宏观点评报告

2021 年 4 月 20 日

经济继续走高 上半年无虑

2021 年 3 月经济数据点评

核心内容：

- **GDP 平稳增长，动力持续至二季度** 2021 年开年 GDP 保持了较高的增长，增长质量也在不断上行。第二产业的旺盛带动了 GDP 的走高，而第二产业是因为需求逐步回升和出口带来的。这种内外需求带来的改善现阶段来看仍然可以持续。需求会在 2 季度继续回暖，出口方面在疫苗没有普及下，仍然保持较高的增速。

  从数据中可以看到，全社会零售品消费总额增长速度仍然较弱，而房地产基建投资和出口的高速增长带动了经济上行。2 季度全社会零售总额增长仍然平稳，全球疫苗没有普及的情况下 2 季度出口仍然有保障。由于地方政府债务限制以及全社会杠杆率稳定的需求，基础建设投资增速保持平稳或小幅下滑。下半年出口增速随着基数效应下滑，同时下半年全球生产有所恢复，出口增速再次高速增长可能性较低。2021 年下半年仍然要看房地产投资的投资增速。

- **工业生产继续受益于出口，未来有压力** 工业增加值增速继续快速上行，增速到达高位。3 月份规模以上工业增加值比上月增长 0.6%，工业增加值环比增长以达到 5 年平均水平，工业增加值增速环比已经回到正常水平，当基数效应消退，工业增加值增速会恢复正常。

- **消费仍然处于缓慢恢复期**社会零售品消费总额仍然保持稳步上行的态势。从居民收入和支出来看，2021 年 1 季度城镇居民收入有所恢复，但支出仍然偏弱。1 季度可选消费和必选消费品上，必选消费品增速仍然高过可选消费品。现阶段，居民消费仍然偏保守，疫情结束后居民消费才会缓慢恢复正常。2021 年预计全年在 8%左右，除 1 季度外，消费增速约在 5%左右。

- **投资继续平稳** 2021 年 1-3 月份投资较为平稳，房地产投资仍然较为旺盛，制造业投资继续回升。基建投资受到政府建设资金减少的影响年内可能负增长，房地产投资虽然仍然旺盛，制造业投资受到利润影响持续恢复，预计 2 季度投资保持平稳。

- **房地产投资仍然强势**房地产投资仍然保持强势，但月投资额和投资增速保持高位运行。月投资额超过 1.3 万亿说明房地产仍然旺盛，在受到资金、政策打压的情况下，地产开发商加紧现有项目完工收回资金，但新开工在下行。只要短期内居民购买商品房没有大幅下滑，房地产投资就能保持强势。2021 年预计房地产投资完成额会达到 15 万亿左右，预计投资增速在 5%-6%。

- **基础设施投资回弹**基础设施投资额回升是由于年后开工启动，基建总额受限，同时地方政府杠杆率被严格控制，基建增速年内可能偏低。

- **制造业投资缓慢回升**造业投资处于持续回升的状态，3 月份制造业投资额 1.82 万亿，小幅不及预期。由于 PPI 处于上行阶段，工业利润预计会持续回升，这样有利于带动制造业投资回升，但回升速度可能较为缓慢。

分析师

许冬石
☎：（8610）8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

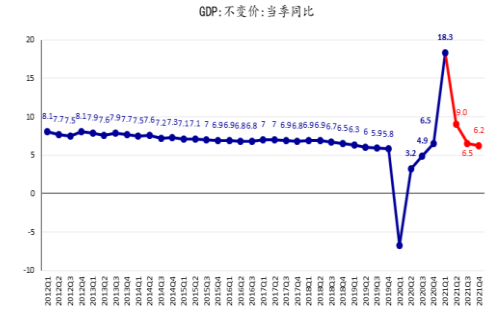
一、GDP 平稳增长，动力持续至二季度

从 GDP 中可以看到，2021 年开年 GDP 保持了较高的增长，增长质量也在不断上行。第二产业的旺盛带动了 GDP 的走高，而第二产业是因为需求逐步回升和出口带来的。这种内外需求带来的改善现阶段来看仍然可以持续。需求会在 2 季度继续回暖，出口方面在疫苗没有普及下，仍然保持较高的增速。

1 季度 GDP 增长 249,310 亿元，同比增长 18.3%，名义增长 21.2%；比 2020 年 4 季度环比增长 0.6%；比 2019 年 1 季度增长 10.3%，两年平均增长 5.0%。GDP 仍然较为强势，尤其是开年近 25 万亿的 GDP 增长为全年增长奠定了基础。

1 季度 GDP 比 2019 年增长了 10.3%，而带来这种增长的主要是受益于房地产基建投资和出口的爆发。对比 2019 年，房地产投资增长了 16.02%，基建投资增长 11.4%，制造业投资下行了 0.69%，全社会消费总额上行了 7.59%，出口总额增长了 38.7%。从数据中可以看到，全社会零售品消费总额增长速度仍然较弱，而房地产基建投资和出口的高速增长带动了经济上行。2 季度全社会零售总额增长仍然平稳，全球疫苗没有普及的情况下 2 季度出口仍然有保障。由于地方政府债务限制以及全社会杠杆率稳定的需求，基础建设投资增速保持平稳或小幅下滑。下半年出口增速随着基数效应下滑，同时下半年全球生产有所恢复，出口增速再次高速增长可能性较低。2021 年下半年仍然要看房地产投资的投资增速。

图 1：GDP 当季同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：GDP 季调环比（%）

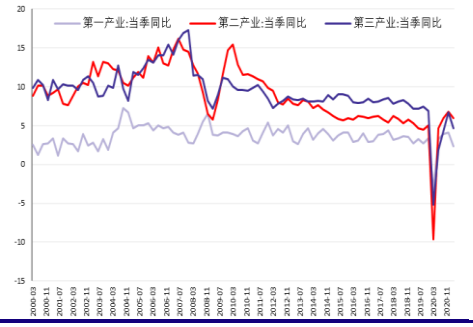
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从三大产业中，三产和二产的贡献率同步上行，疫情恢复有助于三产复苏，出口旺盛带动的产业复苏仍然在继续。1 季度二产的贡献率达到了 46.9%，是近 7 年来较高水平（2020 年除外），三产正在稳步回升，贡献率为 50.9%。第二产业同比增长 24.4%，两年平均增长 6.0%；第三产业同比增长 15.6%，两年平均增长 4.7%，三产的增长明显偏弱。

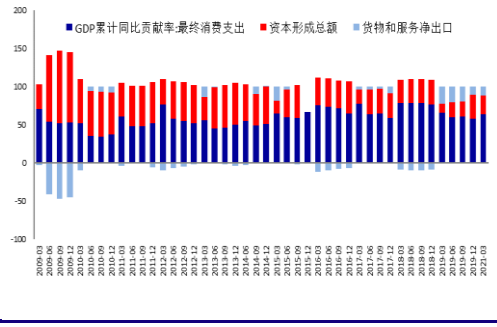
从三大需求看，2021 年 1 季度消费回升对 GDP 拉动最大，虽然有就地过年的影响，但对比 2020 年仍然有较大的进步。资本形成的贡献稍低，与开年项目没有展开有关。出口对 GDP 的贡献度仍然较高。

图 3：三产同比增速（%）

图 4：三大需求对 GDP 的贡献（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、工业生产继续受益于出口，未来有压力

工业增加值增速继续快速上行，增速到达高位。2021 年 3 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.1 %。1 季度比 2019 年同期上行 14.0%，两年平均增长 6.8%。制造业 PMI 显示 3 月份制造业生产和订单均上行，但在前期订单饱满的情况下，生产仍然处于高位。

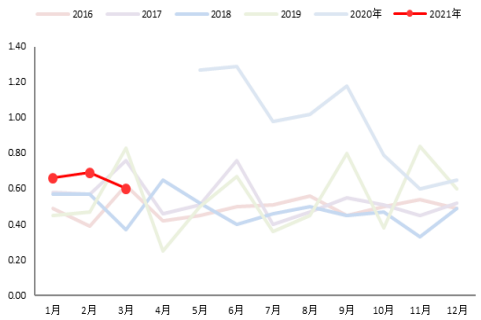
3 月份规模以上工业增加值比上月增长 0.6%，工业增加值环比增长以达到 5 年平均水平，工业增加值增速环比已经回到正常水平，当基数效应消退，工业增加值增速会恢复正常。

制造业平均增速好于采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应，主要是出口强劲带动工业生产回升。3 月份工业出口交货值同比增长 42.5%，两年平均增长 7.4%，出口旺盛有力带动了工业生产向上。

从行业来看，汽车、非金属矿物制品、电气机械、金属制品和通用专用设备生产增速最高。汽车受到下游旺盛需求的影响生产高企，延续了 10 月以来的趋势。而出口相关产品生产仍然旺盛，新冠疫情下医疗仪器设备及器械、与疫苗和检测试剂盒密切相关的生物药品制品均大幅增长。

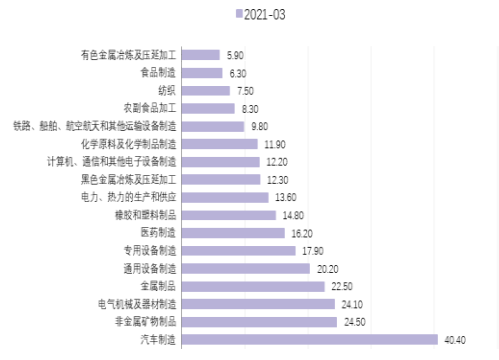
也要注意到，工业生产高峰已至，未来生产增速会缓慢回落。主要因为：（1）随着疫苗普及，各国生产均有所恢复，订单转移渐渐减缓。（2）我国碳中和下，高耗能企业生产受到限制，影响未来的工业生产。

图 5：工业增加值增速环比上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：3 月各行业工业增加值同比增速（%）

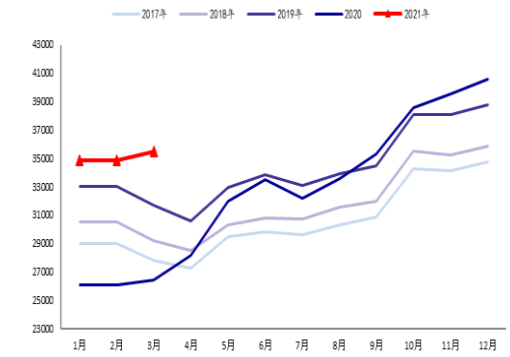


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、消费仍然处于缓慢恢复期

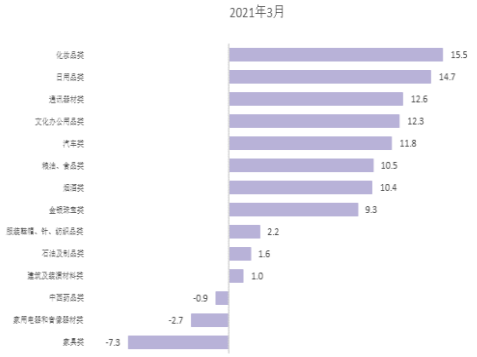
社会零售品消费总额仍然保持稳步上行的态势。3 月份社会零售总额 35,484 亿元，比 2019 年增长 11.8%，两年平均增速为 5.9%。消费增速仍然处于小幅稳步回升的状态，居民消费逐步修复，仍然处于小幅回升的状态。

图 7：2021 年 3 月消费额缓步上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：两年 3 月平均消费增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从居民收入和支出来看，2021 年 1 季度城镇居民收入有所恢复，但支出仍然偏弱。与 2019 年 1 季度对比，城镇居民收入增速增长 12.78%，两年平均增长 6.39%，城镇居民支出增长 4.67%，两年平均增长 2.33%。可以看到，1 季度居民收入增长有所修复，但支出仍然较弱。

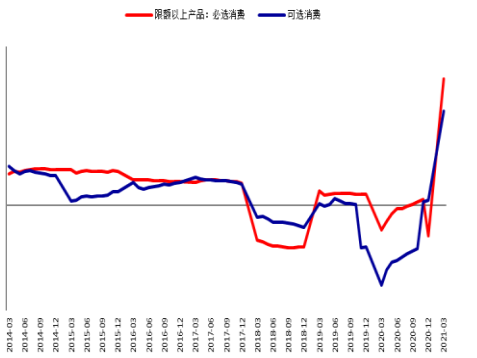
1 季度可选消费和必选消费品上，必选消费品增速仍然高过可选消费品。现阶段，居民消费仍然偏保守，疫情结束后居民消费才会缓慢恢复正常。

从行业来看，3 月份汽车消费有所下滑，但仍然处于高位，原油消费上行。从人口增长的角度来看，年内汽车消费可能消费平稳，而 2022 年才是汽车消费增长的开始。原油价格大幅上行带动了原油消费的上行，原油消费 2021 年度重回正增长。

图 9：人均可支配收入和支出（%）

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

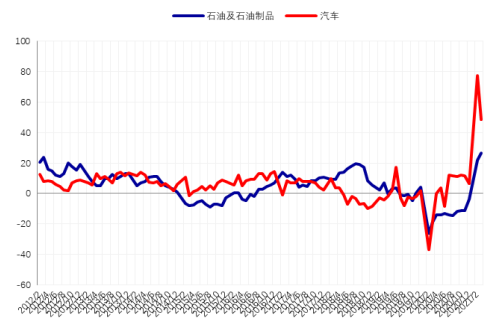
图 10：必选消费和可选消费（%）



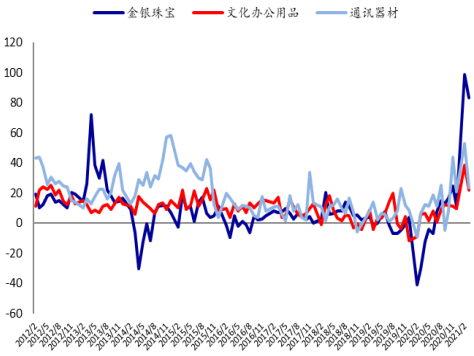
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：汽车消费仍然较为旺盛（%）

图 12：通讯器材类消费下滑（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2021 年，我国社会消费品零售总额增速仍然处于缓慢恢复的状态，但由于居民收入水平和消费水平仍然处于较低的位置，消费的恢复速度偏缓，预计全年在 8%左右，除 1 季度外，消费增速约在 5%左右。

四、房地产强势，基建小幅回升，制造业继续上行

2021 年 1-3 月份投资较为平稳，基建投资不及预期，房地产投资仍然较为旺盛，制造业投资继续回升。基建投资受到政府建设资金减少的影响年内可能负增长，房地产投资虽然仍然旺盛但受到政策压制，制造业投资受到利润影响持续恢复，预计 2 季度开始投资保持平稳。

2021 年 1-3 月份，固定资产投资额 95,994 亿元，同比增长 25.6%；比 2019 年同期增长 6.0%，两年平均增长 2.9%。1-3 月份，房地产投资依然强势，而基建投资增速 3 月份回升，制造业投资平稳。

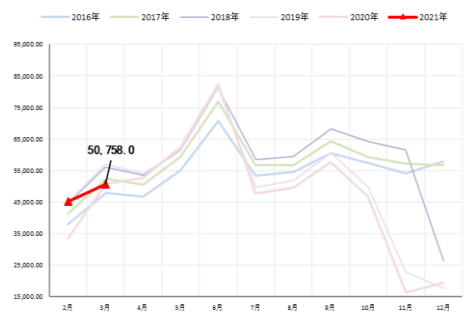
3 月份固定资产投资额较为平稳，单月增长量与 2020 前持平，低于 2019 年水平。3 月份单月制造业投资额 1.82 万亿，与 2019 年持平，高于 2020 年水平，制造业投资逐步恢复正常。3 月份基建投资增加额 1.37 万亿，投资稳步上行，3 月份基建投资增速比 1-2 月份有所增加，基建投资有所发力。房地产投资稳步上行，仍然较有活力。3 月份其他产业投资大幅下滑，社会固定资产投资额保持稳定仍然需要基建和房地产的共同作用。

固定资产投资可能平稳，开年由于就地过年措施以及新冠疫情影响开工有所减缓，3 月份投资环比增速稳健，下游需求仍然较为平稳，尤其是 3 月份基建项目开工，房地产投资额增速保持高速，下游需求并未有明显的下滑。未来房地产投资可能依然保持强势，基建投资受到政府支出下滑的影响会有所回落，制造业投资可能增速有限。

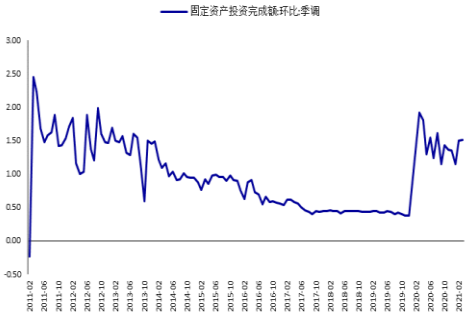
3 月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的 32.3%。房地产受到疫情和春节影响最小，占总投资额的 28.73%。基建投资占总投资额的 24.32%，开年由于基建资金性质，基建会在 4 月份迎来高峰。其他产业行业投资额只占 14.75%，仍然较为低迷，疫情给各行业带来了负面影响，使得固定资产投资增速上行显得困难。

图 13：固定资产投资额（亿元）

图 14：固定资产投资环比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1、房地产投资保持强势

房地产投资仍然保持强势，但月投资额和投资增速保持高位运行。3 月份房地产投资额 13,590 亿元，比 2019 年同期上行了 16.02%，两年平均增长 8.01%。2021 年 3 月份房地产单月投资增速 14.7%，房地产投资单月增速处于较高的水平。月投资额超过 1.3 万亿说明房地产仍然旺盛，在受到资金、政策打压的情况下，地产开发商加紧现有项目完工收回资金，新开工在下行。

由于基数效应，我们用两年平均增长率来做简要分析。3 月份新屋开工面积年增长率 -3.31%，新屋开工比 1-2 月份稍有回升，施工面积仍然保持较高的增速，竣工面积比 1-2 月份稍有回落至 1.75%。房地产开工面积持续下行，说明房地产开发商并未加快土地流转。竣工面积年增长率保持正增长，房地产开发商加快了现有项目的施工竣工速度，加快资金回流。从土地流转来看，3 月份 100 大中城市土地成交面积增速下行 6.79%，房地产开发商拿地谨慎。

从商品房销售面积和商品房销售额来看，3 商品房销售面积和销售额比 1-2 月份出现小幅下滑，但增速仍然处于高位，商品房销售仍然较为良好。3 月份住建部对房地产市场屡次普查，金融政策对房地产越加严格，居民购房热情仍然良好，房地产销售小幅下滑。

图 15：100 大中城市土地成交（%）

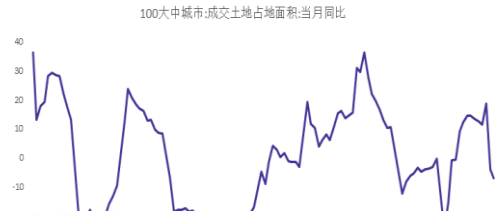
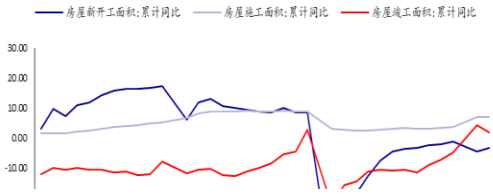


图 16：新屋开工小幅下滑（%）



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_18975