北京大学国民经济研究中心

疫情常态化　需求加速恢复

——蔡含篇

预测报告　　B0011-20201201

	上年值	上年同期值	上期值	2020 年 11 月预测
经济增长				
GDP 当季同比	6.1	——	4.9	——
工业增加值同比	5.7	6.2	6.9	6.5
固定资产投资累计同比	5.4	5.2	1.8	2.7
社会消费品零售额同比	8.0	8.0	4.3	4.8
出口同比	0.5	11.4	-1.3	8.0
进口同比	-2.8	4.7	1.0	2.4
贸易差额（亿美元）	4215	584.4	371.7	513
通货膨胀				
CPI 同比	2.9	4.5	0.5	-0.1
PPI 同比	-0.3	-1.4	-2.1	-1.9
货币信贷				
新增人民币贷款（亿元）	168170	13633	6663	14000
M2 同比	8.4	8.2	10.5	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

康　健

纪　尧

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

- 高基数效应显现，工业产出触顶回落
- 疫情常态化叠加货币支持，投资增速或有上涨
- “双十一”消费狂欢，消费额增速继续上行
- 外需恢复强劲，出口仍将保持高位
- 内需进一步恢复，进口延续修复趋势
- 猪肉价格下滑拉低 CPI 增速，需求端恢复 PPI 降幅收窄
- 制造业稳步扩张信贷同比增加
- 货币政策合理增长，M2 同比增速与上月持平
- RCEP 协议正式签订，人民币汇率震荡上涨

前三季度数据显示，当前中国经济一直处于修复当中，相较于供给端，需求端的恢复速度较慢，导致当前价格增速低位运行。随着疫情“常态化”后各种临时管控措施的解除，需求端修复稳步加速，进一步推动中国经济逐步恢复。

从供给端来看，高基数效应使得工业产出触顶回落，预计 11 月份工业增加值同比增长 6.5%。从需求端来看，由于疫情常态化后消费、投资环境逐步恢复，预计 11 月份社会消费品零售总额同比增长 4.8%，1-11 月份固定资产投资同比增长 2.7%；国内外经济基本面恢复强劲，出口延续高位运行，进口修复继续，预计 11 月份出口同比增长 8.0%、进口同比增长 2.4%。从价格方面来看，猪肉价格下滑拉低 CPI 增速，需求端恢复 PPI 降幅收窄，预计 11 月份 CPI 同比下降 0.1%、PPI 同比下降 1.9%。在货币金融方面，制造业逐渐回暖促进企业信贷需求增加，预计 2020 年 11 月份新增人民币贷款 14000 亿元，环比多增 7337 亿元，同比多增 367 亿元，M2 同比增长 10.5%，与 10 月持平。RCEP 协议正式签订，预计 2020 年 12 月人民币汇率震荡上涨，震荡区间为 6.50~6.65。

工业增加值部分：高基数效应显现，工业产出触顶回落

预计 11 月份工业增加值同比增长 6.5%。从拉升因素看，国内统筹推进疫情防控和社会经济发展成效不断巩固，供需关系逐步改善，国民经济延续稳定恢复态势，多数产品和行业持续增长，工业产出继续改善。从压低因素看，工业企业应收账款增速有所上升，现金流压

力加大，对企业生产经营的持续恢复带来一定不利影响，压低工业产出；11 月份全国钢厂高炉开工率高频数据较 10 月微降，钢铁等产出情况可能较上月有所回落，从而致使本月总体工业产出增速略受影响。另外，11 月份欧美疫情二次爆发，经济恢复停滞，但全球大部分地区制造业仍在修复中，且防疫产品需求有所上升，因此外需仍呈恢复态势；同时，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）正式签订，对区域内贸易起促进作用，中国企业出口情况乐观，对本月工业产出的增长可能起到一定拉动作用。根据工业增加值同比增速的趋势和周期性因素数据，使用 ARMA 模型得到本月预测结果为 4.68%。综合而言，受高基数效应影响，11 月份工业增加值同比增速大概率触顶回落，较上期减少 0.4 个百分点。

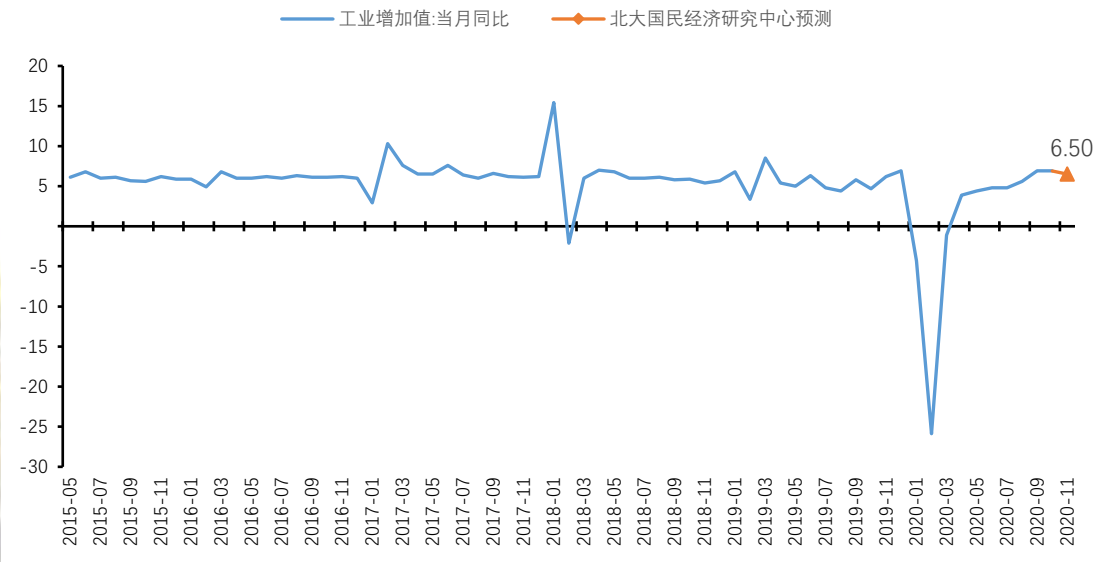

图 1　工业增加值：当月同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

投资部分：疫情常态化叠加货币支持，投资增速或有上涨

预计 1-11 月份固定资产投资同比增长 2.7%，增幅较 1-10 月份小幅上涨。我们认为，即便 1-11 月份投资增速为 2.7%，当前的投资增速仍是低位徘徊。这主要由于一季度新冠疫情防控措施大规模居家隔离所致，使得一季度投资增速大幅下滑，进而拉低了后面三个季度的累计投资增速。

对于 11 月份的投资增速而言，其进一步上涨的原因主要是如下两方面：其一，“精准滴灌”政策扶植，货币进一步流向实体经济，宽松的货币环境刺激投资增速进一步上涨。10 月份，非金融性公司新增中长期人民币贷款 4113 亿元，较 2019 年同期多增 1897 亿元，企业中长期贷款继续增加，这反映出企业存在扩大再生产中获得资金方面的支持。其二，随着三

季度疫情被常态化定义，之前部分临时性限制措施逐渐解除，各地复工复产的脚步进一步加快，使得投资增速逐渐上涨。本月随着生产的进一步恢复，预计本月固定资产投资增速将进一步上涨。

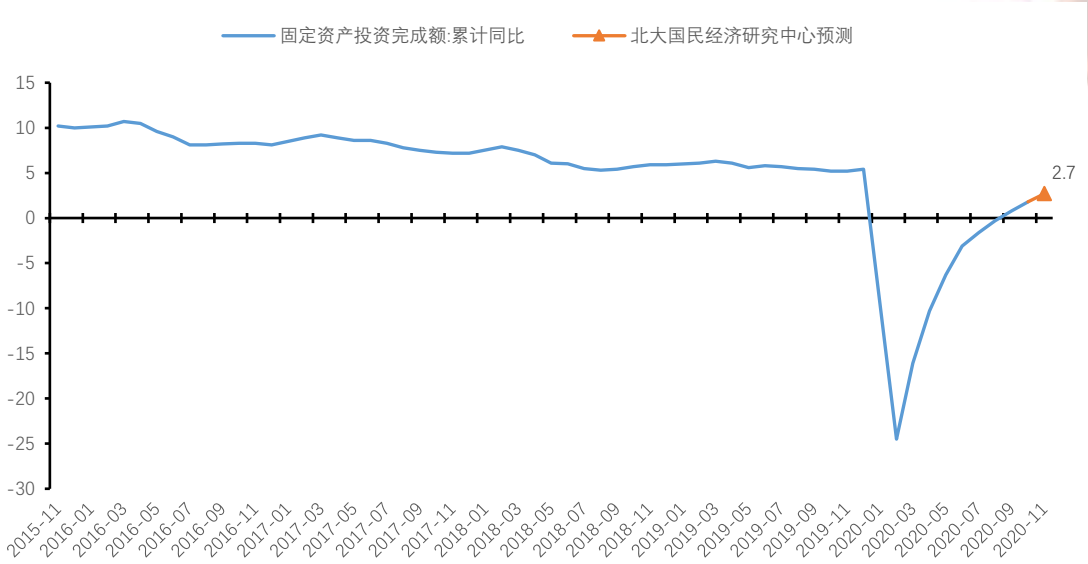

图 2　固定资产投资完成额:累计同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

消费部分：“双十一”消费狂欢，消费额增速继续上行

预计 11 月份社会消费品零售总额同比增长 4.8%，消费增速进一步上涨。长期来看，经济不断得到修复，尤其是收入的恢复直接对消费增速的上涨起到了支撑作用。1-9 月份，城镇居民人均可支配收入同比增长 2.8%，较 1-6 月份上涨 1.3 个百分点，居民收入增速的上涨为消费增速的上涨提供收入上的支持。短期来看，“双十一”电商促销再掀消费高潮，对 11 月份消费增速起到进一步的拉升作用。2020 年 11 月 1 日至 11 日期间，天猫和京东两大平台销售额总计约 7700 亿元，其中天猫的销售额为 4982 亿元，而京东的销售额则为 2715 亿元。“双十一”当天，自 11 月 1 日 0 时至 11 日 0 时 30 分，2020 年天猫双 11 全球狂欢季累计成交额便达到 3723 亿元，较 2019 年“双十一”当天增长 38.7%。

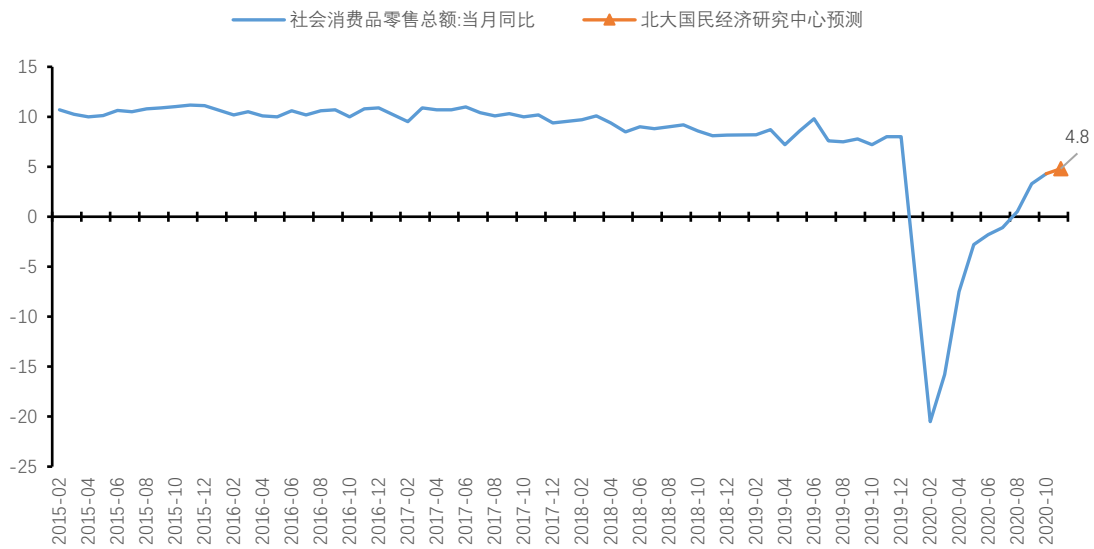

图 3　社会消费品零售总额当月同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

出口部分：外需恢复强劲，出口仍将保持高位

预计 11 月份出口同比增速为 8%。国外经济基本面恢复强劲，将支撑 11 月份出口增速保持高位。首先，从全球主要国家近期的经济表现看，经济好转反映需求的进一步增强。发达国家 PMI 指数保持上涨，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 从上个月的 54.8%降至 11 月的 53.6%，但高于市场预期的 53.1%，欧元区制造业增长首次放缓，但尚未破坏复苏的趋势，出口高频数据显示，11 月份中国出口集装箱综合运价指数平均值为 1140.59，较 10 月份平均上涨 7.8%，运输市场需求强劲。再者，第二波疫情仍旧在持续着，欧洲各国都在采取更加严厉的防控措施，防疫物资需求量仍保持高位，但边际带动作用将有所减弱。最后，2019 年 11 月份出口额保持低速增长（-1.27%），将对 2020 年 11 月份的出口增速形成一定支撑。

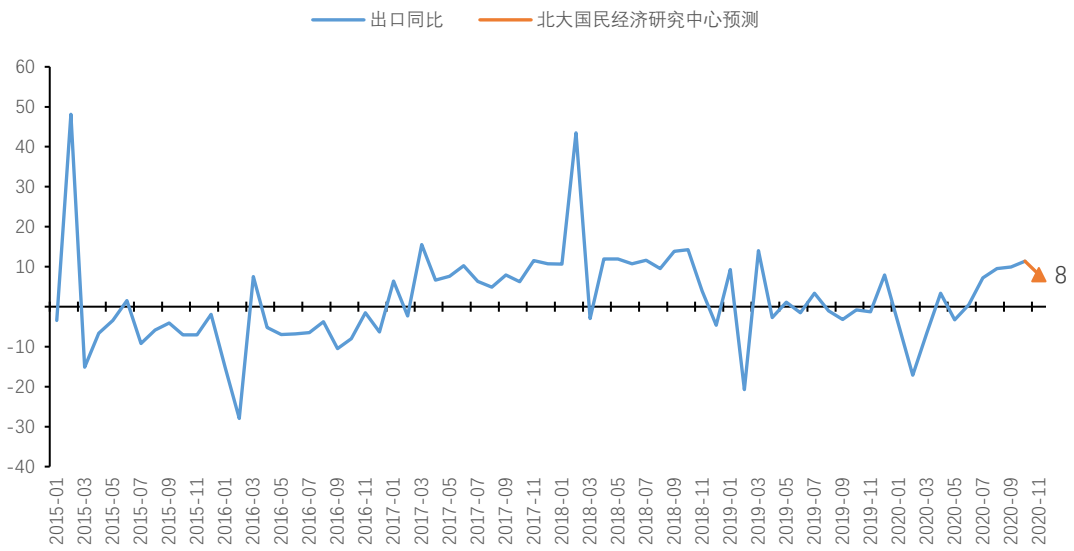

图 4　出口:当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

进口部分：内需进一步恢复，进口延续修复趋势

预计 11 月份进口同比增速为 2.4%。首先，国内经济步入正常轨道，11 月份制造业 PMI 为 52.1%，且各项分类指数普遍改善，制造业市场活力进一步增强，恢复性增长明显加快，进口指数为 50.9%，高于上个月 0.1 个百分点，为年内高点。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%，说明进口需求有所提高。再者，2019 年 11 月份进口额增速为 1%，将对 2020 年 11 月份的进口增速形成一定压制。

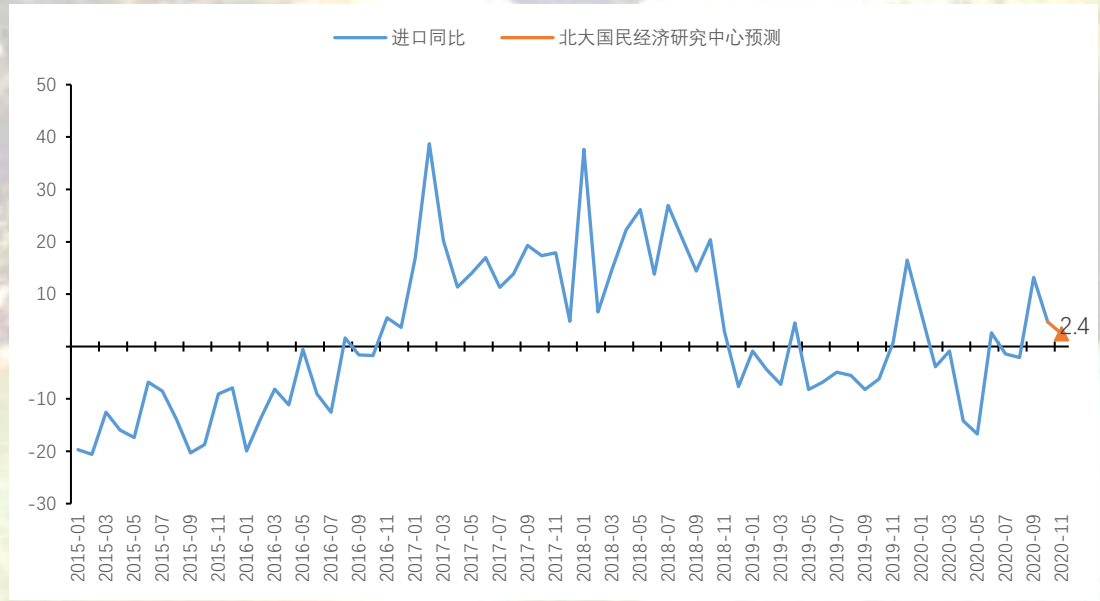

图 5　进口：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

价格部分：猪肉价格下滑拉低 CPI 增速，需求端恢复 PPI 降幅收窄

预计 11 月份 CPI 同比下降 0.1%、PPI 同比下降 1.9%，CPI、PPI 剪刀差继续收窄，供给增加叠加基数效应是主因。随着生猪生产的逐渐恢复，猪肉供给增加，导致近期猪肉价格持续下滑。再加之 2019 年同期猪肉价格显著上涨的高基数效应，使得 11 月份猪肉价格同比增速将继续大幅下滑，成为拉低本月 CPI 增速的主要因素。农业部对全国 500 个集贸市场猪肉价格定点监测的结果显示，截至 11 月 18 日，全国猪肉平均价格为 45.9 元每公斤，较 10 月 28 日下滑 1.8 元每公斤，环比下降 3.8%。

预计 11 月份 PPI 同比下降 1.9%，降幅较前月略有收窄。两方面因素导致 11 月份 PPI 增速小幅波动：一方面，2019 年全年工业品价格增速相对较低，对 2020 年形成低基数效应，对 PPI 增速上涨起到拉升作用；另一方面，近期 PMI、工业企业利润数据显示工业需求好转，从需求端拉高工业品价格。

11 月份的高频数据显示，主要生产资料价格涨跌互现，以涨为主。11 月份，国家统计局公布的流通领域上、中旬生产资料价格中，化工产品、天然气、煤炭、水泥、农产品等大部分生产资料的平均价格，均较 10 月份呈现环比正增长。例如，11 月上、中旬，螺纹钢平均价格较 10 月份环比增长 6.6%；甲醇(优等品) 平均价格较 10 月份环比增长 11.0%；散装普通硅酸盐水泥平均价格较 10 月份环比增长 3.1%。

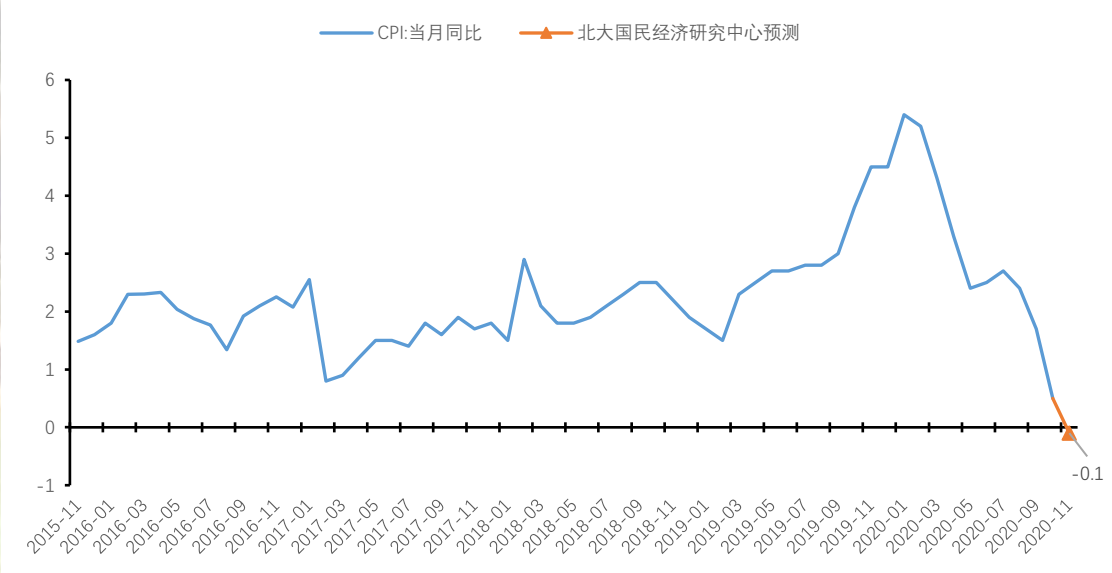

图 6　CPI：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

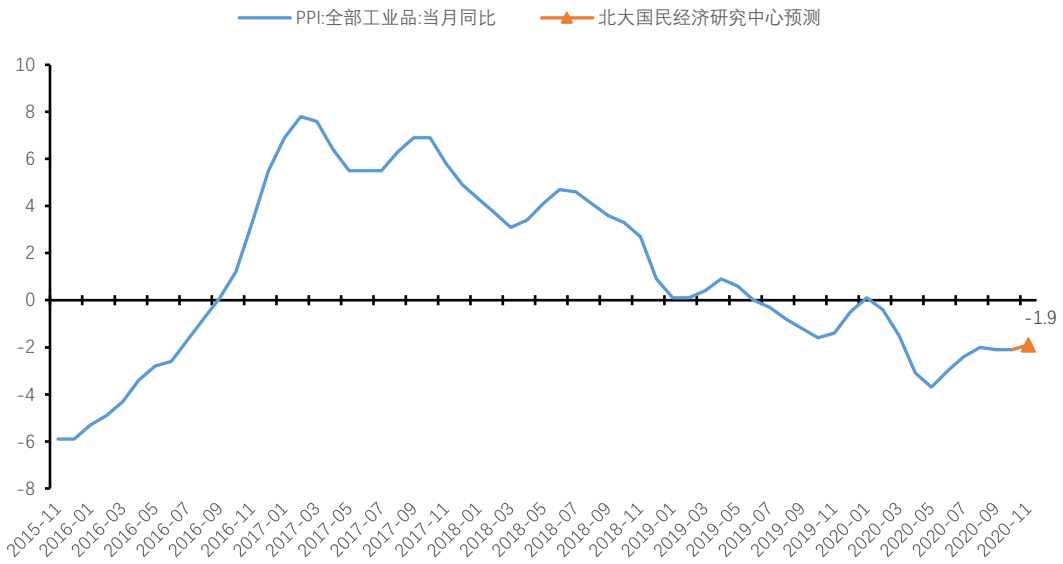

图 7　PPI：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：制造业稳步扩张信贷同比增加

预计 2020 年 11 月份新增人民币贷款 14000 亿元，环比多增 7337 亿元，同比多增 367 亿元。一方面，随着国内外经济持续回暖，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，制造业逐渐回暖会促进企业信贷需求增加；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，预计票据融资减少的幅度将会逐渐减弱。总的来看，考虑两方面因素，新增人民币贷款同比小幅增加，预计 2020 年 11 月份新增人民币贷款 14000 亿元。

货币政策合理增长 M2 同比增速与上月持平

预计 11 月末 M2 同比增速为 10.5%，与 10 月份持平。一方面，财政部发布《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》要求妥善做好稳投资稳增长和维护债券市场稳定工作，确保专项债券有序稳妥发行，力争在 10 月底前发行完毕，前期专项债券集中发行，预计 11 月份政府发债速度将会降低并使财政存款减少，财政存减少加或将拉升 M2 同比增速。另一方面，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。综合来看，11 月末 M2 同比增速与 10 月份持平，预计 11 月末 M2 同比增速为 10.5%。

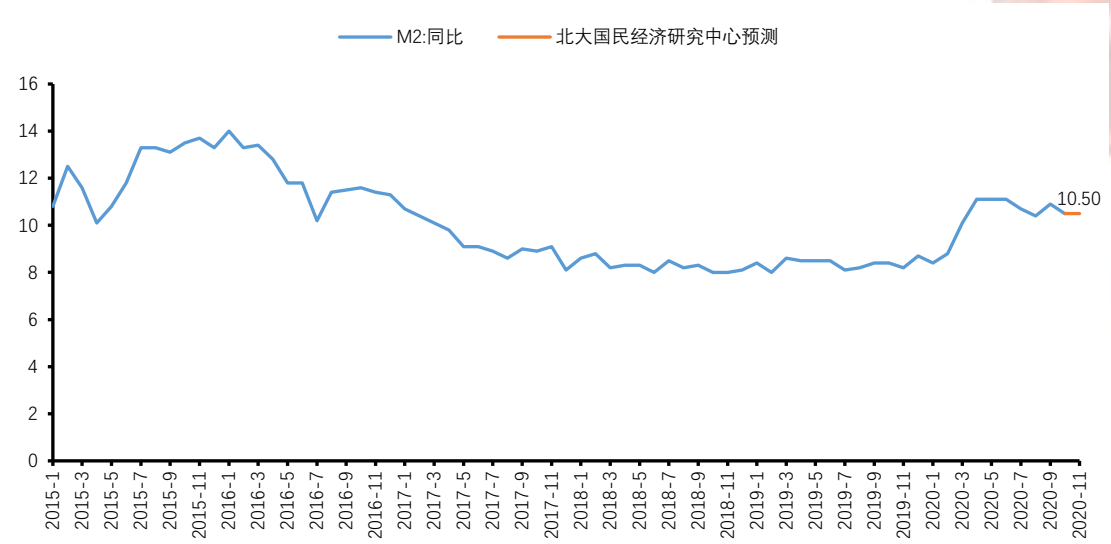

图 8　M2：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

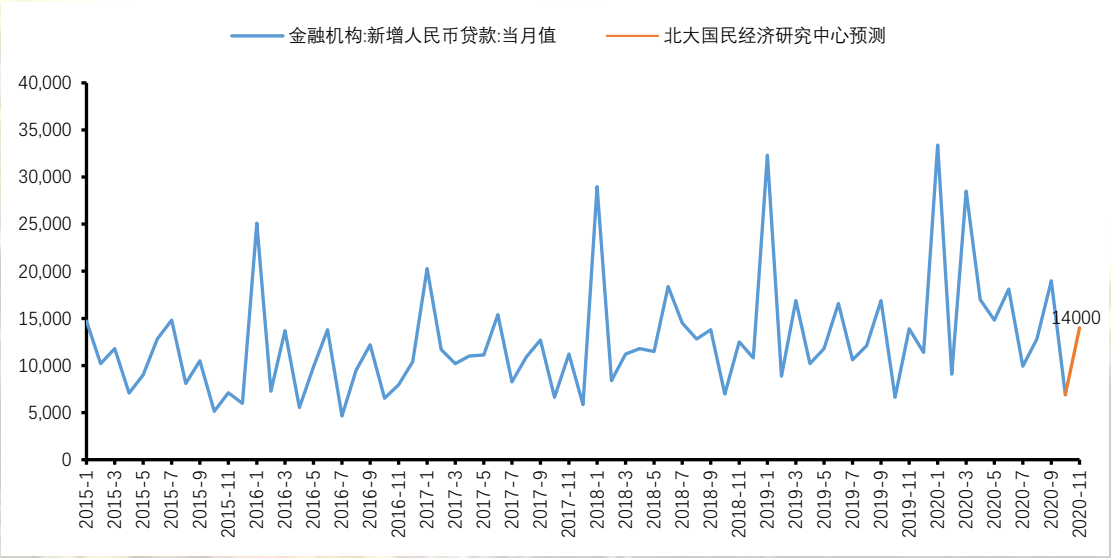

图 9　新增人民币贷款：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

汇率：RCEP 协议正式签订，人民币汇率震荡上涨

预计 2020 年 12 月人民币汇率震荡上涨，震荡区间为 6.50~6.65。拉升因素方面，中国统筹推进疫情防控和社会经济发展成效不断巩固，经济恢复继续加快，供需关系逐步改善，中国经济基本面对汇率支撑不断增强使得人民币汇率升值更具可持续性；区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）正式签订，对区域内贸易起促进作用，有利于人民币汇率继续提升。压

低因素方面，近期欧美疫情二次爆发，疫情致使全球避险情绪上升，助推美元指数，可能致使人民币汇率承压。此外，由于国际政治局势依旧紧张，中美关系变化加大人民币汇率波动性。综合而言，人民币汇率将震荡上涨。



图 10 人民币三大汇率走势图

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

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。