



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

经济独步寻芳 市场环境回暖

——2023年中国经济、金融展望

日期： 2022年12月05日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

相关报告：

《2022年流动性展望：调控艺术的成熟》

——2022年01月10日

《起伏之年 繁荣始点》

——2021年12月27日

■ 主要观点

世界经济普遍疲软下中国回暖

短期来看，高利率环境下资金成本抬高让欧美当期经济国际竞争力下降，国内需求收缩，经济短期增长前景更难以看好。因此，2023年世界经济虽然面临着普遍低迷的格局，但中国为代表的亚太经济体和新兴市场经济体，显然比美国为首的西方经济更有活力；市场对中外经济2023年走势的普遍看法是：中国经济走出疫情冲击缓回升、西方经济受高利率影响停滞。

楼市放松为防风险，行业发展趋势不改

当经济受疫情影响、供应链冲击等国内外因素作用下，持续处于“托底”阶段情况下，房地产行业风险暴露的失控，将对经济复苏造成压力，甚至打断复苏进程。出于风险防控目的，宏观调控部门不得不再度祭出楼市放松政策，以其给房地产行业创造宽松发展环境，减缓风险暴露对金融市场和经济运行的冲击。中国经济在自身新发展阶段需求改变，以及国际经济格局改变下，经济增长的新发展模式已不再将房地产当作主导产业；以新能源、生物工程为代表的战略新兴产业，成为了经济发展的主导产业，经济发展战略重回到了实体经济部门中去，制造业重新成为政策关注点。

2023年人民币汇率将重拾升势

自疫情发生以来的3年时间里（2020-2022），决定人民币对美元汇率走势因素发生了2次变化，从而形成了3段不同的汇率决定时期：购买力决定期、经济决定期、利率平价决定期。伴随着美联储加息接近尾声，利率平价对汇率走势的主导作用逐渐消退，2023年汇率决定基础将转向经济和通胀，2023年人民币汇率将重拾升势，人民币汇率将因中国经济更为良好的增长前景和更平稳的物价，而结束2022年的弱势，再现稳中偏升的趋势。

2023年货币前景：双降仍是必备选项

在结构性货币政策作用下，中国利率水平下降是一种方向性趋势。中国货币环境“存量过多、增量不足”的格局并没有改变，货币环境即使趋紧，在“直达实体”的结构性货币政策作用下，实体部门尤其是中小企业的融资利率下降趋势将延续。从趋势上看，2023年中国货币仍存在“双降”（降息和降准）的内在需求，按照我们的货币“二分法”分析框架，当前世界经济和国际金融形势的变化，或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。

■ 风险提示

疫情延续时间超出预期,楼市政策突变，其它引发经济运行节奏改变因素。

目 录

一、2022 年经济回顾	3
1. 世界经济：仍未走出疫情影响	3
2. 全球通胀分化加剧	4
3. 美元加息引领全球央行加息	5
4. 中国经济运行状况	7
二、2023 年经济展望	9
1. 美国经济将结束加息转向“缩表”	9
2. 防风险下的楼市放松不改行业发展趋势	11
3. 2023 年人民币汇率将重拾升势	14
4. 2023 年货币前景：双降仍是必备选项	18
风险提示：	19

图

图 1 发达经济体经济增长变化（当季 GDP, 不变价, %） ...	3
图 2 全球主要经济体 GDP 增速变动：新兴市场（当季实际, %）	3
图 3 发达国家通胀集体上涨（CPI 同比/月, %）	4
图 4 日元兑美元汇率变化（东京市场:美元兑日元:中间汇率:月度平均值）	4
图 5 新兴市场国家通胀延续分化（CPI 同比/月, %）	5
图 6 美元基准利率的变化（%）	6
图 7 欧洲央行基准利率的变化（年利率, %）	6
图 8 美元指数的变化（月）	7
图 9 消除疫情扰动后中国经济增长主要指标变化（当季同比/投资为累计, %）	8
图 10 中国通胀整体变化（当月同比, %）	8
图 11 中国货币增长平稳中偏松（月度同比, %）	9
图 12 美国经济衰退先行指标变化（%, 月）	10
图 13 美国经济降息先行指标变化（%, 月）	11
图 14 中国房地产投资增长变化（%, 月）	12
图 15 中国房地产投资增长变化（%, 月）	13
图 16 主要商品货币汇率的变化	15
图 17 西方本轮通胀属性为供给冲击	16
图 18 人民币汇率走势变化（日, 间接标价法）	18
图 19 中国货币体系扩张能力变化（月度同比, %）	19

表

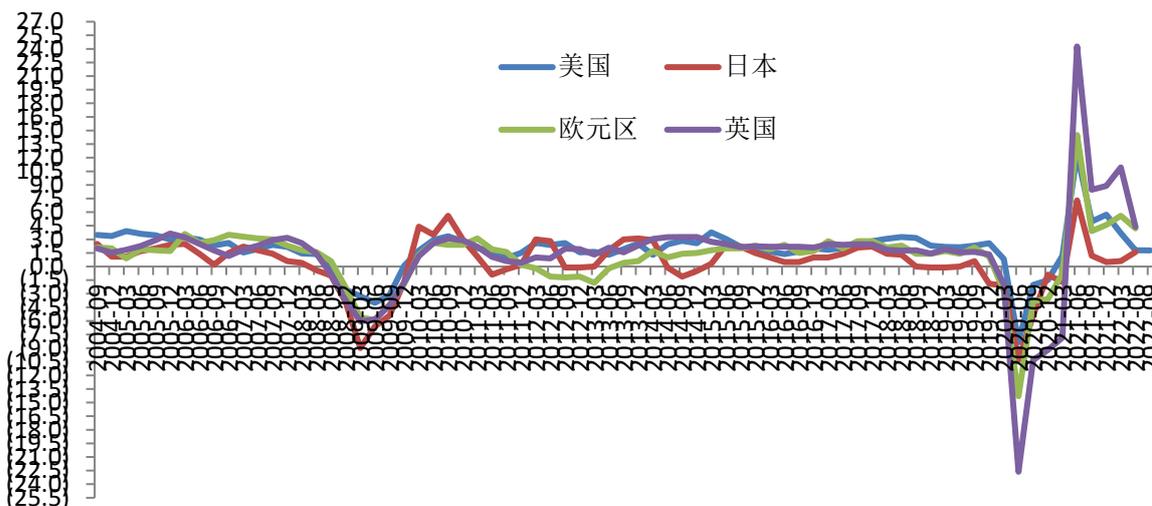
表 1 主要经济体经济增长预测	17
-----------------------	----

一、2022 年经济回顾

1. 世界经济：仍未走出疫情影响

2022 年疫情仍未结束，全球各地仍时有反复，各国经济影响仍受到疫情的扰动而维持低迷态势；不过由于疫情应对和经济结构差异，各国经济增长中趋于分化。另一方面，俄乌冲突等地缘政治事件的爆发，对西方经济体的运行也产生了一定影响。整体而言，发达经济增长普遍处于反弹后的回落阶段。

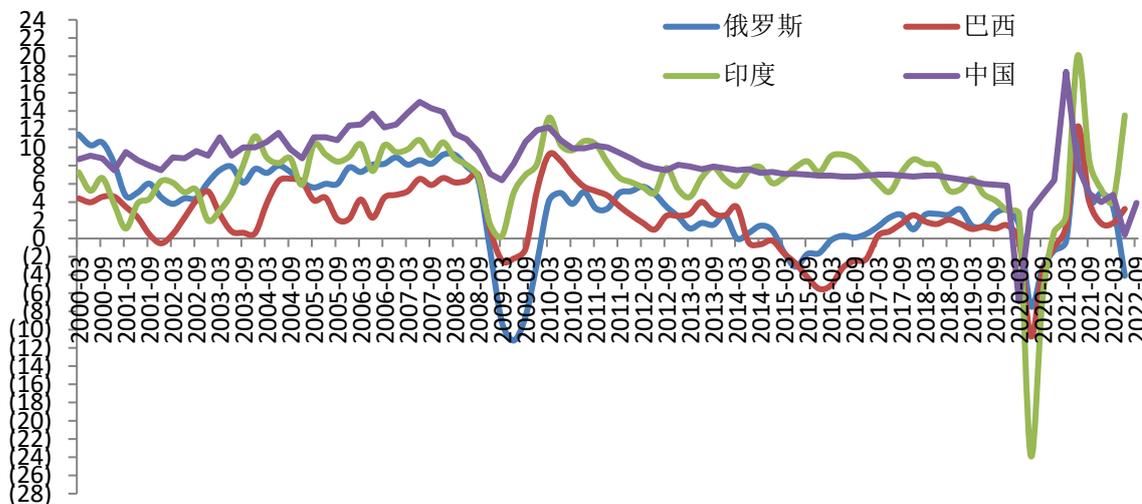
图 1 发达经济体经济增长变化（当季 GDP, 不变价, %）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

展望未来，在货币政策转向下，西方世界的经济增长仍将趋于低迷。受西方国家经济低迷影响，新兴市场等广大发展中国家表现也不突出，整体分化中也趋下降。

图 2 全球主要经济体 GDP 增速变动：新兴市场（当季实际, %）



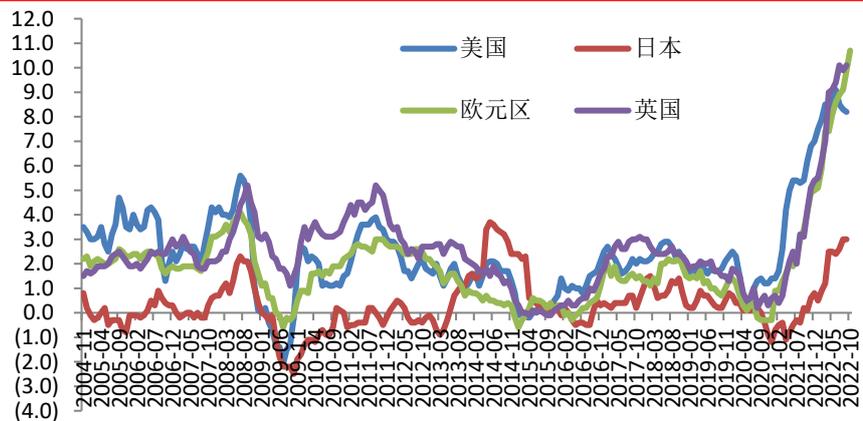
资料来源: Wind, 上海证券研究所

新兴经济体增长分化各有原因：在金砖四国中，俄罗斯显然是因战争受到国际社会排斥所致，中国则因疫情反弹而受影响，巴西和印度则得益西方经济体企稳和原材料等大宗商品价格的持续高位，而有较为显著的增长反弹，尤其是印度经济反弹明显。

2.全球通胀分化加剧

2022年西方发达国家普遍经历了高通胀，但整体高通胀中各国间分化明显，其中“大涨薪”明显的欧美经济体通胀最为显著，劳动力成本上升现象基本没有的日本等西方国家通胀则较为轻微。

图3 发达国家通胀集体上涨（CPI同比/月，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

没有经历劳动力价格普遍上涨的西方国家的物价上涨，主要是汇率贬值的结果，日元的汇率走势，直接推高了日本的通胀水平，然而这种汇率市场波动带来的通胀抬升不具有持续性，日本的通货紧缩局面实际上仍然维持。

图4 日元兑美元汇率变化（东京市场:美元兑日元:中间汇率:月度平均值）

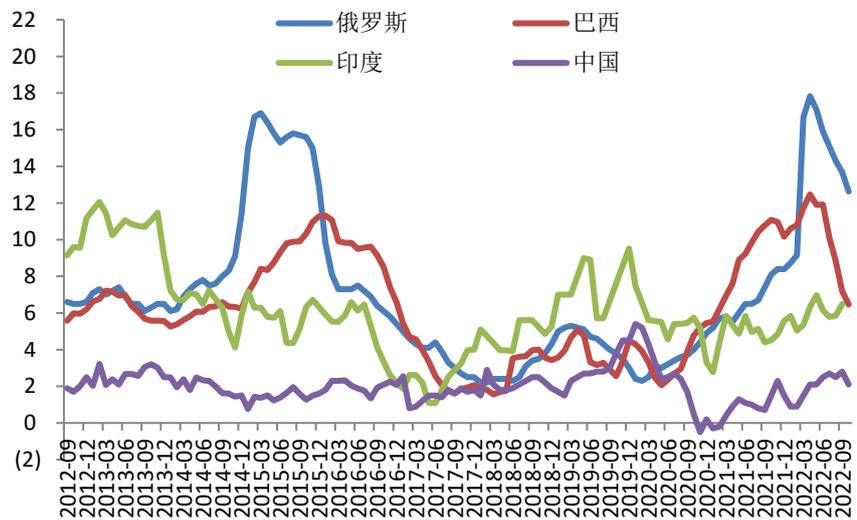


资料来源：Wind，上海证券研究所

日元对美元汇率在 2022 年经历了快速的贬值进程，至 2022 年 10 月末，日元贬值已创出新低，为日本泡沫经济破裂以来的最低值。

新兴市场经济体和广大发展中国家的通胀走势，则明显较为分化，尽管疫情期间和 2008 危机后各国为刺激经济都长期实行了宽松的货币政策，流动性环境都较为宽松，但发展中国家由于没受劳动力成本的大规模上涨冲击，整体通胀水平也较为平稳。发展中国家上涨，主要是受汇率贬值和大宗商品价格上涨影响，前者如土耳其、后者如巴西等，因而广大发展中国家通胀实际上不具有持续性，更易受国际金融环境的变化。进入 2022 年 Q4 后，发展中国家通胀普遍进入了回落态势。

图 5 新兴市场国家通胀延续分化 (CPI 同比/月, %)

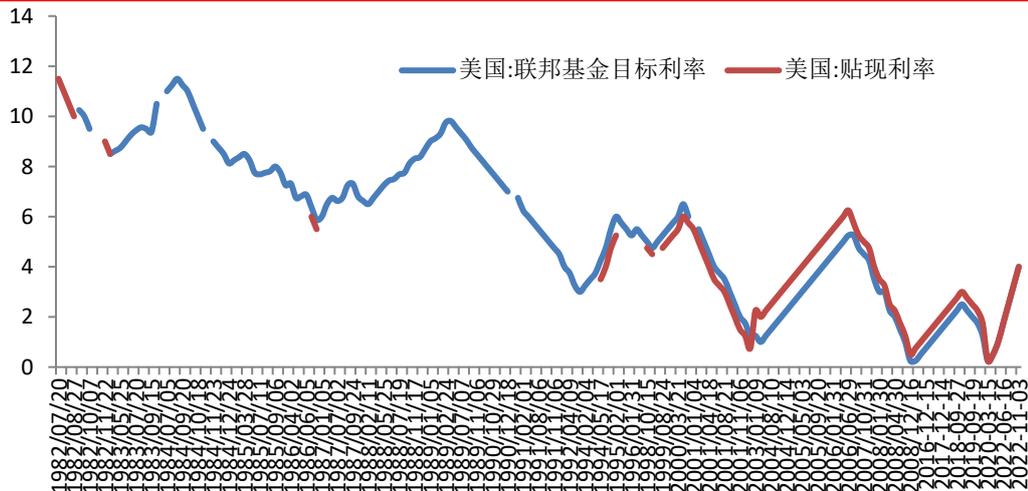


资料来源: Wind, 上海证券研究所

3. 美元加息引领全球央行加息

由于通胀的高企，美国等西方国家普遍进入了持续的加息进程。2022 年 3 月，美联储以温和加息的方式开启了新一轮加息进程，首轮加息仅有 25BP；5 月，FED 将加息幅度加大到 50BP；6 月，FED 加息力度再度加码，当月加息 75BP，将美国联邦基金目标利率上限提高至 1.75%；并在接下来的 3 次议息月（7 月、9 月、11 月）均维持了加息 75BP 的大力度加息态势，至 2022 年 11 月底，FED 联邦基金目标利率上限达 4.0%，创 2008 年金融危机以来的新高。

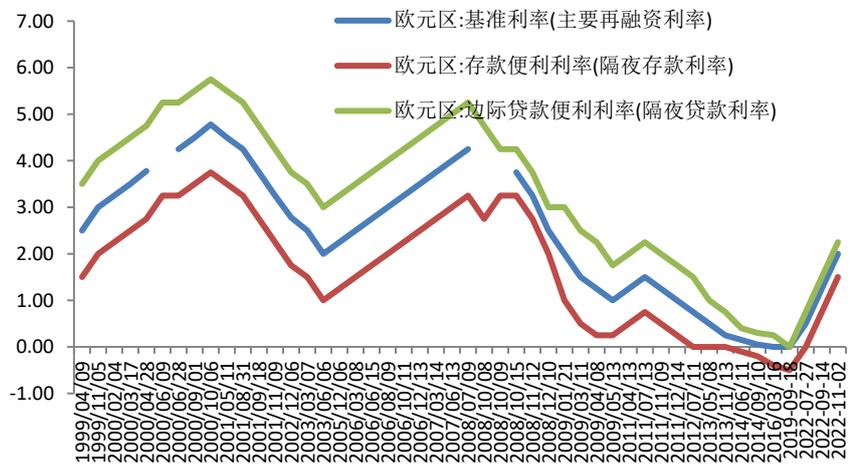
图 6 美元基准利率的变化 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2022 年, 海外经济体或出于自身通胀高企原因, 或受美元持续加息影响, 各国央行普遍进行了加息。2022 年 7 月, 欧洲央行鉴于欧元区通胀上升和美元加息的影响, 也开启了自身的加息进程。欧元区通胀的上升, 受俄乌冲突影响更为直接, 美元加息对其货币政策也有着直接的影响, 2022 年 ECB 的加息, 在很大程度上是受 FED 政策影响而被动跟随的结果。

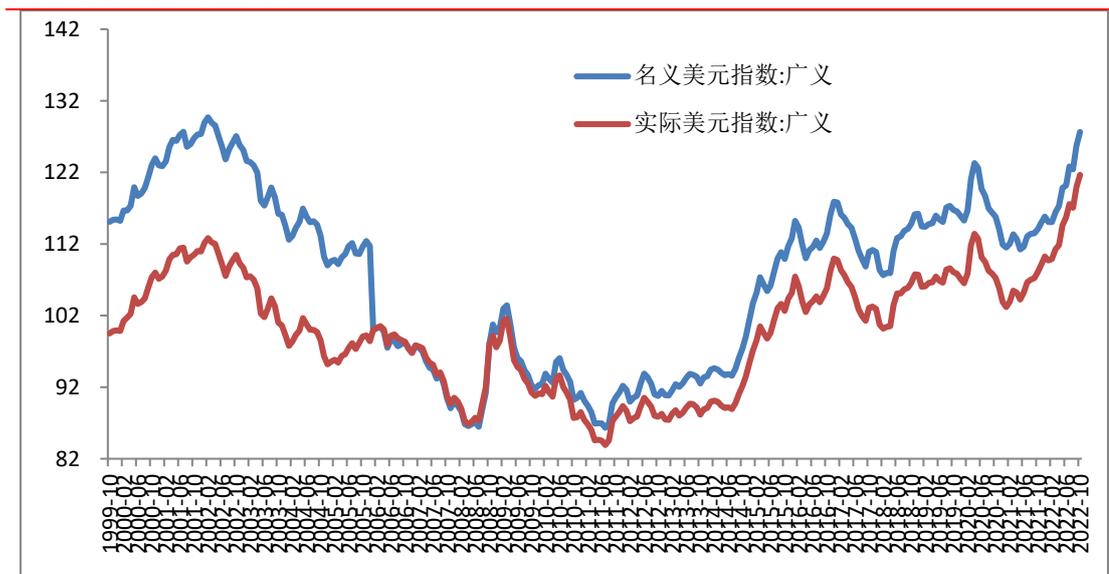
图 7 欧洲央行基准利率的变化 (年利率, %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

从加息力度上看, 美元加息力度领先于全球主要经济体, 从而也使得美元在国际货币市场上呈现了强势地位愈发提升的态势, 美元指数不断上扬。我们在去年年报中曾强调, 强势美元是美国货币政策转变不言明的核心目标, 美元指数的变化表明 FED 目标完美得以实现。

图 8 美元指数的变化（月）



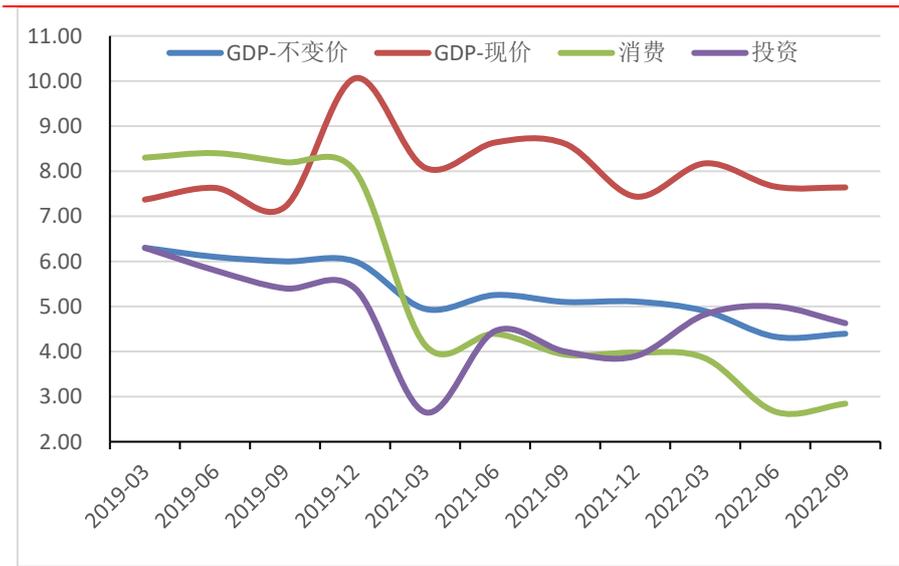
资料来源: Wind, 上海证券研究所

4. 中国经济运行状况

2022年中国经济面临的国际环境更趋复杂严峻，世界经济下行风险在上升，国内疫情防控压力相对海外加大，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力叠加，对经济运行的影响加大。按照疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，中国政府高效统筹疫情防控和经济社会发展，加力落实稳经济各项举措，积极释放政策效能，国民经济总体上延续了恢复态势，经济社会发展大局保持稳定。

2022年中国经济受疫情突发重现影响，运行难度上升；疫情国内外形势变化，使得中国经济在全球经济疫情影响中，比海外受到更为不利影响。在“疫情防住、经济稳住”的宏观调控环境下，2022年中国经济韧性更加突出，将经济增速消除疫情造成的波动后——2021年几何平均、2022年1/3幂函数处理，显见经济虽弱却稳。尤其是作为经济第一增长动力的投资，其消除疫情波动影响后的增速，已接近危机前水平。

图 9 消除疫情扰动后中国经济增长主要指标变化（当季同比/投资为累计，%）

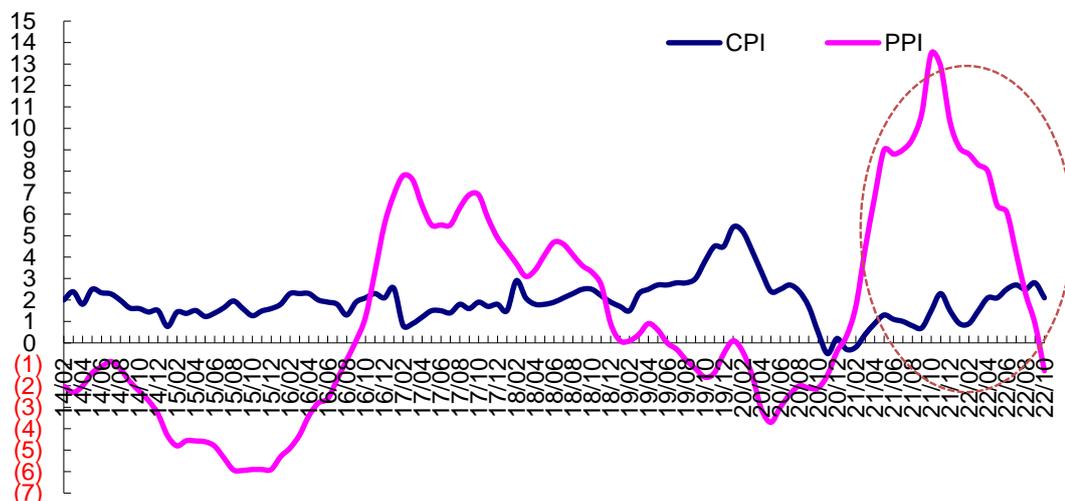


资料来源: Wind, 上海证券研究所

可见，2022 年中国经济疲弱的主要原因是消费的低迷，这显然是疫情影响的结果，一旦疫情形势缓解，消费恢复就能带来经济的复苏。投资增长恢复到危机前水平，表明经济内在增长动力在政策呵护下已基本恢复。

2022 年的通胀走势呈现了我们一直预期的态势：CPI 平稳中 PPI 延续下行态势。我们自 2021 年 H2 以来就认为，物价“稳中偏降”是主要趋势，2022 年俄乌战争爆发后，我们仍然认为，俄乌冲突造成的国际能源价格上涨，不会改变中国未来 PPI 的方向，仅是略微影响下降节奏，经济低迷下 PPI 也不会向 CPI 传导。2022 年的物价结构组合态势的变化，正印证了我们一直以来的判断。

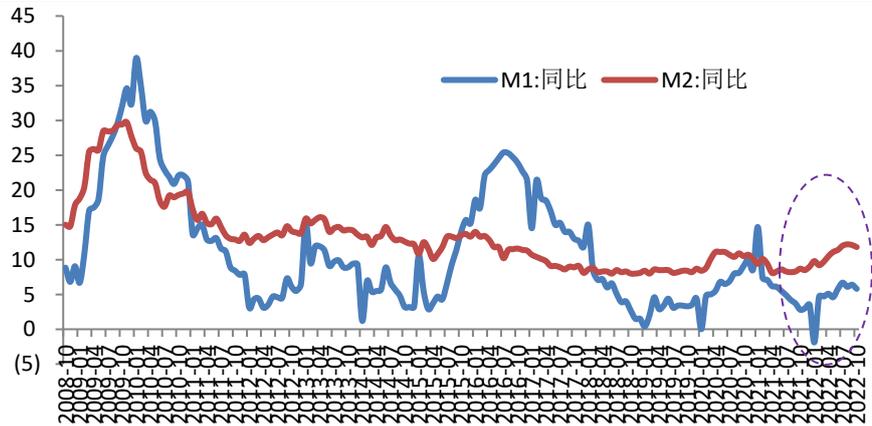
图 10 中国通胀整体变化（当月同比，%）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

对于货币环境，2022年的主要变化是由“稳中偏紧”转向“稳中偏松”。由于年初疫情反弹后对经济影响较为明显，货币当局适度放松了流动性环境，市场也延续了对中国货币环境偏松的预期。保持流动性环境平稳，并在平稳中改变流动性结构分布，一直为货币当局的政策导向和意图偏好。

图 11 中国货币增长平稳中偏松（月度同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

总的来看，2022年我国经济延续了恢复态势，就业物价保持稳定，尽管经济下行压力较大，但是稳就业政策持续发力，就业形势保持了基本平稳；生产需求继续恢复，新动能积蓄增强，民生保障有力有效，发展韧性继续彰显。结构调整扎实推进，工业升级发展态势持续。

二、2023 年经济展望

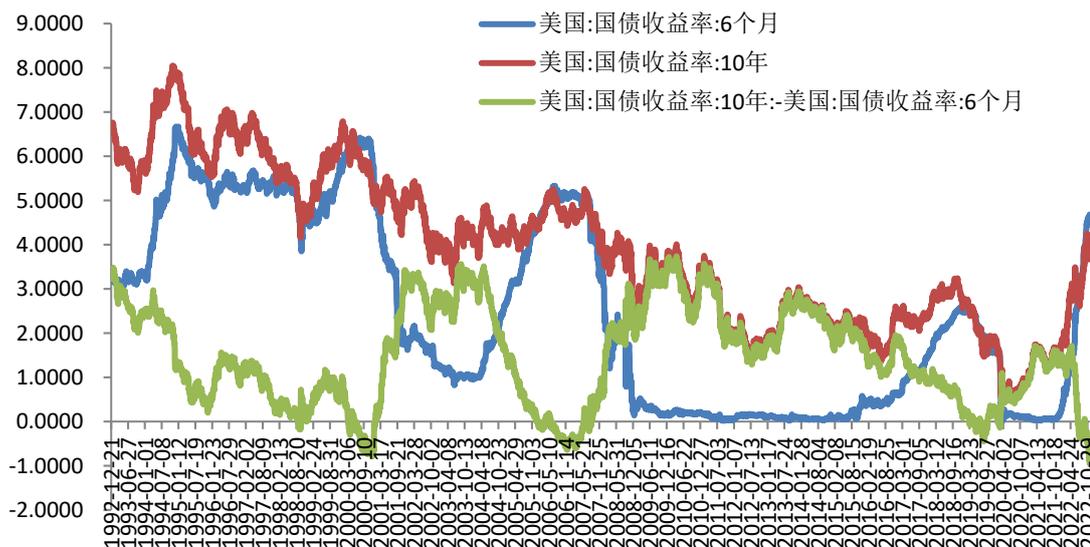
1. 美国经济将结束加息转向“缩表”

美国经济承受加息余地已消耗殆尽，美国经济已无法再承受进一步加息。美联储如不管不顾进一步加息，当前已现疲态美国经济将进一步“熄火”，靠四处“拱火”制造海外形势不太平局势，以地缘政治优势来谋求经济环境优势，制造“强美元”环境，最终将对美国经济发展产生“反噬”作用。对任何经济体来说，经济可持续增长的前提，都是内在潜在增长能力的提高和发挥，美国经济也不例外。从长期视角来看，“二战”后美国经济的繁荣和优势，一靠自身的科技优势地位，二靠政经优势和美元霸权地位形成的国际分工优势，在国际经济分工中占优，在全球财富分配中巧夺；后者在现实中的表现，就是华尔街在国际金融领域的主导地位，美国成为全球最主要的资本汇聚地和财富分配场所。

然而，科技产业发展是有周期的，尽管美国在医疗生物、军工、信息等产业方面仍然在全球领先，但颓势已现，不对称市场竞争地位被打破，如在传统优势信息领域，在和中国的华为公司的竞争中，甚至要借助政治手段。美在全球经济中的有利分配地位，需要借助金融优势和靠资本市场的繁荣来实现。美元若持续加息，必将对美国资本市场产生持续的累计压力，对于一个金融资产价格财富效应显著的消费型经济体来说，加息将因使资本市场产生持续向下压力，而对经济体产生根本性的伤害，这必将使加息成为美国经济的不可承受之重。在经过 2022 年的 4 次加息后，市场对经济可能受到的伤害，关注度日益提高。

在美国利率市场上，长短期期限利差（10 年和 6 月期的国债到期收益率之差/YTM10Y-YTM6M）通常被用于观察经济前景变化的先行指标——该指标背后的经济逻辑是，短期 6 月期国债利率体现当前政策，而长期 10 年国债利率则体现经济前景，较不受当前政策利率变化影响。经济前景不好将到来未来远期即期利率的下降，期限利差变化的历史经验告诉市场，当该期限利差进入负值，利率曲线走平甚至利率期限倒挂时，基本上预示着经济随后将进入衰退。从该指标变化的最近历史看，2019 年中进入负值意味即使没有疫情，美国经济也将再度进入衰退，疫情期间的货币再度大放水只是让美国经济短暂回升而已。2022 年 7 月，该指标再度回落至近零位置，表明美国经济实际上已无承受进一步加息的能力。

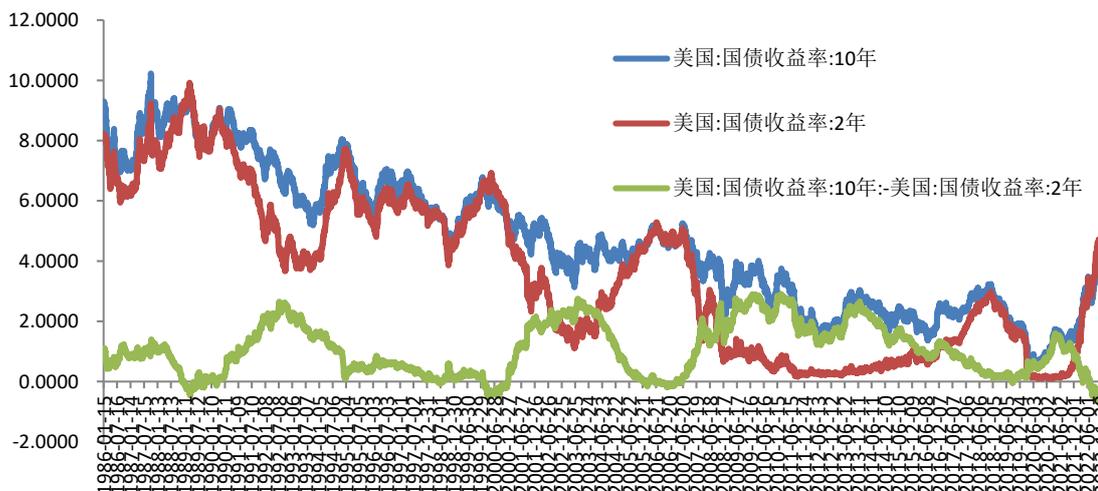
图 12 美国经济衰退先行指标变化（%，月）



资料来源：Wind，上海证券研究所

金融市场已不支持美元再加息。市场通常将中长期国债到期收益率期限利差 (YTM10Y-YTM2Y)，当作是美联储降息政策的先行指标。经验看如是，经济逻辑上是：中长期利差反映了利率演化前景，如果该指标趋向零甚至进入负值区域，那么意味着利率变化方向是下降的，而受当期政策影响的短端利率太高了，需要下调以实现长端利率在较低水平上实现正常化。长期利率的下行将有利于激发企业投资，从而促进经济增长，货币当局为实现经济平稳的调控目标，必将高度重视收益率曲线形状的变化。

图 13 美国经济降息先行指标变化 (%，月)



资料来源：Wind，上海证券研究所

2022年1-7月，市场通常观察的降息指标（国债YTM10Y-YTM2Y）由0.8降到了-0.3。这意味着市场已不支持美元进一步加息，美联储如以控制通胀的名义进一步加息，继续延长“鹰派巅峰”的顶部平台长度，美国金融市场的动荡必将进一步加剧。从历史上看，该指标在2000年进入负值区域，当年美联储虽然逆势加息，但随后2001年年初就进入了降息通道；2006年，该指标再度掉入负值区域，随后的2007年美联储即进入的降息通道，并随着金融危机的演化而加速。从该指标的变化看，未来美联储不仅不会加息，而且从经验看6-12月后甚至还会降息。

2.防风险下的楼市放松不改行业发展趋势

楼市放松不改泡沫认识。在中国楼市，房子不仅是投资品，而且是一种财富储存形式，甚至成为了钻石式的收藏品。当住房被赋予了财富储存形式后，住房就完全脱离了基本面；成为钻石式“收藏品”后，房地产就成为了一种“信仰”载体，一种财富等价物。被典藏的闲置住房越多，市场上的住房供应越显得不足，房价的单向走势越表现得要长到天上去的树，住房越成为居

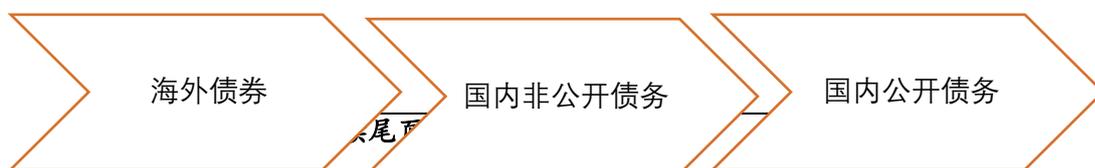
民最终财富保有形式，住房的收藏属性就越被强化。当对楼市的调控需要以非市场化的行政手段来进行时，这一事实就已清楚表明调控部门认为楼市已处高度泡沫化状态。“限购、限贷、限卖、限价”，显然只有在市场化调控手段无效和市场泡沫程度比较严重情况下，才会不得已转向行政限制。

既然认可存在楼市泡沫，且从过往楼市调控出台时机和表态看，当前楼市泡沫状态应该是调控部门想要努力消除的。2015年后至2021年底，多地房价又经历了大幅上涨，深沪等热门城市一些地方甚至翻了一倍以上。另一方面，从经济层面看，中国经济自2014年后就进入了漫长的“底部徘徊”时期，进入新世纪第3个年代后，疫情影响下中国经济增长面临再下台阶趋势。

面对新形势下的经济窘境，楼市泡沫能否维持，甚至再膨胀，早已让位于对楼市泡沫衰退后风险如何暴露的关注。中国经济在自身新发展阶段需求改变，以及国际经济格局改变下，经济增长的新发展模式已不再将房地产当作主导产业；以新能源、生物工程为代表的战略新兴产业，成为了经济发展的主导产业，经济发展战略重回到了实体经济部门中去，制造业重新成为“香饽饽”。国内经济发展战略的这种转向，实际上也与国际上美国等西方发达国家，引领制造业回流的经济发展战略相呼应。而要在经济和社会中重新树立起从事实业的氛围，或者为制造业转型创造一个良好环境，客观上就需要继续推进抑制房地产泡沫的政策。

新一轮楼市激励是防风险下的无奈选择。然而，挤楼市泡沫的过程，同时也是一个风险暴露的过程。从产业生命周期的角度，当一个产业进入成熟期后，行业的风险暴露必然增加。房地产行业因其高杠杆性和天然的高金融属性，本身具有较高的风险传染性。因而房地产行业的挤泡沫和风险释放过程，必须以缓慢、可控方式进行。按照监管环境和经济、金融形势变化，房地产行业违约将遵从“海外债券（美元债）——国内非公开债务（银行贷款、信托等）——国内公开债务”的顺序，依次发生和演进。从实际情况看，楼市美元债的风险已显性化，相关债券工具价格已得到充分体现；而进入2022年后，越来越多的房地产经营企业公开债务工具违约和评级下调，表明房地产行业风险暴露，已越来越趋向公开化和严重。

图 14 中国房地产投资增长变化（%，月）



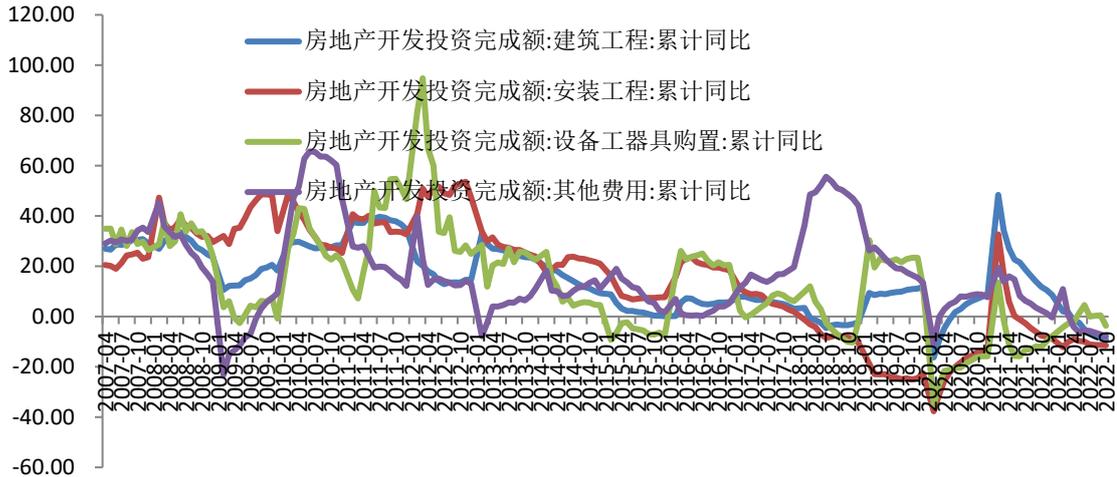
资料来源：上海证券研究所

当经济受疫情影响、供应链冲击等国内外因素作用下，持续处于“托底”阶段情况下，房地产行业风险暴露的失控，将对经济复苏造成压力，甚至打断复苏进程。出于风险防控目的，宏观调控部门不得不再度祭出楼市放松政策，以期给房地产行业创造宽松发展环境，减缓风险暴露对金融市场和经济运行的冲击。

从各地为“保交楼”的努力看，楼市泡沫风险暴露不仅具有经济影响，而且具有重大的社会影响。楼市风险暴露的社会影响，使得对楼市风险暴露的缓释性要求，对调控部门又进一步提高，从而增加了在楼市调控和经济转型间抉择的难度。

楼市放松难起波澜。新的楼市政策措施表明，当前楼市不仅是放松，而且更是激励——取消限购、限贷等行政管控措施是放松，降低按揭利率、首付比例，甚至给与购房补贴，那就是典型的激励措施了。楼市调控再转向，对自身、对经济，却都难以再起引领作用。对楼市自身发展来说，由于房地产行业已越过产业生命周期顶点，放缓是不可改变的趋势，城市化进程、人口结构改变、社会再负债能力、金融机构杠杆提升能力等等，均是这方面的具体解释因素。房地产行业生命周期进入顶部趋向下行，意味着行业竞争激烈程度上升，以及增长速度的下降，从而依靠房地产高投资带动整体投资高增长的阶段不再重现，房地产行业的经济引领作用将下降。楼市新一轮激励措施，在调控目的上是为了缓释风险暴露，而非为刺激发展带动经济；在经济托底作用方面，早已失去了带动经济增长的实际功能。从房地产开发投资累计同比增长数据变化看，即使扣除了土地费用后的各项指标，自2022年4月进入负值以来，该指标持续下降态势并没有改变。房地产开发投资的持续萎缩，意味着房地产行业实际上压低经济增速。

图 15 中国房地产投资增长变化（%，月）



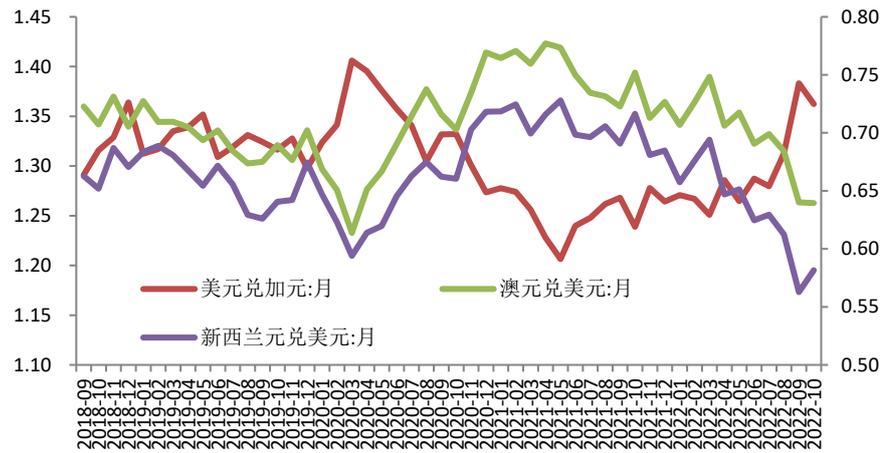
资料来源: Wind, 上海证券研究所

3.2023 年人民币汇率将重拾升势

疫情期间人民币对美元汇率走势的决定基础变化。影响汇率的因素很多，但在一段时期内通常是某种因素起着主要作用，该种因素决定着汇率变动的方向。自疫情发生以来的 3 年时间里（2020-2022），决定人民币对美元汇率走势因素发生了 2 次变化，从而形成了 3 段不同的汇率决定时期：购买力决定期、经济决定期、利率平价决定期。

购买力决定时期：2020Q1-Q2。2020 年初，疫情在全球突起，来势凶猛，各国经济运行均遭受重创，西方经济体再度祭出货币大扩张的“利器”，美国尤甚，采用了货币大扩张和大力度降息的双宽松手段。就货币宽松和利率变化角度，美元相较于人民币和其它主要国家货币，按照利率平价模型应该贬值，然而美元汇率却表现出了相对强势，期间人民币兑美元汇率由 7.0 贬到 7.16，半年间贬值幅度超过 2%。笔者当时就指出，基于经济、金融形势的变化，人民币兑美元应该走出一波强劲升值才对；但人民币不升反贬的实际态势，说明有新的因素成为当期人民币汇率的决定力量，这个因素就是大宗商品价格在海内外的走势变化。疫情之初大宗商品价格普遍下跌，油价更是跌到 20 美元/桶的水平，以商品衡量的美元购买力上升，从而导致了美元的上涨。实际上同期国际货币市场上，表现最为强劲的就是商品货币：澳元、加元、新西兰元。

图 16 主要商品货币汇率的变化



资料来源: Wind, 上海证券研究所

经济基础决定期: 2020Q3-2022Q1。由于中国在疫情防控方面应对的正确性, 中国经济迎来了一波“抗疫红利”——经济在全球经济中率先企稳和正常化, 受疫情冲击在主要经济体中相对有限和可控。得益于经济的相对稳定性和世界经济重心加速向中国迁移的趋势良机, 人民币汇率走出了一波长达 4 个季度的升值进程; 随后由于疫情发展相对稳定, 各国经济也相继进入企稳复苏阶段, 国际货币市场开始进入新的相对平稳期, 人民币对美元汇率自 2021 年下半年起也进入了平稳期。

利率平价决定期: 2022Q2-2022Q4。随着美联储进入持续加息进程, 利率平价机理越来越成为国际汇市的决定性因素, 叠加其它因素的影响, 2022 年 2 季度后的美元强势地位愈发强化。笔者之前就认为, 金融危机后美国货币政策的核心意图是“强美元”, 维持强势美元地位是美国货币政策一致不言但最为核心的目的。在抗通胀的旗帜下, 美国同样以引领全球的加息力度, 引发了全球汇市的动荡, 抬高了美元在国际货币上的强势地位。就人民币汇率而言, 虽然疫情影响了中国经济, 但全球经济运行格局并未改变, 世界经济整体仍处于疫情冲击后的低迷期, 加息对美国前景的不利影响, 甚至要大于疫情对中国经济的影响。正是美国持续加息的背景, 使得利率平价机理成为汇率走势的决定主因。

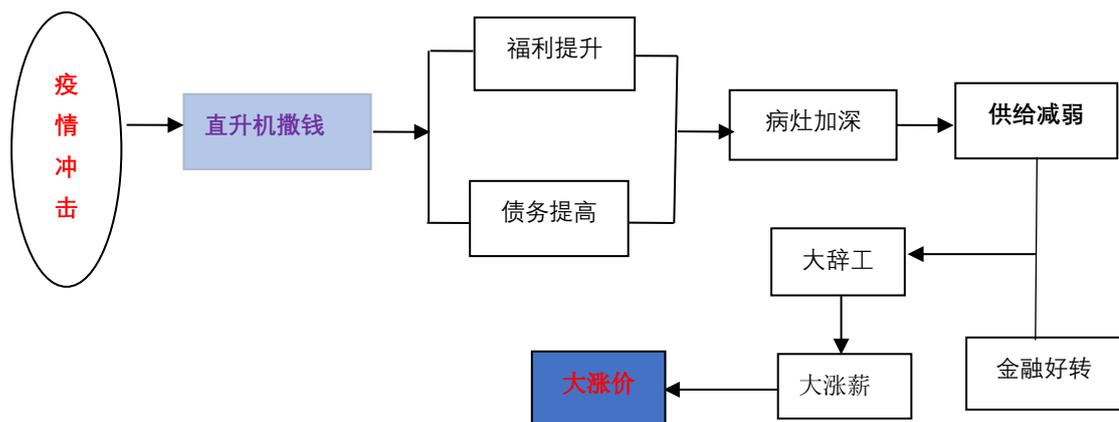
2023 年汇率决定基础将转向经济和通胀。伴随着美联储加息接近尾声, 利率平价对汇率走势的主导作用逐渐消退, 其它因素对汇率走势的影响重要性将逐渐上升。即使美国高通胀的态势在 2023 年仍然维持, 由于资金成本在高利率大幅抬升, 经济当期运行必将收到极大压制; 从美国金融市场上公认的经济承受加息余地观察指标 (10 年和 6 月美债到期收益率差) 看, 美国经济承受

加息空间现已消耗殆尽——倒转的利率曲线显然是不利于美国金融和经济两个体系的正常运转。这意味着，2023年全球利率体系格局将区域稳定，各国货币间的利差将趋于平稳。

全球利率体系平稳后，利率平价机制对汇率影响或很快衰退，在世界经济面临低迷背景下，综合各方面情况判断，2023年大宗商品价格难有大起大落的起伏，因而美元的国际购买力相对恒定，从而其它重要性上升的汇率影响因素，将主要体现通货膨胀和经济前景上。首先，通货膨胀差对汇率的影响将很快体现，在全球利率体系趋稳后，流动性强的金融资本对通胀差影响的敏感性将上升；其次，经济发展前景差异对国际资本的趋势性影响，将再度成为汇率的方向性影响力量。在全球资本过剩的时代背景下，世界经济重心向中国、向亚太转移的大趋势下，国际资本为中国等亚太新兴经济体吸引是不变趋势。

本轮欧美等西方经济体的高通胀源于疫情后西方的“大涨薪”，而“大涨薪”又源于疫情期间西方普遍的“直升机撒钱”全民直接发钱救助，不同于大宗商品等能源和原材料价格，欧美西方的社会政治经济模式决定了其劳动力价格易升难降，因而2023年美国为主的西方社会高通胀仍将延续，经济陷入“滞胀”压力较大。

图 17 西方本轮通胀属性为供给冲击



资料来源：上海证券研究所

“大涨薪”下要吸引制造业回流，就只有凭借政治的干预，通过强制的政策限制等国际挤压等扭曲市场手段，美国能让芯片等部分高端制造业回流，但体量更大的成熟制造业却仍会流向更

有竞争力的地方。短期来看，高利率环境下资金成本抬高让欧美当期经济国际竞争力下降，国内需求收缩，经济短期增长前景更难以看好。因此，2023年世界经济虽然面临着普遍低迷的格局，但中国为代表的亚太经济体和新兴市场经济体，显然比美国为首的西方经济更有活力；市场对中外经济2023年走势的普遍看法是：中国经济走出疫情冲击缓回升、西方经济受高利率影响停滞。

表 1 主要经济体经济增长预测

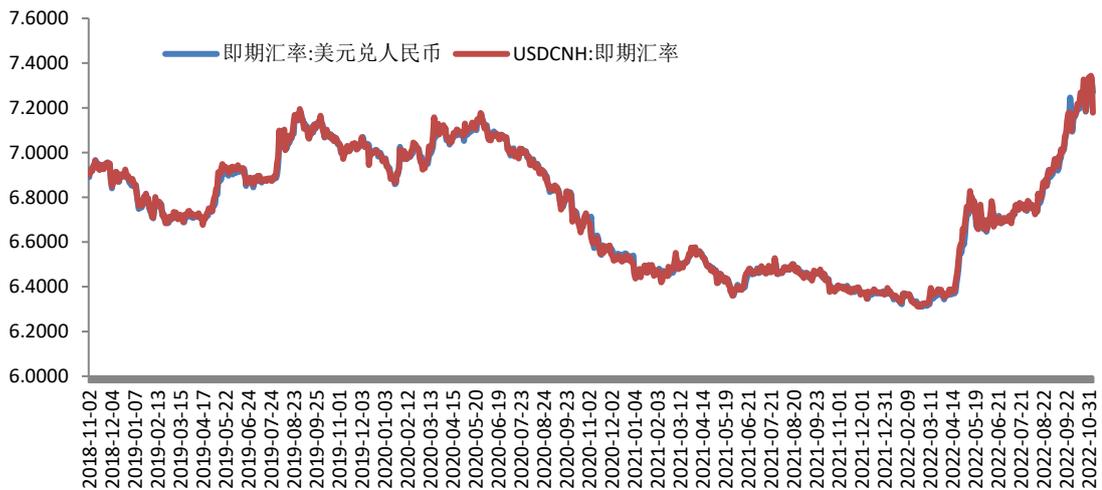
指标名称	2022	2023
美国:主要经济指标预测:经济增长	0.20	1.20
IMF 预测:GDP 实际增长率:全球	3.19	2.66
IMF 预测:GDP 实际增长率:发达经济体	2.43	1.11
IMF 预测:GDP 实际增长率:欧元区	3.06	0.50
IMF 预测:GDP 实际增长率:新兴市场和发展中经济体	3.74	3.73
世界银行预测:GDP 实际增长率:全球	2.90	3.00
世界银行预测:GDP 实际增长率:高收入经济体	2.70	2.20
世界银行预测:GDP 实际增长率:发展中经济体	3.40	4.20
世界银行预测:中国:GDP 实际增长率	4.30	5.20
世界银行预测:美国:GDP 实际增长率	2.50	2.40
OECD 预测:GDP 实际增长率:全球	3.14	2.19
OECD 预测:GDP 实际增长率:OECD	2.84	0.84
OECD 预测:中国:GDP 实际增长率	3.32	4.62
OECD 预测:美国:GDP 实际增长率	1.85	0.54

资料来源: Wind, 上海证券研究所

从国民经济的角度，经济增长第一动力投资是指固定资本即国民财富的形成，20大明确中国经济发展重心要转向实体经济，经济真实增长动力基础更有保证，经济增长韧性和复苏前景，仍将在全球低迷环境下引领世界经济增长。疫情影响使得中国处于“底部徘徊”的阶段再度延长，通胀低迷是此阶段的主要特征。就影响2023年中国通胀的具体因素来说，世界经济低迷和美元转向带来国际流动性收缩下，国际大宗商品价格仍有继续下行趋势，中国PPI或延续收缩态势；就CPI来说，关键商品猪肉价格自2022年Q4后已处于猪粮比正常区间上方，这意味着养殖企业盈利前景看好，供应将增长，价格将趋稳。

综上，由于汇率走势主导因素转向经济和通胀，2023年人民币汇率将重拾升势，人民币汇率将因中国经济更为良好的增长前景和更平稳的物价，而结束2022年的弱勢，再现稳中偏升的趋势。

图 18 人民币汇率走势变化（日，间接标价法）



资料来源：Wind，上海证券研究所

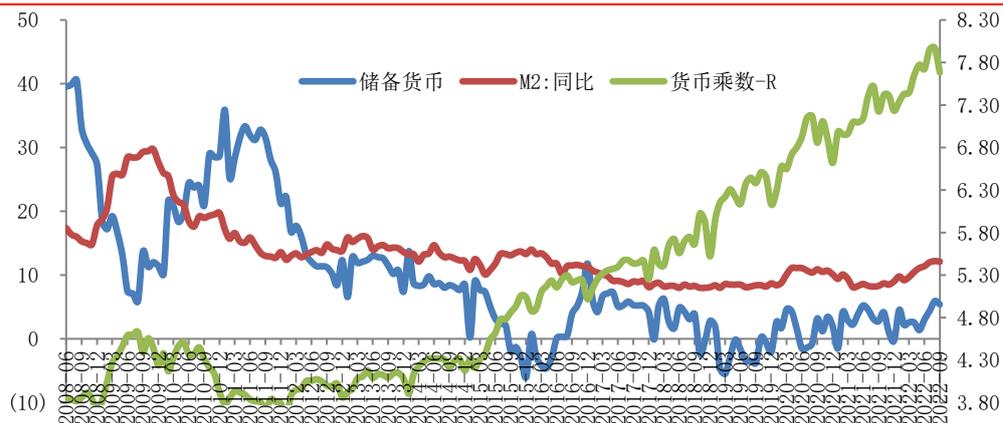
4.2023 年货币前景：双降仍是必备选项

在结构性货币政策作用下，中国利率水平下降是一种方向性趋势。中国货币环境“存量过多、增量不足”的格局并没有改变，货币环境即使趋紧，在“直达实体”的结构性货币政策作用下，实体部门尤其是中小企业的融资利率下降趋势将延续。

从趋势上看，2023 年中国货币仍存在“双降”（降息和降准）的内在需求，但短期受地缘政治冲击带来的大宗商品价格上涨压力，政策出台时机或有延后。按照我们的货币“二分法”分析框架，当前世界经济和国际金融形势的变化，或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。

宏观经济形势的变化，只是影响了降准时机的选择，中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，因此，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而必不可少的选择，每年必选！由于基础货币投放机制由外汇占款转向央行自创工具，因此要保持政策利率和货币增长的平稳，降准仍是未来不可更缺的选项！

图 19 中国货币体系扩张能力变化（月度同比，%）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

风险提示:

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，西方对俄罗斯制裁升级或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：全球供应链不稳定冲击上升，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。