W 原富 EALTH

2020 年第 9 期总第 65 期

发刊日期：2020 年 9 月 6 日

主办：北京大学国民经济研究中心

主编：苏剑

CAUSES OF WEALTH

特别推荐：

2020 年 8 月中国宏观经济数据预测

刘伟：为经济高质量发展奠定坚实制度基础

苏剑：疫情面前 稳妥为先

——评 2020 年中国宏观调控目标

扫二维码或发邮件订阅

gmjjyj@pku.edu.cn

图片源于网络

北京大学国民经济研究中心及其宏观研究团队简介

北京大学国民经济研究中心成立于 2004 年，主管单位为北京大学经济学院，原名为“北京大学中国国民经济核算与经济增长研究中心”， 2017 年 12 月改为现名。该中心现任主任为北京大学经济学院苏剑教授。该中心依托北京大学，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。

从 2004 年到目前为止，中心已连续出版《中国经济增长报告》15 期（每年一期），对中国经济增长长期持续的研究使得该报告产生了越来越大的社会影响，其中的一些政策建议也被中国相关部门采纳，对中国的宏观经济政策产生了一定影响。另外，中心在中国人口政策的调整方面起到了推动作用，在中国人口问题、中国经济新常态及新常态下的宏观调控、供给管理及宏观调控体系的完善等研究领域处于领先水平。

北京大学国民经济研究中心宏观研究团队组建于 2014 年，在著名经济学家刘伟教授的指导下，由苏剑教授任宏观经济研究课题组组长，带领该中心宏观研究团队，包括 10 名左右专职研究人员和众多北京大学博士、硕士研究生，开展关于中国宏观经济问题的研究工作。本团队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。

该团队走学术研究和现实问题研究相结合的道路，以学术研究为现实问题研究提供理论基础，以对现实问题的研究丰富理论基础，在实际应用中检验经济理论。团队定期发布宏观经济预测、点评、专题等报告。作为独立、中立的研究者，本团队以解决问题为目的，客观、实事求是地探索经济问题的本源、对各类当事人的影响以及各类当事人的应对策略。

目前，电子刊物《原富》和“宏观经济与金融市场沙龙”一起构成该团队的两大学术交流平台。“宏观经济与金融市场沙龙”每月举行一期研讨会，分为上下两个半场，上半场讨论中国宏观经济，下半场讨论金融市场，旨在研究探讨中国经济遇到的各种热点问题，研判政经大势，提供政策建议。《原富》杂志是由北京大学国民经济研究中心收集、整理和发布的内部刊物，每月初发布，及时、专业、全面地就当前国内外重大宏观经济问题进行分析和解读。

《原富》专家委员会

（按姓氏拼音字母顺序排序）

陈经伟　　邓黎阳
胡　迟　　黄剑辉
黄　薇　　姜英秋
江　源　　景　红
林君秀　　栾大龙
牛　犁　　施发启
宋卫国　　苏培科
陶一桃　　童　辰
王　梅　　王廷惠
王晓国　　徐洪才
尹中立　　张　雁
赵淑兰　　郑建库
周景彤　　朱幼平

《原富》编辑委员会

主　编：　苏　剑
编　委：
蔡含篇　　康　健
纪　尧　　邵宇佳
王俞璇　　翟乃森
周　圆

目　　录

【经济前瞻】

2020 年 8 月中国宏观经济数据预测
——复工复产有序推进 经济运行稳步复苏 ····· 1

【经济形势与政策】

刘伟：为经济高质量发展奠定坚实制度基础 ····· 9

苏剑：疫情面前 稳妥为先——评 2020 年中国宏观调控目标 ····· 13

【市场观察】

尹中立：无风险收益率下行是股市走强的重要原因 ····· 15

2020 年 8 月汇率报告：中国经济持续复苏 人民币汇率震荡上涨 ····· 17

2020 年 8 月中国宏观经济数据预测
——复工复产有序推进 经济运行稳步复苏

北京大学国民经济研究中心宏观研究团队

要点：

- **经济运行稳步复苏，工业产出稳中有升**
- **疫情得到控制，投资进一步恢复**
- **消费环境恢复中，消费额增速继续上行**
- **内外需水平逐步恢复，进出口或将延续增长趋势**
- **CPI、PPI 剪刀差收窄，基数效应成主因**
- **标准化票据管理办法压低新增人民币贷款**
- **货币政策逐步趋稳，M2 同比增速略有提高**
- **中国经济持续复苏，人民币汇率围绕均衡水平双向波动**

面对复杂严峻的内外部形势，中国首次提出“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。随着疫情防控进入常态化，中国各地各部门复工复产有序推进，消费稳步回升，内外需逐步恢复，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以及疫情走势等因素，从需求端来看，由于疫情过后消费、投资环境逐步恢复，预计 1-8 月份社会消费品零售总额同比下降 0.3%，1-8 月份固定资产投资同比下降 0.3%；外需水平逐渐恢复，8 月份出口、进口同比分别增长 7.1%、0.2%。从供给端来看，经济运行稳步复苏，工业产出稳中有升，预计 8 月份工业增加值同比增长 5.3%。从价格方面来看，受基数效应影响，CPI、PPI 剪刀差收窄，预计 8 月份 CPI 同比增长 2.4%、PPI 同比下降 2.1%。最后，货币金融方面，受监管部门规范票据融资的影响，预计 2020 年 8 月份新增人民币贷款 12000 亿元，同比少增 100 亿元；货币政策逐步趋稳，8 月末 M2 同比增速为 10.8%，较 7 月末小幅回升；随着中国经济持续复苏，人民币汇率围绕均衡水平双向波动，预计 9 月人民币汇率在 6.80-6.95 区间震荡。

工业增加值部分：经济运行稳步复苏，工业产出稳中有升

预计 8 月份工业增加值同比增长 5.3%。从拉升因素看，中国统筹推进疫情防控和经济社会发展政策发挥作用，各地复工复产脚步加快，工业经济运行状况持续向好，有助于工业产出延续增长。从压低因素看，受季节性原因及台风影响，8 月全国多地遭遇内涝、山洪等灾害，对工业产出有所影响，尤其是采矿业影响较大。另外，国际形势复杂， 8 月份

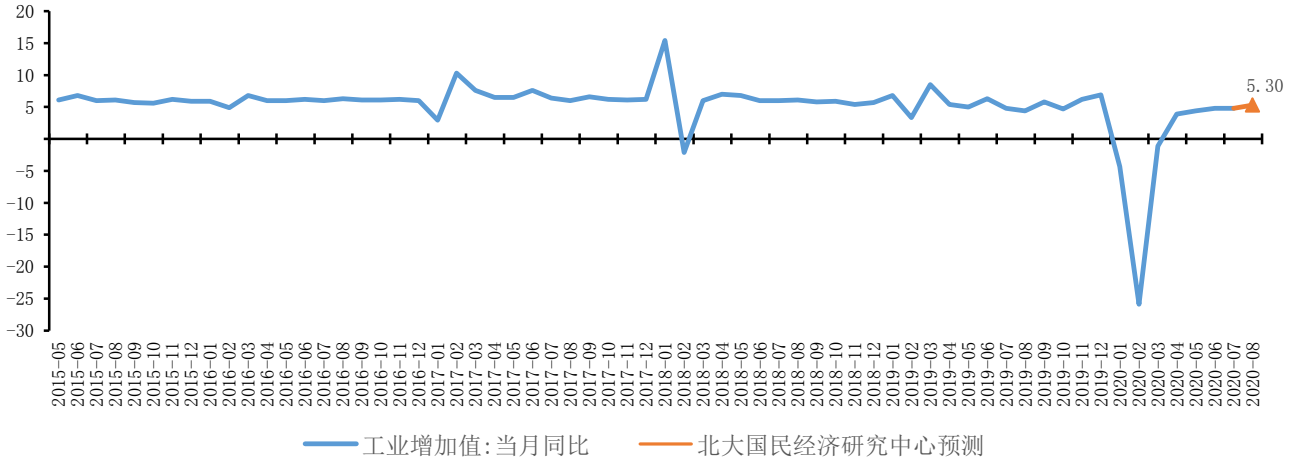


图 1　工业增加值当月同比增速和预测（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

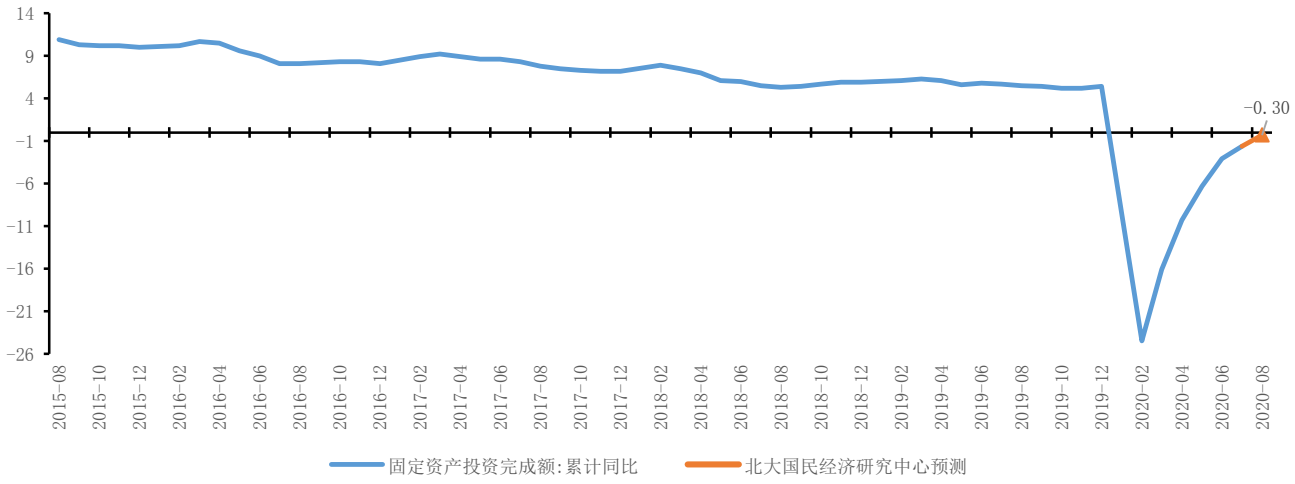


图 2　固定资产投资累计同比增速和预测（%）

数据来源：　Wind，北京大学国民经济研究中心

全球疫情仍在部分地区蔓延，中国企业出口情况逐渐回暖但仍受需求的不确定性影响，进而为本月工业产出的增长带来一定扰动。综合而言，中国经济运行稳步复苏，8 月份工业增加值同比增速大概率延续增长，较上期增加 0.5 个百分点。

投资部分：疫情得到控制，投资进一步恢复

预计 1-8 月份固定资产投资同比下降 0.3%。一方面，受一季度新冠疫情防控措施大规模居家隔离的影响，一季度投资增速大幅下滑，这使得后面三个季度的累计投资增速相对往年较低；另一方面，7 月货币金融数据显示，企业中长期贷款继续增加，反映出企业存在扩大再生产的货币基础。8 月 25 日，国务院政策例行吹风会上央行副行长刘国强表

示，人民银行将继续会同有关部门，坚决贯彻落实好为市场主体减负等金融支持政策。再有，随着二季度疫情得到显著的控制，各地复工复产的脚步加快，使得投资降幅逐月收窄。本月随着中国国内疫情进一步的好转，生产的进一步恢复，预计投资降幅也将进一步收窄。

消费部分：消费环境恢复中，消费额增速继续上行

预计 8 月份社会消费品零售总额同比下降 0.3%。一方面，近期国家统计局公布的数据显示，上半年，全国居民人均可支配收入 15666 元，扣除价格因素，实际下降 1.3%，收入的下降将对消费产生明显的抑制作用。另一方面，随着居民生产、生活的恢复，与投资等其他指标类似，消费增速呈逐月上涨的态势。这是由于消费环境也在逐渐恢复当中以及各种促销费的政策刺激，对消费增速起到了拉升作用。

进出口部分：内外需水平逐步恢复，进出口或将延续增长趋势

预计 8 月份出口同比增速为 7.1%左右。首先，随着海外国家疫情管控的加强以及复产复工的推进，外需恢复表现分化。从已经公布的数据看，美国 8 月综合、制造业和服务业 PMI 均创 1 年多新高，IHS Markit 公布数据显示，8 月美国综合采购经理人指数(PMI)从 7 月的 50.3 升至 54.7，为 2019 年 2 月以来的最高水平；而欧洲疫情加速反弹，令经济复苏步伐受阻，欧元区采购经理人指数(PMI)初值数据表现疲弱，8 月份该指数从此前一个月的 54.9 下降至 51.6，远低于市场预期。再者，海外疫情局部不确定性仍较高，防疫物资出口需求仍较旺盛，将对出口增速形成能一定支撑。最后，基数效应。2019 年 7 月份出口额保持低速增长（-1.0%），将对 2020 年 8 月份的出口增速形成一定影响。综合以上因素分析，出口或延续增长趋势。

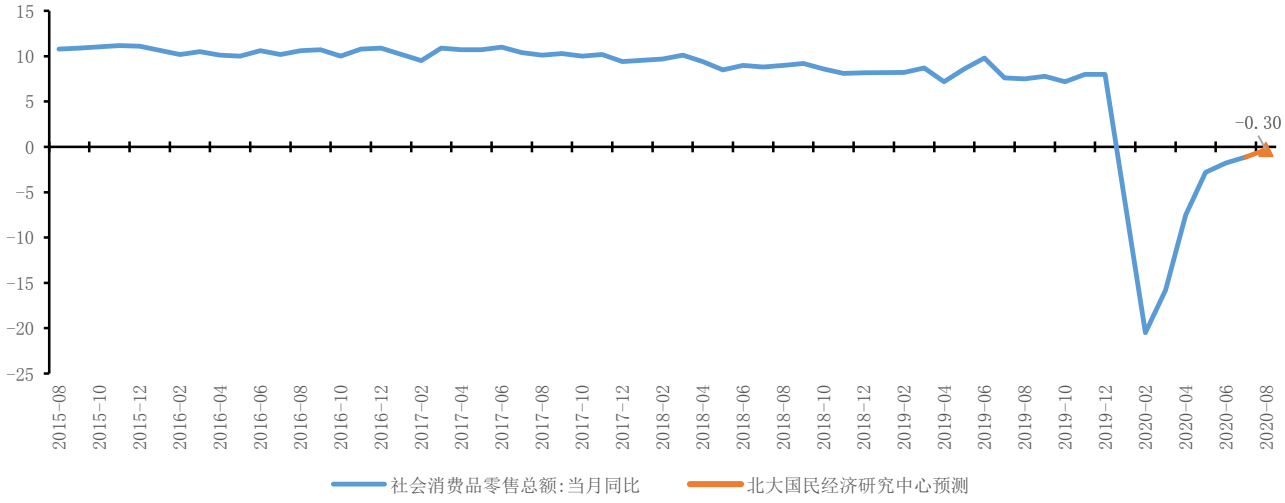


图 3　社会消费品零售总额当月同比增速和预测（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

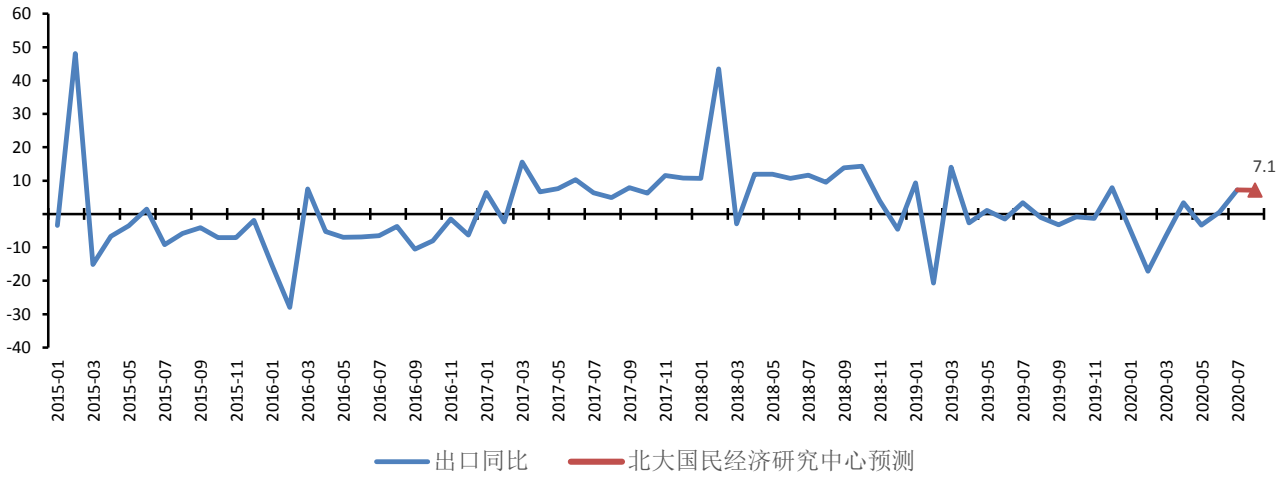


图 4　出口增速当月同比和预测（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

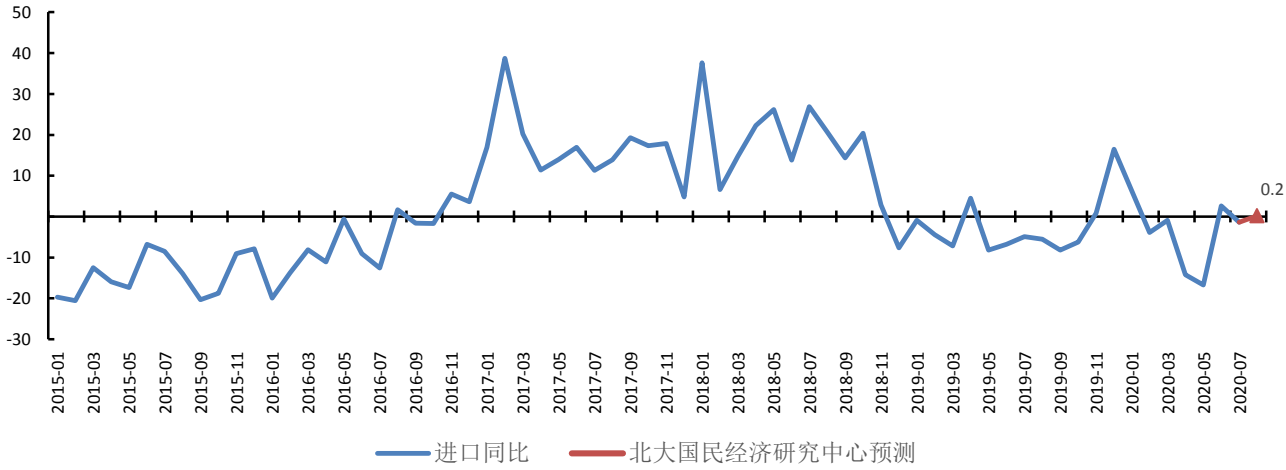


图 5　进口增速当月同比和预测（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

预计 8 月份进口同比增速为 0.2%左右。首先，随着国内疫情整体得到有效控制，加之洪涝灾害的影响逐步减弱，生产生活活动已经初步进入正轨，内需逐步恢复。从已经公布的数据看，工业部门经营状况持续改善，规上工业企业利润总额连续 3 个月增长，将对进口增速形成支撑。再者，2019 年 8 月份进口额增速较低（-5.50%），将对 2020 年 8 月份的进口增速形成一定支撑。综合以上分析，进口或也将延续增长趋势。

价格部分：CPI、PPI 剪刀差收窄，基数效应成主因

预计 8 月份 CPI 同比增长 2.4%、PPI 同比下降 2.1%，CPI、PPI 剪刀差收窄，基数效应成主因。随着生猪生产的逐渐恢复，猪肉供给小幅增加，使得 8 月中旬猪肉价格开始下降。另外，2019 年同期猪肉价格大幅上涨对本月猪肉形成了高基数效应。因此，预计 8 月猪肉价格同比增速或将显著下滑，受其影响预计 8 月 CPI 同比增速应该会小幅下降。

工业品价格方面，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，采矿业生产受洪涝灾害影响，采矿业供给收缩对工业品价格起到拉升作用。再有，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。

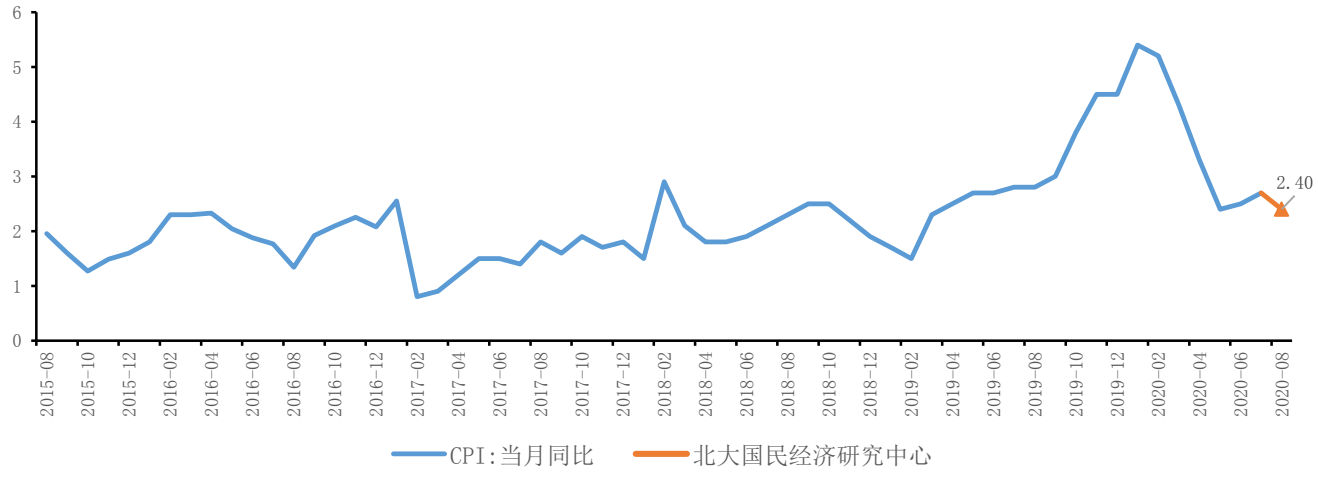


图 6　CPI 当月同比增速和预测（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

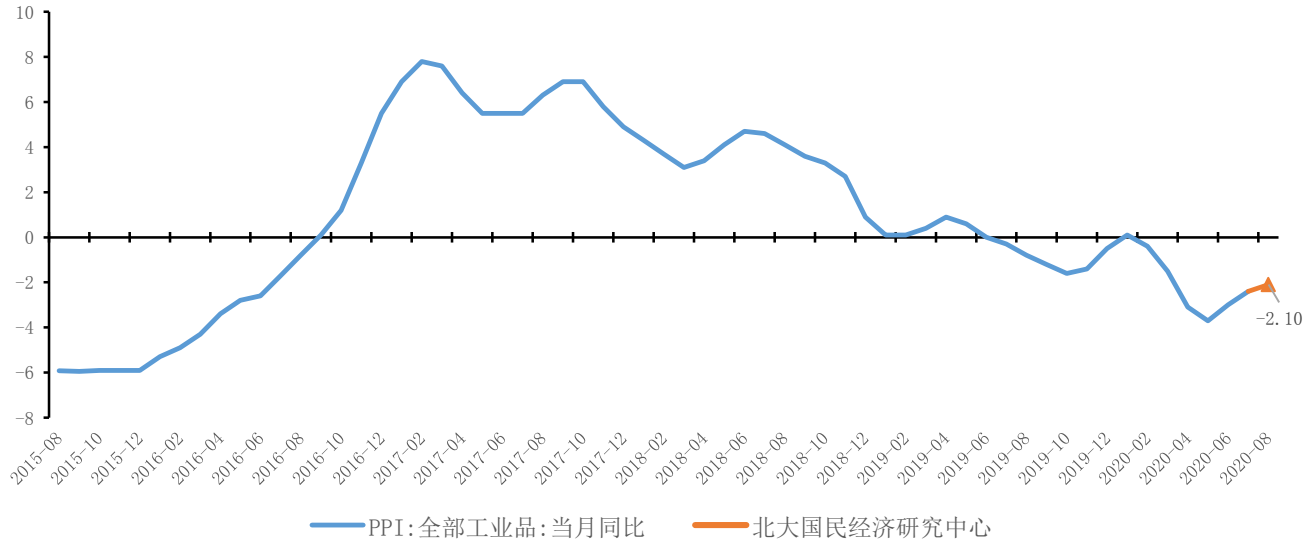


图 7　PPI 当月同比增速和预测（%）

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：标准化票据管理办法压低新增人民币贷款

预计 2020 年 8 月份新增人民币贷款 12000 亿元，环比多增 2073 亿元，同比少增 100 亿元。一方面，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，由于该办法的出台将对票据融资进行规范，预计票据融资将同比减少，从而会拉低人民币贷款。另一方面，中共中央政治局 7 月 30 日召开会议指出，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。在货币政策继续支持企业信贷需求的宏观背景下，预计企业贷款将会增加，从而提高人民币贷款。总的来看，考虑两方面因素，新增人民币贷款略低于去年同期，预计 2020 年 8 月份新增人民币贷款 12000 亿元。

M2 部分：货币政策逐步趋稳，M2 同比增速略有提高

预计 8 月末 M2 同比增速为 10.8%，较 7 月份略有提高。一方面，由于《标准化票据管理办法》的实施会拉低人民币贷款，从而拉低 M2 同比增速。另一方面，由于 7 月份集中发行了特别国债，使得其他政府发债缩量，预计 8 月份政府发债有所恢复，政府负债增速大概率出现上升，政府负债增加将提高 M2 同比增速。此外，自 8 月 7 日以来，央行逆回购、中期借贷便利、国库现金定存等工具纷纷上阵，累计投放超 2 万亿元，净投放超 1 万亿元，从而拉升 M2 同比增速。综合来看，预计 8 月末 M2 同比增速为 10.8%，较 7 月份略有提高。

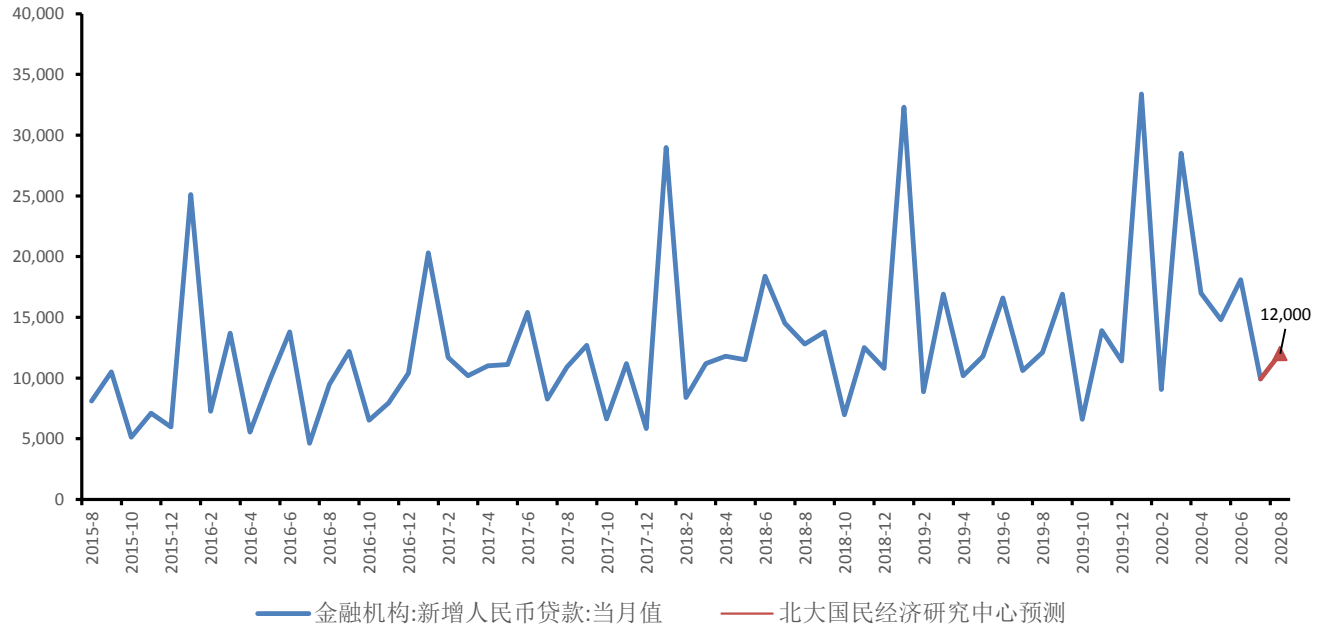


图 8　新增人民币贷款当月同比和预测（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

人民币汇率部分：中国经济持续复苏，人民币汇率围绕均衡水平双向波动

预计 2020 年 9 月人民币汇率震荡上涨，震荡区间为 6.80-6.95。拉升因素方面，中国统筹推进疫情防控和经济社会发展政策发挥作用，主要经济指标持续好转，为人民币汇率提供支撑；美元走弱，推动人民币汇率估值相应上升；全球流动性充裕，中外利差为海外资金流入提供动力，人民币资产吸引力提升。此外，由于国际政治局势紧张，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。

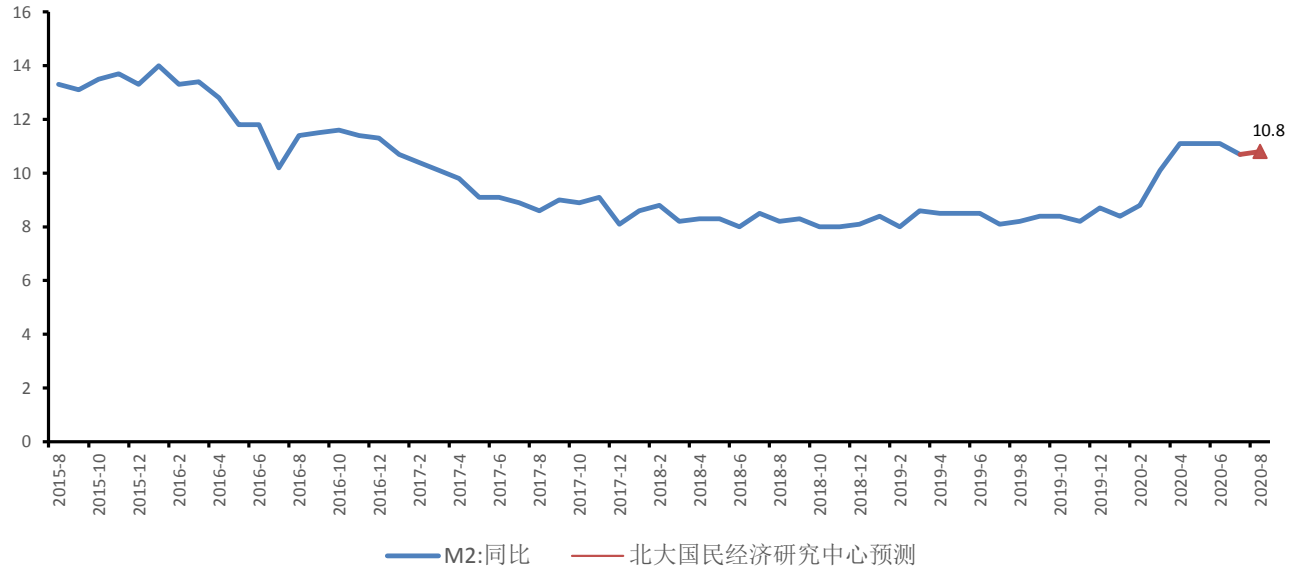


图 9　M2 当月同比增速和预测（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心



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

表 1　2020 年 8 月宏观经济数据预测

	上年值	上年同期值	上期值	2020 年 8 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	4.8	4.8	5.3
固定资产投资累计同比	5.4	5.7	-3.1	-0.3
社会消费品零售额同比	8.0	7.6	-1.8	-0.3
出口同比	0.5	3.4	0.5	7.1
进口同比	-2.8	-4.9	2.7	0.2
贸易差额（亿美元）	4215	440.1	464.0	495
通货膨胀				
CPI 同比	2.9	2.8	2.5	2.4
PPI 同比	-0.3	0.3	-3.0	-2.1
货币信贷				
新增人民币贷款（亿元）	168170	10600	18100	12000
M2 同比	8.4	8.1	11.1	10.8

资料来源：Wind、北京大学国民经济研究中心宏观研究团队

为经济高质量发展奠定坚实制度基础

刘 伟

（中国人民大学）

内容提要：今年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年。新冠肺炎疫情的冲击没有改变我国经济稳中向好、长期向好的基本面。我们即将全面建成小康社会，并乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程。这对推动经济高质量发展提出新的更高要求。党的十九届四中全会《决定》对社会主义基本经济制度作出新概括，部署推动社会主义基本经济制度与时俱进、完善发展，必将为经济高质量发展奠定更为坚实的制度基础。我们要进一步发挥社会主义基本经济制度优势，努力实现经济高质量发展。

改革开放以来，我国经济以世所罕见的速度发展壮大，人民生活水平快速提升。1979—2018 年，我国国内生产总值年均增长 9.4%，远高于世界同期年均 2.9%左右的增速。我国已经成为世界第二大经济体、制造业第一大国、货物贸易第一大国、商品消费第二大国、外资流入第二大国。经济快速发展奇迹的背后，是不断巩固和完善的社会主义基本经济制度的坚强保障，是社会主义基本经济制度优势的不断彰显。党的十九届四中全会《决定》将公有制为主体、多种所有制经济共同发展，按劳分配为主体、多种分配方式并存，社会主义市场经济体制等作为社会主义基本经济制度，强调坚持和完善社会主义基本经济制度，推动经济高质量发展。这标志着我们党对社会主义经济建设规律和社会主义基本经济制度的认识达到新的历史高度，我国社会主义基本经济制度的显著优势必将在推动经济高质量发展中得到更加充分的发挥。

我国社会主义基本经济制度具有显著优势

社会主义基本经济制度包括所有制、分配制度、经济体制等。正是它们所具有的巨大优越性，使我国国家制度和国家治理体系具有坚持公有制为主体、多种所有制经济共同发展和按劳分配为主体、多种分配方式并存，把社会主义制度和市场经济有机结合起来，不断解放和发展社会生产力的显著优势。

社会主义基本经济制度坚持公有制为主体、多种所有制经济共同发展，坚持“两个毫不动摇”，通过不断深化改革开放，营造各种所有制主体依法平等使用资源要素、公开公

平公正参与竞争、同等受到法律保护的市场环境，既巩固和发展公有制经济，又激发非公有制经济的活力和创造力。公有制经济、非公有制经济相辅相成、相得益彰，既保证国家战略有效实施，又促进社会生产力快速发展。

社会主义基本经济制度坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存，既维护公平，又提升效率，最大限度激发微观主体活力。坚持多劳多得，着重保护劳动所得，增加劳动者特别是一线劳动者劳动报酬，提高劳动报酬在初次分配中的比重，充分体现按劳分配的主体地位，保护劳动者合法权益。通过健全劳动、资本、土地、知识、技术、管理、数据等生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制，实现各种要素所有者的要素报酬合理化，极大调动各方面积极性。发挥好再分配和第三次分配调节作用，能够合理调节城乡、区域、不同群体间分配关系，有利于缩小收入差距，促进分配公平。

社会主义基本经济制度坚持完善社会主义市场经济体制，为充分发挥市场在资源配置中的决定性作用、更好发挥政府作用提供制度保障。社会主义基本经济制度把社会主义制度和市场经济有机结合起来，既充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，又更好发挥政府作用；既有利于解放和发展社会生产力、改善人民生活，又有利于维护社会公平正义、实现共同富裕。

显著优势源于社会主义基本经济制度的本质特征

我国社会主义基本经济制度是经济制度体系中具有长期性和稳定性的部分，起着规范方向的作用，对经济制度属性和经济发展方式具有决定性影响，对国家治理体系和治理能力现代化具有系统性重要影响。我国社会主义基本经济制度之所以具有显著优势，能为我国经济持续健康发展提供坚强制度保障，是因为它具有以下本质特征。

坚持党的领导，确保我国经济始终沿着正确方向发展。中国共产党领导是中国特色社会主义最本质的特征，是中国特色社会主义制度的最大优势，党是最高政治领导力量。社会主义基本经济制度之所以具有不断解放和发展社会生产力、促进实现共同富裕的优越性，根本在于坚持党的领导，确保我国经济始终沿着正确方向发展。在党中央集中统一领导下，我们坚持社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，全面贯彻新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，加快建设现代化经济体系；充分发挥中央和地方两个积极性，充分调动市场主体和广大人民群众的积极性、主动性、创造性，提高各级干部的责任感、使命感和工作能力，形成推动经济高质量发展，为实现“两个一百年”奋斗目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦而奋斗的强大合

力。

坚持以人民为中心，汇聚强大发展合力。坚持以人民为中心，是新时代坚持和发展中国特色社会主义的根本立场。让广大人民群众共享改革发展成果，是社会主义的本质要求。社会主义基本经济制度，坚持以人民为中心的发展思想，坚持发展是硬道理、发展应该是科学发展和高质量发展的战略思想，依靠人民推进中国特色社会主义事业，不断把经济“蛋糕”做大；坚持发展成果由人民共享，把不断做大的“蛋糕”分好，让社会主义制度优越性更加充分体现出来，让实现全体人民共同富裕在广大人民现实生活中更加充分展现出来，因而能够增强经济发展活力，汇聚强大发展合力，为实现经济持续健康发展提供不竭动力。

坚持与时俱进，在实践中不断完善和发展。社会主义基本经济制度在实践中不断完善和发展，体现了继承性和发展性的统一。改革开放以来，我们打破“一大二公”的所有制结构，破除社会主义和市场经济对立的思想教条，探索形成公有制为主体、多种所有制经济共同发展的所有制结构，形成按劳分配为主体、多种分配方式并存的分配制度，建立并不断完善社会主义市场经济体制。社会主义基本经济制度的完善和发展，坚持基本经济制度的社会主义性质，顺应并支撑坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化的历史进程，在更好发挥社会主义制度优越性、不断解放和发展社会生产力、推动高质量发展方面发挥巨大作用。

发挥社会主义基本经济制度优势，推动经济高质量发展

今年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年。新冠肺炎疫情的冲击没有改变我国经济稳中向好、长期向好的基本面。我们即将全面建成小康社会，并乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程。这对推动经济高质量发展提出新的更高要求。党的十九届四中全会《决定》对社会主义基本经济制度作出新概括，部署推动社会主义基本经济制度与时俱进、完善发展，必将为经济高质量发展奠定更为坚实的制度基础。我们要进一步发挥社会主义基本经济制度优势，努力实现经济高质量发展。

坚持党中央集中统一领导。中国经济是一艘巨轮，体量越大，风浪越大，掌舵领航越重要。越是形势复杂、挑战严峻，越要发挥党中央集中统一领导的定海神针作用。当前，国内外形势发生深刻复杂变化，新情况新问题层出不穷。形势越是复杂，越要听从党中央号令，增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”，认真贯彻党中央重大决策部署，做到令行禁止；在推动经济高质量发展中敢作为、善作为，注重激发和保护企业家精神，

让更多社会主体投身创新创业，充分调动各方面的积极性。

坚持以人民为中心的发展思想。围绕解决好人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾这个社会主要矛盾，把推进供给侧结构性改革作为经济工作的主线，使供给体系更好适应需求结构变化，使供给能力更好满足人民日益增长的美好生活需要。坚持以人民为中心的发展思想，坚决贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念，推动新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展，加快建设现代化经济体系，努力实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续的发展，不断增强人民的获得感、幸福感、安全感。

坚持不断解放和发展社会生产力。在重要领域继续深化改革，在更深层次、更广领域解放和发展社会生产力。探索公有制多种实现形式，鼓励发展混合所有制经济，实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展，使我国基本经济制度发挥出更大优越性。完善初次分配制度、健全再分配调节机制、规范收入分配秩序，弘扬勤劳致富精神，激励人们通过劳动创造美好生活。加快完善社会主义市场经济体制，建设高标准市场体系。构建社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制，建立以企业为主体、市场为导向、产学研深度融合的技术创新体系，为高质量发展插上科技创新的翅膀。

（资料来源：《人民日报》2020 年 04 月 17 日 09 版）

疫情面前，稳妥为先——评 2020 年中国宏观调控目标

苏剑

（北京大学经济学院）

内容提要：2020 年年初，新冠疫情爆发对经济造成了较大的影响。北京大学国民经济研究中心主任、北京大学经济学院教授苏剑认为，肺炎疫情必然大幅度影响中国宏观经济的运行，构成增速目标和政策调控的权衡问题。预计 2020 年 GDP 的自然增速为 1.0%至 2.5%之间。因此，在疫情冲击下要实现 6%的增速目标，需要采取的扩张性宏观政策力度将会非常大，同时对经济的负面效果也会十分明显。

自 2019 年下半年以来，中国整体宏观经济已经表现出弱企稳的增长趋势，若没有肺炎疫情的冲击，实现 2020 年 5.6%以上的增速目标相对可期，政策调控空间也相对宽裕。但肺炎疫情对中国经济造成的不利冲击已成事实，这必然大幅度影响中国宏观经济的运行，构成增速目标和政策调控的权衡问题。若要继续实现原定增速目标，则必然需要增加一定程度的宏观政策去抵消肺炎疫情产生的不利冲击，但将导致政策调控压力骤增；若以降低部分增速目标来对冲肺炎疫情的不利冲击，政策调控空间仍将相对宽裕，调控手段相对灵活，利于经济的长期发展，但需面对经济增速目标损失的短期影响。当然，上述的权衡问题最终取决于肺炎疫情对中国宏观经济造成的影响大小，以及权衡选择之后的机会成本。

根据我们的总供求分析，我们预计 2020 年 GDP 的自然增速为 1.0%至 2.5%之间。因此，在疫情冲击下要实现 6%的增速目标，需要采取的扩张性宏观政策力度将会非常大，同时对经济的负面效果也会十分明显，可能会加剧通货膨胀和资产价格泡沫，抬升经济的总体杠杆率，这些都不利于宏观经济的长期健康发展。根据我们对全国 CPI 自然走势的预测，认为肺炎疫情会从两个方面对 CPI 自然走势产生影响，其一是疫情导致食品供给扰动，特别是打断猪肉扩产周期，CPI 可能显著上升；其二是疫情结束后，由于消费餐饮需求后置，CPI 也将继续上扬。鉴于此，我们预测 2020 年全国 CPI 自然上涨率将达到 3.0%以上。

在预计 GDP 自然增速为 1.0%~2.5%，而 CPI 自然上涨率又处于 3.0%以上高位的情形下，若选择实现 6%的增速目标，宏观政策发力至少需要弥补 3.5 个百分点的经济增速，这就需要靠强刺激且见效快的扩张性需求管

理政策，虽然短期内宏观经济提升见效快，但容易产生较强的负作用，尤其是对于已经高企的 CPI，在强刺激的政策组合下，中国宏观经济很可能出现严重的通货膨胀现象，CPI 同比增速可能再次上涨，而且强刺激出来的经济是一种虚胖，会大幅度拉高政府、企业、个人的负债率，扩大资产价格的泡沫，不利于经济的长期健康发展。此外，考虑到当前政府、企业和居民债务率已经处于高位，未来债务违约风险将进一步提升，可能会对经济发展构成风险。若选择降低 2020 年增速目标，一方面可以减少政策压力以及强刺激政策的负作用，另一方面可以同时考虑更多的其他政策目标，这样就有有足够的余力应对其他问题，包括疫情处理、稳物价、稳杠杆等等。

在不设经济增速目标的同时，今年的主要调控目标就是稳就业了，报告中说新增就业 900 万左右。首先，这说明，今年的主要宏观调控目标从增速转向就业。其次，这样的新增就业目标应该说比前几年低，也说明了政府对今年经济形势的总体判断，是留有余地的。第三，可以预计今年关于稳就业的各项配套政策和改革措施会陆续出台。

除了就业目标外，今年的通货膨胀目标为 3.5%左右，比去年高了 0.5 个百分点。这说明政府对今年的物价形势也比较谨慎。

综上所述，报告中对宏观调控目标的设定反映了政府对宏观经济形势的判断，这个目标体系总体上说是留有较大余地的，我认为是因为今年的国际、国内形势极其复杂，不确定性很大，留有余地是为了应对这些不确定性的。

（资料来源：北京大学经济学院微信公众平台，2020 年 5 月 30 日）

无风险收益率下行是股市走强的重要原因

尹中立

（中国社会科学院金融所）

内容提要：8 月 11 日央行公布了 7 月份的金融数据，新增人民币贷款低于预期，广义货币供应量增速也有所回落。市场担心下半年货币政策收紧，引发了股市 11 日盘中由涨转跌。中国社会科学院金融所研究院尹中立认为，相对于货币政策的数量指标而言，股市对于价格指标更加敏感。最近的股市活跃与市场的无风险收益率持续下降有直接关系。

8 月 11 日央行公布了 7 月份的金融数据，7 月份新增人民币贷款 9927 亿元，低于预期的 1.2 万亿元，广义货币供应量增速 M2 为 10.7%，也有所回落。数据公布之后，市场担心下半年货币政策收紧，引发了股市 11 日盘中由涨转跌，12 日盘中一度出现较大幅度的下跌。

笔者认为，央行的货币政策对股市走势至关重要，但我们不能仅看信贷数据的结果，还要关注其结构。从结构分析看，7 月份的信贷少增的部分主要是票据融资等短期项目，这与央行主动淡出由疫情引发的临时性货币政策操作有关。企业和居民的中长期贷款仍然保持快速增加势头。

相对于货币政策的数量指标而言，股市对于价格指标更加敏感。最近的股市活跃与市场的无风险收益率持续下降有直接关系。

一般而论，我国金融市场的无风险收益率可以用国债的收益率来替代，但对于不同群体的投资者而言，他们的无风险收益率又有所区别。对于低收入者来说，它们难以参与国债交易或购买银行理财产品，定期存款或余额宝的收益率是他们的无风险收益率；对于中等收入者来说，他们的无风险收益率可以用银行理财产品的收益率来替代；对于资金量较大的人士来说，信托产品的收益率是他们的无风险收益率。

2018 年资管新规实施之后，打破了信托与银行理财刚性兑付，信托产品和银行理财产品均成为风险资产，使得各类人群的无风险收益率开始趋同。从 2018 年 4 月资管新规颁布实施以来，信托逐步打破刚兑，它们已经不再是居民心理中无风险收益率的锚。随着资管新规进一步向银行产品深入，净值化产品数量增多，打破刚兑已走到银行理财这一环节。

在资管新规实施前，理财产品主要使用摊余成本法计算净值，理财产品底层资产（债券、票据、非标等类固收资产），在市场利率波动时，资产价值的变化不会影响产品净值，理财产品也不会跌破面值。资管新规发布后，理财产品启动净值化管理，在市场收益率（利率）变化时，底层类固收资产价值变化，将直接体现为理财产品的净值和收益率波动。

5月份国债价格出现较大幅度下跌，国债收益率大涨，理财产品底层资产价值大幅调整，理财产品净值同步下跌，甚至跌破面值。来自中国理财网的数据显示，6月30日当天，累计净值在1元以下的理财产品有272个，其中不乏R2级中低风险产品，这些“破净”产品涉及国有银行、股份制银行、城商行、农商行、外资银行、银行理财子公司等。虽然相对于12000多只的产品总数，破净产品占比不算高，但理财产品“包赚不赔”的刚兑预期已经被打破。

打破刚兑，系统性降低了市场无风险收益率水平。从数据上看，银行理财产品整体收益水平已经不断向下。据统计，各类期限理财产品平均年化收益率从2018年初的5%左右持续下降，目前在3.7%左右。短期理财产品收益率从2018年4%左右的水平，下降到目前1.5%左右。货币基金收益率也在不断走低，以天弘余额宝为例，2018年中，余额宝7日年化收益率在3.8%左右，此后一路下滑，今年6月初最低达到1.3%的水平，目前维持在1.4%左右。华夏银行微信理财收益率，也从去年的4.5%下跌到当前的约1.5%左右的水平。

无风险收益率的快速走低，促使居民进行资产的重新配置，而不动产投资已经占据居民的70%以上资产份额，继续提高配置比例的吸引力下降，股票市场作为资产配置的吸引力增加。今年二季度以来，随着银行理财产品破净数量的增加，股票型基金的发行逐步升温，权益资产的吸引力有所提升。

从7月份的金融统计数据也能看到居民和企业的存款正在向股市流动。2020年7月份人民币存款只增加了803亿元，同比少增5617亿元。其中，住户存款减少7195亿元，非金融企业存款减少1.55万亿元，财政性存款增加4872亿元，非银行业金融机构存款增加1.8万亿元。7月份的居民和非金融企业存款减少带有季节性特点，但今年7月份减少的数量明显超过正常值。由无风险收益率降低导致的资产重新配置行为正在进行中。

展望未来，我国的无风险收益率继续走低是大概率事件。目前，物价基本稳定，尽管猪肉价格近期有所上涨，但去年下半年猪肉价格处于高位，猪肉价格对今年下半年的物价影响较小。保增长是下半年货币政策的主要目标，引导市场利率持续走低是实现货币政策目标的重要手段。因此，居民和企业的资产重新配置行为还将继续，股市依然可以保

持活跃。

（资料来源:《21 世纪经济报道》2020 年 8 月 14 日，https://m.21jingji.com/article/20200814/a52068c81c3114e727cc6c7030838f71.html）

2020 年 8 月汇率报告：
中国经济持续复苏 人民币汇率震荡上涨
预计 9 月在 6.75-6.90 区间双向宽幅波动

北京大学国民经济研究中心宏观研究团队

一、市场回顾

8 月，人民币在岸汇率从 6.9794 上涨至 6.8535，累计上涨 1259 点，涨 1.80%；人民币中间价从 6.9848 调升至 6.8605，累计升 1243 点，升 1.78%；人民币离岸汇率从 6.9903 上涨至 6.8479，累计上涨 1424 点，涨 2.04%。结合今年以来的三大人民币汇率走势图（如图 1 所示）可以发现，8 月份人民币汇率一直处在震荡上涨中，在月末又得到了一次较大幅度的升值。对于 8 月份的人民币汇率走势可以总结为以下原因：中国统筹推进疫情防控和经济社会发展政策发挥作用，主要经济指标持续好转，经济基本面持续改善，经济复苏程度较美国、欧洲等国均处于领先位置，对人民币汇率起支撑作用；中外利差保持高位，截至 8 月 31 日，中美 10 年期国债利差达 236 基点，人民币资产吸引力提升，推动人民币汇率走强；本月美元指数下行，累计下跌 1.3130，跌 1.4%，美元持续走弱，推动人民币汇率相应上升。另外，在月末中美双方就加强两国宏观经济政策协调、中美第一阶段经贸协议落实等问题进行了建设性对话，中美贸易关系暂时缓和，人民币汇率得到较大幅度升值。但同时，中美政治关系依旧紧张，带来市场悲观预期，致使人民币汇率承压，从而引起汇率震荡。

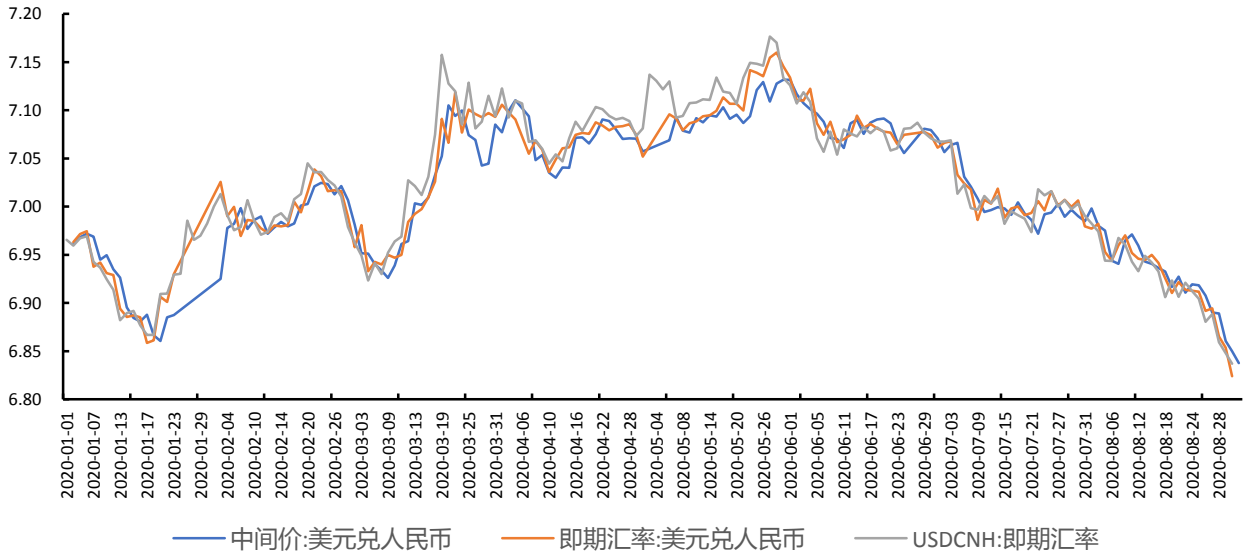


图 1 人民币三大汇率走势图

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

二、人民币汇率后市展望

人民币汇率的波动走势是内外因素共同作用的结果。

从国内经济环境来看，中国经济运行稳步复苏，各地各部门复工复产有序推进。从 7 月份的经济数据来看，国内供给侧、需求侧增速均继续向好，其中供给侧增速保持平稳增长，而需求侧降幅较上期收窄，国内需求持续改善，为未来人民币汇率的上涨起支撑作用。从先行指标 PMI 来看，8 月份制造业 PMI 指数为 51.0%，较上月微落 0.1 个百分点，新出口订单指数为 49.1%，较上月提升 0.7 个百分点，可以看出随着海外复工复产提速以及稳外贸政策发力，出口总体向好，提振下月人民币汇率。从国内政策环境来看，8 月份国务院政策例行吹风会上央行货币政策司司长孙国峰表示货币政策需要有更大确定性来应对各种不确定性，稳健货币政策取向不变，保持灵活适度的操作要求不变，坚持正常货币政策的决心不变，没有采取零利率甚至负利率、或者量化宽松这样的非常规经济政策，对于未来人民币汇率维持均衡水平具有一定的政策支撑。

从外部环境来看，8 月份整体外部环境紧张，预计 9 月份大概率延续紧张趋势，从而导致人民币汇率承压。从月底的情形来看，中美双方就第一阶段经贸协议落实进行了建设性对话，贸易关系暂时缓和，但政治关系依旧紧张，美国仍在增加对中国企业及个人的制裁，中美关系的变化仍是引起人民币汇率波动的重要因素之一。从美元指数的影响因素看，受疫情影响美国经济基本面仍未复苏，美

联储暗示货币政策继续宽松增加市场看空预期，新一轮财政刺激计划谈判未取得进展致使短期美元继续承压；但 9 月新一轮财政刺激计划存在通过可能，助于提振市场乐观情绪，增强对美元信心，从而支撑美元指数反弹。综合而言，预计 9 月美元指数将维持震荡，对 8 月以来人民币汇率的升值趋势难以形成持续支撑。

综上所述，当前人民币汇率的波动走势主要受全球避险情绪和国际政治局势的影响，从短期波动幅度来看，9 月份影响人民币汇率的不稳定因素主要是 8 月宏观经济数据、疫情恢复状况、美元指数走势、中美关系的走向、美国方面的经济数据等，这些因素的发展一旦超出市场预期将扩大人民币汇率的波动幅度。从 9 月份的整体走势来看，稳步复苏且较其他国家改善较早的中国经济基本面及持续处于高位的中外利差有助于提振市场乐观预期、吸引境外资金流入，对人民币汇率上行起到支撑作用；美元指数存在反弹可能、中美关系短期可能紧张加剧、全球避险情绪可能提升使得人民币汇率承受压力。因此，综合以上逻辑判断，预计 9 月份人民币汇率在 6.75～6.90 区间双向宽幅震荡。

《原富》征稿启事

《原富》是一个电子刊物，由北京大学国民经济研究中心主办，每月初发布，与“宏观经济与金融市场沙龙”一起构成北京大学国民经济研究中心的两大学术交流平台。《原富》杂志和“宏观经济与金融市场沙龙”的宗旨是为学界、业界和政界的专家学者和实务工作者提供一个研判经济形势的平台。

《原富》杂志是由北京大学国民经济研究中心收集、整理和发布的内部资料，仅供学习参阅和研究使用，无任何商业用途。本报告以最及时、最专业、最全面的方式为您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。具体包括：经济前瞻、经济形势与政策、市场观察等栏目。

《原富》杂志常年征稿，欢迎广大专家学者和实务工作者踊跃投稿。论文主题为中国（或世界）经济或金融等领域的热点问题，篇幅在5000字以内，请用word文档编辑，另附作者基本信息以及中英文内容提要。稿件请用电子邮件方式提交至：yuanfu@pku.edu.cn，咨询电话：010－62767607（注：鉴于本刊的目的是提供一个交流的平台，且北京大学国民经济研究中心财力有限，所以本刊不支付稿费。）

希望本报告能对您的工作和学习有所帮助，请您多提宝贵意见！

主编：苏剑
主办单位：北京大学国民经济研究中心
联系地址：《原富》编辑部
北京市海淀区颐和园路 5 号
北京大学经济学院 227 室
邮编：100871
电话：010 - 62767607
邮箱：gmjjyj@pku.edu.cn

Editor: SU Jian
Publisher: National Center of Economic Research,Peking University
Address: Editorial Office, *Causes of Wealth*
Room 227,School of Economics
Peking University,No. 5,The Summer Palace Road
Haidian District,Beijing 100871, P. R. China
Tel.: 010 - 62767607
Email: gmjjyj@pku.edu.cn

本刊刊载的文章中的观点均为作者本人的观点，不代表本刊或本单位的观点。
内部交流，仅供参考；未经许可，不得转载。

刊发日期：2020 年 9 月 6 日