



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。

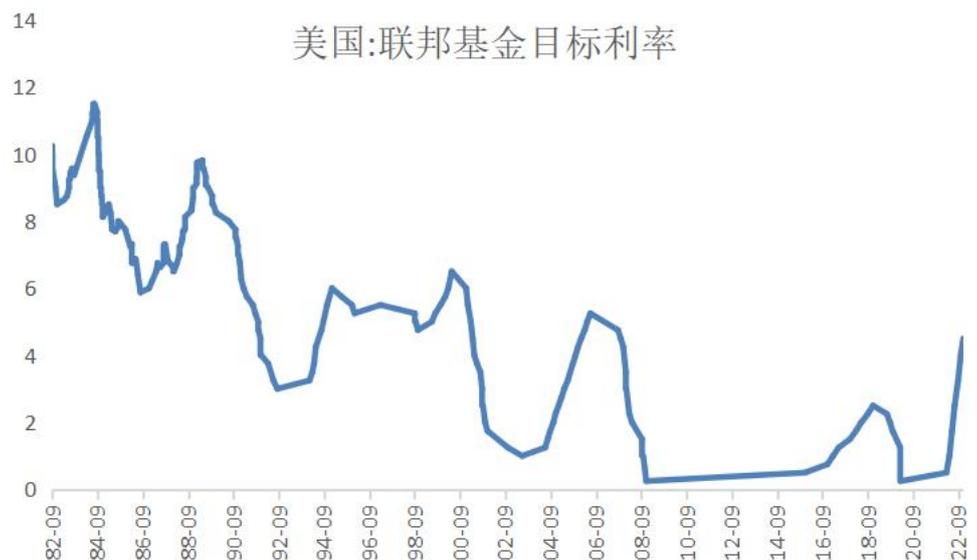
图1：2022年11月面临的“三重压力”要大于2021年10月（%）



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，推升城镇调查失业率的 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 19.95 元/公斤攀升至 10 月的 24.54 元/公斤，与之相对应，猪肉 CPI 当月

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_50439

