



稳增长政策发力，经济恢复好于预期

——蔡含篇

点评报告

A0012-20230915

2023年8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 同比(%)	4.5	4.2	4.2
社会消费品零售 总额同比(%)	4.6	0.8	3.5
固定资产投资 累计同比(%)	3.2	3.2	3.0
出口同比(%)	-8.8	-14.5	-9.5
进口同比(%)	-7.3	-11.5	-8.2
贸易差额(亿 美元)	683.6	720.0	704.9
通货膨胀			
CPI 同比(%)	0.1	0.2	0.2
PPI 同比(%)	-3.0	-2.6	-2.9
货币信贷			
新增人民币贷 款(亿元)	13600.0	9600.0	10975.0
M2 同比(%)	10.6	10.5	10.7

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：蔡含篇

联系方式：

gmjiyj@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

- 工业经济持续向好，需求不足仍是隐忧
- 政策发力，消费释放企稳信号
- 政策调整企业暂时观望，稳增长意图增强投资增速或已在底部
- 国内外需求有所改善，进口出口增速降幅收窄
- 服务消费需求恢复放缓，上游工业价格有所回升
- 社融信贷边际好转，政策效果预期显现
- 展望未来：稳增长政策持续发力，经济复苏继续

内容提要

随着国内稳增长政策持续加码，社会经济恢复常态化运行，8 月经济增速超预期增长。三驾马车中，外贸、消费增速已出现不同程度上涨，投资虽然目前位于底部，但随着经济内生修复动能加强，叠加资金面的支持，投资后期上涨可期。综合来看，当前中国仍面临复杂多变的外部环境，外贸压力仍然较大，投资、消费需求仍在底部徘徊，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 8 月，规模以上工业增加值同比增长 4.5%，较上期上升 0.8 个百分点，国内工业经济持续向好，超出市场预期。随着工业需求稳步回升，工业企业利润降幅收窄，工业经济或处于修补去库阶段末尾，预计随着上游成本压力趋缓和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 8 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.6%，较 7 月份上涨 2.1 个百分点。受一系列稳增长、促消费、调预期政策影响，8 月社会消费品零售总额全面上涨，短期报复性消费因素与低基数效应的影响减弱，消费出现长期增长信号。

投资方面：2023 年 1-8 月份，全国固定资产投资同比增长 3.2%，较 1-7 月份下滑 0.2 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。近期降准、降息，稳增长意图进一步强化，投资增速或已在底部。

进出口方面：出口方面，2023 年 8 月，中国出口总额 2848.7 亿美元，同比下降 8.8%，



较7月回升5.7个百分点，高于市场预期。全球制造业呈现弱复苏态势，出口需求边际回升，外贸保稳提质政策持续加码，叠加人民币贬值对中国出口商品竞争力的提升作用，使得8月出口增速降幅收窄。进口方面，2023年8月，中国进口总额2165.1亿美元，同比下降7.3%，较7月回升5.1个百分点，高于市场预期。中央持续出台稳消费政策，侧重保障促进大宗消费，全面助力房地产行业平稳发展，8月制造业PMI为49.7，较上月回升0.4个百分点，使得8月进口增速降幅有所收窄。

价格

CPI: 2023年8月，CPI同比上涨0.1%，较上月上升0.4个百分点，环比上涨0.3%，较上月上升0.1个百分点。非食品价格上涨是推动CPI上涨的主要原因，具体表现为：受暑期出行需求提振以及国际原油价格波动影响，服务价格继续回升，工业消费品价格降幅收窄，食品价格继续拖累CPI同比表现。

PPI: 2023年8月，PPI同比下跌3.0%，较上月上升1.4个百分点，环比上涨0.2%，较上月上升0.4个百分点。高基数效应消退是造成PPI降幅收窄的主要原因，具体表现为：国际原油价格上涨带动上游工业品价格回弹，而中下游工业品需求改善带动生活资料价格保持上涨。

货币金融

社会融资: 2023年8月，新增社会融资规模31200亿元，较去年同期多增6488亿元，超出市场预期。8月社会融资规模好于预期主要受政府债券支撑，表内融资表现一般但仍是社融的主要构成，直接融资小幅支撑，而表外融资构成主要拖累。

人民币贷款: 2023年8月，新增人民币贷款13600亿元，同比多增1100亿元，高于市场预期。8月新增人民币贷款超出市场预期主要受票据融资的支撑，短期贷款温和助力，但中长期贷款仍是主要拖累项，后续还需进一步的政策出台支撑市场信心。

M2: 2023年8月末，狭义货币(M1)余额67.96万亿元，同比增长2.2%，较上期下降0.1个百分点；广义货币(M2)余额286.93万亿元，同比增长10.6%，较上期下降0.1个百分点。受去年同期基数抬升的影响，8月M2同比增速延续回落趋势，但因8月信贷投放规模相对稳健，形成的信贷派生减缓了本月M2同比增速的回落趋势，与此同时，8月财政存款减少88亿元，新增规模为近五年次低，也对本月M2同比增速形成支撑。



正文

工业增加值部分：工业经济持续向好，需求不足仍是隐忧

2023年8月，国内工业经济持续向好，超出市场预期，规模以上工业增加值同比实际增长4.5%（扣除价格因素的实际增长率），较上期上升0.8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2.9%。规模以上工业增加值环比上升0.50%，较上期上升0.49个百分点。2023年，1-8月规模以上工业增加值累计同比增长3.9%，较上期加快0.1个百分点，工业生产总体稳定增长。从三大门类看，8月份，采矿业增加值同比增长2.3%，制造业同比增长5.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长0.2%，受基数效应影响电热燃水供应业增加值同比回落较多。8月，高基数效应下，工业同比及环比仍较上期有所上升，实际工业生产表现超出市场预期。随着工业需求稳步回升，工业企业利润降幅收窄，工业经济或处于修补去库阶段末尾，预计随着上游成本压力趋缓和下游需求得到有效提振，工业经济有望持续恢复。

分行业看，8月份，41个大类行业中有23个行业增加值保持同比增长，增长行业数量较上期不变，受国际油价持续回升影响，上涨动力主要来自于石油、煤炭开采和化工制造等，显示工业整体需求边际回升。其中，8月份，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7.2%，农副食品加工业同比增长3.1%，食品制造业同比增长2.5%，酒、饮料和精制茶制造业同比增长-2.9%，纺织业同比增长1.4%，化学原料和化学制品制造业同比增长14.8%，非金属矿物制品业同比增长-1.6%，黑色金属冶炼和压延加工业同比增长14.5%，有色金属冶炼和压延加工业同比增长8.8%，通用设备制造业同比增长-0.8%，专用设备制造业同比增长-0.5%，汽车制造业同比增长9.9%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长3.1%，电气机械和器材制造业同比增长10.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长5.8%，电力、热力生产和供应业同比增长0.2%。

分产品看，8月份，620种产品中有356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，其中乙烯、原油同比较上期上升较多。其中，8月份，钢材11,652.0万吨，同比增长11.4%；水泥17,925.0万吨，同比增长-2.0%；十种有色金属629.0万吨，同比增长6.1%；乙烯264.0万吨，同比增长16.8%；汽车251.3万辆，同比增长4.5%，其中，新能源汽车80.0万辆，同比增长13.8%；发电量8,449.9亿千瓦时，同比增长1.1%；原油加工量6,469.4万吨，同比增长19.6%。

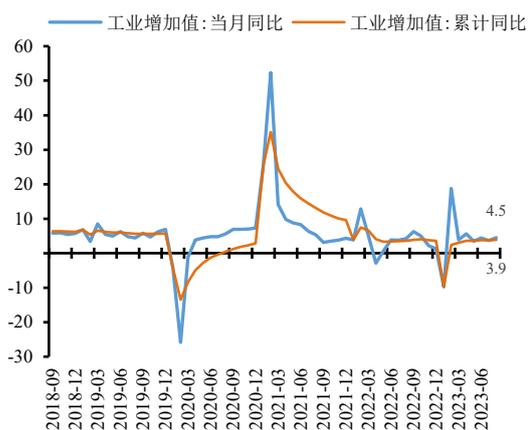


图1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

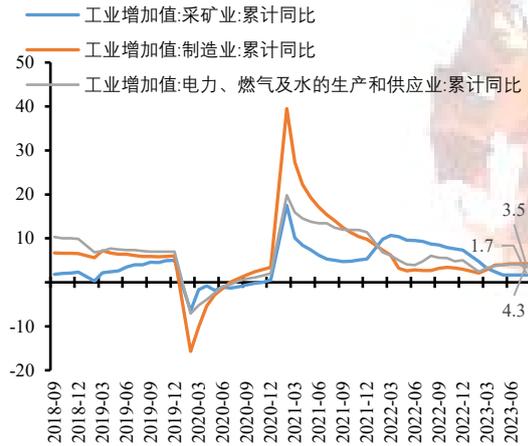


图2 中国三大门类工业增加值累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

消费部分: 政策发力, 消费释放企稳信号

2023年8月份, 社会消费品零售总额同比增长4.6%, 较7月份上涨2.1个百分点。餐饮收入同比增长12.4%, 较7月份下滑3.4个百分点; 商品零售同比增长3.7%, 较7月份上涨2.7个百分点。受一系列稳增长、促消费、调预期政策影响, 8月社会消费品零售总额全面上涨, 消费出现企稳信号。与3-5月高速增长是社零消费不同, 严格意义上来说, 本月消费额增速的上涨才真正算反映出消费企稳的苗头。一方面, 受防疫政策调整, 消费环境突变, 使得上半年存在暂时性的报复性消费, 而这种报复性消费本身是不可持续的; 另一方面, 3-5月份存在明显的低基数效应, 使得2023年3-5月份社零增速相对较高, 但不能算作真正意义上的消费扩张。6月以后, 报复性消费因素与低基数效应的影响明显减弱。因此, 与3月份社零增速的大幅上涨不同, 在剔除干扰因素后, 本月社零增速的上涨反映出8月消费需求的小幅上涨。结合8月CPI增速同步上涨, 进一步佐证了“政策发力, 消费释放企稳信号”的观点。

从具体消费品类型来看, 8月份, 石油及制品类、汽车类、化妆品类消费额分别同比增长6.0%、1.1%、9.7%, 分别较7月份上涨6.6、2.6、13.8个百分点是影响本月消费额增速上涨的主要消费品; 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-2.9%、4.8%、-11.4%, 受房地产市场低迷影响, 其消费额增速依然低位徘徊。

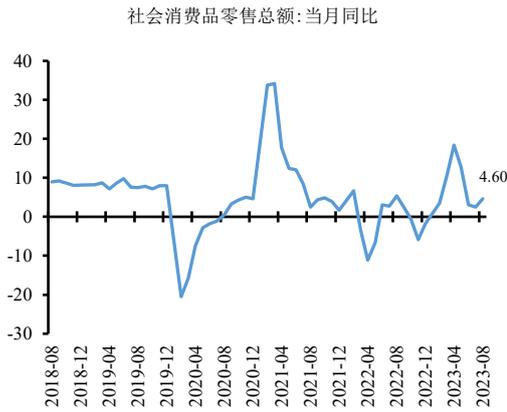


图3 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

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

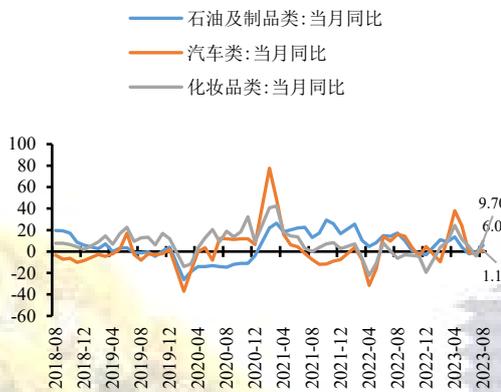


图5 各类零售额当月同比增速 (%)

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: 政策调整企业暂时观望, 稳增长意图增强投资增速或已在底

2023年1-8月份, 全国固定资产投资同比增长3.2%, 较1-7月份下滑0.2个百分点, 8月投资增速继续底部徘徊。其中, 第一产业投资同比增长-1.3%, 较1-7月份下滑0.4个百分点; 第二产业投资同比增长8.8%, 较1-7月份上涨0.3个百分点; 第三产业投资同比增长0.9%, 较1-7月份下滑0.3个百分点。第二产业部分, 主要受电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速上涨拉动; 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, 1-8月份, 基建、房地产投资同比增长6.4%、-8.8%, 分别较1-7月份下滑0.4、0.3个百分点。

近期稳增长政策密集出台, 释放出积极的信号。一方面, 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, 暂时性抑制了投资增速上涨。1-8月份, 民间投资同比下降0.7%, 较1-7月份降幅扩大0.2个百分点。另一方面, 受政策效应滞后以及实质性政



策落地影响，预计当前投资增速或已在底，后期随着政策效果逐渐显现，投资增速应该呈逐渐上涨态势。1-8 月份，通用设备、专业设备制造业投资分别同比增长 4.8%、7.5%，较 1-7 月份上涨 0.2、1.1 个百分点。资金面方面，8、9 月份降准、降息，降低企业成本，稳增长意图进一步强化。

调结构方面，高技术产业投资继续保持高位增长。1-8 月份，高技术产业投资同比增长 11.3%，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 11.2%、11.5%；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%、28.3%。在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。

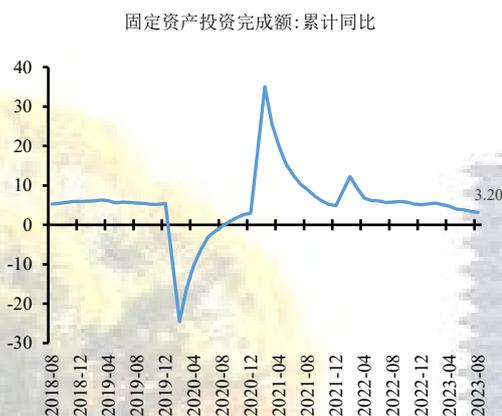


图7 固定资产投资完成额:累计同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

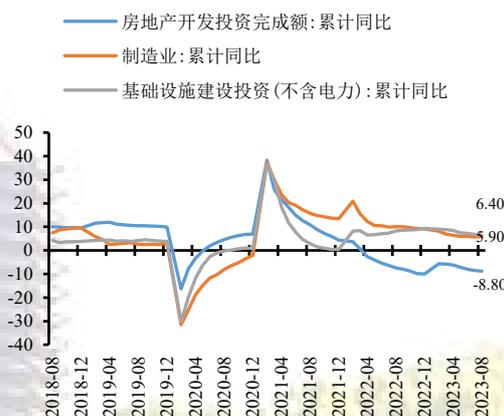


图8 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

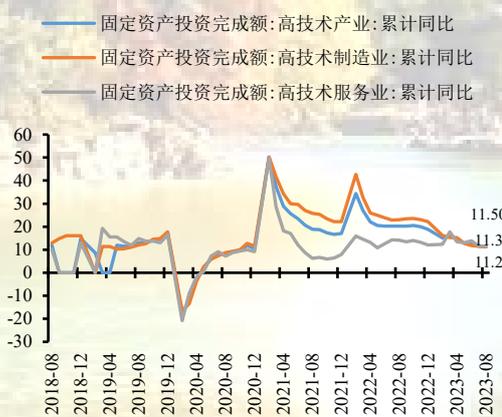


图9 高技术产业投资累计同比增速 (%)

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: 国内外需求有所改善, 进口出口增速降幅收窄



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。

2023年8月，按美元计价，中国进出口总值5013.8亿美元，同比下降8.2%。其中，出口2848.7亿美元，同比下降8.8%；进口2165.1亿美元，同比下降7.3%；贸易顺差683.6亿美元。总体来看，8月份出口增速和进口增速降幅收窄。

出口方面，全球制造业呈现弱复苏态势，出口需求边际回升，中国对美国、欧盟和东盟的出口增速降幅均收窄，其中中国对美国出口降幅收窄幅度最大，对东盟次之；外贸保稳提质政策持续加码，部分贸易新规推进生效，均对中国出口形成拉升作用；出口商品方面，以汽车行业出口仍展现较为强劲韧性；同时叠加人民币贬值对中国出口商品竞争力的提升作用和去年同期的低基数效应的拉升作用，使得8月出口增速降幅收窄，较7月回升5.7个百分点，高于市场预期。

进口方面，中央持续出台稳消费政策，侧重保障促进大宗消费，全面助力房地产行业平稳发展，8月制造业PMI为49.7，较上月回升0.4个百分点，使得8月进口增速降幅有所收窄，较7月回升5.1个百分点，高于市场预期。

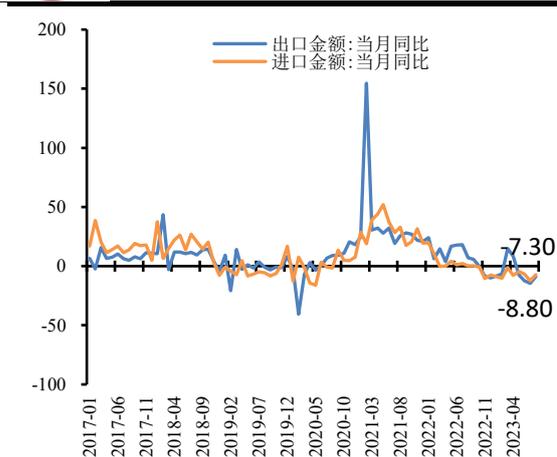


图 11 进出口额增速：当月同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

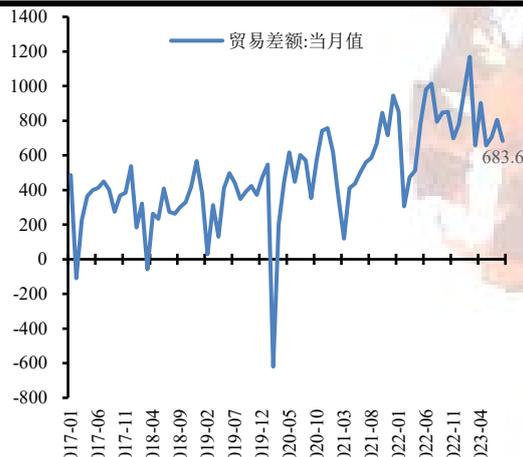


图 12 中国贸易差额：当月值 (亿美元)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

外部需求好于预期，出口增速降幅收窄

2023年8月，中国出口总额2848.7亿美元，同比下降8.8%，较7月回升5.7个百分点，高于市场预期。海外需求好于预期是本月出口降幅收窄的主要原因，8月全球制造业PMI为48.3，较上月回升0.4个百分点，全球制造业处于边际修复态势。东盟8月制造业PMI为51，较上月回升0.2个百分点，中国对东盟出口降幅有所收窄；中国PMI新出口订单为46.7，尽管仍位于荣枯线以下，但较上月回升0.4个百分点，表明出口需求出现弱势回升。从我们的预测结果来看，出口增高于我们的预期，这主要是由于低估了出口需求的改善程度。

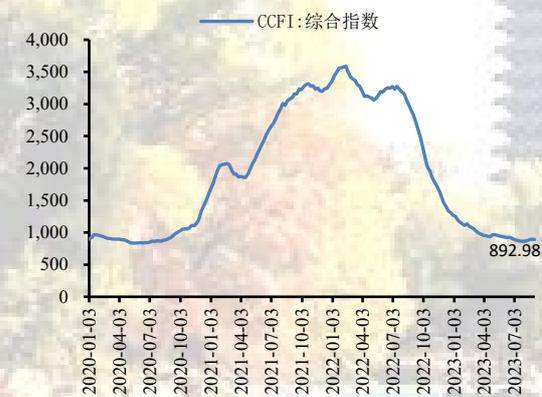


图 13 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

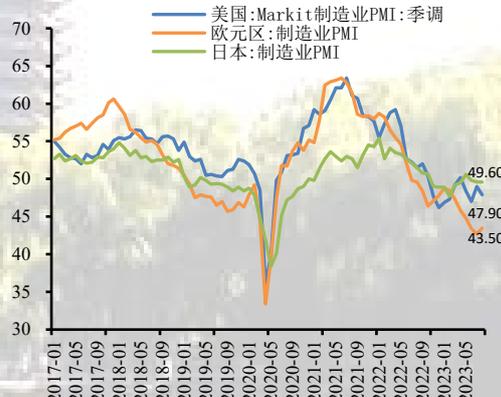


图 14 全球制造业 PMI (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从8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-19.58%、-9.53%、-13.25%和-20.13%，中国对欧盟、美国和东盟的出口增速均较上月有所回升，其中对美国的出口增速回升幅度最大。8月份中国对俄罗斯的出口增速仍保持高位，约为16.31%，但较上月下降幅度较大。

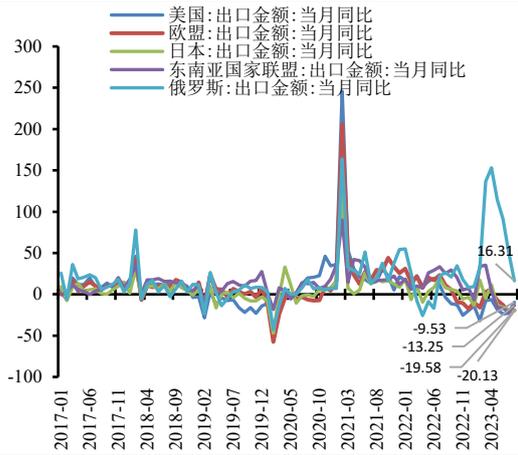


图 15 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

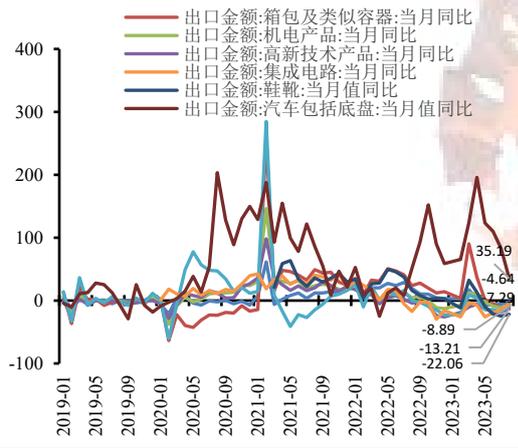


图 16 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 8 月的出口商品来看,中国出口机电产品 1639.9 亿美元,占中国出口总额的 57.57%,仍在中国出口中占主导地位,同比下降 7.29%,对出口增速形成拉升。其中,出口集成电路 112.89 亿美元,同比下降 4.64%,较上月有所回升;高新技术产品出口为 667.62 亿美元,同比下降 13.21%;汽车出口 82.35 亿美元,同比增长 35.19%,尽管增速较上月有所放缓,汽车行业出口仍维持高位,是本月出口的重要增长动能。

国内需求边际改善,进口增速有所回升

2023 年 8 月,中国进口总额 2165.1 亿美元,同比下降 7.3%,较 7 月回升 5.1 个百分点,高于市场预期。这主要是因为国内需求呈现回升态势,8 月制造业 PMI 持续回暖,生产景气有所改善。8 月制造业 PMI 为 49.7,较上月回升 0.4 个百分点;其中,PMI 生产指数为 51.9,较上月回升 1.7 个百分点;PMI 进口指数为 46.8,较上月回升 2.1 个百分点。但价格因素仍对进口增速形成拖累,8 月 RJ/CRB 价格指数同比下降 4.3%,较 7 月下降 0.2 个百分点。此外,从我们的预测结果来看,进口增速高于我们的预期,可能原因在于低估了国内制造业弱复苏带来的进口需求的回升。

从 8 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-7.89%、-5.74%、-16.92%和-6.11%。数据显示,中国对美国、欧盟、东盟的同比增速下降幅度均有所收窄,对日本的进口增速下降幅度扩大,这或许与日本水产品进口限制政策有关。

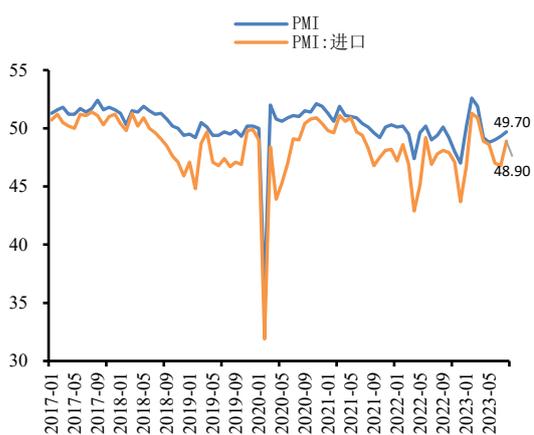


图 17 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

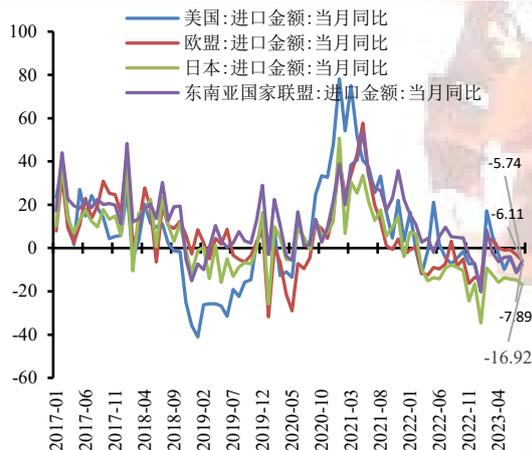


图 18 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 8 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 7.4%、14.7%、82.0%、9.4%和-32.1%; 除煤及褐煤外, 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 6.8%, 较上月回升 1.5 个百分点, 肉类进口累计同比增速为 7.50%, 较上月下降 2 个百分点。

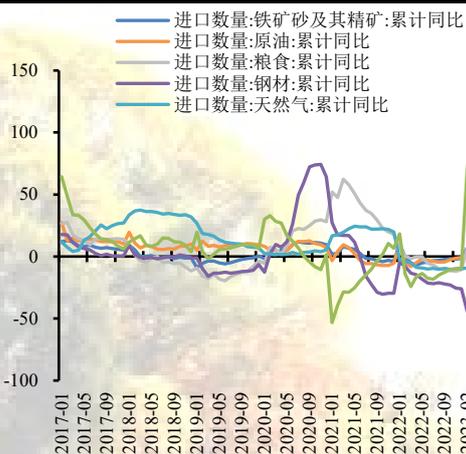


图 19 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

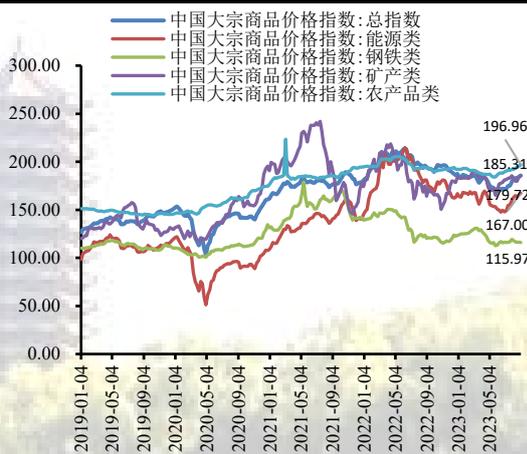


图 20 中国大宗商品价格指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

价格部分: 服务消费需求恢复放缓, 上游工业价格有所回升

2023 年 8 月, CPI 同比上涨 0.1%, 较上月上升 0.4 个百分点, 环比上涨 0.3%, 较上月上升 0.1 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为 0.2 个百分点, 较上月上升 0.2 个百分点; 新涨价影响约为-0.1 个百分点, 较上月上升 0.2 个百分点。非食品价格上涨是推动 CPI 上涨的主要原因, 具体表现为: 受暑期出行需求提振以及国际原油价格波动影响, 服务价格继续回升, 工业消费品价格降幅收窄, 食品价格继续拖累 CPI 同比表现。此外, 扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.8%, 较上月不变, 显示消费需求表现温和。我们预测 8 月份 CPI 同比上涨 0.2%, 高于公布结果 0.1 个百分点, 食品价格基本符合预期, 误差主要



来源是对服务价格的高估。

2023年8月，PPI 同比下跌 3.0%，较上月上升 1.4 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为-0.3 个百分点，较上月上升 1.3 个百分点；新涨价影响约为-2.7 个百分点，较上月上升 0.1 个百分点。高基数效应消退是造成 PPI 降幅收窄的主要原因，具体表现为：国际原油价格上涨带动上游工业品价格回弹，而中下游工业品需求改善带动生活资料价格保持上涨。我们预测 8 月份 PPI 同比下跌 2.6%，高于公布结果 0.4 个百分点，误差主要来源是对工业生产资料价格的高估，低估了煤炭需求减弱及高基数效应消退带来的影响。

总体而言，居民消费端中，需求恢复下压栏惜售引起猪价上涨叠加暑期出行需求恢复放缓造成 CPI 环比继续上涨。工业生产端中，工业上游价格回升叠加高基数效应消退造成 PPI 同比降幅继续收窄。此次回升更多的是由成本推动而非需求拉动造成。

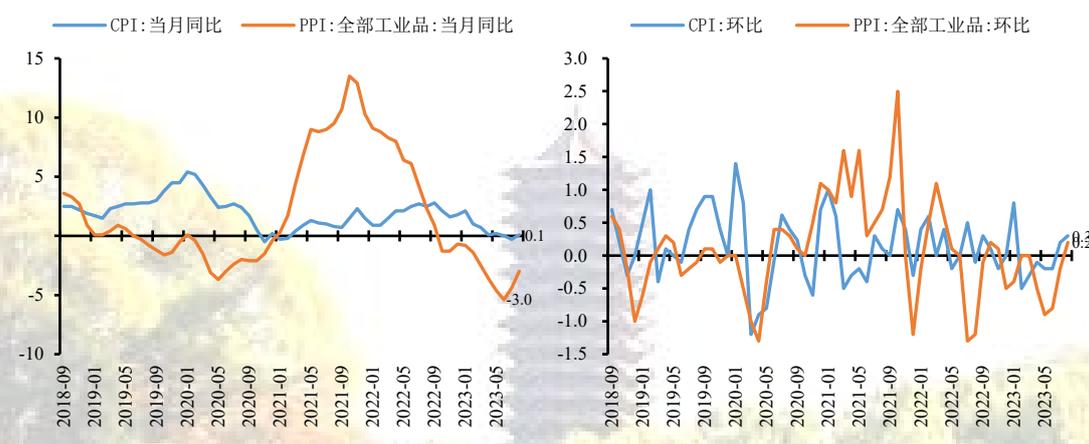


图 21 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

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

食品项价格环比回升，猪肉鸡蛋是主要原因

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。8 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 同比上涨 0.1%、环比由上月上涨 0.2% 升至上涨 0.3%，具体而言：食品项价格环比回升，其中猪肉、鸡蛋价格环比上升是本月食品价格环比回升的主要原因；非食品价格环比继续上涨，其中工业消费品价格回升是主要原因。

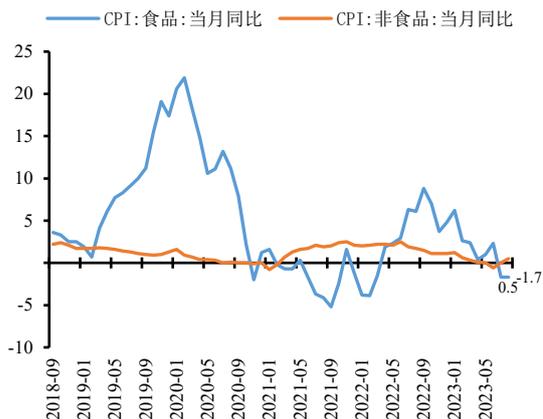


图 23 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

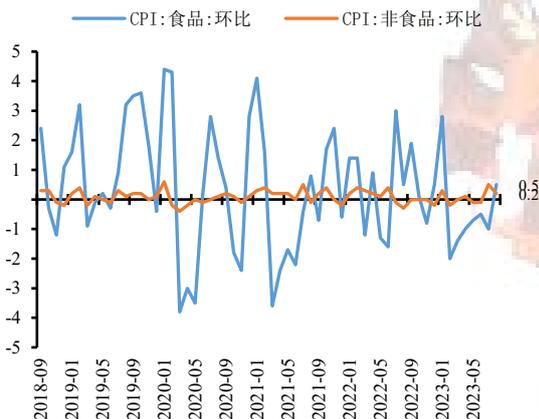


图 24 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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, 食品价格下跌 1.7%, 较上月不变, 影响 CPI 下降约 0.31 个百分点。受产能去化不足生猪存栏供应仍较多影响, 猪肉价格下跌 17.9%, 较上月上升 8.1 个百分点; 受鲜蔬供应季大量上市叠加高基数效应影响, 鲜菜价格下跌 3.3%, 较上月下降 1.8 个百分点。

总体而言, 食品项八大类价格同比分化 (5 涨、3 跌), 其中畜肉类同比幅度最大 (-10.5%), 较上月同比变动普降 (3 正、5 负), 其中蛋类同比变动最显著 (+3.7%)。

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
8 月同比	0.6	-1.9	-3.3	-10.5	0.2	3.2	0.1	1.3
同比变动	0.3	-0.6	-1.8	3.5	-0.2	3.7	-0.3	-3.7

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

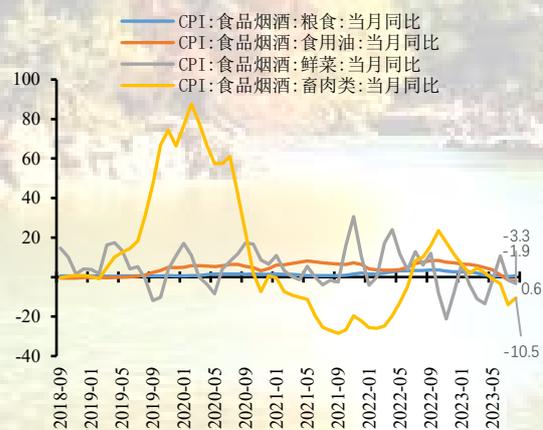


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

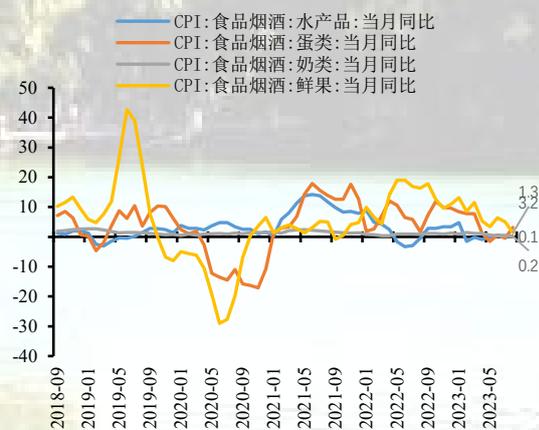


图 26 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 食品价格上涨 0.5%, 较上月下降 1.5 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.10 个百



分点。受需求恢复预期升温养殖户压栏惜售影响，猪肉价格环比上涨 11.4%，较上月上升 11.4 个百分点；受消费需求增加影响，鲜菜环比上涨 0.2%，较上月上升 2.1 个百分点。

总体而言，食品八大类价格环比分化（5 涨、3 跌），其中蛋类环比幅度最高（+7.0%），较上月环比分化（6 正 2 负），其中蛋类环比变动最大（+7.8%）。

表 2 食品八大项环比及较上月变动（单位：%）

食品八大类	粮食	食用油	鲜菜	畜肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果
8 月环比	0.2	0.1	0.2	4.7	-0.2	7.0	-0.2	-4.4
环比变动	0.3	0.7	2.1	5.3	-0.5	7.8	-0.3	0.7

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

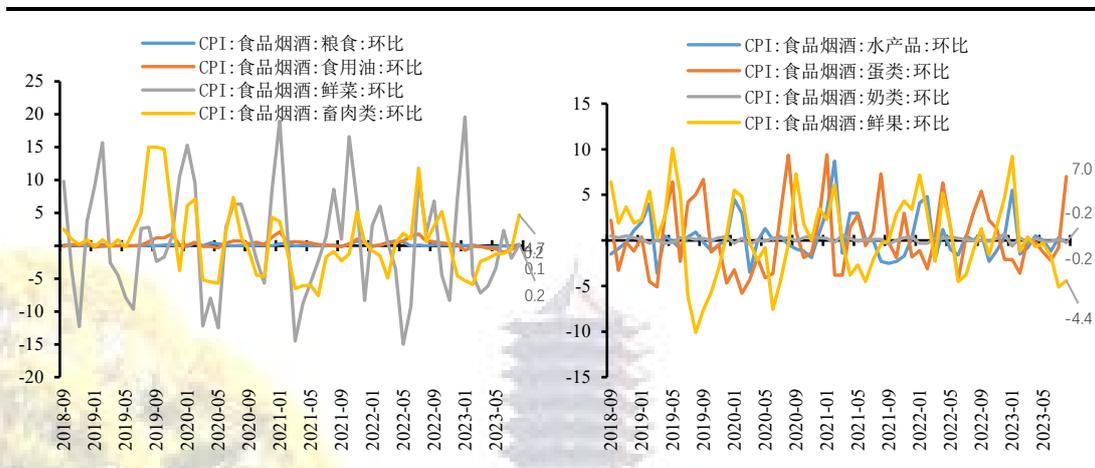


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比（%）

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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

非食品价格继续上涨，出行需求恢复放缓

非食品项中，从同比看，非食品价格上涨 0.5%，较上月上升 0.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.5 个百分点。受燃油价格回升带动，工业消费品价格继续上涨；受出行需求恢复影响，服务价格上涨 1.3%，较上月上升 0.1 个百分点。

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
8 月同比	1.1	0.1	-0.5	-2.1	2.5	1.2	3.8
同比变动	0.1	0.0	-0.3	2.6	0.1	0.0	-0.3

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

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，其中其他用品项同比涨幅最高（+3.8%），较上月同比变动分化（3 正 2 零 2 负），其中交通通信项同比变动最明显（+2.6%）。

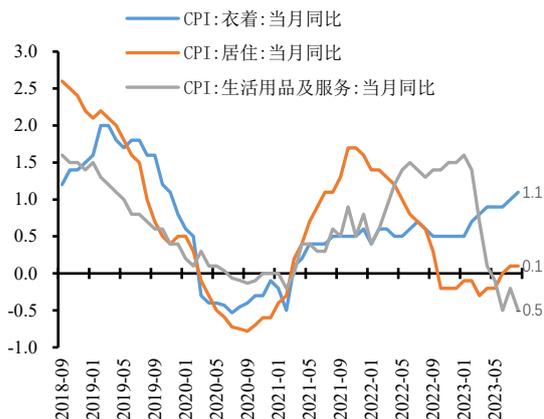


图 29 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

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,非食品价格环比上涨 0.2%,较上月回落 0.3 个百分点,影响 CPI 变动约 0.17 个百分点。受国际油价回升影响,工业消费品价格有所反弹;受暑期出行需求恢复放缓影响,服务价格上涨 0.1%,较上月下降 0.7 个百分点。

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
8 月环比	-0.1	0.1	-0.3	1.0	0.2	0.1	0.0
环比变动	0.2	0.0	-0.9	-0.2	-1.1	0.0	-0.9

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

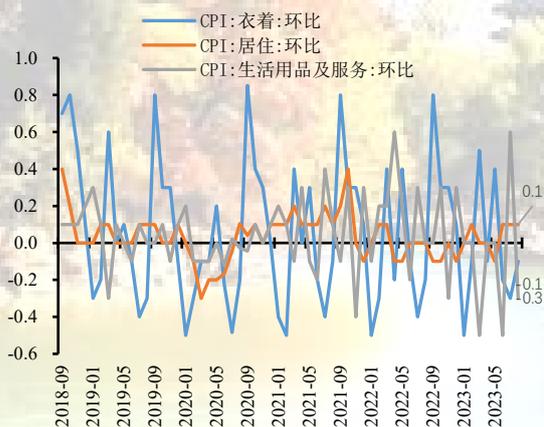


图 11 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

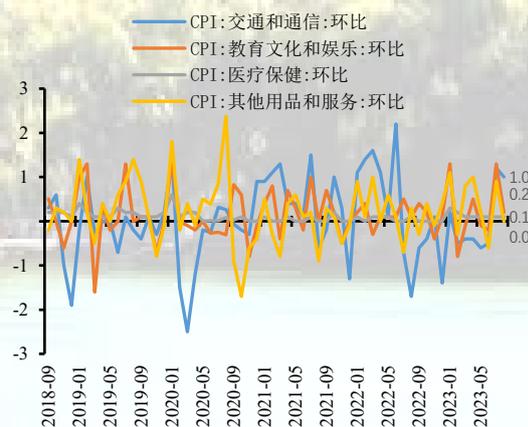


图 12 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

总体而言,非食品项七大类价格环比分化(4 正、2 负、1 持平),其中交通通信项环比



幅度最高(+1.0%)，较上月环比变动分化(1正、4负、2不变)，其中教育娱乐项环比变动最显著(-1.1%)。

生产资料价格环比回升，工业出厂价格降幅收窄

8月份，受国际大宗商品价格波动传导和国内部分工业品需求恢复等多种因素影响，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、能源品等价格震荡影响，高基数效应下生产资料价格同比仍低，但降幅在持续收窄；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，但逐渐有企稳回升迹象。

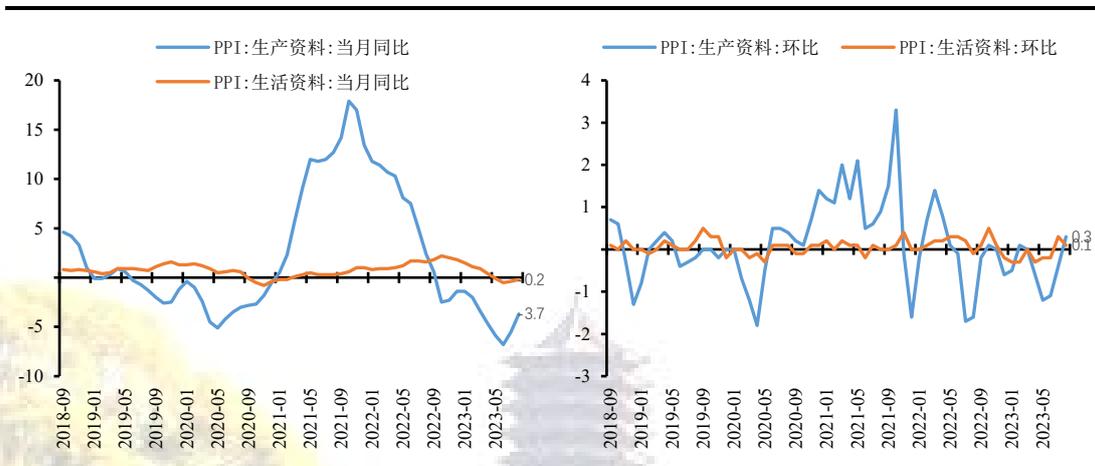


图 13 生产资料、生活资料价格同比增速 (%) 图 14 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)
数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

分大类，从同比看，8月PPI下跌3.0%，较上月上升1.4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3.7%，较上月上升1.8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0.2%，较上月上升0.2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
8月同比	-9.9	-4.0	-3.1	-0.2	1.0	0.6	-1.2
同比变动	4.8	3.6	0.7	0.7	-0.5	-0.2	0.3

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

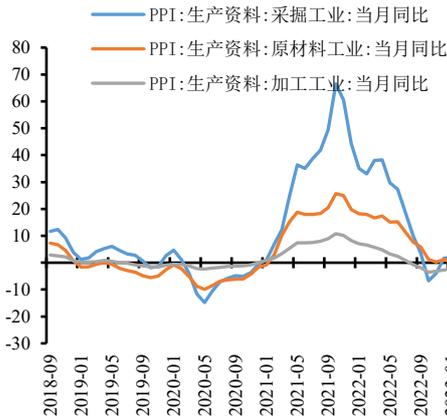


图 15 生产资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

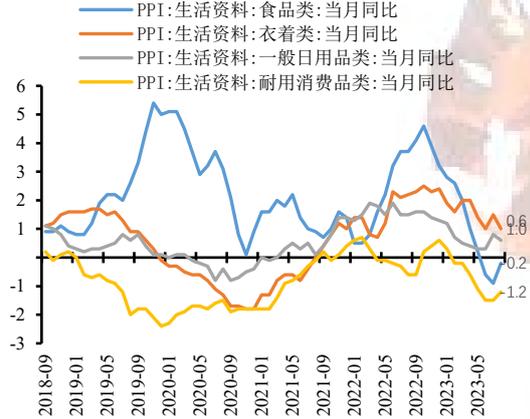


图 36 生活资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 8 月 PPI 环比上涨 0.2%, 较上月上升 0.4 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, 生产资料价格上涨 0.3%, 较上月上升 0.7 个百分点, 其中采掘和原材料工业价格回升是主要原因; 生活资料价格上涨 0.1%, 较上月下降 0.2 个百分点, 其中食品工业价格回升是主要边际支撑。上游采掘、原材料工业价格回升是造成此次 PPI 环比回升的主要原因。

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
8 月环比	0.9	1.4	-0.2	0.6	-0.2	-0.3	-0.1
环比变动	1.0	1.8	0.2	0.3	-0.8	-0.5	-0.3

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



图 16 生产资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

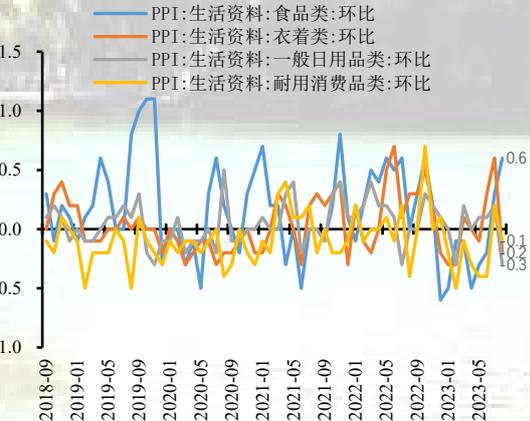


图 17 生活资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



货币金融部分：社融信贷边际好转，政策效果预期显现

2023年8月，新增社会融资规模31200亿元，较去年同期多增6488亿元，超出市场预期。8月社会融资规模好于预期主要受政府债券支撑，表内融资表现一般但仍是社融的主要构成，直接融资小幅支撑，而表外融资构成主要拖累。

2023年8月，新增人民币贷款13600亿元，同比多增1100亿元，高于市场预期。8月新增人民币贷款超出市场预期主要受票据融资的支撑，短期贷款温和助力，但中长期贷款仍是主要拖累项，后续还需进一步的政策出台支撑市场信心。

2023年8月末，狭义货币(M1)余额67.96万亿元，同比增长2.2%，较上期下降0.1个百分点；广义货币(M2)余额286.93万亿元，同比增长10.6%，较上期下降0.1个百分点。受去年同期基数抬升的影响，8月M2同比增速延续回落趋势，但因8月信贷投放规模相对稳健，形成的信贷派生减缓了本月M2同比增速的回落趋势，与此同时，8月财政存款减少88亿元，新增规模为近五年次低，也对本月M2同比增速形成支撑。

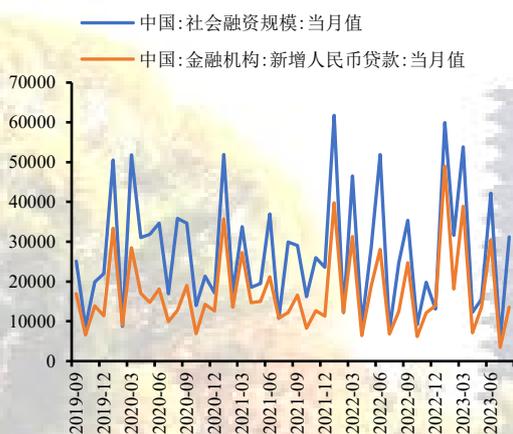


图 39 社会融资规模（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

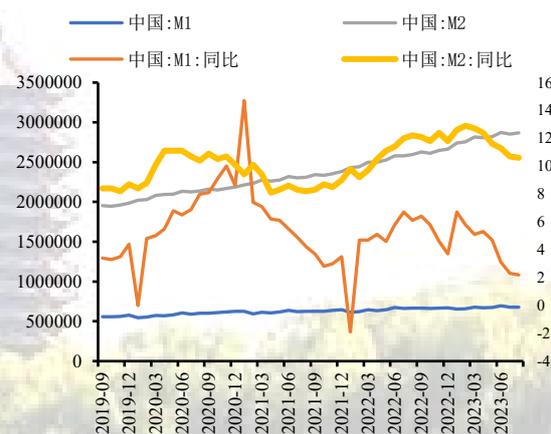


图 40 M1 和 M2（左：亿元；右：%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

新增社融高于预期，新增政府债券是主要支撑

2023年8月，新增社会融资规模31200亿元，较去年同期多增6488亿元，超出市场预期。其中，新增人民币贷款13400亿元，同比多增56亿元；新增外币贷款-201亿元，同比少减625亿元；新增委托贷款97亿元，同比少增1658亿元；新增信托贷款-221亿元，同比少减251亿元；新增未贴现银行承兑汇票1129亿元，同比少增2357亿元；新增债券融资2698亿元，同比多增1186亿元；新增股票融资1036亿元，同比少增215亿元；新增政府债券11800亿元，同比多增8755亿元。整体而言，8月社会融资规模好于预期主要受政府债券支撑，表内融资表现一般但仍是社融的主要构成，直接融资小幅支撑，而表外融资构成



主要拖累。

政府债券同比多增 8755 亿元，错位发力支撑社融。由于 2022 年政府债券前置发力明显，导致下半年基数较低，而 2023 年政府债券发力相对平缓，但总量不弱于去年，所以 8 月政府债券同比大幅多增，对社融形成较大支撑。

表内融资同比多增 681 亿元，内需不足仍是主因。其中，因当前国内需求不足，市场预期不稳，人民币贷款同比仅多增 56 亿元，但本月新增 13400 亿元依然是社融的主要内容；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 4 月以来持续收缩，8 月继续减少 201 亿元，但同比少减 625 亿元，相对而言形成了反向支撑。

直接融资同比多增 971 亿元，表现较上期出现好转。其中，企业债券融资同比多增 1186 亿元，受楼市政策预期的松绑，地产等相关企业的债券融资意愿得到提振；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 215 亿元。

表外融资同比少增 3764 亿元，高基数和挤压效应推动。2022 年同期国内推出政策性开发性金融工具，主要以委托贷款的方式投放，而今年目前还未推出新的政策性开发性金融工具，去年高基数效应导致本月委托贷款大幅少增；未贴现银行承兑汇票受票据融资同比多增的挤压而大幅减少，8 月票据融资同比多增 1881 亿元。

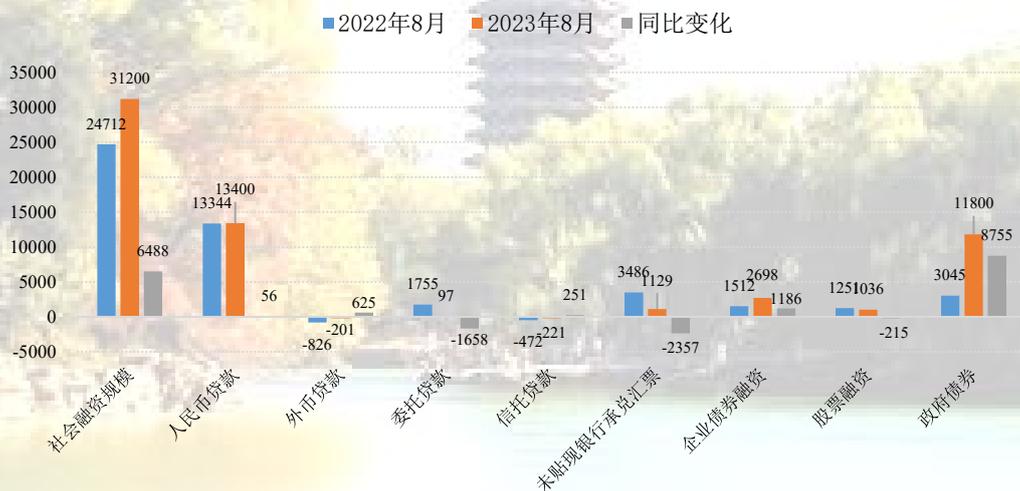


图 41 8 月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

新增信贷超出市场预期，以票充贷迹象明显

2023 年 8 月，新增人民币贷款 13600 亿元，同比多增 1100 亿元，高于市场预期。其中，新增短期贷款 1919 亿元，同比多增 118 亿元；新增中长期贷款 8046 亿元，同比少增 1965



亿元；新增票据融资 3472 亿元，同比多增 1881 亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款 3922 亿元，同比少增 658 亿元，其中新增短期贷款 2320 亿元，同比多增 398 亿元；新增中长期贷款 1602 亿元，同比少增 1056 亿元；新增企事业单位贷款 9488 亿元，同比多增 738 亿元，其中新增短期贷款-401 亿元，同比多减 280 亿元；新增中长期贷款 6444 亿元，同比少增 909 亿元。整体而言，8 月新增人民币贷款超出市场预期主要受票据融资的支撑，短期贷款温和助力，但中长期贷款仍是主要拖累项。

居民户信贷规模同比少增 658 亿元，但较上期出现边际好转。其中，短期贷款开始出现同比多增，在一系列促消费等扩内需政策措施效果显现，但中长期贷款表现依然不佳，同比少增幅度较上期也已缩减一半，一方面在当前多项利于楼市的货币政策措施加持下，提前偿还贷款的热情依然存在，降杠杆、防风险为主要目标调整资产配置，另一方面楼市松绑政策效果还未正式凸显，在一系列利好楼市以及降息等政策的出台下，市场信心恢复有待跟踪。

企事业单位加杠杆势头继续减弱，票据融资冲量，信贷规模同比多增 738 亿元。其中，短期贷款收缩 401 亿元，多减 280 亿元，中长期贷款少增 909 亿元，反应企业信贷需求出现不足，且在持续下降。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反弹，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。

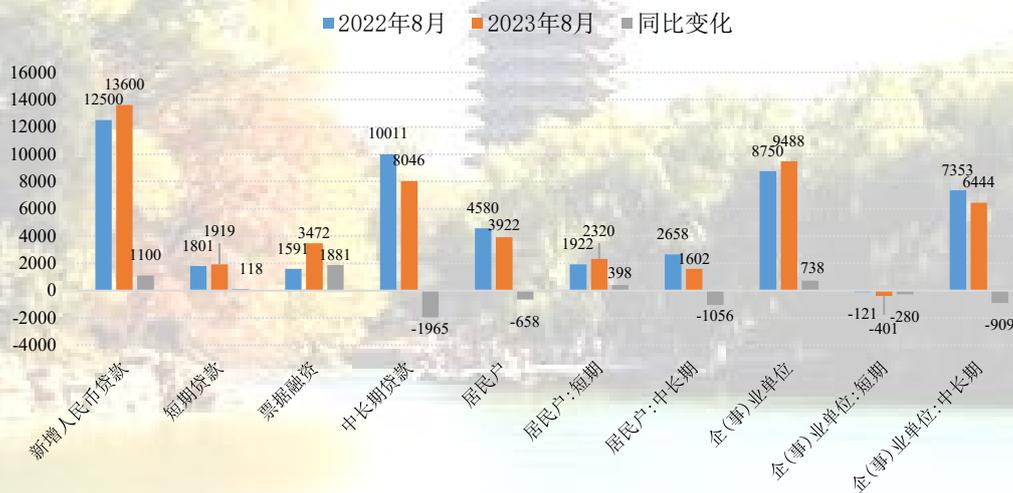


图 42 8 月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

存款活期化维持不变，资金空转现象趋势性下降

2023 年 8 月末，狭义货币（M1）余额 67.96 万亿元，同比增长 2.2%，较上期下降 0.1 个百分点；广义货币（M2）余额 286.93 万亿元，同比增长 10.6%，较上期下降 0.1 个百分



点。整体而言，受去年同期基数抬升的影响，8月M2同比增速延续回落趋势，但因8月信贷投放规模相对稳健，形成的信贷派生减缓了本月M2同比增速的回落趋势，与此同时，8月财政存款减少88亿元，新增规模为近五年次低，也对本月M2同比增速形成支撑。

从M2与M1的同比增速差看，8月末两者的同比增速差为8.4%，增速剪刀差较上期持平。两者剪刀差依然是2022年1月以来的高点，预示着8月存款活期化并未好转。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，8月末两者的同比增速差为-1.6%，较上期继续减少0.2个百分点，增速差延续趋势性下降。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。

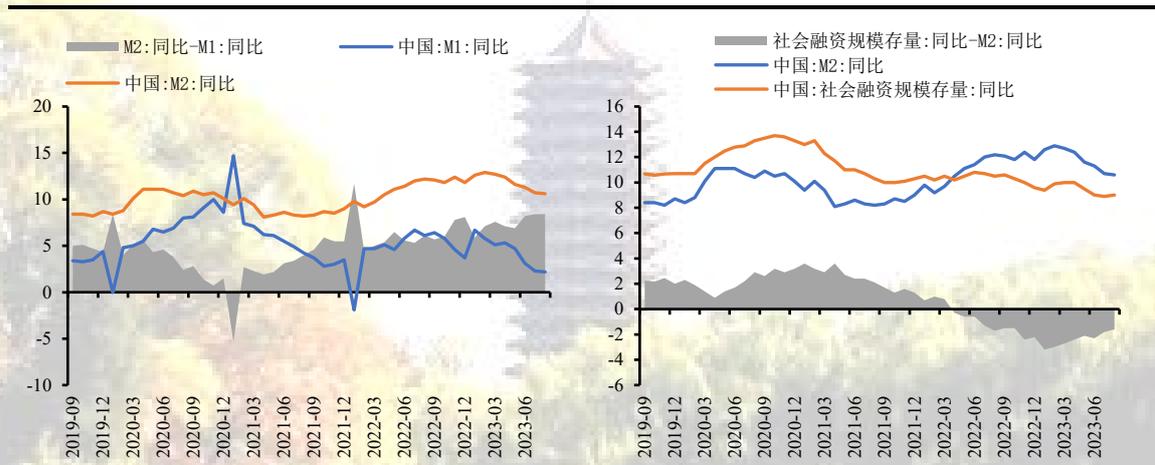


图 43 M1、M2 和 M2-M1 (%)

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

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，9月央行超预期降准促进经济稳增长，预计将释放超5000亿中长期资金，将有力地提振市场主体信心，表明货币政策稳健宽松的导向不变，将有力支持工业生产活动；财政政策方面，一方面积极出台落实减税降费政策，另一方面加快地方政府专项债券发行和使用，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，考虑到去年低基数效应的影响年底出口有望企稳回升。一方面，全球制造业处在弱势复苏压力阶段，长期来看海外需求前景仍不乐观，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，国内稳经济政策将持续发力，尤其是房地产市场陆续出台重磅利好政策，有助于拉动中国内需恢复逐步回暖，保障经济基本面企稳回升，进口增速有望逐渐得到改善。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 0.5%。

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，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%。

信贷规模方面：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。

M2 方面：预计未来 M2 同比增速继续维持下行趋势，但趋势减缓。一方面随着下半年新一轮偏宽松货币政策的实施，降息等政策的持续出台，信贷需求有所提振，支撑 M2，另一方面未来宽松货币政策仍可期，例如降准，以及楼市的进一步松绑，也将支撑 M2，延缓今年以来的回落趋势。



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。