

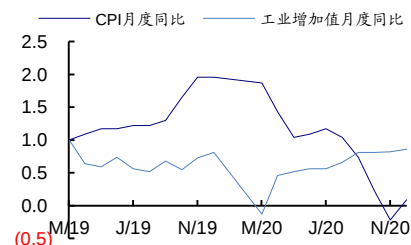
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观专题报告

2021年03月08日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	2.90
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	-20.70
M2	9.40

相关研究报告：

《宏观专题报告：CPI 基期轮换带来的权重变动分析》——2021-02-22
 《宏观专题报告：莫高看存货变动对经济增长的影响》——2020-07-29
 《宏观专题报告：油钢“轮盘”》——2020-12-30
 《宏观专题报告：2021 年 CPI、PPI 预测逻辑与结论》——2021-01-14
 《宏观专题报告：“十四五”产业发展背后的经济逻辑》——2020-11-21

证券分析师：李智能

电话：0755-22940456

E-MAIL: lizn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516060001

证券分析师：董德志

电话：021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

宏观专题

透过幻影，看破真相—基数扰动下的经济景气度识别

● 如何判断 2021 年中国真实的经济景气度？

2020 年一季度受疫情影响，中国 GDP 同比增速砸下深坑，而后快速复苏反弹。受此基数大幅波动影响，wind 数据库中 2021 年中国 GDP 当季同比预测平均值呈现一季度奇高、而后持续回落的走势。

2021 年中国 GDP 同比即使真的持续回落可能也并非表征经济景气度下降，事实上持续回落的 GDP 同比走势主要是由基数变化决定，因此难以用此同比数据来反映中国真实的经济景气度，我们需要找到另外的恰当评价 2021 年中国经济景气度的方法。

方法一：我们可采用不同年份相同时期的环比增速比较来判断真实经济景气度。从 2017-2019 年中国工业增加值、GDP、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额相同月份或季度的环比增速来看，这三年差异均不太大，考虑到“十四五”期间中国经济增速平台或落在 6% 左右，与这三年较为接近，因此我们可采用 2021 年相同月份或季度的环比增速与 2017-2019 年这三年比较，若 2021 年同时期的环比增速普遍高于 2017-2019 年的环比，则表明 2021 年当期的经济增长景气度较为强劲，反之则景气度较弱。

方法二：我们可采用基数调整后的同比数据变化判断真实经济景气度。既然 2020 年基数变化过于剧烈，我们可将同比计算的基数调换成疫情前相对稳定的同期数据。待 2021 年 1-2 月各项经济增长数据公布，我们就可以计算得到各项经济指标 2021 年 1-2 月与 2019 年 1-2 月的同比，将这个同比和 2020 年与 2018 年的同比数值进行比较，我们可以判断 2021 年 1-2 月真实的经济景气度。

海关总署已经公布 2021 年 1-2 月进口、出口数据，我们可分别用方法一、方法二对进口、出口景气度进行判断。

出口方面，环比角度与同比角度均表明 2021 年 1-2 月出口景气度非常高。从环比角度来看，2021 年 1-2 月出口环比增速高于 2017-2019 年三年同期环比，表明 2021 年 1-2 月出口景气度很高；从基数调整后的同比角度看，2021 年 1-2 月同比较 2020 年 12 月继续明显上升 4.7 个百分点，创 2020 年 1-2 月以来新高，表明 2021 年 1-2 月国内出口景气度非常高。

进口方面，环比角度与同比角度均表明 2021 年 1-2 月进口景气度较高。从环比角度来看，2021 年 1-2 月进口环比增速高于 2017-2018 年两年同期环比，低于 2019 年 1-2 月环比。考虑到 2019 年 1-2 月中国出现关税调高前的抢进口行为，异常地推高了 2019 年 1-2 月中国进口环比，因此我们仍可判断 2021 年 1-2 月进口景气度较高；从基数调整后的同比角度看，2021 年 1-2 月同比较 2020 年 12 月回落 6.2 个百分点，但处于 2020 年 1-2 月以来次高位置，可判断 2021 年 1-2 月国内进口景气度仍较高。

2021 年 1-2 月进口同比增速较 12 月有所回落主要是高基数原因而非景气度回落，因此采用基数调整后的同比判断经济景气度时或仍需要考虑基数效应。

内容目录

基数大幅波动决定了 2021 年中国 GDP 同比走势而非真实景气度.....	4
评价真实经济景气度方法一：环比角度	4
中国经济增长的环比季节性非常显著	4
不同年份相同时期的环比增速比较或可判断真实经济景气度	5
从环比角度判断 2021 年进口、出口真实景气度	5
评价真实经济景气度方法二：同比角度	6
从基数调整后的同比角度判断 2021 年进口、出口真实景气度.....	7
环比角度与同比角度判断进口、出口景气度的差异分析	7
国信证券投资评级.....	9
分析师承诺	9
风险提示	9
证券投资咨询业务的说明	9

图表目录

图 1: 2021 年中国 GDP 当季同比预测平均值一览.....	4
图 2: 历年 GDP 不变价金额季度环比季节性明显	5
图 3: 历年工业增加值月度环比季节性明显	5
图 4: 历年固定资产投资金额季度环比季节性明显	5
图 5: 历年社会消费品零售总额月度环比季节性明显.....	5
图 6: 历年进口金额 1-2 月较 12 月环比增速一览.....	6
图 7: 历年出口金额 1-2 月较 12 月环比增速一览.....	6
图 8: 中国进口、出口金额基数调整后的同比走势一览	7

基数大幅波动决定了 2021 年中国 GDP 同比走势而非真实景气度

2020 年一季度受疫情影响, 中国 GDP 同比增速砸下深坑, 而后快速复苏反弹。受此基数大幅波动影响, wind 数据库中 2021 年中国 GDP 当季同比预测平均值呈现一季度奇高、而后持续回落的走势。

2021 年中国 GDP 同比即使真的持续回落可能也并非表征经济景气度下降, 事实上持续回落的 GDP 同比走势主要是由基数变化决定的, 因此难以用此同比数据来反映中国真实的经济景气度, 我们需要找到另外的恰当评价 2021 年中国经济景气度的方法。

图 1: 2021 年中国 GDP 当季同比预测平均值一览



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

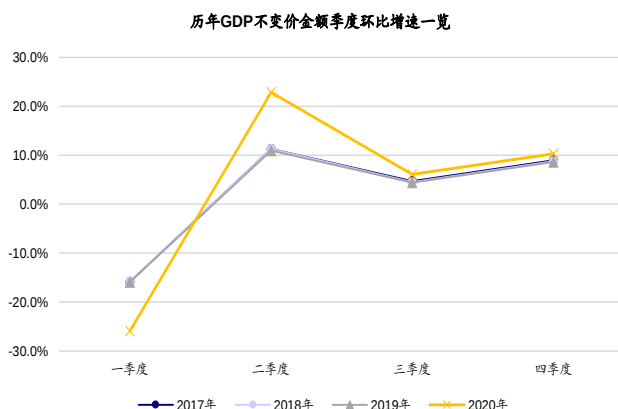
评价真实经济景气度方法一: 环比角度

既然与去年的同比增速受基数的影响太大, 那一个很自然的思路就是我们可以从环比的角度考察真实经济景气度。

中国经济增长的环比季节性非常显著

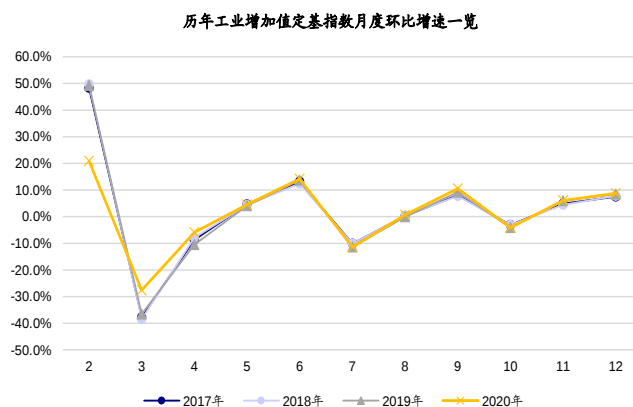
从各项经济增长指标来看, 中国工业增加值、GDP、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额的环比增速季节性均特别明显, 因此不同月份之间的环比无法直接进行比较分析, 比较环比需要充分考虑季节性的影响。

图 2: 历年 GDP 不变价金额季度环比季节性明显



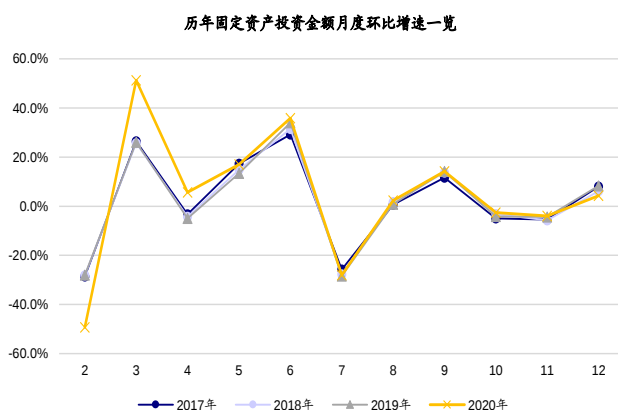
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 3: 历年工业增加值月度环比季节性明显



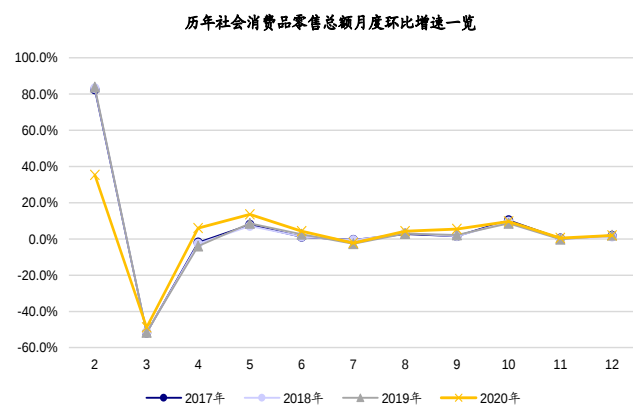
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 4: 历年固定资产投资金额季度环比季节性明显



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 5: 历年社会消费品零售总额月度环比季节性明显



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

不同年份相同时期的环比增速比较或可判断真实经济景气度

一般比较普遍使用的季调方法是 X12 季节调整方法, 但由于 X12 是参考海外经验数据开发的模型, 因此可能在中国不适用, 我们需要寻找更加方便和直观的环比分析手段。

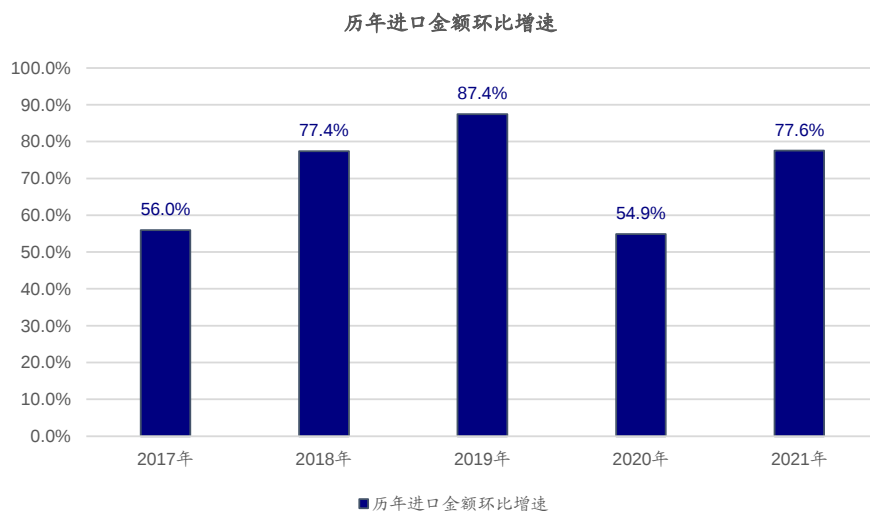
从 2017-2019 年中国工业增加值、GDP、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额相同月份或季度的环比增速来看, 这三年差异均不太大, 考虑到“十四五”期间中国经济增速平台或落在 6% 左右, 与这三年较为接近, 因此我们可采用 2021 年相同月份或季度的环比增速与 2017-2019 年这三年比较, 若 2021 年同时期的环比增速普遍高于 2017-2019 年的环比, 则表明 2021 年当期的经济增长景气度较为强劲, 反之则景气度较弱。

从环比角度判断 2021 年进口、出口真实景气度

海关总署已经公布 2021 年 1-2 月进口、出口数据, 我们从环比角度判断 2021 年进口、出口真实景气度。

从环比来看, 1-2 月进口较去年 12 月环比增长 77.6%, 高于 2017、2018 年同期水平, 低于因关税提高存在抢进口可能的 2019 年, 可见今年 1-2 月进口表现仍较强劲, 国内需求仍较旺盛。

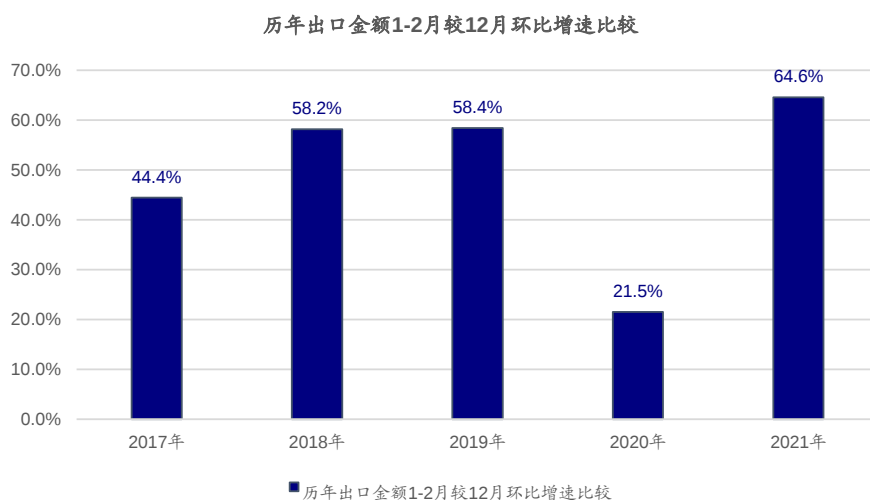
图 6: 历年进口金额 1-2 月较 12 月环比增速一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理及测算

从环比来看, 1-2 月出口较去年 12 月环比增长 64.6%, 明显高于 2017、2018、2019 年同期水平, 可见今年 1-2 月出口表现非常强劲, 这与 PMI 新出口订单指数反映的情况偏差较大, 我们认为这可能是因为 PMI 新出口订单更多是反映人们对未来出口的预期, 而冬季疫情可能降低了人们对未来出口的预期, 导致 PMI 新出口订单指数明显回落, 但冬季疫情同样降低了海外生产能力, 因此 1-2 月海外对中国出口产品的需求再次有所上升。

图 7: 历年出口金额 1-2 月较 12 月环比增速比较



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理及测算

评价真实经济景气度方法二: 同比角度

除了环比角度可以考察真实的经济景气度, 采用同比同样可行, 但我们需要剔除 2020 年基数异常变化的影响, 因此, 我们可以将计算 2021 年经济指标同比的基数调换成疫情前相对稳定的同期数据, 例如通过观察 2021 年与 2019 年的同比数据变化去考察真实的经济景气度。

由于 2021 年 1-2 月或一季度的同比需要与 2020 年的同比进行比较，考虑到连续性，因此 2020 年同比我们采用 2020 年与 2018 年同期数据的同比数值。

中国工业增加值、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额 2020 年 12 月与 2018 年 12 月的同比数值分别为 14.7%、13.3%、13.2%；中国 GDP 不变价金额 2020 年四季度与 2018 年四季度的同比数值为 12.7%。

待 2021 年 1-2 月各项经济增长数据公布，我们就可以计算得到中国工业增加值、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额 2021 年 1-2 月与 2019 年 1-2 月的同比，将这个同比与前述 2020 年与 2018 年的同比数值进行比较，我们可以判断 2021 年 1-2 月真实的经济景气度。即我们可以通过基数调整后的同比角度判断 2021 年经济增长真实景气度。

从基数调整后的同比角度判断 2021 年进口、出口真实景气度

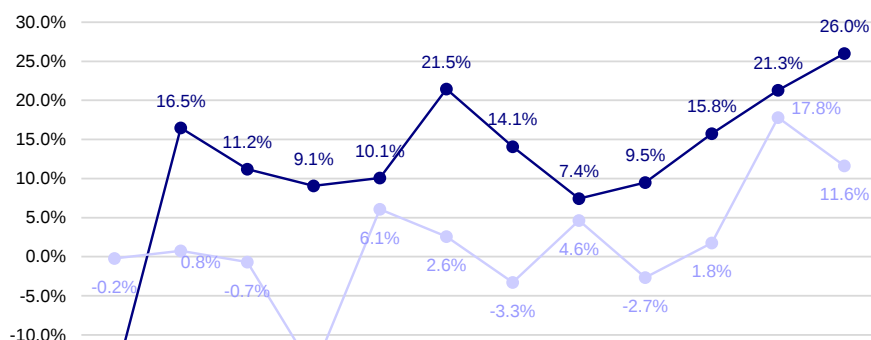
我们将 2021 年进口、出口同比的计算基数调整成 2019 年与 2018 年同期数据，得到的计算结果如下图所示。

基数调整后 2021 年 1-2 月出口同比为 26.0%，较 2020 年 12 月继续明显上升 4.7 个百分点，创 2020 年 1-2 月以来新高，表明 2021 年 1-2 月国内出口景气度非常高。

基数调整后 2021 年 1-2 月进口同比为 11.6%，较 2020 年 12 月回落 6.2 个百分点，但处于 2020 年 1-2 月以来次高位置，表明 2021 年 1-2 月国内进口景气度仍较高。

考虑到 2019 年 1-2 月进口环比异常高企，因此 2021 年 1-2 月同比增速较 12 月有所回落主要应是高基数原因。

图 8：中国进口、出口金额基数调整后的同比走势一览



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_17652

