



经济分化明显，总体企稳回升

——陈丽娜

点评报告

A0012-20230419

2023年3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
经济增长			
GDP 当季同比(%)	4.5	4.0	4.0
工业增加值 累计同比(%)	3.9	4.0	4.1
固定资产投资 累计同比(%)	5.1	5.8	5.3
社会消费品零 售额累计同比(%)	10.6	7.8	7.0
出口同比(%)	14.8	-5.8	-5.2
进口同比(%)	-1.4	1.8	-5.0
贸易差额 (亿美元)	881.9	310.2	410.5
通货膨胀			
CPI 同比(%)	0.7	0.7	1.1
PPI 同比(%)	-2.5	-2.6	-2.2
货币信贷			
新增人民币贷款 (亿元)	38900	32500	30920
M2 同比(%)	12.7	12.5	11.9

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：

陈丽娜

黄昱程

邵宇佳

杨盈竹

联系人：杨盈竹

联系方式：

010-62767607

gmjjyj@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

- 一季度经济平稳开局，增速高于市场预期
- 国内工业经济渐恢复，工业生产超预期回升
- 高社交属性消费回暖，低基数带动消费好于预期
- 房地产开发投资降幅扩大，投资增速低于市场预期
- 结构性亮点突出，出口增速大幅回升
- 国内需求修复放缓，进口增速有所回落
- 居民消费价格继续回落，高基数下工业价格持续下行
- 经济运行显著改善，信贷需求持续高涨
- 展望未来：结构分化或将继续，后续经济回归温和复苏态势

内容提要

2023 年开年以来，尽管中国面临的外部环境仍然复杂多变，但国内疫情快速过峰，对宏观经济的扰动减轻，生产和消费呈现出稳步复苏的态势，叠加稳经济政策的持续发力，助力经济全面复苏，一季度经济基本面稳中向好，2023 年经济有望保持企稳回升态势，全年达到 6%左右的增长速度。

从供给端看，国内工业经济边际有所修复，表观需求超出市场预期，但从工业产能利用率的角度去看，需求表现仍旧处于修补去库阶段，预计随着上游成本压力趋缓和下游需求得到有效提振，整体经济将稳步向好，工业经济有望较快恢复。2023 年 3 月规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%（扣除价格因素的实际增长率），规模以上工业增加值环比增长 0.12%，较上期不变。

从需求端看，2022 年同期疫情扩散导致消费增速明显下滑，低基数效应使得 3 月消费大幅回升，同时居民出行消费数据显著恢复，以金银珠宝、服装鞋帽、餐饮为主的高社交属性消费加速回暖，3 月份社会消费品零售总额同比增长 10.6%，较上期上升 7.1 个百分点。高技术产业投资及基建投资增速维持在高位是投资平稳增长的主要原因，而房地产开发投资降幅再次扩大是投资增长低于市场预期的重要原因，3 月固定资产投资累计同比增长 5.1%，较上期回落 0.4 个百分点，其中基建投资同比增长 8.8%，高技术产业投资同比增长 16.0%。结构性因素支撑出口大幅回升，一方面汽车产业和新能源产业成为新的出口增长点，另一方面东盟和俄罗斯对中国出口的拉动作用增强，3 月出口 3155.9 亿美元，同比增长 14.8%，较



上期回升 16.1 个百分点。国内需求修复速度放缓，同时产业升级促进进口替代效应加速，使得中间产品进口减少是削弱进口增速的主要原因，3 月进口 2274.0 亿美元，同比下降 1.4%，较上期下降 5.6 个百分点。

价格方面，3 月 CPI 同比上涨 0.7%，较上月下降 0.3 个百分点，环比下跌 0.3%，较上月上升 0.2 个百分点。非食品价格同比回落是此次 CPI 同比回落的主要原因，具体表现为：受能源和汽车价格下降影响，工业消费品同比回落较多，基本解释了 CPI 同比回落幅度。PPI 同比下跌 2.5%，较上月继续下降 1.1 个百分点，环比不变，较上月不变。高基数效应及生产资料价格持续低迷是造成 PPI 持续下行的主要原因，具体表现为：国际油价震荡下行带动上游工业价格持续下行，而中下游工业如食品、衣着工业等价格涨幅回落带动生活资料价格同比回落。

货币金融方面，3 月社会融资规模 5.38 万亿元，较去年同期多增 7235 亿元，高于市场预期；新增人民币贷款 38900 亿元，同比多增 7600 亿元，符合以往的季末效应；狭义货币（M1）余额 67.81 万亿元，同比增长 5.1%，较上期下降 0.7 个百分点；广义货币（M2）余额 281.46 万亿元，同比增长 12.7%，较上期下降 0.2 个百分点。2023 年 3 月和第一季度社融结构呈现表内融资需求强劲，表外融资需求不足的特征，同时财政前置发力依旧是主基调，支撑当前社融规模；信贷规模和结构均表现出持续改善的态势，稳增长政策的落地生效和宽信用的政策基调是主要动因；在疫情影响消退，节后国内经济正式全面恢复，国内货币政策环境较为宽松，在政策性开发性金融工具配套融资加快投放和降准等政策支持下，信贷规模大幅多增，同时较强的信贷派生能力以及财政前置的发力共同支撑 M2 同比增速大幅走高。

正文

GDP：一季度经济平稳开局，增速高于市场预期

2023 年第一季度国内生产总值为 284997 亿元，同比增长 4.5%，较去年四季度上升 2.2 个百分点。其中，第一产业增加值 11575 亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值 107947 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 165475 亿元，增长 5.4%。2023 年开年以来，尽管中国面临的外部环境仍然复杂多变，但国内疫情快速过峰，对宏观经济的扰动减轻，生产和消费呈现出稳步复苏的态势，叠加稳经济政策的持续发力，助力经济全面复苏，一季度经济基本面稳中向好。

具体而言，从需求端来看，消费需求加速回升，对经济增长形成有力支撑，第一季度社



会消费品零售总额 114922 亿元，同比增长 5.8%，较上年四季度回升 8.5 个百分点。稳增长政策持续显效，投资增速稳中有升，第一季度全国固定资产投资（不含农户）107282 亿元，同比增长 5.1%，与上年全年持平。外贸仍面临外需紧缩的压力，但结构性因素和订单积压效应释放对出口形成一定支撑，进口增速维持低位，第一季度进出口总值 14,389.5 亿美元，同比下降 2.9%，较上年四季度回升 3.88 个百分点。其中，出口同比增长 0.5%，进口同比下降 7.1%。从供给端看，第一季度全国规模以上工业增加值同比增长 3.0%，比上年四季度提高 0.3 个百分点，工业生产稳步复苏。

总体而言，2023 年第一季度经济平稳开局，消费和投资稳步增长，经济基本面稳中向好，后续稳增长政策仍将持续加力，2023 年经济有望保持企稳回升态势，全年达到 6% 左右的增长速度。

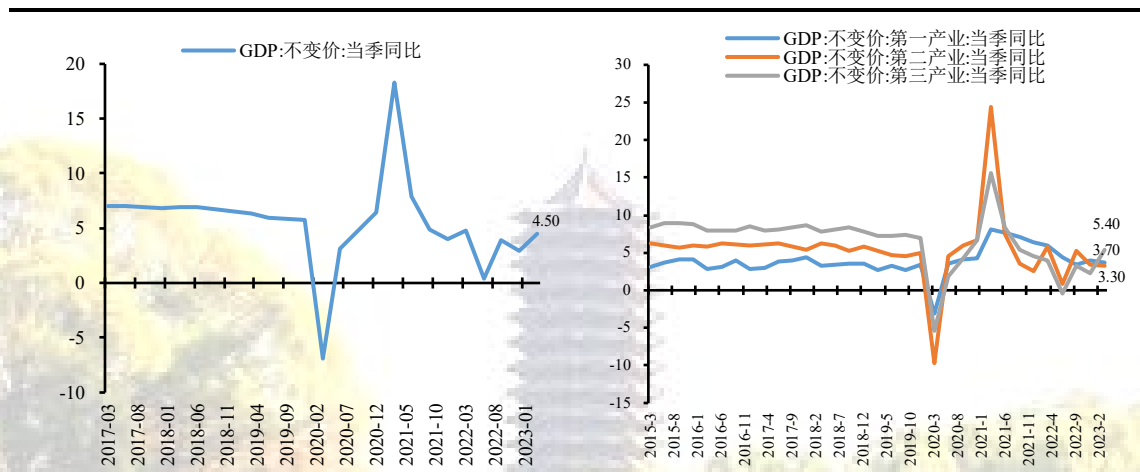


图 1 中国 GDP 当季同比增速 (%)

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

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

工业增加值部分：国内工业经济渐恢复，工业生产超预期回升

2023 年 3 月，国内工业经济边际有所修复，表观需求超出市场预期，规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%（扣除价格因素的实际增长率），规模以上工业增加值环比增长 0.12%，较上期不变，其中高技术制造业同比增长 1.5%。2023 年，1-3 月规模以上工业增加值累计同比增长 3.0%，工业生产总体稳定增长。从三大门类看，3 月份，采矿业增加值同比增长 0.9%，制造业同比增长 4.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 5.2%。3 月，国内工业经济渐复苏，生产需求恢复下全国规模以上工业增加值同比较 1-2 月稳步恢复，但从工业产能利用率的角度去看，需求表现仍旧处于修补去库阶段，预计随着上游成本压力趋缓和下游需求得到有效提振，整体经济将稳步向好，工业经济有望较快恢复。



分行业看，3月份，41个大类行业中有26个行业增加值保持同比增长，受生产稳定工业需求逐步修补向好影响，增长行业数量较上月有所增加，其中上涨动力主要来自于汽车、通专用设备和黑色有色金属冶炼等，显示工业中下游需求逐步修复。其中，煤炭开采和洗选业增长0.7%，石油和天然气开采业增长2.2%，农副食品加工业同比增长-4.9%，食品制造业同比增长2.5%，酒、饮料和精制茶制造业同比增长-1.0%，纺织业同比增长-3.1%，化学原料和化学制品制造业增长7.1%，非金属矿物制品业增长3.8%，黑色金属冶炼和压延加工业增长6.0%，有色金属冶炼和压延加工业增长7.0%，通用设备制造业同比增长4.6%，专用设备制造业增长7.3%，汽车制造业增长13.5%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长8.6%，电气机械和器材制造业增长16.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长1.2%，电力、热力生产和供应业同比增长5.3%。

分产品看，3月份，617种产品中有347种产品产量同比增长，工业产品产量增长数量较上月有所增加，显示工业需求稳步修复。钢材12,725.0万吨，同比增长8.1%；水泥20,580.0万吨，同比增长10.4%；十种有色金属628.0万吨，同比增长6.9%；乙烯261.0万吨，同比增长3.6%；汽车260.8万辆，同比增长11.2%，其中，新能源汽车66.8万辆，同比增长33.3%；发电量7,172.9亿千瓦时，同比增长5.1%；原油加工量6,329.1万吨，同比增长8.8%。

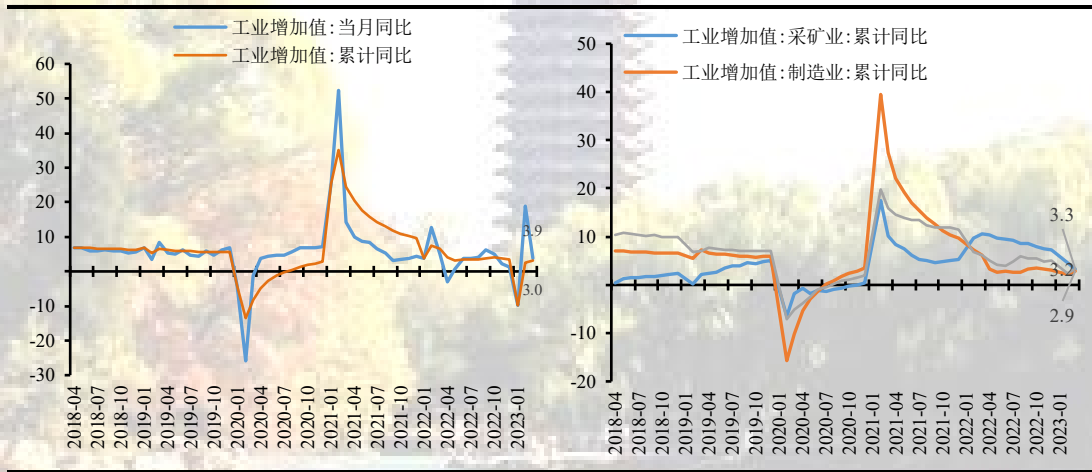


图3 工业增加值当月及累计同比增速 (%) 图4 中国三大门类工业增加值累计同比增速 (%)
数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

消费部分：高社交属性消费回暖，低基数带动消费好于预期

2023年3月，从单月增速来看，社会消费品零售总额同比增长10.6%，较2月上升7.1个百分点，较2019年3月增长19.3%。其中，餐饮收入同比增长26.3%，较2月回升17.1个百分点；商品零售同比增长9.1%，较2月回落6.2个百分点。从累计增速来看，2023年一季度社会消费品零售总额累计同比上升5.8%，较2019年一季度增长17.5%，四年平均增速



为 4.1%，较上期回升 0.2 个百分点。其中，餐饮收入累计同比上升 13.9%，较 1-2 月回升 4.7 个百分点；商品零售同比增长 4.9%，较 1-2 月回升 2.0 个百分点。分消费品类看，服装鞋帽类、金银珠宝类以及汽车类零售额同比显著上升，增速分别为 17.7%、37.4%、11.5%；家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类零售额同比仍在下降，降幅分别为 1.4%、4.7%。

低基数效应叠加餐饮消费大幅回升是导致 3 月社会消费品零售总额超预期修复的主要原因。一方面，2022 年同期疫情扩散导致消费增速明显下滑，低基数效应使得 3 月消费大幅回升。另一方面，居民出行消费数据显著恢复，以金银珠宝、服装鞋帽、餐饮为主的高社交属性消费加速回暖，汽车消费继续恢复也支撑了消费的高速增长。另外，地产链消费尚未恢复，家用电器、建筑及装潢材料等消费同比仍在下滑。

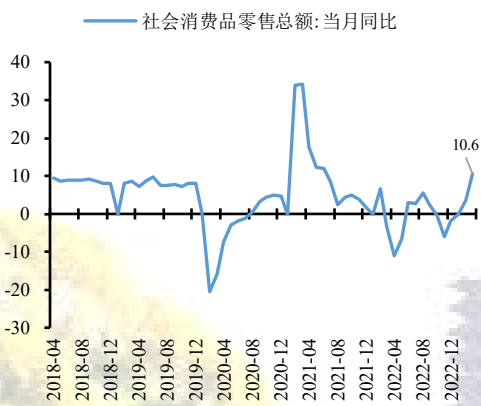


图 5 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

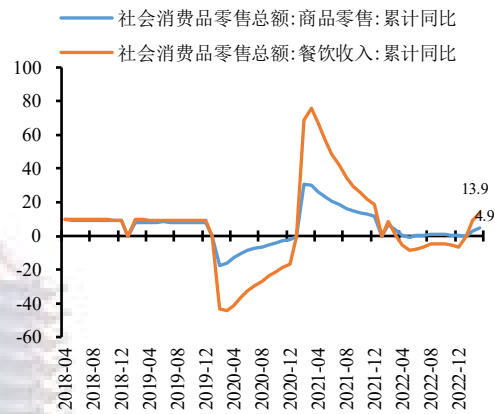


图 6 餐饮收入和商品零售累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

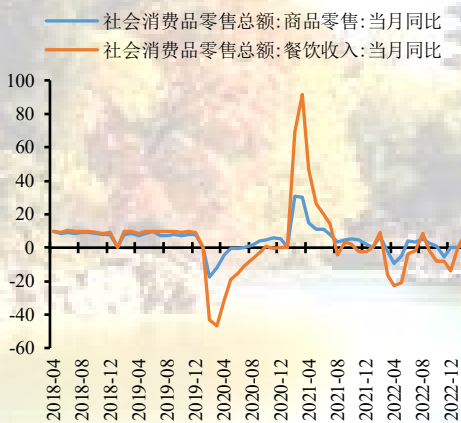


图 7 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

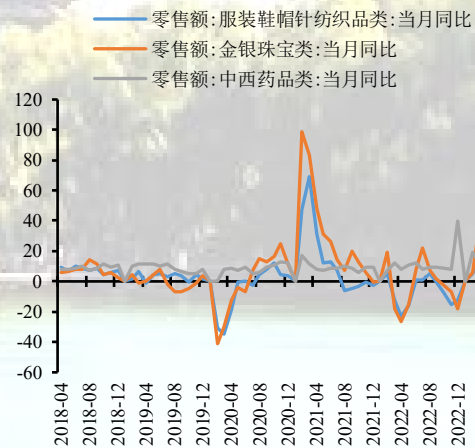


图 8 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

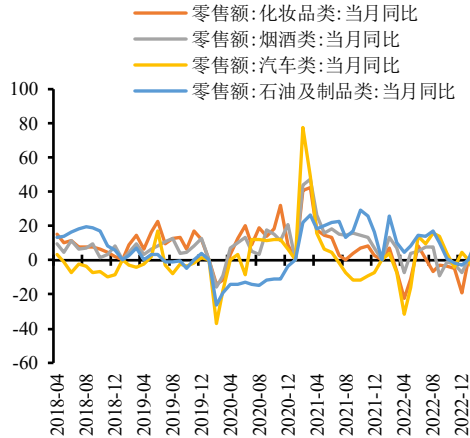


图9 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

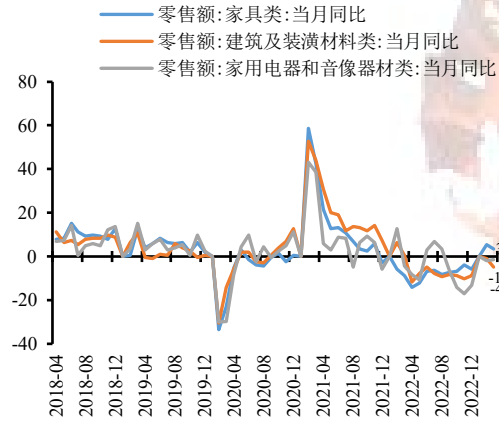


图10 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分：房地产开发投资降幅扩大，投资增速低于市场预期

2023年一季度固定资产投资累计同比增长5.1%，增速较1-2月下降0.4个百分点，四年平均增速为4.9%，较上期回落0.1个百分点。其中，制造业投资同比增长7.0%，较1-2月下降1.1个百分点，四年平均增速为4.7%，较上期回落0.6个百分点；房地产开发投资同比下降5.8%，较1-2月下降0.1个百分点，四年平均增速为2.4%，较上期回落0.7个百分点；基础设施投资同比增长8.8%，较1-2月回落0.2个百分点，四年平均增速为5.3%，较上期回升2.4个百分点；高技术产业投资同比增长16.0%，较上期回升0.9个百分点，其中高技术制造业投资同比增长15.2%。另外，民间投资同比增长0.6%，较1-2月下降0.2个百分点。

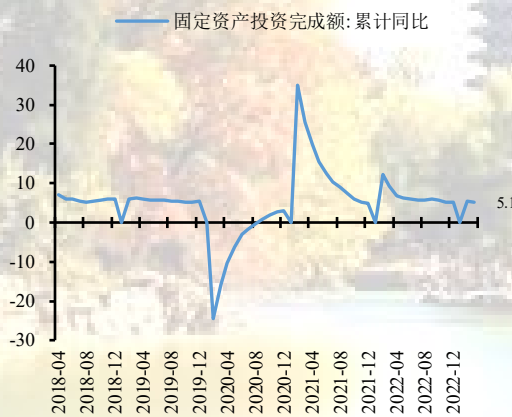


图11 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

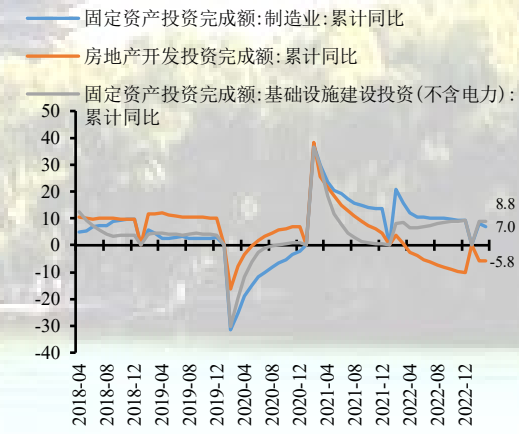


图12 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

高技术产业投资及基建投资增速维持在高位是投资平稳增长的主要原因，而房地产开发投资降幅再次扩大是投资增长低于市场预期的重要原因。在政府强调要紧紧围绕制造业高端化、智能化、绿色化发展，推动传统制造业改造升级和战略性新兴产业培育发展的背景下，



高技术产业投资增速稳中有升。2023 年新增地方政府专项债额度提前下达叠加 2022 年末下发的政策性金融工具，充足的财政资金支撑了基建投资保持高增长。然而，尽管房地产市场需求端明显改善，商品房销售额自 2021 年 7 月以来同比首次实现正增长，但是从供给端来看，房屋新开工面积同比降幅再次显著扩大，进而导致房地产市场继续走弱。另外，受企业经营利润下降、市场预期不稳等因素的影响，一季度民间投资增速继续低位运行，压低了投资增速。

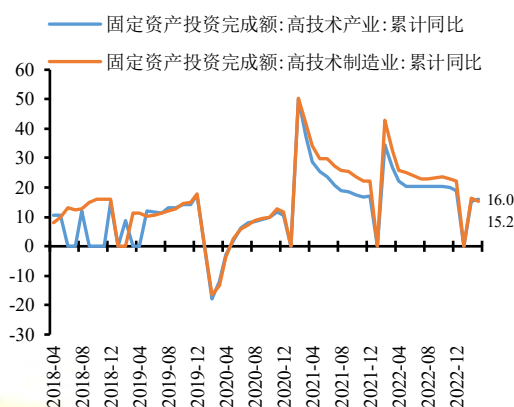


图 13 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

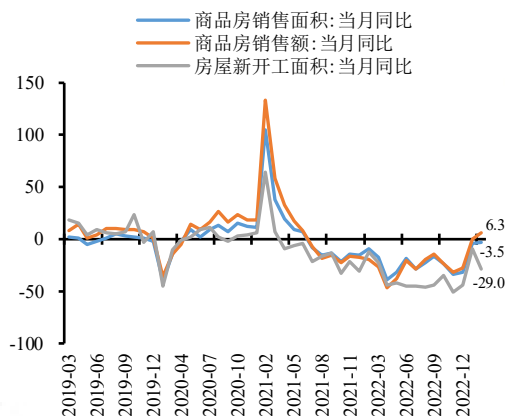


图 1 房地产相关指标当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

出口部分: 结构性亮点突出, 出口增速大幅回升

2023 年 3 月, 中国出口总额 3155.9 亿美元, 同比增长 14.8%, 较 2 月回升 16.1 个百分点, 高于市场预期。这主要是因为一方面在国内政策的大力引导下, 新能源产业快速发展升级, 成为支撑中国出口的新动能, 另一方面多部门协同发力, 促进外贸保稳提质, 叠加《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 持续发挥对出口贸易的促进作用, RCEP 成员国之间的合作不断加深。此外, 随着西方国家对俄罗斯实施制裁, 中俄经贸合作也有所增加, 支撑出口增速企稳回升。从我们的预测结果来看, 出口增速高于我们的预期, 这主要是由于低估了结构性因素对出口拉动作用以及出口的韧性, 同时疫情高峰时造成的积压订单在本月持续释放。

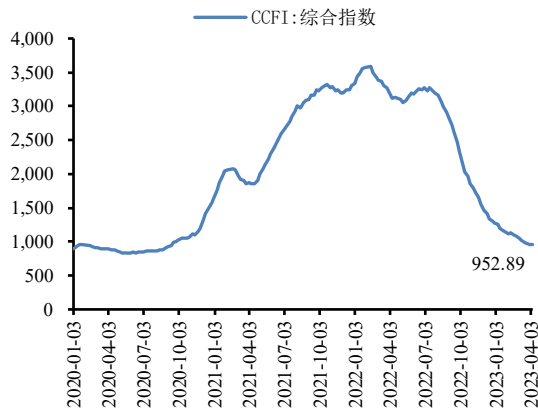


图 15 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

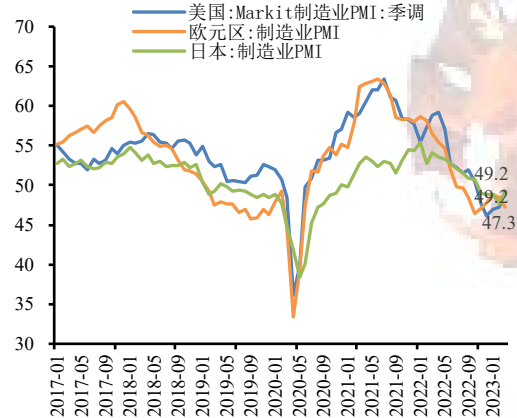


图 16 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 3 月份的出口国别来看, 中国对欧盟、美国、东盟和日本出口的当月同比增速分别为 3.38%、-7.68%、35.43% 和 -4.81%，中国对日本出口增速延续回落趋势, 对美国、欧盟和东盟国家的出口增速均有所改善, 其中对东盟出口增速大幅回升, 成为支撑 3 月份出口的重要动力。值得注意的是, 3 月份中国对俄罗斯出口高速增长为 136.43%。

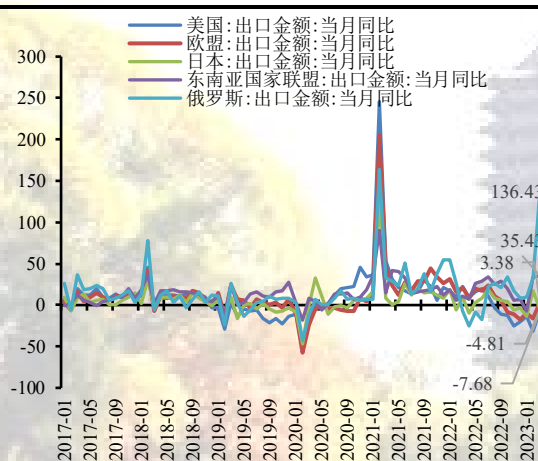


图 17 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

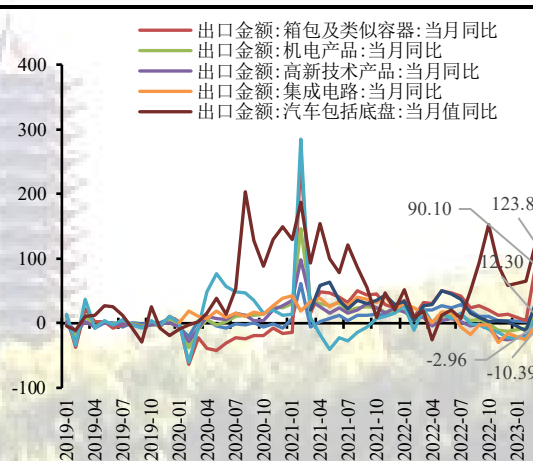


图 18 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 3 月的出口商品来看, 中国出口机电产品 1819.04 亿美元, 占中国出口总额的 57.64%，仍在中国出口中占主导地位, 同比增长 12.30%，对出口增速形成拉动。其中, 出口集成电路 131.05 亿美元, 同比下降 2.96%；高新技术产品出口为 744.73 亿美元, 同比下降 10.39%；汽车出口 73.51 亿美元, 同比增长 123.8%，产业链优势支撑中国汽车行业出口表现良好。劳动密集型产品对出口增速形成支撑, 箱包及类似容器同比增长 90.1%，鞋靴同比增长 32.27%，这可能与前期订单积压效应持续释放有关。

进口部分: 国内需求修复放缓, 进口增速有所回落

2023 年 3 月, 中国进口总额 2274.0 亿美元, 同比下降 1.4%, 较 2 月下降 5.6 个百分点,



低于市场预期。这是要是因为3月国内需求复苏放缓，PMI进口指标为50.9，较上个月下降0.4个百分点，叠加大宗商品价格呈现回落趋势，削弱价格因素对进口增速的贡献。同时，国内产业升级带来的进口替代效应，使得中间产品进口减少。此外，从我们的预测结果来看，进口增速低于我们的预期，可能原因在于高估了国内需求复苏进程。

从3月的进口国别来看，中国对美国、欧盟、日本和东盟进口的同比增速分别为5.64%、3.40%、-12.29%和-2.17%。数据显示，中国对美国、欧盟、日本和东盟的同比增速均较2月有所回落，其中对美国进口增速高于对其他国家进口增速，对欧盟进口增速次之。

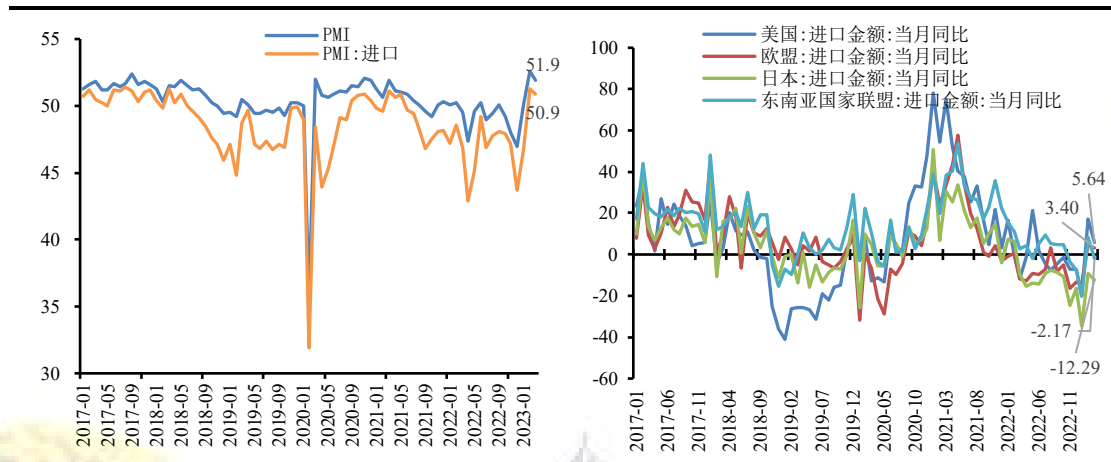


图 19 中国主要 PMI 指数 (%)

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

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从3月的进口商品来看，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9.8%、6.7%、96.1%、-3.6%和-40.5%；其中煤及褐煤数量累计增速回升幅度较大，主要原因在于国内房地产行业利好政策频出，3月房地产行业仍延续修复趋势，地产企稳回升带动煤炭需求增加。农产品方面，粮食进口累计同比增速为4.7%，较上期回落2.3个百分点，肉类进口累计同比增速为17.20%，较上期回落4个百分点。

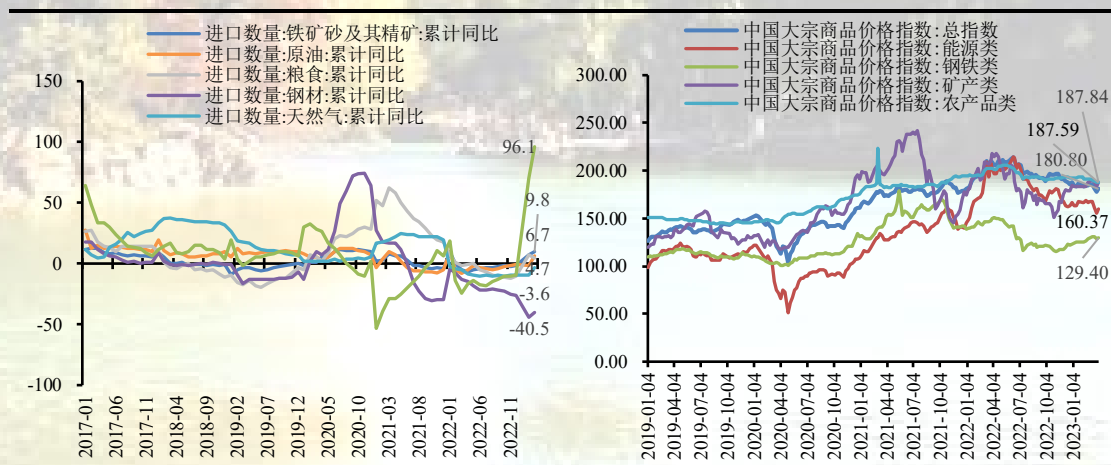


图 21 中国主要商品进口同比增速 (%)

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

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



价格部分：居民消费价格继续回落，高基数下工业价格持续下行

2023年3月，CPI同比上涨0.7%，较上月下降0.3个百分点，环比下跌0.3%，较上月上升0.2个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为0.7个百分点，较上月不变；新涨价影响约为0个百分点，较上月下降0.3个百分点。非食品价格同比回落是此次CPI同比回落的主要原因，具体表现为：受能源和汽车价格下降影响，工业消费品同比回落较多，基本解释了CPI同比回落幅度。此外，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.7%，较上月上升0.1个百分点，显示核心需求温和。我们预测3月份CPI同比增长0.7%，与实际结果相同，食品价格及非食品价格符合预期。

2023年3月，PPI同比下跌2.5%，较上月继续下降1.1个百分点，环比不变，较上月不变。其中去年价格变动的翘尾影响为-2.0个百分点，较上月下降1.1个百分点；新涨价影响约为-0.5个百分点，较上月不变。高基数效应及生产资料价格持续低迷是造成PPI持续下行的主要原因，具体表现为：国际油价震荡下行带动上游工业价格持续下行，而中下游工业如食品、衣着工业等价格涨幅回落带动生活资料价格同比回落。我们预测3月份PPI同比下降2.6%，低于实际结果0.1个百分点，误差主要来源是数据精度问题。

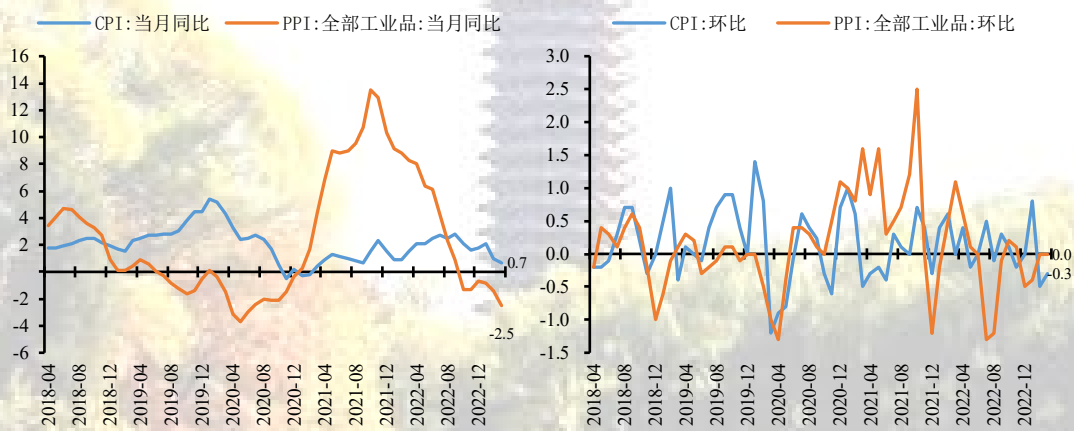


图 23 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

图 24 CPI、PPI 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

食品项价格环比下跌，鲜菜猪肉是主要原因

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。3 月份，食品消费需求季节性回落，消费市场供应充足，物价总体运行平稳。CPI 同比上涨 0.7%、环比由上月下跌 0.5% 转为下跌 0.3%，具体而言：食品项价格环比下跌，其中鲜菜、猪肉价格环比下跌是本月食品价格环比下跌的主要原因；非食品价格环比不变，其中服务价格回升是主要支撑，能源消费品价格继续下跌。

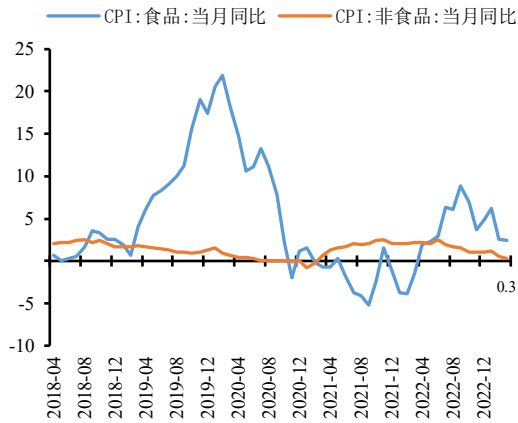


图 25 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

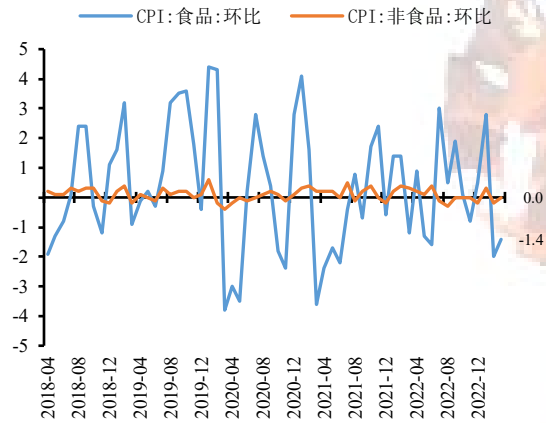


图 26 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

食品项中, 从同比看, 食品价格上涨 2.4%, 较上月回落 0.2 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.43 个百分点。受低基数效应影响, 猪肉价格上涨 9.6%, 较上月上升 5.7 个百分点; 受天气转暖后鲜菜上市供给改善影响, 鲜菜价格下跌 11.1%, 较上月下降 7.3 个百分点。

总体而言, 食品项八大类除鲜菜和水产品外价格同比普涨, 其中**鲜果同比涨幅最高 (+11.5%)**, 较上月同比变动分化 (3 正 1 零 4 负), 其中**鲜菜同比变动最显著 (-7.3%)**。

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
3 月同比	2.0	5.8	-11.1	4.6	-0.2	7.8	1.1	11.5
同比变动	-0.7	-0.6	-7.3	2.7	1.3	0.0	-0.4	3.0

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

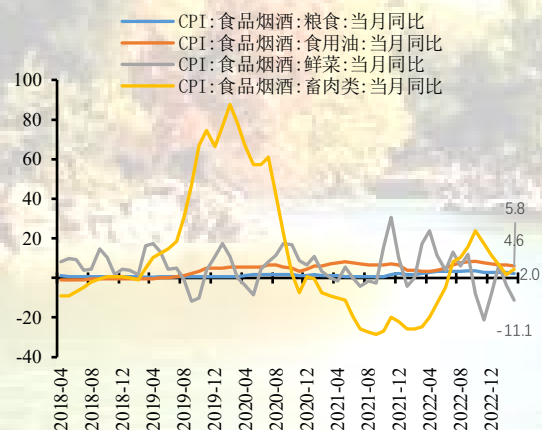


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

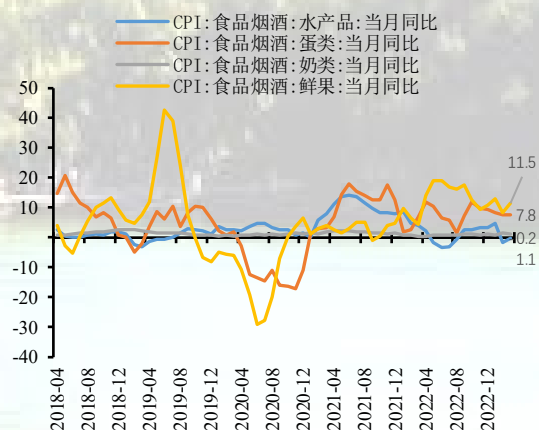


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 食品价格下跌 1.4%, 较上月上升 0.6 个百分点, 影响 CPI 下降约 0.27 个百分点。受生猪供给持续增加和消费需求回落影响, 猪肉价格环比下降 4.2%, 较上月上升 7.2



个百分点；受天气转暖后供应改善影响，鲜菜环比下跌 7.2%，较上月上升 2.8 个百分点。

总体而言，食品八大类价格环比分化（2 正 6 负），其中鲜菜环比幅度最高（-7.2%），较上月环比分化（4 正 1 零 3 负），其中蛋类环比变动最明显（+3.8%）。

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
3 月环比	-0.1	-0.1	-7.2	-2.4	-0.8	0.2	-0.2	0.4
环比变动	-0.2	0.0	-2.8	3.5	0.7	3.8	-0.5	1.6

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

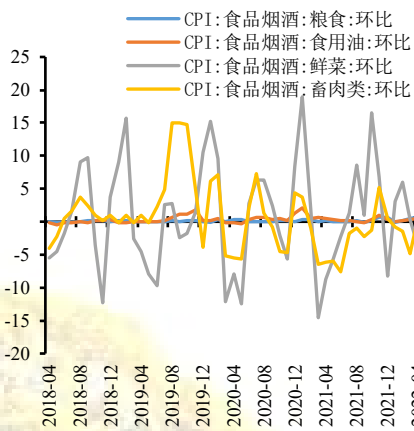


图 29 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

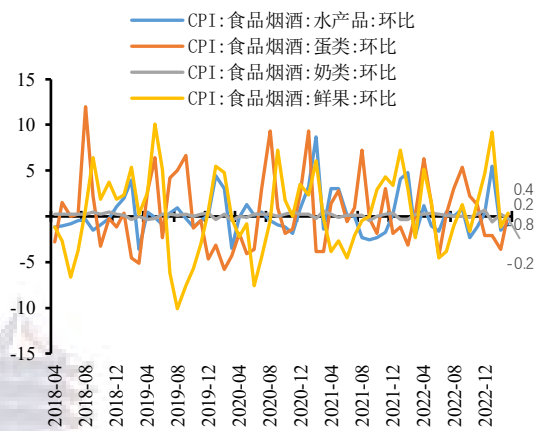


图 30 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

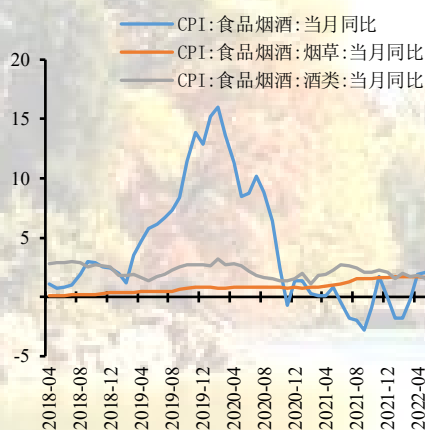


图 31 食品烟酒、烟草、酒类价格同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

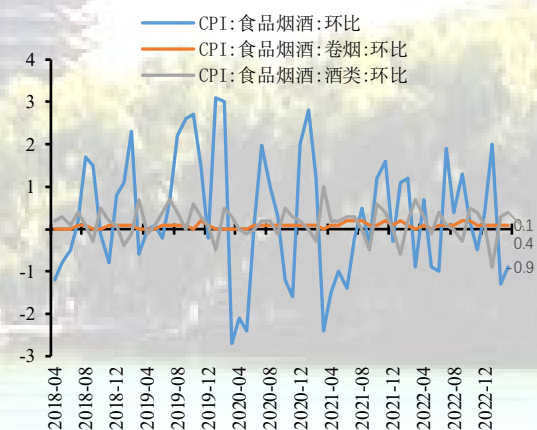


图 32 食品烟酒、烟草、酒类价格环比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

此外，从食品烟酒指标来看，3 月食品烟酒价格同比上涨 2.1%，环比-0.9%，具体而言，3 月烟草价格同比上涨 1.3%、环比 0.1%，酒类价格同比上涨 1.1%、环比 0.4%。

非食品价格环比持平，出现需求渐稳步恢复

非食品项中，从同比看，3 月非食品价格上涨 0.3%，较上月回落 0.3 个百分点，影响 CPI



上涨约 0.23 个百分点。受燃油价格回落带动，工业消费品价格继续回落；受出行需求恢复影响，服务价格上涨 0.8%，较上月上升 0.2 个百分点。

总体而言，非食品项七大类除居住和交通通信外价格同比普涨，其中其他用品和服务项同比涨幅最高（+2.5%），较上月同比变动分化（2 正 1 零 4 负），其中交通通信项同比变动最明显（-2.0%）。

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
3 月同比	0.8	-0.3	0.7	-1.9	1.4	1.0	2.5
同比变动	0.1	-0.2	-0.7	-2.0	0.2	0.0	-0.1

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

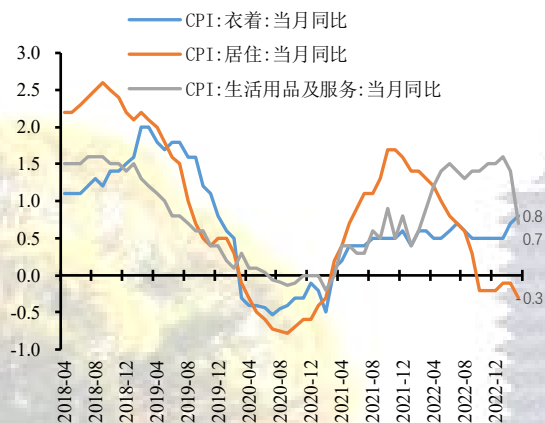


图 33 衣着、居住、生活用品及服务同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

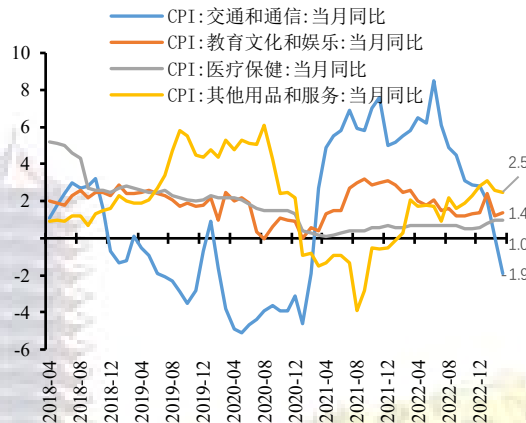


图 34 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，非食品价格环比不变，较上月上升 0.2 个百分点，影响 CPI 变动约 0.13 个百分点。受国际油价下行影响，能源价格下行带动工业消费品价格继续下行；受出行需求恢复影响，服务价格上升 0.1%，较上月上升 0.5 个百分点。

总体而言，非食品项七大类价格环比分化（3 正、3 负、1 不变），其中其他项环比幅度最高（+0.8%），较上月环比变动分化（4 正、3 负），其中其他项环比变动最显著（+1.1%）。

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
3 月环比	0.5	0.0	-0.5	-0.4	-0.1	0.1	0.8
环比变动	0.6	-0.1	-0.5	0.1	0.7	-0.1	1.1



数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

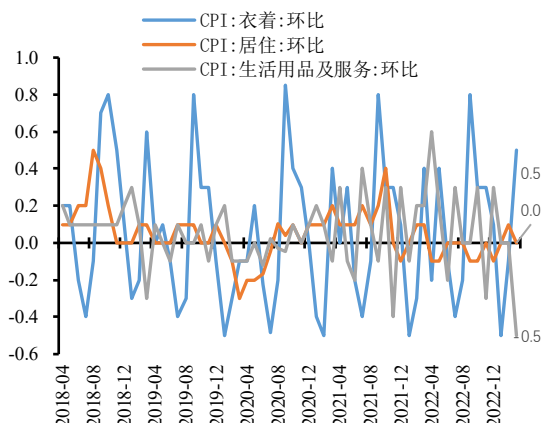


图 35 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

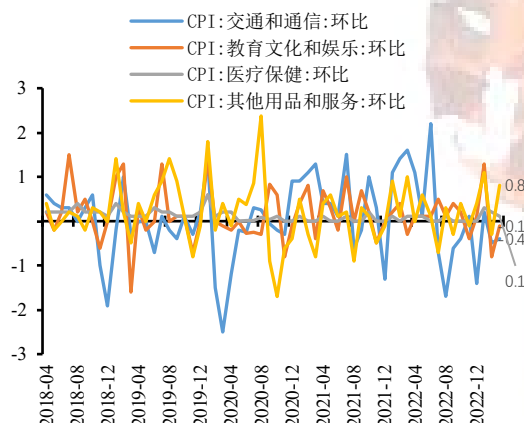


图 36 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

生产生活资料环比持平，工业出厂价格跌幅扩大

3 月份，受国际大宗商品价格波动传导和国内工业需求偏弱等多种因素影响，工业品价格走势整体下行，工业品价格环比持续低迷，同比下行持续，具体而言：受工业上游原材料、能源品等价格震荡回落影响，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温影响，生活资料价格同比表现平稳增长。

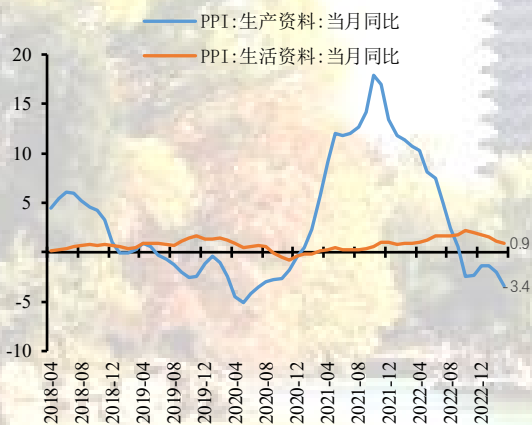


图 37 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

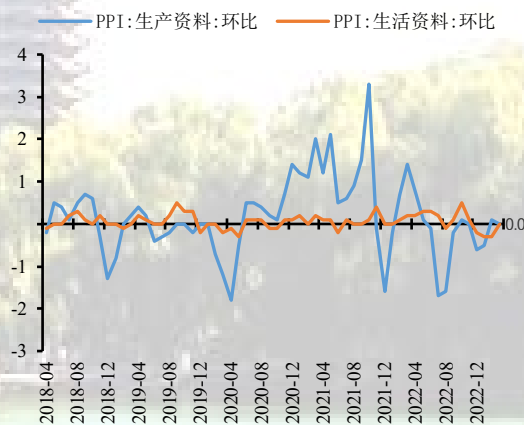


图 38 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

分大类，从同比看，3 月 PPI 下跌 2.5%，较上月下降 1.1 个百分点。受国际大宗商品继续回落影响，生产资料价格下跌 3.4%，较上月下降 1.4 个百分点，其中采掘工业同比回落最为明显；受上游工业部门价格传导及中下游工业需求复苏影响，生活资料价格上涨 0.9%，较上月回落 0.2 个百分点，其中食品、衣着工业价格是主要支撑。生活资料价格仍是 PPI 同比的主要支撑。



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
3 月同比	-4.7	-4.2	-2.8	2.0	2.0	0.5	-0.2
同比变动	-5.0	-2.9	-0.2	-0.6	0.4	-0.2	0.0

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

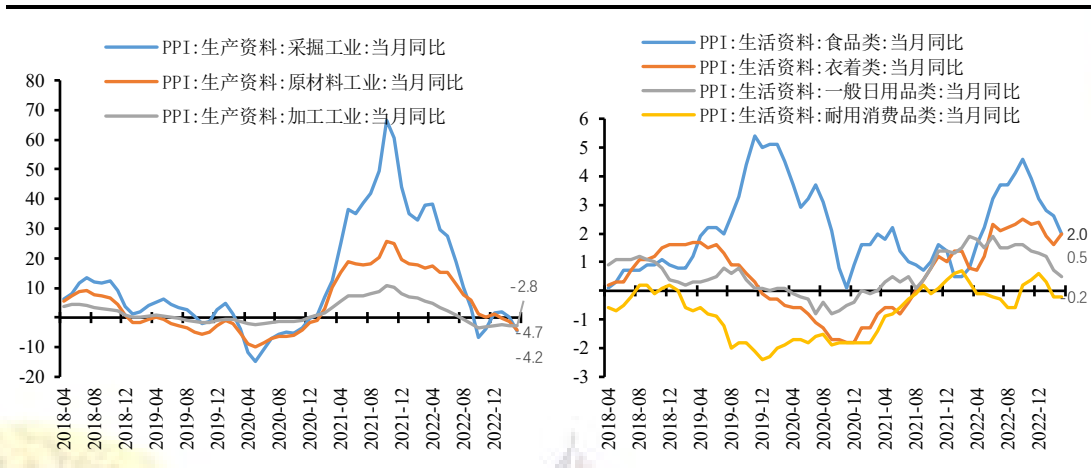


图 39 生产资料价格分项同比增速（%）

图 40 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，3 月 PPI 环比不变，较上月不变。受工业中下游生产需求恢复和石油及相关行业价格下降影响，生产资料价格不变，较上月下降 0.1 个百分点，其中原材料工业价格回落是主要原因；生活资料价格不变，较上月上升 0.3 个百分点，其中一般日用品工业价格环比回升最为明显。中下游工业生产需求复苏带动生产资料价格回升是支撑此次 PPI 环比不变的主要原因。

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
3 月环比	-0.5	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.2	-0.1
环比变动	-0.2	-0.9	0.2	0.0	0.4	0.5	0.4

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

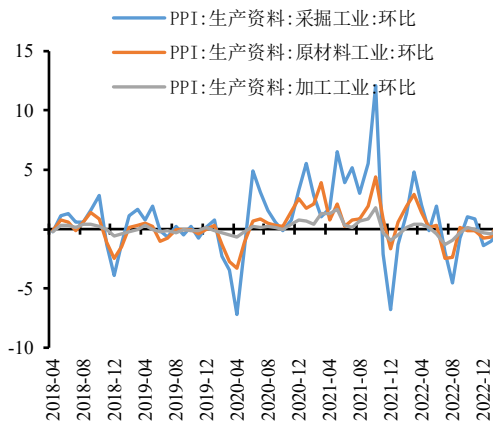


图 41 生产资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

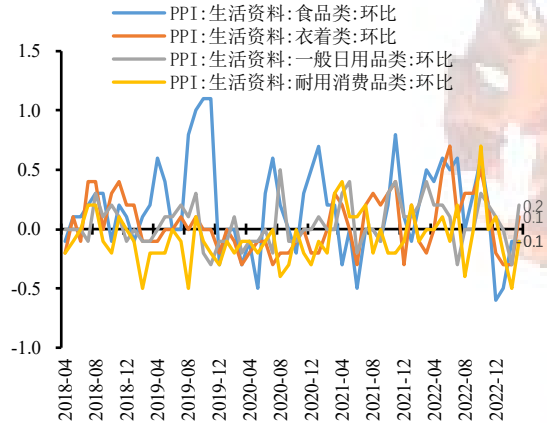


图 42 生活资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

大宗价格持续震荡，价格逆剪刀差继续

2022 年中国价格形势整体呈现出明显的结构性分化特征，在猪周期反转、疫情散点式反复和低基数效应等因素的影响下，2022 年 CPI 同比增速中枢表现出明显上移，呈现低开高走、逐月抬升的走势特征；而受全球大宗商品高位回落、疫情带来的供给冲击、市场预期转弱和消费需求相对收缩等因素的影响，2022 年 PPI 同比增速中枢表现出明显下移，呈现高开低走、持续下行的走势特征。总体来看，两者呈现完全相反态势，从上半年开始的“剪刀差 (PPI-CPI>0)”使得中下游企业利润整体承压，到下半年逐渐反转形成“逆剪刀差 (PPI-CPI<0)”使得中下游企业利润有所修复。

货币金融部分：新增社融整体改善，但表内融资需求强劲，表外融资需求不足

2023 年 3 月，社会融资规模 5.38 万亿元，较去年同期多增 7235 亿元，高于市场预期；2023 年第一季度，社会融资规模 14.5226 万亿元，较去年同期多增 24732 亿元。缘于去年底以来的一系列稳增长政策落地生效，实体融资需求在 2023 年实现回暖迹象，不管是 3 月还是季度数据，新增人民币贷款均是社融的主要推动力。数据显示，3 月新增人民币贷款 39502 亿元，同比多增 7211 亿元；第一季度新增人民币贷款 10.7 万亿元，同比多增 23637 亿元。在强劲的表内融资需求下，表外融资需求被一定程度替代，融资规模弱于去年同期，具体表现在未贴现银行承兑汇票的同比多增，企业债券融资和股票融资的大幅少增。因此，第一季度社融表现出“信贷强、债券弱”的特征。

值得关注的是，今年同去年相似，对全年经济目标预期较强，而且专项债新增额度也已提前下达，财政前置发力依旧是主基调。数据显示，受制于去年同期基数相对较高，3 月政府债券 6022 亿元，同比少增 1052 亿元，但第一季度政府债券 18300 亿元，同比多增 2478



亿元，显示财政前置发力程度较去年进一步提高。

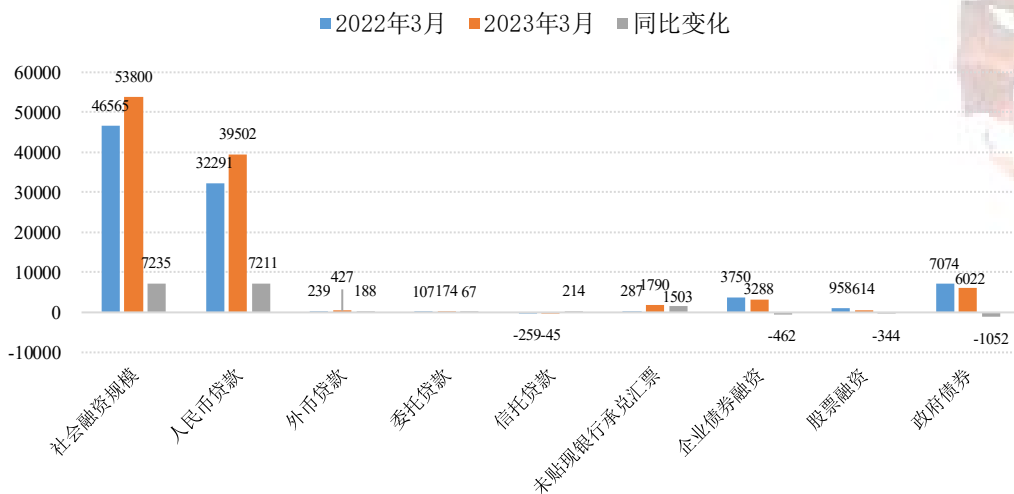


图 43 3 月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

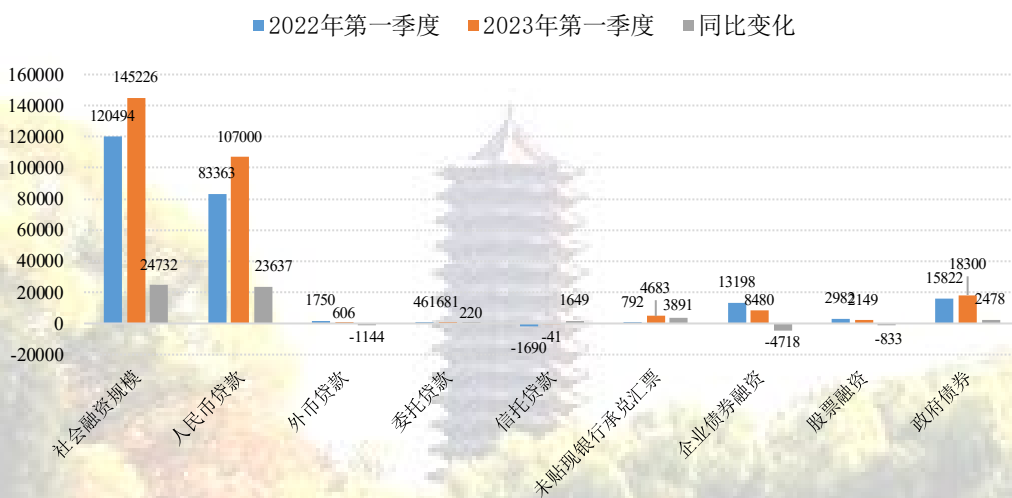


图 44 第一季度新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

信贷规模大幅多增，信贷结构多重改善

2023 年 3 月，新增人民币贷款 38900 亿元，同比多增 7600 亿元，符合以往的季末效应；2023 年第一季度，新增人民币贷款 10.6 万亿元，同比多增 2.26 万亿元，整体表现均超市场预期。

从 3 月单月来看，除票据融资外，各分项全面回升，不管是短期贷款还是中长期贷款，抑或是各部门的贷款均出现了同比多增，印证了 3 月各类宏观经济修复指标反应结果，如 PMI 指数持续高于荣枯线等，带动信贷需求回升。此外，3 月实施了今年以来的第一轮降准，降低存款准备金率 0.25 个百分点，累计投放货币约 8000 亿元，提振市场信心，推动信贷需



求持续修复。从第一季度情况来看，伴随疫情影响消退，以及稳增长政策的持续落地，宏观经济逐渐恢复，市场预期日益改善，信贷需求也是稳步增长，支撑信贷规模大幅多增。

在信贷规模稳步恢复的同时，信贷结构也是进一步改善。3月数据显示，不管是长短期结构，还是部门结构，抑或是部门内的长短期结构，均得到大幅改善。例如，在一系列稳增长政策推动下，基建投资和制造业投资推动中长期贷款在3月大幅多增9865亿元，第一季度更是大幅多增26042亿元，而在信贷需求持续改善下，票据融资在第一季度均出现了同比减少，形成替代。

在部门结构中，受益于房地产市场的回暖以及居民消费需求的修复，居民户贷款在3月也出现了实质性的改善，尤其是居民户中长期贷款，多增规模较上月进一步扩大，但从整体第一季度来看，居民户中长期贷款仍是同比减少，显示居民户中长期贷款的恢复还在进行中。尽管3月30大中城市商品房成交面积同比增长43.59%，显示楼市已经开始回暖，但4月上旬的回暖趋势似乎动力不足，所以对于居民户中长期贷款恢复的持续性待进一步观察。企业方面在今年第一季度的表现始终先于居民户，信贷结构依旧在持续改善。

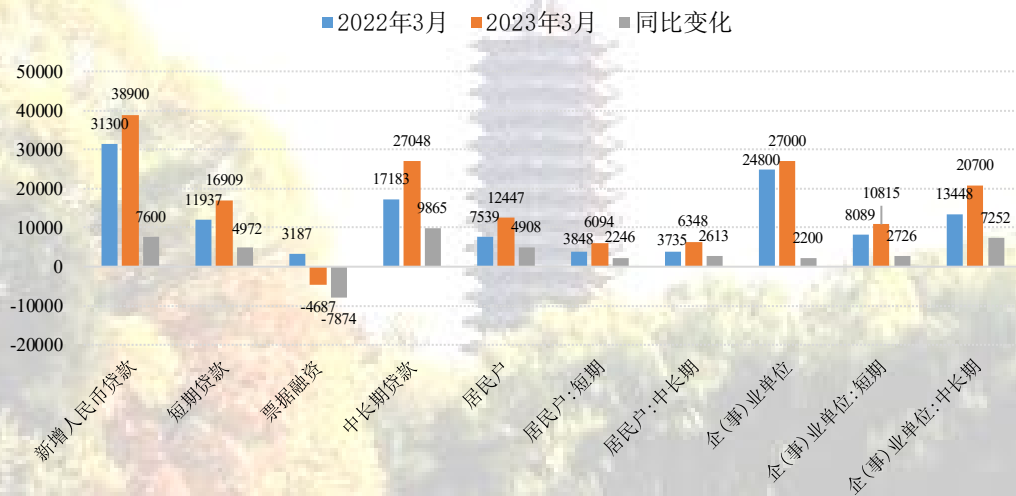


图 45 3月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

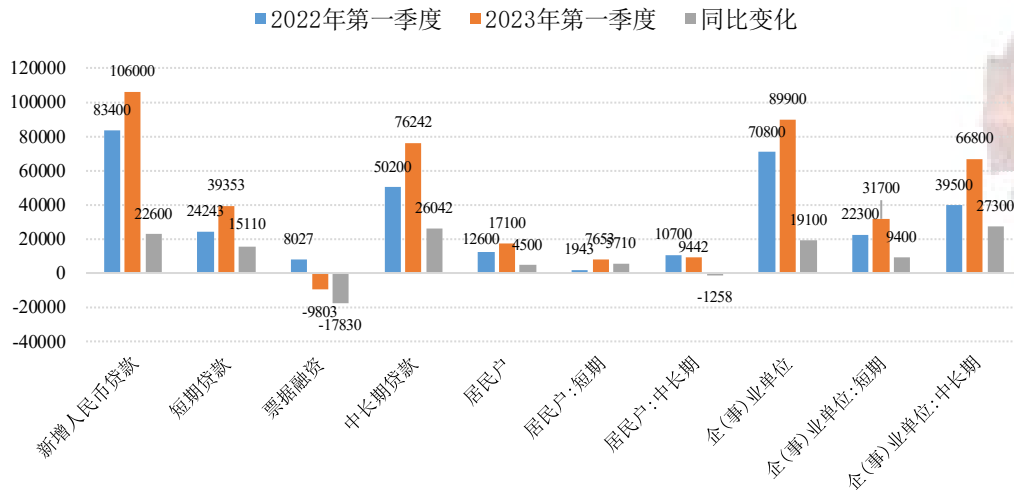


图 46 第一季度金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

存款活期化趋势性向好，资金空转现象得到缓解

2023年3月末，狭义货币（M1）余额 67.81 万亿元，同比增长 5.1%，较上期下降 0.7 个百分点；广义货币（M2）余额 281.46 万亿元，同比增长 12.7%，较上期下降 0.2 个百分点，但仍持续高位运行，再超市场预期。可见，在疫情影响消退，节后国内经济正式全面恢复，国内货币政策环境较为宽松，在政策性开发性金融工具配套融资加快投放和降准等政策支持下，信贷规模大幅多增，同时较强的信贷派生能力以及财政前置的发力共同支撑 M2 同比增速大幅走高。我们预测 3 月末 M2 同比增长 12.5%，高于市场预期均值 11.9%，低于实际值 0.2 个百分点，主要是低估了 3 月强劲的信贷规模。

从 M2-M1 增速来看，3 月末 M2 与 M1 的同比增速差为 7.6%，增速剪刀差较上期提高 0.5 个百分点。结合 1 月的走势，2 月末因春节假日的影响，企业将大量的定期存款转为活期存款，用于节前发放各种薪资、奖金等，导致 1 月 M1 增多，但节后又存在活期存款回流的现象，即大量活期存款转为定期，所以今年 1-2 月增速差较大波动，表现出 2 月的货币存款活期化在持续提升，企业投资获利在快速恢复，但去除春节效应后，3 月居民存款持续增加，一定程度扩大了剪刀差，显示存款活期化受阻，但未来趋势性向好态势不变。

从社融-M2 增速来看，3 月末社融-M2 的同比增速为-2.7%，较上期减少 0.3 个百分点，增速差有所降低。自 2022 年 4 月以来社融扩张速度持续弱于货币扩张速度，且增速差在持续扩大，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，信贷需求持续扩张，社融恢复相应得到提升，3 月份两者之差继续缩减，预计未来金融市场资金空转现象将有所缓解。

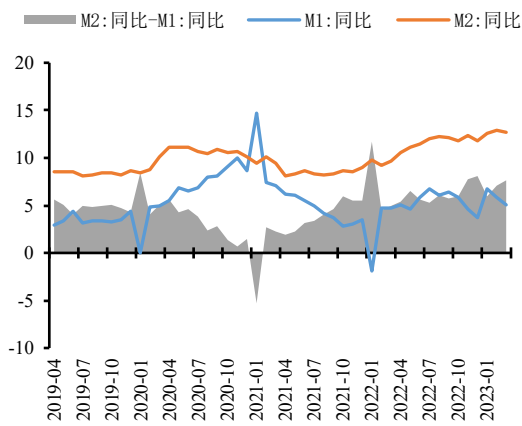


图 47 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

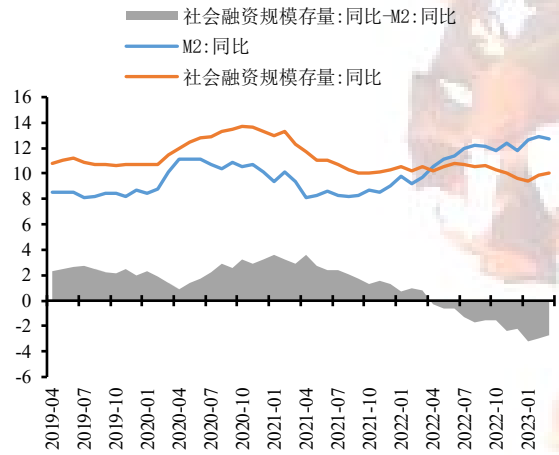


图 48 社融、M2 和社融-M1 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

展望未来：结构分化或将继续，后续经济回归温和复苏态势

工业产出方面：**货币政策方面**，央行于 3 月 27 日进行降准操作，释放了一定的资金，这对于推动宽信用将有积极作用。政策也持续鼓励银行支持企业中长期贷款，特别是基建、制造业等领域，将有力支持工业生产恢复；**财政政策方面**，两会及地方两会积极定调，稳增长背景下财政支持力度稳步加大。各地重大项目陆续开工持续推进，预计对工业生产产生支撑作用；**其它方面**，外部需求仍存在一定的不确定性，未来或将继续为工业产出带来扰动，但随着稳经济各项措施显效，市场信心与活力恢复，工业经济或将延续斜率平缓的复苏，预计未来在财政货币政策联合发力的综合作用下，工业增加值同比或将保持稳步回升态势。

消费方面：展望未来，在新冠疫情结束、疫情防控全面放开的大环境下，伴随着各地促消费政策的陆续出台，以旅游、餐饮、文娱为主的服务业消费将进一步恢复，同时在 2022 年低基数效应，居民对就业、收入及消费意愿的信心增强以及车市开启降价潮等因素的推动下，未来消费增速将进一步提升。

投资方面：展望未来，在政府强调制造业是立国之本，必须加快建设制造强国，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展的政策环境下，制造业投资尤其是高技术产业投资将保持稳步高速增长；能源、交通、水利和新型基础设施建设仍是基建投资的重点领域，在财政资金加力支持下，基建投资将继续保持高位；同时随着市场预期趋稳，后期稳地产政策或继续加码，民间投资增速有望加速回暖、房地产开发投资逐步扭转下滑趋势，预计上半年固定资产投资将实现持续平稳增长。

出口方面：预计 4 月份出口增速仍有望保持正增长。虽然全球经济复苏压力加大，长期来看海外需求仍处于收缩阶段，叠加地缘政治冲突持续，长期来看出口仍有压力，但是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，叠加去年低基数效应，对出口



继续形成支撑。

进口方面：预计 4 月进口增速将企稳回升。一方面，未来随着西方国家对中国出口限制加强，国内产业升级带来的进口替代效应将削弱进口增速；另一方面，一揽子稳经济政策持续发力，经济基本面企稳回升，助力国内需求稳步复苏，叠加出口短期内改善对进口需求的支撑作用，进口增速有望企稳回升。

CPI 方面：食品项看，猪肉方面，在生猪供给仍高、疫后需求边际改善以及中央储备政策干预下，预计 2023 年猪肉价格或将在震荡中先将后升；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下降和物流仓储成本上升，因此存在一定程度波动性，但预计全年整体价格平稳增长；非食品项看，非食品价格在 2023 年经济进一步回暖的情形下存在价格上涨的可能性，接触性服务类消费有望进一步恢复，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，受服务需求释放和低基数效应影响，CPI 整体处上行通道，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，2023 年自然走势下的 CPI 同比增速中枢较 2022 年将会继续小幅上移，大概率呈现先高后低随后平稳的走势，预计 2023 年全年 CPI 同比增速约为 2.0%。

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，但由于 OPEC+ 多数成员国 2023 年财政计划对石油价格的预设为 90 美元/桶左右，叠加全球流动性收紧以及欧美发达国家经济衰退带来需求收缩的风险加大，因此预计 2023 年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，随着房地产行业复苏，建筑施工将会改善，但随着欧美加息及需求收缩，涨价风险并不高；化学原料制品行业方面，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，全球煤炭风险犹存，迎峰度夏时节下煤炭价格有阶段性上行压力。总的来说，随着疫情冲击对供应链的影响减弱，全球流动性收紧下欧美发达国家经济面临衰退，全球大宗商品价格整体或将震荡回落，叠加高基数效应，2023 年自然走势下的 PPI 同比增速中枢较 2022 年将会有一定下移，预计 2023 年 PPI 同比增速约为 1.0%。

货币金融方面：预计未来信贷规模将稳步提升，信贷结构逐渐完善。2023 年随着新一轮稳增长政策再次落实，大规模专项债也将积极前置发力，而且 3 月以来房地产开始边际回暖，降准政策落地，信贷规模将进一步扩张。M2 方面，预计未来 M2 同比增速继续维持高位运行。随着节后国内经济恢复的全面启动，偏宽松的货币政策仍将助力宏观经济稳定恢复，



加之今年上半年基数较低，未来 M2 同比增速仍将保持高位运行，但会出现逐月缓慢回落的趋势。

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。