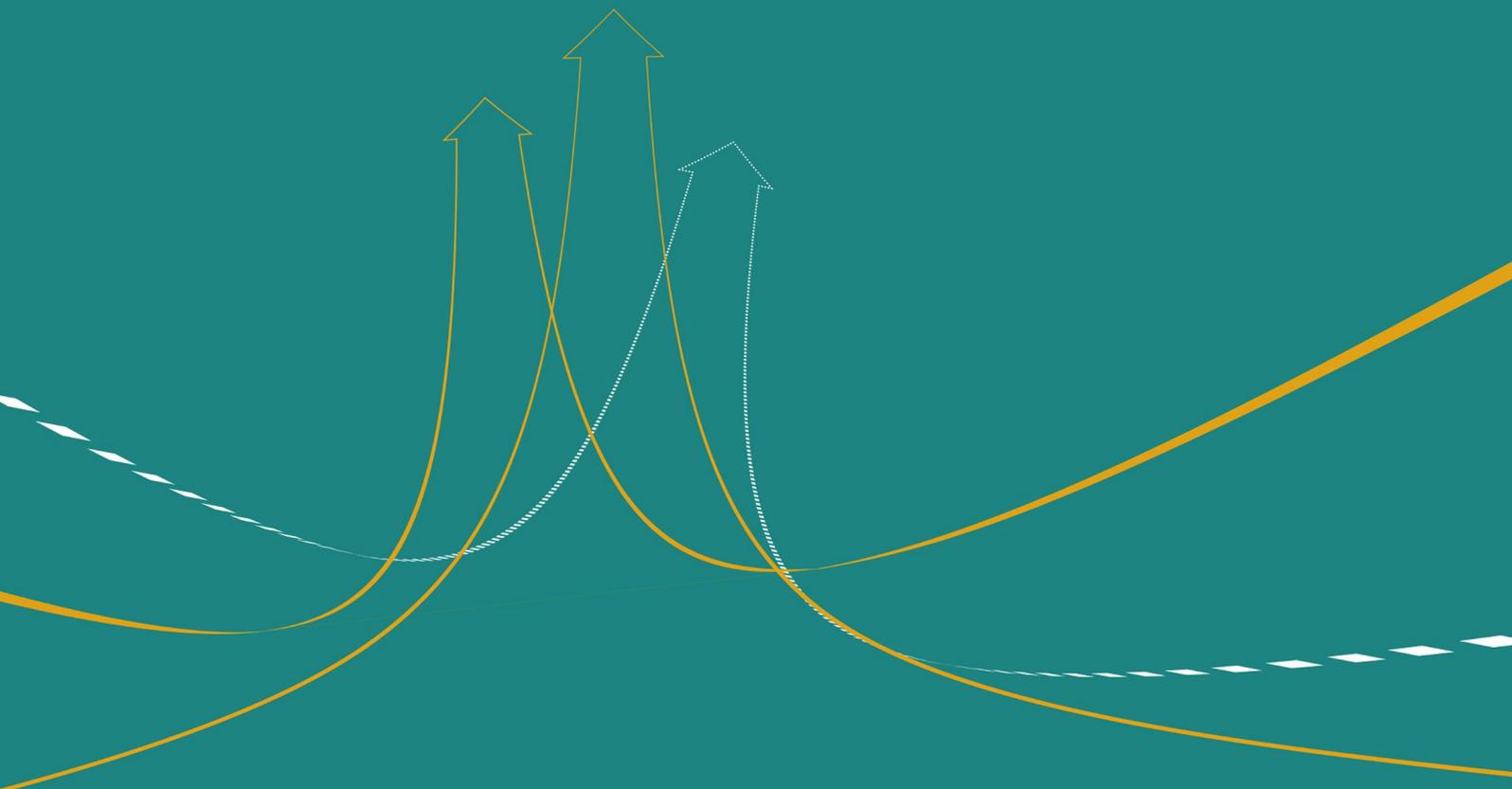


2023年第二季度

宏观经济分析报告

经济复苏动能放缓，房地产投资和出口拖累加大



摘要

低基数下二季度主要经济指标表现不及 Wind 一致预期，经济复苏动能放缓。由于需求制约，规上工业增加值同比增速见顶回落；投资增速走弱，房地产投资是主要拖累项；低基数导致消费高增长，服装、金银珠宝、汽车、通讯器材等升级类消费增速领先，反映消费出现明显分层；5 月出口增速大幅低于 Wind 一致预期，主要是对东盟出口增速超预期回落；物价偏低显示国内需求偏弱。二季度政策调控力度较为克制，维持托而不举基调，调结构和防风险是政策重心。

预计二季度 GDP 增速为 6.4%。投资和出口走弱导致需求不足的问题更加凸显，但考虑到去年基数较低，全年实现 5% 的经济增长目标压力不大。当前宏观经济存在需求重新走弱、市场主体情绪脆弱、财政收支压力较大等问题，提出多管齐下提振内需稳经济、出台实质性措施稳定市场信心、推动新一轮税制改革等建议。

* 北大汇丰智库经济组（撰稿人：邹欣）

成稿时间：2023 年 6 月 27 日

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

一、GDP：经济复苏动能放缓，需求重新走弱

二季度国内外经济形势出现以下边际变化：一是美联储加息节奏放缓。由于美国银行危机缓解和通胀下降，6月美联储暂停加息。根据6月最新的点阵图，下半年美联储预计还有两次25BP的加息，美联储鹰派超预期，较强的就业数据和经济韧性是美联储保持紧缩的货币政策的底气。考虑到美国核心通胀下行较为缓慢（5月核心CPI仍有5.3%），以及能否解决通胀问题关系到明年美国大选的结果，美联储下半年不太可能转向降息。二是中美在科技领域的博弈越发激烈，加剧中美部分高科技产业脱钩的风险。5月22日，中国确认美国的美光公司存在严重网络安全隐患，禁止在中国关键基础设施使用美光产品。5月23日，日本针对23种半导体制造设备出台管制措施。5月27日，美国和印太13国达成供应链协议，旨在建立“排除中国”的供应链。美国正联合其盟友加大对中国科技领域的打压，中美科技领域的博弈越来越激烈。不过，中美关系维持“斗而不破”状态。6月18日，美国国务卿布林肯访华，这是自2022年11月中美元首巴厘岛会晤后重启高层互访。三是6月15日的国常会提出正研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，但需关注政府目标函数发生变化的可能性。6月15日召开的国常会提出，“当前我国经济运行整体回升向好”，“外部环境更趋复杂严峻”，“围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施”，一系列政策组合拳即将推出。但需关注政府目标函数发生变化的可能性，平衡安全和发展将成为政策制定的首要考量。5月30日，二十届中央国家安全委员会第一次会议提出，“以新安全格局保障新发展格局”，“要坚持底线思维和极限思维，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验”。

低基数下主要经济指标表现不及预期，需求重新走弱制约生产扩张。由于疫情原因导致去年二季度基数偏低，但4月和5月的主要经济指标大多低于Wind一致预期，经济复苏动能放缓。**生产方面**，规上工业增加值同比增速见顶回落，服务业增速快于工业。**需求方面**，投资增速走弱，房地产投资增速降幅进一步扩大；低基数导致消费高增长，必选消费和房地产相关消费偏弱，但服装、金银珠宝、汽车、通讯器材等升级类消费增速领先；出口增速降至负值，对美国、欧盟、东

盟出口增速回落，但对俄罗斯和非洲出口增长较快。**物价方面**，CPI 在低位有企稳的迹象，PPI 降幅进一步扩大，物价偏低显示国内需求偏弱。**政策方面**，二季度政策调控力度较为克制，维持托而不举基调，调结构和防风险是政策重心；货币市场利率回落，融资需求不足制约信贷扩张，金融数据走弱；财政收入恢复性增长，财政支出向科技和稳就业倾斜，土地出让收入增速依然低迷，地方财政收支压力较大。

预计二季度 GDP 增速为 6.4%。由于去年同期基数较低，预计二季度经济增速明显高于一季度，全年实现 5% 的经济增长目标压力不大。但投资和出口走弱导致需求不足的问题更加凸显，产能供过于求导致物价偏低，青年失业率上升显示企业新增用工需求不足，经济复苏基础尚不牢固。

二、生产：工业增速见顶回落，服务业增速快于工业

工业增速见顶回落，低于预期。4 月和 5 月，规模以上工业增加值同比实际增速分别为 5.6% 和 3.5%，低于 Wind 一致预期的 9.7% 和 4.1%，3 月为 3.9%；环比分别下降 0.47% 和增长 0.63%，3 月为 0.12%，处于近五年同期的较低水平。由于下游需求不足、订单减少，工业企业开始出现被动去产能的迹象。考虑到去年下半年基数走高以及需求不足制约生产扩张，4 月应该是规模以上工业增加值增速的年内高点，预计三季度规模以上工业增加值增速可能会震荡回落。

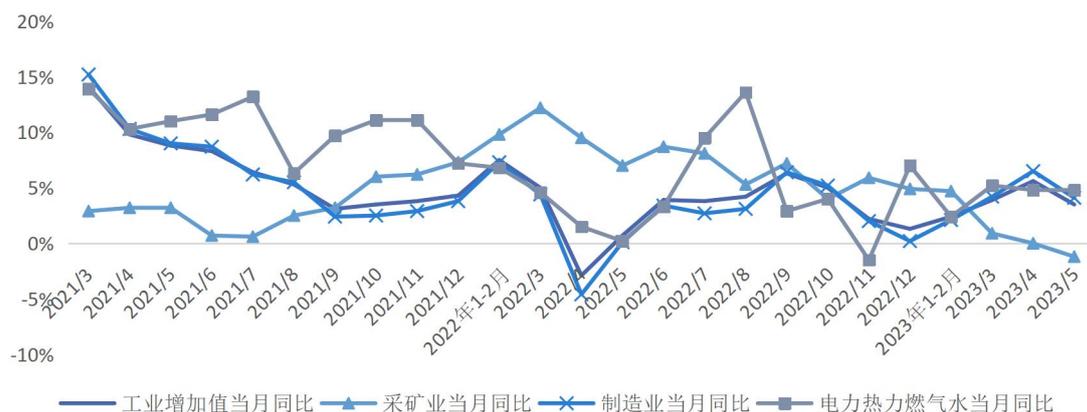


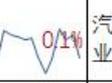
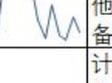
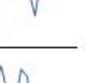
图 1：规模以上工业增加值增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

分门类来看，主要行业工业增加值增速呈下行趋势，采矿业增速转为负增长。如图 1 所示，4 月和 5 月，采矿业增速分别为持平和-1.2%，3 月为 0.9%；制造业

增速分别为 6.5%和 4.1%，3 月为 4.2%；电力热力燃气水增速分别为 4.8%和 4.8%，3 月为 5.2%。工业增加值增速与制造业增加值增速高度相关，由于实体经济复苏放缓，制造业反弹力度偏弱。考虑到去年同期基数较高，采矿业增速快速回落。电力热力燃气水的增速相对平稳，主要是下游的基建需求对电力生产仍有支撑。

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	 1.6%	化学原料和化学制品制造业	 3.9%	通用设备制造业	 6.1%	农副食品加工业	 1.3%	医药制造业	 4.4%
石油和天然气开采业	 3.7%	橡胶和塑料制品业	 2.5%	专用设备制造业	 3.9%	食品制造业	 0.1%	汽车制造业	 23.8%
		非金属矿物制品业	 -2.6%	电气机械和器材制造业	 15.4%	酒、饮料和精制茶制造业	 0.0%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	 7.6%
		黑色金属冶炼和压延加工业	 3.1%			纺织业	 -1.8%	计算机、通信和其他电子设备制造业	 0.0%
		有色金属冶炼和压延加工业	 7.1%						
		金属制品业	 0.1%						

注：表格中数值是 2023 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 2022 年 1-2 月至 2023 年 5 月不同行业工业增加值同比（除 1-2 月外，其他均为当月同比）的走势。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从制造业的细分行业来看，多数行业增加值增速走弱，汽车、电机、交运增加值增速领先。如表 1 所示，从 19 个细分制造业行业来看，5 月，11 个行业正增长，8 个行业负增长，但 11 个行业增加值增速较 3 月回落。5 月，汽车、电气、交运增加值增速分别为 23.8%、15.4%、7.6%，但有触顶回落的迹象。

服务业生产增速高位放缓。4 月和 5 月，全国服务业生产指数同比分别增长 13.5%和 11.7%，高于 3 月的 9.2%。分行业看，4 月和 5 月，住宿和餐饮业服务业生产指数同比分别为 48.7%和 39.5%，高于 3 月的 13.6%；批发和零售业服务业生产指数同比分别为 18.8%和 13.2%，高于 3 月的 5.5%；信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比分别为 13.2%和 12.9%，高于 3 月的 11.2%。接触性服务业依然在修复疫情冲击中，但反弹强度已经有走弱迹象，主要是因为基数效应。总体

来看，虽然服务业生产增速有所放缓，但仍处于高位。

三、投资：增速回落，房地产投资是主要拖累

投资增速回落，制造业和基建投资仍有韧性，房地产投资的降幅扩大。如图 2 所示，1-4 月和 1-5 月，固定资产投资同比分别增长 4.7%和 4%，低于 1-3 月的 5.1%，低于 Wind 一致预期的 5.2%和 4.5%。如图 3 所示，从主要行业投资的单月增速来看，4 月和 5 月，制造业投资增速分别为 5.3%和 5.1%，低于 3 月的 6.2%；基建投资增速分别为 7.9%和 8.8%，低于 3 月的 9.9%；房地产投资增速分别为-16.2%和 -21.5%，低于 3 月的-7.2%。考虑到基数效应，制造业和基建投资仍保持较强韧性；新开工、施工、拿地面积增速下行拖累房地产投资增速，但房地产投资增速下行的斜率趋缓。考虑到基数效应、房地产市场依然低迷但有望趋稳，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。



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。

从企业性质来看，国有投资增速小幅回落但依然强劲，民间投资增速在低位转负。1-4 月和 1-5 月，国有投资增速分别为 9.4%和 8.4%，1-3 月为 10%；民间投资增速分别为 0.4%和-0.1%，1-3 月为 0.6%。目前来看，民间投资增速没有好转的迹象，企业家对经济发展的前景依然信心不足。投资主要靠政府投资拉动，但是政府投资的资金来源受到财政收入的约束，考虑到地方政府土地收入大幅减少，国有投资高增长的可持续性存疑，目前已经出现走弱迹象，可以考虑适时适度使

用政策性开发性金融工具。

政策支持投资向制造业和基建倾斜，制造业投资和基建投资仍保持较强韧性。一方面，中美在科技领域的博弈越发激烈，中国正在加大对高新技术产业的投资以及完善信息基础设施建设的配套。另一方面，今年专项债的发行进度较快以及企业的中长期贷款较强，为产业投资和基建投资提供资金支撑。根据专项债信息网数据，今年初至6月26日，已发行新增地方政府专项债2.17万亿元，占今年新增地方政府专项债限额的57%，超过时序进度。4月和5月，新增的非金融企业中长期贷款占非金融企业贷款的比例都超过九成，非金融企业中长期贷款较为强劲。

从披露数据的13个细分制造业行业来看，多数行业投资增速走弱，电机、汽车、化工、计算机投资增速领先。如表2所示，5月，13个细分制造业行业中，10个行业正增长，10个行业投资增速较3月回落。5月，纺织、医药、交运投资增速负增长，但降幅较3月收窄；电机、汽车、化工、计算机投资增速分别为38.9%、17.9%、15.9%、10.5%，处于两位数的高增长。

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	15.9%	通用设备制造业	4.5%	农副食品加工业	8.1%	医药制造业	-0.6%
有色金属冶炼和压延加工业	6.5%	专用设备制造业	8.6%	食品制造业	0.5%	汽车制造业	17.9%
金属制品业	0.8%	电气机械和器材制造业	38.9%	纺织业	3.6%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-1.3%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	10.5%

注：表格中数值是2023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2022年以来，不同行业投资累计同比的走势。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

房地产市场偏弱以及房企对行业前景的悲观预期导致房地产投资进一步走弱。从房地产投资的相关指标来看，保交楼支撑竣工面积较快增长，房企对行业前景的悲观预期影响新开工面积、施工面积和土地成交面积，商品房销售指标走弱显示居民购房需求下降。1-5月，商品房新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积和销售额增速分别为-22.6%、-6.2%、19.6%、-0.9%和8.4%，较1-3月减少3.4个百分点、减少1个百分点、增加4.9个百分点、增加0.9个百分点和增加4.3

个百分点；不过，1-5月销售面积和销售额增速较1-4月边际走弱，分别减少0.5和0.4个百分点。4月和5月，100大中城市土地成交面积同比为1.96%和-29.18%，均处于近五年同期偏低水平。另外，房地产开发企业本年到位资金增速降幅在1-4月收窄后，1-5月又有扩大迹象，主要是国内贷款和自筹资金的增速有走弱迹象，房企仍然面临一定的资金周转压力。1-4月和1-5月，房地产开发企业本年到位资金增速为-6.4%和-6.6%，高于1-3月的-9%。

四、消费：增速高位小幅回落，部分升级类消费增速领先

消费增速高增长，主要是因为低基数。4月和5月，社会消费品零售总额增速分别为18.4%和12.7%，高于3月的10.6%，不及Wind一致预期的20.2%和13.6%。其中，4月和5月商品消费增速分别为15.9%和10.5%，3月为9.1%；餐饮消费增速分别为43.8%和35.1%，3月为26.3%。低基数下，二季度消费增速高增长，但增速不及预期，消费反弹力度受到居民收入恢复较慢制约。考虑到基数走高，预计三季度消费增速将会回落。

从经营地来看，虽然农村消费占全国消费的比例低，但农村消费增速与城镇消费增速没有拉开明显距离，主要是在本轮经济复苏中农民的收入修复较为缓慢。4月和5月，城镇消费增速分别为18.6%和12.7%，3月为10.7%；乡村消费增速分别为17.3%和12.8%，3月为10%。农村消费占全国消费的比例不到15%，但农村消费增速与城镇消费增速差距较小，可能是因为农村居民的可支配收入在今年的修复速度慢于城镇居民，要提振农村居民的消费，需要增加农民的收入来源。

从限上商品零售细分行业来看，必选消费和房地产相关消费偏弱，但服装、金银珠宝、汽车、通讯器材等升级类消费增速领先。如图4所示，5月，15个细分行业中，11个行业正增长，4个行业负增长，7个行业消费增速较3月走弱。一是5月粮油、饮料等必选消费负增长，主要是防疫放开后，居民囤货的需求下降。二是房地产相关的家电、家具、装饰消费增速偏弱，主要是房地产市场不景气，与其相关的行业消费也受到拖累。三是服装、金银珠宝、汽车、通讯器材等升级类消费增速领先，反映出消费复苏分层的情况较为明显，中高收入阶层的消费增长较好，促消费政策对中高收入阶层群体的效果也更好。

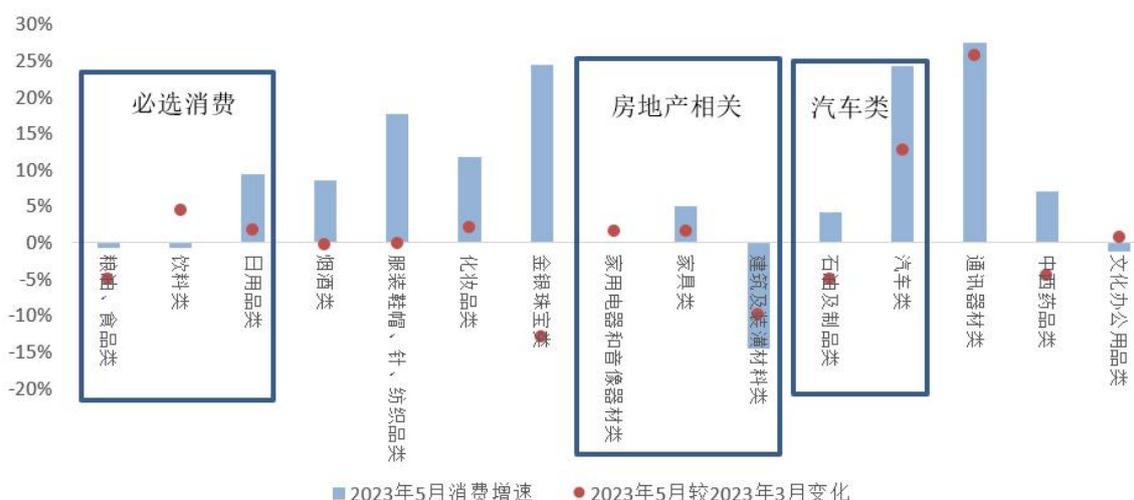


图 4：15 个细分行业消费增速
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

五、外贸：出口增速转负，进口增速降幅收窄

出口增速转负，进口增速降幅收窄，维持贸易顺差。按美元计，4月和5月，出口增速分别为8.5%和-7.5%，低于3月的14.8%；进口增速分别为-7.9%和-4.5%，较3月的-1.4%有止跌企稳的迹象；贸易顺差分别为902.08亿美元和658.07亿美元，处于近五年同期的较高水平。5月的出口增速大幅低于Wind一致预期的0.1%，说明前期积压的订单基本已经被消化，出口开始反映海外需求的真实情况。考虑到去年7月以后出口增速的基数走低、欧美经济有一定的韧性，预计今年三季度出口增速有望低位企稳，进口增速则在现有水平震荡，保持贸易顺差。

从主要出口国家和地区来看，5月除俄罗斯和非洲外，中国对主要国家和地区的出口增速为负值。如图5所示，按美元计，5月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、俄罗斯、非洲和中国香港出口增速分别为-18.2%、-7.0%、-13.3%、-20.3%、-15.9%、114.3%、12.9%和-14.9%，分别较3月减少10.6、10.4、8.5、31.6、51.3、22.1、33.5和34.9个百分点。1-5月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、俄罗斯、非洲和中国香港的出口金额占中国出口金额的比例分别为14.3%、15.4%、4.8%、4.6%、16.2%、3.1%、5.3%和7.5%，合计71.2%。另外，自去年8月以来，中国对美国的出口一直负增长。

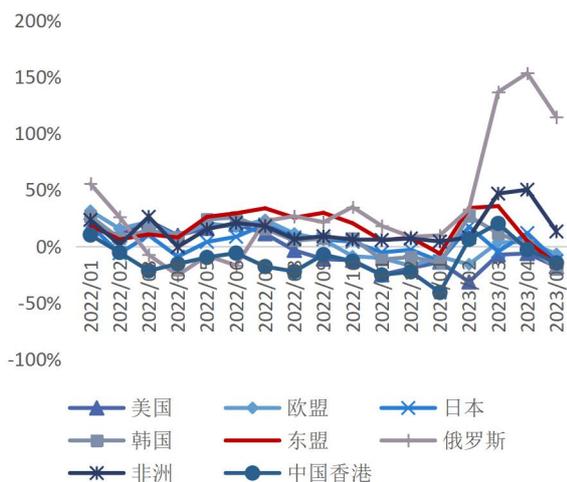


图 5：中国对主要国家和地区的出口增速

注：出口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

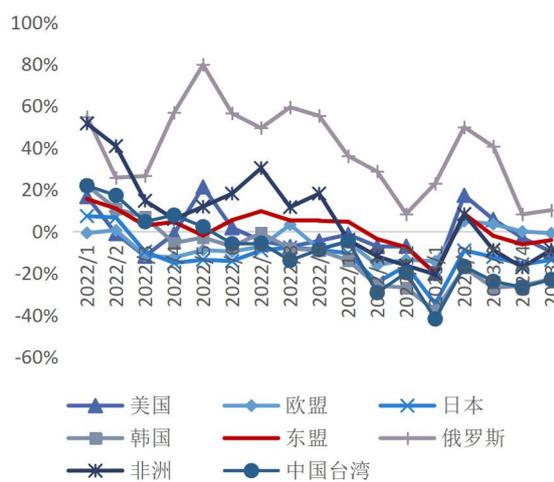


图 6：中国对主要国家和地区的进口增速

注：进口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从主要进口国家和地区来看，中国对俄罗斯进口正增长；除美国和欧盟外，中国对主要国家和地区的进口增速有触底反弹的迹象。如图 6 所示，按美元计，5 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、俄罗斯、非洲和中国台湾进口增速分别为-9.9%、-0.9%、-13.7%、-22.8%、-4.2%、10.1%、-8.8%和-23.1%，分别较 3 月减少 15.5 个百分点、减少 4.3 个百分点、减少 1.4 个百分点、增加 4.2 个百分点、减少 2.1 个百分点、减少 30.4 个百分点、增加 0.1 个百分点和增加 0.9 个百分点。1-5 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、俄罗斯、非洲和中国台湾的进口金额占中国进口金额的比例分别为 7.1%、11.2%、6.2%、6.1%、14.5%、4.9%、4.3%和 7.2%，合计 61.4%。

从主要出口商品来看，5 月主要商品出口增速负增长，但机电产品中汽车、船舶和通用机械设备维持较快增长。如图 7 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-7.4%、-14.1%和-2.1%，较 3 月分别减少 24.8、34.9 和 14.4 个百分点。但是，机电产品中，汽车、船舶和通用机械设备依然保持较快增长。5 月，汽车和汽车底盘、船舶、通用机械设备出口增速分别为 123.5%、23.5%、7.5%，分别较 3 月减少 5.6、0.3、58.8 个百分点。

从主要进口商品来看，农产品进口正增长；原油和机电产品进口增速有见底回升迹象。如图 8 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 2.6%、-12.5%、-14%和-14.3%，分别较 3 月减少 13.7 个百分点、减少

21.5 个百分点、减少 14.7 个百分点和增加 1.6 个百分点。铁矿石和原油进口增速负增长主要是由于国际大宗商品价格的回调，铁矿石和原油进口数量增速都高于其进口金额增速（即进口增速）。4 月和 5 月，铁矿石进口数量增速分别为 5.1% 和 4%，低于 3 月的 14.8%；原油进口数量增速分别为-1.4% 和 12.3%，低于 3 月的 22.5%。

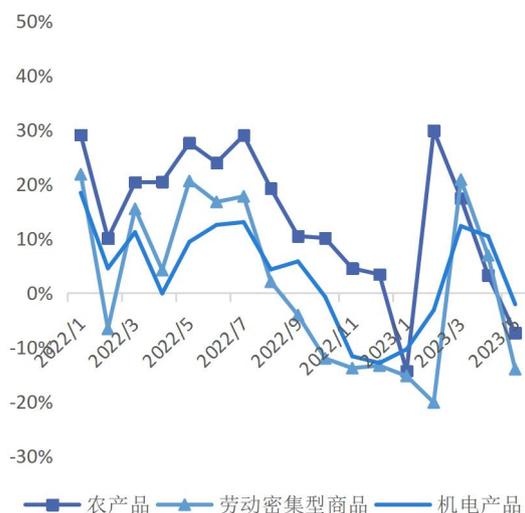


图 7：中国主要出口商品增速

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。

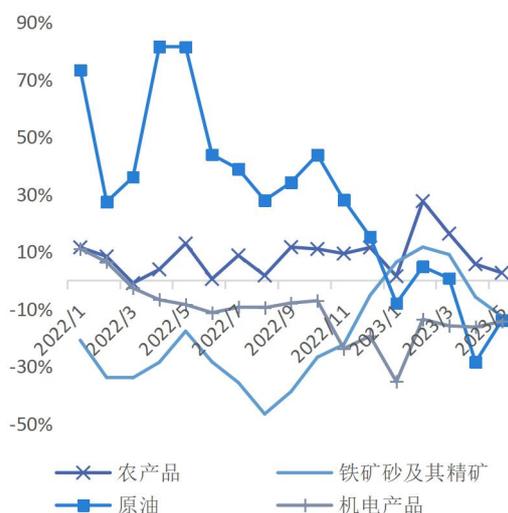


图 8：中国主要进口商品增速

注：进口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

出口增速走弱，主要是由于基数效应、海外需求回落以及东盟需求的超预期收缩。一是去年同期基数较高，会放大出口的降幅。二是由于前期积累的订单陆续交付，目前出口反映出海外真实需求情况，外需较弱，但我国的新能源汽车、船舶、通用机械设备等中高端产品的国际竞争力较强，保持增长状态。三是 5 月出口增速低于 Wind 一致预期的主要原因是中国对东盟的出口超预期回落，这其实也在情理之中。今年以来，东盟主要国家的经济和出口都面临较大的下行压力，而且其电力供应短缺，中国对东盟的出口高增长缺乏可持续性。

进口增速有见底企稳的迹象，主要是国际大宗商品价格基本平稳和电子信息产业景气度回升。一方面，国际大宗商品价格同比增速较低，主要是受到基数效应影响，基建和“保交楼”支撑对大宗商品的进口数量需求。为应对全球需求不足，6 月，沙特宣布将于 7 月在现有基础上进一步减产维持油价平稳，预计油价未

来有望保持在一定区间波动。另一方面，由于人工智能快速发展，电子信息产业景气度有所回升，对高新技术产品的进口需求小幅反弹。虽然进口增速有所企稳，但进口增速还是偏弱，进口增速不具备大幅反弹的条件。

六、汇率：快速贬值，内外因素共振但无需过分担忧

5月以来，人民币兑美元汇率出现一波快速贬值，主要是因为美元指数上升、投资者对国内经济前景的担忧以及中美货币政策周期不同步。4月，人民币兑美元汇率在6.88至6.93之间震荡，但从5月开始人民币兑美元汇率出现一波快速贬值。人民币汇率从5月4日的6.92快速贬值至6月26日的7.22，贬值4.3%，官方没有下场干预，引发广泛关注。近期，人民币汇率的快速贬值主要有三个原因：一是由于美元指数的上升，人民币汇率被动贬值。美元指数由5月4日的101.42升至5月31日的104.23，升值2.7%，6月在102至103区间内震荡（截至2023年6月27日）。美联储在5月加息25BP，导致美元指数上行，但6月美联储暂停加息，6月中上旬美元指数回落，由于下半年美联储预计还有两次加息，6月下旬美元指数小幅反弹。二是考虑到人民币汇率贬值的幅度和持续时间都超过美元指数的升值幅度和时间，投资者情绪是影响人民币汇率快速贬值的重要原因之一。一季度国内经济开局良好，但二季度主要宏观指标出现走弱迹象，加上政策保持定力以及中美之间的大国博弈加剧，国内外投资者信心不足。按美元计，1-4月和1-5月，FDI（外商直接投资）同比分别为-3.3%和-5.6%，今年1-4月是2020年1-9月以来，FDI增速的再次转负，并且降幅正在扩大。三是中美货币政策不同步。目前市场流动性充裕，中美利差较大，而且国内银行正在降低存款利率，部分资金选择兑换成美元套利。从银行代客涉外收付款的数据来看，资本和金融账户从今年2月开始（截至2023年6月27日），连续四个月呈现逆差流出的状态。

随着美联储加息节奏的放缓、投资者悲观情绪的释放，下半年人民币汇率可能维持弱势震荡。一方面，目前美国的基准利率已经高达5.25%至5.5%（截至2023年6月27日），市场贷款利率预计在6%以上，高利率对经济活动会有明显的抑制作用，可能会加剧美国银行业的风险，美联储再次快速加息的概率偏低，所以美元指数上升的空间有限。另一方面，中国贸易依然维持顺差，经济虽有下行压力但今年实现5%的经济增长目标难度不大，中国经济基本面仍有较强支撑，投资者

悲观情绪将陆续释放。所以，人民币汇率进一步大幅贬值的概率偏低，下半年有望维持弱势震荡。

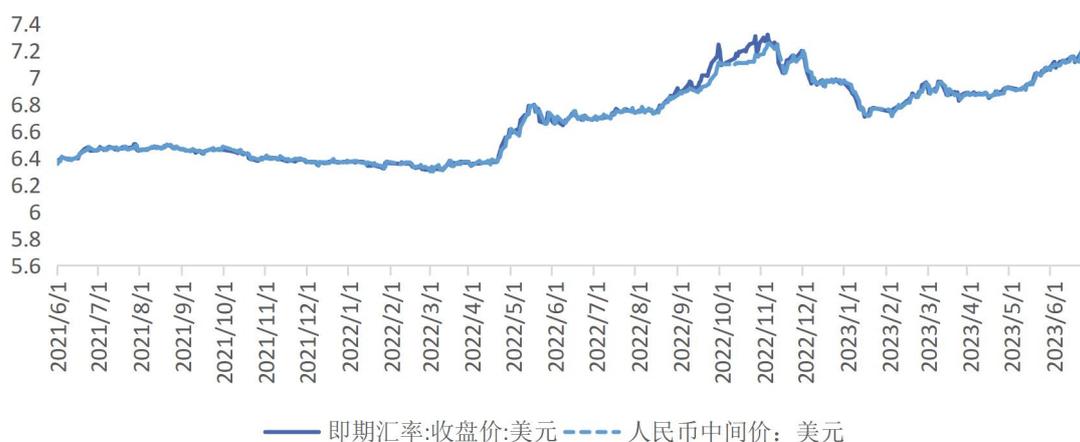


图 9: 人民币兑美元汇率走势

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

七、物价: CPI 同比低位趋稳, PPI 同比降幅加深

CPI 同比低位趋稳, 主要是猪肉价格下降、油价下降以及家用器具消费偏弱。如图 10 所示, 4 月和 5 月 CPI 同比分别为 0.1% 和 0.2%, 低于 3 月的 0.7%, 但有触底企稳的迹象; 环比分别为 -0.1% 和 -0.2%, 高于 3 月的 -0.3%。其中, 4 月和 5 月食品价格同比分别为 0.4% 和 1%, 环比为 -1.0% 和 -0.7%; 非食品价格同比分别为 0.1% 和持平, 环比为 0.1% 和 -0.1%。另外, 4 月和 5 月, 核心 CPI 同比分别为 0.7% 和 0.6%, 3 月为 0.7%。一是由于天气炎热, 猪肉需求降低, 而且猪肉供给过剩, 导致猪肉价格继续下降。4 月和 5 月, 猪肉 CPI 同比分别为 4% 和 -3.2%, 低于 3 月的 9.6%。二是由于去年同期基数较高, 油价大幅下降。4 月和 5 月, 交通工具用燃料 CPI 同比分别为 -10.4% 和 -11.1%, 低于 3 月的 -6.4%。三是由于房地产市场不景气, 房地产相关链条的家电家具的需求偏弱, 导致家用器具价格下降。4 月和 5 月, 家用器具 CPI 同比分别为 -1.2% 和 -1.8%, 低于 3 月的 -0.2%。考虑到基数效应、核心 CPI 依然有一定的韧性、猪肉价格有望企稳, 预计三季度 CPI 同比将在低位震荡运行。

PPI 同比降幅扩大, 主要是由于内需疲软。如图 11 所示, 4 月和 5 月 PPI 同比分别为 -3.6% 和 -4.6%, 低于 3 月的 -2.5%; 环比分别为 -0.5% 和 -0.9%, 低于 3 月

的持平。其中，4月和5月，生产资料同比分别为-4.7%和-5.9%，环比分别为-0.6%和-1.2%；生活资料同比分别为0.4%和-0.1%，环比分别为-0.3%和-0.2%。在去年同期基数走弱的前提下，今年二季度PPI同比降幅持续扩大，说明内需更加疲软。一方面，由于新能源汽车对油车的替代以及消费低迷，石化相关行业的需求较弱；另一方面，由于房地产行业不景气，黑色系行业需求偏弱。考虑到基数效应、企业已经开始收缩产能以及保交楼和基建的支撑，预计三季度PPI同比有望企稳。



图 10: CPI 和核心 CPI 当月同比

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。



图 11: 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	-13.1%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-1.1%	通用设备制造业	-0.4%	农副食品加工业	-0.5%	医药制造业	-0.2%
石油和天然气开采业	-19.1%	石油、煤炭及其他燃料加工业	-15.1%			食品制造业	-0.9%	汽车制造业	-1.1%
黑色金属矿采选业	-14.5%	化学原料和化学制品制造业	-13.2%			酒、饮料和精制茶制造业	1.1%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.3%
有色金属矿采选业	1.2%	化学纤维制造业	-4.3%			烟草制品业	0.5%	计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.7%
非金属矿采选业	2.1%	橡胶和塑料制品业	-4.1%			纺织业	-4.3%	电力、热力生产和供应业	1.6%
		非金属矿物制品业	-6.0%			纺织服装、服饰业	1.0%	燃气生产和供应业	-0.4%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-16.8%			造纸和纸制品业	-5.6%	水的生产和供应业	0.4%
		有色金属冶炼和压延加工业	-8.4%			印刷和记录媒介复制业	-0.3%		
		金属制品业	-4.3%						

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2022年1月至2023年5月的走势。

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

从细分行业出厂价格来看, 多数行业PPI同比呈下行趋势, 多数上游行业的PPI同比较中下游更低。如表3所示, 30个细分行业中, 5月有22个行业负增长,

较 3 月增加 4 个；24 个行业 5 月 PPI 同比较 3 月回落。石化、黑色系、煤炭等上游行业 PPI 同比降幅靠前；电力、酒水饮料、纺织服装 PPI 同比涨幅靠前，但都没有超过 2%。

八、政策：货币政策以稳为主，财政政策向科技和稳就业倾斜

货币政策以稳为主。货币市场流动性边际改善；金融数据保持增长，但有所回落且弱于 Wind 一致预期，新增人民币贷款主要靠非金融企业中长期贷款支撑，居民部门的新增贷款偏弱，需警惕经济陷入“流动性陷阱”的风险。

从货币市场来看，二季度货币市场价降量缩。由于经济数据走弱，6 月 13 日下调七天逆回购利率 10BP，6 月 15 日下调 MLF 利率 10BP，6 月 20 日下调 LPR 利率 10BP，是去年 8 月以来的再次降息，但更多是信号作用大于实质影响；DR007 利率二季度处于 2% 以上的时间较一季度明显缩短。4 月 1 日至 6 月 26 日，公开市场资金净回笼 3120 亿元。虽然公开市场资金呈净回笼状态，但央行在 3 月 27 日降准 0.25 个百分点，据机构测算，此次降准释放流动性在 5000 亿元至 6000 亿元之间，货币市场流动性得到明显改善。

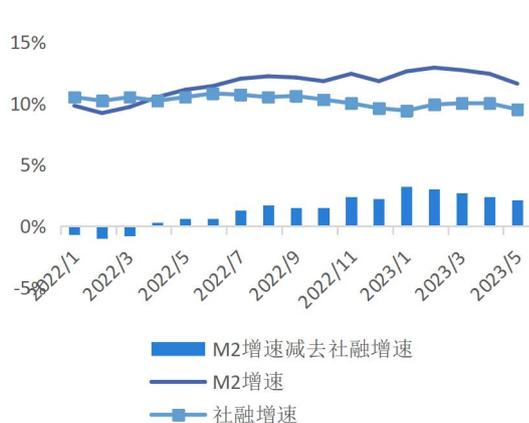


图 12: M2 和社融增速

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。



图 13: 新增人民币贷款当月值

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

从金融数据来看，4 月和 5 月，M2 同比分别为 12.4% 和 11.6%，低于 3 月的 12.7%，不及 Wind 一致预期的 12.6% 和 12.1%，但仍处于近 7 年同期的高位。M2 增速回落主要是因为新增人民币贷款增速回落导致信用扩张放缓、银行下调存款利率导致银行存款增长走弱以及政府财政政策力度低于去年同期导致财政存款增加（财政存款不在 M2 统计口径内）。4 月和 5 月，新增社融 1.22 万亿元和 1.56 万亿元，低

于3月的5.38万亿元，不及Wind一致预期的1.72万亿元和1.99万亿元；社融存量同比为10%和9.5%，5月较3月的10%小幅回落，处于历史低位，M2和社融同比的剪刀差有所收窄。新增社融主要靠人民币贷款和政府债券支撑，表外融资规模收缩。4月和5月，新增人民币贷款为7188亿元和1.36万亿元，低于3月的3.89万亿元，低于Wind一致预期的1.1万亿元和1.45万亿元。新增人民币贷款主要靠非金融企业中长期贷款支撑，4月居民部门贷款收缩，5月居民部门贷款只占新增人民币贷款的27%，居民部门贷款偏弱。目前，存量房贷利率和新增房贷利率倒挂导致居民偏向于提前偿还房贷，实体经济下行压力加大导致投资者贷款意愿较弱，需警惕经济陷入“流动性陷阱”，即虽然央行降低贷款利率，但是贷款需求没有明显变化。

财政收入恢复性增长，财政支出偏向科技和稳就业。1-4月和1-5月，一般公共财政收入8.32万亿元和9.97万亿元，同比分别增长11.9%和14.9%，增速高于1-3月的0.5%。财政收入恢复性增长，主要是去年同期基数较低、今年减税降费力度下降以及前期缓缴税费陆续到期；但1-4月和1-5月个人所得税、进口货物增值税和消费税、出口退税、车辆购置税、土地增值税负增长，1-5月企业所得税收入增速转负，说明经济依然存在居民收入下降、企业经营压力加大、出口增速放缓、汽车消费低迷、土地市场不景气等结构性问题。另外，由于房地产市场低迷，地方财政的土地出让收入的改善并不明显，依然处于深度负值区间。1-4月和1-5月，国有土地使用权出让收入增速分别为-21.7%和-20%。1-4月和1-5月，一般公共财政支出8.64万亿元和10.48万亿元，同比分别增长6.8%和5.8%，1-3月增速为6.8%。从支出的细分科目来看，科学技术以及社会保障和就业支出增速领先，财政支出向科技和稳就业倾斜。1-4月和1-5月，科学技术支出分别增长9%和8.6%，社会保障和就业支出分别增长10.3%和10%。5月，16-24岁劳动力调查失业率高达20.8%，创历史新高，稳就业的压力较大。

九、当前宏观经济的主要问题和建议

1.需求重新走弱，应多管齐下提振内需稳经济

二季度投资走弱、出口增速下行、物价低迷、所得税负增长都显示内外需开

始重新走弱，需求的疲弱对经济的负面影响正在层层传导、逐步体现。一是产能过剩，企业盈利能力下降，企业增产不增利，可能从订单不足的被动去产能走向主动去产能增厚利润空间。工业增加值和制造业投资增速保持增长状态，但工业企业利润增速降幅改善非常缓慢。1-4月，工业企业利润增速为-20.6%，较1-3月只增加了0.8个百分点。由于终端需求不足，企业增加的产能无法被市场消化、被动积累库存，或者降价促销去库存，导致恶性竞争。目前，上游行业的开工率开始出现回落，企业未来可能从订单不足导致被动去产能转向主动去产能增厚利润。比如，5月，唐山钢厂高炉平均开工率为58.53%，较4月下降0.6个百分点。二是社会缺乏新增就业机会，居民收入下降，收入-消费-生产之间没有形成良性循环，经济正在寻找新的均衡点。企业经营面临压力，会通过降薪裁员降成本，导致员工收入下降或者员工预期其收入将会下降，进而导致居民消费倾向降低，减少消费开支，这又会降低企业的营业收入，促使企业进一步缩减规模、节省成本，直到供需达到新的均衡点。从今年五一假期的数据来看，出行人数恢复至2019年同期的119.1%，但旅游收入只恢复到2019年同期的100.7%，很多人选择穷游。整体来看，经济有一定的下行压力，但考虑到今年大概率能完成5%的增长目标，还未到出台大规模救济政策的时点。现阶段政策应该还是以稳为主，多管齐下提振内需，但总基调仍是托而不举，为未来可能出现的新的风险预留政策空间。

建议：一是通过准财政扩张适度加码财政政策稳基建投资。今年的目标赤字率、新增专项债额度、减税规模目标已经确定，难有调整的空间。目前看来，考虑到出口下行和房地产市场偏弱，现有的财政政策力度对稳内需可能还是不够，可以通过使用政策性开发性金融工具的准财政方式适度加码财政政策。去年政府分别在6月和8月，分两批使用政策性开发性金融工具拉动基础设施投资，导致去年下半年基建投资增速的基数明显走高，今年下半年需要使用政策性开发性金融工具稳基建投资，否则以当前地方政府的财力，基建投资有快速回落的风险。二是加快推进一线城市城中村改造项目，稳定房地产投资。4月28日的中央政治局会议提到，“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设”。近期，深圳已经在推动城中村“统租改造”项目，其他一线城市也可以加快跟进，既坚持了“房住不炒”总基调，又有利于改善城中村居住环境、排除安全隐患，还有利于稳定房地产投资。三是加大对大件商品的促消费力度。6月

8日，商务部发文促进汽车消费；6月9日，商务部、发改委、工信部和市场监管总局发文促进绿色智能家电消费。政府应加快促消费政策的落地实施；各级政府应积极响应国家政策号召，利用好财政资金的杠杆效应，加大对汽车、家电、电子产品等大件商品的促消费力度。**四是支持服务业对就业人口的吸纳，通过稳就业稳定居民收入来源。**目前看来，服务业的复苏力度明显强于工业，经历三年疫情后，接触性服务业有着较强的内生修复需求，可以考虑加大对“地摊经济”、“夜间经济”、“网红经济”的扶持，鼓励应届毕业生自我雇佣、自主创业。**五是加快推进乡村振兴战略，提高农民收入水平。**当前，农村消费增速与城镇消费增速没有拉开明显差距，不利于推进汽车、家电等大件商品下乡。需要加快发展电商直播、改善乡村物流基础设施配套，加快推进乡村振兴，切实提高农民收入水平。

2.市场主体情绪脆弱，亟需出台实质性措施稳定市场信心

从投资、金融和外汇数据来看，市场主体情绪较为脆弱。一是民间投资增速仍在低位下行。由于对经济发展前景的担忧，民企的观望情绪较为浓厚，加上政策保持较强定力，民企加大投资的意愿偏低。二是居民部门贷款偏弱，居民对于借贷消费和加杠杆买房相当谨慎。一方面，三年疫情让居民意识到储蓄的重要性，在收入增长不确定性较大的前提下，需要保证有足够的现金流应对突发事件；另一方面，自“房住不炒”提出以后，居民对房价永远涨的预期发生改变。根据央行发布的2023年一季度城镇储户问卷调查报告，今年一季度，倾向于“更多消费”、“更多储蓄”、“更多投资”的居民分别占比23.2%、58%、18.8%，大部分居民都倾向储蓄。三是人民币汇率贬值幅度和持续时间都超过美元升值幅度和时间，说明投资者对中国经济的短期悲观情绪导致人民币汇率出现了超贬。另外，中美大国博弈加剧导致全球政经格局更加复杂多变，美国经济的韧性超预期，而中国经济复苏的动能放缓，也会导致投资者的心态反复摇摆。

提振市场主体的预期刻不容缓。一方面，预期会影响市场主体的决策，如果市场主体对经济的中长期发展持悲观态度，居民减少消费和企业降低投资将会成为长期趋势，整个社会可能会进入低欲望模式，这会导致经济增长的停滞。另一方面，当市场主体预期经济发展前景不明朗、国内缺少发展机会的时候，优质企业和高端人才会选择离开本土市场，前往拥有更多发展机会的其他国家和地区，

这会导致本土优质企业和高端人才的流失，对经济的转型升级有较大的负面影响。所以，防止悲观预期的自我实现非常重要，亟需出台实质性措施稳定市场信心。

建议：一是增强政策预期管理，稳定国内外市场主体的预期。目前，全球经济形势复杂多变，不确定性、不稳定性因素较多，政府应做好政策预期管理工作，对于市场关切问题需要及时回应，出台重要政策前需要做好与市场的沟通工作。**二是通过降低年轻人的住房和购房压力，提升年轻消费群体的消费能力。**根据罗兰贝格与复旦大学今年发布的《重塑信心，着眼未来，品牌如何拥抱年轻消费力？》，95后购买频次高、消费意愿强，愿意为升级类消费买单。通过大量推动保障房建设，深入践行租售同权，减轻年轻人住房和购买学区房的压力，将年轻人原本计划用于购房的资金引导至改善生活品质的消费中。年轻人的购房压力下降后，对于借贷消费的担忧也会减轻，也有利于适度促进消费贷的扩张。**三是加大对民营经济的扶持力度，鼓励民间投资。**近期，重庆出台了《中共重庆市委 重庆市人民政府关于促进民营经济高质量发展的实施意见》，明确提出，力争到2027年，民营经济增加值占GDP比重达到62%，具体的措施包括严格落实准入负面清单制度、保障企业家的合法权益、清理国有机构对民营企业的欠款等。其他地区可以借鉴重庆的政策，支持本地民营经济的发展。

3. 财政收支压力较大，亟需推动新一轮税制改革

从目前的财政收支情况来看，财政收支压力较大，中长期来看影响政府财政的可持续性发展。**一是剔除基数效应，财政收入增速转负。**剔除去年留抵退税的影响，4月和5月，一般公共财政收入增速分别为4.8%和-4.7%，低于3月的5.5%，财政收入增速转负。**二是土地出让收入的低迷可能是长期性的，影响地方政府的财力。**今年土地出让收入的修复明显低于年初预算目标。今年初的地方财政预算预计2023年政府性基金收入将增长0.4%，但1-5月政府性基金收入增速只有-15%，主要受国有土地使用权出让收入增速远低于预期的影响。**三是受以收定支的影响，财政支出增长乏力。**1-5月，一般公共财政支出和政府性基金支出增速分别为5.8%和-12.7%。考虑到地方政府还有较重的基建投资任务，今年政府的收支压力较大。**四是地方政府财政收入减少，在一定程度上倒逼部分地区新增税费名目补充财政资金来源，易引发舆情事件。**比如，近期多地推行智慧泊车项目，但是部分地区

反映智慧泊车乱收费的问题。再比如，部分地区农村宅基地开始收费，虽然各地收费标准不一样，但基本上遵循宅基地面积越大、收费越多。

建议：一是尽快谋划推动新一轮税制改革，稳定政府税收来源。税制改革的目标应该与经济结构调整的方向一致。比如，如果要鼓励民间投资和消费，可以降低民企和居民的税负。再比如，如果要推进共同富裕，就要适度调节收入差距，增加对高收入人群财产性收入的税收。**二是加快债务置换，防范化解地方政府债务风险。**近期，部分地区公开声明仅靠自身能力，难以化解本地的地方政府债务问题。加上地方政府土地出让收入大幅减少，地方政府债务问题更为严峻。目前，我国的地方政府举债通过“开前门、堵后门”的管理方式，显性债务风险尚在可控范围内，主要是部分地区的存量隐性债务风险依然较大。亟需全面排查地方政府的存量隐性债务规模、期限结构和利息规模，加快推进地方政府隐性债务置换，以时间换空间，降低地方政府的还本和付息压力。

【声明】 本文版权为北大汇丰智库所有。



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。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。