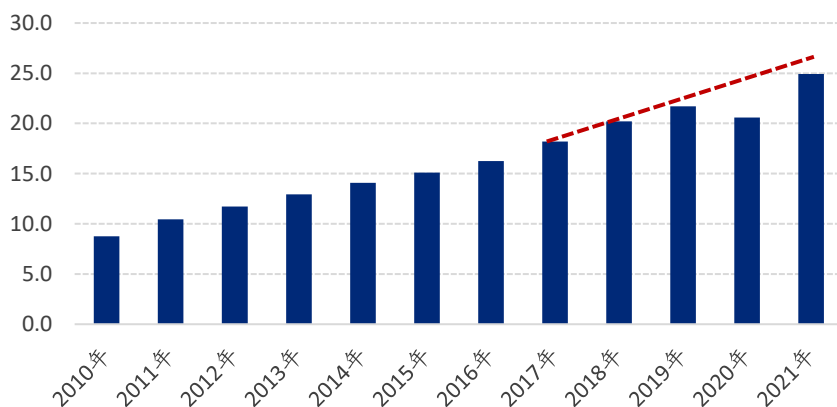


3月中国宏观数据点评—— 一季度经济复苏的四大关注点

复苏势头延续，边际增速放缓。2021年一季度，中国经济延续了去年的复苏势头，实际GDP同比增长18.3%，略低于预期（18.5%），较2019年同期的两年年均增速为7.1%，经济复苏势头向好。但是，季调后GDP环比增速有所下降，从去年四季度的3.2%降至今年一季度的0.6%，呈现边际放缓的趋势。就绝对值而言，今年一季度名义GDP约为24.9万亿元，创一季度名义GDP的历史新高，但根据2017-2019年一季度名义GDP的增长趋势，24.9万亿并不算高，经济增长空间仍存在。

图表 1: 中国 2010-2021 年历年一季度名义 GDP (万亿元)



资料来源: CEIC, 浦银国际

疫情的滞后影响仍在，经济复苏结构尚不均衡。2021年一季度，受疫情影响较小的第一产业GDP同比增长8.1%，较2019年同期的两年年均增速为13.7%，恢复程度最好；代表制造业与建筑业的第二产业同比增速为24.4%，两年年均增速为7.2%，与整体经济复苏步伐一致；代表服务业的第三产业同比增速为15.6%，两年年均增速为6.6%，仍慢于整体经济复苏。

从人均可支配收入和人均消费支出的角度看，收入复苏已基本完成，消费引擎推动GDP增长的空间仍在。2021年一季度的数据显示，人均可支配收入的同比名义增速为13.7%，较2019年同期的两年年均增速为7.0%；人均消费支出的同比名义增速为17.6%，两年年均增速为3.9%。相较于2019年同期，人均可支配收入与人均消费支出的两年年均增速差值仍有3.1个百分点，消费动力的释放仍有较大空间。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021年4月19日

主要数据 (%)	2021		2020	
	1Q 同比	两年平均增速	4Q 同比	3Q 同比
实际GDP	18.3	7.1	6.5	4.9
第一产业	8.1	13.7	4.1	3.9
第二产业	24.4	7.2	6.8	6.0
第三产业	15.6	6.6	6.7	4.3
人均收入	13.7	7.0	7.1	6.9
人均支出	17.6	3.9	3.2	1.4

主要数据 (%)	2021年3月		2021年1-2月	
	同比	两年平均增速	同比	两年平均增速
工业增加值	14.1	6.8	35.1	8.1
累计固定资产投资	25.6	2.9	35.0	1.7
累计房地产投资	25.6	7.6	38.3	7.6
消费品零售总额	34.2	6.3	33.8	3.2
出口 (美元计)	30.6	10.3	60.6	15.2
进口 (美元计)	38.1	16.7	22.2	8.2

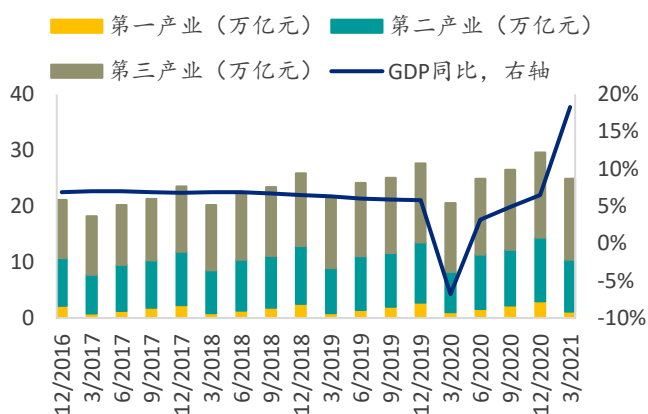
主要数据	3月	2月	1月
社融存量 (万亿元)	294.6	291.4	289.7
社融增量 (万亿元)	3.34	1.71	5.17
M2 同比 (%)	9.4	10.1	9.4
M1 同比 (%)	7.1	7.4	14.7
CPI (%)	0.4	-0.2	-0.3
PPI (%)	4.4	1.7	0.3

资料来源: 中国人民银行, 国家统计局, Macrobond, 浦银国际计算

相关报告:

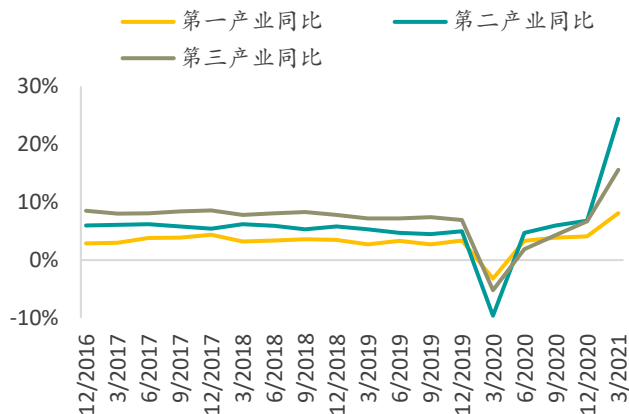
《2021年宏观经济展望: 重整旗鼓, 胜负已定》(2020-12-08)

图表 2：实际 GDP 同比增速与三大产业增加值



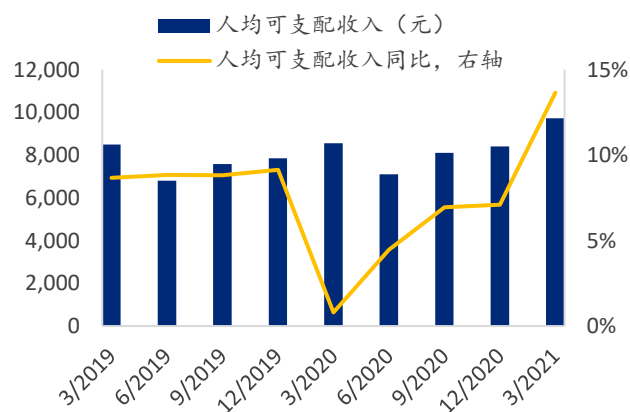
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：三大产业增加值的同比增速



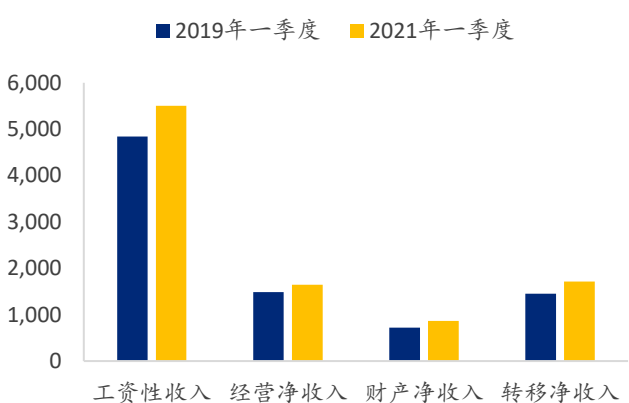
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：人均可支配收入的恢复加快



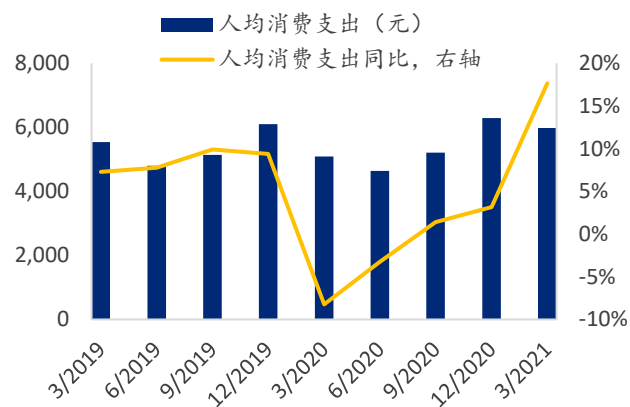
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5：人均可支配收入（元）各分项基本恢复



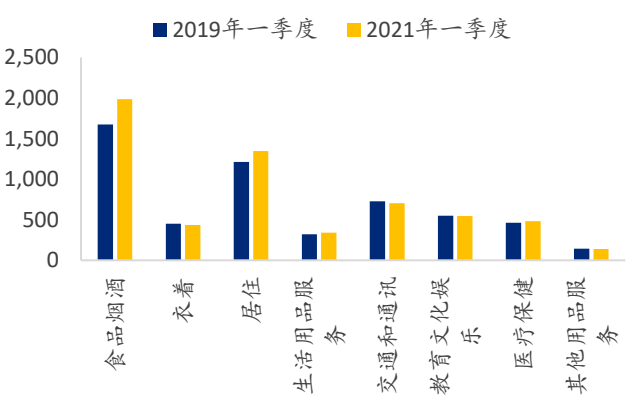
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 6：人均消费支出仍有上升空间



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 7：人均消费支出（元）各分项恢复程度不同



资料来源：CEIC，浦银国际

此外，正如我们在 2021 年宏观经济展望（详情请见[《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》](#)）中所论述的，疫情造成消费“堵点”，使得消费动力暂时转化为居民的额外储蓄。如果以 13.93 亿人口进行估算的话，2020 年的总储蓄比之前三年的平均值额外多出了 3.59 万亿元，约占 2020 年 GDP 的 3.53%，相当于一份量可观的经济刺激计划，为 2021 年消费回升提供动力。

整体来看，中国经济复苏的大方向未改变，但仍有四大关注点：

- 工业短暂降速，制造业投资仍有空间；
- 消费加快复苏，出口韧性仍在，双引擎复苏开始；
- 社融增速拐点确定，信贷结构优化；
- 输入性通胀压力抬头。

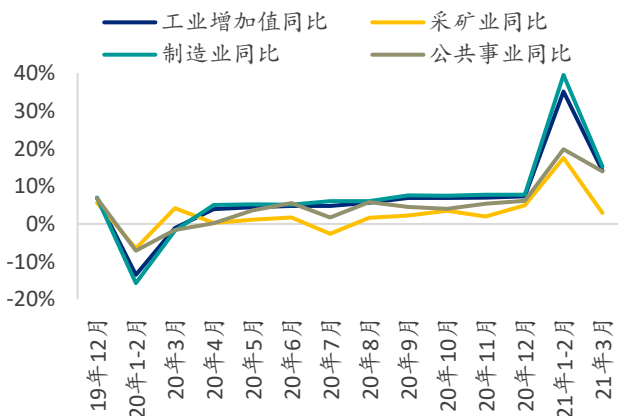
工业短暂降速，制造业投资仍有空间

工业生产降速，但韧性仍在。3月，规模以上工业增加值同比增长14.1%，低于预期（18.0%）。排除基数效应，3月的工业增加值较2019年同期两年年均增长6.8%，低于今年1-2月的8.1%，增长势头趋缓。3月，工业三大门类中的制造业，工业增加值同比增长15.2%，高于采矿业（2.9%）和公共事业（13.9%）的增速水平，其中采矿业3月同比低增主要受去年高基数的影响。整体来看，工业生产的增速较年初有所放缓，但6.8%的两年年均增速显示工业生产的韧性仍在。

工业生产效率仍高。2021年一季度的工业产能利用率为77.2%，较去年四季度的历史高点（78.0%）有所下降，但仍为2013年有记录以来一季度的历史最高值，并且77.2%的产能利用率本身也足以证明中国工业的生产效率保持在较高水平。其中，制造业的产能利用率为77.6%，高于采矿业（75.3%）和公共事业（74.5%）；与历史记录相比，工业三大门类的生产效率都处于较高水平。

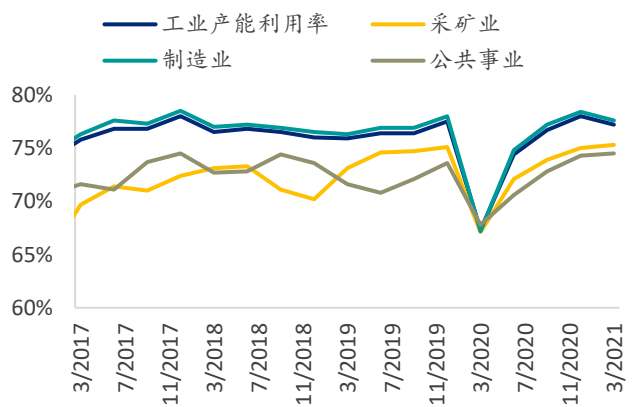
出口仍是高技术制造业的增长动力。3月，高新技术产品出口额同比增长34.9%，两年平均增速为11.7%。出口带动下，高技术制造业的工业增加值同比增长14.1%，增长仍较显著。装备制造业的生产依旧向好。3月，就工业增加值同比增速而言，汽车制造业（40.4%）、电气机械和器材制造业（24.1%）、金属制品业（22.5%）、通用设备制造业（20.2%）和专用设备制造业（17.9%）在内的装备制造业，处于主要行业的领先地位，复苏动力依旧充足。

图表 8：工业生产韧性仍强



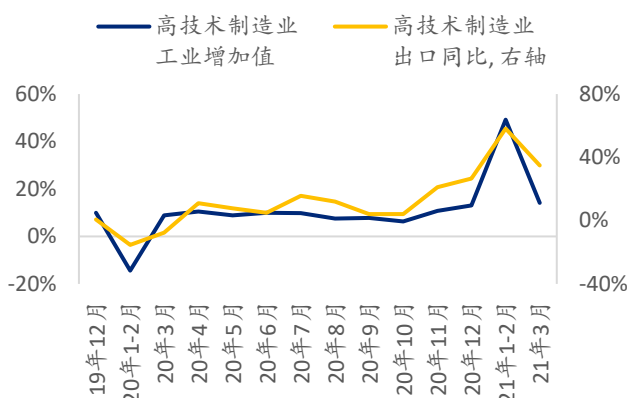
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 9：工业产能利用率保持较高水平



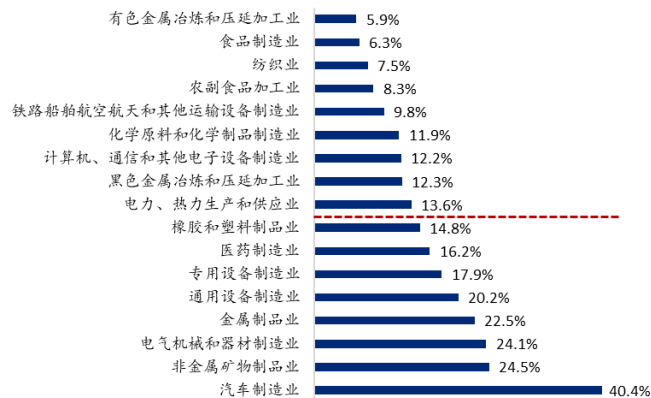
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 10: 高技术制造业受出口影响较明显



资料来源: CEIC, 浦银国际

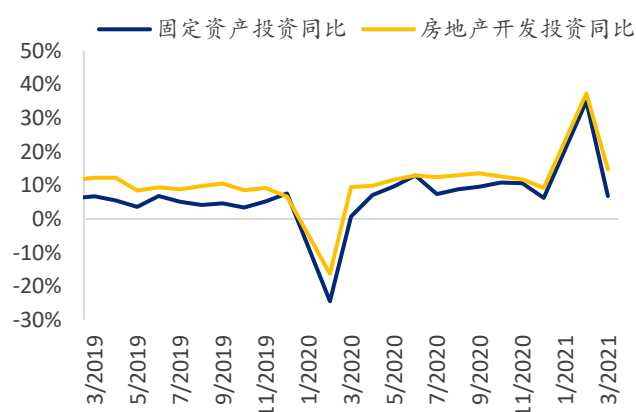
图表 11: 2021年3月各行业工业增加值同比增速



注: 红色虚线为3月工业增加值同比增速
资料来源: CEIC, 浦银国际

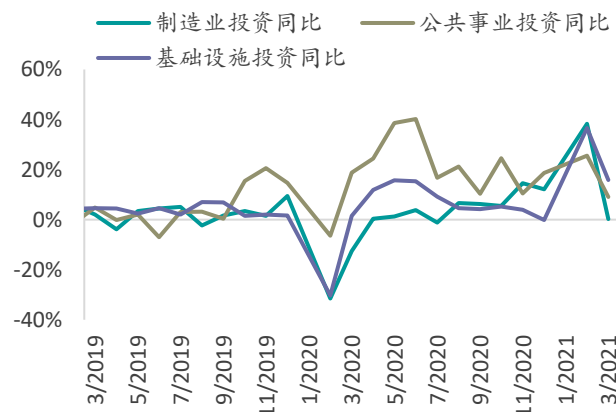
制造业投资仍有空间。2021年一季度, 固定资产投资同比增长25.6%, 低于预期(26.0%), 两年平均增速为2.9%。其中, 制造业的同比增速为29.8%, 两年平均增速为-2.0%, 较去年四季度8.7%的同比增速有明显下降。但是, 考虑到企业中长期信贷需求依旧旺盛, 预计年内制造业的固定资产投资仍有回升空间, 并将进一步带动工业生产的持续增长。基建和房地产投资呈现“近热远冷”特点, 短期内对下游产业链的增长提供支撑。今年的“就地过年”政策, 一定程度上消减了春节效应对基建和房地产投资的负面影响。2021年一季度, 基建投资同比增长29.7%, 房地产开发投资同比增长25.6%, 3月同比增速也分别达到15.9%和14.8%, 短期内会推动下游产业链的增长, 但长期来看上升空间不大。财政端的因素导致基建投资增长有限, 而中国央行货币收紧房贷也将导致新房的需求回落。

图表 12: 固定资产和房地产开发投资的同比增速



资料来源: CEIC, 浦银国际计算

图表 13: 固定资产投资中主要项目的增速



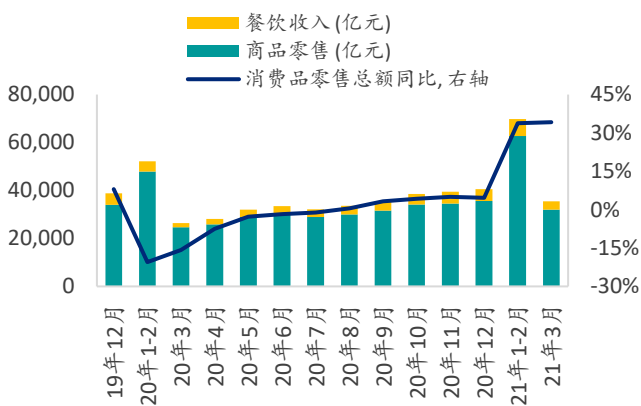
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

消费加快复苏，出口韧性仍在，双引擎

复苏开始

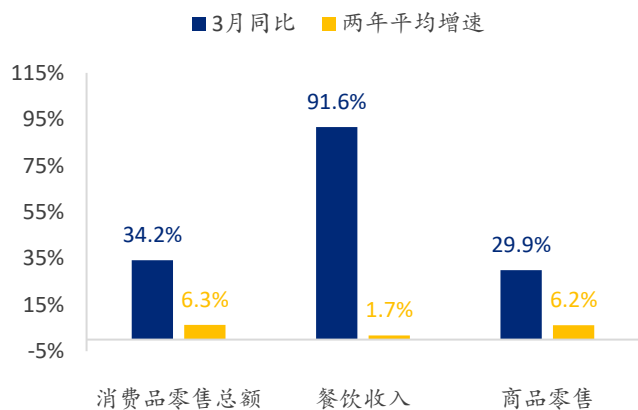
社会消费品零售总额加快复苏。3月，社会消费品零售总额同比增长34.2%，高于预期（28.0%），两年平均增速升至6.3%（1-2月为3.2%），预计未来几个月的两年平均增速将恢复至正常时期水平（2019年月均同比增速为8.0%）。

图表 14：消费品零售总额同比维持高增速



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 15：2021年3月消费品零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况



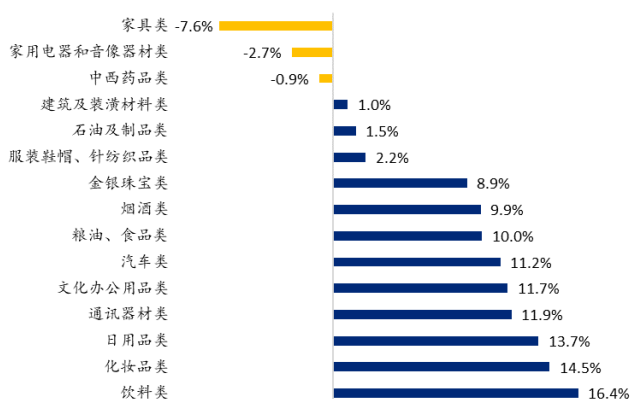
资料来源：CEIC，浦银国际

服务业恢复至2019年同期水平。3月，商品零售同比增长29.9%，两年平均增速为6.2%。受低基数影响，餐饮收入同比增长91.6%，两年平均增速由负转正，从1-2月的-2.0%反弹至3月的1.7%，服务消费正式恢复至2019年水平。商品零售的恢复愈加均衡。通过比较两年平均增速，我们发现家具类（-7.6%）、家用电器和音响器材类（-2.7%）和中西药品类（-0.9%）3个行业仍未恢复至2019年同期水平，较1-2月有明显减少（1-2月有6个行业），预计随着经济进一步恢复，这些行业的商品零售将有显著增长。

就业回暖带动消费加速恢复。3月，春节效应的影响趋弱，城镇调查失业率降至5.3%，较2月回落0.2个百分点，与2019年同期（5.2%）基本持平。就业市场的回暖对消费复苏将起到推动作用，也将促进消费动力的释放。

在就业回暖的大背景下，服务业在3月完成复苏、恢复至2019年同期水平，零售商品的恢复也更加均衡、增速加快。目前，中国开始大规模接种疫苗，一定程度上促进了消费信心的恢复。伴随全球经济共振复苏，我们预计消费引擎将在二季度开始推动经济增长。

图表 16: 2021 年 3 月各零售行业的两年平均增速



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 17: 2021 年 3 月城镇调查失业率下行



资料来源: CEIC, 浦银国际

出口边际回落但韧性仍足，大宗商品回暖带动进口显著恢复。

3 月出口（美元口径）同比增长 30.6%，低于预期（38.0%）；3 月进口（美元口径）同比增速为 38.1%，显著好于预期（24.4%）。低基数导致进出口同比增速略显失真，但排除基数效应后，进出口的实际表现呈现“出口边际回落、进口显著回升”的特点。

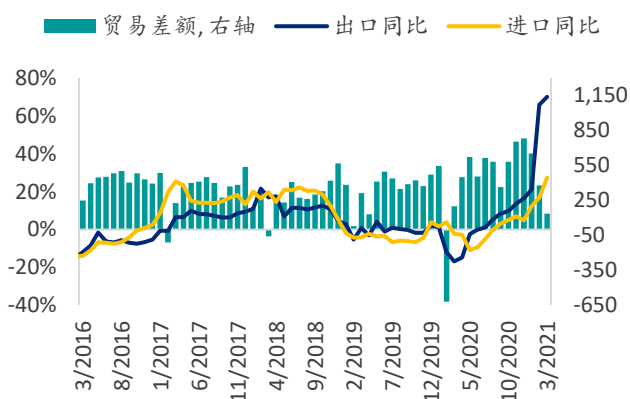
3 月出口较 2019 年同期年均增长 10.3%，低于 1-2 月的 15.2%；3 月进口较 2019 年同期年均增长 16.7%，显著高于 1-2 月的 8.2%。进口恢复带动贸易顺差回落。3 月贸易差额为 137.9 亿美元，显著低于预期（520.0 亿美元），为去年 3 月以来的最低值。

贸易顺差回落、美元走强，人民币升值空间继续减小。随着中国进口增长，货物贸易顺差将继续缩小，而全球旅行的恢复也将令中国服务贸易逆差回升，因此，人民币的升值空间将继续减小。美元走强及美债收益率上行影响下，人民币升值动力将放缓。

出口商品结构分化，防疫物资出口继续回落，消费品和电子产品出口向好。随着新冠疫苗大规模接种，各国对防疫物资的需求有所减少，叠加各国防疫物资生产能力的提升，中国相关商品的出口呈现下滑趋势。今年 3 月，用于制造口罩的纺织制品出口额达 106.03 亿美元，较 2 月下降 7.6%；医疗器械的出口为 14.30 亿美元，较 2 月下降 3.3%。

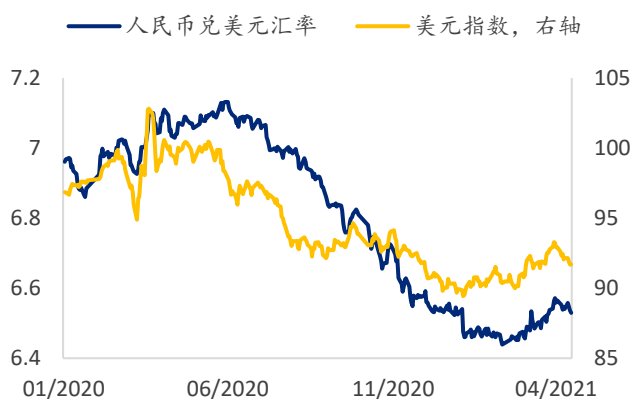
伴随着全球经济复苏，主要消费品（服装、玩具、家具）3 月的出口额较 2019 年同期均有所增长，其中玩具（15.7%）和家具（11.8%）的两年年均增速较快。此外，以手机和液晶显示版为代表的电子产品也实现了同比较大幅度增长，剔除基数效应后的两年年均增速分别达到 9.1% 和 7.4%。

图表 18: 进出口同比增速与贸易差额 (亿美元)



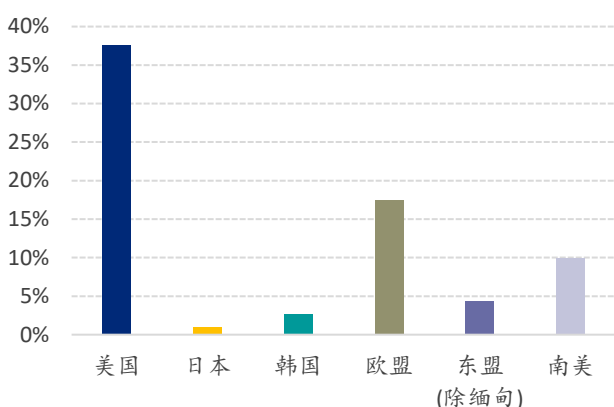
注: 同比增速为 3 个月移动平均值
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 19: 贸易顺差回落和美元走强作用下, 人民币兑美元汇率小幅反弹



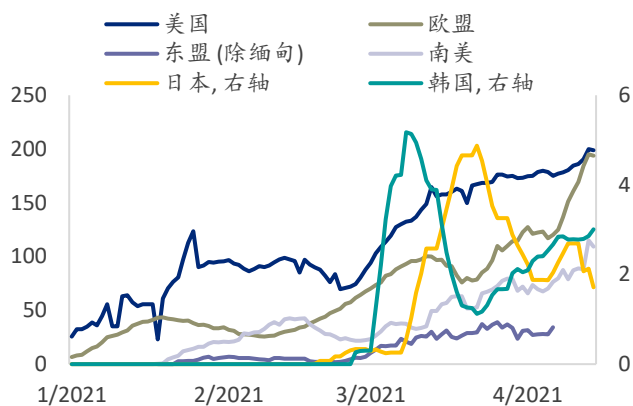
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 20: 新冠疫苗累计接种比例



注: 接种比例为 2021 年 4 月 15 日数据, 其中东盟的数据为浦银国际估算
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 21: 新冠疫苗每日新增接种剂数 (万剂)



注: 东盟数据更新至 4 月 6 日, 其它地区数据更新至 4 月 15 日; 7 日移动平均
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 22: 防疫物资出口额 (亿美元) 分化

图表 23: 消费品和高新技术产品的出口额同比增长

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_18956



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn