



政策效应释放，一季度经济超预期增长

——蔡含篇

点评报告

A0012-20240417

	上年同期值	上期值	官方值	北大国民经济研究中心预测值	Choice 市场预测均值
经济增长					
GDP 当季同比 (%)	4.5	5.2	5.3	5.2	4.9
工业增加值同比 (%)	3.9	7.0	4.5	4.0	5.3
固定资产投资累计同比 (%)	5.1	4.2	4.5	4.7	4.1
社会消费品零售额同比 (%)	10.6	5.5	3.1	5.2	4.6
出口同比 (%)	10.9	7.1	-7.5	-3.2	-1.8
进口同比 (%)	-2.0	3.5	-1.9	-1.5	3.3
贸易差额 (亿美元)	850.4	1251.6	585.5	707.6	667.3
通货膨胀					
CPI 同比 (%)	0.7	0.7	0.1	0.5	0.3
PPI 同比 (%)	-2.5	-2.7	-2.8	-2.7	-2.1
货币信贷					
新增人民币贷款 (亿元)	38900	14500	30900	35200	30283.3
M2 同比 (%)	12.7	8.7	8.3	8.8	8.4

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：

gmjyji@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

- 经济超预期运行，一季度迎来开门红
- 政策支持落地生效，工业经济稳定增长
- 基数效应，消费增速阶段性下行
- 政策推动，投资增速继续上涨
- 外部环境趋紧叠加基数效应，外贸增速小幅下行
- 春节错月，CPI 增速小幅下行
- 专项债预计发力提速，社融信贷有望筑底回升
- 展望未来：稳增长政策持续发力，经济复苏继续

内容提要

2024 年第一季度国内生产总值为 296299 亿元，同比增长 5.3%，较 2023 年上涨 0.1 个百分点。其中，第一产业增加值 11538 亿元，同比增长 3.3%；第二产业增加值 109846 亿元，增长 6.0%；第三产业增加值 174915 亿元，增长 5.0%。2024 年第一季度经济运行稳中向好，投资和生产持续复苏，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，进出口增速由负转正，第一季度 GDP 实现 5.3% 的增速，2024 年首季迎来开门红。

供给端

2024 年 3 月，全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%，较上期加快 17.2 个百分点，低于市场预期，其中高技术产业同比增长 7.6%，显著高于其他分项。2024 年 1-3 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，工业产出持续稳定增长。随着工业需求稳步回升，工业企业利润降幅收窄，同时稳增长政策的持续发力，包括设备以旧换新和金融支持政策的持续推进，工业产出仍将得到有力支撑，预计工业经济有望继续恢复。

需求端

消费方面：2024 年 3 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.1%，较 1-2 月份下降 2.4 个百分点。受基数效应影响，3-5 月社会消费品零售总额增速暂时性下滑，尽管消费复苏继续，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：2024 年 1-3 月份，全国固定资产投资同比增长 4.5%，较 1-2 月份上涨 0.5 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。

进出口方面：2024年3月份，中国出口总额2796.8亿美元，同比增长-7.5%，较1-2月下降14.6个百分点。尽管3月主要国家经济继续复苏，较2023年存在企稳迹象，但美欧掀起“中国产能过剩”论，外部环境再度趋紧，叠加高基数效应；2024年3月，中国进口总额2211.3亿美元，同比增长-1.9%，较1-2月下降0.8个百分点，中国国内经济走势平稳，经济复苏继续，2024年3月制造业PMI为50.8，均高于前期的49.1，制造业企业景气水平有所回升，但高基数效应使得3月进口金额增速再次由正转负。

价格

CPI：2024年3月，CPI同比增长0.1%，较2月下降0.6个百分点，环比下降1.0%，较上月下跌2.0个百分点。食品价格环比下降是CPI环比下行的主要原因，具体表现为：春节过后需求回落，叠加节后并未出现明显的极端天气，大部分地区温度高于往年同期，使得食品市场供给相对增加，食品价格影响CPI环比下降。受节后旅游、出行减少影响，出行类服务价格大幅回落影响非食品价格回落。

PPI：2024年3月，PPI同比下跌2.8%，较上月下降0.1个百分点，环比下跌0.1%，降幅较上月收窄0.1个百分点。房地产市场恢复缓慢，外部环境趋紧，工业品总需求弱于供给是PPI同比下跌的主要原因，具体表现为：黑色金属冶炼和压延、水泥价格持续下滑，加工工业价格持续环比下降。

货币金融

社会融资：2024年3月，新增社会融资规模48725亿元，较去年同期少增5142亿元，大幅高于市场预期。整体而言，虽然3月社会融资规模高于市场预期，但同比依然是少增，除了企业债券融资、未贴现银行承兑汇票以及信托贷款的小幅支撑，其余分项均以不同程度的同比少增拖累本月社融规模，尤其是人民币贷款继续大幅少增。

人民币贷款：2024年3月，新增人民币贷款30900亿元，同比少增8000亿元，超市场预期。整体而言，3月份新增人民币贷款依然是大幅同比少增，尽管票据融资以同比少减的方式形成支撑，但不管是贷款结构还是部门结构均呈现同比少增构成主要拖累。

M2：2024年3月末，狭义货币（M1）余额68.58万亿元，同比增长1.1%，较上期下降0.1个百分点；广义货币（M2）余额304.8万亿元，同比增长8.3%，较上期下降0.4，高于市场预期。整体而言，春节错位以及万亿国债持续落地使用，M1同比增速延续下降，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

GDP：经济超预期运行，一季度迎来开门红

2024 年第一季度国内生产总值为 296299 亿元，同比增长 5.3%，较 2023 年上涨 0.1 个百分点。其中，第一产业增加值 11538 亿元，同比增长 3.3%；第二产业增加值 109846 亿元，增长 6.0%；第三产业增加值 174915 亿元，增长 5.0%。2024 年第一季度以来，随着《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》审议的通过，国内稳增长政策效应逐步释放，经济基本面持续恢复，生产和投资均呈现不同程度的增长；国际方面，2024 年主要贸易体经济复苏，外需有所改善，叠加基数效应，进出口延续回升态势。

具体而言，从需求端来看，投资企稳回升，对经济贡献增强，2024 年一季度全国固定资产投资 100042 亿元，同比增长 4.5%，较 2023 年上涨 1.5 个百分点。受收入增速放缓叠加基数效应影响，2024 年一季度社会消费品零售总额 120327 亿元，同比增长 4.7%，较 2023 年下降 2.5 个百分点。国外需求也呈现改善态势，进出口增速由负转正。2024 年一季度货物进出口总额 14313 亿美元，同比增长 1.5%。从供给端看，2024 年一季度全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，较 2023 年上升 1.5 个百分点，工业生产稳步复苏。

总体而言，2024 年第一季度经济运行稳中向好，投资和生产持续复苏，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，进出口增速由负转正，第一季度 GDP 实现 5.3% 的增速，2024 年首季迎来开门红。



图 1 中国 GDP 当季同比增速 (%)

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

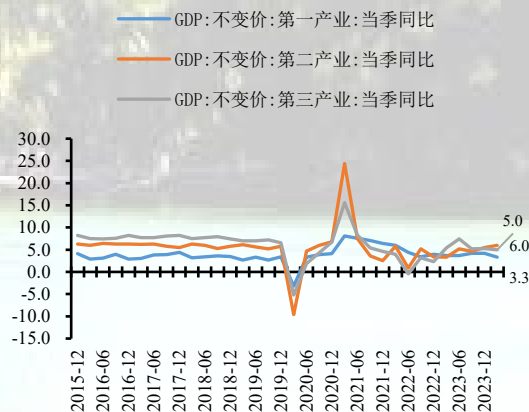


图 2 一、二、三产业 GDP 当季同比增速 (%)

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

工业增加值部分：政策支持落地生效，工业经济稳定增长



2024年3月，全国规模以上工业增加值同比增长4.5%，较上期加快17.2个百分点，低于市场预期，其中高技术产业同比增长7.6%，显著高于其他分项。2024年1-3月，规模以上工业增加值同比增长6.1%，较上期回落0.9个百分点。随着工业需求稳步回升，工业企业利润降幅收窄，同时稳增长政策的持续发力，包括设备以旧换新和金融支持政策的持续推进，工业产出仍将得到有力支撑，预计工业经济有望继续恢复。

分三大门类看，2024年3月采矿业增加值同比增长0.2%，制造业同比增长5.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长4.9%。其中，制造业在国家设备以旧换新以及金融支持下，生产效率和生产动力得到较强提高，同比增速高于整体增速，形成较高的增速支撑，而采矿业同比增速处于低位，主要受到地产施工低迷以及相关基建项目推进偏慢，致使上游行业对本月工业产出形成拖累。

此外，高技术产业在国家相关产业政策支持下发展依然较为活跃，3月同比增速达到了7.6%，连续4个月快速增长，累计增速7.5%，较上期持平。

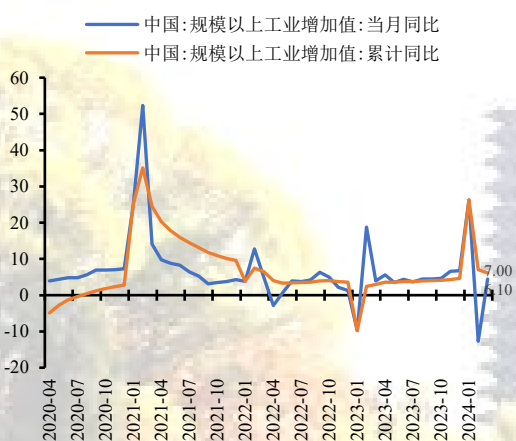


图3 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

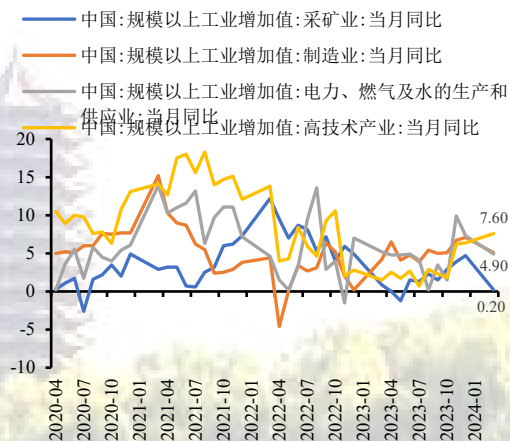


图4 中国三大门类工业增加值累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

消费部分：基数效应，消费增速阶段性下行

2024年3月份，社会消费品零售总额同比增长3.1%，较1-2月份下降2.4个百分点。

受明显的基数效应影响，3-5月份社会消费品零售总额增速波动较大。2023年3月，社会消费品零售总额同比增长10.6%，高于2023年1-2月7.1个百分点，对本月形成明显的相对高基数效应。其中，汽车类消费额增速受基数效应影响尤为显著，分别较前期12.4个百分点，是拉低本月消费额增速的主要因素。

尽管本月消费额增速的下行主要受基数效应的扰动，但长期来看推动消费全面企稳的关键还在于稳定就业、收入预期。2024年一季度，全国居民人均可支配收入11539元，同比



名义增长 6.2%，较 2023 年下滑 0.1 个百分点。其中，工资性收入下滑 0.3 个百分点，财产性收入下滑 1.0 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，3 月份，除压低因素汽车消费外，粮油食品类、中西药类消费恢复相对显著，分别同比增长 11.0%、5.9%，较 1-2 月份上涨 2.0、3.9 个百分点；受地产市场低迷影响，相关消费额增速整体处于底部徘徊，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 5.8%、0.2%、2.8%。

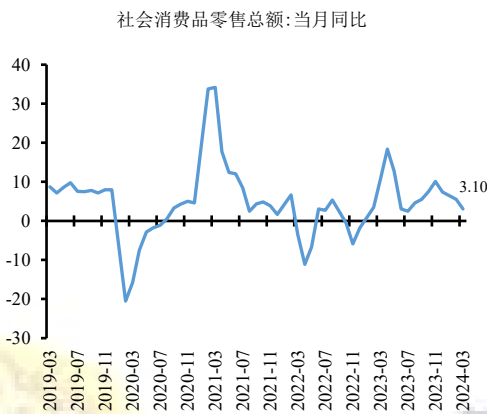


图 5 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

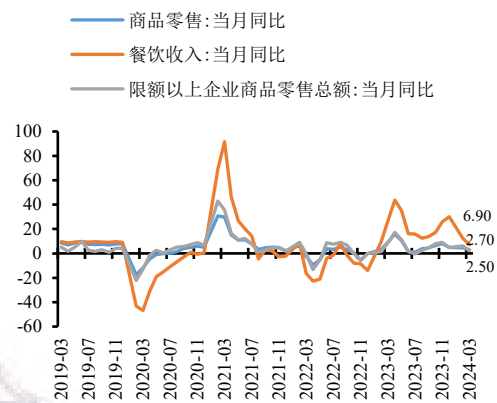


图 6 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

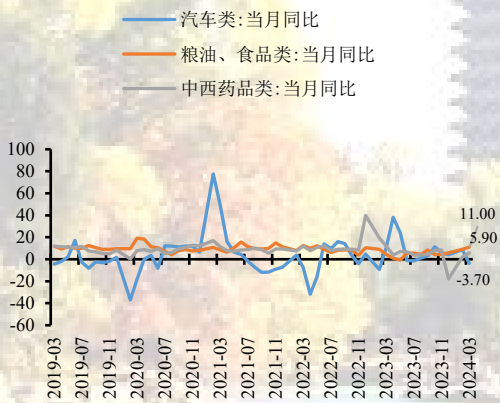


图 7 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

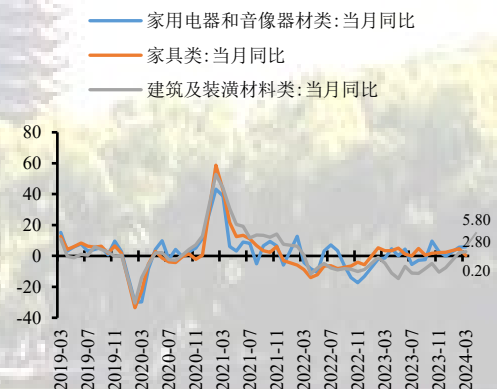


图 8 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

投资部分：政策推动，投资增速继续上涨

2024 年 1-3 月份，全国固定资产投资同比增长 4.5%，较 1-2 月份上涨 0.3 个百分点，投资增速继续上涨。其中，一、二产增速上涨三产下滑，分别较前期上涨 6.7、1.5、-0.4 个百分点。传统投资大户，基建增速小幅上涨，房地产投资继续探底，分别较前期上涨 0.2、-0.5 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，1-3月设备工器具购置同比增长17.6%，较前期上涨0.6个百分点；制造业投资同比增长9.9%，较前期上涨0.5个百分点。其中，医药、金属制品、通用设备、专用设备制造业投资增速上涨明显。

调结构方面，高技术产业投资继续引领全部投资上涨。1-3月份，高技术产业投资同比增长11.4%，较全部投资增速高6.9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10.8%、12.7%。可见，无论是制造业还是服务业，高技术产业是全面发展的。

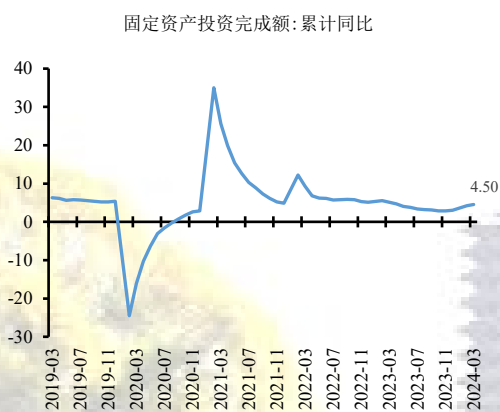


图9 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

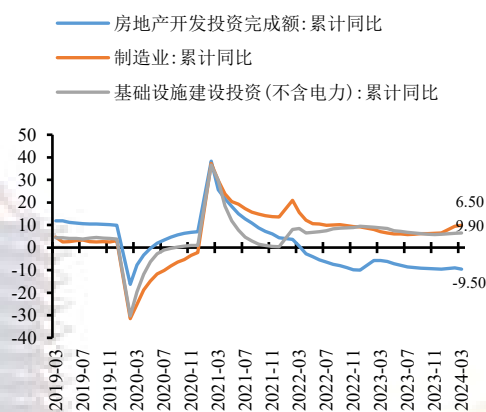


图10 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 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: Choice, 北京大学国民经济研究中心

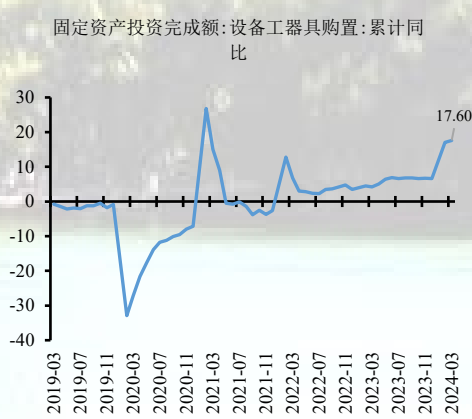


图12 设备工器具购置累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

进出口部分: 外部环境趋紧叠加基数效应, 外贸增速小幅下行

2024年3月份,按美元计价,中国进出口总额5008.1亿美元,同比增长-5.1%。其中,



出口总额 2796.8 亿美元，同比增长-7.5%；进口总额 2211.3 亿美元，同比增长-1.9%；贸易顺差 585.5 亿美元。总体来看，3 月份出口增速与进口增速均表现出不同程度小幅下行。

出口方面，尽管 3 月主要国家经济继续复苏，较 2023 年存在企稳迹象，但美欧掀起“中国产能过剩”论，外部环境再度趋紧，叠加高基数效应，使得 3 月出口金额增速小幅回落，较前期降 14.6 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 3 月制造业 PMI 为 50.8，均高于前期的 49.1，制造业企业景气水平有所回升，但高基数效应使得 3 月进口金额增速再次由正转负，较前期降 5.4 个百分点。

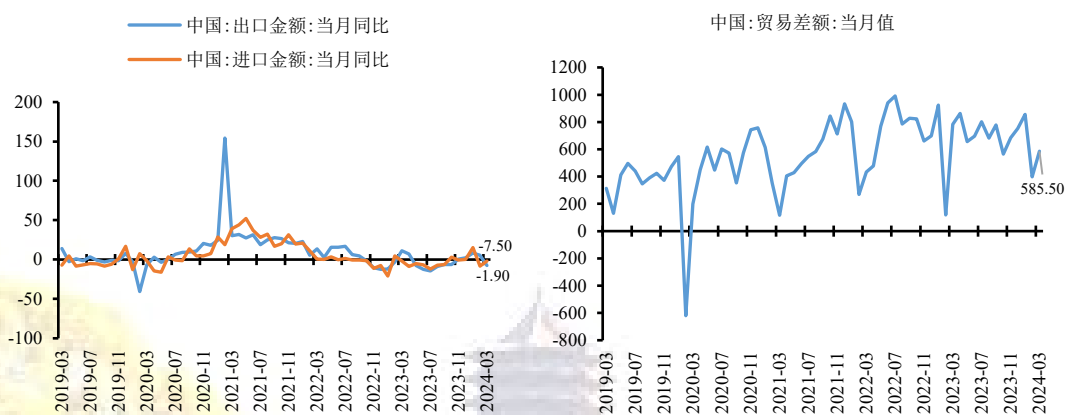


图 13 进出口额增速：当月同比（%）

图 14 中国贸易差额：当月值（亿美元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

国际环境趋紧叠加基数效应，出口增速小幅下行

2024 年月份，中国出口总额 2796.8 亿美元，同比增长-7.5%，较前期下行 14.6 个百分点。高基数效应明显，是拉低出口额增速上涨的主要因素之一。2023 年 3 月份，出口额同比增长 11.2%，较 2022 年 2 月份高 14.2 个百分点，对本月形成相对高基数效应。需求方面，尽管 3 月主要国家经济继续复苏，较 2023 年存在企稳迹象，但美欧掀起“中国产能过剩”论，外部环境再度趋紧，不利于出口。3 月份，美国 Markit 制造业 PMI 52.5，连续三个月上涨，并位于荣枯线以上；欧洲的制造业 PMI 虽仍位于荣枯线以下，但较 2023 年 11、12 月份却有所上涨，3 月传统贸易伙伴经济均呈现不同程度的复苏。

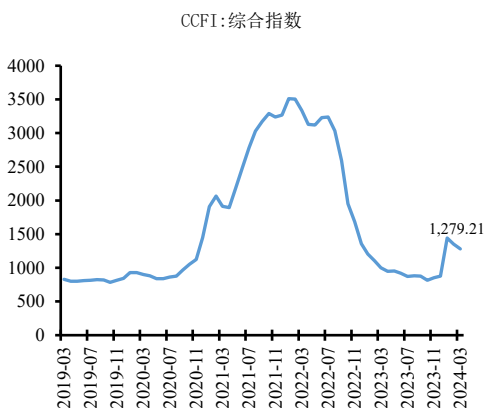


图 15 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

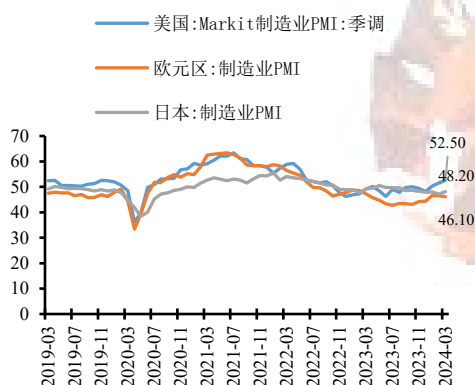


图 16 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 3 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 14.9%、-15.9%、-6.3%和-7.8%，均较前期存在不同程度下滑，中国对欧盟、美国的出口额降幅最大。受高基数效应影响，3 月份中国对俄罗斯的出口额增速也由正转负，出现明显的下滑，为-15.7%。

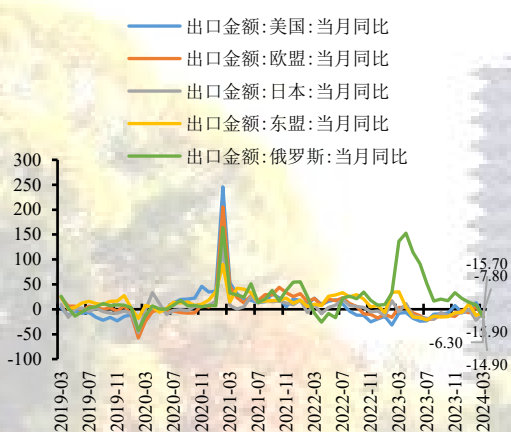


图 17 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

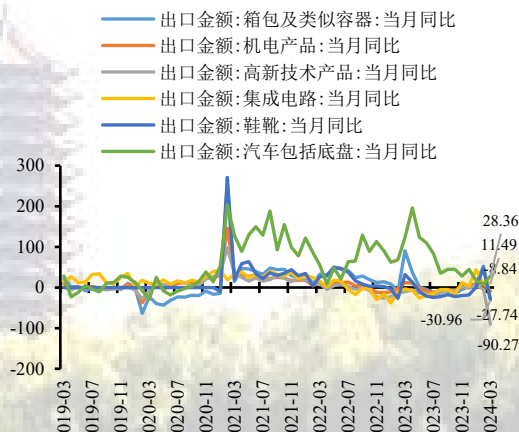


图 18 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 3 月的具体商品出口来看，中国出口机电产品 1658.28 亿美元，占中国出口总额的 59.29%，仍在中国出口中占主导地位，同比增长-8.8%。受欧美对华提出“产能过剩”论的影响，高新技术产品、汽车出口额增速均出现不同程度的下滑。3 月份，高新技术产品出口额同比下降 90.27%，降幅显著扩张；汽车出口额同比增长 28.36%，继续保持高位增长，但较 2023 年也是降幅较大。

基数效应，进口额增速小幅下跌

2024 年 3 月，中国进口总额 2211.3 亿美元，同比增长-1.9%，进口额增速小幅回落，较前期下跌 5.4 个百分点。这主要是因为基数效应，2023 年 3 月份中国进口总额同比增长-



1.8%，较 2023 年 1-2 月份高 8.2 个百分点，对本月形成相对高基数效应。

从 3 月的国别进口来看，中国从美国、欧盟、日本和东盟进口的同比增速分别为-14.3%、-7.3%、-8.5%和-3.9%。数据显示，只有从欧盟的进口额同比降幅有所收窄，从美国、东盟、日本的进口额降幅，均较前期呈不同程度是扩张，分别较前期下滑了 4.6、7.2、3.5 个百分点。

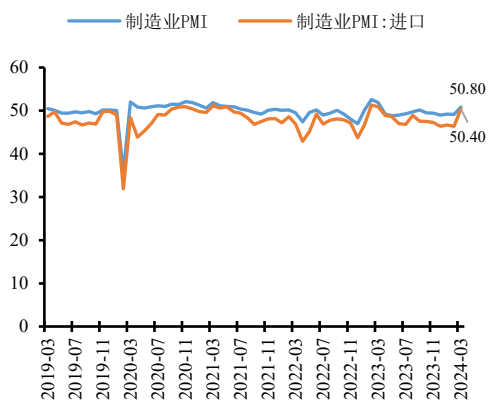


图 19 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

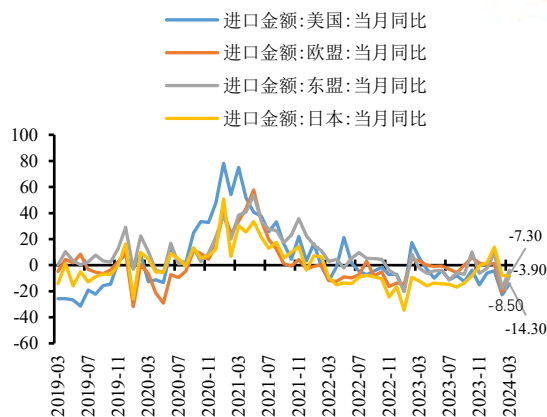


图 20 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

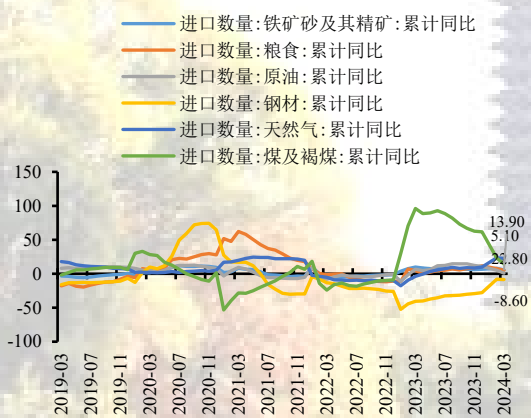


图 21 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

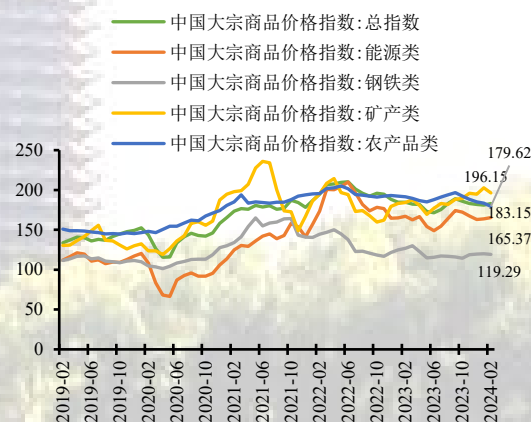


图 22 中国大宗商品价格指数

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 3 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 5.5%、0.7%、13.9%、22.8%和-8.6%，与前期相比，进口量增速均呈不同程度下降。农产品方面，粮食进口累计同比增速为 5.1%，较前期下降 2.6 个百分点，肉类进口累计同比增速为-17.9%，降幅较前期收窄 1.2 个百分点。

价格部分：春节错月，CPI 增速小幅下行

2024 年 3 月，CPI 同比增长 0.1%，较上月下降 0.6 个百分点。食品价格环比下降是 CPI



环比下行的主要原因,具体表现为:春节过后需求回落,叠加节后并未出现明显的极端天气,大部分地区温度高于往年同期,使得食品市场供给相对增加,食品价格影响 CPI 环比下降。受节后旅游、出行减少影响,出行类服务价格大幅回落影响非食品价格下行。

2024 年 3 月, PPI 同比下跌 2.8%, 较上月下降 0.1 个百分点。房地产市场恢复缓慢, 外部环境趋紧, 工业品总需求弱于供给是 PPI 同比下跌的主要原因, 具体表现为: 黑色金属冶炼和压延、水泥价格持续下滑, 加工业价格持续环比下降。

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 环比下降, 叠加节后气温偏高, 供给充足, CPI 同比增速暂时回落。工业生产端中, 房地产市场低迷与外部环境趋紧, 总需求回落, 使得 PPI 同比持续负增长。

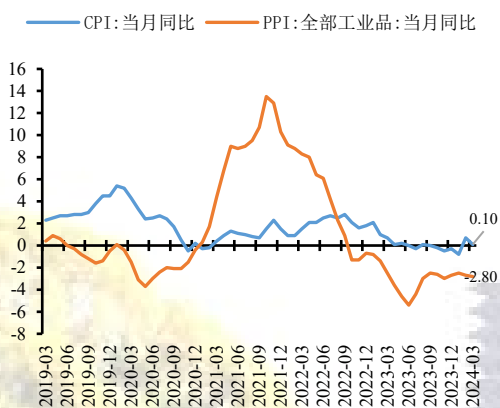


图 23 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

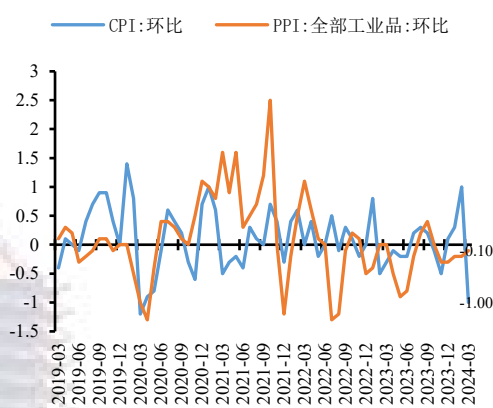


图 14 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

鲜菜猪肉及出行价格大幅下行, 拉低 CPI 增速

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。3 月份, 受降水天气有利于生鲜农产品储运以及春节后消费需求减少影响, 居民消费价格有所回落, 具体而言: 食品项价格环比显著下降, 其中鲜菜、猪肉、水产品价格环比下降是主要原因; 非食品价格环比负增长, 其中出行类服务价格下降是主要原因。

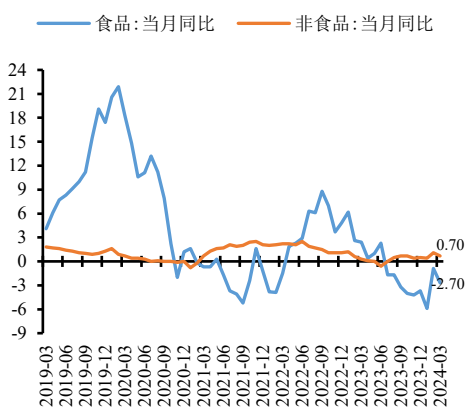


图 25 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

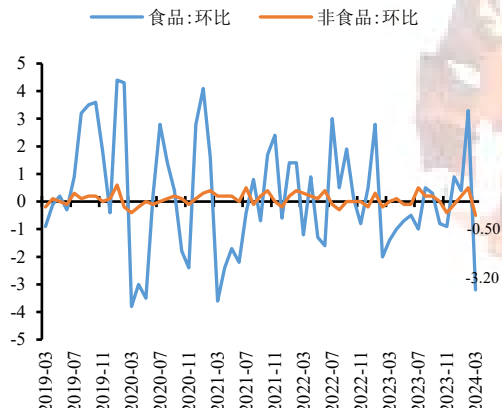


图 26 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

需求低迷，工业品出厂价格降幅扩张

3 月份，受国际环境趋紧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、黑色系等价格震荡下行影响，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。

从同比看，3 月 PPI 下跌 2.8%，较上月下降 0.1 个百分点。受房地产需求恢复缓慢影响，生产资料价格下跌 3.5%，较上月下降 0.1 个百分点，其中采掘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 1.0%，较上月下降 0.1 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。

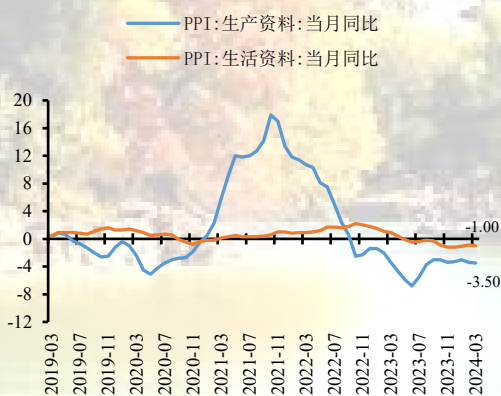


图 27 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

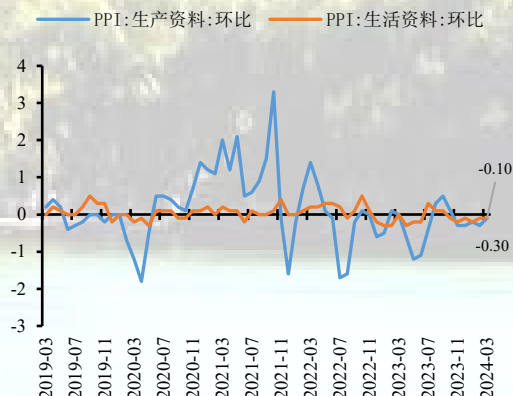


图 2 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：专项债预计发力提速，社融信贷有望筑底回升

2024 年 3 月，新增社会融资规模 48725 亿元，较去年同期少增 5142 亿元，大幅高于市



市场预期。整体而言，虽然3月社会融资规模高于市场预期，但同比依然是少增，除了企业债券融资、未贴现银行承兑汇票以及信托贷款的小幅支撑，其余分项均以不同程度的同比少增拖累本月社融规模，尤其是人民币贷款继续大幅少增。

2024年3月，新增人民币贷款30900亿元，同比少增8000亿元，超市场预期。整体而言，3月份新增人民币贷款依然是大幅同比少增，尽管票据融资以同比少减的方式形成支撑，但不管是贷款结构还是部门结构均呈现同比少增构成主要拖累。

2024年3月末，狭义货币（M1）余额68.58万亿元，同比增长1.1%，较上期下降0.1个百分点；广义货币（M2）余额304.8万亿元，同比增长8.3%，较上期下降0.4，高于市场预期。整体而言，春节错位以及万亿国债持续落地使用，M1同比增速延续下降，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。

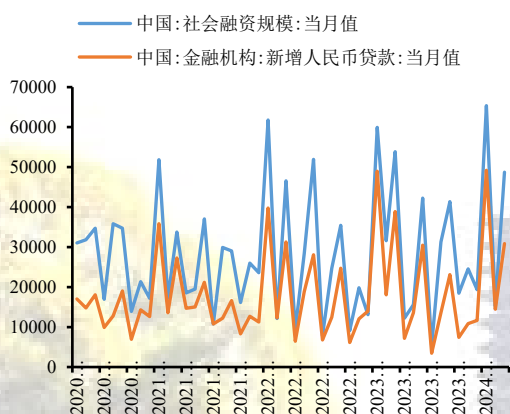


图29 社会融资规模和新增人民币贷款（亿元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

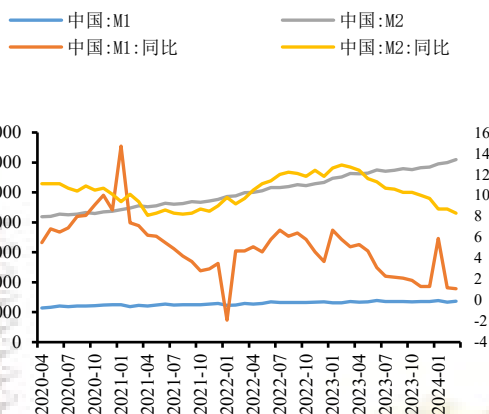


图30 M1和M2（左：亿元；右：%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

财政发力同去年错开，新增社融同比少增

2024年3月，新增社会融资规模48725亿元，较去年同期少增5142亿元，大幅高于市场预期。整体而言，虽然3月社会融资规模高于市场预期，但同比依然是少增，除了企业债券融资、未贴现银行承兑汇票以及信托贷款的小幅支撑，其余分项均以不同程度的同比少增拖累本月社融规模，尤其是人民币贷款继续大幅少增。

表内融资同比少增6445亿元，依然是本月社融同比少增的主体部分，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，另一方面可能受去年发力前置形成的同期高基数影响。

表外融资同比多增1846亿元，是本月社融的主要支撑，主要受未贴现银行承兑汇票大



幅多增 1251 亿元使然。主要是因为 3 月票据融资规模继续减少，相对应则是未贴现银行承兑汇票的大幅多增，显示实体融资需求依然偏弱，而信托贷款依然受去年同期低基数实现多增。

企业直接融资同比多增 864 亿元，是本月社融的第二大支撑因素。主要是因为当前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 1373 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。

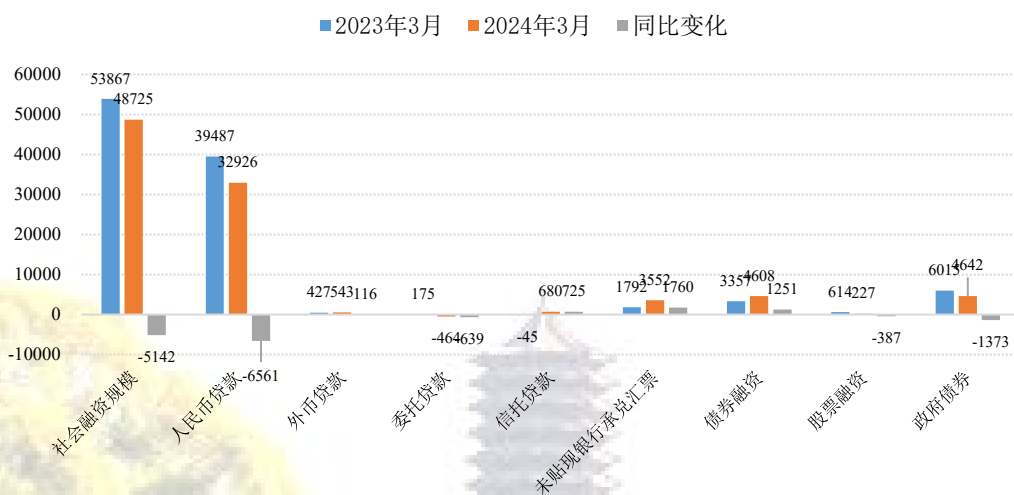


图 31 3 月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

信贷需求偏弱，信贷结构和规模均待提振

2024 年 3 月，新增人民币贷款 30900 亿元，同比少增 8000 亿元，超市场预期。整体而言，3 月份新增人民币贷款依然是大幅同比少增，尽管票据融资以同比少减的方式形成支撑，但不管是贷款结构还是部门结构均呈现同比少增构成主要拖累。

居民户信贷规模同比少增 3041 亿元，其中短期贷款和中长期贷款均是同比少增。尽管当前全国各地楼市松绑政策持续落地，但楼市销量依然不振，显示居民户信贷需求不足的现象持续存在，后续有待进一步政策推动。

企事业单位同比少增 3600 亿元，显示企事业单位加杠杆势头依然偏弱，尤其是中长期贷款在本月出现了大幅同比少增，信贷结构较上期出现明显转弱，主要是去年发力前置导致的基础较高所致。

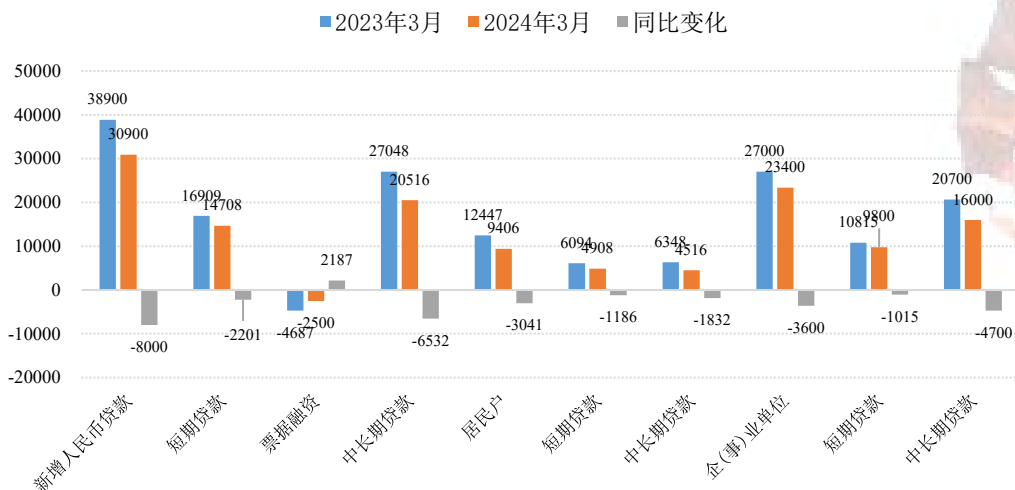


图 32 3 月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

高基数，M1、M2 同比增速共同回落

2024 年 3 月末，狭义货币（M1）余额 68.58 万亿元，同比增长 1.1%，较上期下降 0.1 个百分点；广义货币（M2）余额 304.8 万亿元，同比增长 8.3%，较上期下降 0.4，高于市场预期。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，3 月末两者的同比增速差为 7.2%，增速剪刀差较上期下降 0.3 个百分点。自 2023 年以来，M1 和 M2 同比增速均已形成持续性下降的趋势，但本月增速差缩小主要是 M2 同比增速下降快于 M1，而 M1 同比增速依然维持下历史地位，共同显示当前资金活化程度依然较低。

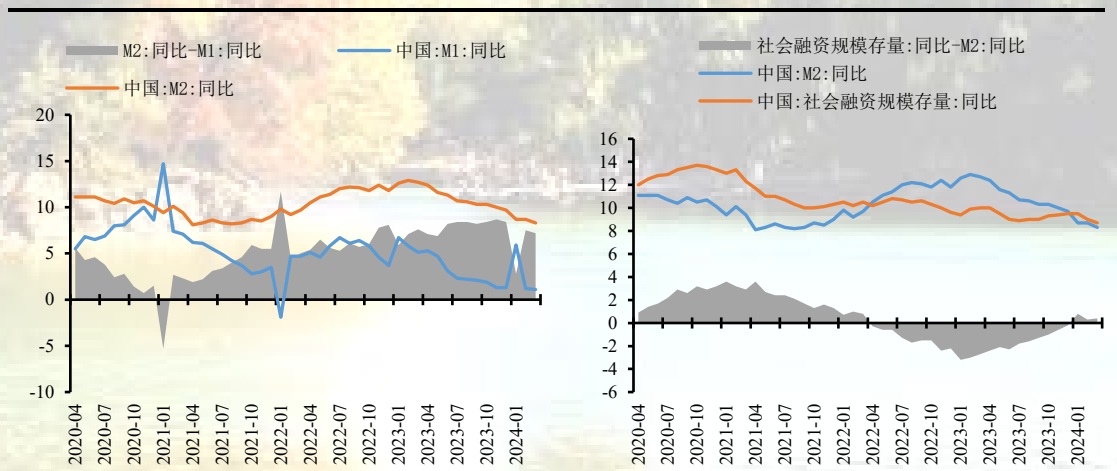


图 33 M1、M2 和 M2-M1（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

图 34 社融、M2 和社融-M2（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

从社融与 M2 的同比增速差看，2 月末两者的同比增速差为 0.4%，较上期提高 0.1 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。

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：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，但受去年信贷发力前置、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持以维系信贷规模。

M2：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。