

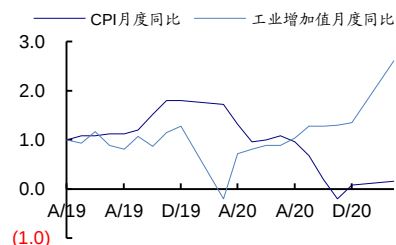
证券研究报告—动态报告

宏观经济

宏观经济月报

2021年04月20日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	25.60
社零总额当月同比	34.20
出口当月同比	30.60
M2	9.40

相关研究报告：

《大类资产配置月报：通胀交易提速，短期波动加大》——2021-03-02
 《宏观经济月报：1-2月出口与补库存需求支撑生产高热度》——2021-03-17
 《宏观经济月报：2020年四季度中国经济内生动能显著提升》——2021-01-30
 《大类资产配置月报：经济复苏依然是主线，信用是否收缩还有待观察》——2021-02-02
 《关注商品和周期的投资机会》——2021-04-06

证券分析师：李智能

电话：0755-22940456

E-MAIL: lizn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516060001

证券分析师：董德志

电话：021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

宏观月报

冬季疫情拖累一季度经济，随着疫情消退有望再次向上修复

● 一季度 GDP 解读：经济景气回落，三产是主要拖累

无论从两年平均同比增速还是季调后环比增速来看，2021 年一季度国内经济增长景气度均较去年四季度明显回落。

从三大产业来看，第三产业是经济景气度回落的主要拖累力量，反映一季度整体经济景气度回落或主要受冬季疫情影响，二季度随着疫情影响消退，国内经济有望再次进入向上修复进程中。

● 3 月经济数据解读：国内投资与消费明显好转

从生产端来看，两年平均同比和环比数据均显示 3 月国内工业生产热度有所降温。从需求端来看，3 月国内投资需求较强，国内消费需求亦较强，进口景气度很高，但 3 月中国出口景气度有所减弱。

因此，拖累 3 月国内生产的主要是出口需求。出口需求有所减弱一方面或源于海外工业生产逐渐恢复，另一方面可能与 3 月的贸易摩擦事件有关。但需要注意的是，3 月出口需求有所减弱是相对 1-2 月很高的需求水平来说的，实际上，今年 3 月出口两年平均同比增速仍然处于 2018 年以来较高水平。

当前中国面临的经济增长瓶颈主要集中在：①基建规模过大带来的金融资源配置扭曲；②土地财政依赖下房价上涨过快，增加了整体经济运行的成本。

2018 年以来，政府财政支出一直延续提质增效，金融资源逐渐流向更有效率的制造业部门，预计后续国内制造业投资仍有较大的上升空间。此外，要解决房价过快上涨的问题，增加供给仍然是非常重要的一环，预计后续房地产投资仍将继续维持较高景气度。

消费方面，随着疫苗普及度提高，受疫情影响消失的服务消费场景将逐渐重建，消费仍有较大的向上修复空间。

出口方面，当前全球疫苗普及度远未达到群体免疫的程度，预计今年以内海外疫情的控制都难以达到国内的程度，这种情况下国内工业生产的稳健优势仍然较突出，而疫情干扰同样会制约贸易摩擦的持续升温，此外，海外经济恢复本身也会抬升海外对国内产品的需求，因此未来一段时间国内出口或仍能维持较高增速水平。

整体来看，未来一段时间中国经济增长向上修复的趋势难以改变。

● 3 月通胀数据解读：国内通胀预期的扩散初现端倪

从 3 月 CPI、PPI 数据来看，PPI 同比和环比较上月均明显上升，同时我们看到 3 月部分食品价格高于季节性、非食品中服务品价格和工业品价格环比均高于季节性，这或反映国内通胀预期的扩散初现端倪。

内容目录

一季度 GDP 解读：经济景气回落，三产是主要拖累	4
3 月经济增长数据解读：国内投资与消费明显好转	6
生产端：工业生产热度有所降温	7
需求端：投资——房地产依然强劲，基建明显反弹	9
需求端：消费——冬季疫情影响逐渐消退，消费增速明显回升	11
需求端：进出口——中国进口景气继续上升，出口有所回落	12
3 月通胀解读：国内通胀预期的扩散初现端倪	13
2021 年 3 月 CPI 数据分析与未来走势判断	13
2021 年 3 月 PPI 数据分析与未来走势判断	16
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

图表目录

图 1: 一季度国内经济同比增速有所回落.....	4
图 2: 一季度国内经济季调后环比增速明显低于 2017-2019 年同期水平	5
图 3: 2021 年一季度服务业不同行业实际 GDP 同比与 2020 年四季度同比一览	5
图 4: 2021 年一季度服务业不同行业实际 GDP 同比与 2019 年季度同比均值比较.....	6
图 5: 2021 年 3 月工业增加值同比增速有所回落, 但绝对增速仍较高.....	7
图 6: 3 月制造业工业增加值同比有所回落.....	8
图 7: 3 月粗钢、有色、乙烯等产量同比均较高.....	8
图 8: 3 月机器人、集成电路产量同比仍处于非常高的水平.....	8
图 9: 历年 3 月工业增加值定基指数环比增速一览.....	9
图 10: 3 月固定资产投资同比增速明显回升	9
图 11: 3 月基建投资同比增速回升幅度较大	10
图 12: 历年 3 月固定资产投资环比增速一览.....	10
图 13: 房地产销售当月同比增速一览.....	11
图 14: 3 月消费同比增速明显回升	11
图 15: 历年 3 月社会消费品零售总额环比一览	12
图 16: 中国进口、出口金额同比走势一览.....	12
图 17: 历年中国进口、出口金额环比走势一览	13
图 18: CPI 环比与历史均值比较	13
图 19: CPI 食品项环比与历史均值比较	14
图 20: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较.....	14
图 21: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较	15
图 22: 春节过后食品价格持续季节性下跌.....	15
图 23: 目前 4 月食品高频数据中的肉、禽、菜、水果价格环比低于历史均值.....	16
图 24: 非食品高频价格指数走势.....	16
图 25: 2021 年 3 月 PPI 生产资料价格环比明显高于历史均值.....	17
图 26: 2021 年 3 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较	17
图 27: 2021 年 3 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较	18
图 28: 流通领域生产资料价格高频指标走势图	18

未找到图形项目表。

一季度 GDP 解读：经济景气回落，三产是主要拖累

2021 年一季度中国实际 GDP 当季同比增长 18.3%，两年平均同比增速为 5.0%，两年平均同比增速较去年四季度的 6.5% 回落 1.5 个百分点，回落幅度较大。

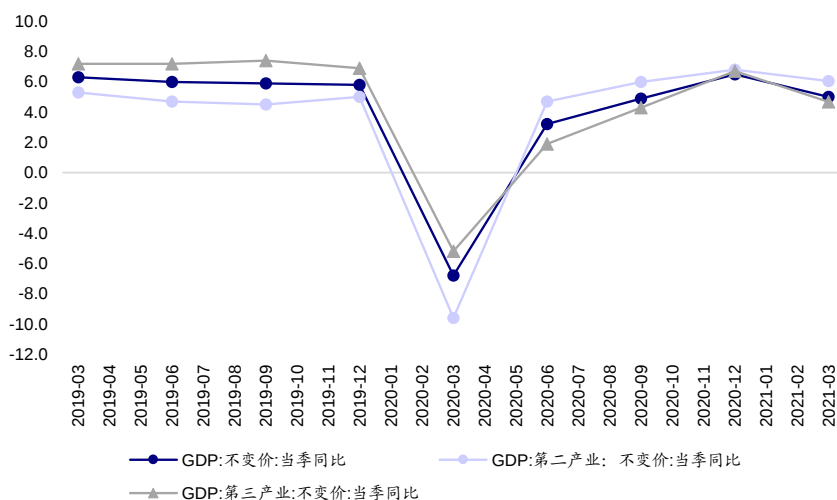
从季调后环比来看，2021 年一季度 GDP 季调后环比为 0.6%，明显低于 2017-2019 年同期 1.8% 左右的环比，更明显低于 2020 年四季度 3.2% 的环比水平。

因此，无论从两年平均同比增速还是季调后环比增速来看，2021 年一季度国内经济增长景气度均较去年四季度明显回落。

从三大产业来看，第三产业是经济景气回落的主要拖累力量，反映一季度整体经济景气度回落或主要受冬季疫情影响，二季度随着疫情影响消退，国内经济有望再次进入向上修复进程中。

第一、第二、第三产业 2021 年一季度两年平均同比增速较 2020 年四季度分别回落 1.8、0.8、2.0 个百分点。第三产业两年平均同比较去年四季度的回落幅度明显大于第二产业，第三产业两年平均同比水平也明显弱于 2019 年的同比水平。而第二产业 2021 年一季度两年平均同比增速仍高于 2019 年的同比水平。

图 1：一季度国内经济同比增速有所回落



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

注：2021 年同比数据为 2021 年相对 2019 年的两年几何平均增速

图 2：一季度国内经济季调后环比增速明显低于 2017-2019 年同期水平

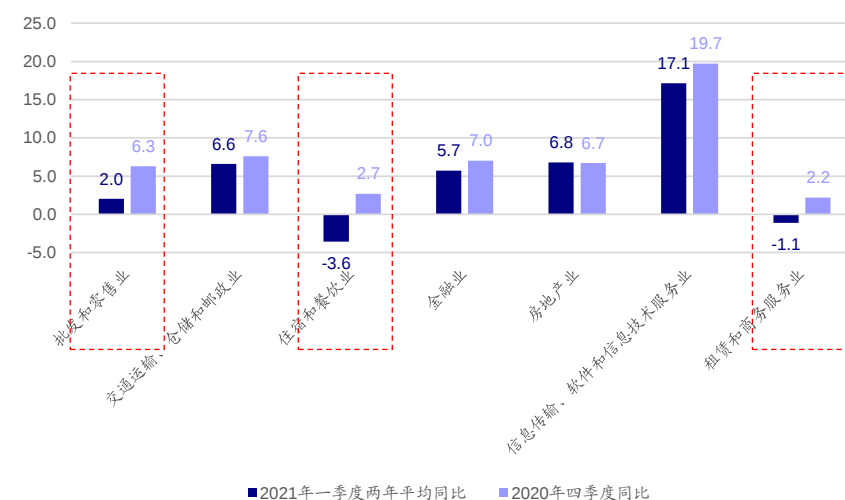


数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从第三产业不同行业来看，2021 年一季度增速回落较多的主要是批发和零售业、住宿和餐饮业、租赁和商务服务业，这三个行业 2021 年一季度两年平均同比增速均明显低于 2020 年四季度同比，也明显低于 2019 年四个季度的同比均值，即这三个行业仍远未恢复至疫情前增长水平。从这三个行业的特点来看，其受防疫政策的影响较大。

这三个行业现价 GDP 占第三产业的比重分别约为 18.2%、3.4%、6.0%，合计占比超过 25%。后续随着疫情影响消退，这三个行业有望迎来较强的恢复性增长。

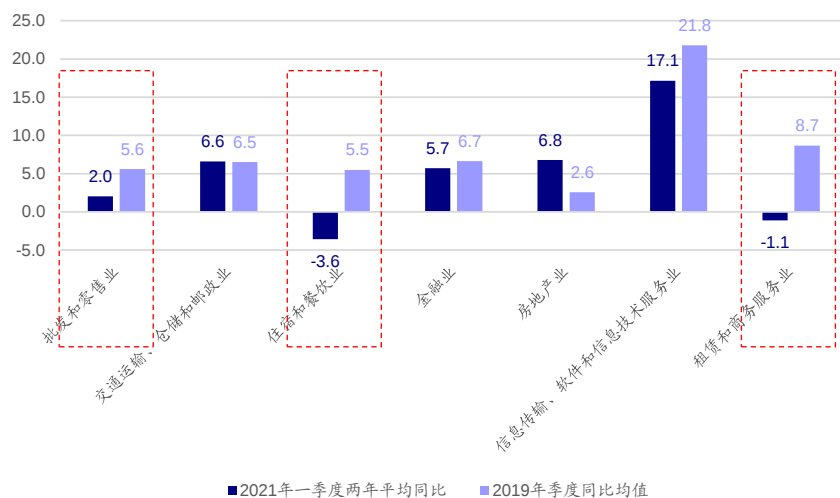
图 3：2021 年一季度服务业不同行业实际 GDP 同比与 2020 年四季度同比一览



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

注：2021 年同比数据为 2021 年相对 2019 年的两年几何平均增速

图 4: 2021 年一季度服务业不同行业实际 GDP 同比与 2019 年季度同比均值比较



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

注: 2021 年同比数据为 2021 年相对 2019 年的两年几何平均增速

3 月经济增长数据解读: 国内投资与消费明显好转

受去超低基数影响, 今年 3 月同比增速很高, 为了剔除基数异常的影响, 我们统一采用 2021 年相对 2019 年的两年平均同比增速衡量正常情况下 2021 年 3 月的同比增速。

此外, 2019 年个别月份也存在一些基数异常波动, 因此我们在公布了具体金额的指标上还比较了 2021 年当期的环比与 2017-2019 年三年同期环比的大小, 若 2021 年当期环比强于 2017-2019 年大多数年份, 则表明 2021 年当期景气度较高, 反之则景气度较弱。

从生产端来看, 两年平均同比和环比数据均显示 3 月国内工业生产热度有所降温。从需求端来看, 3 月固定资产投资完成额两年平均同比明显上升, 环比高于 2017-2019 年同期水平, 表明 3 月国内投资需求较强; 社会消费品零售总额两年平均同比亦明显上升, 环比高于 2017-2019 年同期水平, 反映 3 月国内消费需求亦较强; 3 月国内进口两年平均同比和环比增速均较强, 中国进口景气度很高, 但 3 月国内出口两年平均同比有所下降, 环比低于 2017、2019 年同期环比, 表明中国出口景气度有所减弱。

3 月国内投资和消费需求较强, 出口较弱, 因此拖累 3 月国内生产的主要是出口需求。出口需求有所减弱一方面或源于海外工业生产逐渐恢复, 另一方面可能与 3 月的贸易摩擦事件有关。但需要注意的是, 3 月出口需求有所减弱是相对 1-2 月很高的需求水平来说的, 实际上, 今年 3 月出口两年平均同比增速仍然处于 2018 年以来较高水平。

当前中国面临的经济增长瓶颈主要集中在: ①基建规模过大带来的金融资源配置扭曲; ②土地财政依赖下房价上涨过快, 增加了整体经济运行的成本。

2018 年以来, 政府财政支出一直延续提质增效, 金融资源逐渐流向更有效率的制造业部门, 预计后续国内制造业投资仍有较大的上升空间。此外, 要解决房价过快上涨的问题, 增加供给仍然是非常重要的一环, 预计后续房地产投资仍将继续维持较高景气度。

消费方面,随着疫苗普及度提高,受疫情影响消失的服务消费场景将逐渐重建,消费仍有较大的向上修复空间。

出口方面,当前全球疫苗普及度远未达到群体免疫的程度,预计今年以内海外疫情的控制都难以达到国内的程度,这种情况下国内工业生产的稳健优势仍然较突出,而疫情干扰同样会制约贸易摩擦的持续升温,此外,海外经济恢复本身也会抬升海外对国内产品的需求,因此未来一段时间国内出口或仍能维持较高增速水平。

整体来看,未来一段时间中国经济增长向上修复的趋势难以改变。

生产端: 工业生产热度有所降温

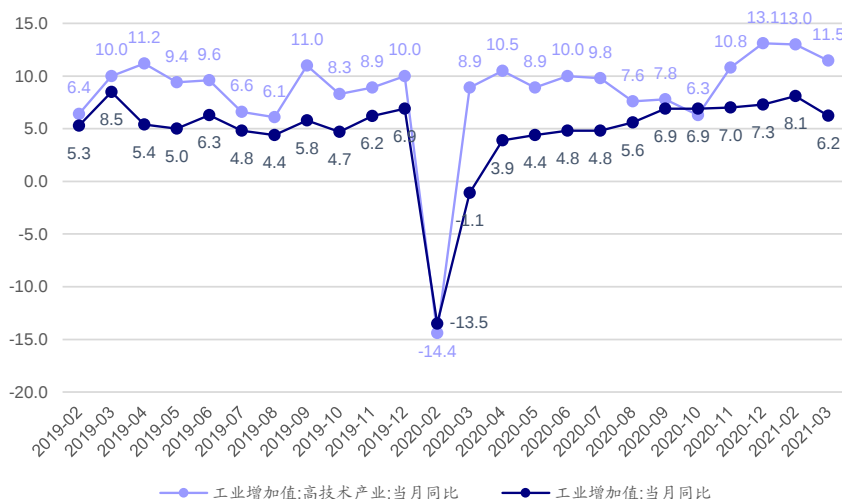
3月工业增加值两年平均同比增速为6.2%,较1-2月8.1%的两年平均增速下降1.9个百分点,表明3月国内工业生产热度有所降温。

分三大门类看,3月采矿业、制造业工业增加值两年平均同比增速较1-2月下降,公用事业有所上升。3月采矿业两年平均同比3.5%,较1-2月继续回落1.3个百分点;制造业6.4%,回落2.0个百分点;公用事业5.9%,上升0.4个百分点。

分产品看,3月上、中游原材料产量两年平均同比增速仍较高,高技术制造业增加值两年平均同比亦维持在高位。

3月粗钢产量两年平均同比8.2%,较1-2月上升0.3个百分点;钢材9.8%,上升0.5个百分点;水泥5.9%,回落0.7个百分点;十种有色金属6.8%,上升0.5个百分点;乙烯14.1%,回落1.5个百分点;汽车0.3%,回落1.2个百分点;工业机器人、集成电路为38.2%、37.1%,处于非常高的增速水平;整体高技术制造业增加值3月两年平均同比为11.5%,较1-2月回落1.5个百分点,但增速水平绝对值仍然很高。

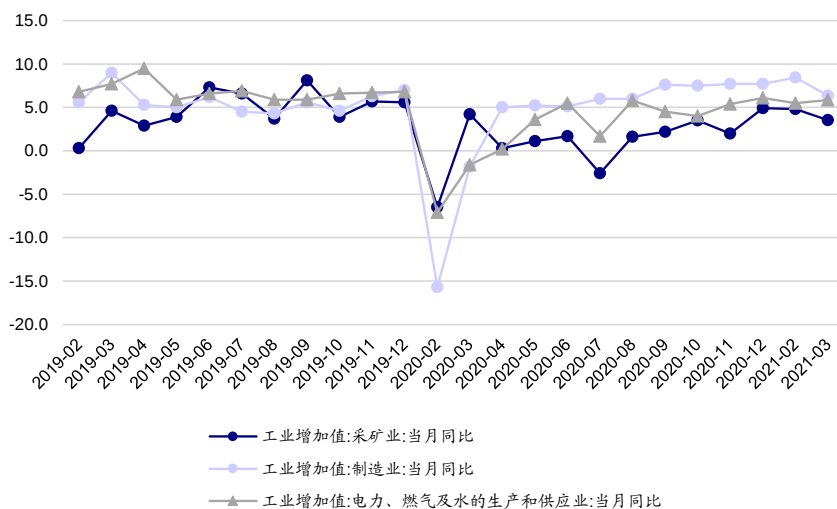
图 5: 2021 年 3 月工业增加值同比增速有所回落, 但绝对增速仍较高



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的两年几何平均增速

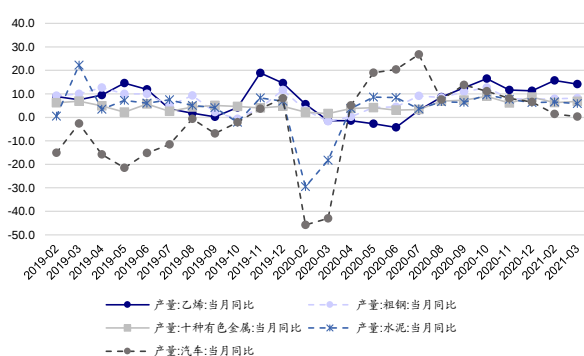
图 6: 3 月制造业工业增加值同比有所回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的两年几何平均增速

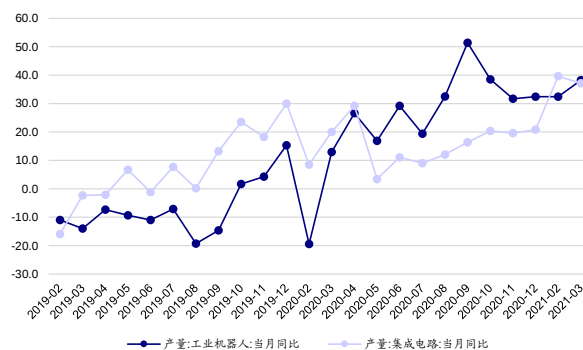
图 7: 3 月粗钢、有色、乙烯等产量同比均较高



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的同比复合增速

图 8: 3 月机器人、集成电路产量同比仍处于非常高的水平



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

注: 2021 年当月同比数据为 2021 年相对 2019 年的同比复合增速

环比方面, 根据工业增加值定基指数可以计算得到 3 月定基指数较 1-2 月定基指数合计值环比为-38.9%, 低于 2017-2019 年三年同期环比-37.6%, 因此我们从环比的角度亦可以判断 2021 年 3 月工业生产热度有所回落。

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_18946

