

3月数据预测：信用收缩逐渐开启

核心观点

预计一季度GDP实际增速为19.4%。我们此前测算，一季度GDP增速的基数影响有约13-14个百分点，我们认为即使去除基数影响，经济增长仍然保持强劲。去年四季度GDP增速达到6.5%，经济已经进入过热状态，经济走势存在一定惯性，一季度供需两端均有不俗表现，预计GDP增速可达19.4%。全年来看，GDP的节奏较结构更重要，我们继续维持此前对二至四季度8.1%、6%、4.8%GDP增速的判断，全年8.9%。

□ 摩擦失业减少，就业有所改善

预计3月全国城镇调查失业率回落至5.3%，就业形势有所好转。节后企业开工率迅速上升，摩擦失业有望改善；线下消费场景进一步放开，服务业用工需求也在改善。

□ 价格需求向好，工业景气延续

再通胀进行中，工业品价格向好推升行业景气，海外供需缺口仍需我国填补，国内需求渐旺是对工业相关行业的有力支撑，预计3月的工业增加值同比增速为16.2%。

□ 预计3月固定资产投资累计同比增速回落至24%

预计3月整体固定资产投资累计同比增速在24%左右，较前值回落10.8个百分点。其中，预计制造业投资累计同比27%，地产投资累计同比25.6%，基建投资累计同比20%，均呈现稳步回落的状态。从与2019年相比的两年复合增速看，仍是地产最为强劲，基建和制造业投资偏弱，但从今年整体固定资产投资看，预计制造业投资增速仍有望走出相对基建和地产投资更好的趋势，与库存周期上半年回升相匹配。

□ 消费持续复苏，社零小幅改善

预计3月社会消费品零售总额同比28.5%，较前值下降5.3个百分点，2019~2021两年复合增速4.0%，较前值提升0.8%，消费小幅改善。春节已过，消费进入正常复苏通道，随着经济步入稳态，就业状况保持稳定，居民消费意愿逐渐回暖；消费品和服务的供应正在逐渐丰富，也将带动消费增速逐渐向疫情前的水平靠拢。汽车消费表现一般，未来可能会受“缺芯”影响。节后企业开工率迅速上升，摩擦性失业有望改善，预计3月全国城镇调查失业率小幅回落至5.3%。往前看，我们认为二季度就业情况有望持续向好。

□ 出口景气延续，进口适当回升

出口景气延续，预计2021年3月人民币计价出口同比增速为29.8%，贸易顺差540亿美元。海外供给渐进修复配合低基数，我国进口增速显著回升。预计2021年3月以人民币计价进口同比增速有望达到14.8%。

□ 预计3月信贷新增2.3万亿，社融新增3.4万亿，增速分别为12.3%和12.4%

预计3月人民币信贷新增量2.3万亿，较去年2.85万亿回落幅度相对较大，对应增速为12.3%，较前值回落0.6个百分点。预计3月社融新增量3.4万亿，增速较前值回落0.9个百分点至12.4%，回落幅度较大。我们此前提示，3月是信用收缩的重要时间窗口，我们认为3月社融数据将验证此判断。今年3月多地针对经营贷违规进入股市、楼市的监管强化，预计3月经营贷和房地产领域贷款均面临一定回落压力，与去年疫情后信贷大量投放相比，今年3月信贷新增量将相比去年有明显回落。社融结构看，同比回落较多的主要是企业债券、政府债券及信贷。3月社融增速回落幅度较大，信用收缩正在开启。预计3月M2增速可能回落至9.6%，前值为10.1%；M1增速较前值7.4%继续回落至6.7%。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情再次超预期蔓延。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1《1-2月经济数据：就业压力不改政策收紧》2021.3.15

2《开年数据预计验证再通胀》2021.2.28

3《1月数据预测：信贷有望再创历史新高》2021.2.1

4《12月经济数据：经济超预期复苏兑现》2021.1.19

5《12月数据预测：经济持续强劲复苏》2021.1.2

6《11月经济数据：经济再强于预期》2020.12.15

正文目录

1. 预计一季度 GDP 实际同比增速 19.4%	3
2. 价格需求向好，工业景气延续	4
3. 预计 3 月固定资产投资累计同比增速回落至 24%	4
3.1. 预计 3 月制造业投资累计同比增速回落至 27%	5
3.2. 基建：高增长源于低基数，总体延续低迷特征	6
3.3. 地产：地产销售较强，投资韧性不减	7
4. 消费持续复苏，社零小幅改善	8
5. 摩擦失业减少，就业小幅改善	8
6. 猪肉鲜菜回落，再通胀势头延续	9
6.1. 肉价菜价回落，非食品项修复	9
6.2. 再通胀延续，上游涨价传导至中游	10
7. 出口景气延续，进口适当回升	10
8. 预计 3 月信贷新增 2.3 万亿，社融新增 3.4 万亿，增速分别为 12.3% 和 12.4%	11

图表目录

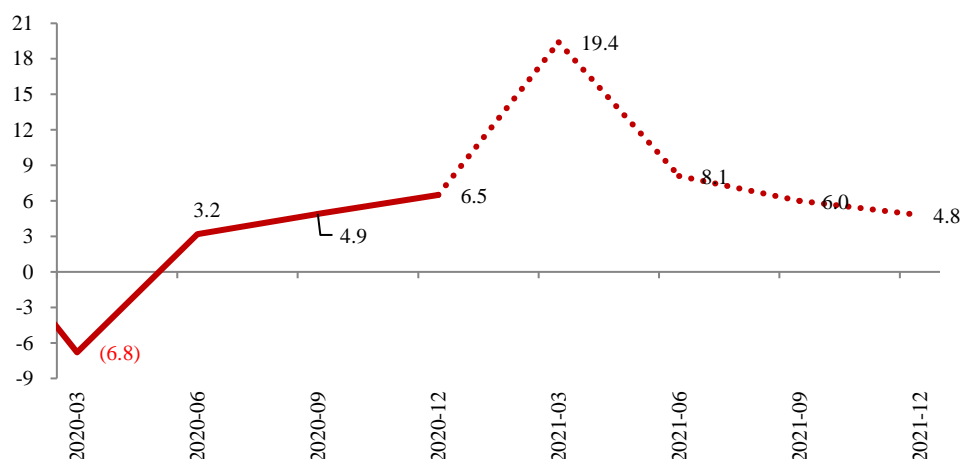
图 1：2021 年四个季度 GDP 增速预测值（单位：%）	3
图 2：固定资产投资分项走势	5
图 3：2020 年 12 月当月同比增速（估算）	6
图 4：2021 年 1-2 月当月同比增速（估算）	6
图 5：时序进度看，2021 年供地相对较慢（截至 3 月 29 日）	8
图 6：地产销售稳定向好（截至 3 月 29 日）	8
图 7：二季度调查失业率季节性回落	9
表 1：3 月宏观经济数据预测	13

1. 预计一季度 GDP 实际同比增速 19.4%

预计一季度 GDP 实际增速为 19.4%。我们此前测算，一季度 GDP 增速的基数影响有约 13-14 个百分点，我们认为即使去除基数影响，经济增长仍然保持强劲。去年四季度 GDP 增速达到 6.5%，经济已经进入过热状态，经济走势存在一定惯性，一季度供需两端均有不俗表现。供给端，“就地过年”倡议下，流动人口返乡离岗的数量较往年锐减，企业春节之后复工复产也更加顺利，企业积极调增一季度生产计划，工业生产保持强劲，1-2 月工业增加值同比+35.1%，两年复合增速 8.1%，为近年来同期较高水平，3 月 PMI 超预期上行至 51.9%，比上月上升 1.3 个百分点，3 月景气度继续明显回升，也意味着一季度 GDP 可能录得较高数值。需求端，净出口继续保持强劲，对 GDP 有明显支撑；消费方面，冬季节疫情小规模复发叠加“就地过年”因素，宅经济和必需品保持高增，高社交属性修复比较乏力，但 3 月负面因素逐渐缓解，预计出现相应改善；投资端保持韧性，尤其是地产投资 1-2 月两年复合增速达到 7.6%。总体看，我们预计一季度 GDP 实际增速可达 19.4%。

2021 年全年来看，GDP 的节奏较结构更重要，我们继续维持此前对二至四季度 8.1%、6%、4.8% GDP 增速的判断，全年 8.9%。前三个季度 GDP 当季同比增速均在目标值上方，对政策的扰动较小，但四季度随着经济增速回落甚至跌破全年目标值，就业也可能受到明显拖累，则仍会触发政策宽松，我们认为这也是今年 GDP 增速 6% 目标值的意义所在，虽然预计全年增速可达 8.9%，但四季度单季增速可能回落压力较大，若低于全年目标值，尤其是若就业面临较大压力，预计货币政策首要目标将再次切换为保就业和稳增长，基调转为稳健略宽松，表现为宽货币、稳信用，短端流动性再次放松，DR007 波动幅度收窄，波动中枢也将明显下移。对于市场而言，这也是触利率债市场从慢牛向快牛切换的重要变量，股市也将受到明显利好，风格向成长切换。

图 1：2021 年四个季度 GDP 增速预测值（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 价格需求向好，工业景气延续

今年3月份，商品价格向好提振行业景气，海外供需缺口仍需我国填补，国内需求仍然向好，我们预计3月的工业增加值同比增速为16.2%。

3月份工业生产延续前期强劲态势，在读数上由于去年低基数效应和就地过年延长工作日效应的消退有一定回落。从高频数据上看，3月份工业相关开工率、产量等生产高频数据总体上好于往年同期，工业生产仍然保持较高景气。在碳达峰碳中和目标下，相关限产政策或对高耗能行业有一定负面影响，但正如我们在碳中和系列研究之一、碳中和系列研究之三中所指出，我国环保限产的历史经验测出经济可承受，部分行业的环保限产扰动对总体工业生产影响有限，新增投资与压减产能或有一定对冲作用，对工业生产的节奏影响或较为有限，更重要的是提升生产质量。

再通胀进行中，工业品价格向好推升行业景气。3月份以来，上游原材料方面，铁矿石、铜、铝等金属原材料价格保持高位。中游方面，螺纹钢、热轧卷板价格逐步回升并突破前高，纸价持续上涨，水泥涨价区域进一步扩大，行业景气度高。

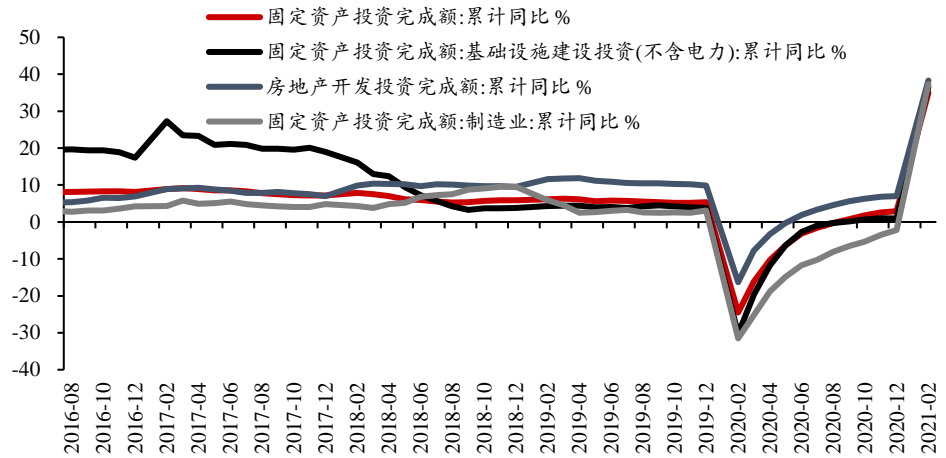
海外供需缺口尚未弥合，海外供给能力恢复不利依然需要我国供给支撑其需求。海外疫苗的推进尚未达到群体免疫标准，复工复产仍然有限。3月份我国八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量保持较高增速，出口集装箱指数CCFI随着集装箱短缺缓解有所回落，但仍保持较高水平，出口仍将有强劲表现。除了暂时性替代导致的海外订单转移提振相关产业生产外（如纺织等），永久性替代特征的制造业更能长期受益（如通用设备、电气机械、计算机通信等行业）。

国内需求渐旺是对工业相关行业的有力支撑。第一，下游消费保持景气，30大中城市商品房成交面积、乘用车零售数据较往年同期皆有较好表现；第二，投资方面，地产、基建等投资保持稳步回升态势，水泥、钢材价格在3月有所提振、挖掘机供不应求有所印证；第三，服务业保持向好态势带动相关制造业产业链生产，受社交距离限制的院线、餐饮、客运等行业逐步放松限制，随着国内疫苗的加快推进，服务业有望加快回归常态，3月服务业商务活动指数为55.2%，较上月大幅提升4.4个百分点。

3. 预计3月固定资产投资累计同比增速回落至24%

预计3月整体固定资产投资累计同比增速在24%左右，较前值回落10.8个百分点。其中，预计制造业投资累计同比27%，地产投资累计同比25.6%，基建投资累计同比20%，均呈现稳步回落的状态。从与2019年相比的两年复合增速看，仍是地产最为强劲，基建和制造业投资偏弱，但从今年整体固定资产投资看，预计制造业投资增速仍有望走出相对基建和地产投资更好的趋势，与库存周期上半年回升相匹配。

图 2：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

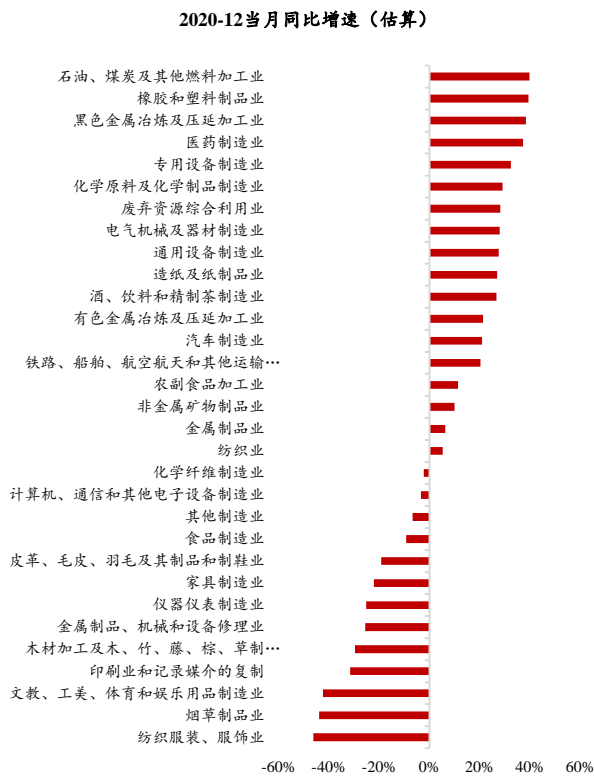
3.1. 预计 3 月制造业投资累计同比增速回落至 27%

预计 3 月制造业投资增速回落至 27%，较 1-2 月回落 10.3 个百分点。制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本面数据及信贷、社融等的资金面数据影响。1-2 月同比增速较去年 11、12 月两位数的当月同比增速有所回落，我们认为主要受部分消费类行业投资不足的拖累及历史数据扰动的影响。3 月起将是增速逐渐回落的过程，预计在利润和信贷支持的共同作用下，增速下行较为缓慢。工业品价格上行、企业利润的恢复、库存周期的开启将使得企业中长期资本开支意愿进一步提升，在信贷资金支持的情况下，有望对制造业投资提供较强的支撑。其中，预计央行仍将通过 MPA 考核加大制造业融资考核权重，增强对制造业领域的资金支持，制造业企业融资可得性仍将较好。

行业结构方面，预计高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。数据显示，1-2 月高技术制造业投资增长 50.3%，高技术制造业中，计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长 99.5%、66.6%，明显高于整体制造业投资。其他传统行业中，短期价格上涨明显的有色冶炼、煤炭等上游行业及化工、设备等中游制造业投资预计仍保持较强涨幅，消费类行业也将逐步修复。

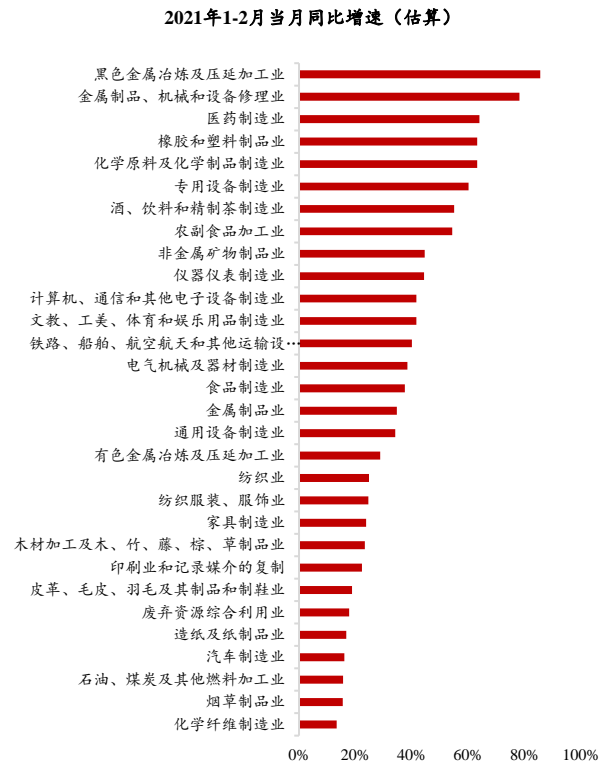
全年看，行业出清预计有望从数据统计的维度使得制造业投资略超预期更高，我们预计全年制造业投资将在库存小周期及行业出清的共同推动下，有相对较强的表现，维持全年回落至 5%左右的判断。

图 3：2020 年 12 月当月同比增速（估算）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2021 年 1-2 月当月同比增速（估算）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 基建：高增长源于低基数，总体延续低迷特征

预计 2021 年 1-3 月基建（统计局口径）同比增长 20%左右。

低基数带动高增长，剔除基数复合增速继续低迷。2020 年疫情冲击、隔离政策等因素导致基建开工、施工受到较大冲击，低基数导致 2021 年基建投资 Q1 将出现高增长，我们认为 2019 年至 2021 年复合增速视角判断更为准确，1-2 月基建投资复合增速仅为-1.6%，剔除疫情年份，是 2012 年以来首次出现基建投资负增长，预计 1-3 月两年复合增速也较为接近。

财政资金强调增质减量。从财政支持角度来看，2021 年较 2020 年的资金支持力度有边际下降。首先，2021 年一般公共预算支出方向与 2020 年较为接近，支出重点仍是保就业保民生保市场主体等领域，城乡社区、农林水等预算内基建支出占比有限。其次，2021 年地方政府专项债 3.65 万亿，重点布局交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等九大领域。我们认为，2021 年新增专项债较高可能存在结构变化，除了支持基建等经济增长外，可能落实“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”的要求，以改革加置换的方式来化解存量债务问题。在专项债资金力度下降的情况下，财政要求提升资金效率和项目质量。综合来看，财政增质减量的思路，决定了财政对基建投资的支持力度较 2020 年有一定下降。

预算内基建支出较慢，新增专项债规模较小，基建类信贷也较弱。从 1-2 月财政支出数据来，农林水、交通运输等预算内基建支出较慢，农林水仅支出全年预算支出的 9.13%，

交通运输两年复合增速为-16.82%。此外，2021年以来以再融资专项债发行为主，新增专项债规模较低，截至3月底年内仅发行264亿元，对基建支撑有限。此外，结合1-2月信贷数据来看，在工业企业盈利和地产销售的高增速下，房地产、制造业贷款较强，基建类信贷相对较弱，也预示基建投资相对低迷。

重大项目施工将对全年基建投资增长提供一定支撑。2021年是十四五开局之年，超过二十个省级、市级地方政府已公布2021年重点建设项目目录，主要涉及基础设施、产业升级和民生改善等大类。从进展情况来看，多地在一季度组织了重大项目集中开工动员会，积极布局稳投资。3月28日安徽省集中开工有237个项目、总投资1213.6亿元。一季度辽宁全省共有1141个新建项目集中开工，总投资4676亿元；河南省公开推介1371个河南省重点建设项目，总投资4.4万亿元，年度计划完成投资1.1万亿元。3月16日，甘肃全省集中新开工1亿元以上重大项目694项，总投资4649亿元。

3.3. 地产：地产销售较强，投资韧性不减

预计2021年1-3月房地产开发投资25.6%。低基数带来高增长，受2020年低基数影响，2021年1-2月地产投资实现38.3%的高增长，从两年复合增速来看，增速为7.6%，稍高于2020年全年7%，印证平稳增长，符合预期。在房住不炒的政策基调下，当下我们认为地产投资仍有较强韧性，考虑销售景气带来的滞后影响和供地支撑，预计1-3月房地产开发投资增速25.6%。

政策基调未变，房住不炒仍是核心，长效机制持续发挥作用。疫情冲击经济阶段，我国也坚持房住不炒的政策基调，体现了政策定力，从2020年Q3起以来，房地产长效机制持续发挥作用，“三道红线”、“房贷集中度新规”及近期“核心城市土地集中供给”三大政策有重要意义，体现“稳低价、稳房价和稳预期”的政策思路，中央经济工作会也强调住房问题是民生问题，将通过扩大供给等方式来满足差异化的住房需求，长效机制持续作用有助于房地产市场平稳健康发展。

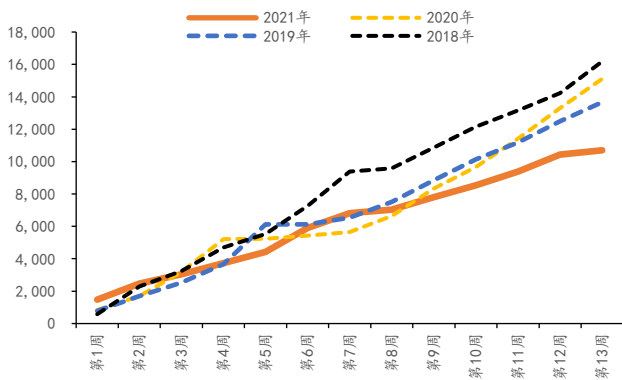
短期调控是因城施策下地方维稳楼市的体现。疫后经济修复阶段，股市财富效应、流动性充裕等因素导致部分一二线城市房地产交易迅速升温，二手房价格、一手房“打新”热度较高，上海、深圳等表现明显，在因城施策的调控机制下，地方政府强调提高政治站位，稳定楼市，加大对投机性需求的打压，上海、杭州、深圳等在2020年末至2021年2月间出台了一系列“紧缩性”措施，为楼市降温。我们认为，短期政策调控符合地产政策调控的长期思路，在大国大城的新型城镇化时代，扩大供给是解决一二线城市过热的关键，“四限”政策并不会导致需求灭失，只是延后；并且不应过度解读，认为楼市出现系统性转向。

高频数据显示地产需求旺盛和供地相对较慢。疫情后，经济快速修复，各项经济数据表现亮眼，房地产销售数据在2020年下半年表现强势，维持高速增长，部分地区楼市甚至出现一定过热特征导致政策趋紧，进入2021年地产销售仍表现旺盛，截至3月29日，年内商品房成交套数已达到40.76万套，显著高于前三年同期水平。供地市场表现相对较弱，截至3月29日，年内100大中城市土地供给面积10698.4万平方米。综合来看，销售需求的相对旺盛对建安投资有较强支撑，土地供给的平稳也反映出地产投资的韧性。

关注销售的滞后作用和被动再投资链条，地产投资平稳增长。一方面得益于房企冲量、加速推盘积极性较高，疫情后部分城市形成一定涨价预期，居民对房价和促销相对敏感，带动地产销售数据的持续高增，销售数据改善通过滞后作用有助于支撑后续投资

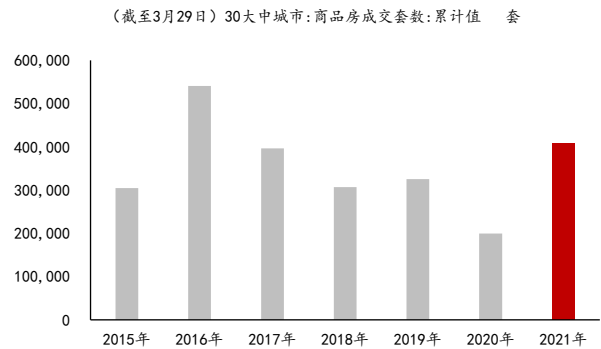
走势，特别是被动再投资链条。在房地产长效机制引导下，在降负债、透明化经营等短期监管政策的要求下，三道红线、房贷新规等政策对房企土地前融和主动再投资产生扰动，房企有加速销售尾款回收的压力和意愿，预售待竣工库存有望去化，被动再投资链条有望对建安投资形成支撑。

图 5：时序进度看，2021 年供地相对较慢（截至 3 月 29 日）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：地产销售稳定向好（截至 3 月 29 日）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

4. 消费持续复苏，社零小幅改善

预计 3 月社会消费品零售总额同比 28.5%，较前值下降 5.3 个百分点，2019~2021 两年复合增速 4.0%，较前值提升 0.8%，消费小幅改善。春节已过，“就地过年”影响弱化，消费开始进入正常复苏通道。2020 年居民人均可支配收入名义值增长 4.7%，而社会零售品总额全年下降 3.9%，消费能力的增长远超实际消费表现。我们认为，随着经济步入稳态，就业状况保持稳定，居民消费意愿逐渐回暖，从 M0 增速回归常态可以看出居民持有预防性现金的需求有所下降。另外，消费品和服务的供应正在逐渐丰富，也将带动消费增速逐渐向疫情前的水平靠拢。

汽车消费表现一般，未来可能还会受到“缺芯”的影响。据乘联会预测 3 月市场预计狭义乘用车零售销量 174.0 万辆，同比增长 66%，但相较 2019 年同期下降 14%，回升力度比较一般。中汽协发布数据显示，3 月上中旬 11 家重点汽车企业生产完成 126.7 万

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_18612



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn