



货币政策还需要“转弯”吗

植信投资首席经济学家兼研究院院长 连平

2021年4月25日

2021年以来，市场对于宏观政策的动向十分敏感，过度解读并非鲜见。近期市场十分关注相关会议和文件没有再提“不急转弯”，流行的观点认为宏观政策会“不急转弯”，但弯还是要转的。由于去年基数和其他因素的影响，一季度数据和非可比性导致市场对经济运行看法产生了较大分歧。如何拨开云雾准确判断当前经济运行态势，对于合理选择宏观政策的方向，重点和力度至关重要，是未来一个阶段精准施策的基础。在分析经济运行态势的基础上，下一步更加现实的问题很可能是要思考是否还需要“转弯”。

1. 经济增长已基本恢复至常态水平

梳理和分析已公布的一季度经济运行数据，可以从总体上得出以下三个基本判断：一是经济增长已接近或基本达到常态水平，2020年四季度GDP已达6.5%，2021年一季度环比继续增长，两年平均增长5.0%，从总量上看产出缺口基本收敛。二是经济恢复的势头有所放缓，通常我国GDP季度环比增速在1-2%之间，较多的是1.5%左右，而一季度仅为0.6%，

明显低于前值。三是需求和供给恢复不平衡，出口和制造业增长较快，房地产投资增速保持高位，消费却尚未恢复到常态水平，制造业投资两年平均增速仍为下降 2.0%。

从一季度数据中可以发现经济运行有以下一系列积极变化。作为对 GDP 贡献最大的消费由前一阶段的相对分化走向全面复苏，恢复的步伐明显加快。3 月社会消费品零售总额增长比 1-2 月加快了 0.4 个百分点，两年平均增长达到 6.3%。房地产投资在高位保持波动，一季度两年平均增速在 7.6%。基建投资步伐有所加快，制造业投资在主动补库存和民间投资推动下有所回升。3 月建筑业 PMI 投资环比回升 7.6 个百分点，显著高于此前 5 年平均 2.26 个百分点的增速。上述状况说明，相比于去年的经济复苏，2021 年以来内需状况趋于改善。但值得注意的是，出口增速高位边际放缓，3 月份出口同比增长 20.7%，较 1-2 月份大幅放缓；而去年 3 月出口基数虽较 1-2 月出现大幅回升，但仍是除 2 月以外全年的最低水平。从一季度三个月的平均值看，出口总额已回到 2020 年三季度的平均水平。这种状况虽然从历史上看似表现不错，但在世界经济明显复苏的大背景下这种现象却应该引起重视。

从结构上看，2020 年 3 月份经济复苏直至 2021 年一季度，尽管内需持续处在恢复过程之中，但迄今为止仍未达到疫情前的增长水平。2021 年一季度，全国固定资产投资两年

平均增速为 2.9%。其中基础设施投资两年平均增长 2.3%，制造业投资两年平均仍为负增长，只是房地产投资两年平均增速较高。同期，社会消费品零售总额两年平均增长 4.2%。在内需增长仍未恢复到疫前水平的同时，经济增长整体上已接近或基本达到常态水平，说明外需在拉动经济增长方面发挥了重要作用。这一点可以从 2020 年三季度后出口增速一反常态地大幅走高中得到证实。这可以说是疫情爆发后一年来国内经济运行中的一个重要特点。这一方面表明，在全球疫情依然存在并一定程度上继续发展的环境下，我国经济要做到百分之百的独善其身几乎是不可能的，内需尤其是消费仍会在一定程度受到外部因素的影响，经济恢复要达到常态化的程度需要有合适的外部环境的配合。另一方面，分析和判断二季度后经济走势，除了要继续关注内需恢复以外，很重要的一点则是看外需的变化。

2. 二季度后可能会出现外需转移态势

一个阶段以来全球对中国制成品的持续增长的外需，可能在二季度后一定程度地转移。世界经济在接下来几个季度走向复苏是大概率事件。在货币政策和财政政策刺激下，美国经济增速在今年下半年甚至明年会有不错的表现，其需求会迅速地扩张；美国的需求扩张还会拉动欧盟、东盟等等一些重要经济体的经济恢复。全球经济一旦好转，通常会拉动

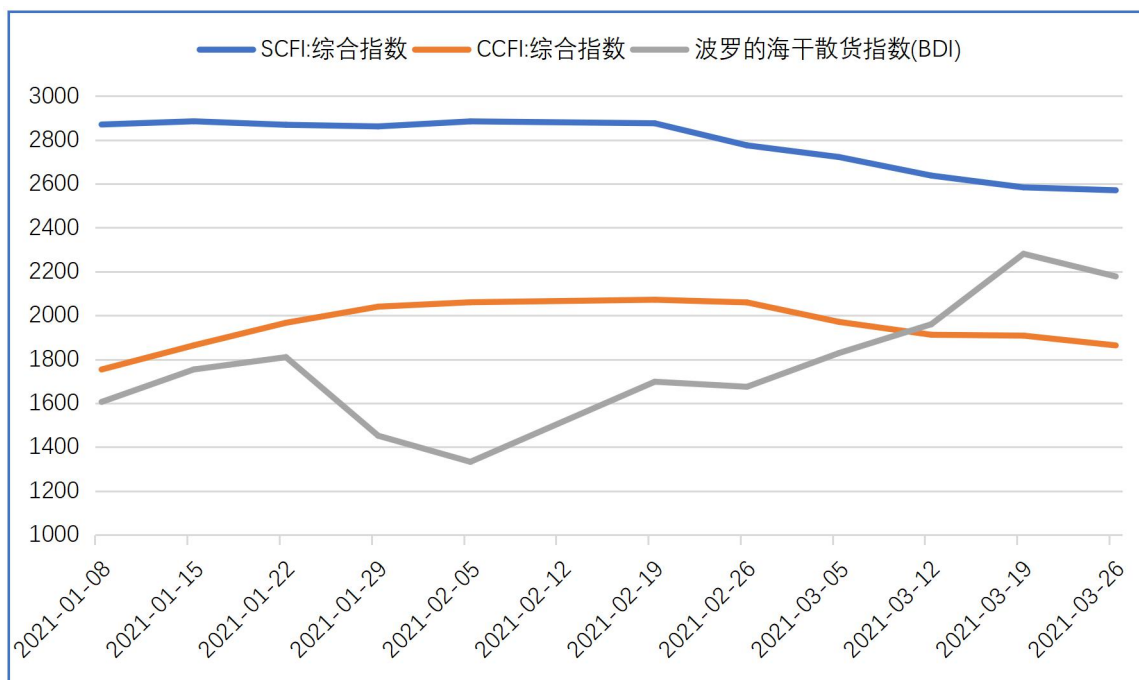
中国出口，反之亦然。但在2020年出现的情况恰恰相反，在世界经济快速收缩过程中，中国出口不仅没有收缩，反而大幅增长，主要是因为全球总体需求收缩速度没有供给能力收缩速度来得更快。此时中国强大的、门类齐全的工业体系发挥了作用，迅速弥补了全球供给弹性的不足。同样以这一逻辑来看二季度后的出口，可能会得出相反的结论。目前全球疫情趋向改善，尤其是发达国家疫苗接种迅速推进，经济增长趋于恢复，全球供给能力快速恢复。2021年3月，美国ISM制造业PMI录得64.7，创1983年12月以来新高，并连续10个月扩张。其中新订单指数为68.0，创2004年1月以来新高，就业指数为2018年2月以来新高。同期欧元区制造业PMI为62.5，创1997年6月以来新高，其中产出指数达63.3，为历史新高。美国、欧盟和日本全部工业部门的产能利用率和工业生产指数均已经接近或达到疫情前水平。在这种态势下，全球对中国工业制成品的需求就有可能一定程度地转移。

二季度后，制造业和出口产业可能会有成本上升的压力。其一是人民币升值的影响。2020年5月一直到2021年1月人民币对美元大约升值9%左右。前三十年人民币升值和贬值对中国出口影响的数据很清晰地表明，人民币升值在半年到一年左右、达到8%以上的升值幅度的两三个季度以后，中国出口增速会明显下滑，升值使得中国出口产品的成本有了较

为明显的上升。这个状态可以从过去三十年中至少可以找到三次。因此，2020年以来人民币9%左右、半年多时间的升值，可能会削弱出口企业的竞争力，对2021年二季度后的出口带来一定压力。其二是劳动力成本上升的影响。2020年三季度后，制造业劳动力成本尤其是出口产业的劳动力成本上升非常之快。2020年三季度后到2021年初，沿海地区如珠三角、长三角巨大的国际市场需求使得在当地一工难求，很多企业主只得大幅提高工资。BCI企业用工成本前瞻指数连续三个月上升，三月达到83.51的历史高位。工资是刚性的。沿海主要出口生产基地的劳动力成本出现大幅上升，会对未来中国出口带来成本端压力，从而可能对未来制造业带来一定的影响。目前制造业状况好主要的拉动力来自外需，外需一定程度转移，制造业必然会承受压力。



图 1：BDI 指数上涨，SCFI 和 CCFI 指数下降



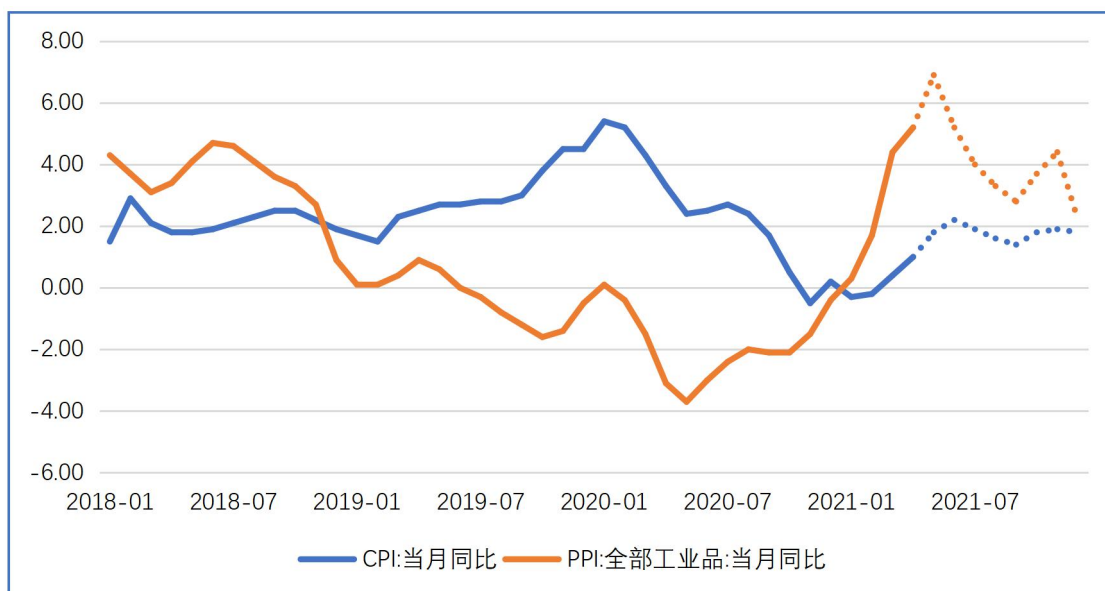
来源：Wind，植信投资研究院

2021年3月，反映全球贸易状况的BDI指数大幅上涨，而反映国内出口状况的SCFI和CCFI指数却明显下降，可能是一种征兆。需求转移同时供给被替代，成本明显上升以及基数逐步走高等多种因素叠加，将导致二季度后出口增速逐步放缓，四季度有可能出现增速明显降低的态势，下半年中国经济增长将更多地依靠内需的恢复。



3. 供求关系舒缓导致 PPI 增长速率边际递减

图 2：PPI 上行 CPI 低位，上半年剪刀差将拉大



来源：Wind，植信投资研究院，虚线为预测值

面对一轮大宗商品价格快速上涨的态势，通胀形势可能会对二季度以后的宏观政策尤其是货币政策产生影响。在我国，CPI 在成本和需求的双重推动下，未来会有一轮向上的过程，但由于食品价格总体上较为平稳，2021 年会相对较为温和，问题是如何看 PPI 的运行趋势。

与 2020 年先下后上的走势不同，2021 年 PPI 运行有可能先上后下，呈现同比上涨、环比涨幅逐渐放缓的局面，边际增速预计将于二季度末达到高点。全球经济复苏步伐加快拉大商品供需缺口及主要经济体货币宽松导致通胀预期的不断提升，是推动此轮 PPI 上涨的主要动力。美国 CRB 现货

综合指数自 2020 年 6 月迄今已快速上涨了 32.3%，同期国内南华综合指数虽走势更加震荡，但亦上涨 29.3%，海外涨幅大于国内也侧面表明这一时期海外供给缺口更为突出，这是全球性初级产品供给弹性不足的具体表现。

自 2020 年年底开始，国际原油价格在供给收缩、需求复苏及风险偏好回升等多重因素的驱动下快速上涨。2 月 OPEC+ 减产协议的进一步约束叠加美国严寒对页岩油开采作业的干扰，石油供给承压。OPEC+ 自 2020 年 4 月以来一直坚持减产，且减产协议履行率维持高位。在今年 1 月新达成的减产协议中多数成员国将保持一季度产量不变，原油供给得到了有效控制。美国严寒天气冲击原油生产，新钻井数自历史低位回升缓慢，目前仅为 417 口/月，而 2017-2019 年的平均值则为近 1200 口/月，距离全面恢复可能仍需两个季度以上，支撑了市场对油价的信心。在需求方面，拜登政府 1.9 万亿美元的财政刺激计划推高经济增长预期，疫苗接种的顺利推进也利好“外出经济”，能源商品和服务消费需求逐步

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_19368

