

宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2023年5月5日

【专题研究】

2023年二季度经济金融与政策展望系列之一

内生动力有待增强

——2023年二季度中国经济形势展望

【内容摘要】

2023年开年以来,受疫情防控措施优化、消费场景修复、积压需求释放和地方政府“拼经济”等因素带动,一季度GDP同比增长4.5%,好于市场预期。但3月数据边际放缓,显示内生动力仍然偏弱。

展望二季度,预计疫情转段对经济的带动作用将会进一步减弱,而经济内生动力充分释放尚需时日,预计二季度经济将呈现环比放缓、同比反弹,GDP同比增速有望达到8%以上。

出口方面,连续加息累积效应持续释放,全球产业链加速重构,二季度出口仍有可能转负。消费方面,补偿性消费释放之后,居民资产负债表修复偏慢和青年人口就业压力上升,将对消费形成制约。投资方面,基建投资大体保持平稳,制造业和房地产开发投资受低基数推动有望反弹。物价方面,输入型通胀消退、内需仍然偏弱等因素,将导致CPI和PPI涨幅回落。

政策方面,4月底政治局会议明确将“统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”。预计财政政策将在扩大投资和促进消费方面发力,货币政策将适度回撤,力求节奏平稳。

温彬 民生银行首席经济学家
民生银行研究院院长

王静文 中国宏观经济研究

张丽云 货币政策与流动性研究

应习文 国际宏观经济研究

孙莹 财政政策研究

李鑫 外汇商品研究

杨美超 外资外贸研究

韩思达 资产配置研究

联系人: 孙莹

电话: 010-58560666-6473

邮件: sunying16@cmbc.com.cn

目 录

一、2023 年一季度国内经济回顾	1
二、2023 年二季度国内经济展望	4
(一) GDP：预计二季度同比增长 8.0%以上	4
(二) 出口：预计上半年累计同比增长-3.2%左右	5
(三) 消费：预计上半年累计同比增长 9.0%左右	8
(四) 投资：预计上半年同比增长 5.8%左右	11
1. 基建投资：预计上半年同比增长 8.3%左右	11
2. 制造业投资：预计上半年同比增长 7.2%左右	12
3. 房地产开发投资：预计上半年同比增长-3.0%左右	14
(五) 物价：CPI 涨幅回落，PPI 继续通缩	17
1. CPI：预计上半年同比上涨 0.8%左右	17
2. PPI：预计上半年同比下降 2.2%左右	18
三、2023 年二季度宏观政策展望	20
(一) 政策导向：推动“四个持续”	20
(二) 财政政策：继续发力，落实落细	21
(三) 货币政策：力度回撤，节奏平稳	23
附：主要指标预测表	26

内生动力有待增强

——2023 年二季度中国经济形势展望

温彬 王静文

一、2023 年一季度国内经济回顾

2023 年开年以来，受疫情防控措施优化、消费场景修复、积压需求释放和地方政府“拼经济”等因素带动，一季度 GDP 同比增长 4.5%，较去年四季度提高 1.6 个百分点，为实现全年 5% 左右的增长目标打下了良好基础。季调后环比增长 2.2%，同样较去年四季度加快 1.6 个百分点。

从产业结构看，一季度第三产业贡献率为 69.5%，大幅高于去年全年的 41.8%。第二产业贡献率为 27.1%，低于去年全年的 47.7%，第一产业贡献率为 3.4%，低于去年全年的 10.5%。

从动力结构看，一季度最终消费对经济增长贡献率达到 66.6%，大幅高于去年全年的 32.8%，成为最重要的拉动因素。资本形成总额贡献率为 34.7%，低于去年全年的 50.1%；货物和服务净出口贡献率为 -1.3%，低于去年全年的 17.1%。

具体来看，一季度经济运行表现出四个特点：

一是服务业好于工业。随着疫情平稳转段，经济社会运行快速向正常水平回归，接触型、聚集型服务业明显改善。一季度服务业生产指数累计同比增长 6.7%，高于工业增加值累计增速 3.0%。从景气指标来看，1-3 月服务业商务活动指数分别为

54%、55.6%和 56.9%，同期制造业 PMI 分别为 50.1%、52.6%和 51.9%，服务业景气度的绝对水平和反弹幅度，均明显高于制造业。

二是房地产出现回温迹象。前期积压需求集中释放、政策支持持续发力以及市场情绪好转等因素共同推动地产产业链回温。一季度房地产开发投资增速同比-5.8%，较去年末的-10.0%大幅收窄。一季度商品房销售面积同比增长-1.8%，销售额同比增长4.1%，较去年末明显好转。销售额增速快于销售面积，显示房价开始企稳反弹。与此同时，房企将重心放在加快竣工上，一季度竣工面积同比反弹至 14.7%，但新开工面积同比-19.2%，房企对未来预期仍显不足。

三是基建投资保持较高水平。年初以来地方政府大都出台了规模巨大的投资计划，并且按照“开局即决战，起步即冲刺”的节奏加快项目落地。在财政支出进度加快、提前批专项债加速发行以及政策性开发性金融工具的带动下，基建投资的资金来源较为充沛。一季度基建投资同比增长 8.8%，较去年末的 9.4%略有回落，但仍然保持着较快增速。

四是出口表现出较强韧性。今年 1-2 月出口同比增长-6.8%，但 3 月份大幅反弹至 14.8%，大幅超出市场预期。这一方面由于全球经济在年初时小幅反弹，摩根大通全球制造业 PMI 今年前 3 个月分别为 49.1%、49.9%和 49.6%，高于去年 12 月的 48.7%；另一方面，我国加大了出口多元化以及推动外贸稳规模优结构，对东盟、金砖国家和“一带一路”沿线国家出口速度大幅反弹，大幅高于对欧美等传统市场的出口速度。

不过，需要指出的是，虽然一季度整体表现良好，但进入3月份之后，复苏势头出现了较为明显的放缓迹象。包括 PMI、工业生产、投资、消费等指标都出现环比增速回落，市场也出现关于“通货紧缩”问题的讨论，折射出对经济复苏强度和可持续性的担忧。

图 1：三次产业贡献率

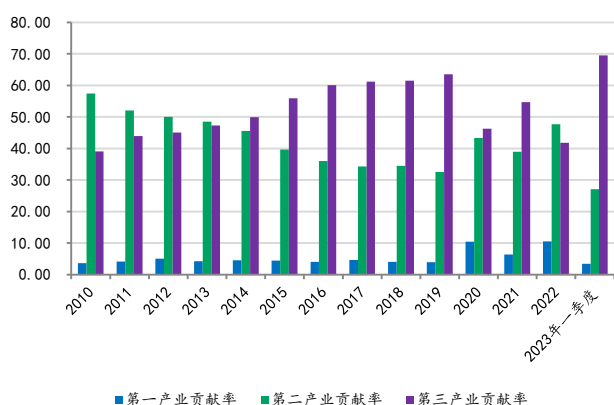


图 2：三驾马车贡献率

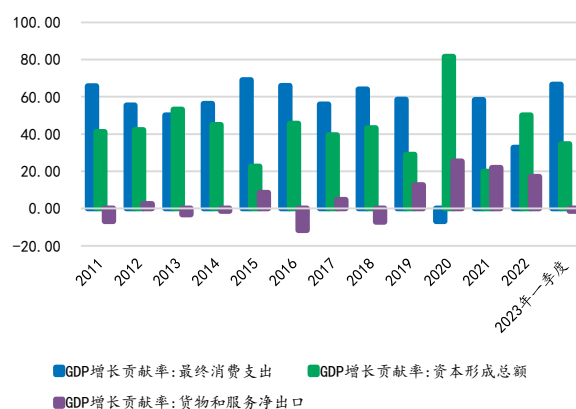
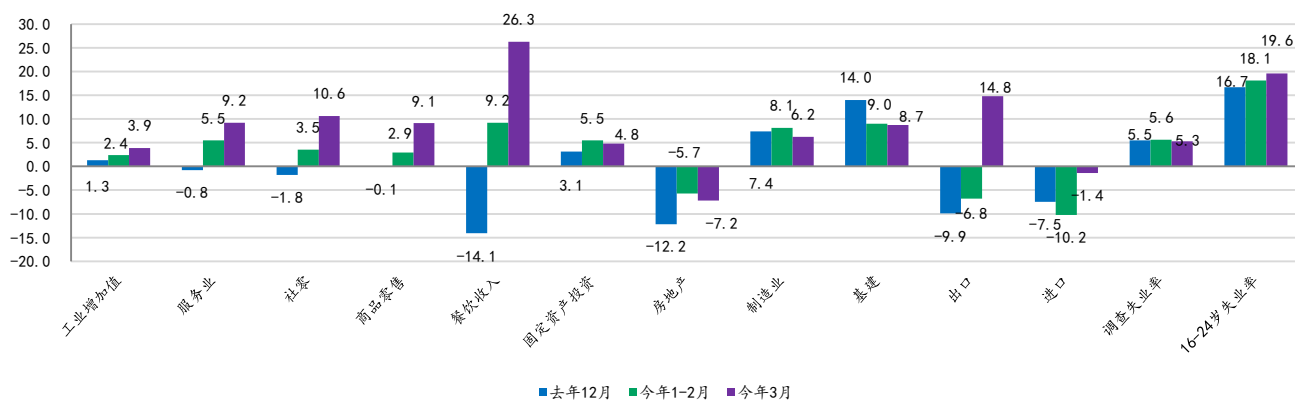


图 3：一季度主要指标表现



资料来源：Wind。

二、2023 年二季度国内经济展望

（一）GDP：预计二季度同比增长 8.0% 以上

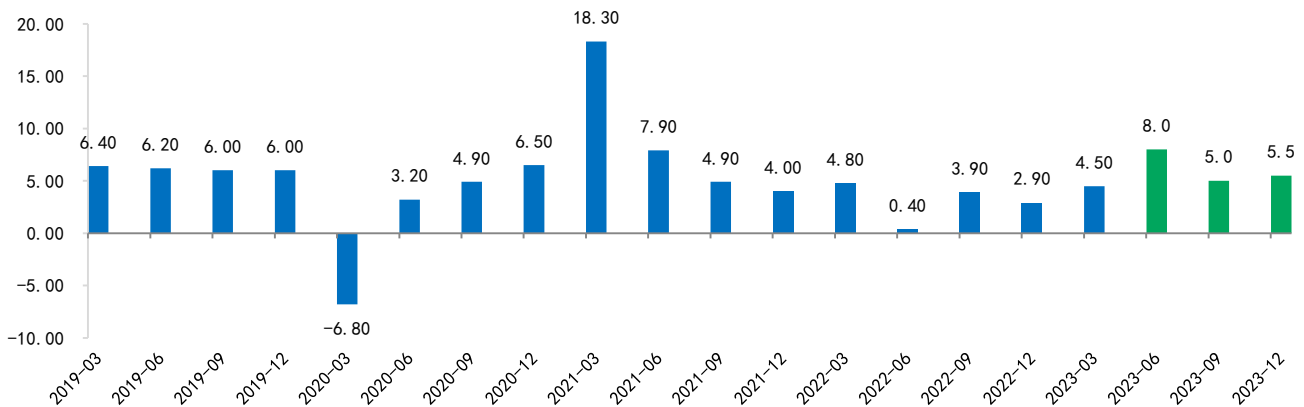
展望二季度，预计疫情转段对经济的带动作用将会进一步减弱，而经济内生动力充分释放尚需时日，预计二季度经济将呈现环比放缓、同比反弹。

从外部看，预计外需偏弱将继续对出口造成压力。发达经济体连续加息的累积效应持续释放，以及硅谷银行破产等金融动荡对实体经济运行产生冲击，预计二季度出口仍将继续承压甚至转负。出口增速放缓将会对一部分制造业投资产生拖累，并在一定程度上加大就业压力。

从内部看，经济内生动力预计仍然偏弱。一是消费增长受限。居民资产负债表修复偏慢和青年人口就业压力居高不下，将制约居民消费动能释放；二是民间投资增速偏慢。市场预期不稳、企业效益下滑、产能利用率偏低等状况，将会继续对民间投资形成制约；三是房地产市场反弹乏力。一季度房地产市场的突出特点是二手房好于新房、现房好于期房，存量交易对投资拉动作用下降。随着积压需求释放接近尾声，预计房地产开发投资难有明显回暖。

由于接续动能尚未充分释放，内生动力有待增强，在疫情转段红利释放完毕之后，预计二季度 GDP 将会环比放缓。但由于去年二季度 GDP 仅同比增长 0.3%，为过去一年最慢时段，偏低的基数将会将二季度 GDP 同比增速推高至 8.0% 以上水平。

图 4：预计二季度 GDP 同比增长 8.0% 以上



资料来源：Wind

（二）出口：预计上半年累计同比增长-3.2%左右

一季度出口表现出较强韧性，1-2 月和 3 月按美元计出口增速分别为-6.8%和 14.8%，远超预期，但市场对 3 月贸易表现仍有疑问。

一方面，3 月份工业出口交货值同比-5.4%，低于 1-2 月的-4.9%，工业生产部门当期交付给出口部门的货物值与 3 月的实际出口表现不尽一致；另一方面，3 月中国对东盟部分国家的出口增速远高于相关国家统计的自中国的进口增速。因此，市场倾向于认为，3 月出口增速大幅反弹，除了前期积压订单的集中出口之外，预计有相当一部分产品出口暂存海外仓。

展望二季度，受海外需求继续收缩、地缘政治影响持续显现以及出口价格回落等因素影响，出口增速仍可能呈现回落态势，预计上半年累计同比-3.2%，弱于一季度的 0.5%。

首先，海外需求收缩对出口的冲击将会加剧。根据国际货币基金组织预测，2023 年全球经济预计增长 2.8%，低于上年的

3.4%，特别是发达经济体，增速预期由上年的 2.7% 下降至今年的 1.3%。加息累计效应的持续释放，以及金融风险的上升，将导致经济活动随之放缓。IMF 预测新兴市场和发展中经济体 2023 年增速为 3.9%，略低于 2022 年的 4.0%，相比于发达经济体仍然保持着稳健增长，今年我国将按照“稳规模优结构”导向，“引导企业深入开拓发展中国家市场和东盟等区域市场”，预计对新兴市场的出口将在一定程度上起到缓冲作用。

其次，地缘政治影响持续显现。今年一季度，我国高新技术产品出口占总出口比重下降至 24.5%，为 2003 年以来同期最低水平。一季度对美国出口占比下降至 14.0%，为 1995 年有统计以来最低水平。全球产业链加速重构以及以美国为代表的经济体加大对我国的打压遏制，预计会继续对出口继续形成拖累。

最后，出口价格将会回落。随着全球经济增速放缓、全球供应链压力缓解以及主要国家紧缩政策短期难以转向，大宗商品价格将会继续走低。在 2022 年高基数基础上，2023 年主要经济体通胀幅度将会收敛，我国出口价格也将相应回落，对出口的支撑作用将明显减弱。

图 5：一季度出口表现出较强韧性

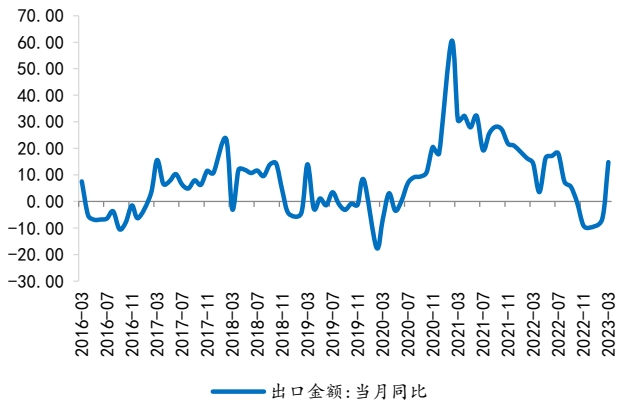


图 6：全球制造业 PMI 和 OECD 领先指标

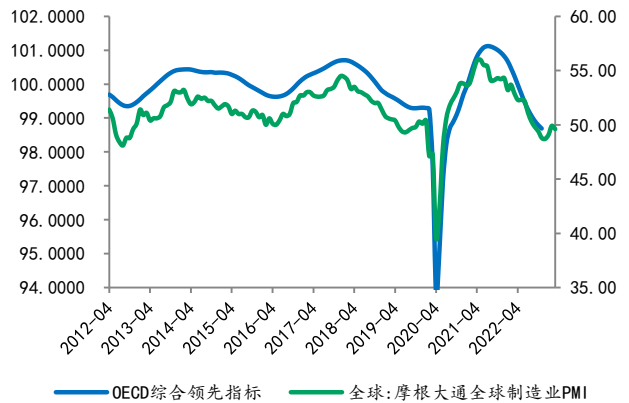


图 7：高新技术出口占比明显下降

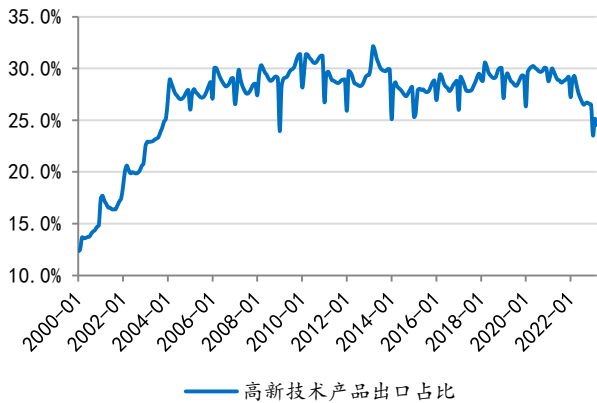


图 8：对美国出口占比降至历史新低

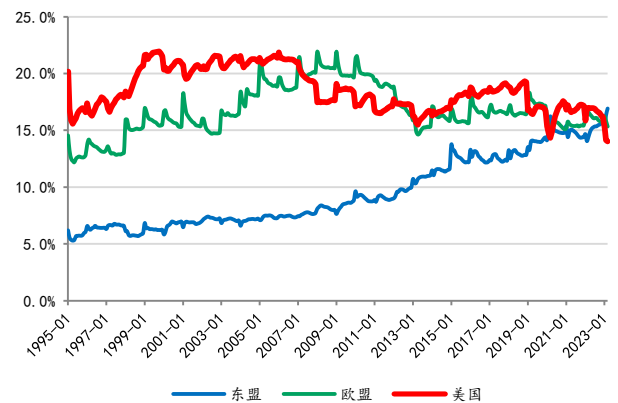


图 9：出口数量指数降幅收窄

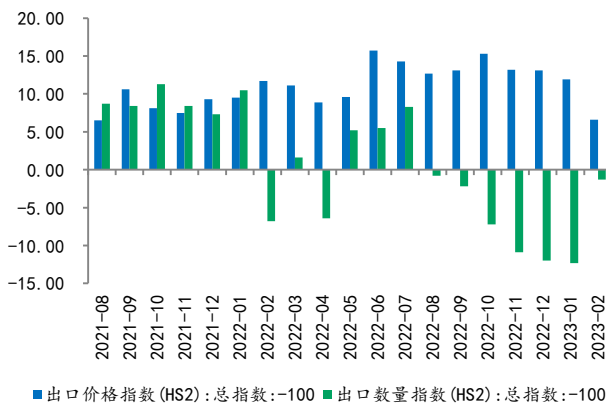
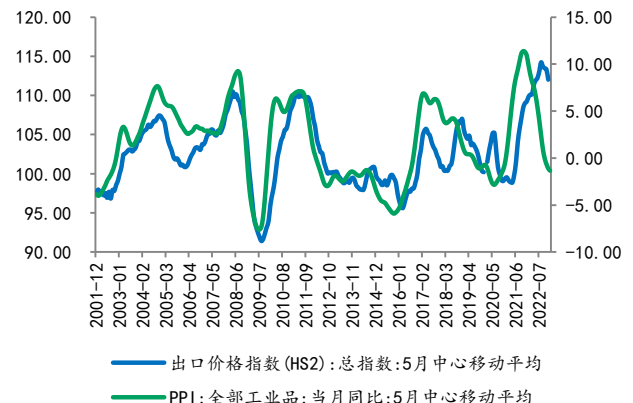


图 10：出口价格将随 PPI 回落



资料来源：Wind

（三）消费：预计上半年累计同比增长 9.0%左右

2023 年以来，消费出现了明显反弹。3 月社会消费品零售同比增长 10.6%，大幅好于 1-2 月的 3.5%，也好于市场预期。但环比来看，3 月社零增速为 0.15%，较 1 月的 0.31%和 2 月的 0.67%均有回落，显示出消费动能仍待稳固。

展望二季度，随着疫情修复红利释放殆尽，而消费制约因素仍然较为明显，预计消费环比增速仍可能回落，但由于去年 4 月、5 月均为负增长，预计 4 月同比增速甚至可能冲破 20%，上半年累计增速为 9.0%，高于一季度的 5.8%。

恢复和扩大消费的支撑因素：一是居民消费倾向有所回升。2020-2023 年一季度居民消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入）分别为 59.4%、61.4%、61.8%、62%，呈逐年回升势头。央行调查显示，一季度倾向于“更多消费”的储户占比为 23.2%，较上季度上升 0.5 个百分点，回升至历史水平 50%分位。今年五一期间，全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.1%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元，恢复至 2019 年同期的 100.7%，这些均显示居民消费意愿回暖。

二是政策继续加大稳消费力度。4 月初商务部表示，将着眼于发挥消费对经济发展的基础性作用，着眼于恢复和扩大消费，具体包括完善政策措施，疏堵点解难点；举办消费促进活动，聚人气提信心；创新消费场景，扩融合优体验；改善消费条件，强供给提品质等。政策仍有望对消费形成提振。

但另一方面，制约消费恢复的因素也不容忽视。一是由于消费意愿尚未恢复至疫前水平。央行调查显示，一季度选择“更多储蓄”的储户占比为 58.0%，较上季度的历史最高点下降 3.8 个百分点，处于历史 97.5%分位位置。当季居民部门新增存款接近 10 万亿，创历史同期最高水平，居民部门存款增速与贷款增速差为 2008 年以来最高，显示居民加杠杆意愿不足。

二是消费能力尚未明显改善。今年五一出行虽然火爆，但人均支出仍较 2019 年下降 15.4%。3 月份城镇调查失业率略有回落，但 16-24 岁人口失业率上升至 19.6%，较上年同期高 3.6 个百分点。毕业季尚未到来，青年人口失业率已经上行至历史次高水平，这预示着未来几个月青年人口失业率仍有可能继续冲高。此外，一季度全国居民人均可支配收入同比增长 5.1%，人均可支配收入中位数同比增长 4.6%。两者均低于 GDP 名义增速 5.5%，且前者高于后者，显示收入分配格局仍有待优化。

图 11：一季度消费明显反弹

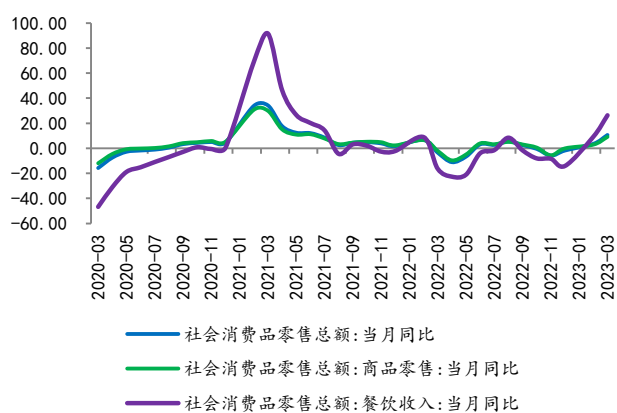


图 12：居民消费倾向有所提振

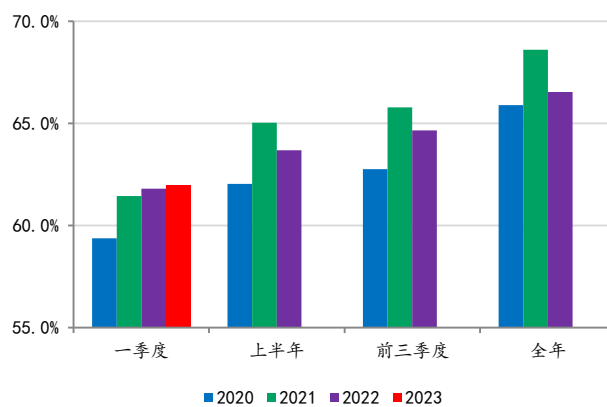


图 13：五一假期国内旅游已全面恢复

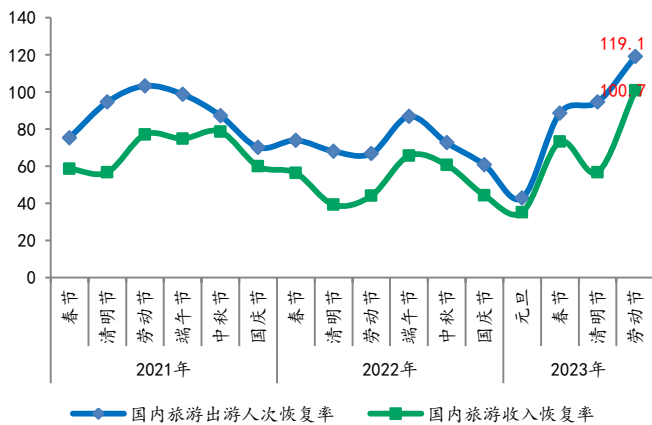


图 14：五一假期国内旅游人均消费额尚未恢复

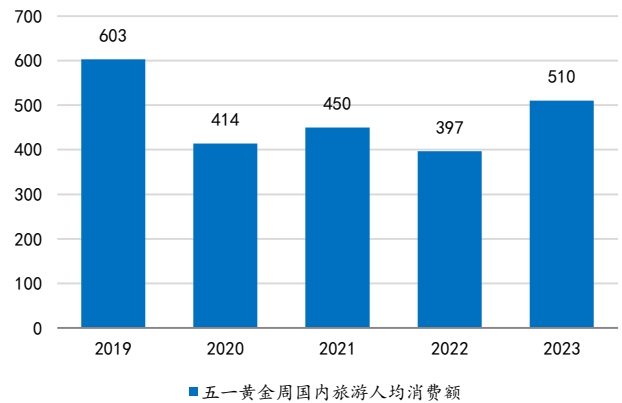


图 15：居民存款与贷款增速差持续扩大

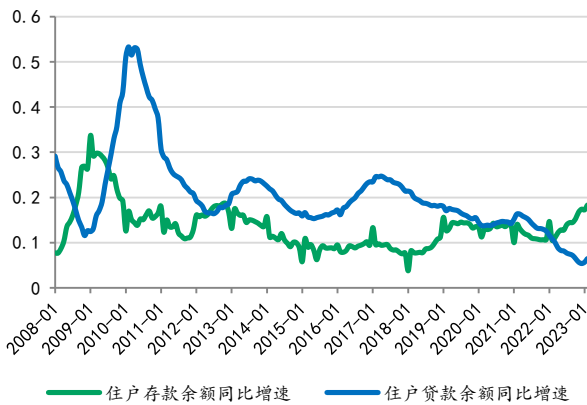


图 16：居民储蓄意愿仍在偏高水平

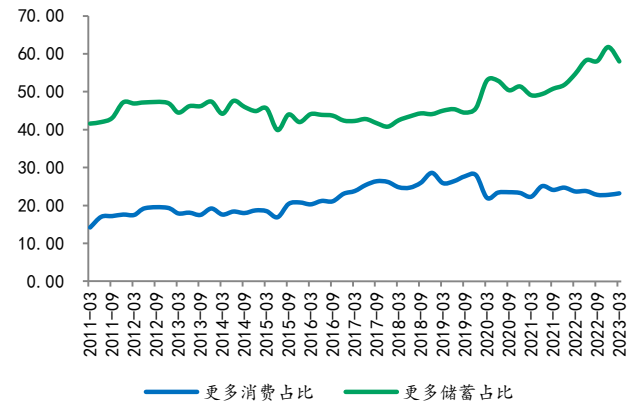


图 17：青年人口失业率仍在上升

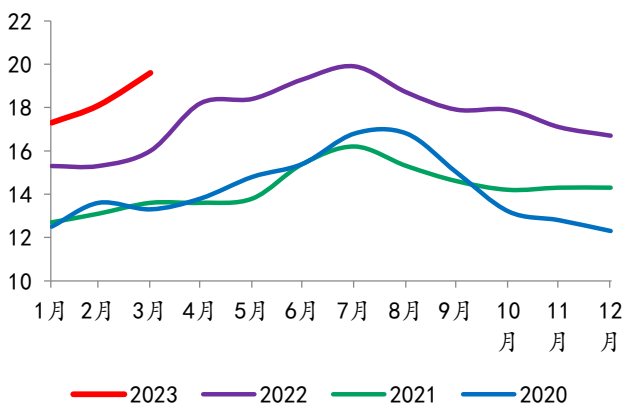
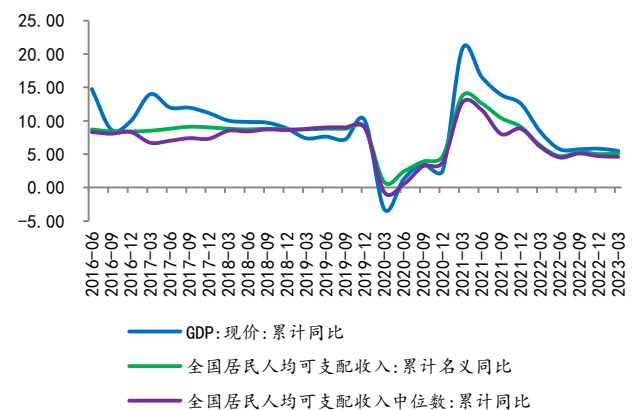


图 18：收入分配格局有待优化



资料来源：Wind

(四) 投资：预计上半年同比增长 5.8%左右

2023 年一季度固定资产投资同比增长 5.1%，略低于 1-2 月的 5.5%。其中基建投资（不含电热气水）同比增长 8.8%、制造业同比增长 7.0%、房地产开发投资同比增长-5.8%。

展望二季度，预计固定资产投资同比增长 5.8%左右，其中基建投资同比增长 8.3%左右，制造业投资同比增长 7.2%左右，房地产开发投资增速为-3%左右。

1. 基建投资：预计上半年同比增长 8.3%左右

一季度基建投资同比增长 8.8%，低于 1-2 月的 9.0%和去年末的 9.4%，但继续保持较高增速。一是随着疫情影响消退，各地工程项目集中开复工，建筑业施工进度加快，景气度持续攀升；二是地方政府项目储备比较充足，且加快落地实施；三是财政支持力度持续加大，一季度新增专项债发行进度达 35.7%，超过三分之一，基建方面相关财政支出同比增长 4.5%，较去年全年加快 3.2 个百分点。

展望二季度，由于资金来源仍有保障、项目储备依然充足，基建投资有望继续保持较快增速，预计上半年同比增长 8.3%左右。

一方面，资金来源有保障。以去年发行节奏为参考，并考虑到专项债前置发行的稳增长意义，预计二季度新增专项债发行将有所提速。随着疫情消退，财政支出中用于疫情防控的支出将大幅回落，用于基建的支出将会相应增加。政策性金融工具会继续发挥作用，成为重大项目资本金的有效补充。

另一方面，项目储备依然充足。近来，多地纷纷公布了第二批重大项目开工计划，主要集中在制造业和高技术产业以及新基建等领域，新一轮重大项目将加快落地。此外，新增专项债将在重点支持现有 11 个领域项目建设基础上，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围。

图 19：基建投资继续发挥托底作用

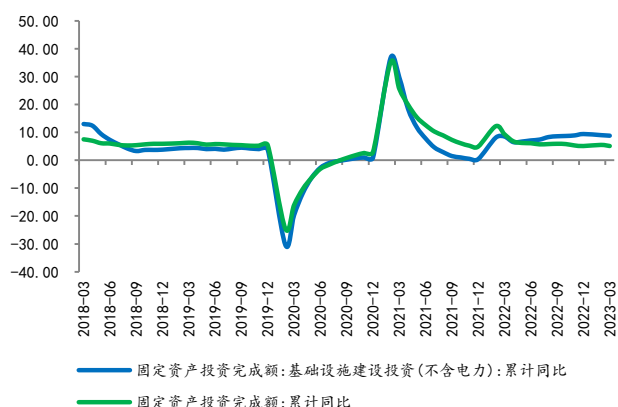


图 20：石油沥青装置开工率持续回升

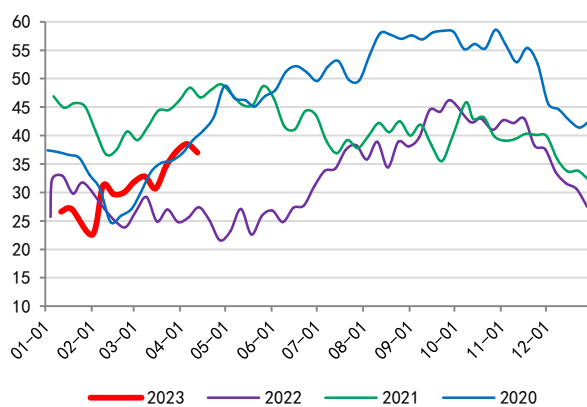


图 21：重大项目计划施工额增速保持在较高水平

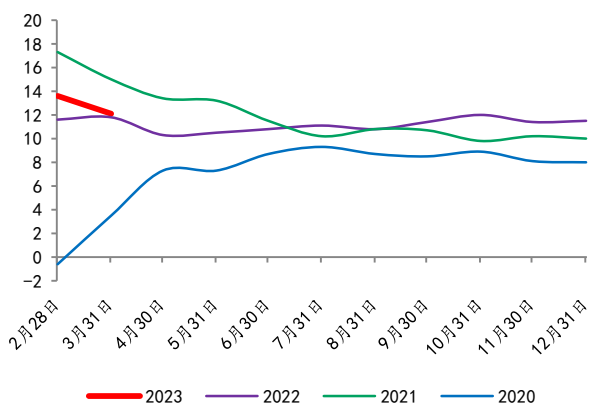
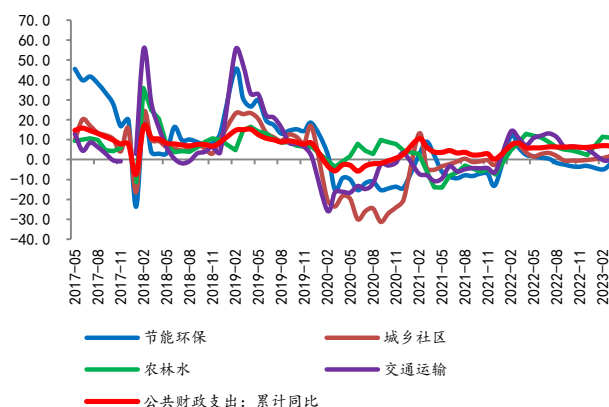


图 22：基建类财政支出有望逐渐加速



资料来源：Wind

2. 制造业投资：预计上半年同比增长 7.2% 左右

一季度制造业投资同比增长 7.0%，略低于 1-2 月的 8.1%，也低于去年末的 9.1%。一季度经济修复更多体现在服务业方面，

制造业受需求不足、利润回落等因素影响，增幅逐渐放缓。

展望二季度，出口增速、产能利用率、利润率等因素会继续对制造业投资形成掣肘，但由于去年同期基数回落，预计上半年制造业投资增速将会小幅回升至 7.2% 左右。

从需求角度看，二季度出口增速回落的可能性仍然较大，而国内需求仍然不足，这将拖累制造业扩大投资的动能。

从供给角度看，一季度制造业产能利用率由上季度的 75.8% 下降至 74.5%，仅高于 2020 年一季度的 67.2%，为疫情以来的次低水平。闲置产能较多，将会抑制制造业企业的投资意愿。

从利润情况看，一季度制造业利润总额下降至 -29.4%，大幅弱于去年末的 -13.4%，盈利情况不及预期，同样会降低企业的投资意愿。

从结构角度看，高技术制造业固定资产投资同比降至 15.2%，相比去年末显著降低了 7 个百分点。一季度高技术产业工业增加值同比 0.9%，2011 年以来首次低于工业增加值整体增速。外部环境对中国中长期产业升级、科技突围的不利影响值得警惕。

这种情况下，就需要政策加大对于制造业投资的支持力度。如产业政策继续支持制造业改造升级和绿色制造工程，大力培育高技术制造业；信贷政策继续加大制造业中长期贷款和碳减排支持工具、科技创新再贷款等货币政策工具使用力度，为制造业新建和改造投资提供资金支持等。

图 21：制造业投资增速持续回落

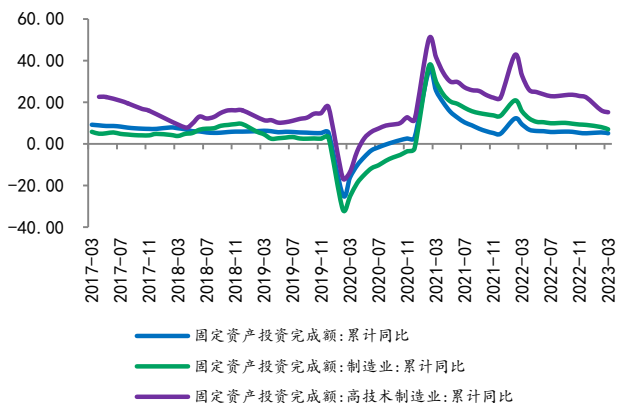


图 24：制造业产能利用率处于较低水平

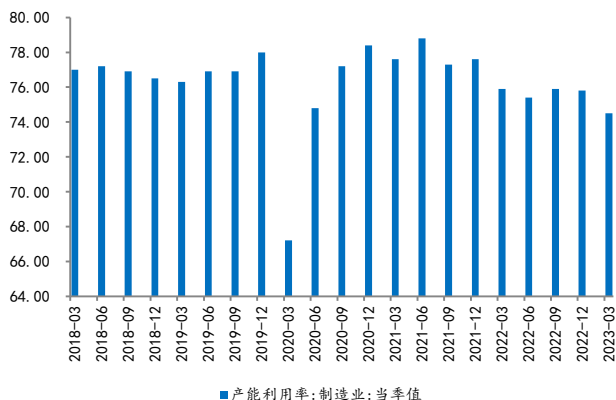


图 25：出口增速放缓将拖累制造业投资增速

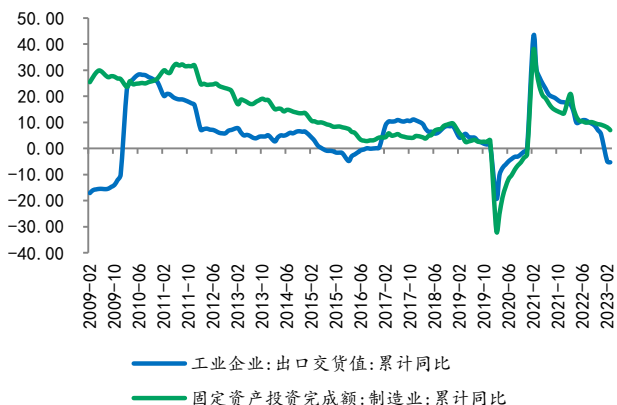
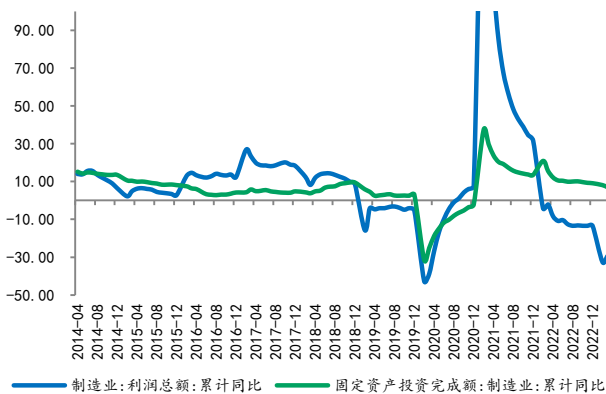


图 26：制造业利润增速将限制制造业投资增速



资料来源：Wind

3. 房地产开发投资：预计上半年同比增长-3.0%左右

一季度以来，房地产市场呈现回温迹象。销售、投资、房价、预期等指标均有反弹。其中，在供需两端政策带动下，前期积压的刚性和改善性住房需求将逐步释放，带动房地产销售、拿地以及开发环节逐步修复。但房地产投资修复仍以“保交楼”为主要特征，房企新开工意愿仍显低迷。

展望二季度，打破房地产“销售弱—回款难—拿地下降—投资下滑”负反馈的难度仍然较大，但由于同期基数偏低，预计上半年开发投资同比降幅收窄至-3.0%左右。

从销售端来看，一是低线非核心城市仍然偏弱。根据统计局数据，3月商品房销售面积同比-3.5%，但高频数据显示30个大中城市商品房成交面积同比增长超过40%，两者反差折射出低线非核心城市销售仍然低迷。其原因，应同人口净流出以及上一轮棚改货币化透支中小城市房地产需求有关。

二是居民加杠杆能力仍然偏弱。截至去年末，居民部门杠杆率为61.9%，连续第10个季度维持在62.0%左右。一季度全国居民人均可支配收入同比增长5.1%，人均可支配收入中位数同比增长4.6%，两者均低于GDP名义增速5.5%，收入增速较慢将限制居民加杠杆能力。

三是居民对期房信心仍未恢复。今年以来，现房销售与期房销售的增速差继续扩大，3月扩大至34.4个百分点，为去年9月以来最高水平，显示居民对于期房仍不信任。此外，当前二手房销售强于新房销售，房款在居民部门之间流动，房企通过销售回款的压力仍存。

从投资端来看，一是房企新开工规模偏弱。一季度房企新开工面积同比-19.2%，大幅弱于竣工面积增速14.7%和施工面积增速-5.2%，显示房企对于下一阶段仍不乐观。

二是待售面积尚处于高位。一季度商品房待售面积为6.47亿平米，接近2017年中水平，待售面积同比增长15.4%，为2016年3月以来最高水平。商品房去库存压力仍然较大。

三是民营房企面临较大压力。当前政策主张“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，规模较小的民营房企仍较难获得支持。一季度房地产开发民间投资下降13.8%，

下拉民间投资增速 5 个百分点。

图 27：房地产开发投资降幅有所收窄

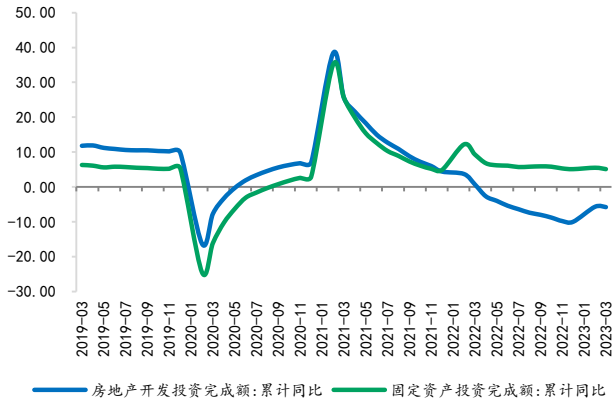


图 28：国房景气指数与 70 城二手房价格指数

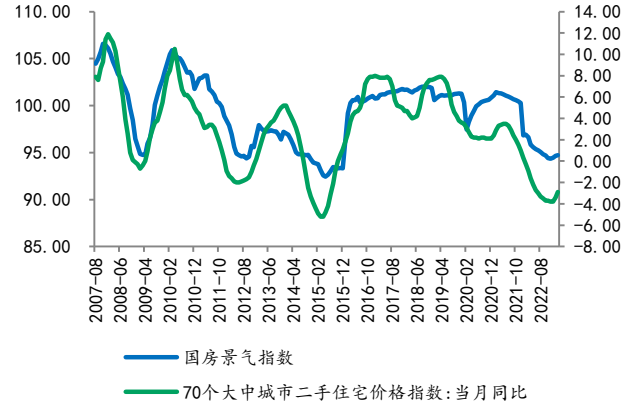


图 29：居民部门加杠杆意愿不足

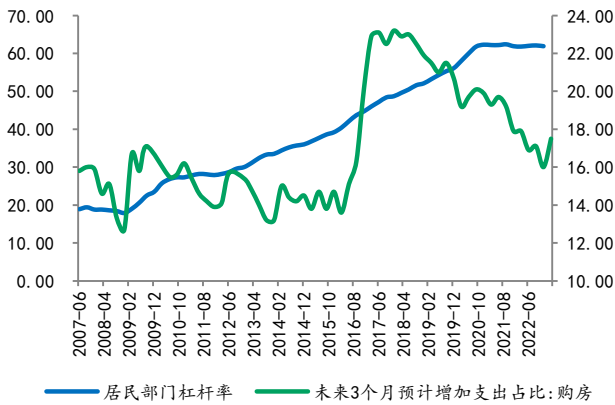


图 30：居民对房价预期有所回暖

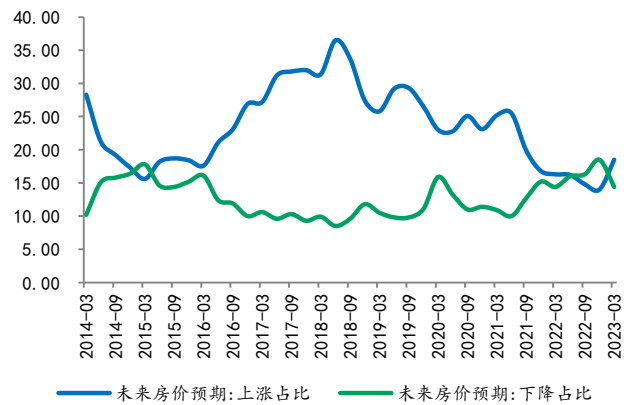


图 31：居民部门对期房的不信任程度回升

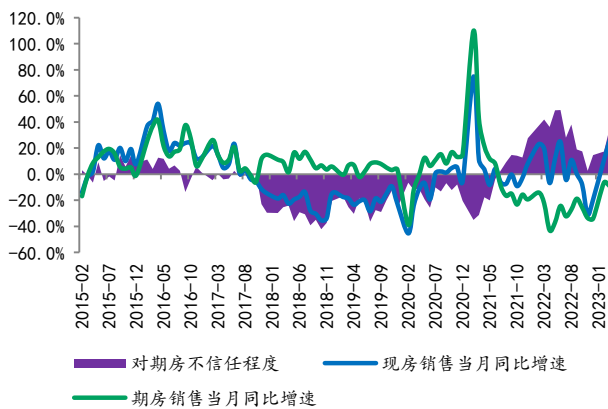


图 32：新开工面积增速慢于施工和竣工

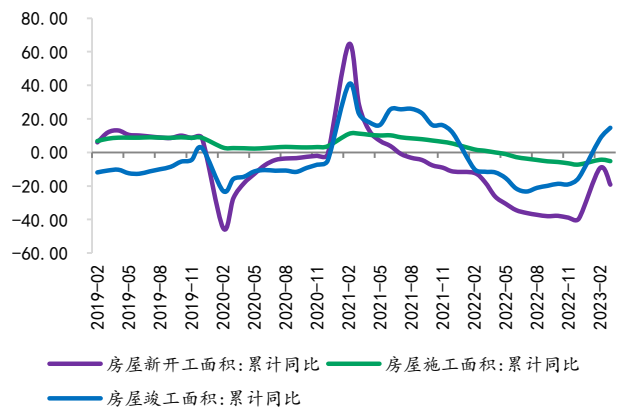


图 33：新开工数据将会对未来竣工形成拖累

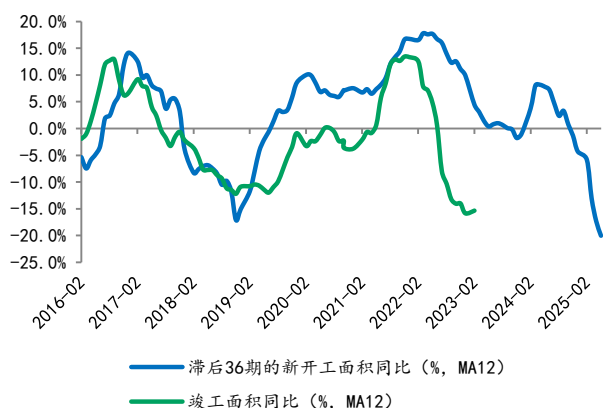
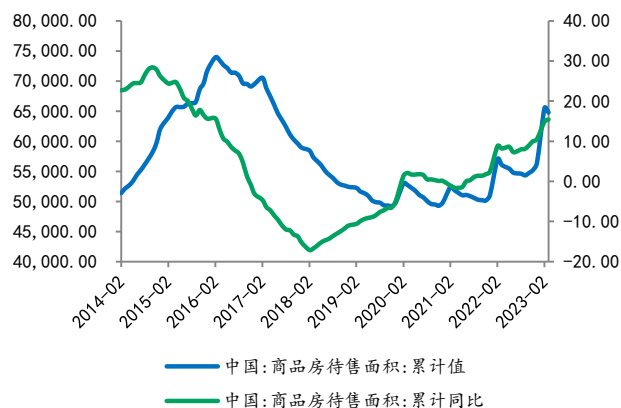


图 34：商品房待售面积处于较高水平



资料来源：Wind

（五）物价：CPI 涨幅回落，PPI 继续通缩

1. CPI：预计上半年同比上涨 0.8% 左右

今年 1-3 月，CPI 同比上涨 2.1%、1.0% 和 0.7%，涨幅逐月收窄，主要拖累因素包括猪肉价格回落、输入型通胀压力减弱、核心通胀率偏低等因素。

由于 CPI 同比已降至历史分位的 15% 位置，市场一度出现“经济是否陷入通缩”的讨论。实际上，无论以价格标准还是易纲行长归纳的“两个特征，一个伴随”标准衡量，当前经济并未出现通缩。而市场对此的担忧，很大程度上反映出对于经济复苏强度和可持续性的担忧。

展望二季度，由于食品价格大体稳定、输入型通胀压力继续减弱、核心 CPI 回升偏慢，预计 CPI 仍将保持在低增长水平。

一是食品价格大体稳定。影响食品价格的关键因素是猪肉。今年以来，猪粮比始终处于 6 以下，养殖户处于亏损状态，但商务部 2 月底收储之后未再进行第二批收储。原因主要在于 3 月末全国能繁母猪存栏量仍高达 4343 万头，为正常保有量的

105.9%，产能仍然饱和。在这种情况下，官方对收储保持谨慎，目的是促使产能去化，这种情况下，预计二季度猪肉价格仍然偏弱。

二是输入型通胀压力有所减小。随着全球主要国家加息进程继续演进，以及美欧国家逐渐进入衰退轨道，国际大宗商品价格已明显较前期回落。2023 年全球通胀中枢大概率较 2022 年下移，IMF 预计全球 CPI 将由 2022 年的 8.7% 下调至 2023 年的 7.0% 和 2024 年的 4.9%，我国面临的输入型通胀压力将持续下降。

三是核心 CPI 回升偏慢。一方面，汽车行业价格战继续，预计交通工具项仍然偏弱，青年人口失业率上升，将会拖累居住服务价格上升；另一方面，我国劳动力市场未出现欧美的紧张情况，服务业的劳动力成本上升空间有限。

此外，二季度三个月的 CPI 翘尾因素分别为 0.4%、0.6%、0.6%，低于一季度的 1.4%、0.8%、0.8%，同样会对 CPI 同比涨幅形成限制。预计上半年累计同比上涨 0.8%，低于一季度的 1.3%。

2. PPI：预计上半年同比下降 2.2%左右

一季度 PPI 同比降幅分别为 -0.8%、-1.4%、-2.5%，逐渐扩大至 2020 年 7 月以来新低，达到历史分位的 20% 左右位置，同样处于偏低水平。国际大宗商品价格回落以及国内需求端支撑不足是 PPI 不断走弱的两大原因。

展望二季度，预计这两方面的拖累因素仍然存在，PPI 仍将

保持在偏低位置。

一是国际大宗商品价格震荡回落。去年上半年，国际大宗商品价格在需求端回升和俄乌战争爆发等因素推动下逐渐走高，直到年中才见顶回落。今年以来，需求走弱的因素压制了美元贬值和供给冲击，导致大宗商品价格走弱，输入型通缩已经取代了去年的输入型通胀。

二是国内需求端支撑因素减弱。一季度房地产市场积压需求集中释放，带动钢铁、水泥、玻璃等生产资料价格稳中有升，但随着积压需求释放殆尽、接续需求略显不足，地产投资修复速度或将放缓。与此同时，国内中下游需求受到消费偏弱抑制，生活资料价格同样会环比放缓。

此外，二季度 PPI 翘尾因素分别为-2.7%、-2.8%和-2.8%，弱于一季度的-0.5%、-1.0%和-2.1%，对 PPI 同比继续形成拖累，预计二季度 PPI 将继续走弱，上半年累计同比-2.2%，低于一季度的-1.6%。

图 35：能繁母猪存栏与猪肉价格（逆序）

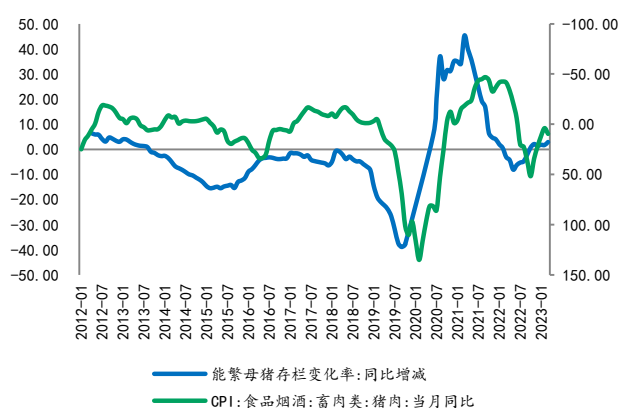


图 36：CRB 指数震荡走弱

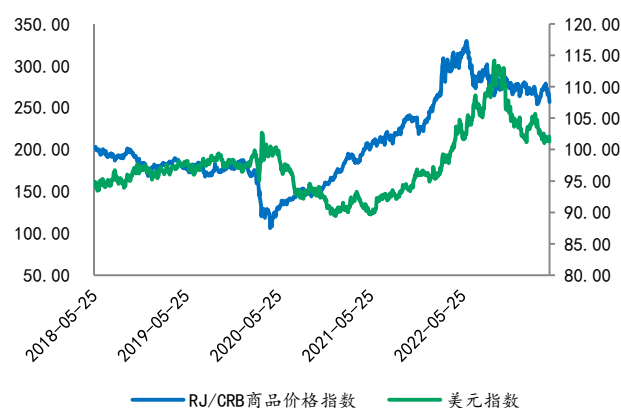


图 37：核心 CPI 仍然偏弱

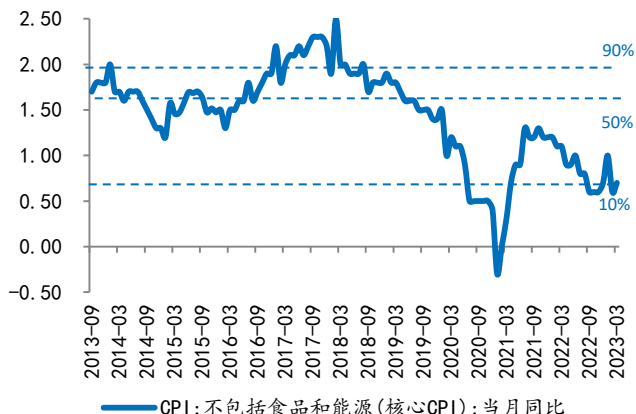
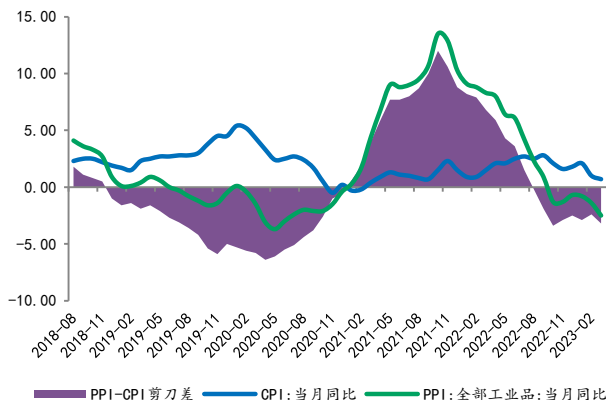


图 38：CPI 与 PPI 剪刀差扩大



资料来源：Wind

三、2023 年二季度宏观政策展望

（一）政策导向：推动“四个持续”

一季度宏观数据整体好于预期，4·28 政治局会议指出，“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局”。

但中央对于下一阶段形势仍偏谨慎，指出“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战”。

因此，会议要求，要“把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。

这一定调，基本上延续了去年底中央经济会议和今年政府工作报告的精神，并不追求过高的经济增速，而是继续将“质的有效提升”放在“量的合理增长”之前，更加强调高质量发展，实现“四个持续”的有机结合。

在重点工作方面，会议部署了加快建设以实体经济为支撑的现代产业体系、恢复和扩大需求、坚持“两个毫不动摇”、深化改革扩大开放、有效防范化解重点领域风险以及切实保障和改善民生等六个方面的工作。

值得注意的是，与去年末中央经济工作会议相比，“建设现代产业体系”与“恢复扩大内需”在位次上做了对调，反映出中央更加注重对经济转型升级的推动，并期望以此来支撑实体经济发展。在扩大内需方面，会议提出要增加居民收入、改善消费环境，以及发挥好政府投资和政策激励的引导作用。

（二）财政政策：继续发力，落实落细

政治局会议对财政政策的定调仍然是“加力提效”。根据《政府工作报告》，赤字目标上调 0.2 个点至 3.0%，专项债发行规模扩大至 3.8 万亿，同时更加注重地方政府债务风险问题。

一季度，财政收入 62341 亿元，同比增长 0.2%，完成收入预期目标的 28.7%，完成进度较去年同期放缓 0.8 个百分点。一季度，财政支出达到 67915 亿元，同比增长 6.8%，增速快于全年预算，预算执行进度为 24.7%，较去年同期加快 0.9 个百分点，较好落实了前置发力的要求。分月度看，3 月份，财政收入增速为 5.5%，显著好于 1-2 月的-1.2%；财政支出增长 6.5%，较 1-2

月放缓 0.5 个百分点。

表 1：今年一季度出台的税费支持政策

	主要内容	生效时间
延续实施	✓ 全年一次性奖金等个人所得税优惠政策	延至 2023 年底
	✓ 沪港、深港股票市场交易互联互通机制和内地与香港基金互认有关个人所得税优惠政策	延至 2023 年底
	✓ 残疾人就业保障金优惠政策	延至 2027 年底
	✓ 物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策	延至 2027 年底
	✓ 对煤炭实施税率为零的进口暂定税率	延至 2023 年底
免征	✓ 对跨境电子商务出口退运商品免征进口关税和进口环节增值税、消费税	2023 年
完善	✓ 小微企业和个体工商户所得税优惠政策	2023 年至 2024 年
	✓ 研发费用税前加计扣除政策	自 2023 年 1 月 1 日起

资料来源：根据公开信息整理

展望二季度，在经济目标和赤字率等要素确定之后，财政政策将会继续加力，推动巩固经济回升势头。

一是积极扩大有效投资。考虑到上半年是推动经济恢复的关键时期，专项债需要保持较大发行力度，且去年专项债发行工作也基本集中在上半年，预计专项债发行将延续快节奏，新增额度大概率在上半年发行完绝大部分。

“准财政”工具或将作为后手适时启用。一季度经济稳步修复，短期内“准财政”工具扩容的必要性不强。鉴于“准财政”工具使用较为灵活机动，若后续经济恢复不及预期或出现超预期冲击，我国将再次使用“准财政”工具填补项目资金缺口。

二是着力推动扩大消费。财政部门将围绕更好发挥消费基础性作用，积极完善政策措施。一方面，多渠道增加居民收入，提高中低收入居民的消费能力。包括及时安排相关的就业补助资金，帮助就业困难人员、高校毕业生等重点群体就业创业，多渠道支持稳岗扩岗，帮助企业留人招人等。

另一方面，支持增加适销对路商品供给，提高居民的消费意愿。包括鼓励有条件的地方通过现有的资金渠道对家电“以旧换新”、绿色智能家电下乡等予以支持，对于购置期在 2023 年的新能源汽车继续免征车辆购置税，降低部分优质消费品进口关税等。

三是支持中小微企业创新发展。财政部近期表示，将在落实落细已经明确延续和优化实施的部分阶段性税费优惠政策的同时，突出对中小微企业、个体工商户以及企业提升创新能力等的支持，增强税费优惠政策的精准性有效性。预计后续或将出台新的结构性减税措施，为中小微企业、创新企业减负。

四是加强财政资源统筹。截至 4 月中旬，中央部门预算已全部批复，后续财政部将抓紧下达中央对地方转移支付，并督促地方和部门抓紧将预算细化下达到下级财政或有关单位，确保资金早使用、早落地、早见效。同时，不断推动财力下沉，加强基层“三保”保障，促进地方财政平稳运行。

（三）货币政策：力度回撤，节奏平稳

今年以来，货币政策总体保持积极基调。货币、信贷、社融扩张速度都明显快于 GDP 名义增速 5.5%，为推动经济运行

好转创造了良好环境。

一季度，人民币贷款增加 10.6 万亿元，同比多增 2.27 万亿元；社会融资规模增量累计为 14.53 万亿元，同比多 2.47 万亿元。3 月末，M2 余额同比增长 12.7%，增速比上年同期高 3 个百分点；社会融资规模存量同比增长 10%，比上年同期慢 0.5 个百分点。

进入二季度之后，结合货币政策委员会一季度例会和央行一季度金融统计数据新闻发布会等情况来看，预计货币政策将适度回撤，力求节奏平稳。

政策基调方面，一季度例会指出“要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节”，去年四季度例会的表述是“强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，要精准有力”。总体上，不再强调“逆周期调节”，体现了政策适度回撤的立场。

信贷投放方面，在一季度新增贷款同比多增超过 2 万亿美元的背景下，一季度例会要求“保持信贷合理增长、节奏平稳”，力度相比去年四季度例会的“保持信贷总量有效增长”明显下降。

利率方面，一季度例会要求“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”，相较于去年四季度的“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”，政策立场也有所软化。

结构性政策方面，一季度例会要求“聚焦重点、合理适度、有进有退”，而去年四季度的提法是“结构性货币政策工具要继续做好‘加法’”。同样体现了政策力度回调、适时退出部分结构性工具的态度。在发布会上，央行补充指出，工具退出指的

是中央银行不再新发放资金，但已经发放的存量资金可以继续使用，最长使用期限可以达到 3 到 5 年，工具的机制设计本身就是缓退坡的。

此外，针对“货币信贷较快增长与物价回落并存”的问题，央行在发布会上指出，这是货币政策传导时滞的表现。去年以来支持稳增长力度持续加大，供给端见效较快。但实体经济生产、分配、流通、消费等环节的效应传导有一个过程，疫情反复扰动也使企业和居民信心偏弱，需求端存有时滞。预计央行暂不会对物价走势作出政策响应。

（孙莹对本报告亦有贡献）

附：主要指标预测表

		2022 年 12 月末	2022 年 3 月末	2023 年上半年
宏观 数据	GDP (%)	3.0	4.5	6.3
	工业增加值累计 (%)	3.6	3.0	5.5
	消费累计 (%)	-0.2	5.8	9.0
	投资累计 (%)	5.1	5.1	5.8
	其中：制造业投资	9.1	7.0	7.2
	房地产投资	-10.0	-5.8	-3.0
	基建投资	9.4	8.8	8.3
	出口累计 (%，美元)	7.0	0.5	-3.2
	进口累计 (%，美元)	1.0	-7.1	-4.3
	贸易顺差 (美元)	8775	2047	3823
	CPI (%)	2.0	1.3	0.8
	PPI (%)	4.1	-1.6	-2.2
	金融 数据	M2 (%)	11.8	12.7
新增信贷规模 (万亿，人民币)		21.3	10.6	16.0
贷款余额增速 (%)		11.1	11.8	11.9
新增社融规模 (万亿，人民币)		32.0	14.5	23.5
社融存量增速 (%)		9.6	10.0	10.1
人民币汇率		6.97	6.87	6.82
美元指数 (%)		103	102.1	99.5
中国 10 年期国债收益率 (%)		2.88	2.85	2.75
美国 10 年期国债收益率 (%)		3.7	3.48	3.25
外汇储备 (美元)		31276	31838	32500
上证指数	3100	3272	3450	

近期研究成果

1. 2023 年展望系列之一：霾开雾散，冬尽春来——中国经济展望（2022 年 12 月 26 日）
2. 2023 年展望系列之二：通胀未散，衰退已近——全球经济展望（2022 年 12 月 27 日）
3. 12 月 PMI 降至低点，但触底迹象已经显现（2023 年 1 月 3 日）
4. GDP 好于预期，内需现企稳迹象（2023 年 1 月 17 日）
5. 1 月 PMI 大幅反弹，内需推动经济回升（2023 年 1 月 31 日）
6. 复苏成色上升，2 月 PMI 继续向好（2023 年 3 月 1 日）
7. 经济如期复苏，关注三大短板（2023 年 3 月 15 日）
8. 经济进入温和复苏时段（2023 年 3 月 31 日）
9. 4·28 政治局会议的新动向（2023 年 4 月 29 日）
10. 需求不足成为主要掣肘（2023 年 4 月 30 日）

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：yjy@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）



