



经济复苏好于预期，扩需求稳增长政策继续

——黄昱程

点评报告

A0012-20231018

2023年9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(%)	4.9	4.5	4.5
工业增加值 同比(%)	4.5	4.7	4.6
社会消费品零售 额同比(%)	5.5	6.1	4.9
固定资产投资 累计同比(%)	3.1	3.4	3.1
出口同比(%)	-6.2	-8.0	-7.6
进口同比(%)	-6.2	-6.0	-5.7
贸易差额(亿美元)	777.1	676	710.83
通货膨胀			
CPI 同比(%)	0	0	0.2
PPI 同比(%)	-2.5	-2.4	-2.4
货币信贷			
新增人民币贷款 (亿元)	23100	24500	25420
M2 同比(%)	10.3	10.7	10.6

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

黄昱程

邵宇佳

杨盈竹

联系人：蔡含篇

联系方式：

gmjyj@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

- 经济运行稳中向好，三季度增速高于市场预期
- 稳经济政策持续发力，工业经济需求逐步回升
- 消费释放企稳信号，仍需“稳收入”巩固
- 政策调整企业暂时观望，稳增长意图增强投资或已在底
- 国内外需求有所改善，进口出口延续回升态势
- 居民消费需求表现低迷，工业生产需求逐步恢复
- 政策效果持续显现，居民信贷边际多增
- 展望未来：稳增长政策仍需加力，经济复苏压力仍在

内容提要

2023年第三季度国内生产总值为319,992亿元，同比增长4.9%，较二季度下降1.4个百分点。其中，第一产业增加值25,958亿元，同比增长4.2%；第二产业增加值122,978亿元，增长4.6%；第三产业增加值171,056亿元，增长7.4%。2023年第三季度以来，在国内稳增长政策的全面助力下，经济基本面持续恢复向好发展，生产、消费和投资均呈现不同程度的增长；国内外需求有所改善，进出口延续回升态势，未来仍需恢复和扩大需求。

供给端

2023年9月，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），较上期不变。国内工业经济持续向好，工业环比较上期继续上升，实际工业生产表现基本符合市场预期。随着工业需求稳步回升，工业企业利润降幅收窄，工业经济逐步步入被动去库中后期阶段，预计随着上游成本压力趋缓和中下游需求得到有效提振，工业经济有望继续恢复。

需求端

消费方面：2023年9月，社会消费品零售总额同比增长5.5%，较8月份上涨0.9个百分点。受一系列稳增长、促消费、调预期政策影响，9月社会消费品零售总额增速继续上涨，消费继续释放企稳信号，但整体仍处于底部徘徊，仍需进一步稳定就业、收入预期。

投资方面：2023年1-9月，全国固定资产投资同比增长3.1%，较1-8月份下滑0.1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。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： 2023年9月，中国出口总额2991.3亿美元，同比下降6.2%，较8月回升2.6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，海外需求慢慢改善，出口需求边际回升，中国对欧盟、美国和日本的出口增速降幅均收窄，其中对欧盟的出口增速回升幅度最大，稳外贸政策继续加码，利好政策连续出台，助力中国出口；2023年9月，中国进口总额2214.2亿美元，同比下降6.2%，较8月回升1.1个百分点，略低于市场预期，宏观政策持续发力，国内需求边际修复，价格因素贡献增强，叠加制造业景气增长。

价格

CPI： 2023年9月，CPI同比持平，较上月下降0.1个百分点，环比上涨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-0.2个百分点，较上月下降0.4个百分点；新涨价影响约为0.2个百分点，较上月上升0.3个百分点。非食品价格上涨是支撑CPI持平的主要原因，具体表现为：受暑期结束出行需求回落影响，服务价格拖累非食品价格，但受国际原油价格上涨影响，工业消费品价格上涨较多，受高基数效应影响食品价格继续拖累CPI同比表现。

PPI： 2023年9月，PPI同比下跌2.5%，较上月上升0.5个百分点，环比上涨0.4%，较上月上升0.2个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-0.2个百分点，较上月上升0.1个百分点；新涨价影响约为-2.3个百分点，较上月上升0.4个百分点。工业品需求逐步恢复成为PPI降幅继续收窄的主要原因，具体表现为：受国际原油价格继续上涨影响，上游工业品价格环比持续上涨，而中下游工业品需求改善带动生活资料价格环比保持上涨。

货币金融

社会融资： 2023年9月，新增社会融资规模41200亿元，较去年同期多增5789亿元，超出市场预期。9月社会融资规模好于预期主要受政府债券和表外融资的支撑，表内融资和直接融资均表现平平。

人民币贷款： 2023年9月，新增人民币贷款23100亿元，同比少增1600亿元，低于市场预期。尽管9月新增人民币贷款主要受中长期贷款的支撑，但依然低于市场预期，而且短期贷款和票据融资均构成了拖累，后续还需进一步的政策出台支撑市场信心。

M2： 2023年9月末，狭义货币（M1）余额67.84万亿元，同比增长2.1%，较上期下降0.1个百分点；广义货币（M2）余额289.67万亿元，同比增长10.3%，较上期下降0.3个百



分点，低于市场预期。尽管受去年同期基数下降的影响，但9月M2同比增速依然延续回落趋势，且下降幅度超出市场预期，但9月政府债发行加速使得财政存款同比多增，以及居民部门新增存款继续累积增高，压低M2同比增速。





正文

GDP：经济运行稳中向好，三季度增速高于市场预期

2023年第三季度国内生产总值为319,992亿元，同比增长4.9%，较第二季度下降1.4个百分点。其中，第一产业增加值25,958亿元，同比增长4.2%；第二产业增加值122,978亿元，增长4.6%；第三产业增加值171,056亿元，增长7.4%。2023年第三季度以来，在国内稳增长政策的全面助力下，经济基本面持续恢复向好发展，生产、消费和投资均呈现不同程度的增长；国内外需求有所改善，进出口延续回升态势，未来仍需恢复和扩大需求。

具体而言，从需求端来看，消费企稳回升，对经济贡献增强，前三季度社会消费品零售总额342107亿元，同比增长6.8%，较上半年下降1.4个百分点。房地产开发投资对固定资产投资形成拖累，前三季度全国固定资产投资（不含农户）375035亿元，同比增长3.1%，较上半年下降0.7个百分点。国内需求和国外需求呈现改善态势，进出口增速降幅收窄。前三季度货物进出口总额308021亿元，同比降低0.2%；其中，出口176025亿元，增长0.6%；进口131996亿元，下降1.2%。从供给端看，前三季度全国规模以上工业增加值同比增长4.0%，较上半年上升0.2个百分点，工业生产稳步复苏。

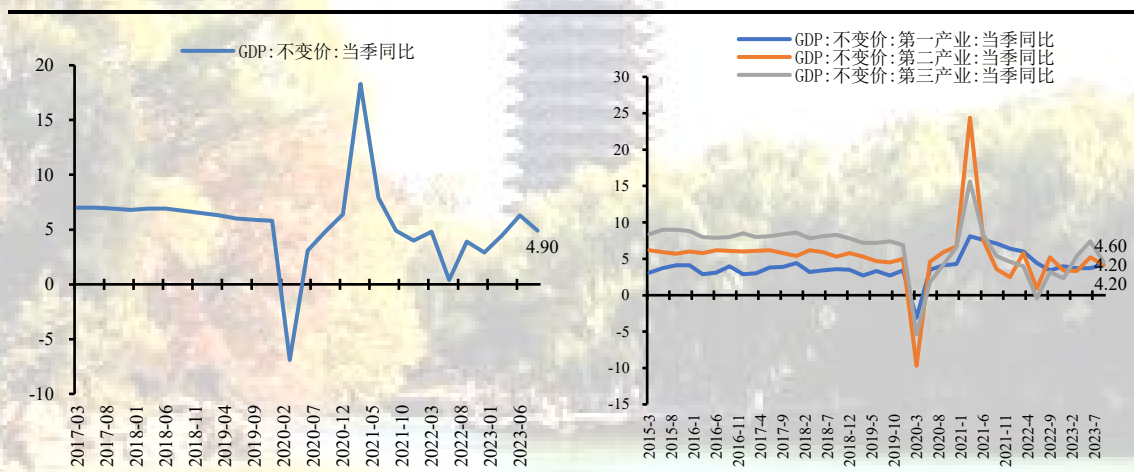


图1 中国 GDP 当季同比增速 (%)

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

总体而言，2023年第三季度经济运行稳中向好，消费和生产持续复苏，对经济基本面形成良好支撑，房地产开发投资拖累固定资产投资，出口降幅收窄，第三季度GDP实现4.9%的增速，后续宏观政策仍需持续发力，四季度经济有望延续企稳回升态势。

工业增加值部分：稳经济政策持续发力，工业经济需求逐步回升



2023年9月，国内工业经济持续向好，基本符合市场预期，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），较上期不变（三年复合增速4.6%，较上期不变），其中高技术制造业同比增长2.3%。规模以上工业增加值环比上升0.36%，较上期上升0.14个百分点。2023年，1-9月规模以上工业增加值累计同比增长4.0%，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，9月份，采矿业增加值同比增长1.5%，制造业同比增长5.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长3.5%，受高基数效应消退影响，电热燃水供应业增加值同比回升较多。9月，工业环比较上期继续上升，实际工业生产表现基本符合市场预期。随着工业需求稳步回升，工业企业利润降幅收窄，工业经济逐步步入被动去库中后期阶段，预计随着上游成本压力趋缓和中下游需求得到有效提振，工业经济有望继续恢复。

分行业看，9月份，41个大类行业中有26个行业增加值保持同比增长，增长行业数量较上期有所增加，受国际油价持续回升影响，上涨动力主要来自于化工制造、有色黑色金属加工和石油煤炭开采等，显示工业整体需求继续回升。其中，9月份，煤炭开采和洗选业同比增长1.4%，石油和天然气开采业同比增长3.4%，农副食品加工业同比增长1.2%，食品制造业同比增长6.4%，酒、饮料和精制茶制造业同比增长2.7%，纺织业同比增长0.8%，化学原料和化学制品制造业同比增长13.4%，非金属矿物制品业同比增长-1.7%，黑色金属冶炼和压延加工业同比增长9.9%，有色金属冶炼和压延加工业同比增长8.4%，通用设备制造业同比持平，专用设备制造业同比增长1.6%，汽车制造业同比增长9.0%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长2.6%，电气机械和器材制造业同比增长11.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长4.5%，电力、热力生产和供应业同比增长4.6%。

分产品看，9月份，620种产品中有337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，其中新能源汽车和原油加工仍是主要增长点。其中，9月份，钢材11,782.0万吨，同比增长5.5%；水泥18,887.0万吨，同比增长-7.2%；十种有色金属642.0万吨，同比增长7.3%；乙烯264.0万吨，同比增长5.7%；汽车283.3万辆，同比增长3.4%，其中，新能源汽车84.7万辆，同比增长12.5%；发电量7,456.0亿千瓦时，同比增长7.7%；原油加工量6,362.0万吨，同比增长12.0%。

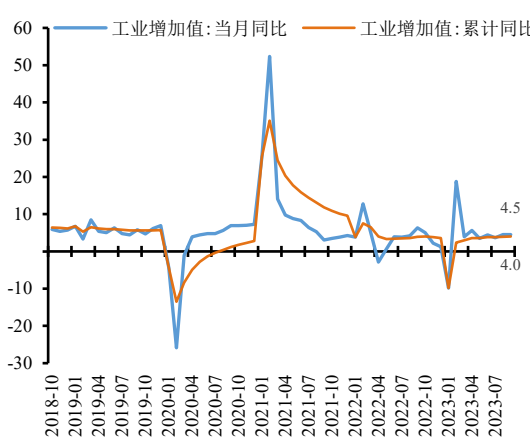


图3 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

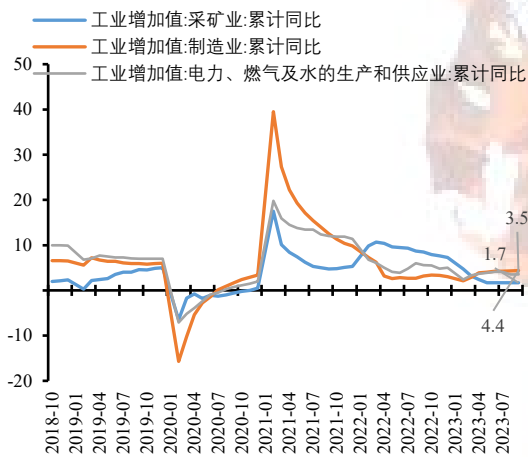


图4 中国三大门类工业增加值累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

消费部分：消费释放企稳信号，仍需“稳收入”巩固

2023年9月份，社会消费品零售总额同比增长5.5%，较8月份上涨0.9个百分点。餐饮收入同比增长13.8%，较8月份上涨1.4个百分点；商品零售同比增长4.6%，较8月份上涨2.2个百分点。受一系列稳增长、促消费、调预期政策影响，9月社会消费品零售总额增速继续上涨，消费继续释放企稳信号，但整体仍处于底部徘徊。

9月餐饮收入、商品零售额同比增速均出现不同程度的上涨，其中，无论是限额以上单位商品零售还是非限额以上单位商品零售额同比增速均连续两月持续上涨。后期消费全面平稳可持续的增长，关键是稳定就业、收入预期。前三季度，全国居民人均可支配收入29398元，同比名义增长6.3%，低于半年0.2个百分点。其中，工资性收入增速与上半年持平，均为6.8%，但仍低于疫情前同期2019年前三季度1.8个百分点；财产净收入同比增长3.7%，较上半年下滑1.0个百分点，较2019年前三季度下滑8.6个百分点。居民收入增速的下行是导致当前消费增速低位徘徊的根本因素，同时也将影响居民消费上涨的可持续性。

从具体消费品类型来看，9月份，石油及制品类、汽车类、烟酒类消费额分别同比增长8.9%、2.8%、23.1%，分别较8月份上涨2.9、1.7、18.8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-2.3%、0.5%、-8.2%，受房地产市场低迷影响，其消费额增速依然低位徘徊。

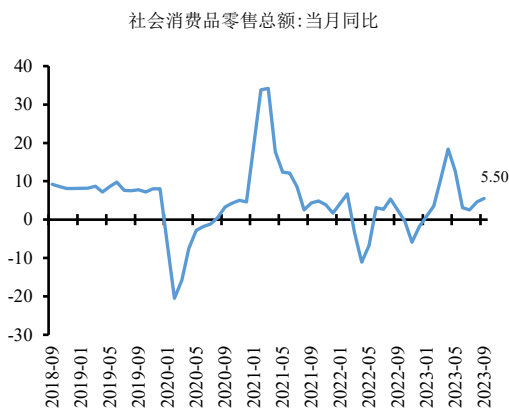


图5 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

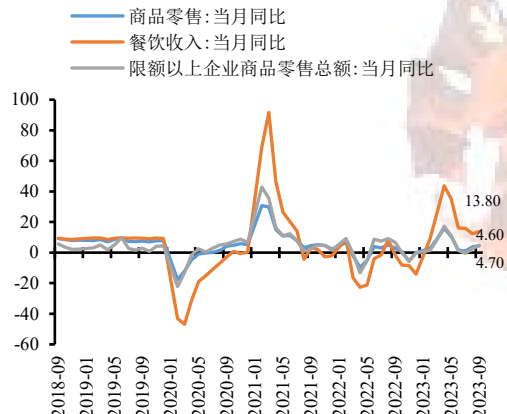


图6 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

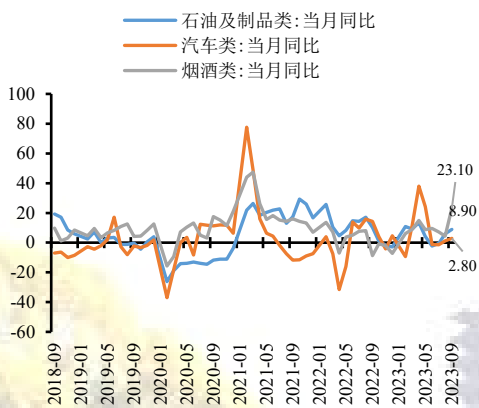


图7 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

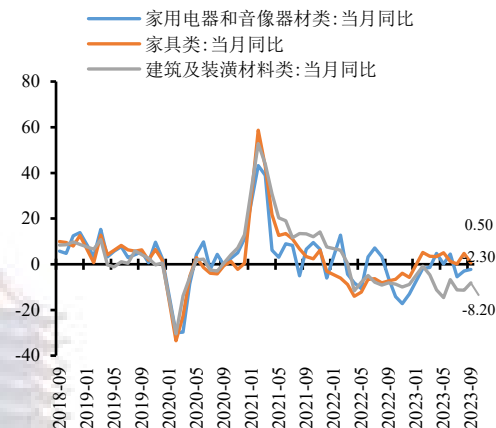


图8 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分: 政策调整企业暂时观望, 稳增长意图增强投资或已在底

2023年1-9月份, 全国固定资产投资同比增长3.1%, 较1-8月份下滑0.1个百分点, 9月投资增速继续底部徘徊。其中, 第一产业投资同比增长-0.8%, 较1-8月份上涨0.3个百分点; 第二产业投资同比增长9.0%, 较1-8月份上涨0.2个百分点; 第三产业投资同比增长0.7%, 较1-8月份下滑0.2个百分点。第二产业部分, 主要受制造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, 1-9月份, 基建、房地产投资同比增长6.2%、-9.1%, 分别较1-8月份下滑0.2、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。1-9月份, 内资企业投资同比增长3.3%, 较1-8月份下降0.1个百分点。另一方面, 受政策效应滞后以及实质性政策的落地, 预计当前投资增速或已在底, 后期随着政策效果逐渐显现, 投资增速应该逐渐上涨。本月制造业投资增速继续上涨, 除纺织业、医药制造业等个别行业外, 绝大多数制造业



投资增速均出现不同程度的上涨。其中，食品制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业投资增速涨幅较大，分别较 1-8 月份上涨 4.7、3.9 个百分点。另外，处于工业基础地位，具有一定领先性的通用设备、专业设备投资增速也继续上涨。1-9 月份，通用设备、专业设备制造业投资分别同比增长 5.1%、8.2%，较 1-8 月份上涨 0.2、0.7 个百分点。

调结构方面，高技术产业投资继续保持高位增长。1-9 月份，高技术产业投资同比增长 11.4%，较全部投资增速高 8.3 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 11.3%、11.8%；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 38.8%、29.6%。

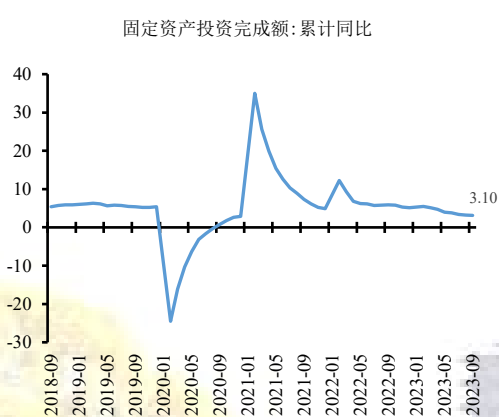


图 9 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

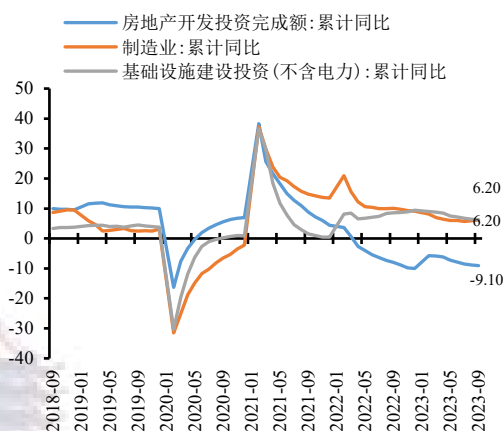


图 10 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

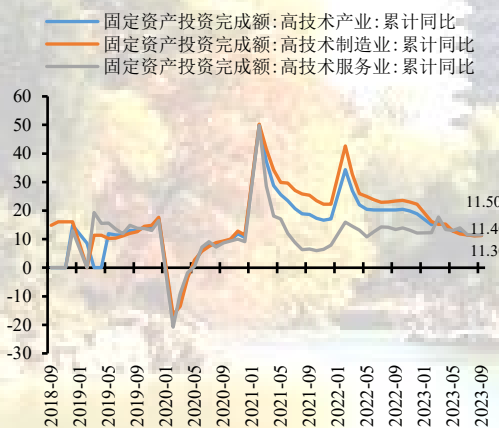


图 11 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

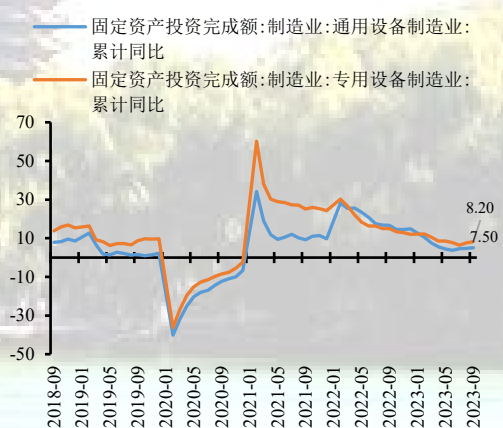


图 12 部分制造业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

进出口部分：国内外需求有所改善，进口出口延续回升态势

2023 年 9 月，按美元计价，中国进出口总值 5205.5 亿美元，同比下降 6.2%。其中，出口 2991.3 亿美元，同比下降 6.2%；进口 2214.2 亿美元，同比下降 6.2%；贸易顺差 777.1 亿美元。总体来看，9 月份出口增速和进口增速降幅均收窄。



出口方面，海外需求慢慢改善，出口需求边际回升，中国对欧盟、美国和日本的出口增速降幅均收窄，其中对欧盟的出口增速回升幅度最大；稳外贸政策继续加码，利好政策连续出台，助力中国出口；出口商品方面，汽车行业出口数据表现亮眼；同时叠加人民币贬值和去年同期低基数效应的拉升作用，使得 9 月出口增速降幅收窄，较 8 月回升 2.6 个百分点，高于市场预期。

进口方面，宏观政策持续发力，价格因素贡献增强，叠加制造业景气增长，9 月制造业 PMI 为 50.2，较上月回升 0.5 个百分点，使得 9 月进口增速降幅有所收窄，较 8 月回升 1.1 个百分点，略低于市场预期。

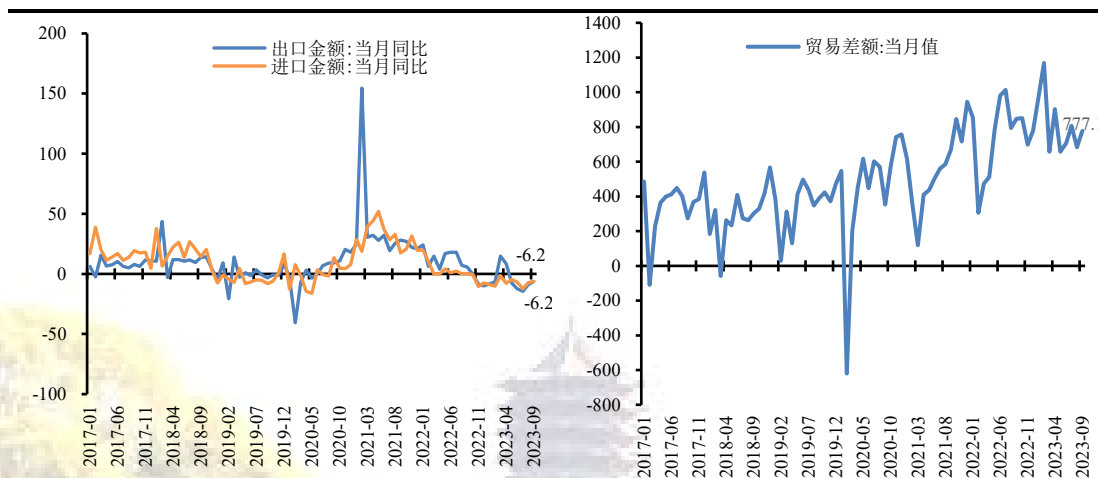


图 13 进出口额增速：当月同比（%）

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

外部需求好于预期，出口增速延续回升态势

2023 年 9 月，中国出口总额 2991.3 亿美元，同比下降 6.2%，较 8 月回升 2.6 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，9 月全球制造业 PMI 为 48.7，较上月回升 0.4 个百分点，全球制造业维持缓慢复苏态势。中国 PMI 新出口订单为 47.8，延续回升趋势，较上月回升 1.1 个百分点，表明出口需求边际修复。从我们的预测结果来看，出口增略高于我们的预期，这主要是由于低估了出口需求的改善程度。

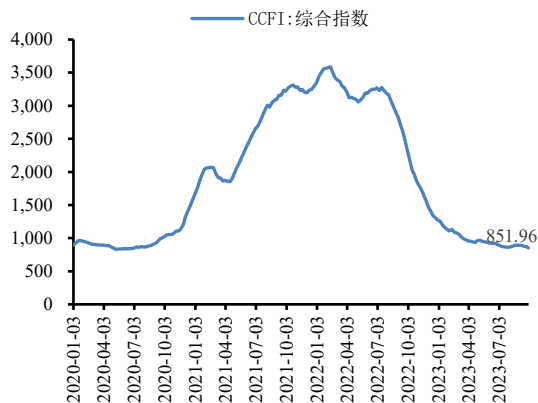


图 15 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

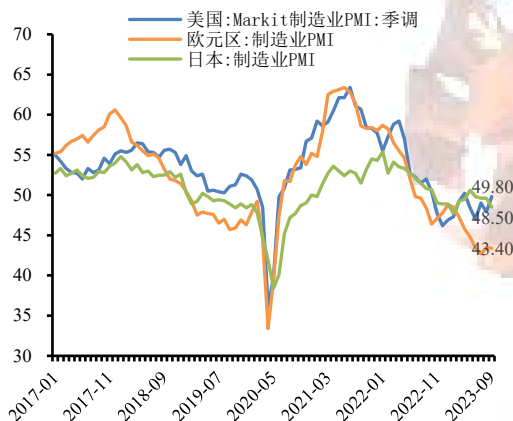


图 16 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 9 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 -11.61%、-9.34%、-15.82%和-6.45%, 中国对欧盟、美国和日本的出口增速均较上月有所回升, 其中对欧盟的出口增速回升幅度最大, 但对东盟出口增速降幅有所扩大。9 月份中国对俄罗斯的出口增速仍保持高位, 约为 20.58%, 但较上月上升 4.26 个百分点。

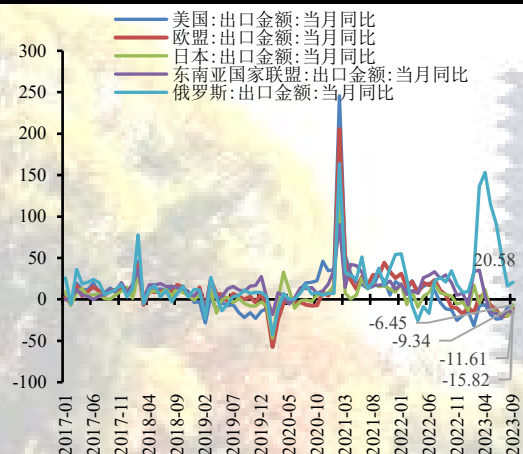


图 17 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

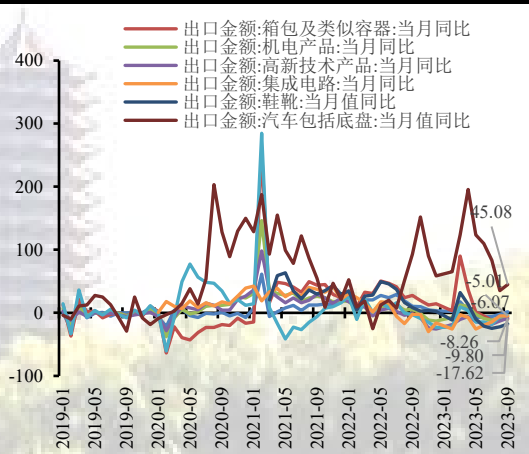


图 18 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 9 月的出口商品来看, 中国出口机电产品 1790.88 亿美元, 占中国出口总额的 59.87%, 仍在中国出口中占主导地位, 同比下降 6.07%。其中, 出口集成电路 134.99 亿美元, 同比下降 5.01%, 较上月有所下降; 高新技术产品出口为 815.35 亿美元, 同比下降 8.26%; 汽车出口 91.92 亿美元, 同比增长 45.08%, 增速较上月有所上升, 是本月出口的重要增长动能。

国内需求持续修复, 进口增速降幅收窄

2023 年 9 月, 中国进口总额 2214.2 亿美元, 同比下降 6.2%, 较 8 月回升 1.1 个百分点, 略低于市场预期。这主要是因为国内需求边际修复, 9 月制造业生产景气延续回升趋势, PMI 重新回到扩张区间。9 月制造业 PMI 为 50.2, 较上月回升 0.5 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。价格因素仍对进口增速贡献增加，9 月 RJ/CRB 价格指数同比上升 3.1%，较 8 月上升 7.4 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，可能原因在于高估了国内制造业弱复苏带来的进口需求的回升。

从 9 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-12.62%、0.64%、-13.69%和-6.96%。数据显示，中国对欧盟和日本的进口同比增速下降幅度均有所收窄，其中对欧盟进口增速回升幅度最大，对美国 and 东盟的进口增速下降幅度扩大。

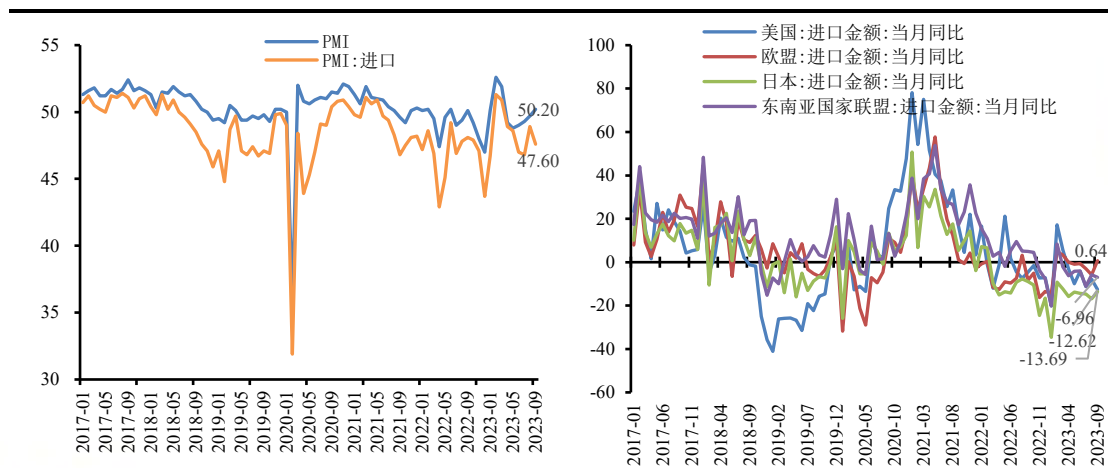


图 19 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

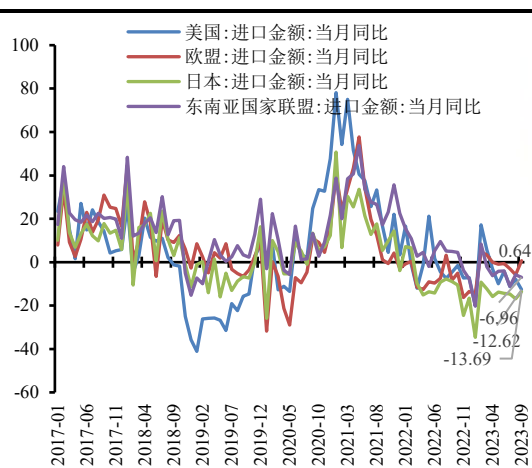


图 20 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 9 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 6.7%、14.6%、73.1%和-31.7%；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 5.5%，较上月回升 1.5 个百分点，肉类进口累计同比增速为 5.6%，较上月下降 1.9 个百分点。

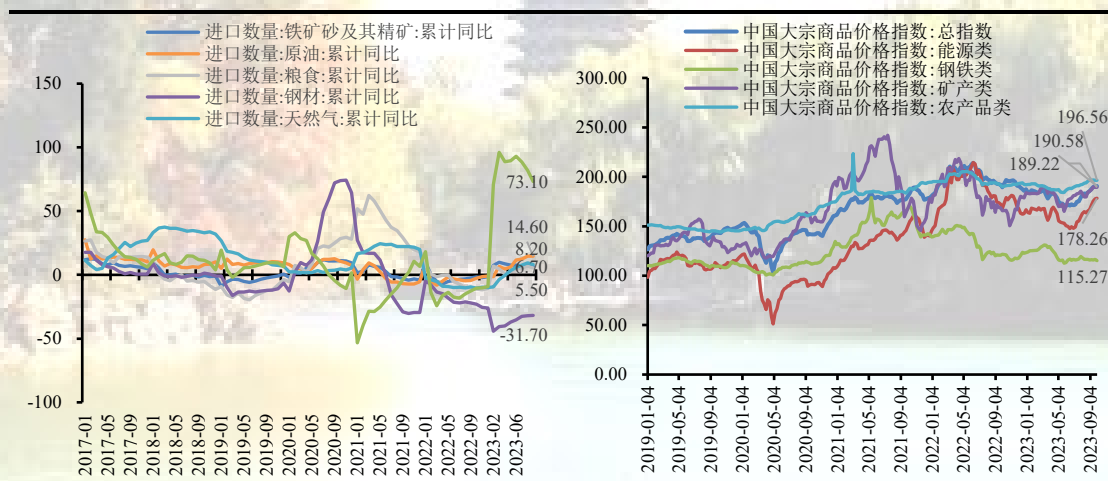


图 21 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

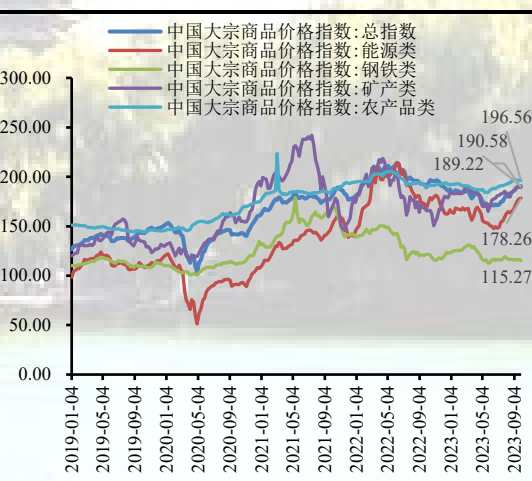


图 22 中国大宗商品价格指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

价格部分：居民消费需求表现低迷，工业生产需求逐步恢复

2023 年 9 月，CPI 同比持平，较上月下降 0.1 个百分点，环比上涨 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-0.2 个百分点，较上月下降 0.4 个百分点；新涨价影响约为 0.2 个百分点，较上月上升 0.3 个百分点。非食品价格上涨是支撑 CPI 持平的主要原因，具体表现为：受暑期结束出行需求回落影响，服务价格拖累非食品价格，但受国际原油价格上升影响，工业消费品价格上涨较多，受高基数效应影响食品价格继续拖累 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 9 月份 CPI 同比持平，与公布结果一致，基本符合预期。

2023 年 9 月，PPI 同比下跌 2.5%，较上月上升 0.5 个百分点，环比上涨 0.4%，较上月上升 0.2 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-0.2 个百分点，较上月上升 0.1 个百分点；新涨价影响约为-2.3 个百分点，较上月上升 0.4 个百分点。工业品需求逐步恢复成为 PPI 降幅继续收窄的主要原因，具体表现为：受国际原油价格继续上涨影响，上游工业品价格环比持续上涨，而中下游工业品需求改善带动生活资料价格环比保持上涨。我们预测 9 月份 PPI 同比下跌 2.4%，高于公布结果 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，以及数据精度问题。

总体而言，居民消费端中，食品价格涨幅略低于季节性，国际油价上涨带动工业消费品价格走强，支撑 CPI 环比继续上涨。工业生产端中，工业品需求逐步恢复造成 PPI 同比降幅继续收窄。此次回升更多的仍是由成本推动而非需求拉动造成。

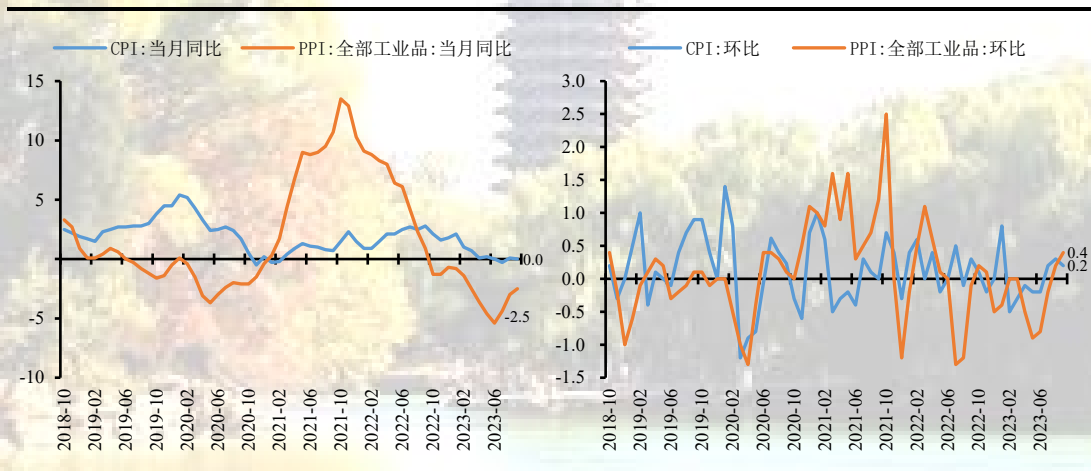


图 23 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

食品项价格环比上涨，鲜菜鸡蛋是主要原因

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。9 月份，食品消费供需平稳，市场供应充足，物价总体运行平稳。CPI 同比持平、环比由上月上涨 0.3% 降至上涨 0.2%，具体而言：食品项价格环比



继续上涨，其中鲜菜、鸡蛋价格环比上升是本月食品价格环比上涨的主要原因；非食品价格环比继续上涨，其中工业消费品价格上涨是主要支撑。

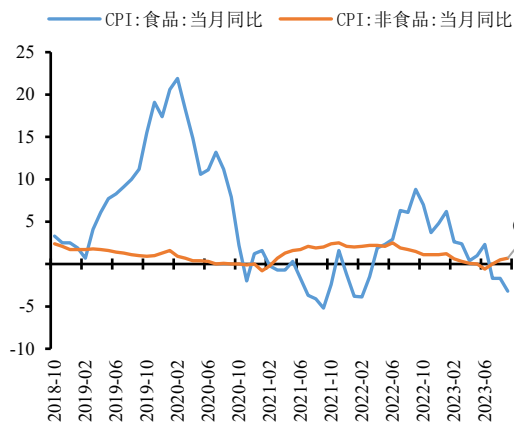


图 25 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

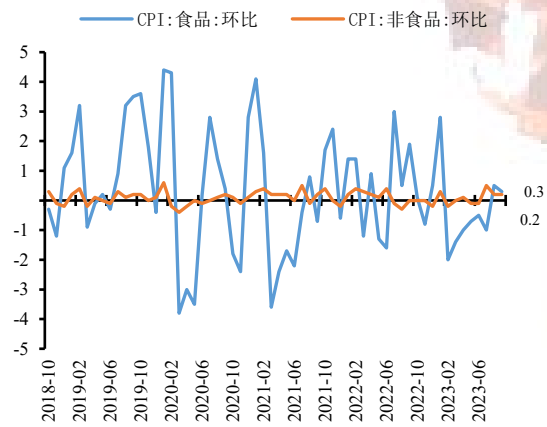


图 26 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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，食品价格下跌 3.2%，较上月下降 1.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.60 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 22.0%，较上月下降 4.1 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 6.4%，较上月下降 3.1 个百分点。

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
9 月同比	0.7	-3.1	-6.4	-12.8	-1.5	0.7	0.0	-0.3
同比变动	0.1	-1.2	-3.1	-2.3	-1.7	-2.5	-0.1	-1.6

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

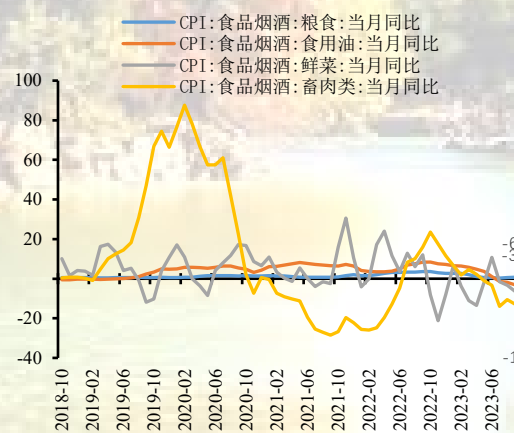


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

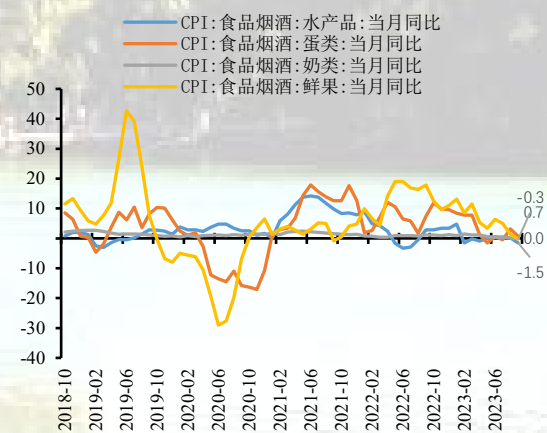


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

总体而言，食品项八大类价格同比分化 (2 涨、5 跌、1 持平)，其中畜肉类同比幅度最



大(-12.8%)，较上月同比变动普降(1正、7负)，其中鲜菜同比变动最显著(-3.1%)。

从环比看，食品价格上涨0.3%，较上月下降0.2个百分点，影响CPI上涨约0.06个百分点。受需求乏力和供应偏稳定影响，猪肉价格环比上涨0.2%，较上月下降11.2个百分点；受季节性消费需求增加影响，鲜菜环比上涨3.3%，较上月上升3.1个百分点。

总体而言，食品八大类价格环比分化(4涨、4跌)，其中鲜菜环比幅度最高(+3.3%)，较上月环比变动分化(3正4负1不变)，其中畜肉环比变动幅度最大(-4.4%)。

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
9月环比	0.4	-0.6	3.3	0.3	-0.8	2.8	-0.2	-0.3
环比变动	0.2	-0.7	3.1	-4.4	-0.6	-4.2	0.0	4.1

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

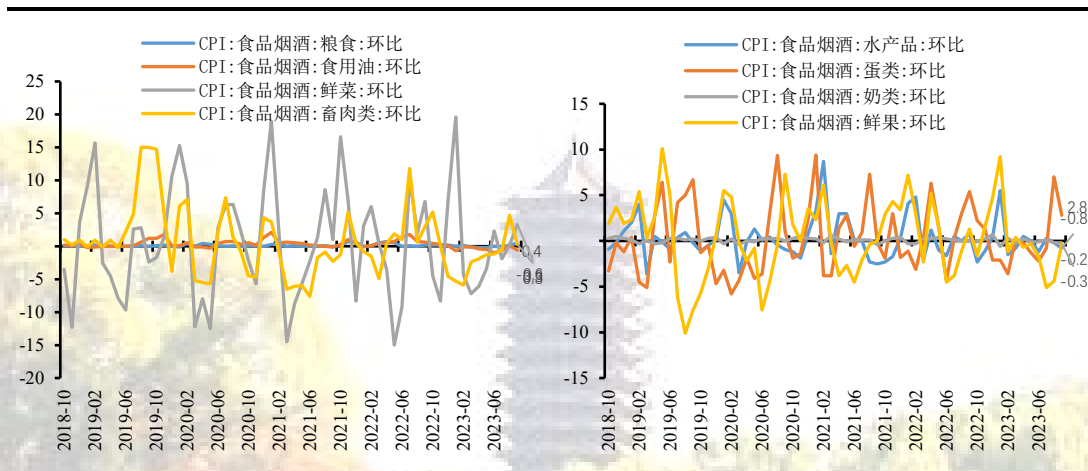


图29 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比(%)

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

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，工业消费品价格领涨

非食品项中，从同比看，非食品价格上涨0.7%，较上月上升0.2个百分点，影响CPI上涨约0.57个百分点。受需求不足叠加高基数效应影响，工业消费品价格下跌0.3%；受出行需求恢复影响，服务价格上涨1.3%，较上月不变。

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(+3.9%)，较上月同比变动普正(5正2零)，其中交通通信项同比变动最明显(+0.8%)。

从环比看，非食品价格环比上涨0.2%，较上月不变，影响CPI变动约0.14个百分点。受国际油价回升影响，工业消费品价格继续反弹；受暑期结束出行需求回落影响，服务价格下跌0.1%，较上月下降0.2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
9月同比	1.1	0.2	-0.4	-1.3	2.5	1.3	3.9
同比变动	0.0	0.1	0.1	0.8	0.0	0.1	0.1

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

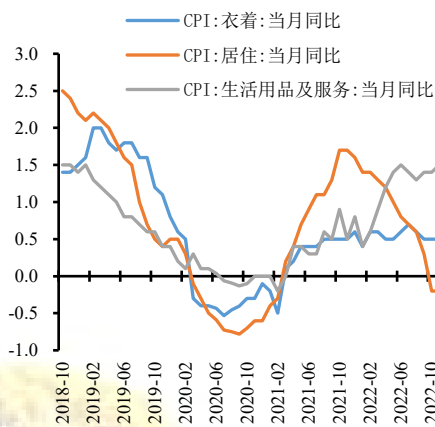


图 31 衣着、居住、生活用品及服务同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

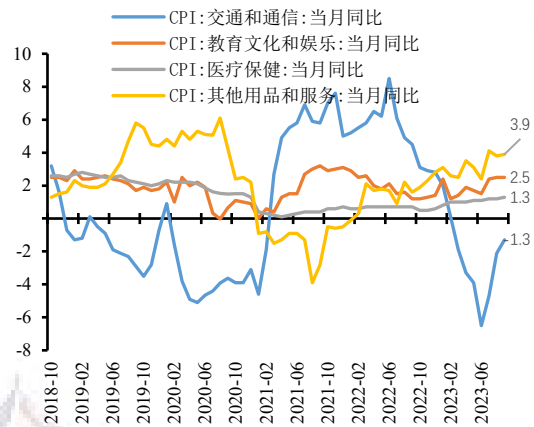


图 32 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

总体而言，非食品项七大类价格环比分化（5 正、1 负、1 持平），其中衣着项环比幅度最高（+0.8%），较上月环比变动分化（3 正、3 负、1 不变），其中交通通信项环比变动最显著（-0.9%）。

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
9月环比	0.8	0.0	0.1	0.1	0.4	0.1	-0.1
环比变动	0.9	-0.1	0.4	-0.9	0.2	0.0	-0.1

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

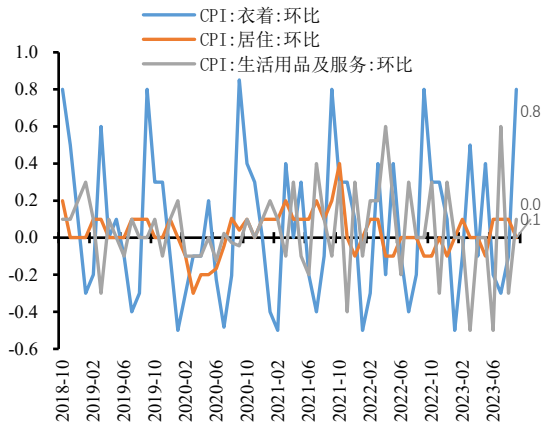


图 33 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

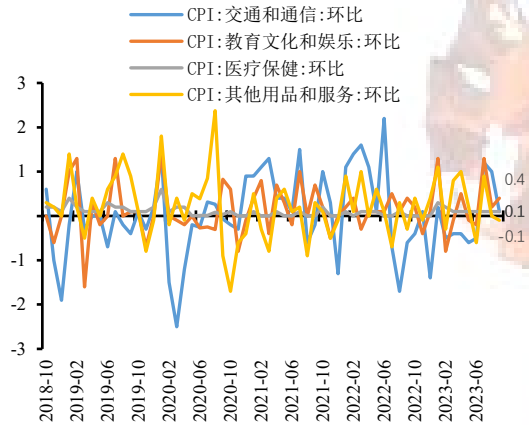


图 34 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

生产资料价格环比回升，工业出厂价格降幅收窄

9 月份，受国际原油价格上涨和国内工业品需求恢复等多种因素影响，工业品价格走势整体上行，工业品价格环比上涨，同比降幅继续收窄，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恢复影响，生活资料价格同比继续下跌，但幅度较小。

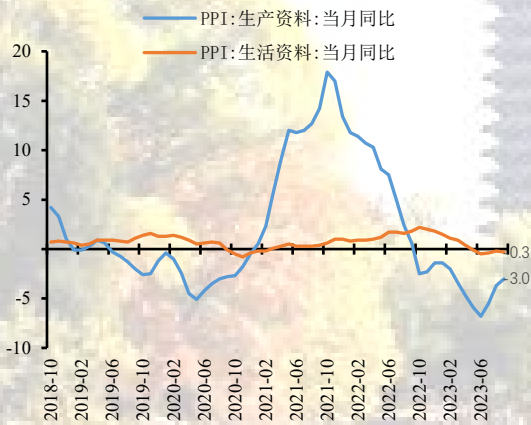


图 35 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

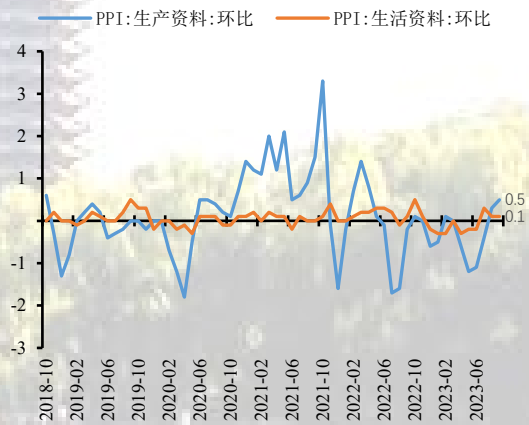


图 36 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从同比看，9 月 PPI 下跌 2.5%，较上月上升 0.5 个百分点。受国际油价回升叠加高基数效应消退影响，生产资料价格下跌 3.0%，较上月上升 0.7 个百分点，其中采掘工业同比下跌最为明显；受中下游工业需求不足影响，生活资料价格下跌 0.3%，较上月下降 0.1 个百分点，其中耐用消费品价格同比下跌最为明显。生产资料价格下跌是 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
9月同比	-7.4	-2.8	-2.8	-0.3	0.8	0.7	-1.2
同比变动	2.5	1.2	0.3	-0.1	-0.2	0.1	0.0

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

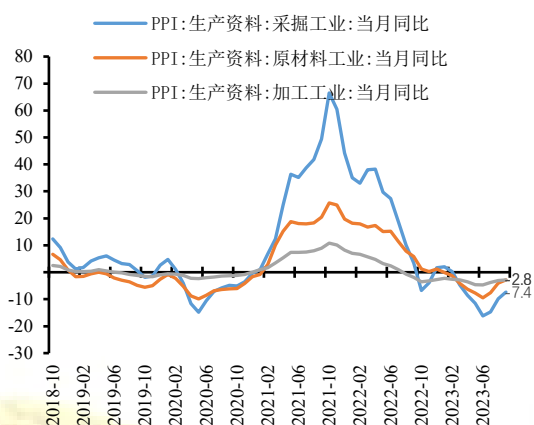


图 37 生产资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

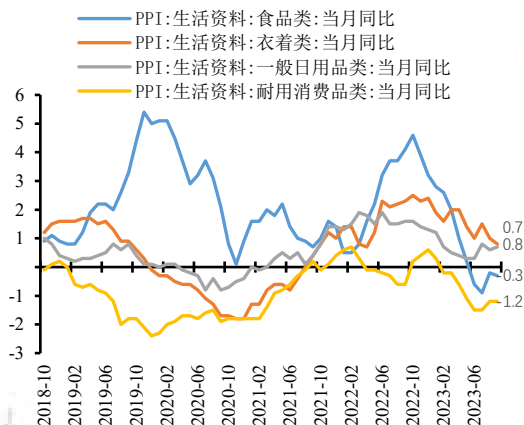


图 38 生活资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，9月PPI环比上涨0.4%，较上月上升0.2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0.5%，较上月上升0.2个百分点，其中采掘和加工工业价格回升是主要原因；生活资料价格上涨0.1%，较上月不变，其中衣着、一般日用品价格回升是主要边际支撑。上游采掘、原材料工业价格上涨是PPI环比回升的主要支撑。

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
9月环比	1.8	1.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0
环比变动	0.9	-0.1	0.3	-0.4	0.4	0.4	0.1

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

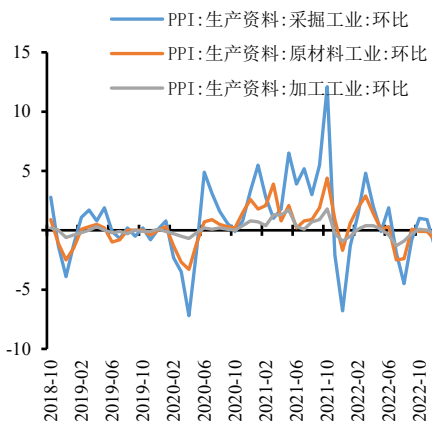


图 39 生产资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

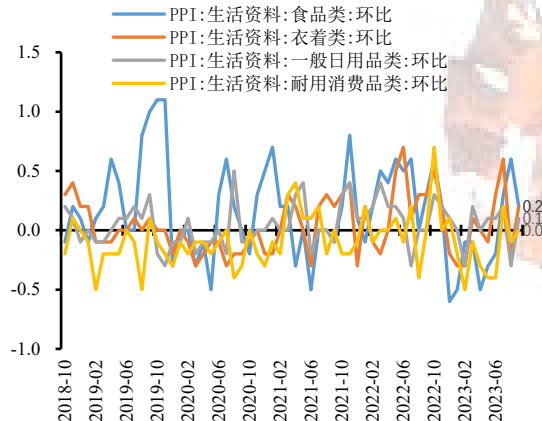


图 40 生活资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：政策效果持续显现，居民信贷边际多增

2023 年 9 月，新增社会融资规模 41200 亿元，较去年同期多增 5789 亿元，超出市场预期。9 月社会融资规模好于预期主要受政府债券和表外融资的支撑，表内融资和直接融资均表现平平。

2023 年 9 月，新增人民币贷款 23100 亿元，同比少增 1600 亿元，低于市场预期。尽管 9 月新增人民币贷款主要受中长期贷款的支撑，但依然低于市场预期，而且短期贷款和票据融资均构成了拖累，后续还需进一步的政策出台支撑市场信心。

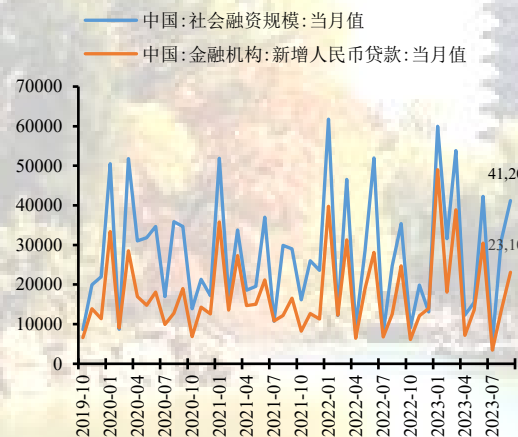


图 41 社会融资规模 (亿元)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

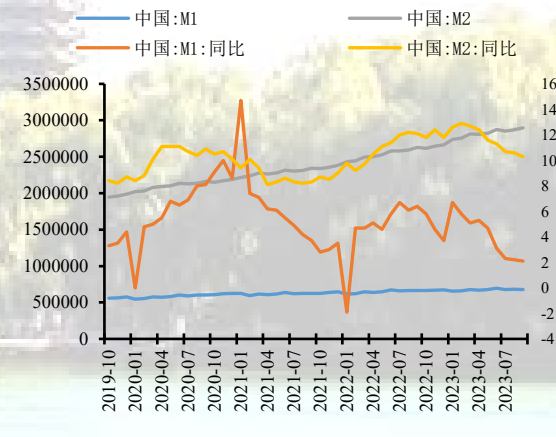


图 42 M1 和 M2 (左: 亿元; 右: %)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

2023 年 9 月末，狭义货币（M1）余额 67.84 万亿元，同比增长 2.1%，较上期下降 0.1 个百分点；广义货币（M2）余额 289.67 万亿元，同比增长 10.3%，较上期下降 0.3 个百分点，低于市场预期。尽管受去年同期基数下降的影响，但 9 月 M2 同比增速依然延续回落趋势，且下降幅度超出市场预期，但 9 月政府债发行加速使得财政存款同比多增，以及居民部



门新增存款继续累积增高，压低 M2 同比增速。

新增社融高于预期，新增政府债券仍是主要支撑

2023 年 9 月，新增社会融资规模 41200 亿元，较去年同期多增 5789 亿元，超出市场预期。其中，新增人民币贷款 25376 亿元，同比少增 310 亿元；新增外币贷款-583 亿元，同比少减 130 亿元；新增委托贷款 208 亿元，同比少增 1300 亿元；新增信托贷款 403 亿元，同比多增 594 亿元；新增未贴现银行承兑汇票 2396 亿元，同比多增 2264 亿元；新增债券融资 662 亿元，同比多增 317 亿元；新增股票融资 327 亿元，同比少增 695 亿元；新增政府债券 9949 亿元，同比多增 4416 亿元。整体而言，9 月社会融资规模好于预期主要受政府债券和表外融资的支撑，表内融资和直接融资均表现平平。

政府债券同比多增 4416 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 9 月政府债券同比大幅多增，对社融形成较大支撑。

表外融资同比多增 1558 亿元，未贴现银行承兑汇票是重要支撑，同比多增 2264 亿元。这主要受去年同期低基数以及当前稳增长政策持续生效票据融资明显降温所致。此外，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。

表内融资同比少增 180 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，人民币贷款同比仅少增 310 亿元，但本月新增 25376 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，9 月继续减少 583 亿元，但同比少减 130 亿元，相对而言形成了反向支撑。

直接融资同比少增 378 亿元，继续表现平平，股票融资依然是拖累。其中，企业债券融资同比多增 317 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 695 亿元。

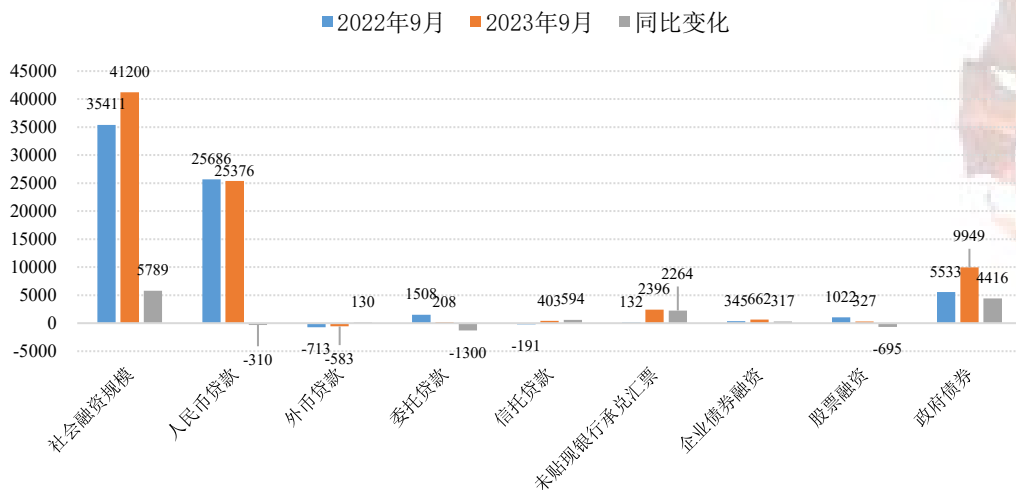


图 43 9 月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

楼市松绑政策效果显现，部门分化出现反转

2023 年 9 月，新增人民币贷款 23100 亿元，同比少增 1600 亿元，低于市场预期。其中，新增短期贷款 8901 亿元，同比少增 704 亿元；新增中长期贷款 18014 亿元，同比少增 1070 亿元；新增票据融资-1500 亿元，同比多减 673 亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款 8585 亿元，同比多增 2082 亿元，其中新增短期贷款 3215 亿元，同比多增 177 亿元；新增中长期贷款 5470 亿元，同比多增 2014 亿元；新增企事业单位贷款 16834 亿元，同比少增 2339 亿元，其中新增短期贷款 5686 亿元，同比少增 881 亿元；新增中长期贷款 12544 亿元，同比少增 944 亿元。整体而言，尽管 9 月新增人民币贷款主要受中长期贷款的支撑，但依然低于市场预期，而且短期贷款和票据融资均构成了拖累。此外，从部门结构来看，居民户信贷规模和结构均优于企事业单位，政策倾向需考虑企业事业单位了。

居民户信贷规模同比多增 2082 亿元，继续较上期出现边际好转，而且结构也边际改善。其中，短期贷款连续 2 月同比多增，在一系列促消费等扩内需政策措施效果显现，中长期贷款表现大幅多增，在全国各地楼市松绑政策持续落地以及降息等宽松货币政策的持续生效，楼市迎来一波高涨，推动中长期贷款同比大幅多增，边际改善效果明显，但后续持续性有待进一步观察。

企事业单位加杠杆势头继续减弱，伴随票据融资减弱明显，信贷规模同比少增 2339 亿元。其中，短期贷款少增 881 亿元，中长期贷款少增 944 亿元，信贷结构和规模均出现边际减弱趋势，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。

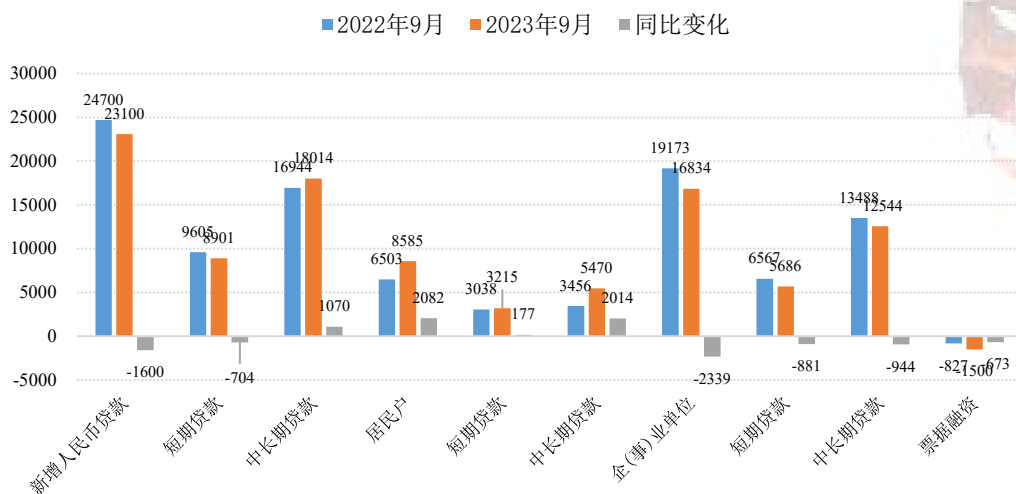


图 44 9 月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

存款活期化边际修复，资金空转现象趋势性下降

2023 年 9 月末，狭义货币（M1）余额 67.84 万亿元，同比增长 2.1%，较上期下降 0.1 个百分点；广义货币（M2）余额 289.67 万亿元，同比增长 10.3%，较上期下降 0.3 个百分点，低于市场预期。整体而言，尽管受去年同期基数下降的影响，但 9 月 M2 同比增速依然延续回落趋势，且下降幅度超出市场预期，但 9 月政府债发行加速使得财政存款同比多增，以及居民部门新增存款继续累积增高，压低 M2 同比增速。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，9 月末两者的同比增速差为 8.2%，增速剪刀差较上期下降 0.2 个百分点，但增速差的减少得益于 M2 增速下降快于 M1 增速导致，进而形成对 9 月存款活期化的边际修复。从 M1 同比增速趋势来看，9 月 M1 同比增速是近 3 年以来的低点，而且下降趋势明显。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，9 月末两者的同比增速差为-1.3%，较上期继续减少 0.3 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。

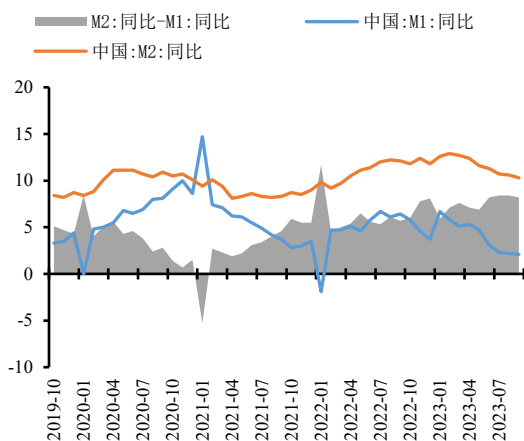


图 45 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

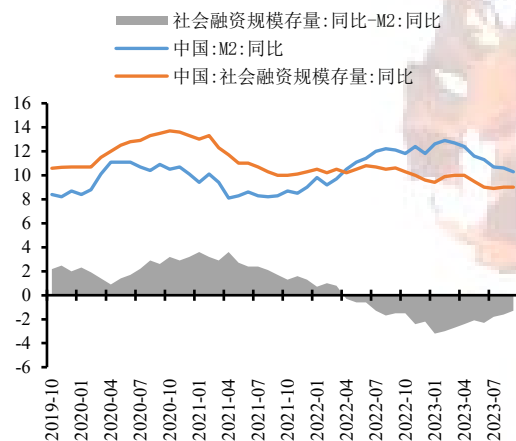


图 46 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

展望未来：稳增长政策仍需加力，经济复苏压力仍在

工业产出方面：货币政策方面，10 月央行货币政策司司长邹澜表示，央行将进一步实施好稳健的货币政策，继续做好逆周期调节，为激活经济内生动力和活力营造适宜的货币金融环境，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，预计将继续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：四季度出口仍存在压力，考虑到去年低基数效应四季度出口有望企稳回升。



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，新能源汽车行业成为外贸出口新引擎，叠加去年年末低基数效应的拉升作用，未来或将对出口增速形成支撑。

进口方面：预计未来进口增速或将延续复苏态势。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，而随着西方国家对出口限制加强，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0.4%。

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：预计未来第四季度信贷规模仍有支撑，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，伴随楼市政策松绑以及宽松货币政策的持续推进，市场信心不足的迹象得到短暂支撑，预计第四季度信贷仍将有政策支持，但整体规模维持当前情况，难以出现大幅波动。预计未来第四季度M2同比增速继续维持下行趋势，但趋势减缓。一方



面去年第四季度 M2 同比增速基础较高形成压制，另一方面预计第四季度信贷需求难以实现高涨，同时叠加政府债的错位发力，也将拖累 M2 同比增速，所以后续 M2 同比增速回落趋势明显。





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。