北京大学国民经济研究中心

疫情影响继续　经济缓慢恢复

——蔡含篇

预测报告　　B0006-20200629

	上年值	上年同期值	上期值	2020 年 6 月预测
经济增长				
GDP 当季同比	6.1	6.2	-6.8	3.2
工业增加值同比	5.7	5.0	4.4	4.2
固定资产投资累计同比	5.4	5.8	-6.3	-2.6
社会消费品零售额同比	8.0	9.8	-2.8	0.3
出口同比	0.5	-14.8	-3.3	-5.4
进口同比	-2.8	-6.8	-16.7	-10.9
贸易差额（亿美元）	4215	495.9	629.3	560
通货膨胀				
CPI 同比	2.9	2.7	2.4	2.9
PPI 同比	-0.3	0.0	-3.7	-3.1
货币信贷				
新增人民币贷款（亿元）	168170	16600	14800	17500
M2 同比	8.4	8.5	11.1	11.2

要点

- “稳增长、稳就业”背景下，通胀率存在上涨空间
- 疫情得到控制，二季度 GDP 增速上涨
- 强降雨叠加疫情影响，工业产出触顶回落
- 内外需恢复缓慢，外贸形势仍严峻
- 信贷政策支持企业和居民增加贷款
- 外部环境紧张加剧，人民币汇率维持弱势

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

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

我们都知道著名的菲利普斯曲线刻画的是通货膨胀率与失业率负相关的一种情形：当失业率下降时，通货膨胀率上涨。综合当前经济形势来看，中国正面临着菲利普斯曲线横纵坐标选择的难题。从近期的政策风向以及经济数据推断来看，2020 年应该是稳中偏松货币政策搭配积极的财政政策，“稳增长、稳就业”的同时，可能会伴有价格增速小幅上涨的状况。

上半年经济形势与潜在风险

受疫情影响，一季度经济显著下行，经济数据齐跳水。二季度，随着疫情得到显著控制，生产、生活也开始逐渐恢复。与一季度相比，二季度的工业生产增速、投资增速以及消费增速均出现了不同程度的上涨。同时，价格增速在二季度也出现了明显的下调，CPI、PPI 同比增速均较一季度显著下行。但我们认为二季度价格增速的回调只是疫情恢复初期必经的一个小拐点。随着 M2、新增贷款的快速上涨，后期通胀的风险仍然存在。

疫情的国际蔓延以及再向国内的逆传导，使得疫情对中国经济的影响复杂化。其最直接的反映就是抗疫措施的延长，这使得原本可以快速恢复的生产、生活长时间滞留在抗疫的隔离措施当中，导致很多中小企业资金链断裂，被迫停工、倒闭，对就业造成了很大的影响。在“稳增长、稳就业”的相对宽松货币环境下，通胀率存在上涨的空间。

GDP 部分：疫情得到控制，二季度 GDP 增速上涨

国内疫情已经得到初步控制，复工复产进程逐步加快，二季度经济增速大概率由负转正，但是全球疫情仍处于流行阶段，外部扰动明显，所以经济修复速度趋缓，预计二季度 GDP 同比增速为 3.2%左右。从需求端来看，复工复产复商复市持续推进，前期受冲击较大的批发零售、住宿餐饮等生活性服务业明显恢复，“直播带货”等数字经济异常火热，从已经发布的 4、5 月份经济数据看，消费、投资降幅都进一步收窄，同时从外贸形势看，虽然外部不确定性逐步提高，但是 4、5 月份贸易顺差持续扩大；从生产端来看，工业增加值连续两个月保持正增长，4、5 月份制造业采购经理指数（PMI）皆位于枯荣线以上，生产需求逐步好转。综合以上情况，我们判断二季度 GDP 同比增速大概率由负转正，但增速处于低位。

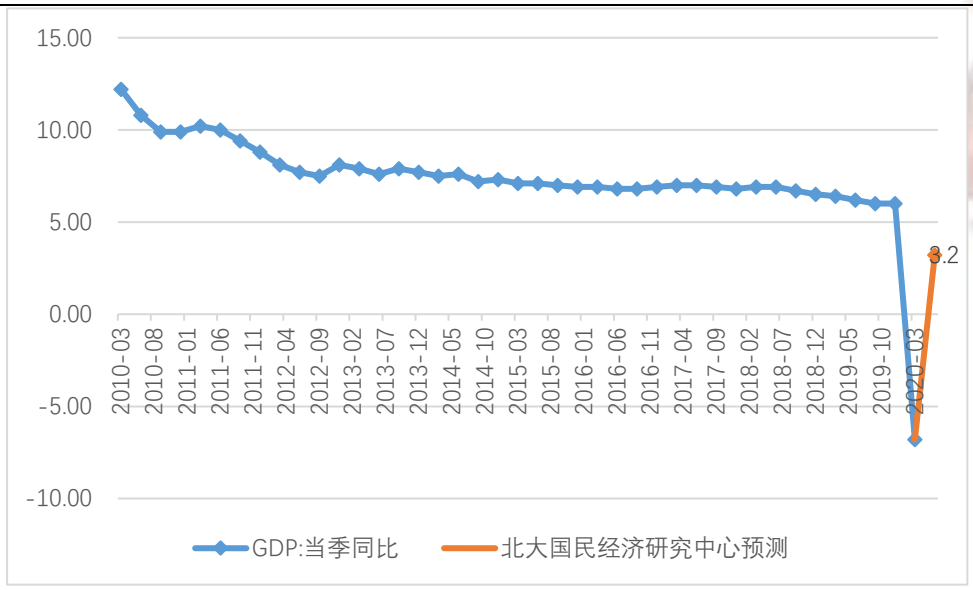


图 1　GDP 当季同比增速与预测（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

工业增加值：强降雨叠加疫情影响，工业产出触顶回落

预计 6 月份工业增加值同比增长 4.2%。第一，主要受南方降雨偏多的影响，今年 6 月份南方多地区发生洪水灾害，严重影响工业产出，尤其是采矿业影响较大，同时强降雨导致诸如房屋建筑、基础设施建设等停缓，从而降低了对相关投入品的需求；第二，由于北京在 6 月份爆发了二次疫情，全国疫后复工复产的进度由此受到一定程度的抑制，工业产出持续反弹的动力可能不足；第三，6 月份国外仍受疫情影响，需求还在缓慢恢复中，导致国内企业出口订单较少，部分出口企业开工率不足，进而影响本月工业产出。综合而言，6 月份工业增加值同比增速大概率触顶回落，较上期减缓 0.2 个百分点。



图 2　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：复工复产脚步加快，投资降幅或有收窄

预计 1-6 月份固定资产投资同比下降 2.6%，这主要是由于新冠肺炎导致部分企业停工、停产，抑制了前期投资的增长。居家隔离使得部分项目被迫叫停，投资放缓。随着中国疫情得到控制，大部分省市已经解除隔离，逐渐加快了复工、复产的脚步。6 月份，中国国内疫情状况进一步好转，复工、复产步伐继续加快，投资需求显著上涨，预计投资增速的下滑幅度或继续收窄。

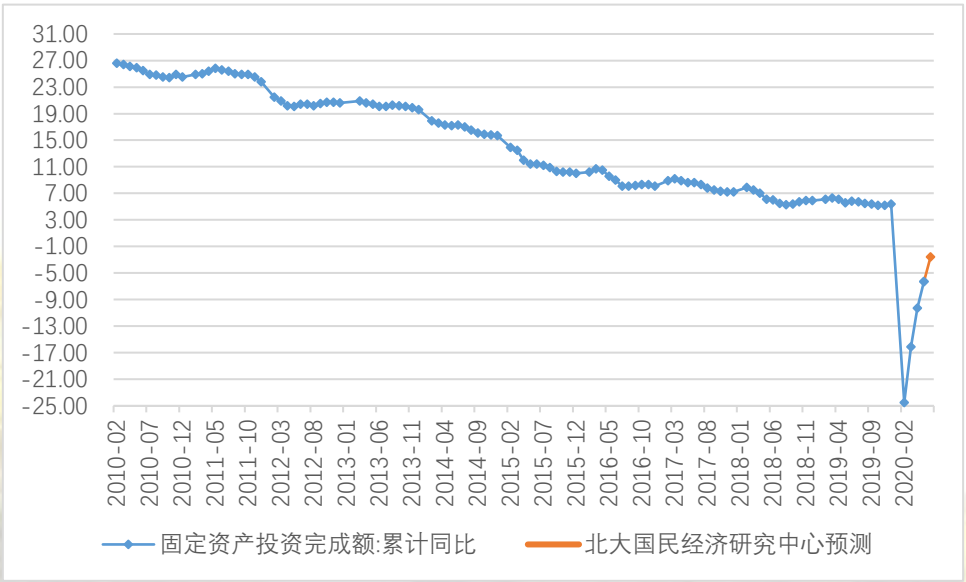


图 3　固定资产投资完成额:累计同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

消费部分：受疫情影响，消费额增速显著下行

预计 6 月份社会消费品零售总额同比增长 0.3%，导致消费增速低位不前的主要因素还是疫情。虽然 6 月份全国多地复工、复产继续加码，但从当前形势来看，短期内对消费增速的上涨还存在一定的制约。一方面，虽然 3 月中旬以后，全国大部分省市逐渐解封允许居民出行、商场购物，但由于疫情并未完全结束，居民日常生活仍然很在大程度上受到限制，这从消费供给环境方面抑制了消费的增长；另一方面，疫情对居民的外出，在公共场所出行的心理影响还未消除，这从消费者主观意愿方面抑制了消费需求的增长。

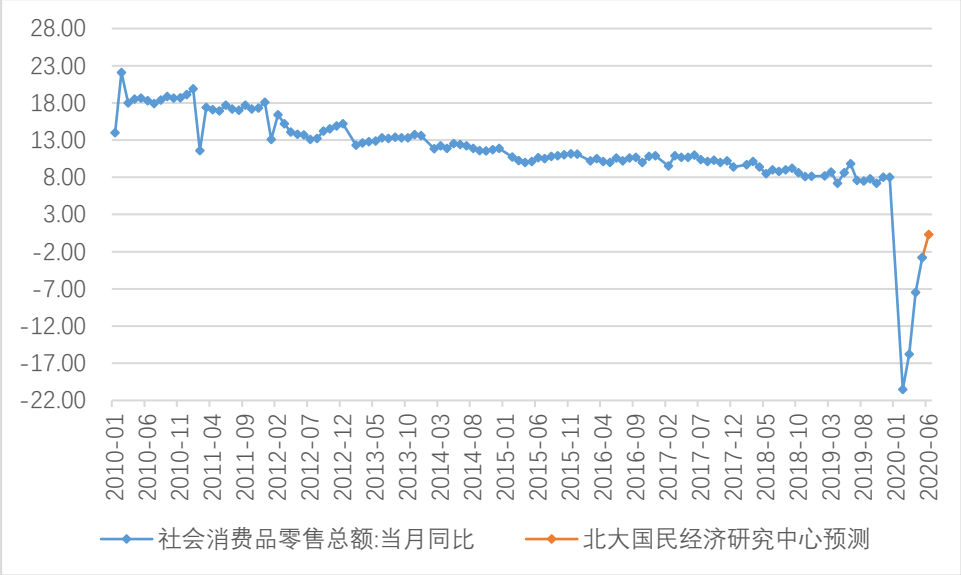


图 4　社会消费品零售总额:当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

进出口：内外需恢复缓慢，外贸形势仍严峻

预计 6 月份出口同比增速为-5.4%左右。第一，境外疫情仍在蔓延，世界经济受到严重冲击，一些国家和地区逐步解封，但需求恢复仍然需要时间，全球贸易的不确定性因素显著增多。从已经公布的数据看，5 月份美国制造业采购经理人指数（PMI）从前一个月的 41.5 点小幅升至 43.1 点，但整体行业仍处于收缩状态；5 月份欧洲制造业 PMI 结束连续两个月下降走势，较上月回升 6.5 个百分点至 40.1%，但仍明显低于 3 月份和去年同期水平，欧洲制造业仍处于下跌趋势中。第二，从出口商品结构看，防疫物资的出口预计会随着疫情的持续在相当长一段时间内保持高增速，将对出口增速形成一定支撑。第三，基数效应。2019 年 6 月份出口额保持低速增长（-1.48%），将影响 2020 年 6 月份的出口增速，但预计效果有限。

预计 6 月份进口同比增速为-10.9%左右。首先，随着国内疫情持续稳定，各地进一步下调风险等级，居民生活日渐恢复常态，国内消费需求预计将得到改善，同时大宗原材料价格近期普遍企稳回升，有助于拉动进口额增长。从已经公布的数据看，5 月份制造业采购经理指数（PMI）和非制造业商务活动指数均保持在临界点以上。其中，制造业采购经理指数为 50.6%，非制造业商务活动指数为 53.6%，显示制造业行业景气度基本回稳，将对进口增速形成支撑。再者，2019 年 6 月份进口额增速较低（-6.80%），将对 2020 年 6 月份的进口增速形成一定支撑。

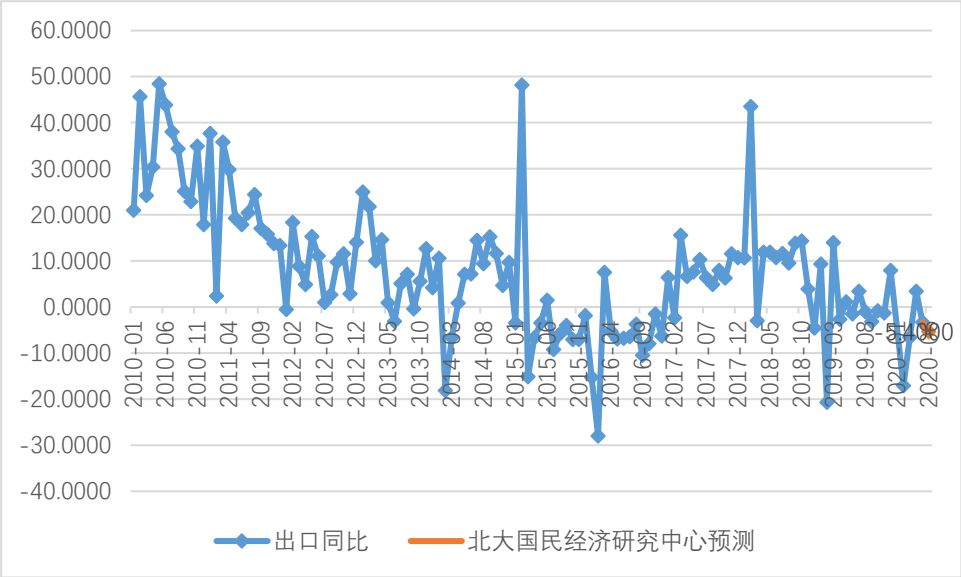


图 5　出口：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

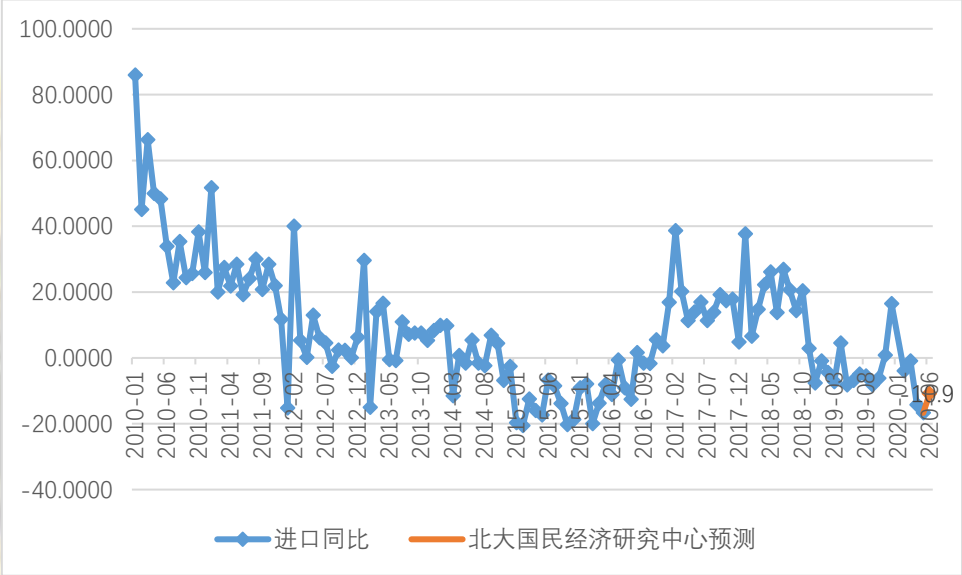


图 6　进口：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

价格部分：疫情得到控制，价格增速开始下滑

预计 6 月份 CPI 同比增长 2.9%、PPI 同比下降 3.1%，随着复产复工脚步的加快，总需求逐渐加速增长，价格增速或有上涨。6 月份，猪肉、蔬菜、水产品等食品价格出现了上涨，或将带动本月 CPI 增速上涨。通过对商务部公布的部分食品价格整理算得，截至 6 月中旬猪肉价格较 5 月份上涨 4.0%，蔬菜价格上涨 1.5%。

工业品价格方面，预计受基数效应影响，以及部分原材料价格上涨的影响，预计本月 PPI 降幅或有收窄。当前虽然全国复产、复工呼声很高，但实际产能并未完全恢复。同时又受国际疫情的影响，当前对工业品需求的收缩程度大于供给的收缩程度，预计短期内 PPI 增速将继续地位徘徊。

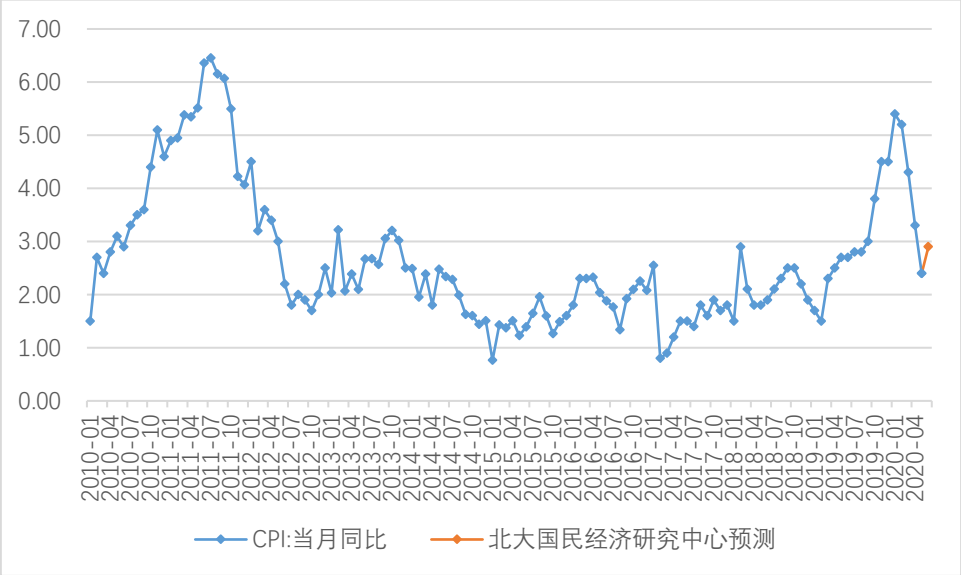


图 7　CPI：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

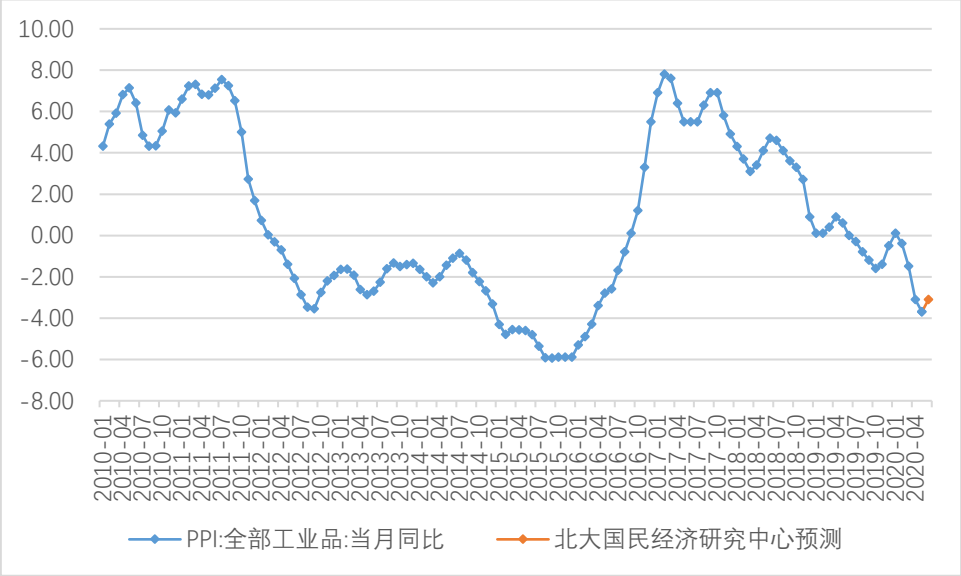


图 8　PPI：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：信贷政策支持企业和居民增加贷款

预计 2020 年 6 月份新增人民币贷款 17500 亿元，环比多增 2700 亿元，同比多增 900 亿元。一方面，2020 年 6 月 2 日，人民银行在举行新闻发布会时指出，从年初到现在，人民银行加大了总量货币信贷政策的支持力度。3 次降准释放的长期流动性资金是 1.75 万亿，加上公开市场操作、再贷款、再贴现等等，超预期向市场投放了流动性。货币信贷政策宽松，这将有利于居民与企业贷款增加。另一方面，工农中建四大银行主动下调了 3 年期、5 年期大额存单发行利率，由原来的存款基准利率 1.5 倍调整至 1.45 倍，并带动其他商业银行纷纷下调大额存单利率。存款利率的下降，会推动银行融资成本下行，可能有助于银行降低贷款利率，贷款利率的下行，将会促进企业和居民增加贷款。总的来看，考虑两方面因素，新增人民币贷款较去年同期或将有回升，预计 2020 年 6 月份新增人民币贷款 17500 亿元。

预计 6 月末 M2 同比增速为 11.2%，较 5 月份略有提高。一方面，2020 年 6 月 2 日，人民银行在举行新闻发布会时指出，人民银行引导公开市场逆回购操作利率、中期借贷便利利率、贷款市场报价利率分别下行，引导降低贷款利率。贷款利率的降低将会促进居民与企业贷款的增加。另一方面，6 月 18 日，中国人民银行行长易纲在第 12 届陆家嘴论坛上表示，疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，应关注政策的后遗症，并提前考虑政策工具的适时退出。这在一定程度说明政府部门将逐渐较少针对抗击疫情所使用的特殊政策，但考虑到后续经济复苏仍然存在一定程度的不确定性，宽松货币政策整体宽松的大趋势仍未改变。综合考虑以上两方面因素，预计 6 月末 M2 同比增速为 11.2%。

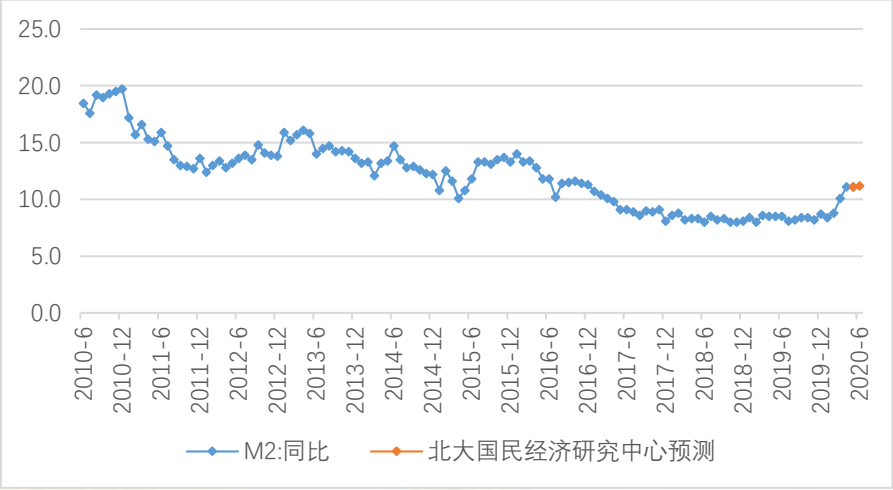


图 9　M2：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

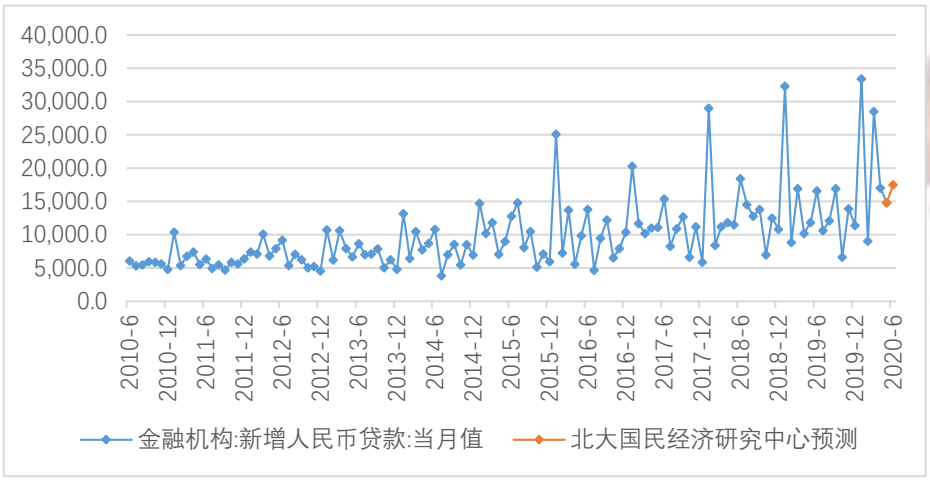


图 10　新增人民币贷款：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

汇率：外部环境紧张加剧，人民币汇率维持弱势

预计 2020 年 7 月人民币汇率震荡下跌，震荡区间为 7.05~7.20。一方面从经济基本面来看，预计 6 月份需求端仍将延续边际改善的趋势，但由于供给端疫后反弹快于需求端，6 月份供给端可能触顶回落，由此导致经济基本面的支撑作用弱于前期；另一方面随着港版国安法即将落地实施，由此引发中国与西方国家的矛盾，外部环境进一步恶化，相关制裁措施也可能进一步提出，由此令人民币汇率承压。综合而言，人民币汇率将继续维持弱势。



图 11　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。