



# 稳经济政策效果显现，多项经济指标超预期

杨盈竹

点评报告

A0012-202200916

2022年8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
<b>经济增长</b>			
工业增加值 累计同比(%)	4.2	3.6	3.9
固定资产投资 累计同比(%)	5.8	5.6	5.3
社会消费品零 售额累计同比(%)	5.4	6.5	4.2
出口同比(%)	7.1	14.8	13.5
进口同比(%)	0.3	1.8	1.6
贸易差额 (亿美元)	793.9	938.92	963.7
<b>通货膨胀</b>			
CPI 同比(%)	2.5	2.7	2.8
PPI 同比(%)	2.3	2.9	3.0
<b>货币信贷</b>			
新增人民币贷款 (亿元)	12500	12500	13618.2
M2 同比(%)	12.2	12	11.8

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

- 稳增长政策持续，工业生产渐回升
- 低基数效应叠加汽车消费修复，消费增速好于市场预期
- 基建投资持续发力，投资增速稳中有升
- 出口增速大幅下降，进口增速有所回落
- CPI 上行逢高有所回落，PPI 下行趋势或见拐点
- 社融信贷边际好转，结构修复仍待发力
- 展望未来：稳经济政策继续发力，经济基本面或持续恢复

## 内容提要

2022 年 7 月以来，国内经济修复节奏明显放缓，为了应对经济下行压力，8 月份一揽子稳经济措施密集出台，政策效果持续显现，助力国内生产需求和消费需求修复。同时，8 月国内疫情散点式暴发，疫情防控措施升级，对经济产生一定扰动，叠加 8 月高温天气多地实施限电政策，对国内生产消费造成影响。此外，国际国内经济环境仍面临严峻挑战，海外需求逐步收缩，出口下行压力增大。总体来看，虽然 8 月多项经济指标表现超出市场预期，经济基本面持续修复，但供给端和需求端压力依然存在，经济增长动能仍不稳靠，经济恢复尚不均衡，下半年稳经济政策仍需进一步发力，以助力经济基本面持续修复。

从供给端看，尽管受复杂严峻的国际环境和国内疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素影响，但政策性开发金融工具等政策的落实推动 8 月经济边际改善，提振工业生产增速。国内经济延续恢复发展态势，生产需求稳中有升，规模以上工业增加值增长略超市场预期，工业生产总体稳定增长，规模以上工业增加值同比实际增长 4.2%（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 0.32%。

从需求端看，低基数效应叠加汽车消费修复是导致 8 月社会消费品零售总额同比好于市场预期的主要原因。一方面，去年同期由于疫情扩散的影响，消费增速明显放缓，对今年形成了较低基数，从而拉高了本月消费增速。另一方面，在限购地区要逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制、打通二手车流通堵、延续免征新能源汽车购置税政策等促汽车消费政策作用下，汽车消费明显改善。从单月增速来看，8 月社会消费品零售总额同比增长 5.4%，较 7 月上升 2.7 个百分点，较 2019 年 7 月上升 7.0%。基建投资持续发力是投资加快修复的主要原因，而房地产开发投资持续走弱一定程度上压低了投资增速，8 月固定资



产投资累计同比增长 5.8%，增速较 1-7 月上升 0.1 个百分点，三年平均增速为 4.7%，较上期持平。8 月份国内疫情散点式爆发，疫情防控措施升级，叠加浙江、四川等多个省份实施限电政策，对出口生产运输产生影响，同时发达经济体加速推进紧缩货币政策，对海外消费需求的抑制效果开始显现，海外需求趋于收缩，加之去年同期高基数效应的影响，8 月出口增速同比增长 7.1%，较上月回落 10.9 个百分点。进口方面，新一轮疫情散点暴发，对国内生产消费需求产生影响，叠加去年同期高基数效应压制，8 月进口增速同比增长 0.3%，较上期下降 2 个百分点。

价格方面，8 月 CPI 同比上涨 2.5%，较上月回落 0.2 个百分点，环比下跌 0.1%，较上月回落 0.6 个百分点，食品价格回落是此次 CPI 回落的主要原因。PPI 同比上涨 2.3%，较上月回落 1.9 个百分点，环比下跌 1.2%，较上月上升 0.1 个百分点，生产资料价格回落依然是造成 PPI 继续下跌的主要原因。

货币金融方面，8 月社会融资规模 2.43 万亿元，较去年同期少增 5593 亿元；新增人民币贷款 1.25 万亿元，同比多增 300 亿元。尽管受疫情反复造成的不确定性增强和期房烂尾停贷潮对实体企业融资需求和居民消费需求造成的不利影响，但国内稳增长政策的持续出台和落实，整体社融信贷规模边际改善，但部门结构仍待进一步修复。狭义货币（M1）余额 66.46 万亿元，同比增长 6.1%，较上期减少 0.6 个百分点；广义货币（M2）余额 259.51 万亿元，同比增长 12.2%，较上期提高 0.2 个百分点。在一系列稳增长政策的作用下，叠加低基数效应和今年财政支出错位的影响，M2 同比增速高位运行，一方面货币存款活期化减少，另一方面资金流动性充裕现象持续。

## 正文

### 工业增加值部分：稳增长政策持续，工业生产渐回升

2022 年 8 月，规模以上工业增加值同比实际增长 4.2%（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 0.32%。1-8 月，规模以上工业增加值同比增长 3.6%。从三大门类看，8 月份，采矿业增加值同比增长 5.3%，制造业同比增长 3.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 13.6%。8 月，尽管受复杂严峻的国际环境和国内疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素影响，但政策性开发金融工具等政策的落实推动 8 月经济边际改善，提振工业生产增速。国内经济延续恢复发展态势，生产需求稳中有升，规模以上工业增加值增长略超市场预期，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 9.5%、4.6%，分别比规模以上工业增加值快 5.3、0.4 个百分点。

分行业看，8 月份，41 个大类行业中有 24 个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业增长 5.8%，石油和天然气开采业增长 2.3%，农副食品加工业同比-2.3%，食品制造业增长 2.5%，酒、饮料和精制茶制造业增长 7.6%，纺织业同比-5.1%，化学原料和化学制品制造业增长 3.8%，非金属矿物制品业同比-5.0%，黑色金属冶炼和压延加工业同比-1.3%，有色金属冶炼和压延加工业增长 3.6%，通用设备制造业同比 0.8%，专用设备制造业增长 4.5%，汽车制造业增长 30.5%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 5.8%，电气机械和器材制造业增长 14.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 5.5%，电力、热力生产和供应业增长 15.3%。

分产品看，8 月份，617 种产品中有 250 种产品产量同比增长，占比 41%。钢材 10,833.0 万吨，同比-1.5%；水泥 18,808.0 万吨，同比-13.1%；十种有色金属 574.0 万吨，同比增长 6.7%；乙烯 222.0 万吨，同比-8.6%；汽车 242.6 万辆，同比增长 39.0%，其中，新能源汽车 71.4 万辆，同比增长 117.0%；发电量 8,248.0 亿千瓦时，同比增长 9.9%；原油加工量 5,366.0 万吨，同比-6.5%。

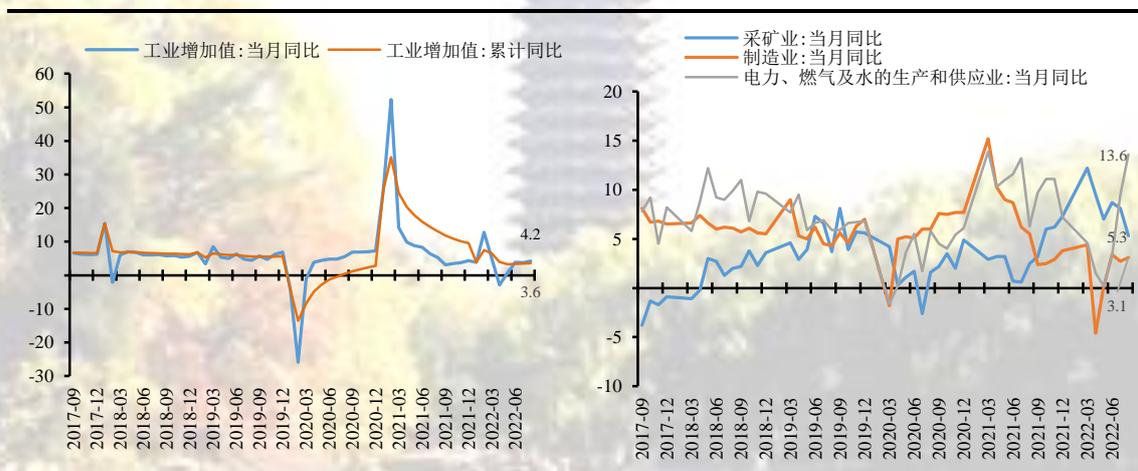


图 1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

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: 低基数效应叠加汽车消费修复, 消费增速好于市场预期**

2022 年 8 月, 从单月增速来看, 社会消费品零售总额同比增长 5.4%, 较 7 月上升 2.7 个百分点, 较 2019 年 7 月上升 7.0%。其中, 餐饮收入同比上升 8.4%, 较 7 月回升 9.9 个百分点; 商品零售同比增长 5.1%, 较 7 月回升 1.9 个百分点。从累计增速来看, 2022 年 1-8 月社会消费品零售总额累计同比上升 0.5%, 较 2019 年增长 7.8%, 三年平均增速为 2.5%,



较上期持平。其中，餐饮收入累计同比下降 5.0%，较 1-7 月回升 1.8 个百分点；商品零售同比增长 1.1%，较 1-7 月回升 0.6 个百分点。分消费品类看，石油及制品类和汽车类零售额增长最快，同比增速分别为 17.1%、15.9%；金银珠宝类、化妆品类等可选商品零售额同比大幅下滑，增速分别为-6.4%、7.2%；粮油食品类、饮料类、中西药品类零售额保持稳定增长，同比增速分别为 8.1%、5.8%、9.1%；家具类和建筑及装潢材料类零售额同比降幅进一步扩大，增速分别为-8.1%、-9.1%。



图3 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

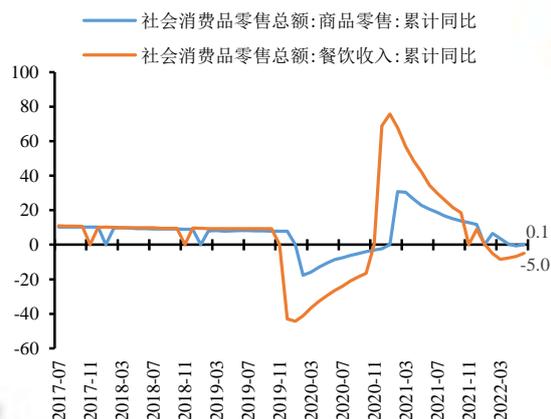


图4 餐饮收入和商品零售累计同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心



图5 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

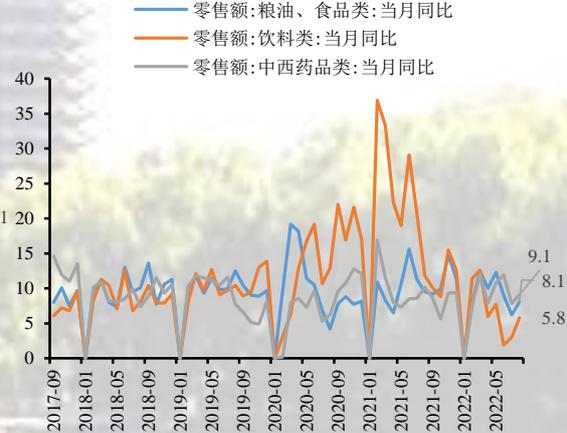


图6 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

低基数效应叠加汽车消费修复是导致 8 月社会消费品零售总额同比好于市场预期的主要原因。一方面，去年同期由于疫情扩散的影响，消费增速明显放缓，对今年形成了较低基数，从而拉高了本月消费增速。另一方面，在限购地区要逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制、打通二手车流通堵、延续免征新能源汽车购置税政策等促汽车消费政策作用下，汽车消费明显改善。乘联会公布的数据显示，8 月乘用车市场零售 187.1 万辆，同



比增长 28.9%。然而，当前消费恢复尚不稳定，受疫情多点散发影响，化妆品、通讯器材等部分可选商品消费波动较大。另外，受商品房销售面积持续下滑影响，家具、建筑及装潢材料类消费还未出现好转迹象。

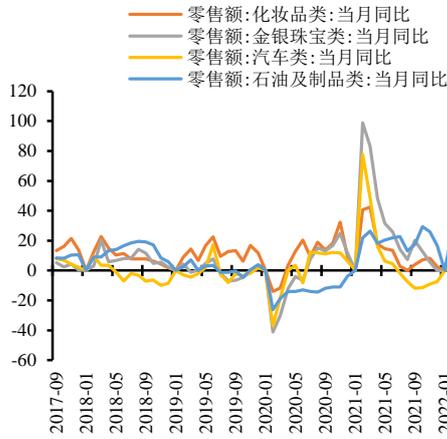


图7 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

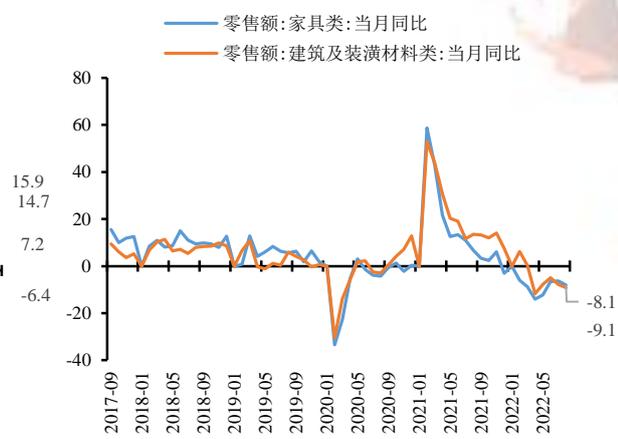


图8 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 投资部分：基建投资持续发力，投资增速稳中有升

2022年8月固定资产投资累计同比增长5.8%，增速较1-7月上升0.1个百分点，三年平均增速为4.7%，较上期持平。其中，制造业投资同比增长10.0%，较1-7月上升0.1个百分点，三年平均增速为5.4%，较上期回升0.4个百分点；房地产开发投资同比下降7.4%，较1-7月回落1.0个百分点，三年平均增速为2.4%，较上期回落0.5个百分点；基础设施投资同比增长8.3%，较1-7月回升0.9个百分点，三年平均增速为3.6%，较上期持平；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23.0%。



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

基建投资持续发力是投资加快修复的主要原因，而房地产开发投资持续走弱一定程度上



压低了投资增速。在政府提出要把工业稳增长摆在更加突出位置，大力推进基础和关键领域创新突破，加快制造业强链补链，扎实推动制造业数字化绿色化转型的政策推动下，本月制造业投资同比增速稳中有升，对投资增速加快起到一定的支撑作用。同时，7月底召开的中共中央政治局会议提出支持地方政府用足用好专项债务限额，根据财政部数据显示，截至7月末，各地已累计发行新增专项债券 3.47 万亿元，发行使用进度明显加快，基建投资的资金来源在 8 月份加速落地，形成实物工作量，推动基建投资增速加快上升。然而，本月房地产开发投资仍未出现改善趋势，尽管商品房销售面积、商品房销售额同比降幅有所收窄，但房屋新开工面积、本年购置土地面积同比降幅进一步扩大，表明房地产企业投资信心仍旧不足，房地产开发投资继续承压。

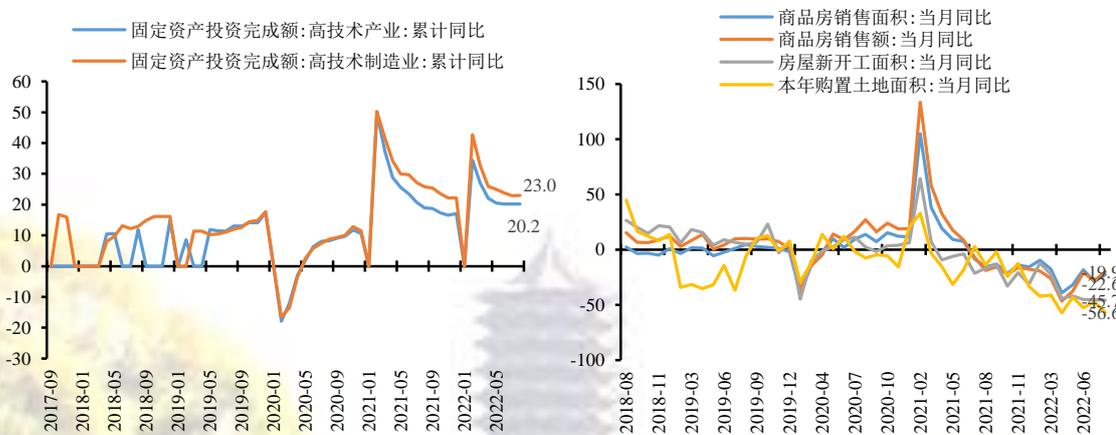


图 11 高技术产业投资累计同比增速 (%)

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

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

**进出口部分: 出口增速大幅下降, 进口增速有所回落**

2022 年 8 月, 按美元计价, 中国进出口总值 5504.5 亿美元, 同比增长 4.1%。其中, 出口 3149.2 亿美元, 同比增长 7.1%; 进口 2355.3 亿美元, 同比增长 0.3%; 贸易顺差 793.9 亿美元, 扩大 34.1%。总体来看, 8 月份出口增速由双位数增长变为个位数增长, 下降幅度较大, 低于市场预期, 进口增速有所回降。出口方面, 8 月份国内疫情散点式爆发, 疫情防控措施升级, 叠加浙江、四川等多个省份实施限电政策, 对出口生产运输产生影响, 同时发达经济体加速推进紧缩货币政策, 对海外消费需求的抑制效果开始显现, 海外需求趋于收缩, 加之去年同期高基数效应的影响, 8 月出口增速大幅回落, 较上月回落 10.9 个百分点。进口方面, 受新一轮疫情散点暴发的影响, 对国内生产消费需求产生影响, 叠加去年同期高基数效应压制, 8 月进口增速较上期下降 2 个百分点。

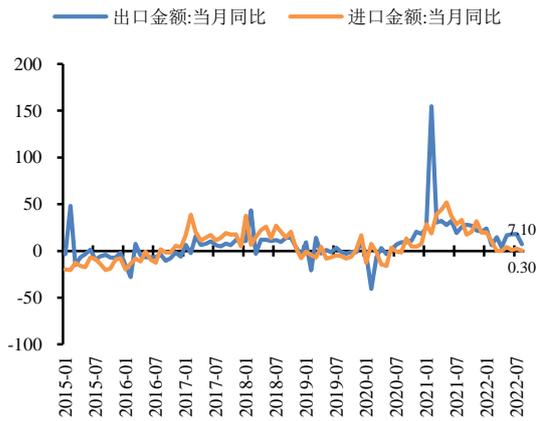


图 13 进出口额增速：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

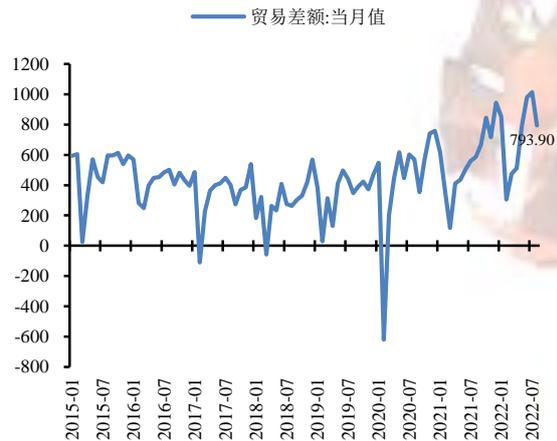


图 14 中国贸易差额：当月值（亿美元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 疫情限电叠加海外需求收缩，出口增速大幅回落

2022年8月，中国出口3149.2亿美元，同比增长7.1%，较7月份下降10.9个百分点，出口增速回落幅度较大。这主要是因为8月份国内新一轮疫情散点式暴发，多个地区实施更加严格的疫情措施，对出口企业生产和物流运输造成一定影响。并且8月份中国多个省份出现电力不足的现象，四川省、浙江省、安徽省、山东省等陆续出台限电政策，对出口供应链和运输链造成冲击，影响出口生产和运输。数据显示，8月份八大枢纽港口集装箱吞吐量同比+3.3%，较7月减少9.4个百分点；其中，外贸箱吞吐量同比增长0.1%，较7月下降14.4个百分点。8月份中国出口集装箱综合运价指数平均值为3033.60点，较上月平均下跌6.4个百分点，上海出口集装箱综合指数平均值为3471.62点，较上月平均下降14.5个百分点。同时，发达经济体加速推进紧缩货币政策，对海外消费需求的抑制效果开始显现。从海外需求来看，尽管海外产需缺口仍旧存在，但整体需求趋于收缩，数据显示美国8月份制造业PMI终值录得51.5，欧元区7月制造业PMI终值为49.6，日本8月份制造业PMI终值为51.5，分别较上期回落0.7、0.2和0.6个百分点。此外，去年同期出口基数处于相对高位，也是造成本期出口增速大幅回落的重要因素。从我们的预测结果来看，出口增速回落的趋势的确符合我们的预期，但回落幅度高于我们的预期，这一方面是因为在进行预测时低估了去年同期高基数效应对本期出口增速的压制效应；另一方面是前期积压订单的集中出运效应消失。

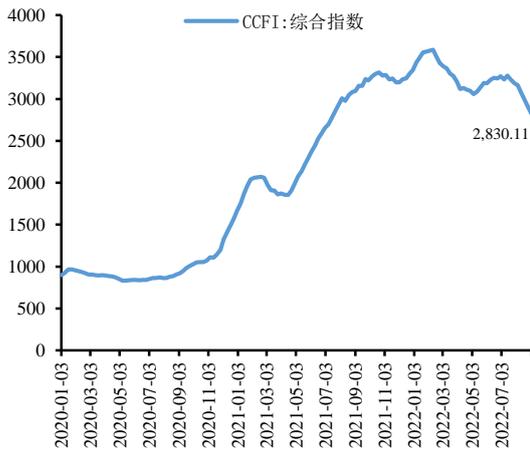


图 15 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

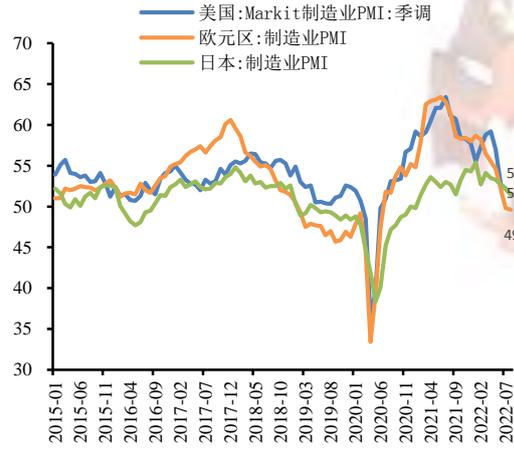


图 16 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 8 月份的出口国别来看, 中国对欧盟、美国、东盟和日本出口的当月同比增速分别为 11.09%、-3.77%、25.13% 和 7.72%, 增长速度较前值均有较大幅度回落, 其中对美国的出口增速由正转负, 除了受中国国内疫情扰动之外, 主要与海外需求趋紧和中美关系趋紧有关, 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。

从 8 月的出口商品来看, 中国出口机电产品 1768.89 亿美元, 占中国出口总额的 56.17%, 仍是中国出口主力, 同比增长 4.30%, 较上月下降 8.72 个百分点, 低于出口同比增长 7.1%, 对出口增速形成拖累, 其中出口集成电路 118.38 亿美元, 同比增长-17.25%。高新技术产品出口为 769.27 亿美元, 同比增长为-3.88%, 较上月下降 6.30 个百分点。劳动密集型产品中, 箱包及类似容器出口为 31.81 亿美元, 同比增长 23.97%; 鞋靴出口为 54.56 亿美元, 同比增长 16.37%。

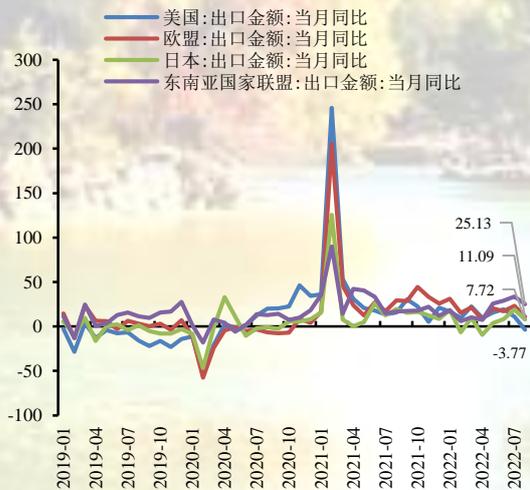


图 17 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

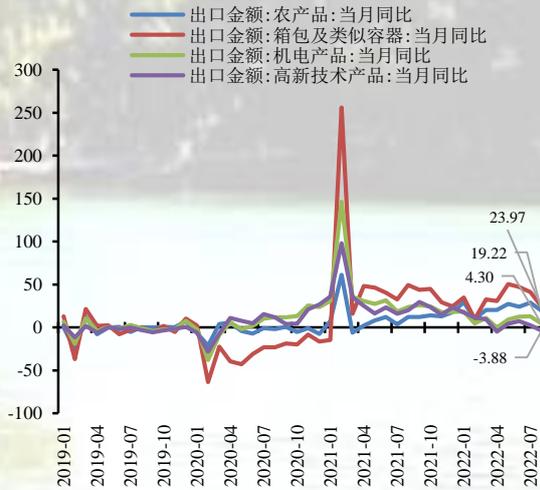


图 18 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



价格因素贡献削弱，进口增速有所回落

2022年8月，中国进口2355.3亿美元，同比增长0.3%，较上期下降2个百分点，低于市场预期。这主要是由于全球通货膨胀高位运行，发达经济体加速推进紧缩货币政策，受此影响全球大宗商品价格呈现回落态势，很大程度削弱了价格因素对进口增速的支撑作用。同时，8月份国内疫情散发，影响国内生产消费需求，对进口增速产生压制。此外，高基数效应也对8月进口增速形成一定压制。从我们的预测结果来看，进口增速回落的趋势的确符合我们的预期，但回落幅度大于我们的预期，可能原因在于低估了房地产行业不景气背景下国内上游需求偏弱对进口的影响。

从8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-7.38%、3.13、-7.74%、-8.19%、5.19%和-19.99%。数据显示，除对欧盟的进口增速有负转正外，对其他国家进口增长速度较前值均有所回落，其中中国对东盟的进口增速优于对其他国家的进口增速，东盟国家对中国进口的支撑作用持续显现。

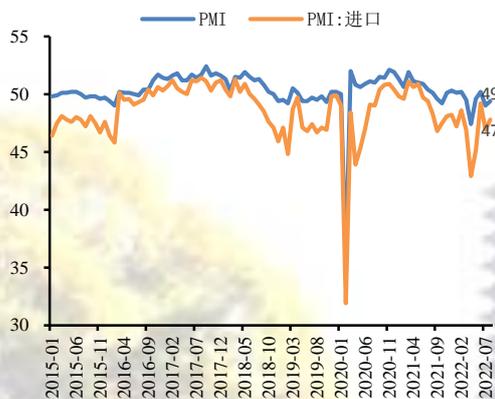


图 19 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

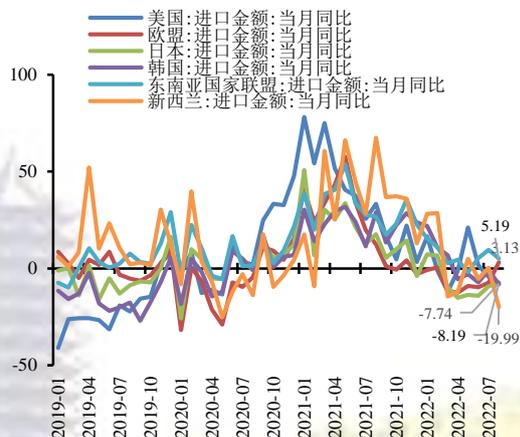


图 20 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

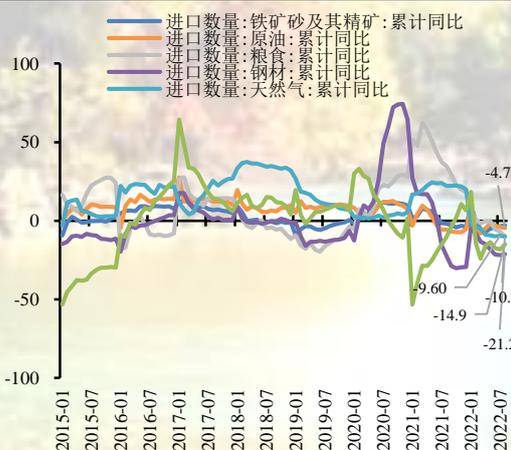


图 21 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

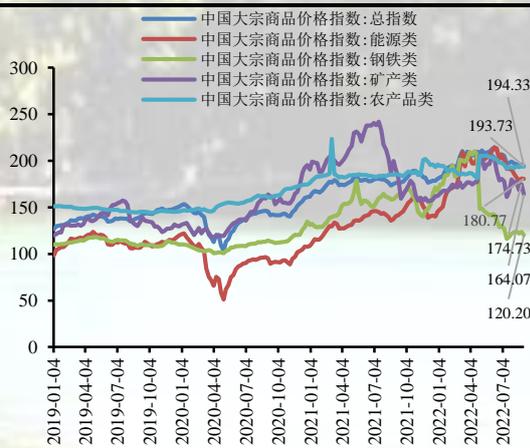


图 22 中国大宗商品价格指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从8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-3.1%、-4.7%、-14.9%、-10.2%和-21.2%；农产品方面，



粮食进口同比增速为-9.9%，较上期下降 2.8 个百分点，肉类进口同比增速为-28.9%，较上期回升 2 个百分点。

价格部分：CPI 上行逢高有所回落，PPI 下行趋势或见拐点

2022 年 8 月，CPI 同比上涨 2.5%，较上月回落 0.2 个百分点，环比下跌 0.1%，较上月回落 0.6 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为 0.8 个百分点，较上月下降约 0.1 个百分点；新涨价影响约为 1.7 个百分点，较上月下降约 0.1 个百分点。食品价格回落是此次 CPI 回落的主要原因。此外，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.80%，涨幅较上月不变，显示需求复苏温和，总体价格平稳增长。我们预测 8 月份 CPI 同比增长 2.7%，高于实际结果 0.2 个百分点，但好于市场预期，主要是对国际油价下行和疫情影响服务的估计不足，导致对非食品项高估了 0.2 个百分点。

2022 年 8 月，PPI 同比上涨 2.3%，较上月回落 1.9 个百分点，环比下跌 1.2%，较上月上升 0.1 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为 2.5 个百分点，较上月下降约 0.7 个百分点；新涨价影响约为-0.2 个百分点，较上月回落 1.2 个百分点。生产资料价格回落依然是造成 PPI 继续下跌的主要原因。我们预测 8 月份 PPI 同比上涨 2.9%，高于实际结果 0.6 个百分点，但仍好于市场预期，误差主要来源是对生产资料价格下行的估计不足。

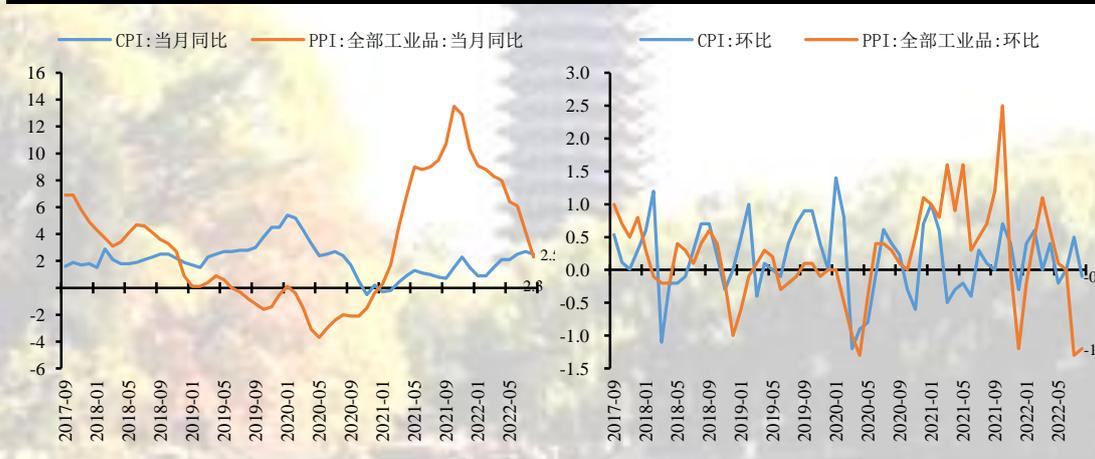


图 23 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

图 24 CPI、PPI 环比增速 (%)

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

食品项价格环比回落，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。8 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 2.5%、环比由上月 0.5% 转为-0.1%，具体而言：食品项价格环比回落显著，其中猪肉、鲜菜环比回落是本月食品价格环比回落的主要原因；非食



品价格环比继续下跌，其中工业消费品价格下跌是本月非食品价格环比下跌的主要原因。

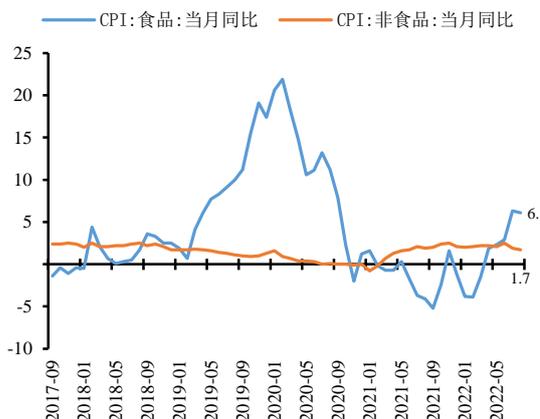


图 25 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

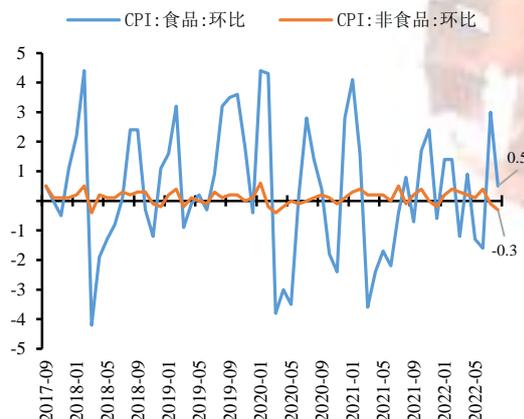


图 26 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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 6.1%，较上月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.09 个百分点。受压栏惜售和疫情趋稳消费需求回温叠加低基数等影响，猪肉价格上涨 22.4%，较上月上升 2.2 个百分点；受多地持续高温天气影响，鲜菜价格同比上涨 6.0%，较上月回落 6.9 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(+16.3%)，较上月同比变动分化，3 正 5 负，其中鲜菜同比变动最显著 (-6.9%)。

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
8 月同比	3.3	7.5	6.0	10.1	-0.5	1.7	0.8	16.3
同比变动	-0.1	0.7	-6.9	1.7	2.4	-4.2	-0.1	-0.6

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

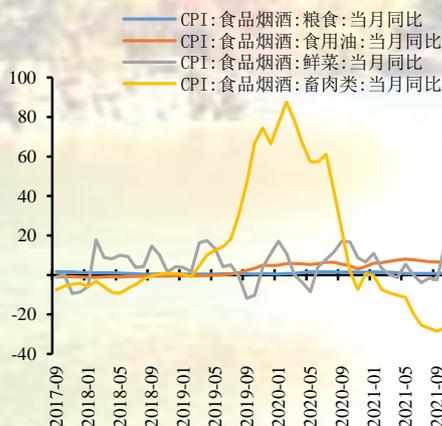


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

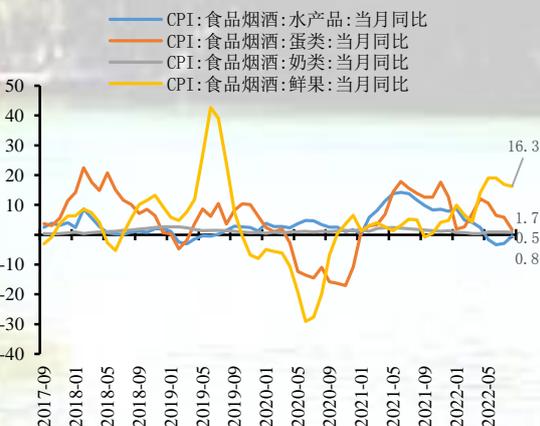


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

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0.5%，较上月回落2.5个百分点，影响CPI上涨约0.1个百分点。受压栏惜售情绪缓解，生猪出栏逐步恢复正常，叠加消费需求季节性走弱等因素影响，猪肉价格上涨0.4%，较上月回落25.2个百分点；受多地持续高温天气影响，鲜菜上涨2.0%，较上月回落8.3个百分点。

总体而言，食品八大类价格环比分化(4正1负3不变)，其中蛋类环比幅度最高(+3.1%)，较上月环比变动分化(2正5负)，其中畜肉类环比变动最显著(-11.2%)。

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
8月环比	0.0	0.7	2.0	0.6	0.0	3.1	0.0	-1.0
环比变动	-0.1	-1.1	-8.3	-11.2	-0.5	2.8	-0.1	2.8

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

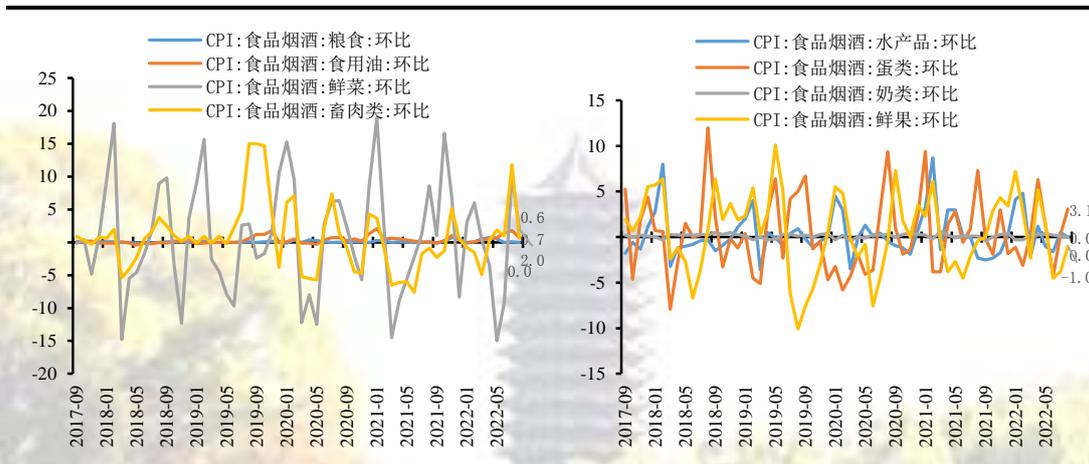


图29 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比(%)

图30 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比(%)

数据来源: 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

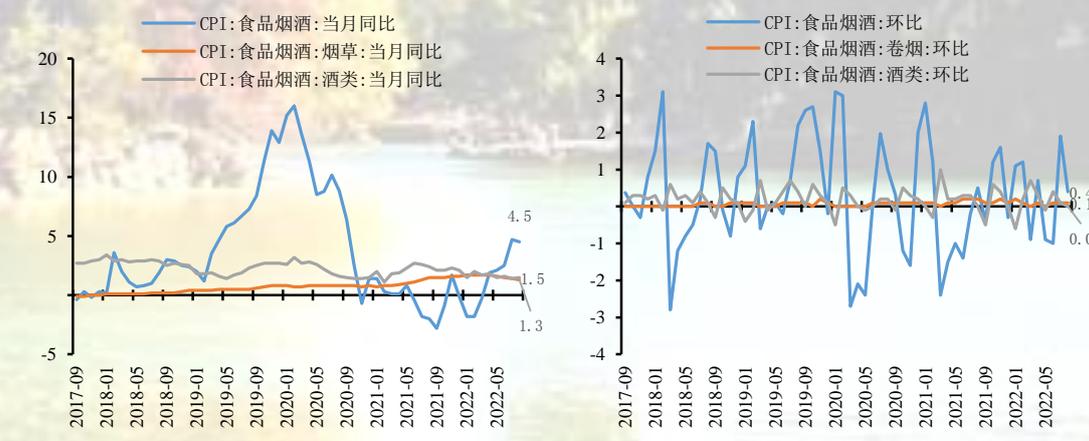


图31 食品烟酒、烟草、酒类价格同比(%)

图32 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

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，8月食品烟酒价格同比4.5%，环比0.4%，具体而言，8



月烟草同比 1.3%、环比上涨 0.1%，酒类同比上升 1.5%、环比上涨 0.0%。

非食品价格环比回落，交通项仍是主要原因

非食品项中，从同比看，8月非食品价格上涨 1.7%，较上月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.38 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继续回落；受疫情散发影响，服务价格上涨 0.70%，较上月不变。

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（+4.9%），较上月同比变动分化（2 正 1 零 4 负），其中其他用品项同比变动最显著（+1.3%）。

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
8月同比	0.6	0.6	1.3	4.9	1.6	0.7	2.2
同比变动	-0.1	-0.1	-0.1	-1.2	0.1	0.0	1.3

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

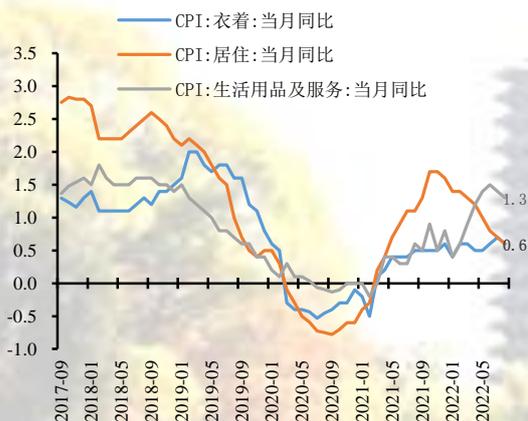


图 33 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

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 0.3%，较上月下降 0.2 个百分点，影响 CPI 下跌约 0.22 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；受疫情多点散发叠加出行需求减弱影响，服务价格持平，飞机票和交通工具租赁费价格分别下降 7.5% 和 1.0%。

总体而言，非食品项七大类价格环比分化（3 升、2 降、2 不变），其中交通通信项和其他用品项环比幅度最高（-1.7%），较上月环比变动分化（3 正、3 负、1 不变），其中交通通信项环比变动最显著（-1.0%）。



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
8月环比	-0.2	0.0	0.0	-1.7	0.1	0.1	0.3
环比变动	0.2	0.0	-0.3	-1.0	-0.4	0.1	1.0

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

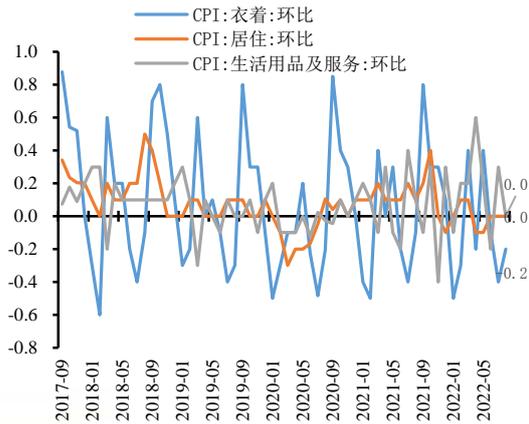


图 35 衣着、居住、生活用品及服务环比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

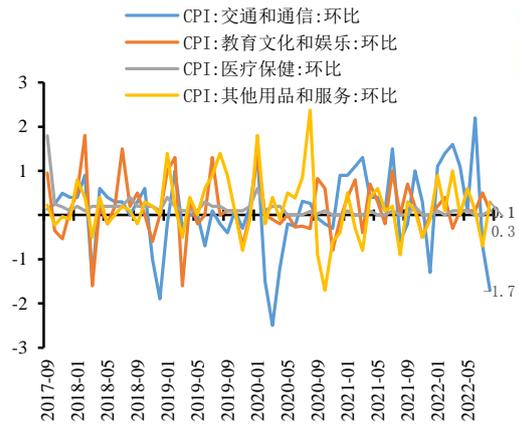


图 36 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比（%）

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，工业出厂价格继续回落

8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，但受国际大宗商品价格波动传导和国内需求偏弱等多种因素影响，工业品价格走势整体下行，工业品价格环比下跌幅度收窄，同比下行幅度不变，具体而言：受工业上游原材料、能源品等价格回落影响，生产资料价格同比继续回落；受需求不足及上游工业传导影响，生活资料价格继续下行。



图 37 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

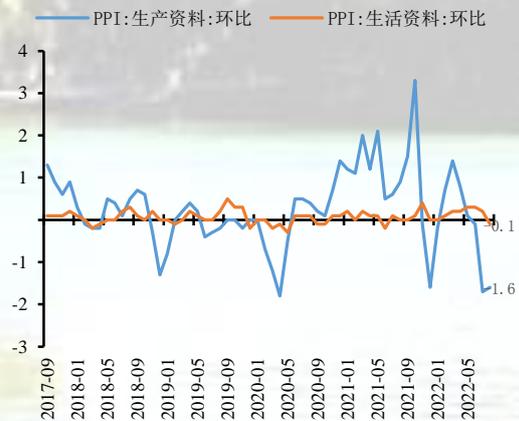


图 38 生产资料、生活资料价格环比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心



分大类，从同比看，高基数下 8 月 PPI 上涨 2.3%，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 2.4%，较上月继续回落 2.6 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 1.6%，较上月回落 0.1 个百分点，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
8 月同比	10.1	7.8	-0.7	3.7	2.2	1.5	-0.6
同比变动	-8.7	-3.6	-1.6	0.0	0.1	0.0	-0.3

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

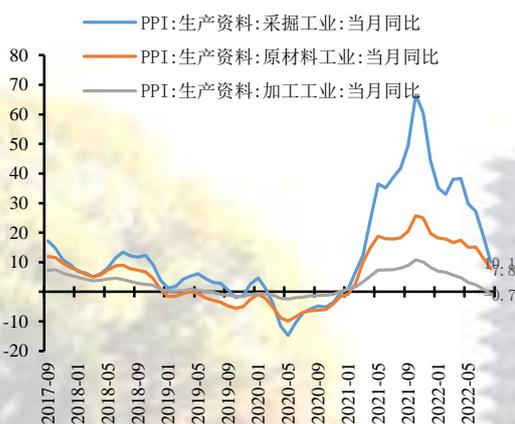


图 39 生产资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

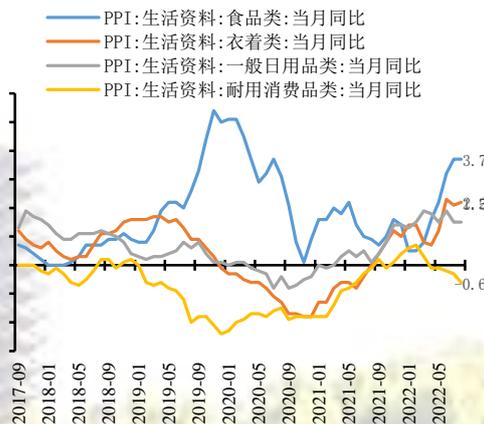


图 40 生活资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，8 月 PPI 环比下跌 1.2%，较上月回升 0.1 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 1.6%，较上月回升 0.1 个百分点，其中采掘工业环比回落最为显著；生活资料价格下跌 0.1%，较上月回落 0.3 个百分点，其中衣着环比上升最为显著。工业上游价格回落仍是此次 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
8 月环比	-4.5	-2.4	-0.9	0.0	0.3	0.0	-0.4
环比变动	-2.6	0.1	0.4	-0.6	0.2	0.3	-0.6

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

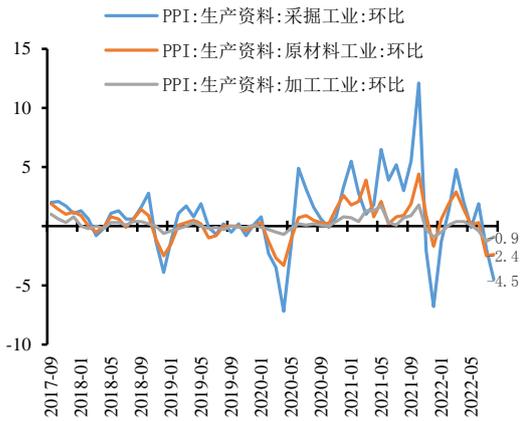


图 41 生产资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

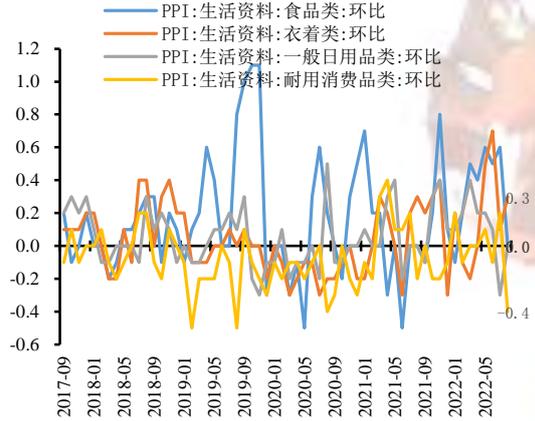


图 42 生活资料价格分项环比增速 (%)

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,国际原油、有色金属等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:社融同比少增,政府债和企业债构成主要拖累

2022 年 8 月社会融资规模 2.43 万亿元,较去年同期少增 5593 亿元,但好于市场预期。其中,外币贷款-826 亿元,同比少增 1173 亿元;企业债券融资 1148 亿元,同比少增 3501 亿元;政府债券 3045 亿元,同比少增 6693 亿元,以上三个分项合计少增 11367 亿元,对本月社融形成较大拖累。



图 43 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 8 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会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 8 月份人民币汇率一度贬值至 6.93，即将面临破“7”局面。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。

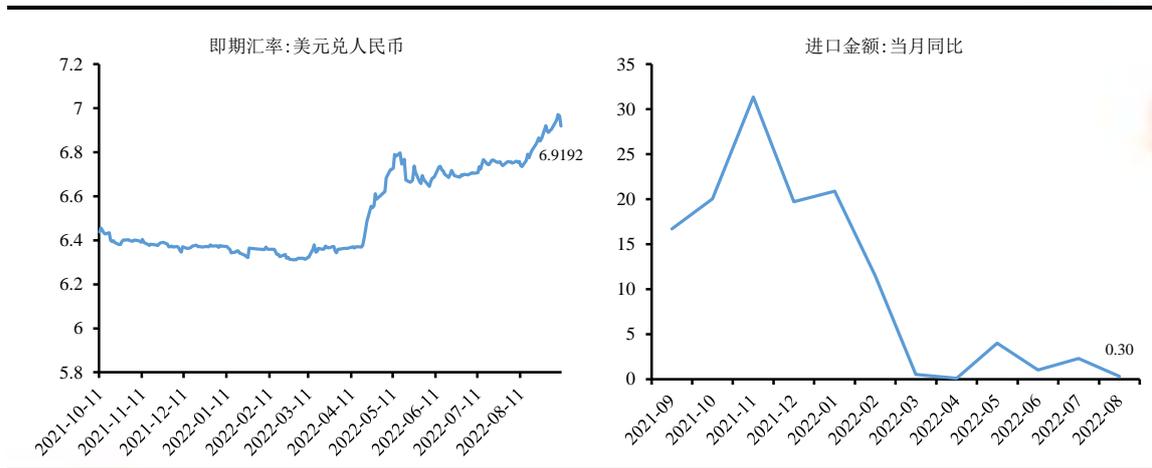


图 44 即期汇率：美元兑人民币

图 45 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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

关于 8 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仍存在一定程度的负面影响。关于 8 月政府债券同比少增，主要是因为今年财政前置和去年财政后置的错位所致。此外，未贴现银行承兑汇票是支撑 8 月新增社会融资规模的主要分项，主要是因为对于当前疫情的不确定性，企业短期融资需求增加所致。

### 信贷规模边际好转，但部门结构分化显著

2022 年 8 月新增人民币贷款 1.25 万亿元，同比多增 300 亿元。其中，短期贷款 1801 亿元，同比多增 1454 亿元；票据融资 1591 亿元，同比少增 1222；中长期贷款 10011 亿元，同比多增 537 亿元。可见，短期贷款是本月新增人民币贷款的主要支撑，票据融资大幅下滑形成重要拖累。此外，分部门看，居民户和企事业单位的新增贷款在本月出现反差，居民户贷款同比少增对本月新增人民币贷款构成拖累，而企事业单位贷款同比多增对本月新增人民币贷款提供支撑。

居民贷款方面，8 月居民户贷款 4580 亿元，同比少增 1175 亿元。其中居民户短期贷款 1922 亿元，同比多增 426 亿元，居民户中长期贷款 2658 亿元，同比少增 1601 亿元，表明居民贷款结构并未好转，预示房地产市场景气仍待进一步提振。其中短期贷款的增加主要是



因为近期出台的各类刺激消费政策的影响，而中长期贷款的减少主要是因为 7 月发生的期房烂尾停贷潮，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 8 月继续大幅下降。

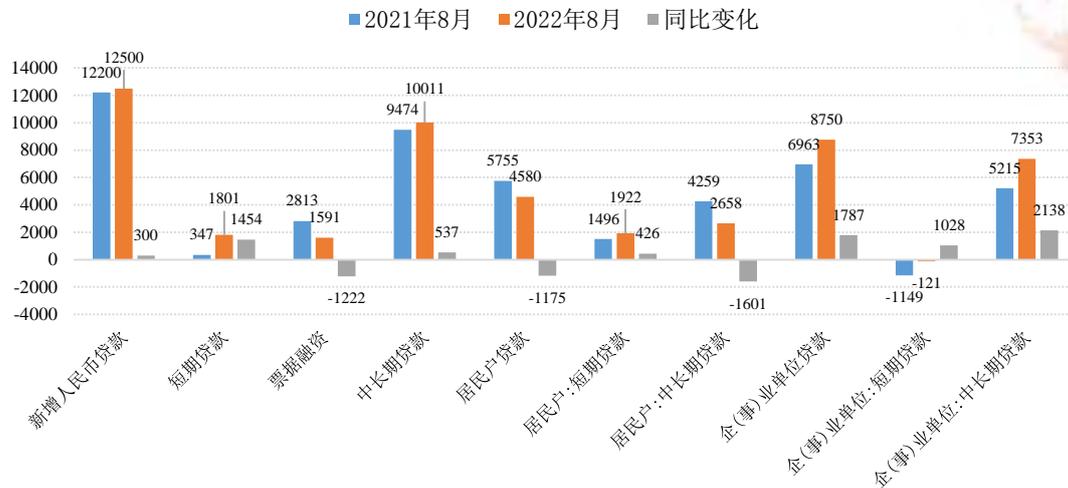


图 46 金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

企事业单位贷款方面，8月企事业单位贷款 8750 亿元，同比多增 1787 亿元。其中企事业单位短期贷款-121 亿元，同比少减 1028 亿元，企事业单位中长期贷款 7353 亿元，同比多增 2138 亿元，表明企事业单位贷款结构有所修复。8月 24 日国常会提出在 3000 亿政策性开发性金融工具基础上再增加 3000 亿以上额度，并表示用好 5000 多亿元专项债结存限额，要求在 10 月底前发行完毕，推动企业中长期贷款。

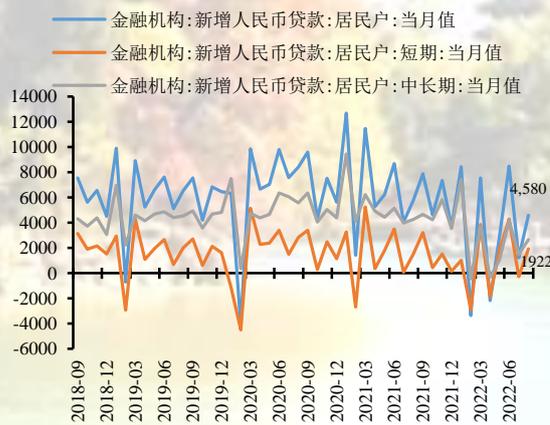


图 47 金融机构：新增人民币贷款：居民户：当月值（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心



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

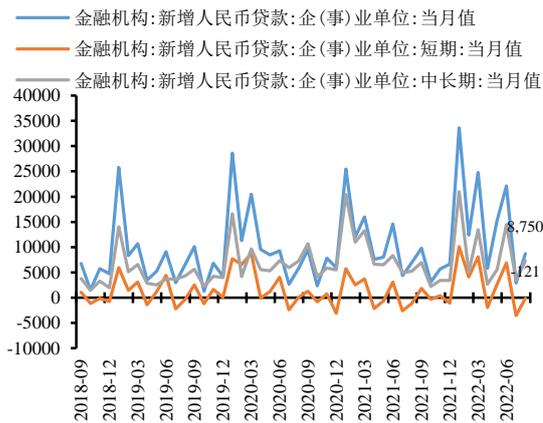


图 49 金融机构：新增人民币贷款：企事业单位：当月值（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

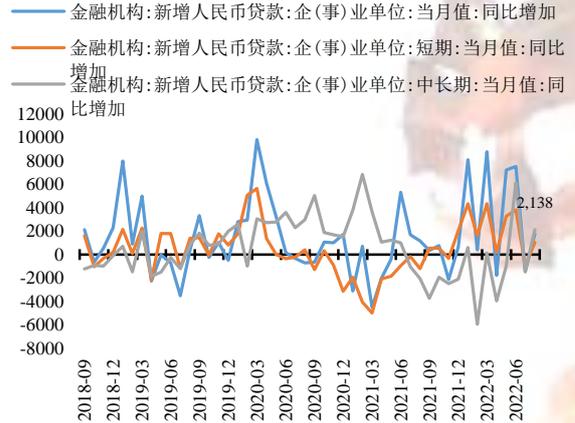


图 50 金融机构：新增人民币贷款：企事业单位：同比增长（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### M2-M1 剪刀差扩大，社融-M2 继续走阔

2022 年 8 月末，狭义货币（M1）余额 66.46 万亿元，同比增长 6.1%，较上期减少 0.6 个百分点；广义货币（M2）余额 259.51 万亿元，同比增长 12.2%，较上期提高 0.2 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 8 月 M2 同比增速为 8.2%，为全年最低，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，例如 8 月份财政性存款减少 2572 亿元，较去年同期多减 4296 亿元，抬升 M2 同比增速。我们预测 8 月 M2 同比增加 12%，低于实际结果 0.2 个百分点，预测误差主要是低估了今年财政支出的力度。

从 M2-M1 增速来看，8 月末 M2-M1 的同比增速为 6.1%，增速剪刀差较上期提高 0.8 个百分点，表明 8 月货币存款活期化减少，表明不确定性对需求端的影响依然较大。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。

从社融-M2 增速来看，8 月末社融-M2 的同比增速为-1.7%，较上期进一步扩大 0.4 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，利率有望继续维持低位。

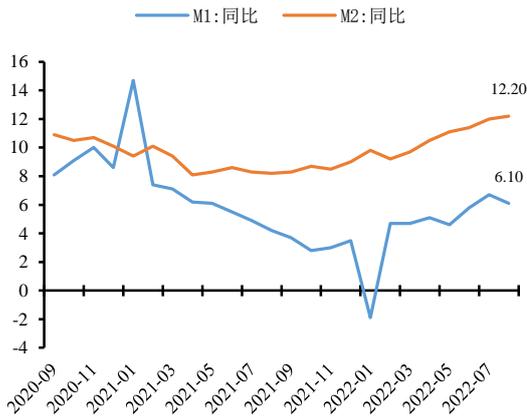


图 51 M1 和 M2 同比增速 (%)

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

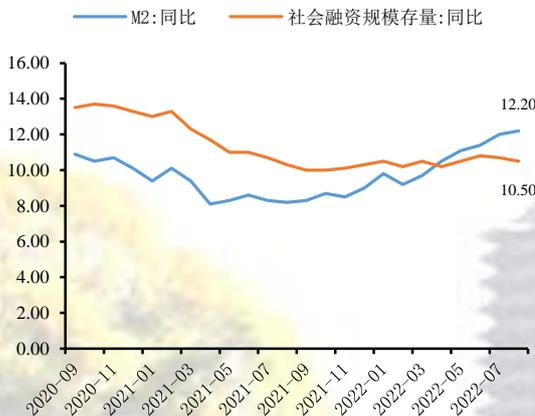


图 53 社融存量和 M2 同比增速 (%)

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: 稳经济政策继续发力, 经济基本面或持续恢复

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, 预计货币政策仍以降低融资成本、提供充足融资规模来促进宽信用托底经济为主线; 财政政策方面, 积极的财政政策将进一步鼓励基础设施建设投资和房地产投资, 更多与工厂设备升级改造和高科技产业相关的投资继续展开, 扩投资与稳主体并重, 预计对工业生产产生支撑作用; 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, 但政府投资发力明显, 线下活动也逐步修复, 疫情对实体部门生产活动的影响力逐步减弱, 下半年或将延续斜率平缓的复苏, 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: 预计三季度消费恢复仍然较为缓慢, 四季度可能会显著回升。一方面, 近期



各地疫情又隐有加剧之势，餐饮、旅游等服务类消费修复速度会有所放缓。另外，根据央行日前公布的数据显示，2022年上半年住户存款增加10.33万亿元，比去年同期的7.45万亿元多增了2.88万亿元，创下了历史新高，居民储蓄意愿增强，消费预期转弱。另一方面，为着力扩大有效需求，加力巩固经济恢复发展基础，国务院常务会议部署了稳经济一揽子接续政策措施，尤其提出了要促进汽车等大宗消费，连续的稳经济政策有利于促进四季度消费稳步恢复。综合来说，预计四季度消费可能会显著回升。

投资方面：预计三、四季度投资会维持稳步增长。为加力巩固经济恢复发展基础，国务院常务会议部署稳经济一揽子接续政策措施，包括增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好5000多亿元专项债结存限额，持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应、降低融资成本，核准开工一批基础设施等项目，有利于制造业及基建投资维持高增长。另外，随着保交楼专项借款政策的推出，受“断贷”事件影响被削弱的市场信心将逐步恢复，房地产企业中长期发展趋势向好。

出口方面：预计出口增速在短期内仍将保持韧性，一方面，欧洲能源危机仍未完全得到解决，其产能仍受到一定限制，海外产需缺口犹在，中国在能源供给和完整产业链出口替代效应仍将持续，同时叠加国内稳外贸政策持续加码，助力出口增速保持韧性；另一方面，海外需求趋于回落，叠加国内疫情不确定性增强，或将对我国出口产生影响。

进口方面：预计进口增速在短期内或位于低位。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，但在房地产投资疲软的情况下，国内对上游原材料的需求趋弱，叠加疫情对生产消费的扰动，中国进口增速短期内或将位于低位。另一方面，海外货币政策进一步收紧，全球大宗商品价格呈现回落态势，价格因素对进口增速的贡献进一步削弱。

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2.2%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同比增速中枢较今年将会有一定下移，全年中枢5.0%左右。

货币金融方面：短期社融信贷仍获支撑，长期走势需关注疫情和房地产走向。未来随着政策性开发金融工具进一步落实，5000多亿元专项债结存限额的使用，以及LPR下调效果的逐步显现，预计9月和10月的社融和信贷规模有望得到持续支撑，但后续的走势仍将受政府债券发行节奏以及房地产市场修复的情况。此外，疫情仍将是未来影响社融信贷的关键外部因素，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。