

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



工银亚洲东南亚研究中心

夏林峰 李卢霞

兰澜 黄斯佳 杨妍

内需扛鼎，复苏提速

——中国经济 2023 年度展望（增长篇）

阅读摘要

2022 年中国经济增长道路充满非预期的波折，前三季度 GDP 累计同比增速 3%（消费：0.7%，投资：5.9%，进出口：9.9%）。2022 年 12 月开始，防疫政策围绕“统筹疫情防控和经济社会发展”的总体思路持续优化调整，预计 2023 年一季度前经济全面回归常态，经济增长的矛盾和逻辑也将随之发生变化：第一，经济需求侧矛盾逐渐缓解；第二，消费将成为主引擎，政策继续支持投资增长；第三，经济预将呈现“波动中增长”趋势；第四，通胀压力走升，人民币汇率压力得到释放。

在疫情形势平稳和稳健政策的偏乐观情景下，我们预测 2023 年中国经济增长 5.3%，其中：消费反弹（6.5%）预期将成为拉动经济增长的主力；政策持续助力下固定资产投资（6.9%）增速仍有一定提升空间；出口（1.4%）在全球衰退背景下恐受拖累；消费者价格指数可能随需求回暖升至 2.5% 左右；在美联储后续加息 50-100BP 的假定下人民币汇率可能趋势性走强至 6.5 左右，汇率双向波动可能成为常态。如果欧美经济下行好于预期、地缘形势明显缓和，中国经济可以实现更高的增速，人民币汇率升值空间也有望更大。

注：“工银亚洲”是中国工商银行（亚洲）有限公司的简称。

本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归工银亚洲东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

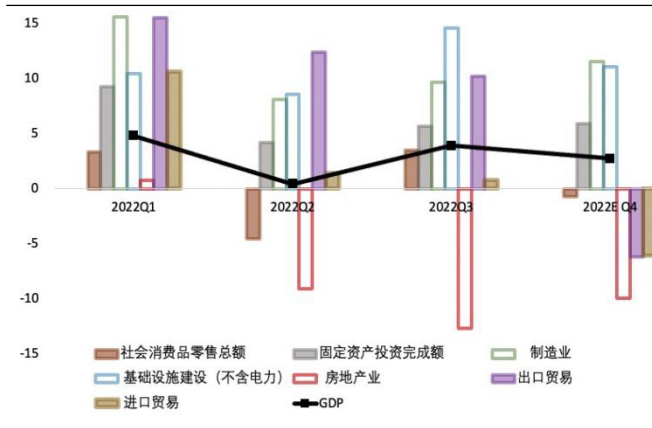
内需扛鼎，复苏提速

——中国经济 2023 年度展望（增长篇）

一、2023 年增长逻辑及增速预测

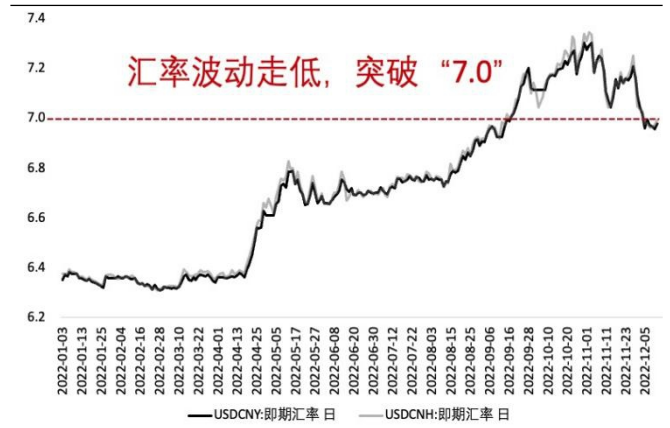
2022 年中国经济增长道路充满非预期的波折，新冠疫情间断散发掣肘经济活动常态化恢复，地缘形势超预期紧张、美联储大幅快节奏加息背景下全球经济下行拖累出口增速回落、中美利差走阔扰动资本市场情绪，专项债靠前、政策性金融工具接续发力、相机稳健的货币政策为稳增长提供了重要支持。2022 前三季度 GDP 累计同比增速 3%，分项看：基建和制造业投资同比分别增长 8.6% 和 10.1%，是稳增长的主力；进出口前三季度动力强（同比+9.9%），但 11-12 月增长不足（11 月出口同比增-8.7%）；消费和地产投资疲软（前三季度同比分别增 0.7% 和-8.0%）。在疫情拖累需求、国家保供稳价政策等共同影响下，全年 CPI 同比上涨 2.0%。中美增长和政策周期差和预期差、叠加多因素推升美元指数等因素共同影响下，人民币汇率在 5 月份之后波动转弱并阶段性破“7”（见图表 1、2）。

图表 1：2022 各部门经济增长



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 2：2022 人民币汇率（在岸，离岸）



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

防疫政策围绕“统筹疫情防控和经济社会发展”的总体思路持续优化调整，2023 年 1 月 8 日后对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”，伴随常态化防疫加速到来，中国经济增长的矛盾和逻辑也将随之发生变化：

首先，经济的需求侧矛盾逐渐缓解。2022 年，相比于面临“滞胀”的欧美国家，中国经济主要矛盾为需求不足引起的总量下降，但价格指数较为稳定（见图表 3、4）。放开之后需求侧逐渐恢复，一段时间内价格不会成为需求恢复掣肘。

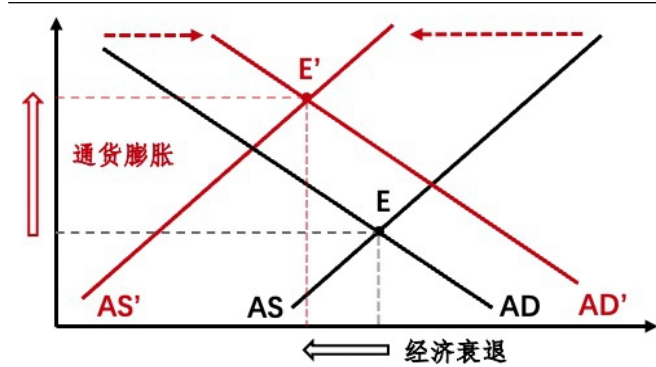
其次，消费将成为主引擎，政策继续支持投资增长。全面放开将大幅提振消费；积极的结构化财政和货币政策将继续支持制造业和基建投资，前期政策效应延滞释放叠加后续政策相机发力，地产投资有望止跌回稳。

再次，经济预将呈现“波动中增长”趋势，政策预期起到“放大消费乘数”和“稳定经济波动”的作用。依据各国（尤其是亚洲国家）经验，放开之后经济体通常不会立刻增

长，而是面临一段平台期（见图表 5、6），主因是消费者审慎心态恢复需要一定时间，适当引导性政策可缩短平台期。

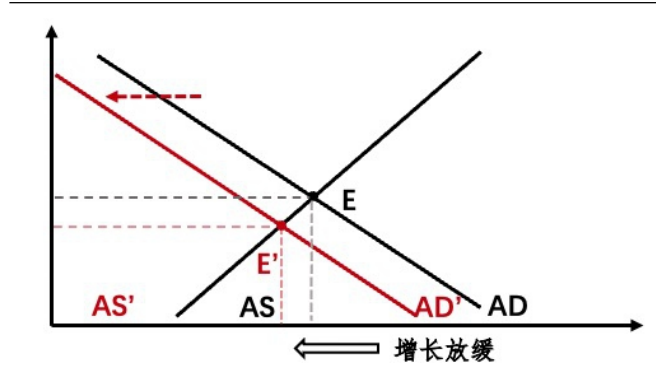
最后，通胀压力预将走升，人民币汇率压力得到释放。由于需求侧的矛盾得到缓解，通胀水平预随之回升，同时，中美经济差和政策差弥合也将趋势性缓解人民币汇率压力，但在欧英日经济景气不容乐观、地缘形势仍然复杂的背景下美元指数仍有支撑，或对人民币汇率走强路径形成一定扰动。

图表 3：欧美“滞胀”分析：总需求-总供给



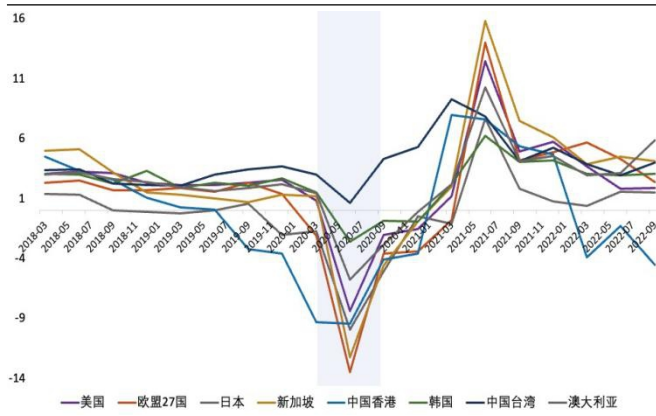
数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

图表 4：中国开放之后：总需求-总供给



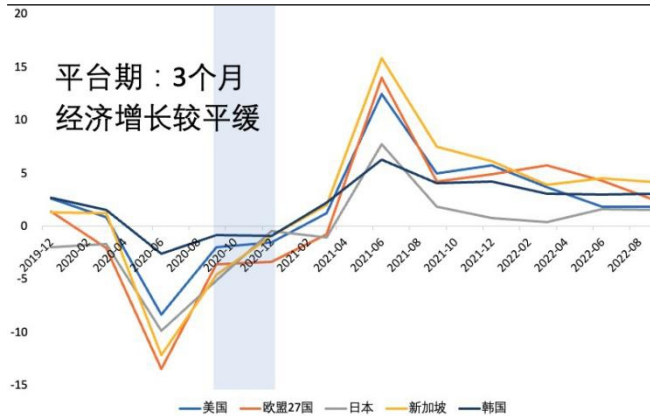
数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

图表 5：疫情冲击期间各国 GDP 骤降



数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

图表 6：GDP 反弹：3 个月平台期



数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

图表 7：2023 中国经济增长展望

	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

数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

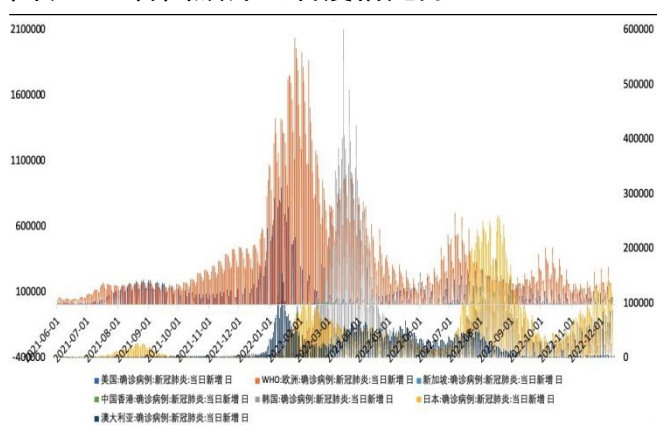
二、消费：2023 年经济复苏的重要引擎，增速有望强劲反弹（+6.5%）

开放后的消费反弹预期是经济增长主要动力。依据海外国家开放后的经验（特别是亚洲国家），开放后会迎来消费水平的大幅上升，并且疫情之后消费（增长率）反弹力度通常会高于疫情前水平。从香港的数据来看，放开之后消费同比增速比之前高出 20 个百分点。从新加坡的数据来看，放开之后消费同比增速比之前高出 9 个百分点。测算显示 2023 年消费反弹力度带来年同比 6.5% 的增长率（见图表 8、9）。

收入和消费意愿回升共同支持消费强劲反弹。根据“永久收入假说”（Permanent Income Hypothesis），消费主要取决于未来收入总和的贴现值以及边际消费倾向。据此，2023 年中国居民消费攀升主要来源有两方面：首先是国民收

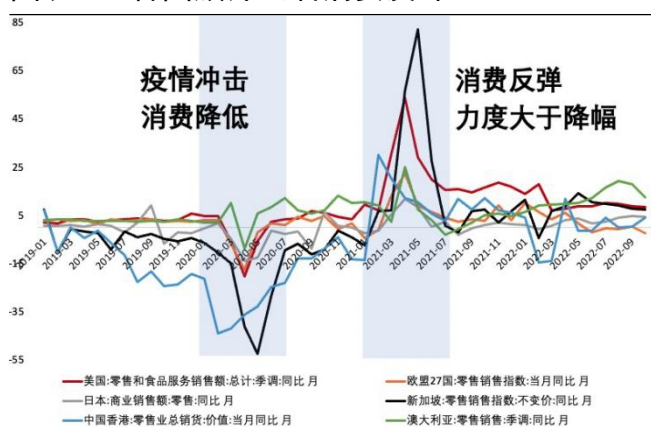
入回升，其次是疫情期间压抑的**边际消费倾向反弹**。国民收入的上升反映了经济活动重归活跃以及失业率下降，边际消费倾向上升的动因包括但不限于：不确定性减少，消费场景恢复等。根据方差分解分析，6.5个百分点的消费增速中，3.5个百分点为居民收入贡献，3个百分点为**边际消费倾向贡献**¹。

图表 8：各国放开之后疫情走势



数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

图表 9：各国放开之后消费反弹



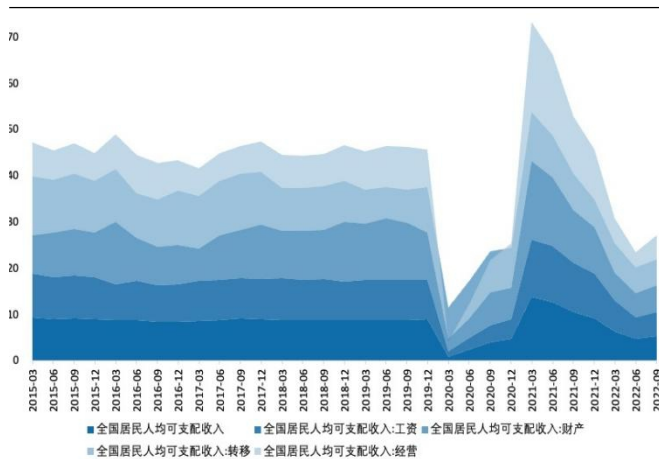
数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

收入回升源自工资上涨和失业率下降共同推动。疫情以来（2020 至今），居民可支配收入年均增速为 5.12%，比起疫情之前（2015-2019, 8.81%）下降了 3.69 个百分点。下降的推动因素包含：集约边际（intensive margin）的在职人员收入下降，以及扩展边际（extensive margin）的失业率上升，尤其是年轻群体失业率上升。2023 年随着经济活动逐渐活跃，预期就业率上升，工资上涨，特别是服务业以及小规模的生产部门。在集约边际和扩展边际的共同推动下，预

¹ 消费的增速被分解为：收入水平上升以及边际消费倾向上升。分解方法为基于时间微分的方差分解（variance decomposition）。

期 2023 年居民可支配收入将加速向疫情前水平回归，预测增速可能上涨 3.38 个百分点。以 2015-2022 年居民可支配收入平均值进行测算，相当于 1.67 万亿元。根据同期收入消费弹性进行测算，预期可以转化为 3.5 个百分点的消费同比增速（见图表 10、11）。

图表 10：居民可支配收入增长



数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

图表 11：失业率变动

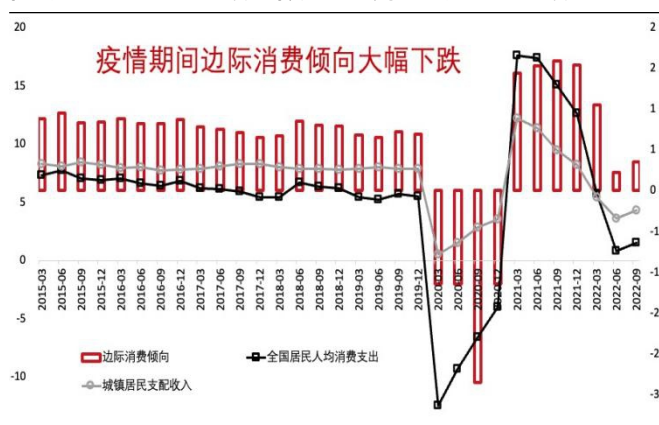


数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

消费倾向的回升也是超额储蓄向均值回归的过程。2022 年，中国居民的消费/储蓄行为主要表现为：消费倾向的降低，以及超额储蓄的累积，此二者是相同经济行为的两种表现。导致消费不振/超额储蓄的根本原因可以归纳为：疫情带来的不确定性，以及场景消费受限。疫情之前（2015-2019），中国居民的边际消费倾向落在了 65%-70% 的区间，与世界各国相比偏低（美国同期：85%），特别是中老年人的消费倾向偏低。疫情之后（2020-2022），中国居民的边际消费倾向落在了 55%-60% 的区间，平均比疫情之前进一步下降了 10 个百分点。与消费的边际倾向下降相伴而生的是储蓄的累积，

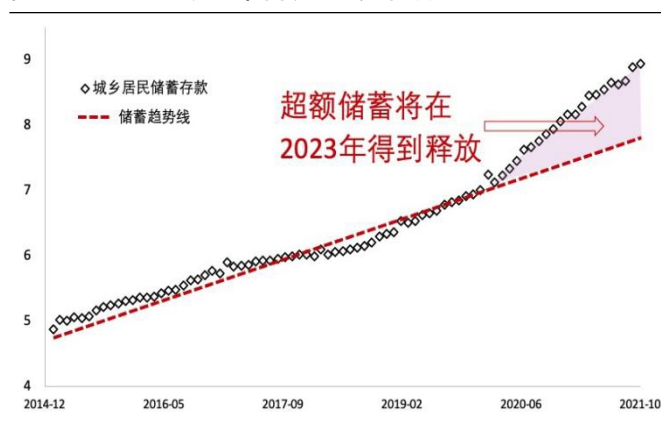
或称超额储蓄。疫情之前（2015-2019），中国居民的储蓄率保持在 25%-30% 的区间，比世界各国均值高出很多。疫情发生之后（2020-2022），中国居民的储蓄率进一步上升，落在 35%-38% 的区间，平均比疫情之前上升了 9 个百分点。2023 年随着消费复苏，我们预期**边际消费倾向**将上升到疫情前水平，或**超额储蓄**将全部释放，预期可以转化为 3 个百分点的消费同比增速上涨（见图表 12、13）。

图表 12：边际消费倾向测算：收入与消费



数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

图表 13：超额储蓄将得到释放



数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

三、固定资产投资：仍是全面复苏的重要动能，增速还有提升空间（+6.9%）

2022 年 1-11 月固定资产投资完成额累计同比增长 5.3%，超过 2017-2021 同期的均值 5.2%，是稳增长的主力。展望 2023 年，预计固定资产投资总额增速达到 6.9%，较 2022 年有小幅提升，其中：制造业投资增速约 11.5%；狭义基建增速约 8.7%，与 2022 年预估值基本持平；房地产投资微增 0.5%，

不再成为增长拖累项。

1. 基础设施建设投资：专项债助力延续增长（+8.7%）。

2022年下半年制造业投资边际走弱，基建投资担当了更突出的稳经济重任。基建的高增长得益于财政配合货币政策积极发力，以地方专项债为主、政策性金融工具和政策性银行信贷等多渠道补足项目资金。截至10月底，2022年下发全年专项债额度3.65万亿、5,000亿结存限额均已基本发行完毕（进度96%），政策性金融工具已投放7,399亿元，超过此前预估限额²。同时项目审批大幅提速³，前10个月新开工项目总投资投资累计同比增3.1%，是2021年同期的10倍（见图表14、15）。

预期2023年专项债仍是提振基建投资的重要抓手。我们预测2023年全国专项债新增限额可能在4万亿左右⁴，其中，预计专项债作为项目资本金的比重为约7%⁵，即2,800亿元左右，可撬动4倍资金流动，即1.1万亿左右。此外，政策性金融工具可补充项目资本金，资金撬动能力更强且不

² 2022年11月16日，国家发改委新闻发言人孟玮表示，7,399亿元金融工具资金已全部投放完毕，支持的项目大部分已开工建设，正在加快形成实物工作量。

³ 据国家发改委统计数据显示，2022年1-10月，发改委共审批核准固定资产投资项项目97个，总投资14,233亿元，其中审批72个、核准25个，主要集中在能源、交通、水利等行业，是去年同期的2.9倍、全年的1.8倍。

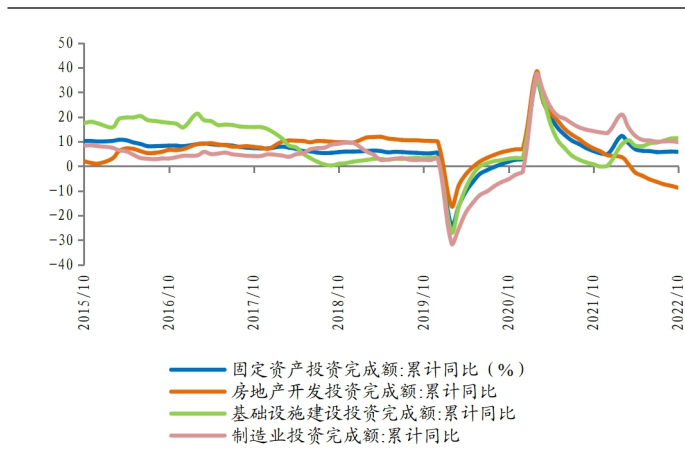
⁴ 依据地方性债务专项债反推全国。根据福建省财政厅发布的消息，该省2023年提前批专项债限额933亿元，过去五年福建省新增限额在全国的比重约4%，2019-2022年提前批限额占总限额比例约47%，若由此外推则全国新增专项债限额约48,180亿元，较今年的36,500亿元增幅约32%。但综合考虑中央经济工作会议对地方债务风险化解“遏制增量、化解存量”的政策导向，以及2020、2021年3.75万亿、3.65万亿的新增额度，2022年启用5,000亿元专项债结存限额，2022年新增限额设定为4万亿元左右的概率较大。

⁵ 根据企业预警通统计数据，2022年截至12月初，专项债用作资本金金额约2,782.56亿元，占今年新发专项债40,256.92亿元的比重约6.9%。

必增加地方政府债务负担；若专项债新增限额相对审慎，则政策性金融工具力度可能相应提高。

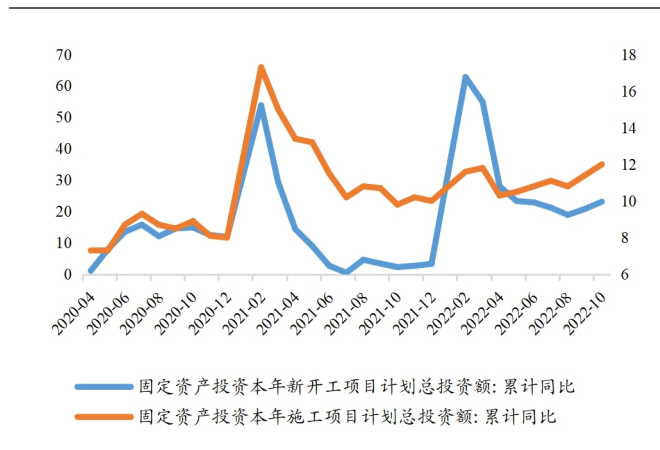
预计 2023 年固定资产投资完成总额增速约为 6.9%，其中基建投资增速为 8.7%。鉴于地区之间的专项债限额分配和项目储备情况有所差异，广东、山东、河北、河南、四川、浙江等经济大省将继续发挥带头作用（见图表 16、17）。结合国务院近期发布的《扩大内需战略规划纲要（2022-2035）》，传统基建补短板 and 前瞻布局新基建仍是重点。具体而言，除市政及产业园区基础设施、保障性安居工程、交通基础设施等项目外，医疗及创新药、绿色能源等领域投资预将继续发力。

图表 14：基建是拉动固定资产投资的主要力量⁶



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 15：固定资产投资项目落地速度快⁷

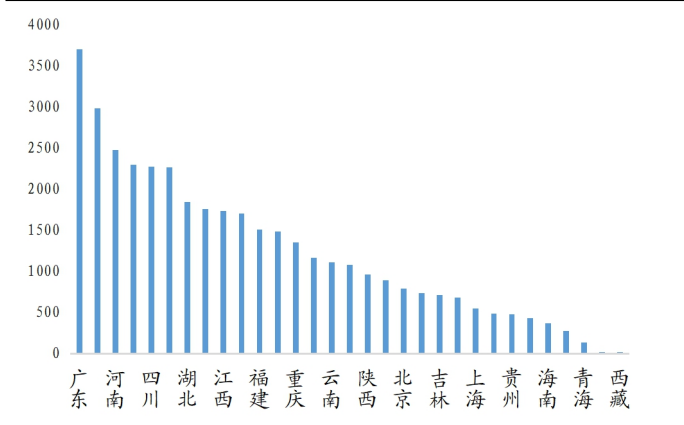


数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

⁶ 2022 年为前 10 个月累计值。

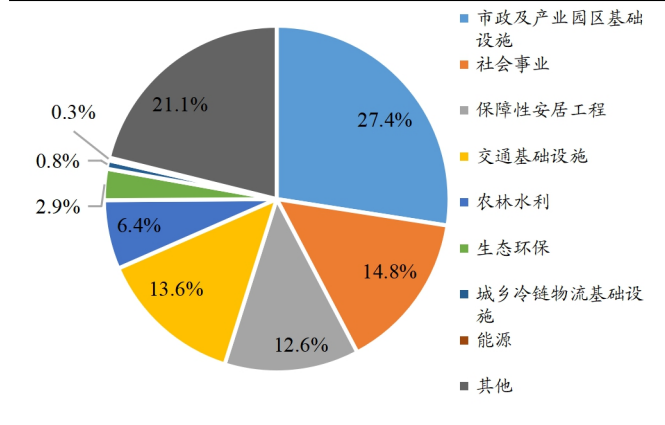
⁷ 2022 年为前 10 个月累计值。

图表 16：各省新增专项债限额分配情况



数据来源：企业预警通、工银亚洲东南亚研究中心

图表 17：地方政府新增专项债发：按资金投向



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

2. 地产投资：前期政策时滞叠加后续政策接力有望共同提振地产投资止跌（+0.5%）。

2022 年 1-11 月房地产开发投资完成额累计同比-9.8%。本轮地产去杠杆周期始于 2020 年下半年，“房住不炒”原则下监管政策收紧⁸，疫情下居民购房意愿清淡，恶化房企销售回款，叠加融资渠道不畅，部分民营房企流动性危机演化为信用风险，拖累市场情绪走低。2022 年年初以来，地产纾困政策呈现地方与中央结合、供需双向发力、由保交楼扩展至保主体几大特征。上半年以因城施策为主，总量行业政策发力相对审慎，各地陆续跟进解除“五限”⁹政策，5 年期 LPR 三次调降共计 35BP、放宽住房贷款利率下限等；下半年政策供需双向发力，从“保项目”逐渐深入至“保主体”，“第

⁸ 2020 年 8 月，关于房企“三线四档”监管指标发布；2021 年 1 月针对金融机构房地产贷款集中度管理的“两条红线”规则发布；2021 年 2 月，针对 22 个重点城市住宅用地实现“两集中”的通告发布；2021 年 7 月要求各银行保险机构防范化解地方政府隐性债务的要求发布。

⁹ “五限”指的是限购、限贷、限价、限售、限商。

二、三支箭”接续发出，力度更大、系统性更强、更具针对性的地产纾困政策向市场传达积极信号¹⁰，但仍显疲弱的地产交投数据反映政策落地显效仍需时日。

后续稳地产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贷利率，降低首套、二套房公积金利率，扩大优化个税、契税退税或补贴机制等，惠及规模或扩容至部分核心二线和一线城市；**供给端**仍聚焦于缓和房企流动性紧张及保交楼，各地针对性地优化土拍规则，信用支持措施覆盖房企范围或从头部房企拓展至质优中型房企。

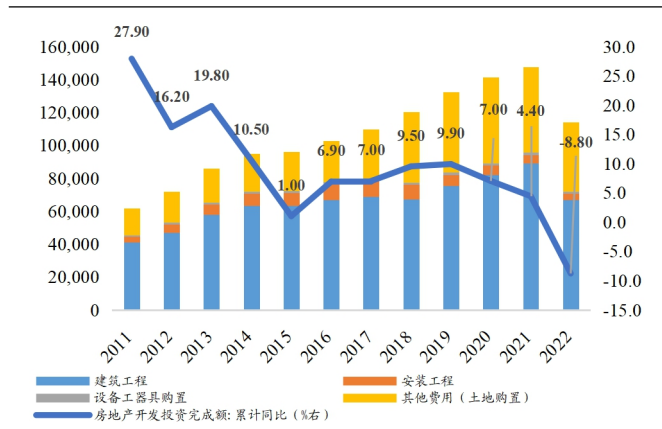
2023年上半年地产“市场底”仍待确认。销售端低迷是制约地产投资复苏的症结所在，根据经验，地产销售领先投资约6个月，2022年前11个月商品房销售额累计同比-26.6%，降速趋势仍有反复，**预计市场筑底过程仍将持续至2023年上半年。竣工数据传递更积极信号**，在“保交楼”和房企融资新政支持之下，竣工加速将改善企业剔除预收款后的资产负债率，对房企融资能力形成正反馈。

预计2023年地产投资将基本实现企稳，年增速0.5%。局部上，需关注已发生信用风险的房企继续暴雷的情况，部分发行境外债的房企被提起清盘呈请、长期未开发的土储被收回等事件可能影响行业信心。中长期来看，本轮风险出清过程中，房企市场集中度提升，叠加人口增长拐点、城镇化

¹⁰ 10月31日-12月6日之间，WIND地产指数升25.7%，Markit iBoxx中资美元地产指数劲升51.8%。

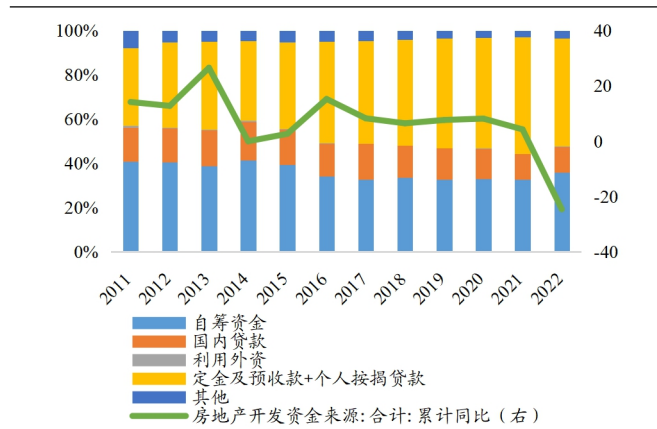
率、地产财富属性减退、居民杠杆率空间等因素，地产去金融回归制造属性的趋势将加速显现。

图表 18：近 10 年房地产开发投资完成额¹¹



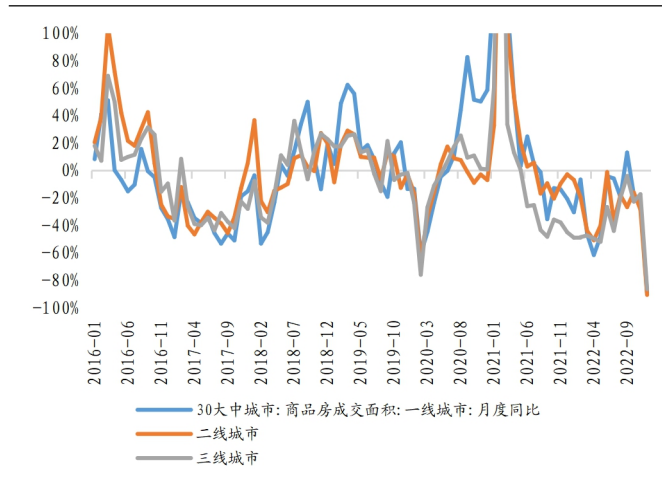
数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 19：房地产投资资金来源分解¹²



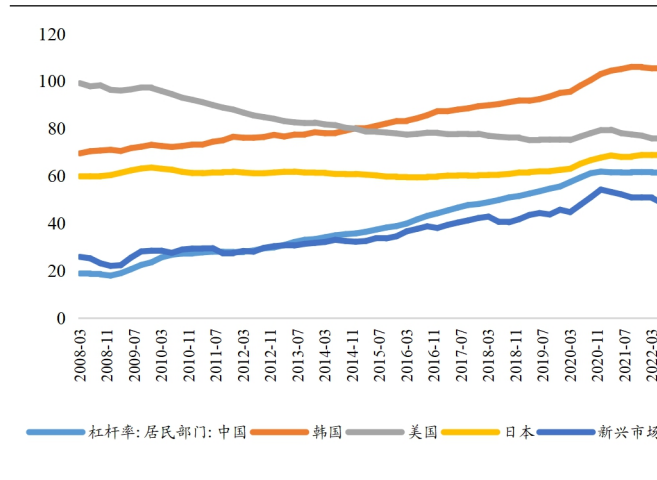
数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 20：30 大中城市商品房销售情况



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 21：中国居民杠杆率升势明显放缓

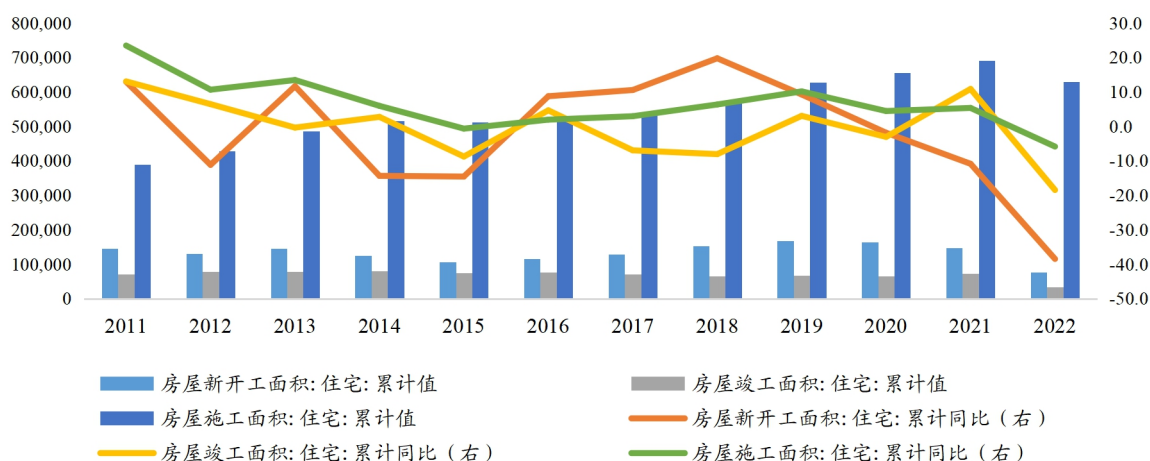


数据来源：BIS、WIND、工银亚洲东南亚研究中心

11 2022 年为前 10 个月累计值。

12 2022 年为前 10 个月累计值。

图表 22：施工面积和竣工情况¹³



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

四、外贸：外需收缩背景下出口延续承压，内需修复下进口低位回升

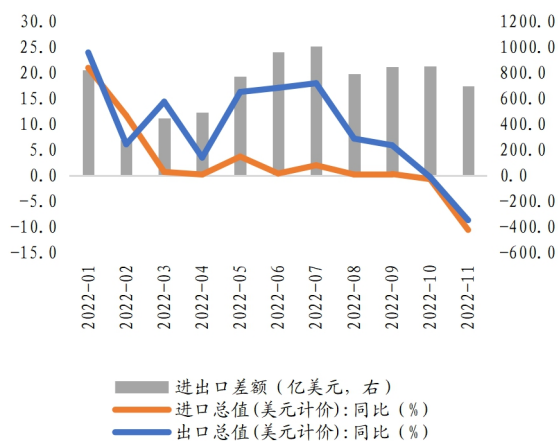
外需收缩背景下出口承压，内需偏弱导致进口增速回落至低位。出口方面，8月以来出口总值由正转负且降幅持续扩大，11月出口同比跌8.7%，创2020年3月以来新低，对欧美出口大幅下滑、但仍存在结构性亮点，一是对东盟出口仍保持相对韧性，在整体出口增速回落背景下仍维持正增；二是汽车出口增速强劲¹⁴，年内运输工具出口仍保持两位数以上增幅。进口方面，2022年以来，内需偏弱导致进口增速低位徘徊。12月进出口增速同比继续走低至-9.9%和-7.5%。整体而言，上半年疫情反复和大宗商品价格高企使得进口价升量跌，随着大宗商品价格回落、疫情防控政策优化和系列

¹³ 2022年为前10个月累计值。

¹⁴ 中汽协数据显示，2022年1-11月，中国汽车出口量达278.5万台，同比增长55.3%，汽车出口量已超过德国，位居全球第二。其中，新能源汽车出口59.3万辆，同比增长近一倍。

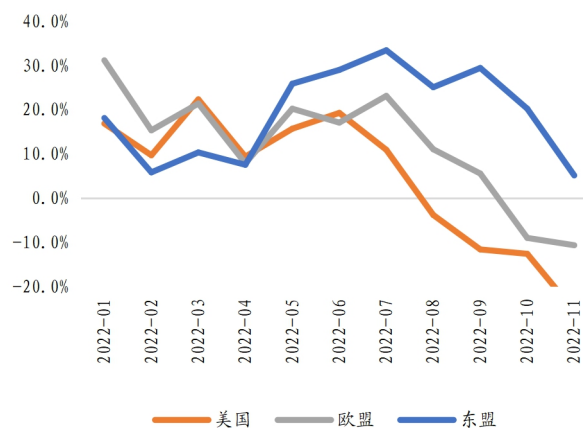
稳增长政策落地，下半年进口价格增速明显下行，进口数量增速小幅爬升，但内需依然缺乏明显修复动力（见图表 23-26）。

图表 23：2022 年中国进出口情况



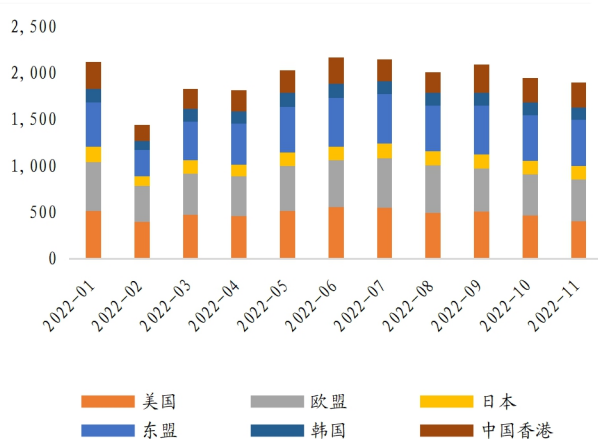
数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 24：2022 年对主要地区出口增速



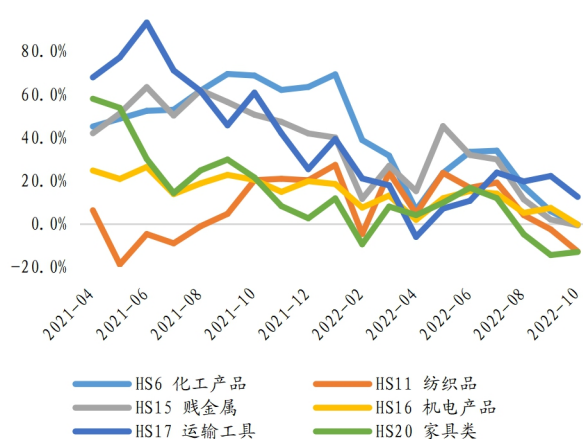
数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 25：我国主要出口地区（亿美元）



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 26：主要出口产品当月同比增速（%）



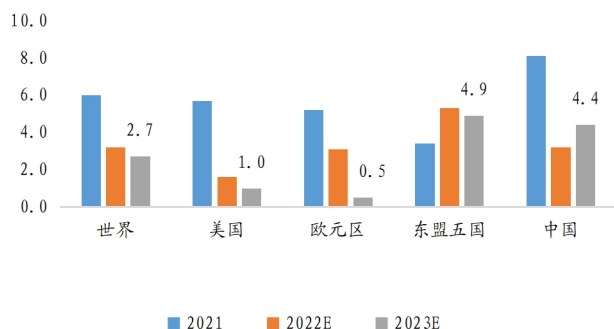
数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

展望 2023 年，出口料将继续承压。欧美大幅加息带来的经济滞后下行压力拖累主要消费市场经济前景，IMF 预测欧美经济可能在 2023 年一二季度陷入衰退，但随着欧央行

货币政策转向和财政政策的灵活调整，经济有望在四季度反弹。WTO 预计 2023 年全球货物贸易量增速降至 1%，尤其是欧元区和北美进口增速可能加速回落。总体而言，经济放缓、贸易量缩将继续拖累 2023 年外需（见图表 27、28）；全球通胀中枢趋势性下移背景下价格因素对出口的支撑也将减弱。从节奏上看，出口增速取决于主要出口地区¹⁵的经济状况（见图表 29、30），欧美衰退的节奏不同或将使得出口增速呈前高后低的走势，区域更趋紧密的产业及贸易联系将持续支持对东盟出口韧性。测算显示 2023 年出口同比增速为 1.4%。

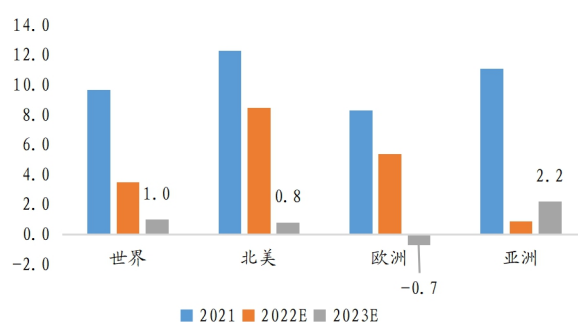
进口在内需修复下预计低位回升。目前大宗商品价格已呈现明显的震荡下行趋势，进口价格对进口需求的拉动将会持续减弱，但进口数量因 2023 年内需恢复程度和节奏仍具有一定不确定性。测算显示 2023 年进口同比增速为 1.1%。

图表 27：2023 年主要经济体 GDP 增速预测



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

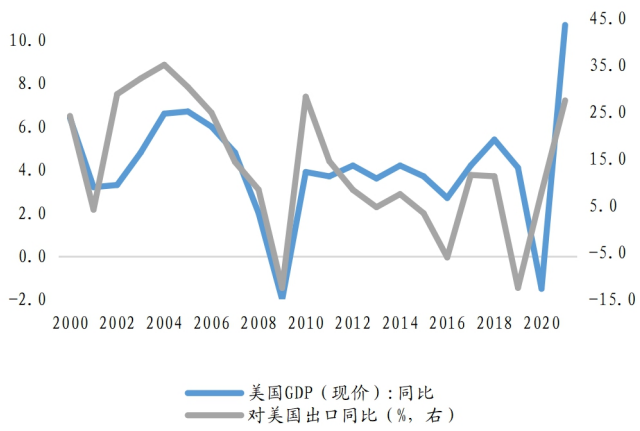
图表 28：主要经济体进口贸易量增速（%）



数据来源：IMF、WIND、工银亚洲东南亚研究中心

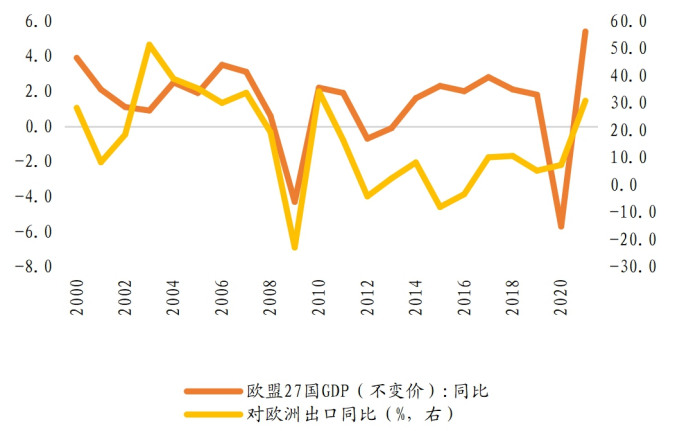
¹⁵ 2022 年 1-11 月，中国前三大出口地区是美国、欧盟和东盟，出口占比分别为 16.3%、15.8% 和 15.7%。

图表 29：对美出口同比和美国 GDP 增速 (%)



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 30：对欧洲出口同比和欧盟 GDP 增速 (%)



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心



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

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**