

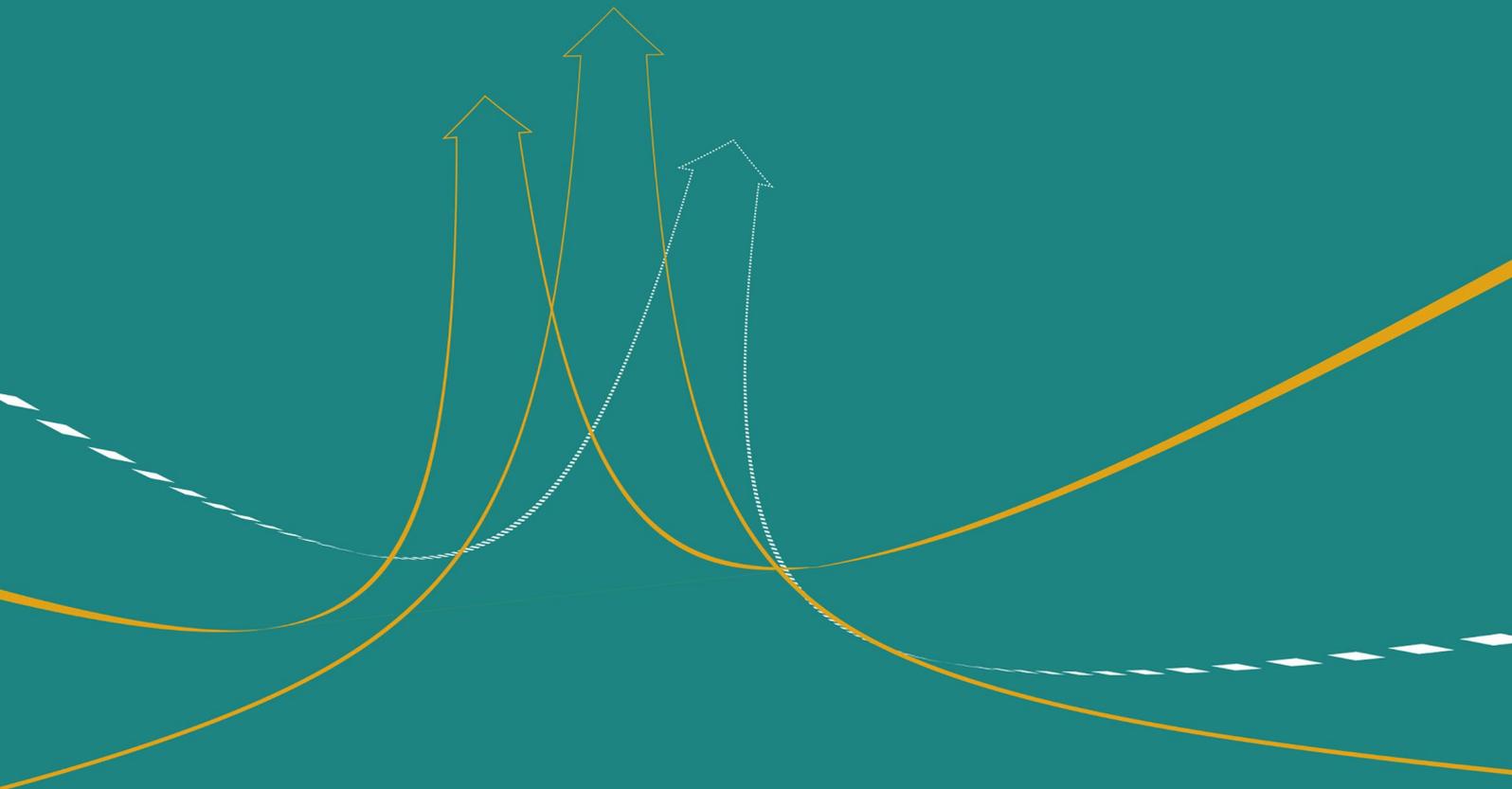
经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

宏观经济分析报告

2024年第三季度



需求不足对经济拖累加剧

7月和8月，工业、投资、消费增速均在走弱，只有出口增速保持较快增长，但劳动密集型产品出口增速偏弱，**预计三季度GDP同比为4.9%**。

三季度经济运行主要有四条主线：**一是**消费电子和船舶的生产、投资、消费形成良性循环，行业景气度较强。**二是**在加征关税政策影响下，劳动密集型产品出口增速走弱，拖累劳动密集型产品的生产、投资增速，以及私企的生产和投资增速。**三是**汽车由于抢出口、出口增速阶段性反弹，但汽车相关的生产、投资、消费增速都在走弱。**四是**房地产低迷和地方政府化债导致企业资金流紧张，M1增速仍未见底，企业票据融资大幅增加。

当前经济存在内需不足、专项债达不到预期效果、中小银行面临风险加大等问题，建议政府：**落实好维稳股票措施改善市场主体预期、财政政策重心考虑向产业投资基金和民生建设转变、加快中小银行的合并重组。**

北大汇丰智库经济组（撰稿人：邹欣）

成稿时间：2024年9月30日 | 总第105期 | 2023-2024学年第7期

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

Lack of demand intensifies drag on economy

Abstract: In July and August 2024, the growth rates of industry, investment, and consumption were all weakening. Only export growth maintained rapid growth, but the export growth rate of labor-intensive products has slowed down. According to the model of PHBS Think Tank, **GDP in the third quarter is expected to be 4.9% year-on-year.**

In the 3rd quarter this year, the economy is mainly characterized by 4 features: 1. The production, investment, and consumption of consumer electronics and ships have formed a virtuous cycle. 2. Under the influence of the overseas' tariff increase policy, the export growth rate of labor-intensive products has weakened, dragging down the production and investment growth rate of labor-intensive products, as well as the production and investment growth rate of private enterprises. 3. Due to the precautionary stocking resulted from the anticipation of a tariff increase, the export growth rate of automobiles has rebounded in stages, but the growth rates of automobile-related production, investment, and consumption are all weakening. 4. The real estate downturn and local government debt resolution have led to tight corporate capital flows. The growth rate of M1 has not yet bottomed out, and corporate bill financing has increased significantly.

The current economy faces problems such as insufficient domestic demand, special bonds failing to achieve expected results, and small and medium-sized banks facing increased risk. It is recommended that the government effectively implements measures to stabilize the stock market to improve the expectations of market entities, considers shifting the focus of fiscal policy to industrial investment funds and people's livelihood construction, and accelerates the integration of small and medium-sized banks.

一、GDP：多数经济指标走弱，全年增速保5%压力加大

三季度国内外经济形势出现以下边际变化：一是9月美联储降息50BP，点阵图显示年内剩余两次议息会议仍有50BP的降息空间，美联储降息意味着美国经济下行压力加大。9月18日，美联储将联邦基金利率目标区间下调50BP至4.75%~5.0%的水平，是自2020年3月以来的首次降息。最新的点阵图显示，今年的利息中枢将在4.25%~4.5%之间，意味着年底前还有50BP的降息空间；2025年利息中枢将在3.25%~3.5%之间，2026年利息中枢将在2.75%~3.0%之间。

二是虽然贺锦丽民调领先特朗普，但11月美国大选结果仍有变数，这将影响我国增量宏观政策的推出时点和力度。9月美国大选辩论结束后，民调显示贺锦丽当选的概率上升，但贺锦丽在7个关键“摇摆州”并未占据绝对优势，仅在威斯康星、密歇根和内华达州占据领先地位，11月的美国大选结果仍有变数。由于贺锦丽和特朗普的政策主张差异较大，贺锦丽大概率会延续拜登现有的经济政策，但特朗普将会对中国采取更为严厉的关税制裁，如果特朗普上台，中国面临的短期经济压力更大，中国宏观政策力度加码的可能性也更大。

三是9月底罕见召开分析研究当前经济形势和经济工作的中共中央政治局会议，四季度的工作重心在于加大政府投资、降准降息、稳地产、提振资本市场等。7月底召开的中共中央政治局会议对下半年经济形势的判断明显较为乐观，更强调要推进改革。但由于经济下行压力加大，高层罕见地在9月底召开中共中央政治局会议，往年一般在10月或者不开。会议指出，“当前经济运行出现一些新的情况和问题”，“要全面客观冷静看待当前经济形势”，“要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务”。四季度的工作重心在于加大政府投资、降准降息、稳地产、提振资本市场等。目前来看，一系列增量货币政策宽松举措主要是为了稳楼市和救股市，有利于改善市场主体预期。

7月和8月，需求不足对生产的拖累加剧，多数经济指标走弱，预计三季度GDP同比为4.9%。生产方面，规上工业增加值增速连续四个月回调；19个制造业细分行业中，有16个行业增加值增速8月较6月回落，需求不足对生产的拖累

加剧。**投资方面**，房地产投资增速有筑底迹象，制造业和基建投资增速回落。**消费方面**，低基数下消费增速低于预期，有稳定需求的消费品、以旧换新的部分商品、娱乐消费增速相对较强，多数可选消费负增长。**出口方面**，出口增速保持较强韧性，主要是消费电子、汽车和船舶出口增速增长较快，欧美的需求是主要支撑，但劳动密集型产品出口增速偏弱，受海外取消“小额豁免”政策影响较大。**物价方面**，CPI 同比季节性回升，但难有可持续性；PPI 同比回落，新能源汽车相关、房地产相关、餐饮相关、石化相关上下游产品价格走弱。**政策方面**，利率换锚，货币政策更注重精准调控，9月底货币宽松开始加码；财政政策相对保守，专项债发行节奏明显慢于去年，财政支出增速明显下滑。

二、生产：需求不足对产能的影响加剧，绝大多数细分行业增加值增速都在走弱

规上工业增加值增速连续四个月回调，国企增速较为平稳，私企增速受传统劳动力密集型产品出口走弱影响、明显回落。7月和8月，规模以上工业增加值实际同比为5.1%和4.5%，Wind一致预期为5.0%和4.7%，6月为5.3%；规模以上工业增加值环比增长0.35%和0.32%，6月为0.42%。其中，7月和8月，国企增加值同比为3.5%和3.6%，6月为3.0%；私企增加值同比分别为5.2%和4.5%，6月的5.7%。国企工业增加值增速较为平稳，主要是电力设备的大规模更新支撑国企增加值增速保持稳定。私企工业增加值增速出现明显回调，主要是传统劳动密集型产品出口增速回落。由于海外“小额豁免”政策取消，跨境电商面临模式转型，私企工业增加值增速短期内难有明显改善。考虑到基数走高、政策空间还未用完，预计四季度工业增加值增速有望在现有水平震荡。

分门类来看，采矿业和制造业增加值增速回落，电力热力燃气水的增加值增速回升。如图1所示，7月和8月，采矿业增速为4.6%和3.7%，6月为4.4%；制造业增速分别为5.3%和4.3%，6月为5.5%；电力热力燃气水增速分别为4.0%和6.8%，6月为4.8%。受油价下跌、部分有色金属价格回调影响，采矿业增加值增速回落。由于降价对刺激需求的效果下降以及传统劳动密集型产品出口走弱，制造

业企业对于扩张产能更加谨慎，制造业增加值增速放缓。由于电网设备更新政策的影响，电力热力燃气水的增加值增速明显反弹。

如表 1 所示，19 个制造业细分行业中，有 16 个行业增加值增速 8 月较 6 月回落，产能的整体回落应该是需求不足导致的。今年上半年，在政策和出口的支撑下，需求疲软对生产的影响还不明显。三季度，需求走弱和悲观预期自我加强的影响已经开始传导至生产端，需要引起高度重视。



图 1：规模以上工业增加值增速
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

表 1：19 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	3.3%	化学原料和化学制品制造业	5.9%	通用设备制造业	2.2%	农副食品加工业	-0.1%	医药制造业	2.8%
石油和天然气开采业	4.0%	橡胶和塑料制品业	5.4%	专用设备制造业	2.9%	食品制造业	6.9%	汽车制造业	4.5%
		非金属矿物制品业	5.5%	电气机械和器材制造业	2.6%	酒、饮料和精制茶制造业	5.2%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	12.0%
		黑色金属冶炼和压延加工业	2.1%			纺织业	4.4%	计算机、通信和其他电子设备制造业	11.3%
		有色金属冶炼和压延加工业	6.6%						
		金属制品业	9.7%						

注：表格中数值是 2024 年 8 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 2024 年 1-2 月至 2024 年 8 月不同行业工业增加值的当月同比（1-2 月除外）的走势。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

服务业生产指数增速基本平稳。7月和8月，全国服务业生产指数同比增长4.8%和4.6%，6月是4.6%。分行业看，7月和8月，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比为12.6%和12.1%，6月为11.9%；租赁和商务服务业生产指数同比为9.0%和9.4%，6月为9.8%；交通运输、仓储和邮政业生产指数同比为5.3%和5.2%，6月为6.9%。7月和8月，服务业商务活动指数为50.0%和50.2%，6月为50.2%。通信、租赁、物流等生产性服务业仍处于较为景气的状态，但可持续性有待观察。

城镇调查失业率小幅上升，16-24非在校生城镇劳动力失业率明显走高。7月和8月，全国城镇调查失业率为5.2%和5.3%，高于6月的5.0%。8月，16-24岁、25-29岁、30-59岁非在校生城镇劳动力失业率为18.8%、6.9%、3.9%，较6月增加5.6、增加0.5、减少0.1个百分点。

三、投资：增速回落，制造业和基建投资走弱

投资增速连续五个月回调，国有投资和民间投资增速都在走弱。如图2所示，1-7月和1-8月，固定资产投资同比增长3.6%和3.4%，Wind一致预期为3.9%和3.5%，1-6月为3.9%。7月和8月，固定资产投资环比为-0.17%和0.16%，6月为0.21%。从企业注册类型来看，1-7月和1-8月，国有投资增速为6.3%和6.0%，1-6月为6.8%；民间投资增速为0.0%和-0.2%，1-6月为0.1%。其中，1-7月和1-8月，扣除房地产开发投资，民间投资增长6.5%和6.3%，1-6月为6.6%。国有投资明显走弱，主要基建投资进度偏慢。民间投资增速回落，主要是受到制造业投资增速放缓的拖累。考虑到四季度剩余额度的专项债将会集中发行对基建投资有一定支撑作用，预计四季度投资增速有望在现有水平震荡。



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。

从主要行业来看，房地产投资增速有筑底迹象，制造业和基建投资增速回落。

如图 3 所示，从主要行业投资的单月增速（1-2 月除外）来看，7 月和 8 月，制造业投资增速为 8.3% 和 8.0%，6 月为 9.3%；基建投资增速为 10.8% 和 6.2%，6 月为 10.2%；房地产投资增速为 -10.8% 和 -10.2%，6 月为 -10.1%。



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。

如表 2 所示，汽车的中下游、劳动密集型产品制造业投资增速走弱，但有色和运输设备制造业投资增速反弹。主要是受到海外加税影响较大的行业投资增速放缓，有战略性囤货需求的有色以及出口需求旺盛的船舶制造投资增速较为强劲。

表 2：13 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	10.0%	通用设备制造业	13.8%	农副食品加工业	19.6%	医药制造业	7.3%
有色金属冶炼和压延加工业	26.2%	专用设备制造业	12.8%	食品制造业	26.1%	汽车制造业	5.4%
金属制品业	17.3%	电气机械和器材制造业	-0.3%	纺织业	13.5%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	30.7%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	14.2%

注：表格中数值是 2024 年 8 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 2024 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。

基建投资增速回落，主要是专项债发行进度明显慢于去年。据统计，今年初至 9 月 17 日，新增专项债发行 2.66 万亿元，占今年发行目标 3.9 万亿元的 68.2%，去年同期新增专项债的发行进度已经完成超过八成。事实上，地方政府对于使用专项债的积极性不高，主要是缺乏合适收益率的项目。

房地产投资增速有筑底迹象，在地方政府收储商品房用作保障房以及住房“以旧换新”的政策下，房企的新开工面积、销售面积、销售额、到位资金增速边际上有所改善，但难有实质性反转。8 月，商品房新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积、销售额、到位资金累计同比分别为-22.5%、-12.0%、-23.6%、-18.0%、-23.6%、-20.2%，分别较 6 月增加 1.2、持平、减少 1.8、增加 1.0、增加 1.4、增加 2.4 个百分点。7 月和 8 月，100 大中城市土地成交面积当月同比分别为 14.5%和 28.8%，但从土地出让收入上来看，增速还在下行，地方政府在降价卖地。1-8 月，国有土地使用权出让收入同比为-25.4%，1-6 月为-18.3%。

四、消费：增速较弱，多数可选消费较为低迷

低基数下消费增速低于预期，餐饮消费好于商品消费。7 月和 8 月，社会消费品零售总额增速为 2.7%和 2.1%，Wind 一致预期为 3.1%和 2.7%，6 月为 2.0%。其中，7 月和 8 月，商品消费增速为 2.7%和 1.9%，6 月为 3.2%；餐饮消费增速为 3.0%和 3.3%，6 月为 7.9%。由于消费者对收入前景预期悲观、居民有余钱更倾向于提前还贷，消费增速较为萎靡。从不断走低的商品消费增速来看，频繁的促销打折对

刺激消费者的购物欲已经没有太大作用了。考虑到基数走高、消费者预期短期内很难有明显提振、居民杠杆率较高，预计四季度消费增速可能在现有水平震荡。

从经营地来看，城镇和乡村消费增速都偏弱，城镇消费增速更弱。7月和8月，城镇消费增速为2.4%和1.8%，6月为1.7%；乡村消费增速为4.6%和3.9%，6月为3.8%。在以旧换新的政策刺激下，城镇和乡村消费增速没有太多起色，还是受到收入下降和悲观预期的影响。

如图4所示，从限上商品零售细分行业来看，有稳定需求的消费品、以旧换新的部分商品、娱乐消费增速相对较强，多数可选消费负增长。一是粮油食品、饮料、烟酒、中西医等具有稳定需求的商品消费增速快于平均水平。8月，粮油食品、饮料、烟酒、中西医的消费增速分别为10.1%、2.7%、3.1%、4.3%。二是受以旧换新政策影响的家电、通信器材消费增速较高。8月，家用电器和音像器材类、通讯器材类消费增速为3.4%、14.8%。三是娱乐消费增速较强。8月，体育娱乐用品类消费增速为3.2%。四是服装、化妆品、金银珠宝、家具、装潢、石油、汽车、办公用品等可选消费增速负增长。8月，服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、金银珠宝类、家具类、建筑及装潢材料类、石油及制品类、汽车类、文化办公用品类消费增速分别为-1.6%、-6.1%、-12.0%、-3.7%、-6.7%、-0.4%、-7.3%、-1.9%。

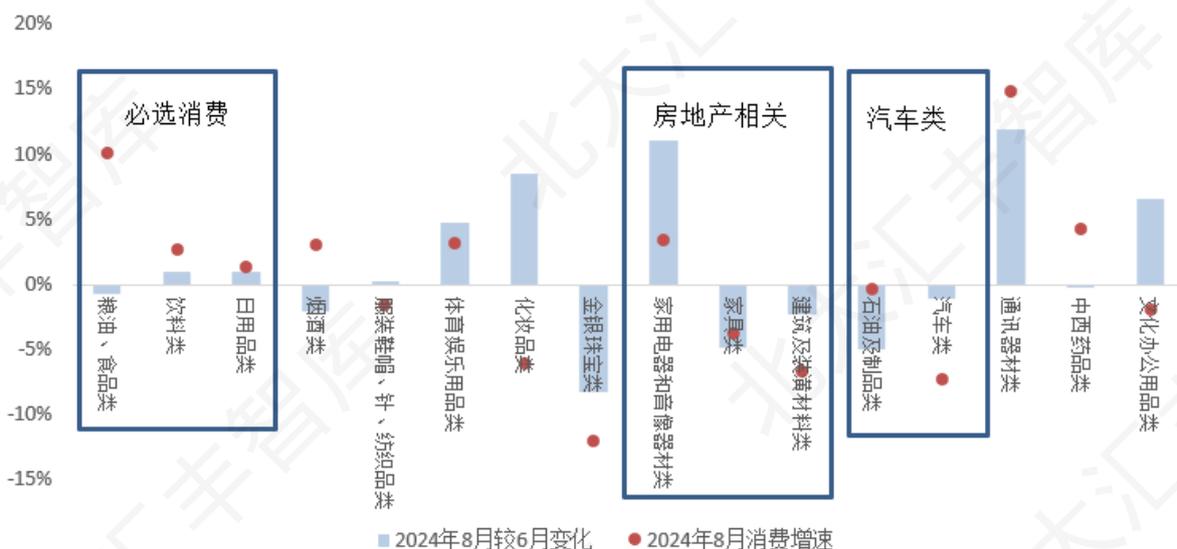


图 4：15 个细分行业消费增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

五、外贸：出口保持较强韧性，消费电子、汽车和船舶出口增长较快

低基数下出口增速保持高增长，但7月和8月的复合环比增速明显走低，外需新增空间不足；低基数下进口增速偏弱，主要是内需低迷；贸易顺差保持高位。按美元计，7月和8月，出口金额为3005.6亿美元和3086.5亿美元，同比增长7.0%和8.7%，Wind一致预期增速为9.5%和7.0%，6月增速为8.6%；进口金额为2159.1亿美元和2176.3亿美元，同比增长7.2%和0.5%，Wind一致预期增速为3.0%和3.5%，6月增速为-2.3%；贸易顺差为846.5亿美元和910.2亿美元，处于较高水平。今年5月以来，出口当月增速都保持在7%以上的水平，出口增速保持较强韧性。不过，从环比增速来看，外需保持平稳，尚未出现明显收缩，但进一步上涨乏力。考虑到7月和8月数据出口单月环比增速波动较大，以7月和8月复合环比增速来看，7月和8月复合环比增速只有0.1%，明显低于今年3月至6月单月环比增速（均不低于1.8%）。

出口增速保持较强韧性，主要是消费电子、汽车和船舶出口增速增长较快，欧美的需求是主要支撑；但劳动密集型产品出口增速偏弱，受海外取消“小额豁免”政策影响较大。一是由于欧盟宏观经济增速连续两个季度改善，中国对欧盟出口增速回升。二是美国经济仍未出现衰退迹象，中国对美国出口份额并未回落，美国对中国的进口需求不弱。三是为降低美国对中国加征关税影响，中国企业正在不断开拓巴西、印度、俄罗斯、非洲等新兴市场。四是由于美国、巴西、印尼、法国、泰国等地收紧“小额豁免”政策，中国劳动力密集型产品通过跨境电商出口的模式受到较大冲击，劳动力密集型产品出口增长乏力。考虑到基数走高以及美联储降息意味着美国经济增速可能会放缓，预计四季度出口增速将会回落。

进口增速低迷，主要受国内房地产仍在调整阶段以及电动车对油车的替代的影响，但对机电产品的进口需求强劲，对农产品的进口增速回升。一是由于国内房地产低迷，导致中国对铁矿石的进口需求偏弱。二是今年以来，电动车的新增市场渗透率已经超过一半，以及新能源的大力发展，导致中国对原油的进口增速回落。三是考虑到美国即将换届选举，美国对华贸易政策不确定性增加，中国对机电产品

的囤货需求增加。在数据上表现为，中国对美国、韩国和中国台湾的进口增速保持较高水平。**四是**由于近期极端天气频发，国内食品价格阶段性上涨，中国增加了对农产品的进口。考虑到基数回升、内需偏弱，预计四季度进口增速将会震荡回落。

从 10 个主要出口国家和地区来看，8 月，中国对 10 个主要国家和地区出口正增长，对欧盟、印度、俄罗斯、非洲、巴西出口增速较 6 月反弹。如图 5a 所示，按美元计，8 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国香港和巴西出口增速分别为 4.9%、13.4%、0.5%、3.4%、9.0%、14.0%、10.4%、4.5%、7.9% 和 42.8%，分别较 6 月减少 1.7、增加 9.3、减少 0.4、减少 0.7、减少 6.0、增加 9.3、增加 6.9、增加 8.1、减少 1.1、增加 26.0 个百分点。8 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国香港和巴西的出口金额占中国出口金额的比例分别为 15.3%、15.2%、3.9%、4.0%、15.1%、3.7%、3.3%、4.8%、7.5%、2.6%，较 6 月分别增加 0.5、增加 0.3、减少 0.2、减少 0.3、减少 1.1、增加 0.4、增加 0.1、增加 0.1、减少 0.3、增加 0.4 个百分点。由于美国对东南亚的转口贸易进行限制，中国对东盟的出口增速明显走弱。中国正在积极开拓印度、俄罗斯、非洲、巴西等新兴市场，以降低美国对中国贸易制裁加码的影响。欧盟经济增速连续两个季度好转，对中国进口需求增加。由于基数走高，8 月中国对美国出口增速只有 4.9%，但中国对美出口份额小幅提升，美国经济依然保持较强韧性。



图 5a：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。

从 10 个主要进口国家和地区来看，8 月，中国对美国、韩国、东盟、中国台

湾、巴西进口正增长；除印度和非洲外，中国对其他 8 个主要国家和地区进口增速较 6 月反弹。如图 5b 所示，按美元计，8 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国台湾和巴西进口增速分别为 12.2%、-5.3%、-1.3%、12.2%、5.0%、-18.3%、-0.8%、-1.2%、10.7%和 1.9%，分别较 6 月增加 13.9、增加 1.5、增加 9.4、增加 5.9、增加 9.8、减少 10.6、增加 7.3、减少 24.2、增加 12.7、增加 10.6 个百分点。8 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国台湾和巴西的进口金额占中国进口金额的比例分别为 6.2%、10.7%、5.8%、6.9%、15.7%、0.6%、5.2%、4.8%、9.3%和 5.7%，较 6 月分别减少 0.4、减少 0.4、持平、减少 0.2、增加 0.1、持平、增加 0.3、持平、增加 1.3、增加 0.8 个百分点。由于基数效应的扰动，中国对主要国家和地区的进口增速有所回升，对美国、韩国和中国台湾的进口增速在两位数水平。但从占比来看，只有对俄罗斯、中国台湾和巴西的进口占比明显增加。

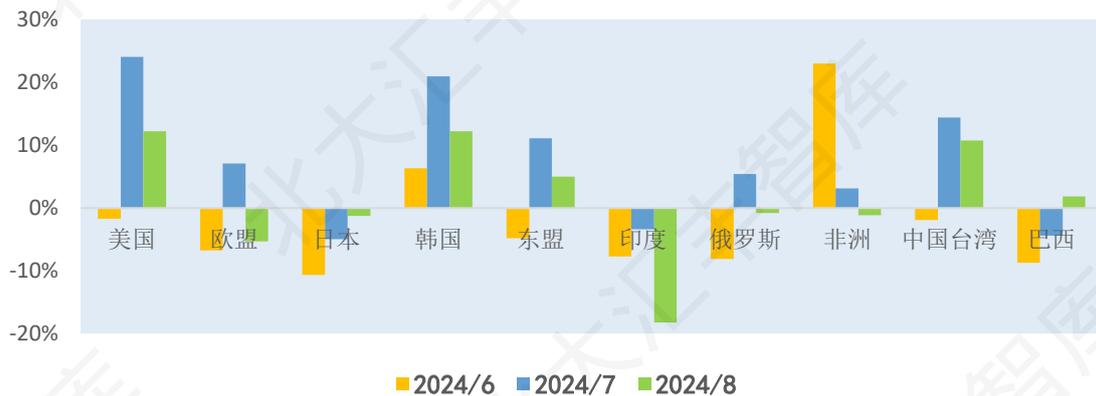


图 5b: 中国对主要国家和地区的进口增速

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，8 月，劳动密集型产品出口负增长，农产品和机电产品出口正增长；农产品和劳动密集型产品出口增速较 6 月回落，机电产品出口增速回升；机电产品中，手机、芯片、家电、集成电路、通用机械设备、汽车（包括底盘）、船舶出口增长较快。如图 6a 所示，按美元计，8 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%、-1.8%和 11.9%，较 6 月分别减少 6.7、减少 2.7 和增加 4.4 个百分点。机电产品中，8 月，手机、自动数据处理设备及其零部件、家用电器、集成电路、通用机械设备、汽车（包括底盘）、船舶的出口增速

分别为 17.0%、10.8%、12.0%、18.2%、11.3%、32.7%、60.6%，均在两位数增长水平。目前来看，发达国家对中国新能源汽车的关税制裁对中国汽车出口的影响并未显现，主要是中国油车出口较为强劲。8月，油车出口 40.2 万辆，同比增长 26.4%；新能源汽车出口 11 万辆，同比增长 22%。



图 6a: 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。

从主要进口商品来看，8月，农产品和机电产品进口正增长，铁矿石和原油进口负增长；农产品和机电产品进口增速较6月回升，铁矿石和原油进口增速较6月下降。如图6b所示，按美元计，8月，农产品、铁矿石、原油和机电产品进口增速分别为3.4%、-9.4%、-4.2%和8.6%，分别较6月增加17.7、减少12.2、减少4.4和增加8.8个百分点。对铁矿石和原油进口增速明显下降，主要是内需不足。排除价格因素后，对铁矿石和原油的进口数量增速均在下降。8月，对铁矿石进口数量增速为-4.7%，自2023年以来增速首次转负；对原油进口数量增速为-7.0%，连续4个月负增长。机电产品进口增速较强，主要是由于中美博弈加剧，厂商有囤货需求。近期台风天气多发以及国内食品价格明显上涨，中国增加了农产品进口。



图 6b: 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。

六、汇率: 大幅升值, 主要由美联储降息预期带动

三季度, 人民币汇率(使用直接标价法, 即 1 美元折合若干人民币, 下同)明显升值。如图 7 所示, 人民币汇率从 6 月 28 日的 7.27 明显升值至 9 月 19 日的 7.07, 升值 2.7%。人民币兑美元中间价在 6 月 28 日至 8 月 20 日之间基本上在 7.13 至 7.15 之间波动, 与人民币即期汇率之间保持明显差距, 但自 8 月 21 日起, 人民币兑美元中间价基本上与人民币即期汇率相当, 央行目前没有对人民币汇率走势进行明确的预期引导。

人民币汇率升值主要由美联储降息预期以及外贸企业结汇需求导致。由于美国就业数据走弱, 7 月开始, 市场对美联储降息预期升温, 美元指数回调。9 月 19 日, 美元指数为 101.02, 较 6 月 28 日贬值 4.6%。另外, 由于美元利息处于高位, 大量中国外贸企业没有选择结汇, 将资金留在海外获取投资收益, 当美联储开启降息周期时, 大量中国外贸企业将会选择结汇, 也会导致市场对人民币的需求增加。

考虑到 9 月底中共中央政治局会议召开后市场预期明显改善, 年底前人民币汇率将重回 7.0 以内, 乐观的话可能在 6.8 以内。根据海外机构的测算, 约有 4000 亿美元至 6000 亿美元的中国贸易商未结汇资金, 如果这部分资金回流中国, 人民币汇率将会升值 5% 左右, 即人民币汇率将反弹至 6.75 左右。

FDI 增速低迷, 外资增持人民币债券; 美联储降息后, 外资流出压力料将大幅

缓解。从外资中长期投资来看，根据商务部口径，1-7月和1-8月，实际使用外资743.1和815.5亿美元（人民币折算），同比为-33.5%和-30.9%，1-6月为-30.0%。从外资短期投资来看，北向资金停止披露，外资增持人民币债券。根据中国债券信息网数据，7月和8月，境外机构分别增持银行间债券236.85和328.89亿元。随着美国对中国的科技制裁不断加码以及中国国内市场竞争越发激烈、导致外资在华业绩表现不佳，外资大幅撤离中国市场。近期，中国全面放开制造业领域的外资准入限制，同时，允许在部分地区设立外资独资医院，这标志着中国服务业开放又更进一步。随着美元降息周期的开启，政策利好、中美利差收窄叠加中国广阔的市场，预计外资流出压力将大幅降低。



图 7：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 同比季节性回升，PPI 同比回落

CPI 方面，如图 8 所示，7 月和 8 月，CPI 同比分别为 0.5% 和 0.6%，Wind 一致预期分别为 0.3% 和 0.7%，高于 6 月的 0.2%；CPI 环比同比分别为 0.5% 和 0.4%，高于 3 月的 -0.2%。其中，7 月和 8 月，食品价格同比分别为 0% 和 2.8%，环比为 1.2% 和 3.4%；非食品价格同比分别为 0.7% 和 0.2%，环比为 0.4% 和 -0.3%。

季节性因素推动 CPI 同比回升，但难有可持续性。一是受高温多雨季节性因

素影响，鲜菜、鲜果价格明显上涨。8月，鲜菜、鲜果价格同比分别为21.8%、4.1%，较6月增加29.1、12.8个百分点。二是猪肉价格处于高位，主要受前期产能去化的影响。考虑到能繁母猪存栏数同比已经开始触底缓慢回升，叠加冬季属于猪肉需求旺季，未来半年内猪肉价格有望维持高位、但不具备进一步大幅上涨的基础。8月，猪肉价格同比为16.1%，较6月下降2个百分点；7月，能繁母猪存栏数同比为-5.4%，较3月低点-7.3%增加1.9个百分点。三是原油价格下跌拖累交通工具用燃料价格。8月，交通工具用燃料价格为-2.7%，较6月减少8.3个百分点。四是核心CPI同比创今年新低，说明社会整体需求偏弱。8月，核心CPI同比为0.3%，较6月减少0.3个百分点。考虑到蔬菜水果价格将会回落、猪肉价格保持韧性、核心CPI同比仍处于低位，预计四季度CPI同比仍将会处于低位温和增长。



图 8: CPI 和核心 CPI 当月同比
数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

PPI 方面，如图 9 所示，7 月和 8 月 PPI 同比分别为-0.8%和-1.8%，Wind 一致预期分别为-0.8%和-1.4%，6 月为-0.8%；环比分别为-0.2%和-0.7%，6 月为-0.2%。其中，7 月和 8 月，生产资料同比分别为-0.7%和-2.0%，环比分别为-0.3%和-1.0%；生活资料同比分别为-1.0%和-1.1%，环比均为持平。

如表 3 所示，受需求低迷以及国际油价下降影响，新能源汽车相关、房地产相关、餐饮相关、石化相关上下游产品 PPI 同比走弱。一是由于海外关税限制加码，新能源汽车相关的有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业、汽车制造业价格同比走弱。二是考虑到国内新房销售没有明显好转，与房地产相关的黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、金属制品业价格同比走弱。三是受商务

和公务用餐费用收缩、消费者更加精打细算影响，农副食品加工业、食品制造业、酒饮料和精制茶制造业价格同比走弱。**四是**由于原油价格下降以及内需不足、外需走弱，石化相关的石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、纺织业、纺织服装服饰业价格同比走弱。虽然基数偏低，但考虑到内需低迷、外需减弱、国际油价回调影响，预计四季度 PPI 同比将会小幅回落。

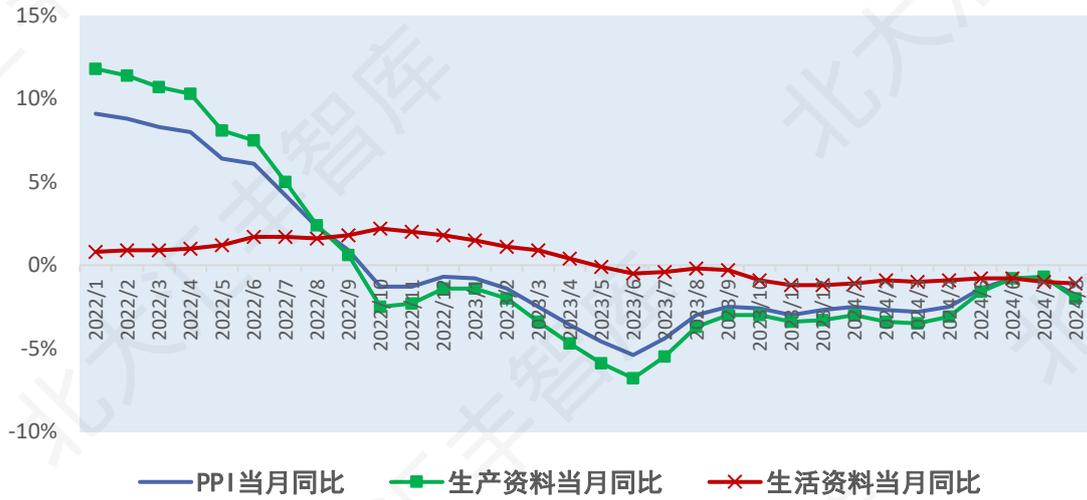


图 9: PPI 当月同比走势

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

表 3: 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	-0.1%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.3%	通用设备制造业	-1.0%	农副食品加工业	-4.0%	医药制造业	-0.9%
石油和天然气开采业	-3.3%	石油、煤炭及其他燃料加工业	-3.0%			食品制造业	-1.5%	汽车制造业	-2.2%
黑色金属矿采选业	0.7%	化学原料和化学制品制造业	-1.2%			酒、饮料和精制茶制造业	-0.8%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.6%
有色金属矿采选业	17.1%	化学纤维制造业	0.8%			烟草制品业	-0.2%	计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.4%
非金属矿采选业	0.9%	橡胶和塑料制品业	-1.8%			纺织业	-1.1%	电力、热力生产和供应业	-2.2%
		非金属矿物制品业	-5.1%			纺织服装、服饰业	-0.1%	燃气生产和供应业	0.0%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-8.0%			造纸和纸制品业	-2.3%	水的生产和供应业	0.9%
		有色金属冶炼和压延加工业	7.6%			印刷和记录媒介复制业	-1.3%		
		金属制品业	-1.6%						

注: 表格中数值是 8 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 2024 年 1 月至 2024 年 8 月的走势。

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

八、政策：货币政策更重视精准调控，财政政策仍然较为保守

利率换锚，货币政策更注重结构的精准调控。7月开始，LPR利率与MLF利率脱钩，更加关注7天逆回购利率变动。主要是今年以来，长债收益率持续下行，央行要维持一个更加陡峭的国债收益率曲线，为资金利率起到一个更好的引导作用。7月和8月，货币政策的操作更加精细化，在稳汇率、降成本、防风险之间维持微妙平衡。

9月24日召开新闻发布会，宣布将降准降息、调降存量房贷利率、下调二套房首付比例、创设一批支持资本市场工具等措施，四季度货币政策宽松力度将加码，金融数据将在现有水平筑底。一是下调存款准备金率0.5个百分点，向市场释放流动性约1万亿元，自9月27日起实时。二是下调7天逆回购利率20BP，自9月27日起实行，10月LPR利率料将下调20BP。三是引导商业银行将存量房贷利率降至新发房贷利率附近，预计平均降幅约50BP。四是将全国层面二套房首付比例由20%下调至15%，统一首套房和二套房首付比例。五是创设一批支持资本市场工作，包括5000亿元首期证券基金保险公司互换便利、3000亿元首期的股票回购增持再贷款等。

从货币市场来看，资金流动性充裕，但7月降息释放的流动性有限。7月1日至9月19日，DR007利率基本处于2%以内。7月，1年期和5年期LPR利率下调10BP。根据Wind数据，7月1日至9月19日，公开市场净投放3917亿元。虽然7月有降息操作，但释放的流动性有限，公开市场仍呈净投放状态。

从金融数据来看，M2和社融增速有止跌企稳迹象，M1增速降幅仍在扩大；新增人民币贷款处于近十年同期低位，主要靠企业中长期贷款和票据融资支撑。

M2增速方面，由于基数走低、居民增加储蓄以及股市表现不佳股民卖出股票导致非银机构存款增加，M2增速阶段性止跌。7月和8月，M2增速都是6.3%，6月为6.2%。

M1增速方面，虽然个人活期存款、余额宝、零钱通等表外活期资金未被统计，但M1增速还未有触底企稳迹象，应关注企业资金流紧张的问题。在政府项目和房地产项目资金周转困难的背景下，很多企业应收账款预计会增加，导致企业回笼资

金压力较大。8月，M1增速为-7.3%，创有数据以来的新低。

社融方面，社融增量主要靠人民币贷款和债券融资支撑，但新增人民币贷款和企业债券净融资规模较去年同期收窄，政府是主要加杠杆部门。7月和8月合计，社融增加3.8万亿元，同比增加1377亿元。其中，人民币贷款增加9633亿元，同比减少4143亿元；外币贷款减少1502亿元，同比减少962亿元；表外融资（委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票）增加405亿元，同比增加1125亿元；债券融资（企业债券+政府债券）增加2.67万亿元，同比增加6793亿元；非金融企业股票融资增加362亿元，同比减少1460亿元。7月和8月，社融存量增速分别为8.2%和8.1%，6月为8.1%。

新增人民币贷款方面，整体来看，居民和企业部门加杠杆的意愿都偏弱。居民正在偿还短期贷款，住房“以旧换新”政策下居民房贷有所好转、但仍然偏弱；企业中长期贷款和票据融资是主要支撑，供应链资金回款困难、企业更多使用票据融资，企业中长期贷款新增规模较去年同期收窄，企业在偿还短期贷款；股市下跌，非银贷款新增规模较去年同期明显收窄。7月和8月合计，新增人民币贷款1.16万亿元，同比减少5459亿元。其中，居民短期贷款减少1440亿元，同比减少2425亿元；居民中长期贷款增加1300亿元，同比增加370亿元；非金融企业短期贷款减少7400亿元，同比减少3214亿元；非金融企业中长期贷款增加6200亿元，同比减少2956亿元；票据融资增加1.1万亿元，同比增加3968亿元；非银金融贷款增加702亿元，同比减少1110亿元。

财政政策偏紧，财政支出进度明显慢于年初计划，受财力紧张以及地方政府化债影响。今年1-8月，财政收入进度为年初计划的66.0%，财政支出进度为年初计划的60.9%，财政支出进度明显慢于时序进度的66.7%。一方面，财政收入处于收缩状态，今年以来，财政收入累计增速一直处于负值区间，主要是税收收入下降。另一方面，由于地方政府化债的影响，地方政府通过缩减民生支出腾挪化债空间，财政支出力度明显受限。

财政收入方面，多数税种税收收入负增长，但增值税、企业所得税、个人所得税、关税增速降幅收窄；非税收入高增长；地方政府卖地收入增速降幅仍在扩大。

1-8月，全国一般公共预算收入147776亿元，同比下降2.6%（1-6月：-2.8%），扣

除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后，可比增长1%左右。其中，全国税收收入121059亿元，同比下降5.3%（1-6月：-5.6%）；非税收入26717亿元，同比增长11.7%（1-6月：11.7%）。

第一，增值税、企业所得税、个人所得税、关税增速降幅收窄，说明经济形势边际好转；但车辆购置税、印花税、契税、土地购置税增速降幅增加，说明居民对买房、买车更加谨慎，房地产价格还在调整中。1-8月，增值税、企业所得税、个人所得税、关税、车辆购置税、印花税、契税、土地增值税增速分别为-4.9%、-5.0%、-5.2%、-2.7%、-9.6%、-23.1%、-12.0%、-8.7%，较1-6月增加0.7、增加0.5、增加0.5、增加2.5、减少4.2、减少0.2、减少1.1、减少4.4个百分点。**第二**，非税收入保持高增长，主要是地方政府通过追缴税款、调整公共服务价格、增加罚没收入等方式增加收入来源。**第三**，土地出让收入仍在减少，地方财政较为困难，地方政府相关的项目回款将会有较大问题。1-8月，国有土地使用权出让收入20218亿元，同比下降25.4%。

财政支出方面，一般公共预算支出中，民生支出增速连续第三个月负增长，基建和债务付息支出走弱，财政支出力度受财政收入减少影响较大。1-8月，全国一般公共预算支出173898亿元，同比增长1.5%（1-6月：2.0%）。其中，民生（包括教育、科学技术、文化体育与传媒、社会保障和就业、卫生健康支出）、基建（包括节能环保、城乡社区事务、农林水事务、交通运输支出）和债务支出增速分别为-0.9%、3.6%、5.6%，较1-6月减少0.1、1.4、0.9个百分点。1-8月，民生、基建、债务支出占一般公共预算支出的比例分别为43.1%、22.0%、4.7%，分别较1-6月减少0.5、减少0.1、增加0.1个百分点。

九、当前宏观经济的主要问题和建议

1. 房地产低迷、地方化债和劳动密集型产品出口走弱恶化内需，亟需稳定市场主体信心

7月和8月，终端需求不足，导致企业不敢扩大产能，生产得越多，亏得越多，制造业增加值增速明显回落。需求不足问题愈发突出，背后主要有三大原因。其一，

房地产低迷，以及存量房贷利率与新增房贷利率倒挂，使得居民优先将富余资金用于提前还贷而不是消费。其二，税收收入下降叠加地方政府化债压力，导致政府相关工程项目回款困难，以及依赖财政供养人员收入下降，对消费冲击较大。其三，美国等多国取消“小额豁免”政策对中国劳动密集型产品出口影响较大，这会影响到很多低技能劳动力的收入和就业，对消费也会有抑制作用。

建议：对于政府而言，一是亟需提振市场主体信心，特别是落实好维稳股票市场的措施，通过股票市场创造财富效应，改善居民消费意愿。金融机构和国企需要提高政治站位，率先买入优质的股票资产。二是优化现有的保障房收储政策。目前，地方政府对保障房的收购成本较高、租金定价也偏高，地方政府难有动力大幅推动保障房的收储政策。要明确保障房收储对象的定位，应以财务破产的房企为主，政府收购成本应以房屋建设成本进行定价，而不是以房屋销售市场价格定价。三是加快推动地方税改。目前，地方财政收支矛盾尖锐，如果不改善地方收入来源，地方政府在政策执行层面一定是有紧缩效果的，与中央政策的目标将会背道而驰。四是加大货币政策逆周期调节力度，改善企业的流动性。考虑到美联储降息、人民币汇率贬值压力大幅减少、国内通胀水平较低，货币政策仍有宽松空间，可以进一步降准降息，降低企业资金成本，改善企业的流动性。

2.专项债达不到预期效果，财政政策重心考虑向产业投资基金和民生建设转变

虽然 7 月的中共中央政治局会议要求加快专项债的发行使用进度，但今年新增专项债的发行节奏明显后置，四季度还有大量新增专项债待发行，主要是地方政府使用专项债的动力不足。一方面，专项债有收益率要求，缺乏合适的项目。考虑到中国大兴土木建设的黄金期已经结束，未来缺项目将会是常态。如果强行增加传统基建投资项目，则会形成大量落后产能，造成财政资金的浪费。另一方面，部分新增专项债被用于化解存量债务，这与专项债用于稳投资的初衷背道而驰。据机构测算，今年发行的用于化解存量债务的新增专项债（“特殊专项债”）可能会达到 1 万亿元，占今年新增专项债额度的 25.6%。

建议：对于政府而言，一是适度降低新增专项债额度。由于新增专项债不列入赤字，专项债成为地方政府加杠杆稳投资的重要工具，所以，近年来，新增专项债的额度居高不下。但随着中国基础设施建设项目的逐渐饱和，专项债拉动投资的效果下降。**二是**将地方财政支出重心向产业投资基金和民生建设转变。财政政策的施政思路要与中国产业转型、高质量发展的方向保持一致，要从以往的支持重资产建设转为支持创新发展。产业投资基金是孵化战略性新兴产业发展的有效途径，可以为处于发展初期的、具有成长性的中小企业提供长期资金。同时，改善教育、医疗等民生建设，可以为产业发展储备、吸引高素质的优秀人才。

3.中小银行面临风险加大，应加快中小银行的合并重组

从金融数据来看，人民币贷款余额增速处于历史最低位，贷款利率仍处于下行通道，银行面临的营收规模下降和利润收窄的压力较大，特别是中小银行。一方面，中小银行的资金成本较高，通常较国有大行高出 100BP。在贷款利息下降的背景下，中小银行的盈利能力最先受到冲击。另一方面，由于房地产仍然不景气，中小银行潜在的风险资产增加，叠加中小银行的资本充足率明显低于国有大行和大型商业银行，中小银行在处置不良资产的能力上天然偏弱。

建议：对于政府而言，一是加快中小银行的合并重组。虽然今年以来，中小银行出现了一波合并潮，但中国有大量的农商行和村镇银行，以现有的合并重组速度可能不够。据统计，截至 2024 年 6 月末，农商银行有 1577 家，与 2023 年末的 1607 家相比减少 30 家；村镇银行 1620 家，较 2023 年末的 1636 家减少 16 家。**二是**必要时由中央牵头，进行跨区域的资源调控，推进中小银行的合并重组。考虑到部分经济落后地区以自身能力难以处置中小银行的风险资产，必要时由中央介入，协调相关资源的跨省调度事宜。



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。