



# 国内复苏斜率放缓，宏观政策仍需发力

——杨盈竹

点评报告

A0012-20230615

2023年5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>			
工业增加值 累计同比(%)	3.5	2.8	4.1
社会消费品零售 额累计同比(%)	12.7	16.5	13.6
固定资产投资 累计同比(%)	4.0	4.4	4.5
出口同比(%)	-7.5	3.5	0.1
进口同比(%)	-4.5	-5.0	-7.5
贸易差额 (亿美元)	658.1	970	928.2
<b>通货膨胀</b>			
CPI 同比(%)	0.2	0.4	0.3
PPI 同比(%)	-4.6	-4.3	-4.3
<b>货币信贷</b>			
新增人民币贷款 (亿元)	13600	14500	14498.8
M2 同比(%)	11.6	12.1	12.1

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

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

- 工业经济表现边际向好，工业需求仍需政策提振
- 基数效应拉低消费增速，内生动力不足是根本原因
- 三产下滑拉低整体投资增速，预期不稳民间投资增速继续下滑
- 出口增速大幅回落，进口增速延续负增长
- 核心消费需求表现不足，工业出厂价格持续下行
- 社融增量边际放缓，政策支撑有待加强
- 展望未来：稳经济政策仍需发力，助力经济运行稳中向好

## 内容提要

2023年5月份，稳经济政策效果逐渐显现，经济运行延续复苏态势，但经济复苏斜率放缓，国内有效需求不足，生产、投资和消费复苏内生动力不强。国内工业经济边际转好但不及预期，消费和投资增速均有所下滑，出口大幅回落削弱对经济的支撑作用，金融数据表现不佳，有效融资需求转弱。同时，中国面临的内部和外部环境仍旧复杂多变，经济恢复基础仍不牢靠，外部需求持续趋弱，均对未来经济复苏造成挑战。总体来看，供给端和需求端压力依然存在，未来稳经济政策仍需发力，全面助力恢复和扩大需求，保障经济持续回升向好。

### 供给端

2023年5月，国内工业经济边际转好，尽管实际工业生产表现不及市场预期，低基数效应消退使得工业同比较上期有所回落，而累计同比较上期不变。在工业企业利润持续走弱及工业产能利用率下滑的背景下，工业需求表现仍低迷，工业企业去库周期尚未结束，但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5月，社会消费品零售总额同比增长12.7%，较4月份下滑5.7个百分点，主要受2022年4月低基数效应影响，导致2023年4月消费额增速大幅上涨，引致本月消费额增速下滑。一方面，内生动力不足，促消费政策效应呈边际递减，稳就业、稳薪资是根本。无基数效应但能反映出居民消费升级或降级的餐饮消费、服装鞋帽针纺织品消费额增速均较4月份出现了大幅下滑，分别下降8.7、14.8个百分点；另一方面，近期随着复阳增多5月中西药品类消费额同比增长7.1%，较4月上漲3.4个百分点。



**投资方面：**2023年1-5月，固定资产投资同比增长4.0%，较1-4月份下滑0.7个百分点，预期不稳民间投资继续下滑和三产增速下滑是拉低整体投资的主要因素。1-5月份，三产投资同比增长2.0%，较1-4月份下滑1.1个百分点，其中房地产、基建投资增速分别下滑1.0、1.1个百分点。1-5月份，民间投资同比下滑0.1%，投资增速由正转负，1-4月份民间投资同比增长0.4%；另外，受大场裁员影响本月计算机、通信和其他电子设备制造业投资出现下滑，1-5月份，计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比增长10.5%，较1-4月份下滑3.7个百分点。

**进出口方面：**出口方面，2023年5月，按美元计价，中国出口2835.0亿美元，同比下降7.5%，较4月下降16个百分点；前期订单积压效应基本消失，欧美经济增长趋缓，海外需求总额未改善，中美摩擦不断对出口形成压制，叠加去年同期高基数效应的影响，5月出口增速大幅回落，低于市场预期。进口方面，5月进口2176.9亿美元，同比下降3.4%，较4月回升3.4个百分点，高于市场预期；稳经济政策持续发力，保障经济运行良好，5月部分贸易协议生效，对进口增速回升形成支撑，但整体来看经济复苏动能趋弱，进口增速延续负增长。

### 价格

**CPI：**2023年5月，CPI同比上涨0.2%，较上月上升0.1个百分点，环比下跌0.2%，较上月下降0.1个百分点。服务价格环比回落是此次CPI环比回落的主要原因，具体表现为：受需求季节性回落叠加市场供应充足影响，食品价格环比下跌较多，基本解释了CPI环比下跌的幅度。而受节后出行需求回落影响，非食品服务价格环比回落较多。此外，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，较上月下降0.1个百分点，显示居民一般消费需求表现较低迷。

**PPI：**2023年5月，PPI同比下跌4.6%，较上月继续下降1.0个百分点，环比下跌0.9%，较上月下降0.4个百分点。高基数效应及生产资料价格持续下跌是造成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

**社会融资：**2023年5月，新增社会融资规模1.56万亿元，较去年同期少增1.31万亿元，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，同时受去年疫情剧烈扰动的高基数作用以及财政前置发力趋缓的影响，5月社会融



资规模偏弱，低于市场预期。

**人民币贷款：**2023年5月，新增人民币贷款1.22万亿元，同比少增6173亿元，也低于市场预期。受去年同期疫情剧烈扰动影响，稳增长政策大幅支撑信贷规模，形成较高基数，导致本月信贷规模同比偏弱。此外，居民户信贷规模并未受高基数影响，依旧显示需求不足，仍需进一步关注。

**M2：**2023年5月末，狭义货币（M1）余额67.53万亿元，同比增长4.7%，较上期下降0.6个百分点；广义货币（M2）余额282.05万亿元，同比增长11.6%，较上期下降0.8个百分点，但仍持续高位运行，低于市场预期。由于去年同期受疫情剧烈扰动影响，信贷投资力度显著较强，导致本月信贷投放趋弱，同时预防性储蓄规模的不断扩张以及财政支出力度弱于去年同期，难以支撑本月M2同比增速。但值得关注的是，存款活期化继续增强，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：工业经济表现边际向好，工业需求仍需政策提振

2023年5月，国内工业经济表现边际向好，但仍不及市场预期，规模以上工业增加值同比实际增长3.5%（扣除价格因素的实际增长率），较上期下降2.1个百分点（三年复合增长率4.3%，较上期回升0.3%），其中高技术制造业同比增长1.7%，装备制造业同比增长8.0%。规模以上工业增加值环比上升0.63%，较上期上升0.97个百分点。2023年，1-5月规模以上工业增加值累计同比增长3.6%，较上期不变，工业生产总体稳定增长。从三大门类看，5月份，采矿业增加值同比下降1.2%，制造业同比增长4.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长4.8%，工业上游增加值同比下跌较多。5月，国内工业经济边际转好，尽管实际工业生产表现不及市场预期，低基数效应消退使得工业同比较上期有所回落，而累计同比较上期不变。在工业企业利润持续走弱及工业产能利用率下滑的背景下，工业需求表现仍低迷，工业企业去库周期尚未结束，但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。

分行业看，5月份，41个大类行业中有21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-1.6%，石油和天然气开采业同比增长3.7%，农副食品加工业同比增长-1.3%，食品制造业同比增长0.1%，酒、饮料和精制茶制造业同比持平，纺织业同比增长-1.8%，化学原料和化学制品制造业同比增长3.9%，非金属矿物制品业同比增长-2.6%，黑色金属冶炼和压延加工业同比增长3.1%，有色金属冶炼和压延加工业同比增长7.1%，通用设备制造业同比增长6.1%，专用设备制造业同比增长3.9%，汽车制造业同比增长23.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长7.6%，电气机械和器材制造业同比增长15.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比持平，电力、热力生产和供应业同比增长5.2%。

分产品看，5月份，620种产品中有339种产品产量同比增长，工业产品产量增长数量较上月有所下降，其中钢材、水泥同比回落较多（高基数效应影响）。其中，钢材11,847.0万吨，同比增长-1.3%；水泥19,638.0万吨，同比增长-0.4%；十种有色金属615.0万吨，同比增长5.1%；乙烯262.0万吨，同比增长7.1%；汽车230.7万辆，同比增长17.3%，其中，新能源汽车67.5万辆，同比增长43.6%；发电量6,886.0亿千瓦时，同比增长5.6%；原油加工量6,200.0万吨，同比增长15.4%。

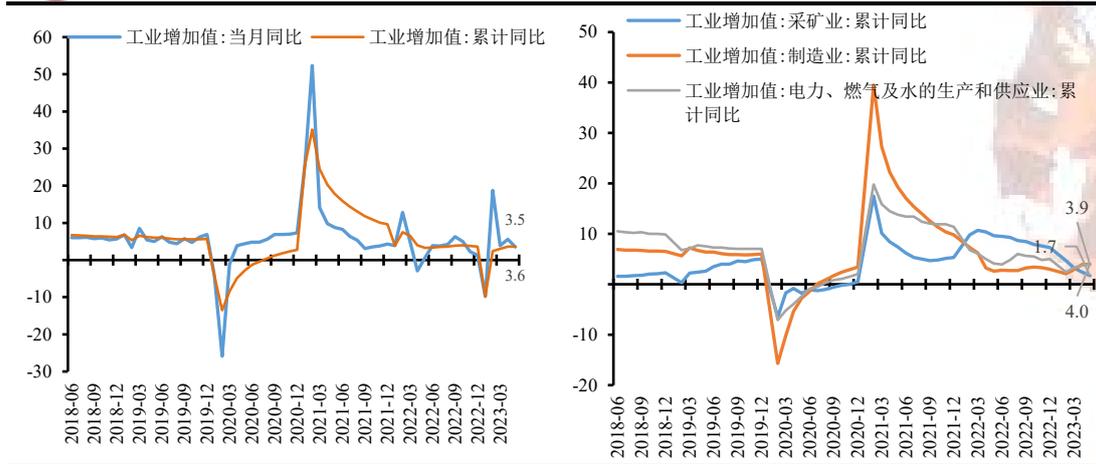


图1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

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

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 消费部分: 基数效应拉低消费增速, 内生动力不足是根本原因

2023年5月, 社会消费品零售总额同比增长12.7%, 较4月份下滑5.7个百分点。其中, 餐饮收入同比增长35.1%, 较4月份下滑8.7个百分点; 商品零售同比增长10.5%, 较4月份下滑5.4个百分点。导致全部消费额增速下滑的主要因素是基数效应。2022年4月份, 社会消费品零售总额同比下降11.1%, 是2022年全年最低值, 对2023年4月消费形成显著的低基数效应, 使得2023年4月消费额增速超额大幅上涨, 引致本月消费额增速下滑。

从具体行业消费数据来看, 反映出两方面特点: 一方面, 当前内生动力不足, 居民有效消费需求收缩, 各地纷纷出台促消费政策, 但本月数据表明短期刺激治标不治本, 政策带动效应边际递减。长期来看, “稳就业、稳收入”是促消费的根本。5月份, 餐饮收入、服装鞋帽针纺织品类消费额分别同比增长35.1%、17.6%, 较4月份下滑8.7、17.6个百分点, 而这两类消费并不存在明显的基数效应, 但这两类消费增速的变化却能反映出居民对改善型消费需求的变化。当居民就业、收入预期不稳定时, 整体消费需求扩张不足, 改善型消费增长难以持续。与之相契合, 2023年以来CPI同比增速持续低位徘徊, 也进一步反映出居民消费需求的不足。另一方面, 随着近期新冠感冒反复, 二阳病例的增多, 药品类消费出现上涨。5月份, 中西药品类消费额同比增长7.1%, 较4月上漲3.4个百分点。

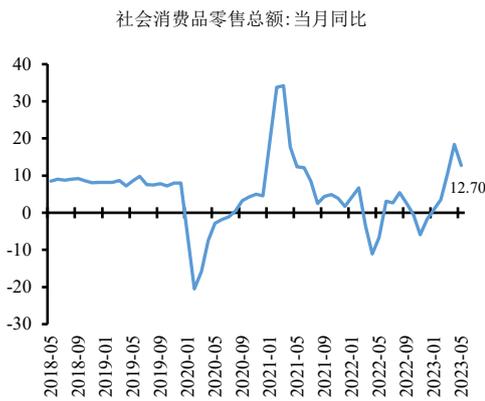


图3 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

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

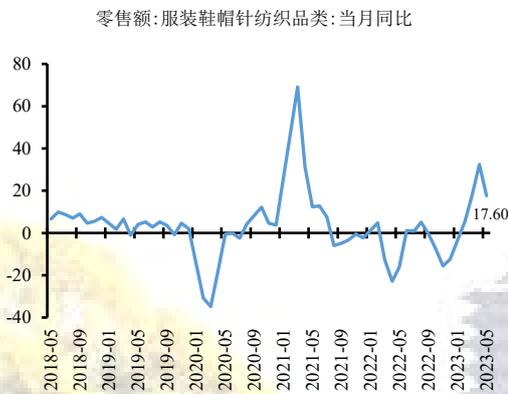


图5 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

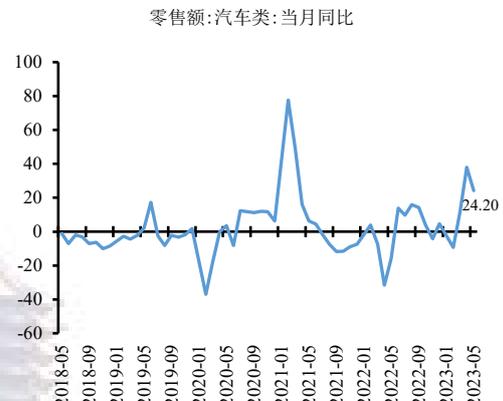


图6 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

**投资部分: 三产下滑拉低整体投资增速, 预期不稳民间投资增速继续下滑**

2023年1-5月, 全国固定资产投资同比增长4.0%, 较1-4月份下滑0.7个百分点。导致1-5月投资增速下滑的主要原因是受第三产业投资增速下滑的拖拽。1-5月份, 第一产业投资同比增长0.1%, 较1-4月份下滑0.2个百分点; 第二产业投资同比增长8.8%, 较1-4月份上涨0.4个百分点; 第三产业投资同比增长2.0%, 较1-4月份下滑1.1个百分点。一产投资在全部投资中占比非常小, 其对全部投资增速波动的影响可以忽略不计。因此, 导致1-5月全部投资增速下滑的主要因素就是三产投资增速的下滑。其中, 房地产、基建投资增速分别较1-4月下月下滑1.0、1.1个百分点, 是拉低全部投资增速的具体主要因素。

受预期不稳、企业惜金观望影响, 本月民间投资增速继续下滑。1-5月份, 民间投资同比下滑0.1%, 投资增速由正转负, 1-4月份民间投资同比增长0.4%。另外, 受大厂裁员影响, 本月计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速也出现了明显下滑。1-5月份, 计算



机、通信和其他电子设备制造业投资同比增长 10.5%，较 1-4 月份下滑 3.7 个百分点。

调结构方面，高技术产业投资继续保持高位增长。1-5 月份，高技术产业投资同比增长 12.8%，较全部投资增速高 8.8 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 12.8%、13.0%；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 47.4%、40.6%。

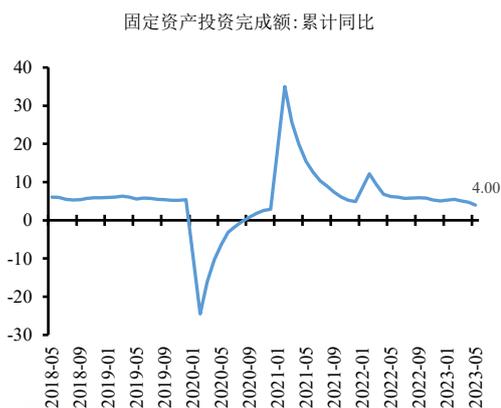


图 7 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

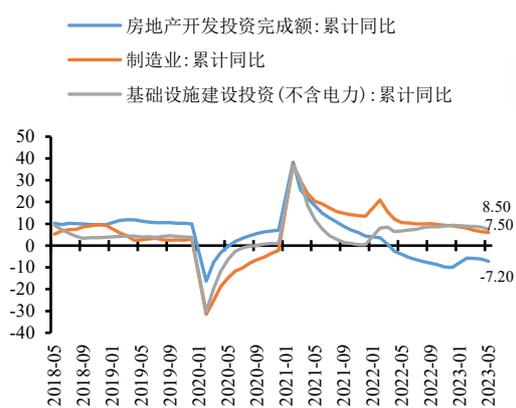


图 8 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

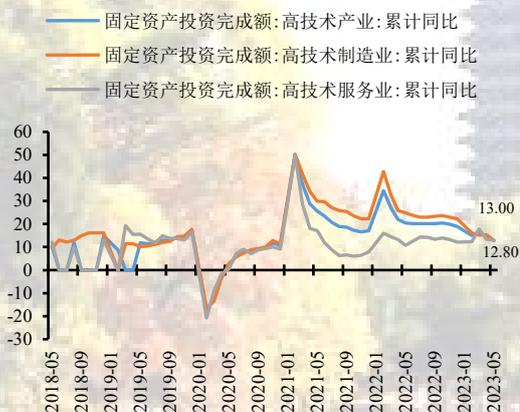


图 9 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

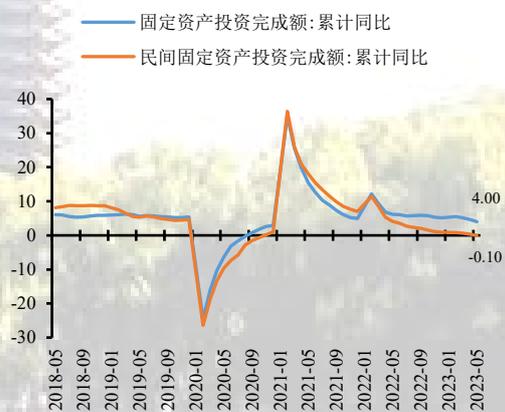


图 10 民间投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 进出口部分: 出口增速大幅回落, 进口增速延续负增长

2023 年 5 月, 按美元计价, 中国进出口总值 5011.9 亿美元, 同比下降 6.2%。其中, 出口 2835.0 亿美元, 同比下降 7.5%; 进口 2176.9 亿美元, 同比下降 3.4%; 贸易顺差 658.1 亿美元。总体来看, 5 月份出口增速大幅回落, 进口增速延续负增长。

出口方面, 前期订单积压效应基本消失, 欧美经济增长趋缓, 海外需求总额未改善, 中



美摩擦不断对出口形成压制，叠加去年同期高基数效应的影响，5月出口增速大幅回落，较4月下降16个百分点，低于市场预期。进口方面，稳经济政策持续发力，保障经济运行良好，5月部分贸易协议生效，对进口增速形成支撑，较4月回升3.4个百分点，高于市场预期，但整体来看经济复苏动能趋弱，进口增速延续负增长。

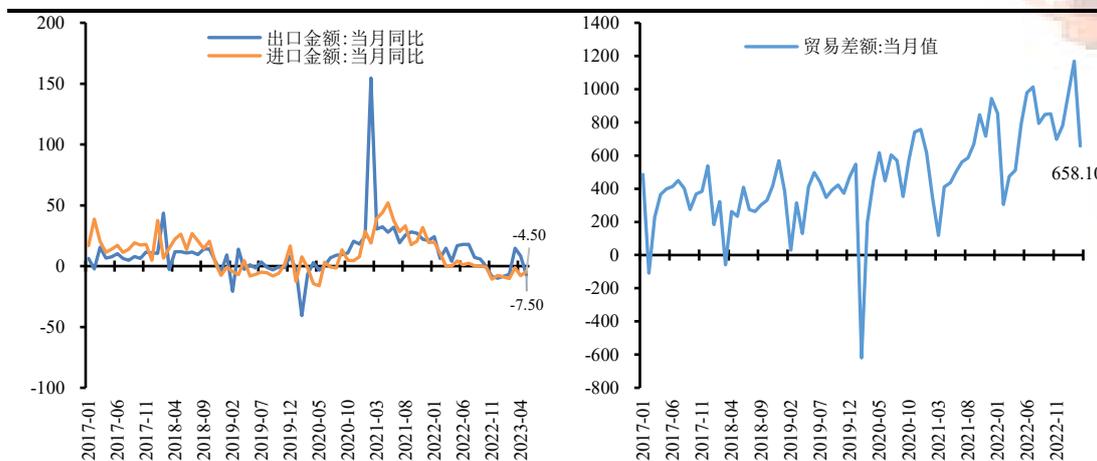


图 11 进出口额增速：当月同比（%）

图 12 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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 全球需求总额放缓，出口增速大幅回落

2023年5月，中国出口总额2835.0亿美元，同比下降7.5%，较4月回落16个百分点，低于市场预期。这主要是因为订单积压效应对出口的带动作用基本消失，而海外需求仍处于收缩阶段，对中国出口形成较大挑战，同时叠加去年高基数效应的影响，导致出口增速大幅回落。从我们的预测结果来看，出口增速低于我们的预期，这主要是由于高估出口的韧性。

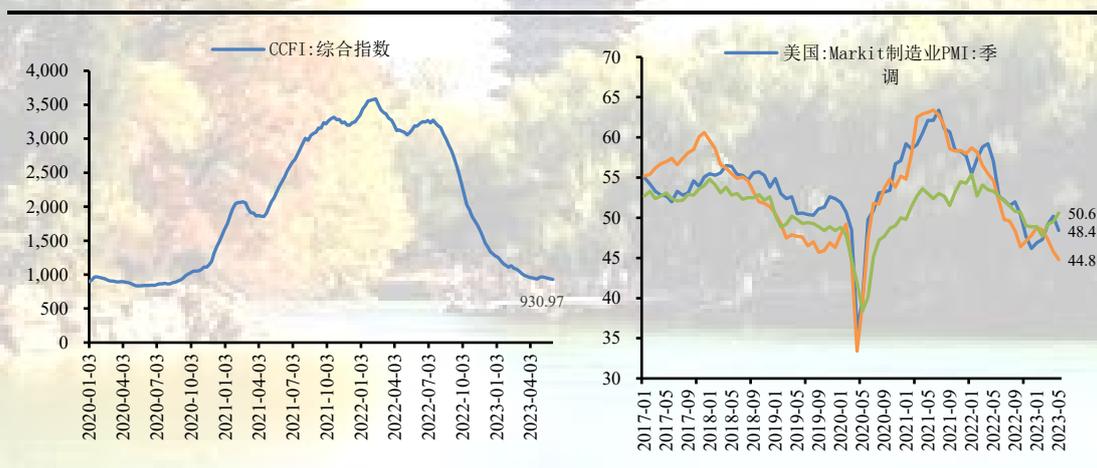


图 13 中国出口集装箱综合运价指数

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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从5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-7.03%、-18.24%、-15.92%和-13.31%，中国对欧盟、美国、东盟和日本出口增速均呈现出大幅回落趋势，其中对日本和东盟出口增速回落幅度最大。值得注意的是，5月份中国对俄罗



斯出口虽然有所回落，但总体上保持高位增长，达 114.32%，仍是支撑 5 月份出口的重要动力。

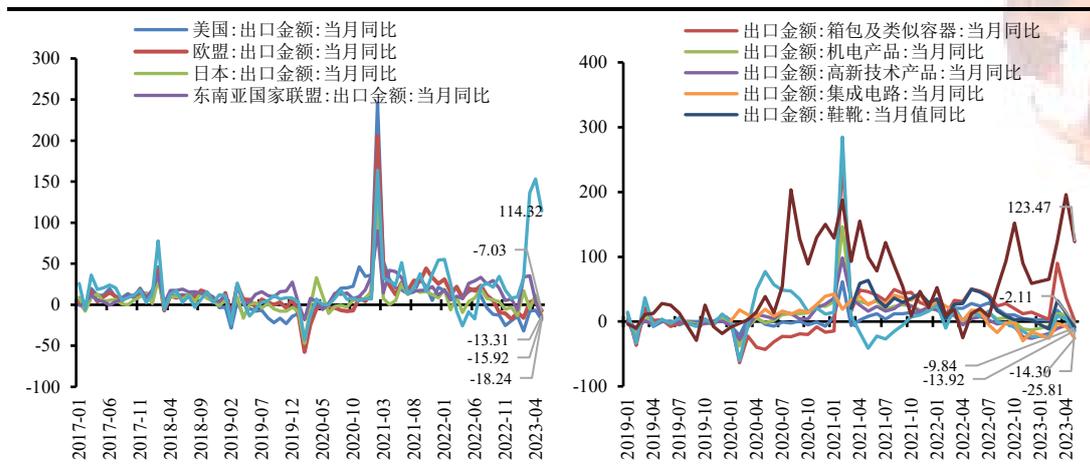


图 15 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

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

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 5 月的出口商品来看,中国出口机电产品 1642.02 亿美元,占中国出口总额的 57.93%,仍在中国出口中占主导地位,同比下降 2.11%,对出口增速形成拉动。其中,出口集成电路 98.34 亿美元,同比下降 25.81%;高新技术产品出口为 655.32 亿美元,同比下降 13.92%;汽车出口 90.40 亿美元,同比增长 123.47%,汽车行业出口仍保持较高增长。劳动密集型产品出口增速下降幅度较大,表明前期积压订单释放效应已基本完全消失,箱包及类似容器同比增长 1.18%,鞋靴同比增长-9.84%。

### 经济复苏动能趋弱, 进口增速延续负增长

2023 年 5 月,中国进口总额进口 2176.9 亿美元,同比下降 4.5%,较 4 月回升 3.4 个百分点,高于市场预期。这主要是稳经济政策持续发力,部分贸易协议生效,助力进口增速回稳,但国内生产复苏斜率放缓仍对进口增速形成压制,5 月高炉开工率、全钢胎和半钢胎开工率小幅回落,5 月 PMI 为 48.8,较上期下降 0.4 个百分点,PMI 进口指标为 48.6,较上期下降 0.3 个百分点。此外,从我们的预测结果来看,进口增速略低于我们的预期,可能原因在于低估出口回落幅度及其对进口的压低作用。

从 5 月的进口国别来看,中国从美国、欧盟、日本和东盟进口的同比增速分别为-9.88%、-0.94%、-13.72%和-4.25%。数据显示,中国从美国和欧盟的同比增速均延续回落,从日本和东盟的进口增速有所回升,其中对欧盟进口增速高于对其他国家进口增速。

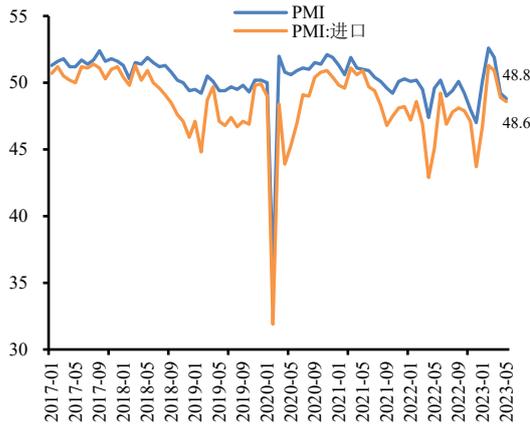


图 17 中国主要 PMI 指数 (%)

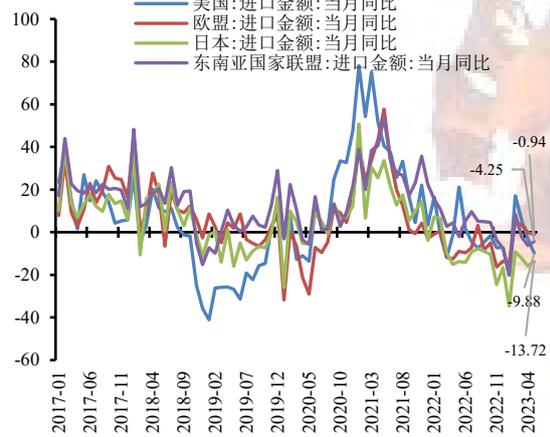


图 18 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

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 5 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 7.70%、6.20%、89.60%、3.30%和-37.1%；其中除铁矿砂及其精矿外，其他大宗商品进口数量累计同比均有所改善。农产品方面，粮食进口累计同比增速为 2.50%，较上期回升 2 个百分点，肉类进口累计同比增速为 10.2%，较上期回落 2.5 个百分点。

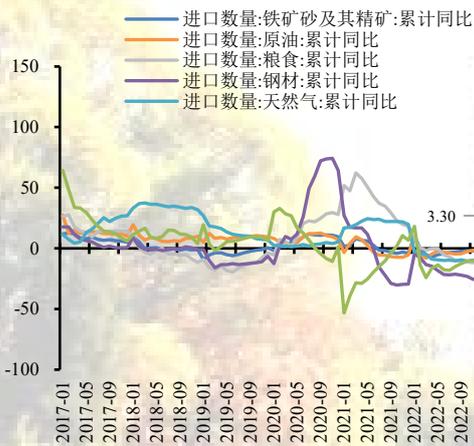


图 19 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

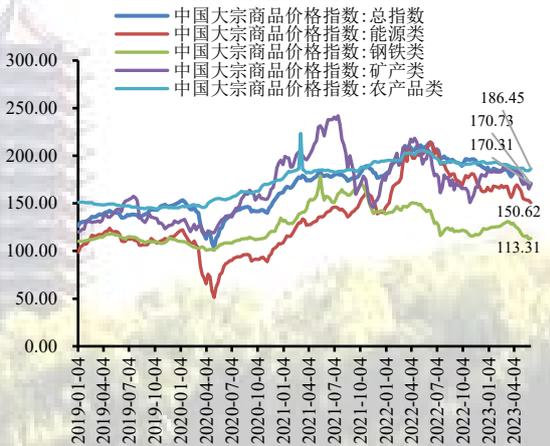


图 20 中国大宗商品价格指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 价格部分：核心消费需求表现不足，工业出厂价格持续下行

2023 年 5 月，CPI 同比上涨 0.2%，较上月上升 0.1 个百分点，环比下跌 0.2%，较上月下降 0.1 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为 0.5 个百分点，较上月上升 0.2 个百分点；新涨价影响约为-0.3 个百分点，较上月下降 0.1 个百分点。服务价格环比回落是此次 CPI 环比回落的主要原因，具体表现为：受需求季节性回落叠加市场供应充足影响，食品价格环比下跌较多，基本解释了 CPI 环比下跌的幅度。而受节后出行需求回落影响，非食品服务价格环比回落较多。此外，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，较上月下降



0.1 个百分点，显示居民一般消费需求表现较低迷。我们预测 5 月份 CPI 同比增长 0.4%，高于实际结果 0.2 个百分点，食品价格基本符合预期，误差主要来源是对非食品服务价格高估。

2023 年 5 月，PPI 同比下跌 4.6%，较上月继续下降 1.0 个百分点，环比下跌 0.9%，较上月下降 0.4 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-2.8 个百分点，较上月下降 0.2 个百分点；新涨价影响约为-1.8 个百分点，较上月下降 0.8 个百分点。高基数效应及生产资料价格持续下跌是造成 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 5 月份 PPI 同比下降 4.3%，高于实际结果 0.3 个百分点，误差主要来源是对工业生产资料价格的高估，低估了国际原油价格下行以及国内外工业需求下行的影响。

总体而言，居民消费端中，食品市场供应充足叠加核心 CPI 所反映的居民一般消费需求不足造成 CPI 表现持续低迷。工业生产端中，外部成本推动回落叠加工业生产需求相对不足造成 PPI 持续下行。

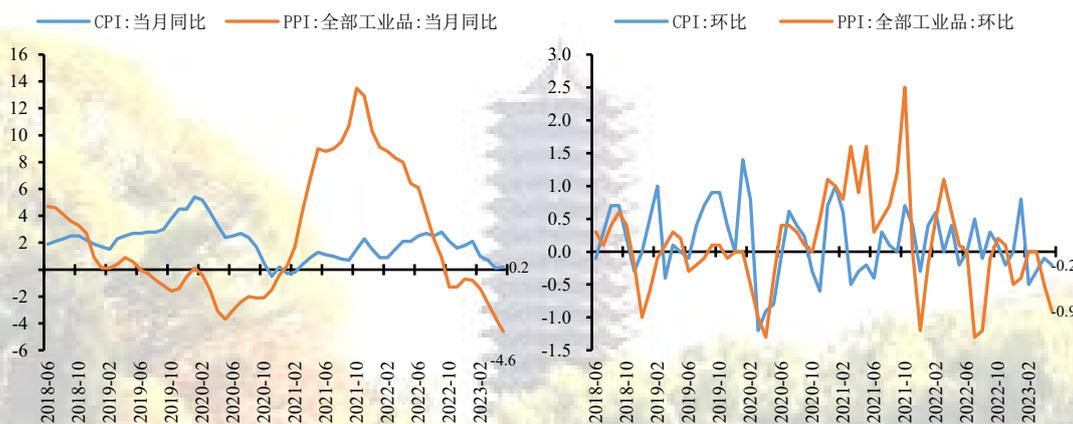


图 21 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

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

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。5 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 0.2%、环比由上月下跌 0.1% 转为下跌 0.2%，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；非食品价格环比转跌，其中服务价格回落是主要原因，能源消费品价格继续下跌。**

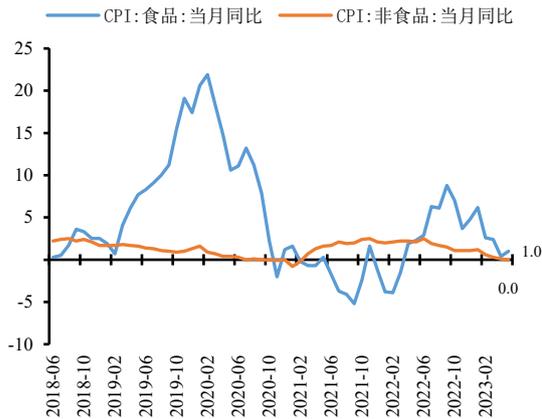


图 23 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

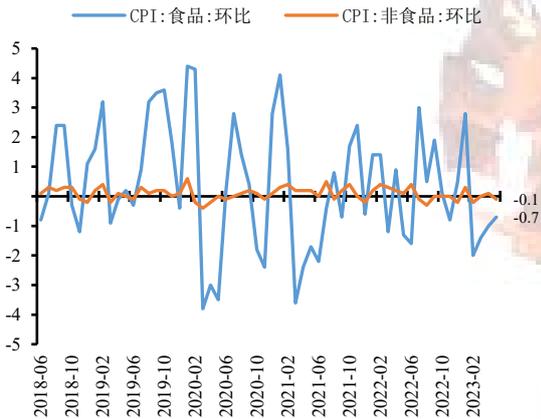


图 24 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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 1.0%,较上月上升 0.6 个百分点,影响 CPI 上涨约 0.19 个百分点。受猪肉市场供应充足叠加高基数效应影响,猪肉价格下跌 3.2%,较上月回落 7.2 个百分点;受鲜菜上市供给改善叠加低基数效应影响,鲜菜价格下跌 1.7%,较上月上升 11.8 个百分点。

总体而言,食品项八大类价格同比分化(4 涨、3 跌、1 持平),其中食用油同比幅度最大(+3.6%),较上月同比变动分化(2 正、6 负),其中鲜菜同比变动最显著(+11.8%)。

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
5 月同比	0.5	3.6	-1.7	-1.0	0.0	-1.5	0.6	3.4
同比变动	-0.6	-1.2	11.8	-3.2	0.9	-2.7	-0.5	-1.9

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

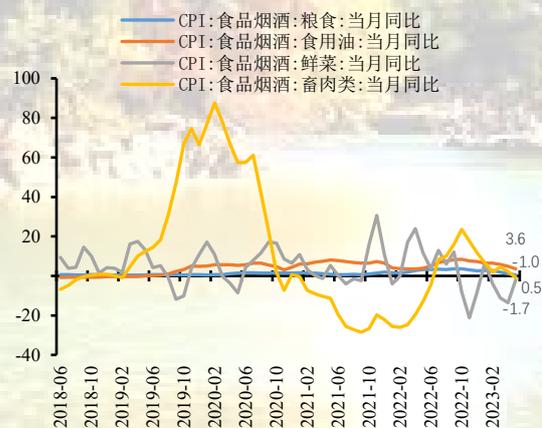


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

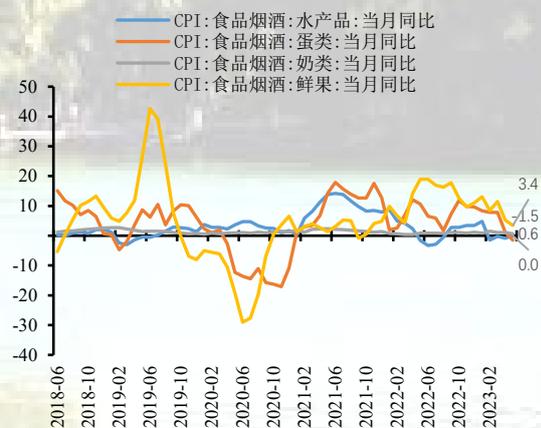


图 26 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看,食品价格下跌 0.7%,较上月上升 0.3 个百分点,影响 CPI 下降约 0.12 个百



分点。受生猪供给充足和消费需求回落影响，猪肉价格环比继续下降 2.0%，较上月上升 1.8 个百分点；受天气转暖后供应改善影响，鲜菜环比继续下跌 3.4%，较上月上升 2.7 个百分点。

总体而言，食品八大类价格环比除水产品和奶类外普遍下跌，其中鲜菜环比幅度最高（-3.4%），较上月环比分化（3 正 4 负 1 不变），其中鲜菜环比变动最明显（+2.7%）。

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
5 月环比	-0.2	-0.5	-3.4	-1.3	0.0	-1.3	-0.1	-0.3
环比变动	0.0	-0.1	2.7	0.6	-0.5	-1.1	-0.3	0.4

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

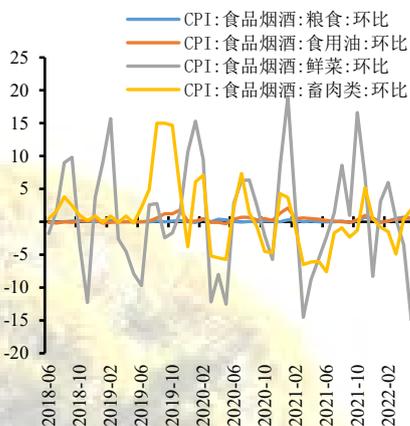


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

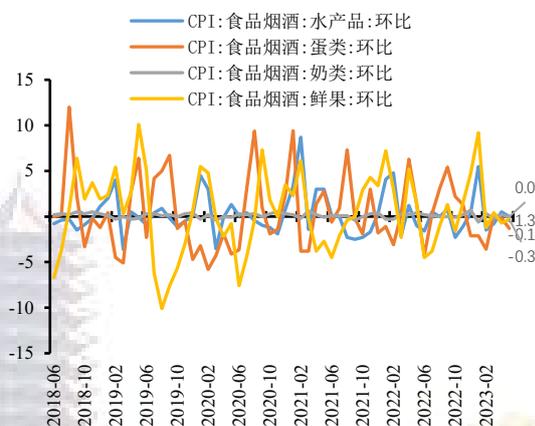


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 非食品价格环比回落，核心需求表现不足

非食品项中，从同比看，5 月非食品价格不变，较上月回落 0.1 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 0.9%，较上月回落 0.1 个百分点。

总体而言，非食品项七大类除居住、生活用品和交通通信外价格同比普涨，其中其他用品项同比涨幅最高（+3.1%），较上月同比变动分化（1 正 2 零 4 负），其中交通通信项同比变动最明显（-0.6%）。

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
5 月同比	0.9	-0.2	-0.1	-3.9	1.7	1.1	3.1



同比变动	0.0	0.0	-0.2	-0.6	-0.2	0.1	-0.4
------	-----	-----	------	------	------	-----	------

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

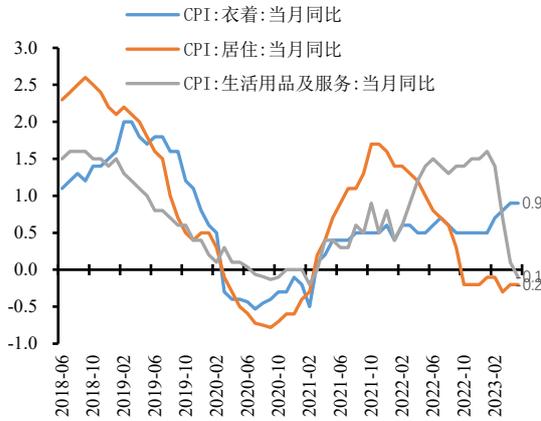


图 29 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

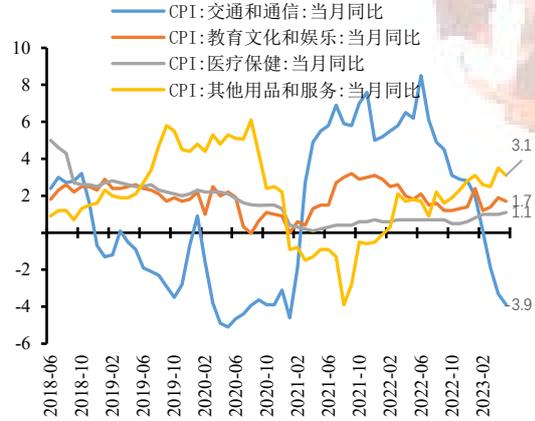


图 10 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 非食品价格环比下跌 0.1%, 较上月下降 0.2 个百分点, 影响 CPI 变动约 0.1 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; 受出行需求回落影响, 服务价格下跌 0.1%, 较上月下降 0.4 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), 其中交通通信项环比幅度最高 (-0.6%), 较上月环比变动分化 (1 正、4 负、2 不变), 其中其他项环比变动最显著 (-0.8%)。

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
5 月环比	0.4	-0.1	0.0	-0.6	-0.1	0.1	0.2
环比变动	0.5	-0.1	0.0	-0.2	-0.6	0.0	-0.8

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

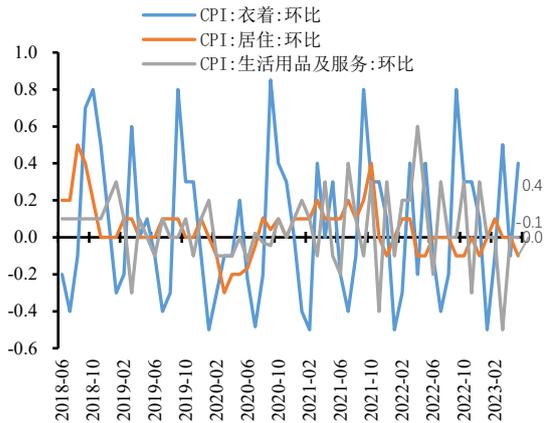


图 11 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

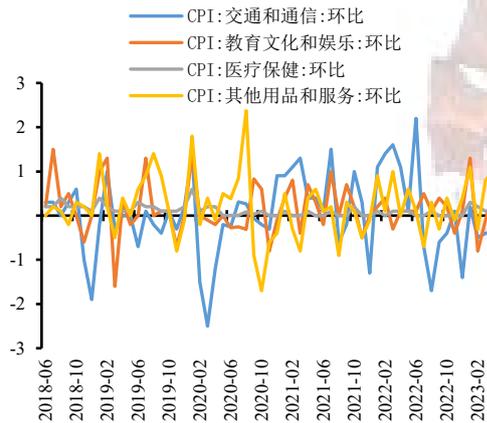


图 12 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

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

5 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低迷影响，生活资料价格同比回落。



图 13 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

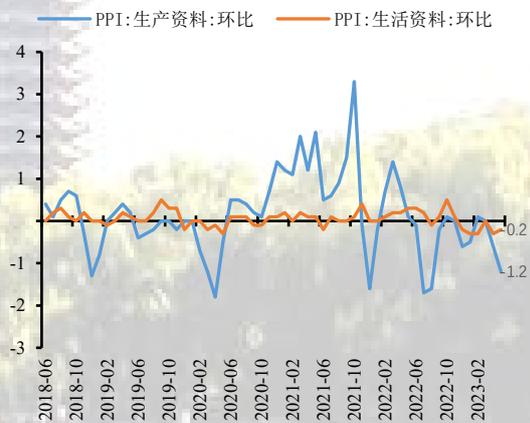


图 14 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

分大类，从同比看，5 月 PPI 下跌 4.6%，较上月下降 1.0 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 5.9%，较上月下降 1.2 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落影响，生活资料价格下跌 0.1%，较上月回落 0.5 个百分点，其中食品、衣着工业同比回落最为明显。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
5月同比	-11.5	-7.7	-4.6	0.2	1.4	0.3	-1.1
同比变动	-3.0	-1.4	-1.0	-0.8	-0.6	-0.1	-0.5

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

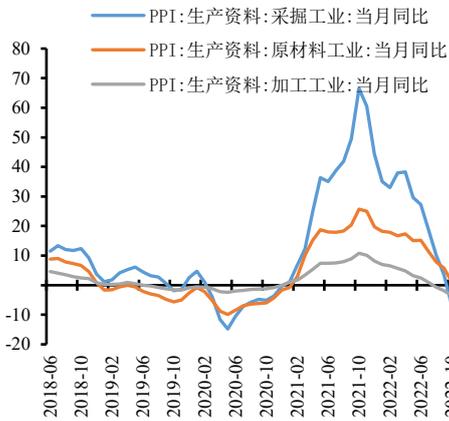


图 15 生产资料价格分项同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

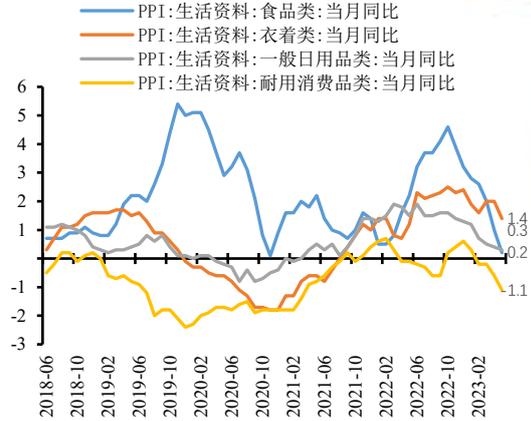


图 16 生活资料价格分项同比增速 (%)

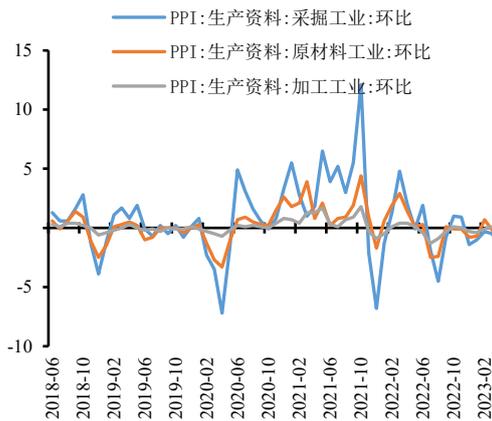
数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，5月PPI环比下降0.9%，较上月下降0.4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1.2%，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0.2%，较上月上升0.1个百分点，其中食品工业价格环比下跌收窄是主要边际贡献。上游工业价格回落是造成此次PPI环比回落的主要原因。

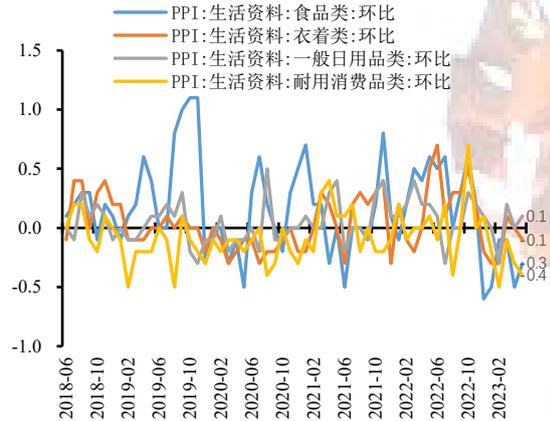
表 6 工业出厂价格分项环比及较上月变动 (单位：%)

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
5月环比	-3.4	-1.5	-0.9	-0.3	-0.1	0.1	-0.4
环比变动	-1.4	-0.7	-0.5	0.2	-0.1	0.1	-0.1

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



数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 货币金融部分: 社融增量边际放缓, 政策支撑有待加强

2023年5月, 新增社会融资规模 1.56 万亿元, 较去年同期少增 1.31 万亿元, 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, 同时受去年疫情剧烈扰动的高基数作用以及财政前置发力趋缓的影响, 5 月社会融资规模偏弱, 低于市场预期。

2023年5月, 新增人民币贷款 1.22 万亿元, 同比少增 6173 亿元, 也低于市场预期。受去年同期疫情剧烈扰动影响, 稳增长政策大幅支撑信贷规模, 形成较高基数, 导致本月信贷规模同比偏弱。此外, 居民户信贷规模并未受高基数影响, 依旧显示需求不足, 仍需进一步关注。

2023年5月末, 狭义货币 (M1) 余额 67.53 万亿元, 同比增长 4.7%, 较上期下降 0.6 个百分点; 广义货币 (M2) 余额 282.05 万亿元, 同比增长 11.6%, 较上期下降 0.8 个百分点, 但仍持续高位运行, 低于市场预期。由于去年同期受疫情剧烈扰动影响, 信贷投资力度显著较强, 导致本月信贷投放趋弱, 同时预防性储蓄规模的不断扩张以及财政支出力度弱于去年同期, 难以支撑本月 M2 同比增速。但值得关注的是, 存款活期化继续增强, 资金空转现象得到缓解, 资金利用率提升。

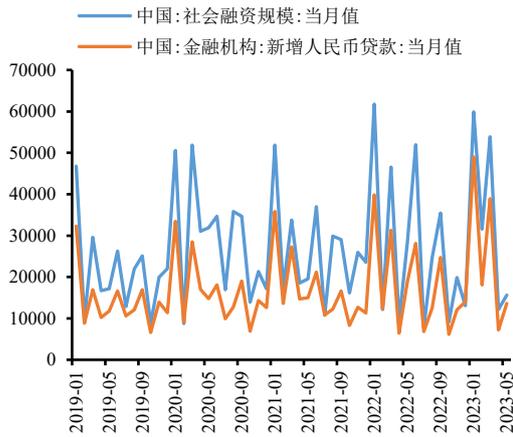


图 39 社会融资规模 (亿元)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

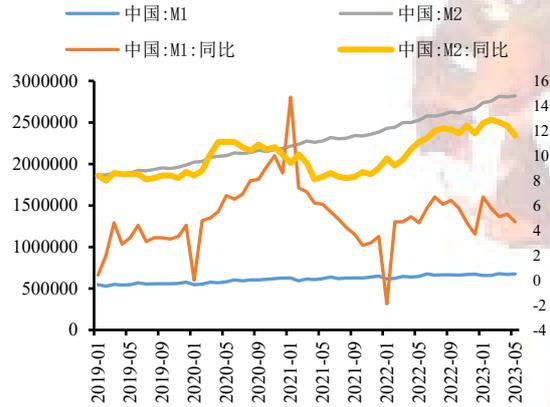


图 40 M1 和 M2 (左: 亿元; 右: %)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 新增社融不及预期，融资需求进一步回落

2023 年 5 月，新增社会融资规模 1.56 万亿元，较去年同期少增 12815 亿元，低于市场预期。其中，新增人民币贷款 12200 亿元，同比少增 6030 亿元；新增外币贷款-338 亿元，同比少减 98 亿元；新增委托贷款 35 亿元，同比多增 167 亿元；新增信托贷款 303 亿元，同比多增 922 亿元；新增未贴现银行承兑汇票-1797 亿元，同比少减 729 亿元；新增债券融资-2175，同比减少 2541 亿元；新增股票融资 753 亿元，同比多增 461 亿元；新增政府债券 5571 亿元，同比减少 5011 亿元。

整体而言，5 月新增社会融资规模同比大幅少增主要是由于人民币贷款、债券融资和政府债券均出现了较大幅度的同比少增。其中，新增人民币贷款受去年同期高基数以及今年第一季度信贷投放提前发力的影响，整体表现弱于市场预期，同比少增 6030 亿元；新增债券融资规模为-2175 亿元，表明企业偿还债券高于发行量且差额较大，进一步延续 4 月同比少增的趋势，预示企业内生融资需求依旧不足；新增政府债券主要受去年前置发力的影响，今年财政前置节奏并未如去年一样，导致本月政府债券同比少增 5011 亿元，预示今年第二季度以来政府债发行速度出现放缓趋势。

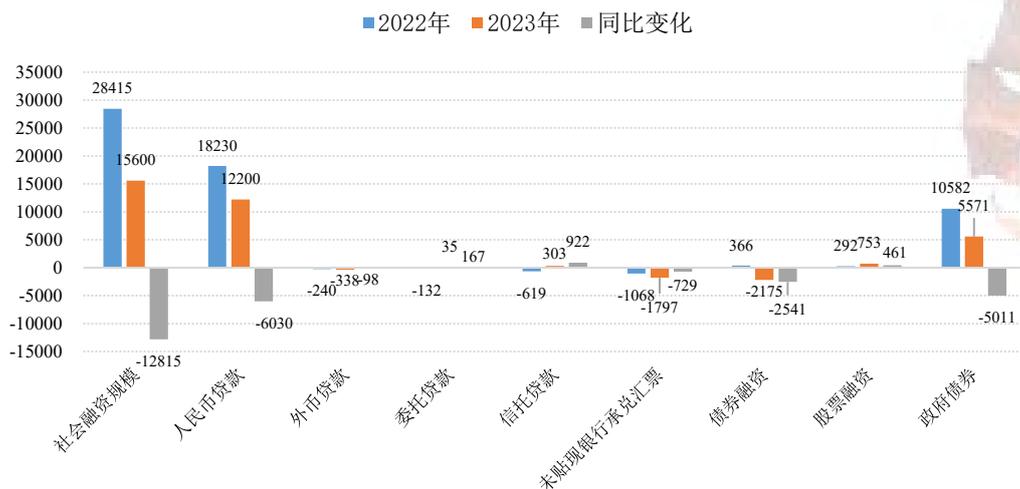


图 41 5 月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

新增信贷同比少增，企事业单位同比少增明显

2023 年 5 月，新增人民币贷款 13600 亿元，同比少增 5300 亿元，低于市场预期。其中，新增短期贷款 2338 亿元，同比少增 2144 亿元；新增中长期贷款 9382 亿元，同比多增 2784 亿元；新增票据融资 420 亿元，同比少增 6709 亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款 3672 亿元，同比多增 784 亿元，其中新增短期贷款 1988 亿元，同比多增 148 亿元；新增中长期贷款 1684 亿元，同比多增 637 亿元；新增企事业单位贷款 8558 亿元，同比少增 6742 亿元，其中新增短期贷款 350 亿元，同比多增 2292 亿元；新增中长期贷款 7698 亿元，同比多增 2147 亿元。

整体而言，从信贷结构来看，短期贷款是本月的主要拖累项。从部门结构来看，今年以来居民户由于预期原因一直拖累信贷规模，企事业单位在政策支持下整体支撑信贷规模，但是 5 月居民户和企事业单位对信贷规模的贡献产生了反转，居民户反而是同比多增，企事业单位却是同比少增。其中，票据融资和短期贷款是拖累企事业单位信贷规模的主要分项。这主要是因为去年同期在疫情剧烈影响后企事业单位的融资需求较强，由此导致较高基数。此外，值得注意的是，去年同期受疫情剧烈扰动，居民户信贷规模其实处于较低水平，而今年 5 月居民户信贷规模同比多增仅为 784 亿元，显示居民信贷需求不强，仍需进一步关注。

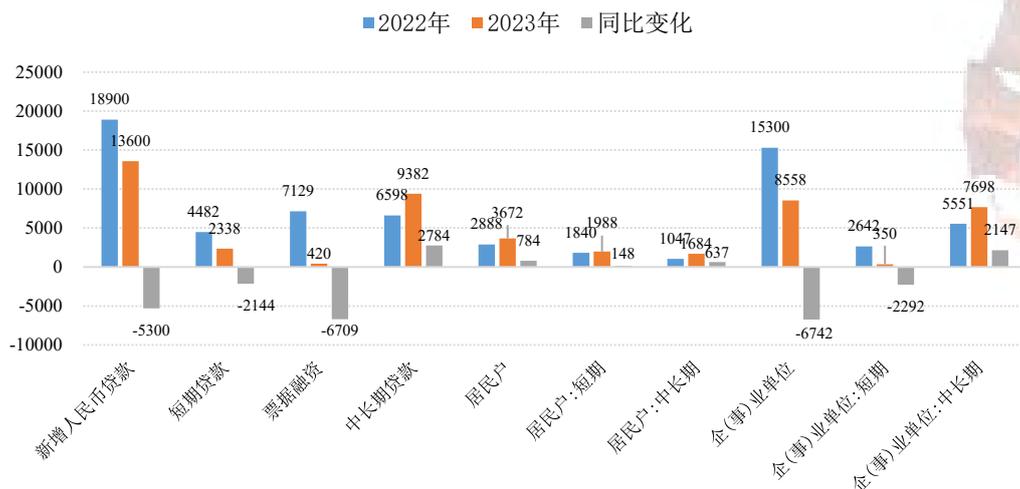


图 42 5 月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 存款活期化边际好转，资金空转现象得到缓解

2023 年 5 月末，狭义货币（M1）余额 67.53 万亿元，同比增长 4.7%，较上期下降 0.6 个百分点；广义货币（M2）余额 282.05 万亿元，同比增长 11.6%，较上期下降 0.8 个百分点，但仍持续高位运行，低于市场预期。整体而言，由于去年同期受疫情剧烈扰动影响，信贷投资力度显著较强，导致本月信贷投放趋弱，同时预防性储蓄规模的不断扩张以及财政支出力度弱于去年同期，难以支撑本月 M2 同比增速。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，5 月末两者的同比增速差为 6.9%，增速剪刀差较上期下降 0.2 个百分点。两者剪刀差缩小，预示着 5 月存款活期化得到增强，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，另一方面国内部分银行降低了存款利息使然。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，5 月末两者的同比增速差为-2.1%，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。

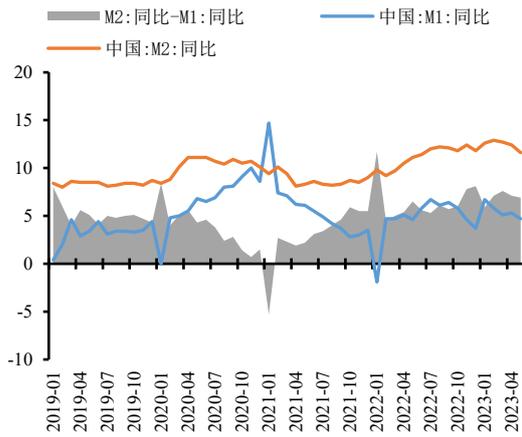


图 43 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

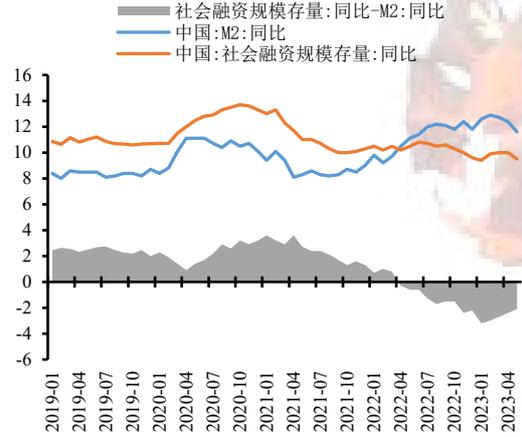


图 44 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 展望未来: 稳经济政策仍需发力, 助力经济运行稳中向好

工业产出方面: 货币政策方面, 6 月 13 日央行调降 OMO 和 SLF 利率, 释放稳增长政策信号, 意在积极引导信贷增长、提振实体经济复苏, 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, 5 月财政政策力度边际略有放缓, 但此次降息为财政进一步发力打开空间, 在此背景下财政支持力度或将稳步加大, 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, 工业经济或将延续复苏态势, 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 年消费额增速或较 2022 年显著上涨, 全年消费额增速维持相对高位运行。其一, 2022 年社会消费品零售总额同比下降 0.2%, 是 1968 年以来的次低值。2020 年, 新冠疫情爆发, 受其影响消费收缩, 全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%, 是 1968 年以来的最低值, 其他年份都是同比正增长, 而且大多数年份保持在两位数的增长速度上。可见, 2022 年消费额的负增长对今年形成了显著的低基数效应。其二, 疫情防控政策全面放开后, 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”, 各地纷纷出台促消费政策, 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。2022 年, 房地产投资同比下降 10.0%, 过低的地产投资增速对今年形成了低基数效应, 对全部投资增速形成拉升因素。另外, 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: 长期来看出口仍有压力。一方面, 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，不利于出口增速；另一方面，外贸保稳提质政策不断出台，叠加 RCEP 协议持续释放外贸红利，对出口形成一定支撑。

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：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低后高的走势，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 -2.0%。

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



北京大学国民经济研究中心

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。