



政策发力继续，经济走势平稳

——蔡含篇

点评报告

A0012-20240815

| | 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(%) | 3.7 | 5.3 | 5.1 | 5.1 | 5.03 |
| 固定资产投资累计同比(%) | 3.4 | 3.9 | 3.6 | 4.0 | 3.9 |
| 社会消费品零售额同比(%) | 2.5 | 2.0 | 2.7 | 2.5 | 3.2 |
| 出口同比(%) | -14.2 | 8.6 | 7.0 | 9.3 | 9.4 |
| 进口同比(%) | -12.1 | -2.3 | 7.2 | 1.4 | 4.9 |
| 贸易差额(亿美元) | 794.0 | 990.5 | 846.5 | 1026 | -- |
| 通货膨胀 | | | | | |
| CPI 同比(%) | -0.3 | 0.2 | 0.5 | 0.4 | 0.3 |
| PPI 同比(%) | -4.4 | -0.8 | -0.8 | -0.7 | -0.3 |
| 货币信贷 | | | | | |
| 新增人民币贷款(亿元) | 3459 | 21300 | 2600 | 7747 | 4560.7 |
| M2 同比(%) | 10.7 | 6.2 | 6.3 | 6.5 | 6.43 |

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



要点

- 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，消费增速底部徘徊
- 中部地区投资或已触底，全部投资动力单一风险犹存
- 基数效应推动，进、出口额小幅上涨
- 极端天气影响，CPI 增速小幅上行
- 实体需求不足，社融信贷延续弱势
- 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“大规模设备更新”政策的逐步落地，工业需求稳步回升，制造业投资显著上涨。下半年，在“稳中求进”的总基调下，稳增长政策持续发力，工业产出稳定增长，消费潜力有待继续释放。近期国际环境愈加复杂，外部需求波动性风险加剧，国内经济处于转型期，产业结构调整，企业内生增长动力不足，阶段性压力犹存，国内经济全面企稳仍有待进一步恢复。

供给端

2024 年 7 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.1%，较上期下降 0.2 个百分点，高于市场预期，其中高技术制造业供给加快扩张是亮点，高技术制造业同比增长 10%，前期 8.8%。2024 年 1-7 月，规模以上工业增加值同比增长 5.9%，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，工业经济平稳运行态势得到有力支撑，但受到内需偏弱以及出口不确定性提升等因素影响，工业增加值增速自 4 月以来已经连续 3 个月放缓。

需求端

消费方面：2024 年 7 月份，社会消费品零售总额同比增长 2.7%，较 6 月份上涨 0.7 个百分点。7 月份，除粮油食品类、体育娱乐用品类、通讯器材类消费额增速保持高速增长外，其他商品的消费额均呈在底部徘徊，反映出当前有效需求不足，居民消费相对谨慎。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原因。

投资方面：2024 年 1-7 月份，全国固定资产投资同比增长 3.6%，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：2024年7月，出口额同比增长7.0%，较6月下降1.6个百分点。尽管本月低基数效应明显，但由于主要国家经济走势不及前月，外部需求没有明显的扩张，使得出口额增速在本月小幅回调。

进口方面：2024年7月，进口额同比增长7.2%，较6月上涨9.5个百分点。本月中国经济走势平稳，7月制造业PMI为49.4，基本与前月一致，内需不存在明显波动。但本月存在显著低基数效应，是推动进口额增速上涨的主要因素。

价格

CPI：2024年7月，CPI同比增长0.5%，较6月上涨0.3个百分点，环比增长0.5%，较6月上涨0.7个百分点。整体供给相对充足，是CPI增速持续低位徘徊的根本原因。本月一方面，受夏季强降雨影响，果蔬等供给相对收缩，部分食品价格较去年同期明显上涨；另一方面，受去年同期高基数效应影响，本月服务价格增速小幅下滑。

PPI：2024年7月，PPI同比下跌0.8%，环比下跌-0.2%，均与前月持平。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-0.9个百分点。本月全球经济下行风险增加，总需求收缩，叠加房地产市场恢复缓慢，工业品总需求弱于供给是PPI持续低位徘徊的主要原因。

货币金融

社会融资：2024年7月，社会融资规模增加7724亿元，较去年同期多增2358亿元，低于市场预期。从结构上看，政府债券持续发力，7月政府债券净融资达6881亿元，同期多增2772亿元，为社会融资规模同期多增的主要支撑；企业债券融资在基数小的情况下实现同比大幅多增，同期多增746亿元；票据冲量特征明显，本月新增未贴现银行承兑汇票较同期多增888亿元；新增人民币贷款在社融口径统计下首次为负，较去年同期少增1172亿元，拖累社融规模增长。整体而言，7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7月，新增人民币贷款2600亿元，同比少增859亿元，大幅不及市场预期。整体而言，7月份票据冲量特征明显，企业贷款结构未能改善；居民和企业贷款依然偏弱，同期大幅少增，对信贷数据构成拖累。关键仍是有效需求不足，居民消费、购房意愿低，企业投资意愿不强，实体经济信贷需求亟需进一步提振。

M2：2024年7月末，狭义货币（M1）余额63.23万亿元，同比下降6.6%，较上期下降



1.6 个百分点；广义货币（M2）余额 303.31 万亿元，同比增长 6.3%，较上期上升 0.1 个百分点。整体而言，M1 同比增速连续 4 个月负增，且本月负增幅度进一步扩大，M2 同比小幅回升，受此影响 M2-M1 增速剪刀差进一步走扩，显示企业预期偏弱，资金活化程度较低。





正文

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7月，全国规模以上工业增加值同比增长5.1%，较上期下降0.2个百分点，高于市场预期，其中高技术制造业供给加快扩张是亮点，高技术制造业同比增长10%，前期8.8%。2024年1-7月，规模以上工业增加值同比增长5.9%，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，工业经济平稳运行态势得到有力支撑，但受到内需偏弱以及出口不确定性提升等因素影响，工业增加值增速自4月以来已经连续3个月放缓。

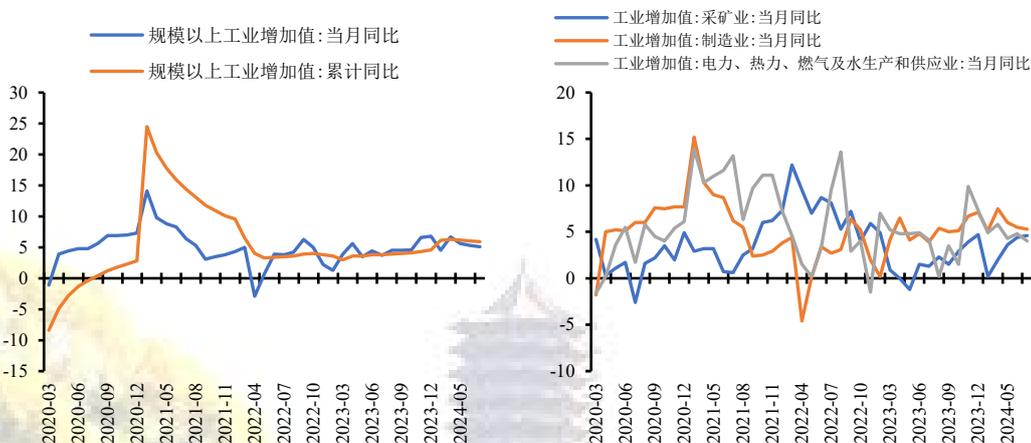


图1 工业增加值当月和累计同比增速 (%)

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

分三大门类看，2024年7月采矿业增加值同比增长4.6%，制造业同比增长5.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长4.0%，分别较上期变化0.2、-0.2、-0.8个百分点，工业产出整体平稳运行。其中，制造业因实体需求修复偏弱而形成制约，同比增速边际下降，但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依旧能得到较强提高，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。而传统制造业生产因实体需求修复偏弱而形成制约。

分企业性质看，2024年7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3.5%、5.4%、4.2%、5.2%，分别较上期变化0.5、-0.5、1.3、-0.5个百分点。其中，外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，而股份制企业和私营企业连月出现环比下降，这也一定程度对应了近3月制造业采购经理指数持续处于荣枯线下方，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。

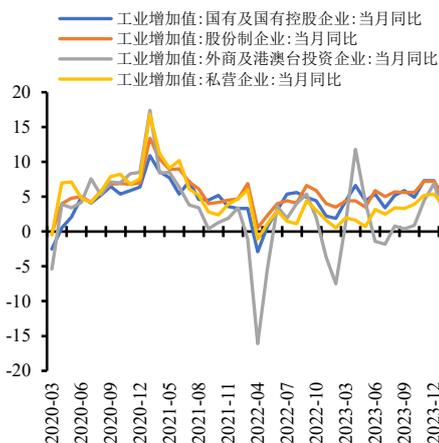


图3 分类企业工业增加值当月同比增速 (%)

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

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，7月同比增速达到了10%，连续多月快速增长，累计增速8.9%，同比增速边际提升，显示制造业高端化、智能化步伐加快，高技术产业依然是未来我国经济发展的主要落脚点和重要增长点。

消费部分：居民有效需求不足，消费增速底部徘徊

2024年7月份，社会消费品零售总额同比增长2.7%，较6月份上涨0.7个百分点。

2023年7月，社会消费品零售总额同比增长2.5%，是2023年内最低点，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，社零增速应该相对不低，但本月社会消费品零售总额同比增长2.7%，尽管较6月小幅上涨，但依然是年内低点，反映出当前有效需求不足，居民消费相对谨慎。

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。

从具体消费品类来看，7月份，除粮油食品类、体育娱乐用品类、通讯器材类消费额增速保持高速增长外，其他商品的消费额均呈在底部徘徊。其中，金银珠宝类、服装鞋帽针纺织品类、化妆品类消费额增速下滑幅度最大，分别同比下滑10.4%、5.2%、6.1%；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均呈同比负增长-2.4%、-1.1%、-2.1%。

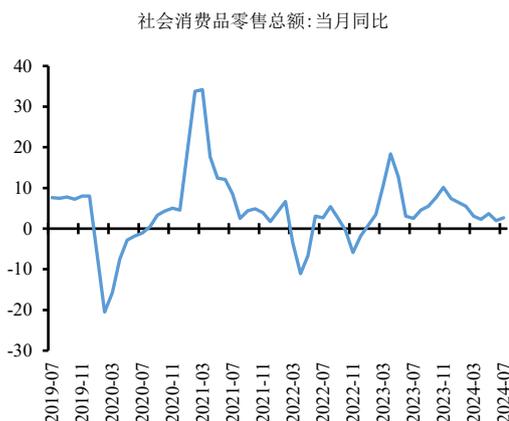


图5 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

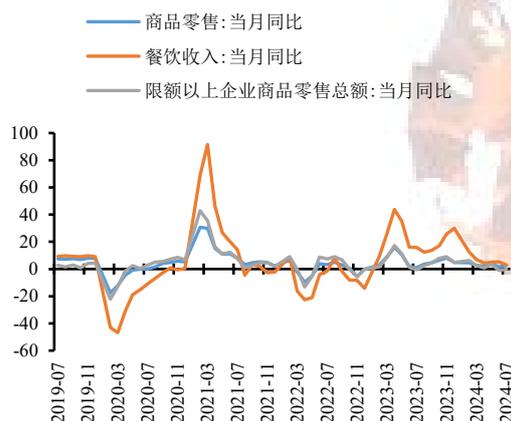


图6 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

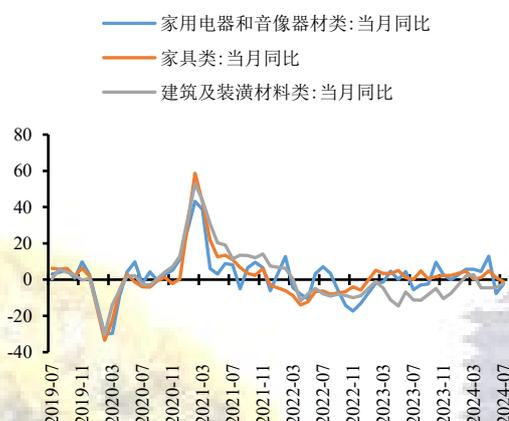


图7 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

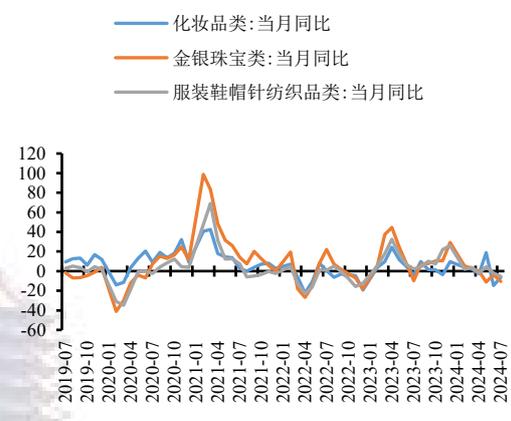


图8 各类零售额当月同比增速 (%)

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1-7月份，全国固定资产投资同比增长3.6%，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0.2、-0.1、-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、0.1个百分点。

1-7月中部地区固定资产投资同比增长4.5%，较1-6月上漲0.5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。1-7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。1-7 月份，高技术产业投资同比增长 10.4%，较全部投资增速高 6.8 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%、11.9%。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。

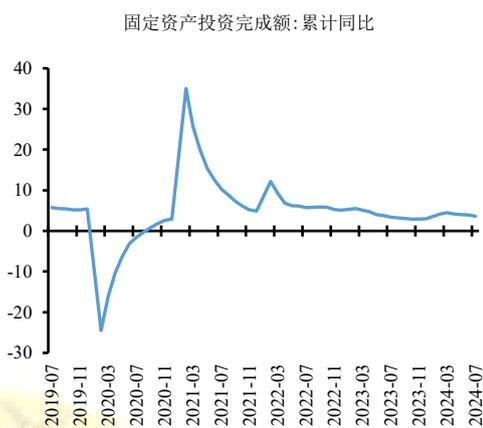


图 9 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

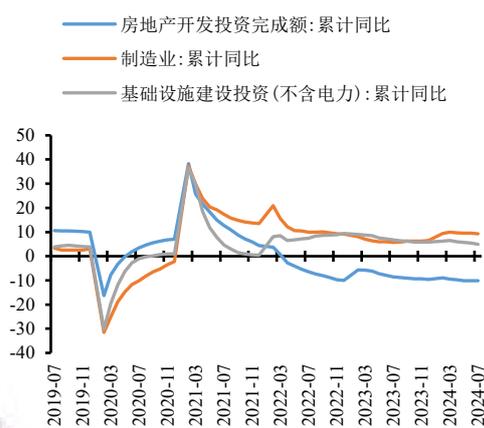


图 10 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

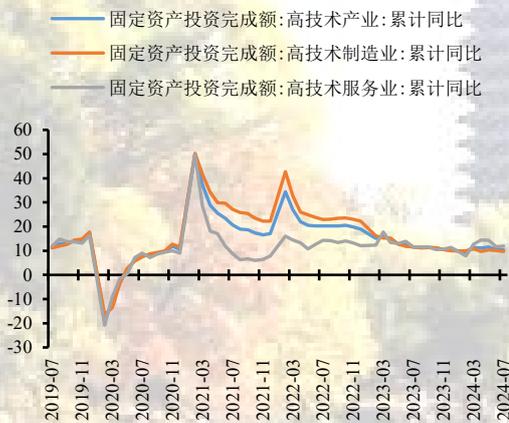


图 11 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

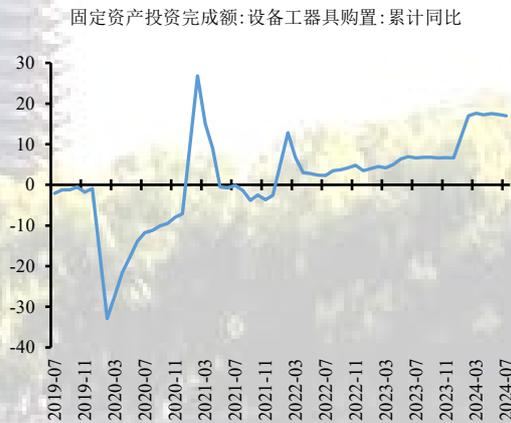


图 12 民间投资累计同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

进出口部分: 基数效应推动, 进、出口额小幅上涨

2024 年 7 月份, 按美元计价, 中国进出口总额 5164.7 亿美元, 同比增长 7.1%。其中, 出口总额 3005.6 亿美元, 同比增长 7.0%; 进口总额 2159.1 亿美元, 同比增长 7.2%; 贸易顺差 846.5 亿美元。总体来看, 7 月份出口额增速略有回调, 进口额增速有负转正。

出口方面, 2024 年 7 月, 出口额同比增长 7.0%, 较 6 月下降 1.6 个百分点。尽管本月



低基数效应明显，但由于主要国家经济走势不及前月，外部需求没有明显的扩张，使得出口额增速在本月小幅回调。

进口方面，2024年7月，进口额同比增长7.2%，较6月上漲9.5个百分点。本月中国经济走势平稳，7月制造业PMI为49.4，基本与前月一致，内需不存在明显波动。但本月存在显著低基数效应，是推动进口额增速上涨的主要因素。

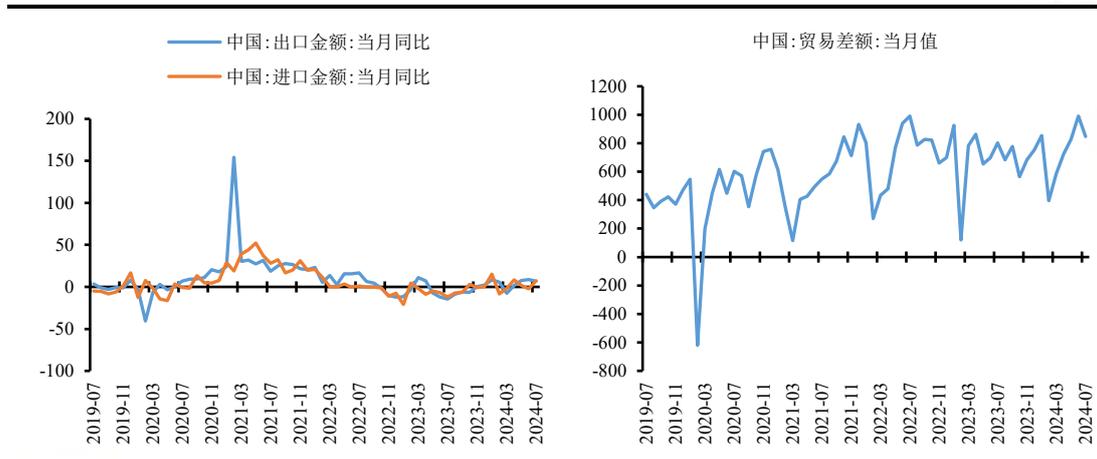


图 13 进出口额增速：当月同比 (%)

图 14 中国贸易差额：当月值 (亿美元)

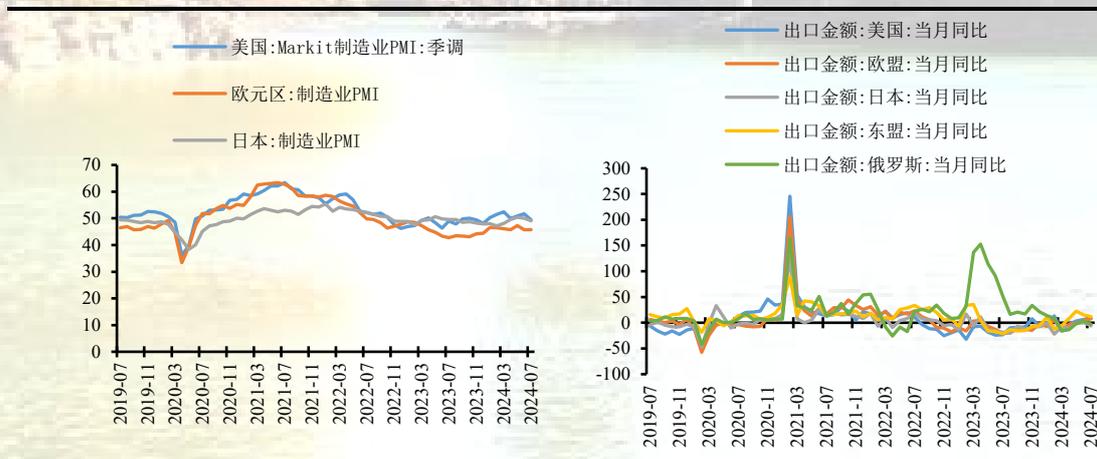
数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

外需疲软，出口额增速小幅回调

2024年7月份，出口总额3005.6亿美元，同比增长7.0%，较前月下划1.6个百分点。基数效应是维持出口额增速明显正增长的因素之一。2023年7月份，出口额同比下降14.2%，是年内最低点，对本月形成低基数效应。外部环境方面，尽管6月欧盟对华电动汽车增加关税，但7月末意大利总理梅洛尼访华，再度释放友好信号。

需求方面，7月主要国家经济小幅回调不及前月，实体经济数据弱于6月份。7月，美国Markit制造业PMI为49.5，较6月下降2.2个百分点；日本的制造业PMI为49.1，也再次回落至荣枯线以下。



数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心



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 7 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 8.0%、8.1%、-6.0%, 欧美受基数效应影响增速小幅上涨, 中国对欧盟的出口额增速涨幅最大。本月日本制造业 PMI 位于荣枯线以下, 制造业景气回落明显, 中国对日本的出口额增速也出现明显的下降, 同比下降 6.0%, 较前月下降 6.9 个百分点。

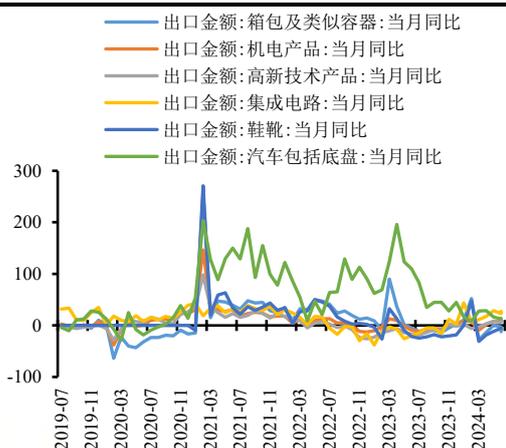


图 17 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

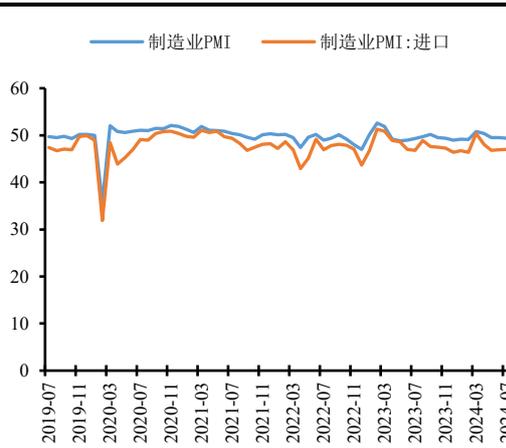


图 18 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 7 月的具体商品出口来看, 中国出口机电产品 1793.23 亿美元, 占中国出口总额的 59.66%, 仍在中国出口中占主导地位, 同比增长 10.0%。其中, 出口集成电路 138.49 亿美元, 同比增长 27.7%, 较前期上涨 4.3 个百分点; 高新技术产品出口为 749.25 亿美元, 同比增长 11.5%, 较前期上涨 5.2 个百分点; 汽车出口 877.3 亿美元, 同比增长 13.8%, 继续保持高位增长。

基数效应, 进口额增速由负转正

2024 年 7 月, 进口总额 2159.1 亿美元, 同比增长 7.2%, 进口额增速由负转正, 较前期上涨 9.5 个百分点。7 月中国国内经济运行平稳, 但本月存在明显的地基数效应, 导致 7 月进口额增速由负转正, 2023 年 7 月进口额同比下降 12.2%, 较 2023 年 6 月下降 5.4 个百分点, 对本月形成明显的低基数效应。7 月中国制造业 PMI 为 49.4, 基本与前月持平, 制造业景气度走势平稳, 依然位于荣枯线以下, 内部需求有待进一步释放。

从 7 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 24.1%、7.1%、-4.9%和 11.1%, 分别较前期上涨 25.8、13.9、5.7、15.9 个百分点。其中, 中国从美国的进口额增速上涨最快。

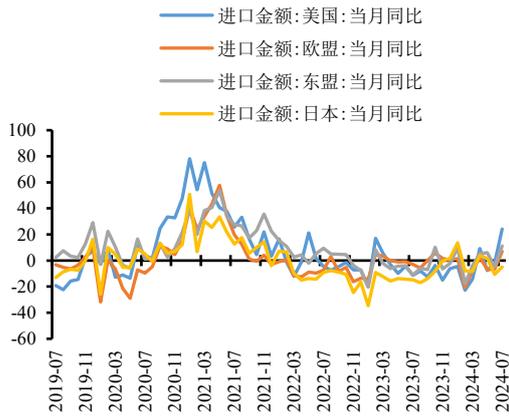


图 19 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

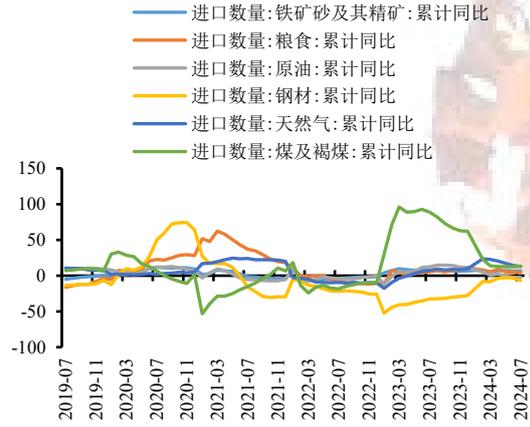


图 20 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 7 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 6.7%、-2.4%、13.3%、12.9%和-6.7%, 与前期相比, 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 4.6%, 较前期降 0.1 个百分点, 肉类数量进口累计同比增速为-14.5%, 降幅较前期下降 1.1 个百分点。

价格部分: 极端天气影响, CPI 增速小幅上行

2024 年 7 月份, CPI 同比增长 0.5%, 较 6 月上涨 0.3 个百分点, 环比增长 0.5%, 较 6 月上涨 0.7 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 0.5 个百分点。整体供给相对充足, 是 CPI 增速持续低位徘徊的根本原因。本月一方面, 受夏季强降雨影响, 果蔬等供给相对收缩, 部分食品价格较去年同期明显上涨; 另一方面, 受去年同期高基数效应影响, 本月服务价格增速小幅下滑。此外, 扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增长 0.4%, 较前月下降 0.2 个百分点。

2024 年 7 月, PPI 同比下跌 0.8%, 环比下跌-0.2%, 均与前月持平。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-0.9 个百分点。本月全球经济下行风险增加, 总需求收缩, 叠加房地产市场恢复缓慢, 工业品总需求弱于供给是 PPI 持续低位徘徊的主要原因。

总体而言, 居民消费端中, 供给充足使得 CPI 增速低位徘徊, 本月受夏季强降雨影响, 果蔬等食品价格增速明显上行; 受服务价格的高基数效应影响, 非食品价格增速小幅下降, 使得本月 CPI 同比增速较前月小幅上涨。工业生产端中, 房地产市场低迷与全球经济下行风险增加, 使得总需求相对收缩, 工业品价格持续底部徘徊, PPI 同比继续负增长。

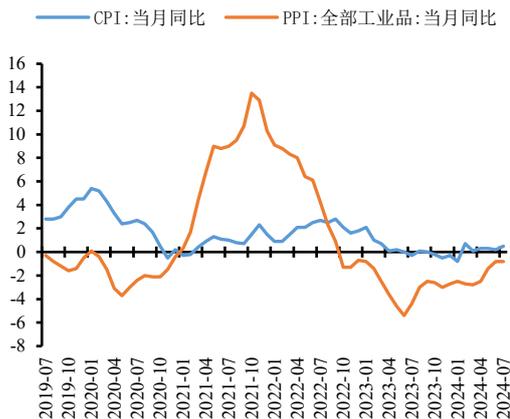


图 21 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

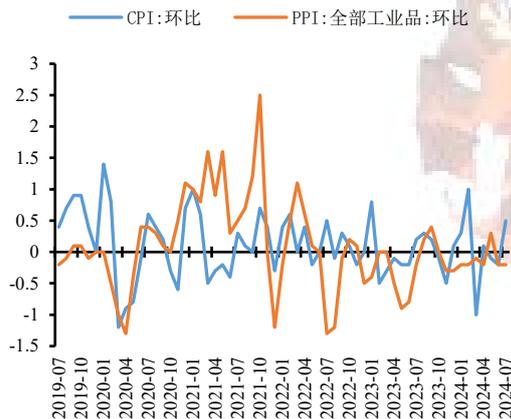


图 22 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

受强降雨影响，食品价格增速明显上涨

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。7 月份，受强降雨影响，部分食品供给相对收缩，鲜菜、水果、鸡蛋等食品价格增速明显上涨；受高基数效应影响，服务价格增速略有下滑，使得整体居民消费价格增速较前月上涨 0.3 个百分点。具体而言：食品价格增速上涨 2.1 个百分点，除粮食和奶类以外，果蔬等其他食品价格增速均有不同程度上涨；非食品价格同比增速下降 0.1 个百分点，租赁房租、家用器具、旅游等价格增速小幅下滑。



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

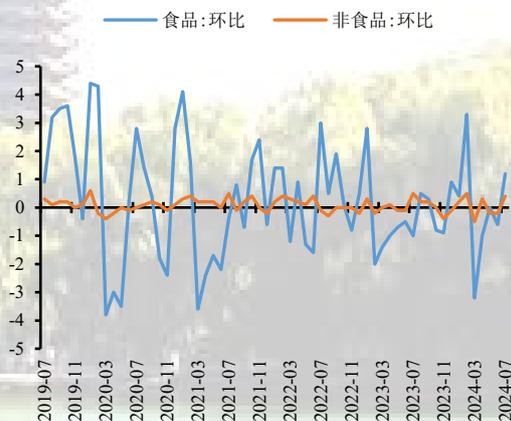


图 24 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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，食品价格增长 0.0%，较前月上涨 2.1 个百分点，极端天气强降雨，食品供给相对减少，使得食品价格停止下滑，同比下降 0.0%，降幅较前月收窄 2.1 个百分点。总体而言，食品项八大类价格同比分化（5 涨、3 跌、0 持平），其中畜肉同比幅度最大（4.9%）；较上月同比变动分化（5 正、2 负、1 不变），其中鲜菜同比变动最显著（10.6%）。

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 |
|-------|------|------|------|-----|-----|-----|------|------|
| 7月同比 | 0.1 | -4.1 | 3.3 | 4.9 | 1.2 | 0.4 | -1.9 | -4.2 |
| 同比变动 | -0.3 | 0.1 | 10.6 | 1.4 | 0.0 | 4.3 | -0.1 | 4.5 |

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

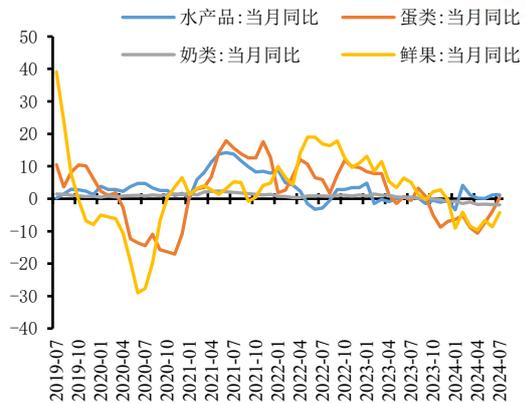
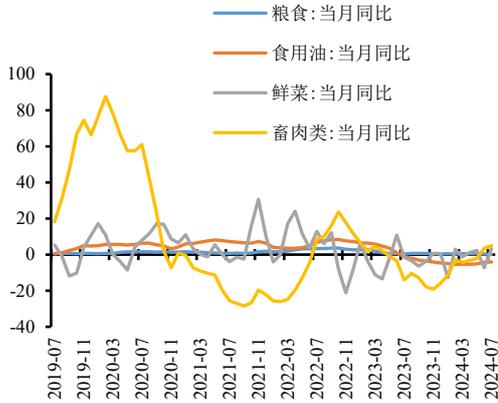


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

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，食品价格环比增速下降 0.0%，较前月上涨 2.1 个百分点。受季节因素和极端天气影响，7 月果蔬、蛋奶价格涨跌不一。其中，高温强降雨天气使得，鲜菜价格环比上涨 9.3%，蛋类价格环比上涨 3.7%。另外，受产能收缩影响，7 月猪肉价格环比增长 2.0%。

总体而言，食品八大类价格环比普跌（4 涨、4 跌、0 持平），其中鲜菜环比幅度最高（9.3%），较上月环比变动分化（4 正 4 负 0 不变），其中鲜菜环比变动幅度最大（16.6%）。

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 |
|-------|------|------|------|------|-----|-----|------|------|
| 7月环比 | -0.3 | -0.6 | 9.3 | 0.8 | 0.4 | 3.7 | -0.1 | -0.3 |
| 环比变动 | -0.2 | -0.6 | 16.6 | -3.7 | 0.6 | 2.2 | -0.1 | 3.5 |

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

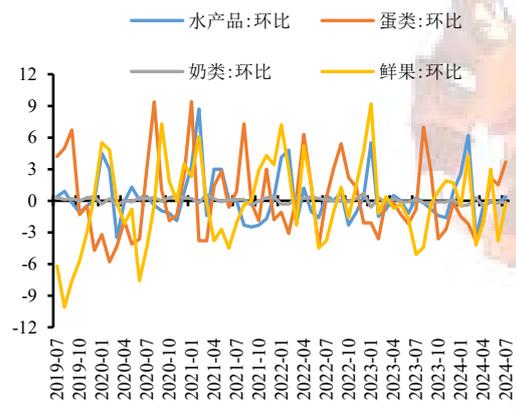
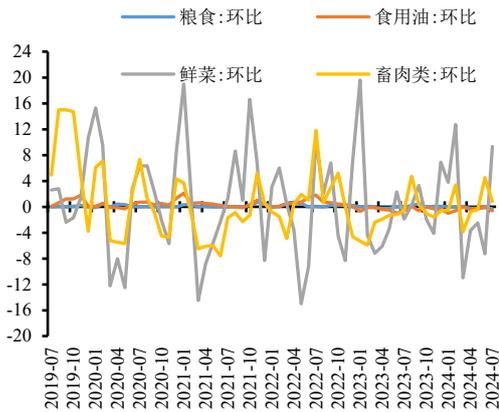


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

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

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

高基数效应, 服务价格增速小幅回调

非食品项中, 从同比看, 非食品价格上涨 0.7%, 较上月下降 0.1 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.54 个百分点。其中, 服务价格同比增长 0.6%, 较前月下滑 0.1 个百分点。

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 (0 正 4 负 3 不变), 其中交通通信同比变动最明显 (-0.3%)。

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 |
|-------|-----|------|------|------|------|------|------|
| 7 月同比 | 1.5 | 0.1 | 0.7 | -0.6 | 1.7 | 1.4 | 4.0 |
| 同比变 | 0.0 | -0.1 | -0.2 | -0.3 | 0.0 | -0.1 | 0.0 |

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

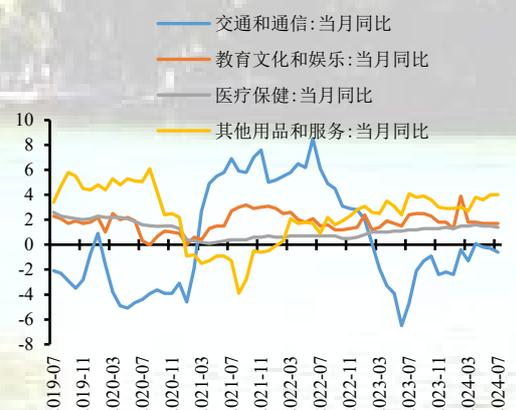
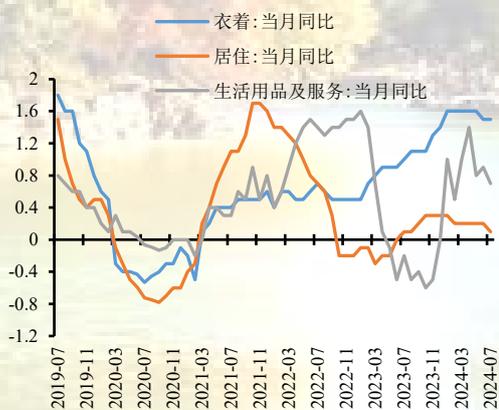


图 29 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

图 30 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, 非食品价格环比增长 0.4%, 较前月上涨 0.6 个百分点, 影响 CPI 环比约上涨 0.3 个百分点。暑假期间, 7 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 (4 正、1 负、2 持平), 其中教育文化娱乐环比幅度最高 (1.3%), 较上月环比变动分化 (4 正、3 负、0 不变), 其中教育文化娱乐和交通通信环比变动最显著 (1.5%)。

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 |
|-------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 7 月环比 | -0.4 | 0.0 | 0.4 | 0.9 | 1.3 | 0.0 | 0.9 |
| 环比变动 | -0.2 | -0.1 | 0.8 | 1.5 | 1.5 | -0.1 | 1.1 |

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

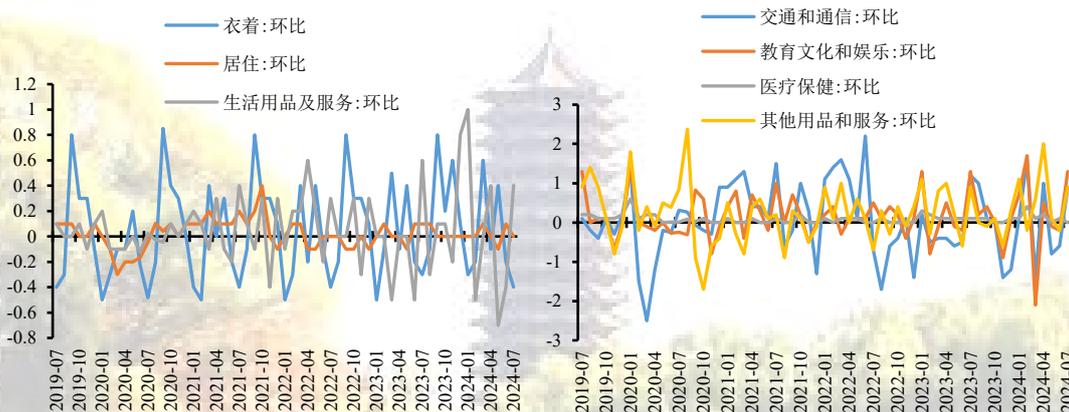


图 31 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

图 32 交通和通信、教育文化和娱乐价格、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

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

全球经济下行风险增加, PPI 增速低位徘徊

受国际环境不确定性和国内外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, 工业品价格环比继续负增长, 同比降幅与前月持平, 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, 但本月降幅较前月扩大 0.2 个百分点。

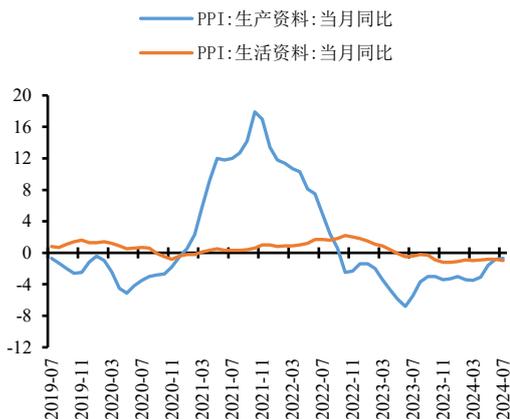


图1 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

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

从同比看, 7月PPI下跌0.8%, 与前月持平, 这主要受基数效应影响。受基数效应影响, 生产资料价格增速继续收窄, 同比下降0.7%, 较前月收窄0.1个百分点, 其中采掘价格增速上涨0.8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1.0%, 跌幅较前月扩大0.2个百分点, 其中食品、衣着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 |
| 7月同比 | 3.5 | 1.8 | -2.1 | -0.7 | -0.5 | -0.3 | -2.0 |
| 同比变动 | 0.8 | 0.2 | -0.1 | -0.5 | -0.5 | -0.2 | 0.1 |

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

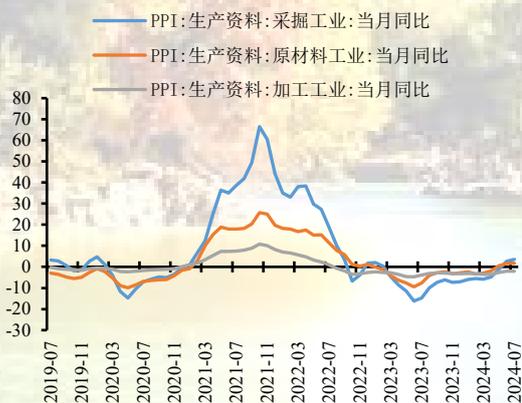


图3 生产资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

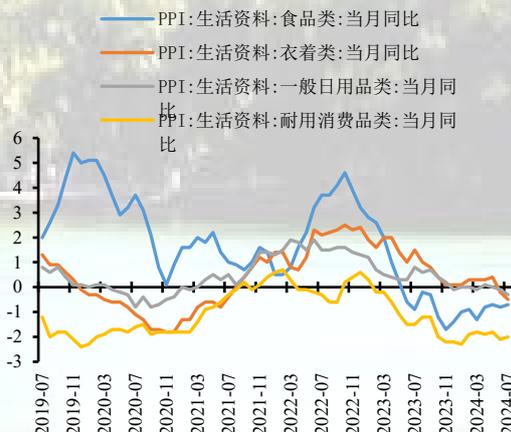


图4 生活资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 7月PPI环比增长-0.2%, 与前月持平。受工业中下游生产需求回落影响, 生产资料价格下降0.3%, 降幅较前月扩张0.1个百分点, 其中加工价格下降最为明显; 生活资



料价格下跌 0.0%，降幅较前月收窄 0.1 个百分点，其中耐用消费品工业价格下降最为明显。中下游加工需求收缩是拉低 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 |
| 7 月环比 | 0.7 | -0.2 | -0.4 | -0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| 环比变动 | 0.4 | 0.3 | -0.3 | -0.5 | 0.2 | 0.1 | 0.9 |

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

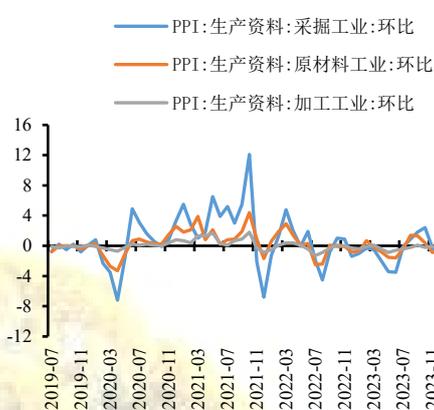


图 5 生产资料价格分项环比增速（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

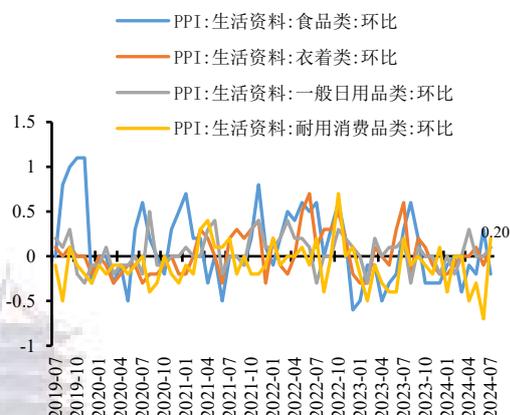


图 6 生活资料价格分项环比增速（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：实体需求不足，社融信贷延续弱势

2024 年 7 月，社会融资规模增加 7724 亿元，较去年同期多增 2358 亿元，低于市场预期。从结构上看，政府债券持续发力，7 月政府债券净融资达 6881 亿元，同期多增 2772 亿元，为社会融资规模同期多增的主要支撑；企业债券融资在基数小的情况下实现同比大幅多增，同期多增 746 亿元；票据冲量特征明显，本月新增未贴现银行承兑汇票较同期多增 888 亿元；新增人民币贷款在社融口径统计下首次为负，较去年同期少增 1172 亿元，拖累社融规模增长。整体而言，7 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 7 月，新增人民币贷款 2600 亿元，同比少增 859 亿元，大幅不及市场预期。整体而言，7 月份票据冲量特征明显，企业贷款结构未能改善；居民和企业贷款依然偏弱，同期大幅少增，对信贷数据构成拖累。关键仍是有效需求不足，居民消费、购房意愿低，企业投资意愿不强，实体经济信贷需求亟需进一步提振。



2024年7月末，狭义货币（M1）余额 63.23 万亿元，同比下降 6.6%，较上期下降 1.6 个百分点；广义货币（M2）余额 303.31 万亿元，同比增长 6.3%，较上期上升 0.1 个百分点。整体而言，M1 同比增速连续 4 个月负增，且本月负增幅度进一步扩大，M2 同比小幅回升，受此影响 M2-M1 增速剪刀差进一步走扩，显示企业预期偏弱，资金活化程度较低。

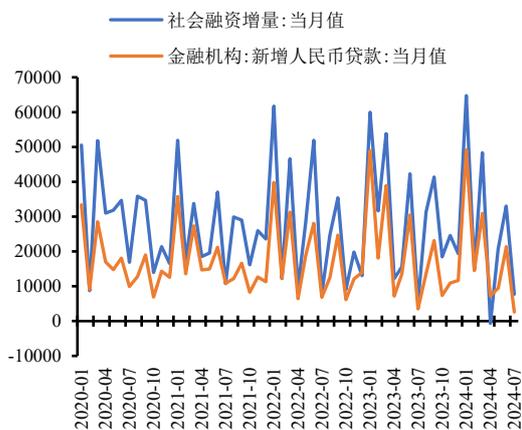


图 39 社会融资规模和新增人民币贷款（亿元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

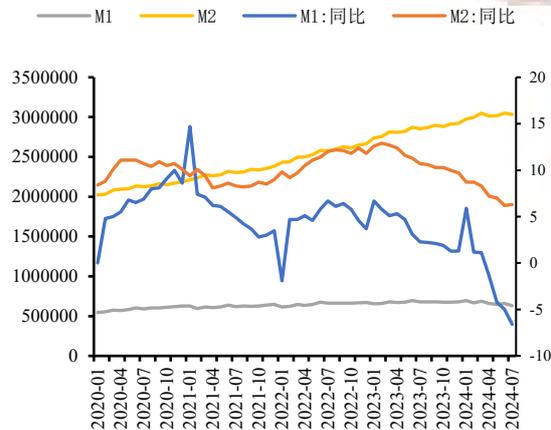


图 40 M1 和 M2（左：亿元；右：%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

财政持续加码，有效需求仍需提振

2024 年 7 月，社会融资规模增加 7724 亿元，较去年同期多增 2358 亿元，低于市场预期。从结构上看，政府债券持续发力，7 月政府债券净融资达 6881 亿元，同期多增 2772 亿元，为社会融资规模同期多增的主要支撑；企业债券融资在基数小的情况下实现同比大幅多增，同期多增 746 亿元；票据冲量特征明显，本月新增未贴现银行承兑汇票较同期多增 888 亿元；新增人民币贷款在社融口径统计下首次为负，较去年同期少增 1172 亿元，拖累社融规模增长。整体而言，7 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 1723 亿元，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，凸显实体融资需求有待进一步刺激恢复。

表外融资同比多增 969 亿元，主要受银行票据冲量的影响，本期未贴现银行承兑汇票同比多增 888 亿元，而委托贷款和信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 191 亿元，其中企业债净融资 2036 亿元，同比多增 746 亿元，主要原因是利率下行带动债券融资成本下降，企业发债意愿提高。股票融资因当前国内股市表现不振，且市场信心不足持续同比少增，同期少增 555 亿元。



政府债券同比多增 2772 亿元，是本月社融规模的主要支撑，截至 7 月，今年政府专项债发行进度较慢，但 5 月以来国债（含特别国债）发行明显提速，连续三个月国债净融资都超过 4000 亿元，对社融形成重要支撑。7 月底政治局会议提出，“要加快专项债发行使用进度”，预计今年下半年政府债券融资将继续对社融形成重要支撑。

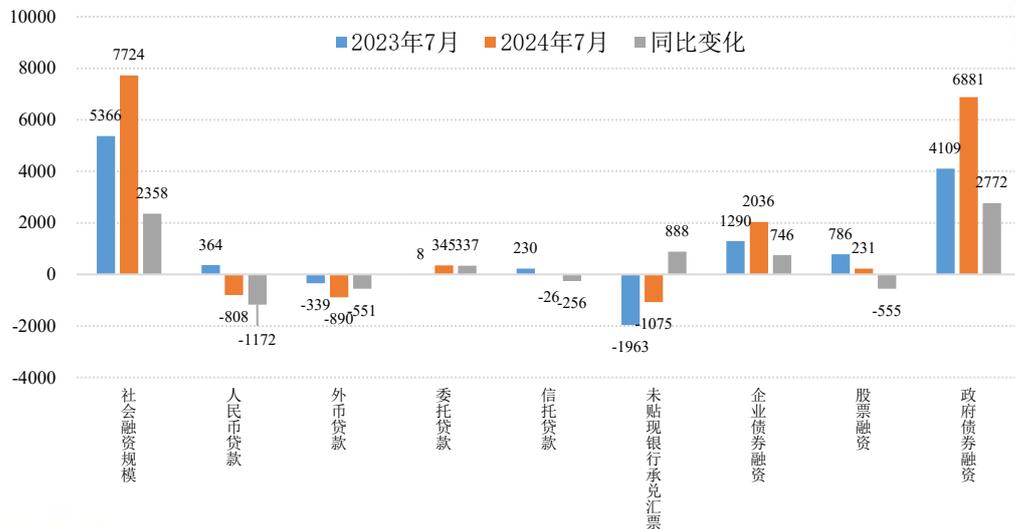


图 41 7 月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

实体部门信贷需求不足，票据冲量特征显著

2024 年 7 月，新增人民币贷款 2600 亿元，同比少增 859 亿元，大幅不及市场预期。整体而言，7 月份票据冲量特征明显，企业贷款结构未能改善；居民和企业短期和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。关键仍是有效需求不足，居民消费、购房意愿低，企业投资意愿不强，实体经济信贷需求亟需进一步提振。

居民户信贷规模同比少增 93 亿元，其中短期贷款同比少增 821 亿元，中长期贷款同比多增 772 亿元主要是去年同期基数水平低影响。目前居民主要受收入预期不稳以及房地产复苏偏弱的影响削弱了超前消费意愿。“5.17”地产政策已经实施两月，但居民购房意愿仅短暂出现边际改善，同时存量房贷利率较高的问题仍然存在，居民提前还贷力度不减，导致信贷需求持续减弱。

企事业单位信贷规模同比少增 1078 亿元，其中短期贷款新增-5500 亿元，同比多减 1715 亿元；而企业中长期贷款新增 1300 亿元，同比少增 1412 亿元。这一方面受“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，企业信贷还款和不续作增多，另一方面 7 月 PMI 录得 49.4%仍处于荣枯线下方，经济景气度回落，企业投资意愿依然较弱。票据融资 5586 亿，同比大幅多增 1989 亿，冲量特征明显，



也反映了有效信贷需求不足问题。

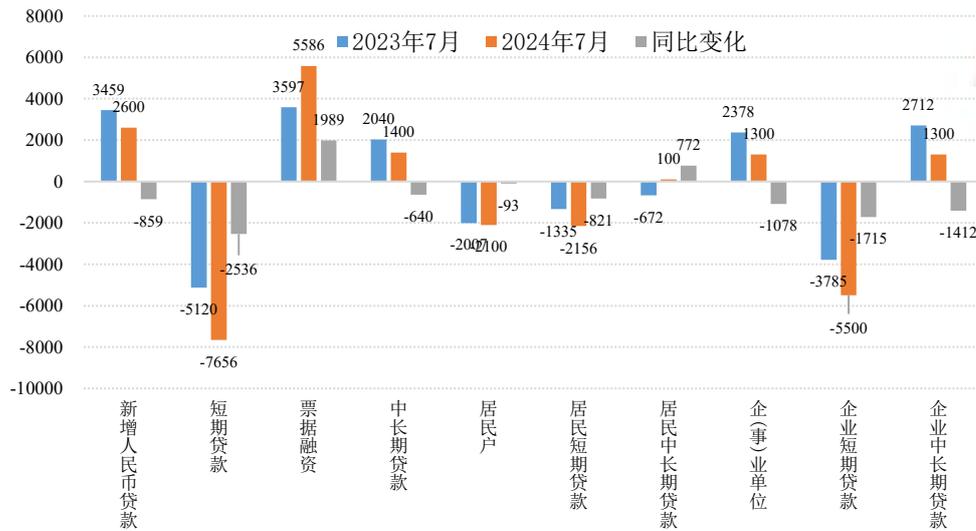


图 42 7 月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

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 继续探底，M2 增速小幅回升

2024 年 7 月末，狭义货币（M1）余额 63.23 万亿元，同比下降 6.6%，较上期下降 1.6 个百分点；广义货币（M2）余额 303.31 万亿元，同比增长 6.3%，较上期上升 0.1 个百分点。整体而言，M1 同比增速连续 4 个月负增，且本月负增幅度进一步扩大，M2 同比小幅改善，受此影响 M2-M1 增速剪刀差进一步走扩，显示企业预期偏弱，资金活化程度较低。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，7 月末两者的同比增速差为 12.9%，增速剪刀差进一步扩大，反映出资金活化程度较低。M1、M2 数据持续偏低，一方面是禁止手工补息和强监管的影响仍在释放，但核心仍是地产销售、居民预期、企业需求均较弱，影响货币流通。

从社融与 M2 的同比增速差看，7 月末两者的同比增速差为 1.9%，与上期持平，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。但是，值得关注的是增速差转正是两者增速共同下降，且 M2 下降速度大于社融实现的。

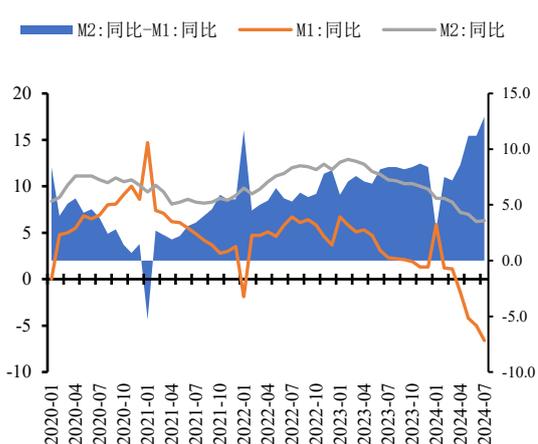


图 43 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

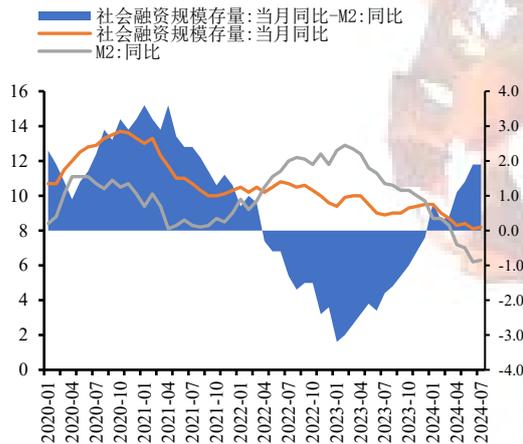


图 44 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

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 -1.6%。

信贷规模：预计 2024 年下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，“5.17”地产新政配合 7 月货币政策进一步发力，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 年下半年信贷规模仍有支撑因素。

M2：预计 2024 年下半年 M2 同比增速将筑底反弹。一方面去年同期基数逐月减小，支撑 2024 年的同比增速，另一方面 2024 年下半年信贷需求有望仍随着政府债的发力而增加，将共同支撑 2024 年下半年的 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。