



经济复苏低于预期，政策推动有待加强

——蔡含篇

点评报告

A0012-20230717

2023年6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(%)	6.3	6.5	6.8
工业增加值累计同比(%)	4.4	1.6	2.5
社会消费品零售额累计同比(%)	3.1	3.5	3.5
固定资产投资累计同比(%)	3.8	3.3	3.3
出口同比(%)	-12.45	-8.5	-10.2
进口同比(%)	-6.8	-5.0	-3.8
贸易差额(亿美元)	706.2	970	723.7
通货膨胀			
CPI 同比(%)	0.0	0.1	0.1
PPI 同比(%)	-5.4	-5.3	-5.0
货币信贷			
新增人民币贷款(亿元)	30500	28000	23842.9
M2 同比(%)	11.3	11.3	11.2

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

- 经济复苏动力仍需加强，二季度增速低于市场预期
- 工业经济表现稳中向好，需求表现仍需持续关注
- 基数效应拉低消费增速，消费需求弱复苏进行中
- 三产下滑继续拉低投资，高技术推动投资结构变化
- 内部外部需求走弱，外贸增速延续负增长
- 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：稳增长政策持续发力，经济复苏继续

内容提要

2023年第二季度国内生产总值为308038.00亿元，同比增长6.3%，较第一季度上升1.8个百分点。其中，第一产业增加值18841亿元，同比增长3.7%；第二产业增加值122735亿元，增长5.2%；第三产业增加值166462亿元，增长7.4%。2023年第二季度以来，随着国内稳增长政策持续加码，社会经济恢复常态化运行，尤其是服务业迅速恢复，但工业生产复苏斜率放缓，国内有效需求不足，经济内生修复动能仍需加强，叠加中国面临外部环境趋于复杂多变，外贸压力增大，恢复和扩大需求仍是巩固经济复苏基础的关键所在。

供给端

2023年6月，国内工业经济边际转好，高基数效应下实际工业生产表现仍超出市场预期。在工业企业利润持续走弱及工业产能利用率低迷的背景下，工业需求表现仍不足，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上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6月，社会消费品零售总额同比增长3.1%，较5月份下滑9.6个百分点，主要受基数效应影响，导致本月消费额增速大幅下滑，从定基增速来看不降反升。当前内生动力不足，有效消费需求收缩，表现为整体消费额增速低位徘徊，居民消费价格增速下滑。各地出台促消费政策治标不治本，“稳就业、稳收入”才是根本。

投资方面：2023年1-6月，固定资产投资同比增长3.8%，较1-5月份下滑0.2个百分



点，房地产、基建投资增速下滑是拉低本月投资增速的主要因素。受预期不稳、企业惜金观望影响，民间投资增速继续小幅下滑。投资结构变化继续，高技术产业投资保持高速增长，对整体投资增速起到带动作用。

进出口方面：出口方面，2023年6月，中国出口总额2853.2亿美元，同比下降12.4%，较5月下降4.9个百分点，低于市场预期；订单积压效应对出口的支撑作用完全消失，劳动密集型产品增速大幅下降，叠加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6月出口增速延续负增长。进口方面，2023年6月，中国进口总额进口2052.1亿美元，同比下降6.8%，较5月下降2.3个百分点，低于市场预期；国内生产复苏边际放缓，同时随着产业链逐渐完善和升级，国内对加工贸易中间品的进口减少，进口替代效应对进口的压低作用逐渐显现，叠加出口需求回落的拉低作用，使得6月进口增速延续负增长。

价格

CPI：2023年6月，CPI同比持平，较上月下降0.2个百分点，环比下跌0.2%，较上月不变。食品价格环比下跌是CPI环比下跌的主要原因，具体表现为：受需求表现平淡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。而受国际油价下行推动能源品价格回落叠加非能源工业消费品需求不足影响，工业消费品价格整体下降较多，导致非食品价格环比下跌。

PPI：2023年6月，PPI同比下跌5.4%，较上月继续下降0.8个百分点，环比下跌0.8%，较上月上升0.1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6月，新增社会融资规模4.22万亿元，较去年同期少增9726亿元，远高于市场预期。受财政前置发力节奏差异的影响，6月社融规模较去年同期少增，但在一系列稳增长政策的支撑下，本月新增社会融资规模大超市场预期。

人民币贷款：2023年6月，新增人民币贷款30500亿元，同比多增2400亿元，远超市场预期。因央行降息等一系列货币政策的作用下，6月新增信贷规模得到提振，但企事业中长期贷款同比多增幅度持续边际回落，政策支撑有待进一步落实。

M2：2023年6月末，狭义货币（M1）余额69.56万亿元，同比增长3.1%，较上期下降1.6个百分点；广义货币（M2）余额287.3万亿元，同比增长11.3%，较上期下降0.3个百



分点，但仍持续高位运行，高于市场预期。整体而言，伴随6月信贷投放规模显著回升，形成的信贷派生支撑M2同比增速，与此同时，6月财政存款同比出现了大幅减少，也对6月末的M2形成了支撑。但是，由于企事业单位中长期贷款边际减弱，企业经营活跃度出现下降，一定程度拖累了M1同比增速。





正文

GDP：经济复苏动力仍需加强，二季度增速低于市场预期

2023年第二季度国内生产总值为308038.00亿元，同比增长6.3%，较第一季度上升1.8个百分点。其中，第一产业增加值18841亿元，同比增长3.7%；第二产业增加值122735亿元，增长5.2%；第三产业增加值166462亿元，增长7.4%。2023年第二季度以来，随着国内稳增长政策持续加码，社会经济恢复常态化运行，尤其是服务业迅速恢复，但工业生产复苏斜率放缓，国内有效需求不足，经济内生修复动能仍需加强；叠加中国面临外部环境趋于复杂多变，外贸压力增大，恢复和扩大需求仍是巩固经济复苏基础的关键所在。

具体而言，从需求端来看，消费持续修复，对经济增长形成有力支撑，上半年社会消费品零售总额227588亿元，同比增长8.2%，较第一季度上升2.4个百分点。有效需求不足，投资增速有所放缓，上半年全国固定资产投资（不含农户）243113亿元，同比增长3.8%，较第一季度回落1.3个百分点。国内需求和国外需求均趋弱，订单积压效应对出口的支撑作用完全消失，对经济增长的支撑作用大幅削弱。上半年货物进出口总额201016亿元，同比增长2.1%；其中出口114588亿元，增长3.7%；进口86429亿元，下降0.1%。从供给端看，上半年全国规模以上工业增加值同比增长3.8%，较第一季度上升0.8个百分点，工业生产稳步复苏。

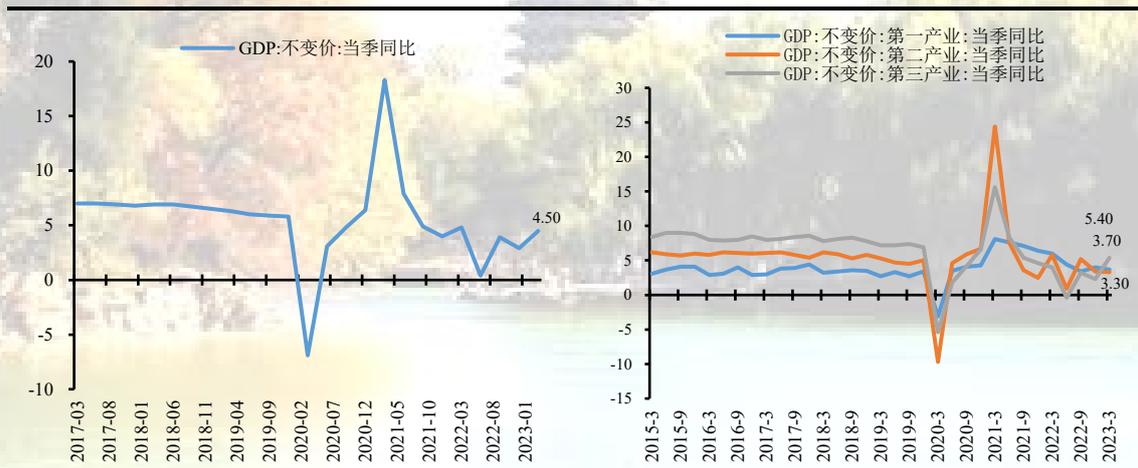


图1 中国GDP当季同比增速 (%)

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

2023年第二季度经济延续复苏态势，消费和生产持续复苏，对经济基本面形成良好支撑，投资复苏态势放缓，出口下行压力加大，但主要得益于去年同期的低基数效应，二季度



GDP 实现 6.5% 的增速，后续宏观稳经济政策仍需协同发力，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。

工业增加值部分：工业经济表现稳中向好，需求表现仍需持续关注

2023 年 6 月，国内工业经济表现边际向好，远超市场预期，规模以上工业增加值同比实际增长 4.4 %（扣除价格因素的实际增长率），较上期上升 0.9 个百分点（三年复合增长率 5.5%，较上期回升 1.2%），其中高技术制造业同比增长 2.7%。规模以上工业增加值环比上升 0.68%，较上期上升 0.05 个百分点。2023 年，1-6 月规模以上工业增加值累计同比增长 3.8 %，较上期加快 0.2 个百分点，工业生产总体稳定增长。从三大门类看，6 月份，采矿业增加值同比增长 1.5%，制造业同比增长 4.8 %，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 4.9 %，工业上游增加值同比拖累较多。6 月，国内工业经济边际转好，高基数效应下实际工业生产表现仍超出市场预期。在工业企业利润持续走弱及工业产能利用率低迷的背景下，工业需求表现仍不足，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，1-6 月份，41 个大类行业中有 26 个行业增加值保持同比增长，受工业经济回暖影响，增长行业数量较上期有所上升，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，6 月份，煤炭开采和洗选业同比增长 2.0 %，石油和天然气开采业同比增长 4.1 %，农副食品加工业同比增长 2.2 %，食品制造业同比增长 3.1 %，酒、饮料和精制茶制造业同比增长 0.2 %，纺织业同比增长-0.4 %，化学原料和化学制品制造业同比增长 9.9 %，非金属矿物制品业同比增长-0.4 %，黑色金属冶炼和压延加工业同比增长 7.8 %，有色金属冶炼和压延加工业同比增长 9.1 %，通用设备制造业同比增长-0.2 %，专用设备制造业同比增长 3.4 %，汽车制造业同比增长 8.8 %，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长 4.7 %，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增长 1.2 %，电力、热力生产和供应业同比增长 5.4 %。

分产品看，1-6 月份，620 种产品中有 331 种产品产量同比增长，工业产品产量增长数量较上期有所上升，其中钢材、水泥同比回落较多（高基数效应影响）。其中，6 月份，钢材 12,008.0 万吨，同比增长 5.4 %；水泥 18,503.0 万吨，同比增长-1.5 %；十种有色金属 615.0 万吨，同比增长 6.1 %；乙烯 238.0 万吨，同比增长-0.8 %；汽车 256.4 万辆，同比增长 0.8 %，其中，新能源汽车 74.9 万辆，同比增长 27.6 %；发电量 7,399.0 亿千瓦



时，同比增长 2.8 %；原油加工量 6,095.5 万吨，同比增长 10.2 %。

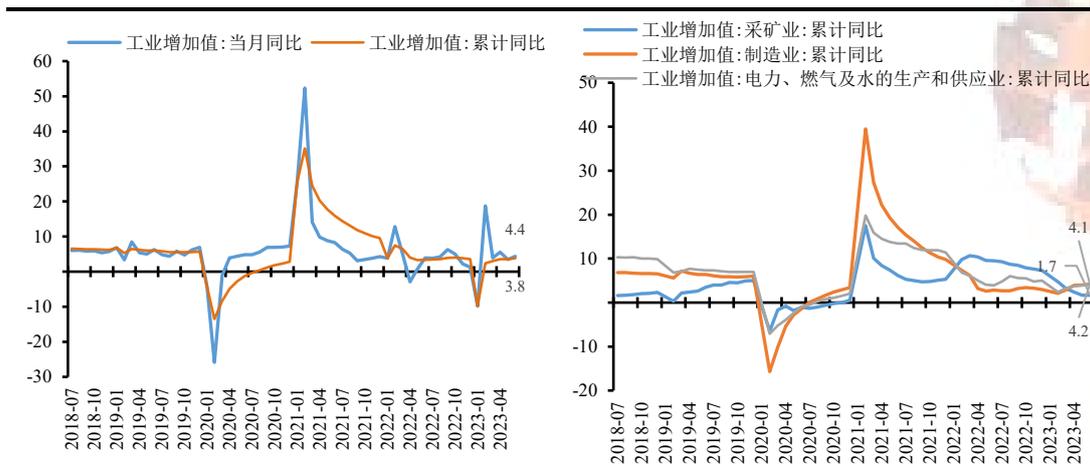


图 3 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

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

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, 消费需求弱复苏进行中

2023 年 6 月份, 社会消费品零售总额同比增长, 较 5 月份下滑 9.6 个百分点。餐饮收入同比增长 16.1%, 较 5 月份下滑 19.0 个百分点; 商品零售同比增长 1.7%, 较 5 月份下滑 8.8 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 6 月份, 社会消费品零售总额同比增长 3.1%, 较 2022 年 5 月份上涨 9.8 个百分点, 相对于 5 月份, 2022 年 6 月份对 6 月份形成了高基数效应, 拉低本月消费额增速。如果以 2019 年 (剔除疫情影响) 同期为基数做同比, 则本月社会消费品零售总额较 2019 年同期增长 17.9%, 较 5 月份的定基增速上涨 3.2 个百分点, 可见拉低本月消费额增速的主要因素是基数效应。

尽管我们认为剔除基数效应后, 6 月份消费额增速实际较 5 月份是上涨的, 但当前内生动力不足, 有效消费需求收缩, 表现为整体消费额增速低位徘徊, 居民消费价格增速下滑。2019 年 6 月社会消费品零售总额同比增长 9.8%, 若假设 2019 年后, 自然走势下消费额增速下限为较上年同期下滑 2.0 个百分点, 则自然走势下本月较 2019 年同期消费额增速的下限应该是 20.5%, 高于 17.9%。可见, 假设没有疫情影响下的消费额增速下限也依然高于当前的消费额增速, 反映出当前整体消费不足, 消费潜力有待进一步释放。

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。上半年, 全国居民人均可支配收入同比增长 6.5%, 虽然较一季度上涨了 1.4 个百分点, 但依然显著低于疫情前夕 8.7% 以上的人均可支配收入增速。

从具体消费品类型来看, 6 月份, 餐饮收入、服装鞋帽针纺织品类、汽车类消费额分别



同比增长 16.1%、6.9%、-1.1%，分别较 5 月份下滑 19.0、10.7、25.3 个百分点，是影响本月消费额增速下降的主要消费品，也是拉高上半年整体消费额增速的主要因素；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 4.5%、1.2%、-6.8%，分别较 5 月份上涨 4.4、-3.8、7.8 个百分点，是抑制整体消费额增速上涨的主要消费品。

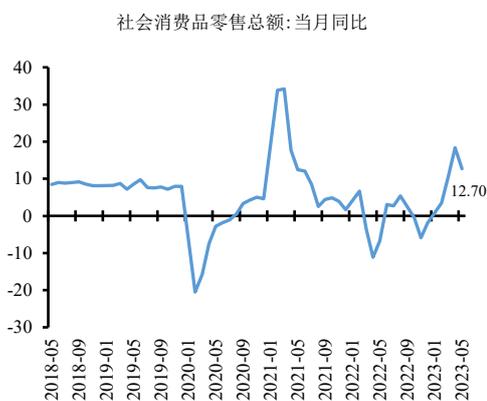


图 5 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

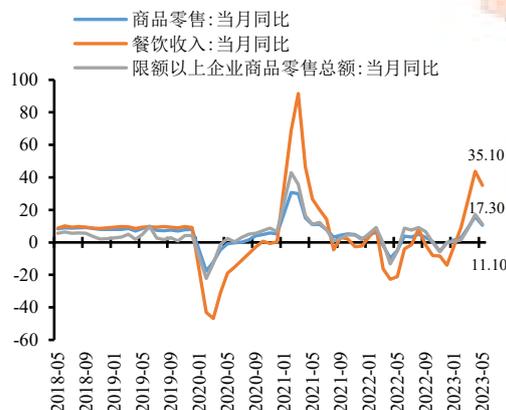


图 6 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

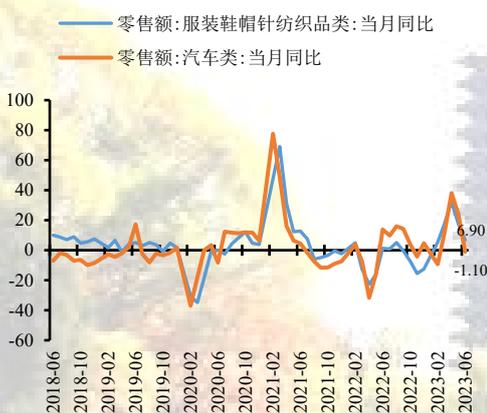


图 7 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

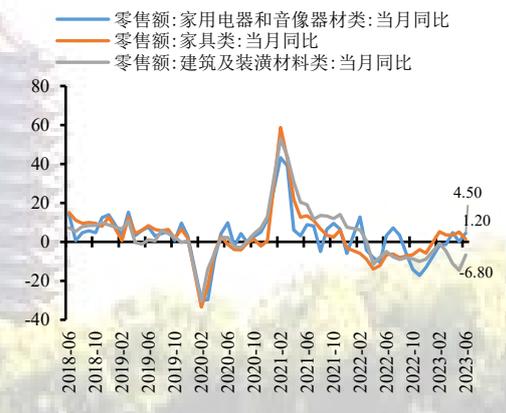


图 8 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分：三产下滑继续拉低投资，高技术推动投资结构变化

2023 年 1-6 月份，全国固定资产投资同比增长 3.8%，较 1-5 月份下滑 0.2 个百分点。导致 1-6 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。1-6 月份，第一产业投资同比增长 0.1%，与 1-5 月份增速持平；第二产业投资同比增长 8.9%，较 1-5 月份上涨 0.1 个百分点；第三产业投资同比增长 1.6%，较 1-5 月份下滑 0.4 个百分点。可见，导致 1-6 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 1-5 月下 0.7、0.3 个百分点，是影响整体投资增速较前值下滑的主要具体因素。



受预期不稳、企业惜金观望影响，本月民间投资增速继续小幅下滑。1-6 月份，民间投资同比下降 0.2%，较 1-5 月份降幅扩大 0.1 个百分点。另外，继续受前期大厂裁员影响，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。1-6 月份，计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比增长 9.4%，较 1-5 月份下滑 1.1 个百分点。

调结构方面，高技术产业投资继续保持高位增长。1-6 月份，高技术产业投资同比增长 12.5%，较全部投资增速高 8.7 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 11.8%、13.9%；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 46.3%、51.6%。另外，在近期全国高校科技创新暨优秀科研成果奖表彰大会上，教育部表示“将加强有组织科研攻关，围绕集成电路等战略性、基础性、先导性产业培育一批重大科技项目，集中力量开展科研攻关。针对国家急需和国家重大战略，推进与国家相关部门合作，进一步解决核心技术‘卡脖子’问题。”可预见，高技术产业投资将越来越成为带动投资上涨的主要支撑。

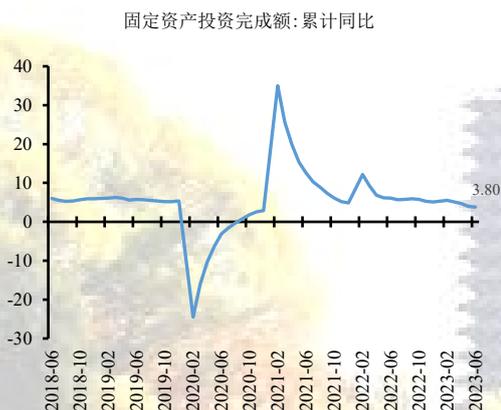


图 9 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

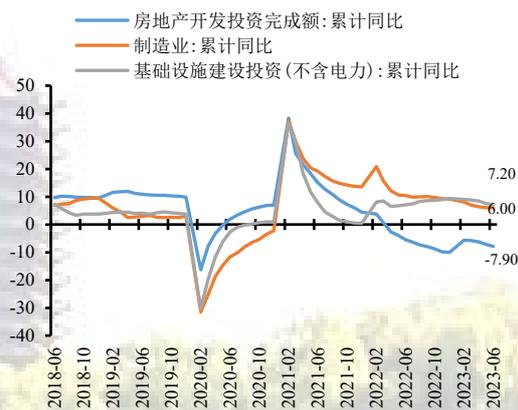


图 10 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

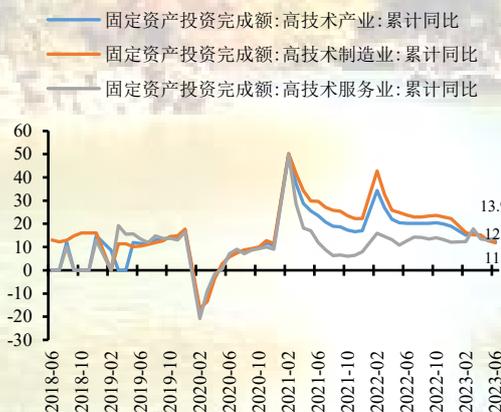


图 11 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



图 12 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：内部外部需求走弱，外贸增速延续负增长

2023年6月，按美元计价，中国进出口总值5000.2亿美元，同比下降10.1%。其中，出口2853.2亿美元，同比下降12.4%；进口2147.0亿美元，同比下降6.8%；贸易顺差706.2亿美元。总体来看，6月份出口增速和进口增速延续负增长。

出口方面，订单积压效应对出口的支撑作用完全消失，劳动密集型产品增速大幅下降，占据出口比重较大的机电产品表现不佳，汽车出口仍是本月出口增长点；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，对欧美的出口增速下降幅度较大，俄罗斯对中国出口的拉动作用有所降低，使得6月出口增速延续负增长，较5月下降4.9个百分点，低于市场预期。

进口方面，国内生产复苏边际放缓，6月制造业PMI为49.0%，连续三个月位于收缩区间，同时随着产业链逐渐完善和升级，国内对加工贸易中间品的进口减少，进口替代效应对进口的压低作用逐渐显现，叠加出口需求回落的拉低作用，使得6月进口增速延续负增长，较5月下降2.3个百分点，低于市场预期。

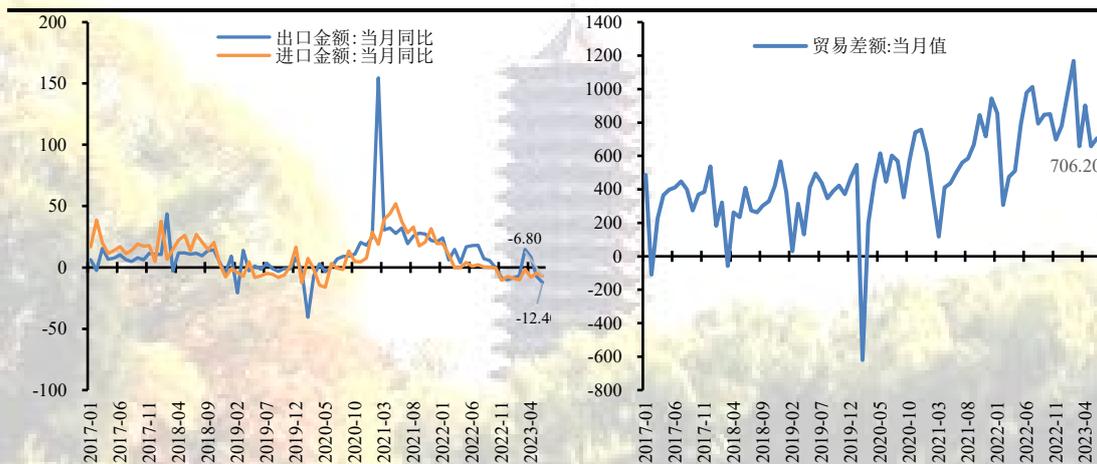


图 13 进出口额增速：当月同比（%）

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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

外部需求回落，出口增速延续负增长

2023年6月，中国出口总额2853.2亿美元，同比下降12.4%，较5月下降4.9个百分点，低于市场预期。出口需求趋弱是本月出口负增长的主要原因，6月PMI新出口订单为46.4，连续三个月位于收缩区间，出口需求呈现下降趋势；美国6月Markit制造业PMI初值为47，较上月下降0.6个点；欧元区6月制造业PMI为43.4，较上月下降1.4个点，连续12个月处于收缩区间，欧元区经济陷入衰退的风险增大；日本5月制造业PMI初值为49.8，低于荣枯线。叠加去年同期超过3000亿美元的出口基数对本期出口增速形成压制。其中，或受地缘因素影响，中国对美国出口增速下降幅度较大，同时主要东盟国家经济增长放缓，



带动中国对东盟出口增速下滑。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 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

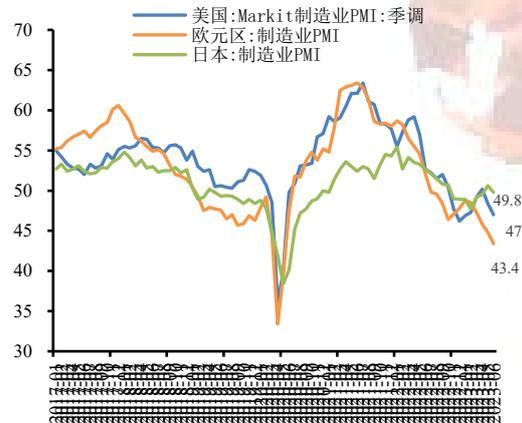


图 16 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 6 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 -12.92%、-23.73%、-16.86%和-15.63%，中国对欧盟、美国、东盟和日本出口增速均延续下降趋势，其中对美国 and 欧盟出口增速下降幅度加大。值得注意的是，虽然 6 月份中国对俄罗斯出口维持高速增长，达 90.93%，但较上月下降幅度较大。

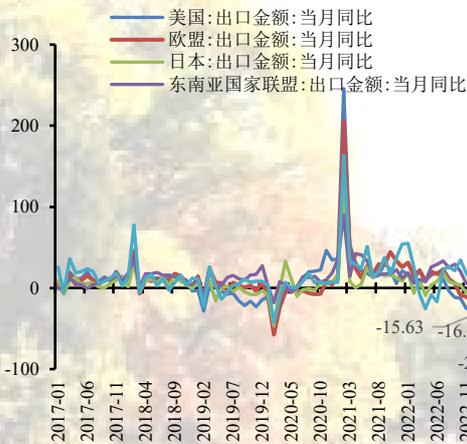


图 17 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

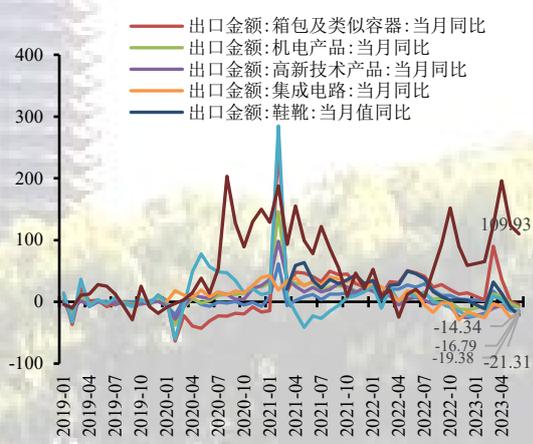


图 18 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 6 月的出口商品来看，中国出口机电产品 1667.64 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，同比下降 8.95%，对出口增速形成拉升。其中，出口集成电路 112.35 亿美元，同比下降 19.38%；高新技术产品出口为 686.88 亿美元，同比下降 16.79%；汽车出口 77.58 亿美元，同比增长 109.93%，产业链优势支撑中国汽车行业出口表现良好，成为本月出口亮点，但增速有所放缓。劳动密集型产品出口增速大幅下降，前期积压订单释放效应已经完全消失，箱包及类似容器同比下降 5.06%，鞋靴同比下降 21.31%。



内部需求趋弱，进口增速维持低位

2023年6月，中国进口总额进口2052.1亿美元，同比下降6.8%，较5月下降2.3个百分点，低于市场预期。这主要是因为6月国内需求偏弱，6月PMI为49.0，连续三个月位于收缩区间，PMI新订单指数为48.60，显示制造业需求偏弱；PMI进口指标为47，较5月下降1.6个百分点，显示进口需求不足；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，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，可能原因在于高估了进口需求恢复进程。

从6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-4.12%、-0.70%、-14.34%和-4.06%。数据显示，除了对日本进口增速有所下降之外，中国对美国、欧盟和东盟的同比增速均轻微改善，其中对东盟进口增速高于对其他国家进口增速。

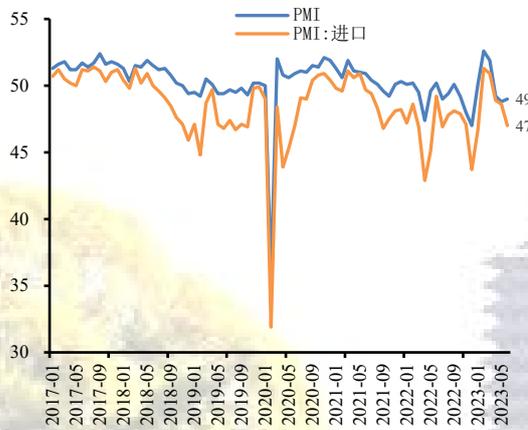


图 19 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

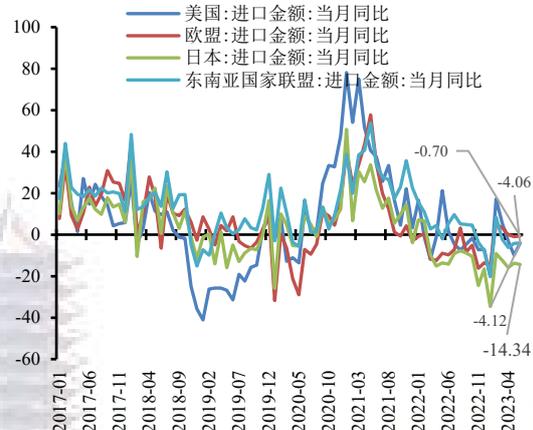


图 20 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从6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7.7%、11.7%、93.0%、5.8%和-35.2%；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回升。农产品方面，粮食进口累计同比增速为4.5%，较上期回升2个百分点，肉类进口累计同比增速为10.2%，与上期持平。

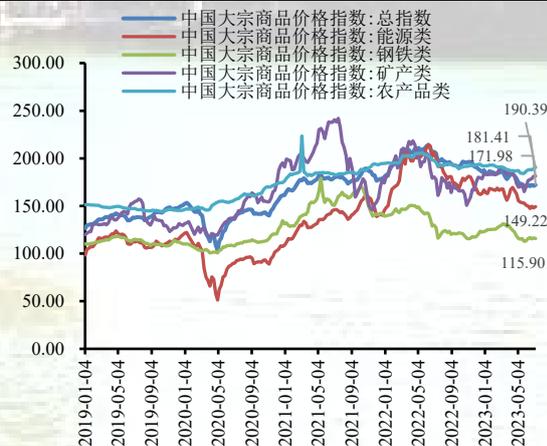
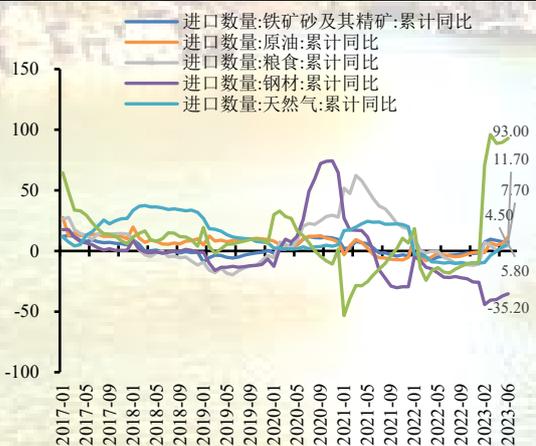




图 21 中国主要商品进口同比增速 (%)

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: 核心消费需求有待提振, 工业生产成本冲击消退

2023 年 6 月, CPI 同比持平, 较上月下降 0.2 个百分点, 环比下跌 0.2%, 较上月不变。其中去年价格变动的翘尾影响约为 0.5 个百分点, 较上月不变; 新涨价影响约为-0.5 个百分点, 较上月下降 0.2 个百分点。食品价格环比下跌是 CPI 环比下跌的主要原因, 具体表现为: 受需求表现平淡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。而受国际油价下行推动能源品价格回落叠加非能源工业消费品需求不足影响, 工业消费品价格整体下降较多, 导致非食品价格环比下跌。此外, 扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.4 %, 较上月下降 0.2 个百分点, 显示居民一般消费需求表现较低迷。我们预测 6 月份 CPI 同比增长 0.1%, 高于实际结果 0.1 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 6 月, PPI 同比下跌 5.4%, 较上月继续下降 0.8 个百分点, 环比下跌 0.8%, 较上月上升 0.1 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-2.8 个百分点, 较上月不变; 新涨价影响约为-2.6 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 6 月份 PPI 同比下降 5.3%, 高于实际结果 0.1 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高基数效应的影响。

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, 外部成本冲击消退叠加工业生产需求相对不足造成 PPI 持续下行。

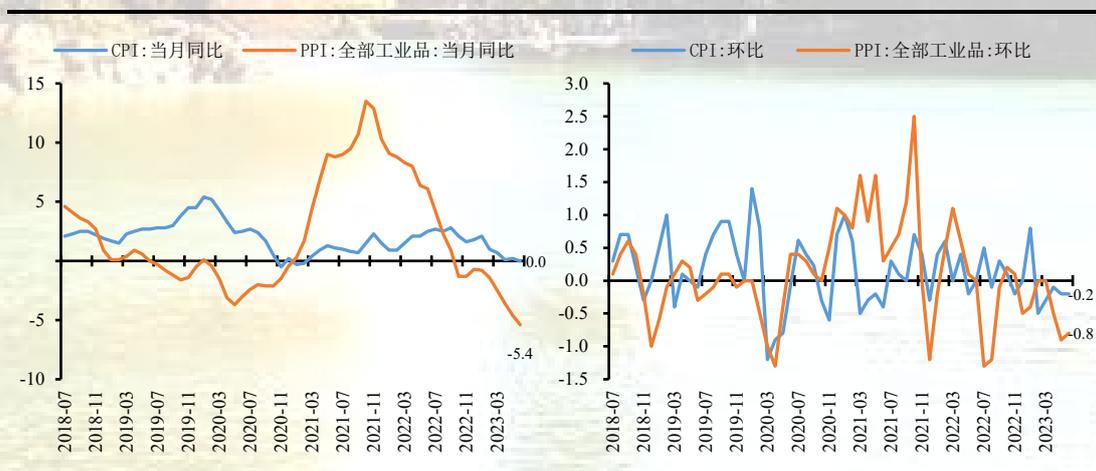




图 23 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

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

食品项价格环比下跌, 蛋果猪肉是主要原因

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。6 月份, 食品消费需求表现平淡, 消费市场供应充足, 物价总体运行平稳。CPI 同比持平、环比仍下跌 0.2%, 具体而言: 食品项价格环比下跌, 其中鸡蛋、鲜果、猪肉价格环比下跌是本月食品价格环比下跌的主要原因; 非食品价格环比下跌, 其中工业消费品价格回落是主要原因。

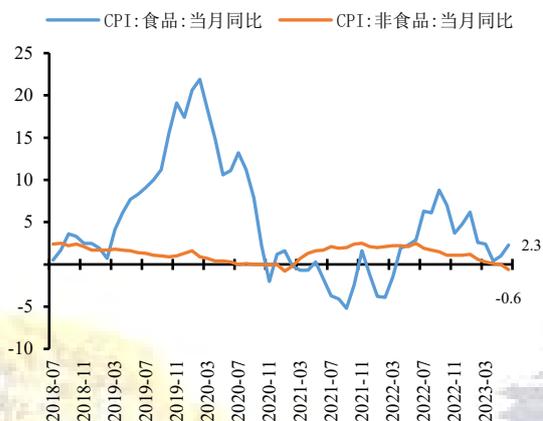


图 25 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

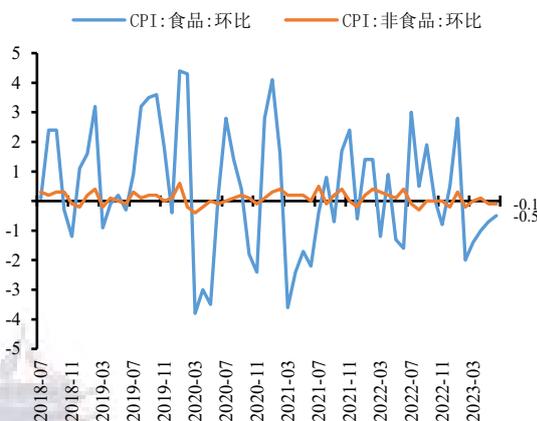


图 26 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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 2.3%, 较上月上升 1.3 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.42 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 7.2%, 较上月下降 4.0 个百分点; 受高温多雨天气叠加低基数效应影响, 鲜菜价格上涨 10.8%, 较上月上升 12.5 个百分点。

总体而言, 食品项八大类价格同比分化(7 涨、1 跌), 其中鲜菜同比幅度最大(+10.8%), 较上月同比变动分化(4 正、3 负、1 不变), 其中鲜菜同比变动最显著(+12.5%)。

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
6 月同比	0.5	1.1	10.8	-3.3	0.5	0.6	0.4	6.4
同比变动	0.0	-2.5	12.5	-2.3	0.5	2.1	-0.2	3.0

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

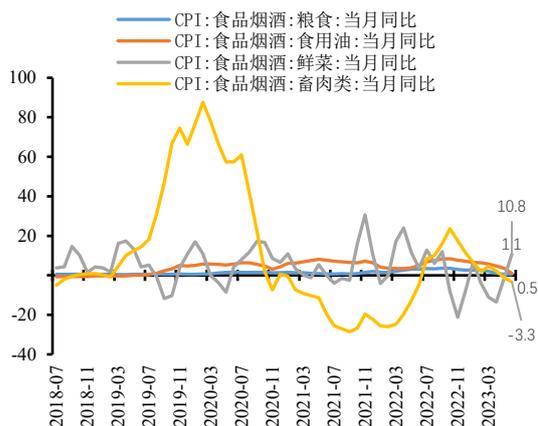


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

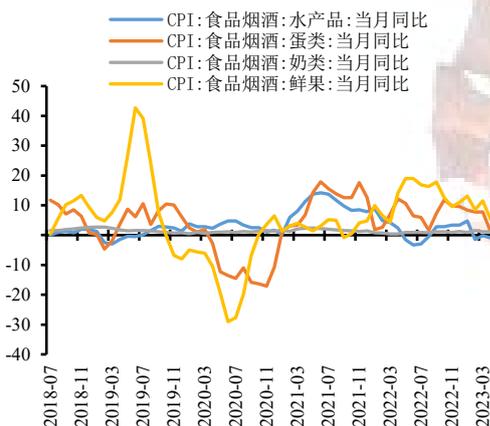


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

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 0.5%, 较上月上升 0.2 个百分点, 影响 CPI 下降约 0.1 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 1.3%, 较上月上升 0.7 个百分点; 受高温多雨天气影响, 鲜菜环比上涨 2.3%, 较上月上升 5.7 个百分点。

总体而言, 食品八大类价格环比除鲜菜外普遍下跌, 其中鲜菜环比幅度最高 (+2.3%), 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 (+5.7%)。

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
6 月环比	0.0	-1.0	2.3	-1.2	-1.2	-2.2	-0.1	-1.7
环比变动	0.2	-0.5	5.7	0.1	-1.2	-0.9	0.0	-1.4

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

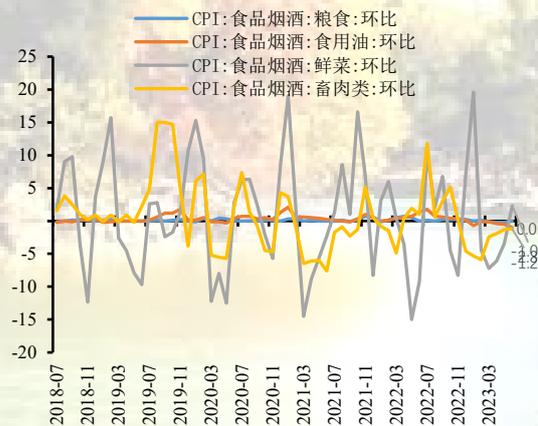


图 29 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

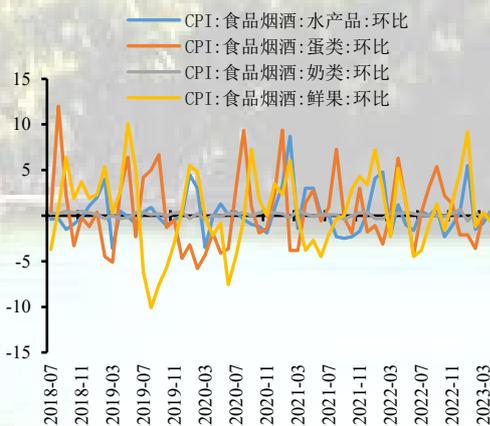


图 30 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

非食品价格环比下跌, 核心需求表现不足

非食品项中, 从同比看, 6 月非食品价格下跌 0.6%, 较上月回落 0.6 个百分点, 影响



CPI 下跌约 0.4 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 0.7%，较上月回落 0.2 个百分点。

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，其中交通通信项同比涨幅最高（-6.5%），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（-2.6%）。

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
6 月同比	0.9	0.0	-0.5	-6.5	1.5	1.1	2.4
同比变动	0.0	0.2	-0.4	-2.6	-0.2	0.0	-0.7

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

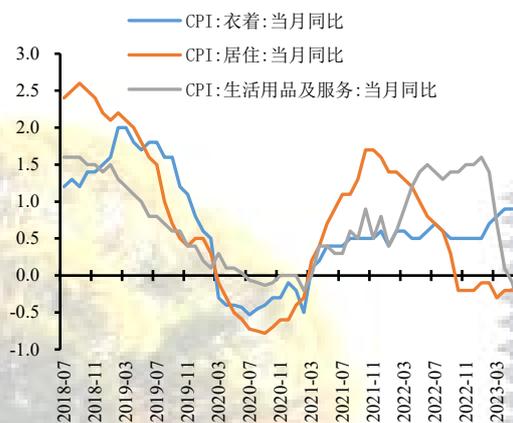


图 31 衣着、居住、生活用品及服务同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

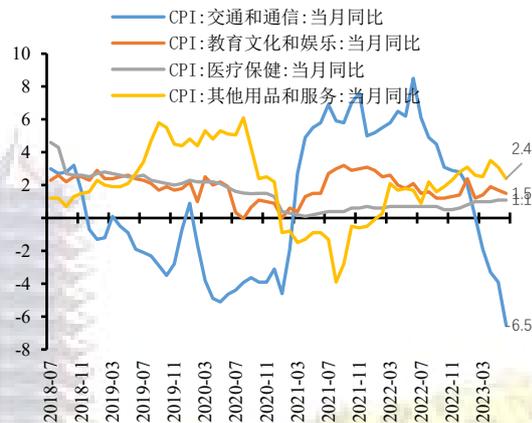


图 32 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，非食品价格环比下跌 0.1%，较上月不变，影响 CPI 变动约 0.05 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；受出行需求持续恢复影响，服务价格上涨 0.1%，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（2 正、5 负），其中其他项环比幅度最高（-0.6%），较上月环比变动分化（2 正、4 负、1 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
6 月环比	-0.2	0.1	-0.5	-0.5	-0.2	0.1	-0.6
环比变动	-0.6	0.2	-0.5	0.1	-0.1	0.0	-0.8



数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

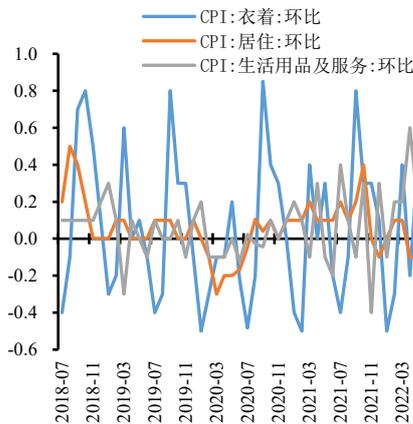


图 33 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

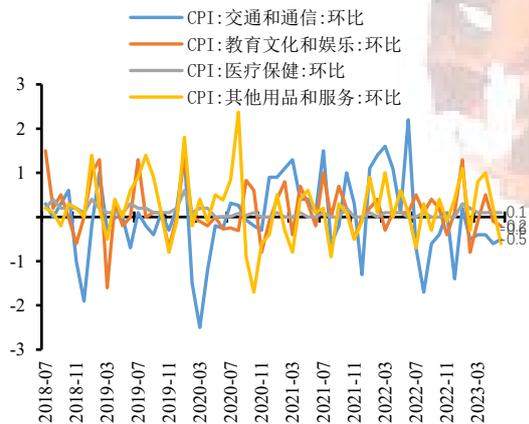


图 34 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

生产生活资料环比下降，工业出厂价格持续下跌

6 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。

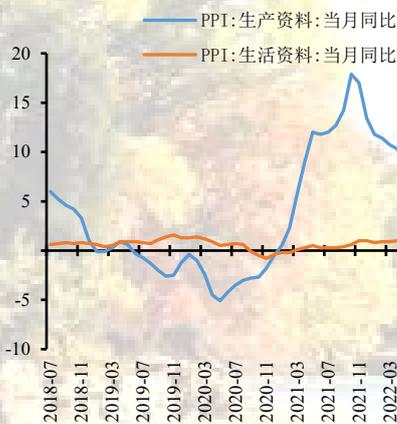


图 35 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

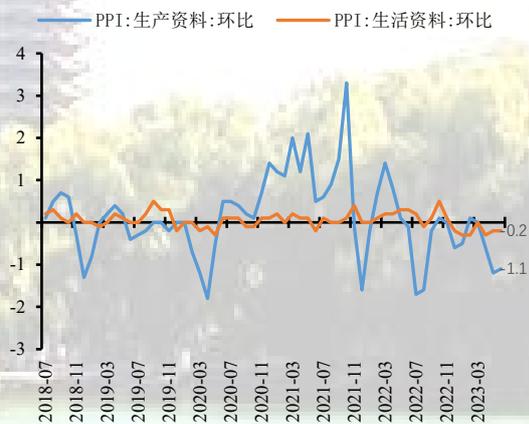


图 36 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

分大类，从同比看，6 月 PPI 下跌 5.4%，较上月下降 0.8 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 6.8%，较上月下降 0.9 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 0.5%，较上月回落 0.4 个百分点，其中食品、衣着和耐用消费品工业同比回落最为明显。生产资料价格持续下行是 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
6 月同比	-16.2	-9.5	-4.7	-0.6	1.0	0.3	-1.5
同比变动	-4.7	-1.8	-0.1	-0.8	-0.4	0.0	-0.4

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

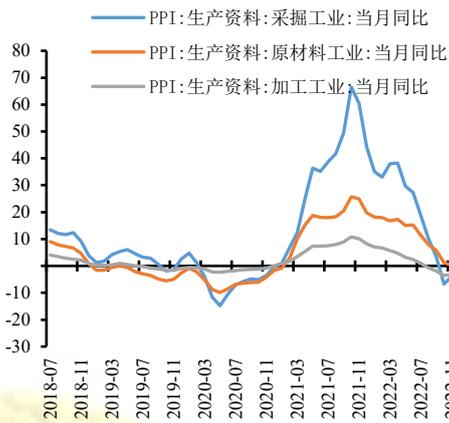


图 37 生产资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

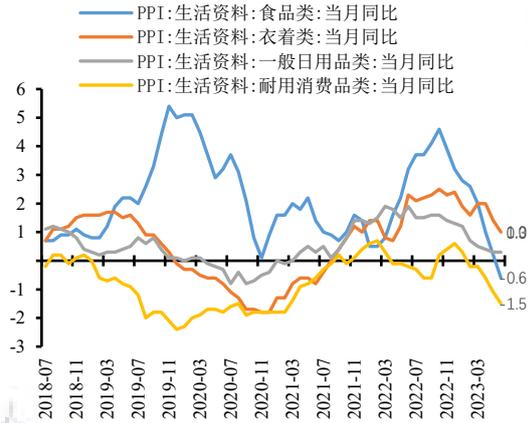


图 38 生活资料价格分项同比增速（%）

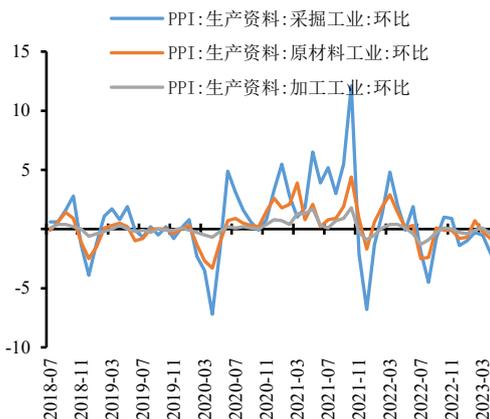
数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，6 月 PPI 环比下降 0.8%，较上月上升 0.1 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 1.1%，较上月上升 0.1 个百分点，其中采掘、原材料工业价格持续下跌仍是主要原因；生活资料价格下跌 0.2%，较上月不变，其中衣着工业价格回升是主要边际贡献。上游工业价格回落是造成此次 PPI 环比回落的主要原因。

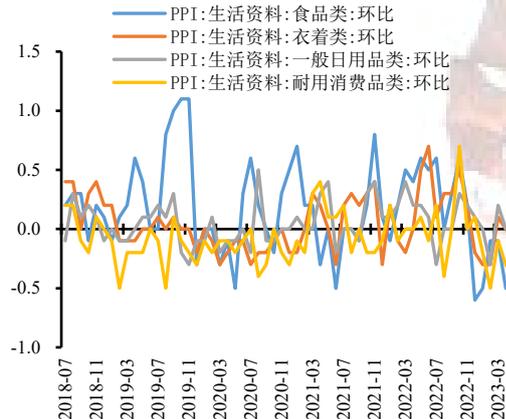
表 6 工业出厂价格分项环比及较上月变动（单位：%）

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
6 月环比	-3.5	-1.6	-0.6	-0.2	0.3	0.1	-0.4
环比变动	-0.1	-0.1	0.3	0.1	0.4	0.0	0.0

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

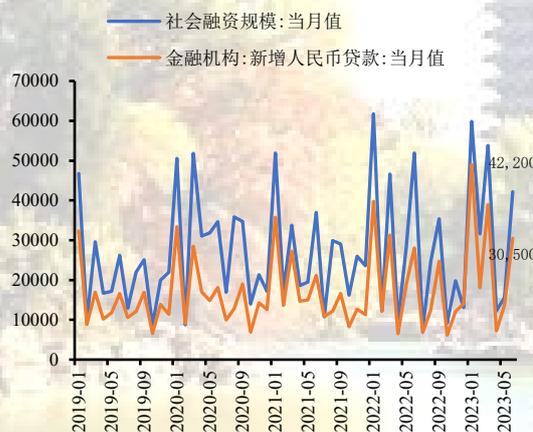


数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

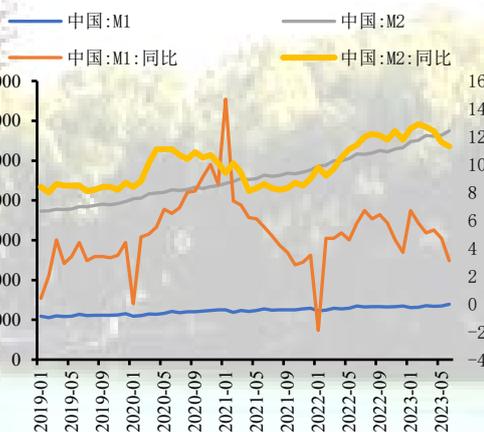
货币金融部分：社融信贷边际提升，政策支撑有待持续

2023 年 6 月，新增社会融资规模 4.22 万亿元，较去年同期少增 9726 亿元，远高于市场预期。受财政前置发力节奏差异的影响，6 月社融规模较去年同期少增，但在一系列稳增长政策的支撑下，本月新增社会融资规模大超市场预期。

2023 年 6 月，新增人民币贷款 30500 亿元，同比多增 2400 亿元，远超市场预期。因央行降息等一系列货币政策的作用下，6 月新增信贷规模得到提振，但企事业中长期贷款同比多增幅度持续边际回落，政策支撑有待进一步落实。



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

2023 年 6 月末，狭义货币 (M1) 余额 69.56 万亿元，同比增长 3.1%，较上期下降 1.6 个百分点；广义货币 (M2) 余额 287.3 万亿元，同比增长 11.3%，较上期下降 0.3 个百分点，但仍持续高位运行，高于市场预期。整体而言，伴随 6 月信贷投放规模显著回升，形成的信贷派生支撑 M2 同比增速，与此同时，6 月财政存款同比出现了大幅减少，也对 6 月末的 M2



形成了支撑。但是，由于企事业单位中长期贷款边际减弱，企业经营活跃度出现下降，一定程度拖累了 M1 同比增速。

新增社融同比少增，政府债券是主要拖累

2023 年 6 月，新增社会融资规模 4.22 万亿元，较去年同期少增 9726 亿元，远高于市场预期。其中，新增人民币贷款 32365 亿元，同比多增 1825 亿元；新增外币贷款-191 亿元，同比少减 100 亿元；新增委托贷款-57 亿元，同比少减 323 亿元；新增信托贷款-153 亿元，同比少减 675 亿元；新增未贴现银行承兑汇票-692 亿元，同比少增 1758 亿元；新增债券融资 2360，同比多增 14 亿元；新增股票融资 701 亿元，同比多增 112 亿元；新增政府债券 5388 亿元，同比少增 10828 亿元。

整体而言，尽管 6 月新增社会融资规模同比少增，但远高于市场预期的 3.2 万亿元。其中，本月社融同比少增主要受政府债券的拖累，政府债券在 6 月大幅同比少增了 10828 亿元。这主要是因为 2022 年财政前置发力所致，使得 2022 年上半年政府债券基数较大，而 2023 年整体财政并未达到去年的前置力度，导致 6 月同比大幅少增。但是，就全年而言，2023 年的政府债券发行额度并不弱于去年，只是发行节奏向后推移了。



图 43 6 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

新增信贷大超预期，信贷结构也显优化

2023 年 6 月，新增人民币贷款 30500 亿元，同比多增 2400 亿元，远超市场预期。其中，新增短期贷款 12363 亿元，同比多增 1175 亿元；新增中长期贷款 20563 亿元，同比多增 1899



亿元；新增票据融资-821 亿元，同比少增 1617 亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款 9639 亿元，同比多增 1157 亿元，其中新增短期贷款 4914 亿元，同比多增 632 亿元；新增中长期贷款 4630 亿元，同比多增 463 亿元；新增企事业单位贷款 22803 亿元，同比多增 687 亿元，其中新增短期贷款 7449 亿元，同比多增 543 亿元；新增中长期贷款 15933 亿元，同比多增 1436 亿元。

整体而言，从信贷结构来看，除票据融资外的所有分项都出现了同比多增，且增幅较为接近，表明信贷需求整体均出现了回升，信贷结构也得到了优化，一定程度反映出央行运用降息、超额置换中期借贷等工具在推动信用扩张方面产生了积极效果。但是，值得注意的是，企事业中长期贷款同比多增幅度持续边际回落，表明对企事业单位中长期贷款的支撑力度有待进一步提振。



图 44 6 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

存款活期化边际减弱，资金空转现象短暂波动

2023 年 6 月末，狭义货币（M1）余额 69.56 万亿元，同比增长 3.1%，较上期下降 1.6 个百分点；广义货币（M2）余额 287.3 万亿元，同比增长 11.3%，较上期下降 0.3 个百分点，但仍持续高位运行，高于市场预期。整体而言，伴随 6 月信贷投放规模显著回升，形成的信贷派生支撑 M2 同比增速，与此同时，6 月财政存款同比出现了大幅减少，也对 6 月末的 M2 形成了支撑。但是，由于企事业单位中长期贷款边际减弱，企业经营活跃度出现了下降，一定程度拖累了 M1 同比增速。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，6 月末两者的同比增速差为 8.2%，增速剪刀差较上期提高 1.3 个百分点。两者剪刀差继连续减少 2 个月后再次出现扩大，预示着 6 月存款活期化得到



减弱。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。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-2.3%，较上期继续提升 0.2 个百分点，增速差继连续 4 月下降后再次出现提高。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，但 6 月打破了今年以来的趋势性错配，预期只是暂时性的波动，整体趋势不变。

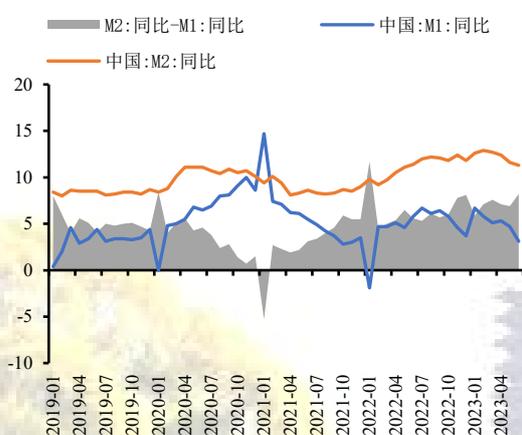


图 45 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

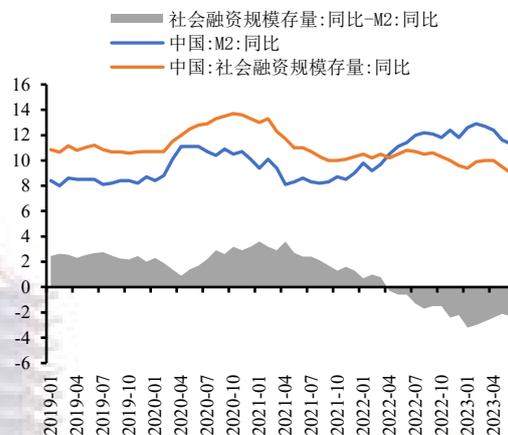


图 46 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

展望未来：稳增长政策持续发力，经济复苏继续

工业产出方面：货币政策方面，截至 6 月 30 日，6 月央行公开市场操作货币净投放 10690 亿，显示宏观流动性延续合理充裕，央行二季度例会强调要充分发挥货币信贷政策效能，货币政策继续支持稳增长，将有力支持工业生产恢复；财政政策方面，财政政策定力较强，后续政策或仍将以稳就业、扩内需、托底地产为主线，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：随着“稳增长”政策效果的逐渐显现，预计下半年投资增速或有上涨，全年投资走势或呈现前低后高的走势特征。近期中美高层互动增加，德国首份“中国战略”也已公布，均未表达出近期与中国经济进一步脱钩的信号，暗示着下半年的外需环境应该不会进一步明显恶化。外需稳定，利于国内投资需求的扩张，自然走势下，下半年整体投资环境好于预期。鉴于当前内生动力不足，有效需求短期内难以显著上涨，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。

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，当前经济复苏基础仍不牢靠，未来一揽子稳经济政策仍需发力，助力经济基本面企稳回升，带动国内需求稳步复苏，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 0.6%。

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-2.8%。

货币金融方面:预计未来信贷规模将稳步提升,信贷结构也将进一步调整。2023年第一季度稳增长政策发力明显,信贷投放力度较大,第二季度在降息等货币政策支撑下,信贷规模稳步扩张。进入第三季度,预计居民户和企事业单位的信贷需求都需进一步的政策支撑。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 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。