生产生活秩序恢复，国民经济稳定修复

——周圆

预测报告 B0009-20201030

	上年值	上年同期值	上期值	2020 年 10 月预测
经济增长				
GDP 当季同比	6.1	——	3.2	——
工业增加值同比	5.7	4.7	6.9	6. 5
固定资产投资累计同比	5.4	5.2	0.8	1.8
社会消费品零售额同比	8.0	7.2	3.3	6.3
出口同比	0.5	-0.83	9.9	12.7
进口同比	-2.8	-6.11	13.2	11.3
贸易差额（亿美元）	4215	423.1	369.8	500.0
通货膨胀				
CPI 同比	2.9	3.8	1.7	0.6
PPI 同比	-0.3	-1.6	-2.1	-2.0
货币信贷				
新增人民币贷款（亿元）	168170	6613	19000	7600
M2 同比	8.4	8.4	10.9	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：

康 健

蔡含篇

纪 尧

周 圆

邵宇佳

翟乃森

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

- 高基数叠加库存高位，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
- 受长短期因素影响，消费额增速继续上行
- 内外需恢复强劲，进出口增速将进一步提高
- 猪肉价格增速下滑，拉低 CPI 增速
- 基数效应叠加需求拉动，PPI 降幅或有收窄
- 季节效应导致信贷环比收缩
- 财政存款增加拉低 M2 同比增速
- 汇率改革新窗口渐开，人民币汇率震荡上涨

前三季度全国各地各部门科学统筹疫情防控和经济社会发展，有力有效推动生产生活秩序恢复。根据国家统计局公布数据，中国前三季度经济增速已由负转正，供需关系逐步改善，市场活力日益增强，国民经济延续稳定修复态势。中国正在开启国内消费升级、内需与外需相融合的“开放大国”模式。

综合考虑中国的宏观经济形势和疫情走势等因素，从需求端来看，由于疫情过后消费、投资环境逐步恢复，预计 10 月份社会消费品零售总额同比增长 6.3%，1-10 月份固定资产投资同比增长 1.8%；外需持续恢复，出口延续高位运行，预计 10 月份出口同比增长 12.7%、进口同比增长 11.3%。从供给端来看，高基数叠加库存高位，工业产出触顶回落，预计 10 月份工业增加值同比增长 6.5%。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 10 月份 CPI 同比增长 0.6%、PPI 同比下降 2.0%。在货币金融方面，受季节效应导致信贷环比收缩，预计 2020 年 10 月份新增人民币贷款 7600 亿元，环比少增 11400 亿元；财政存款增加拉低 M2 同比增速，10 月末 M2 同比增速为 10.6%，较 9 月份略有下降；汇率改革新窗口渐开，人民币汇率震荡上涨，预计震荡区间为 6.63~6.78。

工业增加值部分：高基数叠加库存高位，工业产出触顶回落

预计 10 月份工业增加值同比增长 6.5%。从拉升因素看，中国国内宏观经济政策进一步发挥作用，供需关系逐步改善，有助于工业经济运行稳定恢复，工业产出延续增长。从压低因素看，随着基建效应的减弱和地产投资的趋缓，部分工业品库存仍将维持高位，由此导致工业产出增速受到一定抑制；10 月份全国钢厂高炉开工率高频数据较 9 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。此外，10 月份欧洲疫情反复，经济恢复停滞，但全球大部分地区制造业仍在修复中，因此外需仍呈恢复态势，中国企业出口情况保持乐观，对本月工业产出的增长可能起到一定拉动作用。综合而言，高基数效应叠加工业品库存保持高位，10 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。

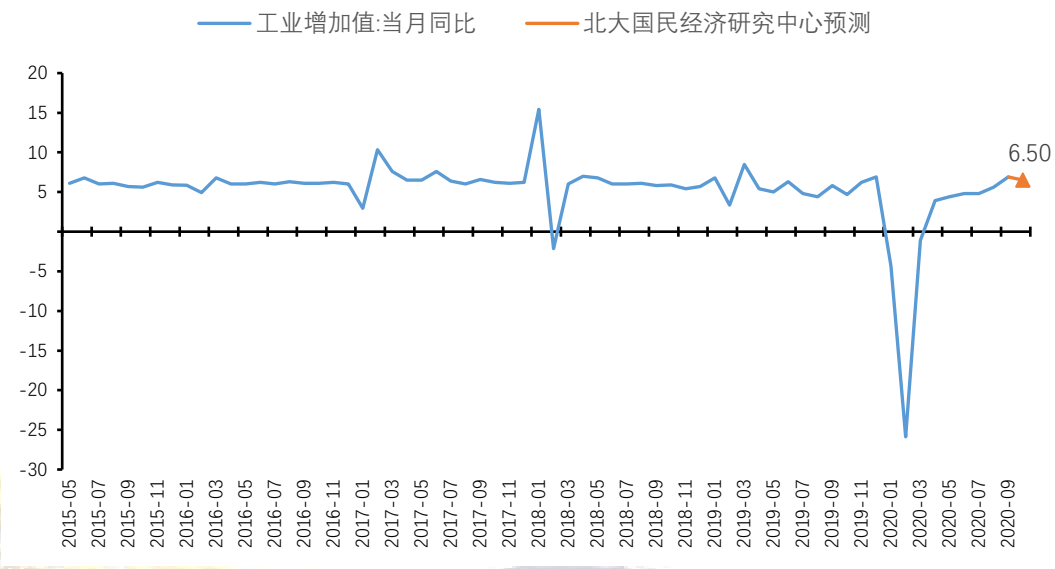

图 1 工业增加值同比增速和预测（%）

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 1-10 月份固定资产投资同比增长 1.8%，增幅较 1-9 月份小幅上涨。我们认为，即便 1-10 月份投资增速为 1.8%，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引致的大规模居家隔离所致，使得一季度投资增速大幅下滑，拉低了后面三个季度的累计投资增速。

就 10 月份的投资而言，两方面因素决定当前投资增速进一步上涨：一方面，“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。9 月份，非金融性公司新增中长期人民币贷款 10680 亿元，较 2019 年同期多增 5043 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资金方面的可能性。另一方面，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。

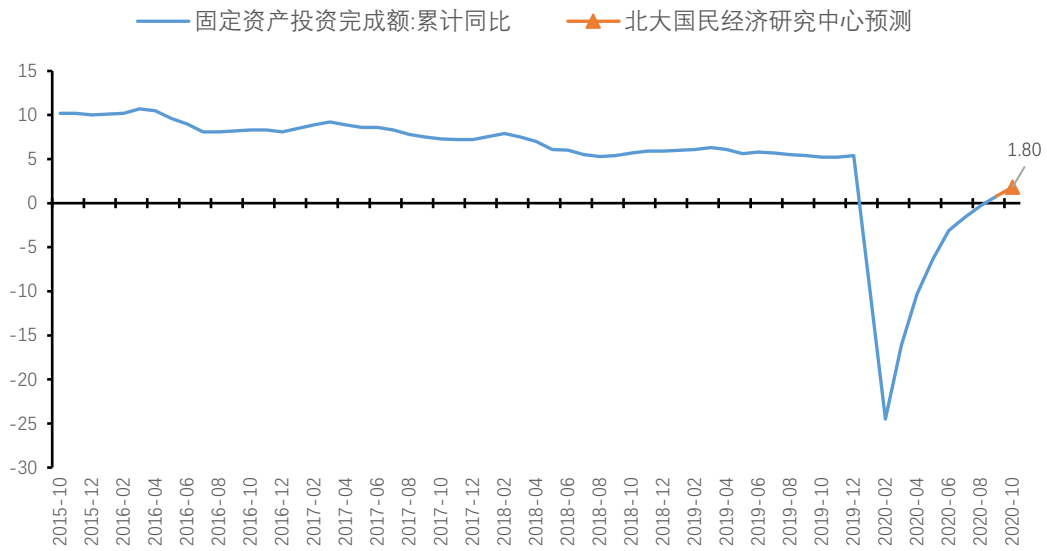

图 2 固定资产投资累计同比增速和预测（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

消费部分：受长短期因素影响，消费额增速继续上行

预计 10 月份社会消费品零售总额同比增长 6.3%，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。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，“十一黄金周”居民消费热情高涨，对 10 月份消费增速起到进一步的拉升作用。商务部网站新闻报道，今年 10 月 1 日至 8 日，全国零售和餐饮重点监测企业销售额约 1.6 万亿元，日均销售额比去年“十一黄金周“增长 4.9%。

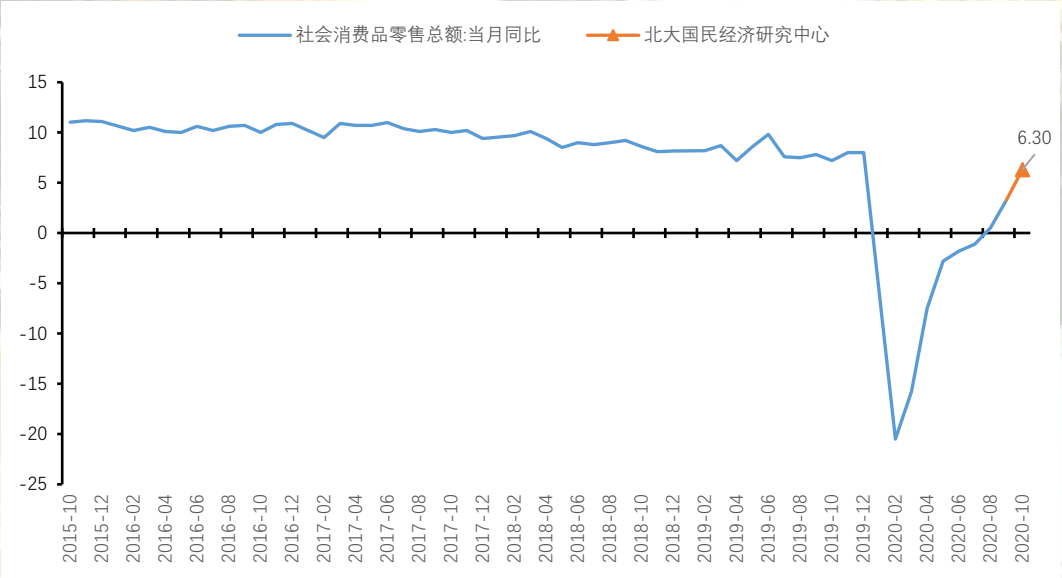

图 3 社会消费品零售总额当月同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

进出口部分：内外需恢复强劲，进出口增速将进一步提高

预计 10 月份出口同比增速为 12.7%。虽然全球疫情仍未得到完全控制，但是从三季度以来，中国出口超预期恢复，预计 10 月份出口增速仍将继续保持高位。首先，从全球主要国家近期的经济表现看，三季度美国国内生产总值 GDP 增速年化季率初值为 33.1%，创 1947 年开始统计以来的最高纪录，同时制造业活动继续保持恢复状态，美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值为 53.3，前值 53.2，创 2019 年 1 月以来新高；虽然欧洲仍受到二次疫情冲击，但制造业的修复仍未停下脚步，欧元区 10 月制造业 PMI 初值录得 54.4，较上月继续回升 0.7 个百分点，创两年新高。再者，由于欧洲疫情反复，与防疫情关纺织品的需求仍较高，将对出口增速形成一定支撑。出口高频数据的表现验证了上述事实，出口集装箱运输市场需求强劲，10 月份中国出口集装箱综合运价指数平均值为 1052.82，较 9 月份平均上涨 7.7%。最后，基数效应。2019 年 10 月份出口额保持低速增长（-0.83%），低基数将对 2020 年 10 月份的出口增速形成一定支撑。综合以上因素分析，出口增速仍将延续高位运行。

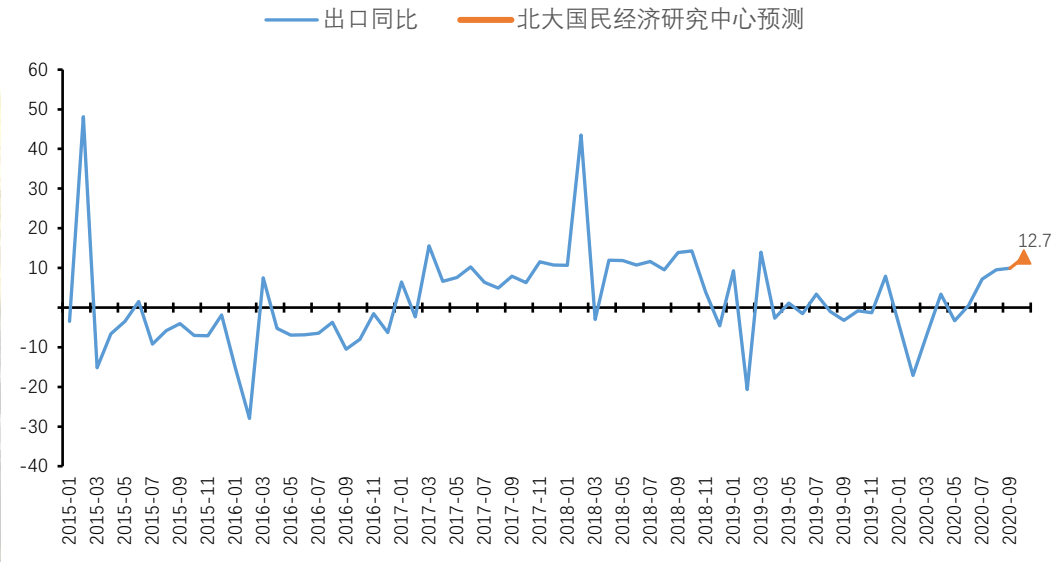

图 4　出口增速当月同比和预测（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

预计 10 月份进口同比增速为 11.3%。首先，随着供需两端持续发力，三季度中国经济修复速度进一步提高，工业增速连续 6 个月增长，已经恢复到去年同期水平，9 月份进口增速大超预期，从已经公布的高频数据看，10 月份中国进口集装箱综合运价指数平均值为 882.14，较上月上升 0.6%，内需恢复将有利的支撑进口增速。再者，2019 年 10 月份进口额增速较低（-6.11%），将对 2020 年 10 月份的进口增速形成一定支撑。综合以上分析，进口增速将继续提高。

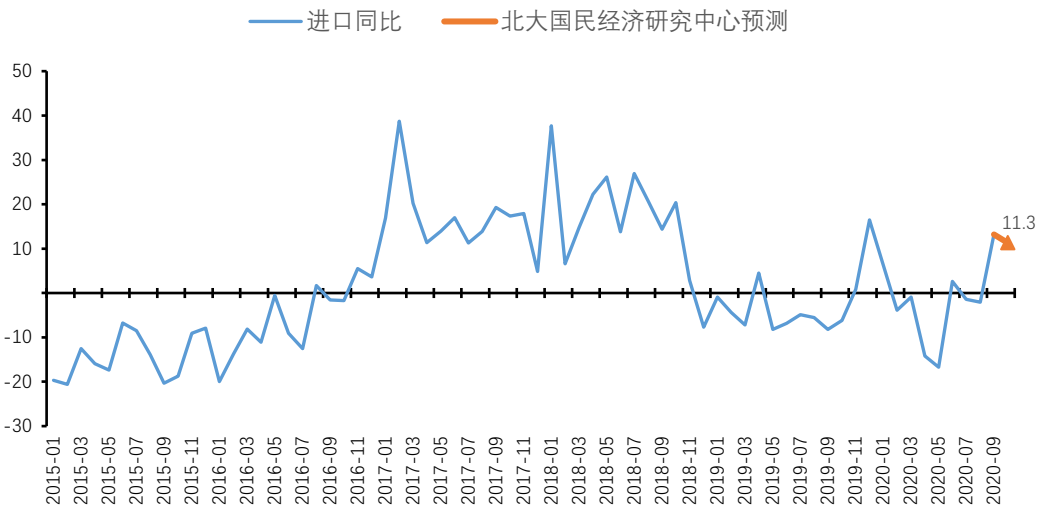

图 5　进口增速当月同比和预测（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

CPI 部分：猪肉价格增速下滑，拉低 CPI 增速

预计 10 月份 CPI 同比增长 0.6%，较 9 月份显著下滑。导致 10 月份 CPI 同比增速显著下滑的主要影响因素就是猪肉价格增速的大幅下滑。而猪肉价格增速的快速下滑主要由以下两个方面决定：一方面，供给增加抑制了价格增速的上涨。随着生猪生产的逐渐恢复，猪肉供给增加，使得近期猪肉价格持续下滑。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 10 月 14 日，全国猪肉平均价格为 50.56 元每公斤，较 9 月 23 日下滑 4.43 元，环比下降 8.1%。另一方面就是基数效应。2019 年同期，受非洲猪瘟影响，猪肉供给明显减少，猪肉价格大幅上涨，对当前的猪肉价格形成了高基数效应。因此，受猪肉价格下行影响，预计 10 月份 CPI 增速或有显著下滑。

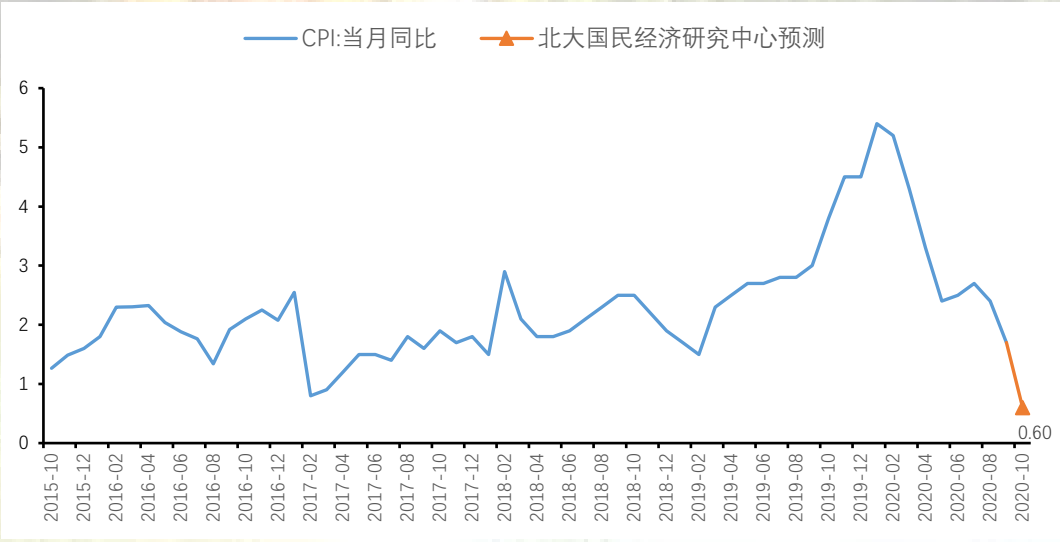

图 6 CPI 当月同比增速和预测（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

PPI 部分：基数效应叠加需求拉动，PPI 降幅或有收窄

预计 10 月份 PPI 同比下降 2.0%，降幅较前月略有收窄。两方面因素导致 10 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，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。

10 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。10 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 9 月份呈现环比正增长。例如，10 月上、中旬，液化天然气（LNG）平均价格较 9 月份环比增长 9.75%；甲醇(优等品) 平均价格较 9 月份环比增长 1.66%；散装普通硅酸盐水泥平均价格较 9 月份环比增长 1.46%。

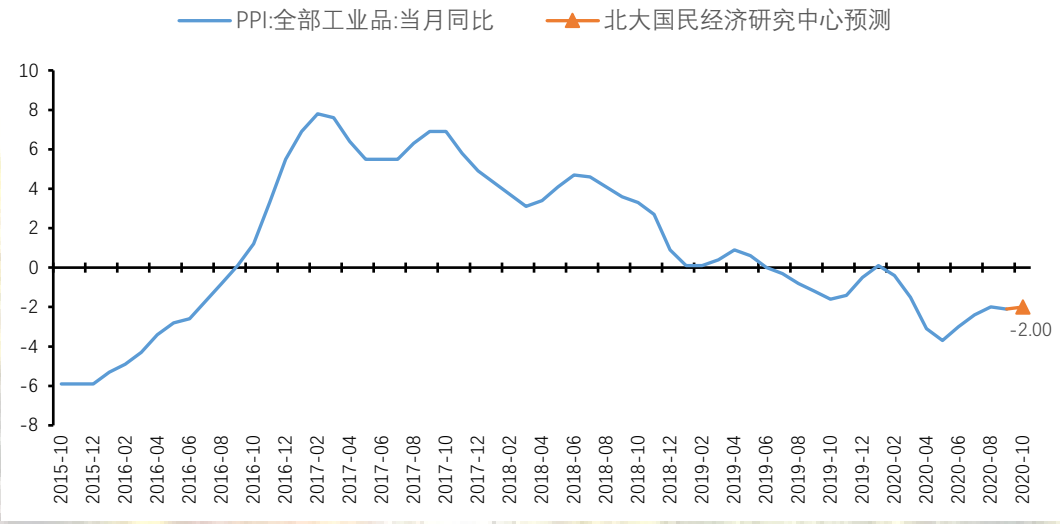

图 7 PPI 当月同比增速和预测（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

新增人民币贷款部分：季节效应导致信贷环比收缩

预计 2020 年 10 月份新增人民币贷款 7600 亿元，环比少增 11400 亿元，同比多增 987 亿元。一方面，受国庆节影响，10 月份工作日减少，季节效应导致信贷环比收缩。另一方面，中国人民银行公布的《标准化票据管理办法》将继续规范标准化票据融资机制，10 月份票据融资或将继续大幅减少。总的来看，考虑两方面因素，新增人民币贷款环比将大幅收缩。通过自回归模型预测 10 月份新增人民币贷款的平均值为 14567 亿元，但是考虑到一些模型以外的其他波动因素，尤其是季节因素，预计 2020 年 10 月份新增人民币贷款 7600 亿元。

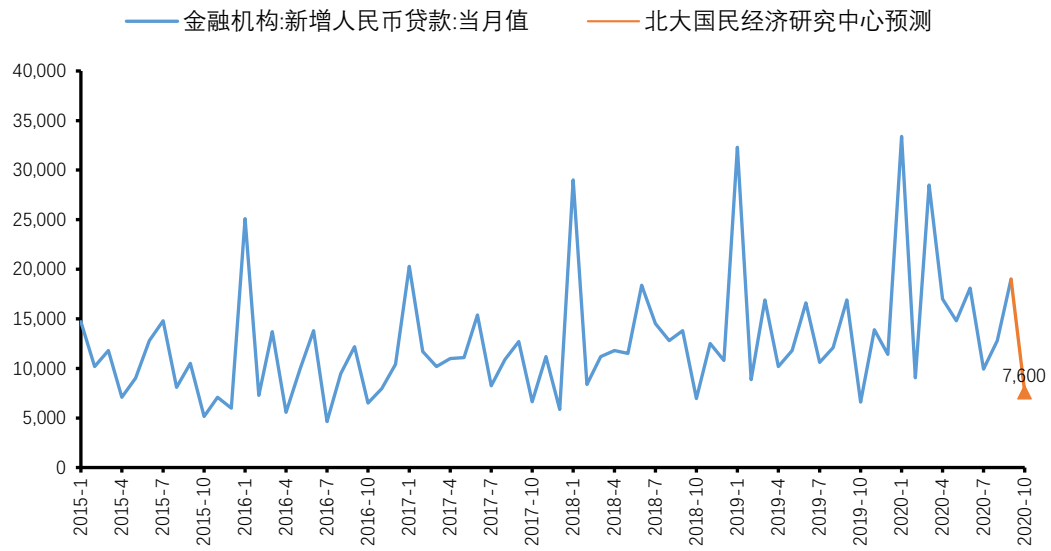

图 8 新增人民币贷款当月同比和预测（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

M2 部分：财政存款增加拉低 M2 同比增速

预计 10 月末 M2 同比增速为 10.6%，较 9 月份略有下降。一方面，考虑到 10 月份是传统的缴税大月，预计财政存款将增加，财政存款增加或将拉低 M2 同比增速。另一方面，10 月 21 日，中国人民银行行长易纲在 2020 金融街论坛上的讲话指出，货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，这将有利于 M2 增速平稳。综合来看，10 月末 M2 同比增速较 9 月份略有下降。通过自回归模型预测 10 月份 M2 同比增速为 10.7%，但是考虑到一些模型以外的其他波动因素，预计 10 月末 M2 同比增速为 10.6%。

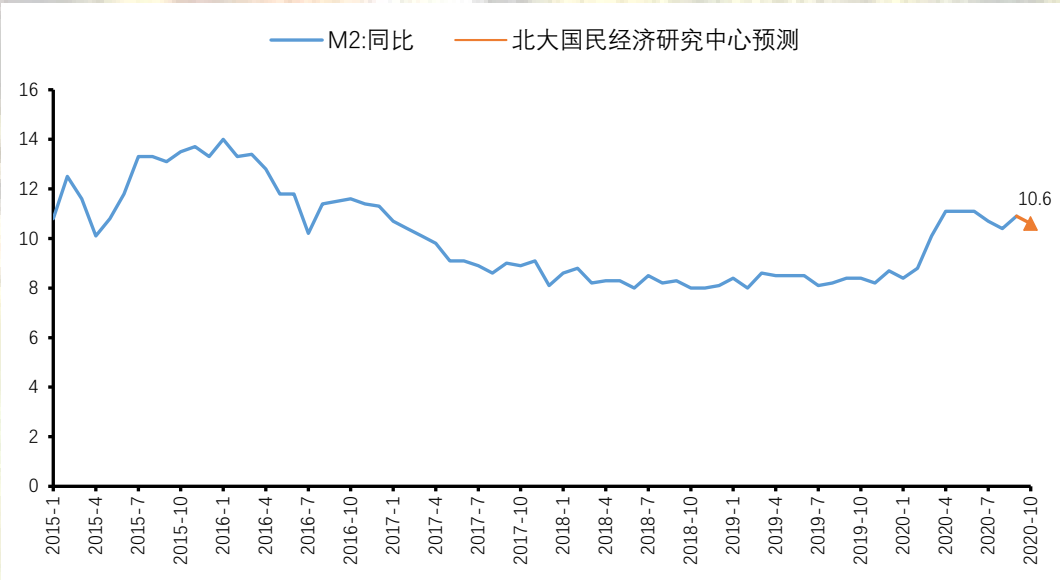

图 9 M2 当月同比增速和预测（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

人民币汇率部分：汇率改革新窗口渐开，人民币汇率震荡上涨

预计 2020 年 11 月人民币汇率震荡上涨，震荡区间为 6.63~6.78。拉升因素方面，中国国内宏观经济政策进一步发挥作用，经济恢复继续加快，供需关系逐步改善，经济基本面为人民币汇率上行提供支撑；中间价报价“逆周期因子”淡出，释放国家进一步增强人民币汇率市场化信号，吸引外资流入，有利于人民币汇率提升。压低因素方面，近期欧洲疫情二次爆发，德国法国已开启二度封锁，疫情致使全球避险情绪上升，助推美元指数走强，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。