

## 出口仍有望高韧性 消费或将超预期修复

——3月及1季度经济数据点评


**申港证券**  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

2021年04月18日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

一季度经济增长 18.3%，略低于预期，经济恢复仍不平衡，二产优于三产。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%。经济恢复仍不平衡，受疫情及就地过年影响，二产恢复好于三产。

固定资产投资上看，基础设施投资恢复加快，制造业支撑工业生产继续向上，地产投资高位趋缓。

◆ 制造业支撑工业生产继续向上，处于最近 3 年相对较高水平。结构上，受大宗价格上涨，上游增速放缓。中游整体保持快速增长，通用设备及电气机械和器材制造业增速领先。尽管两年复合增速较 1-2 月环比及 2019 年同比均有一定下降，但整体仍维持在高增长区间，反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。下游制造业，汽车、计算机通信与其他电子设备增速有所回落，但仍维持较高增速。

◆ 一季度基础设施建设投资保持较快增长，尤其铁路、水利增长显著推动固定资产投资稳步提升。

◆ 一季度房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高，表现亮眼。但 3 月，地产投资高位趋缓。融资端来看，随地产端宏观审慎管理加强，3 月居民按揭贷款增长速度已有显著回落，预计地产后续或依然面临压力。

1-2 月消费受疫情反复及就地过年影响恢复疲软，3 月消费边际上修加快，可选消费最为强劲，拉动社零上行。随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除，线下消费超预期复苏确定性上升。

中国对全球出口维持较强态势，但增速有所回落。3 月出口两年复合增速 10.29%，相较 1-2 月两年复合增速的 15.2% 有所回落。由于“就地过年”政策影响，部分出口提前至 1-2 月，导致 3 月出口增速回落较快。

◆ 区域上，我国对主要贸易伙伴出口增速出现分化。一季度来看，我国对主要贸易伙伴的出口均有所增长，以美国增长幅度最大，东盟的涨幅较小。3 月出口增速均有所回落，但对美国、东盟、韩国的出口增速仍相对较高。

◆ 品类上，3 月机电和钢材的出口增速仍然有所增长（两年平均），机电细分中，集成电路增长明显。

◆ 新订单等前瞻指标仍保持较高水平。叠加海外经济修复预期增强，出口强韧性拐点可能出现在 2-3 季度末。

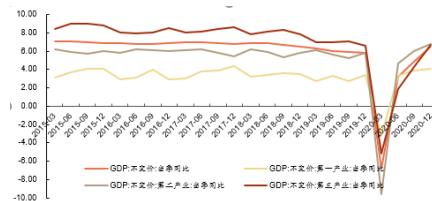
3 月，PPI 同比上涨 4.4%。其中生产资料涨幅迅猛，大宗商品价格持续上升是关键原因。CPI 同比由负转正至 0.4%，交通通信贡献显著。

◆ 3 月，PPI 同比增长为 4.4%，环比增长 1.6%，上行显著。包括黑色、有色、石油煤炭等国际大宗商品上涨迅猛是 PPI 上行显著的主要原因。

◆ CPI 同比转正至 0.4%。食品项同比持续回落，主要由于猪肉、鲜菜等权重较大细项价格下降。非食品项迎头向上，其中交通通信同比上升 4.6 个百分点，贡献显著主要受原油价格上升影响。

◆ 向后看，PPI 将逐步传导至 CPI 非食品项，但 CPI 的核心驱动仍是食品项，故整体提振效果有限。基数效应叠加大宗商品持续上涨，预计 PPI 继续上行，或在二季度末达到峰值。CPI 在二季度持续处于上行区间，但猪周期继续拖累下，上行空间有限。

## GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

1、《3 月 M2、社融增速双双回落：3 月金融数据点评》2021-04-12

2、《2021 年流动性会更像历史上哪个时段？——宏观策略周报》2021-04-05

3、《生产出口仍强 消费偏弱：1-2 月经济数据点评》2021-03-17

4、《音乐要停了么：——当前宏观与市场交易的矛盾》2021-03-01

5、《社融继续回落 “弯”继续转：1 月金融数据与四季度货币政策执行报告点评》2021-02-21

**投资策略：**持续关注消费端场景恢复及海外需求持续性。

**风险提示：**预期外宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等。

## 2021 年中国主要经济指标预测

| 指标          | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 实际 GDP      | 6.90  | 6.70  | 6.10  | 1.60  | 9.00  |
| 名义固定资产投资    | 7.20  | 5.90  | 5.40  | 2.90  | 6.50  |
| 名义社会零售总额    | 9.40  | 8.16  | 8.00  | -3.5  | 13.00 |
| CPI         | 1.56  | 2.10  | 2.90  | 2.50  | 1.20  |
| PPI         | 6.31  | 3.54  | -0.32 | -1.50 | 1.50  |
| 顺差对 GDP 贡献度 | 0.6   | -0.60 | 0.70  | 0.25  | 0.10  |
| 利率（1 年期存款）  | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| 汇率          | 6.59  | 6.89  | 7.01  | 6.50  | 6.20  |

资料来源：申港证券研究所

## 内容目录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 1. 工业继续向上，出口仍有望高韧性，消费或将超预期修复 .....  | 4 |
| 1.1 工业继续向上 出口仍有望高韧性 消费或将超预期修复 ..... | 4 |
| 1.2 制造业支持工业稳步回升 核心制造业维持高景气 .....    | 5 |
| 1.3 固定资产投资 基建恢复加快 地产高位趋缓 .....      | 5 |
| 1.4 消费超预期复苏 可选消费最为强劲 .....          | 6 |
| 1.5 出口继续高增长 对新兴市场出口修复中 .....        | 7 |
| 1.6 PPI 超预期上行 CPI 由负转正 .....        | 9 |

## 图表目录

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| 图 1： 工业持续上升幅度有所减缓（由于基数效应 2021 年 1-2 月、3 月数据采用两年复合平均） ..... | 5  |
| 图 2： 固定资产投资 .....                                          | 6  |
| 图 3： 发达经济体工业景气指数修复明显 .....                                 | 7  |
| 图 4： 出口新订单预期仍处于扩张区间 .....                                  | 7  |
| 图 5： 主要出口品类中机电和钢材增长明显 .....                                | 8  |
| 图 6： 主要出口品类-机电中集成电路增长明显 .....                              | 9  |
| 图 7： 原材料上涨带动 PPI 大幅上行 .....                                | 9  |
| 图 8： CPI 与核心 CPI 转正 .....                                  | 10 |
| 图 9： CPI 交通和通信上拉显著 .....                                   | 11 |

# 1. 工业继续向上，出口仍有望高韧性，消费或将超预期修复

## 1.1 工业继续向上 出口仍有望高韧性 消费或将超预期修复

一季度经济增长 **18.3%**，略低于预期，经济恢复仍不平衡，二产优于三产。

- ◆ 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%。
- ◆ 经济恢复仍不平衡，受疫情及就地过年影响，二产恢复好于三产。分产业看，第一产业增加值 11332 亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 2.3%；第二产业增加值 92623 亿元，同比增长 24.4%，两年平均增长 6.0%；第三产业增加值 145355 亿元，同比增长 15.6%，两年平均增长 4.7%。

固定资产投资上看，基础设施投资恢复加快，制造业支撑工业生产继续向上，地产投资高位趋缓。

- ◆ 制造业支撑工业生产继续向上，处于最近 3 年相对较高水平。结构上，受大宗价格上涨，上游增速放缓。中游整体保持快速增长，通用设备及电气机械和器材制造业增速领先。尽管两年复合增速较 1-2 月环比及 2019 年同比均有一定下降，但整体仍维持在高增长区间，反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。下游制造业，汽车、计算机通信与其他电子设备增速有所回落，但仍维持较高增速。
- ◆ 一季度基础设施建设投资保持较快增长，尤其铁路、水利增长显著推动固定资产投资稳步提升。
- ◆ 一季度房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高，表现亮眼，但就 3 月来看，地产投资高位趋缓。融资端来看，随地产端宏观审慎管理加强，3 月居民按揭贷款增长速度已有显著回落，预计地产后续或依然面临压力。

1-2 月消费受疫情反复及就地过年影响恢复疲软，3 月消费边际上修复加快，可选消费最为强劲，拉动社零上行。随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除，线下消费超预期复苏确定性上升。

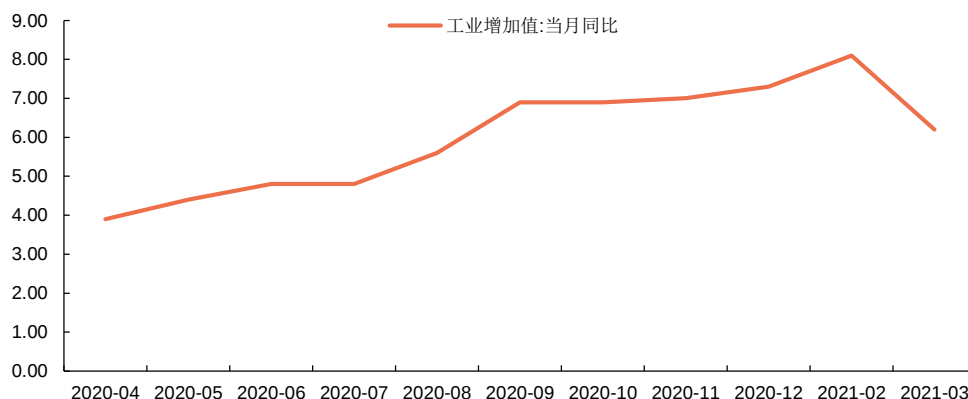
中国对全球出口维持较强态势，但增速有所回落。3 月出口两年复合增速 10.29%，相较 1-2 月两年复合增速的 15.2% 有所回落。由于“就地过年”政策影响，部分出口提前至 1-2 月，导致 3 月出口增速回落较快。

- ◆ 区域上，我国对主要贸易伙伴出口增速出现分化。今年一季度整体来看，我国对主要贸易伙伴的出口均有所增长，以美国增长幅度最大，东盟的涨幅较小。从月度边际变化来看，3 月份我国对主要贸易伙伴出口增速均有所回落，但对美国、东盟、韩国的出口增速仍相对较高。
- ◆ 主要出口品类来看，3 月的机电和钢材的出口增速仍然有所增长（两年平均），机电细分中，集成电路增长明显。
- ◆ 新订单等前瞻指标仍保持较高水平。叠加海外经济修复预期增强，出口强韧性拐点可能出现在 2-3 季度末。

## 1.2 制造业支持工业稳步回升 核心制造业维持高景气

制造业支撑工业生产继续向上。一季度,全国规模以上工业增加值同比增长**24.5%**,环比增长**2.01%**;两年平均增长**6.8%**。其中,3月规模以上工业增加值同比增长**14.1%**(前值**35.1%**),环比增长**0.6%**(前值**0.69%**)。受基数效应影响,一季度工业增加值同比较去年同期增长迅速,两年平均超过**6%**。从环比来看,3月份工业生产增长稳步上升,但较前值相比上升幅度有所减缓。1季度制造业同比增长**27.3%**,两年复合增长**6.9%**,制造业增势势头良好。

图1: 工业持续上升幅度有所减缓(由于基数效应 2021年1-2月、3月数据采用两年复合平均)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

结构上,受大宗价格上涨,上游增速放缓。中游整体保持快速增长。下游增速有所回落但仍维持高位。

- ◆ 上游周期行业增速明显放缓,受大宗商品价格上涨以及基数效应影响较大。
- ◆ 中游制造业,整体保持快速增长,通用设备及电气机械和器材制造业增速领先。尽管两年复合增速较1-2月环比及2019年同期均有一定下降,但整体仍维持在高增长区间,反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。
- ◆ 下游制造业,汽车、计算机通信与其他电子设备增速有所回落,但仍维持较高增速。3月,汽车两年复合增长**4.38%**,较1-2月值**7.96%**有所回落,但高于2019年同期**2.6%**。计算机、通信和其他电子设备制造业**11.04%**(前值**13.14%**),高于2019年同期**10.2%**。

表1: 上中下游主要行业工业增加值情况(其中2021年3月、1-2月为两年复合增速)

|           | 上游制造业        |              |              | 中游制造业   |         |            | 下游制造业 |                  |       |
|-----------|--------------|--------------|--------------|---------|---------|------------|-------|------------------|-------|
|           | 黑色金属冶炼和压延加工业 | 有色金属冶炼和压延加工业 | 化学原料和化学制品制造业 | 通用设备制造业 | 专用设备制造业 | 电气机械和器材制造业 | 汽车制造业 | 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 纺织业   |
| 2021年3月   | 8.12%        | 4.34%        | 6.15%        | 6.63%   | 7.38%   | 11.18%     | 4.38% | 11.04%           | 0.79% |
| 2021年1-2月 | 9.16%        | 5.96%        | 7.50%        | 7.98%   | 9.71%   | 12.94%     | 7.96% | 13.14%           | 0.77% |
| 2019年3月   | 8.50%        | 11.10%       | 7.10%        | 14.00%  | 16.40%  | 15.20%     | 2.60% | 10.20%           | 9.00% |

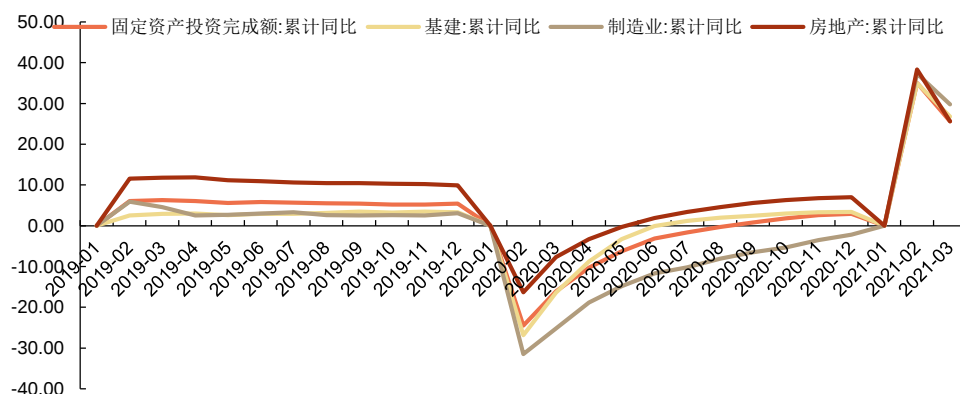
资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 1.3 固定资产投资 基建恢复加快 地产高位趋缓

固定资产投资上,1季度房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高,表

现亮眼。单就 3 月来看，基础设施投资恢复加快，制造业支撑工业生产继续向上，地产投资高位趋缓。

图2：固定资产投资



资料来源：Wind，申港证券研究所

一季度基础设施建设投资保持较快增长，尤其铁路、水利增长显著推动固定资产投资稳步提升。一季度基础设施投资同比增长 29.7%，两年平均增长 2.3%。分细项来看，1-3 月水利管理投资增长 42.5%，公共设施管理业投资增长 23.5%，道路运输业投资增长 25.7%，铁路运输业投资增长 66.6%。交通运输业投资对基建投资增长具有明显的拉动作用，进而推动固定资产稳步提升。

房地产销售、新开工、施工竣工基数外，仍有韧性。融资端房企在“三条红线”政策下，拿地将继续受限。

- ◆ 房地产销售反映需求仍旧高景气。1-3 月，全国商品房销售面积 36007 万平方米，销售额达 38378 亿元，同比增长分别为 63.8%、88.5%，两年平均增长 9.9%、19.1%，表明需求依旧维持高景气区间，为一季度房地产投资的亮眼表现提供支撑。
- ◆ 房地产新开工面积、施工面积、竣工面积同比增长 28.2%、11.2%、22.9%，高增长的背后，除了基数效应之外，同时表明房地产建设依然保持着较强的韧性。
- ◆ 但随着政策逐步收紧，尤其“三条红线”及宏观审慎管理下，预计后续地产在融资端上或依然面临压力。

#### 1.4 消费超预期复苏 可选消费最为强劲

1-2 月消费受疫情反复及就地过年影响恢复疲软，3 月消费边际上修加快，可选消费最为强劲，拉动社零上行。随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除，线下消费超预期复苏确定性上升。

- ◆ 1-2 月消费受疫情反复及就地过年影响恢复疲软，3 月消费边际上修加快。一季度，社会消费品零售总额 105221 亿元，同比增长 33.9%，环比增长 1.86%；两年平均增长 4.2%。其中，3 月份社会消费品零售总额 35484 亿元，同比增长 34.2%（前值 33.8%），比 1-2 月份加快 0.4 个百分点，两年平均增长 6.3%，环比增长 1.75%。随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除，线下消费超预期复苏确定性上

升。

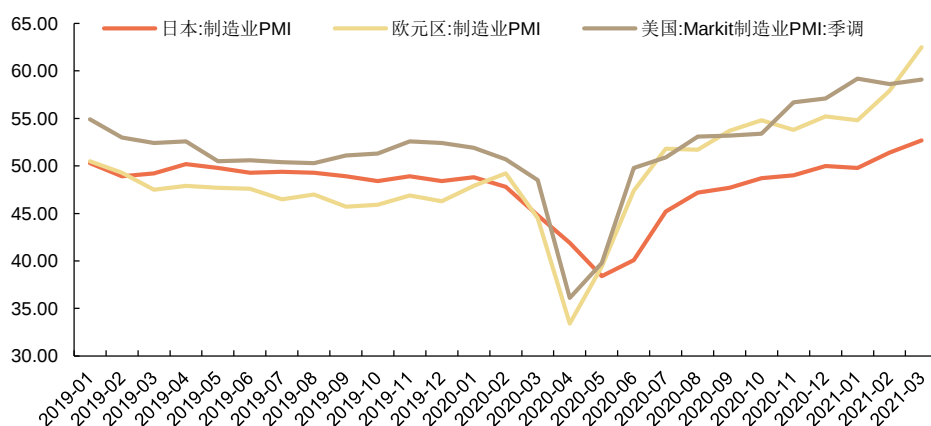
- ◆ **3月，必选类消费品除饮料略微下降外，其余均小幅回升。**除汽车外的社会消费品零售同比增速为 32.5%（前值 30.4%），其中服装鞋帽针纺织品类同比增速为 69.1%（前值 47.6%），饮料类零售同比增速为 33.3%（前值 36.9%）。必选类消费品弹性不大，预计后续依然保持此态势。
- ◆ **受益于地产表现亮眼，建筑及装潢材料、家具类同比增长迅猛，均超过 40%。**3月建筑及装潢材料零售同比增速为 43.9%（前值 52.8%），家具类零售同比增速为 42.8%（前值 58.7%），与施工竣工加快形成交叉验证。
- ◆ **餐饮仍是主要拖累，随疫苗注射快速推进，餐饮消费场景逐步恢复叠加二季度节假日效应，预计后续将有强反弹。**一季度餐饮收入同比增长 75.8%，但两年平均增长仍为负，即餐饮仍未恢复到 2019 年同期水平。

### 1.5 出口继续高增长 对新兴市场出口修复中

中国对全球出口维持较强态势，但增速有所回落。3月，出口金额（以美元计）为 2411.3 亿美元，同比增长 30.6%；进口金额为 2273.4 亿美元，同比增 38.1%。剔除基数效应，3月出口两年复合增速 10.29%，相较 1-2 月两年复合增速的 15.2% 有所回落。

由于“就地过年”政策影响，部分出口提前至 1-2 月，导致 3 月出口增速回落较快。一季度出口同比增长较去年四季度高增长的出口季节性回落 9.6%，回落幅度处于近 5 年来较低水平。整体来看，出口维持较强态势，但 3 月增速回落，叠加海外经济修复预期增强，出口强韧性拐点可能出现在 2-3 季度末。

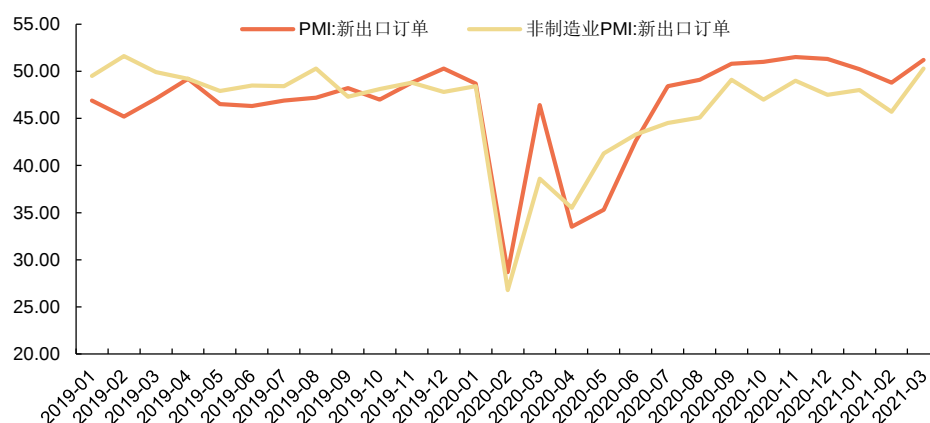
图3：发达经济体工业景气指数修复明显



资料来源：Wind，申港证券研究所

新订单等前瞻指标有所上升，仍保持较高水平。3月 PMI：新出口订单为 51.2（前值 48.8），从出口新订单等前瞻指标观测数据有所提升，仍维持较高水平，但部分归由 2 月春节因素影响，出口产业链的景气改善值得持续关注。

图4：出口新订单预期仍处于扩张区间



资料来源: Wind, 申港证券研究所

区域上,我国对主要贸易伙伴出口增速出现分化。今年一季度整体来看,我国对主要贸易伙伴的出口均有所增长,以美国增长幅度最大,东盟的涨幅较小。从月度边际变化来看,3月份我国对主要贸易伙伴出口增速均有所回落,但对美国、东盟、韩国的出口增速仍相对较高。

表2: 1-3月对主要经济体出口金额的两年复合增速

|          | 日本     | 韩国     | 东盟     | 欧盟     | 美国     |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2021年3月  | 3.01%  | 10.72% | 11.02% | 5.13%  | 10.22% |
| 2021年2月  | 9.38%  | 12.68% | 24.68% | 13.99% | 26.49% |
| 2021年1月  | 3.07%  | 7.94%  | 17.21% | 1.68%  | 10.06% |
| 2021年一季度 | 4.76%  | 10.20% | 16.54% | 6.24%  | 14.43% |
| 2020年四季度 | -0.11% | 5.13%  | 16.02% | 2.09%  | 4.94%  |

资料来源: Wind, 申港证券研究所

主要出口品类来看,3月的机电和钢材的出口增速仍然有所增长(两年平均)。3月份高新技术和机电产品两年复合增速分别为11.7%和11.01%;玩具和自动数据处理设备及其零部件的两年复合增速也达到15.75%和18.54%,虽有所回落但仍维持较高增长。

图5: 主要出口品类中机电和钢材增长明显

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\\_18999](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18999)

