

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



工銀亞洲東南亞研究中心

夏林峰 李盧霞

蘭瀾 黃斯佳 楊妍

內需扛鼎，復蘇提速

——中國經濟 2023 年度展望（增長篇）

閱讀摘要

2022 年中國經濟增長道路充滿非預期的波折，前三季度 GDP 累計同比增速 3%（消費：0.7%，投資：5.9%，進出口：9.9%）。2022 年 12 月開始，防疫政策圍繞“統籌疫情防控和經濟社會發展”的總體思路持續優化調整，預計 2023 年一季度前經濟全面回歸常態，經濟增長的矛盾和邏輯也將隨之發生變化：第一，經濟需求側矛盾逐漸緩解；第二，消費將成為主引擎，政策繼續支援投資增長；第三，經濟預將呈現“波動中增長”趨勢；第四，通脹壓力走升，人民幣匯率壓力得到釋放。

在疫情形勢平穩和穩健政策的偏樂觀情景下，我們預測 2023 年中國經濟增長 5.3%，其中：消費反彈（6.5%）預期將成為拉動經濟增長的主力；政策持續助力下固定資產投資（6.9%）增速仍有一定提升空間；出口（1.4%）在全球衰退背景下恐受拖累；消費者價格指數可能隨需求回暖升至 2.5% 左右；在美聯儲後續加息 50-100BP 的假定下人民幣匯率可能趨勢性走強至 6.5 左右，匯率雙向波動可能成為常態。如果歐美經濟下行好於預期、地緣形勢明顯緩和，中國經濟可以實現更高的增速，人民幣匯率升值空間也有望更大。

注：“工銀亞洲”是中國工商銀行（亞洲）有限公司的簡稱。

本報告的預測及建議只作為一般的市場評論，僅供參考，不構成任何投資建議。

本報告版權歸工銀亞洲東南亞研究中心所有，並保留一切法律權利。任何機構或個人未經授權，不得以任何形式修改、複製、刊登、引用或向其他人分發。

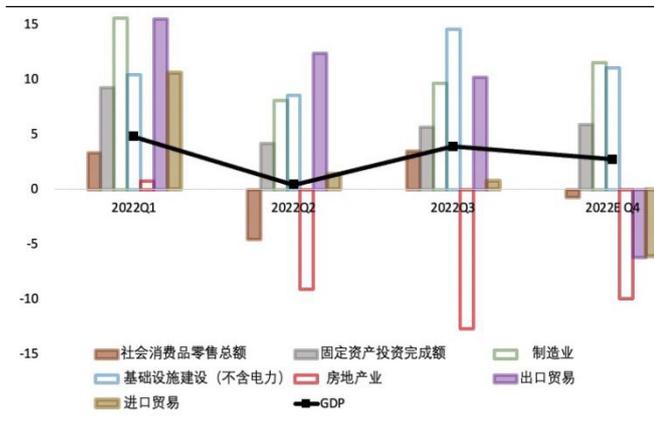
內需扛鼎，復蘇提速

——中國經濟 2023 年度展望（增長篇）

一、2023 年增長邏輯及增速預測

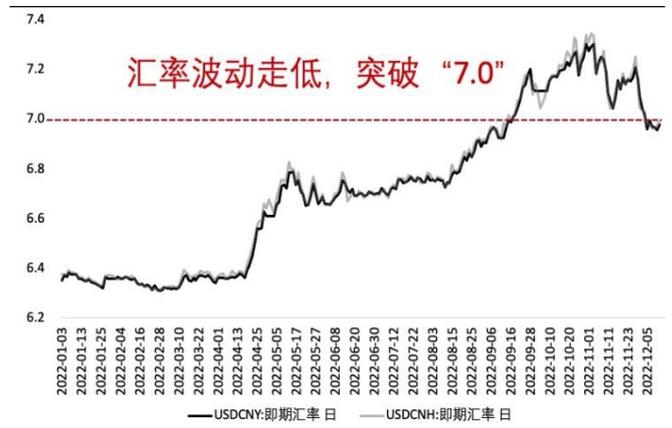
2022 年中國經濟增長道路充滿非預期的波折，新冠疫情間斷散發掣肘經濟活動常態化恢復，地緣形勢超預期緊張、美聯儲大幅快節奏加息背景下環球經濟下行拖累出口增速回落、中美利差走闊擾動資本市場情緒，專項債靠前、政策性金融工具接續發力、相機穩健的貨幣政策為穩增長提供了重要支持。2022 前三季度 GDP 累計同比增速 3%，分項看：基建和製造業投資同比分別增長 8.6% 和 10.1%，是穩增長的主力；進出口前三季度動力強（同比+9.9%），但 11-12 月增長不足（11 月出口同比增-8.7%）；消費和地產投資疲軟（前三季度同比分別增 0.7% 和-8.0%）。在疫情拖累需求、國家保供穩價政策等共同影響下，全年 CPI 同比上漲 2.0%。中美增長和政策週期差和預期差、疊加多因素推升美元指數等因素共同影響下，人民幣匯率在 5 月份之後波動轉弱並階段性破“7”（見圖表 1、2）。

圖表 1：2022 各部門經濟增長



資料來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 2：2022 人民幣匯率（在岸，離岸）



資料來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

防疫政策圍繞“統籌疫情防控和經濟社會發展”的總體思路持續優化調整，2023 年 1 月 8 日後對新型冠狀病毒感染實施“乙類乙管”，伴隨常態化防疫加速到來，中國經濟增長的矛盾和邏輯也將隨之發生變化：

首先，經濟的需求側矛盾逐漸緩解。2022 年，相比於面臨“滯脹”的歐美國家，中國經濟主要矛盾為需求不足引起的總量下降，但價格指數較穩定（見圖表 3、4）。放開之後需求側逐漸恢復，一段時間內價格不會成為需求恢復掣肘。

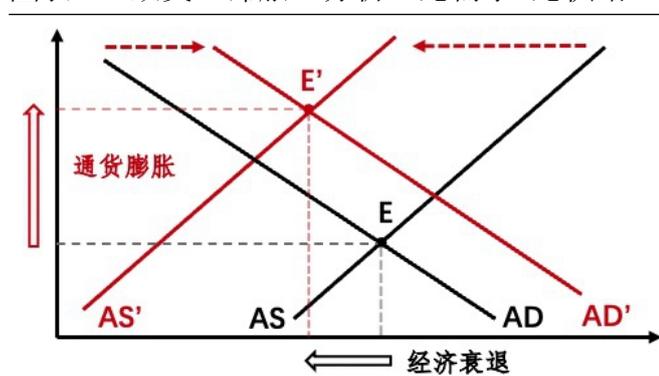
其次，消費將成為主引擎，政策繼續支援投資增長。全面放開將大幅提振消費；積極的結構化財政和貨幣政策將繼續支持製造業和基建投資，前期政策效應延滯釋放疊加後續政策相機發力，地產投資有望止跌回穩。

再次，經濟預將呈現“波動中增長”趨勢，政策預期起到“放大消費乘數”和“穩定經濟波動”的作用。依據各國（尤其是亞洲國家）經驗，放開之後經濟體通常不會立刻增

長，而是面臨一段平臺期（見圖表 5、6），主因是消費者審慎心態恢復需要一定時間，適當引導性政策可縮短平臺期。

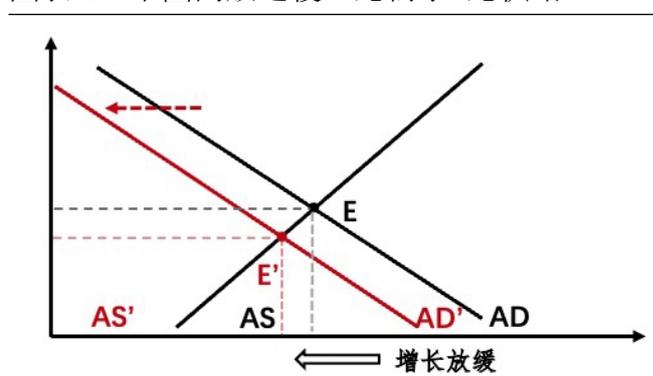
最後，通脹壓力預將走升，人民幣匯率壓力得到釋放。由於需求側的矛盾得到緩解，通脹水準預隨之回升，同時，中美經濟差和政策差彌合也將趨勢性緩解人民幣匯率壓力，但在歐英日經濟景氣不容樂觀、地緣形勢仍然複雜的背景下美元指數仍有支撐，或對人民幣匯率走強路徑形成一定擾動。

圖表 3：歐美“滯脹”分析：總需求-總供給



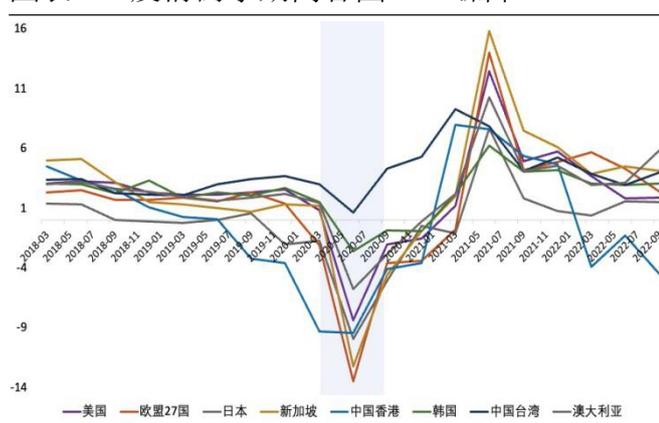
資料來源：工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 4：中國開放之後：總需求-總供給



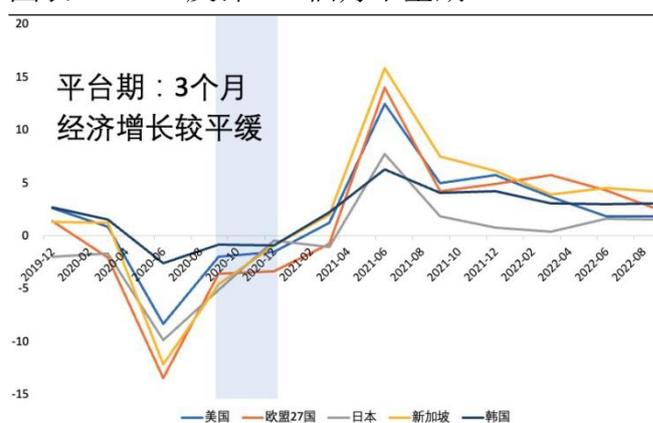
資料來源：工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 5：疫情衝擊期間各國 GDP 驟降



資料來源：工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 6：GDP 反彈：3 個月平臺期



資料來源：工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 7：2023 中國經濟增長展望

	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022E Q4	2022E	2023F
GDP	8.10	4.80	0.40	3.90	2.7	3.0	5.3
1. 社会消费品零售总额	12.50	3.30	-4.60	3.50	-0.7	0.4	6.5
2. 固定资产投资完成额	4.90	9.25	4.16	5.68	5.9	5.3	6.9
2.1 制造业	13.50	15.61	8.13	9.67	11.5	10.2	11.5
2.2 基础设施建设	0.40	10.48	8.58	14.61	11.1	9.3	8.7
2.3 房地产业	5.00	0.72	-9.13	-12.68	-9.9	-8.0	0.5
3. 进出口							
3.2 出口贸易	29.90	15.55	12.38	10.21	-6.2	7.8	1.4
3.1 进口贸易	30.10	10.61	1.40	0.81	-6.1	1.8	1.1
4. 价格							
4.1 CPI同比	0.90	1.10	2.20	2.70	2.1	2.0	2.5
4.2 PPI同比	8.10	8.70	6.80	2.50	-1.5	4.1	0.8
4.3 人民币汇率(USDCNY)	6.38	6.35	6.61	6.85	7.2	7.2	6.5

資料來源：Wind、工銀亞洲東南亞研究中心

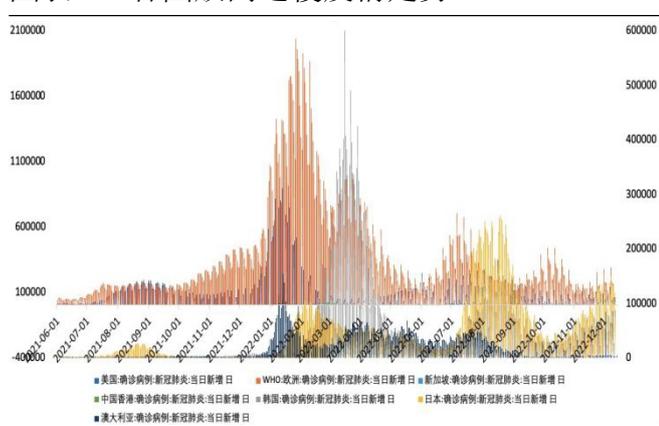
二、消費：2023 年經濟復蘇的重要引擎，增速有望強勁反彈（+6.5%）

開放後的消費反彈預期是經濟增長主要動力。依據海外國家開放後的經驗（特別是亞洲國家），開放後會迎來消費水準的大幅上升，並且疫情之後消費（增長率）反彈力度通常會高於疫情前水準。從香港的資料來看，放開之後消費同比增速比之前高出 20 個百分點。從新加坡的資料來看，放開之後消費同比增速比之前高出 9 個百分點。測算顯示 2023 年消費反彈力度帶來年同比 6.5% 的增長率（見圖表 8、9）。

收入和消費意願回升共同支持消費強勁反彈。根據“永久收入假說”（Permanent Income Hypothesis），消費主要取決於未來收入總和的貼現值以及邊際消費傾向。據此，2023 年中國居民消費攀升主要來源有兩方面：首先是國民收

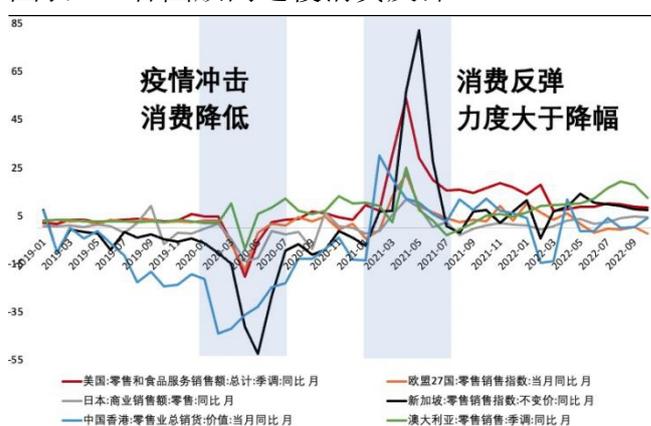
入回升，其次是疫情期間壓抑的邊際消費傾向反彈。國民收入的上升反映了經濟活動重歸活躍以及失業率下降，邊際消費傾向上升的動因包括但不限於：不確定性減少，消費場景恢復等。根據方差分解分析，6.5 個百分點的消費增速中，3.5 個百分點為居民收入貢獻，3 個百分點為邊際消費傾向貢獻¹。

圖表 8：各國放開之後疫情走勢



資料來源：工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 9：各國放開之後消費反彈



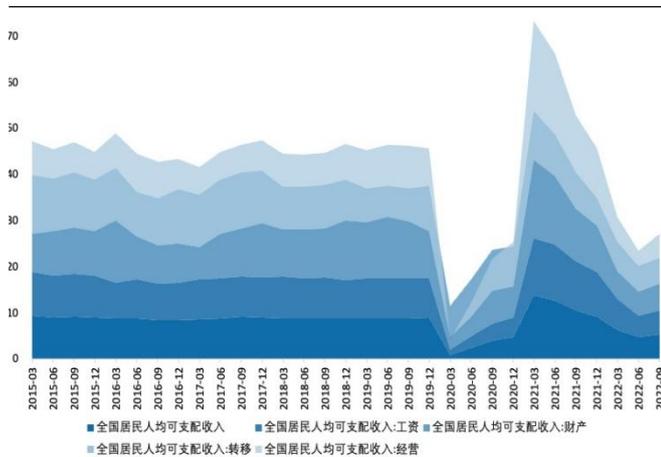
資料來源：工銀亞洲東南亞研究中心

收入回升源自工資上漲和失業率下降共同推動。疫情以來（2020 至今），居民可支配收入年均增速為 5.12%，比起疫情之前（2015-2019, 8.81%）下降了 3.69 個百分點。下降的推動因素包含：集約邊際（intensive margin）的在職人員收入下降，以及擴展邊際（extensive margin）的失業率上升，尤其是年輕群體失業率上升。2023 年隨著經濟活動逐漸活躍，預期就業率上升，工資上漲，特別是服務業以及小規模的生產部門。在集約邊際和擴展邊際的共同推動下，預

¹ 消費的增速被分解為：收入水準上升以及邊際消費傾向上升。分解方法為基於時間微分的方差分解（variance decomposition）。

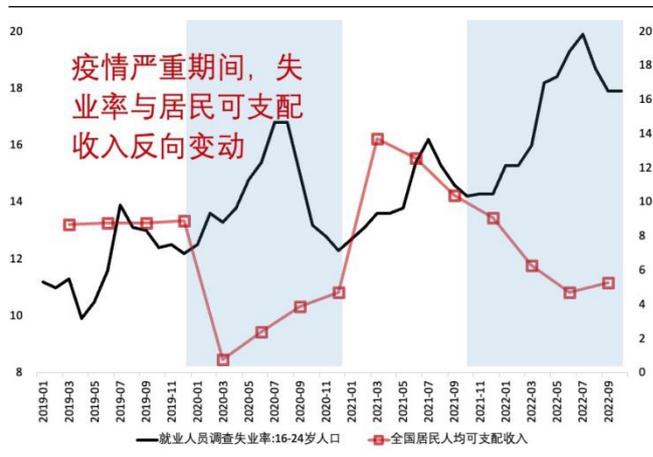
期 2023 年居民可支配收入將加速向疫情前水準回歸，預測增速可能上漲 3.38 個百分點。以 2015-2022 年居民可支配收入平均值進行測算，相當於 1.67 萬億元。根據同期收入消費彈性進行測算，預期可以轉化為 3.5 個百分點的消費同比增速（見圖表 10、11）。

圖表 10：居民可支配收入增長



資料來源：工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 11：失業率變動

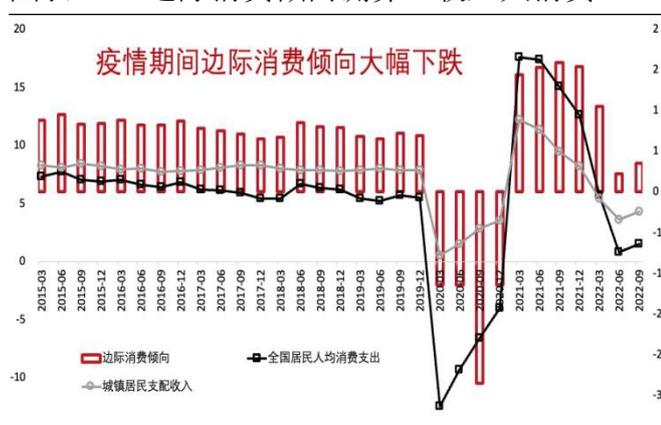


資料來源：工銀亞洲東南亞研究中心

消費傾向的回升也是超額儲蓄向均值回歸的過程。2022 年，中國居民的消費/儲蓄行為主要表現為：消費傾向的降低，以及超額儲蓄的累積，此二者是相同經濟行為的兩種表現。導致消費不振/超額儲蓄的根本原因可以歸納為：疫情帶來的不確定性，以及場景消費受限。疫情之前（2015-2019），中國居民的邊際消費傾向落在了 65%-70% 的區間，與世界各國相比偏低（美國同期：85%），特別是中老年人的消費傾向偏低。疫情之後（2020-2022），中國居民的邊際消費傾向落在了 55%-60% 的區間，平均比疫情之前進一步下降了 10 個百分點。與消費的邊際傾向下降相伴而生的是儲蓄的累積，

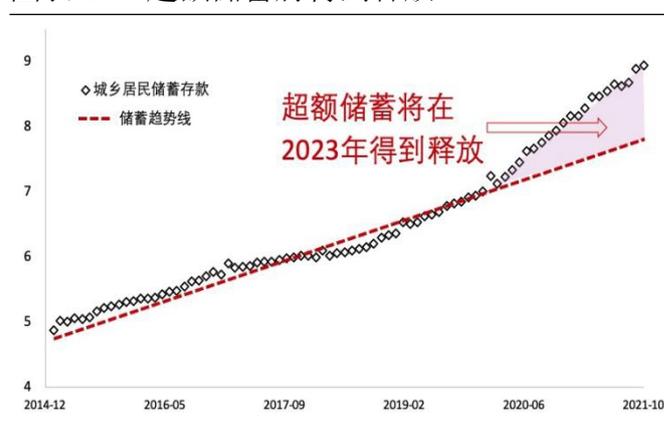
或稱超額儲蓄。疫情之前（2015-2019），中國居民的儲蓄率保持在 25%-30%的區間，比世界各國均值高出很多。疫情發生之後（2020-2022），中國居民的儲蓄率進一步上升，落在 35%-38%的區間，平均比疫情之前上升了 9 個百分點。2023 年隨著消費復蘇，我們預期邊際消費傾向將上升到疫情前水準，或超額儲蓄將全部釋放，預期可以轉化為 3 個百分點的消費同比增速上漲（見圖表 12、13）。

圖表 12：邊際消費傾向測算：收入與消費



資料來源：工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 13：超額儲蓄將得到釋放



資料來源：工銀亞洲東南亞研究中心

三、固定資產投資：仍是全面復蘇的重要動能，增速還有提升空間（+6.9%）

2022 年 1-11 月固定資產投資完成額累計同比增長 5.3%，超過 2017-2021 同期的均值 5.2%，是穩增長的主力。展望 2023 年，預計固定資產投資總額增速達到 6.9%，較 2022 年有小幅提升，其中：製造業投資增速約 11.5%；狹義基建增速約 8.7%，與 2022 年預估值基本持平；房地產投資微增 0.5%，

不再成為增長拖累項。

1. 基礎設施建設投資：專項債助力延續增長（+8.7%）。

2022年下半年製造業投資邊際走弱，基建投資擔當了更突出的穩經濟重任。基建的高增長得益於財政配合貨幣政策積極發力，以地方專項債為主、政策性金融工具和政策性銀行信貸等多管道補足專案資金。截至10月底，2022年下發全年專項債額度3.65萬億、5,000億結存限額均已基本發行完畢（進度96%），政策性金融工具已投放7,399億元，超過此前預估限額²。同時專案審批大幅提速³，前10個月新開工項目總投資累計同比增3.1%，是2021年同期的10倍（見圖表14、15）。

預期2023年專項債仍是提振基建投資的重要抓手。我們預測2023年全國專項債新增限額可能在4萬億左右⁴，其中，預計專項債作為專案資本金的比重為約7%⁵，即2,800億元左右，可撬動4倍資金流動，即1.1萬億左右。此外，政策性金融工具可補充項目資本金，資金撬動能力更強且不

2 2022年11月16日，國家發改委新聞發言人孟瑋表示，7,399億元金融工具資金已全部投放完畢，支援的項目大部分已開工建設，正在加快形成實物工作量。

3 據國家發改委統計資料顯示，2022年1-10月，發改委共審批核准固定資產投資專案97個，總投資14,233億元，其中審批72個、核准25個，主要集中在能源、交通、水利等行業，是去年同期的2.9倍、全年的1.8倍。

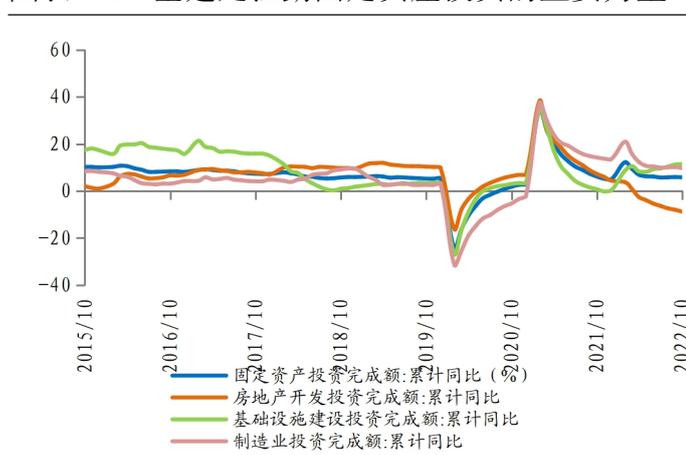
4 依據地方性債務專項債反推全國。根據福建省財政廳發佈的消息，該省2023年提前批專項債限額933億元，過去五年福建省新增限額在全國的比重約4%，2019-2022年提前批限額占總限額比例約47%，若由此外推則全國新增專項債限額約48,180億元，較今年的36,500億元增幅約32%。但綜合考慮中央經濟工作會議對地方債務風險化解“遏制增量、化解存量”的政策導向，以及2020、2021年3.75萬億、3.65萬億的新增額度，2022年啟用5,000億元專項債結存限額，2022年新增限額設定為4萬億元左右的概率較大。

5 根據企業預警通統計數據，2022年截至12月初，專項債用作資本金金額約2,782.56億元，占今年新發專項債40,256.92億元的比重約6.9%。

必增加地方政府債務負擔；若專項債新增限額相對審慎，則政策性金融工具力度可能相應提高。

預計 2023 年固定資產投資完成總額增速約為 6.9%，其中基建投資增速為 8.7%。鑒於地區之間的專項債限額分配和專案儲備情況有所差異，廣東、山東、河北、河南、四川、浙江等經濟大省將繼續發揮帶頭作用（見圖表 16、17）。結合國務院近期發佈的《擴大內需戰略規劃綱要（2022-2035）》，傳統基建補短板和前瞻佈局新基建仍是重點。具體而言，除市政及產業園區基礎設施、保障性安居工程、交通基礎設施等項目外，醫療及創新藥、綠色能源等領域投資預將繼續發力。

圖表 14：基建是拉動固定資產投資的主要力量⁶



資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 15：固定資產投資專案落地速度快⁷

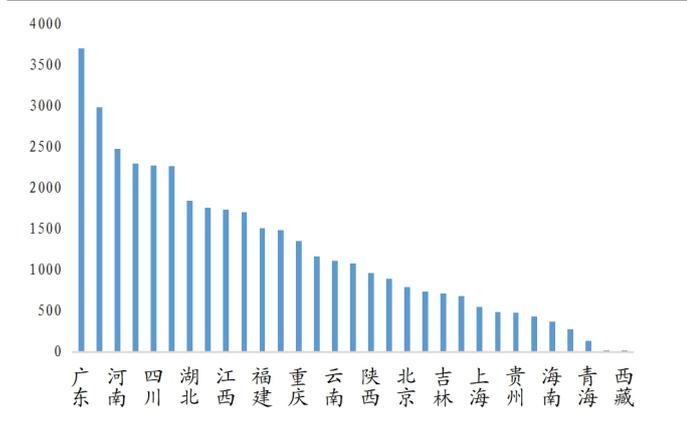


資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

6 2022 年為前 10 個月累計值。

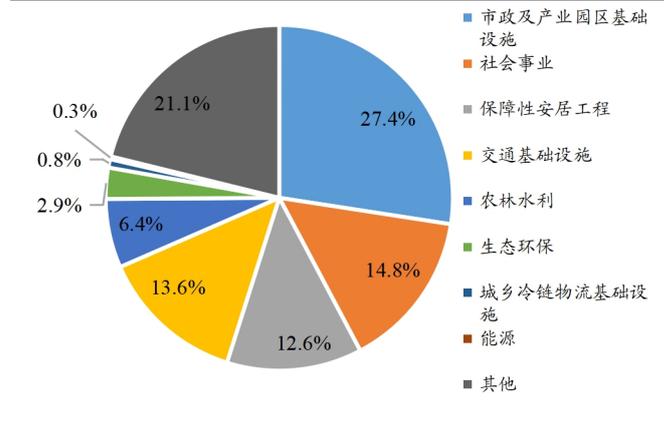
7 2022 年為前 10 個月累計值。

圖表 16：各省新增專項債限額分配情況



資料來源：企業預警通、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 17：地方政府新增專項債發：按資金投向



資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

2. 地產投資：前期政策時滯疊加後續政策接力有望共同提振地產投資止跌（+0.5%）。

2022年1-11月房地產開發投資完成額累計同比-9.8%。本輪地產去杠杆週期始於2020年下半年，“房住不炒”原則下監管政策收緊⁸，疫情下居民購房意願清淡，惡化房企銷售回款，疊加融資管道不暢，部分民營房企流動性危機演化為信用風險，拖累市場情緒走低。2022年年初以來，地產紓困政策呈現地方與中央結合、供需雙向發力、由保交樓擴展至保主體幾大特徵。上半年以因城施策為主，總量行業政策發力相對審慎，各地陸續跟進解除“五限”⁹政策，5年期LPR三次調降共計35BP、放寬住房貸款利率下限等；下半年政策

8 2020年8月，關於房企“三線四檔”監管指標發佈；2021年1月針對金融機構房地產貸款集中度管理的“兩條紅線”規則發佈；2021年2月，針對22個重點城市住宅用地實現“兩集中”的通告發佈；2021年7月要求各銀行保險機構防範化解地方政府隱性債務的要求發佈。

9 “五限”指的是限購、限貸、限價、限售、限商。

供需雙向發力，從“保專案”逐漸深入至“保主體”，“第二、三支箭”接續發出，力度更大、系統性更強、更具針對性的地產紓困政策向市場傳達積極信號¹⁰，但仍顯疲弱的地產交投資料反映政策落地顯效仍需時日。

後續穩地產增量政策工具仍然可期。需求端接力政策可能包括降低存量房貸利率，降低首套、二套房公積金利率，擴大優化個稅、契稅退稅或補貼機制等，惠及規模或擴容至部分核心二線和一線城市；**供給端**仍聚焦于緩和房企流動性緊張及保交樓，各地針對性地優化土拍規則，信用支援措施覆蓋房企範圍或從頭部房企拓展至質優中型房企。

2023 年上半年地產“市場底”仍待確認。銷售端低迷是制約地產投資復蘇的癥結所在，根據經驗，地產銷售領先投資約 6 個月，2022 年前 11 個月商品房銷售額累計同比-26.6%，降速趨勢仍有反復，預計市場築底過程仍將持續至 2023 年上半年。竣工資料傳遞更積極信號，在“保交樓”和房企融資新政支援之下，竣工加速將改善企業剔除預收款後的資產負債率，對房企融資能力形成正回饋。

預計 2023 年地產投資將基本實現企穩，年增速 0.5%。局部上，需關注已發生信用風險的房企繼續暴雷的情況，部分發行境外債的房企被提起清盤呈請、長期未開發的土儲被收回等事件可能影響行業信心。中長期來看，本輪風險出清

¹⁰ 10 月 31 日-12 月 6 日之間，WIND 地產指數升 25.7%，Markit iBoxx 中資美元地產指數勁升 51.8%。

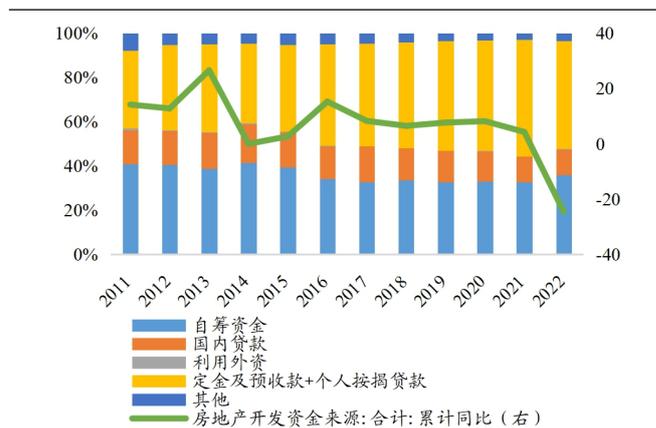
過程中，房企市場集中度提升，疊加人口增長拐點、城鎮化率、地產財富屬性減退、居民杠杆率空間等因素，地產去金融回歸製造屬性的趨勢將加速顯現。

圖表 18：近 10 年房地產開發投資完成額¹¹



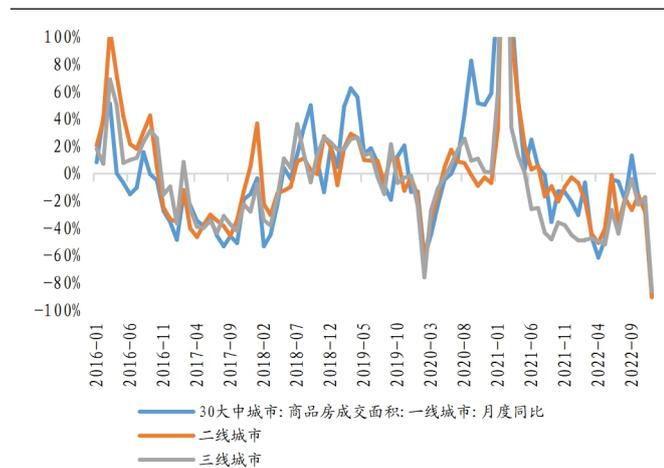
資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 19：房地產投資資金來源分解¹²



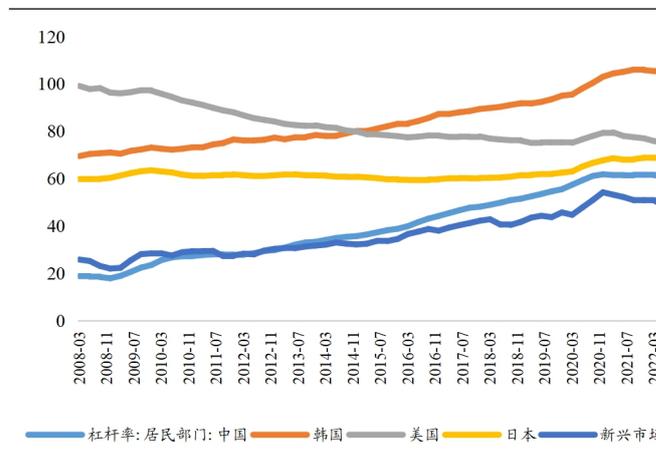
資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 20：30 大中城市商品房銷售情況



資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 21：中國居民杠杆率升勢明顯放緩

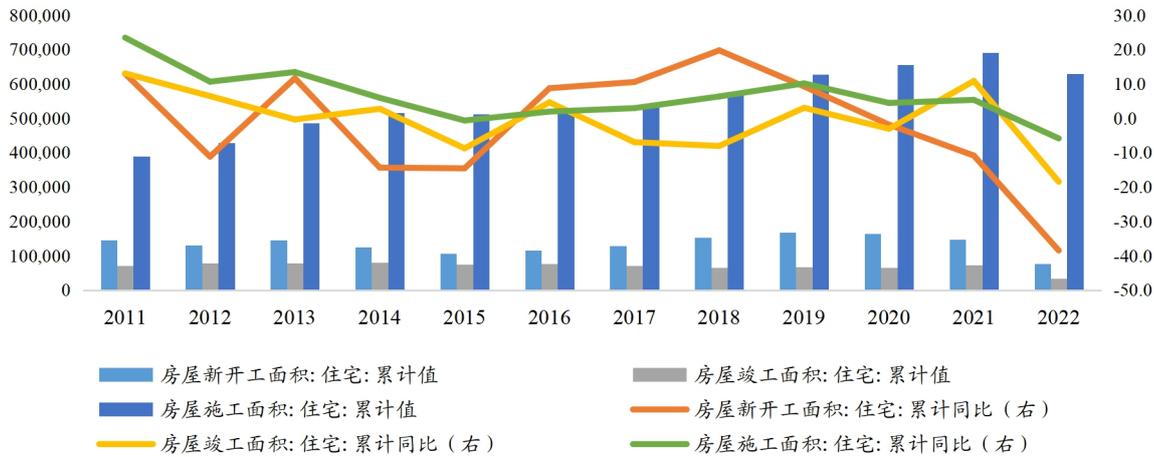


資料來源：BIS、WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

11 2022 年為前 10 個月累計值。

12 2022 年為前 10 個月累計值。

圖表 22：施工面積和竣工情況¹³



資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

四、外貿：外需收縮背景下出口延續承壓，內需修復下進口低位回升

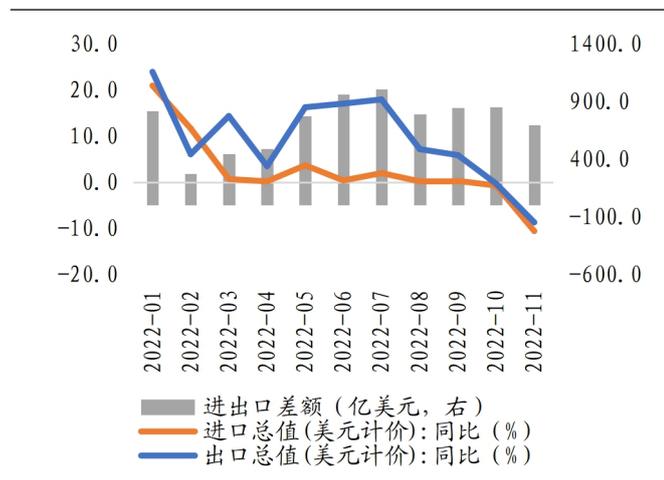
外需收縮背景下出口承壓，內需偏弱導致進口增速回落至低位。出口方面，8月以來出口總值由正轉負且降幅持續擴大，11月出口同比跌8.7%，創2020年3月以來新低，對歐美出口大幅下滑、但仍存在結構性亮點，一是對東盟出口仍保持相對韌性，在整體出口增速回落背景下仍維持正增；二是汽車出口增速強勁¹⁴，年內運輸工具出口仍保持兩位數以上增幅。進口方面，2022年以來，內需偏弱導致進口增速低位徘徊。12月進出口增速同比繼續走低至-9.9%和-7.5%。整體而言，上半年疫情反復和大宗商品價格高企使得進口價升量跌，隨著大宗商品價格回落、疫情防控政策優化和系列

¹³ 2022年為前10個月累計值。

¹⁴ 中汽協資料顯示，2022年1-11月，中國汽車出口量達278.5萬台，同比增長55.3%，汽車出口量已超過德國，位居全球第二。其中，新能源汽車出口59.3萬輛，同比增長近一倍。

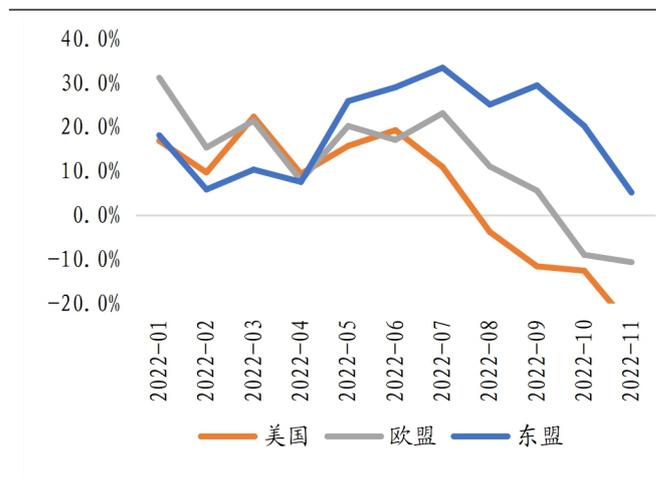
穩增長政策落地，下半年進口價格增速明顯下行，進口數量增速小幅爬升，但內需依然缺乏明顯修復動力（見圖表 23-26）。

圖表 23：2022 年中國進出口情況



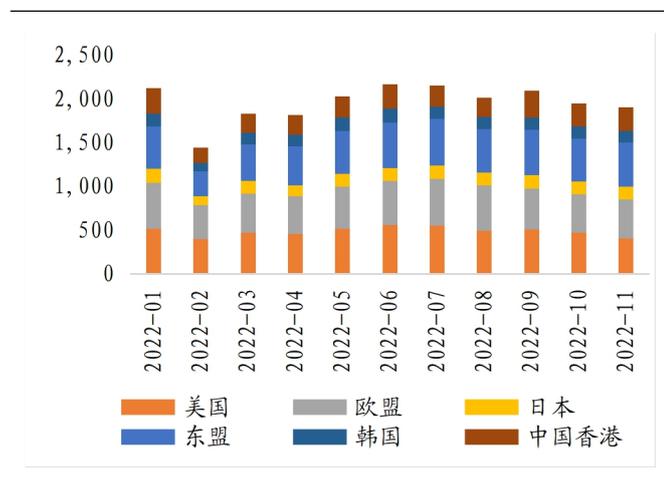
資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 24：2022 年對主要地區出口增速



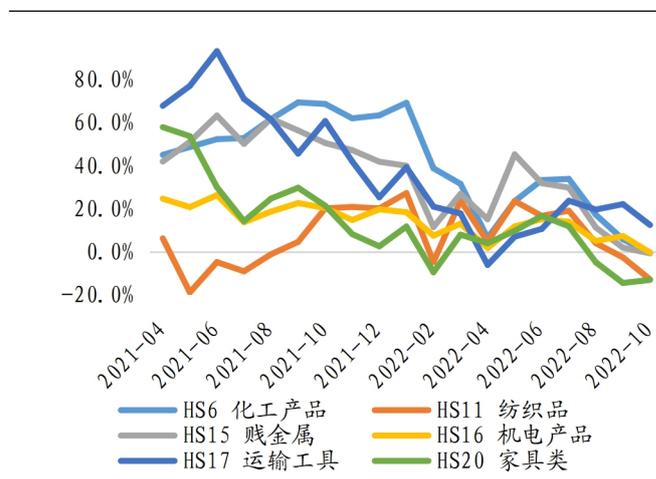
資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 25：我國主要出口地區（億美元）



資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 26：主要出口產品當月同比增速（%）



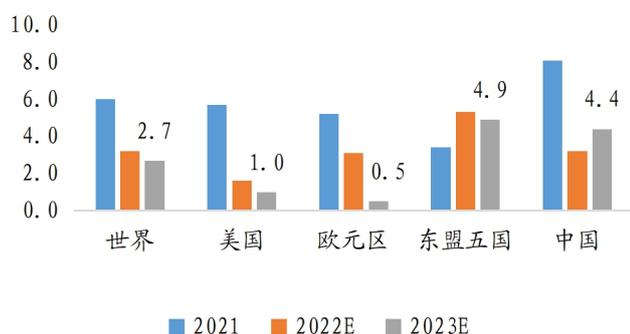
資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

展望 2023 年，出口料將繼續承壓。歐美大幅加息帶來的經濟滯後下行壓力拖累主要消費市場經濟前景，IMF 預測

歐美經濟可能在 2023 年一二季度陷入衰退，但隨著歐央行貨幣政策轉向和財政政策的靈活調整，經濟有望在四季度反彈。WTO 預計 2023 年全球貨物貿易量增速降至 1%，尤其是歐元區和北美進口增速可能加速回落。總體而言，經濟放緩、貿易量縮將繼續拖累 2023 年外需（見圖表 27、28）；全球通脹中樞趨勢性下移背景下價格因素對出口的支撐也將減弱。從節奏上看，出口增速取決於主要出口地區¹⁵的經濟狀況（見圖表 29、30），歐美衰退的節奏不同或將使得出口增速呈前高後低的走勢，區域更趨緊密的產業及貿易聯繫將持續支持對東盟出口韌性。預計 2023 年出口同比增速為 1.4%。

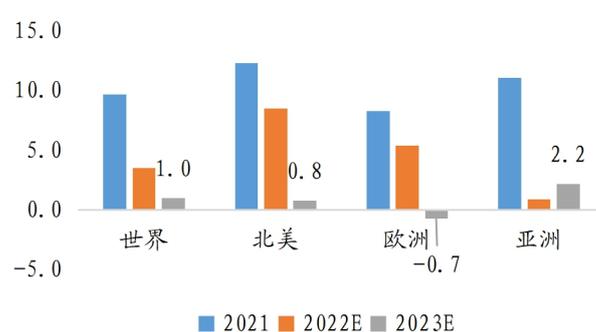
進口在內需修復下預計低位回升。目前大宗商品價格已呈現明顯的震盪下行趨勢，進口價格對進口需求的拉動將會持續減弱，但進口數量因 2023 年內需恢復程度和節奏仍具有一定不確定性。測算顯示 2023 年進口同比增速為 1.1%。

圖表 27：2023 年主要經濟體 GDP 增速預測



資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

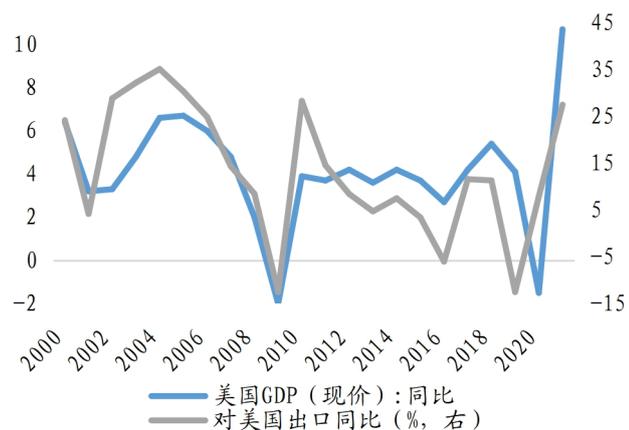
圖表 28：主要經濟體進口貿易量增速（%）



資料來源：IMF、WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

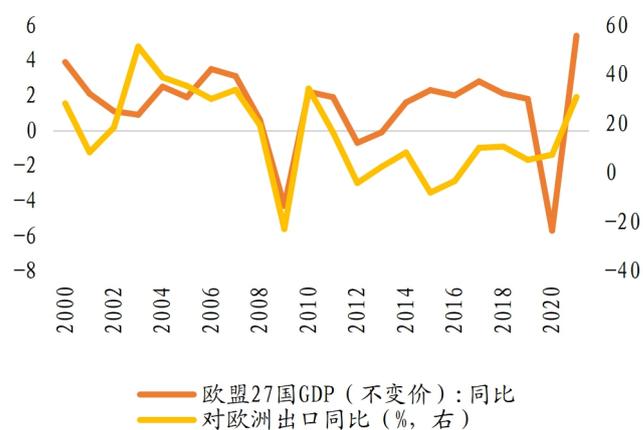
¹⁵ 2022 年 1-11 月，中國前三大出口地區是美國、歐盟和東盟，出口占比分別為 16.3%、15.8% 和 15.7%。

圖表 29：對美出口同比和美國 GDP 增速 (%)



資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 30：對歐洲出口同比和歐盟 GDP 增速 (%)



資料來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**