



执笔人：张斌、朱鹤、张景初、盛中明

宏观部分：走出需求不足和低通胀

——基于美日欧三段历史的回顾与启示

- 运行环境：外部环境方面，全球经济景气回落，金融条件仍在收紧。内部环境方面，公共支出进一步放缓，真实利率显著上升，社融增速创新低。
- 运行特点：内外需同时面临压力，经济复苏不及预期。投资方面，房地产投资对投资形成进一步拖累，公共设施管理业投资下行；消费方面，居民消费支出倾向有改善，消费复苏受制于收入增长。
- 未来展望：需要关注三方面的风险，一是政策预期落空和通胀持续低位运行，经济陷入“低通胀陷阱”；二是城投债风险和更多的房企暴雷；三是外需进一步下行。
- 应对措施：降低政策利率，带动真实利率下行，激发市场自发活力；增加公共部门债务和公共部门投资；保持对房地产企业的流动性支持，多管齐下帮助房企恢复资产负债表健康。

专题：走出需求不足和低通胀

——基于美日欧三段历史的回顾与启示

- 需求不足和低通胀会带来巨大的产出损失和失业增加，危害巨大。严重的需求不足和低通胀难以凭借市场自发力量治愈。信贷紧缩、资产价格下跌、收入和盈利预期恶化会相互强化，加剧需求不足和低通胀。
- 收入分配恶化难以解释需求不足和低通胀。最初的负面冲击、市场失灵和逆周期政策失灵对于完整解释需求不足缺一不可。
- 需求不足和低通胀会表现为信贷紧缩，破局的关键是恢复信贷增长。美国凭借暂停金本位和恢复银行运行走出了大萧条、日本和欧元区也都是凭借宽松货币政策走出需求不足和低通胀。
- 货币和金融监管当局掌握应对需求不足和低通胀最有力的政策工具，通过充分的真实利率下降才能重建储蓄和投资平衡，克服需求不足。通过向市场宣布明确具体的通货膨胀目标和政策实施路径，可以影响市场预期，提升政策效力。



■ 外部环境：全球经济景气回落，金融条件仍在收紧

2023 年 2 季度，摩根大通全球综合 PMI 均值为 53.8，较 2023 年 1 季度均值上升了 2.0 个百分点；全球制造业 PMI 均值为 49.3，较 2023 年 1 季度均值回落了 0.2 个百分点。2 季度，全球经济景气度整体有所回落。分国家来看，美国、欧元区、巴西和俄罗斯 2 季度制造业 PMI 均值出现不同程度的下降，特别是欧元区的降幅较明显，而日本和印度 2 季度制造业 PMI 均值有所好转。

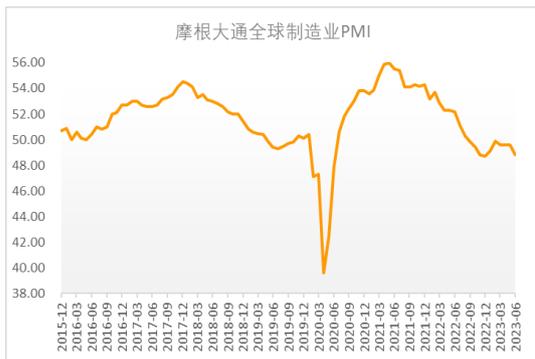


图 1 摩根大通全球制造业 PMI

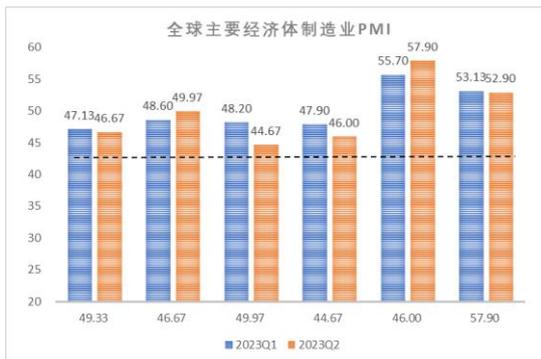


图 2 全球主要经济体制造业 PMI

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

全球经济主要面临下行风险。6 月 17 日，世界银行发布《全球经济展望》报告指出，由于高通胀、货币政策紧缩以及金融环境趋紧，预计 2023 年全球经济将增长 2.1%，显著低于 2022 年的 3.1%¹。IMF 在 4 月的《世界经济展望》报告中下调 2023 年全球经济增长率 0.1 个百分点至 2.8%。受到通胀居高不下以及金融业动荡影响，2023 年初关于全球经济软着陆的迹象已经消失。虽然在美欧央行大幅加息以及食品和能源价格下跌背景下，通胀有所下降，但是潜在的价格上涨压力仍然较大，许多经济体的劳动力市场紧张，而政策利率快速上升的副作用正在显现。经济前景主要面临向下的风险，硬着陆的可能性上升²。

大宗商品价格持续走弱。在全球流动性紧缩和经济下行预期加剧的影响下，2 季度末 CRB 大宗商品价格综合指数为 548.9，较 1 季度末回落 1.0%。其中，油脂、金属和工业原料分项均下降 1% 左右。2 季度，布伦特原油现货和期货价格小幅震荡回落至 75.2 美元/桶和 74.9 美元/桶，分别较 1 季度末下跌 5.0% 和 6.1%。

¹ “Weakening Growth, Financial Risks”;
<https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

² “A Rocky Recovery”;
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>



动力煤和天然气价格持续下降，分别从 1 季度末的 178.5 美元/吨和 118.0 便士/色姆回落 2 季度末的 137.9 美元/吨和 91.2 便士/色姆。2 季度，国际有色金属价格和农产品价格均较 1 季度都有不同程度下降。其中，LME 铜下降 8.1%，LME 铝下降 9.9%，LME 锌下降 17.7%，CBOT 大豆价格回落 10.8%，CBOT 玉米价格回落 25.1%，CBOT 小麦价格回落 6.0%。

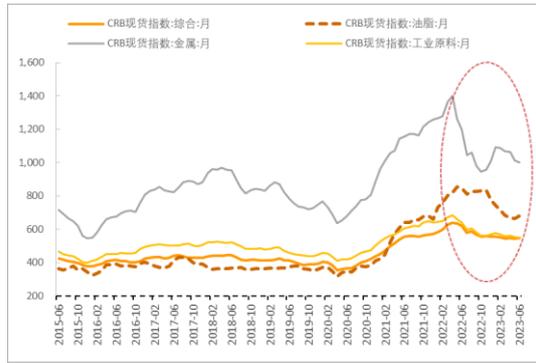


图 3 CRB 大宗商品价格指数



图 4 国际能源价格

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

美国核心通胀仍处于较高水平，美联储暂停行动但并未结束加息周期。2023 年 6 月，美国 CPI 同比增速为 3.0%，核心 CPI 同比增速为 4.8%，较 3 月回落 2.0 和 0.8 个百分点。美国就业增长放缓但依然强劲，劳动力市场保持韧性。2 季度，美国平均失业率为 3.6%，平均新增非农就业人数回落至 26.7 万，劳动参与率小幅上升至 62.6%。美联储在 6 月议息会议宣布，维持联邦基金利率在 5.00%-5.25%，这是美联储自去年初连续十次加息以来的首次暂停加息，已累计上调政策利率 500 个基点。纪要表明，暂停加息是为了让委员会有更多的信息评估对货币政策的影响，美联储在确定未来加息幅度时将考虑货币政策的累计紧缩效应、货币政策对经济活动和通胀影响的滞后性以及经济和金融市场发展³。6 月点阵图显示，2023 年利率预期中值约为 5.6%，而 3 月点阵图的预估中值为 5.1%，这表明美联储今年可能还会加息 50 个基点。在随后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔也表示，尽管美国通胀有所缓和，但核心通胀回落节奏缓慢且不及预期。因此，FOMC 中几乎所有参与者都预计，在 2023 年年底之前进一步加息是“合适的”。虽然 6 月议息会议决定暂不加息，但此举并不是美联储结束加息的迹象。后续联邦基金

³ “Federal Reserve issues FOMC statement”

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230614a.htm>



利率的决定将根据新的数据和会议进行调整，不会有预设的路线⁴。

欧元区通胀属性改变，欧央行宣布继续加息。2023年2季度以来，随着国际能源价格降温，欧元区通胀放缓。6月，欧元区消费者调和价格指数HICP同比增速为5.5%，较3月回落1.4个百分点；核心HICP同比增速为5.4%，较3月回落0.3个百分点。从通胀的主要构成来看，尽管能源价格下降，但食品、工业产品和服务价格仍是推高欧元区通胀的主要因素。6月欧元区食品和烟酒价格同比上涨11.7%，非能源工业品价格和服务价格分别上涨5.5%和5.4%，能源价格下降5.6%⁵。6月15日，欧洲央行管理委员会决定将欧元区三大关键利率均上调25个基点，即主要再融资业务利率、边际贷款工具利率以及存款工具的利率，分别上调至4.00%、4.25%和3.50%，这是欧洲央行自去年7月以来的第八次加息，累计加息400个基点。欧洲央行行长拉加德近期表示，欧元区通胀的性质正在发生变化，转向由工资上涨趋动的通胀，通胀下降速度减慢，通胀过程将更加持久，货币政策需要果断解决这一问题，以确保通胀不会脱离预期的螺旋式上升⁶。

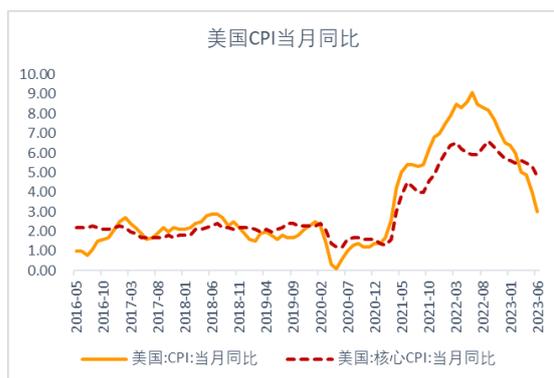


图5 美国通胀有所缓解



图6 欧元区核心通胀持续上升

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

美元指数震荡波动，长期国债收益率上行。2023年2季度末，美元指数震荡至103.4，较2023年1季度末小幅上涨了0.8%。欧元、英镑等非美货币持续走高。美元指数走势与美联储的加息节奏密切相关。长期来看，美联储加息接近

⁴ “Transcript of Chair Powell’s Press Conference Opening Statement March 22, 2023”;

<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20230322.pdf>

⁵ “Inflation in the euro area”;

https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation_in_the_euro_area#Euro_area_annual_inflation_rate_and_its_main_components

⁶ “Breaking the persistence of inflation”;

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230627-b8694e47c8.en.html>



尾声以及可能的经济衰退风险，将对美元指数带来拖累。2 季度，主要经济体长期国债收益率回升：美国十年期国债收益率较 1 季度末上行 33 个基点至 3.81%，欧元区十年期国债收益率较 1 季度末上行 10 个基点至 2.51%，日本十年期公债收益率较 1 季度末上行 4 个基点至 0.43%。加息周期下金融市场风险值得关注。货币政策收紧可能引发资产重新定价，增加金融市场的波动性，还可能对实体经济产生连锁反应。全球利率上升会加剧发展中国家偿债压力。国际货币基金组织对低收入国家的债务可持续性分析表明，截至 2023 年 1 月，在接受评估的 69 个经济体中，50% 以上的经济体要么正在经历债务困境，要么面临极高的债务风险。



图 7 美元指数



图 8 十年期国债收益率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

内部环境：公共支出放缓，真实利率上升，社融扩张乏力

财政收入回升，财政支出进一步下降。2023 年 1-6 月，政府公共财政收入同比增速 13.3%，政府基金性收入同比增速-16.0%，广义财政收入同比增速 7.1%，较 1 季度末回升 10.7 个百分点。财政收入的回升没有带来财政支出力度的加大。1-6 月，政府公共财政支出累积同比增速 3.9%，政府基金性支出同比增速-21.2%，广义财政支出同比增速-3.6%，较 1 季度末下降 4.3 个百分点。

从全年角度看，政府工作报告提出 2023 年全国一般公共预算支出 275130 亿元（含中央预备费 500 亿元），增长 5.6%；全国政府性基金预算支出 117962.99 亿元，增长 6.7%，调入一般公共预算 5000 亿元。二者合计同比增速 6%。考虑到今年目前经济增速 5%，名义 GDP 增速大概率不低于 5%，预算内财政支出增速低于名义 GDP 增速，难以对今年 GDP 增长形成明显拉动。

金融市场利率稳定，真实利率大幅上行。2023 年 2 季度，银行间市场利率



回落。存款类金融机构 7 天质押式回购加权利率（DR007）6 月均值为 1.89%，较 3 月回落 16 个基点。伴随物价的快速下行，真实利率迅速向上攀升。用人民币贷款加权平均利率减去 GDP 缩减因子衡量的真实利率去年底上升了 300 个基点，用人民币贷款加权平均利率减去 CPI 衡量的真实利率去年底上升了 150 个基点。

广义信贷扩张乏力，社融增速创新低。截至 2023 年 6 月，社会融资规模存量增速较 1 季度末回落 1.0 个百分点至 9.0%。最近半年来，人民币贷款增速不低，但是企业债券融资大幅下降，加总后的全社会融资总额增速创下历史新低。2 季度新增社会融资规模 7.0 万亿，较去年同期减少 2.0 万亿，同比增速-21.9%。M1 同比增速较 1 季度末回落 2.0 个百分点至 3.1%，M2 同比增速较 1 季度末下降 1.4 个百分点至 11.3%。



图 9 广义政府财政收入与支出

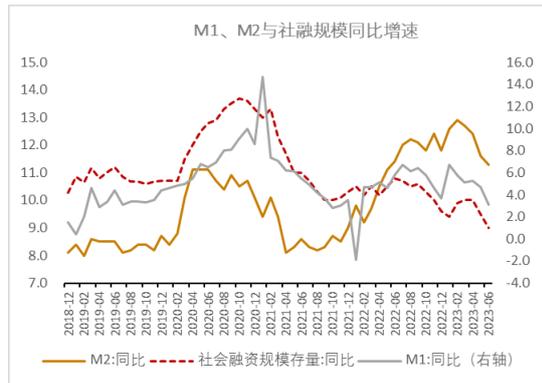


图 10 社会融资规模存量同比增速



图 11 DR007



图 12 真实利率*

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

*由于缺乏通胀预期数据，这里使用了当期的通胀数据

人民币汇率波动加大，较一季度末有所贬值。5 月以来，受美联储加息预期



再度加强、中国经济复苏步伐放缓以及对央行货币政策宽松预期强化等因素影响，人民币双边和多边汇率均出现明显回调。人民币/美元汇率从 1 季度末的 6.87 贬值至 2 季度末的 7.26。篮子汇率指数（CFETS）从 1 季度末的 99.8 回落至 2 季度末的 96.7，下跌了 3.1%。面对近期人民币汇率的波动，中国人民银行副行长刘国强表示，汇率总体上是由市场决定的，同时要更好发挥市场和政府“两只手”的作用，坚决避免汇率大起大落。近年来，人民币汇率弹性增加，充分发挥了内外部冲击的“减震器”作用，促进了跨境资金流动趋于平衡。在面对国内国际诸多挑战时，多方面力量支持人民币汇率，中国经济的长期增长预期是人民币汇率稳定的关键，外汇金融市场高水平对外开放有助于增强外资中长期持有人民币资产的信心，外汇市场深度和成熟度有助于市场行为更加理性。

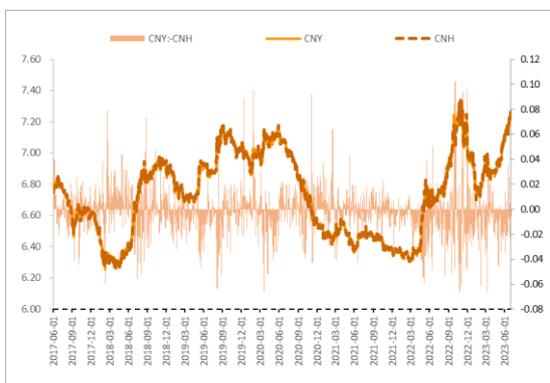


图 13 在岸与离岸汇率



图 14 人民币篮子汇率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

运行特征：内外需同时面临压力，经济复苏不及预期

2023 年二季度我国不变价 GDP 当季同比增长 6.3%，较一季度提高了 1.8 个百分点。考虑到去年二季度基数较低，2 季度 GDP 两年平均实际增速为 3.3%，较 2020、2021 年 2 季度的两年平均增速低 2.4 个百分点，经济复苏进度不及预期。

内需方面，房地产投资加速回落，是拖累投资的最主要力量。基建投资增速稳中有降，且内部出现明显分化。制造业投资仍保持韧性，降幅相对较小。居民消费仍在温和改善，五一和端午的消费数据表明居民消费能力和意愿恢复的速度偏缓。外需方面，受全球经济下行影响，二季度出口金额增速较一季度显著回落，



主要原因是原材料出口价格下跌和资本品出口的数量减少。

失业向上和通胀向下的结构没有改变。城镇调查失业率反映出的整体就业压力略有改善，但青年失业率继续上行，维持在 20% 以上的水平。核心 CPI 持续低位运行仍显示总需求不振，高基数效应和生产资料价格持续低迷带动 PPI 同比增速持续下行。

1、工业生产小幅抬升，企业效益修复不明显

2023 年上半年，汽车等交通设备制造业增长带动工业生产整体持续恢复，消费品制造恢复较为乏力。整体来看，上半年生产恢复进度较为稳健，规模以上工业增加值累计同比增速逐月小幅提高，1-6 月累计增长 3.8%，较 2022 年末抬升 0.3 个百分点，较 2022 年同期高 0.4 个百分点。分三大门类看，采矿业、制造业、电力燃气及水的生产和供应业增加值同比分别增长 1.7%、4.2%、4.1%，其中采矿业较去年同期下降 7.8 个百分点，制造业、电热水行业则较去年同期分别提高 1.6、0.3 个百分点。分行业看，工业生产的整体抬升主要由汽车等交通设备制造业的增长贡献：1-6 月汽车制造业增加值累计增长 13.1%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 8.0%，电气机械和器材制造业增长 15.7%。消费品制造受内外需制约恢复较为乏力：农副食品加工业增加值累计下降 0.8%，酒、饮料和精制茶制造业仅增 0.2%，纺织业下降 2.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业零增长。

工业企业实际库存持续上升，企业盈利负增长。1-5 月，全国规模以上工业企业营业收入累计同比仅增 0.1%，分别较 2022 年末和 2022 年同期下降 5.8 和 9.0 个百分点；利润累计同比下降 18.8%，降幅较第一季度缩小了 2.6 个百分点，工业企业效益修复不明显。代表企业实际库存状况的“广义库销比”指标⁷延续 2021 年下半年的上升趋势，5 月上升至 53.4%。规模以上工业企业利润在 2023 年同比持续下降的主要原因有三个方面：一是市场需求尚未完全恢复；二是 2022 年下半年以来，外部需求持续走弱；三是 PPI 同比持续大幅下降，也对企业盈利形成较大压力。

⁷ 广义库销比=库存/当月营业收入，其中营业收入为 12 个月移动平均值。



图 15 工业企业营业收入及利润

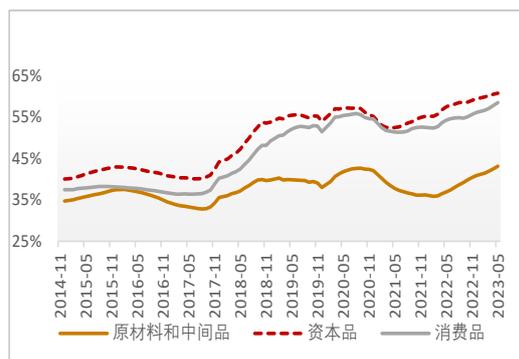


图 16 广义库销比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

2、固定资产投资下行，基建投资内部分化明显

固定资产投资增速在二季度回落，未能维持一季度的复苏态势。2023年1-6月固定资产投资累计同比增速为3.8%，分别较2023年一季度、2022年全年和2022年同期低了1.3、1.3和2.3个百分点。从当月同比增速看，固定资产投资在一季度后快速下行，4-6月的同比增速分别为-17.4%、-21.2%和-17.1%。统计局对去年基数的调整或许高估当月同比增速的恶化程度，但很难改变投资在二季度继续下行的整体趋势。同时，投资结构持续分化，表现为：房地产投资下行，基建投资内部分化明显，相对而言制造业投资仍保持一定韧性。

房地产投资仍是拖累投资的主要因素。上半年房地产开发投资累计增速仍在持续下降，截止二季度末为-7.9%，依旧未见止跌信号。4-6月，房地产开发投资当月同比增速分别为-16.2%、-21.5%和-20.6%。考虑到统计局对去年基期数据调整的影响，当月同比增速或许会偏低，但这不改变整体继续向下的趋势。

房地产销售和新开工的回落速度大于投资。一季度，“保交楼”政策推动存量房产项目加快竣工以及部分积压的购房需求释放。进入二季度之后，房企仍然在努力完成竣工，但房地产销售较一季度明显转弱，并带动房企开工意愿保持低迷。6月份的商品房销售面积同比增速已经跌至28.1%，较3月下行24.6个百分点；新开工面积同比增速跌至-31.3%，较3月下行2.3个百分点。这两个数据同样会受到基期数据调整的影响，但高频数据显示二季度房地产销售数据确实出现了较大幅度的回落。

基建投资内部分化加剧，公共设施管理业投资是最大的拖累。二季度基建投资的表现整体稳定，虽然4-5月基建投资增速曾略有下滑，但到6月份基建投资



再次发力，1-6月累计同比仍保持10%以上的增速。

二季度基建投资增速整体保持平稳的同时，三类基建行业的投资表现却有明显分化。一方面，电力、热力、燃气及水的生产和供应业的投资增速始终保持高位，4-6月当月同比增速分别为28.6%、36.0%、25.7%。交通运输、仓储和邮政业的投资在二季度表现出了“V型”反转，4-6月当月同比增速分别为6.7%、3.4%和22.1%，是带动6月整体基建投资再次改善的最重要因素。值得一提的是，交通运输和仓储业相关投资在6月的突然改善十分反常，目前只能从公开新闻得知，“6月全国铁路完成固定资产投资接近千亿元，达到988亿元，同比增长6.24%，环比增长高达155.30%，这也是今年上半年铁路单月投资最高峰。”因此，交通运输、仓储和邮政业的投资改善的可持续性有待观察。

另一方面，占整体基建投资一半以上的水利环境和公共设施管理业投资在二季度出现大幅回落。4-6月，水利、环境和公共设施管理业投资当月同比增速分别为1.2%、2.8%和-1.1%，显著低于一季度末7.8%的累计增速。其中，水利管理业的投资增速仍保持在接近10%的累计增速，并没有明显下降。带动这部分基建下降的关键原因是公共设施管理业投资增速出现了大幅下降，累计同比增速从一季度末的7.1%降到了二季度末的2.1%。虽然缺乏基期的绝对值数据，但增速差显然意味着公共设施管理业的投资增速在二季度已经大概率转负。由于公共设施管理业相关投资与市政工程密切相关，这部分投资大幅回落在很大程度上印证了地方政府面临的财政压力在不断加剧，同时地方政府可用的融资渠道明显受限，最终结果是这部分投资在二季度出现了快速回落。

制造业投资依然保持韧性，出口走弱会带动制造业投资持续走低。1-6月制造业投资累计同比增长6%，保持相对韧性。这一累计增速已经较一季度下降了1个百分点，也较去年同期低4.4个百分点，制造业投资已经显示出一定压力。压力主要来自内需恢复不足和外需走弱带来的消费品制造业行业投资下行，例如纺织业投资1-6月累计下降了2%。但上半年制造业投资的亮点在于汽车制造业的投资增长，1-6月累计增长了20%，增速逐月递增，汽车产业链投资带动了整体制造业投资维持韧性。



图 17 三大投资当月同比增速



图 18 固定资产投资累计同比增速

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

外需下降带动出口增速明显回落。2023 年 5、6 月，中国出口当月同比增速连续两个月为负，分别为-7.5%、-12.4%。5 月和 6 月出口的大幅下滑要考虑高基数效应：2022 年 4 月国内供给受阻、拖累出口，5 月以后积压订单集中出口，带动 2022 年 5 至 7 月出口显著回升。但也要看到，2023 年上半年累计出口已经同比下降了 3.2%，出口走弱已经成为事实。

在出口目的地上，中国对发达经济体的出口增速持续为负，对东南亚的出口增速也明显回落。1-6 月累计，中国对美国、欧盟、日本的出口金额增速分别为-17.9%、-6.6%和-4.7%，均已连续 3 个月下降；对东盟出口增速也降至 1.5%，较 2023 年一季度末下降了 17.1 个百分点。几乎所有出口目的地的出口增速均回落说明出口正受全球性的需求收缩影响。

3、消费温和复苏，消费倾向回升是支撑消费改善的重要原因

2023 年 2 季度城镇居民消费支出增长 11.2%，较 1 季度大幅提升。二季度同比增速要考虑到去年 4、5 月的消费受到较大抑制带来的低基数效应，经过对基期调整后⁸，重新计算的 2 季度城镇居民消费支出增速 7.6%，较一季度有明显回升。造成这一回升的主要原因是居民消费支出倾向的改善。二季度我国城镇居民消费支出占当季可支配收入的 62.7%，这比例虽然仍低于疫情前三年的平均水平 66.4%，但是显著高于去年同期的 60.5%。

居民消费收入增长制约消费的进一步回升。1 季度城镇居民平均收入同比增

⁸ 这里采用的调整方法是历史上 1 季度的收入和 2 季度的消费支出比例关系相对固定，我们用 2022 年 1 季度的消费支出乘以这个比例关系，算出没有封城影响的 2 季度消费支出，然后用 2023 年 2 季度的消费支出除以调整后的 2022 年 2 季度消费支出。



长 4%，2 季度 7.1%，但是 2 季度的收入增长数据同样受到了去年低基期的影响。经过对基期的调整后，重新计算的 2 季度收入增长也只有 4%，收入增长没有进一步恢复，这对未来的消费增长难以形成支撑。

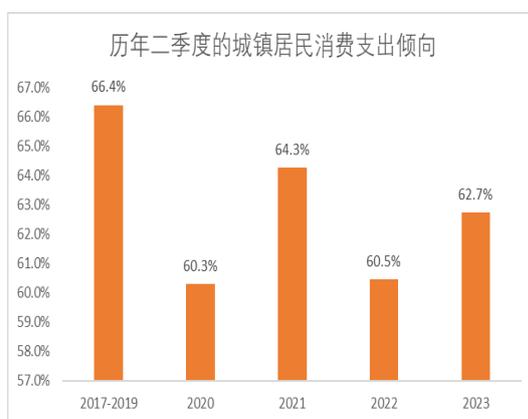
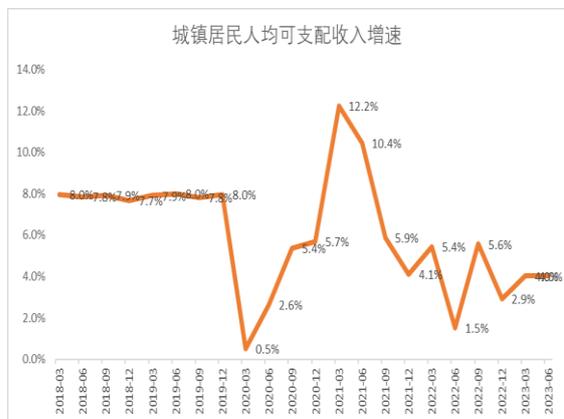


图 19 城镇居民可支配收入*

图 20 居民消费支出倾向

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

*2023 年 2 季度数据经过了基期调整

假期旅游消费的数据显示居民消费能力和意愿的恢复速率较慢。2023 年“五一”和端午假期旅游出行人次均呈现较大幅增长，较 2019 年同期分别高出 40.5% 和 12.8%；但假期出游的人均消费却仍不及 2019 年，两个假期人均旅游支出分别较 2019 年同期下降 10.5% 和 15.9%。

房地产消费链的较低迷表现也与房地产市场的持续下行相印证。2023 年以来，建筑及装潢材料消费额累计同比增速逐月下滑，1-6 月较去年下降了 6.7%；家具消费额 1-6 月累计同比增速也较一季度末下降了 0.8 个百分点至 3.8%。

4、私人部门和公共部门的融资规模均出现大幅回落

二季度居民部门新增贷款较一季度大幅回落，新增人民币贷款 1.09 万亿元，较一季度少增约 7000 亿元，较 2019-2021 年同期均少增 1 万亿左右，只略高于 2022 年的同期水平。从原因来看，居民中长期贷款在一二季度的表现没有出现明显变化，一直比较低迷，且二季度居民新增中长期贷款规模下降主要体现为季节因素。导致居民新增贷款在二季度大幅下降的主要原因来自新增短期贷款的规模出现了明显下降。

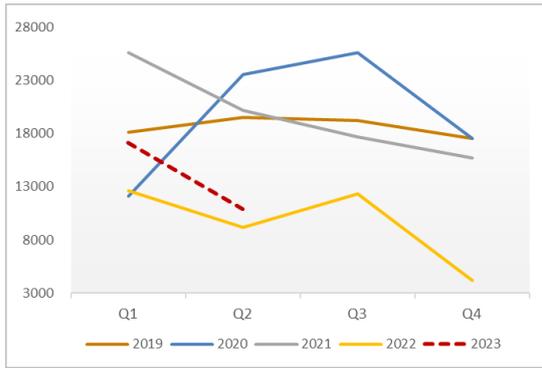


图 21 居民部门新增贷款

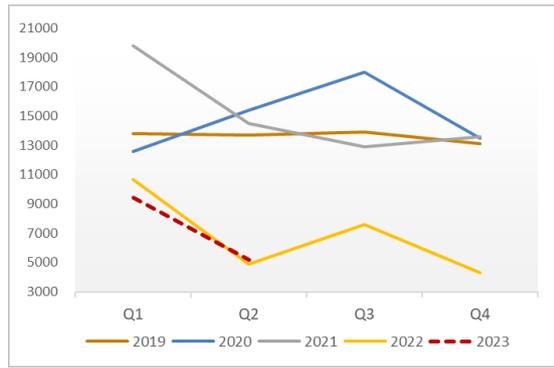


图 22 居民部门新增中长期贷款

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

企业部门融资的环比表现与居民部门类似，二季度也出现了较大幅的融资环比下降。2023 年第二季度，企业部门间接融资和直接融资分别新增 3.8 万亿和 5461 亿元，分别较一季度少增 5 万亿和 5168 亿元。间接融资方面，二季度企业融资规模较历年同期并不偏低。直接融资方面，企业部门债券融资则较往年明显下降，二季度新增债券融资 3015 亿元，分别只相当于 2020-2022 年同期的 19.1%、46.6%和 47.4%。股票融资新增 2446 亿元，较往年同期无明显下降。

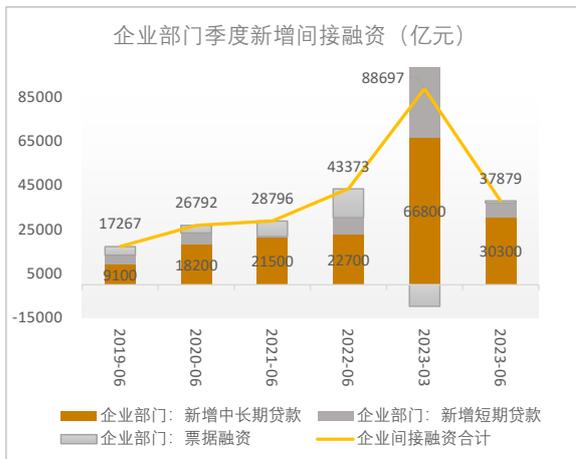


图 23 企业部门新增间接融资



图 24 企业部门新增直接融资

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

公共部门发债融资在二季度较同期出现明显回落。二季度政府债务和城投债净融资规模显著小于历史水平。去年 6 月份政府债务受发行前置政策的影响，当月新增政府债务融资 1.5 万亿，大大超过了历史同期水平。因此，政府债务较去年同期明显下降的主要原因来自基数太高，且主要是 6 月当月的问题，1-5 月政府债务的净融资规模并没有明显减少。相比之下，城投债净融资确实在 5-6 月出现了明显回落。这也印证了二季度公共设施管理业投资增速大幅下降。

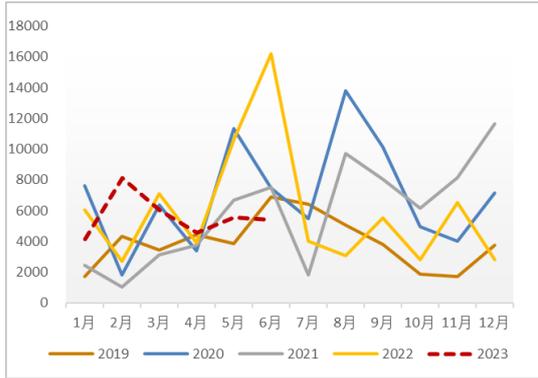


图 25 社会融资规模：政府债券当月值



图 26 城投债净融资规模

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

5、失业率改善后劲不足，青年群体就业压力突出

经济活动恢复动能减弱，制造业和建筑业用工量收缩。2 季度，城镇调查失业率维持在 5.2%，较 1 季度均值下降 0.3 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率维持在 5.5%，较 1 季度均值下降 0.2 个百分点。2 季度制造业和建筑业 PMI 从业人员分项指标均值分别为 48.5%和 48.0%，分别较 1 季度回落了 0.7 和 6.3 个百分点。其中，建筑业 PMI 从业人员分项指标再度回落至收缩区间，反映了基建和房地产行业的低迷。服务业 PMI 从业人员指标均值为 47.7%，较 1 季度回升了 0.1 个百分点，接触型聚集型服务业恢复动能有所减弱。

青年群体就业压力持续上升，明显高于过去几年同期水平。2 季度，16-24 岁人口的调查失业率均值为 20.8%，较 1 季度均值上升 2.5 个百分点，分别高出 2019-2022 年 1 季度均值 9.7、7.7、7.7 和 5.3 个百分点。



图 27 调查失业率

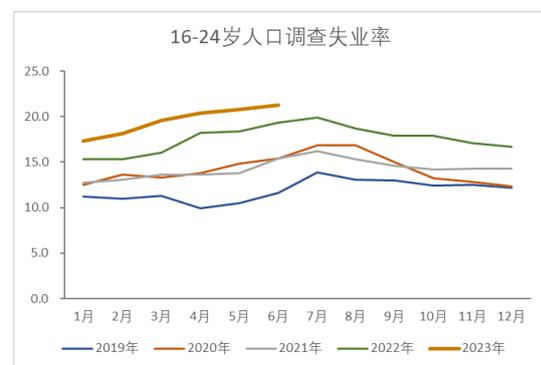


图 28 16-24 岁人口调查失业率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。



6、CPI 同比零增长，PPI 持续下探

2023 年 2 季度，CPI 同比增速持续走低，4-6 月当月同比增速分别为 0.1%、0.2%、0.0%，于 6 月正式进入“零增长时代”。核心 CPI（不包括食品和能源）仍然处于低位，2 季度同比增速均值为 0.6%，较 1 季度回落均值 0.2 个百分点，较去年同期回落 1.2 个百分点，反映出总需求不足仍未得到改善。

PPI 的 6 月同比增速持续下行至-5.4%，自 2022 年 10 月以来连续 9 个月位于负值区间，高基数效应和石油、煤炭等大宗商品价格继续回落是造成 PPI 走低的主要原因。全球经济衰退迹象加深，叠加欧美银行危机影响，大宗商品价格多数下跌，国际原油震荡下行导致上游工业价格持续下行，生产资料价格同比增速从 3 月的-3.4%延续回落至 6 月的-5.4%。

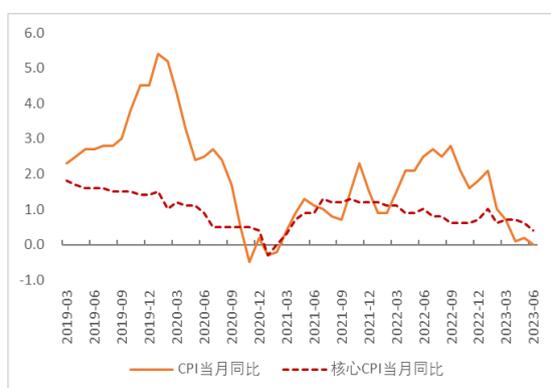


图 29 CPI 与核心 CPI

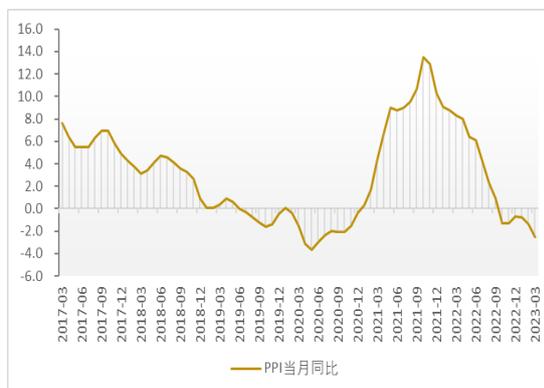


图 30 PPI 当月同比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

■ 展望与政策建议

二季度我国宏观经济的表现可以概括为“两个证伪”和“一个证实”。两个证伪分别是房地产触底和政策大幅刺激，一个证实是外需走弱带动出口增速显著下降。房地产在年初曾经被寄予反弹的希望，但其在一季度呈现出相对平稳的表现后，却在二季度转而加速下滑，拖累整体投资不振。年初时市场对宏观政策的期待过高，随后的政策刺激力度实际上低于市场预期。因此，在一季度的反弹动能消失后，经济内生增长动力不足的问题变得更加凸显。

给定外需的趋势变化和现有的政策力度，2023 年下半年我国经济复苏速度大概率会延续二季度的情况，是比较温和的复苏进程。展望下半年，有三方面风



险值得引起充分重视。

一是政策预期再次落空，叠加持续的低通胀，经济可能会陷入“低通胀陷阱”。二季度经济数据让市场重燃对宏观政策的刺激预期，许多资产价格已经开始表现出这一预期，私人部门也在新的预期下继续观望。如果接下来再次证明市场对政策的预期是错误的，经济主体对经济增速和通胀的预期可能会出现“脱锚”的问题，即预期目标低于我们公布的政策目标，私人部门也会形成低通胀预期。这种情况下，经济可能会陷入“低通胀陷阱”，导致经济增速和通胀在较低的增速水平相互强化和自我循环。届时，政策或许需要付出比现在大得多的努力才能让经济摆脱这种状态。

二是城投债和大型房地产企业风险暴露引发金融市场动荡。二季度部分地区的城投债利息偿付拖到了最后一秒，相关风险再次引发市场广泛担忧，并直接导致许多地方城投公司面临再融资困难。财政部也已经出台了具体政策限制部分地区的新增城投债发行。在土地市场持续低迷的情况下，上述因素叠加在一起会让部分地区的城投平台公司会面临越来越大的现金流压力。一旦有城投平台在公开市场出现实质性违约，避险情绪会快速在金融机构传播，引发新一轮金融市场动荡，中小银行的风险或许也会随之暴露出来。随着房地产消费的再次回冷，众多房地产企业仍面临资金链紧张挑战，海外市场的中国房地产企业债券价格至今没有明显改善，说明市场仍然预期还会有众多企业难以偿还债务。

三是外需大幅回落叠加内需不振诱发经济二次探底。以美联储为代表的海外主要央行的加息仍未结束。即使美联储能够在下半年某个时候停止加息，考虑到当期海外通胀的粘性，高利率环境或许还会持续相当一段时间。加息带来的海外经济收缩在二季度已经体现，我国出口增速开始大幅回落。这种影响是否已经充分体现到我国的出口数据中，目前仍不得而知。叠加地缘政治冲突和贸易摩擦等因素的影响，接下来出口面临的负面冲击会更多。如果外需回落速度较快，那么制造业部门受到的冲击就会超过预期，这种冲击如果不能被汇率充分吸收，就会影响到国内贸易部门的稳定经济，甚至诱发经济二次探底。

接下来宏观政策首先要做的是尽快释放明确的稳增长信号，并给出相对明确的政策目标，目的是锚定经济主体的预期，避免预期“脱锚”。在宏观政策选择上，财政政策和货币政策都是调节总需求的有力宏观政策。当前宏观经济面临的



挑战十分清楚，最突出的矛盾是总需求不足，把两种政策的工具都用足就能走出这种局面。降息和增加财政赤字不冲突，如果能够比较大幅度降低利率，本身也能够降低政府债务的融资成本，是政策协调配合的直接体现。