



# 政策发力，经济释放企稳信号

——蔡含篇

点评报告

A0012-20241115

	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>					
工业增加值同比(%)	4.6	5.4	5.3	4.9	5.61
固定资产投资累计同比(%)	2.9	3.4	3.4	3.6	3.3
社会消费品零售额同比(%)	7.6	3.2	4.8	4.3	3.15
出口同比(%)	-6.6	2.4	12.7	4.8	--
进口同比(%)	2.9	0.3	-2.3	0.8	--
贸易差额(亿美元)	559.5	817.1	957.2	815.1	--
<b>通货膨胀</b>					
CPI 同比(%)	-0.2	0.4	0.3	0.5	0.5
PPI 同比(%)	-2.6	-2.8	-2.9	-2.5	-2.2
<b>货币信贷</b>					
新增人民币贷款(亿元)	7384	15900	5000	7500	--
M2 同比(%)	10.3	6.8	7.5	7.0	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

联系人：蔡含篇

联系方式：

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

- 多轮稳增长政策落地实施，工业经济加快发展
- 政策推动，消费额增速显著上涨
- 东部地区地产投资探底继续，全部投资增速稳定不变
- 高技术产品出口增长，外贸增速上行
- 稳增长效应释放，工业品价格或已触底
- 新政初现成效，后续仍待释放
- 展望未来：稳增长政策持续发力，经济复苏继续

## 内容提要

10月，利好政策密集出台，政策效应释放，部分指标释放企稳信号。尽管当前国际环境依然趋紧，但本月出口增速明显上涨；国内经济，政策推动，消费需求有所增加，部分地区房地产市场触底反弹，经济结构调整继续，高端制造业、高技术产业依然领跑经济。四季度，机遇与风险并存，“稳中求进”的总基调不变。

### 供给端

2024年10月，全国规模以上工业增加值同比增长5.3%，较上期下降0.1个百分点，低于市场预期，其中制造业和采矿业同比增速分别提高0.2和0.9个百分点成为主要支撑。2024年1-10月，规模以上工业增加值同比增长5.8%，继续较上期持平。新一轮稳增长政策开始落地执行，叠加设备以旧换新和金融支持政策的持续推进，工业增速持续高位运行，工业经济平稳发展仍有政策支持。

### 需求端

**消费方面：**2024年10月份，社会消费品零售总额同比增长4.8%，较9月份上涨1.6个百分点。受一系列稳增长、促消费、调预期政策影响，10月社会消费品零售总额增速继续上涨，尤其汽车、家电消费额增速上涨显著，但整体消费仍处于底部徘徊，仍需进一步稳定就业、收入预期推动消费可持续上涨。

**投资方面：**2024年1-10月份，全国固定资产投资同比增长3.4%，与1-9月份持平。本月受东部地区地产投资增速下滑影响，房地产投资增速再度下行，但其他大部分地产投资已基本触底反弹。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，对投资增速的主要支撑依然是“大规模设备更新”政策的落实，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10月份，出口总额3090.6亿美元，同比增长12.7%，较前月上涨10.3个百分点。10月全球经济上行，外部需求增加，叠加高技术产业出口增速上涨，使得全部出口额增速上涨显著，但受欧盟等西方国家加征关税影响，本月汽车出口额增速大幅下滑。

**进口方面：**2024年10月份，进口额同比增长-2.3%，较前月下降2.6个百分点。本月尽管中国经济出现企稳信号，制造业PMI再回荣枯线以上，但受高基数效应影响，本月进口额增速出现小幅下降。

### 价格

**CPI：**2024年10月份，CPI同比增长0.3%，较9月下降0.1个百分点。居民收入增速下滑，有效需求不足，是CPI增速持续低位徘徊的根本原因。本月一方面，前期受极端天气影响食品供给收缩，随着生长周期和运输的恢复正常，短期内食品供给显著增加，对本月食品价格形成压力；另一方面，尽管本月上调两次成品油价格，但涨幅较小，整体能源价格仍呈环比负增长。

**PPI：**2024年10月份，PPI同比下跌2.9%，降幅较9月扩大0.1个百分点，环比下跌0.1%，降幅较9月收窄0.5个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-0.5个百分点；新涨价影响约为-2.4个百分点。尽管本月工业品价格增速继续下降，但稳增长效应释放，PPI增速已呈现触底信号，拉低本月PPI增速的主要因素是耐用品价格增速的下行。

### 货币金融

**社会融资：**2024年10月，新增社会融资规模13958亿元，同比少增4483亿元，低于市场预期。总体而言，随着作为重要社融支撑的政府债券发行力度在10月减弱，以及人民币贷款的持续拖累，社融少增规模环比扩大趋势日趋明显，显示实体经济融资需求依然不足，政策效果待充分释放。

**人民币贷款：**2024年10月，新增人民币贷款5000亿元，同比少增2384亿元，低于市场预期。总体而言，10月信贷规模依然表现不足，部门结构信贷需求差异形成反差，在新一轮稳增长政策带动下居民户信贷出现好转，企事业单位则延续偏弱趋势，且表现出加强的态势，有待政策稳固。

**M2：**2024年10月末，狭义货币（M1）余额63.34万亿元，同比下降6.1%，较上期下降1.3个百分点；广义货币（M2）余额309.7万亿元，同比增长7.5%，较上期提高0.7个



百分点。总体而言，10月末M1同比增速连续7个月负增长但已触底反弹，下降幅度继续收敛，M2同比增速维持企稳态势，并呈加快的趋势，受此影响M2-M1增速剪刀差出现收缩，社融-M2增速剪刀差进一步缩小，表明企业预期边际改善，资金活化程度出现边际提升，但资金流动性维持平衡。





## 正文

### 工业增加值部分：多轮稳增长政策落地实施，工业经济加快发展

2024年10月，全国规模以上工业增加值同比增长5.3%，较上期下降0.1个百分点，低于市场预期，其中制造业和采矿业同比增速分别提高0.2和0.9个百分点成为主要支撑。2024年1-10月，规模以上工业增加值同比增长5.8%，继续较上期持平。新一轮稳增长政策开始落地执行，叠加设备以旧换新和金融支持政策的持续推进，工业增速持续高位运行，工业经济平稳发展仍有政策支持。

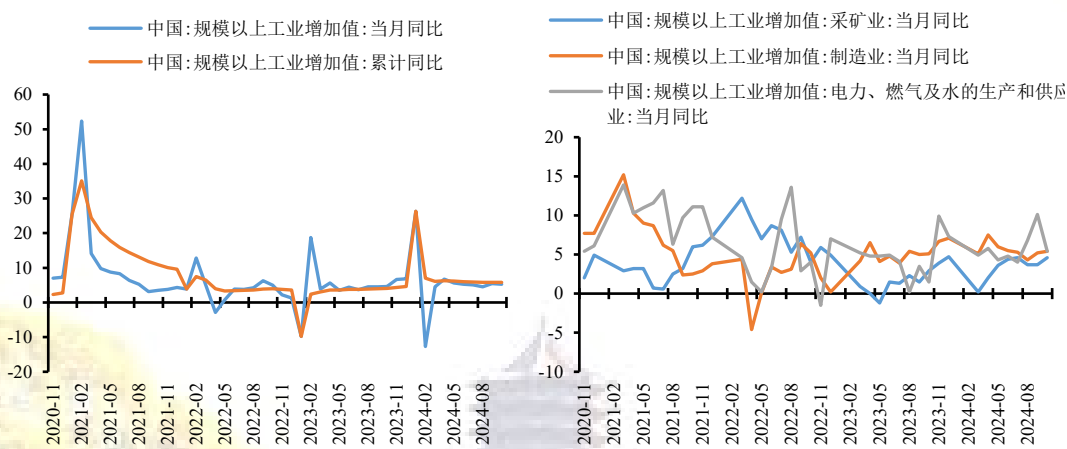


图1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

图2 中国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10月采矿业增加值同比增长4.6%，制造业同比增长5.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长5.4%，分别较上期变化0.9、0.2、-4.7个百分点，工业增加值同比增速在基数抬升的情况下更有较大提升，得益于多轮稳增长政策的落地生效。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支撑；采矿业同比增速在基数抬升1.4个百分点的情况下仍有较高增长，得益于极端天气的缓解以及房地产政策刺激；电力、热力、燃气及水生产和供应业随着极端天气缓解出现明显回落。

分企业性质看，2024年10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3.8%、5.9%、2.9%、4.8%，分别较上期变化-0.1、-0.3、0.5、-0.8个百分点。整体而言，各类企业工业产出保持平稳态势，边际变化并未产生较大波动。其中，国有及国有控股企业在基数抬升1个百分点的情况工业产出同比增速仅边际下降0.1个百分点，显示多轮稳增长政策效果的确在持续释放。例如，10月制造业采购经理指数重新升至荣枯线上方，显示未来扩张趋势仍有政策支持，但10月工业企业





利润出现大幅下降值得关注。

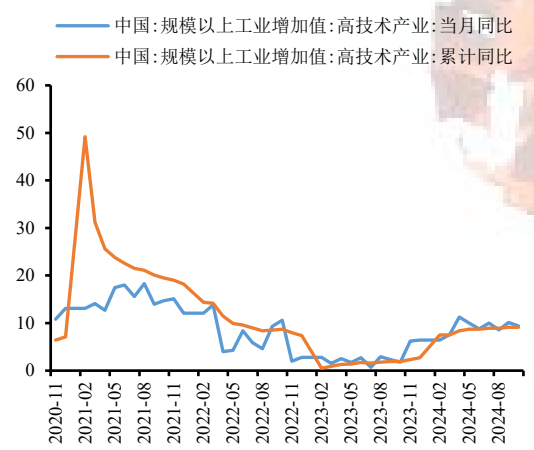
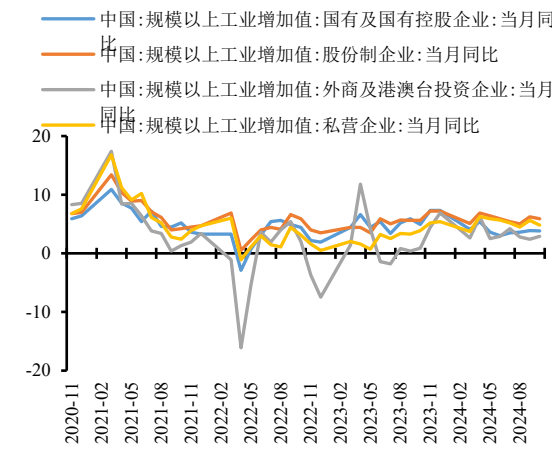


图3 各类企业工业增加值当月同比增速 (%)

图4 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

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,10月同比增速9.4%,累计增速9.1%,分别较上期变化-0.7、0个百分点,同时分别高于工业增加值4.1、3.3个百分点,依然是连续多月大幅高于整体工业增加值增速,显示当前制造业高端化、智能化步伐仍在加快,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: 政策推动, 消费额增速显著上涨**

2024年10月份,社会消费品零售总额同比增长4.8%,较9月份上涨1.6个百分点。

政策效应释放是推动本月消费额增速明显上涨的主要因素。9月末以来,利好政策密集出台,一方面,推动股市在10月明显上涨,直接增加了部分股民的短期收入,推动了其10月消费增长;另一方面,化债、房地产政策等利好政策叠加9月中央政治局会议对当前经济形势进行了分析,对未来经济工作做了切实的部署,增加了居民对经济企稳、就业稳定、收入增加的预期,进而显化了政策推动作用。同时,进一步落实部署家电以旧换新,推动汽车消费等促销政策,使得本月消费额增速明显上涨,尤其是大宗消费品消费额增速上涨显著。

从具体消费品类型来看,10月份,一方面,尽管汽车消费存在明显的高基数效应,但本月汽车消费额依然同比增长3.7%,较9月份上涨3.3个百分点,汽车消费额增速的明显上涨,对本月社零增速的上行起到了拉升作用。2023年10月汽车消费额同比增长11.4%,较2023年9月高8.6个百分点,对本月形成了明显的高基数效应。另一方面,受家用电器旧换新政策落地的影响,本月家用电器和音像器材类消费额同比增长39.2%,较9月上涨18.7个百分点。值得注意的是本月除药品、建筑装潢材料等个别商品消费额增速下滑外,其他大部



分商品消费额增速均呈现不同程度的上涨。

与历史数据相比，当前消费额增速依然位于低位，消费增速上行根本上依然取决于收入增速的上涨以及就业的稳定。前三季度，全国居民人均可支配收入同比增长 5.2%，较 2023 年下降 1.1 个百分点。保证消费增速可持续稳定上涨，居民收入增速有待进一步提高。

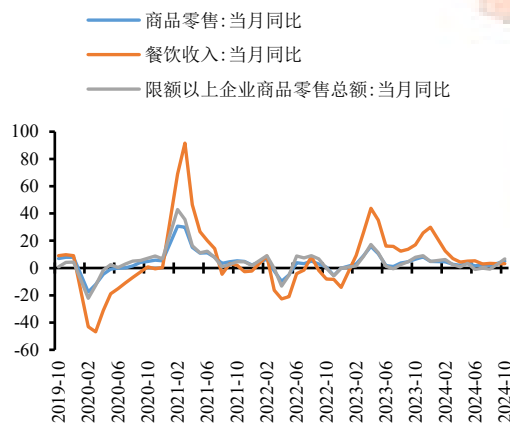
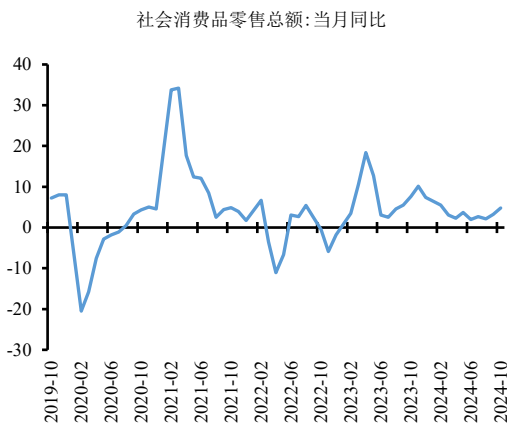


图 5 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

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

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

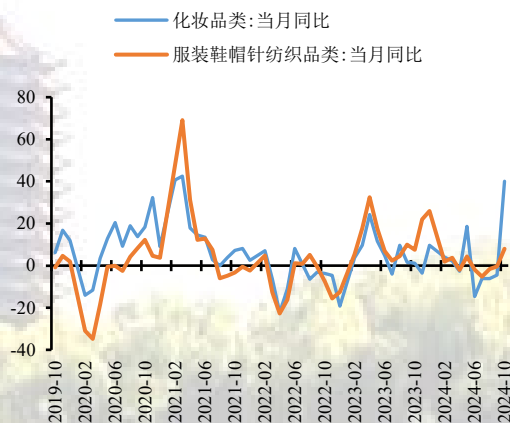
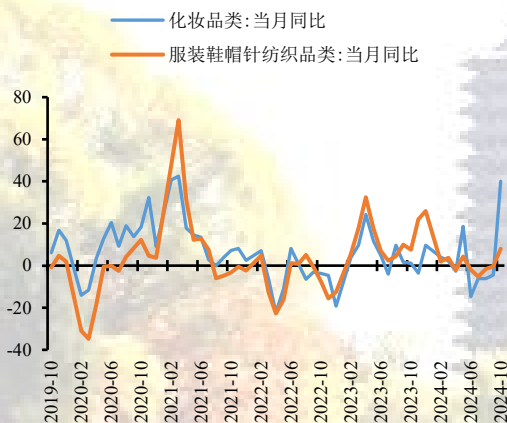


图 7 各类零售额当月同比增速 (%)

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

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

**投资部分：东部地区地产投资探底继续，全部投资增速稳定不变**

2024 年 1-10 月份，全国固定资产投资同比增长 3.4%，与 1-9 月份持平，投资增速止跌已连续三个月维持在 3.4%。其中，一、二产增速上涨三产下滑，分别较前期上涨 0.2、-0.1、-0.2 个百分点；基建投资增速较前期上涨 0.2 个百分点，房地产投资增速则较前期下降 0.2 个百分点。

1-10 月份，房地产投资同比增长-10.3%，较 1-9 月份下降 0.2 个百分点，分区域来看，除东部地区以外，全国大部分地区房地产投资增速均呈触底反弹，只有东部地区房地产投资



进一步加速下跌。1-10月东部地区房产投资同比下降9.8%，降幅较1-9月扩大0.8个百分点，仍在进一步探底进程当中。当前稳定的投资增速走势仍得益于“大规模设备更新”政策落实。受其影响，2024年以来，设备工器具购置增速保持高速增长值，1-10月同比增长16.1%，高于全部投资增速12.7个百分点，是当前推动投资需求的主要支撑。

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。近期美西方对华政策再度趋紧，欧盟、美国、加拿大等国对华电动车加征高额关税。外需收缩、产业链断裂影响企业利润增长，1-9月工业企业利润同比增长-3.5%，较前期下滑4.0个百分点。持续低迷的企业利润降低了民间投资的积极性，1-10月民间投资同比增长-0.3%，低于全部投资3.4个百分点。

调结构方面，高技术产业投资继续引领全部投资上涨。1-10月份，高技术产业投资同比增长9.3%，较全部投资增速高5.9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8.8%、10.6%。可见，无论是制造业还是服务业，高技术产业是全面发展的。

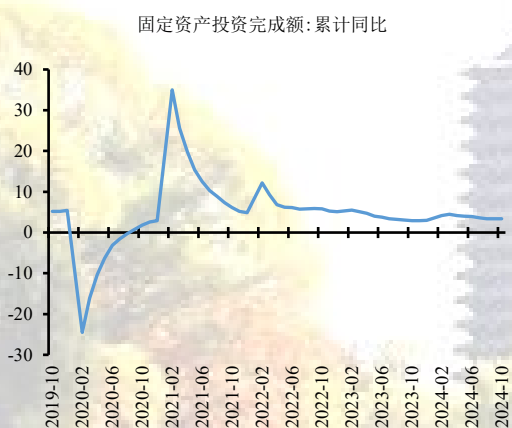


图9 固定资产投资累计同比增速(%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

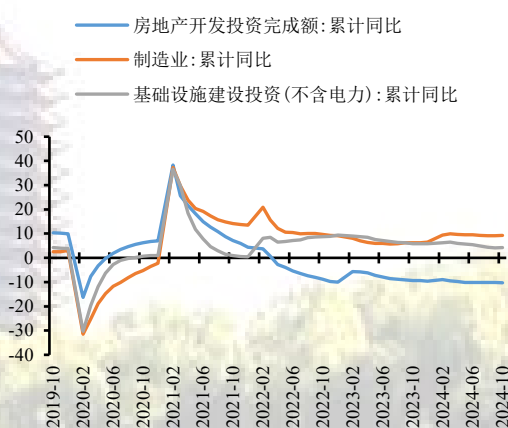


图10 固定资产投资分行业累计同比增速(%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

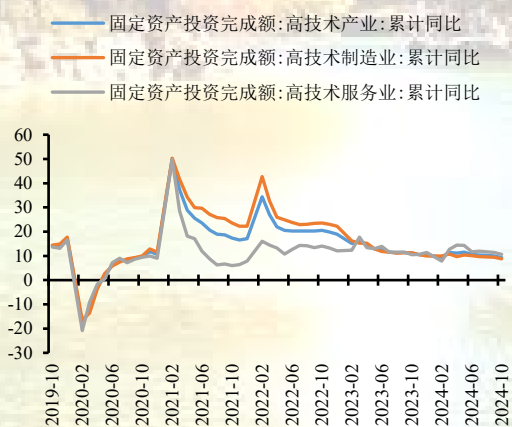


图11 高技术产业投资累计同比增速(%)



图12 民间投资累计同比增速(%)





### 进出口部分: 高技术产品出口增长, 外贸增速上行

2024年10月份,按美元计价,中国进出口总额5224.0亿美元,同比增长6.1%。其中,出口总额3090.6亿美元,同比增长12.7%;进口总额2133.4亿美元,同比增长-2.3%;贸易顺差957.2亿美元。总体来看,10月份出口额增速大幅上涨,进口额增速小幅回调,贸易差额扩大。

出口方面,2024年10月份,出口总额3090.6亿美元,同比增长12.7%,较前月上涨10.3个百分点。10月全球经济上行,外部需求增加,叠加高技术产业出口增速上涨,使得全部出口额增速上涨显著,但受欧盟等西方国家加征关税影响,本月汽车出口额增速大幅下滑。

进口方面,2024年10月份,进口额同比增长-2.3%,较前月下降2.6个百分点。本月尽管中国经济出现企稳信号,制造业PMI再回荣枯线以上,但受高基数效应影响,本月进口额增速出现小幅下降。

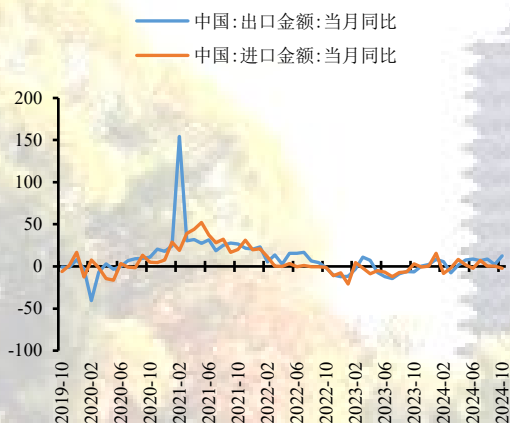


图13 进出口额增速: 当月同比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

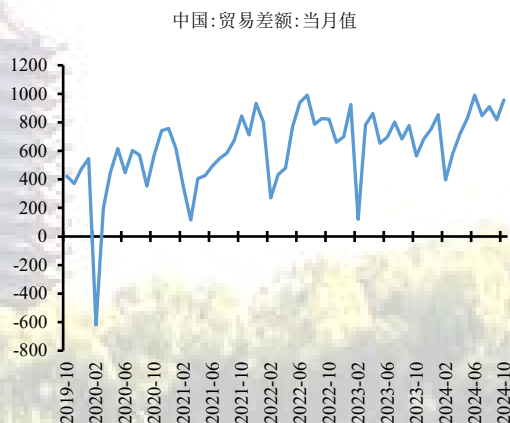


图14 中国贸易差额: 当月值 (亿美元)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

### 全球经济上行外需增加, 出口额增速上升明显

2024年10月份,出口总额3090.6亿美元,同比增长12.7%,较前月上涨10.3个百分点。10月全球经济上行,外部需求增加,叠加高基数产业出口增速上涨,使得全部出口额增速上涨显著。

外部需求方面,10月主要国家经济均出现不同程度上涨,与前月相比全球经济下行压力减缓。10月,美国Markit制造业PMI初值为47.8,较9月上涨0.5个百分点;日本、欧元区制造业PMI也均较9月出现不同程度的上涨,但美、欧、日制造业PMI均已连续4个月位于荣枯线以下。

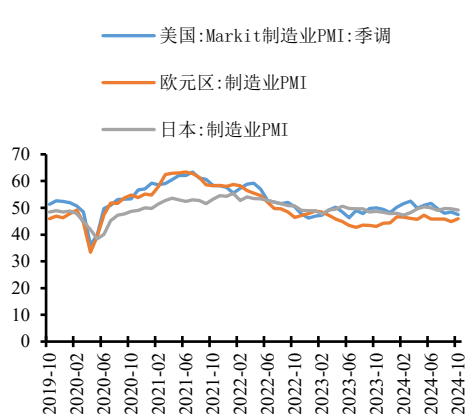


图 15 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

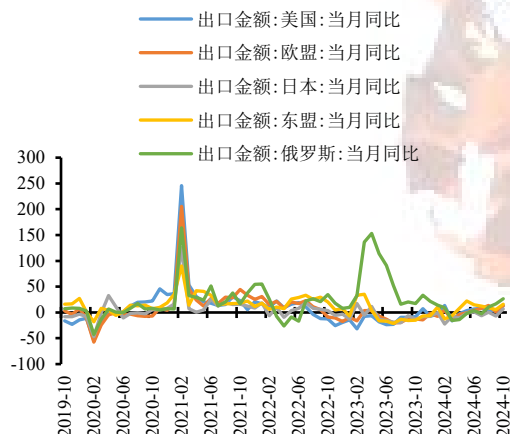


图 16 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 10 月的国别出口来看，中国对美国、欧盟、日本、东盟出口的当月同比增速分别为 12.7%、12.7%、6.8%、15.8%，分别较前月上涨 10.5、11.4、13.9、10.3 个百分点，本月中国对主要贸易伙伴的出口额增速均呈现显著上涨。另外，10 月中国对俄罗斯的出口额同比增长 26.7%，较前月上涨 10.1 个百分点，随着高基数效应的结束，中国对俄罗斯的出口额增速继续保持高速增长。

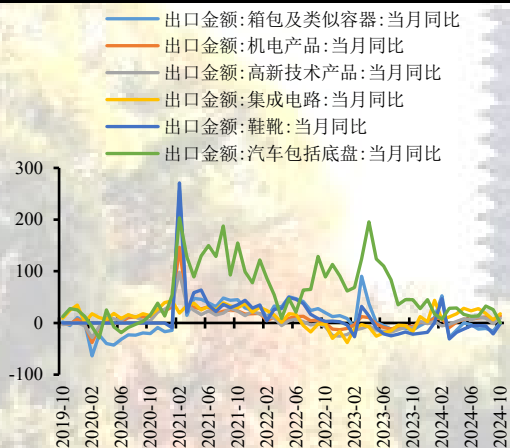


图 17 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

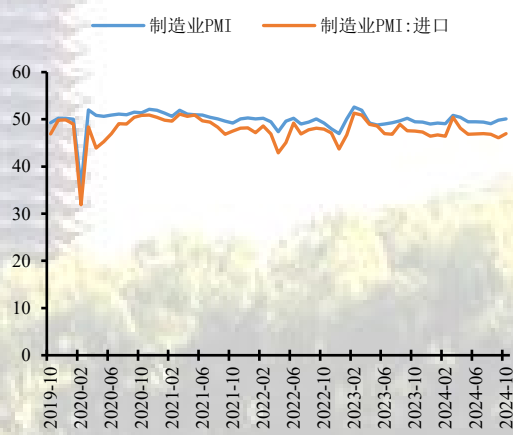


图 18 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 10 月的具体商品出口来看，中国出口机电产品 1844.17 亿美元，占中国出口总额的 60.8%，仍在中国出口中占主导地位，同比增长 13.7%。其中，出口集成电路 131.57 亿美元，同比增长 17.7%，较前期上涨 11.4 个百分点；高新技术产品出口为 816.01 亿美元，同比增长 9.1%，较前期上涨 10.3 个百分点；汽车出口 106.77 亿美元，同比增长 0.0%，较前期下降 25.7 个百分点。

高基数效应影响，进口额增速小幅下行

2024 年 10 月份，进口总额 2133.4 亿美元，同比增长-2.3%，较前期下降 2.6 个百分点，



进口额增速继续下降。导致本月进口额增速下降的主要因素是明显的高基数效应。2023 年 10 月份，出口额同比增长 3.0%，较 2023 年 9 月份高 9.3 个百分点，对本月形成了明显的高基数效应，是拉低本月进口额增速的主要因素。

从 10 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 6.6%、-6.1%、0.8%和-7.3%，分别较前期上涨-0.1、-2.6、7.9、-11.5 个百分点。其中，中国从欧洲、东盟的进口额增速下降幅度较大，尤其是东盟，从日本的进口额增速存在小幅上涨，从美国进口额增速变化较小。本月中国从欧盟、东盟进口额增速下降，主要是受明显的高基数效应影响导致的。2023 年 10 月份，中国从东盟、欧盟的进口额增速分别为 10.2%、5.8%，分别较 2023 年 9 月上涨 17.2、5.9 个百分点，对本月形成明显的高基数效应。

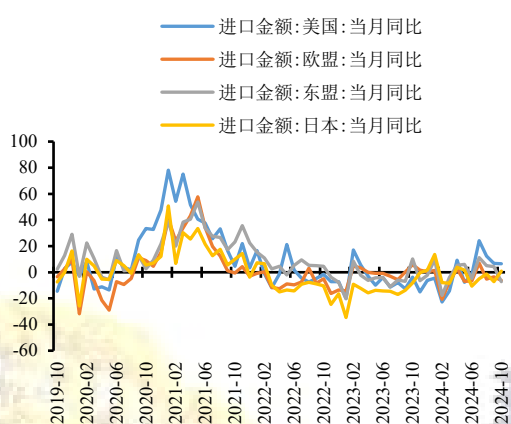


图 19 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

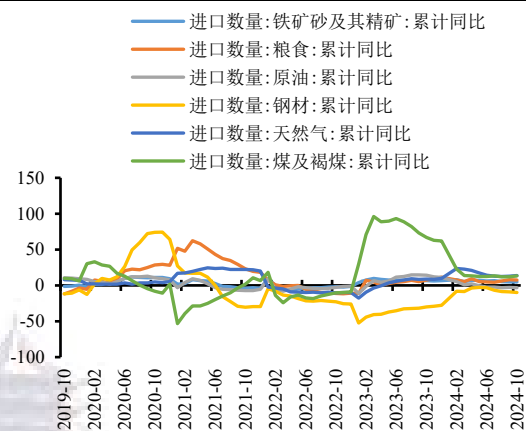


图 20 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从 10 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 4.9%、-3.4%、13.5%、13.6%和-10.1%，与前期相比，煤及褐煤、天然气增速小幅上涨，铁矿砂及其精矿进口增速与前月持平，原油、钢材增速小幅下行。农产品方面，粮食进口累计同比增速为 7.4%，较前期下降 0.4 个百分点，肉类数量进口累计同比增速为-12.5%，降幅较前期收窄 0.9 个百分点。

价格部分：稳增长效应释放，工业品价格或已触底

2024 年 10 月份，CPI 同比增长 0.3%，较 9 月下降 0.1 个百分点，环比增长-0.3%，较 8 月下降 0.3 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为-0.4 个百分点，新涨价影响约为 0.7 个百分点。居民收入增速下滑，有效需求不足，是 CPI 增速持续低位徘徊的根本原因。本月一方面，前期受极端天气影响食品供给收缩，随着生长周期和运输的恢复正常，短期内食品供给显著增加，对本月食品价格形成压力；另一方面，尽管本月上调两次成品油价格，但涨幅较小，整体能源价格仍呈现出环比负增长。此外，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同



比增长 0.2%，较前月上涨 0.1 个百分点。

2024 年 10 月份，PPI 同比下跌 2.9%，降幅较 9 月扩大 0.1 个百分点，环比下跌 0.1%，降幅较 9 月收窄 0.5 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-0.5 个百分点；新涨价影响约为-2.4 个百分点。尽管本月工业品价格增速继续下降，但稳增长效应释放，PPI 增速已呈现触底信号，拉低本月 PPI 增速的主要因素是耐用品价格增速的下行。

总体而言，居民消费价格，前期受极端天气影响食品供给收缩，随着生产恢复正常，短期内食品供给显著增加，对本月食品价格形成压力，叠加能源价格继续下行，使得本月 CPI 同比增速较前月小幅回调。工业品价格，尽管本月工业品价格增速继续下降，但稳增长效应释放，PPI 增速已呈现触底信号，拉低本月 PPI 增速的主要因素是耐用品价格增速的下行。

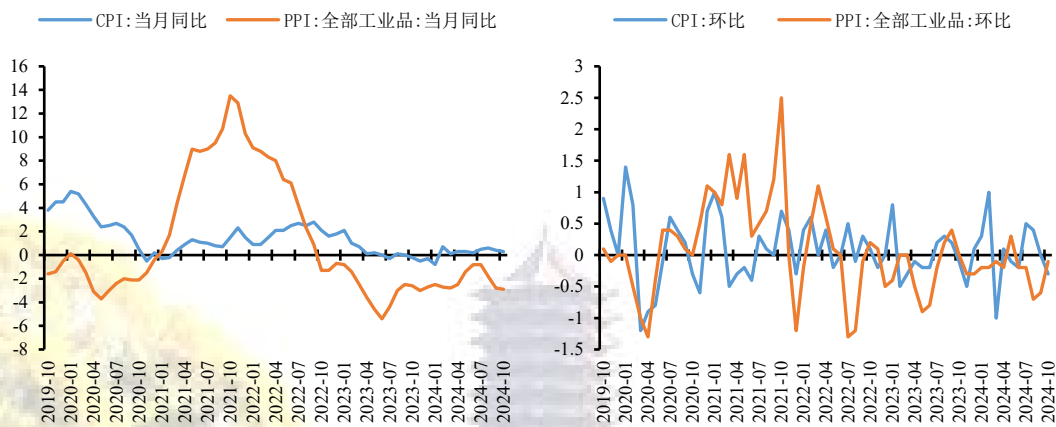


图 21 CPI、PPI 当月同比增速（%）

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

### 供给增加，食品价格出现下降

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、8、9 月份，受极端天气影响，供给收缩食品价格大幅上涨。近期随着生长周期和运输的恢复，果蔬供给增加，前期大幅上涨的食品价格出现明显下降。



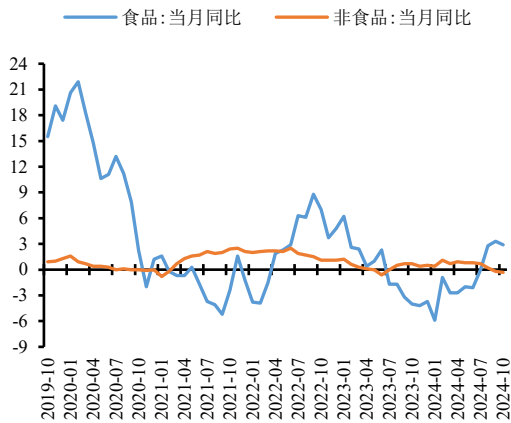


图 23 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

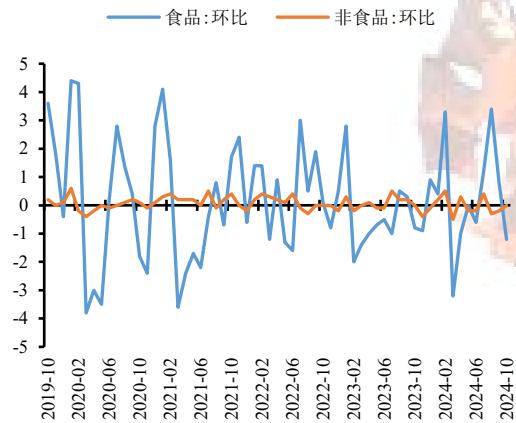


图 24 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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 2.9%, 较前月下降 0.5 个百分点, 极端天气过后, 食品供给增加, 使得食品价格开始下跌。总体而言, 食品项八大类价格同比分化 (4 涨、4 跌、0 持平), 其中鲜菜同比幅度最大 (21.6%); 较上月同比变动分化 (5 正、2 负、1 不变), 其中鲜果同比变动最显著 (2.0%)。

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
10 月同比	-0.7	-3.8	21.6	2.8	1.4	-2.5	-1.7	4.7
同比变动	0.0	-0.1	1.3	1.0	0.6	1.6	0.2	-2.0

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

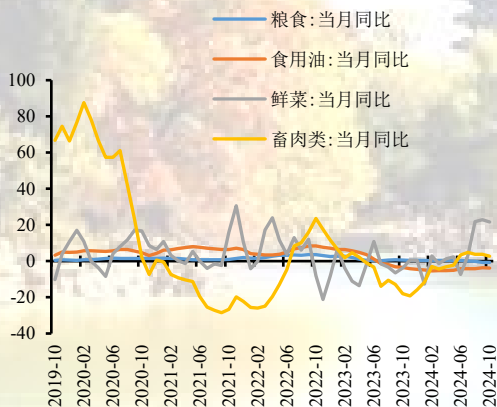


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

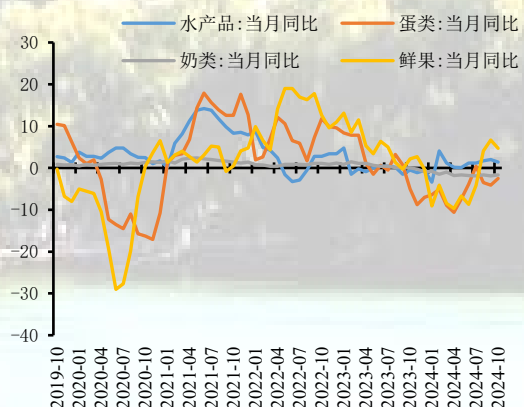


图 26 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 食品价格环比增速增长-1.2%, 较前月下降 2.0 个百分点。受季节因素和前月极端天气影响, 10 月果蔬、肉蛋等价格普遍下降。其中, 鲜菜价格环比下降 3.0%, 水果价格环比上涨下降 1.0%。另外, 受供给增加影响, 10 月猪肉价格环比下降 3.7%。





总体而言，食品八大类价格环比普跌（1 涨、6 跌、1 持平），其中鲜菜环比幅度最高（-3.0%），较上月环比变动分化（3 正 5 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
10 月环比	0.0	-0.1	-3.0	-2.0	-2.0	-2.0	0.1	-1.0
环比变动	0.2	0.2	-7.3	-2.4	-1.5	-4.1	0.5	-3.1

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

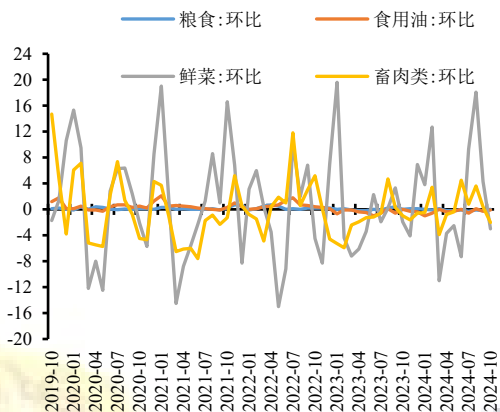


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

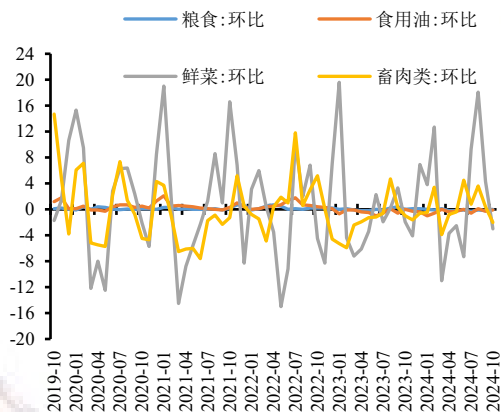


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比（%）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

### 能源价格下行，拉低非食品价格增速

近期国际原有价格继续波动，尽管 10 月两次上调成品油价格，但由于调整幅度较小，整体依然环比下跌。10 月交通工具用燃料价格同比增长-10.5%，较前月下降 2.9 个百分点，环比下降 1.5%。

非食品项中，从同比看，非食品价格上涨-0.3%，较上月下降 0.1 个百分点，影响 CPI 下降约 0.24 个百分点。其中，服务价格同比增长 0.4%，较前月上涨 0.2 个百分点。

总体而言，非食品七大类价格同比普涨（5 涨、2 跌、0 持平），其中其他用品及服务同比幅度最大（-4.8%），较上月同比变动分化（2 正 3 负 2 不变），其中其他用品及服务同比变动最明显（1.2%）。

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
10 月同	1.1	-0.1	0.1	-4.8	0.8	1.1	4.7
同比变	-0.2	0.0	0.0	-0.7	0.2	-0.1	1.2



数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

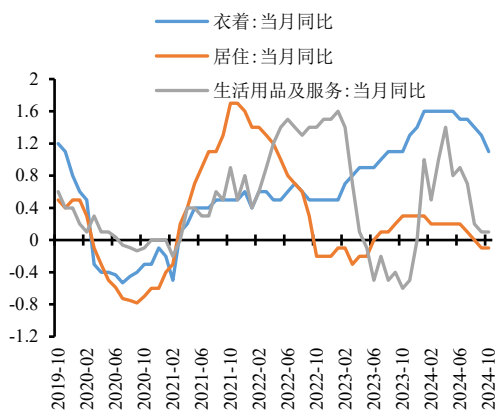


图 29 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

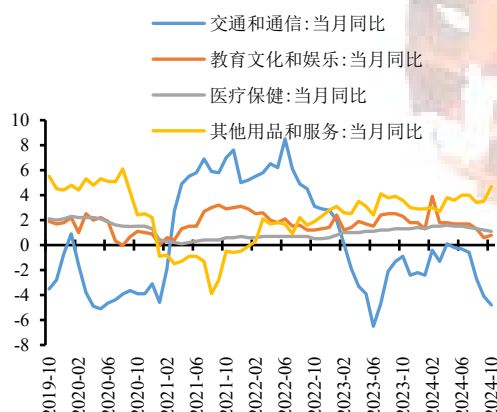


图 30 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从环比看,非食品价格环比增长 0.0%,较前月下降 0.2 个百分点。“十一”小长假出游增加,10 月宾馆住宿、旅游价格出现不同程度上涨,受燃油附加费价格下调影响,机票价格出现下行。

总体而言,非食品项七大类价格环比分化(3 正、1 负、3 持平),其中其他用品及服务环比幅度最高(1.1%),较上月环比变动分化(5 正、1 负、1 不变),其中其他用品及服务环比变动最显著(1.1%)。

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
10 月环比	0.0	0.0	0.1	-0.7	0.2	0.0	1.1
环比变动	-0.8	0.1	0.1	0.6	0.5	0.0	1.1

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

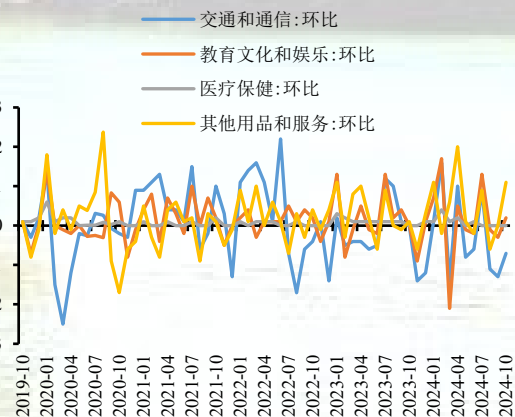
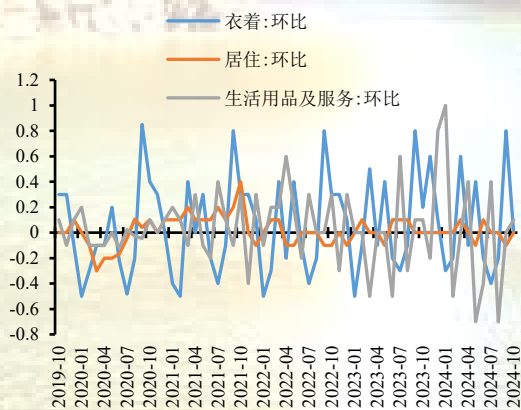




图 11 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

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

高基数效应叠加耐用消费品价格下行, PPI 降幅小幅扩大

受耐用消费品价格大幅下降, 叠加去年同期高基数效应影响, 本月工业品价格降幅继续小幅扩张。10 月份, 工业品价格环比继续负增长, 同比降幅较前月扩张 0.1 个百分点。具体而言: 高基数效应, 叠加加工业价格触底反弹, 生产资料价格同比降幅与前月持平; 受国际环境及国内家电促销影响, 生活资料价格继续同比下跌, 本月降幅较前月扩大 0.3 个百分点。

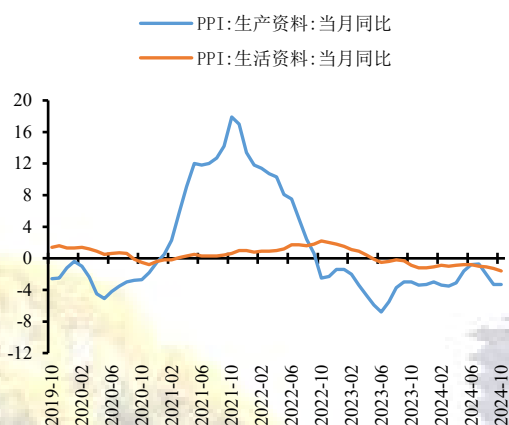


图 13 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

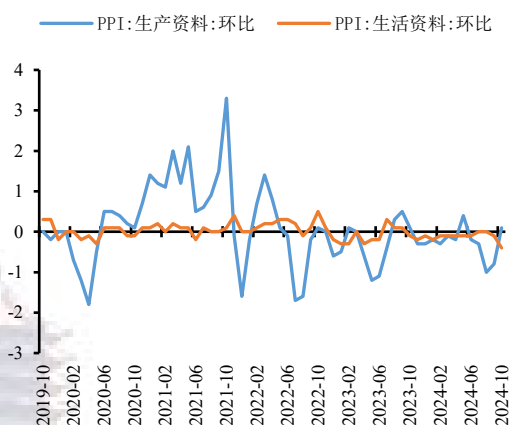


图 14 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

从同比看, 10 月 PPI 下跌 2.9%, 较前月下降 0.1 个百分点。高基数效应叠加加工价格触底反弹, 生产资料价格降幅与前月持平, 同比下降 3.3%, 其中采掘业、原材料价格增速分别下降 1.3、3.4 个百分点; 受国际环境和国内家电促销影响, 生活资料价格同比下跌 1.6%, 跌幅较前月扩大 0.3 个百分点, 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
10 月同比	-5.1	-4.0	-2.9	-1.6	-0.4	0.1	-3.1
同比变动	-2.6	-0.8	0.4	-0.3	-0.1	0.4	-1.0

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

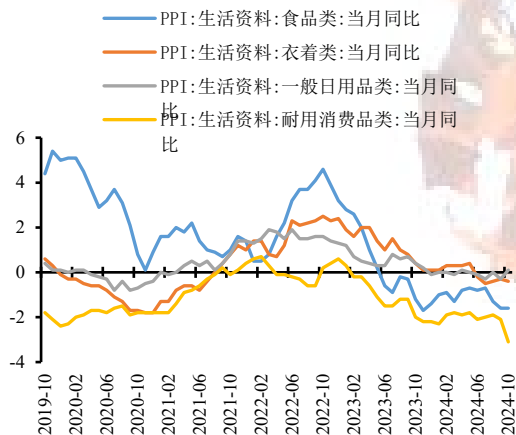
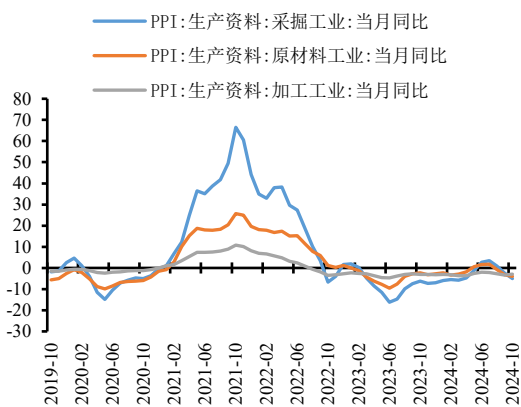


图 15 生产资料价格分项同比增速 (%)

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, 10 月 PPI 环比下降 0.1%, 降幅较前月收窄 0.5 个百分点。受稳增长政策效应释放影响, 内需扩张, 生产资料价格环比增长 0.1%, 降幅较前月上涨 0.9 个百分点, 其中采掘价格环比波幅最为明显; 受国内家电促销及国际环境趋紧影响, 生活资料价格下跌 0.4%, 较前月下跌 0.3 个百分点, 其中食品、耐用消费品工业价格均有下降, 衣着价格与前月持平, 一般日用品价格上涨。

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
10 月环比	-0.3	-0.4	0.3	-0.3	0.0	0.3	-1.1
环比变动	0.9	0.8	0.9	-0.1	-0.2	0.5	-0.9

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

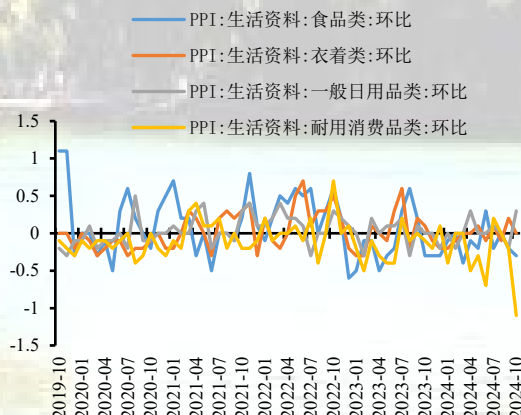
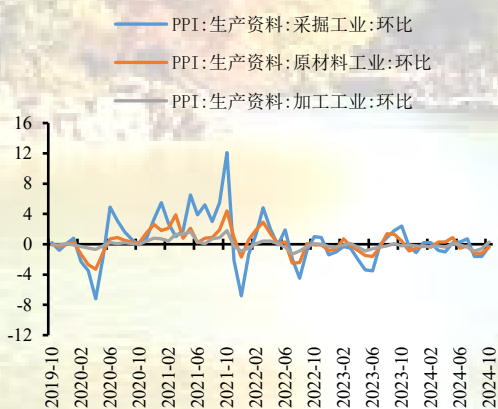


图 17 生产资料价格分项环比增速 (%)

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

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心





货币金融部分：新政初现成效，后续仍待释放

2024年10月，新增社会融资规模13958亿元，同比少增4483亿元，低于市场预期。总体而言，随着作为重要社融支撑的政府债券发行力度在10月减弱，以及人民币贷款的持续拖累，社融少增规模环比扩大趋势日趋明显，显示实体经济融资需求依然不足，政策效果待充分释放。

2024年10月，新增人民币贷款5000亿元，同比少增2384亿元，低于市场预期。总体而言，10月信贷规模依然表现不足，部门结构信贷需求差异形成反差，在新一轮稳增长政策带动下居民户信贷出现好转，企事业单位则延续偏弱趋势，且表现出加强的态势，有待政策稳固。

2024年10月末，狭义货币(M1)余额63.34万亿元，同比下降6.1%，较上期下降1.3个百分点；广义货币(M2)余额309.7万亿元，同比增长7.5%，较上期提高0.7个百分点。总体而言，10月末M1同比增速连续7个月负增长但已触底反弹，下降幅度继续收敛，M2同比增速维持企稳态势，并呈加快的趋势，受此影响M2-M1增速剪刀差出现收缩，社融-M2增速剪刀差进一步缩小，表明企业预期边际改善，资金活化程度出现边际提升，但资金流动性维持平衡。

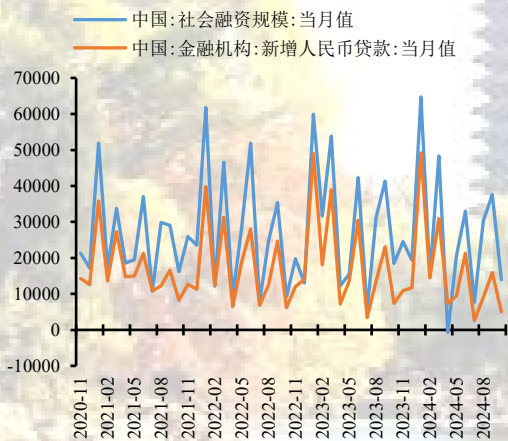


图39 社会融资规模和新增人民币贷款 (亿元)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

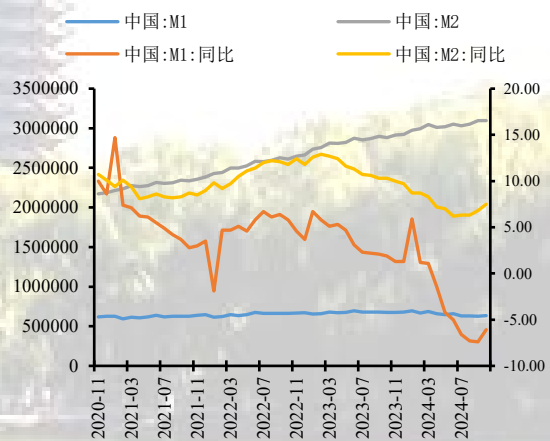


图40 M1和M2 (左: 亿元; 右: %)

数据来源: Choice, 北京大学国民经济研究中心

新增社融同比少增，政府债券转为拖累

2024年10月，新增社会融资规模13958亿元，同比少增4483亿元，低于市场预期。其中，新增人民币贷款2988亿元，同比少增1849亿元；新增外币贷款-710亿元，同比少增862亿元；新增委托贷款-217亿元，同比少减212亿元；新增信托贷款172亿元，同比少增221亿元；新增未贴现银行承兑汇票-1398亿元，同比少减1138亿元；新增债券融资





1015 亿元，同比少增 163 亿元；新增股票融资 283 亿元，同比少增 38 亿元；新增政府债券 10496 亿元，同比少增 5142 亿元。总体而言，随着作为重要社融支撑的政府债券发行力度在 10 月减弱，以及人民币贷款的持续拖累，社融少增规模环比扩大趋势日趋明显，显示实体经济融资需求依然不足，政策效果待充分释放。

表内融资同比少增 2711 亿元，环比减少，但仍是拖累本月新增社融的主因之一。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，显示当前国内市场预期不稳，实体经济活力不足。尽管自今年以来稳增长政策持续推出，提振市场信心，尤其是 9 月 24 日再次提出一揽子降准、降息、楼市松绑等政策，但实际政策效果有待进一步释放。

表外融资同比少增 1129 亿元，环比减少 68 亿元，但整体表现同样不足。其中新增未贴现银行承兑汇票同比少减 1138 亿元，显示票据冲量意愿依然强烈，而信托贷款受去年同期高基数影响导致少增，委托贷款因低基数出现同比少减，对表外融资形成支撑。

企业直接融资同比少增 201 亿元，环比减少 2573，受 9 月底宏观政策推动，股市迎来一波较强的行情，市场信心得到提振，股票融资同比少增 38 亿元，继续较上期减少 160 亿元，但后续股市并未延续较强行情，债券融资受挤兑影响减弱。

政府债券同比少增 5142 亿元，由上月最大支撑变为本月最大拖累。自 5 月以来政府债券融资明显提速，同比多增规模持续加大，但随着 9 月底新的一揽子稳增长政策的实施，政府债券力度在本月出现显著回调，一方面是今年财政发力与去年节奏不一，另一个方面与新一揽子政策形成配合，后续政府债券预计持续减少。

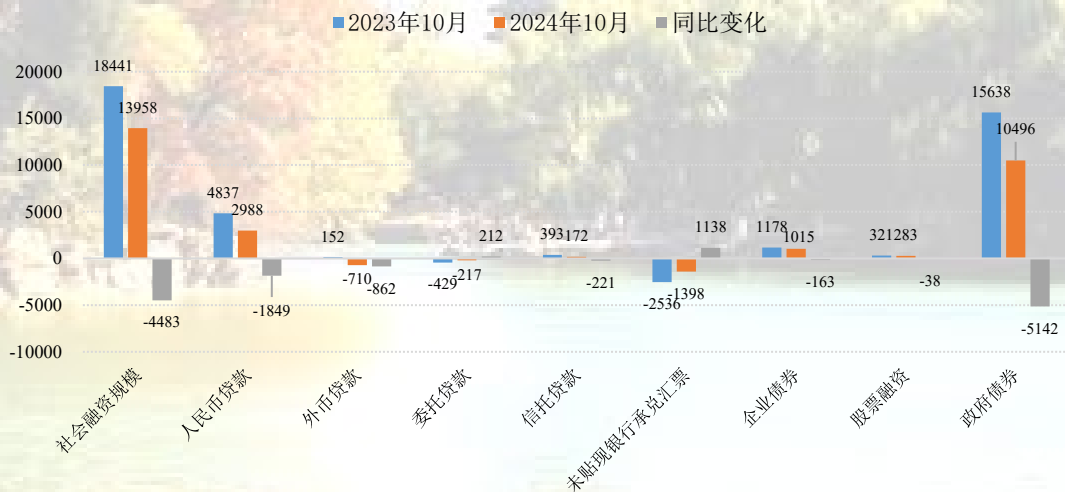


图 41 新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

新增信贷规模同比少增，部门结构差异明显



2024年10月，新增人民币贷款5000亿元，同比少增2384亿元，低于市场预期。其中，新增短期贷款-1410亿元，同比少减1413亿元；新增中长期贷款2800亿元，同比少增1735亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款1600亿元，同比多增1946亿元，其中新增短期贷款490亿元，同比多增1543亿元；新增中长期贷款1100亿元，同比多增393亿元；新增企事业单位贷款1300亿元，同比少增3863亿元，其中新增短期贷款-1900亿元，同比多减130亿元；新增中长期贷款1700亿元，同比少增2128亿元；新增票据融资1694亿元，同比少增1482亿元。总体而言，10月信贷规模依然表现不足，部门结构信贷需求差异形成反差，在新一轮稳增长政策带动下居民户信贷出现好转，企事业单位则延续偏弱趋势，且表现出加强的态势，有待政策稳固。

居民户信贷规模同比多增1946亿元，同比变化较上期实现由负转正，显示居民户信贷规模整体表现较好。其中短期贷款和中长期贷款的同比变化较上期均呈现由负转正的现象，显示居民户信贷需求不足的现象得到边际缓解，不管是信贷规模还是信贷结构均有所好转。这也正好如我们上月所述，9月下旬公布的一系列政策效果将在10月会有一些程度的释放。

企事业单位信贷规模同比少增3863亿元，同比少增规模较上期继续扩大2775亿元。其中短期贷款同比变化较上期依然走弱，中长期贷款同比少增规模较上期缩小816亿元，票据融资同比变化较上期由正转负。这主要是因为10月整体依然延续信贷需求不足的问题，月底推出的一系列宏观政策效果在企业端并未完全释放，导致需求不足的局面并未改变，但是10月PMI已经突破荣枯线，表明经济景气度在边际改善，企业信贷需求预计随之改善。

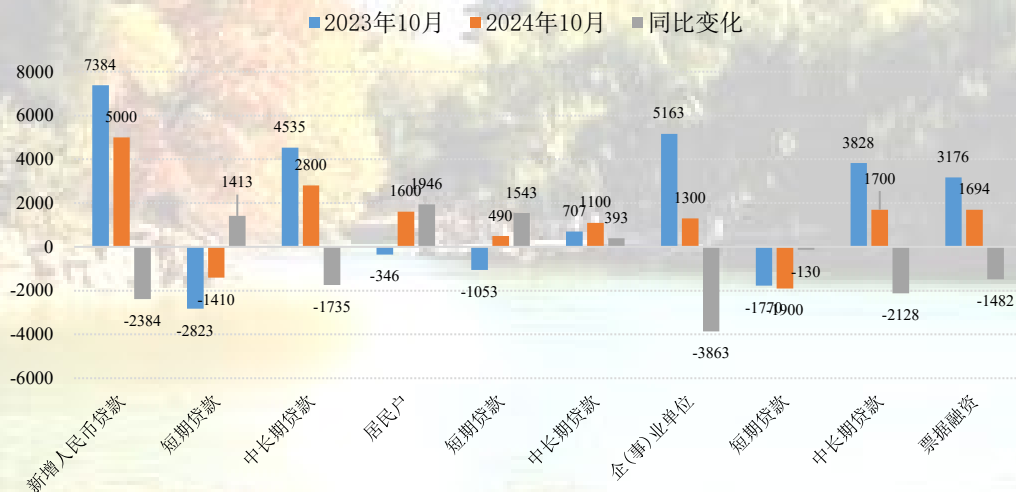


图 42 7月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Choice，北京大学国民经济研究中心

M1 同比增速触底，M2 同比增速企稳加速回调



2024年10月末，狭义货币（M1）余额63.34万亿元，同比下降6.1%，较上期下降1.3个百分点；广义货币（M2）余额309.7万亿元，同比增长7.5%，较上期提高0.7个百分点。总体而言，10月末M1同比增速连续7个月负增长但已触底反弹，下降幅度继续收敛，M2同比增速维持企稳态势，并呈加快的趋势，受此影响M2-M1增速剪刀差出现收缩，社融-M2增速剪刀差进一步缩小，表明企业预期边际改善，资金活化程度出现边际提升，但资金流动性维持平衡。

从M2与M1的同比增速差看，10月末两者的同比增速差为13.6%，自今年1月以来增速剪刀差呈现持续扩大的趋势，反映出资金活化程度在2024年处于持续下降的态势，但10月表现出现反转，增速差开始边际收缩。这主要是因为9月底的新一轮稳增长政策开始发现效果，市场预期可能边际改善，同时前期财政发力带动的财政存款开始向居民户和企业转移，提升资金流动性。

从社融与M2的同比增速差看，10月末两者的同比增速差为0.3%，较上期下降0.9个百分点，自今年1月以来增速剪刀差实现了由负转正，后续月份沿袭倒U型走势，随着7月M2同比增速触底反弹，资金需求与供给持续处于较为平衡的状态，预示着资金利用率相对较好。但是伴随M2同比增速出现持续的反弹迹象，社融同比增速依然持续下降，仍需持续关注。

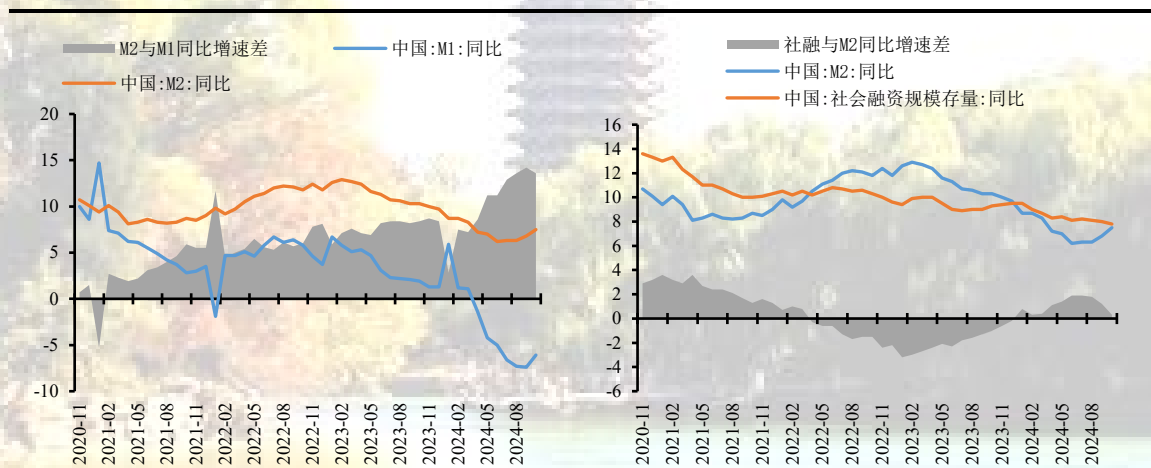


图 43 M1、M2 和 M2-M1 (%)

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，政策推动将成为拉动 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，全年投资增速或与 2023 年持平。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，

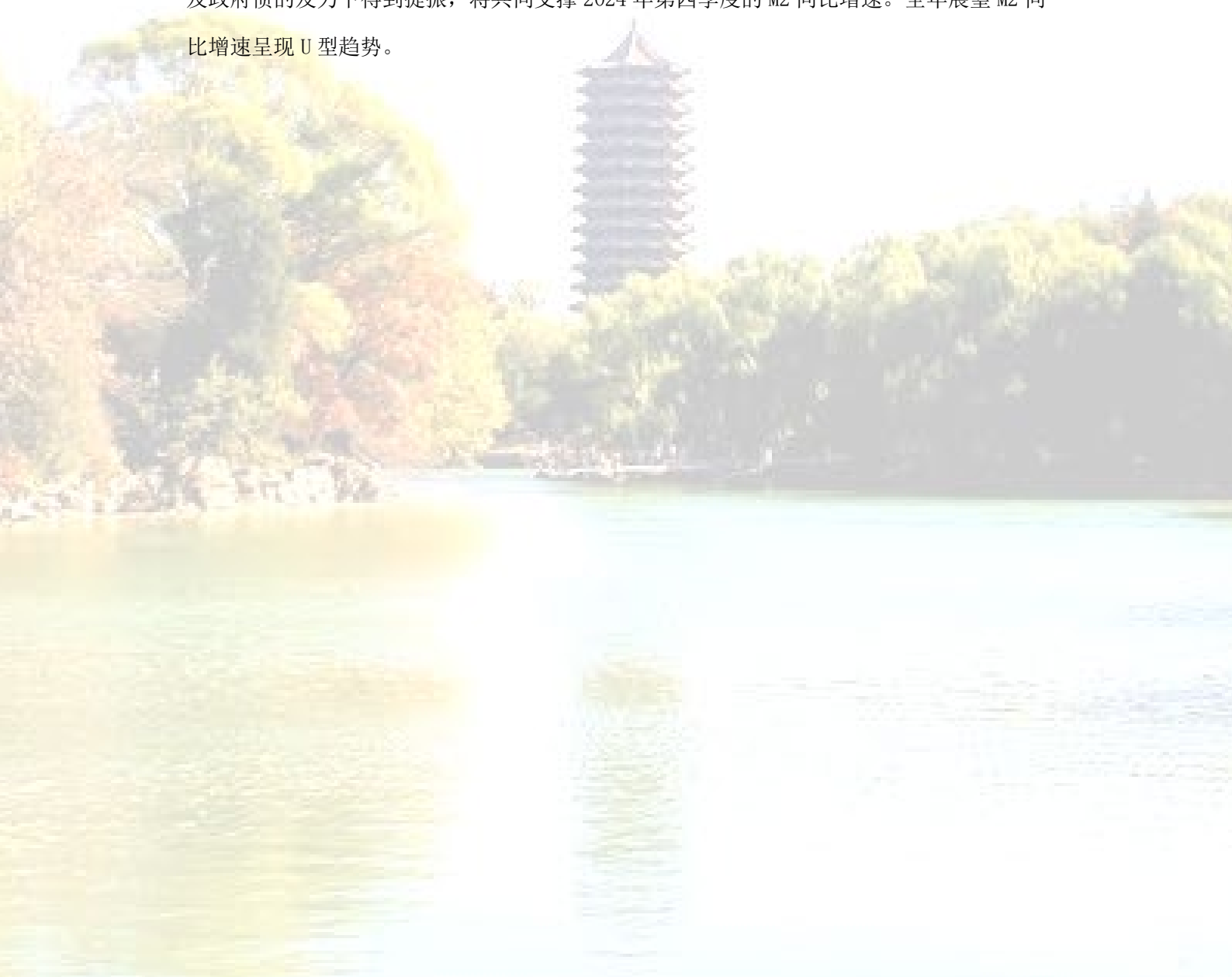




受欧美升息转折及需求收缩影响，涨价风险并不高；化学原料制造品行业方面，该类商品的价格受原油影响较大，预计走势与原油价格保持一致，稳中趋降；煤炭行业方面，煤炭风险犹存，迎峰度夏时节下煤炭价格有阶段性上行压力。总的来说，随着国内经济逐步恢复走出低谷，全球大宗商品价格整体或将继续震荡，但结构表现有所分化，叠加高基数效应消退，预计 2024 年 PPI 同比增速较上年有所提升，约为-1.9%。

信贷规模：预计 2024 年第四季度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，以及 9 月底的一系列宏观政策，居民消费的观望情绪有望缓解，激发消费潜力和企业投资意愿，以及专项债和特别国债的进程加快推动，2024 年第四季度信贷规模仍有支撑因素。

M2：预计 2024 年第四季度 M2 同比增速维持筑底反弹趋势。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 年第四季度信贷需求有望在一系列政策推动以及政府债的发力下得到提振，将共同支撑 2024 年第四季度的 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。