



张瑜：三个角度看 1 季度 GDP 的可能区间——3 月经 济数据前瞻



意见领袖 | 张瑜、陆银波



主要观点

前言：3 月前瞻重点讨论 GDP 增速

（一）1 季度 GDP 的意义在哪？多低算低？

对于经济运行状态的评估而言，GDP 未必是最好的评估指标。但对于未来政策走向的评估，GDP 可能比其他经济指标更为重要。这是因为，在今年的政府工作报告中，经济增长层面的目标是 GDP，5.5%左右。如果 1 季度的增长情况使得实现全年目标的难度加大，则后续扩张性政策加码的概率会大幅上升。作为对比，2021 年 1 季度的经济增速，在低基数效应下，

达到 18.3%，使得全年实现 6%以上的目标极为容易，间接助推了后续较多收缩性政策的出台。

那么 1 季度增长多少算低呢？毕竟由于基数原因，今年经济增速大概率会出现上半年低、下半年高的状况。我们从三年平均的视角予以观察。按照全年 5.5%左右的目标，假设最终实现值在 5.0-5.5%之间，意味着全年看，三年平均增速是 5.07%-5.24%左右。如果 1 季度 GDP 增速对应的三年平均增速在这个区间下限，甚至小于 5.07%（对应的 GDP 同比读数是 5.3%），那么意味着实现全年目标的难度在加大，扩张性政策会持续加码。目前看，这是大概率事件。

（二）1 季度 GDP 如何预测？

我们从以下三个角度讨论 GDP 的可能区间。预计 1 季度 GDP 同比在 4.8-5.0 之间。

1) 方法一：生产法。预计 1 季度增速 4.8%左右。优点在于充分兼顾 1-2 月的经济数据。将 GDP 简化为一产、工业、建筑业、三产（不含其他行业）、其他行业（教育、医疗等 7 个行业，受财政支出影响较大）。预计 1 季度工增、其他行业增速较高，但建筑业受地产拖累、三产（不含其他行业）受疫情拖累，增速较低。

2) 方法二：环比法。优点在于可以排除基数影响。但缺点在于对环比的预测较为困难。参考 PMI 综合产出，1 季度 GDP 环比预计较低。假设

按 0.7% (2021 年三季度环比) -1.4% (疫情前 1 季度环比最低值) 作为估计值, 则 1 季度 GDP 同比在 4.3%-5.0%左右。

3) 方法三: 三年平均。优点在于, 基数统一为 2019 年, 可以排除疫情带来的基数影响。假设如果没有 3 月疫情, 1 季度三年平均增速与去年四季度两年平均增速相同, 为 5.2%。则此时 1 季度同比读数应该在 $(1+5.2\%)^3 / (1+18.3\%) / (1-6.9\%) - 1 = 5.7\%$ 。扣掉 3 月疫情带来的冲击, 参考之前报告, 预计在 0.8%左右, 则 1 季度 GDP 增速估计在 4.9%左右。

具体数据层面:

1、经济: 预计 3 月工业增加值增速 5.5%左右, 低于 1-2 月的 7.5%。预计 3 月社零同比-2%左右。预计 1-3 月固投累计同比为 8%。其中, 制造业投资 1-3 月累计同比为 16%, 基建投资 1-3 月累计同比为 6%。地产投资 1-3 月累计同比为-2%。预计 3 月出口同比+11%, 进口同比+8%。

2、物价: 预计 3 月 PPI 同比回落至 7.8%左右。CPI 同比回升至 1.3%左右。

3、金融: 预计 3 月新增社融 3.9 万亿, 社融存量同比约为 10.4%, 较 2 月回升 0.2 个百分点。新增贷款预计 2.7 万亿, 去年同期持平。预计 3 月 M2 同比回升至 9.5%左右, M1 同比回落至 4%左右。

风险提示:

疫情扩散持续冲击消费和地产销售。俄乌冲突扩大加剧油价上行。美联储货币政策收紧超预期。

报告目录

一、三个角度看 1 季度 GDP 的可能区间	4
(一) 1 季度 GDP 如何预测?	4
(二) 1 季度 GDP 的意义在哪? 多低算低?	4
二、3 月经济数据前瞻	5
(一) 物价: PPI 同比继续回落, CPI 同比有所上行	5
(二) 外贸: 疫情+地缘政治冲突, 增速下行	5
(三) 生产: 高位回落	5
(四) 社零: 高基数+疫情影响, 预计负增长	6
(五) 固投: 上行暂时受阻	6
(六) 金融: 疫情冲击居民, 信贷仍靠冲量	6

报告正文

—

三个角度看 1 季度 GDP 的可能区间

(一) 1 季度 GDP 如何预测?

我们从以下三个角度讨论 GDP 的可能区间。预计 1 季度 GDP 同比在 4.8-5.0 之间。

1) 方法一: 生产法。预计 1 季度增速 4.8%左右。优点在于充分兼顾

1-2 月的经济数据。将 GDP 简化为一产、工业、建筑业、三产（不含其他行业）、其他行业（教育、医疗等 7 个行业）。主要预测逻辑参见图表 1。预计 1 季度工增、其他行业增速较高，但建筑业受地产拖累、三产（不含其他行业）受疫情拖累，增速较低。

2) 方法二：环比法。优点在于可以排除基数影响。但缺点在于对环比的预测较为困难。参考 PMI 综合产出，1 季度 GDP 环比预计较低。假设按 0.7%（2021 年三季度环比）-1.4%（疫情前 1 季度环比最低值）作为估计值，则 1 季度 GDP 同比在 4.3%-5.0%左右。

3) 方法三：三年平均。优点在于，基数统一为 2019 年，可以排除疫情带来的基数影响。假设如果没有 3 月疫情，1 季度三年平均增速与去年四季度两年平均增速相同，为 5.2%。则此时 1 季度同比读数应该在 $(1+5.2\%)^3 / (1+18.3\%) / (1-6.9\%) - 1 = 5.7\%$ 。扣掉 3 月疫情带来的冲击，参考之前报告，预计在 0.8%左右，则 1 季度 GDP 增速估计在 4.9%左右。

图表 1 GDP 生产法预测的主要逻辑

行业名称	权重	1-2月增速	1季度预测增速	主要逻辑
第一产业	4.6%	/	5.50%	1季度生猪出栏同比依然会大幅增加的背景下，参考2021年Q2-Q4的一产两年平均增速
第二产业：工业	32.6%	7.50%	6.50%	预计3月工增回落至5.5%左右。
第二产业：建筑业	4.8%	/	3%	参考2021年Q3和2015年Q3，彼时地产投资当季同比0%左右的情形，变量在基建，按照1季度基建增速6%左右，作线性插值估算。
第三产业（不含其他行业）	40.2%	4.20%	3%	假设等于服务业生产指数同比。3月，在地产销售、社零增速均会大幅回落的情况下，预计3月服务业生产指数2%左右。
第三行业：其他行业	17.9%	/	6%	参考财政支出增速
GDP			4.8%	

资料来源：Wind，华创证券预测

（二）1 季度 GDP 的意义在哪？多低算低？

对于经济运行本身而言，GDP 未必是最好的评估指标。但对于未来政策走向的评估，GDP 比其他经济指标可能更为重要。这是因为，在今年的政府工作报告中，经济增长层面的目标是 GDP，5.5%左右。如果 1 季度的增长情况使得实现全年目标的难度加大，则后续政策加码的概率会大幅上升。

那么 1 季度增长多少算低呢？毕竟由于基数原因，今年经济增速会出现上半年低、下半年高的状况。我们从三年平均的视角予以观察。按照全年 5.5%左右的目标，假设最终实现值在 5.0-5.5%之间，意味着全年看，三年平均增速是 5.07%-5.24%左右。如果 1 季度 GDP 增速对应的三年平均增速在这个区间下限，甚至小于 5.07%（对应的 GDP 同比读数是 5.3%），那么意味着实现全年目标的难度在加大，扩张性政策会持续加码。目前看，这是大概率事件。

近期国常会的部署看，已经在有所加码。“部署用好政府债券扩大有效投资，去年提前下达的额度5月底前发行完毕，今年下达的额度9月底前发行完毕。……今年再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目，包括南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程。这些工程加上其他水利项目，全年可完成投资约8000亿元。”

二

3月经济数据前瞻

（一）物价：PPI 同比继续回落，CPI 同比有所上行

预计3月PPI同比继续回落至7.8%左右。3月PPI环比或较2月小幅扩大，线索如下：一是PMI价格持续反弹，3月PMI出厂价格录得56.7%，较2月上行2.6个百分点；PMI原材料购进价格录得66.1%，较2月上行6.1个百分点。二是上游主要大宗商品价格持续反弹，以均价看，3月除动力煤价格下跌3.8%外，水泥、螺纹钢、布油、铜价环比分别上涨1.8%、2.1%、10.5%、2.5%。其中布油价格涨幅较大，环比上涨10.5%。三是生猪存栏

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_39942

