



政策发力增长继续，全面企稳有待巩固

——蔡含篇

点评报告

A0012-20240517

	上年同期值	上期值	官方值	北大国民经济研究中心预测值	Wind 市场预测均值
经济增长					
工业增加值同比(%)	5.6	4.5	6.7	4.6	5.5
固定资产投资累计同比(%)	4.7	4.5	4.2	4.9	4.7
社会消费品零售额同比(%)	18.4	3.1	2.3	0.1	4.6
出口同比(%)	7.1	-7.5	1.5	-5.7	-0.1
进口同比(%)	-8.8	-1.9	8.4	1.3	3.5
贸易差额(亿美元)	850.2	585.5	723.5	659.5	774.2
通货膨胀					
CPI 同比(%)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2
PPI 同比(%)	-3.6	-2.8	-2.5	-2.1	-2.3
货币信贷					
新增人民币贷款(亿元)	7188	30900	7300	6800	7432.9
M2 同比(%)	12.4	8.3	8.3	8.4	8.3

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

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，工业经济稳定增长
- 基数效应影响，消费额增速阶段性下滑
- 投资动力单一，全面企稳有待进一步恢复
- 国内外环境改善，外贸增速上涨
- 供给充足价格低位前行，基数效应 **PPI** 降幅收窄
- 政策发力预计提速，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，尽管稳增长政策密集出台，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 4 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.7%，较上期加快 2.2 个百分点，高于市场预期，其中高技术产业同比增长 11.3%，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 6.3%，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 4 月份，社会消费品零售总额同比增长 2.3%，较 3 月份下降 2.3 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阶段性下滑，尽管消费复苏继续，但依然处于底部，仍需进一步稳定就业、收入预期。

投资方面：2024 年 1-4 月份，全国固定资产投资同比增长 4.2%，较前期下降 0.3 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：4 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，尽管先行指标显示 4 月主要发达国家经济略有回调，但依然好于 2023 年末，叠加低基数效应，使



得4月出口金额增速小幅上行，较前期升9.0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4月制造业PMI为50.4，位于荣枯线以上，制造业企业景气水平有所回升，叠加低基数效应使得4月进口金额增速再次转正，较前期升10.3个百分点。

价格

CPI：2024年4月，CPI同比增长0.3%，较上月上涨0.2个百分点，环比增长0.1%，较上月升1.1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。本月受能源及出行类价格上涨影响，CPI同比增速小幅上涨。此外，扣除食品和能源价格的核心CPI同比增长0.7%，较上月升0.1个百分点。

PPI：2024年4月，PPI同比下跌2.5%，较上月升0.3个百分点，环比下跌0.2%，降幅较上月降0.1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，主要受基数效应影响，并不能反映需求端的增长，恰恰相反，环比降幅的扩张说明了工业需求低迷的状况并未得到明显改善。

货币金融

社会融资：2024年4月，社会融资规模同比减少1987亿元，较去年同期少增14236亿元，大幅低于市场预期。整体而言，4月社会融资规模受多方面短暂扰动影响出现继2005年以来首次负增，除经济需求面有待进一步恢复外，财政支持力度错位以及今年力度不足预期有明显关联。

人民币贷款：2024年4月，新增人民币贷款7300亿元，同比多增112亿元，低于市场预期。整体而言，4月份新增人民币贷款同比小幅多增，其中票据融资冲量明显形成较强支撑，但居民户和企业贷款规模和结构均表现不足，有待进一步的政策落地予以支持。

M2：2024年4月末，狭义货币（M1）余额66.01万亿元，同比下降1.1%，较上期下降3.7个百分点；广义货币（M2）余额301.2万亿元，同比增长7.2%，较上期下降1.2个百分点，低于市场预期。整体而言，M2增速创该指标有记录以来新低，M1同比增速转负，M2-M1增速剪刀差进一步扩大，体现经济内需活力不足。



正文

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 4 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.7%，较上期加快 2.2 个百分点，高于市场预期，其中高技术产业同比增长 11.3%，显著高于其他分项。2024 年 1-4 月，规模以上工业增加值同比增长 6.3%，较上期加快 0.2 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 4 月采矿业增加值同比增长 2%，制造业同比增长 7.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 5.8%，分别较上期加快 1.8、1.6、0.9 个百分点，工业产出增速加快明显。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。

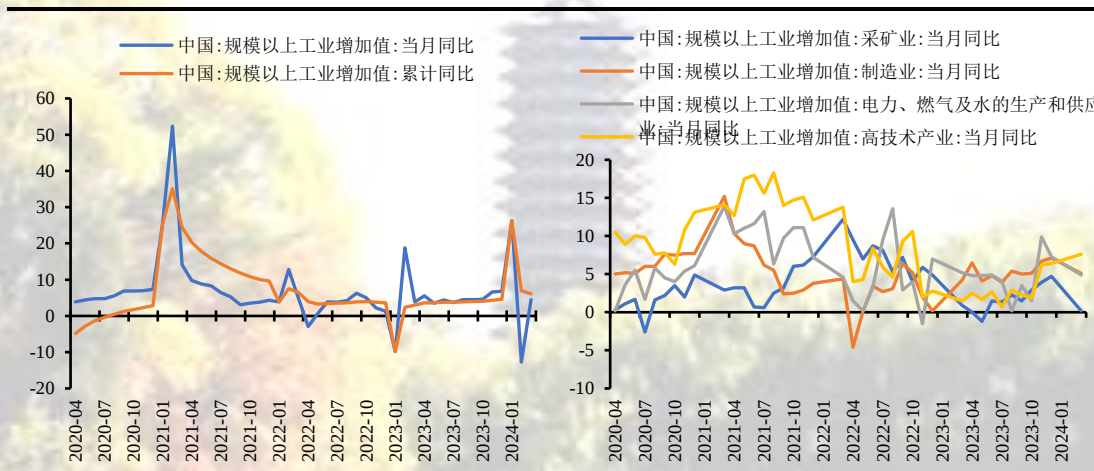


图 1 工业增加值当月和累计同比增速 (%)

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 4 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 5.4%、6.9%、6.2%、6.3%，分别较上期加快 1.3、1.8、3.6、2.6 个百分点，表明各类企业工业产出均得到加快，尤其是外商及港澳台投资企业和私营企业，得益于经营主体信心不断增强，如制造业采购经理指数连续两月处于扩张期，以及工业企业利润连续多月正增长带来的内生动力。

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，4 月同比增速达到了 11.3%，连续 4 个月快速增长，累计增速 8.4%，较上期加快 0.9 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。

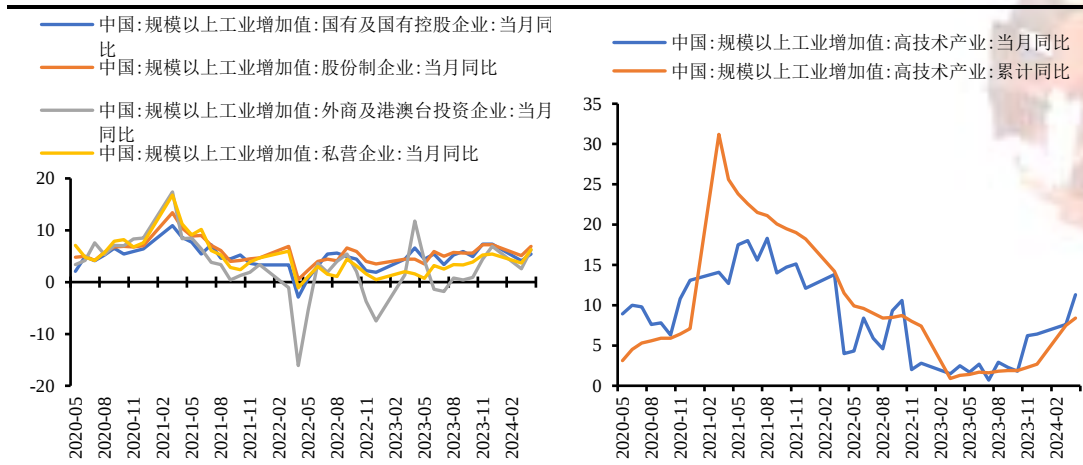


图 3 分类企业工业增加值当月同比增速 (%)

图 4 高技术产业增加值当月和累计同比增速 (%)

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

消费部分: 基数效应影响, 消费额增速阶段性下滑

2024 年 4 月份, 社会消费品零售总额同比增长 2.3%, 较 3 月份下降 0.8 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 4 月, 社会消费品零售总额同比增长 18.4%, 高于 2023 年 3 月 7.8 个百分点, 对本月形成明显的高基数效应。其中, 餐饮收入、服装鞋帽针纺织品类、汽车类消费额增速受基数效应影响尤为显著, 2023 年 4 月分别较 2023 年 3 月高 17.5、14.7、26.5 个百分点。

尽管本月消费额增速下行主要受基数效应扰动, 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, 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。

从具体消费品类型来看, 受房地产市场低迷影响, 相关消费品的消费额增速依然底部徘徊。4 月份, 没有明显基数效应影响的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 4.5%、1.2%、-4.5%。

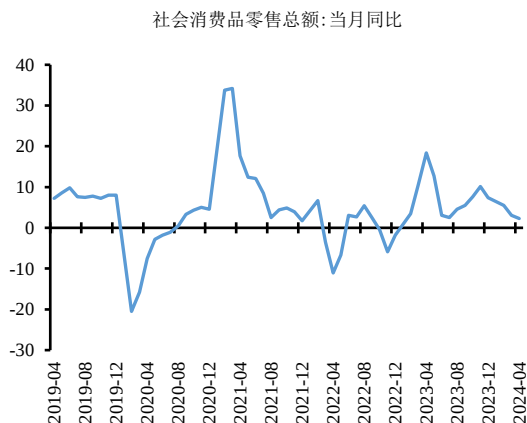


图5 社会消费品零售总额当月同比增速(%)

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

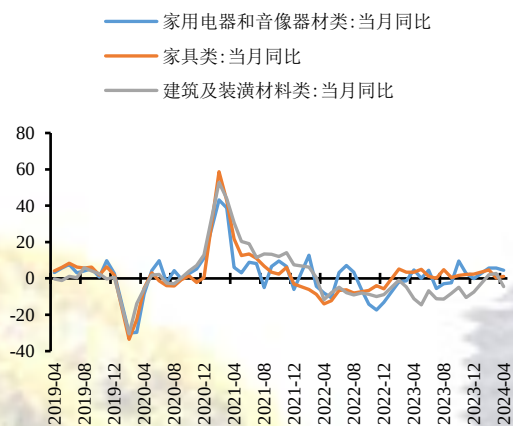


图7 各类零售额当月同比增速(%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

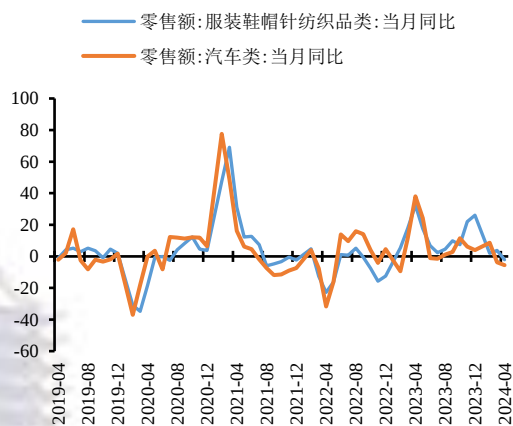


图8 各类零售额当月同比增速(%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

投资部分：投资动力单一，全面企稳有待进一步恢复

2024年1-4月份，全国固定资产投资同比增长4.2%，较前期下降0.3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0.9、-0.4、-0.5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，分别较前期下降0.5、0.3个百分点。

与前几期不同，1-4月制造业、基建投资增速出现下滑，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，而这主要源于3月1日，国常会对《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的审议通过。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的同频回落，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。1-4 月份，高技术产业投资同比增长 11.1%，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 9.7%、14.5%。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。

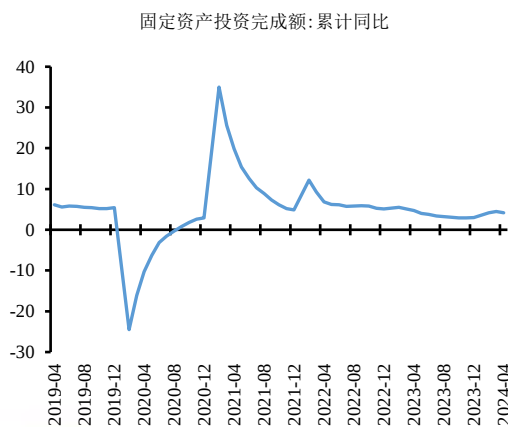


图 9 固定资产投资完成额:累计同比

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

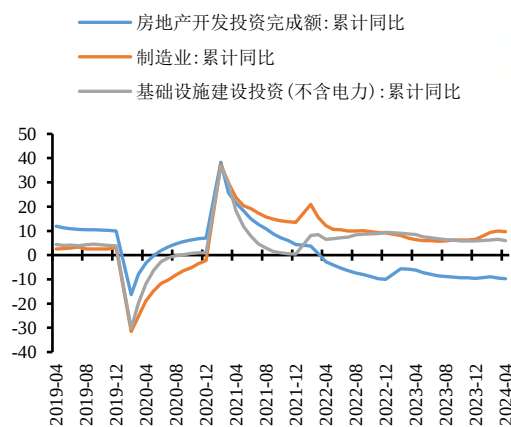


图 10 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

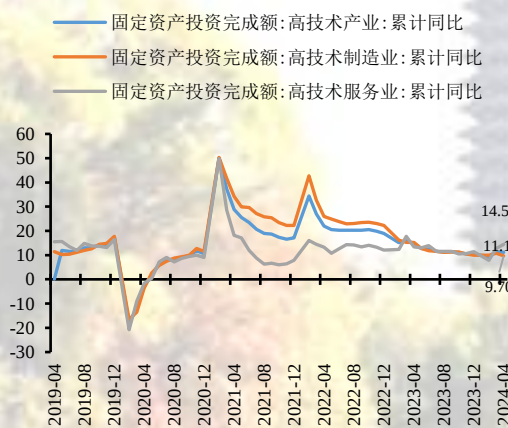


图 11 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

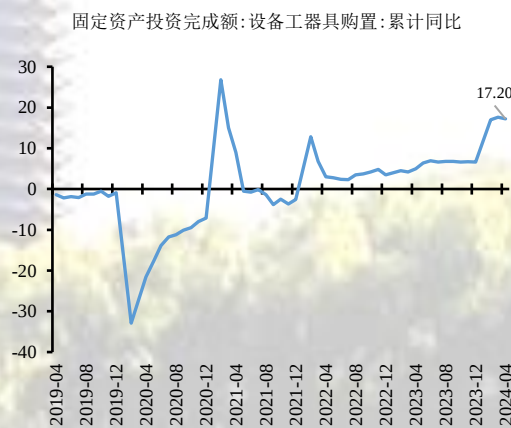


图 12 民间投资累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

进出口部分: 国内外环境改善, 外贸增速上涨

2024 年 4 月份, 按美元计价, 中国进出口总额 5125.6 亿美元, 同比增长 4.4%。其中, 出口总额 2924.5 亿美元, 同比增长 1.5%; 进口总额 2201.0 亿美元, 同比增长 8.4%; 贸易顺差 723.5 亿美元。总体来看, 4 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, 4 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, 尽管先行指标显示 4 月主要发达国家经济略有回调, 但依然好于 2023 年末, 叠加低基数效应, 使



得 4 月出口金额增速小幅上行，较前期升 9.0 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 4 月制造业 PMI 为 50.4，位于荣枯线以上，制造业企业景气水平有所回升，叠加低基数效应使得 4 月进口金额增速再次转正，较前期升 10.3 个百分点。

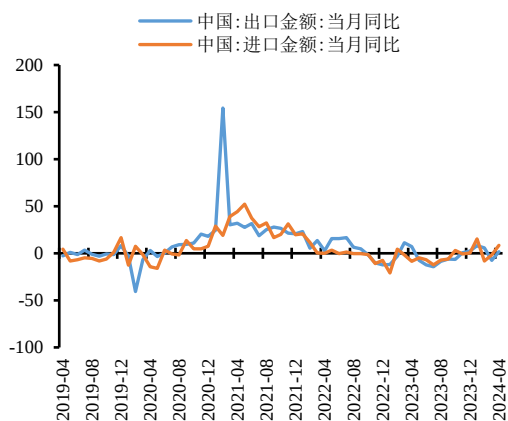


图 13 进出口额增速：当月同比 (%)

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

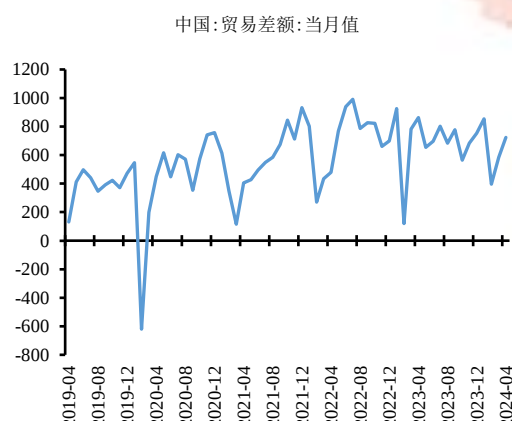


图 14 中国贸易差额：当月值 (亿美元)

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

国际环境改善叠加基数效应，出口增速再次转正

2024 年 4 月份，出口总额 2924.5 亿美元，同比增长 1.5%，较前月升 9.0 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 4 月份，出口额同比增长 7.1%，较 2023 年 3 月份低 4.1 个百分点，对本月形成低基数效应。外部环境方面，4 月中国外事活动频繁，其中美国财政部长和国务卿，德国总理均帅团访华。德国总理舒尔茨访华的随行团，包括诸如大众、拜耳、西门子等全球大型著名企业。5 月，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，尽管 4 月主要国家经济继续缓慢复苏，尽管较 3 月出现回调，但较 2023 年存在企稳迹象。4 月，美国 Markit 制造业 PMI 49.9，位于荣枯线以下；欧洲、日本的制造业 PMI 虽仍位于荣枯线以下，但较 2023 年 11、12 月份却有所上涨。

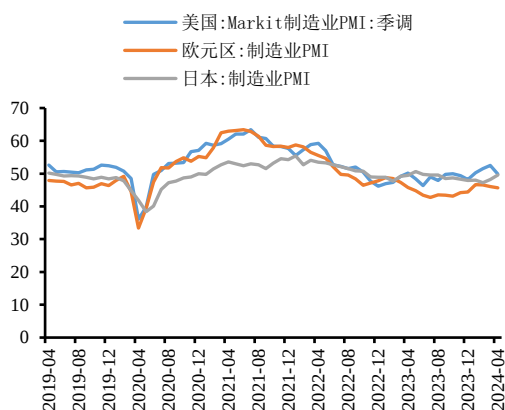


图 15 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

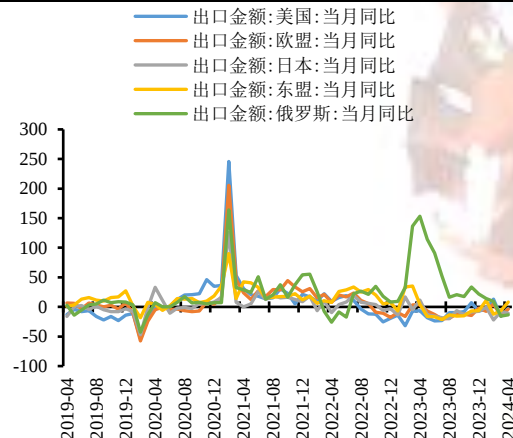


图 16 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 4 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 3.6%、-2.8%、8.1%和-10.9%，除日本外，均较前期存在不同程度上涨，中国对东盟、美国的出口额增速上升最大。受高基数效应影响，4 月份中国对俄罗斯的出口额增速继续为负，为-13.6%。

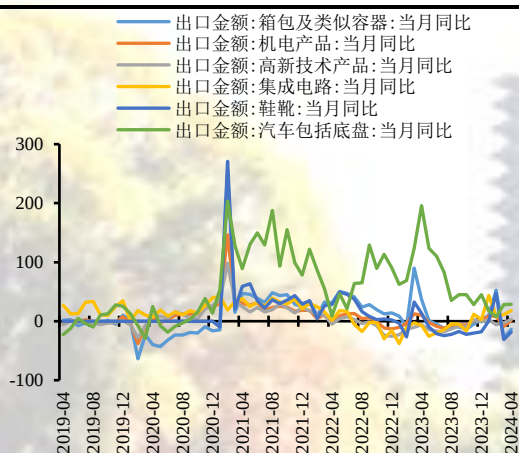


图 17 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

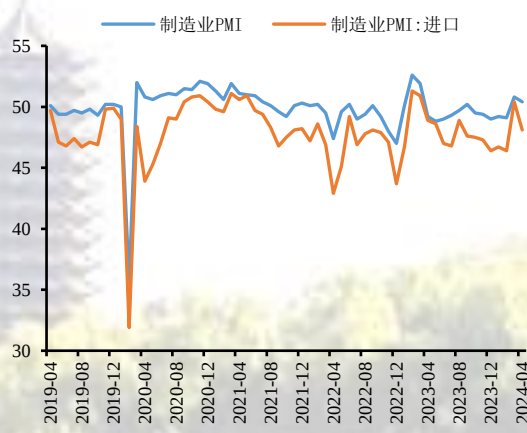


图 18 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 4 月的具体商品出口来看，中国出口机电产品 1731.09 亿美元，占中国出口总额的 59.19%，仍在中国出口中占主导地位，同比增长 1.5%。其中，出口集成电路 129.55 亿美元，同比增长 17.8%，较前期升 6.3 个百分点；高新技术产品出口为 701.97 亿美元，同比增长 3.1%，较前期升 5.8 个百分点；汽车出口 106.97 亿美元，同比增长 28.77%，继续保持高位增长。

中国经济恢复叠加基数效应，进口额增速显著上行

2024 年 4 月，进口总额 2201.0 亿美元，同比增长 8.4%，进口额增速显著上涨，较前期升 10.3 个百分点。这主要是因为中国经济逐渐恢复，内需增加，叠加基数效应，推动进口



增速上涨。4 月中国制造业 PMI 为 50.4，位于荣枯线以上；2023 年 4 月份中国进口总额同比增长-8.6%，较 2023 年 3 月份降 6.8 个百分点，对本月形成相对低基数效应。

从 4 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 9.3%、2.5%、3.9%和 5.3%，分别较前期升 23.6、9.8、9.2、12.4 个百分点。其中，中国从美国的进口额增速上涨最快。

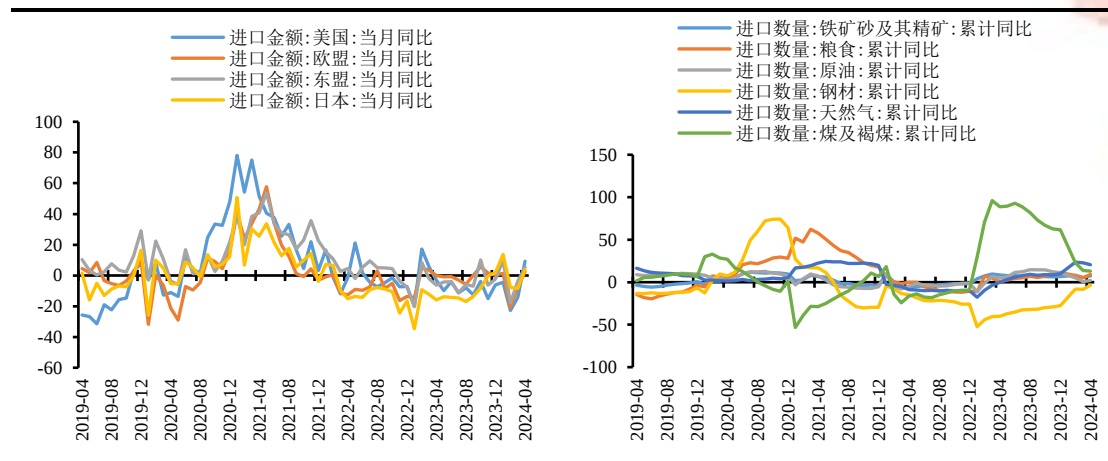


图 19 中国对主要经济体进口同比增速（%）

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

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

从 4 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 7.2%、2.0%、13.1%、20.7%和-3.7%，与前期相比，铁矿砂、原油、钢材呈不同程度的上涨。农产品方面，粮食进口累计同比增速为 9.3%，较前期升 4.2 个百分点，肉类进口累计同比增速为-12.6%，降幅较前期收窄 5.3 个百分点。

价格部分：供给充足价格低位前行，基数效应 PPI 降幅收窄

2024 年 4 月，CPI 同比增长 0.3%，较上月上涨 0.2 个百分点，环比增长 0.1%，较上月升 1.1 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为-0.1 个百分点，新涨价影响约为 0.4 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。本月受能源及出行类价格上涨影响，CPI 同比增速小幅上涨。此外，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增长 0.7%，较上月升 0.1 个百分点。

2024 年 4 月，PPI 同比下跌 2.5%，较上月升 0.3 个百分点，环比下跌 0.2%，降幅较上月降 0.1 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-1.8 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，主要受基数效应影响，并不能反映需求端的增长，恰恰相反，环比降幅的扩张说明了工业需求低迷的状况并未得到明显改善。

总体而言，居民消费端中，供给充足使得 CPI 增速低位徘徊，本月能源及出行类价格上



涨，叠加季节因素推动前月价格的超跌，使得本月 CPI 同比增速小幅上行。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。

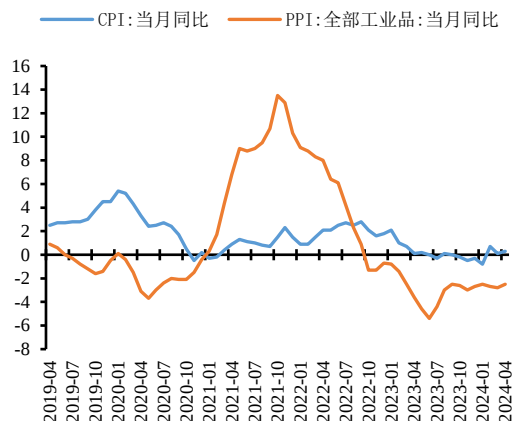


图 21 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

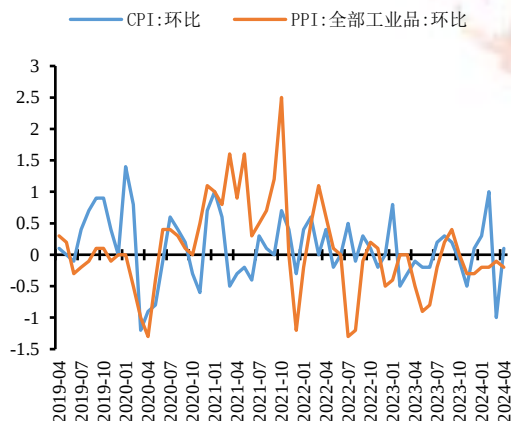


图 22 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

整体供给充足，食品价格增速继续低位徘徊

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。4 月份，受能源及出行类价格上涨影响，居民消费价格增速小幅上涨。具体而言：食品价格同比不变，其中鲜菜、猪肉价格增速上涨的同时，其他的食品价格增速下降；非食品价格同比增速上行，能源、出行类价格上涨是主要原因。

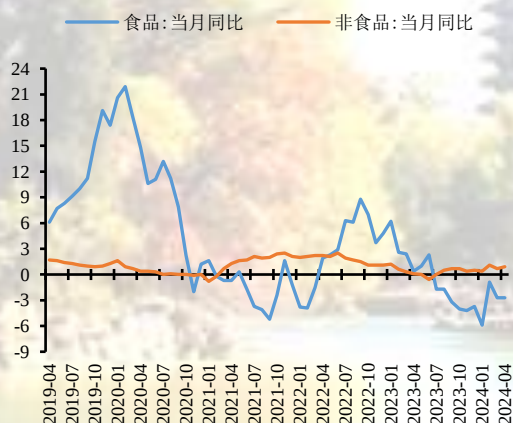


图 23 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

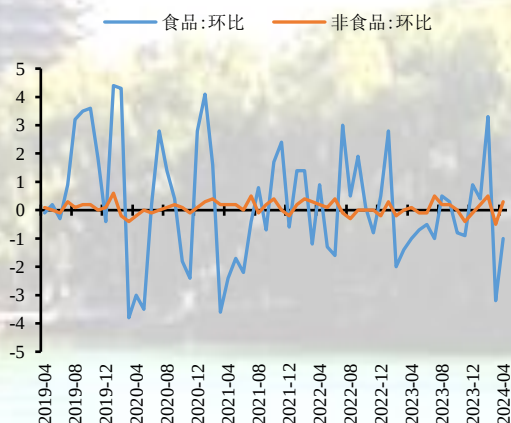


图 24 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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 2.7%，与上月持平，当前食品供给相对充足，使得整体食品价格持续低位徘徊。但本月猪肉、鲜菜价格增速却逆势上涨，其中，鲜菜主要是由于前月供给相对充裕，3 月鲜菜价格超跌，挤占了本月正常的价格下降空间，使得 4 月鲜菜价格同比增速被动上涨。



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（-10.6%），较上月同比变动分化（2 正、4 负、2 不变），其中鲜菜同比变动最显著（-2.6%）。

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
4 月同比	0.5	-5.3	1.3	-3.2	0.2	-10.6	-1.8	-9.7
同比变动	0.0	0.0	2.6	1.1	-1.0	-1.7	-0.8	-1.2

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

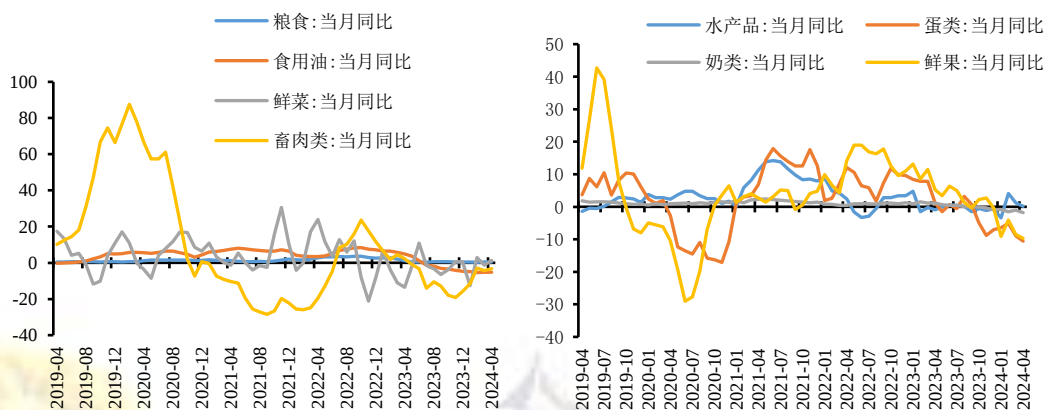


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比（%）

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，食品价格下降 1.0%，较上月收窄 2.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.19 个百分点。受 3 月食品价格整体超跌影响，本月鲜菜、鲜果、水产品、蛋类等价格环比降幅收窄。其中，鲜菜价格环比下降 3.7%，较上月升 7.3 个百分点；鲜果环比下降 2.0%，较上月升 2.2 个百分点。

总体而言，食品八大类价格环比普跌（0 涨、8 跌、0 持平），其中鲜菜环比幅度最高（-3.7%），较上月环比变动分化（5 正 3 负 0 不变），其中鲜菜环比变动幅度最大（7.3%）。

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
4 月环比	-0.2	-0.4	-3.7	-0.8	-0.5	-2.0	-0.5	-2.0
环比变动	-0.3	-0.4	7.3	3.1	3.0	1.8	-0.8	2.2

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

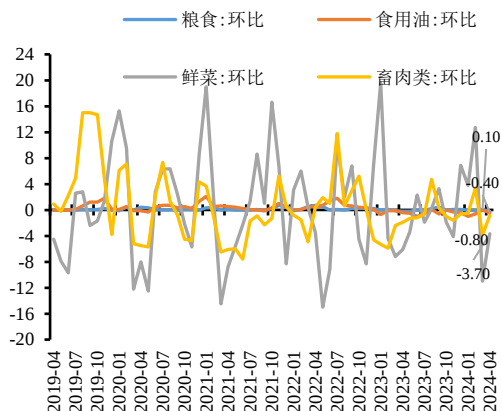


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉类价格环比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

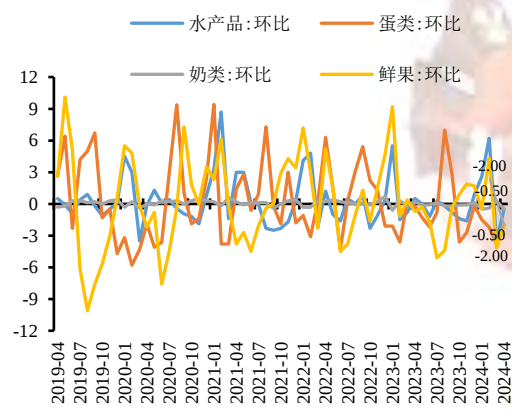


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

非食品价格环比正增长，能源及出行类价格上行是主因

非食品项中，从同比看，非食品价格上涨 0.9%，较上月升 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.77 个百分点。其中，能源价格同比增长 3.6%，较前月升 2.3 个百分点；飞机票、交通工具租赁价格，分别上涨 15.3%、9.0%，是推动非食品价格同比增速上涨的主要因素。

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（+2.7%），较上月同比变动分化（1 正 3 负 3 不变），其中教育文化娱乐同比变动最明显（-6.0%）。

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
4 月同比	1.6	0.2	1.4	0.1	1.8	1.6	3.8
同比变	0.0	0.0	0.4	1.4	0.0	0.1	1.1

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

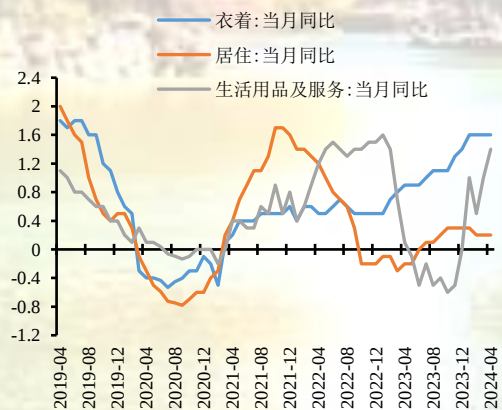


图 29 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

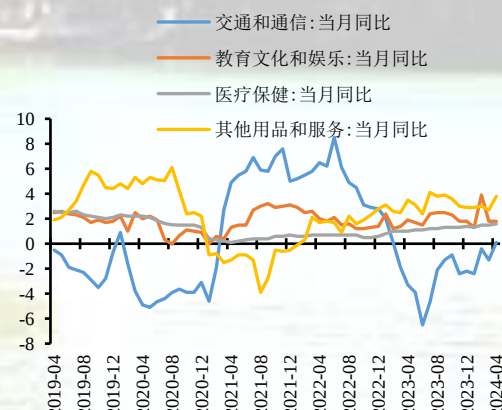


图 10 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价同比 (%)



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, 非食品价格环比增长 0.3%, 较上月升 0.8 个百分点, 影响 CPI 环比约上涨 0.27 个百分点。受季节因素影响, 4 月非食品价格普遍环比正增长, 除衣着、居住外, 其他非食品大类价格均有上涨。

总体而言, 非食品项七大类价格环比分化 (5 正、1 负、1 持平), 其中教育文化娱乐环比幅度最高 (+0.5%), 较上月环比变动分化 (5 正、2 负、0 不变), 其中教育娱乐环比变动最显著 (+2.6%)。

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
4 月环比	-0.1	0.0	0.4	1.0	0.5	0.2	2.0
环比变动	-0.7	-0.1	0.4	2.4	2.6	0.1	1.4

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

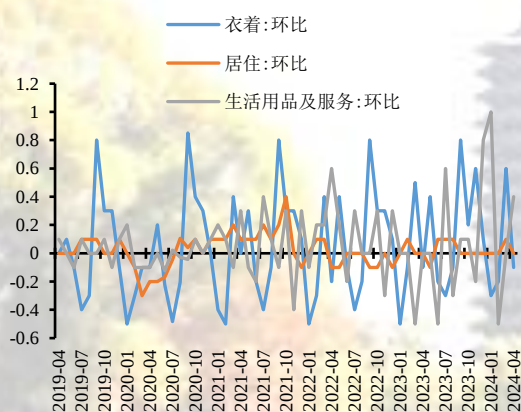


图 11 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

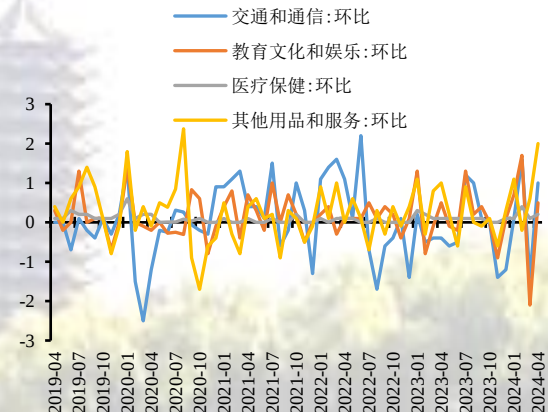


图 12 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

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, 工业品价格环比仍跌, 但本月受基数效应影响, 同比降幅却有收窄, 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跌; 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。

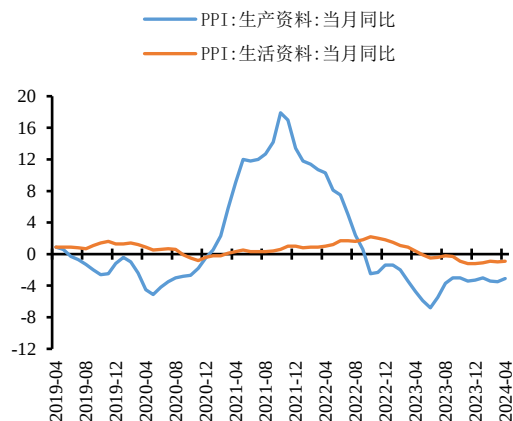


图 13 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

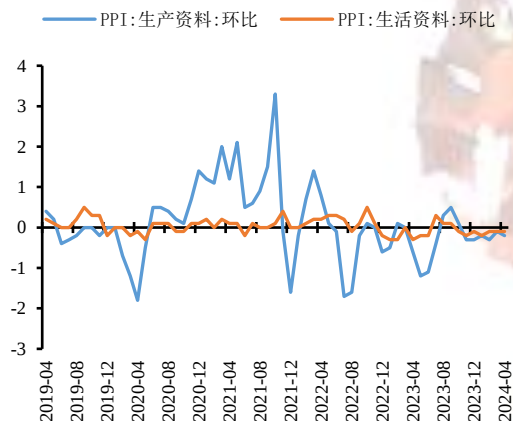


图 14 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从同比看，4月PPI下跌2.5%，较上月升0.3个百分点，这主要受基数效应影响。4月环比降幅依然扩张，可见导致同比降幅收窄的主要原因就是地基数效应。受房地产市场恢复缓慢影响，生产资料价格继续下跌，同比下降3.1%，较前月收窄0.4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0.9%，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
4月同比	-4.8	-1.9	-3.6	-0.8	0.3	0.1	-1.9
同比变动	1.0	1.0	0.0	0.5	0.0	0.2	-0.1

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

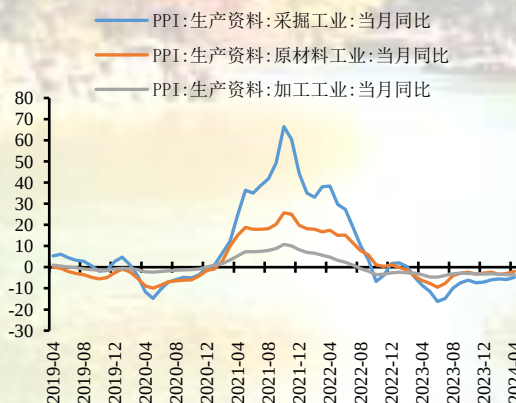


图 15 生产资料价格分项同比增速 (%)

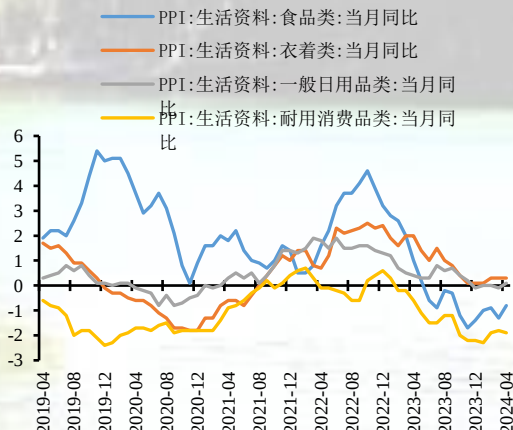


图 16 生活资料价格分项同比增速 (%)



数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

从环比看，4月PPI环比下跌0.2%，降幅较上月扩张0.1个百分点。受工业中下游生产需求回落影响，生产资料价格下跌0.2%，降幅较上月扩张0.1个百分点，其中采掘价格下降最为明显；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
4月环比	-1.0	0.3	-0.4	-0.1	0.0	0.3	-0.5
环比变动	-0.8	0.0	-0.2	0.3	0.0	0.3	-0.5

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

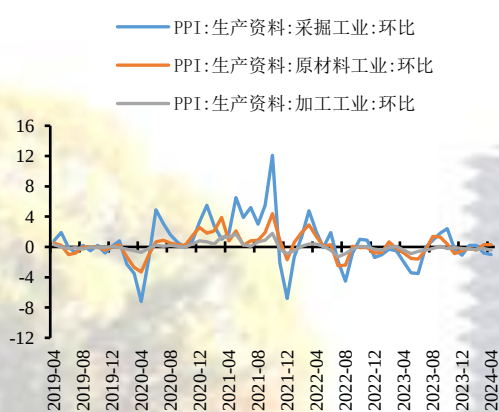


图17 生产资料价格分项环比增速（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

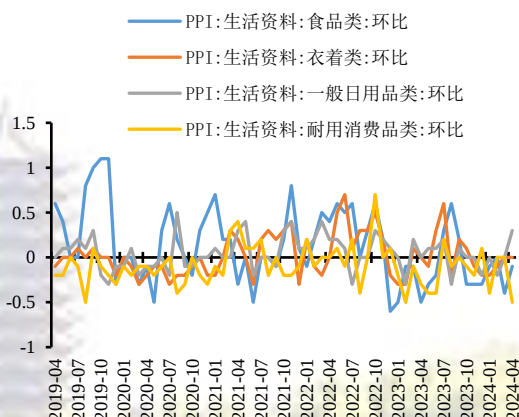


图18 生活资料价格分项环比增速（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：政策发力预计提速，社融信贷有望筑底回升

2024年4月，社会融资规模同比减少1987亿元，较去年同期少增14236亿元，大幅低于市场预期。整体而言，4月社会融资规模受多方面短暂扰动影响出现继2005年以来首次负增，除经济需求面有待进一步恢复外，财政支持力度错位以及今年力度不足预期有明显关联。

2024年4月，新增人民币贷款7300亿元，同比多增112亿元，低于市场预期。整体而言，4月份新增人民币贷款同比小幅多增，其中票据融资冲量明显形成较强支撑，但居民户和企业贷款规模和结构均表现不足，有待进一步的政策落地予以支持。

2024年4月末，狭义货币（M1）余额66.01万亿元，同比下降1.1%，较上期下降3.7



个百分点；广义货币（M2）余额 301.2 万亿元，同比增长 7.2%，较上期下降 1.2 个百分点，低于市场预期。整体而言，M2 增速创该指标有记录以来新低，M1 同比增速转负，M2-M1 增速剪刀差进一步扩大，体现经济内需活力不足。

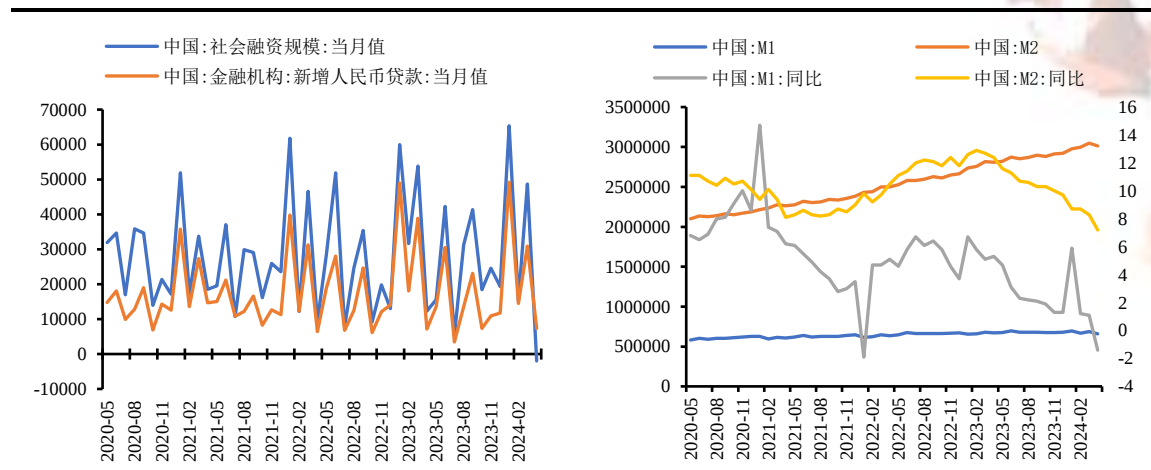


图 39 社会融资规模和新增人民币贷款（亿元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

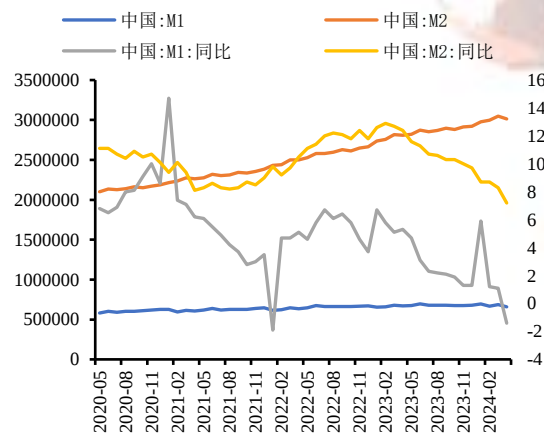


图 40 M1 和 M2（左：亿元；右：%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

财政发力错位，社融规模罕见减少

2024 年 4 月，社会融资规模减少 1897 亿元，较去年同期少增 14236 亿元，大幅低于市场预期。其中，新增人民币贷款 3306 亿元，同比少增 1125 亿元；新增外币贷款-310 亿元，同比少减 9 亿元；新增委托贷款 90 亿元，同比多增 7 亿元；新增信托贷款 142 亿元，同比多增 23 亿元；新增未贴现银行承兑汇票-4486 亿元，同比多减 3141 亿元；新增债券融资 493 亿元，同比少增 2447 亿元；新增股票融资 186 亿元，同比少增 807 亿元；新增政府债券-984 亿元，同比少增 5532 亿元。整体而言，4 月社会融资规模受多方面短暂扰动影响出现继 2005 年以来首次负增，除经济需求面有待进一步恢复外，财政支持力度错位以及今年力度不足预期有明显关联。

表内融资同比少增 1116 亿元，是本月社融规模减少的一大因素，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。

表外融资同比少增 3111 亿元，主要受未贴现银行承兑汇票大幅少增 3141 亿元使然，对本月社融规模构成拖累。主要是因为 4 月票据融资规模大幅增加，相对应则是未贴现银行承兑汇票的大幅少增，形成表外票据转向表内的现象，而信托、委托贷款依然受去年同期低基数实现小幅多增。



企业直接融资同比少增 3248 亿元，继续拖累本月社融规模。企业债一方面是到期量大，同时在化债背景下城投债融资受限，净融资缺口放大。股票融资因当前国内股市依然信心不足持续同比少增。

政府债券同比少增 5532 亿元，是社融规模异常负增的主要原因。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，政府债券发行节奏较去年同期发行偏慢。目前政治局会议已经提出“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”，预计政府债券全年对社融的支撑力度逐步加强。

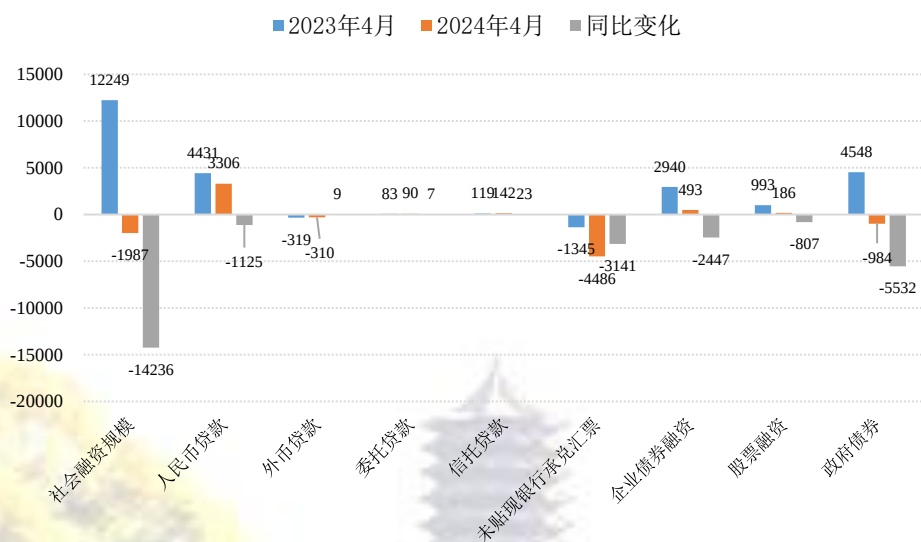


图 41 4 月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

信贷需求偏弱，贷款规模和结构均表现不足

2024 年 4 月，新增人民币贷款 7300 亿元，同比多增 112 亿元，低于市场预期。其中，新增短期贷款-76181 亿元，同比多减 5264 亿元；新增中长期贷款 2434 亿元，同比少增 3079 亿元；新增票据融资 8381 亿元，同比多增 7101 亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款-5166 亿元，同比多减 2755 亿元，其中新增短期贷款-3518 亿元，同比多减 2263 亿元；新增中长期贷款-1666 亿元，同比多减 510 亿元；新增企事业单位贷款 8600 亿元，同比多增 1761 亿元，其中新增短期贷款-4100 亿元，同比多减 3001 亿元；新增中长期贷款 4100 亿元，同比少增 2569 亿元。整体而言，4 月份新增人民币贷款同比小幅多增，其中票据融资冲量明显形成较强支撑，但居民户和企业贷款规模和结构均表现不足，有待进一步的政策落地予以支持。

居民户信贷规模同比多减 2755 亿元，其中短期贷款和中长期贷款均是同比多减。主要



是因为当前居民收入预期不足，对后续经济复苏持保守观望态度，超前贷款消费欲望不足，而中长期贷款的弱势表现则反映出尽管当前全国各地楼市松绑政策持续落地，但楼市销量依然不强，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。

企事业单位信贷规模同比多增 1761 亿元，但中长期贷款与短期贷款在本月均出现了大幅同比少增，而票据融资创历史新高增，信贷结构有待进一步优化。短期贷款需求不足扩大以及中长期贷款同比少增，可能是因为今年政府发债节奏较慢，对企业长短期贷款的撬动效果不明显，后续随着政府债节奏的推进将有所缓解。

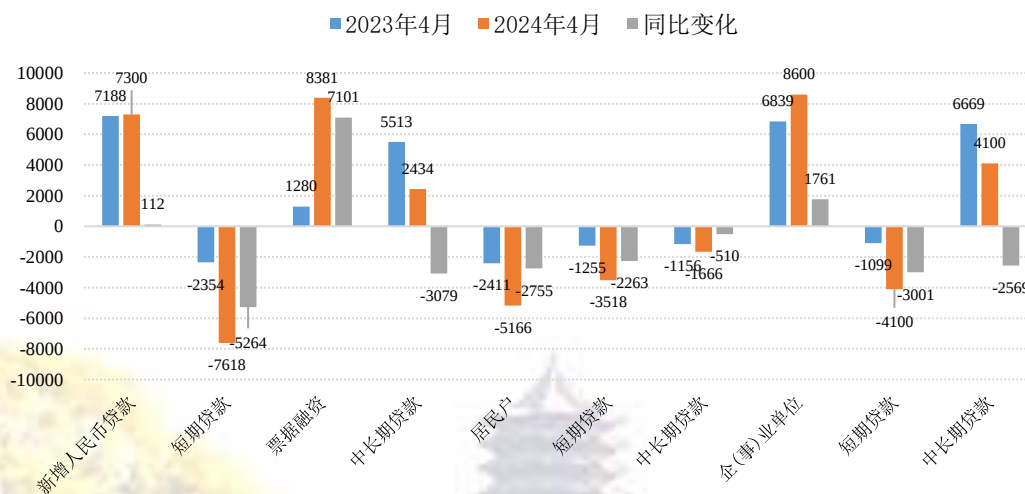


图 42 4 月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

M1 同比增速负增长，M2-M1 增速剪刀差进一步扩大

2024 年 4 月末，狭义货币（M1）余额 66.01 万亿元，同比下降 1.1%，较上期下降 3.7 个百分点；广义货币（M2）余额 301.2 万亿元，同比增长 7.2%，较上期下降 1.2 个百分点，低于市场预期。整体而言，M2 增速创该指标有记录以来新低，M1 同比增速转负，M2-M1 增速剪刀差进一步扩大，体现经济内需活力不足。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，4 月末两者的同比增速差为 8.6%，增速剪刀差较上期扩大 1.4 个百分点，显示当前资金活化程度依然有限。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 同比增速转负，国内经济有待修复是主要原因，另一方面监管层面发力导致部分相关存款转移。M2 同比增速也降至历史低点，除了受社融规模减少，信贷派生存款降低的影响外，也与随着银行存款利率不断下调，部分存款向理财转移有关。

从社融与 M2 的同比增速差看，4 月末两者的同比增速差为 1.1%，较上期提高 0.7 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，当月社融规模虽然出现波动，但随着M2同比增速下滑，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。

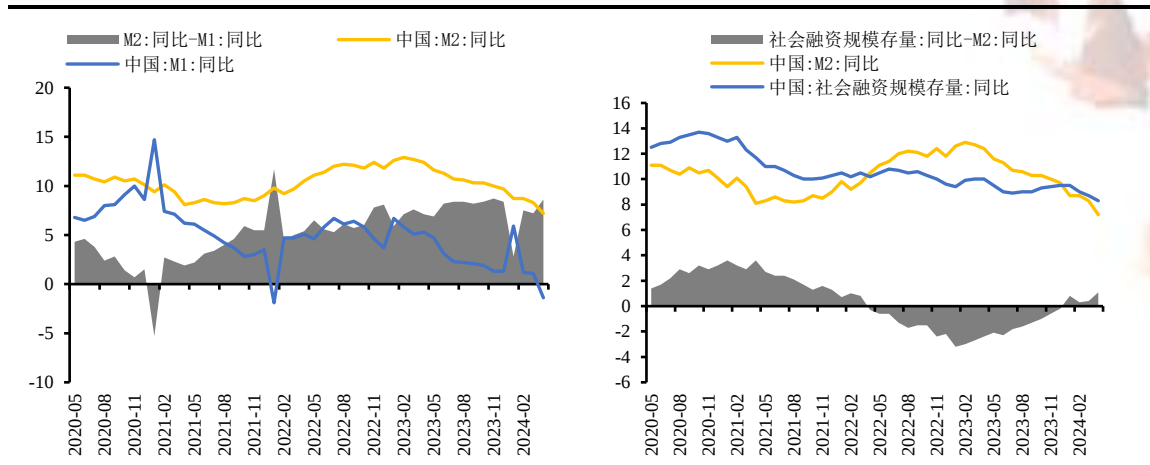


图 43 M1、M2 和 M2-M1 (%)

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





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。