



## 经济渐企稳表观韧性显现，稳增长政策仍需持续发力

——黄昱程

点评报告

A0012-202201115

2022年10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(%)	5.0	5.0	5.0
固定资产投资 累计同比(%)	5.8	5.7	5.9
社会消费品零 售额累计同比(%)	-0.5	1.0	1.7
出口同比(%)	-0.3	4.7	3.4
进口同比(%)	-0.7	0.2	0.3
贸易差额 (亿美元)	851.5	856.3	920
<b>通货膨胀</b>			
CPI 同比(%)	2.1	2.5	2.4
PPI 同比(%)	-1.3	-1.3	-1.1
<b>货币信贷</b>			
新增人民币贷款 (亿元)	6152	5250	8242.3
M2 同比(%)	11.8	11.8	12.0

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

gmjjy@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，工业生产渐恢复
- 疫情扰动持续，消费同比小幅下降
- 高技术制造业及基建投资维持高位，投资稳定增长
- 国内外需求偏弱，进口出口增速由正转负
- 居民消费价格见顶回落，逆剪刀差年内或仍持续
- 社融信贷超预期下行，符合今年季节性波动特征
- 展望未来：经济渐企稳韧性显现，国内外环境边际改善，稳增长政策空间打开

## 内容提要

2022年10月，尽管面对海外需求持续收缩和国内疫情新发多发等不利因素的影响，各地区各部门加力落实稳经济一揽子措施，助力经济基本面持续修复，国民经济延续恢复态势，工业投资稳定增长，就业物价总体平稳。但值得注意的是，当前经济恢复尚不均衡，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，未来稳经济措施仍需发力助力第四季度经济延续回升趋势。

从供给端看，2022年10月国内疫情新发多发叠加低基数效应消退，全国规模以上工业增加值同比较上月有所回落，但随着稳经济各项举措落实以及各部门各地区稳增长政策发力，已呈现趋势回稳态势，工业投资与生产稳定增长，特别是高技术制造业增长加快，规模以上工业增加值同比实际增长5.0%，较上期下降1.3个百分点，规模以上工业增加值环比增长0.33%，较上期下降0.51个百分点。

从需求端看，在各地密集出台若干措施促进汽车消费的背景下，10月汽车消费增速仍然保持在较高的水平上，支撑了消费增长，但低基数效应消退叠加疫情反复导致10月社会消费品零售总额同比增速不及市场预期，10月份社会消费品零售总额同比增长2.5%，较上期回落2.9个百分点。制造业投资加快增长叠加基建投资持续发力是投资稳中向好的主要原因，而房地产开发投资进一步走弱一定程度上拉低了投资增速。10月固定资产投资累计同比增长5.9%，较上期回升0.1个百分点，其中制造业投资同比增长9.7%，基建投资同比增长7.1%。10月份出口增速延续前两个月的下跌趋势，低于市场预期，进出口增速均由正转负。出口方面，受通货膨胀居高不下影响，发达经济体持续采取紧缩货币政策，全球经济衰退风险增强，海外总需求进一步收紧，加之去年同期高基数效应的压制作用，10月出口2983.7



亿美元，同比下降 0.3%，较上月下降 6 个百分点。进口方面，10 月疫情散点式暴发，影响国内生产消费需求，同时出口需求紧缩也带来进口需求逐渐回落，叠加大宗商品市场价格呈现回落态势，削弱价格因素对进口增速的支撑作用进一步削弱，10 月进口 2132.2 亿美元，同比下降 0.7%，较上月下降 1 个百分点，弱于市场预期。

价格方面，10 月 CPI 同比上涨 2.1%，较上月回落 0.7 个百分点，环比上涨 0.1%，较上月回落 0.2 个百分点。高基数效应下食品价格回落是此次 CPI 回落的主要原因，具体表现为鲜菜、鲜果供应上市叠加需求回落造成价格环比由正转负，但猪肉消费旺季来临，二次育肥、压栏惜售造成猪价继续上涨。PPI 同比下降 1.3%，较上月回落 2.2 个百分点，环比上涨 0.2%，较上月上升 0.3 个百分点。高基数效应下生产资料价格下跌是造成 PPI 回落的主要原因，但从环比看整体下行趋势出现了明显的边际修复，具体表现为国际油价高位震荡下上游工业价格震荡下行，但边际趋势拐点已现，中下游工业特别是食品、衣着和耐用消费品需求回温支撑工业出厂价格。

货币金融方面，10 月社会融资规模 9079 亿元，较去年同期少增 7097 亿元，大幅低于市场预期；新增人民币贷款 6152 亿元，同比少增 2110 亿元。尽管近期多项稳增长政策持续落地生效，如 2000 亿元设备更新改造专项再贷款、5000 多亿元专项债限额等，但 9 月季末冲量导致 10 月信贷透支，难以支撑信贷规模同比多增，同时疫情影响持续导致部门结构分化仍待进一步修复。10 月狭义货币（M1）余额 66.21 万亿元，同比增长 5.8%，较上期下降 0.6 个百分点；广义货币（M2）余额 261.29 万亿元，同比增长 11.8%，较上期下降 0.3 个百分点。由于疫情对经济的持续扰动并未消退，宽松的货币政策环境维持不变，但存款活期化和资金利用率仍待改善，尤其是资金空转现象尤在，同时 M2 同比增速维持高位，但因基数逐月抬升会略有下降。





## 正文

### 工业增加值部分：稳增长政策持续，工业生产渐恢复

2022年10月，国内疫情新发多发，但随着稳经济各项举措落实，经济延续恢复态势，工业投资稳定增长，规模以上工业增加值同比实际增长5.0%(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0.33%，其中高技术制造业增长较快，同比增长10.6%，比规模以上工业增加值快5.6个百分点。1-10月，规模以上工业增加值同比增长4.0%，工业生产总体稳定增长。从三大门类看，10月份，采矿业增加值同比增长4.0%，制造业同比增长5.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长4.0%。10月，随着各部门各地区稳增长政策发力叠加低基数效应消退，全国规模以上工业增加值同比较上月有所回落，但已呈现趋势回稳态势，工业生产持续增长，特别是高技术制造业增长加快。

分行业看，10月份，41个大类行业中有26个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业增长3.0%，石油和天然气开采业增长6.7%，农副食品加工业同比-2.0%，食品制造业增长0.3%，酒、饮料和精制茶制造业增长1.5%，纺织业同比-4.2%，化学原料和化学制品制造业增长9.8%，非金属矿物制品业增长3.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增长10.2%，有色金属冶炼和压延加工业增长6.8%，通用设备制造业增长2.0%，专用设备制造业增长3.0%，汽车制造业增长18.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长0.5%，电气机械和器材制造业增长16.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长9.4%，电力、热力生产和供应业增长4.1%。

分产品看，10月份，617种产品中有291种产品产量同比增长，较上月有所减少。钢材11,485.0万吨，同比增长11.3%；水泥20,384.0万吨，同比增长0.4%；十种有色金属585.0万吨，同比增长10.1%；乙烯261.0万吨，同比5.5%；汽车255.9万辆，同比增长8.6%，其中，新能源汽车75.2万辆，同比增长84.8%；发电量6,610.0亿千瓦时，同比增长1.3%；原油加工量5,862.0万吨，同比增长0.8%。

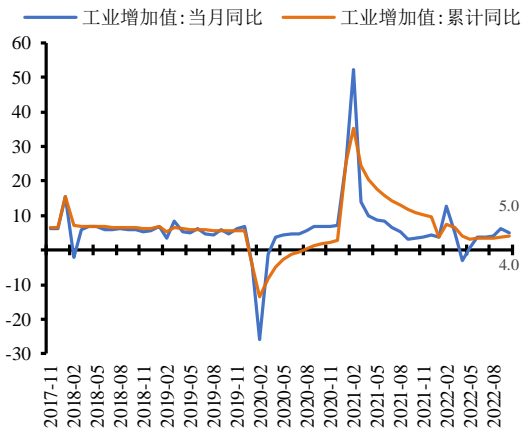


图1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

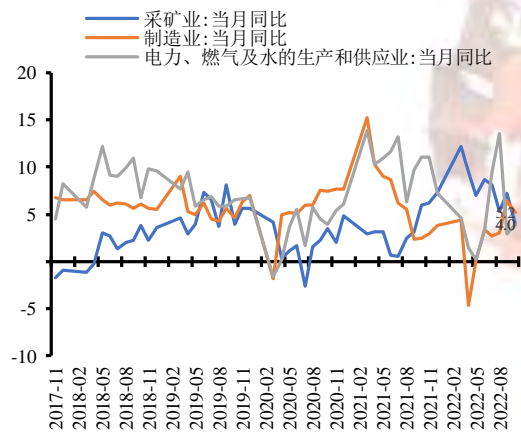


图2 中国三大门类工业增加值累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

**消费部分：疫情扰动持续，消费同比小幅下降**

2022年10月，从单月增速来看，社会消费品零售总额同比下降0.5%，较9月回落3.0个百分点，较2019年10月增长5.7%。其中，餐饮收入同比下降8.1%，较9月回落6.4个百分点；商品零售同比增长0.5%，较6月回落2.5个百分点。从累计增速来看，2022年1-10月社会消费品零售总额累计同比上升0.6%，较2019年1-10月增长7.7%，三年平均增速为2.5%，较上期回落0.1个百分点。其中，餐饮收入累计同比下降5.0%，较1-9月回落0.4个百分点；商品零售同比增长1.2%，较1-9月回落0.1个百分点。分消费品类看，粮油食品类、饮料类、中西药品类零售额保持稳定增长，同比增速分别为8.3%、4.1%、8.9%；汽车类和石油及制品类零售额同比尽管维持正增长，但增速显著下滑，分别为3.9%和0.9%；其他品类零售额同比均在下降，其中家用电器和音像器材类零售额降幅最大，为14.1%。

国内疫情仍然呈现多点散发、局部规模性反弹是导致10月社会消费品零售总额同比由增转降的主要原因。一方面，受疫情影响，国庆出游人次明显下降，本月餐饮收入同比进一步下滑；另一方面，失业率上升叠加居民储蓄意愿增强使得家用电器和音像器材类、服装鞋帽针纺织品类等可选商品的消费同比进一步下滑，同时受商品房销售持续下滑的影响，家具、建筑及装潢材料类消费仍未出现好转迹象。另外，根据乘联会公布的数据显示，10月乘用车市场零售184.0万辆，同比增长7.3%，环比下降4.3%，表明延长新能源汽车免征购置税等促汽车消费的措施对消费的拉动作用正在边际减弱。

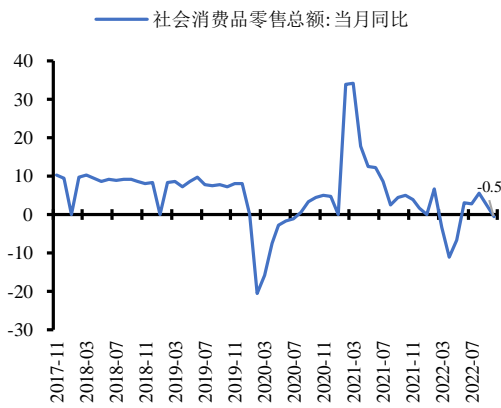


图3 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

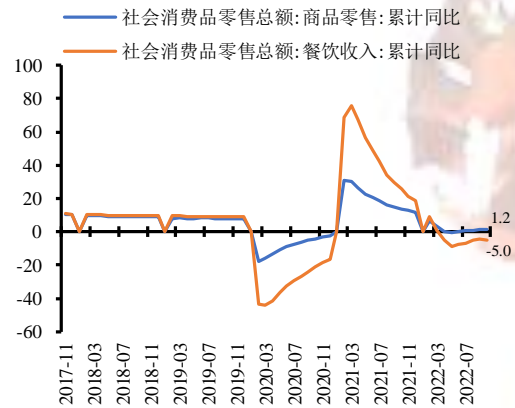


图4 餐饮收入和商品零售累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

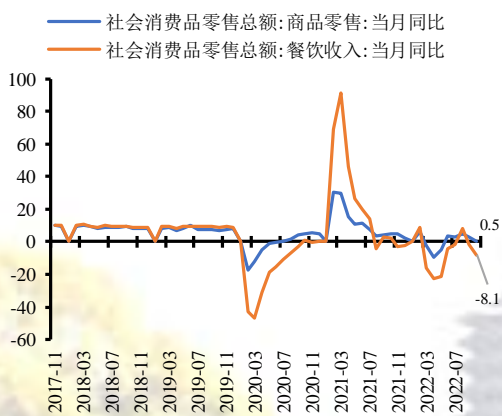


图5 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

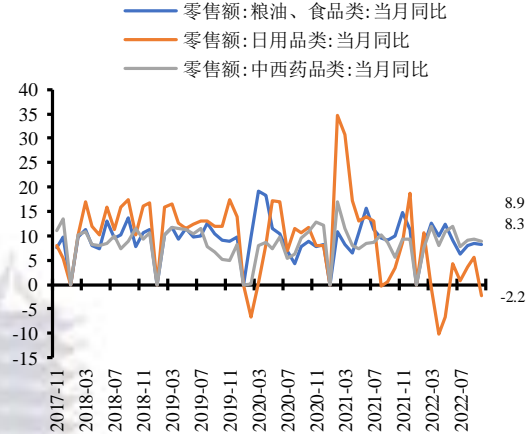


图6 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

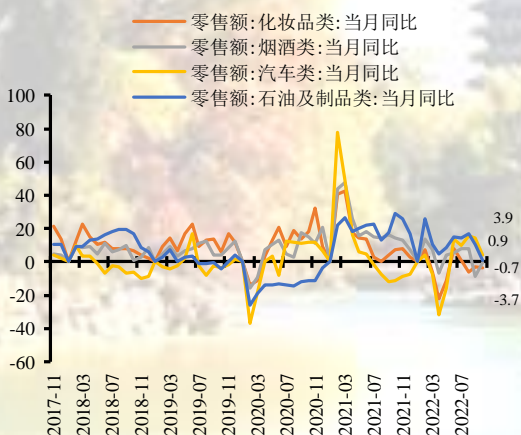


图7 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

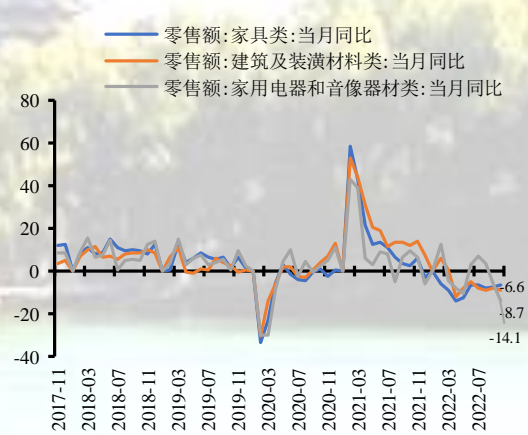


图8 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分: 高技术制造业及基建投资维持高位, 投资稳定增长

2022年10月固定资产投资累计同比增长5.8%, 增速较1-9月下降0.1个百分点, 三年平均增速为4.5%, 较上期回落0.1个百分点。其中, 制造业投资同比增长9.7%, 较1-9月





下降 0.4 个百分点，三年平均增速为 5.9%，较上期回升 0.1 个百分点；房地产开发投资同比下降 8.8%，较 1-9 月下降 0.8 个百分点，三年平均增速为 1.3%，较上期回落 0.6 个百分点；基础设施投资同比增长 8.7%，较 1-9 月回升 0.1 个百分点，三年平均增速为 3.4%，较上期持平；高技术产业投资同比增长 20.5%，较上期回升 0.3 个百分点，其中高技术制造业投资同比增长 23.6%。

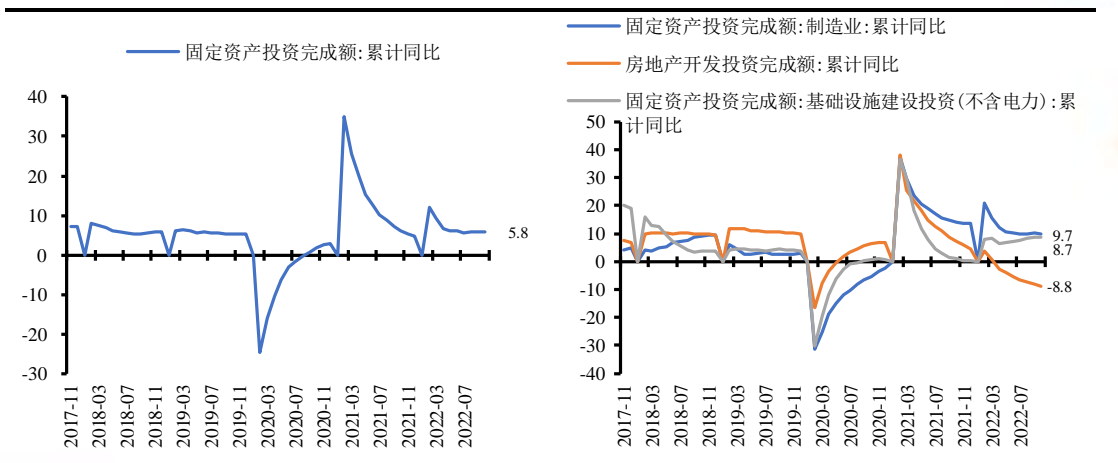


图 9 固定资产投资累计同比增速 (%)

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

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

高技术制造业及基建投资增速维持在高位是投资平稳增长的主要原因,而房地产开发投资持续走弱较大程度上压低了投资增速。政府加大对高新技术企业关于科技创新的税前扣除力度、央行为制造业企业设立设备更新改造专项再贷款以及监管部门鼓励银行进一步加大对制造业中长期贷款都支撑了制造业尤其是高技术制造业投资维持高增长。实物工作量加速形成推动基建投资增速不断加快。除了 6000 亿元的政策性开发性金融工具额度外,10 月底前发行完毕 2019 年以来结存的 5000 多亿元专项债限额,并优先支持在建项目,促使基建投资稳步增长。然而,本月房地产开发投资同比降幅仍在进一步扩大,值得关注的是,房地产市场供给端有所改善,房屋新开工面积及本年购置土地面积同比降幅明显收窄,但需求端并没有好转,商品房销售面积、商品房销售额同比降幅进一步扩大,最终导致房地产市场继续走弱,压低了投资增速。

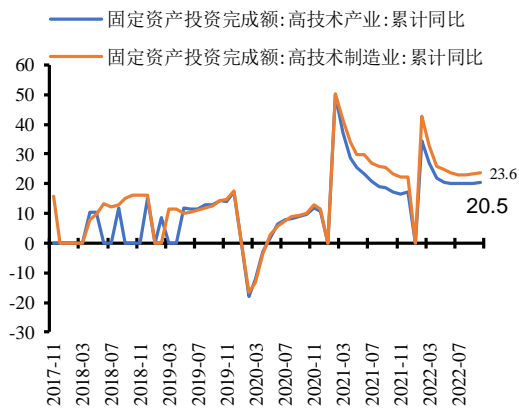


图 11 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

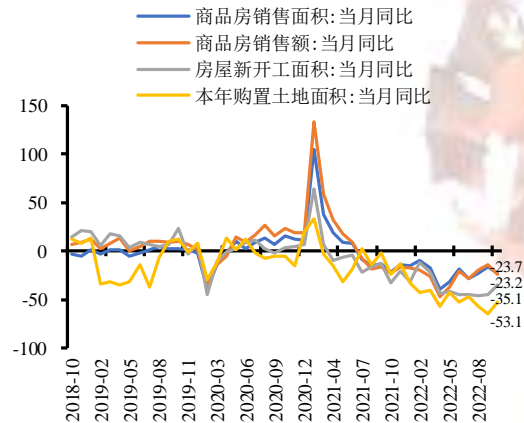


图 12 房地产相关指标当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

出口部分: 海外需求进一步收紧, 出口增速由正转负

2022 年 10 月, 中国出口 2983.7 亿美元, 同比下降 0.3%, 较上期下降 6 个百分点, 出口增速大幅下降, 低于市场预期。这主要是因为 10 月份全球经济增长放缓, 发达经济体货币政策不断紧缩, 海外需求总额进一步收紧, 对中国出口产生不利影响。数据显示, 10 月摩根大通全球制造业 PMI 录得 49, 较前值下降 0.6 个百分点; 美国 10 月份制造业 PMI 终值录得 50.4, 环比下降 1.6 个百分点; 欧元区 10 月制造业 PMI 终值为 46.4, 环比下降 2 个百分点; 日本 10 月份制造业 PMI 终值为 50.7, 环比下降 0.1 个百分点。同时, 10 月国内局部地区疫情出现反弹, 受疫情影响城市数量增加, 可能对出口产生不利影响, 叠加去年同期出口的高基数效应, 使本期出口增速大幅下跌。数据显示, 八大枢纽港口集装箱吞吐量增速和出口运价水平均有所回落。10 月下旬, 八大枢纽港口集装箱吞吐量同比增长 3.2%, 较 10 月中旬水平下降 1.5 个百分点, 其中外贸箱吞吐量同比增长 1.2%, 较中旬增长 1.1 个百分点。10 月, 中国出口集装箱综合运价指数平均值为 1949.49 点, 较上月平均下跌 24.8%; 上海出口集装箱综合指数平均值为 1763.45 点, 较上月平均下跌 24.8%。从我们的预测结果来看, 出口增速回落符合我们的预期, 但回落幅度超出预期, 这主要是由于低估了海外需求总额收缩对出口的影响。



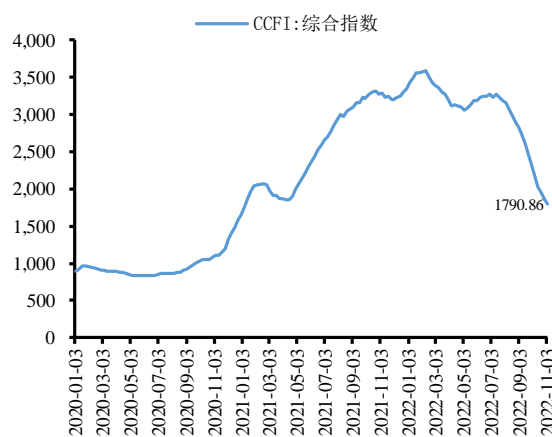


图 13 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

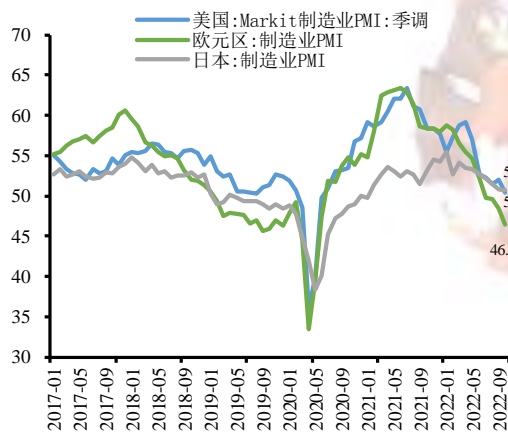


图 14 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 10 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-8.95%、-12.56%、20.27%和 3.82%, 中国对以上国家的增长速度均较前值有所回落, 其中对欧盟的出口增速回落较大, 除了受中国国内疫情散发影响之外, 主要欧洲经济增长偏弱有关。同时, 中国对东盟的出口增速仍显著高于其他国家, RCEP 持续支撑中国出口。

从 10 月的出口商品来看, 中国出口机电产品 1771.36 亿美元, 占中国出口总额的 59.37%, 仍是中国出口主力, 同比下降 0.73%, 较上月下降 6.51 个百分点, 对出口增速形成拖累; 其中, 出口集成电路 134.08 亿美元, 同比下降-2.44%; 高新技术产品出口为 823.64 亿美元, 同比下降 7.58%, 较上月下降 6.48 个百分点。劳动密集型产品中, 箱包及类似容器出口为 31.90 亿美元, 同比增长 19.70%; 鞋靴出口为 43.95 亿美元, 同比增长 2.71%。

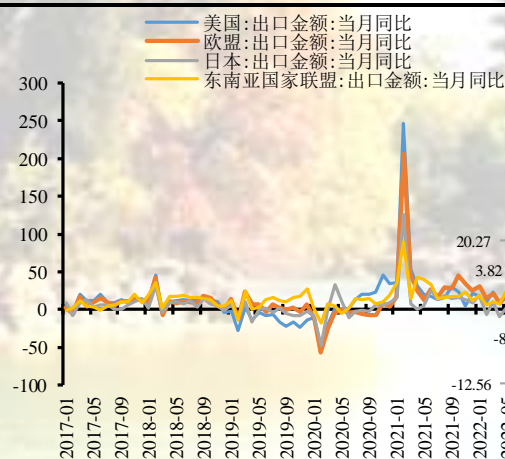


图 15 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

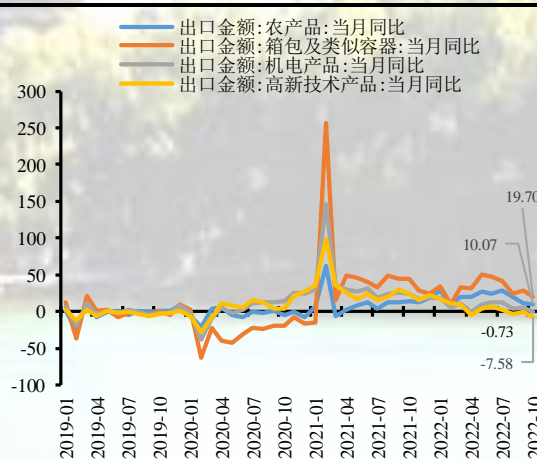


图 16 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

**进口部分: 价格因素贡献削弱, 进口增速有所回落**

2022 年 10 月, 中国进口 2132.2 亿美元, 同比下降 0.7%, 较上月下降 1 个百分点, 低于市场预期。这主要是由于出口需求收缩导致国内对生产原料和中间品的进口需求下降, 同



时全球经济下行叠加流动性进一步收紧，大宗商品价格呈现回落态势，进一步削弱价格因素对进口增速的支撑。除此之外，10月份国内疫情扰动对国内生产消费需求产生一定影响，不利于进口增速。此外，从我们的预测结果来看，进口回落符合我们的预期，但回落幅度略高于我们的预期，可能原因在于高估了国内需求恢复进程。

从10月的进口国别来看，中国对美国、欧盟、日本、韩国和东盟进口的同比增速分别为-1.54%、-5.10%、-10.48%、-13.94%和4.56%。数据显示，除对美国和欧盟的进口增速较上个月分别提升3.08和3.27个百分点，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虽有回落但仍显著高于对其他国家的进口增速，东盟国家对中国进口持续发挥支撑作用。

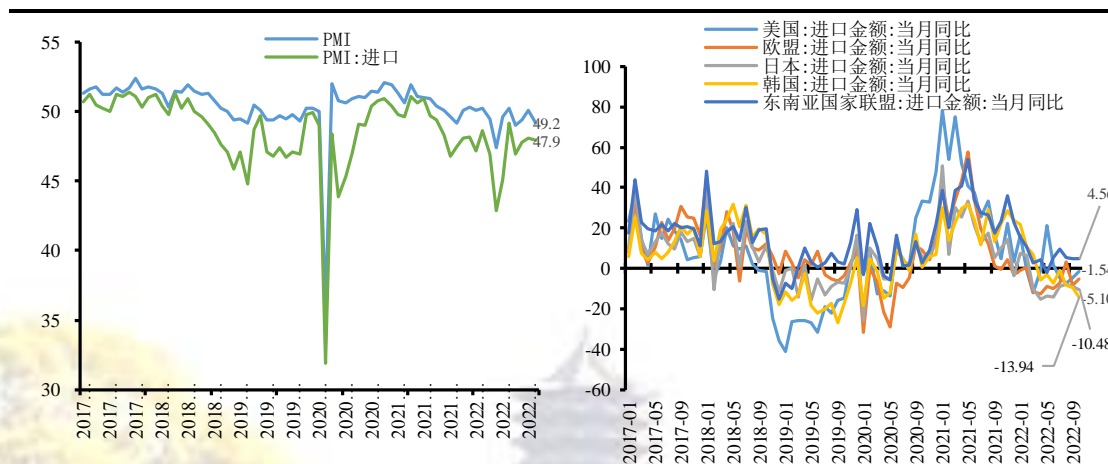


图 17 中国主要 PMI 指数 (%)

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10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-1.7%、-2.7%、-10.5%、-10.4%和-23%；农产品方面，粮食进口同比增速为-11.3%，较上期下降0.8个百分点，肉类进口同比增速为-25%，较上期回升1.8个百分点。

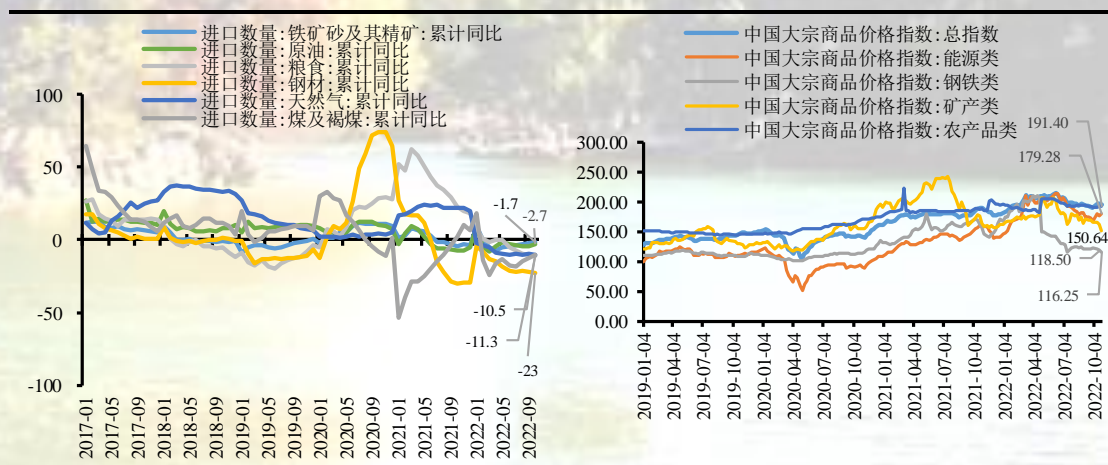


图 19 中国主要商品进口同比增速 (%)

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

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心





价格部分：居民消费价格见顶回落，逆剪刀差年内或仍持续

2022年10月，CPI同比上涨2.1%，较上月回落0.7个百分点，环比上涨0.1%，较上月回落0.2个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为0.1个百分点，较上月下降0.8个百分点；新涨价影响约为2.0个百分点，较上月上升0.1个百分点。高基数效应下食品价格回落是此次CPI回落的主要原因，具体表现为鲜菜、鲜果供应上市叠加需求回落造成价格环比由正转负，但猪肉消费旺季来临，二次育肥、压栏惜售造成猪价继续上涨。此外，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅较上月不变，显示需求复苏仍温和，总体价格平稳增长。我们预测10月份CPI同比增长2.5%，高于实际结果0.4个百分点，误差主要来源是对本月食品价格上涨的预估过高，导致对CPI环比高估了0.3个百分点。

2022年10月，PPI同比下降1.3%，较上月回落2.2个百分点，环比上涨0.2%，较上月上升0.3个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-1.2个百分点，较上月下降约2.5个百分点；新涨价影响约为-0.1个百分点，较上月上升0.3个百分点。高基数效应下生产资料价格下跌是造成PPI回落的主要原因，但从环比看整体下行趋势出现了明显的边际修复，具体表现为国际油价高位震荡下上游工业价格震荡下行，但边际趋势拐点已现，中下游工业特别是食品、衣着和耐用消费品需求回温支撑工业出厂价格。我们预测10月份PPI同比下降1.3%，与实际结果一致。

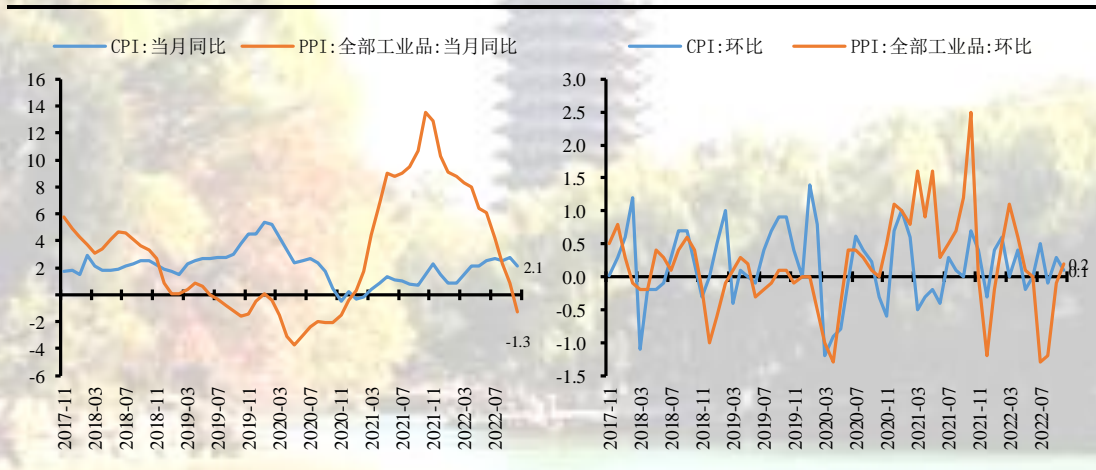


图 21 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

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

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，鲜菜鲜果成主要原因

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。10 月份，国内疫情防控形势总体可控，消费市场供应总体充足，CPI 同比上涨 2.1%、环比由上月 0.3% 转为 0.1%，具体而言：食品项价格环比回落显著，其中鲜菜、鲜果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





比不变，其中工业消费品价格继续持平，服务价格由负转正。

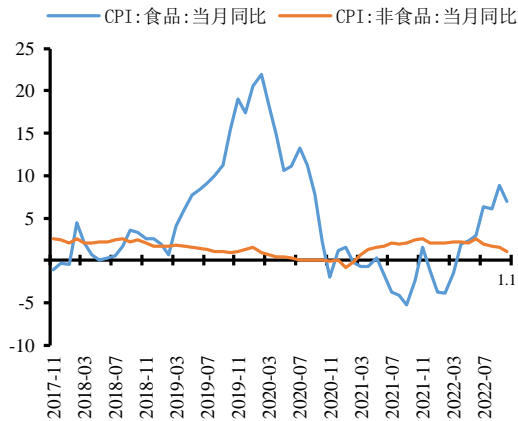


图 23 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

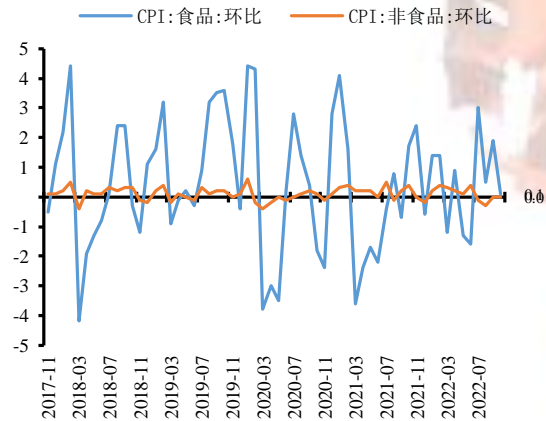


图 24 CPI 食品与非食品环比增速 (%)

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 7.0%，较上月回落 1.8 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.26 个百分点。受压栏惜售、二次育肥和疫情趋稳消费需求回温等影响，猪肉价格上涨 51.8%，较上月上升 15.8 个百分点；受鲜菜上市供给改善影响，鲜菜价格同比-8.1%，较上月变动-20.2 个百分点。

总体而言，食品项八大类除鲜菜外价格同比普涨，其中畜肉类同比涨幅最高(+23.6%)，较上月同比变动分化(3 正、2 负、3 不变)，其中鲜菜同比变动最显著(-20.2%)。

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
10 月同比	3.6	8.4	-8.1	23.6	2.8	11.8	1.1	12.6
同比变动	0.0	0.1	-20.2	7.6	0.0	4.5	0.0	-5.2

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

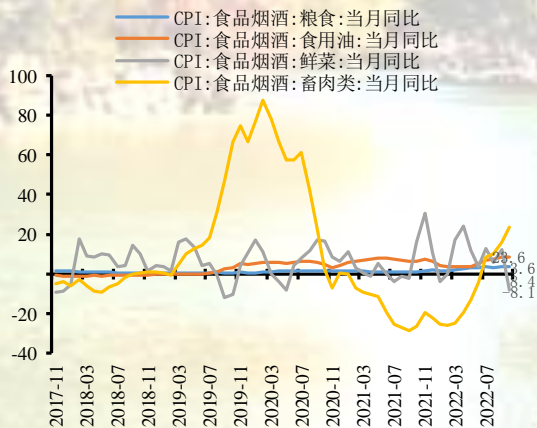


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

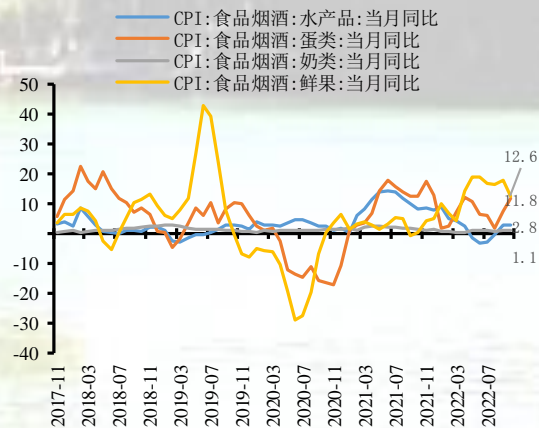


图 26 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)



数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

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0.1%，较上月回落1.8个百分点，影响CPI上涨约0.01个百分点。受部分养殖户压栏惜售情绪回升，二次育肥下生猪出栏减少，叠加消费需求季节性走强等因素影响，猪肉价格上涨9.4%，较上月上升4.0个百分点；受鲜菜大量上市、需求季节性回落影响，鲜菜环比-4.5%，较上月变动-11.3个百分点。

总体而言，食品八大类价格环比分化（4正4负0不变），其中畜肉类环比幅度最高（+5.2%），较上月环比普遍回落（1正6负1不变），其中鲜菜环比变动最显著（-11.3%）。

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	畜肉类	水产品	蛋类	奶类	鲜果
10月环比	0.2	0.4	-4.5	5.2	-2.3	2.2	-0.1	-1.6
环比变动	0.0	-0.2	-11.3	2.2	-3.1	-3.2	-0.1	-2.9

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

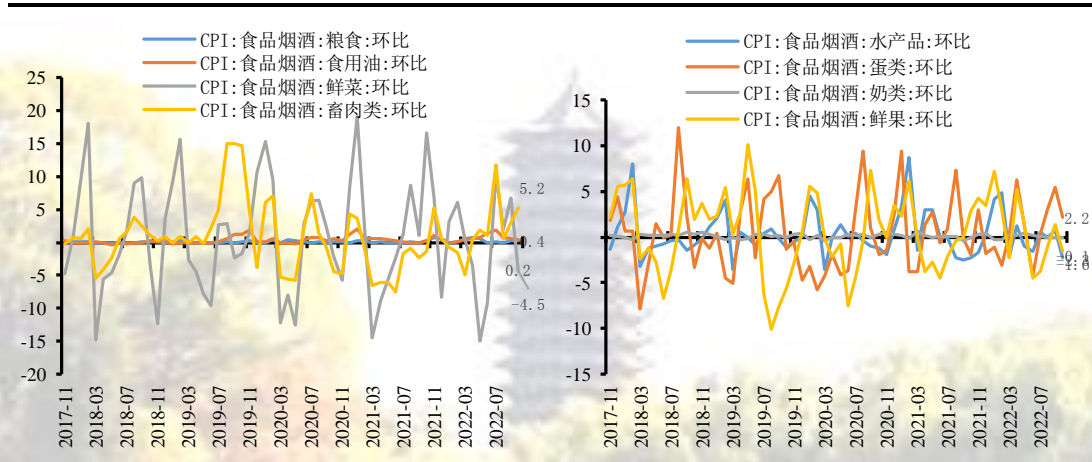


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比（%）

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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

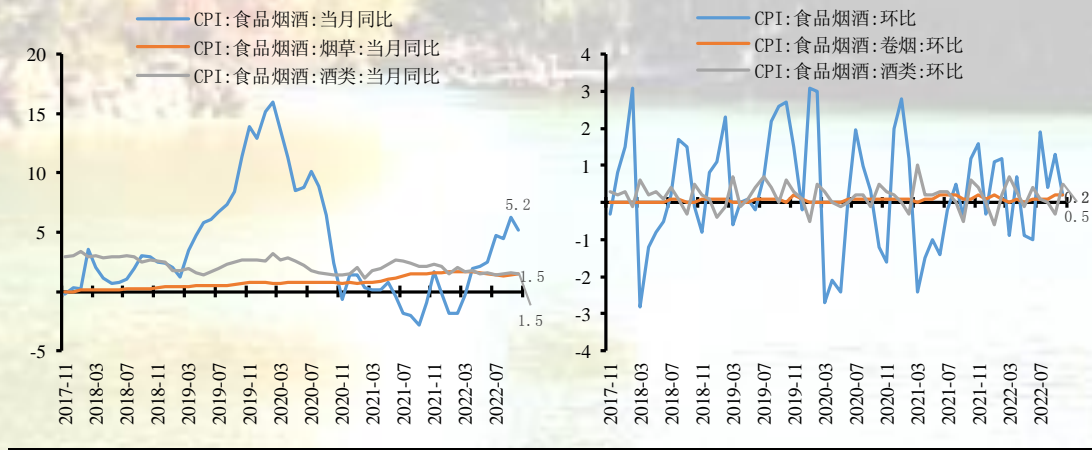


图 29 食品烟酒、烟草、酒类价格同比（%）

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

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，10月食品烟酒价格同比5.2%，环比0.2%，具体而言，10月烟草同比1.5%、环比上涨0.2%，酒类同比上升1.5%、环比上涨0.5%。

非食品价格环比不变，其他服务是主要支撑

非食品项中，从同比看，10月非食品价格上涨1.1%，较上月回落0.4个百分点，影响CPI上涨约0.88个百分点。受燃油价格回落带动，工业消费品价格上涨1.7%，较上月继续回落；受疫情散发但边际趋稳影响，服务价格上涨0.4%，较上月不变。

总体而言，非食品项七大类除居住外价格同比普涨，其中交通通信项同比涨幅最高(+3.1%)，较上月同比变动分化(1正3零3负)，其中交通通信项同比变动最显著(-1.4%)。

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
10月同比	0.5	-0.2	1.4	3.1	1.2	0.5	1.9
同比变动	0.0	-0.5	0.0	-1.4	0.0	-0.2	0.3

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

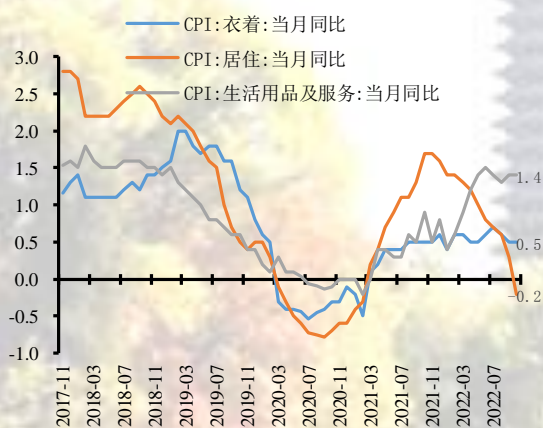


图31 衣着、居住、生活用品及服务同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

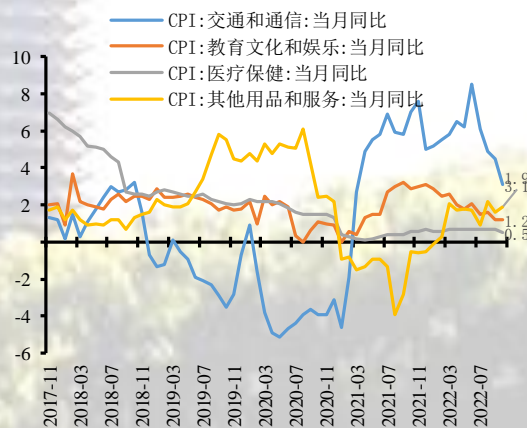


图32 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，非食品价格环比不变，较上月不变，影响CPI变动约0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维持低迷；受疫情多点散发叠加出行需求减弱影响，服务价格不变，尽管秋冬换季上新，服装价格上涨0.3%。

总体而言，非食品项七大类价格环比分化（4正、2负、1不变），其中交通通信项环比幅度最高（-0.4%），较上月环比变动分化（3正、2负、2不变），其中其他用品项环比变动最显著（+0.7%）。





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
10月环比	0.3	-0.1	0.3	-0.4	0.2	0.0	0.4
环比变动	-0.5	0.0	0.3	0.2	-0.2	0.0	0.7

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

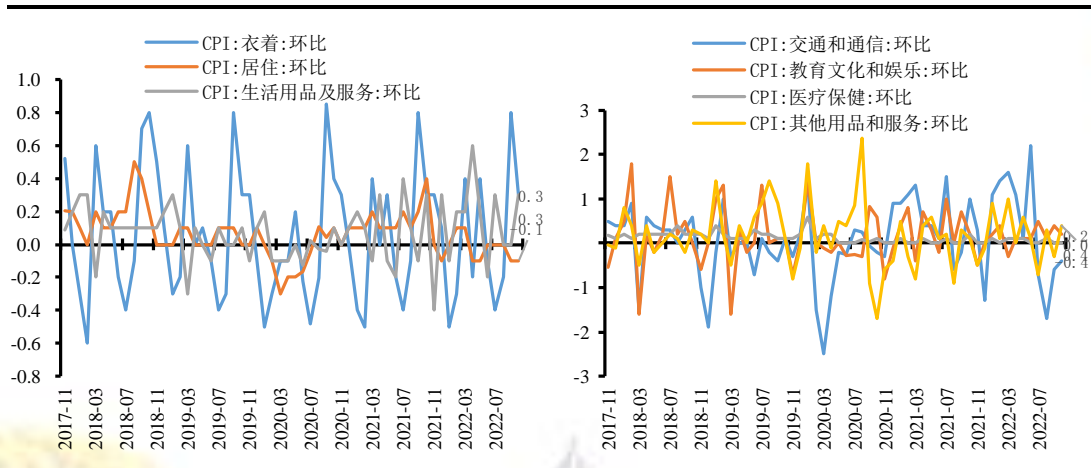


图 33 衣着、居住、生活用品及服务环比（%）

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

生活资料价格开始上扬，工业出厂价格或现拐点

10 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，工业品价格环比由负转正，同比下行幅度收窄，具体而言：受工业上游原材料、能源品等价格震荡回落影响，高基数效应下生产资料价格继续回落；受上游工业传导及中下游工业需求回温影响，生活资料价格平稳增长。

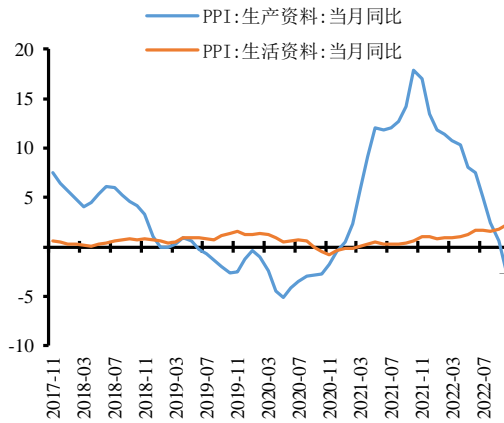


图 35 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

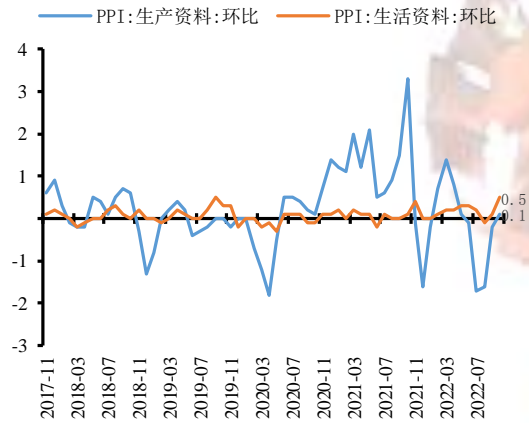


图 36 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

分大类，从同比看，高基数下 10 月 PPI 下跌 1.3%，较上月继续回落 2.2 个百分点。受国际大宗商品边际回落影响，生产资料价格下跌 2.5%，较上月继续回落 3.1 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及中下游工业需求复苏影响，生活资料价格上涨 2.2%，较上月上升 0.4 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 同比回落的主要原因。

表 5 工业出厂价格分项同比及较上月变动 (单位: %)

分项	生产资料项			生活资料项			
	采掘	原材料	加工	食品	衣着	一般日用品	耐用消费品
10 月同比	-6.7	1.2	-3.5	4.6	2.5	1.6	0.2
同比变动	-10.2	-4.6	-1.6	0.5	0.2	0.0	0.8

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

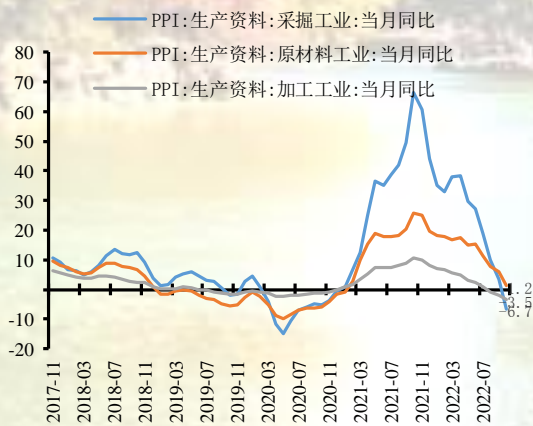


图 37 生产资料价格分项同比增速 (%)

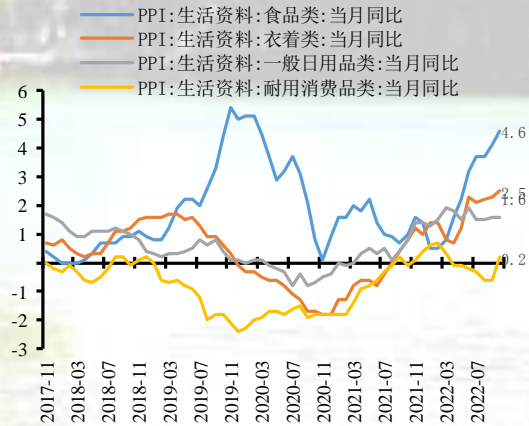


图 38 生活资料价格分项同比增速 (%)



从环比看，10月PPI环比上涨0.2%，较上月回弹0.3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和 demand 相对回温影响，生产资料价格上涨0.1%，较上月回升0.3个百分点，其中采掘工业环比回弹最为显著；生活资料价格上涨0.5%，较上月上升0.4个百分点，其中耐用消费品环比回弹最为显著。工业中下游需求回温带动生活资料价格回弹是此次PPI环比回弹的主要因素。

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
10月环比	1.0	-0.1	0.1	0.6	0.5	0.3	0.7
环比变动	1.8	-0.2	0.4	0.3	0.2	0.3	0.7

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

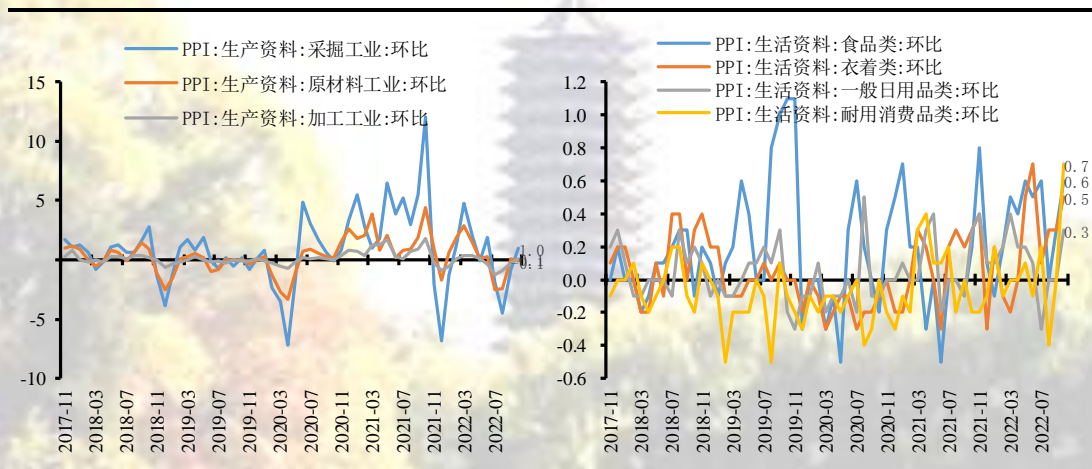


图39 生产资料价格分项环比增速（%）

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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：社融大幅低于预期，信贷和政府债是主要拖累

2022年10月社会融资规模9079亿元，较去年同期少增7097亿元，大幅低于市场预期。其中，人民币贷款4431亿元，同比少增3321亿元；政府债券2791亿元，同比少增3376亿元；未贴现银行承兑汇票-2157亿元，同比少增1271亿元，共同构成本月社融规模大幅少增的主要分项。



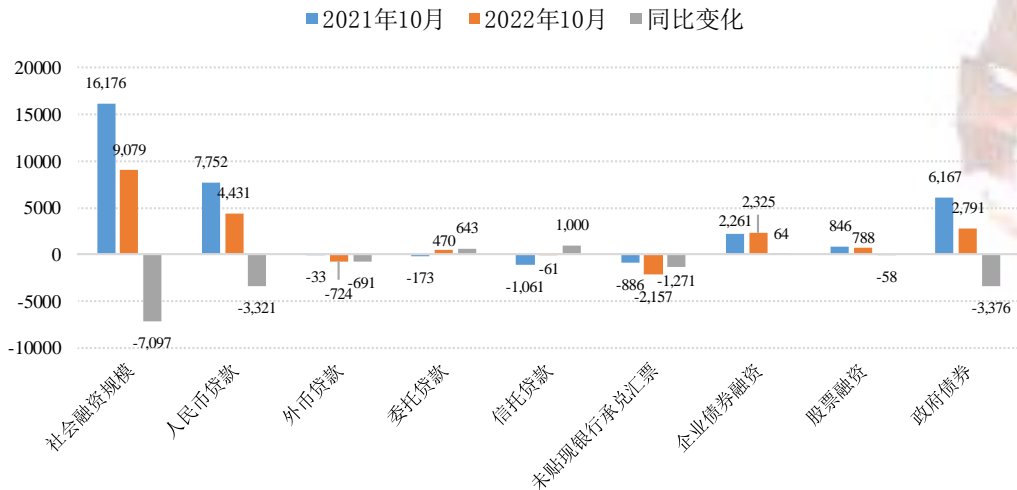


图 41 新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

关于 10 月人民币贷款同比大幅少增，一方面是因为 9 月存在季末冲量现象，一定程度对 10 月贷款规模形成了透支效应，符合今年以来信贷规模的季节性波动，另一方面还是由于 10 月疫情散点暴发较为严重，经济活动受到较大影响，信贷需求偏弱。

关于 10 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，尽管结存的 5000 多亿元专项债限额在 10 月底前发行完毕，但本月国债到期量大幅增加，导致净融资收缩。

关于未贴现银行承兑汇票同比少增，主要是因为 10 月疫情扰动较上月进一步加剧，经济恢复边际放缓，不确定因素增加，票据冲量受到提振。此外，伴随美联储加息的持续推进，外币贷款成本增加导致外币贷款也相应减少。

### 信贷规模大幅少增，部门结构分化仍未改善

2022 年 10 月新增人民币贷款 6152 亿元，同比少增 2110 亿元。其中，短期贷款-2355 亿元，同比少增 2493 亿元；票据融资 1905 亿元，同比多增 745；中长期贷款 4955 亿元，同比少增 1456 亿元。可见，短期贷款和中长期贷款均出现了少增，共同对本月信贷规模形成拖累。进一步分部门看，10 月居民户贷款-180 亿元，同比少增 4827 亿元，企事业单位贷款 4626 亿元，同比多增 1525 亿元，显示企事业单位信贷规模继续改善，对本月信贷规模形成支撑，而居民户信贷规模大幅少增，对本月信贷规模构成拖累。我们预测 10 月新增人民币贷款 5250 亿元，低于实际 902 亿元，同比少增判断一致，主要高估了季末短期贷款冲量作用的透支效应。

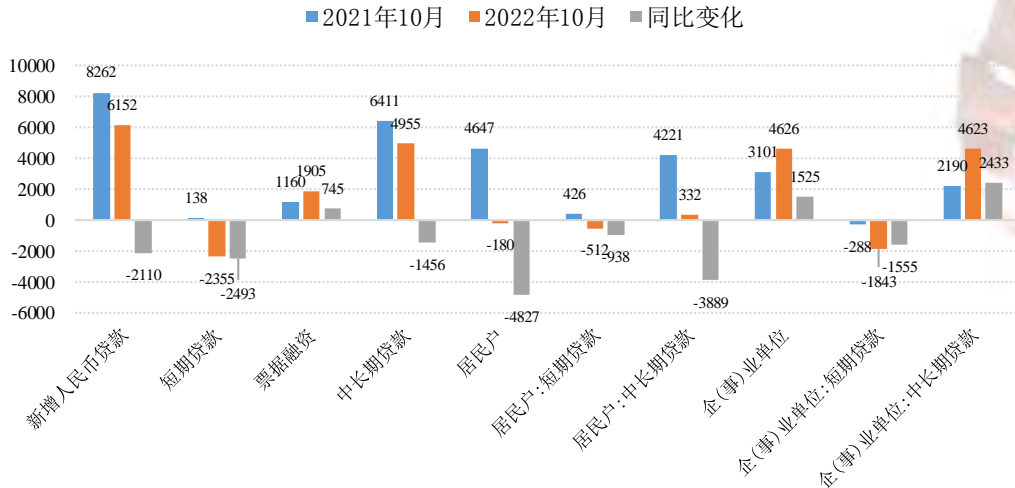


图 42 金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

居民户贷款方面，10月居民户短期贷款-512亿元，同比少增938亿元，居民户中长期贷款332亿元，同比少增3889亿元，表明居民户短期贷款和中长期贷款双偏弱，尤其是中长期贷款，主要原因在于近期疫情形势出现加剧趋势，疫情影响持续导致居民户消费意愿下降，尤其是诸如汽车和住房等购买意愿推迟，以及不确定性增强引致储蓄意愿上升，共同减弱了居民户对信贷的需求。

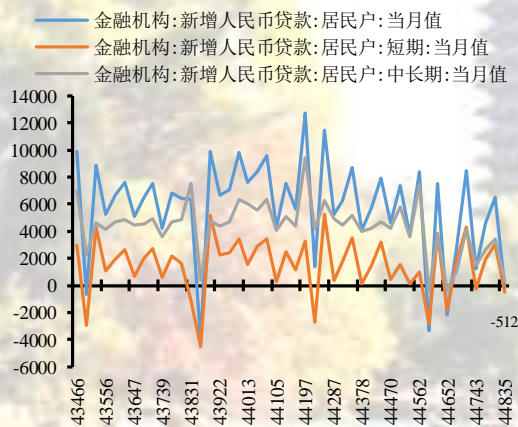


图 43 金融机构：新增人民币贷款：居民户：当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

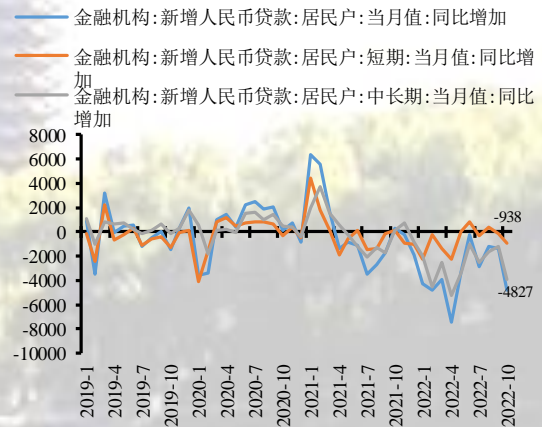


图 44 金融机构：新增人民币贷款：居民户：同比增加（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

企事业单位贷款方面，10月企事业单位短期贷款-1843亿元，同比少增1555亿元，企事业单位中长期贷款4623亿元，同比多增2433亿元，表明企事业单位信贷结构持续改善，这主要得益于一揽子稳经济政策陆续落地生效，包括6000亿元的政策性开发性金融工具、5000多亿元专项债结存限额、2000亿元设备更新改造专项贷款、3000亿元农业农村基建投资、保交楼专项资金等，有力支持企业事单位的中长期贷款。此外，今年以来新增信贷规模



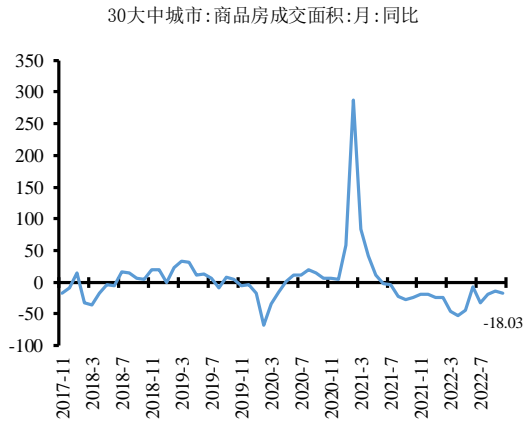


图 45 30 大中城市:商品房成交面积:月:同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

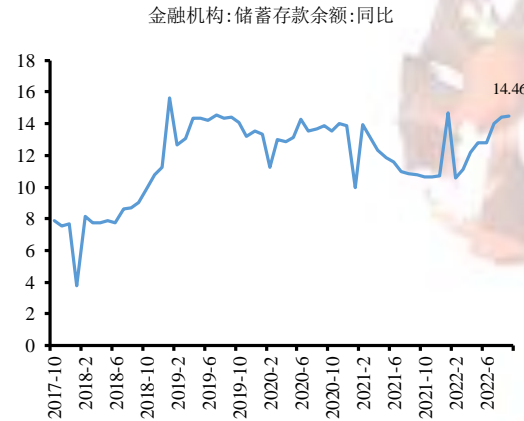


图 46 金融机构:储蓄存款余额:同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

季节效应具有受短期贷款影响表现出较大波动的特征,本月企业事单位的短期贷款大幅少增亦可能是银行季末冲量所致的透支效应。

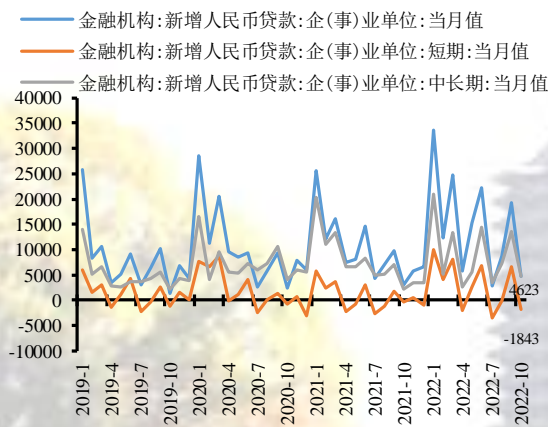


图 47 金融机构:新增人民币贷款:企事业单位:当月值 (亿元)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

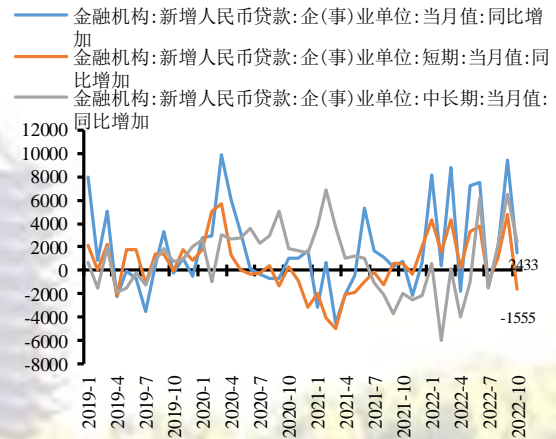


图 48 金融机构:新增人民币贷款:企事业单位:同比增加 (亿元)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 存款活期化维持平稳, 资金流动性仍显充裕

2022 年 10 月末, 狭义货币 (M1) 余额 66.21 万亿元, 同比增长 5.8%, 较上期下降 0.6 个百分点; 广义货币 (M2) 余额 261.29 万亿元, 同比增长 11.8%, 较上期下降 0.3 个百分点。10 月 M2 同比增速仍维持高位, 但增速较上期下降, 一方面是由于基数在抬升, 去年同比增速在逐月增加, 另一方面是由于前三季度稳增长政策发力较去年提前以及新的扩张性政策仍在推出, 不仅造成财政前置也扩大了财政支出力度, 大量财政存款转成 M2, 推升 M2 同比增速。我们预测 10 月末 M2 同比增长 11.8%, 和实际值一致, 主要考虑到当前宽松的货币政策, 稳增长政策效果持续发力以及基数抬升的影响。

从 M2-M1 增速来看, 10 月末 M2-M1 的同比增速为 6.0%, 增速剪刀差较上期提高 0.3 个





百分点，表明 10 月末货币存款活期化较上期提升。然而，从今年的整体情况来看，M2 同比增速高位运行的同时 M1 同比增速也相对较高，两者之差基本维持在 6%左右的水平，表明今年以来 M2 的高位增长并没有大幅带来存款的活期化，由此反映出不确定性对需求端的影响依然较大。进一步从增速差的波动走势也可以看出，存款活期转化程度停滞，表明仍需相关政策引导。

从社融-M2 增速来看，10 月末社融-M2 的同比增速为-1.5%，同上期一致，显示社融扩张速度依旧弱于货币扩张速度，资金流动性充裕现象仍在持续，预示着信贷需求和货币宽松的错配现象仍然存在，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。

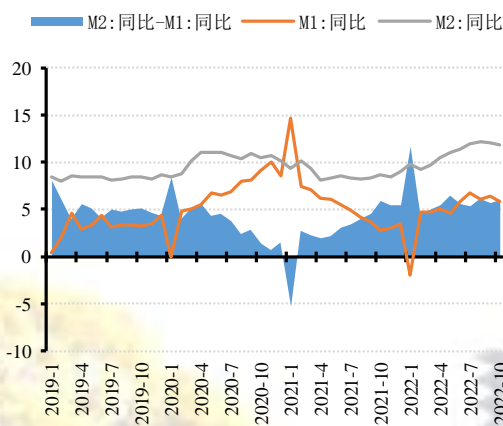


图 49 M1、M2 和 M2-M1 同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

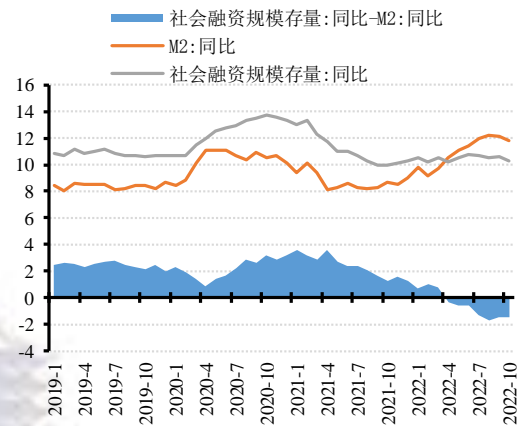


图 50 社融、M2 和社融-M2 同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

**展望未来：经济渐企稳韧性显现，国内外环境边际改善，稳增长政策空间打开**

工业产出方面：货币政策方面，央行《2022 年三季度金融机构贷款投向统计报告》显示基建领域的中长期贷款投放加快，绿色基建相关领域是重点，另外房地产企业中长期贷款恢复，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，10 月 26 日国常会部署持续落实好稳经济一揽子政策和接续措施，会议特别指出要“努力推动四季度经济好于三季度，保持经济运行在合理区间”，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，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：预计四季度消费恢复仍然较为缓慢，2023 年一季度可能会显著回升。若新冠肺炎疫情可以得到有效控制，疫情防控政策逐步放宽，将会大幅释放以旅游、餐饮、娱乐



为主的服务业消费需求，促使消费迅速恢复；若新冠肺炎疫情扰动长期存在，零售、餐饮、旅游、娱乐等服务类消费将持续受到影响，且居民储蓄意愿会进一步增强，消费短期内难以有明显改善。

投资方面：预计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落实，受“断贷”事件影响被削弱的市场信心将逐步恢复，同时，除了阶段性调整差别化住房信贷政策、下调首套个人住房公积金贷款利率、出售住房 1 年内再购房有退税优惠等需求端政策发力，近日为支持民营企业健康发展，提出推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业推动在内的民营企业发债融资，从供给端发力促进房地产市场平稳健康发展。

出口方面：预计出口增速或将处于下行通道，对经济的支撑作用逐渐减弱。一方面，去年年末出口处于高位，在高基数效应的压制下，未来几个月出口压力较大；另一方面，全球通货膨胀高位运行，全球经济衰退风险增强，海外需求总额逐渐减少，叠加国内疫情扰动频发，或将不利中国出口。

进口方面：预计进口增速在短期内或保持低位。一方面，随着出口下行压力增大，由出口带来的生产原料及中间品的进口需求进一步下降，不利于进口增速；另一方面，全球经济情势处于下行，通货膨胀居高不下，各发达国家货币政策持续收紧，大宗商品价格呈现回落态势，预计未来价格因素对进口增速的贡献将逐渐削弱。

CPI 方面：猪肉方面，在生猪供给见顶、疫后需求边际改善以及中央储备政策干预下，四季度是猪肉需求旺季，猪价可能继续保持强势，这对食品通胀仍有一定支撑，预计 2023 年猪肉价格将会逐渐探顶，春节期间达到阶段高点，此后震荡小幅回落；鲜菜鲜果方面，蔬菜、鲜果受季节性因素影响较大，如极端天气带来产量下降和物流仓储成本上升，因此存在一定程度波动性，但预计全年整体价格平稳增长；服务业价格方面，随着国内疫苗接种数量的不断增加，疫情防控形势逐渐好转，服务类消费有望进一步恢复。总体而言，受猪周期反转、服务需求释放和低基数效应影响，CPI 整体处上行通道，消费品价格方面存在一定压力。预计 2023 年 CPI 同比中枢在 2.5% 左右。

PPI 方面：随着疫情带来的供应链冲击的影响减弱、资源出口国供给逐步改善和全球流





动性收紧下欧美发达国家经济衰退风险加大，全球大宗商品价格结构有所分化，但整体处在震荡回落阶段，预计 2023 年国内保供稳价政策将分领域有重点地继续推进：油价方面，受 OPEC+ 减产供应政策和地缘政治因素影响较大，但由于 OPEC+ 多数成员国 2023 年财政计划对石油价格的预设为 90 美元/桶左右，叠加全球流动性收紧以及欧美发达国家经济衰退带来需求收缩的风险加大，因此预计 2023 年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，随着基建持续发力，保交楼工作推进，建筑施工有所改善，部分中上游价格有所企稳，但随着欧美升息及需求收缩涨价风险并不高；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，全球煤炭风险犹存，需求高峰或再趋紧，供需偏紧下价格有阶段性上行压力，需要国内保供稳价政策支持以限制其涨幅。总体而言，尽管部分工业品价格仍偏强，但受高基数影响，PPI 整体处下行通道。预计 2023 年 PPI 同比中枢在 1.0% 左右。

货币金融方面：信贷规模仍需关注疫情和房地产走向，M2 维持宽松不变。预计 11 月和 12 月信贷规模有望实现多增。伴随季末透支效应消退，同时稳增长政策持续发力，对第四季度信贷规模形成支撑，尤其是企事业单位的中长期贷款，但居民户贷款仍受疫情影响较大，如何消除这种不确定性将有力支撑居民户的融资需求。预计 11 月和 12 月的 M2 同比增速仍将维持高位。综合考虑当前疫情扰动，宽松的货币政策环境仍将持续，信贷投放力度以及相关财政政策也会陆续生效，但伴随基数的提升，M2 同比增速将略有下降，但仍会处于高位。





## 北京大学国民经济研究中心

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。