

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

投资托底内需复苏 经济步入正轨可期 ——2023 年国内宏观经济展望

2022 年 12 月 23 日

分析师:

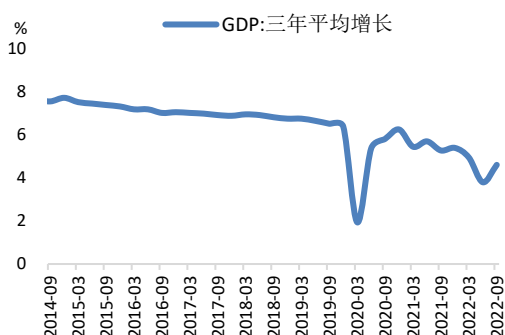
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

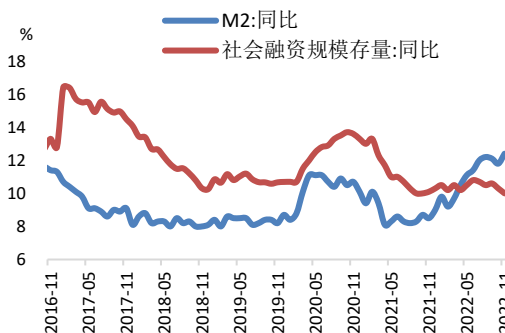
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

GDPG



资料来源:Wind, 国开证券研究与发展部

M2&社融



资料来源:Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《经济复苏存反复 增量政策在路上——10 月经济数据点评》

2. 《CPI 动能较弱 PPI 如期通缩——10 月物价数据点评》

内容提要:

2022 年全球疫情冲击缓和,但俄乌冲突、供应链尚未完全修复叠加异常天气推高通胀,持续高位的通胀叠加随之而来的全球快速加息潮冲击全球经济较为脆弱的复苏,2023 年全球衰退风险上升。

2022 年国内经济仍在复苏进程中,但受疫情持续冲击总体减弱。其中,基建投资发挥一定托底效应,高技术制造业与技术改造投资引领制造业投资,出口仍然保持较好韧性;但同时,消费复苏缓慢,地产投资拖累增大,供给端在迟迟未见明显起色的需求端制约下,对经济支撑作用放缓。预计 2022 年 GDP 同比增长 2.8%。

对 2023 年国内经济而言,疫情影响下的内需复苏仍然具有一定不确定性,同时外需衰退带来的出口增速回落或不可避免,提振内需迫在眉睫。针对当前内需偏弱的局面,需要最大程度上优化疫情防控,提升基建项目落地效率,加快制造业转型升级,稳定房地产市场发展。预计中性情况(疫情冲击渐缓、消费逐步复苏叠加政策保持稳健积极等)下,2023 年 GDP 同比增长 5%。

2022 年通胀整体温和,CPI 上涨乏力,PPI 在下半年快速回落,CPI 与 PPI 剪刀差大幅收敛。2023 年 CPI 中枢稳定,PPI 大概率通缩,通胀压力较小,给政策留有空间。

风险提示:央行超预期调控,食品价格超预期,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济下行压力增大,国内外疫情超预期变化风险,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,海外黑天鹅事件等。

目录

一、全球经济衰退风险上升	3
1、海外疫情总体趋于缓和	3
2、通胀持续高位冲击全球脆弱复苏	3
3、主要央行持续收紧政策	6
4、全球经济面临衰退风险	8
5、债务压力上升	11
二、2023 年国内经济：科技引领、基建托底、消费复苏	12
1、疫情冲击下的 2022 年经济复苏弱于预期，全年或增长 3%	12
2、2023 年经济逐步步入正轨，低基数叠加政策对冲下或增长 5%	14
3、2023 年宏观政策总基调延续，发力点继续优化	23
三、2023 年通胀总体仍温和	27
1、2022 年通胀整体温和，剪刀差大幅收敛	27
2、2023 年 CPI 中枢稳定，PPI 大概率通缩，通胀压力较小	28
四、主要经济数据预测	29

图表目录

图 1：海外疫情总体趋缓但仍有波动	3
图 2：全球疫苗接种到达高点后趋缓	3
图 3：美国居民个人储蓄存款疫后大增	4
图 4：2022 年 3-9 月全球天然气价格大涨	4
图 5：美国 CPI 三年平均增速并未跟随同比回落	5
图 6：欧洲通胀高歌猛进	5
图 7：欧元区多国 PPI 涨幅超过 10%	6
图 8：IMF 预计 2023 年全球通胀仍保持 6% 以上高位	6
图 9：美国名义销售数据有所回落但总体表现仍好	7
图 10：美国失业率仍在 4% 之下	7
图 11：市场预期美联储在 2023 年将保持高利率（截至 2022 年 12 月 22 日）	7
图 12：近半年美联储缩表 4%	8
图 13：欧洲央行与日本央行缩表	8
图 14：全球 PMI 趋势性回落	9
图 15：OECD 领先指标已低于疫情前	9
图 16：发达经济体 GDP（三年平均）增速低位徘徊	9
图 17：美欧消费者信心均低于次贷危机时水平	9
图 18：2022 年欧元区商品贸易逆差大幅上升	10
图 19：2022 年日本贸易逆差大幅上升	10
图 20：疫后欧元区债务占 GDP 比重创历史新高	11
图 21：德国 10 年期国债收益率一度升至近 10 年新高	11

图 22: 近半年意德利率差仍在高位	12
图 23: 部分新兴市场国家汇率贬值幅度较大	12
图 24: 2022 年 GDP 表现较弱	13
图 25: 2022 年下半年 PMI 再度走弱	13
图 26: 2022 年工业增加值增势较 2021 年放缓	15
图 27: 2022 年下半年 PMI 生产指标加速回落	15
图 28: 2022 年固定资产投资增速总体稳定	16
图 29: 2022 年固定资产投资资金来源信贷增速回落	16
图 30: 2022 年基建投资后来居上但仍属温和运行	17
图 31: 2022 年财政支出增速有所放缓	17
图 32: 房地产投资增速快速下行	18
图 33: 房地产新开工面积持续探底	18
图 34: 政策持续加码但销售尚未企稳	18
图 35: 土地成交市场遇冷	18
图 36: 2022 年制造业投资超预期	19
图 37: 高技术制造业引领效应明显	19
图 38: 近 3 个季度产能利用率在 75% 左右	20
图 39: 当前去库存压力仍然较大	20
图 40: 2022 年疫情冲击下的消费较弱	21
图 41: 餐饮收入持续受冲击严重	21
图 42: 就业压力尚存尤其是 16-24 岁年龄段	21
图 43: 居民收入与就业信心低位徘徊	21
图 44: 新能源汽车或持续成为消费亮点之一	22
图 45: 居民服务消费增速有望缓慢修复	22
图 46: 疫后出口保持较强韧性	23
图 47: 进出口价格指数或高位回落	23
图 48: 2022 年下半年 MLF 以净回笼为主	24
图 49: 2022 年下半年公开市场操作灵活性加大	24
图 50: 2022 年二季度后 DR007 低位运行	24
图 51: 2022 年多数时间 R007-DR007 的波动性不大	24
图 52: 2022 年财政收支矛盾加大	26
图 53: 2022 年财政在卫生、社保、付息等支出较快	26
图 54: 2022 年 CPI 温和运行	27
图 55: 猪肉价格同比大涨拉动 CPI	27
图 56: 2022 年核心 CPI 较弱	28
图 57: 剔除肉类后的 CPI 降至近年来低位	28
图 58: 2022 年 PPI 加速回落	28
图 59: 2022 年下半年 CRB 趋于回落	28
图 60: 2023 年 CPI 中枢或在 2% 左右	29
图 61: 2023 年 PPI 中枢或在 -0.5% 左右	29
表 1: IMF 与 OECD 对 2022-2023 年全球经济展望 (单位: %)	10
表 2: 2022 年前三季度信贷新增规模及分项数据 (单位: 亿元)	25
表 3: 国内主要经济指标预测	29

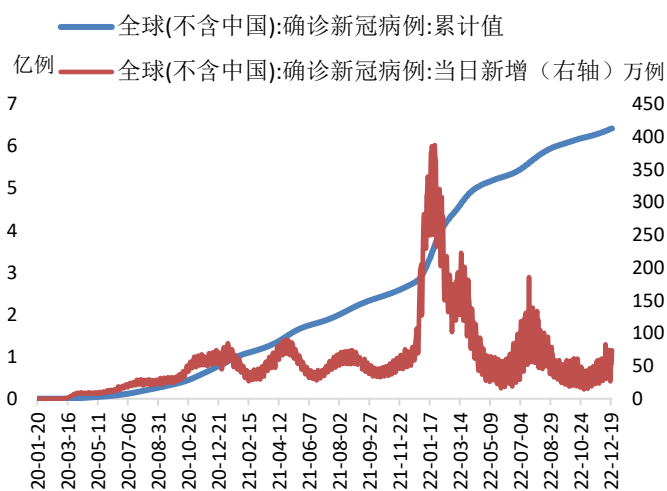
一、全球经济衰退风险上升

2022 年全球疫情冲击缓和，但俄乌冲突、供应链尚未完全修复叠加异常天气推高通胀，持续高位的通胀叠加随之而来的全球快速加息潮冲击全球经济较为脆弱的复苏，2023 年全球衰退风险上升。

1、海外疫情总体趋于缓和

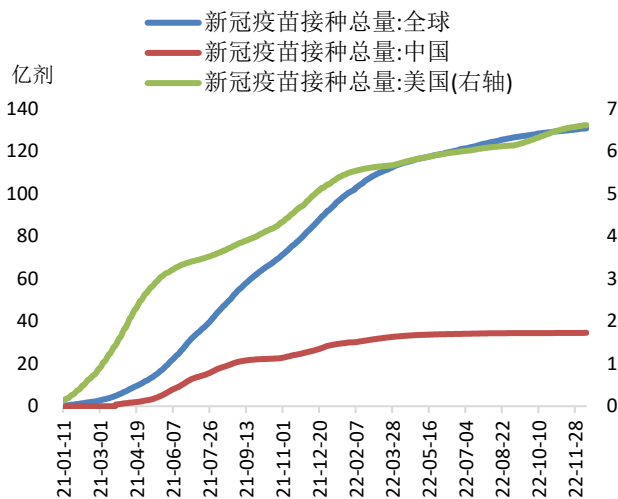
海外疫情影响总体趋缓。2021 年末，随着传播速度更快的奥密克戎的出现，新冠疫情确诊病例大幅上升，日增接近 400 万例。2022 年全年新冠确诊病例总体呈下降态势，只是在 3 月与 7 月因为传染能力更强的变异株的出现有所反弹，至四季度确诊数在 40 万例左右波动。考虑到病毒重症数与致死率逐步下降，部分国家与地区放松防疫限制。

图 1：海外疫情总体趋缓但仍有波动



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 2：全球疫苗接种到达高点后趋缓



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

2、通胀持续高位冲击全球脆弱复苏

（1）全球通胀持续高企的成因

2022 年，极度宽松政策后遗症、俄乌冲突、供应链尚未完全修复叠加异常天气等因素导致全球通胀高企。

极度宽松货币政策的后遗症凸显。2020 年，为了对冲新冠疫情的不利影响，全球多国实施了极度宽松的货币政策。在 2 年左右的时间里，美联储、欧洲央行、日本央行资产负债表分别扩张了 114%、90%、27%，其中有相当一部分是在半年多的时间里投放。尤其是美国，多次向居民直接发放现金，居民个人储蓄存款短时期内（2020 年 4 月，6.43 万亿美元）冲至疫情前（2020 年 2 月，1.58 万亿美元）的 4 倍。居民购买力增强，

推动消费支出的同时，也使得住宅（租金等）及部分服务类价格即使在持续加息的背景下仍高居不下。

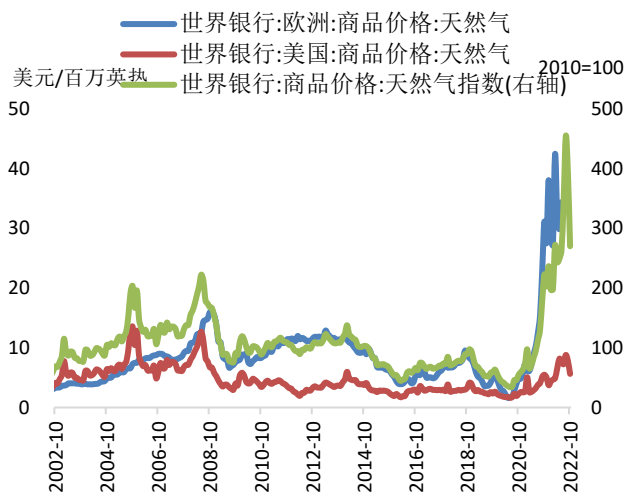
俄乌冲突叠加异常天气导致全球能源价格大涨。根据 OPEC 及 BP 的统计数字，2021 年俄罗斯原油出口量位居世界第二（仅次于沙特），占全球比重超过 10%；同期出口天然气（管道+LNG）位居世界第一，占全球比重超过 20%。世界银行数据显示，自 2021 年 5 月起世界天然气价格指数同比涨幅均在 100% 之上，2021 年 10 月达到 306.7% 高点后持续回落至 101.2%（2022 年 2 月），但在俄乌冲突爆发后，今年 3 月同比涨幅再度飙升至 313.1%，虽然随后因为基数等原因回落但仍高于 200%。同时，因为俄乌冲突、OPEC 减产等原因，年初以来原油价格持续上行，3-6 月布伦特原油价格日均价更是保持在 105 美元/桶之上。此外，2021 年异常天气推高能源供需缺口（部分新能源供给低于正常时期），今年上半年再度上演。

图 3：美国居民个人储蓄存款疫后大增



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 4：2022 年 3-9 月全球天然气价格大涨



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

（2）全球多国 CPI、PPI 均大幅上涨

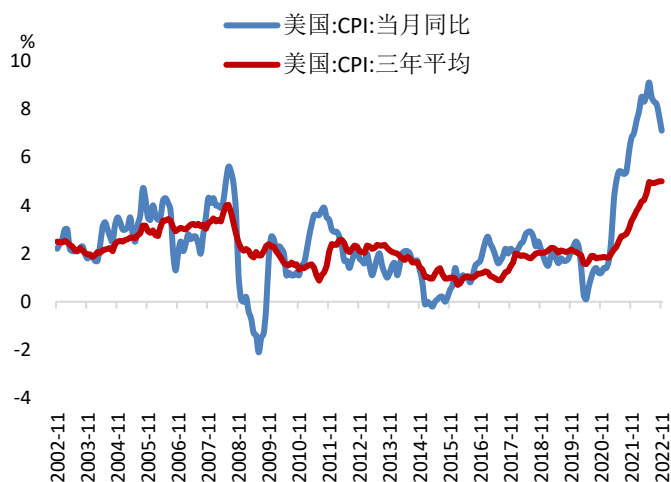
从全球范围看，除部分国家（如中国等）外的通胀普遍大幅上扬。IMF 在 10 月的《世界经济展望》报告中预计 2022 年全年全球 CPI 高达 8.8%，为 1997 年以来最高，按三年平均增速测算为 5.5%，为 2001 年以来最高。

美国方面，2020 年 CPI 持续上行，至 2022 年 6 月达到峰值（9.1%）并创下近 40 年新高，随后的 7-10 月累计回落 2.4 个百分点；PPI 则领先 3 个月到达峰值（11.7%），9 月回落到 8.5%。虽然通胀同比涨幅有所回落，但从调整基数效应扰动后的三年平均增速来看，则反映出通胀仍在高位。其中，10 月 CPI 三年平均增速为 5.0%，与峰值时期水平一致；9

月 PPI 三年平均增速为 5.8%，仅次于峰值（6 月，5.9%）。对于 2022、2023 年美国通胀，IMF 预计 CPI 分别同比上涨 8.1%、3.5%，美国咨商会（Conference Board）则预计 PCE 物价指数分别同比上涨 6.2%、2.9%。相对于当前 6% 左右的 PCE 物价指数（大致对应 8% 的 CPI），2023 年二季度或回落到 3%，下半年才能回到 2.5% 左右；同时，核心 PCE 物价指数与 PCE 物价指数的差值从 2022 年的 1.2 个百分点收敛至 0.1 个百分点，凸显核心物价指数的韧性。

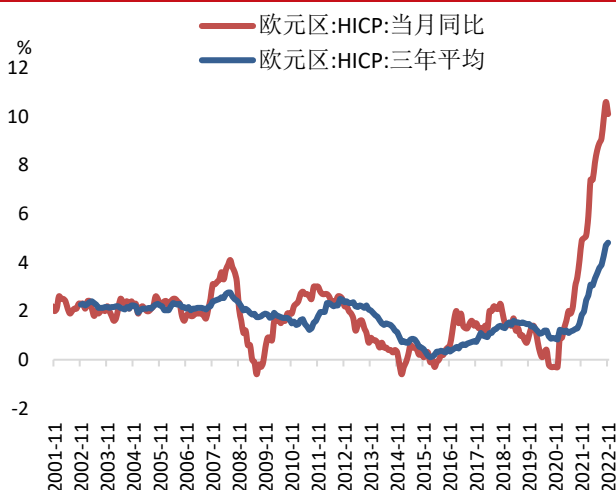
欧元区方面，自 2021 年 1 月起 CPI（调和 HICP）开启上行之路，至 2022 年 10 月到达 10.7% 一直未中断上涨；PPI 同步上行，至 2022 年 8 月到达阶段性峰值（43.4%）后有所回落。同理，欧元区通胀三年平均增速反映出其通胀高烧未退。其中，11 月调和 HICP 三年平均增速为 4.7%，较 10 月继续上行 0.1 个百分点，创历史新高；9 月 PPI 三年平均增速为 17.2%，较 8 月上行 0.6 个百分点。若俄乌战争短期难以全面结束，则能源问题对欧洲的持续冲击将导致通胀难以快速回落。对于 2022、2023 年欧元区通胀，IMF 预计其 CPI 分别同比上涨 8.3%、5.7%。

图 5：美国 CPI 三年平均增速并未跟随同比回落



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 6：欧洲通胀高歌猛进



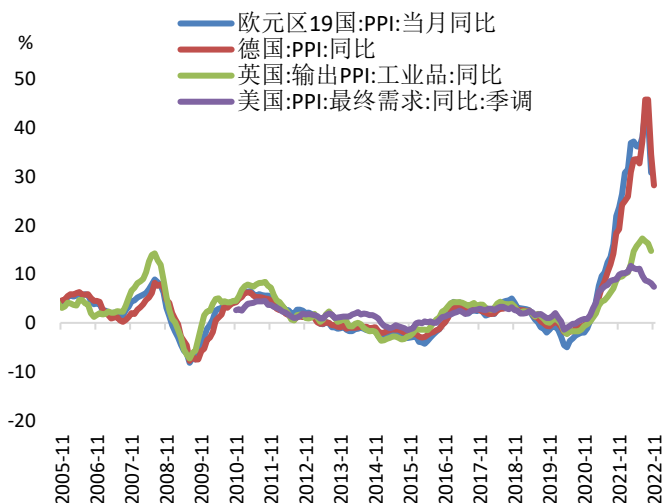
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

除中国外的新兴市场国家 CPI 普遍较高。其中，俄罗斯自 2022 年 3 月起连续 8 个月增速在 12% 以上，巴西自 2021 年 9 月至 2022 年 7 月徘徊在 11% 左右，印度、南非等国近 1 年多持续在 5% 以上。

虽然欧美通胀均处于较高水平，但成因却有差异。共因在于能源价格的上涨以及极度宽松货币政策的推动，但美国能源自给率较高、欧洲自给率较低（欧盟统计局数据显示，2020 年欧盟能源自给率仅为 42%）的差异对通胀的效应是大不相同的。

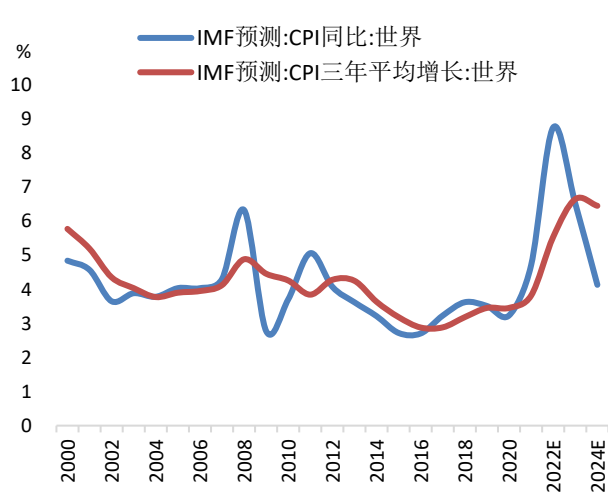
综合来看，虽然国别之间有所分化，但当前及未来一段时间全球通胀仍处高位。根据 IMF 的预测，2023 年全球 CPI 同比涨幅仍然高达 6.5%，虽然较 2022 年有所回落；但按三年平均增速测算为 6.6%，仍高出对 2022 年的预测值（5.5%）。

图 7：欧元区多国 PPI 涨幅超过 10%



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 8：IMF 预计 2023 年全球通胀仍保持 6% 以上高位



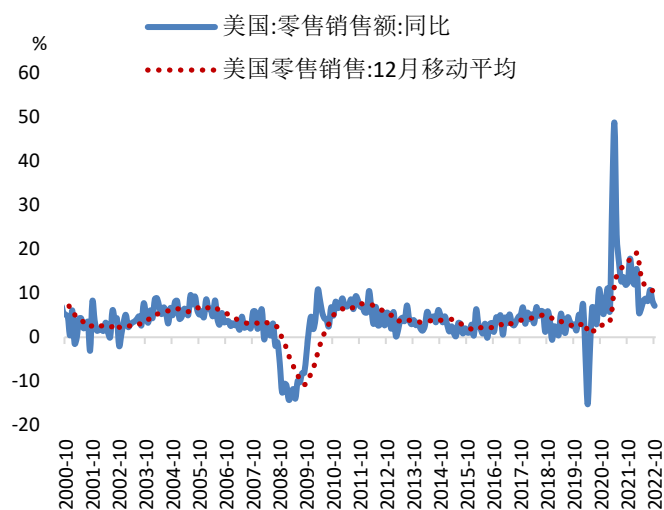
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

3、主要央行持续收紧政策

为了应对持续高位的通胀，全球主要央行接连出手。

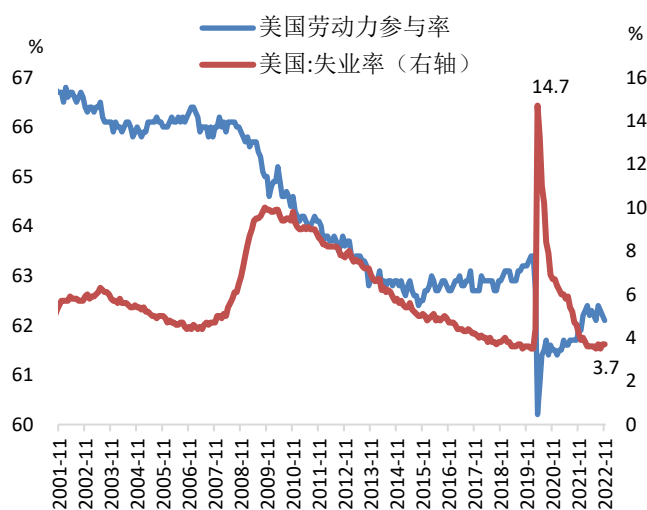
美联储快速加息+持续缩表。通胀持续高位叠加就业市场表现尚可推动美联储快速加息。在今年 3 月启动加息后至 11 月，美联储累计上调利率 375 基点至 3.75-4.0%，大幅超出年初市场预期。此外，市场预期本轮加息周期峰值将超过 5%。从近期数据看，虽然 CPI 从 6 月（9.1%）峰值回落至 7.7%，减缓市场对其 12 月及未来通胀居高不下从而迫使美联储更快加息的担忧；但其 8-10 月核心 CPI 始终在 6.5% 左右徘徊（主要由租金及部分服务类价格坚挺所致），显示出较强韧性，同时其 10 月零售销售环比增长 1.2%，涨幅为近 9 个月新高，三年平均增速（5.3%）为近 4 个月次高，此外失业率连续 9 个月维持在 4% 以下。因此，通胀是否顺势回落，衰退是否在未来会加速，还需要继续观察，上述情况关系到未来美联储对紧缩措施的态度。从 12 月议息会议纪要看，美联储加息或在 2023 年放缓加息步伐，但将在一段时间里仍旧维持高利率。

图 9：美国名义销售数据有所回落但总体表现仍好



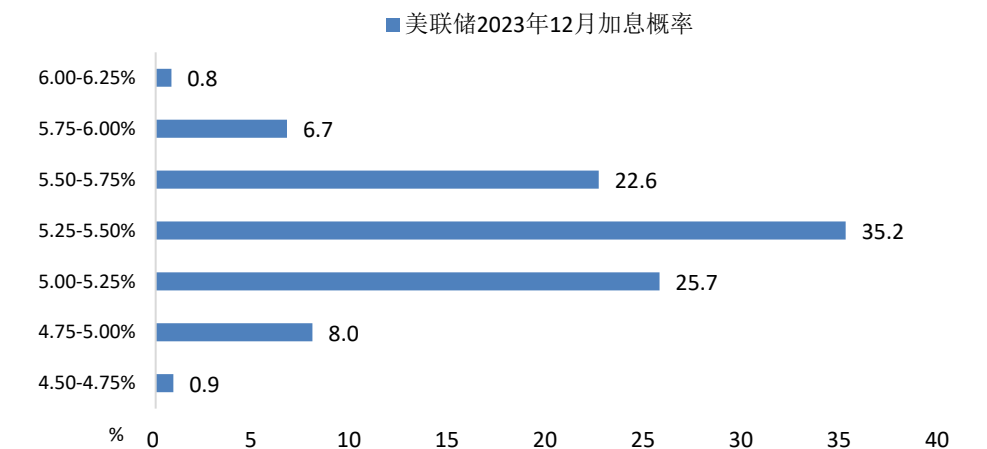
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 10：美国失业率仍在 4% 之下



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 11：市场预期美联储在 2023 年将保持高利率（截至 2022 年 12 月 22 日）



资料来源：CME Group，国开证券研究与发展部

（2）多数央行快节奏加息

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_50581

