



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 |

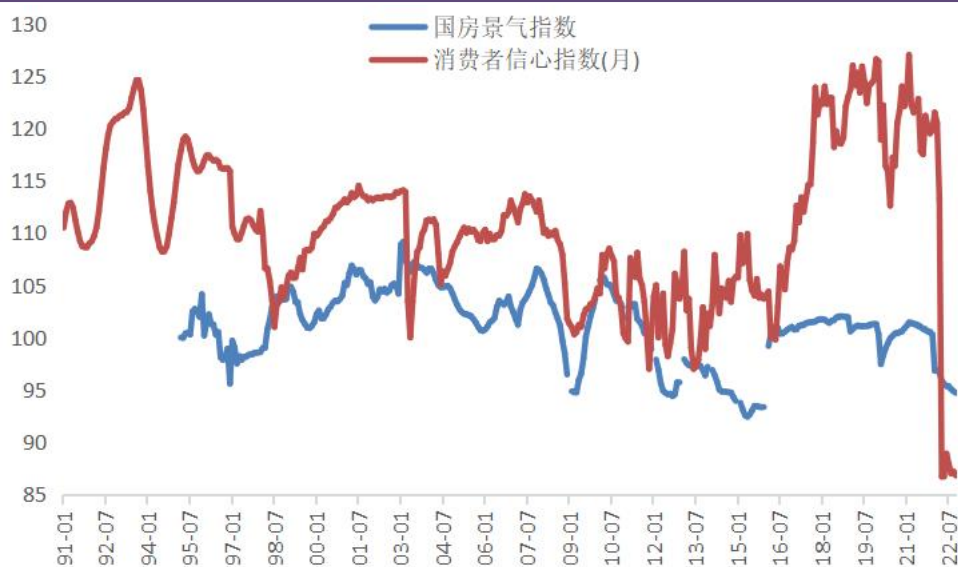
**事件：**12月6日中共中央政治局召开会议，分析研究2023年经济工作。

**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

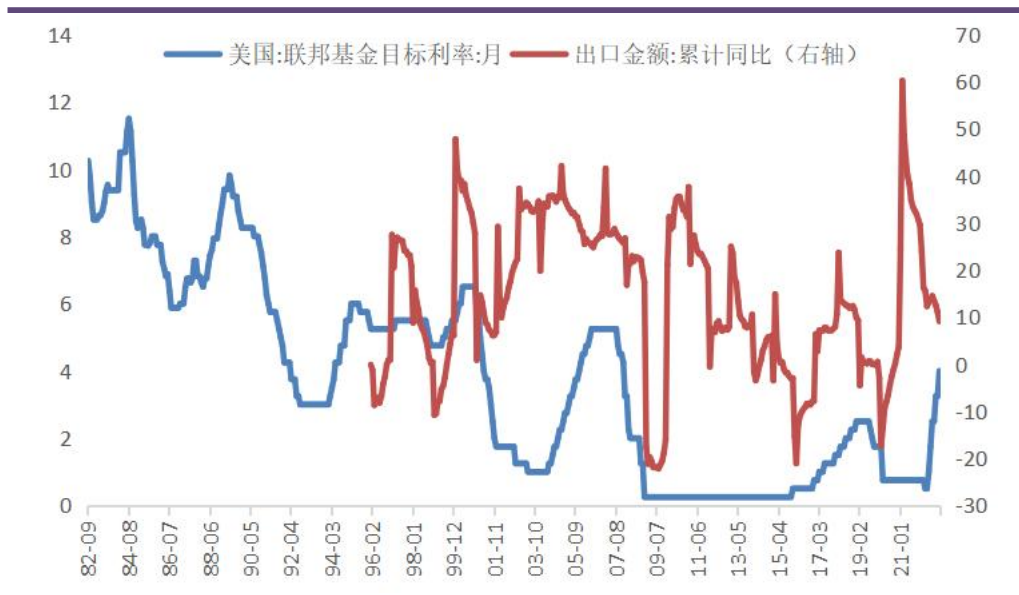


增速目标为“5.50%左右”的背景下，我们认为2023年政府工作报告中确定的GDP增速目标区间大概率持平于“5.50%左右”，或小幅下调0.50个百分点至“5.0%-5.50%之间”，而“5.0%左右”的情形不大可能出现。换句话说，2023年GDP增速预期目标将高于5.0%。问题的关键是，哪一种情形出现的可能性更高？回答这一问题，本质上是研判2023年宏观经济走势。如果2023年宏观经济实际走势乐观，则取相对高值，即“5.50%左右”。如果2023年宏观经济实际走势相对悲观，则取相对低值，即“5.0%至5.50%之间”。

### 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

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\\_50273](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50273)

