



宏观冲击扰动再现，经济表现不及预期

——黄昱程

点评报告

A0012-202200816

2022年7月	官方公布值	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 累计同比(%)	3.8	4.3	4.6
固定资产投资 累计同比(%)	5.7	6.3	6.2
社会消费品零 售额累计同比(%)	2.7	5.4	5.3
出口同比(%)	18	15.8	16.2
进口同比(%)	2.3	3.0	4.5
贸易差额 (亿美元)	1012.6	938.92	900.4
通货膨胀			
CPI 同比(%)	2.7	2.7	2.9
PPI 同比(%)	4.2	4.4	4.7
货币信贷			
新增人民币贷款 (亿元)	6790	14000	11486.7
M2 同比(%)	12	11.4	11.6

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：

陈丽娜

黄昱程

邵宇佳

杨盈竹

联系人：杨盈竹

联系方式：

010-62767607

gmjjyj@pku.edu.cn



扫描二维码或发邮件订阅

第一时间阅读本中心报告



要点

- 疫情冲击多地散发，工业增长不及预期
- 居民消费需求偏弱，消费恢复不及预期
- 房地产持续下行，投资增长弱于预期
- 国内供应链优势显现，出口延续景气增长
- 国内需求逐渐恢复，进口增速小幅回升
- 食品反弹拉动 CPI 上行，大宗回落带动 PPI 下行
- 社融信贷超预期回落，M2 同比增速创新高
- 展望未来：随稳增长政策发力，经济表现或渐回暖

内容提要

2022 年，上半年国内疫情反复，经济受冲击较大，但随着国内疫情得到控制，叠加国内稳增长措施密集出台，政策效果持续显现，国内生产需求和消费需求开始逐渐修复。7 月，多项经济指标表现均不及市场预期，国内疫情略有反弹尽管总体受控，但消费需求修复表现不足，供给端和需求端压力依然存在，经济恢复尚不均衡，疫情扰动或将持续，国际国内经济环境仍面临严峻挑战，为了推动经济加快恢复，下半年稳增长政策还需持续发力，以助力社会复工复产稳步推进。

从供给端看，受国际环境更趋复杂严峻和国内疫情散发多发影响，规模以上工业增加值增长不及市场预期，但工业生产总体稳定增长。2022 年 7 月，规模以上工业增加值同比实际增长 3.8%（扣除价格因素的实际增长率），规模以上工业增加值环比增长 0.38%。

从需求端看，居民消费需求偏弱是导致 7 月社会消费品零售总额同比增速不及预期的主要原因。7 月以来虽然局部地区仍有疫情反复，但总体得到稳步控制，在北京、上海等一线城市堂食基本恢复的支撑下，餐饮收入降幅进一步收窄，而居民消费需求偏弱使得商品零售额同比增速较 6 月有所回落，7 月从单月增速来看，社会消费品零售总额同比增长 2.7%，较 6 月回落 0.4 个百分点，较 2019 年 7 月上升 8.5%。基建投资增速加快是支撑投资稳步增长的主要原因，而房地产开发投资持续走弱使得投资增长弱于预期，7 月固定资产投资累计同比增长 5.7%，增速较 1-6 月下降 0.4 个百分点，三年平均增速为 4.7%，较上期回落 0.3 个百分点。国内社会复工复产有序推进，国内供应链和物流运输链韧性较强，海外需求基本面仍有支撑叠加稳外贸政策持续发力，支撑出口增速保持景气增长，7 月份出口 3329.6 亿美



元，同比增长 18%，较上期回升 0.1 个百分点。国内稳增长政策持续发力，国内需求逐步修复，叠加低基数效应支撑进口增速回暖，7 月份进口 2317 亿美元，同比增长 2.3%，较上期上升 1.3 个百分点。

价格方面，7 月，CPI 同比上涨 2.7%，较上月上升 0.2 个百分点，环比上涨 0.5%，较上月上升 0.5 个百分点。食品环比大幅上升造成此次 CPI 环比回弹，食品同比大幅抬升推动本月 CPI 同比上升。PPI 同比上涨 4.2%，较上月回落 1.9 个百分点，环比下跌 1.3%，较上月下降 1.3 个百分点。生产资料环比回落是造成 PPI 环比下跌的主要原因，生产资料同比回落是造成 PPI 同比回落的主要原因。

货币金融方面，7 月社会融资规模 7561 亿元，较去年同期少增 3191 亿元；新增人民币贷款 6790 亿元，同比少增 4010 亿元；狭义货币（M1）余额 66.18 万亿元，同比增长 6.7%，较上期提高 0.9 个百分点；广义货币（M2）余额 257.81 万亿元，同比增长 12%，较上期提高 0.6 个百分点。社融信贷规模受疫情反复对长期贷款的不利扰动、期房烂尾停贷潮的负面影响、上半年政府专项债发行完毕、进口增速持续低位运行以及 7 月全国范围的极端高温天气的影响超预期回落；M2 同比增速因低基数效应、财政前置形成的错位以及留底退税力度的影响高位运行，整体资金面较为宽裕。

正文

工业增加值部分：疫情冲击多地散发，工业增长不及预期

2022 年 7 月，规模以上工业增加值同比实际增长 3.8%（扣除价格因素的实际增长率），规模以上工业增加值环比增长 0.38%。1-7 月，规模以上工业增加值同比增长 3.5%。从三大门类看，7 月份，采矿业增加值同比增长 8.1%，制造业同比增长 2.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 9.5%。7 月，受国际环境更趋复杂严峻和国内疫情散发多发影响，规模以上工业增加值增长不及市场预期，但工业生产总体稳定增长，其中装备制造业和高技术制造业增长较快，同比分别增长 8.4%、5.9%，分别比规模以上工业增加值快 4.6、2.1 个百分点。

分行业看，7 月份，41 个大类行业中有 25 个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业增长 11.0%，石油和天然气开采业增长 4.5%，农副食品加工业同比-0.8%，食品制造业增长 2.8%，酒、饮料和精制茶制造业增长 10.8%，纺织业同比-4.8%，化学原料和化学制品制造业增长 4.7%，非金属矿物制品业同比-3.8%，黑色金属冶炼和压延加工业同比-4.3%，有色金属冶炼和压延加工业增长 2.3%，通用设备制造业同比-0.4%，专用设备制造业



增长 4.0%，汽车制造业增长 22.5%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 7.6%，电气机械和器材制造业增长 12.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 7.3%，电力、热力生产和供应业增长 10.4%。

分产品看，7 月份，617 种产品中有 260 种产品产量同比增长，占比 42%。钢材 10624 万吨，同比-5.2%；水泥 19218 万吨，同比-7.0%；十种有色金属 563 万吨，增长 4.8%；乙烯 224.0 万吨，同比-9.1%；汽车 244.5 万辆，增长 31.5%，其中，新能源汽车 61.9 万辆，增长 112.7%；发电量 8059 亿千瓦时，增长 4.5%；原油加工量 53210000 万吨，同比-8.8%。

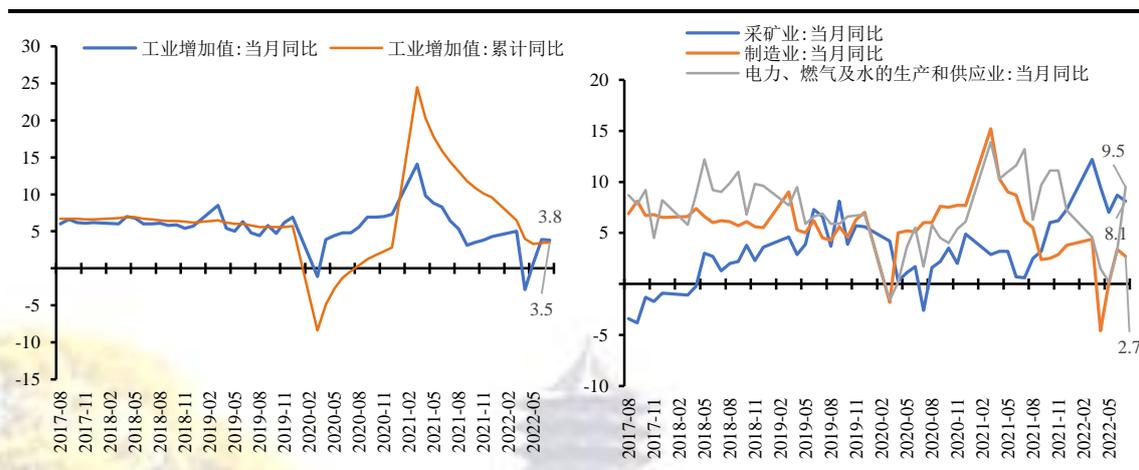


图 1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

图 2 中国三大门类工业增加值累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

消费部分: 居民消费需求偏弱, 消费恢复不及预期

2022 年 7 月, 从单月增速来看, 社会消费品零售总额同比增长 2.7%, 较 6 月回落 0.4 个百分点, 较 2019 年 7 月上升 8.5%。其中, 餐饮收入同比下降 1.5%, 较 6 月回升 2.5 个百分点; 商品零售同比增长 3.2%, 较 6 月回落 0.7 个百分点。从累计增速来看, 2022 年 1-7 月社会消费品零售总额累计同比下降 0.2%, 较 2019 年增长 7.9%, 三年平均增速为 2.6%, 较上期持平。其中, 餐饮收入累计同比下降 6.8%, 较 1-6 月回升 0.9 个百分点; 商品零售同比增长 0.5%, 较 1-6 月回升 0.4 个百分点。分消费品类看, 粮油食品类、饮料类、中西药品类零售额增长较为稳定, 同比增速分别为 6.2%、3.0%、7.8%; 化妆品类零售额同比增速为 0.7%, 环比回落显著; 汽车类零售额同比增速为 9.7%, 尽管增速依旧较高, 但环比有所回落; 家具类和建筑及装潢材料类零售额未出现好转, 同比仍在下滑, 分别下降 6.3%、7.8%; 金银珠宝类零售额同比增速大幅上升, 高达 22.1%。

居民消费需求偏弱是导致 7 月社会消费品零售总额同比增速不及预期的主要原因。7 月以来虽然局部地区仍有疫情反复, 但总体得到稳步控制, 在北京、上海等一线城市堂食基本



恢复的支撑下，餐饮收入降幅进一步收窄，而居民消费需求偏弱使得商品零售额同比增速较6月有所回落。一方面，在密集促汽车消费政策的推动下，前期被抑制的汽车消费需求在6月得到集中释放，使得本月汽车类大宗消费对消费的拉动作用边际减弱；另一方面，受停贷潮影响，商品房销售继续承压，家具、建筑及装潢材料类关联产业消费未出现好转迹象。

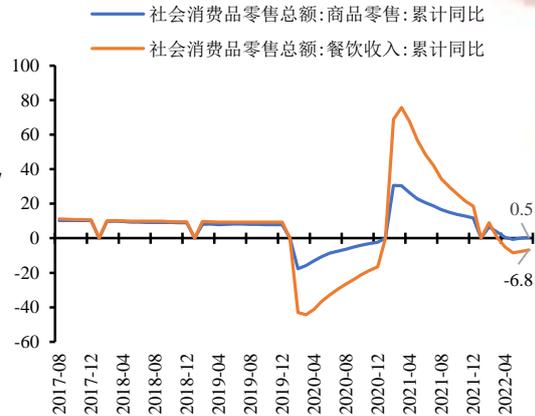
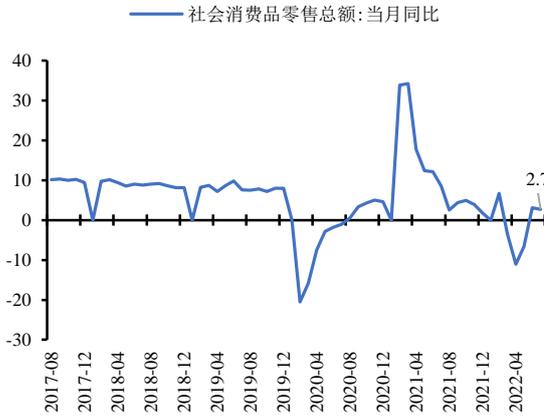


图3 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

图4 餐饮收入和商品零售累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

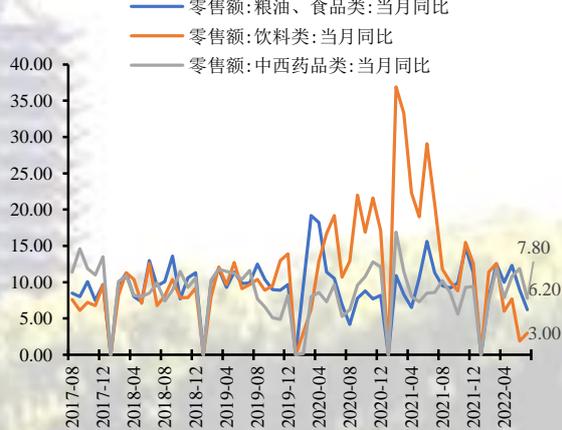
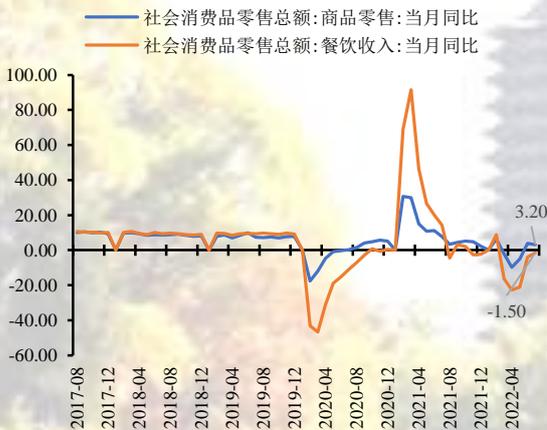


图5 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

图6 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

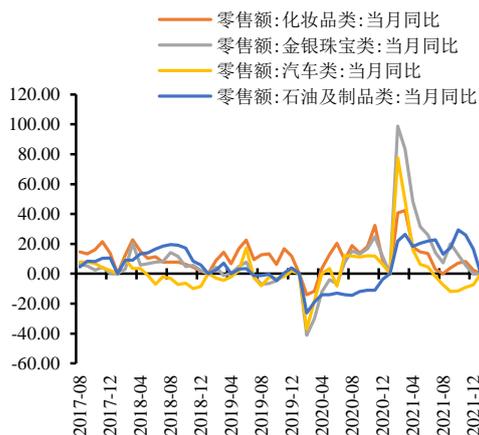


图7 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 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: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分: 房地产持续下行, 投资增长弱于预期

2022年7月固定资产投资累计同比增长5.7%，增速较1-6月下降0.4个百分点，三年平均增速为4.7%，较上期回落0.3个百分点。其中，制造业投资同比增长9.9%，较1-6月下降0.5个百分点，三年平均增速为5.0%，较上期回落0.1个百分点；房地产开发投资同比下降6.4%，较1-6月下降1.0个百分点，三年平均增速为2.9%，较上期回落0.6个百分点；基础设施投资同比增长7.4%，较1-6月回升0.3个百分点，三年平均增速为3.6%，较上期回落0.3个百分点；高技术产业投资同比增长20.2%，较上期持平，其中高技术制造业投资同比增长22.9%。



图9 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 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: Wind, 北京大学国民经济研究中心

基建投资增速加快是支撑投资稳步增长的主要原因，而房地产开发投资持续走弱使得投资增长弱于预期。6月全国发行新增专项债券达到1.37万亿元，基建投资的资金来源在7月份加速落地，形成实物工作量，支撑了基建投资增速持续上升，7月广义基建增速为11.5%，



继续维持在高位。高技术制造业投资延续高增长、6月工业企业利润总额由降转增都有利于推动制造业投资稳步增长。然而，本月房地产市场继续下行，受停贷事件持续发酵的影响，商品房销售面积、商品房销售额、房屋新开工面积同比降幅进一步扩大，尽管各地都在陆续取消房屋限购、限售政策，但居民购房意愿以及房地产企业投资信心仍旧不足，最终导致房地产市场持续走弱，压低了投资增速。

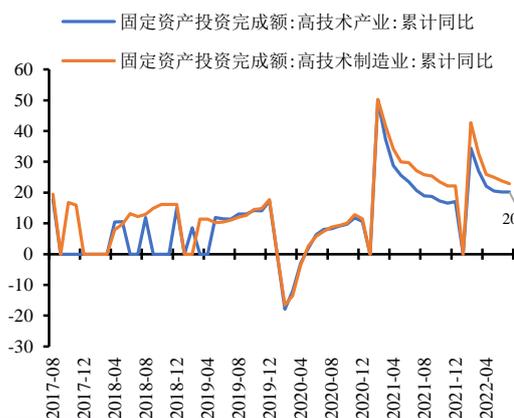


图 11 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

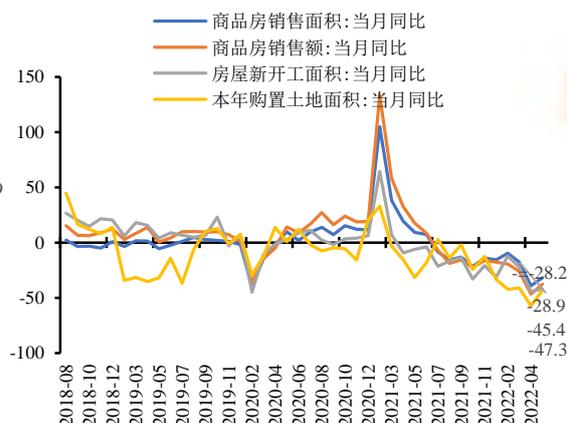


图 12 房地产相关指标当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

出口部分: 国内供应链优势显现, 出口延续景气增长

2022年7月, 中国出口3329.6亿美元, 同比增长18%, 较7月份上升0.1个百分点, 出口增速延续上升趋势。这主要是因为7月份国内复工复产持续推进, 物流运输链进一步修复, 国内供应链和物流运输链显示出较强韧性, 出口生产和运输得到保证, 同时地缘冲突持续, 全球能源压力增大, 中国在能源供给、供应链稳定性、产业链完整性等方面占据主动优势, 利于支撑中国出口。数据显示, 7月份八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比增长14.5%, 较6月份提高6.1个百分点; 7月份中国出口集装箱综合运价指数平均值为3239.69点, 较上月平均上涨0.4个百分点。国内稳外贸政策作用持续显现, 同时新的外贸保稳提质政策不断提出, 对出口增长起到促进作用。同时, 整体来看7月海外需求基本面仍有一定保障, 支撑中国出口增速。美国7月份制造业PMI终值录得52.2, 欧元区7月制造业PMI终值为49.8, 日本7月份制造业PMI终值为52.1, 除欧元区略低于荣枯线外, 美国和日本位于荣枯线之上, 生产需求基本仍在修复, 生产活动仍然处于扩张区间。此外, 海外通胀仍处于高位, 价格因素也是支撑本月出口增速的重要因素。从我们的预测结果来看, 出口增速略高于我们的预期, 这主要是因为在进行预测时一方面是因为在进行预测时高估了国内疫情的不确定性对本期出口增速的影响; 另一方面是低估了全球通胀对出口增速的拉动作用。

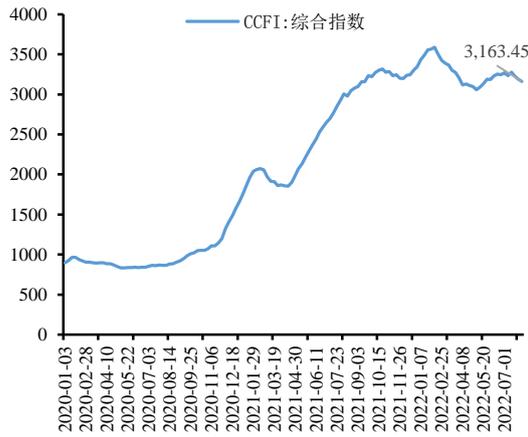


图 13 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



图 14 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 7 月的出口国别来看：中国对欧盟、美国、东盟和日本出口的当月同比增速分别为 23.17%、10.97%、33.49% 和 19.02%，除对美国出口增速有所回落外，对其他国家增长速度较前值均有所上升，其中中国对东盟的出口增速显著高于其他国家，RCEAP 对出口的支撑作用持续显现。总体来说中国对这些国家的出口增速保持相对高位，除国内供应链和物流运输持续修复外，海外需求基本面仍有保证也是重要原因。虽然海外需求趋于收缩，但短期内无需担忧其对出口造成影响。

从 7 月的出口商品来看：中国出口机电产品 1851.28 亿美元，占中国出口总额的 55.60%，仍是中国出口主力，同比增长 13.02%，较上月增长 0.51 个百分点，低于出口同比增长 18.0%，对出口增速形成拖累，其中出口集成电路 127.23 亿美元，同比增长 -5.31%。高新技术产品出口为 820.54 亿美元，同比增长为 2.42%，较上月下降 5.03 百分点。劳动密集型产品中，箱包及类似容器出口为 34.96 亿美元，同比增长 41.25%；鞋靴出口为 59.79 亿美元，同比增长 37.47%。

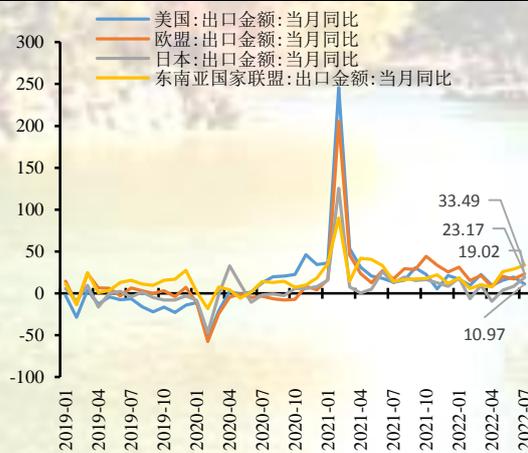


图 15 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

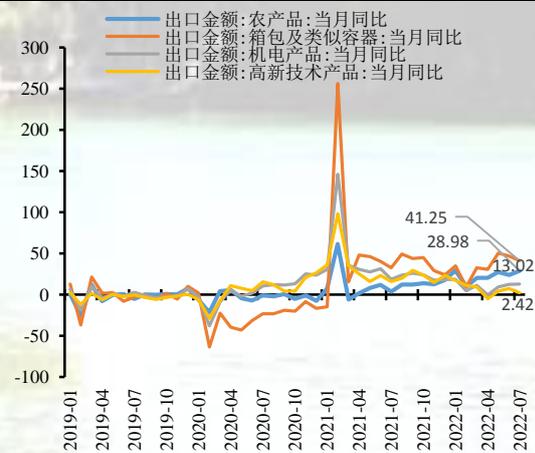


图 16 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



进口部分：国内需求逐渐恢复，进口增速小幅回升

2022年7月，中国进口2317亿美元，同比增长2.3%，较上期上涨1.3个百分点，低于市场预期。这主要是由于国内稳增长政策持续加码，一系列促消费、稳投资政策逐渐发力，利于国内需求逐步修复，从而支撑进口增速回暖。同时，7月份部分行业保持持续复苏态势，产需保持持续恢复态势，叠加2021年同期低基数效应，支撑进口增速小幅回暖，但是全球能源压力增加和制造业景气下行对进口增速产生一定影响。此外，从我们的预测结果来看，进口增速回升的趋势的确符合我们的预期，但回升幅度小于我们的预期，主要原因在于进行预测时高估了7月份的国内需求恢复进程。

从7月的进口国别来看：中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟和新西兰进口的同比增速分别为-4.49%、-7.35%、-9.17%、-0.86%、9.58%和0.28%。数据显示中国对东盟的进口增速回升幅度较大，由上月的-2.03%上升为4.28%，RCEAP协议对中国进口的支撑作用持续显现。

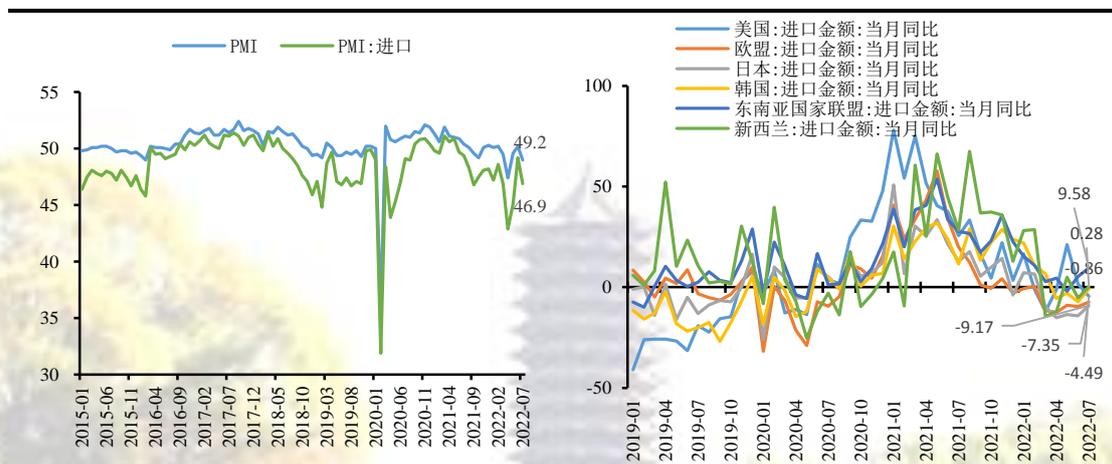


图 17 中国主要 PMI 指数 (%)

图 18 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从7月的进口商品来看：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-3.4%、-4.0%、-18.2%、-9.6%和-21.5%；农产品方面，粮食进口同比增速为-7.1%，较上期下降1.6个百分点，肉类进口同比增速为-30.9%，较上期回升1个百分点。

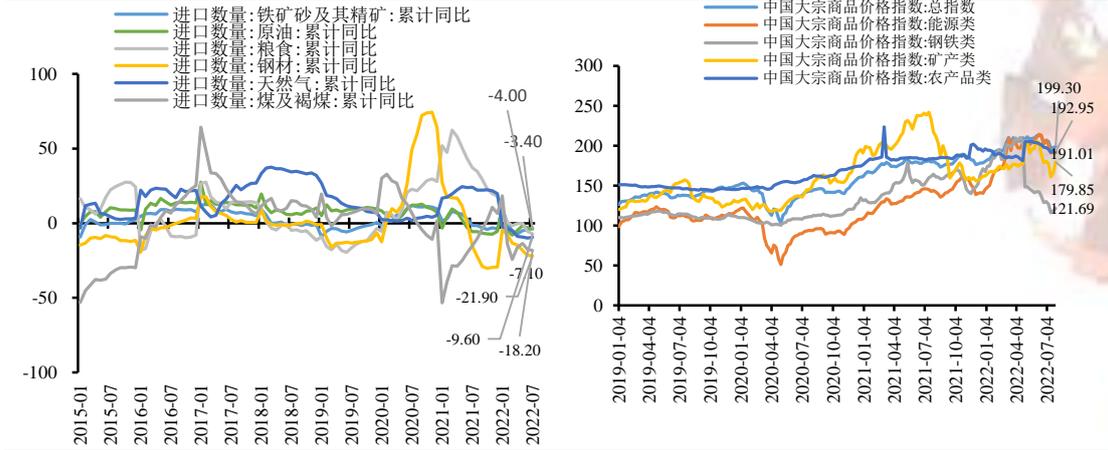


图 19 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

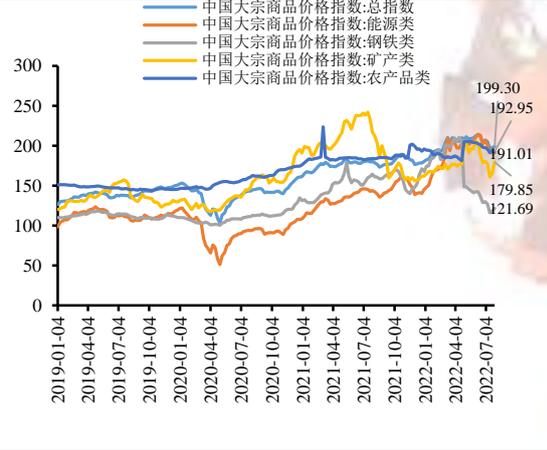


图 20 中国大宗商品价格指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

价格部分: 食品反弹拉动 CPI 上行, 大宗回落带动 PPI 下行

2022 年 7 月, CPI 同比上涨 2.7%, 较上月上升 0.2 个百分点, 环比上涨 0.5%, 较上月上升 0.5 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为 0.9 个百分点, 较上月下降约 0.3 个百分点; 新涨价影响约为 1.8 个百分点, 较上月上升 0.5 个百分点。食品环比大幅上升造成此次 CPI 环比回弹, 食品同比大幅抬升推动本月 CPI 同比上升。此外, 扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.8%, 涨幅较上月回落 0.2 个百分点, 显示需求复苏温和, 总体价格平稳增长。我们预测 7 月份 CPI 同比增长 2.7%, 符合实际结果, 但低于市场预期, 主要是由于食品项上涨幅度超预期。

2022 年 7 月, PPI 同比上涨 4.2%, 较上月回落 1.9 个百分点, 环比下跌 1.3%, 较上月下降 1.3 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为 3.2 个百分点, 较上月上升约 0.4 个百分点; 新涨价影响约为 1.0 个百分点, 较上月回落 1.3 个百分点。生产资料环比回落是造成 PPI 环比下跌的主要原因, 生产资料同比回落是造成 PPI 同比回落的主要原因。我们预测 7 月份 PPI 同比上涨 4.4%, 高于实际结果 0.2 个百分点, 误差主要来源是对生产资料价格的高估和生活资料价格的低估, 食品、衣着类价格仍处上行通道。

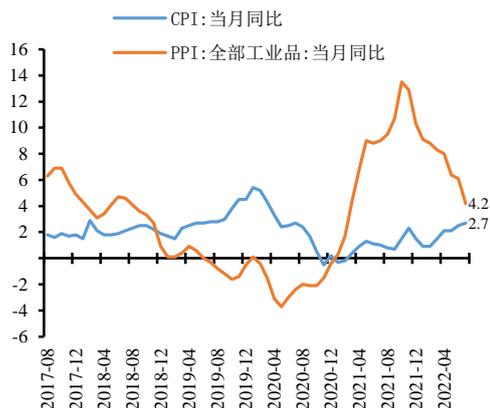


图 21 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

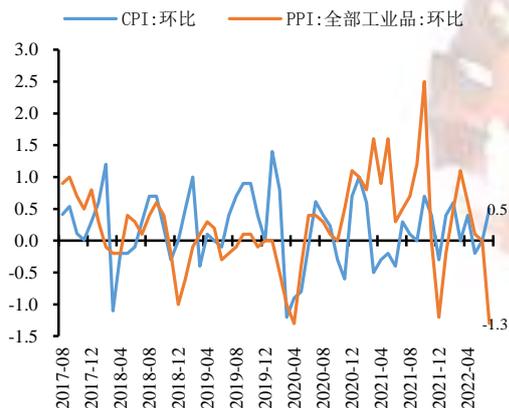


图 22 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

食品项价格环比反弹，猪肉鲜菜成主要原因

CPI 关注食品和非食品两个方面，食品价格由猪肉、鲜菜、鲜果和水产品等驱动，非食品价格由工业消费品和服务业价格驱动。7 月份，国内疫情虽有反弹但防控形势总体可控，消费市场供应总体充足，CPI 同比上涨 2.7%、环比由上月 0.0% 转为 0.5%，具体而言：**食品项价格环比反弹显著，其中猪肉、鲜菜环比反弹是本月食品价格环比反弹的主要原因；非食品价格环比小幅下跌，其中工业消费品价格下跌是本月非食品价格环比回落的主要原因。**



图 23 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

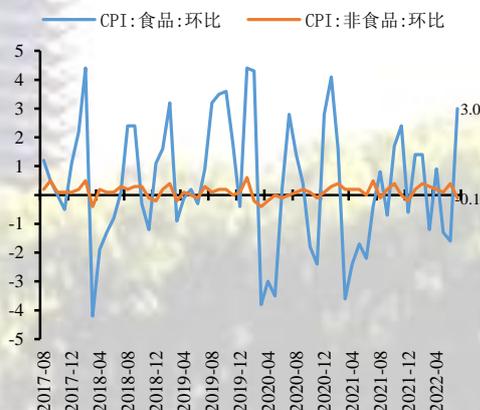


图 24 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

食品项中，从同比看，食品价格上涨 6.3%，较上月上升 3.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.12 个百分点。受前期广西猪瘟、压栏惜售和疫情趋稳消费需求回温等影响，猪肉价格由同比-6.0% 转为 20.2%，较上月上升 26.2 个百分点；受多地持续高温天气影响，鲜菜价格同比上涨 12.9%，较上月上升 9.2 个百分点。

总的来说，食品项八大类价格除水产品外同比普涨，其中**鲜果同比涨幅最高(+16.9%)**，较上月同比变动分化，5 正 2 负，其中**畜肉类同比变动最显著(+13.1%)**。



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	畜肉类	水产品	蛋类	奶类	鲜果
7月同比	3.4	6.8	12.9	8.4	-2.9	5.9	0.9	16.9
同比变动	0.2	1.8	9.2	13.1	0.4	-0.6	0.0	-2.1

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

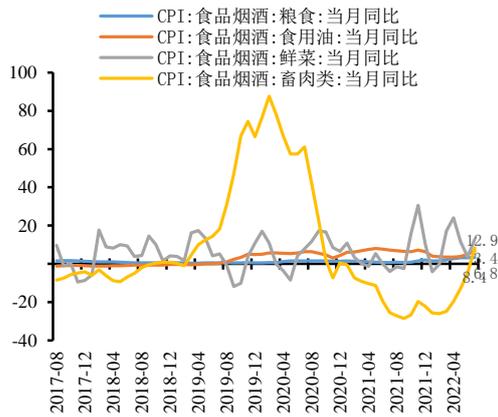


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

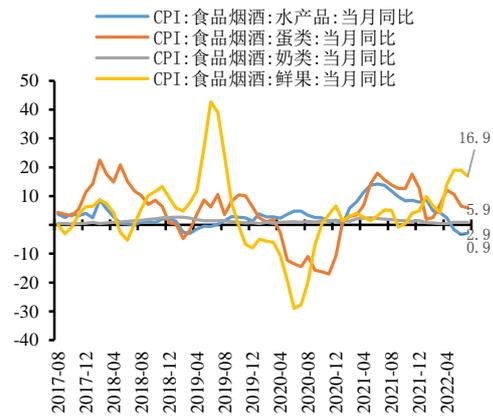


图 26 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 食品价格上涨 3.0%, 较上月上升 4.6 个百分点, 影响 CPI 上涨约 0.53 个百分点。受前期生猪产能去化效应逐步显现、北方部分养殖户压栏惜售、疫情趋稳消费需求有所增加等因素影响, 猪肉价格继续上涨, 猪肉价格上涨 25.6%, 较上月上升 22.7 个百分点; 受多地持续高温天气影响, 鲜菜上涨 10.3%, 较上月上升 19.5 个百分点。

总体而言, 食品八大类价格环比分化 (7 正 1 负 0 不变), 其中畜肉类环比幅度最高 (+11.8%), 较上月环比变动分化 (7 正 1 负), 其中鲜菜环比变动最显著 (+19.5%)。

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	畜肉类	水产品	蛋类	奶类	鲜果
7月环比	0.1	1.8	10.3	11.8	0.5	0.3	0.1	-3.8
环比变动	0.1	0.4	19.5	10.8	2.1	4.6	-0.1	0.7

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

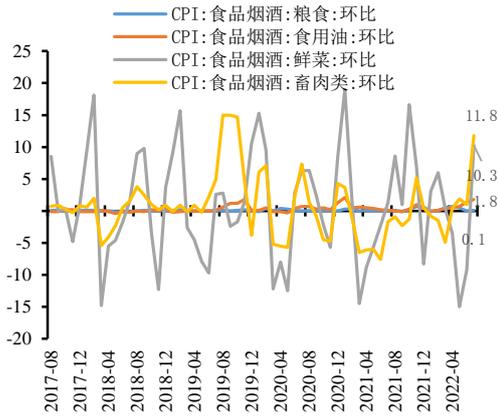


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

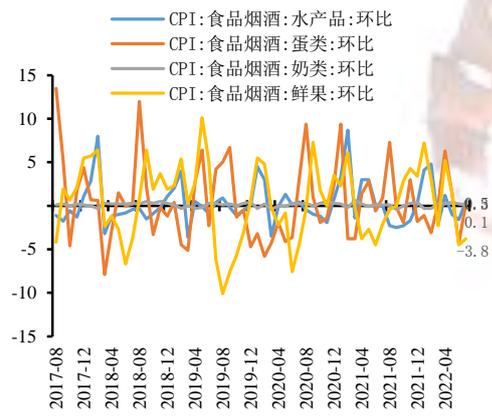


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

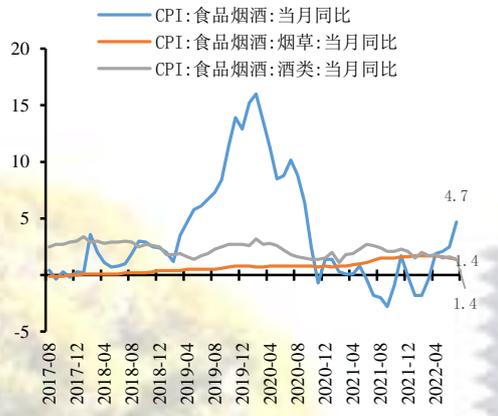


图 29 食品烟酒、烟草、酒类价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

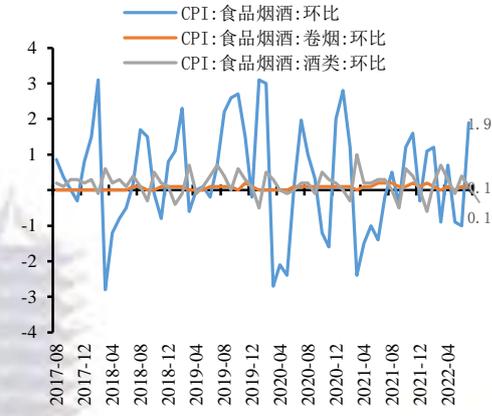


图 30 食品烟酒、烟草、酒类价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

此外,从食品烟酒指标来看,7月食品烟酒价格同比4.7%,环比1.9%,具体而言,7月烟草同比1.4%、环比上涨0.1%,酒类同比上升1.4%、环比上涨0.1%。

非食品价格环比回落,交通项成为主要原因

非食品项中,从同比看,7月非食品价格上涨1.9%,较上月回落0.6个百分点,影响CPI上涨约1.56个百分点。具体而言,受燃油价格回落带动,工业消费品价格较上月有所回落;受暑期出行增多影响,服务价格上涨0.70%,较上月回落0.3个百分点。

总体而言,非食品项七大类价格同比普涨,其中交通通信项同比涨幅最高(+6.1%),较上月同比变动分化(1正1零5负),其中交通通信项同比变动最显著(-2.4%)。

表 3 非食品七大项同比及较上月变动(单位:%)

非食品项七大类	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	0.7	0.7	1.4	6.1	1.5	0.7	0.9
同比变动	0.1	-0.1	-0.1	-2.4	-0.6	0.0	-0.8

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

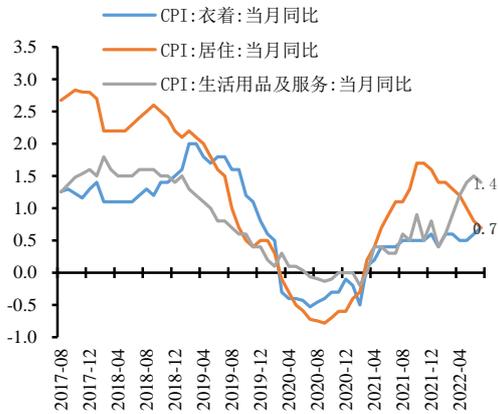


图 31 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

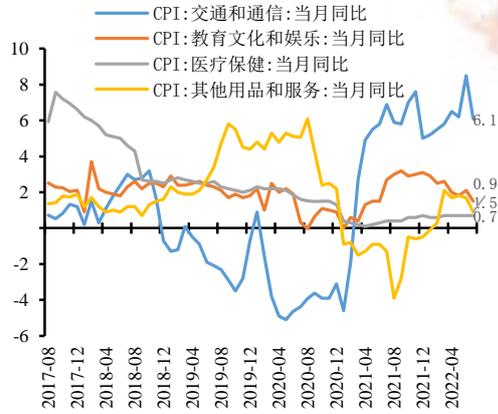


图 32 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看,非食品价格环比下跌0.1%,较上月下降0.5个百分点,影响CPI下跌约0.07个百分点。受国际油价下行影响,能源价格下行带动工业消费品价格回落;受疫情虽有反弹但整体可控、暑期出行增多影响,服务价格反弹,飞机票、宾馆住宿、交通工具租赁费和旅游价格分别上涨6.1%、5.0%、4.3%和3.5%。

总体而言,非食品项七大类价格环比分化(2升、3降、2不变),其中交通通信项和其他用品项环比幅度最高(-0.7%),较上月环比变动分化(2正、2零、3负),其中交通通信项环比变动最显著(-2.9%)。

表 4 非食品七大项环比及较上月变动(单位:%)

非食品项七大类	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月环比	-0.4	0.0	0.3	-0.7	0.5	0.0	-0.7
环比变动	-0.3	0.0	0.5	-2.9	0.4	0.0	-0.8

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

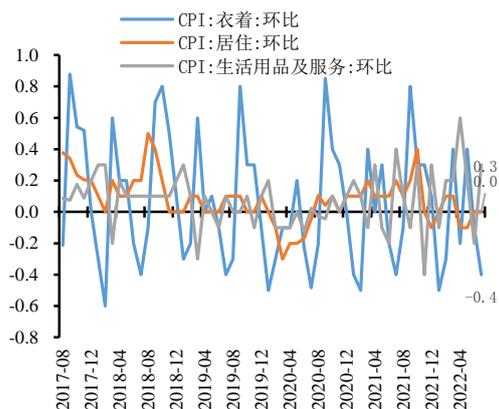


图 33 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源: Wind, 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: Wind, 北京大学国民经济研究中心

生产资料价格环比下跌，工业出厂价格加速回落

7 月份，前期保供稳价政策持续，各地区各部门高效统筹疫情防控和经济社会发展，保障重点产业链供应链畅通稳定，国内部分能源和原材料供需矛盾有所缓解，受国际大宗商品价格下行影响，工业品价格环比下跌，同比下行速度有所加快，具体而言：受工业上游原材料、能源品等价格回落影响，生产资料价格同比环比均有所回落；受前期上游工业部门价格传导影响，生活资料价格同比环比基本不变。

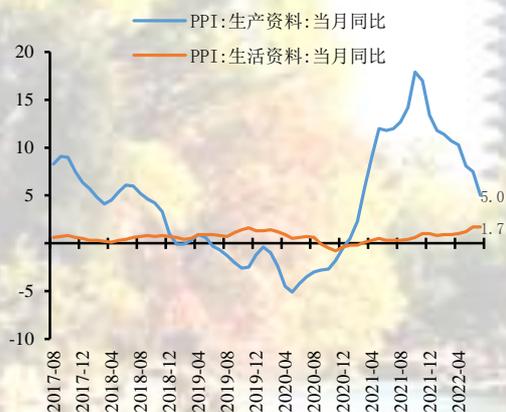


图 35 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

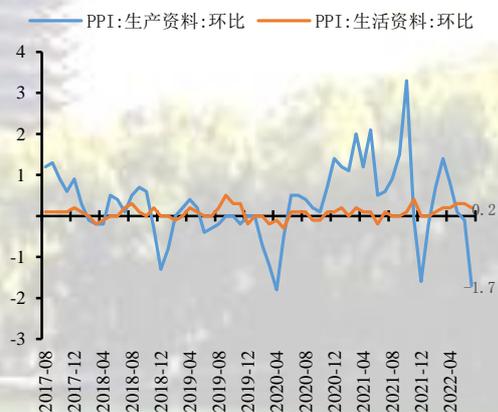


图 36 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

分大类，从同比看，保供稳价政策效果继续显现，高基数下 7 月 PPI 上涨 4.2%，较上月继续回落 1.9 个百分点。受国际大宗商品高位运行但边际回落影响，生产资料价格上涨 5.0%，较上月继续回落 2.5 个百分点，其中采掘工业同比回落最为显著；受上游工业部门价格传导影响，生活资料价格上涨 1.7%，较上月不变，其中食品工业同比上升最为显著。生产资料同比回落是此次 PPI 同比回落的主要因素。



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	18.8	11.4	0.9	3.7	2.1	1.5	-0.3
同比变动	-8.5	-3.8	-1.5	0.5	-0.2	-0.4	-0.1

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

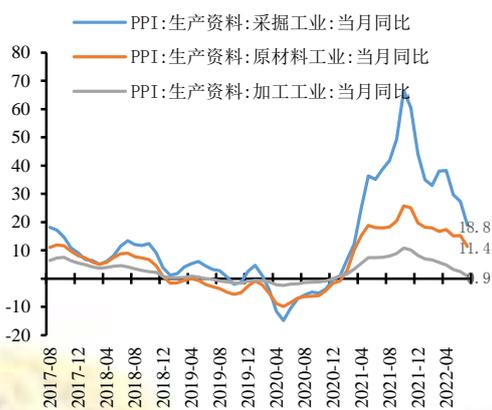


图 37 生产资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

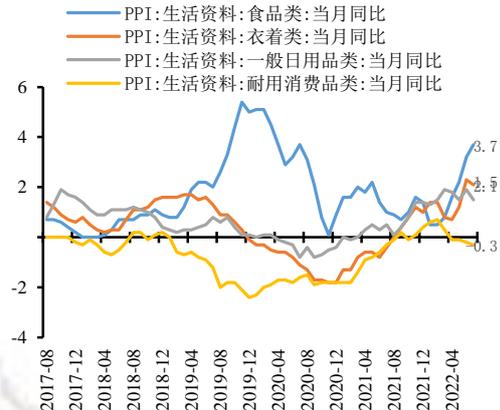


图 38 生活资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，7月PPI环比下跌1.3%，较上月继续回落1.3个百分点。受复工复产持续推进、重点产业链供应链逐步畅通稳定、保供稳价政策效果继续显现影响，生产资料价格下跌1.7%，较上月回落1.6个百分点，其中采掘工业环比回落最为显著；生活资料价格上涨0.2%，较上月回落0.1个百分点，其中食品环比上升最为显著。工业上游价格回落是此次PPI环比回落的主要因素。

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	-1.9	-2.5	-1.3	0.6	0.1	-0.3	0.2
环比变动	-3.8	-2.8	-0.9	0.1	-0.6	-0.4	0.3

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

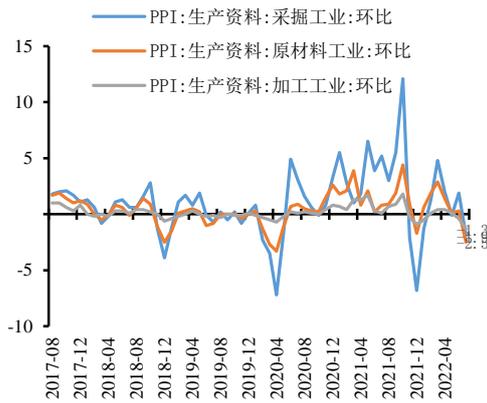


图 39 生产资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

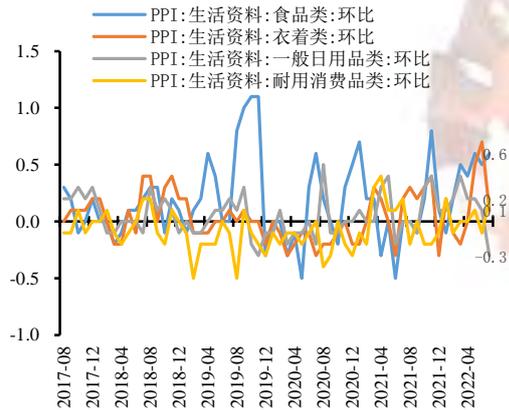


图 40 生活资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

分行业，从同比看，按同比涨幅由大到小排，分别是石油、煤炭、化学原料及制品、有色金属等相关行业，这些相关行业同比涨幅依旧居高，但较上月变动分化，煤炭开采、石油开采、有色加工和黑色加工相关行业贡献了 PPI 同比回落的主要动力；从环比看，原油、有色金属等国际大宗商品价格回落带动国内相关行业价格下降，黑色金属、有色金属、石油天然气开采、煤炭开采等贡献了环比回落的主要动力。

货币金融部分：社融超预期回落，信贷和企业债构成主要拖累

2022 年 7 月社会融资规模 7561 亿元，较去年同期少增 3191 亿元。其中，人民币贷款 4088 亿元，同比少增 4303 亿元；外币贷款-1137 亿元，同比少增 1059 亿元；企业债券融资 734 亿元，同比少增 2357 亿元，以上三个分项合计少增 7719 亿元，对本月社融形成较大拖累。

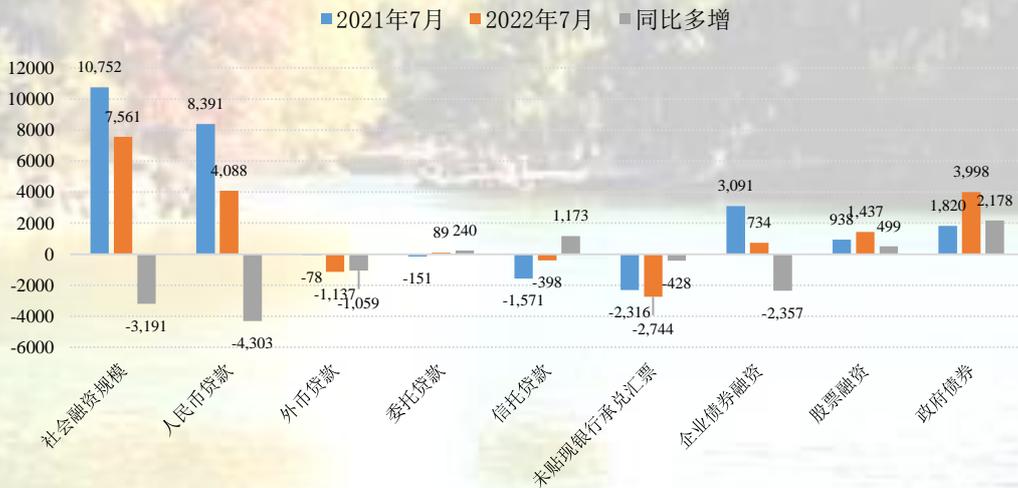


图 41 新增社会融资规模：分项 (亿元)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



关于 7 月社融口径人民币贷款同比少增，一方面主要是因为今年上半年银行发放的短期贷款大幅高于往年，呈现显著的冲量效应，而中长期贷款基本和往年差异不大，所以今年的季节效应受短期贷款的影响反映较大，季末贷款显著高于往年季节性水平，季初相应低于往年季节性水平，形成透支效应；另一方面主要是因为 7 月份疫情反复对长期贷款的不利扰动，期房烂尾停贷潮导致居民购房推迟，数据显示 7 月 30 大中城市商品房成交面积当月同比下降 33.03%，较上期进一步扩大 25.8 个百分点，上半年政府专项债发放基本完毕使得配套融资需求减少，极端高温天气影响户外建筑施工导致企业融资需求推迟。

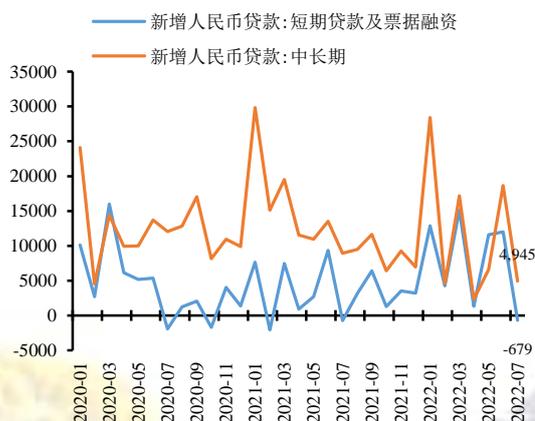


图 42 新增人民币贷款（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

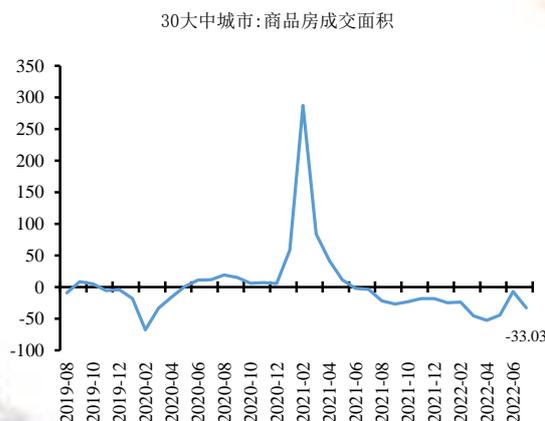


图 43 30 大中城市商品房成交面积当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

关于 7 月外币贷款同比少增，主要是因为今年以来汇率波动较大和进口增速整体偏弱，导致外币贷款整体需求不足。人民币汇率波动幅度较大增加企业外币贷款的风险，从而弱化企业外币贷款需求，数据显示今年以来人民币汇率已经累计贬值 5.72% 左右。同时，今年以来进口增速持续低位运行，进口付汇需求较往年大幅偏弱，所以引致外币贷款需求不足。



图 44 进口金额：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

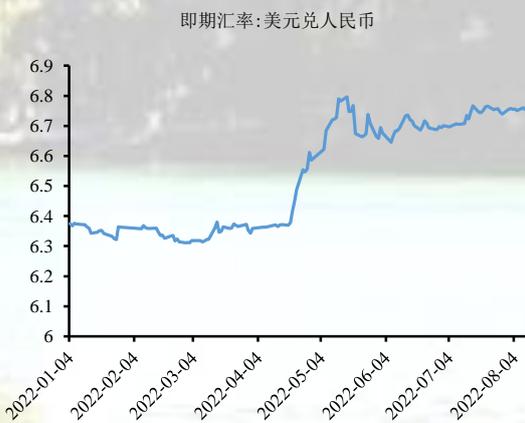


图 45 即期汇率：美元兑人民币

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

关于 7 月企业债券融资同比少增，主要也是受实体企业融资需求偏弱的影响，上半年政



府专项债在 6 月发行完毕，相应的配套融资需求减弱。此外，7 月期房烂尾停贷潮对企业债券融资一定程度产生了负面影响。

信贷整体走弱，票据融资支撑乏力

2022 年 7 月新增人民币贷款 6790 亿元，同比少增 4010 亿元。其中，短期贷款-3815 亿元，同比少增 1323 亿元；票据融资 3136 亿元，同比多增 1365；中长期贷款 4945 亿元，同比少增 3966 亿元。可见，短期贷款和中长期贷款对本月信贷形成拖累，仅票据融资形成支撑，而且支撑效果有限。此外，分部门看，不管是居民户还是企事业单位，各类贷款在 7 月均出现了少增，由此拖累本月新增信贷。

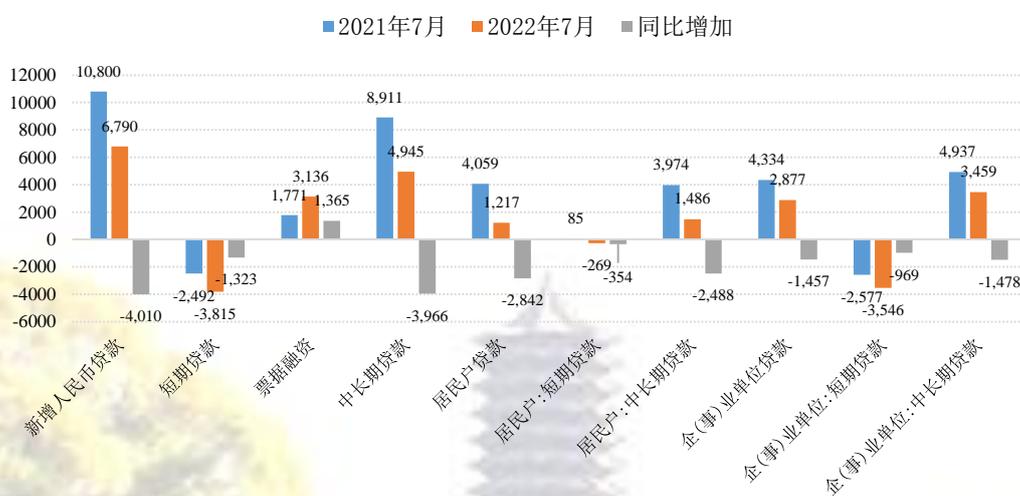


图 46 金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

居民贷款方面，7 月居民户贷款 1217 亿元，同比少增 2842 亿元。其中居民户短期贷款-269 亿元，同比少增 354 亿元，居民户中长期贷款 1486 亿元，同比少增 2488 亿元，表明居民整体贷款需求仍然偏弱。7 月疫情略有反复，这种不确定性致使居民短期内仍将以减少消费扩大储蓄为主，所以前期出台的消费刺激政策其作用效果的持续性就略显不足。与此同时，7 月发生了期房烂尾的停贷潮，这次事件导致具有购房意向的居民暂定或暂缓购房计划，观望事件的后续发展情况，由此导致居民中长期贷款在 7 月大幅下降 2488 亿元。

企事业单位贷款方面，7 月企事业单位贷款 2877 亿元，同比少增 1457 亿元。其中企事业单位短期贷款-3546 亿元，同比少增 969 亿元，企事业单位中长期贷款 3459 亿元，同比少增 1478 亿元，表明企事业单位整体贷款需求也偏弱。上半年 3.45 万亿的政府专项债在 6 月底发行完毕，企业配套融资需求在 7 月也就随之下降，加之 7 月全国大范围的极端高温天



气导致户外建筑施工等项目推迟和停贷潮事件的负面影响，企业在 7 月的融资需求随之减少或后移。此外，7 月 PMI 仅为 49%，较上期下降 1.2 个百分点，位于荣枯线以下，预示着制造业景气水平回落至收缩区间，映射出社会整体需求不足，经济基本面有转弱的趋势，由此拖累信贷需求，所以不管是短期还是中长期贷款均出现了需求不足现象。

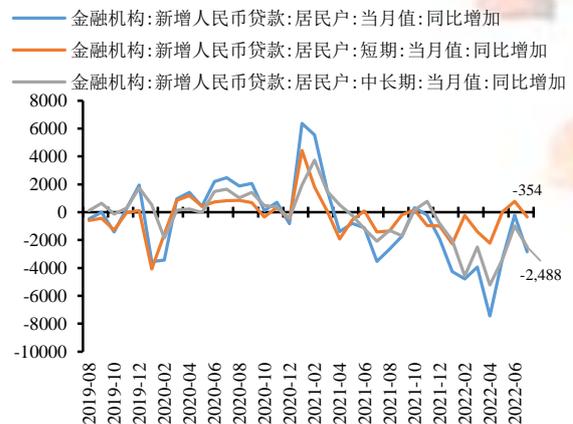
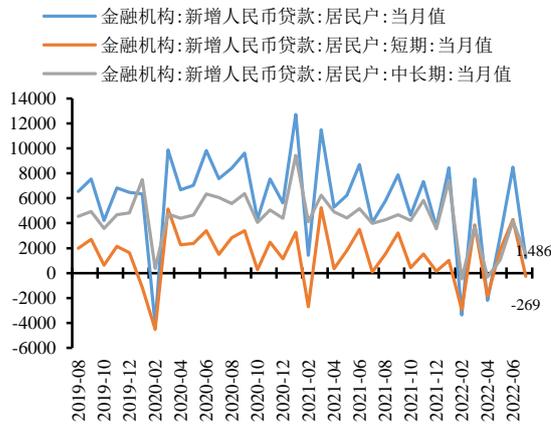


图 47 金融机构：新增人民币贷款：居民户：当月值 (亿元)

图 48 金融机构：新增人民币贷款：居民户：同比增加 (亿元)

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

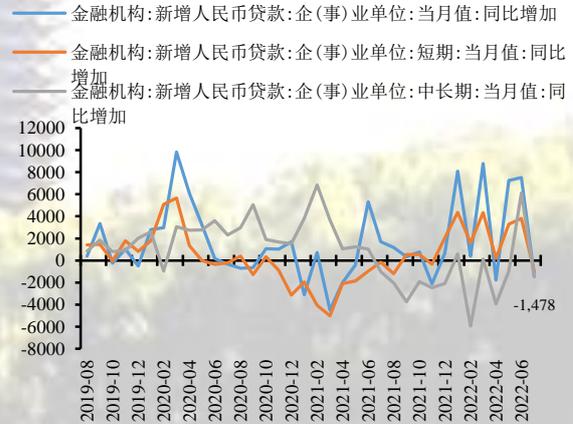


图 49 金融机构：新增人民币贷款：企事业单位：当月值 (亿元)

图 50 金融机构：新增人民币贷款：企事业单位：同比增加 (亿元)

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

M2-M1 剪刀差收窄，社融-M2 剪刀差走阔

2022 年 7 月末，狭义货币 (M1) 余额 66.18 万亿元，同比增长 6.7%，较上期提高 0.9 个百分点；广义货币 (M2) 余额 257.81 万亿元，同比增长 12%，较上期提高 0.6 个百分点，是 2016 年 4 月以来的新高。本月较高的 M2 同比增速一方面是由于去年同期基数较低，低基数效应抬升本月 M2 同比增速，另一方面是由于今年财政前置，较去年形成错位，大量的财



政存款转成 M2，抬升 M2 同比增速。我们预测 7 月 M2 同比增加 11.4%，低于实际结果 0.6 个百分点，预测误差主要是低估了今年财政前置以及留底退税的支出力度。

从 M2-M1 增速来看，7 月末 M2-M1 的同比增速为 5.3%，增速剪刀差较上期减少 0.3 个百分点，预示着货币存款活期化仍在缓慢提升。一方面今年 4 月以来留抵退税规模较大，为企业提供了大量短期流动性；另一方面今年以来票据融资较去年大幅增加，票据贴现增加了企业部门的活期存款。

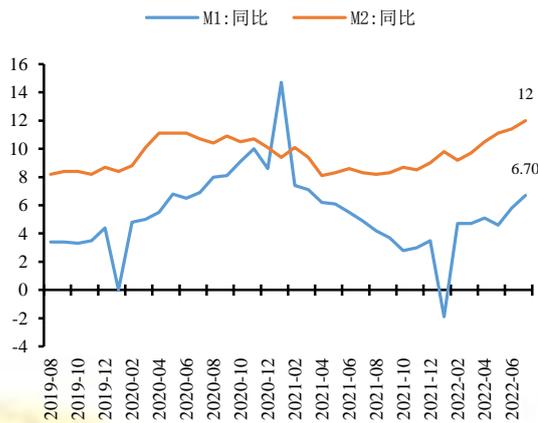


图 51 M1 和 M2 同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



图 52 M2-M1 同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从社融-M2 增速来看，7 月末社融-M2 的同比增速为-1.3%，较上期进一步扩大 0.7 个百分点，表明社融扩张速度明显弱于货币扩张速度，资金流动性充裕现象仍将持续，预示着信贷需求和货币宽松存在一定的错配，金融市场的资金空转现象并未好转。



图 53 社融存量和 M2 同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



图 54 社融-M2 同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



展望未来：随稳增长政策发力，经济表现或渐回暖

工业产出方面：货币政策方面，8月15日人民银行开展4000亿元中期借贷便利(MLF)操作(含对8月16日MLF到期的续做)和20亿元公开市场逆回购操作，中标利率均下降10个基点，有利于拉伸工业产出；财政政策方面，7月底政治局会议强调“支持地方政府用足用好专项债务限额”，在经济增长预期偏离5.5%全年目标的情况下，尽管政府债务支撑力度渐弱，但预计支出速度将提速，扩投资与稳主体并重；疫情影响方面，不确定性仍然存在，可能继续为工业产出带来扰动。7月份，继疫后快速复苏后工业生产增长动能趋于常态，仍有结构性改善空间，预计未来在财政货币政策联合发力的综合作用下，工业增加值继续保持稳定增长水平。

消费方面：预计消费会缓步回升。随着国内疫情形势好转，各地疫情防控政策进一步放宽，餐饮消费有望逐步恢复，但由于局部地区疫情扰动可能长期存在，旅游及相关产业消费恢复可能还需要一定的时间。另外，由于当前居民消费需求较弱，未来如果促消费政策不能持续加码，扭转需求不足的局面，全年消费增速可能会不及预期。

投资方面：预计投资会维持稳步增长态势。7月底召开的中共中央政治局会议提出财政政策要有效弥补社会需求不足，支持地方政府用足用好专项债务限额，同时住建部、发改委印发《“十四五”全国城市基础设施建设规划》，提出要基本完成2000年底前建成的21.9万个需改造城镇老旧小区改造任务，加快新型城市基础设施建设，表明基建投资有望继续维持高增长。然而，由于房地产市场供需双方均在收缩，短期内未有明显好转的趋势，未来房地产市场可能会继续承压，一定程度上拉低投资增速。

出口方面：预计出口增速在短期内仍将维持景气增长。一方面，地缘冲突持续，全球能源压力增大，欧美等国产能受到一定限制，而在能源供给、供应链稳定性、产业链完整性等方面中国具有一定优势，同时叠加国内外贸保稳提质政策持续加码，助力出口保持景气增长；另一方面，随着全球经济增长动能削弱，欧美经济衰退预期增强，海外产需缺口逐渐收紧，同时国际形势愈加复杂、中美关系趋于紧张，或将对我国出口产生影响。

进口方面：预计进口增速在一定时期内缓慢回稳。一方面，国内稳增长政策持续发力，助力国内生产需求和消费需求逐渐修复，有利于中国内需恢复，或将带动中国进口增速回暖；另一方面，美联储进一步加息缩表，全球大宗商品市场波动较大，大宗商品价格大幅回落，价格因素对进口增速的支撑作用进一步减弱。

CPI方面：2021年，受猪肉供给较多的影响，猪肉价格在2021年持续走低，使得2022年食品项价格存在一定上涨空间；同时2021年非食品价格相对平稳，在2022年经济进一步



回暖的情形下存在价格上涨的可能性，但鉴于非食品价格增速波幅较小，对 CPI 增速变化的影响也有限，2022 年 CPI 增速走势依然会在很大程度上受制于食品价格的波动。在低基数以及下半年经济回暖叠加猪价回升的影响下，预计 2022 年 CPI 同比增速中枢较 2021 年将会有明显上移，全年中枢 2.4% 左右。

PPI 方面：2022 年，随着供应紧张状况缓解，预计大多数大宗商品价格有望在 2022 年回落，美联储 Taper 落地以及加息预期将对国际原油等大宗商品形成一定冲击，同时从中长期来看，全球“双碳”工作的推进意味着能源价格较此前或将有系统性的抬升，但在高基数效应以及翘尾因素的影响下，2022 年 PPI 增速预计将有比较明显的回落，且大概率呈现前高后低的走势，虽然 PPI 同比增速可能放缓，但大宗商品价格或将持续处于高位。此外，随着中国电价市场化改革的推进，将使得电力价格上涨，而电力对于整体物价增速的影响将会明显高于煤炭、钢铁等大宗商品，PPI 增速在电力涨价的带动下，自高位下行的速度也或将慢于预期，同时电力价格上涨也将加速 PPI 向 CPI 增速的传导，鉴于电力在工业生产与居民生活中的重要影响力，可以预期 2022 年随着电价上调，或将对工业部门和居民消费部门造成一定的成本推动压力，进而一定程度地抬升整体物价水平，预计 2022 年 PPI 同比增速中枢较去年将会有一定下移，全年中枢 5.2% 左右。

货币金融方面：7 月底政治局会议继续定调宽信用，下半年货币政策仍将偏宽松，资金流动性充裕将持续存在，但由于今年财政前置和去年的财政后置形成错位，所以下半年政府债务对社融信贷的支撑力度将有所减弱。疫情仍将是未来影响社融信贷的关键因素，如何消除这种不确定性将有力支撑企业和居民的中长期融资需求。



北京大学国民经济研究中心简介：

北京大学国民经济研究中心成立于 2004 年，挂靠在北京大学经济学院。依托北京大学，重点研究领域包括中国经济波动和经济增长、宏观调控理论与实践、经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。同时，本中心密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动和长期增长纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

中心的研究取得了显著的成果，对中国的宏观经济政策产生了较大影响。其中最具有代表性的成果有：（1）推动了中国人口政策的调整。中心主任苏剑教授从 2006 年开始就呼吁中国应该立即彻底放弃计划生育政策，并转而鼓励生育。（2）关于宏观调控体系的研究：中心提出了包括市场化改革、供给管理和需求管理政策的三维宏观调控体系。（3）关于宏观调控力度的研究：2017 年 7 月，本中心指出中国的宏观调控应该严防用力过猛，这一建议得到了国务院主要领导的批示，也与三个月后十九大报告中提出的“宏观调控有度”的观点完全一致。（4）关于中国经济目标增速的成果。2013 年，刘伟、苏剑经过缜密分析和测算，认为中国每年只要有 6.5% 的经济增速就可以确保就业。此后不久，这一增速就成为中国政府经济增长速度的基准目标。最近几年中国经济的实践也证明了他们的这一测算结果的精确性。（5）供给侧研究。刘伟和苏剑教授是国内最早研究供给侧的学者，他们在 2007 年就开始在《经济研究》等杂志上发表关于供给管理的学术论文。（6）新常态研究。刘伟和苏剑合作的论文“新常态下的中国宏观调控”（《经济科学》2014 年第 4 期）是研究中国经济新常态的第一篇学术论文。苏剑和林卫斌还研究了发达国家的新常态。（7）刘伟和苏剑主编的《寻求突破的中国经济》被译成英文、韩文、俄文、日文、印地文 5 种文字出版。（8）北京地铁补贴机制研究。2008 年，本课题组受北京市财政局委托设计了北京市地铁运营的补贴机制。该机制从 2009 年 1 月 1 日开始被使用，直到现在。

中心出版物有：（1）《原富》杂志。《原富》是一个月度电子刊物，由北京大学国民经济研究中心主办，目的是以最及时、最专业、最全面的方式呈现本月国内外主要宏观经济大事并对重点事件进行专业解读。（2）《中国经济增长报告》（年度报告）。该报告主要分析中国经济运行中存在的中长期问题，从 2003 年开始已经连续出版 14 期，是相关年度报告中连续出版年限最长的一本，被教育部列入其年度报告资助计划。（3）系列宏观经济运行分析和预测报告。本中心定期发布关于中国宏观经济运行的系列分析和预测报告，尤其是本中心的预测报告在预测精度上在全国处于领先地位。

免责声明

北京大学国民经济研究中心属学术机构，本报告仅供学术交流使用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供参考，亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。