北京大学国民经济研究中心

三季度继续复苏，消费增速扩大

——纪尧

点评报告 A0009-20201019

2020 年 9 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			
GDP 当季同比	4.9	5.2	5.2
工业增加值累计同比	6.9	6.5	5.8
固定资产投资累计同比	0.8	0.8	0.9
社会消费品零售额累计同比	3.3	1.7	2.3
出口同比	9.9	9.7	9.0
进口同比	13.2	-0.1	0.1
贸易差额（亿美元）	370.0	627.0	579.3
通货膨胀			
CPI 同比	1.7	1.8	1.8
PPI 同比	-2.1	-1.9	-1.7
货币信贷			
新增人民币贷款（亿元）	19000	18900	17492.3
M2 同比	10.9	10.6	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：

纪　尧

康　健

蔡含篇

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

- 供需逐步改善，三季度经济累计增速转正
- 经济运行持续稳定恢复，工业生产继续加快
- 经济企稳，带动消费增速继续上涨
- 资金活血实体，投资增速加码
- 出口延续增长，进口超预期修复
- 猪肉价格下滑拉低整体居民消费价格增速
- 受生活资料价格增速下滑影响，PPI 降幅扩张
- 货币政策保持稳健，金融助力实体经济
- 财政性存款减少，M2 增速有所回落

2020 年 9 月份经济数据显示，疫后经济持续复苏，供需逐步改善，单季度 GDP 增速达 4.9%，前三季度经济累计增速年内首次转正，累计增速达 0.7%。

从需求端看，9 月份内外需保持平稳上升态势，消费、进出口增速继续上涨，投资增速年内首次回正。具体来看，社会消费品零售总额同比增长 3.3%，超出市场预期，连续两月增速回正；资金活血实体，投资增速加码，1-9 月份全国固定资产投资同比增长 0.8%，投资增速年内首次由负转正；外需整体回暖叠加国内供给能力提高，出口持续恢复。按美元计价，9 月份出口额同比增长 9.9%，增速较上月提高 0.4 个百分点，基本符合市场预期；进口增速超预期，显示内需起稳。按照美元计价，9 月份进口额同比增长 13.2%，增速较上期扩大 15.3 个百分点，远远高于市场预期。

从供给端看，工业部门加快复苏，CPI 保持低位，PPI 意外下滑。具体来看，工业增加值同比增速年内先降后升，三季度首次实现了由负转正。1-9 月规模以上工业增加值同比增长 1.2%，涨幅扩大 1.6 个百分点；9 月份，猪肉价格稳定，CPI 保持低位，同比增长 1.7%，涨幅较 8 月份下降 0.7 个百分点；9 月份，受生活资料价格增速下降影响，PPI 同比下降 2.1%，降幅较 8 月份扩大 0.1 个百分点。

货币金融方面，在新增人民币贷款方面，虽然票据融资拉低了人民币贷款，但住户部门中长期贷款和企业中长期贷款对 9 月份信贷起到了较大的拉升作用，9 月份人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2047 亿元；9 月社会融资规模增量为 3.48 万亿元，比上年同期多 0.97 万亿元。其中政府债券净融资 1.0 万亿元，同比多 6326 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；财政性存款减少和中长期贷款增加拉升了 M2 增速。9 月广义货币(M2)余额 216.41 万亿元，同比增长 10.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 和 2.5 个百分点

GDP 部分：供需逐步改善，三季度经济累计增速转正

前三季度国内生产总值 722786 亿元，按可比价格计算，同比增长 0.7%，年内累计增速首次转正。分产业看，第一产业增加值 48123 亿元，同比增长 2.3%；第二产业增加值 274267 亿元，增长 0.9%；第三产业增加值 400397 亿元，增长 0.4%。分季度看，一季度同比下降 6.8%，二季度增长 3.2%，三季度增长 4.9%，从环比看，三季度国内生产总值增长 2.7%。随着疫情逐步得到控制，中国经济从二季度开始增速转正，随着供需关系的逐步改善，三季度经济增速进一步提高，但低于市场预期。具体的，从需求端来看，三季度经济增速修复加快主要受到贸易顺差扩大以及投资增速持续提高的影响，前三季度全国固定资产投资同比增 0.8%，年内累计同比增速首次转正，相比较而言，消费的修复速度较慢，年内增速仍未实现转正。从供给端看，工业增速连续 6 个月增长，已经恢复到去年同期水平。对于四季度来说，随着供需两端持续发力，经济修复速度将进一步提高，但是国际环境复杂多变，秋冬疫情防控情况不容乐观，对于经济的扰动仍将持续。

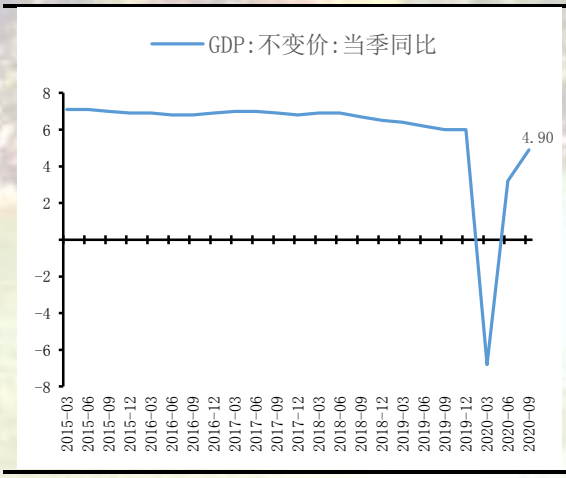

图 1　GDP 当季同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

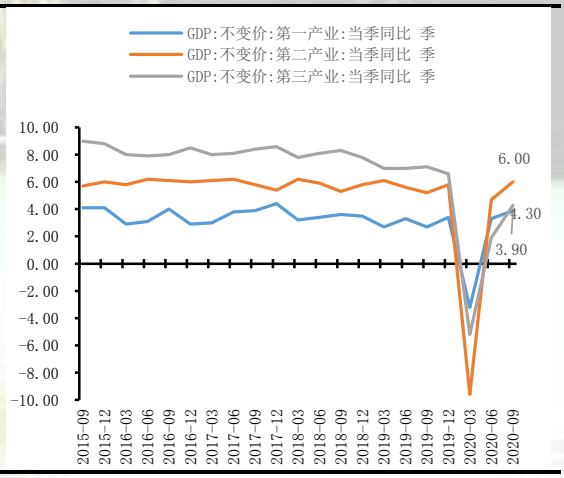

图 2 中国三大产业同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

工业增加值部分：经济运行持续稳定恢复，工业生产继续加快

2020 年前三季度，工业增加值同比增速先降后升，实现了由负转正。1-9 月规模以上工业增加值同比增长 1.2%，累计增速在 8 月转正后继续加快。其中，高技术制造业和装备制造业增加值同比增速提升显著，分别达到了 5.9%和 4.7%。9 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速较上期加快 1.3 个百分点。从三大门类来看，2020 年 9 月份采矿业增加值同比增长 2.2%，增速较上月加快 0.6 个百分点；制造业增长 7.6%，增速较上月加快 1.6 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.5%，增速较上月回落 1.3 个百分点。可见，采矿业和制造业的增速加快是推动 9 月份整体工业增加值的主要动因。这一方面源于国内宏观经济政策进一步发挥作用，供需关系逐步改善，国民经济延续稳定恢复态势，有助于工业产出持续增长；另一方面，海外大部分地区疫情得到控制，外需逐步恢复，中国企业出口情况继续向好，对工业增加值增长起推动作用。

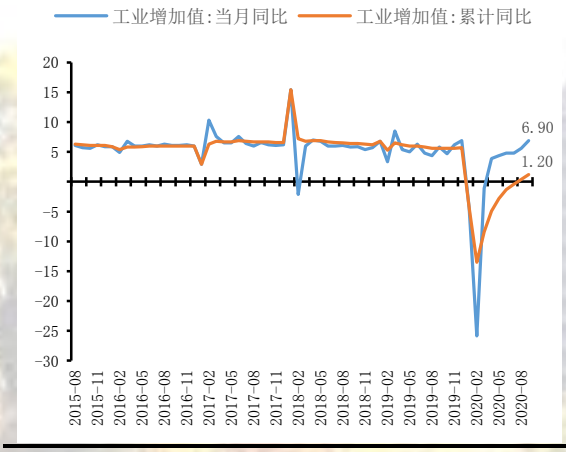

图 3 工业增加值当月同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

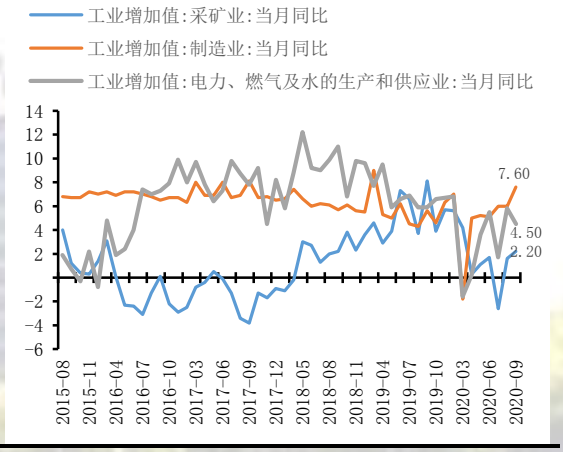

图 4 中国三大门类工业增加值当月同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

消费部分：经济企稳，带动消费增速继续上涨

9 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.3%，高于 8 月份 2.8 个百分点，显示消费增速加快上涨。从社会消费品零售总额指标的内部构成来看，汽车消费依然是支撑当前整体消费快速上涨的主因，而这主要得益于自今年 3 月以来国内推出的各种汽车消费促销政策。这些促销优惠措施刺激汽车消费增速快速上涨，由此拉高整体消费增速 0.9 个百分点。若将汽车消费从整体消费中剔除，则社会消费品零售总额同比增长仅为 2.4%，低于全部消费增速。

9 月份社会消费品零售总额加速上涨受到两方面因素影响：一方面，国内疫情防控取得显著成效，各地区对聚集性消费的管制进一步放开，促进了 9 月份消费增速的上涨。另一方

面，三季度数据显示，真实 GDP 增速和人均可支配收入增速均较二季度有所上涨。经济形势的好转，居民收入增速的增加促进了消费增速的上涨。

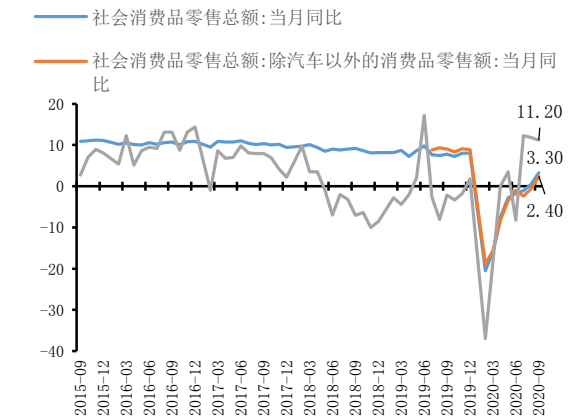

图 5 汽车消费快速上涨支撑整体消费

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

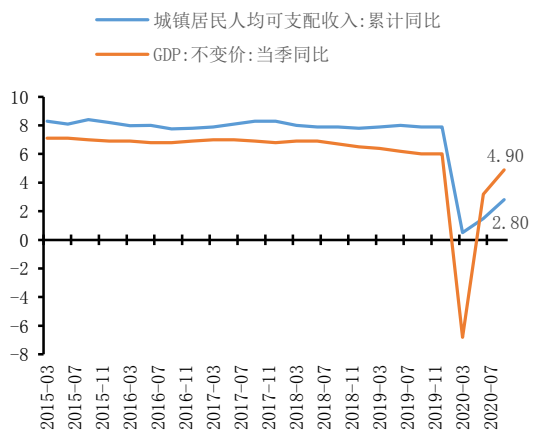

图 6 GDP、收入增速上涨带动消费上涨

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

投资部分：资金活血实体，投资增速加码

1-9 月份，全国固定资产投资同比增长 0.8%，1-8 月为同比负增长 0.3%，投资增速年内首次由负转正。其中，第一产业投资同比增长 14.5%、第二产业投资同比下降 3.4%、第三产业投资同比增长 2.3%，分别较 1-8 月份上涨 3.0、1.4、0.9 个百分点。9 月投资增速继续上涨，结合消费、价格、货币等数据综合来看，经济存在企稳迹象。

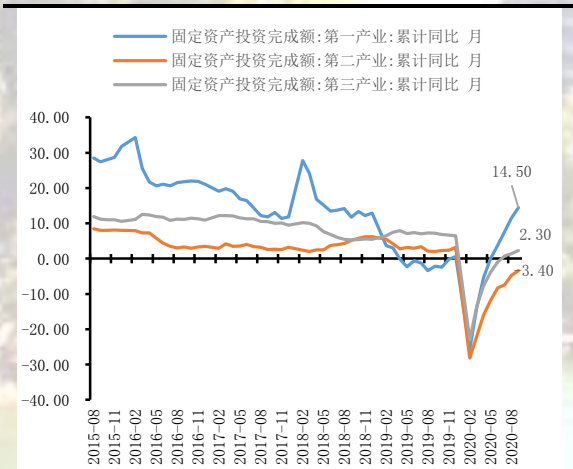

图 7 三大产业投资累计同比

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

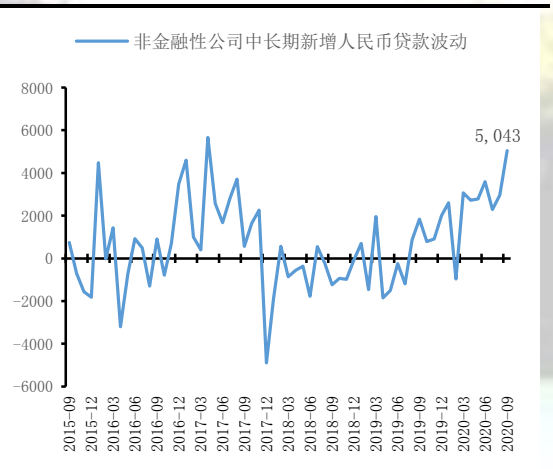

图 8 企业中长期贷款较上一年上涨

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

受益于“精准滴灌”政策扶植，9 月份民间投资、国有投资增速全面加码。1-9 月份，民间、国有企业投资分别同比增长-1.5%、4.0%，分别比 1-8 月份上涨 0.7、0.8 个百分点。投资逐渐恢复，投资增速逐月上涨，这主要得益于资金流向实体经济。我们通过对数据跟踪

发现，2020 年每月的非金融性公司中长期新增贷款均较 2019 年同期有所上涨。资金活血实体经济促进了投资增速的上涨。

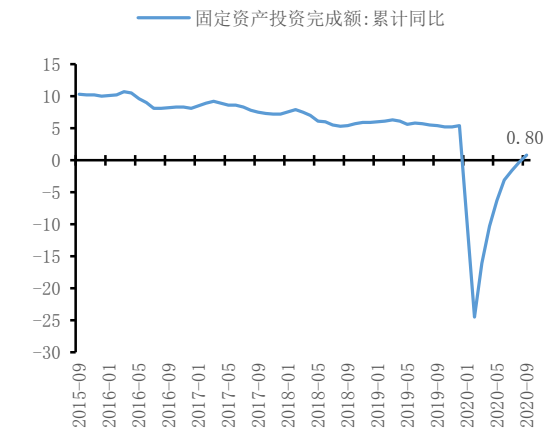

图 9 固定资产投资完成额:累计同比（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

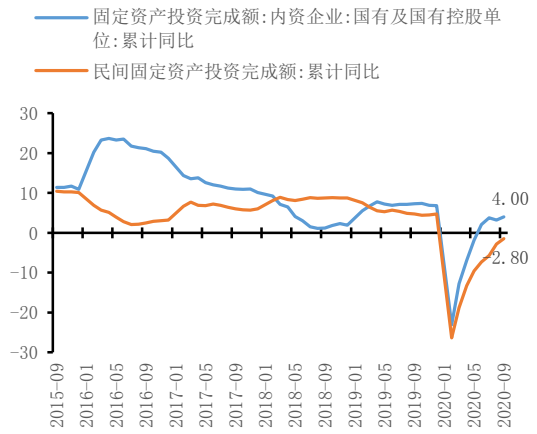

图 10 国有、民间投资增速齐上涨

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

进出口部分：出口延续增长，进口超预期修复

中国 9 月（以美元计）出口同比增长 9.9%，进口增长 13.2%，贸易顺差 370 亿美元。从出口情况看，外需整体回暖叠加国内供给能力提高，共同拉动 9 月份和三季度出口增速提高；从进口情况看，中国经济受疫情的影响趋弱，加之扩内需政策持续发力，进口增速超市场预期回升。受进口超预期回升的影响，贸易顺差有所收窄。

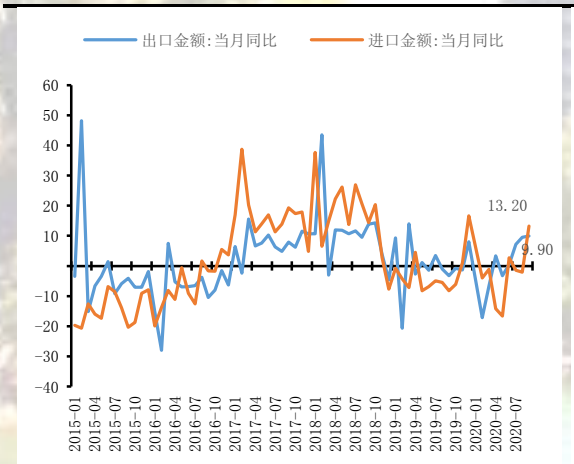

图 11 进出口额增速：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

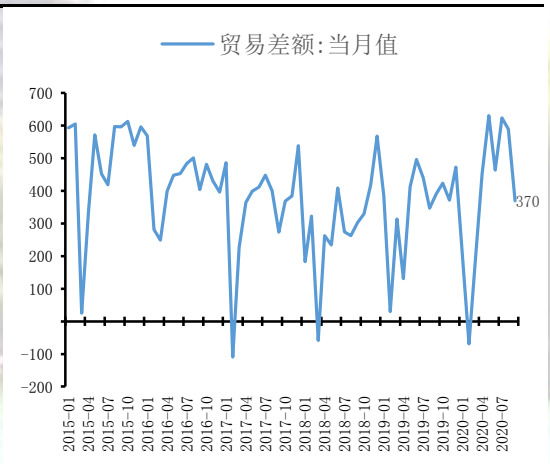

图 12 中国贸易差额：当月值（亿美元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

外需整体回暖叠加国内供给能力提高，出口持续恢复

按美元计价，9 月份出口额同比增长 9.9%，增速较上月提高 0.4 个百分点，基本符合市场预期。从 6 月份开始，中国出口已经连续 4 个月正增长。从前三个季度看，出口数据持续

回暖得益于内外因素的共同作用。首先，面对新冠肺炎疫情严重冲击，中国加大宏观政策应对力度，稳外贸政策效应持续显现，提前复工复产提高了外贸企业生产能力，对出口修复起到支撑作用。再者，全球经济受疫情影响逐步减弱，各国生产活动持续恢复，2020 年 9 月份全球制造业 PMI 为 52.3%，较上月上升 0.5 个百分点，连续 3 个月保持在 50%以上，外需恢复带动中国出口订单和运输需求提高，9 月中国新出口订单提高 1.7 个百分点至 50.8%，中国出口集装箱综合运价指数平均值为 952.3，较 8 月份平均上涨 8.3%。综合以上两方面因素，外需整体回暖叠加国内供给能力提高共同拉动 9 月份和三季度的出口增速。

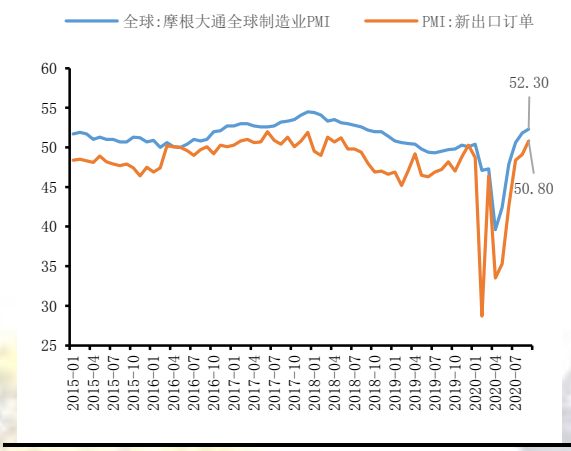

图 13 全球制造业 PMI、中国新出口订单 PMI（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

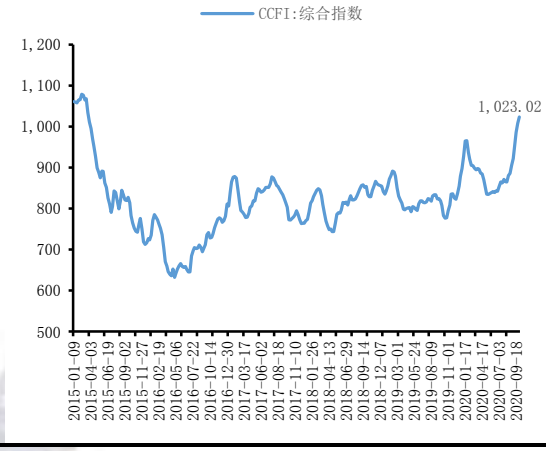

图 14 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

中国经济基本面向好，进口增速超预期

按照美元计价，9 月份进口额同比增长 13.2%，增速较上期扩大 15.3 个百分点，远远高于市场预期。相比上半年和三季度以来，9 月份进口修复速度加快，无论以人民币还是以美元计，均远超此前市场普遍预期，主要受到两方面因素影响。第一，9 月份全国疫情没有出现大规模的反复，中国经济受疫情的影响已经趋弱，各地生产活动活跃度提高，9 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.5%，比上月提高 0.5 个百分点，运输需求强劲，9 月份中国进口集装箱综合运价指数较 8 月份平均上涨 17.1%，加之各地扩内需政策持续发力，例如各地采取发放消费券和扩大新基建投资的政策方式，支撑 9 月份进口增速超预期回升。第二，去年同期进口额增速较低（-8.20%），低基数效应对 9 月份的进口增速形成一定支撑。

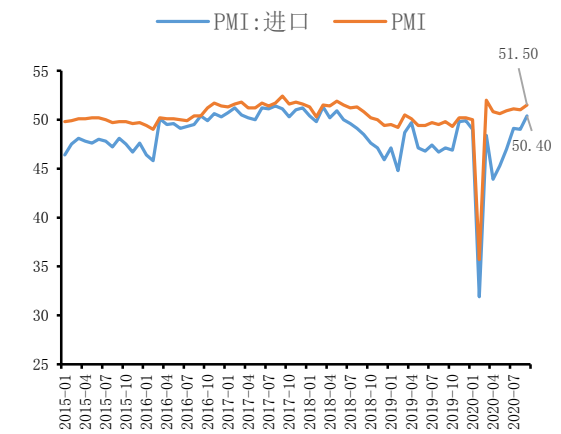

图 15 主要 PMI 指数（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

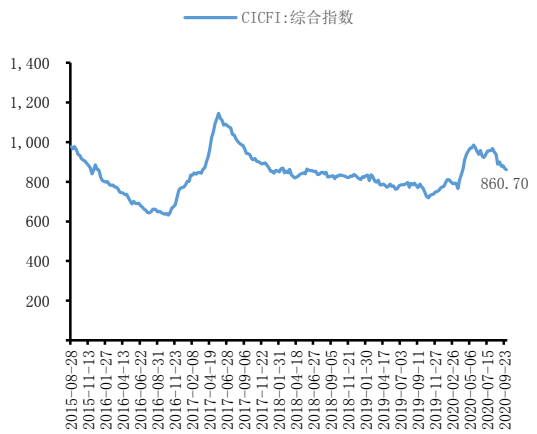

图 16 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

对主要贸易伙伴进出口保持增长，重点商品进口延续增长趋势

分国别来看，前三季度对主要贸易伙伴进出口总额均呈增长趋势。以人民币计，前三季度，对东盟、欧盟、美国、日本、韩国进出口分别增长 7.7%、2.9%、2%、1.4%、1.1%。东盟成为中国最大的对外贸易伙伴，进出口总额 3.38 万亿元，占比达到 14.6%；美国为中国第三大贸易伙伴，中美贸易总值 2.82 万亿元，其中，中国对美出口额 2.18 万亿元，增长 1.8%；自美进口 6408.6 亿元，增长 2.8%；中国对“一带一路”沿线国家合计进出口 6.65 万亿元，增长 9.5%。

从大宗商品的进口量上看，前三季度主要大宗商品和农产品进口量延续增长趋势，铁矿砂、原油、煤、天然气进口量累计同比增速分别为 10.8%、12.7%、-4.4%、3.7%；农产品方面，大豆、肉类进口量增长较快，进口大豆与猪肉分别累计增加 15.5%、132.2%。

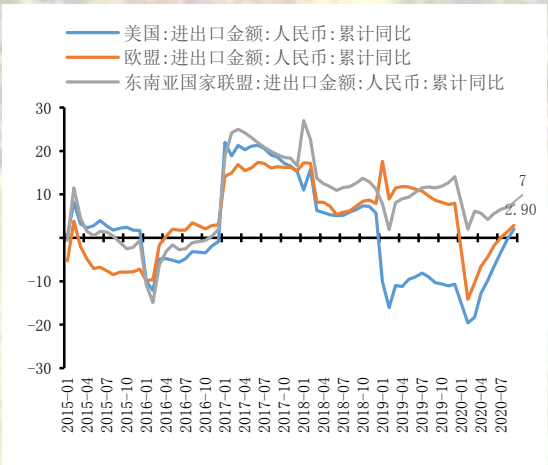

图 17 中国对主要经济体进出口同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

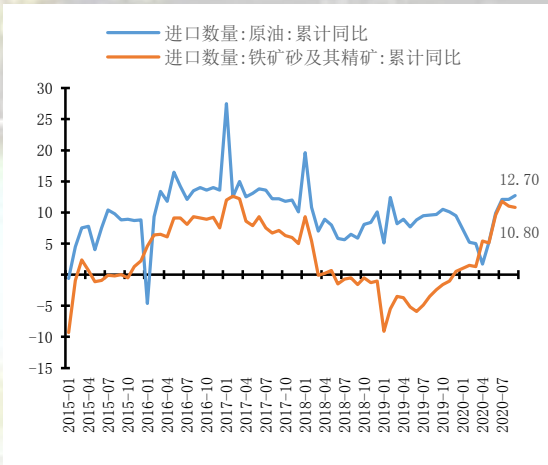

图 18 主要商品进口量累计同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

价格部分：猪肉价格下滑拉低整体居民消费价格增速

9 月份，CPI 同比增长 1.7%，涨幅较 8 月份下降 0.7 个百分点。拉低本月 CPI 同比增速的主要因素是猪肉价格的下滑。一方面，在 8 月末 9 月初时，猪肉价格开始下滑；另一方面，2019 年同期猪肉价格增速相对较高形成了高基数效应。两方面因素叠加，本月猪肉价格增速进一步大幅下滑。作为 CPI 的构成因素之一，猪肉价格增速的大幅下滑，对 CPI 增速起到了拉低作用。

当前猪肉价格的下降，主要是由于供给的增加。我们通过对商务部统计的全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量观测发现，9 月份，全国规模以上定点生猪屠宰量为 1285.2 万头，比 8 月份多 106.3 万头，环比上涨 9.0%。猪肉供给的显著增加，是拉低猪肉价格的主要原因。

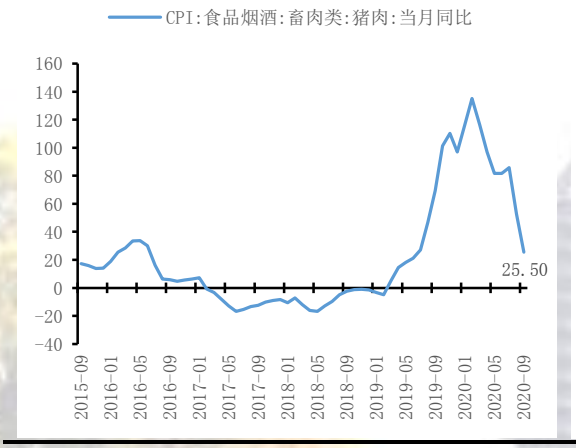

图 19 本月猪肉价格增速继续下滑

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

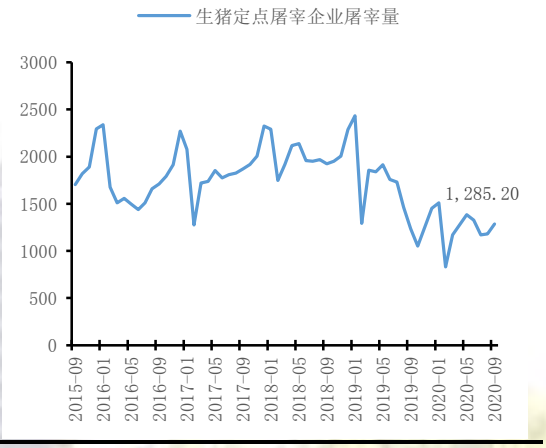

图 20 本月猪肉供给增加

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

需求拉动，服务价格增速小幅上涨

9 月份，CPI 中服务价格同比增长 0.2%，较前月上涨 0.3 个百分点，这也是 5 月份以来服务价格增速首次止跌上涨。国家统计局解读指出，随着文娱消费逐步恢复，观影人数增加，电影票价格上涨 4.1%；新学期开学，课外教育及部分民办学校收费有所上涨，教育服务价格上涨 1.6%。可见本月服务价格增速的上涨是部分服务需求增加推动的，这反映出了经济恢复进行中的积极方面。

受生活资料价格增速下滑影响，PPI 降幅扩张

9 月份，PPI 同比下降 2.1%，降幅较 8 月份扩大 0.1 个百分点，这主要是受生活资料价格增速下降拖拽导致。9 月份，生产资料价格同比下降 2.8%，降幅较 8 月收窄 0.2 个百分点；生活资料价格增速则由前月的同比增长 0.6%，转变为下滑 0.1%，波动 0.7 个百分点。

可见，本月 PPI 同比降幅的扩张完全是由于生活资料价格增速下降导致的。生活资料价格增速下滑反映出生活资料需求的相对不足，间接反映了企稳的经济有待进一步恢复。

货币金融部分：货币政策保持稳健，金融助力实体经济

2020 年 9 月份人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2047 亿元。2020 年 9 月末，广义货币(M2)余额 216.41 万亿元,同比增长 10.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 和 2.5 个百分点。在新增人民币贷款方面，虽然票据融资拉低了人民币贷款，但住户部门中长期贷款和企业中长期贷款对 9 月份信贷起到了较大的拉升作用；受政府发债速度加快的影响，政府债券净融资成为社融的主要支撑因素；财政性存款减少和中长期贷款增加拉升了 M2 增速。

融资成本进一步下降，中长期贷款继续回升

2020 年 9 月份人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2047 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 9607 亿元，同比多增 2057 亿元。其中，短期贷款增加 3394 亿元，同比多增 687 亿元，中长期贷款增加 6362 亿元，同比多增 1419 亿元；企（事）业单位贷款增加 9458 亿元，同比少增 655 亿元，其中，短期贷款增加 1274 亿元，同比少增 1276 亿元，中长期贷款增加 10680 亿元，同比多增 5043 亿元，票据融资减少 2632 亿元，同比多减 4422 亿元。

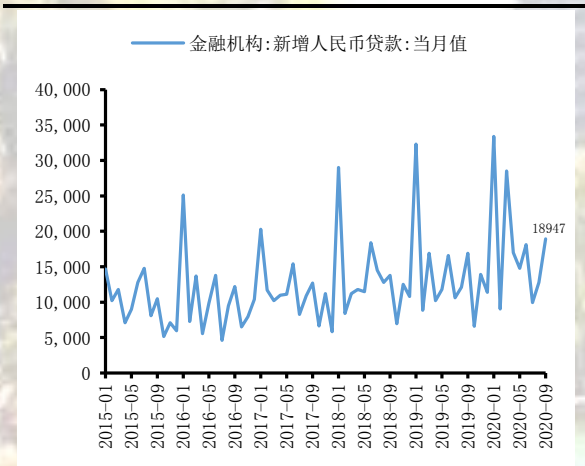

图 21 金融机构:新增人民币贷款:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

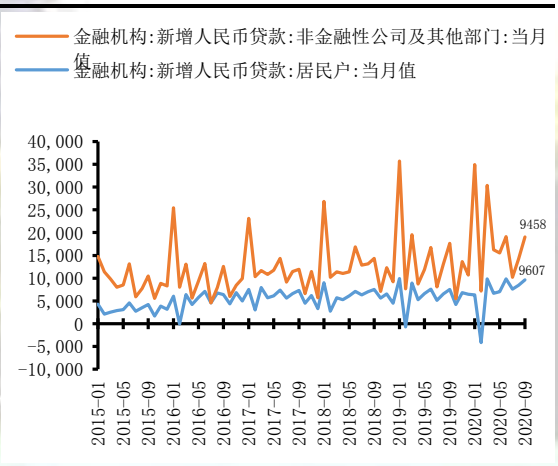

图 22 金融机构:新增人民币贷款:住户部门与企（事）业单位当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

中国人民银行公布的《标准化票据管理办法》，自 2020 年 7 月 28 日起实施，办法的出台将对票据融资进行规范，使得 9 月份票据融资继续大幅减少。虽然票据融资拉低了人民币

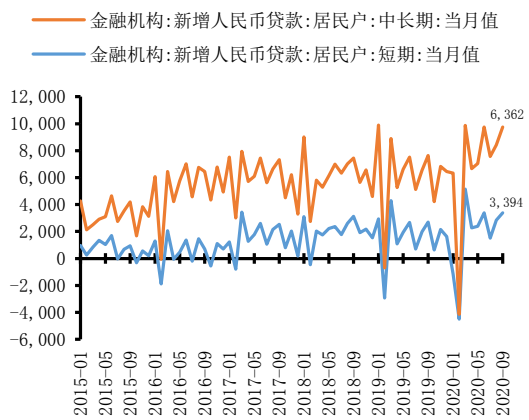

图 23 金融机构:新增人民币贷款:居民户:短期与中长期:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

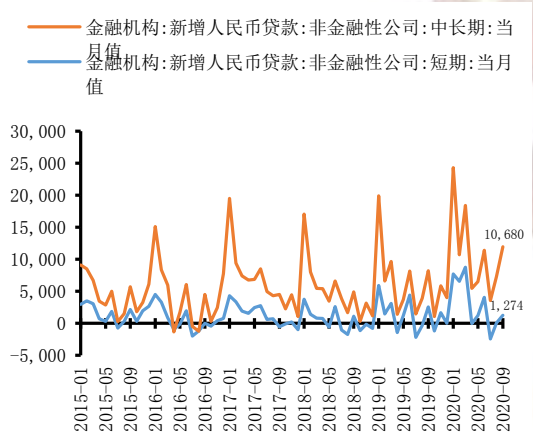

图 24 金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司:短期与中长期:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

贷款，但住户部门中长期贷款和企业中长期贷款对 9 月份信贷起到了较大的拉升作用，9 月份随着国内经济进一步恢复，居民按揭贷款需求进一步增加，使得住户部门中长期贷款增加。此外，中共中央政治局会议和央行货币政策委员会第三季度例会都强调要引导贷款利率继续下行，推动综合融资成本明显下降，重点支持制造业、中小微企业，在此背景下企业中长期贷款继续回升，企业中长期贷款同比增加。

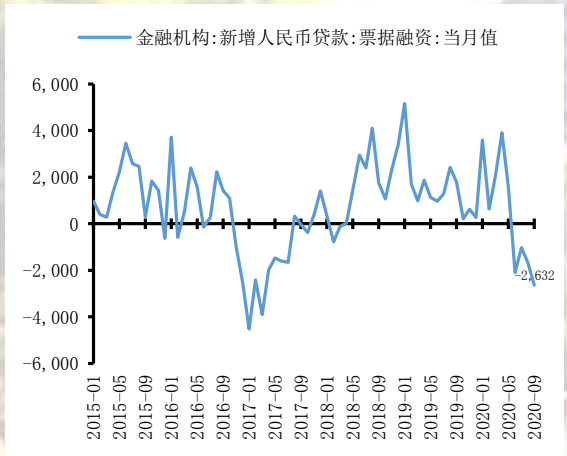

图 25 金融机构:新增人民币贷款:票据融资:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

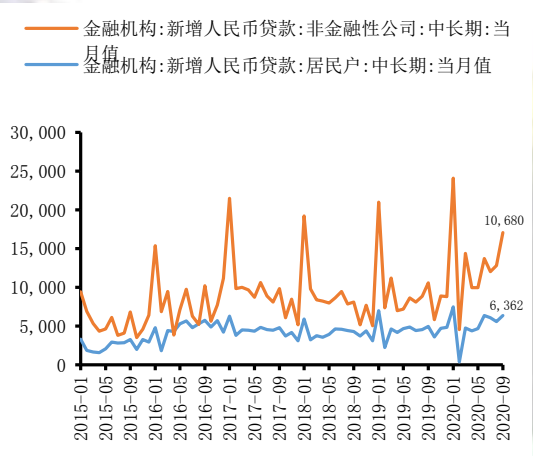

图 26 金融机构:新增人民币贷款:居民户中长期与非金融性公司中长期:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

政府发债继续恢复，政府债券净融资支撑社融增加

2020 年 9 月社会融资规模增量为 3.48 万亿元，比上年同期多 0.97 万亿元。其中政府

债券净融资 1.0 万亿元，同比多 6326 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财政部发布通知部署加快地方政府专项债券发行使用，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。政府发债速度加快，拉升了 9 月份政府债券净融资。

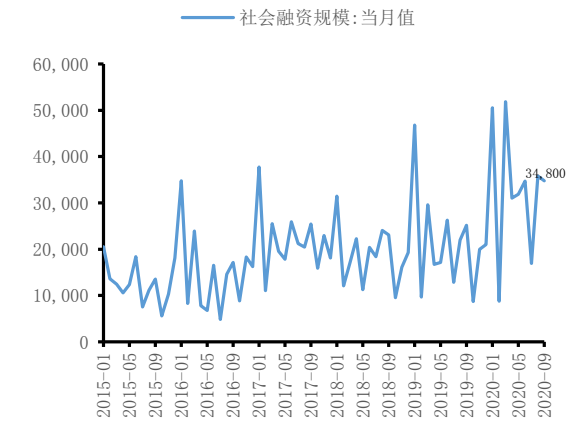

图 27 社会融资规模:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

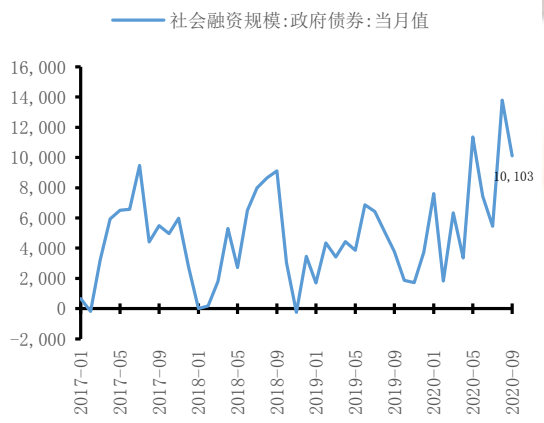

图 28 社会融资规模:政府债券:当月值（亿元）

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 增速有所回落

2020 年 9 月末，广义货币(M2)余额 216.41 万亿元，同比增长 10.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 2.5 个百分点；狭义货币(M1)余额 60.23 万亿元，同比增长 8.1%，增速分别比上月末和上年同期高 0.1 个和 4.7 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.24 万亿元，同比增长 11.1%。

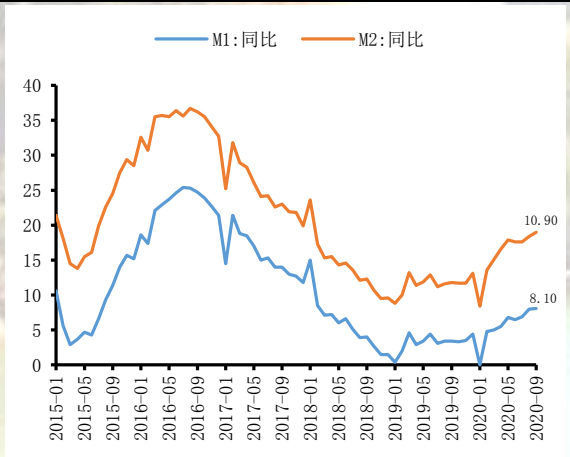

图 29 M1 与 M2 同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

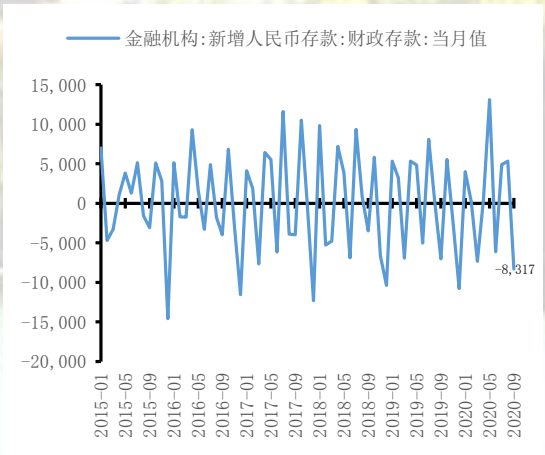

图 30 金融机构:新增人民币存款:财政存款:当月值（亿元）

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。一方面，9 月份财政存款减少 8317 亿元，同比多减 1291 亿元，说明财政支出力度加大，这对 M2 同比增速起到了拉升作用。另一方面，由于融资成本降低促使住户部门中长期贷款和企业中长期贷款增加，这也在一定程度上拉升了 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。