修复多自内生得，风物长宜放眼量

——2023年宏观经济年报

寇宁
期货从业资格号：F0262038
投资咨询从业证书号：Z0002132

肖利娜
期货从业资格号：F3019331
投资咨询从业证书号：Z0013350

报告制作时间：
2022年12月20日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

■ 内容摘要

2022年，供给和需求处于双收缩，相对于供给，内需增长主要是消费和地产需求恢复不足是2022年国内经济增长承压的主因。

2023年，国内经济驱动将由外需转向内需，其中疫情防控优化后社会活动秩序走向、消费修复的弹性大小及地产政策拐点推动投资的改善程度是决定2023年经济增长的重要变量。

2023年海外衰退压力仍在，外需增长回落趋势较为确定。我国出口增速在2023年上半年将维持疲弱，全年中枢或至零值附近。

预计2023年消费总体修复力度会高于2021年，乐观估计全年增长7%左右，若春节出行带来第二次感染则消费修复开启时间及弹性空间也将有影响，则中性调低看至5%。

2023年，在中央经济工作会议对经济“稳中求进”的定调下，内需恢复以拉动消费为主，投资对经济的作用关键还在维稳。制造业和基建投资预计仍将保持较高增速在8.5%和7.5%，房地产投资降幅收窄至-3%左右，固定资产投资总增速全年小幅缓降在4.5%以上。

■ 核心观点

- 预计2023年国内GDP同比增长5.8%，Q1-Q4分别为4.6%、8.0%、5.2%和5.4%。若疫情防控放开后的观望期延长，消费场景恢复偏缓，则全年调低至5.3%，Q1-Q4分别为4.3%、7.4%、4.7%和4.9%。
- 2023年，在经济周期预期企稳背景下，政策环境将延续向好，在外围环境制约及国内通胀反弹风险下总量空间不大，结构性政策工具将是主要发力手段。
- 2023年，上半年股票较债券而言仍具较高配置价值，沪深300配置价值或更大。但下半年债券可能存在交易性机会，而股市行业表现会更趋分化，中游设备制造和下游高弹性需求板块如可选消费机会大。
- 商品上半年受外需回落驱动较大的能源和金属调整压力更大，下半年国内经济企稳将驱动国内商品黑色品种相对偏强，国内外周期错配下具有避险属性的黄金会是全年较优配选择。

目 录

1. 稳增关键在内需 内需核心看消费 1

1.1 疫情反复拖累经济修复不及 2021 1

1.2 2023 拉动内需是经济维稳的关键 1

2. 外需收缩拉动减弱 投资维稳消费弹性 3

2.1 出口下行趋势确定 全年中枢或至零轴 3

2.2 扩内需主看消费 修复弹性预期大 4

2.3 投资结构延续分化 地产弱修复仍难正 5

2.4 通胀环境仍温和 PPI 探底后企稳 8

2.5 货币维持稳健宽松 利率下行空间收窄 9

3. 防控优化经济重启 股好于债商品看内 10

免责声明 13

1. 稳增关键在内需 内需核心看消费

1.1 疫情反复拖累经济修复不及 2021

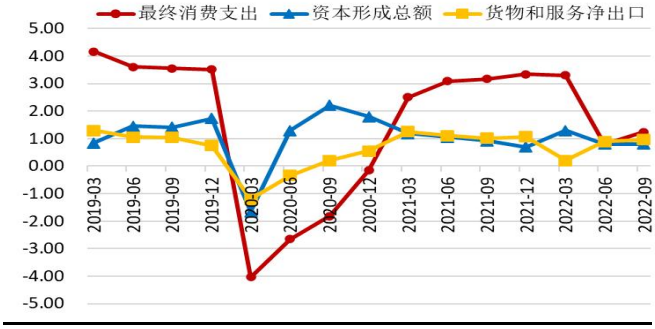
2022 年，疫情自 3 月以来反复不断对国内经济的影响再度凸显，2022 年二季度及下半年，国内经济增长出现放缓；二季度 GDP 环比增长降至-2.7%，是除 2020 年一季度疫情爆发初期之外的再一次负增长，二、三季度同比增速也明显低于 2021 年以来至 2022 年一季度的 5%中枢水平（见图 1.1）。2022 年前三季度，国内 GDP 累计同比合增长 3.0%，较 2021 年两年复合增长 5.1%的水平进一步下降，更不及 2019 年疫前的 6%，国内经济增长中枢较 2021 年开始的疫后修复增长水平再下一台阶。

2022 年，经济修复不足的主要矛盾仍在需求端。三驾马车上，2022 年受疫情影响较大的消费层面修复偏慢不及预期是经济增长的主要压力。截至 2022 年三季度，资本形成总额、货物和服务进出口对 GDP 累计同比拉动分别为 0.8%、1.0%，与 2021 年（两年复合增长率，注：以下涉及 2021 年同比增长的数据均为两年复合增长率）拉动的同期 0.9%、1.0%和全年 0.7%、1.1%贡献近乎持平，而最终消费支出对 GDP 累计同比拉动为 1.2%，低于 2021 年同期 3.2%和全年 3.3%拉动增长，需求端消费修复更为不足，且不论恢复至 2019 年疫前水平，甚至未能延续 2021 年的修复力度（见图 1.2）。

图 1.1：国内 GDP 不变价增长率（%）

资料来源：iFind，2021 年同比数据为两年复合增长率

图 1.2：三驾马车对 GDP 不变价累计同比的拉动（%）



资料来源：iFind，2021 年数据为两年复合增长率

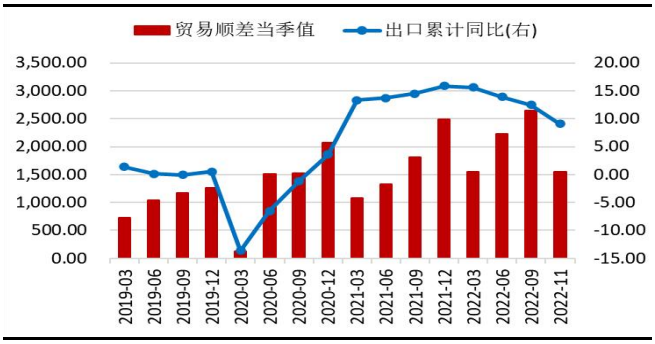
1.2 2023 拉动内需是经济维稳的关键

2022 年，出口增长持续强劲是国内经济增长的重要拉动，截至三季度，出口增长

仍维持 12.5%的高增速带动贸易顺差持续走高对冲了我国经济内生增长的部分压力，但下半年开始出口下滑压力已有体现，10 月出口当月同比增速更是由增转降，后期外需转弱向下趋势较为确定（见图 1.3）。从 CPI 非食品和 PPI 走势来看，在下半年国内消费增长下行压力较大、投资结构性对冲维稳及出口转弱的情况下，CPI 非食品及 PPI 当月同比较二季度快速下行；环比上，CPI 非食品及 PPI 环比波动中枢较二季度也有明显下移，表明下半年经济总需求呈现走低（见图 1.4）。

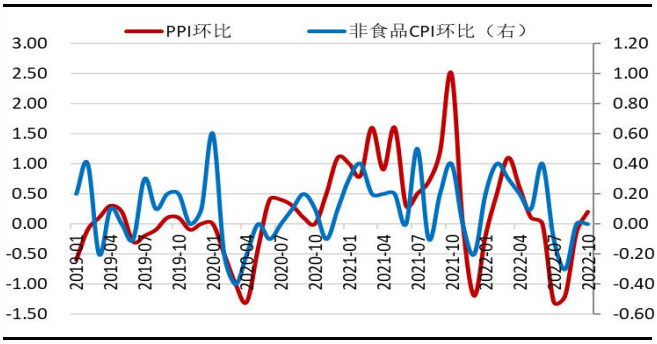
2022 年，海外主要经济体货币紧缩效果逐渐显现，12 月虽美联储放缓加息预期升温，但通胀黏性犹存，近期欧央行高管表态 12 月或仍加息 50 个基点，英央行加息持续，主动缩表正式启动，2023 年至少上半年海外货币政策难转向。叠加欧洲能源危机，英国和德国财政政策加码调控能源价格，预计 2023 年海外主要经济体对经济增长的支撑减弱，在上半年压力犹大。伴随外需增长预期回落，2023 年激发国内经济内生驱动是实现信心恢复维持稳增的关键。

图 1.3：我国贸易顺差当季值及出口同比（亿美元，%）



资料来源：iFind，2021 年同比数据为两年复合增长率

图 1.4：CPI 非食品及 PPI 环比增长率（%）

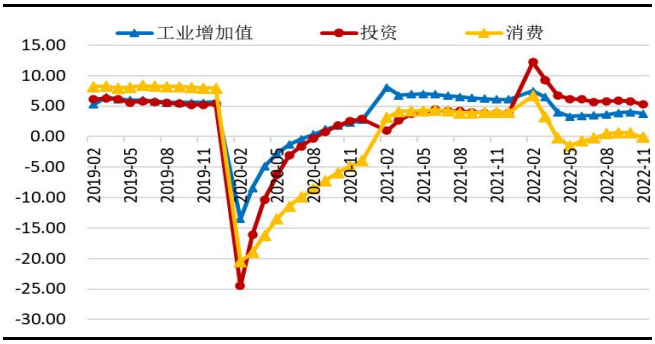


资料来源：iFind，一德宏观战略部

从国内经济看，截至 2022 年 11 月，国内规模以上工业增加值累计同比增长 3.8%，不及 2021 年同期及全年均 6.1%的增长，也不及 2019 年疫前水平，国内生产受年内疫情反复压制恢复放缓。需求端，至 2022 年 11 月，固定资产投资及社会消费品零售总额累计同比增长率分别为 5.3%、-0.1%，投资好于 2021 年 3.9%和 2019 年的 5.4%，消费显著不及 2021 年 4.0%和 2019 年 8%的增速，疫情连续多年，影响居民对经济的预期信心，导致消费的恢复更为缓慢，固定资产投资由于场景特征受疫情影响较小及政策逆周期调节导向起维稳作用（见图 1.5）。投资结构上，2022 年 1-11 月，基建、制造业投资分别增长 8.9%和 9.3%，高于 2021 年同期的 0.8%、4.8%及全年的 0.6%、5.4%，

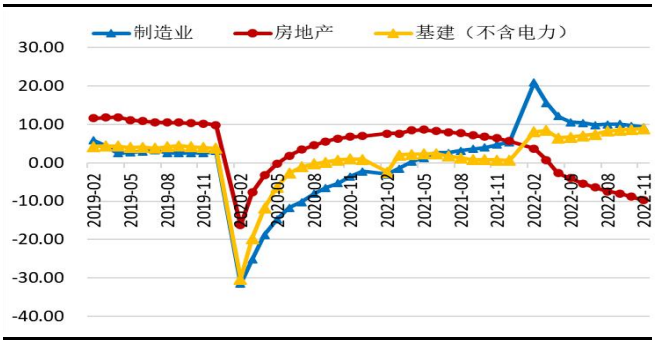
基建和制造业投资实现加速恢复拉动，而地产投资同比增长-9.8%，低于2021年5.7%的增速，是投资的主要拖累（见图1.6）；年内基建和制造业的逆周期调节对冲了地产投资的持续加速下滑。2022年，供给和需求处于双收缩，相对于供给，内需增长主要是消费和地产需求恢复不足是2022年国内经济增长承压的主因。其中，疫情防控优化后社会活动秩序走向、消费修复的弹性大小及地产政策拐点推动投资的改善程度是决定2023年经济增长的重要变量。

图1.5：工业增加值、投资、消费累计同比增长率（%）



资料来源：iFind，2021年数据为两年复合增长率

图1.6：主要行业固投累计同比增长率（%）



资料来源：iFind，2021年数据为两年复合增长率

2. 外需收缩拉动减弱 投资维稳消费弹性

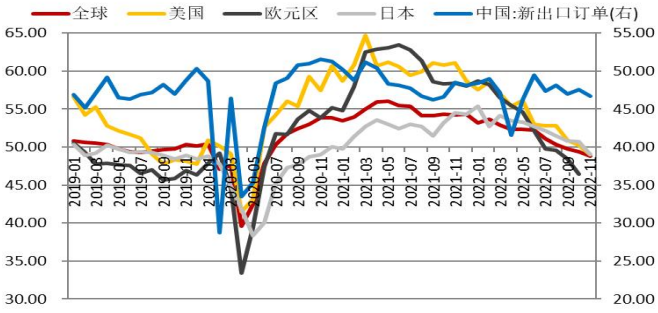
总体看，2023年，国内经济驱动将由外需转向内需，净出口拉动减弱，消费预期恢复弹性大，考虑二十大重申的2035远景目标，预估2023年国内GDP同比增长5.8%，受防控优化节奏及基数效应影响，年内经济低点和高点大概率分别出现在一季度4.6%和二季度8.0%。2023年国内经济将经历由弱修复向底部企稳的周期拐点转变，下半年经济将趋稳至5.3%的增长平台，四季度5.4%略高于三季度5.2%。若疫情防控放开后的观望期延长，消费场景恢复偏缓，则全年调低至5.3%，Q1-Q4分别为4.3%、7.4%、4.7%和4.9%。由于2022年末经济压力依然较大，经济政策维持稳健宽松仍具备条件，在经济周期预期企稳背景下，政策环境将延续向好，在外围环境制约及国内通胀反弹风险下总量空间不大，结构性政策工具将是主要发力手段。

2.1 出口下行趋势确定 全年中枢或至零轴

2022年前三季度，我国出口延续强劲增长，是国内经济的重要支撑。但随着主要

发达经济体制造业景气回落及货币紧缩政策的延续，2022 年下半年以来，全球出口增速见顶回落，全球制造业 PMI 转入收缩区间，国内制造业 PMI 出口订单指数持续回落（见图 2.1），预计 2023 年海外衰退压力仍在，外需增长回落趋势较为确定。同时，年初以来，美国劳动参与率并未继续修复，11 月回落至 62.1%，比疫情前仍低 1.3 个百分点（见图 2.2），目前美国就业市场就业意愿不足，劳动力供应不足短期难以解决。叠加全球疫情影响仍在，预计海外供给缺口的存在将部分对冲需求下滑的影响，考虑上半年高基数影响，我国出口增速在 2023 年上半年将维持疲弱，全年中枢或至零值附近。

图 2.1:全球制造业 PMI 及中采 PMI 新出口订单指数(%)



资料来源：iFind

图 2.2：美国劳动力参与率（%）

资料来源：iFind

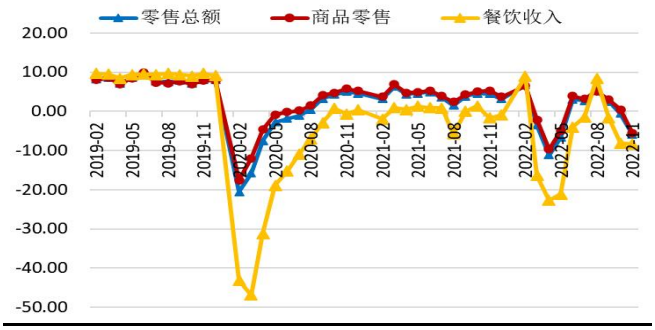
2.2 扩内需主看消费 修复弹性预期大

2022 年，疫情自 3 月以来反复不断，影响居民对经济的修复预期信心，防控管理导致场景消费的恢复更为缓慢，是拖累经济恢复的主要因素， 特别是受疫情影响较大的餐饮消费 2022 年 1-11 月累计同比增长-5.4%，不及 2021 年-0.5%的增速，与 2019 年的 9.4%差距更大。伴随 2022 年 3 月以来国内疫情不断反弹，对消费造成连续多月的明显冲击，国内消费单月同比除 8 月增长 5.4%后，其他月份均低于 3.1%，2022 年 11 月，国内消费总体增速降至-5.9%，预计四季度总体回落幅度仅次于二季度。结构上，二季度以来，餐饮消费受疫情影响波动较大拖累明显，三季度商品零售增长阶段回升后 10 月再度回落，疫情影响范围趋广（见图 2.3）。11 月以来，防控优化措施不断调整推进也促使居民面临新压力，短期居民出行在各地第一波感染结束前将持续受抑制，消费场景依然受限，2022 年内消费总体增速会进一步降至-0.7%。

在 2022 年末的感染峰值过后，春节假期人员流动将是另一大考验，之后国内疫情

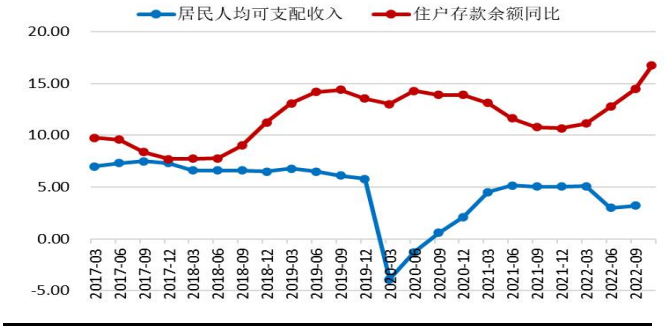
会逐渐稳定，前期受疫情影响较大的餐饮服务消费将有较大的修复空间。与此同时，预计 3 月开始出行类等可选品消费将出现改善，下半年房地产相关消费的拖累减弱，均对消费的压力有望缓解，国内消费增长将重新开启修复。从居民实际可支配收入增长看，2022 年居民实际可支配收入增长恢复放缓，截至 2022 年三季度，居民人均可支配收入实际累计同比增长 3.2%，不及 2021 两年复合增长 5.1%；2022 年的居民存款同比增速逐季抬升，三季度已至 14.5%，11 月末进一步增长至 16.7%（见图 2.4）。同时考虑收入增长的制约及居民受疫情压制的消费潜力，预计 2023 年消费总体修复力度会高于 2021 年，乐观估计全年增长 7%左右，若春节出行带来第二次感染则消费修复开启时间及弹性空间也将有影响，则中性调低看至 5%。

图 2.3：社会消费品零售总额当月同比增长率（%）



资料来源：iFind，2021 年数据为两年复合增长率

图 2.4：居民人均可支配收入及住户存款同比增长（%）



资料来源：iFind，2021 年收入数据为两年复合增长率

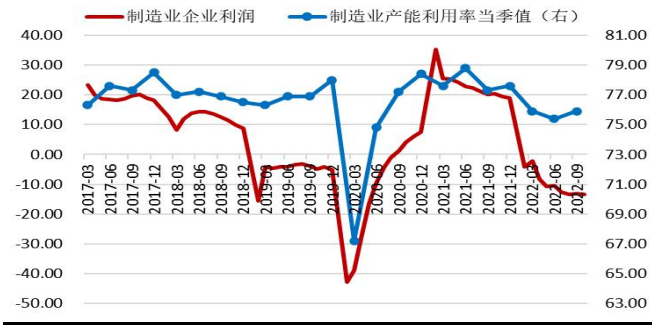
2.3 投资结构延续分化 地产弱修复仍难正

2022 年，国内固定资产投呈现“强基建、弱地产、稳制造业”的格局，预计 2023 年，在中央经济工作会议对经济“稳中求进”的定调下，内需恢复以拉动消费为主，投资对经济的作用关键还在维稳，在此背景下，国内三大投资的分化走势还将延续；其中，制造业和基建投资预计仍将保持较高增速来支撑，房地产投资降幅收窄，固定资产投资总增速全年小幅缓降在 4.5%以上。

2022 年，制造业投资保持高增稳中略降，增速中枢保持在 10%。至 2022 年 11 月，国内制造业投资累计同比增长 9.3%，较 2021 年两年复合增速 5.4%和疫前 2015-2019 年平均增长 5.9%均有大幅提升，技改政策支撑作用明显。对比 2017 年以来制造业总体运行情况来看，2022 年制造业利润增长及产能利用率水平均低于疫情前的平均增长（见图 2.5）。这表明除外需回落因素外，制造业企业利润偏低及新增产能扩张不足

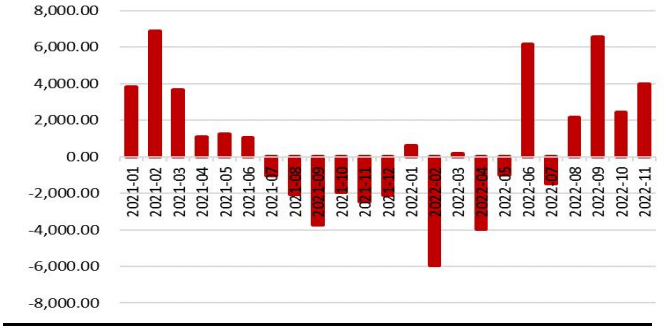
亦是制造业投资稳中有降的主要内因。预计在产能及利润的制约下，2023 年制造业投资进一步上涨压力加大，但数字经济等内生政策支撑新一轮产能周期的构建，有望成为支持国内经济周期触底回升的核心驱动。鉴于 2022 年下半年企业中长期贷款走强（见图 2.6），预计将影响 2023 年上半年制造业投资增长，而随着外需回落放缓及中下游利润改善对下半年制造业投资形成支撑，2023 年制造业投资将继续呈现稳中略降的走势，全年中枢在 8.5%，年中会是相对低点。

图 2.5：制造业企业利润同比增长率及产能利用率（%）



资料来源：iFind，2021 年利润数据为两年复合增长率

图 2.6：新增非金融公司中长贷同比增加值（亿元）



资料来源：iFind，一德宏观战略部

受年内财政前置的影响，2022 年专项债发行进度明显加快，基建投资作为稳增长逆周期调节的重要手段，2022 年对经济的支撑作用显著，在专项债及政策性开发性金融工具接续发力下，延续回升态势。至 2022 年 11 月，基建（不含电力）投资累计同比增长 8.9%，较 2021 年两年复合增速 0.7%和疫前 2019 年增长水平 3.8%也有大幅提升，逆周期属性凸显。2022 年专项债新增额度为 3.65 万亿元，上半年就发行完毕，叠加 10 月新增专项债限额 5000 亿元，以及 2021 年结转 2022 年使用的近 1 万亿元，全年专项债实际使用资金约为 5 万亿元（见图 2.7）。在今年稳经济大盘四季度工作推进会议上，国务院已经要求依法依规提前下达明年专项债部分限额，而财政部也将

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_50767