



报告日期：2022年12月15日

“稳增长”重回目标体系第一位，2023年财政政策力度大概率大于2022年

——12.6政治局会议解读

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

- 12月6日中共中央政治局召开会议，分析研究2023年经济工作。我们解读如下：
- 一、美联储加息、新冠肺炎疫情以及房地产投资承压，是当前市场信心低迷的主因；
- 二、“稳增长”重回目标体系第一位，2023年GDP增速预期目标不低于5.0%；
- 三、出口承压背景下，基建投资很可能还是2023年宏观经济的主要拉动力；
- 四、2023年财政政策的力度大概率大于2022年，央行大概率还将降准一次；
- 五、科学精准防控中长期利多经济，但未来三个月制造业PMI大概率位于荣枯线之下。

风险因素

- 1.全球宏观经济衰退程度超预期；
- 2.我国房地产市场调控力度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20221215）“高质量发展”引领“质的有效提升”和“量的合理增长”
- 2.英大宏观评论（20221010）大型企业继续发挥“顶梁柱”作用，稳投资将是“扩内需”的主力军
- 3.英大宏观评论（20220919）央行大概率重启逆周期因子，人民币汇率反转时点有可能在2023年春季
- 4.英大宏观评论（20220907）工业企业处于主动去库存阶段，短期之内制造业PMI跃至荣枯线之上概率较低
- 5.英大宏观评论（20220830）美联储“合意”加息路径可能面临“三重冲击”，降息时点大概率落在2023年下半年
- 56 英大宏观评论（20220822）不排除2022年下半年降准的可能，2023年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件
- 7.英大宏观评论（20220812）8-12月制造业PMI或面临一定压力，“稳就业”背景下“扩内需”力度还将维持在较高水平
- 8.英大宏观评论（20220801）7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
- 9.英大宏观评论（20220721）7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低
- 10.英大宏观评论（20220715）7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
- 11.英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下

年度展望报告

- 1.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

目录

一、美联储加息、新冠肺炎疫情以及房地产投资承压，是当前市场信心低迷的主因	3
二、“稳增长”重回目标体系第一位，2023 年 GDP 增速预期目标不低于 5.0%	4
三、出口承压背景下，基建投资很可能还是 2023 年宏观经济的主要拉动力	6
四、2023 年财政政策的力度大概率大于 2022 年，央行大概率还将降准一次	8
五、科学精准防控中长期利多经济，但未来三个月制造业 PMI 大概率位于荣枯线之下	10

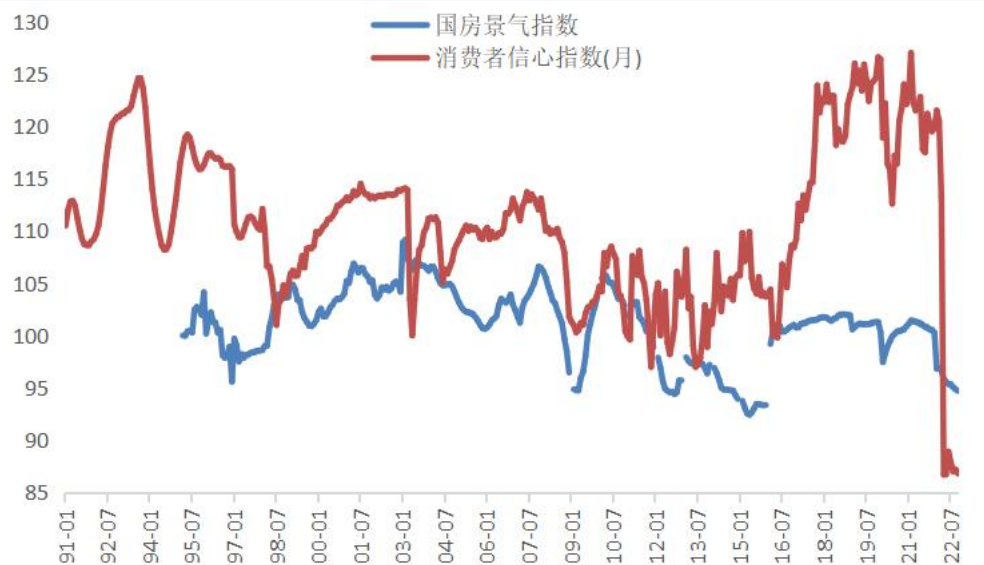
事件：12月6日中共中央政治局召开会议，分析研究2023年经济工作。

点评：

一、美联储加息、新冠肺炎疫情以及房地产投资承压，是当前市场信心低迷的主因

12.6政治局会议指出，“（要）大力提振市场信心”，表明当前市场信心较为低落。如何衡量市场信心的高低？我们认为可以通过以下几个指标来衡量。首要指标是制造业PMI，该指标由一线采购经理在判断本月初经济形势是否较上月改善的基础上得出，具有较强的主观色彩，是宏观经济的领先指标。11月制造业PMI录得48.0，较前值大幅下行1.20个百分点，创2022年5月以来新低，剔除掉2022年4月的47.4，则创2020年3月以来新低。从民间投资角度看，10月民间固定资产投资完成额累计同比为1.60%，较前值下行0.40个百分点，创2021年2月以来新低，表明民间投资信心持续承压。与之相印证的是，10月民间固定资产投资完成额累计比重为54.81%，较前值下行0.25个百分点，创2011年3月以来新低。从房地产角度看，10月国房景气指数为94.70，较前值下行0.16个点，创2016年月以来新低，表明房地产市场信心下滑较为严重。从消费的角度看，11月消费者信心指数录得86.80，较前值下行0.40个百分点。该指标从2022年3月的113.20快速下跌至4月的86.70，此后持续超低位徘徊，表明当前消费者信心十分低迷，这也与10月社会消费品零售总额当月同比录得-0.50%相呼应。

图1：国房景气指数与消费者信心指数均处于历史低位区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从以上四个维度看，当前市场信心居于历史相对低位。如何提振市场信心？解答这个问题，需要回答是什么因素导致市场信心低迷？我们认为原因主要有三点。第一，美联储屡屡超预期加息，使得联邦基金目标利率在11月3日攀至4.0%，创2008年1月以来新高。高企的联邦基金目标利率严重削弱全球总需求，导致我国出口增速进入负增长区间，并打



击民间资本以及制造业投资的信心。**第二**，在长达3年的时间里，包括中国在内的全球新冠肺炎疫情并未得到有效遏制，且从多维度对我国宏观经济形成冲击，是2020年年初以来我国经济与社会生活的主要矛盾。**第三**，2021年下半年以来，房地产投资增速持续下行。2022年4月以来，房地产投资增速进入负值区间并持续下探。众所周知，房地产因其产业链长，覆盖行业多，对宏观经济有很强的拉动作用，被称为“经济周期之母”。房地产投资增速持续在负值区间下探，加大市场对宏观经济的悲观预期。

在以上三个原因中，美联储加息属于外部因素，我们只能预测其加息或降息路径，但是无法对其加息或降息路径施加影响。值得指出的是，随着美国CPI当月同比持续下探，11月录得7.10%，较前值大幅下行0.60个百分点，连续5个月累计下行2.0个百分点，我们认为在最近这次议息会议上，美联储加息75个基点概率较低，大概率加息50个基点。新冠肺炎疫情具有内外叠加的特征，既是中国问题，也是全球问题。近期我国进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作，就是提振市场信心的手段之一。值得指出的是，新冠肺炎疫情防控具有较强的复杂性以及较大的艰巨性。房地产调控属于我国内部问题。近期房地产行业迎来政策面的重磅利好，如“三箭齐发”通过信贷支持、融资融券和股权融资三个渠道纾困房地产产业链。在出口承压的背景下，预计中短期之内房地产市场还有重磅调控政策出台。

二、“稳增长”重回目标体系第一位，2023年GDP增速预期目标不低于5.0%

12.6政治局会议提出“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，而7.28政治局会议的相应提法则是“着力稳就业稳物价”。二者的差异有三点：**一是**12.6政治局会议用“突出做好”代替7.28政治局会议的“着力”，在力度上有加大的意味；**二是**12.6政治局会议“稳就业”与“稳物价”之间增加顿号，有“停顿”，着重强调的意思；**三是**12.6政治局会议在“稳就业、稳物价”前面增加“稳增长”的表述，这就意味着“稳增长”重回目标体系，且位居第一位。

除此之外，12.6政治局会议对“稳增长”重视度较7.28政治局会议提升，还体现在以下四个方面。**第一**，12.6政治局会议指出“明年要坚持稳字当头、稳中求进”。**第二**，12.6政治局会议指出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”。**第三**，12.6政治局会议指出“有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转”。**第四**，12.6政治局会议指出“实现质的有效提升和量的合理增长”。

针对“稳增长”重回目标体系第一位，我们认为原因主要有两点。**第一**，贯彻落实二十大报告精神，毕竟“发展是党执政兴国的第一要务”，“没有坚实的物质技术基础，就不可能全面建成社会主义现代化强国”。**第二**，2023年上半年我国宏观经济相对确定的事件是，出口增速持续负增长，制造业投资增速承压下行，预示宏观经济的实际走势可能不大乐观。

岁末年初，资本市场关心的一个焦点是，3月两会即将公布的2023年GDP增速预期目标是多少？回答这一问题，离不开对2022年GDP增速的预测，而在1-3季度GDP增速均已公布的背景下，预测2022年GDP增速本质上是预测4季度GDP增速。我们认为，4季度GDP增速大概率不乐观，以下逐月进行分析。**第一，从10月看**，除了基建投资增速之外，1-10月主要宏观经济数据均较1-9月下行：1-10月出口金额累计同比、固定资产投资完成额累计同比、社会消费品零售额累计同比分别较1-9月下行1.40、0.10、0.10个百分点。**第二，从11月看**，11月制造业PMI录得48.0，较10月大幅下行1.20个百分点，创2022年5月以来新低，预计11月主要宏观经济数据的表现大概率不乐观。支撑这一判断的数据是，11月出口金额累计同比录得9.10%，较前值大幅下行2.0个百分点，自2021年1月以来首次录得个位数增长。**第三，从12月看**，在科学精准做好防控工作的背景下，作为自身健康的第一责任人，居民大幅减少乃至杜绝外出，一是因为“阳性”居家治疗，二是因为担心感染新冠肺炎。众所周知，人是经济活动的主体，居民大幅减少乃至杜绝外出在根本上12月宏观经济形成利空。

在1-3季度GDP当季同比分别为4.80%、0.40%、3.90%的背景下，基于以上分析，预计4季度GDP当季同比破“4”概率较低，从目前情况看，低于3季度的3.90%是大概率事件。这就意味着在1-3季度GDP累计同比为3.0%的背景下，1-4季度，也就是全年GDP增速高于3.50%的概率较低。这一判断对2023年GDP增速的影响是，低基数推升2023年GDP增速。

图 2：2012 年以来 GDP 增速目标区间总体是向下调整，步长为 50 个基点（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在此基础上，我们认为2023年GDP增速预期目标存在两种可能：一是与2022年相同，为“5.50%左右”；二是小幅下调0.50个百分点至“5.0%-5.50%之间”。我们做出这一判断的依据是，2012年以来GDP增速目标区间总体是向下调整，步长为50个基点。具体到某个年份，或持平于前值，或下调0.50个百分点。如果这一规律继续成立，则在2022年GDP

增速目标为“5.50%左右”的背景下，我们认为2023年政府工作报告中确定的GDP增速目标区间大概率持平于“5.50%左右”，或小幅下调0.50个百分点至“5.0%-5.50%之间”，而“5.0%左右”的情形不大可能出现。换句话说，2023年GDP增速预期目标将高于5.0%。问题的关键是，哪一种情形出现的可能性更高？回答这一问题，本质上是研判2023年宏观经济走势。如果2023年宏观经济实际走势乐观，则取相对高值，即“5.50%左右”。如果2023年宏观经济实际走势相对悲观，则取相对低值，即“5.0%至5.50%之间”。

三、出口承压背景下，基建投资很可能还是2023年宏观经济的主要拉动力

12.6 政治局会议指出“加快构建新发展格局”，同时指出，“要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用”。这两句话之间存在很强的宏观逻辑。

图3：只要美联储不降息，则我国出口增速大概率将持续承压（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

首先看“加快构建新发展格局”。2020年4月10日，习近平在中央财经委员会第七次会议上发表重要讲话，首次提到“新发展格局”这一重要概念。其背景是，在疫情冲击下全球产业链供应链发生局部断裂，直接影响到我国国内经济循环。2022年10月17日，二十大报告再提“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。从中央财经委员会第七次会议首次提出“新发展格局”，到二十大报告再次提出“新发展格局”，在两年半的时间里，我国外贸局势发生了很大变化。2020年2月我国出口金额当月同比录得-40.61%，创1995年1月有数据记录以来新低，与此同时，我国出口金额累计同比录得-17.37%，创2016年3月以来新低。但是此后，美联储将联邦基金目标利率一降到底，带动海外主要经济体货币政策转向，拉升全球制造业PMI，进而拉升大宗商品价格，使得我国出口增速不断攀升至2021年2月，此后虽然一路下行，但是出口金额累计同比均录得不低于20.0%的2位数增长。进入2022年，随着以美联储为首的海外主要经济体央行持续不断加息，在海外需求收缩，以及大宗商品价格下行的双重利空下，10月我国出口金



额当月同比录得-0.30%，11月再度大幅下行至-8.70%，而从累计同比角度看，11月我国出口金额累计同比录得9.10%，较前值下行2.0个百分点，自2021年1月以来首次录得个位数增长。我们认为，只要美联储不降息，则我国出口金额当月同比与累计同比大概率将持续承压。

其次看“要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用”。在出口增速承压的背景下，“国内大循环”的重要性凸显，因此，二十大报告指出，“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强国内大循环内生动力和可靠性”，将“需求侧”与“供给侧”相提并论，且从表述看，“需求侧”优先于“供给侧”。在此背景下，12.6政治局会议指出“要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用”。目前问题的关键是，“消费的基础作用和投资的关键作用”能发挥到什么程度？

“消费的基础作用”方面，我们认为，2023年消费增速可能面临三重利空，大幅上行概率较低。**第一**，从CPI的角度看，2023年核心CPI、猪肉CPI以及交通工具用燃料CPI大概率难以大幅上行，至少在上半年维持低迷，这就意味着2023年CPI当月同比难以大幅上行，至少在上半年维持低迷，难以在价格角度推升消费增速。**第二**，虽然科学精准做好防控工作在中长期利多我国就业率，但是在出口增速持续承压的背景下，2023年城镇调查失业率可能还将位于较高位置，难以对消费增速形成利多。**第三**，在国际油价持续下探的背景下，叠加2022年同期基数位于高位，预计石油及其制品类零售额当月同比持续低迷，从结构角度对2023年消费增速形成压力。综上，2023年消费基础作用的发挥可能会受到制约。

“投资的关键作用”方面，我们认为，固定资产投资增速有可能上行，但是上行的幅度可能不会太大。**基建投资方面**，在12.6政治局会议指出“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，且“积极的财政政策要加力提效”的背景下，预计2023年我国财政赤字率大概率高于2022年的2.80%，很可能不低于3.0%。与我们这一判断相验证的一个信号是，12月9日，财政部公布的信息显示，为筹集财政资金，支持国民经济和社会事业发展，中国财政部决定发行2022年特别国债，面值为7000亿元。以上预示基建投资有可能还将继续是2023年宏观经济的主要拉动力。**制造业投资方面**，在2023年出口增速下行的背景下，预计制造业投资增速的中枢大概率低于2022年，也就是说，制造业投资至少在边际意义上是2023年固定资产投资以及我国宏观经济的拖累项。**房地产投资方面**，12.6政治局会议只字未提房地产，按照惯例，这对房地产投资而言是利多，此外，从10月开始，宏观政策加大对房地产市场的支持力度，但是应该注意到，“房住不炒”还是房地产调控的主基调，在此背景下，我们认为，2023年房地产投资增速未必会起来，但是可以肯定的一点是，关于房地产的重磅政策大概率时不时出台。



四、2023 年财政政策的力度大概率大于 2022 年，央行大概率还将降准一次

在总基调方面，12.6 政治局会议指出，“明年要坚持稳字当头、稳中求进”，与 2021 年 12 月政治局会议“明年经济工作要稳字当头、稳中求进”的提法相比，多了“坚持”二字，总体而言区别不大。

宏观政策方面，12.6 政治局会议指出，“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合，优化疫情防控措施，形成共促高质量发展的合力”。2021 年 12 月政治局会议的提法则是“宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”。二者均认为“（要）继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，区别体现在两点。**第一**，2021 年 12 月政治局会议提出“宏观政策要稳健有效”，而 12.6 政治局会议删除这一总括性表述。之所以如此，一个可能的原因是，“稳健有效”通常用于形容财政政策与货币政策，而 12.6 政治局会议的宏观政策范畴不局限于财政政策与货币政策，还包括其他政策。用“稳健有效”形容其他政策可能不大合适。**第二**，12.6 政治局会议提出“加强各类政策协调配合，优化疫情防控措施，形成共促高质量发展的合力”，而 2021 年 12 月政治局会议无类似表述。联系上下文，各类政策包括财政政策、货币政策、产业政策、科技政策、社会政策。这一点，**从二十大报告精神看**，体现了“必须坚持系统观念”这一立场观点方法，反映了“万事万物是相互联系、相互依存的”这一客观现象。**从公共政策制定的基本原理看**，体现了公共政策的系统性以及整体性特征。任何一项公共政策都是源自并作用于社会经济生活，都不是孤立的，片面的。

财政政策方面，12.6 政治局会议指出，“积极的财政政策要加力提效”。对比 2021 年 12 月政治局会议的提法则是“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”。二者的区别有以下两点。**第一**，与 2021 年 12 月政治局会议“提升效能”的提法相比，12.6 政治局会议“加力提效”涵盖面更广，在 2021 年 12 月政治局会议“提升效能”的基础上，加大财政政策的力度，这就意味着 2023 年财政政策的力度大概率大于 2022 年。据此，我们判断，作为财政政策“风向标”的财政赤字率，大概率在 2022 年 2.80%的基础上上调，区间大概率为 3.0%-3.60%。**第二**，12.6 政治局会议删除 2021 年 12 月政治局会议“更加注重精准、可持续”的提法。对此，我们的解读有两点：**一是**从删除“注重精准”这一表述看，2023 年财政政策的加力范围很大，是全面性的财政政策，而不是结构性、局部性的；**二是**从删除“可持续”这一表述看，2023 年财政政策的力度可能较大，2024 年有可能恢复常态，或者说，2024 年财政政策力度可能弱于 2023 年。做出这一判断的另外一个依据是，我们认为 2024 年宏观经济走势大概率好于 2023 年。

图 4：2023 年财政赤字率大概率在 2022 年 2.80% 的基础上上调（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

货币政策方面，12.6 政治局会议指出“稳健的货币政策要精准有力”。对比 2021 年 12 月政治局会议的提法则是“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”。我们认为 2023 年货币政策宽松力度可能弱于 2022 年。这一判断的依据有以下三点。**第一**，“精准”位于“有力”前面，表明结构性是 2023 年货币政策的主要特征。**第二**，对比 2021 年 12 月“灵活适度”的表述，12.6 政治局会议“精准有力”在宽松力度方面可能较弱。**第三**，与第二点相对应的是，12.6 政治局会议删除“保持流动性合理充裕”的表述，再次给人宽松力度减弱的感觉。值得指出的是，尽管如此，我们认为，2023 年上半年货币政策宽松力度大于下半年，预计 2023 年上半年央行大概率还将降准一次。这一判断的依据有以下三点：**第一**，2023 年上半年通胀下行压力要大于上行压力。在全球宏观经济下行的背景下，国际油价大概率继续下行，叠加考虑 2022 年同期基数大幅上行，预示 2023 年上半年 PPI 当月同比大概率持续位于负值区间，且大概率持续下探。受此影响，2023 年上半年核心 CPI 当月同比大概率还将位于低位，另外，交通工具用燃料 CPI 当月同比大概率承压下行，这就意味着 2023 年上半年 CPI 当月同比大概率位于低位。**第二**，2023 年上半年宏观经济大概率还将承压。2023 年上半年 PPI 当月同比深度负增长，意味着出口金额当月同比大概率录得负增长，制造业投资增速大概率持续下行。此外，出口增速负增长对就业率形成压力，叠加新冠肺炎疫情冲击，预计 2023 年上半年消费增速大幅上行概率较低。从历史经验看，央行大概率在出口增速进入负值区间的背景下降准。**第三**，在 4 月降准 25 个基点的背景下，11 月 22 日央行再次降准 25 个基点，原因之一是 2011 年以来我国法定存款准备金率持续下行，目前下行空间收窄。在此背景下，12 月央行再次降准 25 个基点，可以理解为为 2023 年上半年再次降准“节约子弹”。

其他三项政策分别为“产业政策要发展和安全并举”，“科技政策要聚焦自立自强”，“社会政策要兜牢民生底线”。总体而言具有较强的二十大报告色彩。**第一**，二十大报告



指出“必须坚持系统观念”，“只有用普遍联系的、全面系统的、发展变化的观点观察事物，才能把握事物发展规律”。这一系统观念体现在 12.6 政治局会议中，则是中央从财政政策、货币政策、产业政策、科技政策、社会政策，结合疫情防控措施，确保实现“稳字当头、稳中求进”。**第二**，“安全”是二十大报告的高频词，91 次提及，表明中央对安全问题高度重视。12.6 政治局会议 6 次提及“安全”，指出“产业政策要发展和安全并举”，“提升产业链供应链韧性和安全水平”，均是对二十大报告精神的贯彻落实。

五、科学精准防控中长期利多经济，但未来三个月制造业 PMI 大概率位于荣枯线之下

7.28 政治局会议对疫情防控高度重视，用整整一个自然段，多达 210 个字对疫情防控进行全方位进行部署，指出“坚持就是胜利”，“要坚持人民至上、生命至上”，“坚持动态清零”，“出现了疫情必须立即严格防控”，“决不能松懈厌战”，并提出“要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发”等举措。反观 12.6 政治局会议，仅两处提及“疫情”，分别为：**一是**“更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全”；**二是**“加强各类政策协调配合，优化疫情防控措施”。

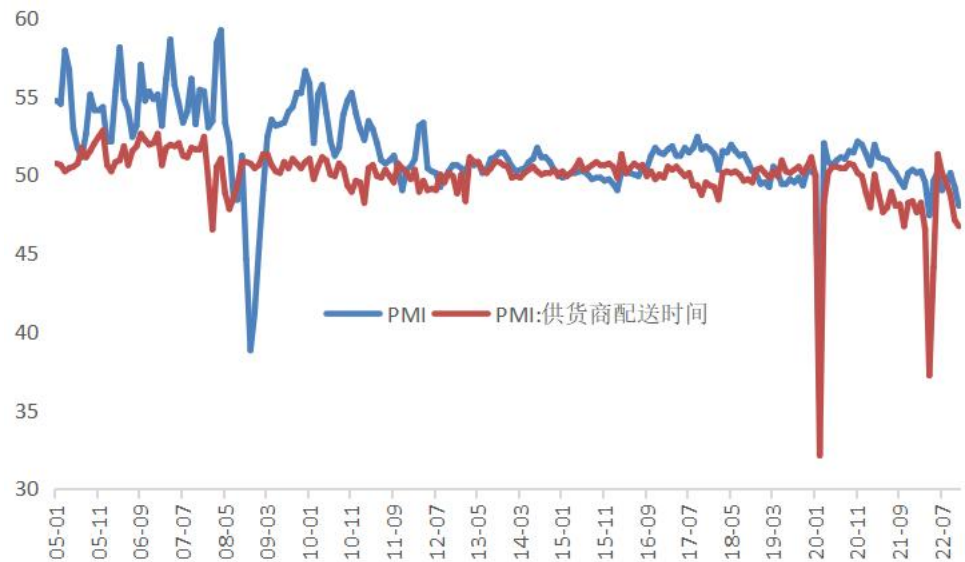
与 7.28 政治局会议相比，12.6 政治局会议对疫情防控的态度发生了重大转变，究其原因，主要有以下四点。**第一**，个别核酸检测机构的不当行为激起社会公愤。**第二**，由于疫情封控的缘故，社会部分群体无法正常工作，影响正常生活运转，如无法偿还房贷，要求解封的意愿十分强烈。**第三**，中央与地方政府财政压力加大，体现为公共财政收入累计同比自 2022 年 4 月起持续负增长，11 月公共财政支出累计同比高出公共财政收入累计同比 10.50 个百分点。**第四**，在全球宏观经济承压的背景下，中短期之内我国出口增速大概率下行，如不科学精准做好防控工作以提振消费，我国宏观经济将面临较大压力。

科学精准防控措施的推出，在短期内对我国宏观经济以及社会生活形成一定利空。**第一**，在“每个人都是自己健康的第一责任人”的背景下，面对新冠阳性的潜在威胁，作为“第一责任人”的自然人出于谨慎与预防动机，必定强化对自身行为的约束，减少集聚性消费。因此，短期之内市场所期待的消费报复性反弹的现象不会出现。**第二**，根据医学专家的观点，在高峰期社会面“阳性”覆盖率将高达 80%-90%，且发病时长长达一周，这就意味着全社会 80%-90%的人有一周的时间无法正常生活，此外，并不是得了阳性之后就对新冠肺炎有永久免疫力，“复阳”的可能性还是存在的。这就意味着平均而言，全社会将有两周的时间陷入“停摆”状态。**第三**，根据公开信息，2021 年中国 65 岁及以上老年人口 2 亿人，占总人口比重达 14.2%。按照联合国标准，我国已经正式进入“老龄社会”。随着人口老龄化程度的加深，患有基础病的老年人比率在上升。在高龄老人较难度过疫情关的背景下，家庭成员必须将精力分配至老年人的护理上，这在很大程度上损害社会资源配置效率。**第四**，7.28 政治局会议指出“要做好病毒变异跟踪”。奥密克戎病毒虽然传染性强，但是致死率低，这是目前我国科学精准防控措施推出的医学依据。但是事实证明，新冠肺炎可能发生变异。在变异的情况下，传染性与致死率是否有一定的变化，该变化是否有确

定的趋势，比如传染性减弱，致死率降低，值得我们从风险管控的角度进行跟踪。

根据医学专家的观点，由于春节的缘故，预计新冠肺炎疫情的高峰将出现在1-2月。受此影响，消费、房地产投资大概率面临一定程度冲击，此外，随着出口增速的下行，制造业投资增速大概率也将下行。因此，1-2月主要宏观经济数据大概率不乐观。如果后期疫情出现好转，叠加3季度美联储降息，则1季度大概率是2023年宏观经济的低点。基于以上分析，我们认为2022年12月至2023年2月，我国PMI大概率持续位于荣枯线之下。值得指出的是，目前受防疫举措变化影响，快递公司配送时间出现延长现象，这意味着12月制造业PMI中供货商配送指数大概率较11月下行。考虑到制造业PMI各个分项之间宏观逻辑的高度一致性，如制造业PMI与供货商配送指数的相关系数为0.49，叠加考虑进入12月以来新冠肺炎疫情对需求以及生产的冲击，我们推断，12月制造业PMI大概率在11月48.0的基础上继续下行。

图5：制造业PMI各个分项的走势具有较高的一致性（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
