



美国加息周期见顶，中国经济修复转弱

——2023年5月宏观月报

■ 美国经济方面，美国 CPI 通胀快速回落，就业市场边际转冷，但失业率仍处历史低位。美联储于 5 月再次加息 25bp 至 5.0-5.25% 区间，此轮加息周期或已见顶，但高利率或在年内持续。美国经济受居民消费支撑展现韧性，但随着美国实际利率由负转正，金融条件进一步收紧，或难逃衰退前景。

■ 国内实体经济方面，一季度经济恢复性好转后，4 月多项指标在低基数下实现高增长，但基于两年复合增速和环比增速评估，实际修复动能显著放缓。经济修复的结构上仍然延续“外需强于内需、服务业强于制造业、公共部门强于私人部门”的特征。4 月政治局会议强调，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，这将成为未来经济工作的重中之重。

■ 货币金融方面，一季度“开门红”过后，4 月金融数据受需求不足拖累，金融与经济数据的分化出现向下收敛。贷款和社融大幅弱于季节性，货币效能明显下降，货币流通速度暂时降低。

■ 财政收支方面，一是公共财政收入受非税收入拖累，增速小幅放缓；二是税收收入回暖向好，非税收入支撑减弱，收入结构进一步改善；三是公共财政支出小幅提速，完成进度加快，基建类支出放缓，民生类支出稳定；四是土地出让收入难言好转，政府性基金收支仍然疲弱。

■ 宏观政策方面，货币政策更加强调合理适度、更可持续，财政政策更加注重提升效能。短期政策利率或保持稳定，年内人民币贷款和 M2 增速料将回落。财政收入整体有望恢复性增长，财政支出将更加凸显结构化特征。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

牛梦琦

宏观研究员

☎: 0755-89278076

✉: niuemengqi@cmbchina.com

王欣恬

宏观研究员

☎: 0755-83199128

✉: xintianwang@cmbchina.com

刘阳

宏观研究员

☎: 0755-83085255

✉: lyldd@cmbchina.com

王天程

宏观研究员

☎: 0755-89278371

✉: wangtiancheng@cmbchina.com

张冰莹

宏观研究员

☎: 0755-83077969

✉: zhangbingying@cmbchina.com



目录

一、美国经济：加息周期见顶，消费支撑韧性.....	1
二、中国经济：修复动能放缓.....	3
三、宏观政策：合理适度，更可持续.....	6

图目录

图 1：美国通胀快速下行.....	1
图 2：美国失业率处于历史低位.....	1
图 3：近期美联储紧急工具用量未见显著增长.....	2
图 4：美国金融条件持续收紧.....	2
图 5：市场预期美联储 6 月将继续加息 25bp.....	2
图 6：美国消费向上、投资向下.....	2
图 7：三驾马车修复放缓.....	3
图 8：固定资产投资增速边际下行.....	3
图 9：外需强于内需、服务业强于制造业、公共部门强于私人部门.....	4
图 10：出口增速温和放缓，贸易顺差衰退式扩张.....	4
图 11：生产转弱，工业生产放缓幅度大于服务业.....	4
图 12：商品和餐饮消费增长分化.....	5
图 13：房地产销售转弱.....	5
图 14：CPI 通胀新涨价因素转负.....	6
图 15：PPI 通胀低迷持续冲击工业企业利润.....	6
图 16：居民存贷款增速差位于高位.....	7
图 17：广义流动性盈余收窄 0.3pct 至 2.4pct.....	7
图 18：M2 与名义 GDP 的增速差上升至 7.2pct.....	8
图 19：一季度实体经济融资成本继续下降.....	8



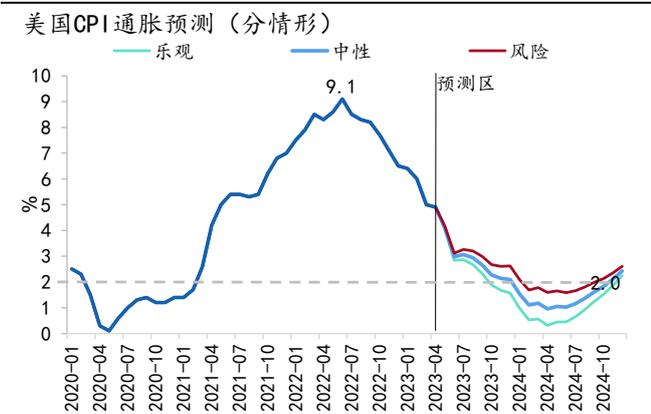
4月以来，美联储加息周期见顶，但后续政策不确定性仍存。国内经济修复放缓，拖累金融形势转弱，通胀持续下行。恢复和扩大需求将成为未来我国经济工作的重中之重。

一、美国经济：加息周期见顶，消费支撑韧性

4月美国CPI通胀回落至5%下方，后续有望延续回落。美国CPI通胀已连续十个月下行。今年美国CPI通胀累计回落1.5pct至4.9%，能源、食品分项分别累计贡献1.0pct/0.3pct。结构上看，能源通胀已经转负，食品通胀连续八个月下行，核心商品通胀基本回归疫前水平，核心服务通胀亦已见顶回落。环比上看，年初以来仅核心服务通胀环比中枢尚未回落至0.2%以内，成为美国CPI环比韧性的主要来源。值得注意的是，4月PCE价格指数环比上行0.4%超出市场预期，其中服务价格环比上行0.5%，指向服务消费需求仍然旺盛。服务通胀韧性将成为后续美联储货币政策决策的主要考量。

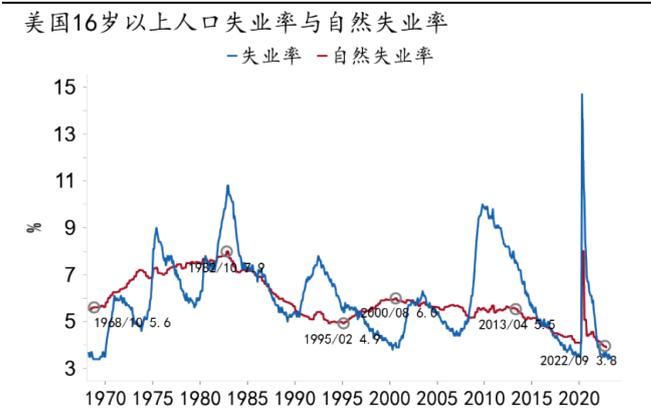
美国就业市场边际转冷，但劳动力供需缺口之下失业率仍处历史低位。从新增非农就业人数看，美国就业市场供需缺口正在收敛。继1月非农数据在圣诞旺季和季调因素双重影响下非正常高增后，2-4月新增非农就业中枢降至22万，较去年四季度的28万有所下移。但美国职位空缺数仍然高企（959万），叠加劳动参与率仍然低迷（62.6%），使得4月失业率超预期下行0.1pct至3.4%，年初至今中枢低于3.5%。

图1：美国通胀快速下行



资料来源：Wind，招商银行研究院

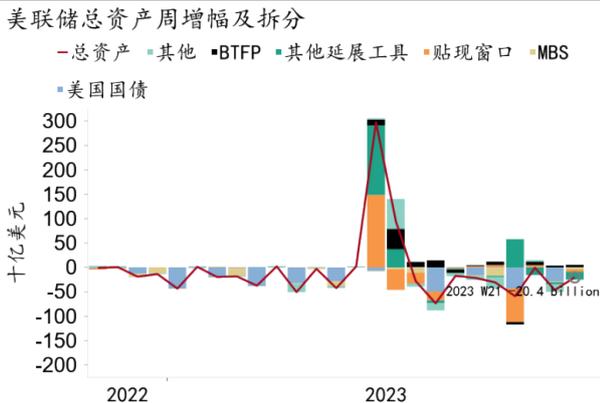
图2：美国失业率处于历史低位



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

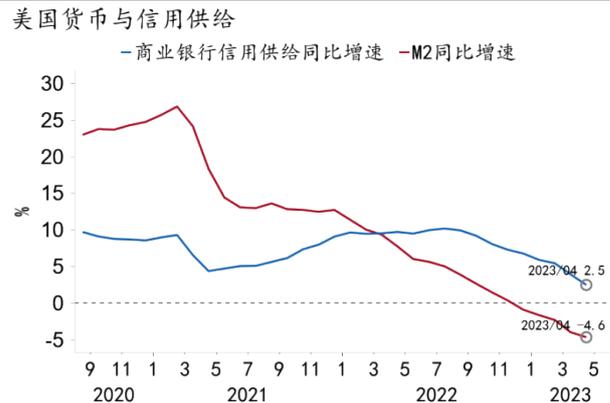
美国银行业风险总体缓释，但金融条件仍在进一步收紧，货币供给收缩，金融稳定性承压。美联储三大紧急流动性支持工具总量连续四周下行，指向现阶段银行业风险问题暂未系统性蔓延。美联储持续推进缩表，导致货币供给自上世纪30年代“大萧条”后首度出现同比收缩。美国M2同比增速于去年12月转负，且跌幅逐月走阔，4月增速下行至-4.6%。美国商业银行信用供给增速亦陡峭回落，由去年三季度超过10%陡峭下行至2.5%，引发美联储关注。

图3：近期美联储紧急工具用量未见显著增长



资料来源：Macrobond, 招商银行研究院

图4：美国金融条件持续收紧

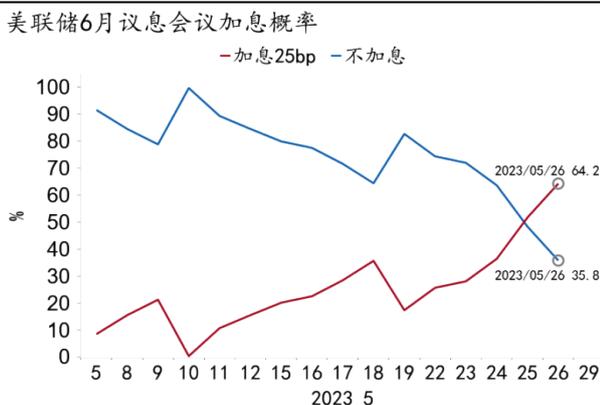


资料来源：Macrobond, 招商银行研究院

美联储此轮加息周期或已见顶，但政策利率或在高位持续。美联储于5月议息会议再次加息25bp，将政策利率区间上调至5.0-5.25%，去年3月至今已累计加息500bp。市场预期美联储将于6月再次加息25bp，但综合美联储“双目标”及美国金融条件评估，我们倾向于认为美联储将选择不加息。前瞻地看，当前美国通胀水平仍远高于2%，且核心通胀回落速度慢于非核心通胀，叠加失业率持续位于历史低位，美联储下半年可能不会快速降息。

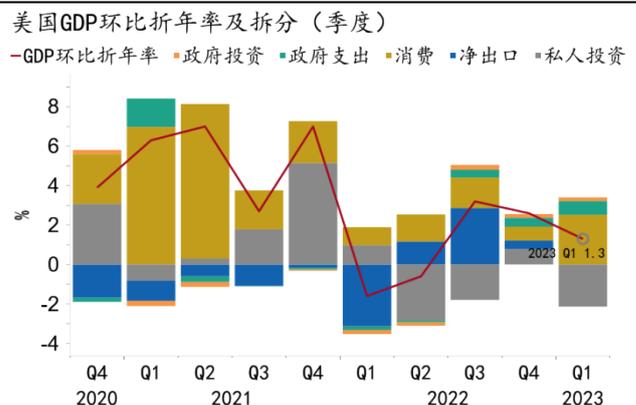
值得注意的是，美国实际政策利率已在5月由负转正，对经济的紧缩效果或进一步强化。美国通胀持续下行而政策利率不断走高，当前美国目标联邦基金利率下限为5.0%，CPI通胀4.9%，两者之差转正为0.1pct。

图5：市场预期美联储6月将继续加息25bp



资料来源：Macrobond, 招商银行研究院

图6：美国消费向上、投资向下



资料来源：Macrobond, 招商银行研究院

美国经济已在投资带动下步入下行通道，但消费需求韧性令美国经济暂未陷入衰退。2023年一季度GDP环比折年率上修至1.3%，其中消费贡献2.5pct，投资贡献-2.1pct，其他分项合计贡献0.9pct。4月美国零售环比增速0.4%低于市场预期，但剔除汽车和能源的核心零售环比增速0.6%高于市场预期，同样指向美国居民消费需求韧性仍足。当前美国居民部门仍积累了约\$1.45万亿超额储蓄，储蓄率仍在5%的低位，二者均未回归疫前水平，成为美国经济韧性的主要来源。



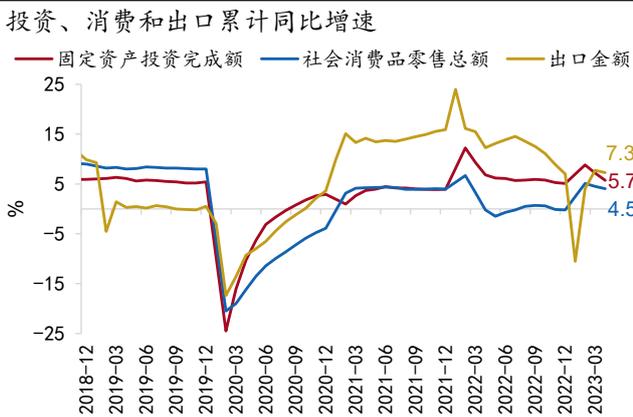
前瞻地看，通胀进一步下行将使得美国实际利率进一步走高，对需求的抑制或将从投资向消费扩散。叠加货币与信用供给持续收紧，预计美国经济衰退将“虽迟但到”。

二、中国经济：修复动能放缓

一季度经济恢复性好转后，4月多项指标在低基数下实现高增长，但基于两年复合增速和环比增速评估，实际修复动能显著放缓。4月规模以上工业增加值当月同比5.6%，两年复合增速1.3%；出口金额同比8.5%，环比-6.4%，进口金额同比-7.9%，环比-9.8%；社会消费品零售总额当月同比18.4%，两年复合增速2.6%；城镇固定资产投资额累计同比4.7%，两年复合增速5.7%。其中，房地产投资累计同比-6.2%，两年复合增速-6.1%，全口径基建投资累计同比9.8%，两年复合增速9.0%，制造业投资累计同比6.4%，两年复合增速9.3%。物价方面，4月CPI同比增速0.1%，环比增速-0.1%，核心CPI同比增速0.7%；PPI同比增速-3.6%，环比-0.5%。企业盈利方面，1-4月全国规模以上工业企业利润总额同比-20.6%，两年复合增速-9.4%。

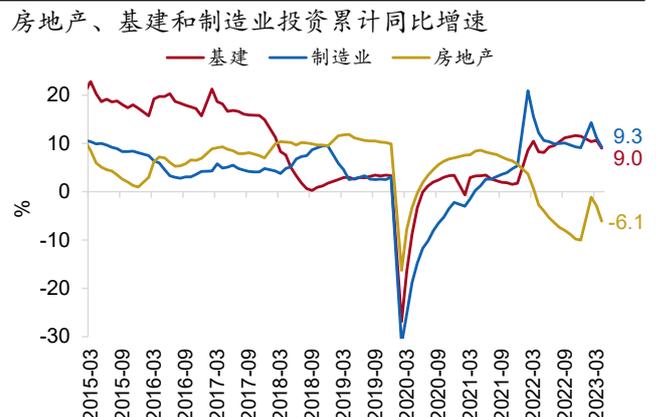
4月经济数据之间横向比较，在结构上仍然延续“外需强于内需、服务业强于制造业、公共部门强于私人部门”的特征。在供给端，工业和服务业生产修复显著放缓；在需求端，出口和内需修复的动能均有所回调。内需之中，消费增长总体边际放缓，固定资产投资增长动能明显转弱。这反映出场景修复和积压需求释放带来的短期提振作用释放后，后续内生增长动能尚未完全显现。价格信号也反映出疲弱内需的影响，CPI与PPI通胀加速下行。

图7：三驾马车修复放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院
注：2021、2023年各月为两年复合增速

图8：固定资产投资增速边际下行

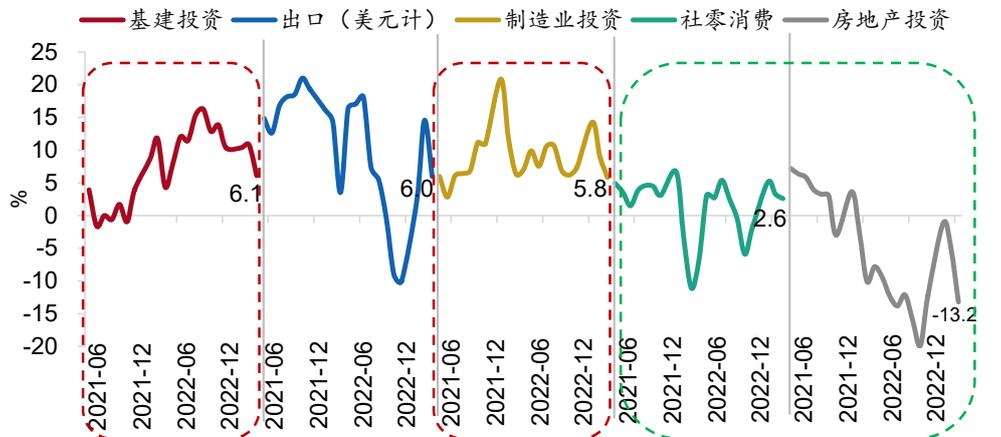


资料来源：Wind，招商银行研究院
注：2021、2023年各月为两年复合增速



图 9：外需强于内需、服务业强于制造业、公共部门强于私人部门

出口、投资和消费当月同比（2023年4月）



资料来源：Wind，招商银行研究院

注：2021、2023 年各月为两年复合增速

第一，外需强于内需，但 5 月起外需或加速下行。虽然 4 月出口金额同比增速自前月高位下行 6.3pct 至 8.5%，尤其是环比超季节性下行，已反映出积压订单消耗和外需趋弱的边际变化，但出口金额的两年复合增速仍然达到 6.0%，出口增长动能温和转弱。并且，由于进口收缩加剧，同比增速下行 6.5pct 至 -7.9%，贸易顺差继续呈衰退式扩张，仍对经济形成支撑。今年 1-4 月累计贸易顺差达 2,942 亿美元，创同期历史新高。前瞻地看，外需整体趋弱，叠加 5-9 月同期基数走高，下阶段出口同比增速下行斜率或趋陡。

图 10：出口增速温和放缓，贸易顺差衰退式扩张

中国进出口当月同比及贸易差额



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 11：生产转弱，工业生产放缓幅度大于服务业

工业与服务业生产同比增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

注：2021、2023 年各月为两年复合增速

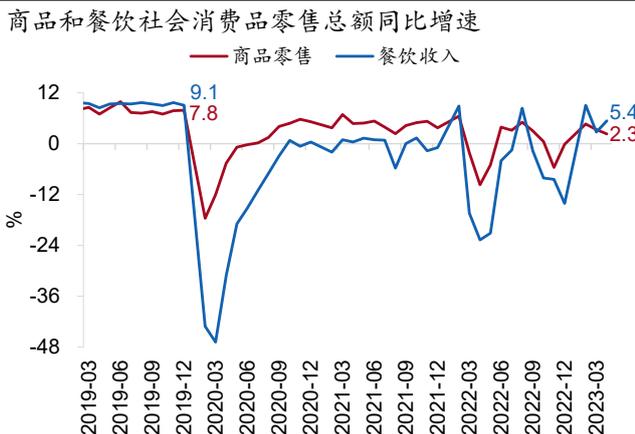
第二，服务业强于制造业，这一趋势或在二季度延续。在生产端，工业生产放缓幅度较服务业更为剧烈。工业增加值季调环比增速为 -0.47%，为近十年以来除疫情冲击月份外首度环比负增长。工业增加值的两年复合增速较上月下降 3.1pct 至 1.3%，服务业生产两年复合增速小幅下行 0.8pct 至 3.2%，动能虽也有所放缓，但好于工业生产。在消费端，商品消费两年复合增速下行 1pct 至 2.3%，而餐饮服务消费持续大幅反弹，两年复合增速上行 2.8pct 至 5.4%，同比增速大幅提升 17.5pct 至 43.8%。前瞻地看，生产修复斜率仍取决于需求



和预期的改善。短期内工业生产修复或仍受供需因素的制约，服务业生产动能或稳中有进。

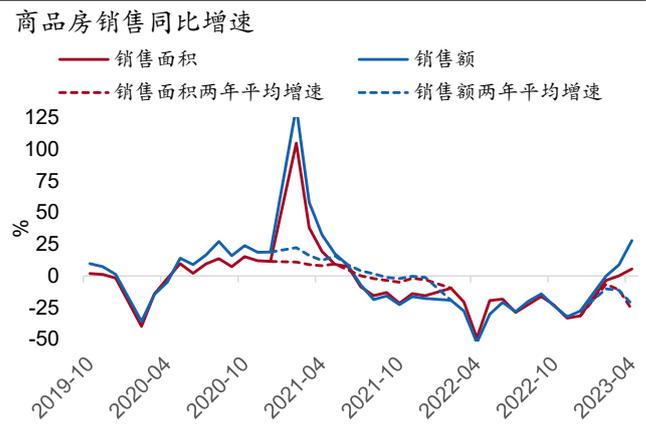
第三，公共部门强于私人部门，延续去年以来经济增长的“旧”格局。与公共部门更相关的全口径基建投资和制造业固定资产投资，虽然动能有所转弱，但两年复合增速分别达 6.1%、5.8%，仍为内需增长的重要支撑。与居民部门行为更相关的房地产销售金额两年复合增速下行至-22.3%，社零售两年复合增速放缓至 2.6%，反映出居民部门需求和信心仍然不足。居民消费复苏主要由场景恢复驱动，结构上呈降级倾向。一是 4 月服务消费动能持续修复，而商品消费动能则再度转弱。二是大宗类的商品消费冲高回落，4 月乘用车零售额环比下降 12.2pct 至 2%，商品房销售面积和销售金额两年复合增速分别较 3 月再度下行 15.8pct、10.9pct 至-26.7%、-22.3%。房地产投资也随之转弱，两年复合增速大幅下行 8.4pct 至-13.2%。前瞻地看，经济活动持续正常化以及节假日消费等季节性因素将继续推动我国消费复苏，“五一”假期文旅出行人数较疫前增加两成，预计 5 月社零两年复合增速或将继续上行；而由于前期积压需求释放已基本完成，居民信心仍然不足，大宗类商品消费或维持弱修复。

图 12：商品和餐饮消费增长分化



资料来源：Wind，招商银行研究院
注：2021、2023 年各月为两年复合增速

图 13：房地产销售转弱



资料来源：Wind，招商银行研究院

此外，需求不足拖累供给向下，叠加企业去库存，导致通胀低迷。受需求疲弱影响，我国 CPI 和 PPI 通胀均加速下行，4 月 CPI 通胀下行 0.6pct 至 0.1%，PPI 通胀降幅扩大 1.1pct 至-3.6%，均显著低于市场预期。从结构上看，CPI 食品通胀下行主要由于输入性因素，CPI 非食品通胀下行则主要由于内需疲弱；PPI 通胀下行始于海外、源于上游，并在内需（尤其是地产投资）走弱影响下持续发酵。

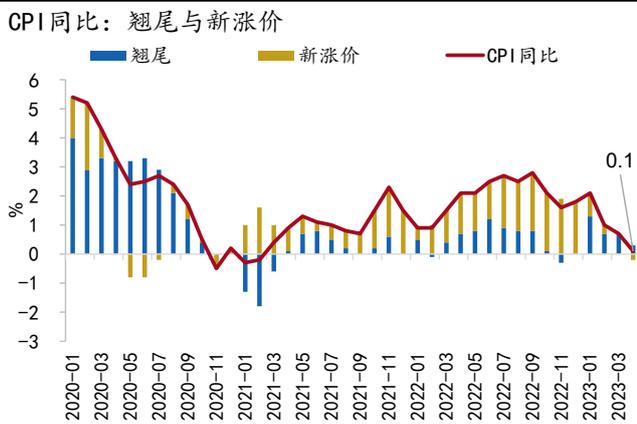
当前市场对通胀低迷的讨论主要聚焦于 CPI 通胀，但考虑到投资和出口在我国经济中的占比远超美国，讨论我国的通胀低迷问题不能忽视 PPI 口径。回顾过往，PPI 通胀与企业盈利呈现出显著的相关性，若 PPI 通胀持续低迷将抑制企业扩张行为。今年一季度，受 PPI 通胀下行以及利润率低迷的影响，规上工业企业利润同比下降 21.4%，4 月工业生产动能显著放缓进一步压制企业盈利，规上工业企业利润单月两年复合增速大幅下行 9.4pct 至-13.4%，并且，分所有制来看，私营和外资企业盈利情况显著弱于国企。前瞻地看，服务消费反



弹对价格的提振或于 6 月起快速走弱，如若弱内需格局持续，商品价格持续疲弱，年中 CPI 通胀存在读数转负风险；PPI 同比负增长大概率全年持续，但去年下半年 PPI 基数走低，且美联储态度转鸽将对全球大宗商品价格构成利好，下半年 PPI 跌幅或将逐步收窄。

4 月政治局会议因此研判，“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”。如前所述，经济的“恢复性”好转或有三方面意涵。一是在去年低基数下的高增长，而剔除基数效应后多数指标动能仍然偏弱，显示经济复苏仍处早期阶段。二是受积压订单提振，不同程度表现在出口、消费和房地产领域。三是一季度供给的修复总体好于需求，而 4 月以来，需求不足抑制生产进一步扩张。

图 14: CPI 通胀新涨价因素转负



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 15: PPI 通胀低迷持续冲击工业企业利润



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

三、宏观政策：合理适度，更可持续

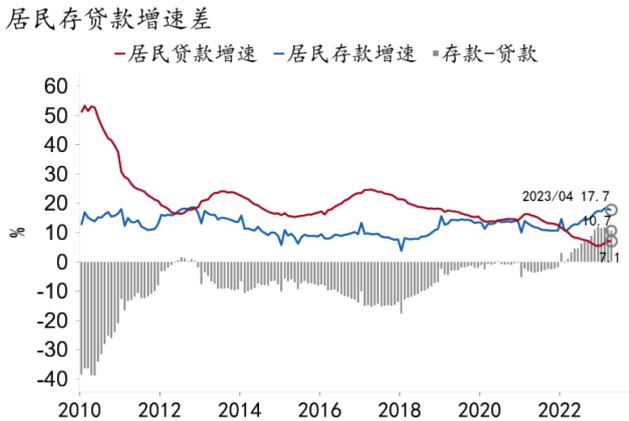
货币金融形势方面，受需求疲弱影响显著收缩，一季度金融与经济表现的分化向下收敛。一是贷款和社融大幅弱于季节性。4 月社融和人民币贷款分别新增 1.22 万亿和 7,188 亿，较近五年平均水平分别减少 7,383 亿和 4,843 亿，收缩约四成，主要受居民端拖累。贷款方面，企业贷款未能继续创新高，既源于一季度投放过快透支全年金融资源，也受经济内生修复乏力的拖累。4 月企业贷款新增 6,839 亿，同比多增 1,055 亿，环比少增 2.02 万亿。居民贷款降至历史同期新低，结束连续两个月的同比多增，中长贷与短贷均出现净偿还。受房地产销售回落和提前还贷的拖累，居民中长贷收缩超千亿，为历史首次。居民短贷减少 1,255 亿，尽管较去年少减 601 亿，但仍显示居民消费信心亟待提振。社融方面，非标融资各项均同比改善，是社融同比多增的首要贡献项，表内信贷和企业债券为拖累项。当前企业债利率高于去年同期，较表内贷款性价比不高，企业债融资仍处低位。

二是货币效能明显下降，货币流通速度暂时降低。居民部门继续“去杠杆”，购房和消费未恢复至疫前趋势水平，存款居高不下，贷款需求疲弱。尽管受存款利率下调和债券市场走强的影响，居民存款部分向理财等金融投资回



流，叠加提前还款，导致4月居民存款减少1.2万亿，同比多减4,968亿，M2同比增速下降0.3pct至12.4%。但是，居民存款增速仍高于贷款10.7pct，M2增速高于社融2.4pct，剪刀差位于历史高位。企业部门经营活力不足，利润下滑与预期疲弱限制投资需求，而信贷供给充足、利率不断下调，促使企业减持现金，转入定期存款或理财，4月M2-M1剪刀差为7.1%，高于近五年均值2.9pct。今年一季度M2与名义GDP的增速差上升至7.2pct，远高于过去十年季度平均1.4pct，表明货币流通速度正在大幅下降。

图 16: 居民存贷款增速差位于高位



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 17: 广义流动性盈余收窄 0.3pct 至 2.4pct

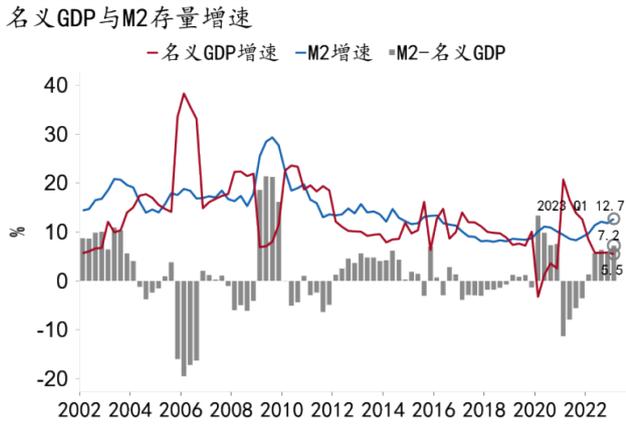


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

4月政治局会议旗帜鲜明地指出“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，要求宏观政策着力提升效能，“形成扩大需求的合力”。综合政治局会议与一季度货币政策执行报告来看，未来货币政策仍将注重合理适度、更可持续。价格上，央行明确要求“保持利率水平合理适度”，考虑到目前企业和个人住房贷款利率已降至历史新低3.95%和4.14%，短期内降息概率较低。央行表示对利率水平的把握采取“缩减原则”，符合“居中之道”，审慎决策并留有回旋余地，适当向“稳健的直觉”靠拢。短期政策利率或保持稳定。数量上，年内人民币贷款和M2增速料将回落。由于私人部门需求和信心总体仍弱，金融机构信贷供给速度将趋于平稳，派生存款相应下降，叠加居民存款流向理财以及提前还贷，或带动M2增速下行。

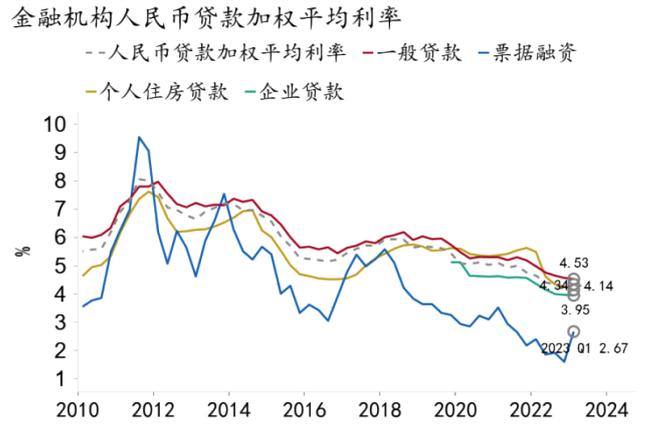


图 18: M2 与名义 GDP 的增速差上升至 7.2pct



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 19: 一季度实体经济融资成本继续下降



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

财政形势方面，剔除去年留抵退税的影响，基于可比口径分析，4 月财政收支体现出以下四个特征：一是公共财政收入受非税收入拖累，增速小幅放缓；二是税收收入回暖向好，非税收入支撑减弱，收入结构进一步改善；三是公共财政支出小幅提速，完成进度加快，基建类支出放缓，民生类支出稳定；四是土地出让收入难言好转，政府性基金收支仍较疲弱。未来财政政策将更加注重提升效能，财政收入增速与经济修复之间将呈现出较强相关性，整体呈现恢复性增长；财政支出有望维持较高增速，将更加凸显结构化特征。但债务付息支出高增将压缩政府实际可用财力，降低公共财政对经济的扩张效果。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇