



## 宏观研究

## 【粤开宏观】如何看待“基数效应”和“两年平均增速”

2024年03月25日

投资要点

## 分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 分析师：马家进

执业编号：S0300522110002  
电话：13645711472  
邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】经济数据“开门红”的亮点与隐忧》2024-03-18

《【粤开宏观】工资收入的基本特征、影响因素及政策建议》2024-03-13

《【粤开宏观】政府工作报告释放的九大信号》2024-03-05

《【粤开宏观】促投资促消费新举措，从存量中挖掘增量》2024-02-29

《【粤开宏观】1998-2023年中国各省份土地出让收入排名变迁》2024-02-25

## 导读

疫情以来，中国经济的波动性明显加大，季度之间、月度之间经济数据忽高忽低，采用同比环比、当年同比两年平均会得出截然不同的结论，这极大影响对于经济形势的判断，导致难以形成各方共识，影响政策决策。5%的经济增速是高还是低现在难以直接回答，首先要解决的是在何种基数上实现的。这种经济波动性明显加大既受到外部环境不确定如外需波动、地缘政治多发等影响，又源自2020年以来不定期疫情的扰动。

内外部的扰动，为经济指标的同比增速带来了频繁的“基数效应”，极大地增加了数据解读的难度与分歧。为此，国家统计局引入了“两年平均增速”的方法，被市场广泛应用于2021和2023年各月的数据分析之中。然而市场对于“基数效应”和“两年平均增速”的分析和使用并不统一。例如2024年1-2月的经济数据解读，既有单独使用当月同比，也有单独使用两年平均增速，还有两者混合使用，从而得出了不同的结论。

因此有必要对上述问题进行深入探讨，有助于提高对后续经济数据解读的准确性、增进社会共识。本文重点围绕三个问题展开：第一，“基数效应”如何干扰经济形势分析？第二，“两年平均增速”能否化解近几年的“基数效应”？第三，2024年是否还需使用“两年平均增速”？哪些指标需要考虑，哪些指标不需要考虑？

**基本结论是：**理论上只要前期的“坑”被后续经济恢复“填平”了，即使前一年的数据明显高于或者低于均值，仍不需要考虑基数效应；关键是看经济指标运行是否恢复到了正常轨道。具体而言，1) 2024年上半年经济数据仍受基数效应扰动，下半年则影响较小。2) 2024年上半年面临的基数效应，无法通过两年平均增速来简单消除。3) 不同指标的波动节奏并不一致，无法使用统一的基期或处理方式。4) 2024年经济数据解读和经济形势分析的难度明显上升，无论是年内各月份之间的纵向比较，还是同期不同经济指标之间的横向比较，都需要具体问题具体分析，不能一概而论。5) 要防止出现“低基数→同比增速推高→政策转向”的链条，保持政策的稳定性和连续性，不断巩固和增强经济回升向好态势。

**风险提示：**外部冲击超预期、稳增长政策超预期



## 目 录

一、“基数效应”如何干扰经济形势分析？ .....	3
二、“两年平均增速”能否化解近几年的“基数效应”？ .....	5
三、2024 年是否还需使用“两年平均增速”？ .....	7

## 图表目录

图表 1： 工业生产环比增速的季节性波动 .....	3
图表 2： 社零消费环比增速的季节性波动 .....	3
图表 3： 春节错位导致每年 1 月和 2 月 M0 同比增速大幅波动 .....	4
图表 4： 2023 年二季度 GDP 同比被低基数推高，与经济下行压力增大不一致 .....	5
图表 5： 工业生产的当月同比和两年平均增速会得出不同结论 .....	6
图表 6： 2023 年 10 月消费的当月同比和两年平均增速均不符合真实情况 .....	7
图表 7： 2022 年二季度和 2023 年二季度 GDP 都处于年内低点 .....	8
图表 8： 餐饮收入和汽车零售额的恢复节奏存在差异 .....	8

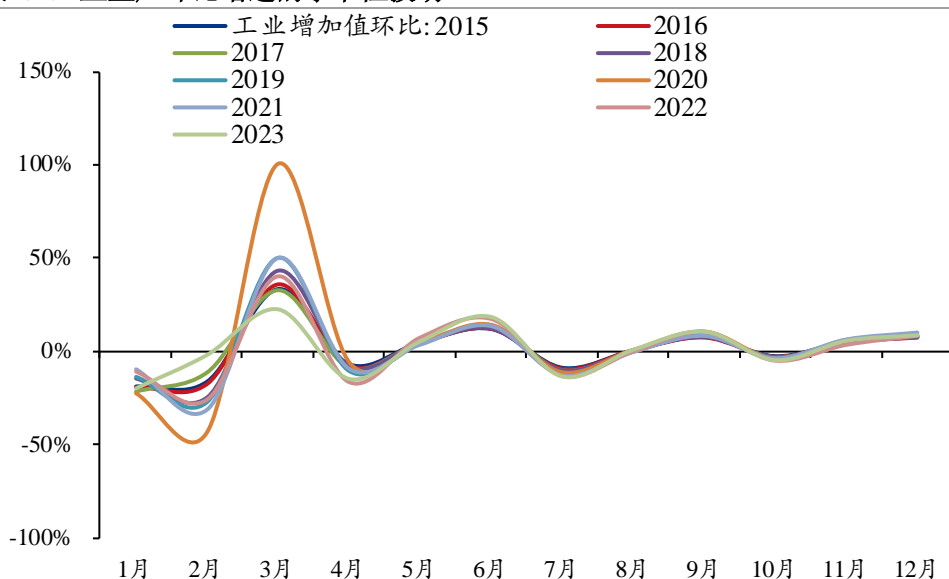


## 一、“基数效应”如何干扰经济形势分析？

经济指标的同比增速是政府和市场进行经济形势分析的主要依据。判断当前经济形势走强还是走弱，通常是看经济指标增速是加快还是放缓，而非经济指标水平值的增加或减少。增速又分为同比增速和环比增速，统计部门公布数据和市场机构分析数据时，一般使用同比增速。

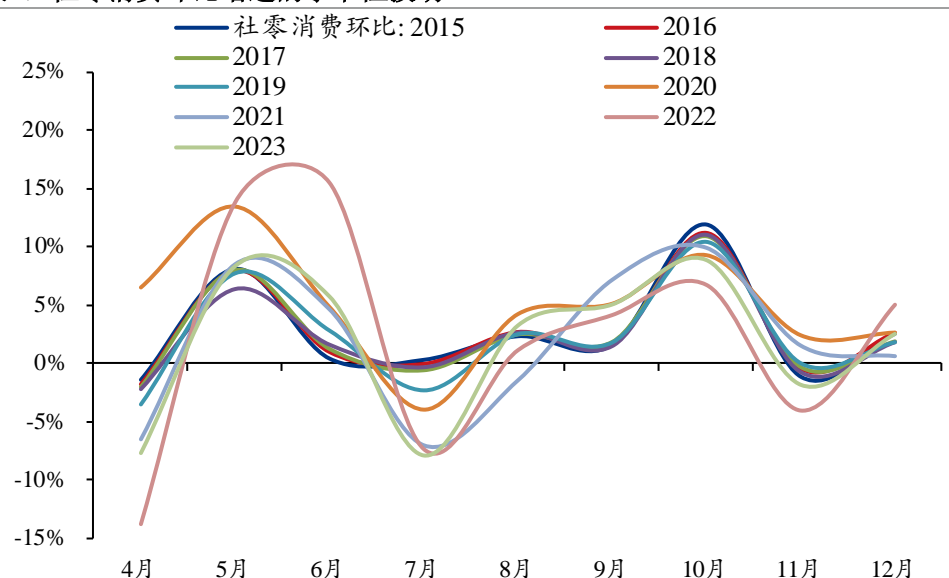
同比增速可以规避环比增速所面临的季节性扰动。例如，工业生产受企业实现季度生产目标、完成订单交付等影响，呈现出“季末冲高、季初回落”的周期性节奏；居民消费受“五一”“十一”假期以及电商平台“618”“双11”促销活动提前等影响，每年5月和10月都会显著放量。经济活动的这种季节性波动，极大地削弱了环比增速对经济形势的指示作用，必须对数据进行较为复杂的季节性调整才能正常使用。相较之下，同比增速根据当期和去年同期数据进行计算，方法简单、效果明显，因此被广泛采用。

图表1：工业生产环比增速的季节性波动



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表2：社零消费环比增速的季节性波动



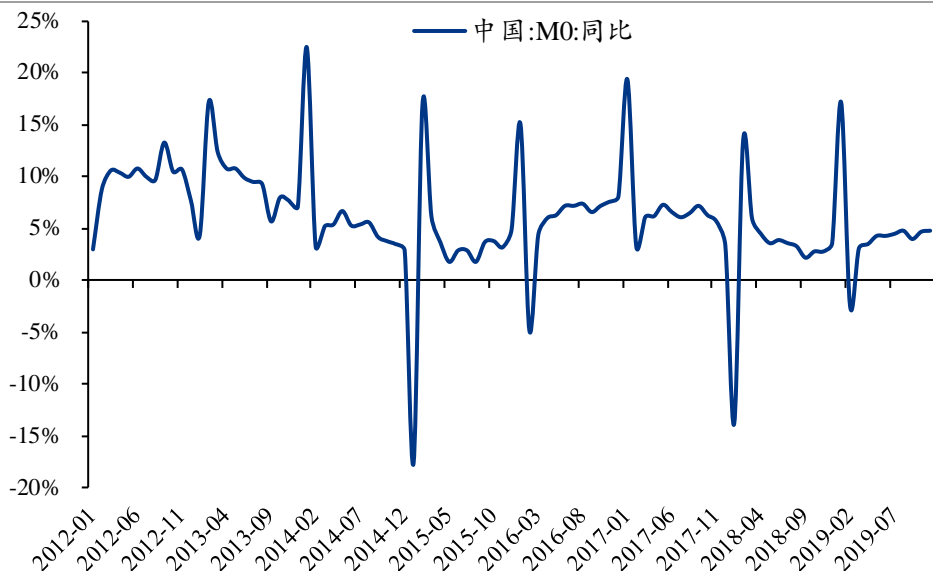
资料来源：Wind、粤开证券研究院



但同比增速也可能受到“基数效应”干扰，降低经济形势分析的准确性。同比增速以去年同期为基期进行计算，如果去年同期经济出现了异常波动，即使当期经济正常运行，同比增速也会出现剧烈变化，若不加妥善处置，容易引发误判。

**春节错位是最常见的基数效应。**农历春节在公历1月和2月间不定期轮转，导致经济指标的1月和2月同比增速经常大起大落。为避免这种扰动，工业增加值、社零消费、固定资产投资等数据将1-2月合并公布，而对于物价、金融、进出口等1月和2月分开公布的数据，若遭遇春节错位，也应合并数据后再做分析。

图表3：春节错位导致每年1月和2月M0同比增速大幅波动

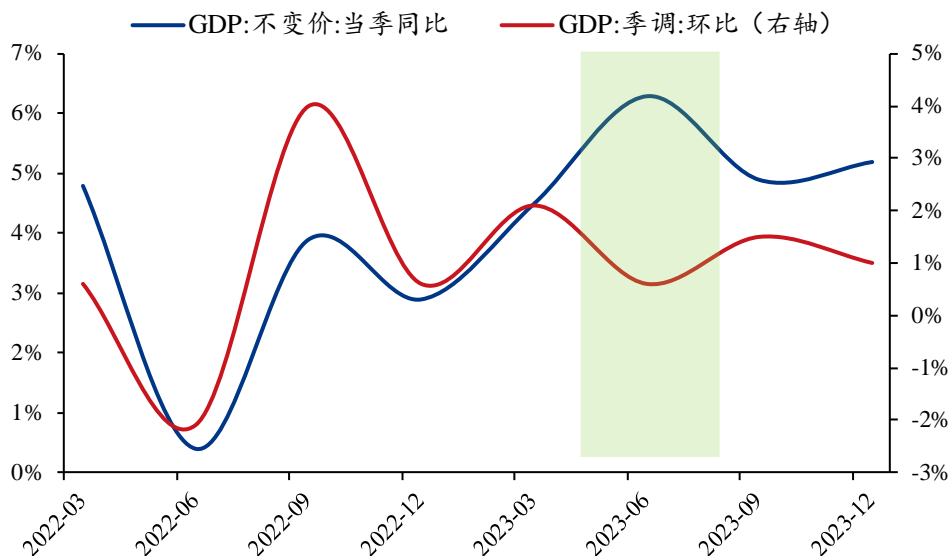


资料来源：Wind、粤开证券研究院

**疫情爆发和反弹是近几年基数效应的主要来源。**2020年初疫情爆发，一季度实际GDP同比增速为-6.9%，低基数导致2021年一季度同比增速高达18.7%，真实的经济表现当然没有同比增速所显示的这么强。2022年二季度上海、吉林等地疫情大规模反弹，全国GDP受此拖累，同比增速仅为0.4%，低基数将2023年二季度同比增速推升至6.3%的年内高点，然而二季度实际上却是全年经济下行压力最大的时期。



图表4：2023年二季度GDP同比被低基数推高，与经济下行压力增大不一致



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## 二、“两年平均增速”能否化解近几年的“基数效应”？

“两年平均增速”是处理近几年“基数效应”较为有效的方法。为解决2020年疫情冲击导致的低基数对2021年各月经济指标同比增速的严重干扰，国家统计局引入了“两年平均增速”，以2019年相应同期数为基数，采用几何平均的方法计算增速。

从数据发布来看，国家统计局仅在2021年各月和2023年1-2月使用了两年平均增速，其他时间均使用普通的当月同比。但国家统计局仍在部分时期的数据解读中使用了两年平均增速，例如基数效应导致2023年5月消费和工业生产当月同比放缓、2023年三季度GDP当季同比放缓时。市场对于两年平均增速的使用则更为普遍，2021和2023年各月，以及2024年1-2月均有使用。

两年平均增速生效的场景是基数发生异常变化。2020年疫情爆发、2022年疫情多次反弹，正常的生产生活秩序受到严重冲击，不仅影响当期经济指标的同比增速，还对后一年的2021和2023年的同比增速造成扰动。为规避这种影响，将基期前移至相对正常的2019和2021年，计算两年平均增速。由于2021年疫情防控效果较好、经济逐步恢复，形成相对稳定的基数，因此2022年各月并未使用两年平均增速，而是直接使用当期同比。



图表5：工业生产的当月同比和两年平均增速会得出不同结论



注：2021 和 2023 全年、2024 年 1-2 月为两年平均增速

资料来源：Wind、粤开证券研究院

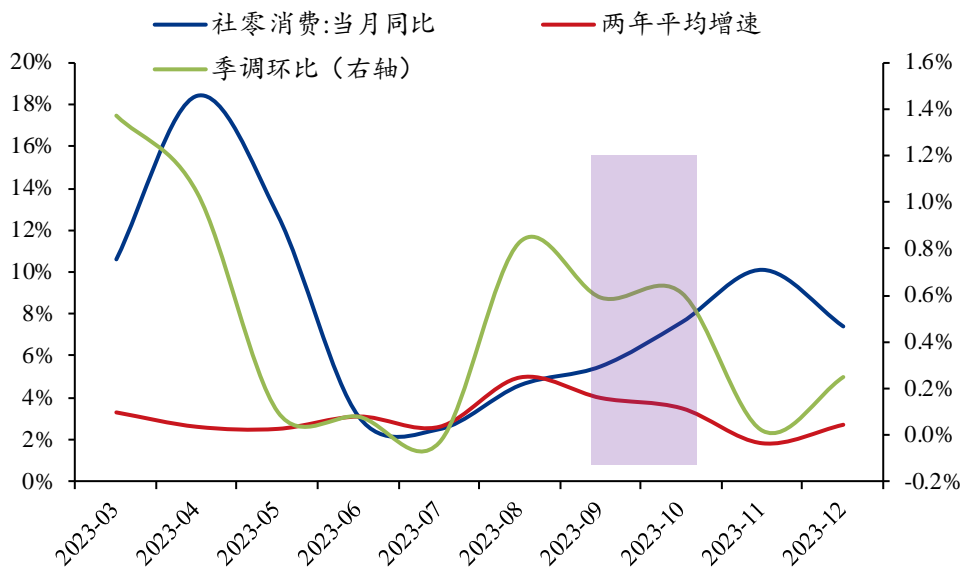
需要注意的是，两年平均增速并不能完全规避基数效应的扰动，只是从一个基数换至另一个基数。2023 年各月使用两年平均增速，虽然避免了 2022 年疫情不定期反弹导致的基数波动，但实际上是以 2021 年同期为基数。如果 2021 年某月经济运行异常，仍会对 2023 年的两年平均增速造成扰动。

以 2023 年 10 月的消费数据为例，无论是根据当月同比从 5.5% 升至 7.6% 得出消费火爆，还是根据两年平均增速从 4.0% 降至 3.5% 得出消费走弱，都不符合真实情况，因为两个数据都受到了基数效应的干扰。2022 年 10 月存在疫情扰动，餐饮收入同比为 -8.1%，社零同比从 2.5% 降至 -0.5%，因此不能单看当月同比。两年平均增速虽然能削弱 2022 年同期基数的影响，但又引入了 2021 年同期基数的干扰。2021 年 10 月消费较 9 月明显改善（两年平均增速从 3.8% 升至 4.6%），导致 2023 年 10 月两年平均增速回落。从季调环比来看，社零消费增速从 9 月的 0.59% 小幅升至 10 月的 0.61%，略有好转。





图表6：2023年10月消费的当月同比和两年平均增速均不符合真实情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、2024年是否还需使用“两年平均增速”？

在2021和2023年的经济数据解读中，GDP、工业增加值、社零消费等指标均普遍使用两年平均增速。2024年是否还需沿用，取决于两个问题：第一，2023年该经济指标运行是否平稳？如果平稳，则使用当期同比即可；如果不平稳，就要处理基数效应。第二，作为两年平均增速基期的2022年经济运行是否平稳？如果平稳，则可使用两年平均增速；如果不平稳，则不适合使用。

首先，2024年上半年经济数据仍受基数效应扰动，下半年则影响较小。2023年一季度经济开门红，疫情平稳转段，房地产市场出现“小阳春”，积压订单交付加快支撑出口高增。然而二季度房地产市场和出口形势转向，对经济形成较大压力，下半年经济则在各项稳增长政策作用下逐步企稳。2023年各季度GDP较2019年同期分别增长21.0%、19.2%、20.2%和20.1%，二季度是一个低点，相应地，2024年二季度GDP同比将会显著上升。2023年经济开门红的积攒动能快速释放后，短期内工业生产、消费、出口等后劲不足，两年平均增速分别从3月的4.4%、3.3%和12.1%降至4月的1.3%、2.6%和4.7%，将使得2024年同期经济指标的同比增速出现较大波动。尤其是出口同比，1-2月为7.1%，基数效应或导致3月明显回落，4月再度回升。

其次，2024年上半年面临的基数效应，无法通过两年平均增速来简单消除。2024年使用两年平均增速，即以2022年同期为基期，然而2022年经济运行并不平稳，各季度GDP同比分别为4.8%、0.4%、3.9%和2.9%，同样会导致2024年二季度GDP两年平均增速显著上升。2022年4月工业生产同比为负，3-7月及9-12月餐饮收入同比为负，8月开始出口同比大幅下滑，均会严重干扰2024年同期的两年平均增速。

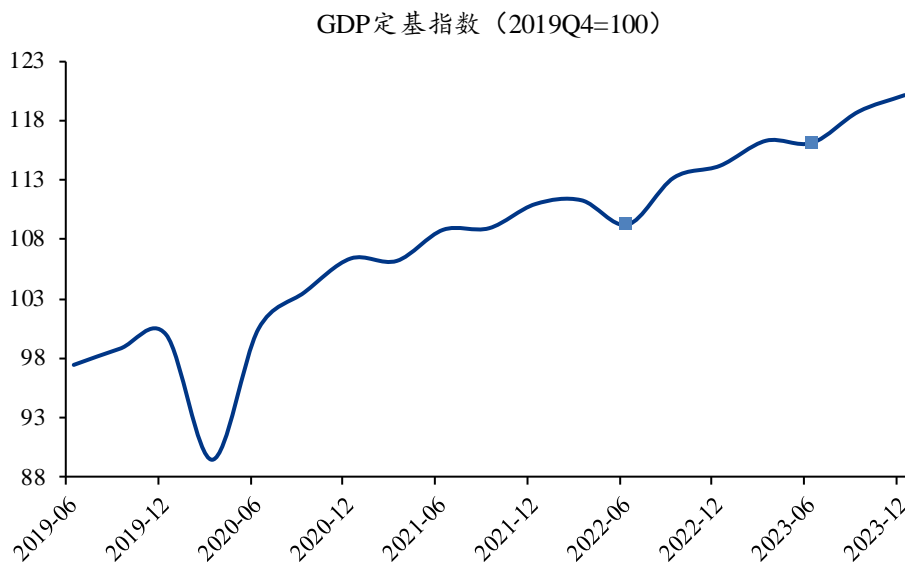
最后，不同指标的波动节奏并不一致，无法使用统一的基期或处理方式。例如，1-2月餐饮收入的上一个高点在2023年，汽车零售额的上一个高点在2022年，而3月餐饮收入和汽车零售额的上一个高点均在2023年。如果看当月同比，1-2月汽车零售额的增速会偏高；如果看两年平均增速，3月汽车零售额的增速会偏高；而对于餐饮收入，仅从1-2月和3月的比较来看，无论采用当月同比还是两年平均增速，对结论的影响相对



较小。

综合来看，2024 年经济数据解读和经济形势分析的难度明显上升，无论是年内各月份之间的纵向比较，还是同期不同经济指标之间的横向比较，都需要具体问题具体分析，不能一概而论。要防止出现“低基数→同比增速推高→政策转向”的链条，保持政策的稳定性和连续性，不断巩固和增强经济回升向好态势。

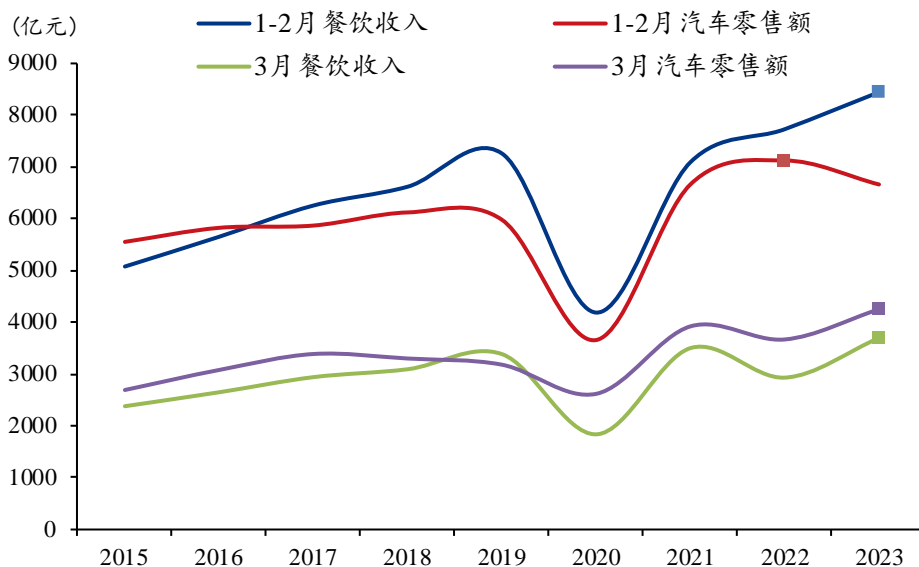
图表7：2022 年二季度和 2023 年二季度 GDP 都处于年内低点



注：2019 年各季度根据季调环比计算，2020 年以来各季度根据同比增速计算

资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表8：餐饮收入和汽车零售额的恢复节奏存在差异



资料来源：Wind、粤开证券研究院





## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。  
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)