



有效需求不足，政策有待进一步发力

——蔡含篇

预测报告

B0011-20240701

	上年值	上年同期值	上期值	2024年6月预测
经济增长				
GDP 当季同比 (%)	5.2	6.3	5.3	4.8
工业增加值同比 (%)	4.6	4.4	5.6	5.1
固定资产投资累计同比 (%)	3.0	3.8	4.0	4.0
社会消费品零售额同比 (%)	7.2	3.1	3.7	5.5
出口同比 (%)	-4.6	-12.4	7.6	8.4
进口同比 (%)	-5.5	7.0	1.8	2.3
贸易差额 (亿美元)	8229.85	695.58	826.22	885
通货膨胀				
CPI 同比 (%)	0.2	0.0	0.3	0.3
PPI 同比 (%)	-3.0	-5.4	-1.4	-0.4
货币信贷				
新增人民币贷款 (亿元)	227431	30500	9500	26000
M2 同比 (%)	9.7	11.3	7.0	7.3

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：

010-62767607

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

- 基数效应，GDP 增速或小幅下调
- 稳增长政策加快发力，工业经济受内需影响或有回落
- 基数效应明显，社零增速或小幅上涨
- 地产探底叠加政策支持，投资增速或与前月持平
- 基数效应，外贸增速或小幅上涨
- 国内经济走势平稳，进口额增速或有上涨
- 猪肉价格上涨，推动 CPI 增速小幅上行
- 需求端无大幅显著变化，工业价格继续底部徘徊
- 稳增长政策发力但需求仍有不足，信贷规模同比少增
- 稳增长政策叠加基数下降，M2 同比增速上行
- 美元指数走高，人民币或稳中略降

内容提要

二季度，经济走势平时平稳，经济恢复继续。当前中国面临的外部环境依然复杂多变，国内有效需求不足，底部徘徊，经济内生修复动能仍需加强，恢复和扩大需求仍是未来经济持续回升向好的关键所在。在稳增长政策持续助力下，国内经济持续向稳发展，但去年同期存在明显高基数效应，预计 2024 年第二季度 GDP 同比增长 4.8%，较一季度降 0.5 个百分点。

供给端

工业增加值：稳增长政策持续加大对工业经济增长的支撑力度，工业整体开工率仍保持合理适度水平，工业经济整体处在稳定增长阶段，然而目前国内有效需求依旧不足，工业企业盈利和制造业景气水平边际回落叠加去年基数较高，预计 2024 年 6 月工业增加值同比增长 5.1%，较上期下降 0.5 个百分点。

需求端

消费：政策推动，叠加基数效应，居民消费潜力有待进一步释放，但经济下行压力依然存在，整体经济仍位于底部徘徊，居民收入增速相对不高。预计 2024 年 6 月份社会消费品零售总额同比增长 5.5%，较 5 月份上涨 1.8 个百分点。

投资：《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》长期利好投资，制造业投资



释放扩张信号，但外部环境趋紧，房地产投资依然承压，预计 2024 年 1-6 月份固定资产投资同比增长 4.0%，与前月持平。

出口：低基数效应叠加海外需求或有增长，推动本月出口额增速上涨，但外部环境趋紧，美国、欧盟增加对华贸易关税，预计 2024 年 6 月份出口金额同比增长 8.4%，较 5 月份上涨 0.8 个百分点。

进口：宏观政策持续发力，中国国内经济释放复苏信号，但房地产去产能继续，贸易壁垒高企，预计 2024 年 6 月份进口金额同比增长 2.3%，较 5 月份上涨 0.5 个百分点。

价格方面

CPI：尽管当前经济下行压力犹存，居民有效消费不足，受猪肉价格大幅上涨及鸡蛋等食品价格上涨推动，叠加基数效应，预计 2024 年 6 月份 CPI 同比增长 0.5%，较上期上涨 0.2 个百分点。

PPI：国际油价主要受复杂国际环境影响小幅上涨，部分有色金属继续乏力上涨，国内需求无明显改变，工业生产价格同比低位震荡上行，预计 2024 年 6 月份 PPI 同比下跌 0.6%，降幅较前月收窄 0.8 个百分点。

货币金融方面

人民币贷款：在稳经济、促恢复、扩内需等政策持续出台下，尤其是当前政府部门在财政端强力推动大规模设备更新和消费品以旧换新的政策落地，信贷规模有所支撑，但楼市回暖持续动力有待观察以及市场预期不稳在一定程度上制约信贷扩张，叠加去年同期高基数，预计 2024 年 6 月新增人民币贷款 26000 亿元，同比少增 4500 亿元。

M2：伴随央行推行稳健的货币政策精准有力，国内稳增长政策持续发力，增发国债、设备更新改造以及基数持续下降，共同支撑 M2 同比增速，有望缓解 M2 同比增速持续下降的现象，预计 2024 年 6 月末 M2 同比增长 7.3%，较上期上升 0.3 个百分点。

人民币汇率：中国国内经济企稳，基本面释放积极信号，对人民币形成支撑。但受美国经济超预期反弹影响，美元指数走高，利空人民币。预计 2024 年 7 月人民币汇率在 7.32~7.10 区间双向波动。



正文

GDP 增速部分：基数效应，GDP 增速或小幅下调

预计 2024 年第二季度 GDP 同比增长 4.8%，较一季度下滑约 0.5 个百分点。

受基数效应影响，二季度 GDP 增速或有小幅回调。2023 年二季度，GDP 当季同比增长 6.3%，较 2023 年一季度高 1.8 个百分点，也是 2023 年内最高点，对本季度形成明显的高基数效应。从供给端来看，1-5 月规模以上工业增加值同比增长 6.2%，高于一季度 0.1 个百分点。从需求端来看，1-5 月社会消费品零售总额同比增长 4.1%，低于一季度 0.6 个百分点；固定资产投资同比增长 4.0%，低于一季度 0.5 个百分点；但出口额增速却较一季度上涨 1.3 个百分点，贸易顺差也高于 2023 年同期。

综合来看，二季度经济走势平稳，并未出现显著的涨跌状况，主要受基数效应影响，预计 2024 年第二季度 GDP 同比增长 4.8%，较一季度下滑 0.5 个百分点。

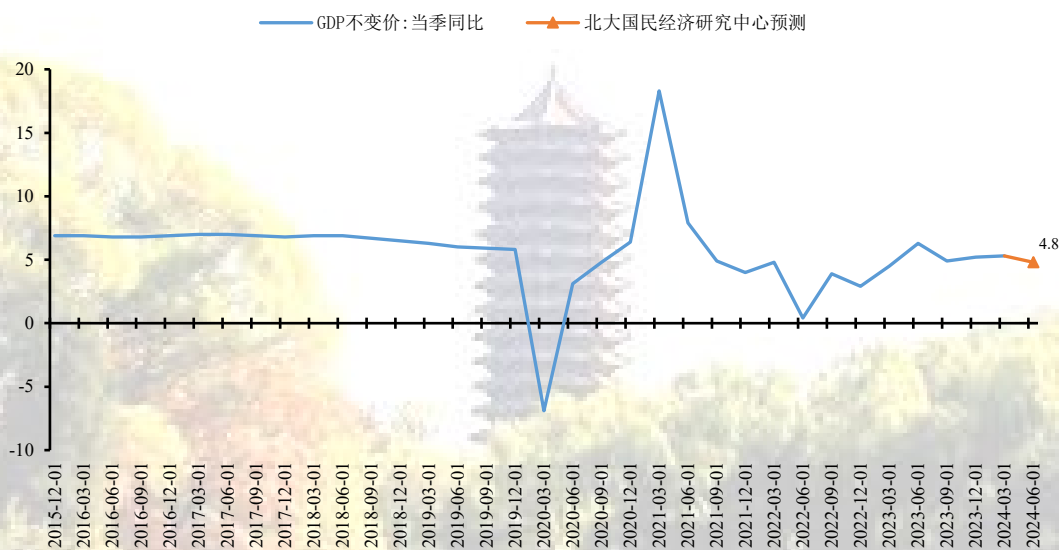


图 1 GDP 当季同比及预测 (%)

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

工业增加值部分：稳增长政策加快发力，工业经济受内需影响或有回落

预计 2024 年 6 月工业增加值同比增长 5.1%，较上期下降 0.5 个百分点。

从拉升因素看：第一，政策持续落地维护经济恢复态势，支撑工业经济。财政政策后位发力明显，5 月政府债券新增量显著，达 1.23 万亿元，大规模设备更新和消费品以旧换新政策效果初步显现，带动 5 月广播电视设备制造、通信设备制造行业增加值同比分别增长 30.7% 和 15.7%，共同支撑工业产出增长。第二，海外需求不断改善，欧洲等地制造业复苏超预期，叠加全球供应链紧张，出口市场活跃度提升，对工业生产的带动作用显著。



从压低因素看：第一，制造业景气水平回落，市场需求有所放缓。6 月份制造业 PMI 较 5 月持平为 49.5%，依然处于枯荣线下，工业企业利润总额累计同比呈现边际回落，内需回升进一步承压。第二，外部环境处于高度不稳定态势，国内有效需求依旧不足，工业企业效益恢复趋势有待进一步观察确认。第三，去年基数增长基数较高，抑制本年度同比增速。

综合而言，稳增长政策持续加大对工业经济增长的支撑力度，工业整体开工率仍保持合理适度水平，工业经济整体处在稳定增长阶段，然而目前国内有效需求依旧不足，工业企业盈利和制造业景气水平边际回落叠加去年基数较高，预计 2024 年 6 月工业增加值同比增长 5.1%，较上期下降 0.5 个百分点。

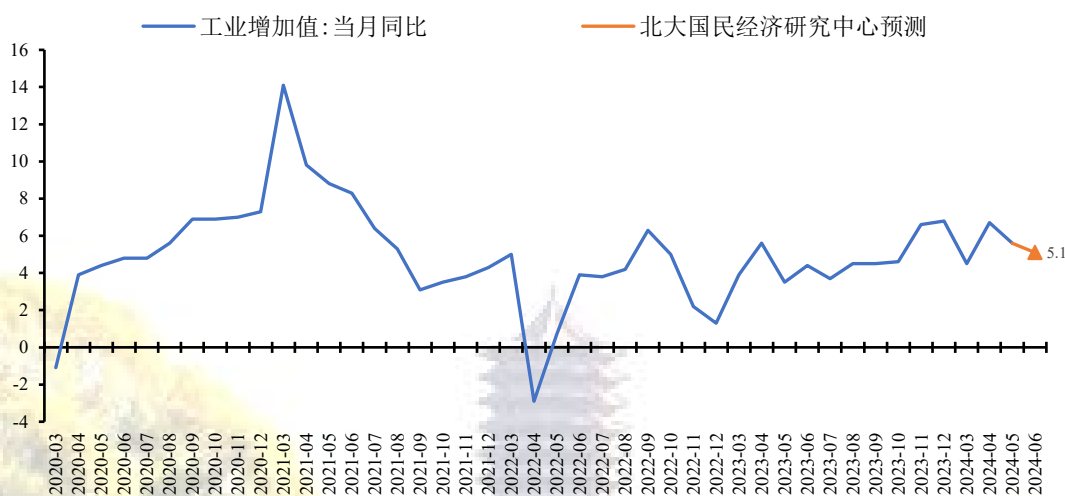


图 2 工业增加值当月同比增速及预测 (%)

数据来源: Choice, 北大国民经济研究中心

消费部分：基数效应明显，社零增速或小幅上涨

预计 2024 年 6 月份社会消费品零售总额同比增长 5.5%，较 5 月份上涨 1.8 个百分点。

从拉升因素来看：第一，本月低基数效应明显，2023 年 6 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%，较 2023 年 5 月份下滑 9.6 个百分点，对本月形成了明显的低基数效应；第二，政策推动稳消费，2023 年 12 月，中央经济工作会议，深刻分析当前经济形势，系统部署 2024 年经济工作，强调“进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩”，要“推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、‘国货潮品’等新的消费增长点”，要“稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费”。商务部深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，将 2024 年定为“消费促进年”。

从压低因素来看：当前经济下行压力犹存，居民收入增速有待进一步提升。2024 年一



季度，全国居民人均可支配收入同比增长 6.2%，较 2023 年下滑 0.1 个百分点，较疫情前 2019 年同期下滑 2.5 个百分点。

综合来看，政策推动，叠加基数效应，居民消费潜力有待进一步释放，但经济下行压力依然存在，整体经济仍位于底部徘徊，居民收入增速相对不高。预计 2024 年 6 月份社会消费品零售总额同比增长 5.5%，较 5 月份上涨 1.8 个百分点。

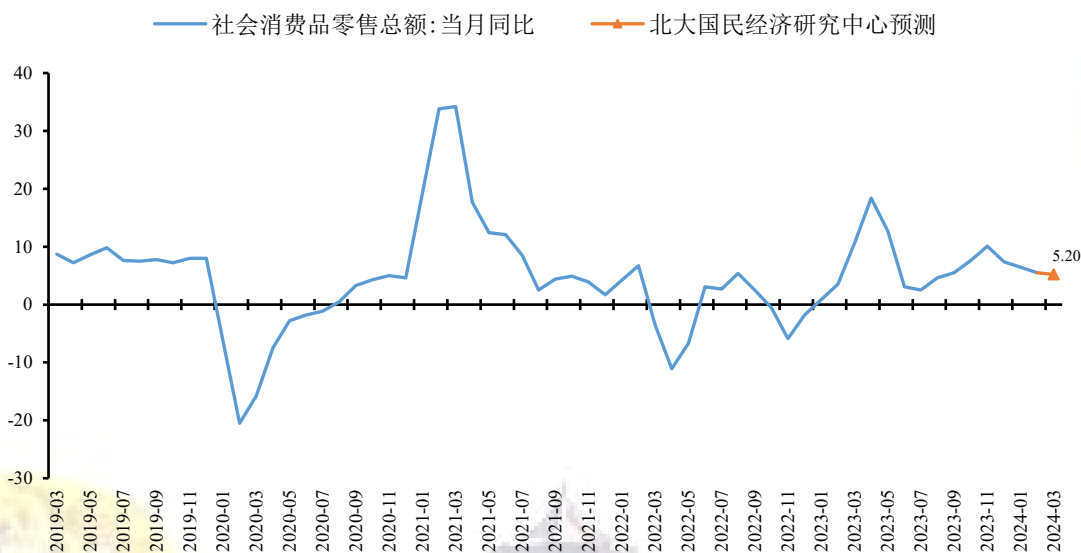


图 3 社会消费品零售总额当月同比增速及预测 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

投资部分：地产探底叠加政策支撑，投资增速或与前月持平

预计 2024 年 1-6 月份固定资产投资同比增长 4.0%，与前月持平。

从拉升因素来看：工业企业升级改造，利好制造业投资。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，1-5 月设备工器具购置同比增长 17.5%，高于全部投资 13.5 个百分点；制造业投资同比增长 9.6%，高于全部投资 5.6 个百分点。

从压低因素来看：第一，房地产投资仍在探底中，是拉低当前投资增速的主要因素，1-5 月房地产投资同比增长-10.1%，再创历史新低，约影响全部投资下降 2.2 个百分点；第二，中美博弈继续，对华限令间接抑制投资增速上涨。继 2023 年 8 月拜登签署对华投资限令后，2024 年 2 月，据报道，美国政府正考虑限制中国“智能汽车”与相关零件进口到美国，而且还将范围扩大到所有第三方国家的中国电动车及零件，以防中国业者透过墨西哥等国将零部件运抵美国。



综合来看，《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》长期利好投资，制造业投资释放扩张信号，但外部环境趋紧，房地产投资依然承压，预计 2024 年 1-6 月份固定资产投资同比增长 4.0%，与前月持平。

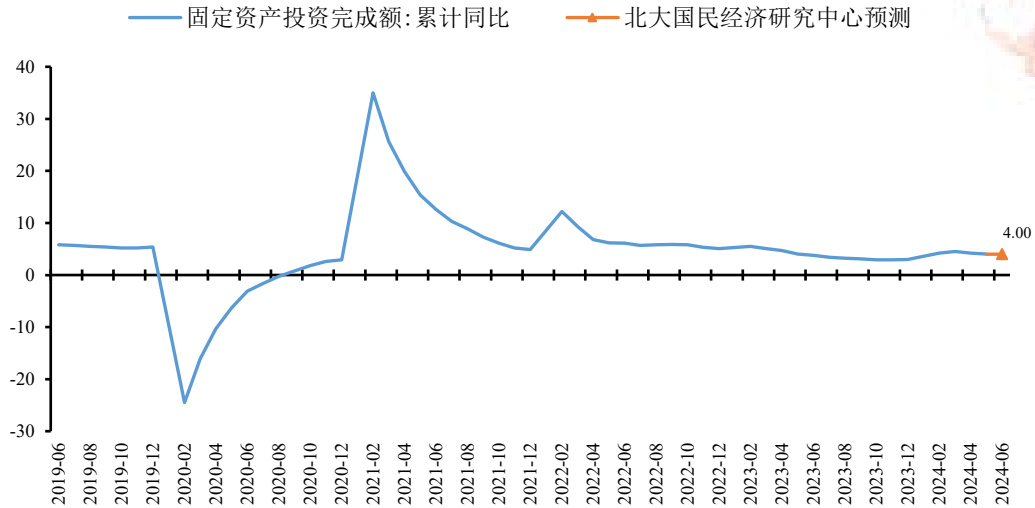


图 4 固定资产投资累计同比增速及预测 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

出口部分: 基数效应, 外贸增速或小幅上涨

预计 2024 年 6 月份出口金额同比增长 8.4%，较 5 月份上涨 0.8 个百分点。

从拉升因素看：第一，低基数效应推动，出口增速或进一步增长。2023 年 6 月出口额同比下降 12.3%，较 2023 年 5 月下降 4.9 个百分点，对本月形成了相对低基数效应；第二，6 月主要经济体经济弱复苏，本月外需或有增长。6 月份，美国 Markit 制造业 PMI 初值 51.7，较前月上涨 0.8 个百分点；欧元区 Markit 制造业 PMI 初值 45.6，尽管低于前月值，但整体依然高于 2023 年同期及均值。

从压低因素来看：除美国再次以“产能过剩”为由，拟对中国电动车出口进行限制外，欧洲也出台政策增加来自中国电动车进口的关税，不利于中国的出口形式。

总体而言，低基数效应叠加海外需求或有增长，推动本月出口额增速上涨，但外部环境趋紧，美国、欧盟增加对华贸易关税，预计 2024 年 6 月份出口金额同比增长 8.4%，较 5 月份上涨 0.8 个百分点。

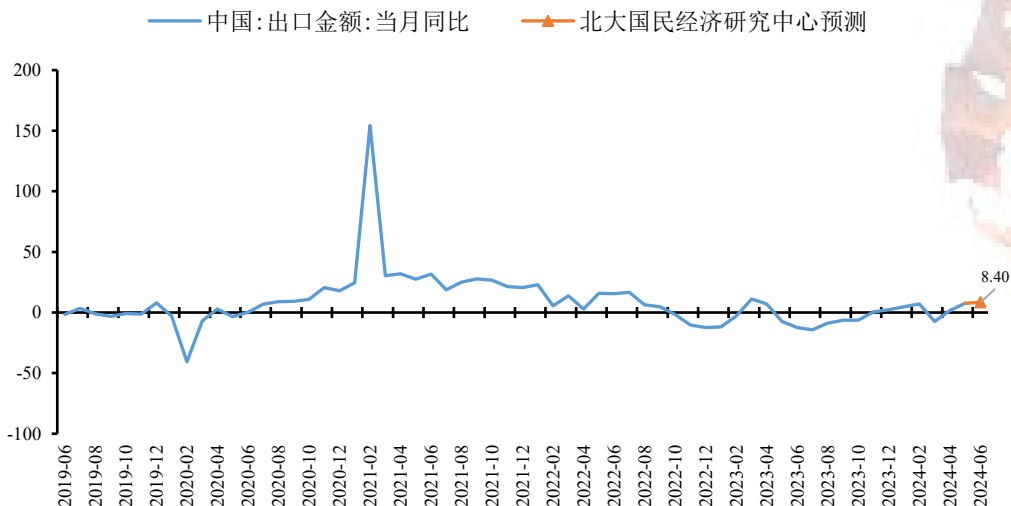


图5 出口增速当月同比及预测 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

进口部分: 国内经济走势平稳, 进口额增速或有上涨

预计 2024 年 6 月份进口金额同比增长 2.3%, 较 5 月份上涨 0.5 个百分点。

从拉升因素看: 国内经济释放复苏信号, 工业生产扩张利多进口。5 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%, 高于 2023 年的 4.6%, 工业生产恢复进行中, 工业品需求增加, 利多进口。

从压低因素看: 第一, 房地产去产能继续, 黑色大宗商品需求依然低迷。1-5 月份, 全国房地产开发投资同比下降 10.1%, 房地产开发产能依然在收缩, 抑制钢铁等大宗商品的需求, 利空进口。第二, 外贸摩擦继续, 技术封锁、贸易壁垒提高, 抑制中国进出口增速上涨。

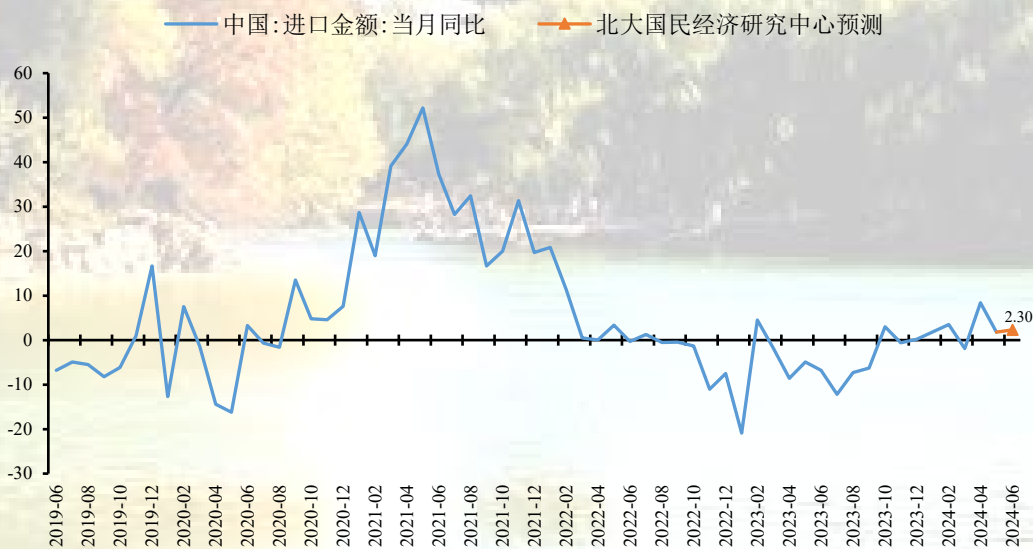


图6 进口增速当月同比及预测 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心



总体而言，宏观政策持续发力，中国国内经济释放复苏信号，但房地产去产能继续，贸易壁垒高企，预计 2024 年 6 月份进口金额同比增长 2.3%，较 5 月份上涨 0.5 个百分点。

CPI 部分：猪肉价格上涨，推动 CPI 增速小幅上行

预计 2024 年 6 月 CPI 同比增长 0.5%，较前期上涨 0.2 个百分点。

从拉升因素看：6 月猪肉价格出现明显的上涨，对本月 CPI 增速起到明显的拉升作用。通过对商务部公布的白条猪价格跟踪测算发现，6 月前三周，猪肉平均价格较 5 月份上涨近 15%。此外，鸡蛋价格也出现了逆季节上涨的状况。压低因素方面，当前外部环境不确定性不减，经济下行压力犹在，居民有效消费需求不足，抑制价格大幅上涨。

综合而言，尽管当前经济下行压力犹存，居民有效消费不足，受猪肉价格大幅上涨及鸡蛋等食品价格上涨推动，叠加基数效应，预计 2024 年 6 月份 CPI 同比增长 0.5%，较前期上涨 0.2 个百分点。

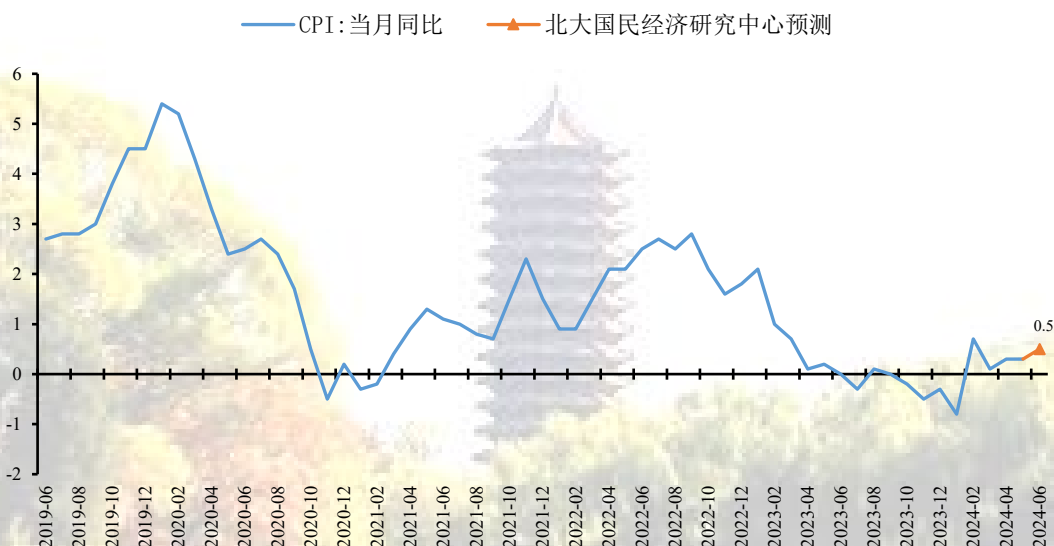


图 7 CPI 当月同比增速及预测 (%)

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

PPI 部分：需求端无大幅显著变化，工业价格继续底部徘徊

预计 2024 年 6 月份 PPI 同比下跌 0.6%，降幅较 5 月收窄 0.8 个百分点。

总体而言，6 月份上游主要工业品价格继续环比上涨。6 月，石油天然气方面，受复杂国际关系影响影响，原油价格小幅下跌，布油、美油月度期货结算均价分别较 5 月环比上涨 0.0%、0.2%；煤炭方面，整体供需偏松，煤炭多数品种市场价较上月出现不同程度回调；化工方面，市场价格较上期有所上涨；非金属方面，水泥价格则出现上涨；黑色金属方面，铁矿石月均期货结算价环比下降；有色金属方面，除电解铜价格环比下跌，铝、铅、锌等价格



均有小幅上涨；农业生产方面，尿素、硫酸钾复合肥市场价分别环比上涨 1.3%和 1.5%。

综合而言，国际油价主要受复杂国际环境影响小幅上涨，部分有色金属继续乏力上涨，国内需求无明显改变，工业生产价格同比低位震荡上行，预计 2024 年 6 月份 PPI 同比下跌 0.6%，降幅较前月收窄 0.8 个百分点。

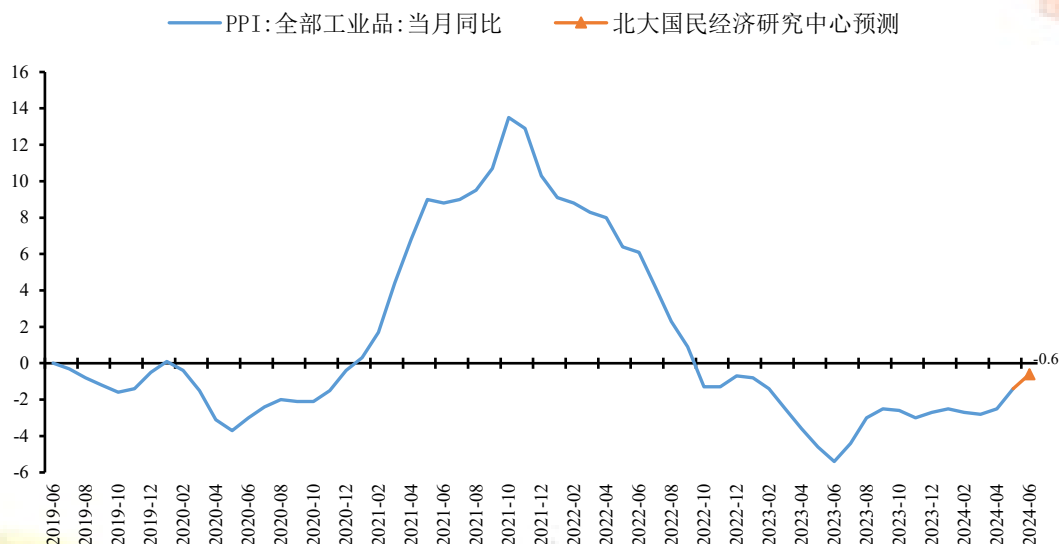


图 8 PPI 当月同比增速及预测 (%)

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

新增人民币贷款：稳增长政策发力但需求仍有不足，信贷规模同比少增

预计 2024 年 6 月新增人民币贷款 26000 亿元，同比少增 4500 亿元。

从拉升因素看：第一，财政政策加大发力，持续完善、落实政策准则，支撑信贷需求。6 月 25 日，财政部等四部门发布《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》（下称《通知》），中央财政决定对符合条件的经营主体设备更新银行贷款本金贴息 1 个百分点，贴息期限不超过 2 年。除了贴息之外，财政部门还采用补助资金、政府债券、税收、政府采购等多种工具来支持设备更新和消费品以旧换新等。比如，国家发展改革委安排中央预算内投资等资金，支持设备更新以及节能降碳、回收循环利用重点项目。财政部预拨中央财政资金 64.4 亿元支持汽车以旧换新，下达 5 亿元支持老旧农机报废。第二，多地楼市政策持续松绑支撑信贷。例如：5 月 17 日，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%。这也是商业性个人住房贷款首付比例的历史低点；央行设立 3000 亿保障性住房再贷款，收购已建成未出售商品房，用作保障性住房。中国人民银行按照贷款本金 60%发放再贷款，可带动银行贷款 5000 亿元。且随着 6 月 26 日，北京官方发文宣布，降低买房首付比例、降低贷款利率、支持多孩家庭购房和以旧换新。目前各大城市均出台楼市新政，表明各地政府对



稳房市拉经济的决心。第三，基本面持续回暖，一定程度支撑信贷。

从压低因素看：第一，房地产销售持续回暖有待观察。数据显示，截止到 2024 年 6 月 23 日，30 大中城市商品房成交面积累计同比下降 42.08%，商品房销售虽然随着受楼市松绑而震荡回暖，但目前并未出现明显拐点，后续能否有效支撑信贷规模需进一步观察。第二，市场经济复苏预期有待进一步稳固。从 5 月信贷数据看出居民户与企业对市场预期不稳，居民户多抱有预防性储蓄心理，出现大量提前还贷的现象，超前贷款消费欲望不及预期，抑制信贷增速。

综合而言，在稳经济、促恢复、扩内需等政策持续出台下，尤其是当前政府部门在财政端强力推动大规模设备更新和消费品以旧换新的政策落地，信贷规模有所支撑，但楼市回暖持续动力有待观察以及市场预期不稳在一定程度制约信贷扩张，叠加去年同期高基数，预计 2024 年 6 月新增人民币贷款 26000 亿元，同比少增 4500 亿元。

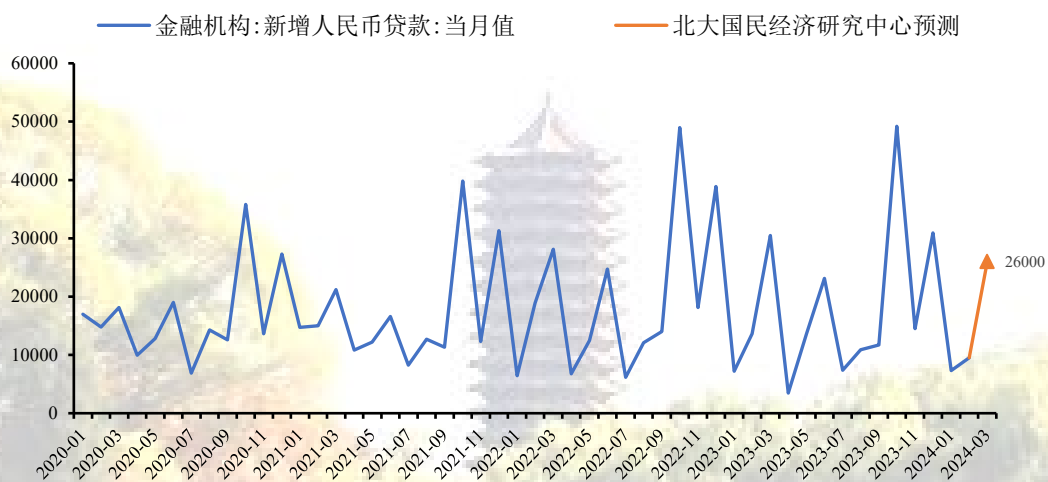


图 9 新增人民币贷款及预测 (亿元)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

M2: 稳增长政策叠加基数下降, M2 同比增速上行

预计 2024 年 6 月末 M2 同比增长 7.3%，较上期上升 0.3 个百分点。

一是 2024 年以来持续出台稳增长政策支持宏观经济稳定运行，信贷规模扩张。如近期国债发行速度增快，大规模设备更新和消费品以旧换新政策细则落地，以及楼市销售的进一步松绑，都将持续推动信贷规模扩大。二是基数开始走低。自 2023 年 5 月末 M2 同比增速持续下降，一定程度支撑本月同比增速。三是 5 月社会融资规模在财政发力的支撑下超预期回暖，后续有望保持支持力度，有利于货币增发。四是手工补息影响将逐步消退，后续数据有望好转。



综合而言，伴随央行推行稳健的货币政策精准有力，国内稳增长政策持续发力，增发国债、设备更新改造以及基数持续下降，共同支撑 M2 同比增速，有望缓解 M2 同比增速持续下降的现象，预计 2024 年 6 月末 M2 同比增长 7.3%，较上期上升 0.3 个百分点。

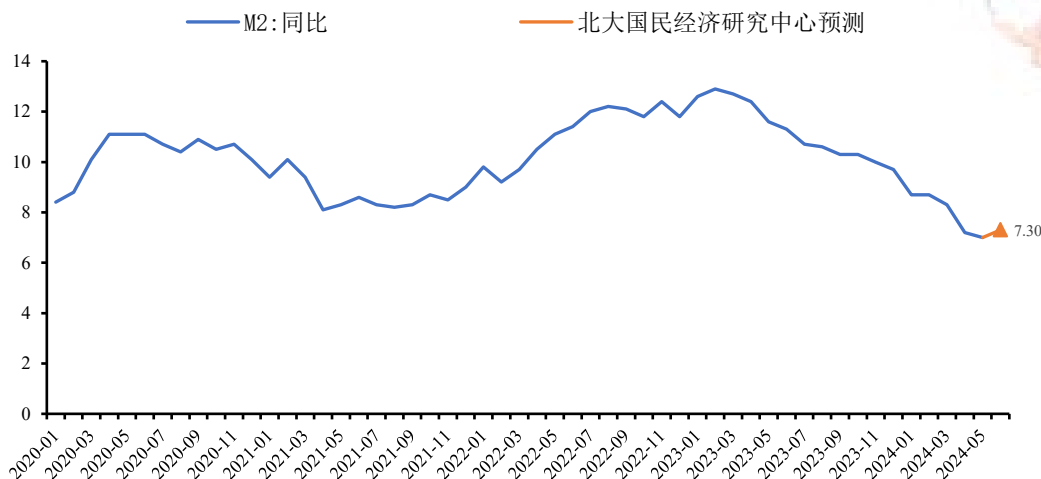


图 10 M2 当月同比增速及预测 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

人民币汇率部分：美元指数走高，人民币或稳中略降

预计 2024 年 7 月人民币汇率保持震荡，震荡区间为 7.32~7.10。

从拉升因素来看：中国国内基本面释放积极信号，利多人民币。近期数据显示，经济走势稳步复苏，政策落地效应显现，1-5 月规模以上工业增加值同比增长 6.2%，高于 2023 年 1.6 个百分点，外贸增速也有上行，经济基本面释放积极信号，利多人民币汇率。

从压低因素来看，第一，美国经济数据超预期反弹，基本面支撑美元走高，利空人民币；第二，除美国以外，欧洲、加拿大、澳大利亚等西方国家经济恢复缓慢，存在降息空间，使得美元指数被动上涨，利空人民币；其三，中美利差保持倒挂，截止到 6 月 28 日，10 年期美债收益率为 4.36%，10 年期国债收益率为 2.21%，中美利差持续倒挂，人民币承压。

综合而言，中国国内经济企稳，基本面释放积极信号，对人民币形成支撑。但受美国经济超预期反弹影响，美元指数走高，利空人民币。预计 2024 年 7 月人民币汇率在 7.32~7.10 区间双向波动。



图 11 人民币三大汇率

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心





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 7 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。