上证指数增速趋势 .....	17
图表 35: 中国央行城镇储户问卷调查显示, 当前居民储蓄意愿大幅上升 .....	17
图表 36: 中国收入和消费的增速差值收窄; 高基数下, 3Q22 额外储蓄仍达到 GDP 的 1.8%.....	17
图表 37: 2019-2022 年, 中国出口额 (美元计, 亿美元) 的月度趋势对比.....	18
图表 38: 中国出口与 G20 发达市场经济体名义零售额的同比增速趋势对比.....	18
图表 39: 全球和中国货物出口额同比增速趋势 .....	18
图表 40: 2022 年二季度, 中国货物出口的全球市场份额为 14.4%.....	18
图表 41: 中国出口与美国名义库存的同比增速趋势对比 .....	19
图表 42: 中国出口与美国名义零售额的同比增速趋势对比 .....	19
图表 43: 欧元区 HICP 同比增速及各项的贡献率 (百分点) .....	19
图表 44: 中国出口增速与美国、欧盟、东盟制造业 PMI 的趋势对比.....	19
图表 45: 2022 年, 中国对美国、欧盟、东盟的出口同比增速分化 .....	20
图表 46: 2022 年, 中国对东盟的出口占比不断攀升、对美国 and 欧盟的出口占比回落 .....	20
图表 47: 中国经常账户差额与美元兑人民币汇率的趋势 .....	20
图表 48: 美中 10 年期国债利差与美元兑人民币汇率的趋势 .....	20
图表 49: 美国 CPI 同比增速和 PCE 物价指数同比增速均有所回落.....	21
图表 50: 美国能源、租金、机动车、食品价格对 CPI 同比增速的贡献率 (百分点) .....	21
图表 51: 美国 CPI 同比增速及各分项贡献率 (百分点) .....	22
图表 52: Zillow 房租价格指数已领先于 CPI 租金价格下跌 .....	22
图表 53: 美国 PCE 物价指数显示, 服务价格较商品价格仍有韧性 .....	22
图表 54: 美国亚特兰大联储工资增长追踪指标显示, 工资增速仍未出现明显下降 .....	23
图表 55: 美国 PCE 物价指数显示, 服务价格较商品价格仍有韧性 .....	23
图表 56: 不同机构的调查结果都显示, 美国居民对未来 12 个月的通胀预期波动下行 .....	23
图表 57: 美国中小企业未来 3 个月的定价意向预示着, 通胀增速将继续回落 .....	23
图表 58: 2022 年 9 月, 美联储议息会议点阵图 .....	24
图表 59: 利率期货市场隐含的美联储加息幅度和预期趋势 .....	24
图表 60: 美联储资产负债表规模及其所占美国名义 GDP 的比例 .....	24
图表 61: 美联储持有债券 (国债和 MBS) 到期额分布 (亿美元) .....	24
图表 62: 1990 年至今, 菲利普斯曲线显示了通胀减慢的同时失业率上升 .....	25
图表 63: 萨姆规则: 当失业率较 12 个月内低点高出 0.5 个百分点, 经济体将经历衰退 .....	25
图表 64: 纽约联储的未来一年衰退概率指标 .....	26
图表 65: 美国咨商局领先经济指标 (LEI) .....	26
图表 66: 芝加哥联储的全国活动扩散指数 .....	26
图表 67: 美国咨商局消费者信心指数差值 (当前-预期, 百分点) .....	26
图表 68: 美国劳动力市场条件指数 (LMCI) 已经有所回落 .....	27
图表 69: 美国 Challenger 报告显示, 裁员同比增速大幅上升 .....	27
图表 70: 美国非农职位雇佣数和空缺数趋势对比 .....	27

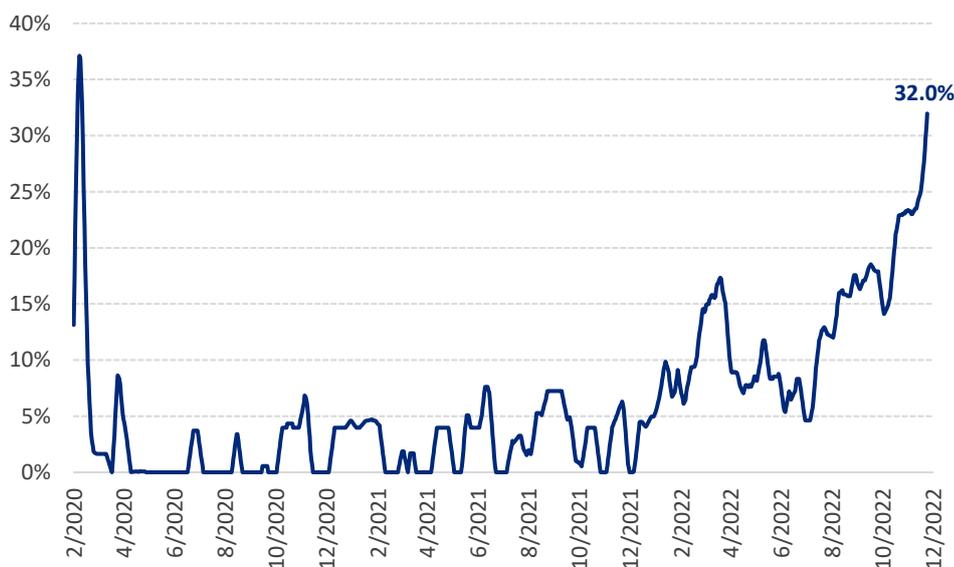
图表 71: 按公司人数来分类, 美国非农职位空缺主要来自小公司 .....	27
图表 72: 新冠疫情暴发以来, 美国就业市场的贝弗里奇曲线大幅右移 .....	28
图表 73: 2022 年 11 月, 美国非农就业已回升至 1.54 亿的水平 .....	29
图表 74: 2022 年 11 月, 美国新增非农就业人数回落至 26.3 万人水平 .....	29
图表 75: 2022 年 11 月, 美国新增非农就业结构 .....	29
图表 76: 疫情后, 美国劳动参与率结构有所分化 .....	30
图表 77: 1922 至今, 美国历年出生人口数 (万人) .....	30
图表 78: 美国实际个人消费支出的同比增速显示, 商品消费下降、服务消费仍在增长 .....	31
图表 79: 美国咨商局和密歇根大学的消费者信心指数有所分化、但均是下行趋势 .....	31
图表 80: 美国消费的收入效应和财富效应将有所减弱 .....	32
图表 81: 美国信用卡贷款利率和 30 年期房贷利率均大幅攀升 .....	32
图表 82: 美国个人利息支出同比增速、家庭贷款规模同比增速、联邦基金有效利率的趋势 .....	32
图表 83: 美国实际库存总量 (制造商+批发商+零售商) 已经超过疫情前的线性趋势 .....	33
图表 84: 美国制造商、批发商、零售商实际库存同比增速 .....	33
图表 85: 美国制造业 PMI 的需求、供给改善程度指数以及库存积压程度指数 .....	34

# 2023 年宏观经济展望：路转峰回

新旧交替之际，回顾 2022 年，俄乌战争和疫情反复给今年的宏观经济造成了不少冲击，海外流动性收紧也火上浇油。受此影响，中国和西方的经济增长都未达到年初的预期。当下，国际形势和疫情的走向尚不明朗，但是宏观经济已经出现了一些转机。不论是中国防疫措施的不断优化、还是美国通胀的见顶回落，都让我们对 2023 年的宏观经济充满期待，可以说，现在正是路转峰回的时刻。

**防疫之路转。**2022 年，本土疫情对中国经济增长造成较大冲击，原因在于新冠奥密克戎变异株的高传染性使得疫情的 GDP 扩散范围不断扩大。在这种情况下，减轻疫情对经济的负面影响，需要从缩小 GDP 扩散范围、转为优化疫情防控措施。近期“二十条措施”的公布，让我们看到中国疫情防控确实出现了边际优化。防疫之路的转变，让我们对 2023 年由内需驱动的中国宏观经济充满信心。对于内需，我们认为 2023 年仍将依赖投资驱动，尤其是以新基建为主、高技术制造为辅的固定资产投资增长。伴随疫情对经济负面影响的减弱，收入边际改善、青年失业率下降、消费信心回暖、额外储蓄释放，将推动消费的渐进式反弹，并带动中国经济实现内生性增长。至于出口，我们预计，中国出口增速在 2023 年将延续下行趋势，这主要是受海外需求转弱和发达市场去库存因素的影响。

图表 1：中国本土疫情的 GDP 扩散范围

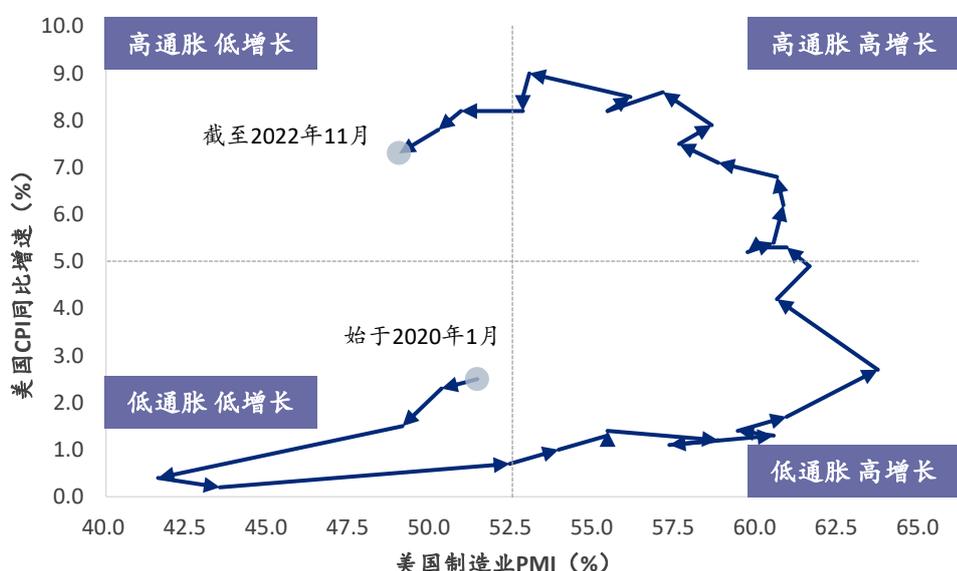


注：我们认为应计算基于 GDP 的疫情扩散指标，来衡量疫情对 GDP 的影响范围。根据 290 个地级市的微观数据，我们将疫情暴发地级市的 GDP 占比作为衡量疫情 GDP 扩散范围的指标。疫情暴发地级市的定义为过去 14 天连续出现新增本土确诊病例的地级市，数据截至 2022 年 12 月 1 日

资料来源：Macrobond，浦银国际计算

**通胀之峰回。**2022年，高通胀成为了悬在美国经济上的达摩克利斯之剑。不论是俄乌战争之后的大宗商品价格走高，还是开放边境后的夏季旅游出行激增，都进一步推高了由宽松的货币政策所导致的通货膨胀。在美联储的激进加息措施下，我们终于看到CPI同比增速在三季度开始放缓。通胀之峰的回落，不仅让我们看到加息周期的终点，也让我们可以更多地关注美国经济基本面的表现。在通胀拐点后，失业率上升导致美国经济迎来实质性衰退：一方面，延续至2023年的去库存及去金融泡沫风险，使得单纯调整过热的经济已无法避免这一轮周期性经济下行；但另一方面，考虑到人口长期趋势变化和疫情短期冲击对劳动力市场的影响，我们认为2023年将会是程度较浅的经济衰退、不会到危机级别，因为相比2008年金融危机，此次私营部门的杠杆率相对可控。

**图表 2：美国作为成熟的发达经济体，疫情期间完整走过了通胀和增长划分的四个区域，2023年将进入高通胀、低增长区域**



注：美国11月CPI同比增速为Bloomberg市场预期值（7.3%）。

资料来源：Macrobond，浦银国际

# 中国经济——疫情拐点后的恢复

展望 2023 年，我们认为中国经济将大概率回归恢复性增长阶段。在外需不强的预期下，我们认为经济增长将更多依赖于内需，但这很大程度上取决于疫情因素。近期“二十条措施”的公布，让我们看到中国疫情防控出现了边际优化的迹象。随着各地落实优化措施，我们预计疫情对经济的负面影响将在明年二季度迎来实质性拐点，下半年的经济表现会相对更好，全年经济增速仍有可能回归 5-6% 的潜在增长区间。

对于内需，我们认为 2023 年仍将依赖投资驱动，尤其是以新基建为主、高技术制造为辅的固定资产投资增长，房地产市场将保持“稳字当头”、房地产开发投资的增长空间有限；疫情的实质性拐点后，收入边际改善、青年失业率下降、消费信心回暖、额外储蓄释放，将推动消费的渐进式反弹，并带动中国经济实现内生性增长。海外需求转弱，叠加发达市场去库存因素，中国出口增速在 2023 年将延续下行趋势，对东盟的出口替代效应和人民币对美元汇率保持适度低位将是影响出口的积极因素。

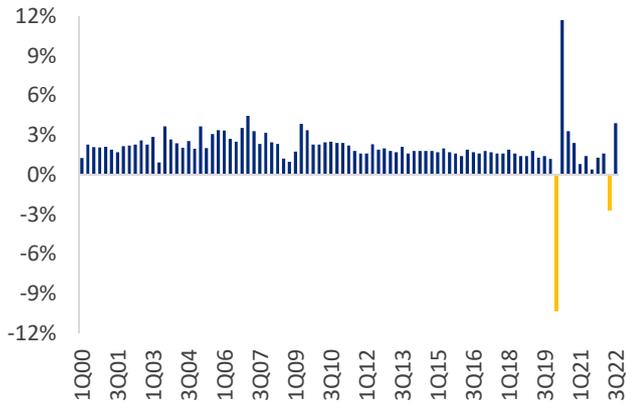
## ● 2023 年，疫情拐点后由内需带动的恢复性增长

中国经济在疫情后的二次探底。2022 年，中国经济面临的“三重压力”依旧存在，4 月份的上海疫情反弹导致二季度实际 GDP 再次出现环比负增长（-2.7%），同比增速仅为 0.4%。其中，净出口对二季度实际 GDP 的拉动作用为主（1.0 个百分点），资本形成总额（0.3 个百分点）为辅，最终消费支出则拖累了 0.8 个百分点。目前，中国经济处于二次探底后逐渐恢复的过程。

制约经济增长的因素，将由内部转为外部。回顾 2022 年，虽然外部因素对中国经济造成一定的扰动，但是尚未实质性拖累中国出口。相反，内部因素导致的停工停产、投资信心遇冷、接触型消费减少则制约了中国经济增长。展望 2023 年，在发达市场需求转弱和去库存的双重影响下，中国出口将面临挑战，其对整体经济的支撑作用将有所下降；内需将成为中国经济摆脱疫情后二次探底、回归恢复性增长的关键。

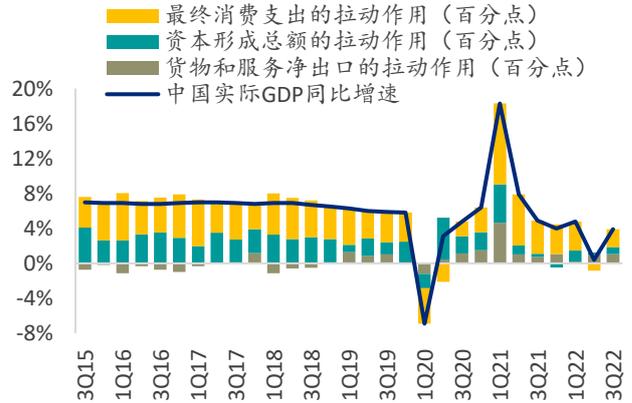
2023 年，由内需带动的恢复性增长。相比 2020 年的投资驱动和 2021-2022 年的出口驱动，我们认为，2023 年投资和消费的共同驱动将成为疫情后中国第三阶段经济增长的主要特征。如果将出口、社融、零售的同比增速标准化，我们可以清楚地看到 2020 年的社融增速高企、2021-2022 年的出口增速高企，分别代表了投资和出口驱动下的前两阶段经济增长。当前，三者均回到相对低位，中国经济的增长动能放缓；在外部压力加剧的情况下，经济增长点急需从出口换挡至内需。然而，内需的释放一定程度上受本土疫情的影响，我们认为疫情防控优化将决定 2023 年由内需带动的恢复性增长。

**图表 3: 2000 年至今, 中国仅出现过两次实际 GDP 环比负增长**



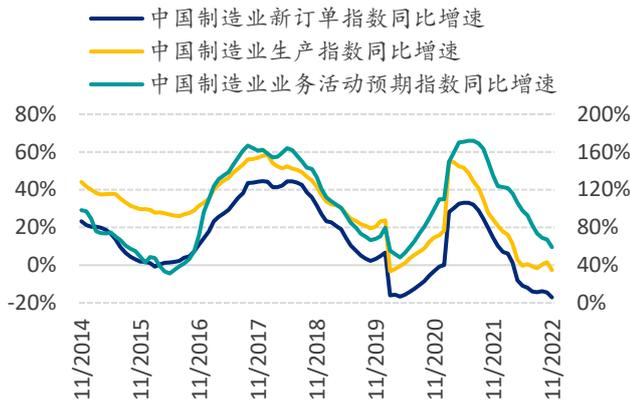
资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 4: 中国实际 GDP 同比增速及各项目的拉动作用**



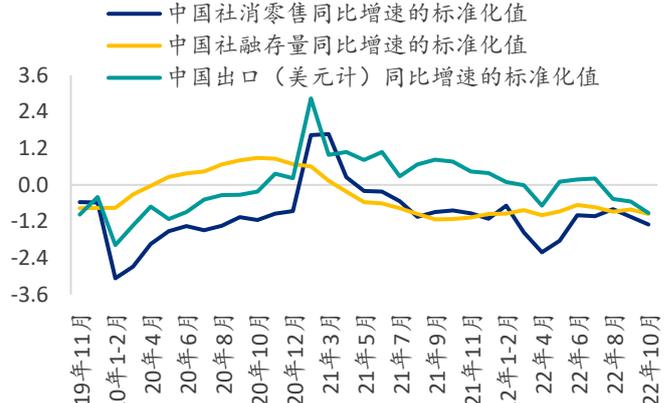
资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 5: 中国制造业 PMI 反映出的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”**



注: 按照“环比连乘法”计算得出  
资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 6: 中国社消零售、社融存量、出口 (美元计) 的同比增速标准化 (Z-Score) 趋势对比**



资料来源: Macrobond, 浦银国际

疫情的 GDP 扩散范围已达到 23%。不同于单纯依靠新增确诊病例数、高风险区域分布来衡量疫情扩散, 我们认为应计算基于 GDP 的疫情扩散指标, 来衡量疫情对 GDP 的影响范围。根据 299 个地级市的微观数据, 我们将疫

**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\\_50075](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50075)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn