



政策效应释放，经济复苏超预期

——蔡含篇

点评报告

A0012-20240319

2024年2月	官方公布值	北大国民经济 研究中心 预测值	Choice 市场 预测均值
经济增长			
工业增加值 同比(%)	7.0	4.5	4.8
社会消费品零售 总额同比(%)	5.5	8.6	5.4
固定资产投资 累计同比(%)	4.2	3.5	3.2
出口同比(%)	7.1	3.7	6.5
进口同比(%)	3.5	2.6	3.1
贸易差额(亿 美元)	1251.6	1119	766.7
通货膨胀			
CPI 同比(%)	0.7	0.7	0.4
PPI 同比(%)	-2.7	-2.5	-1.6
货币信贷			
新增人民币贷 款(亿元)	14500	17800	14337.5
M2 同比(%)	8.7	8.6	8.7

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

陈丽娜

黄昱程

邵宇佳

联系人：蔡含篇

联系方式：

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

- 政策支持落地生效，工业经济超预期
- 政策推动，大宗消费额增速上行
- 政策效应释放，投资增速继续上涨
- 需求扩张叠加基数效应，外贸增速继续上涨
- 春节效应使然，CPI 同比由负转正
- 春节错位效应显著，社融货币扰动加大
- 展望未来：稳增长政策持续发力，经济复苏继续

内容提要

2024 年以来，稳增长政策密集出台，随着实质性政策落地生效，年初经济超预期增长。剔除基数效应影响，消费增长继续；投资触底反弹，随着经济内生修复动能加强，叠加资金面的支持，投资存在可持续增长基础。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

2024 年 1-2 月，国内工业经济表现超出市场预期，规模以上工业增加值同比实际增长 7%（扣除价格因素的实际增长率）。随着工业需求稳步回升，工业企业利润降幅收窄，工业经济步入被动去库尾声，同时稳增长政策的持续发力，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：2024 年 1-2 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.5%，较前期下降 1.9 个百分点。受相对基数效应影响，1-2 月社会消费品零售总额增速暂时性下滑。随着促消费刺激政策效应的不断释放，大宗消费增速开始企稳，释放出积极信号。

投资方面：2024 年 1-2 月份，全国固定资产投资同比增长 4.2%，较前期上涨 1.2 个百分点。稳增长政策密集出台，政策调整、发展方向明朗化，企业预期增强，叠加实质性政策落地，投资存在企稳迹象。

出口方面：尽管近期并未发生重大影响事件，地缘政治冲突状况也未发生改变，但全球



经济走势平稳，较 2023 年存在企稳迹象，叠加去年同期低基数效应明显，使得 1-2 月出口金额增速继续上涨，较前期升 4.8 个百分点。

进口方面：中国国内经济走势平稳，经济复苏继续，2024 年 1、2 月制造业 PMI 为 49.2、49.1，均高于 2023 年 12 月 49.0，制造业企业景气水平有所回升；价格方面，2024 年 1-2 月价格因素贡献继续，使得 1-2 月进口金额增速继续上涨，较前期升 3.3 个百分点。

价格

CPI：2024 年 2 月，CPI 同比增长 0.7%，较上月上涨 1.5 个百分点，环比上涨 1.0%，较上月上升 0.7 个百分点。食品价格环比回升是 CPI 环比继续上升的主要原因，具体表现为：受降水天气不利生鲜农产品储运以及春节消费需求增加影响，食品市场需求激增，食品价格拉动 CPI 环比上涨。受国际油价上行且春节出行及服务需求增加影响，工业消费品价格、服务价格共同推动非食品价格上涨。

PPI：2024 年 2 月，PPI 同比下跌 2.7%，较上月下降 0.2 个百分点，环比下跌 0.2%，降幅与上月持平。高基数效应、国际能源价格低位运行叠加工业品生产需求季节性回落仍是 PPI 同比下跌的主要原因，具体表现为：受国际能源价格低位运行影响，上游工业品价格环比仍跌，而中下游工业品需求回落带动生活资料价格环比继续下跌。

货币金融

社会融资：2024 年 2 月，新增社会融资规模 15211 亿元，较去年同期少增 16399 亿元，大幅低于市场预期。整体而言，2 月社会融资规模大幅低于市场预期，除了信托贷款小幅同比多增，其余分项均以不同程度的同比少增拖累本月社融规模，尤其是人民币贷款几乎同比少增一半。

人民币贷款：2024 年 2 月，新增人民币贷款 14500 亿元，同比少增 3600 亿元，超出市场预期。整体而言，2 月份新增人民币贷款超出市场预期但依然是同比少增，主要受短期贷款的大幅拖累，尤其是居民户短期信贷大幅少增，而企事业单位基本持平。

M2：2024 年 2 月末，狭义货币（M1）余额 66.59 万亿元，同比增长 1.2%，较上期大幅下降 4.7 个百分点；广义货币（M2）余额 299.56 万亿元，同比增长 8.7%，较上期持平，符合市场预期。整体而言，春节错位以及万亿国债持续落地使用，M1 同比增速大幅下降，但 M2 同比增速在信贷需求偏弱、财政投入力度加大以及高基数效应的作用下维持低位。



正文

工业增加值部分：政策支持落地生效，工业经济超预期

2024 年 1-2 月，国内工业经济表现超出市场预期，规模以上工业增加值同比实际增长 7%（扣除价格因素的实际增长率），其中装备制造业同比增长 8.6%，显著高于其他分项。从三大门类看，1-2 月份，采矿业增加值同比增长 2.3%，制造业同比增长 7.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 7.9%，受低基数效应影响，制造业、电热燃水供应业增加值同比回升较多。1-2 月，工业较上期继续上升，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，工业经济步入被动去库尾声，同时稳增长政策的持续发力，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。

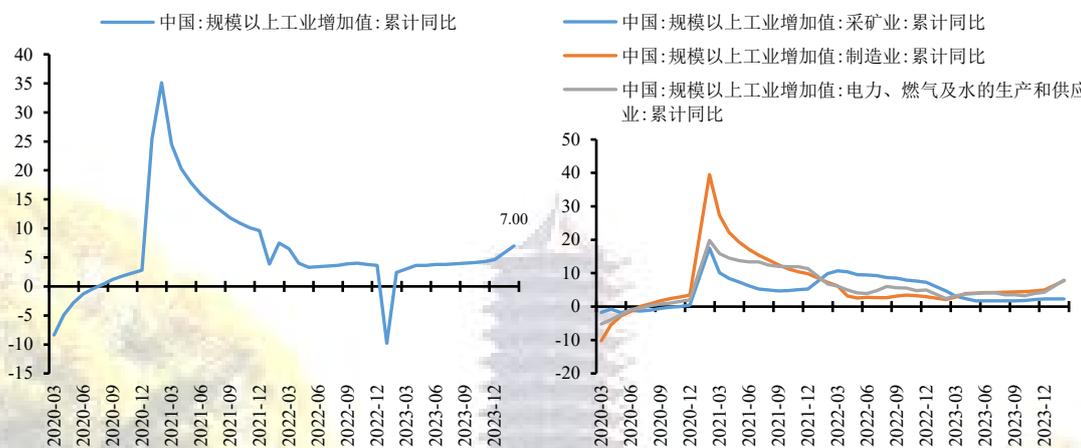


图 1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

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：政策推动，大宗消费额增速上行

2024 年 1-2 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.5%，较上期下降 1.9 个百分点。餐饮收入同比增长 12.5%，较上期下降 17.5 个百分点；商品零售同比增长 4.6%，较上期下降 0.2 个百分点。受基数效应影响，1-2 月社会消费品零售总额增速阶段性下行。

2022 年受疫情影响，消费额增速不断走低，对 2023 年各月形成明显的基数效应。2023 年随着防疫政策的重大调整，经济逐渐步入正轨，对 2024 年的基数效应也逐渐减弱。因此，相对 2023 年 12 月份来说，本月相对不存在低基数效应影响，消费额增速小幅下行。其中，餐饮收入、服装鞋帽针纺织品类、金银珠宝类、中西药品类受相对基数效应影响，消费额增速波动较大，分别较前期下滑 17.5、24.1、24.4、-20.0 个百分点。

政策效应释放，家电等消费额增速出现上涨。1 月 8 日，全国商务工作会议在京召开，



强调“推动消费持续扩大，完善市场和流通体系。以‘消费促进年’为主线，办好各类促消费活动。激发消费潜能，培育壮大新型消费，稳定和扩大传统消费，推进服务消费品品质升级”；

《政府工作报告》指出“促进消费稳定增长”“稳定和扩大传统消费，鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费”；3月1日，国常会审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。受政策推动影响，本月家电、汽车等消费额增速进一步上涨。

从具体消费品类型来看，1-2月份，汽车类、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 8.7%、5.7%、4.6%、2.1%，分别较前期上涨 4.7、5.8、2.3、9.6 个百分点。

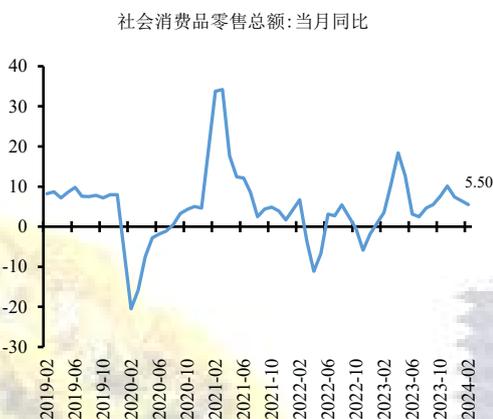


图 3 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

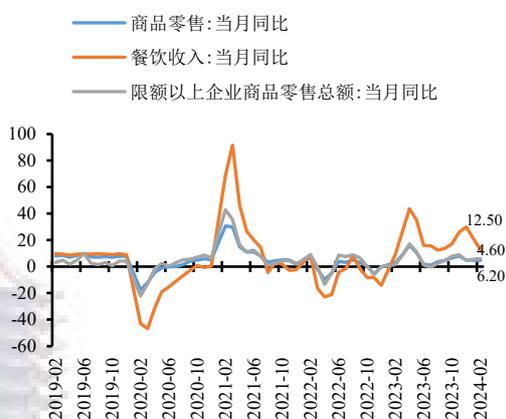


图 4 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



图 5 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

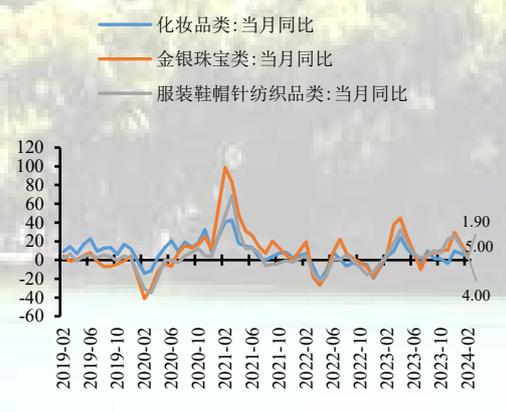


图 6 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分: 政策效应释放, 投资增速继续上涨

2024 年 1-2 月份, 全国固定资产投资同比增长 4.2%, 较前期上涨 1.2 个百分点, 投资



增速继续上涨。其中，第一产业投资同比增长-5.7%，较前期下跌 5.6 个百分点；第二产业投资同比增长 11.9%，较前期上涨 2.9 个百分点；第三产业投资同比增长 1.2%，较前期上涨 0.8 个百分点。占比 90% 以上的二产、三产均有上涨，整体投资增速继续上涨。第三产业部分，基建小幅上涨，房地产投资降幅收窄，1-2 月份，基建、房地产投资同比增长 6.3%、-9.0%，分别较前期上涨 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。《政府工作报告》指出，“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用”；3 月 1 日，国常会审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，指出“坚持市场为主、政府引导，坚持鼓励先进、淘汰落后”“推动先进产能比重持续提升”。受政策效应影响，1-2 月设备工器具购置同比增长 17.0%，较前期上涨 10.4 个百

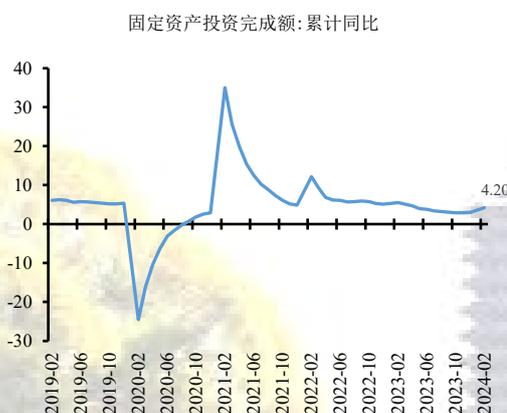


图7 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

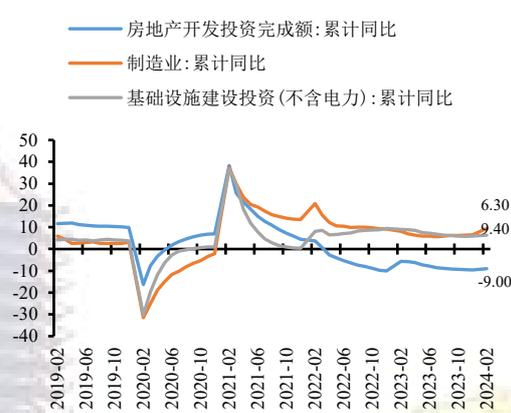


图8 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



图9 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

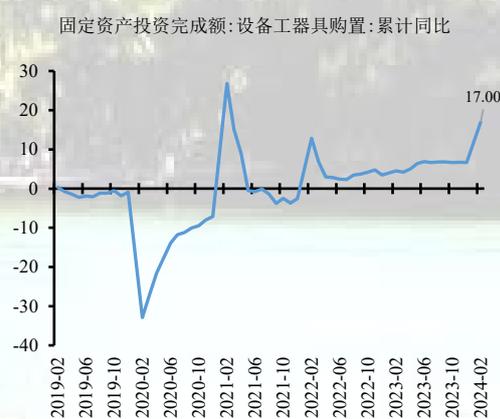


图10 民间投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

分点；制造业投资同比增长 9.4%，较前期上涨 2.9 个百分点。其中，除了电气机械和器材制



造业、汽车投资受基数效应影响外，其他制造业投资增速均呈不同程度上涨。

调结构方面，高技术产业投资继续引领全部投资上涨。1-2 月份，高技术产业投资同比增长 9.4%，较全部投资增速高 5.2 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 10.0%、7.6%；高技术服务业中，专业技术服务业、信息技术服务业投资分别增长 36.2%、16.1%。

进出口部分：需求扩张叠加基数效应，外贸增速继续上涨

2024 年 1-2 月份，按美元计价，中国进出口总值 9308.6 亿美元，同比增长 5.5%。其中，出口 5280.1 亿美元，同比增长 7.1%；进口 4028.5 亿美元，同比增长 3.5%；贸易顺差 1251.6 亿美元。总体来看，1-2 月份出口增速与进口增速均有小幅上行。

出口方面，尽管近期并未发生重大影响事件，地缘政治冲突状况也未发生改变，但全球经济走势平稳，较 2023 年存在企稳迹象，叠加去年同期低基数效应明显，使得 1-2 月出口金额增速继续上涨，较前期升 4.8 个百分点。

进口方面，中国国内经济走势平稳，经济复苏继续，2024 年 1、2 月制造业 PMI 为 49.2、49.1，均高于 2023 年 12 月 49.0，制造业企业景气水平有所回升；价格方面，2024 年 1-2 月价格因素贡献继续，使得 1-2 月进口金额增速继续上涨，较前期升 3.3 个百分点。



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

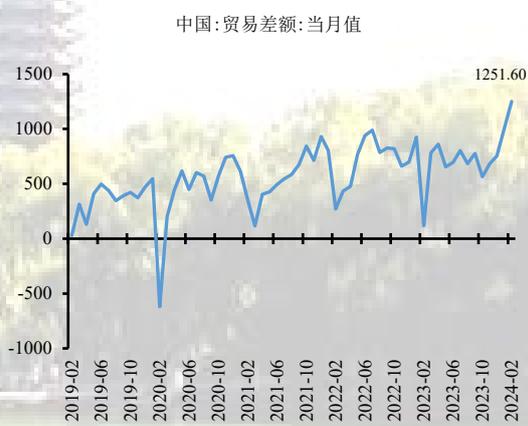


图 12 中国贸易差额：当月值 (亿美元)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

外需扩张叠加基数效应，出口增速继续上涨

2024 年 1-2 月份，中国出口总额 5280.1 亿美元，同比增长 7.1%，较前期上涨 4.8 个百分点。低基数效应明显，是推动出口额增速上涨的主要因素之一。2023 年 1-2 月份，出口额同比下降 8.4%，是 2022 年、2023 年两年内最低点，对本月形成显著的低基数效应。需求方面，尽管近期并未发生重大影响事件，地缘政治冲突状况也未发生改变，但全球经济走势平稳，较



2023 年存在企稳迹象。与 2023 年 12 月相比，2024 年 1 月、2 月全球主要经济体制造业 PMI 均有不同程度上涨。2024 年 1、2 月份，美国 Markit 制造业 PMI 分别为 50.3、51.5，位于荣枯线以上；欧盟和日本的制造业 PMI 虽然仍位于荣枯线以下，但较 2023 年 11、12 月份却有所上涨。2024 年 1、2 月份，中国 PMI 新出口订单为 46.7、46.4，高于 2023 年 12 月份的 46.4，进一步佐证制造业出口需求有所上涨。

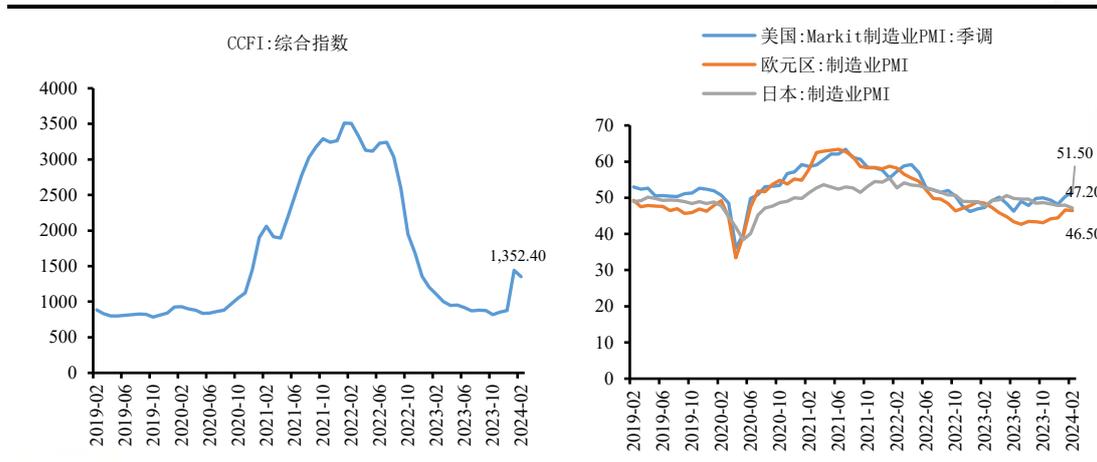


图 13 中国出口集装箱综合运价指数

图 14 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 1-2 月的国别出口来看，中国对欧盟、美国、东盟和日本出口的当月同比增速分别为 -1.3%、5.0%、6.0%和-9.7%，其中中国对美国、东盟的出口额增速均较前期显著上涨，中国对欧盟、日本的出口额降幅却进一步扩张。1-2 月份中国对俄罗斯的出口额增速仍保持高位，为 12.5%，虽较 2023 年底增速有所下滑，但仍高于全部出口额增速。

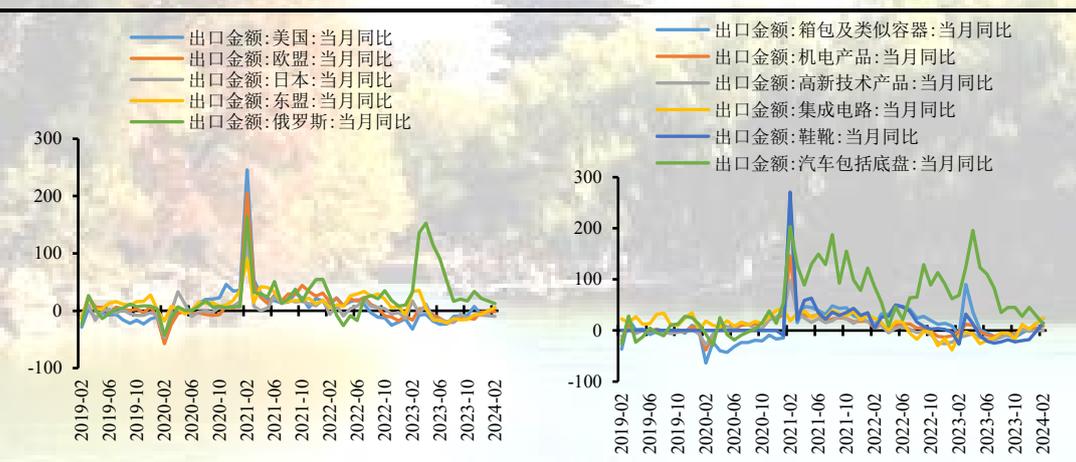


图 15 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

图 16 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 1-2 月的具体商品出口来看，中国出口机电产品 3119.72 亿美元，占中国出口总额的 59.08%，仍在中国出口中占主导地位，同比增长 8.5%。其中，出口集成电路 226.16 亿美元，同比增长 24.3%，较前期上涨 21.71 个百分点；高新技术产品出口为 1256.51 亿美元，同比



增长 0.2%；汽车出口 157.54 亿美元，同比增长 12.6%，继续保持高位增长。

基数效应，进口额增速继续小幅上涨

2024 年 1-2 月，中国进口总额 4028.5 亿美元，同比增长 3.5%，进口额增速继续小幅上涨，较前期上涨 3.3 个百分点。这主要是因为基数效应，2024 年 1、2 月份制造业 PMI 为 49.2、49.1，均高于 2023 年 12 月的 49.0，依然位于荣枯线以下，但制造业景气水平有所上涨，PMI 生产活动预期也显著高于荣枯线，反映企业对未来预期乐观。

从 1-2 月的国别进口来看，中国对美国、欧盟、日本和东盟进口的同比增速分别为-9.7%、-9.4%、-5.0%和 3.3%。数据显示，中国对美国、欧盟、日本的进口额同比增速均有不同程度下降，其中对日本、欧盟的涨幅最大，分别较前期下滑了 6.75、9.77 个百分点。

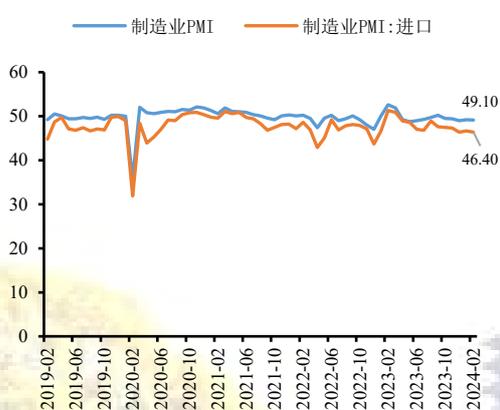


图 17 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

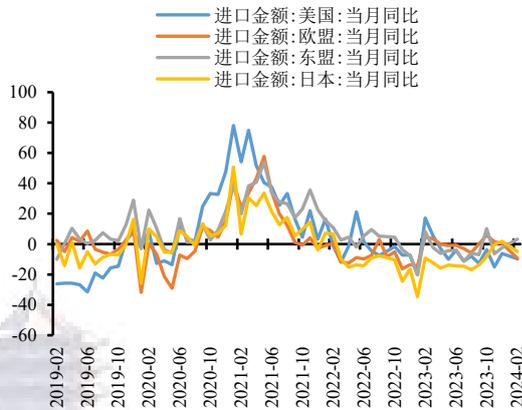


图 18 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

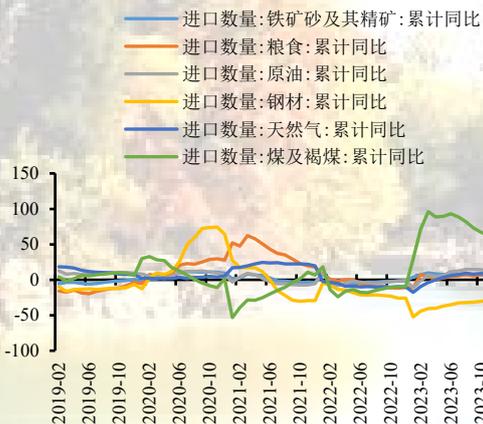


图 19 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

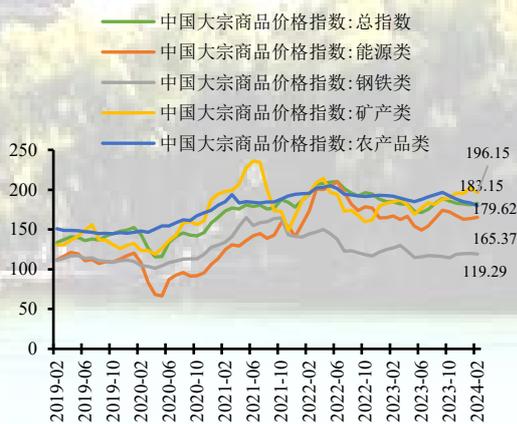


图 20 中国大宗商品价格指数

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从 1-2 月的具体商品进口来看，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 8.1%、5.1%、22.9%、23.6%和-8.1%；除原油、煤以外，其他大宗商品进口数量累计增速均小幅上涨。农产品方面，粮食进口累计同比增速为



7.7%，较前期下降 4.0 个百分点，肉类进口累计同比增速为-19.1%，降幅较前期扩张 5.9 个百分点。

价格部分：春节效应使然，CPI 同比由负转正

2024 年 2 月，CPI 同比增长 0.7%，较上月上涨 1.5 个百分点，环比上涨 1.0%，较上月上升 0.7 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为-0.6 个百分点，新涨价影响约为 1.3 个百分点。食品价格环比回升是 CPI 环比继续上升的主要原因，具体表现为：受降水天气不利生鲜农产品储运以及春节消费需求增加影响，食品市场需求激增，食品价格拉动 CPI 环比上涨。受国际油价上行且春节出行及服务需求增加影响，工业消费品价格、服务价格共同推动非食品价格上涨。此外，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增长 1.2%，较上月上涨 0.8 个百分点，主要是受上年同期春节错月基数较低影响。

2024 年 2 月，PPI 同比下跌 2.7%，较上月下降 0.2 个百分点，环比下跌 0.2%，降幅与上月持平。其中去年价格变动的翘尾影响为-2.3 个百分点；新涨价影响约为-0.4 个百分点。高基数效应、国际能源价格低位运行叠加工业品生产需求季节性回落仍是 PPI 同比下跌的主要原因，具体表现为：受国际能源价格低位运行影响，上游工业品价格环比仍跌，而中下游工业品需求回落带动生活资料价格环比继续下跌。

总体而言，居民消费端中，春节效应促使食品和服务价格均拉动 CPI 环比上涨，但国内供给相对充足整体 CPI 同比增速依然低位前行。工业生产端中，国际能源价格低迷叠加工业品生产季节性需求回落造成 PPI 同比下跌。

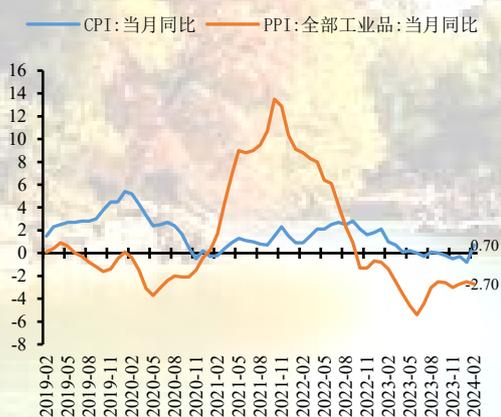


图 21 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

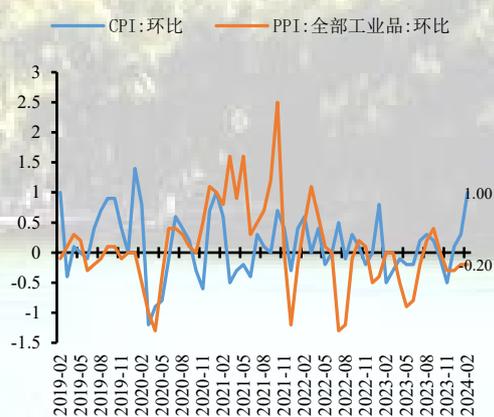


图 22 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

食品项环比显著上涨，水产鲜菜猪肉是主要拉动

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。2月份，受降水天气不利于生鲜农产品储运以及春节消费需求增加影响，居民消费价格有所回升，具体而言：食品项价格环比显著上涨，其中鲜菜、猪肉、水产品价格环比上升是主要原因；非食品价格环比正增长，其中交通和旅游价格上涨是主要原因。

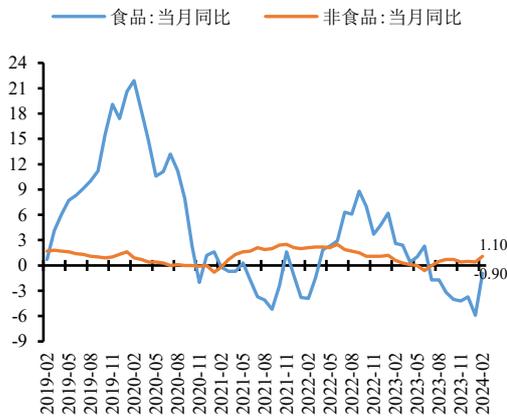


图 23 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

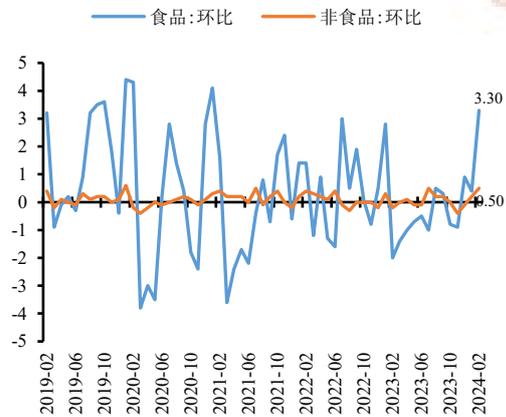


图 24 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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 0.9%，降幅较上月收窄 5.0 个百分点，影响 CPI 下降约 0.17 个百分点。受春节消费需求增加影响，猪肉价格增长 0.2%，较上月上升 17.5 个百分点；鲜菜价格增长 2.9%，较上月上涨 15.6 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
2月同比	0.3	-5.4	2.9	-2.9	4.1	-5.1	-1.5	-4.1
同比变动	-0.2	-0.5	15.6	8.7	7.5	1.3	-0.7	5.0

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

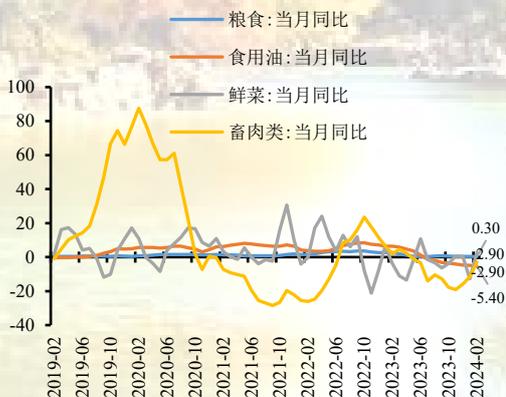


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

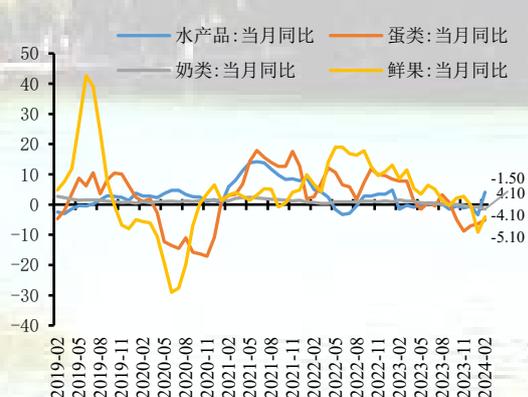


图 26 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



总体而言，食品项八大类价格同比分化（3 涨、5 跌、0 持平），其中食用油同比幅度最大（-5.4%），较上月同比变动分化（5 正、3 负、0 不变），其中鲜菜同比变动最显著（15.6%）。

从环比看，食品价格上涨 3.3%，较上月上涨 2.9 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.59 个百分点。受春节消费需求增加影响，猪肉价格环比增长 7.2%，较上月上升 7.4 个百分点；鲜菜环比上涨 12.7%，较上月上涨 8.9 个百分点。

总体而言，食品八大类价格环比普涨（4 涨、4 跌、0 持平），其中鲜菜环比幅度最高（+12.7%），较上月环比变动分化（6 正 2 负 0 不变），其中鲜菜环比变动幅度最大（8.9%）。

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
2 月环比	-0.1	-0.6	12.7	3.4	6.2	-2.2	-0.4	4.3
环比变动	-0.1	0.4	8.9	3.9	3.6	-0.7	0.1	4.8

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

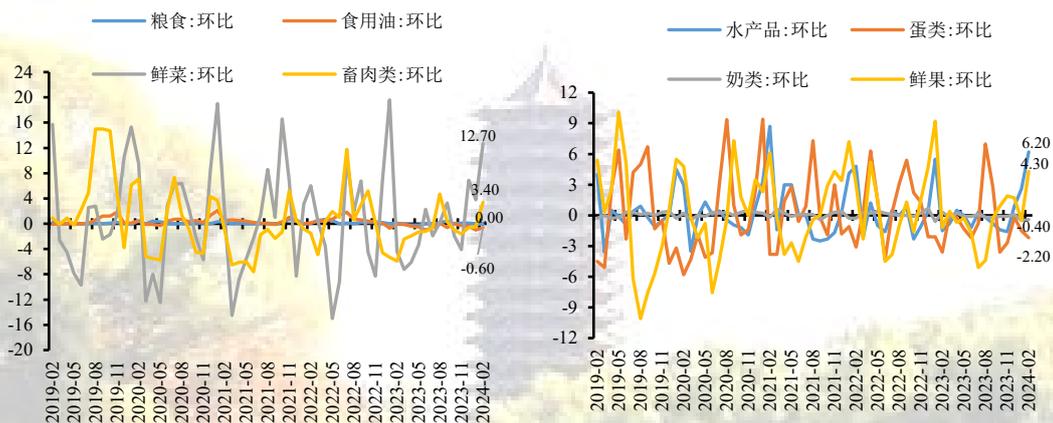


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比（%）

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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

非食品价格环比正增长，服务价格是主要支撑

非食品项中，从同比看，非食品价格上涨 1.1%，较上月上涨 0.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.89 个百分点。受上年同期春节错月影响，服务价格上涨 1.9%，较上月上涨 1.4 个百分点。

总体而言，非食品项七大类价格除交通通信外同比普涨，其中教育文化娱乐项同比涨幅最高（+3.9%），较上月同比变动分化（6 正 1 负 0 不变），其中教育文化娱乐同比变动最明显（+2.6%）。



表 3 非食品七大项同比及较上月变动（单位：%）

非食品	衣着	居住	生活用品	交通通信	教育娱乐	医疗保健	其他用品
2月同比	1.6	0.2	0.5	-0.4	3.9	1.5	3.0
同比变	0.0	0.1	-0.5	2.0	2.6	0.2	0.1

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

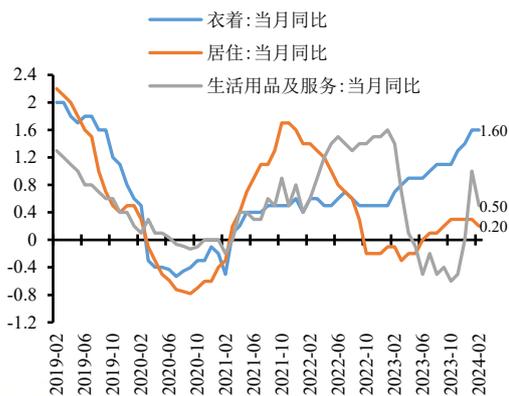


图 29 衣着、居住、生活用品及服务同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

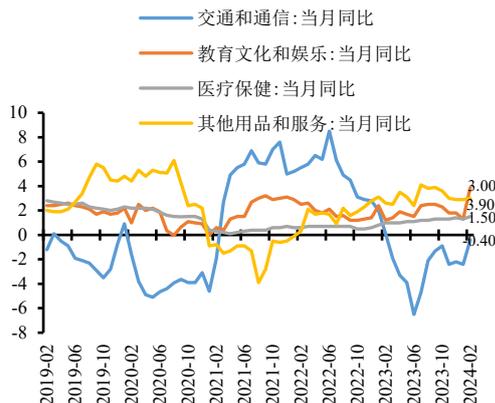


图 37 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比（%）

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 0.5%，较上月上升 0.3 个百分点，影响 CPI 变动约 0.44 个百分点。受春节前出行和文娱消费需求增加影响，教育文化娱乐价格上涨 1.7%。

总体而言，非食品项七大类价格环比分化（3 正、3 负、1 持平），其中教育文化娱乐环比幅度最高（+1.7%），较上月环比变动分化（4 正、2 负、1 不变），其中交通通信环比变动最显著（+1.5%）。

表 4 非食品七大项环比及较上月变动（单位：%）

非食品项	衣着	居住	生活用品	交通通信	教育娱乐	医疗保健	其他
2月环比	-0.2	0.0	-0.5	1.6	1.7	0.4	-0.2
环比变动	0.1	0.0	-1.5	1.5	1.0	0.3	-1.3

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

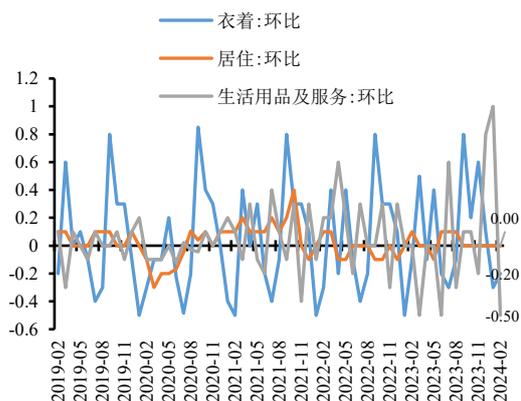


图8 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

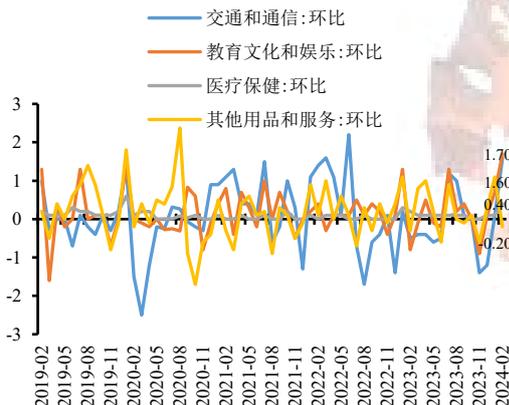


图9 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

生产资料价格环比仍跌，工业出厂价格降幅扩张

2月份，受春节假日和国内工业品需求回落等多种因素影响，工业品价格走势整体下行，工业品价格环比仍跌，同比降幅扩张，具体而言：受工业上游原材料、能源品等价格震荡下行影响，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回落影响，生活资料价格同比继续下跌。



图10 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

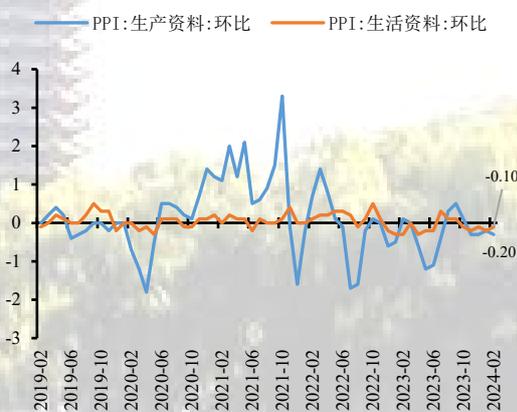


图11 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从同比看，2月PPI下跌2.7%，较上月下降0.2个百分点。受春节假日工业生产处于淡季影响，生产资料价格下跌3.4%，较上月下降0.4个百分点，其中原材料价格同比下跌最为明显；受中下游工业需求不足影响，生活资料价格下跌0.9%，较上月上升0.2个百分点，其中耐用消费品价格同比上涨最为明显。生产资料价格下跌是PPI同比下跌的主要原因。



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
2月同比	-5.5	-3.4	-3.2	-0.9	0.3	0.0	-1.9
同比变动	0.5	-1.1	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.4

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

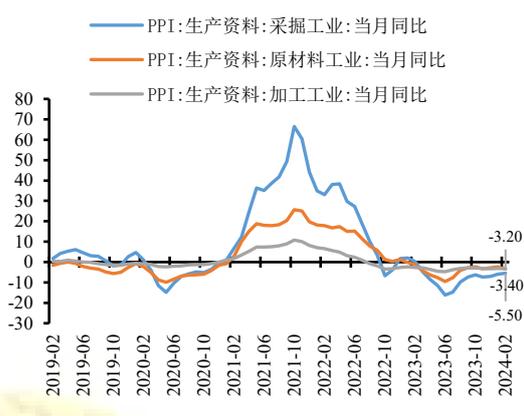


图 12 生产资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

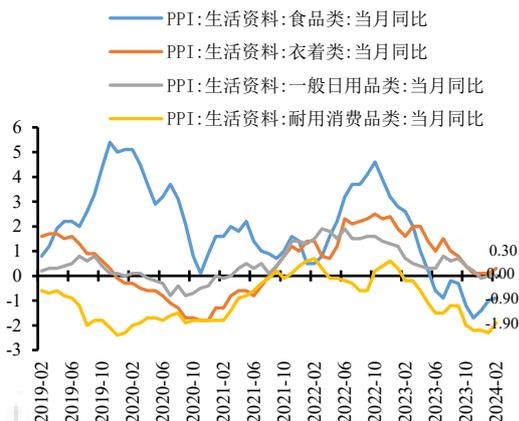


图 13 生活资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，2月PPI环比下跌0.2%，降幅与上月持平。受工业中下游生产需求回落影响，生产资料价格下跌0.3%，较上月下降0.1个百分点，其中原材料价格下降最为明显；生活资料价格下跌0.1%，较上月上涨0.1个百分点，其中耐用消费品工业价格止跌是主要原因。中下游加工需求和耐用品消费需求回落是PPI环比下跌的主要原因。

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
2月环比	0.2	-0.4	-0.3	0.0	-0.1	-0.2	0.0
环比变动	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.1	-0.2	0.4

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

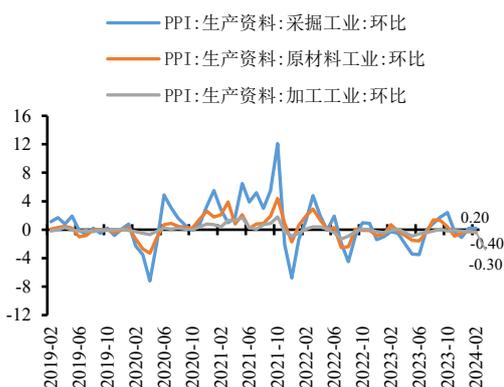


图 14 生产资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

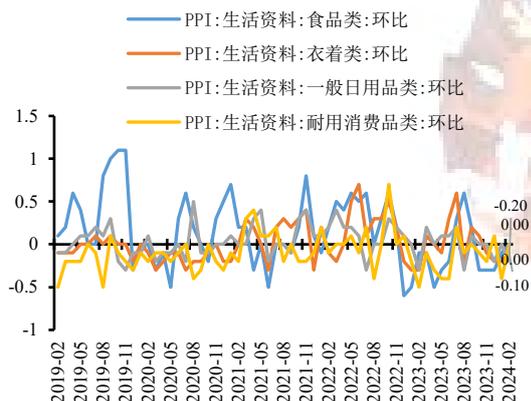


图 15 生活资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：春节错位效应显著，社融货币扰动加大

2024 年 2 月，新增社会融资规模 15211 亿元，较去年同期少增 16399 亿元，大幅低于市场预期。整体而言，2 月社会融资规模大幅低于市场预期，除了信托贷款小幅同比多增，其余分项均以不同程度的同比少增拖累本月社融规模，尤其是人民币贷款几乎同比少增一半。

2024 年 2 月，新增人民币贷款 14500 亿元，同比少增 3600 亿元，超出市场预期。整体而言，2 月份新增人民币贷款超出市场预期但依然是同比少增，主要受短期贷款的大幅拖累，尤其是居民户短期信贷大幅少增，而企事业单位基本持平。

2024 年 2 月末，狭义货币 (M1) 余额 66.59 万亿元，同比增长 1.2%，较上期大幅下降 4.7 个百分点；广义货币 (M2) 余额 299.56 万亿元，同比增长 8.7%，较上期持平，符合市

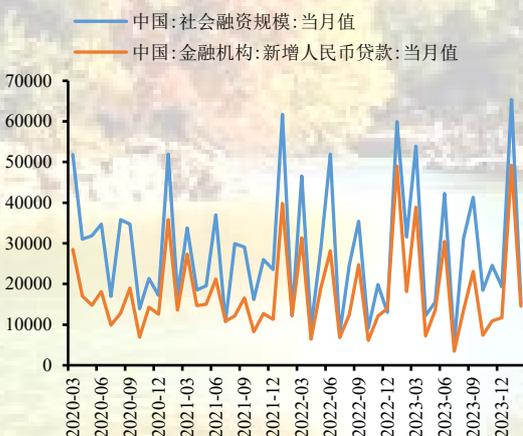


图 39 社会融资规模和新增人民币贷款 (亿元)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

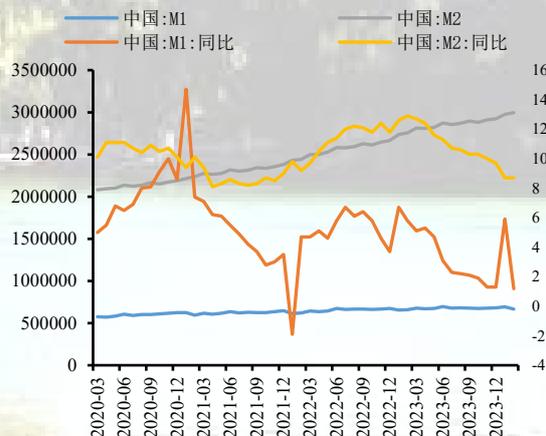


图 40 M1 和 M2 (左: 亿元; 右: %)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



市场预期。整体而言，春节错位以及万亿国债持续落地使用，M1 同比增速大幅下降，但 M2 同比增速在信贷需求偏弱、财政投入力度加大以及高基数效应的作用下维持低位。

春节错位效应影响，新增社融低于市场预期

2024 年 2 月，新增社会融资规模 15211 亿元，较去年同期少增 16399 亿元，大幅低于市场预期。其中，新增人民币贷款 9773 亿元，同比少增 8411 亿元；新增外币贷款-9 亿元，同比少增 319 亿元；新增委托贷款-172 亿元，同比多减 95 亿元；新增信托贷款 571 亿元，同比多增 505 亿元；新增未贴现银行承兑汇票-3688 亿元，同比多减 3619 亿元；新增债券融资 1642 亿元，同比少增 2020 亿元；新增股票融资 114 亿元，同比少增 457 亿元；新增政府债券 6011 亿元，同比少增 2127 亿元。整体而言，2 月社会融资规模大幅低于市场预期，除了信托贷款小幅同比多增，其余分项均以不同程度的同比少增拖累本月社融规模，尤其是人民币贷款几乎同比少增一半。

表内融资同比少增 8730 亿元，占本月社融同比少增规模的一半，主要受人民币贷款少增的拖累。自去年以来，人民币贷款则已经出现连续多月同比少增的现象，显示实体融资需求仍需修复，而本月人民币贷款同比再次少增，一方面凸显实体融资并未形成持续性恢复有待政策继续发力，另一方面可能受春节效应的影响导致贷款需求后置。

表外融资同比少增 3209 亿元，是本月社融同比少增的第二大原因，主要受未贴现银行承兑汇票大幅多减 3619 亿元所致。因为 2 月受春节假期的影响，经济数据本身波动较大，导致票据同样出现较大波动，加之实体融资需求本身偏弱使得票据的供给也较弱，而信托贷款依然受去年同期低基数实现多增。



图 41 2 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



企业直接融资同比少增 2477 亿元，是本月社融同比少增的第三大原因。尽管 2 月企业债券融资同比少增，但从前 2 月来看依然是社融的较大支撑，主要是受 2022 年同期债市舆情事件导致的低基数，以及信用债收益率继续下行，债券融资继续同比多增支撑企业直接融资，但股票融资因当前国内股市依然信心不足所致，表现不足。

政府债券同比少增 2127 亿元，较去年同期发行偏慢，主要是受去年年底前额外增发的 1 万亿国债以及 PSL 资金的支持，政府债券发行节奏可能后置，预计第二季度逐步落地。

春节错位影响显著，居民户信贷规模大幅少增

2024 年 2 月，新增人民币贷款 14500 亿元，同比少增 3600 亿元，超出市场预期。其中，新增短期贷款 432 亿元，同比少增 6571 亿元；新增中长期贷款 11862 亿元，同比少增 101 亿元；新增票据融资-2767 亿元，同比多减 1778 亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款-5907 亿元，同比少增 7988 亿元，其中新增短期贷款-4868 亿元，同比少增 6086 亿元；新增中长期贷款-1038 亿元，同比少增 1901 亿元；新增企事业单位贷款 15700 亿元，同比少增 400 亿元，其中新增短期贷款 5300 亿元，同比少增 485 亿元；新增中长期贷款 12900 亿元，同比多增 1800 亿元。整体而言，2 月份新增人民币贷款超出市场预期但依然是同比少增，主要受短期贷款的大幅拖累，尤其是居民户短期信贷大幅少增，而企事业单位基本持平。

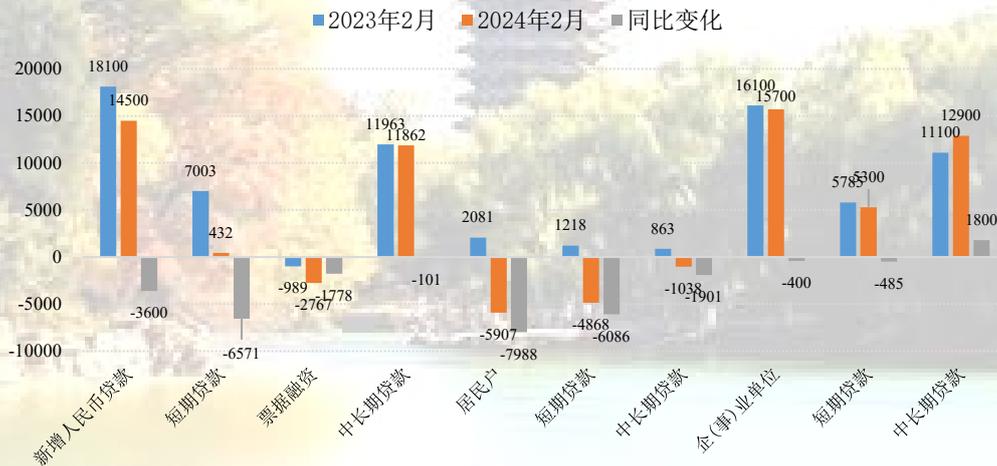


图 42 10 月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

居民户信贷规模同比少增 7988 亿元，其中短期贷款和中长期贷款均是同比少增，尤其是短期贷款，但从前 2 月的情况来看，同比少增 759 亿元。这可能是因为 2 月春节错位影响所致，但 1-2 月则因全国各地楼市松绑政策持续落地、低基数以及春节错位效应等作用下表



现超出预期，但后续有待进一步政策推动。

企事业单位同比少增 400 亿元，显示企事业单位加杠杆势头依然偏弱，但中长期贷款实现同比多增，形成支撑，信贷结构继续边际改善，得益于当前各类稳增长政策的推动，但后续还需观察。

春节错位效应，M1 同比增速大幅回落

2024 年 2 月末，狭义货币（M1）余额 66.59 万亿元，同比增长 1.2%，较上期大幅下降 4.7 个百分点；广义货币（M2）余额 299.56 万亿元，同比增长 8.7%，较上期持平，符合市场预期。整体而言，春节错位以及万亿国债持续落地使用，M1 同比增速大幅下降，但 M2 同比增速在信贷需求偏弱、财政投入力度加大以及高基数效应的作用下维持低位。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，2 月末两者的同比增速差为 7.5%，增速剪刀差较上期提高 4.7 个百分点。本月增速差的大幅变动主要因 M1 同比增速大幅下降所致，如节前企业发放薪酬福利将长期存款转为活期存款，而节后活期存款又转为长期存款。自 2023 年以来，M1 和 M2 同比增速均已形成持续性下降的趋势，但本月 M1 受春节错位的影响表现出异常，导致增速剪刀差扩大至高位。由于本月增速差异波动属性较大，但从过去的趋势来看，增速差基本维持在 8% 左右的水平，差距依然较大。若仅从本月实际情况而言，显示市场资金活化程度较低。

从社融与 M2 的同比增速差看，2 月末两者的同比增速差为 0.3%，较上期下降 0.5 个百分点，继续维持自 2022 年 4 月以来的由负转正，表明社融扩张速度持续快于货币扩张速度，预示着资金流动性水平较好。去年底，稳经济政策继续落地生效，万亿国债的发行以及 PSL 的推出，社融规模持续边际修复，同时叠加 M2 同比增速趋势性下滑，使得增速差持续减小并实现了反转，表明资金空转现象得到持续缓解。

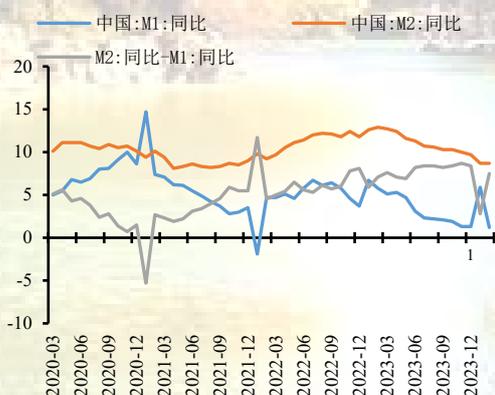


图 43 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

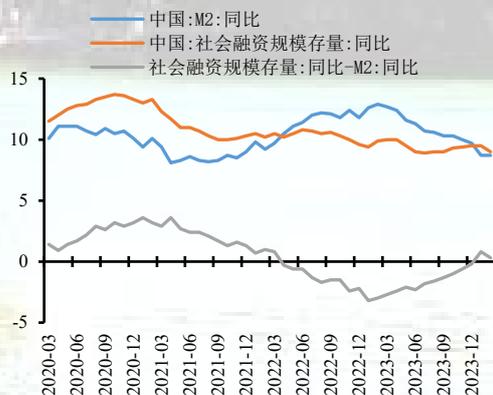


图 44 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心



展望未来：稳增长政策持续发力，经济复苏继续

工业产出方面：货币政策方面，当前正处于推动经济复苏动能持续回升的关键阶段，稳健的货币政策保持市场流动性合理充裕，稳定资金面的同时助力政府债券增量发行，将有力支持工业生产活动；财政政策方面，随着万亿国债增发，财政政策呈现积极态势，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，外部需求预计仍低迷，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，工业表现将继续保持稳步回升态势。

消费方面：预计 2024 年社会消费品零售总额增速走势相对平稳。从拉升因素来看，除政策推动以外，改善性消费以及价格因素都将成为拉动 2024 年消费额增速上涨的因素；从拉低因素来看，人口因素、复杂多变的国际环境、低于预期收入及经济增速并未对 2024 年消费额增速的上涨起到拉升作用。

投资方面：随着“稳增长”政策效果的逐渐显现，预计 2024 年投资增速或止跌，全年投资增速逐渐上行。一方面，近期在中央经济会议、国务院常务会议等重要会议中，一再强调科技引领发展的重要意义，发展目标明确，预期得到强化，利好企业明确投资；另一方面，3 月 1 日，国常会审议通过的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》具有政策落地的实际意义，促进全年投资增速增长。

出口方面：2024 年全球经济恢复，外部需求扩张，叠加低基数效应，预计 2024 年出口增速或将企稳。一方面，欧美等主要经济体的高通胀情况得到抑制，全球大幅加息状况即将结束，全球经济存在企稳的空间，外需增长利好出口；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，新能源汽车行业或继续为外贸出口新引擎，叠加 2024 年的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 2024 年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，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，房地产市场仍在探底阶段，抑制钢铁等大宗商品的进口，叠加全球贸易壁垒高筑，产业链被迫断裂，供货商更替，势必影响原有的国际贸易往来，利空中国进口。

CPI 方面：食品项看，猪肉方面，在生猪供给仍高和中央储备政策干预下，预计猪价或将触底回升；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和物流仓储成本波动，存在一定程度波动性，预计整体有所增长；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 2024 年 CPI 同比增速较上年有所提升，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，叠加全球流动性转折，因此预计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，受欧美升息转折及需求收缩影响，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，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，随着国内经济逐步恢复走出低谷，全球大宗商品价格整体或将继续震荡，但结构表现有所分化，叠加高基数效应消退，预计 2024 年 PPI 同比增速较上年有所提升，约为-0.4%。

信贷规模方面：预计 2024 年上半年信贷规模有望得到政策推动。尽管当前国内需求不足的矛盾较为突出，但受季节效应、去年底政府债券融资、PSL 的影响，2024 年上半年信贷规模仍有支撑因素。考虑到上述政策的有效性时效，后续仍需相应的政策支撑以维系信贷规模。

M2 方面：预计 2024 年上半年 M2 同比增速处于低位。一方面去年同期基数较高，抑制 2024 年的同比增速，另一方面 2024 年上半年信贷需求可能仍处于偏弱期，以及政府债逐步发力，将共同压低 2024 年前期的 M2 同比增速。全年展望 M2 同比增速呈现 U 型趋势。



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。