

前瞻：一季度 GDP 增速跃升，3 月基数效应开始消退

2021 年 04 月 06 日 12:36 来源于 [财新网](https://opinion.caixin.com/2021-04-06/101686047.html)

<https://opinion.caixin.com/2021-04-06/101686047.html>

激励机制是创新中的核心问题，而制度决定了何种激励机制，具体的制度指法治制度、市场制度和大学制度

【财新网】（专栏作家 汪涛） 鉴于 2020 年同期基数较低、加上 3 月以来经济活动限制放松，我们估计即将公布的 3 月和一季度经济数据将显示多数经济活动指标同比继续大幅反弹，不过鉴于基数效应开始消退，3 月经济活动的同比增速应较 1-2 月明显放缓。

图表 1: 3 月和一季度宏观数据前瞻

	2020 年 3 月 (实际值)	2021 年 2 月 (实际值)	2021 年 3 月 (瑞银预测)
CPI 同比增长率 (%)	4.3	-0.2	0.0
PPI 同比增长率 (%)	-1.5	1.7	3.6
银行新增贷款 (十亿人民币)	2,850	1,360	2,700
新增社会融资规模 (十亿人民币)	5,184	1,713	3,700
M2 同比增长率 (%)	10.1	10.1	9.4
M1 同比增长率 (%)	5.0	7.4	8.0
工业增加值 (同比增长率, %)	-1.1	35.1	19.0
社会消费品零售总额 (同比增长率, %)	-15.8	33.8	28.0
固定资产投资 (自年初累计同比增长率, %)	-16.1	35.0	22.6
出口额同比增长率 (%，按美元计)	-6.9	60.6	40.0
进口额同比增长率 (%，按美元计)	-1.4	22.2	20.0
外贸顺差 (十亿美元)	20.0	103.3 (2m)	61.0
外汇储备规模 (十亿美元)	3,061	3,205	3,170
GDP 同比实际增速 (%)	-6.8 (一季度)	6.5 (四季度)	19.6 (一季度)

来源: CEIC, 瑞银估算. 注: 外贸数据将于 4 月 13 日公布; CPI、PPI 数据将于 4 月 9 日公布; 工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资、房地产市场运行数据和一季度 GDP 将于 4 月 16 日公布; 货币信贷数据将于 4 月 10-15 日公布

数据前瞻：一季度 GDP 增速跃升，3 月基数效应开始消退

鉴于去年同期基数较低、加上 3 月以来经济活动限制放松，我们估计即将公布的 3 月和一季度经济数据将显示多数经济活动指标同比继续大幅反弹，不过鉴于基数效应开始消退，3 月经济活动的同比增速应较 1-2 月明显放缓。估计 3 月工业生产、出口和房地产活动可能显著强于 2019 年同期，而制造业和基建投资规模可能与 2019 年同期大致持平。CPI 可能大致企稳、PPI 进一步大幅上行，部分由于去年基数较高、以及债券发行走弱，整体信贷增速可能下滑。我们估计一季度实际 GDP 同比增速跃升至 19.6%，不过环比增速明显放缓。

3月统计局制造业 PMI 上行 1.3 个百分点至 51.9，其中多数分项指标均强于上月。新订单（上升 2.1 个百分点）和生产量指数（上升 2 个百分点）双双反弹，新出口订单指数也升高了 2.4 个百分点至 51.2。原材料和采购量指数小幅上行，产成品库存指数则有所下滑。大宗商品价格维持高位、且部分原材料供应不足，购进和产出价格指数双双升至近年高点。大中小型企业 PMI 也均有所回升，尤其是小企业（上升 2.1 个百分点）和中型企业（上升 2 个百分点）。

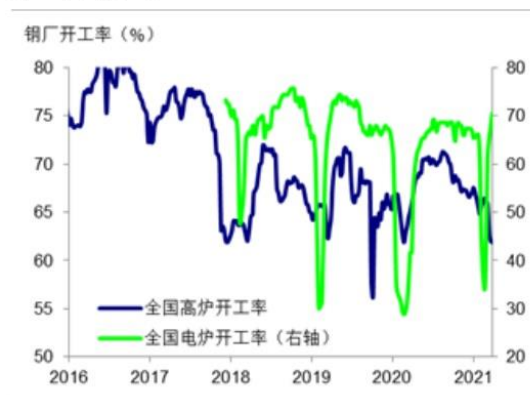
统计局非制造业商务活动指数反弹 4.9 个百分点。建筑业（上升 7.6 个百分点）和服务业商务活动指数（上升 4.4 个百分点）均高于上月，主要受益于天气转暖、企业复工进一步加快。从行业情况看，铁路运输、航空运输、电信广播电视卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业商务活动指数运行在 60 以上高位景气水平，而随着“就地过年”政策的影响消退，住宿、租赁及商务服务、居民服务等行业商务活动指数也回升至景气区间。

图表 2: 3 月统计局制造业 PMI 反弹 1.3 个百分点



来源:CEIC, Haver, 瑞银估算

图表 3: 全国平均电弧炉开工率大幅高于去年同期，高炉开工率小幅走弱



来源:CEIC, Wind, 瑞银估算

对于即将公布的 3 月和一季度宏观数据，我们估计：

3 月工业生产同比增长 19%。受季节性因素影响、加上经济活动限制放松，3 月统计局制造业 PMI 中的生产量指数反弹，表明制造业增长动能可能有所走强。高炉开工率小幅走弱，但全国平均电弧炉开工率比 2 月高出 24 个百分点、同比也提高 27 个百分点（图表 A4）。此外，3 月前 20 天粗钢生产也继续保持稳健。考虑到基数效应有所消退，我们估计 3 月工业生产可能同比增长 19%、依然较为强劲。另一方面，“就地过年”政策已经结束，我们估计 3 月社会消费品零售可能同比增长 28%、较 2019 年同期增长 8%。

房地产活动保持稳健。高频数据显示，3月30个大中城市房地产销售在去年的低基数上同比增长了84%（图表A5）。鉴于居民购房情绪较为稳健、去年同期基数仍较低（同比下跌14%），我们估计3月全国整体房地产销售可能同比增长45-50%。此外，考虑到低基数的拉动作用减弱，新开工可能同比增长10-15%、房地产投资同比增长16%左右，均较1-2月回落。相比2019年，房地产销售和投资可能较2019年同期增长15-25%，新开工则与2019年同期大致持平。我们预计房地产开发商融资条件和房贷监管收紧会逐渐给房地产活动带来下行压力。

整体固定资产投资同比增速可能回落至14-15%。鉴于低基数的拉动作用减弱、加之年初至今新增地方政府专项债较为有限，3月基建投资同比增速可能放缓至10%左右，和2019年同期水平大致持平。制造业投资可能同比增长24%，但仍略低于2019年同期。再考虑到房地产投资可能保持稳健，我们估计3月整体固定资产投资可能同比增长14-15%左右（年初至今同比增长近23%）、略超2019年同期水平。

图表4: 3月30个大中城市房地产销售在去年的低基数上同比增长了84% 图表5: 3月统计局制造业PMI中新出口订单指数上行



来源:CEIC, Wind, 瑞银估算



来源:CEIC, Wind, 瑞银估算

出口同比增长40%左右。3月统计局PMI中新出口订单指数反弹，2月欧美PMI也双双走强。瑞银美国经济学家认为3月可能是经济活动改善的拐点。3月前20天韩国出口同比增长13%、进口同比增长16%，二者增速均超过1-2月份。整体而言，我们估计3月出口可能同比增长40%、进口同比增长20%左右，月度贸易顺差小幅扩大至610亿美元。3月进出口规模应均明显高于2019年同期水平。

CPI同比可能零增长、PPI同比增速大幅上行。高频数据显示3月食品平均价格环比增速走弱，其中蔬菜价格环比下跌15%，鸡蛋价格环比下跌5%，猪肉价格环比下跌13%，

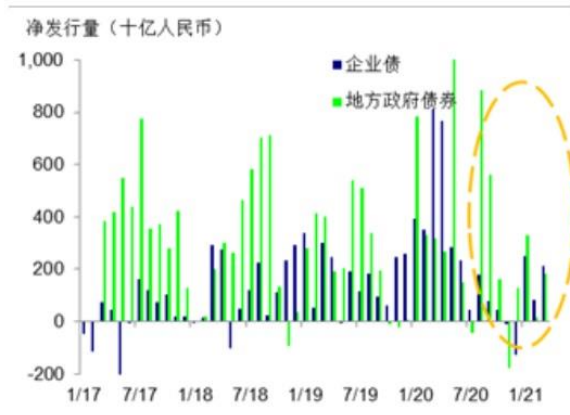
抵消了水果（环比上涨 2%）和水产品价格（环比上涨 2.4%）的影响（图表 A6）。春节后非食品价格可能也环比小幅下跌。不过，由于去年同期基数较低，我们估计 3 月 CPI 同比增速可能小幅升至 0%。另一方面，高频数据显示 3 月统计局公布的主要生产者价格环比继续反弹。再考去年同期基数较低，我们估计 3 月 PPI 同比增速可能进一步大幅上行至 3.6%。

受高基数拖累，整体信贷增速可能放缓。3 月新增人民币贷款可能季节性升至 2.7 万亿，但比去年同期低 1500 亿。由于今年政府没有提前下达地方政府债券新增额度，3 月政府债券净发行量可能在 3000-3500 亿元，比去年同期少 3000 亿元左右。企业债券净发行也可能降至 2500 亿，较去年同期低 7000 亿以上。影子信贷规模可能应监管偏紧继续保持疲弱。整体而言，我们估计 3 月新增社会融资规模 3.7 万亿，比去年同期低 1.5 万亿左右。官方社融和我们估算的整体信贷（社融剔除股票融资）同比增速可能从此前的 13.3% 放缓至 12.4-12.5%，我们估算的信贷脉冲下滑至 GDP 的 2.5%。

外汇储备规模可能下降 350 亿美元。3 月人民币对美元汇率贬值 1.4%（图表 A12），资本外流压力可能小幅上升。考虑到美元走强、发达经济体政府债券价格大幅下跌，我们估算主要储备货币汇率变动带来的估值损失可能达 400 亿美元以上。进一步考虑其他因素（服务贸易逆差维持低位、净 FDI 大致持稳等），我们估算 3 月外汇储备规模可能下降 350 亿美元左右至 3.17 万亿美元。

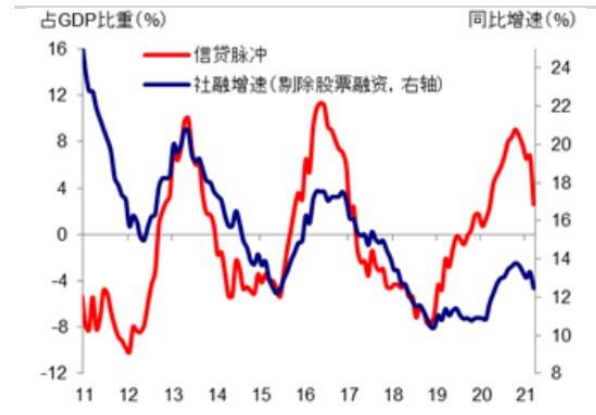
去年同期基数很低，一季度实际 GDP 同比增速可能跃升至 19.6%。由于去年一季度基数非常低，大部分经济活动指标可能都同比大幅反弹。其中受益于发达经济体需求改善，一季度出口可能同比增长超过 50%、较 2019 年一季度水平增长 30% 以上，名义贸易顺差较去年同期明显扩大。整体固定资产投资同比增速可能从去年四季度的 8.4% 上升到 23%，略强于 2019 年一季度水平。另一方面，整体社会消费品零售可能同比反弹 30% 以上，不过受此前“就地过年”政策和经济活动限制影响，服务类消费可能仍未完全恢复至疫情前水平。从生产端来看，一季度工业生产同比增速可能反弹至近 30%，且房地产活动强劲意味着房地产行业增加值同比增速可能走强。整体而言，我们估计一季度实际 GDP 同比增速在去年的低基数上跃升至 19.6%、不过环比增速明显放缓。

图表 6: 地方政府债券和企业债券净发行量仍弱于去年同期



来源:CEIC, 瑞银估算

图表 7: 整体信贷增速和我们估算的信贷脉冲可能走弱



来源:CEIC, 瑞银估算. 注: 2021年3月数据为瑞银估算

经济增长和政策展望

二季度开始经济环比增长有望提速。由于去年同期基数非常低，我们估计一季度实际GDP同比增速大幅升至19-20%，但环比仅小幅正增长，部分是由于两会前没有新的支持性政策出台。朝前看，二季度开始季调后实际GDP环比折年增长率有望保持在6%以上，不过随着基数效应消退，GDP同比增速应会逐季回落。我们依然预计今年国内实际消费有望增长10%、名义出口增速上升到16%，二者拉动企业资本开支大幅好转，并抵消房地产活动和基建投资走弱的拖累。我们也已在近期报告中将今年全年实际GDP增速预测上调至9%。

政策定调没有预期的紧，但政策正常化继续推进。两会提出宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度、不急转弯，整体定调没有预期的紧。今年拟安排的官方预算赤字率仍在3%以上（3.2%），地方政府专项债券新增额度相比去年也仅少了1000亿元。货币政策要处理好恢复经济与防范风险的关系，并且将小微企业贷款推迟还本付息政策进一步延长到年底。不过，我们认为政策正常化应会进一步推进，今年年底调整后社融增速（剔除股票融资）可能会从去年10月13.8%的本轮周期峰值放缓至11%左右，今年中国宏观杠杆率有望在去年增加了24个百分点后下降4-5个百分点。此外，我们也在近期的报告中总结了十四五规划的重要宏观主题，包括扩大国内消费需求和关键领域投资、推动创新、经济结构优化升级、碳中和、结构性改革等。