北京大学国民经济研究中心

# 国外疫情影响显现，经济边际反弹幅度减缓

——邵宇佳

经济数据点评报告 A0010-20200615

| 2019 年 12 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** | | | |
| 工业增加值累计同比 | 4.4 | 4.6 | 4.9 |
| 固定资产投资累计同比 | -6.3 | -3.2 | -6.3 |
| 社会消费品零售额累计同比 | -2.8 | -1.7 | -1.5 |
| 出口同比 | -3.3 | -8.8 | -9.8 |
| 进口同比 | -16.7 | -13.1 | -9.4 |
| 贸易差额（亿美元） | 629.3 | 350 | 255.6 |
| **通货膨胀** | | | |
| CPI 同比 | 2.4 | 2.7 | 2.7 |
| PPI 同比 | -3.7 | -3.6 | -3.2 |
| **货币信贷** | | | |
| 新增人民币贷款（亿元） | 14800 | 14000 | 14192 |
| M2 同比 | 11.1 | 11.1 | 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：**

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

# 要点

- 国外疫情影响显现，工业产出增长幅度减弱
- 积压订单交付完成，外需不足逐步显现；内需回暖拉动进口增速超预期回暖
- 低能源价格和下游需求低迷拉低本月 PPI；需求恢复缓慢，CPI 重回“2 时代”
- 生产和生活继续恢复，消费和投资降幅继续收窄
- 货币政策持续宽松，人民币贷款和社融继续增加

2020 年 5 月，国内整体宏观经济形势继续维持企稳回升的趋势，多数指标普遍较上期边际改善，但供给端恢复快于需求端。从供给端看，5 月份规模以上工业增加值同比增速较上期加快 0.5 个百分点，受国外疫情影响加快幅度较上期减缓，但已接近疫情前增速水平；从需求端看，5 月份社会消费品零售总额增速较上期收窄 4.7 个百分点，固定资产投资累计增速较上期收窄 4 个百分点，但生产和生活恢复速度递减，收窄幅度相应减缓，而外需不足、内需回暖导致出口下降、进口超预期回暖。此外，在价格方面，低能源价格和下游需求低迷致 PPI 扩大 0.6 个百分点，而随着需求逐渐恢复，CPI 重回“2”时代。在货币金融方面，持续宽松的货币政策推升住户与企业贷款增加。

## 国外疫情影响显现，工业产出增长幅度减弱

2020 年 5 月规模以上工业增加值同比增速 4.4%，较 4 月加快 0.5 个百分点；1-5 月全国规模以上工业增加值同比下降 2.8%，降幅比 1-4 月份收窄 2.1 个百分点。其中，从三大门类看，2020 年 5 月采矿业增加值同比增长 1.1%，较 4 月加快 0.8 个百分点，制造业增加值同比增长 5.2%，较 4 月加快 0.2 个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长 3.6%，较 4 月加快 3.4 个百分点。可见，三大门类的共同反弹助推 5 月份工业增加值同比增速，但边际加快幅度呈现递减趋势。其中，一方面在国内稳增长政策的持续发力下，经济刺激政策继续推进企业复工复产的进度，提振工业产出的企稳回升，另一方面由于国内外疫情爆发的时间差，由于国外采取“封国封城”措施导致的需求减少一定程度抑制前几个月工业产出持续加快的趋势。

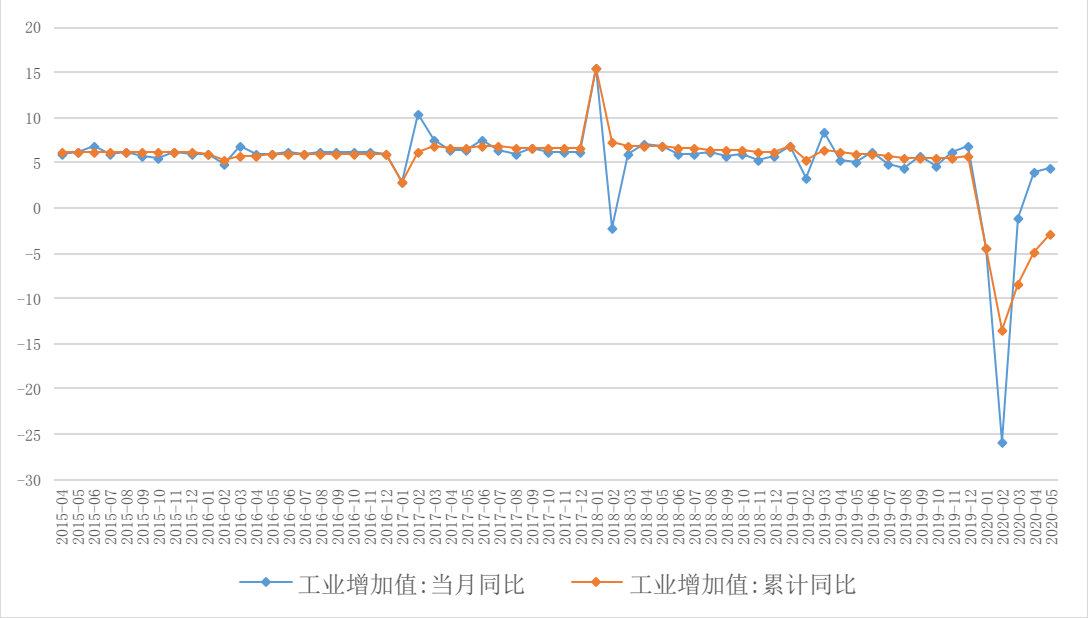


图 1 工业增加值当月同比增速和累计同比增速（%）

数据来源：Wind。

积压订单交付完成，外需不足逐步显现

按美元计价，5 月份出口额同比下降 3.3%，增速由正转负，较上月下滑 6.8 个百分点。三方面因素共同影响 5 月份出口增速由正转负：第一，随着前期订单陆续交付完成，新订单不足逐步反映到外贸数据上来，因为疫情积压的出口订单在 4 月份基本交付完成，肺炎疫情及其连带效应对 5 月份出口的影响逐渐显现。第二，目前海外疫情依旧严峻，各国企业生产停滞，外部需求下降严重，欧美经济形势仍不容乐观，欧元区 5 月综合 PMI 从 4 月的 13.6 大幅回升至 30.5，但离扩张收缩分界线仍很远；5 月份美国制造业采购经理人指数（PMI）从 4 月的 41.5 点小幅升至 43.1 点，但整体行业仍处于收缩状态。第三，基数效应。相比去年 4 月份，2019 年 5 月份出口额增速相对较高，对 2020 年 5 月份的出口增长速度形成一定抑制作用。

内外需恢复缓慢，进口跌幅超预期

按照美元计价，5 月份进口额同比下降 16.7%，降幅较上月扩大 2.5 个百分点。内外需求恢复缓慢共同影响 5 月份进口额增速进一步下降。首先，5 月份中国制造业 PMI 为 50.6%，比上月小幅回落 0.2 个百分点，生产活动恢复缓慢，内需压力仍较大。再者，海外疫情扩散使得国外企业生产停滞，本月中国制造业新进口订单指数为 45.3%，较上月有所回升，但仍处于历史较低水平，加之大宗商品进口均价以下跌为主，对进口额增速形成显著的负面影响。

分国别看，对东盟进出口增长，对欧盟、美国和日本进出口下降。前 5 个月，以人民币计，东盟为中国第一大贸易伙伴，与东盟贸易总值 1.7 万亿元，增长 4.2%，占中国外贸总

值的 14.7%。其中，对东盟出口 9366.2 亿元，增长 2.8%；自东盟进口 7598.6 亿元，增长 6%。欧盟为中国第二大贸易伙伴，与欧盟贸易总值为 1.61 万亿元，下降 4.4%，占外贸总值的 13.9%。其中，对欧盟出口 9688.2 亿元，下降 1%；自欧盟进口 6373.2 亿元，下降 9%。美国为中国第三大贸易伙伴，中美贸易总值为 1.29 万亿元，下降 9.8%，占中国外贸总值的 11.1%。其中，对美国出口 9643.9 亿元，下降 11.4%；自美国进口 3218.4 亿元，下降 4.5%。

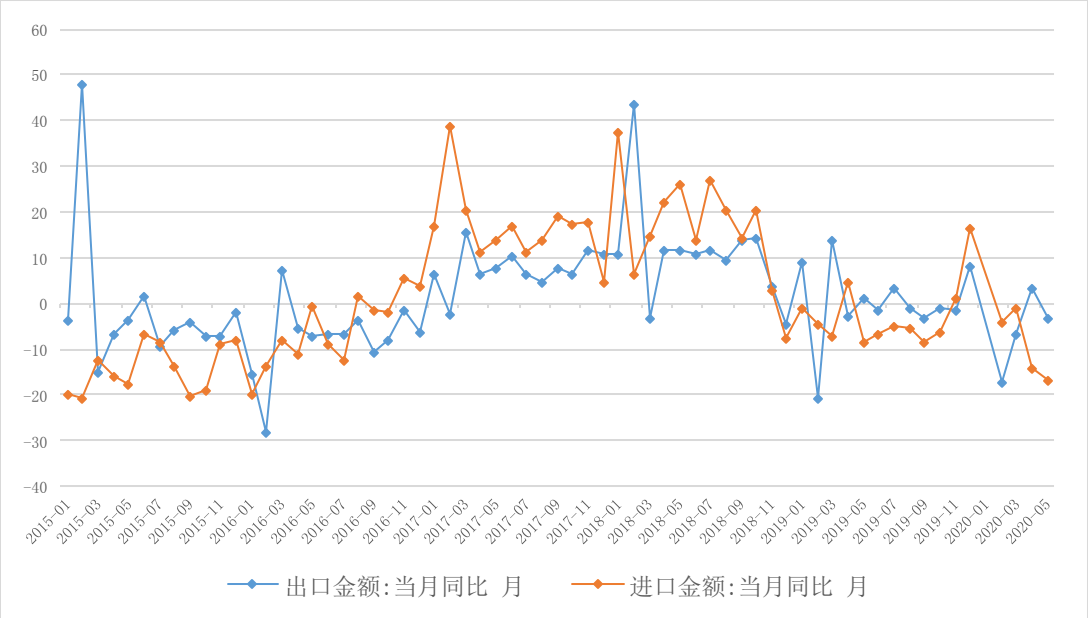


图 2 进出口额增速：当月同比（%）

数据来源：Wind。

按照美元计算，5 月份贸易顺差 629.3 亿美元，较上月大幅上升，前值顺差为 453.3 亿美元，去年同期顺差为 412.04 亿美元。5 月外贸数据体现了全球需求大幅走弱的滞后影响，未来应对外需下行压力仍是稳外贸工作的重要方面。

低能源价格和下游需求低迷拉低本月 PPI，需求恢复缓慢，CPI 重回“2 时代”

5 月份，CPI 同比增长 2.4%，上涨率较 4 月份下滑 0.9 个百分点；PPI 同比下降 3.7%，降幅较 4 月份扩大 0.6 个百分点。通胀率加速下行，反映出疫情收尾期间，供给扩张速度持续快于需求，与其他经济指标表现出的疫情后生产端恢复快于需求端的基本趋势一致。

（一）影响因素

CPI 方面，需求恢复缓慢叠加能源低价，致使 CPI 上涨率重回“2 时代”；PPI 方面，复工复产后产能未完全恢复，叠加国际疫情和低能源价格的影响，工业品价格增速继续下滑，本月 PPI 创下 2016 年 4 月以来新低。具体影响因素：食品价格、原材料价格的下行拉低本月 CPI、PPI 增速。

5 月份，食品价格同比增长 8.5%，较 4 月份下滑 6.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.55 个百分点。本月导致食品价格增速下降的首要因素依然是猪肉价格的下滑，随着生猪生产供给的恢复，加之猪肉消费进入淡季，本月猪肉价格环比下降 8.1%，降幅较前月扩大 0.5 个百分点。除此之外，蛋类、鲜果价格也出现了不同程度的涨幅下滑；非食品方面，其他用品和服务、教育文化和娱乐价格分别上涨 5.3%和 2.2%，医疗保健、生活用品及服务价格分别上涨 2.1%和 0.1%；交通和通信、居住、衣着价格分别下降 5.1%、0.5%和 0.4%。

工业品价格方面，5 月生产资料价格下降 5.1%，降幅扩大 0.6 个百分点。受 5 月全球原油低价以及下游需求偏弱影响，主要行业出厂价格降幅均有所扩大，石油和天然气开采业价格下降 57.6%，扩大 6.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 24.4%，扩大 4.6 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 9.2%，扩大 0.9 个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降 8.8%，扩大 3.4 个百分点。

（二）数据点评

（1）当前经济形势：“稳增长”加码，生产生活仍在恢复当中，就业风险加大。CPI、PPI 增速持续大幅下滑，反映出疫情后需求复苏的缓慢，特别是 5 月 CPI 中的居住分项自 2009 年 12 月以来首次负增长，影射出就业的不稳定，就业问题潜在风险或在加大。

（2）后期走势：全年“N”型的价格走势，二季度可能是经济的底部徘徊期。对于第二个拐点的到来，这将取决于后期“稳增长”的力度与全球疫情恢复的速度。我们认为，当前价格增速持续下滑的主要影响因素有三点，一个是一、二产业恢复的速度快于第三产业恢复的速度，第二是受疫情冲击国内就业压力加大，使得居民消费需求相对收缩显著，价格增速下滑，第三是国际需求和能源价格低迷。前两个问题的解决取决于疫情全面结束的时间与“稳增长”刺激的力度，而随着布伦特原油价格重回 40 美元以及世界各国复工复产的稳步推进，第三个因素对价格走势的影响将边际减弱。

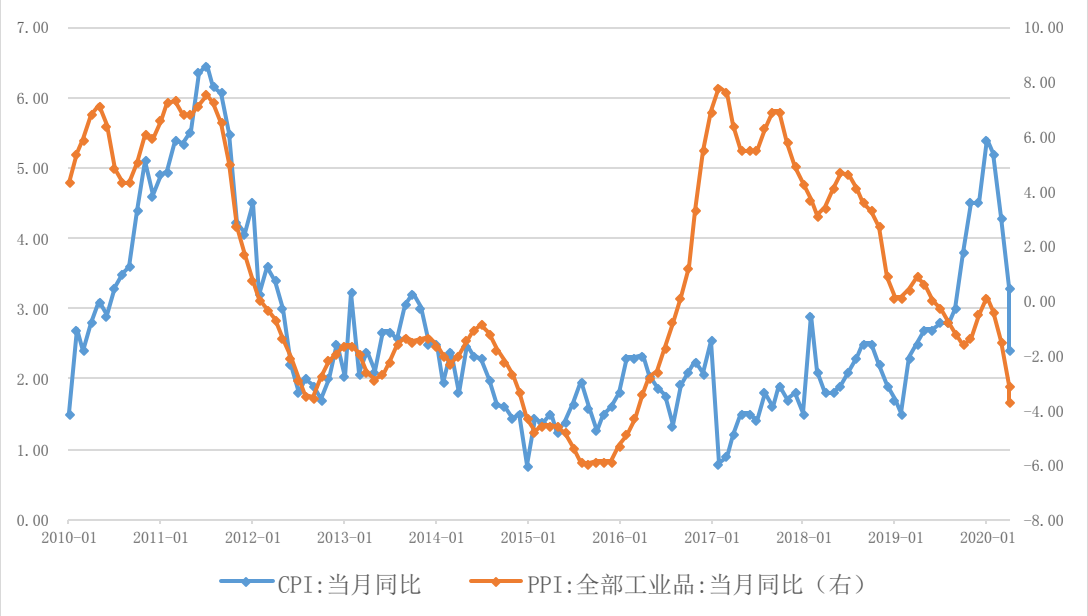


图 3 CPI、PPI 同比增速（%）

数据来源：Wind。

## 生活恢复继续，消费额降幅继续收窄

5 月份，社会消费品零售总额同比下降 2.8%，降幅较 4 月份收窄 4.7 个百分点，受生产生活逐渐恢复影响，消费额降幅显著收窄。本月数据表现出两方面特点，其一，居民生产生活基本恢复正常；其二，疫情的影响并未完全消除，随着生产恢复的继续，后期消费额增速仍有上涨的空间。

本月，大部分商品的消费额增速均已回归到疫情前的波动区间之内了，可见居民生产生活基本恢复正常。但目前餐饮、石油及制品的消费额降幅依然较大，这说明疫情的影响还未完全结束，仍存在着风险以及后期增长的空间。其中，餐饮消费额同比降幅依然较大，反映的是疫情在国内的影响犹在；石油及制品消费额同比降幅的显著，间接反映的是疫情对全球经济的冲击。

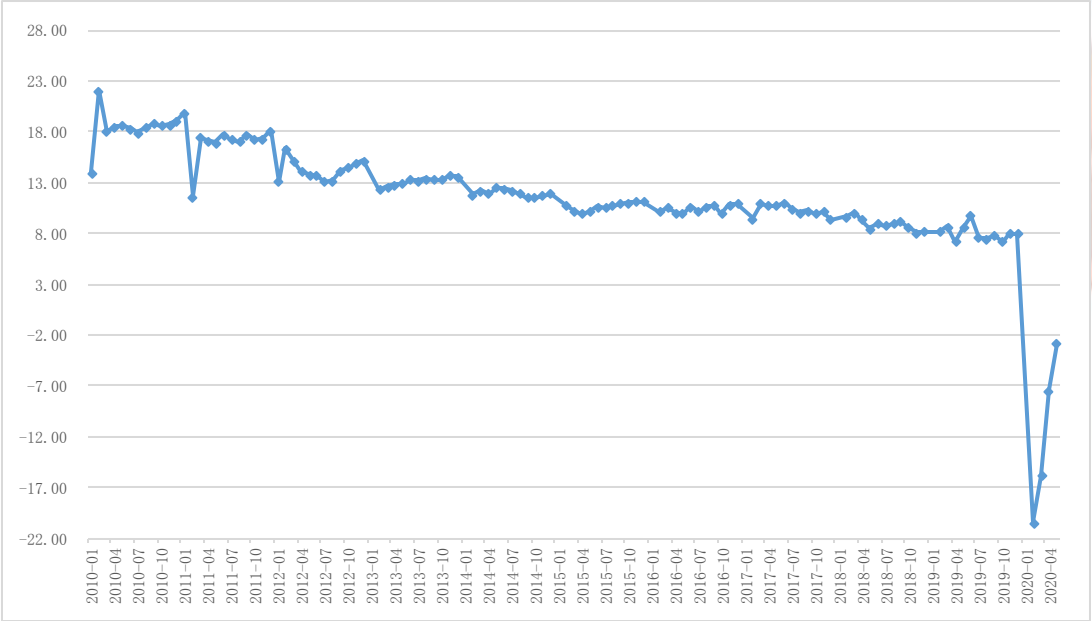


图 4 社会消费品零售总额:累计同比（%）

数据来源：Wind。

## 生产恢复，投资降幅显著收窄

1-5 月份，固定资产投资同比下降 6.3%，降幅较 1-3 月份收窄 4.0 个百分点。一方面，投资降幅继续显著收窄，说明随着疫情进一步得到控制，工业生产正在恢复当中；另一方面，当前固定资产投资依然是同比负增长，说明疫情对投资的影响仍然存在，经济下行压力依然较大。具体来看，1-5 月份第一、二、三产业固定资产投资分别同比下滑 0.0%、11.8%、3.9%，降幅分别较 1-4 月份收窄 5.4、5.2、3.9 个百分点。可见，5 月份投资增速依然是全面回升当中。

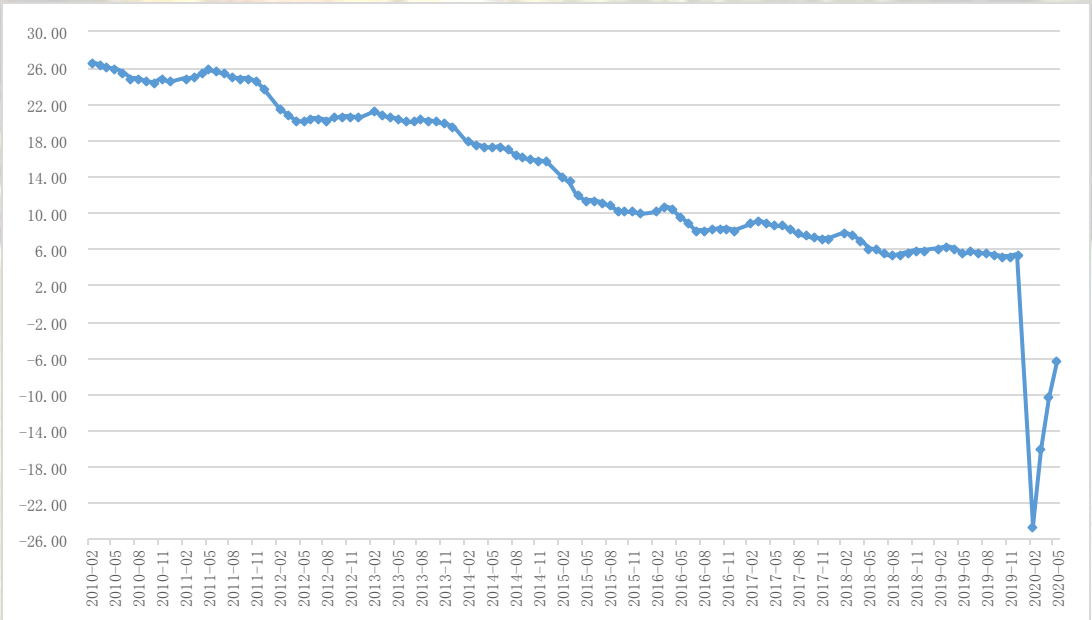

图 5 固定资产投资完成额:累计同比（%）

数据来源：Wind。

## 住户贷款与企业贷款同比增加

2020 年 5 月份人民币贷款增加 14800 亿元，同比多增 2984 亿元，环比少增 2200 亿元。分部门看，首先，住户部门贷款提高。住户部门贷款增加 7043 亿元，同比多增 418 亿元，其中，短期贷款增加 2381 亿元，同比多增 433 亿元，中长期贷款增加 4662 亿元，同比少增 15 亿元。其次，企业部门贷款降低。企（事）业单位贷款增加 8459 亿元，同比多增 3235 亿元，其中，短期贷款增加 1211 亿元，同比多增 2.00 亿元，中长期贷款增加 5305 亿元，同比多增 2781 亿元，票据融资增加 1586 亿元。非银行业金融机构贷款减少 660 亿元。

5 月份信贷同比回升。一方面，从居民信贷角度来看，居民短期贷款增加，中长期贷款减少，可能是由于中国的疫情得到一定程度的控制，居民消费信心回升，消费增加促使居民短期贷款增加，疫情缓解初期购房需求已经得到了一定程度的释放，5 月份购房需求降低，使得居民中长期贷款减少。另一方面，从企业贷款角度来看，疫情发生以来，人民银行采取了多项政策措施，为抗击疫情和恢复经济发展提供了有力的支撑，促进了企业贷款需求增加，与此同时，随着经济生产的恢复，企业生产活动的增加提高了企业贷款需求。

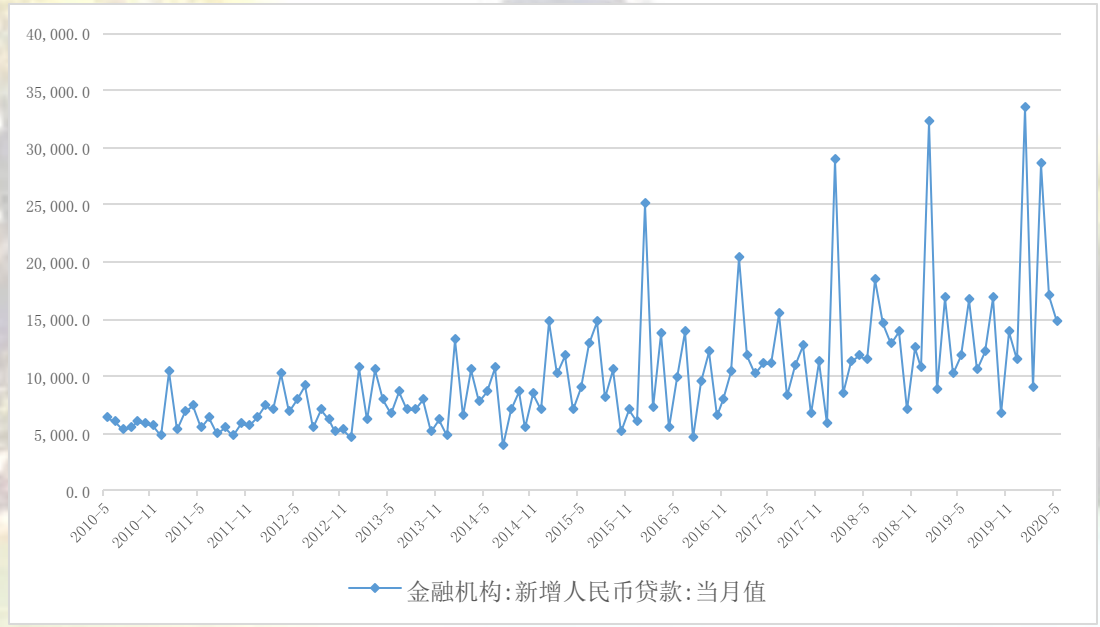


图 6 金融机构:新增人民币贷款:当月值（亿元）

数据来源：Wind。

## 社融增量同比增加

2020 年 5 月，社会融资规模增量为 31900 亿元，比上年同期多 14776 亿元。5 月份社会

融资规模主要呈现以下特点：

第一，实体经济贷款增加。对实体经济发放的人民币贷款增加 15500 亿元，同比多增 3645 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 457 亿元，同比多增 266 亿元。

第二，非标融资提高。非标融资增加 226 亿元，同比多增 1677 亿元。其中，委托贷款减少 273 亿元，同比少减 358 亿元；信托贷款减少 337 亿元，同比多减 285 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 836 亿元，同比多增 1604 亿元。

第三，直接融资回升。其中，企业债券净融资 2971 亿元，同比多 1938 亿元；非金融企业境内股票融资 353 亿元，同比多 94 亿元。

第四，政府债券净融资 11400 亿元，同比多 7543 亿元。

总的来看，对实体经济发放的人民币贷款、企业债券净融资以及政府债券净融资是新增社融的主要支撑。

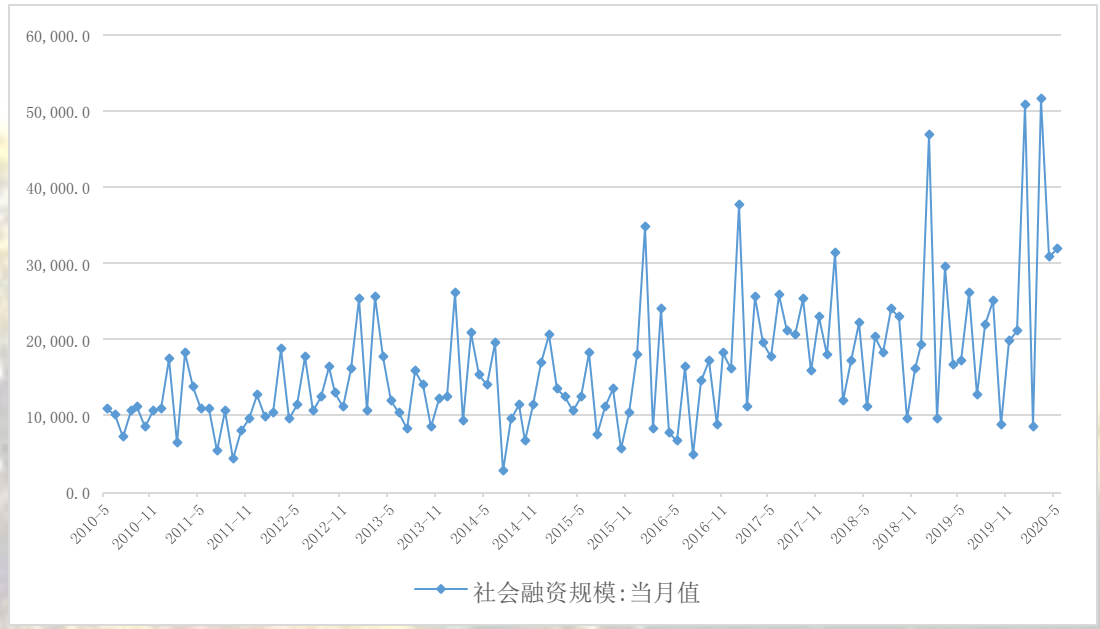


图 7 社会融资规模:当月值（亿元）

数据来源：Wind。

## 货币政策持续宽松

2020 年 5 月末，广义货币(M2)余额 210.02 万亿元，同比增长 11.1%，增速与上月末持平，比上年同期高 2.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 58.11 万亿元，同比增长 6.8%，增速分别比上月末和上年同期高 1.3 个和 3.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.97 万亿元，同比增长 9.5%。

M2 同比与上月持平。一方面，在稳定经济发展的宏观调控背景下，实体经济贷款增加，

同时，随着中国疫情得到一定程度的控制，居民消费信心回升，消费增加促使居民短期贷款增加，信贷增速回升拉高了 M2 同比增速。另一方面，财政存款新增 1.31 万亿元，比去年同期多增 8251 亿元，拉低了 M2 增速。在两方面因素的共同影响下，M2 同比与上月持平。

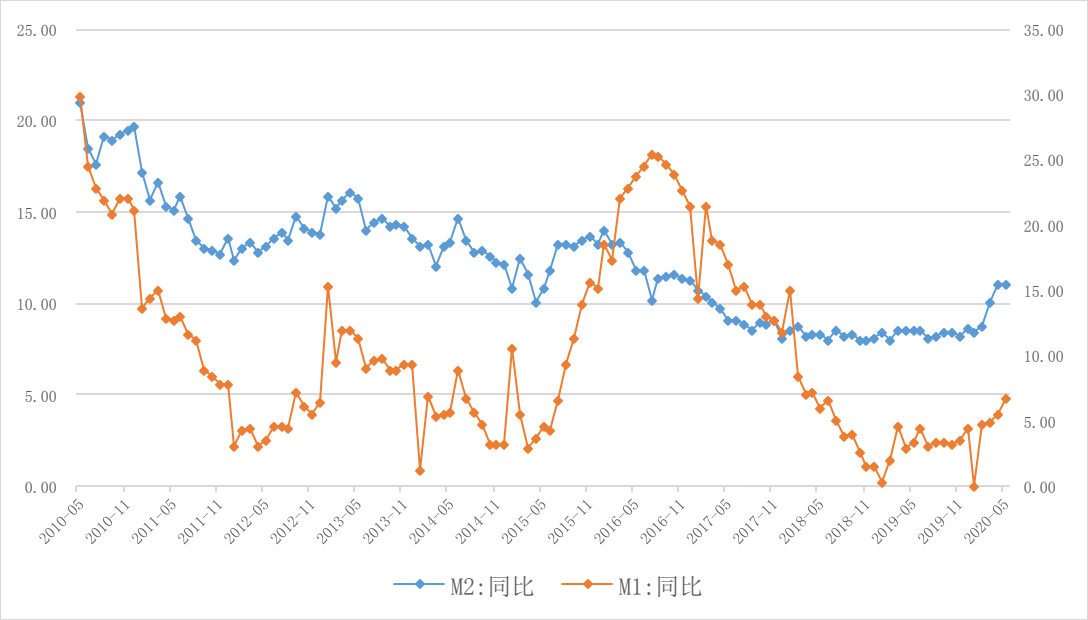


图 8 M1 和 M2 同比增速（%）

数据来源：Wind。

## 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。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。