北京大学国民经济研究中心

经济持续修复，需求端仍疲弱

——翟乃森

点评报告 A0007-20200815

2020 年 7 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	——	——	——
工业增加值累计同比	4.8	4.6	5.2
固定资产投资累计同比	-1.6	-0.3	-1.6
社会消费品零售额累计同比	-1.1	0.1	1.2
出口同比	7.2	-0.7	0.2
进口同比	-0.7	-1.5	-0.5
贸易差额（亿美元）	623.3	450.0	457.6
通货膨胀			
CPI 同比	2.7	2.6	2.6
PPI 同比	-2.4	-2.2	-2.4
货币信贷			
新增人民币贷款（亿元）	9927	12600	11825.9
M2 同比	10.7	10.9	11.2

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：

翟乃森

蔡含篇

康　健

纪　尧

邵宇佳

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

- 统筹防疫和经济发展政策见效，工业生产平稳增长
- 国内疫情反复，大部分消费品增速再度下降
- 投资增速走势平稳，并未出现明显的波动
- 海外复工复产提速，出口超预期回升
- 受洪灾、国际复工影响，价格增速上涨
- 中国经济基本面继续恢复，货币政策边际收紧

2020 年 7 月份，得益于国内疫情防控常态化，复工复产步伐的加快，六稳六保政策逐步发力，内外需水平恢复使得消费、投资降幅持续收窄，出口表现超预期，宏观经济处于持续修复的阶段；但也要看到，需求端恢复仍存在压力，恢复不平衡的问题也逐渐显现。从需求端看，7 月份，社会消费品零售总额同比下降-1.1%，降幅较 6 月份收窄 0.7 个百分点，而投资增速走势平稳，并未出现明显的波动，1-7 月份，全国固定资产投资同比下降 1.6%，降幅较 1-6 月份收窄 1.5 个百分点；受海外复工复产提速，外需反弹的影响，出口超预期回升，中国 7 月（以美元计）出口同比增 7.2%，进口降 1.4%，贸易顺差 623.3 亿美元。

从供给端看，国内工业复工复产水平不断提升，多数产品和行业持续恢复，2020 年 7 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，增速与上期持平，1-7 月规模以上工业增加值同比下降 0.4%，降幅较 1-6 月收窄 0.9 个百分点。此外，在价格方面，受南方洪涝灾害的影响，7 月份，CPI 同比增长 2.7%，较 6 月份上涨 0.1 个百分点；PPI 同比下降 2.4%，降幅较 6 月份收窄 0.6 个百分点。在货币金融方面，受监管部门规范票据融资的影响，2020 年 7 月人民币贷款增加 0.99 万亿元，同比少增 0.06 万亿元；7 月份财政性存款增加导致了 M2 增速有所回落，2020 年 7 月末，广义货币(M2)余额 212.55 万亿元，同比增长 10.7%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.6 个百分点。

工业增加值部分：统筹防疫和经济发展政策见效，工业生产平稳增长

2020 年 7 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，增速与上期持平，1-7 月规模以上工业增加值同比下降 0.4%，降幅较 1-6 月收窄 0.9 个百分点。从三大门类来看，2020 年 7 月份采矿业增加值同比下降 2.6%，上月为增长 1.7%；制造业增长 6.0%，较上月增速加快 0.9 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.7%，较上月增速回落 3.8 个百分点。

可见，制造业增长的上升是推动 7 月份整体工业增加值的主要动因。这一方面源于国内工业复工复产水平不断提升，多数产品和行业持续恢复；另一方面，国内宏观经济政策进一步发挥作用，主要经济指标持续好转，有助于工业产出持续平稳增长。

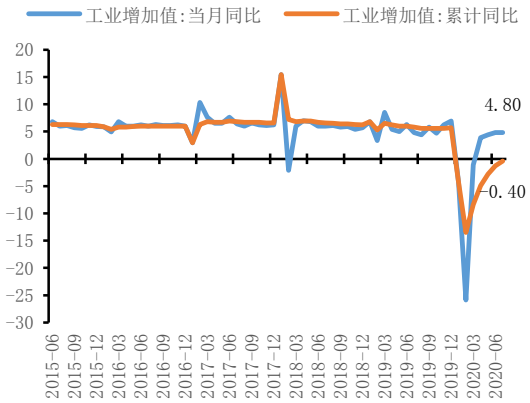


图 1 工业增加值当月同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

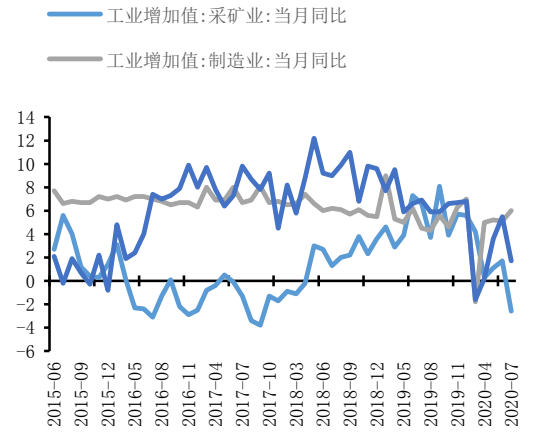


图 2 中国三大门类工业增加值当月同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

消费部分：国内疫情反复，大部分消费品增速再度下降

7 月份，社会消费品零售总额同比下降 1.1%，降幅较 6 月份收窄 0.7 个百分点。虽然表面上看总体消费额增速是上涨的，但实际是下降的。7 月份社会消费品零售总额同比增速这 0.7 个百分点的上涨，主要是由于汽车消费额增速大幅上涨带动的，在剔除汽车消费后的其他消费品的消费额增速则是进一步下滑的。7 月份，除汽车以外的消费品零售额同比下降 2.4%，降幅较 6 月份扩大 1.4 个百分点。而且从国家统计局报告给出的限额以上单位商品零售额同比增速来看，也是除了汽车消费额增速上涨外，其他限额以上单位商品零售额同比增速均较前月呈现不同程度的下滑。因此，我们认为 7 月份的消费数据表面上是消费增速上涨的，但实际上是下滑的。

本月大部分消费品消费额增速下滑主要受国内疫情反复的影响。继北京新发地突发聚集性疫情后，大连等地又出现因进口水产品导致的输入性疫情，而且疫情蔓延至整个东三省及北京等地。疫情反复，一方面使得消费环境再度恶化，另一方面使得居民消费热情进一步消退，进而使得本月大部分消费品的消费额增速再次下滑。

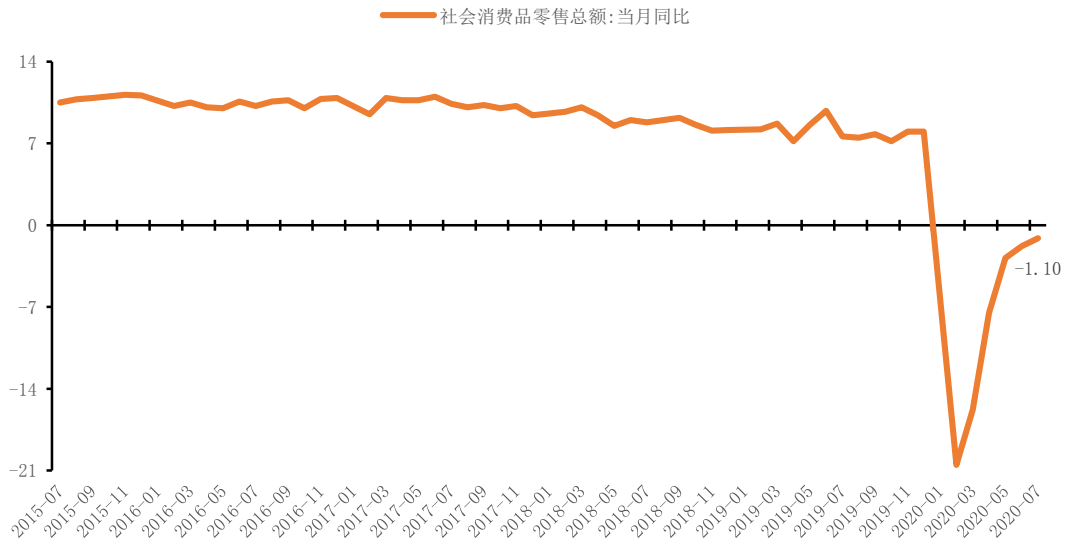


图 3：社会消费品零售总额:当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

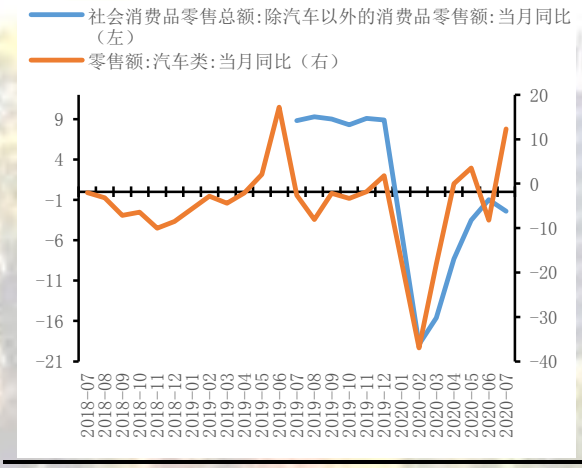


图 4 汽车消费增速上涨，其他消费增速下滑（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

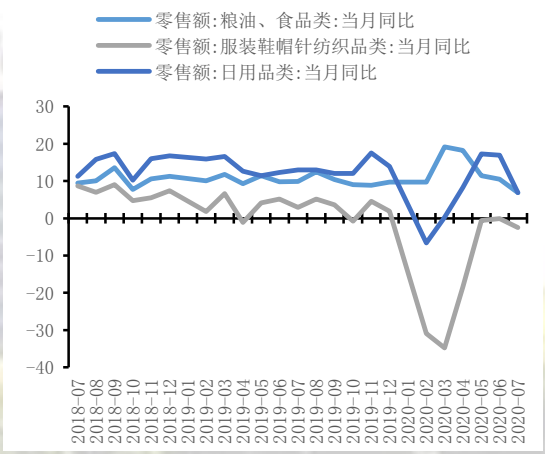


图 5 吃、穿、用消费增速均出现下滑（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

投资部分：投资增速走势平稳，并未出现明显的波动

1-7 月份，全国固定资产投资同比下降 1.6%，降幅较 1-6 月份收窄 1.5 个百分点。其中，第一产业投资同比增长 7.7%、第二产业投资同比下降 7.4%、第三产业投资同比增长 0.8%，分别较 1-6 月份上涨 3.9、0.9、1.8 个百分点。7 月份固定资产投资延续上半年走势，投资降幅继续收窄中，并未出现明显的波动。

从前 7 个月的数据来看，当前国有投资是支撑投资的主要因素，民间投资依然是同比负增长，民间资本有待进一步盘活。当前制约投资增速上涨的主要因素有两方面：其一，调结

构转型期，一边旧的产能在去化，投资回报率较低；另一边新产能体量依然较小，发展相对不完善使得投资风险较大。综合来看，好的投资机会较少，抑制了投资增速的快速上涨。其二，国内疫情反复使得隔离、扫码通行等临时性政策反复，这抑制了投资跨区间投资项目形成。

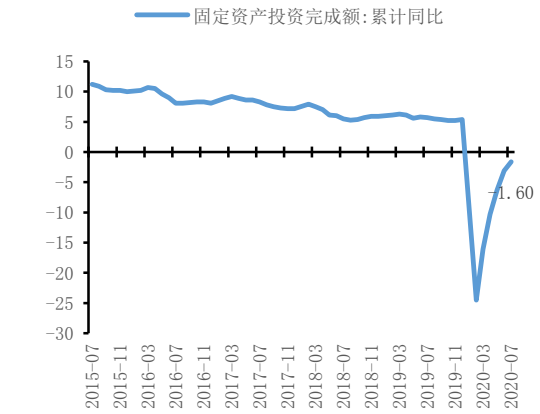


图 6 固定资产投资完成额:累计同比（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

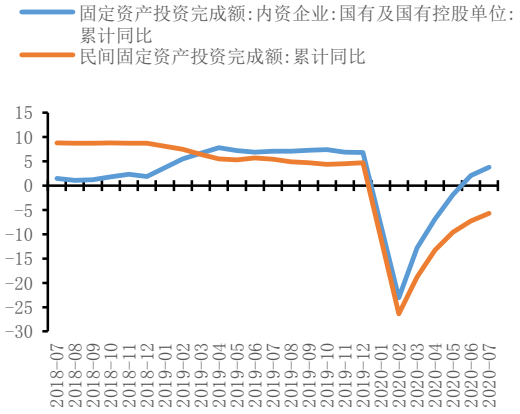


图 7 国有投资支撑整体投资（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

进出口部分：海外复工复产提速，出口超预期回升

中国 7 月（以美元计）出口同比增 7.2%，进口降 1.4%，贸易顺差 623.3 亿美元。从出口情况看，随着国外疫情限制措施的放松，外需出现反弹，中国出口超预期回升；从进口情况看，一方面国外供应能力在疫情防控措施放宽下有所恢复，另一方面国内经济反弹引致内需持续增加，进口降幅较去年同期有所收窄；从贸易差额看，由于本月出口增速超预期回升导致贸易顺差有所扩大。

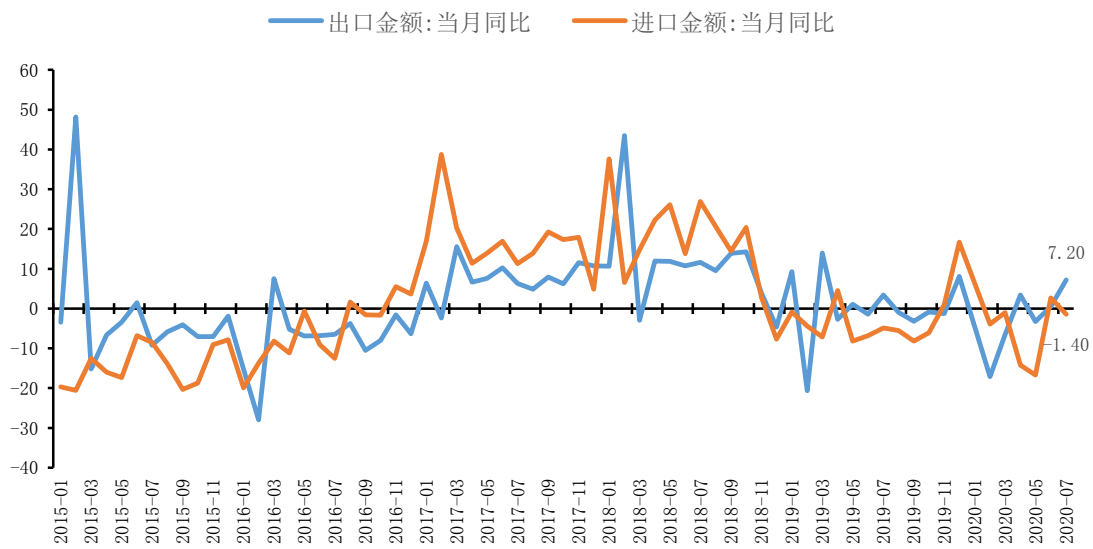
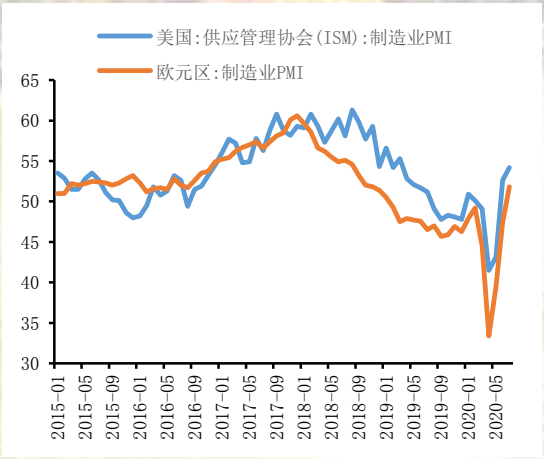


图 8 进出口额增速：当月同比（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

外需逐步恢复支撑出口增速回升

按美元计价，7 月份出口额同比增长 7.2%，增速较上月提高 6.7 个百分点。7 月份出口增速大幅回升主要受国外复工复产步伐加速，外部需求回升的影响。从主要的贸易国来看，随着国外疫情限制措施的放松，外需出现反弹。例如，美国 7 月 ISM 制造业 PMI 实际公布 54.20，预期 53.5，数据表现略超预期，创 2019 年 3 月以来新高；欧元区 7 月制造业 PMI 终值为 51.8，超市场预期的 51.1，创 2018 年 11 月以来新高。从国内主要外贸指标看，外需稳步恢复使得新出口订单趋于改善，7 月新出口订单指数回升至 48.4%，环比增长 5.8 个百分点，与今年 1 月表现持平，与疫情相关的医疗器械、纺织品出口分别累计增长 47.3%、31.3%。7 月份出口虽超预期，但是随着近期疫情以及外部环境的不确定性提高，后期出口形势仍不容乐观。



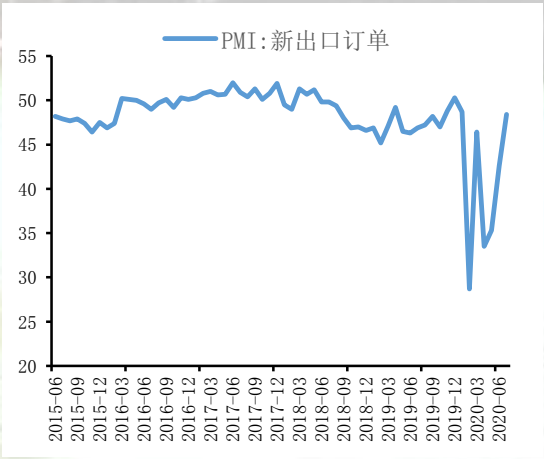


图 9 欧元区、美国制造业月度 PMI（%）

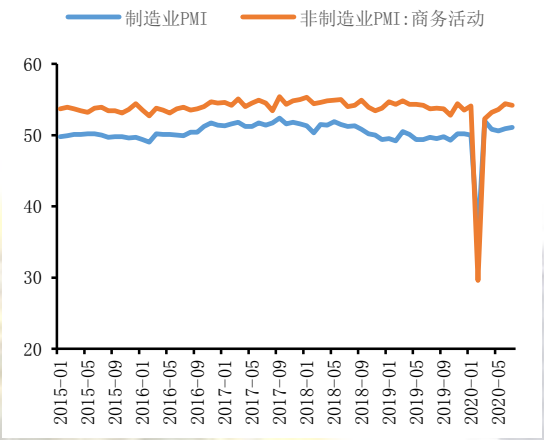
数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

图 10 新出口订单 PMI（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

国内生产活跃带动进口降幅收窄

按照美元计价，7 月份进口额同比下跌 1.4%，基本符合我们的预期，增速较去年同期提高 3.4 个百分点。这一方面是由于国内疫情得到有效控制，生产活动恢复，内需逐步提高。例如，7 月份中国制造业采购经理指数(PMI)为 51.1%，比上月上升 0.2 个百分点，连续 5 个月位于临界点以上；非制造业商务活动指数为 54.2%，比上月回落 0.2 个百分点，但仍维持在临界点以上。另一方面是由于海外经济封锁的进一步放宽，更多工人重返工作岗位，供应能力提高。例如，7 月份中国新进口订单达到 49.1，基本恢复到疫前水平。



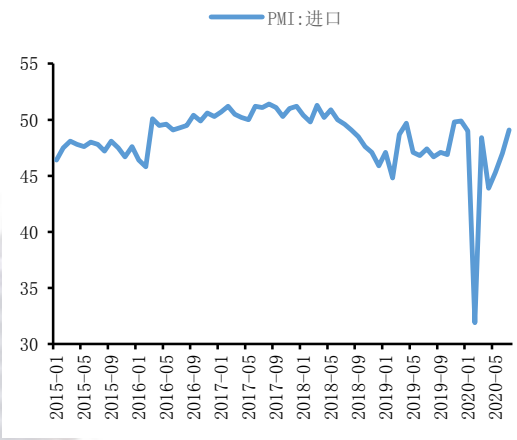


图 11 制造业、非制造业商务活动 PMI（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

图 12 新进口订单 PMI（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

出口增速超预期，贸易顺差有所扩张

受出口增速超预期提高的影响，按照美元计算，7 月份贸易顺差 623.3 亿美元，较上月有所提高，前值顺差为 464.2 亿美元，去年同期顺差为 440.1 亿美元。

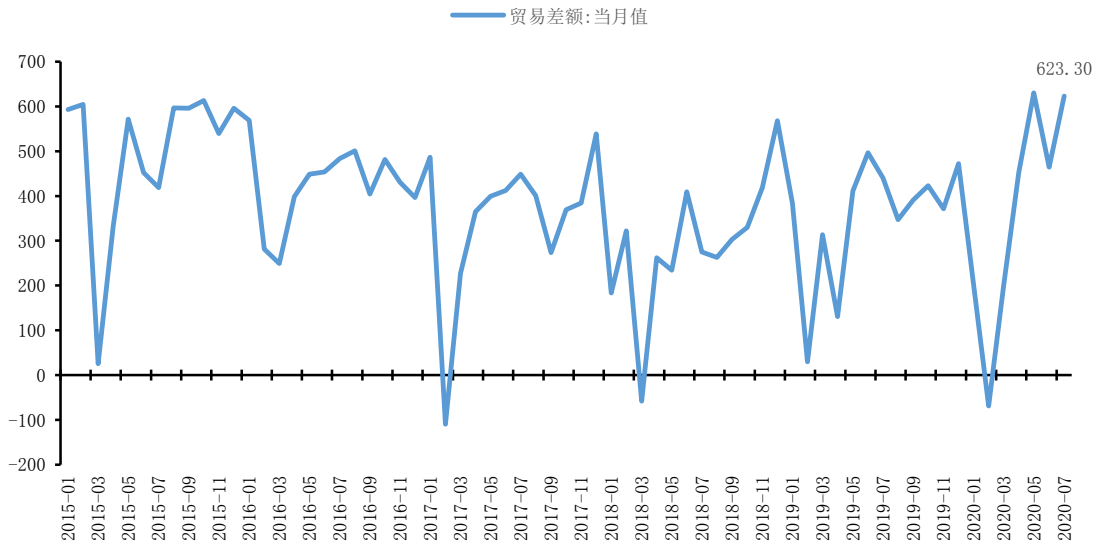


图 13 中国贸易差额：当月值（亿美元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

对美进出口下降，重点商品进口量延续增长趋势

分国别看，对东盟、欧盟进出口增长，对美国进出口下降。1-7 月份，以人民币计，东盟为中国第一大贸易伙伴，与东盟贸易总值 2.51 万亿元，增长 6.6%，占中国外贸总值的 14.6%，其中，对东盟出口 1.4 万亿元，增长 5.6%；自东盟进口 1.11 万亿元，增长 7.8%。欧盟为中国第二大贸易伙伴，与欧盟贸易总值为 2.41 万亿元，增长 0.1%，其中，对欧盟出口 1.47 万亿元，增长 4%；自欧盟进口 9367.2 亿元，下降 5.6%。美国为中国第三大贸易伙伴，中美贸易总值为 2.03 万亿元，下降 3.3%，其中，对美国出口 1.56 万亿元，下降 4.1%；自美国进口 4755 亿元，下降 0.3%。

从大宗商品的进口量上看，1-7 月份主要原材料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 11.8%、12.1%、6.8%、1.9%；农产品方面，1-7 月份进口大豆 5513.5 万吨，累计增加 17.7%。

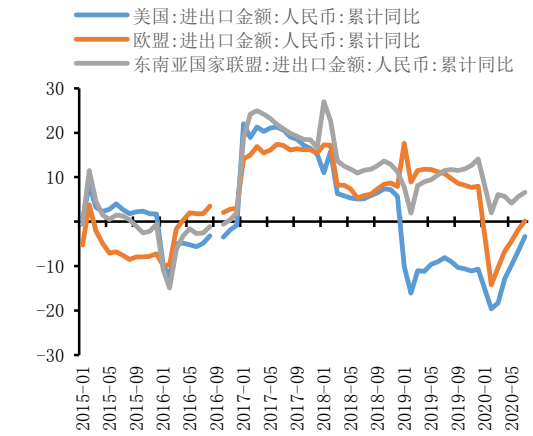


图 14 中国对主要经济体进出口同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

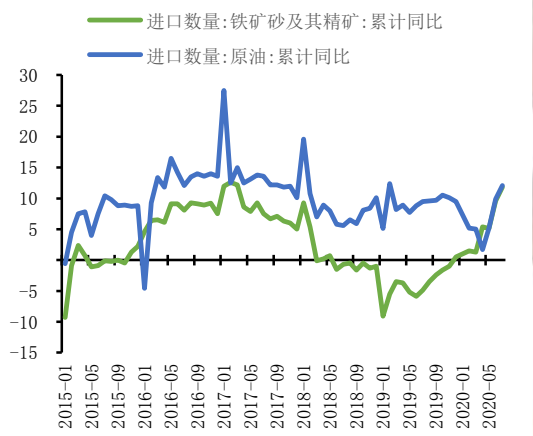


图 15 主要商品进口累计同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

价格部分：受洪灾、国际复工影响，价格增速上涨

7 月份，CPI 同比增长 2.7%，较 6 月份上涨 0.1 个百分点；PPI 同比下降 2.4%，降幅较 6 月份收窄 0.6 个百分点。本月居民消费价格数据反映出当前经济下行压力依然很大，“稳增长”仍需继续；PPI 走势平稳。

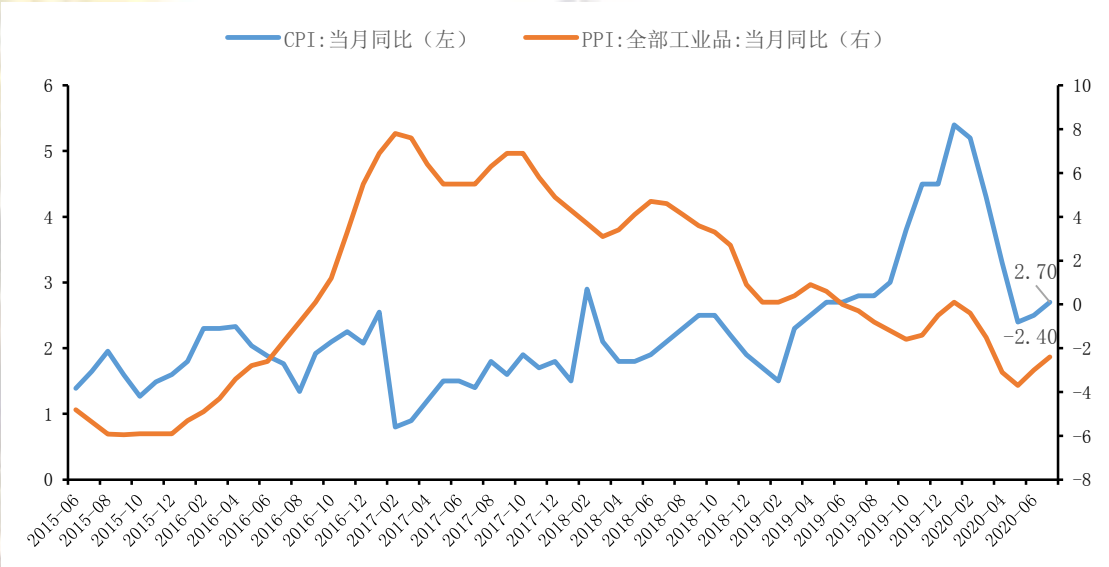


图 16 CPI、PPI 同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

洪涝灾害拉高食品价格，带动 CPI 增速上涨

影响因素方面：与 6 月份相比，本月 CPI 增速上涨 0.1 个百分点，这主要是由于洪涝灾害导致的。7 月份全国多地出现洪涝灾害，对食品的供给产生了制约。供给收缩使得本月的食品价格显著高于去年同期，成为拉高本月 CPI 增速的主要因素。例如，本月鲜菜、畜肉类

价格环比增长 6.3%、7.4%，分别高于 2019 年 7 月 3.7、2.5 个百分点。

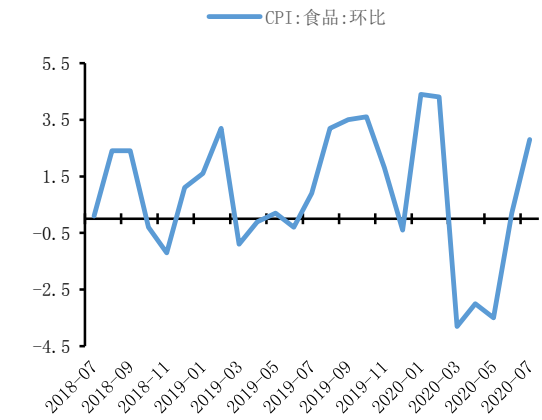


图 17 食品价格环比增速高于去年同期（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

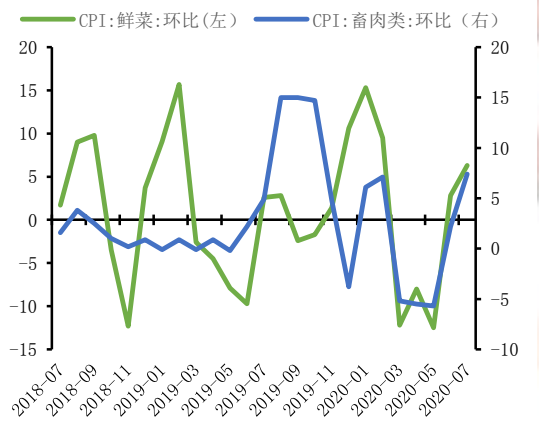


图 18 鲜菜、畜肉类价格环比高于去年同期（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

经济下行压力较大，“稳增长”政策仍需持续

虽然 7 月份 CPI 同比增速继续小幅上涨，但核心 CPI 和服务价格增速却出现了大幅下滑。与 6 月份相比，7 月份核心 CPI、服务价格增速分别下滑 0.4、0.7 个百分点，这反映出当前经济活跃度的不高，居民消费需求相对萎缩。核心 CPI 和服务价格增速的下行是由于总需求相对收缩导致的。二季度，居民的消费、就业、收入数据显示了无论是总量还是增速均较 2019 年有所下滑。就业与收入的下滑抑制了居民消费需求的增长，进而拉低了居民消费价格增速。

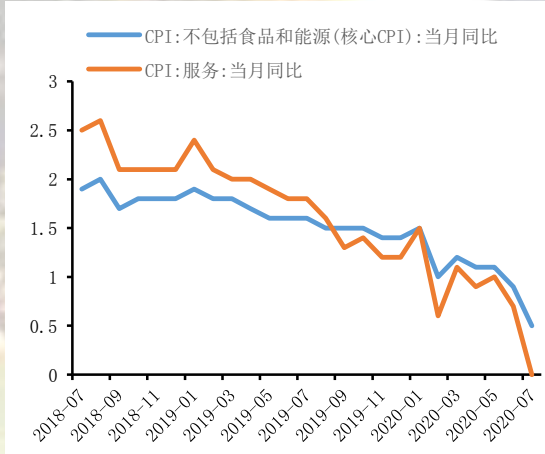


图 19 7 月核心 CPI、服务价格增速显著下降（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

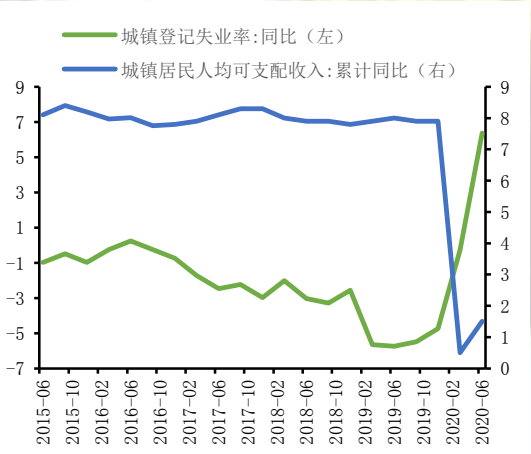


图 20 与去年同期相比，失业率增速上涨、居民收入增速下降（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

7 月份，核心 CPI 和服务价格增速进一步大幅下滑，反映出当前就业、居民收入、居民消费状况并未出现明显的改变，经济下行压力依然很大，“稳增长”政策仍需继续。

受国际大宗商品价格上涨带动，PPI 增速上涨

7 月份，PPI 同比下降 2.4%，降幅较前月收窄 0.6 个百分点，这是由三方面因素导致的：其一，低基数效应，2019 年工业品价格增速相对较低，对 2020 年形成低基数效应。其二，随着国外疫情的好转，国外复工复产脚步加快，从需求端刺激了国际大宗商品价格的上涨。受国际大宗商品价格传导影响，国内 PPI 同比增速出现上涨，表现在采掘工业和原材料工业价格出现了明显的上涨。7 月份，采掘工业、原材料工业价格分别环比上涨 3.1%、0.9%，使得 7 月份同比增速较 6 月份分别上涨 3.4、1.6 个百分点。其三，受食品价格上涨带动，使得食品工业价格增速因成本增加而上涨。7 月份，PPI 中食品类价格同比增长 3.7%，较 6 月份上涨 0.5 个百分点。

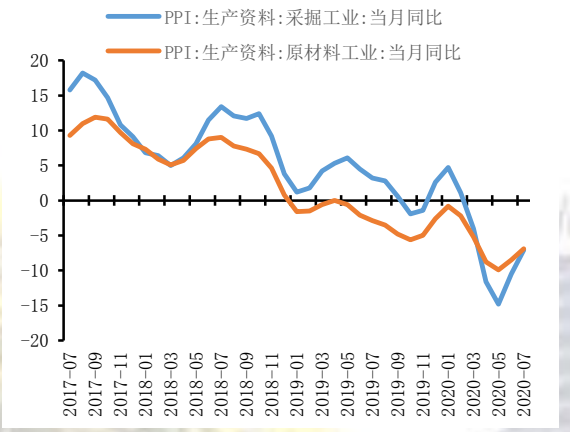


图 21 采掘、原材料价格增速继续上涨（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

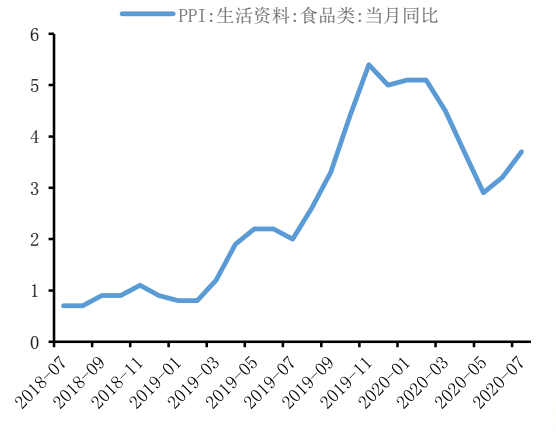


图 22 生活资料中食品类价格增速上涨（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：中国经济基本面继续恢复，货币政策边际收紧

2020 年 7 月人民币贷款增加 0.99 万亿元，同比少增 0.06 万亿元。2020 年 7 月末，广义货币(M2)余额 212.55 万亿元，同比增长 10.7%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.6 个百分点。在新增人民币贷款方面，住户部门贷款与企业中长期贷款增加，但票据融资拉低了人民币贷款；受再贷款利率下调与资本市场回升的影响，社融增量同比增加；财政性存款增加导致了 M2 增速有所回落。

监管部门规范票据融资，拉低人民币贷款

2020 年 7 月，人民币贷款增加 9927 亿元，同比少增 673 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 7578 亿元，同比多增 2466 亿元，其中，短期贷款增加 1510 亿元，同比多增 815 亿元，中长期贷款增加 6067 亿元，同比多增 1650 亿元；企（事）业单位贷款增加 2645 亿元，同比少增 329 亿元，其中，短期贷款减少 2421 亿元，同比多减 226 亿元，中长期贷款增加

5968 亿元，同比多增 2290 亿元，票据融资减少 1021 亿元，同比减少 2305 亿元；非银行业金融机构贷款减少 270 亿元，同比多减 2598 亿元。

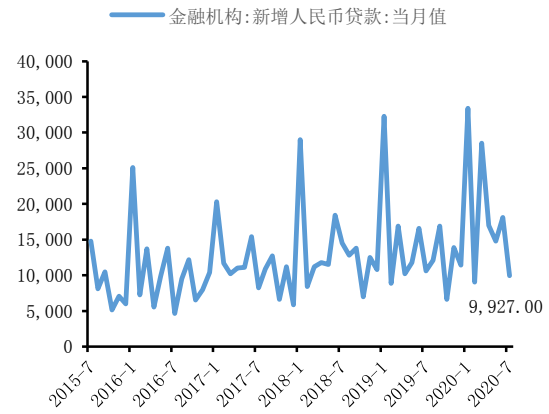


图 23 金融机构:新增人民币贷款:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

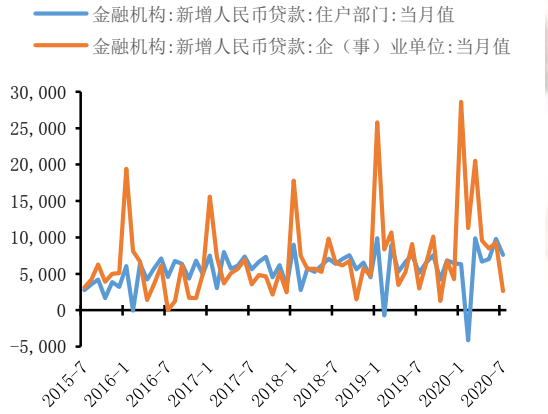


图 24 金融机构:新增人民币贷款:住户部门与企（事）业单位当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

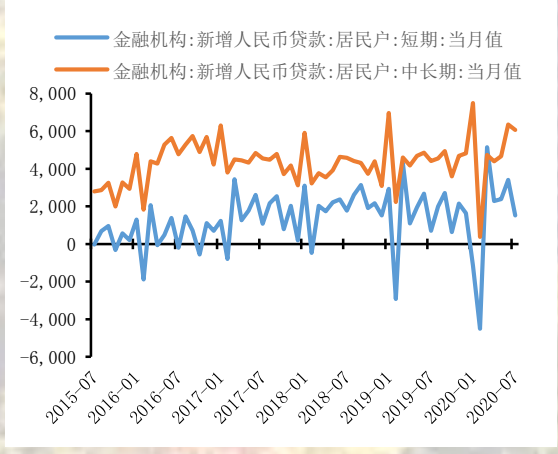


图 25 金融机构:新增人民币贷款:居民户:短期与中长期:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

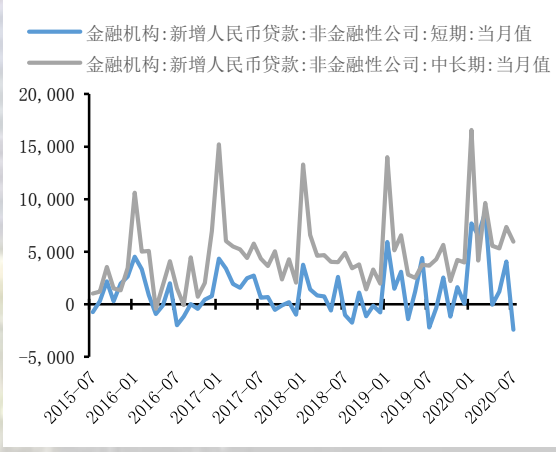


图 26 金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司:短期与中长期:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

7 月份随着国内经济逐步恢复，居民短期消费贷款和按揭贷款需求进一步增加，推动本月信贷同比回升；企业中长期贷款同比增加，反应出央行支持实体经济力度加大。虽然居民贷款和企业中长期贷款对 7 月份信贷起到了较大的拉升作用，但是，6 月 28 日，中国人民银行公布了《标准化票据管理办法》，对票据融资进行规范，受此预期，票据融资同比大幅减少，拉低了人民币贷款。

再贷款利率下调、资本市场回升，社融增量同比增加

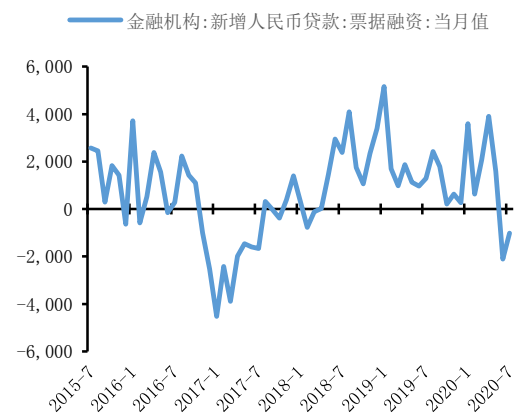


图 27 金融机构:新增人民币贷款:票据融资:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

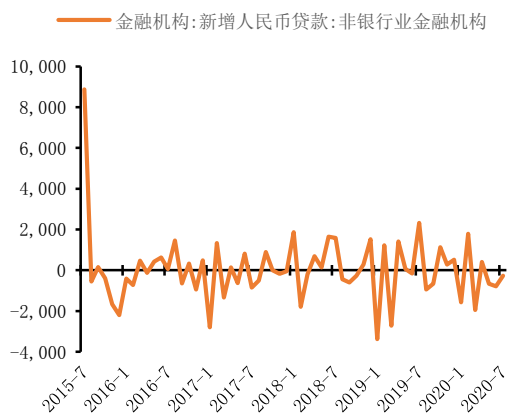


图 28 金融机构:新增人民币贷款:非银行业金融机构（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

2020 年 7 月社会融资规模增量为 1.69 万亿元，比上年同期多 4068 亿元。一方面，中国人民银行决定于 7 月 1 日起下调支小再贷款利率下调 0.25 个百分点，这有助于资金直达实体，实现对中小企业的“精准滴灌”，促进企业贷款增加，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.02 万亿元，同比多增 2135 亿元。另一方面，7 月份，中国股票市场三大股指上涨，资本市场加速回升，非金融企业境内股票融资 1215 亿元，同比多 622 亿元。

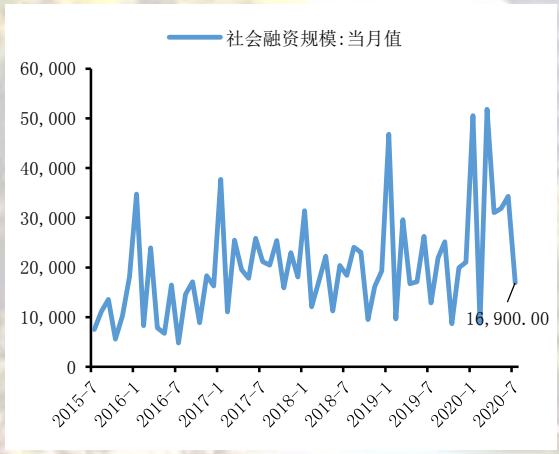


图 29 社会融资规模:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

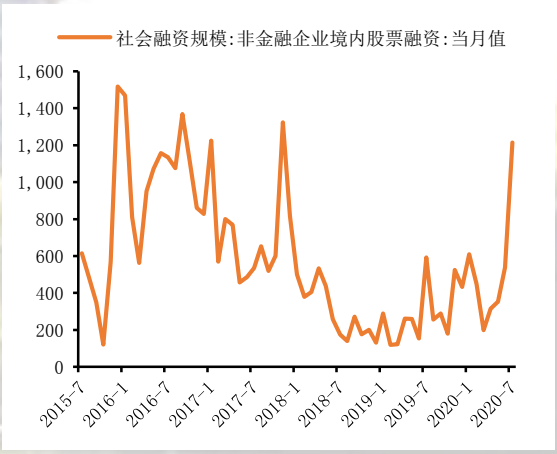


图 30 社会融资规模:非金融企业境内股票融资:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

财政性存款增加，M2 增速有所回落

2020 年 7 月末，广义货币（M2）余额 212.55 万亿元，同比增长 10.7%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.6 个百分点；狭义货币（M1）余额 59.12 万亿元，同比增长 6.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 3.8 个百分点；流通中货币（M0）余额

7.99 万亿元，同比增长 9.9%。

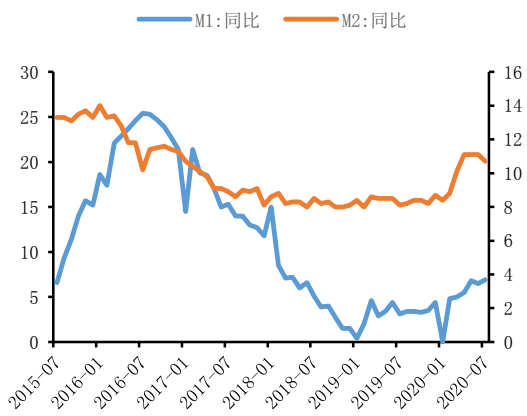


图 31 M1（左）与 M2（右）同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

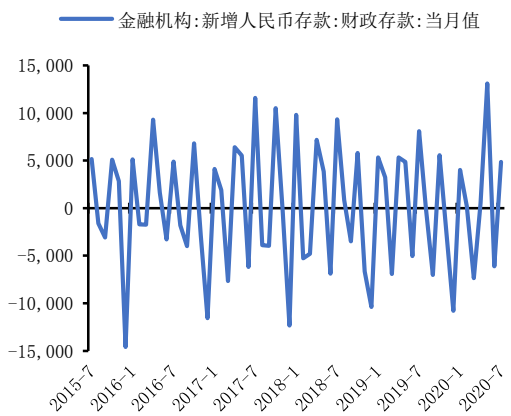


图 32 金融机构:新增人民币存款:财政存款:当月值（亿元）

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回落。一方面，在国内经济不断恢复的背景下，住户贷款同比增加，拉高了 M2 增速；但是另一方面，由于 7 月是缴税大月，财政性存款增加 4872 亿元，财政存款增加拉低了 M2 同比增速。在以上两方面因素的影响下，M2 同比增长 10.7%，较上月末低 0.4 个百分点。

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。