北京大学国民经济研究中心

低基数效应叠加经济恢复，经济增速大幅回升

——周圆

预测报告 B0011-20210329

	上年值	上年同期值	上期值	2021 年 3 月预测
经济增长				
GDP 当季同比（%）	2.3	-6.8	6.5	20.4
工业增加值同比（%）	2.8	-1.1	52.34	30.0
固定资产投资累计同比（%）	2.9	-16.1	35.0	22.0
社会消费品零售额同比（%）	-3.9	-15.8	33.8	27.2
出口同比（%）	3.6	-6.89	60.6	30.0
进口同比（%）	-1.1	-1.4	22.2	21.5
贸易差额（亿美元）	5350	200	1032.5	500
通货膨胀				
CPI 同比（%）	2.5	4.3	-0.2	-0.1
PPI 同比（%）	-1.8	-1.5	1.7	2.5
货币信贷				
新增人民币贷款（亿元）	196382	28500	13600	30000
M2 同比（%）	10.3	10.1	10.1	9.6

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

陈丽娜

康　健

纪　尧

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

- 低基数效应支撑经济增速大幅回升
- 低基数叠加经济恢复，工业产出持续增长
- 低基数效应叠加制造业投资利润显著回升，投资增速维持高位
- 低基数效应叠加居民人均可支配收入上升，消费增速高位运行
- 基数效应叠加基本面恢复，进出口增速仍将维持高位
- 猪肉供给增加，国际大宗商品价格上涨，CPI、PPI 维持剪刀差
- 疫后经济持续恢复，信贷同比稳中有升
- 货币政策边际收紧，M2 增速有所回落
- 中外摩擦加剧，人民币汇率震荡下跌

2020 年第二季度以来，中国统筹推进疫情防控和经济社会发展的成效持续显现，经济持续稳定恢复。2021 年 1-2 月数据显示，生产需求持续恢复，就业物价总体稳定，创新动能稳步增强，市场活力继续提升。经济循环日益改善，市场预期不断提升，低基数效应支撑经济增速大幅回升，预计一季度 GDP 同比增长 20.4%。

从供给端来看，全球经济秩序呈现持续复苏态势，叠加低基数效应，3 月份工业增加值同比增速大概率稳中有升，预计当月同比增长 30%。从需求端来看，低基数效应使得一季度投资增速相对较高，预计 3 月份固定资产投资累计同比增长 22%；剔除春节效应，消费增速或有下滑，预计 3 月份社会消费品零售总额同比增长 27.2%，增幅比 1-2 月份收窄 6.6 个百分点；基数效应叠加基本面恢复，共同支撑进出口增速上涨，预计 3 月份出口同比增速为 30%，进口同比增速为 21.5%。从价格方面来看，猪肉供给增加、国际大宗商品价格上涨使得 CPI、PPI 剪刀差扩大，受国际大宗商品价格上涨影响工业品价格增速继续上涨推动 3 月 PPI 同比增长 2.5%，3 月生猪与猪肉价格高位回落压制 CPI 同比下降 0.1%。在货币金融方面，商业银行季末冲量导致的信贷集中投放，导致 3 月信贷大幅增长，预计 2021 年 3 月新增人民币贷款 30000 亿元，环比多增 16400，同比多增 1500 亿元。货币政策边际收紧，M2 增速有所回落，预计 2021 年 3 月末 M2 同比增速为 9.6%，较 2021 年 2 月末有所回落。中外摩擦加剧，人民币汇率震荡下跌，预计 2021 年 4 月人民币汇率震荡下跌，震荡区间为 6.50～6.65。

GDP 增速部分：低基数效应支撑经济增速大幅回升

国内疫情防控有利、经济基本面强劲恢复，加之去年同期基数较低，一季度中国经济增速将大幅上升，预计第一季度 GDP 同比增长 20.4%。进入 2021 年以来，虽然部分地区出现了疫情反弹，但是难以阻挡经济强劲恢复的趋势。需求端显示：2021 年 1-2 月份社会消费品零售总额同比增长 33.8%，虽然民众更多选择了“就地过年”，但是对消费的负面影响不明显； 1-2 月份全国固定资产投资同比增长 35.0%，稳增长政策持续显效，投资增速出现恢复性上涨；1-2 月外贸进出口增幅明显，贸易顺差高达 1032.5 亿美元，延续 2020 年 6 月以来持续向好的态势， 进出口短期仍有望保持强势。供给端显示：2021 年 1-2 月规模以上工业增加值同比实际增长 35.1%，比 2019 年 1-2 月增长 16.9%；1、2 月份中国制造业采购经理指数（PMI）分别为 51.3%、50.7%，连续 12 个月位于临界点以上，生产持续扩张。此外，2020 年同期经济增速为-6.8%，低基数效应将有力地支撑增速回升。综合来看，2021 年第一季度经济增速将大幅上升。

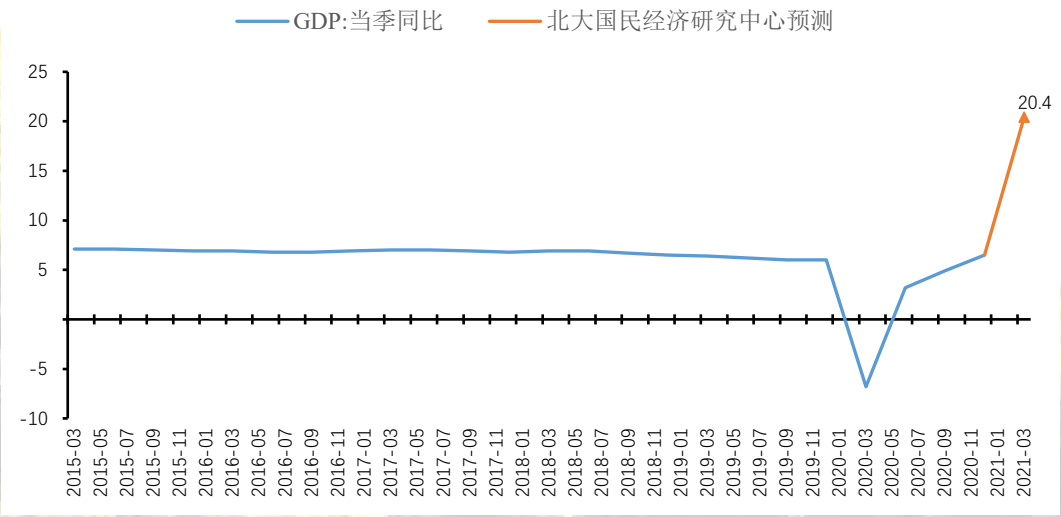


图 1　GDP：当季同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

工业增加值部分：低基数叠加经济恢复，工业产出持续增长

预计 3 月份工业增加值当月同比增长 30.0%。从拉升因素看，国内统筹疫情防控和社会经济发展工作不断推进，经济运行稳定恢复，工业产出稳中有升、持续增长；2021 年 1-2 月全国规模以上工业企业实现利润总额 11140.1 亿元，同比增长 1.79 倍，比 2019 年同期增长 72.1%，两年平均增长 31.2%，工业企业利润数据显示工业生产销售增长加快，企业收入、利润加速恢复，盈利水平回升明显，对工业产出增长起到拉动作用。从压低因素看，3 月全国

钢厂高炉开工率高频数据较 2 月有所下降，钢铁等产出情况可能有所回落，从而致使本月总体工业产出增速略受影响。另外，3 月份海外疫情持续，但疫苗接种正在有序进行，全球经济呈恢复态势，中国企业出口继续向好，对本月工业产出的增长可能起到一定拉动作用。综合而言，受低基数及经济持续恢复影响，3 月份工业增加值同比增速大概率稳中有升，预计当月同比增长 30%。

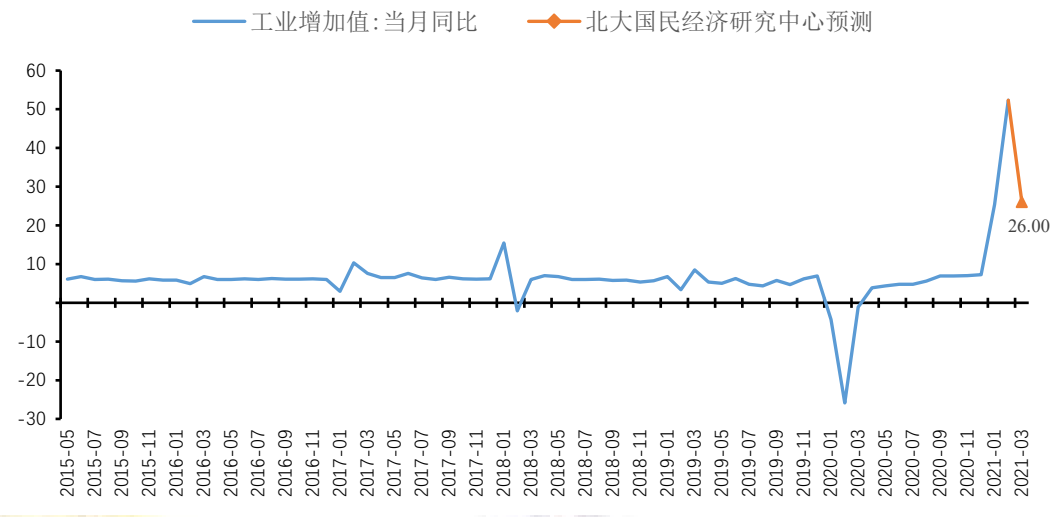


图 2　工业增加值：当月同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

投资部分：低基数效应叠加制造业投资利润显著回升，投资增速维持高位

预计 3 月份固定资产投资累计同比增长 22%。从拉升因素看，一方面由于 2020 年 1-3 月份投资增速因新冠疫情的暴发出现断崖式下滑，对今年 1-3 月份形成了低基数效应，推动了当前投资增速显著上涨；另一方面在新冠疫情基本稳定、经济逐步复苏的大环境下，制造业投资利润显著回升，加之碳中和政策目标提上日程，高能耗产业迫切面临转型升级、机械设备更新换代，新能源汽车需求进一步扩大等都会推动制造业投资向好。从压低因素看，市场对后期投资的信心仍显不足。近期数据显示，规模以上工业增加值同比实际增长 35.1%，两年平均增长 8.1%，显著高于近几年的均衡水平，生产显著向好但投资增速却不及预期，尤其是被寄予厚望的制造业投资和基础设施建设投资，其中汽车制造业同比增速仅为 16.1%。此外，随着传统基础设施和新型基础设施的统筹推进，基础设施建设投资长期有望保持较高的增速，以及在“房住不炒“的政策基调下，房地产开发投资大体将保持平稳的增长态势。综合而言，3 月份固定资产投资累计同比增速放缓，较上期减少 13 个百分点。

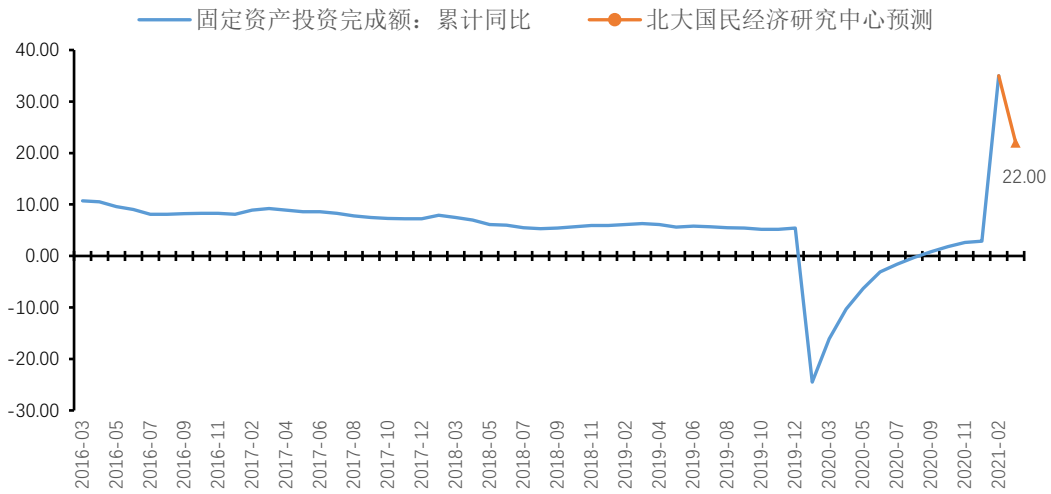


图 3 固定资产投资累计同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

消费部分：低基数效应叠加居民人均可支配收入上升，消费增速高位运行

预计 3 月份社会消费品零售总额同比增长 27.2%，增幅比 1-2 月份收窄 6.6 个百分点。从拉升因素看，一方面受 2020 年同期的低基数效应影响，消费额增速依然相对较高；另一方面随着人均可支配收入的不断提高和产业数字化转型进程的加快，共同推动消费持续上涨。数据显示 2020 年全国居民人均可支配收入实际增长 2.1%，同时在新冠疫情和政策引导的推动下，在线教育、智慧出行、“互联网+医疗健康”等新型消费多领域发展，网络零售市场持续向好。从压低因素看，居民消费需求依然相对不足，消费并未完全企稳。数据显示 1-2 月份的居民消费价格数据表明非食品价格增速依然走势较低，而餐饮、金银珠宝类以及汽车类零售额同比增速远高于其他零售商品，这类商品消费的快速增长受春节影响较大。此外，随着新疆棉花事件的持续发酵，导致 HM、Nike 等品牌产品或下架或遭抵制，短期可能会导致服装鞋帽类商品销售额下降。综合而言，3 月份社会消费品零售总额同比增速放缓，较上期减少 6.6 个百分点。。

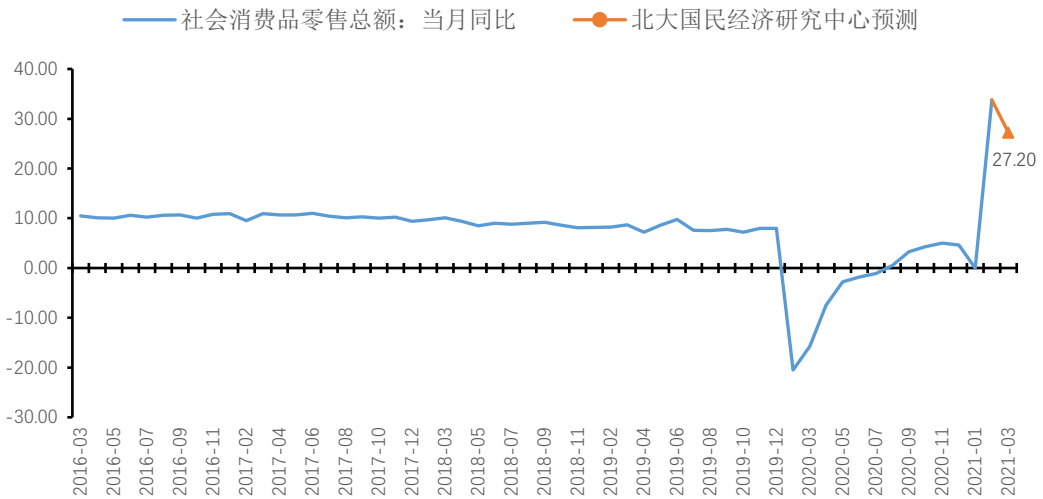


图 4　社会消费品零售总额当月同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

进出口部分：基数效应叠加基本面恢复，进出口增速仍将维持高位

预计 3 月份出口同比增速为 30%。随着全球经济逐步恢复，海外需求仍在回暖，加之去年同期基数较低，三月份出口增速继续保持相对高位。首先，随着疫情的消退，主要出口目的地国家经济强劲恢复，从经济基本面来看，美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值 59，前值 58.6，美国制造业延续 2021 年以来的扩张趋势，同时，美国 3 月 Markit 服务业 PMI 初值为 60，创下了 2014 年 7 月以来最强的扩张；欧元区 3 月制造业 PMI 初值为 62.4，前值 57.9，超预期回升，创历史新高。再者，从政策面来看， 3 月上旬美国通过了 1.9 万亿美元财政刺激政策，将推动居民消费需求上升，从而影响出口增速。最后，基数效应。受疫情影响，2020 年 3 月份出口额保持低速增长（-6.89%），基数效应仍将对 2 月份的出口增长速度形成一定支撑。

预计 3 月份进口同比增速为 21.5%左右。首先，国内疫情基本控制，疫苗接种人群扩大，内需继续呈现加速修复的状态，1、2 月份中国制造业采购经理指数（PMI）显示生产活动持续扩张，预计 3 月份 PMI 指数将继续提高。再者，3 月份以来国际大宗商品价格明显上涨，加之近期对大宗商品需求量持续上升，将推高进口增速。最后，受疫情影响，2020 年 3 月份进口额保持低速增长（-1.4%），将对 3 月份的进口增长速度形成一定支撑。

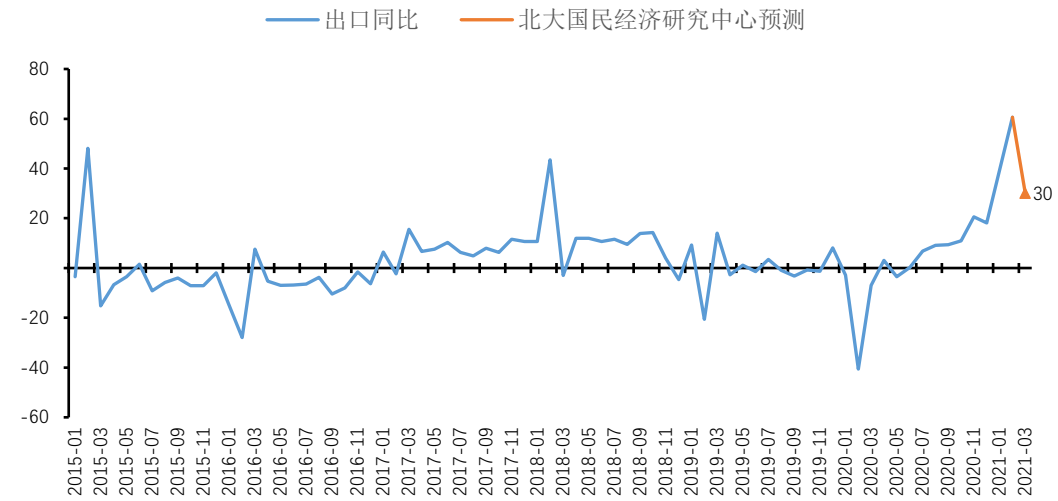


图 5　出口:当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

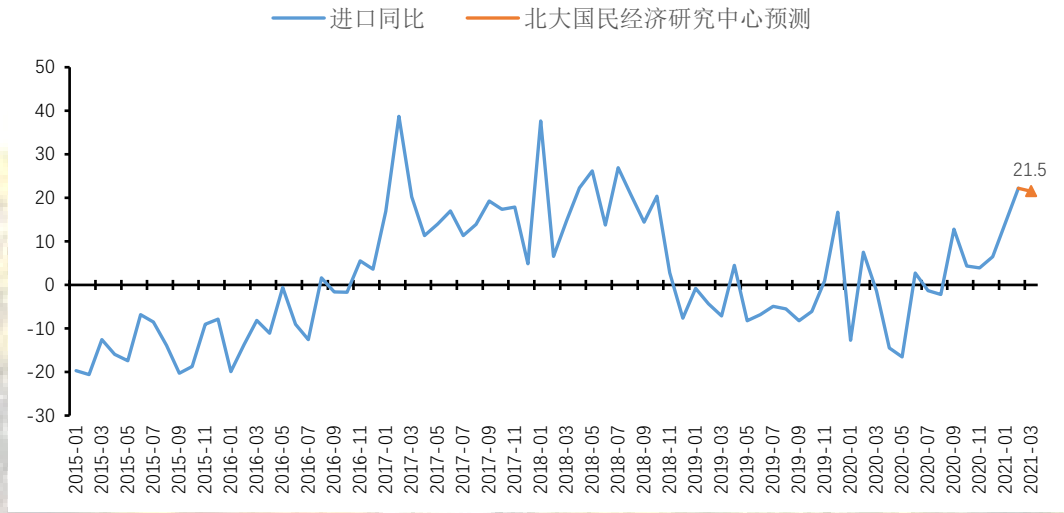


图 6　进口：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

价格部分：猪肉供给增加，国际大宗商品价格上涨，CPI、PPI 维持剪刀差

预计 3 月份 CPI 同比增长-0.1%、PPI 同比增长 2.5%，CPI、PPI 剪刀差扩大。从拉升因素看，2021 年 3 月生猪与猪肉价格高位回落，受高基数效应影响，3 月全国猪肉价格与生猪价格分别同比下跌约 15%和 20%。考虑到猪肉的 CPI 权重，仅从影响 CPI 波动较大的猪肉项来看，3 月 CPI 同比大概率走低。此外，考虑到 3 月全国各地疫情限制逐步放松，将拉升非食品项价格。从压低因素看，2020 年 2 月份受新冠疫情暴发的影响，居民消费品价格出现短期快速上涨，2020 年 3 月 CPI 水平较高，对本月形成了高基数效应，压低本月 CPI 增速。

工业品价格增速继续上涨，这主要受国际大宗商品价格上涨影响。以石油价格为例，目前国际能源价格维持在 60 美元/桶高位，国内成品油价格较去年同期上升 26%。近一段时间以来，国际大宗商品价格持续高涨，国际大宗商品价格的上涨叠加全球经济复苏推动工业品价格增速的上行，预计本月 PPI 增速或继续上涨。

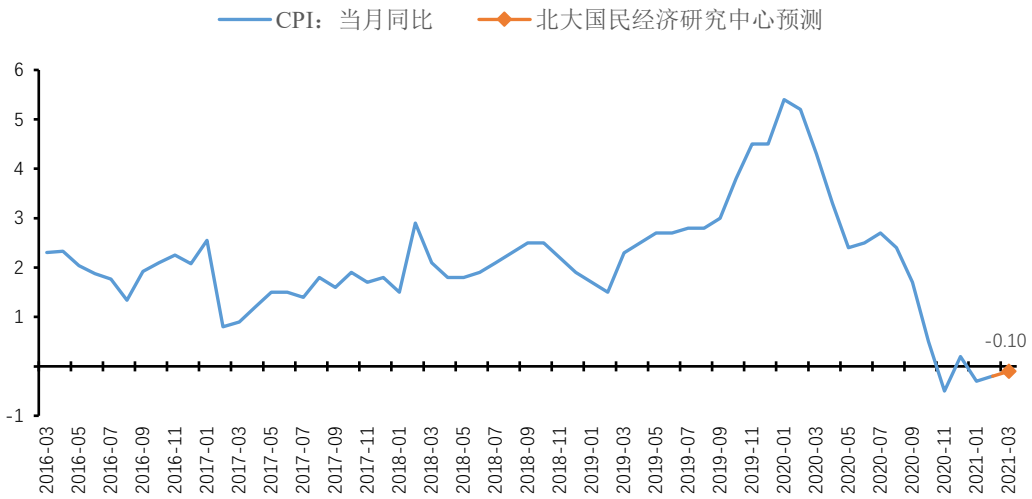


图 7　CPI：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

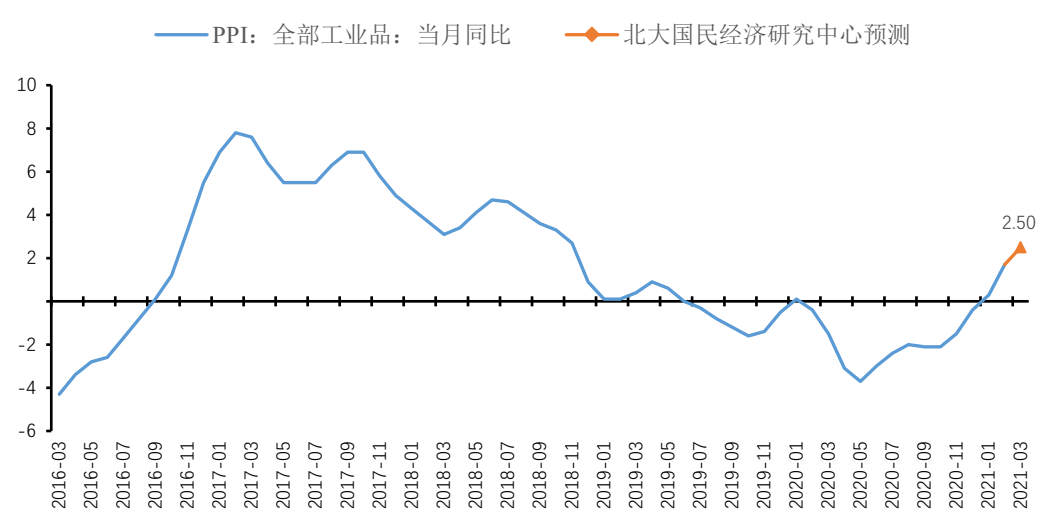


图 8　PPI：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：疫后经济持续恢复，信贷同比稳中有升

预计 2021 年 3 月新增人民币贷款 30000 亿元，环比多增 16400，同比多增 1500 亿元。信贷环比大幅上升，主要因为商业银行季末冲量导致的信贷集中投放，导致 3 月信贷大幅增长。信贷同比略有回升，一方面，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，《通知》规定设置房地产贷款余额

占比和个人住房贷款余额占比两个上限，此规定对信贷的影响将逐渐体现，此外，部分地区也出台了相关房地产政策，加大对炒作“学区房”的检查，也会对居民信贷造成一定的影响。另一方面，2021 年 2 月中国制造业采购经理指数(PMI)为 50.6%，已连续 12 个月位于临界点以上，考虑到中国经济正处于疫情后的快速恢复时期，企业信贷需求仍较为旺盛。综合考虑以上因素，3 月新增人民币贷款同比或将小幅回升。

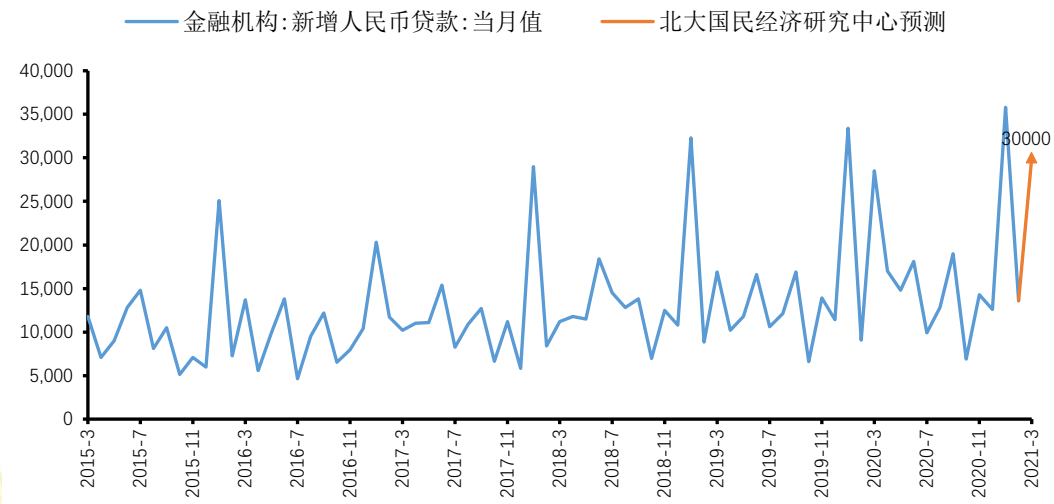


图 9　新增人民币贷款：当月值（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

货币政策边际收紧，M2 增速有所回落

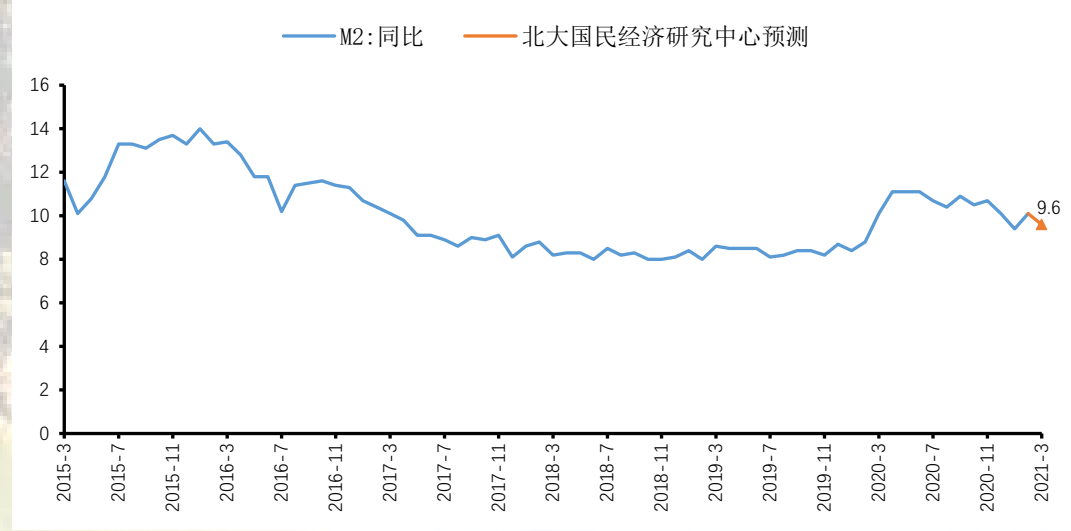


图 10　M2：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

预计 2021 年 3 月末 M2 同比增速为 9.6%，较 2021 年 2 月末有所回落。一方面，由于季末财政支出力度较大，货币流动性总量水平较高，这将拉升 M2 同比增速。另一方面，3 月 24 日，中国人民银行货币政策委员会召开 2021 年第一季度例会，会议指出“国内经济发

展动力不断增强，积极因素明显增多”，并且不再强调“保持对经济恢复的必要支持力度”。总的来看，货币政策边际收紧的可能性加大。综合来看，2021 年 3 月末 M2 同比增速较 2021 年 2 月末有所回落，预计 3 月末 M2 同比增速为 9.6%。

汇率：中外摩擦加剧，人民币汇率震荡下跌

预计 2021 年 4 月人民币汇率震荡下跌，震荡区间为 6.50～6.65。拉升因素方面，中国统筹疫情防控和社会经济发展工作不断推进，经济实现强劲反弹，消费端向好，生产端随之得到拉动，中国经济基本面继续对汇率起到支撑作用；央行副行长陈雨露表示，稳步推进资本项目可兑换，稳慎推进人民币国际化，提高管理国际化货币能力，继续坚持负责任大国定位，加强货币政策国际协调，不将汇率工具化，不搞以邻为壑的竞争性贬值，在货币政策上继续支撑人民币汇率。压低因素方面，近期美国国债收益率上升，中外利差收窄，可能致使人民币汇率承压；美国新版刺激计划进展，提升市场对美国经济复苏乐观预期，拉升美元，人民币汇率相应受到压低。此外，近期国际政治局势依旧紧张，中外摩擦加剧，加大人民币汇率波动性。综合而言，人民币汇率将震荡下跌。

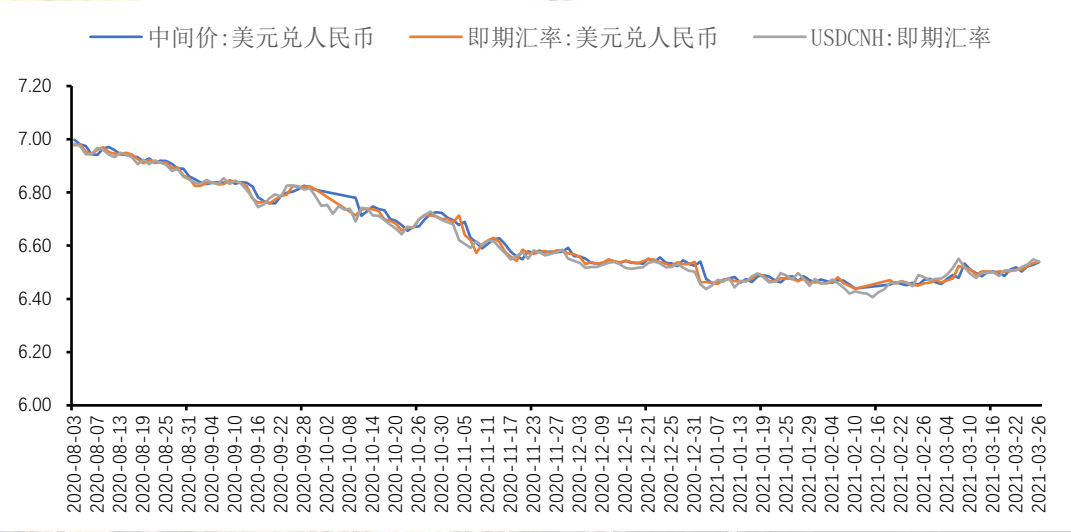


图 11 人民币三大汇率走势图

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

北京大学国民经济研究中心简介：

北京大学国民经济研究中心成立于 2004 年，挂靠在北京大学经济学院。依托北京大学，重点研究领域包括中国经济波动和经济增长、宏观调控理论与实践、经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。同时，本中心密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动和长期增长纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

中心的研究取得了显著的成果，对中国的宏观经济政策产生了较大影响。其中最具有代表性的成果有：（1）推动了中国人口政策的调整。中心主任苏剑教授从 2006 年开始就呼吁中国应该立即彻底放弃计划生育政策，并转而鼓励生育。（2）关于宏观调控体系的研究：中心提出了包括市场化改革、供给管理和需求管理政策的三维宏观调控体系。（3）关于宏观调控力度的研究：2017 年 7 月，本中心指出中国的宏观调控应该严防用力过猛，这一建议得到了国务院主要领导的批示，也与三个月后十九大报告中提出的“宏观调控有度”的观点完全一致。（4）关于中国经济目标增速的成果。2013 年，刘伟、苏剑经过缜密分析和测算，认为中国每年只要有 6.5%的经济增速就可以确保就业。此后不久，这一增速就成为中国政府经济增长速度的基准目标。最近几年中国经济的实践也证明了他们的这一测算结果的精确性。（5）供给侧研究。刘伟和苏剑教授是国内最早研究供给侧的学者，他们在 2007 年就开始在《经济研究》等杂志上发表关于供给管理的学术论文。（6）新常态研究。刘伟和苏剑合作的论文“新常态下的中国宏观调控”（《经济科学》2014 年第 4 期）是研究中国经济新常态的第一篇学术论文。苏剑和林卫斌还研究了发达国家的新常态。（7）刘伟和苏剑主编的《寻求突破的中国经济》被译成英文、韩文、俄文、日文、印地文 5 种文字出版。（8）北京地铁补贴机制研究。2008 年，本课题组受北京市财政局委托设计了北京市地铁运营的补贴机制。该机制从 2009 年 1 月 1 日开始被使用，直到现在。

中心出版物有：（1）《原富》杂志。《原富》是一个月度电子刊物，由北京大学国民经济研究中心主办，目的是以最及时、最专业、最全面的方式呈现本月国内外主要宏观经济大事并对重点事件进行专业解读。（2）《中国经济增长报告》（年度报告）。该报告主要分析中国经济运行中存在的中长期问题，从 2003 年开始已经连续出版 14 期，是相关年度报告中连续出版年限最长的一本，被教育部列入其年度报告资助计划。（3）系列宏观经济运行分析和预测报告。本中心定期发布关于中国宏观经济运行的系列分析和预测报告，尤其是本中心的预测报告在预测精度上在全国处于领先地位。

免责声明

北京大学国民经济研究中心属学术机构，本报告仅供学术交流使用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供参考，亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。