



需求恢复表现低于预期，经济增长动能仍需巩固

——黄昱程

点评报告

A0012-20230815

2023年7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(%)	3.7	4.6	4.6
固定资产投资 累计同比(%)	3.4	3.8	3.9
社会消费品零 售额累计同比(%)	2.5	3.6	5.3
出口同比(%)	-14.5	-13.0	-11.4
进口同比(%)	-12.4	-7.0	-4.8
贸易差额 (亿美元)	806.0	700	727.4
通货膨胀			
CPI 同比(%)	-0.3	-0.5	-0.5
PPI 同比(%)	-4.4	-4.1	-4.1
货币信贷			
新增人民币贷款 (亿元)	3469	8000	8446.9
M2 同比(%)	10.7	11	11.1

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

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

- 需求疲软拖累增长动能，稳增长政策仍需持续发力
- 预算约束不变，挤占效应拉低消费增速
- 政策调整企业暂时观望，高技术推动投资结构变化
- 外贸下行压力加大，稳外贸政策仍需发力
- 服务消费价格表现较好，工业出厂价格拐点已现
- 社融信贷低于预期，政策支撑有待加强
- 展望未来：经济恢复表现疲软，政策仍需继续支持

内容提要

2023年7月，宏观政策持续发力，经济运行延续恢复态势，但阶段性稳增长压力和需求不足的困难仍然存在，从复合增长率以及环比指标看，当前经济恢复边际有所放缓，内生动力需要加强。正如7月31日政治局会议指出，当前经济面临一些新问题新挑战，要坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持经济平稳健康发展，强调扩大内需和结构调整，把稳定就业放在更加突出位置。在短期刺激政策效能逐渐减弱的情况下，“稳就业、稳收入、促民生”是解决需求不足问题的根本。

从供给端看，2023年7月国内工业经济持续向好，规模以上工业增加值同比实际增长3.7%，较上期下降0.7个百分点。规模以上工业增加值环比上升0.01%，较上期下降0.67个百分点。高基数效应下，工业同比及环比均较上期有所下降，实际工业生产表现略低于市场预期。在工业企业利润持续走弱的背景下，工业需求表现仍不足，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中下游需求得到有效提振，工业经济有望持续恢复。

从需求端看，消费方面，7月份社会消费品零售总额同比增长2.5%，较6月份下滑0.6个百分点。总预算约束不变的条件下，服务消费扩张抑制了实物消费的增长，拉低本月社零增速。政策带动效应边际递减，短期刺激治标不治本，长期来看“稳就业、稳收入”是促消费的根本；投资方面，1-7月份全国固定资产投资同比增长3.4%，较1-6月份下滑0.4个百分点。稳增长政策密集出台，政策调整初期形势不够明朗，企业反而愈加踟蹰观望，阶段性抑制投资需求扩张。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；7月份出口增速和进口增速延续负增长。出口方面，中国出口结构发生变化，以劳动密集型产品为主的中低端出口增速下降幅度较大，以汽车为代表的高端出口展现较为



强劲的动力，海外需求总额处于收缩区间，全球经贸形势偏弱，中美摩擦持续，对中国出口形成压制，叠加价格因素和去年同期的高基数效应的拉低作用，使得7月出口2817.6亿美元，同比下降19.4%延续负增长，较6月下降2.1个百分点，低于市场预期。进口方面，受高温天气和极端气候的影响，7月份传统生产淡季效应凸显，国内生产复苏边际放缓，7月制造业PMI为49.3%，连续四个月位于收缩区间，同时进口商品价格回落，叠加出口需求回落的拉低作用，使得7月进口2011.6亿美元，同比下降12.4%延续负增长，较6月下降5.6个百分点，远低于市场预期。

价格方面，7月CPI同比下跌0.3%，较上月下降0.3个百分点，环比上涨0.2%，较上月上升0.4个百分点。服务价格环比上涨是CPI环比上涨的主要原因，具体表现为：受暑期出行需求提振影响，服务价格大幅回升，基本冲抵了食品价格环比下跌带来的影响。PPI同比下跌4.4%，较上月上升1.0个百分点，环比下跌0.2%，较上月上升0.6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：国际大宗商品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下跌。

货币金融方面，新增社会融资规模5282亿元，较去年同期少增2503亿元，低于市场预期。7月社会融资规模主要受表内融资大幅拖累，表外融资小幅支撑，直接融资小幅偏弱以及政府债券支撑不强的影响，创2017年7月以来的低点；新增人民币贷款3459亿元，同比少增3331亿元，远低于市场预期。7月人民币贷款主要受短期和中长期贷款共同拖累的影响同比大幅走弱，虽票据融资同比多增461亿元，但支撑力度明显不足，后续还需进一步的政策出台支撑市场信心；7月狭义货币（M1）余额67.72万亿元，同比增长2.3%，较上期下降0.8个百分点；广义货币（M2）余额285.4万亿元，同比增长10.7%，较上期下降0.6个百分点，低于市场预期。伴随7月信贷投放规模显著下降，形成的信贷派生难以支撑M2同比增速，与此同时，7月财政存款同比出现了大幅增加，以及企事业单位中长期贷款边际减弱也对7月末的M2形成了拖累。



正文

工业增加值部分：需求疲软拖累增长动能，稳增长政策仍需持续发力

2023年7月，国内工业经济持续向好，规模以上工业增加值同比实际增长3.7%（扣除价格因素的实际增长率），较上期下降0.7个百分点（三年复合增速4.6%，较上期下降0.9%），其中高技术制造业同比增长0.7%。规模以上工业增加值环比上升0.01%，较上期下降0.67个百分点。2023年，1-7月规模以上工业增加值累计同比增长3.8%，较上期不变，工业生产总体稳定增长。从三大门类看，7月份，采矿业增加值同比增长1.3%，制造业同比增长3.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长4.1%，工业上游增加值同比拖累较多。7月，高基数效应下，工业同比及环比均较上期有所下降，实际工业生产表现略低于市场预期。在工业企业利润持续走弱的背景下，工业需求表现仍不足，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，7月份，41个大类行业中有23个行业增加值保持同比增长，受高基数效应影响，增长行业数量较上期有所下降，其中上涨动力主要来自于黑色有色金属冶炼、化工制造、石油开采和汽车制造等，显示工业中下游需求边际回落。其中，7月份，煤炭开采和洗选业同比增长0.4%，石油和天然气开采业同比增长4.2%，农副食品加工业同比增长3.0%，食品制造业同比持平，酒、饮料和精制茶制造业同比增长-3.1%，纺织业同比增长-0.3%，化学原料和化学制品制造业同比增长9.8%，非金属矿物制品业同比增长-3.4%，黑色金属冶炼和压延加工业同比增长15.6%，有色金属冶炼和压延加工业同比增长8.9%，通用设备制造业同比增长-1.4%，专用设备制造业同比增长1.5%，汽车制造业同比增长6.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长1.0%，电气机械和器材制造业同比增长10.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长0.7%，电力、热力生产和供应业同比增长4.6%。

分产品看，7月份，620种产品中有303种产品产量同比增长，工业产品产量增长数量较上期有所下降，其中汽车、水泥同比回落较多。其中，7月份，钢材11,653.0万吨，同比增长14.5%；水泥17,618.0万吨，同比增长-5.7%；十种有色金属603.0万吨，同比增长4.2%；乙烯241.0万吨，同比增长5.2%；汽车232.4万辆，同比增长-3.8%，其中，新能源汽车75.2万辆，同比增长24.9%；发电量8,462.0亿千瓦时，同比增长3.6%；原油加工量6,313.0万吨，同比增长17.4%。

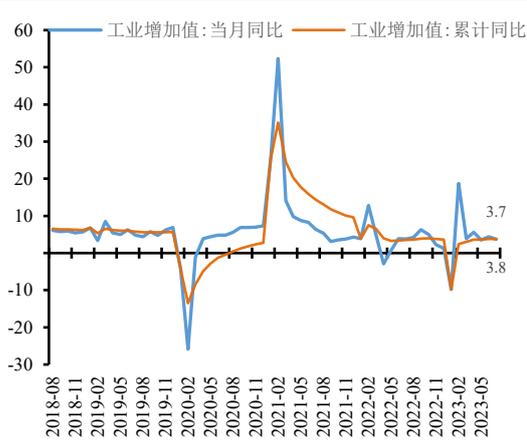


图1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

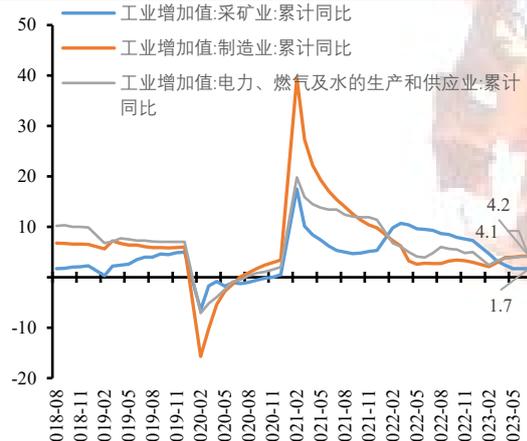


图2 中国三大门类工业增加值累计同比增速 (%)

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

消费部分：预算约束不变，挤占效应拉低消费增速

2023年7月份，社会消费品零售总额同比增长2.5%，较6月份下滑0.6个百分点。餐饮收入同比增长15.8%，较6月份下滑0.3个百分点；商品零售同比增长1.0%，较6月份下滑0.7个百分点。挤占效应使得本月社零增速小幅下滑。一方面，“618”促销活动部分透支了7月的消费；另一方面，7月暑期文旅、电影等服务消费火爆，挤占了本月社零消费。近期收入、就业数据显示，当前居民收入、就业环境并未发生明显的变化，居民整体预算约束不变。同时，7月CPI中服务价格同比增长1.2%，较6月份上涨0.5个百分点，反映出7月居民服务消费显著扩张。总预算约束不变的条件下，服务消费的增长抑制了实物消费的扩张，而社会消费品零售总额只含有实物消费，不包含服务消费。因此，我们看到了7月份一边旅游消费火热，另一边社零增速低迷的现象。

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。同时7月份，全国城镇调查失业率为5.3%，比上月上升0.1个百分点。

从具体消费品类型来看，7月份，家用电器和音像器材类、服装鞋帽针纺织品类、金银珠宝类消费额分别同比增长-5.5%、2.3%、-10.0%，分别较6月份下滑10.0、4.6、17.8个百分点，是影响本月消费额增速下降的主要消费品；石油及制品类、日用品类、粮油食品类消费额分别同比增长-0.6%、-1.0%、5.5%，分别较6月份上涨1.6、1.2、0.1个百分点，受文旅消费带动，这几类消费品消费额增速较前月上涨。

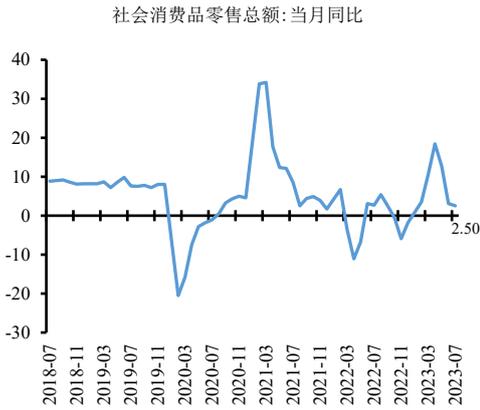


图3 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

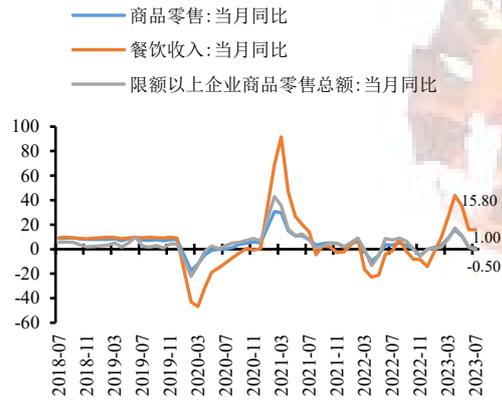


图4 餐饮收入和商品零售累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

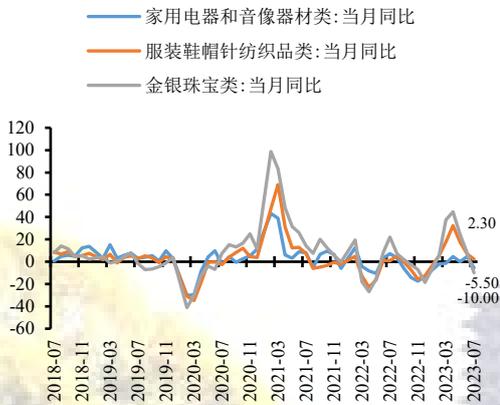


图5 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

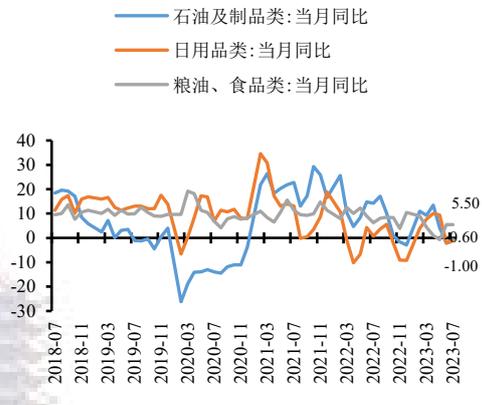


图6 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分: 政策调整企业暂时观望, 高技术推动投资结构变化

2023年1-7月份, 全国固定资产投资同比增长3.4%, 较1-6月份下滑0.4个百分点, 7月投资增速普遍下滑。其中, 第一产业投资同比增长-0.9%, 较1-6月份下滑1.0个百分点; 第二产业投资同比增长8.5%, 较1-6月份下滑0.4个百分点; 第三产业投资同比增长1.2%, 较1-6月份下滑0.4个百分点。第二产业部分, 主要受制造业投资增速下滑影响; 第三产业部分, 基建、房地产投资增速均出现了不同程度的下滑, 1-7月份, 基建、房地产投资同比增长-8.5%、6.8%, 分别较1-6月份下滑0.4、0.6个百分点。

近期稳增长政策密集出台, 释放出积极的信号, 但由于政策初期仍处于框架阶段, 企业等待政策落地, 阶段性踟蹰观望, 抑制了投资增速上涨。1-7月份, 民间投资同比下降0.5%, 较1-6月份降幅扩大0.3个百分点。另外, 大厂裁员影响过后, 7月计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速出现回调, 1-7月份, 计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比增长9.8%, 较1-6月份上涨0.4个百分点。



调结构方面，高技术产业投资继续保持高位增长。1-7 月份，高技术产业投资同比增长 11.5%，较全部投资增速高 8.1 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 11.5%、11.6%；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 44.9%、23.8%。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。

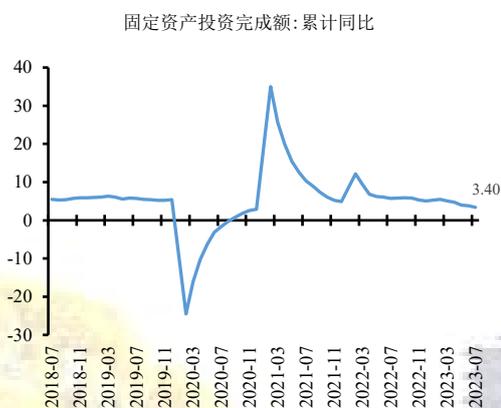


图 7 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

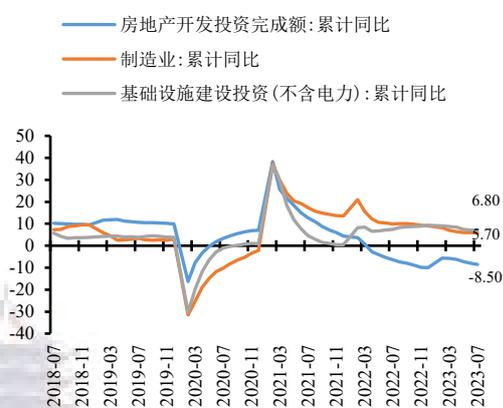


图 8 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

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 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：外部需求持续放缓，出口增速延续负增长

2023 年 7 月，中国出口总额 2817.6 亿美元，同比下降 14.5%，较 6 月下降 2.1 个百分点，低于市场预期。出口需求不振是本月出口延续不景气的主要原因，7 月 PMI 新出口订单为 46.3，连续四个月低于荣枯线，出口需求延续下降态势；美国 7 月 Markit 制造业 PMI 为



49, 低于荣枯线; 同时, 一方面, 美国国内生产替代进口, 整体进口增速下降; 另一方面, 美国进口结构调整进口, 减少从中国进口, 转而向越南、墨西哥进口; 欧元区 7 月制造业 PMI 为 42.7, 较上月下降 0.7 个点, 延续下降趋势, 欧元区经济前景不容乐观; 日本 7 月制造业 PMI 初值为 49.6, 较上月下降 0.2 个点。而东盟国家从中国的进口主要集中在中间品, 其生产加工后最终目的地仍是西方发达国家, 因而发达国家需求收缩也导致东盟国家从中国进口减少。叠加去年同期高基数效应和价格因素对本月出口的压制作用, 7 月出口降幅扩大。从我们的预测结果来看, 出口增速略低于我们的预期, 这主要是由于高估出口的韧性。

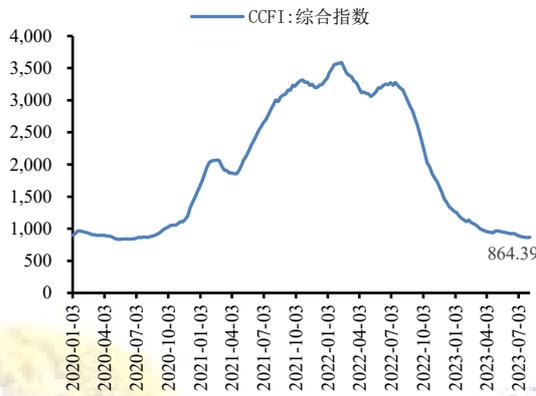


图 11 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

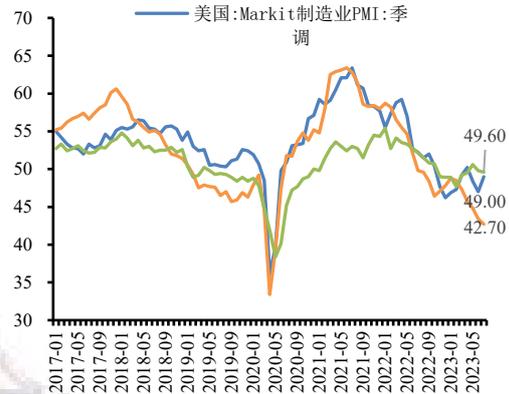


图 12 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 7 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 -20.62%、-23.12%、-21.43%和-18.32%, 中国对欧盟、东盟和日本出口增速均延续下降趋势, 对美国出口增速基本与上月齐平, 其中对欧盟和东盟的出口增速下降幅度加大。值得注意的是, 虽然 7 月份中国对俄罗斯的出口增速仍保持高位, 约为 51.83%, 但较上月下降幅度较大。

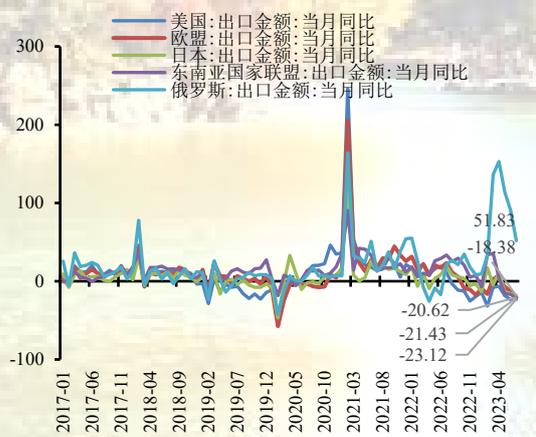


图 13 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

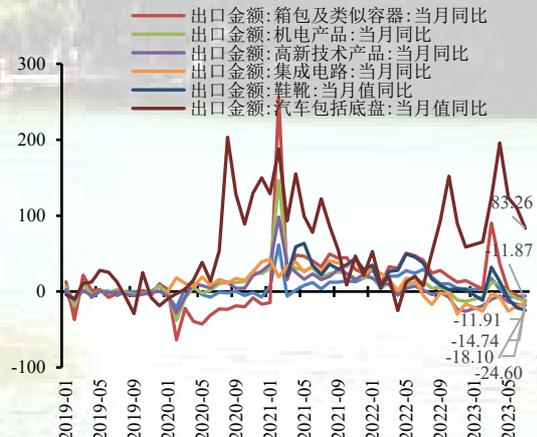


图 14 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



从7月的出口商品来看，中国出口机电产品1630.71亿美元，占中国出口总额的57.88%，仍在中国出口中占主导地位，同比下降11.91%，对出口增速形成拉升。其中，出口集成电路108.48亿美元，同比下降14.74%，较上月有所回升；高新技术产品出口为671.99亿美元，同比下降18.10%；汽车出口87.73亿美元，同比增长83.26%，中国汽车行业展现强劲势头，出口成绩斐然，尽管增速有所放缓，但仍是本月出口增长动能。劳动密集型产品出口增速延续下跌趋势，对出口的支撑作用大幅削弱，其中箱包及类似容器同比下降11.87%，鞋靴同比下降24.60%。

进口部分：受价格因素拖累，进口增速降幅扩大

2023年7月，中国进口总额2011.6亿美元，同比下降12.4%，较6月下降5.6个百分点，远低于市场预期。这主要是因为国内需求仍然偏弱，7月份全国持续高温天气影响，叠加近期全国范围内暴雨、台风等极端天气的干扰，制造业进入传统生产淡季，7月PMI为49.3，持续四个月位于荣枯线以下，PMI新订单指数为49.50，显示制造业需求仍较弱；PMI进口指标为46.8，较6月下降0.2个百分点，显示进口需求仍旧不足；叠加大宗商品价格呈现回落态势，价格因素对进口增速形成拖累。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7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-11.23%、-3.01%、-14.65%和-11.17%。数据显示，中国对美国、欧盟、东盟和日本的同比增速均有所下降，其中对东盟和美国的进口增速下降幅度较大。

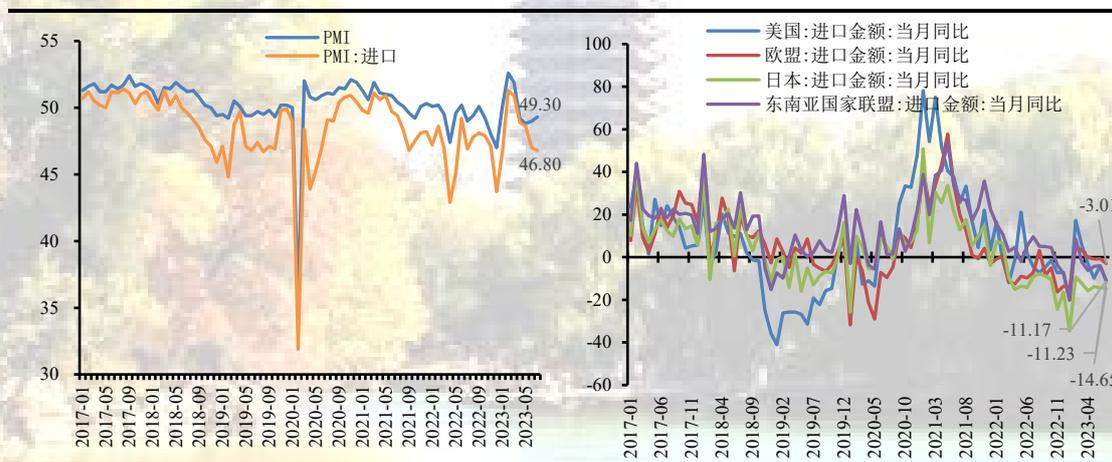


图 15 中国主要 PMI 指数 (%)

图 16 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7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6.9%、12.4%、88.6%、7.6%和-32.6%；除铁矿砂及其精矿和煤及褐煤外，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5.3%，较上月回升0.8个百分点，肉类进口累计同比增速为9.50%，较上月下降0.7个百分点。

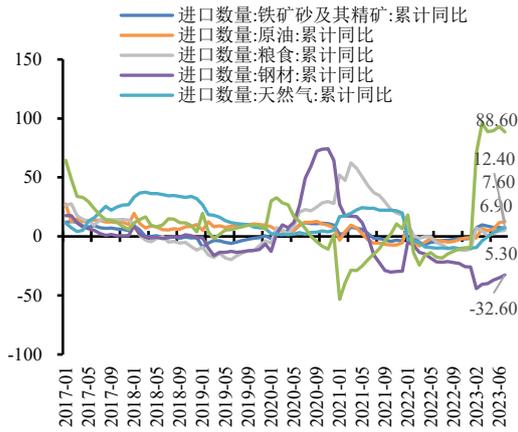


图 17 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

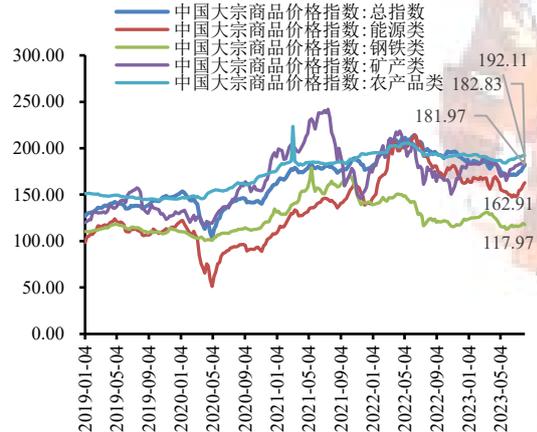


图 18 中国大宗商品价格指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

价格部分: 服务消费价格表现较好, 工业出厂价格拐点已现

2023 年 7 月, CPI 同比下跌 0.3%, 较上月下降 0.3 个百分点, 环比上涨 0.2%, 较上月上升 0.4 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为 0 个百分点, 较上月下降 0.5 个百分点; 新涨价影响约为-0.3 个百分点, 较上月上升 0.2 个百分点。服务价格环比上涨是 CPI 环比上涨的主要原因, 具体表现为: 受暑期出行需求提振影响, 服务价格大幅回升, 基本冲抵了食品价格环比下跌带来的影响。此外, 扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.8%, 较上月上升 0.4 个百分点, 显示消费需求表现温和。我们预测 7 月份 CPI 同比下跌 0.5%, 低于公布结果 0.2 个百分点, 食品价格基本符合预期, 误差主要来源是对服务价格的低估。

2023 年 7 月, PPI 同比下跌 4.4%, 较上月上升 1.0 个百分点, 环比下跌 0.2%, 较上月上升 0.6 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-1.6 个百分点, 较上月上升 1.2 个百分点; 新涨价影响约为-2.8 个百分点, 较上月下降 0.2 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: 国际大宗商品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下跌。我们预测 7 月份 PPI 同比下跌 4.1%, 高于公布结果 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, 低估了煤炭、黑色金属和非金属建材价格下行和高基数效应的影响。

总体而言, 居民消费端中, 食品市场供应较充足叠加暑期出行需求恢复较好造成 CPI 环比转正。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 同比仍低迷。

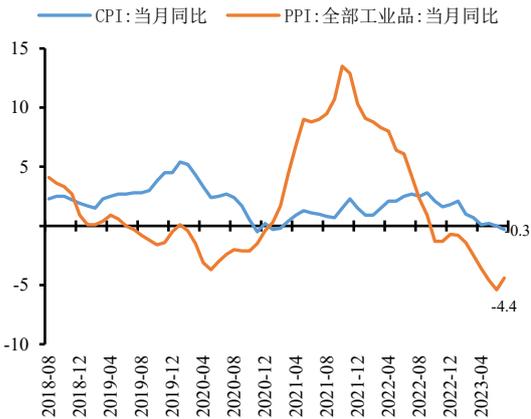


图 19 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

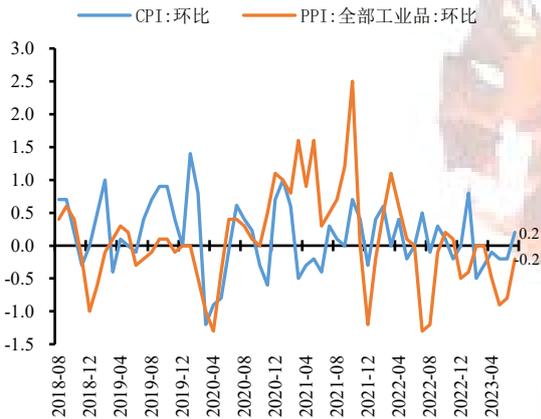


图 20 CPI、PPI 环比增速 (%)

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，鲜果鲜菜是主要原因

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。7 月份，食品消费需求平稳，消费市场供应充足，物价总体运行平稳。CPI 同比下跌 0.3%、环比由上月下跌 0.2% 转为上涨 0.2%，具体而言：食品项价格环比下跌，其中鲜果、鲜菜价格环比下跌是本月食品价格环比下跌的主要原因；非食品价格环比上涨，其中服务价格回升是主要原因。

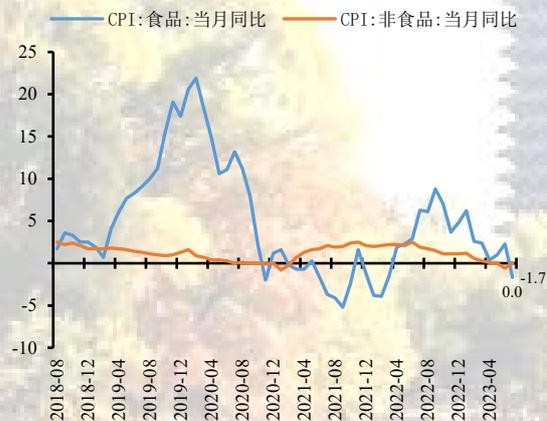


图 21 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

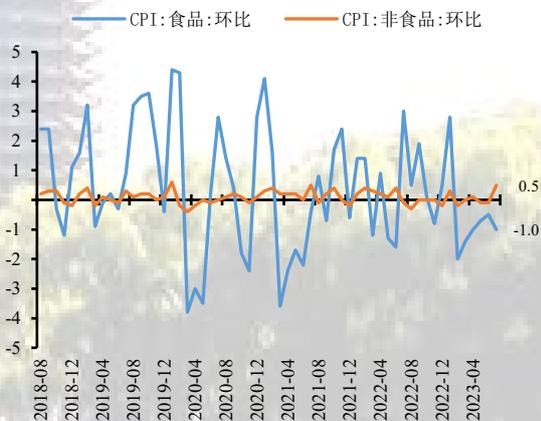


图 22 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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，食品价格下跌 1.7%，较上月下降 4.0 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.31 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 26.0%，较上月下降 18.8 个百分点；受鲜蔬供应季大量上市影响，鲜菜价格下跌 1.5%，较上月下降 12.3 个百分点。

总体而言，食品项八大类价格同比分化（4 涨、4 跌），其中畜肉类同比幅度最大（-14.0%），较上月同比变动普降（0 正、7 负、1 不变），其中鲜菜同比变动最显著（-12.3%）。



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
7月同比	0.3	-1.3	-1.5	-14.0	0.4	-0.5	0.4	5.0
同比变动	-0.2	-2.4	-12.3	-10.7	-0.1	-1.1	0.0	-1.4

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

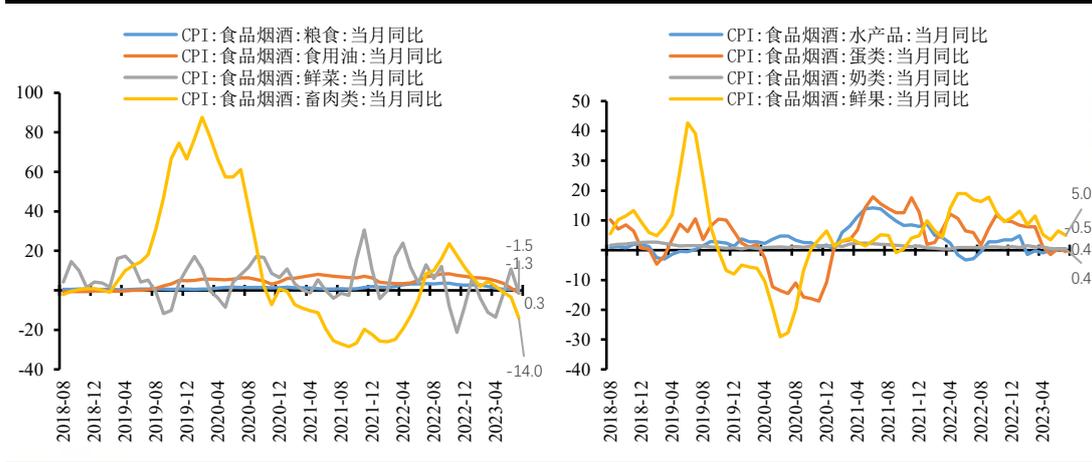


图 23 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

图 24 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%, 较上月下降 0.5 个百分点, 影响 CPI 下降约 0.18 个百分点。受生猪供给充足和消费需求回落影响, 猪肉价格环比不变, 较上月上升 1.3 个百分点; 受鲜蔬大量上市影响, 鲜菜环比下跌 1.9%, 较上月下降 4.2 个百分点。

总体而言, 食品八大类价格环比分化 (2 涨、6 跌), 其中鲜果环比幅度最高 (-5.1%), 较上月环比分化 (5 正 3 负 0 不变), 其中鲜菜环比变动最明显 (-4.2%)。

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
7月环比	-0.1	-0.6	-1.9	-0.6	0.3	-0.8	0.1	-5.1
环比变动	-0.1	0.4	-4.2	0.6	1.5	1.4	0.2	-3.4

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

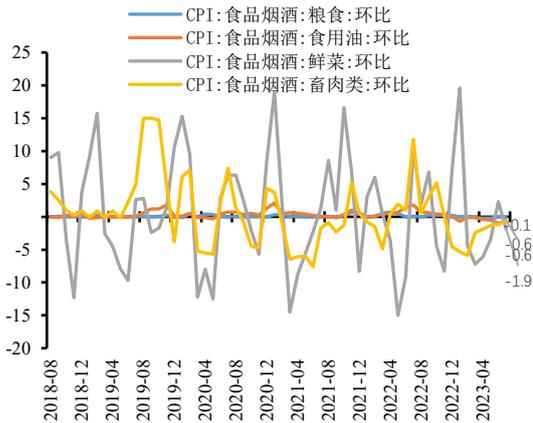


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

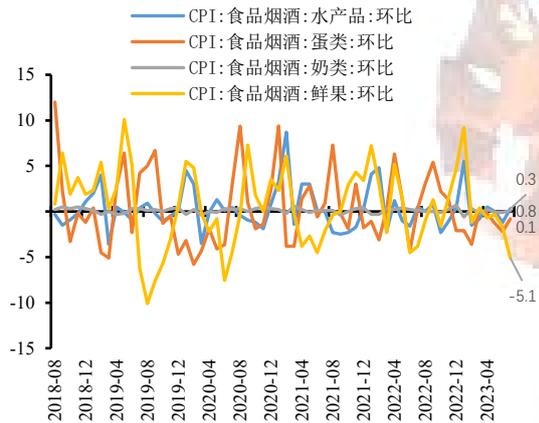


图 26 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

非食品价格环比回升，出行需求恢复明显

非食品项中，从同比看，非食品价格持平，较上月上升 0.6 个百分点，影响 CPI 下跌约 0 个百分点。受燃油价格回升带动，工业消费品价格有所反弹；受出行需求恢复影响，服务价格上涨 1.2%，较上月上升 0.5 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（-4.7%），较上月同比变动普增（7 正 0 零 0 负），其中交通通信项同比变动最明显（+1.8%）。

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
7 月同比	1.0	0.1	-0.2	-4.7	2.4	1.2	4.1
同比变动	0.1	0.1	0.3	1.8	0.9	0.1	1.7

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

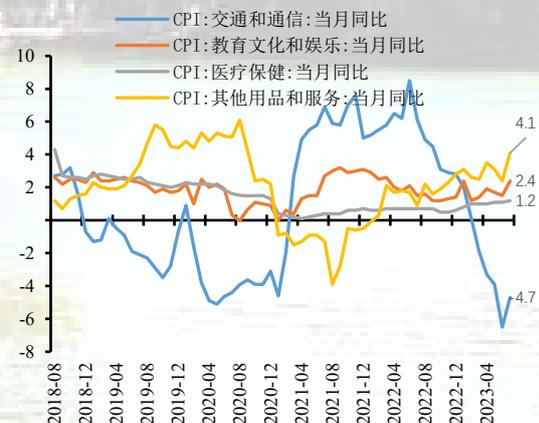
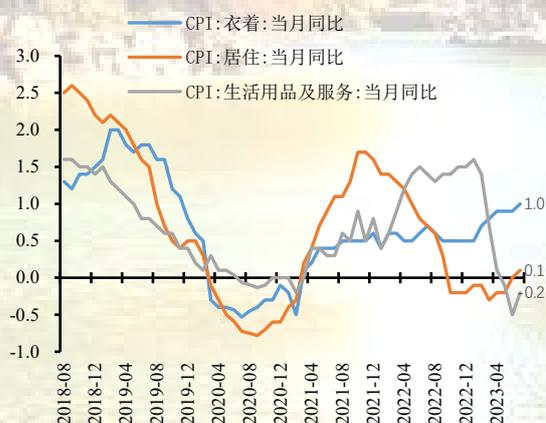




图 27 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

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 0.5%, 较上月上升 0.6 个百分点, 影响 CPI 变动约 0.4 个百分点。受国际油价回升影响, 工业消费品价格有所反弹; 受暑期出行需求持续恢复影响, 服务价格上涨 0.8%, 较上月上升 0.7 个百分点。

总体而言, 非食品项七大类价格环比分化 (6 正、1 负), 其中教育娱乐项环比幅度最高 (+1.3%), 较上月环比变动分化 (4 正、1 负、2 不变), 其中交通通信项环比变动最显著 (+1.7%)。

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
7 月环比	-0.3	0.1	0.6	1.2	1.3	0.1	0.9
环比变动	-0.1	0.0	1.1	1.7	1.5	0.0	1.5

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

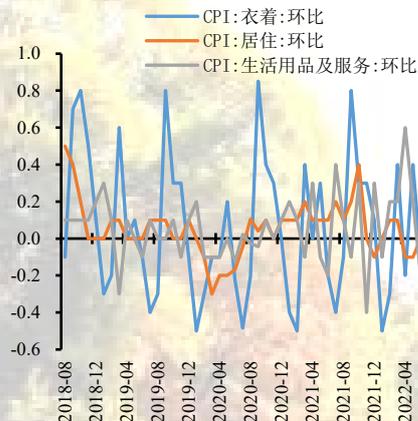


图 29 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

图 28 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

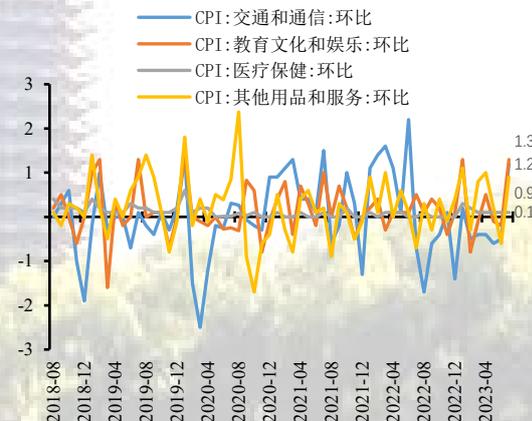


图 30 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

生产资料价格环比下跌, 工业出厂价格降幅收窄

7 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, 但降幅有所收窄, 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, 生活资料价格同比继续下跌。

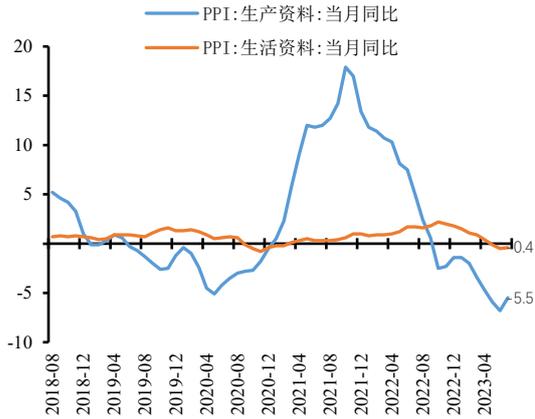


图 31 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

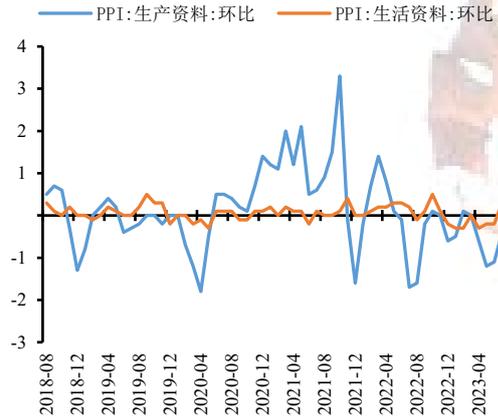


图 32 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

分大类,从同比看,7月PPI下跌4.4%,较上月上升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5.5%,较上月上升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落影响,生活资料价格下跌0.4%,较上月上升0.1个百分点,其中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
7月同比	-14.7	-7.6	-3.8	-0.9	1.5	0.8	-1.5
同比变动	1.5	1.9	0.9	-0.3	0.5	0.5	0.0

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

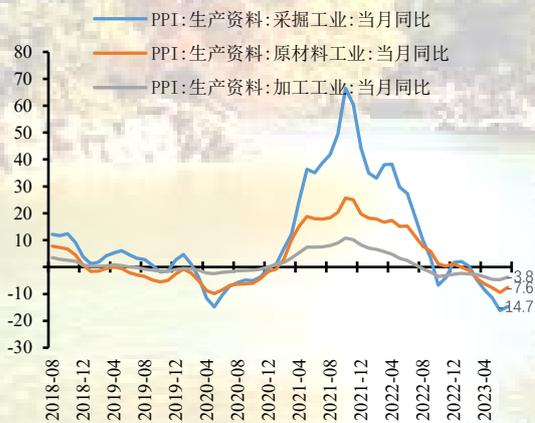


图 33 生产资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

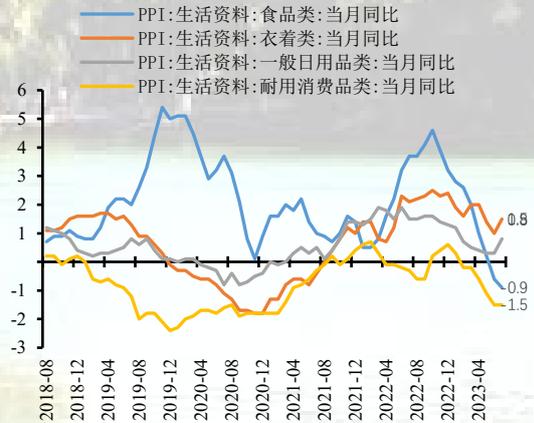


图 34 生活资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看,7月PPI环比下降0.2%,较上月上升0.6个百分点。受工业中下游生产需求



回升和石油及相关行业价格回升影响，生产资料价格下跌 0.4%，较上月上升 0.7 个百分点，其中原材料、加工工业价格下跌是主要原因；生活资料价格上涨 0.3%，较上月上升 0.5 个百分点，其中耐用消费品工业价格回升是主要边际贡献。中上游原材料加工工业价格下跌是造成此次 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
7 月环比	-0.1	-0.4	-0.4	0.3	0.6	0.2	0.2
环比变动	3.4	1.2	0.2	0.5	0.3	0.1	0.6

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

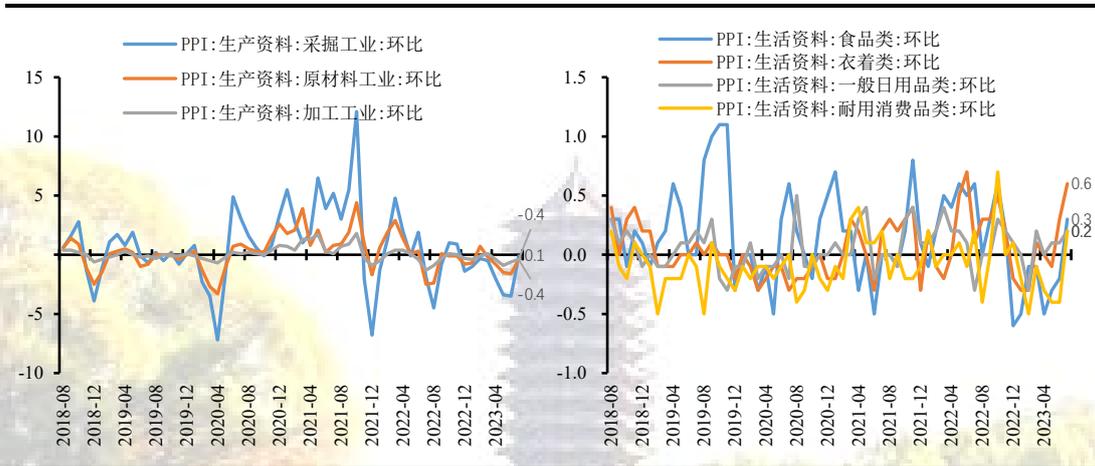


图 35 生产资料价格分项环比增速（%）

图 36 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：社融信贷低于预期，政策支撑有待加强

2023 年 7 月，新增社会融资规模 5282 亿元，较去年同期少增 2503 亿元，低于市场预期。7 月社会融资规模主要受表内融资大幅拖累，表外融资小幅支撑，直接融资小幅偏弱以及政府债券支撑不强的影响，创 2017 年 7 月以来的低点。

2023 年 7 月，新增人民币贷款 3459 亿元，同比少增 3331 亿元，远低于市场预期。7 月人民币贷款主要受短期和中长期贷款共同拖累的影响同比大幅走弱，虽票据融资同比多增 461 亿元，但支撑力度明显不足，后续还需进一步的政策出台支撑市场信心。

2023 年 7 月末，狭义货币（M1）余额 67.72 万亿元，同比增长 2.3%，较上期下降 0.8 个百分点；广义货币（M2）余额 285.4 万亿元，同比增长 10.7%，较上期下降 0.6 个百分点，低于市场预期。伴随 7 月信贷投放规模显著下降，形成的信贷派生难以支撑 M2 同比增速，



与此同时，7月财政存款同比出现了大幅增加，以及企事业单位中长期贷款边际减弱也对7月末的M2形成了拖累。

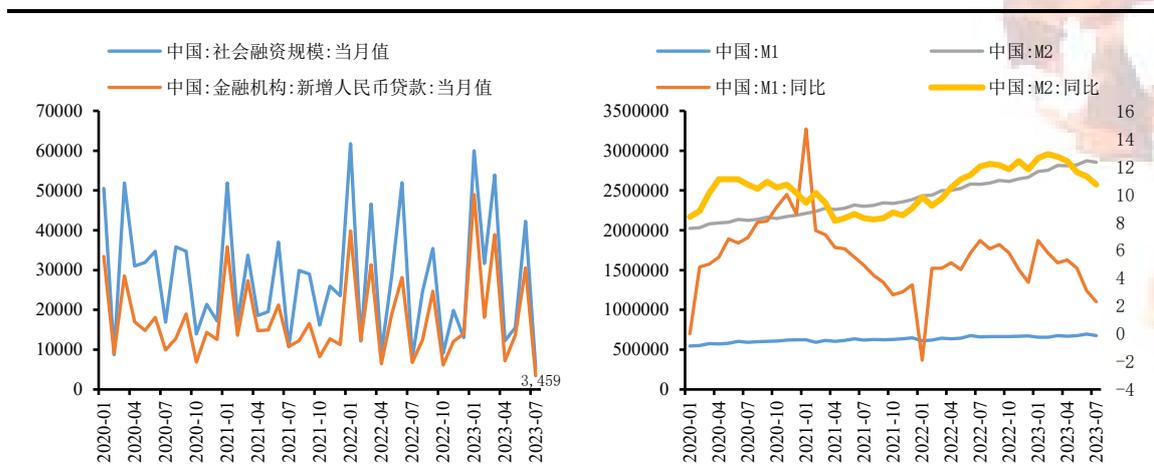


图 37 社会融资规模（亿元）

图 38 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，新增信贷是主要拖累

2023年7月，新增社会融资规模5282亿元，较去年同期少增2503亿元，低于市场预期。其中，新增人民币贷款364亿元，同比少增3724亿元；新增外币贷款-339亿元，同比少减798亿元；新增委托贷款8亿元，同比少增81亿元；新增信托贷款230亿元，同比多增628亿元；新增未贴现银行承兑汇票-1962亿元，同比少减782亿元；新增债券融资1179亿元，同比多增219亿元；新增股票融资786亿元，同比少增651亿元；新增政府债券4109亿元，同比多增111亿元。

整体而言，7月社会融资规模主要受表内融资大幅拖累，表外融资小幅支撑，直接融资小幅偏弱以及政府债券支撑不强的影响，创2017年7月以来的低点。

表内融资大幅拖累，7月仅新增25亿元。其中，因当前国内需求不足，市场预期不稳，以及季节性透支效应，人民币贷款仅新增364亿元，创2006年11月以来的新低；受进出口贸易的持续负增长以及人民币汇率的走低，外币贷款自今年7月以来持续收缩，7月继续减少339亿元，但同比少减798亿元，相对而言形成了反向支撑。

表外融资同比少减1329亿元，形成小幅支撑，但后续支撑可能进一步减弱。2022年下半年国内推出政策性开发性金融工具，有力支撑表外融资规模，由此形成高基数，未来在高基数的作用下表外融资难以对社融形成支撑作用。

直接融资同比少增432亿元，表现依然偏弱。其中，企业债券融资同比多增219亿元，地产等相关企业的债券融资意愿依然低迷；尽管今年出台了相关支持政策如全面注册制等，但当前国内股市依然信心不足，股票融资同比少增651亿元。



政府债券同比小幅多增 111 亿元，后续还将进一步多增，对社融形成较大支撑。由于今年政府债券发行节奏与全年形成一定错位，去年更多采取前置发力，导致今年上半年基数较高，今年政府债券相对缓和，但总量不弱与去年，所以后续政府债券将同比多增形成支撑。

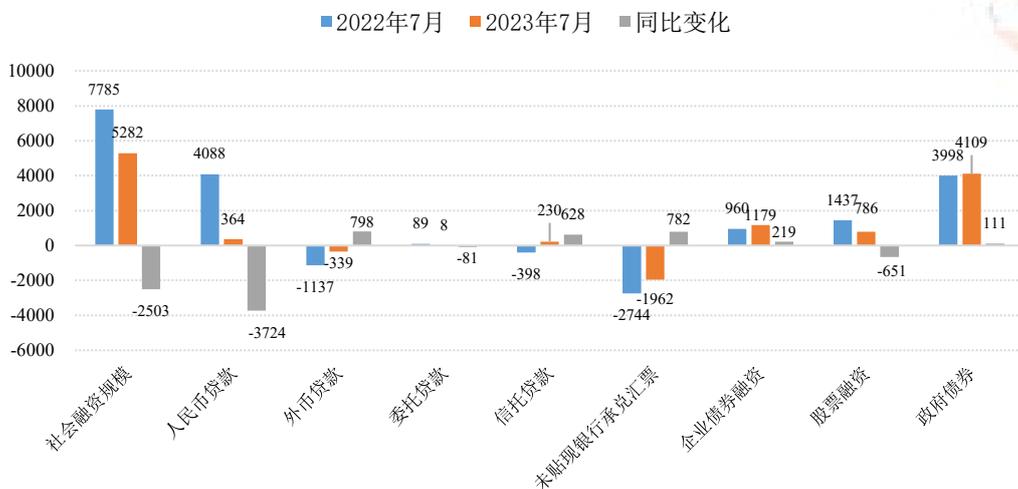


图 39 7月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

新增信贷边际走弱，市场信心仍待政策支持

2023年7月，新增人民币贷款 3459 亿元，同比少增 3331 亿元，远低于市场预期。其中，新增短期贷款-5120 亿元，同比多减 1305 亿元；新增中长期贷款 2040 亿元，同比少增 2905 亿元；新增票据融资 3597 亿元，同比多增 461 亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款-2007 亿元，同比少增 3224 亿元，其中新增短期贷款-1335 亿元，同比多减 1066 亿元；新增中长期贷款-672 亿元，同比少增 2158 亿元；新增企事业单位贷款 2378 亿元，同比少增 499 亿元，其中新增短期贷款-3785 亿元，同比多减 239 亿元；新增中长期贷款 2712 亿元，同比少增 747 亿元。

整体而言，7月人民币贷款主要受短期和中长期贷款共同拖累的影响同比大幅走弱，虽票据融资同比多增 461 亿元，但支撑力度明显不足。

居民户信贷规模收缩 2007 亿元，反映信贷需求明显减弱，同比少增 3224 亿元。其中，短期贷款收缩 1335 亿元，中长期贷款收缩 672 亿元。在当前多项利于楼市的货币政策以及促销费的政策措施加持下，提前偿还贷款的热情不减，反映出居民户仍以降杠杆为主基调，防风险为主要目标调整资产配置，凸显市场信心不足。

企事业单位加杠杆势头减弱，信贷规模同比减少 499 亿元。其中，短期贷款收缩幅度同比扩大 239 亿元，中长期贷款规模继续增加，但同比少增 747 亿元，结束了将近 1 年的强势



表现。今年今年第二季度以来出台了众多稳增长政策，例如促进民营经济发展，降息等，企业信贷需求并未出现明显提升，反映出企事业单位的内生动力不足，还需进一步的政策出台提供信心。

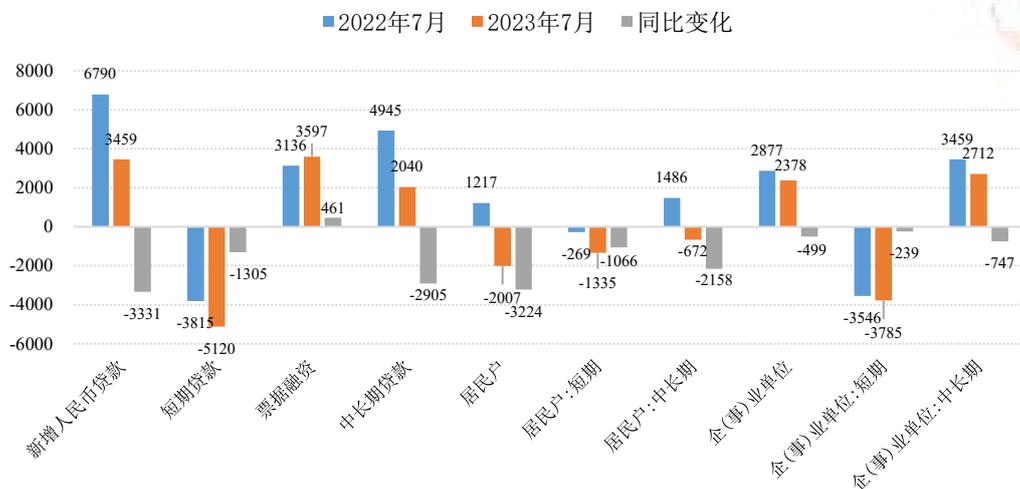


图 40 金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

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，资金空转现象趋势性下降

2023年7月末，狭义货币（M1）余额 67.72 万亿元，同比增长 2.3%，较上期下降 0.8 个百分点；广义货币（M2）余额 285.4 万亿元，同比增长 10.7%，较上期下降 0.6 个百分点，低于市场预期。整体而言，伴随 7 月信贷投放规模显著下降，形成的信贷派生难以支撑 M2 同比增速，与此同时，7 月财政存款同比出现了大幅增加，以及企事业单位中长期贷款边际减弱也对 7 月末的 M2 形成了拖累。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，7 月末两者的同比增速差为 8.4%，增速剪刀差较上期继续提高 0.2 个百分点。两者剪刀差连续两月出现扩大，且创 2022 年 1 月以来的新高，预示着 7 月存款活期化再次减弱。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，7 月末两者的同比增速差为-1.8%，较上期继续下降 0.5 个百分点，增速差继续延续趋势性下降。自 2022 年 7 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，但值得关注的是这种增速差的持续减少是以 M2 同比增速下降快于社融同比增速缓慢实



现的。

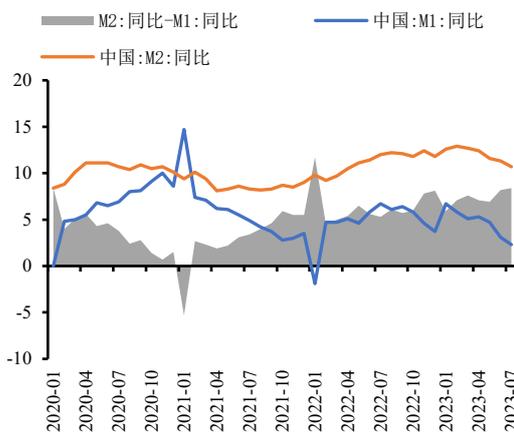


图 41 M1、M2 和 M2-M1 同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

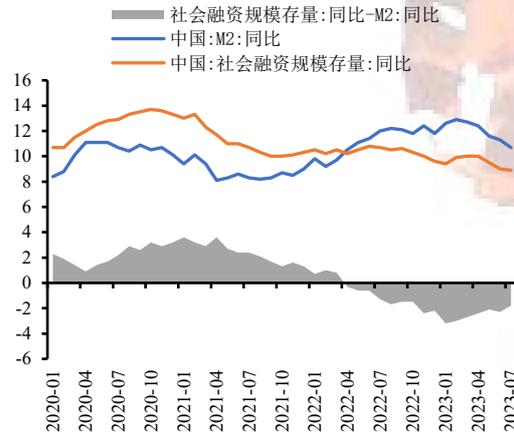


图 42 社融、M2 和社融-M1 同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

展望未来：经济恢复表现疲软，政策仍需继续支持

工业产出方面：货币政策方面，政治局会议指出，要继续实施稳健的货币政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展，将有力支持工业生产活动；财政政策方面，同时表示要继续实施积极的财政政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，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，工业经济将延续复苏态势，预计在财政货币政策联合发力的综合作用下，工业增加值同比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，全年消费额增速呈现两头高中间低的“U”型走势。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，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小幅上涨，全年投资走势或呈现两头高中间低的“U”型特征。7 月 27 日，商务部等 9 部门办公厅联合印发《县域商业三年行动计划（2023-2025 年）》，城乡流通领域的打通将带动投资增速上涨；进一步对外开放尽可能的保证外需平稳，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：下半年出口增速下行压力仍在，对经济的支撑作用逐渐降低。一方面，下半



年全球制造业复苏压力加大，长期来看海外需求仍将处于收缩阶段，叠加贸易摩擦不断，对出口增速形成不利影响；另一方面，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，出口结构不断优化，汽车行业和新能源行业成为外贸出口新动能，叠加去年年末的低基数效应，未来或将支撑出口增速。

进口方面：预计未来进口增速或将筑底回升。一方面，下半年国内稳经济政策将持续发力，利于带动中国内需恢复逐步回暖，一揽子支持房地产行业的刺激政策或将出台，带动房地产市场边际改善，助力经济基本面企稳回升，带动国内需求稳步复苏，进口增速有望得到边际改善。另一方面，出口需求不足将带动国内生产需求回落，在海外经济增长放缓的情况下，CRB 商品指数承压，未来价格因素仍利空进口，而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也将削弱进口增速。

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，预计下半年猪价或将触底回升；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，预计下半年持续增长；非食品项看，服务价格随经济提振保持平稳增长，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，受政策促进消费需求释放和低基数效应影响，CPI 整体处回升态势，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，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，因此预计下半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，受欧美加息及需求收缩影响，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消退，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继续震荡回落，叠加高基数效应，预计 2023 年 PPI 同比增速约为 -2.8%。

货币金融方面：预计未来信贷规模仍有支撑，但仍需进一步政策推动。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，市场信心不足的现象依然存在，已出台的多项稳增长政策仍未触



北京大学国民经济研究中心

及市场信心的要点, 预计后续政策支撑陆续出台, 有可能启动存量贷款利率下调等降息措施。预计未来 M2 同比增速继续维持下行趋势。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

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。