

经济分析系列
Economic Analysis Series

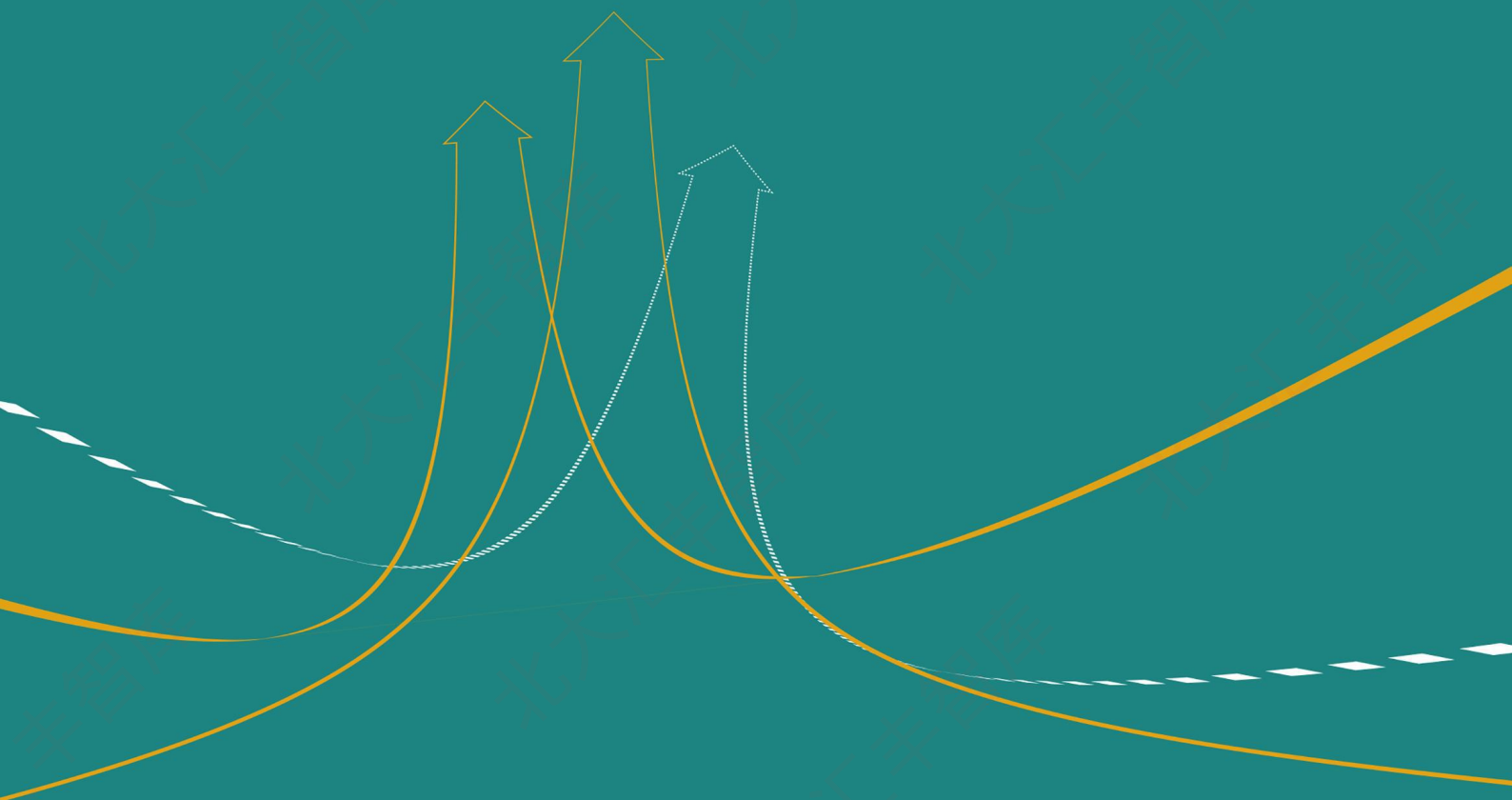


PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

2023年第三季度

宏观经济分析报告

供需边际改善，财政政策应更加积极



全网第一商业资料社群：

- 每日分享50+行业报告、思维导图、行业资讯、社群课程等
- 全行业覆盖：新零售、AR、房地产、人工智能、新基建、生鲜、物联网、母婴、机器人、新能源汽车工业互联网、直播短视频等 460+个行业
- 全网唯一终身制知识社群
长按识别右侧二维码，立即加入



长按二维码加入

摘要

7月主要经济指标回落后，宏观政策逆周期调节力度明显加码，“政策底”确认，8月主要经济指标明显回暖。**生产方面**，采矿业和制造业增速反弹带动规上工业增速触底回升。**需求方面**，消费和出口增速改善，投资增速降幅趋缓。**物价方面**，CPI 同比转正，PPI 同比降幅收窄，经济通缩压力缓解。**政策方面**，货币政策持续发力，降息降准支持实体经济发展；由于地方债压力和卖地收入不理想，财政政策明显偏于保守，以保障民生支出为主。

预计三季度 GDP 增速为 4.9%。三季度经济增速较二季度明显回落，但经济有一些积极信号，不应过分悲观。当前宏观经济存在供需偏弱、房地产对经济的拖累较大、货币政策空间逼仄等问题，提出加速政策落地、稳增长要先提振楼市成交量、财政政策应更加有为等建议。

北大汇丰智库经济组（撰稿人：邹欣）

成稿时间：2023 年 9 月 27 日 | 总第 78 期 | 2023-2024 学年第 4 期

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

一、GDP：经济筑底阶段，内部明显分化

三季度国内外经济形势出现以下边际变化：一是中美大国博弈有向金融领域延申的迹象。美联储目标利率已经升至 20 年新高，美国本土房贷利率飙升至 7% 以上，但美联储主席鲍威尔并没有向市场释放立即转向降息的信号。近期，人民币兑美元汇率、中国 A 股外资持股、外商投资都面临较大的空头压力，中美在金融领域的博弈正日趋激烈。二是华为时隔三年再次推出搭载麒麟芯片的高端手机，中国面对美国科技封锁取得突破性进展。美国联合其盟友对中国的科技制裁层层加码，近期，美国还发文禁止对中国的半导体和微电子、量子信息技术、人工智能高科技企业进行投资。在严峻的外部环境下，华为推出使用自主研发生产的麒麟芯片的 Mate60 系列手机意义非凡，中国半导体产业链国产化替代进程料将加速。三是政府加大对金融、房地产、地方债等重点领域的风险化解力度。近期，中植系暴雷、A 股大幅回调、碧桂园和恒大业绩巨亏、房地产新开工面积重回 2007 年水平、土地财政收入下降导致地方政府偿债压力较大等问题频发，政府出台一系列政策组合拳稳定市场信心，包括成立专项工作组稳定中融信托经营、降低银行存款利率、降低印花税、阶段性收紧 IPO 和再融资节奏、放松房地产信贷政策、即将推出一揽子化解地方债方案等。经济下行期，前期积累的多种结构性、周期性问题交织，当前政府并未采取“大水漫灌式”的总量政策，而是采取渐进式的结构性政策。

主要经济指标低开后反弹，经济内部发展明显分化。如表 1 所示，7 月主要经济指标回落后，8 月主要经济指标明显回暖，但也只是与 6 月相当，低于疫情前同期水平。经济出现明显分化，与新经济和线下服务业有关的新能源汽车、装备制造、通讯器材、奢侈品消费、酒店、旅游、餐饮、交通等表现较好，带动相关行业的生产、投资和消费回暖；海外没有陷入衰退、感恩节和圣诞节囤货需求支撑，出口最困难的时刻应该已经过去；在国际油价上涨以及猪肉价格反弹的背景下，CPI 同比转正，经济通缩压力下降；但与房地产有关的投资、销售、装修、家电依然低迷。

三季度逆周期调节政策明显加码。货币政策方面，央行采取了降准降息措施，

为市场注入流动性。财政政策方面，提高个税抵扣标准，要求专项债 9 月底前发行完毕，7 月中央政治局会议提到即将推出一揽子化债方案。房地产调控政策方面，推行“认房不认贷”，降低首付比例，调低首套存量贷款利率等。资本市场政策方面，降低印花税，阶段性收紧 IPO 和再融资节奏，限制大股东减持等。特定领域政策方面，出台促进外商投资和民间投资的政策文件，出台促消费政策等。目前，“政策底”明确，经济尚处于筑底阶段。

预计三季度 GDP 增速为 4.9%。在美联储目标利率居高不下、全球多数国家 PMI 处于收缩区间、全球外贸承压的背景下，中国的经济增速并不低，不应过分悲观。而且，出口和物价有触底反弹迹象，随着房地产调控政策的放松，房地产市场料将企稳，对四季度的经济发展情况可以乐观一些。

二、生产：工业和服务业增速改善，制造业生产回暖

工业增速低开后回升，但仍低于疫情前正常水平。7 月和 8 月，规模以上工业增加值同比实际增速分别为 3.7%和 4.5%，6 月为 4.4%，7 月和 8 月 Wind 一致预期分别为 4.6%和 4.1%；环比分别增长 0.01%和 0.5%，6 月为 0.68%。由于 8 月专项债发行加速、国际油价上涨、暑期旺季需求支撑和新款手机集中陆续发布，部分制造业生产回暖，但目前的规上工业增速较疫情前 6%左右的中枢还有一定距离。考虑到基数效应以及四季度稳增长政策发力，预计四季度规上工业增速将会反弹。

分门类来看，采矿业和制造业增速反弹，电力热力燃气水增速回落。如图 1 所示，7 月和 8 月，采矿业增速分别为 1.3%和 2.3%，6 月为 1.5%；制造业增速分别为 3.9%和 5.4%，6 月为 4.8%；电力热力燃气水增速分别为 4.1%和 0.2%，低于 6 月的 4.9%。由于国际油价回升，以及沙特、委内瑞拉等产油国在中国投资建厂，采矿业增速有所反弹。政策支撑和经济内生动能回升，带动制造业生产回暖。8 月降雨较多，高温天气减少，用电需求回落带动电力热力燃气水的生产走弱。

从制造业的细分行业来看，化工、黑色系、电机、汽车、有色制造业增速处于高位，石化、塑料、纺织、交运、电子设备制造业增速反弹。如表 1 所示，从 19 个细分制造业行业来看，8 月，14 个行业正增长，5 个行业负增长，7 个行业增

增加值增速较 6 月回升；化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、电气机械和器材制造业、汽车制造业、有色金属冶炼和压延加工业增速分别为 14.8%、14.5%、10.2%、9.9%、8.8%。



图 1：规模以上工业增加值增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

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	14.8%	通用设备制造业	-0.8%	农副食品加工业	3.1%	医药制造业	-6.2%
石油和天然气开采业	7.2%	橡胶和塑料制品业	5.4%	专用设备制造业	-0.5%	食品制造业	2.5%	汽车制造业	9.9%
		非金属矿物制品业	-1.6%	电气机械和器材制造业	10.2%	酒、饮料和精制茶制造业	-2.9%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	3.1%
		黑色金属冶炼和压延加工业	14.5%						
		有色金属冶炼和压延加工业	8.8%			纺织业	1.4%	计算机、通信和其他电子设备制造业	5.8%
		金属制品业	1.4%						

注：表格中数值是 2023 年 8 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 2023 年 1-2 月至 2023 年 8 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。

服务业生产增速触底反弹。7月和8月，全国服务业生产指数同比分别增长5.7%和6.8%，6月是6.8%。分行业看，7月和8月，住宿和餐饮业服务业生产指数同比分别为20.0%和16.1%，6月为20.0%；信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比分别为11.2%和11.5%，低于6月的12.9%。7月和8月，服务业商务活动指数为51.5%和50.5%，8月创今年新低。服务业生产指数的反弹主要由暑假消费和新款手机发布带动，是否具有可持续性还有待观察。

三、投资：增速回落，房地产投资增速有触底迹象

投资增速回落，制造业和基建投资是主要支撑项，房地产投资单月增速有触底企稳迹象。如图2所示，1-7月和1-8月，固定资产投资同比分别增长3.4%和3.2%，低于1-6月的3.8%，1-7月和1-8月Wind一致预期分别为6.0%和3.0%；环比分别为-0.16%和0.26%，高于1-6月的-0.24%。如图3所示，从主要行业投资的单月增速来看，7月和8月，制造业投资增速分别为4.3%和7.1%，6月为6.0%；基建投资增速分别为5.3%和6.2%，低于6月的11.7%；房地产投资增速分别为-17.8%和-19.1%，高于6月的-20.6%。基数走高的前提下，制造业和基建投资当月增速保持较强韧性。由于房地产调控政策放松，房地产投资的当月增速有筑底迹象。考虑到基数效应、房地产维稳政策有望加码，但四季度今年新增专项债额度发行完毕，预计四季度投资增速将小幅反弹。

从企业性质来看，国有投资增速高位放缓，民间投资增速降幅略有扩大。1-7月和1-8月，国有投资增速分别为7.6%和7.4%，低于1-6月的8.1%；民间投资增速分别为-0.5%和-0.7%，自今年1-5月以来都是负增长。政府出台了一系列支持民间投资的政策，但政策落地到政策见效之间还有差距，民企没有感受到实质性的利好，民间投资增速依然没有好转。由于高基数和财政收支压力较大，国有投资的高增长后劲不足。

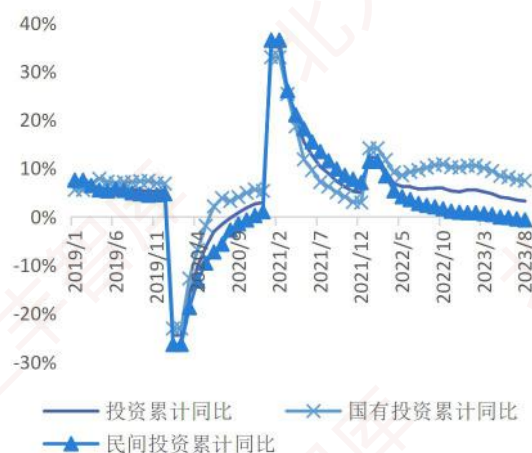


图 2：固定资产投资增速

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。

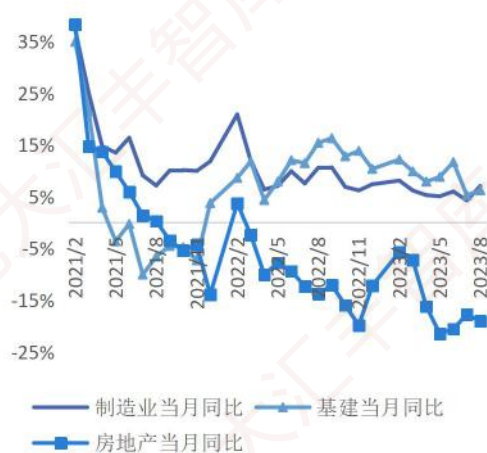


图 3：制造业、基建和房地产投资增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

政策支持和接触性服务业复苏支撑制造业投资增长。一方面，在制造强国的战略下，各地政府都在加大产业园区的建设，大力发展战略性新兴产业，支撑制造业投资增速，但产业园区建成后的招商引资是高技术制造业投资高增长能否具有可持续性的关键。另一方面，防疫转段后，线下接触性服务业复苏，加上暑期消费旺盛，线下零售业复苏带动相应制造业投资改善。

专项债加速发行支撑基建投资，但四季度财政政策需要加码。今年8月，专项债发行提速，计划在9月底前将今年新增专项债额度发行完毕，支撑三季度基建投资增速。在去年高基数的背景下，三季度基建投资增速已经开始较上半年下台阶，要维持四季度基建投资增速在现有水平，四季度财政政策需要进一步加码，比如使用政策性开发性金融工具、调高专项债占资本金的比例等。

从披露数据的13个细分制造业行业来看，电机、汽车、化工、计算机投资增速领先，下游劳动密集型行业、通用设备制造业增速改善。如表2所示，8月，13个细分制造业行业中，10个行业正增长，8个行业投资增速较6月回落。8月，电气机械和器材制造业、汽车制造业、化学原料和化学制品制造业、计算机与通信和其他电子设备制造业投资增速分别为38.6%、19.1%、13.2%、9.5%，增速领先。

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	 13.2%	通用设备制造业	 4.8%	农副食品加工业	 6.8%	医药制造业	 0.6%
有色金属冶炼和压延加工业	 8.5%	专用设备制造业	 7.5%	食品制造业	 2.8%	汽车制造业	 19.1%
金属制品业	 -0.4%	电气机械和器材制造业	 38.6%	纺织业	 -1.5%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	 -0.8%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	 9.5%

注：表格中数值是 2023 年 8 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 2023 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。

除竣工面积外，房地产相关指标依然偏弱，房企资金周转压力较大。1-8 月，商品房新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积、销售额、到位资金增速分别为-24.4%、-7.1%、19.2%、-7.1%、-3.2%、-12.9%，较 1-6 月减少 0.1、减少 0.5、增加 0.2、减少 1.8、减少 4.3、减少 3.1 个百分点。7 月和 8 月，100 大中城市土地成交面积同比为-50.8%和-49.3%，处于近五年同期最低水平。由于房屋销售情况不理想以及银行贷款更加谨慎，房企的现金流情况仍在恶化。

四、消费：触底回升，促消费政策显效

消费增速触底反弹，主要由于促消费政策和暑期消费旺盛。7 月和 8 月，社会消费品零售总额增速分别为 2.5%和 4.6%，6 月为 3.1%，7 月和 8 月 Wind 一致预期分别为 5.3%和 3.5%，但依然低于疫情前 7.5%左右的增速水平。其中，7 月和 8 月商品消费增速分别为 1.0%和 3.7%，6 月为 1.7%；餐饮消费增速分别为 15.8%和 12.4%，低于 6 月的 16.1%。三季度出台了一系列促消费的政策对商品消费有一定的提振作用，同时，暑期假日出游需求旺盛，部分地区演唱会经济带动效果明显，都有利于稳消费。考虑到基数走低、中秋国庆假期和促消费政策，预计四季度消费增速将回升。

从经营地来看，乡村消费增速快于城镇，促进农村消费政策显效。7 月和 8 月，城镇消费增速分别为 2.3%和 4.4%，6 月为 3.0%；乡村消费增速分别为 3.8%和 6.3%，6 月为 4.2%。三季度政府出台了一系列促进农村消费的政策，比如，绿

色智能家电下乡、新能源汽车下乡、家电以旧换新等，乡村消费提速。根据乡村消费的历史数据以及疫后外出务工人员增加，乡村消费增速还有进一步提升的空间。

从限上商品零售细分行业来看，汽车、必选消费、房地产相关、文化办公用品消费偏弱，但化妆品、通讯器材、金银珠宝、石油制品等升级类消费增速领先。如图 4 所示，8 月，15 个细分行业中，12 个行业正增长，3 个行业负增长，8 个行业消费增速较 6 月走弱。一是消费分层明显，中高收入对化妆品、金银珠宝、高端手机的消费需求较强。二是国际油价上涨，石油制品消费增速大幅上涨。三是促进汽车消费政策的效果已经开始下降，主要是汽车消费被大幅透支，政策的边际效果有限。四是房地产市场依然不景气，与房地产相关的家电和装修消费低迷，但家具消费明显反弹，可能是旧家具使用年限临近，很多家庭有换新需求。五是文化办公用品消费增速疲软，可能与无纸化办公、绿色低碳发展有关。

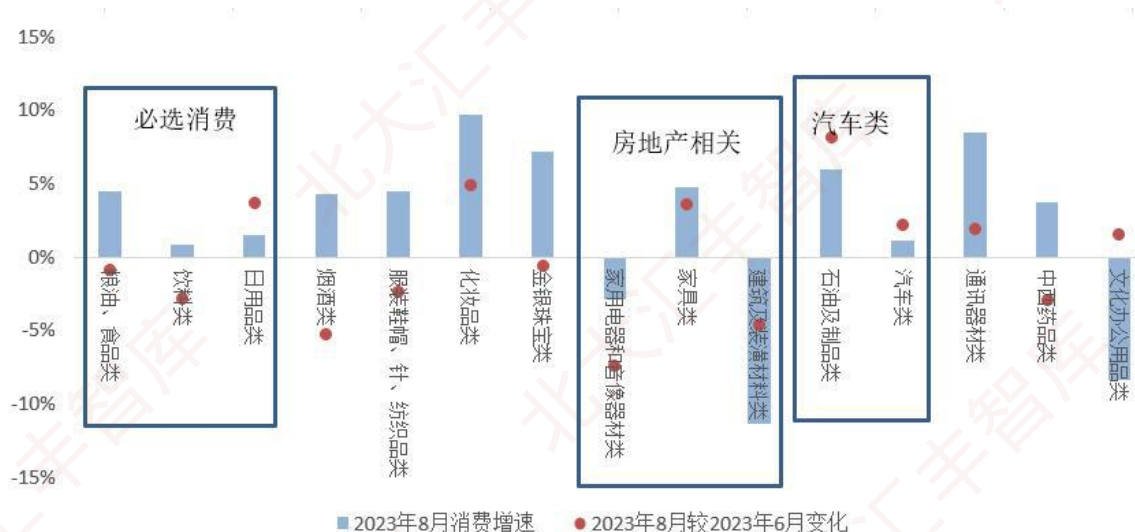


图 4：15 个细分行业消费增速
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

五、外贸：进出口增速反弹，对美出口增速明显改善

进出口增速降幅收窄，维持贸易顺差。按美元计，7 月和 8 月，出口增速分别为-14.5%和-8.8%，处于近五年同期最低水平，7 月和 8 月 Wind 一致预期分别为-11.5%和-9.5%；进口增速分别为-12.4%和-7.3%，处于近五年同期最低水平，7 月

和 8 月 Wind 一致预期分别为-4.8%和-8.2%；贸易顺差分别为 805.97 亿美元和 683.60 亿美元，处于近五年同期的次高水平。海外需求疲软导致出口增速处于低位，不过由于去年基数走低导致出口增速降幅有所收窄；国内稳增长政策导致大宗商品进口需求改善支撑进口增速降幅收窄。考虑到海外感恩节和圣诞节有一定补库需求、中国稳增长政策以及基数效应，进出口最悲观的阶段应该已经过去，预计四季度进出口增速将反弹，保持贸易顺差。

从主要出口国家和地区来看，除俄罗斯外，中国对主要国家和地区出口负增长，对中国香港和美国出口增速降幅改善最为明显。如图 5 所示，按美元计，8 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-9.5%、-19.6%、-20.1%、-14.5%、-13.3%、16.3%、-5.4%和-2.5%，分别较 6 月增加 14.2、减少 6.7、减少 4.5、增加 5.3、增加 3.6、减少 74.6、增加 1.5、增加 18.0 个百分点。1-8 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 14.7%、15.2%、4.6%、4.5%、15.7%、3.2%、5.3%和 7.5%，合计 70.8%。另外，自去年 8 月以来，中国对美国的出口一直负增长。美国经济韧性强于预期，感恩节和圣诞节即将到来，商家有补库存需求，支撑中国对美国和中国香港转口贸易改善。中国对俄罗斯出口增速大幅回落，可能与俄罗斯国内产能有所恢复有关。

从主要进口国家和地区来看，除俄罗斯和非洲外，中国对其他国家和地区进口负增长，对非洲和中国台湾进口增速明显改善。如图 6 所示，按美元计，8 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-7.9%、-5.7%、-16.9%、-21.9%、-6.1%、2.7%、0.7%和-7.4%，分别较 6 月减少 3.8、减少 5.0、减少 2.6、减少 6.5、减少 2.1、减少 13.0、增加 22.0、增加 8.2 个百分点。1-8 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 6.7%、11.3%、6.2%、6.2%、14.8%、4.9%、4.3%和 7.6%，合计 62.0%。中国对资源型国家的进口情况明显更为景气，与国内基建需求较为旺盛、保交楼以及新能源汽车发展带动锂矿需求有关。

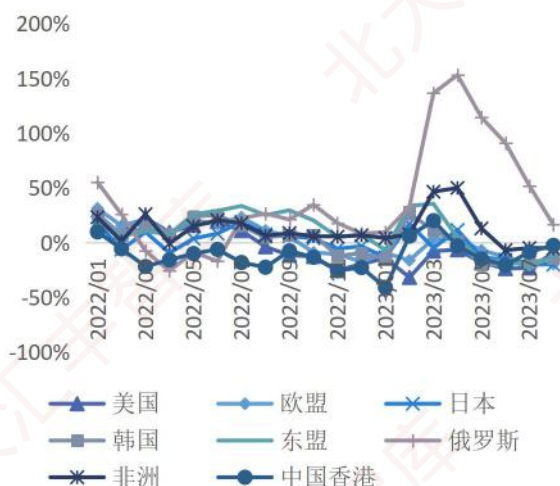


图 5：中国对主要国家和地区的出口增速

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。

从主要出口商品来看，主要商品出口增速降幅都有所改善；船舶和家电出口增速增长较快，但汽车出口增速大幅回落。如图 7 所示，按美元计，8 月，农产品、劳动密集型产品和机电产品的出口增速分别为-2.3%、-11.7%和-7.3%，较 6 月分别增加 4.3、4.9 和 1.7 个百分点。机电产品中，船舶、家用电器、集成电路、自动数据处理设备及其零部件出口增速明显改善，但汽车出口增速大幅回落。8 月，船舶、家用电器、集成电路、自动数据处理设备及其零部件、汽车和汽车底盘出口增速分别为 11.4%、11.4%、-4.6%、-18.2%、-46.0%，较 6 月分别增加 258.2、增加 7.6、增加 14.7、增加 6.4、减少 465.2 个百分点。

从主要进口商品来看，铁矿石和原油进口正增长；机电产品进口低位略有反弹。如图 8 所示，按美元计，8 月，农产品、铁矿石、原油和机电产品进口增速分别为-7.9%、6.3%、0.5%和-9.5%，分别较 6 月减少 12.3、增加 21.5、增加 1.9 和减少 0.8 个百分点。铁矿石和原油进口增速正增长主要是由于进口数量的拉动。8 月，铁矿石和原油进口数量增速为 10.6%和 30.9%，高于同期铁矿石和原油的进口金额增速。

出口增速反弹，主要是由于基数效应和海外需求阶段性回暖。一是去年同期基数走低，会放大出口的反弹。二是海外需求阶段性好转。一方面，由于海外感恩节和圣诞节即将到来，企业有补库存需求，家电、船舶、劳动密集型产品的出

口增速反弹。另一方面，虽然美联储加息，但是美国经济韧性较强，美元指数坚挺，对海外需求有一定的支撑作用。

进口增速反弹，主要是对大宗商品和机电产品的进口需求回升。一是由于国内稳增长政策加码，对原油、铁矿石等大宗商品的进口增速大幅反弹。这点与 8 月的 PMI 指数中新订单指数反弹至枯荣线上方的 50.2% 相一致。二是由于人工智能产业的发展带动对 GPU 的需求，机电产品的进口增速在 7 月回落后反弹，对台湾的进口增速也明显反弹。



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。

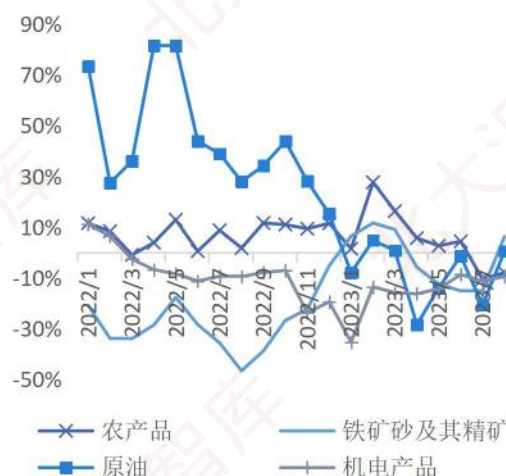


图 8：中国主要进口商品增速

注：进口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

六、汇率：基本保持平稳，主要靠政策干预

7 月以来，在央行多管齐下稳汇率的政策下，人民币兑美元汇率（使用直接标价法，即 1 美元折合若干人民币，下同）基本保持平稳。如图 9 所示，8 月 31 日，人民币兑美元汇率为 7.29，较 7 月初只略微贬值了 0.6%。今年人民币兑美元贬值最快的阶段是 5 月和 6 月，这两个月人民币兑美元汇率贬值了 5.0%。目前，人民币汇率贬值最快的阶段已经过去，主要受央行稳汇率政策影响，7.3 应该是政策干

预点，突破 7.3 央行将会采取稳汇率措施。一是不断向市场释放维稳人民币汇率信号，稳定市场预期。官方不断在公开场合和季度货币政策报告中强调稳定人民币汇率，打击扰乱外汇市场秩序行为，打破人民币兑美元汇率的负向反馈。二是央行有意引导人民币兑美元中间价低于人民币兑美元即期汇率。7 月 3 日，人民币兑美元中间价低于人民币兑美元即期汇率 300BP，而到 8 月 31 日，差距拉大到 1100BP，逆周期因子调节可能已经再次启动。三是上调跨境融资宏观审慎调节参数，增加外汇流动性。7 月 20 日，央行和外管局将跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 上调至 1.5，创历史新高，是自去年 10 月以来的首次上调，跨境可融资外汇金额增加。四是发行离岸人民币国债，回收人民币流动性。7 月 19 日，财政部发文称，将于 8 月 2 日在香港发行 120 亿元人民币国债，比原计划增发 60 亿元人民币。

外商直接投资负增长，外资作为资本流动的风向标加剧人民币汇率的贬值压力。1-7 月，实际使用外资 1118 亿美元，同比为-9.8%，自今年 1-4 月以来持续负增长。美联储加息、中美利差较大、中美大国博弈导致外资对中国市场的顾虑增多，对中国的投资计划也出现调整。比如，国际知名资产管理公司贝莱德计划关闭中国灵活股票基金，韩国的 LG 公司将把电子及相关业务全部撤出中国，亚马逊将撤出中国电商市场，花旗将逐步关闭花旗中国个人银行业务。虽然有超过 3 万亿美元的外汇储备，但外资作为资本流动的风向标，会加速资金的外流，加大人民币汇率的贬值压力，而政府为了稳汇率，会消耗更多的外汇储备，令政策效果打折，政府亟需采取措施抑制外资的流出。

考虑到美联储加息接近尾声、央行货币政策工具充足、中国经济基本面没有出现明显恶化，预计四季度人民币汇率将维持弱势震荡。一是根据美联储的议息会议，四季度美联储至多还有一次加息，外贸压力可控。二是央行货币政策工具箱还有较多政策储备，完全有能力控制人民币汇率短期超贬压力。三是四季度有望出台更多稳增长政策，中国经济基本面有一定支撑，今年实现 5%以上的增长目标难度不大。事实上，目前人民币汇率的贬值压力主要来自信心不足以及对中国货币政策还将进一步宽松的预期。去年 10 月人民币汇率也曾经到 7.3 左右，当时的美元指数达到 112 左右，今年 8 月人民币汇率也在 7.3 左右，但美元指数只有 104 左右。在中国经济基本面没有明显恶化的前提下，人民币汇率大幅贬值，主要

还是投资者信心和预期出现了很大问题。



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 同比转正，PPI 同比降幅收窄

CPI 同比触底反弹，主要是猪肉和交通工具用燃料价格降幅收窄以及暑期消费支撑服务价格。如图 10 所示，7 月和 8 月 CPI 同比分别为-0.3%和 0.1%，6 月为 0%；环比分别为 0.2%和 0.3%，高于 6 月的-0.2%。其中，7 月和 8 月食品价格同比分别为-1.7%和-1.7%，环比为-1.0%和 0.5%；非食品价格同比分别为持平和 0.5%，环比为 0.5%和 0.2%。另外，7 月和 8 月，核心 CPI 同比均为 0.8%，高于 6 月为 0.4%。一是由于夏季极端天气较多影响运输以及养殖户压栏惜售导致供给收缩，推动猪肉价格反弹。7 月和 8 月，猪肉 CPI 同比分别为-26.0%和-17.9%，低于 6 月的-7.2%。二是由于油价上涨，导致交通工具用燃料价格进一步上涨。7 月和 8 月，交通工具用燃料价格同比分别为-13.2%和-4.5%，高于 6 月的-17.6%。三是受暑期消费景气支撑服务价格处于温和上涨区间。7 月和 8 月，服务价格同比分别为 1.2%和 1.3%，高于 6 月的 0.7%。考虑到基数效应、生猪在四季度将迎来出栏高峰以及暑假后服务价格走弱，预计四季度 CPI 同比将保持在正值区间。

PPI 同比降幅收窄，主要是由于原油价格上涨和部分工业品需求回暖。如图 11 所示，7 月和 8 月 PPI 同比分别为-4.4%和-3.0%，高于 6 月的-5.4%；环比分别为-0.2%和 0.2%，高于 6 月的-0.8%。其中，7 月和 8 月，生产资料同比分别为-5.5%

和-3.7%，环比分别为-0.4%和0.3%；生活资料同比分别为-0.4%和-0.2%，环比分别为0.3%和0.1%。一是由于原油价格上涨带动石化类价格反弹。7月，沙特宣布额外减产100万桶原油每日的措施延长至8月底；俄罗斯8月对全球减少50万桶原油每日的出口量。二是由于促进新能源汽车消费政策以及专项债发行加速，支撑有色系和黑色系价格反弹。考虑到基数效应、油价上涨、四季度稳增长政策有望加码，预计四季度PPI同比降幅将继续收窄。



图 10: CPI 和核心 CPI 当月同比

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

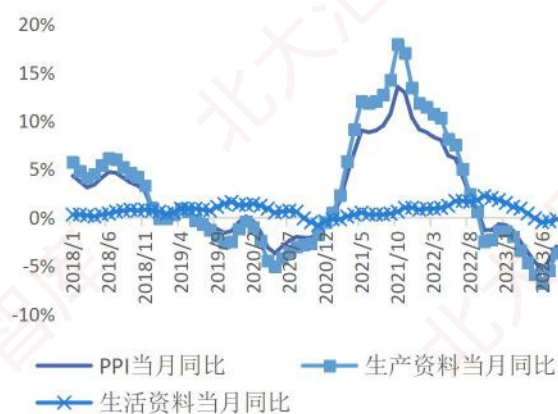


图 11: PPI 当月同比走势

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	-16.2%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-1.4%	通用设备制造业	-0.4%	农副食品加工业	-1.5%	医药制造业	0.6%
石油和天然气开采业	-10.6%	石油、煤炭及其他燃料加工业	-9.6%			食品制造业	-1.0%	汽车制造业	-1.4%
黑色金属矿采选业	0.5%	化学原料和化学制品制造业	-10.4%			酒、饮料和精制茶制造业	1.2%	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	8.3%	化学纤维制造业	-3.3%			烟草制品业	1.3%	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	-3.6%			纺织业	-3.1%	电力、热力生产和供应业	1.7%
		非金属矿物制品业	-6.6%			纺织服装、服饰业	-0.7%	燃气生产和供应业	-0.9%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-6.6%			造纸和纸制品业	-7.7%	水的生产和供应业	0.4%
		有色金属冶炼和压延加工业	1.4%			印刷和记录媒介复制业	-0.6%		
		金属制品业	-2.7%						

注：表格中数值是8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2023年1月至2023年8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，8 月有 20 个行业负增长，1 个行业持平，9 个行业正增长；6 月是 21 个行业负增长，1 个行业持平，8 个行业正增长。8 月，有色金属矿采选业同比达到 8.3%，其他行业都不超过 2%。石化类、黑色系、有色系等上游行业 PPI 同比降幅明显收窄，但中下游行业价格没有明显起色说明终端需求仍然低迷。

八、政策：货币政策效果下降，财政政策偏向民生支出

货币政策发力但效果有限。整体来看，今年以来，央行多次降息、降准，市场不缺流动性，但居民和企业的融资意愿不足，主要靠政府发债支撑资金需求，货币政策刺激消费和投资的效果不明显，警惕经济陷入“流动性陷阱”的风险。

从货币市场来看，三季度货币市场价量平稳。8 月，央行非对称降低 1 年期 LPR 利率 10BP，低于当月 MLF 利率 15BP 的降幅，5 年期 LPR 利率保持不变。央行降息空间受制于人民币汇率贬值压力，8 月降息幅度不及预期。DR007 利率三季度基本上都处于 2% 以内，不过，8 月底由于缴税、政府债缴款等因素，DR007 利率曾阶段性超过 2%，9 月中上旬接近 2%，9 月 15 日，央行降准 25BP，预计释放超 5000 亿元流动性，货币市场流动性改善，银行日内拆解资金的成本将下降。7 月 1 日至 9 月 14 日，公开市场资金净回笼 30 亿元，资金投放和回笼基本相当。

从金融数据来看，7 月是金融数据的低谷，8 月金融数据明显改善。M2 同比方面，如图 12 所示，7 月和 8 月，M2 同比分别为 10.7% 和 10.6%，低于 6 月的 11.3%，低于 Wind 一致预期的 11.1% 和 10.7%，连续 6 个月回落。M2 增速下行主要是对基建和制造业领域的定向宽信用难以抵消房地产不景气导致的信用扩张放缓以及银行降低存款利率导致存款增长放慢。另外，8 月 M1 同比降至 2.2%，创近 20 年同期新低，企业存款活化水平较低。社融方面，7 月和 8 月，新增社融分别为 5282 亿元和 3.12 万亿元，6 月为 4.22 万亿元，Wind 一致预期分别为 1.12 万亿元和 2.62 万亿元；社融存量同比为 8.9% 和 9.0%，6 月为 9.0%，M2 和社融同比的剪刀差收窄。8 月新增社融超预期主要是因为财政扩张，一方面，政府债券发行规模达到 1.18 万亿元；另一方面，非金融企业债券净融资 2698 亿元，可能主要是城投债贡献，

根据 Choice 数据，8 月城投债净融资额为 2180 亿元，占非金融企业债券净融资比例为 80.8%。**新增人民币贷款方面**，如图 13 所示，7 月和 8 月，新增人民币贷款为 3459 亿元和 1.36 万亿元，低于 6 月的 3.05 万亿元，Wind 一致预期分别为 8446 亿元和 1.07 万亿元。8 月新增人民币贷款超预期主要是房地产融资政策放松后居民中长期贷款有所好转、金融支持实体经济支撑非金融企业中长期贷款以及票据融资冲量，但居民中长期贷款依然处于近 5 年同期最低水平。



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。

财政政策相对保守。防疫转段后，为保证财政政策的可持续性，现阶段财政政策力度明显不如去年，主要是修复政府财力、支出更注重提高效能。**财政收入方面**，税收收入恢复性增长，非税收入进一步收缩。1-7 月和 1-8 月，一般公共预算收入 13.9 万亿元和 15.2 万亿元，同比分别增长 11.5% 和 10.0%。其中，税收收入 11.8 万亿元和 12.8 万亿元，同比分别增长 14.5% 和 12.9%；非税收入 2.2 万亿元和 2.4 万亿元，同比-2.3% 和 -3.6%。税收收入中，主要是增值税由于基数的原因大幅增长，消费税、企业所得税、个人所得税、出口退税等主要税种还是负增长，而且企业所得税的降幅扩大，说明实体经济压力较大。**财政支出方面**，财政支出偏向就业、卫健、教育等民生支出，城乡社区、交通运输等基建类支出负增长。1-7 月和 1-8 月，一般公共预算支出 15.2 万亿元和 17.1 万亿元，同比分别增长 3.3% 和 3.8%。财政支出增速明显低于财政收入增速，主要受到以收定支影响。由于财政支出总量扩张受限，财政支出细分科目出现明显分化：保障民生支出优

先于基建支出；债务付息支出增速放缓，可能受部分债务置换的影响。此外，由于房地产不景气，土地收入依然低迷。1-7 月和 1-8 月，国有土地使用权出让收入同比分别下降 19.1%和 20.4%。

九、当前宏观经济的主要问题和建议

1.供需仍然偏弱，亟需政策有实质性进展提振信心

8 月主要经济数据较 7 月明显改善，但较历史同期还是偏弱。从生产端来看，规上工业增速仍低于疫情前的正常水平。同时，7 月规上工业企业营收增速连续两个月负增长，利润改善主要靠降成本，说明供需之间开始形成负反馈，企业由于业绩不好要降薪裁员，员工收入减少收缩开支，进一步导致企业营收下滑。从需求端来看，三驾马车中的关键拉动项都开始显现疲态，消费中汽车消费走弱，投资中基建投资走弱，出口中新能源汽车出口走弱。今年要实现 5%的增长目标，目前“小火慢炖”式的政策力度还是不够，市场主体对现有政策文件的频繁出台已经钝化，外商投资流出，民间投资没有明显起色，企业和居民的融资需求低迷，企业和居民要能够实际享受到政策好处才能够提振市场信心。

建议：一是尽快落实促进民间投资的相关政策，聚焦交通、水利、清洁能源、新型基础设施、先进制造业、现代设施农业等重点领域，成立工作专班，要以目标导向、结果导向，拆分任务，落实到具体负责人，积极调动民间投资积极性。二是加快落实吸引和鼓励外商投资的相关政策，加强与外资的直接沟通，稳定外资对我国监管环境的预期，控制由于外资大规模流出导致的资产价格大幅波动和人民币汇率贬值压力。三是加大对居民关心的住房、医疗、养老、教育等民生事项的保障，解决居民的后顾之忧，使得居民敢于消费，而不是过度储蓄。

2.房地产对经济的拖累较大，稳增长要先提振楼市成交量

今年房地产调整持续的时间和幅度都超过年初预期。年初财政部对今年的预算草案制定的政府性基金收入同比目标为增长 0.4%，但由于房地产市场不景气，土地财政收入大幅低于预期。今年 1-8 月，房地产投资增速-8.8%，连续六个月降幅扩大。与房地产相关的家电、装修等行业消费也是不景气。为稳住房地产市场，

8月开始，政府出台了一系列放松房地产信贷的政策，包括认房不认贷、降低首付、存量贷款置换等。但目前看来，楼市销售依然疲软，今年9月1-13日，30大中城市中一线城市商品房成交面积同比为-35.9%，依然是深度负增长。房地产相关上下游行业占GDP的比例超过30%，疫后服务业的复苏不足以抵消房地产市场的下行，在确保不发生系统性风险的前提下，稳增长必须要先提振楼市成交量。

建议：一是逐步加码一线城市放松楼市政策，直至改变购房者预期。一线城市是全国楼市的风向标，楼市的回暖往往都是从一线城市开始。目前，居民对楼市的后续发展大多持观望态度，改变居民预期还需要不断加码政策，可以考虑逐步放开一线城市限购政策。二是推动将部分房企手中已竣工但未卖出新房转为保障房，为房企去库存，避免大量新房入市导致房价大跌。考虑到资产价格稳定关系到银行资产质量的问题，制定政策时要尽量保证房价不会出现异常波动。

3.货币政策空间已经相当逼仄，财政政策需要更加有为

中国率先控制住疫情，为现阶段较为宽松的货币政策争取了较大的空间，但目前货币政策进一步放松的空间有限。一是由于美联储加息、中美利差较大、市场预期偏弱，人民币汇率面临较大的贬值压力，国内货币政策若是进一步宽松，会加速资金的外流。二是我国银行的息差空间已经降至低点，继续降息，银行的经营风险会加大。根据央行二季度货币政策执行报告的数据显示，今年一季度，我国商业银行的净息差为1.74%，处于近十年最低水平，而美国则是3.31%。考虑到宏观审慎政策对银行的资产负债指标有考核要求，银行存款利率和存款准备金率下调空间较小，这也是今年央行每次降息和降准幅度不大的原因所在。三是M2增速和社融增速之间的剪刀差较大，流动性淤积在金融系统出不去，居民和企业融资的意愿低，降息解决不了市场预期弱的问题。综上，只有财政政策发力，才能从根源上改善需求，重新激活经济。

建议：一是加大个税抵扣力度。近期，国务院提高了婴幼儿照护、子女教育、赡养老人的税收抵扣标准。对于上有老、下有小家庭的收入有一定的改善，但要提高全民的消费倾向，可以考虑进一步加大房租、住房贷款利率、大病医疗的个税抵扣力度。二是提高专项债用作资本金的比例。今年的新增专项债额度计划在

今年9月底前发完，四季度稳增长压力较大，可以考虑提高现有专项债的使用效率，撬动更多社会资本。三是持续推动财税体制改革，为地方收入创建稳定的收入来源。目前，土地财政的模式已经不具有可持续性，应继续进行税制改革，开辟新的稳定税收来源，对冲土地收入的下降。



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、海上丝绸之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。