



政策发力继续，内生增长动力仍有待恢复

——蔡含篇

点评报告

A0012-20240617

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

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

	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					
工业增加值同比(%)	5.6	6.7	5.6	4.6	6.0
固定资产投资累计同比(%)	4.7	4.2	4.0	4.0	4.4
社会消费品零售额同比(%)	18.4	2.3	3.7	3.0	4.9
出口同比(%)	7.1	1.5	7.6	4.3	5.6
进口同比(%)	-8.8	8.4	1.8	6.9	2.6
贸易差额(亿美元)	850.2	723.5	826.2	623.0	--
通货膨胀					
CPI 同比(%)	0.1	0.3	0.3	0.6	0.3
PPI 同比(%)	-3.6	-2.5	-1.4	-1.6	-1.7
货币信贷					
新增人民币贷款(亿元)	7188	7300	9500	15500	10178
M2 同比(%)	12.4	7.2	7.0	7.3	7.1



要点

- 政策支持落地生效，工业经济平稳运行
- 基数效应影响，消费额增速小幅上涨
- 中部地区投资或已触底，全部投资动力单一风险犹存
- 外部环境修复，出口增速上涨
- CPI 增速不变，基数效应 PPI 降幅收窄
- 政府债券逐步发力，社融规模支撑加强
- 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，随着工业需求稳步回升，稳增长政策持续发力，工业产出稳定增长。需求端，“以旧换新”效用进一步释放，制造业投资及部分消费品消费额增速止跌上行，5 月国内外环境改善，外需超预期增长，但当前内生增长动力不足，投资增长受政策影响较大，国内经济全面企稳仍有待进一步恢复。

供给端

2024 年 5 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，较上期下降 1.1 个百分点，低于市场预期，其中高技术产业同比增长 10%，显著高于其他分项。2024 年 1-5 月，规模以上工业增加值同比增长 6.2%，较上期下降 0.1 个百分点。随着稳增长政策的持续落地生效，包括设备以旧换新和金融支持政策的持续推进，叠加工业企业利润持续增长带来的内生动力不断增强，工业经济平稳运行态势得到有力支撑。

需求端

消费方面：2024 年 5 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.7%，较 4 月份上涨 1.4 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波动性较大，本月“以旧换新”效用显现，家用电器等消费额增速明显上涨，但全部消费增速依然处于底部，仍需进一步稳定就业、收入预期。

投资方面：2024 年 1-5 月份，全国固定资产投资同比增长 4.0%，较前期下降 0.2 个百分点。尽管受稳增长政策推动，投资增速上涨，但内生动力不足，且投资动力单一，经济、投资波动风险犹存，全面企稳有待进一步修整。

出口方面：2024 年 5 月份，出口总额 3023.5 亿美元，同比增长 7.6%，较前月上涨 6.1



个百分点。5月中国外事活动频繁，中国高层又出访法国、塞尔维亚、匈牙利三个欧洲国家。随着中国与西方主要国家互动增加，前期紧张的外贸环境舒缓，利于出口。

进口方面：2024年5月，进口总额2197.3亿美元，同比增长1.8%，进口额增速小幅回调，较前期下降6.6个百分点。5月中国国内经济运行平稳，但推动前月进口额增速高涨的地基数效应消失，导致本月进口额增速小幅回调，但继续同比正增长。

价格

CPI：2024年5月，CPI同比增长0.3%，与前月持平，环比增长-0.1%，较上月跌0.2个百分点。整体相对供给充足，是CPI增速持续低位徘徊的根本原因。本月受南方强降雨、猪肉产能下调影响，食品价格降幅明显收窄，非食品价格增速在本月出现回调，使得本月CPI增速不变。

PPI：2024年5月，PPI同比下跌1.4%，较上月升1.1个百分点，环比增长0.2%，降幅较上月升0.4个百分点。房地产市场恢复缓慢，外部环境不确定性犹存，工业品总需求弱于供给是PPI同比下跌的主要原因。本月，PPI同比降幅收窄，主要受基数效应，叠加国际大宗商品价格上涨影响。

货币金融

社会融资：2024年5月，新增社会融资规模20692亿元，较去年同期多增5132亿元，大幅高于市场预期。整体而言，5月社会融资规模在财政支持明显发力的影响下，由负转正，但目前贷款需求仍需提振。

人民币贷款：2024年5月，新增人民币贷款9500亿元，同比少增4100亿元，不及市场预期。整体而言，5月份新增人民币贷款同比大幅少增，票据冲量明显，企业贷款结构待优化，居民及企业的短期、中长期贷款均呈现明显的同比少增，对信贷数据构成拖累，一方面是居民消费需求有待进一步刺激提升，也受监管层面打击空转套利的的影响。

M2：2024年5月末，狭义货币（M1）余额64.68万亿元，同比下降4.2%，较上期下降3.1个百分点；广义货币（M2）余额301.2万亿元，同比增长7%，较上期下降0.2个百分点，低于市场预期。整体而言，M2，M1近几个月大幅下降的趋势并没有得到改善的迹象，M2继创该指标有记录以来新低，M1负增幅度扩大，M2-M1增速剪刀差又进一步扩大，既有经济内需活力不足，消费、投资意愿下降的原因，也受到禁止银行通过手工补息揽储的持续影响。



正文

工业增加值部分：政策支持落地生效，工业经济平稳运行

2024年5月，全国规模以上工业增加值同比增长5.6%，较上期下降1.1个百分点，低于市场预期，其中高技术产业同比增长10%，显著高于其他分项。2024年1-5月，规模以上工业增加值同比增长6.2%，较上期下降0.1个百分点。随着稳增长政策的持续落地生效，包括设备以旧换新和金融支持政策的持续推进，叠加工业企业利润持续增长带来的内生动力不断增强，工业经济平稳运行态势得到有力支撑。

分三大门类看，2024年5月采矿业增加值同比增长3.6%，制造业同比增长6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长4.3%，分别较上期变化1.6、-1.5、-1.5个百分点，工业产出整体平稳运行。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，同比增速连续多月高于整体增速，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的支撑显著弱于其他分项。

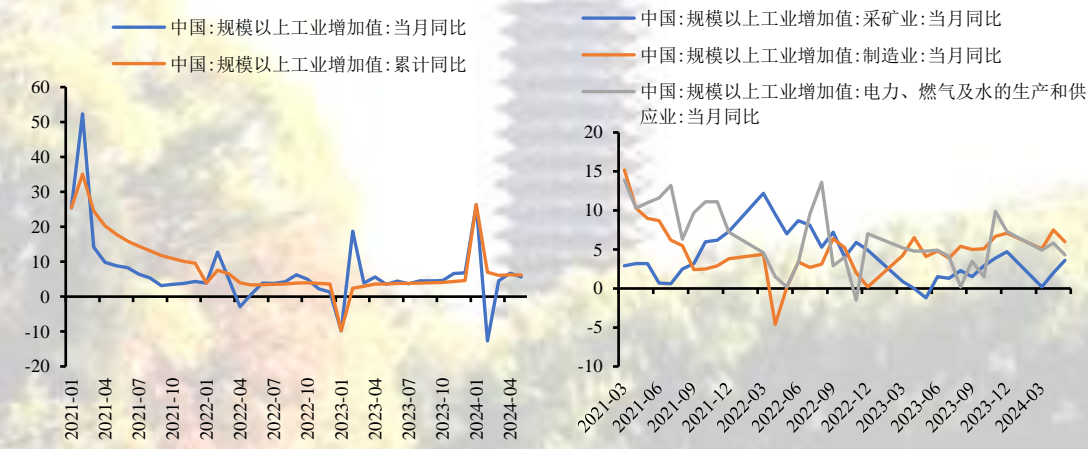


图1 工业增加值当月和累计同比增速 (%)

图2 三大门类工业增加值当月同比增速 (%)

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

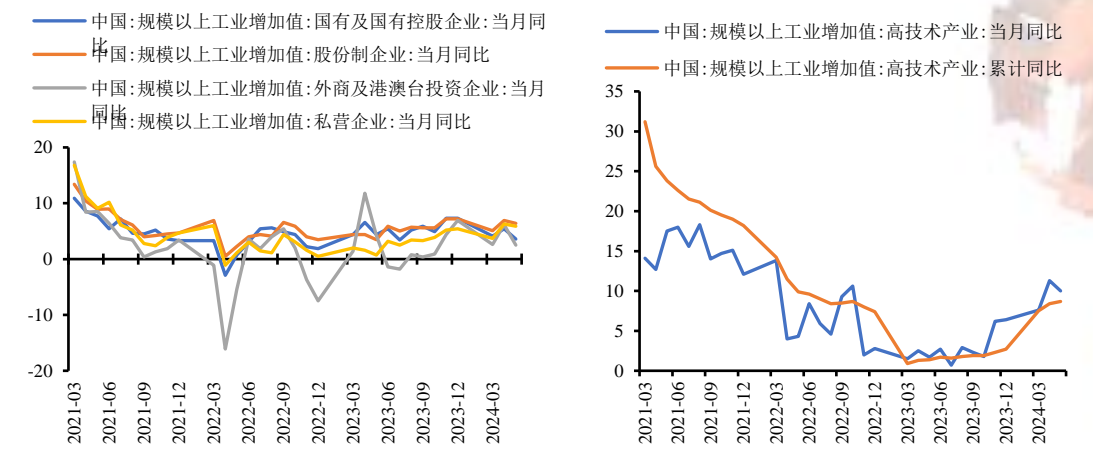
数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

分企业性质看，2024年5月国有及国有控股企业、股份制企业、外商及港澳台投资企业、私营企业规模以上工业增加值分别同比增长3.6%、6.4%、2.5%、5.9%，分别较上期变化-1.8、-0.5、-3.7、-0.4个百分点，表明各类企业工业产出较上期均有所减缓，尤其是外商及港澳台投资企业，这也正好对应了本月制造业采购经理指数再次低于荣枯线，但工业企业利润连续多月正增长仍能提供一定内生动力加快工业产出。

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，5月同比增速达到了10%，连续多月快速增长，累计增速8.7%，较上期继续加快0.3个百分点，显示高技术产业



依然是未来我国经济发展的重要增长点。



数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

消费部分: 基数效应影响, 消费额增速小幅上涨

2024年5月份, 社会消费品零售总额同比增长3.7%, 较4月份上涨1.4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5月, 社会消费品零售总额同比增长12.7%, 低于2023年4月5.7个百分点, 对本月形成明显的低基数效应。其中, 服装鞋帽针纺织品类、汽车类、化妆品类消费额增速受基数效应影响尤为显著, 2023年5月分别较2023年4月低14.8、13.8、12.6个百分点。

尽管本月消费额增速上涨存在基数效应影响因素, 但本月以旧换新政策效用释放, 家电等消费品在没有明显基数效应的条件下, 消费额增速明显上涨。5月份, 家用电器和音像器材类、文化办公用品类、家具类消费额分别同比增长12.9%、4.3%、4.8%, 较4月份上涨8.4、8.7、3.6个百分点, 增速上涨明显。

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, 一方面是导致当前消费增速低位徘徊的根本原因, 另一方面也将影响居民消费上涨的可持续性。

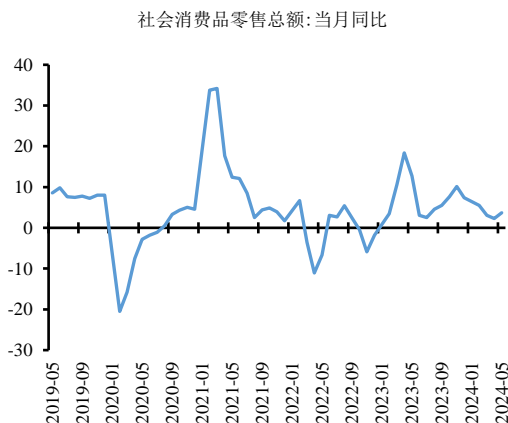


图5 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

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

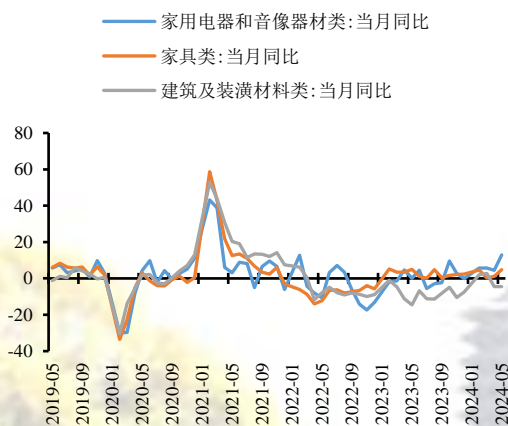


图7 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

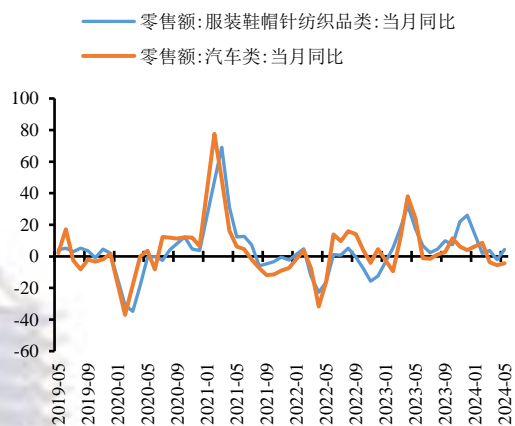


图8 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

投资部分：中部地区投资或已触底，全部投资动力单一风险犹存

2024年1-5月份，全国固定资产投资同比增长4.0%，较前期下降0.2个百分点，投资增速小幅回落。其中，一产增速上涨二、三产增速下滑，分别较前期上涨1.1、-0.5、-0.3个百分点。传统投资大户，基建增速小幅回落，房地产投资继续探底，均较前期下降0.3个百分点。

1-5月中部地区固定资产投资同比增长4.1%，较1-4月上涨0.1个百分点，是四个地区中唯一一个投资增速上涨的地区。与此同时，中部地区的房地产投资增速却是进一步下降，处于探底区间。可见，当前中部地区的投资存在触底反弹的迹象。1-5月制造业、基建投资增速继续下滑，受其影响全部投资增速也小幅回落，暴露出当前投资动力单一，经济内生动力依然不足，经济波动风险犹存的问题。从固定资产投资构成来看，设备器具购置增速上涨最快，是推动2024年全部投资增速上涨的主要动力。尽管2024年对环境敏感的民间投资增



速较 2023 年小幅上涨，但依然处于历史低位。本月制造业投资和全部投资增速再次同频回落，警示了风险的存在，反映出投资、经济的全面企稳有待进一步恢复。

调结构方面，高技术产业投资继续引领全部投资上涨。1-5 月份，高技术产业投资同比增长 11.5%，较全部投资增速高 7.5 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 10.4%、14.3%。可见，无论是制造业还是服务业，高技术产业是全面发展的，结构调整继续。

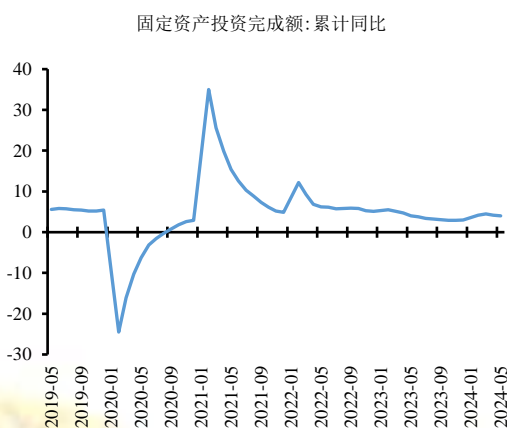


图 9 固定资产投资完成额:累计同比

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

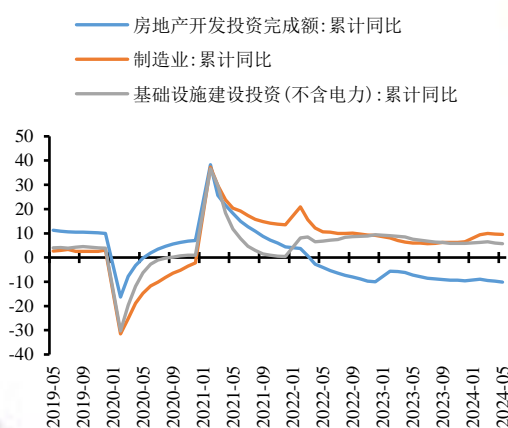


图 10 固定资产投资分行业累计同比增速(%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

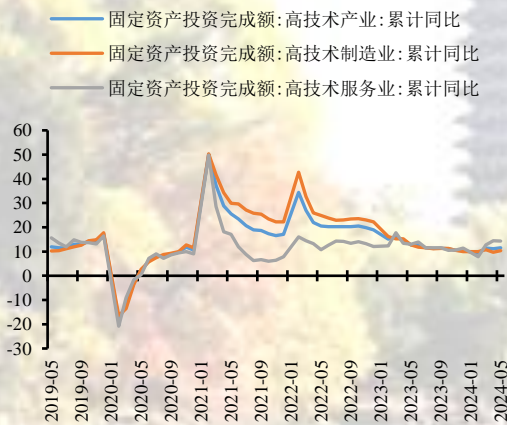


图 11 高技术产业投资累计同比增速(%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

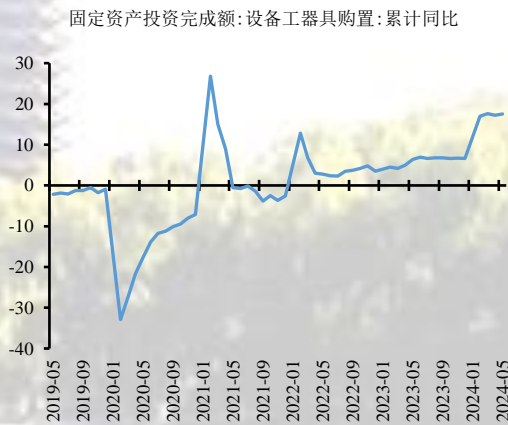


图 12 民间投资累计同比增速(%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

进出口部分: 外部环境修复, 出口增速上涨

2024 年 5 月份, 按美元计价, 中国进出口总额 5220.7 亿美元, 同比增长 5.1%。其中, 出口总额 3023.5 亿美元, 同比增长 7.6%; 进口总额 2197.3 亿美元, 同比增长 1.8%; 贸易顺差 826.2 亿美元。总体来看, 5 月份出口增速与进口增速均表现出不同程度的上行。

出口方面, 5 月西方主要国家与中国频繁互动, 前期紧张的外部环境得到舒缓, 同时先



行指标显示 5 月主要发达国家经济小幅上涨，经济恢复继续，叠加低基数效应，使得 5 月出口金额增速继续上行，较前期升 6.1 个百分点。

进口方面，中国国内经济走势平稳，但 2024 年 5 月制造业 PMI 为 49.5，位于荣枯线以下，制造业企业景气水平有所回落，叠加低基数效应消失，使得 5 月进口金额增速小幅回落，较前期降 6.6 个百分点。

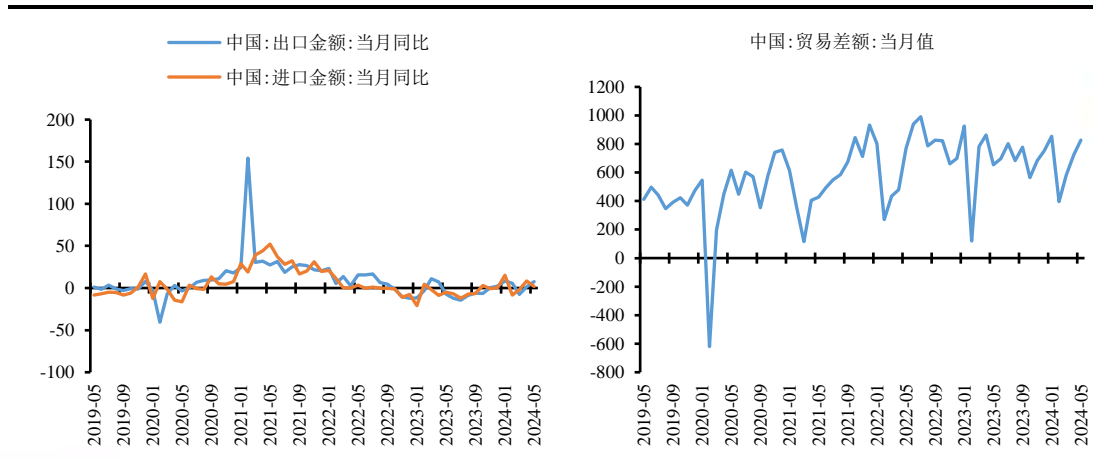


图 13 进出口额增速：当月同比（%）

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

国际环境改善叠加基数效应，出口增速继续上涨

2024 年 5 月份，出口总额 3023.5 亿美元，同比增长 7.6%，较前月升 6.1 个百分点。基数效应是拉高出口额增速上涨的因素之一。2023 年 5 月份，出口额同比下降 7.4%，较 2023 年 4 月份低 14.5 个百分点，对本月形成低基数效应。外部环境方面，5 月中国外事活动频繁，中国高层又出访法国、塞尔维亚、匈牙利三个欧洲国家。随着中国与西方主要国家互动增加，前期紧张的外贸环境舒缓，利于出口。

需求方面，5 月主要国家经济复苏继续，实体经济数据好于 4 月份。5 月，美国 Markit 制造业 PMI 50.9，位于荣枯线以上；欧洲、日本的制造业 PMI 也较 4 月出现上涨，分别为 47.3、50.4。

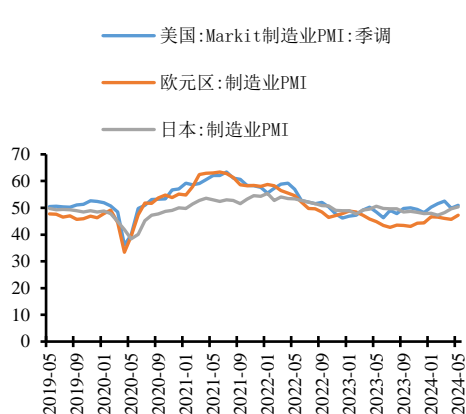


图 15 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

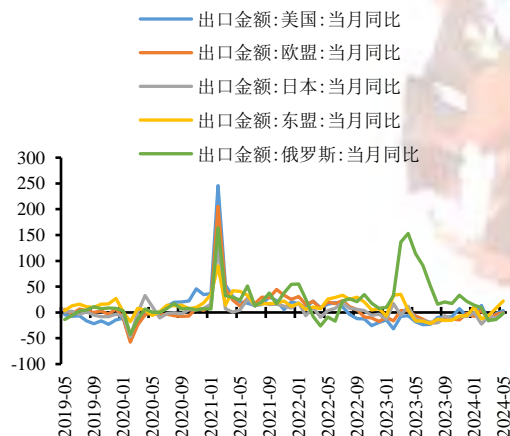


图 16 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 5 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 0.98%、3.62%、22.51%和-1.57%, 均较前期存在不同程度上涨, 中国对东盟的出口额增速涨幅最大。受高基数效应消失, 5 月份中国对俄罗斯的出口额降幅明显收窄, 为-1.96%。

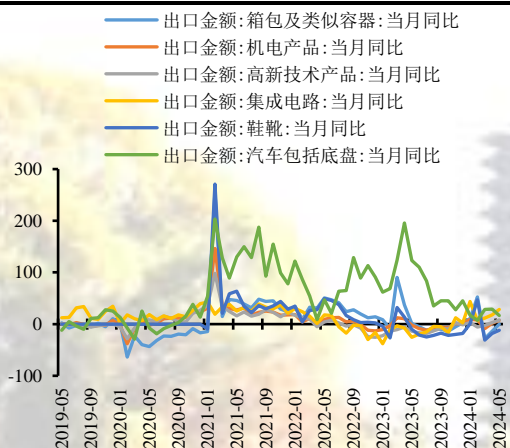


图 17 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

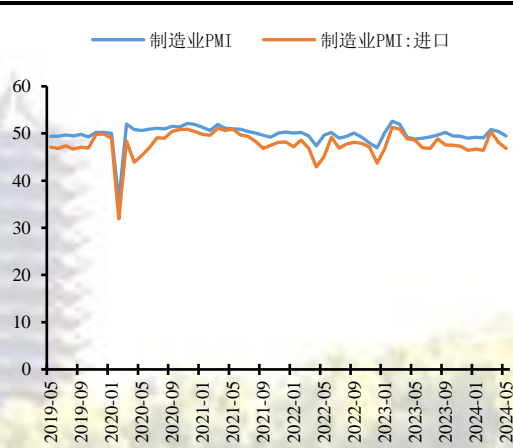


图 18 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 5 月的具体商品出口来看, 中国出口机电产品 1765.34 亿美元, 占中国出口总额的 59.39%, 仍在中国出口中占主导地位, 同比增长 7.5%。其中, 出口集成电路 126.33 亿美元, 同比增长 28.5%, 较前期升 10.7 个百分点; 高新技术产品出口为 708.40 亿美元, 同比增长 8.1%, 较前期升 5.0 个百分点; 汽车出口 105.43 亿美元, 同比增长 16.60%, 继续保持高位增长。

经济平稳运行, 进口额增速继续同比正增长

2024 年 5 月, 进口总额 2197.3 亿美元, 同比增长 1.8%, 进口额增速小幅回调, 较前期降 6.6 个百分点。5 月中国国内经济运行平稳, 但推动前月进口额增速高涨的地基数效应消失, 导致本月进口额增速小幅回调, 但继续同比正增长。5 月中国制造业 PMI 为 49.5, 位于



荣枯线以下；2023 年 5 月份中国进口总额同比增长-4.9%，较 2023 年 4 月份升 3.7 个百分点，小幅波动，本月不存在明显的基数效应。

从 5 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 7.8%、6.8%、1.6%和 6.1%，分别较前期升-17.1、-9.3、-2.3、0.8 个百分点。其中，中国从美国的进口额增速下降最快。

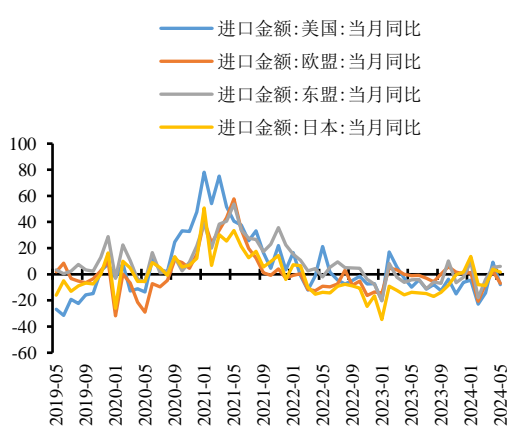


图 19 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

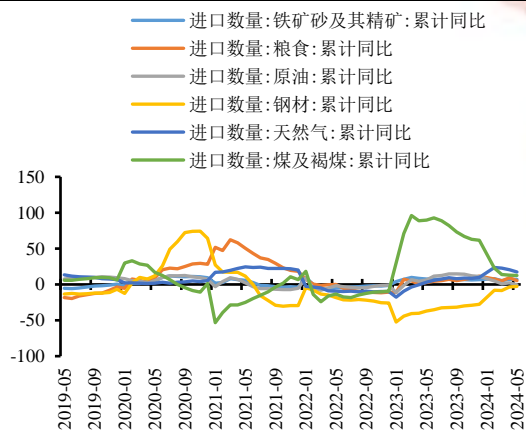


图 20 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 5 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 7.0%、-0.4%、12.6%、17.4%和-2.7%，与前期相比，除钢材以外，铁矿砂及其精矿、原油等均呈不同程度的下降。农产品方面，粮食进口累计同比增速为 5.3%，较前期降 4.0 个百分点，肉类数量进口累计同比增速为-11.5%，降幅较前期收窄 1.1 个百分点。

价格部分: CPI 增速不变, 基数效应 PPI 降幅收窄

2024 年 5 月, CPI 同比增长 0.3%, 与前月持平, 环比增长-0.1%, 较上月跌 0.2 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为 0.0 个百分点, 新涨价影响约为 0.3 个百分点。整体相对供给充足, 是 CPI 增速持续低位徘徊的根本原因。本月受南方强降雨、猪肉产能下调影响, 食品价格降幅明显收窄, 非食品价格增速在本月出现回调, 使得本月 CPI 增速不变。此外, 扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增长 0.6%, 较上月跌 0.1 个百分点。

2024 年 5 月, PPI 同比下跌 1.4%, 较上月升 1.1 个百分点, 环比增长 0.2%, 降幅较上月升 0.4 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-0.9 个百分点; 新涨价影响约为-0.4 个百分点。房地产市场恢复缓慢, 外部环境不确定性犹存, 工业品总需求弱于供给是 PPI 同比下跌的主要原因。本月, PPI 同比降幅收窄, 主要受基数效应, 叠加国际大宗商品价格上涨影响。



总体而言，居民消费端中，供给充足使得 CPI 增速低位徘徊，本月南方降雨叠加猪肉产能收缩推高食品价格增速，非食品价格增速下滑，使得本月 CPI 同比增速与前月持平。工业生产端中，房地产市场低迷与外部环境的不确定性，使得总需求相对收缩，PPI 同比持续负增长，本月受基数效应，及国际大宗商品价格上涨影响，PPI 同比降幅收窄。

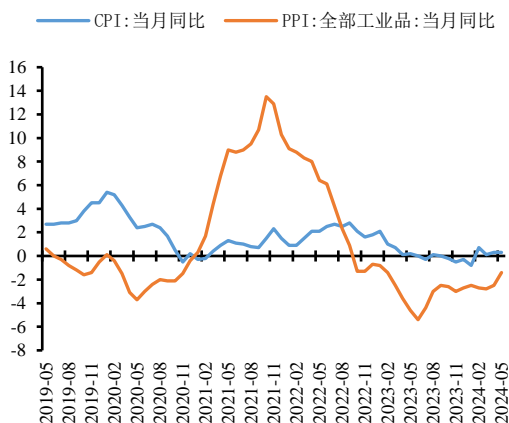


图 21 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

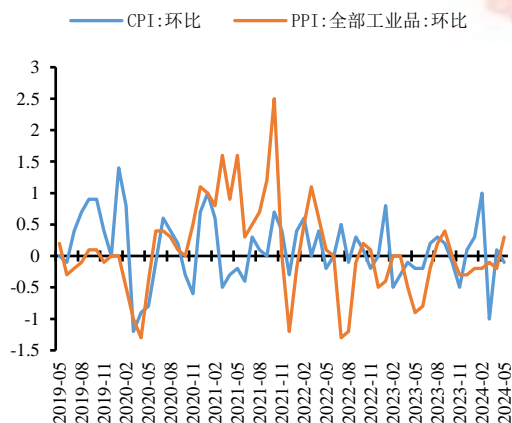


图 22 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

极端天气叠加猪肉产能收缩，食品价格增速小幅上涨

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。5 月份，食品供给收缩，食品价格降幅收窄；能源及出行价格回调，非食品价格增速小幅下降，整体居民消费价格增速与前月持平。具体而言：食品价格同比降幅收窄 0.7 个百分点，除牛肉、羊肉价格增速下降以外，其他的食品价格增速均呈不同程度上涨；非食品价格同比增速下行，家用器具、能源、药品价格增速均有下滑。

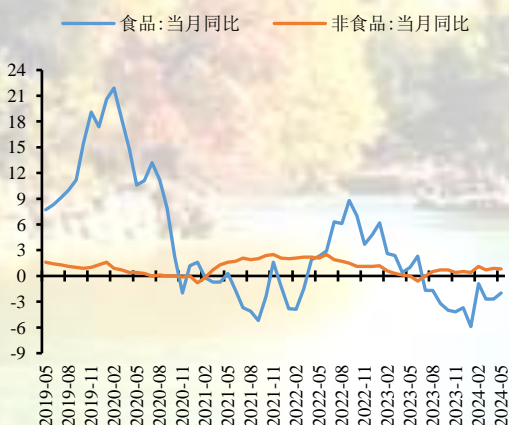


图 23 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

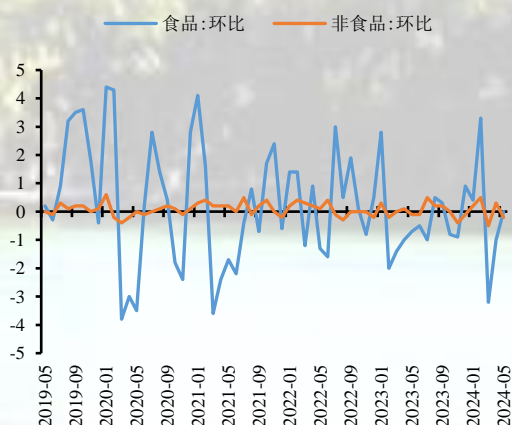


图 24 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

食品项中，从同比看，食品价格下跌 2.0%，降幅较前月收窄 0.7 个百分点，极端天气，南方强降雨，叠加猪肉产能收缩促进食品价格增速上涨。总体而言，食品项八大类价格同比



分化（3 涨、5 跌、0 持平），其中蛋类同比幅度最大（-7.4%）；较上月同比变动分化（6 正、1 负、1 不变），其中蛋类同比变动最显著（3.2%）。

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
5 月同比	0.5	-5.1	2.3	-2.2	0.1	-7.4	-1.7	-6.7
同比变动	0.0	0.2	1.0	1.0	-0.1	3.2	0.1	3.0

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

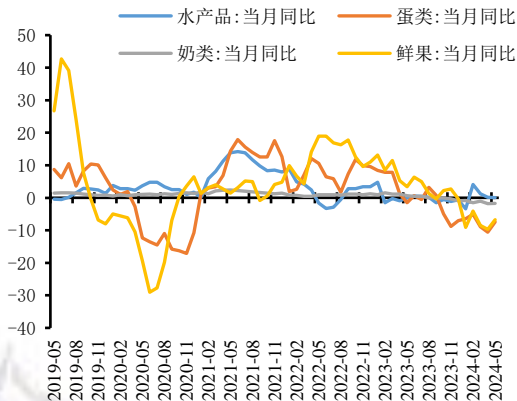
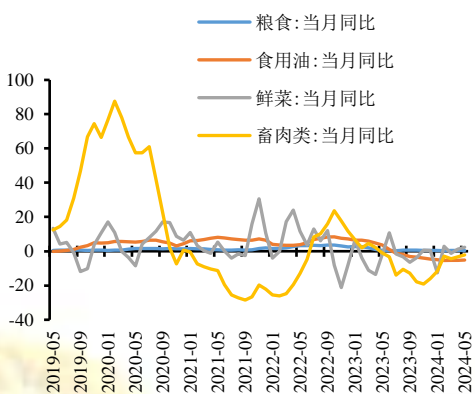


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比（%）

图 26 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比（%）

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

从环比看，食品价格与前月持平，环比增速上涨 1.0 个百分点。受季节因素影响，5 月果蔬、蛋奶价格涨跌不一。其中，夏季蔬菜大规模上市，鲜菜价格环比下降 2.5%；夏季蛋鸡产蛋率下降，蛋类价格环比上涨 2.2%。

总体而言，食品八大类价格环比普跌（2 涨、5 跌、1 持平），其中鲜果环比幅度最高（3.0%），较上月环比变动分化（7 正 0 负 1 不变），其中鲜果环比变动幅度最大（5.0%）。

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
5 月环比	-0.2	-0.3	-2.5	-0.4	-0.1	2.2	0.0	3.0
环比变动	0.0	0.1	1.2	0.4	0.4	4.2	0.5	5.0

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

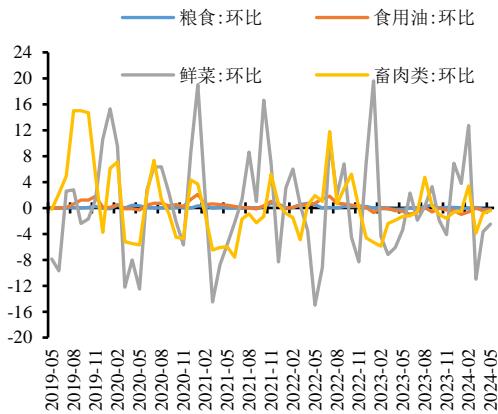


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

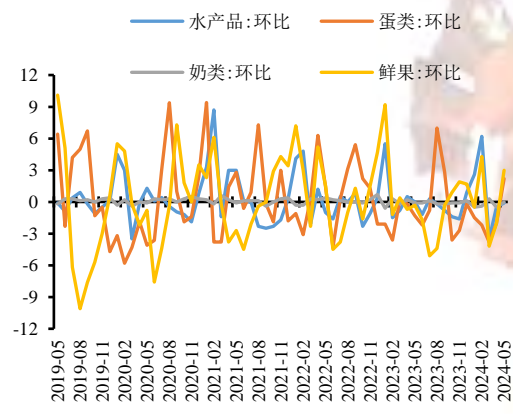


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

季节性因素能源及出行类价格下降, 拉低非食品价格

非食品项中, 从同比看, 非食品价格上涨 0.8%, 较上月降 0.1 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.68 个百分点。其中, 服务价格同比增长 0.8%, 涨幅与前月持平; 工业消费品价格增速出现普遍回调。

总体而言, 非食品项七大类价格除交通通信外同比普涨, 其中其他用品项同比涨幅最高 (+3.6%), 较上月同比变动分化 (0 正 5 负 2 不变), 其中生活用品及服务同比变动最明显 (-0.6%)。

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
5 月同比	1.6	0.2	0.8	-0.2	1.7	1.5	3.6
同比变	0.0	0.0	-0.6	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

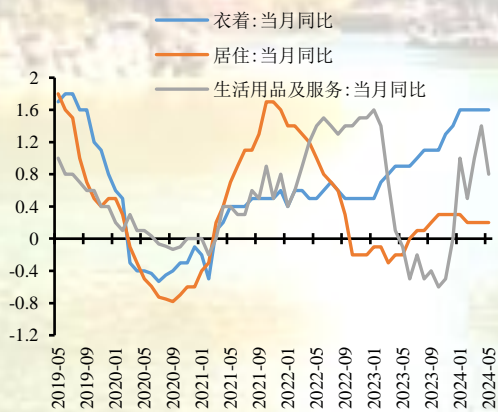


图 29 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

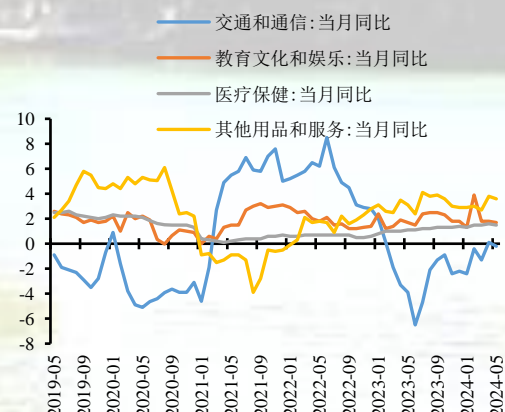


图 10 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价



格、其他用品和服务价格同比 (%)

数据来源: 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

从环比看,非食品价格环比下降 0.2%,较上月跌 0.5 个百分点,影响 CPI 环比约下降 0.14 个百分点。受季节因素影响,5 月飞机票、交通工具租赁及长途车票价格出现不同程度的回落。

总体而言,非食品项七大类价格环比分化(2 正、4 负、1 持平),其中交通通信环比幅度最高(-0.8%),较上月环比变动分化(1 正、6 负、0 不变),其中其他用品及服务环比变动最显著(-1.9%)。

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
5 月环比	0.4	-0.1	-0.7	-0.8	-0.1	0.0	0.1
环比变动	0.5	-0.1	-1.1	-1.8	-0.6	-0.2	-1.9

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

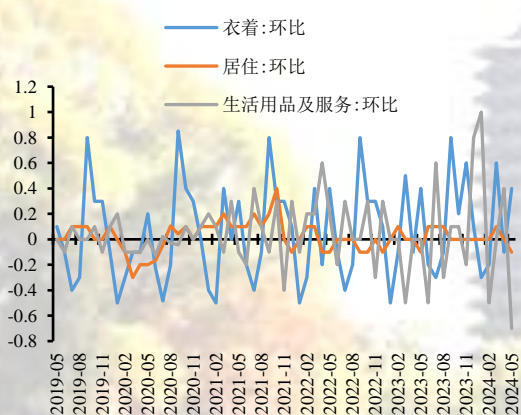


图 31 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

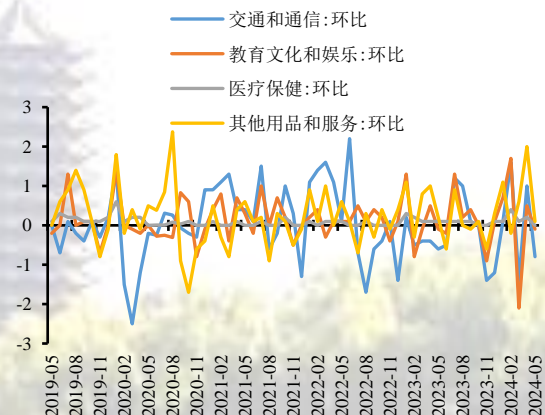


图 11 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

基数效应影响,工业出厂价格降幅收窄

受国际环境不确定性和国内工业品需求回落等多种因素影响,工业品价格增速持续低位徘徊,但工业品价格环比由负转正,叠加本月受基数效应影响,同比降幅明显收窄,具体而言:受工业上游原材料价格震荡上行影响,生产资料价格同比降幅收窄;受上游工业传导及中下游工业需求回落影响,生活资料价格继续同比下跌,但降幅收窄。

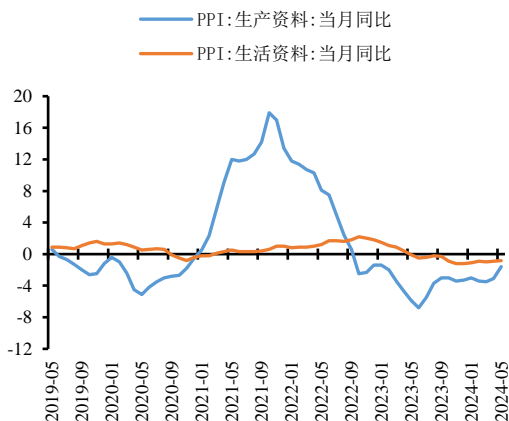


图 12 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

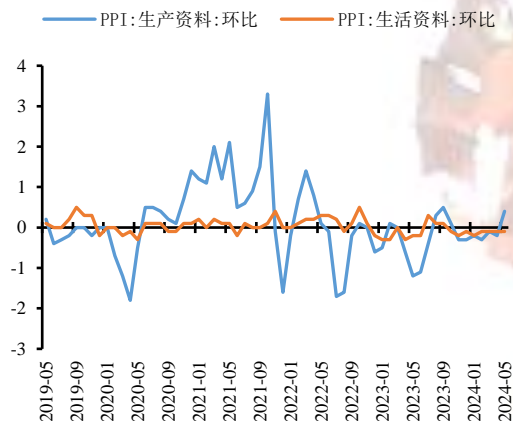


图 13 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从同比看, 5 月 PPI 下跌 1.4%, 较上月升 1.1 个百分点, 这主要受基数效应影响。同时, 5 月环比增速由负转正, 较前月上涨 0.6 个百分点。受国际大宗商品价格上涨影响, 生产资料价格由跌转升, 同比下降 1.6%, 较前月收窄 1.5 个百分点, 其中原材料价格同比由负转正; 受中下游工业需求不足影响, 生活资料价格下跌 0.8%, 较上月升 0.1 个百分点, 其中耐用消费品价格同比下降最为明显。生产资料价格上涨是 PPI 同比降幅收窄的主要原因。

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
5 月同比	-1.2	0.5	-2.6	-0.7	0.4	0.0	-1.8
同比变动	3.6	2.4	1.0	0.1	0.1	-0.1	0.1

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

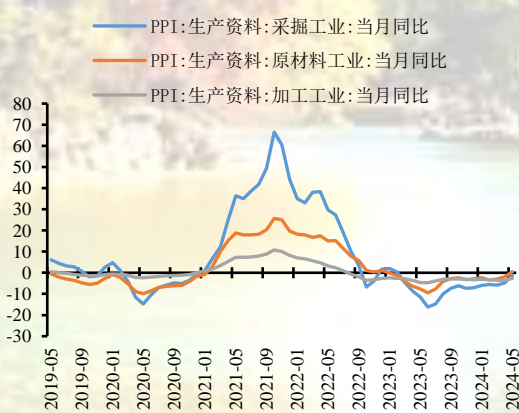


图 14 生产资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

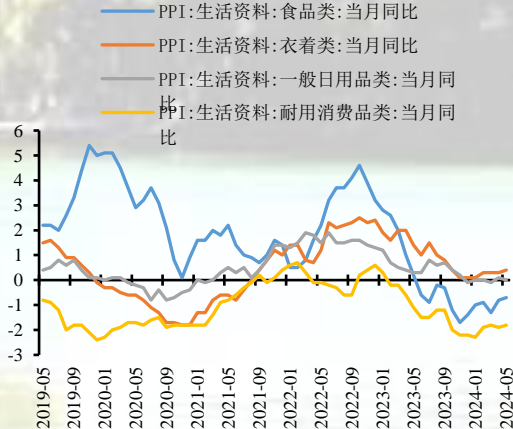


图 15 生活资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 5 月 PPI 环比增长 0.2%, 增速有负转正。受工业中下游生产需求回落影响,



生产资料价格增长 0.4%，较上月上涨 0.6 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%，降幅与上月持平，其中耐用消费品工业价格下降最为明显。中下游加工需求和耐用消费品相对需求收缩是拉低 PPI 环比增速的主要因素，国际大宗商品价格上涨是推动 PPI 环比上涨的主要原因。

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
5 月环比	0.2	0.9	0.1	-0.2	0.1	0.0	-0.3
环比变动	1.2	0.6	0.5	-0.1	0.1	-0.3	0.2

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

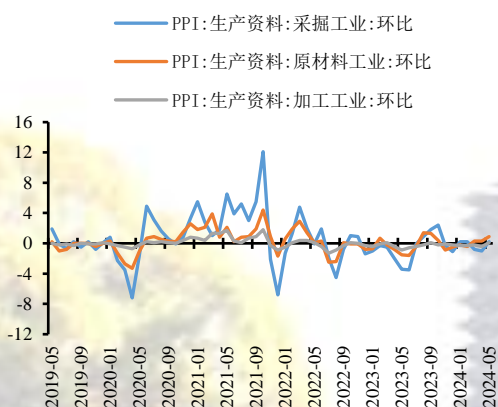


图 16 生产资料价格分项环比增速（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

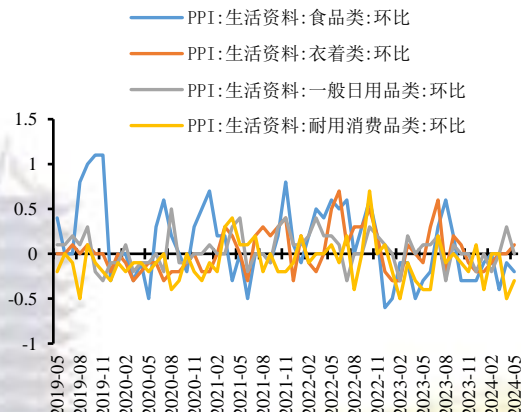


图 17 生活资料价格分项环比增速（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：政府债券逐步发力，社融规模支撑加强

2024 年 5 月，新增社会融资规模 20692 亿元，较去年同期多增 5132 亿元，大幅高于市场预期。从结构上看，政府债券开始加快发行，当月政府债券净融资达 12253 亿元，同期多增 6695 亿元，对社会融资形成主要支撑；企业债券融资同比多增 2429 亿元也是社融规模较去年多增的重点因素；新增人民币贷款则以同比大幅少增拖累本月社融规模，较去年同期少增 4022 亿元；其他分项较为稳定波动不大。整体而言，5 月社会融资规模在财政支持明显发力的影响下，由负转正，但目前贷款需求仍需提振。

2024 年 5 月，新增人民币贷款 9500 亿元，同比少增 4100 亿元，不及市场预期。整体而言，5 月份新增人民币贷款同比大幅少增，票据冲量明显，企业贷款结构待优化，居民及企业的短期、中长期贷款均呈现明显的同比少增，对信贷数据构成拖累，一方面是居民消费



需求有待进一步刺激提升，也受监管层面打击空转套利的影

响。2024年5月末，狭义货币（M1）余额64.68万亿元，同比下降4.2%，较上期下降3.1个百分点；广义货币（M2）余额301.2万亿元，同比增长7%，较上期下降0.2个百分点，低于市场预期。整体而言，M2、M1近几个月大幅下降的趋势并没有得到改善的迹象，M2继续创该指标有记录以来新低，M1负增幅度扩大，M2-M1增速剪刀差又一步扩大，既有经济内需活力不足，消费、投资意愿下降的原因，也受到禁止银行通过手工补息揽储的持续影响。

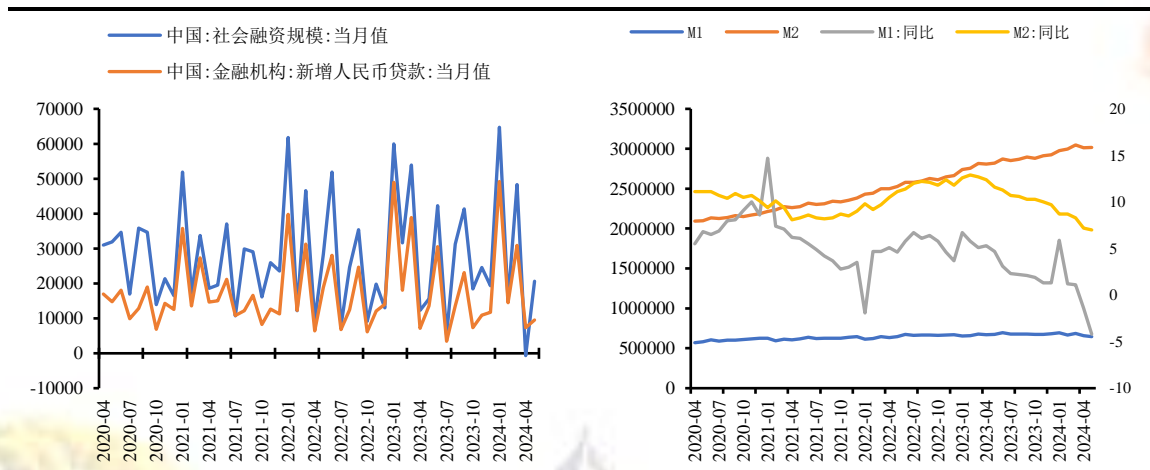


图 39 社会融资规模和新增人民币贷款（亿元）

图 40 M1 和 M2（左：亿元；右：%）

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

政府债券逐步发力，新增社融规模由负转正

2024年5月，新增社会融资规模20692亿元，较去年同期多增5132亿元，大幅高于市场预期。其中，新增人民币贷款8197亿元，同比少增4022亿元；新增外币贷款-487亿元，同比少增149亿元；新增委托贷款-9亿元，同比少增44亿元；新增信托贷款224亿元，同比少增79亿元；新增未贴现银行承兑汇票-1330亿元，同比多增465亿元；新增债券融资285亿元，同比多增2429亿元；新增股票融资111亿元，同比少增642亿元；新增政府债券12266亿元，同比多增6695亿元。整体而言，5月社会融资规模在财政支持明显发力的影响下，由负转正，但目前贷款需求仍有待提振。

表内融资同比少增4171亿元，严重拖累本月社融规模，主要受人民币贷款少增的影响。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，表明实体经济活力严重不足亟需修复，而本月人民币贷款同比再次大幅少增，一方面凸显实体融资并未形成持续性恢复，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342亿元，主要与未贴现银行承兑汇票多增465亿元有关。主要是因为5月票据融资规模较4月恢复常规水平，相对应则是未贴现银行承兑汇票的小幅多增，而



信托、委托贷款在去年同期低基数水平小幅波动，影响不大。

企业直接融资同比多增 1787 亿元，是本月社融规模扩大的一大重要因素。股票融资因当前国内股市依然信心不足持续同比少增。企业债在本月实现净融资 285 亿元，受去年同期大量到期还债的影响，实现同比大幅多增，但化债背景下城投发债融资依旧受限。

政府债券同比多增 6695 亿元，是本月社融规模大幅多增的主要原因，在政府债券融资支撑下，社会融资余额同比增速也从 8.3% 小幅回升至 8.4%。财政发力对社会融资规模支撑效果显著，叠加近期诸多房地产政策，后续政府债券发行规模有望进一步扩大，预计短期内社融余额同比增速无忧。

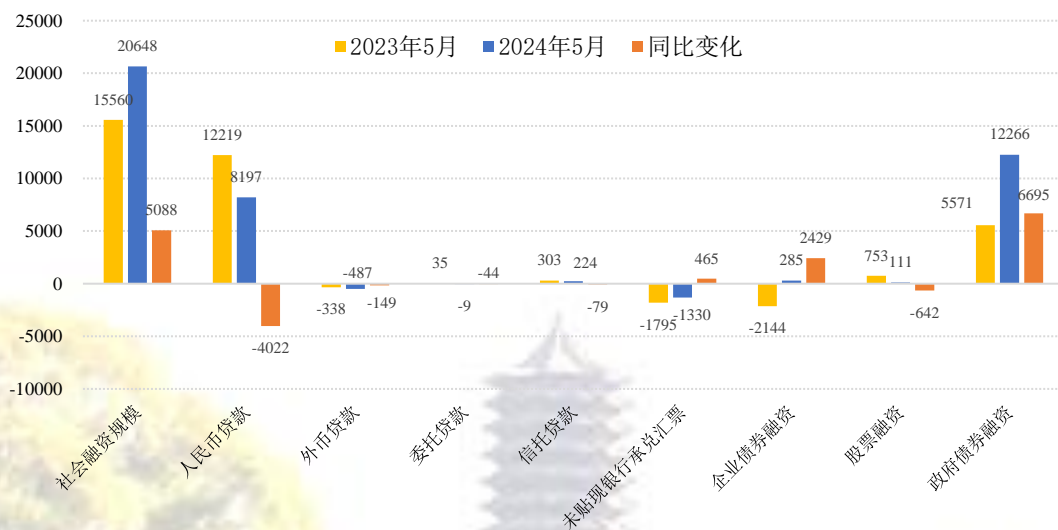


图 41 5月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

信贷需求提振效果不足，企业贷款结构待优化

2024 年 5 月，新增人民币贷款 9500 亿元，同比少增 4100 亿元，不及市场预期。其中，新增短期贷款-957 亿元，同比少增 3295 亿元；新增中长期贷款 5514 亿元，同比少增 3868 亿元；新增票据融资 3572 亿元，同比多增 3152 亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款 757 亿元，同比少增 2915 亿元，其中新增短期贷款 243 亿元，同比少增 1745 亿元；新增中长期贷款 514 亿元，同比少增 1170 亿元；新增企事业单位贷款 7400 亿元，同比少增 1158 亿元，其中新增短期贷款-1200 亿元，同比少增 1550 亿元；新增中长期贷款 5000 亿元，同比少增 2698 亿元。整体而言，5 月份新增人民币贷款同比大幅少增，票据冲量明显，企业贷款结构恶化，居民及企业的短期、中长期贷款均呈现明显的同比少增，对信贷数据构成拖累，一方面是居民消费需求有待进一步刺激提升，也受监管层面打击空转套利的影响。

居民户信贷规模同比少增 2915 亿元，其中短期贷款和中长期贷款均是同比少增。反映



出居民收入预期尚未转好，对后续经济复苏信心不足，超前贷款消费欲望不及预期，中长期贷款环比改善，但同比颓势不减，反映出居民对一系列楼市提振政策持观望情绪，未能有效拉动楼市销量，居民户信贷需求不足的现象未能破解，后续有待政策进一步落实。

企事业单位信贷规模同比少增 1158 亿元，其中中长期贷款与短期贷款在本月同样大幅同比少增，而票据融资增量依旧处于历史高位，表面信贷结构未能得到缓解。短贷表现弱势或与经济基本面较差，企业缺少融资扩大生产的信心有关；中长期贷款同比少增，依然是受到房地产行业景气恢复程度偏弱的影响，但财政逐步发力，有望在近期扩大对业长期贷款的撬动效果。

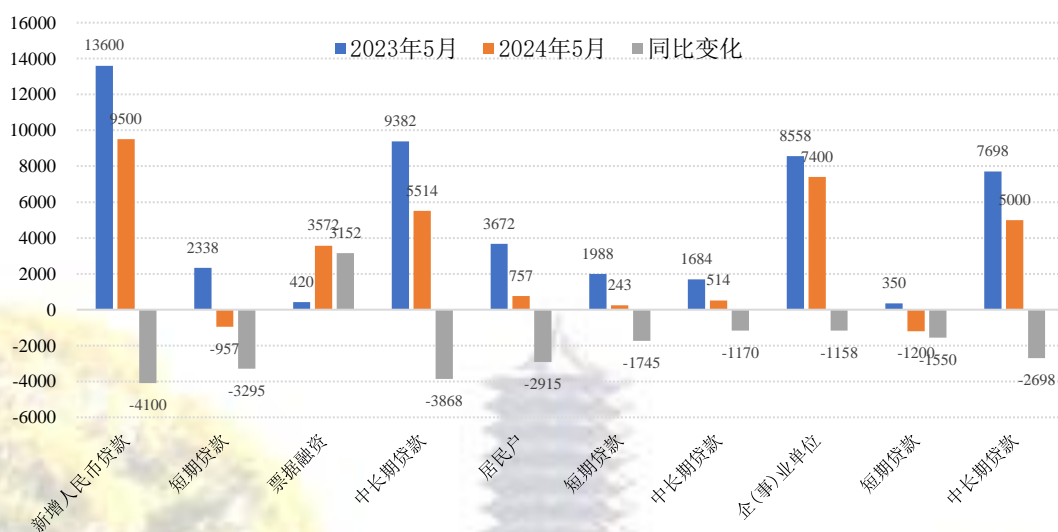


图 42 5 月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

信贷“挤水分”持续影响，M1、M2 同比增速进一步放缓

2024 年 5 月末，狭义货币（M1）余额 64.68 万亿元，同比下降 4.2%，较上期下降 3.1 个百分点；广义货币（M2）余额 301.2 万亿元，同比增长 7%，较上期下降 0.2 个百分点，低于市场预期。整体而言，M2，M1 近几个月大幅下降的趋势并没有得到改善的迹象，M2 继创该指标有记录以来新低，M1 负增幅度扩大，M2-M1 增速剪刀差又进一步扩大，既有经济内需活力不足，消费、投资意愿下降的原因，也受到禁止银行通过手工补息揽储的持续影响。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，5 月末两者的同比增速差为 11.2%，增速剪刀差较上期继续扩大 2.6 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，M1 同比增速自 4 月转负，本月幅度进一步扩大，M2 同比增速也降至历史低点，显示当前资金活化程度依然有限。

从社融与 M2 的同比增速差看，5 月末两者的同比增速差为 1.4%，较上期提高 0.3 个百



分点，继续维持自 2022 年 4 月以来的由负转正，反转趋势显著，表明资金需求端与供给端的矛盾逐步缓和，预示着资金流动性水平向好。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，以及 5 月政府财政端逐步发力当月社融规模由负转正，使得增速差持续减小并实现了反转，资金空转现象有望得到持续缓解。

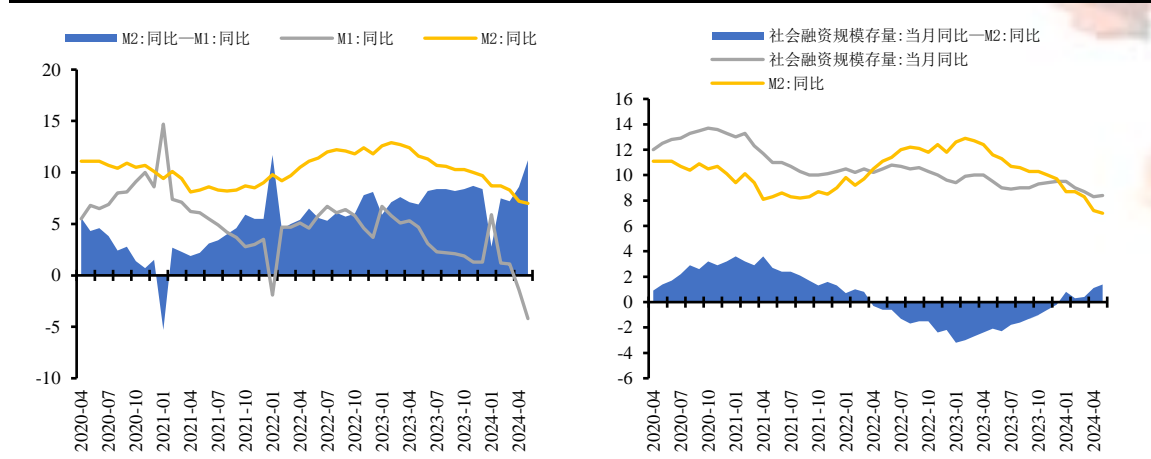


图 43 M1、M2 和 M2-M1 (%)

图 44 社融、M2 和社融-M2 (%)

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

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。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，但随着以旧换新政策配套细则逐步公布，居民消费的观望情绪有望缓解，激发消费潜力，以及专项债和特别国债的进程加快推动，2024 年上半年信贷规模仍有支撑因素。

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，



北京大学国民经济研究中心

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。