



报告日期：2022年12月20日

基建投资大概率是 2023 年扩内需的主力，1-4 季度 GDP 当季同比大概率总体上行

——2022 年中央经济工作会议解读

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

风险因素

- 1.我国房地产市场调控力度超预期；
- 2.全球国际政治、军事、外交局势变动超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20221220）“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
- 2.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”
- 3.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
- 4.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
- 5.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
- 6.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
- 7.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
- 8.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
- 9.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
- 10.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
- 11.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

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）

报告概要：

- 12月15日至16日，中央经济工作会议在北京举行。我们解读如下：
 - 一、当前“三重压力”大于2021年同期，2023年年底“三提”“三重压力”概率较低；
 - 二、2023年1-4季度GDP不变价当季同比大概率总体上行；
 - 三、2023年上半年城镇调查失业率高于下半年，CPI呈“宽底U”型而PPI呈“V”型；
 - 四、“加大宏观政策调控力度”背景下，2023年财政政策力度强于2022年；
 - 五、明年经济发展面临的“增量”困难是出口增速与制造业投资增速下行；
 - 六、在出口增速承压的背景下，扩内需的重要性与必要性大为提升；
 - 七、基建投资大概率是2023年扩内需的主力，消费的基础作用可能会受到制约；
 - 八、2024年A股可能表现较优，2023年下半年A股中枢可能高于上半年。



目录

一、当前“三重压力”大于 2021 年同期，2023 年年底“三提”“三重压力”概率较低	3
二、2023 年 1-4 季度 GDP 不变价当季同比大概率总体上行	5
三、2023 年上半年城镇调查失业率高于下半年，CPI 呈“宽底 U”型而 PPI 呈“V”型	7
四、“加大宏观政策调控力度”背景下，2023 年财政政策力度强于 2022 年	9
五、明年经济发展面临的“增量”困难是出口增速与制造业投资增速下行	11
六、在出口增速承压的背景下，扩内需的重要性与必要性大为提升	11
七、基建投资大概率是 2023 年扩内需的主力，消费的基础作用可能会受到制约	12
八、2024 年 A 股可能表现较优，2023 年下半年 A 股中枢可能高于上半年	13

事件：12月15日至16日，中央经济工作会议在北京举行。

解读：

一、当前“三重压力”大于2021年同期，2023年年底“三提”“三重压力”概率较低

2022年中央经济工作会议（以下简称“会议”）指出，“当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深”。这一表述分为国内与国外两个部分。**针对国内部分**，即“当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大”，与2021年中央经济工作会议“必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”的提法相比，增加了“当前我国经济恢复的基础尚不牢固”的表述。仅就这一点看，会议对2023年宏观经济的看法较2022年悲观。值得指出的是，2021年中央经济工作会议首提“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，时隔1年会议再提“三重压力”。我们对比2021年10月与2022年11月的主要经济数据，观察这一年多来我国需求、供给以及预期发生怎样的变化。**首先看需求端**，2022年11月出口金额累计同比、固定资产投资完成额累计同比、社会消费品零售总额累计同比分别录得9.10%、5.30%、-0.10%，分别较2021年10月下行22.83、0.80、15.0个百分点。**其次看供给端**，2022年11月工业增加值累计同比、服务业生产指数累计同比分别录得3.80%、-0.10%，分别较2021年10月下行7.10、15.20个百分点。**最后看预期端**，2022年11月制造业PMI、非制造业PMI、综合PMI分别录得48.0%、46.70%、47.10%，分别较2021年10月下行1.20、5.70、3.70个百分点。综上，不论是需求端、供给端，还是预期端，2022年11月均较2021年10月下行，换句话说，2022年11月面临的“三重压力”要大于2021年10月。

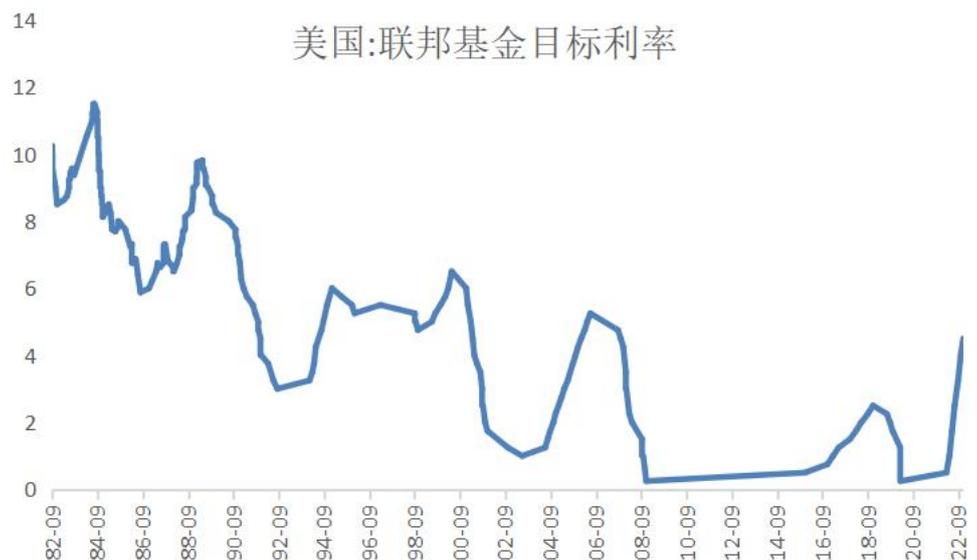
图1：2022年11月面临的“三重压力”要大于2021年10月（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

导致以上现象的原因有以下四点。**第一**，2020年3月，美联储将联邦基金目标利率“一降到底”，流动性充裕叠加宏观经济复苏，使得大宗商品价格持续上行，在该进程的后半段对包括中国在内的全球需求形成压制。**第二**，2022年中旬爆发的“俄乌冲突”，在很大程度上增加了全球政治、经济、社会生活的不确定性，从多方面对市场预期形成扰动：一是“俄乌冲突”属于军事与外交的范畴，这一领域具有高度不确定性；二是“俄乌冲突”在短期推升大宗商品价格，在中期扰动市场对国际油价的判断，加大市场面临的不确定性；三是“俄乌冲突”确定性推升美元指数，对我国人民币汇率形成较大压力。**第三**，2022年3月17日，美联储首次加息25个基点，此后分别加息50、75、75、75、50个基点，累计加息425个基点至4.50%，创2007年12月以来新高。美国联邦基金目标利率持续位于高位，对全球需求形成根本性约束。**第四**，2021年11月9日，奥密克戎病毒在南非首次被检测到，11月29日，世卫组织称，新冠病毒奥密克戎变异毒株在全球总体风险评估为“非常高”，可能在世界广泛传播。受奥密克戎病毒的冲击，2季度我国GDP不变价当季同比仅录得0.40%，为1992年1季度有数据记录以来次低，仅高于2020年1季度的-6.90%，同时对我国需求、生产以及预期产生冲击。

图 2：美国联邦基金目标利率持续位于高位，对全球需求形成根本性约束（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

站在2022年12月，我们面临的一个问题是，2023年中央经济工作会议会不会第三次提及“三重压力”？我们认为，2023年中央经济工作会议“三提”“三重压力”的概率较低。我们做出这一判断的依据有以下四点。**第一**，从中长周期看，随着国际油价的下跌，有色系与黑色系价格大概率继续下行，大宗商品价格从生产端对需求的压制大概率得到缓解。**第二**，“俄乌冲突”的爆发，在短期内对资本市场造成恐慌，但是随着时间的推移，目前胜负已分，给资本市场带来的不确定大为下降。**第三**，我们坚持在《英大证券宏观评论：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（20220830）》中“美联储降息时点大概率落在2023年下半年，3季度概率大于4季度”



的判断。美联储降息将在根本上改变全球宏观经济走势以及资本市场预期。**第四**，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。这一举措的医学依据是奥密克戎病毒虽然传染性强，但是致死率低。在全民免疫之后，如果奥密克戎病毒不发生导致致死率提高的变异，则新冠肺炎对我国宏观经济的冲击将大为降低。

针对国际部分，即“外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深”，对比2021年中央经济工作会议“世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定”的提法，会议“外部环境动荡不安”表达的问题的严重性相对2021年中央经济工作会议“外部环境更趋复杂严峻和不确定”较轻。究其原因，随着时间的推移，“世纪疫情”的冲击在减弱，“百年变局”也进入轨道，带来的不确定性相对下降。与2021年中央经济工作会议相比，会议更注重外部环境给我们带来的影响，认为“给我国经济带来的影响加深”。总体而言，2023年外部环境给我国带来的冲击将弱于2022年。当然，国际政治、军事、外交局势瞬息万变，要防止“黑天鹅”事件，如类似“俄乌冲突”等带来的意外冲击。

二、2023年1-4季度GDP不变价当季同比大概率总体上行

会议指出，“我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现，明年经济运行有望总体回升”，“要坚定做好经济工作的信心”。这句话的关键点是“明年经济运行有望总体回升”，与之相呼应，会议指出“推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长”。此外，会议指出，要“努力实现明年经济发展主要预期目标”，以及“努力完成经济社会发展目标任务”。对此，我们解读如下。**第一**，从“有望总体回升”与“整体好转”的表述看，会议认为2023年宏观经济大概率较2022年上行，但是仅就“总体”与“整体”这四个字看，会议认为2023年宏观经济大幅上行概率较低。**第二**，如无意外，2023年我国还将设定GDP增速预期目标，目前有三个选项，分别是“5.50%左右”，“5.0%至5.50%之间”以及“5.0%左右”。

回顾历年《政府工作报告》，从1994年至2022年的28年间，有25年明确确定GDP增速预期目标，仅2000年、2001年以及2002年未明确提及。这25个GDP增速预期目标可分为五种类型：**一是**明确的数字型，如1997年的“经济增长速度的调控目标定为8%”，共出现4次；**二是**数字+“左右”型，如2013年的“国内生产总值增长7.5%左右”，共出现16次；**三是**封闭区间型，如2019年的“国内生产总值增长6%-6.5%”，共出现3次；**四是**半封闭区间型，如2021年的“国内生产总值增长6%以上”，共出现1次；**五是**不设置GDP增速预期目标，如新冠肺炎疫情冲击下的2020年，共出现1次。我们认为，2023年GDP增速预期目标很可能是第二种类型或者第三种类型。

表 3：历年《政府工作报告》关于 GDP 增速预期目标的确切表述

年份	政府预期目标:GDP:同比	历年《政府工作报告》关于 GDP 增速预期目标的确切表述
2022	5.50	国内生产总值增长 5.5%左右
2021	6.00	国内生产总值增长 6%以上
2020	—	未设置
2019	6.50	国内生产总值增长 6%—6.5%
2018	6.50	国内生产总值增长 6.5%左右；
2017	6.50	国内生产总值增长 6.5%左右
2016	6.50	经济增长预期目标 6.5%—7%
2015	7.00	经济增长预期 7%左右
2014	7.50	国内生产总值增长 7.5%左右
2013	7.50	国内生产总值增长 7.5%左右
2012	7.50	国内生产总值增长 7.5%；
2011	8.00	国内生产总值增长 8%左右
2010	8.00	国内生产总值增长 8 %左右
2009	8.00	国内生产总值增长 8 %左右
2008	8.00	国内生产总值增长 8%左右
2007	8.00	国内生产总值增长 8%左右
2006	8.00	国内生产总值增长 8%左右
2005	8.00	国内生产总值增长 8%左右
2004	7.00	中央提出今年经济增长预期目标为 7 %左右
2003	7.00	今年经济增长预期目标为 7 %左右
2002	7.00	—
2001	7.00	—
2000	7.00	—
1999	7.00	今年的经济增长预期为 7%左右
1998	8.00	今年国民经济宏观调控的主要目标是：经济增长速度 8%
1997	8.00	经济增长速度的调控目标定为 8%
1996	8.00	今年经济增长速度的调控目标定为 8%
1995	8.00	今年经济增长速度的宏观调控目标，定为百分之八至九
1994	9.00	今年计划国内生产总值增长百分之九

数据来源：WIND 历年《政府工作报告》 英大证券研究所整理

具体到 2023 年我国 GDP 增速的季度走势，我们认为 1-4 季度 GDP 不变价当季同比大概率总体呈上行走势。这一判断由四个子判断组成：**一是** 2023 年 2 季度 GDP 当季同比大概率高于 1 季度；**二是** 2023 年 4 季度 GDP 当季同比大概率高于 3 季度；**三是** 2023 年下半年 GDP 同比大概率高于上半年；**四是** 2023 年 2 季度与 3 季度 GDP 当季同比较难判断。

首先，我们对比 1 季度与 2 季度。根据医学专家的观点，1-2 月乃至 1 季度是本轮新冠



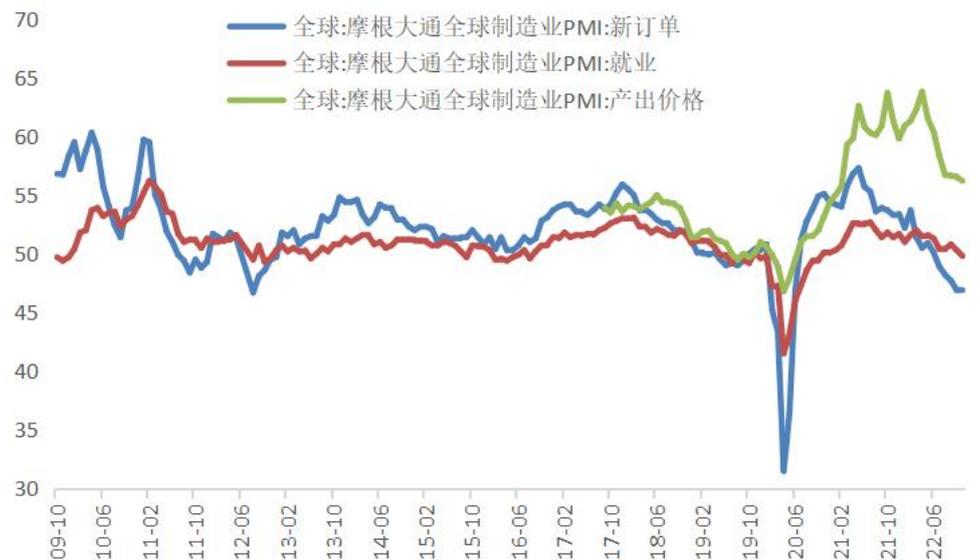
肺炎疫情冲击的高峰期，有相当部分人因新冠阳性居家隔离，叠加考虑 1-3 月出口金额累计同比大概率持续下行，预计 1 季度宏观经济数据不会太好看。反观 2 季度，利空因素是，出口金额累计同比大概率在 1 季度的基础上下行，而利多因素是随着全体免疫的推进，本轮新冠肺炎疫情冲击的高峰期已过，此外，随着开工季的到来，以及《政府工作报告》落实中央经济工作会议精神举措落地，尤其是考虑到 2022 年 2 季度 GDP 不变价当季同比仅为 0.40%，因此预计 2 季度 GDP 不变价当季同比大概率高于 1 季度。**其次，我们对 3 季度与 4 季度。**我们坚持 3 季度美联储大概率降息，这将推动全球宏观经济复苏，并推升大宗商品价格。与 3 季度相比，在货币政策传导机制的作用下，4 季度宏观经济更加受益于美联储降息。与此同时，我国宏观经济将进入被动补库存阶段，也就是复苏阶段。此外，虽然 2022 年 4 季度 GDP 不变价当季同比尚未出炉，但是从 10 月与 11 月宏观经济数据表现，以及 12 月居家隔离的情况看，2022 年 4 季度 GDP 不变价当季同比大概率低于 3 季度，从基数角度对 2023 年 4 季度形成利多。在以上因素的作用下，预计 4 季度 GDP 不变价当季同比大概率高于 3 季度。**再次，我们对上半年与下半年。**我们认为，本轮 PPI 当月同比的低点，大概率位于 2023 年 6 月，这就意味着，2023 年 1-6 月我国工业企业大概率处于主动去库存阶段，而 7-12 月大概率处于被动去库存阶段。主动去库存阶段为萧条阶段，而被动去库存阶段为复苏阶段。这就意味着，2023 年下半年宏观经济好于上半年。**最后，**我们认为，3 季度宏观经济基本面大概率好于 2 季度，但是 2 季度基数低的优势十分明显，因此，无法形成共振，判断难度较大，不能得出 3 季度 GDP 不变价当季同比一定高于 4 季度的判断，也就无法得出 2023 年 1-4 季度 GDP 不变价当季同比逐季上行的结论。综上，我们认为 2023 年 1-4 季度 GDP 不变价当季同比大概率总体上行。

值得指出的是，以上推理过程的大前提是，2023 年新冠肺炎疫情走势较为平稳，不会出现严重恶化。

三、2023 年上半年城镇调查失业率高于下半年，CPI 呈“宽底 U”型而 PPI 呈“V”型

会议指出，“（要）突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，以及“要着力稳增长稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间”。客观而言，“稳增长-稳就业-稳物价”这一链条具有较强的宏观意义上的先后传导关系。通常情况下，经济增速下行，拉动就业率先下行，进而压低物价，也就是说，经济增速的拐点领先就业率的拐点，而就业率的拐点领先物价的拐点。这一点可以从 PMI 数据中得到验证。以摩根大通全球制造业 PMI 体系为例：2019 年 3 月新订单指数跌破荣枯线，时隔 2 个月就业指数跌破荣枯线，再时隔 3 个月产出价格跌破荣枯线；2022 年 7 月新订单跌破荣枯线，时隔 4 个月就业指数跌破荣枯线，目前产出价格虽然还位于荣枯线之上，但是趋势是下行的，跌破荣枯线是迟早的事情。

图 4：通常情况下，经济增速下行，拉动就业率先下行，进而压低物价（%）

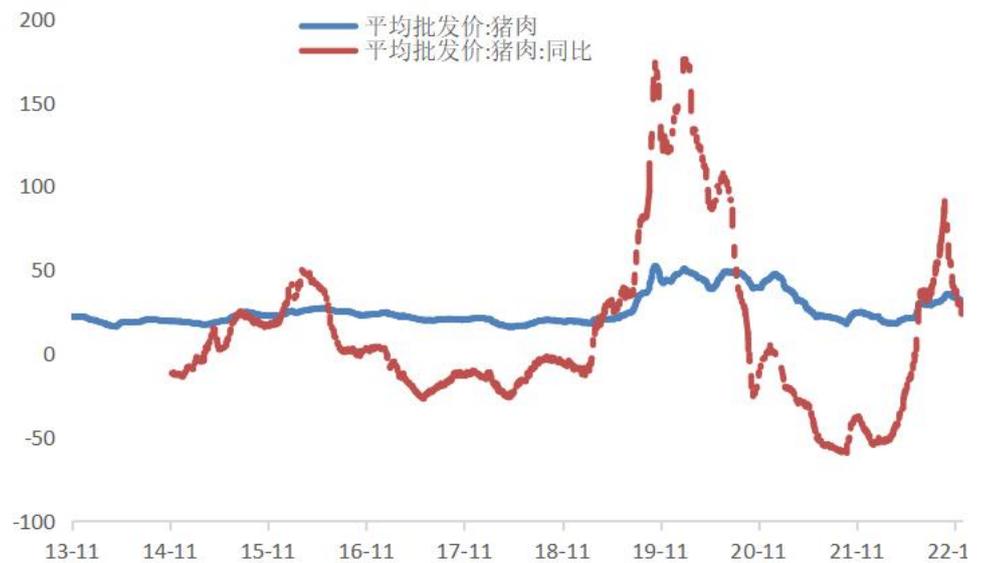


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

接下来，我们对 2023 年就业形势进行判断。我们认为，2023 年城镇调查失业率面临“多空交织”的局面。具体看，利空因素是，在 2023 年大部分时间里出口增速大概率承压，而利多因素是，新冠肺炎全民免疫的推进，使得三年以来压制就业率先下行，进而压低物价的因素减弱。总体而言，2023 年城镇调查失业率大概率差于 2021 年，但是与 2022 年差别不大。从年内走势看，2023 年上半年城镇调查失业率大概率高于下半年，究其原因，主要有五点：**一是**上半年我国宏观经济处于主动去库存阶段，而下半年我国宏观经济处于被动去库存阶段；**二是**上半年我国出口增速大概率持续下探，下半年则触底反弹；**三是**上半年全国面临新冠肺炎阳性高峰的冲击，而下半年新冠肺炎对宏观经济的冲击减弱；**四是**通常情况下，下半年的经济总量高于上半年；**五是**从历史经验看，上半年城镇调查失业率通常高于下半年。

最后，我们对 2023 年通胀形势进行判断。**CPI 方面：**从猪肉 CPI 看，2023 年猪肉 CPI 当月同比大概率维持低位。这一判断的分析过程如下。2022 年 3-10 月，猪肉平均批发价月度均值从 3 月的 18.25 元/公斤攀升至 10 月的 34.54 元/公斤，与之相对应，猪肉 CPI 当月同比从 3 月的 -41.40% 单调上升至 10 月的 51.80%。站在 2022 年 12 月，我们认为受去年同期基数攀升的影响，2023 年 3-10 月猪肉 CPI 当月同比大概率稳步下行，尤其是 4-10 月，这就意味着 2023 年 4-10 月猪肉平均批发价大概率稳步下行。在此基础上，我们有两个推论：**一是**既然 10 月猪肉 CPI 当月同比不高，那么即使 11-12 月大幅上行，绝对读数也不会很高；**二是**1-3 月大概率是猪肉 CPI 当月同比的高点，而 1 月猪肉 CPI 当月同比与 2022 年 12 月的很接近。2022 年 12 月 1-16 日猪肉平均批发价同比的均值为 28.37%，保守预测，2023 年猪肉 CPI 当月同比最高点高于 40.0% 的概率较低。

图 5：2023 年 4-10 月猪肉平均批发价大概率稳步下行（元/公斤；%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从核心 CPI 当月同比与交通工具用燃料 CPI 当月同比走势看，二者均跟随 PPI 当月同比。对于 PPI 当月同比，我们的基本判断是 2023 年 6 月可能是 PPI 当月同比的年内低点。这就意味着，2023 年 6 月大概率也是核心 CPI 当月同比与交通工具用燃料 CPI 当月同比的年内低点。综合看，即使下半年核心 CPI 当月同比与交通工具用燃料 CPI 当月同比上行，但是其上行幅度不会很高，因为 PPI 当月同比在 2023 年下半年大幅上行概率较低。此外，猪肉 CPI 当月同比在 7-10 月大概率还将继续下行，对 CPI 当月同比形成压制。在以上分析的基础上，我们认为 2023 年 CPI 当月同比总体不会太高，且呈现两头高，中间低的“宽底 U”型特征。

PPI 方面，在 2022 年国际油价呈“倒 V”型走势的背景下，我们认为 2023 年国际油价大概率呈现“V”型走势。二者叠加，我们认为 2023 年 PPI 当月同比大概率呈“V”型走势。也就是说，在 11 月 PPI 当月同比录得-1.30%的背景下，2023 年 1-6 月 PPI 当月同比大概率持续下行，录得深度负增长，并在 6 月触底。至于 2023 年下半年，我们认为大概率在 6 月的基础上反弹，但是反弹的力度不会太高，12 月大概率依旧大概率处于负值区间。如果这一判断成立的话，则 2023 年 PPI 当月同比大概率全年处于负值区间，类似于历史上 2012 年 3 月至 2016 年 8 月的情况。

四、“加大宏观政策调控力度”背景下，2023 年财政政策力度强于 2022 年

宏观政策主基调方面，会议指出，“明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力”。我们具体分析如下：**一是**“明年要坚持稳字当头、稳中求进”。这一表述与 2021 年中央经济工作会议相同，而 2020 年中央经济工作会议的提法则是“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”；**二是**“继续实施积极的财政政策和稳健的



货币政策”。这一表述与 2021 年以及 2020 年中央经济工作会议的表述相同；三是“加大宏观政策调控力度”。这是会议关于宏观政策最为重要的一句话，表明 2023 年宏观政策的力度大于 2022 年；四是“加强各类政策协调配合”。这一句话的意义在于，所有政策都必须“积极”，至少要“稳健”，而不是“紧缩”，是对“加大宏观政策调控力度”的有力补充，表明宏观政策调控力度加大是系统性工程，而不仅仅局限于财政政策与货币政策；五是“形成共促高质量发展合力”。“稳字当头、稳中求进”的目的是，形成合力，共促高质量发展。也就是说，政策大概率向符合产业转型方向的行业倾斜。

财政政策方面，会议指出“积极的财政政策要加力提效”。与 2021 年中央经济工作会议“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”的提法相比，2022 年中央经济工作会议对积极财政政策的定调力度更大，体现在两点：一是“加力提效”，不仅涵盖了 2021 年的“提升效能”，而且在“提效”前面增加“加力”；二是删除 2021 年中央经济工作会议“更加注重精准、可持续”的表述，表明 2023 年财政政策的发力可能是全方位的，具有较强的“爆发力”，而 2024 年财政政策的力度大概率较 2023 年下降。

会议指出“保持必要的财政支出强度”。与 2021 年中央经济工作会议“要保证财政支出强度，加快支出进度”相比，删除了财政政策前倾的意思，但是对财政支出强度提出了“底线”要求，也就是说，财政支出强度不能低于一定水平。与 2020 年中央经济工作会议“保持适度支出强度”的提法相比，显现出更强的约束力。

会议指出“优化组合赤字、专项债、贴息等工具”，表明财政政策内部也应多措并举，在财政政策内部“加强各类政策协调配合”。此外，2022 年中央经济工作会议删除了“党政机关要坚持过紧日子”的表述，而该表述在 2021 年中央经济工作会议以及 2020 年中央经济工作会议中均出现。最后，在地方政府债务方面，会议指出“在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，2021 年中央经济工作会议的提法是“坚决遏制新增地方政府隐性债务”，而 2020 年中央经济工作会议的提法则是“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，表明在前期对地方政府债务分项进行“化解”与“遏制”的基础上，2023 年对地方政府债务的管控相对缓和。

货币政策方面，会议指出“稳健的货币政策要精准有力”，但是紧随其后又增加了“要保持流动性合理充裕”的表述。与 2021 年中央经济工作会议“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”相比，“精准有力”更加强调“精准”，但是也不放弃“有力”，是在“精准”基础上的“有力”，也就是说，货币政策的结构性特征十分明显，而 2021 年“灵活适度”没有明确的指向，但是政策力度尚可。总体而言，2023 年货币政策的力度可能较 2022 年相差不大，但是更强调“结构性”。与 2020 年中央经济工作会议“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”相比，2020 年货币政策“灵活精准”更加强调“灵活”，在此大前提下，强调“精准”。也就是说，2023 年货币政策是在“精准”前提下的“有力”，而 2021 年货币政策则是在“灵活”前提下的“精准”。



会议指出，“要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配”。反观 2021 年中央经济工作会议有“保持流动性合理充裕”的提法，但是删除“保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配”，而反观 2020 年中央经济工作会议有“保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配”，但是无“要保持流动性合理充裕”的提法，且有“保持宏观杠杆率基本稳定”的提法。

会议指出，“（要）引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度”。这一提法在 2021 年中央经济工作会议的相应表述是“引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持”，而在 2020 年中央经济工作会议的相应表述是“加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持”。连续 3 年均提到加大对“小微企业、科技创新、绿色发展等领域”支持力度，表明“小微企业、科技创新、绿色发展”还将是稳健的货币政策“精准有力”调控的对象。

五、明年经济发展面临的“增量”困难是出口增速与制造业投资增速下行

会议强调，“明年经济发展面临的困难挑战很多”。从需求端看，相比 2022 年，2023 年宏观经济面临的“增量”困难与挑战有两个：**一是** 2023 年我国出口金额累计同比大概率进入负增长区间，且不排除全年持续负增长的可能；**二是** 2023 年我国制造业投资增速中枢大概率低于 2022 年，并至少在 2023 年上半年持续下探，且不排除全年持续下探的可能。以下我们从 PPI 当月同比的走势出发进行深入分析。此前我们认为，“2023 年 PPI 当月同比大概率呈‘V’型走势，不排除全年处于负值区间的可能”。在这一前提假定下，**首先看出口金额累计同比**。会议指出，“要继续发挥出口对经济的支撑作用，积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口”。从历史走势上看，出口金额累计同比与 PPI 当月同比的相关系数为 0.70，而出口金额累计同比与 PPI 累计同比的相关系数为 0.66，均为中高度相关。这就意味着，2023 年我国出口金额累计同比大概率呈“V”型走势。**其次看制造业投资增速**。会议指出，“围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通”。从历史走势上看，一旦 PPI 当月同比进入负值区间，则我国制造业投资增速将持续下行；而一旦 PPI 当月同比进入正值区间，则我国制造业投资增速将企稳回升。如果这一历史规律成立的话，则 2023 年我国制造业投资增速大概率全年持续下探。

六、在出口增速承压的背景下，扩内需的重要性与必要性大为提升

在 2023 年我国出口增速承压的背景下，会议五提“内需”：**一是**“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，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”；**二是**“要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需”；**三是**“通过高质量供给创造有效需求，



支持以多种方式和渠道扩大内需”；四是“一是着力扩大国内需求”；五是“要充分挖掘国内市场潜力，提升内需对经济增长的拉动作用”。

其中，在 2020 年中央经济工作会议强调“以深化供给侧结构性改革为主线”，“要紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理”，以及 2021 年中央经济工作会议强调“要深化供给侧结构性改革”，“坚持以供给侧结构性改革为主线”的背景下，会议强调“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”：一是把“实施扩大内需战略”放在“深化供给侧结构性改革”之前，表明“实施扩大内需战略”的重要性大为提升，二是未提“以供给侧结构性改革为主线”，而是强调需求侧与供给侧的“有机结合”。此外，会议指出，“要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，通过高质量供给创造有效需求，支持以多种方式和渠道扩大内需”。这里虽未将“扩大需求”放在“供给侧结构性改革”之前，但是指出“通过高质量供给创造有效需求”，表明供给侧结构性改革是手段，而扩大内需是目的，也就是说，供给侧结构性改革服务于扩大内需。

另外一个值得提醒的是，会议指出“一是着力扩大国内需求”。在 2023 年的五项重点工作中，“着力扩大国内需求”位列第一，且全段字数为 224 个字，表明会议非常重视扩大国内需求。反观 2021 年中央经济工作会议，仅在第一项重点工作“宏观政策要稳健有效”中提及“实施好扩大内需战略，增强发展内生动力”，且这一表述被放在该段的最后一句。此外，这一表述为 18 个字，而该段有 272 个字，占比为 0.07%。反观 2020 年中央经济工作会议，提出“坚持扩大内需这个战略基点”：一是把“扩大内需”作为战略基点；二是全段 382 个字，但是仅位列重点工作第三项，排在“强化国家战略科技力量”，以及“增强产业链供应链自主可控能力”之后。

七、基建投资大概率是 2023 年扩内需的主力，消费的基础作用可能会受到制约

具体看，2023 年“着力扩大国内需求”的途径主要有两个。第一个途径是“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”。在 11 月社会消费品零售总额当月同比与累计同比分别录得 -5.90%、-0.10%，分别较前值下行 5.40、0.70 个百分点的背景下，会议提出“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”，其中，“恢复”二字体现出非常务实的精神。具体举措有以下两条：一是“增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景”，“三管齐下”改善消费的内生驱动力以及外围环境；二是“多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”，其中，“多渠道增加城乡居民收入”与“增强消费能力”息息相关，而住房改善、新能源汽车、养老服务则是扩大消费的主要渠道。

我们认为，消费作为宏观经济的内生驱动力，其重要性再怎么强调也不为过。但是，客观而言，2023 年消费增速面临较多利空，通过扩消费进而扩内需面临一定约束。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。

第二个途径是“要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资”。途径主要有三条：一是“加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通”；二是“政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持”；三是“鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设”。可以看出，不论是政府投资、重大工程、区域间基础设施，还是政策性金融、重大项目，均指向基建投资。可见，基建投资是2023年“投资的关键作用”的主力军。在此处，会议并未提及制造业投资，可能的原因是，预计到制造业投资将面临较大压力，符合我们在上文所提出的“2023年我国制造业投资增速大概率全年持续下探”的判断。

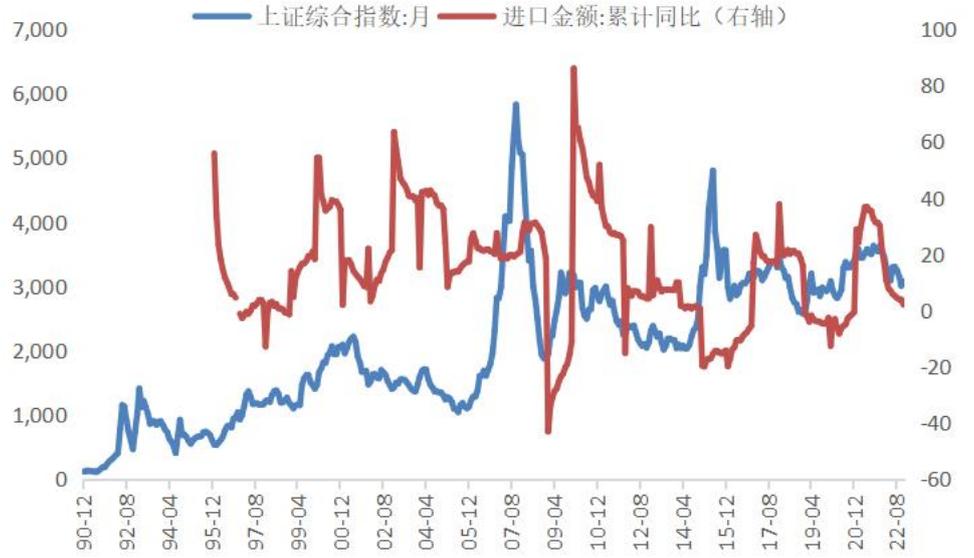
关于房地产，会议在第五项重点工作“有效防范化解重大经济金融风险”提到房地产，字数为188个字。反观2021年中央经济工作会议，在第三项重点工作“结构政策要着力畅通国民经济循环”中提到房地产，字数为105个字。会议开宗明义，直接指出“要确保房地产市场平稳发展”，同时指出要“有效防范化解优质头部房企风险”，以及“要坚决依法打击违法犯罪行为”，表明房地产市场的风险已经不容忽视。在此背景下，会议指出，“要因城施策，支持刚性和改善性住房需求”，以及“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”。其中，“因城施策”位于“房住不炒”之前，赋予各地一定的自主权。

八、2024年A股可能表现较优，2023年下半年A股中枢可能高于上半年

A股大盘走势是资本市场关注的焦点。在2022年A股大盘年线收阴的背景下，2023年A股走势如何？我们认为，2023年下半年A股的中枢大概率高于上半年。我们做出这一判断的依据有以下三点。**第一**，在PPI当月同比大概率在6月触底的背景下，预计2023年上半年工业企业处于主动去库存阶段，而下半年则处于被动去库存阶段。**第二**，2023年3季度美联储大概率降息，进而带动海外主要经济体央行集体转向，十年期美债收益率大概率下行，也就是说，全球流动性在2023年下半年好于上半年。**第三**，从出口增速看，可以确定的一点是，2024年出口增速大概率处于较高水平，类似于2021年上半年。出口增速的上行，通常意味着全球宏观经济向好，以及我国宏观经济复苏。在此背景下，A股受益于宏观经济复苏以及大宗商品价格上行，企业盈利向好，进而有良好表现。反观2023年上半年，1季度出口不乐观，美国经济陷入衰退，人民币汇率有可能继续贬值，叠加相当部分居民都“阳”在家里，1-2季度宏观经济数据大概率表现不佳。我们认为1季度牛市出现的概率较低。也就是说，2023年上半年A股承压，2024年上半年A股处于相对高位，则2023年下半年可能为二者的过渡阶段。因此，我们的推论是，2023年下半年A股中枢可能高于上半

年。

图 6：进出口增速的上行，意味全球以及我国宏观经济复苏，利多 A 股（点；%）



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。
