

宏观报告

报告日期：2023年7月4日

增强政策实施力度，夯实经济复苏基础

——2023年中期宏观经济展望

华龙证券研究所

研究员

姓名：曹明

执业证书编号：S0230517110001

邮箱：caom@hlzq.com

相关报告

《新征程，新起点——2023年宏观经济展望》2022年12月28日

《政策效应强化，内生增长提速——2022年中期宏观经济展望》2022年6月29日

《政策护航，稳字当头——2022年宏观经济展望》2022年1月6日

《经济修复动能减弱，流动性适度宽松——2021年四季度宏观经济展望》2021年10月8日

摘要（核心观点）：

- **全球经济进一步衰退风险加大。**2023年上半年，全球经济增长持续放缓，主要经济体复苏分化明显，新兴市场和发展中经济体的金融压力风险正在加剧。2023年下半年，全球主要经济体货币政策收紧带来的高通胀仍然是重点关注的核心变量，高利率环境对各国政府的财政状况、企业融资成本和消费者消费能力，都将产生不同程度的冲击，全球经济进一步衰退风险加大。
- **国内经济复苏动力仍需进一步巩固。**2023年上半年国内经济需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，经济内生增长动力依旧疲弱，经济恢复基础尚不牢固。经济转型升级面临新的阻力，经济复苏的速度与质量在下半年有待进一步提高。
- **宏观经济政策层层加码，进一步增强稳定性与精准性。**财政政策、货币政策、产业政策与防风险政策要协同发力，在稳增长、控物价和防风险之间把握好平衡。财政政策进一步加大扩张力度；货币政策稳健偏松，力保经济企稳；产业政策对实体经济不断注入新动能。
- **稳增长政策加快落地，经济内生增长动能不断加强。**消费修复性反弹后潜能有望进一步释放，投资全年增速有望保持平稳运行，外贸压力犹存但亮点可陈。下半年经济增速在政策效应逐步体现下回到常态化增长水平，全年GDP增速有望保持在5.0%左右。
- **2022年下半年国内价格水平展望。**CPI低位运行，下半年有望抬升；PPI延续回落，降幅有望在下半年逐步收窄。
- **风险提示：**
中美关系持续恶化；俄乌冲突持续升级；全球通胀回落不及预期；国内经济超预期波动，稳增长政策不及预期。

目录

1、2023年海外经济形势回顾与下半年展望	2
1.1 美国：加息接近尾声，经济增长或将放缓	2
1.2 欧洲：迷雾中前行，衰退风险逐步增大	4
1.3 新兴经济体：经济增长有所分化	5
2、2023年上半年国内经济运行回顾	6
2.1 观点回顾	6
2.2 上半年经济运行回顾	7
3、2023年下半年宏观经济政策展望	9
3.1 财政政策：进一步加大扩张力度	9
3.2 货币政策：稳健偏松，力保经济企稳	10
3.3 产业政策：新业态注入新动能	12
4、2023年下半年国内宏观经济展望	14
4.1 消费：修复性反弹后潜能有望进一步释放	14
4.2 投资：全年增速有望保持平稳运行	15
4.3 外贸：压力犹存但亮点可陈	17
4.4 工业生产：增长动力仍需进一步稳固	18
4.5 就业：结构性矛盾依旧突出	19
5、2023年下半年国内价格水平展望	20
5.1 CPI：低位运行，下半年有望抬升	20
5.2 PPI：延续回落，下半年降幅有望收窄	20
6、风险提示	21

1、2023 年海外经济形势回顾与下半年展望

2023 年上半年，全球经济增长持续放缓，主要经济体复苏分化明显，美国与欧元区经济体呈现出制造业萎缩、服务业强劲的局面，而新兴经济体除印度增长保持较好外，俄罗斯、巴西、南非复苏动能逐渐衰弱。

世界银行 6 月 6 日发布 2023 年全球经济展望报告指出，全球增长急剧放缓，在利率上升的情况下，新兴市场和发展中经济体的金融压力风险正在加剧。全球经济增长预计将从 2022 年的 3.1% 放缓至 2023 年的 2.1%，而经合组织预测 2023 年全球经济增速将放缓至 2.7%。

1.1 美国：加息接近尾声，经济增长或将放缓

经济增速：2023 年一季度美国 GDP 环比增长 1.3%，低于市场预期的 2%，也远不及去年四季度 2.6% 的增速。经济增长呈现出分化局面，表现出的特征是制造业 PMI 持续萎缩，非制造业 PMI 强劲反弹，侧面反映出服务业需求相对旺盛。主要得益于个人收入与消费支出的增速都明显高于疫情前水平，且表现出了一定程度的粘性。

通胀水平：2023 年上半年美国 CPI 较 2022 年全年有一定幅度的回落，但是核心 CPI 回落速度较慢，仍维持一定高位。2023 年 5 月，美国 CPI 同比上涨 4.0%，环比上涨 0.1%，这既是 CPI 同比涨幅自 2022 年 6 月创出 40 年来峰值 9.1% 后连续 11 个月下降，也是 CPI 数据自 2021 年 3 月以来的最小同比涨幅。在剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 5 月核心 CPI 同比涨幅为 5.3%，环比涨幅则连续第三个月保持在 0.4%。由于此次通胀数据好于市场预期，致使美联储 6 月 14 日的货币政策会议选择暂停加息行为。截止目前，美联储连续十次加息

后，对 CPI 整体出现下降趋势起到一些积极作用，下半年通胀反弹压力不大。但是同时也要看到，美国目前实现 2% 的通胀目标还有一定的差距，尤其是核心通胀回落并未取得太多进展。另外加息也对经济增长产生抑制，一方面涉及到企业及个人偿还贷款压力，另一方面对评估银行业压力和收紧信贷对实体经济造成的风险也产生一定的担忧。

图 1：美国名义 GDP 增长（环比折年率%）

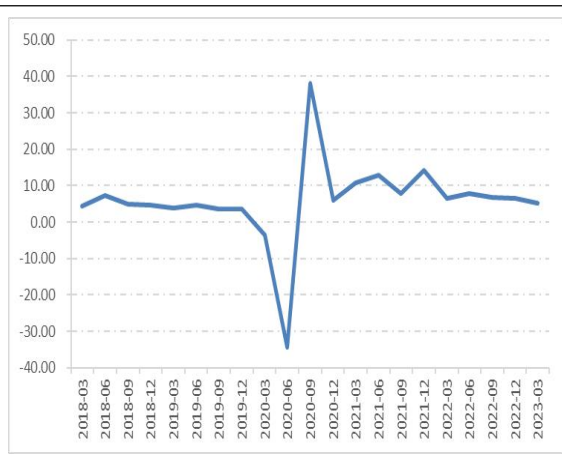


图 2：美国 CPI 当月同比 (%)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

银行业危机需保持警惕：3月至5月，美国银行业危机持续发酵，硅谷银行、签名银行及第一共和银行相继破产倒闭被收购。美国货币监理署（OCC）发布报告显示，在储户挤兑导致多家地区性银行倒闭后，美国银行业正在拨出更多现金来满足存款人的提款需求。目前来看，尽管区域性银行业危机暂告一段落，但是下半年在高利率环境下银行危机仍需保持警惕。

就业水平：5月美国就业连续第二个月加速，在利率上升、通胀水平高企的前提下，劳动力市场依然具有一定的韧性。5月美国失业率 3.7%，相较 4 月份提升 0.3 个百分点，但仍接近历史低位。一方面，美国就业市场的较好表现支撑了服务业的旺盛需求，非制造业 PMI 保持强势，另一方面，劳动力参与率提升引发的强劲招聘，一定程度上也给工资带来上行压力。

图 3：美国失业率（季调%）

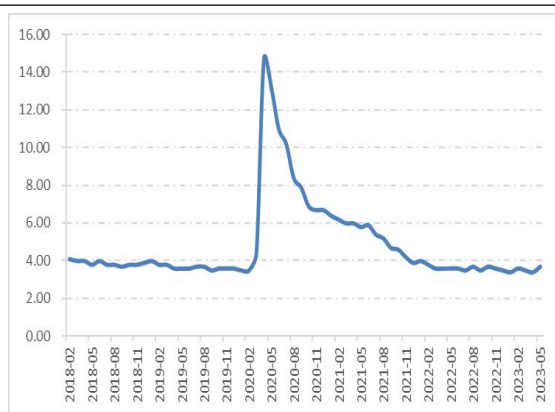
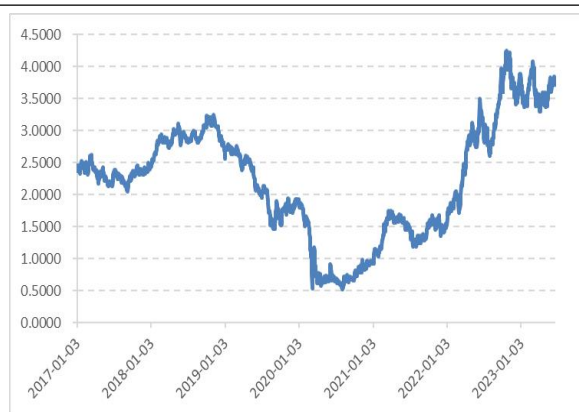


图 4：美国十年期国债收益率 (%)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

货币政策：考虑到美联储致力于将通胀率恢复至 2% 的目标水平，现阶段尽管经济增长温和扩张具有一定韧性，就业增长强劲，失业率保持在历史低位，但是核心通胀率依然较高，预计下半年美联储还将有 1-2 次加息行动。

1.2 欧洲：迷雾中前行，衰退风险逐步增大

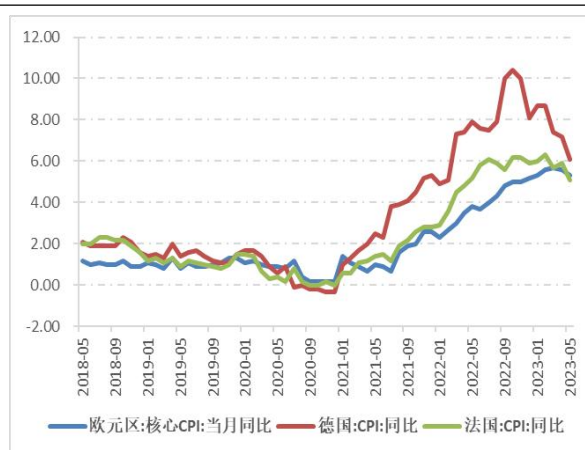
6 月 8 日，欧盟统计局的修正数据显示，2023 年一季度欧元区国内生产总值（GDP）环比下降 0.1%，继 2022 年第四季度环比下降 0.1% 后再次萎缩。连续两个季度 GDP 环比萎缩，表明欧元区经济已陷入“技术性衰退”。在这之前欧元区经济一季度测算为环比从微增 0.1%，从增到降的反转趋势进一步削弱了市场对欧元区经济恢复的信心，欧元区经济进一步衰退的可能性逐步增大。

从通胀水平看，尽管能源危机的缓解和能源价格的下降使欧元区通胀水平有所回落，但核心通胀率仍旧处在高位。欧洲央行 6 月 15 日货币政策会议决议，将欧元区三大关键利率均上调 25 个基点。这是自 2022 年 7 月开启加息进程以来，欧洲央行已连续八次加息，共计加息 400 个基点。2023 年下半年，随着欧洲央行连续八次加息带来经济下行的压力，在经济韧性逐步减退的情况下，欧洲面临的滞胀风险将逐步凸显。

图 5：欧元区制造业 PMI



图 6：欧元区 CPI 同比 (%)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

失业率保持稳定：欧盟统计局（Eurostat）6月1日公布数据显示，欧元区4月的失业率为6.5%，与3月的6.6%相比下降了0.1个百分点，达到历史最低水平。欧元区2023年初经济增长放缓，但失业率在4月继续小幅下降，表明劳动力市场依然强劲，从另一层面也反映出工资上涨仍然会推动通胀水平高企。

1.3 新兴经济体：经济增长有所分化

金砖国家中，经济增长出现明显的分化，印度经济延续稳健增长，巴西与南非经济缓慢复苏，动能有所减弱，俄罗斯经济或将继续衰退。具体来看，印度制造业 PMI 与服务业均在 2023 年上半年维持着较高的景气度，通胀水平依旧高企；巴西经济虽然取得了一定程度的复苏，但是动能有所减弱，体现在制造业 PMI 依旧处于收缩区间，并且失业率处于较高水平；南非一季度 GDP 环比增长 0.4%，其中制造业、金融、房地产和商业服务是推动经济增长的主要因素，但受制于电力危机等因素影响，经济恢复的动能依旧偏弱；俄罗斯在俄乌冲突持续影响的环境下，经济继续收缩。整体来看，在通胀水平居高不下、失业率高位徘徊以及财政压力凸显等众多因素影响下，金砖国家 2023 年下半年经济增长仍然存在较大的不确定性。

图 7：新兴经济体制造业 PMI

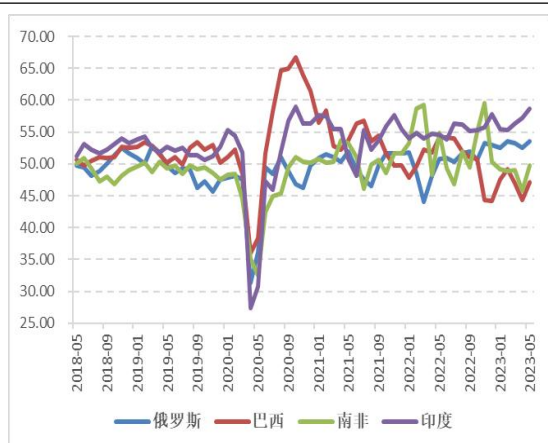
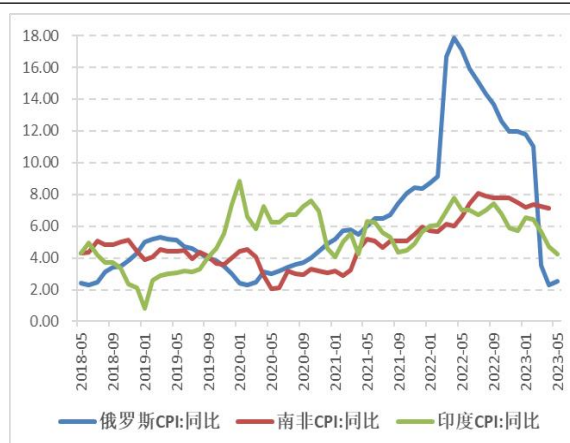


图 8：新兴经济体 CPI 同比 (%)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

展望 2023 年下半年，全球主要经济体货币政策收紧带来的高通胀仍然是重点关注的核心变量，高利率环境对各国政府的财政状况、企业融资成本和消费者消费能力，都将产生不同程度的冲击，全球经济进一步衰退风险加大。

2、2023 年上半年国内经济运行回顾

2.1 观点回顾

2022 年底，我们发布了题为《新征程，新起点》的 2023 年宏观经济展望报告。报告中提出 2023 年全球贸易形势不容乐观，大宗商品价格高位波动，粮食和能源安全问题突出，世界经济面临从滞胀走向衰退的局面。从国内看，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，经济内生增长动力依旧疲弱，经济恢复基础尚不牢固。在全球经济或将步入下行通道的过程中，国内经济增长目标与路径相比全球主要经济体的不同步性趋势仍将延续，预判 2023 年全年 GDP 增速将保持在 5.0% 左右。

2.2 上半年经济运行回顾

2023 年即将过半，经济运行的整体情况来看，我们认为国内经济虽平稳复苏，但下行压力依旧存在，需求不足内生动力不强，经济转型升级面临新的阻力，经济复苏的速度与质量有待进一步提高。

2023 年一季度，随着疫情防控较快平稳转段，内需不断复苏与低基数的作用下，国民经济企稳回升，GDP 同比增长 4.5% 录得良好开局，超乎市场预期。

图 9：GDP 当季同比 (%)

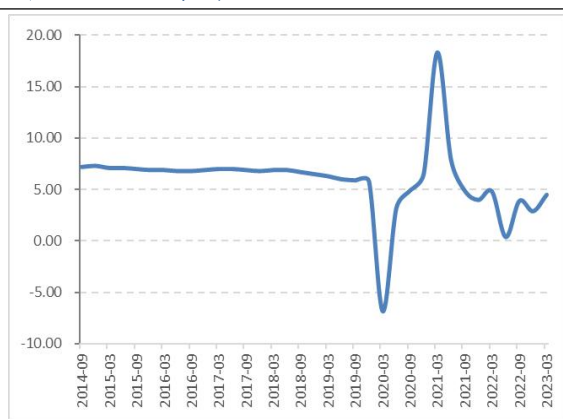
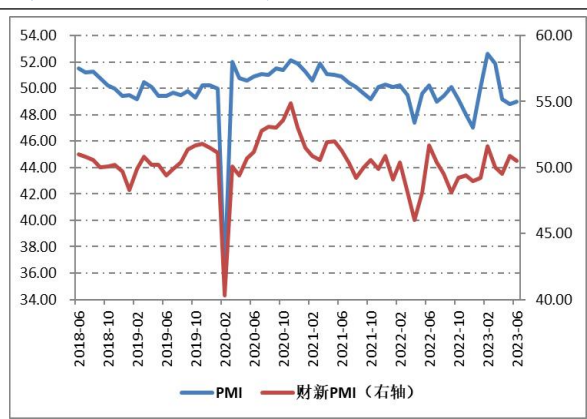


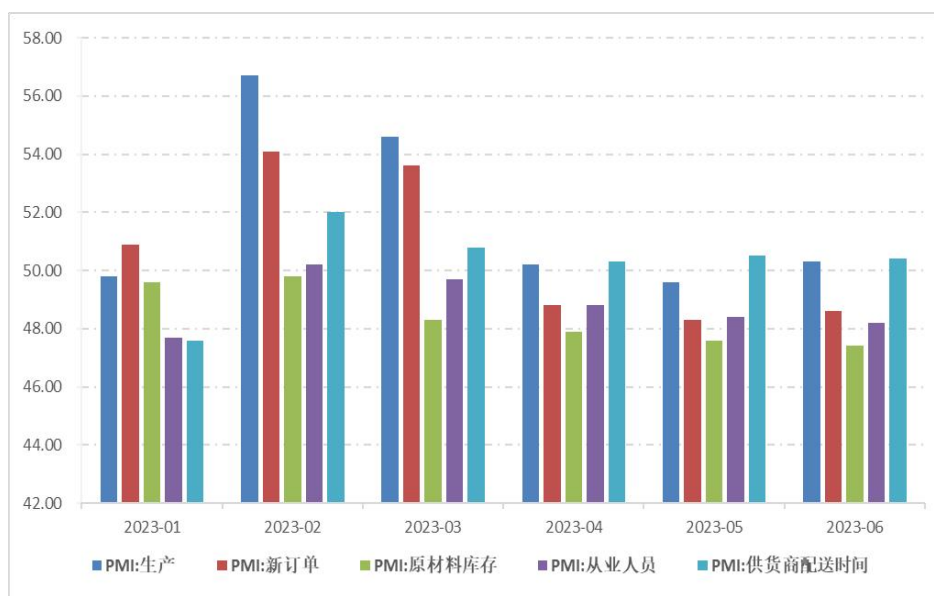
图 10：制造业 PMI 与财新 PMI



数据来源：Wind，华龙证券研究所

从前 6 个月经济表现来看，国民经济也在延续恢复态势，转型升级持续推进，尤其是服务业强劲复苏、出口超预期增长以及中高端产业的带动作用逐步增强等，对经济恢复态势提供较有强度的支撑。

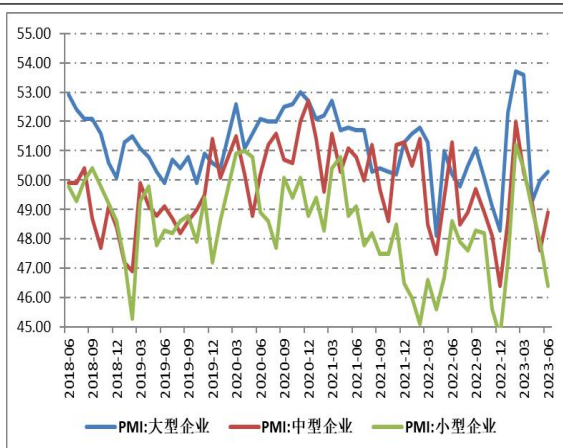
图 11：2023 年 1-6 月度 PMI 分项指标



数据来源：Wind，华龙证券研究所

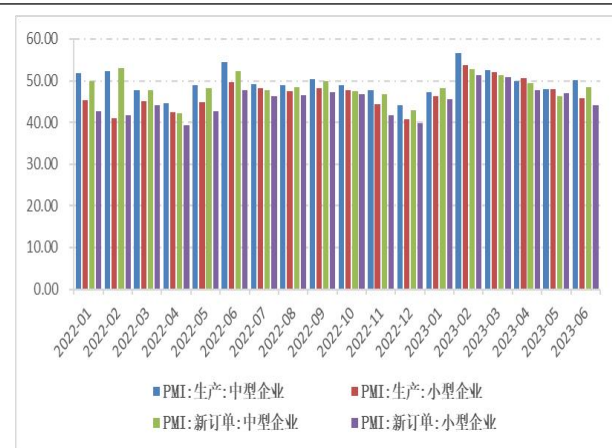
但是在国际环境复杂严峻、国内结构调整压力较大的背景下，经济恢复基础尚不稳固，经济复苏局面持续分化，主要表现在各行业的复苏态势不均衡，服务业修复好于工业生产，大企业生产经营活动环境与盈利水平明显优于中小企业，民生问题中居民收入涨幅不及预期，就业结构性矛盾依然突出等。

图 12：PMI 企业分类



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 13：中小型企业生产与新订单



3、2023 年下半年宏观经济政策展望

2023 年政府工作报告提出，要坚持稳字当头、稳中求进，保持政策连续性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力。

二季度以来，经济复苏动能偏弱，市场需求不足矛盾凸显。6 月 16 日国常会明确提出“研究推动经济持续回升向好的一批政策措施”。展望 2023 年下半年，宏观经济政策要进一步加强稳定性与精准性，财政政策、货币政策、产业政策与防风险政策要协同发力，在稳增长、控物价和防风险之间把握好平衡，助力经济复苏动能进一步增强，更好的完成全年经济增长目标。

3.1 财政政策：进一步加大扩张力度

2023 年 1-5 月，全国一般公共预算收入 99692 亿元，同比增长 14.9%；全国一般公共预算支出 104821 亿元，同比增长 5.8%。一方面受益于 2022 年 4 月启动的大规模增值税留抵退税政策带来的低基数影响，5 月财政收入增速保持两位数增长；另一方面财政支出增速较年初逐步回落，对实体经济的支持力度呈现下降趋势。从支出结构看，由于青年群体就业结构性矛盾凸显，财政支出明显向民生类偏斜，社会保障和就业支出增长最快，其次是科技、教育支出增长较好，而在交通运输、节能环保方面，财政支出力度有所减弱。

图 14: 公共财政支出与收入

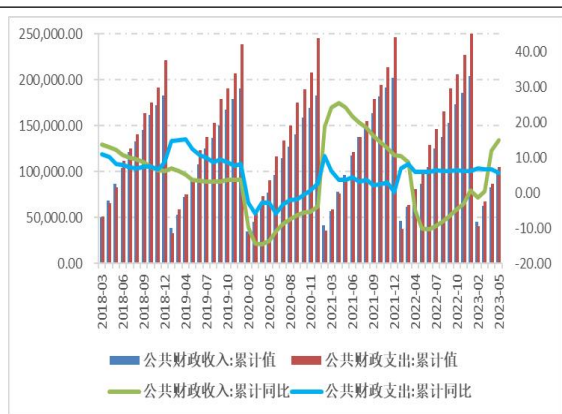
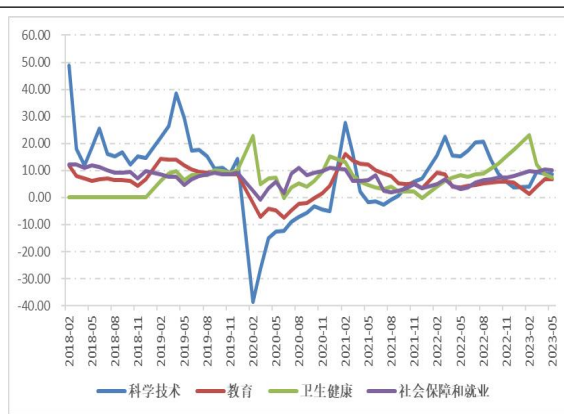


图 15: 财政支出重点领域累计同比 (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

展望 2023 年下半年，财政政策将进一步加大扩张力度，在利用财政规模扩大的同时，提升财政资金使用效率。一方面确保民生改善与助企纾困，多渠道增加民生收入，优化民营企业营商环境，另一方面加大对新兴产品和服务的支持力度，刺激消费与服务提升，增强科技、教育领域支出强度。

3.2 货币政策：稳健偏松，力保经济企稳

《2023 年第一季度中国货币政策执行报告》指出，今年以来货币政策坚持稳健取向，实现了较好的调控效果，有力支持经济发展恢复向好。人民银行综合运用降准、中期借贷便利（MLF）、再贷款和公开市场操作等多种方式精准有力投放流动性，保持银行体系流动性合理充裕。

从 5 月份金融数据看，广义货币 M2 余额 282.05 万亿元，同比增长 11.6%，增速比上月末低 0.8 个百分点，比上年同期高 0.5 个百分点；狭义货币 M1 余额 67.53 万亿元，同比增长 4.7%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 0.1 个百分点。人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比少增 5418 亿元；5 月份人民币存款增加 1.46 万亿元，同比少增 1.58 万亿元。2023 年上半年的货币政策环境整体呈现出一季度信用加速扩张、二季度有所放缓的局面。

图 16: M1 与 M2 同比 (%)

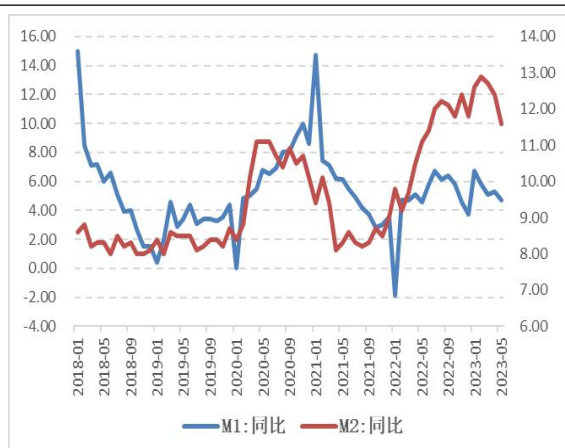
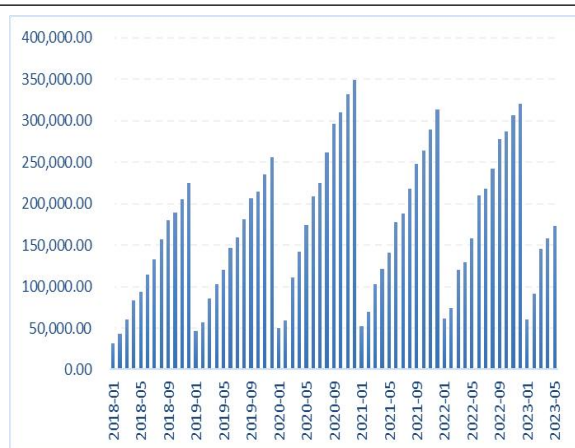


图 17: 社会融资规模累计值 (亿元)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

在货币政策执行与关注点方面,3月17日央行宣布全面降准25个基点,补充银行中长期流动性。6月13日下调公开市场7天期逆回购利率10个基点,6月15日下调MLF利率10个基点,6月20日下调贷款市场报价利率LPR1年期与5年期以上均10个基点,旨在加强逆周期调节,释放稳市场信心。此外,针对于稳物价方面,央行首次提出“关注物价走势边际变化,引导稳定社会预期”,明确指出当前我国经济没有出现通缩,中长期看,经济总供求基本平衡,货币条件合理适度,居民预期稳定,不存在长期通缩或通胀的基础。

图 18: 新增人民币贷款当月值 (亿元)

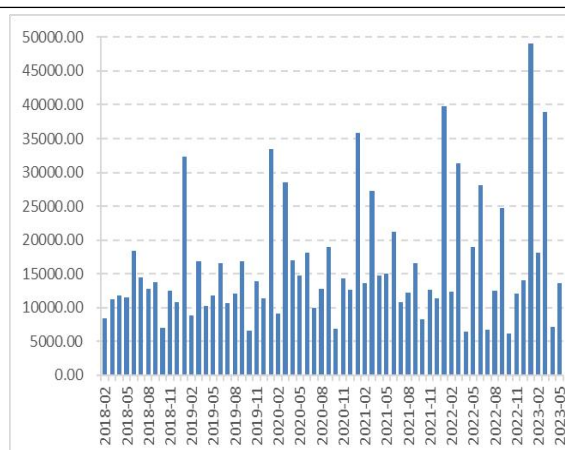


图 19: 居民与企事业单位中长期贷款



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

展望2023年下半年,央行将继续实施稳健的货币政策,总量适度,节奏平稳,搞好跨周期调节,保持货币信贷合理增

长。具体体现在：支持构建粮食、能源等保供稳价体制机制，保持物价水平基本稳定；持续发挥政策性开发性金融工具，有效带动激发民间投资，将更多金融资源向民营小微企业、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节倾斜；增强人民币汇率弹性，稳定市场预期。整体来看，下半年货币政策在降准与结构性降息上依旧存在较大空间，政策稳健宽松的前提下，市场流动性保持合理充沛。

3.3 产业政策：新业态注入新动能

现阶段各国对于产业链供应链主导权的争夺日趋激烈，在新一轮科技革命和全球地缘政治格局演变等因素影响下，国内产业体系发展面临新挑战与新机遇。党的二十大报告提出要建设现代化产业体系。2022年中央经济工作会议提出，要加快建设现代化产业体系，强调找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠。2023年5月召开的二十届中央财经委员会第一次会议进一步明确，要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系。从高层决策对不同时代背景下建设现代化产业体系重点任务的勾画可以看出，加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系意义深远、时不我待。

表 1：历年党中央对现代产业体系规划

“十二五”规划	发展结构优化、技术先进、清洁安全、附加值高、吸纳就业能力强的现代产业体系
“十三五”规划	加快建设创新能力强、品质服务优、协作紧密、环境友好的现代产业新体系
“十四五”规划	构建实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的现代产业体系
党的二十大会议	建设现代化产业体系
2022 年中央经济工作会议	加快建设现代化产业体系，强调找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠
2023 年 5 月二十届中央财经委员会第一次会议	加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系

数据来源：华龙证券研究所依据公开资料整理

2023 年下半年，随着宏观经济政策效应持续显现，市场需求逐步恢复，供给结构不断调整，相关产业政策也会逐项落地，产业政策在做强做优实体经济，进一步对经济增长注入新动能方面，备受市场期待。

结合 6 月 6 日国常会对推动经济增长举措的定调，2023 年下半年产业政策发力点主要集中在以下几点：制定出台恢复和扩大消费的政策，不断释放消费潜力，稳定汽车消费，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造；培育壮大产业集群和提升产业链韧性，诸如浙江、江苏、山东等经济大省已对新一代信息技术、绿色石化、新材料、集成电路等方面都有不同程度的规划与布局，旨在解决核心环节和关键零部件面临“卡脖子”难题，进一步激活制造业发展动能；在稳投资上，加快实施“十四五”规划 102 项重大工程，推动能源、水利、交通等重大基础设施以及新型基础设施建设，尤其是在新型储

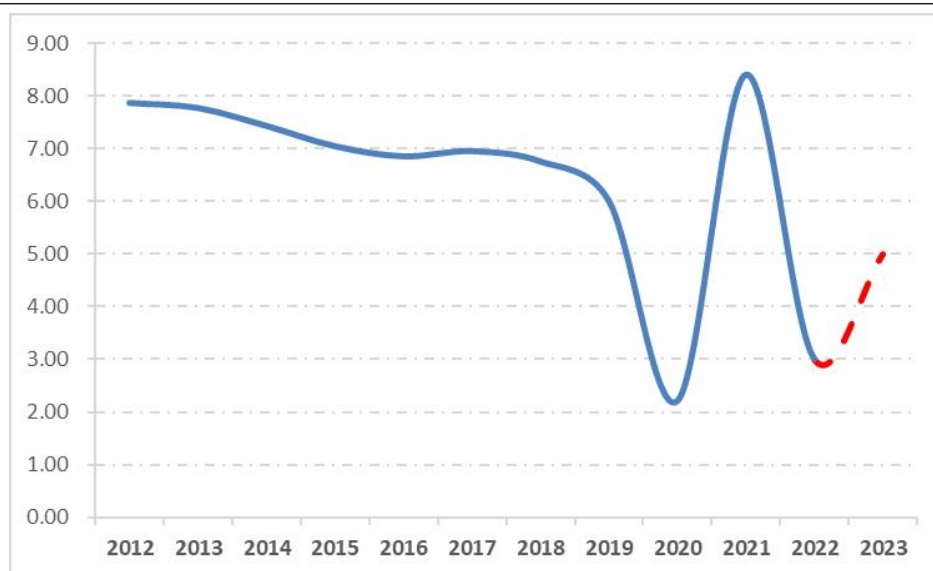
能、氢能方面，加快推动规模化应用。

4、2023 年下半年国内宏观经济展望

2023 年下半年，随着新一轮稳增长政策加快落地，需求端与供给端不断改善，经济内生增长动能不断加强，进一步巩固复苏根基增强复苏动力值得期待。

考虑到去年低基数影响，二季度经济增长会好于一季度，下半年经济增速在政策效应逐步体现下回到常态化增长水平，全年 GDP 有望保持在 5.0%左右。

图 20：年度 GDP 增长率 (%)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

4.1 消费：修复性反弹后潜能有望进一步释放

2023 年 1-5 月，社会消费品零售总额 187636 亿元，同比增长 9.3%，比 1-4 月加快 0.8 个百分点。5 月社会消费品零售总额 37803 亿元，同比增长 12.7%，比上月回落 5.7 个百分点。年初以来，在疫情影响逐步消退下，消费受到去年低基数效应影响反弹较好，一季度 GDP 增长中最终消费对经济增长的贡献率回升至 66.6%，较去年全年明显回升，成为三大需求中拉动

经济增长最主要的因素。

图 21：社会消费品零售总额

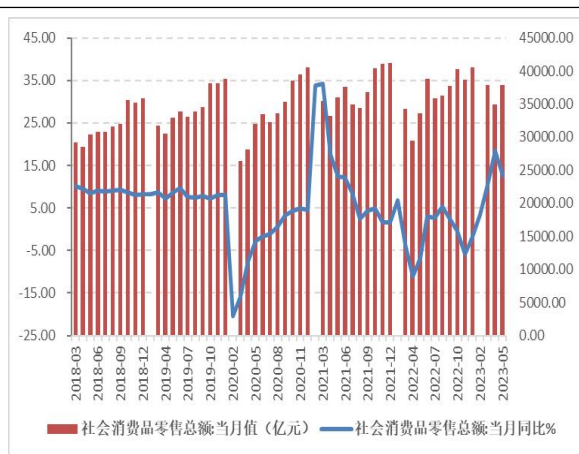


图 22：商品零售与餐饮收入当月同比 (%)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

从消费形态看，消费场景不断增加，居民外出就餐、购物、旅游、住宿等接触型、聚集型服务需求快速释放，推动服务性消费改善较为明显；从消费渠道看，线上零售依然表现较好；从消费品类型看，升级类商品销售增长较快。

政策层面看，国家发改委表示将加紧制定出台关于恢复和扩大消费的政策文件，商务部表示将推动出台支持恢复和扩大消费的一系列政策措施。二季度以来已有 20 余个省份出台了促消费相关举措，包括发放消费券、消费补贴、减征车辆购置税等。展望 2023 年下半年，在促消费政策措施带动下，消费意愿与消费能力逐步增强，消费持续回升的潜能有望进一步释放。除餐饮、出行、娱乐方面外，绿色家电、新能源汽车以及互动式体验式消费将会是未来消费升级的重点方向。

4.2 投资：全年增速有望保持平稳运行

2023 年 1-5 月，全国固定资产投资（不含农户）188815 亿元，同比增长 4.0%，比 1-4 月份回落 0.7 个百分点。分产业看，第一产业投资 4108 亿元，同比增长 0.1%；第二产业投资 58347 亿元，增长 8.8%；第三产业投资 126360 亿元，增长 2.0%。

图 23: 固定资产投资完成额

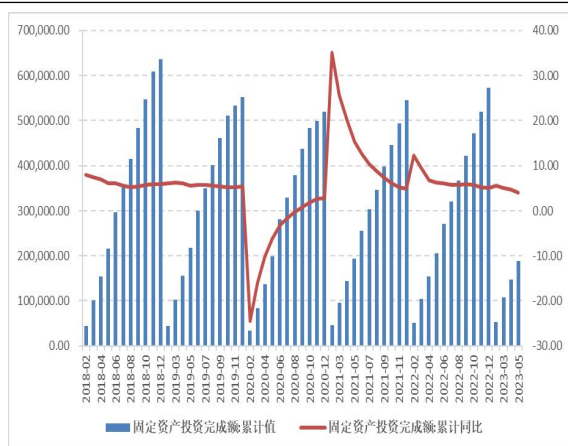
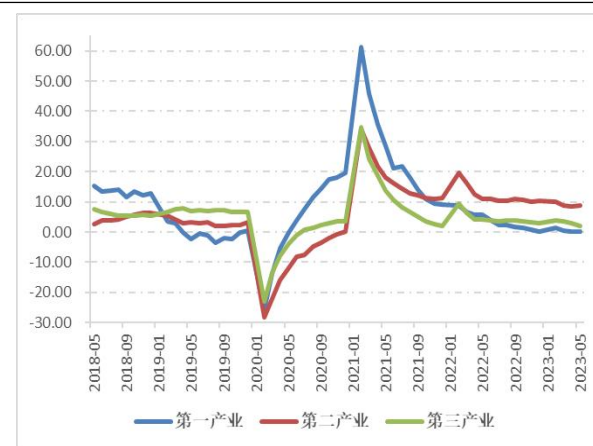


图 24: 三大产业固定资产投资累计同比 (%)



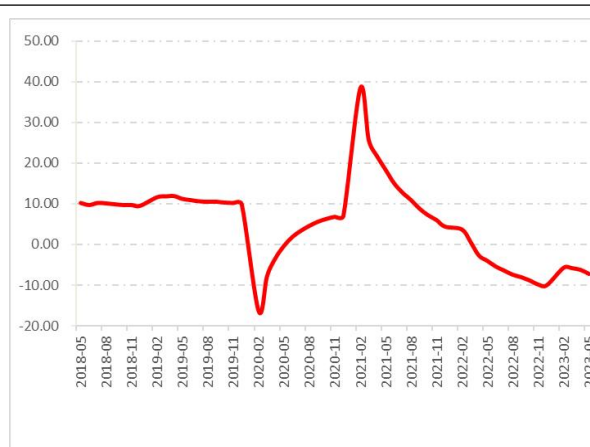
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

从固定资产投资三大构成看，制造业投资增长 6.0%，其中高技术制造业增长 12.8%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 18.8%、16.1%；基础设施投资增长 7.5%；房地产开发投资下降 7.2%。从投资主体看，前 5 个月民间固定资产投资年内首次出现负增长，同比下降 0.1%，而国有控股的固定资产投资在前 5 个月同比增长 8.4%，两极分化明显。

图 25: 制造业与基建投资累计同比 (%)



图 26: 房地产开发投资完成额累计同比 (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

展望 2023 年下半年，固定资产投资增速有望保持平稳运行。以高端化、智能化、绿色化为前提，高技术制造业有望继续领跑固定资产投资增速，传统产业改造升级、信息基础设施

国产化替代等领域，都将支撑制造业投资增速保持较强的韧性，其中工业互联网、新能源汽车、生物医药以及电子通信设备等都是制造业投资的重要抓手。随着就业形势的不断改善，财政支出有望重新向基建投资领域倾斜，一方面在“双碳”目标驱动下，新型电力热力系统的生产与供应依旧会拉动新能源投资保持较快增长，另一方面坐享数字中国建设整体布局规划红利，新基建领域中云计算、大数据、集成电路及关键软件等，都将成为稳投资、惠民生、促发展的重要引擎。

4.3 外贸：压力犹存但亮点可陈

2023年1-5月，我国进出口总值达16.77万亿元，同比增长4.7%，较去年同期下降3.5个百分点，其中出口9.62万亿元，同比增长8.1%；进口7.15万亿元，同比增长0.5%。单从5月份看，进出口总值3.45万亿元，同比增长0.5%，增速较4月的8.9%出现大幅下降，其中出口同比下降0.8%，进口同比增长2.3%。若按美元计算，5月进出口总值同比降幅达6.2%。整体来看2023年上半年外贸增长态势较去年有所下滑。

图 27：进出口金额累计值与累计同比（%）

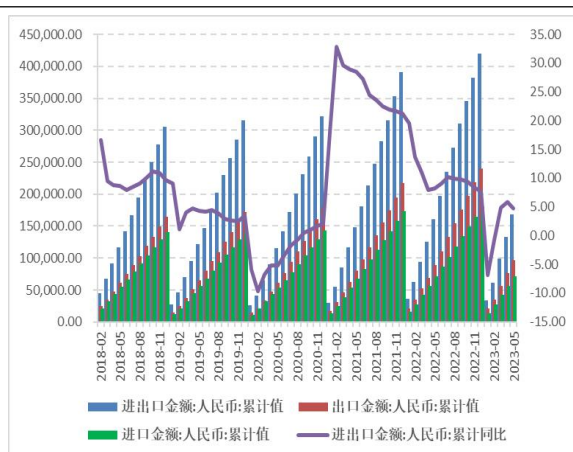
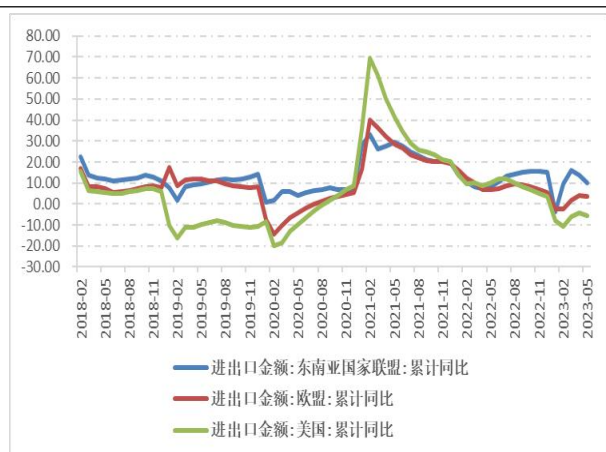


图 28：进出口金额分区域



数据来源：Wind，华龙证券研究所

分区域看，前5个月中国对东盟、欧盟进出口增长，对美国、日本下降。东盟继续为中国第一大贸易伙伴。分产品看，汽车出口同比增长124.1%，保持较高增长态势。

展望 2023 年下半年，在全球性高利率、高通胀和金融风险暴露等影响下，全球需求放缓导致贸易动能衰弱，国内的外贸形势也将存在一定的压力。但是，随着我国与东盟经济体合作不断加强，可以在一定程度上降低地缘政治带来的贸易摩擦风险，缓解外贸压力，与此同时产业结构升级与重塑过程中，外贸结构也在逐步从劳动密集型向资本密集型科技创新型转变，贸易伙伴不断拓展、贸易结构持续优化都将对国内出口形势形成强有力的支撑，外贸增长不会失速。

4.4 工业生产：增长动力仍需进一步稳固

2023 年 1-5 月，规模以上工业增加值同比增长 3.6%，较去年同期提高 0.3 个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 1.7%，增长率较年初持续下滑，制造业增长 4.0%，好于去年同期水平，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.9%。分企业类型看，国有控股企业增加值同比增长 4.2%，较去年有所提升，而私营企业增加值同比增长 1.6%，大幅低于去年同期水平。

图 29：规模以上工业增加值累计同比（%）

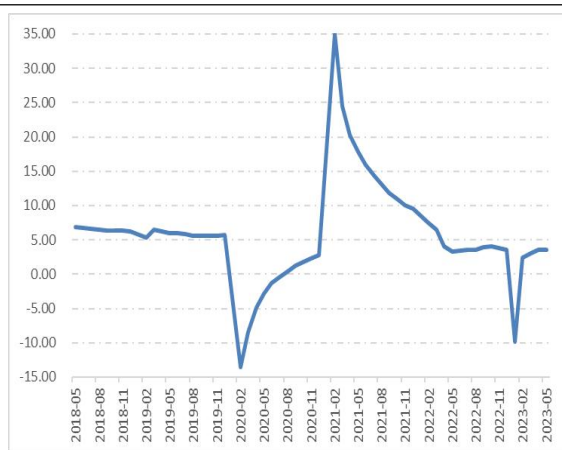
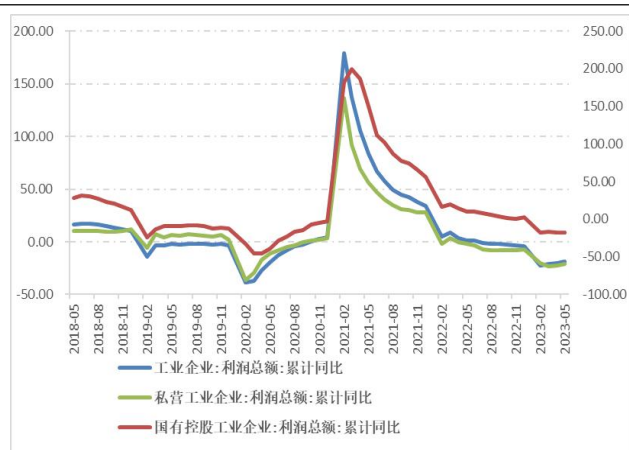


图 30：规模以上工业企业利润累计同比（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

从工业企业经济效益看，1-5 月全国规模以上工业企业实现利润总额 26688.9 亿元，同比下降 18.8%，虽然降幅较年初有所收窄，但相较于去年同期局势有所恶化。其中国有控股企

业实现利润总额 9625.1 亿元，同比下降 17.7%，私营企业实现利润总额 6837.8 亿元，下降 21.3%。

从工业生产及经济效益看，上半年国内工业生产需求不及市场预期，尤其是上游成本挤压与下游需求疲软双重压力下，工业企业利润出现大幅度的下滑，产能利用率有所下降。2023 年下半年，在稳增长政策不断加码的前提下，积极优化产业布局，不断扩大市场需求，工业经济增长动力有望持续稳固。

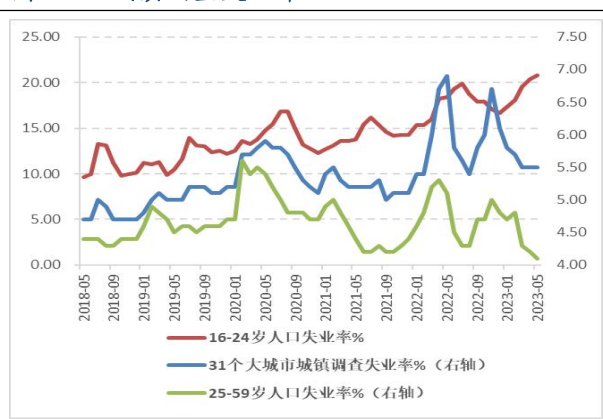
4.5 就业：结构性矛盾依旧突出

5 月全国城镇调查失业率为 5.2%，与上月持平。16-24 岁、25-59 岁劳动力调查失业率分别为 20.8%、4.1%，青年群体失业率仍处在高位，劳动力市场的恢复程度低于预期。

图 31：城镇新增就业



图 32：城镇调查失业率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

现阶段劳动年龄人口不足、劳动参与率下降的问题日益突出。青年失业率连续攀升，意味着劳动力资源利用率不足，人力资源存在浪费现象。与此同时，就业的结构性矛盾更加凸显，高技能人才短缺，“求职难”和“招工难”并存。展望今后，稳增长政策带来经济的不断复苏，更要着重解决结构性就业矛盾，促进就业供需总量平衡。通过不断扩大投资来带动就业，从而提升收入拉动消费，进一步反哺投资，才能促使经济体系良性循环。要精准有效推动相关政策落实落细，帮助更多经营

主体增强信心、恢复活力，深入实施就业优先政策，大力开拓市场化就业渠道，强化重点群体就业支持，促进创业带动就业。

5、2023 年下半年国内价格水平展望

5.1 CPI：低位运行，下半年有望抬升

2023 年 1-5 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.8%，较去年同期大幅回落 0.7 个百分点，扣除食品和能源的核心 CPI 累计涨幅 0.7%，较去年同期下降 0.4 个百分点。5 月全国居民消费价格同比上涨 0.2%，环比下降 0.2%。全国居民消费价格比去年同期上涨 1.5%，5 月份全国居民消费价格同比上涨 2.1%，环比下降 0.2%。2023 年上半年，受到全球经济低迷以及国内需求动力不足的影响，CPI 涨幅总体在低位运行。

图 33：CPI 同比与环比（%）

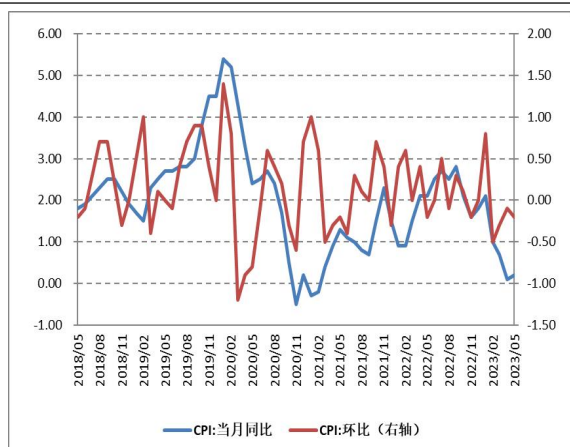
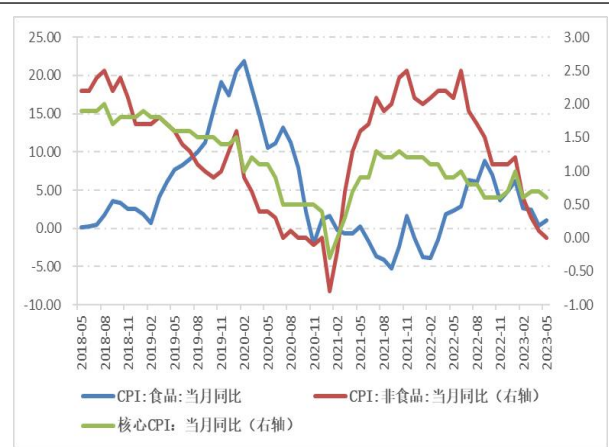


图 34：核心 CPI 及食品与非食品



数据来源：Wind，华龙证券研究所

展望后期，食品价格有望保持稳定，随着就业形势的好转以及市场需求稳步扩大，服务性消费的持续复苏将会对 CPI 起到一定的推升作用，预判下半年 CPI 涨幅将会重回 1.0% 上方。

5.2 PPI：延续回落，下半年降幅有望收窄

2023 年 1-5 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降

2.6%，工业生产者购进价格下降2.3%。5月份全国工业生产者出厂价格同比下降4.6%，环比下降0.9%，工业生产者购进价格同比下降5.3%，环比下降1.1%。2023年上半年，由于国际大宗商品价格走低，上游原材料价格震荡回落，引发生产资料价格降幅不断扩大，叠加去年高基数影响，致使PPI持续下行。

图 35: PPI 与 PPIRM

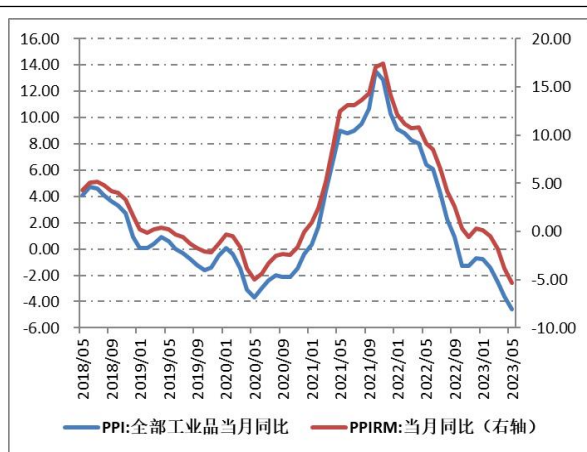
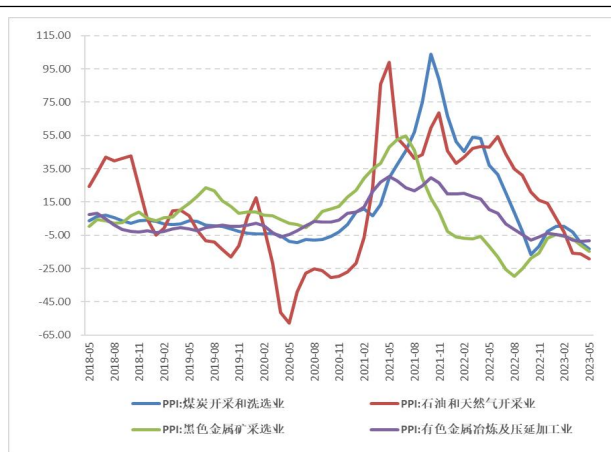


图 36: PPI 重点行业



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

展望后期，国际输入性影响还会持续，疫情冲击对供应链的影响逐渐减弱，全球大宗商品价格将继续震荡回落。国内方面，随着市场需求不断恢复，基建投资保持较快增长下推动部分工业品价格反弹，PPI 降幅有望在下半年逐步收窄。

6、风险提示

中美关系持续恶化。中美关系的冲突点是大国崛起的矛盾，缓和点是为了避免两败俱伤。近期中美关系不断出现波动，两国在很多问题的诉求上面，仍然存在着众多矛盾，尤其在经贸、科技、军事及人权等领域，风险点仍然存在。

俄乌冲突持续升级。俄乌冲突已持续一年多时间，战事持续升级，扩大化趋势愈发明显，不确定性增强。危机带来的负面影响，尤其是全球产业链供应链的不稳定性风险仍需警惕。

全球通胀回落不及预期。全球加息潮席卷下，利率上升和

通胀高企继续对经济活动造成压力。尽管全球主要经济体的央行货币紧缩接近尾声，但通胀仍然是摆在各大央行面前的棘手问题，美英欧通胀仍远高于其央行设定的 2% 的长期通胀目标。

国内经济超预期波动，稳增长政策不及预期。外部形势不明朗，地缘政治反复影响下国内经济出现超预期波动，以及稳增长政策能否及时落地，政策效果是否符合市场预期等。

图目录

图 1: 美国名义 GDP 增长 (环比折年率%)	3
图 2: 美国 CPI 当月同比 (%)	3
图 3: 美国失业率 (季调%)	4
图 4: 美国十年期国债收益率 (%)	4
图 5: 欧元区制造业 PMI	5
图 6: 欧元区 CPI 同比 (%)	5
图 7: 新兴经济体制造业 PMI	6
图 8: 新兴经济体 CPI 同比 (%)	6
图 9: GDP 当季同比 (%)	7
图 10: 制造业 PMI 与财新 PMI	7
图 11: 2023 年 1-6 月度 PMI 分项指标	8
图 12: PMI 企业分类	8
图 13: 中小型企业生产与新订单	8
图 14: 公共财政支出与收入	10
图 15: 财政支出重点领域累计同比 (%)	10
图 16: M1 与 M2 同比 (%)	11
图 17: 社会融资规模累计值 (亿元)	11
图 18: 新增人民币贷款当月值 (亿元)	11
图 19: 居民与企事业单位中长期贷款	11
图 20: 年度 GDP 增长率 (%)	14
图 21: 社会消费品零售总额	15
图 22: 商品零售与餐饮收入当月同比 (%)	15
图 23: 固定资产投资完成额	16
图 24: 三大产业固定资产投资累计同比 (%)	16
图 25: 制造业与基建投资累计同比 (%)	16
图 26: 房地产开发投资完成额累计同比 (%)	16
图 27: 进出口金额累计值与累计同比 (%)	17
图 28: 进出口金额分区域	17
图 29: 规模以上工业增加值累计同比 (%)	18
图 30: 规模以上工业企业利润累计同比 (%)	18
图 31: 城镇新增就业	19
图 32: 城镇调查失业率	19
图 33: CPI 同比与环比 (%)	20
图 34: 核心 CPI 及食品与非食品	20
图 35: PPI 与 PPIRM	21
图 36: PPI 重点行业	21

表目录

表 1: 历年党中央对现代产业体系规划	13
---------------------	----

免责及评级说明部分

分析师声明：

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为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。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价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼
 邮编：730030
 电话：0931-4635761
 邮箱：hlzqys2021@163.com

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号
 天鸿宝景大厦
 邮编：100033

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号
 楼11楼
 邮编：200000