

# 中国宏观金融分析

2023 年第二季度

经济弱势复苏 政策亟待破局

中国社会科学院金融研究所  
宏观金融分析团队

负责人 张晓晶 张明（执行）  
执笔人 曹婧 张冲 费兆奇（国内部分）  
江振龙 王喆 郑联盛（国际部分）

2023 年 7 月

# 目 录

<b>全球宏观金融报告 .....</b>	<b>1</b>
一、全球宏观金融形势回顾与原因分析 .....	2
(一) 通货膨胀 .....	2
(二) 货币政策走势 .....	4
(三) 经济增长 .....	7
二、全球宏观金融形势展望 .....	10
(一) 发达经济体的核心通胀居高不下，紧缩性货币政策或进一步强化 ...	10
(二) 美国经济韧性将被不断消解，经济陷入衰退的概率增大 .....	11
<b>中国宏观金融报告 .....</b>	<b>13</b>
一、国内宏观金融形势回顾 .....	14
(一) “三驾马车”同步走弱 .....	14
(二) 通缩压力加大 .....	15
(三) 社融信贷不及预期 .....	16
二、有效需求不足的微观成因 .....	17
(一) 居民资产负债表呈现收缩迹象 .....	17
(二) 企业资产负债表扩张速度放缓 .....	18
(三) 地方政府资产负债表面临偿债风险 .....	19
三、宏观经济展望和政策建议 .....	20
<b>专题：青年失业率专题报告 .....</b>	<b>23</b>
一、城镇青年调查失业率居高不下 .....	23
二、失业率上升的原因分析 .....	25
三、未来预测 .....	28

# 全球宏观金融报告

2023 年第二季度

## 美欧韧性犹在 紧缩周期延续

### 内容摘要

2023 年一季度以来，美欧等主要发达经济体总体通胀已快速回落，但扣除食品和能源价格的核心通胀仍居高不下。特别是5月份美国核心通胀率为5.3%，超过总体通胀率1.3个百分点。疫情期间美联储等发达经济体央行推出的财政货币刺激政策导致总需求异常强劲，叠加新冠疫情对人力资本造成的重大损伤，使得美欧劳动力市场出现结构性失衡，造成核心通胀十分顽固。在6月份的议息会议上，美联储首次按下“暂停键”，欧洲央行和英国央行选择继续加息25个基点和50个基点，日本央行则继续坚持宽松货币政策立场。通胀缓解、美债上限协议达成和信贷收紧是美联储停止加息的主因。

一季度美国和欧元的GDP同比上涨2%和1.3%，超出市场预期，并未陷入衰退。从需求面看，强劲的就业、收入和消费支撑美国经济在高通胀、高利率、高债务约束下温和增长。从供给面看，疫情改变了行业结构，低生产率的接触服务行业转向了信息技术和金融服务等高生产率的在家办公服务行业，从而使得总生产率提升。

由于美国经济增长比预期更强劲，就业市场比预期更紧张，核心通胀率比预期更高，预计美联储在下半年可能会继续加息1~2次，每次25个基点。欧元区和英国为抑制通胀加息是必然选择。持续紧缩的货币和信贷环境将对美国强劲的内需造成严重的负面冲击，随着美国经济韧性被不断消解，经济陷入衰退的可能性越来越大。

# 一、全球宏观金融形势回顾与原因分析

## （一）通货膨胀

### 1.主要发达经济体总体通胀逐渐回落，但核心通胀仍居高不下

美国总体 CPI 同比增幅从 4 月的 4.9% 降至 5 月的 4%，降幅接近 1 个百分点，超出市场预期，该指标已连续 11 月下降，创下 2021 年 3 月以来新低，5 月美国核心 CPI 同比增长 5.3%，较前值 5.5% 减少 0.2 个百分点。欧元区 5 月总体 CPI 同比增幅为 6.1%，较前值 7% 迅速回落，同期核心 CPI 增幅与美国相当。英国通胀高烧不退，5 月英国总体 CPI 同比上涨 8.7%，虽与 4 月持平，但高于市场预期值 8.4%，5 月英国核心 CPI 也加速上涨较 4 月增加 0.3 个百分点，创下 1992 年 3 月以来新高。日本 5 月总体 CPI（除生鲜食品）同比增长 3.2%，较前值 3.4% 有所放缓，但不包括能源价格的核心 CPI 指标继续走强，同比上涨 4.3%，高于前值 4.1% 和预期值 4.2%。总的来看，主要发达经济体的总体通胀自 2022 年触顶之后表现出明显的回落态势（见图 1），但核心通胀仍居高不下，呈现较强的黏性（见图 2）。其中，英国通胀比其他主要发达经济体更为持久，日本潜在价格趋势有可能会继续上升。

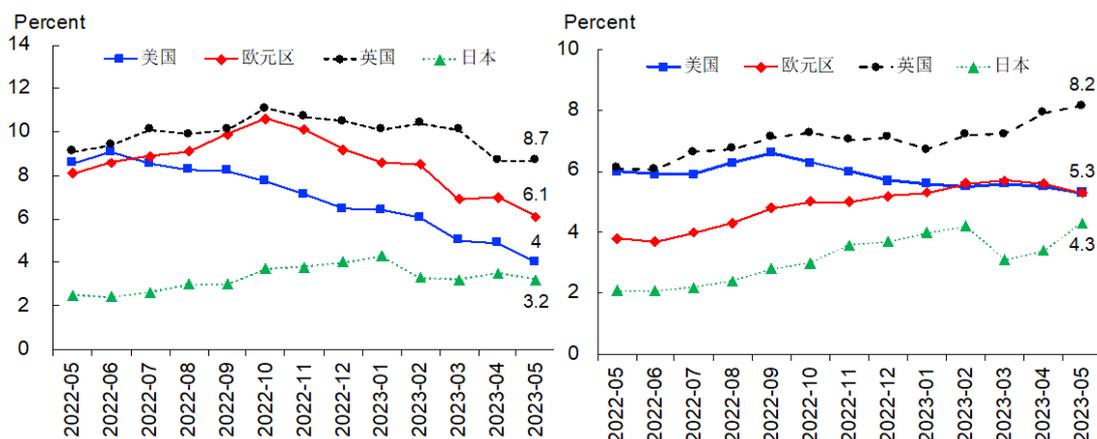


图 1 主要发达经济体总体 CPI 同比增幅 图 2 主要发达经济体核心 CPI 同比增幅

资料来源：CEIC。

### 2.劳动力市场结构性失衡造成核心通胀难以回落

疫情后时代的通胀高企是一个复杂现象，涉及多种来源及其复杂动态的相互作用。针对何种因素导致疫情后时代美国通胀高企这一关键问题，伯南克和布兰

查德的最新研究显示<sup>1</sup>，通胀在很大程度上反映了强劲的总需求，这是超宽松财政货币政策、疫情期间积累的过度储蓄的结果。强劲的总需求以及新冠疫情对人力资本造成的严重损害导致劳动力市场供不应求，表现为职位空缺率居高不下（见图3）、失业率维持在历史低位（见图4），工人的名义工资增长率大幅增长（基本能补偿价格上涨产生的通胀效应，见图5）。

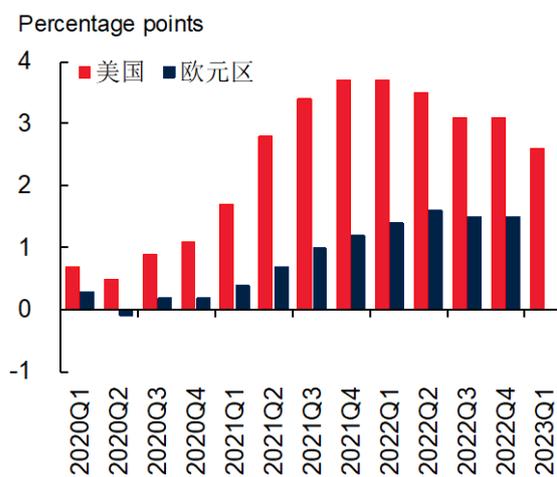


图3 美国和欧元区的职位空缺率

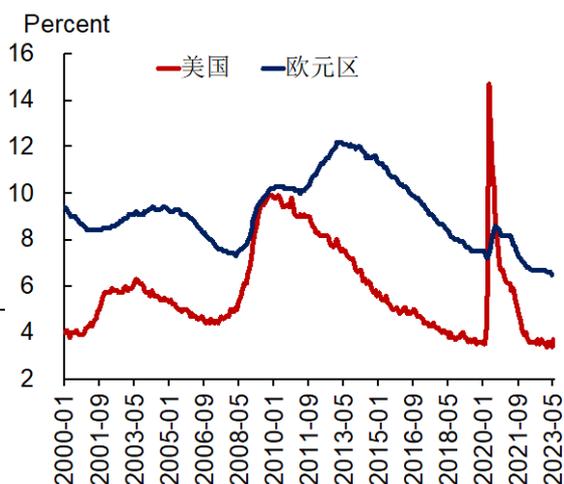


图4 美国和欧元区的失业率

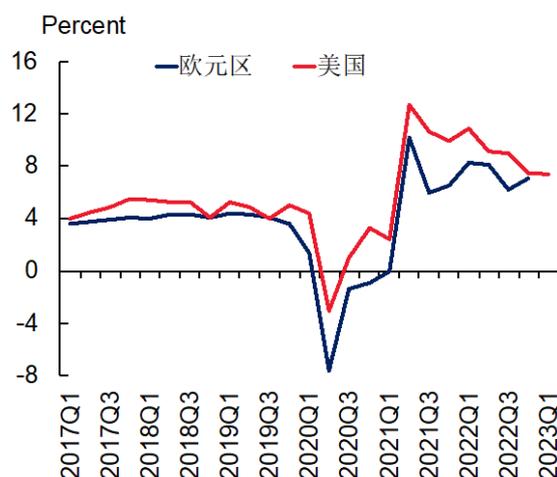


图5 美国和欧元区的名义工资增长率

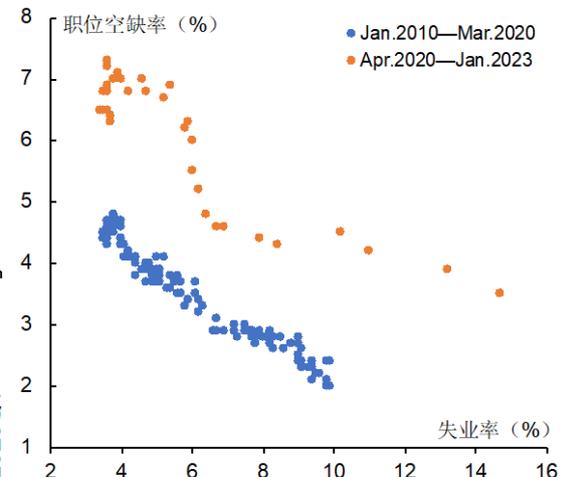


图6 美国贝弗里奇曲线

资料来源：图3-图5的数据来自世界银行，图6的数据来自国际货币基金组织。

伯南克和布兰查德对美国通胀进行定量分解，发现紧张的劳动力市场对早期通胀的贡献并不大，早期通胀主要反映供给缺乏弹性，体现为商品价格上涨。从2023年开始，紧张的劳动力市场开始对通胀具有显著影响，体现为核心服务价格上涨。采用一季度报告中对美国核心通胀的分解方法，发现5月份美国住房价

<sup>1</sup> Bernanke, B.S., and Blanchard O., “What Caused the US Pandemic-era Inflation”, Working Paper, 2023.

格上涨 8.4%，核心服务（包括旅游、金融和法律等）上涨 4.6%。由于美国住房租金至少存在 6 个月的滞后性，住房服务价格增幅虽大但很可能在今年年底就会出现下降态势，而核心服务价格目前还没有放缓的迹象。

如果过热的劳动力市场持续下去，那么美国等发达经济体的核心通胀仍将在高位盘整，难以回落。由于只有平衡好劳动力市场才有可能实现 2% 的通胀目标值，从现在起中央银行采取的反通胀政策可能要重点关注劳动力市场，因为。换言之，贝弗里奇曲线（Beveridge Curve）能否向下移动至大流行前的位置是衡量反通胀政策效果的重要参考标准（即图 6 中黄色曲线位置能否回落至蓝色曲线位置）。

## （二）货币政策走势

### 1. 主要发达经济体货币政策紧缩节奏缓而不同

美联储在 6 月的议息会议上宣布暂停加息，保持 5%~5.25% 的联邦基金利率目标区间不变，这是自去年 3 月美联储开启加息周期首次按下“暂停键”（见图 7）。相对于美联储的“按兵不动”，欧洲央行和英国央行选择继续加息。欧洲央行在 6 月议息会议上宣布加息 25 个基点，将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别上调至 4%、4.25%、3.5%，这是自去年 7 月欧洲央行开启加息进程以来连续第 8 次加息（见图 8）。英国央行在 6 月议息会议上宣布加息 50 个基点，将基准利率从 4.5% 上调至 5%，这是 2021 年 12 月以来英国央行连续第 13 次加息（见图 9）。日本央行则继续坚持宽松货币政策立场，维持短期利率 -0.1% 不变，允许长期利率波动幅度维持在  $\pm 0.5\%$  水平。总的来看，主要发达经济体货币政策紧缩程度虽趋于放缓但节奏有所不同。

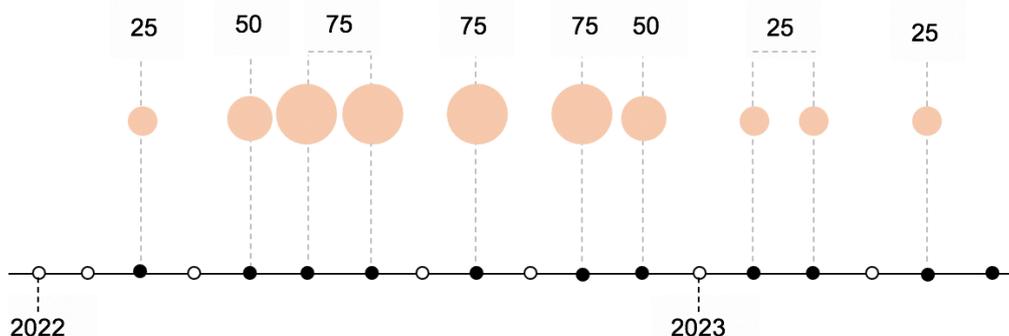


图 7 美联储加息路径示意图

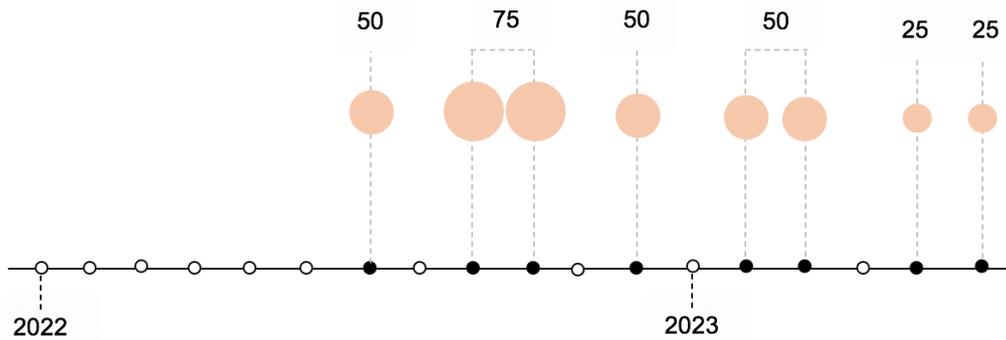


图 8 欧洲央行加息路径示意图

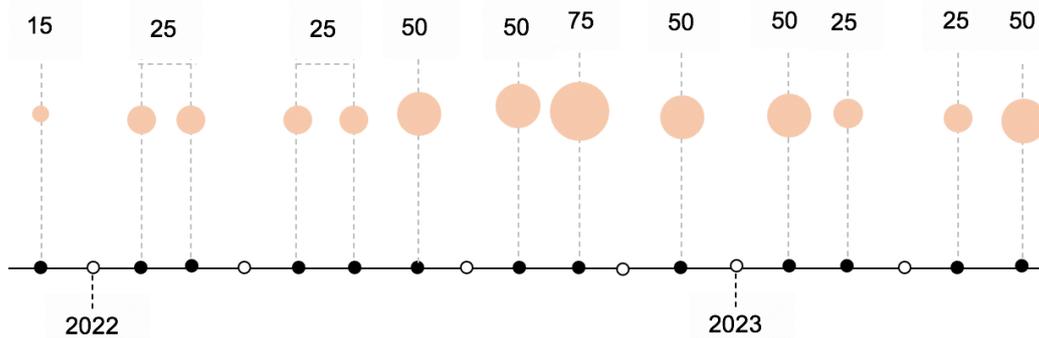


图 9 英国央行加息路径示意图

## 2. 通胀缓解、美债上限协议达成和信贷收紧是美联储停止加息的主因

通胀缓解是美联储按下加息“暂停键”的首要支撑。通胀缓解的含义不单指 CPI 同比下降，还有以下两个方面重要的体现：一是名义利率跑赢通胀，即实际利率为正。尽管美联储从 2022 年 3 月开始加息，但直到 2023 年一季度美国实际利率才由负为正（见图 10）。二是除了 CPI 数据持续下降，美国消费者的通胀预期也有所改善。根据纽约联储最新公布的月度消费者预期调查数据，5 月份美国消费者对未来 1 年通胀预期中值约为 4.1%（见图 11 实线），对未来 3 年通胀预期中值约为 2.9%（见图 11 虚线）。若从消费者短期通胀预期来看，该指标已经创下 2021 年 5 月以来的最低水平。

美债上限协议达成也使美联储在货币政策上掌握更多主动权。这是因为，债务上限协议达成后，美国财政部在短期可能会大肆举债以充实现金流，预计未来数月美国财政部举债规模将超过 1 万亿美元，而此举很可能会吸引原本投向其他标的或银行存款的资金，从而引发美元流动性危机，造成短期融资利率上升<sup>2</sup>并

<sup>2</sup> 根据美国国会预算办公室（CBO）的估计，美国财政部在 2023 年需要为 10 年期国债支付 3.9% 的利息，为 3 个月国债支付 4.5% 的利息，而这些国债利率在 2022 年仅需要支付 3% 和 2%。

收紧经济活动的弹性。根据美国银行（Bank of America）的估计，其造成的经济影响不亚于加息 25 个基点，这给美联储提供了更多观望市场的时间。

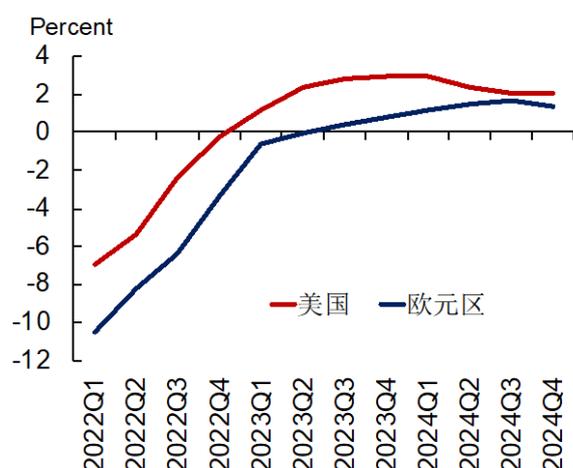


图 10 美国和欧元区实际利率

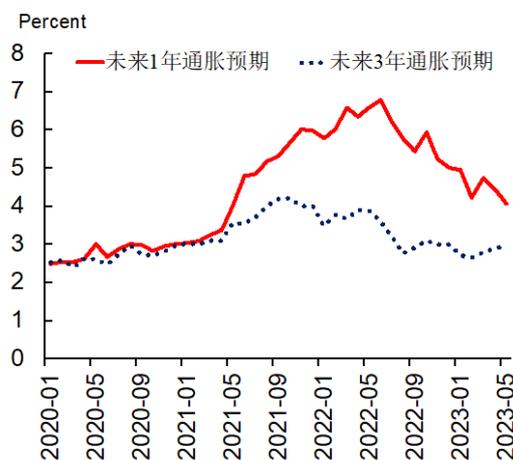


图 11 美国消费者通胀预期

资料来源：国际货币基金组织、Federal Reserve Bank of New York。

3 月份暴发的美欧银行业危机虽然没有引发系统性金融风险，但局部的金融动荡时有发生，且市场对银行业危机的担忧还没有完全没有缓解。美国财长耶伦近期明确指出，美国的银行业可能还会发生合并重组。截止目前，美联储的银行定期融资计划（BTFP）使用规模已突破 1000 亿美元，连续数周上涨，这说明美国银行业仍未走出“流动性困境”。根据世界银行的数据，美国和欧元区一季度银行贷款（流向非金融企业）大幅下滑（见图 12），且银行向非金融企业贷款的标准迅速收紧（见图 13），这表明在银行业危机的冲击和传导下，企业融资难度显著增大，在在一定程度上强化了紧缩性货币政策的效果。

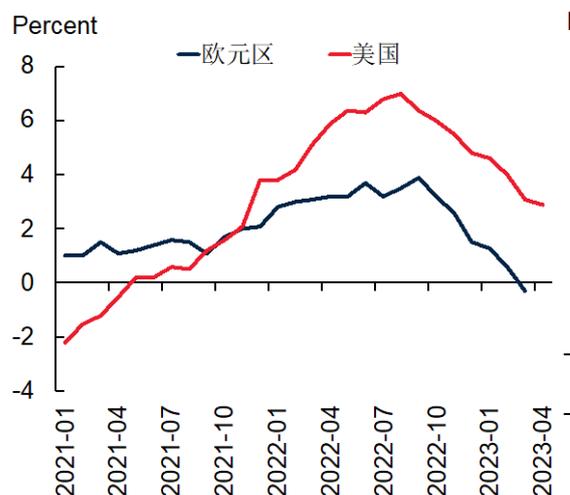


图 12 美国和欧元区的银行贷款变动幅度

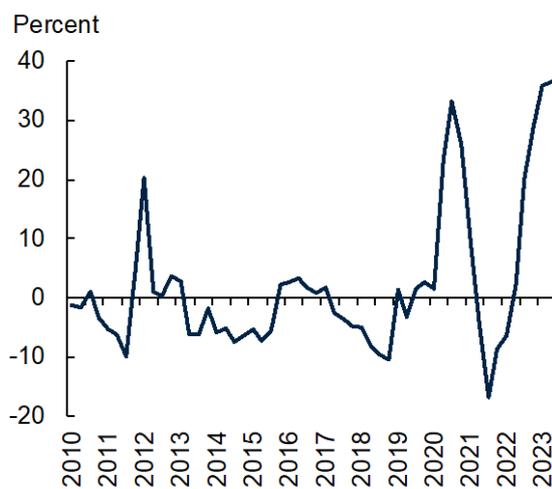


图 13 美国银行收紧贷款标准的幅度

资料来源：世界银行。

综上，美联储在 6 月选择暂停加息符合市场预期，同时通过预期管理方式引导市场相信未来仍会加息，这样做既能观测货币政策的传导效果，还能缓解金融紧缩压力。这种适当放慢脚步的做法，可以给未来加息留有余地，还能起到延长紧缩周期的效果。

### （三）经济增长

#### 1.主要发达经济体增长虽趋于放缓，但经济韧性超出预期

2023 年一季度，美国国内生产总值（GDP）为 6.48 万亿美元，实际同比增长 2%；欧元区一季度 GDP 为 4.43 万亿美元，实际同比增长 1.3%；英国一季度 GDP 为 0.79 万亿美元，实际同比增长 0.1%；日本一季度 GDP 为 1.08 万亿美元，实际同比增长 1.3%。在主要发达经济体中，只有欧元区一季度 GDP 环比出现负增长，根据欧盟统计局公布的最新修正数据，一季度欧元区 GDP 环比下降 0.1%<sup>3</sup>。从发达经济体一季度经济增度来看，主要国际机构（如国际货币基金组织、世界银行）和不少专家学者在去年和今年年初预测全球经济将出现广泛且长期的经济衰退至少到目前为止还没有发生，并且没有明显的迹象显示全球经济即将陷入衰退。特别是，美国经济韧性持续超出预期。由表 1 可知，相较于今年 1 月份，国际货币基金组织和世界银行在 6 月份提高了美欧 2023 年实际 GDP 增速，其中美国经济向上修正幅度更加显著。根据亚特兰大联储构建的 GDPNow 模型<sup>4</sup>，二季度美国 GDP 环比折年率预计为 2.3%（2023 年 6 月 30 日预测值），高于一季度的实际值 2%。此外，美联储在 6 月公布的《经济预测摘要》也大幅上调了 2023 年美国 GDP 增长预期，由 3 月的 0.4%上调至 6 月的 1%。

#### 2.强劲的消费和复苏的生产率支撑美国经济增长

大流行以来，很多人包括美国人自己都认为美国经济正在衰退的路上渐行渐

---

<sup>3</sup> 4 月 28 日欧盟统计局公布的欧元区一季度 GDP 环比上升 0.1%，但由于欧元区第一大经济体德国连续两个季度 GDP 环比出现较大幅度下降，因此欧盟统计局将欧元区经济增速向下调整。

<sup>4</sup> GDPNow 模型使用与美国经济分析局（BEA）类似的估计方法来估算美国实际 GDP 增长率，它可以在美国官方数据发布前提供 GDP 增长率的“临近预测”（Nowcast）值。随着美国官方机构陆续公布实际数据指标，GDPNow 模型通过不断更新相关数据对当期 GDP 预测值也在进行动态调整。必须要指出的是，GDPNow 模型不是亚特兰大联储对美国 GDP 增长率的官方预测，它应当被视为基于当前季度可用的经济数据对实际 GDP 增长的估算，这种估算完全基于模型的数学计算结果，不存在任何人为主观因素调整，也就是说 GDPNow 模型无法捕捉除模型以外其他影响 GDP 的因素。

远，但数据显示美国经济的韧性超出预期，美国经济活动并没有像今年年初预期的那样迅速放缓甚至濒临衰退。在高通胀、高利率、高债务（以下简称“三高”）的约束下，美国仍是全球最具生产力和最具创新性的超大经济体。在“三高”约束下美国经济为什么能表现出超预期的韧性，其经济增长的动力究竟是什么，这是我们要深入探讨的内容。

表 1 主要国际机构对发达经济体实际 GDP 增速的预测值 (%)

机构	经济体	2022	2023	2024
国际货币基金组织 (IMF)	世界	3.4	2.9→2.8 (0.1↓)	3.1→3.0 (0.1↓)
	发达经济体	2.7	1.2→1.3 (0.1↑)	1.4→1.4 (0.0)
	美国	2.1	1.4→1.6 (0.2↑)	1.0→1.1 (0.1↑)
	欧元区	3.5	0.7→0.8 (0.1↑)	1.6→1.4 (0.2↓)
世界银行 (World Bank)	世界	3.1	1.7→2.1 (0.4↑)	2.7→2.4 (0.3↓)
	发达经济体	2.6	0.5→0.7 (0.2↑)	1.6→1.2 (0.4↑)
	美国	2.1	0.5→1.1 (0.6↑)	1.6→0.8 (0.8↓)
	欧元区	3.5	0.0→0.4 (0.4↑)	1.6→1.3 (0.3↓)

注：2023 年和 2024 年的值有两个，前值是一月份的预测值，后值是截止目前最新的预测值。其中，符号 (↓)、(↑) 分别表示下降和上升的百分点。

资料来源：国际货币基金组织、世界银行。

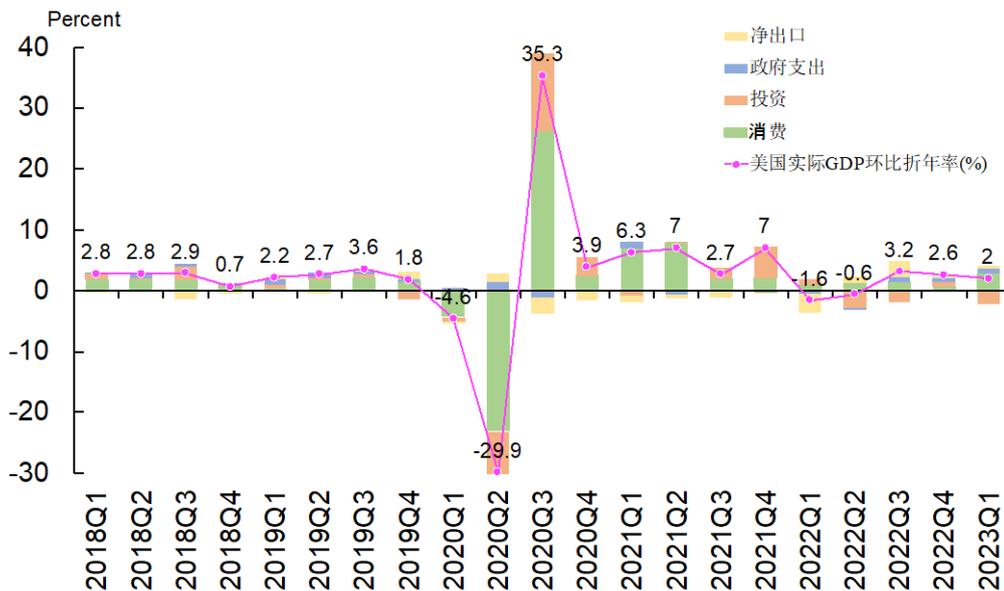


图 14 美国实际 GDP 环比折年率及其分项贡献

资料来源：U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA)。

从需求面来看，美国 GDP 可以分解为四大部分：消费、投资、政府支出和净出口。作为最成熟的发达经济体，美国经济增长主要依靠内需（消费加投资）拉动。从图 14 可以看出，一季度占美国经济总量约 70% 的个人消费支出增长 2.8 个百分点，高于去年四季度 0.7 个百分点的增幅，为 2021 年第三季度以来的最高水平；同期私人投资对美国经济增长贡献为负 2.2 个百分点，相比较去年四季度正 0.8 个百分点的贡献，私人投资严重下滑是拖累美国一季度经济增长的主因。

表 2 2008 年国际金融危机以来美国生产率变化 (%)

时间	劳动生产率				全要素生产率
	整体经济	商业	非商业	制造业	商业
2010:Q1—2016:Q4	0.64	0.88	-0.09	0.10	0.54
2017:Q1—2019:Q4	1.06	1.47	-0.18	-1.11	0.76
2020:Q1—2022:Q1	1.87	2.11	1.16	1.88	1.27

资料来源：Gordon 和 Sayed (2022)。<sup>5</sup>

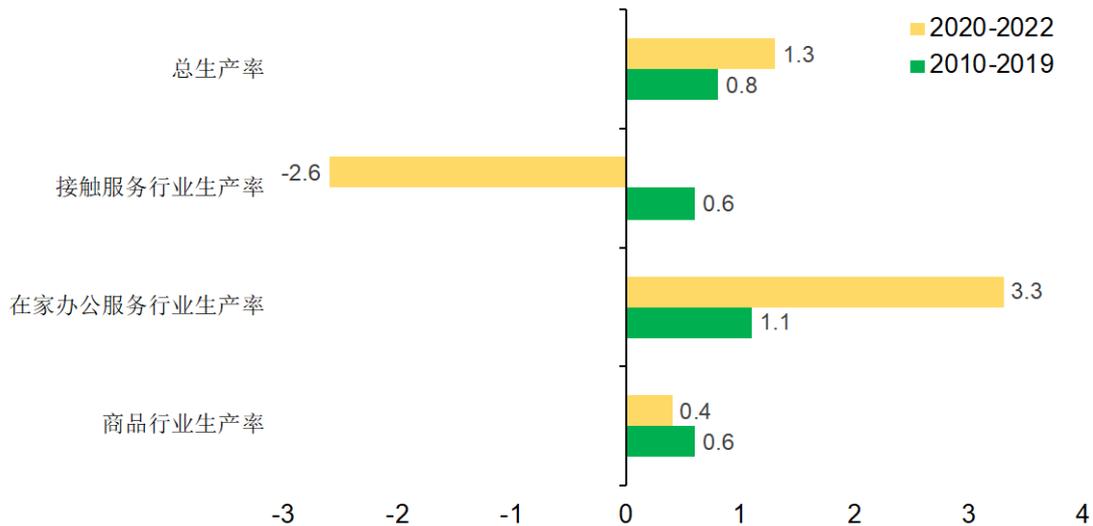


图 15 大流行前后美国不同行业生产率的变化 (%)

资料来源：Gordon 和 Sayed (2022)。

从供给面来看，美国生产率（包括劳动生产率和全要素生产率）在 2010-19 年期间的增速比二战后任何其他十年都要慢。商业部门的年均增长率仅为 1.1%，

<sup>5</sup> Gordon R., and Sayed H., “A New Interpretation of Productivity Growth Dynamics in the Pre-Pandemic and Pandemic Era U.S. Economy, 1950-2022”, NBER Working Paper, No. 30267, July 2022.

不到 1950-2009 年均增长率 2.5%的一半。为什么在美国历史上最长的商业周期扩张期间生产率增长为何如此缓慢,以及为什么在短暂但及其严重的大流行衰退期间突然出现生产率增速飙升现象(见表 2)。Gordon 和 Sayed (2022) 构建了一个关于多行业生产率水平和变化的季度数据库,这些行业被分为三类:商品行业、在家办公服务行业和接触服务行业。大流行导致的封锁政策显著改变了行业结构,低生产率的接触服务行业转向了信息技术和金融服务等高生产率的在家办公服务行业。在 2020 年至 2022 年初的 9 个季度(2020Q1:2022Q1)中,商品行业的生产率增长几乎可以忽略不计,接触服务行业的生产率平均每年下降 2.6%,而在家办公服务行业贡献了经济整体生产率全部正增长,实现了生产率 3.3%的强劲增长(见图 15)。如果将在家办公行业效率的飙升与疫情期间一项调查联系起来,结果显示人们工作效率提升一个重要的原因是被节省下来的通勤时间用于工作但却未被衡量。

## 二、全球宏观金融形势展望

### (一) 发达经济体的核心通胀居高不下,紧缩性货币政策或进一步强化

通胀大幅下降是支持美联储在 6 月暂停加息的重要砝码。但从 6 月份美联储议息会议纪要以及近期鲍威尔的表态来看,美联储已经深刻地认识高通胀造成的困难,将致力于使通胀回到 2%的目标值。从一季度美国的经济数据可以看出,美国经济增长比预期更强劲,就业市场比预期更紧张,核心通胀率比预期更高。这表明,货币政策尚未足够长时间地保持足够的限制性水平。另外,美国债务上限协议达成意味着财政资金在短期相对充足。在疤痕效应下,美联储仅仅依靠紧缩性货币政策抑制通胀效果欠佳,在此情形下美国政策当局可能会考虑在实施紧缩货币的同时对充满活力的商业投资进行财政补贴,这种“货币总量收紧+财政针对性放松”的政策组合可能是避免经济衰退但有效抑制通胀的最佳举措,实际上 1980 年代美国在反通胀行动中采取的就是这种政策组合。综上,报告预计到今年年底美联储可能将再加息共计 50 个基点。其中,分两次加息每次 25 个基点的操作概率较大。

对欧洲央行来说,6.1%的通胀率仍高得无法接受,尤其是扣除食品和能源的核心通胀还没有呈现放缓迹象。尽管欧元区整体经济增长低迷,但通胀在长时间

内维持过高水平的预期让欧洲央行难以暂停加息脚步。欧洲央行强调，管理委员会未来的决定将确保欧洲央行的关键利率达到足够限制性的水平，以实现通胀及时回归 2% 的中长期目标，并将在必要时保持在这一水平。报告认为，欧洲央行为促使通胀回落，将在 7 月至少加息 25 个基点。类似地，英国央行面临的通胀压力远超欧洲央行，因此加息是英国央行的必然选择。

根据日本政府最新的经济政策纲要草案，尽管面临通胀压力，但眼下讨论退出宽松货币政策还为时过早，日本央行仍需要以宽松货币政策使经济彻底摆脱通缩。目前来看，日本央行在短期调整负利率政策和收益曲线控制政策的概率较低，但如果通胀高企时间过长，日本央行也会调整货币政策。

## （二）美国经济韧性将被不断消解，经济陷入衰退的概率增大

截止目前，美国经济衰退被不断推迟。强劲的就就业、消费、收入顽强地支撑着美国经济，这使得美联储相信在避免大规模裁员的同时可以有效控制通胀，即实现所谓的经济“软着陆”。不过随着紧缩性货币政策效果以及美欧银行业危机造成的信贷收缩效果不断显现和强化，美国经济面临的风险隐患正在增加。未来随着美联储进一步紧缩货币，美国经济韧性将被不断消解，到那时美国经济陷入衰退的概率会越来越大。

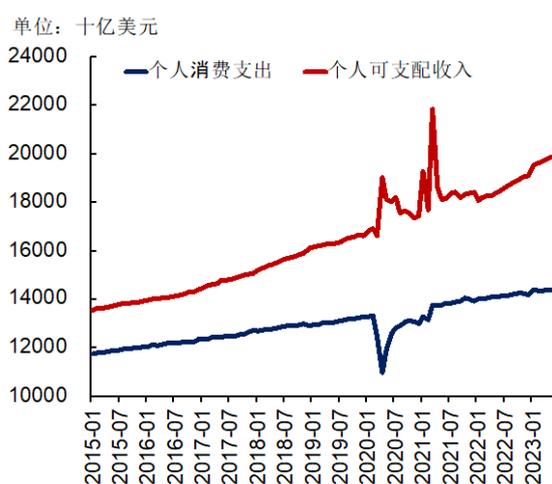


图 16 美国个人消费支出和可支配收入

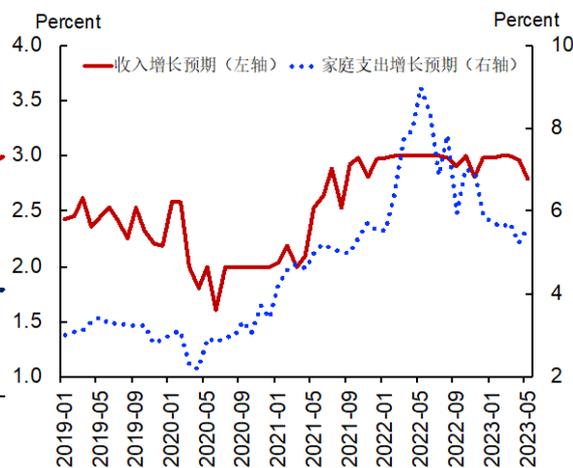


图 17 家庭收入和支出增长预期

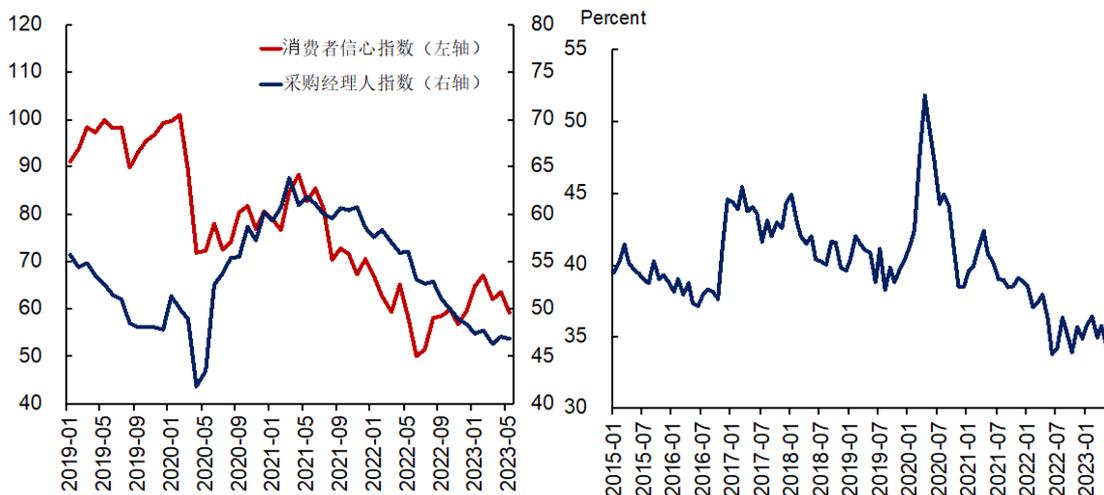


图 18 美国消费者信心指数和 PMI 指数      图 19 美国家庭看涨股市的预期

资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis、Federal Reserve Bank of New York。

不仅实际数据反映的美国个人消费支出和可支配收入开始出现疲软状态(见图 16)，且家庭部门对未来的收入增长预期以及支出预期已经呈现明显的回落态势(见图 17)。与一季度相比，4 月份以来美国消费者信心指数出现较大幅度的下降趋势，同期美国采购经纪人指数 (PMI) 已连续数月在荣枯线以下低位徘徊(见图 18)。此外，美国股市一般被认为是美国经济的晴雨表，图 19 显示 2023 年以来美国家庭看涨美国股市的预期越来越低。以上证据表明，持续紧缩的货币和信贷环境(即“紧货币”+“紧信用”)将对美国强劲的内需造成严重的负面冲击，可能导致美国经济大幅放缓甚至陷入衰退。

# 中国宏观金融报告

2023 年第二季度

## 经济弱势复苏 政策亟待破局

### 内容摘要

二季度中国经济保持恢复发展态势，但由于有效需求不足和市场预期不稳，经济复苏动能有所减弱。从增长动能看，收入和就业预期偏弱制约消费增长，制造业和房地产投资增速持续下滑，外需不振造成出口增速回落。从金融条件看，新增信贷、企业债券和政府债券拖累社融走弱，M2-社融剪刀差有所收窄但仍处于较高水平。市场需求不足叠加宽信用受阻，经济复苏面临阶段性通缩压力。

当前国内经济的主要矛盾是微观主体预期转弱和资产负债表受损导致需求扩张乏力，表现为资产缩水和预期不稳导致居民主动去杠杆、利润下降和信心不足削弱企业加杠杆意愿、土地财政低迷和偿债压力上升倒逼地方政府被动去杠杆，预防性储蓄和债务偿还阻碍宽货币向宽信用传导。

二季度 GDP 同比增速在低基数支撑下或达到 7% 左右的年内高点，在政策适时加力的前提下，预计全年经济增速有望实现 5.5% 左右，带动物价温和回升。中国经济破局关键在于宏观调控政策要进一步解放思想，打破发展中的惯性思维和路径依赖，兼顾短期政策应对和中长期改革治理。当务之急是通过加大逆周期调节力度修复资产负债表，中央财政应适当加杠杆并提高赤字率，货币政策仍有较大幅度降息空间，房地产纾困政策需向优质民营房企倾斜。中长期仍要靠改革根本稳定市场预期和促进经济增长，从国家治理高度，充分运用国家信用，加强发展政策和监管政策的协调配合，调动地方发展经济积极性，为民营经济高质量发展营造“亲清”环境。

## 一、国内宏观金融形势回顾

2023 年二季度，在疫后复苏红利释放、政策靠前发力和低基数效应的共同作用下，中国经济呈现恢复性增长态势，表现为装备制造业支撑工业生产低位企稳，服务业持续回升带动就业形势总体改善。但随着内生动力不强、有效需求不足、市场预期不稳等问题进一步凸显，经济修复动能有所放缓。

### （一）“三驾马车”同步走弱

从消费端来看，五一假期带动餐饮、旅游消费回暖，2023 年 4-5 月，社会消费品零售总额在去年低基数基础上同比大幅回升，但环比增速有所回落（见图 1）。二季度居民收入和就业感受指数环比分别下降 1.0 和 2.3 个百分点，收入和就业预期不稳制约消费增长（见图 2）。一个直观表现是，2023 年五一假期人均旅游消费约 540 元，较 2019 年减少 16.3%， “穷游”特征明显。

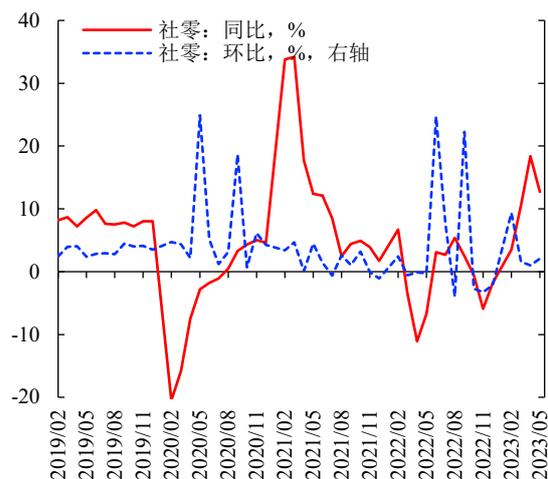


图 1 社零同比和环比增速

资料来源：Wind。

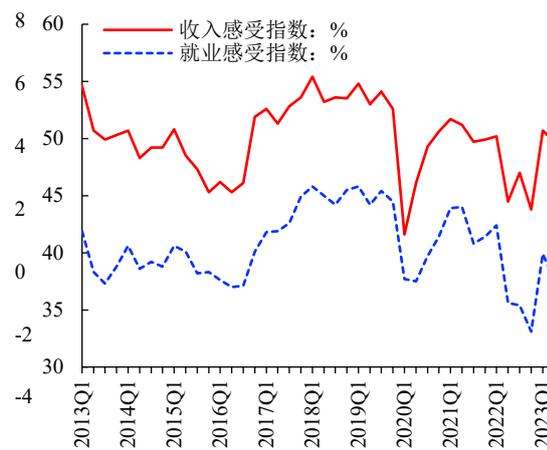


图 2 收入和就业感受指数

资料来源：Wind。

从投资端来看，制造业和房地产投资增速下滑，基建投资增速略有放缓（见图 3）。2023 年 1-5 月，固定资产投资增速延续下滑态势，其中民间投资增速由正转负，主因是制造业投资增速放缓以及房地产投资降幅扩大。随着前期积压的购房需求集中释放，5 月房地产销售再度转弱，房企购地和新开工意愿降低，土地购置费增速由正转负，建安设备投资降幅扩大，对房地产投资的支撑进一步减弱。受土地出让收入持续下滑、专项债发行节奏放缓等因素影响，基建投资增速

小幅回落。

从出口端来看，高基数叠加外需放缓，出口增速转负。去年5月疫情解封后出口增速大幅反弹，高基数客观上对出口形成一定压制，2023年5月出口同比增速大幅回落至-7.5%。剔除基数效应后，4-5月出口环比陷入负增长，两年复合增速由一季度的7.7%下降至4.9%，全球贸易需求明显收缩。分贸易伙伴看，出口增速回落的主要拖累并非欧美市场，而是来自东盟、日本、韩国的外需疲软，表明需求收缩压力逐渐从发达国家向新兴市场和发展中国家传导（见图4）。

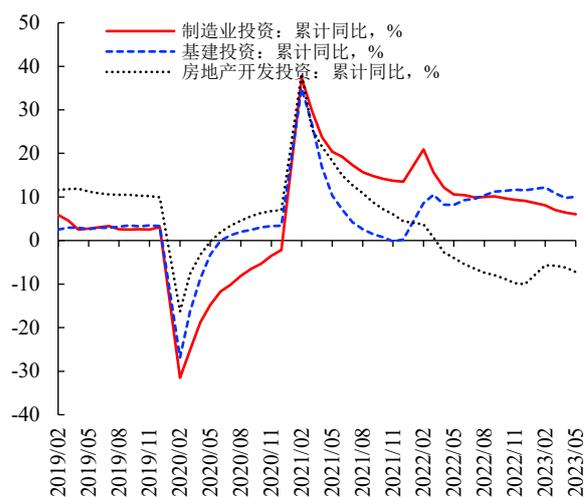


图3 固定资产投资同比增速

资料来源：Wind。

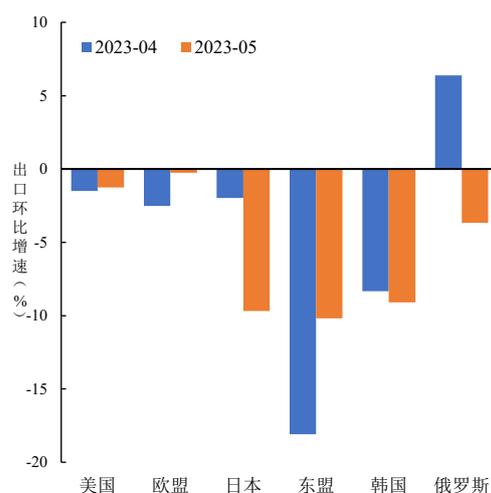


图4 出口环比增速（分国家）

资料来源：Wind。

## （二）通缩压力加大

二季度通缩压力进一步加大，CPI同比增速降至0附近，PPI同比持续负增长，需求下行压力加大（见图5）。2023年2-6月，CPI同比增速跌破1%，环比连续负增长，主要受猪肉和能源价格偏弱拖累。剔除食品和能源价格后，核心CPI也处于0.4%左右的低位，消费需求明显不足。

2023年以来，PPI同比降幅连续扩大，6月跌至-5.4%，创近7年新低。剔除高基数影响后，二季度PPI环比持续负增长，主因是生产资料价格环比降幅扩大（见图6）。受国际大宗商品价格整体下行、房地产投资持续负增长等因素影响，生产资料中采掘和原材料工业PPI环比明显下降。生活资料价格环比增速有所回升，反映出下游消费市场恢复向好，但耐用品消费需求仍然偏弱。

除了物价低位运行外，CPI与PPI剪刀差持续扩大也值得关注。物价传导路径可分为两类：一是供给端主导，2021年供给冲击引发的大宗商品价格上涨导

致 PPI 涨幅扩大，但在供需双弱的背景下，PPI 上行压力较难向 CPI 传导形成全面通胀。二是需求端主导，当前由于市场需求不足和生产预期偏弱，企业采购原材料备产的意愿降低，通缩压力沿着产业链自下而上由 CPI 向 PPI 加速传导，全面通缩风险增大。

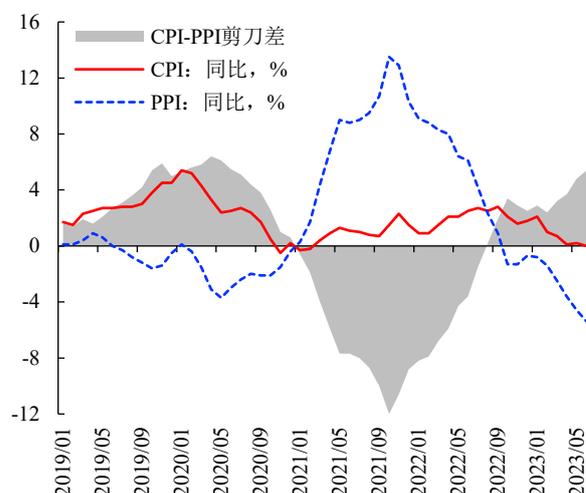


图 5 CPI、PPI 同比增速

资料来源：Wind。

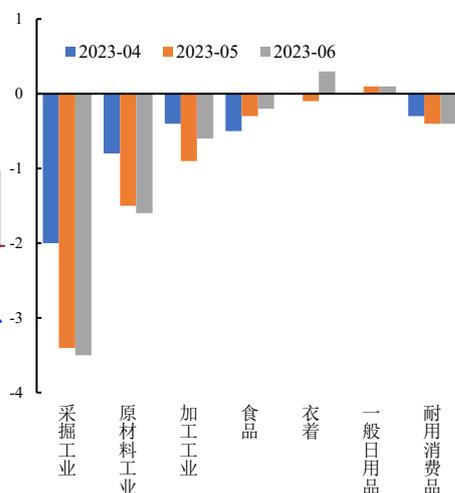


图 6 PPI 环比增速（分类别）

资料来源：Wind。

### （三）社融信贷不及预期

2023 年一季度实现“开门红”后，4-5 月社融和信贷有所走弱，融资需求仍待提振（见图 7）。其一，4 月居民短期和中长期贷款均呈负增长，消费信心和购房意愿仍需稳固。由于银行信贷季节性冲量和提前还贷压力减轻，6 月居民部门贷款明显好转。其二，5 月企业短期贷款同比大幅少增，中长期贷款虽持续多增但增幅收窄，6 月 LPR 报价对称性下调将对企业信贷形成一定支撑。其三，继 2022 年底的理财赎回潮后，5 月企业债融资再现负增长，主要受年报披露周期这一季节性因素以及企业内生融资需求不足影响。其四，二季度专项债发行节奏放缓叠加去年同期基数偏高，5-6 月政府债券同比大幅少增，对社融形成明显拖累。

从货币供应来看，受去年同期高基数影响，2023 年二季度，M2 和社融存量增速均小幅回落（见图 8）。M2 与社融增速形成的剪刀差有所收窄，但仍处于较高水平，表明货币资金尚未有效流入实体经济，宽货币向宽信用的传导存在阻滞。

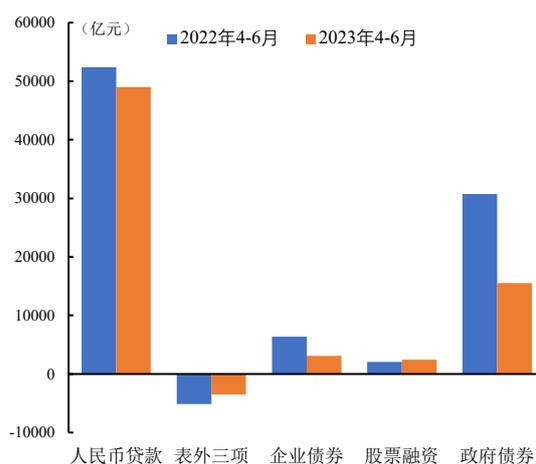


图7 社融主要分项

资料来源：Wind。

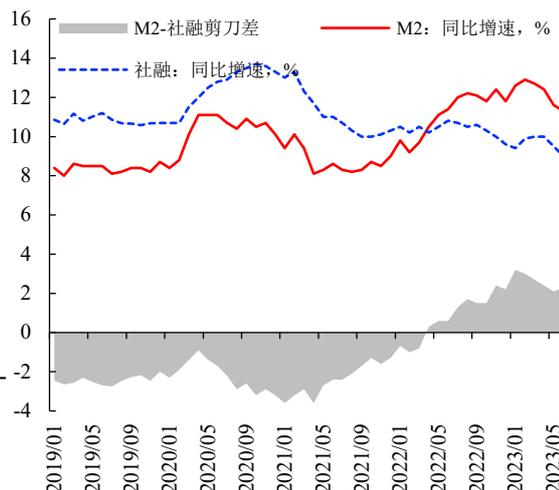


图8 M2和社融同比增速

资料来源：Wind。

## 二、有效需求不足的微观成因

当前经济面临的有效需求不足问题源于微观主体预期转弱和资产负债表受损形成负反馈循环，具体表现为资产缩水和预期不稳导致居民主动去杠杆、利润下降和信心不足削弱企业加杠杆意愿、土地财政低迷和偿债压力上升倒逼地方政府被动去杠杆。货币政策陷入总量宽松向实体经济传导不畅的困局，一是由于居民收入预期转弱引发的流动性偏好，货币沉淀形成预防性储蓄；二是因为居民提前还贷和政府借新还旧，债务偿还阻碍信贷扩张。

### （一）居民资产负债表呈现收缩迹象

由于资产价格下跌和收入预期转弱，居民主动增加储蓄、减少消费和偿还债务，从而造成资产负债表呈现收缩迹象。从资产端来看，房地产和存款是居民资产的重要组成部分，事关居民购房和消费需求。首先，2023年二季度，房地产市场复苏动能减弱，房价整体涨幅回落。全国70个大中城市房价数据显示，5月新房价格环比涨幅有所回落，二手房价格环比再次下跌。在对房价上涨缺乏预期的情况下，购房者主动去杠杆和降负债。一方面，购房信贷需求边际回暖但仍偏弱，4月以来，房地产开发资金来源中的个人按揭贷款在低基数作用下同比增速转正，但反弹力度不足。另一方面，居民提前还贷现象仍在持续，5月下旬至6月上旬，RMBS条件早偿率指数大幅上行至0.215的高位，提前还款呈现加速趋势（见图9）。

其次，居民存款淤积现象有所缓解，但收入预期不稳导致存款并未有效转化为消费。2023年4-5月，居民存款同比分别少增4968和2029亿元，结束了此前连续13个月的同比多增。居民存款主要有两个流向：一是在存款利率下行和理财收益率回升的共同作用下，居民存款明显回流理财产品，4-5月银行理财存续规模环比分别增加1.3和0.4万亿元。二是动用存款提前还房贷，一个佐证是4月居民存款和中长期贷款同时出现负增长。当前不同年龄段就业群体失业率走势分化，居民消费可能迎来结构性复苏（见图10）。其中，25-59岁人口失业率已降至疫情前水平，而16-24岁人口失业率超过20%，高于去年7月疫情扰动下的峰值19.9%，青年失业率高企在一定程度上阻碍了储蓄意愿转化为消费倾向。

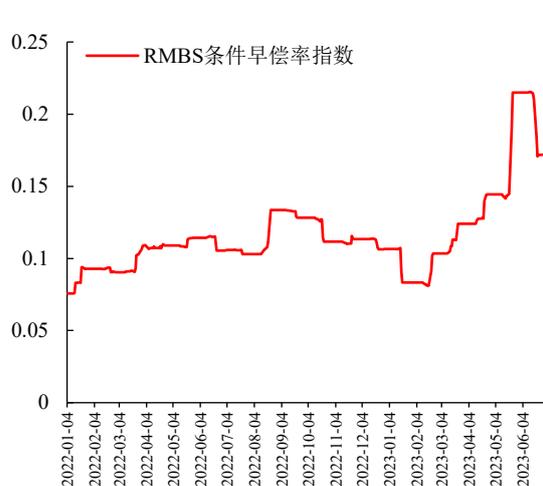


图9 RMBS条件早偿率指数

资料来源：Wind。

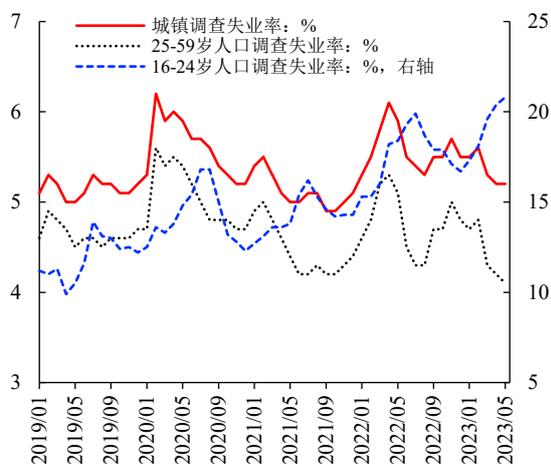


图10 失业率

资料来源：Wind。

## （二）企业资产负债表扩张速度放缓

2023年以来，企业资产负债表继续“躺平”，工业企业资产和负债同比增速逐月放缓，资产增速低于负债增速导致资产负债率被动攀升（见图11）。4-5月企业信贷和债券融资明显回落，主动加杠杆意愿不足，主因是利润下降难以支撑资产负债表扩张。

2023年1-5月，工业企业利润同比下降18.8%，除去疫情期间的特殊表现，利润降幅为2009年5月以来最低（见图12）。从产量、价格、利润率拆分来看，一是4月工业增加值环比下降0.34%，工业生产恢复势头放缓对企业盈利的支撑作用减弱；二是4-5月PPI同比、环比持续下降，产品价格下跌继续拖累工业企业利润改善；三是营业收入利润率跌至5%以下，同比降幅约22%，成本高企是

2023 年以来工业企业盈利不振的主要原因。面对市场需求不足和利润大幅下降，企业发展预期偏弱，加杠杆扩张意愿不强。2023 年二季度，制造业和服务业新订单 PMI 重回 50% 以下收缩区间，制造业生产 PMI 徘徊在荣枯线附近，服务业业务活动预期 PMI 小幅回落。

从产业链角度来看，受需求恢复偏弱和价格降幅较大等因素影响，上游原材料制造业和下游消费品制造业利润同比降幅扩大，而中游装备制造业在低基数和新动能共同作用下，利润显著改善。考虑到上下游多为劳动密集型产业，价格持续下行引发的产业链利润再分配会降低上下游产业的就业吸纳能力。

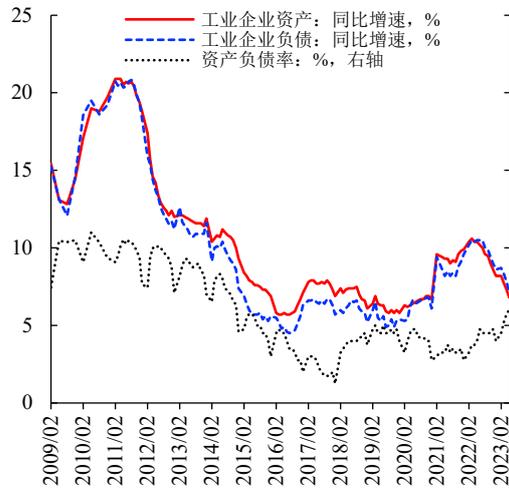


图 11 工业企业资产负债率

资料来源：Wind。

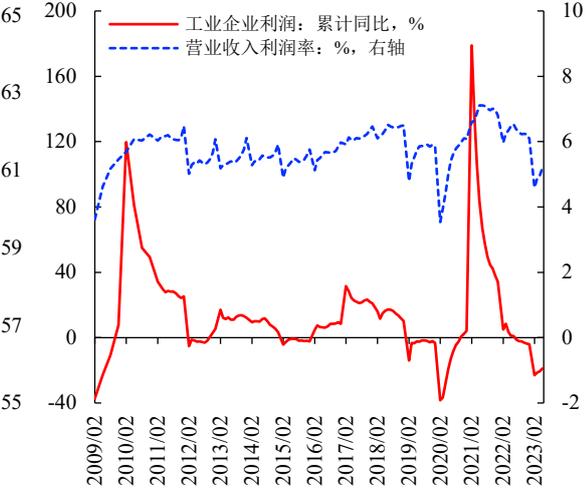


图 12 工业企业利润

资料来源：Wind。

### （三）地方政府资产负债表面临偿债风险

当前地方财政收支平衡压力明显加大，资产负债表可持续性堪忧，不仅扩表空间有限，还需化解债务风险。若仅考虑地方政府显性债务，2022 年全国狭义债务率（即地方政府债务与综合财力之比）由 2021 年的 106.24% 上升至 129.58%，超过 120% 的国际警戒线。若同时考虑地方政府显性债务和城投平台债务，2022 年全国广义债务率（即地方政府债务和城投有息债务之和占综合财力的比重）由 2021 年的 268.68% 上升至 351.96%（见图 13）。与疫情前的 2019 年相比，天津、云南、广西、重庆和山东债务率显著走高，其中山东、广西债务扩张幅度较大，属于主动加杠杆；天津、云南、重庆综合财力下滑幅度较大，属于被动加杠杆。

在房地产市场缓慢恢复和隐性债务监管趋严的背景下，地方政府加杠杆更为谨慎。一方面，土地出让收入持续下降造成专项债付息压力加大，制约显性债务

扩张空间。2022年专项债付息支出达到0.62万亿元，占地方政府性基金收入的比重从5.0%升至8.4%，占地方政府性基金支出的比重从4.3%升至5.9%，逐渐接近10%的警戒线，可能触发财政重整。另一方面，城投债迎来偿债高峰，借新还旧压力加大（见图14）。2023年城投债到期规模总计3.9万亿元，其中上半年到期规模为2.2万亿元，同比增长39.7%。城投债发行近7成用于借新还旧，对基建投资的支撑较为有限。

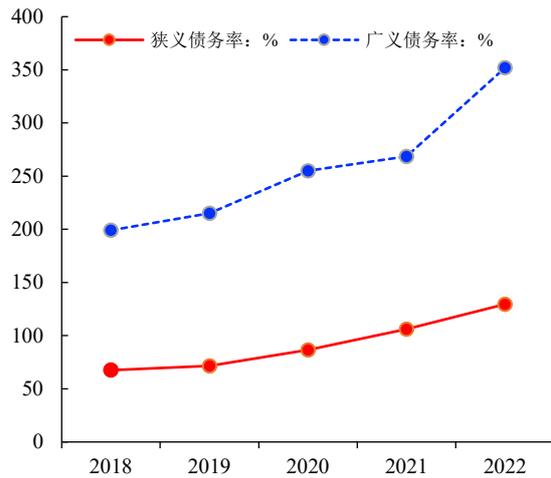


图13 地方政府债务率

资料来源：Wind。

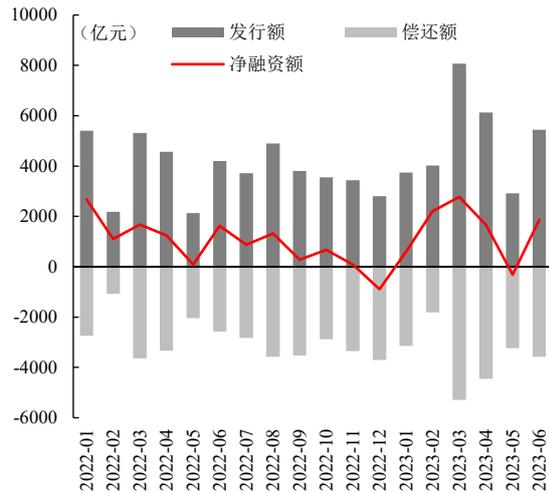


图14 城投债发行和偿还情况

资料来源：Wind。

### 三、宏观经济展望和政策建议

考虑到经济复苏动能放缓和低基数效应，二季度GDP同比增速可能达到7%左右的年内高点，但环比增速大概率低于一季度。随着扩大内需和改善预期的宏观政策持续发力，经济复苏内生动力逐步增强，全年经济增速有望实现5.5%左右。需求复苏带动物价温和回升，预计全年CPI和PPI同比增速约为0.7%和-2.3%左右。

为应对资产负债表受损和市场预期转弱造成的有效需求不足，稳增长政策应兼顾短期政策应对和中长期改革治理。当务之急是通过加大逆周期调节力度修复资产负债表，把财政、货币、房地产政策工具箱开得再大一些，用真招实策提振市场预期和发展信心。具体而言：

**第一，中央财政应适当加杠杆并提高赤字率。**2023年一季度，中央政府杠杆率仅为21.4%，处于国际偏低水平，中央财政仍有加力空间。考虑通过增发国

债或特别国债适当加杠杆，将财政赤字率阶段性提高至 4%以上水平，预计增加财政支出规模 1.3 万亿元，用于修复资产负债表。一是向中低收入家庭发放消费券，增强居民消费意愿。二是帮扶中小微企业纾困解难，稳定和扩大就业。三是通过债务置换缓解地方偿债压力，拓宽地方财政发力空间。

**第二，央行继续较大幅度降息。**货币政策应大胆使用降息空间，实现一举多得。一是对于企业而言，PPI 同比增速下降意味着实际利率上升，降息有助于降低融资成本，提振企业生产投资信心。二是降息能减轻利息支出和债务负担，配合积极的财政政策进一步发力。三是降息会对资产价格形成支撑，避免资产负债表陷入衰退。

**第三，加大优质民营房企纾困帮扶力度。**民营房企是房地产行业的中坚力量，金融 16 条出台后民营房企现金流并未明显改善，仍需有针对性的纾困政策扶持。一是给予优质民营房企 2~3 年的政策过渡期，通过增加房地产开发贷款投放、支持存量债务合理展期降息等方式，改善优质民营房企资产负债表。二是房地产需求端政策仍有放松空间，持续引导实际利率和首付比例下行，更好支持刚性和改善性住房需求，重塑房地产市场信心。

扩张性宏观调控政策适宜短期对冲经济下行压力，若从根本上稳定市场预期和促进经济增长，中长期仍要靠改革。

**第一，从国家治理高度加强政策协调配合，健全宏观经济治理体系。**当前财政货币政策取向是清晰的，但地方财政紧平衡、债务承压与财政政策加力提效的要求相悖，信贷需求不足制约货币政策传导效果，亟需进一步解放思想，创新宏观调控思路和方式。一是打破发展中的惯性思维和路径依赖，敢于打开政策空间并实施行之有效的非常规政策，最大限度发挥政策综合效应。二是从国家治理高度，充分运用国家信用，加强发展政策和监管政策的协调配合，有效平衡经济增长、金融风险、经济结构等多个目标之间的关系。

**第二，充分调动地方积极性，全力以赴拼经济。**当前地方政府普遍为债所困，疲于应对偿债压力而无暇发展经济。中央应给地方政府适度松绑，激发地方政府发展经济积极性。其一，中央加强防风化债顶层设计，借助新一轮债务审计、债务置换和债务重组等方式与地方政府共同化解债务风险，并通过提振经济增速来提供化债保障。其二，随着人口增长和房地产市场迎来结构性拐点，传统的“以

地谋发展”模式难以为继。应持续深化省以下财政体制改革，积极探索土地财政向股权财政转型，为地方经济发展提供财力支撑。

**第三，构建亲清政商关系，推动民营经济高质量发展。**民营企业是稳定经济、增加就业、改善民生的重要力量，破解民营经济发展难题可从两方面入手。一是切实落实“两个毫不动摇”，以竞争中性原则促进国有企业和民营企业公平竞争、共同发展，引导民营经济形成长期稳定发展预期。二是继续发展民营金融机构，推动金融领域的混合所有制改革以及金融部门治理结构的优化，以金融创新改善民营经济融资环境。

# 专题：青年失业率专题报告

## 内容摘要

5 月份城镇青年调查失业率小幅提升至 20.8%，高学历劳动者的就业难度进一步提升。本报告认为，第一，经济增速换挡是中国失业率上升的重要原因，实际 GDP 同比增速每上涨 1%，城镇调查失业率下降 0.106%，城镇青年调查失业率下降 1.2%。第二，特定行业规制政策引发被动失业。本报告估计，2023 年教育行业、房地产和建筑业失业人员共计 570.8 万余人，较 2019 年提升 240.5 万余人，其中青年人员提升 67 万人。第三，产业结构升级带来结构性失业。第四，AI 的快速发展可能加剧青年人失业。本报告预计，预计未来三个月，青年失业率依旧呈上升态势，7 月份将达到 23%左右的峰值。

## 一、城镇青年调查失业率居高不下

**第一，城镇青年失业率居高不下。**统计局披露数据显示，5 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，与上月持平。其中，16-24 岁、25-59 岁劳动力调查失业率分别为 20.8%和 4.1%（图 1）。在 9600 多万 16-24 岁城镇青年人口中，进入到劳动力市场寻找工作的有 3300 多万，其中有 2600 多万已经找到工作，大概有 600 多万还在寻找工作。

**第二，高学历劳动者就业难度进一步提升。**图 2 记录了大学本科和研究生学历人口在不同人群中的占比情况，可以发现：**一方面**，10 年间，大学本科及研究生学历人员在全国人口、全国就业人口中占比均明显提升，中国高素质人才明显增加；**另一方面**，大学本科及研究生学历人员在全国失业人口，尤其是青年失业人口中占比也明显提升，显示出高学历人才就业难度的上升。以大学本科为例，2020 年本科学龄人员占全国人口的 7.16%，占全国就业人员的 9.77%，占全国青年就业人员的 13.20%，但同时占城镇失业人员和城镇青年失业人员的 12.51%和 32.2%。

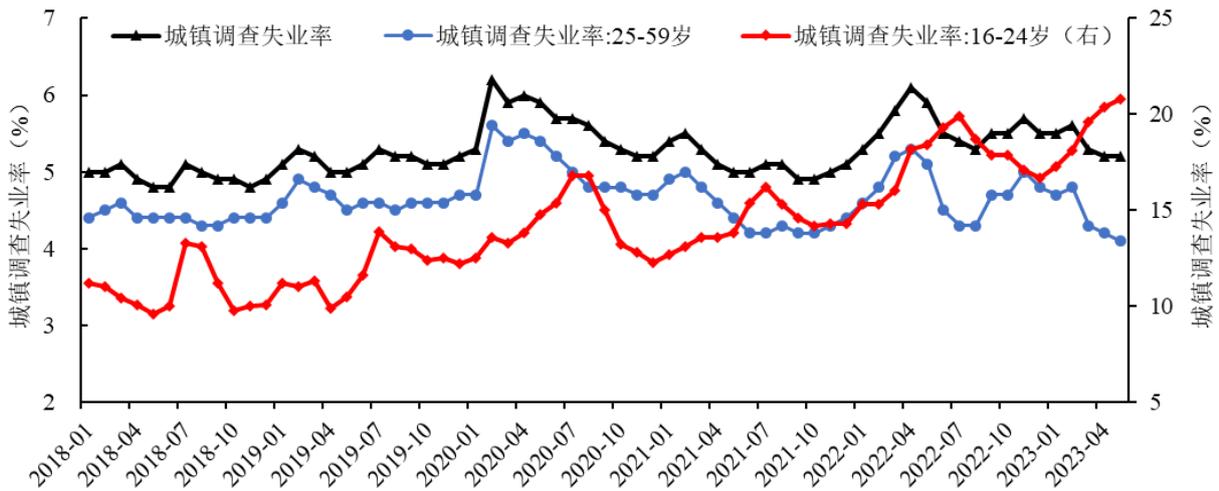


图1 中国城镇调查失业率

资料来源：中国国家统计局。

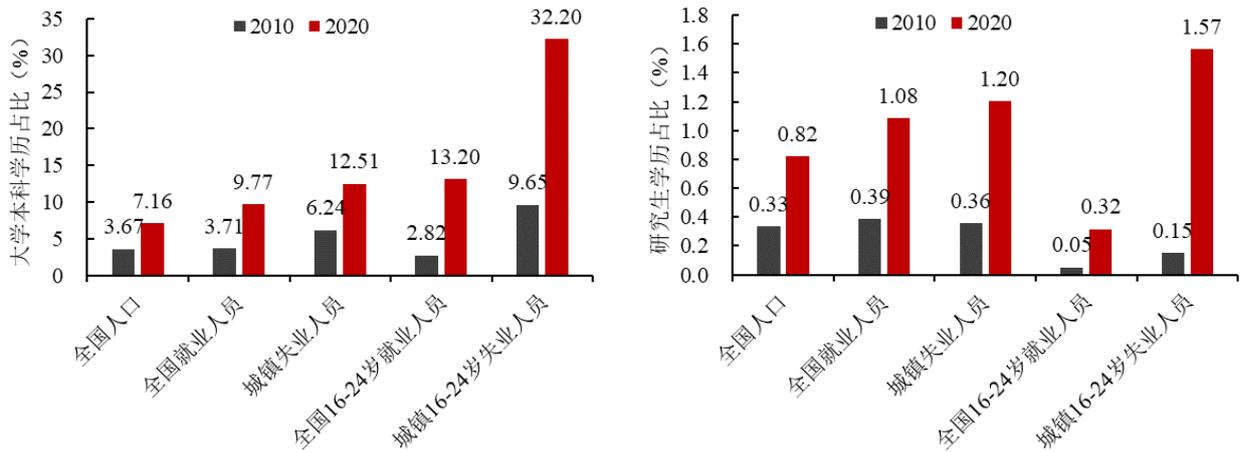


图2 大学本科及研究生学历占比情况

资料来源：《中国劳动统计年鉴（2011-2022）》，第六次和第七次全国人口普查。

从数据走势来看，2020年以来，高学历劳动者，尤其是高学历青年劳动者的就业问题变得更加突出（图3）。以大学本科生为例，《中国劳动统计年鉴》数据显示，2020年以来，大学本科学历在全国就业人员和全国青年就业人员中占比分别提升0.58和2.02个百分点，而大学本科学历在城镇失业人员和城镇青年失业人员中占比分别提升5.42和13.78个百分点。2021年城镇青年失业人员中，大学本科以上学历占42%以上，大学专科以上学历占70%以上；每3个人青年失业人员中，就有2个是专科以上学历。

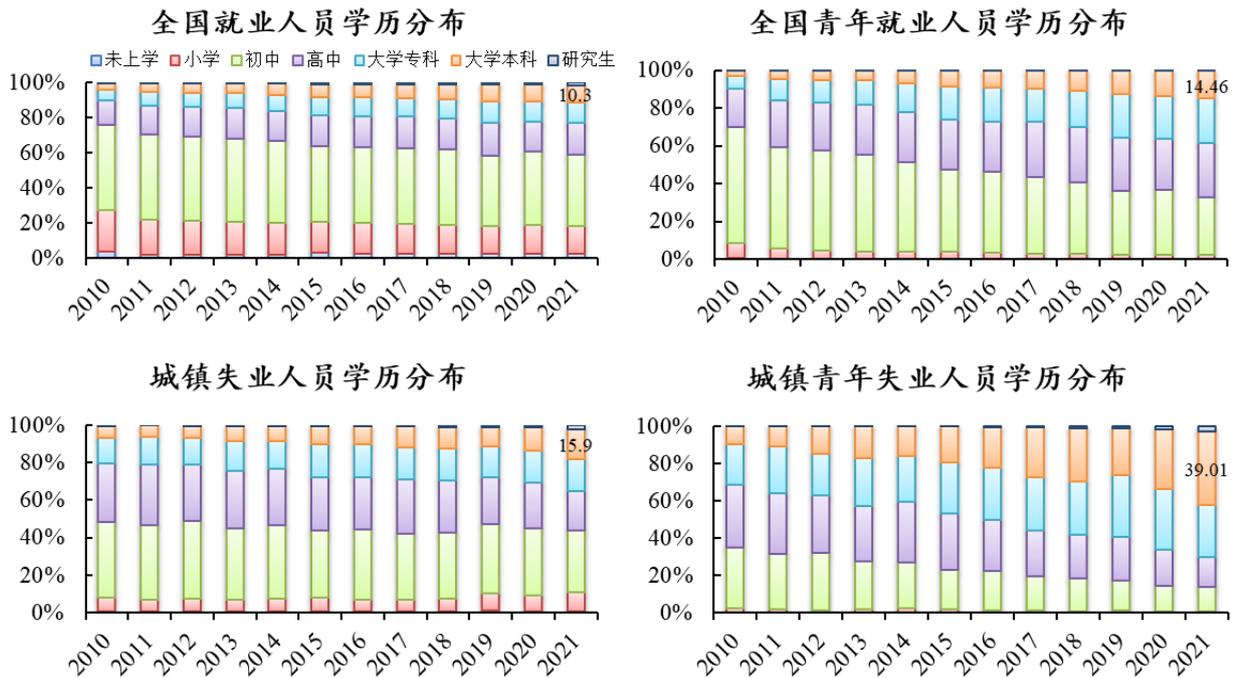


图3 就业/失业人员学历构成

资料来源：《中国劳动统计年鉴（2011-2022）》。

## 二、失业率上升的原因分析

第一，经济增速换挡是中国失业率上升的重要原因。目前，中国经济已由高速增长向高质量发展转变，随着经济增速换挡，失业率水平总体呈上升态势。奥肯定律描述了GDP增速与失业率之间的稳定关系。实证研究显示（图4），实际GDP同比增速上涨1%，城镇调查失业率下降0.106%，城镇青年失业率下降1.2%。2018年以来，中国GDP同比增速下降2.4个百分点，导致2.88个百分点的城镇青年失业率上升，对同期城镇青年失业率上升的贡献度超30%。所谓保经济增速就是保就业，这也是近年来常提“保八”、“保六”的重要原因。

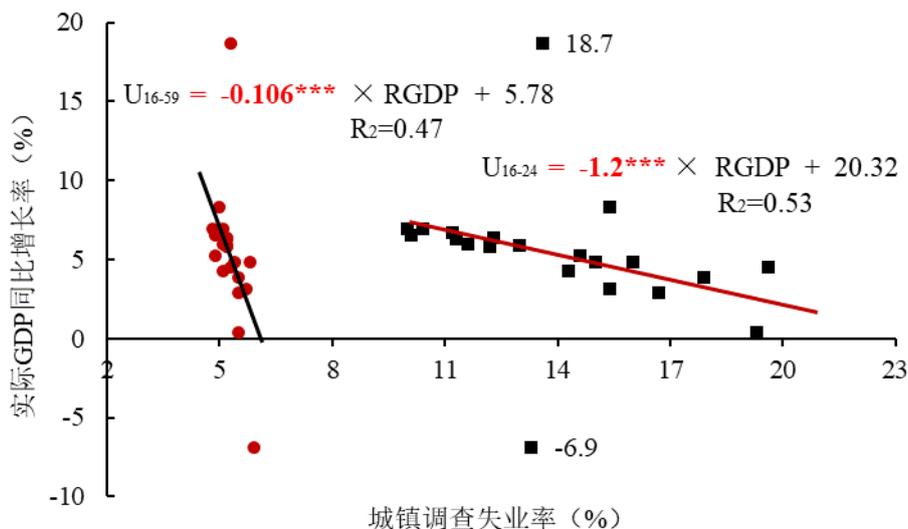


图 4 中国版奥肯定律：实际 GDP 增速与城镇调查失业率

注：受疫情冲击，2020 年 3 月和 2021 年 3 月实际 GDP 同比增速出现大幅变动，为揭示正常情况下经济增长和失业率之间的关系，在回归时剔除了这两个异常值。

资料来源：中国国家统计局，作者估算。

第二，特定行业规制政策引发被动失业。本报告估算数据显示，2023 年教育行业、房地产和建筑业失业人员共计 570.8 万余人，较 2019 年提升 240.5 万余人，其中青年人员提升 67 万人。2021 年来，教培行业“双减”政策、房地产业“三道红线”、互联网平台企业治理等行业规制政策密集出台，在规范行业发展的同时，也对就业造成一定冲击。如表 1 所示，2023 年教育行业、房地产和建筑业失业人员总数较 2022 年有所回落，但依旧处于高位。其中，教育行业失业人数近 163.5 万人，其中青年失业人数超过一半，达 82.2 万人，较 2019 年分别提升 92.2 和 60 万人；房地产和建筑业失业人数超 407 万人，其中青年失业人数 47 万余人，较 2019 年分别提升 148 万和 7 万余人。从占比来看，教育行业青年失业人口占比较高，达总青年失业人口的 13%；房地产和建筑业总失业人口占比较高，占总失业人口的 15.2%。

互联网行业的失业情况可以从一些特定数据中反映出来。目前有关互联网行业的失业情况，只有零散的新闻报道，没有专门的统计和研究报告。中国人民大学就业研究所和智联招聘联合发布的《高校毕业生就业市场景气报告》<sup>6</sup>显示，2021 年 1 月至 2022 年 3 月，互联网/电子商务高校毕业生供给增速高于职位需求，

<sup>6</sup> 该报告发布会会定期召开，但相关数据在 2022 年 3 月后不再对外公布。

CIER 指数<sup>7</sup>由 2021 年 1 月的 5.53 大幅下滑至 2022 年 3 月的 1.36。从中概股中互联网企业的员工人数变动来看，2022 年除京东和拼多多员工人数提升外，其他 12 家公司<sup>8</sup>员工人数均显著下降，共计减员 21593 人，降幅 5.73%；其中，仅阿里巴巴一家 2022 年就减员超 11700 人。

表 1 特定行业失业人口及其占比估算表

行业	变量	2019	2020	2021	2022	2023	2023-2019
教育	总失业占比	2.97	3.89	5.17	6.09	6.10	3.13
	总失业人数	71.25	107.10	130.43	170.02	163.49	92.24
	青年失业占比	4.91	7.47	12.15	13.00	13.00	8.09
	青年失业人数	22.23	37.73	67.47	82.97	82.16	59.93
房地产+建筑业	总失业占比	10.79	11.79	13.33	14.88	15.20	4.41
	总失业人数	259.11	324.61	336.32	415.06	407.39	148.28
	青年失业占比	8.91	9.04	7.53	7.53	7.50	-1.41
	青年失业人数	40.34	45.66	41.83	48.06	47.40	7.06
教育+房地产+建筑业	总失业占比	13.75	15.68	18.51	20.97	21.30	7.55
	总失业人数	330.35	431.71	466.75	585.08	570.88	240.52
	青年失业占比	13.81	16.52	19.68	20.53	20.50	6.69
	青年失业人数	62.57	83.39	109.30	131.03	129.56	66.99

资料来源：《中国劳动统计年鉴 2012/2021/2022》，作者估算。

**第三，产业结构升级带来结构性失业。**随着经济由高速增长向高质量发展转变，产业结构迅速转型升级，中国劳动力就业行业结构已发生明显变化，服务业就业比例明显提升，制造业就业比例显著下降；对青年人来说，尤为如此。在该阶段容易出现“用工荒”和“就业难”的结构性矛盾。随着产业升级，对高技术人才需求提升，但由于高等教育课程设置和教育机制难以快速匹配市场需求，同时出现了高学历人才的“用工荒”和就业难；而对中低端劳动者而言，劳动需求下滑致使“就业难”现象的出现。更为严重的是，相比制造业，服务业在疫情中受冲击更大，恢复更慢，造成了目前失业率，尤其是青年失业率的提升。

**第四，AI 快速发展可能加剧青年人失业。**数字化技术应用在提升生产率的同时带来较为显著的失业压力。制造业、服务业等的数字化转型、机器代替人工的趋势都在深化，这使其就业吸纳能力有所下降，甚至带来就业需求净减少情况。高盛报告指出，随着 AI 技术的突破，预计全球将有 3 亿个工作岗位被生成式 AI

<sup>7</sup> CIER 指数=在智联上发出的招聘需求/在智联上所有的找工作申请。

<sup>8</sup> 百度、阿里巴巴、哔哩哔哩、叮咚买菜、爱奇艺、虎牙直播、网易、360 数科、搜狐、唯品会、微博和知乎。

取代<sup>9</sup>。其中，内容创造者、数据分析师、新闻工作者、平面设计师、网站开发人员、律师和行政人员等服务行业所受影响较大。如今年5月初，IBM宣布将停招AI可以胜任的岗位，用AI取代7800个工作岗位。更为重要的是，似乎没有其他部门可以接纳服务业失业人员，这使得AI失业现象更加突出。

### 三、未来预测

如没有政府干预和刺激计划，预计未来三个月，青年失业率会上升1~3个百分点，7月份达到23%左右的峰值。从劳动供给角度看，2023届大学毕业生人数将达到1158万人，再创历史新高，这虽然对总体就业影响有限，但大幅提升青年就业压力。从劳动力需求角度看，随着中国经济逐步恢复，尤其住宿和餐饮等服务行业的逐步恢复，吸纳就业的能力有一定提升。但考虑到一方面，经济恢复动能不足，受监管行业吸纳劳动力能力下降；另一方面，人工智能失业效应逐步显现，青年劳动力需求的提升难以匹配供给的上升。按照往年数据看，6至8月青年失业率比5月份平均高1.66个百分点，最高达3.4个百分点。考虑到今年多重内外因素叠加的情况，未来青年失业率仍可能保持在较高的水平上。

---

<sup>9</sup> “3亿个岗位将被AI取代”，首批失业潮来了？澎湃新闻 2023-04-08。

## 中国宏观金融分析

China Macro Financial Analysis (CMFA)

《中国宏观金融分析》由中国社会科学院金融研究所提供，每个季度发布，着力倡导中国宏观金融分析“新范式”，以期更好把握国内外宏观经济金融形势：一是突出宏观—金融关联（macro-financial linkages），二者的互动是判断宏观金融演进态势的关键；二是强调资产负债表方法（Balance Sheet Approach, 即BSA），以存量分析弥补流量分析的不足；三是注重宏观分析的微观基础，案例分析成为必不可少的内容。

### 中国宏观金融分析团队

负责人 张晓晶 张明（执行）  
团队成员 曹婧 费兆奇 江振龙  
(按拼音排序) 王喆 张冲 郑联盛

