

中国经济的景气高点还在后面

- 因为低基数效应，今年1季度我国各项主要经济指标的同比增长率都很高。但对分析经济最新走势、预判未来而言，同比增长率的意义并不大，投资者更应该关注经济数据季节调整之后的绝对水平高低。
- 尽管我国季节调整之后的出口金额在今年3月有所回落，我国出口前景仍然乐观。这是因为疫情对全球经济活动的干扰仍然存在，全球宽松政策对全球总需求的推升作用还未充分显现，全球总需求扩张的高潮还未到来，我国面对的外需高峰还在后面。
- 今年3月，我国内需继续复苏，国内社会商品零售总额继续处在稳定上升的轨道上，同时国内固定资产投资金额显著上扬。在内需复苏背后，国内仍然宽松的社融和货币功不可没。在分析今年的社融和货币时，不应被去年的高基数所误导，今年实体经济的流动性仍然宽裕，许多人所担心的“紧信用”并未发生。
- 因为2020年1季度的低基数，中国经济此轮同比增长率的高点在2021年1季度，季度环比增长率的高点在2020年2季度。但不能因此就认为中国经济在此轮周期中最好的时候已经过去。中国经济仍然处在向好趋势中，此轮周期中我国经济景气的最高点还在后面。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

2021年1季度，中国真实GDP同比增长18.3%，创下了1992年我国季度GDP数据开始发布以来的最高点。不过，因为同比增长率反映的是今年GDP绝对水平相比去年同期的变化程度，所以今年1季度同比的高增长很大程度上是去年1季度新冠疫情带来的低基数所致，不能把它太当回事。与GDP类似，今年1季度我国各项主要经济指标的同比增长率普遍都很高。但从预判未来来看，这些同比增长率的参考意义并不大。

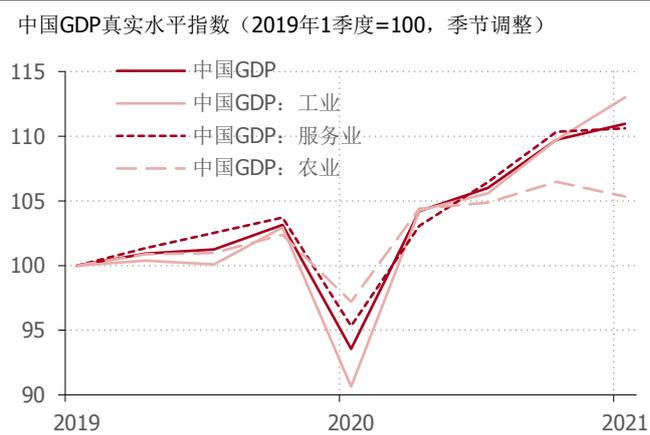
为了消除基数效应的影响，更准确判断经济最新情况，有必要观察经济指标绝对水平（而不是增长率）的走势。由于宏观经济数据大多存在显著的季节波动——数据每年都会因为季节变换而规律性变化——**我们需要观察季节调整之后的经济指标绝对水平走势**。所谓季节调整，是用数量分析工具将经济指标中因季节变换而来的规律性变化给消除掉，只留下非季节性波动。这可以让我们更好地发现数据变动中的经济含义。在本文的分析中，我们使用目前最流行的X12算法对数据做季节调整。下文讲到各个经济指标的绝对水平和环比增长率时，如无特别说明，均指季节调整之后的数据。

先来看季节调整之后的真实GDP绝对水平。我国2021年1季度GDP绝对水平比两年前的2019年1季度高出了11%。考虑到2020年1季度新冠疫情爆发时，GDP绝对水平曾在一个季度内下降超过9个百分点（2020年1季度相比2019年4季度），11%的两年累计增幅可说是相当不错了。

更值得注意的是，**新冠疫情爆发之后，我国GDP环比增速的运行中枢反而高于疫情之前**。新冠疫情爆发之前的3个季度（2019年2季度到4季度），我国GDP季度环比增速平均下来只有1%。而在新冠疫情爆发后的5个季度里（2020年1季度到2021年1季度），即使把2020年1季度的深度回落考虑在内，GDP季度环比增速均值也接近1.5%。换言之，**新冠疫情之后，我国经济增长走上了一条更快的车道**。

再仔细观察2021年1季度的情况。这期间，农业GDP小幅回落，服务业GDP小幅走高，而工业GDP则继续快速上扬。三大产业合起来看，**2021年1季度我国GDP环比增速虽然比去年4季度略低，却仍然高于疫情之前的平均增速**。（图表1）

图表1. 尽管农业GDP水平有所回落，工业和服务业仍带动中国GDP显著上扬

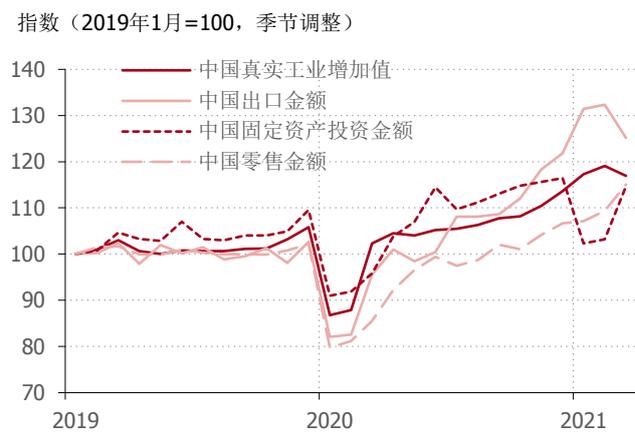


资料来源：万得，中银证券

下面转向对月度数据的分析。为了避开被低基数效应所干扰的同比数字，这里我们仍然将关注点放在季节调整之后的绝对水平数据上。从数据中可以得到两点观察和一点结论：**观察之一，截止2021年3月，我国的外需仍然强于内需，出口继续是工业生产复苏的最主要拉动者；观察之二，国内内需正在快速复苏，经济复苏动能正处在外需向内需的交棒过程中**。从这两点观察得到的结论是：中国经济仍处在景气上扬的过程中，此轮经济景气的高点还未到来。

将真实工业增加值、出口金额、固定资产投资金额、零售总额的绝对水平指数放在一块，并将它们 2019 年 1 月的水平都对齐为 100 来比较，可以发现到 2021 年 3 月，出口仍然在四项指标中有最高的读数 125——这意味着 2021 年 3 月我国出口金额比 2019 年 1 月高出 25%。真实工业增加值排名第二，读数为 117。固定资产投资金额和零售总额读数都在 115 附近，排名并列第三。可以说，2020 年下半年开始的出口引领经济复苏的格局还在延续。不过在今年 3 月，在出口金额从高位有所回落的同时，零售金额延续升势，固定资产投资金额则从今年 1、2 月的低位显著反弹——**内需复苏、接棒外需的态势逐步浮现**。（图表 2）

图表 2. 2021 年 3 月，我国出口和工业增加值略降，国内消费和投资明显上扬



资料来源：万得，中银证券

尽管今年 3 月我国季节调整之后的出口金额有所回落，我国出口前景仍然乐观。新冠疫情爆发之后，全球极度宽松的宏观政策正在明显推动全球总需求扩张，“美国消费——中国生产”的全球再循环格局仍在中途（对全球再循环的更详细阐述请见笔者 2020 年 11 月 24 日发表的文章《全球再循环》一文【1】¹⁾）。

事实上，因为疫情对经济活动的干扰，全球宽松政策对总需求的推升作用还未充分显现，全球总需求扩张的高潮还未到来，我国面对的外需高峰还在后面。以美国为例，过去美国居民收入与居民支出的走势极其同步，收入扩张必然伴随支出扩张。新冠疫情爆发之后，美国通过财政刺激政策大量向居民发钱，令居民收入增速处在近 20 年来的高位。但同期，美国居民支出仍处在同比负增长状态，增速位于 20 年来的低位。这种背离应该无法持续。待美国在今年下半年疫苗普遍接种，达成全民免疫，疫情对经济活动的干扰显著降低之后，美国居民支出应该会显著走强。类似的情况在发达经济体应该都会发生。因此，当发达经济体在两三个季度后达成全民免疫时，我国面对的外需应该才会迎来其高峰。（图表 3）

¹ 【1】 徐高，2020 年 11 月 24 日，《全球再循环》，http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/7504

图表 3. 美国居民支出还有很大上升空间，我国出口预计还会进一步改善



资料来源：万得，中银证券

与小幅回落的出口不同，今年 3 月我国内需明显改善。在过去的一年中，我国社会商品零售总额一直在持续攀升，处在稳定复苏的轨道上。零售的这一改善势头在今年 3 月仍在延续。

另一方面，国内投资金额在 2021 年 3 月显著上扬。制造业投资、基建投资和地产投资是我国固定资产投资主体，三者合起来占到了我国总投资金额的八成。三者之中，基建和地产投资金额在 3 月显著上扬，已显著超越疫情之前水平。制造业投资则从今年 1、2 月的低点小幅回升，绝对水平处在疫情前一年的均值附近。考虑到制造业产能利用率已显著回升，全球经济前景看好，制造业投资的复苏前景也相当明朗。（图表 4）

图表 4. 2021 年 3 月，国内地产和基建投资金额显著上升，制造业投资金额也小幅上扬



资料来源：万得，中银证券

地产投资值得专门说一说。尽管决策者为了控制房价涨幅，正在试图控制地产开发商的融资，但因为地产销量较高，地产开发商的资金仍然充裕，因而可以支撑今年地产投资的稳健增长。在地产投资资金来源中，开发贷（地产开发商直接从银行获取的贷款）在今年3月小幅走低，已连续3个季度显著低于2020年2季度水平——这应该是房地产调控政策造成的结果。但另一方面，与地产销售相关的定金及预收款，以及个人按揭贷款仍然在高位运行，显著高于疫情之前水平。这使得地产投资资金来源继续处在较高水平，显著高于疫情之前。这应该会支撑之后一段时间的地产投资增长。（图表5）

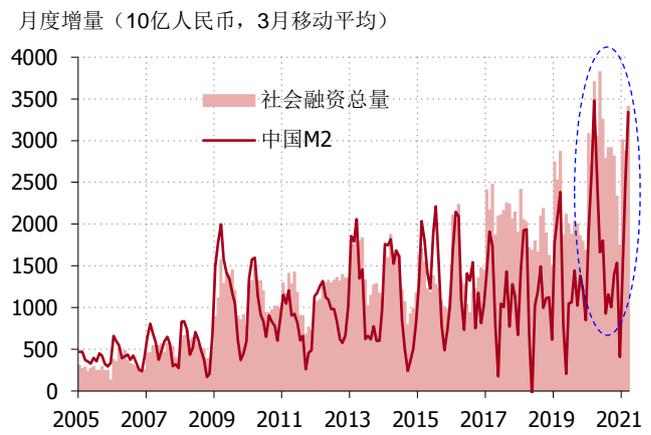
图表5. 尽管“开发贷”走低，地产销量的火热仍然让地产开发商有充足资金



资料来源：万得，中银证券

在我国内需复苏的背后，国内仍然宽松的社融和货币功不可没。今年年初以来，许多投资者担心国内政策会转向“紧信用”，令实体经济“融资难”重现。但实际情况是，今年1季度的信用投放绝对不算少。2021年1季度，我国月均新增社融3.4万亿元，小幅低于2020年1季度月均3.7万亿元的社融增量。但别忘了，去年1季度因为疫情的爆发，我国采取了危机应对式的极度宽松货币政策，向实体经济投放了大量融资，以保证实体企业现金流的接续。今年1季度，我国经济已经基本回归正常，货币政策没道理再采用极度宽松的态势。但即使如此，今年1季度的社融增量也只是略小于去年同期。因此，尽管今年1季度社融同比少增（增量少于去年同期），但绝对增量怎么也不能说少。广义货币M2的增量也是类似的情景。所以，在分析今年的社融和货币时，别被去年的高基数所误导，今年实体经济的流动性仍然充裕，许多人所担心的“紧信用”并未发生。（图表6）

图表 6. 别被基数效应所误导，2021 年 1 季度的我国的社融和货币的增量并不小



资料来源：万得，中银证券

说完了需求面，再回过头来看供给面。2021年3月，我国工业增加值的绝对水平有所回落。分所有制类型来看，国企工业增加值绝对水平在3月明显回落，外资港澳台企业基本与上月持平，股份制企业和民营企业则明显上升。从过去5年经验来看，股份制企业和民企的走势更能代表工业部门的整体趋势。国企则可能因为对政策变化更为敏感，更容易出现短期波动。**考虑到股份制企业和民营企业工业增加值的上扬，以及需求面的乐观前景，我国工业部门工业增加值的前景仍然向好。**（图表7）

图表 7. 2021 年 3 月，国企工业增加值小幅回落，但股份制企业和私营企业工业增加值持续上扬



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_18986



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn