钟正生；张德礼；张璐

2021年一季度经济数据点评

经济动能仍足，地产隐忧浮现

■ 核心摘要

1、 **一季度 GDP 同比跳升到 18.3%，主要是低基数推动，环比是弱于季节性的。**体现在：1）一季度经季调后的 GDP 环比 0.6%，大幅低于 2011-2019 年这 9 年一季度 GDP 季调后的环比均值 1.9%；2）2017-2019 年一季度不变价 GDP 环比分别为-15.8%、-15.7%和-15.9%，而今年一季度的只有-17.7%。原因有两个，一是去年四季度的基数较高；二是“就地过年”倡议对生产的推动不及预期，用工成本上升和招工难对一季度 GDP 有所拖累。

2、 **出口强带动 3 月制造业增加值表现亮眼。**3 月工业增加值同比 14.1%，三大工业门类中制造业、尤其高技术表现最为亮眼，这和出口较强有关。一季度服务业生产指数累计同比 29.2%，两年平均增速为 6.8%，而且和 1-2 月的持平，意味着在国内疫情基本得到控制后，服务业在加快恢复。

3、 **固定资产投资增速回升。1）**房地产投资两年平均增速为 7.7%，略高于今年 1-2 月的两年平均增速 7.6%。但 1-3 月土地购置面积和新开工面积两年复合增速依然为负，房屋竣工面积和房地产销售面积增速也较 1-2 月有所回落，这对房地产投资的韧性构成威胁。**3 月房地产开发资金来源的两年复合增速继续回落至 8.2%，其中，国内贷款、自筹资金、其它到位资金增速均有较明显放缓，唯个人按揭贷款韧性较足。考虑到 1-3 月销售回款占房企资金来源的比例超过一半（53.9%），**后续房地产销售的景气度、以及房地产抵押贷款政策有无大范围收紧，对“五条红线”政策高压下的房地产投资能否保持韧性至关重要。**2）制造业投资小幅改善，**在产能利用率处于较高水平、政策定向支持和碳减排驱动下的设备更新需求等多重力量推动下，我们对今年制造业投资继续回升的空间保持乐观。**3）基建投资明显改观，春节过后基建项目启动施工。**往后看，今年地方专项债预算规模仅比去年略低 1000 亿，基建投资的约束仍然在于符合条件的项目、而不在资金来源上。需要关注的是城投政策变动风险，如果政策变动导致城投再融资愈发困难，可能会制约基建投资的回升空间。

4、 **消费加速恢复。**社会消费品零售总额的两年复合增速从 3.2%提高到 6.3%，按消费类型看商品零售和餐饮同步加速恢复，按产品类型看多数商品的零售都在好转。消费将继续修复，一是餐饮服务与疫情前相比仍有较大的提升空间。在国内疫情基本得到控制后，这部分消费将逐步回归正常；二是两年平均的全国居民人均可支配收入增速，在今年一季度呈加速回升之势；全国居民人均消费性支出增速也加速回升，与收入增速之间的裂口收敛，意味着居民消费倾向亦有所提升。随着企业部门经营好转逐渐向居民部门传导，居民可支配收入仍有回升空间，居民消费倾向也将逐步提升，从而带动消费进一步修复。

5、 **总体上看，一季度 GDP 环比弱于季节性，和去年四季度基数较高、春节前后用工不足等有关。如果单看 3 月数据，工业增加值增速高位有所放缓、服务业保持增长，房地产投资的韧性依然在，制造业投资继续恢复，基建投资在融资约束有所缓和后也有明显好转，消费则在国内疫情基本得到控制后加速恢复。尽管出口份额在向海外回流，但由于全球经济在复苏、订单回流不会一蹴而就，上半年出口也有支撑。中国经济增长动能逐渐从工业生产向消费偏移、从房地产投资向制造业投资偏移，增长动能依然较足，需要警惕政策高压下房地产投资的不确定性，同时，经济更加依赖内生增长性（消费和制造业投资），需要政策保持一定力度、帮助居民和企业恢复元气，政策不宜快速收紧。**

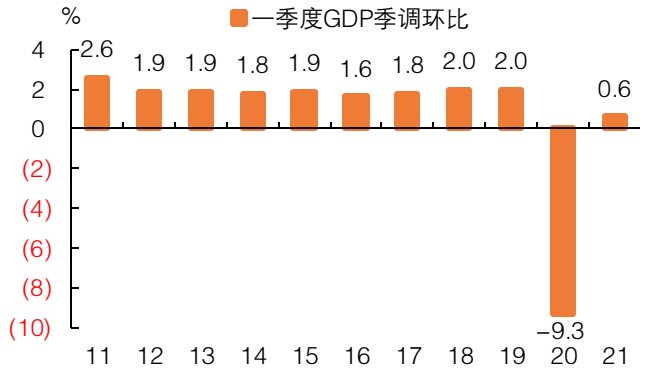
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

国家统计局今天公布了一季度 GDP 和 3 月的经济数据，固定资产投资回升，消费恢复加速，中国经济依然坚韧。

一、 GDP 环比弱于季节性

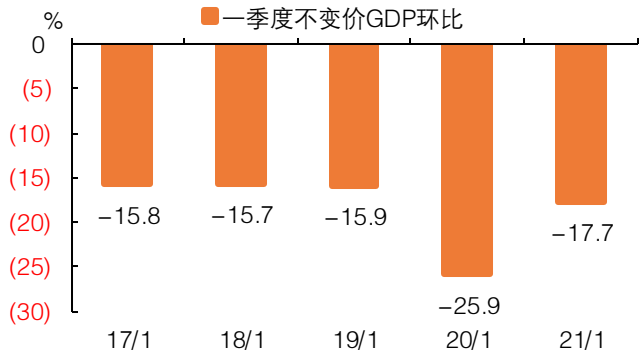
一季度 GDP 跳升到 18.3%，主要是低基数的推动，环比是弱于季节性的。这体现在两点：一是，今年一季度经季调后的 GDP 环比 0.6%，是 2010 年四季度有统计以来各季的第二低，仅高于 2020 年一季度的-9.3%。2011-2019 年这 9 年一季度 GDP 季调环比均值为 1.9%，相比之下今年的低了不少。二是，一季度不变价 GDP 环比具有较强的季节性特征，2017-2019 年的分别为-15.8%、-15.7%和-15.9%，根据 2020 年 2 季度到 4 季度的不变价 GDP 环比，以及今年一季度的同比 18.3%，可倒推出今年一季度不变价 GDP 环比为-17.7%，比 2017-2019 年同期均值低了近两个百分点。

图表1 2011 年到 2021 年的一季度 GDP 季调环比



资料来源:wind，平安证券研究所

图表2 2017 年到 2021 年的一季度不变价 GDP 环比



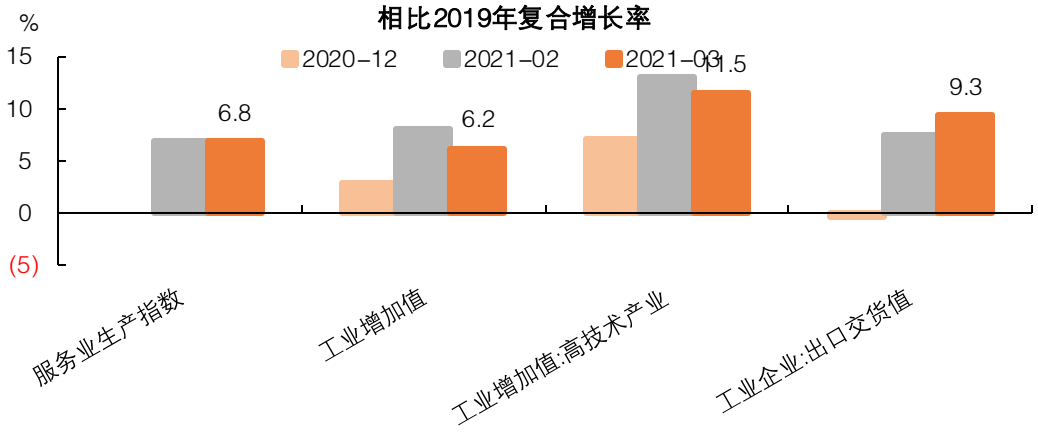
资料来源:wind，平安证券研究所

一季度 GDP 环比弱于季节性的原因有两个。一是去年二季度经济开始复苏，到四季度的时候，GDP 同比达到 6.5%，已经高于疫情前的水平了，经济恢复性的力量已得到较快释放。去年四季度 GDP 较高的基数，导致今年一季度 GDP 环比弱于季节性。二是“就地过年”倡议对生产的推动不及预期，选择就地过年的工人，春节前后劳动的积极性不高，国家统计局领导在解读 2 月制造业 PMI 时也提到企业面临用工成本上升和招工难的问题，这会对一季度 GDP 有所拖累。

二、 出口带动制造业增加值表现亮眼

3 月工业增加值同比 14.1%，和 2019 年 3 月相比的两年平均增速为 6.2%，明显低于今年 1-2 月的两年平均增速 8.1%。三大工业门类中，制造业表现最为亮眼，3 月增加值同比 15.2%，两年平均增速为 6.4%。其中，高技术制造业增加值 3 月当月同比 14.1%，略低于制造业整体的增加值增速，但两年的平均增速高达 11.5%，制造业结构优化的趋势继续。制造业尤其是高技术制造业表现好，和出口较强有关，3 月工业企业出口交货值同比增长 15.9%，两年平均增长 9.3%，这要高于今年 1-2 月的两年平均增速 7.4%。一季度服务业生产指数累计同比 29.2%，两年平均增速为 6.8%，而且和 1-2 月的持平，意味着在国内疫情基本得到控制后，服务业在加快恢复。

图表3 生产相关指标的两年复合增长率



资料来源:wind,平安证券研究所

三、 固投增速小幅回升

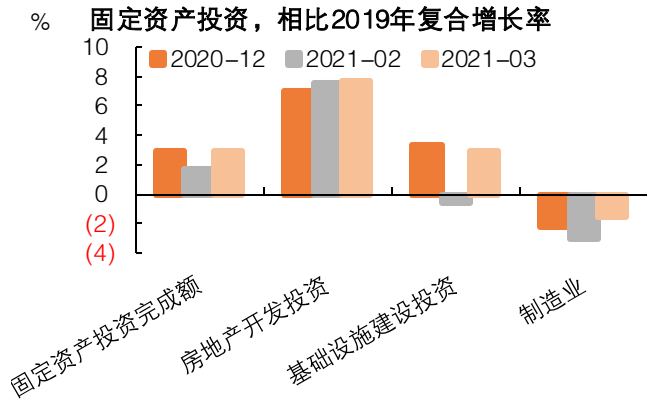
一季度固定资产投资累计同比 25.6%，和 2019 年一季度相比增长 6.0%。两年平均增速 2.9%，高于 1-2 月的两年平均增速 1.7%。

房地产投资继续维持韧性，但隐忧也开始浮现。一季度地产投资累计同比 25.6%，两年平均增速为 7.7%，略高于今年 1-2 月的两年平均增速 7.6%。值得注意的是，3 月国房景气指数 101.29，是疫情后的首次下降，房企融资收紧和严查贷款违规流入楼市的影响开始浮现。**1-3 月土地购置面积和新开工面积两年复合增速依然为负，房屋竣工面积和房地产销售面积增速也较 1-2 月有所回落，这对房地产投资的韧性构成威胁。**3 月房地产开发资金来源的两年复合增速继续回落至 8.2%，其中，国内贷款、自筹资金、其它到位资金增速均有较明显放缓，唯个人按揭贷款韧性较足。考虑到 1-3 月销售回款占房企资金来源的比例超过一半（53.9%），**后续房地产销售的景气度、以及房地产抵押贷款政策有无大范围收紧，对“五条红线”政策高压下的房地产投资能否保持韧性至关重要。**

制造业投资小幅改善。一季度制造业投资累计同比 29.8%，两年平均增速为-1.5%，虽然继续低迷，但和 1-2 月的两年复合增速-3.0%相比有所回升。往后看，在产能利用率处于较高水平、政策定向支持和碳减排驱动下的设备更新需求等多重力量推动下，我们对今年制造业投资继续回升的空间保持乐观。

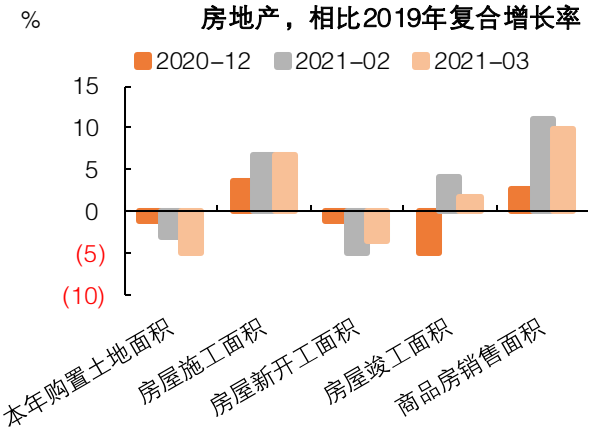
基建投资明显改观。一季度全口径基建投资同比增长 26.8%，两年平均增速为 3.0%，和 1-2 月的-0.7%相比有较大幅度提高。三大分项的一季度复合增速，较前两个月的都出现回升，其中电力、热力、燃气及水的生产和供应业复合增速为 10.6%（前值 8.4%），交通运输、仓储和邮政业复合增速为 1.9%（前值-4.3%），水利、环境和公共设施管理业复合增速为 1.4%（前值-0.3%）。春节过后基建项目启动施工，往后看，今年地方专项债预算规模仅比去年略低 1000 亿，基建投资的约束仍然在于符合条件的项目、而不在资金来源上。需要关注的是城投政策变动风险，近期财政部印发的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》中，提出要清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重组或清算，释放了严监管信号。如果政策变动导致城投再融资愈发困难，可能会制约基建投资的回升空间。

图表4 固投及三大分项的两年复合增速



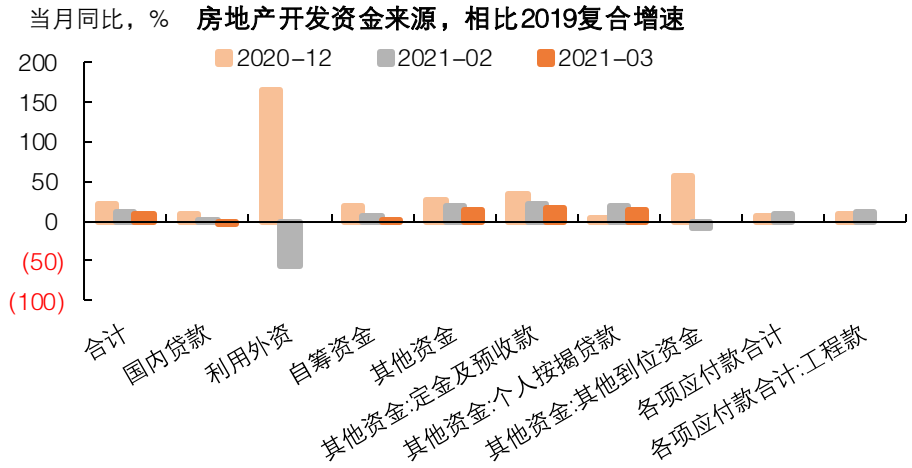
资料来源:wind，平安证券研究所

图表5 地产相关的两年复合增速



资料来源:wind，平安证券研究所

图表6 3月房地产开发资金来源复合增速继续全线回落，仅按揭贷款保持坚韧

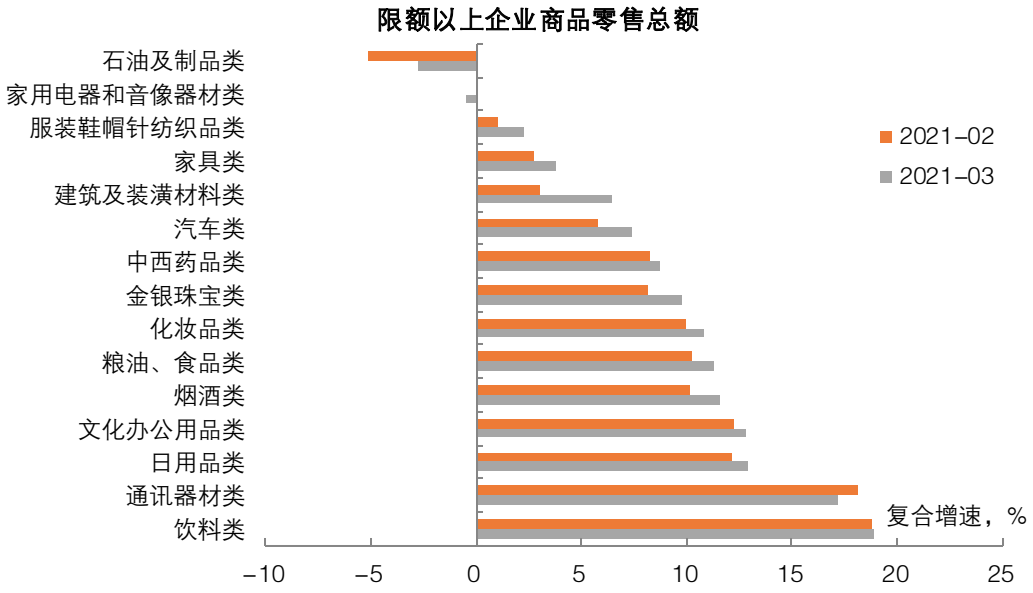


资料来源:wind,平安证券研究所 备注：数据为累计增速

四、 消费加速恢复

消费加速恢复。3月社会消费品零售同比34.2%，高于前值33.8%，也高于市场预期值28.4%。两年的平均增速也从3.2%提高到6.3%。剔除价格因素后的社会消费品零售总额实际两年复合增速，也从1.2%回升到4.4%。在国内疫情基本得到控制后，消费有加速恢复的迹象。按消费类型看，3月商品零售和餐饮的两年平均增速分别为6.9%和1.0%，前值分别为3.8%和-2.0%，两者同步加速恢复。按产品类型看，限额以上单位零售中，除通讯器材类、家用电器和音像器材类以外(3月房地产竣工面积增速回落，房地产相关消费也随之减速)，其余产品一季度的两年平均增速都高于前两个月的。

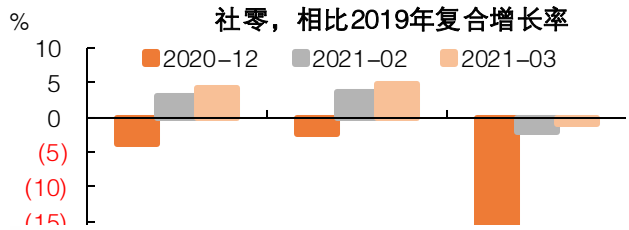
图表7 多数限额以上企业商品零售产品在3月继续恢复



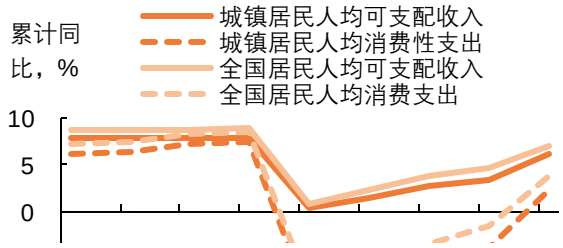
资料来源:wind,平安证券研究所

目前中国消费修复仍不充分。一是，餐饮服务与疫情前相比仍有较大的提升空间。在国内疫情基本得到控制后，这部分消费将逐步回归正常。二是，两年平均的全国居民人均可支配收入增速，在今年一季度呈加速回升之势，全国居民人均消费性支出增速也加速回升，与收入增速之间的裂口收敛，意味着居民消费倾向亦有所提升。随着企业部门经营好转逐渐向居民部门传导，居民可支配收入仍有回升空间（一季度全国居民可支配收入增速7%，较2019年四季度8.6%仍有差距），居民消费倾向也将逐步提升，从而带动消费进一步修复。

图表8 3月社会消费品零售进一步加速



图表9 一季度居民收入和消费倾向皆显著提升



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_19020