



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

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

经济独步寻芳 市场环境回暖

——2023 年中国经济、金融展望

■ 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。伴随着美联储加息临近尾声，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

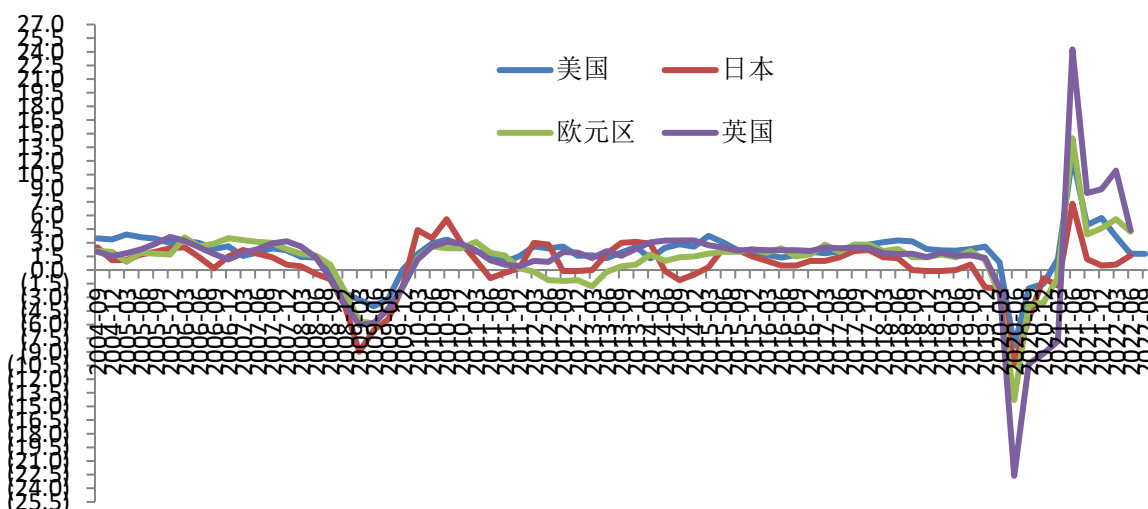
表 1 主要经济体经济增长预测	17
------------------------------	-----------

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。

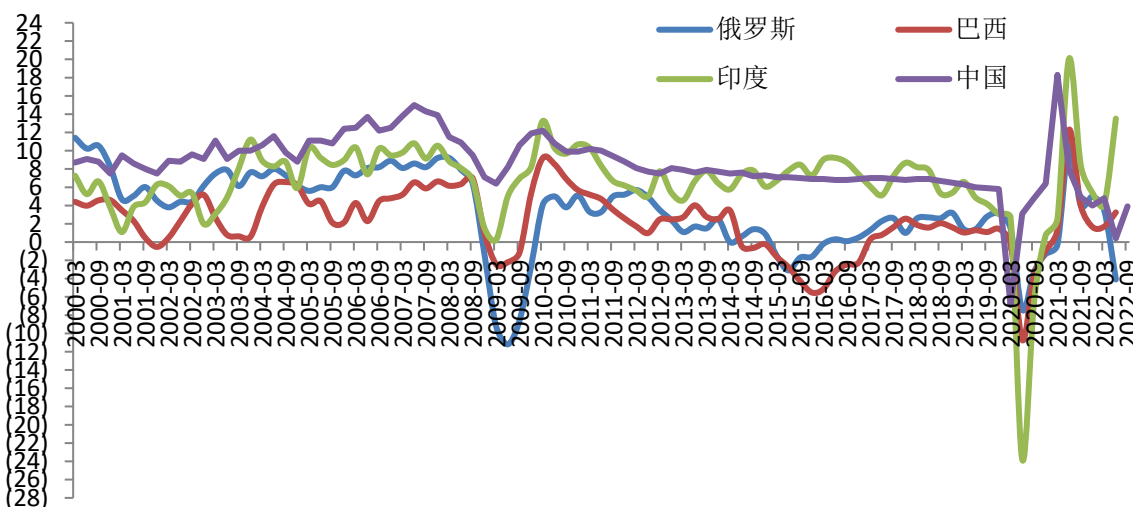
图 1 发达经济体经济增长变化（当季 GDP, 不变价, %）



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, %）



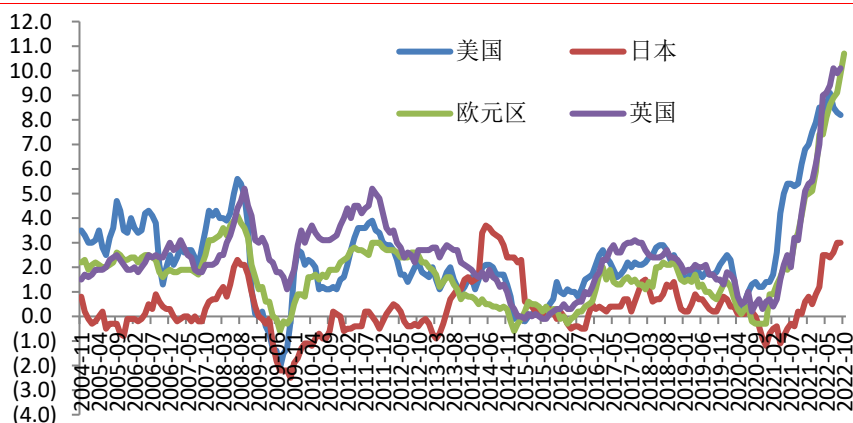
资料来源：Wind，上海证券研究所

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。

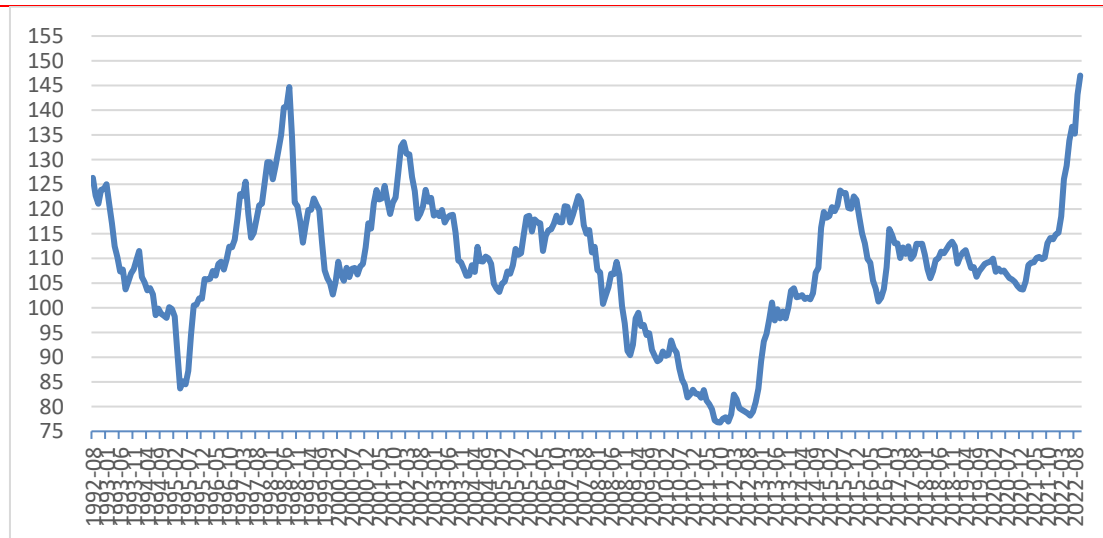
图3 发达国家通胀集体上涨（CPI同比/月，%）



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）

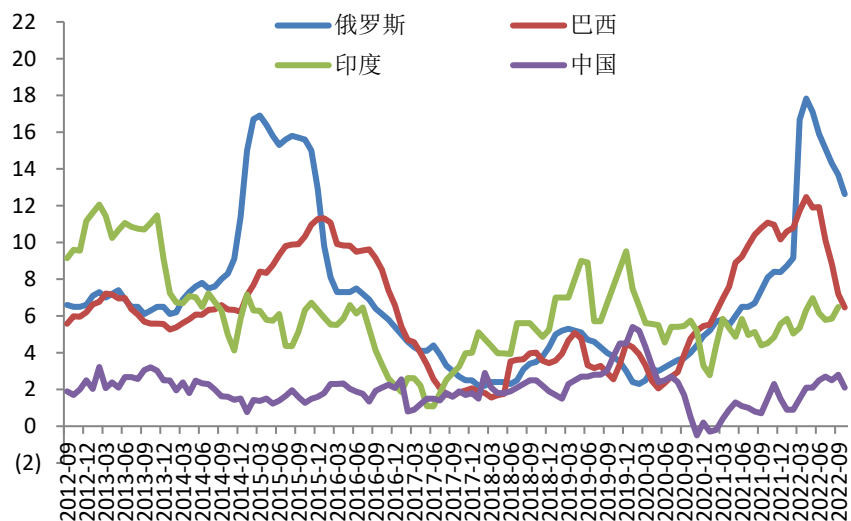


资料来源：Wind，上海证券研究所

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，日元贬值已创出新高，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, %)

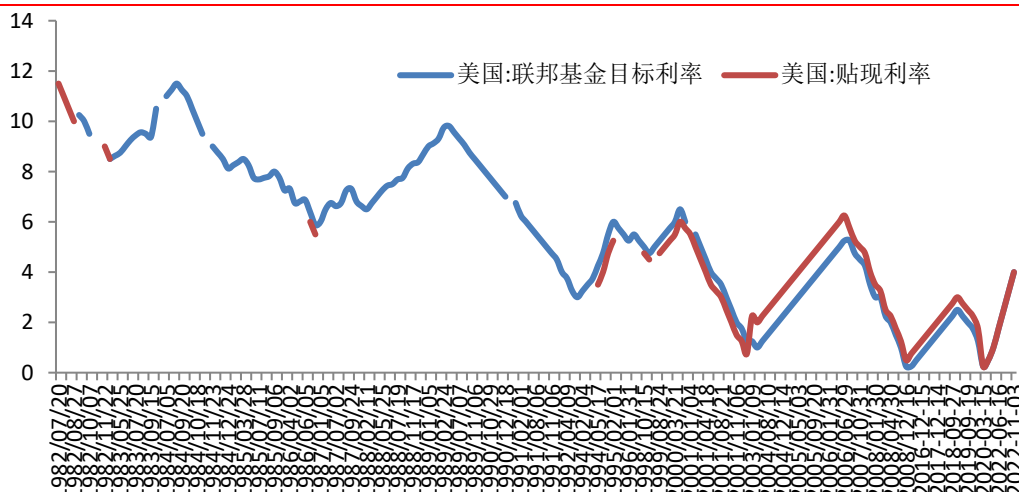


资料来源: Wind, 上海证券研究所

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。

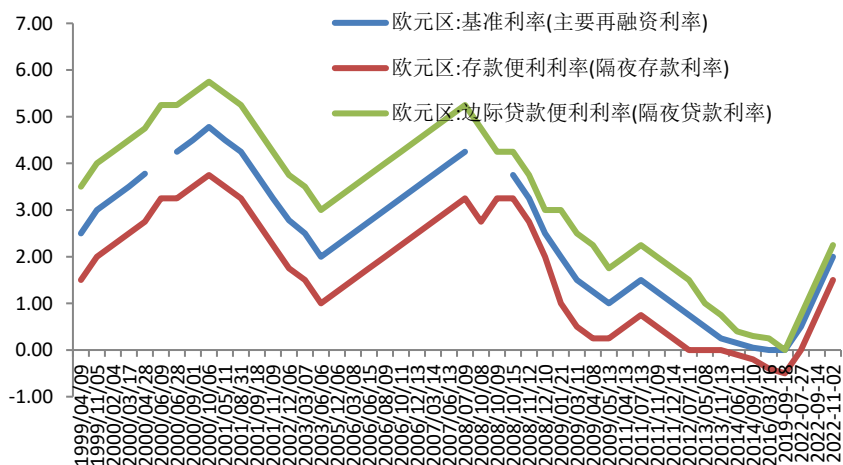
图 6 美元基准利率的变化 (%)



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。

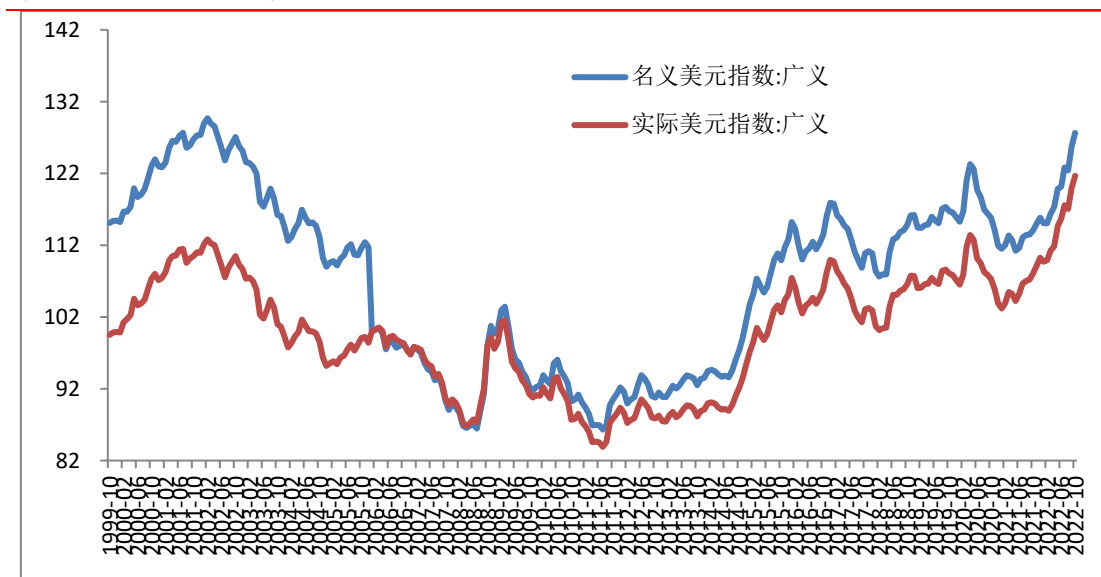
图 7 欧洲央行基准利率的变化 (年利率, %)



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）



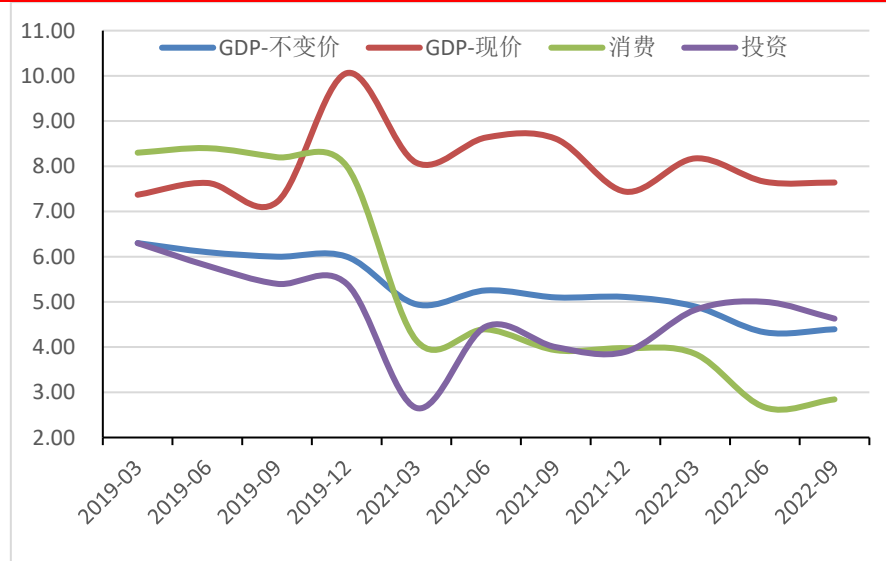
资料来源：Wind，上海证券研究所

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”的宏观政策环境下，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，%）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49776

