

# 3 月经济数据点评

——工业与服务业的走向趋于分化

袁方<sup>1</sup>

2021 年 4 月 16 日

## 内容提要

“就地过年”政策可能对一季度服务业的恢复带来拖累，并对整体经济形成冲击。随着这一影响的消退，未来服务业的恢复将重新启动，并与工业的走弱形成对冲，全年经济增速（两年几何平均）或难低于一季度。

从支出端数据来看，今年以来基建和地产投资整体趋于回落，而制造业投资和消费持续走强，并成为支撑经济的主要力量。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

<sup>1</sup> 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

## 一、短期因素扰动一季度经济

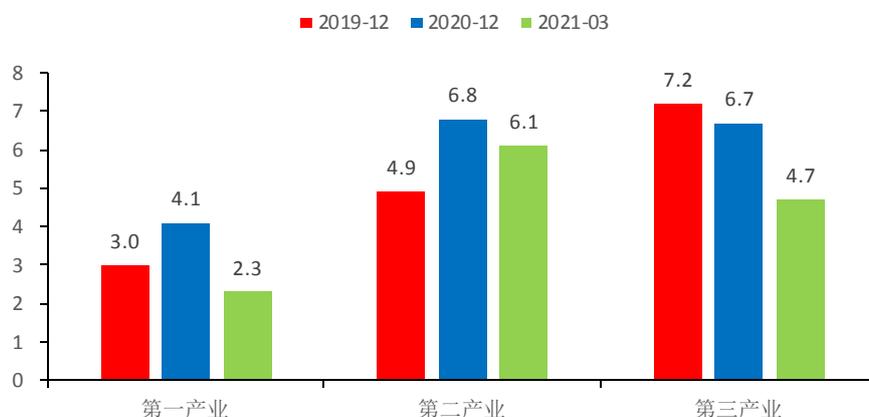
今年一季度国内 GDP 实际同比 18.3%，两年复合增速 5.0%，较去年四季度小幅回落 0.5 个百分点，经济整体表现偏弱。

从两年复合增速来看，第二产业增速从去年四季度的 6.8% 小幅下行至 6.0%，而第三产业从 6.7% 大幅回落至 4.7%，是拖累经济的主要力量，第三产业的显著走弱可能主要与就地过年的政策有关。

当前第三产业的增速显著低于疫情前的水平，这一水平或将难以维持，未来随着疫苗的接种以及居民消费倾向的回升，第三产业将稳步回升，并对整体经济形成重要支撑。而第二产业的“填坑”可能已经接近尾声，未来第二产业增速将逐步回落。

合并而言，就地过年的政策可能对一季度第三产业造成明显拖累，并对宏观经济带来扰动。未来服务业的恢复将重新启动，并对工业的走弱形成对冲，全年经济增速（两年几何平均）或难低于一季度。

图1：第一、二、三产业实际同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券  
注：2019 年使用全年平均增速

## 1、工业生产见顶回落

一季度规模以上企业工业增加值同比 30.6%，两年复合增速 6.8%，较去年四季度回落 0.3 个百分点。

月度层面，3 月工业两年复合增速为 6.2%，较 1-2 月回落 1.8 个百分点。尽管工业增速出现明显回落，但 3 月工业增速仍高于疫情前中枢。

从已经公布的行业数据看，除食品、非金属矿物制品、医药、金属等行业回升外，多数行业出现普遍回落。

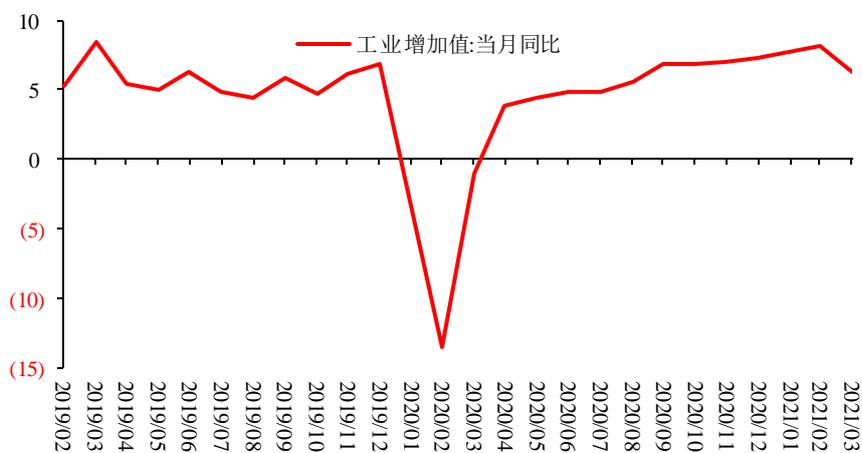
物量数据的表现类似，十种有色金属、原煤、粗钢、水泥、焦炭产量出现下降。

价格层面，3 月 PPI 环比增速大幅抬升，大宗商品价格整体表现较强。

去年四季度工业领域“填坑”过程中，工业增速维持在 7% 左右的增速，而今年 1-2 月工业增速达到 8%，随后 3 月回落至 6.2%。今年以来的偏离可能主要与“就地过年”政策有关，这一政策对 2 月生产数据形成支撑，而随后生产活动从异常高的水平回落，与此同时，服务业总体受到抑制。

往后看，随着工业领域填坑状态的结束，未来工业增速将呈现逐步回落的走势，这一过程也将对工业品价格形成拖累。

图2: 工业增加值当月同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

## 2、制造业投资趋于回升

一季度固定资产投资同比 25.6%，两年复合增速 2.7%，较去年 4 季度大幅下降 13 个百分点，三大分项均出现回落。

3 月固定资产投资两年复合增速 3.5%，较 1-2 月上升 1.8 个百分点，各分项均出现回升，其中基建和制造业回升幅度较大。

3 月基建投资（含电力）两年复合增速为 5.8%，较前两个月大幅回升 6.5 个百分点，这一增速与去年 4 季度持平。考虑到地方政府加杠杆的意愿偏弱，地方国企和城投平台的融资压力较大，今年基建增速将维持低位波动。

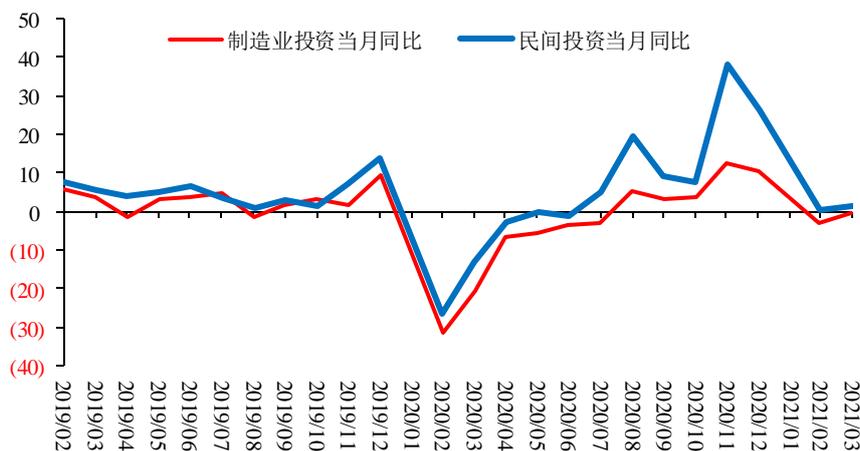
3 月制造业投资两年复合增速为同比增速-0.3%，较上月回升 2.7 个百分点。

根据已经公布的数据，3 月铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，纺织业，汽车制造业和金属制品业涨幅居前。而医药制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，化学原料及化学制品制造业表现较弱。

制造业投资的回升与信贷数据的表现互相验证，比如 3 月企业中长期贷款放量，资金价格高位震荡，反映投资需求不弱。

总体而言，当前制造业投资远未恢复至疫情前水平，在价格大幅抬升、信贷持续投放的背景下，制造业投资的回升在未来将延续。

图3：制造业投资和民间投资同比，%

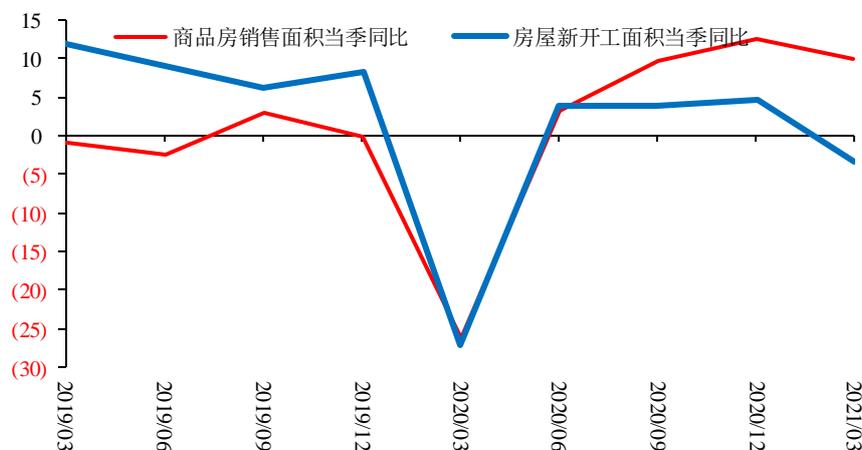


数据来源：Wind，安信证券

3月房地产投资两年复合增速7.8%，较上月小幅上升0.2个百分点。与此同时，地产销售小幅回落，但仍处于较高水平；新开工面积两年复合增速持续负增长。

今年以来全国房价持续上行，部分城市出台相关调控政策，但从当前的数据来看效果尚不明显。在库存偏低的背景下，全国房价未来上涨的压力仍然较大，其对货币政策的影响值得密切留意。对地产投资而言，考虑到存货回补接近尾声，以及地产“填坑”状态的结束，今年地产投资的增速或将温和下行。

图4：房屋新开工面积和销售面积当季同比，%



数据来源：Wind，安信证券

### 3、消费恢复的态势或将持续

一季度社会消费品零售名义同比增长 34.0%，两年复合增速 4.7%，与去年四季度持平。3 月社会消费品零售名义同比增长 34.2%，两年复合增速 6.3%，较上月上升 3.2 个百分点，但仍低于疫情前水平。

分类别看，限额以上和限额以下企业零售均出现回升。石油、汽车等主要消费品类明显回升，此外建筑及装潢、研究、金银珠宝、服装等可选消费也表现较强。

从最新数据来看，一季度居民部门的预防性储蓄为 3.1%，比去年四季度反弹

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\\_19016](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19016)

