

如何评估明年 1 季度经济数据？

证券研究报告
2020 年 09 月 02 日

作者

今年 1 季度 GDP 增速大幅下滑大概率造成明年 1 季度 GDP 同比增速大幅回升，而 2-4 季度的基数反弹将使明年 2-4 季度的 GDP 同比增速再度回落，因此我们需要找到合理方式评估明年经济数据反映的经济形势。如果 20Q4 的实际 GDP 同比增速能基本恢复到潜在增长水平，则可以通过观察后续的 GDP 环比增速来评估经济形势。

-15.8%左右的环比增速和 20%左右的同比增速是评估明年 1 季度经济数据的临界点，高于意味着经济仍在持续复苏，短期可能还有过热倾向；低于则结论相反，经济复苏势头中断，可能有重新下行的压力；刚好落在附近则本轮经济复苏告一段落，基本面大致回归正轨，后续将以结构调整为主。

更进一步，假设 2021 年各季度 GDP 环比增速均与 2019 年相同，则 21Q1-Q4 的 GDP 同比增速为 20.2%、8.6%、7.1%、6.0%。

高企的开年数据可能不会是政策进一步收紧的直接原因，相比之下经济修复、疫情疫苗、外部环境、海外经济、十四五规划导向等因素对政策面的影响可能更大。

风险提示：疫苗进展明显高于/低于预期；美国大选后外部环境超预期变化

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

受新冠疫情影响，今年 1 季度国内实际 GDP 同比增速仅 -6.8%，但随着中国对疫情的有效控制和积极复工复产，国内经济逐步重回正轨，2 季度 GDP 增速回升至 3.2%，3 季度和 4 季度可能进一步回升至 4.6%和 5.7%。

以经济指标的同比走势衡量经济形势，好处是可以削弱经济数据的季节性影响，缺点在于受基数的影响较大：当上一年某些因素导致数据明显强于/弱于季节性时，可能会造成第二年的同比数据明显偏低/偏高，给经济形势的评估带来困扰。

正如当前的情况，今年 1 季度 GDP 增速大幅下滑大概率造成明年 1 季度 GDP 同比增速大幅回升，而 2-4 季度的基数反弹将使明年 2-4 季度的 GDP 同比增速再度回落，其余一系列数据如工业增加值、固投、社零等也都面临类似情况。

因此，我们需要找到合理方式评估明年经济数据反映的经济形势。

一、同比与环比本质上是相通的

虽然同比是将数据与去年同期作比较、环比是将数据与上一期作比较，但二者本质上是相通的：同比是环比的累积结果。

经济数据之所以经常用同比而较少用环比表示，主要原因在于多数指标都具有明显的季节性，因此环比增速经常大幅波动，所表征的经济意义有限。但如果环比数据季节性的规律性很强，则有时也可以作为重要参考。

以 2017-2019 年为例，1 季度实际 GDP 的环比增速在 -15.7%~-15.8%，2 季度在 10.9%-11.2%，3 季度在 4.3%-4.7%，4 季度在 8.8%-9.0%，规律性较强。因此如果上一年 4 季度的 GDP 绝对值相对正常，则可以将下一年 1 季度的实际 GDP 环比增速与 -15.8%作比较：如果偏高则经济走强，偏低则经济走弱。

今年的情况比较极端，1 季度 GDP 环比增速下滑至 -26%，大幅低于 -15.8%，同比增速随之降至 -6.8%，经济大幅走弱；2 季度环比大幅回升至 22.8%，同比也恢复至 3.2%，经济开始复苏。按照我们的估计，3、4 季度的 GDP 环比增速会继续高于 2017-2019 年平均水平，并且也会反映在同比增速的持续回升，表明经济将延续复苏势头。

表 1：正常情况下实际 GDP 环比数据季节性的规律性较强

	2017 环比	2018 环比	2019 环比	2020 环比	2020 同比
Q1	-15.8%	-15.7%	-15.8%	-26.0%	-6.8%
Q2	11.2%	11.2%	10.9%	22.8%	3.2%
Q3	4.7%	4.5%	4.3%	5.7% (E)	4.6% (E)
Q4	9.0%	8.8%	8.8%	10.0% (E)	5.7% (E)

资料来源：WIND，天风证券研究所

二、利用环比数据评估明年经济数据

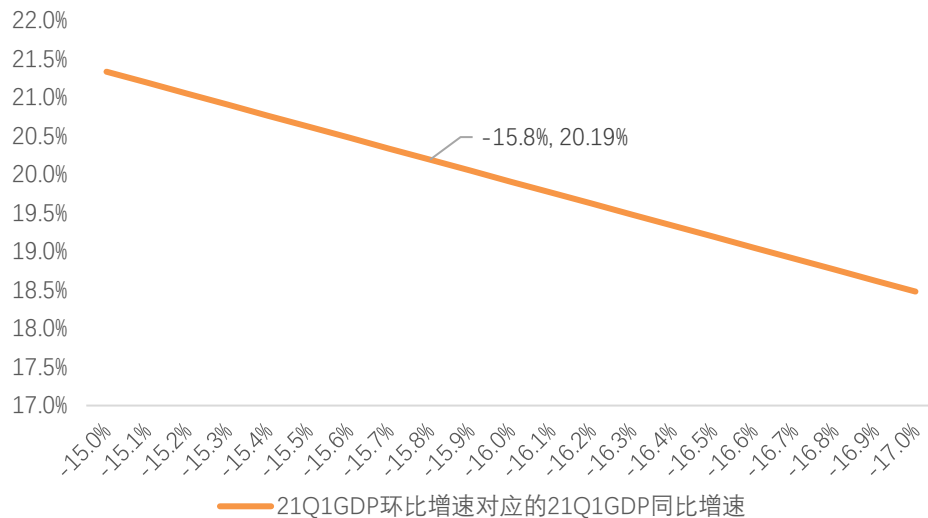
虽然今年多数时间的 GDP 增速都低于潜在增长水平，但如果 20Q4 的实际 GDP 同比增速能回升至 5.7%，则 20Q4 的 GDP 绝对值基本恢复到潜在增长水平——尽管当前各部门、各行业的复苏节奏有一定差异，但经济总量接近复原，因此可以通过观察后续的 GDP 环比增速来评估经济形势。

如果 21Q1 的 GDP 环比增速明显高于 -15.8%，则可以认为经济仍在持续复苏，可能短期还有从复苏到过热的倾向；如果环比增速明显低于 -15.8%，则结论相反，经济复苏势头中断，可能有重新下行的压力；如果环比增速刚好在 -15.8%附近，则可以认为本轮经济复苏告一段落，经济基本面大致回归正轨，后续将以结构调整为主。

GDP 环比增长 -15.8%对应的同比增速为 20.19%（需要同时假设 20Q3、20Q4 GDP 环比增长 5.7%、10.0%），因此 -15.8%左右的环比增速和 20%左右的同比增速是评估明年 1 季度经济数据的临界点。更进一步，假设 2021 年各季度 GDP 环比增速均与 2019 年相同，则

21Q1-Q4 的 GDP 同比增速为 20.2%、8.6%、7.1%、6.0%。下图绘制了不同 GDP 环比增速下对应的同比增速情况：

图 1：不同 21Q1GDP 环比增速对应的 21Q1GDP 同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

三、一点技术细节

上述涉及的 GDP 均为实际 GDP，又叫不变价 GDP，为统一价格基期后的国内生产总值。我国规定实际 GDP 每五年更换一次价格基期，例如 2011-2015 年的实际 GDP 均以 2010 年的价格计算，2016-2020 年的实际 GDP 均以 2015 年的价格计算。

照此规则，2021 年的实际 GDP 将以 2020 年的价格计算，这会导致官方公布的 2021 年实际 GDP 与 2020 年实际 GDP 的价格基期不同（2020 价 V.S. 2015 价）。因此，在计算 21Q1 的实际 GDP 环比增速时（21Q1 V.S. 20Q4），需要将二者的价格基期统一。

统一价格基期的方法是利用 GDP 平减指数。以 21Q1 为例，21Q1 实际 GDP（2015 价）= 21Q1 实际 GDP（2020 价）/ 2020 年 GDP 平减指数 * 100。2020 年 GDP 平减指数 = 2020 年名义 GDP / 2020 不变价 GDP（2015 价）。最终，21Q1 实际 GDP 环比增速 = 21Q1 实际 GDP（2015 价）/ 20Q4 实际 GDP（2015 价）。从 21Q2 开始价格基期均切换至 2020 年，因此对环比增速不需再作额外处理。

更简单的方法是直接观察实际 GDP 的同比增速。如上文所述，20%左右的 GDP 同比增速是经济“过热”和“衰退”临界水平，这是价格基期统一时的同比增速。官方在公布 GDP 同比增速时已经将价格基期统一，因此我们不需要再做调整。

四、高企的开年数据不会是政策进一步收紧的直接原因

一点隐忧是，如果年初的一系列同比经济数据大幅升高，是否会导致政策进一步收紧？我们认为高企的开年数据可能不会是政策进一步收紧的直接原因，相比之下经济修复、疫情疫苗、外部环境、海外经济、十四五规划导向等因素对政策面的影响可能更大。

从原理上讲，明年年初经济数据的高增长绝大部分是低基数的贡献，是由同比指标自身的缺陷导致的起伏波动，不能准确反映实际的经济形势，况且随着基数升高，后续的同比数据还会重新快速回落。

从实际来看，当前经济仍然是弱复苏状态，在结构上存在复苏不平衡不均衡问题，而且货币政策已经先行收紧回归正常化，信用扩张的顶点很快就会出现，后续经济出现过热的概率不大。

此外，今年经济下滑导致宏观杠杆率高企的情况在明年也有望有所改善。宏观杠杆率 = 债务余额 / 名义 GDP（NIFD 和 BIS 算法为“债务余额 / 最近 4 个季度的名义 GDP 之和”），属

于“存量/流量”指标。流量指标短期可能出现大幅波动，存量指标则更加平稳，因此当今年 GDP 增长因疫情冲击大幅回落后，宏观杠杆率大幅攀升。

根据 NIFD 季报，今年 1 季度宏观杠杆率从 2019 年末的 245.4% 升至 259.3%，上升 13.9%。我们计算债务增长对杠杆率提升的贡献为 10.9%，因此 GDP 下滑对杠杆率的贡献大约为 3%；今年 2 季度宏观杠杆率进一步升至 266.4%，较 1 季度上升 7.1%，其中 9% 由债务增长贡献，大约 -2% 由 GDP 增长贡献。

对于后续，一旦明年年初 GDP 回归潜在水平、名义 GDP 同比大幅增长，宏观杠杆率也将有所回落。我们对 20Q3-21Q4 的名义 GDP 增速、债务余额增速的假设如下，其中 2021 年的名义 GDP 增速为实际 GDP 增速+1.5%，债务余额环比增速取 2019 年季度均值 2.5%。如下表所示，21Q1 宏观杠杆率有望从 20Q4 的 271.7% 降至 266.7%，2021 年底宏观杠杆率有望较 2020 年底回落 2.2%，较疫情之前的 2019 年底升高约 24.1%，年均增长 12%。

表 2：后续宏观杠杆率的测算结果（亿元）

	名义 GDP 当季值	名义 GDP 增速	近 4 季度 GDP 之和	债务 余额	债务余 额增速	宏观 杠杆率	债务 贡献	GDP 贡献	总贡献	杠杆率 实际变化
19Q4	278020		990865	2431583	1.7%	245.4%	4.3%	-4.8%	-0.5%	-0.6%
20Q1	206504	-5.3%	979307	2539342	4.4%	259.3%	10.9%	2.9%	13.8%	13.9%
20Q2	250110	3.1%	986843	2628949	3.5%	266.4%	9.2%	-2.0%	7.2%	7.1%
20Q3	266332	5.6%	1000966	2694673	2.5%	269.2%	6.7%	-3.8%	2.9%	2.8%
20Q4	293589	5.6%	1016536	2762040	2.5%	271.7%	6.7%	-4.1%	2.6%	2.5%
21Q1	251302	21.7%	1061334	2831091	2.5%	266.7%	6.8%	-11.5%	-4.7%	-5.0%
21Q2	275297	10.1%	1086521	2901868	2.5%	267.1%	6.7%	-6.2%	0.5%	0.3%
21Q3	289216	8.6%	1109404	2974415	2.5%	268.1%	6.7%	-5.5%	1.2%	1.0%
21Q4	315491	7.5%	1131306	3048775	2.5%	269.5%	6.7%	-5.2%	1.5%	1.4%

资料来源：WIND，NIFD，天风证券研究所

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_2822

