



## 政策支撑叠加基数效应，经济继续复苏

——蔡含篇

点评报告

A0012-20240118

2023年12月	官方公布值	北大国民经济研究中心 预测值	Wind 市场 预测均值
<b>经济增长</b>			
GDP 当季同比(%)	5.2	5.8	5.4
工业增加值 同比(%)	6.8	6.8	6.6
社会消费品零售 额同比(%)	7.4	9.6	8.2
固定资产投资 累计同比(%)	3.0	2.9	3.0
出口同比(%)	2.3	1.7	2.1
进口同比(%)	0.2	0.3	0.3
贸易差额(亿美元)	753.4	733.7	732.6
<b>通货膨胀</b>			
CPI 同比(%)	-0.3	-0.4	-0.3
PPI 同比(%)	-2.7	-2.6	-2.6
<b>货币信贷</b>			
新增人民币贷款 (亿元)	11700	14500	11728.6
M2 同比(%)	9.7	10.4	10.1

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

陈丽娜

黄昱程

邵宇佳

联系人：蔡含篇

联系方式：

[gmjyji@pku.edu.cn](mailto:gmjyji@pku.edu.cn)



扫描二维码或发邮件订阅  
第一时间阅读本中心报告



## 要点

- 经济运行稳中向好，需求改善四季度增速小幅上涨
- 政策支持持续落实，工业经济持续恢复
- 基数效应，消费增速阶段性下行
- 政策调整企业暂时观望，稳增长意图增强投资或已在底部
- 基数效应，外贸增速小幅上涨
- 消费需求不足持续显现，工业生产成本压力缓解
- 政府债券多发支撑社融，企业中长期贷款偏弱
- 展望未来：稳增长政策仍需加力，经济复苏压力仍在

## 内容提要

2023年第四季度国内生产总值为347890亿元，同比增长5.2%，较第三季度上涨0.3个百分点。其中，第一产业增加值33425亿元，同比增长4.2%；第二产业增加值133703亿元，增长5.5%；第三产业增加值180762亿元，增长5.3%。2023年第四季度以来，在国内稳增长政策的全面助力下，经济基本面持续恢复向好发展，生产、消费和投资均呈现不同程度的增长；国内外需求有所改善，进出口延续回升态势，未来仍需恢复和扩大需求。

### 供给端

2023年12月，规模以上工业增加值同比实际增长6.8%（扣除价格因素的实际增长率），较上期上升0.2个百分点。随着工业需求稳步回升，工业企业利润降幅收窄，工业经济步入被动去库尾声，预计随着上游成本压力趋缓和中下游需求得到有效提振，工业经济有望持续恢复。

### 需求端

**消费方面：**2023年12月，社会消费品零售总额同比增长7.4%，较11月份下降2.7个百分点。受基数效应影响，12月社会消费品零售总额增速暂时性下滑，尽管消费继续释放企稳信号，但整体仍处于底部徘徊，仍需进一步稳定就业、收入预期。

**投资方面：**2023年1-12月，全国固定资产投资同比增长3.0%，较1-11月份上涨0.1个百分点。稳增长政策密集出台，政策调整初期形势不够明朗，企业反而愈加踟躇观望，阶段性抑制投资需求扩张。降准降息，稳增长意图进一步强化，投资增速或已在底部。



**进出口方面：**2023年12月，中国出口总额3036.2亿美元，同比增长2.3%，较11月上漲1.8个百分点。地缘政治冲突多发，海外需求收缩，但汽车行业出口表现强劲，叠加基数效应对出口起到支撑作用；2023年12月，中国进口总额2282.8亿美元，同比增长0.2%，进口增速再次转正，较11月上漲0.8个百分点，宏观政策持续发力，国内需求边际修复，价格因素贡献增强，叠加基数效应。

### 价格

**CPI：**2023年12月，CPI同比下跌0.3%，较上月下降0.2个百分点，环比上漲0.1%，较上月上升0.6个百分点。食品价格回升是带动CPI环比回升的主要原因，具体表现为：受寒潮天气利好生鲜农产品储运以及节前消费需求增加影响，食品价格拉动CPI环比表现。受国际油价持续下行影响，工业消费品价格拉低非食品价格。

**PPI：**2023年12月，PPI同比下跌2.7%，较上月上升0.3个百分点，环比下跌0.3%，较上月不变。国际原油价格下行叠加工业品需求回落成为PPI同比下跌的主要原因，具体表现为：受国际原油价格下行影响，上游工业品价格环比仍跌，而中下游工业品需求回落带动生活资料价格环比继续下跌。

### 货币金融

**社会融资：**2023年12月，新增社会融资规模19400亿元，较去年同期多增6342亿元，低于市场预期。整体而言，12月社会融资规模略低于市场预期，新增规模主要受政府债券的强力支撑，表内融资、表外融资以及企业直接融资均依旧表现平平，但个别分项表现特征明显。

**人民币贷款：**2023年12月，新增人民币贷款11700亿元，同比少增2300亿元，基本符合市场预期。整体而言，12月份新增人民币贷款虽符合市场预期但同比少增较为明显，主要受中长期贷款的拖累，尤其是企事业单位的中长期贷款大幅少增是主因。

**M2：**2023年12月末，狭义货币（M1）余额68.05万亿元，同比增长1.3%，较上期持平；广义货币（M2）余额292.27万亿元，同比增长9.7%，较上期下降0.3个百分点，低于市场预期。整体而言，受12月信贷需求偏弱以及政府债发行加速引致财政存款多增、居民部门新增存款继续累积增高的影响，M2同比增速较上期下降。



## 正文

### GDP：经济运行稳中向好，需求改善四季度增速小幅上涨

2023 年第四季度国内生产总值为 347890 亿元，同比增长 5.2%，较第三季度上涨 0.3 个百分点。其中，第一产业增加值 33425 亿元，同比增长 4.2%；第二产业增加值 133703 亿元，增长 5.5%；第三产业增加值 180762 亿元，增长 5.3%。2023 年第四季度以来，在国内稳增长政策的全面助力下，经济基本面持续恢复向好发展，生产、消费和投资均呈现不同程度的增长；国内外需求有所改善，进出口延续回升态势，未来仍需恢复和扩大需求。

具体而言，从需求端来看，消费企稳回升，对经济贡献增强，2023 年社会消费品零售总额 471495 亿元，同比增长 7.2%，较前三季度上涨 0.4 个百分点。房地产开发投资对固定资产投资形成拖累，2023 年全国固定资产投资（不含农户）503036 亿元，同比增长 3.0%，较前三季度下降 0.1 个百分点。国内需求和国外需求呈现改善态势，进出口增速由负转正。2023 年度货物进出口总额 417,568 亿元，同比降低 0.2%；其中，出口 237,725.9 亿元，增长 0.6%；进口 179,842.4 亿元，下降 0.3%。从供给端看，2024 年全国规模以上工业增加值同比增长 4.6%，较前三季度上升 0.6 个百分点，工业生产稳步复苏。

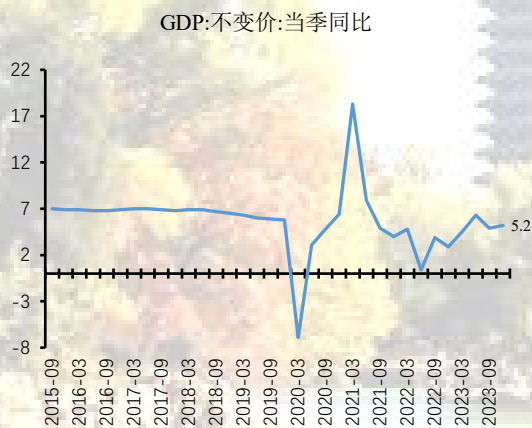


图 1 中国 GDP 当季同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

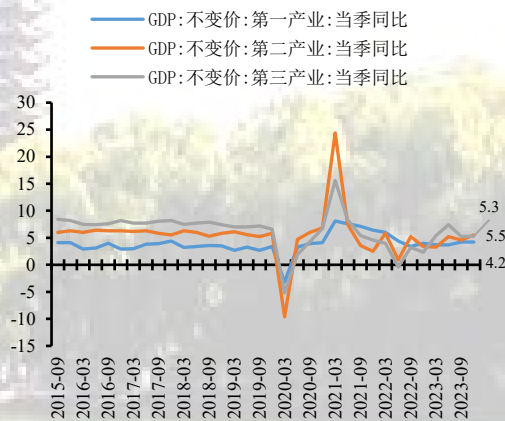


图 2 一、二、三产业 GDP 当季同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

总体而言，2023 年第四季度经济运行稳中向好，消费和生产持续复苏，对经济基本面形成良好支撑，房地产开发投资拖累固定资产投资，进出口增速由负转正，第四季度 GDP 实现 5.2% 的增速，后续宏观政策仍需持续发力，2024 年经济有望延续企稳回升态势。

### 工业增加值部分：政策支持持续落实，工业经济持续恢复



2023年12月，国内工业经济表现超出市场预期，规模以上工业增加值同比实际增长6.8%（扣除价格因素的实际增长率），较上期上升0.2个百分点（三年复合增速4.1%，较上期下降0.1个百分点），其中高技术制造业同比增长6.4%。规模以上工业增加值环比上升0.52%，较上期上升0.35个百分点。2023年，1-12月规模以上工业增加值累计同比增长4.6%，较上期加快0.3个百分点，工业生产持续稳定增长。从三大门类看，12月份，采矿业增加值同比增长4.7%，制造业同比增长7.1%，电力、燃气及水生产和供应业同比增长7.3%，受低基数效应消退影响，电热燃水供应业增加值同比回落较多。12月，工业环比较上期继续上升，实际工业生产表现超出市场预期。随着工业需求稳步回升，工业企业利润降幅收窄，工业经济步入被动去库尾声，预计随着上游成本压力趋缓和上下游需求得到有效提振，工业经济有望持续恢复。

分行业看，12月份，41个大类行业中有31个行业增加值保持同比增长，增长行业数量较上期增加3个，上涨动力主要来自于化工制造、有色金属加工和汽车制造等，显示中下游工业需求回升。其中，12月份，煤炭开采和洗选业同比增长5.2%，石油和天然气开采业同比增长1.8%，农副食品加工业同比-0.5%，食品制造业同比增长3.8%，酒、饮料和精制茶制造业同比增长4.8%，纺织业同比增长2.1%，化学原料和化学制品制造业同比增长9.6%，非金属矿物制品业同比-0.6%，黑色金属冶炼和压延加工业同比增长5.1%，有色金属冶炼和压延加工业同比增长10.2%，通用设备制造业同比0.8%，专用设备制造业同比增长1.9%，汽车制造业同比增长20.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长12.7%，电气机械和器材制造业同比增长10.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长10.6%，电力、热力生产和供应业同比增长9.2%。

分产品看，12月份，620种产品中有383种产品产量同比增长，工业产品产量增长数量较上期增加16种，其中新能源汽车、发电量和十种有色金属是主要增长点。其中，12月份，钢材10,850.0万吨，同比增长1.5%；水泥15,793.0万吨，同比-0.9%；十种有色金属659.0万吨，同比增长7.3%；乙烯272.0万吨，同比增长0.1%；汽车304.0万辆，同比增长24.5%，其中，新能源汽车114.1万辆，同比增长43.7%；发电量8,289.8亿千瓦时，同比增长8.0%；原油加工量6,011.5万吨，同比增长1.1%。

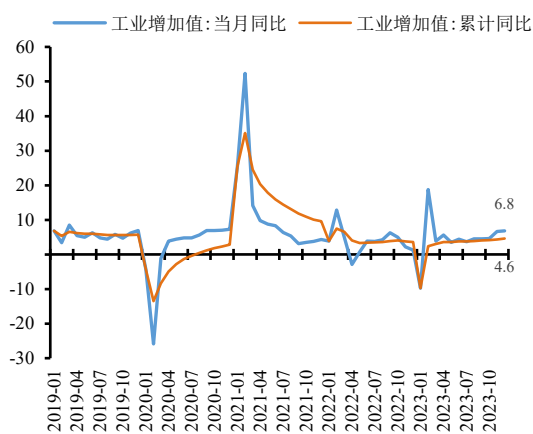


图3 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

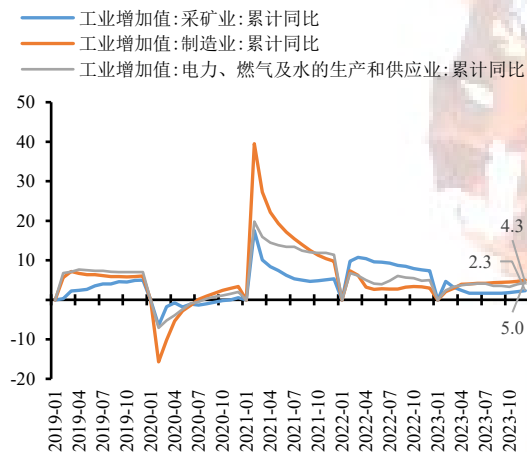


图4 中国三大门类工业增加值累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 消费部分：基数效应，消费增速阶段性下行

2023年12月份，社会消费品零售总额同比增长7.4%，较11月份下降2.7个百分点。餐饮收入同比增长30.0%，较11月份上涨4.2个百分点；商品零售同比增长4.8%，较11月份下降3.2个百分点。受基数效应影响，12月社会消费品零售总额增速阶段性下行。

受明显的基数效应影响，11、12月份社会消费品零售总额增速波动较大。2022年12月，社会消费品零售总额同比下降1.8%，高于2022年11月4.1个百分点，对本月形成明显的相对高基数效应。其中，中西药品类、汽车类消费额增速受基数效应影响尤为显著。较前月，本月中西药品类、汽车类消费额增速分别下降25.1、10.7个百分点，而去年同期，即2022年12月较2022年11月，中西药品类、汽车类消费额增速分别上涨31.5、8.8个百分点。

尽管四季度餐饮收入、商品零售额增速继续呈现不同程度的上涨，其中，无论是限额以上单位商品零售还是非限额以上单位商品零售额增速均较三季度有所上涨。但后期消费全面平稳可持续的增长，关键是稳定就业、收入预期。2023年，全国居民人均可支配收入39218元，同比名义增长6.3%，与前三季度持平，低于半年0.2个百分点。居民收入增速的下行是导致当前消费增速低位徘徊的根本因素，同时也将影响居民消费上涨的可持续性。

从具体消费品类型来看，12月份，服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、金银珠宝类消费额分别同比增长26.0%、9.7%、29.4%，分别较11月份上涨4.0、13.2、18.7个百分点是影响本月消费额增速上涨的主要消费品；家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类消费额分别同比增长-0.1%、2.3%、-7.5%，受地产市场低迷影响，相关消费额增速整体处于底部徘徊。

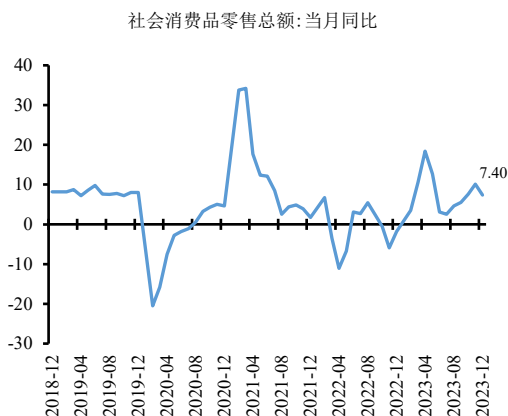


图5 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

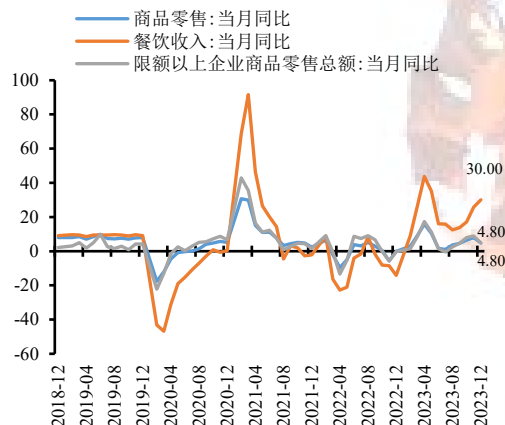


图6 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

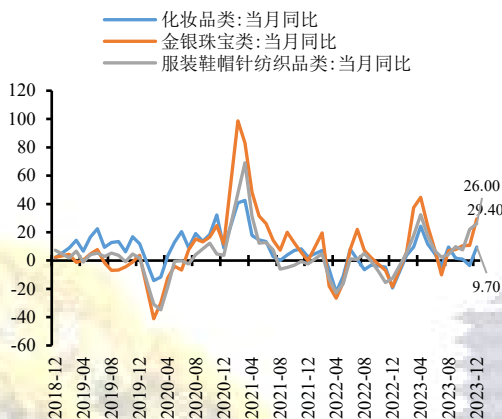


图7 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

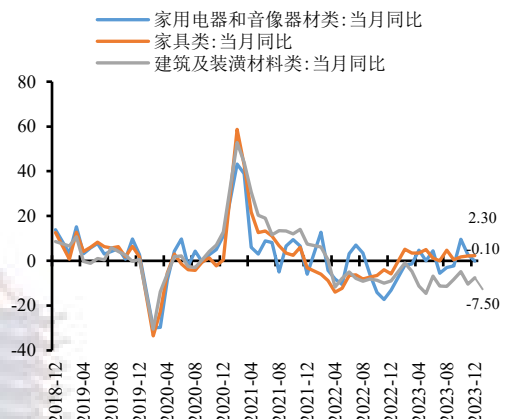


图8 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

**投资部分: 政策调整企业暂时观望, 稳增长意图增强投资或已在底**

2023年1-12月份, 全国固定资产投资同比增长3.0%, 较1-11月份上涨0.1个百分点, 投资增速继续底部徘徊。其中, 第一产业投资同比增长-0.1%, 较1-11月份上涨0.1个百分点; 第二产业投资同比增长9.0%, 与1-11月份持平; 第三产业投资同比增长0.4%, 较1-11月份上涨0.1个百分点。一产、三产上涨二产不变, 投资增速整体小幅上涨。第三产业部分, 基建小幅上涨, 房地产投资继续探底, 1-12月份, 基建、房地产投资同比增长5.9%、-9.6%, 分别较1-11月份上涨0.1、-0.2个百分点。

近期稳增长政策密集出台, 释放出积极的信号。一方面, 由于政策初期仍处于框架阶段, 企业等待政策落地, 阶段性踟蹰观望, 暂时性抑制了投资增速上涨。1-12月份, 内资企业投资同比增长3.2%, 与1-11月份持平。另一方面, 受政策效应滞后以及实质性政策的落地, 预计当前投资增速或已在底, 后期随着政策效果逐渐显现, 投资增速应该逐渐上涨。1-12月制造业投资同比增长6.5%, 较1-11月上漲0.2个百分点。其中, 食品制造、有色金属冶炼



加工、汽车制造业明显上涨。1-12 月份，食品制造业、有色金属冶炼和压延加工、汽车制造业投资分别同比增长 12.5%、12.5%、19.4%，较 1-11 月份上涨 2.4、2.6、1.5 个百分点。

调结构方面，高技术产业投资继续保持高位增长。1-12 月份，高技术产业投资同比增长 10.3%，较全部投资增速高 7.3 个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 9.9%、11.4%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长 31.8%、29.2%。

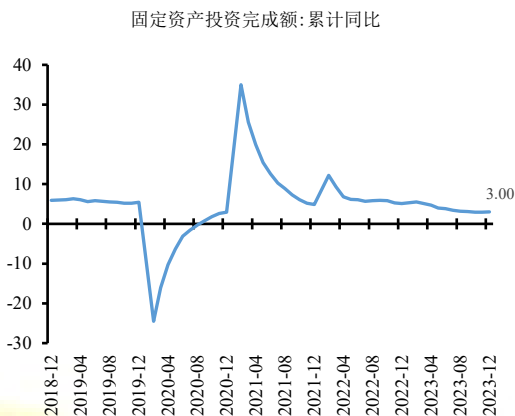


图 9 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

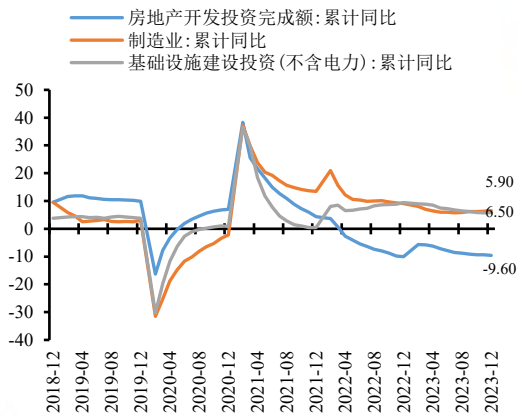


图 10 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

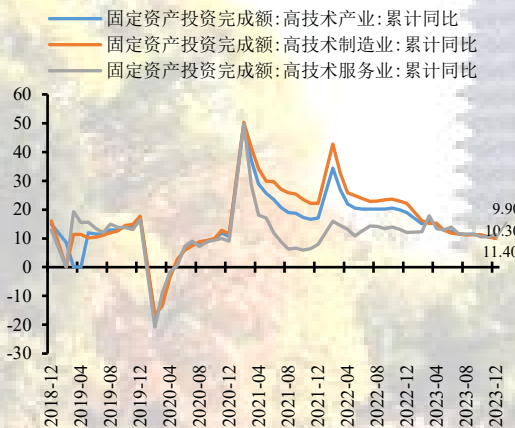


图 11 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

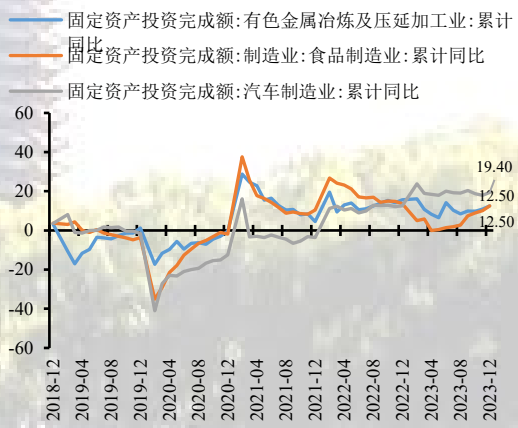


图 12 部分制造业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 进出口部分：基数效应，外贸增速小幅上涨

2023 年 12 月份，按美元计价，中国进出口总值 5319 亿美元，同比增长 1.4%。其中，出口 3036.2 亿美元，同比增长 2.3%；进口 2282.8 亿美元，同比增长 0.2%；贸易顺差 753.4 亿美元。总体来看，12 月份出口增速继续小幅上涨；进口增速再次由负转正，进口增速小幅上行。

出口方面，一方面，地缘政治冲突多发，海外需求收缩，出口需求边际下降；另一方面，





去年同期低基数效应明显，叠加汽车行业出口数据表现强劲仍是主要支撑，对出口起到支撑作用，使得 12 月出口金额增速继续小幅上涨，较 11 月上涨 1.8 个百分点。

进口方面，国内需求复苏减弱，12 月制造业 PMI 为 49.0，依然荣枯线以下，反映出制造业企业景气水平回落；价格方面，12 月价格因素贡献继续，使得 12 月进口金额增速再次由负转正，较 11 月上涨 0.8 个百分点。

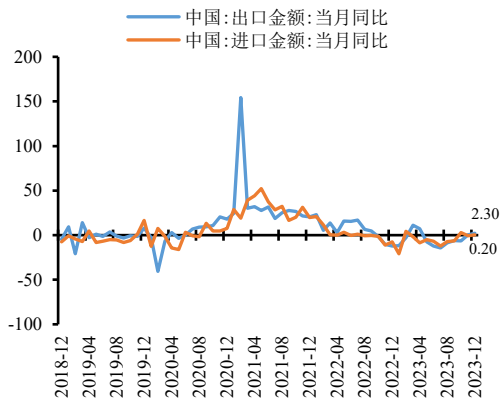


图 13 进出口额增速：当月同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

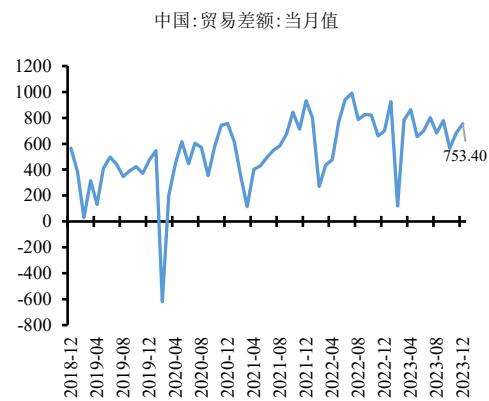


图 14 中国贸易差额：当月值 (亿美元)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 基数效应明显，出口增速继续小幅上涨

2023 年 12 月份，中国出口总额 3036.2 亿美元，同比增长 2.3%，较 11 月上涨 1.8 个百分点。低基数效应明显，是推动出口额增速上涨的主要因素。2022 年 12 月，出口额同比下降 9.9%，是年内最低点，对本月形成低基数效应。需求方面，并未发生重大影响事件，地缘政治冲突状况也未发生改变，全球经济走势平稳。全球主要经济体制造业 PMI 走势变化，美国、欧洲、日本制造业 PMI 小幅下行，整体均位于荣枯线以下，外需疲弱。12 月份，中国 PMI 新出口订单为 45.8，较上月下降 0.5 个百分点，进一步佐证制造业出口需求有所下降。从我们的预测结果来看，出口增速略高于我们的预期，这主要是由于高估了外部需求的收缩程度。

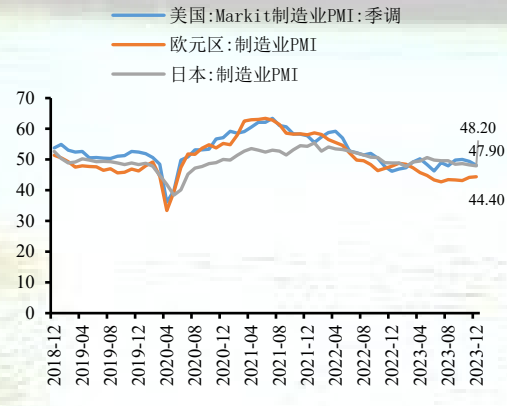




图 15 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

图 16 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 12 月的国别出口来看, 中国对欧盟、美国、东盟和日本出口的当月同比增速分别为 -1.93%、-6.98%、-6.14%和-7.30%, 中国对东盟、欧洲、日本的出口增速均较 11 月上涨, 其中受基数效应影响中国对美国出口额增速继续小幅上涨。12 月份中国对俄罗斯的出口增速仍保持高位, 为 21.58%, 受去年同期低基数效应影响, 本月涨幅较前月下降 11.98 个百分点。

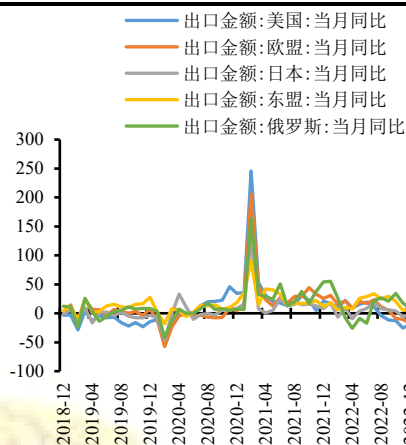


图 17 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

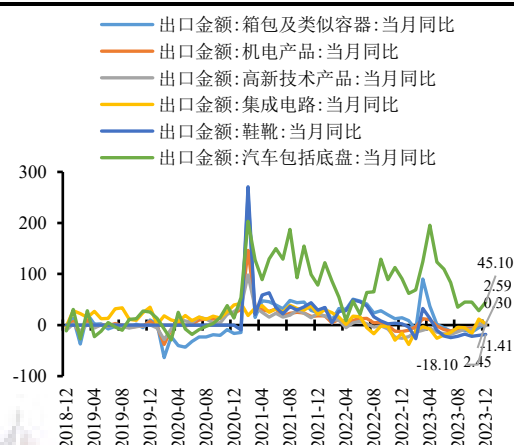


图 18 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 12 月的具体商品出口来看, 中国出口机电产品 1775.57 亿美元, 占中国出口总额的 58.45%, 仍在中国出口中占主导地位, 同比增长 0.3%。其中, 出口集成电路 140.49 亿美元, 同比增长 2.59%, 较上月下降 9.43 个百分点; 高新技术产品出口为 770.31 亿美元, 同比下降 1.41%; 汽车出口 89.10 亿美元, 同比增长 51.97%, 继续保持高位增长, 是本月出口的重要增长动能。

**基数效应, 进口增速再次由负转正**

2023 年 12 月, 中国进口总额 2282.8 亿美元, 同比增长 0.2%, 进口增速再次转正, 较 11 月上涨 0.8 个百分点。这主要是因为基数效应, 12 月制造业 PMI 为 49.0, 较 11 月小幅下滑 0.4 个百分点, 依然位于荣枯线以下, 制造业景气水平回落, 但 PMI 生产活动预期为 55.9, 显著高于荣枯线, 反映企业对未来预期乐观。从我们的预测结果来看, 进口增速基本与我们的预期一致。

从 12 月的国别进口来看, 中国对美国、欧盟、日本和东盟进口的同比增速分别为-6.12%、0.37%、-2.35%和 1.75%。数据显示, 中国对美国、欧盟、东盟、日本的进口同比增速均有不同程度上涨, 其中对美国、东盟的涨幅最大, 分别上涨了 8.94、4.04 个百分点。

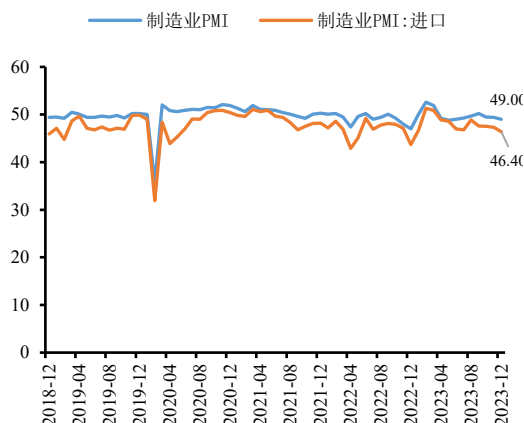


图 19 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

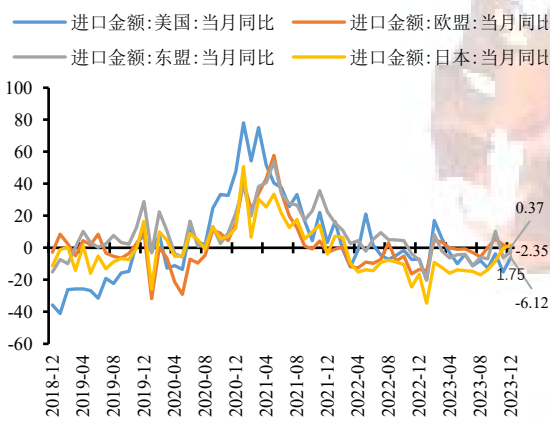


图 20 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 12 月的具体商品进口来看，大宗商品方面，铁矿砂及其精矿、原油、煤及褐煤、天然气、钢材的进口量累计同比增速分别为 6.6%、11.0%、61.8%、9.9%和-27.6%；除原油、煤以外，其他大宗商品进口数量累计增速均小幅上涨。农产品方面，粮食进口累计同比增速为 11.7%，较上月上涨 2.6 个百分点，肉类进口累计同比增速为-0.3%，较上月下降 2.1 个百分点。

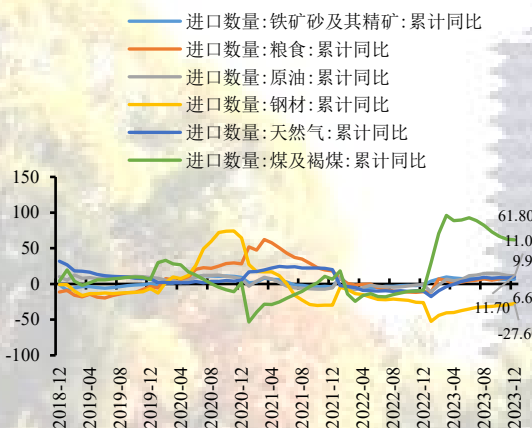


图 21 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

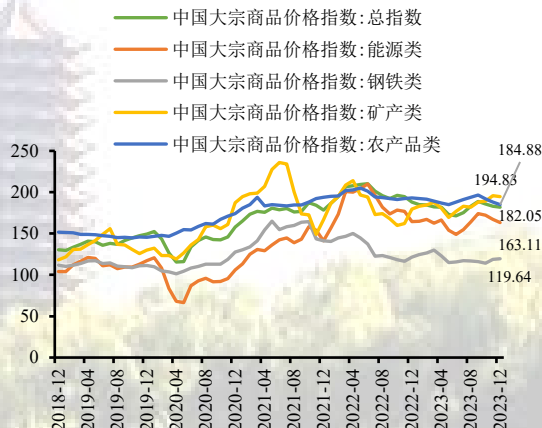


图 22 中国大宗商品价格指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

价格部分：消费需求不足持续显现，工业生产成本压力缓解

2023 年 12 月，CPI 同比下跌 0.3%，较上月下降 0.2 个百分点，环比上涨 0.1%，较上月上升 0.6 个百分点。食品价格回升是带动 CPI 环比回升的主要原因，具体表现为：受寒潮天气利好生鲜农产品储运以及节前消费需求增加影响，食品价格拉动 CPI 环比表现。受国际油价持续下行影响，工业消费品价格拉低非食品价格。此外，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，较上月不变，显示消费需求表现温和。我们预测 12 月份 CPI 同比下跌 0.4%，低于公布结果 0.1 个百分点，主要误差来源是数据精度问题。



2023年12月，PPI 同比下跌 2.7%，较上月上升 0.3 个百分点，环比下跌 0.3%，较上月不变。国际原油价格下行叠加工业品需求回落成为 PPI 同比下跌的主要原因，具体表现为：受国际原油价格下行影响，上游工业品价格环比仍跌，而中下游工业品需求回落带动生活资料价格环比继续下跌。我们预测 12 月份 PPI 同比下跌 2.6%，高于公布结果 0.1 个百分点，误差主要来源是数据精度问题。

总体而言，居民消费端中，国际油价下跌带动工业消费品价格表现仍弱，食品价格季节性回升带动 CPI 环比回升。工业生产端中，国际油价下跌叠加工业品需求回落造成 PPI 同比下跌。总的来说，成本回落、需求表现不强仍是本月物价表现的主要特点。

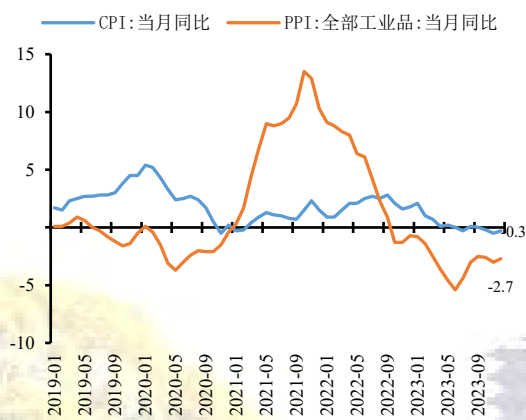


图 23 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

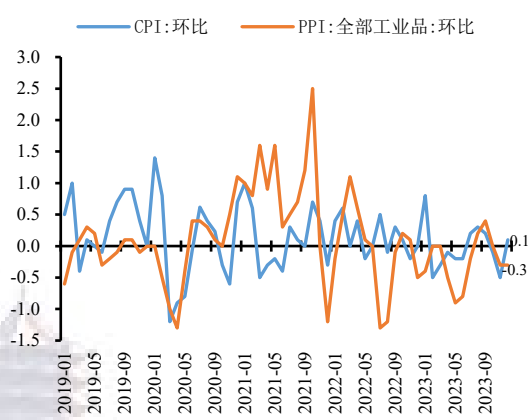


图 14 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 食品项价格环比回升，生鲜食品是主要原因

CPI 关注食品和非食品两个方面，食品价格主要由猪肉、鲜菜和鲜果等驱动，非食品价格由工业消费品和服务价格驱动。12 月份，受寒潮天气利好生鲜农产品储运以及节前消费需求增加影响，居民消费价格有所回升，具体而言：食品项价格环比上升，其中鲜菜、鲜果和水产品价格环比上升是主要原因；非食品价格环比下跌，其中汽油价格下跌是主要原因。

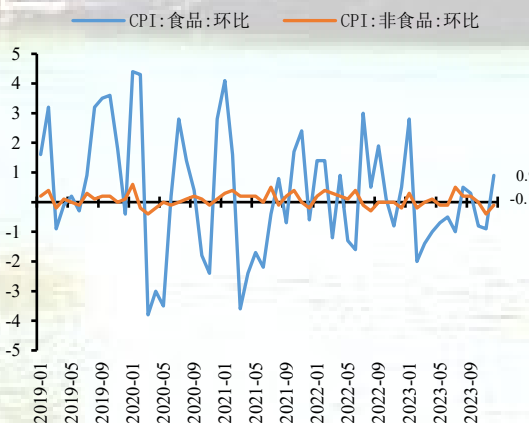
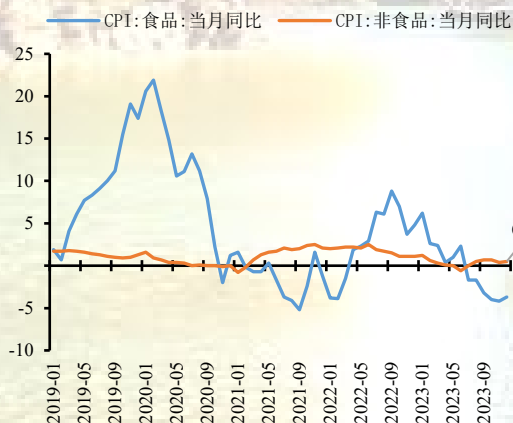




图 25 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

图 26 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

食品项中, 从同比看, 食品价格下跌 3.7%, 较上月上升 0.5 个百分点, 影响 CPI 下降约 0.7 个百分点。受产能去化不足生猪存栏供应仍较多影响, 猪肉价格下跌 26.1%, 较上月上升 5.7 个百分点; 受低基数效应影响, 鲜菜价格上涨 0.5%, 较上月下降 0.1 个百分点。

总体而言, 食品项八大类价格同比分化 (2 涨、6 跌、0 持平), 其中畜肉同比幅度最大 (-15.9%), 较上月同比变动分化 (3 正、5 负、0 不变), 其中畜肉同比变动最显著 (+3.3%)。

表 1 食品八大项同比及较上月变动 (单位: %)

食品八大类	粮食	食用油	鲜菜	畜肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果
12 月同比	0.4	-4.6	0.5	-15.9	-0.6	-7.0	-0.9	-0.3
同比变动	-0.1	-0.5	-0.1	3.3	0.5	1.8	-0.6	-3.0

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

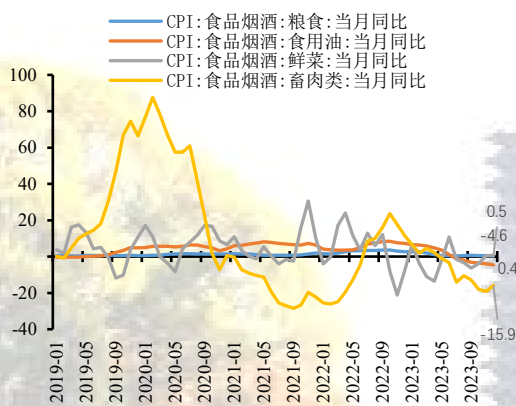


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

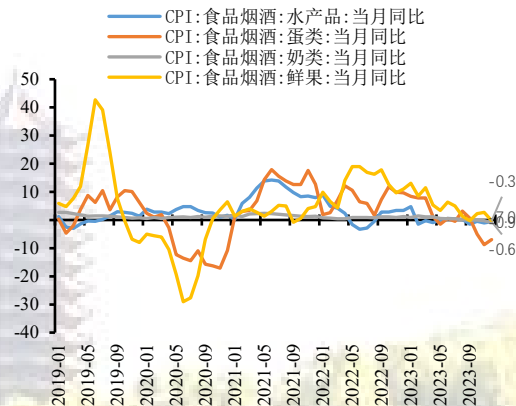


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 食品价格上涨 0.9%, 较上月上升 1.8 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点。受产能去化不足和供需偏松影响, 猪肉价格环比下跌 1.0%, 较上月上升 2.0 个百分点; 受寒潮气温造成环节费用降低影响, 鲜菜环比上涨 6.9%, 较上月上升 11.0 个百分点。

总体而言, 食品八大类价格环比普涨 (5 涨、3 跌、0 持平), 其中鲜菜环比幅度最高 (+6.9%), 较上月环比变动分化 (5 正 2 负 1 不变), 其中鲜菜环比变动幅度最大 (+11.0%)。

表 2 食品八大项环比及较上月变动 (单位: %)

食品八大类	粮食	食用油	鲜菜	畜肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果
12 月环比	0.1	-0.4	6.9	-0.6	0.9	-0.2	0.1	1.7
环比变动	0.0	-0.1	11.0	1.0	2.5	2.5	0.2	-0.2

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

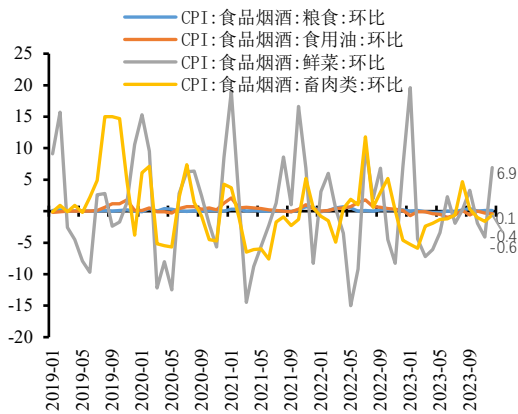


图 29 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

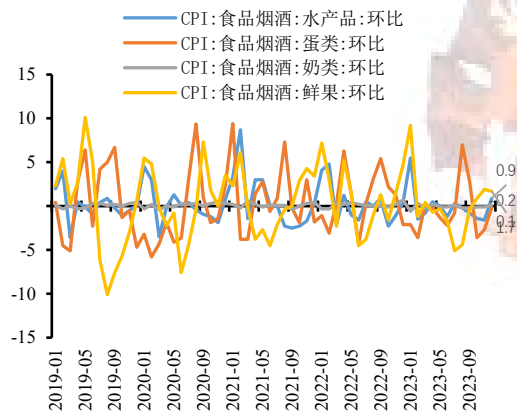


图 30 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 非食品价格下降收窄, 工业消费品价格仍跌

非食品项中, 从同比看, 非食品价格上涨 0.5%, 较上月上升 0.1 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.38 个百分点。受经济平稳恢复及出行需求仍低迷影响, 服务价格上涨 1.0%, 较上月不变。

总体而言, 非食品项七大类价格除生活用品和交通通信外同比普涨, 其中其他用品项同比涨幅最高 (+2.9%), 较上月同比变动分化 (4 正 1 负 2 不变), 其中生活用品同比变动最明显 (+0.5%)。

表 3 非食品七大项同比及较上月变动 (单位: %)

非食品项七大类	衣着	居住	生活用品	交通通信	教育娱乐	医疗保健	其他用品
12 月同比	1.4	0.3	0.0	-2.2	1.8	1.4	2.9
同比变动	0.1	0.0	0.5	0.2	0.0	0.1	-0.1

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

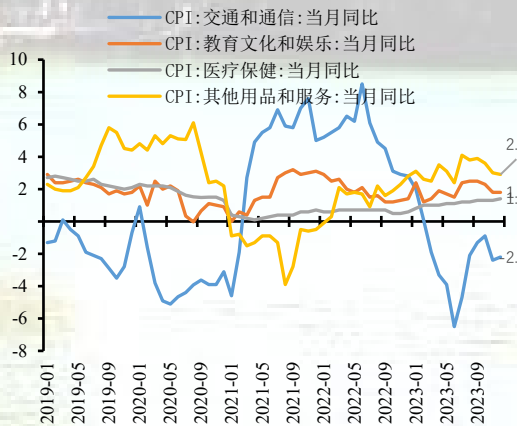
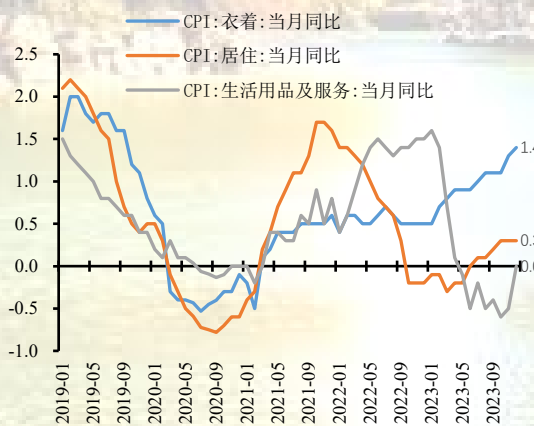




图 31 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看,非食品价格环比下跌 0.1%,较上月上升 0.3 个百分点,影响 CPI 变动约 0.06 个百分点。受国际油价下行影响,工业消费品价格仍跌;受元旦出行需求恢复影响,服务价格上涨 0.1%。

总体而言,非食品项七大类价格环比分化(5 正、1 负、1 持平),其中交通通信环比幅度最高(-1.2%),较上月环比变动分化(5 正、1 负、1 不变),其中生活用品环比变动最显著(+1.0%)。

表 4 非食品七大项环比及较上月变动(单位: %)

非食品项七大类	衣着	居住	生活用品	交通通信	教育娱乐	医疗保健	其他
12 月环比	0.1	0.0	0.8	-1.2	0.1	0.1	0.3
环比变动	-0.5	0.0	1.0	0.2	1.0	0.1	0.9

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

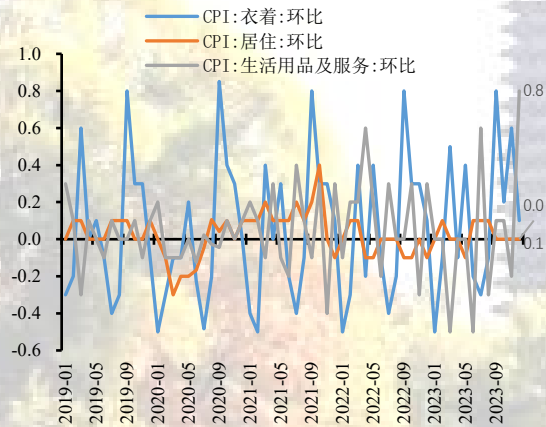


图 33 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

图 32 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

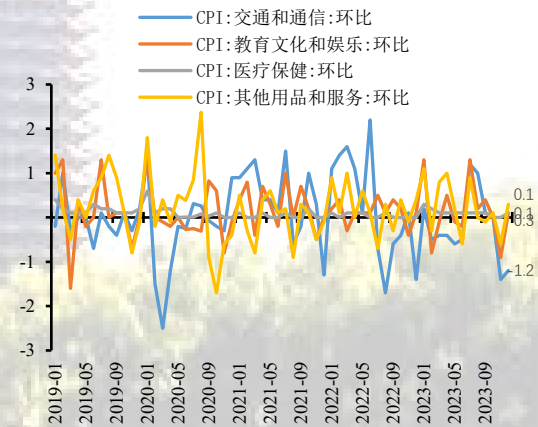


图 34 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

**生产资料价格环比仍跌, 工业出厂价格降幅收窄**

12 月份,受国际原油价格下行和国内工业品需求回落等多种因素影响,工业品价格走势整体下行,工业品价格环比仍跌,同比降幅收窄,具体而言:受工业上游原材料、能源品等价格震荡下行影响,高基数效应下生产资料价格同比仍低;受上游工业传导及中下游工业需求回落影响,生活资料价格同比继续下跌。

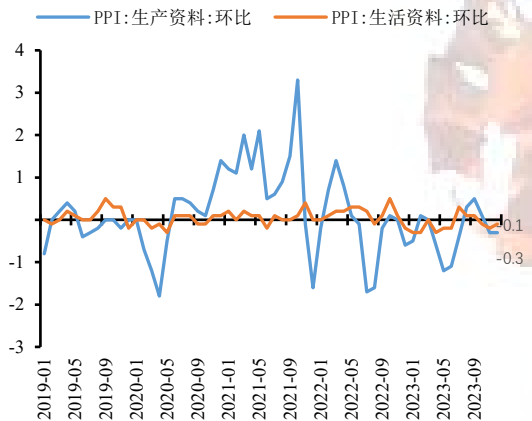
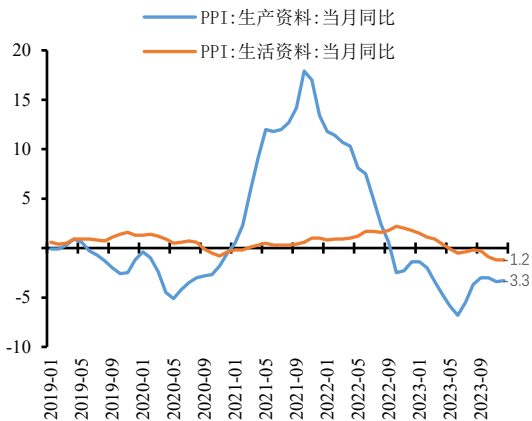


图 35 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

图 36 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从同比看，12 月 PPI 下跌 2.7%，较上月上升 0.3 个百分点。受国际油价下行叠加高基数效应影响，生产资料价格下跌 3.3%，较上月上升 0.1 个百分点，其中采掘工业同比下跌最为明显；受中下游工业需求不足影响，生活资料价格下跌 1.2%，较上月不变，其中耐用消费品价格同比下跌最为明显。生产资料价格下跌是 PPI 同比的主要拖累。

表 5 工业出厂价格分项同比及较上月变动（单位：%）

分项	生产资料项			生活资料项			
	采掘	原材料	加工	食品	衣着	一般日用品	耐用消费品
12 月同比	-7.0	-2.8	-3.2	-1.4	0.1	-0.1	-2.2
同比变动	0.3	0.4	-0.1	0.3	0.0	-0.3	0.0

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

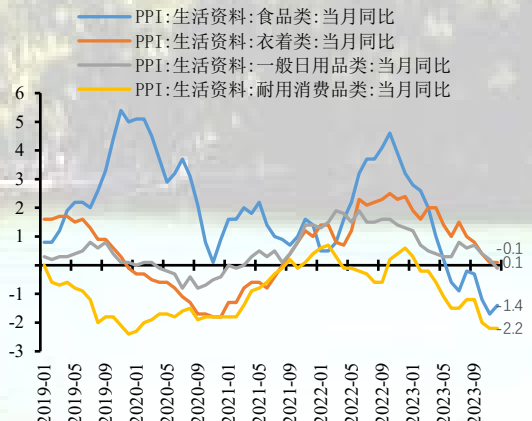
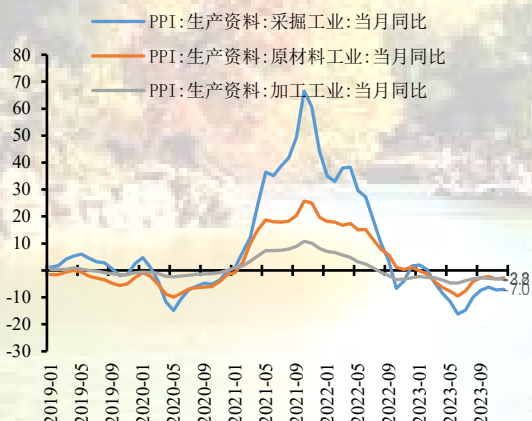


图 37 生产资料价格分项同比增速 (%)

图 38 生活资料价格分项同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，12 月 PPI 环比下跌 0.3%，较上月不变。受工业中下游生产需求回落和石油及相关行业价格下行影响，生产资料价格下跌 0.3%，较上月不变，其中采掘工业价格回落





是主要原因；生活资料价格下跌 0.1%，较上月上升 0.1 个百分点，其中食品工业价格下跌是主要原因。上游采掘、原材料工业价格回落是 PPI 环比下跌的主要原因。。

表 6 工业出厂价格分项环比及较上月变动（单位：%）

分项	生产资料项			生活资料项			
	采掘	原材料	加工	食品	衣着	一般日用品	耐用消费品
12 月环比	-1.1	-0.5	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	0.1
环比变动	-0.8	0.4	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.3

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

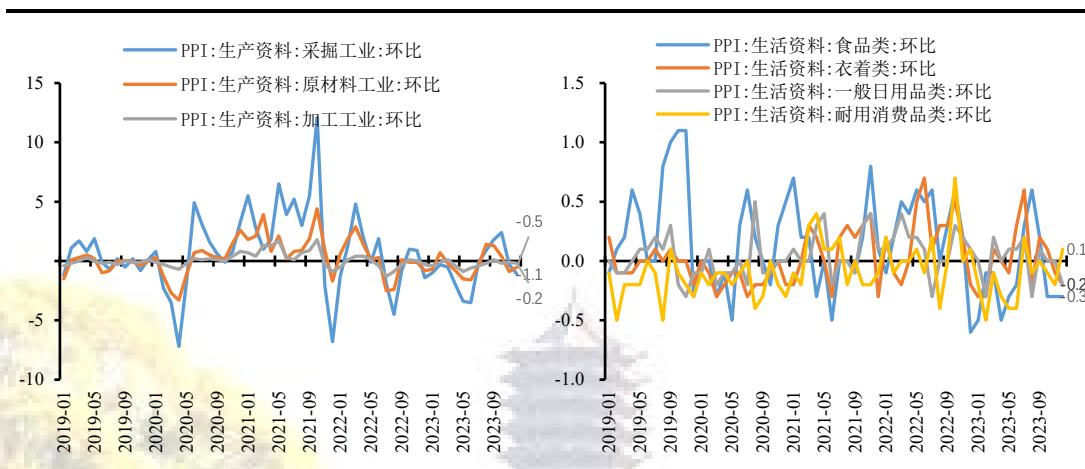


图 39 生产资料价格分项环比增速（%）

图 40 生活资料价格分项环比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：政府债券多发支撑社融，企业中长期贷款偏弱

2023 年 12 月，新增社会融资规模 19400 亿元，较去年同期多增 6342 亿元，低于市场预期。整体而言，12 月社会融资规模略低于市场预期，新增规模主要受政府债券的强力支撑，表内融资、表外融资以及企业直接融资均依旧表现平平，但个别分项表现特征明显。

2023 年 12 月，新增人民币贷款 11700 亿元，同比少增 2300 亿元，基本符合市场预期。整体而言，12 月份新增人民币贷款虽符合市场预期但同比少增较为明显，主要受中长期贷款的拖累，尤其是企事业单位的中长期贷款大幅少增是主因。

2023 年 12 月末，狭义货币（M1）余额 68.05 万亿元，同比增长 1.3%，较上期持平；广义货币（M2）余额 292.27 万亿元，同比增长 9.7%，较上期下降 0.3 个百分点，低于市场预期。整体而言，受 12 月信贷需求偏弱以及政府债发行加速引致财政存款多增、居民部门新增存款继续累积增高的影响，M2 同比增速较上期下降。

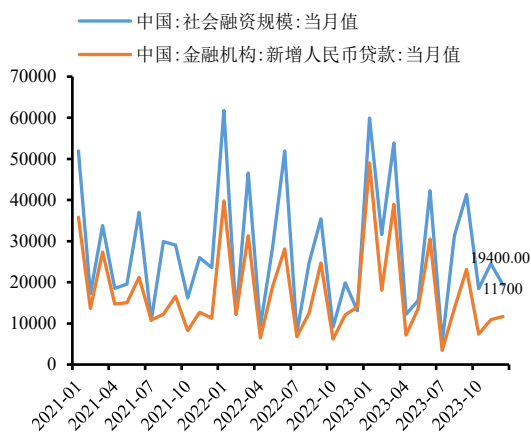


图 41 社会融资规模（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

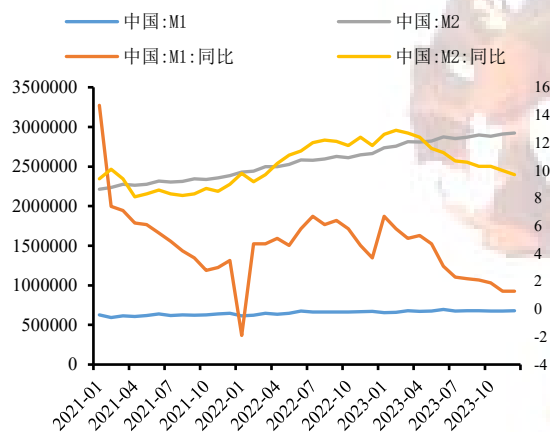


图 42 M1 和 M2（左：亿元；右：%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 新增社融同比多增，新增政府债券仍是主要支撑

2023 年 12 月，新增社会融资规模 19400 亿元，较去年同期多增 6342 亿元，低于市场预期。其中，新增人民币贷款 11050 亿元，同比少增 3351 亿元；新增外币贷款-636 亿元，同比少减 1029 亿元；新增委托贷款-43 亿元，同比少减 58 亿元；新增信托贷款 348 亿元，同比多增 1112 亿元；新增未贴现银行承兑汇票-1869 亿元，同比多减 1315 亿元；新增债券融资-2625 亿元，同比少减 2262 亿元；新增股票融资 508 亿元，同比少增 935 亿元；新增政府债券 9279 亿元，同比多增 6470 亿元。整体而言，12 月社会融资规模略低于市场预期，新增规模主要受政府债券的强力支撑，表内融资、表外融资以及企业直接融资均依旧表现平平，但个别分项表现特征明显。

政府债券同比多增 6470 亿元仍是强劲支撑本月社融规模的主力。一方面政府债券错位发力，由于 2022 年政府债券前置发力明显，导致下半年基数较低，而 2023 年政府债券发力相对平缓，但总量不弱于去年，所以 9 月政府债券同比大幅多增，对社融形成较大支撑；另一方面 11 月起各地方政府为化债发行大量的特殊再融资债券，总规模已超过万亿，以及 1 万亿国债发行，均支撑政府债券融资。

表内融资同比少增 2322 亿元，主要受人民币贷款同比大幅少增影响，显示实体融资需求仍显偏弱。12 月人民币贷款同比再次少增凸显实体融资并未形成持续性恢复有待政策继续发力，而外币贷款在本月继续出现正增长一定程度得益于持续恢复的进口表现。

表外融资同比少增 145 亿元，未贴现银行承兑汇票大幅同比多减所致，信托贷款同比多增仍是主要支撑。受去年同期低基数，信托贷款同比多增支撑表外融资，但可能因近期信贷投放不畅以及实体经济活跃度持续偏弱，未贴现银行承兑汇票大幅多减，最终导致表外融资



需求表现不足。

企业直接融资同比多增 1327 亿元，债券融资依然是本月的主要支撑。受 2022 年同期债市与情事件导致的低基数，债券融资同比多增支撑企业直接融资，但股票融资因当前国内股市依然信心不足所致，表现不足。

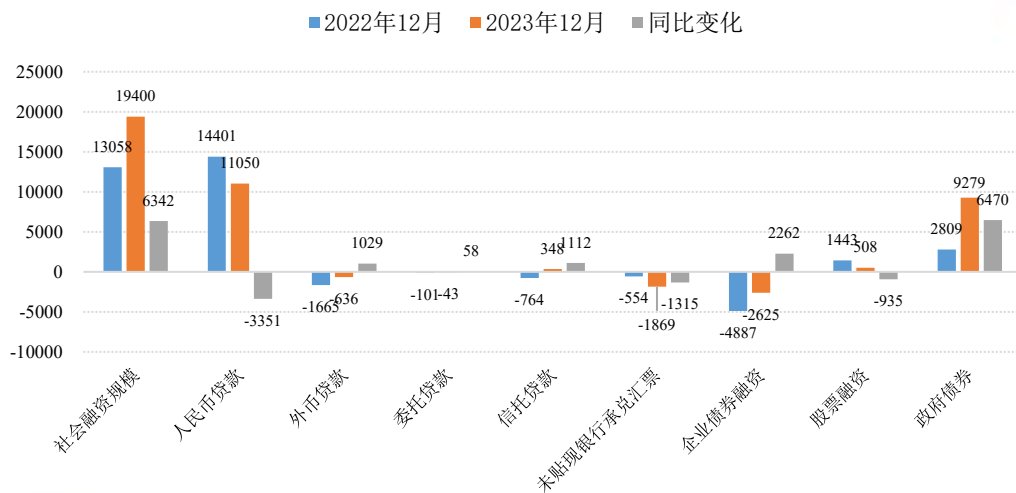


图 43 12 月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 信贷需求仍显不足，企业中长期贷款仍是主要拖累

2023 年 12 月，新增人民币贷款 11700 亿元，同比少增 2300 亿元，基本符合市场预期。其中，新增短期贷款 124 亿元，同比多增 653 亿元；新增中长期贷款 10074 亿元，同比少增 3901 亿元；新增票据融资 1497 亿元，同比多增 351 亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款 2221 亿元，同比多增 468 亿元，其中新增短期贷款 759 亿元，同比多增 872 亿元；新增中长期贷款 1462 亿元，同比少增 403 亿元；新增企事业单位贷款 8916 亿元，同比少增 3721 亿元，其中新增短期贷款-635 亿元，同比多减 219 亿元；新增中长期贷款 8612 亿元，同比少增 3498 亿元。整体而言，12 月份新增人民币贷款虽符合市场预期但同比少增较为明显，主要受中长期贷款的拖累，尤其是企事业单位的中长期贷款大幅少增是主因。

居民户信贷规模同比多增 468 亿元，其中短期贷款小幅多增，中长期贷款小幅少增。12 月中长期贷款在全国各地楼市松绑政策持续落地以及降息等宽松货币政策的作用下表现不及预期，有待进一步政策推动。但短期贷款的边际多增主要受较好的新能源汽车市场的推动。

企事业单位加杠杆势头维持减弱趋势，本月不仅短期贷款出现同比少增，中长期贷款更是大幅少增。其中，短期贷款同比少增 219 亿元，中长期贷款少增 3498 亿元，信贷结构继续出现较大程度恶化，而且中长期贷款持续回落，反应企业信贷需求不足现象没有完全缓解，



后续还需政策加持。

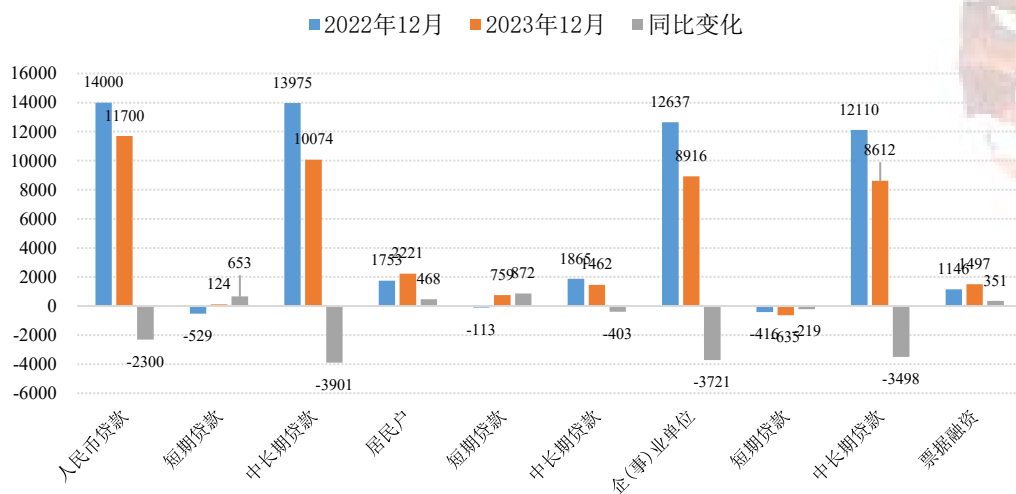


图 44 12 月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### M1 同比增速处历史低位，M2 同比增速延续下行

2023 年 12 月末，狭义货币（M1）余额 68.05 万亿元，同比增长 1.3%，较上期持平；广义货币（M2）余额 292.27 万亿元，同比增长 9.7%，较上期下降 0.3 个百分点，低于市场预期。整体而言，受 12 月信贷需求偏弱以及政府债发行加速引致财政存款多增、居民部门新增存款继续累积增高的影响，M2 同比增速较上期下降。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，12 月末两者的同比增速差为 8.4%，增速剪刀差较上期下降 0.3 个百分点。自 2023 年以来，M1 和 M2 同比增速均已形成持续性下降的趋势，且本月的 M1 同比增速已经降至 2009 年初以来的低位（排除受春节效应的月份），从而形成增速剪刀差持续扩大的态势，显示市场资金活化程度持续较弱，表明实体部门支出意愿较为谨慎。这一定程度也是印证了企事业单位中长期贷款边际减弱的迹象，企业经营内生动力出现了波动，这也间接反映出市场预期还需进一步巩固。

从社融与 M2 的同比增速差看，12 月末两者的同比增速差为-0.2%，较上期继续减少 0.4 个百分点，增速差延续趋势性减少。自 2022 年 4 月以来社融扩张速度持续弱于货币扩张速度，且增速差持续为负，预示着资金流动性持续充裕。自今年以来，稳经济政策持续落地生效，尤其是第一季度政策发力显著以后第四季度政府债券融资大幅提高，社融同比增速缓慢上升，同时叠加 M2 同比增速趋势性下滑，使得增速差持续减小并可能出现反转，表明资金空转现象有持续缓解的趋势。

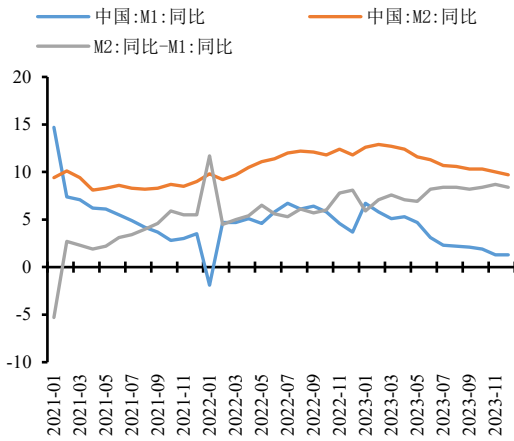


图 45 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

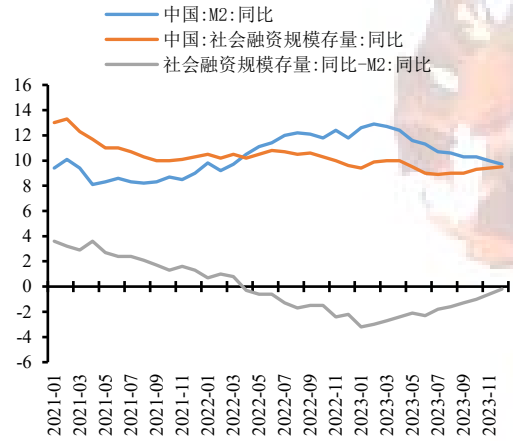


图 46 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 展望未来: 稳增长政策仍需加力, 经济复苏压力仍在

工业产出方面: 货币政策方面, 当前正处于推动经济复苏动能持续回升的关键阶段, 稳健的货币政策保持市场流动性合理充裕, 稳定资金面的同时助力政府债券增量发行, 将有力支持工业生产活动; 财政政策方面, 随着万亿国债增发, 财政政策呈现积极态势, 一方面积极出台落实减税降费政策, 另一方面加快地方政府专项债券发行和使用, 预计将继续对工业生产产生支撑作用; 其它方面, 外部需求预计仍低迷, 未来或继续为工业产出带来扰动, 但随着稳经济各项措施显效, 国内市场信心与活力恢复, 工业经济将延续复苏态势, 预计在财政货币政策联合发力的综合作用下, 工业表现将继续保持稳步回升态势。

消费方面: 预计 2024 年社会消费品零售总额增速走势相对平稳。从拉升因素来看, 除政策推动以外, 改善性消费以及价格因素都将成为拉动 2024 年消费额增速上涨的因素; 从拉低因素来看, 人口因素、复杂多变的国际环境、低于预期收入及经济增速并未对 2024 年消费额增速的上涨起到拉升作用。

投资方面: 随着“稳增长”政策效果的逐渐显现, 预计 2024 年投资增速或止跌, 全年投资走势低位徘徊。一方面, 大国元首会晤、高技术产业继续发展领跑投资, 带动全部投资增速上涨; 另一方面, 国际环境不确定性不减、经济结构调整继续叠加地产仍处于底部阶段。综合来看, 预计 2024 年投资增速不会出现大幅上涨的态势, 重质量非数量, 投资增速平稳前行。

出口方面: 2024 年全球经济恢复, 外部需求扩张, 叠加低基数效应, 预计 2024 年出口增速或将企稳。一方面, 欧美等主要经济体的高通胀情况得到抑制, 全球大幅加息状况即将结束, 全球经济存在企稳的空间, 外需增长利好出口; 另一方面, 国内外贸保稳提质政策不



断出台，RCEP 协议持续释放外贸红利，出口结构不断优化，新能源汽车行业或继续为外贸出口新引擎，叠加 2024 年的基数效应的拉升作用，未来或将对出口增速形成支撑。

进口方面：预计 2024 年进口增速或将延续复苏态势。一方面，国内稳经济政策将持续发力，有助于拉动中国内需恢复逐步回暖，保障经济基本面企稳回升，进口增速有望逐渐得到改善；另一方面，房地产市场仍在探底阶段，抑制钢铁等大宗商品的进口，叠加全球贸易壁垒高筑，产业链被迫断裂，供货商更替，势必影响原有的国际贸易往来，利空中国进口。

CPI 方面：食品项看，猪肉方面，在生猪供给仍高和中央储备政策干预下，预计猪价或将触底回升；鲜菜鲜果方面，受季节性因素影响较大，如极端天气带来产量和物流仓储成本波动，存在一定程度波动性，预计整体有所增长；非食品项看，服务价格随经济提振保持平稳增长，工业消费品则随上游大宗商品价格回落继续回落。总的来说，受政策促进消费需求释放和低基数效应影响，CPI 整体处回升态势，消费品价格方面存在一定压力，服务价格方面则主要取决于需求恢复形势，预计 2024 年 CPI 同比增速较上年有所提升，约为 0.8%。

PPI 方面：油价方面，受 OPEC+ 减产供应政策和地缘政治因素影响较大，叠加全球流动性转折，因此预计油价中枢将稳中趋降；有色金属行业方面，随着未来有色金属出口国供给逐步回升，需求依旧保持一定韧劲下，预计有色金属价格中枢震荡向上；黑色金属行业方面，受欧美升息转折及需求收缩影响，涨价风险并不高；化学原料制造品行业方面，该类商品的价格受原油影响较大，预计走势与原油价格保持一致，稳中趋降；煤炭行业方面，煤炭风险犹存，迎峰度夏时节下煤炭价格有阶段性上行压力。总的来说，随着国内经济逐步恢复走出低谷，全球大宗商品价格整体或将继续震荡，但结构表现有所分化，叠加高基数效应消退，预计 2024 年 PPI 同比增速较上年有所提升，约为-0.4%。

信贷规模：预计 2024 年上半年信贷规模有望得到政策推动。尽管当前国内需求不足的矛盾较为突出，但受季节效应、去年底政府债券融资的影响，2024 年上半年信贷规模仍有支撑因素。同时，我们预计第一季度央行可能采取降准降息措施，扭转当前信贷偏弱的局势。

M2：预计 2024 年上半年 M2 同比增速处于低位。一方面去年同期基数较高，抑制 2024 年的同比增速，另一方面 2024 年上半年信贷需求可能仍处于偏弱期，以及政府债全面发力，将共同压低 2024 年前期的 M2 同比增速。全年展望 M2 同比增速呈现 U 型趋势。



## 北京大学国民经济研究中心简介：

北京大学国民经济研究中心成立于 2004 年，挂靠在北京大学经济学院。依托北京大学，重点研究领域包括中国经济波动和经济增长、宏观调控理论与实践、经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。同时，本中心密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动和长期增长纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

中心的研究取得了显著的成果，对中国的宏观经济政策产生了较大影响。其中最具有代表性的成果有：（1）推动了中国人口政策的调整。中心主任苏剑教授从 2006 年开始就呼吁中国应该立即彻底放弃计划生育政策，并转而鼓励生育。（2）关于宏观调控体系的研究：中心提出了包括市场化改革、供给管理和需求管理政策的三维宏观调控体系。（3）关于宏观调控力度的研究：2017 年 1 月，本中心指出中国的宏观调控应该严防用力过猛，这一建议得到了国务院主要领导的批示，也与三个月后十九大报告中提出的“宏观调控有度”的观点完全一致。（4）关于中国经济目标增速的成果。2013 年，刘伟、苏剑经过缜密分析和测算，认为中国每年只要有 6.5% 的经济增速就可以确保就业。此后不久，这一增速就成为中国政府经济增长速度的基准目标。最近几年中国经济的实践也证明了他们的这一测算结果的精确性。（5）供给侧研究。刘伟和苏剑教授是国内最早研究供给侧的学者，他们在 2007 年就开始在《经济研究》等杂志上发表关于供给管理的学术论文。（6）新常态研究。刘伟和苏剑合作的论文“新常态下的中国宏观调控”（《经济科学》2014 年第 4 期）是研究中国经济新常态的第一篇学术论文。苏剑和林卫斌还研究了发达国家的新常态。（7）刘伟和苏剑主编的《寻求突破的中国经济》被译成英文、韩文、俄文、日文、印地文 5 种文字出版。（8）北京地铁补贴机制研究。2008 年，本课题组受北京市财政局委托设计了北京市地铁运营的补贴机制。该机制从 2009 年 1 月 1 日开始被使用，直到现在。

中心出版物有：（1）《原富》杂志。《原富》是一个月度电子刊物，由北京大学国民经济研究中心主办，目的是以最及时、最专业、最全面的方式呈现本月国内外主要宏观经济大事并对重点事件进行专业解读。（2）《中国经济增长报告》（年度报告）。该报告主要分析中国经济运行中存在的中长期问题，从 2003 年开始已经连续出版 14 期，是相关年度报告中连续出版年限最长的一本，被教育部列入其年度报告资助计划。（3）系列宏观经济运行分析和预测报告。本中心定期发布关于中国宏观经济运行的系列分析和预测报告，尤其是本中心的预测报告在预测精度上在全国处于领先地位。

### 免责声明

北京大学国民经济研究中心属学术机构，本报告仅供学术交流使用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供参考，亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。