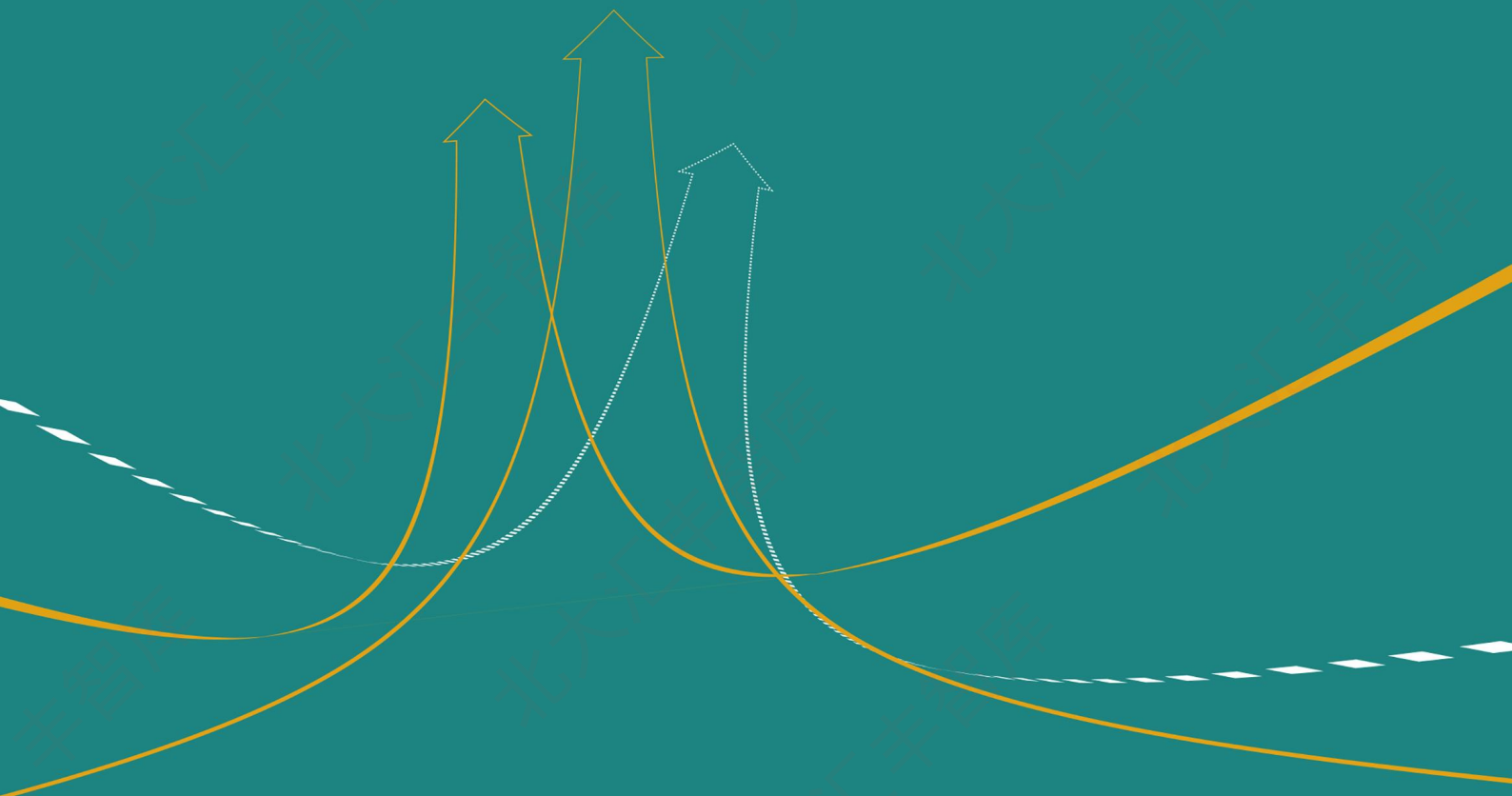


2023年第四季度

宏观经济分析报告

经济复苏基础有待夯实，房地产和消费依然偏弱



摘要

低基数下，供需进一步修复，预计 2023 年四季度 GDP 增速为 5.5%。生产方面，规上工业增加值的同比和环比都在回升，汽车、运输设备、电子设备、电气、有色加工制造业增速处于高位。需求方面，民间投资和房地产投资增速都在筑底阶段；消费同比回升、环比转负，服装、通讯器材、汽车、烟酒、金银珠宝等升级类消费增速领先；出口增速转正，对美出口好转。物价方面，CPI 和 PPI 同比同时转弱，显示内需偏弱。政策方面，货币政策边际收紧，财政政策有所加码。当前宏观经济存在需求依然偏弱、机电产品的产能扩张缺乏需求支撑、楼市面临供给冲击等问题，建议中央加杠杆稳需求、完善企业出海政策配套、加速土地财政转型。

中性情况下，预计 2024 年 GDP 增速为 5.0%。展望 2024 年，中国依然面临着复杂的房地产、地方债务、中小银行风险的拆弹工作，但在中美关系缓和、出口基数较低、市场信心低谷已过、房地产投资企稳、俄乌冲突对油价影响减弱的背景下，积极信号正在不断增加。

北大汇丰智库经济组（撰稿人：邹欣）

成稿时间：2023 年 12 月 29 日 | 总第 85 期 | 2023-2024 学年第 11 期

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

一、GDP：低基数下供需好转，完成年度经济目标无压力

四季度国内外经济形势出现以下边际变化：一是2024年美联储可能会降息三次。12月美联储公布的“点阵图”显示，FOMC委员们对2024年的联邦基准利率预期的中位数为4.5%至4.75%，即较现阶段5.25%至5.5%的水平下调75BP，意味着明年可能会降息三次。二是中美元首会晤后，外部环境有明显改善的迹象。近期，中日韩外长会谈重启、中澳破冰、中欧领导人会晤、中国放开六国来华签证、中国和新加坡互免签证等一系列消息均表明，中国面临的外部环境有所好转。三是穆迪下调中国主权信用和八家中国主要银行的评级展望为“负面”，或将加剧国际资本对中国市场的顾虑。此前，贝莱德、花旗、先锋领航等知名国际金融机构已经关闭部分中国业务。四是总书记赴上海考察，释放进一步扩大开放的信号。总书记在上海考察时强调，上海要在更高起点上全面深化改革开放，要全方位大力度推进首创性改革、引领性开放，加快形成具有国际竞争力的政策和制度体系。五是12月8日的中共中央政治局会议和12月12日的中央经济工作会议定调2024年经济工作“稳中求进、以进促稳、先立后破”的总基调。会议提出，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。预计2024年GDP增速目标料将不低于4.5%，目标赤字率大概率突破3%，宏观政策更关注结构调整的质和效而不是总量，政策力度将保持温和适度，可能没有大力度的经济刺激。六是近期出台了一系列稳楼市政策，包括增加对房企的融资支持、一线城市降低首付比例和房贷利率、部分地区取消土拍限价等，在2024年“先立后破”的指导方针下，未来可能会进一步放松一线城市的限购。

低基数下，四季度多数经济指标回升向好，但经济复苏的基础仍需巩固；预计四季度GDP增速为5.5%，2023年GDP增速为5.3%，高于5%的目标。一是供需进一步修复，但CPI和PPI同比负增长，且社消环比转负，说明需求还是偏弱。二是房地产投资增速企稳，但商品房销售增速仍在下行，现有房地产调控政策放松力度还有待加强。三是货币政策边际收紧，财政政策有所加码，宏观政策相对克制。

展望 2024 年，中国依然面临着复杂的房地产、地方债务、中小银行风险的拆弹工作，但内外积极因素正不断增多，经济发展仍将行稳致远。从外部环境来看，虽然中美大国博弈的中长期趋势不变，但明年美国大选、美联储大概率在美国经济衰退前降息，中美关系将阶段性缓和，中国面临的外部制裁压力以及资本流出压力将减轻。特别地，当美联储降息时，意味着美国经济面临的下行压力加大，可能会影响中国出口的外需。从内部情况来看，根据最新的中央经济工作会议通稿，目前经济存在“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多”的困难和挑战，叠加房地产调整、地方债务、金融机构资产质量恶化等结构性问题错综复杂，中国经济有一定的下行压力。但也有一些积极的信号正在显现：一是由于 2023 年出口的基数偏低，如果 2024 年没有出现全球性的经济危机，那么 2024 年的出口增速将会明显高于 2023 年。二是民企最悲观的时刻已经过去。目前，民间投资增速阶段性企稳，如果没有发生黑天鹅事件，市场信心将会逐渐修复。三是随着房企现金流的修复以及保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”的推进，房地产投资有望阶段性企稳反弹。事实上，2023 年下半年以来，房地产投资的当月增速已经有企稳迹象。四是国际油价对物价的拖累将会明显减弱，物价将会重回温和增长区间。假设 2024 年主要产油国没有出现大规模的地缘政治冲突，那么 2024 年国际油价将维持现有水平窄幅波动。考虑基数效应，2024 年的 PPI 同比将会明显反弹、有望转正，随着工业品价格向消费品价格传导，但由于终端需求仍弱，CPI 同比的反弹幅度将会弱于 PPI 同比。

表 1：对经济增速的预测

时间	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年
2023 年	4.5%	6.3%	4.9%	5.5%e	5.3%e
2024 年	5.3%e	5.2%e	5.0%e	4.7%e	5.0%e

注：每个季度为 GDP 当季同比，e 代表预测值。
数据来源：自行整理。

中性情况下，预计 2024 年 GDP 增速为 5.0%。如果 2024 年没有出现全球性的经济危机、超预期的地缘政治事件，中性情况下，考虑到基数效应、财政政策

前置发力以及 2024 年下半年美联储料将开启降息，预计明年经济将前高后低，如表 1 所示，假设 2024 年四个季度的 GDP 当季同比为 5.3%、5.2%、5.0%和 4.7%，全年 GDP 增速为 5.0%。

二、生产：工业增速回升好于预期，机电产品积极扩产

规上工业增加值的同比和环比都在回升，国企扩产可能是主因。10 月和 11 月，规模以上工业增加值实际同比分别为 4.6%和 6.6%，高于 9 月的 4.5%，10 月和 11 月 Wind 一致预期分别为 4.3%和 5.7%；环比分别增长 0.39%和 0.87%，9 月为 0.36%。其中，10 月和 11 月，国企增加值同比分别为 4.9%和 7.3%，9 月为 5.9%；私企增加值同比分别为 3.9%和 5.2%，高于 9 月的 3.3%。由于基数偏低，工业增加值同比加速反弹，从环比增速来看，产能呈边际扩张的迹象，应该主要由国企扩产带动，可持续性有待观察。考虑到基数效应、“开门红”预期，预计 2024 年一季度规上工业增速将保持在 5%以上水平波动。

分门类来看，三大行业增加值增速均有所回升。如图 1 所示，10 月和 11 月，采矿业增速分别为 2.9%和 3.9%，高于 9 月的 1.5%；制造业增速分别为 5.1%和 6.7%，高于 9 月的 5.0%；电力热力燃气水增速分别为 1.5%和 9.9%，9 月为 3.5%。由于冬季保供需求，采矿业增速反弹。在基数走低的前提下，11 月制造业和电力热力燃气水的增速都出现了不同程度的回升，电力热力燃气水在冬季保供需求的支撑下反弹幅度更高。

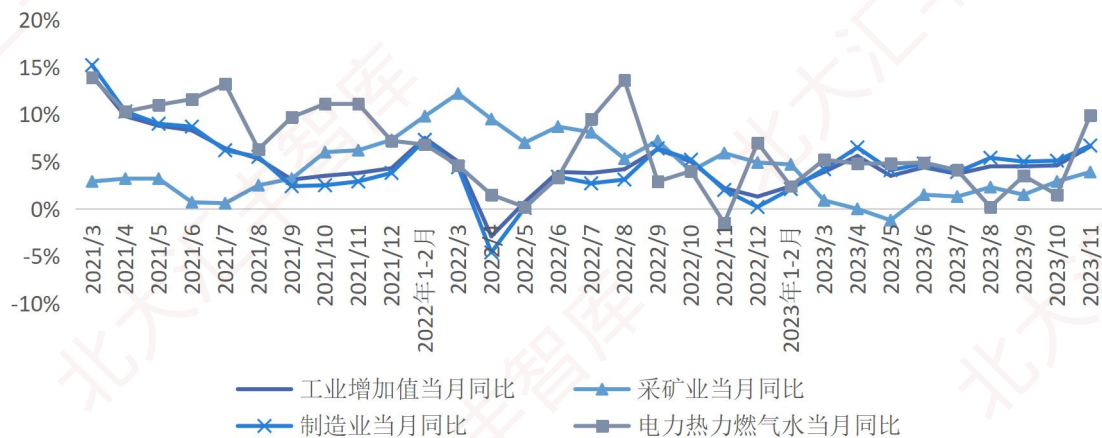















图 1：规模以上工业增加值增速
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从制造业的细分行业来看，汽车、运输设备、电子设备、电气、有色加工制造业增速处于高位，煤炭、橡胶、非金属矿、酒饮、下游技术密集型制造业增速明显反弹。如表 2 所示，从 19 个细分制造业行业来看，11 月，16 个行业正增长，3 个行业负增长，13 个行业增加值增速较 9 月回升；汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械和器材制造业，有色金属冶炼和压延加工业增加值增速分别为 20.7%、12.7%、10.6%、10.2%、10.2%。此外，考虑到相关行业 PPI 同比低迷、厂商大幅降价促销，以及相关行业的投资增速放缓，中游装备和下游技术密集型的机电产品的扩产可能缺乏需求支撑，可持续性存疑。

表 2：19 个细分制造业行业增加值增速

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	 5.2%	化学原料和化学制品制造业	 9.6%	通用设备制造业	 0.8%	农副食品加工业	 -0.5%	医药制造业	 -8.1%
石油和天然气开采业	 1.8%	橡胶和塑料制品业	 7.4%	专用设备制造业	 1.9%	食品制造业	 3.8%	汽车制造业	 20.7%
		非金属矿物制品业	 -0.6%	电气机械和器材制造业	 10.2%	酒、饮料和精制茶制造业	 4.8%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	 12.7%
		黑色金属冶炼和压延加工业	 5.1%			纺织业	 2.1%	计算机、通信和其他电子设备制造业	 10.6%
		有色金属冶炼和压延加工业	 10.2%						
		金属制品业	 6.0%						

注：表格中数值是 2023 年 11 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 2023 年 1-2 月至 2023 年 11 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。

服务业生产增速回升。10 月和 11 月，全国服务业生产指数同比分别增长 7.7% 和 9.3%，9 月是 6.9%。分行业看，10 月和 11 月，住宿和餐饮业服务业生产指数同比分别为 21.3% 和 30.6%，9 月为 17.7%；信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比分别为 10.9% 和 13.3%，9 月为 11.3%。10 月和 11 月，服务业商务活动指数为 50.1% 和 49.3%，9 月为 50.9%。考虑到服务业商务活动指数重返收缩区间，

服务业生产指数回升更多是由于低基数的影响。

三、投资：增速企稳，制造业和基建投资增速韧性较强

投资增速有企稳迹象。如图 2 所示，1-10 月和 1-11 月，固定资产投资同比增长 2.9%，低于 1-9 月的 3.1%，1-10 月和 1-11 月 Wind 一致预期分别为 3.1%和 2.9%；10 月和 11 月，环比分别为 0.1%和 0.26%，9 月为 0.15%。如图 3 所示，从主要行业投资的单月增速来看，10 月和 11 月，制造业投资增速分别为 6.2%和 7.1%，低于 9 月的 7.9%；基建投资增速分别为 5.6%和 5.4%，低于 9 月的 6.8%；房地产投资增速分别为-16.7%和-18.1%，高于 9 月的-18.7%。政策支持下，制造业和基建投资仍保持较强韧性。由于房地产调控政策进一步放松，房地产投资增速正在筑底。考虑到基数效应以及财政政策前置发力，预计 2024 年一季度投资增速将回升。

从企业性质来看，国有投资增速放缓，民间投资增速有止跌企稳迹象。1-10 月和 1-11 月，国有投资增速分别为 6.7%和 6.5%，低于 1-9 月的 7.2%；民间投资增速分别为-0.5%和-0.5%，较今年 1-8 月的低点回升 0.2 个百分点。高基数下，国有投资增速反弹乏力。虽然民间投资增速仍弱，但在美联储降息预期、国内政策支持以及经济逐步回暖的背景下，民间投资增速有止跌企稳迹象，这代表民企信心最悲观的阶段应该已经过去。

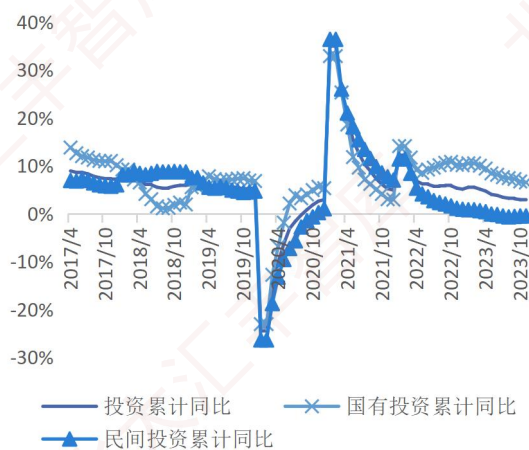


图 2：固定资产投资增速

注：累计同比指的是当年 1 月至截止月份的合计数较上年同期的变化百分比，下同。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

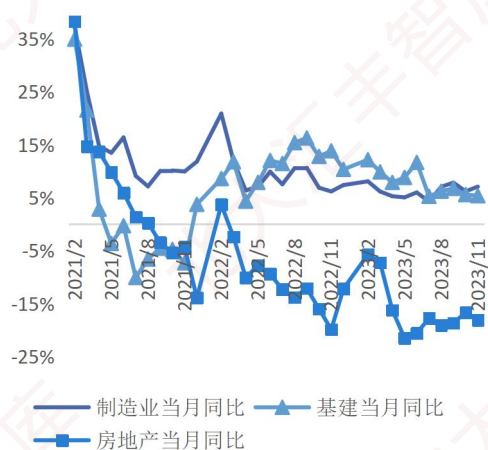


图 3：制造业、基建和房地产投资增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。


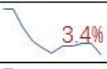




基数走低和政策支持支撑制造业投资平稳增长。一方面，基数走低，放大制造业反弹幅度。另一方面，在制造强国的国家战略支持下，更多的政府和社会资源都流向了制造业，支撑制造业投资稳步增长。

1 万亿国债增发、新增特殊再融资债券用于偿还存量债务腾挪财政支出空间、提前批专项债额度下达等政策利好，支持高基数下基建投资增速保持韧性。一是 10 月 24 日，国务院增发 1 万亿国债决议通过，增发的国债资金初步考虑在 2023 年安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元，将全部用于地方防灾减灾救灾和灾后恢复重建，将有力支撑地方基建项目。二是 10 月 1 日至 12 月 13 日，已有 27 个省市共发行 1.37 万亿元特殊再融资债券用于偿还存量债务，可以进一步腾挪出预算内财政资金用于当地经济建设。三是 10 月 23 日，十四届全国人大常委会第六次会议将提前下达新增专项债额度的政策延长至 2027 年，据媒体消息，2024 年提前批专项债额度已经下达，以 2023 年 3.8 万亿元的 60% 计算，预计提前批专项债额度约为 2.28 万亿元。

从披露数据的 13 个细分制造业行业来看，电气、汽车、化工、有色加工、专用设备投资增速领先，有色加工、金属、食品、医药投资增速改善。如表 3 所示，11 月，13 个细分制造业行业中，12 个行业正增长，6 个行业投资增速较 9 月回落。11 月，电气机械和器材制造业、汽车制造业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业、专用设备制造业投资增速分别为 34.6%、17.9%、13.3%、10.9%、10.4%，增速领先。汽车、电子设备、通用设备、电气等机电产品开始出现投资增速放缓的迹象。

商品房新开工面积、施工面积、到位资金增速有企稳迹象，竣工面积增速保持高增长，土地成交面积增速弱反弹，房屋销售指标走弱，房企回款压力仍大。1-11 月，商品房新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积、销售额、到位资金增速分别为-21.2%、-7.2%、17.9%、-8.0%、-5.2%、-13.4%，较 1-9 月分别增加 2.2、减少 0.1、减少 1.9、减少 0.5、减少 0.6、增加 0.1 个百分点。10 月和 11 月，100 大中城市土地成交面积同比为 10.13%和-9.97%，处于近五年同期平均水平。在全国多地降低商品房首付、优化房贷政策等背景下，商品房的销售情况依然不容乐观，这对房企的经营性现金流构成压力。

表 3：13 个细分制造业行业投资增速

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	 13.3%	通用设备制造业	 3.4%	农副食品加工业	 6.9%	医药制造业	 1.9%
有色金属冶炼和压延加工业	 10.9%	专用设备制造业	 10.4%	食品制造业	 10.1%	汽车制造业	 17.9%
金属制品业	 3.0%	电气机械和器材制造业	 34.6%	纺织业	 -0.9%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	 2.7%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	 9.2%

注：表格中数值是 2023 年 11 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 2023 年 1 月以来，不同行业投资累计同比的走势。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

四、消费：环比转负，终端需求仍然偏弱

消费同比回升、环比转负，终端需求仍然偏弱。10 月和 11 月，社会消费品零售总额增速分别为 7.6%和 10.1%，高于 9 月的 5.5%，10 月和 11 月 Wind 一致预期分别为 7.3%和 12.6%；环比分别为 8.81%和-1.91%，9 月为 4.99%。其中，10 月和 11 月商品消费增速分别为 6.5%和 8.0%，9 月为 4.6%；餐饮消费增速分别为 17.1%和 25.8%，6 月为 13.8%。低基数下，消费增速大幅反弹，但 11 月消费增速弱于预期，“双十一”购物节的热度弱于往年，受制于居民收入下降、预期偏弱以及房价下跌对居民财富的冲击，消费的复苏波折较多。考虑到基数效应，预计 2024 年一季度消费增速将会回落。

从经营地来看，城镇消费增速基本与乡村消费增速持平。10 月和 11 月，城镇消费增速分别为 7.4%和 10.0%，9 月为 5.4%；乡村消费增速分别为 8.9%和 10.4%，9 月为 6.3%。由于今年房地产市场低迷、农村居民收入增长较慢，促进农村消费政策的效果缺乏可持续性，城镇消费增速后来居上，基本与乡村消费增速持平。

从限上商品零售细分行业来看，服装、通讯器材、汽车、烟酒、金银珠宝等升级类消费增速领先，房地产相关的消费还是偏弱。如图 4 所示，11 月，15 个细分行业中，12 个行业正增长，3 个行业负增长，6 个行业消费增速较 9 月走弱。一是天气转冷，购置冬装的需求上升带动服装消费增速高增长。二是 10 月以来，各大手机厂商相继推出新款手机，手机销量上升。三是在降价促销冲量的背景下，

汽车销量较为景气。四是临近年底，聚餐应酬较多，对烟酒的需求旺盛。五是金价上涨以及避险需求上升，购置金银珠宝的需求增加。另外，由于房地产市场不景气，与房地产相关的家电、家具、装潢等消费不景气。

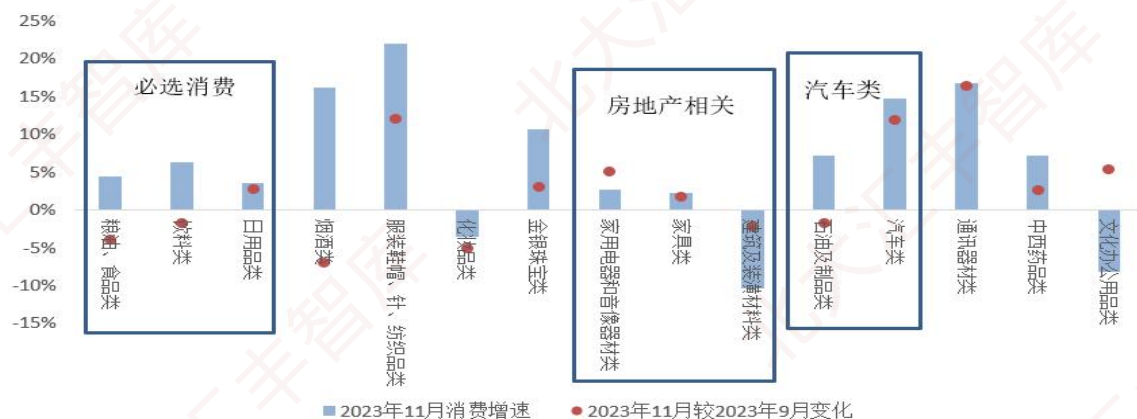


图 4：15 个细分行业消费增速
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

五、外贸：进出口增速震荡反弹，对美出口增速转正

出口增速转正，进口增速在低基数下重新走弱。按美元计，10月和11月，出口增速分别为-6.4%和0.5%，Wind一致预期分别为-3.1%和0.7%，9月出口增速为-6.1%；10月和11月，进口增速分别为3.0%和-0.6%，Wind一致预期分别为-4.3%和3.5%，9月进口增速为-6.2%；10月和11月，贸易顺差分别为565.28亿美元和683.95亿美元，处于近五年的中低水平。由于低基数以及中美关系改善，出口增速温和反弹转正；进口增速依然偏弱，在去年11月增速为-10.6%的基础上，今年同期只有-0.6%，说明内需疲软。考虑到基数效应、海外库存偏低，预计2024年一季度出口增速有望进一步好转，进口增速将在现有水平震荡，保持贸易顺差。

从主要出口国家和地区来看，中国对美国、俄罗斯、非洲和中国香港的出口正增长；除欧盟和日本外，对其他主要国家和地区出口增速都有所改善。如图5所示，按美元计，11月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、俄罗斯、非洲和中国香港出口增速分别为7.3%、-14.5%、-8.3%、-3.6%、-7.1%、33.6%、3.0%和1.4%，分别较9月增加16.7、减少2.9、减少1.8、增加3.5、增加8.8、增加13.0、增加6.1、增加11.3个百分点。1-11月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、

俄罗斯、非洲和中国香港的出口金额占中国出口金额的比例分别为 14.9%、14.8%、4.6%、4.4%、15.6%、3.2%、5.2%和 8.0%，合计 70.7%。另外，中美关系的改善有助于中美贸易往来，中国对美国出口增速在连续 15 个月负增长后，于今年 11 月首次转正。中美元首会晤后，中国外部环境明显更加友好，在疫后全球产业链重构的背景下，中国与东盟、俄罗斯、非洲等新兴市场的贸易联系更加紧密。

从主要进口国家和地区来看，中国对欧盟、俄罗斯、非洲、中国台湾进口增速正增长；除美国和俄罗斯外，对其他主要国家和地区进口增速都有所改善。如图 6 所示，按美元计，11 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、俄罗斯、非洲和中国台湾进口增速分别为-15.1%、1.6%、-0.3%、-2.3%、-6.4%、6.3%、8.6%和 5.8%，分别较 9 月减少 2.4、增加 1.4、增加 13.4、增加 12.5、增加 0.6、减少 1.9、增加 15.2、增加 20.6 个百分点。1-11 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、俄罗斯、非洲和中国台湾的进口金额占中国进口金额的比例分别为 6.5%、11.1%、6.2%、6.3%、15.1%、5.0%、4.3%和 7.8%，合计 62.4%。美国松绑对中国芯片限制，允许三星、SK 海力士、台积电等企业在中国提供半导体设备，中国对日本、韩国、中国台湾的进口增速大幅反弹。中国对俄罗斯、非洲等资源型地区进口相对景气，主要与国内的基建需求和新能源汽车发展带动锂矿需求有关。

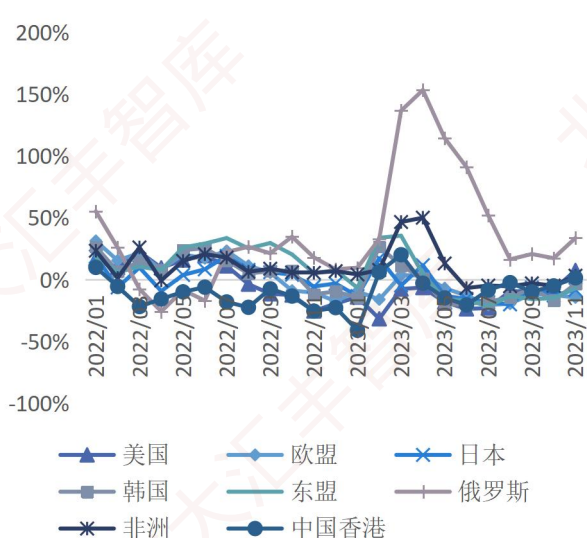


图 5：中国对主要国家和地区的出口增速
注：出口增速指的是当月同比。
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

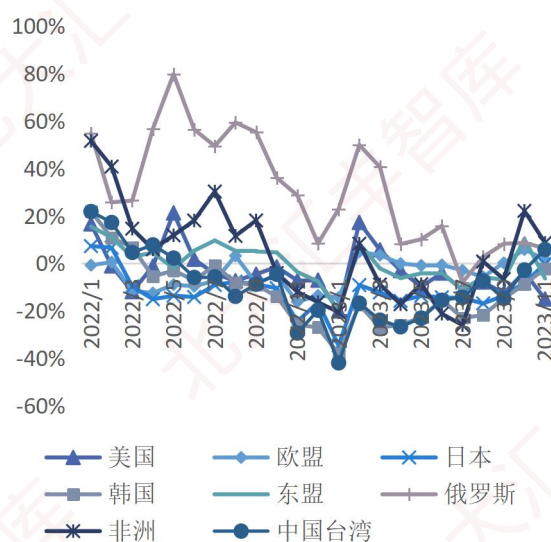


图 6：中国对主要国家和地区的进口增速
注：进口增速指的是当月同比。
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从主要出口商品来看，主要商品出口增速都有所改善；农产品和机电产品出口增速转正；机电产品中，通用机械、船舶、手机和集成电路出口增速大幅改善，但汽车出口增速连续4个月负增长。如图7所示，按美元计，11月，农产品、劳动密集型产品和机电产品的出口增速分别为3.5%、-5.4%和1.3%，较9月分别增加1.9、3.2和7.3个百分点。机电产品中，通用机械、船舶、手机和集成电路的出口增速改善最为明显，11月较9月分别增加301.9、65.0、61.7和17.0个百分点。特别地，集成电路出口增速是自2022年8月以来的首度转正。汽车和汽车底盘连续4个月负增长，11月增速为-75.3%，创近17个月新低。

从主要进口商品来看，铁矿石和机电产品进口正增长；除原油外，其他商品进口增速有所改善。如图8所示，按美元计，11月，农产品、铁矿石、原油和机电产品进口增速分别为-10.0%、29.1%、-12.8%和4.2%，分别较9月增加2.0、增加25.1、减少12.8和增加14.2个百分点。铁矿石进口增速的大幅走高主要是由价格因素推动，11月铁矿石进口数量只增长了3.9%。原油进口增速的大幅下跌主要是原油需求回落，可能与新能源汽车对油车的替代有关，但原油进口增速是否会持续下跌还有待观察，11月原油进口数量增速为-9.2%。

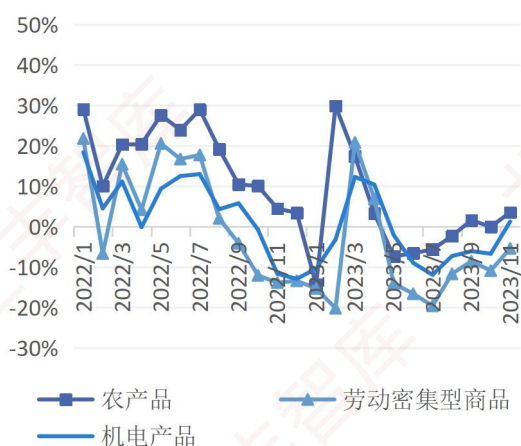


图 7：中国主要出口商品增速

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。

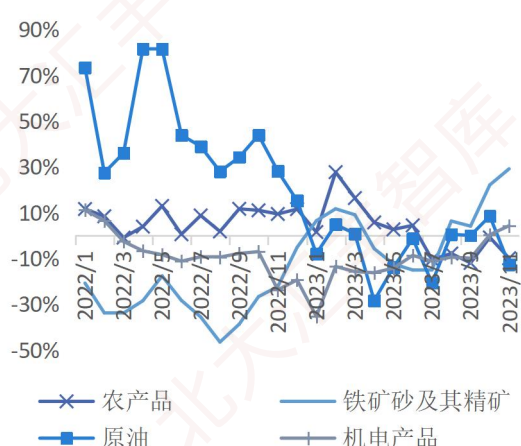


图 8：中国主要进口商品增速

注：进口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

出口增速温和复苏，主要与基数效应、低库存和中美关系改善有关。一是去年四季度出口增速走低，会放大出口的反弹幅度。二是中美关系改善、美国国内库存较低以及降低通胀的需求，导致对美出口增速明显改善，同时拉动上下游产业链相关国家的贸易往来。此外，中国对欧盟的出口以及新能源汽车出口走弱，主要受欧元区经济不景气的影响。

低基数下进口增速的反弹不及预期，主要是国内需求偏弱，但对铁矿石和半导体相关的进口需求较为景气。一是居民消费需求低迷，导致居民对进口商品的需求不足。二是基建和新能源汽车的需求支撑了对铁矿石和有色金属的进口。三是美国放松对中国半导体的制裁，中国对半导体的进口增速大幅上升。

六、汇率：11月快速升值，美降息预期缓解政策干预压力

11月人民币兑美元汇率（使用直接标价法，即1美元折合若干人民币，下同）阶段性快速升值，主要由于美元指数走弱和政策干预。如图9所示，10月至11月3日，人民币兑美元汇率从7.29小幅贬值至7.32，基本上维持平稳，从11月6日开始，人民币兑美元汇率快速升值2.5%至11月30日的7.13后，小幅贬值至12月13日的7.18。一是11月美联储按兵不动，政策利率维持在5.25%至5.5%之间，市场对美联储明年降息的预期加强，美元指数回落，缓解了由于利差导致的人民币贬值压力。二是央行仍在引导人民币汇率回归适宜区间。一方面，虽然人民币兑美元中间价与人民币兑美元即期汇率的差距不断缩小，但人民币兑美元中间价仍低于人民币兑美元即期汇率。另一方面，11月，美元指数贬值3.6%，而人民币只升值了2.5%；同时，今年6月美元指数在104时，人民币兑美元即期汇率在7左右。说明国际投资者对中国市场仍然有一定的顾虑，国际投资者信心不足，政策仍在主动引导人民币兑美元汇率升值预期，但政策干预力度明显减弱。考虑到美联储明年可能会降息、穆迪下调中国主权信用等级、中国经济仍有较强韧性、国际投资者观望态度较浓、央行政策工具箱储备充足，预计2024年一季度人民币兑美元汇率在现有水平震荡。

FDI增速下降，但FDI规模仍处于历史次高，不应过分悲观。根据商务部的

数据显示，1-10月实际使用外资9871.1亿人民币，按照7.25的汇率换算，估计为1362亿美元，同比为-19.1%（按美元计），这是自今年1-4月以来的持续负增长，而且降幅不断扩大。今年以来，中国确实面临一定的外资流出压力，但要严格区分背后的影响因素。比如，油车、金融、商品零售等传统行业的部分外资减少对中国的投资，主要是市场竞争的结果，外资在这些行业不具备竞争优势。又比如，三星、台积电、LG、富士康等半导体相关公司选择全球布局自身的产能，更多的是受到美国对中国科技制裁的影响。近期，中美元首会晤、中国放松海外来华签证、国务院出台《全面对接国际高标准经贸规则推进中国（上海）自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案》等一系列利好政策有望推动FDI增速触底回升。



图 9：人民币兑美元汇率走势
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

七、物价：CPI 和 PPI 同比同时转弱，显示内需偏弱

CPI 同比加速下滑，主要是猪肉和能源价格走弱以及服务需求回落。如图 10 所示，10 月和 11 月 CPI 同比分别为-0.2%和-0.5%，低于 9 月的 0%；CPI 环比同比分别为-0.1%和-0.5%，低于 9 月的 0.2%。其中，10 月和 11 月食品价格同比分别为-4.0%和-4.2%，环比为-0.8%和-0.9%；非食品价格同比分别为 0.7%和 0.4%，环比为 0%和-0.4%。另外，10 月和 11 月，核心 CPI 同比均为 0.6%，低于 9 月的 0.8%。一是由于北方猪瘟加重，养殖户集中出栏、加大生猪供应，以及南方冬天温度较

高、腌腊需求延后，导致猪肉价格大幅回落。10月和11月，猪肉价格同比分别为-30.1%和-31.8%，低于9月的-22.0%。二是由于国际油价回调，导致交通工具用燃料价格下跌。10月和11月，交通工具用燃料价格同比分别为1.8%和-2.9%，9月为-1.1%。三是由于旅游出行进入淡季和终端需求不足，服务价格小幅回落。10月和11月，服务价格同比分别为1.2%和1.0%，低于9月的1.3%。考虑到去年基数走低，但四季度CPI价格同比明显低于三季度报告的预期，说明国内需求偏弱。考虑到基数效应、生猪价格还未见底以及需求偏弱，预计2024年一季度CPI同比依然偏弱。

PPI同比降幅重新扩大，主要是由于国际原油价格回落以及下游商品降价去库存。如图11所示，10月和11月PPI同比分别为-3.7%和-4.0%，低于9月的-3.6%；环比分别为0.2%和-0.3%，低于9月的0.6%。其中，10月和11月，生产资料同比分别为-3.0%和-3.4%，环比分别为0.1%和-0.3%；生活资料同比分别为-0.9%和-1.2%，环比分别为-0.1%和-0.2%。一是由于需求疲软、部分非欧派克国家增产以及俄乌冲突对国际油价影响减弱，原油价格阶段性回落。二是为提振销售额冲量，厂商纷纷降价去库存，导致越接近产业链下游的制造业商品价格下调得越多。四季度PPI价格同比也明显低于三季度报告的预期，也是显示国内需求不足。考虑到基数效应、国际油价上涨空间有限以及国内需求仍弱，预计2024年一季度PPI同比降幅有望收窄。

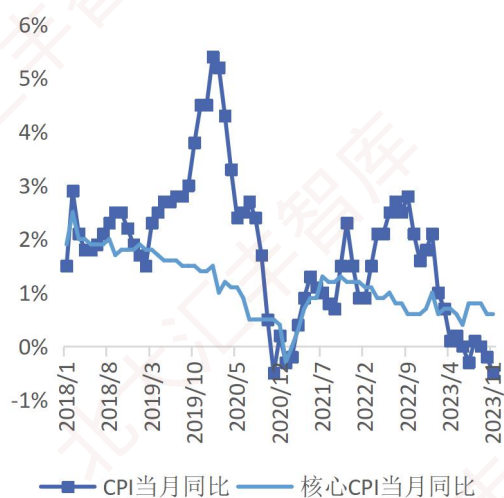


图 10: CPI 和核心 CPI 当月同比
数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

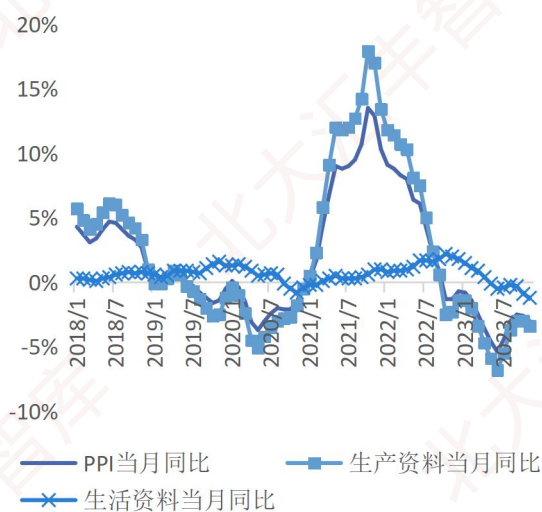


图 11: PPI 当月同比走势
数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

从细分行业出厂价格来看，多数中下游行业 PPI 同比走弱，黑色系价格呈上升趋势。如表 4 所示，30 个细分行业中，11 月有 21 个行业负增长，1 个行业持平，8 个行业正增长；9 月是 20 个行业负增长，10 个行业正增长。11 月，黑色金属矿采选业和有色金属矿采选业同比分别为 15.1%和 8.1%，其他行业都不超过 2%。其中，医药、汽车、交通运输设备、电子设备、电力热力等多数下游技术密集型工业品价格同比都出现了回调。

表 4：30 个细分行业 PPI 当月同比

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	-15.8%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-1.9%	通用设备制造业	-0.5%	农副食品加工业	-5.0%	医药制造业	0.7%
石油和天然气开采业	-10.6%	石油、煤炭及其他燃料加工业	-6.3%			食品制造业	-1.2%	汽车制造业	-1.6%
黑色金属矿采选业	15.1%	化学原料和化学制品制造业	-6.8%			酒、饮料和精制茶制造业	1.2%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.5%
有色金属矿采选业	8.1%	化学纤维制造业	0.0%			烟草制品业	1.3%	计算机、通信和其他电子设备制造业	-3.5%
非金属矿采选业	-2.1%	橡胶和塑料制品业	-3.2%			纺织业	-1.6%	电力、热力生产和供应业	-1.0%
		非金属矿物制品业	-8.2%			纺织服装、服饰业	0.8%	燃气生产和供应业	-1.5%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-2.3%			造纸和纸制品业	-5.9%	水的生产和供应业	1.1%
		有色金属冶炼和压延加工业	1.7%			印刷和记录媒介复制业	-0.7%		
		金属制品业	-2.0%						

注：表格中数值是 11 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 2023 年 1 月至 2023 年 11 月的走势。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

八、政策：货币政策边际收紧，财政政策适度加码

在为实体经济减负、维稳汇率、防范化解金融风险多重目标约束下，货币政策边际上有所收紧。考虑到 1 万亿国债和提前批专项债发行对资金面流动性的冲击，市场普遍预期央行将会在四季度降息或者降准配合财政政策发力，但目前央行按兵不动，货币政策有边际收紧迹象，主要是防风险的顾虑较多。其一，海外已经处于货币政策紧缩周期，为防止资金大幅外流和维稳人民币汇率，国内进一步降息的空间极为有限。其二，目前银行净息差已经处于历史低位，继续降息将恶化银行的盈利能力。其三，由于私人部门缺乏融资需求，总量上的宽松效果不

明显，还会导致资金在金融系统内淤积，加剧金融风险的积聚。

从货币市场来看，四季度资金紧平衡。四季度，LPR 利率维持原样。10 月和 11 月下旬，DR007 利率多处于 2% 以上，12 月以来 DR007 利率多处于 2% 以下。11 月 29 日，上证所隔夜国债逆回购利率（GC001）盘中最高报 7.700%，收盘报 6.875%，创下近 10 个月新高。10 月 1 日至 12 月 17 日，公开市场资金净投放 5480 亿元，主要是 12 月 15 日央行超量续作 MLF，向市场净投放 8000 亿元流动性（发行 1.45 万亿元 MLF，当日到期 6500 亿元 MLF），规模为有史以来最大单月净投放。

从金融数据来看，资金供给小幅回落，资金需求主要靠企业的中长期贷款和票据融资以及政府发债支撑，私人部门的融资意愿依然偏弱。**M2 和 M1 同比方面，**如图 12 所示，10 月和 11 月，M2 同比分别为 10.3% 和 10.0%，9 月为 10.3%，低于 Wind 一致预期的 10.5% 和 10.1%，创 2022 年 4 月以来的新低。M2 增速下行，信用扩张放缓，主要受到房地产市场不景气以及财政存款向社会存款转化存在滞后效应的影响。另外，11 月 M1 同比降至 1.3%，较 9 月减少 0.8 个百分点，企业存款活化水平较低，企业拿到贷款后又存进银行而不是投入到项目运营之中。**社融方面，**10 月和 11 月，新增社融分别为 1.85 万亿元和 2.45 万亿元，Wind 一致预期分别为 1.82 万亿元和 2.45 万亿元；社融存量同比为 9.3% 和 9.4%，高于 9 月的为 9.0%，M2 和社融同比的剪刀差收窄。11 月新增社融基本符合预期，国债增发、化债以及专项债提前批下达支持政府债券发行处于高位，11 月政府债券发行规模达到 1.15 万亿元。**新增人民币贷款方面，**如图 13 所示，10 月和 11 月，新增人民币贷款为 7384 亿元和 1.09 万亿元，Wind 一致预期分别为 6400 亿元和 1.21 万亿元。11 月新增人民币贷款低于预期主要是企业中长期贷款边际走弱，具体原因是短期波动还是结构性变化还有待观察。另外，居民的短期贷款和中长期贷款边际好转，可能与消费贷利率下降和近期的房地产限贷政策放松有关，但可持续性还有待观察。

财政政策有所加码，财政支出增长加速。今年以来，地方政府受制于化债压力和卖地收入严重不及预期，财政支出力度偏弱，保障民生支出优先于基建支出。四季度，中央增发 1 万亿国债用于灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾、重启特殊再融资债券发行用于偿还存量债务、提前下达明年专项债额度等措施，有利于缓

解地方政府的资金压力，加快财政支出进度。**财政收入方面**，由于经济稳步恢复，带动一般公共预算收入增速回升。10月和11月，一般公共预算收入当月同比分别为2.64%和4.26%，高于9月的-1.26%。税收收入和非税收入当月同比均有所回升；税收收入中，作为主要税种的增值税当月同比明显反弹，企业所得税当月同比连续三个月正增长，个人所得税当月同比在11月转正。**财政支出方面**，多数细分项支出增速有所提升。10月和11月，一般公共预算支出当月同比分别为11.87%和8.64%，高于9月的5.17%。由于政策加码以及财政收入修复，财政支出增速反弹。10月和11月，教育、文体传媒、社保就业、节能环保、城乡事务、农林水、交通运输等支出当月增速均处于两位数。此外，由于房地产不景气，土地收入依然低迷，但降幅有所收窄。1-10月和1-11月，国有土地使用权出让收入同比分别为-20.5%和-17.9%。

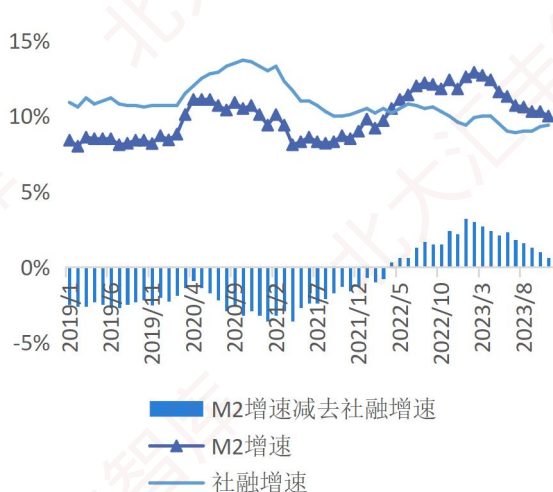


图 12: M2 和社融增速

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

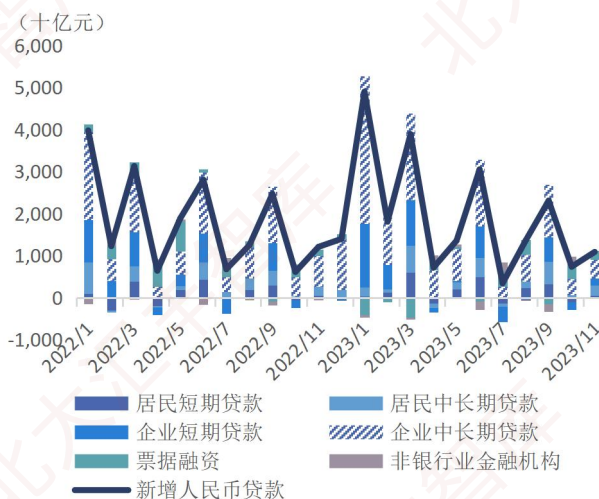


图 13: 新增人民币贷款当月值

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

九、当前宏观经济的主要问题和建议

1. 需求依然偏弱，中央政府需加杠杆稳需求

从多数宏观指标来看，现阶段需求不足对经济增长的制约较为明显。一是物价重新走弱，主要是下游库存较多的厂家不得不降价促销去库存，导致产能的反弹空间受限，企业补库存的动力不强。二是房地产市场的调整以及企业降本增效

同时对居民的财富和收入产生冲击，恶化居民的资产负债表，导致居民的消费意愿偏低，进而影响消费和进口增速。三是新增的特殊再融资债券用于偿还存量债务的额度相较于地方政府隐性债务的规模来说仍然有限，地方化债压力约束基建投资增速的反弹空间。四是欧元区经济走弱，有陷入衰退的风险，我国新能源汽车出口受到较大的影响。五是出于对经济前景的预期顾虑较多，虽然市场利率偏低，居民和企业的融资需求偏弱，货币政策的传导受阻，信用扩张不及预期。综上，企业和居民的需求不足的背景下，政府需要增加支出稳定总需求。考虑到明年地方化债压力、土地出让收入难有明显起色、严监管下城投债净融资规模受限，地方政府可用于基建投资的资金不足，中央应承担加杠杆任务。

建议：一是将 2024 年目标赤字率设置在 3.8% 左右。2023 年财政赤字安排 3.88 万亿元，加上 1 万亿新增国债，2023 年财政赤字率从 3% 上调至 3.8%。考虑到 2023 年 12 月中央经济会议提到积极的财政政策要适度加力，2024 年的目标赤字率最好维持在 3.8% 左右比较合适。二是深刻理解“先立后破”，财政应重点支持“三大工程”、科技创新和制造业发展。根据最新的中央经济工作会议要求，2024 年的财政政策要提高资金效益、政策效果以及优化财政支出结构，所以，将会重点支持“三大工程”，颠覆性技术和前沿技术研发，以及新型工业化、数字经济、战兴产业和未来产业等制造业发展。

2. 机电产品产能扩张缺乏内需支撑，需完善企业出海的政策配套

根据前文生产、投资和 PPI 中细分行业的数据显示，部分机电产品产能的扩张缺乏内需支撑。一方面，从细分行业 PPI 同比来看，多数中下游行业的 PPI 同比呈下行趋势，现有产能已经过剩，厂商不得不降价去库存。另一方面，从 2022 年以来，制造业投资一直处于高增长状态，投资最终会转为产能，但由于投资—生产—消费之间没有形成良性循环，近期，中下游机电产品的投资增速已经出现走弱迹象，将会影响相关行业后续的产能扩张空间。根据十四五规划提出的制造强国战略，以及近期的中央经济工作会议，支持制造业发展将会是中长期国策，需要考虑扩大相关产品的消费需求以支撑制造业产能的扩张，海外市场将会是输出制造业产能的有效渠道。

建议：一是加大对企业出海的政策配套，完善企业出海的法律咨询服务和司法制度构建。虽然中国很长时间是全球的代工厂，但中国企业大多只负责生产，产品交付到海外厂商手中后，就不管产品的销售环节了，而这恰恰是利润最丰厚的环节之一。中国制造业企业若是想要更好的生存下来，未来在海外布局销售渠道，建立自主品牌是大势所趋，中国政府应做好相关政策配套，保障企业的合法权益。二是鼓励已经在海外发展初具成效的平台型企业牵头，带动产业链上下游相关的制造业企业出海。近几年，TikTok、SHEIN、Temu 等平台企业在海外快速发展，已经取得一定行业竞争优势，鼓励中国的制造业企业通过电商模式开拓海外市场，政府可以搭建相关平台，对接不同企业之间的需求。

3. 楼市面临供给冲击，构建房地产发展新模式亟需转变土地财政

目前来看，房地产相关的土地、开工、施工、销售等数据还是偏弱，虽然政府加大了对重点房企融资需求的支持，但房地产市场的复苏可能还需要较长时间。同时，未来一段时间，房地产市场都面临较大的供给增加冲击。一方面，“保交楼”导致竣工面积大幅增加，建成的新房库存快速积压，房企需要加速销售回款，对新房价格有一定的冲击。另一方面，地方政府由于化债压力较大，地方政府倾向于多卖地，近期，部分地区放开了土拍限价，但土地市场依然是供过于求。从中长期来看，地方政府由于化债压力较大，后续将继续加大土地供应数量，对楼市价格将造成冲击。2023 年 12 月的中央经济工作会议提到要加快构建房地产发展新模式，这是在中央判断房地产供求关系发生重大变化后，国家对房地产发展模式的一次重大调整，与房地产相关的基建、财政、金融等发展模式也要做出相应的调整，最关键的还是要降低地方政府对土地财政的依赖。

建议：一是亟需加快财税体制改革，转变土地财政作为地方政府主要税源的模式。2023 年 12 月的中央经济工作会议提到，要谋划新一轮财税体制改革。土地出让收入的减少对地方政府收入的冲击巨大，目前，民营房企购置土地的行为还没有修复，主要是城投平台拿地比较多，这种情况难有持续性，而且土地市场的不景气可能会持续较长时间，应加快财税体制改革，考虑推出房产税、房产税和数字税，稳定地方政府收入。二是推动部分闲置“保交楼”住房转为保障性住房，

帮助房企去库存、回流现金。目前商品房待售面积已经超过 6.5 亿平方米，房屋施工面积超过 83 亿平方米，通常房屋的建筑周期为三年，假设现有房屋施工面积有一半三年后竣工，在此期间没有新开工楼盘，每年房屋去化面积为 10 亿平方米，也就是说三年后，市场上待售的商品房面积至少上升至 18 亿平方米，创历史新高，这种体量的供应明显是过剩的。亟需推动部分闲置“保交楼”住房转为保障性住房的方案，减少对楼市的供给冲击。



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、林双林。