

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 服务业接棒工业复苏 经济增长向稳态回归

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2023年6月30日

### 内容提要:

服务业复苏推动全球经济增长但衰退风险并未根本性缓解,控制通胀或仍然是央行短期主要任务。随着通胀高位回落以及利率持续抬升,实际利率由正转负。全球主要央行(除日本等极少数外)持续加息增加了未来经济下行或衰退的可能性,全球风险偏好下降,金融市场的不确定性随之上升。

年初在疫情防控平稳转段后,服务业快速修复推动经济总体迅速反弹。不过,当前外部环境更趋复杂严峻,总需求不足问题尚存,预期偏弱亦并未根本性扭转。一是企业信心虽有回升但与常态时期相比仍显不足。二是居民信心回升但总体仍然偏弱。三是市场需求偏弱依然是目前制造业面临的主要问题。

从投资端看,前5个月固定资产投资累计增速低于市场预期,一方面受固定资产投资价格指数回落拖累,另一方面受投资动能有所放缓尤其是地产投资拖累加大影响。

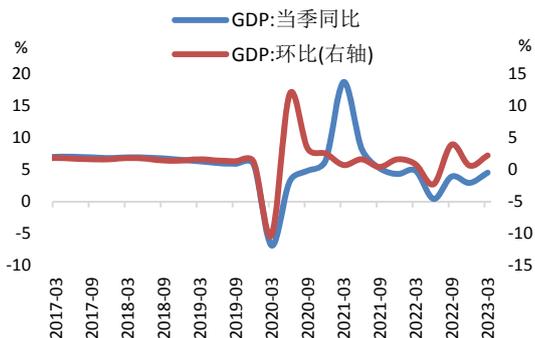
消费需求修复有限,与疫情三年居民收入增速普遍放缓、就业压力尚存、人口红利消退等因素有关。

从通胀看,短期或继续磨底,但三季度后通胀或有所反弹,全年来看通胀中枢低于前几年,政策端仍有空间。

上半年从稳字当头、稳中求进的要求出发,稳健的货币政策讲求精准有力,保持流动性合理充裕,把握好节奏与力度,增强信贷总量增长的稳定性,推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。展望下半年,短期货币政策或进入观察期,但未来仍存宽松可能。

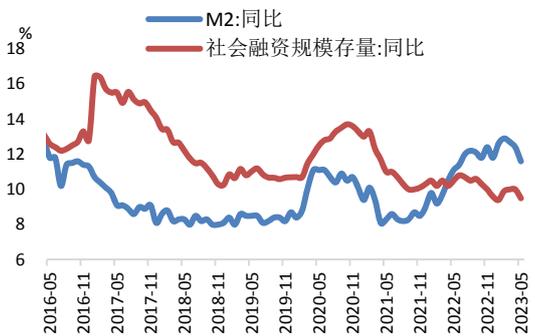
**风险提示:** 央行超预期调控,通胀超预期,贸易摩擦升温,出口超预期下滑,金融市场波动加大,经济复苏不及预期,国内外疫情超预期变化,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,俄乌冲突升级风险,台海局势不确定性风险,海外黑天鹅事件等。

### GDP



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 社融与 M2



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

- 《消费持续修复 需求不足尚存—4月经济数据点评》
- 《通胀短期或将继续低位徘徊—4月物价数据点评》

## 目录

一、全球经济复苏放缓 .....	3
1、全球通胀趋于回落但总体仍在高位 .....	3
2、控制通胀或仍然是央行短期主要任务 .....	4
3、服务业复苏推动全球经济增长但衰退风险并未根本性缓解 .....	6
二、国内服务业较快复苏但总需求不足问题尚存 .....	7
1、疫后经济从加速修复到平稳增长 .....	7
2、下半年重点关注的几个问题 .....	10
三、终端需求复苏不强叠加基数效应拖累通胀，下半年或有所反弹 .....	17
1、CPI 偏弱主要受终端需求复苏偏慢等拖累，下半年或有所反弹 .....	17
2、PPI 短期磨底，下半年趋于回升 .....	19
四、货币政策稳中求进，流动性较为充裕 .....	19

## 图表目录

图 1：美欧通胀回落但仍在高位 .....	3
图 2：新兴市场国家通胀亦高位回落 .....	3
图 3：剔除基数因素扰动的美欧通胀居高不下 .....	4
图 4：美国核心通胀较为顽固 .....	4
图 5：美国住宅类与服务类通胀韧性较强 .....	4
图 6：欧元区核心通胀仍在高位 .....	4
图 7：市场预期美联储在年内仍有加息可能（截至 2023 年 6 月 30 日） .....	5
图 8：美联储持续缩表 .....	6
图 9：欧洲央行缩表进度快于美联储 .....	6
图 10：美欧制造业 PMI 持续回落 .....	7
图 11：美欧消费者信心指数仍在历史低位 .....	7
图 12：疫后经济快速修复 .....	8
图 13：一季度第三产业对 GDP 贡献率达到历史之最 .....	8
图 14：一季度消费支出对 GDP 贡献大幅回升 .....	8
图 15：疫后餐饮业补偿性恢复明显 .....	8
图 16：制造业 PMI 连续 2 个月在 50% 之下 .....	9
图 17：工业增加值走势偏弱 .....	9
图 18：地产投资趋于回落 .....	10
图 19：地产后周期商品消费较为低迷 .....	10
图 20：企业主体信心尚待企稳 .....	11
图 21：疫情三年对中小企业影响较大 .....	11
图 22：民间投资与全部固定资产投资增速差距扩大 .....	11
图 23：居民预期总体偏弱 .....	11
图 24：今年制造业 PMI 新订单指数恢复情况不及往年同期 .....	12

图 25: 疫后投资需求温和修复 .....	12
图 26: 基建投资增速温和抬升 .....	13
图 27: 制造业投资韧性尚在 .....	13
图 28: 一季度产能利用率继续下行 .....	13
图 29: 高技术制造业继续保持较快增长 .....	13
图 30: 商品房销售未见明显好转 .....	14
图 31: 新开工面积与竣工面积之差处于历史低位 .....	14
图 32: 房地产开发资金增速放缓 .....	14
图 33: 今年前 5 个月居民户中长期贷款继续同比少增 .....	14
图 34: 城镇居民可支配收入增速趋于放缓 .....	15
图 35: 结构性失业问题突出 .....	15
图 36: 居民当期就业感受指数降至近 10 年低位 .....	16
图 37: 关于找工作的百度搜索指数上行 .....	16
图 38: 价格因素对出口、进口总额的助推作用下降 .....	17
图 39: OECD-G20 领先指标相对平稳 .....	17
图 40: 前 5 个月食品与非食品价格总体弱于季节性特征 .....	18
图 41: 肉类与鲜菜对 CPI 拉动趋弱 .....	18
图 42: 核心 CPI 仍在低位徘徊 .....	18
图 43: 其他用品和服务价格韧性较强 .....	18
图 44: 南华工业品指数高位回落 .....	19
图 45: 下半年翘尾因素逐步减退 .....	19
图 46: 今年前 5 个月资金净回笼 .....	20
图 47: 上半年 DR007 均值有所上行 .....	20
图 48: R007-DR007 总体仍保持低位波动 .....	21
图 49: 企业贷款与房贷加权利率下行至有数据以来最低 .....	21
图 50: 今年二季度企业贷款需求大幅回落 .....	22
图 51: 二季度不同规模企业贷款需求均回落较多 .....	22
图 52: 社融增速趋于下行 .....	22
图 53: 四季度 MLF 到期 2 万亿元 .....	22
表 1: 多家国际机构预测 2023 年全球经济增长 2.5% 左右 (单位: %) .....	7
表 2: 今年前 5 个月信贷新增规模及分项数据 (单位: 亿元) .....	21

## 一、全球经济复苏放缓

### 1、全球通胀趋于回落但总体仍在高位

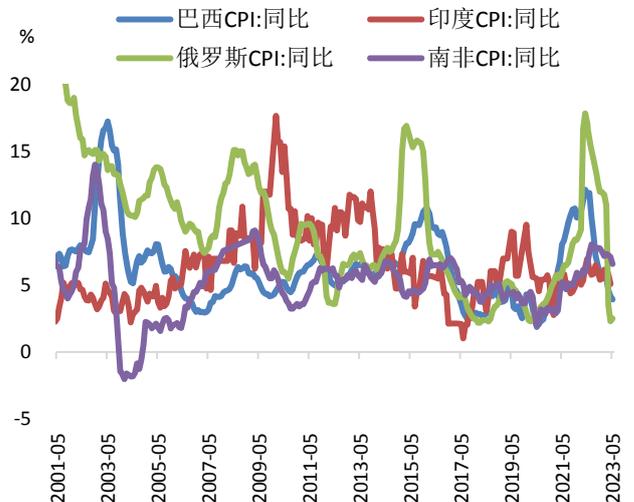
受高基数、高利率、复苏动能趋缓等因素影响，全球通胀趋于回落。今年5月，美国CPI同比上涨4%，自2022年6月达到峰值（9.1%）后持续回落；欧元区HICP同比上涨6.1%，自2022年10月达到峰值（10.6%）后持续回落；新兴市场国家中巴西、印度、南非、俄罗斯等国家CPI均回落至近1年的低位。一方面，2022年同期高基数拖累当前通胀数值；另一方面，持续的高利率水平以及政策退潮后的经济复苏放缓部分抑制了物价上涨。

图 1：美欧通胀回落但仍在高位



资料来源：IMF，国开证券研究与发展部

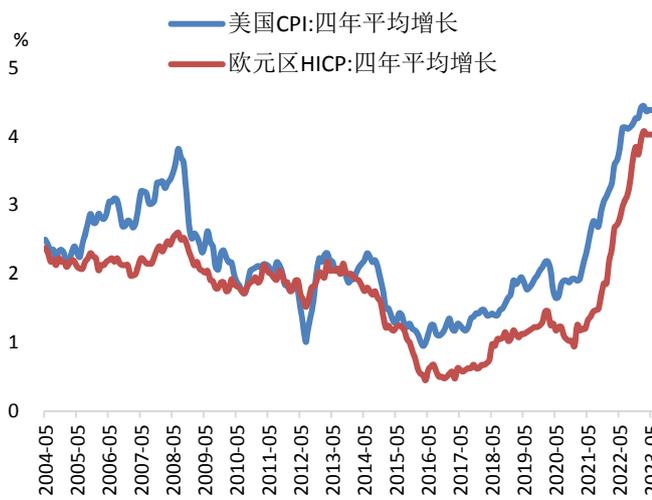
图 2：新兴市场国家通胀亦高位回落



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

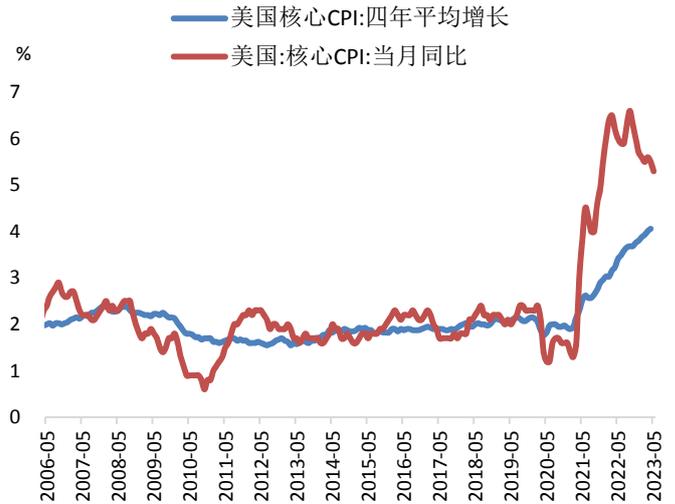
不过，虽然通胀回落但总体仍在高位，其中核心通胀韧性较强，治理通胀仍需要时间。从剔除基数因素的四年平均增速看，今年1-5月美国CPI均为4.4%，为近20年最高，2022年下半年则在4.1%-4.3%徘徊；1-5月欧元区HICP在4.0%-4.1%，亦为近20年最高，2022年下半年则在3.1%-3.8%徘徊。从更有韧性的核心CPI看，虽然自2022年四季度持续回落，但美国今年5月核心CPI仍高达5.3%，而且其四年平均增速（4.1%）呈上升态势；欧元区的情况大体类似，今年3月同比达到峰值（5.7%），5月回落至5.3%，但仍是自数据以来绝对高位，而且其4-5月四年平均增速（均为2.7%）较前期仍在上升。此外，5月英国CPI（8.7%）、核心CPI（7.1%）远超美国与欧元区，这也是其6月22日超预期加息的主要原因。

图 3: 剔除基数因素扰动的美欧通胀居高不下



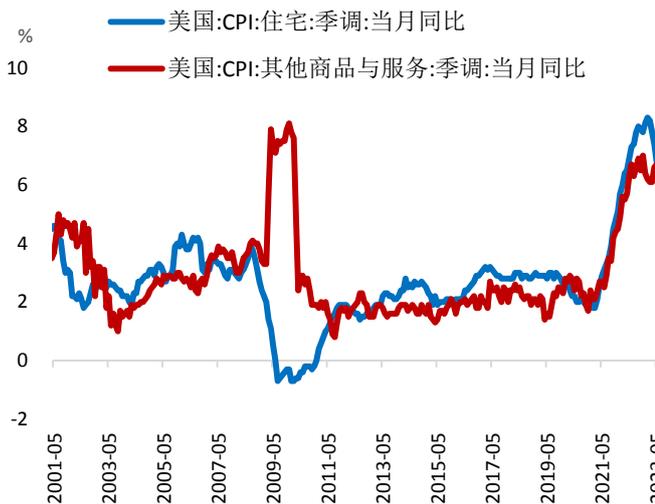
资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

图 4: 美国核心通胀较为顽固



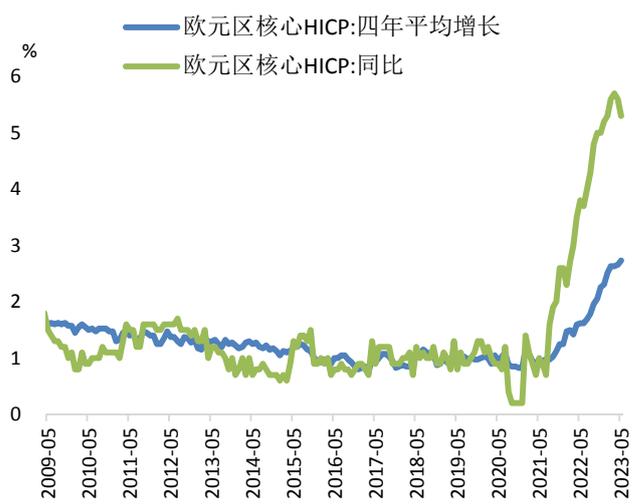
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 5: 美国住宅类与服务类通胀韧性较强



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

图 6: 欧元区核心通胀仍在高位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

## 2、控制通胀或仍然是央行短期主要任务

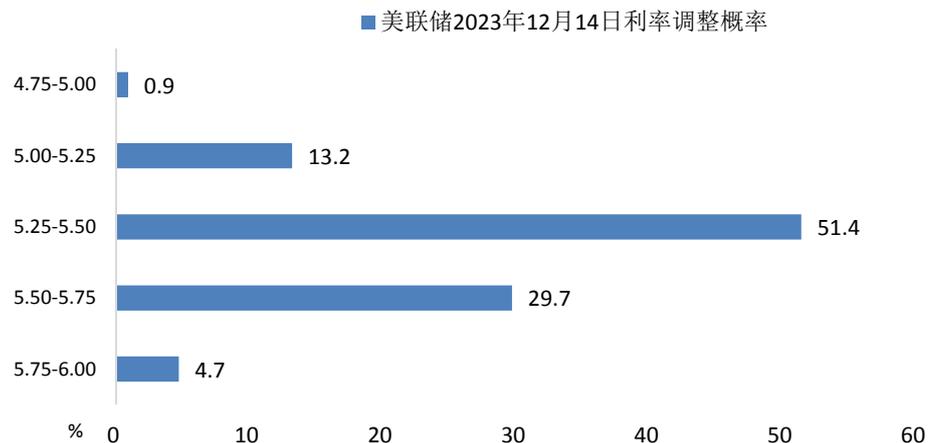
为了控制通胀,主要发达国家央行持续紧缩。根据《证券日报》的信息,海外主要央行在 2022 年加息合计逾 300 次。虽然 2022 年下半年以来,全球通胀有所回落,但 2023 年上半年多家主要央行依然继续加息。其中,美联储加息 3 次(累计上调 75bp)至 5.00%-5.25%,欧洲央行加息 4 次(累计上调 150bp)至 4%,英国央行加息 4 次(累计上调 150bp)至 5%,加拿大央行加息 2 次(累计上调 50bp)至 4.75%,澳大利亚央行加息 4 次(累计上调 100bp)至 4.1%。

IMF 在今年 4 月的《世界经济展望报告》中指出,由于油价下跌和央行

加息，全球总体通胀率今年将从 2022 年的 8.7% 降至 7%，2024 年降至 4.9%；剔除波动较大的食品和能源价格的核心通胀较 2022 年下降 0.2 个百分点至 6.2%。IMF 还表示，核心通胀在许多国家尚未达到峰值，发达经济体的劳动力市场仍然非常强劲，这可能需要央行进一步收紧货币政策。此外，IMF 首席经济学家 Gourinchas 建议，央行的货币政策应继续专注于降低通胀，各国央行不应该因为金融稳定风险而停止对抗通胀，因为目前这些风险看起来“非常可控”。

就美联储而言，上半年加息 75bp，5.00%-5.25% 已经是 2006 年以来的最高水平。但在高通胀背景下，就业市场仍然稳定以及尚不明显的衰退是其持续加息的底气所在。从 6 月 FOMC 声明以及点阵图对未来货币政策前瞻指引来看，较市场前期预期偏鹰。从市场对美联储下半年利率政策预期来看，仍有 1 次加息可能。

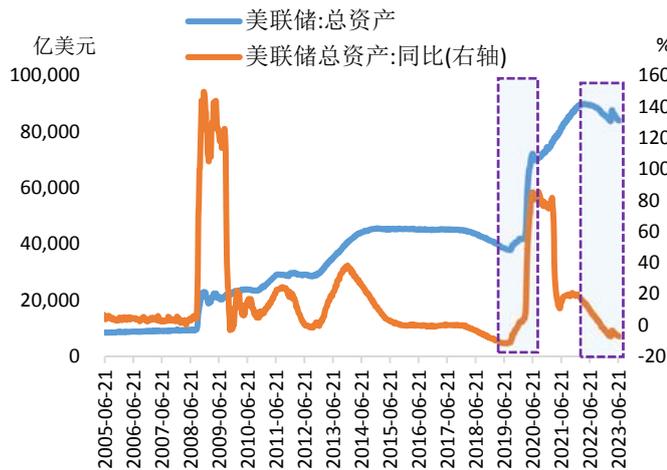
图 7：市场预期美联储在年内仍有加息可能（截至 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：CME Group、国开证券研究与发展部

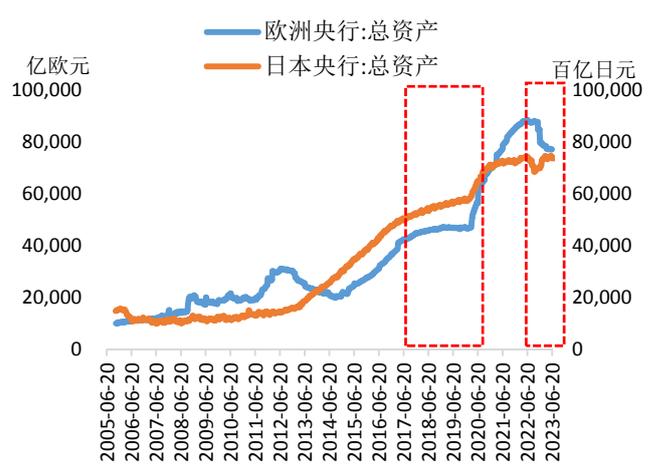
此外，需继续关注美欧央行缩表影响。从节奏上看，上轮美联储共开展 3 轮 QE (2008-2014 年)，6 年时间扩表 3.5 万亿美元左右，而本轮 (2020-2022 年) 2 年多的时间就扩表 5 万亿美元左右，相应的缩表节奏也快于上轮。截至 6 月 21 日当周，美联储资产负债表规模同比减少 6.4%，较 2022 年末减少 2.2%，缩表速度放缓主因在于 3 月美联储为了减缓银行破产风险，通过贴现窗口向美国银行业输血，当月扩表 3660 亿美元。在上述风险得到一定控制后，4-6 月美联储缩表 3.9%。与此同时，欧洲央行亦在缩表，截至 6 月 16 日当周，其资产负债表规模同比减少 12.7%，较 2022 年末减少 3.1%。未来三大主要央行总资产规模有可能继续降低，从而对全球流动性、金融资产价格产生冲击。

图 8: 美联储持续缩表



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 9: 欧洲央行缩表进度快于美联储



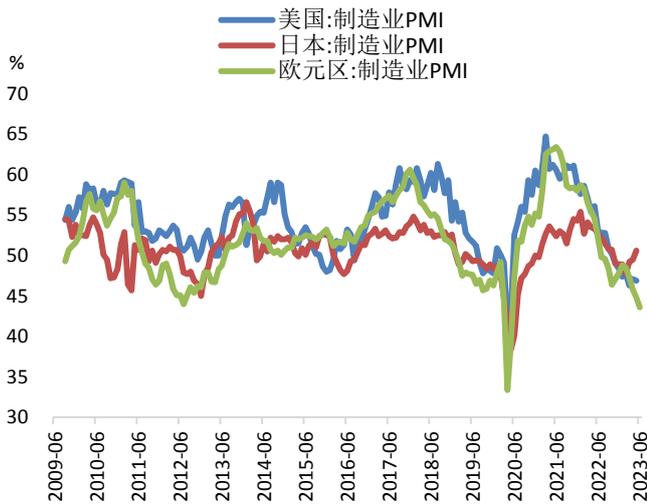
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 3、服务业复苏推动全球经济增长但衰退风险并未根本性缓解

通胀高位、持续加息拖累全球经济复苏。全球主要央行（除日本等极少数外）持续加息增加了未来经济下行或衰退的可能性，全球风险偏好下降，金融市场的不确定性随之上升。随着通胀高位回落以及利率持续抬升，实际利率由正转负。从先行指标 PMI 看，一方面今年上半年美欧日等发达国家制造业 PMI 普遍较 2022 年同期大幅回落，虽然印度、俄罗斯等新兴市场国家反弹，但仍难以抵消多数国家的回落；另一方面，在疫情进入新阶段后，多数国家服务业活动转为活跃，其服务业 PMI 回升带动全球服务业 PMI 反弹。虽然上半年服务业较快复苏，但短期利率或继续高位徘徊将弱化消费者信心从而拖累服务业复苏，无论是美国密歇根大学消费者信心指数、欧盟消费者信心指数还是 OECD 消费者信心指数，均处于近 20 年的低位。

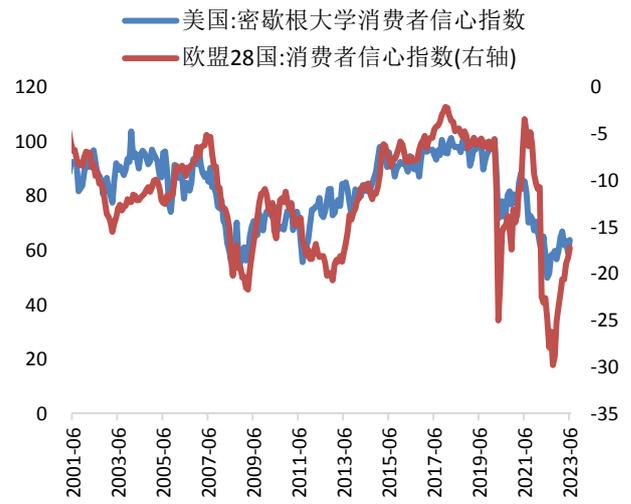
正如 IMF 在今年 4 月的《世界经济展望》中指出的，从表面上看，全球经济似乎将从新冠疫情和俄乌冲突的沉重打击中逐步复苏，但表面之下却是暗流涌动，形势相当脆弱。过去 12 个月中政策的大幅收紧正开始对金融部门产生严重的副作用。下行风险重新占据了主导地位，我们正在进入一个危险的时期。在这个阶段，经济增速按历史标准看持续处于低位，金融风险有所上升，但通胀形势尚未彻底转危为安。同时 IMF 的最新预测还显示，中期增长将总体放缓，其未来五年的经济增速预测值已从 2011 年的 4.6% 连续下降至 2023 年的 3.0%。

图 10: 美欧制造业 PMI 持续回落



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

图 11: 美欧消费者信心指数仍在历史低位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

表 1: 多家国际机构预测 2023 年全球经济增长 2.5% 左右 (单位: %)

	IMF4 月 (1 月)	世行 6 月 (1 月)	OECD 6 月 (2022 年 11 月)
全球	2.8 (2.9)	2.1 (1.7)	2.7 (2.2)
发达国家	1.3 (1.2)	0.7 (0.5)	1.4 (0.8) <sup>2</sup>
其中: 美国	1.6 (1.4)	1.1 (0.5)	1.6 (0.5)
欧元区	0.8 (0.7)	0.4 (0.4)	0.9 (0.5)
日本	1.3 (1.8)	0.8 (1.0)	1.3 (1.8)
新兴市场国家	3.9 (4.0)	4.0 (3.4)	3.9 (3.3) <sup>3</sup>
其中: 中国	5.2 (5.2)	5.6 (4.3)	5.4 (4.6)

注: 1. 括号里数据为该机构上一次预测值; 2. 以对 OECD 国家的预测作为替代; 3. 以对非 OECD 国家的预测作为替代。

资料来源: IMF, 世界银行, OECD, 国开证券研究与发展部

## 二、国内服务业较快复苏但总需求不足问题尚存

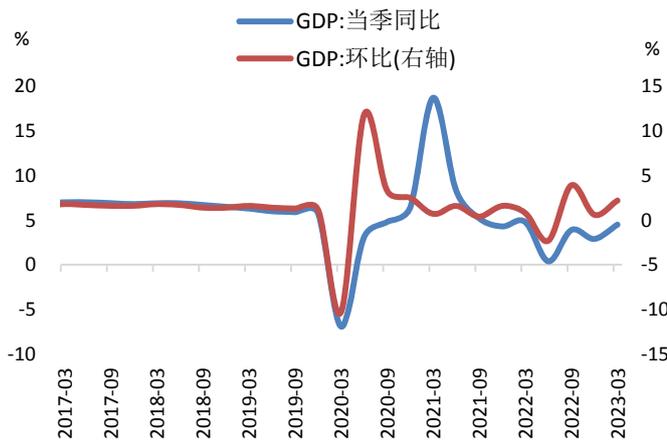
2022 年疫情对国内经济的冲击较大, GDP 同比增长 3.0%。2023 年初, 在疫情防控平稳转段后, 服务业快速修复推动经济总体迅速反弹。预计二季度 GDP 或增长 7% 左右, 下半年在环比动能增强、基数效应消退的情形下回归稳态增长, 单季增速或在 5% 上下。不过, 当前外部环境更趋复杂严峻, 总需求不足问题尚存, 预期偏弱亦并未根本性扭转。综合以上情况以及今年 GDP 预期增长 5.0% 左右的目标, 未来仍需要政策保持一定强度去呵护稳固经济持续恢复的基础。

### 1、疫后经济从加速修复到平稳增长

开年以来, 随着疫情快速过峰、防控平稳转段, 一季度经济加速修复。

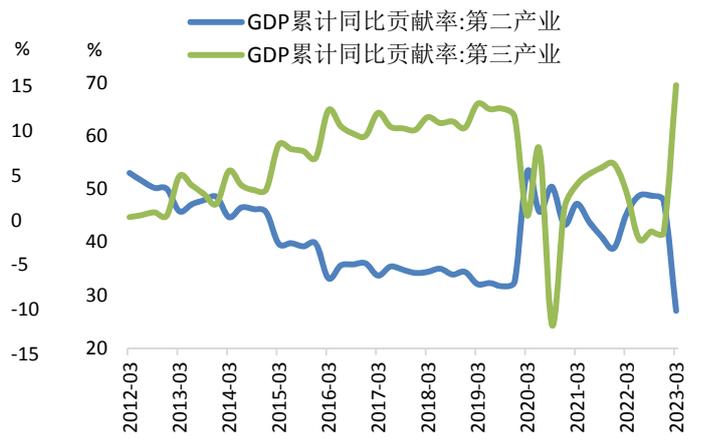
当季 GDP 环比增长 2.2%，明显快于往年同期，同比增长 4.5%，好于市场预期（预期值来源为 Wind，下同）。其中，消费贡献率回升，一季度最终消费支出对经济增长贡献率达到 66.6%，为 2022 年四季度的 10 倍，也是 2019 年以来的次高；服务业触底回升，一季度服务业增加值同比增长 5.4%，高于 2022 年四季度 3.1 个百分点，尤其是前期受疫情影响较大的接触型聚集型服务业回升明显。这也是这一轮复苏与前两年复苏或者说更早一些的复苏不一样的特征。

图 12: 疫后经济快速修复



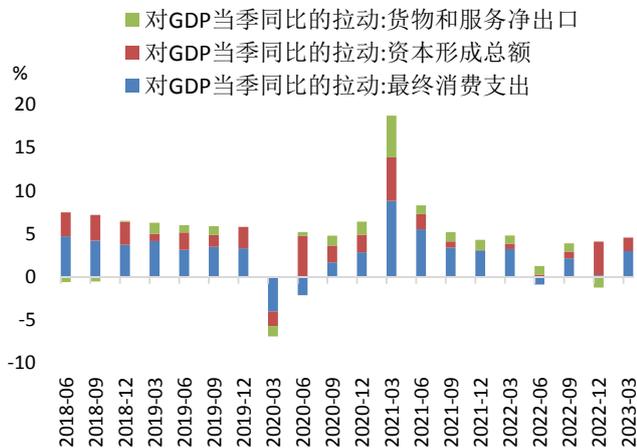
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 13: 一季度第三产业对 GDP 贡献率达到历史之最



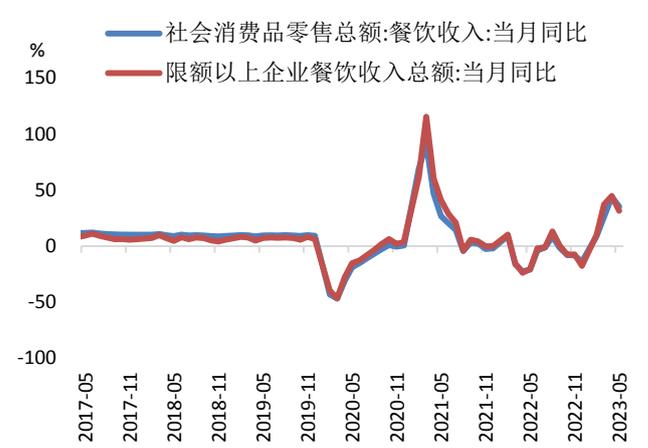
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 14: 一季度消费支出对 GDP 贡献大幅回升



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 15: 疫后餐饮业补偿性恢复明显



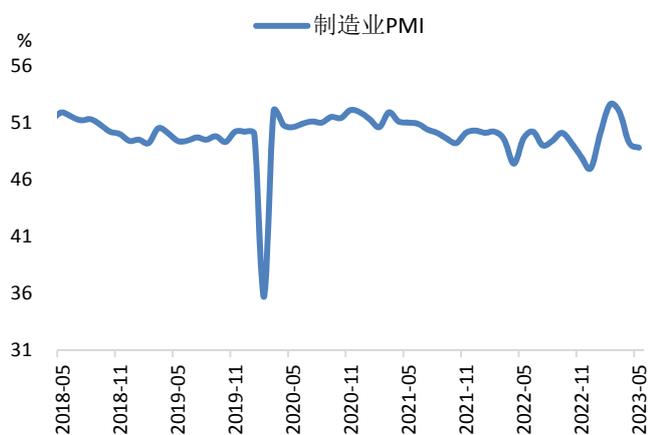
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

不过，需求不足的问题尚存，从而拖累经济复苏，二季度经济修复斜率趋于放缓。从 Wind 一致预期看，二季度同比增长 7.2%，以此测算环比值大致在 0.3%-0.4%，合并上半年看，环比 2.6%仍低于 2017-2019 年同期均值（3.3%）。从已经公布的 4-5 月经济数据看，多项指标低于市场预期。一是近期先行指标制造业 PMI 持续低于 50%，而且根据中国物流与

采购联合会的数据，反映市场需求不足的企业比重持续超过 50%，6 月更是达到 61% 并创下有调查以来的最高。二是受需求弱复苏、出口放缓、产成品库存较高等因素影响，工业增长乏力。从环比（经季调）看，4 月工业增加值增长 -0.47%，大幅弱于 2015-2019 年同期均值（0.46%），而且 2011 年有数据以来只有 3 个月环比为负（2020 年 1、2 月以及 2022 年 11 月）；虽然 5 月（0.63%）有所加快，但合并来看仍然偏弱。从四年平均增速角度看，4 月（4.0%）、5 月（4.3%）处于历史低位，有数据以来（剔除春节因素）仅高于 2022 年 4 月（3.9%）。三是地产投资、相关商品消费需求拖累经济复苏。从投资端看，1-5 月全国房地产开发投资同比下降 7.2%，房屋新开工面积下降 22.6%；从销售端看，1-5 月商品房销售面积同比下降 0.9%，销售额增长 8.4%（以上数据均按可比口径计算）；从地产后周期商品消费看，建筑及装潢材料类同比连续 13 个月为负，4-5 月的四年平均增速均转负；家具类虽然小幅增长但四年平均增速持续靠后，两者并未跟随一季度地产交易复苏步伐。

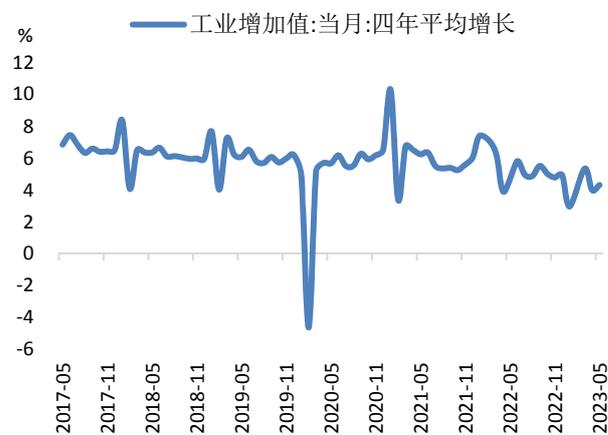
综合而言，疫后经济快速修复，但受限于需求偏弱，二季度修复斜率趋缓，低基数效应推动下同比可能在 7% 左右，但环比或降至 0.5% 以下，下半年低基数效应消退，环比动能弱复苏，则增速可能回归 5% 左右。全年而言，大概率能实现 5% 左右的增长目标。一方面，政策端更多的是夯实持续复苏的基础，若能实现 5% 左右，则在政策强度上有所保留，亦是为未来稳增长留有空间。另一方面，当前经济仍面临预期偏弱、需求不足、外部冲击等压力，经济持续复苏的基础仍需进一步夯实，因而政策端仍要保持一定强度，尤其是在结构性政策方面，若增长不及预期，则未来仍有谋划增量政策的必要性及可能性。

图 16: 制造业 PMI 连续 3 个月在 50% 之下



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 17: 工业增加值走势偏弱



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 18: 地产投资趋于回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 19: 地产后周期商品消费较为低迷



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

## 2、下半年重点关注的几个问题

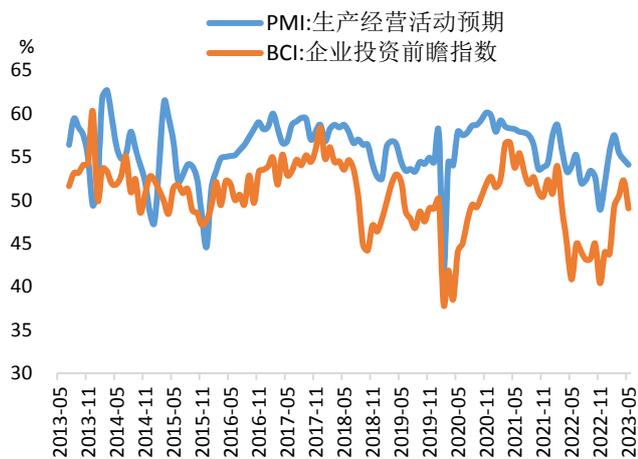
### (1) 市场预期仍然偏弱的问题是否能扭转

近年来国际国内不确定因素明显增多, 从供需两侧均对我国经济造成冲击, 由此市场预期转弱。首先, 三年疫情冲击对实体经济的影响较大, 尤其是 2022 年, 冲击次数增多、时间周期加大, 尤其是服务业与中小微企业首当其冲, 就业压力增大, 消费意愿下降, 企业订单不够充裕。其次, 国内稳增长政策持续加码与实际落地效果存在一定的偏差, 从近 1 年出台政策看, 无论是总量上还是结构上都较前期加大, 但实际效果欠佳。虽然专项债发行前置并加大发行规模, 但基建投资增速低于市场预期; 虽然信贷加大投放力度, 但企业投资意愿仍未明显高涨, 订单仍处于收缩状态; 虽然针对地产市场的三支箭都已射出, 各地提振地产的政策频出, 但地产投资仍然在探底, 商品房销售仅经历 1 个季度的回暖后又趋于回落。此外, 市场尤其是民间投资对政策预期可能仍处于观望状态。

从数据上看, 一是企业信心虽有回升但与常态时期相比仍显不足, 今年 4 月 BCI 企业投资前瞻指数 (68.2) 升至近 16 个月新高, 但 5 月回落至 62.7, 后者低于 2019 年、2021 年水平 (均在 70 左右)。同时, 2 月制造业 PMI 生产经营活动预期指数 (57.5%) 升至近 1 年新高, 3-5 月持续回落至 54.1%, 接近 2019 年 (55%左右) 但低于 2021 年 (58%左右)。此外, 二季度中小企业信心指数中的预期指数均值 (52.9%), 低于 2019 年 (57.5)、2021 年 (55.6) 同期水平。上述指标从不同角度反映出当前企业信心尚未完全企稳, 结合实际情况看, 今年前 5 个月民间固定资产投资完成额累计同比下滑 0.1%, 而在有数据以来仅有 2020 年 2 月-2020 年

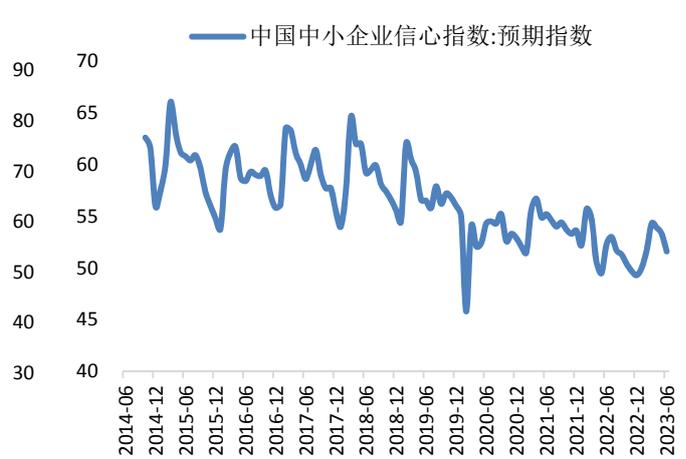
10月为负，其四年平均增速总体上从2021年9月趋于回落，今年前5个月降至2.6%，而疫情前在6%以上。其与同期全部固定资产投资增速的差距也达到了2017年以来的最大。二是居民信心回升但总体仍然偏弱。央行今年一季度城镇储户问卷调查报告显示，当季收入信心指数为49.9%，环比上升5.5个百分点，但仍然处于近10年的低位；倾向于“更多储蓄”的居民占58.0%，虽然较2022年四季度的峰值回落3.8个百分点，但仍然是近10年的绝对高位，而且与此同时倾向于“更多消费”的居民仅环比增加0.5个百分点，表明居民消费意愿并不强烈。

图 20: 企业主体信心尚待企稳



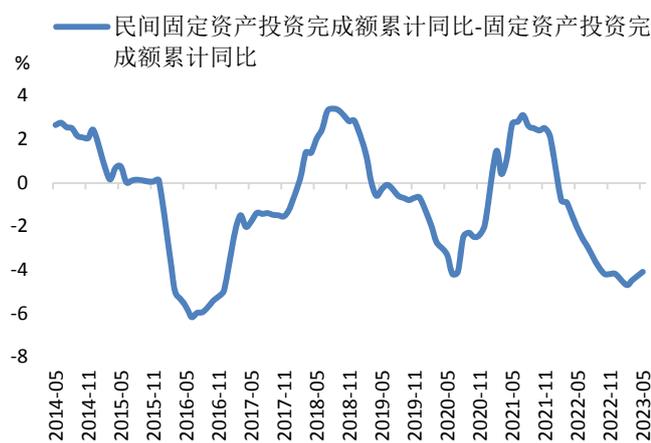
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 21: 疫情三年对中小企业影响较大



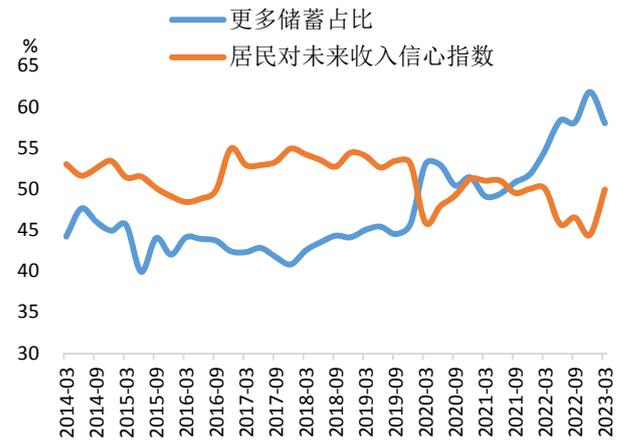
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 22: 民间投资与全部固定资产投资增速差距扩大



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 23: 居民预期总体偏弱



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

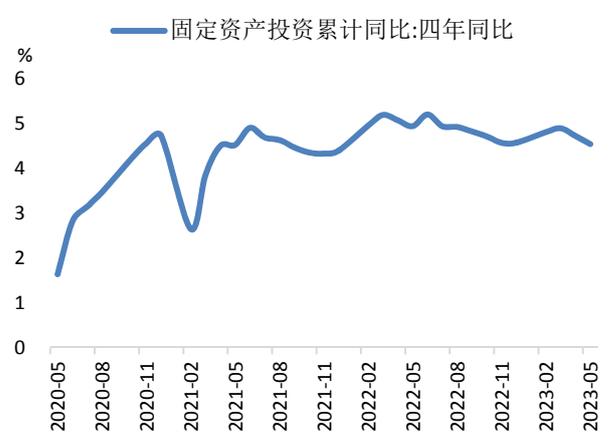
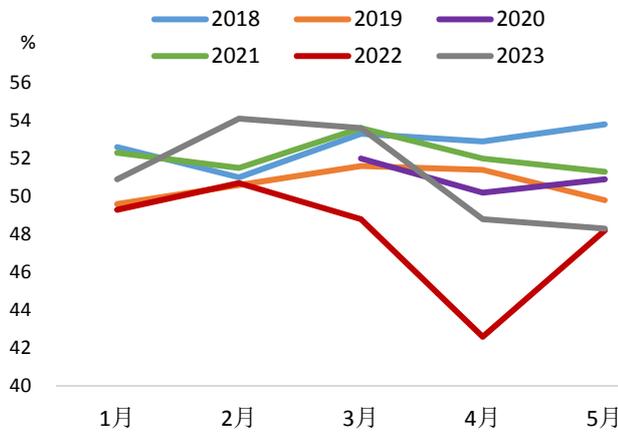
## (2) 内需复苏偏慢问题是否得到缓解

疫后经济加速修复但内需偏弱问题并未根本缓解。与往年相比，今年稳增长的压力还来自于需求侧复苏较慢。

第一，前5个月制造业 PMI 新订单指数均值为 51.1%，近6年来弱于 2018 年（52.7%）、2021 年（52.1%），持平于 2020 年，而且还是在 2022 年 12 月（43.9%，2009 年以来第三低，仅高于疫情集中爆发的 2020 年 2 月与 2022 年 4 月）基数超低的情况下取得，凸显社会订单不足。4-5 月 PMI 调查亦显示，反映市场需求不足的企业比重持续超过 50%。市场需求偏弱依然是目前制造业面临的主要问题。

第二，从投资端看，虽然基建投资与制造业投资仍有一定韧性，但前 5 个月固定资产投资累计增速低于市场预期，一方面受固定资产投资价格指数回落拖累，另一方面受投资动能有所放缓尤其是地产投资拖累加大影响。

图 24：今年制造业 PMI 新订单指数恢复情况不及往年同期 图 25：疫后投资需求温和修复



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

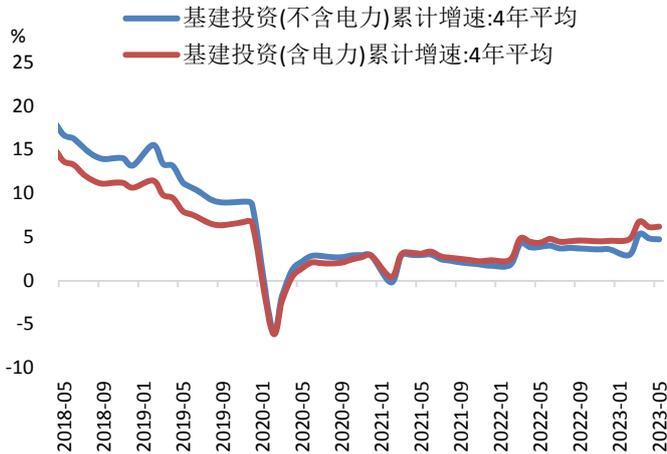
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

首先，基建投资疫后仍然发挥稳增长的重要作用。1-5 月广义、狭义基建投资同比分别增长 10.5%、7.1%，四年平均增速分别为 6.2%、4.7%，均为疫情爆发以来次高（最高值为今年 3 月）。不过，从中观高频数据看，5-6 月石油沥青装置开工率总体趋于回落（均值为 33.3%），年初至今水泥价格亦趋势性调整，基建整体实物工作量仍有待于进一步落地。

其次，制造业投资韧性尚在，但非高技术制造业投资（按占全部制造业投资占比 75%估算）与民间投资增速低位徘徊。前 5 个月制造业投资累计同比增长 6%，四年平均增长 4.7%。若剔除物价指数的影响，无论是同比增速还是四年平均增速均处在 2019 年以来的高位。制造业投资整体回落，一是在于出口对制造业的拖累以及库存压力仍然较大，二是企业利润仍在磨底，三是 PPI 持续下行拖累名义增速。值得注意的是，一季度工业产能利用率环比回落 1.4 个百分点至 74.3%，为 2017 年以来次低（仅高于 2020 年一季度）。产能利用率的下降，排除疫情扰动外，与近

年来重复投资造成的产能绝对过剩以及需求复苏偏弱带来的相对过剩有很大的关系,一定程度会影响未来投资。从制造业投资增长的结构来看,高技术制造业投资与企业技改投资增长较快的支撑作用明显。今年前5个月,高技术制造业投资累计同比增长12.8%,四年平均增长17.1%,两者均保持较快增长。

图 26: 基建投资增速温和抬升



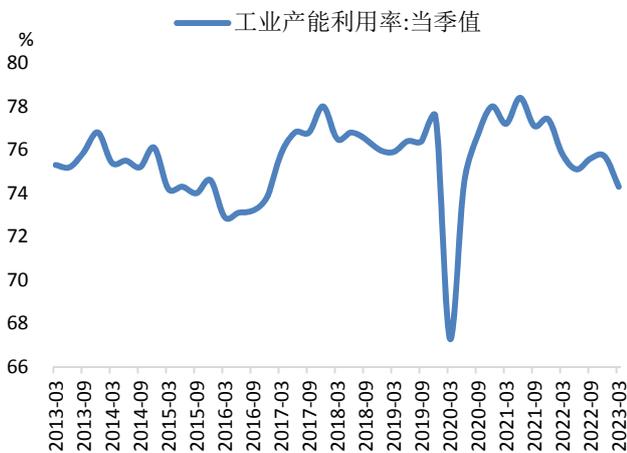
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 27: 制造业投资韧性尚在



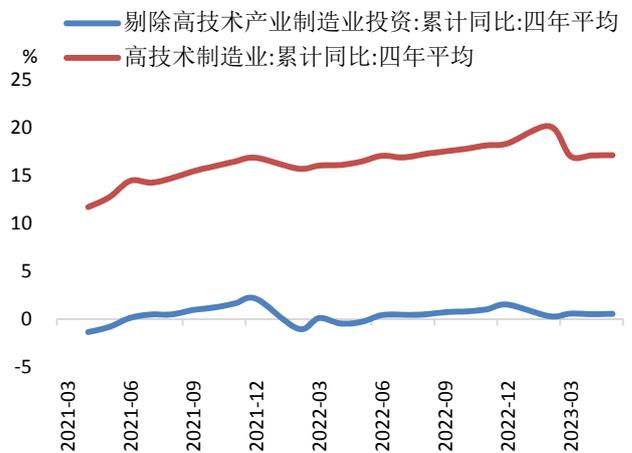
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 28: 一季度产能利用率继续下行



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 29: 高技术制造业继续保持较快增长

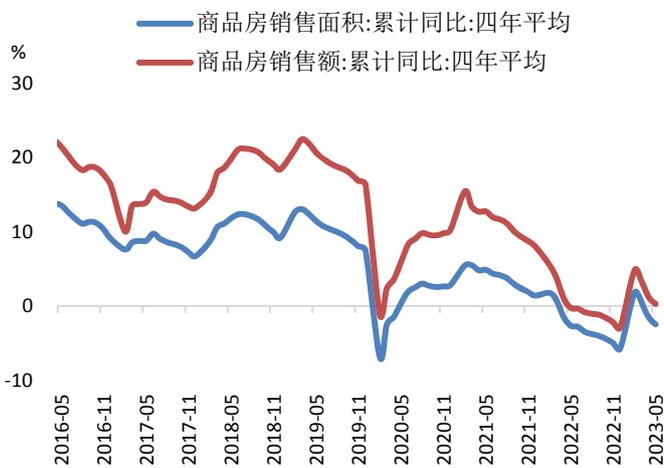


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

此外,上半年对整体投资拖累最大的是房地产投资。前5个月房地产开发投资同比下降7.2%,四年平均增速1.2%,后者创下有数据以来新低。虽然年初以来保交楼推动下的竣工面积同比连续4个月较快增长,但四年平均增速从年初的1.3%逐步回落至5月的0.03%。房屋开工与施工情况不太理想,1-5月新开工面积同比下降22.6%,施工面积下降6.2%,两者均连续数月下滑且今年二季度降幅扩大。从房地产开发资金到位情况看,1-5月累计同比下降6.6%,四年平均增速(-4.1%)降至有数据以

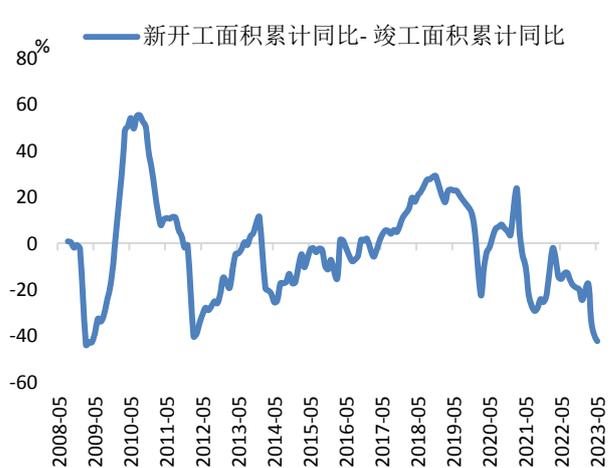
来新低。分项中的国内贷款（四年平均增速为-9.5%，下同）、自筹资金（-5.0%）、定金及预收（-2.8%）均较年初回落，仅有个人按揭贷款（0.4%）还维持正增长。虽然近1年来提振地产行业的三支箭均已射出，但实际效果有限，房企尤其是民营房企资金压力仍然较大。在居民收入增速放缓、房住不炒政策延续、就业压力尚存的大背景下，居民购房意愿不强，1-5月商品房销售面积同比下降0.9%，而且城市之间分化较大，一二线城市表现相对较好。前5个月新增贷款中，居民新增中长期贷款9970亿元，同比少增1463亿元，除去新增贷款缩量外，部分购房者提前还贷一定程度上也减少了新增规模。考虑到房地产产业链对GDP贡献20%左右的重要性，未来仍可能有进一步宽松政策出台，下半年可继续关注一、二线城市政策动向。

图 30: 商品房销售未见明显好转



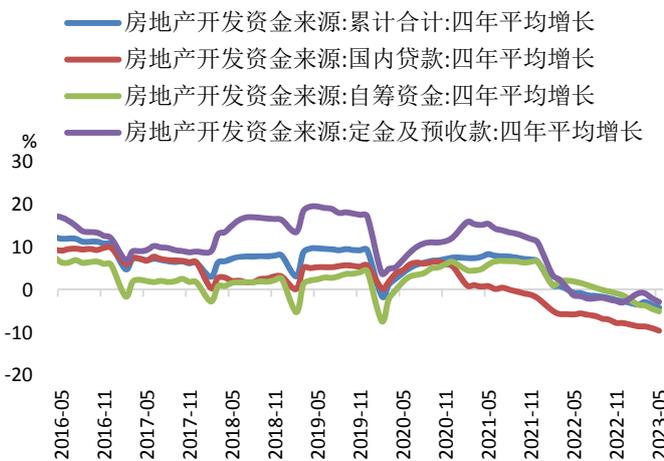
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 31: 新开工面积与竣工面积之差处于历史低位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 32: 房地产开发资金增速放缓



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 33: 今年前5个月居民户中长期贷款继续同比增加

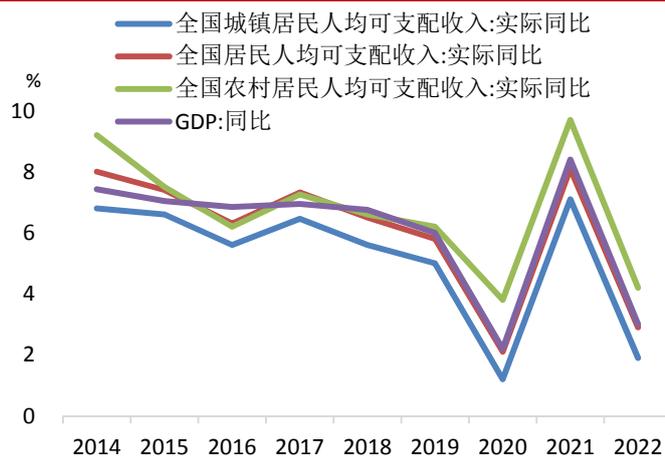


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

第三，从终端需求看，虽然较 2022 年有所改善，但力度有限且不同商品存在较大分化。从同比看，金银珠宝类、汽车类、体育娱乐用品类、服装类、化妆品类等增长较快，建筑及装潢类、文化办公用品类等持续负增长，家具类、食品粮油类、家用电器和音像器材类等低位徘徊。但从四年平均增速看，多数商品增速趋于放缓。其中，金银珠宝类、体育娱乐用品类、粮油食品类以及通讯器材类表现相对较好，家具类、建筑及装潢类及家用电器和音像器材类等表现不佳。尤其是地产后周期类商品，并未跟随一季度地产交易复苏步伐。即使是同比快速修复的餐饮业收入，3-5 月其四年平均增速均在 3% 以下，较疫前普遍 10% 以上仍有较大差距。

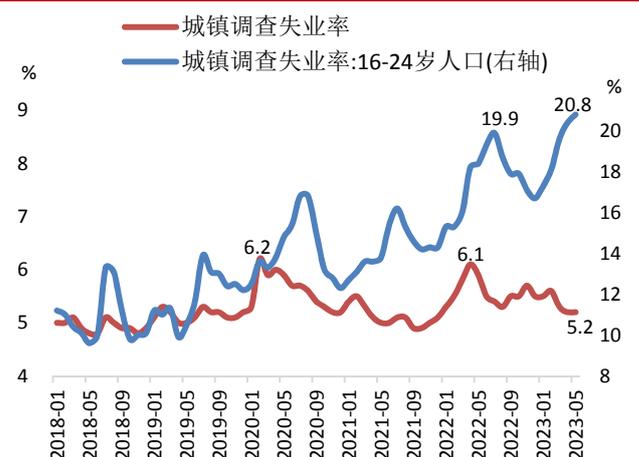
消费需求修复有限，与几个方面的因素相关。首先，疫情三年居民收入增速普遍放缓，尤其是城镇居民，资产负债表修复尚需时日。2020-2022 年，全国城镇居民人均可支配收入、全国居民人均可支配收入平均增速分别为 3.4%、4.4%，分别较 2017-2019 年均值回落 2.3、2.2 个百分点。从今年的旅游消费看，虽然居民出行意愿增强，出行人次逐步恢复到甚至超过 2019 年同期，但人均消费支出仍然不及彼时 9 成。其次，就业压力尚存。虽然今年初以来整体失业率下行至 5 月的 5.2%，但结构性失业问题凸显，5 月 16-24 岁青年人失业率达到 20.8% 这一历史新高。同时，人行公布的居民当期就业感受指数降至 2011 年以来的低位，百度搜索找工作的指数亦升至疫后新高。就业市场的压力，传递到居民端，就是减少负债与降低支出。其他的原因还有人口红利消退、医疗教育养老后顾之忧并未根本性缓解以及财富分化背景下的消费弹性不足等。

图 34: 城镇居民人均可支配收入增速趋于放缓



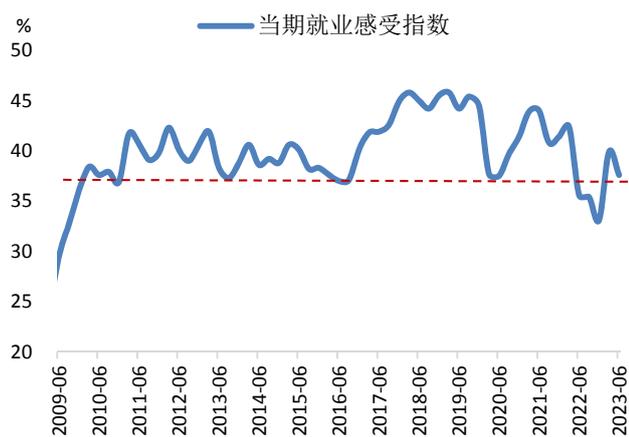
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 35: 结构性失业问题突出



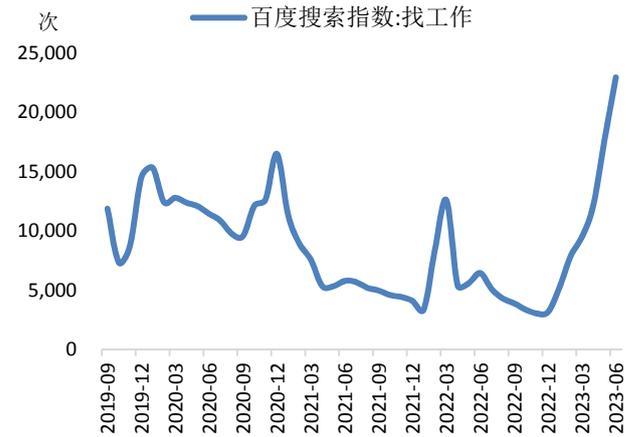
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 36: 居民当期就业感受指数降至近 10 年低位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 37: 关于找工作的百度搜索指数上行



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

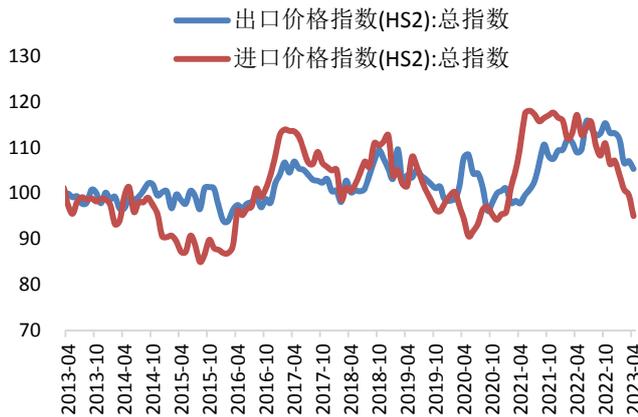
### (3) 出口承压对经济拉动作用的减弱

疫情后出口多数时间韧性较强, 2020 年 7-12 月三年平均增速的均值达到 7%, 2021 年全年三年平均增速进一步提升至 10.6%。疫后出口持续保持高增长, 主要来自于防疫物资需求增加、出口替代效应、生产替代效应以及价格上涨等因素在不同阶段的推动作用。从净出口对 GDP 的贡献看, 2020 年二季度至 2022 年三季度连续 10 个季度为正, 2022 年四季度至今年一季度连续 2 个季度为负。

今年初以来, 出口仍显示出一定韧性。虽然前 2 个月受疫情尾部效应等因素影响出口有所回落, 但 3-4 月同比增速保持 10%左右, 四年平均增速均在 10%之上。一方面, 2022 年同期受疫情影响基数偏低, 另一方面疫情快速过峰后的积压订单集中释放、中国多方开拓出口市场(尤其是一带一路及东盟等)、海外经济阶段性反弹等因素支撑出口。不过, 在基数效应逐步消退、外需回升主要由服务业而非制造业反弹推动所致的情况下, 5 月出口同比出现较大幅度回落。此外, 价格指数趋势性回落亦拖累了出口增速(对进口尤甚)。

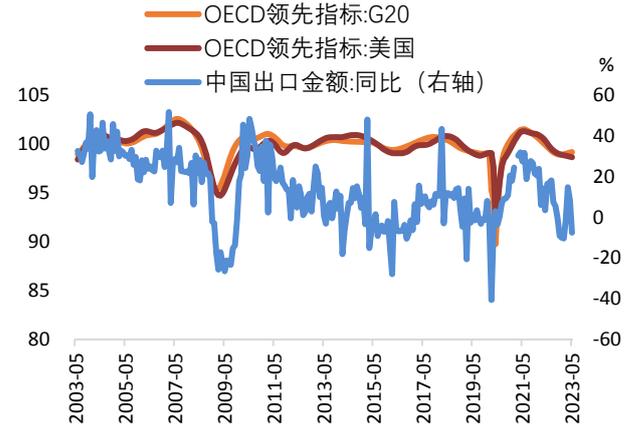
展望未来, 从综合制造业 PMI 新订单、OECD 领先指标(2023 年起不公布整体综合领先指标转而公布 G20 等领先指标)、美国零售销售等先行指标看, 短期出口虽将回落但仍相对可控, 同时 2022 年四季度基数下降对今年同比有一定支撑, 但持续高通胀、高利率背景下的实际利率转正、美欧持续缩表对流动性与经济的负面影响将逐步显性化, 四季度外需或加速衰退。

图 38: 价格因素对出口、进口总额的助推作用下降



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 39: OECD-G20 领先指标相对平稳



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 三、终端需求复苏不强叠加基数效应拖累通胀，下半年或有所反弹

今年上半年通胀总体偏弱，月度数据多次低于预期。一方面，受 2022 年同期高基数影响；另一方面，终端需求复苏较慢、部分商品较快回落拖累通胀。市场由此产生是否处于通缩的论调，我们则认为基于剔除基数扰动的四年平均增速（1.6%左右）而言，当前仍属于低通胀时期而非进入实质意义上的通缩。短期而言，通胀或继续磨底，三季度后期至年末，基数效应逐步消退，政策加持下的内生动能有所恢复，通胀或有所反弹，全年来看通胀中枢低于前几年，政策端仍有空间。

#### 1、CPI 偏弱主要受终端需求复苏偏慢等拖累，下半年或有所反弹

今年上半年 CPI 总体偏弱，1 月冲至 2.1% 后持续回落，多数月份低于市场预期，4-5 月同比更是在 0.1%-0.2% 徘徊；1-5 月 CPI 累计同比上涨 0.8%，为 2010 年以来同期次低（仅高于 2021 年同期的 0.4%，彼时受高基数影响）。

首先，基数因素持续影响 CPI 同比涨幅。2022 年 1-2 月 CPI 均为 0.9%，3 月 CPI 跳涨至 1.5%，4-5 月均为 2.1%。不过，1-5 月剔除基数因素后的单月 CPI 四年平均增速在 1.5%-2.0%，5 月的 1.5% 亦创下 2005 年 7 月以来最低水平。从四年平均增速角度看，当前 CPI 属于温和通胀，与实质性通缩仍有距离。

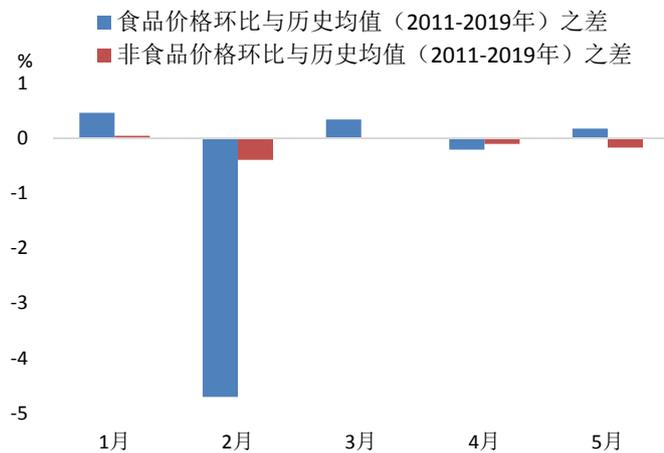
其次，终端需求复苏偏慢从而拖累 CPI。1-5 月除去食品与能源的核心 CPI 同比在 0.7% 左右徘徊，为有数据以来同期最低。从其四年平均增速角度看，疫情前在 1.5-2.0% 区间波动，2022 年 9 月跌破 1%，今年前 5 个月则多在 0.85% 左右徘徊。此外，前 5 个月非食品价格有 3 个月弱于历史（2011-2019 年，下同）同期均值，其余 2 个月持平。其中，截至 5 月

居住类价格同比连续 8 个月负增长，为 2010 年以来次低（仅好于 2020 年），房租更是同比连续 13 个月负增长。

同时，食品类对 CPI 的贡献趋弱，其中猪肉等对 CPI 的贡献转弱甚至转为拖累，鲜菜等对 CPI 的拖累加大。今年前 5 个月，食品类价格环比低于 2011-2019 年均值 3.9 个百分点；猪肉对 CPI 最大拉动仅为 0.16 个百分点（1 月），5 月更是转负（-0.04 个百分点）；鲜菜贡献也较往年下降，3-5 月对 CPI 贡献为负，为 2018 年以来同期最弱。

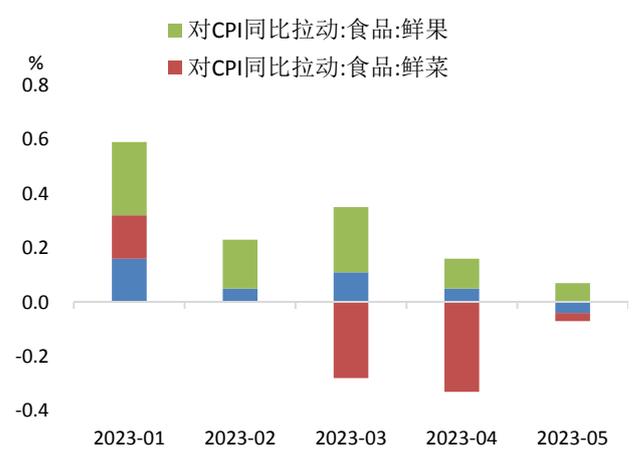
短期 CPI 或继续低位徘徊，但下半年 CPI 总体或有所反弹。一是高基数效应仍然影响今年 6-9 月 CPI，之后将逐步消退，2022 年四季度 CPI 较二季度下降 0.4 个百分点。二是前期政策落地，经济内生动力逐步增强，供需缺口有望趋于弥合。三是服务类 CPI 保持较好韧性。综合来看，预计年末 CPI 或升至 1.4% 左右，全年或同比增长 0.8%。

图 40: 前 5 个月食品与非食品价格总体弱于季节性特征



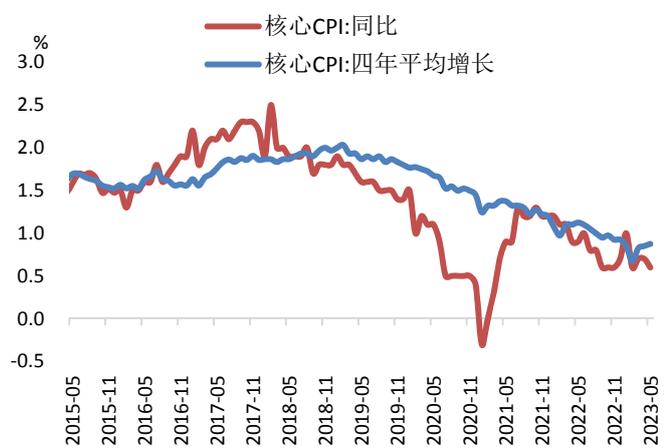
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 41: 肉类与鲜菜对 CPI 拉动趋弱



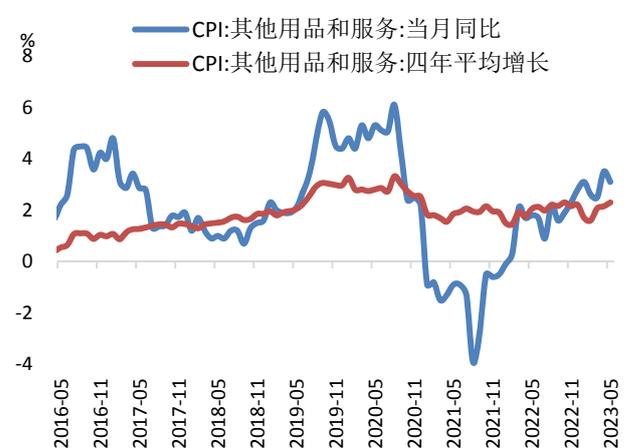
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 42: 核心 CPI 仍在低位徘徊



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 43: 其他用品和服务价格韧性较强



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

## 2、PPI 短期磨底，下半年趋于回升

上半年受国际大宗商品价格波动、国内外市场需求总体偏弱及较高基数等因素影响，PPI 超预期回落。前 5 个月 PPI 累计同比下滑 2.6%，为 2017 年以来同期最低。

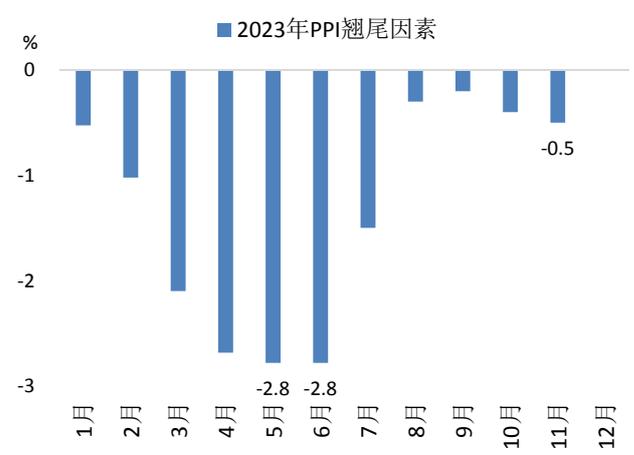
短期 PPI 或继续低位徘徊，下半年总体趋于回升。首先，2022 年 6 月、7 月翘尾分别为-2.8%、-1.5%，8 月后基本回至-0.5%以内，有助于 PPI 企稳回升。其次，短期仍以去库存为主，从而拖累工业品需求。5 月末产成品库存同比增长 3.2%，较年内峰值（2 月，同比 10.7%）大幅回落，但从四年平均增速看仍有 10.4%。未来随着产成品库存的逐步回落，叠加经济内生动能修复，必然面临补库存的可能。同时，从国内需求看，短期基建投资或仍将保持强度有助于支撑工业品价格，但房建新开工力度放缓或一定程度上形成拖累，后者或将持续一段时间。此外，从大宗商品需求看，未来外需或持续回落，甚至不排除加速的可能，CRB 价格可能将继续向下，不过其基数回落或减缓同比降幅。综合来看，预计 PPI 全年同比下滑 2.3%。

图 44：南华工业品指数高位回落



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 45：下半年翘尾因素逐步减退



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

## 四、货币政策稳中求进，流动性较为充裕

年初疫情快速过峰后，国内经济从底部快速修复，虽然二季度修复斜率有所放缓，但全年大概率能实现 5%左右的既定目标。从稳字当头、稳中求进的要求出发，稳健的货币政策讲求精准有力，保持流动性合理充裕，把握好节奏与力度，增强信贷总量增长的稳定性，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，助力经济

运行良好开局。从政策思路上，“精准”意味着货币政策将更加依赖结构工具为重点领域和薄弱环节提供定向支持，“有力”则意味着现有政策力度不会急于退出，与央行“不大水漫灌、不大收大放”、“货币信贷的总量要适度”等表述是一致的，体现了政策的精准性与连续性。

加大流动性投放，保持市场流动性充裕。上半年央行降准 0.25 个百分点，下调政策利率 10bp，并运用再贷款再贴现、MLF 等多种方式投放流动性，增强信贷总量增长的稳定性。同时，稳健的货币政策在前 5 个月公开市场上采取净回笼操作，回收富余流动性。2023 年上半年 DR007 日均值为 1.98%，虽然较 2022 年下半年上行 35bp，但仍然是 2020 年以来的低位。同时，R007-DR007 总体保持低位波动，显示出流动性在结构上较为平稳。

图 46: 今年前 5 个月资金净回笼

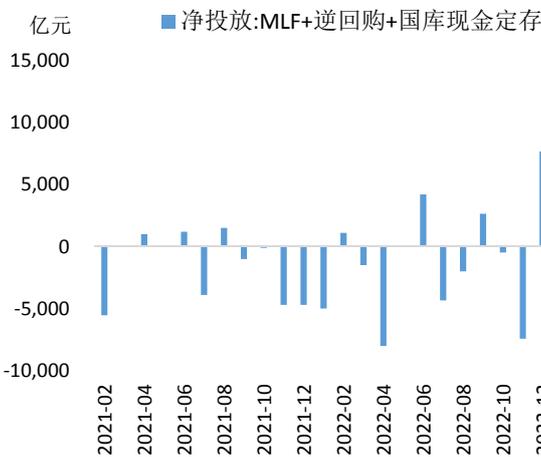
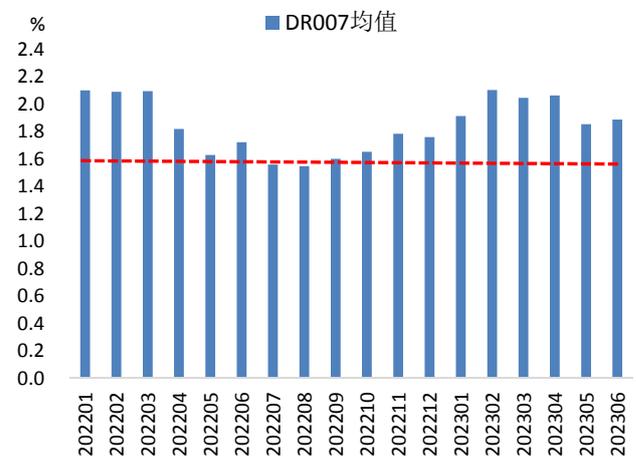


图 47: 上半年 DR007 均值有所上行



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部 (到期规模计为负值)

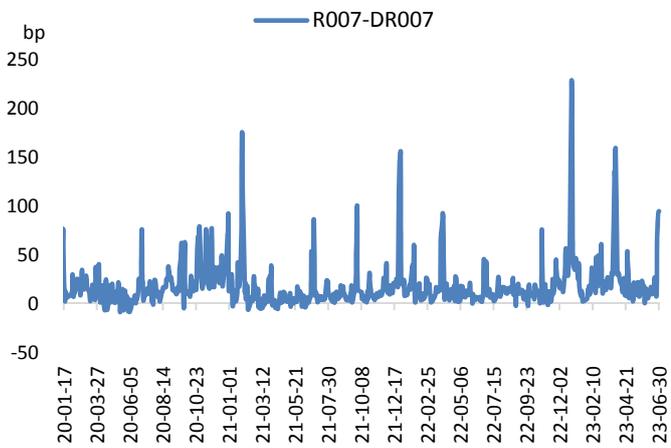
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

央行进一步丰富和完善结构性货币政策工具箱，发挥其牵引带动作用。一是运用支农支小再贷款引导地方法人金融机构扩大对乡村振兴的信贷投放，扶贫再贷款按照现行规定进行展期，支持巩固脱贫攻坚成果。截至一季度末，全国支农支小再贷款、再贴现余额 2.6 万亿元，创历史新高。6 月底央行再度增加支农支小再贷款、再贴现额度 2000 亿元。二是继续运用普惠小微贷款支持工具，截至 3 月末工具累计提供激励资金 398 亿元，比年初增加 123 亿元，支持地方法人金融机构累计增加普惠小微贷款 22254 亿元，比年初增加 6200 亿元，对小微企业支持力度加大。三是加大碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款力度，3 月末两项工具余额分别为 3994 亿元、1365 亿元，比年初增加 897 亿元、554 亿元。四是继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策。此外值得注意的是，虽然保交楼贷款支持计划工具实施期已于 3 月末结束，但

年初央行按照正向激励、市场化原则设立房企纾困专项再贷款，额度为800亿元，采取“先支后借”的直达机制，按季度发放，支持金融资产管理公司于今年年底前并购受困房地产企业存量房地产项目。

继续推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。上半年央行引导公开市场7天期逆回购操作利率、MLF利率、1年期和5年期以上贷款市场报价利率(LPR)适度下行，发挥LPR改革效能和指导作用。从一季度金融机构人民币贷款加权平均利率(4.34%)看，虽然较2022年四季度反弹20bp，但主要由票据融资大幅反弹107bp所致，一般贷款(4.53%)、个人住房贷款加权利率(4.17%)环比分别下行4bp、12bp，两者均为有数据以来新低。

图 48: R007-DR007 总体仍保持低位波动



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 49: 企业贷款与房贷加权利率下行至有数据以来最低



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

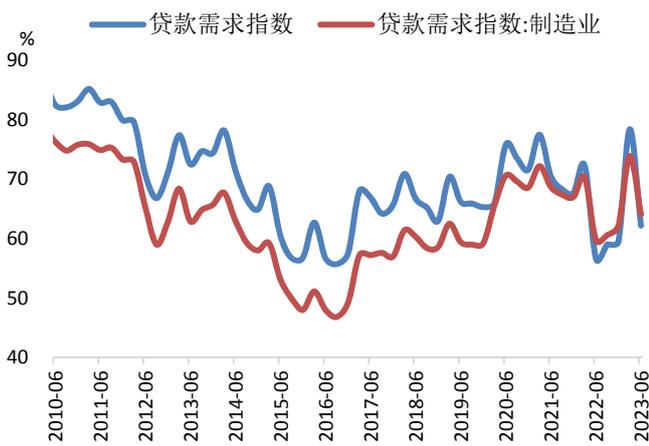
上半年信贷投放总体前松后收。今年一季度新增人民币贷款 10.6 万亿元，同比多增 2.26 万亿元；4-5 月新增人民币贷款 2.08 万亿元，同比少增 4566 亿元。前 5 个月新增人民币贷款 12.7 万亿元，同比多增 1.8 万亿元。从结构上看，企业中长期贷款占比提升至 64%，但居民中长贷呈现同比收缩。4-5 月信贷投放有所收缩，一方面在于一季度投放较快较多，另一方面二季度经济修复斜率放缓，多项指标低于市场预期，社会预期改善不足，因而信贷需求有所下滑。结合二季度信贷实际投放以及企业贷款需求看，未来信贷改善的持续性仍有待观察。

表 2: 今年前 5 个月信贷新增规模及分项数据 (单位: 亿元)

同比新增	贷款新增	短贷+票据	票据	中长期贷款	居民贷款	居民短贷	居民长贷	企业贷款	企业短贷	企业长贷
一季度	22,600	-2,720	-17,830	26,042	4,500	5,710	-1,258	19,100	9,400	27,300
前 5 个月	18,034	-13,991	-28,407	32,001	5,043	6,459	-1,463	13,413	7,957	33,464

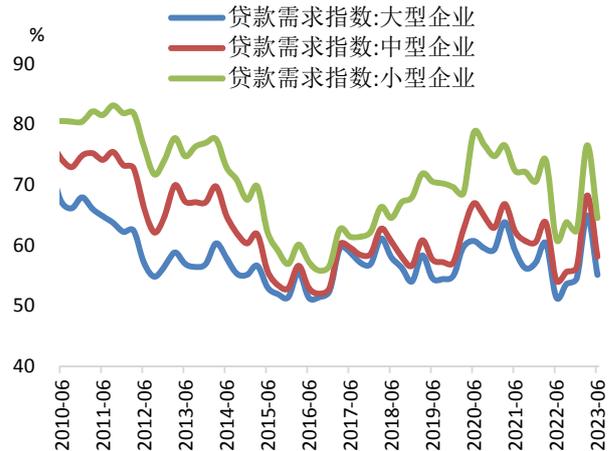
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 50: 今年二季度企业贷款需求大幅回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

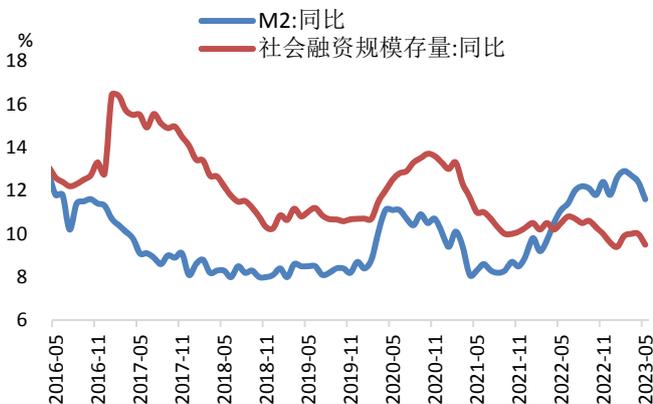
图 51: 二季度不同规模企业贷款需求均回落较多



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

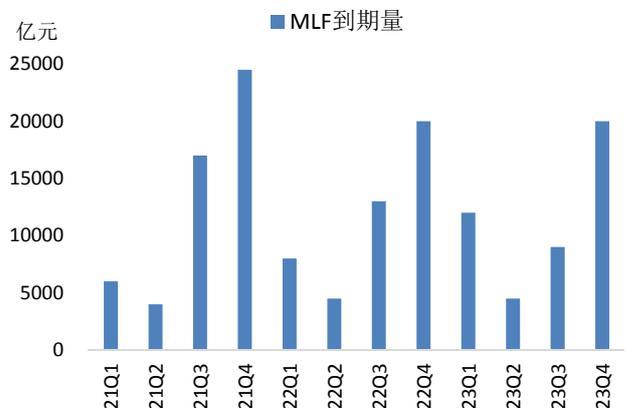
展望下半年, 前期政策出台较多, 短期货币政策或进入观察期, 但未来仍存宽松可能。首先, 虽然二季度 GDP 可能环比走弱, 但因基数效应同比可能增长 7% 以上, 历史上在同比高增阶段政策加码较少。其次, 当前着重需要稳预期。6 月政策利率如期下调, 各项边际宽松的政策措施开始从预期成为现实, 有助于稳定市场信心。若三季度开局继续偏弱, 增量政策可能会继续谋划并及时出台。同时, 当前人民币汇率总体偏弱, 存在超调的可能, 部分原因在于国内经济复苏放缓以及对政策的宽松预期, 短期加大宽松力度则有可能进一步加大汇率压力。下半年虽然同比增速可能放缓, 但总体上仍在 5% 左右。宏观政策既精准有力又合理适度, 不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。考虑到下半年流动性缺口尚存, 四季度 MLF 到期 2 万亿, 不排除有继续降准对冲可能。此外, 在总量政策平稳的情形下, 针对小微企业以及科技创新、绿色发展等重点领域, 结构性货币政策工具或将发力, 不排除现有政策工具额度上调的可能。

图 52: 社融增速趋于下行



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 53: 四季度 MLF 到期 2 万亿元



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

从全年来看，国内经济大概率能实现 5%左右的既定目标。政策要平衡好短期和中长期目标，因此既要稳定市场预期，夯实经济持续复苏的基础，又要保持定力，为未来留有空间，此外还要注重宏观政策的针对性与协同效应。

**风险提示：**央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，出口超预期下滑，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层