



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

金融專報

2023 年第 8 期 总第 195 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2023 年 2 月 22 日

东升西降——2023 年中国宏观经济形势与 政策展望

张明 陈骁

- 中国经济在 2022 年经历了乌克兰危机、通胀飙升、联储加息等复杂多变的外部局势，又面临着疫情反复、地产暴雷、经济下行等内部风险，在艰难的内外部环境保持了经济社会大局的稳定。当前我国经济恢复的基础尚不牢固，仍然面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，外部环境亦是动荡不安。
- 随着各项政策效果的持续显现，明年经济运行有望总体回升。一是防疫政策优化后各地陆续度过疫情高峰，将逐步推动经济彻底走出疫情的阴霾，带来总需求的改善与生产

能力的修复。二是扩大内需政策协同发力，将在一定程度上对冲明年外需走弱对出口的冲击。三是 2022 年疫情对经济的冲击为明年经济复苏奠定了低基数。中国经济在 2023 年将会再次成为全球经济增长最重要的火车头，今年全球经济将迎来“东升西降”的格局。

一、2023 年中国经济面临的外部环境

2023 年，全球经济局势有望发生三方面的主要变化。第一，随着主要国家对疫情防控的措施开始弱化，新冠疫情对于全球经济增长和供应链稳定的冲击正在逐渐消退。第二，美国的通货膨胀率已经触顶，但是仍将在高位盘整较长时间，本轮美联储加息周期可能在 2023 年上半年结束。第三，大宗商品价格可能在较高位置盘整，一方面是乌克兰危机的持续将对其形成支撑，而另一方面全球经济增速在 2023 年下降的前景则会压制商品价格的上涨。因此，我们认为全球经济已经开始进入新一轮的滞胀，明年部分经济体（例如欧元区）可能陷入衰退。此外，未来两三年内，地缘政治冲突可能是全球面临的重要威胁。

在这样的国际背景下，2023 年中国经济面临的外部环境可能出现一些变化。一是外需将会明显减弱。随着明年主要发达经济体增速的回落，以及欧盟部分经济体可能步入衰退，外需将较 2022 年有明显减弱，这会导致中国出口增速

恢复常态。而自疫情爆发之后的近三年时间以来，出口的强劲增长一直是拉动中国经济增长最重要的引擎之一。二是资本外流可能显著放缓。美联储在 2022 年陡峭地加息缩表，导致中国出现了明显的短期资本外流；而 2023 年，随着美联储加息步伐的放缓至结束，美元指数也将逐步回落，人民币兑美元汇率的贬值预期逐渐减弱，甚至可能在下半年出现一波反弹，中国的短期资本外流也可能明显放缓。三是中美关系有望边际回暖。在 G20 印尼峰会之后，中美关系短期内有望边际回暖，民间交流则有望更快恢复。

从中期来看，中国经济仍面临三个方面的外部挑战。第一，2016 年以来全球化开始退潮，降低了资源在全球范围内优化配置的能力，这也是导致本轮全球通胀飙升的根本原因。全球化退潮将会削弱外循环对中国经济增长的带动作用。第二，随着近年来全球产业链及其他各领域的区域化、集团化现象不断加强，未来几年间东盟地区会成为大国经济外交博弈的焦点，东盟的战略地位也将受到中美欧日等主要经济体的高度关注。第三，美国本届中期选举后共和党拿下了众议院，这意味着民主党能够在国内推动重大议题的概率在下降；一旦国内议题的推进受到阻碍，民主党政府可能将更加重视外部政策。因此，未来两年内中美关系也许面临一些新变数或新挑战。

二、中国经济增长的现状及 2023 年展望

当前，中国经济仍然面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，尤其近期高频宏观数据的表现令人忧虑。

2022 年 11 月经济数据受全国疫情的扩散而进一步减速，四季度的经济增速可能低于市场预期。其一，11 月制造业与非制造业 PMI 均连续两个月处于 50 的荣枯线下，显示经济景气环比持续呈现收缩的态势。其二，11 月金融数据也不容乐观，M1 增速进一步回落而 M2 增速有所回升，反映货币活性化程度进一步降低；而社融与信贷余额增速双双回落，表明社会整体融资意愿依旧低迷。其三，通胀水平表现低迷，11 月 CPI 同比进一步回落至 1.6%，PPI 同比则已连续两个月处于负区间，印证了经济总需求弱势的现状。其四，社会消费品零售总额同比增速在 10 月由正转负的基础上，11 月跌幅进一步扩大，这是疫情爆发之后消费增速第三次跌至负区间；制造业与房地产投资累计同比增速双双下滑，仅基建投资增速小幅抬升；出口与进口增速也在 10 月双双跌至负增长后，11 月继续大幅下降；总体看，三大需求均有不同程度的恶化。考虑到 12 月防疫政策优化之后，疫情将继续在全国呈现扩散状态，未来一个季度中国经济的表现可能仍然偏弱。

展望 2023 年，中国经济有望从底部逐渐复苏，但复苏的过程仍面临一系列挑战，有待于政策应对。

其一，居民消费将逐渐改善。当前消费增速放缓与新冠

疫情的反复和持续关系密切，疫情对经济的冲击一方面导致居民收入增速明显放缓，另一方面促使消费者信心的大幅下滑，两者都压制了居民消费意愿，造成居民部门集体推迟耐用品消费。此外，前期防疫政策对线下消费场景的限制，也是影响居民消费增长的重要因素。随着防疫政策的优化，消费环境受到的政策限制将逐步改善；而经济活动的恢复也将逐步推动居民收入的回升与消费信心的回暖，预计居民消费在 2023 年将呈现逐渐恢复的态势。

其二，制造业投资缓慢爬升。当前大宗商品价格仍处于高位，原材料成本居高不下；而 PPI 同比增速则已由正转负，工业品出厂价格趋于下降；这意味着上中游工业企业利润空间将受到挤压。此外，支撑制造业下游最主要的外部需求也将在 2023 年趋于弱势，出口增速的下行将在一定程度上拖累制造业投资的增长。因此，预计 2023 年制造业投资将会缓慢爬升，呈现前低后高格局。

其三，房地产投资难以显著反弹。2022 年 11 月以来，中央和地方纷纷出台了地产保交楼纾困政策，同时，监管陆续出台了包括信贷支持、债券融资、股权融资在内的地产“三支箭”政策组合以支持地产民企融资。但是，由于开发商和购房者预期已经发生趋势性改变，本轮政策放松可能很难取得立竿见影的效果。从房企拿地、新开工等数据推测，2023 年房地产开发投资仍将录得负增长。尽管缓慢，但本轮政策

放松将推动房地产行业从当前的困境中逐步边际改善；而若无政策放松，房地产领域的系统性风险可能进一步累积。

其四，金融风险仍在酝酿。随着中国经济增速持续低于潜在增速，各类金融风险仍在继续酝酿，2023 年仍需警惕金融风险的显性化。例如，房地产行业持续低迷及房企信用违约事件频发，可能蔓延至金融领域的风险；又如，近年来地方政府在收入受疫情影响而锐减的同时，财政支出居高不下，导致财政收支失衡、政府债务压力增大的风险；此外，还有经济下行压力增大之下信用债的违约风险，以及由此带来的中小金融机构流动性风险等等。

其五，经济增长效率下降。从更长期的视角来看，中国经济增长效率的下降可能更令人担忧，这包括全要素生产率的下滑、劳动生产率的下滑、增量资本产出比的下滑等。而导致增长效率下滑的一个重要原因，是各类民营企业目前举步维艰。当前，中央已明确提出要坚持“两个毫不动摇”，为民营企业发展营造良好的法治环境和营商环境；而如何从政策上切实推动民营经济和民营企业发展壮大，是提升我国中长期经济增长效率需要解决的重要问题。

总体来看，2023 年中国经济增速将会呈现前低后高、逐渐爬升态势。在 2023 年上半年，受到疫情防控政策优化面临一段时间的过渡期，以及宏观放松政策需要一段时间方能生效的影响，经济复苏将较为缓慢。而到 2023 年下半年，

中国经济的上升态势将会变得更加明显。

三、2023 年的宏观政策展望与建议

从中国面临的外部环境与宏观经济形势来看，当前中国经济的最主要矛盾依然是总需求不足，表现为实际经济增速显著低于潜在经济增速。因此，当前政策最关键的着力点就是如何让中国经济增速尽快回归到潜在经济增长水平。我们的总体看法是，财政政策与货币政策都需要继续放松，但货币政策进一步放松的效果相对有限，财政政策应当对经济增长发挥更大的推动作用，且除了总量放松之外，更重要的是想方设法提高财政政策的执行效率，这与中央经济工作会议对积极财政政策“加力提效”的要求相一致。

具体来看，2023 年的财政政策在总量上应进一步放松，具体可以有如下几个方面举措。一是提升中央财政赤字率，2023 年财政赤字占 GDP 的比重应重返 3% 以上，甚至更高。二是增加地方专项债发行规模，考虑到专项债已经成为地方政府推动基金投资的最重要融资来源之一，专项债增量发行规模应当进一步提升至 4 万亿元以上。三是提升国债发行额度，相对于地方债而言，国债是成本更低、更可持续的融资方式，政府可考虑通过扩大国债发行缓解财政压力，此外，不排除政府再度发行特别国债的可能性。四是延续政策性开发性金融工具。2022 年下半年，人民银行支持国家开发银行、农业发展银行设立了政策性开发性金融工具，主要用于补充

投资地方重大项目的资本金，从而帮助地方政府更好地撬动金融杠杆，政策性开发性金融工具在明年应当进一步延续。

与此同时，未来政府还应从六个方面致力于提升财政政策的有效性。第一，改善基础设施投资融资结构。我国基建投资长期以来主要通过地方融资平台以市场化方式融资，成本通常在10%以上，这必然难以持续；由于基础设施的公益性，应当动用一般公共预算中的税收或通过发行国债来为大型基础设施投资提供融资，这是公共财政的应有之意。第二，提高地方专项债的使用效率。当前地方专项债在申请、报批、审核、资金使用等方面均存在严格规定，一定程度影响了对基建项目融资的支持力度；中央应当在专项债使用方面给予地方政府更大的自主权，诸如专项债仅可展期一次、不许提前偿还、第一年就必须付利息、必须用项目产生的现金流偿付本息、专项资金不能跨年度使用、专项债资金下达后必须在当年完成相应工程量等规定，应予以放宽或废除。第三，对地方平台债务管理使用逆周期审慎监管模式。在经济下行压力较大的情况下，应该适当放松对平台公司隐性债务的管理；待经济恢复之后，可以重新加强监管。第四，加强财政与货币政策的配合。在当前形势下，财政政策应主要发力，货币政策应该把国内利率保持在较低水平，把国内流动性保持在较充裕水平，帮助财政政策以较低的成本融通资金。第五，延续政策性开发性金融工具。如前文所述，政策性开发

性金融工具是政府主导的股权投资基金，可用于地方政府基建项目的资本金。延续这项工具的使用并扩大投放资金的规模，能够对基础设施建设投资规模发挥重要的支持作用。第六，解决财政政策困局最本质的办法，还是要通过各种举措来恢复经济增长，塑造政府收入稳定增长的基础。因此，要解决当前中国经济增长面临的各种挑战，最重要的还是应当尽快让中国经济的实际经济增速回归到 5~6% 左右的潜在增速附近。

货币政策仍有继续放松的空间和必要性。自 2022 年二季度以来，央行实施了多次降准与降息，货币政策一直呈现较为宽松的状态。但是，从金融指标来看，当前的市场流动性充裕、信贷资金的供给充足，真正稀缺的是信贷需求，这表现为企业与居民部门信贷增量的低迷：企业新增投资扩大生产的意愿薄弱，居民不再贷款买房，甚至出现大量购房者提前还贷的现象。企业和居民激进地去杠杆，将对经济增长与金融稳定造成威胁。因此，2023 年货币政策仍有必要继续维持宽松，且降息的操作优于降准，以降低企业和居民的贷款成本，助力激发其信贷需求。值得一提的是，结构性货币政策与窗口指导，依然能够发挥不可替代的作用。此外，人民币汇率的变化也有助于打开货币政策宽松的空间。随着美元指数在 2023 年上半年触顶、下半年开始回落，人民币兑美元汇率有望在明年下半年明显反弹；一旦人民币汇率进入

新的升值周期，中国央行就可以更加自如地根据国内形势需要来灵活调整货币政策。

综上所述，随着疫情防控政策的优化、进一步稳增长政策的出台，我们认为，中国 GDP 增速将由 2022 年的 3% 上下提升至 2023 年的 5% 以上，甚至不排除超过 5.5% 的可能性。考虑到全球经济增速将由 2022 年的 3.2% 下降至 2023 年的 2.7%（根据 IMF2022 年 10 月的预测），中国经济在 2023 年将会再次成为全球经济增长最重要的火车头，而 2023 年全球经济将迎来“东升西降”的格局。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）