



政策持续发力，实体经济恢复超预期

——蔡含篇

点评报告

A0012-20231115

2023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
经济增长			
工业增加值 同比(%)	4.6	3.2	4.3
社会消费品零售 总额同比(%)	7.6	7.0	7.3
固定资产投资 累计同比(%)	2.9	3.3	3.1
出口同比(%)	-6.4	-4.0	-3.1
进口同比(%)	3.0	-5.4	-4.3
贸易差额(亿 美元)	565.3	818.9	814.7
通货膨胀			
CPI 同比(%)	-0.2	-0.2	-0.1
PPI 同比(%)	-2.6	-2.7	-2.6
货币信贷			
新增人民币贷 款(亿元)	7384.0	6500.0	6411.8
M2 同比(%)	10.3	10.3	10.5

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

陈丽娜

黄昱程

邵宇佳

联系人：蔡含篇

联系方式：

gmjijy@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

- 政策刺激效果渐显，工业经济持续向好
- 消费结构改变释放信号，底部徘徊仍需“稳收入”巩固
- 政策调整企业暂时观望，稳增长意图增强投资或已在底部
- 内需修复外需收缩，进出口走势相悖
- 居民消费需求仍需提振，工业生产需求继续恢复
- 政府债券多发支撑社融，M1 同比增速降至低位
- 展望未来：稳增长政策持续发力，经济复苏继续

内容提要

随着国内稳增长政策持续加码，社会经济恢复常态化运行，10 月经济增速超预期增长。消费增长显著，投资虽然目前位于底部，但随着经济内生修复动能加强，叠加资金面的支持，投资年末上涨可期。综合来看，当前中国仍面临复杂多变的外部环境，外贸压力仍然较大，投资、消费需求仍在底部徘徊，恢复和扩大需求仍是巩固经济复苏基础的关键所在。

供给端

2023 年 10 月，规模以上工业增加值同比实际增长 4.6%，较上期上升 0.1 个百分点，国内工业经济表现超出市场预期。随着工业需求稳步回升，工业企业利润降幅收窄，工业经济逐步步入被动去库尾声，预计随着上游成本压力趋缓和中下游需求得到有效提振，工业经济有望继续恢复。

需求端

消费方面：2023 年 10 月份，社会消费品零售总额同比增长 7.6%，较 9 月份上涨 2.1 个百分点。受一系列稳增长、促消费、调预期政策影响叠加基数效应，10 月社会消费品零售总额增速继续上涨，消费继续释放企稳信号，但整体仍处于底部徘徊，仍需进一步稳定就业、收入预期。

投资方面：2023 年 1-10 月份，全国固定资产投资同比增长 2.9%，较 1-8 月份下滑 0.2 个百分点。稳增长政策密集出台，政策调整初期形势不够明朗，企业反而愈加踟蹰观望，阶段性抑制投资需求扩张。降准降息，稳增长意图进一步强化，投资增速或已在底部。

出口方面：2023 年 10 月份，中国出口总额 2748.3 亿美元，同比下降 6.4%，较 9 月降



幅扩张 0.2 个百分点，低于市场预期。一方面，地缘政治冲突多发，海外需求收缩，出口需求边际下降，中国对欧盟、日本出口降幅扩张明显；另一方面，汽车行业出口数据表现强劲仍是主要支撑，叠加去年同期低基数效应，对出口起到支撑作用，使得 10 月出口金额增速略有收窄。

进口方面：2023 年 10 月份，中国进口总额 2183.0 亿美元，同比增长 3.0%，进口增速由负转正，较 9 月上漲 9.3 个百分点，高于市场预期。宏观政策持续发力，中国经济释放积极信号，10 月制造业 PMI 生产经营活动预期为 55.6，反映企业预期乐观；价格方面，10 月价格因素贡献继续，使得 10 月进口金额增速由负转正，高于市场预期。

价格

CPI：2023 年 10 月，CPI 同比下跌 0.2%，较上月下降 0.2 个百分点，环比下跌 0.1%，较上月下降 0.3 个百分点。食品价格下跌是带动 CPI 回落的主要原因，具体表现为：受市场供应充足和消费需求季节性回落影响，食品价格继续拖累 CPI 同比表现。受节后出行需求回落影响，服务价格拖累非食品价格，但受国际原油价格上涨影响，工业消费品价格继续上涨。

PPI：2023 年 10 月，PPI 同比下跌 2.6%，较上月下降 0.1 个百分点，环比持平，较上月下跌 0.4 个百分点。上游原材料价格上涨叠加工业品需求回落成为 PPI 降幅基本不变的主要原因，具体表现为：受国际原油价格继续上涨影响，上游工业品价格环比持续上涨，而中下游工业品需求回落带动生活资料价格环比有所下跌。

货币金融

社会融资：2023 年 10 月，新增社会融资规模 18500 亿元，较去年同期多增 9366 亿元，超出市场预期。10 月社会融资规模好于预期主要受政府债券的强力支撑，表内融资有所支撑但力度不大，表外融资依旧表现平平，企业直接融资构成拖累。

人民币贷款：2023 年 10 月，新增人民币贷款 7384 亿元，同比多增 1232 亿元，高于市场预期。10 月份人民币贷款主要受票据融资的支撑，不管是短期贷款还是中长期贷款均形成了拖累。部门结构方面，居民户依然信贷需求不足，企事业单位信贷需求边际提升，后续还需进一步的政策出台提振市场信心。

M2：2023 年 10 月末，狭义货币（M1）余额 67.47 万亿元，同比增长 1.9%，较上期下降 0.2 个百分点；广义货币（M2）余额 288.23 万亿元，同比增长 10.3%，较上期持平，低于市场预期。整体而言，受 10 月政府债发行加速引致财政存款多增、居民部门新增存款继续累积增高以及去年同期基数下降的影响，M2 同比增速持平。



正文

工业增加值部分：政策刺激效果渐显，工业经济持续向好

2023年10月，国内工业经济表现超出市场预期，规模以上工业增加值同比实际增长4.6%（扣除价格因素的实际增长率），较上期上升0.1个百分点（三年复合增速4.4%，较上期下降0.2个百分点），其中高技术制造业同比增长1.8%。规模以上工业增加值环比上升0.39%，较上期上升0.03个百分点。2023年，1-10月规模以上工业增加值累计同比增长4.1%，较上期加快0.1个百分点，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2.9%，制造业同比增长5.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长1.5%，受高基数效应影响，电热燃水供应业增加值同比回落较多。10月，工业环比较上期继续上升，实际工业生产表现超出市场预期。随着工业需求稳步回升，工业企业利润降幅收窄，工业经济逐步步入被动去库尾声，预计随着上游成本压力趋缓和中下游需求得到有效提振，工业经济有望继续恢复。

分行业看，10月份，41个大类行业中有28个行业增加值保持同比增长，增长行业数量较上期有所增加，受中下游工业回暖影响，上涨动力主要来自于化工制造、有色黑色金属加工和汽车制造等，显示工业整体需求继续回升。其中，10月份，煤炭开采和洗选业同比增长3.3%，石油和天然气开采业同比增长0.4%，农副食品加工业同比增长0.7%，食品制造业同比增长4.7%，酒、饮料和精制茶制造业同比增长3.4%，纺织业同比增长2.0%，化学原料和化学制品制造业同比增长12.1%，非金属矿物制品业同比-1.1%，黑色金属冶炼和压延加工业同比增长7.3%，有色金属冶炼和压延加工业同比增长12.5%，通用设备制造业同比-0.1%，专用设备制造业同比增长2.7%，汽车制造业同比增长10.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长9.6%，电气机械和器材制造业同比增长9.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长4.8%，电力、热力生产和供应业同比增长0.9%。

分产品看，10月份，620种产品中有371种产品产量同比增长，工业产品产量增长数量较上期大幅提升，其中新能源汽车和原油加工仍是主要增长点。其中，10月份，钢材11,371.0万吨，同比增长3.0%；水泥19,121.0万吨，同比-4.0%；十种有色金属655.0万吨，同比增长8.2%；乙烯282.0万吨，同比增长5.6%；汽车277.9万辆，同比增长8.5%，其中，新能源汽车92.7万辆，同比增长27.9%；发电量7,044.0亿千瓦时，同比增长5.2%；原油加工量6,393.0万吨，同比增长9.1%。

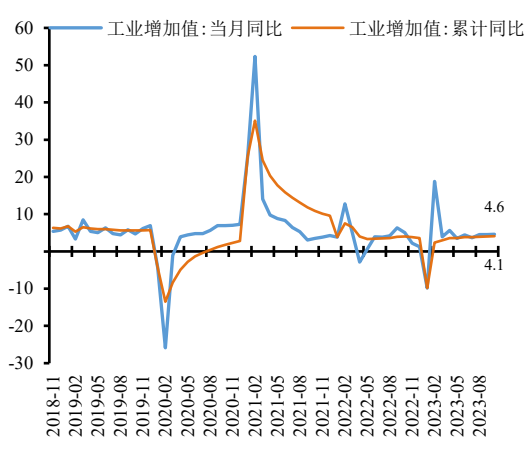


图1 工业增加值当月及累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

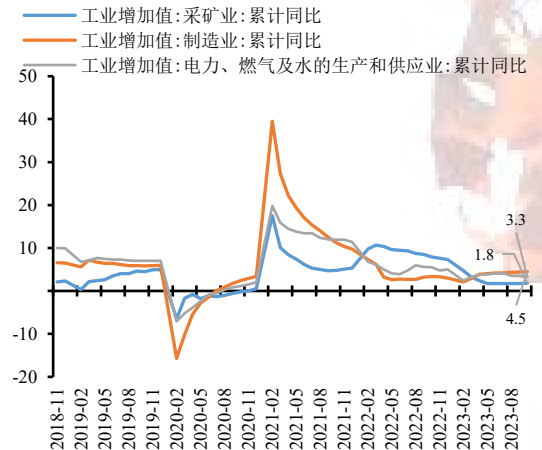


图2 中国三大门类工业增加值累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

消费部分: 消费结构改变释放信号, 底部徘徊仍需“稳收入”巩固

2023年10月份, 社会消费品零售总额同比增长7.6%, 较9月份上涨2.1个百分点。餐饮收入同比增长17.1%, 较9月份上涨3.3个百分点; 商品零售同比增长6.5%, 较9月份上涨1.6个百分点。受一系列稳增长、促消费、调预期政策影响, 10月社会消费品零售总额增速继续上涨, 消费继续释放企稳信号, 但整体仍处于底部徘徊。

本月数据反映出消费结构悄然改变的迹象。随着经济生产的恢复以及稳增长、促消费政策效应释放, 当前消费需求在逐渐的上涨, 消费结构展现出逐渐向疫情前恢复的迹象。一方面, 代表文娱生活消费的体育、娱乐用品类消费额增速已经连续两个月“两位数”上涨, 10月体育、娱乐用品类消费额同比增长25.7%, 较9月份上涨15.0个百分点; 另一方面, 代表生活必需品的粮油、食品类等消费额增速在逐渐的下降, 反映出居民消费正逐渐的从刚需向改善性消费转变, 正逐渐的向疫情前的消费结构转变。

尽管10月餐饮收入、商品零售额同比增速继续呈现不同程度的上涨, 其中, 无论是限额以上单位商品零售还是非限额以上单位商品零售额同比增速均连续三个月上涨。但后期消费全面平稳可持续的增长, 关键是稳定就业、收入预期。前三季度, 全国居民人均可支配收入29398元, 同比名义增长6.3%, 低于半年0.2个百分点。居民收入增速的下行是导致当前消费增速低位徘徊的根本因素, 同时也将影响居民消费上涨的可持续性。

从具体消费品类来看, 10月份, 文化办公用品类、通讯器材类、汽车类消费额分别同比增长7.7%、14.6%、11.4%, 分别较9月份上涨21.3、14.2、8.6个百分点是影响本月消费额增速上涨的主要消费品; 家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类消费额分别同比增长9.6%、1.7%、-4.8%, 受房地产市场走势逐渐平稳影响, 相关消费额增速出现不同



程度的上涨，但整体依然处于底部徘徊。

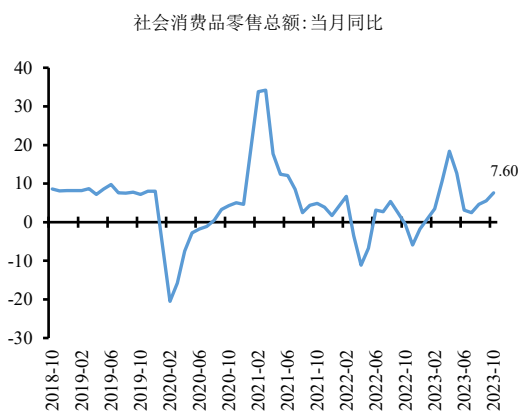


图3 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

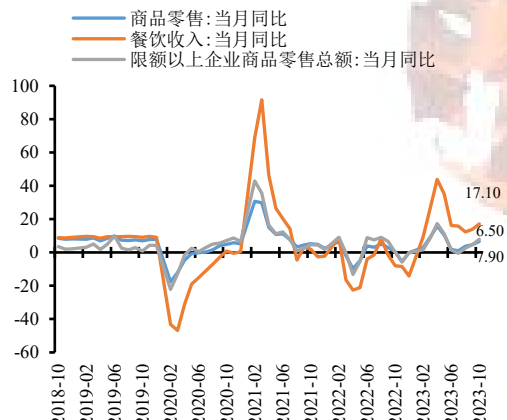


图4 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

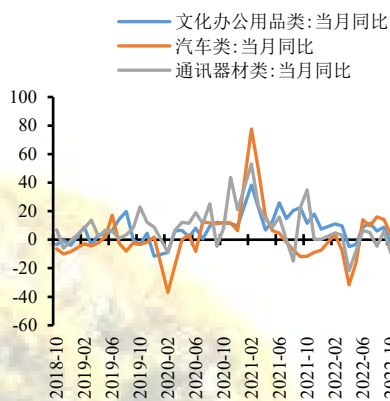


图5 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

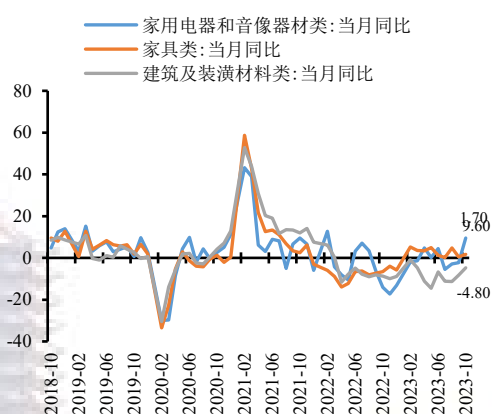


图6 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分：政策调整企业暂时观望，稳增长意图增强投资或已在底

2023年1-10月份，全国固定资产投资同比增长2.9%，较1-9月份下滑0.2个百分点，10月投资增速继续底部徘徊。其中，第一产业投资同比增长-1.3%，较1-9月份下降0.3个百分点；第二产业投资同比增长9.0%，较1-9月份持平；第三产业投资同比增长0.4%，较1-9月份下滑0.3个百分点。受三产投资增速下滑影响，本月投资增速出现明显的下行。第三产业部分，基建、房地产投资增速均出现了不同程度的下滑，1-10月份，基建、房地产投资同比增长5.9%、-9.9%，分别较1-9月份下滑0.3、0.2个百分点。

近期稳增长政策密集出台，释放出积极的信号。一方面，由于政策初期仍处于框架阶段，企业等待政策落地，阶段性踟蹰观望，暂时性抑制了投资增速上涨。1-10月份，内资企业投资同比增长3.2%，较1-9月份下降0.1个百分点。另一方面，受政策效应滞后以及实质性政



策的落地，预计当前投资增速或已在底，后期随着政策效果逐渐显现，投资增速应该逐渐上涨。本月制造业投资同比增长 6.2%，与 1-9 月持平。其中，处于工业基础地位，具有一定领先性的通用设备、专业设备投资增速在下半年以来持续上涨。1-10 月份，通用设备、专业设备制造业投资分别同比增长 5.2%、10.7%，较 1-9 月份上涨 0.1、2.5 个百分点。

调结构方面，高技术产业投资继续保持高位增长。1-10 月份，高技术产业投资同比增长 11.1%，较全部投资增速高 8.2 个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 11.3%、10.5%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长 37.3%、29.1%。

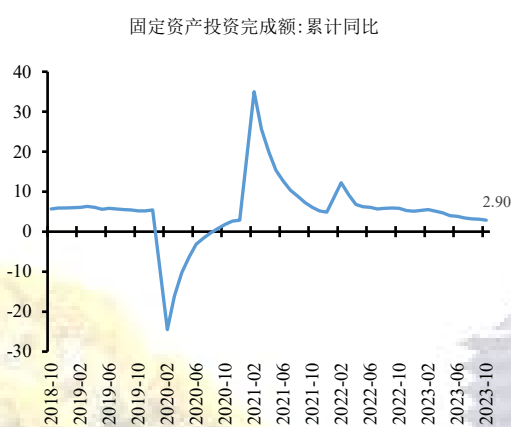


图7 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

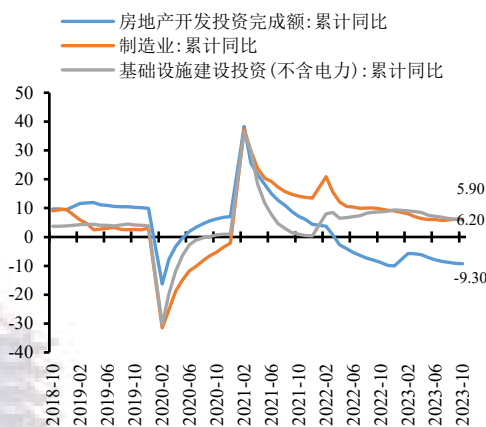


图8 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

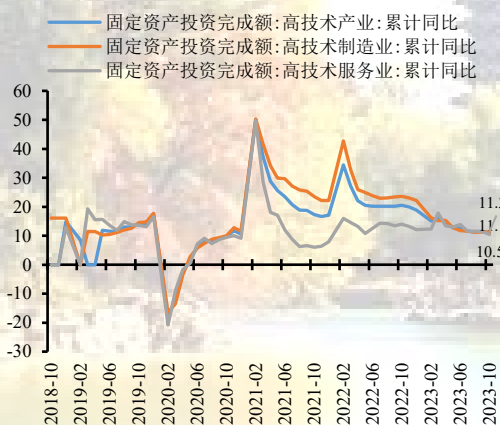


图9 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

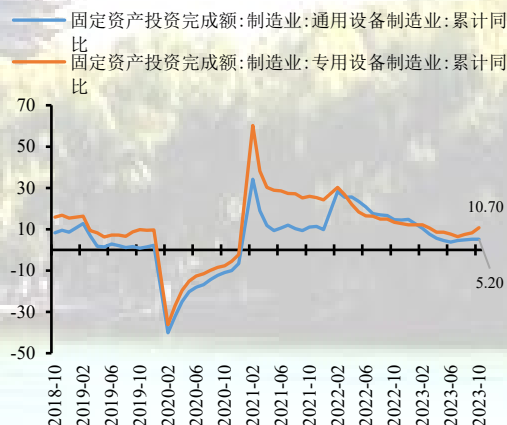


图10 民间投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

进出口部分：内需修复外需收缩，进出口走势相悖

2023 年 10 月份，按美元计价，中国进出口总值 4931.3 亿美元，同比下降 2.5%。其中，出口 2748.3 亿美元，同比下降 6.4%；进口 2183.0 亿美元，同比增长 3.0%；贸易顺差 565.3



亿美元。总体来看，10 月份出口增速略有下滑，几乎与前月持平；进口增速有负转正，进口增速显著上涨。

出口方面，一方面，地缘政治冲突多发，海外需求收缩，出口需求边际下降，中国对欧盟、日本出口降幅扩张明显；另一方面，汽车行业出口数据表现强劲仍是主要支撑，叠加去年同期低基数效应，对出口起到支撑作用，使得 10 月出口金额增速略有收窄，较 9 月下降 0.2 个百分点，低于市场预期。

进口方面，宏观政策持续发力，中国经济释放积极信号，10 月制造业 PMI 生产经营活动预期为 55.6，反映企业预期乐观；价格方面，10 月价格因素贡献继续，使得 10 月进口金额增速由负转正，较 9 月上涨 9.3 个百分点，高于市场预期。

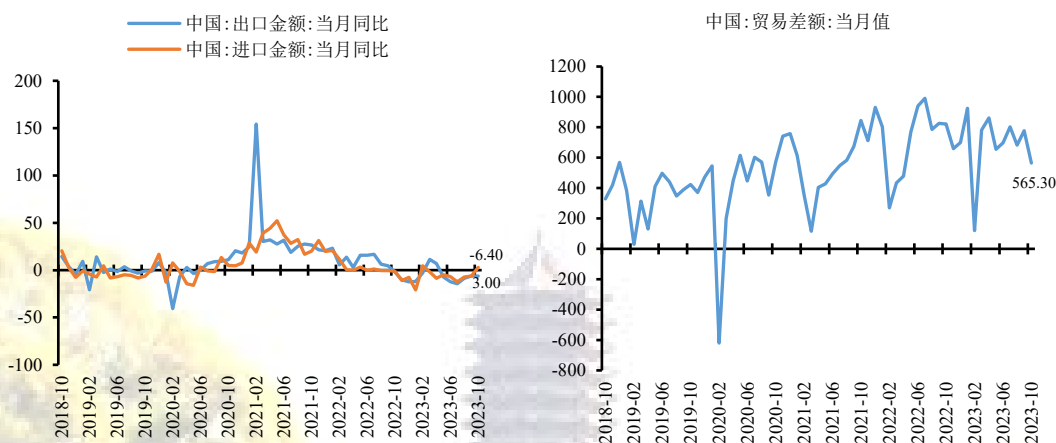


图 11 进出口额增速：当月同比（%）

图 12 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

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

外部需求弱于预期，出口增速略有下降

2023 年 10 月份，中国出口总额 2748.3 亿美元，同比下降 6.4%，较 9 月降幅扩张 0.2 个百分点，低于市场预期。海外需求弱于预期是本月出口降幅略有扩张的主要原因。10 月全球地缘政治冲突多发，地区战争外溢，拉低全球经济增速。10 月份，全球制造业 PMI 为 48.8，较上月下降 0.4 个百分点，全球制造业有所下行。全球及主要经济体 10 月综合 PMI，除美国较前月略有上涨外，日本、欧盟均较 9 月显著下滑，反映出 10 月全球经济相对下行，外需相对收缩。10 月份，中国 PMI 新出口订单为 46.8，较上月下降 1.0 个百分点，进一步佐证制造业出口需求有所下降。从我们的预测结果来看，出口增速低于我们的预期，这主要是由于低估了外部需求的收缩程度。

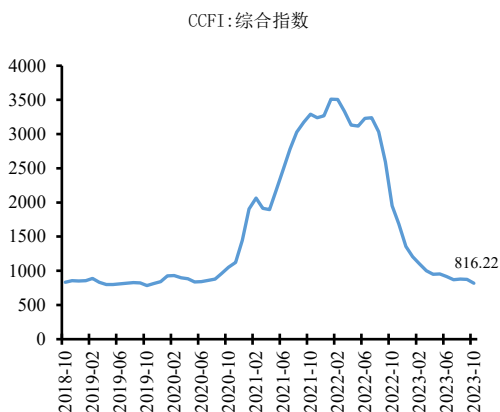


图 13 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

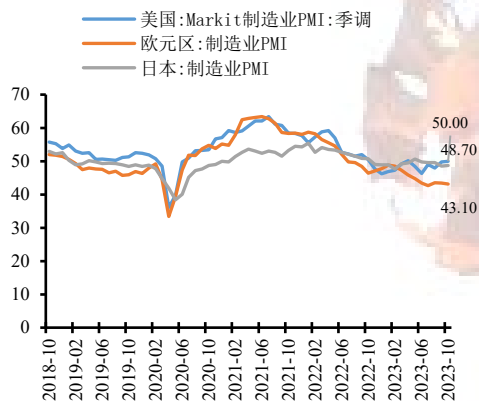


图 14 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 10 月的国别出口来看, 中国对欧盟、美国、东盟和日本出口的当月同比增速分别为 -12.56%、-8.19%、-15.10%和-12.99%, 中国对东盟、美国的出口增速均较 9 月小幅上涨, 其中受基数效应影响中国对美国出口降幅连续三个月收窄, 但对欧盟、日本出口增速降幅有所扩大。10 月份中国对俄罗斯的出口增速仍保持高位, 为 17.24%, 但受去年同期高基数效应影响, 本月涨幅较前月下降 3.34 个百分点。

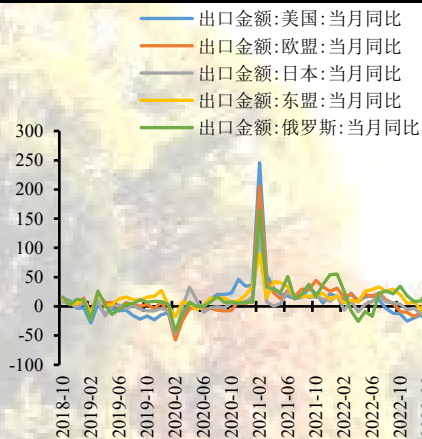


图 15 中国对主要经济体出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

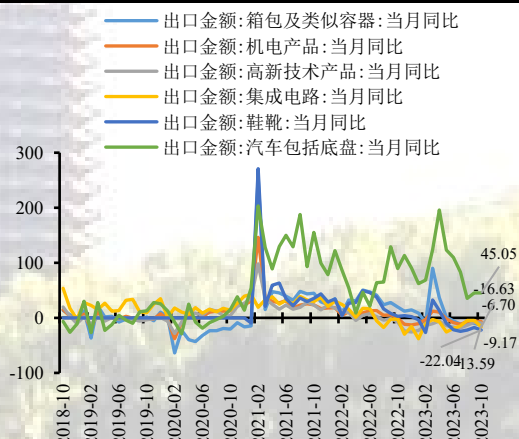


图 16 中国主要出口商品出口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 10 月的具体商品出口来看, 中国出口机电产品 1652.68 亿美元, 占中国出口总额的 60%, 仍在中国出口中占主导地位, 同比下降 6.7%。其中, 出口集成电路 111.78 亿美元, 同比下降 16.63%, 较上月下降 11.62 个百分点; 高新技术产品出口为 748.12 亿美元, 同比下降 9.17%; 汽车出口 102.74 亿美元, 同比增长 45.05%, 继续保持高位增长, 是本月出口的重要增长动能。

国内需求持续修复, 进口增速由负转正

2023 年 10 月份, 中国进口总额 2183.0 亿美元, 同比增长 3.0%, 进口增速由负转正,



较 9 月上涨 9.3 个百分点，高于市场预期。这主要是因为国内需求边际修复，尽管 10 月制造业 PMI 为 49.5，较 9 月下滑 0.7 个百分点，再次回到荣枯线以下，但这主要是由于“十一”节假日影响，难以作为需求收缩的判断，而且 PMI 生产活动预期为 55.6，显著高于荣枯线，反映企业对未来预期乐观。价格方面，价格因素仍对进口金额增速产生正的贡献，10 月 RJ/CRB 价格指数同比上升 1.6%。此外，从我们的预测结果来看，进口增速高于我们及市场的预期，可能原因在于低估了国内制造业弱复苏带来的进口需求的回升。

从 10 月的国别进口来看，中国对美国、欧盟、日本和东盟进口的同比增速分别为-3.73%、5.75%、-8.26%和 10.22%。数据显示，中国对美国、欧盟、日本、东盟的进口同比增速均有不同程度上升，其中对东盟、美国的涨幅最大，分别上涨了 17.18、8.89 个百分点。

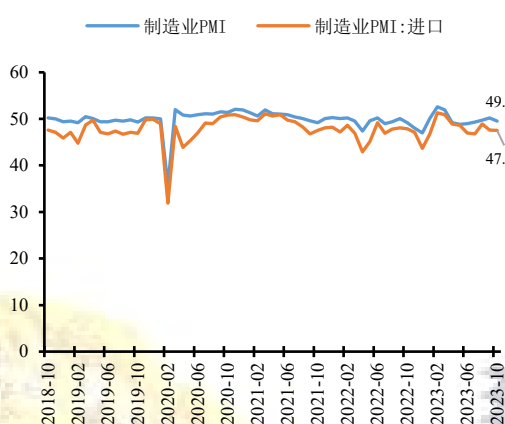


图 17 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

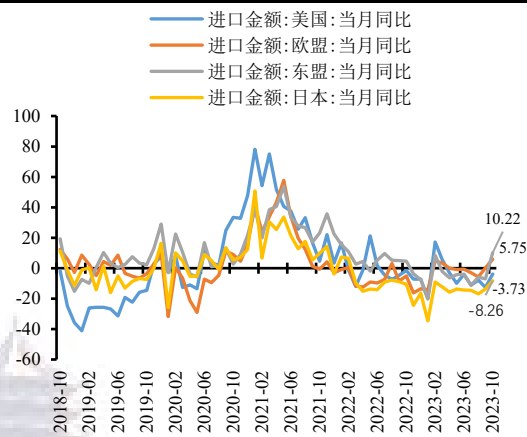


图 18 中国对主要经济体进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

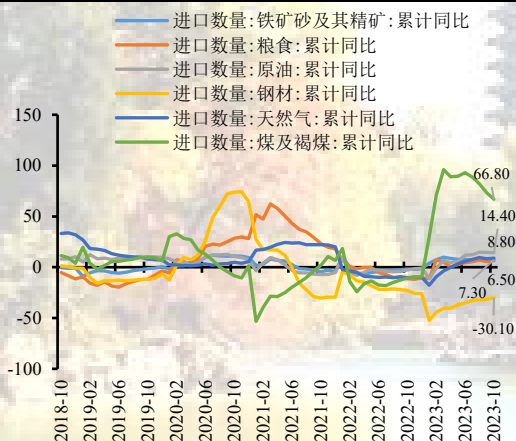


图 19 中国主要商品进口同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

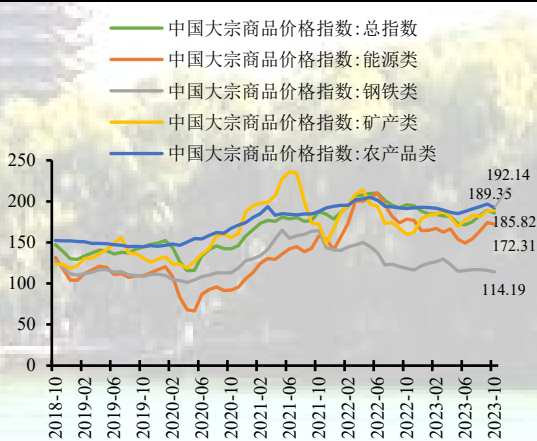


图 20 中国大宗商品价格指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从 10 月的具体商品进口来看，大宗商品方面，铁矿砂及其精矿、原油、煤及褐煤、天然气、钢材的进口量累计同比增速分别为 6.5%、14.4%、66.8%、8.8%和-30.1%；除煤及褐煤、钢材外，其他大宗商品进口数量累计增速均继续上涨。农产品方面，粮食进口累计同比



增速为 7.3%，较上月回升 1.8 个百分点，肉类进口累计同比增速为 3.8%，较上月下降 1.8 个百分点。

价格部分：居民消费需求仍需提振，工业生产需求继续恢复

2023 年 10 月，CPI 同比下跌 0.2%，较上月下降 0.2 个百分点，环比下跌 0.1%，较上月下降 0.3 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响约为-0.2 个百分点，较上月不变；新涨价影响约为 0 个百分点，较上月下降 0.2 个百分点。食品价格下跌是带动 CPI 回落的主要原因，具体表现为：受市场供应充足和消费需求季节性回落影响，食品价格继续拖累 CPI 同比表现。受节后出行需求回落影响，服务价格拖累非食品价格，但受国际原油价格上涨影响，工业消费品价格继续上涨。此外，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，较上月下降 0.2 个百分点，显示消费需求表现温和。我们预测 10 月份 CPI 同比-0.2%，与公布结果一致，符合预期。

2023 年 10 月，PPI 同比下跌 2.6%，较上月下降 0.1 个百分点，环比持平，较上月下跌 0.4 个百分点。其中去年价格变动的翘尾影响为-0.4 个百分点，较上月下降 0.2 个百分点；新涨价影响约为-2.2 个百分点，较上月 0.1 个百分点。上游原材料价格上涨叠加工业品需求回落成为 PPI 降幅基本不变的主要原因，具体表现为：受国际原油价格继续上涨影响，上游工业品价格环比持续上涨，而中下游工业品需求回落带动生活资料价格环比有所下跌。我们预测 10 月份 PPI 同比下跌 2.7%，高于公布结果 0.1 个百分点，误差主要来源是对工业生产资料价格的高估，以及数据精度问题。

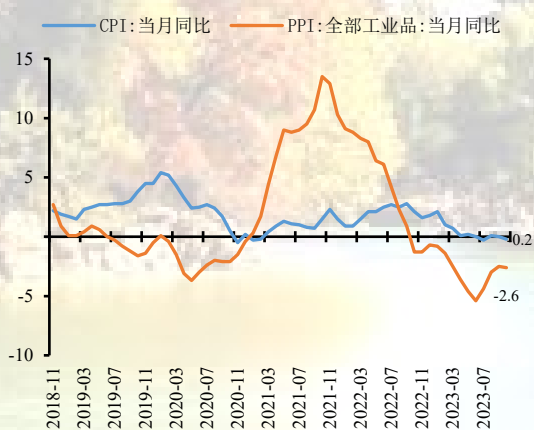


图 21 CPI、PPI 当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

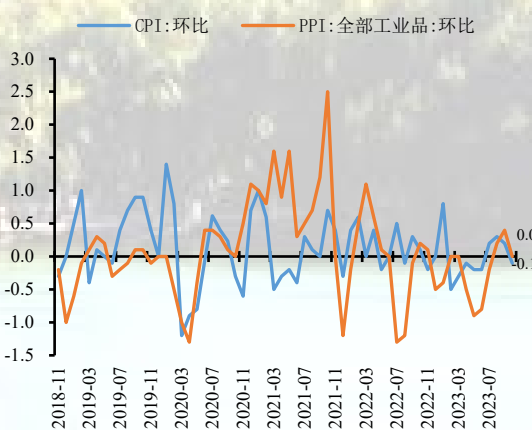


图 22 CPI、PPI 环比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

总体而言，居民消费端中，国际油价上涨带动工业消费品价格走强，食品价格涨幅符合季节性，造成 CPI 环比转跌。工业生产端中，上游原材料价格上涨叠加工业品需求回落造成



PPI 同比降幅基本不变。总的来说，成本推动、需求表现不强是本月物价表现的主要特点。

食品项价格环比回落，鲜菜蛋类是主要原因

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。10 月份，居民消费供需平稳，市场供应充足，物价运行平稳，具体而言：食品项价格环比转跌，其中鸡蛋、猪肉价格环比下跌是本月食品价格环比下跌的主要原因；非食品价格环比不变，其中工业消费品价格上涨是主要支撑。

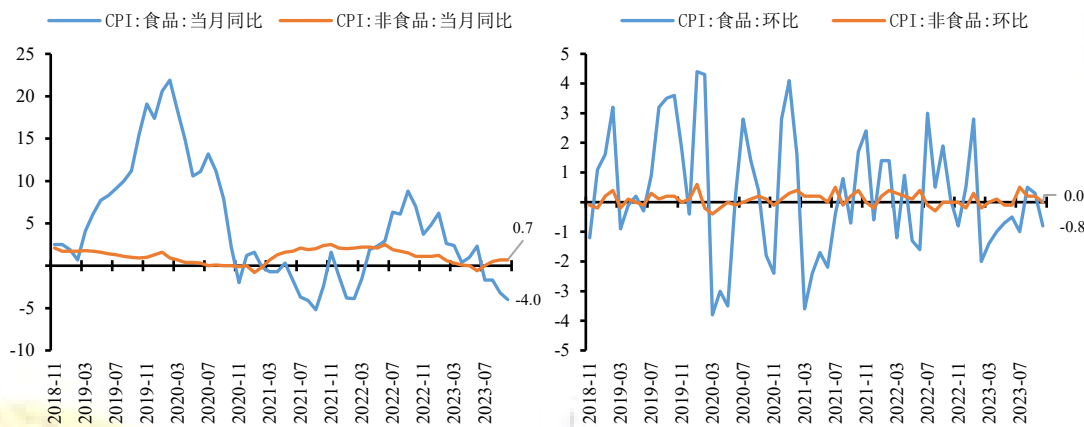


图 23 CPI 食品与非食品当月同比增速 (%)

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

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，食品价格下跌 4.0%，较上月下降 0.8 个百分点，影响 CPI 下降约 0.75 个百分点。受产能去化不足生猪存栏供应仍较多影响，猪肉价格下跌 30.1%，较上月下降 8.1 个百分点；受鲜蔬供应季大量上市叠加高基数效应影响，鲜菜价格下跌 3.8%，较上月上升 2.6 个百分点。

总体而言，食品项八大类价格同比分化（2 涨、5 跌、1 持平），其中畜肉类同比幅度最大（-17.9%），较上月同比变动分化（3 正、4 负、1 不变），其中蛋类同比变动最显著（-5.7%）。

表 1 食品八大项同比及较上月变动（单位：%）

食品八大类	粮食	食用油	鲜菜	畜肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果
10 月同比	0.6	-3.5	-3.8	-17.9	-0.5	-5.0	0.0	2.2
同比变动	-0.1	-0.4	2.6	-5.1	1.0	-5.7	0.0	2.5

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

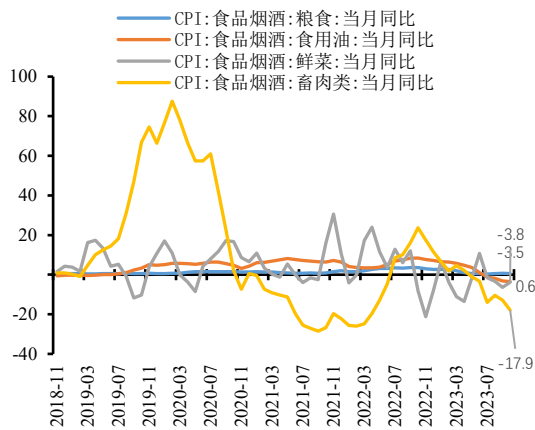


图 25 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

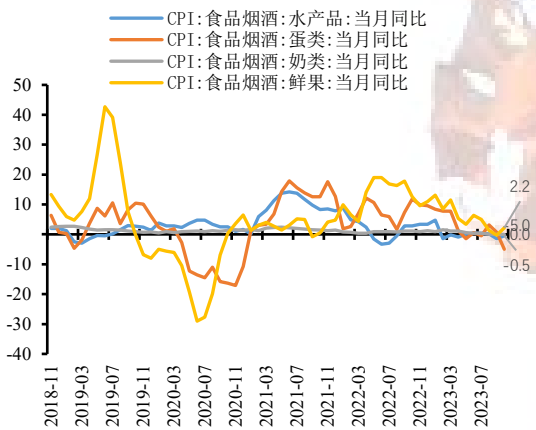


图 26 水产品、蛋、奶、鲜果价格同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

从环比看, 食品价格下跌 0.8%, 较上月下降 1.1 个百分点, 影响 CPI 下跌约 0.14 个百分点。受需求不足和供应稳定影响, 猪肉价格环比下跌 2.0%, 较上月下降 2.2 个百分点; 受季节性供应增加影响, 鲜菜环比下跌 1.9%, 较上月下跌 5.2 个百分点。

总体而言, 食品八大类价格环比普跌 (1 涨、5 跌、2 持平), 其中蛋类环比幅度最高 (-3.6%), 较上月环比变动分化 (3 正 5 负 0 不变), 其中蛋类环比变动幅度最大 (-6.4%)。

表 2 食品八大项环比及较上月变动 (单位: %)

食品八大类	粮食	食用油	鲜菜	畜肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果
10 月环比	0.0	0.0	-1.9	-1.0	-1.4	-3.6	-0.1	0.9
环比变动	-0.4	0.6	-5.2	-1.3	-0.6	-6.4	0.1	1.2

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

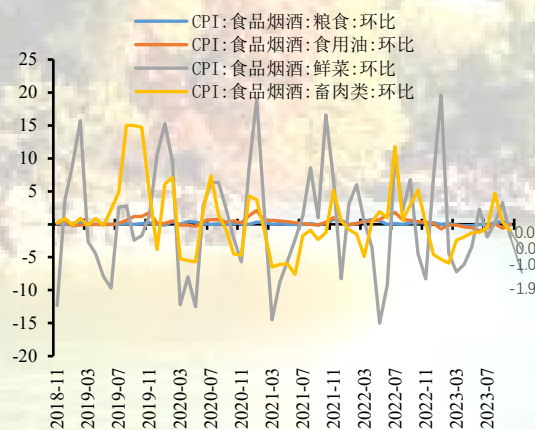


图 27 粮食、食用油、鲜菜、畜肉价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

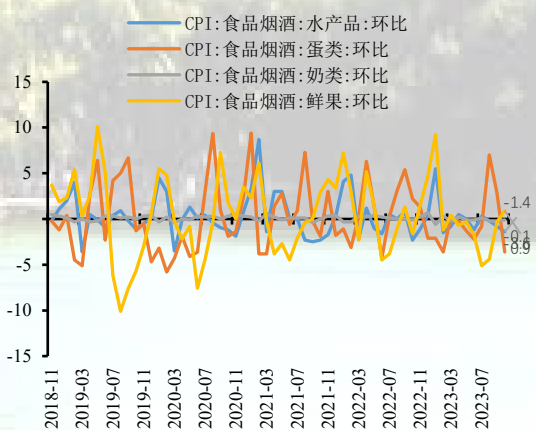


图 28 水产品、蛋、奶、鲜果价格环比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

非食品价格有所回落, 工业消费品价格领涨

非食品项中, 从同比看, 非食品价格上涨 0.7%, 较上月不变, 影响 CPI 上涨约 0.57 个



百分点。受汽油价格上涨影响，工业消费品价格下跌 0.1%，较上月继续上升；受出行需求回落影响，服务价格上涨 1.2%，较上月下降 0.1 个百分点。

总体而言，非食品项七大类价格除生活用品和交通通信外同比普涨，其中其他用品项同比涨幅最高（+3.6%），较上月同比变动普正（2 正 3 负 2 不变），其中交通通信项同比变动最明显（+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	其他用品
10 月同比	1.1	0.3	-0.6	-0.9	2.3	1.3	3.6
同比变动	0.0	0.1	-0.2	0.4	-0.2	0.0	-0.3

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

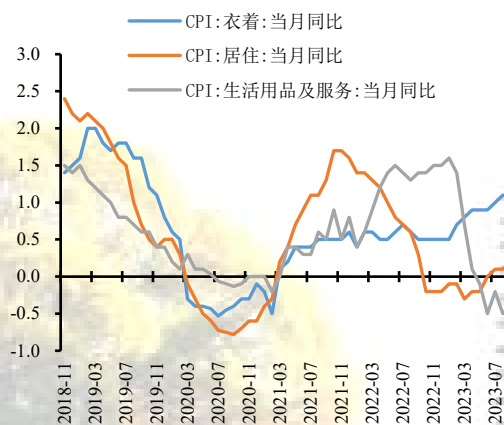


图 29 衣着、居住、生活用品及服务同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

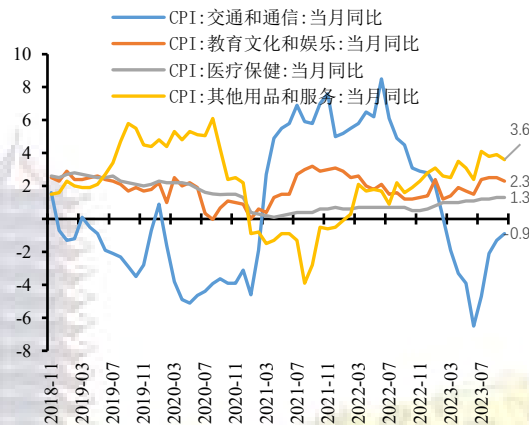


图 39 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，非食品价格环比持平，较上月回落 0.2 个百分点。受国际油价回升影响，工业消费品价格继续上涨；受节后出行需求回落影响，服务价格下跌 0.1%。

总体而言，非食品项七大类价格环比分化（3 正、0 负、4 持平），其中衣着项环比幅度最高（+0.2%），较上月环比变动分化（1 正、4 负、2 不变），其中衣着项环比变动最显著（-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
10 月环比	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
环比变动	-0.6	0.0	0.0	-0.1	-0.4	-0.1	0.2



数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

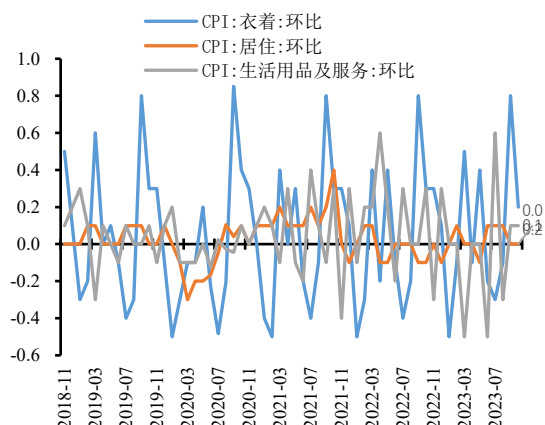


图 10 衣着、居住、生活用品及服务环比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

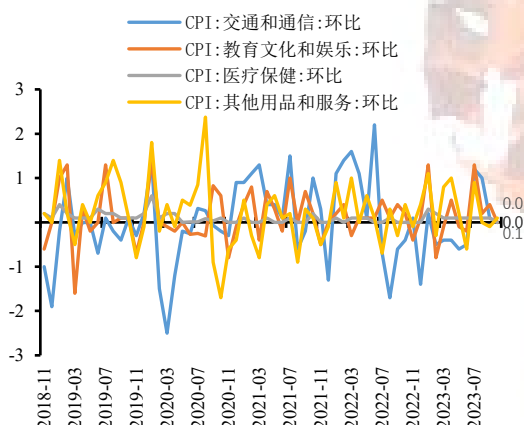


图 11 交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格、其他用品和服务价格环比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

生产资料价格环比回落，工业出厂价格降幅震荡

10 月份，受国际原油价格上涨和国内工业品需求恢复等多种因素影响，工业品价格走势整体上行，工业品价格环比持平，同比降幅震荡，具体而言：受工业上游原材料、能源品等价格震荡影响，高基数效应下生产资料价格同比仍低，但降幅在持续收窄；受上游工业传导及中下游工业需求回落影响，生活资料价格同比继续下跌。

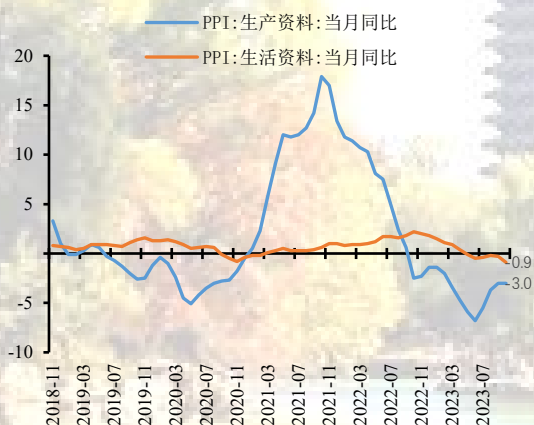


图 12 生产资料、生活资料价格同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

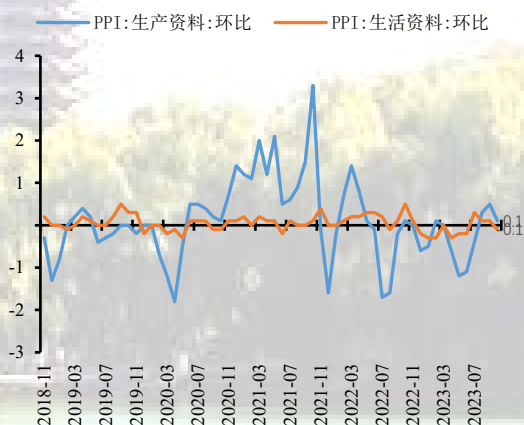


图 13 生产资料、生活资料价格环比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从同比看，10 月 PPI 下跌 2.6%，较上月下降 0.1 个百分点。受国际油价回升叠加高基数效应影响，生产资料价格下跌 3.0%，较上月不变，其中采掘工业同比下跌最为明显；受中下游工业需求不足影响，生活资料价格下跌 0.9%，较上月下降 0.6 个百分点，其中耐用消费品价格同比下跌最为明显。生产资料价格下跌是 PPI 同比的主要拖累。



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	-6.2	-2.3	-3.0	-1.2	0.4	0.4	-2.0
同比变动	1.2	0.5	-0.2	-0.9	-0.4	-0.3	-0.8

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

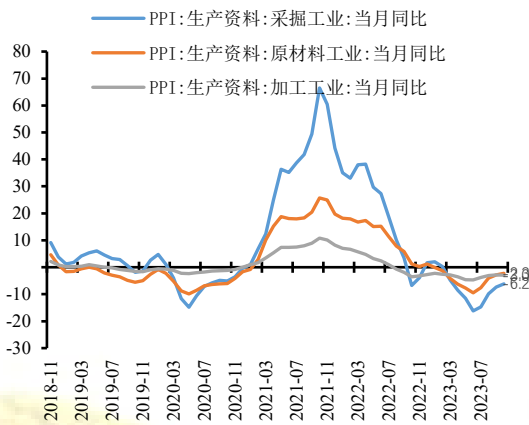


图 14 生产资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

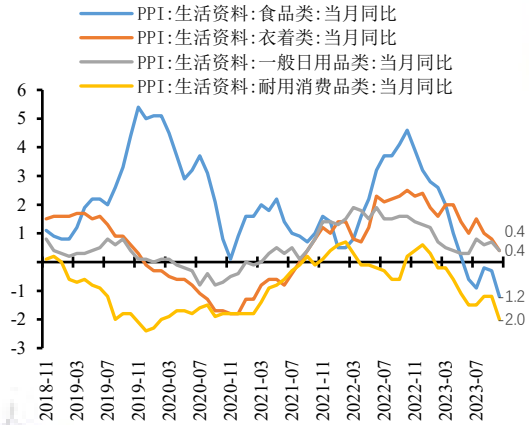


图 15 生活资料价格分项同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

从环比看，10月PPI环比持平，较上月下跌0.4个百分点。受工业中下游生产需求回落和石油及相关行业价格回升影响，生产资料价格上涨0.1%，较上月下降0.4个百分点，其中采掘工业价格回升是主要原因；生活资料价格下跌0.1%，较上月下降0.2个百分点，其中食品工业价格是主要原因。上游采掘、原材料工业价格上涨是PPI环比的主要支撑。

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	2.4	0.4	-0.2	-0.3	0.1	0.0	-0.1
环比变动	0.6	-0.9	-0.3	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

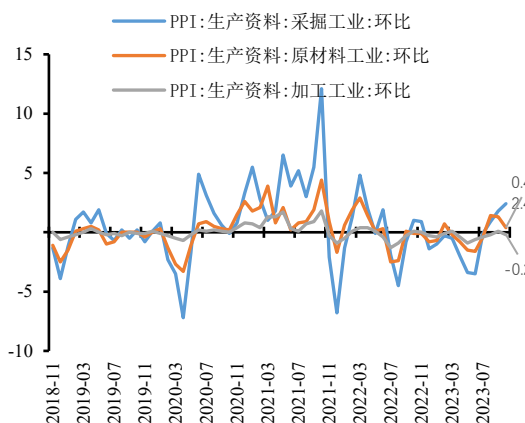


图 16 生产资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

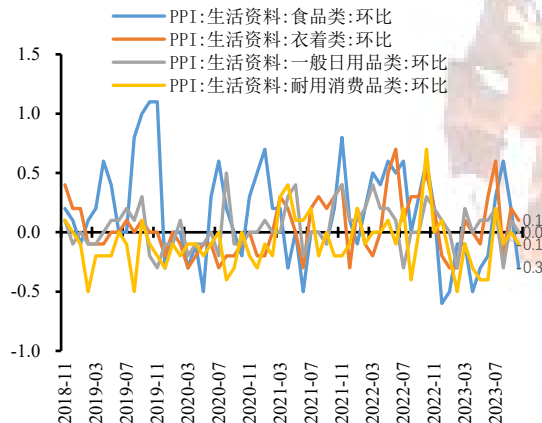


图 17 生活资料价格分项环比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：政府债券多发支撑社融，M1 同比增速降至低位

2023 年 10 月，新增社会融资规模 18500 亿元，较去年同期多增 9366 亿元，超出市场预期。10 月社会融资规模好于预期主要受政府债券的强力支撑，表内融资有所支撑但力度不大，表外融资依旧表现平平，企业直接融资构成拖累。

2023 年 10 月，新增人民币贷款 7384 亿元，同比多增 1232 亿元，高于市场预期。10 月份人民币贷款主要受票据融资的支撑，不管是短期贷款还是中长期贷款均形成了拖累。部门结构方面，居民户依然信贷需求不足，企事业单位信贷需求边际提升，后续还需进一步的政策出台提振市场信心。

2023 年 10 月末，狭义货币 (M1) 余额 67.47 万亿元，同比增长 1.9%，较上期下降 0.2 个百分点；广义货币 (M2) 余额 288.23 万亿元，同比增长 10.3%，较上期持平，低于市场预期。整体而言，受 10 月政府债发行加速引致财政存款多增、居民部门新增存款继续累积高以及去年同期基数下降的影响，M2 同比增速持平。

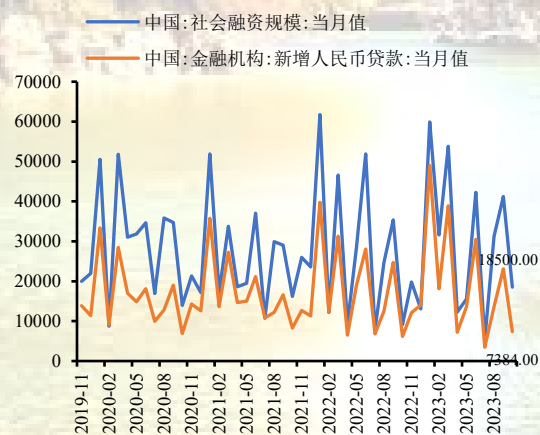


图 39 社会融资规模和新增人民币贷款 (亿元)

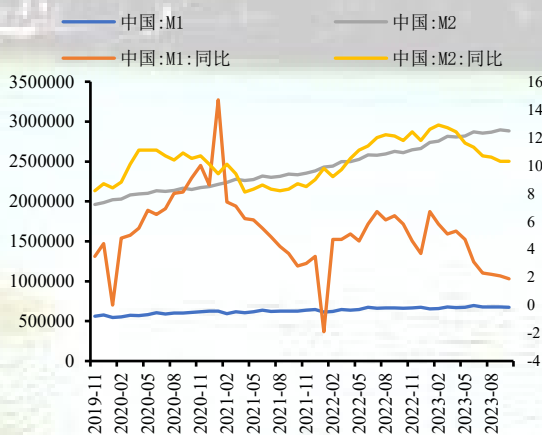


图 40 M1 和 M2 (左: 亿元; 右: %)



新增社融大幅同比多增，新增政府债券仍是主要支撑

2023年10月，新增社会融资规模18500亿元，较去年同期多增9366亿元，超出市场预期。其中，新增人民币贷款4837亿元，同比多增406亿元；新增外币贷款152亿元，同比多增876亿元；新增委托贷款-429亿元，同比少增899亿元；新增信托贷款393亿元，同比多增454亿元；新增未贴现银行承兑汇票-2536亿元，同比多减380亿元；新增债券融资1144亿元，同比少增1269亿元；新增股票融资321亿元，同比少增467亿元；新增政府债券15600亿元，同比多增12809亿元。整体而言，10月社会融资规模好于预期主要受政府债券的强力支撑，表内融资有所支撑但力度不大，表外融资依旧表现平平，企业直接融资构成拖累。

政府债券同比多增12809亿元强劲支撑本月社融规模。一方面政府债券错位发力，由于2022年政府债券前置发力明显，导致下半年基数较低，而2023年政府债券发力相对平缓，但总量不弱于去年，所以9月政府债券同比大幅多增，对社融形成较大支撑；另一方面10月起各地方政府为化债发行大量的特殊再融资债券，总规模已超过万亿。

表内融资同比多增1282亿元，政策推动略有显现。10月人民币贷款同比多增且增幅较上期由负转正印证了当前楼市政策松绑的信贷需求边际提升，而外币贷款在本月出现正增长且同比多增大幅高于上月一定程度得益于本月较好的进口表现。

表外融资同比少增825亿元，委托贷款持续大幅少增是主因。这主要受2022年同期国内推出政策性开发性金融工具，主要以委托贷款的方式投放，而今年目前还未推出新的政策性开发性金融工具，去年高基数效应导致本月委托贷款大幅少增。此外，本月信贷票据贴现大幅增加，一定程度挤压未贴现银行承兑汇票，进一步拉低表外融资。

企业直接融资同比少增1736亿元，继续表现偏弱，债券融资是本月的主要拖累，边际大幅转弱。尽管今年出台了相关支持政策如全面注册制等，但当前国内股市依然信心不足，具体表现在A股指数持续3000点左右波动，而债券融资在本月大幅偏弱主要受地方政府隐性债务化解提速所致。

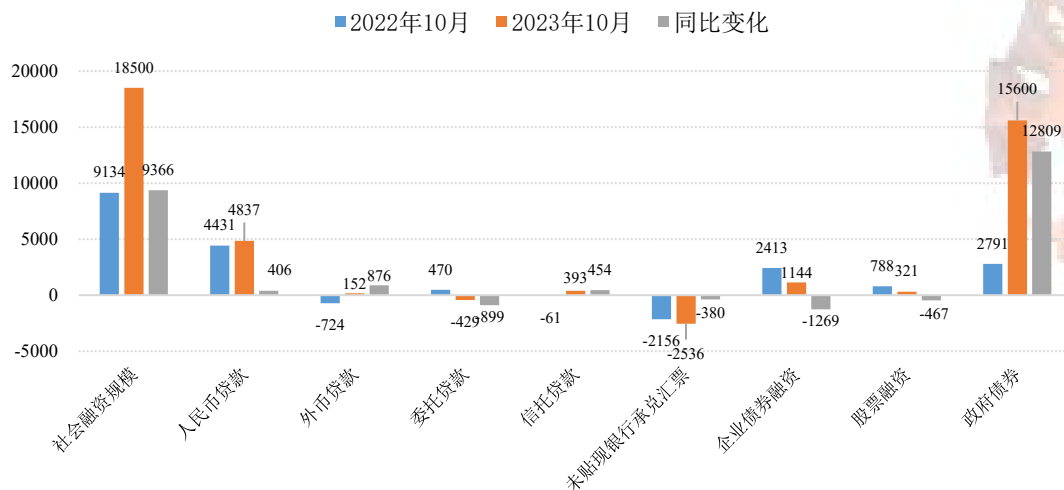


图 41 10 月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

信贷需求仍显不足，票据融资成主要支撑

2023 年 10 月，新增人民币贷款 7384 亿元，同比多增 1232 亿元，高于市场预期。其中，新增短期贷款-2823 亿元，同比多减 468 亿元；新增中长期贷款 4535 亿元，同比少增 420 亿元；新增票据融资 3176 亿元，同比多增 1271 亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款-346 亿元，同比多减 166 亿元，其中新增短期贷款-1053 亿元，同比多减 541 亿元；新增中长期贷款 707 亿元，同比多增 375 亿元；新增企事业单位贷款 5163 亿元，同比多增 5163 亿元，其中新增短期贷款-1770 亿元，同比少减 73 亿元；新增中长期贷款 3828 亿元，同比少增 795 亿元。整体而言，10 月份人民币贷款主要受票据融资的支撑，不管是短期贷款还是中长期贷款均形成了拖累。部门结构方面，居民户依然信贷需求不足，企事业单位信贷需求边际提升。

居民户信贷规模同比少增 166 亿元，主要受短期贷款显著偏弱所致。10 月短期贷款季节性负增长，同比多减 541 亿元，同比增幅由正转负，可能受前几个月一系列促消费等扩内需政策措施造成的信贷需求前置，而中长期贷款在全国各地楼市松绑政策持续落地以及降息等宽松货币政策的持续生效，楼市迎来一波高涨，推动中长期贷款同比多增，边际信贷需求持续多增，但后续持续性有待进一步观察。

企事业单位加杠杆势头维持减弱趋势，但受票据融资的大力支持，企事业单位信贷规模同比多增 537 亿元。其中，短期贷款多增 73 亿元，中长期贷款少增 795 亿元，信贷结构和规模均出现边际好转，但中长期贷款持续回落，反应企业信贷需求不足现象没有完全缓解，还需政策加持。

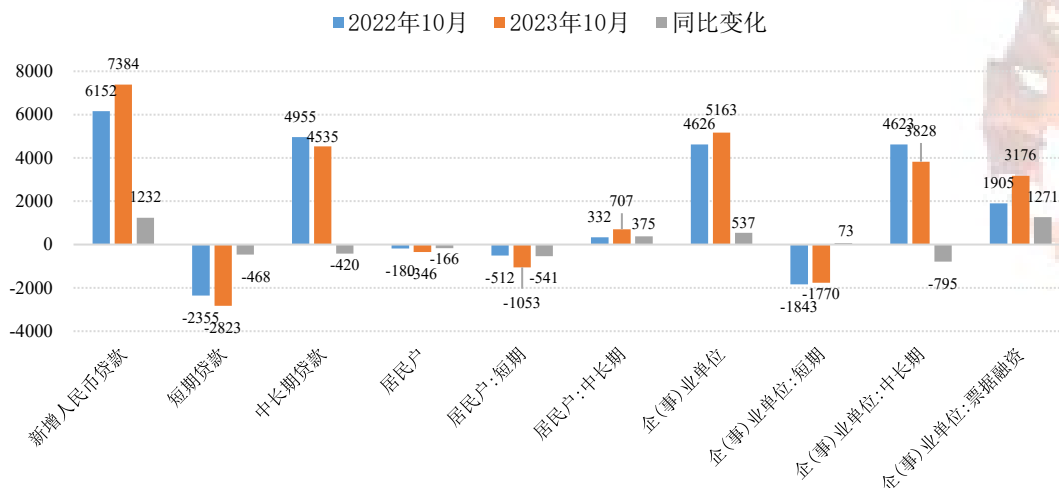


图 42 10 月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

M1 同比增速降至历史低位，M2 同比增速较上期持平

2023 年 10 月末，狭义货币（M1）余额 67.47 万亿元，同比增长 1.9%，较上期下降 0.2 个百分点；广义货币（M2）余额 288.23 万亿元，同比增长 10.3%，较上期持平，低于市场预期。整体而言，受 10 月政府债发行加速引致财政存款多增、居民部门新增存款继续累积增高以及去年同期基数下降的影响，M2 同比增速持平。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，10 月末两者的同比增速差为 8.4%，增速剪刀差较上期提高 0.2 个百分点。自 2023 年以来，M1 同比增速已经形成持续性下降的趋势，且本月的 M1 同比增速已经降至 2009 年初以来的低位（排除受春节效应的月份），显示市场资金活化程度持续较弱，表明实体部门支出意愿较为谨慎。这一定程度也是印证了企事业单位中长期贷款边际减弱的迹象，企业经营内生动力出现了波动，这也间接反映出市场预期还需进一步巩固。

从社融与 M2 的同比增速差看，10 月末两者的同比增速差为-1.0%，较上期继续减少 0.3 个百分点，增速差延续趋势性减少。自 2022 年 4 月以来社融扩张速度持续弱于货币扩张速度，且增速差持续为负，预示着资金流动性持续充裕。自今年以来，稳经济政策持续落地生效，尤其是第一季度政策发力显著，增速差持续减小，表明资金空转现象有持续缓解的趋势，但值得关注的是这种增速差的持续减少是以 M2 同比增速下降快于社融同比增速缓慢实现的。

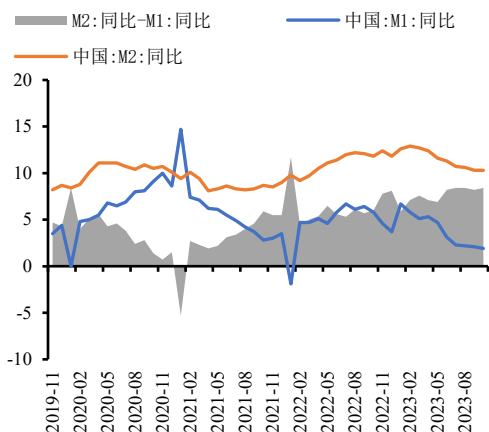


图 43 M1、M2 和 M2-M1 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

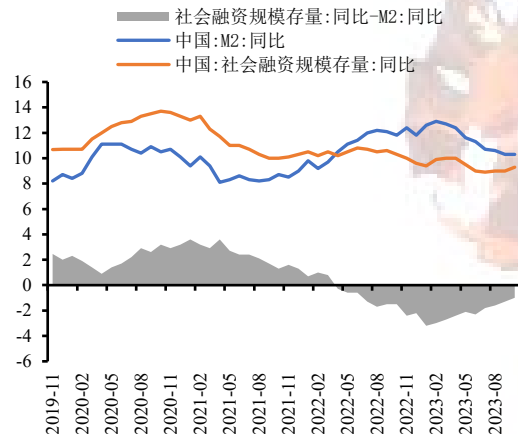


图 44 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

展望未来: 稳增长政策持续发力, 经济复苏继续

工业产出方面: 货币政策方面, 11 月上旬央行净投放 6000 亿 MLF, 加大中长期资金投放, 弥补银行中长期资金缺口, 从而稳定资金面的同时助力政府债券增量发行, 将有力支持工业生产活动; 财政政策方面, 四季度随着万亿国债增发, 财政政策呈现积极态势, 一方面积极出台落实减税降费政策, 另一方面加快地方政府专项债券发行和使用, 预计将继续对工业生产产生支撑作用; 其它方面, 四季度外部需求预计仍低迷, 未来或继续为工业产出带来扰动, 但随着稳经济各项措施显效, 国内市场信心与活力恢复, 工业经济将延续复苏态势, 预计在财政货币政策联合发力的综合作用下, 工业增加值同比将继续保持稳步回升态势。

消费方面: 预计 2023 年消费额增速或较 2022 年显著上涨, 全年消费额增速呈现两头高中间低的“U”型走势。其一, 2022 年社会消费品零售总额同比下降 0.2%, 是 1968 年以来的次低值, 2022 年消费额的负增长对今年形成了显著的低基数效应。其二, 疫情防控政策全面放开后, 接触性消费需求增加, 促进消费额增速上涨。其三, “稳增长, 扩内需”, 各地纷纷出台促消费政策, 对消费额增速上涨起到拉升作用。

投资方面: 随着“稳增长”政策效果的逐渐显现, 预计下半年投资增速或有小幅上涨, 全年投资走势或呈现两头高中间低的“U”型特征。7 月 27 日, 商务部等 9 部门办公厅联合印发《县域商业三年行动计划(2023-2025 年)》, 城乡流通领域的打通将带动投资增速上涨; 进一步对外开放尽可能的保证外需平稳, 利于国内投资需求的扩张, 自然走势下, 下半年整体投资环境好于预期。鉴于当前内生动力不足, 有效需求短期内难以显著上涨, 预计全年固定资产投资增速将平稳运行, 不会出现大幅上涨或下跌的状况。

出口方面: 四季度出口仍存在压力, 考虑到去年低基数效应, 四季度出口有望企稳回升。



一方面，全球制造业处在弱势复苏压力阶段，长期来看海外需求前景仍不乐观，叠加贸易摩擦不断，对出口增速形成不利影响；另一方面，国内外外贸保稳提质政策不断出台，RCEP 协议持续释放外贸红利，出口结构不断优化，新能源汽车行业成为外贸出口新引擎，叠加去年年末低基数效应的拉升作用，未来或将对出口增速形成支撑。

进口方面：预计未来进口增速或将延续复苏态势。一方面，国内稳经济政策将持续发力，有助于拉动国内需求恢复逐步回暖，保障经济基本面企稳回升，进口增速有望逐渐得到改善；另一方面，出口需求不足将抑制国内生产需求上涨，在海外经济增长放缓的情况下，而随着西方国家对我国出口限制加强，国内产业升级带来的进口替代效应也将削弱进口增速。

CPI 方面：食品项看，猪肉方面，在生猪供给仍高、疫后需求边际改善以及中央储备政策干预下，预计猪价或将触底回升；鲜菜鲜果方面，受季节性因素影响较大，如极端天气带来产量下降和物流仓储成本上升，因此存在一定程度波动性，预计持续增长；非食品项看，服务价格随经济提振保持平稳增长，工业消费品则随上游大宗商品价格回落继续回落。总的来说，受政策促进消费需求释放和低基数效应影响，CPI 整体处回升态势，消费品价格方面存在一定压力，服务价格方面则主要取决于需求恢复形势，预计 2023 年全年 CPI 同比增速约为 0.3%。

PPI 方面：油价方面，受 OPEC+ 减产供应政策和地缘政治因素影响较大，叠加全球流动性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，因此预计油价中枢将稳中趋降；有色金属行业方面，随着未来有色金属出口国供给逐步回升，需求依旧保持一定韧劲下，预计有色金属价格中枢震荡向上；黑色金属行业方面，受欧美加息及需求收缩影响，涨价风险并不高；化学原料制品行业方面，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，迎峰度夏时节下煤炭价格有阶段性上行压力。总的来说，随着疫情冲击对供应链的影响消退，全球流动性收紧下欧美发达国家经济面临衰退，全球大宗商品价格整体或将继续震荡回落，叠加高基数效应，预计 2023 年 PPI 同比增速约为 -3.0%。

信贷规模：预计未来第四季度信贷规模仍有支撑，但仍需进一步政策推动。2023 年第一季度稳增长政策发力明显，信贷投放力度较大，第二季度在降息等货币政策支撑下，信贷规模稳步扩张。进入第三季度，伴随楼市政策松绑以及宽松货币政策的持续推进，市场信心不足的现象得到短暂支撑，预计第四季度信贷仍将有政策支撑，但整体规模维持当前情况，难以出现大幅波动。

M2：预计未来第四季度 M2 同比增速继续维持下行趋势，但趋势减缓。一方面去年第四



季度 M2 同比增速基础较高形成压制，另一方面预计第四季度信贷需求难以实现高涨，同时叠加政府债的错位发力，也将拖累 M2 同比增速，所以后续 M2 同比增速回落趋势明显。此外，在当前政府债加速发行的背景以及年初经济增速目标，年底前不排除降准的可能，补充流动性，降息的可能性较小。





北京大学国民经济研究中心简介：

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

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

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

免责声明

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

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