



稳增长政策仍需加力，需求复苏压力仍在

——黄昱程

预测报告

B0011-20240129

| | 上年值 | 上年同期值 | 上期值 | 2024年01月预测 |
|-------------|--------|-------|-------|------------|
| 通货膨胀 | | | | |
| CPI 同比(%) | 0.2 | 2.1 | -0.3 | -0.9 |
| PPI 同比(%) | -3.0 | -0.8 | -2.7 | -2.7 |
| 货币信贷 | | | | |
| 新增人民币贷款(亿元) | 227431 | 49000 | 11700 | 50000 |
| M2 同比(%) | 9.7 | 12.6 | 9.7 | 10.5 |

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：

010-62767607

gmjjj@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

- 食品价格环比上涨，服务价格维持低迷
- 能化价格继续回落，工业价格支撑减弱
- 稳增长政策提前发力，信贷规模同比多增
- 稳增长政策提前发力支撑信贷，M2 同比增速回升
- 利差或继续走扩，近期人民币或震荡下行

内容提要

2024 年 1 月，随着宏观稳经济政策协同发力，社会经济持续恢复向好运行，经济活力逐步恢复。但中国面临的内部和外部环境仍旧复杂多变，外部需求相对较弱，国内经济复苏斜率有所放缓，国内有效需求不足，经济内生修复动能仍需加强，恢复和扩大需求仍是未来经济持续回升向好的关键所在。

价格方面

CPI: 受节前需求走强蔬菜蛋类价格回升叠加猪价下跌收窄影响，食品价格环比继续上涨。受服务需求回升、工业消费品价格继续下跌影响，非食品价格环比小幅上涨，预计 1 月 CPI 同比下跌 0.9%，较上期下降 0.6 个百分点。

PPI: 国际油价主要受市场风险偏好回升影响有所回升，带动国内工业上游生产资料价格继续下跌，生活资料价格受中下游工业需求温和影响保持平稳，工业生产价格同比低位震荡消化，预计 1 月 PPI 同比下跌 2.7%，较上期不变。

货币金融方面

人民币贷款: 在稳经济、促恢复、扩内需等政策持续出台下，尤其是当前万亿增发国债的强力推动以及降准、降息等政策的短期效应明显，支撑信贷规模，但楼市回暖持续动力有待观察以及市场预期不稳仍一定程度制约信贷扩张，预计 2024 年 1 月新增人民币贷款 50000 亿元，同比多增 1000 亿元。

M2: 尽管去年同期基数相对较高，但伴随央行推行稳健的货币政策精准有力，国内稳增长政策持续发力，增发国债以及降准、降息的持续落地，共同支撑 M2 同比增速，预计 2024 年 1 月末 M2 同比增长 10.5%，较上期提高 0.8 个百分点。

人民币汇率: 中美高层互动，欧美暂停加息，对人民币形成支撑。但国内降准，欧美通胀超预期反弹推迟降息预期，中美利差持续倒挂等负面因素对未来人民币形成压低。预计 2024 年 2 月人民币汇率在 7.19~7.26 区间震荡下行。



正文

CPI 部分：食品价格环比上涨，服务价格维持低迷

预计 1 月 CPI 同比下跌 0.9%，较上期下降 0.6 个百分点，环比上涨 0.2%，食品项环比上涨 0.5%，非食品项环比上涨 0.1%。其中翘尾因素贡献约-1.1 个百分点，新涨价因素预计贡献约 0.2 个百分点。

CPI 关注食品和非食品两个方面，食品项主要由猪肉和鲜菜鲜果等驱动，非食品由工业消费品和服务价格驱动。截至 1 月 28 日，食品项方面，猪肉方面，需求走货维持弱势，全国猪肉平均批发价格环比下跌 1.3%。蔬果方面，受蔬果上市供应波动以及年前需求上升影响，28 种重点监测蔬菜价格环比上涨 4.3%，7 种重点监测水果价格环比上涨 0.7%，农产品批发价格 200 指数环比上涨 2.1%，菜篮子产品批发价格 200 指数环比上涨 2.5%；非食品项方面，工业消费品方面，受上游工业大宗震荡回落影响，预计本月工业消费品价格环比下跌 0.1%；服务价格方面，整体较上期有所上升，预计本月服务业价格环比上升 0.2%。

综合而言，受节前需求走强蔬菜蛋类价格回升叠加猪价下跌收窄影响，食品价格环比继续上涨。受服务需求回升、工业消费品价格继续下跌影响，非食品价格环比小幅上涨，预计 1 月 CPI 同比下跌 0.9%，较上期下降 0.6 个百分点。

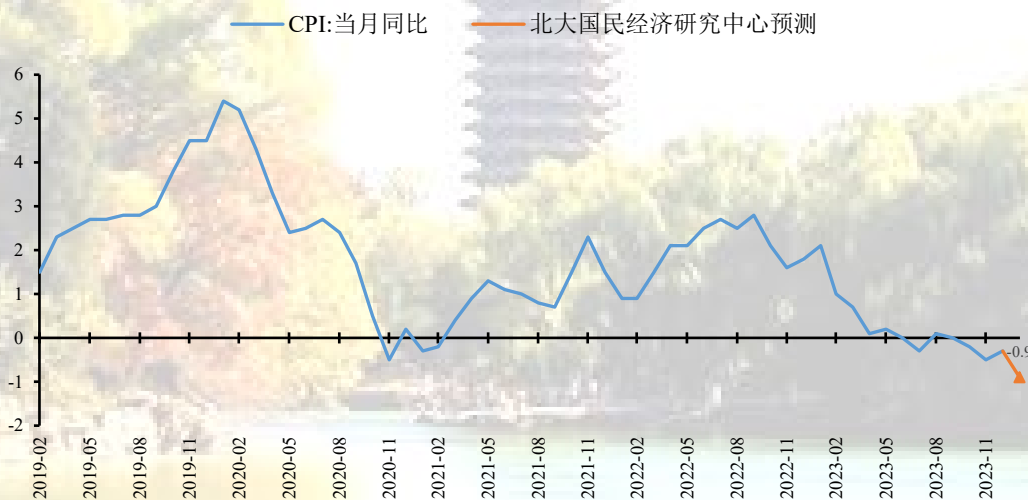


图 1 CPI 当月同比增速 (%)

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

PPI 部分：能化价格继续回落，工业价格支撑减弱

预计 1 月 PPI 同比下跌 2.7%，较上期不变，环比下跌 0.3%，生产资料环比下跌 0.3%，生活资料环比下跌 0.1%。其中翘尾因素贡献约-2.4 个百分点，新涨价因素预计贡献约-0.3 个百分点。



总体而言，1 月份上游主要工业品价格环比继续下跌。截至 1 月 28 日，石油天然气方面，受需求预期减弱叠加市场风险偏好回升影响，布油、美油月度期货结算均价分别上涨 1.7%、1.6%；煤炭方面，整体供需仍偏松，煤炭多数品种市场价下跌；化工方面，需求继续回落，市场价格较上期继续回调；非金属方面，水泥价格指数环比下跌 1.6%；黑色金属方面，受供应偏紧影响，铁矿石期货结算价环比上涨 1.5%；有色金属方面，电解铜市场价环比-0.9%，铝市场价环比 1.6%、铅市场价环比 2.4%、锌市场价环比 1.3%；农业生产方面，尿素、硫酸钾复合肥市场价分别环比-3.0%和-0.1%。

综合而言，国际油价主要受市场风险偏好回升影响有所回升，带动国内工业上游生产资料价格继续下跌，生活资料价格受中下游工业需求温和影响保持平稳，工业生产价格同比低位震荡消化，预计 1 月 PPI 同比下跌 2.7%，较上期不变。

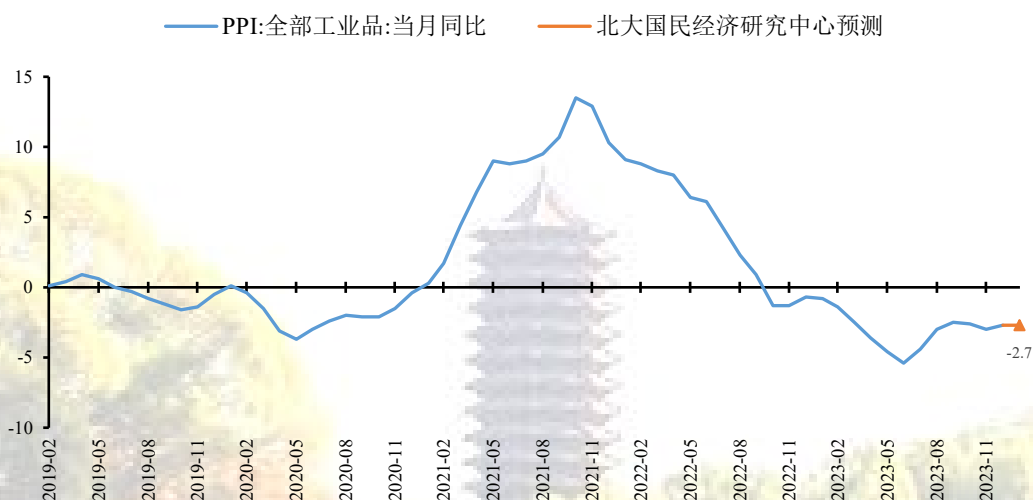


图 2 PPI 当月同比增速 (%)

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

新增人民币贷款部分：稳增长政策提前发力，信贷规模同比多增

预计 2024 年 1 月新增人民币贷款 50000 亿元，同比增 1000 亿元。

从拉升因素看：第一，稳经济、促恢复、扩内需等仍在持续出台落实，支撑信贷需求。2023 年 10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，其中 5000 亿在 2023 年使用，剩余 5000 亿在 2024 年使用。第二，楼市政策松绑支撑信贷。1 月 27 日，一线城市广州优化调整限购政策，在限购区域范围内，购买建筑面积 120 平方米以上（不含 120 平方米）住房，不纳入限购范围。第三，央行下调相关利率支撑信贷。央行行长潘功胜在发布会上表示，将于 2 月 5 日下调存



款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性 1 万亿元；1 月 25 日开始下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，同时将继续推动社会综合融资成本的稳中有降。

从压低因素看：第一，楼市回暖持续动力有待观察。数据显示，截止到 2024 年 1 月 28 日，30 大中城市商品房成交面积环比下降 35.38%，但同比仍减少 8.6%，显示商品房销售并未受楼市松绑而持续回暖，后续能否支撑信贷规模有待进一步观察。第二，市场预期有待进一步稳固。一方面居民户预防性储蓄心理仍在，如还贷潮、储蓄潮等，2023 年储蓄存款余额累计增加 16.65 万亿元，另一方面民间投资持续偏弱，自 2023 年 5 月以来民间固定资产投资连续负增长，共同抑制信贷。

综合而言，在稳经济、促恢复、扩内需等政策持续出台下，尤其是当前万亿增发国债的强力推动以及降准、降息等政策的短期效应明显，支撑信贷规模，但楼市回暖持续动力有待观察以及市场预期不稳仍一定程度制约信贷扩张，预计 2024 年 1 月新增人民币贷款 50000 亿元，同比多增 1000 亿元。



图 3 新增人民币贷款：单位（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

M2：稳增长政策提前发力支撑信贷，M2 同比增速回升

预计 2024 年 1 月末 M2 同比增长 10.5%，较上期提高 0.8 个百分点。一是 2023 年 10 月以来持续出台稳增长政策支撑下半年经济，信贷规模扩张。如支小、绿色低碳等领域的结构性货币政策，以及增发万亿国债，推动信贷规模。二是高基数。2023 年 1 月末 M2 同比增速偏高，一定程度压低同比增速。三是央行降准、降息。央行行长潘功胜在发布会上表示，将于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性 1 万亿元；1 月 25 日开始下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，同时将继续推动社会综合融资成本



的稳中有降。四是政府专项债继续发力，预计今年延续去年的发债节奏。

综合而言，尽管去年同期基数相对较高，但伴随央行推行稳健的货币政策精准有力，国内稳增长政策持续发力，增发国债以及降准、降息的持续落地，共同支撑 M2 同比增速，预计 2024 年 1 月末 M2 同比增长 10.5%，较上期提高 0.8 个百分点。

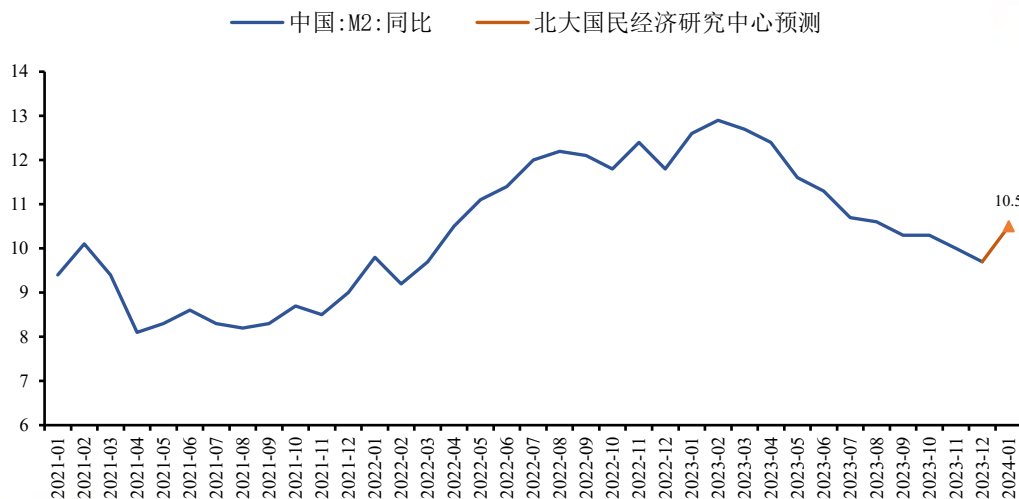


图 4 M2：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

人民币汇率部分：利差或继续走扩，近期人民币或震荡下行

预计 2024 年 2 月人民币汇率保持震荡，震荡区间为 7.19~7.26。

从拉升因素来看：第一，12 月欧美暂停加息。在连续 10 次加息后，欧洲中央银行 26 日的货币政策会议决定维持三大关键利率不变；当地时间 12 月 13 日，美国联邦储备委员会发布 12 月议息会议声明，宣布将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%至 5.5%之间不变，维持每月 950 亿美元的缩表计划。第二，近期中美高层互动增加，也再次释放积极信号。2023 年 11 月 14 日下午，中美两国元首会晤；2024 年 1 月 26-29 日，王毅将在泰国与沙利文举行新一轮会晤。

从压低因素来看：第一，国内降准。中国人民银行行长潘功胜在 1 月 24 日国务院新闻办公室举行的新闻发布会上表示，央行将于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性 1 万亿元。第二，欧美降息时间推迟。2023 年 12 月美国、欧盟 CPI 增速超预期反弹，推迟了市场对降息的预期，推动美元指数再度上涨，利空人民币。第三，中美利差保持倒挂，截止到 1 月 25 日，10 年期美债收益率为 4.14%，10 年期国债收益率为 2.499%，中美利差持续倒挂，人民币承压。

综合而言，中美高层互动，欧美暂停加息，对人民币形成支撑。但国内降准，欧美通胀



北京大学国民经济研究中心

超预期反弹推迟降息预期，中美利差持续倒挂等负面因素对未来人民币形成压低。预计 2024 年 2 月人民币汇率在 7.19~7.26 区间震荡下行。





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 7 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。