

一季度GDP为什么能达到18.3%的高增速？

核心观点：

1、一季度 GDP 实际增速高达 18.3%，略超市场预期，两年复合增速 5.0%，说明当下经济复苏稳步向好。首先，从供需两端各分项累计同比的表现来看，相比于 2 月份，修复比较明显的主要为制造业、基建投资以及消费，增速总体持稳的主要为房地产投资，相对而言，增速出现明显放缓的则主要为出口以及工业增加值。其次，从环比看，尽管一季度实际 GDP 增速略超市场预期，但是，不可否认，从环比看，2021 年一季度增速的环比变化还是略低于 2017-2019 年同期，代表年内 GDP 增速仍有进一步向上修复的空间。

2、消费实际上是导致今年一季度 GDP 略超市场预期的因素之一。观察 3 月消费增速，我们认为当下消费表现值得关注的主要有以下几点：1) 居民消费意愿以及消费能力可视性好转，消费意愿复苏的速度慢于消费能力；2) 消费结构改善较为明显，服务消费修复较快，但缺口较大，消费复苏还在路上。

3、固定资产投资表现与我们预期基本一致，从复合增速看，房地产稳中偏强，基建和制造业增速较 2 月有所反弹，且制造业在基本面和政策共振下其反弹更为强劲。其中，房地产投资表现虽稳中偏强，但下行压力已逐渐凸显，传导至房地产投资端的下行上只是个时间问题。基建增速的反弹主要受到季节性因素以及 3 月新增专项债下达的影响，考虑到专项债的下发主要集中在二三季度，且财政支出积极性预计也将在二季度有所凸显，因此，二季度基建增速仍将呈现出反弹行情。对于 3 月制造业投资的反弹，除短期扰动因素退潮外，我们可以看到 3 月制造业企业中长期贷款明显高于往年同期，且 3 月制造业 PMI 新订单指数为 53.6%，连续两个月高增，表明制造业企业的需求表现尚好，制造业企业信心较足。预计投资内部跷跷板格局的结构将更加趋于明显。

风险提示：消费意愿恢复慢于预期 出口回落力度超预期

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

目录

第 1 章	一季度 GDP 为什么能够达到 18.3%的高增速?	3
1.1.	18.3%高增长的背后反映了什么?	3
1.2.	消费温和修复，消费意愿及能力明显向好	4
1.3.	房地产持稳，基建及制造业反弹明显	5
第 2 章	上周重要数据追踪	6
	免责声明	8

第1章 一季度 GDP 为什么能够达到 18.3%的高增速？

数据：4月16日，国家统计局最新公布数据显示，初步核算，一季度国内生产总值249310亿元，按可比价格计算，同比增长18.3%，比2020年四季度环比增长0.6%；比2019年一季度增长10.3%，两年平均增长5.0%。

中国3月社会消费品零售总额同比增34.2%，预期增28.4%，1-2月增33.8%。3月份，社会消费品零售总额35484亿元，同比增长34.2%；比2019年3月份增长12.9%，两年平均增速为6.3%。

1-3月份，全国固定资产投资（不含农户）95994亿元，同比增长25.6%；比2019年1-3月份增长6.0%，两年平均增长2.9%；经季节调整后与去年10-12月份环比增长2.06%。

1-3月份，全国房地产开发投资27576亿元，同比增长25.6%；比2019年1-3月份增长15.9%，两年平均增长7.6%。

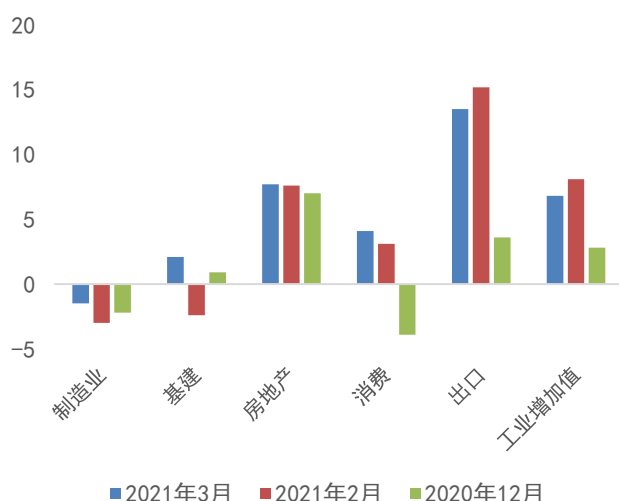
3月份，规模以上工业增加值同比实际增长14.1%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），预期增17.6%。从环比看，3月份，规模以上工业增加值比上月增长0.60%。一季度，规模以上工业增加值同比增长24.5%；比2019年同期增长14.0%，两年平均增长6.8%。

1.1. 18.3%高增长的背后反映了什么？

延续2021年一季度报告的思路，我们还是采用对比2019年同期数据以及复合增长率来进行分析。

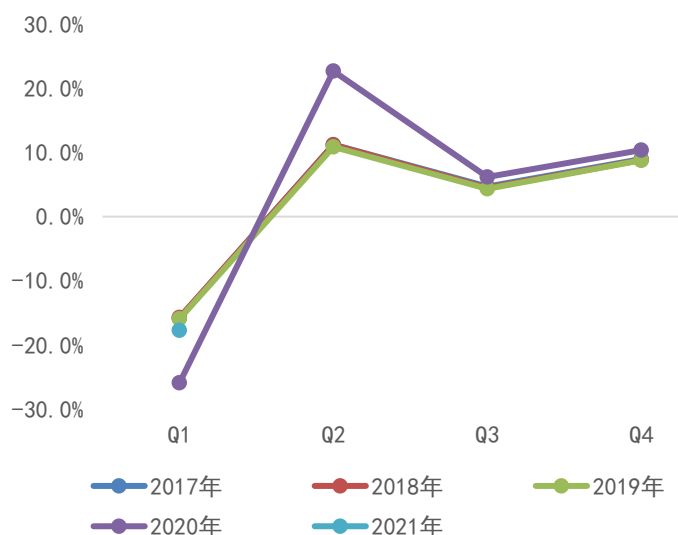
首先，一季度GDP实际增速高达18.3%，略超市场预期，对比2019年一季度增长10.3%，两年平均增长率为5.0%。尽管18.3%的高增速容易让民众晃眼，但是对比2019年同期的两年同比以及复合增长率均验证了当下经济复苏稳中向好这一趋势。

图 1.1.1：各分项两年累计复合增速（%）



数据来源：IFinD 南华研究

图 1.1.2：一季度实际 GDP 环比略低于 2017-2019 年同期



数据来源：IFinD 南华研究

从供需两端各分项累计同比的表现来看，相比于2月份，修复比较明显的主要为制造业、基建投资以及消费，增速总体持稳的主要为房地产投资，相对而言，增速出现明显放缓的则主要为出口以及工业增加值，上述变化与之前一季度报告的判断一致，基本验证了我们之前的判断。但各分项变化背后的逻辑各有不同，后文中我们会有进一步分析。

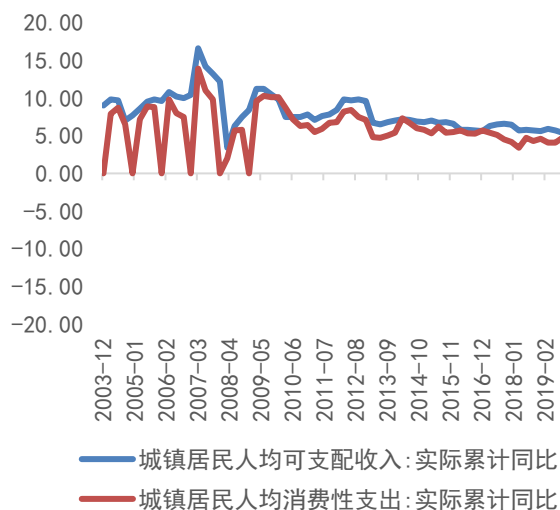
从环比看，尽管一季度实际GDP增速略超市场预期，但是，不可否认，从环比看，2021年一季度增速的环比变化还是略低于2017-2019年同期，2021年一季度实际GDP环比为-17.72%，2017-2019年同期一季度GDP环比均为-15.8%左右，代表尽管当下GDP修复稳中向好，但是剔除低基数效应之后，年内实际GDP增速仍有进一步复苏的空间。

1.2. 消费温和修复，消费意愿及能力明显向好

消费实际上是导致今年一季度GDP略超市场预期的因素之一。3月份当月同比超出市场预期5.8ppts，在低基数效应较2月减弱的情况下，当月同比延续正增速，消费表现明显超预期，这个超预期主要在于3月份国内疫情已经受控且各项经济活动均趋于正常所致。从平均增速看，3月消费两年复合增长率为6.3%，低于2月复合增速的15.7%，这一部分下降主要在于春节等假期因素的退潮所致。观察3月消费增速，我们认为当下消费表现值得关注的主要有以下几点：

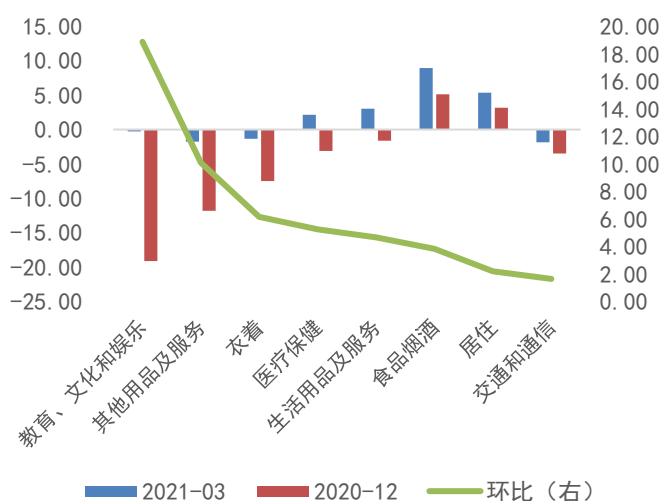
1、居民消费意愿以及消费能力可视性好转，消费意愿复苏的速度慢于消费能力。从最新公布的城镇居民人均可支配收入以及消费性支出看，剔除低基数效应后的两年复合增速显示居民消费能力以及消费意愿均较2020年12月明显改善，收入及支出实际同比均已转正，且居民可支配收入恢复逐渐接近疫情之前的水准，可支配收入的恢复仅差0.7ppts的缺口。相对而言，消费意愿尽管也有所复苏，但是明显低于疫情之前，且平均消费倾向的复苏仍存在一定差距。因此，年内消费复苏的重点主要在于居民消费意愿的进一步复苏上。

图 1.2.1：居民消费意愿和能力预期内向好



数据来源：IFinD 南华研究

图 1.2.2：消费结构改善较为明显（%）



数据来源：IFinD 南华研究

消费结构改善较为明显。从全国居民人均消费支出结构来看，同样采用复合增长率，各类型消费均较 2020 年 12 月环比有所改善，其中改善最为明显的教育、文化和娱乐为代表的可选消费，其次其他用品和服务环比改善也在 10% 以上，代表当前消费复苏的主要发力对象为当下恢复偏慢的服务类消费，总体消费结构明显改善。另外，尽管当下可选及服务消费环比改善明显，但主要服务类消费增速尚未走出负增速，代表后续服务消费复苏的道路还很长。

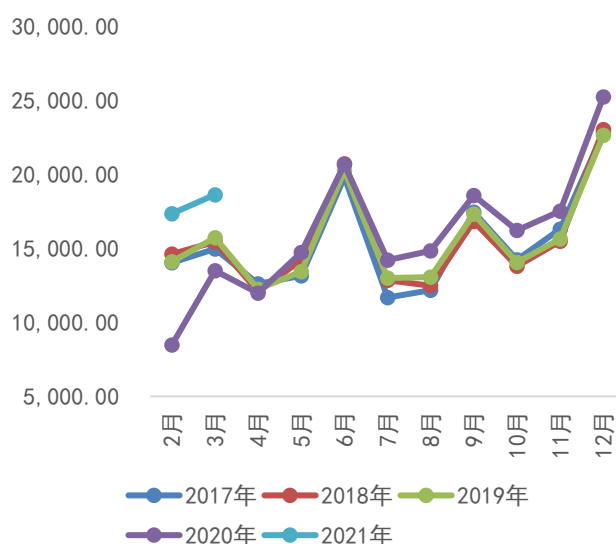
1.3. 房地产持稳，基建及制造业反弹明显

固定资产投资表现与我们预期基本一致，从复合增速看，房地产稳中偏强，基建和制造业增速较 2 月有所反弹，且制造业在基本面和政策共振下其反弹更为强劲。

首先来说房地产投资，相较于 2 月，房地产投资基本持稳，但是从分项看，房地产投资其实已经出现了一定的隐忧。房地产投资环比上涨 0.1pcts，这背后的强势仍旧得益于房地产需求端的强韧性。从房地产销售来看，3 月房地产销售依旧明显强于往年同期，但是在政策强压下其实房地产还是受到了下行压力，一方面，3 月的房地产销售累计同比复合增速已经开始回落，且对应到房地产投资资金来源中我们也可以看到，来源于居民端的融资现金流复合增长率也较 2 月明显回落，因此，房地产投资表现虽稳中偏强，但下行压力已逐渐凸显，传导至房地产投资端的下行上只是个时间问题。

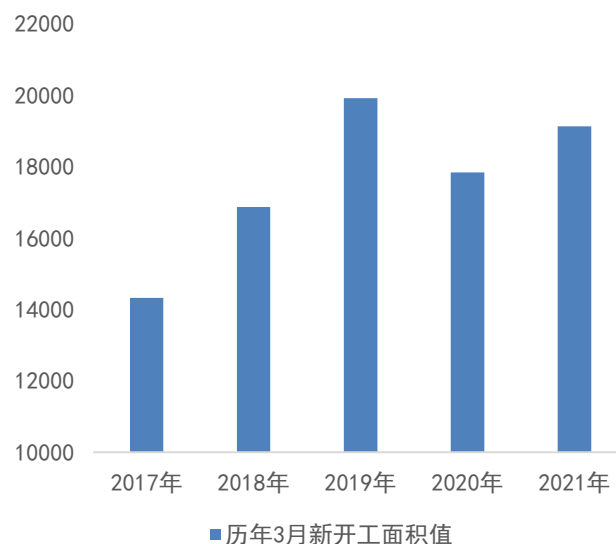
3 月基建增速的反弹主要受到季节性因素以及 3 月新增专项债下达的影响。从分项看，水利、交通运输、电热燃气等公用事业三个分项的复合增速均较 2 月呈现明显反弹，其中电力行业由于其行业刚性以及新基建的拉动作用下绝对表现最为强劲，但是交通运输、仓储以及邮政业的反弹力度最大，主要受益于 3 月后疫情防控压力下降后居民生活及出行趋于正常化所致，该行业当下的反弹速度或不可持续。另外，考虑到专项债的下发主要集中在二三季度，且财政支出积极性预计也将在二季度有所凸显，因此，二季度基建增速仍将呈现出反弹行情。

图 1.3.1: 3 月房地产销售面积依旧高于往年同期



数据来源：IFinD 南华研究

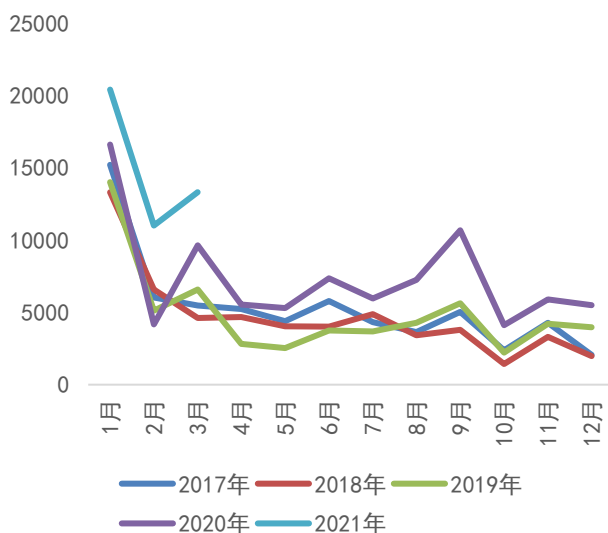
图 1.3.2: 历年 3 月房地产新开工面积 (%)



数据来源：IFinD 南华研究

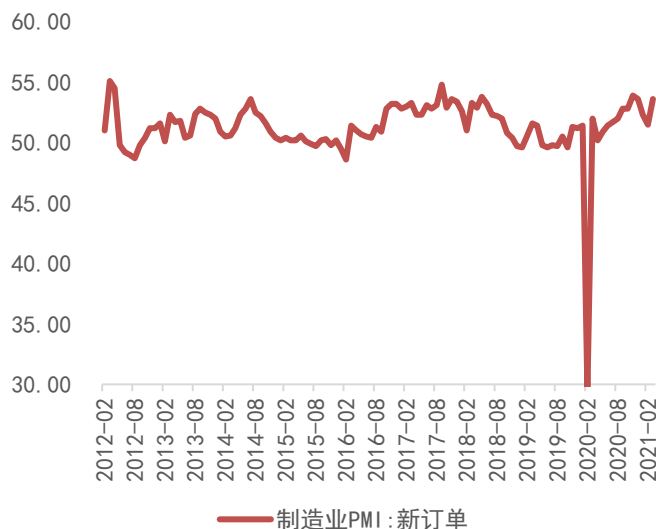
至于制造业，3月制造业投资累计同比复合增长率为-1.5%，环比2月复合增速上涨1.5pcts，2020年12月制造业投资累计同比为-2.2%，与预期基本一致。2月制造业增速下行主要受短期税收优惠政策调整的影响，在短期扰动因素褪去后，制造业投资今年的表现预期仅次于消费。对于3月制造业投资的反弹，除短期扰动因素退潮外，我们可以看到3月制造业企业中长期贷款明显高于往年同期，且3月制造业PMI新订单指数为53.6%，连续两个月高增，表明制造业企业的需求表现尚好，制造业企业信心较足。对于二季度，外需尽管有所回落，但2季度出口表现不至于太差，且内需以及制造业企业利润均对制造业投资形成支撑，预计制造业投资将进一步向上复苏。

图 1.3.3: 3 月非金融企业中长期贷款依旧高增



数据来源：IFinD 南华研究

图 1.3.4: 3 月制造业 PMI 新订单指数总体向好



数据来源：IFinD 南华研究

总体而言，投资内部结构较 2 月明显改善，对于二季度，我们预计投资内部跷跷板格局的结构将更加趋于明显，即基建整体持稳，房地产投资存在小幅的下行压力，制造业投资比较乐观。

第2章 上周重要数据追踪

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=118898>

