

经济分析系列  
Economic Analysis Series

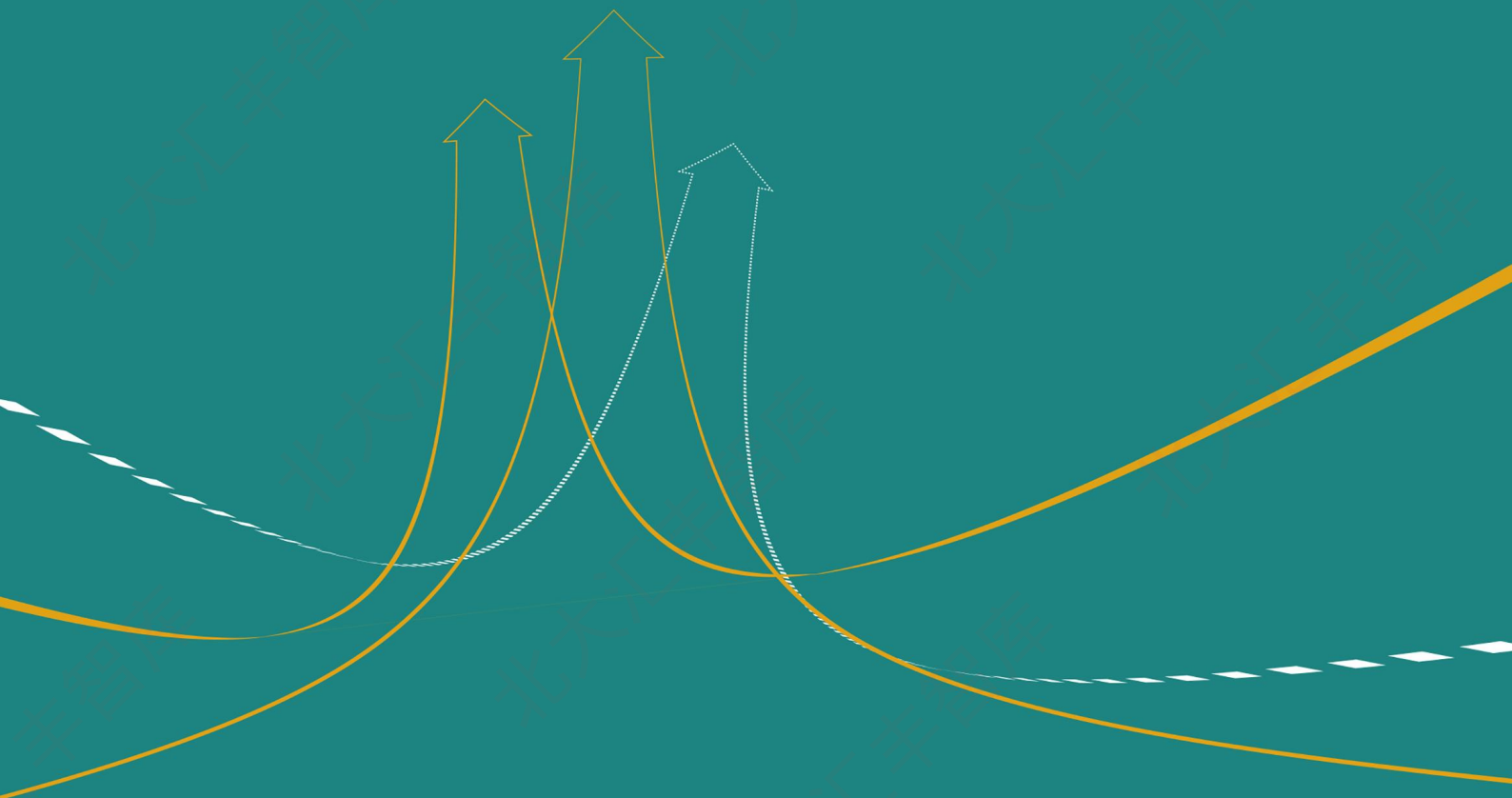


PHBS 智库  
北京大学汇丰商学院

2023年第一季度

# 宏观经济分析报告

需求改善好于生产，复苏仍需政策呵护



## 摘要

一季度供需同时回暖，但程度有强有弱。需求改善好于生产，投资和服务消费恢复较好。生产方面，春节后多地抢抓开工复产，工业生产稳步回升，但还是偏弱，后续还有进一步修复的空间。需求方面，投资主要靠基建和制造业拉动，房地产投资增速在政策暖风下降幅大幅收窄，但民间投资增速仍处于低位。消费结构分化，餐饮、旅游、电影等服务消费快速复苏，但受汽车销售拖累，消费增速小幅反弹。出口降幅好于预期，主因是前期积压订单交付、亚太区域内贸易强化、美国经济有韧性以及汽车出口景气。物价方面，CPI 和 PPI 均处于低位，预计今年单月突破 3% 的概率较低。货币政策呈现明显的紧货币、宽信用格局，新增人民币贷款向企业中长期贷款倾斜。财政政策加力提效，扩大内需需要财政政策更加有为。

**预计一季度 GDP 增速为 3.9%**。由于一季度没有出现新的一波疫情，一季度经济增长情况好于 2022 年底的预期，但仍低于疫情前的水平，线下服务业快速修复，经济整体呈现弱复苏态势。经济复苏基础尚不牢固，仍需宏观政策保驾护航。

当前宏观经济存在需求不足、防范化解房地产风险及其所引发风险、稳就业压力较大等问题，提出发展农村数字经济增加乡镇居民收入、稳步推进土地财政转型、加大对民营经济支持力度、提升外贸竞争力稳外贸等建议。

---

\* 北大汇丰智库经济组（撰稿人：邹欣）

成稿时间：2023 年 3 月 30 日

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

## 一、GDP：经济复苏向好，需求改善好于生产

一季度国内外经济形势出现以下边际变化：一是硅谷银行事件对美联储加息幅度和节奏的影响有待观察。根据3月23日，美联储最新的点阵图，下半年预计还有一次25BP的加息，后续如果美国银行业的情况继续恶化，不排除降息的可能性。但鲍威尔依然强调“今年不会降息”，“如有必要，将会超预期加息”，美联储的后续利率安排有待观察。二是气球事件后，中美大国博弈加剧。随着疫情影响逐渐淡出，美国对中国高新技术产业的打压以及加快全球产业链重构又重新提上日程，中美大国博弈后续如何演变及其对经贸的影响有待观察。三是沙特和伊朗复交，国际能源贸易格局和全球支付结算体系可能会产生巨变，长期影响有待观察。沙特和伊朗分别为全球第二和第四大石油储备国，沙特和伊朗的复交将深刻改变全球能源贸易格局，以及以石油美元为根基的全球支付结算体系。四是住房租赁“金融17条”面向社会征求意见，保交楼纾困机制基本明朗。一方面，房企可以将在建或在售商品房改造成租赁性住房对外出租，并向银行申请经营性贷款置换开发贷款，期限不超过20年。另一方面，市场主体可以选择直接购房用于租赁，向商业银行申请租赁住房团体购房贷款，期限不超过30年；市场主体也可以选择短期租房，向商业银行申请不超过5年的经营性贷款。以保障房和商品房并重的房地产长效机制雏形逐渐清晰，有利于房地产市场的长期稳定发展。

**供需同时回暖，但程度有强有弱。**需求改善好于生产，投资和服务消费恢复较好。生产方面，春节后多地抢抓开工复产，工业生产稳步回升，但还是偏弱，后续还有进一步修复的空间。需求方面，投资主要靠基建和制造业拉动，房地产投资增速在政策暖风下降幅大幅收窄，但民间投资增速仍处于低位。消费结构分化，餐饮、旅游、电影等服务消费快速复苏，但受汽车销售拖累，消费增速小幅反弹。出口降幅好于预期，主因是前期积压订单交付、亚太区域内贸易强化、美国经济有韧性以及汽车出口景气。物价方面，CPI和PPI均处于低位，预计今年单月突破3%的概率较低。货币政策呈现明显的紧货币、宽信用格局，新增人民币贷款向企业中长期贷款倾斜。财政政策加力提效，扩大内需需要财政政策更加有为。

**预计一季度GDP增速为3.9%。**由于一季度没有出现新的一波疫情，一季度经济增长情况好于2022年底的预期，但仍低于疫情前的水平，线下服务业快速修复，

经济整体呈现弱复苏态势。经济复苏基础尚不牢固，仍需宏观政策保驾护航。

## 二、生产：工业和服务业增速回升，服务业回升更快

工业增速稳步回升，多地抢抓春节后复工复产。1-2 月，规模以上工业增加值同比实际增速为 2.4%，较 2022 年 12 月增加 1.1 个百分点，创近三个月新高。2 月，规模以上工业增加值环比增速为 0.12%，较 2022 年 12 月增加 0.06 个百分点。多地抢抓节后复工复产，力争实现经济开门红。一是出台政策鼓励重点企业春节不停工不停产；二是开通返岗务工专列助力企业员工返岗复工；三是深圳、北京、重庆、上海等热点城市提前举办重大项目集中开工活动，确保重大项目早开工、早建设、早见效。考虑到经济进一步复苏，需求修复对生产的拉动作用，预计二季度规模以上工业增加值增速将会进一步回升。

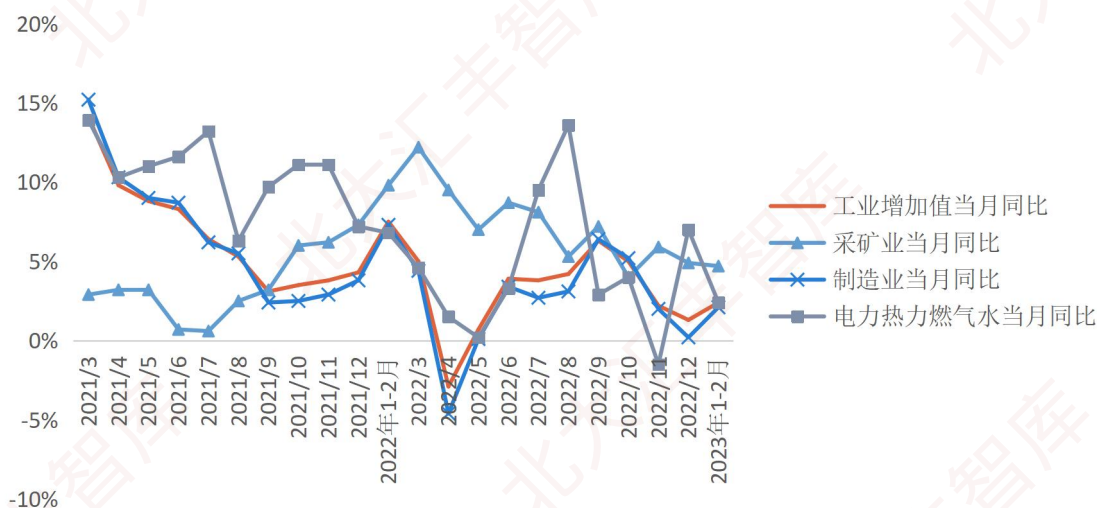


图 1：规模以上工业增加值增速回升

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。


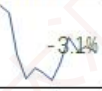





分门类来看，制造业增速回升，采矿业和电力热力燃气水增速回落。如图 1 所示，1-2 月，采矿业、制造业、电力热力燃气水的增速分别为 4.7%、2.1%和 2.4%，较 2022 年 12 月分别减少 0.2 个百分点、增加 1.9 个百分点和减少 4.6 个百分点。一是防疫进入新阶段，制造业生产恢复加快，反映出企业对经济前景更加乐观。结合官方制造业 PMI 来看，2 月官方制造业 PMI 为 52.6%，生产指数较新订单指数回升更快，产成品库存有所积压，而且生产经营活动预期指数创 12 个月新高，说明企业对经济前景更加乐观。二是随着气温逐渐回暖，能源保供需求回落，采矿



业和电力热力燃气水的增速回落。但是，根据今年的政府工作报告，要加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，预计采矿业增速还会有一定的韧性。

从制造业的细分行业来看，上游和中游多数行业增加值增速为正，下游交通运输增加值增速领先，医药、汽车、计算机的增加值增速为负。如表 1 所示，从 19 个细分制造业行业来看，11 个行业正增长，8 个行业负增长。一是采矿业的景气度和房地产的回暖促使上游和中游多数行业增加值保持正增长。二是终端需求不足，抑制医药、汽车、计算机的厂商扩张产能，但疫情放松后有利于交通出行，所以，铁路、船舶、航空航天等运输业增加值增长回升较快。

表 1：上游和中游多为正增长，下游交通运输增速领先

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	 5.0%	化学原料和化学制品制造业	 7.8%	通用设备制造业	 -1.3%	农副食品加工业	 0.3%	医药制造业	 -3.1%
石油和天然气开采业	 4.2%	橡胶和塑料制品业	 -3.5%	专用设备制造业	 3.9%	食品制造业	 -3.7%	汽车制造业	 -1.0%
		非金属矿物制品业	 0.7%	电气机械和器材制造业	 13.9%	酒、饮料和精制茶制造业	 -0.3%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	 9.7%
		黑色金属冶炼和压延加工业	 5.9%			纺织业	 -3.5%	计算机、通信和其他电子设备制造业	 -2.6%
		有色金属冶炼和压延加工业	 6.7%						
		金属制品业	 -0.8%						

注：表格中数值是 2023 年 1-2 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 1-2 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。

**服务业生产回升。**1-2 月份，全国服务业生产指数同比增长 5.5%，较 2022 年 12 月增加 6.3 个百分点；两年平均增长 4.8%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业生产指数同比分别增长 9.3%、7.6%；住宿和餐饮业，交通运输、仓储和邮政业，批发和零售业生产指数分别增长 11.6%、4.2%、3.0%。2 月份，服务业商务活动指数为 55.6%，比上月上升 1.6 个百分点。其中，道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区

间。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 64.8%，比上月上升 0.5 个百分点。

### 三、投资：基建和制造业投资支撑，房地产投资降幅收窄

投资增速小幅反弹，主要靠基建和制造业投资拉动，房地产投资增速的降幅明显收窄。如图 2 所示，1-2 月，固定资产投资同比增长 5.5%，较 2022 年 1-12 月增加 0.4 个百分点。如图 3 所示，分行业来看，1-2 月，制造业、基建和房地产投资增速分别为 8.1%、12.2%和-5.7%，较 2022 年 12 月分别增加 0.7、1.8 和 6.5 个百分点。基建提前发力，制造业投资韧性较强，房地产投资增速降幅明显收窄。考虑到基建和制造业投资韧性较强，房地产投资进一步修复，以及基数效应，预计二季度投资增速稳步回升。

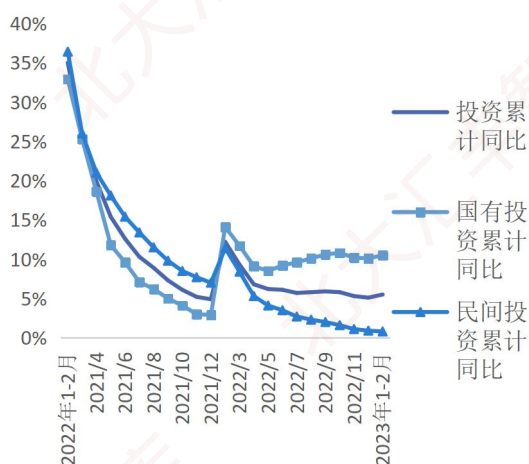


图 2：固定资产投资增速小幅反弹

注：累计同比指当年 1 月至截止月份的合计数较上年同期的变化百分比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

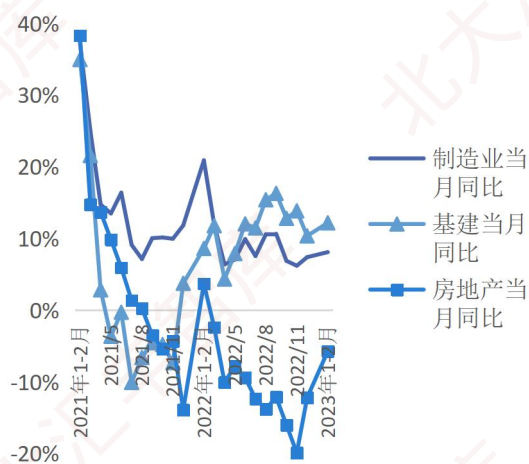


图 3：房地产投资降幅明显收窄

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从企业性质来看，国有投资增速强劲，民间投资增速在低位略有回落。1-2 月，国有投资增速为 10.5%，较 2022 年 1-12 月增加 0.4 个百分点；民间投资增速为 0.8%，较 2022 年 1-12 月减少 0.1 个百分点。今年政府投资依然是扩大内需的主要抓手，国有投资具有较强韧性。虽然今年年初政府投资抢跑，但随着经济复苏进程加快，企业家对经济发展的预期有望进一步好转，民间投资有望走出低谷。而且，从今年的政府工作报告来看，政府投资带动全社会投资，鼓励和吸引更多民间投资参与政府项目将会是今年的工作重点。

制造业投资增速回升，主要是政策向制造业倾斜。一是在去年同期 20.9%高基

数的基础上，制造业投资增速不降反升，说明制造业投资非常强劲。二是企业中长期贷款的高增长支撑了制造业投资的融资需求。三是从今年政府工作报告来看，今年政府对制造业投资的扶持将围绕传统产业改造升级、战略性新兴产业培育壮大和产业链薄弱环节补短板三条主线发力，制造业投资依然有一定的增长空间。四是虽然目前国有企业是增加制造业投资的主力，但是，后续随着经济的进一步复苏，民间投资有望跟进。

从披露数据的 13 个细分制造业行业来看，大部分行业投资增速在两位数以上，上游和中游投资增速好于下游。如表 2 所示，13 个细分制造业行业中，10 个行业正增长，8 个行业增速在两位数以上。总体上来看，细分行业的制造业投资增速高于其增加值增速，投入和产出之间不匹配，投资效率存疑。另外，汽车和计算机的投资增速维持高增长，但汽车和计算机的增加值增速负增长，虽然在一定程度上说明企业的乐观预期，加大设备改造升级的投入，但在消费需求不足的背景下，容易导致投资效率低下，这种状态不具有可持续性。

表 2：大部分行业投资累计同比都处于两位数以上

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	17.2%	通用设备制造业	10.5%	农副食品加工业	13.2%	医药制造业	-0.6%
有色金属冶炼和压延加工业	16.2%	专用设备制造业	12.2%	食品制造业	5.1%	汽车制造业	23.8%
金属制品业	7.4%	电气机械和器材制造业	33.7%	纺织业	11.0%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	6.6%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	17.3%

注：表格中数值是 1-2 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。

**政策抢跑，基建投资提前发力。**今年提前批专项债新增额度首次破 2 万亿达到 2.19 万亿元，叠加各地重大项目在年初已经谋划部署到位，资金配合项目，春节后基建投资早开工、早形成实物投资量。虽然去年基数较高，但在消费需求不足的前提下，基建投资增速仍有较强韧性。从细分项来看，1-2 月，电力、热力、燃气及水生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业的投资增速分别为 25.4%、9.2%和 9.2%，电力热力燃气水投资增速领先。

**政策暖风使得房地产投资增速降幅明显收窄。**自 2022 年底，“金融十六条”



以及信贷、债券、股权“三箭齐发”支持房企融资以来，头部房企的资金流情况得到明显改善，“保交楼”工作持续稳步推进，在一定程度上保障了房地产在建项目的施工进度，支撑房地产投资增速反弹。同时，二线及以下城市相继放松限购、限贷、限价、限售等政策，刺激购房需求，商品房成交量有所回升，但近期出现了“提前还贷潮”，居民对楼市信心的恢复还需要时间，房地产正走出谷底，但距离复苏正常化还有一段距离。

从房地产相关指标来看，低基数下，主要指标全面回暖；在保交楼政策下，竣工面积增速转正；前期疫情积压需求释放，销售额增速接近转正。1-2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-9.4%、-4.4%、8%、-3.6%和-0.1%，较2022年1-12月增加30、2.8、23、20.7和26.6个百分点。施工面积增速相对而言改善幅度最小，主要是去年施工面积的降幅也是最小的。土地购置面积增速的数据从2023年1-2月开始停止公布，但从国有土地使用权出让收入的增速来看，1-2月，国有土地使用权出让收入同比下降29%，土地购置面积增速的数据应该没有明显起色。

#### 四、消费：服务消费增速反弹，但汽车消费是拖累项

消费增速反弹，主要是服务消费复苏较好、但汽车消费拖累。1-2月，社会消费品零售总额增速为3.5%，较2022年12月增加5.3个百分点。其中，商品消费增长2.9%，较2022年12月增加3个百分点；餐饮消费增长9.2%，较2022年12月增加23.3个百分点。商品消费中，通讯器材类和汽车类消费降幅明显。1-2月，通讯器材类和汽车类消费增速分别为-8.2%和-9.4%，较2022年12月减少3.7和14个百分点。一是随着出行限制取消以及春节假期因素，餐饮、旅游、电影等服务消费快速复苏。二是由于前期促消费政策透支了部分消费需求以及汽车购置税减半的政策到期，汽车消费增速大幅下滑。考虑到春节假期结束后商品消费将会回落、服务消费对商品会有一些的挤出效应、汽车消费在车企大幅降价促销下可能会有所改善以及基数效应，预计二季度消费增速将会高开后回落。

从经营地来看，农村消费增速小幅高于城镇消费，但农村消费总额占社会消费品零售总额的比例只有13.3%。1-2月，城镇消费增长3.4%，较2022年12月增加5.2个百分点；乡村消费增长4.5%，较2022年12月增加5.8个百分点。虽然



农村消费增速小幅高于城镇消费，但农村消费占社消的比例只有 13.3%，在农村消费总量偏低的情况下，增速并不高。

从限上商品零售细分行业来看，必选消费和大多可选消费增势良好，但汽车、通讯器材降幅领先。如图 4 所示，1-2 月，15 个细分行业中，10 个行业正增长，5 个行业负增长。食品、饮料、日用品等必选消费保持较快增长，日用品、烟酒、服装、化妆品、金银珠宝、家用电器、家具、建筑装潢、石油等可选消费增速较 2022 年 12 月大幅改善，汽车和通讯器材消费负增长。

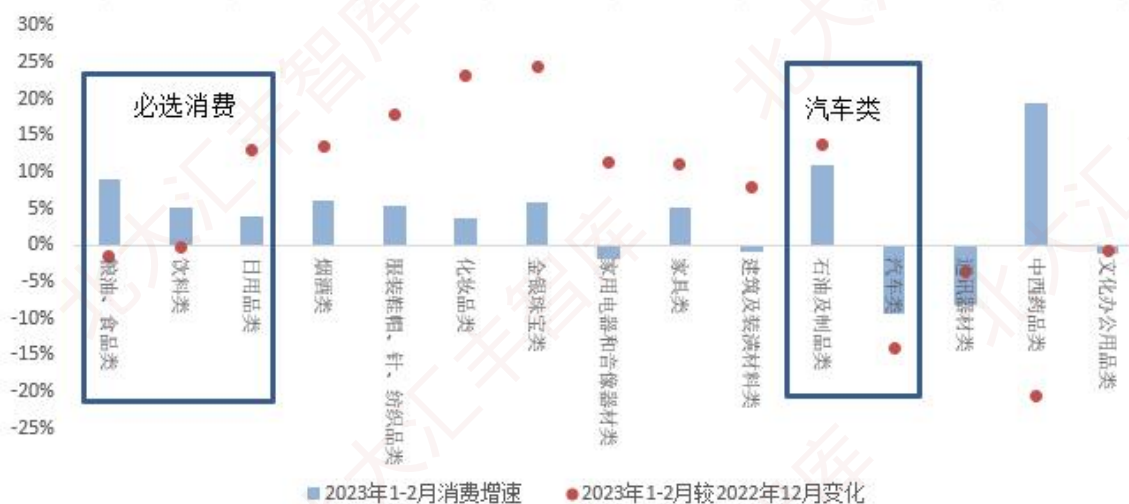


图 4：必选消费和大多可选消费增势良好，但汽车、通讯器材降幅领先  
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

## 五、外贸：出口降幅好于预期，进口增速继续回落

出口增速降幅好于预期，进口增速继续回落，衰退性贸易顺差延续。按美元计，1-2 月出口 5063 亿美元，同比下降 6.8%，好于 Wind 一致预期的-8.3%，同比增速较 2022 年 12 月增加 3.1 个百分点；进口 3894.2 亿美元，同比下降 10.2%，不及 Wind 一致预期的-3.3%，同比增速较 2022 年 12 月减少 2.7 个百分点；贸易顺差 1168.85 亿美元，自 2022 年 10 月以来连续 5 个月出现衰退性贸易顺差。考虑到基数效应、欧美需求边际走弱、大宗商品价格回落、内需疲软等因素，预计二季度进出口增速仍将在负值区间。

从主要出口国家和地区来看，除美国和中国香港外，中国对主要国家和地区的出口增速回升，对韩国和东盟出口增速正增长，中国对美国出口已经连续 7 个

月负增长。如图 5 所示，按美元计，1-2 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟和中国香港出口增速分别为-21.8%、-12.3%、-1.6%、1.4%、8.3%和-23.7%，较 2022 年 12 月分别减少 2.3 个百分点、增加 5.2 个百分点、增加 1.7 个百分点、增加 11.1 个百分点、增加 0.8 个百分点和减少 1 个百分点。1-2 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟和中国香港的出口金额占中国出口金额的比例分别为 14.1%、15.8%、5.3%、4.7%、16.3%和 7.1%，合计 63.4%。特别地，中国对美国出口增速自 2022 年 8 月开始，已经连续 7 个月负增长，中国在疫情中率先复工复产所取得的优势正在逐步消退。

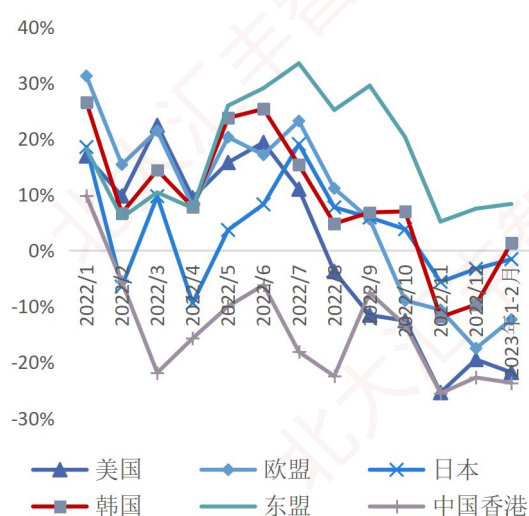


图 5：中国对韩国和东盟出口增速正增长

注：出口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

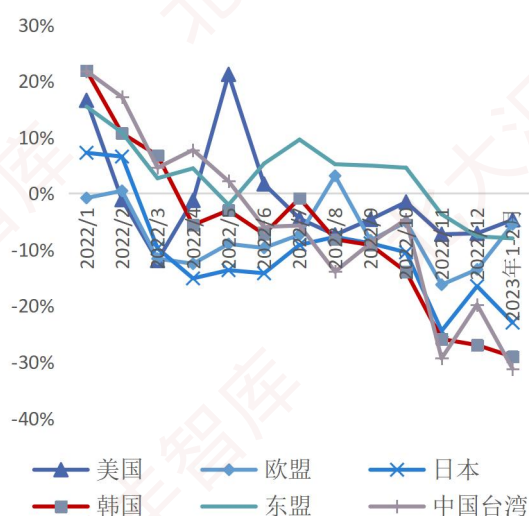


图 6：中国对主要国家和地区进口增速负增长

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，中国对主要国家和地区进口增速负增长，对美国 and 欧盟进口降幅收窄。如图 6 所示，按美元计，1-2 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟和中国台湾进口增速分别为-4.7%、-5.5%、-23%、-29.1%、-8%和-31.2%，较 2022 年 12 月分别增加 2.4 个百分点、增加 8 个百分点、减少 6.5 个百分点、减少 2.1 个百分点、减少 0.4 个百分点和减少 11.4 个百分点。1-2 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟和中国台湾的进口金额占中国进口金额的比例分别为 7.8%、11.1%、6%、6.2%、14.2%和 7.1%，合计 52.4%。

从主要出口商品来看，农产品出口正增长，劳动密集型产品出口降幅扩大，机电产品出口由于手机和汽车拉动降幅收窄。如图 7 所示，按美元计，1-2 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%、-16.8%和-7.2%，较 2022 年 12 月分别减少 1.1 个百分点、减少 3.4 个百分点和增加 5.7 个百分点。机电产品中，手机和汽车出口增速正增长。1-2 月，手机出口增长 2%，较 2022 年 12 月增加 31.3 个百分点；汽车（包括底盘）出口增长 65.2%，较 2022 年 12 月减少 25.5 个百分点；汽车零部件出口增长 4%，较 2022 年 12 月增加 6.1 个百分点。

从主要进口商品来看，农产品进口正增长，铁矿石、原油和机电产品进口降幅扩大。如图 8 所示，按美元计，1-2 月，农产品、铁矿石、原油和机电产品进口增速分别为 11.6%、-5.4%、-5.3%和-25.8%，较 2022 年 12 月分别增加 0.2 个百分点、减少 0.2 个百分点、减少 20.5 个百分点和减少 6.3 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。1-2 月，铁矿石进口数量增长 7.3%，原油进口数量下降 1.3%。

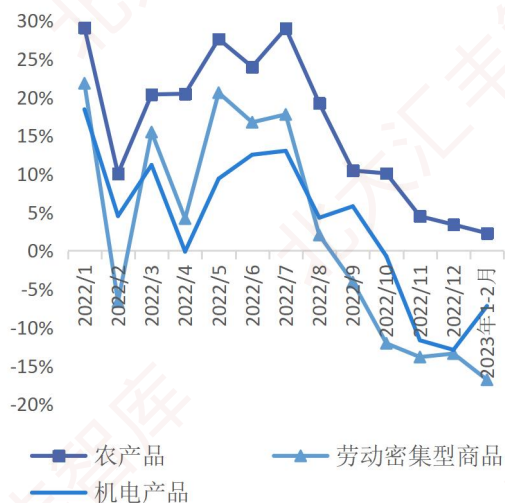


图 7：机电产品出口降幅收窄

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。

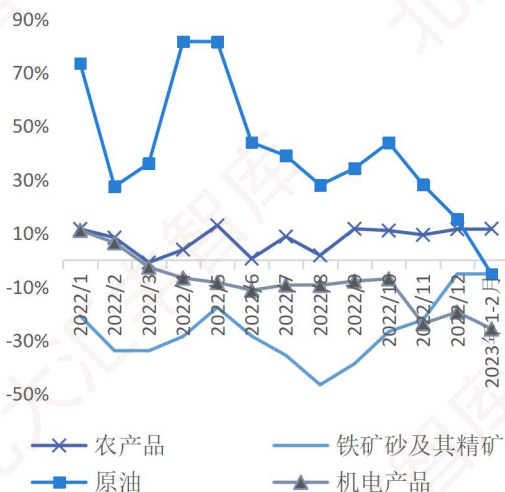


图 8：除农产品外，中国主要进口商品负增长

注：进口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

出口增速降幅好于预期，主要是因为前期积压订单交付、亚太区域内贸易强化、美国经济有韧性以及汽车出口景气。一是受去年底疫情影响部分订单积压，在今年年初陆续交付，对出口有一定支撑作用。二是受 RCEP、一带一路等战略影响，中国企业纷纷选择在亚太地区投资设厂、转移低端产业等，进一步加强了亚

太区域内的贸易往来。但这种产业链的逐步外移，长期来看，对国内的就业和出口产业规模会有一些的冲击。三是美联储加息背景下，美国经济尚未出现明显的失速，美国对欧盟、东盟等地的进口需求韧性较强，中国通过转口贸易、异地组装加工等方式在一定程度上支撑了国内出口。但由于美国取消了对中国香港的特殊相关待遇，中国香港出口增速低迷可能将会是常态。四是中国新能源汽车在海外广受欢迎，未来有望成为新的出口增长点。

**但出口数据的阶段性好于预期难以改变出口走弱的趋势。**一是在美联储加息的背景下，海外经济动能走弱是大势所趋。美联储的基准利率已经升至 4.75% 至 5%（截至 2023 年 3 月 23 日），处于较高水平。高利率对经济活动的抑制作用显而易见，海外需求将会进一步收缩。二是美联储加息的影响已经开始显现，高通胀削弱购买力、高利率抑制信贷扩张。2 月，美国消费者信心指数降至 102.9，连续两个月下降，低于市场预期。1 月，美国 M2 同比下降 1.7%，连续 2 个月负增长。同时，中国劳动力密集型产品出口的加速回落也反映出海外低收入人群的消费需求最先受到冲击。三是随着前期因疫情积压的订单完成交付，新增出口订单减少的影响可能会在之后的出口数据中有所反映。

**进口增速进一步回落，主要是因为国际大宗商品价格回调、内需不足、国产替代和美国对中国的芯片制裁。**一是虽然在基建投资韧性较强以及“保交楼”支撑房地产投资的背景之下，对铁矿石和原油的需求不弱，但由于国际大宗商品价格去年基数较高导致大宗商品价格同比回落，所以，大宗商品进口增速回落。二是防疫放开后，由于杠杆较高以及对未来收入不确定性的担忧，国内居民的消费依然疲弱。三是从十四五规划和今年的政府工作报告来看，保证关系到国计民生的重要产业链的安全和稳定是首要关切，生物医药、芯片、机械装备等国产替代正稳步推进。四是美国对中国的芯片制裁层层加码，导致中国的高端芯片进口增速大幅回落，相应地，对中国台湾的进口降幅扩大。

## 六、汇率：波动加大，外部不确定性因素较多

一季度汇率快速升值后贬值、波动加大，主要是因为防疫放开后对国内经济的乐观预期、美联储加息节奏预期变化、地缘政治冲突以及年底集中结汇。如图 9 所示，人民币兑美元即期汇率由 2022 年底的 6.97 快速升值至 2 月 2 日的 6.72 后，



又贬值至 3 月 8 日的 6.97，近期小幅升至 6.89（截至 3 月 22 日），呈现深 V 走势。一是防疫放开后，中国经济复苏前景向好。1 月 31 日，IMF 最新公布的《世界经济展望报告》将 2023 年中国 GDP 增速由 4.4%上调至 5.2%。二是去年底今年初时，美国通胀数据不及预期，市场预判美联储可能会在今年下半年停止加息甚至降息，美元指数走弱支撑人民币汇率在去年底到今年 2 月初呈升值趋势。但 3 月上旬，美国通胀依然在高位、鲍威尔偏鹰派的发言、美国在 G20 对俄乌冲突的表态导致美元指数重新走强，中美利差走阔令人民币汇率重新贬值。3 月中旬，美国硅谷银行事件后，人民币汇率小幅升值。三是去年底外贸企业集中结汇，强势的人民币汇率有利于外汇企业增厚利润。考虑到美国银行业的风险仍未结束、全球避险情绪浓厚、国内 LPR 大概率维持不变，预计二季度人民币兑美元汇率有望震荡升值。



图 9：2023 年一季度人民币兑美元汇率呈深 V 走势

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

外部不确定性因素较多将会成为未来人民币汇率出现短期大幅波动的主因，但中国经济长期向好的基本面、贸易保持顺差和丰富的政策工具箱是保持人民币汇率不会出现长期单边贬值的基础。一是硅谷银行事件后，美联储如何在降低国内金融机构风险和抑制通货膨胀之间权衡取舍有待观察，这会通过影响中美利差和资本流动进而影响汇率走势。二是美国不断在俄乌问题上做文章，地缘政治冲突的走向充满不确定，会通过影响避险情绪进而影响汇率走势。三是中美博弈加剧，美方在台湾问题上不断挑衅中国底线，会通过影响外商投资者信心进而影响汇率走势。不过，人民币汇率不具有长期单边贬值的基础。一是中国市场广阔、产业链完整、经济韧性强、拥有工程师红利，中国经济长期向好的基本面不变。

二是虽然进出口增速回落，但是中国依然保持贸易顺差，有利于保持外汇储备的稳定。三是央行的政策工具箱丰富，可以及时引导、调节外汇的波动，降低由于恐慌情绪导致的汇率超调。

人民币汇率的走势是国内货币政策宽松空间的约束条件之一。如果人民币汇率急剧贬值，短期内货币政策可能不会放松甚至会边际收紧，以缓解人民币汇率的贬值压力。

## 七、物价：CPI 增速高开低走，PPI 增速降幅扩大

CPI 增速高开低走，主要是由于春节错月、猪肉价格下降、服务价格季节性波动和内需不足。如图 10 所示，1 月和 2 月 CPI 同比分别为 2.1% 和 1%，1 月 CPI 同比较 2022 年 12 月的 1.8% 回升 0.3 个百分点，2 月 CPI 同比创近 12 个月新低；环比分别为 0.8% 和 -0.5%。其中，1 月和 2 月食品价格同比分别为 6.2% 和 2.6%，环比为 2.8% 和 -2%；非食品价格同比分别为 1.2% 和 0.6%；环比为 0.3% 和 -0.2%。一是由于今年春节在 1 月，而去年春节在 2 月，春节错月导致 1 月 CPI 同比偏高而 2 月 CPI 同比偏低。二是猪肉供过于求，即便是春节期间，猪肉价格依然呈下降趋势。1 月和 2 月猪肉价格同比分别为 11.8% 和 3.9%，较 2022 年 12 月的 22.2% 明显回落。三是春节过后，服务价格明显回落。1 月和 2 月服务价格同比分别为 1% 和 0.6%，低于 2019 年疫情前水平。四是疫情三年对居民收入影响较大，居民消费疲软，内需不足。1 月和 2 月核心 CPI 为 1% 和 0.6%，仍处于历史低位。考虑到基数效应、经济进一步复苏、猪肉价格企稳等因素影响，预计二季度 CPI 增速可能在目前水平震荡。

PPI 同比降幅扩大，主要是由于基数效应和国际油价下跌。如图 11 所示，1 月和 2 月 PPI 同比分别为 -0.8% 和 -1.4%，自 2022 年 10 月以来持续负增长；环比分别为 -0.4% 和 0%。其中，1 月和 2 月生产资料同比分别为 -1.4% 和 -2%，环比分别为 -0.5% 和 0.1%；生活资料同比分别为 1.5% 和 1.1%，环比分别为 -0.3% 和 -0.3%。一是去年同期基数较高，会放大 PPI 回落的幅度。二是由于俄乌冲突导致 2022 年国际油价基数较高，今年国际油价同比回落。但从环比来看，保交楼和基建稳增长黑色系使得黑色系价格环比反弹。1 月和 2 月黑色金属矿采选业价格环比分别为 3.4% 和 3.9%，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比分别为 1.5% 和 1.7%。考虑到基

数效应、国际油价、保交楼和基建稳增长，预计二季度 PPI 同比降幅有望收窄。

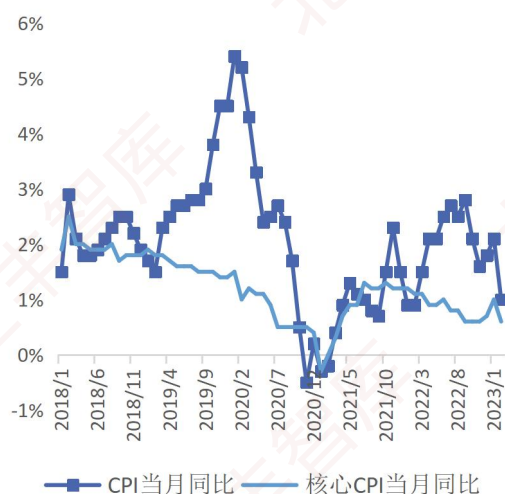


图 10: CPI 增速高开低走

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

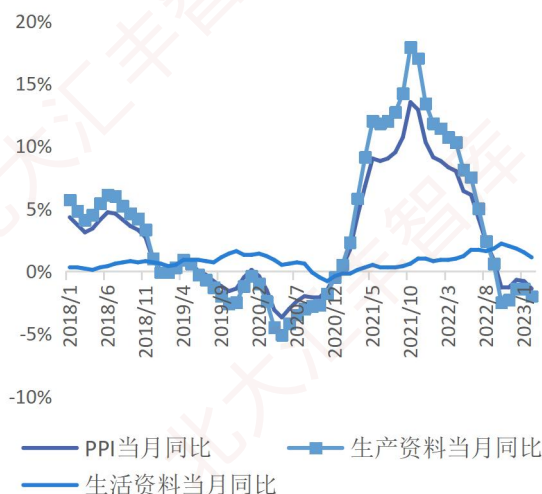


图 11: PPI 增速降幅扩大

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

表 3: 上游原材料是主要拖累项，但有触底企稳的迹象

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	0.5%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-1.2%	通用设备制造业	-0.1%	农副食品加工业	5.3%	医药制造业	0.1%
石油和天然气开采业	-3.0%	石油、煤炭及其他燃料加工业	1.7%			食品制造业	0.4%	汽车制造业	-0.6%
黑色金属矿采选业	-5.5%	化学原料和化学制品制造业	-6.0%			酒、饮料和精制茶制造业	1.7%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.9%
有色金属矿采选业	6.0%	化学纤维制造业	-2.0%			烟草制品业	0.5%	计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.5%
非金属矿采选业	3.2%	橡胶和塑料制品业	-2.6%			纺织业	-3.7%	电力、热力生产和供应业	2.9%
		非金属矿物制品业	-6.2%			纺织服装、服饰业	1.0%	燃气生产和供应业	9.0%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-10.9%			造纸和纸制品业	-2.0%	水的生产和供应业	0.4%
		有色金属冶炼和压延加工业	-5.3%			印刷和记录媒介复制业	-0.5%		
		金属制品业	-3.3%						

注: 表格中数值是 2 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 2 月的走势。

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

从主要细分行业出厂价格来看, 上游原材料价格是主要拖累项, 但有触底企稳的迹象; 下游行业出厂价格大多处于正值区间, 但总体偏弱。如表 3 所示, 30 个细分行业中, 2 月有 14 个行业正增长, 较上月减少 2 个; 16 个行业负增长, 较上月增加 2 个。黑色系、非金属矿、化学原料、有色系等上游原材料价格跌幅靠前, 燃气、有色金属矿采选业涨幅靠前。

物价将不会构成对今年货币政策的掣肘。考虑到去年 CPI 同比前低后高, 1

月春节期间 CPI 高点没有突破 3%，预计今年 CPI 单月突破 3% 的概率较低。国际油价由于基数效应今年同比将负增长，同时房地产复苏较慢，PPI 预计今年四季度可能才会转正。所以，物价因素将不会构成对今年货币政策的掣肘。

## 八、政策：货币政策宽信用，财政政策加力提效

**货币政策紧货币、宽信用。**货币市场没有出现进一步的降息，资金投放处于紧平衡状态。人民币新增贷款和 M2 增速强于季节性，人民币新增贷款向企业中长期贷款倾斜。货币政策呈现紧货币、宽信用特点。

**从货币市场来看，**一季度货币市场价稳量缩。截至 3 月 20 日，MLF 和 LPR 利率维持不变，DR007 一季度处于 2% 以上的时间较 2022 年四季度明显变长。1 月 1 日至 3 月 20 日，公开市场资金净回笼 7170 亿元。3 月 17 日，央行发公告称将于 3 月 27 日降准 0.25 个百分点，为银行体系提供更多流动性。

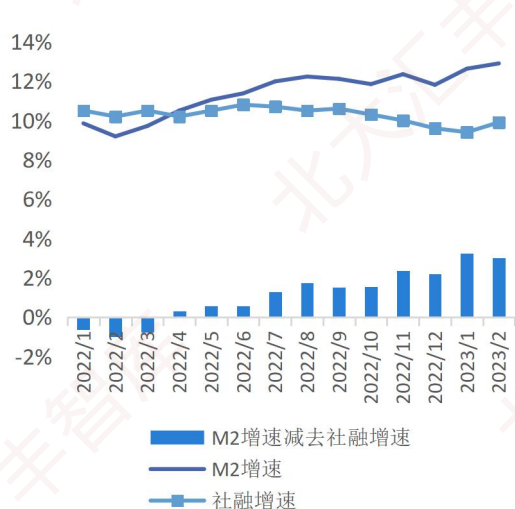


图 12: M2 和社融增速回升

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

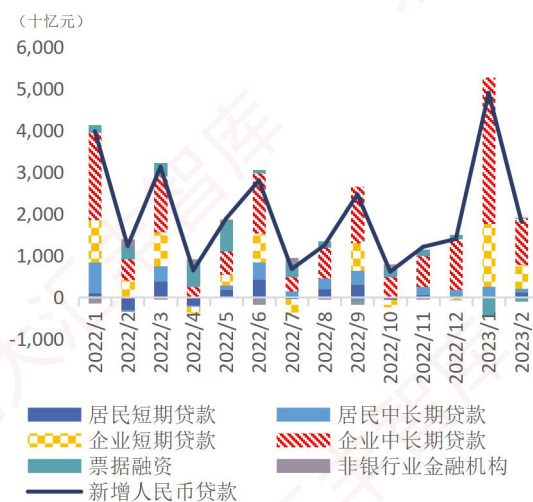


图 13: 新增人民币贷款强于季节性

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

**从金融数据来看，**M2 同比由 1 月的 12.6% 升至 2 月的 12.9%，处于近 7 年的高位；社融同比由 1 月的 9.4% 升至 2 月的 9.9%，M2 和社融同比剪刀差超过 3 个百分点。M2 增速较高，官方的解释原因是新增信贷规模较大、理财等表外资金回表和统计口径较宽。1 月和 2 月新增社融分别为 5.98 万亿元和 3.16 万亿元，人民币贷款规模增加是主要拉动项，2 月政府债券发行加快。人民币贷款方面，1 月和 2 月新增人民币贷款分别为 4.9 万亿元和 1.81 万亿元，同比分别为 23.1% 和 47.2%，



均强于季节性。从贷款结构来看，居民端的中长期贷款偏弱，年初出现了居民提前还贷潮，居民对加杠杆买房还是较为谨慎；企业端的中长期贷款表现强劲，主要是支持经济结构转型、制造业发展、保交楼等；企业短期贷款冲量明显，可能与经营贷置换房贷有关。

**财政政策加力提效，提前发力。**一是一季度财政减收增支。由于防疫放开，出境旅游人数增加，以及国内消费纳税可能还未及时入库，消费税增速大幅下降是财政收入负增长的主要原因。财政支出保持高增长，主要用于民生、基建和债务付息。1-2月，一般公共预算收入下降1.2%，较2022年1-12月减少1.8个百分点。其中，国内消费税同比下降18.4%，进口货物增值税、消费税同比下降21.6%，关税同比下降27%。1-2月，一般公共预算支出增长7%，较2022年1-12月增加0.9个百分点。其中，社会保障和就业支出同比增长9.8%，卫生健康支出同比增长23.2%，农林水支出同比增长11.4%，债务付息支出同比增长27.3%。二是目标赤字率和新增专项债额度较2022年小幅提升，体现了财政政策的积极性。今年目标赤字率为3%，较2022年初目标增加0.2个百分点；新增地方政府专项债3.8万亿元，较2022年初目标增加1500亿元。三是今年提前批专项债额度下达2.19万亿元，同时，据东方财富网不完全统计，1-2月新增专项债发行8828亿元，发行进度达到23%，领先时序进度。四是专项债的投向和用作资本金领域扩充。今年专项债投向新增新能源、新型基础设施等领域，用作资本金新增新能源项目、煤炭储备、产业园区等领域。

## 九、当前宏观经济的主要问题和建议

### 1.需求不足是突出矛盾，激活消费需要更多真招实策

虽然疫情、房地产和能源价格对经济的制约减弱，但中国经济复苏的基础尚不牢固，内需不足仍是突出矛盾。从消费、物价和进口的数据来看，目前内需依然较为疲软。终端需求不足，制约企业营业收入和利润的改善空间，也会抑制企业扩大投资再生产的规模，经济供需之间难以形成良好的正反馈机制。自中国进入新常态以来，政府主要是通过增加投资扩大内需，但这对政府的财力要求较高，而且容易形成金融风险隐患。同时，投资拉动的是中间需求，没有消费终端需求

的支撑，会导致产能过剩和无效投资。因此，激活消费是当前稳增长的首要任务。

**建议：一是大力发展乡村数字经济，以乡村数字经济新业态+新模式拓宽乡镇居民收入来源，提升居民购买力。**一方面，从生产端，加强现代农业与互联网的融合，优化区域间农产品供应结构和提升农业生产资料配置效率。另一方面，从渠道端，加强农村服务业和农产品与互联网的融合，鼓励乡镇居民通过抖音、淘宝、快手等互联网直播平台，发展乡村旅游和农产品直播带货。**二是打击囤货居奇，稳定农资价格，为农业生产降低成本。**我国的钾肥、磷肥高度依赖出口，欧洲能源危机和俄乌冲突导致国际化肥供应短缺，以及新能源汽车电池对磷化工需求增加，导致国际化肥价格上涨，同时，国内化肥经销商层级较多、定价不透明，容易囤货居奇，哄抬物价。建议着重打击化肥经销商囤货居奇的行为，为农业生产降成本，鼓励农民种地，也是保证粮食安全的重要方式。**三是财政政策促消费要更有针对性。**结合今年的政府工作报告，今年促消费政策的重点领域是加大对汽车、家电、家居、手机等耐用消费品，以及对文旅、酒店、餐饮、交通等服务消费的减税、补贴和定向消费券的发放力度。

## 2. 房地产发展模式重塑，防范化解风险重要性凸显

自 2022 年底以来，房企的融资环境改善、多地放松房地产调控政策，房地产行业的“至暗”时刻已经过去。同时，房地产行业将告别过去高杠杆、高负债、高周转的发展模式，向保障房与商品房两大体系并重的“新加坡”模式转型。在房企转型期间，防范化解房地产风险及在防范化解房地产风险过程中所引发的风险依然是重要议题。**一是**房企的存量债务风险较高。据东方财富网数据，截至 2023 年 3 月 17 日，2023 年房企信用债到期规模为 7056 亿元，偿债压力较大。**二是**银行的涉房贷款占比不低，谨防个别房企的信贷违约事件的风险传染效应。国有股份制银行涉房贷款占比不低于 30%，股份制银行涉房贷款占比不低于 20%。如果个别房企出现违约事件，会影响持有其债权银行的资产质量，风险可能会在不同银行间相互传染。**三是**房地产市场的缓慢复苏会影响房企的土地购置计划，进而影响土地财政收入，对于较为依赖土地财政的地区来说会影响其地方财力和偿债能力。从今年的财政预算草案来看，政府对土地出让收入的预期不高，政府性基金的目标收入增速只有 0.4%，同时，1-2 月，国有土地使用权出让收入同比下降 29%，

地方政府的债务风险仍然较高。

**建议：一是提前摸底排查重点房企债务和楼盘处置风险，做好并购重组、问题楼盘处置应对预案。**根据住建部1月17日的全国住房和城乡建设工作会议通稿，对于出险房企，该破产的破产，该追责的追责，不会为房企兜底。但出险房企涉及到大量未交付的楼盘，需做好并购重组和问题楼盘处置应对方案。**二是保持房地产资产价格稳定非常重要。**商品房和土地大多被用来作为银行的抵押品，一旦商品房和土地的价格出现大幅度下降，银行的资产质量恶化，会出现资不抵债的问题，进而影响储户信心，可能会造成挤兑和流动性风险。所以，维持房地产资产价格稳定非常重要。**三是稳步推进土地财政转型以及优化地方政府债务期限结构。**一方面，稳步推进土地财政转型增加增量税收来源，比如可以考虑开征财产税、数字税、碳税等；另一方面，优化地方政府债务期限结构，推行新一轮存量债务置换，降低利息负担，缓解偿债压力。

### 3.稳就业压力较大，加大对民营经济的支持力度

今年就业形势不容乐观。**一是新增就业人数再创新高。**据今年的政府工作报告数据，今年新增城镇就业1200万人，主要是高校毕业生。**二是出口增速回落，外贸企业减少招工，使得存量就业市场更加恶化。**2022年，我国有进出口实绩的民营外贸企业51万家，民营外贸企业进出口值占比超过一半，外贸行业带动1.8亿人就业。今年外需收缩，进出口增速下降，外贸企业生存环境更加艰难，企业用工需求下降，失业人数将会明显上升。**三是房地产市场低迷，大量农民工就业难问题突出。**2022年，农民工规模达到2.96亿人。农民工大多受教育程度低、缺乏专业技能，在房地产行业低迷、用工需求不足背景下，就业困难。

**建议：一是稳定民营企业预期，加大对民营经济的支持力度。**从今年总理答中外记者提问的讲话来看，未来民营经济的发展环境会越来越好，可以期待更多支持民营经济发展的政策出台，让民营企业敢于投资、敢于扩张。**二是关注重点人群的就业问题。**对于高校毕业生，可以增加国企和事业单位招聘规模、鼓励高校毕业生返乡创业、鼓励升学延迟就业等。对于农民工，可以鼓励各省市多推出以工代赈项目吸纳农民工就业。**三是积极稳外贸，提升外贸企业市场竞争力。**在外需收缩的背景下，中国的新能源汽车、光伏产品、锂电池等反而逆势出口增

加，说明外贸虽然面临许多困难，但也有机遇。在存量规模难以扩大的背景下，积极争取结构优化和份额调整，稳定外贸规模和强化外贸基本盘。

**【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。



北大汇丰智库微信公众号



**PHBS** 智库  
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: [thinktank@phbs.pku.edu.cn](mailto:thinktank@phbs.pku.edu.cn)

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>