北京大学国民经济研究中心

低基数效应推高经济数据，消费需求依然相对不足

——纪尧

预测报告 B0011-20210301

	上年值	上年同期值	上期值	2021 年 2 月预测
经济增长				
工业增加值同比	2.8	-13.5	--	25.0
固定资产投资累计同比	2.9	-24.5	--	39.3
社会消费品零售额同比	-3.9	-20.5	--	19.8
出口同比	3.6	-17.1	18.1	23.2
进口同比	-1.1	-4.0	6.5	3.5
贸易差额（亿美元）	5350	-621	781	500
通货膨胀				
CPI 同比	2.5	5.2	-0.3	-0.4
PPI 同比	-1.8	-0.4	0.3	1.7
货币信贷				
新增人民币贷款（亿元）	196382	9057	35800	9500
M2 同比	10.3	8.8	9.4	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

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

- 低基数叠加春节效应，工业产出稳中有升
- 经济修复叠加基数效应，投资增速显著上涨
- 基数效应叠加基本面恢复，共同支撑进出口增速上涨
- 食品供给增加叠加工业需求扩张 CPI、PPI 走势相悖
- 货币政策稳字当头，M2 增速略有回升
- 经济恢复叠加稳健货币政策，人民币汇率震荡上涨

2020 年国民经济统计公报显示，当前中国经济一直处于修复当中。全年国内生产总值 1015986 亿元，比上年增长 2.3%。数据显示，供给端恢复速度高于需求端，并进一步导致当前消费价格增速低位运行。2020 年全年全部工业增加值 313071 亿元，比上年增长 2.4%。全年社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年下降 3.9%。全年全社会固定资产投资 527270 亿元，比上年增长 2.7%。全年货物进出口总额 321557 亿元，比上年增长 1.9%。

2020 年 1 月末新冠疫情突发使得 1 月下旬和 2 月份的生产、生活几乎处于停滞状态，2020 年 1-2 月份投资增速出现断崖式下滑，对 2021 年 1-2 月份形成了低基数效应。从供给端来看，全球经济秩序呈现持续复苏态势，并受低基数及春节效应影响，1-2 月份工业增加值同比增速大概率稳中有升，预计累计同比增长 25%。从需求端来看，受新基建等带动投资增速存在上涨空间，预计 1-2 月份固定资产投资同比增长 39.3%，投资增速显著上涨；受去年低基数影响，预计 1-2 月份社会消费品零售总额同比增长 19.8%，但难言当前消费已经企稳；基数效应叠加基本面恢复，共同支撑进出口增速上涨，预计 1-2 月份出口同比增速为 23.2%左右，进口同比增速为 3.5%左右。从价格方面来看，工业需求扩张、食品供给增加使得 CPI、PPI 走势相悖，工业需求扩张和国际大宗商品价格上涨推动 2 月 PPI 同比增长 1.7%，春节期间食品供应充足压制 CPI 同比下降 0.4%。在货币金融方面，商业银行信贷集中投放期过后，信贷环比大幅收缩，预计 2021 年 2 月份新增人民币贷款 9500 亿元，环比少增 26300 亿元，同比多增 443 亿元。货币政策稳字当头，M2 增速略有回升，预计 2021 年 2 月末 M2 同比增速为 9.6%，较 2021 年 1 月末略有回升。经济恢复叠加稳健货币政策，预计 2021 年 3 月人民币汇率震荡上涨，震荡区间为 6.35~6.50。

工业增加值部分：低基数叠加春节效应，工业产出稳中有升

预计 1-2 月份工业增加值累计同比增长 25.0%。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，工业产出持续增长；与去年相比，2020 年春节被压制的消费需求得到释放，消费端增长为生产端提供上升动力；在就地过年政策的影响下，部分企业春节停工停产时间缩短，有助于产出提升。从压低因素看，1-2 月全国钢厂高炉开工率高频数据较 12 月微降，钢铁等产出情况可能有所回落，从而致使 1-2 月总体工业产出增速略受影响。另外，1-2 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，中国企业出口整体向好，对 1-2 月工业产出的增长可能起到一定拉动作用。综合而言，受低基数及春节效应影响，1-2 月份工业增加值同比增速大概率稳中有升，预计累计同比增长 25%。

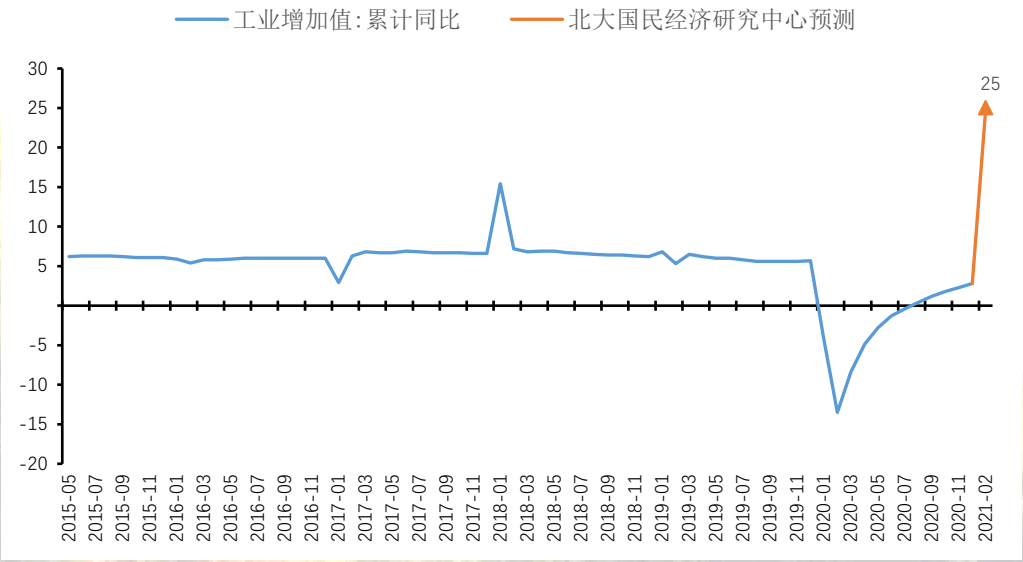


图 1　工业增加值：当月同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

投资部分：经济修复叠加基数效应，投资增速显著上涨

预计 1-2 月份固定资产投资同比增长 39.3%，投资增速显著上涨，这主要由两方面因素决定：一方面是低基数效应影响，2020 年 1 月末新冠疫情突发使得 1 月下旬和 2 月份的生产、生活几乎处于停滞状态，2020 年 1-2 月份投资增速出现断崖式下滑，对 2021 年 1-2 月份形成了低基数效应；另一方面是在经济修复的背景下受新基建等带动投资增速存在上涨空间。作为工业需求扩张的先行指标，中国工程机械工业协会数据显示，2021 年 1 月纳入统计的 26 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机 19601 台，同比涨幅 97.2%。。

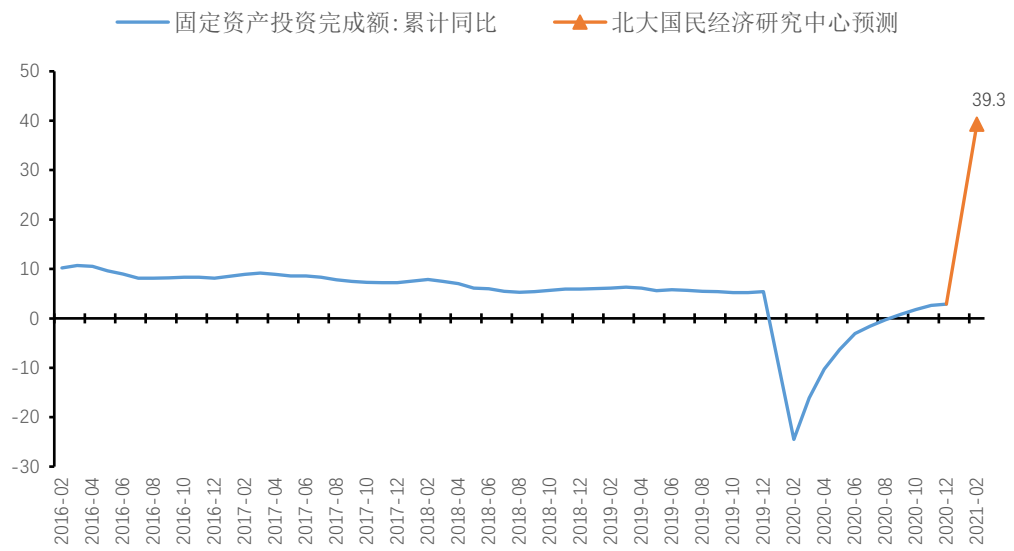


图 2　固定资产投资完成额:累计同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

消费部分：受低基数效应影响，消费额增速显著上涨

预计 1-2 月份社会消费品零售总额同比增长 19.8%，消费额增速出现了显著上涨。这主要是受去年同期的低基数效应影响。受新冠疫情影响，2020 年 1-2 月社会消费品零售总额同比增速出现了断崖式下滑，对 2021 年 1-2 月形成低基数效应。从 1 月份的居民消费价格数据来看，非食品价格增速依然走势较低，同比下降 0.8%，这反映出居民消费需求依然相对不足，因此很难说当前消费已经企稳。

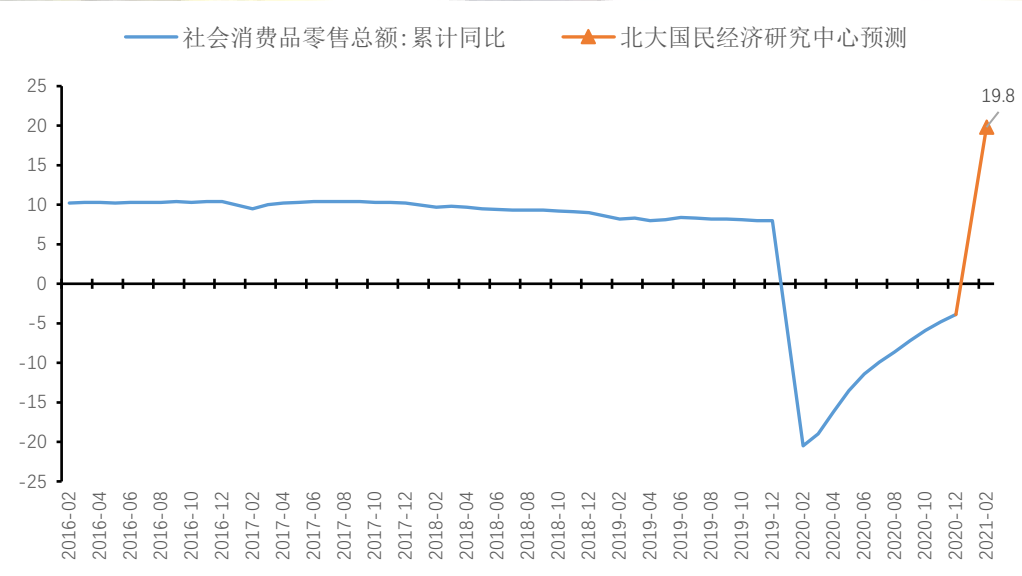


图 3　社会消费品零售总额当月同比增速（%）

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，共同支撑进出口增速上涨

预计 1-2 月份出口同比增速为 23.2%。首先，国外经济基本面恢复强劲，将支撑 2 月份出口增速保持高位，从已经发布的数据来看，1、2 月美国 Markit 制造业 PMI 分别达到 59.2、58.5，美国制造业在 2021 年开局强劲，产量和订单量正以 6 年来最快的速度增长；欧元区 2 月制造业 PMI 初值录得 57.7，好于预期的 54.3，制造业表现出了三年来的高位读数。再者，2021 年春节，众多企业响应政府号召“以岗留人”“以薪留人”，各地鼓励就地过年使得工厂节后可以提早复工出货，今年 1 月全国八大枢纽港口集装箱吞吐量同比增长 9.6%，较 2020 年 12 月加快，这也映射出同期出口处于比较活跃的状态。最后，基数效应。受疫情影响，2020 年 2 月份出口额保持低速增长（-17.1%），将对 2 月份的出口增长速度形成一定支撑。

预计 2 月份进口同比增速为 3.5%。国内经济进一步修复，1、2 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%、50.7%，连续 12 个月位于临界点以上，生产活动持续扩张。受到国内散点疫情爆发的影响，政策积极鼓励“就地过年”，使得企业持续开工，对进口将有一定推升。受疫情影响，2020 年 2 月份进口额保持低速增长（-4.0%），将对 2 月份的进口增长速度形成一定支撑。

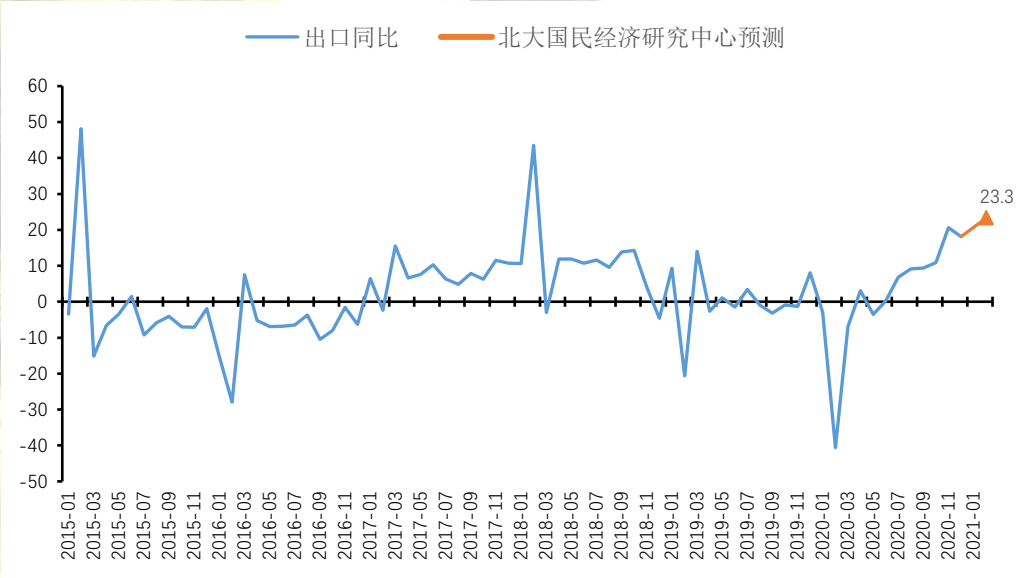


图 4　出口:当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

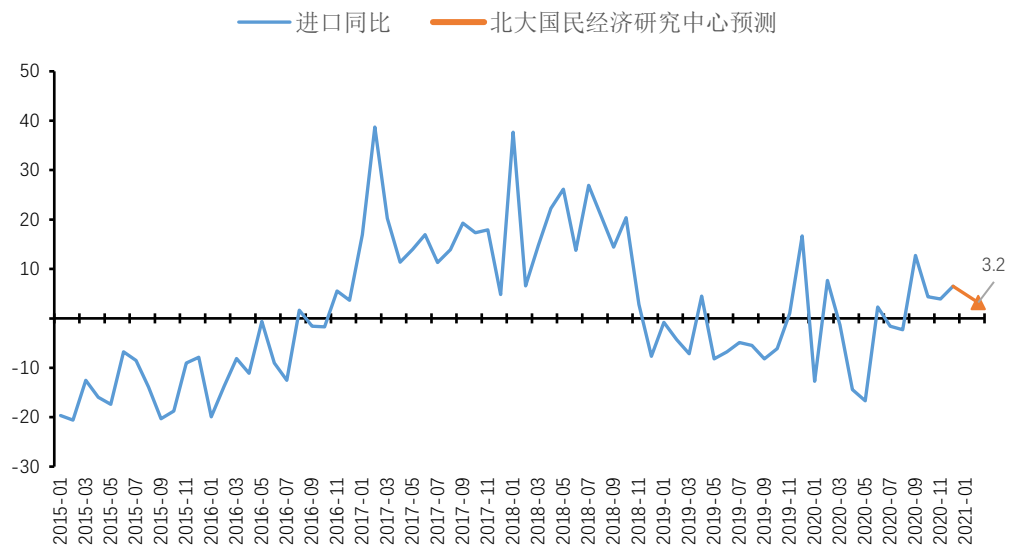


图 5　进口：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

价格部分：食品供给增加叠加工业需求扩张 CPI、PPI 走势相悖

预计 2 月份 CPI 同比下降 0.4%、PPI 同比增长 1.7%，工业需求扩张、食品供给增加使得 CPI、PPI 走势相悖。为保障春节期间物资充足，2 月份食品供给增加使得原本才可能会大幅上涨的食品价格，在 2021 年春节期间走势平稳，食品价格波动相对较小。其中，猪肉价格还出现了下降的状况。农业部对全国 500 个集贸市场猪肉价格定点监测的结果显示，截至 2 月 17 日，全国猪肉平均价格为 51.08 元每公斤，较 1 月平均价格下降 2.55 元每公斤，环比下降 4.8%。另外，2020 年 2 月份受新冠疫情突发影响，CPI 增速并未受春节因素影响，在 2020 年 2 月份出现显著下滑的状况。因此，2 月份影响 CPI 增速的主要因素就是食品供给的增加。

工业品价格增速继续上涨，这主要受工业需求扩张和国际大宗商品价格上涨两方面因素影响。2020 年末，固定资产投资数据显示出，当前经济修复继续，工业投资增速进入加速修复区间，投资需求的扩张带动了工业品价格上涨。同时，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从成本方面推动了工业品价格增速的上行。截至 2021 年 2 月 26 日，活跃合约铁矿石、聚丙烯、锌的价格已经涨到 1142 元每吨、9336 元每吨、17400 元每吨，较 1 月 29 日环比上涨 15.9%、12.7%、16.5%。

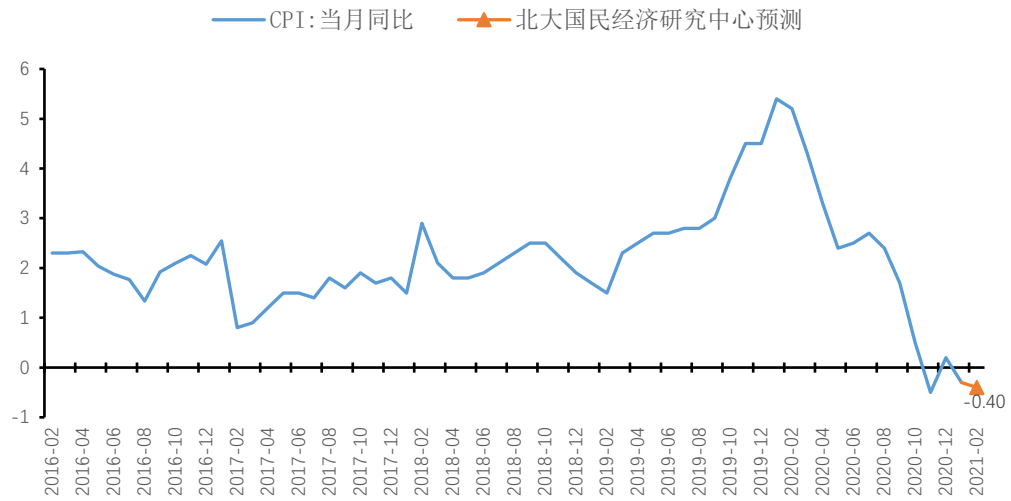


图 6　CPI：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

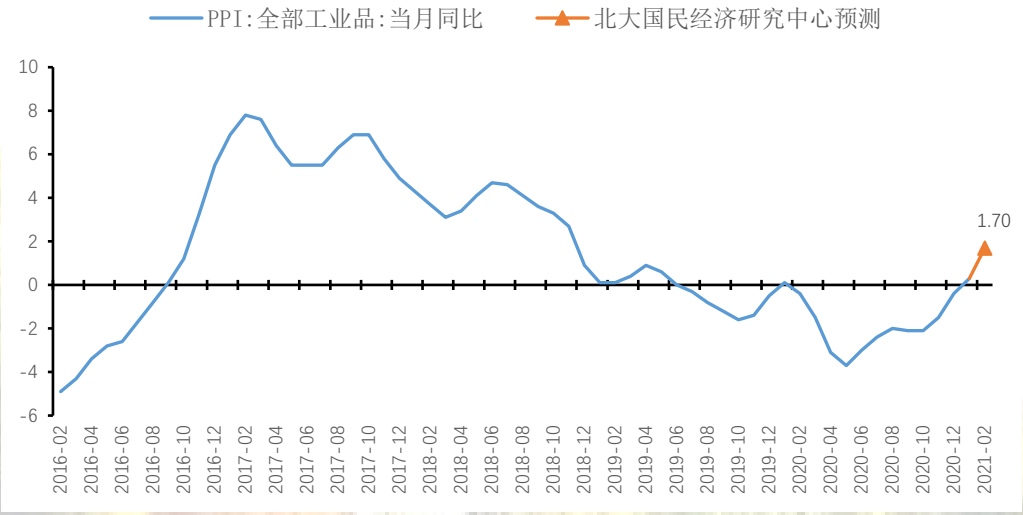


图 7　PPI：当月同比（%）

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 2 月份新增人民币贷款 9500 亿元，环比少增 26300 亿元，同比多增 443 亿元。信贷环比大幅收缩，主要因为季节效应：一方面，1 月是商业银行信贷集中投放时期，导致 1 月信贷大幅增长，2 月该效应减弱；另一方面，受春节假期影响，2 月工作日减少，信贷收缩。信贷同比略有回升，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，此规定虽然对信贷造成一定的影响，但是《通知》实施初期影响有限，与此同时，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，2 月新增人民币贷款同比或将小幅回升。

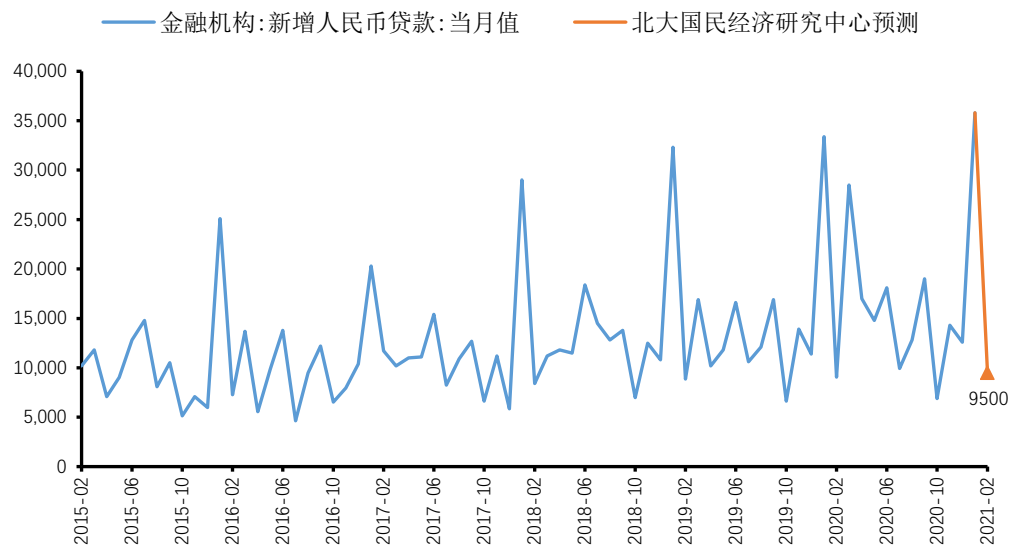


图 8　新增人民币贷款：当月同比（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

货币政策稳字当头，M2 增速略有回升

预计 2021 年 2 月末 M2 同比增速为 9.6%，较 2021 年 1 月末略有回升。一方面，考虑到春节期间市场会增加对现金的需求，这将有利于拉升 M2 同比增速，但是受就地过年的影响，今年过节资金投放显著减少，因此现金投放对 M2 拉升幅度有限。另一方面，2020 年第四季度《中国货币政策执行报告》指出，稳健的货币政策要坚持稳字当头，不急转弯，保持好正常货币政策空间的可持续性，这将有利于 M2 增速平稳。综合来看，2021 年 2 月末 M2 同比增速较 2021 年 1 月末略有上升，预计 2 月末 M2 同比增速为 9.6%。

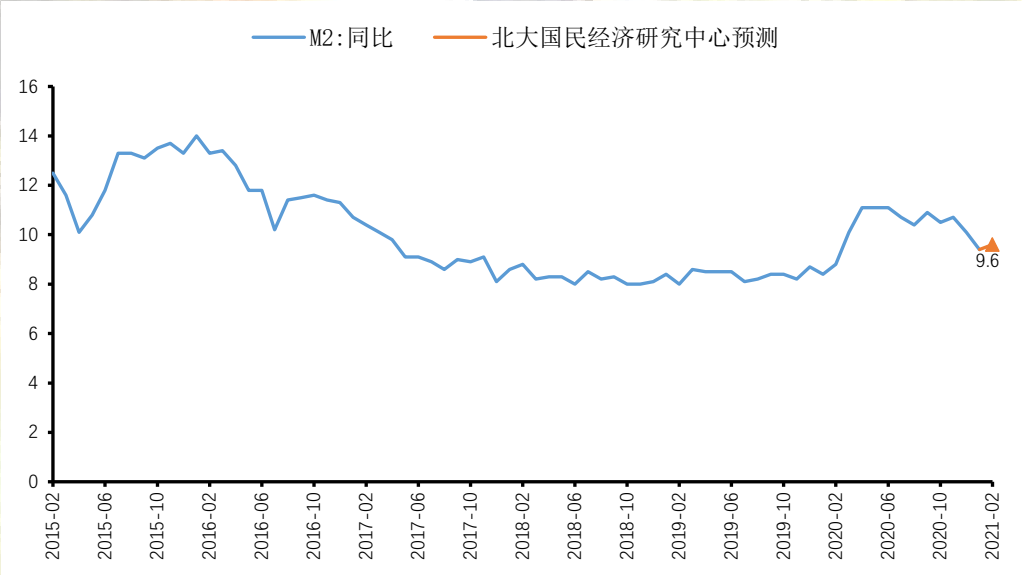


图 9　M2：当月同比（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

汇率：经济恢复叠加稳健货币政策，人民币汇率震荡上涨

预计 2021 年 3 月人民币汇率震荡上涨，震荡区间为 6.35~6.50。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，春节期间被压制的消费需求得到释放，消费端激增，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；央行行长易纲表示，中国的货币政策会继续在支持经济复苏、避免风险中平衡，政策具有一致性、稳定性、一贯性，有利于人民币汇率继续提升。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，由于国际政治局势依旧紧张，中外关系变化加大人民币汇率波动性。综合而言，人民币汇率将震荡上涨。

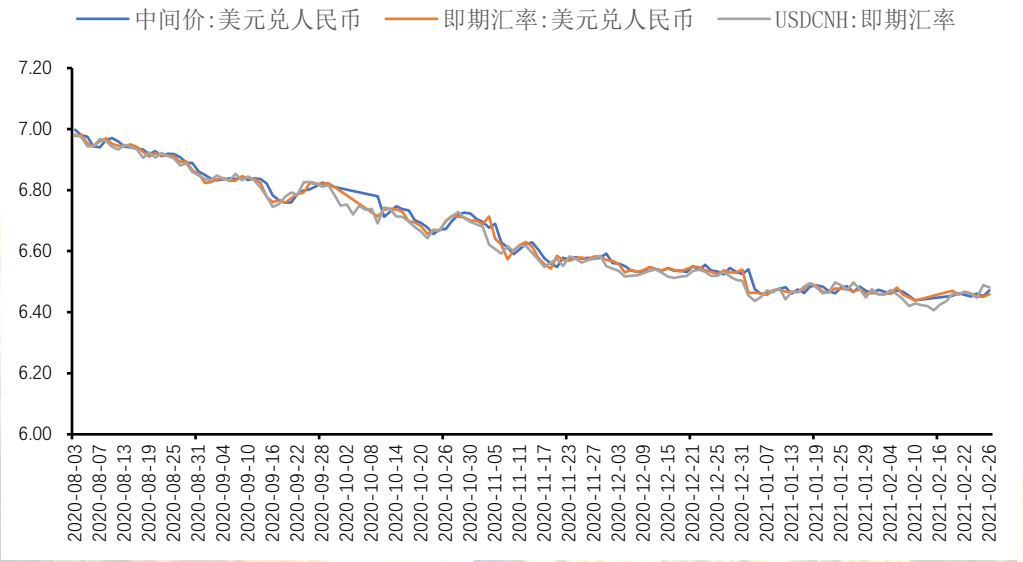


图 10 人民币三大汇率走势图

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。