

## 走出疫情，经济回升

——2023 年宏观经济展望

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

2022 年 12 月 27 日

### 主要观点：

✚ 2023 年，为期三年的疫情冲击将全面消退，这会带动国内 GDP 增速在全球经济减速背景下逆势回升。

✚ 2022 年 12 月召开的中央经济工作会议要求“加大宏观政策调控力度”，“推动经济运行整体好转”，这意味着 2023 年、特别是 2023 年上半年宏观政策仍会保持较强的稳增长力度。2023 年 GDP 增速目标将设定在“5.0%左右”，高于 2022 年约 3.0%的实际增长水平。

✚ 2023 年“积极的财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度”。我们预计 2023 年目标财政赤字率将上调至 3.1%左右，新增地方政府专项债额度会在 4 万亿左右，均较上年有所提高，其中一个作用是对冲土地出让金收入下滑对地方政府财政的影响。货币政策方面，2023 年经济增速回升背景下，全面降息降准的概率下降，而针对房地产的定向降息将持续推进，新增信贷和社融规模会较 2022 年小幅增加。

✚ 2023 年 GDP 同比增速有望达到 5.0%-6.0%左右，实际增长动能“前低后高”，主要拉动力是疫情消退后的消费修复，以及政策面还会保持一定稳增长力度。2023 年宏观经济面临的最大的不确定因素是房地产行业何时回暖及其修复斜率。在全球经济减速背景下，2023 年出口增速将明显回落，对经济增长的拉动力有可能由正转负。

✚ 2023 年 CPI 同比涨幅中枢将小幅上移至 2.5%附近，其中消费反弹有可能带动消费品价格阶段性较快上涨，但总体形势将控制在温和状态。2022 年 M2 及居民储蓄存款高增驱动 2023 年 CPI 快速上涨的风险不大，猪周期进入价格下行阶段也会对 CPI 涨幅起到一定抑制作用。2023 年全球经济增速将放缓、俄乌冲突进一步升级的风险可控，国际大宗商品价格有望延续当前的回落势头，加之“保供稳价”下，国内煤、钢价格将继续趋于稳定，预计 2023 年 PPI 同比将“前低后高”，整体涨幅会进一步回落至 1.0%左右。

✚ 2023 年需关注国际地缘政治局势演化、国内房地产市场走向及疫情余波等可能带来的宏观经济下行风险。

2023 年宏观经济指标预测

指标	单位	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 F
全球 GDP	实际同比, %	-3.1	6.0	3.2	2.7
中国 GDP	实际同比, %	2.2	8.1	3.0	5.5
工业增加值	实际同比, %	2.8	9.6	3.7	5.5
社会消费品零售总额	名义同比, %	-3.9	12.6	-0.4	8.0
固定资产投资	名义同比, %	2.9	4.9	5.2	5.0
基建投资 (宽口径)	名义同比, %	0.9	0.2	12.0	6.0
房地产开发投资	名义同比, %	7.0	6.0	-10.0	-6.0
制造业固定资产投资	名义同比, %	-2.2	12.5	9.0	6.0
出口金额 (美元)	名义同比, %	3.6	29.6	8.0	1.0
进口金额 (美元)	名义同比, %	-0.6	30.5	1.6	3.0
CPI	同比, %	2.5	0.9	2.0	2.5
PPI	同比, %	-1.8	8.1	5.0	1.0
1 年期 MLF 利率 (年末值)	%	2.95	2.95	2.75	2.75
M2 (年末值)	同比, %	10.1	9.0	11.9	8.9
新增社融规模	万亿元	34.8	31.4	33.5	34.0
新增信贷规模	万亿元	19.6	20.0	21.4	22.0

注: E 代表估计值, F 代表预测值;

数据来源: WIND, IMF, 东方金诚

## 一、2023 年宏观经济运行环境及经济发展目标

### 1. 国内经济运行环境

2022 年底，疫情防控政策出现三年来最重要的调整，总体方向是引导社会经济生活回归常态。这将是决定 2023 年国内经济走势的最主要因素。我们判断，在疫情防控政策调整初期，由于实际感染人数大幅增加，民众消费、出行都会受到较大影响，经济还将经历一个低位运行阶段。根据医学专家判断，2023 年一季度末前后，大规模感染风险有望趋势性缓和，经济增长动能也将随之增强，其中居民消费反弹将成为拉动经济增长的主动力。

### 2. 国际经济运行环境

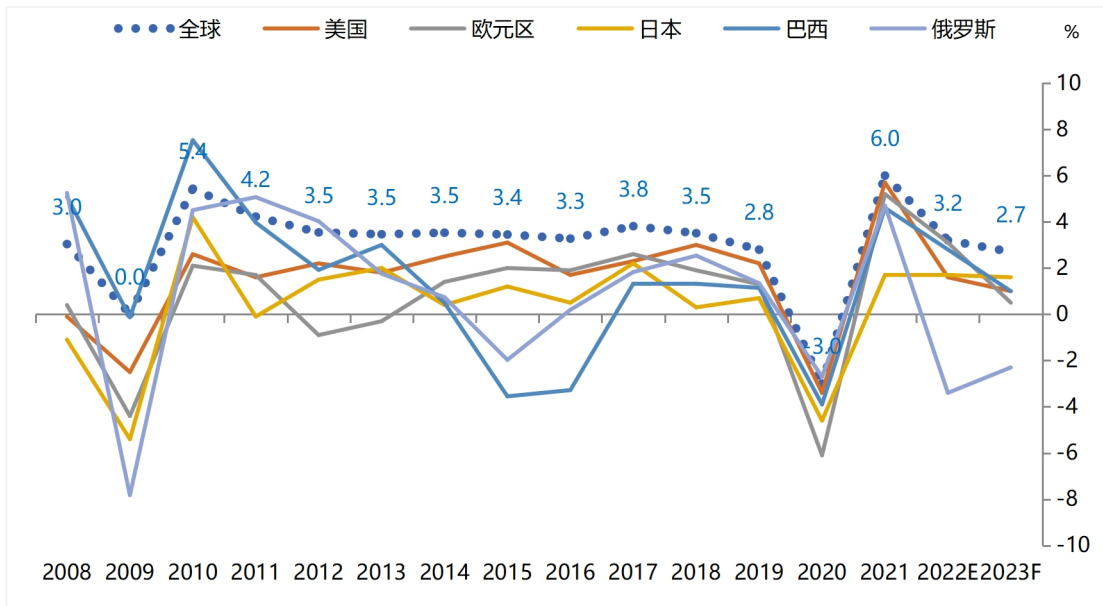
2023 年全球经济将进一步减速。美欧货币政策收紧还将延续一段时间，对宏观经济总需求的抑制效应将进一步体现；俄乌冲突等国际地缘政治事件仍难以平息，也将继续给全球经济带来下行风险。不过，在货币政策持续收紧和需求走弱带动下，2023 年全球高通胀状况将趋于缓和。

根据国际货币基金组织（IMF）预测，2023 年全球 GDP 增速有望达到 2.7%，较 2022 年降低 0.5 个百分点。主要原因是 2022 年 4 月之后，迫于高通胀压力，美欧央行启动以快速加息为代表的货币政策收紧过程。这带动 2022 年美欧及全球经济增长大幅减速——预计 2022 年全球经济增速将较上年下滑 2.8 个百分点至 3.2%，滞后影响还将在 2023 年进一步体现；另外，尽管当前美欧高通胀已现下行拐点，但仍处明显偏高水平，因此，至少在 2023 年上半年，主要央行加息过程还会持续，尽管节奏会有所放缓——这将继续加剧全球宏观经济下行压力。目前来看，2023 年美国将出现技术性衰退（GDP 环比连续两个季度负增长），欧洲经济衰退深度则要超过美

国，全球贸易增速也将随之大幅下滑。

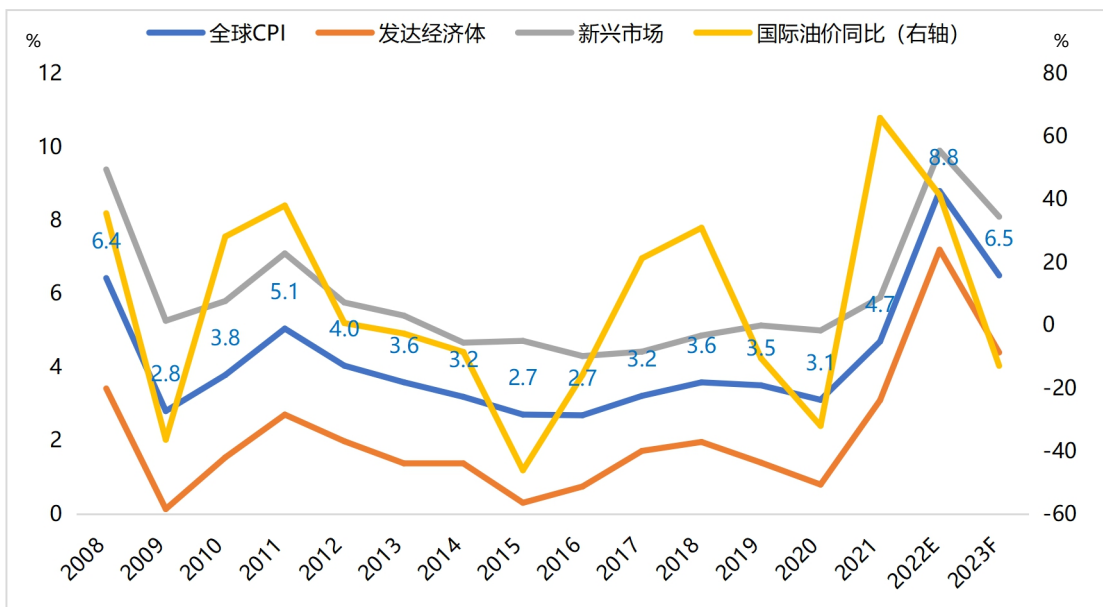
2022 年初俄乌冲突爆发，大幅推高国际原油及粮食价格，引发全球通胀显著升温，全球经济增速加速下滑。展望 2023 年，这场冲突的规模和范围有望得到控制，其他欧洲国家、特别是北约国家直接卷入的风险不大，爆发核战争的可能性极小。但俄乌冲突在 2023 年得到和平解决的概率也很低，且具有高度不确定性，仍可能给 2023 年全球经济运行带来不可低估的下行风险。另外，在中美进入战略对峙格局下，即使诸多风险点得到有效管控，国际产业链也将延续分化重组势头，这也将削弱全球经济增长动能。

图表 1 2022 年全球经济增速剧烈下滑，2023 年将进一步走低



数据来源：IMF，东方金诚，E、F 分别代表估计值和预测值，下同

图表 2 2023 年全球高通胀状态有望缓解



数据来源：IMF，东方金诚

值得注意的是，“后疫情”时代的全球经济增速将比疫情前“下一个台阶”，年均增速将从疫情前二十年的年均 3.8% 降至 3.3% 左右。其中，国际产业链重组带来的全球贸易增速下降是一个主要原因。继此前的国际贸易战之后，持续三年的疫情进一步驱动全球产业链转向本地化、区域化和分散化，由此将阻碍经济资源的全球优化配置，其标志就是国际贸易增速将会下降。这与 2001 年中国加入 WTO 后，对全球经济增长产生重大推动作用的效果正相反。此外，目前尚未看到疫情后全球范围内可能出现明显提升全球劳动生产率的重大

技术进步迹象。最后，疫情后全球主要经济体仍将不可逆转地延续老龄化进程，这也会对全球经济增长起到抑制作用。

另外值得一提的是，作为 2018-19 年对国内宏观经济冲击最大的外部因素，中美贸易战随美国前任总统特朗普于 2021 年初任期结束而告一段落，疫情期间中美经贸关系进入一段“冷静期”。美国现任总统拜登多次表示，贸易战不是解决中美经贸争端的有效方式。不过，拜登政府上台后，中美已进入全面战略对峙格局，以“芯片封锁”为代表的中美科技战正在逐步升级。接下来，在全球疫情得到根本性缓和后，中美经贸关系逐步冷却、部分脱钩的潜在风险仍不容低估，在诸多热点领域甚至存在突发重大风险事件的可能。

### 3. 经济发展目标

**2023 年 GDP 增长目标有可能设定在“5.0%左右”，宏观政策会保持一定稳增长力度；引导房地产尽快实现软着陆，推进高质量发展将在政策议程中占据核心位置。**

2023 年疫情影响有望消退，国内经济运行将整体好转。不过，在房地产市场低迷、外部不确定性较高以及外需走弱背景下，经济仍面临一定下行压力。我们估计，2023 年两会政府工作报告会设定“5.0%左右”的 GDP 增速目标，显著高于 2022 年约 3.0%左右的实际增速。这一目标与当前中国潜在 GDP 增长水平相当<sup>1</sup>。

回顾疫情之前的十年，我国实际 GDP 增速分别在“7.0%以上”和“6.0%以上”的平台上保持了 4 年时间，即 2012-15 年经济增速为 7.86%-7.04%，2016-2019 年经济增速为 6.95%-6.0%。2020 年疫情突袭，GDP 增速骤降至 2.2%，2021 年在低基数和疫情缓和推动下大幅反弹至 8.1%。以两年平均增速衡量，2020-21 年年均 GDP 增速为 5.1%。2022 年疫情扰动再度加剧，估计全年 GDP 增速在 3.0%左右。由于 2022 年增长基数比较低，2023 年经济增速反弹是大概率事件，同时考虑到在 2020 年发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五年远景目标的建议》中，提出了 2021-35 年我国 GDP 再翻一番的目标，即未来 15 年年均 GDP 增速需要达到 4.7%，由此我们认为，2023 年 GDP 增长目标设定在“5.0%左右”的可能性较大。这既是综合考虑 2023 年国内外经济运行环境的合理增长水平，也将能够保障我国经济在十四五期间整体上处于 5.0%左右的中高速增长区间，为顺利推进中国式现代化奠定坚实的物质基础。

<sup>1</sup> 央行 2021 年第 1 号工作论文《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》预计，“十四五”期间我国潜在产出增速在 5%-5.7%。

我们判断，在 2023 年宏观经济管理目标中，除了要引导经济运行整体好转外，还有两个重要政策目标：一是要尽快推动房地产行业实现软着陆。这不仅与稳增长密切相关，更是 2023 年防控重大经济和金融风险的主要发力点，因而具有很高的迫切性。二是在疫情防控 and 稳增长压力减轻背景下，监管层会着力实施结构性改革，推进高质量发展，加快构建以内需为主的新发展格局。我们判断，2023 年围绕切实推进要素市场化改革、构建全国统一大市场、通过着力提振消费促进国内经济大循环等，各部门有望出台一批具体措施。这将有效提振市场信心，为我国经济在中长期内保持较快增长水平提供基础性动力。

## 二、2023 年宏观政策走向

着眼于推动经济运行整体好转，对冲房地产行业低迷、外需走弱等带来的影响，2023 年宏观政策将保持一定的稳增长力度，不会在经济增速反弹过程中大幅退坡甚至转向收紧，这尤其会在 2023 年上半年得到较为充分的体现。可以看到，2022 年 12 月中央经济工作会议强调，2023 年要“加大宏观政策调控力度”。

### 1. 货币政策

2023 年货币政策定调“精准有力”。预计在 GDP 增速反弹过程中，实施降准降息的可能性下降，但针对房地产的定向降息会持续，结构性货币政策工具将重点向小微企业、房地产行业、科技创新及绿色发展等国民经济薄弱环节和重点领域发力，预计 2023 年新增信贷和社融规模将较 2022 年有所增加。

2022 年疫情影响超预期，加之国际地缘政治局势骤然升温，国内经济下行压力明显加大。为此，央行实施两次政策性降息、两次全面降准，政策力度高于 2021 年中央经济工作会议定调的货币政策要“灵活适度”。这也表明，近年来超预期因素冲击仍频，货币政策的前瞻性难度加大，更多强调“相机抉择”。

展望 2023 年，中央经济工作会议要求“稳健的货币政策要精准有力，要保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度”。在经济增速较大幅度反弹前景下，2023 年实施降息降准的可能性不大；“精准有力”除了隐含总量适度外，主要是指 2023 年结构性货币政策工具将发挥关键作用，重点支持国民经济薄弱环节和重点领域，即小微企业、房地产行业、科技创新、绿色发展等。综合考虑 2023 年经济和物价形势，我们认为“要保持流动性合理充裕”意味着 2023 年货币政策将引导市场利率

中枢持续处于政策利率下方，以配合财政发力，稳定市场预期；从走势上看，2023年市场利率水平有可能“前低后高”。

近期央行强调，2023年货币政策“总量要够、结构要准”，并明确“明年（2023年）货币政策的力度不会小于今年（2022年）”。我们认为，这主要是指2023年新增信贷、社融规模不会低于2022年，预计将分别达到22万亿和34万亿，小幅高于上年的21.4万亿和33.5万亿左右。这也是以宽信用助力经济回升的基本要求。需要指出的是，由于2022年大规模退税等因素对M2增速的推升效应明显，2023年这些因素消退后，M2增速将出现较大幅度回撤，年末同比预计会从上年末的11.9%降至8.9%左右，但这并不代表宽信用显著退坡。最后，考虑到近年来货币政策“相机抉择”特征明显，加之我国货币政策在“数量工具和价格工具都有空间”，我们也认为着眼于应对可能发生的重大意外事件冲击，2023年降息降准的大门没有完全封闭。

需要指出的是，2023年政策面将重点引导房地产行业尽快实现软着陆，带动商品房销量、房地产投资以及土地市场先后企稳回暖。可以看到，自2021年下半年以来，房地产低迷一直是国内经济下行压力的一条主线。我们判断，下一步政策支持空间依然较大，除了有效落实以“三支箭”为代表的房企金融支持政策外，后期政策“工具箱”在放宽购房条件、降低首付成数、下调居民房贷利率等方面还有较大空间。其中，引导5年期以上LPR报价进一步下调，持续降低居民房贷利率是关键所在。这意味着即使2023年政策利率（MLF利率）保持稳定，但针对房地产的定向降息会持续推进。我们判断，2023年年中前后，房地产市场有望出现趋势性回暖，这将结束行业约两年的下行周期。这一方面是当前“要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线”的一个主要发力点，同时也会从根本上改善2023年下半年的经济增长动能。

## 2. 财政政策

2023年目标财政赤字率会上调至3.1%左右，新增地方政府专项债规模会达到约4万亿。这一方面是为了助力经济修复，同时也可适当对冲地方政府土地出让金收入下滑造成的影响。

2022年经济下行压力加大，在海外央行快速加息过程中，国内货币政策发力受到一定制约，财政政策在稳增长过程中发挥了主要作用，具体举措包括大规模退税、增发5000多亿元地方政府专项债、启用准财政性质的政策性开发性金融工具、年末PSL“重出江湖”

等。基建投资（全口径）累计同比增速从 2021 年的 0.2% 大幅提速至 2022 年的两位数，是财政政策发力最明显的体现。

展望 2023 年，宏观经济依然面临房地产低迷、外需走弱等下行扰动。为推动经济运行整体好转，中央经济工作会议明确要求 2023 年“积极的财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度”。其中，为保持必要的财政支出强度，我们判断 2023 年目标财政赤字率将设定在 3.1% 左右，较 2022 年上调 0.3 个百分点，新增地方政府专项债规模也会达到 4 万亿左右，与上年 4.05 万亿左右的实际发行规模基本相当。我们认为，除了助力经济运行整体好转外，2023 年以上主要财政指标上调或处于高位，另一个作用是对冲地方政府土地出让金收入延续下滑带来的影响——我们预计，在 2022 年土地出让金收入同比下降约 23% 的基础上，2023 年将继续同比下降 10% 左右。这也意味着，2023 年中央向地方政府的转移支付规模会有明显扩大。

考虑到 2023 年稳增长压力可能主要集中在一季度，我们预计财政政策稳增长也将集中在这一时间段。预计在部分新增专项债额度提前下达、政策性银行新增 8000 亿信贷额度加快投放，以及 PSL 放量等支持下，一季度基建投资仍将保持两位数较快增长水平。我们判断，2023 年财政政策“加力”的重点，或将从 2022 年的大规模退减税、支持基建投资提速，逐步转向促消费、助力科技创新和加快绿色发展等领域。整体而言，2023 年，预计作为“阶段性”工具的政策性开发性金融工具会逐步退出，退减税规模也会明显收缩，同时，2021 年有较大规模专项债已发未用，这部分资金结余至 2022 年使用，而考虑到 2022 年专项债发行和使用进度明显加快，因此这种情况在 2023 年将难以复制。这些因素都意味着 2023 年广义财政政策力度将较 2022 年有所收缩，其中对地方政府隐性债务的控制会继续从严。

### 三、2023 年宏观经济运行展望

#### 1. 疫情冲击超预期，叠加房地产持续低迷，2022 年经济运行波动加大，GDP 增速较大幅度下滑。

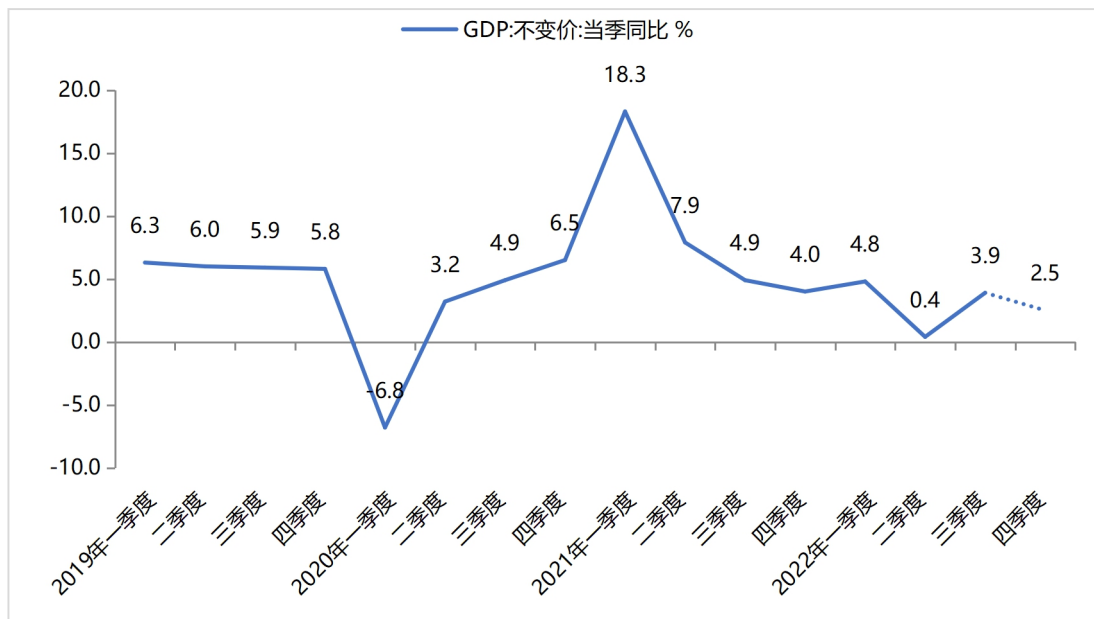
2022 年前三季度，GDP 累计同比增速为 3.0%，其中二季度受上海等地疫情冲击，当季 GDP 增速仅为 0.4%。从“三驾马车”来看，前三季度消费、投资和净出口分别拉动 GDP 增长 1.24、0.8 和 0.96 个百分点，对 GDP 增长的贡献率分别为 41.3%、26.7% 和 32.0%。其中，消费贡献率较上年同期骤降 21.8 个百分点，主要体现 2022 年二季度疫情波动对居民消费



造成的剧烈冲击；投资贡献率较上年同期提高 8.7 个百分点，主要源于 5 月起推出的稳住经济大盘一揽子措施及其接续政策，带动基建投资大幅提速并支撑制造业投资保持很强韧性，这充分抵消了房地产投资负增带来的影响；净出口贡献率较上年同期提高了 12.0 个百分点——前三季度货物贸易出口总体保持较快正增长，货物贸易顺差屡创历史新高，与此同时，疫情防控措施下，国内居民出境旅游等仍然受到制约，前三季度服务贸易逆差延续收窄。

四季度国内疫情再起，尽管疫情防控政策大幅优化放松，但政策调整初期也带来实际感染数量的大幅增加，居民出行、消费更加谨慎，加之外需走弱、房地产延续低迷，宏观经济运行再现下行压力。不过，在疫情防控政策优化和稳增长政策发力起效之下，四季度经济下行幅度将明显低于二季度，估计当季 GDP 同比增速在 2.5% 左右。其中消费拖累效应再度显现，净出口拉动力减弱，而基建投资进一步提速会带动四季度投资对经济增长的贡献率进一步扩大。

图表 3 疫情冲击超预期，2022 年 GDP 累计同比增速估计会下滑至 3.0% 左右



数据来源：Wind，东方金诚，虚线部分为估计值

全年来看，2022 年实际 GDP 增速将在 3.0% 左右，无论是与上年 8.1% 的实际增速，还是与 2020-21 年 5.1% 的两年平均增速相比，均有明显下滑，也低于年初制定的“5.5% 左右”的经济增长目标。这主要源于三大超预期因素：一是国内 3-4 月和 11-12 月两轮疫情对消费的冲击效应明显；二是本轮房地产市场下行周期的深度和长度均超出年初普遍预期，销售低迷也导致房地产投资和涉房消费持续大幅负增；三是俄乌冲突带动国际大宗商品价格

冲高，美欧央行收紧货币政策脚步加快，全球经济增速加速下滑，外需减弱对出口的拖累效应在四季度得到显现，也给国内经济运行带来一定负面影响。在此背景下，与上年相比，2022年宏观政策在稳增长方向明显发力，基建投资在稳住经济大盘中发挥了关键性的中流砥柱作用，同时，尽管四季度出口大幅减速，但前三季度出口增速屡超市场预期，外需对国内经济增长的拉动力仍远高于常态水平。

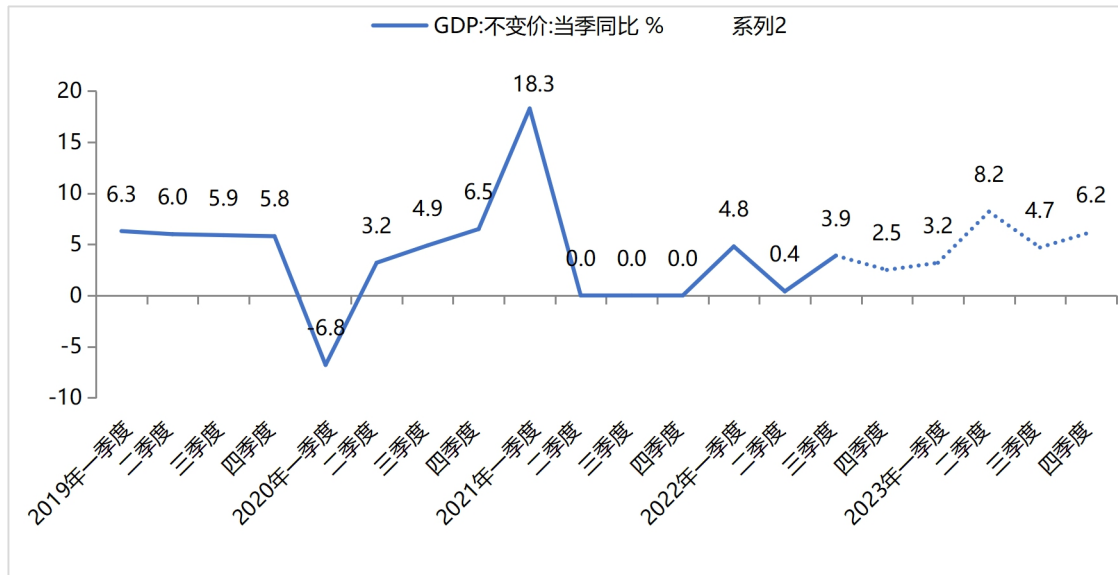
**2. 展望 2023 年，GDP 同比增速有望达到 5.0%至 6.0%之间，实际增长动能“前低后高”，主要拉动力是疫情消退后的消费修复，以及政策面还会保持一定稳增长力度。2023 年宏观经济面临的最大的不确定因素是房地产行业何时回暖。在全球经济减速背景下，2023 年我国出口增速将明显回落，对经济增长的拉动力有可能转负。**

**2023 年支持经济增长的主要因素包括：**（1）一季度末前后疫情影响消退后，居民消费将出现较大幅度反弹，特别是服务消费。这将是带动 2023 年 GDP 增速回升的主要内生驱动力。（2）宏观政策还将保持一定稳增长力度，特别是在一季度及上半年，基建投资有望继续保持两位数高增势头。我们判断，与 2021 年的“转弯”不同，2023 年经济增速反弹过程中，货币政策和财政政策大幅退坡或收紧的可能性不大。（3）在针对房地产的定向降息等各项政策调整到位驱动下，2023 年年中前后楼市有望走出为期两年的低迷，房地产投资和涉房消费对经济增长的拖累效应有望缓和。（4）2022 年 GDP 增速明显偏低，低基数也会在一定程度上推高 2023 年 GDP 同比涨幅。

**2023 年经济下行压力将主要来自：**（1）医学专家普遍预计，2023 年一季度将处于感染多发期，预计居民消费将延续低位运行状态。（2）至少在 2023 年上半年，房地产行业还会处于筑底阶段，其标志就是房价下跌、商品房销售低迷及房地产投资负增，并对上下游行业形成拖累。我们认为，2023 年决定宏观经济强弱的最大不确定因素就是房地产行业何时回暖及其修复进度。（3）受外需放缓影响，2023 年我国出口增长有可能大幅减速，加之国内经济增速反弹会对进口有一定带动作用，全年净出口对经济的拉动力有可能转负。

综合考虑消费、房地产行业运行态势等因素，我们判断 2023 年经济增长动能将“前低后高”。不过，由于 2022 年二季度 GDP 增速基数很低，2023 年四个季度的 GDP 同比增速高点将出现在二季度。预计全年 GDP 增速将在 5.5%左右，较 2022 年反弹约 2.5 个百分点，处于向常态化增速回归的温和水平。

图表 4 2023 年宏观经济将“走出疫情”，全年 GDP 增速有望反弹至 5.5%左右



数据来源：Wind，东方金诚；虚线部分为预测值

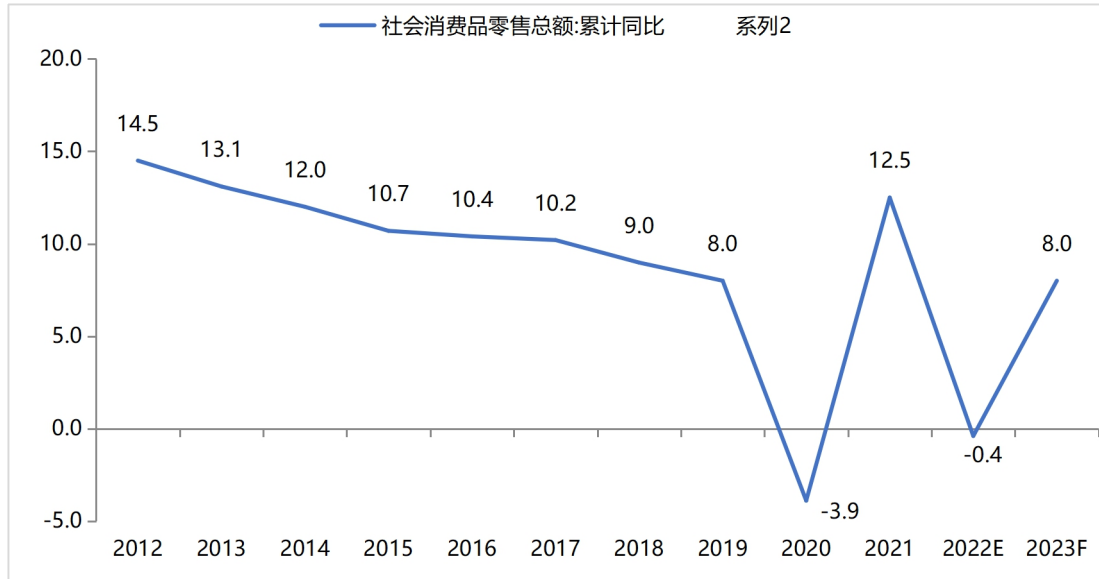
**(1) 消费：**2022 年消费受到两轮疫情的严重冲击，商品房销售低迷也拖累涉房消费下滑。2023 年疫情影响全面消退后，叠加低基数效应，社会消费品零售总额同比增速有望反弹至 8.0%左右，服务消费修复潜力更大。不过，考虑到三年疫情对居民收入影响明显，2023 年二季度开始的消费反弹仍会比较温和。

2022 年 1-11 月，主要受两轮疫情限制居民消费场景等因素影响，社会消费品零售总额（简称“社零”）累计同比为-0.1%，其中二季度和四季度疫情高峰期，该指标都出现了一定幅度的同比负增。我们预计，12 月疫情扰动效应还会比较明显，全年社零累计同比将下滑至-0.4%左右。2022 年消费结构也体现了较为明显的疫情冲击特征，即“必选强、可选弱”，粮食、药品等必选消费保持较快正增长，而化妆品、服装、通讯器材等可选消费均处于同比负增状态。值得一提的是，2022 年房地产延续低迷，建筑装潢材料、家电、家具等涉房消费均出现较大幅度下滑。作为稳住经济大盘政策的一部分，5 月推出汽车购置税减半措施，对车市刺激效应明显。这表明，宏观政策在促消费方面潜力很大。

展望 2023 年，疫情影响消退后，居民消费场景限制全面解除，部分补偿性消费将会涌现，加之上年基数明显偏低，全年社零同比增速有望反弹至 8.0%左右，可选消费将引领商品消费修复。我们判断，由于一季度仍处于疫情高发期，社零增速还将继续处于低位，二季度开始有望展开较快上行过程。2023 年消费修复面临两个不确定因素：首先是年中前后房地产行业能否实现软着陆，这将决定后续涉房消费走势。其次，2022 年汽车购置税减半政策将在年底到期，2023 年政策面是否会继续推出规模较大的促消费政策？包括发放消费

券或消费补贴、出台新的促消费税费减免措施等，均存在一定变数。需要指出的是，三年疫情对居民收入影响明显。由此，尽管 2022 年预防性储蓄需求上升叠加购房开支下降，推动居民储蓄存款增速偏快，但 2023 年居民消费出现报复性大幅反弹的可能性不大；若全年实现 8% 左右的增速，也仅为疫情前的温和增长水平，而若考虑到低基数效应，8% 的增速实际上仍明显弱于疫情前水平。

图表 5 疫情影响消退后，2023 年社会消费品零售总额同比增速将较快回升



数据来源：Wind，东方金诚

(2) 投资：2022 年扩投资成为宏观政策逆周期调节的主要发力点，基建投资提速至两位数，制造业投资保持较强韧性，抵消了房地产投资大幅下滑带来的影响。展望 2023 年，投资还会保持与 2022 年大体相当的增长水平，但基建投资将有所减速，全球经济走弱背景下，国内制造业投资增速也会有所下行，而房地产投资下滑幅度则有望收窄，投资对经济增长的贡献率将显著低于上年。

2022 年 1-11 月，固定资产投资累计同比增速达到 5.3%，而上年同期为 5.2%，增速变化不大。有两点值得注意：一是 2022 年 GDP 增速较上年大幅放缓，投资增速不降反升，本身就起到了托底经济运行的作用，这也体现于前三季度投资对经济增长贡献率的显著提升。另外，2021 年 PPI 累计同比为 8.1%，而 2022 年估计仅为 5.0%，这意味着在扣除价格因素后，2022 年实际投资增长态势比名义增长水平更为强劲。展望 2023 年，在经济增速反弹过程中，固定资产投资同比增速有可能小幅放缓，投资对经济增长的贡献率将显著低于上年，三大投资板块增长格局也将发生调整。

**基建投资：**2022 年基建投资（宽口径）增速大幅上行，估计全年累计增速会达到 12.0% 左右，显著高于上年的 0.2%，这将直接拉动 GDP 增速加快约 1.2 个百分点。背后是一揽子稳住经济大盘政策及其接续政策对基建投资的支持力度很大，包括加发 5000 多亿元专项债地方结存限额，政策性金融工具持续加码，PSL “重出江湖”，银行也在显著增加对基建项目的信贷投放等。这抵消了严控地方政府隐性债务风险对城投平台融资的抑制效应，以及地方政府土地出让金收入下滑所带来的影响，为 2022 年基建投资高增长提供了充足的资金来源。

展望 2023 年，在目标财政赤字率上调、新增专项债额度有望达到 4 万亿左右，以及上年新开工项目续建会带动银行贷款较大规模流入等因素支持下，基建投资还会保持较快增长。不过，2023 年政策性开发性金融工具（包括新增 8000 亿政策性银行信贷额度）将会退出，地方政府土地出让金收入有可能延续下滑（预计全年累计降幅在 10% 左右），加之伴随经济增速转入反弹过程，基建投资稳增长需求下降，预计全年基建投资同比增速将降至 6.0% 左右。不过，考虑到 2023 年上半年、特别是一季度疫情扰动因素仍然存在，至少在一季度，基建投资仍将保持两位数高增。可以看到，2023 年专项债提前下达时间前移，年底监管层强调要对落实稳经济一揽子政策措施抓好填平补齐，推动重大项目建设形成更多实物工作量，符合冬季施工条件的不得停工等，均表明 2023 年一季度基建投资仍会保持较大力度。

**制造业投资：**2022 年制造业投资韧性较强，估计全年增速会达到 9.0% 左右。首先，近年来为了推动经济转型升级、着力缓解“卡脖子”问题，政策面对制造业投资的支持力度较强。根据央行数据，制造业中长期贷款近两年多来持续高增，前三季度同比增速高达 30.8%。另外，前期海外对“中国制造”需求较强，也对以民间投资为主的制造业投资起到了推动作用。

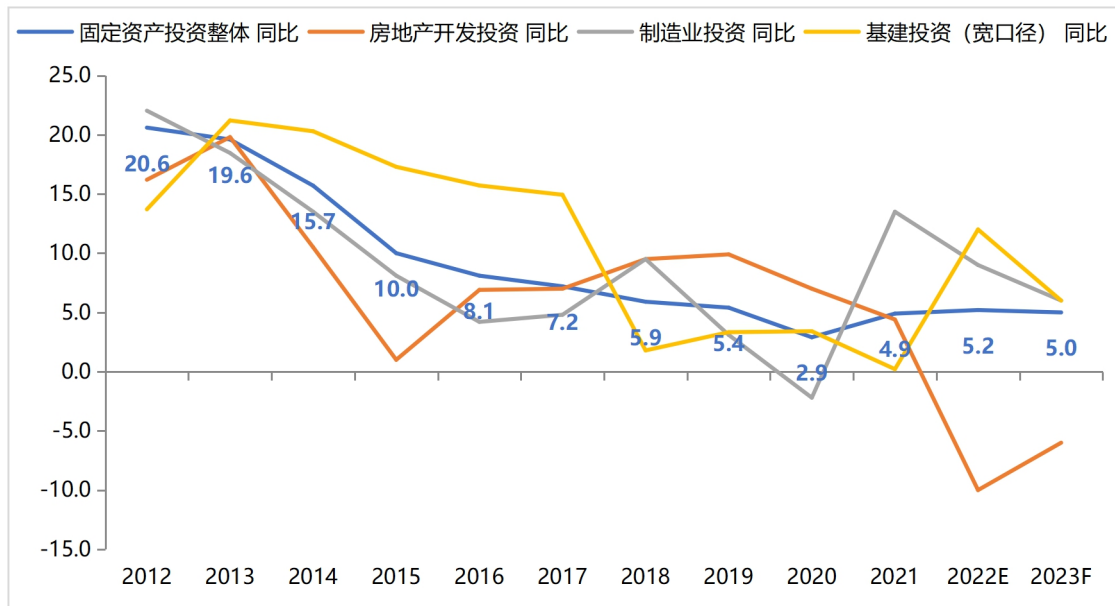
展望 2023 年，政策面会继续引导银行增加对制造业中长期贷款的投放，国内经济反弹也会在一定程度上对制造业投资形成支撑。不过，在全球经济放缓、美欧经济衰退阴影渐浓背景下，以民间投资为主的制造业投资信心有可能弱化；另外，近期国内工业品价格走势转弱，多数制造业行业利润负增，也会在一段时间内给制造业投资造成不利影响。我们预计，2023 年制造业投资增速将降至 6.0% 左右。

**房地产投资：**受楼市持续低迷、头部房企信用风险持续暴露等影响，2022 年房地产投资大幅下滑，估计全年降幅将在 10% 左右。11 月金融支持房地产 16 条等政策出台，主要针

对楼市供给端发力，而当前抑制房地产投资的主要原因是商品房销售低迷。我们判断，后期政策面在引导房贷利率下行方面将进一步发力。这是扭转楼市预期、带动楼市尽快企稳回暖的关键。预计在各项政策调整到位支持下，2023年年中前后，商品房销量有望转入趋势性回升过程，但房地产投资回升还将经历更长一段时期。由此，预计2023年房地产投资将延续负增，但降幅将较上年有所收窄，预计在6%左右；其中，下半年在低基数和销售回暖提振投资动能增强带动下，房地产投资增速有可能由负转正。

**社会领域投资：**着眼于弥补民生短板，推动高质量发展，2023年三大投资板块之外的教育、医疗等社会领域投资有望继续保持接近两位数的较快增长水平。

图表 6 2023 年基建和制造业投资将会减速，房地产投资降幅有望收窄



数据来源：Wind，东方金诚；阴影部分为预测值

**(3) 净出口：2023 年出口面临较大挑战，进口增速有望回升，净出口对经济增长的拉动作用可能由正转负。**

**出口：**2022 年 1-11 月，我国出口额（美元值，下同）累计同比增长 9.0%，估计全年增速为 8.0% 左右，整体看仍处于较高增长水平。一方面，2022 年海外市场对“中国制造”需求依然较高，美欧高通胀也在较大程度上推高我国出口额，年初 RCEP（区域全面经济伙伴关系协定）生效则对我国与东盟贸易关系产生明显促进效果；但另一方面，四季度后美欧经济衰退阴影渐浓，全球贸易减速，外需对出口的拉动力明显减弱，其中我国对美欧出口出现大幅同比负增长。

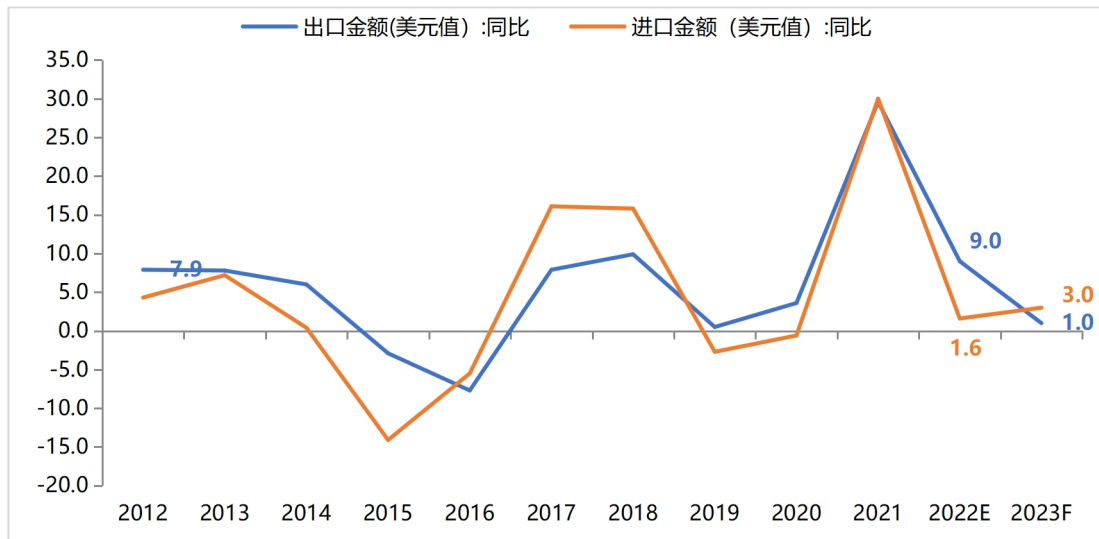
需要指出的是，2022年4月以来人民币出现较大幅度贬值，但对出口帮助不大。主要原因有两个：一是人民币汇价波动会直接影响出口商的汇兑收益，理论上讲出口商有降价促销的空间，但从稳定客户和人民币贬值的阶段性等角度考虑，出口商在调价方面会比较谨慎，这意味着出口订单难以随人民币贬值而大幅增加。历史数据显示，在2015-2016年、以及2019年，人民币对美元汇率都出现了一定程度的贬值，但当期我国出口增速均不升反降。这表明出口走势受海外需求、贸易政策等因素影响更大，汇率波动带来的价格影响则相对较小。另外，2022年以来人民币主要对美元出现较大幅度贬值，而对其他非美货币多表现为升值。在其他国家货币贬值幅度更大背景下，人民币对美元贬值难以大范围提升中国产品的出口价格竞争力。

展望2023年，全球经济及国际贸易减速态势明显，我国出口面临的挑战增大。更为重要的是，疫情期间凭借产业链修复较快的优势，我国在全球出口市场的份额由此前的年均13.0%左右提升至2021年16.0%左右的超高水平。我们预计，2023年我国出口市场份额将在2022年已有小幅下降的基础上进一步向常态水平回归，全年出口额累计同比增速会降至1.0%。与此同时，综合考虑基数和新增长动能，2023年出口走势有望“前弱后强”。需要指出的是，作为全球头号贸易大国，我国出口表现与全球贸易关联度很大。包括IMF、WTO等在内的国际组织均预计，2023年全球贸易会保持正增长，这意味着同期我国出口直接转入同比负增的风险可控。

**进口：**2022年1-11月，我国进口额累计同比增速为2.0%，估计全年在1.6%左右，处偏低增长水平。2022年初爆发的俄乌冲突大幅推高国际原油和粮食价格，我国进口成本显著上升，这虽然意味着价格因素对进口额增速会起到推升作用，但也会抑制进口需求；与此同时，2022年国内经济增速大幅下滑，内需疲弱对进口需求造成较大拖累。综合效应下，2022年进口增速明显偏低。展望2023年，国际大宗商品价格易下难上，价格因素对我国进口增速会有一定下拉作用；不过，伴随国内经济整体好转，无论是对原油、铁矿石等上游产品，还是居民消费品，进口需求都有望出现一定程度回升。我们判断，2023年进口增速将较上年有所反弹，或将小幅加快至3.0%左右。

综合以上进出口走势，2023年货物贸易顺差将明显收窄，加之疫情影响退去、居民出境旅游将逐步恢复，服务贸易逆差有可能再度扩大。由此，2023年净出口对经济增长的拉动力有可能由正转负。

图表 7 2023 年出口面临较大挑战，进口增速有可能小幅反弹



数据来源：Wind，东方金诚；阴影部分为预测值

#### 四、2023 年物价走势展望

**1. CPI：2022 全球通胀剧烈升温，国内 CPI 保持温和增长状态；2023 年消费修复有可能阶段性推高 CPI 涨幅，但全年涨幅超过 3.0% 控制目标的可能性不大。**

2022 年 4 月起，美欧等主要经济体 CPI 同比大幅跃升，且至年底仍处明显偏高水平。背后是年初俄乌冲突爆发大幅推高能源和食品价格，消费修复导致商品和服务市场供需失衡，以及前期货币政策超常宽松带动房地产市场上行，进而推动 CPI 中的房租价格迅速上涨等。与此同时，国内 CPI 整体保持温和上涨，估计全年同比将在 2.0% 左右，最高点出现在 9 月，同比涨幅为 2.8%，均低于年初制定的 3.0% 的控制目标。

物价走势是 2022 年国内与国外主要经济体基本面的最大差异。这主要源于以下三个原因：一是疫情前两年，国内货币财政政策始终未搞大水漫灌；二是疫情冲击下国内消费需求不振；三是国内成品油调价机制有效缓和了国际原油大幅上涨对国内 CPI 的传导，且国内粮食市场独立性很强，国际粮价快速上涨同样对国内影响有限。可以看到，2022 年国内 CPI 涨幅变化主要由猪肉和蔬菜价格波动主导，代表整体物价水平的核心 CPI 则持续处于 1.0% 以下的低位。

展望 2023 年，消费修复有可能带动 CPI 涨幅阶段性扩大，特别是与服务消费相关的文娱旅游、酒店机票等价格可能出现较快上涨。我们判断，2023 年 CPI 涨幅中枢会有所抬高，全年累计涨幅有望达到 2.5% 左右，但仍处 3.0% 以下的温和状态。另外，2023 年猪周期将主要运行在价格下行阶段，海外通胀也会较快降温，这些因素都不支持国内 CPI 大幅上涨。



就我国宏观经济指标的关联性而言，经济增速加快通常会对物价有一定推升作用。当前监管层和市场普遍关注的一点是，2022年M2增速明显加快，估计年末将达到12.0%左右，较上年末提高3个百分点，其中居民储蓄存款高增，在此背景下，2023年在需求侧反弹过后，会不会触发物价的超预期上涨？

我们认为这种风险不大，主要原因包括：首先，2022年M2高增，很多是非货币发行因素造成的，包括财政实施大规模留抵退税，以及近期居民理财大量赎回等，并非源于货币发行量的大幅增加。其次，当前居民储蓄存款增速偏高，11月末同比增速约为14.5%，远高于常态下约10%左右的增幅；2022年新增储蓄存款规模达到17.2万亿，比上年多增7.3万亿。除了基于疫情不确定性带来的预防性储蓄增加外，还有两个重要原因：一是居民购房支出下降。2022年居民用于新房购置的支出估计为13.5万亿，比上年减少4.7万亿；如果考虑到二手房因素，购房支出降幅会更大。二是2022年股市下跌、四季度理财破净等导致居民投向各类金融资产的资金大量回流至银行存款。上述因素是2022年居民收入增速下滑较快，储蓄存款增速却大幅上扬的主要原因。

可以看出，2022年M2高增及居民大量增加储蓄并非源于货币发行量大幅增加和居民收入快速增长，因此也难以转化为2023年消费支出的剧烈反弹，进而以大幅推高CPI涨幅的方式打破商品和服务市场平衡。事实上，在三年疫情对居民收入影响明显、前期财政货币政策均未大水漫灌的背景下，2023年消费反弹幅度以及由此带动的物价上涨幅度都将较为温和。这意味着物价因素将不会对2023年宏观政策的灵活调整构成掣肘。

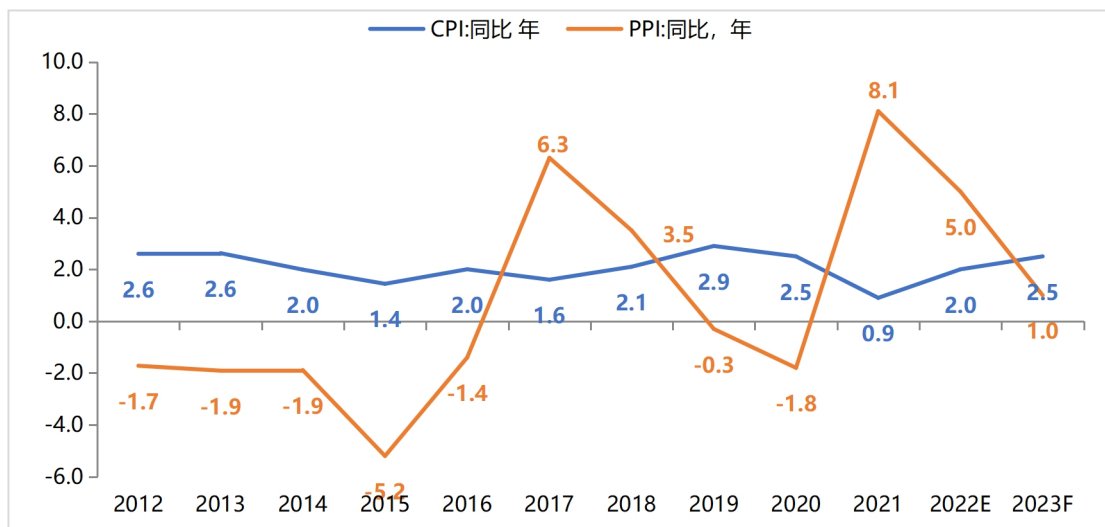
## 2. PPI：2022年PPI增速高位回落，2023年将保持低位运行状态。

2022年工业品价格同比涨幅从年初的两位数高增状态持续回落，四季度前两个月已降至通缩区间，估计全年累计涨幅将在5.0%左右，较上年回落3.1个百分点。主要原因有三个：一是上年同期受国内能耗双控、国际大宗商品价格上涨驱动，PPI涨幅基数偏高。二是2022年年初俄乌冲突爆发，以原油为代表的国际大宗商品价格快速冲高；但后期冲突规模未现持续扩大，加之美欧经济衰退压力加大，国际大宗商品价格进入持续下行过程。三是国内保供稳价政策不断加码，加之房地产投资大幅下滑拖累需求，煤炭、钢铁等国内主导的上游产品价格出现大幅同比负增长。

展望2023年，美欧经济衰退有可能从预期转为现实，俄乌冲突扩散至现有范围之外的风险可控，国际大宗商品价格易下难上。国内方面，经济增速反弹本身具有推动工业品价

格、特别是下游制造业价格的潜力，但在房地产投资延续下滑，基建投资增速回落，以及保供稳价政策不会转向的背景下，PPI 缺乏快速上行基础。我们预计，2023 年全年 PPI 同比涨幅有可能进一步下滑至 1.0%左右，其中年初延续同比负增长的可能性较大；下半年伴随房地产投资走强，PPI 同比有可能恢复至较为温和的正增长。我们判断，2023 年 PPI 同比低增，也将成为稳定 CPI 涨幅的一个积极因素，同时意味着此前两年持续困扰下游企业的原材料成本上涨压力会进一步缓解。

图表 8 2023 年 CPI 高通胀风险不大，PPI 同比将低位运行



数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

## 五、总结

2023 年，为期三年的疫情冲击将全面消退，房地产市场有望在年中附近步入趋势性回升阶段，加之 2022 年经济增长大幅减速带来的低基数效应，预计国内 GDP 增速将在全球经济减速背景下逆势回升。2022 年 12 月召开的中央经济工作会议要求“加大宏观政策调控力度”，“推动经济运行整体好转”，预计 2023 年 GDP 增速目标将设定在“5.0%左右”，高于 2022 年 3.0%左右的实际增长水平。财政政策方面，我们预计 2023 年目标财政赤字率将上调至 3.0%至 3.2%之间，新增地方政府专项债额度将在 4 万亿左右，均较上年有所提高，除推动经济增速回升外，其中一个作用是对冲土地出让金收入下滑对地方政府财政的影响。货币政策方面，2023 年经济增速回升背景下，全面降息降准的概率下降，而针对房地产的定向降息将持续推进，新增信贷和社融规模会较 2022 年有小幅增加。

2023 年 GDP 同比增速有望达到 5.0%至 6.0%左右，实际增长动能将“前低后高”，主要拉动力是疫情消退后的消费修复，以及政策面还会保持一定稳增长力度。2023 年宏观经

济最大不确定因素是房地产行业何时回暖及其修复的斜率。在全球经济减速背景下，2023年我国出口增速将明显回落，外需对经济增长的拉动力有可能由正转负。

2023年CPI同比涨幅中枢将小幅上移，其中消费反弹有可能带动消费品价格阶段性较快上涨，但总体形势将控制在3.0%以内的温和状态。2022年M2及居民储蓄存款高增驱动2023年CPI快速上涨的风险不大，猪周期进入价格下行阶段也会对CPI涨幅起到一定抑制作用。2023年全球经济增速将放缓、俄乌冲突升级失控风险较小，国际大宗商品价格有望延续当前的回落势头，加之“保供稳价”下，国内煤、钢价格将继续趋于稳定，由此预计2023年PPI同比将前低后高，整体涨幅会较2022年进一步回落。

2023年需关注国际地缘政治局势演化、国内房地产市场走向及疫情余波等可能给宏观经济带来的下行风险。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。