



疫情对供需两端扰动加剧，多项经济指标走弱

——杨盈竹

点评报告

A0012-202201216

2022年11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(%)	4.3	3.7	4.3
社会消费品零售 额累计同比(%)	-5.9	-1.3	-2.5
固定资产投资 累计同比(%)	5.3	5.6	5.6
出口同比(%)	-10.6	-0.7	-4.2
进口同比(%)	-8.7	-0.4	-1.5
贸易差额 (亿美元)	698.4	886.50	763.1
通货膨胀			
CPI 同比(%)	1.6	1.5	1.7
PPI 同比(%)	-1.3	-1.4	-1.5
货币信贷			
新增人民币贷款 (亿元)	12100	14500	13183.3
M2 同比(%)	12.4	12	11.7

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：

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

- 疫情冲击于多地反复，工业生产超预期回落
- 疫情持续扩散，消费降幅进一步扩大
- 房地产投资进一步下滑，投资增速有所放缓
- 国内外需求走弱，进出口均大幅回落
- 工业出厂价格或已见底，逆剪刀差年内或仍持续
- 融资需求持续萎缩，流动性充裕但空转淤积
- 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11月份，国际环境更趋复杂严峻，外需收缩进一步显现，世界经济仍面临下行压力。国内疫情大面积反弹，需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”加大，对经济运行制约明显，各项经济指标呈现走弱态势。国务院防疫二十条新规颁布以后，市场信心大力提振。虽然当前经济恢复尚不均衡，疫情扰动或将持续，但中国经济长期向好的基本面没有改变，随着疫情防控优化政策和稳经济各项举措进一步落实，中国经济将逐步恢复，实现质的有效提升和量的合理增长。

从供给端看，2022年11月，国内疫情新发多发，波及影响较广，规模以上工业增加值同比实际增长2.2%（扣除价格因素的实际增长率），较上期下降2.8个百分点，规模以上工业增加值环比增长-0.31%，较上期下降0.5个百分点，疫情短期冲击影响显著，弱市场需求下全国规模以上工业增加值同比较上月大幅回落，但从结构看仍存向好点，预计随着疫情防控措施不断优化，工业经济有望较快恢复。

从需求端看，11月社会消费品零售总额同比下降5.9%，较10月回落5.4个百分点。受国内疫情持续影响，餐饮、旅游等服务类消费修复进一步放缓，同时疫情持续降低了消费者对就业、收入及消费意愿的信心，居民收入下滑以及消费预期转弱致使消费需求下降，导致消费降幅进一步扩大。11月固定资产投资累计同比增长5.3%，增速较1-10月下降0.5个百分点，三年平均增速为4.4%，较上期回落0.2个百分点。制造业投资维持较高增长以及基建投资稳中有升支撑了投资增长，但受疫情影响，居民购房意愿下降，房地产企业投资信心不足，导致房地产市场继续走弱，使得投资增速有所放缓。

价格方面，11月CPI同比上涨1.6%，较上月回落0.5个百分点，环比下降0.2%，较上



月回落 0.3 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为-0.3 个百分点，较上月下降 0.4 个百分点；新涨价影响约为 1.9 个百分点，较上月下降 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，具体表现为鲜菜供应上市造成价格环比继续下跌，同时猪肉供给持续增加，前期压栏肥猪陆续出栏造成猪价由涨转跌。PPI 同比下降 1.3%，较上月回落 0.0 个百分点，环比上涨 0.1%，较上月回落 0.1 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-1.2 个百分点，较上月不变；新涨价影响约为-0.1 个百分点，较上月不变。高基数效应下生产资料价格低迷是造成 PPI 低迷的主要原因，但从环比看已出现明显的边际修复，具体表现为国际油价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继续支撑工业出厂价格。

货币金融方面，2022 年 11 月，社会融资规模 19900 亿元，较去年同期少增 6083 亿元，低于市场预期；新增人民币贷款 12100 亿元，同比少增 600 亿元。尽管近期多项稳增长政策持续落地生效拉升企事业单位的中长期信贷规模，改善企事业单位的信贷结构，但是居民户的信贷依旧受制于疫情的影响表现萎靡，拖累整体信贷规模。2022 年 11 月末，狭义货币（M1）余额 66.7 万亿元，同比增长 4.6%，较上期下降 1.2 个百分点；广义货币（M2）余额 264.7 万亿元，同比增长 12.4%，较上期提高 0.6 个百分点。由于疫情对经济的不确定性影响仍然存在，导致预防性储蓄和融资需求低迷现象并未有效改善，所以在偏宽松的货币政策环境下，存款活期化和资金利用率持续恶化，造成流动性在金融市场淤积，难以走向实体经济，但后续随着防疫的政策逐步放开，将会有所好转。

正文

工业增加值部分：疫情冲击于多地反复，工业生产超预期回落

2022 年 11 月，国内疫情新发多发，波及影响较广，规模以上工业增加值同比实际增长 2.2%（扣除价格因素的实际增长率），较上期下降 2.8 个百分点，规模以上工业增加值环比增长-0.31%，较上期下降 0.5 个百分点，其中高技术制造业同比增长 2.0%，增速有所回落。1-11 月，规模以上工业增加值同比增长 3.8%，工业生产总体稳定增长。从三大门类看，11 月份，采矿业增加值同比增长 5.9%，制造业同比增长 2.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长-1.5%。11 月，疫情短期冲击影响显著，弱市场需求下全国规模以上工业增加值同比较上月大幅回落，但从结构看仍存向好点，预计随着疫情防控措施不断优化，工业经济有望较快恢复。



分行业看，11月份，41个大类行业中有20个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业增长5.5%，石油和天然气开采业增长7.2%，农副食品加工业同比增长-2.9%，食品制造业同比增长-2.0%，酒、饮料和精制茶制造业同比增长-0.7%，纺织业同比增长-4.7%，化学原料和化学制品制造业增长10.8%，非金属矿物制品业增长1.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增长9.4%，有色金属冶炼和压延加工业增长9.4%，通用设备制造业同比增长-0.9%，专用设备制造业增长2.3%，汽车制造业增长4.9%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长-2.9%，电气机械和器材制造业增长12.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长-1.1%，电力、热力生产和供应业同比增长-1.0%。

分产品看，11月份，617种产品中有227种产品产量同比增长，较上月有所减少。钢材10,919.0万吨，同比增长7.1%；水泥19,172.0万吨，同比增长-4.7%；十种有色金属588.0万吨，同比增长8.8%；乙烯251.0万吨，同比4.6%；汽车242.3万辆，同比增长-9.9%，其中，新能源汽车75.6万辆，同比增长60.5%；发电量6,667.0亿千瓦时，同比增长0.1%；原油加工量5,961.0万吨，同比增长0.3%。

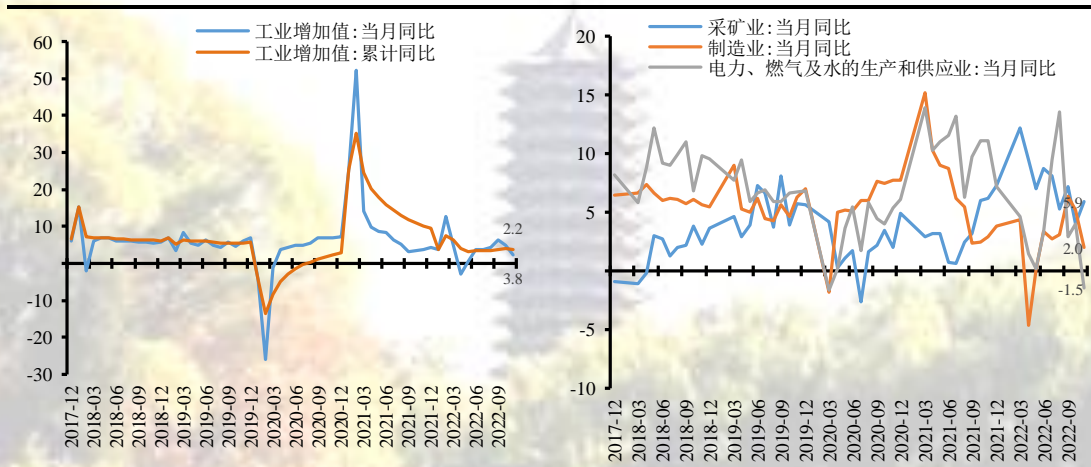


图1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

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: 疫情持续扩散, 消费降幅进一步扩大

2022年11月,从单月增速来看,社会消费品零售总额同比下降5.9%,较10月回落5.4个百分点,较2019年10月增长1.4%。其中,餐饮收入同比下降8.4%,较10月回落0.3个百分点;商品零售同比下降5.6%,较10月回落6.1个百分点。从累计增速来看,2022年1-11月社会消费品零售总额累计同比下降0.1%,较2019年1-11月增长7.1%,三年平均增速为2.3%,较上期回落0.2个百分点。其中,餐饮收入累计同比下降5.4%,较1-10月回落0.4个百分点;商品零售同比增长0.5%,较1-10月回落0.7个百分点。分消费品类看,只



有粮油食品类和中西药品类零售额保持正增长，同比增速分别为 3.9% 和 8.3%；其他品类零售额同比均在下降，其中通讯器材类降幅最大，为 17.6%，家用电器和音像器材类次之，为 17.3%。

国内疫情持续扩散是导致 11 月社会消费品零售总额同比降幅继续扩大的主要原因。一方面，受疫情影响，餐饮、旅游等服务类消费修复进一步放缓，同时严格防疫政策下对交通、物流的管制抑制了线上消费；另一方面，居民消费信心不足，疫情持续降低了消费者对就业、收入及消费意愿的信心，居民收入下滑以及消费预期转弱致使消费需求下降，11 月除粮油食品和中西药品外，其他品类的零售额同比均在下降。另外，根据乘联会公布的数据显示，11 月乘用车市场零售 164.9 万辆，同比下降 9.2%，环比下降 10.5%，汽车消费对消费的拉动作用消失，导致消费降幅进一步扩大。

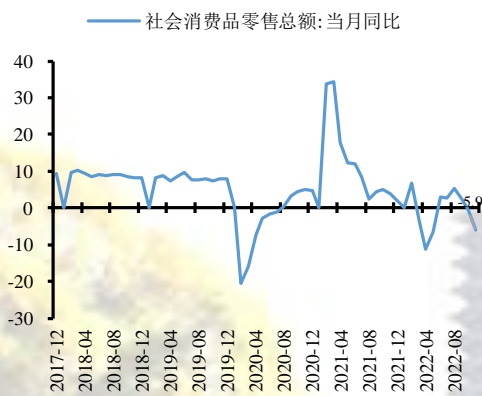


图 3 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

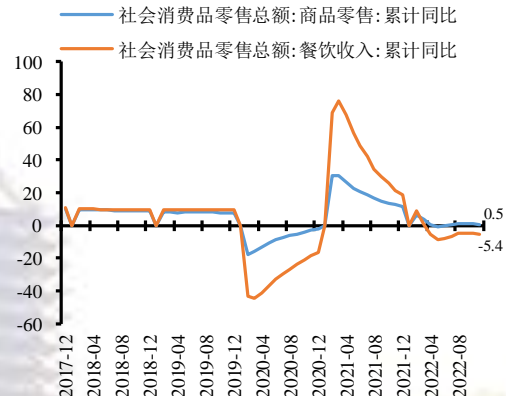


图 4 餐饮收入和商品零售累计同比增速 (%)

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

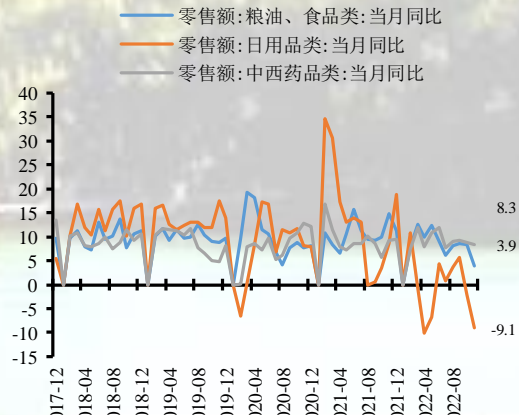


图 6 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

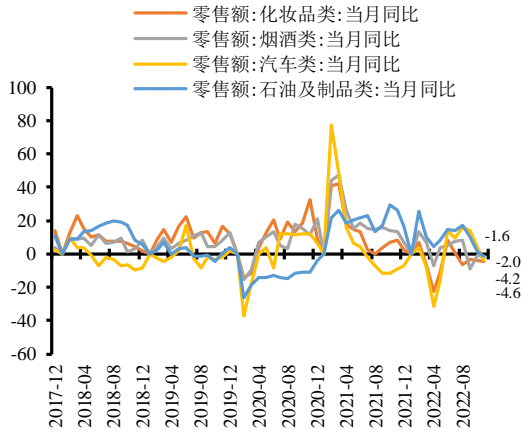


图7 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

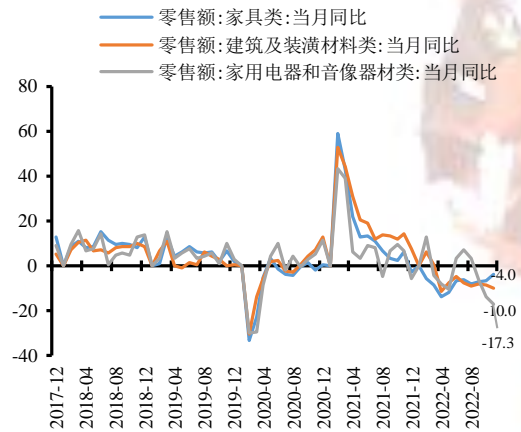


图8 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分：投资部分：房地产投资进一步下滑，投资增速有所放缓

2022年11月固定资产投资累计同比增长5.3%，增速较1-10月下降0.5个百分点，三年平均增速为4.4%，较上期回落0.2个百分点。其中，制造业投资同比增长9.3%，较1-10月下降0.4个百分点，三年平均增速为6.2%，较上期回升0.4个百分点；房地产开发投资同比下降9.8%，较1-10月下降1.0个百分点，三年平均增速为0.7%，较上期回落0.6个百分点；基础设施投资同比增长8.9%，较1-10月回升0.2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19.9%，较上期回落0.6个百分点，其中高技术制造业投资同比增长23.0%。

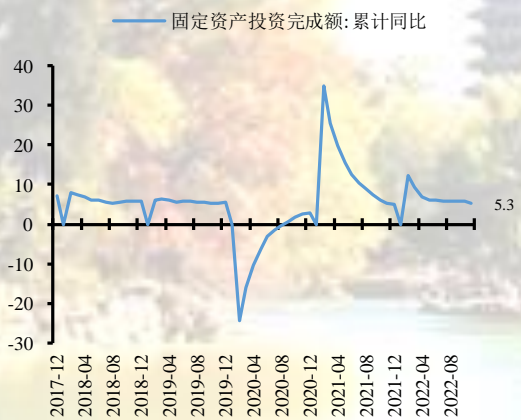


图9 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

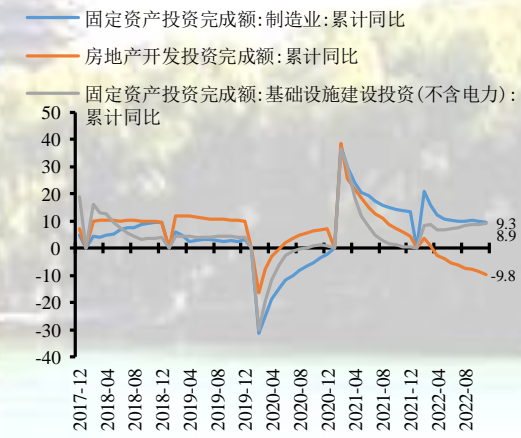


图10 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

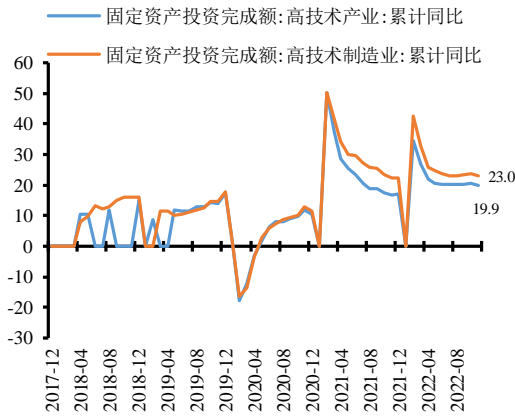


图 11 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

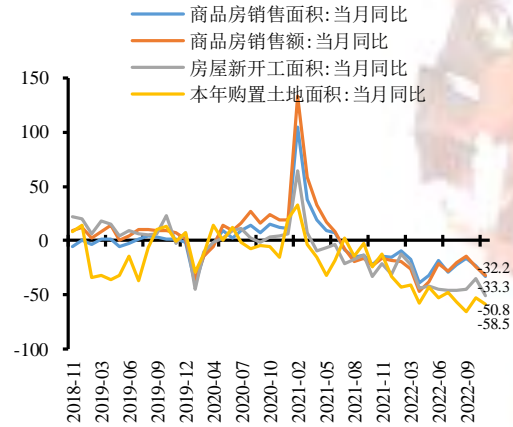


图 12 房地产相关指标当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

制造业投资维持较高增长以及基建投资稳中有升是支撑投资增长的主要原因,而房地产开发投资进一步走弱较大程度上压低了投资增速。11月央行降准有助于降低企业融资成本、稳定市场主体的信心和预期,叠加前期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等都支撑了制造业投资继续维持较高增长。在专项债不断扩容、政策性金融工具持续加量的支持下,实物工作量加快形成,推动基建投资持续发力,对投资形成支撑。然而,尽管本月房地产市场利好政策不断,供给端政策不断放宽,但受疫情影响,居民购房意愿下降,房地产企业投资信心不足,商品房销售面积、商品房销售额、房屋新开工面积及本年购置土地面积同比降幅均进一步扩大,最终导致房地产市场继续走弱,压低了投资增速。

进出口部分: 国内外需求走弱, 进出口均大幅回落

2022年11月,按美元计价,中国进出口总值5223.4亿美元,同比下降9.5%。其中,出口2960.9亿美元,同比下降8.7%;进口2262.5亿美元,同比下降10.6%;贸易顺差698.4亿美元,下降2.0%。总体来看,11月份出口增速延续下跌趋势,低于市场预期,进口增速大幅回落。出口方面,海外消费和生产需求持续收缩,国内疫情对出口生产和运输扰动不断,叠加去年同期高基数效应的压制作用,11月出口增速大幅回落,较上期下降8.4个百分点。进口方面,11月国内疫情形势较为严峻,影响国内生产和需求修复进程,同时出口需求大幅回落带来进口需求紧缩,叠加大宗商品市场价格回落,进一步削弱价格因素对进口增速的拉动,11月进口增速回落幅度较大,较上期下降9.9个百分点,弱于市场预期。

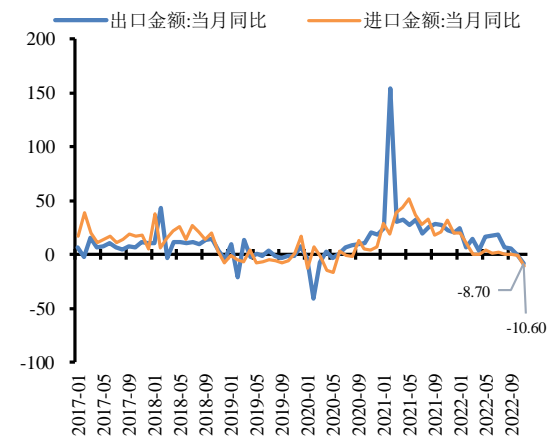


图 13 进出口额增速：当月同比 (%)

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

海外需求进一步收缩，出口增速大幅回落

2022年11月，中国出口2960.9亿美元，同比下降8.7%，较上期下降8.4个百分点，出口增速大幅下降，低于市场预期。这主要是因为11月份全球经济下行压力增加，发达经济体货币政策持续收紧，海外需求整体走弱，对中国出口产生不利影响。数据显示，美国11月份制造业PMI终值录得47.7，跌至荣枯线以下，环比下降2.7个百分点；欧元区11月制造业PMI终值为47.1，持续位于荣枯线之下，环比回升0.7个百分点；日本11月份制造业PMI终值为49.0，环比下降1.7个百分点。同时，11月国内疫情形势相对严峻，多个地区受到疫情影响，对出口产生和运输产生不利影响，叠加去年同期高基数效应的影响，本期出口增速大幅回落。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延续回落态势。根据中国港口协会发布的港口生产运行监测与分析报告，11月，八大枢纽港集装箱外贸重箱吞吐量同比下降9.7%，外贸空箱同比增加23.73%。11月，沿海八大集装箱枢纽港口集装箱吞吐量同比增加5.3%，其中外贸同比增加3.3%。11月，中国出口集装箱综合运价指数平均值为1683.88点，较上月平均下跌13.6%；上海出口集装箱综合指数平均值为1389.81点，较上月平均下跌22.6%。从我们的预测结果来看，出口增速延续下跌趋势符合我们的预期，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。

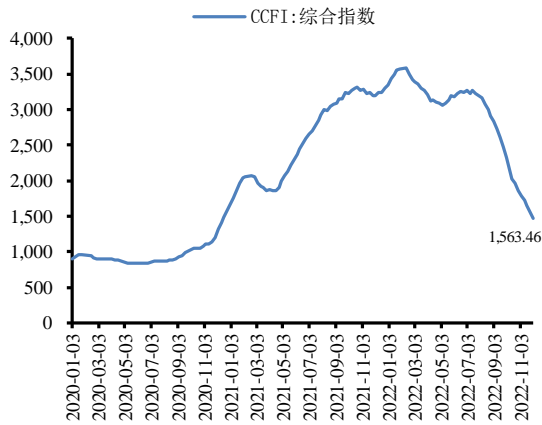


图 15 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

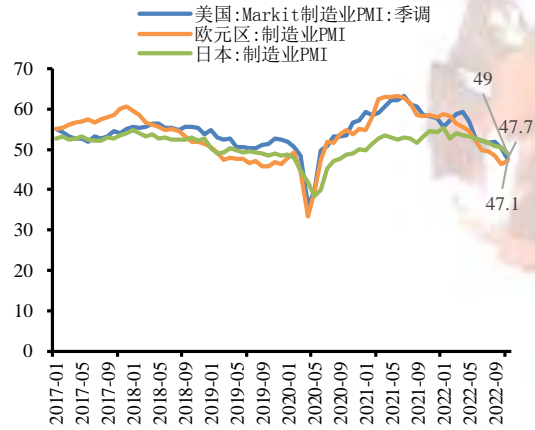


图 16 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 11 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 -10.62%、-25.43%、5.18% 和 -5.62%，中国对以上国家的增长速度均较前值有所回落且回落幅度较大，除了受中国国内疫情扰动之外，主要与外需进一步放缓有关。同时，中国对东盟的出口增速仍然保持正增长且显著高于其他国家，RCEP 对中国出口的支撑作用持续显现。

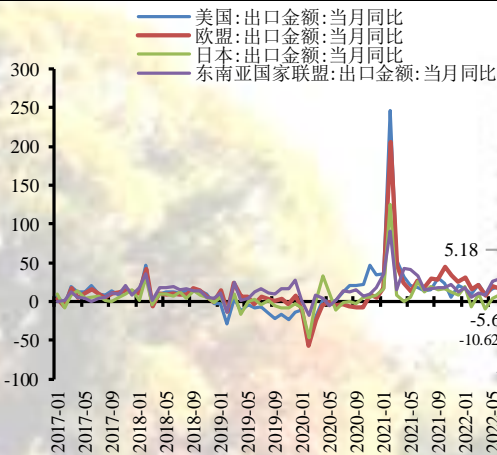


图 17 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

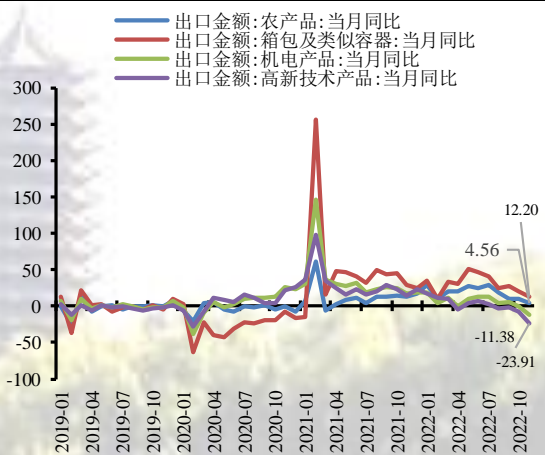


图 18 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 11 月的出口商品来看，中国出口机电产品 1724.28 亿美元，占中国出口总额的 58.23%，仍是中国出口主力，同比下降 11.38%，较上月下降 10.65 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 29.8%；高新技术产品出口为 748.14 亿美元，同比下降 23.91%，较上月下降 16.33 个百分点。劳动密集型产品中，箱包及类似容器出口为 30.92 亿美元，同比增长 12.20%；鞋靴出口为 48.31 亿美元，同比增长 3.73%。

价格因素贡献持续削弱，进口增速大幅回落

2022 年 11 月，中国进口 2262.5 亿美元，同比下降 10.6%，较上月下降 9.9 个百分点，低于市场预期。这主要是由于出口下行以及开工淡季导致国内对生产原材料和中间品进口需



求回落，同时欧美经济衰退预期加强，全球流动性进一步收紧，大宗商品价格整体下行，价格因素对进口增速的支撑作用进一步削弱。除此之外，11月份国内疫情形势较为严峻，对国内工业生产和居民消费需求均造成一定影响，数据显示11月PMI为48，较上期下降1.2，PMI进口为47.1，较上期下降0.8，叠加去年同期高基数效应的压制作用，进口增速大幅回落。此外，从我们的预测结果来看，进口回落符合我们的预期，但回落幅度高于我们的预期，可能原因在于高估了国内需求恢复进程，同时忽略了冬季是开工淡季，对进口需求的削弱作用。

从11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-7.28%、-16.25%、-24.47%、-25.92%和-3.72%。数据显示，对其他国家进口增长速度较前值均有所回落且回落幅度较大，尽管中国对东盟的进口增速由正转负，但仍显著优于对其他国家的进口增速。

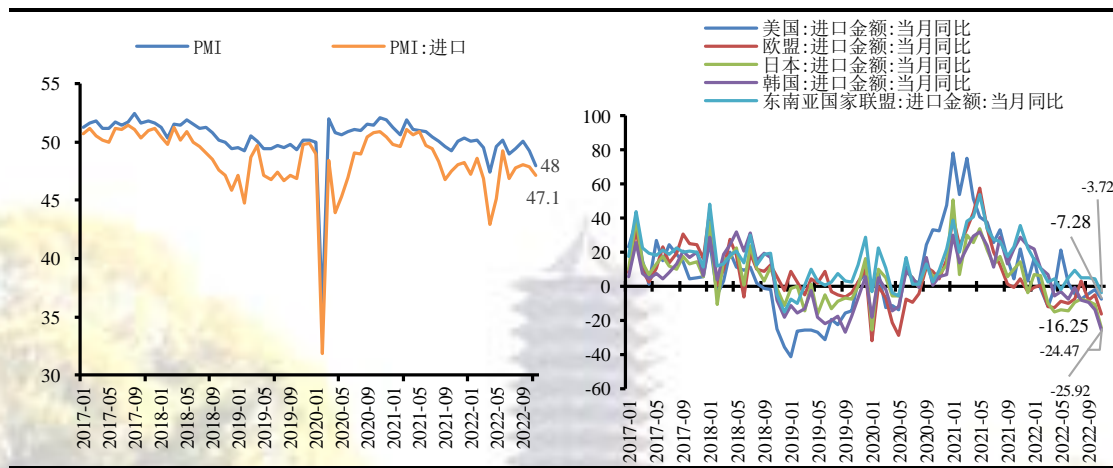


图 19 中国主要 PMI 指数 (%)

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

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从11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-2.1%、-1.4%、-10.1%、-9.7%和-25.6%；农产品方面，粮食进口同比增速为-11.8%，较上期下降0.5个百分点，肉类进口同比增速为-23.2%，较上期回升1.8个百分点。

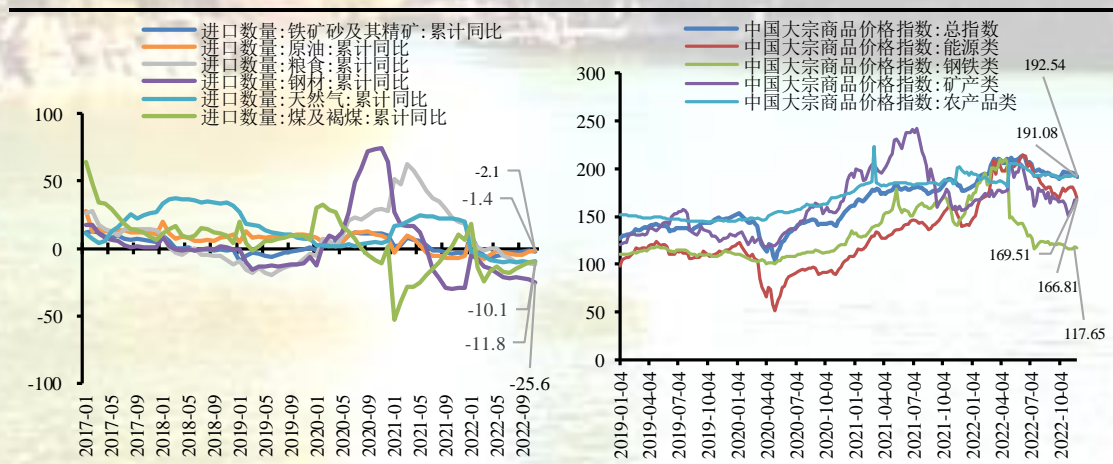


图 21 中国主要大宗商品进口量累计同比增速 (%) 图 22 中国大宗商品价格指数 (%)



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

价格部分: 工业出厂价格或已见底, 逆剪刀差年内或仍持续

2022 年 11 月, CPI 同比上涨 1.6%, 较上月回落 0.5 个百分点, 环比下降 0.2%, 较上月回落 0.3 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为-0.3 个百分点, 较上月下降 0.4 个百分点; 新涨价影响约为 1.9 个百分点, 较上月下降 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, 具体表现为鲜菜供应上市造成价格环比继续下跌, 同时猪肉供给持续增加, 前期压栏肥猪陆续出栏造成猪价由涨转跌。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 11 月份 CPI 同比增长 1.5%, 低于实际结果 0.1 个百分点, 误差主要来源是由于疫情因素, 对本月非食品价格有所低估, 导致对 CPI 环比低估了 0.1 个百分点。

2022 年 11 月, PPI 同比下降 1.3%, 较上月回落 0.0 个百分点, 环比上涨 0.1%, 较上月回落 0.1 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-1.2 个百分点, 较上月不变; 新涨价影响约为-0.1 个百分点, 较上月不变。高基数效应下生产资料价格低迷是造成 PPI 低迷的主要原因, 但从环比看已出现明显的边际修复, 具体表现为国际油价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继续支撑工业出厂价格。我们预测 11 月份 PPI 同比下降 1.4%, 低于实际结果 0.1 个百分点, 误差主要来源是对本月生产资料价格有所低估, 导致对 PPI 环比低估了 0.1 个百分点。

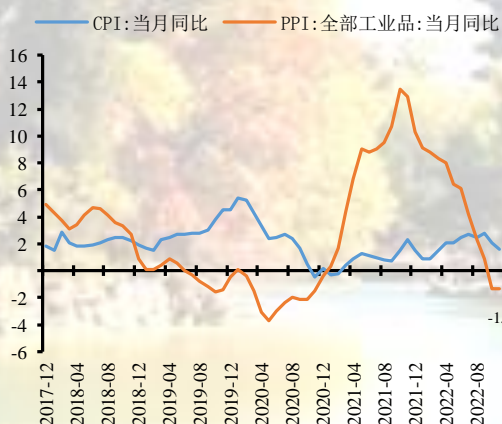


图 23 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

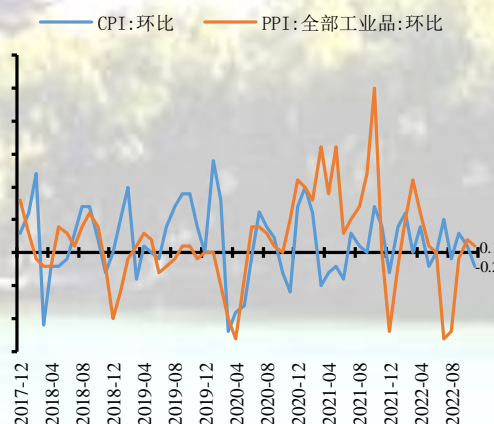


图 24 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

食品项价格环比回落, 鲜菜畜肉是主要原因

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。11 月份, 国内疫情冲击反复多地频发, 消费市场供应总体



充足，CPI 同比上涨 1.6%、环比由上月上涨 0.1% 转为下跌 0.2%，具体而言：食品项价格环比回落显著，其中畜肉、鲜菜环比回落是本月食品价格环比回落的主要原因；非食品价格环比不变，其中工业消费品价格有所回弹，服务价格下跌显示需求低迷。

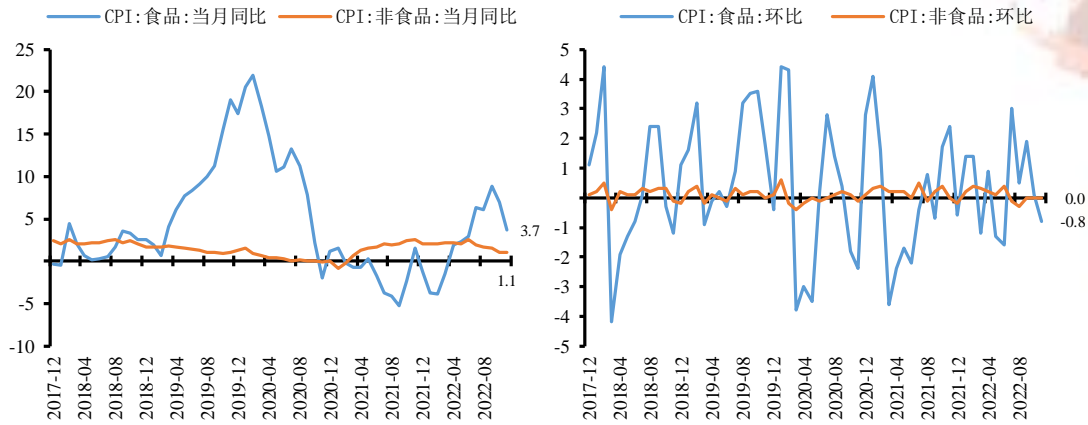


图 25 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

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

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 3.7%，较上月回落 3.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.68 个百分点。受供给持续稳定增加和消费需求回温等影响，猪肉价格上涨 34.4%，较上月回落 17.4 个百分点；受鲜菜上市供给改善影响，鲜菜价格同比-21.2%，较上月变动-13.1 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(+17.6%)，较上月同比变动除水产品外普遍回落，其中鲜菜同比变动最显著(-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
11 月同比	3.0	7.6	-21.2	17.6	3.4	9.9	0.9	9.6
同比变动	-0.6	-0.8	-13.1	-6.0	0.6	-1.9	-0.2	-3.0

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

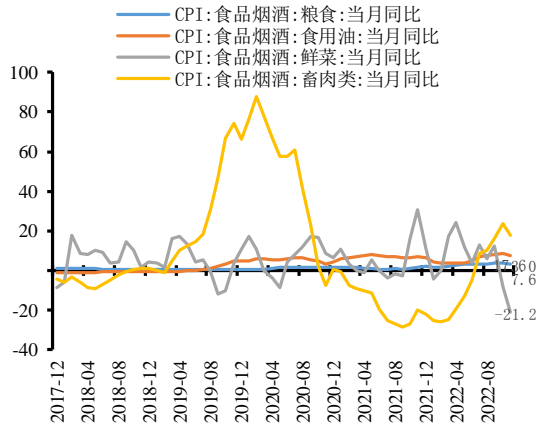


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

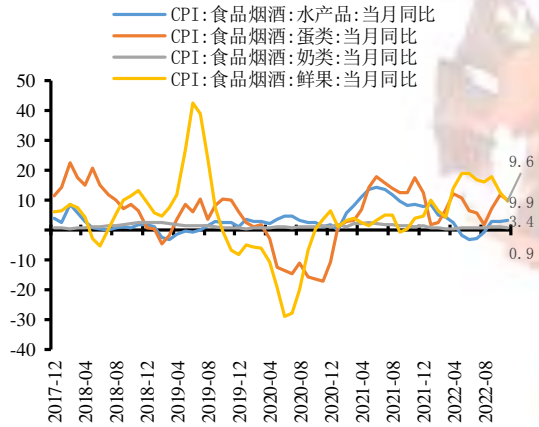


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 食品价格下降 0.8%, 较上月回落 0.9 个百分点, 影响 CPI 下降约 0.14 个百分点。受中央放储以及养殖户出栏意愿增强影响, 前期二次育肥生猪陆续出栏, 尽管消费需求季节性走强, 猪肉价格下降 0.7%, 较上月回落 10.1 个百分点; 受鲜菜大量上市、需求回落影响, 鲜菜环比-8.3%, 较上月变动-3.8 个百分点。

总体而言, 食品八大类价格环比分化 (6 正 2 负), 其中鲜菜环比幅度最高 (-8.3%), 较上月环比分化 (3 正 4 负 1 不变), 其中畜肉环比变动最显著 (-5.1%)。

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
11 月环比	0.2	0.3	-8.3	0.1	-1.1	1.3	0.2	1.5
环比变动	0.0	-0.1	-3.8	-5.1	1.2	-0.9	0.3	3.1

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

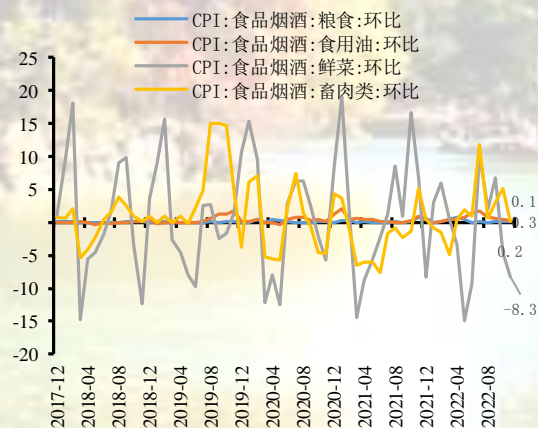


图 29 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

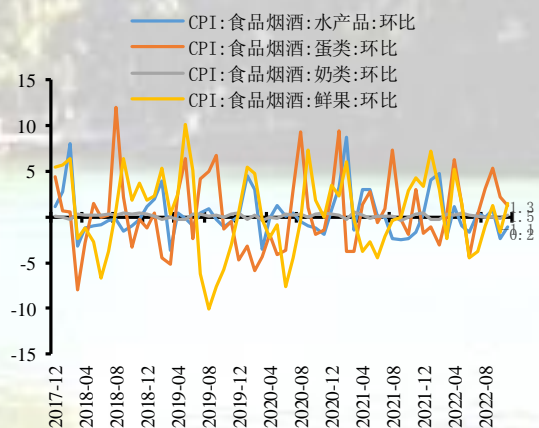


图 30 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

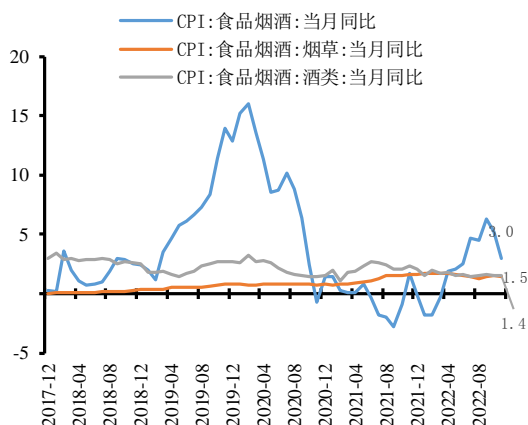


图 31 食品烟酒、烟草、酒类价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

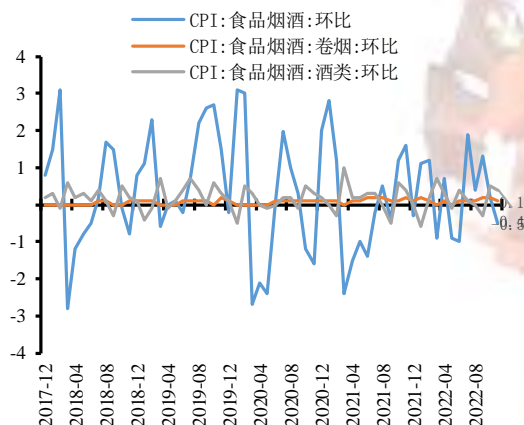


图 32 食品烟酒、烟草、酒类价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

此外, 从食品烟酒指标来看, 11 月食品烟酒价格同比 3.0 %, 环比-0.5 %, 具体而言, 11 月烟草同比 1.4 %、环比上涨 0.1 %, 酒类同比上升 1.5 %、环比上涨 0.4 %。

非食品价格环比不变, 交通通信是主要支撑

非食品项中, 从同比看, 11 月非食品价格上涨 1.1%, 较上月回落 0.0 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, 工业消费品价格继续回落; 受疫情散发影响, 低基数效应下服务价格上涨 0.5 %。

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 (+2.9%), 较上月同比变动分化 (3 正 3 零 1 负), 其中其他项同比变动最显著 (+0.4%)。

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
11 月同比	0.5	-0.2	1.5	2.9	1.3	0.5	2.3
同比变动	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.4

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

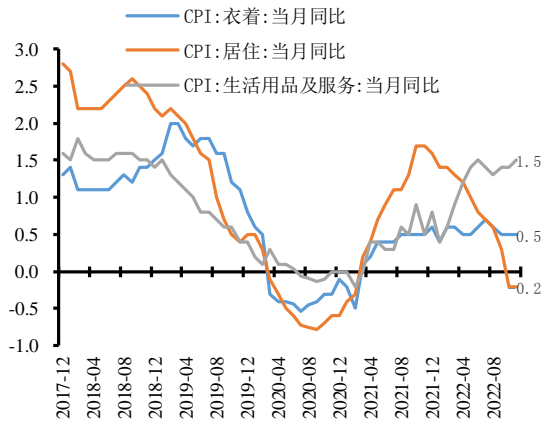


图 33 衣着、居住、生活用品及服务同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

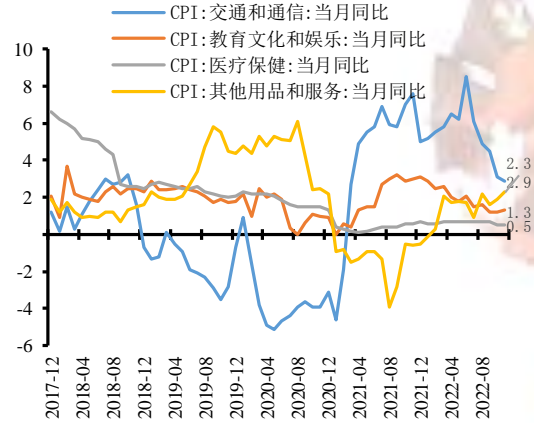


图 34 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比 (%)

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，服务价格下跌 0.2%，尽管秋冬换季上新，服装价格上涨 0.4%。

总体而言，非食品项七大类价格环比分化（2 正、3 负、2 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（2 正、3 负、2 不变），其中其他用品项环比变动最显著（-0.6%）。

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
11 月环比	0.3	0.0	-0.3	0.1	-0.4	0.0	-0.1
环比变动	0.0	0.1	-0.6	0.5	-0.6	0.0	-0.5

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

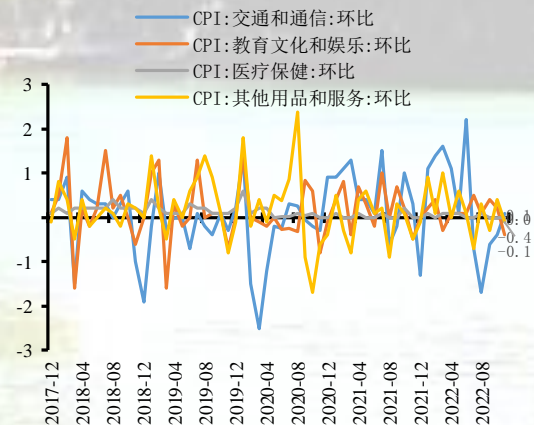
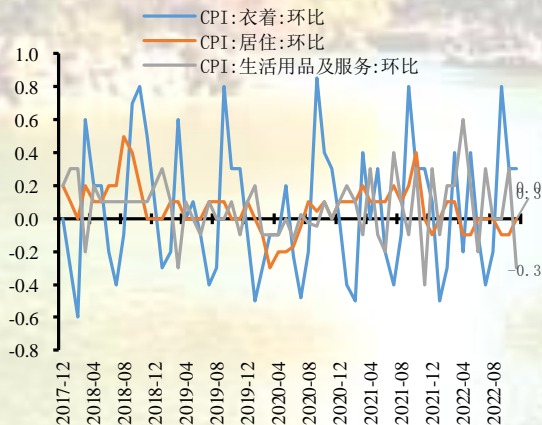




图 35 衣着、居住、生活用品及服务环比（%）

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

生活资料价格开始上扬，工业出厂价格低位已现

11 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，工业品价格环比持续低迷，同比下行幅度持续收窄，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同比仍低；受上游工业传导及中下游工业需求回温影响，生活资料价格表现平稳增长。

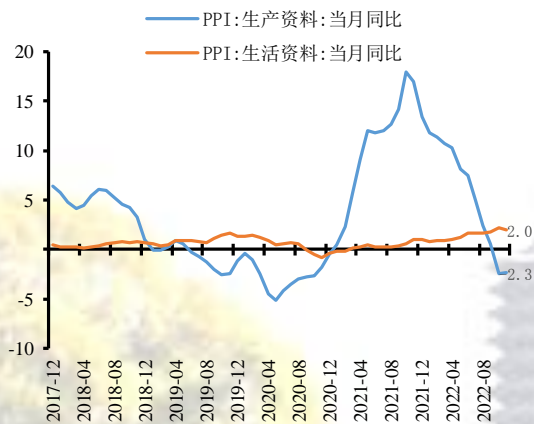


图 37 生产资料、生活资料价格同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

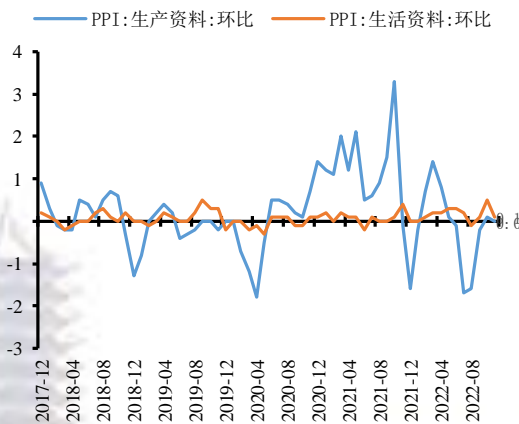


图 38 生产资料、生活资料价格环比增速（%）

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 11 月 PPI 下跌 1.3%，较上月继续回落 0.0 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 2.3%，较上月上升 0.2 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 2.0%，较上月回落 0.2 个百分点，其中食品工业同比上升最为显著。生活资料价格仍是 PPI 同比的主要支撑。

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
11 月同比	-3.9	0.3	-3.2	3.9	2.3	1.4	0.4
同比变动	2.8	-0.9	0.3	-0.7	-0.2	-0.2	0.2

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

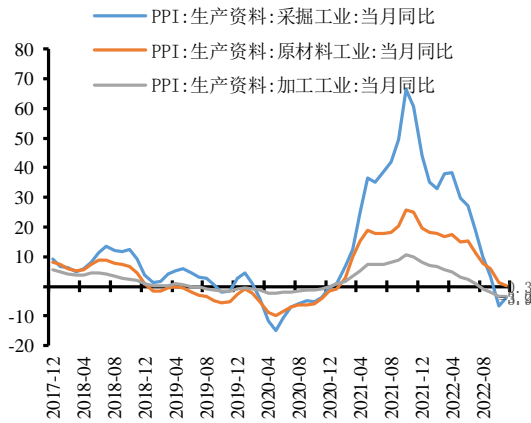


图 39 生产资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

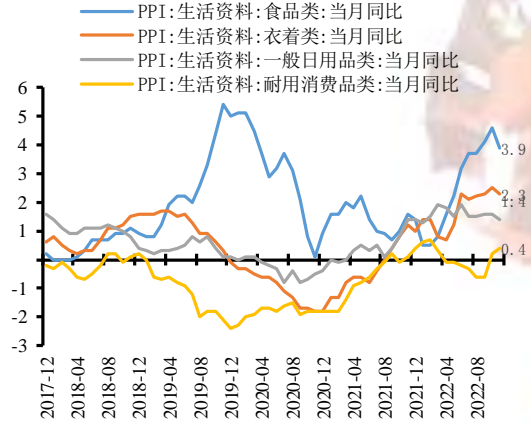


图 40 生活资料价格分项同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 11 月 PPI 环比上涨 0.1%, 较上月回落 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和 demand 相对回温影响, 生产资料价格上涨 0.0%, 较上月回升 0.1 个百分点, 其中采掘工业环比是主要支撑; 生活资料价格上涨 0.1%, 较上月回落 0.4 个百分点, 其中耐用消费品环比回落最为显著。工业中下游需求回落带动生活资料价格回落是此次 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
11 月环比	0.9	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0
环比变动	-0.1	0.0	-0.1	-0.4	-0.3	-0.1	-0.7

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

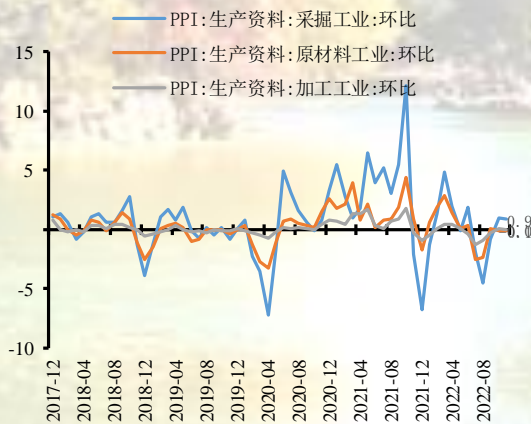


图 41 生产资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

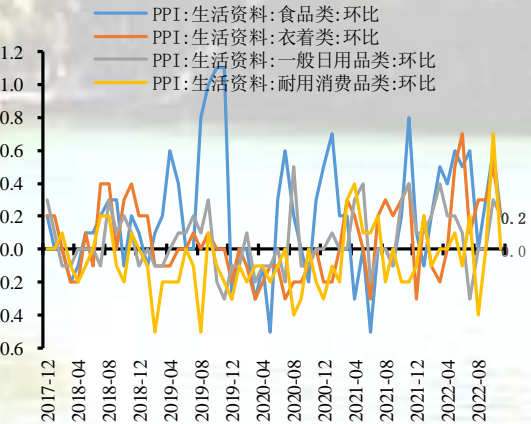


图 42 生活资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



货币金融部分：融资需求持续萎缩，流动性充裕但空转淤积

2022年11月，社会融资规模19900亿元，较去年同期少增6083亿元，低于市场预期；新增人民币贷款12100亿元，同比少增600亿元。尽管近期多项稳增长政策持续落地生效拉升企事业单位的中长期信贷规模，改善企事业单位的信贷结构，但是居民户的信贷依旧受制于疫情的影响表现萎靡，拖累整体信贷规模。

2022年11月末，狭义货币（M1）余额66.7万亿元，同比增长4.6%，较上期下降1.2个百分点；广义货币（M2）余额264.7万亿元，同比增长12.4%，较上期提高0.6个百分点。由于疫情对经济的不确定性影响仍然存在，导致预防性储蓄和融资需求低迷现象并未有效改善，所以在偏宽松的货币政策环境下，存款活期化和资金利用率持续恶化，造成流动性在金融市场淤积，难以走向实体经济，但后续随着防疫的政策逐步放开，将会有所好转。

社融同比大幅少增，信贷、企业债和政府债是主要拖累

2022年11月社会融资规模19900亿元，较去年同期少增6083亿元，大幅低于市场预期。其中，人民币贷款11400亿元，同比少增1621亿元；政府债券6520亿元，同比少增1638亿元；企业债券融资596亿元，同比少增3410亿元，共同构成本月社融规模大幅少增的主要分项。

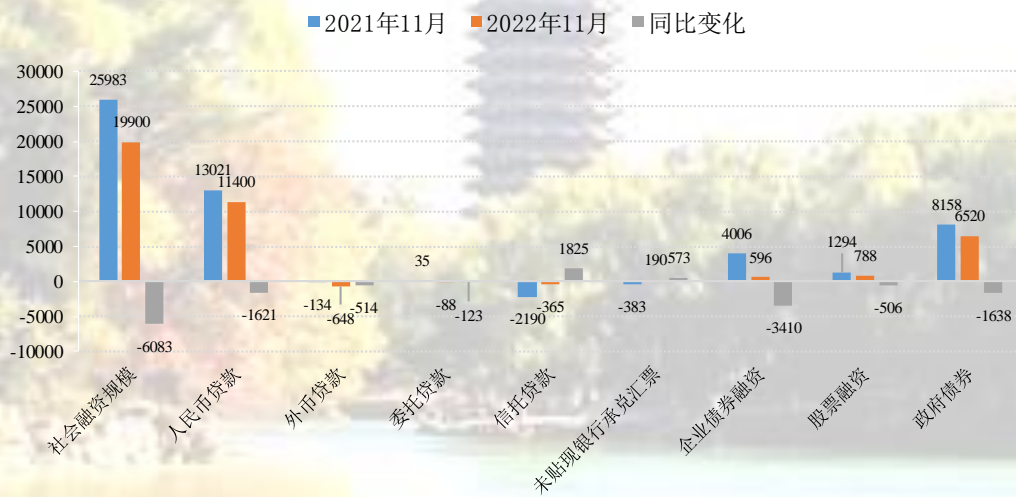


图 43 新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

关于11月人民币贷款同比少增，按照今年以来人民币贷款的季节性波动特征，11月人民币贷款得到一定的支撑，但仍出现同比少增，显示出11月信贷需求较为疲弱，这主要还是因为疫情的影响，拖累整个宏观经济运行的动能，11月全国各地依旧存在疫情散发多发的情况，经济活动受到较大影响，导致信贷需求偏弱。



关于 11 月企业债券融资同比大幅少增，可能是因为随着国内防疫政策开始出现松动，加之稳增长政策对房地产的大力支持，市场经济的基本面预期相对于之前开始出现转好，例如 11 月股市较上月出现了上涨，由此对债券市场收益率造成了调整。

关于 11 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，而且今年大量的政府专项债以及结存的 5000 多亿元专项债限额在 10 月底已经发行完毕。

信贷规模同比少增，部门结构分化仍待改善

2022 年 11 月新增人民币贷款 12100 亿元，同比少增 600 亿元。其中，短期贷款 284 亿元，同比少增 1643 亿元；票据融资 1549 亿元，同比少增 56 亿元；中长期贷款 9470 亿元，同比多增 232 亿元。可见，短期贷款大幅减少对本月信贷规模形成拖累。进一步分部门看，11 月居民户贷款 2627 亿元，同比少增 4710 亿元，企事业单位贷款 8837 亿元，同比多增 3158 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 11 月新增人民币贷款 14500 亿元，高于实际 2400 亿元，主要高估了季节性效应，通常 11 月是第四季度新增信贷规模较大的月份。

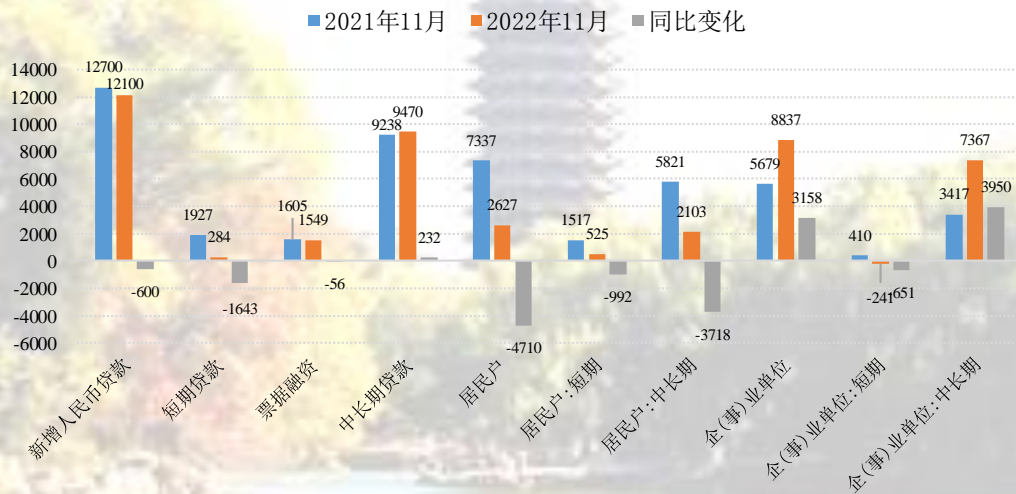


图 44 金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

居民户贷款方面，11 月居民户短期贷款 2627 亿元，同比少增 4710 亿元，居民户中长期贷款 2103 亿元，同比少增 3718 亿元，表明居民户短期贷款和中长期贷款依旧双偏弱，尤其是中长期贷款，主要原因一方面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，另一方面在于疫情导致外出受限、房地产企业信用风险影响居民购房预期，共同造成



信贷规模大幅少增。

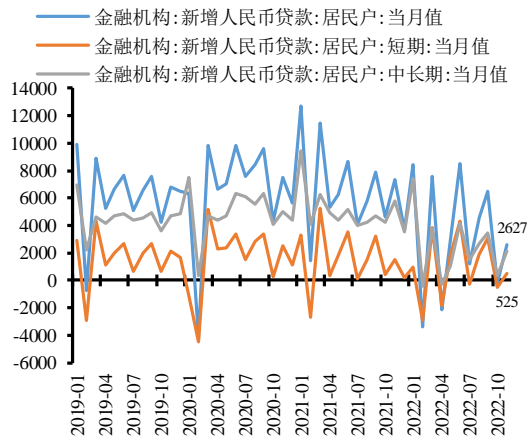


图 45 金融机构：新增人民币贷款：居民户：当月值 (亿元)

图 46 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

企事业单位贷款方面，11月企事业单位短期贷款-241亿元，同比少增651亿元，企事业单位中长期贷款7367亿元，同比多增3950亿元，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，制造业和基建发挥了重要的作用，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、金融支持房地产等各类政策，有力支持企事业单位的中长期贷款。



图 47 金融机构：新增人民币贷款：企事业单位：当月值 (亿元)

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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

存款活期化显著下降，资金流动性仍显充裕

2022年11月末，狭义货币(M1)余额66.7万亿元，同比增长4.6%，较上期下降1.2个百分点；广义货币(M2)余额264.7万亿元，同比增长12.4%，较上期提高0.6个百分点。



11 月 M2 同比增速创六年半新高，继续维持在高位，可见今年以来国内货币政策环境长期保持适度宽松，面对疫情的持续扰动，金融政策助企纾困、维持经济增长持续发挥着重要的作用。我们预测 11 月末 M2 同比增长 12%，低于实际值 0.4 个百分点，但高于市场预期均值，主要是低估了货币政策在 11 月持续发力稳经济的力度。

从 M2-M1 增速来看，11 月末 M2-M1 的同比增速为 7.8%，增速剪刀差较上期提高 1.8 个百分点，表明 11 月末货币存款活期化较上期继续下降，且本月下降幅度较大。这种现象的背后显示出疫情导致的预防性储蓄在持续增加，不仅包括居民的储蓄，也包括企业的定期存款。此外，今年以来房地产销售的持续低迷以及疫情防控引致的微观个体参与经济活动的频率下降也一定程度造成 M1 同比增速与 M2 同比增速的背离。

从社融-M2 增速来看，11 月末社融-M2 的同比增速为-2.4%，较上期下降 0.9 个百分点，显示自今年 4 月以来社融扩张速度持续弱于货币扩张速度，且增速差在持续扩大，预示着资金流动性持续充裕，在疫情等不确定性增强的背景下只存不贷、融资需求低迷现象较为显著。在偏宽松的货币政策基调下，信贷需求和货币宽松的错配现象较为严重，金融市场的资金在持续空转。

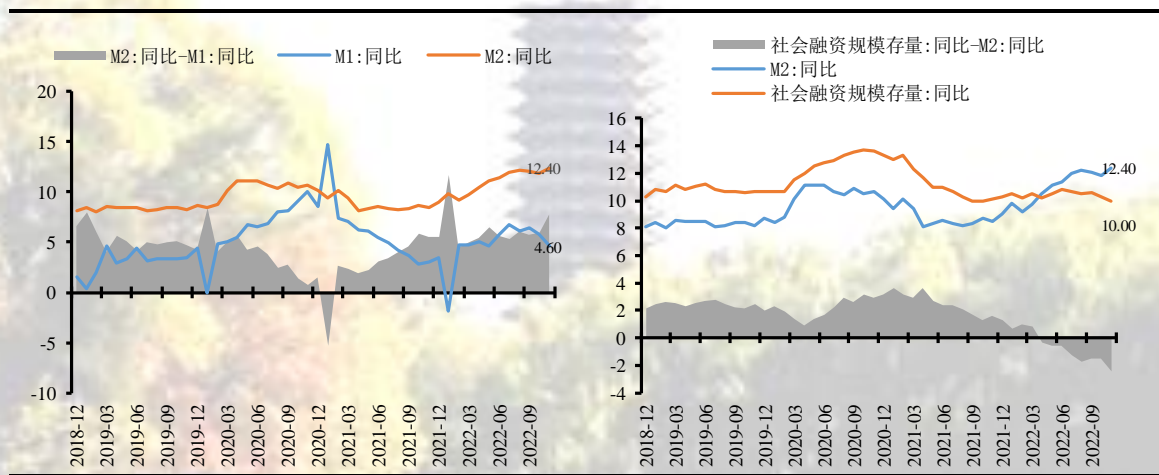


图 49 M1、M2 和 M2-M1 同比增速 (%)

图 50 社融、M2 和社融-M1 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

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，央行《2022 年第三季度中国货币政策执行报告》强调落实好稳经济一揽子政策和接续措施，把稳增长放在更加突出的位置，加大稳健货币政策实施力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，引导金融机构有力支持实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展、基础设施等领域，指导政策性、开发性银行用好用足政策性开发性金融工具额度和 8000 亿元新增信贷额度，引导商业银行扩大中长期贷款投放，将有力支持工业生产恢复；财政政策方面，12 月 6 日中央政治局会议指出“积极的财政政策



要加力提效”，删除了之前“更加注重精准、可持续”的提法，或意味着未来财政政策的加力范围较大，预计对工业生产产生支撑作用；疫情影响方面，仍存一定不确定性，短期可能继续为工业产出带来扰动，但随着稳经济各项措施显效，市场信心与活力恢复，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：随着疫情防控政策转向，国务院联防联控机制出台的十条疫情防控优化措施落实生效，宽松的政策会使新冠肺炎疫情迎来一次集中爆发，短期内会对消费产生一定的扰动，长期来看，疫情将逐渐常态化，大众会理性的面对病毒、科学的预防和治疗病毒，居民恐惧心理的消失叠加疫情防控政策的全面放开，前期由于接触风险和社交半径缩小抑制的消费需求将会迅速释放，服务类消费将逐步回归常态，促使消费迅速恢复。

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，加之 11 月央行再次降准都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，针对房地产融资“三支箭”齐发，从“贷款、债券、股权”三个方面支持民营房企融资，有助于促进房地产市场平稳健康发展。此外，由于房地产投资是民间投资的重要组成部分，这一举措将直接推动民间投资加快恢复。

出口方面：预计 12 月出口增速或仍将处于下行通道。一方面，去年 12 月出口金额达 3405 亿美元处于高位，在高基数效应的压制下，12 月出口仍面临压力较大；另一方面，全球通货膨胀高位运行，欧美经济下行压力增加，海外需求总额进一步收缩，叠加国内疫情不确定增加，或将不利中国出口。

进口方面：预计 12 月进口增速或仍将保持低位。一方面，出口下行压力增大，叠加冬季是开工淡季，国内对生产原料及中间品的进口需求下降，不利于进口增速；另一方面，全球经济下行压力增大，各发达国家流动性持续收紧，大宗商品价格整体回落，未来价格因素对进口增速的支撑将进一步削弱，但同时基数效应对进口的压制作用在 12 月将有所减轻。

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：预计 12 月及未来的信贷规模有可能走出 U 型走势。12 月尽管防疫政策开始转变，但政策放开初期引发的感染风波仍会在一定程度抑制经济的活力，但随着时间的推移最终会恢复常态，宏观经济运行将会好转，信贷需求将会合理增长。预计 12 月及未来的 M2 同比增速仍将维持高位。随着疫情防控政策的逐步放开，偏宽松的货币政策仍将助力宏观经济稳定恢复，加之今年上半年基数较低，未来 M2 同比增速仍将保持高位运行。



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。