



## 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撑。**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

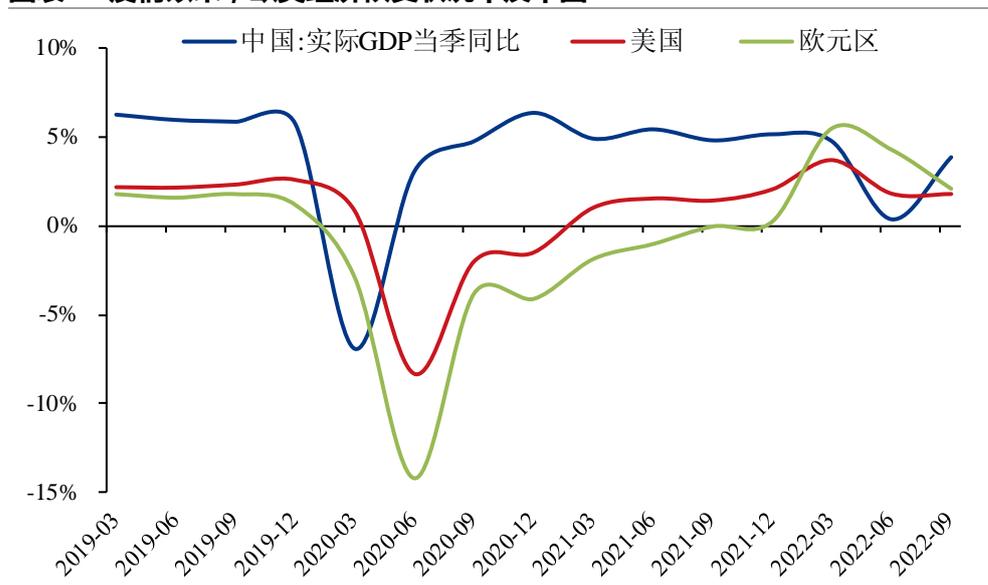
全球经济循环正经历两大历史性变局：一是安全模式取代效率优先模式，不再根据全球化时代的比较优势分工进行生产和贸易，带动全球经济效率下降、成本抬升；二是供给冲击取代总需求成为高通胀的主导因素，供给冲击的来源包括逆全球化的断链、地缘冲突、极端自然天气等。

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。

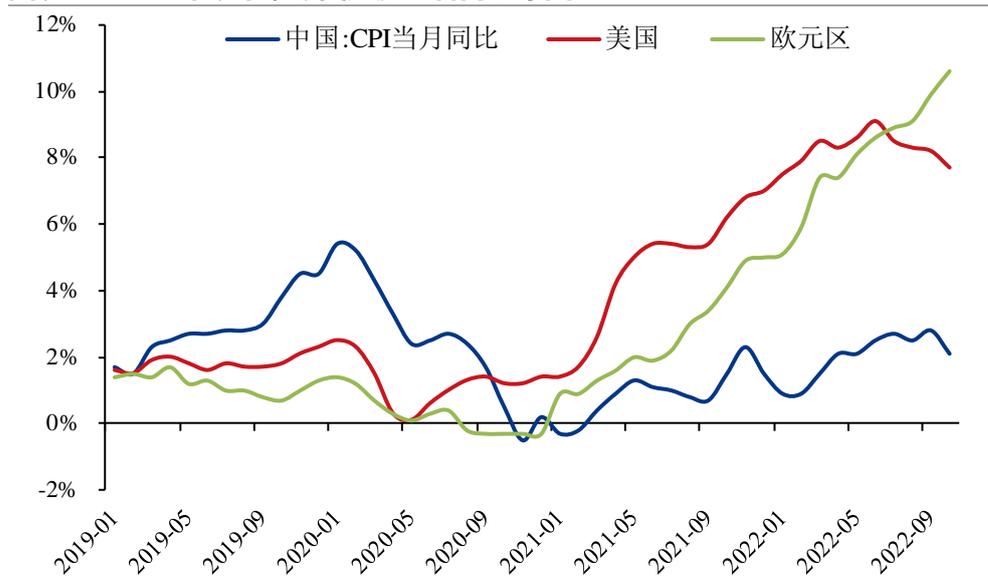
图表1：疫情以来，欧美经济恢复状况不及中国



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

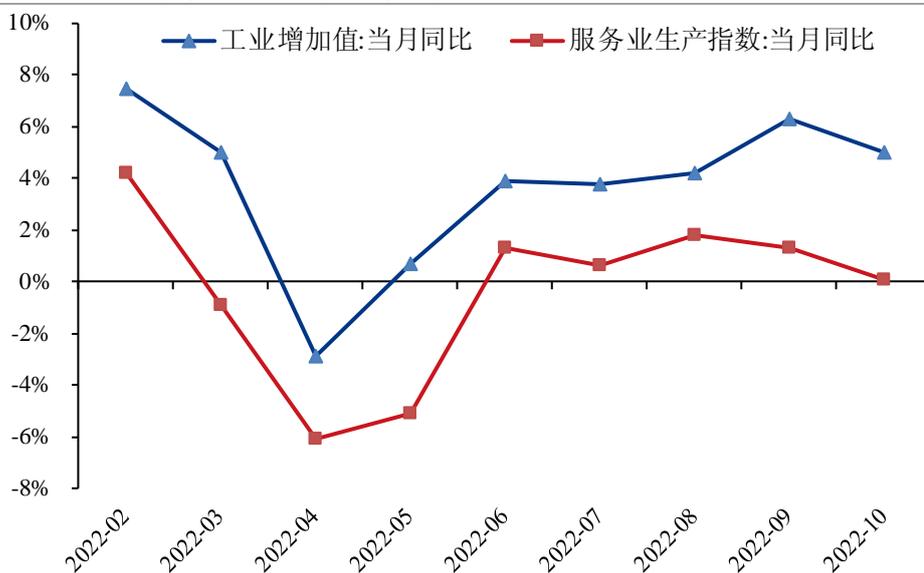
当前我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻。外部，百年大变局和世纪大疫情相互叠加，国际秩序深刻调整，世界局势剧烈动荡，逆全球化思潮抬头、全球价值链重构、俄乌冲突爆发、欧美高通胀与加息周期交织，不稳定不确定因素明显增多；内部，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力有所缓解但未根本解决，国内疫情反弹、居民消费低迷、房企债务风险等进一步增大经济下行压力。

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。

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）



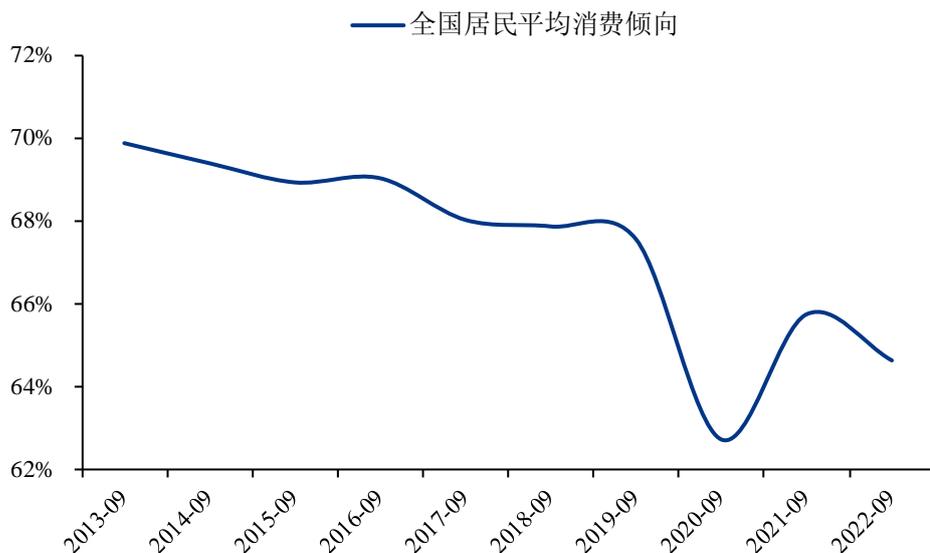
## （二）消费：总体持续恢复，汽车、地产后周期、出行消费或结构性改善

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”。

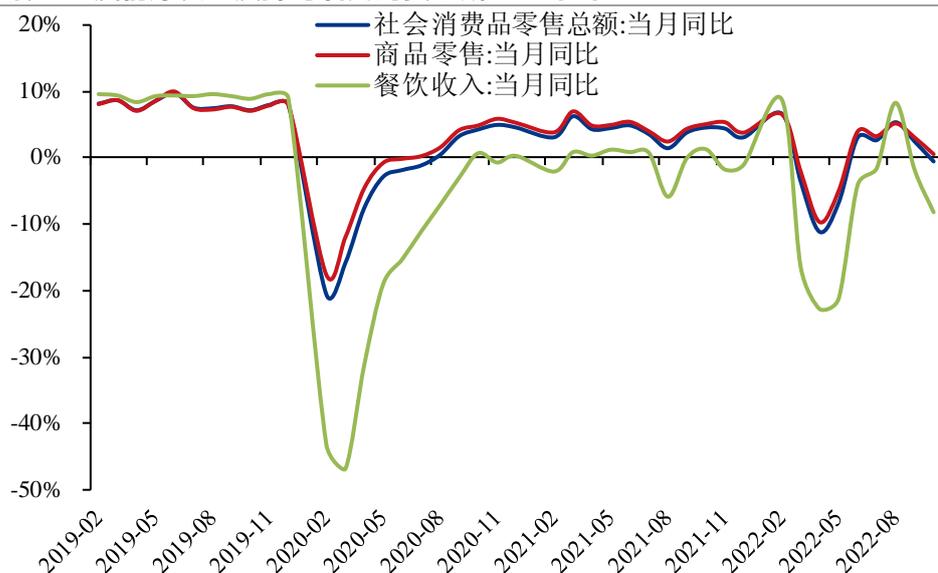
图表6：当前居民平均消费倾向仍低于去年及疫情前同期水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表7：疫情爆发与反弹对居民消费造成严重冲击



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

### （三）房地产投资：短周期企稳，但可能面临长周期拐点

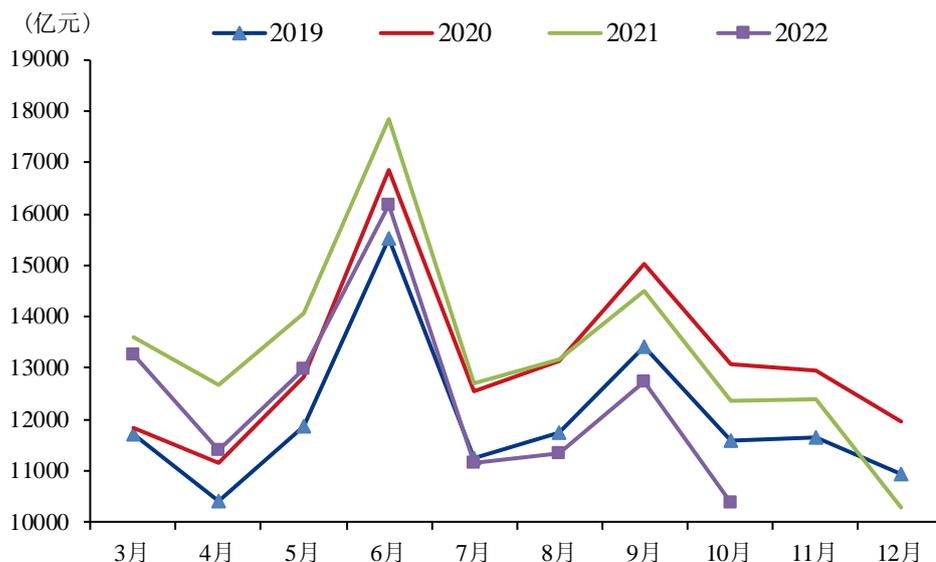
**稳地产政策持续发力，房地产销售和投資有望企稳。**当前房地产市场持续低迷，主因房企债务风险引发房企融资困难与居民购房信心不足。供给端，政策从保交楼、保项目逐步转到纾困企业主体，缓解房企现金流压力；需求端，降低居民购房成本，支持刚性和改善性住房需求。有助于防止楼盘烂尾，提升居民购房信心，避免房地产销售、投资和土地出让收入下行对经济形成拖累。

**预计 2022 年房地产投资增速为-9.6%，2023 年降幅收窄至-0.9%。**2022 年房地产投资规模，上半年高于 2019 年，下半年低于 2019 年。受当前疫情反弹和政策时滞影响，房地产市场低迷或延续至 2023 年年中，若 2023 年上半年和下半年房地产投资规模分别回落和恢复至 2019 年同期，则全年仍然小幅负增长。

**房地产市场或将迎来长周期拐点。**1998 年住房制度改革以来，在人口增长和城镇化率快速上升的背景下，房地产市场经历了长周期上行，商品房销售面积从 1998 年的 1.2 亿平米一路攀升至 2021 年的 18 亿平米。但随着劳动年龄人口（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，房地产市场将由“增量时代”进入“存量时代”。

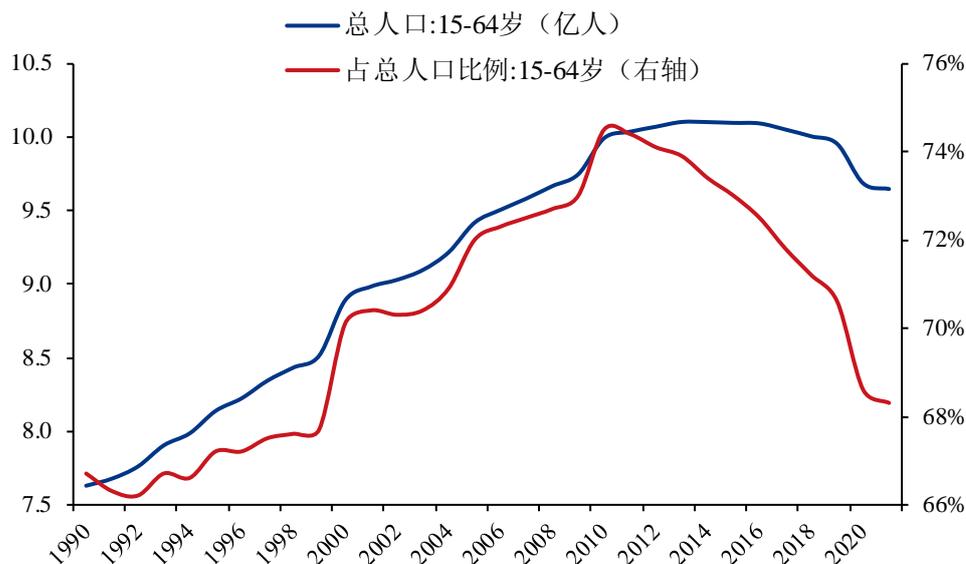


图表8：进入 2022 年下半年，房地产投资快速下行，风险持续积累



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表9：劳动年龄人口的绝对数和占比持续下降



资料来源：Wind、粤开证券研究院

#### (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

2022 年制造业投资持续高增，成为托底经济的重要力量。制造业行业众多，不同行业投资增速的中枢存在差异，不宜直接比较。为更好分析各行业投资力度的强弱，以 2013-2019 年各月增速为基准，分别计算 2022 年 1-9 月累计同比与 2020-2022 三年平均增速所处的历史分位数，以 50%为分界线，将制造业各主要行业分为四个象限。

第一象限反映疫情以来和 2022 年均持续高增，包括电气机械、计算机和通信设备、



有色金属等行业，主要受出口链条拉动。产品出口需求旺盛，企业盈利大幅改善，行业投资随之扩大。

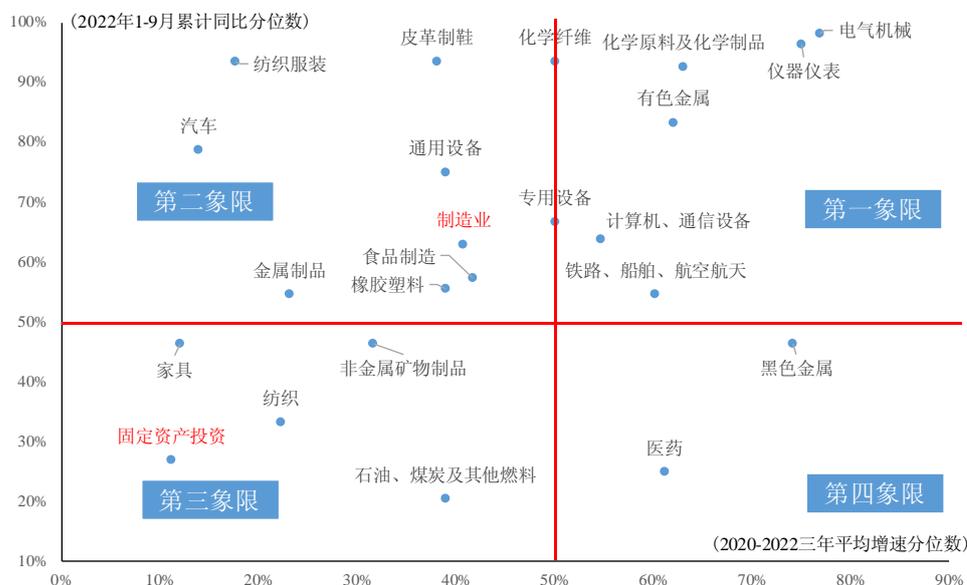
**第二象限反映疫情以来低增，但 2022 年高增**，包括汽车、纺织服装等行业，基数较低是重要原因，此外，汽车产业链供应链恢复、需求回暖带动汽车制造业投资扩产。

**第三象限反映疫情以来和 2022 年均持续低增**，包括家具、纺织、非金属矿物制品等行业，主要受需求低迷拖累。尤其是 2021 年下半年以来房地产市场大幅下行，对家具和非金属矿物制品业造成严重冲击。

**第四象限反映疫情以来高增，但 2022 年增速下滑**，包括医药和黑色金属制造业，一方面是前期增长较快导致基数较高，另一方面是海外防疫物资和国内房地产需求回落。

**预计 2023 年制造业投资增速略有放缓，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。

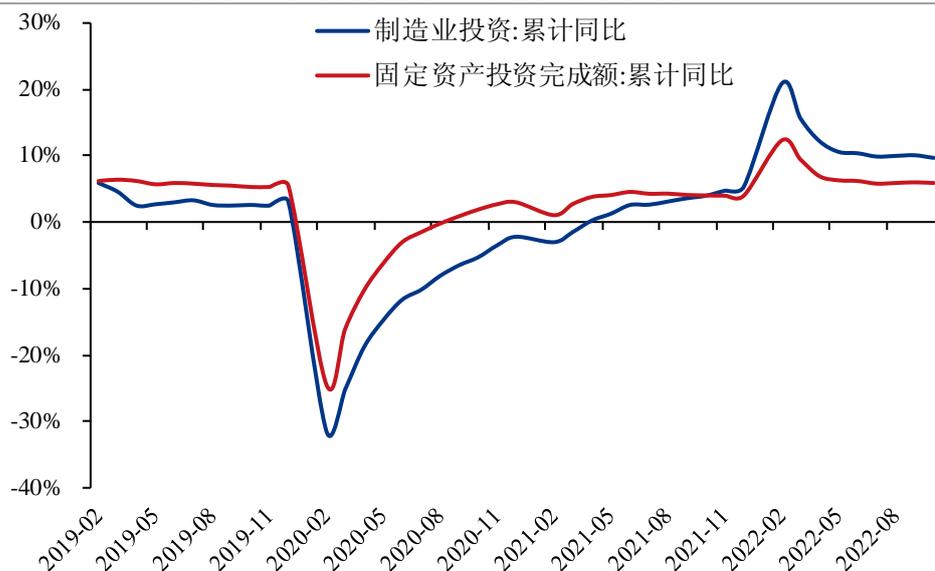
**图表10：制造业各主要行业可按照投资强弱划分为四个象限**



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：以 2013-2019 年各月同比增速为比较基准）



图表11：2022年制造业投资增速高于固定资产投资总体



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

### （五）基建投资：稳增长重要抓手，财政政策有必要积极发力

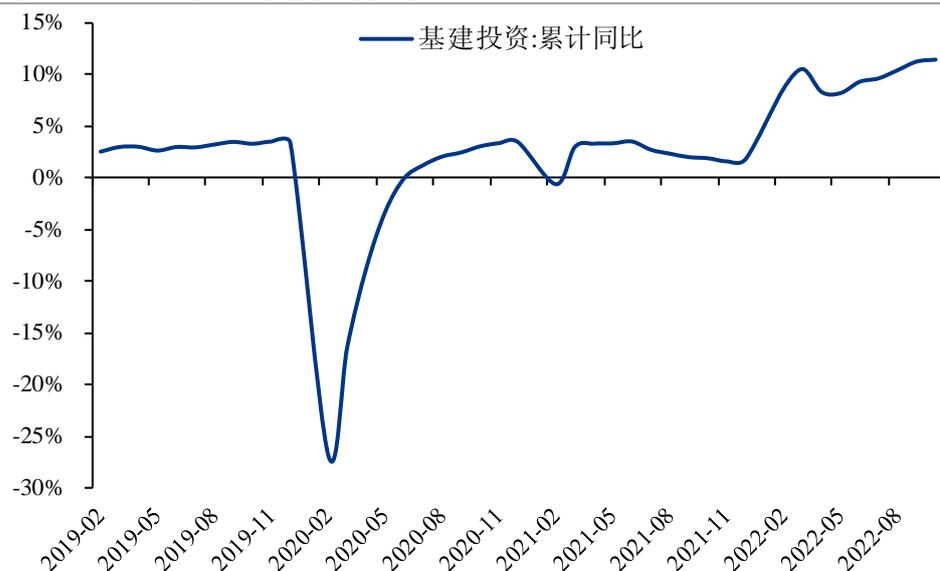
在需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，货币政策效果受私人部门信贷需求不足而削弱，财政政策尤其是基建投资成为稳增长的重要抓手。2022年1-10月广义基建投资累计同比增长11.4%，预计全年增速可达11.6%。

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%。基建投资由政府部门主导，受稳增长意愿、项目储备、资金来源、实物工作量等因素影响。**意愿方面**，经济下行压力背景下，仍有稳增长需求；**项目方面**，基建领域仍有补短板空间，各地已积极推进项目储备工作；**资金方面**，部分地方政府专项债额度已提前下达，预计2023年财政发债和支出进度仍将靠前发力，货币政策通过政策性开发性金融工具助力基建投资；**实物工作量方面**，今年新开工项目较多，明年继续施工，工作量将有保障。



图表12：2022年基建投资显著加快



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

## （六）出口：海外经济衰退风险上升，带动外需回落

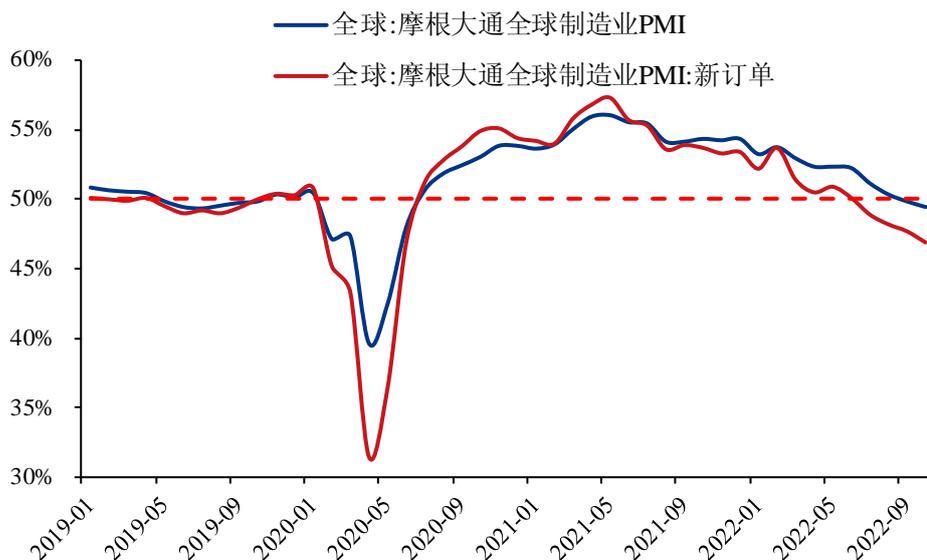
**出口取决于两方面因素：一是全球经济和贸易增长，二是出口份额。**2020年下半年至2022年上半年，中国出口持续超预期高增。一方面，海外疫情蔓延叠加欧美大规模财政刺激，防疫物资、宅经济等需求大幅上升；另一方面，中国疫情防控好于海外，生产率先恢复，大量订单转移至中国，出口份额大幅提升。

**随着海外经济衰退风险上升，中国出口增速已明显回落，2022年10月已出现负增长。**IMF预测，全球经济增速将从2022年的3.2%降至2023年的2.7%；WTO预测，全球货物贸易量增速将从2022年的3.5%降至2023年的1.0%。乌克兰危机导致的高能源价格将挤压欧洲家庭支出并推升企业生产成本；美国收紧货币政策将冲击其住房、汽车和固定投资等对利率敏感的支出领域。同时，不断上涨的燃料、食品和化肥进口价格可能给发展中国家带来粮食安全风险和债务问题。

**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%。

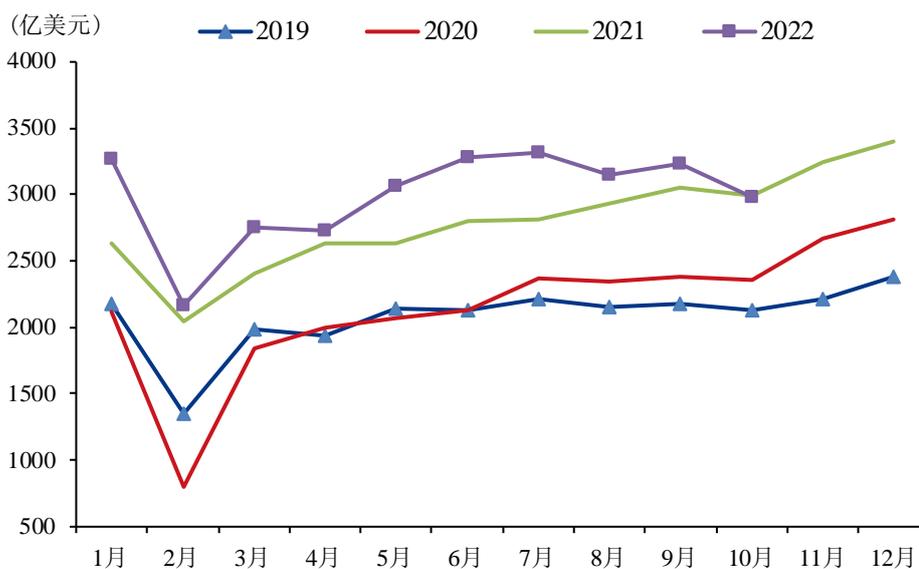


图表13：全球制造业 PMI 指数跌至荣枯线以下



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表14：2021 和 2022 年各月出口规模较疫情前大幅上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### (七) 通胀：总温和，但应警惕未来通胀反弹压力

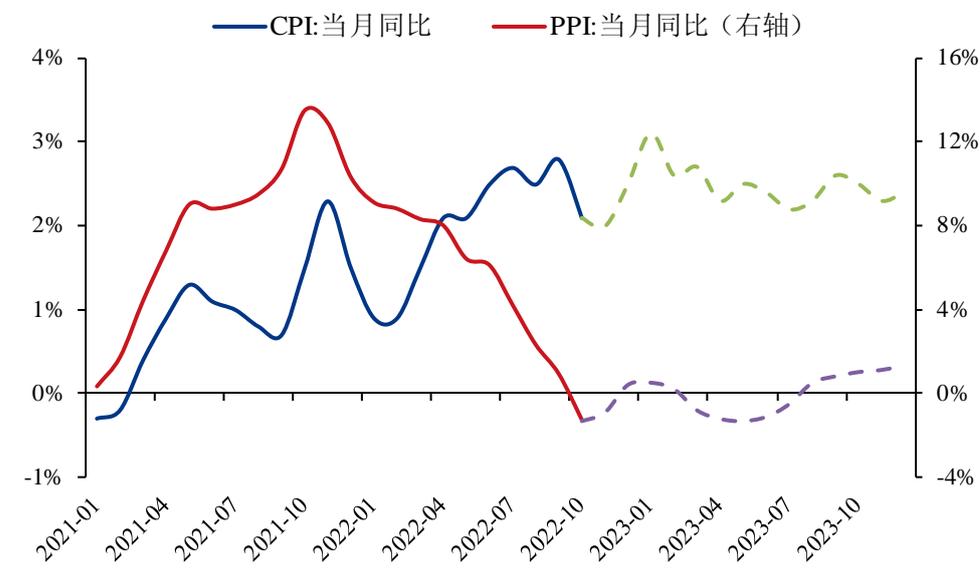
预计明年通胀形势总温和，但结构性通胀压力推高居民生活成本。中国与欧美通胀分化，物价相对稳定，政策空间更大。通胀压力主要来自于猪周期上行，以及俄乌冲突、异常天气等可能引发的国际能源与粮食价格波动。预计 2023 年 CPI 增速为 2.5%，其中一季度或受低基数影响突破 3%；PPI 同比在 0 附近波动，企业生产成本压力有所减轻。

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。第一，输



入性通胀压力依然存在,地缘政治冲突扰动世界能源供应,发达经济体高通胀粘性较强;第二,稳健偏松的货币政策可能带来滞后效应,一段时间以来我国 M2 增速处于相对高位,若总需求进一步复苏升温,将显著推高通胀;第三,结构性压力增大,冬季猪肉采购和采暖需求旺盛、春节错位、疫情有效防控后消费动能可能快速释放,都可能在短期内推高通胀。

图表15：预计 2023 年 CPI 同比中枢上移，PPI 同比在 0 附近波动



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、中国经济的潜在风险

纵使百年变局和世纪疫情交织，中国经济韧性强、潜力大、长期向好的基本面没有改变，但仍要注意风险防范。具体而言，尤其要防范以下重大风险，未雨绸缪提前应对。

**一是疫情再度大幅反弹对经济社会活动造成剧烈冲击。**新冠疫情仍未彻底消退，尽管中央对疫情防控措施进行了优化调整，但仍有部分地方政府落实不到位，对经济社会秩序恢复造成了负面冲击。未来有必要建立起尽职尽责的激励制度，实现统筹疫情防控与经济社会发展的目标兼容和中央地方激励相容。

**二是房地产风险仍未根本化解。**稳地产政策持续发力，房地产“金融 16 条”和央行“第二支箭”旨在推动房地产融资环境正常化，重点要加大对民营房企的融资支持，但政策传导有个过程，效果存在时滞；此外，疫情冲击之下，居民部门还需修复资产负债表，购房信心有待进一步提振。

**三是金融风险积聚。**部分城商行、农商行、村镇银行等中小金融机构存在经营风险，如处理不当，可能会对区域金融稳定形成威胁。此外，国内经济下行压力增大、市场信心不足，海外美联储收紧流动性、全球金融条件收紧等因素作用下，汇市、债市、股市波动显著增大。

**四是财政风险上升。**经过近年来持续的减税降费，叠加房地产市场低迷，结果是一般公共预算收入下行、土地出让收入负增长，宏观税负和财政汲取能力持续下降。同时，短期推动基建稳增长、民生兜底、抗击疫情，中长期促进高质量发展和共同富裕，应对人口老龄化和持续攀升的付息压力，财政能力和财政支出责任的矛盾凸显，导致政府债



务扩张和财政空间缩窄。下阶段若经济政策与非经济政策、财政政策与非财政政策协调不到位，经济社会压力最终会集中传导到财政压力，产生财政风险，包括区县财政的支付风险和财政重整风险、城投公司经营风险、隐性债务扩张风险等。

**五是外部冲击转化为内部压力。**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，将通过商品贸易、资本流动、金融市场、输入性通胀等渠道，对中国经济造成扰动。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)