

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

报告原因：事件点评

经济进入平衡态

——2021 年 3 月经济数据点评

2021 年 4 月 16 日

宏观研究/点评报告

事件

- 4 月 16 日，统计局发布 2021 年一季度和 3 月份经济数。

点评

- 一季度实际 GDP 同比 18.3%，前值 6.5%。名义 GDP 增速 21.18%，前值 6.6%。一季度 GDP 同比大幅上升主要受到去年低基数的影响，用 2019 年作为基数计算两年复合增长率，实际 GDP 同比 5.0%，名义 GDP 同比 7.1%。分产业来看，第二产业仍然在三大产业中表现最强势，两年复合增速达到 6.0%，虽然弱于去年四季度，但仍高于疫情前。第三产业实际 GDP 同比两年复合同比为 4.7%，低于去年四季度但高于去年三季度，低于疫情前水平。今年年初，国内部分地区爆发零星疫情。这一轮疫情对工业生产受影响较小，而对服务业影响较大。央行在一季度例会上提到“经济恢复进程仍不平衡”，从产业上来说可以理解为第二产业恢复程度较好，第三产业恢复进度仍然落后于第二产业。
- 平减指数当季同比回升至 2.05%，前值 0.07%。三大产业平减指数当季同比出现分化，其中第二产业和第三产业上升，第一产业下降。第二产业平减指数同比上升可以用一季度工业品价格升高来解释，第三产业平减指数同比的上升与一季度 CPI 服务分项同比的变化相背离。目前，无论是第二产业、第三产业的平减指数，还是平减指数的总体，同比水平平均超过 2019 年下半年，或说明通胀的广度超过了市场认知。
- 工业增加值同比仍然保持稳健。3 月工业增加值当月同比 14.1%，前值 52.3%，两年累计复合增长率达到 6.2%，2 月份前值 6.3%，工业增速仍然保持稳健。分大类行业中，高技术产业增加值两年复合同比依然为两位数，制造业增加值两年复合同比在 6% 以上。中下游制造业增加值的两年复合同比增速虽然保持中高水平，但大多数行业较去年 12 月份有所下降。两年复合同比增速超过去年 12 月当月同比的行业包括食品加工、食品制造以及非金属矿物制品业。
- 投资同比修复。固定资产投资 3 月累计同比 25.6%，前值 35.0%，隐含当月同比 18.3%，两年复合同比为 3.45%，前值 0.96%。投资主要三个分项较 1-2 月均有不同程度修复。
- 房地产投资增速波动平稳，后续关注政策收紧的影响。房地产投

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

资 3 月隐含当月同比 14.71%，前值 38.26%，两年复合当月同比 7.72%，前值 7.59%。总体看，3 月房地产投资同比同 1-2 月相比，仍保持稳健，但与去年四季度相比有一定下降。从 3 月单月来看，计算两年复合同比后，新开工较 1-2 月有明显修复，这或许与去年四季度开始的房地产销售表现强势有关，而此前上升较快的竣工增速出现回落。竣工和新开工之间的此消彼长导致施工增速与 1-2 月相比能够保持平稳，推测这也是单月房地产投资走稳的主要原因。与房地产相关其他指标中，房地产销售两年复合同比下降至 16.2%，但仍处于较高水平。土地成交价款和房地产资金来源的两年复合同比均较 1-2 月有明显下降。针对房地产融资的政策近期明显收紧，从数据上也能够较直观看到相关政策的影响。但房地产投资作为融资和销售的滞后项，在销售增速仍能维持较高水平下，我们认为短期或能维持当前水平。

➤ **基建投资两年复合同比回升。**基建投资 3 月隐含当月同比 21.57%，前值 34.95%，两年复合当月同比 5.76%，前值-0.65%，两年复合同比超过去年。基建投资同比的上升与最近两个月财政资金的释放有直接关系，在金融数据中，财政存款已经连续两个月收缩。基建投资的三个行业的两年复合同比均较 1-2 月上升，其中电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比水平依然最高，交通运输、仓储和邮政业同比上升幅度最大。我们认为，去年基建投资不如预期，也与部分资金未能及时落地有关。今年，在十四五规划和实现碳中和的影响下，会有一批新项目落地，去年未使用资金有望结转到今年使用。同时今年新增财政资金较去年也没有大幅收缩。这样的情况下，对应基建的财政资金或仍较为充裕，从而支撑基建投资增速。而短期来看，随着地方债发行提速，基建投资也有望维持稳健。

➤ **制造业投资两年复合同比有所修复。**制造业投资 3 月隐含当月同比 25.0%，前值 37.3%，两年复合当月同比-0.35%，前值-3.02%，复合同比水平仍显著低于去年年底。从目前已公布的分行业数据来看，中下游制造业投资同比变化均不大，计算机通信和医药制造依然是表现最好的两个行业，技术密集型行业和出口导向型相结合的行业投资仍然较强。通用设备和汽车制造有一定程度修复，但幅度有限。值得注意的是，M1 同比已经连续两期表现不佳，而 M1 同比在历史上对制造业投资有较强的提示性。

➤ **社零两年复合同比强势升高。**社零 3 月当月同比 34.2%，前值 33.8%，两年复合当月同比 6.3%，前值 3.1%，复合同比水平高于去年四季度。其中，石油及制品类两年复合同比上升最为明显，较 1-2 月上升 6.5 个百分点，疫情后首度转正。历史上，石油及制品类零售同比与油价有明显正相关性，近期油价上升是该品类社零同比修复的主要原因。其他分项中，建筑和装潢材料两年复合同比上升幅度也较大，

或与前期竣工提速有关。汽车、服装、化妆品、金银珠宝等可选类商品，以及餐饮收入的两年复合同比均有上升。疫情消退对消费的提振，尤其是可选类消费和服务类消费的提振从数据上得到证实。另外，随着消费同比的提高，下游消费品通胀有望持续修复。

➤ **经济再回供给强于需求的模式，年初疫情或对经济数据有扰动。**

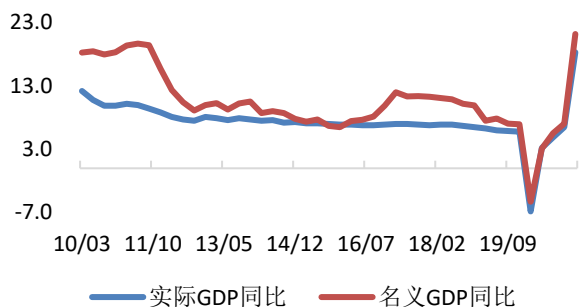
从单月数据看，3月的需求端，无论是投资还是消费均好于1-2月份。我们在上个月的经济数据点评中提到，1-2月需求端数据表现稍差主要受到了疫情的扰动，3月需求端数据的转好也证明了这一点。同时，因为疫情对个人消费的影响要大于对企业投资的影响，所以当疫情消退后，3月份消费的恢复程度也要大于投资的恢复程度。

➤ **后续经济主要是内部结构变化，刨除基数效应后，总量上难有大起大落。**我们认为，随着疫情对单月数据的扰动影响告一段落，后续经济的变化主要是内部结构性的变化，刨除基数效应后的总量数据表现更加平稳，难有大起大落。从3月份的数据看，生产端数据保持稳健。需求端中，投资弱于去年底；出口虽有弱化，但增速仍在高位；消费则仍在上升，且强于去年底。3月数据表明，经济整体势头仍然较强，预计刨去基数效应后，二季度实际GDP复合同比有较大概率回到6%之上。考虑到目前刨除基数后的消费增速仍未回到疫情前，后续消费，尤其是服务类消费，仍有较大概率扩张。同时我们也认为，除食品外的消费品价格同比也将逐渐提高，对通胀的扩散需持续关注。投资预计保持平稳，第一，在前期房地产销售火热的影响下，房地产投资短期有望保持韧性，但在相关政策的压制下，房地产投资增速亦难以明显升高。后续需关注房地产相关数据在政策影响下的边际变化。第二，基建投资不缺资金，而目前看，财政资金在持续释放，同时新一年度资金也在逐渐到位。第三，制造业投资目前仍有出口的带动，所以未来制造业投资或较一季度继续恢复。但是因为房地产投资弱于去年高点，对制造业投资的带动力量减弱，因此制造业投资的强劲程度或低于去年四季度。

➤ **风险提示**

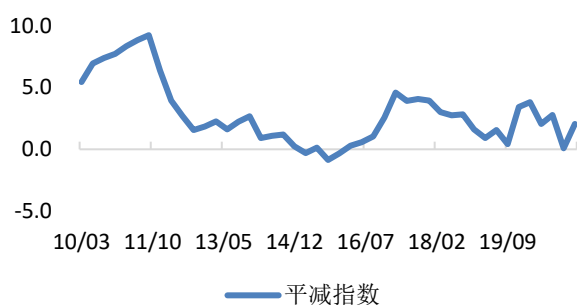
- 1、房地产投资在政策影响下快速走弱；
- 2、财政资金缺乏对应项目，基建投资重新走弱；
- 3、房地产投资对制造业投资的影响强于出口，导致制造业投资低迷；
- 3、海外疫情反复，扰动国内防控。

图 1：实际 GDP 与名义 GDP 同比走势



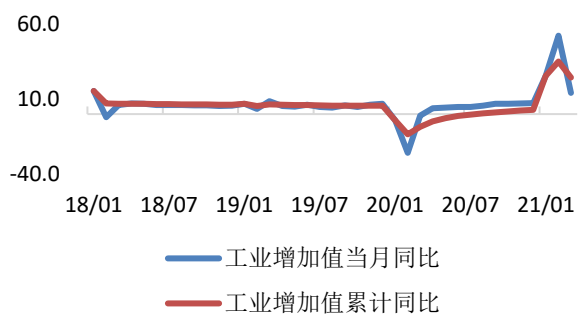
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：平减指数走势



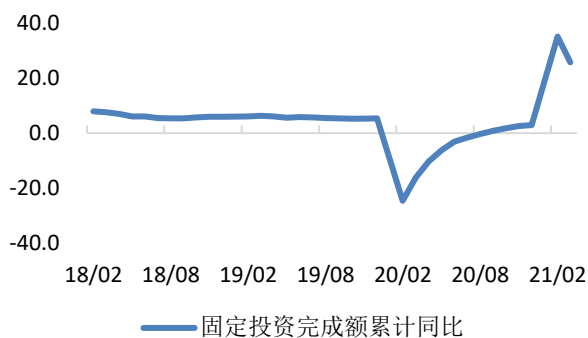
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：工业增加值同比走势



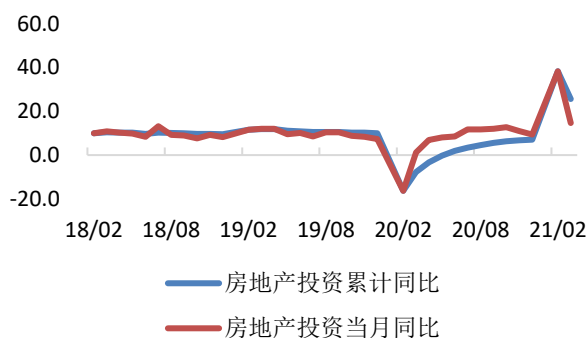
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：固定资产投资完成额累计同比走势



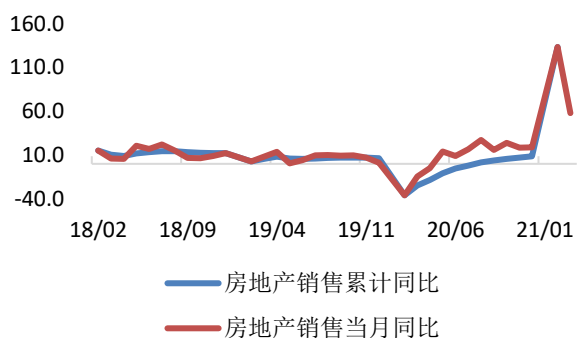
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：房地产投资同比走势



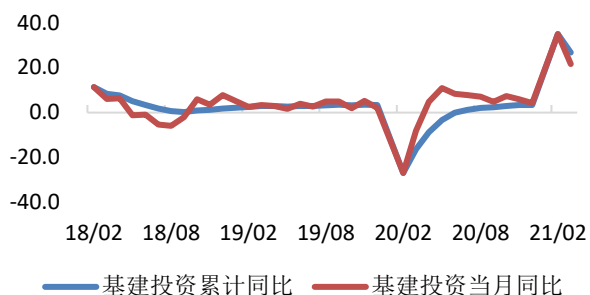
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：房地产销售同比走势



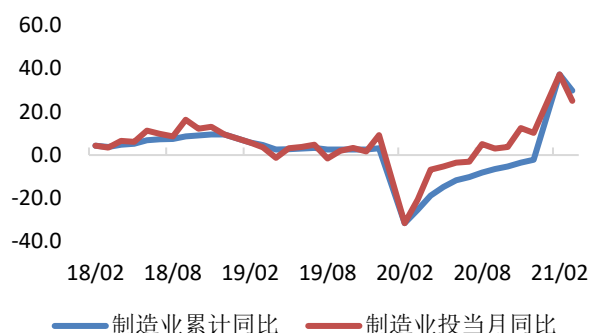
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：基建投资同比走势



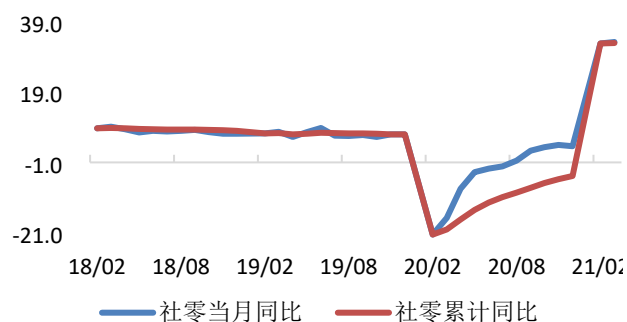
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：制造业投资完成额同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 9：社零同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

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_19031

