



# 基数效应影响，二季度 GDP 出现回调

——蔡含篇

点评报告

A0012-20240715

	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
<b>经济增长</b>					
GDP 当季同比 (%)	6.3	5.3	4.7	4.8	5.1
工业增加值同比 (%)	4.4	5.6	5.3	5.1	5.0
固定资产投资累计同比 (%)	3.8	4.0	3.9	4.0	4.1
社会消费品零售额同比 (%)	3.1	3.7	2.0	5.5	3.7
出口同比 (%)	-12.3	7.6	8.6	8.4	7.7
进口同比 (%)	-6.8	1.8	-2.3	2.3	4.3
贸易差额 (亿美元)	696.7	826.2	990.5	885	841.5
<b>通货膨胀</b>					
CPI 同比 (%)	0.2	0.3	0.2	0.3	--
PPI 同比 (%)	-4.6	-1.4	-0.8	-0.4	--
<b>货币信贷</b>					
新增人民币贷款 (亿元)	30500	9500	21300	26000	21327
M2 同比 (%)	11.3	7.0	6.2	7.3	6.7

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

联系人：蔡含篇

联系方式：

[gmjyji@pku.edu.cn](mailto: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

- 基数效应影响，二季度 GDP 出现回调
- 基数抬升压低增速，但工业经济仍平稳运行
- 居民有效需求不足，消费增速下滑
- 内外交错投资动力单一，投资增速低位前行
- 基数效应推动，出口增速继续上涨
- 价格走势平稳，基数效应 PPI 降幅收窄
- 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 年上半年，GDP 同比增长 5.0%，较一季度消化 0.3 个百分点，经济整体走势平稳，复苏继续。综合当前国内外经济形势，总体表现出喜忧参半，风险与机遇并存。“喜”则经济结构调整继续，高技术产业增加值、高技术产业投资增速均保持高速增长，成为推动当前经济增长的动力之一；“忧”则经济发展内生动力依然不足，经济增长短期内对政策推动依赖性依然较大，外部环境复杂多变状况依然存在。

**GDP 部分：**二季度 GDP 同比增长 4.7%，较一季度下滑 0.6 个百分点，主要受去年同期高基数效应影响。2023 年二季度，GDP 同比增长 6.3%，较一季度上涨 1.8 个百分点，对本季度形成了明显的高基数效应。从三大产业来看，与 2023 年同期相比，三产增速下滑，二产增速上涨是维持经济增速的主要动因。

### 供给端

2024 年 6 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.3%，较上期下降 0.3 个百分点，高于市场预期，其中高技术产业同比增长 8.8%，显著高于其他分项。2024 年 1-6 月，规模以上工业增加值同比增长 6.0%，较上期下降 0.2 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，工业经济平稳运行态势得到有力支撑，但受去年同期基数抬升的影响，工业增加值同比增速略微回落。

### 需求端

**消费方面：**2024 年 6 月，社会消费品零售总额同比增长 2.0%，较前月下滑 1.7 个百分



点；上半年，社会消费品零售总额同比增长 3.7%，较一季度下滑 1.0 个百分点。6 月消费额增速下滑明显，除粮油、食品消费额增速保持高速增长外，其他商品消费额增速均出现不同程度下滑，结合当前居民收入、价格、金融数据，反映出当前居民收入预期不稳，抑制居民消费需求扩张。

**投资方面：**2024 年 1-6 月，固定资产投资同比增长 3.9%，较 1-5 月下滑 0.1 个百分点，较一季度下滑 0.6 个百分点。房地产市场低迷，仍在探底当中是拉低当前投资增速的主要因素之一；另外，当前外部环境多变，外需收缩，企业利润下滑，抑制民企投资积极性。三产投资增速下滑显著，投资增速仅靠二产维持，经济增长动力不足，对政策依赖较大，潜在风险不减。

**出口方面：**2024 年 6 月，出口总额同比增长 8.6%，较 5 月上涨 1.0 个百分点。6 月尽管中国的外部环境再度趋紧，欧盟上调从中国进口电动汽车关税，但美国、日本等主要国家经济恢复继续，外部需求走势平稳，叠加明显的低基数效应，使得 6 月出口金额增速继续上行，较前期升 1.0 个百分点。

**进口方面：**2024 年 6 月，进口总额同比增长-2.3%，较 5 月下降 4.1 个百分点。中国国内经济走势平稳，但 2024 年 5 月制造业 PMI 为 49.5，连续两月位于荣枯线以下，制造业企业景气水平有所回落，叠加低基数效应消失，使得 6 月进口金额增速继续小幅回落，较前期降 4.1 个百分点。

### 价格

**CPI：**2024 年 6 月，CPI 同比增长 0.2%，较上月跌 0.1 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。本月一方面，受季节因素影响，果蔬上市供给充足，大部分食品价格下降；另一方面，猪肉产能下调，猪肉价格明显上涨，叠加非食品价格走势平稳，整体 CPI 同比增速几乎与前月持平。此外，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增长 0.6%，也与前月持平。

**PPI：**2024 年 6 月，PPI 同比下跌 0.8%，较上月升 0.6 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。

### 货币金融

**社会融资：**2024 年 6 月，社会融资规模增加 32982 亿元，较去年同期少增 9283 亿元，低于市场预期。整体而言，6 月社会融资规模财政方面依然提供较强支撑，但无法弥补因有



效需求不足导致内生性需求不足的缺口。

**人民币贷款：**2024年6月，新增人民币贷款21300亿元，同比少增9200亿元，不及市场预期。整体而言，6月份新增人民币贷款规模上季节性回升，但同比大幅少增，为年内同比少增最明显的单月，票据冲量并不明显，企业贷款结构稍有改善，居民及企业的短期、中长期贷款依然处于颓势，同期大幅少增，对信贷数据构成拖累。

**M2：**2024年6月末，狭义货币（M1）余额66.06万亿元，同比下降5%，较上期下降0.8个百分点；广义货币（M2）余额305.02万亿元，同比增长6.2%，较上期下降0.8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再创该指标有记录以来新低，M1负增幅度扩大，M2-M1增速剪刀差在高位保持，既有经济内需活力不足，消费、投资意愿下降的原因，又由于“挤水分、防空转”的监管导向，货币扩张节奏继续放缓。





## 正文

### GDP：基数效应影响，二季度 GDP 出现回调

2024 年上半年国内生产总值为 616836 亿元，同比增长 5.0%，较 2023 年下降 0.2 个百分点。其中，第一产业增加值 30660 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 236530 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 349646 亿元，增长 4.6%。受明显的基数效应影响，第二季度 GDP 增速出现回调。2023 年二季度，GDP 同比增长 6.3%，较一季度上涨 1.8 个百分点，对本季度形成了明显的高基数效应。

具体而言，从需求端来看，房地产探底继续，抑制三产投资上涨，2024 年上半年全国固定资产投资 245391 亿元，同比增长 3.9%，较一季度下滑 0.6 个百分点。受收入增速放缓叠加基数效应影响，2024 年上半年社会消费品零售总额 235969 亿元，同比增长 3.7%，较一季度下降 1.0 个百分点。国外需求也呈现改善态势，进出口增速继续小幅上涨。2024 年一季度货物进出口总额 29801 亿美元，同比增长 2.9%。从供给端看，2024 年上半年全国规模以上工业增加值同比增长 6.0%，较一季度下滑 0.1 个百分点，工业生产稳步复苏。

总体而言，2024 年二季度经济运行平稳，受基数效应影响出现回调，房地产开发投资拖累固定资产投资，进出口增速继续小幅上涨，上半年 GDP 实现 5.0% 的增速。

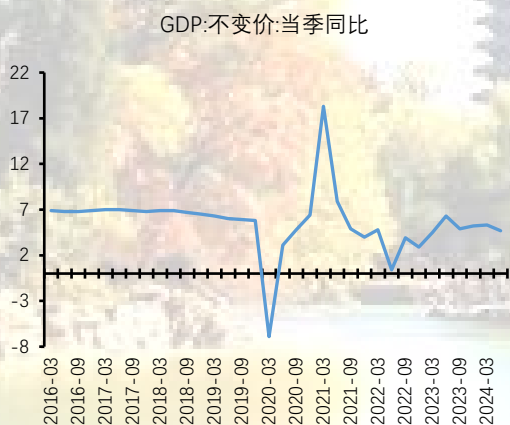


图 1 中国 GDP 当季同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

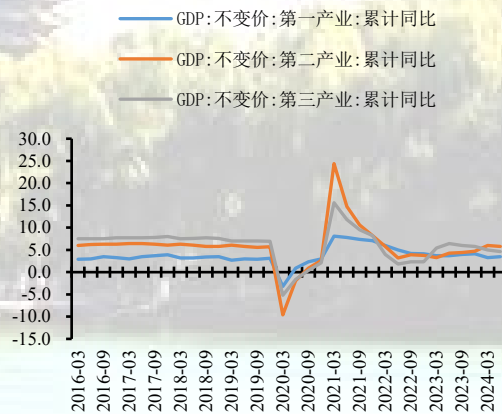


图 2 一、二、三产业 GDP 累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

### 工业增加值部分：基数抬升压低增速，但工业经济仍平稳运行

2024 年 6 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.3%，较上期下降 0.3 个百分点，高于市场预期，其中高技术产业同比增长 8.8%，显著高于其他分项。2024 年 1-6 月，规模以



上工业增加值同比增长 6.0%，较上期下降 0.2 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，工业经济平稳运行态势得到有力支撑，但受去年同期基数抬升的影响，工业增加值同比增速略微回落。

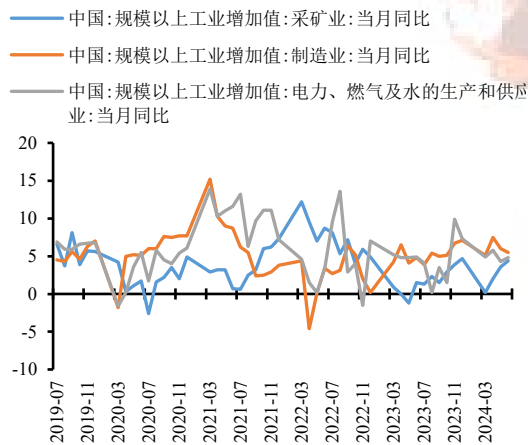
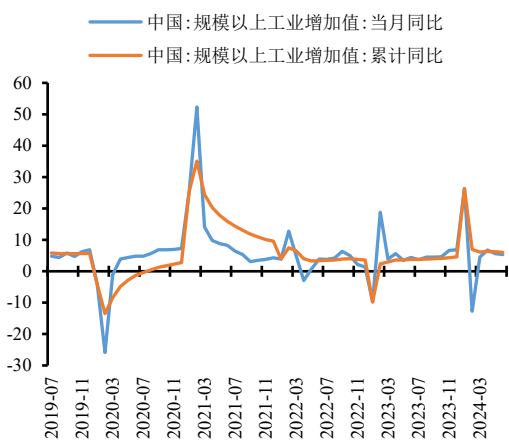


图 3 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

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

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

分三大门类看，2024 年 6 月采矿业增加值同比增长 4.4%，制造业同比增长 5.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 4.8%，分别较上期变化 0.8、-0.5、0.5 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，而采矿业同比增速边际提升，可能因楼市政策松绑以及相关基建项目推进加速所致，支撑上游行业对本月工业产出边际改善。

分企业性质看，2024 年 6 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 3.0%、5.9%、2.9%、5.7%，分别较上期变化 -0.6、-0.5、0.4、-0.2 个百分点。其中，商及港澳台投资企业得益于去年同期低基数实现边际增速提升，而其他企业均受去年同期基数抬升的影响出现环比下降，这也一定程度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，6 月同比增速达到了 8.8%，连续多月快速增长，累计增速 8.7%，较上期持平，显示高技术产业依然是未来我国经济发展的重要增长点。

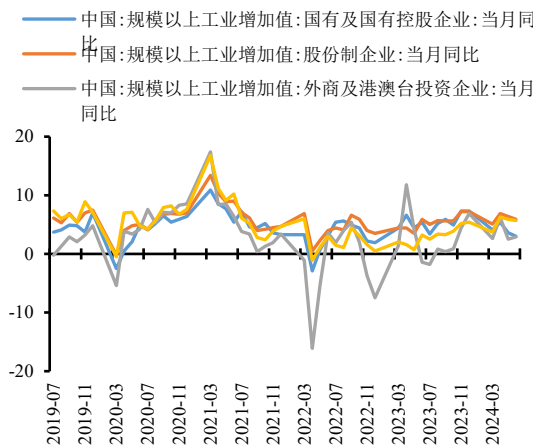


图 5 各类企业工业增加值当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

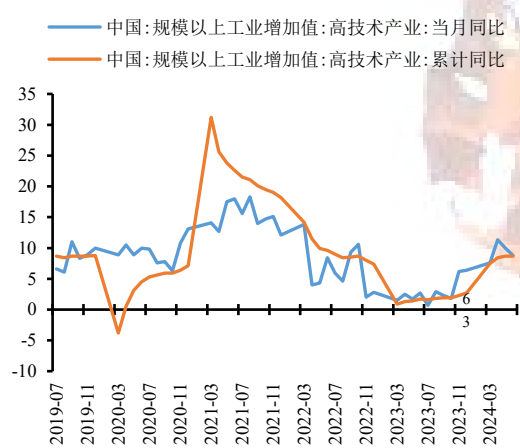


图 6 高技术产业工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

### 消费部分：居民有效需求不足，消费增速下滑

2024 年 6 月份，社会消费品零售总额同比增长 2.0%，较 5 月份下降 1.7 个百分点；上半年，社会消费品零售总额同比增长 3.7%，较一季度下滑 1.0 个百分点。

与前几月受基数效应影响，消费额增速上下波动不同，本月消费额增速的小幅下调是在去年同期存在低基数效应的基础上出现的。2023 年 6 月，社零增速为 3.1%，较 2023 年 5 月下降 9.6 个百分点，对本月形成了明显的低基数效应。一般来说，只要新增消费不存在明显的下滑，本月社零增速会有一定的上涨，但本月消费额增速却是小幅下滑，反映出当前居民有效需求不足，这也与当前的价格、居民存贷款数据相契合的。

2024 年上半年，全国居民人均可支配收入 20733 元，同比名义增长 5.4%，较一季度下滑 0.8 个百分点。其中，工资性收入下滑 1.0 个百分点，财产性收入下滑 1.1 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，6 月份，除粮油食品消费额增速保持高速增长外，其他商品的消费额均呈不同程度的下滑。其中，化妆品类、体育、娱乐用品类、消费额增速下滑幅度最大，分别为 33.3、21.7 个百分点；受房地产市场低迷影响，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-7.6%、1.1%、-4.4%。

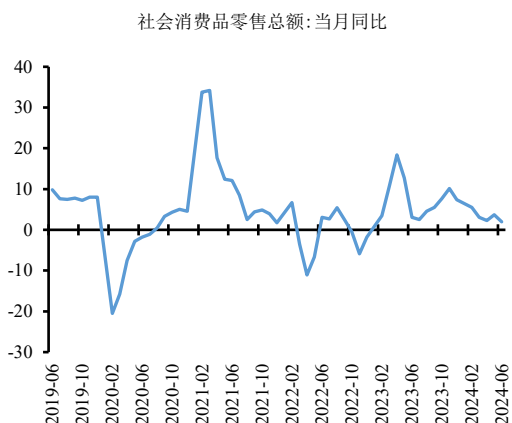


图7 社会消费品零售总额当月同比增速(%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

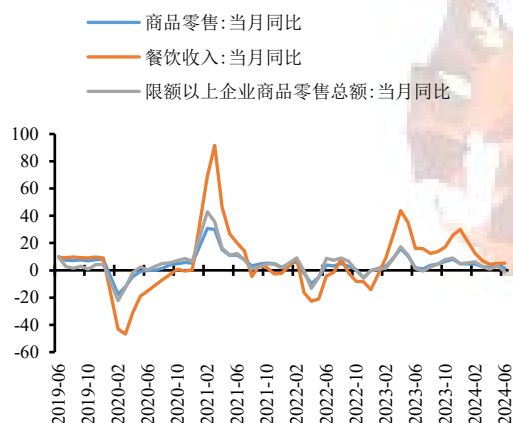


图8 餐饮收入和商品零售当月同比增速(%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

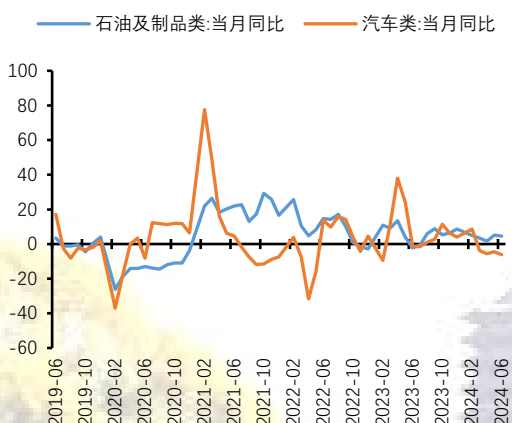


图9 各类零售额当月同比增速(%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

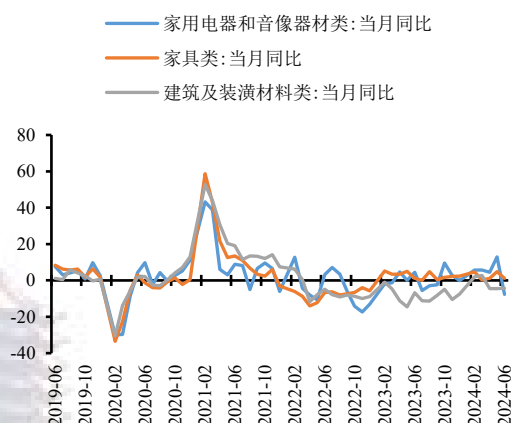


图10 各类零售额当月同比增速(%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

### 投资部分: 内外交错投资动力单一, 投资增速低位前行

2024年1-6月份, 全国固定资产投资同比增长3.9%, 较1-5月份下滑0.1个百分点, 投资增速小幅下滑。其中, 一、二产增速上涨三产下滑, 分别较前期上涨0.1、0.1、-0.2个百分点。传统投资大户, 基建增速小幅下降, 房地产投资底部徘徊, 分别较前期上涨-0.3、0.0个百分点。

一方面, 得益于“大规模设备更新”政策落实, 2024年以来, 设备工器具购置增速保持高速增长值, 1-6月同比增长17.3%, 高于全部投资增速13.4个百分点, 是当前推动投资需求的主要支撑; 另一方面, 房地产市场低迷, 仍在探底进程中, 房地产投资增速大幅下滑是拉低当前投资增速的主要因素之一。同时, 当前外部环境多变, 外需收缩, 企业利润下滑, 抑制民企投资积极性。尽管5月中欧互动频繁, 贸易关系改善, 但6月随着欧盟对中国电动汽车加征关税、北约峰会的召开, 中欧关系、中美关系、中国外部环境再现紧张趋势。外需收缩、产业链断裂影响企业利润增长, 1-5月工业企业利润同比增长3.4%, 较前期下滑0.9个





百分点。持续低迷的企业利润降低了民间投资的积极性，1-6月民间投资同比增长0.1%，低于全部投资3.8个百分点。

综合来看，当前三产投资增速下滑显著，投资增速仅靠二产维持，经济增长动力不足，对政策依赖较大，潜在风险不减。

调结构方面，高技术产业投资继续引领全部投资上涨。1-6月份，高技术产业投资同比增长10.6%，较全部投资增速高6.7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10.1%、11.7%。可见，无论是制造业还是服务业，高技术产业是全面发展的。

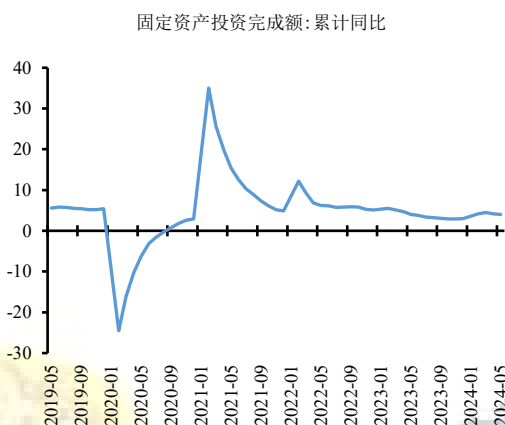


图 11 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

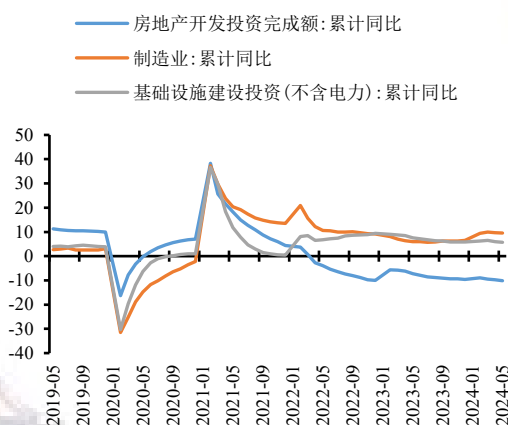


图 12 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

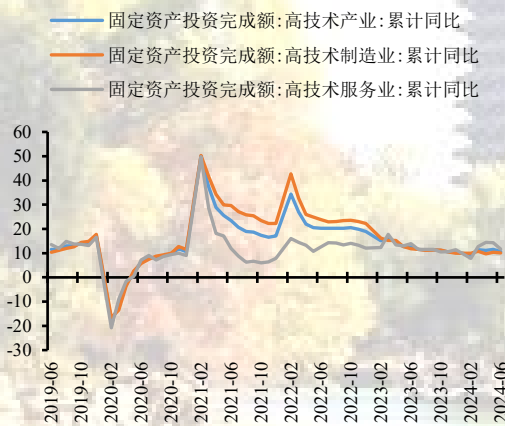


图 13 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

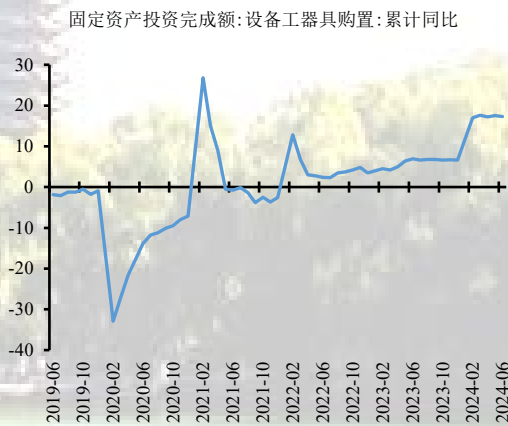


图 14 设备工器具购置累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

进出口部分: 基数效应推动, 出口增速继续上涨

2024年6月份,按美元计价,中国进出口总额5166.6亿美元,同比增长3.9%。其中,出口总额3078.5亿美元,同比增长8.6%;进口总额2088.1亿美元,同比增长-2.3%;贸易顺差990.5亿美元。总体来看,6月份出口额增速继续上涨,进口额增速小幅回调。

出口方面,6月尽管中国的外部环境再度趋紧,欧盟上调从中国进口电动汽车关税,但



美国、日本等主要国家经济恢复继续，外部需求走势平稳，叠加明显的低基数效应，使得6月出口金额增速继续上行，较前期升1.0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，连续两月位于荣枯线以下，制造业企业景气水平有所回落，叠加低基数效应消失，使得6月进口金额增速继续小幅回落，较前期降4.1个百分点。

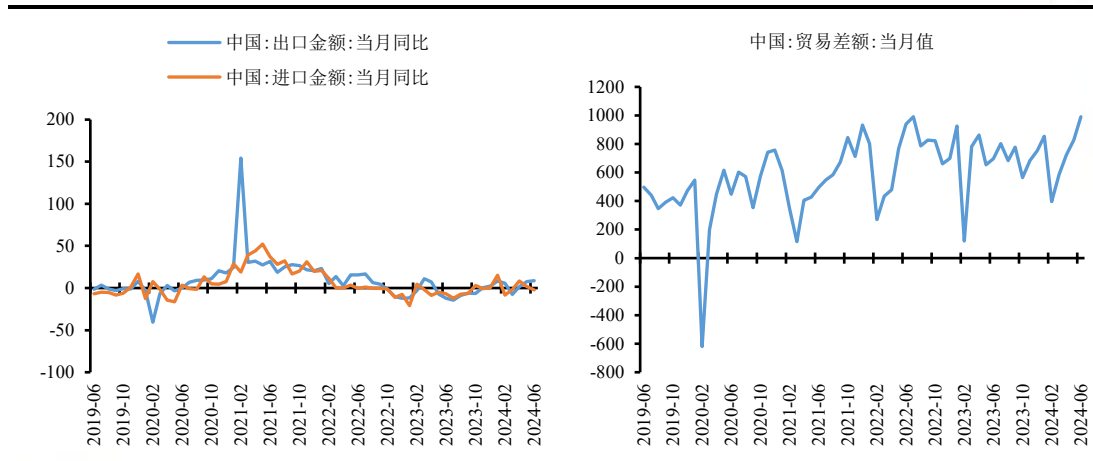


图 15 进出口额增速：当月同比（%）

图 16 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

### 主要国家经济恢复叠加基数效应，出口增速继续上涨

2024年6月份，出口总额3078.5亿美元，同比增长8.6%，较前月升1.0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6月份，出口额同比下降12.3%，较2023年5月份低4.9个百分点，对本月形成低基数效应。外部环境方面，6月中国外部环境再度趋紧，欧盟对华电动汽车增加关税。继5月14日，美国针对中国电动汽车的关税将从此前的25%提升至100%后，6月12日，欧盟委员会发表声明，拟从7月4日起对中国进口的电动汽车征收临时反补贴税。

需求方面，6月主要国家经济复苏继续，实体经济数据好于5月份。6月，美国Markit制造业PMI为51.7，较5月上涨0.8个百分点；日本的制造业PMI为50.0，也位于荣枯线以上。

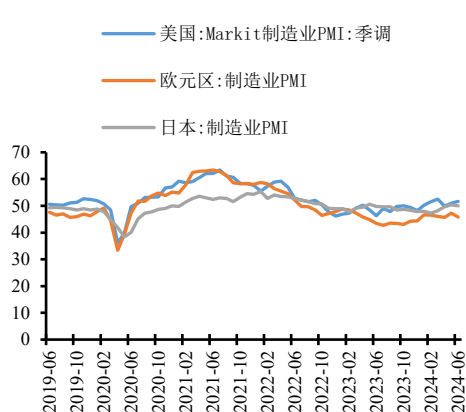


图 17 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

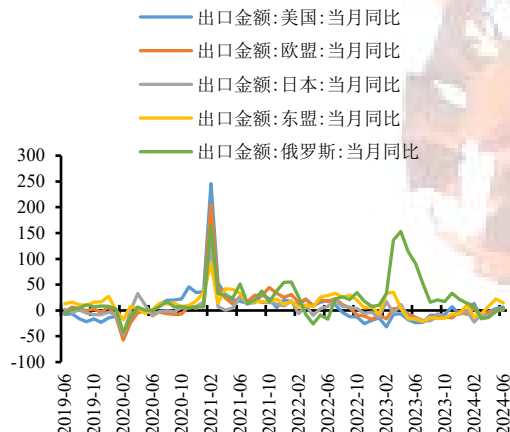


图 18 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 6 月的国别出口来看，中国对欧盟、美国、日本出口的当月同比增速分别为 4.1%、6.6%、0.9%，均较前期存在不同程度上涨，中国对欧盟的出口额增速涨幅最大。受高基数效应消失，6 月份中国对俄罗斯的出口额也有负转正，为 3.5%。

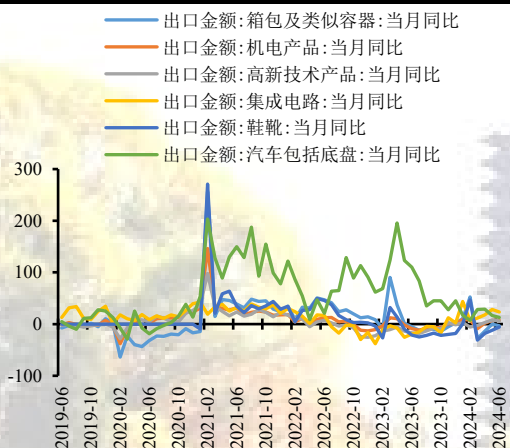


图 19 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

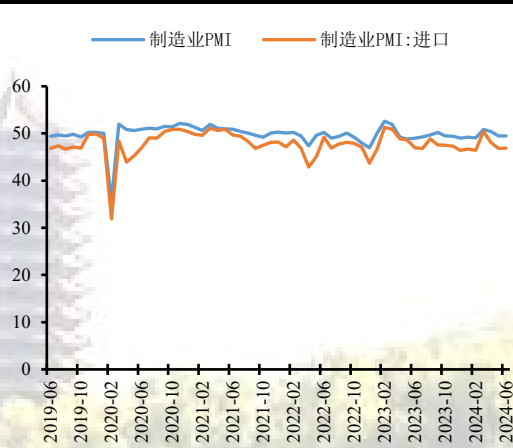


图 20 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 6 月的具体商品出口来看，中国出口机电产品 1792.50 亿美元，占中国出口总额的 58.23%，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 138.62 亿美元，同比增长 23.4%，较前期降 5.1 个百分点；高新技术产品出口为 730.14 亿美元，同比增长 6.3%，较前期降 1.8 个百分点；汽车出口 873.4 亿美元，同比增长 12.6%，继续保持高位增长。

### 经济平稳运行，进口额增速小幅回调

2024 年 6 月，进口总额 2088.1 亿美元，同比增长 -2.3%，进口额增速继续小幅回调，较前期降 4.1 个百分点。6 月中国国内经济运行平稳，但推动前期进口额增速高涨的地基数效应消失，导致本月进口额增速继续小幅回调，增速有正转负。6 月中国制造业 PMI 为 49.5，



与前月持平，制造业景气度基本稳定，但依然位于荣枯线以下，内部需求有待进一步释放。

从6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-1.7%、-6.8%、-10.6%和-4.8%，分别较前期升6.1、0.0、-12.2、-10.9个百分点。其中，中国从日本的进口额增速下降最快。

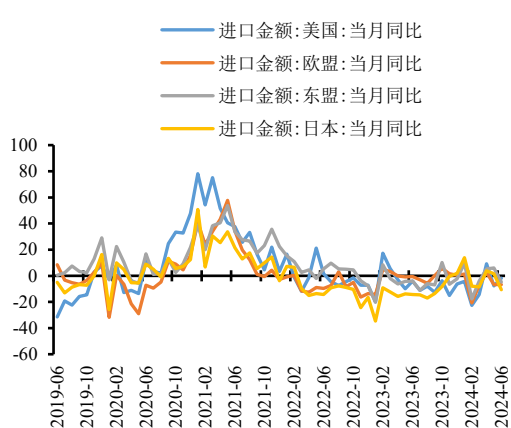


图 21 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

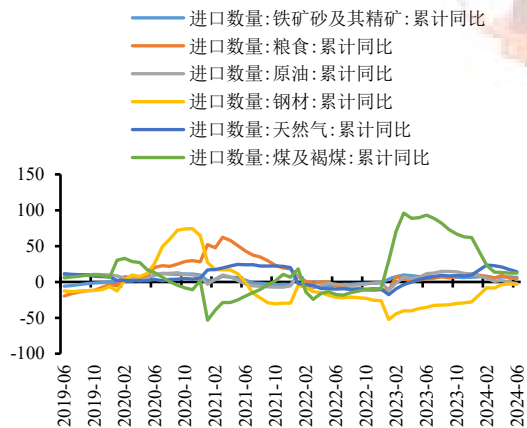


图 22 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从6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6.2%、-2.3%、12.5%、14.3%和-3.3%，与前期相比，除大宗商品的进口增速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4.7%，较前期降0.6个百分点，肉类数量进口累计同比增速为-13.4%，降幅较前期下降1.9个百分点。

价格部分：价格走势平稳，基数效应PPI降幅收窄

2024年6月，CPI同比增长0.2%，较上月跌0.1个百分点，环比增长-0.2%，较上月跌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，新涨价影响约为0.0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。本月一方面，受季节因素影响，果蔬上市供给充足，大部分食品价格下降；另一方面，猪肉产能下调，猪肉价格明显上涨，叠加非食品价格走势平稳，整体CPI同比增速几乎与前月持平。此外，扣除食品和能源价格的核心CPI同比增长0.6%，也与前月持平。

2024年6月，PPI同比下跌0.8%，较上月升0.6个百分点，环比增长-0.2%，降幅较上月跌0.4个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-0.1个百分点；新涨价影响约为-0.7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。



总体而言，居民消费端中，供给充足使得 CPI 增速低位徘徊，本月猪肉产能收缩，叠加季节因素食品价格增速不变，非食品价格增速走势平稳，使得本月 CPI 同比增速与前月几乎持平。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，本月受基数效应影响，PPI 同比降幅收窄。

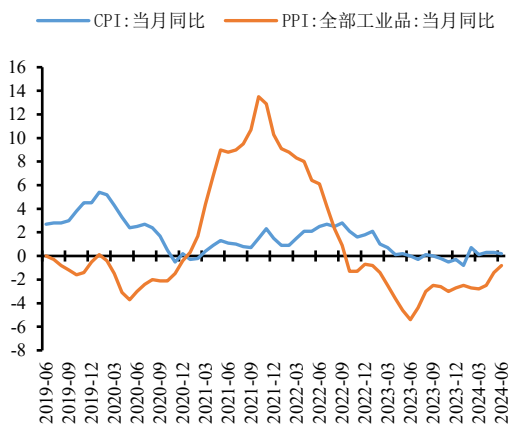


图 23 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

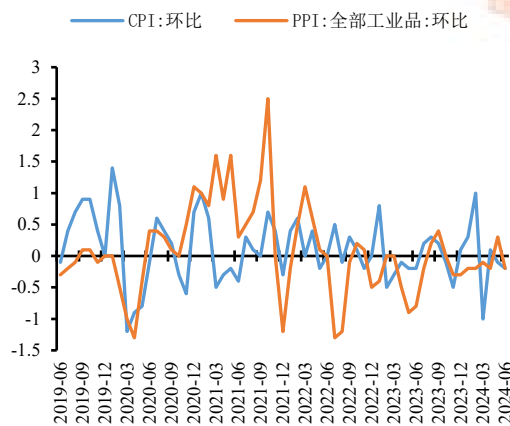


图 14 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

季节因素叠加猪肉产能收缩，食品价格增速走势不变

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。6 月份，猪肉供给收缩，同时果蔬供给增加，食品价格增速几乎没变；非食品价格增速走势平稳，与上月持平，整体居民消费价格增速与上月基本持平。具体而言：食品价格同比降幅回落 0.1 个百分点，除猪肉价格增速上涨以外，果蔬等其他食品价格增速有不同程度下降；非食品价格同比增速不变，租赁房租、家用器具、中药等价格增速小幅下滑。

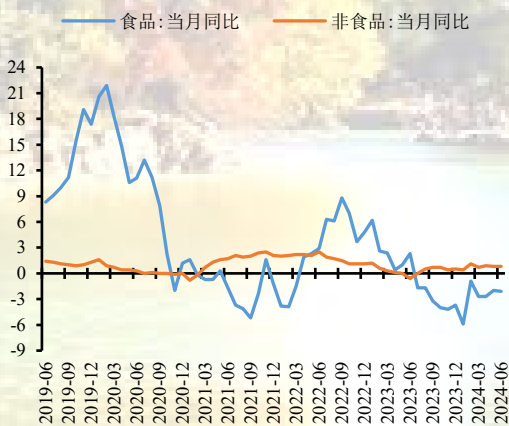


图 25 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

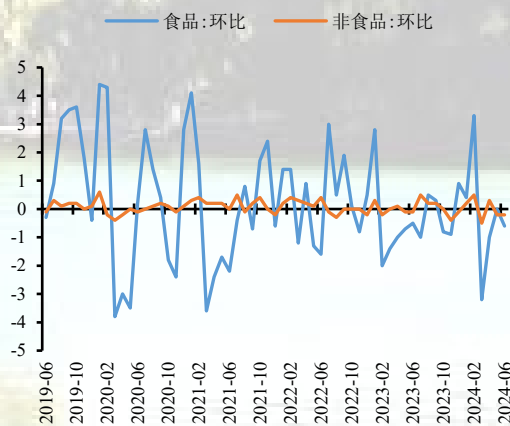


图 26 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

食品项中，从同比看，食品价格下跌 2.1%，降幅较前月回落 0.1 个百分点，果蔬供给



充足，叠加猪肉产能收缩，使得食品价格增速基本没变。总体而言，食品项八大类价格同比分化（3 涨、5 跌、0 持平），其中鲜菜同比幅度最大（-7.3%）；较上月同比变动分化（3 正、5 负、0 不变），其中鲜菜同比变动最显著（9.6%）。

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
6 月同比	0.4	-4.2	-7.3	3.5	1.2	-3.9	-1.8	-8.7
同比变动	-0.1	0.9	-9.6	5.7	-1.1	3.5	-0.1	-2.0

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

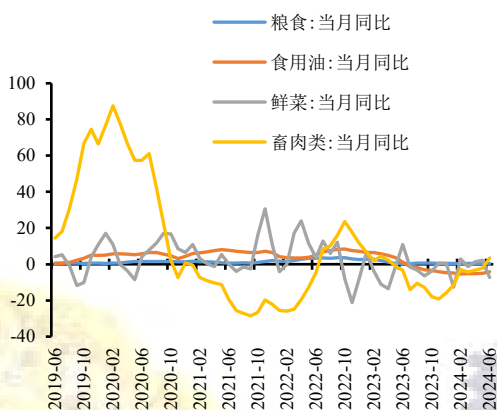


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

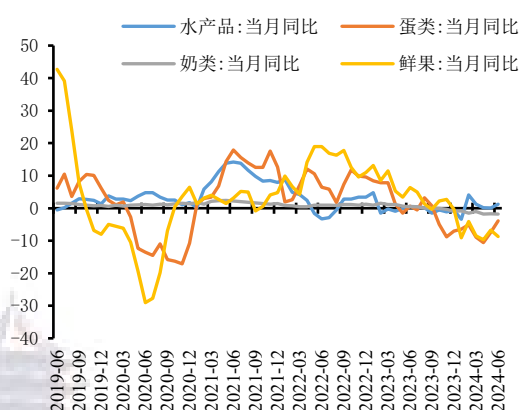


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

从环比看，食品价格环比增速下降 0.6%，较前月下降 0.6 个百分点。受季节因素影响，6 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 7.3%；夏季蛋鸡产蛋率下降，蛋类价格环比上涨 1.5%。另外，受产能收缩影响，6 月猪肉价格环比增长 11.4%。

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（-7.3%），较上月环比变动分化（2 正 6 负 0 不变），其中鲜果环比变动幅度最大（-6.8%）。

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
6 月环比	-0.1	0.0	-7.3	4.5	-0.2	1.5	-0.2	-3.8
环比变动	-0.1	0.3	-4.8	4.9	-0.1	-0.7	-0.2	-6.8

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

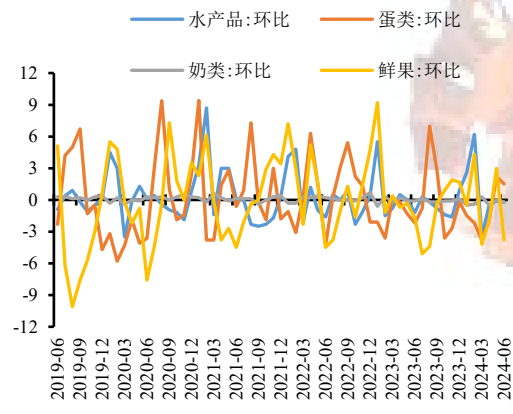
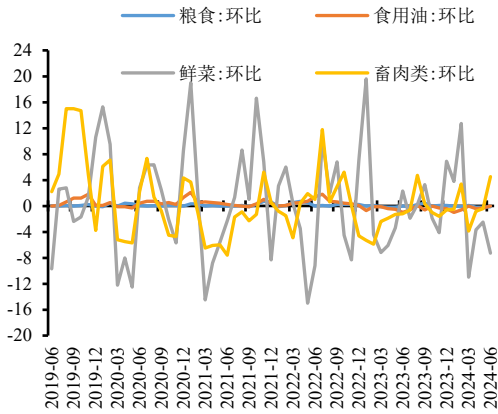


图 29 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

图 30 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

数据来源: 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

非食品价格涨跌不一，整体增速不变

非食品项中，从同比看，非食品价格上涨 0.8%，与上月持平，影响 CPI 上涨约 0.64 个百分点。其中，服务价格同比增长 0.7%，较前月下滑 0.1 个百分点；工业消费品价格增速小幅上涨。

总体而言，非食品七大类价格同比普涨（6 涨、1 跌、0 持平），其中其他用品项同比涨幅最高（+4.0%），较上月同比变动分化（2 正 2 负 3 不变），其中其他用品同比变动最明显（0.4%）。

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
6 月同比	1.5	0.2	0.9	-0.3	1.7	1.5	4.0
同比变	-0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.4

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

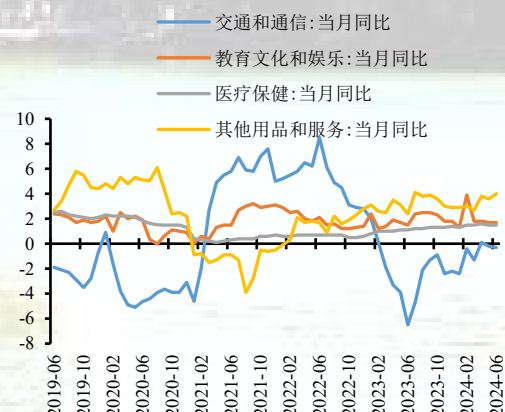
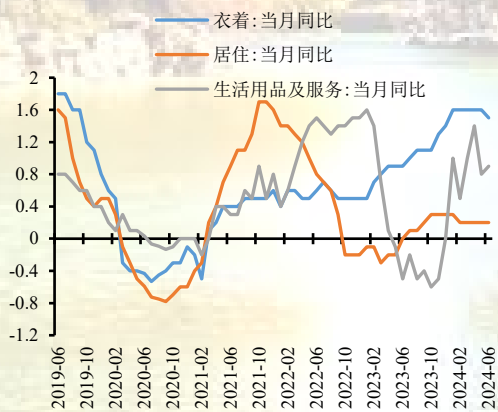


图 31 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

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: 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%,与前月持平,影响CPI环比约下降0.13个百分点。暑期临近,6月飞机票、交通工具租赁及长途车票价格出现不同程度的上涨。

总体而言,非食品项七大类价格环比分化(2正、5负、0持平),其中交通通信环比幅度最高(-0.6%),较上月环比变动分化(4正、3负、0不变),其中衣着环比变动最显著(-0.6%)。

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
6月环比	-0.2	0.1	-0.4	-0.6	-0.2	0.1	-0.2
环比变动	-0.6	0.2	0.3	0.2	-0.1	0.1	-0.3

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

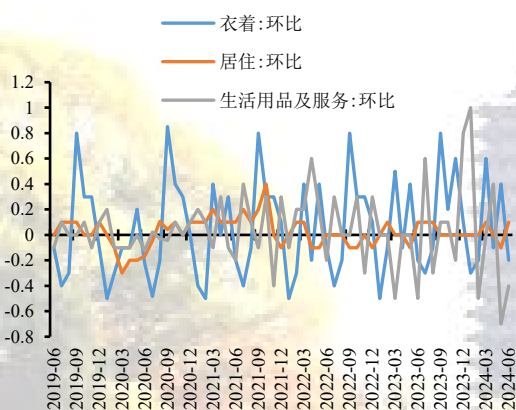


图33 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

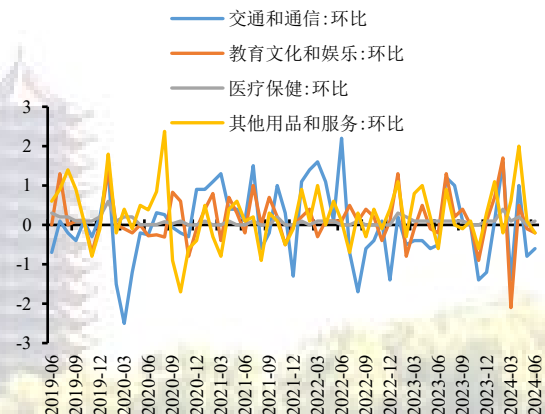


图34 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源: 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,但工业品价格环比再次转负,本月受基数效应影响,同比降幅依然收窄,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,但本月降幅与前月持平。



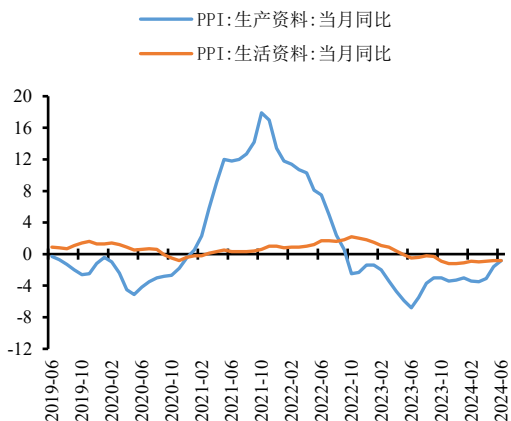


图 35 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

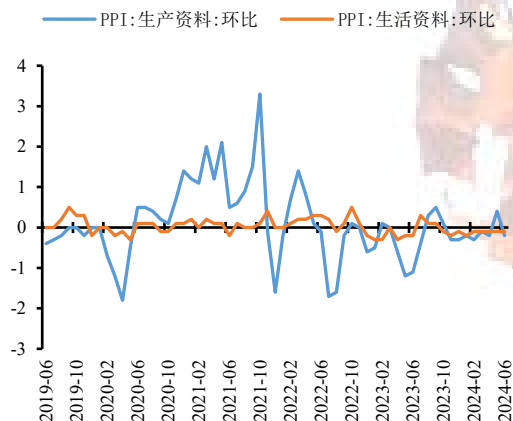


图 36 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从同比看, 6月PPI下跌0.8%, 较上月升0.6个百分点, 这主要受基数效应影响。6月, PPI环比增速再次转负, 较前月下跌0.4个百分点。受基数效应影响, 生产资料价格增速继续收窄, 同比下降0.8%, 较前月收窄0.8个百分点, 其中原材料价格增速上涨0.9个百分点; 受中下游工业需求不足影响, 生活资料价格同比下跌0.8%, 跌幅与前月持平, 其中耐用消费品价格同比下降最为明显。

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
6月同比	2.7	1.6	-2.0	-0.2	0.0	-0.1	-2.1
同比变动	3.9	1.1	0.6	0.5	-0.4	-0.1	-0.3

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

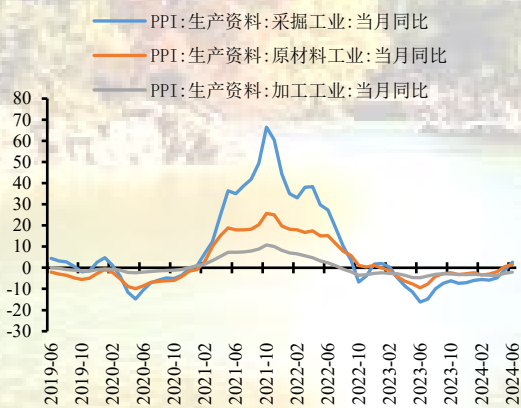


图 37 生产资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

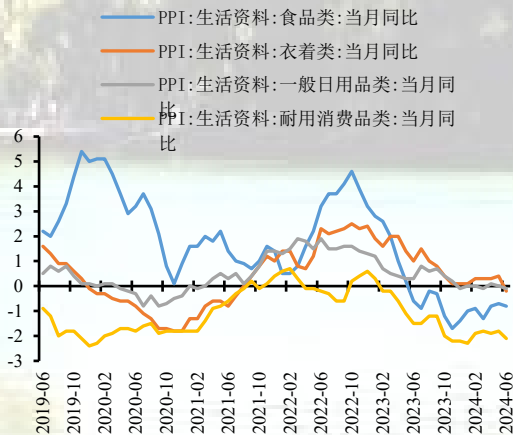


图 38 生活资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 6月PPI环比增长-0.2%, 增速再次转负。受工业中下游生产需求回落影响,



生产资料价格增长-0.2%，较上月下降 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。

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
6 月环比	0.3	-0.5	-0.1	0.3	-0.1	0.0	-0.7
环比变动	-0.1	-1.4	-0.2	0.5	-0.2	0.0	-0.4

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

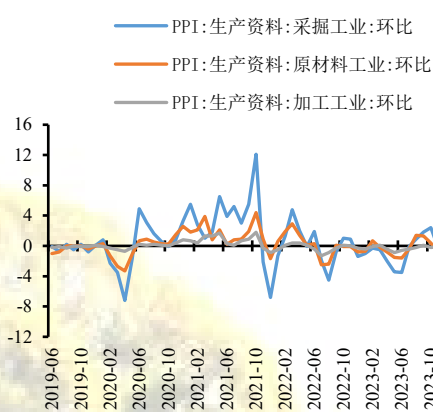


图 39 生产资料价格分项环比增速（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

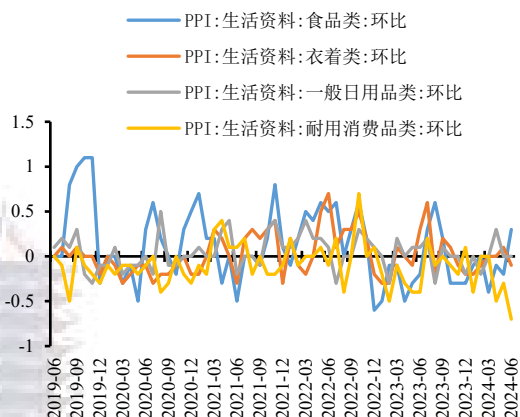


图 40 生活资料价格分项环比增速（%）

数据来源：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 6 月，社会融资规模增加 32982 亿元，较去年同期少增 9283 亿元，低于市场预期。整体而言，6 月社会融资规模财政方面依然提供较强支撑，但无法弥补因有效需求不足导致内生性需求不足的缺口。

2024 年 6 月，新增人民币贷款 21300 亿元，同比少增 9200 亿元，不及市场预期。整体而言，6 月份新增人民币贷款规模上季节性回升，但同比大幅少增，为年内同比少增最明显的单月，票据冲量并不明显，企业贷款结构稍有改善，居民及企业的短期、中长期贷款依然处于颓势，同期大幅少增，对信贷数据构成拖累。

2024 年 6 月末，狭义货币（M1）余额 66.06 万亿元，同比下降 5%，较上期下降 0.8 个百分点；广义货币（M2）余额 305.02 万亿元，同比增长 6.2%，较上期下降 0.8 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 增速剪刀差在高位保持，既有经济内需活力不足，消费、投资意愿下降的原因，又由于“挤水分、防空转”的监管导向，货币扩张节奏继续放缓。

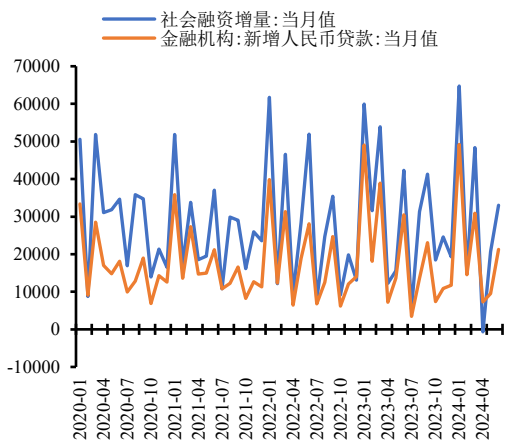


图 41 社会融资规模和新增人民币贷款（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

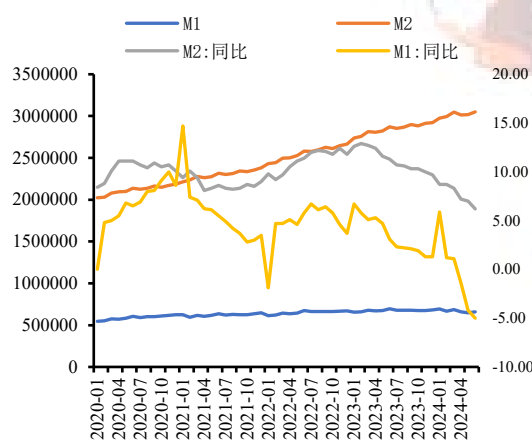


图 42 M1 和 M2（左：亿元；右：%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 财政逐步发力，有效需求仍需提振

2024 年 6 月，社会融资规模新增 32982 亿元，较去年同期少增 9283 亿元，低于市场预期。从结构上看，政府债券发行较上个月略有放缓，6 月政府债券净融资达 8487 亿元，同期多增 3116 亿元，依然对社会融资形成主要支撑；新增信托贷款在基数小的情况下实现同比大幅多增，同期多增 902 亿元；新增人民币贷款则难改同比大幅少增的趋势，较去年同期少增 10453 亿元，严重拖累社融规模增长；由于政策上持续引导淡化对数量目标的关注，季末票据冲量力度不强，本月新增未贴现银行承兑汇票较同期少增 1356 亿元。整体而言，6 月社会融资规模财政方面依然提供较强支撑，但无法弥补因有效需求不足导致内生性需求不足的缺口。

表内融资同比少增 11068 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需求有待进一步刺激恢复，另一方面可能受去年发力前置形成的同期高基数影响。

表外融资同比少增 399 亿元，受政策引导影响，6 月末银行与往年不同没有明显冲量行为，未贴现银行承兑汇票同期少增 1356 亿元，信托贷款本月大幅增加，同比多增 902 亿元，而委托贷款在去年同期低基数水平小幅波动，影响不大。

企业直接融资同比少增 667 亿元，其中企业债净融资 2128 亿元，虽同比少增 121 亿元，



但环比边际明显改善，环比增加 1843 亿元，在化债背景下，主要目的依然是借新还旧。股票融资因当前国内股市依然信心不足持续同比少增，同期少增 546 亿元。

政府债券同比多增 3116 亿元，是本月社融规模的主要支撑，但政府债券发行较上月略有放缓。财政持续发力对社会融资规模支撑十分重要，叠加近期诸多房地产政策效果逐步显现，后续政府债券发行规模有望进一步扩大。

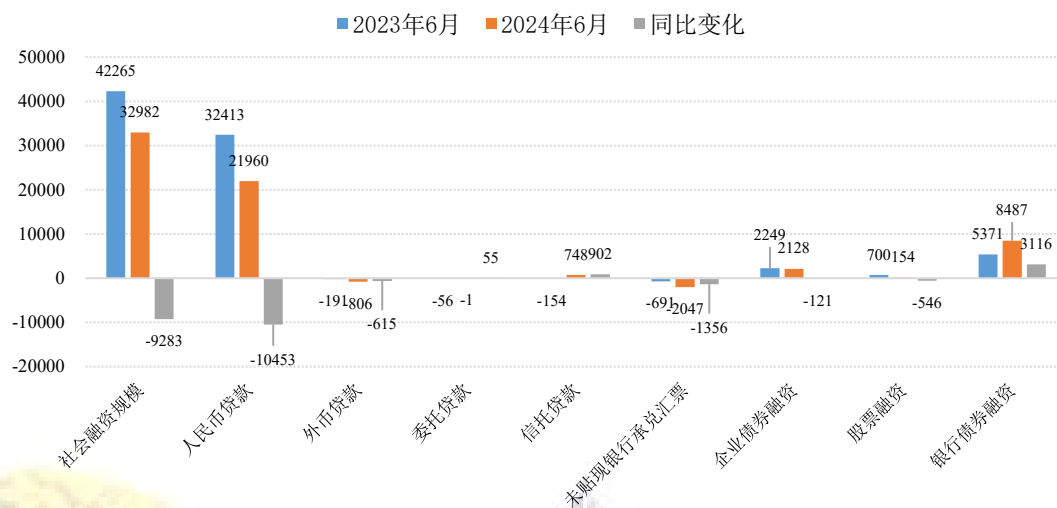


图 43 6月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

### 信贷需求季节性回升，居民消费意愿仍有待增强

2024 年 6 月，新增人民币贷款 21300 亿元，同比少增 9200 亿元，不及市场预期。整体而言，6 月份新增人民币贷款规模虽季节性回升，但同比大幅少增，为年内同比少增最明显的单月，票据冲量并不明显，企业贷款结构稍有改善，居民和企业的短期、中长期贷款依然需求不足，同期大幅少增，对信贷数据构成拖累。

居民户信贷规模同比少增 3930 亿元，其中短期贷款和中长期贷款均是同比少增。居民消费超前消费意愿不高，信用卡消费较弱，主要反映收入预期尚未转好，对后续经济复苏信心不足。在“5.17”地产松绑政策效果逐步显现，商品房销售有所回暖，居民中长贷边际改善。但存量房贷利率较高的问题仍未得到有效解决，居民提前还贷力度不减，未来仍需进一步下调存量房贷利率，刺激信贷需求。

企事业单位信贷规模同比少增 6503 亿元，其中短期贷款新增 6700 亿元，同比少增 749 亿元；而企业中长期贷款新增 9700 亿元，同比大幅少增 6233 亿元，是导致企事业单位信贷规模大幅少增的主要原因。一方面受“挤水分、防空转”的监管导向影响，部分企业过去“存贷双增、低贷高存、虚增套利”的模式难以为继；另一方面 6 月制造业 PMI 仍处于荣枯线下



方，工业企业利润边际回落，当前经济有效内需依然相对不足，导致实体企业借贷融资意愿不强。但随着后续经济温和修复，以及财政端逐步发力，有望在扩大对业长期贷款的撬动效果。

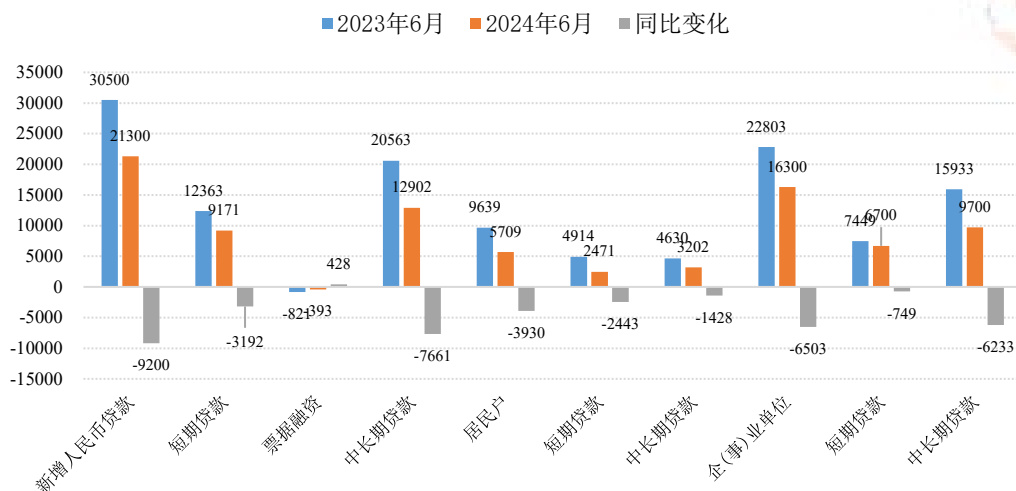


图 44 6 月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 信贷“挤水分”持续影响，M1、M2 同比增速进一步放缓

2024 年 6 月末，狭义货币（M1）余额 66.06 万亿元，同比下降 5%，较上期下降 0.8 个百分点；广义货币（M2）余额 305.02 万亿元，同比增长 6.2%，较上期下降 0.8 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 增速剪刀差在高位保持，既有经济内需活力不足，消费、投资意愿下降的原因，又由于“挤水分、防空转”的监管导向，货币扩张节奏继续放缓。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，6 月末两者的同比增速差为 11.2%，增速剪刀差继续保持在高位。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，受多方面扰动影响，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，6 月末两者的同比增速差为 1.9%，较上期提高 0.5 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 6 月政府财政端逐步发力，本月 M2 同比增速大幅下滑，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。

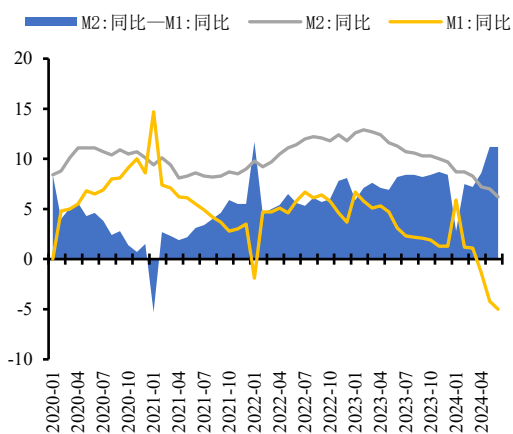


图 45 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

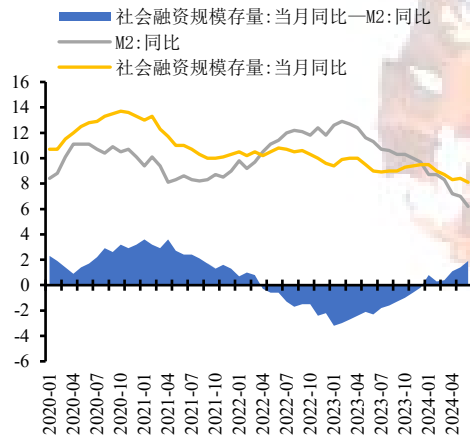


图 46 社融、M2 和社融-M2 (%)

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 0.4%。

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。