

宏观经济

中性（短期）

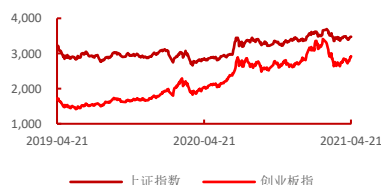
看好（中长期）

市场数据（2021-04-21）

上证综指涨幅（%）

近一周	1.65
近一月	2.01
近三月	-4.01

股价走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991532

邮箱：zhangzg@grzq.com

联系人

安青梁

电话：010-83991735

邮箱：anql@grzq.com

相关报告

《内外需求向好推动供给持续发力，社融回升难改信用下行趋势》
20210319

《12月生产旺盛拉动GDP超预期，“就地过年”发酵，春节经济或受影响》
20210126

《出口爆发推动制造业高景气，供需两旺拉动四季度GDP或超预期》
20201221

生产和需求轮动，社融加速下行，经济正在寻顶

——2021.04.22 宏观研究月报

投资要点

- **经济稳中向好态势延续。**一季度GDP增速为18.3%，基本符合预期。生产有所放缓，或因“就地过年”生产前置所致。需求端继续向好，尤其是消费大幅超预期，餐饮等线下消费恢复较快；投资保持平稳增长，地产韧性较强，天气转暖基建有所提升，制造业投资弱复苏；欧美供需错配逻辑边际减弱，但出口仍维持较高景气。3月社融增速大幅下降，信贷虽好，但地产调控不断升级，经济或到二季度确认顶点。
- **展望二季度，地产高压持续，社融将继续下行，经济顶也将逐步到来，增速呈冲高回落。**经济驱动力分化将逐步兑现，生产由需求带动仍值得期待，但投资逐步让位于消费。具体而言，地产有所弱化，基建或呈弱复苏，消费和制造业投资成为主要增长源，出口仍将维持高景气。保持货币政策“稳货币+紧信用”的判断，央行一季度例会已删除“不急转弯”的表述，我们认为，二季度或是政策“转弯较陡”的阶段。
- **具体来看，3月内需延续恢复，海外复苏加快，内外需旺盛推动经济维持较高增长。**1) 3月工业增加值近两年平均增速为6.2%，略低于预期。一是受“就地过年”影响，生产前置，导致1-2月生产偏高；二是大宗商品上涨过快导致企业利润承压，生产预期上有所观望；三是碳中和及环保限产压力下，全国高炉开工率明显下滑。但内外需仍旺盛，后续生产仍有阶段性上行动力。
- 2) **需求端持续向好基调不变，消费大幅超预期，出口维持高景气，投资稳步增长。**消费大超预期，餐饮零售等线下消费虽仍处低位但恢复步伐有所加快，清明节假期旅游出行人数达到2019年同期的94.5%，电影票房也突破历史同期最高记录，预计劳动节线下消费将大幅增加。出口替代逻辑正在边际减弱，越南、韩国等国家出口增速快速恢复，但外需强劲，出口景气度仍存，后续来看，全球经济进入快速恢复期，我国外贸仍有

较强韧性。投资方面，固定资产投资平稳恢复。地产仍保持韧性，但竣工及土地成交面积有所下降，叠加房地产调控政策不断，后续地产投资高增速难以维系；天气转暖，地方专项债下达，基建投资有所恢复，但后续难有超预期表现；制造业投资恢复趋势明显，企业中长期贷款维持高增，后续制造业或为主要亮点。整体来看，内需加速回暖，经济复苏后继有力。

3) 社融增速大幅下滑，信用收紧趋势加速，结构上房地产调控已成高压，制造业企业贷款仍继续发力。整体来看，社融增速下滑主要在于去年疫情放水导致社融高基数，加之目前货币回归中性，信用收紧共同导致。但信贷仍超预期，企业中长期贷款和居民按揭贷款持续高增，融资需求旺盛。我们认为，在非常规政策退出，信用周期收紧背景下，为防范系统性风险，保持宏观杠杆的稳定性，二季度社融增速大概率延续下行，继续维持上半年社融信贷前高后低的判断。

4) 3 月季节性原因及内外需旺盛我国制造业 PMI 回升至 51.9%，已连续 13 个月保持在荣枯线以上。分项来看，生产指数和新订单指数均有所回升，表明供需仍旺，同时新出口订单环比上涨 2.4 个百分点，我国出口驱动力正在从国内生产替代转向全球经济复苏，预计上半年出口依旧强势。同时非制造业 PMI 景气度大幅回升。在疫苗顺利接种下，欧美经济快速回升，制造业 PMI 达近几年高点，预计经济将加速恢复。

5) 大宗商品上涨 PPI 大幅高于市场预期，CPI 由同比负转正，核心 CPI 小幅上行，需求未显示过热迹象。CPI 同比转正主因高基数效应减弱及原油维持高位，非食品价格上涨对 CPI 具有较大拉动作用。同时 CPI 环比下降 0.5%，主要受春节后需求季节性回落影响，食品价格大幅下降所致。PPI 受大宗商品推动上涨超预期。整体来看，PPI 二季度或继续上行至 6%，存在一定输入性通胀压力，但需求未出现过热现象，物价大幅通胀概率较低。

6) 3 月各行业整体向好，上中下游随着经济复苏边际向好逻辑仍存。上游来看，原油供给有所改善，且受欧美疫情反复影响对需求造成扰动，暂时维持高位震荡；受疫情及限产政策影响，铜、铝和动力煤供给偏弱，需求上升价格有望继续上行；中游来看，随着天气转暖，地产、基建等开工，钢材、挖掘机、水泥及玻璃需求增加，同时受环保去产能等影响，价格中枢有所抬升；

下游来看，终端消费快速回升，餐饮等线下消费恢复最快，出游及航空客运量大幅提升，消费好于预期，但消费两年平均增速仍处于低位，未来还有较大提升空间。地产销售数据仍较好，但竣工及土地成交面积有所走弱，土地市场热度有所下降，房地产调控政策不断，后续地产投资高增速难以维系。

7) 稳健的货币政策更加灵活，财政政策防风险边际提升。3月24日，央行一季度例会政策口径有些微变化，删除了“不急转弯”等表述，边走边看的灵活度大幅提高。3月26日，银保监会、住建部和央行共同通知，要求对经营贷进行严格资质审核，实行“穿透式”管理。货币政策仍维持“稳货币+紧信用”的判断。4月8日，刘鹤副总理在金融委会议提出，“要保持物价稳定，特别关注大宗商品价格走势”。二季度暂时仍有输入型通胀压力，但全年持续通胀的可能性不大。财政部表示对增值税小规模纳税人免征增值税21个月，表明政府延续对中小微企业的支持。同时国务院明确健全地方政府依法适度举债机制，防范化解地方政府隐性债务风险。我们认为，今年经济增长压力不大的情况下，更加注重结构调整，金融防风险的重要性上升。

■ **风险提示：**1. 国内政策收紧超预期；2. 通货膨胀超预期；3. 中美摩擦升级超预期；4. 美国经济复苏不及预期。

目 录

1. 工业增加值略低于预期，但内外需向好背景下仍看好生产.....	6
2. 需求端稳重向好趋势不变，出口维持高位，消费高于预期，投资稳步增长.....	7
2.1 外贸向好趋势不变，大宗商品量价齐升进口大幅上升.....	8
2.2 固定资产投资同比继续回升，地产整体平稳，基建和制造业有所修复但仍然偏弱.....	9
2.3 社零超预期，餐饮零售等线下消费加速恢复	11
3. 社融增速放缓但增量仍保持高位.....	12
4. PMI 受季节性因素影响抬升，但仍超预期.....	14
5. 核心 CPI 小幅上行，需求未过热；PPI 大幅高于市场预期	17
6. 行业：上游原材料维持高位震荡，中游整体向好，下游地产仍有韧性，消费边际向好趋势不变	19
7. 政策：货币政策更加灵活，财政政策防风险有所提升.....	23

插图目录

图 1 GDP 同比增长基本与预期持平	6
图 2 价格上涨导致名义 GDP 与实际增速扩大	6
图 3 工业增加值环比季调基本保持稳定	7
图 4 全国高炉开工率明显下滑	7
图 5 大宗商品价格上涨 3 月进口增速达 38.1% (%)	8
图 6 一季度进出口增速在低基数效应下大幅上涨 (%)	8
图 7 一季度对美国出口累计同比增速最高 (%)	9
图 8 主要贸易伙伴 PMI 创近年新高 (%)	9
图 9 3 月固定资产投资累计同比大增 (%)	10
图 10 固定资产投资环比稳定且仍高于工业增加值 (%)	10
图 11 3 月社零同比数据超市场预期 (%)	12
图 12 餐饮住宿等线下消费快速恢复 (%)	12
图 13 天气转暖建筑装潢类消费恢复最快，石油及制品、汽车类恢复也有较大提升 (%)	12
图 14 高基数效应下 3 月社融增速大幅下滑 (%)	13
图 15 企业债券和表外融资为社融的主要拖累项 (亿元)	13
图 16 企业中长期贷款和居民贷款为新增信贷主要支撑 (亿元)	14
图 17 季节性因素制造业和非制造业 PMI 均有所上行	15
图 18 中小企业 PMI 上行幅度最大，信心有所增强	15
图 19 内外需稳步恢复，产需两旺	15
图 20 受国外疫情反复原材料价格上涨明显	15
图 21 非制造业扩张步伐加快，服务业和建筑业均大幅上行 (%)	16
图 22 欧美主要经济体 PMI 均有所抬升 (%)	16
图 23 3 月 CPI 同比由负转正，环比由正转负 (%)	17
图 24 3 月 PPI 同比、环比均大幅增长 (%)	17
图 25 高频数据显示，3 月猪肉批发价格环比维持在负区间 (%)	18
图 26 油价和大宗商品上涨推动 PPI 同比大幅上涨 (%)	19
图 27 受疫情反复及供给不足影响，原油高位震荡	20
图 28 供需紧张推动煤炭价格 3 月大涨	20
图 29 疫情导致铜供给不足维持震荡	20
图 30 限产政策导致供给不足支撑价格高位震荡	20
图 31 气温转暖，需求增加带动价格上升 (%)	21
图 32 挖掘机销量大增，大于季节性增长 (%)	21
图 33 地产销售数据向好，价格高位震荡向上	21
图 34 需求大于产能，后续价格仍有支撑 (元/吨)	21
图 35 节假日期间对手机销量有一定促进作用 (%)	22
图 36 去除基数影响汽车销售恢复速速有所加快 (%)	22
图 37 餐饮收入不断回暖，线下消费恢复加快 (%)	22
图 38 清明假期出行增加，航空客运量不攀升 (%)	22
图 39 按揭贷和预收款对地产销售投资有较强支撑 (%)	23
图 40 房屋竣工面积有所回落，赶工期结束 (%)	23

1. 工业增加值略低于预期，但内外需向好背景下仍看好生产

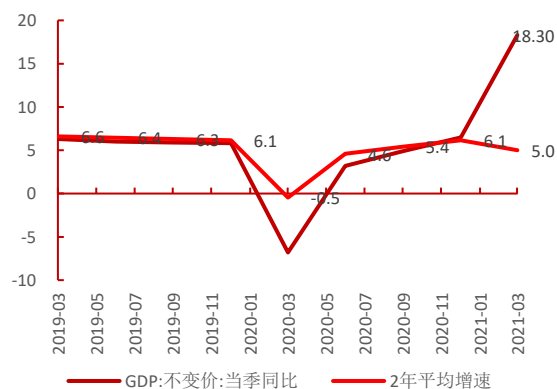
一季度国内生产总值同比增长18.3%，比2020年四季度环比增长0.6%；比2019年一季度增长10.3%，两年平均增长5.0%。

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）两年复合增长率为6.2%。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GDP同比增长18.3%，基本持平预期18.4%，两年平均增长5.0%。同时环比来看，一季度环比2020年四季度增速为0.6%，增速有所放缓。分产业看，一产两年平均增长2.3%；二产两年平均增长6.0%；三产两年平均增长4.7%，二产强于一产和三产。

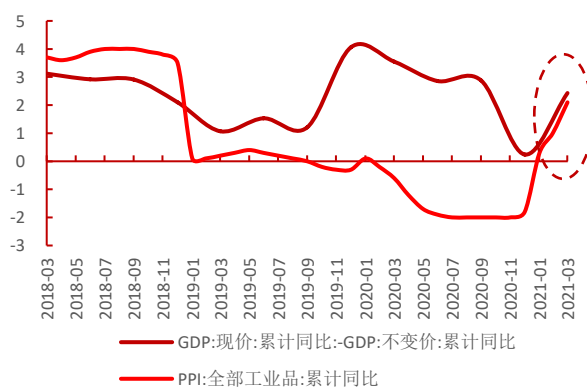
产需数据整体较强，但GDP同比没有实现市场预期上限的20%左右，同时环比增速有所放缓。主要原因或为以下几点，一是出口较强，但3月进口大幅高于预期，净出口减少对GDP拉动减弱；二是大宗商品价格加速上涨导致名义和实际GDP增速差距加大，而需求端数据多为名义数据，容易导致数据高估。

图1 GDP同比增长基本与预期持平



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

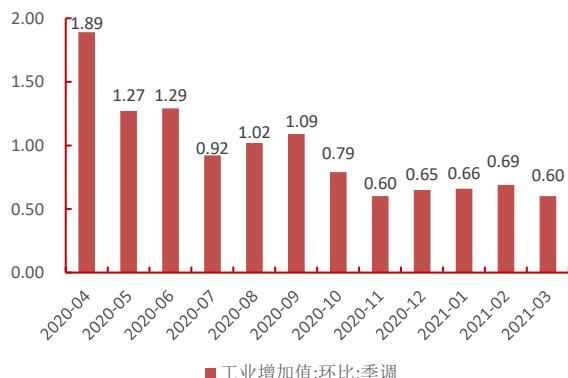
图2 价格上涨导致名义GDP与实际增速扩大



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

同比来看，3月工业增加值同比增长14.1%，低于预期17.64%，两年复合增长率为6.2%，低于1-2月的两年符合增长率8.1%。从环比来看，3月工业增加值比上月增长0.60%，2020年11月-2021年2月的工业增加值季调环比分别为0.60%、0.65%、0.66%和0.69%，处于环比近几个月低位。分析原因，从需求端看，出口维持高景气、投资和消费都较强，似乎都没有变差的迹象。从供给端分析，可能的原因或许，一是受“就地过年”影响，生产前置，导致2月生产偏高；二是大宗商品价格上涨过快导致企业利润承压，大宗商品的价格扰动或会导致生产预期上的观望；三是碳中和碳达峰政策压力下，3月全国高炉开工率明显下滑。

图 3 工业增加值环比季调基本保持稳定



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 4 全国高炉开工率明显下滑



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

行业层面来看, 由于两会后环保政策加码, 多数上游行业出现小幅下滑, 黑色金属加工、有色金属加工和化学原料行业增加值两年复合增速分别为 8.1%、4.3%和 6.2%, 较 1-2 月的 9.2%、6%和 7.1%有所降低; 出口产业链维持高景气度, 电气机械、通信电子行业增加值两年复合增速分别为 11.2%和 11%; 受疫苗接种推动, 医药制造业较 1-2 月复合增速提高 1.9 个百分点, 但农副加工、纺织业的两年复合同比分别增长 1.5%和 0.8%, 仍处于较低水平; 在汽车行业“缺芯潮”影响下, 汽车行业生产明显走低, 3 月汽车行业工业增加值两年平均增长 4.4%。

后续来看, 我国出口形势仍然乐观, 份额替代效应缓慢下降对相关行业生产的影响较为有限, 线下消费有望保持快速恢复, 制造业投资后续将不断发力, 二季度工业保持看好, 但随着基数提高, 增速或继续低于 1-2 月两年平均增速。

2. 需求端稳重向好趋势不变, 出口维持高位, 消费高于预期, 投资稳步增长

3 月需求持续向好基调不变。消费方面, 3 月消费增速大超预期, 餐饮零售等线下消费虽仍处低位但恢复步伐有所加快, 清明节假期旅游出行人数达到 2019 年同期的 94.5%, 电影票房也突破历史同期最高记录, 预计劳动节线下消费将大幅增加。出口替代逻辑正在边际减弱, 越南、韩国等国家出口增速快速恢复, 不过疫情恢复期间外需强劲, 出口景气度仍存, 同时由于大宗商品价格上涨导致进口超预期, 不过并不具有可持续性。后续来看, 我国外贸仍保持有较强韧性, 向好趋势不变。投资方面, 固定资产投资(不含农户)保持平稳恢复。地产仍保持韧性, 3 月地产销售维持火爆, 但竣工及土地成交面积有所下降, 叠加中央各部委及各地方政府不断出台房地产调控政策, 后续地产投资高增速难以维系; 天气转暖, 同时随着两会召开, 地方专项债的下达, 基建投资

有所恢复，后续预计维持弱复苏；制造业投资增速虽仍维持地位，但恢复趋势明显，企业中长期贷款维持高增，后续制造业或为主要亮点。整体来看，内需加速回暖，经济复苏后继有力。

2.1 外贸向好趋势不变，大宗商品量价齐升进口大幅上升

海关总署统计 3 月中国外贸数据，以美元计价（下同），出口同比 30.6%，略低于预期 31.1%；进口同比 38.1%，大幅好于预期 17.3%；贸易顺差收窄，为 138 亿美元，预期 460.7 亿美元。

整体来看，3 月中国出口同比 30.6%，和 2019 年 3 月出口相比的两年平均增速为 10.3%，低于 1-2 月的出口累计同比 60.6%和两年平均同比 15.2%。出口增速有所回落，低于预期，主要原因在于，一是部分订单回流到其他国家，韩国和越南对全球出口有所增加；二是随着发达国家疫苗接种加快，生产有较快恢复，中国的替代效应有所减弱。

3 月中国进口同比 38.1%，和 2019 年 3 月出口相比的两年平均增速为 16.7%，高于 1-2 月的进口累计同比 22.0%和两年平均同比 8.2%。主要原因在于大宗商品价格大涨，带动进口出现较大幅度提升。

数据显示，2016-2020 年期间，一季度进出口环比降幅大于今年同期，印证了今年一季度我国外贸整体向好的态势。

图 5 大宗商品价格上涨 3 月进口增速达 38.1% (%)

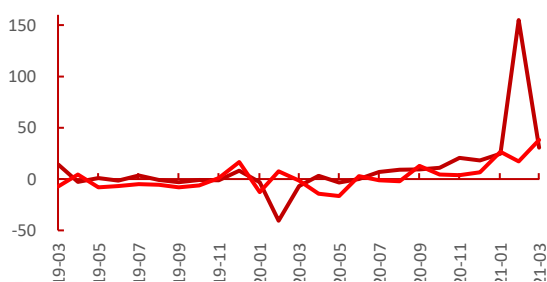
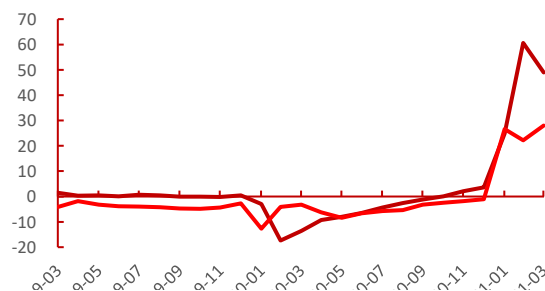


图 6 一季度进出口增速在低基数效应下大幅上涨 (%)



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_18909

