需求扩张加码，供需匹配修复

——蔡含篇

点评报告　　A0011-20201215

2020 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	7.0	6.5	6.8
固定资产投资累计同比	2.6	2.7	2.6
社会消费品零售额累计同比	5.0	4.8	5.6
出口同比	21.1	8.0	9.5
进口同比	4.5	2.4	4.3
贸易差额（亿美元）	754.2	513.0	540.0
通货膨胀			
CPI 同比	-0.5	-0.1	0.1
PPI 同比	-1.5	-1.9	-1.5
货币信贷			
新增人民币贷款（亿元）	14300	14000	13573
M2 同比	10.7	10.5	10.6

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

纪　尧

康　健

邵宇佳

翟乃森

周　圆

联系人： 蔡含篇

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

- 工业生产持续改善，工业增加值延续增长
- 生产恢复，投资加码与调结构并举
- 就业好转，刺激消费增速上涨
- 外需持续回暖，出口增速超预期
- 进口增速持续恢复，力度较温和
- 食品供给增加，引致 CPI 增速下滑
- 需求扩张叠加原油价格上涨，PPI 降幅显著收窄
- 制造业数据回升叠加标准化票据管理办法影响减弱，人民币贷款同比增加
- 政府债集中发行，政府债券净融资支撑社融增加
- 财政性存款减少，M2 增速上升

2020 年 11 月份经济数据显示，疫情常态化下经济社会稳步恢复，就业形势好转，生产持续改善，需求企稳回升，供需匹配修复，物价总体平稳。

从需求端看，11 月份内外需求保持企稳回升态势，消费增速继续上涨，出口增速超预期增长，进口温和修复，投资增速加码上升。具体来看，社会消费品零售总额同比增长 5.0%，较上期加快 0.7 个百分点，消费增速继续上涨；生产恢复，投资加码与调结构并举，1-11 月份全国固定资产投资同比增长 2.6%，较 1-10 月份上涨 0.8 个百分点；全球经济持续复苏，出口延续增长趋势。按美元计价，11 月份出口额同比增长 21.1%，增速较上月提高 9.7 个百分点，大幅超出市场预期；进口额同比增长 4.5%，与市场预期基本一致，处于温和恢复当中。

从供给与价格看，工业生产继续改善，CPI 增速下滑，PPI 降幅收窄。具体来看，11 月份工业增加值同比增长 7.0%，较 10 月上涨 0.1 个百分点；11 月食品供给增加，CPI 同比下降 0.5%，居民消费价格同比增速由正转负；投资加码工业需求扩张，PPI 同比下降 1.5%，降幅明显收窄。

货币金融方面，制造业数据逐渐回升，促进企业中长期贷款增加的同时，随着市场对《标准化票据管理办法》逐渐适应，11 月份票据融资同比增加，使得新增人民币贷款同比增加。11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 400 亿元。财政性存款减少，M2 增速上升。

11 月末，广义货币(M2)余额 217.2 万亿元，同比增长 10.7%，比上月末上涨 0.2 个百分点。

工业增加值部分：工业生产持续改善，工业增加值延续增长

2020 年 11 月规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速较上月加快 0.1 个百分点，1-11 月规模以上工业增加值累计同比增长 2.3%，累计增速继续加快。从三大门类来看，2020 年 11 月份采矿业增加值同比增长 2.0%，增速较上月回落 1.5 个百分点；制造业增长 7.7%，增速较上月加快 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.4%，增速较上月加快 1.4 个百分点。可见，电力、热力、燃气及水生产和供应业的上升和制造业的增速保持是推动 11 月份整体工业增加值的主要动因。这一方面源于国内统筹疫情防控和社会经济发展工作的不断推进，使得工业服务业持续改善，国民经济恢复态势持续显现，例如规模以上工业企业利润总额增速实现年内首次由负转正；另一方面，外需进一步恢复，贸易结构不断改善，中国企业出口情况继续向好，对工业增加值的增长起到了推动作用。

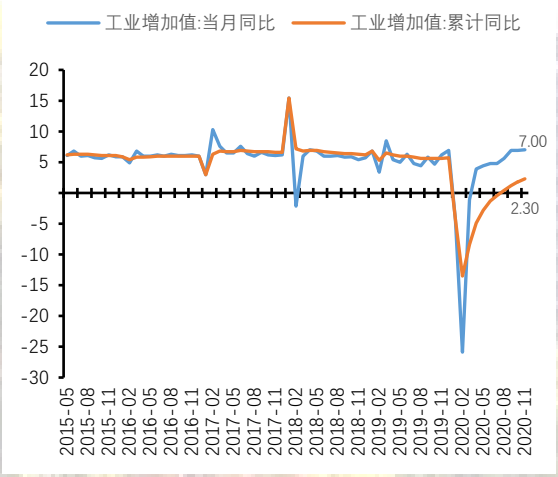

图 1 工业增加值当月同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

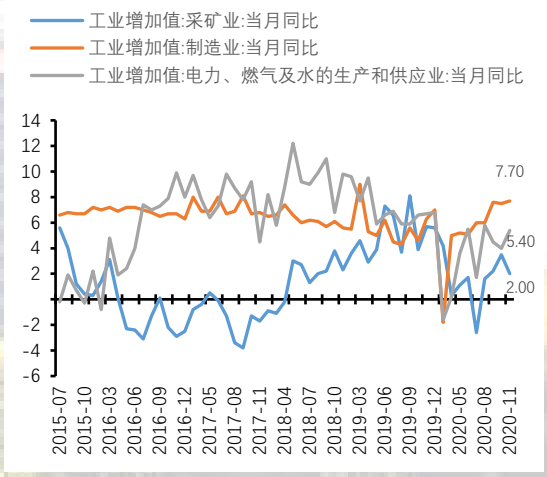

图 2 中国三大门类工业增加值当月同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

投资部分：生产恢复，投资加码与调结构并举

1-11 月份，全国固定资产投资同比增长 2.6%，增速较 1-10 月份上涨 0.8 个百分点。其中，第一产业投资同比增长 18.2%、第二产业投资同比下降 0.7%、第三产业投资同比增长 3.5%，分别较 1-10 月份上涨 0.9、1.4、0.5 个百分点。当前全国固定资产投资表现出两方面的特征，其一是投资增速在生产恢复的过程中持续上涨，其二是投资结构也在持续变化。

随着国内生产的持续恢复，固定资产投资增长显著。历史数据显示，往年四季度固定资

产投资累计增速走势通常较为平缓，但当前固定资产投资累计增速呈现出显著上涨的局面。因为 1-11 月份全国固定资产投资同比增速较 1-10 月份上涨 0.8 个百分点，而 2018、2019 年同期却仅仅波动了 0.2、0.0 个百分点。可见，当前固定资产投资增速处于加码恢复当中。

从投资结构来看，在稳增长和调结构并举的政策背景下，全国固定资产投资结构发生了显著变化。一方面代表高技术产业的医药制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速相对较高，分别高于全部固定资产投资增速 24.7、11.9 个百分点；另一方面代表传统刺激投资手段的基建投资增速相对较低，低于全部固定资产投资增速 1.6 个百分点。

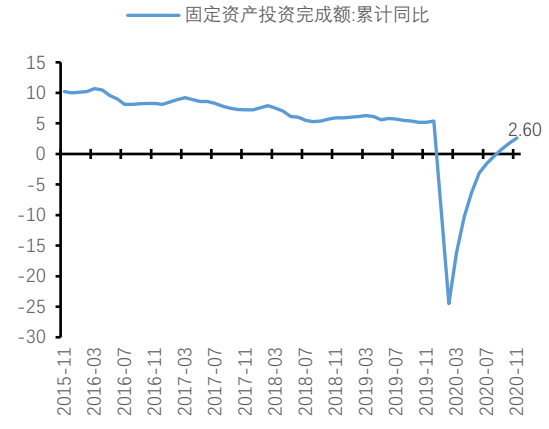

图 3 固定资产投资完成额:累计同比（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

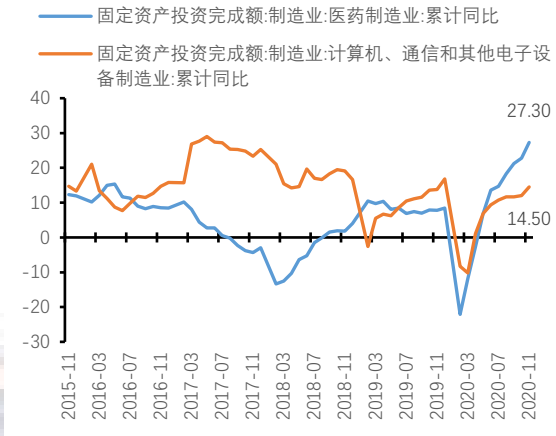

图 4 高技术产业投资增速高于全部投资增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

消费部分：就业好转，刺激消费增速上涨

11 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.0%，高于 10 月份 0.7 个百分点，消费增速继续上涨。从内部构成来看，汽车消费增速的快速上涨依然是当前整体消费的主要支撑。因为在剔除汽车消费之后的社会消费品零售总额同比增长为 4.2%，低于全部消费增速。可见，汽车消费增速的大幅增长，使得整体消费增速被拉高 0.8 个百分点。2020 年汽车消费增速的快速上涨主要源于各种汽车消费的促销政策。

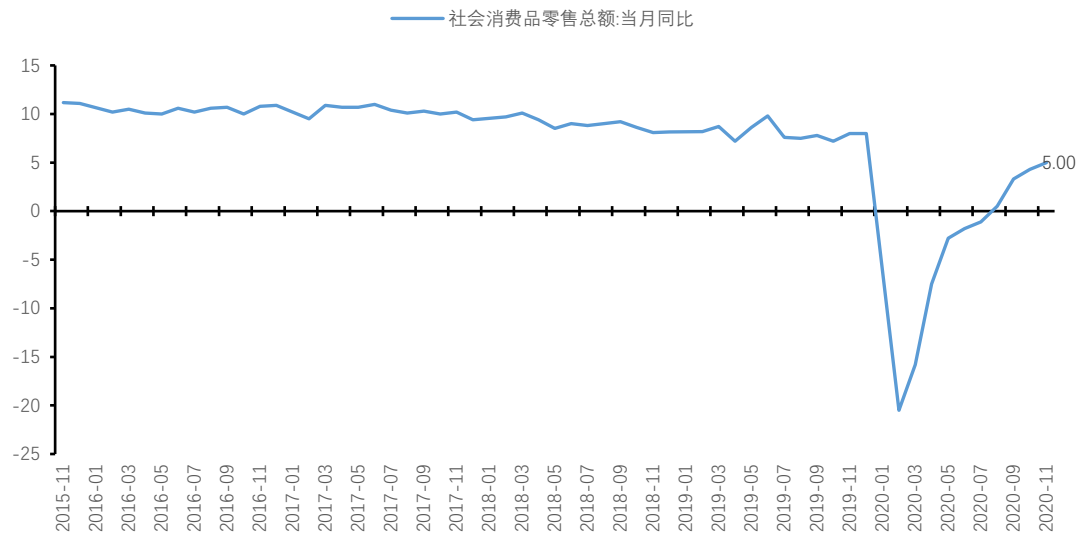

图 5：社会消费品零售总额:当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

11 月份社会消费品零售总额增速继续上涨是由两方面因素导致的。一方面，“双十一”各种打折促销使得部分商品的销售额显著上涨，对整体消费额增速的上涨起到带动作用。例如，与 10 月份相比，11 月化妆品、通讯器材消费额增速分别上涨 14.0、35.5 个百分点。另一方面，近期数据显示，就业形势好转，稳定的就业和收入预期刺激了消费上涨。11 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，比 10 月份下降 0.1 个百分点。

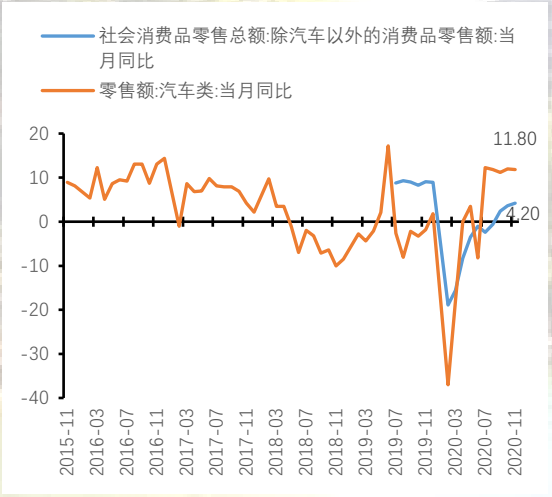

图 6 汽车消费快速上涨支撑整体消费（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

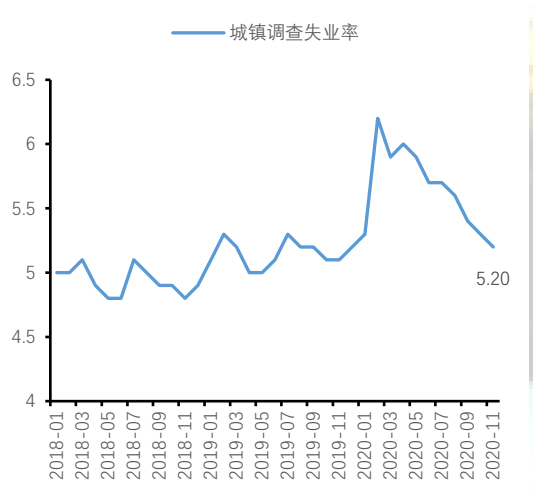

图 7 失业率下降带动消费上涨（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

进出口部分：出口依旧强势，贸易顺差创新高

中国 11 月（以美元计）出口同比增 21.1%，进口同比增 4.5%，贸易顺差 754.2 亿美元。

从出口情况看，外需持续回暖，出口增速超预期；从进口情况看，进口增速持续恢复，但是力度较温和。由于出口表现超预期，贸易顺差创新高。

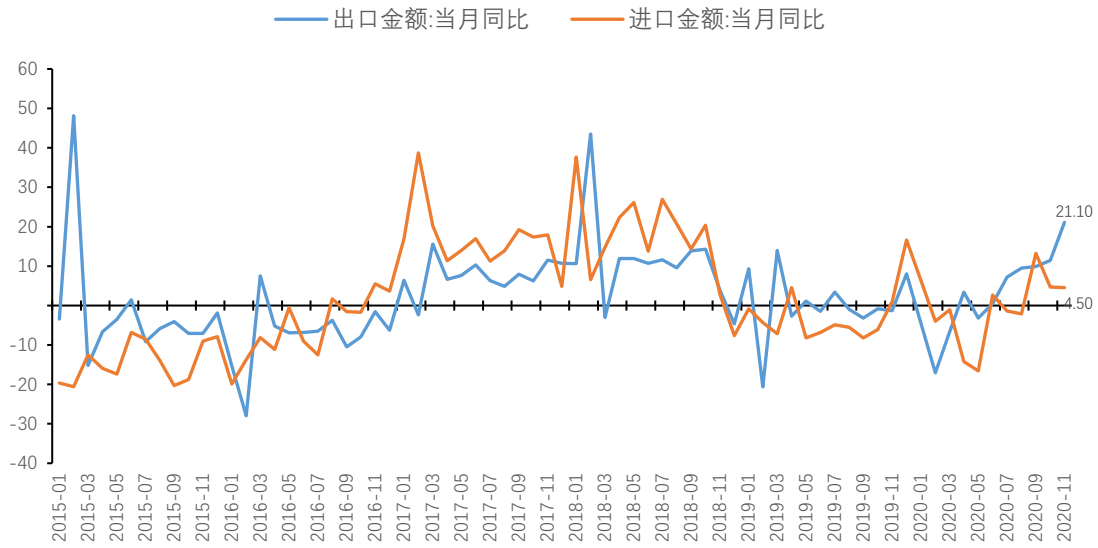

图 8 进出口额增速：当月同比（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

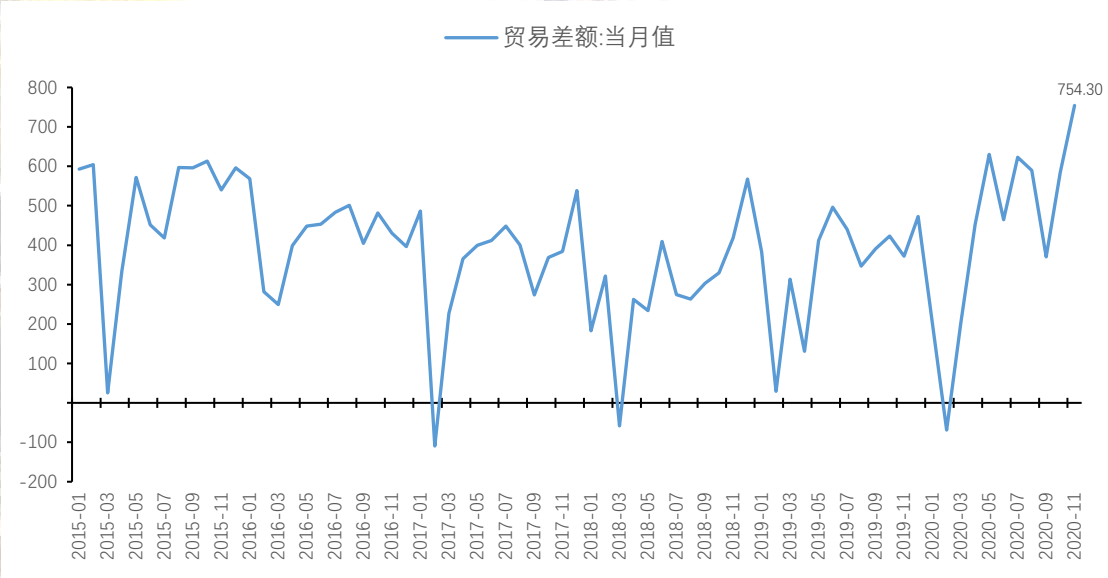

图 9 中国贸易差额：当月值（亿美元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

外需持续回暖，出口增速超预期

按美元计价，11 月份出口额同比增长 21.1%，增速较上月提高 9.7 个百分点，远超市场预期。从七月份开始，中国外贸出口已经连续四个月正增长，11 月份出口增速更是进一步提高。首先，外需持续修复是出口增速逐步恢复的主要支撑，从 11 月份主要经济体的表现看，

美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值上扬至 56.7，创 2014 年 9 月份以来新高；欧元区制造业 PMI 为 53.8，高于市场预期的 53.1；同时，欧洲疫情反复造成其供需缺口扩大，也增加了对进口的需求，中国出口集装箱综合运价指数平均值为 1125.02 点，较上月平均上升 7.0%，新出口订单指数为 51.5，较上月上升 0.5，与出口相关的高频数据显示中国出口需求强劲，对本月出口形成明显支撑。除此之外，去年同期出口增速较低（-1.27%），也是拉升本月出口增速的因素。

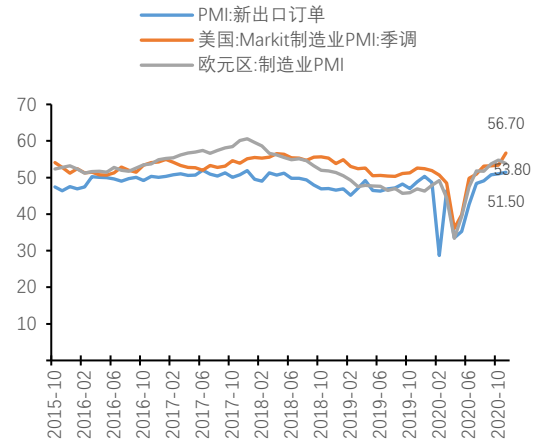

图 10 全球制造业 PMI、中国新出口订单 PMI（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

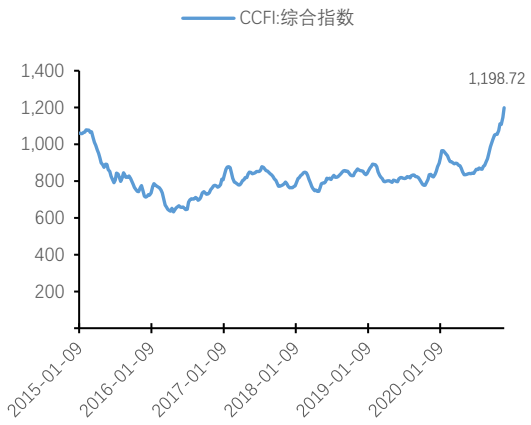

图 11 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

进口增速持续恢复，力度较温和

按照美元计价，11 月份进口额同比增长 4.5%，与市场预期基本一致。从三季度末开始，进口增速逐步恢复转正，已经连续三个月正增长，但是恢复力度相对温和。从进口的高频数据看，11 月份中国进口集装箱综合运价指数平均值为 886.23，较上月上升 0.4%，制造业 PMI 为 52.1%，生产活动活跃，国内经济的逐步恢复是支撑进口的主要方面，但是国内消费恢复仍缓慢，加之去年同期高基数效应的影响，使得进口增速恢复力度相对温和。

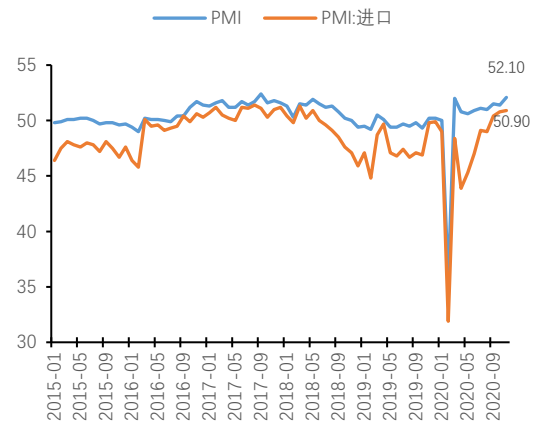

图 12 主要 PMI 指数（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

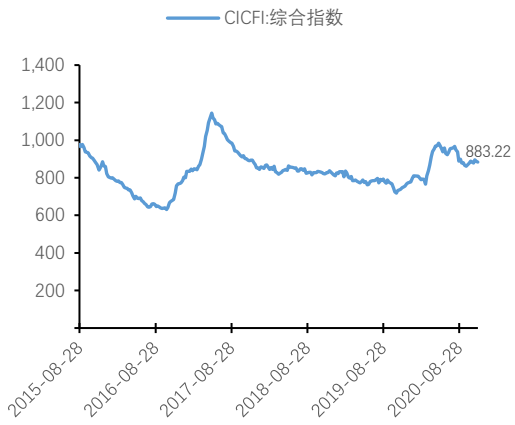

图 13 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

对主要国家和地区的出口增速均有改善，大宗商品需求保持上升趋势

分国别来看，1-11 月份对东盟、欧盟、美国、日本和韩国前 5 大贸易伙伴进出口均保持增长趋势。以人民币计，对东盟、欧盟、美国、日本、韩国进出口总额分别增长 6.7%、4.7%、6.9%、1.4%、0.9%，对欧盟、美国、韩国进出口累计增速较 10 月有所改善。东盟为中国最大的对外贸易伙伴，进出口总额 4.24 万亿元，占比达到 14.6%；欧盟为第二大贸易伙伴，与欧盟贸易总值为 4.05 万亿元，占外贸总值的 13.9%；美国为中国第三大贸易伙伴，中美贸易总值 3.65 万亿元，占外贸总值的 12.6%；日本、韩国为第四、五大贸易伙伴，中日、中韩贸易总值分别为 2 万亿、1.8 万亿，合计占外贸总值的 13.1%。

从大宗商品的进口量上看，国内经济延续回暖趋势，1-11 月份对于主要大宗商品需求仍保持上升势头，铁矿砂、原油、天然气进口量累计同比增速分别为 10.9%、9.5%、3.9%；农产品方面，大豆、肉类进口累计增加 17.5%、63.1%，进口需求仍处于高位。

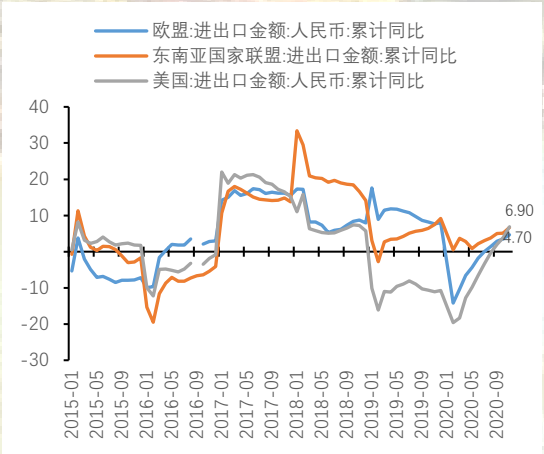

图 14 中国对主要经济体进出口同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

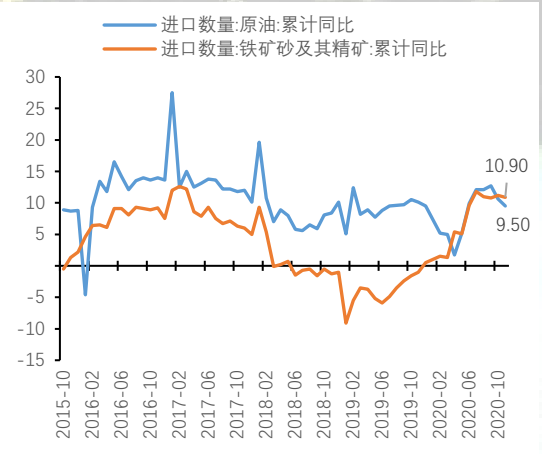

图 15 主要商品进口量累计同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

价格部分：食品供给扩张 CPI 增速由正转负

11 月份，CPI 同比下降 0.5%，CPI 增速由上月的正增长转为负增长；PPI 同比下降 1.5%，降幅较前月收窄 0.6 个百分点，CPI、PPI 剪刀差继续收窄。CPI 方面，本月 CPI 同比负增长是 2009 年以来首次由正转负，这主要是由于食品供给增加以及高基数效应导致的；PPI 方面，需求扩张叠加原油价格上涨，PPI 降幅显著收窄。

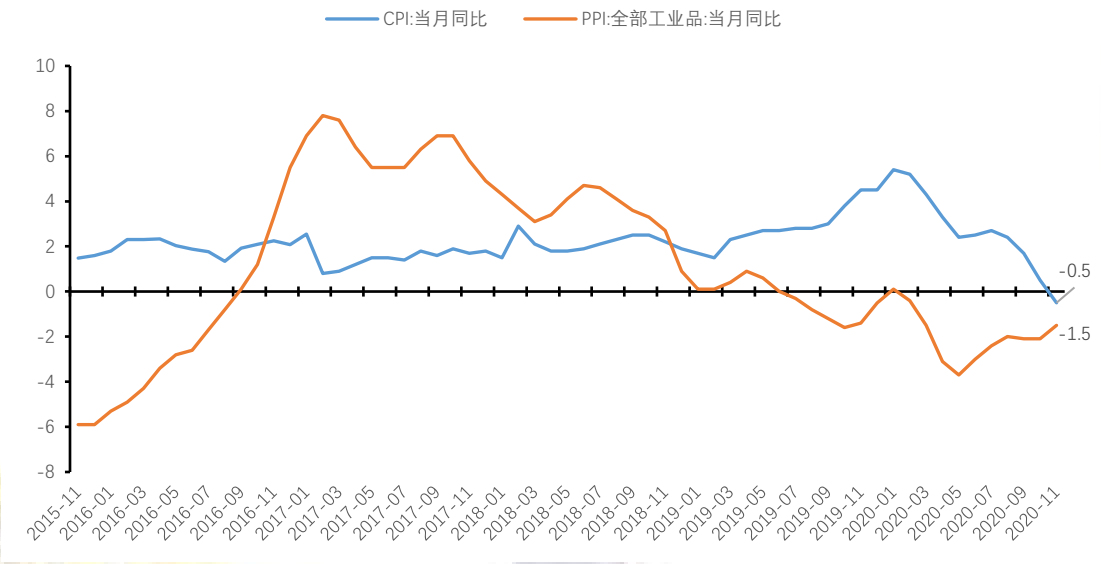

图 16 CPI、PPI 同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

食品供给增加，引致 CPI 增速下滑

10 月份，CPI 同比下降 0.5%，CPI 增速由上月的正增长转为负增长，是 2009 年以来首次由正转负。本月 CPI 增速下滑主要是受食品价格增速大幅下滑的拖拽。食品价格由上月的同比增长 2.2%，下滑至本月同比下降 2.0%，食品价格增速下滑 4.2 个百分点。

导致食品价格增速下滑的主要影响因素有两点：其一是食品供给的增加，其二是去年同期的高基数效应。食品供给的增加引致食品价格增速的下滑，主要体现在猪肉供给增加导致猪肉价格下滑，受猪肉价格下滑影响，其替代品价格同比增速均出现不同程度的下滑。例如，猪肉的替代品牛肉、羊肉、水产品价格同比增速分别较前月下滑 2.8、1.4、1.5 个百分点。高基数效应方面，2019 年 11 月食品价格同比增长 19.1%，显著高于 2019 年其他月份。

需求扩张叠加原油价格上涨，PPI 降幅显著收窄

11 月份，PPI 同比下降 1.5%，降幅较前月收窄 0.6 个百分点，需求扩张叠加原油价格上涨是主要影响因素。一方面，近期数据显示，当前工业品供给、需求双双扩张，但需求扩

张相对显著，对 PPI 增速上涨起到拉升作用。1-10 月份全国固定资产投资同比增长 1.8%，较 1-9 月份上涨 1.0 个百分点，需求扩张较为显著。另一方面，受国际原油价格上涨传导影响，国内化工产品价格增速、能源价格增速均出现了不同程度的上涨。截至 11 月 30 日，期货结算价布伦特原油价格为 47.63 美元/桶，显著高于 10 月 30 日的 37.36 美元/桶。受其影响，11 月化学原料和化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业价格增速，分别较 10 月上涨 3.0、2.2 个百分点。

从具体分类来看，原油价格上涨叠加需求扩张，生产资料价格增速上涨 0.9 个百分点；受食品价格下滑拖拽，生活资料价格增速下滑 0.3 个百分点。

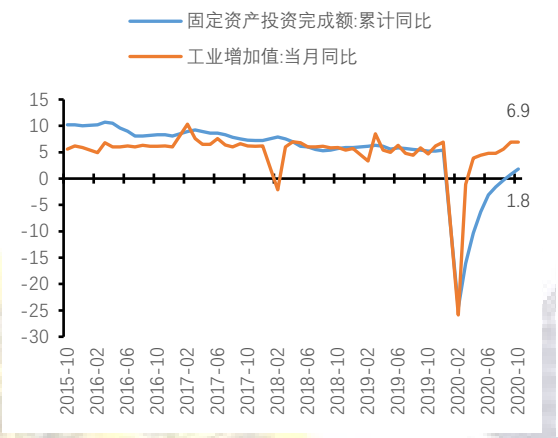

图 17 供给、需求双扩张（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

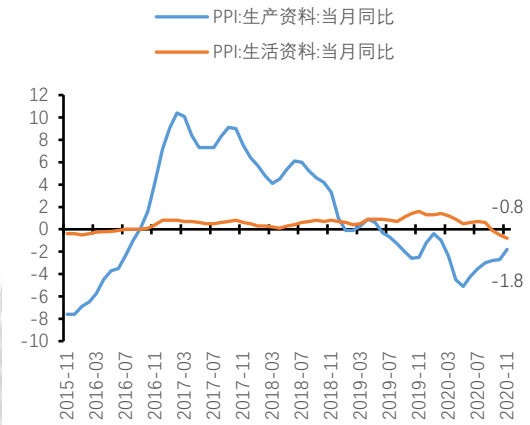

图 18 生产资料、生活资料价格增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：货币政策边际宽松，市场流动性合理充裕

2020 年 11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 400 亿元。2020 年 11 月末，广义货币(M2)余额 217.2 万亿元，同比增长 10.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 2.5 个百分点。在新增人民币贷款方面，制造业数据逐渐回升促进企业中长期贷款增加的同时，随着市场对《标准化票据管理办法》逐渐适应，11 月份票据融资同比增加，使得新增人民币贷款同比增加；年底政府债集中发行，政府债券净融资支撑社融增加；财政性存款减少，M2 增速上升。

制造业数据回升叠加标准化票据管理办法影响减弱，人民币贷款同比增加

2020 年 11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 400 亿元，分部门看，住户部门贷款增加 7534 亿元，同比多增 703 亿元，其中，短期贷款增加 2486 亿元，同比多增 344 亿元，中长期贷款增加 5049 亿元，同比多增 360 亿元；企（事）业单位贷款增加 7812 亿

元，同比多增 1018 亿元，其中，短期贷款增加 734 亿元，同比少增 909 亿元，中长期贷款增加 5887 亿元，同比多增 1681 亿元，票据融资增加 804 亿元，同比多增 180 亿元。

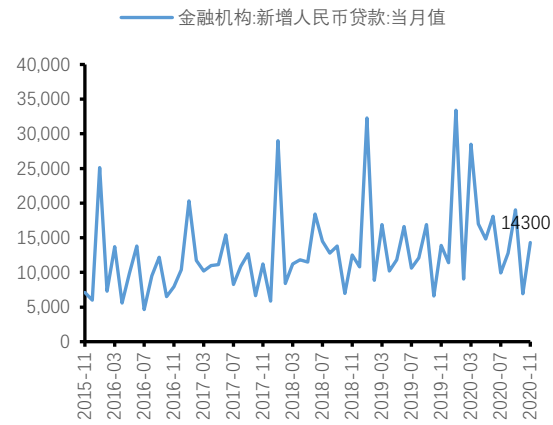

图 19 金融机构:新增人民币贷款:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

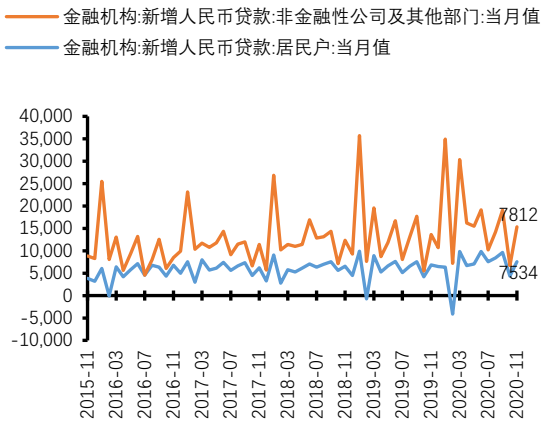

图 20 金融机构:新增人民币贷款:住户部门与企（事）业单位：当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

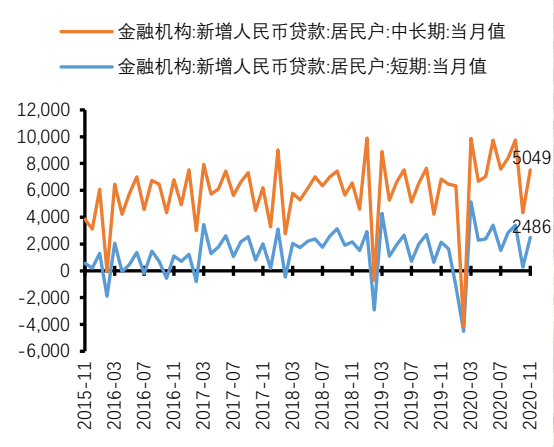

图 21 金融机构:新增人民币贷款:居民户:短期与中长期:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

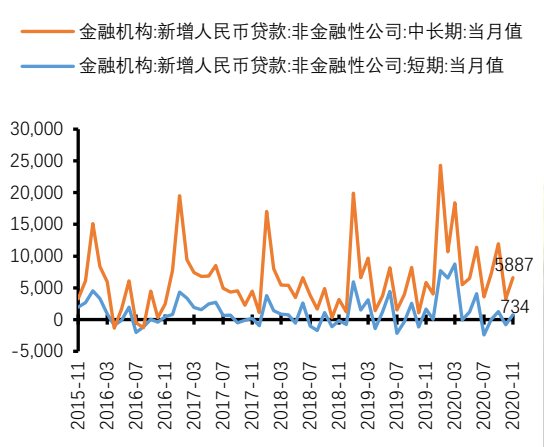

图 22 金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司:短期与中长期:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

在新增人民币贷款方面，一方面，随着国内外经济持续回升，10 月份财新中国制造业采购经理人指数(PMI)，录得 53.6，较 9 月加快 0.6 个百分点，显示制造业稳步扩张，制造业数据逐渐回升促进企业中长期贷款增加；另一方面，中国人民银行公布的《标准化票据管理办法》自 7 月份以来对标准化票据融资机制进行规范，使得票据融资大幅减少，随着市场对该管理办法逐渐适应，11 月份票据融资同比增加。总的来看，考虑两方面因素，新增人民币贷款同比增加。

政府债集中发行，政府债券净融资支撑社融增加

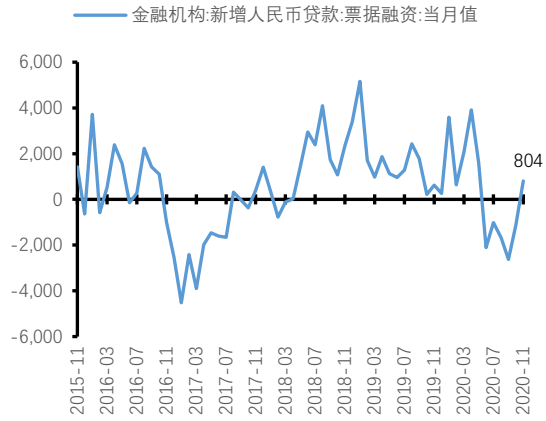

图 23 金融机构:新增人民币贷款:票据融资:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

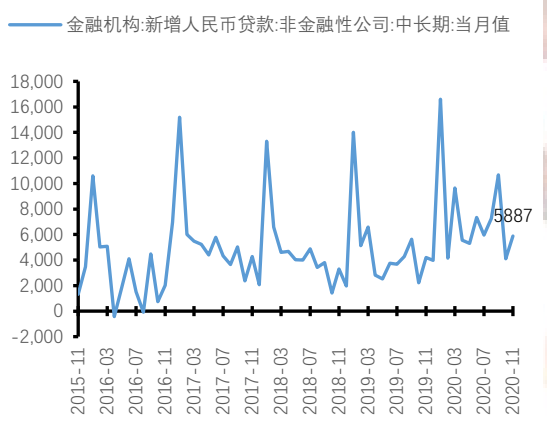

图 24 金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司中长期:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

2020 年 11 月社会融资规模增量为 2.13 万亿元，比上年同期多 1406 亿元。其中政府债券净融资新增 4000 亿元，同比多增 2284 亿元，政府债券净融资继续成为了社融增量的主要支撑因素。政府债券净融资同比多增主要原因是地方政府为了完成发债额度，年底地方债集中发行。政府发债速度加快，拉升了 11 月份政府债券净融资。

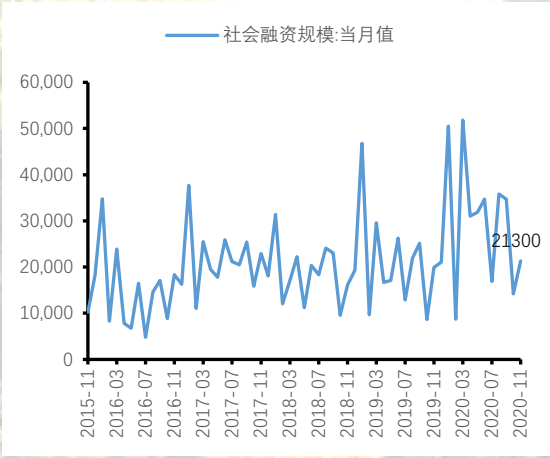

图 25 社会融资规模:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

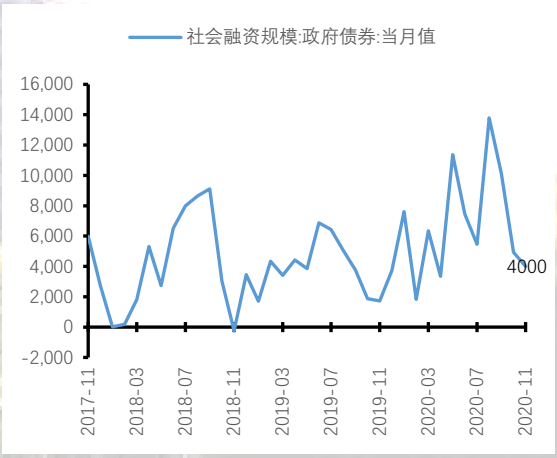

图 26 社会融资规模:政府债券:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

财政性存款减少，M2 增速上升

2020 年 11 月末，广义货币(M2)余额 217.2 万亿元，同比增长 10.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 2.5 个百分点；狭义货币(M1)余额 61.86 万亿元，同比增长 10%，增速分别比上月末和上年同期高 0.9 个和 6.5 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.16 万亿元，同比增长 10.3%。

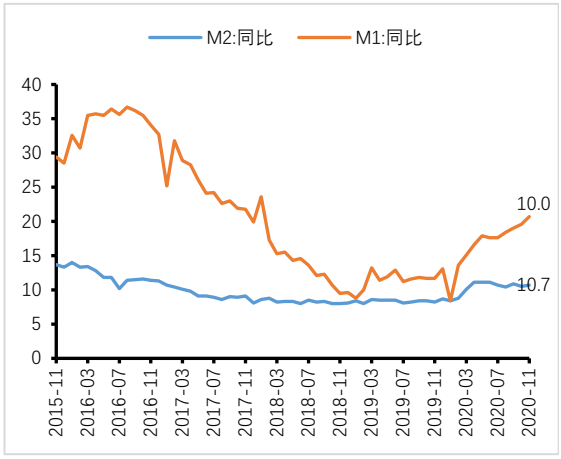

图 27　M1 与 M2 同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

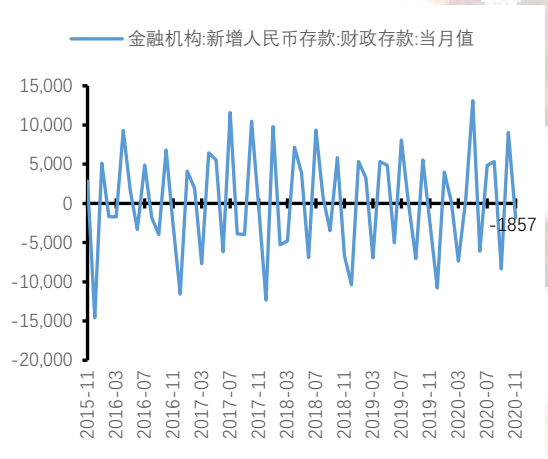

图 28 金融机构:新增人民币存款:财政存款:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

M2 同比增速较上月有所上升。虽然央行发布第三季度货币政策报告指出要完善货币供应调控机制，根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，这将有利于 M2 增速平稳，但由于年末财政支出力度将保持在较高水平，财政存款减少 1857 亿元，财政存款减少拉升了 M2 同比增速。

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。