

旬度经济观察

——如何理解一季度经济的低增长

袁方¹

2021年4月20日

内容提要

春节前后的疫情管控和对疫情再次反复的担心抑制了消费意愿和企业的投资愿望，造成经济弱于预期。海外供应链可能正在恢复，进一步刺激了商品和工业品价格，但对中国出口开始产生拖累。

较弱的经济数据引发政策宽松的倾向和联想，支持了权益市场的反弹和修复。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

一、如何理解一季度经济的低增长

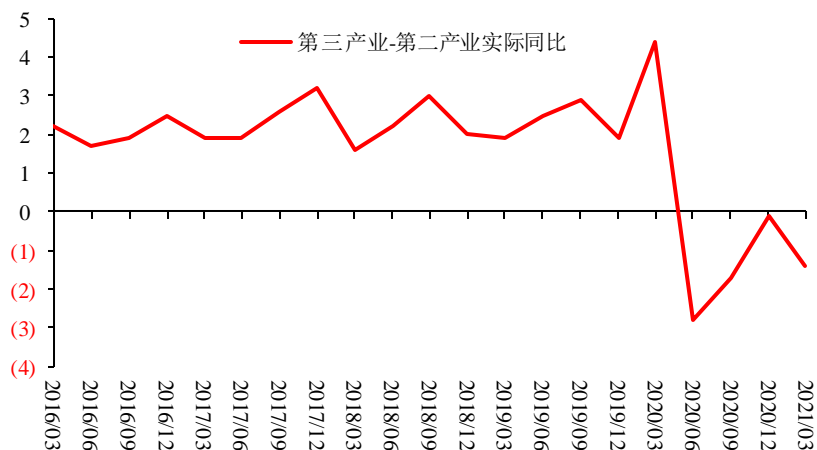
今年一季度 GDP 实际增速(两年几何平均)为 5%，显著低于去年四季度 6.5% 以及 2019 年 6% 的增速；同时环比增速为 0.6%，也大幅低于去年下半年增速。如何理解一季度经济的表现，未来经济的走势如何？

我们倾向于认为一季度经济主要受到春节前后的疫情管控和对疫情再次反复担心的影响，随着这一影响的消退，二季度经济动能会出现明显反弹，下半年经济增速将逐步回落。

考虑到月度数据存在短期扰动，我们使用季度数据来观察这一影响。

如图 1 所示，在疫情之前，服务业增速系统性高于工业增速，反映出经济结构的长期调整。疫情冲击后去年工业率先复苏，进而使得服务业增速显著低于工业，去年下半年随着国内疫情的控制，服务业与工业增速之差从底部向正常水平靠拢。而今年一季度，这一差值在远没有恢复到正常水平的位置掉头向下，这一异常变化反映出经济结构受到了较为显著的外部冲击。

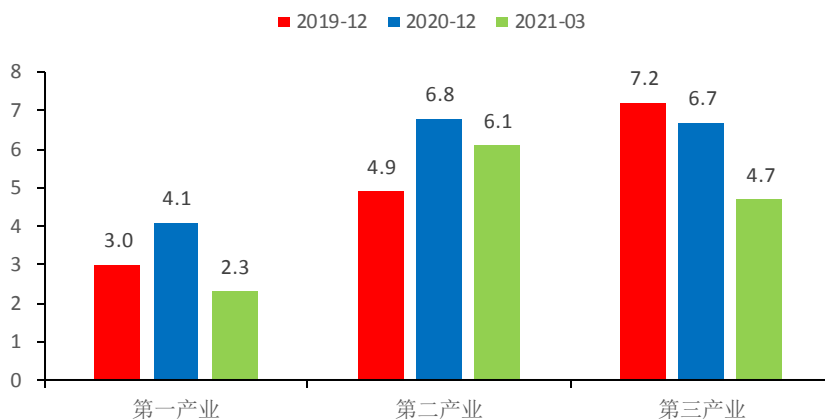
图 1：第三产业-第二产业 GDP 实际同比，%



数据来源：Wind，安信证券

为进一步理解这一变化，我们观察图 2，考虑到第一产业占 GDP 比重不足 8% 且波动较小，我们重点分析第二、三产业。不难发现，去年四季度工业已经恢复到远高于疫情前的水平，而同期服务业相距疫情前仍有空间。而今年一季度，工业增速小幅回落至高于疫情前水平的位置，与此同时服务业大幅下滑至远低于疫情前的水平，这是导致服务业和工业增速差值走阔的原因，也是拉低整体 GDP 增速的主要背景。

图2：第一、二、三产业分季度实际同比，%



数据来源：Wind，安信证券
2019 年使用全年增速

什么原因导致服务业在今年一季度出现幅度不小的走弱？如图 3 所示，服务业的大幅下滑主要集中在生活型服务业，如住宿餐饮、批发零售，这两个行业下滑的幅度平均值为 5 个百分点，远高于服务业整体两个百分点的下滑幅度，生活型服务业对服务业下滑的贡献度至少有 50%。在价格层面，一季度服务业 CPI 同比增速相比去年四季度出现回落，其中回落幅度最大的是旅游分项。

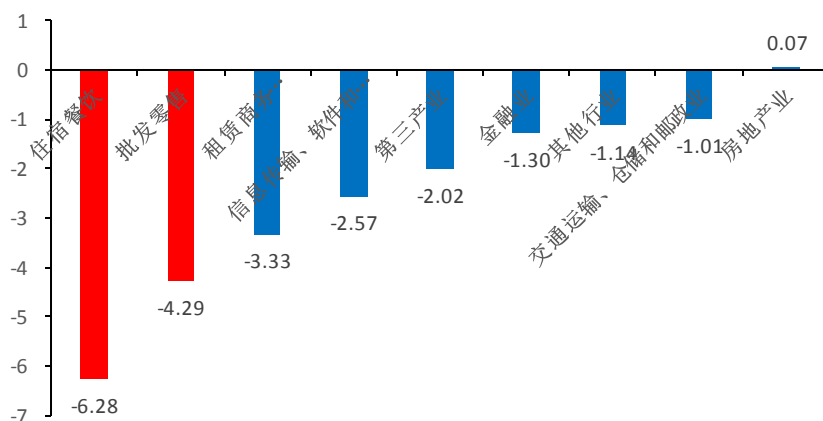
这一量价数据的明显走弱，或许主要与春节前后的疫情管控和对疫情再次反复的担心有关。春节前后的疫情管控以及对疫情反复的担心，抑制了居民部门的消费意愿，导致了服务业相关数据的异常下降。

假设生活型服务业与生产型服务业的增速差维持去年四季度的水平，那意味着今年一季度“就地过年”政策对 GDP 的拖累在 0.4 个百分点左右（生活型服务业增速上升 3.3 个百分点，其占 GDP 比重为 11.5%）。

与居民部门的冲击类似，对疫情再次反复的担心也抑制了企业的投资意愿，今年一季度制造业投资出现大幅下滑，对经济产生了明显拖累。

此外，一季度的贸易盈余逐步回落，这表明海外供应链可能正在恢复，进一步刺激了商品和工业品价格，但对中国出口开始产生拖累。

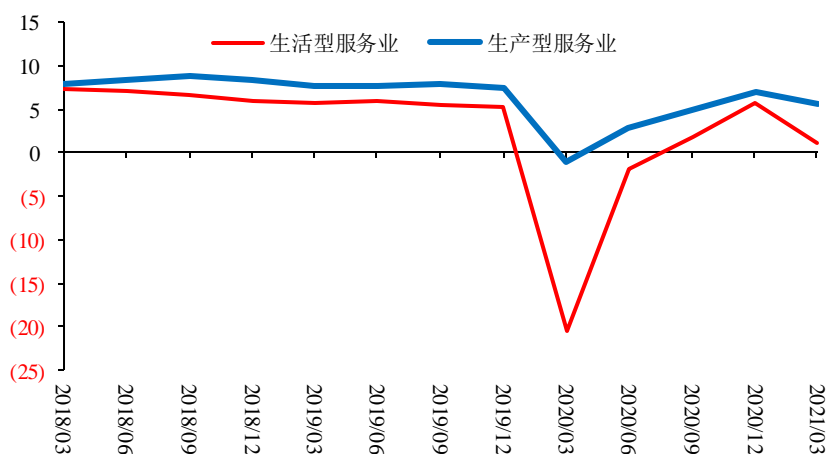
图3：分行业服务业同比增速：今年一季度减去年四季度，%



数据来源：Wind，安信证券

红色为生活型服务业，蓝色为生产型服务业

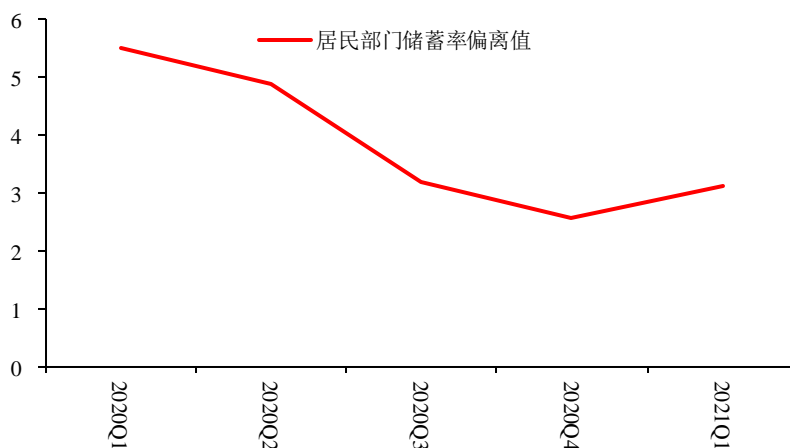
图4：分行业服务业同比增速：今年一季度减去年四季度，%



数据来源：Wind，安信证券

考虑到第三产业披露的细分行业有限，我们将批发零售、住宿餐饮归为生活型服务业，其余归类为生产型服务业。

图5：居民部门储蓄率偏离值，%



数据来源：Wind，安信证券

偏离值=当前值-趋势值

如果一季度经济增速的回落与疫情带来的一次性冲击相关，那么意味着服务业在冲击过后会有向正常状态靠拢的过程，一季度服务业 4.7% 的增速或许不会是服务业新的中枢水平，未来服务业会重新进入抬升。

尽管当前我们难以确定一季度被抑制的消费服务活动中有多大程度未来存在补偿性恢复，但从今年五一火车票的预订情况来看，这种补偿性的消费恢复很可

能正在发生，进而推动二季度消费活动加速恢复。而随着对疫情担忧的缓解，企业投资意愿也在恢复，这将推动制造业投资逐步反弹。

因此站在全年来看，一季度的经济增速难以成为全年的高点，春节前后的疫情管控和对疫情再次反复的担心抑制了消费意愿和企业的投资愿望。随着这一冲击的消退，二季度经济动能有望重新走强，下半年经济动能将进入下行通道。

二、宽松倾向支持权益市场小幅反弹

尽管 3 月 PPI 数据表现较强，经济、金融数据的解读市场存在分歧，但债券市场对宏观数据的反应已经相当钝化，1 年期国债收益率从 2.6% 左右下行至 2.5% 左右，10 年期国债收益率从 3.2% 的中枢下行至 3.15% 附近。这或许主要与银行间市场流动性的持续宽松密切相关。

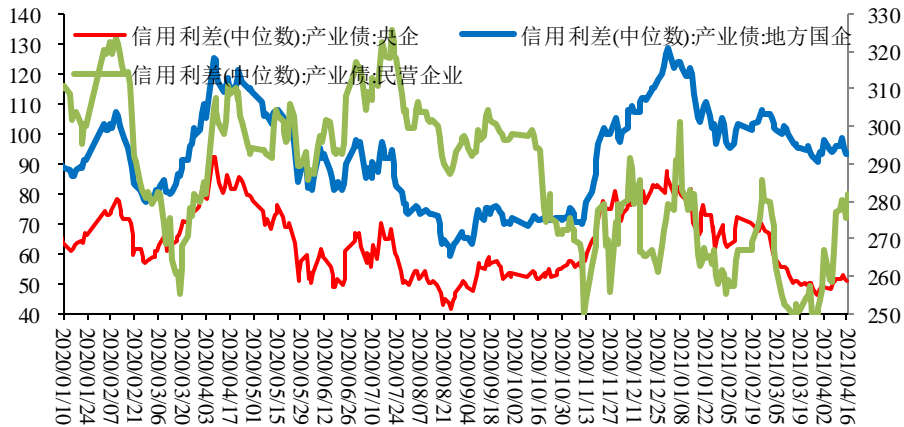
此前市场的担心主要集中在 4 月利率债供应、财政缴税将对流动性产生冲击，但从最终结果来看央行有意维持了相对宽松的流动性环境，进而对各期限收益率的下行形成助推。

为何央行从春节后长期维持宽松的流动性环境？这或许主要与信用债市场融资环境恶化有关。在华夏幸福、华融等事件冲击下，市场风险偏好急剧下降，低评级信用债的二级市场利差走阔，一级市场发行收缩，同时民营企业、地方国企乃至城投平台的利差均出现走阔。为缓解这一压力，与永煤事件发生后的操作类似，央行在较长时间内维持宽松的货币环境。

从当前的信用市场融资量和利差来看，这一流动性宽松的环境或将维持。此外一季度经济数据的大幅走弱，短期之内也降低了货币政策调整的可能性。这一

货币政策环境将有利于市场收益率下行，但二季度经济数据的回升、通胀的上行或许会对利率下行的空间形成制约。

图6: 民企、地方国企和中央国企利差, BP



数据来源: Wind, 安信证券

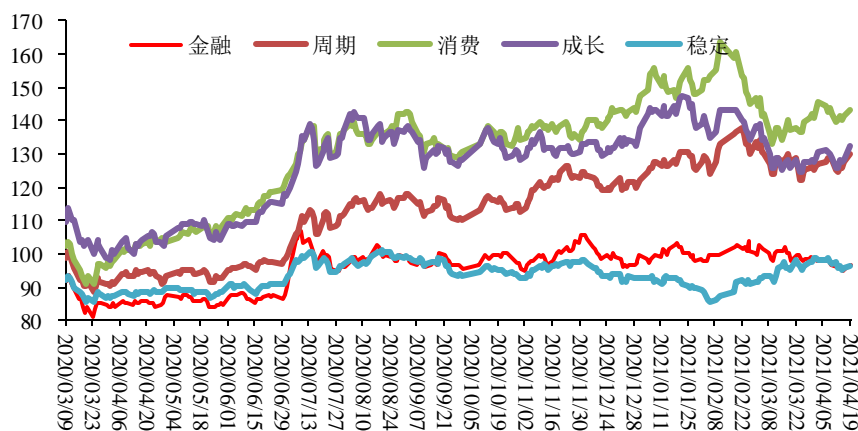
近期权益市场小幅反弹，成长、周期和消费板块表现较强，金融和稳定板块整体回落。

权益市场近期的小幅反弹可能与货币政策宽松的预期有关，一季度经济数据的走弱使得市场对货币政策边际宽松的预期升温，进而对成长板块形成支撑。但考虑到经济数据的走弱更多是临时因素的扰动、当前通胀仍在上行，在此背景下央行货币信贷进一步实质放松的可能性预计有限。

在经历前期调整后，当前沪深 300 指数的 Forward PE 位于近 9 年的 75 分位数左右，消费和成长板块的 PE 分别处于 84、78 分位数，金融、周期、稳定类处于 40-50 分位数。考虑到今年盈利层面的修复，沪深 300 指数这一估值不算极端。

从经济的走势来看，二季度上市公司盈利整体将延续此前回升的态势，而流动性环境中性偏紧，信贷、社融增速回落的斜率相比 3 月份明显放缓。在此背景下，二季度权益市场系统性向下的概率偏低，市场趋于震荡。

图7: 各风格指数表现



数据来源: Wind, 安信证券

三、美联储货币政策退出的节奏趋于明朗

4月中旬以来,美国、日本、法国、德国等发达经济体的新冠肺炎新增确诊病例小幅回升,巴西、印度等新兴经济体的新增病例数量依旧维持高位,显示出海外疫情整体形势不容乐观。

疫苗接种进度仍是影响经济恢复的重要变量。最新数据显示,全球疫苗接种速度正在不断提升,发达经济体的疫苗接种进度普遍好于新兴经济体;其中,美国和英国的疫苗接种人群占比约40%,实现群体免疫的时间可能在今年三季度,而巴西和印度仅为10%左右,这些中低收入国家群体免疫的实现需等到明年。

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_18972



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn