

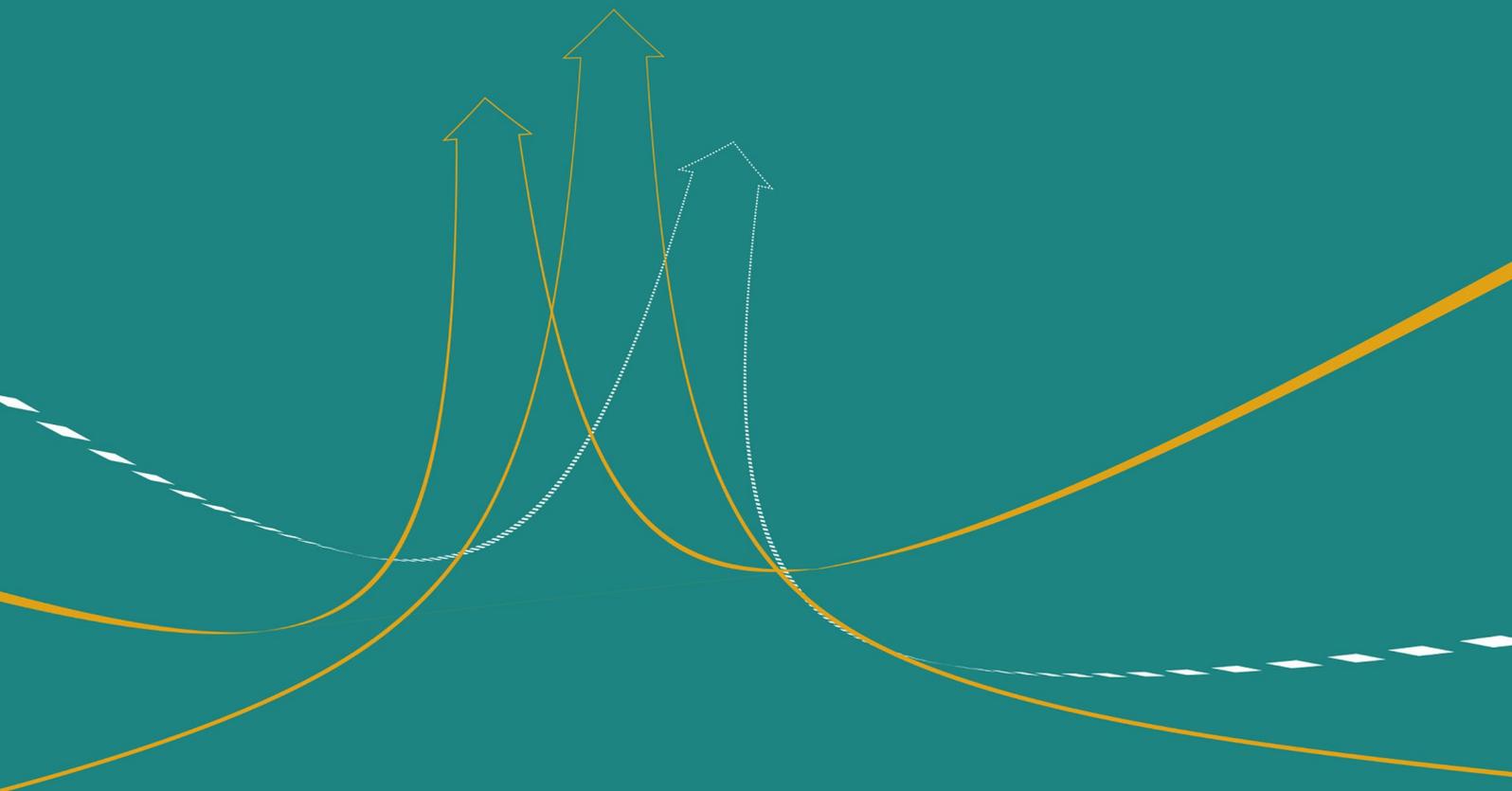
经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

宏观经济分析报告

2024年第二季度



经济进入平淡期，总量政策较为保守

4月和5月，生产继续强于内需，投资和消费增速低于 Wind 一致预期，低基数下出口增速不弱，贸易顺差保持高位，**预计 2024 年二季度 GDP 增速为 5.0%**。

二季度经济运行主要有五条主线：一是出口景气的劳动密集型产品和家用电器相关行业较好，私企工业增加值增速较强。二是汽车产业面临的压力加大，汽车相关的生产、投资、消费、价格、车辆购置税增速都在走弱。三是 AI 相关产业受到美国制裁加码影响，芯片和集成电路出口占比下降，国内正在加大电子设备投资力度突破“卡脖子”难题。四是房地产市场还未企稳，房地产投资、商品房销售、土地购置等指标增速的降幅还在扩大。五是宏观政策较为保守，为下半年外部市场的不确定性预留充足空间。

当前经济存在低基数掩盖出口边际走弱、消费低迷、总量政策（指的是锚定调控经济主要指标规模的宏观政策）过于保守等问题，建议政府应对海外贸易保护主义升级要更加开放、促进消费政策应该就消费底层逻辑变化做出适当调整、高度重视重点群体就业环境恶化问题。

北大汇丰智库经济组（撰稿人：邹欣）

成稿时间：2024 年 7 月 2 日 | 总第 99 期 | 2023-2024 学年第 1 期

联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

一、GDP：生产继续强于内需，经济表现平淡

二季度国内外经济形势出现以下边际变化：一是下半年美联储有望降息 1 次或 2 次。根据 6 月美联储议息会议最新公布的点阵图，7 人投票年内降息 1 次，8 人投票年内降息 2 次，下半年美联储将会开启年内的首次降息。事实上，加拿大、欧洲央行已于 6 月初相继降息，全球货币政策将要转向，这将缓解人民币汇率贬值压力和打开中国国内货币政策空间。

二是全球贸易保护主义盛行，全球贸易和产业链格局将加速重塑。自美国以“产能过剩”为由发起新一轮对华加征关税浪潮后，墨西哥、欧盟、土耳其、加拿大等国相继跟进提高部分商品进口关税。采取贸易保护主义措施的国家大多希望中国能够在其本地投资建厂，提升本国相关产品的技术、产能、产业链配套、专业劳动力等水平。中国企业若是想要出海、开拓销售市场，地缘政治风险将会是首要考量，这也必然会加速改变现有的全球分工体系以及贸易格局。

三是 4 月底中共中央政治局召开会议，当前工作重心在于推进改革、落实已有宏观政策、调结构、稳房地产。对当前经济形势的定调为“增长较快、结构优化、质效向好”，明显较为积极。接下来的工作重点：其一，7 月将召开中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议，重点研究全面深化改革、推进中国式现代化。其二，靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，意味着政策调节力度不会进一步加码，但会调整节奏。其三，发展新质生产力以及支持企业出海将会是中国调整经济结构的关键方向。其四，稳房地产侧重于稳购房需求以及消化存量空置商品房。一线城市将会进一步放松限购；部分城市已经开始出台地方政府牵头收购空置商品房用作保障性住房的政策，但全国推广受到地方财力不足制约。

二季度继续保持生产强于内需的局面，制造业投资和出口是亮点，预计二季度 GDP 同比为 5.0%。生产方面，工业增加值增速走弱，主要是汽车、电子设备、交通设备相关制造业增加值增速放缓。投资方面，国有投资和民间投资增速都在走弱，房地产投资增速降幅仍在扩大，基建投资增速放缓，制造业投资增速保持强劲。消费方面，消费增速较弱，以旧换新、“五一”假期消费以及“618”提前促销相关商品消费较强，但金银珠宝、建筑装潢、汽车消费低迷。出口方面，出口增速超预期，

主要是劳动密集型产品、家用电器以及部分将受美国加征关税影响提前囤货的产品出口较强，但 5 月出口两年复合增速和环比都偏弱，外需并不算强劲。**物价方面**，CPI 同比低位温和增长，需求弹性较低的商品和服务以及旅游价格正增长，但可选商品价格走低；PPI 同比降幅收窄，以石油为基础的相关产品、有色系、黑色系价格反弹幅度领先，但医药、汽车、酒水等价格同比仍呈下行趋势。**政策方面**，货币政策淡化总量目标，M2 和社融增速持续回落；财政政策节奏后置，新增专项债和中长期国债发行进度偏慢，财政收支矛盾加剧。

二、生产：工业增加值增速走弱，汽车相关制造业生产回落

规上工业增加值增速走弱，国企增速拖累较大，私企增速由于出口支撑仍然较为景气。4 月和 5 月，规模以上工业增加值实际同比为 6.7%和 5.6%，Wind 一致预期为 5.5%和 5.96%，3 月为 4.5%；规模以上工业增加值环比增长 0.97%和 0.3%，3 月为-0.08%。其中，4 月和 5 月，国企增加值同比为 5.4%和 3.6%，3 月为 4.1%；私企增加值同比分别为 6.3%和 5.9%，3 月的 3.7%。国企工业增加值增速回落主要是电力热力燃气水的增加值增速回落，采矿业增加值增速是触底回升的。私企工业增加值增速保持在较高水平，主要是劳动密集型和家用电器的出口保持景气，但可持续性存疑。考虑到出口基数偏低、今年夏季气温偏高，预计三季度工业增加值增速将在现有水平震荡。

分门类来看，采矿业增加值增速回升，制造业和电力热力燃气水的增加值增速高开后回落。如图 1 所示，4 月和 5 月，采矿业增速为 2.0%和 3.6%，3 月为 0.2%；制造业增速分别为 7.5%和 6.0%，3 月为 5.1%；电力热力燃气水增速分别为 5.8%和 4.3%，3 月为 4.9%。由于基数偏低，采矿业增加值增速回升。制造业增加值增速边际走弱可能与出口预期转弱，以及内需不足有关。由于北方高温、但南方连续降雨导致整体用电用气需求减少，电力热力燃气水的增加值增速回落。

如表 1 所示，制造业增加值增速高开后走弱主要有三条主线：一是汽车相关的上游有色、橡胶塑料，中游电机，以及下游汽车制造业增加值增速走弱，主要是国内新能源汽车对油车的替代走弱，终端购车需求不足。根据 5 月新能源汽车品

牌的销量数据，多数新能源车企销量目标完成率在 20%至 30%之间，明显落后时序进度。二是由于海外对中国高端 AI 芯片的制裁加码，导致 AI 相关的电子制造业增加值增速回落。三是运输设备增加值增速走弱，主要是高铁、飞机等交通工具并未到大规模设备更新的时期。

本轮设备更新政策的影响还未从投资端传导到产能端。目前，中游装备制造业和下游技术密集型产品相关制造业的增加值增速走弱，但运输设备制造业、电子设备制造业、通用设备制造业相关的投资正在加码，设备更新对产能的影响还要一段时间，需要有一些耐心。

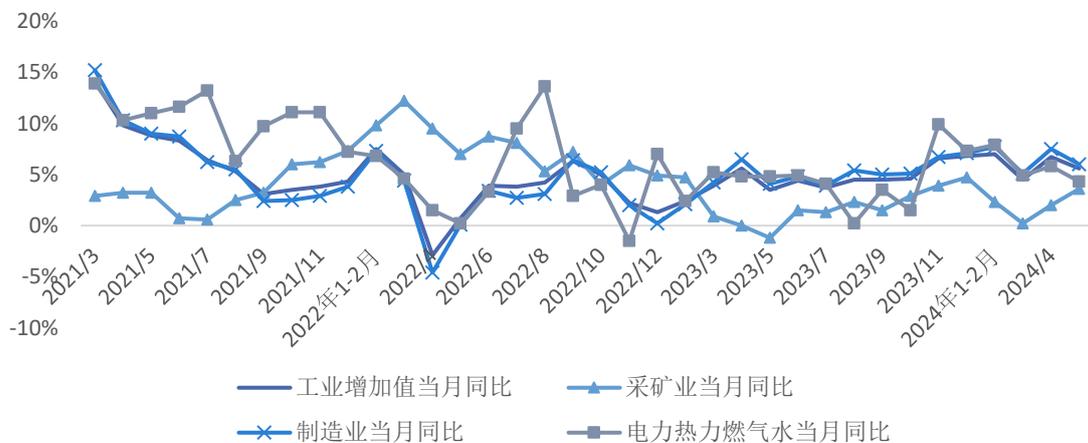


图 1：规模以上工业增加值增速
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

服务业生产指数增速阶段性企稳反弹。4 月和 5 月，全国服务业生产指数同比增长 3.5%和 4.8%，3 月是 5.0%。分行业看，4 月和 5 月，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比为 10.8%和 12.9%，3 月为 12.7%；租赁和商务服务业生产指数同比为 6.1%和 8.8%，3 月为 8.2%。4 月和 5 月，服务业商务活动指数为 50.3%和 50.5%，3 月为 52.4%。由于新一轮设备更新的推进，通信网络、租赁、物流等服务业生产有所好转。

城镇调查失业率平稳，16-24 岁非在校生城镇劳动力失业率降幅较为明显。5 月，全国城镇调查失业率为 5.0%，较 3 月减少 0.2 个百分点。其中，16-24 岁、25-29 岁、30-59 岁非在校生城镇劳动力失业率为 14.2%、6.6%、4.0%，较 3 月减少 1.1、0.6、0.1 个百分点。

表 1：19 个细分制造业行业增加值增速

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	4.4%	化学原料和化学制品制造业	12.7%	通用设备制造业	2.4%	农副食品加工业	-0.9%	医药制造业	4.0%
石油和天然气开采业	1.6%	橡胶和塑料制品业	8.6%	专用设备制造业	2.1%	食品制造业	3.5%	汽车制造业	7.6%
		非金属矿物制品业	-0.6%	电气机械和器材制造业	3.9%	酒、饮料和精制茶制造业	5.1%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	11.8%
		黑色金属冶炼和压延加工业	3.9%			纺织业	5.3%	计算机、通信和其他电子设备制造业	14.5%
		有色金属冶炼和压延加工业	9.3%						
		金属制品业	6.6%						

注：表格中数值是 2024 年 5 月不同行业增加值的同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是 2024 年 1-2 月至 2024 年 5 月不同行业工业增加值的当月同比（1-2 月除外）的走势。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

三、投资：增速不及预期，基建和房地产投资偏弱

投资增速不及预期，国有投资和民间投资增速都在走弱。如图 2 所示，1-4 月和 1-5 月，固定资产投资同比增长 4.2% 和 4.0%，Wind 一致预期为 4.7% 和 4.2%，1-3 月为 4.5%。4 月和 5 月，固定资产投资环比为 -0.03% 和 -0.04%，3 月为 0.14%。从企业注册类型来看，1-4 月和 1-5 月，国有投资增速为 7.4% 和 7.1%，1-3 月为 7.8%；民间投资增速为 0.3% 和 0.1%，1-3 月为 0.5%。其中，1-4 月和 1-5 月，扣除房地产开发投资，民间投资增长 7.2% 和 6.9%，1-3 月为 7.7%。国有投资仍然是投资的支撑力量，但国有投资增速明显回落，主要是基建投资力度大幅不及预期。民间投资增速仍然在正值区间，但扣除房地产开发投资后的民间投资增速也在走弱，主要是新能源汽车出海遭遇阻力，民间资本缺乏投资渠道。考虑到基数走弱以及专项债发行将会提速，预计三季度投资增速将在现有水平震荡。

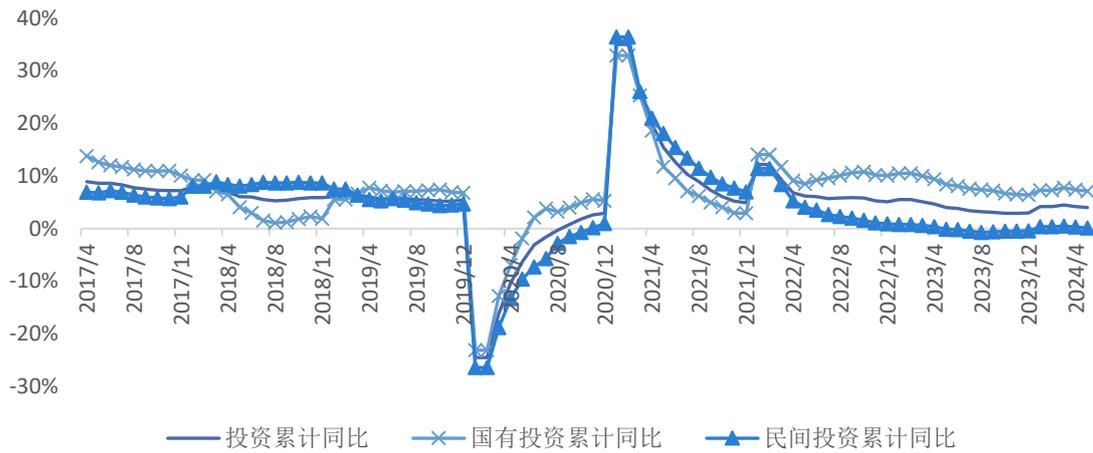


图 2：固定资产投资增速

注：累计同比指的是当年 1 月至截止月份的合计数较上年同期的变化百分比，下同。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从主要行业来看，房地产依然是拖累项，降幅有所扩大；基建投资增速明显放缓，这是投资增速不及预期的主因；制造业投资增速仍保持在高位。如图 3 所示，从主要行业投资的单月增速（1-2 月除外）来看，4 月和 5 月，制造业投资增速为 9.3% 和 9.4%，3 月为 10.3%；基建投资增速为 5.9% 和 3.8%，3 月为 8.6%；房地产投资增速为 -10.6% 和 -11.1%，3 月为 -10.1%。



图 3：制造业、基建和房地产投资增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

如表 2 所示，制造业投资增速保持高位，主要是设备更新相关的制造业、出口相关的传统制造业投资增速较强，但汽车相关制造业投资增速回落。一是设备

更新相关的运输设备制造业、电子设备制造业、通用设备制造业投资增速较强，主要是政策支持。二是出口相关的农副食品加工业、食品制造业、纺织业、金属制品业投资增长较快。由于跨境电商以及传统企业出海，在降价促销的背景下，企业为进一步提升竞争力，正在进行供应链优化、生产技术升级以降成本，所以，传统行业的投资增速较强。三是由于海外对中国新能源汽车行业的制裁加码，以及对国内新能源汽车市场需求预期转弱，汽车相关的有色、电机、汽车制造业投资增速放缓。

表 2：13 个细分制造业行业投资增速

上游材料		中游装备		下游劳动密集型		下游技术密集型	
化学原料和化学制品制造业	9.9%	通用设备制造业	13.5%	农副食品加工业	21.4%	医药制造业	6.8%
有色金属冶炼和压延加工业	18.4%	专用设备制造业	12.7%	食品制造业	29.7%	汽车制造业	5.8%
金属制品业	17.3%	电气机械和器材制造业	8.1%	纺织业	13.4%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	34.7%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	14.8%

注：表格中数值是 2024 年 5 月不同行业投资的累计同比；绿色表示负值，红色表示正值；曲线是 2024 年 1 月以来，不同行业投资累计同比的走势。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

基建投资增速超预期回落，主要是专项债和超长期国债发行进度偏慢，以及缺乏合适的项目也导致专项债使用较慢。一方面，今年一季度经济开局良好，稳增长需求减弱，政府预留了较多政策空间在下半年。今年初至 6 月 16 日，新增专项债发行 1.19 万亿元，占今年发行目标 3.9 万亿元的 30.5%，明显慢于时序进度。根据财政部公布的时间安排，超长期特别国债是从 5 月 17 日才开始发行，5 月合计发行了 800 亿元超长期特别国债。另一方面，由于缺乏合适的项目，地方政府使用专项债的进度较慢。5 月，新增财政存款达到 7633 亿元。

房地产投资增速仍未企稳，施工面积、销售面积、销售额、100 大中城市土地成交面积增速降幅扩大，稳楼市政策效果不明显。5 月，商品房新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积、销售额、到位资金累计同比分别为-24.2%、-11.6%、-20.1%、-20.3%、-27.9%、-24.3%，分别较 3 月增加 3.6、减少 0.5、增加 0.6、减少 0.9、减少 0.3、增加 1.7 个百分点。5 月，100 大中城市土地成交面积当月同比为-35.1%，较 3 月减少 35.6 个百分点。放松限购、降息、放松首付比例等一系列

放松房地产调控政策对刺激消费者购买新房基本无效，可能是近几年新房质量不佳以及新房价格降幅有限的原因，但部分热点城市的二手房成交数据明显好转。另外，近期，部分城市出台政策计划收储部分商品房作为保障性住房，可能会在一定程度上减少待售商品房供应，但考虑到地方财政紧张，规模不会太大，对楼市的影响有限。

四、消费：增速低于预期，汽车零售增速偏弱

消费增速低于预期，主要是汽车零售增速偏弱以及居民消费更加精打细算。4月和5月，社会消费品零售总额增速为2.3%和3.7%，Wind一致预期为4.6%和4.5%，3月为3.1%。其中，4月和5月，商品消费增速为2.0%和3.6%，3月为2.7%；餐饮消费增速为4.4%和5.0%，3月为6.9%。由于前几年汽车购置税减半政策透支需求，汽车零售增速偏弱，明显拖累商品消费增速。受“五一”节假日的拉动，5月餐饮消费增速回升。今年“五一”人均花费565.7元，较2023年的540.3元增加4.7%，但还是没有恢复至疫情前603.4元的水平，并且居民出游更加偏好三线以下城市。由于收入预期不乐观以及居民杠杆率偏高，居民消费更加注重性价比，背后是消费底层逻辑的变化，由盲目追求品牌转为满足愉悦自身的多元体验消费。考虑到基数效应以及居民消费习惯的转变可能具有长期性，预计三季度消费增速要好于二季度，但低于疫情前8%的水平。

从经营地来看，城镇和乡村消费增速都偏弱，城镇消费增速更弱。4月和5月，城镇消费增速为2.1%和3.7%，3月为3.0%；乡村消费增速为3.5%和4.1%，3月为3.8%。城镇和乡村消费增长较慢，还是受到可支配收入下降的制约。

如图4所示，从限上商品零售细分行业来看，以旧换新、“五一”假期消费以及“618”提前促销相关商品消费较强，但金银珠宝、建筑装潢、汽车消费低迷。一是以旧换新的家电、家具、手机等消费较为景气。二是“五一”假期相关的体育娱乐用品较为景气。三是“618”提前促销的粮油食品、饮料、日用品、烟酒、化妆品消费增长较快。四是虽然金价大涨，但居民购买黄金饰品的需求大幅下降，导致金银珠宝消费收缩。五是由于房地产市场不景气，建筑装潢消费收缩。六是前期政策提

前透支购车需求，汽车消费收缩，汽车价格战效果甚微。根据乘联会的数据，5月乘用车零售销量 171.0 万辆，同比下降 1.9%，需求端相当疲软，即便是降价促销仍然无法刺激购车需求。

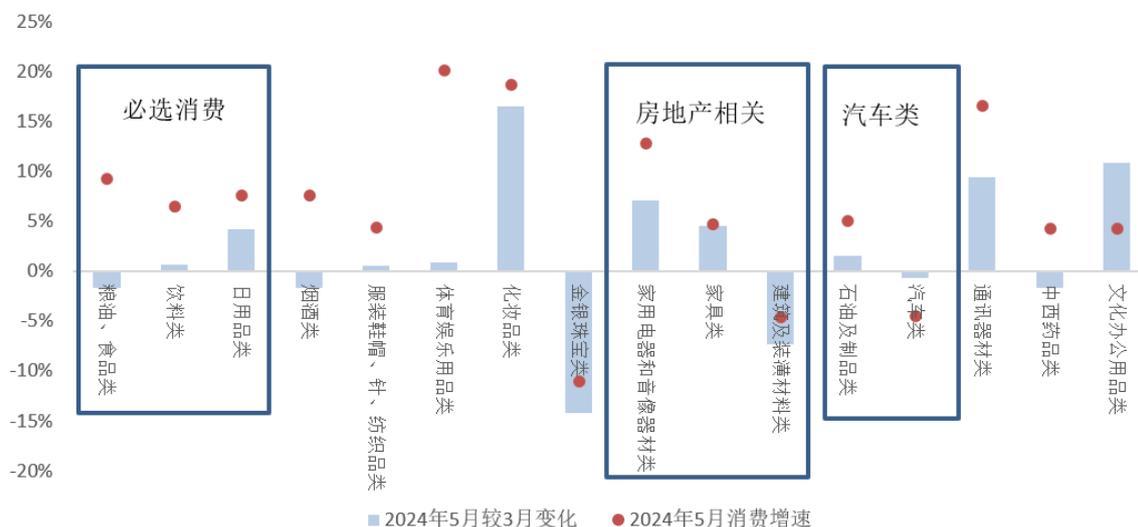


图 4：15 个细分行业消费增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

五、外贸：出口增速已现疲态但强于预期，进口增速仍弱

出口增速超预期，但 5 月出口两年复合增速和环比都偏弱，外需并不算强劲；进口增速仍然偏弱；贸易顺差保持高位。按美元计，4 月和 5 月，出口金额为 2924.5 亿美元和 3023.5 亿美元，同比增长 1.5%和 7.6%，Wind 一致预期增速为-0.1%和 6.4%，3 月增速为-7.5%；进口金额为 2201.0 亿美元和 2197.3 亿美元，同比增长 8.4%和 1.8%，Wind 一致预期增速为 3.5%和 4.5%，3 月增速为-1.9%；贸易顺差为 723.5 亿美元和 826.2 亿美元，处于较高水平。由于去年同期基数波动较大，以两年复合增速来看，5 月出口两年复合增速有所回落，外需有走弱迹象，4 月和 5 月进口两年复合增速仍处于低位。4 月和 5 月，出口两年复合增速分别为 4.3%和-0.3%，进口两年复合增速分别为-0.6%和-1.8%。以环比增速来看，5 月出口环比处于近十年偏低水平。4 月和 5 月，出口环比增速分别为 4.6%和 3.4%，从高到低看，近十年同期分别排第六和第八；进口环比增速分别为-0.4%和-0.2%，从高到低看，近十年同期分别排第三和第六。

出口增速超预期主要是由于劳动密集型产品和家用电器需求较强以及海外厂商对部分将受美国加征关税政策影响的机电产品提前囤货，但对美欧出口的两年复合增速已经开始边际走弱，以美国为首的贸易保护措施加码正在深刻改变中国出口格局。一是由于欧美等发达国家处于通胀状态且人工成本高，叠加电商平台的发展使得中国性价比高的劳动密集型产品能够直接触达海外消费者，劳动密集型产品出口较为强劲。二是由于今年全球天气变暖，对空调等家用电器的需求旺盛。三是受美国提高中国部分商品关税政策影响，机械设备、汽车（包括底盘）的出口占机电产品出口比例小幅上升。四是中国对美欧出口的两年复合增速降幅扩大，主要是美国对高端芯片生产设备以及高端 GPU 的限制，导致中国的自动数据处理设备及其零部件、集成电路出口占机电产品出口比例下降。五是美国开始限制中国通过东南亚地区对美进行转口贸易，导致中国对东盟出口占比见顶回落，这可能会是趋势性的，中国企业正在通过拓展其他新兴市场避开或者减轻美国关税政策的影响，比如，中国对巴西的出口占比明显提升，巴西成为中国开拓南美市场的重要支点。考虑到基数偏低，预计三季度出口增速保持较快增长，但有可能高开低走。

进口增速偏弱主要受内需不足、电动汽车对油车替代、房地产低迷影响，但对中国台湾进口增速加快。一是内需不足以及海外极端天气影响产量，导致农产品进口增速大幅下降。二是电动汽车市场渗透率提升，导致对原油的需求下降。三是由于房地产低迷，铁矿石价格下跌，虽然铁矿石以价换量，但铁矿石进口增速仍然偏弱。四是由于中国将于 6 月中旬暂停部分中国台湾商品进口，厂商为预防中国对中国台湾贸易制裁升级风险，有提前囤货需求。考虑到基数偏低以及内需不足，预计三季度进口增速在现有水平震荡。

从 10 个主要出口国家和地区来看，5 月，中国对巴西、东盟、中国香港、韩国、美国出口正增长，中国对 10 个主要国家和地区出口增速较 3 月都有所反弹。如图 5a 所示，按美元计，5 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国香港和巴西出口增速分别为 3.6%、-1.0%、-1.6%、3.6%、22.5%、4.2%、-2.0%、-7.9%、10.2%和 48.9%，分别较 2024 年 3 月增加 19.5、14.0、6.2、15.7、28.8、23.3、13.7、16.9、11.6、50.8 个百分点。5 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国香港和巴西的出口金额占中国出口金

额的比例分别为 14.6%、14.6%、4.1%、4.2%、16.8%、3.3%、3.0%、4.8%、7.4%、2.3%，较 3 月分别增加 1.4、增加 0.7、减少 0.6、减少 0.4、减少 2.1、增加 0.2、增加 0.3、增加 0.3、减少 1.8、增加 0.6 个百分点。从两年复合增速来看，美欧市场的需求有走弱的迹象，5 月美国和欧盟两年符合增速为-8.0%和-4.1%，较上月减少 3.7 和 4.0 个百分点。中国对东盟的出口占比呈现见顶走弱的迹象，主要是美国恢复对柬埔寨、马来西亚、泰国和越南光伏产品征收关税，中国通过东南亚国家转口贸易进入美国市场的通道正逐步缩小。巴西正成为中国开拓南美市场的重要支点，中国的新能源汽车在巴西广受欢迎。据报道，2024 年前 4 个月，中国新能源汽车在巴西的销量达到 4.8 万辆，增至去年同期的 8 倍。

从 10 个主要进口国家和地区来看，5 月，中国对韩国、中国台湾、非洲、东盟、日本进口正增长；除印度、俄罗斯、巴西外，中国对其他 7 个主要国家和地区进口增速较 3 月反弹。如图 5b 所示，按美元计，5 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国台湾和巴西进口增速分别为-7.8%、-6.8%、1.6%、18.8%、6.1%、-4.6%、-5.1%、14.0%、17.5%和-17.7%，分别较 3 月增加 6.5、增加 0.5、增加 10.1、增加 10.4、增加 10.0、减少 8.9、减少 13.5、增加 0.1、增加 26.6、减少 29.1 个百分点。5 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国台湾和巴西的进口金额占中国进口金额的比例分别为 6.0%、10.4%、5.7%、6.9%、15.0%、0.7%、4.9%、4.9%、8.1%和 4.7%，较 3 月分别减少 0.2、减少 0.1、减少 0.6、增加 0.1、增加 0.6、减少 0.2、减少 0.5、增加 0.1、增加 1.1、增加 0.8 个百分点。5 月，中国对中国台湾的进口增速和占比都有明显提升，应该与中国计划从 6 月 15 日停止 134 个税目对台关税优惠导致提前囤货有关，是阶段性的上涨。中国对美国、欧盟、韩国、非洲的进口占比基本上保持平稳，但由于基数效应，增速变动较大。中国对巴西的进口增速大幅下降，主要是基数偏高，进口占比仍在上升。

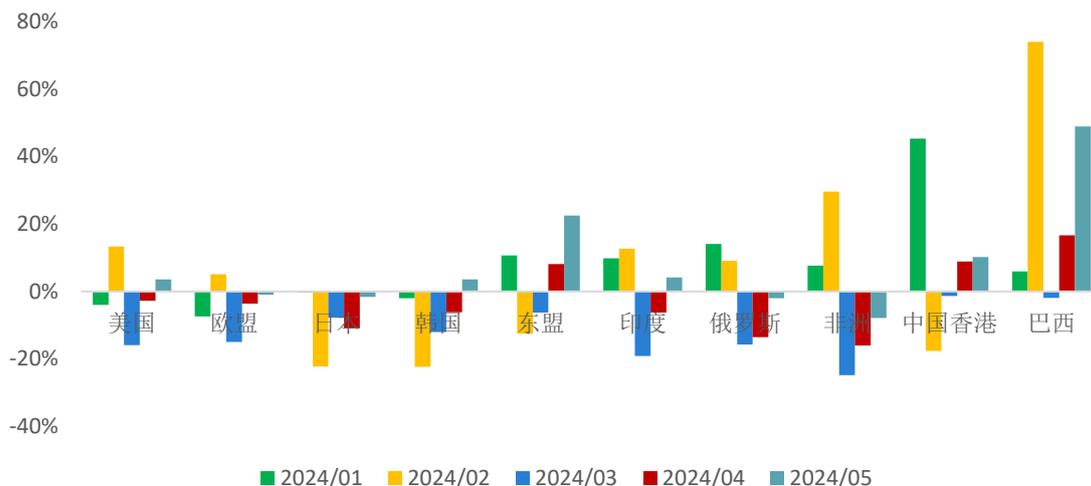


图 5a: 中国对主要国家和地区的出口增速

注：出口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

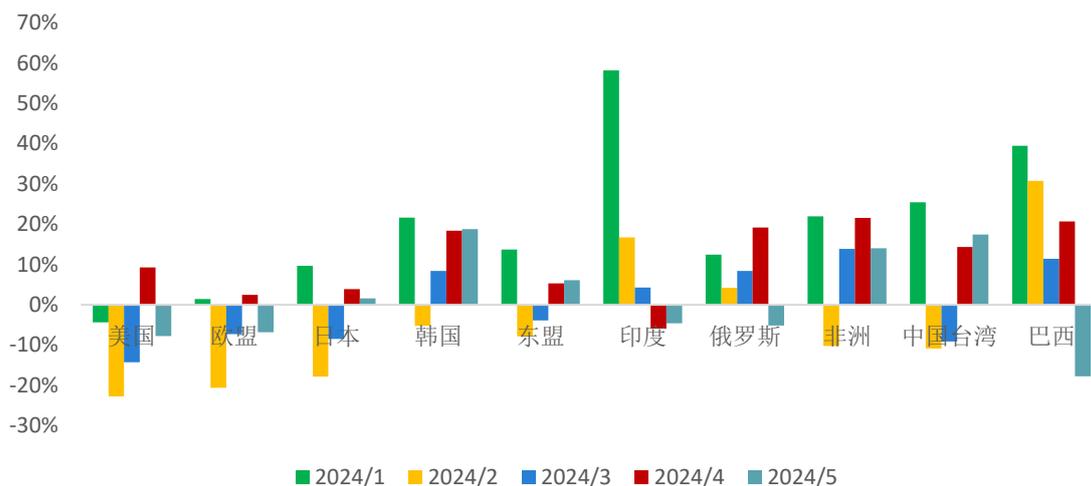


图 5b: 中国对主要国家和地区的进口增速

注：进口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从主要出口商品来看，由于基数走低，5月，农产品、劳动密集型产品、机电产品的出口正增长，且出口增速较3月都有所回升；机电产品中，家用电器、通用机械设备、汽车（包括底盘）出口占机电产品出口的比例小幅上升，而自动数据处理设备及其零部件、集成电路出口占机电产品出口的比例明显回落。如图 6a 所示，按美元计，5月，农产品、劳动密集型产品和机电产品的出口增速分别为 5.4%、2.6%和 7.5%，较3月分别增加 13.2、23.6 和 16.3 个百分点。机电产品中，5月，

自动数据处理设备及其零部件、家用电器、集成电路、通用机械设备、汽车（包括底盘）、船舶、手机的出口占机电产品出口的比例分别为 9.5%、5.1%、7.2%、3.2%、6.0%、1.7%、5.1%，较 3 月分别减少 0.9、增加 0.3、减少 1.7、增加 0.3、增加 0.3、减少 0.2 个、减少 0.1 个百分点。由于美国对中国高端芯片生产设备以及高端 GPU 的限制，中国的自动数据处理设备及其零部件、集成电路出口占机电产品出口比例减少。由于今年全球温度偏高，比如印度连续多日温度超过 45°C，家用电器出口占机电产品出口比例小幅提升。通用机械设备、汽车（包括底盘）出口占机电产品出口比例小幅上升可能与美国对中国新能源汽车等产品加征关税，部分海外厂商提前囤货有关。海外对中国劳动密集型产品的需求依然较为景气，主要是中国完整的供应链具有成本优势。5 月，中国劳动密集型商品出口占比为 13.1%，较 3 月增加 1.6 个百分点。

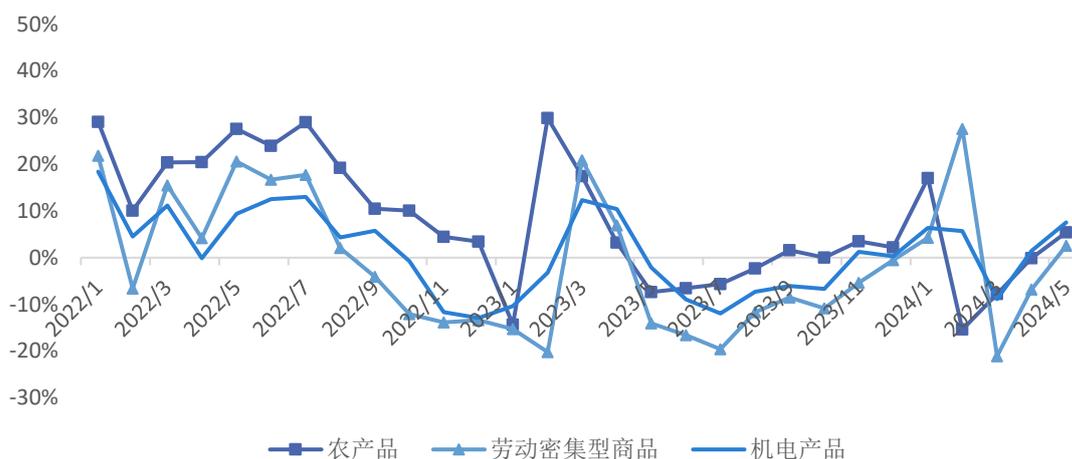


图 6a：中国主要出口商品增速

注：劳动密集型商品包括纺织纱线、织物及其制品，服装及衣着附件，鞋靴，家具及其零件，以及玩具。出口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从主要进口商品来看，5 月，除机电产品外，农产品、铁矿石、原油的进口负增长；除铁矿石外，农产品、原油、机电产品的进口增速较 3 月回升。如图 6b 所示，按美元计，5 月，农产品、铁矿石、原油和机电产品进口增速分别为-13.5%、-4.0%、-1.9%和 9.1%，分别较 3 月增加 3.7、减少 11.6、增加 1.5 和增加 7.5 个百分点。对农产品、铁矿石、原油等大宗商品的进口增速偏弱：其一，农产品进口增速大幅回落同时受到国内需求不足以及海外极端天气导致农产品减产的影响。其

二，由于国内房地产不景气，对铁矿石的需求不足，国际上铁矿石降价促销，铁矿石进口数量增速保持较快增长。4月和5月，铁矿石进口数量增速分别为12.6%和6.1%。其三，由于油价偏高以及电动汽车的蓬勃发展，对原油的进口数量增速回落。5月，原油进口数量增速为-8.7%，较3月减少2.5个百分点。机电产品进口增速偏高，主要是基数偏低。

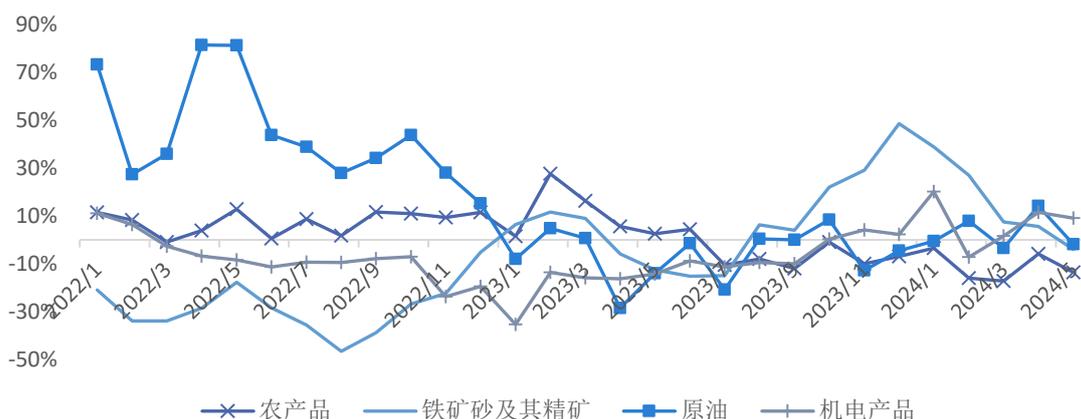


图 6b: 中国主要进口商品增速

注：进口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

六、汇率：小幅贬值，主要是美元升值导致的被动贬值

二季度，人民币汇率（使用直接标价法，即1美元折合若干人民币，下同）小幅贬值。如图7所示，人民币汇率从3月29日的7.22小幅贬值至6月21日的7.26，贬值0.55%。4月1日至6月21日，人民币兑美元中间价基本上在7.10~7.12之间，人民币兑美元中间价较人民币即期汇率之间的差距超过1000BP，央行防止人民币汇率超贬的意图较为明显。

人民币汇率贬值主要是由美元升值导致的被动贬值。二季度，美元指数保持强势。一方面，由于美联储维持现有利率不变，没有立即降息，支撑美元指数在高位震荡。同时，从6月开始，加拿大、欧洲央行先于美联储降息，也会导致美元指数被动升值。美元指数从3月29日的104.53震荡升至6月21日的105.64，升值1.06%，美元升值幅度大于人民币汇率贬值幅度。

人民币汇率相对于中国周边地区的货币而言，仍然较为坚挺，虽然人民币汇率出现了阶段性的贬值，但依然坚持人民币汇率年底有望重回 7.0 以内的判断。4 月 1 日至 6 月 21 日，以直接标价法（1 美元兑本币）计算，越南盾、泰铢、印尼卢比、韩元、新加坡元、日元汇率分别贬值 1.1%、0.7%、3.2%、3.1%、0.4%、4.4%，除新加坡元外，其他货币贬值幅度均大于人民币汇率，人民币汇率坚挺的背后是中国强大的商品生产能力。考虑到加拿大、欧洲央行已经先于美联储降息，美联储很可能在四季度开启首次降息，届时人民币汇率有望重回 7.0 以内。

FDI 增速大幅下跌，外资增持人民币股票和债券。从外资中长期投资来看，根据商务部口径，1-4 月和 1-5 月，实际使用外资约为 498.2 和 570.6 亿美元，同比为 -32.2%和-32.4%，1-3 月为-29.2%。FDI 增速持续负增长超过一年，主要是美国推动中美部分产业脱钩以及中国国内市场竞争加剧导致的，但中国拥有庞大的内部市场，只要中国坚持对外开放，外资不可能完全放弃中国市场，FDI 的流出只是阶段性的。**从外资短期投资来看**，北向资金净流入，外资持续增持人民币债券。根据 Wind 统计，4 月和 5 月，北向资金（沪股通+深股通）净流入 60.2 亿元和 87.8 亿元；根据中国债券信息网数据，4 月和 5 月，境外机构增持银行间债券 103.47 亿元和 747.1 亿元。

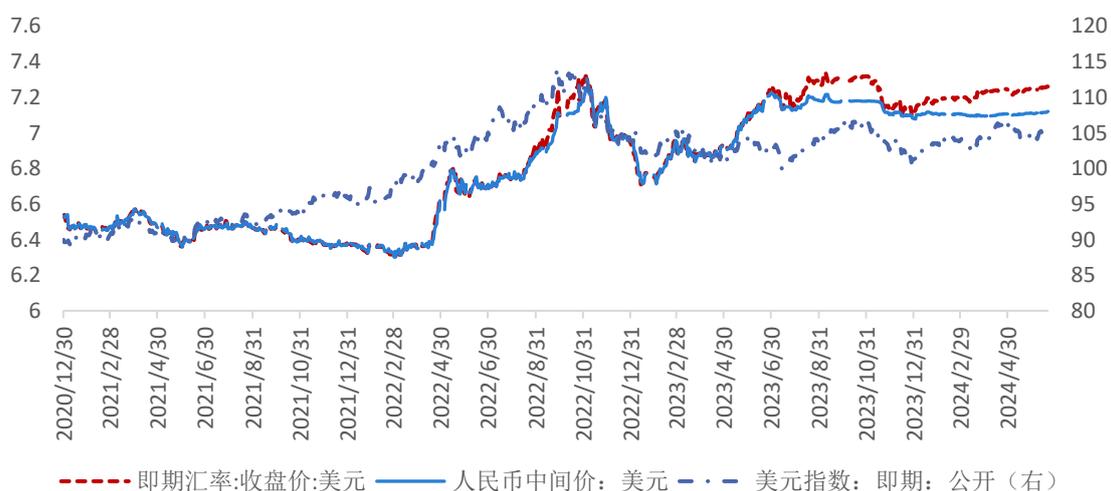


图 7：人民币兑美元汇率走势

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

七、物价：CPI 低位温和增长，PPI 降幅明显收窄

CPI 方面，如图 8 所示，4 月和 5 月，CPI 同比均为 0.3%，Wind 一致预期分别为 0.2% 和 0.38%，3 月为 0.1%；CPI 环比同比分别为 0.1% 和 -0.1%，3 月为 -1.0%。其中，4 月和 5 月食品价格同比分别为 -2.7% 和 -2.0%，环比为 -1.0% 和持平；非食品价格同比分别为 0.9% 和 0.8%，环比为 0.3% 和 -0.2%。另外，4 月和 5 月，核心 CPI 同比分别为 0.7% 和 0.6%，3 月为 0.6%。

CPI 同比低位温和增长，需求弹性较低的商品和服务以及旅游价格正增长，反映出居民消费支出更加精打细算。一方面，鲜菜、猪肉、卷烟、服装、水电燃料、交通工具燃料、教育、中医等拥有固定消费群体的商品和服务价格正增长。另一方面，在买房需求下降的背景下，居民愿意在可承担的范围内为个人体验付费，旅游价格也是正增长。但是，牛羊肉、蛋奶、鲜果、酒类、家用器具、交通工具、通信工具等可选消费价格负增长。考虑到居民收入预期难言乐观以及内需偏弱，预计三季度 CPI 同比仍然保持低位温和增长。

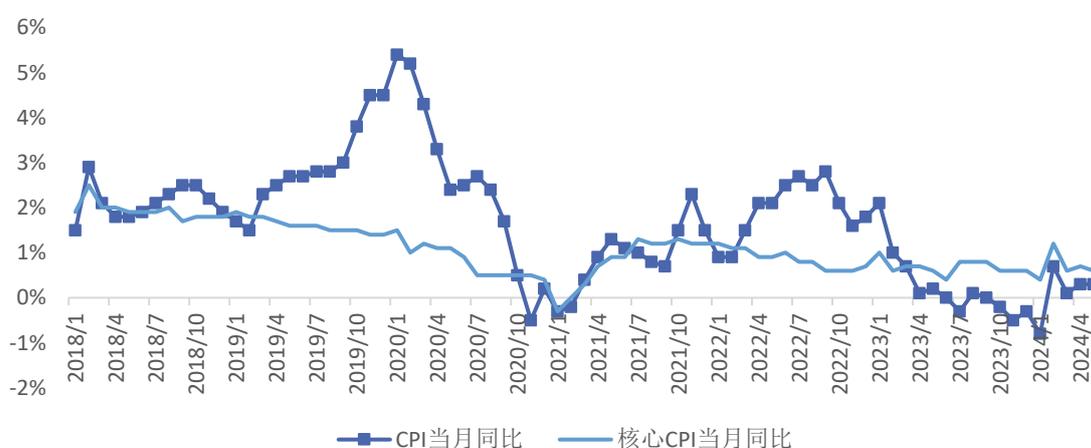


图 8：CPI 和核心 CPI 当月同比

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

PPI 方面，如图 9 所示，4 月和 5 月 PPI 同比分别为 -2.5% 和 -1.4%，Wind 一致预期分别为 -2.3% 和 -1.52%，3 月为 -2.8%；环比分别为 -0.2% 和 0.2%，3 月为 -0.1%。其中，4 月和 5 月，生产资料同比分别为 -3.1% 和 -1.6%，环比分别为 -0.2% 和 0.4%；生活资料同比分别为 -0.9% 和 -0.8%，环比为 -0.1% 和 -0.1%。

如表 3 所示，由于翘尾的负向影响逐渐消退，PPI 同比降幅明显收窄，多数细

分行业价格同比反弹，以石油为基础的相关产品、有色系、黑色系价格反弹幅度领先，但医药、汽车、酒水等价格同比仍呈下行趋势。一是以石油为基础的石化、煤炭相关行业价格同比大幅反弹，主要是 2022 年俄乌冲突导致油价大涨大跌的基数效应逐渐消退。5 月，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、燃气生产和供应业价格同比分别较 3 月增加 6.0、3.1、7.6、2.9、1.8 个百分点。二是由于美国和英国禁止俄罗斯新生产的铝、铜、镍在交易所和场外衍生品市场交易，有色系价格上涨。5 月，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格同比分别较 3 月增加 10.1、8.3 个百分点。三是黑色系价格同比反弹，主要是超长期特别国债发行、以旧换新政策改善市场对钢材需求的预期，但缺乏可持续性。黑色金属矿采选业价格同比由 4 月的年底低点 0.4% 反弹至 5 月的 4.6%；5 月，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比较 3 月增加 3.5 个百分点。四是汽车和医药价格同比呈下行趋势，主要是前期产能扩张导致供过于求。五是酒水价格同比下降主要是大型聚餐需求下降，与部分行业整顿、缩减商务用餐费用有关。考虑到基数效应以及终端消费需求偏弱，预计三季度 PPI 同比将在转正后回落，6 月或 7 月将会是 PPI 同比的年内高点。

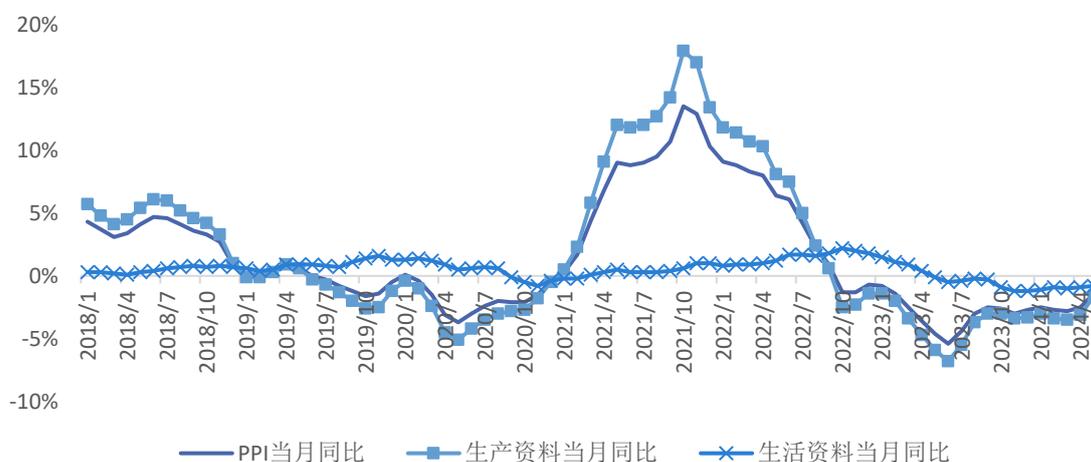


图 9：PPI 当月同比走势

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

表 3：30 个细分行业 PPI 当月同比

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	-9.0%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-1.3%	通用设备制造业	-0.8%	农副食品加工业	-3.4%	医药制造业	-0.7%
石油和天然气开采业	9.4%	石油、煤炭及其他燃料加工业	3.4%			食品制造业	-1.1%	汽车制造业	-2.0%
黑色金属矿采选业	4.6%	化学原料和化学制品制造业	-3.4%			酒、饮料和精制茶制造业	-0.1%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.0%
有色金属矿采选业	13.5%	化学纤维制造业	-0.3%			烟草制品业	1.0%	计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.9%
非金属矿采选业	-2.0%	橡胶和塑料制品业	-2.4%			纺织业	-0.6%	电力、热力生产和供应业	-1.8%
		非金属矿物制品业	-8.6%			纺织服装、服饰业	0.6%	燃气生产和供应业	-0.8%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-3.7%			造纸和纸制品业	-3.9%	水的生产和供应业	1.1%
		有色金属冶炼和压延加工业	8.9%			印刷和记录媒介复制业	-2.0%		
		金属制品业	-1.6%						

注：表格中数值是 5 月不同行业的出厂价格同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是不同行业出厂价格同比 2024 年 1 月至 2024 年 5 月的走势。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

八、政策：货币政策淡化总量目标，财政政策节奏后置

货币政策以调结构和防风险为主，淡化总量目标，这将会长期趋势。一方面，中国的基础设施已经较为完善，大兴土木的时代已经过去，以抵押物为主的间接融资体系面临转型需求，而且在资产价格大幅调整的时期，抵押物价值面临大幅减值风险，不宜再盲目追求抵押贷款总量的增长。另一方面，引导金融资源转向新动能相关领域将会是一个较为漫长的过程，所以淡化货币总量目标是必然趋势。另外，6 月 19 日的陆家嘴论坛上，央行官员提到，货币政策需要关注和调控一些中间变量，逐步淡化对数量目标的关注，把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性的指标，更加注重发挥利率调控的作用，说明货币政策的制定思路已经发生改变。考虑到房地产市场还未企稳，影响信用扩张，预计三季度金融数据仍将回调。

从货币市场来看，二季度资金流动性充裕。4 月 1 日至 6 月 17 日，DR007 利率基本处于 2% 以内。二季度，LPR 利率维持不变。根据 Wind 数据，4 月 1 日至 6 月 24 日，公开市场净回笼 6110 亿元。专项债和超长期特别国债发行节奏偏慢，银行间流动性充裕。

从金融数据来看，M2、M1 和社融增速都呈下行趋势，新增人民币贷款规模落

于季节性，金融数据显示市场主体的信贷需求疲软。

M2 增速方面，由于金融数据“挤水分”和规范银行“手工补息”，导致部分“低贷高存”的套利资金大量减少，同时，居民提前还贷以及企业信贷需求不足导致 M2 增速放缓。5 月，M2 增速为 7.0%，较 3 月减少 1.3 个百分点。

M1 增速方面，由于部分资金转存理财产品以及市场主体偏好存定期，导致 M1 增速创历史新低。5 月，M1 增速为-4.2%，创有数据以来的新低。6 月 19 日的陆家嘴论坛上，央行官员提到要更改 M1 口径，将个人活期存款、余额宝、零钱通等纳入 M1 统计范围，资金活化的恶化情况可能没有那么严重。

社融方面，社融增量主要靠人民币贷款和债券融资支撑，但社融增量较去年同期收缩，主要是人民币贷款、表外融资和股票融资新增规模都在收窄。4 月和 5 月合计，社融增加 2.0 万亿元，同比减少 7819 亿元。其中，人民币贷款增加 1.15 万亿元，同比减少 5104 亿元；外币贷款减少 797 亿元，同比减少 140 亿元；表外融资（委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票）减少 5374 亿元，同比减少 2774 亿元；债券融资（企业债券+政府债券）增加 1.33 万亿元，同比增加 2406 亿元；非金融企业股票融资增加 2970 亿元，同比减少 1449 亿元。5 月，社融存量增速为 8.4%，较 3 月减少 0.3 个百分点。

新增人民币贷款方面，居民正在提前还贷，居民的短期和中长期贷款收缩；企业主要靠票据融资冲量，企业在提前偿还短期贷款，企业的中长期贷款新增规模收窄；非银金融贷款有所扩张，主要是固收类产品受到投资者青睐。4 月和 5 月合计，新增人民币贷款 1.68 万亿元，同比减少 3988 亿元。其中，居民短期贷款减少 3275 亿元，同比减少 4008 亿元；居民中长期贷款减少 1152 亿元，同比减少 1680 亿元；非金融企业短期贷款减少 5300 亿元，同比减少 4551 亿元；非金融企业中长期贷款增加 9100 亿元，同比减少 5267 亿元；票据融资 1.20 万亿元，同比增加 1.03 亿元；非银金融贷款增加 2970 亿元，同比增加 232 亿元。

财政政策较为克制，地方化债叠加税收收入增长发力，导致政府财力较为紧张，地方政府补充税源手段已引发社会舆情。一方面，在税源本来就紧张的情况下，地方化债导致更多的财政资金被用于偿债和表内的基建投资，部分新增专项债也被用于偿债。另一方面，由于今年新增专项债发行节奏偏慢，导致政府性基金中能

够被调入至一般公共预算的资金减少，进而导致部分地方政府采取一些激进手段补充财力，比如，补缴往年税费、调高水价和电价、更换燃气表导致费用上涨等，已经引发了社会舆情。

财政收入方面，税收收入增速较弱，增值税和个税负增长、企业所得税和车辆购置税增速转负；非税收入增长加快，政府正从其他渠道调入资金补充财力；地方土地出让收入增速降幅扩大。1-5月，全国一般公共预算收入96912亿元，同比下降2.8%（1-4月：-2.7%），扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后，可比增长2%左右（1-4月：2%）。其中，全国税收收入80462亿元，同比下降5.1%（1-4月：-4.9%），扣除特殊因素影响后可比增长0.5%左右（1-4月：0.5%）；非税收入16450亿元，同比增长10.3%（1-4月，9.4%）。**第一**，反映经济活动的增值税、个税、企业所得税、车辆购置税税收收入增速偏弱，说明经济仍然有一定下行压力。1-5月，增值税、个税、企业所得税、车辆购置税的税收收入增速分别为-6.1%、-6.0%、-1.7%、-0.1%，较1-3月增加1.0、减少1.5、减少2.7、减少10.6个百分点。**第二**，非税收入增速居高不下，各地正想方设法扩充财源，比如调整水电价格、燃气换表费用上涨等。**第三**，土地出让收入增速继续下降，说明房地产市场还未企稳。1-5月，地方国有土地使用权出让收入12810亿元，同比下降14%，增速较1-3月减少7.3个百分点。

财政支出方面，一般公共预算支出中，债务付息支出占比明显上升；城投平台融资受到限制后，基建支出保持较快增长，基建投资资金来源由表外转为表内；民生支出增速处于低位，财政收入紧张制约对民生领域的投入。1-5月，全国一般公共预算支出108359亿元，同比增长3.4%（1-4月：3.5%）。其中，民生（包括教育、科学技术、文化体育与传媒、社会保障和就业、卫生健康支出）、基建（包括节能环保、城乡社区事务、农林水事务、交通运输支出）和债务支出增速分别为0.8%、7.5%、7.3%，较1-3月增加0.8个百分点、持平、增加2.5个百分点。1-5月，民生、基建、债务支出占一般公共预算支出的比例分别为44.5%、21.2%、4.7%，分别较1-3月减少0.8、减少0.7、增加1.2个百分点。

地方政府化债压力较大，部分地方使用新增专项债用于偿还存量债务。6月19日，河南省在中国债券信息网披露的文件显示，其拟于6月26日发行新增专项债

券 520 亿元，募集资金用于化解存量债务。事实上，自 2023 年 10 月以来（截至 2024 年 6 月 21 日），已有 41 只地方新增专项债未注明用途，地方政府使用新增专项债化解存量债务的规模可能比预期要多。

九、当前宏观经济的主要问题和建议

1. 低基数掩盖了出口的边际走弱，应对海外贸易保护主义升级要更加开放

由于去年同期的基数偏低，今年 5 月至 10 月的出口当月同比应该都会保持在合宜区间。但美国对中国科技限制的影响已经显现，中国芯片、集成电路的出口占机电产品出口的比例已经开始回落。4 月和 5 月，出口增速超预期，主要是劳动密集型产品和家用电器需求较强以及海外厂商对部分将受美国加征关税政策影响的机电产品提前囤货。同时，美国开始提高对中国部分商品的进口关税，部分国家也开始跟进，全球贸易保护主义盛行，相关的影响将会逐渐显现，今年下半年中国出口面临的下行压力更大。

建议：对于政府而言，一是区分海外采取贸易保护主义政策国家背后的动机，采取差异化的应对策略。像美国、欧洲部分国家采取贸易保护措施，主要是为了保护本土产业，我们可以通过采用本地投资建厂或者在相邻地区投资设厂的方式规避关税影响；同时，这些国家的部分本土品牌需要依赖中国的零部件供应，也会受到加征关税政策的冲击，可以支持中国企业扩大与海外品牌的供应链合作，争取更多海外企业层面的支持。但是，对于一些新兴国家，比如墨西哥、土耳其等，这些地区本身产业基础弱，他们提高关税，可能更多地是想增加谈判筹码，争取更多利益，在权衡收益成本后，我们可以考虑适当让利，争取合作机会。二是反对盲目对等反制，要坚持对外开放。要区分海外的政府行为和企业行为，要积极争取海外企业的支持。支持企业利用合资方式开拓国际市场，分享经济成果，加强利益绑定。**对于企业而言**，企业出海要重点考虑地缘政治风险，企业资金实力雄厚的，可以考虑多元布局，分散风险；企业资金实力薄弱的，优先考虑与中国关系较好的国家进行市场开拓。

2.消费低迷背后是消费底层逻辑的深层次变化,产业政策应进行及时调整

今年以来,消费增速一直处于近十年同期偏低水平,社会各界对提振消费有很多建议,但大多数建议都是想让消费者恢复疫情以前的消费行为和习惯,这可能是无效的。从细分商品的CPI数据可以看到,居民必须消费品的价格上涨,但是具有较多品牌溢价的可选消费品价格在下跌,居民针对可选消费已经不是只选贵的了,这意味着中国消费的底层逻辑可能已经发生根本性改变,这可能是高端购物商场销售冷淡,但网络上经常有现象级消费事件出现的主要原因。现有研究表明,当人均GDP达到较高水平后,发达国家的居民就不再盲目追求奢侈品了,而是愿意为自己的爱好和愉悦的体验买单,也就是所谓的“为体验而不是商品买单”(Buy experience, not things)。以日本为例,自上世纪90年代日本房地产泡沫破裂后,日本居民开始对奢侈品牌“去魅”,优衣库、无印良品、大创百元店等受到广泛欢迎。同时,日本当时已经进入发达国家,人均收入在全球排名靠前,很多细分市场具有多元的消费需求,比如动漫、日剧、综艺、彩妆、整容等。

建议:对于政府而言,一是扶持消费的产业政策要转变思路。一二线城市应集中资源打造少数精品高端商场,多数的商场发展应该走快消路线,这在城市更新规划时要重点考虑。三线以下城市要发挥自身性价比的优势,当地政府要进一步改善营商环境,吸引更多一二线城市居民到当地消费。二是注重和培育细分消费市场,比如,网剧、动漫、话剧、京剧、国服等。定位特定领域发烧友,充分挖掘当地文化元素,打造具有特色的主题街区,促进文旅消费。三是支持二手交易市场发展。Z时代年龄人注重体验、共享,不排斥使用二手商品,发达国家的二手交易市场较为发达,中国可以借鉴相关经验。制定二手交易的规则,加强买卖双方诚信建设,支持二手交易平台发展,鼓励二手大件商品资产评估中介发展。

3.总量政策过于保守,高度重视重点群体就业环境恶化问题

今年上半年,不论是财政政策还是货币政策,都较为保守。一是专项债和中长

期国债的发行进度偏慢，导致基建增速偏弱。二是部分省份突破新增专项债发债用途限制，用于偿还存量债务，这将会导致新增专项债的使用效果大打折扣。三是个别企业爆出被要求补缴多年前的税款，税务倒查要是全国范围内铺开，会进一步抑制内需。四是今年上半年，只有 LPR 五年期利率下调过 1 次，下调了 25BP，社会的实际利率仍在 3% 以上，抑制市场主体加杠杆投资的意愿。

虽然城镇失业率数据依然较为稳定，但在内需不足叠加宏观政策较为保守的背景下，社会“内卷”严重，工作时间长，但居民收入下滑，就业环境恶化。一方面，员工的工作时间居高不下，今年 5 月，就业人员平均周工作时间高达 48.7 个小时，处于历史高位。另一方面，企业纷纷采取用工优化方案，劳动纠纷案件层出不穷，也影响到居民还贷能力。今年 4 月，新闻报道深圳劳动仲裁委网上递交渠道显示数量已达上限。近期，有消息称，中国建设银行允许个人房贷还款“先息后本”，允许借款人最多延长还款期限 2 年，期间月度最低还款额仅为 1 元。另外，近期社会上发生了多起恶性持刀砍人事件，民政部在今年 5 月发布了《关于加强低收入人口认定和动态监测工作的通知》，灵活就业和暂时性失业人群的安置问题需要特别关注。

建议：对于政府而言，一是下半年要加快已有宏观政策的落地，不能过于淡化总量政策的重要性。总量政策在一定程度上能够有效扩大社会需求，总量政策还是要保持一定强度。二是加大对灵活就业和暂时性失业人群的关怀力度，加大对社会救助站的投入，积极组织再就业人口职业技能培训。三是规范企业用工规则，保障劳动者合法权益。要鼓励企业提高效率、减少无效劳动时间，鼓励员工休带薪年假，这样才能增加居民闲暇时间、外出消费，进而促进服务业的发展。



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库（The PHBS Think Tank）成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库主任为北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。