



需求恢复表现有所放缓，经济内生动力仍需巩固

——黄昱程

点评报告

A0012-20230516

2023年4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			
工业增加值 累计同比(%)	5.6	5.2	9.7
固定资产投资 累计同比(%)	4.7	4.6	5.2
社会消费品零 售额累计同比(%)	18.4	13.4	20.2
出口同比(%)	8.5	3.5	6.4
进口同比(%)	-7.9	1.0	-0.1
贸易差额 (亿美元)	902.1	584.72	666.2
通货膨胀			
CPI 同比(%)	0.1	0.2	0.4
PPI 同比(%)	-3.6	-3.0	-3.3
货币信贷			
新增人民币贷款 (亿元)	7188	19500	11354.2
M2 同比(%)	12.4	12.3	12.6

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

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

- 国内工业经济仍需稳固，工业需求不及市场预期
- 低基数效应叠加政策推动，消费额增速继续上涨
- 整体需求不足投资增速下滑，但投资结构变化继续
- 出口增速延续正增长，进口增速大幅回落
- 核心消费需求仍需稳固，工业生产需求表现回落
- 经济恢复边际放缓，内生动力有待加强
- 展望未来：经济内生性恢复不及预期，稳增长政策仍需继续支持

内容提要

2023年4月，随着宏观政策靠前协同发力，经济社会全面恢复常态化运行，经济运行延续恢复向好态势。但值得注意的是，尽管多数生产需求指标同比增速提升，但低基数效应发挥了不小的影响，从多年复合增长以及环比角度去看，当前经济恢复边际有所放缓，内生动力有待加强。正如4月28日政治局会议指出经济内生修复动能仍不足，继续强调恢复和扩大需求才是关键，同时面对外部需求回落、内部需求恢复不足的挑战，未来稳经济措施仍需保驾护航，助力经济延续稳定恢复态势。

从供给端看，2023年4月国内工业经济较低迷，规模以上工业增加值同比实际增长5.6%，较上期上升1.7个百分点，规模以上工业增加值环比下跌0.47%，较上期下降0.75个百分点。低基数效应下，工业同比及累计同比均较上期有所上升，但实际工业生产表现不及市场预期，在工业企业利润下滑及工业产能利用率下降的背景下，需求表现相对不足，工业经济仍旧处于修补去库阶段，但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。

从需求端看，餐饮和汽车消费额增速的大幅上涨是拉动本月整体消费额增速上涨的主要因素。在疫情政策放开后，消费额增速出现了显著的上涨，一方面由2022年的低基数效应决定的，另一方面是由于各地促消费政策推进的。4月份社会消费品零售总额同比增长18.4%，较上期上涨7.8个百分点。有效需求不足抑制了投资增速的上涨，同时投资结构调整继续，高技术产业投资依然高位运行，对整体投资起到拉升作用。1-4月固定资产投资同比增长4.7%，增速较上期下降0.4个百分点，其中制造业投资同比增长6.4%，基建投资同比增长8.5%。4月份出口增速保持景气增长，进口增速回落幅度较大。出口方面，订单积压效应释



放接近尾声，劳动密集型产品增速下降，汽车产业仍是本月出口增长点，俄罗斯对中国出口的拉动作用增强，支撑4月出口增速延续正增长，海外需求总额未有明显改善，中美摩擦不断对出口形成压制，使得4月出口2954.2亿美元，同比增长8.5%，增速有所回落，较3月下降6.3个百分点，但高于市场预期。进口方面，国内生产复苏斜率放缓，进口替代效应加速，以及大宗商品价格回落削弱价格因素的支撑是进口增速大幅回落的主要原因，4月进口2052.1亿美元，同比下降7.9%，较3月下降6.5个百分点，低于市场预期。

价格方面，4月CPI同比上涨0.1%，较上月下降0.6个百分点，环比下跌0.1%，较上月上升0.2个百分点。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：受鲜菜大量上市、猪肉供应充足叠加高基数影响，鲜菜、禽肉类同比回落较多，基本解释了CPI同比回落幅度。PPI同比下跌3.6%，较上月继续下降1.1个百分点，环比下跌0.5%，较上月下降0.5个百分点。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，而中下游工业需求偏弱带动生活资料价格同比回落。

货币金融方面，4月新增社会融资规模1.22万亿元，较去年同期多增2873亿元，低于市场预期；新增人民币贷款7188亿元，同比多增734亿元，符合以往的季节效应，但显著低于第一季度的信贷需求力度，同时也低于市场预期。尽管去年因疫情暴发形成低基数，但4月新增人民币贷款表现依旧不如市场预期，降杠杆、风险偏好下降、楼市恢复边际减弱使得居民户成为当前信贷需求的主要短板，同企事业单位形成了鲜明对比。4月狭义货币(M1)余额66.98万亿元，同比增长5.3%，较上期提高0.2个百分点；广义货币(M2)余额280.85万亿元，同比增长12.4%，较上期下降0.3个百分点，但仍持续高位运行，低于市场预期。随着去年M2同比增速开始抬升，以及居民调整家庭资产配置倾向，如降杠杆、低存款利率引致的理财产品需求增加等，对M2同比增速形成拖累。此外，存款活期化增强，但未形成趋势，资金空转现象得到缓解，资金利用率提升。



正文

工业增加值部分：国内工业经济仍需稳固，工业需求不及市场预期

2023年4月，国内工业经济较低迷，表观需求不及市场预期，规模以上工业增加值同比实际增长5.6%（扣除价格因素的实际增长率），较上期上升1.7个百分点（但两年复合增长率仅1.3%，三年和四年复合增长率仅4.0%），其中高技术制造业同比增长2.5%，装备制造业同比增长13.2%。规模以上工业增加值环比下跌0.47%，较上期下降0.75个百分点。2023年，1-4月规模以上工业增加值累计同比增长3.6%，较上期加快0.6个百分点，工业生产总体稳定增长。从三大门类看，4月份，采矿业增加值同比不变，制造业同比增长6.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长4.8%。4月，国内工业经济较低迷，低基数效应下，工业同比及累计同比均较上期有所上升，但实际工业生产表现不及市场预期，在工业企业利润下滑及工业产能利用率下降的背景下，需求表现相对不足，工业经济仍旧处于修补去库阶段，但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，4月份，41个大类行业中有25个行业增加值保持同比增长，受工业需求回落影响，增长行业数量较上月有所下降，其中上涨动力仍主要来自于汽车、通专用设备和黑色有色金属冶炼等，显示工业中下游需求相对较好。其中，煤炭开采和洗选业同比增长-0.6%，石油和天然气开采业同比增长5.5%，农副食品加工业同比增长-1.6%，食品制造业同比增长2.9%，酒、饮料和精制茶制造业同比增长2.0%，纺织业同比增长-3.0%，化学原料和化学制品制造业同比增长7.5%，非金属矿物制品业同比增长-0.6%，黑色金属冶炼和压延加工业同比增长4.3%，有色金属冶炼和压延加工业同比增长7.4%，通用设备制造业同比增长13.5%，专用设备制造业同比增长9.1%，汽车制造业同比增长44.6%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长9.5%，电气机械和器材制造业同比增长17.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长1.8%，电力、热力生产和供应业同比增长5.5%。

分产品看，4月份，617种产品中有358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。其中，钢材11,995.0万吨，同比增长5.0%；水泥19,392.0万吨，同比增长1.4%；十种有色金属604.0万吨，同比增长6.1%；乙烯274.0万吨，同比增长17.9%；汽车201.8万辆，同比增长59.8%，其中，新能源汽车58.6万辆，同比增长85.4%；发电量6,584.0亿千瓦时，同比增长6.1%；原油加工量6,114.0万吨，同比增长18.9%。

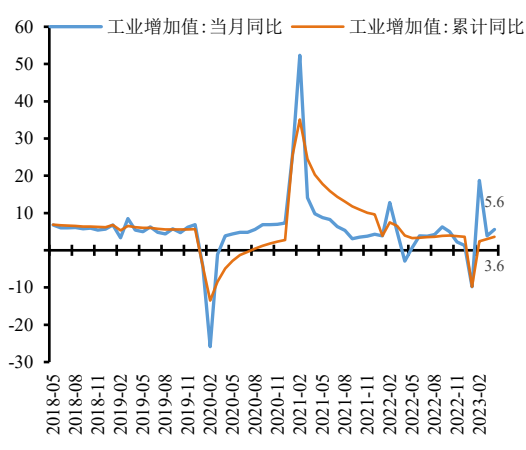


图1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源： Wind, 北京大学国民经济研究中心

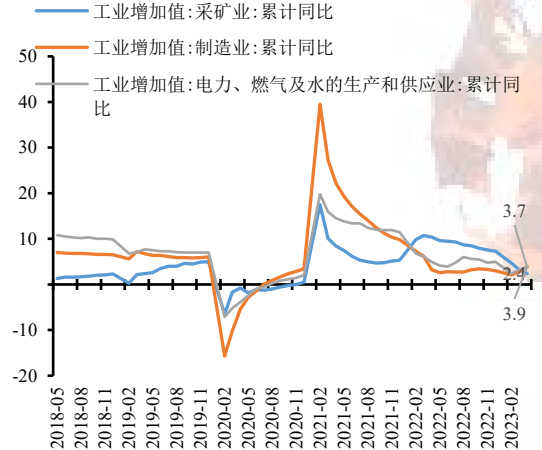


图2 中国三大门类工业增加值累计同比增速 (%)

数据来源： Wind, 北京大学国民经济研究中心

消费部分：低基数效应叠加政策推动，消费额增速继续上涨

2023年4月份社会消费品零售总额同比增长18.4%，较3月份上涨7.8个百分点。其中，餐饮收入同比增长43.8%，较3月份上涨17.5个百分点；商品零售同比增长15.9%，较3月份上涨6.830个百分点。从具体的限额以上单位商品零售来看，粮油食品类、中西药品类、文化办公用品类、建筑及装潢材料类零售额增速有所下滑，分别较3月份下降3.4、8.0、3.0、15.9个百分点；服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、金银珠宝类、通讯器材类、石油及制品类、汽车类零售额增速继续上涨，分别较3月份上涨14.7、14.7、7.3、12.8、4.3、26.5个百分点。

综合来看，疫情政策放开后，消费额增速出现了显著的上涨。一方面，由2022年的低基数效应决定的；另一方面，是由于各地促消费政策推进的。从具体因素来看，餐饮和汽车消费额增速的大幅上涨是拉动本月整体消费额增速上涨的主要因素，餐饮、汽车消费额增速的上涨，分别影响整体消费额增速较3月份上涨1.75、2.76个百分点。

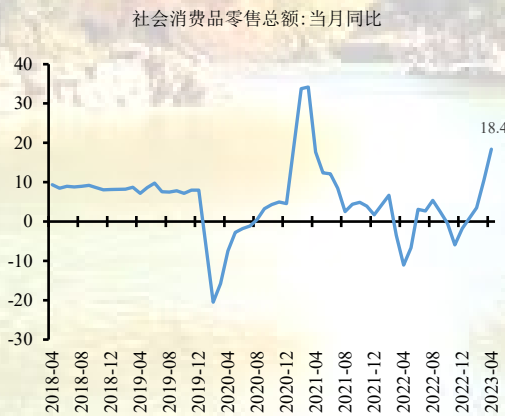


图3 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源： Wind, 北京大学国民经济研究中心

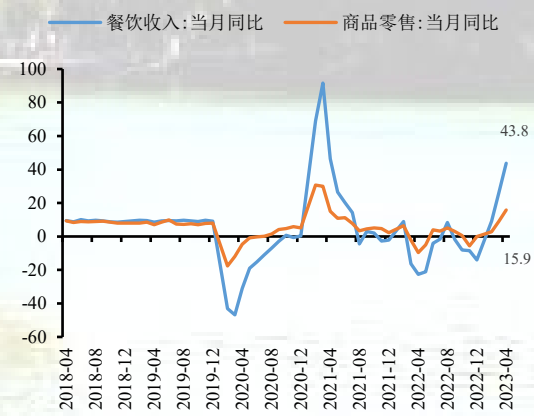


图4 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源： Wind, 北京大学国民经济研究中心

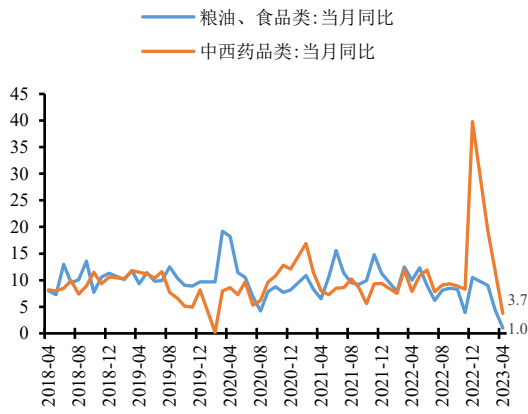


图5 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

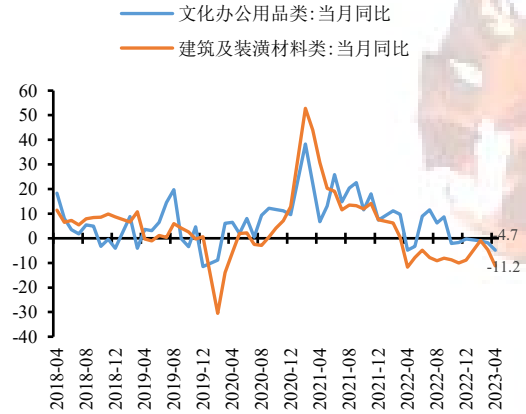


图6 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

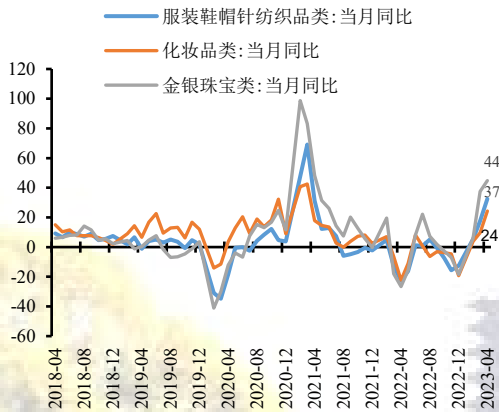


图7 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

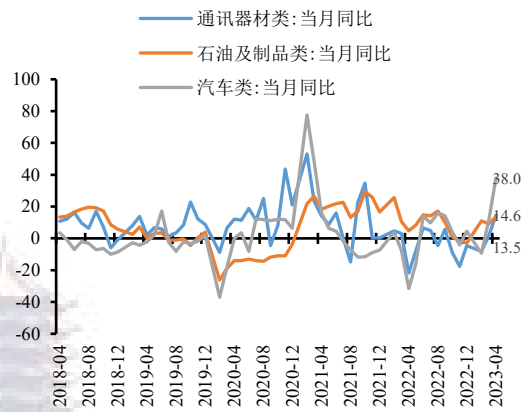


图8 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分: 整体需求不足投资增速下滑, 但投资结构变化继续

2023年1-4月固定资产投资同比增长4.7%，增速较1-3月下降0.4个百分点。其中，制造业投资同比增长6.4%，较1-3月下降0.6个百分点；房地产开发投资同比下降6.2%，较1-3月下降0.4个百分点；基础设施投资同比增长8.5%，较1-3月下降0.3个百分点；高技术产业投资同比增长14.7%，较1-13月下降1.3个百分点，其中高技术制造业投资同比增长15.3%。

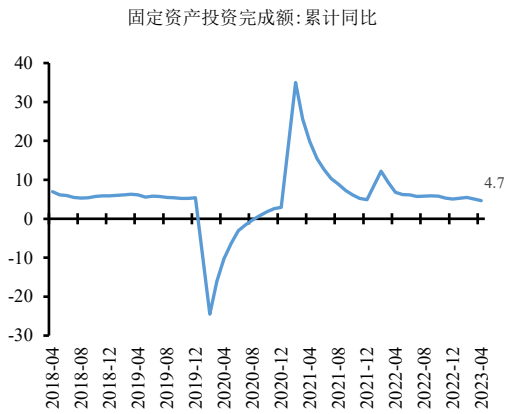


图9 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

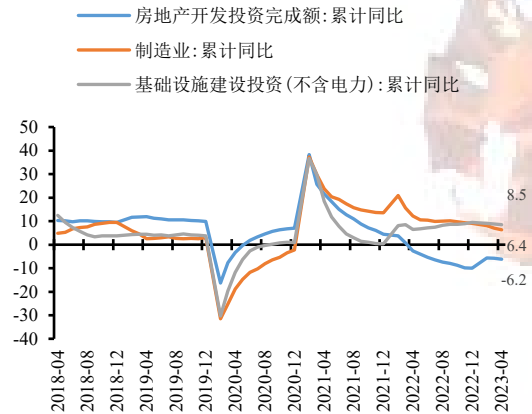


图10 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

综合来看,本月数据反映出,一方面,有效需求不足,抑制了投资增速的上涨;另一方面,投资结构调整继续,高技术产业投资依然高位运行,对整体投资起到拉升作用。

与3月份相比,4月出口金额同比增速下滑6.3个百分点。全球经济低迷,有效需求不足抑制了企业的扩大再生产。另外,工业企业利润的持续下滑,也抑制了制造业投资增速的上涨。一季度,全国规模以上工业企业利润同比下降21.4%,其中制造业利润同比下降29.4%。

1-4月份,高技术产业投资同比增速依然显著高于全部投资增速,也高于制造业投资增速,投资结构变化继续。而且在高技术服务业中,科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长42.1%、33.9%,分别高于全部投资增速,37.4、29.2个百分点。

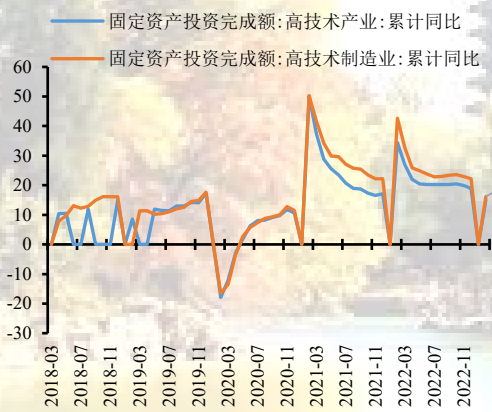


图11 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

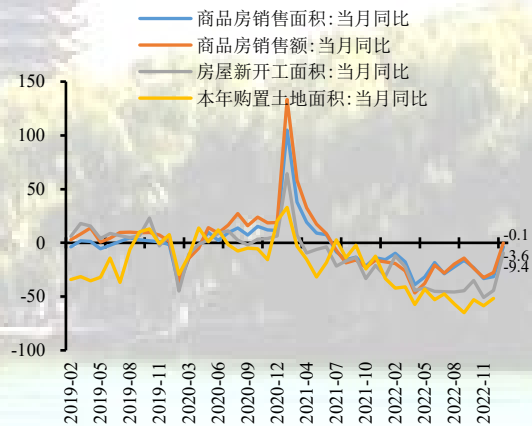


图12 房地产相关指标当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

出口部分: 结构性因素支撑, 出口增速延续正增长

2023年4月,中国出口总额2954.2亿美元,同比增长8.5%,较3月回升6.3个百分点,高于市场预期。这主要是因为新一轮稳外贸政策接连出台,对中国出口平稳增长形成助力,叠加去年同期出口基数处于低位,支撑4月出口增速延续正增长。此外,4月以来中国和俄



罗斯在经贸领域加强深入交流和合作，4月13日2023中俄经贸与投资合作论坛在俄罗斯举行，对俄出口成为4月出口的亮点。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。

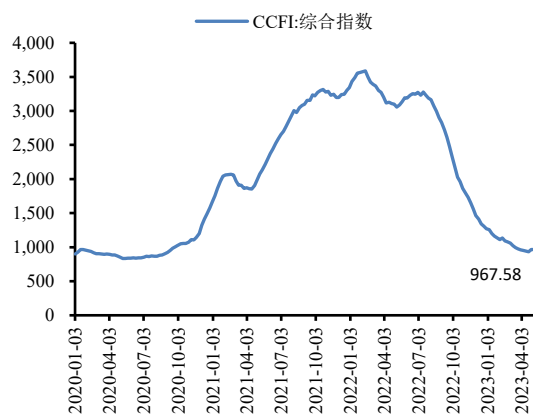


图 13 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

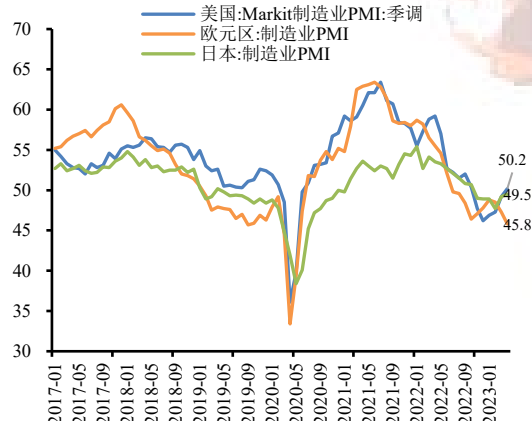


图 14 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从4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3.87%、-6.5%、4.49%和11.53%，中国对欧盟、美国和日本出口增速呈现出改善趋势，其中对美国和欧盟出口增速改善幅度较小，其中对日本出口增速大幅回升，但对东盟出口增速大幅回落。值得注意的是，4月份中国对俄罗斯出口维持高速增长，达153.09%，成为支撑4月份出口的重要动力。

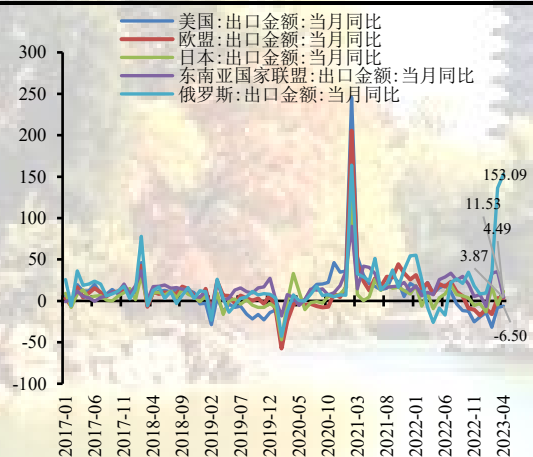


图 15 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

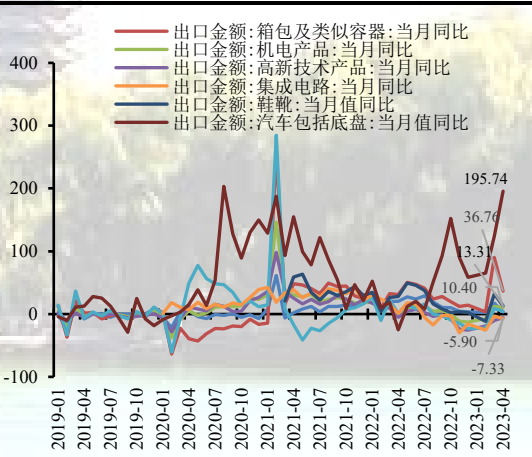


图 16 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从4月的出口商品来看，中国出口机电产品1706.26亿美元，占中国出口总额的57.76%，仍在中国出口中占主导地位，同比增长10.4%，对出口增速形成拉动。其中，出口集成电路109.97亿美元，同比下降7.33%；高新技术产品出口为680.60亿美元，同比下降5.90%；汽车出口83.07亿美元，同比增长195.74%，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的支撑减弱，表明前期积压订单释放效应逐渐减小并消失，箱包及类似容器同比增长 36.76%，鞋靴同比增长 13.31%。

进口部分：生产复苏斜率放缓，进口增速延续回落

2023 年 4 月，中国进口总额进口 2052.1 亿美元，同比下降 7.9%，较 3 月下降 6.5 个百分点，低于市场预期。这主要是因为 4 月国内生产复苏斜率放缓，高炉开工率、全钢胎和半钢胎开工率小幅回落，4 月 PMI 为 49.2，较上期下降 2.7 个百分点，PMI 进口指标为 48.9，较 3 月下降 2 个百分点，叠加大宗商品价格呈现回落态势，价格因素对进口增速的贡献进一步削弱。同时，国内产业升级带来的进口替代效应，仍对进出口形成一定压制。此外，从我们的预测结果来看，进口增速低于我们的预期，可能原因在于低估了国内生产复苏放缓对进口的不利影响，以及高估了短期出口反弹对进口的带动作用。

从 4 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-3.11%、-0.12%、-15.84%和-6.25%。数据显示，中国对美国、欧盟、日本和东盟的同比增速均延续回落，其中对欧盟进口增速高于对其他国家进口增速，对美国进口增速次之。

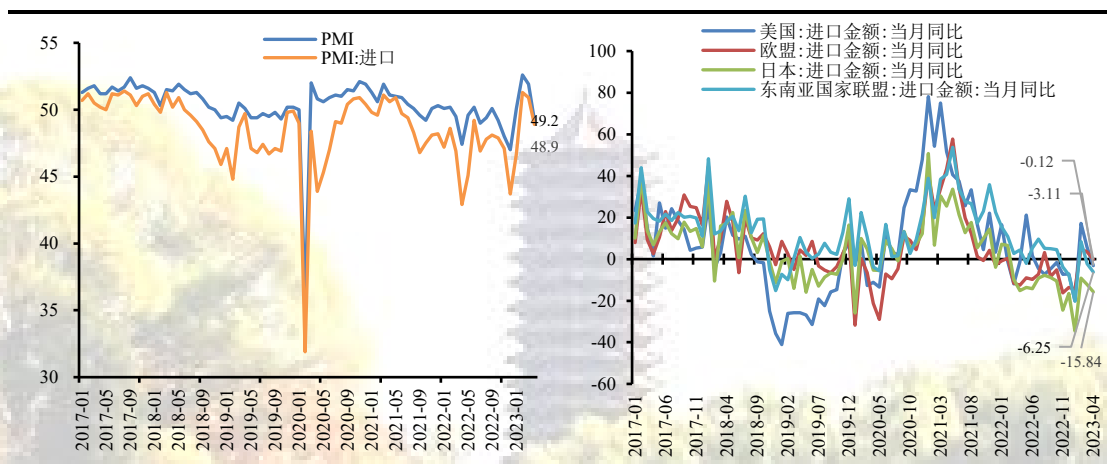


图 17 中国主要 PMI 指数 (%)

图 18 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 4 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 8.6%、4.6%、88.8%、-0.3%和-40.1%；其中天然气累计同比增速略有改善，其他大宗商品进口数量累计同比均有所下降。农产品方面，粮食进口累计同比增速为 0.5%，较上期回落 4.2 个百分点，肉类进口累计同比增速为 12.7%，较上期回落 4.5 个百分点。

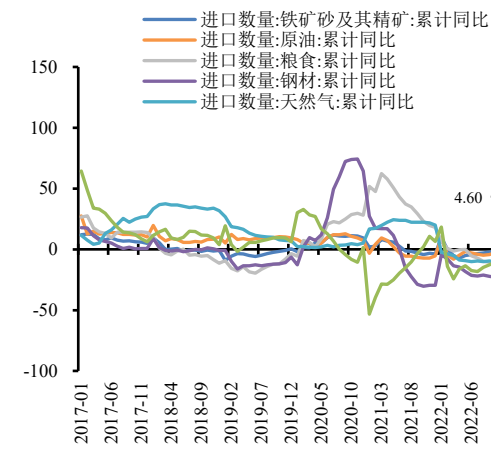


图 19 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

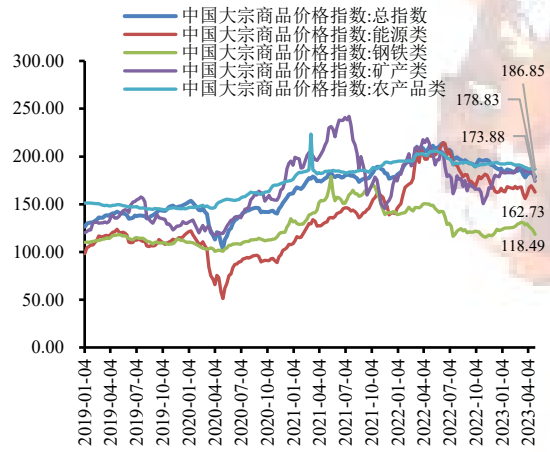


图 20 中国大宗商品价格指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

价格部分: 核心消费需求仍需稳固, 工业生产需求表现回落

2023 年 4 月, CPI 同比上涨 0.1%, 较上月下降 0.6 个百分点, 环比下跌 0.1%, 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 0.3 个百分点, 较上月回落 0.4 个百分点; 新涨价影响约为-0.2 个百分点, 较上月下降 0.2 个百分点。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: 受鲜菜大量上市、猪肉供应充足叠加高基数影响, 鲜菜、禽肉类同比回落较多, 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%, 较上月不变, 显示核心需求温和。我们预测 4 月份 CPI 同比增长 0.2%, 高于实际结果 0.1 个百分点, 误差主要来源是对非食品项有所高估。

2023 年 4 月, PPI 同比下跌 3.6%, 较上月继续下降 1.1 个百分点, 环比下跌 0.5%, 较上月下降 0.5 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-2.6 个百分点, 较上月下降 0.6 个百分点; 新涨价影响约为-1.0 个百分点, 较上月下降 0.5 个百分点。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, 而中下游工业需求偏弱带动生活资料价格同比回落。我们预测 4 月份 PPI 同比下降 3.0%, 高于实际结果 0.6 个百分点, 误差主要来源是对工业生产资料价格的估计过高, 低估了国际原油价格下行以及煤炭供给加大的影响。

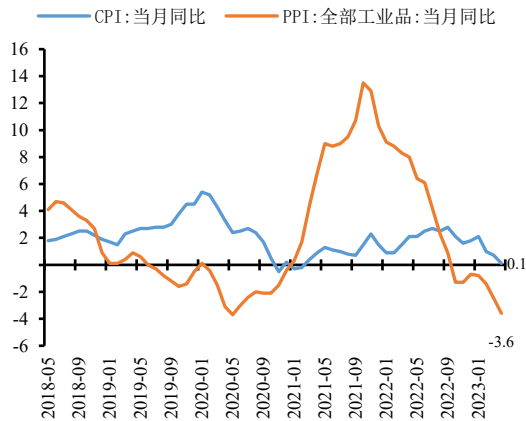


图 21 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

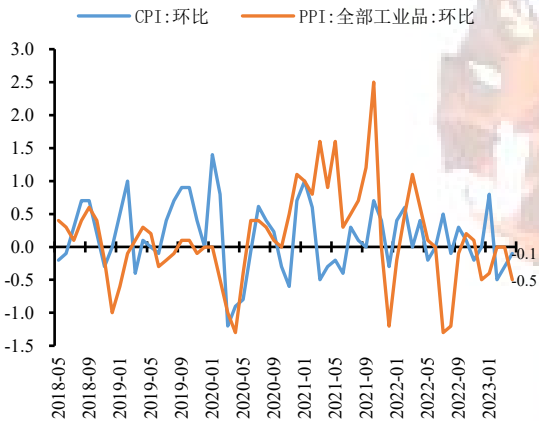


图 22 CPI、PPI 环比增速 (%)

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。4 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 0.1%、环比由上月下跌 0.3% 转为下跌 0.1%，具体而言：食品项价格环比下跌，其中鲜菜、猪肉价格环比下跌仍是本月食品价格环比下跌的主要原因；非食品价格环比微涨，其中服务价格回升是主要支撑，能源消费品价格继续下跌。

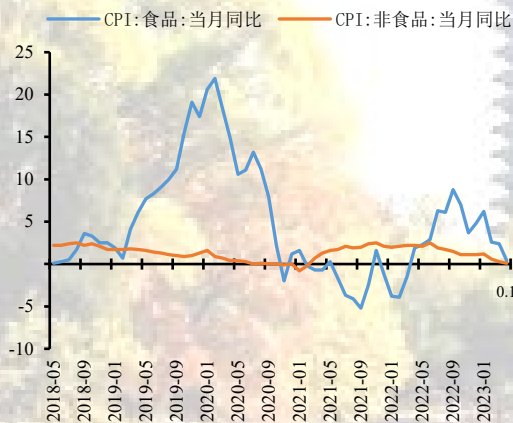


图 23 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

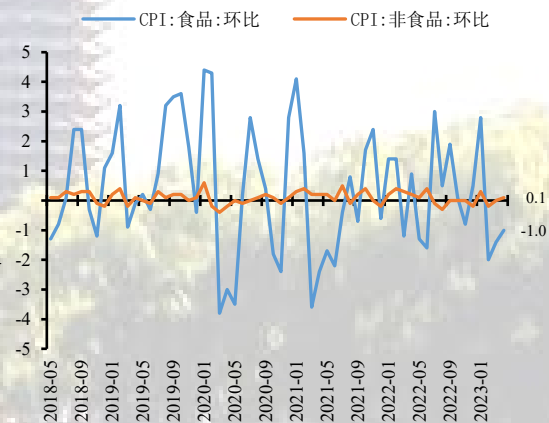


图 24 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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 0.4%，较上月回落 2.0 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点。受低基数效应影响，猪肉价格上涨 4.0%，较上月回落 5.6 个百分点；受鲜菜上市供给改善影响，鲜菜价格下跌 13.5%，较上月下降 2.4 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，其中鲜菜同比幅度最大（-13.5%），较上月同比变动普遍回落，其中蛋类同比变动最显著（-6.6%）。

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	畜肉类	水产品	蛋类	奶类	鲜果
4月同比	1.1	4.8	-13.5	2.2	-0.9	1.2	1.1	5.3
同比变动	-0.9	-1.0	-2.4	-2.4	-0.7	-6.6	0.0	-6.2

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

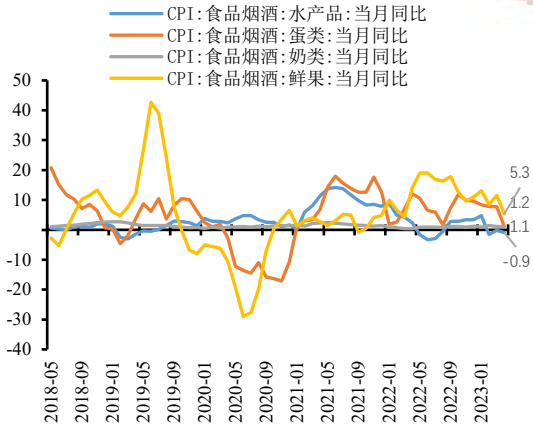
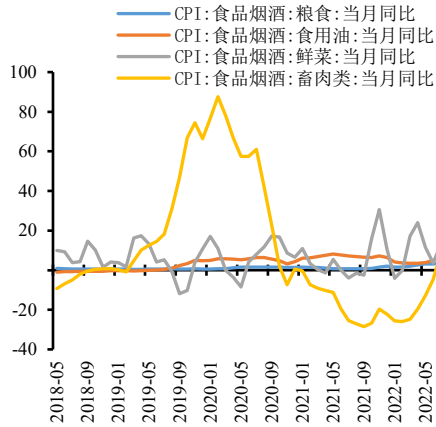


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

图 26 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, 食品价格下跌 1.0%, 较上月上升 0.4 个百分点, 影响 CPI 下降约 0.19 个百分点。受生猪供给持续增加和消费需求回落影响, 猪肉价格环比继续下降 3.8%, 较上月上升 0.4 个百分点; 受天气转暖后供应改善影响, 鲜菜环比继续下跌 6.1%, 较上月上升 1.1 个百分点。

总体而言, 食品八大类价格环比除水产品 and 奶类外普遍下跌, 其中鲜菜环比幅度最高 (-6.1%), 较上月环比分化 (4 正 4 负), 其中水产品环比变动最明显 (+1.3%)。

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	畜肉类	水产品	蛋类	奶类	鲜果
4月环比	-0.2	-0.4	-6.1	-1.9	0.5	-0.2	0.2	-0.7
环比变动	-0.1	-0.3	1.1	0.5	1.3	-0.4	0.4	-1.1

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

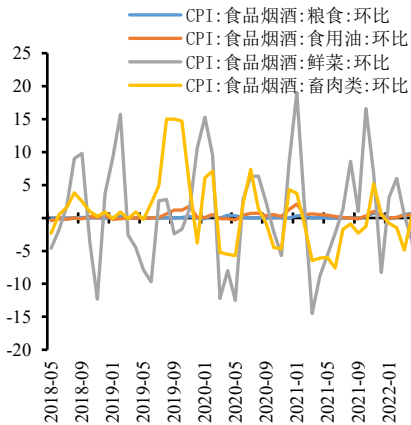


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

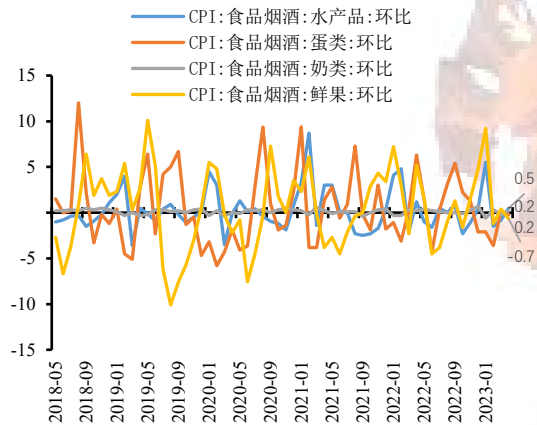


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

非食品价格环比上升, 出行需求稳步恢复

非食品项中, 从同比看, 4 月非食品价格上涨 0.1%, 较上月回落 0.2 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.07 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 1.0%, 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 (+3.5%), 较上月同比变动分化 (4 正 1 零 2 负), 其中交通通信项同比变动最明显 (-1.4%)。

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
4 月同比	0.9	-0.2	0.1	-3.3	1.9	1.0	3.5
同比变动	0.1	0.1	-0.6	-1.4	0.5	0.0	1.0

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

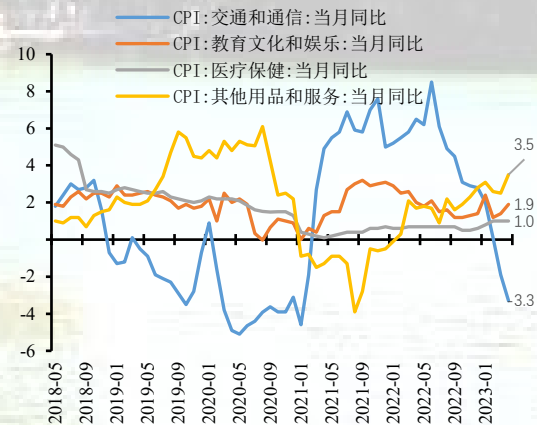
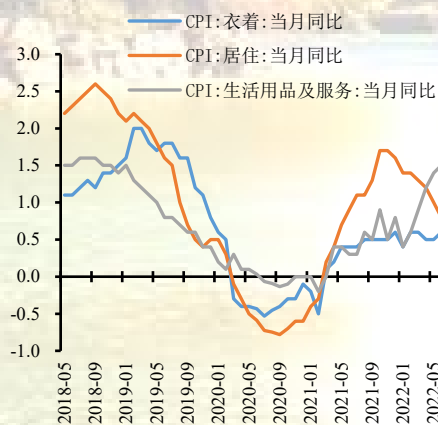




图 29 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看,非食品价格环比上涨 0.1%,较上月上升 0.1 个百分点,影响 CPI 变动约 0.04 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 0.3%,较上月上升 0.2 个百分点。

总体而言,非食品项七大类价格环比分化(3 正、2 负、2 不变),其中其他项环比幅度最高(+1.0%),较上月环比变动分化(3 正、1 负、3 不变),其中衣着及教育文化娱乐项环比变动最显著(-/+0.6%)。

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	其他用品
4 月环比	-0.1	0.0	0.0	-0.4	0.5	0.1	1.0
环比变动	-0.6	0.0	0.5	0.0	0.6	0.0	0.2

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

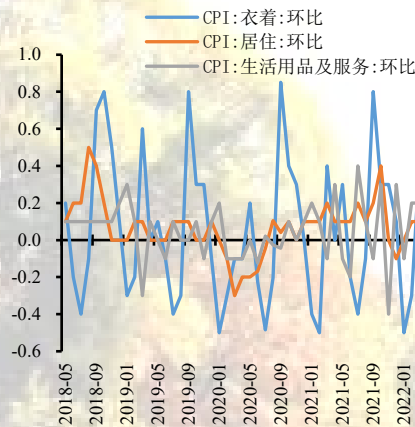


图 31 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

图 30 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

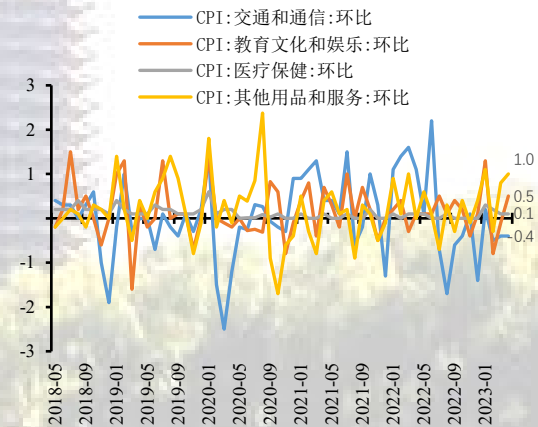


图 32 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

生产生活资料环比下降, 工业出厂价格跌幅扩大

4 月份,受国际大宗商品价格波动传导和国内外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。

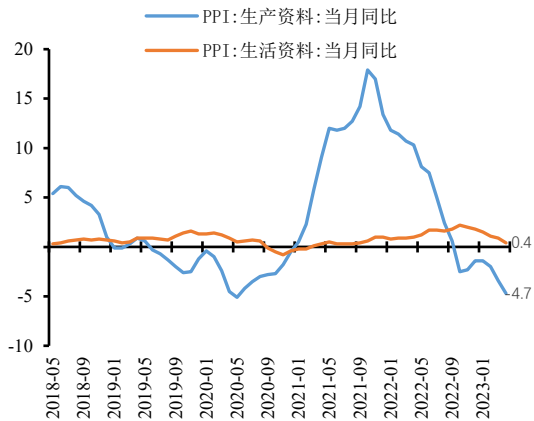


图 33 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

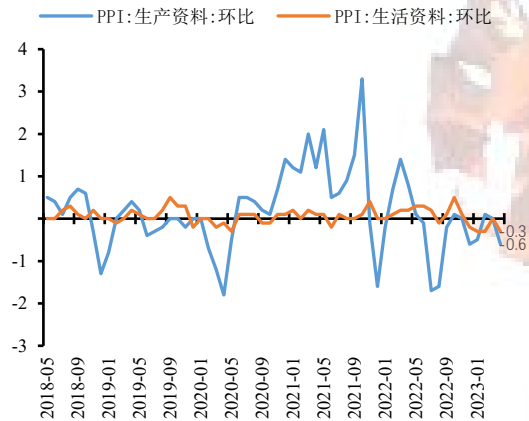


图 34 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

分大类，从同比看，4 月 PPI 下跌 3.6%，较上月下降 1.1 个百分点。受国际大宗商品回落叠加高基数影响，生产资料价格下跌 4.7%，较上月下降 1.3 个百分点，其中采掘工业同比回落最为明显；受中下游工业需求回温影响，生活资料价格上涨 0.4%，较上月回落 0.5 个百分点，其中食品、衣着工业是主要支撑。生产资料价格表现是 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
4 月同比	-8.5	-6.3	-3.6	1.0	2.0	0.4	-0.6
同比变动	-3.8	-2.1	-0.8	-1.0	0.0	-0.1	-0.4

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

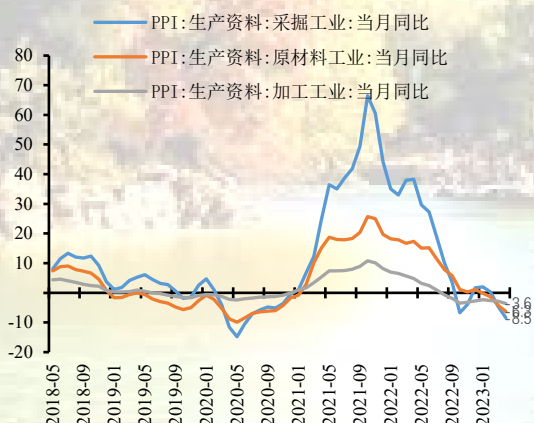


图 35 生产资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

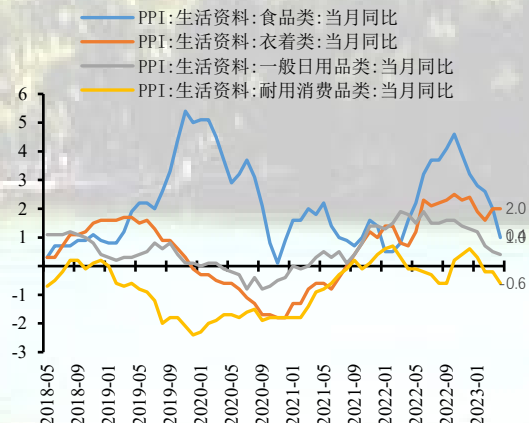


图 36 生活资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看，4 月 PPI 环比下降 0.5%，较上月下降 0.5 个百分点。受工业中下游生产需求回落和石油及相关行业价格下降影响，生产资料价格下跌 0.6%，较上月下降 0.6 个百分点，



其中采掘工业价格回落是主要原因；生活资料价格下跌 0.3%，较上月下降 0.3 个百分点，其中食品工业价格环比回落明显。上游工业价格回落是造成此次 PPI 环比回落的主要原因。

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
4 月环比	-2.0	-0.8	-0.4	-0.5	0.0	0.0	-0.3
环比变动	-1.5	-0.6	-0.5	-0.4	-0.1	-0.2	-0.2

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

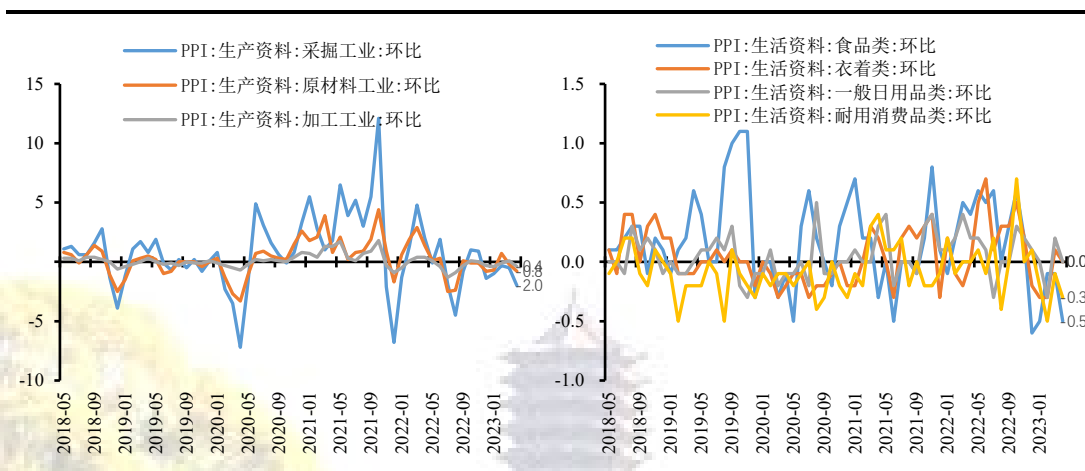


图 37 生产资料价格分项环比增速（%）

图 38 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：经济恢复边际放缓，内生动力有待加强

2023 年 4 月，新增社会融资规模 1.22 万亿元，较去年同期多增 2873 亿元，低于市场预期。今年第一季度以来，为实现资金全年效益的最大化，宏观政策在前期发力显著，导致对第二季度季初社融需求构成透支效应，同时房地产市场在 3 月出现的回暖迹象并没有持续到 4 月，所以考虑到去年同期受疫情影响出现的低基数，实际本月社融规模偏弱，低于市场预期。

2023 年 4 月，新增人民币贷款 7188 亿元，同比多增 734 亿元，符合以往的季节效应，但显著低于第一季度的信贷需求力度，同时也低于市场预期。尽管去年因疫情暴发形成低基数，但 4 月新增人民币贷款表现依旧不如市场预期，降杠杆、风险偏好下降、楼市恢复边际减弱使得居民户成为当前信贷需求的主要短板，同企事业单位形成了鲜明对比。



2023年4月末，狭义货币（M1）余额 66.98 万亿元，同比增长 5.3%，较上期提高 0.2 个百分点；广义货币（M2）余额 280.85 万亿元，同比增长 12.4%，较上期下降 0.3 个百分点，但仍持续高位运行，低于市场预期。随着去年 M2 同比增速开始抬升，以及居民调整家庭资产配置倾向，如降杠杆、低存款利率引致的理财产品需求增加等，对 M2 同比增速形成拖累。此外，存款活期化增强，但未形成趋势，资金空转现象得到缓解，资金利用率提升。

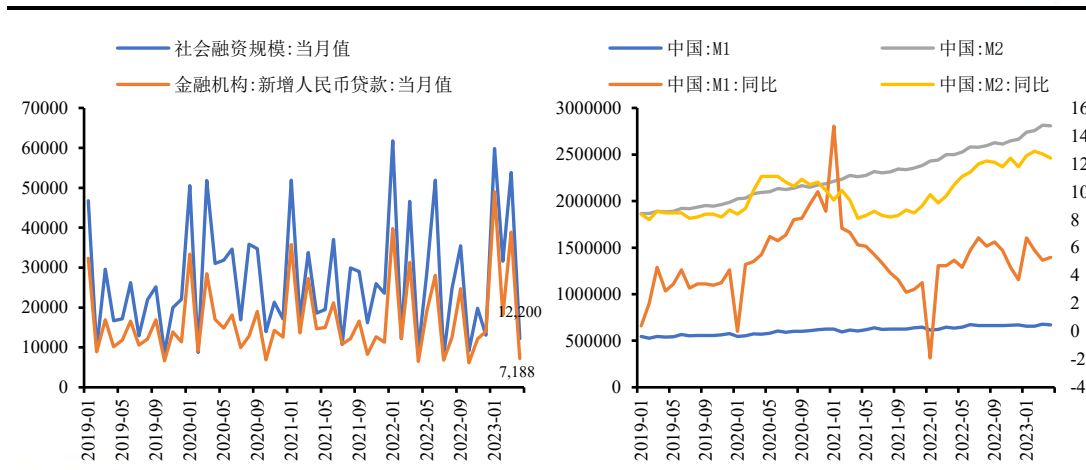


图 39 社会融资规模（亿元）

图 40 M1 和 M2（左：亿元；右：%）

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

新增社融低于预期，第一季度信贷透支为主因

2023年4月，新增社会融资规模 1.22 万亿元，较去年同期多增 2873 亿元，低于市场预期。这主要源于人民币贷款新增额度较低，同比多增仅为 815 亿元，对社会融资规模的支撑力度减弱，若考虑到去年同期的低基数，4 月实际信贷需求整体显偏弱，同时企业债券融资同比少增 809 亿元，成为本月社融的主要拖累项。但从社融多增的支撑力度来看，尽管未贴现银行承兑汇票在 4 月减少 1347 亿元，但实现了同比少减 1210 亿元，间接成为本月社融的主要支撑分项，外币贷款、信托贷款以及政府债券分别同比多增 441 亿元、734 亿元、636 亿元共同对社融构成支撑。

相比较于今年第一季度较强的社融规模，4 月开始出现信贷需求的拐点，一方面由于宏观政策的前期发力，实现资金全年效益的最大化，在第一季度实现开门红后对第二季度构成透支效应，导致 4 月整体信贷需求回落；另一方面正如我们在前几期的预判，尽管今年 3 月房地产市场出现回暖迹象，但这个回暖的持续性有待进一步观察，数据显示 4 月 30 大中城市商品房成交面积环比减少 14.95%。从政府的角度，政府债券规模平稳增长，4 月发行规模进度达到了 43.24%，高于去年同期的 38.41%，显示财政前置发力依旧显著强于去年，但环比出现回落，数据显示 4 月国债净融资-664 亿元，同比少增 2754 亿元。此外，4 月未贴现银行承兑汇票的大幅少减主要受去年低基数的影响，间接支撑了本月社融规模。

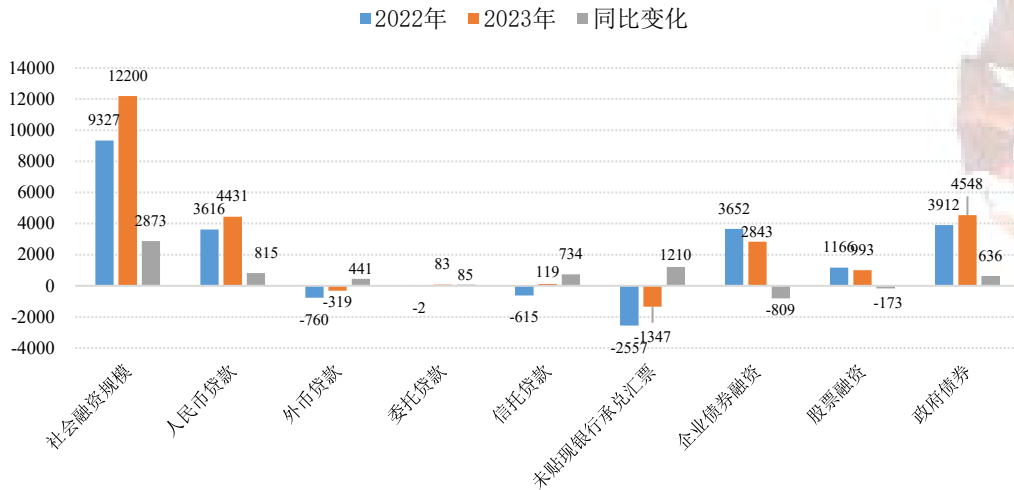


图 41 新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

信贷部门结构再次分化，居民户成信贷需求短板

2023 年 4 月，新增人民币贷款 7188 亿元，同比多增 734 亿元，符合以往的季节效应，但显著低于第一季度的信贷需求力度，同时也低于市场预期。

2022 年 4 月受疫情大规模暴发的影响信贷规模大幅走低，由此形成低基数，但是尽管在去年低基数的作用下，今年 4 月的信贷规模也仅多增 734 亿元，表明经济修复的内生动力和持续力不足。从信贷结构来看，短期贷款同比少减 1450 亿元，中长期贷款同比多增 3175 亿元，但票据融资大幅减少 3868 亿元，显示以基建投资为主的中长期贷款主要支撑着当前的信贷规模，而大幅减少的票据融资表明当前企业流动性较为充裕，并不需要通过票据融资的方式扩大金融需求。从部门结构来看，居民户人民币贷款同比减少 241 亿元，企事业单位同比多增 1055 亿元，反映出信贷总需求短板在于居民户，企事业单位在稳增长政策的作用下保持较高的信贷需求。

尽管中长期贷款作为当前信贷规模的主要支撑力，但其结构出现了分化。数据显示，4 月居民户中长期贷款-1156 亿元，同比少增 842 亿元，企事业单位中长期贷款 6669 亿元，同比多增 4017 亿元。这一方面由于居民户自今年以来始终存在着降杠杆的趋势，风险偏好明显下降，同时楼市恢复环比不如预期，共同抑制居民户中长期贷款的扩张，另一方面企业受稳增长政策推动在基建领域信贷扩张明显，4 月制造业 PMI 和建筑业 PMI 分别为 49.2%和 63.9%，显示建筑业的景气度显著高于制造业。此外，居民户和企事业单位的短期贷款在 4 月均是负增长，但同比少减，反而支撑了本月的整体信贷规模。

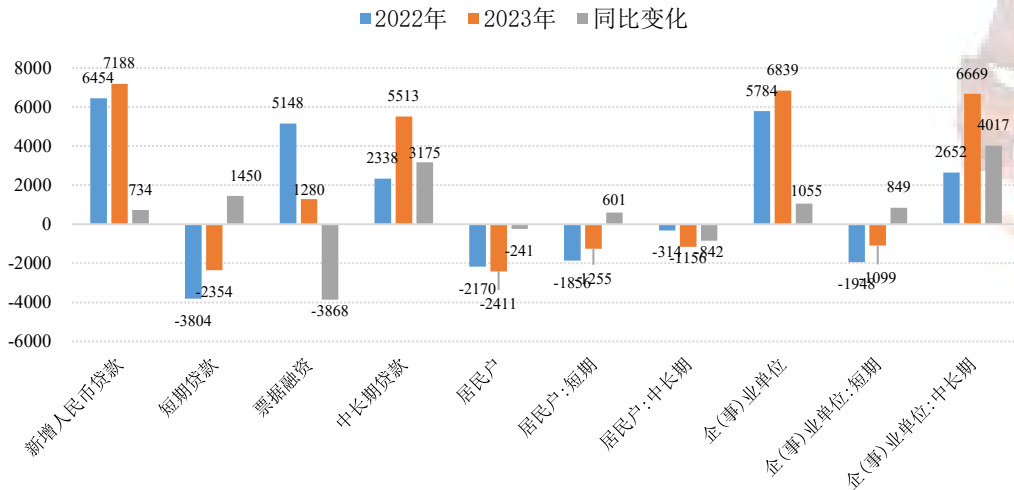


图 42 金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

存款活期化边际好转，资金空转现象得到缓解

2023 年 4 月末，狭义货币（M1）余额 66.98 万亿元，同比增长 5.3%，较上期提高 0.2 个百分点；广义货币（M2）余额 280.85 万亿元，同比增长 12.4%，较上期下降 0.3 个百分点，但仍持续高位运行，低于市场预期。

自去年持续增长的居民存款在本月出现了首次下跌，但存款的减少并没有用于投资，一方面当前固定资产投资增速环比在减少，另一方面减少的居民户中长期贷款数据显示居民存款的减少可能用于还款房贷等，同时五一假期出行的火热以及短期贷款的减少表明居民存款的减少一部分也用于旅游消费。不仅如此，由于 4 月多家银行下调存款利率，购买理财产品成为了居民调整家庭资产配置的主要方式，同时理财产品一般在季末到期，4 月作为季初就会有大量的居民购买新的理财产品，形成存款向理财的流动，支撑 M1，但会对 M2 形成拖累。此外，去年自 4 月开始 M2 同比增速开始逐渐抬高，一定程度抑制本月的 M2 同比增速。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，4 月末两者的同比增速差为 7.1%，增速剪刀差较上期下降 0.5 个百分点。两者剪刀差缩小，预示着 4 月存款活期化增强，一方面居民存款转向理财产品的购买以及用于假期消费，从 4 月居民存款同比减少可知，另一方面财政存款大幅多增，拉低 M2。但是，从今年以来的趋势来看，两者剪刀差仍处于波动变化状态，并未形成趋势，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，4 月末两者的同比增速差为-2.4%，较上期继续减少 0.3 个百分点，增速差再次降低。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，增速差持续减小，表明资金空转现象有持续缓解的趋势，预计未来仍将进一步缓解。

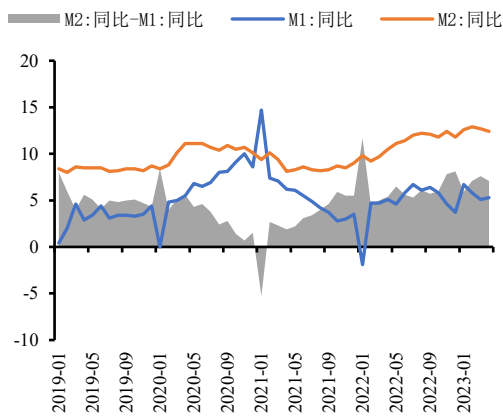


图 43 M1、M2 和 M2-M1 同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

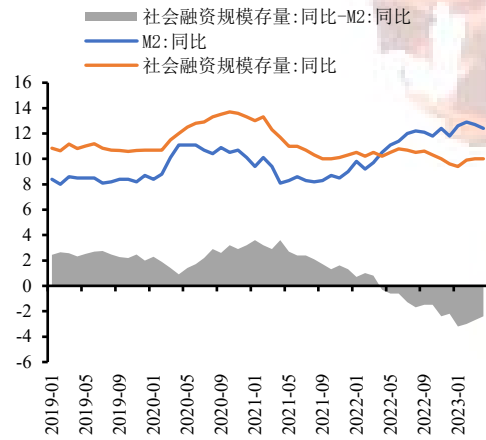


图 44 社融、M2 和社融-M2 同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

展望未来：经济内生性恢复不及预期，稳增长政策仍需继续支持

工业产出方面：货币政策方面，4 月 28 日政治局会议重申稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。货币政策总量仍保持有限宽松，同时信用趋于走宽，对降低银行资金成本产生积极作用，将有力支持工业生产恢复；财政政策方面，政治局会议积极定调，将继续稳增长，继续强调恢复和扩大需求才是关键，在此背景下财政支持力度稳步加大，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，国内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：预计 2023 年消费额增速或有显著上涨，全年消费额增速高位运行。理由有三：其一，2022 年低基数效应；其二，疫情防控全面放开后，接触性消费需求增加，促进消费额增速上涨；其三，“稳增长，扩内需”，伴随着各地促消费政策的陆续出台，对消费额增速上涨起到拉升作用。

投资方面：预计全年固定资产投资增速将平稳运行，不会出现大幅上涨或下跌的状况。一方面，2022 年房地产投资增速过低，对今年形成了低基数效应，对整体投资增速形成拉升因素；另一方面，由于内生动力不足，有效需求短期内难以显著上涨，对企业扩大再生产形成了抑制作用。

出口方面：预计短期出口增速仍有望保持正增长，长期来看出口仍有压力。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，但是国内多



部门协同发力，稳外贸政策接连出台，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：预计未来进口增速或将企稳回升。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：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降后升；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 同比增速大概率呈现先高后低再高的走势，预计 2023 年全年 CPI 同比增速约为 1.5%。

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，但随着欧美升息及需求收缩，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，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，信贷结构仍需进一步调整。2023 年第一季度稳增长政策发力明显，信贷投放力度较大，对后续的信贷规模形成挤出效应，未来信贷规模的扩张仍需进一步的政策支撑。信贷结构分化预计仍会持续，居民户信贷将是未来政策调整的重点方向。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



北京大学国民经济研究中心

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，但后续随着去年基数的逐渐抬升而出现缓慢回落的趋势。





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。