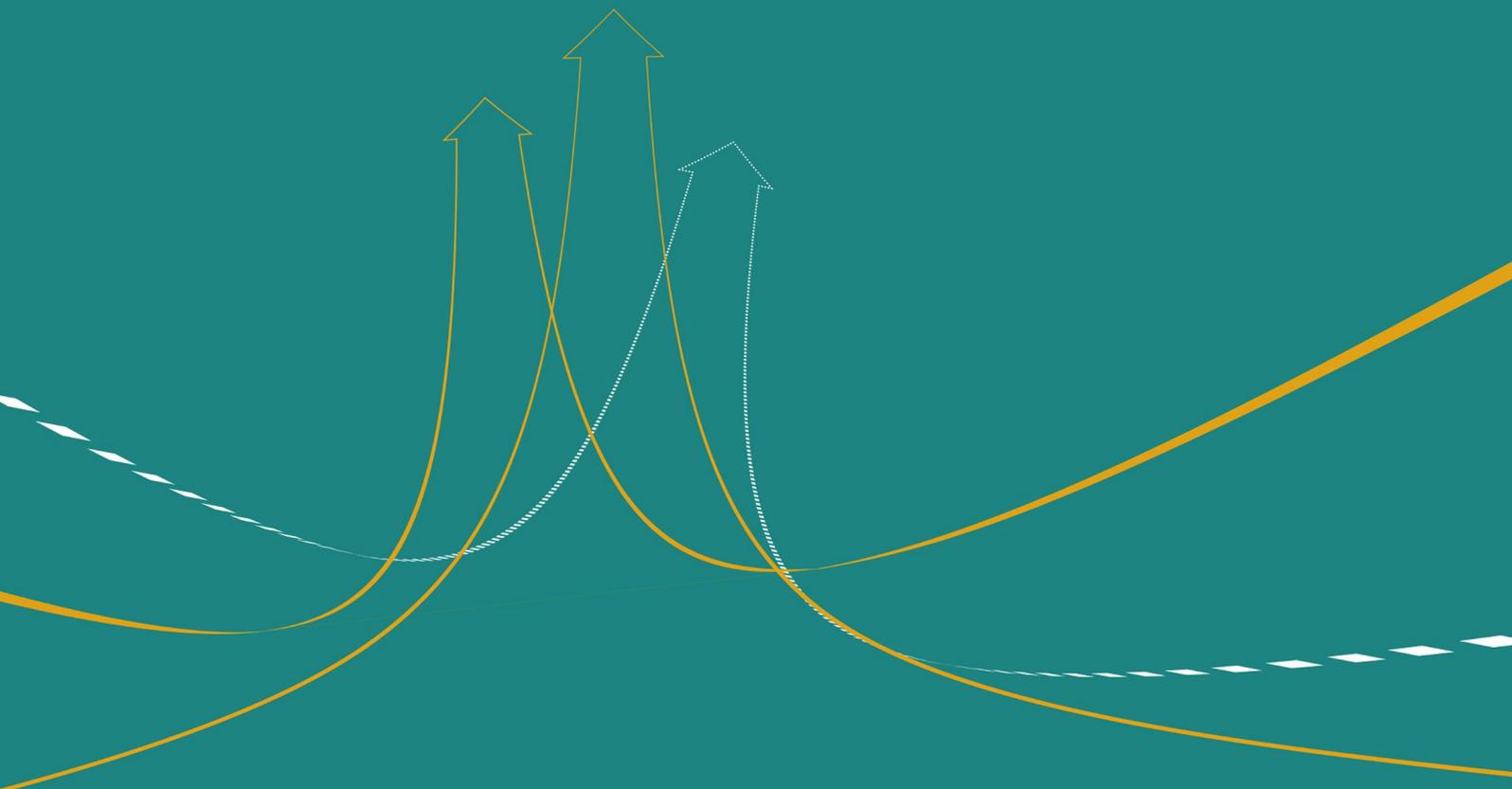


2024年第一季度

宏观经济分析报告

多个指标超预期，经济开局良好



摘要

1-2 月，生产、投资、出口增速均超过 Wind 一致预期，一季度经济“开门红”可期，**预计 2024 年一季度 GDP 增速为 5.2%**。

生产方面，私企积极扩产，下游劳动密集型商品、电子设备、运输设备、非金属矿等制造业增加值增速明显反弹。

需求方面，民间投资增速转正，土地购置面积增速回升拉动房地产投资增速大幅反弹，制造业和基建投资保持较强韧性；消费增速基本符合预期，电子商品消费和春节相关消费较为景气；人工智能（AI）带动半导体行业复苏、中国出口产业链加快全球布局、船舶订单需求旺盛、部分行业以价换量等，促使出口增速明显反弹。

物价方面，CPI 同比转正，主要是春节错月以及食品、出行价格上涨；PPI 同比降幅略有扩大，主要是建筑相关的黑色系价格回落、发电相关的电力热力燃气水的价格走弱以及前期产能扩张较快的有色系和新能源汽车价格回调。

当前宏观经济存在企业出海面临不确定增加、房地产对需求冲击仍在持续、制造业扩产并未带来就业改善等问题，建议政府进一步扩大对外开放、加快积极财政政策的落地实施、加强对重点人群的技能培训。

北大汇丰智库经济组（撰稿人：邹欣）

成稿时间：2024 年 3 月 29 日 | 总第 90 期 | 2023-2024 学年第 16 期

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

一、GDP：外部不确定性增加，但一季度“开门红”无忧

一季度国内外经济形势出现以下边际变化：一是中国企业出海面临的外部环境更加严峻复杂。近期，美国财政部主管国际事务的副部长尚博提到，美国和盟友将会对中国在国际市场倾销商品缓解产能过剩问题采取行动；美国一些立法者计划通过进口禁令限制高折扣电子商务网站 Temu 的商品进口，导致拼多多股价下跌；美国钢铁工人联合会等五个工会提交请愿书，要求美国政府对美国海运物流和造船领域不公平政策和做法进行调查，美国总统拜登承诺将调查中国造船业的补贴；美国总统拜登签署行政命令，计划斥巨资在美国国内制造货运起重机，以更换在美国港口作业的中国制造起重机；美国参议院通过《生物安全法案》，对药明康德、华大基因等中国企业的海外业务将产生巨大冲击；美国众议院通过《保护美国人免受外国对手控制应用程序侵害法》，点名防范 TikTok 等对美国国安的威胁；欧盟公报发布了欧盟委员会关于对中国电动汽车进行登记的实施法规，其将会作为欧盟对中国电动车征收追溯性关税的基础；法国国民议会通过一项旨在打击低成本超快时尚的法案，Shein 首当其冲。

二是美国对中国的科技制裁将进一步加码。美国商务部长吉娜·雷蒙多表示，美国有可能进一步收紧对中国获取先进芯片技术的控制。此前有报道称，美国计划将长鑫存储等 6 家中企纳入到“实体清单”。但美国和其盟友对中国的科技制裁与企业的发展诉求相悖。光刻机巨头 ASML 正计划离开荷兰，因荷兰的商业环境将使 ASML 失去全球竞争力。

三是 2024 年全国两会胜利闭幕，今年的宏观经济目标和政策支持方向明确。今年 GDP 增长目标为 5.0%，目标赤字率为 3.0%，新增专项债额度为 3.9 万亿元，发行 1 万亿元超长期特别国债，CPI 目标 3.0% 左右，家电和汽车以旧换新大概能带动万亿级消费，设备更新投资规模超过 5 万亿元；从现有的公开信息推算，今年名义 GDP 增速预期目标约为 7.4%，基建投资增速预期目标约为 8.1%，土地购置面积增速预期目标约为 0%。

一季度经济“开门红”可期，前两个月多项指标好于 Wind 一致预期，预计一季度 GDP 同比为 5.2%。经济积极因素明显增多，比如，私企扩产、设备改造升级

拉动制造业投资和生产、家电汽车等以旧换新促进电子商品消费、AI 和跨境电商拉动出口增速反弹、国际收支口径 FDI 转为净流入状态、CPI 同比转正、资金开始从银行体系流出等。但仍有一些隐忧，比如，城镇调查失业率反弹、房地产相关的大多数指标仍在恶化、汽车供需相关指标走弱、PPI 同比显示需求仍然偏弱等。

宏观数据显示房地产市场出现了一些触底反弹的信号，但与微观感受矛盾，需要持续观察以确认是否是长期趋势。一是黑色系在扩产，这与钢厂开工率低迷不一致。1-2 月，黑色金属冶炼和压延加工业增加值增速为 8.7%，较 2023 年的 7.1% 和 2023 年 1-2 月的 5.9% 都有所增加，但是，今年年初钢厂开工率约 40%，处于历史低位。二是民企开始增加房地产投资，这与民营房企资金流非常紧张的现状不一致。假设民间投资中房地产投资占比为 35%，测算显示，1-2 月，民间房地产投资的增速约为-13.0%，2023 年 1-12 月约为-18.2%。根据克而瑞的数据，1-2 月，百强房企销售总额为 4762.4 亿元，同比下降 51.6%。而且，3 月，万科因债务问题频上热搜。三是房地产投资增速的反弹主要靠买地带动，这与房地产市场调整将持续较长时间的预期不一致。1 月和 2 月，100 大中城市土地成交面积同比分别 9.1% 和-2.6%，高于 2023 年 12 月的-18.9%。1-2 月，国有土地使用权出让收入 5625 亿元，与去年同期持平。四是家具和建筑装潢零售增速明显反弹，这与房地产销售数据低迷不一致。1-2 月，家具、建筑及装潢材料零售增速分别为 4.6%、2.1%，较 2023 年分别增加 1.8、1.9 个百分点。1-2 月，新建商品房销售面积、新建商品房销售额同比分别下降 20.5%、下降 29.3%，较 2023 年分别减少 12.0、22.8 个百分点。

二、生产：工业增加值增速超预期回升，主要是私企积极扩产

规上工业增加值的同比超预期上涨，主要是低基数以及春节和出口带动食品饮料服装的需求导致私企产能大幅回升，但以国企为主的上游采矿业的复工复产较为缓慢。1-2 月，规模以上工业增加值实际同比为 7.0%，Wind 一致预期为 4.3%，2023 年 12 月为 6.8%；2 月，规模以上工业增加值环比增长 0.56%，2023 年 12 月为 0.52%。其中，1-2 月，国企增加值同比为 5.8%，2023 年 12 月为 7.3%；私企增加值同比分别为 6.5%，2023 年 12 月的 5.4%。自 2022 年 6 月以来，私企增加值同

比首次超过国企增加值同比。一方面，由于今年是防疫转段后的第一个正常春节，年味更浓，以及劳动密集型商品出口景气，民企增加了对食品、饮料、酒水、服装的生产，但可持续性存疑；另一方面，由于库存积累、新订单不足、房地产不景气，采矿业以及水泥、沥青、焦化等房地产中上游行业复工复产较为迟缓。考虑到基数效应、内需偏弱，预计二季度规上工业增加值增速将在现有水平小幅回落。

分门类来看，采矿业增加值增速回落，制造业和电力热力燃气水的增加值增速回升。如图 1 所示，1-2 月，采矿业增速为 2.3%，2023 年 12 月为 4.7%；制造业增速分别为 7.7%，2023 年 12 月为 7.1%；电力热力燃气水增速分别为 7.9%，2023 年 12 月为 7.3%。由于采矿业产能过剩、复产延迟和大宗商品进口的影响，采矿业增加值增速回落；在设备更新、绿色转型以及出口的拉动下，制造业增加值增速回升；由于保供原因，电力热力燃气水的增加值增速回升。

从制造业的细分行业来看，电子设备、橡胶塑料、有色、运输设备、化工制造业增速处于高位，下游劳动密集型商品、电子设备、运输设备、非金属矿等制造业增加值增速较 2023 年 12 月明显反弹。如表 1 所示，从 19 个细分制造业行业来看，1-2 月，除医药制造业外，其他 18 个行业正增长，10 个行业增加值增速较 2023 年 12 月回升。计算机、通信和其他电子设备制造业，橡胶和塑料制品业，有色金属冶炼和压延加工业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，化学原料和化学制品制造业增加值增速分别为 14.6%、13.1%、12.5%、11.0%、10.0%。

制造业细分行业产能的反弹主要有三条主线：一是春节和出口带动食品、酒水、纺织等下游劳动密集型商品以及相关的橡胶塑料生产加快，二是 AI 行业复苏带动电子设备制造业和非金属矿制造业增速反弹，三是春节假期出行人数大幅增加带动运输设备产能增加。另外，结合 PPI 细分行业数据，部分细分行业产能的增加主要策略还是以价换量，通过薄利多销占据市场份额。

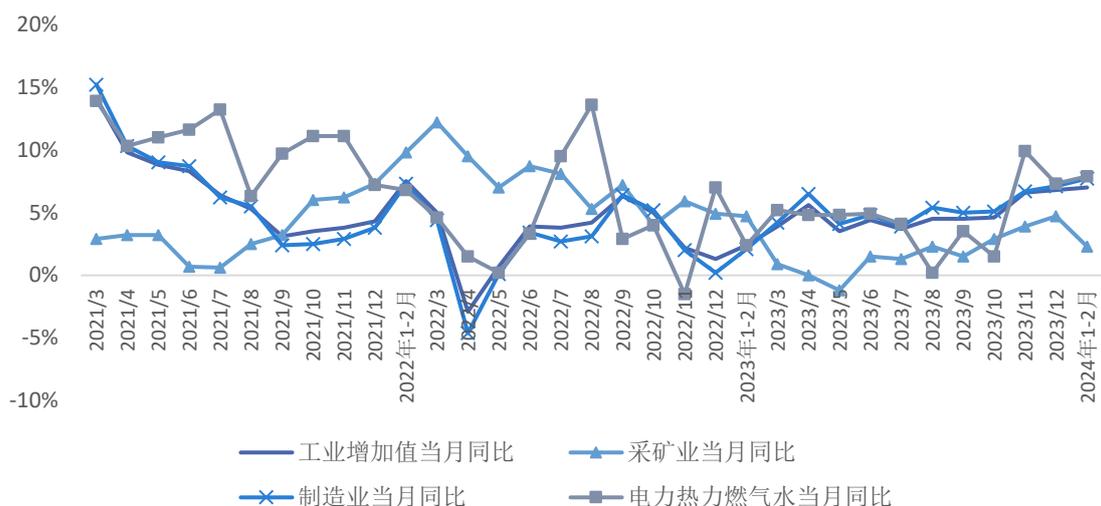


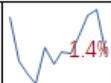
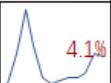
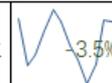
图 1：规模以上工业增加值增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

服务业生产增速回落。1-2月，全国服务业生产指数同比增长5.8%，2023年12月是8.5%。分行业看，1-2月，住宿和餐饮业服务业生产指数同比为12.1%，2023年12月为34.8%；信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比为10.4%，2023年12月为13.8%。1月和2月，服务业商务活动指数为50.1%和51.0%，2023年12月为49.3%。由于基数效应，服务业生产指数增速回落，但从服务业商务活动指数来看，服务业生产的环比情况是在改善的。

在劳动密集型制造业和服务业扩张产能的前提下，企业扩产并未带动就业的增加，产能扩张的可持续性存疑。1-2月，城镇调查失业率为5.3%，较2023年12月增加0.2个百分点。一方面，要进一步观察劳动密集型制造业和服务业产能扩张的持续性，进而判断经济持续向好的成色；另一方面，由于设备更新升级，可能存在一部分人群的职业技能不满足市场需求的问题，需要加强对应届生、农民工、困难人群的就业帮扶和职业技能培训。

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	 -1.4%	化学原料和化学制品制造业	 10.0%	通用设备制造业	 4.1%	农副食品加工业	 2.3%	医药制造业	 -3.5%
石油和天然气开采业	 3.0%	橡胶和塑料制品业	 13.1%	专用设备制造业	 2.0%	食品制造业	 7.3%	汽车制造业	 9.8%
		非金属矿物制品业	 3.9%	电气机械和器材制造业	 -4.6%	酒、饮料和精制茶制造业	 8.1%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	 11.0%
		黑色金属冶炼和压延加工业	 8.7%			纺织业	 6.6%	计算机、通信和其他电子设备制造业	 14.6%
		有色金属冶炼和压延加工业	 12.5%						
		金属制品业	 7.5%						

注：表格中数值是 2024 年 1-2 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 2024 年 1-2 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。

三、投资：增速超预期反弹，主要是房地产投资增速反弹

投资增速反弹，国有投资增速小幅回落，民间投资增速转正。如图 2 所示，1-2 月，固定资产投资同比增长 4.2%，Wind 一致预期为 3.0%，2023 年 12 月为 3.0%；2 月，固定资产投资环比为 0.88%，2023 年 12 月为 0.09%。从企业注册类型来看，1-2 月，国有投资增速为 7.3%，2023 年 1-12 月为 6.4%；民间投资增速为 0.4%，2023 年 1-12 月为 -0.4%。其中，扣除房地产开发投资，民间投资增长 7.6%，2023 年 1-12 月为 9.2%。国有投资依然是拉动投资增长的主导力量，但扣除房地产的民间投资不算弱，政府持续引导社会资源集中流入设备更新、战略性新兴产业、绿色转型等代表新一代科技发展的方向。考虑到基数效应、政策发力以及房地产投资增速可能会反复，预计二季度投资增速将震荡回升。

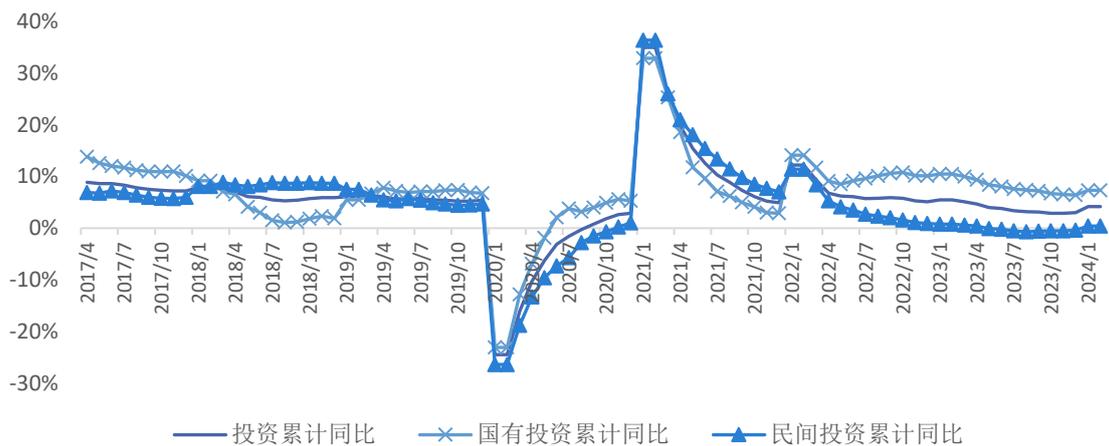


图 2：固定资产投资增速

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，房地产依然是拖累项，但降幅明显收窄，基建和制造业投资增速保持韧性。如图 3 所示，从主要行业投资的单月增速（1-2 月除外）来看，1-2 月，制造业投资增速为 9.4%，2023 年 12 月为 8.2%；基建投资增速为 9.0%，2023 年 12 月为 10.7%；房地产投资增速为-9.0%，2023 年 12 月为-24.0%。但如果按照房地产投资金额计算，1-2 月，房地产投资增速应为-13.4%，房地产投资增速降幅收窄程度（10.6 个百分点）要小于官方值（15.0 个百分点）。



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。

高基数下，制造业投资增速保持回升，主要是设备更新带动大部分细分行业投资增速反弹。如表 2 所示，从 13 个细分制造业行业来看，所有行业投资增速正

增长；除汽车和电机外，其他行业投资增速较 2023 年 12 月回升。根据今年两会公开信息，设备更新将带动超过 5 万亿元的投资，加上 AI 行业复苏带动的相关投资需求以及下游劳动密集型行业出口景气，推动制造业投资保持在高位。

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	14.0%	通用设备制造业	11.3%	农副食品加工业	13.6%	医药制造业	2.7%
有色金属冶炼和压延加工业	23.2%	专用设备制造业	12.0%	食品制造业	22.5%	汽车制造业	7.0%
金属制品业	9.2%	电气机械和器材制造业	24.1%	纺织业	15.0%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	25.0%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	14.8%

注：表格中数值是 2024 年 2 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 2 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。

由于高基数、新增地方政府专项债发行较慢以及地方政府化债影响，基建投资增速小幅回落，但未来基建投资增速仍将保持韧性，主要是特别国债和新增地方政府专项债支持重点项目的推进。一方面，前两个月，新增地方政府专项债 4060.9 亿元，发行进度 10%，慢于时序进度约 6 个百分点。另一方面，根据媒体消息，《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》（国办发〔2023〕47 号）要求，12 个重点省份的省部级或市一级 2024 年不得出现政府投资新开工项目，部分在建的项目也要缓建或者停建。考虑到今年 5% 的经济增长目标需要奋力一跳来实现，今年的基建投资增速将保持强劲，主要靠新增 1 万亿超长期国债、去年底增发国债在今年形成实物工作量以及新增地方政府专项债支撑新基建、防洪排涝抗灾基础设施、新型城镇化、“平急两用”公共基础设施建设等重点项目的推进。

房地产投资增速反弹主要是由于土地购置面积增速反弹，但新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积、销售额、到位资金增速仍处于低位，房地产投资增速的反弹是否具有可持续性有待观察。1-2 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-29.7%、-11.0%、-20.2%、-20.5%、-29.3%、-24.1%，较 2023 年 1-12 月分别减少 9.3、3.8、37.2、12.0、22.8、10.5 个百分点。1 月和 2 月，100 大中城市土地成交面积同比分别 9.1%和-2.6%，高于 2023

年 12 月的-18.9%。房企逆势买地可能与地方政府托市有关，房地产投资增速的反弹是否具有可持续性还有待观察。目前的房地产放松调控政策对终端居民购房需求的刺激并不明显，后续还有待进一步放松房地产调控政策。

四、消费：增速小幅回落，电子商品以旧换新政策显效

消费同比有所回落，商家主要是通过降价促销稳定营业收入。1-2 月，社会消费品零售总额增速为 5.5%，Wind 一致预期为 5.4%，2023 年 12 月为 7.4%。其中，1-2 月，商品消费增速为 4.6%，2023 年 12 月为 4.8%；餐饮消费增速为 12.5%，2023 年 12 月为 30.0%。相较于生产和投资数据的超预期，消费增速中规中矩，消费整体具有明显的以价换量的特点，居民外出热情较高，但人均消费还未恢复至疫情前，居民的消费行为发生结构性变化，更加注重性价比和情绪价值。今年春节期间，出行人数为 4.74 亿人次，较 2019 年增长 19.0%；人均消费 1334.8 元，较 2019 年下降 9.5%。考虑到基数效应以及汽车家电以旧换新政策的持续影响，预计二季度消费增速震荡回升。

从经营地来看，城镇消费增速基本与乡村消费增速持平。1-2 月，城镇消费增速为 5.5%，2023 年 12 月为 7.2%；乡村消费增速为 5.8%，2023 年 12 月为 8.9%。由于农民收入水平偏低，促进农村消费政策的效果并不明显。

如图 4 所示，从限上商品零售细分行业来看，主要有两条主线的细分行业消费较为景气。一类是汽车、手机、家电等大件消费，应该是以旧换新政策正在显效。1-2 月，汽车、通讯器材、家用电器和音像器材类消费增速分别为 8.7%、16.2%、5.7%。另一类是粮油食品、饮料、烟酒、体育娱乐等春节假期消费较为景气。1-2 月，粮油食品、饮料、烟酒、体育娱乐消费增速分别为 9.0%、6.9%、13.7%、11.3%。

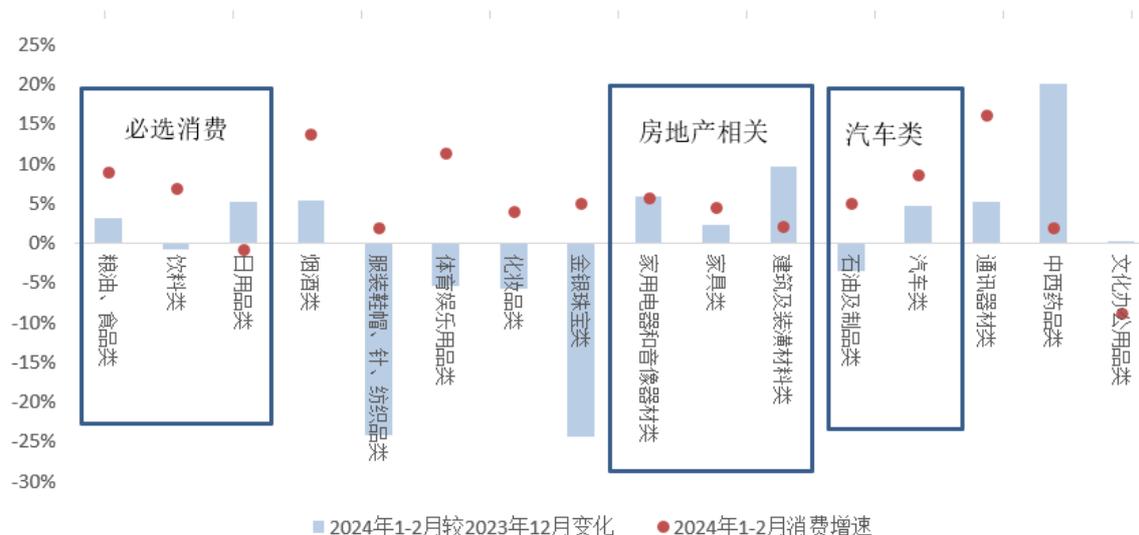


图 4：15 个细分行业消费增速
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

五、外贸：进出口增速超预期反弹，AI 引领半导体行业复苏

低基数下进出口增速反弹，出口金额为历史同期次高。按美元计，1-2 月，出口金额为 5280.1 亿美元，同比增长 7.1%，Wind 一致预期增速为 0.3%，2023 年 12 月增速为 2.3%；进口金额为 4028.5 亿美元，同比增长 3.5%，Wind 一致预期增速为 0.1%，2023 年 12 月增速为 0.2%；贸易顺差为 1251.6 亿美元，创历史同期新高。

出口增速超预期主要与 AI 带动半导体行业复苏、中国出口产业链加快全球布局、船舶订单需求旺盛、部分行业以价换量等有关，但手机的出口增速偏低。一是受低库存、人工智能大模型快速发展、2023 年四季度美国放松在华外资晶圆厂购买美国先进半导体设备限制等因素影响，中国的集成电路、自动数据处理设备及相关零部件出口增速明显反弹。二是为分散地缘政治对产业链供应链的冲击，中国企业正加速对印度、越南、印度尼西亚、巴西、俄罗斯等新兴市场的产业布局，中间零部件以及装备设备的出口增长较快。三是由于全球船业的船龄到期、中国绿色低碳船型广受欢迎以及中国完整产业链优势，中国船舶出口从 2023 年开始保持高景气状态。四是家用电器、劳动密集型产品、汽车等部分商品通过跨境电商和社交媒体直达消费者，以性价比优势受到海外消费者的喜欢，出口增速较高，不过，汽车出口增速高位回落。五是虽然手机降价促销，但高端机方面受华为产能不足的制约，

手机出口增速大幅回落。考虑到基数效应以及高利率下海外经济动能放缓的影响，预计二季度出口增速可能会在现有水平震荡。

进口增速有所反弹，主要是集成电路和自动数据处理设备带动，但内需依然偏弱。一方面，由于半导体行业复苏带动中国对韩国、东盟、中国台湾等相关机电产品的进口需求。另一方面，由于进口替代、国内房地产市场不景气、居民消费行为更加保守，内需依然偏弱。中国对美国、欧洲、日本等发达国家，以及俄罗斯、非洲、巴西等资源型国家的进口增速走弱。考虑到基数效应以及内需疲软，预计二季度进口增速将会在现有水平震荡。

从主要出口国家和地区来看，除欧盟、日本和韩国外，中国对美国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国香港、巴西的出口增速正增长；除日本、韩国、俄罗斯外，中国对美国、欧盟、东盟、印度、非洲、中国香港、巴西的出口增速较 2023 年 12 月改善。如图 5a 所示，按美元计，1-2 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 5.0%、-1.3%、-9.7%、-9.9%、6.0%、12.8%、12.5%、21.0%、16.4%和 33.1%，分别较 2023 年 12 月增加 11.9、增加 0.6、减少 2.4、减少 6.8、增加 12.1、增加 6.6、减少 9.1、增加 17.0、增加 17.5、增加 9.8 个百分点。1-2 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 13.9%、14.8%、4.5%、4.0%、15.7%、3.7%、3.2%、5.5%、7.7%和 2.1%，合计 75.0%。中国对印度、越南、印度尼西亚、巴西、俄罗斯等新兴市场的出口增速较高，与中国企业全球布局密切相关。除美国外，中国对欧盟、日本、韩国等发达经济的出口增速仍然低迷，反映出海外经济动能的复苏依然缓慢，只有美国的经济韧性较强。

从主要进口国家和地区来看，除美国、欧盟和日本外，中国对韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国台湾、巴西的进口增速正增长；除韩国、东盟、印度和中国台湾外，中国对美国、欧盟、日本、俄罗斯、非洲和巴西的进口增速较 2023 年 12 月走弱。如图 5b 所示，按美元计，1-2 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-9.7%、-9.4%、-5.0%、8.8%、3.3%、34.7%、6.7%、4.5%、8.4%和 33.1%，分别较 2023 年 12 月减少 3.6、减少 9.8、减少 6.8、增加 8.1、增加 5.6、增加 10.3、减少 17.7、减少 0.3、增加 17.4、

减少 9.6 个百分点。1-2 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 6.5%、9.7%、5.5%、6.5%、14.2%、0.9%、5.0%、4.7%、7.3% 和 5.1%，合计 65.4%。半导体行业的景气，带动中国对韩国、东盟、印度和中国台湾相关零部件和装备设备的进口需求；中国对美国、欧盟、日本等发达国家的进口需求低迷，主要受国产替代以及美国限制高科技产品对华出口影响；由于内需不足，中国对俄罗斯、非洲、巴西等资源型国家的进口增速有所回落。

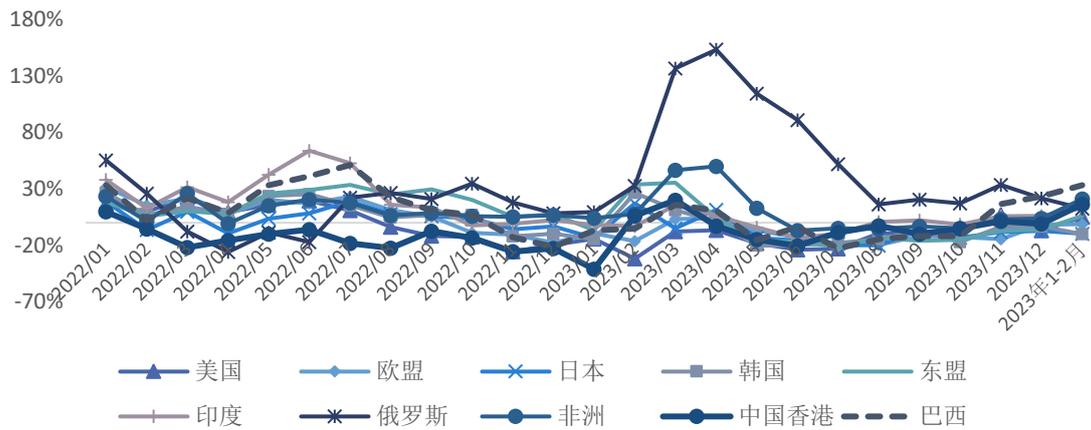


图 5a：中国对主要国家和地区的出口增速

注：出口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

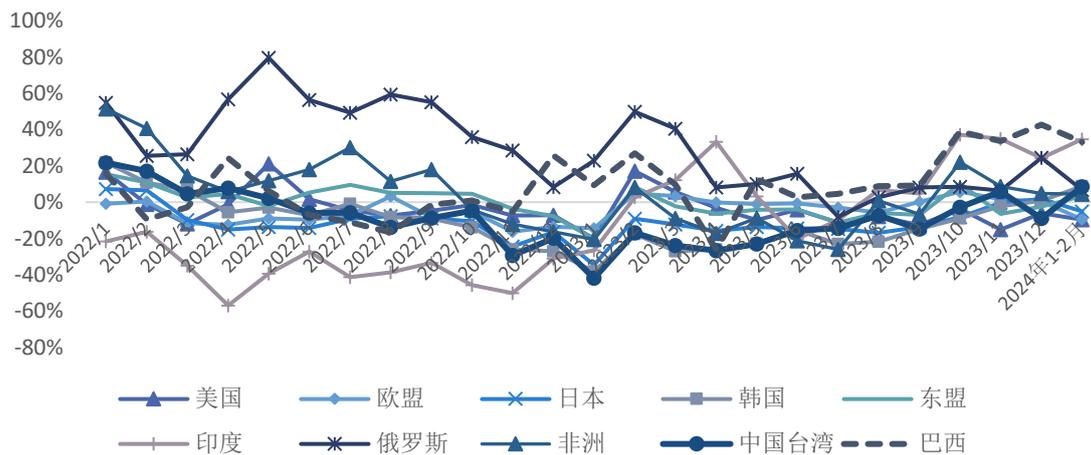


图 5b：中国对主要国家和地区的进口增速

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，农产品、劳动密集型产品、机电产品的出口正增长，且

出口增速较 2023 年 12 月都有所回升；机电产品中，船舶、通用机械、集成电路、家用电器、汽车（包括底盘）出口增速均在两位以上，但手机出口增速大幅下滑。如图 6a 所示，按美元计，1-2 月，农产品、劳动密集型产品和机电产品的出口增速分别为 2.7%、12.2% 和 8.5%，较 2023 年 12 月分别增加 0.5、12.8 和 8.2 个百分点。机电产品中，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、手机的出口增速分别为 3.9%、20.8%、24.3%、32.0%、12.6%、173.1%、-18.2%，较 2023 年 12 月分别增加 7.0、增加 6.1、增加 21.7、增加 27.3、减少 39.4、增加 144.5、减少 17.8 个百分点。人工智能的火热带动集成电路、芯片等零部件出口增速的明显改善；中国船舶业承接了全球近八成订单，船舶出口保持高景气；跨境电商和社交媒体的新商业模式，带动高性价比的中国家电、服装、玩具、鞋帽等商品出口增长较快；受欧美贸易壁垒的影响，汽车出口的动能有所减弱；虽然华为突破欧美芯片制裁重新销售高端手机，但由于产能有限加上苹果降价促销，手机出口增速大幅回落。



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，除农产品外，铁矿石、原油、机电产品的进口增速为正；除铁矿石外，农产品、原油、机电产品的进口增速较 2023 年 12 月回升。如图 6b 所示，按美元计，1-2 月，农产品、铁矿石、原油和机电产品进口增速分别为-6.5%、22.8%、2.8% 和 7.7%，分别较 2023 年 12 月增加 0.4、减少 25.8、增加 7.3 和增加 5.5 个百分点。铁矿石进口增速虽然处于高位，但主要靠价格支撑，下游房地产不景气以及海外钢材出口需求低迷，限制铁矿石进口增速的反弹空间；原油进口增速

虽然有所反弹，但依然处于历史偏低水平；机电产品进口增速小幅反弹，主要是由半导体相关产品出口需求拉动集成电路和芯片的进口。



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：基本保持平稳，下半年有望重回 7.0 以内

一季度，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）基本维持在 7.2 以内，但从 3 月下旬开始人民币汇率有所贬值。如图 7 所示，1 月 2 日至 3 月 21 日，人民币汇率从 7.13 小幅贬值至 1 月 17 日的 7.2 后，基本维持在 7.18~7.2 的区间内波动；3 月 22 日至 3 月 28 日，人民币汇率在 7.21 至 7.23 之间。

年初至 3 月中旬，在政策干预和美元指数阶段性回调的背景下，人民币汇率维持平稳；但自日本解除负利率政策之后，亚太地区的主要货币都面临了一定的贬值压力。一方面，央行通过人民币中间价、发行香港离岸人民币债券（点心债）维持人民币汇率的平稳，同时，在 2 月中下旬至 3 月上旬，由于美国初次申请失业金每周人数反弹，降息预期升温，美元指数出现阶段性的回调。内外因素共振下，年初至 3 月中旬，人民币汇率维持平稳。另一方面，3 月 19 日，日本宣布解除维持了 17 年的负利率政策，当天美元兑日元汇率贬值 1.12%，日元贬值带动亚太地区主要国家的货币都出现了不同程度的贬值，由于避险情绪的上升，美元指数也出现了明显反弹。3 月 19 日至 3 月 28 日，美元指数上升 0.8 个百分点；人民币、越南盾、泰铢、印尼卢比、韩元、新加坡元分别贬值 0.39、0.05、1.14、1.03、0.48、0.56 个百分点，人民币的贬值幅度在亚太国家中并不算突出。

美联储的议息会议通稿显示，美联储将在下半年降息三次，预计人民币汇率下半年有望重回 7.0 以内。根据美联储 3 月 FOMC 的议息会议通稿显示，今年的联邦基准利率将下调至 4.5% 至 4.75% 之间，较现有 5.25% 至 5.5% 之间将下调 75BP，也就说下半年将降息三次，届时人民币贬值压力将明显缓解，预计二季度人民币汇率将在现有水平波动，下半年人民币汇率将会明显升值至 7.0 以内。

外商中长期直接投资增速仍然大幅下降，但收益再投资已经开始重新呈净流入状态。从商务部口径，1-2 月，实际使用外资 2150.9 亿人民币，按 7.19 的汇率换算，约 299.2 亿美元，同比为-24.7%（按美元计），外商中长期直接投资增速下降主要受美国对中国科技制裁以及“中国+1”全球产业链重构影响。从国际收支平衡表口径，2023 年四季度，直接投资负债项流入 175 亿美元，扭转 2023 年三季度流出 117.5 亿美元的局面。中国实际利率高于美国，外商直接投资收益再投资又重新呈现净流入状态。根据 Wind 统计，2024 年 1 月 1 日至 3 月 18 日，北向资金净买入 734.4 亿元；根据外管局数据，2024 年 2 月，银行代客涉外收付款数据中，资本和金融账户顺差 485 亿元，主要是证券投资净流入 1020 亿元。

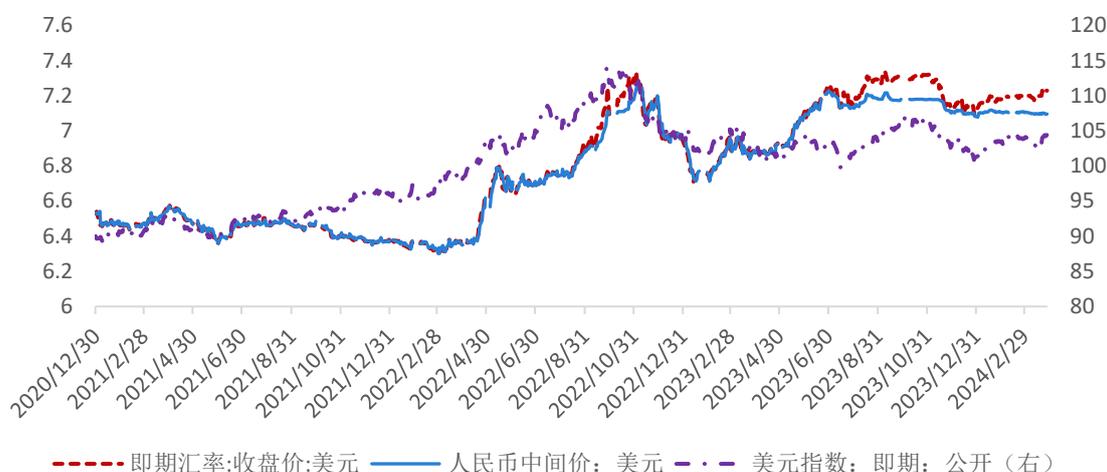


图 7：人民币兑美元汇率走势
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

七、物价：CPI 同比转正，PPI 同比降幅略有扩大

CPI 方面，如图 8 所示，1 月和 2 月，CPI 同比分别为-0.8%和 0.7%，Wind 一致预期为 0.5%和 0.4%，2023 年 12 月为-0.3%；CPI 环比同比分别为 0.3%和 1.0%，

高于 2023 年 12 月的 0.1%。其中，1 月和 2 月食品价格同比分别为-5.9%和-0.9%，环比为 0.4%和 3.3%；非食品价格同比分别为 0.4%和 1.1%，环比为 0.2%和 0.5%。另外，1 月和 2 月，核心 CPI 同比分别为 0.4%和 1.2%，2023 年 12 月为 0.6%。

CPI 同比震荡反弹，主要是春节错月以及食品、出行价格上涨。一是由于春节错位影响，2 月 CPI 同比反弹。剔除春节因素，综合 1-2 月数据来看，1-2 月 CPI 同比为 0%，较 2023 年 12 月的-0.3%，略有反弹。二是猪肉、鲜菜、水产品价格全部转正，2 月同比分别为 0.2%、2.9%、4.1%，较上月分别增加 17.5、15.6、7.5 个百分点，主要春节需求较大以及雨雪天气影响配送。三是由于春节出行需求增加，2 月旅游、飞机票、交通工具租赁费价格分别上涨 23.1%、20.8%、17.4%。考虑到房屋租赁的价格并未有明显起色，春节过后核心 CPI 同比将会重回低增长水平，叠加基数效应的影响，预计二季度 CPI 同比将在正值区间小幅波动。

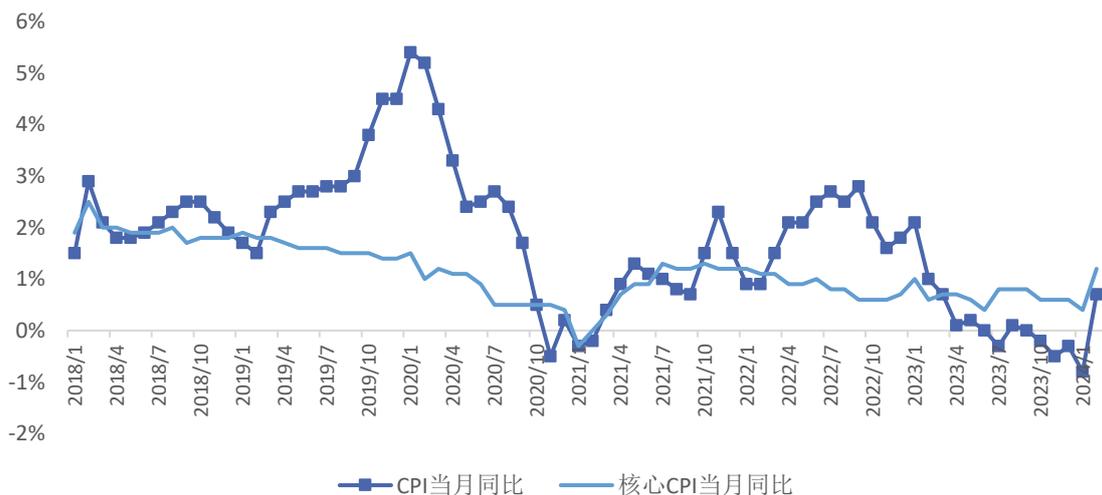


图 8: CPI 和核心 CPI 当月同比

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

PPI 方面，如图 9 所示，1 月和 2 月 PPI 同比分别为-2.5%和-2.7%，Wind 一致预期分别为-2.5%和-2.5%，2023 年 12 月为-2.7%；环比分别为-0.2%和-0.2%，2023 年 12 月为-0.3%。其中，1 月和 2 月，生产资料同比分别为-3.0%和-3.4%，环比分别为-0.2%和-0.3%；生活资料同比分别为-1.1%和-0.9%，环比为-0.2%和-0.1%。

如表 3 所示，PPI 同比降幅略有扩大，主要是建筑相关的黑色系价格回落、发电相关的电力热力燃气水的价格走弱以及前期产能扩张较快的有色系和新能源汽

车价格回调，但原油和计算机相关行业价格回升。一是由于房地产市场不景气以及地方政府化债叫停部分基建项目，导致黑色系价格走低。2月，黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业的价格同比分别为12.1%、-4.9%，较2023年12月分别减少5.3、3.0个百分点。二是由于北方气温偏高，发电供过于求，电力热力燃气水的价格回落。2月电力、热力生产和供应业，燃气生产和供应业，水的生产和供应业价格同比分别为-2.6%、-2.1%、0.7%，较2023年12月分别减少1.7、1.3、0.5个百分点。三是由于政策引导了大量资源投入新能源相关行业，锂电、新能源汽车制造供给过剩，导致有色系和汽车制造业价格回落。2月，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业、汽车制造业的价格同比分别为4.5%、-0.2%、-1.5%，较2023年12月分别减少2.4、0.6、0.3个百分点。四是由于国际油价小幅反弹，原油相关行业价格回升。2月，石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业价格同比分别为4.2%、-4.8%，较2023年12月分别增加5.8、1个百分点。五是AI的发展，计算机相关产品价格回升。2月，计算机、通信和其他电子设备制造业同比为-2.1%，较2023年12月增加1.8个百分点。考虑到基数效应，预计二季度PPI同比将会回升。

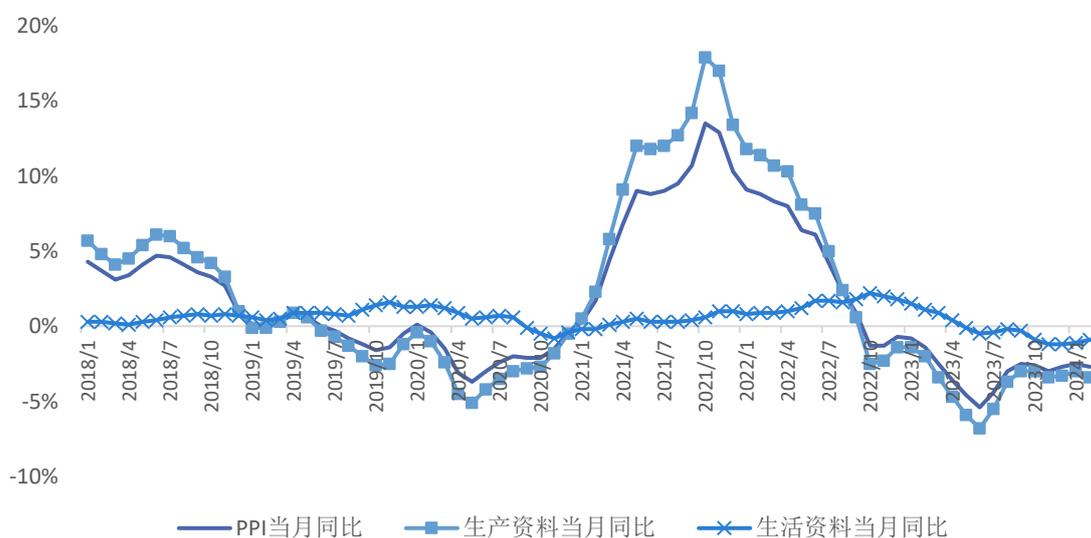


图 9：PPI 当月同比走势

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	-14.7%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.7%	通用设备制造业	-0.5%	农副食品加工业	-3.8%	医药制造业	-0.5%
石油和天然气开采业	4.2%	石油、煤炭及其他燃料加工业	-4.8%			食品制造业	-0.9%	汽车制造业	-1.5%
黑色金属矿采选业	12.1%	化学原料和化学制品制造业	-6.6%			酒、饮料和精制茶制造业	0.5%	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	4.5%	化学纤维制造业	-0.7%			烟草制品业	0.6%	计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.1%
非金属矿采选业	-2.3%	橡胶和塑料制品业	-3.0%			纺织业	-0.8%	电力、热力生产和供应业	-2.6%
		非金属矿物制品业	-7.7%			纺织服装、服饰业	0.4%	燃气生产和供应业	-2.1%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-4.9%			造纸和纸制品业	-5.5%	水的生产和供应业	0.7%
		有色金属冶炼和压延加工业	-0.2%			印刷和记录媒介复制业	-0.8%		
		金属制品业	-1.7%						

注：表格中数值是 2 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 2024 年 2 月的走势。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

八、政策：货币政策宽松加码，财政支出力度偏弱

货币政策宽松加码，降准+非对称降息加强与财政政策协同、为实体经济减负、刺激新增购房需求和助力物价温和回升。一是央行 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，预计释放长期流动性 1 万亿元，为国债和地方政府债的发行提供流动性，有利于稳定资金市场价格。二是央行 1 月 25 日分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点，为农业、小微企业等降低融资成本，改善经营情况。同时，1 月 24 日，央行答记者问中提到将普惠小微企业贷款单户授信额度上限由 1000 万元上调至 2000 万元，有助于小微企业获得银行信贷支持。三是央行 2 月 20 日下调 5 年期 LPR 利率 25BP 至 3.95%，1 年期 LPR 利率保持 3.45% 不变，非对称降息有助于降低新购房者的房贷利率，存量房贷客户则需要等到下年才能享受政策优惠，利好刺激增量购房需求。四是在第十四届全国人大二次会议举行的记者会上，央行行长将维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量，目前 GDP 平减指数同比为负值，导致实际利率被动走高，适度宽松的货币政策有助于物价重回正增长区间。

从货币市场来看，一季度资金流动性充裕。1 月 2 日至 3 月 14 日，DR007 利

率基本处于 2%以内。3 月 7 日，10 年期和 30 年期国债收益率分别为 2.27%和 2.42%，均创历史新低，资金市场流动性充裕，叠加资产荒，金融机构抢购长债。根据 Wind 数据，1 月 1 日至 3 月 15 日，公开市场净回笼 2.66 万亿元，部分回收前期降准降息释放的流动性。

从金融数据来看，虽然 M2 增速低于社融增速，资金正从银行体系流向非银和实体经济，但社融增速回落和 M1 增速偏弱，融资需求不足。**M2 同比方面**，M2 增速有筑底迹象，但进一步反弹空间受到房地产和基建融资需求不足的制约，货币政策传导效率下降。1 月和 2 月，M2 同比分别为 8.7%和 8.7%，Wind 一致预期分别为 9.3%和 8.7%，2023 年 12 月为 9.7%。**M1 同比方面**，M1 同比还是偏弱。1 月和 2 月，M1 同比分别为 5.9%和 1.2%，2023 年 12 月为 1.3%，春节前企业需要预备支付薪资和各种款项以及居民需要提前准备年货采购和人情往来资金，账户活期存款增加，2 月 M1 增速明显回落，企业和居民还是更愿意将闲置资金存银行定期。

社融方面，M2 和社融同比的剪刀差转负，资金正从银行体系流向资本市场或实体经济，但由于社融同比回落，资金需求仍然偏弱。1 月和 2 月，新增社融分别为 6.5 万亿元和 1.56 万亿元，Wind 一致预期分别为 5.8 万亿元和 2.4 万亿元；社融存量同比为 9.5%和 9.0%，2023 年 12 月为 9.5%。1-2 月新增社融规模较上年同期减少 1.1 万亿元，主要是人民币贷款、表外融资、政府债券、股票融资较去年同期少增 9324 亿元、684 亿元、3320 亿元、999 亿元，市场的资金需求还是偏弱。

新增人民币贷款方面，银行优化贷款结构，贷款更多投向中长期贷款；非银贷款明显增多，可能与股市反弹有关。1 月和 2 月，新增人民币贷款为 4.92 万亿元和 1.45 万亿元，Wind 一致预期分别为 4.7 万亿元和 1.43 万亿元。1-2 月，新增人民币贷款较去年同期少增 3400 亿元，主要是居民短期贷款、企业短期贷款、票据融资较去年同期减少 2899 亿元、985 亿元、7384 亿元，防风险前提下，银行贷款结构明显调整。居民中长期贷款较去年同期增加 2140 亿元，在多地放松房地产政策的条件下，居民的购房意愿有所回升，但依然处于近十年偏低水平。企业的中长期贷款与去年同期基本持平，主要是设备以旧换新、金融机构支持房地产项目“白名单”融资需求以及部分城投非标债务转标。非银贷款较去年同期增加 4706 亿元，可能跟股市反弹有关。

财政收入显示经济确实出现了更多积极信号，但个税收入大幅下降可能与税收抵扣增加和降薪裁员有关。1-2月，全国一般公共预算收入44585亿元，同比下降2.3%，扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的部分减税政策翘尾减收等特殊因素影响后，可比增长2.5%左右，2023年一般公共预算收入同比增长6.4%。1-2月，全国政府性基金预算收入7149亿元，同比增长2.7%；其中，地方国有土地使用权出让收入5625亿元，与去年同期持平。一是国内消费税收入增长14%，说明春节消费较为景气。但进口货物增值税、消费税同比下降1.3%，反映出居民更偏好国产替代和性价比。二是出口退税增长23.9%，说明出口情况较好。三是车辆购置税增长29.8%，说明汽车销售情况不错。四是企业所得税增速与去年持平，高于2023年全年-5.9%的增速，说明企业的营收情况有所改善。五是政府性基金收入增速转正，明显高于去年-9.2%的水平，地方土地出让收入增加，但可持续性有待观察。六是个税收入下降15.9%，同比减少金额达到619亿元，如果按照个税抵扣影响3000万人估算，对个税减少的金额不超过100亿元，应该还有春节前后企业大规模降薪裁员的影响，比如减少年终奖的发放。

财政支出力度仍然偏弱；一般公共预算支出侧重科教、城乡社区和交通运输，政府性基金支出增速大幅回落、但暂未影响整体基建投资增速。1-2月，全国一般公共预算支出43624亿元，同比增长6.7%，2023年一般公共预算支出增长5.4%。1—2月，全国政府性基金预算支出11223亿元，同比下降10.2%，其中，地方国有土地使用权出让收入相关支出8098亿元，同比增长3.2%。一是虽然一般公共预算支出增速强于去年，但仍处于历史同期偏低水平，主要是财政收入恢复较慢。二是财政支出更注重结构性发力，偏向教育、科学技术、城乡社区、农林水支出。1-2月，教育、科学技术、城乡社区、农林水支出分别增长7.7%、10.0%、19.6%、24.9%。三是由于地方政府专项债发行偏慢以及地方化债影响，政府性基金支出下降10.2%，但对1-2月的基建投资增速没有太大影响，可能是去年新增的1万亿国债在今年初部分形成实物工作量。

今年财政政策力度将加码，基建投资增速预期目标约为8.1%。根据《关于2023年中央和地方预算执行情况与2024年中央和地方预算草案的报告》，今年目标赤字4.06万亿元（其中，地方赤字只有7200亿元），目标赤字率为3.0%，新增地方

政府专项债 3.9 万亿元，新增超长期特别国债 1 万亿元，今年的财政政策空间约为 8.96 万亿元，较去年增加 2800 亿元，叠加去年新增的 1 万亿国债将在今年形成实物工作量，以及 2023 年 12 月和 2024 年 1 月共新增 4500 亿元的 PSL（抵押补充贷款）支持“三大工程”建设，财政政策力度明显加码。根据我们的测算，今年的财政政策空间对应的基建投资增速约为 8.1%，与去年基本持平，在高基数的前提下，今年的基建投资力度仍然较为强劲，依然是重要的稳增长手段。

九、当前宏观经济的主要问题和建议

1. 中国企业出海面临的不确定性增加，应主动加强对外开放

今年一季度出口增速超预期，成为经济增长的亮点，但未来面临的外部挑战更加严峻，主要来自西方发达经济体的贸易保护措施。以美国为代表的西方国家对中国的新能源汽车、互联网平台、生物医药、通信、物流、造船、通用设备、服装等行业正在或者即将采取限制措施，对中国企业出海会有一定的冲击。考虑到中国制造业在全球范围内已经具有比较强的竞争力，加上中国产能大幅超过国内市场需求，走出去是必然趋势，中国企业出海应更加注重本地化和互利共赢。

建议：对于政府而言，一是加大对外开放力度，便利人员、资金、物品的自由往来。在现有的单方面免签政策基础上，可以进一步扩大单方面免签名单，增加国际航班数量，优化投融资和支付政策。**二是**加快推进区域贸易一体化。进一步优化关税政策，加强自由贸易港、自由贸易试验区和海外仓储建设，简化货物清关流程。**三是**加强中国企业出海的法律咨询服务和政策配套。**对于企业而言，一是**加强与当地企业的合资经营。可以考虑入股当地企业，通过当地企业的销售网络开拓海外市场。同时，合资模式也更能激励当地企业游说当地政府取消或减轻对中国企业在当地的业务限制。**二是**加快产业链全球布局，提升国际竞争力。利用好比较优势，降低生产成本，加强品牌建设。**对于个人投资者而言，**海外业务占比较高的企业受到国际贸易政策的影响较大，应及时了解市场动态，做好风险控制。

2. 房地产对需求的冲击仍在持续，须加快积极财政政策的落地见效

虽然近期多地进一步放松房地产的调控政策以及中央加大对房企的融资支持，

但房地产的销售数据仍处于低位，房地产对需求的冲击仍在持续。一是房地产中上游的钢材、建材、焦化、水泥等相关行业产能过剩，影响后续投资需求；二是由于居民家庭资产的近七成都与房地产密切相关，房地产行业不景气影响居民的消费倾向，使得居民消费更趋于保守；三是由于房地产市场低迷，传统的货币政策传导机制受阻，市场主体融资需求不足。目前，以战略性新兴产业为代表的新经济的发展还不足以抵消房地产对经济的冲击，亟需政府增加支出稳定需求。

建议：对于政府而言，一是进一步加快预算内政府债券的发行，争取尽早形成实物工作量。今年的财政政策力度较去年更强，但新增专项债和特别国债的发行速度滞后，需要进一步加快政府债券的发行。二是政策投资需要更加注重项目的长期收益，可以加大对冷链物流、充电桩、新能源汽车电池租用、绿色能源、物联网、通信、人工智能等相关新型基础设施以及防灾减灾等传统基础设施的投资，停止体育馆、美术馆、展览厅等重复低效的基础设施建设。三是加大对医疗、养老、教育等民生项目投入，解决居民的后顾之忧，让居民愿意花钱、也敢于花钱。四是在先立后破的基础上，进一步放松房地产调控政策，满足居民合理的住房改善和安置需求。**对于企业而言**，要围绕产业政策支持的重点方向，转变过去赚快钱的思路，通过更新设备、塑造品牌、开拓新的市场、优化产品质量和改进服务，不断提升自身竞争力。**对于个人投资者而言**，房地产作为金融投资品的属性正在改变，切勿使用高杠杆炒房，可以多元化配置资产，比如国债、黄金、货币基金等。

3.制造业扩产并未带来就业的改善，要加强对重点人群的技能培训

目前，多数制造业都在扩大产能，可能更多的是由于政策引导设备更新带来的投资增加进而导致产能增加。在数据上的表现就是，制造业增加值增速和制造业投资增速较去年12月都明显反弹，但是城镇调查失业率反弹上升。特别地，农产品、饮料、纺织服装、酒水等劳动密集型产业的产能扩张也没有带来就业的改善，应高度重视传统产业升级对就业的冲击，闲置劳动力在社会游荡容易引发社会问题。

建议：对于政府而言，一是加强对农民工、失业人群、应届生等重点人群的技能培训，使得这些人群能够找到合适的就业岗位。二是将企业招工人数与减税降费政策挂钩，鼓励企业增加招聘人数。三是积极搭建企业招聘与员工找工作的平台，

降低信息不对称导致的招工难和就业难问题。**四是**加大对失业人群的保障力度，设置救济站为没有收入来源的人群提供食物、基本生活物品和临时性住所。



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。北大汇丰智库主任为北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。