需求扩张加码，供需匹配修复

——蔡含篇

点评报告　　A0011-20201215

2020 年 11 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	7.0	6.5	6.8
固定资产投资累计同比	2.6	2.7	2.6
社会消费品零售额累计同比	5.0	4.8	5.6
出口同比	21.1	8.0	9.5
进口同比	4.5	2.4	4.3
贸易差额（亿美元）	754.2	513.0	540.0
通货膨胀			
CPI 同比	-0.5	-0.1	0.1
PPI 同比	-1.5	-1.9	-1.5
货币信贷			
新增人民币贷款（亿元）	14300	14000	13573
M2 同比	10.7	10.5	10.6

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

纪　尧

康　健

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

- 工业生产持续改善，工业增加值延续增长
- 生产恢复，投资加码与调结构并举
- 就业好转，刺激消费增速上涨
- 外需持续回暖，出口增速超预期
- 进口增速持续恢复，力度较温和
- 食品供给增加，引致 CPI 增速下滑
- 需求扩张叠加原油价格上涨，PPI 降幅显著收窄
- 制造业数据回升叠加标准化票据管理办法影响减弱，人民币贷款同比增加
- 政府债集中发行，政府债券净融资支撑社融增加
- 财政性存款减少，M2 增速上升

2020 年 11 月份经济数据显示，疫情常态化下经济社会稳步恢复，就业形势好转，生产持续改善，需求企稳回升，供需匹配修复，物价总体平稳。

从需求端看，11 月份内外需求保持企稳回升态势，消费增速继续上涨，出口增速超预期增长，进口温和修复，投资增速加码上升。具体来看，社会消费品零售总额同比增长 5.0%，较上期加快 0.7 个百分点，消费增速继续上涨；生产恢复，投资加码与调结构并举，1-11 月份全国固定资产投资同比增长 2.6%，较 1-10 月份上涨 0.8 个百分点；全球经济持续复苏，出口延续增长趋势。按美元计价，11 月份出口额同比增长 21.1%，增速较上月提高 9.7 个百分点，大幅超出市场预期；进口额同比增长 4.5%，与市场预期基本一致，处于温和恢复当中。

从供给与价格看，工业生产继续改善，CPI 增速下滑，PPI 降幅收窄。具体来看，11 月份工业增加值同比增长 7.0%，较 10 月上涨 0.1 个百分点；11 月食品供给增加，CPI 同比下降 0.5%，居民消费价格同比增速由正转负；投资加码工业需求扩张，PPI 同比下降 1.5%，降幅明显收窄。

货币金融方面，制造业数据逐渐回升，促进企业中长期贷款增加的同时，随着市场对《标准化票据管理办法》逐渐适应，11 月份票据融资同比增加，使得新增人民币贷款同比增加。11 月份人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 400 亿元。财政性存款减少，M2 增速上升。

11 月末，广义货币(M2)余额 217.2 万亿元，同比增长 10.7%，比上月末上涨 0.2 个百分点。

工业增加值部分：工业生产持续改善，工业增加值延续增长

2020 年 11 月规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速较上月加快 0.1 个百分点，1-11 月规模以上工业增加值累计同比增长 2.3%，累计增速继续加快。从三大门类来看，2020 年 11 月份采矿业增加值同比增长 2.0%，增速较上月回落 1.5 个百分点；制造业增长 7.7%，增速较上月加快 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.4%，增速较上月加快 1.4 个百分点。可见，电力、热力、燃气及水生产和供应业的上升和制造业的增速保持是推动 11 月份整体工业增加值的主要动因。这一方面源于国内统筹疫情防控和社会经济发展工作的不断推进，使得工业服务业持续改善，国民经济恢复态势持续显现，例如规模以上工业企业利润总额增速实现年内首次由负转正；另一方面，外需进一步恢复，贸易结构不断改善，中国企业出口情况继续向好，对工业增加值的增长起到了推动作用。

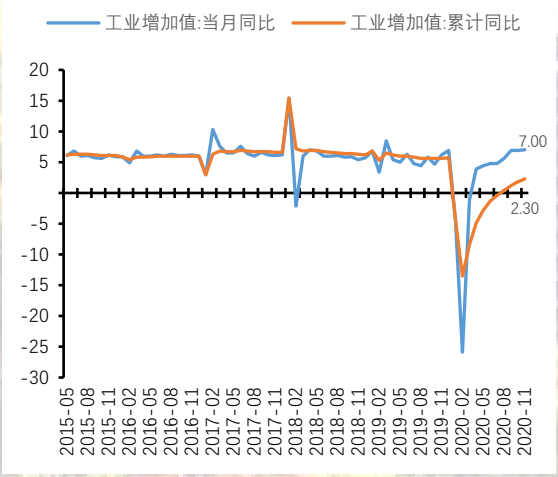


图 1 工业增加值当月同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

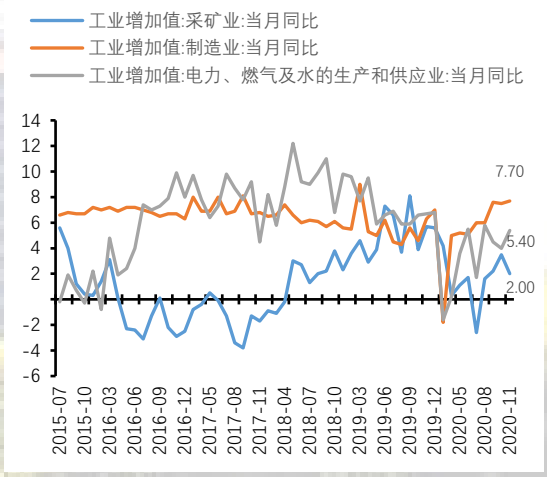


图 2 中国三大门类工业增加值当月同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

投资部分：生产恢复，投资加码与调结构并举

1-11 月份，全国固定资产投资同比增长 2.6%，增速较 1-10 月份上涨 0.8 个百分点。其中，第一产业投资同比增长 18.2%、第二产业投资同比下降 0.7%、第三产业投资同比增长 3.5%，分别较 1-10 月份上涨 0.9、1.4、0.5 个百分点。当前全国固定资产投资表现出两方面的特征，其一是投资增速在生产恢复的过程中持续上涨，其二是投资结构也在持续变化。

随着国内生产的持续恢复，固定资产投资增长显著。历史数据显示，往年四季度固定资

产投资累计增速走势通常较为平缓，但当前固定资产投资累计增速呈现出显著上涨的局面。因为 1-11 月份全国固定资产投资同比增速较 1-10 月份上涨 0.8 个百分点，而 2018、2019 年同期却仅仅波动了 0.2、0.0 个百分点。可见，当前固定资产投资增速处于加码恢复当中。

从投资结构来看，在稳增长和调结构并举的政策背景下，全国固定资产投资结构发生了显著变化。一方面代表高技术产业的医药制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速相对较高，分别高于全部固定资产投资增速 24.7、11.9 个百分点；另一方面代表传统刺激投资手段的基建投资增速相对较低，低于全部固定资产投资增速 1.6 个百分点。

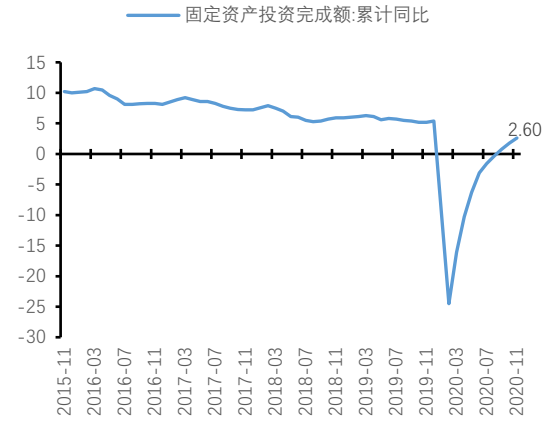


图 3 固定资产投资完成额:累计同比（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

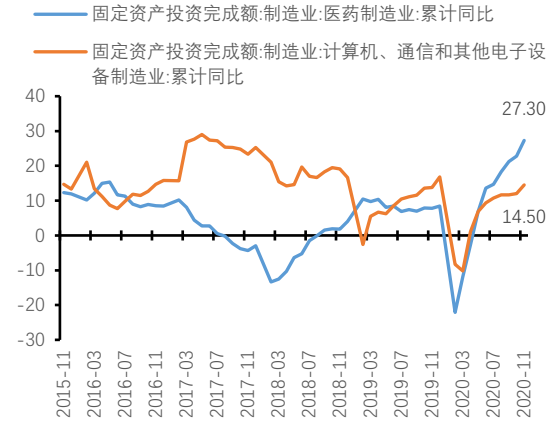


图 4 高技术产业投资增速高于全部投资增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

消费部分：就业好转，刺激消费增速上涨

11 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.0%，高于 10 月份 0.7 个百分点，消费增速继续上涨。从内部构成来看，汽车消费增速的快速上涨依然是当前整体消费的主要支撑。因为在剔除汽车消费之后的社会消费品零售总额同比增长为 4.2%，低于全部消费增速。可见，汽车消费增速的大幅增长，使得整体消费增速被拉高 0.8 个百分点。2020 年汽车消费增速的快速上涨主要源于各种汽车消费的促销政策。

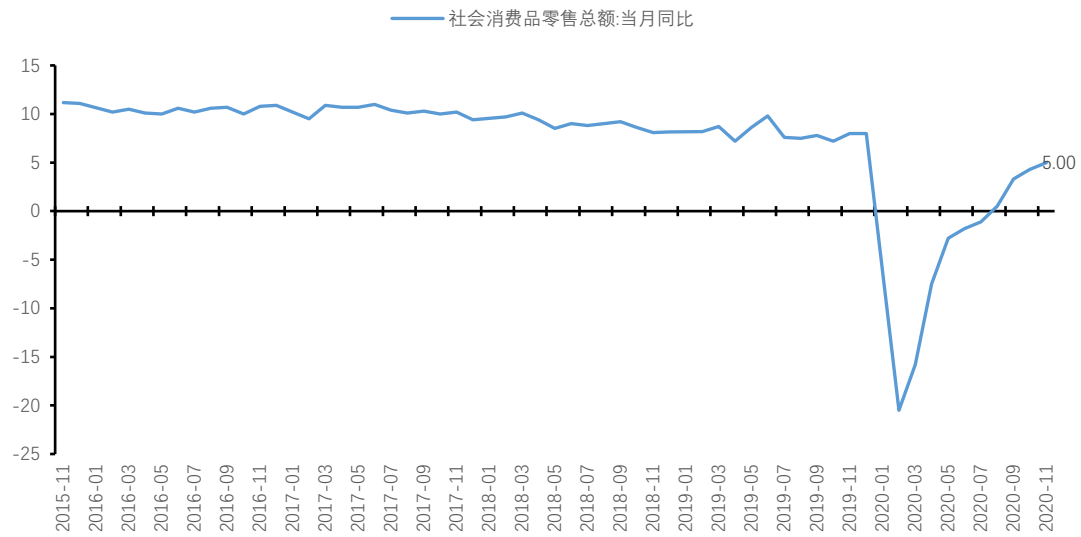


图 5：社会消费品零售总额:当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

11 月份社会消费品零售总额增速继续上涨是由两方面因素导致的。一方面，“双十一”各种打折促销使得部分商品的销售额显著上涨，对整体消费额增速的上涨起到带动作用。例如，与 10 月份相比，11 月化妆品、通讯器材消费额增速分别上涨 14.0、35.5 个百分点。另一方面，近期数据显示，就业形势好转，稳定的就业和收入预期刺激了消费上涨。11 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，比 10 月份下降 0.1 个百分点。

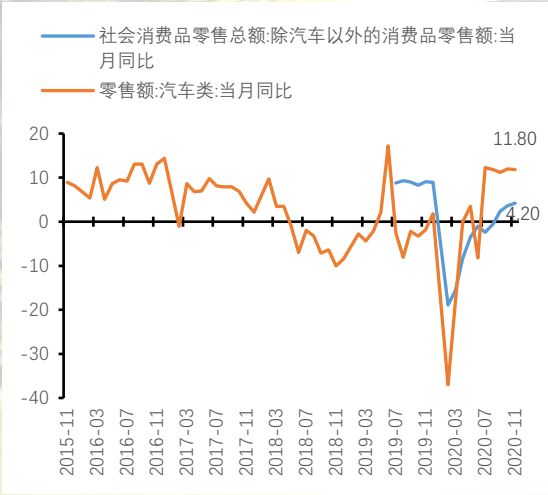


图 6 汽车消费快速上涨支撑整体消费（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

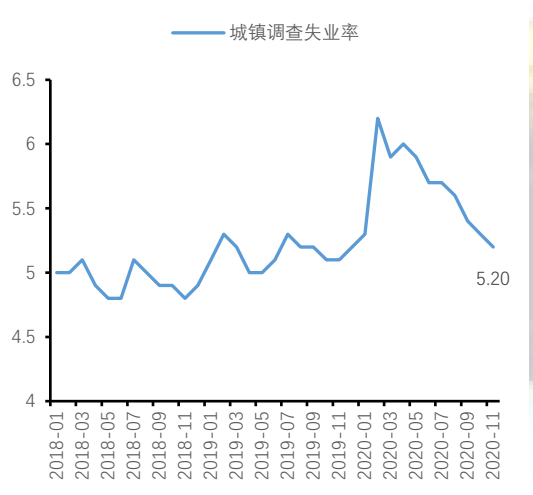


图 7 失业率下降带动消费上涨（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

进出口部分：出口依旧强势，贸易顺差创新高

中国 11 月（以美元计）出口同比增 21.1%，进口同比增 4.5%，贸易顺差 754.2 亿美元。

从出口情况看，外需持续回暖，出口增速超预期；从进口情况看，进口增速持续恢复，但是力度较温和。由于出口表现超预期，贸易顺差创新高。

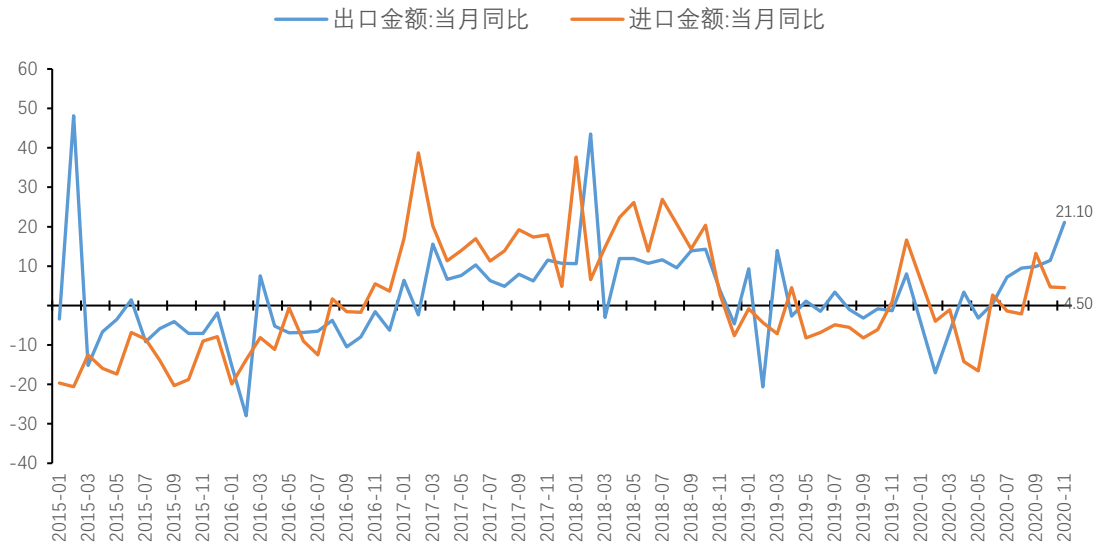


图 8 进出口额增速：当月同比（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

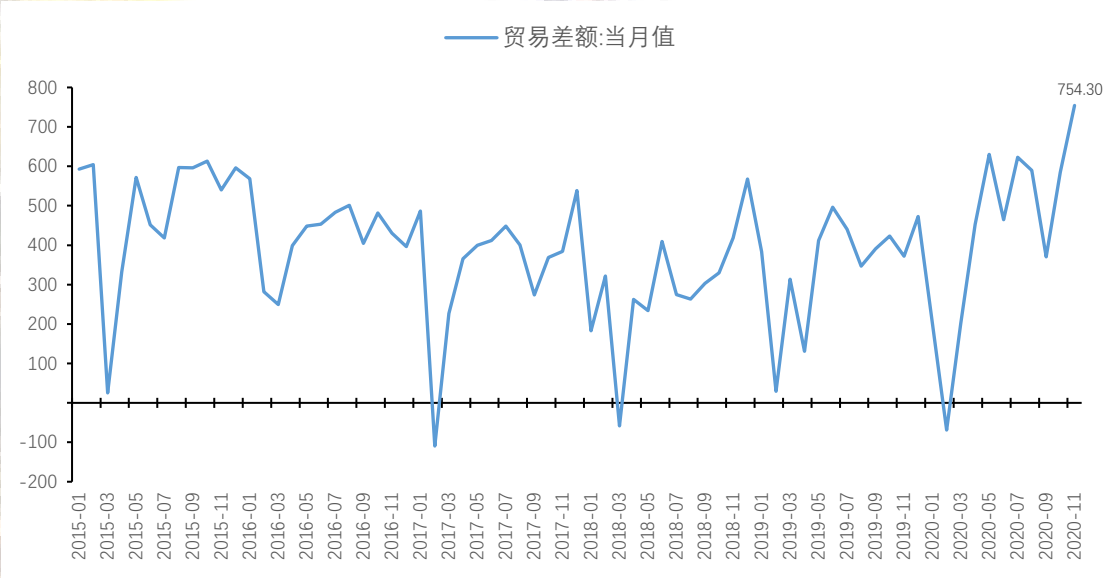


图 9 中国贸易差额：当月值（亿美元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

外需持续回暖，出口增速超预期

按美元计价，11 月份出口额同比增长 21.1%，增速较上月提高 9.7 个百分点，远超市场预期。从七月份开始，中国外贸出口已经连续四个月正增长，11 月份出口增速更是进一步提高。首先，外需持续修复是出口增速逐步恢复的主要支撑，从 11 月份主要经济体的表现看，

美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值上扬至 56.7，创 2014 年 9 月份以来新高；欧元区制造业 PMI 为 53.8，高于市场预期的 53.1；同时，欧洲疫情反复造成其供需缺口扩大，也增加了对进口的需求，中国出口集装箱综合运价指数平均值为 1125.02 点，较上月平均上升 7.0%，新出口订单指数为 51.5，较上月上升 0.5，与出口相关的高频数据显示中国出口需求强劲，对本月出口形成明显支撑。除此之外，去年同期出口增速较低（-1.27%），也是拉升本月出口增速的因素。

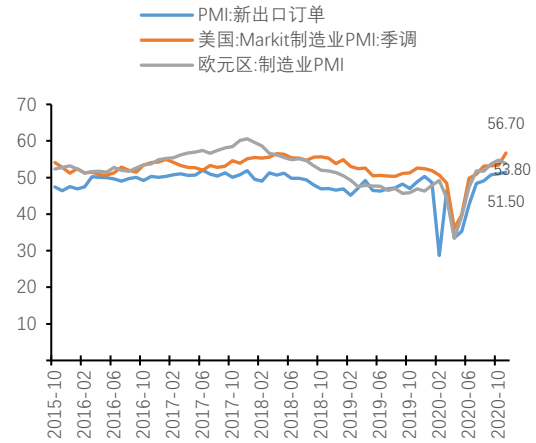


图 10 全球制造业 PMI、中国新出口订单 PMI（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

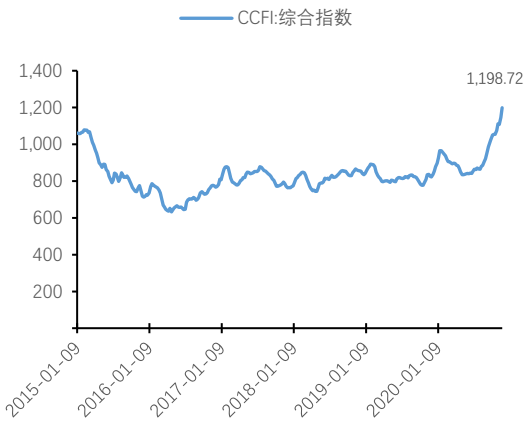


图 11 中国出口集装箱综合运价指数

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

进口增速持续恢复，力度较温和

按照美元计价，11 月份进口额同比增长 4.5%，与市场预期基本一致。从三季度末开始，进口增速逐步恢复转正，已经连续三个月正增长，但是恢复力度相对温和。从进口的高频数据看，11 月份中国进口集装箱综合运价指数平均值为 886.23，较上月上升 0.4%，制造业 PMI 为 52.1%，生产活动活跃，国内经济的逐步恢复是支撑进口的主要方面，但是国内消费恢复仍缓慢，加之去年同期高基数效应的影响，使得进口增速恢复力度相对温和。

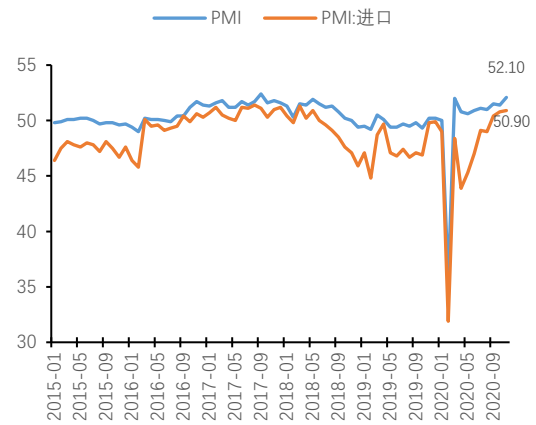


图 12 主要 PMI 指数（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

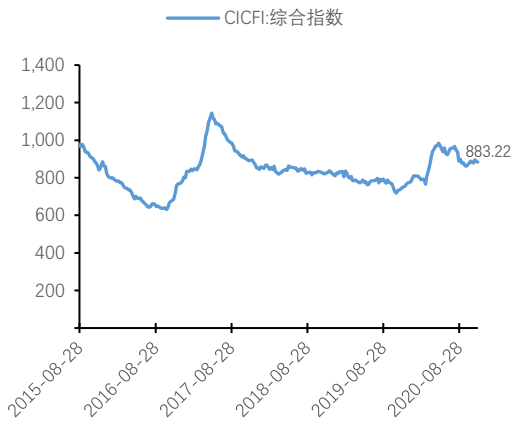


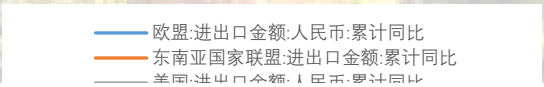
图 13 中国出口集装箱综合运价指数

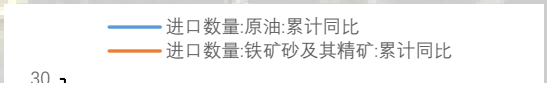
数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

对主要国家和地区的出口增速均有改善，大宗商品需求保持上升趋势

分国别来看，1-11 月份对东盟、欧盟、美国、日本和韩国前 5 大贸易伙伴进出口均保持增长趋势。以人民币计，对东盟、欧盟、美国、日本、韩国进出口总额分别增长 6.7%、4.7%、6.9%、1.4%、0.9%，对欧盟、美国、韩国进出口累计增速较 10 月有所改善。东盟为中国最大的对外贸易伙伴，进出口总额 4.24 万亿元，占比达到 14.6%；欧盟为第二大贸易伙伴，与欧盟贸易总值为 4.05 万亿元，占外贸总值的 13.9%；美国为中国第三大贸易伙伴，中美贸易总值 3.65 万亿元，占外贸总值的 12.6%；日本、韩国为第四、五大贸易伙伴，中日、中韩贸易总值分别为 2 万亿、1.8 万亿，合计占外贸总值的 13.1%。

从大宗商品的进口量上看，国内经济延续回暖趋势，1-11 月份对于主要大宗商品需求仍保持上升势头，铁矿砂、原油、天然气进口量累计同比增速分别为 10.9%、9.5%、3.9%；农产品方面，大豆、肉类进口累计增加 17.5%、63.1%，进口需求仍处于高位。





预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_759