

2021年3月中国经济数据前瞻

中国经济依然坚韧

■ 核心摘要

从3月官方制造业PMI看，当前经济供需两旺，预计一季度实际GDP同比为21%。由于基数从2月异常低的水平逐步向正常水平回归，预计3月工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额的增速分别将回落到15%、28%和30%。3月进口和出口都维持韧性，预计同比分别为22%、28%，出口在上半年都将处于高景气区间。3月CPI同比将转正到0.5%，而PPI同比涨幅进一步扩大到3.9%。居民和企业的中长期贷款需求旺盛，但房贷和涉房的违规经营贷，可能受到政策影响；加之和去年同期相比，政府债券和信用债的净融资都大幅回落，预计M2增速将落到10%以下。

1、GDP。2020年四季度中国实际GDP环比高达10.4%，显著高于2017年-2019年同期的环比均值8.9%。但考虑到“就地过年”倡议对生产的推动、消费在恢复、以及出口维持高景气，我们认为今年一季度中国实际GDP的环比仍有可能持平于2017年-2019年一季度GDP的环比均值-15.8%，据此计算得今年一季度实际GDP同比增长21.0%。

2、工业增加值。虽然3月工业企业采购可能因原材料涨价而恢复得没有以前那么快，但“就地过年”减少了人员回乡和返程对生产的扰动，最终结果是生产恢复节奏和2017年-2019年的季节性规律一致。利用工业增加值的定基指数环比季节性规律，我们估算得3月工业增加值同比15.0%。

3、固定资产投资。从环比的角度看，一季度固定资产投资，将较今年1-2月的有明显修复，预计同比为28%。一方面因企业用工压力得到缓解，另一方面则是房地产和制造业投资本身就有韧性，而基建在3月可能加快修复。

4、社会消费品零售总额。限额以上商品零售额同比的波动，主要由汽车、石油及制品这两类贡献。汽车方面，3月乘用车日均销量环比增长7.5%，低于2017年-2019年的3月均值25.8%。石油及制品方面，3月国内成品油价格两次调涨，预计3月的限额以上企业石油及制品零售总额不弱。结合社消环比的季节性规律和今年实际情况，我们估算3月的社会消费品零售总额同比增长30.0%。

5、进出口。随着内需持续恢复，对进口商品的需求也在增加，中国进口集装箱运价指数持续上升。与此同时，大宗商品涨价，也会推升进口的同比读数。3月出口集装箱运价下跌，主因并非外需减弱，当前海外对中国制造依然有很高的需求。在季调环比均值的基础上，结合3月进口和出口的高景气，我们预计3月进口和出口同比分别为22.0%和28.0%。

6、物价。高频数据和环比均值相结合，测算得3月的CPI同比为0.5%。食品方面，3月农产品批发价格总指数环比-7.3%，36个城市猪肉平均零售价和28种重点蔬菜批发价均一路下跌。非食品消费品方面，除根据现行成品油定价机制下，国际油价上涨向成品油传导外，因当前消费尚未完全恢复，其它上游商品涨价向下游的传导压力有限。根据PPI环比和PMI出厂价格指数的相关性，计算得3月PPI环比为1.3%、同比为3.9%。

7、金融数据。3月居民部门中长期贷款的需求依然较强，但可能受到房贷调控收紧的影响。当前中国经济内生性动力依然较强，企业有扩大资本开支的诉求，政策也在引导加大对中小企业等薄弱环节以及制造业等重点领域的定向支持，3月企业中长期贷款可能继续强劲。而3月政府债券和信用债的净融资，则将较去年同期都大幅回落。预计3月新增信贷2.2万亿，新增社融3.1万亿，存量社融同比12.3%，M2同比9.5%。

从 3 月官方制造业 PMI 看，当前经济供需两旺，预计一季度实际 GDP 同比为 21%。由于基数从 2 月异常低的水平逐步向常态回归，预计 3 月工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额的增速分别将回落到 15%、28% 和 30%，尤其是工业增加值增速下滑明显。3 月进口和出口都维持韧性，预计同比分别为 22%、28%，出口在上半年都将处于高景气区间。3 月 CPI 同比将转正到 0.5%，而 PPI 同比涨幅进一步扩大到 3.9%。3 月居民和企业的中长期贷款需求旺盛，但房贷和涉房的违规经营贷可能受到政策影响。和去年同期相比，政府债券和信用债的净融资都大幅回落。

图表1 2021 年 3 月经济数据预测

	2020-03	2020-11	2020-12	2021-02	2021-03
GDP	-6.8 (当季)	-	6.5 (当季)	-	21.0 (当季)
工业增加值 (%)	-1.1	7.0	7.3	35.1 (累计)	15.0
固定资产投资 (%)	-16.1	2.6	2.9	35.0	28.0
社会消费品零售总额 (%)	-15.8	5.0	4.6	33.8	30.0
进口 (%)	-1.4	3.9	6.5	17.3	22.0
出口 (%)	-7.0	20.6	18.1	154.9	28.0
CPI (%)	4.3	-0.5	0.2	-0.2	0.5
PPI (%)	-1.5	-1.5	-0.4	1.7	3.9
新增信贷 (亿)	28500	14300	12600	13600	22000
新增社融 (亿)	51838	21355	17192	17129	31000
社融同比 (%)	11.5	13.6	13.3	13.3	12.3
M2 (%)	10.1	10.7	10.1	10.1	9.5

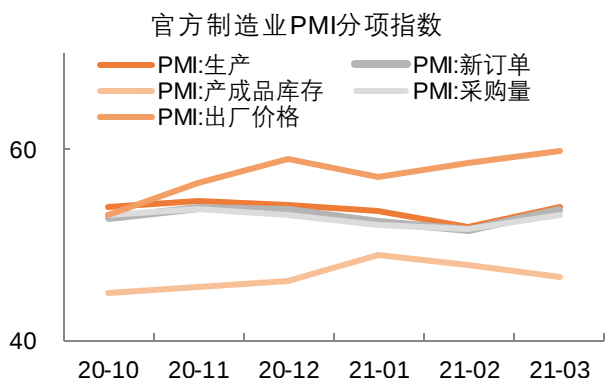
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1、GDP

一季度中国经济继续维持很强韧性。从生产端看，“就地过年”倡议对 1-2 月工业生产的提振虽不及市场预期，但仍要强于季节性规律。3 月官方制造业 PMI 分项指数中，和生产活动相关的采购、原材料库存、生产子项与前值相比都明显回升，显示 3 月生产较快恢复。从需求端看，3 月官方 PMI 内需和外需相关的分项指数都站在了景气荣枯线以上。这是因为出口继续超预期，二是制造业企业有资本开支的诉求，三是建筑业 PMI 新订单指数创 2019 年以来新高，预示着基建投资可能也在改善。疫后恢复较慢的消费尤其是服务消费在 3 月也有加速趋势，21 个服务业子行业的商务活动指数均在荣枯线之上。

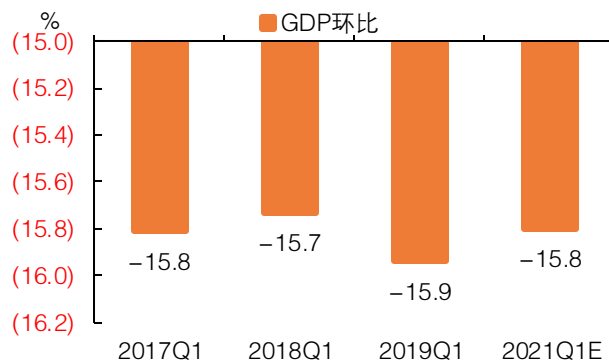
2020 年四季度中国实际 GDP 环比高达 10.4%，显著高于 2017 年-2019 年同期的环比均值 8.9%。但考虑到“就地过年”倡议对生产的推动、消费在恢复、以及出口维持高景气，我们认为今年一季度中国实际 GDP 的环比仍有可能持平于 2017 年-2019 年一季度实际 GDP 的环比均值-15.8%，据此计算得今年一季度中国实际 GDP 同比增长 21.0%。

图表2 3月制造业PMI显示当前经济供需两旺



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 2017-2019年一季度中国实际GDP环比非常接近

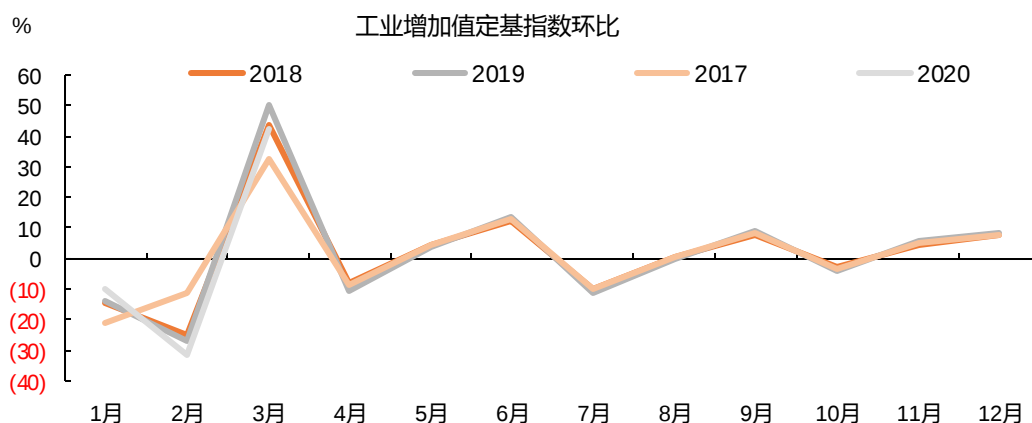


资料来源:wind, 平安证券研究所

2、工业增加值

3月工业生产恢复节奏,基本符合季节性规律。2017年到2019年这三年的3月和2月相比(2017年春节长假在1月27日到2月2日,根据PMI的统计规则这段时间均被统计到2月PMI中),官方制造业PMI采购量指数平均提高2.4,从业人员指数平均提高0.5,生产指数平均提高2.0。而今年3月和2月相比,三者分别提高1.5、2.0和2.0。可见,今年3月虽然采购可能因原材料涨价而恢复得没有以前那么快,但“就地过年”减少了人员回乡和返程对生产的扰动,最终结果是生产恢复节奏和2017年-2019年的季节性规律一致。利用工业增加值定基指数环比的季节性规律,我们估算得3月工业增加值同比15.0%。

图表4 工业增加值定基指数环比呈现季节性规律



资料来源:wind,平安证券研究所

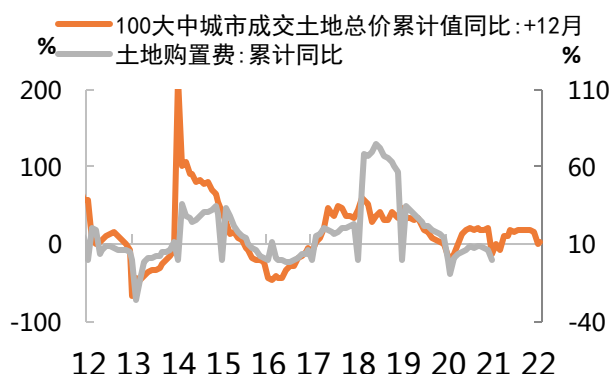
3、固定资产投资

我们认为从环比角度看,一季度固定资产投资将较今年1-2月有明显修复,预计同比为28%。

一方面,企业用工压力有缓解。虽然今年有“就地过年”倡议,但国家统计局领导在解读2月官方PMI数据时,指出企业面临“用工荒”的问题,或意味着选择“就地过年”的工人劳动参与率不高。进入3月后,用工难题有所缓和,制造业PMI从业人员指数时隔11个月站上荣枯线。今年1-2月固定资产投资的两年平均增速只有1.7%,也可能和用工荒有关。用工荒问题的缓和,预计对3月固定资产投资将有正面推动。

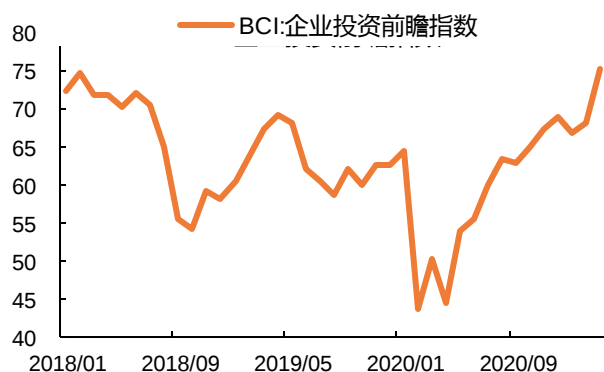
另一方面，固定资产投资本身有韧性。分大类来看：房地产方面，今年 1-2 月的房屋施工面积两年平均增速为 6.9%，高于去年全年的 3.7%。1-2 月的房地产开发企业到位资金两年平均增长 11.7%，高于 2015 年到 2019 年各年前两个月的累计增速。施工面积+资金供应+工人返程，3 月地产建安投资应有支撑。不过需要关注的是，领先指标显示，今年一季度土地购置费用增速有回落风险。制造业方面，2020 年四季度制造业产能利用率 78.4%，有统计以来仅次于 2017 年四季度的 78.5%。2018 年制造业投资逆势回升，而今年的企业预期和融资环境都明显好于 2018 年，我们认为今年 1-2 月的制造业投资低迷只是暂时的。长江商学院发布的 BCI 企业投资前瞻指数主要统计的是民营中小企业，今年 3 月为 75.4，创 2018 年以来新高。这预示着民企投资意愿积极，而制造业企业以民企为主。基建投资方面，基建投资长期弱势，不过 2 月开始加快财政资金投放，3 月建筑业 PMI 新订单指数创 2019 年以来新高，均意味着基建投资可能已在修复。

图表5 领先指标显示一季度土地购置费用有回落压力



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 当前企业投资意愿积极

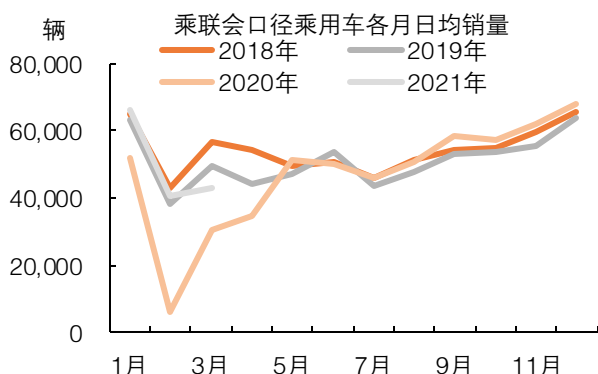


资料来源:wind, 平安证券研究所

4、社会消费品零售总额

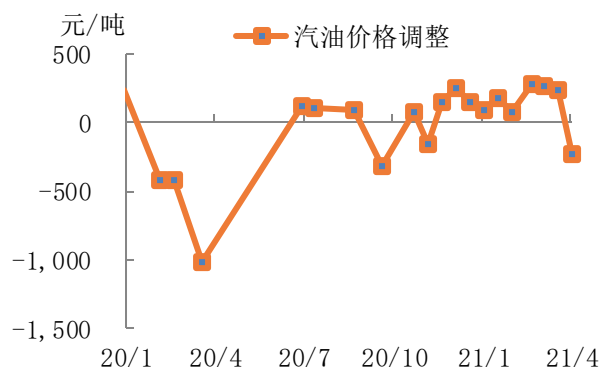
限额以上商品零售额同比的波动，主要由汽车、石油及制品这两类贡献。汽车方面，3 月乘联会口径的乘用车日均销量为 4.3 万辆，环比增长 7.5%，低于 2017 年-2019 年的 3 月环比均值 25.8%。可能原因是，2020 年 9 月到今年 1 月，汽车零售经历了一轮较快恢复。在居民收入增长缓慢的情况下，汽车零售持续超季节性的概率不大。石油及制品方面，3 月国内成品油价格两次调涨，全国汽油均价从月初的 7180 元/吨，提高到月末的 7675 元/吨，预计 3 月的限额以上企业石油及制品零售总额不弱。

图表7 2020 年 9 月-12 月汽车销售有一轮修复性行情



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 今年 3 月成品油调涨两次



资料来源:wind, 平安证券研究所

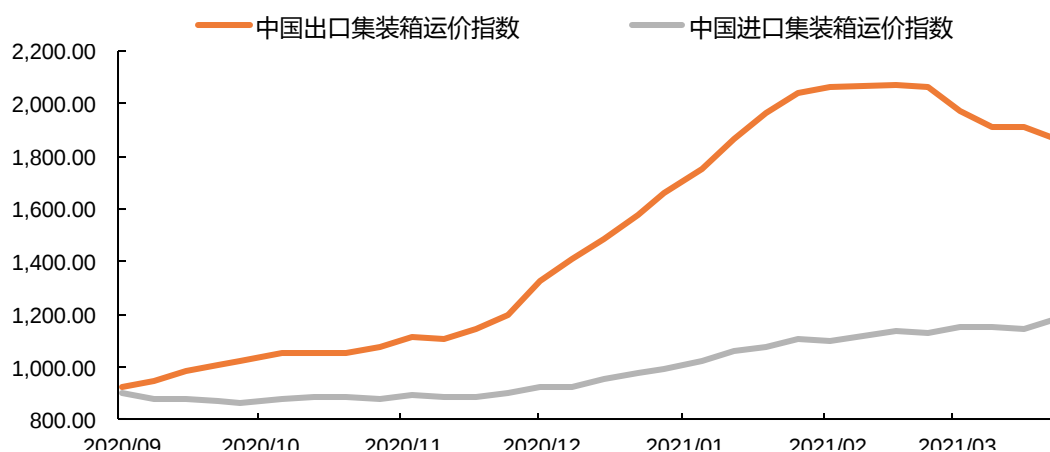
3月21个服务业子行业的商务活动指数均在50以上，服务消费呈现加速趋势。但服务业除餐饮业外，其营收均不统计到社会消费品零售总额里，而餐饮收入仅占社会消费品零售总额的10%左右。因此，3月服务业加快恢复对一季度GDP增长有正向推动，但对社会消费品零售总额的影响有限。

2017年到2019年，3月社会消费品零售总额较当年1-2月的环比分别为-51.9%、-52.2%和-52.0%。结合社消环比的季节性规律和今年实际情况，估算3月的社会消费品零售总额同比增长30.0%。

5、进出口

在季调环比均值的基础上，结合3月进口和出口的高景气，我们预计3月中国进口和出口同比分别为22.0%和28.0%。进口方面，3月PMI进口订单指数从49.6提高到51.1，创2018年4月以来新高。表明随着国内需求持续恢复，对进口商品的需求也在增加，中国进口集装箱运价指数持续上升。与此同时，大宗商品涨价，也会推升进口的同比读数。出口方面，3月各周的中国出口集装箱运价指数持续下滑，引起了对中国出口环比是否已过高点的讨论。但3月末公布的官方制造业PMI新出口订单指数从48.8跳升到51.2，表明3月出口集装箱运价下跌，主因并非外需减弱，而是海外港口逐步畅通后船东运费要求有所下降、运费前期上涨过快本身就有降价压力所致。随着以美国为代表的全球需求进一步复苏，以及发达国家和发展中国家疫苗接种的时间错位，中国出口的高景气在上半年预计都还能持续。

图表9 今年3月中国出口集装箱运价指数下跌，而进口集装箱运价指数上涨



资料来源:wind,平安证券研究所

6、物价

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_18580

