

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号: S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152692

相关研究

- 疫情不止，宽松不已
- 4月国常会降准点评：降准如期而至
- 3月外贸数据点评：疫情拖累进口，价格支撑出口

- 一季度 GDP 增速情况基本符合市场一致预期，数据反映的经济运行逻辑也较为明晰：疫情是当前影响经济修复的核心变量，政策发力对冲经济下行。此外，房地产的弱势没有明显改观，制造业因外需不弱仍然具有韧性，但需观察后续疫情持续冲击对国内供应链造成的不利影响。
- 疫情冲击三产，二产维持韧性。一季度 GDP 三年平均同比增长 4.90%，较前值下降 0.50 个百分点，其中，第一产业同比增长 3.55%，较前值下降 1.14 个百分点；第二产业同比增长 5.92%，较前值增加 1.21 个百分点；第三产业同比增长 4.38%，较前值下降 1.65 个百分点。同比和三年平均同比衡量的 GDP 增速反映了同样的信息，即当前经济运行第三产业承压，第二产业韧性较强。
- 消费弱，投资稳，出口强。从需求端来看，3月消费弱，投资稳，出口强。社零、商品和餐饮三年平均同比分别为 2.93%、3.82%和-5.19%，较 1-2 月份增速分别下降 1.38、0.85 和 6.72 个百分点。为缓解经济下行压力，政策出手托底经济，体现在基建投资同比增速上行幅度较大。同时，出口继续保持韧性，一季度工业企业出口交货值三年平均同比增速为 9.81%。
- 生产受扰，边际走弱。从生产端来看，虽然受到的冲击没有需求大，但在边际上的影响仍然不可忽视。3月工业增加值三年平均同比增速为 5.82%，较 1-2 月下降 2.08 个百分点。服务业生产指数三年平均同比增长 4.46%，较去年 12 月份下降 1.38 个百分点。
- 供需两弱，就业承压。3 月份，全国城镇调查失业率为 5.8%，较上月上升 0.3 个百分点。其中，16-24 岁、25-59 岁人口调查失业率分别为 16.0%、5.2%，较上月增加 0.7 和 0.4 个百分点。3 月份的城镇调查失业率超季节性上行和 16-24 岁人口失业率居高不下，需要引起关注。
- 后市展望。短期来看，地缘政治、国内疫情的走势、稳增长政策的落地以及美债上行的幅度都有一定的变数，建议跟踪观望，灵活应对。低估值依然相对占优，但结构性分化或许进入中后期。国债收益率中枢可能在当前区间整体保持低位震荡，市场对经济预期的修复可能需要一段时间。

风险提示：疫情超预期、地缘政治风险超预期

1 疫情冲击三产，二产维持韧性

一季度 GDP 增速情况基本符合市场一致预期,数据反映的经济运行逻辑也较为明晰:疫情是当前影响经济修复的核心变量,政策发力对冲经济下行。

国内疫情持续散发再次打断了消费的复苏,第三产业同比增速较前值下滑。为缓解经济下行压力,货币、财政政策出手托底经济,新增专项债不仅发行快而且到位也快,体现在基建投资同比增速大幅上行。

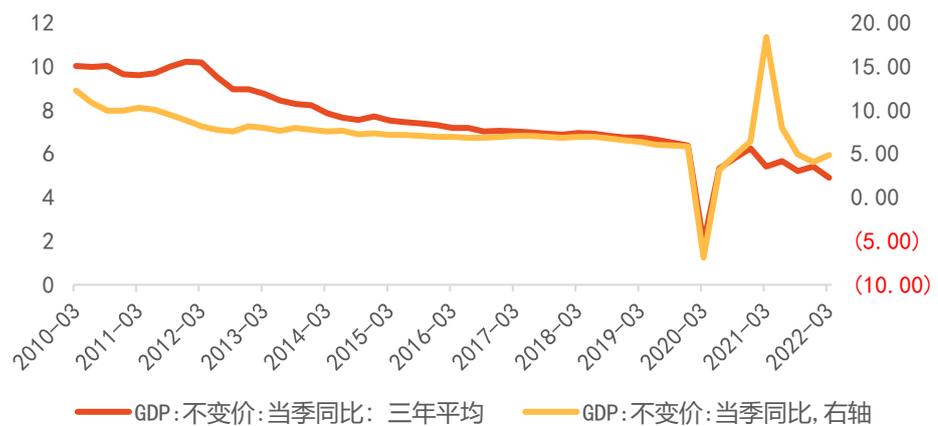
此外,房地产的弱势尚未有明显改观,商品房销售、竣工、新开工同比增速较为低迷,连带着房地产投资同比增速也在低位运行。制造业因外需不弱仍然具有韧性,但需观察后续疫情持续冲击对国内供应链造成的不利影响。

一季度 GDP 同比增长 4.80%,较前值增加 0.80 个百分点。其中,第一产业同比增长 6.00%;较前值下降 0.40 个百分点;第二产业同比增长 5.80%,较前值增加 3.30 个百分点;第三产业同比增长 4.00%,较前值下降 0.60 个百分点。

看三年平均增速,一季度 GDP 同比增长 4.90%,较前值下降 0.50 个百分点,为 2020 年 12 月份以来的同比增速最低值。其中,第一产业同比增长 3.55%,较前值下降 1.14 个百分点;第二产业同比增长 5.92%,较前值增加 1.21 个百分点;第三产业同比增长 4.38%,较前值下降 1.65 个百分点。

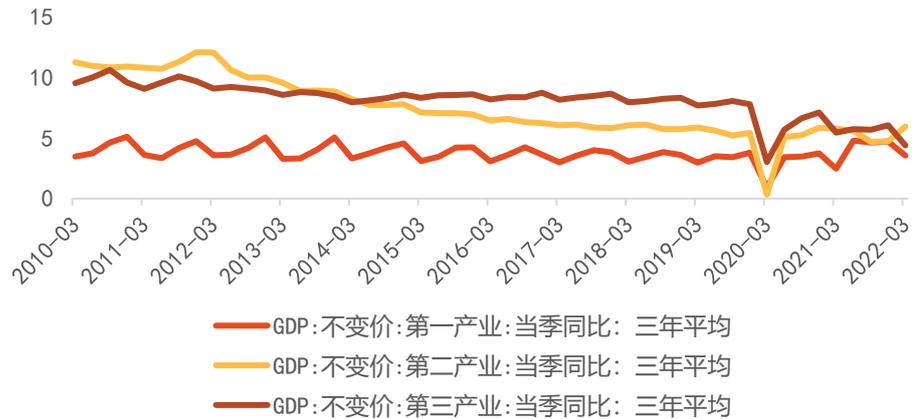
同比和三年平均同比衡量的 GDP 增速反映了同样的信息,即当前经济运行第三产业承压,第二产业韧性较强。

图 1: GDP 同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

图 2：三个产业 GDP 同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券

2 消费弱，投资稳，出口强

从需求端来看，3月消费弱，投资稳，出口强。国内疫情持续散发，对疫情最为敏感的消费需求再次走弱。

3月份，社会消费品零售总额同比下降3.50%，较1-2月降低10.20个百分点。其中，商品零售同比下降2.10%，较1-2月份下降8.60个百分点；餐饮收入同比下降16.40%，较1-2月份下降25.30个百分点。社会消费品零售总额实际值同比下降6.04%，较1-2月份下降10.94个百分点。

从三年平均同比增速来看，3月社零名义值、社零实际值、商品零售、餐饮收入同比增速分别为2.93%、0.78%、3.82%和-5.19%，较1-2月份增速分别下降1.38、1.66、0.85和6.72个百分点。

图 3：社零消费名义/实际三年平均同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券

图 4：社零、商品、餐饮三年平均同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券

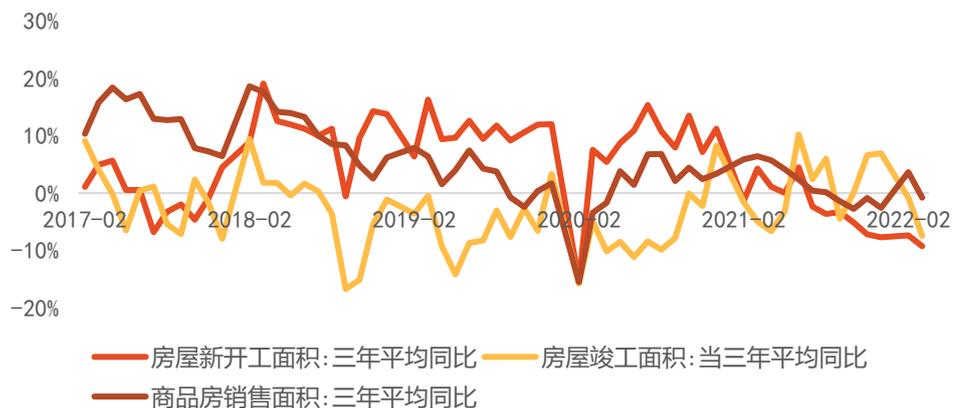
房地产需求依然低迷，房地产行业基本面和到位资金情况仍不理想。

从房地产行业的基本面来看。一季度，商品房销售面积同比下降 13.8%；其中，住宅销售面积同比下降 18.6%。房地产开发企业房屋施工面积同比增长 1.0%，其中，住宅施工面积同比增长 1.1%。房屋新开工面积同比下降 17.5%，其中，住宅新开工面积同比下降 20.3%。房屋竣工面积同比下降 11.5%。其中，住宅竣工面积同比下降 11.3%。

从房地产行业的到位资金情况来看，一季度，房地产开发企业到位资金同比下降 19.6%。其中，国内贷款同比下降 23.5%；利用外资同比下降 7.8%；自筹资金同比下降 4.8%；定金及预收款同比下降 31.0%；个人按揭贷款同比下降 18.8%。

从三年平均同比增速来看，3 月份商品房销售面积、房屋竣工面积、房屋新开工面积同比增速分别为 -0.82%、-7.49% 和 -9.28%，较 1-2 月份分别下降 4.47、6.69 和 1.93 个百分点。

图 5：房地产销售、竣工、新开工三年平均同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券

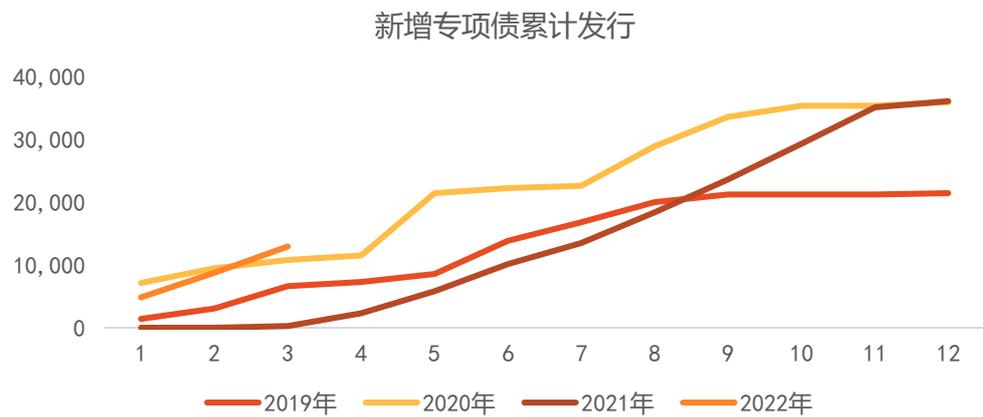
为缓解经济下行压力，政策出手托底经济，一季度专项债发行明显加快且资金到位也快，体现在基建投资同比增速上行幅度较大。从三年平均增速来看，3 月份，固定资产投资完成额、制造业投资、基础设施建设投资同比分别增长 5.02%、3.59% 和 7.74%，较 1-2 月份分别增加 0.44、下降 0.78 和增加 5.39 个百分点。

图 6：固定资产投资



资料来源：Wind, 首创证券

图 7：新增专项债累计发行



资料来源：Wind, 首创证券

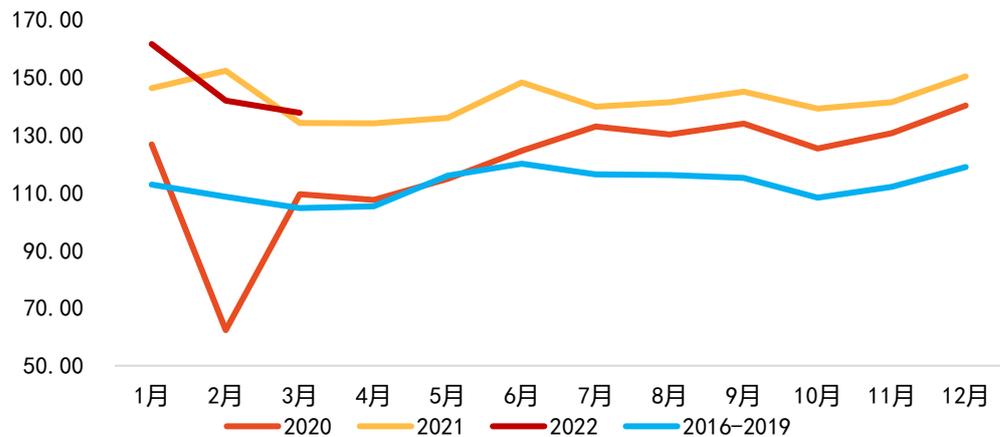
一季度工业企业出口交货值三年平均同比增速为 9.81%，增速较去年 12 月份继续上行，体现了出口的韧性。但随着国内疫情加剧，多地进入封控模式，其对国内供应链的影响还有待进一步观察。

图 8：工业企业出口交货值三年平均同比（%）



资料来源: Wind, 首创证券

图 9: 出口(剔除价格因素):取 2013 年基期为 100



资料来源: Wind, 首创证券

3 生产受扰，边际走弱

从生产端来看，虽然受到的冲击没有需求大，但在边际上的影响仍然不可忽视，尤其是3月的变化有可能在4月进一步延续。

3月工业增加值同比增长5.00%，较1-2月下降2.50个百分点；3月工业增加值三年平均同比增速为5.82%，较1-2月下降2.08个百分点。

服务业生产指数同比下降0.90%，为2020年3月以来再次录得同比负增长，较去年12月份下降3.90个百分点。服务业生产指数三年平均同比增长4.46%，较去年12月份下降1.38个百分点。

图 10: 工业生产 (%)



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_40530

