

2021年04月18日

固定收益研究

研究所

证券分析师: 靳毅 S0350517100001
021-68930187 jiny01@ghzq.com.cn
联系人: 姜雅芯 S0350119080005
021-60338170 jiangyx@ghzq.com.cn

消费终发力，生产缘何回落？

——2021年3月经济数据点评

投资要点：

相关报告

《3月金融数据点评：高基数与信贷政策回归》——2021-04-12

《3月价格数据点评：“猪油”对冲，关注PPI超预期演绎》——2021-04-09

《2021年1-2月经济数据点评：剔除基数因素，中国经济“开局”如何？》——2021-03-16

《2月金融数据点评：社融增速超预期的背后》——2021-03-10

《2月价格数据点评：输入型通胀显现》——2021-03-10

- **事件** 4月16日，国家统计局公布了我国3月份经济数据。一季度GDP不变价同比增长18.30%，较2019年同期增长10.26%，平均年增长5.00%；3月份社会消费品零售总额（简称“社消”）同比名义增长33.90%，较2019年同期增长8.58%。扣除价格因素实际上涨33.90%，较2019年同期增长4.48%；3月份固定资产投资累计同比上涨25.60%，较2019年同期上涨6.00%；规模以上工业增加值同比增长14.10%，较2019年同期上涨14.00%。

- **点评** 受去年疫情影响，各项经济数据基数较低，导致同比增速数据普遍较高，单纯观测同比增速缺乏指导意义。因此，我们对所有数据进行了两年几何平均增长处理（以下简称“年均增长”），以更长的视角来观测各项经济活动。

消费数据表现超预期，由于“春节效应”的结束线下消费表现亮眼，同时，一季度全国居民消费性支出占个人可支配收入比重距离疫情前水平尚有一定距离，预计未来消费有进一步改善空间；

固定资产投资方面，制造业投资方面，年均增长小幅回升，未来制造业投资增长持续性有待进一步验证；**基建投资方面**，表现略超预期，但整体弱于去年4季度。今年整体信用环境偏紧，1-3月专项债发行整体弱于过往同期2019、2020年同期，因此基建投资未来继续上行的空间比较有限；**房地产投资表现平稳**，但是**二季度仍面临较大下滑压力**，从资金来源来看，3月份房企资金来源主要靠定金及预付款拉动。而自筹资金项目受政策管控影响，受到了比较明显的制约，未来地产投资将逐渐转向后期。

- **工业增加值出现一定下滑**。我们认为主要源自于三方面因素：（1）、上游原材料涨价，挤压下游制造商购进生产原材料的意愿；（2）、供应链的短期扰动，使得生产略有放缓；（3）、就地过年使得生产前置使得三月份整体生产有所下滑。然而，3月份的PMI新订单和生产数据不差。因此，本月的生产回落可能仅为短期扰动，短期内工业生产仍有上行空间。

- **风险提示**：“新冠”疫情超预期，政策支持力度不及预期。

1、点评

4月16日，国家统计局公布了我国3月份经济数据。一季度GDP不变价同比增长18.30%，较2019年同期增长10.26%，平均年增长5.00%；3月份社会消费品零售总额(简称“社消”)同比名义增长33.90%，较2019年同期增长8.58%。扣除价格因素实际上涨33.90%，较2019年同期增长4.48%；3月份固定资产投资累计同比上涨25.60%，较2019年同期上涨6.00%；规模以上工业增加值同比增长14.10%，较2019年同期上涨14.00%。

受去年疫情影响，各项经济数据基数较低，导致同比增速数据普遍较高，单纯观测同比增速缺乏指导意义。因此，我们对所有数据进行了两年几何平均增长处理(以下简称“年均增长”)，以更长的视角来观测各项经济活动。

社会消费品零售总额方面，3月份同比数据超预期。从年均增长的角度来看，由于“春节效应”的结束线下消费表现亮眼，以汽车、家具为代表的地产后周期产品消费依旧强劲，另外，以服装、化妆品、日用品为代表的可选消费也出现比较明显修复。但居民消费性支出占个人可支配收入比重距离疫情前水平尚有一定距离，预计消费仍有进一步改善空间。

固定资产投资方面，从年均增长的角度来看，3月份增速出现小幅反弹。制造业投资方面，年均增长小幅回升，未来制造业投资增长持续性有待进一步验证。一方面，从产能利用率的角度来看，三大门类产能利用率均位于较高水平处，叠加政策支持降低碳排放，或将进一步支撑传统制造业有持续设备更新需求。但另一方面，美国等经济体强财政刺激实施过后，出口是否能继续高增长仍有不确定性。

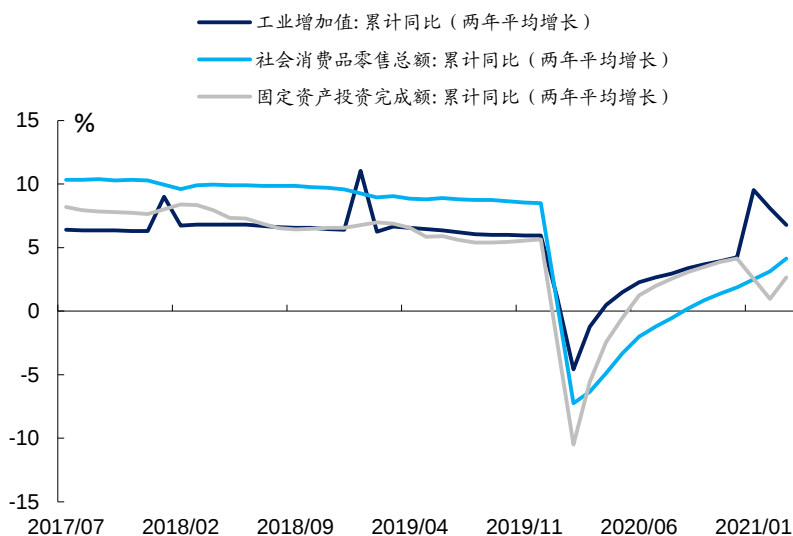
基建投资方面，表现略超预期，但整体弱于去年4季度。我们认为，3月份基建的超预期表现，或与去年未使用的专项债资金及政府存款支出有关。今年政府赤字缩量，1-3月专项债发行整体弱于2019、2020年同期，因此预计短期内基建投资继续上行空间有限。

房地产投资表现平稳，但预计二季度面临较大下滑压力。从施工结构上来看，3月新开工面积有所改善，但年均增长上依旧处于负区间。竣工面积出现一定下滑，或与前期赶工结束有关；从资金来源来看，3月份房企资金来源主要靠定金及预付款拉动。而自筹资金项目受政策管控影响，受到了比较明显的制约，未来地产投资将逐渐转向后期。

工业增加值出现一定下滑。我们认为 3 月份工业增加值的下滑主要源自于三方面因素：(1)、上游原材料涨价，挤压下游制造商购进生产原材料的意愿；(2)、海运供应链的短期扰动，使得生产略有放缓；(3)、就地过年使得生产前置，部分透支三月生产订单。

然而，3 月份的 PMI 新订单和生产，分别录得 53.60、53.90，较 1、2 月份均有明显改善。因此，本月的生产回落可能仅为短期扰动，**短期内工业生产仍有上行空间。**

图 1：3 月经济数据年均增长概况



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.1、社会消费品零售总额

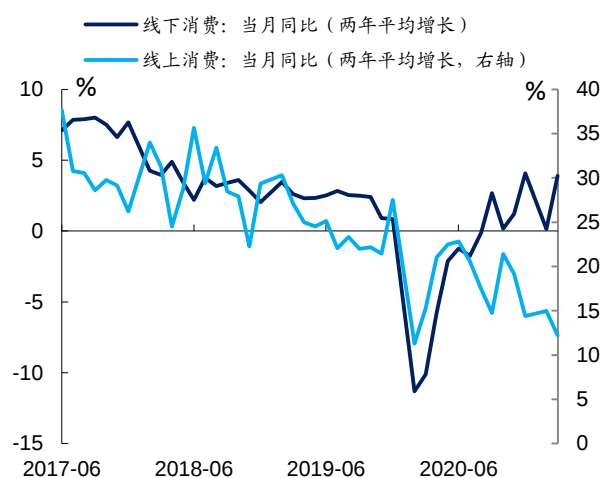
社会消费品零售总额方面，3 月份数据超预期。从年均增长的角度来看，3 月份**线下消费表现亮眼**。3 月，“实物商品网上零售额”较 2019 年同期增长 25.96%，平均年增长为 12.23%；3 月“社消零售总额”中剔除“网上零售额”的**线下消费**部分较 2019 年同期增长 7.95%，平均年增长为 3.90%。“线上”和“线下”消费较上期年均增长分别下降和上升 2.75 以及 3.75 个百分点，**春节效应结束，线下消费出现明显反弹。**

从具体品类上来看，各大消费品 3 月份年均增长均较 2 月份有比较明显的提升。以金银珠宝、服装、化妆品为代表的非必选消费年均增长出现了比较明显的提速，两年平均增速分别为 13.16%、5.00%和 12.24%，年均增速较上月增加 4.98、4.01 及 2.30 个百分点。而以家具、汽车及建材为代表的后周期商品受前期地产销售火热影响，表现强劲。

从全国居民和城镇居民个人可支配收入和消费性支出来看，一季度居民消费性支出和个人可支配收入年均增长均有相当改善。一季度，全国居民个人可支配

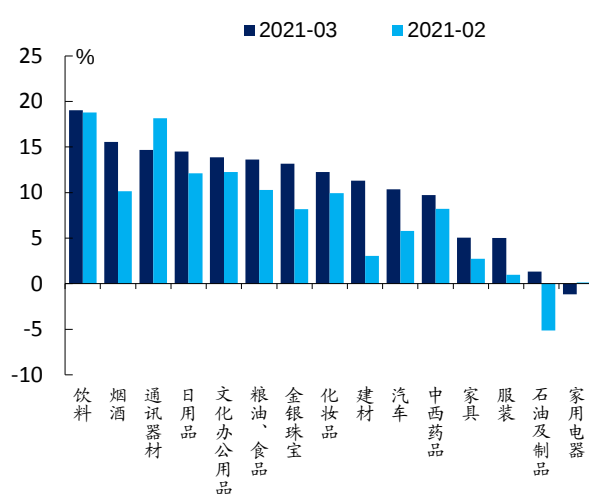
收入和消费性支出年均增长 7.03% 和 3.90%，较上月增加 0.24 和 0.54 个百分点。然而，一季度全国居民消费性支出占个人可支配收入比重距离疫情前水平尚有一定距离，预计消费仍有进一步改善空间。

图 2：春节效应结束，线下消费反弹明显



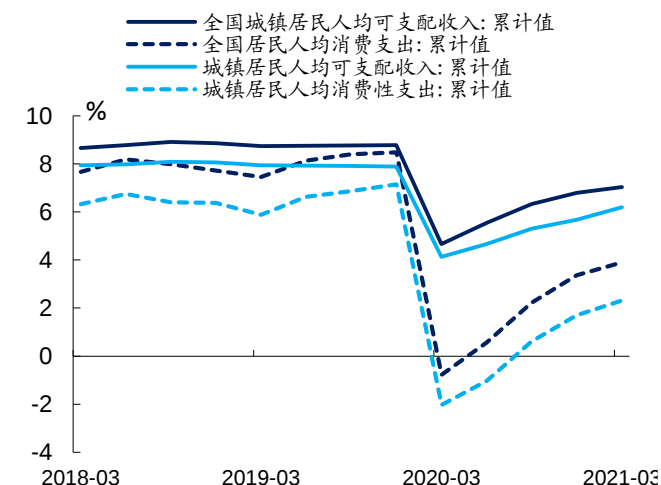
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3：大部分消费品平均增长均超 2 月份



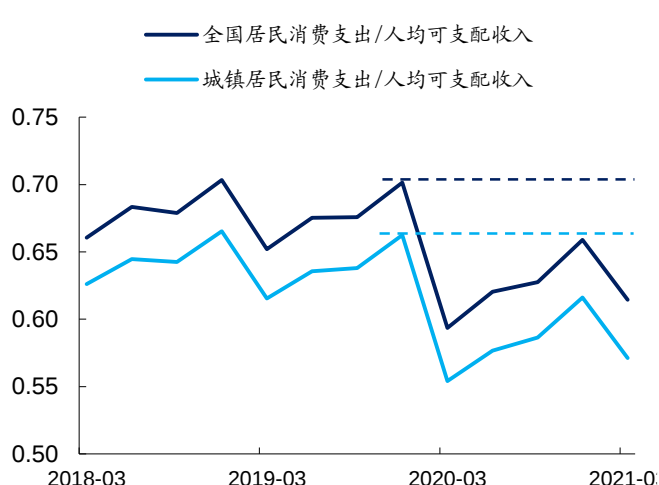
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：居民个人可支配收入和消费支出改善



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5：消费倾向的改善仍有待验证

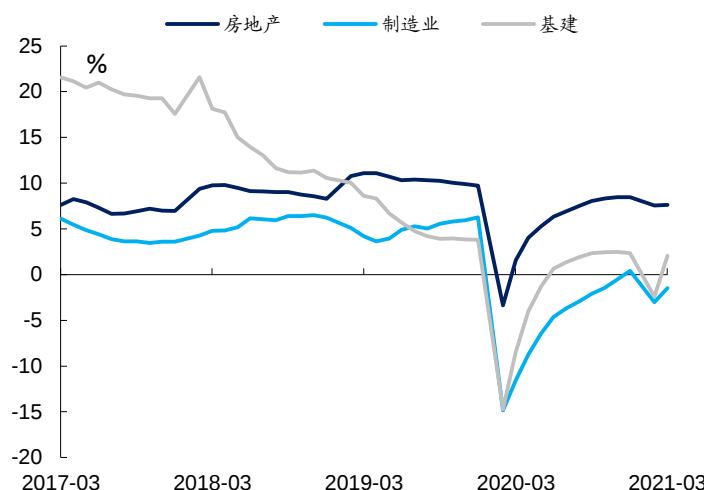


资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2、固定资产投资

固定资产投资三大项中，制造业3月份投资同比增长29.80%；基建（不含电力）1-3月投资同比增长29.70%；房地产1-3月份投资同比增长25.60%。从年均增长的角度来看，基建投资和制造业投资年均增速均有所反弹，而房地产投资增速基本持稳。房地产、制造业、基建（不含电力）年均增长分别在7.63%、-1.47%、2.05%，较1-2月年均同比增速上升0.08、1.55、4.48个百分点。

图 6：平均增长视角下，基建投资恢复明显，地产表现平稳



资料来源：Wind、国海证券研究所

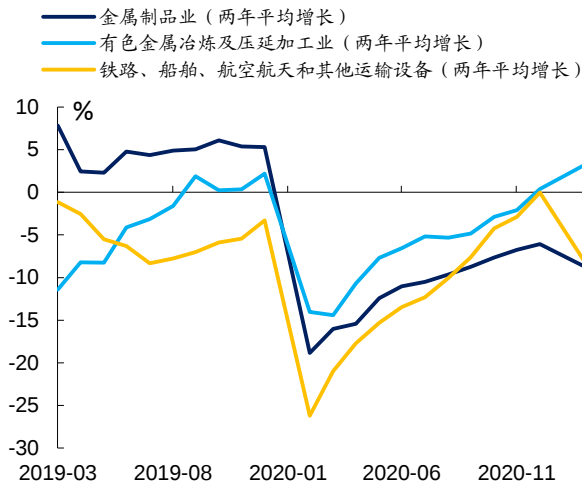
3月制造业投资年均增速小幅回升。其中，受海外经济复苏，以有色金属加工、金属制品业为代表的上游行业固定资产投资依然得到有效支撑，年均增长分别为4.95%和-7.85%，分别较上月增速上升1.74、0.84个百分点。另外，1-3月份运输设备制造投资出现较强反弹，年均增长-1.51%，增速较上月上升6.57个百分点，一方面，可能与3月份基建投资表现较好有关，另一方面，海外需求端的持续性恢复对运输设备投资有一定支撑。

然而，也有部分板块投资增速呈现放缓，如化学制品制造业，和计算机及电子设备制造业。化学制品制造业投资放缓可能与化学制品制造生产放缓有关，而计算机电子产品则受国际芯片短缺影响，生产放缓，导致固定资产投资出现一定程度下滑。1-3月份，化学制品和计算机电子产品固定资产投资年均增长分别为1.44%和12.28%，增速较上月分别下滑3.13、1.67个百分点。

我们对未来制造业投资持观望态度。一方面，从产能利用率的角度来看，三大门类产能利用率均位于较高水平处，叠加政策支持降低碳排放，或将进一步支撑传统制造业有持续设备更新需求。但另一方面，美国等经济体强财政刺激实施过

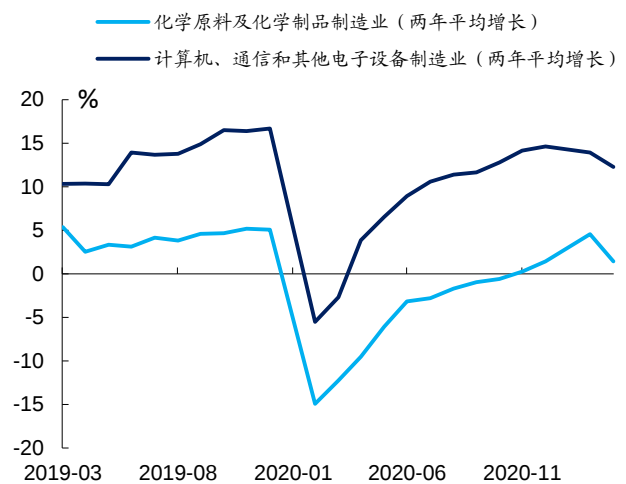
后，出口是否能继续高增长仍有不确定性。

图 7：金属加工、制造业投资依然强劲



资料来源：Wind、国海证券研究所

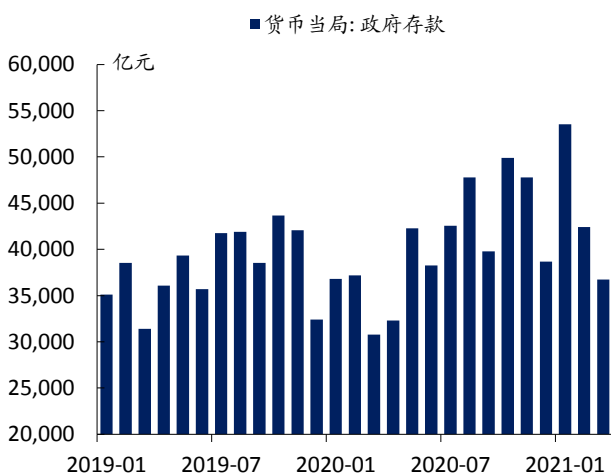
图 8：化学原料、计算机制造投资增速放缓



资料来源：Wind、国海证券研究所

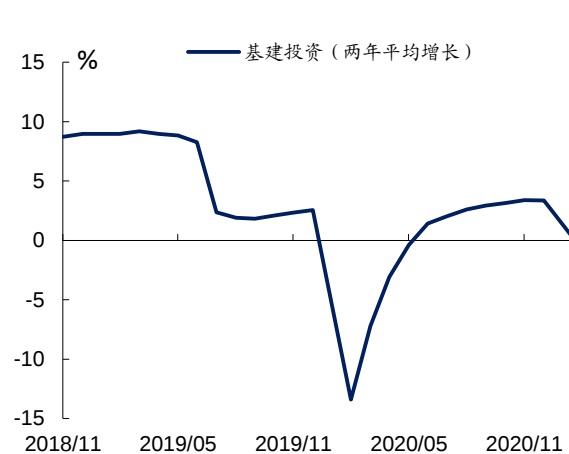
3 月份基建累计投资表现略超预期，但整体弱于去年 4 季度。3 月份基建的超预期表现或与去年未使用的专项债资金及政府存款支出有关，叠加春节结束后基建项目逐渐开始动工。3 月份基建投资年均增长 2.97%，较上月增速上升 3.62 个百分点，但整体增速依旧低于去年四季度时期，今年整体信用环境偏紧，1-3 月专项债发行整体弱于过往同期 2019、2020 年同期，因此预计短期内基建投资继续上行空间有限。

图 9：政府存款余额减少



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 10：基建投资出现反弹，整体依旧不强

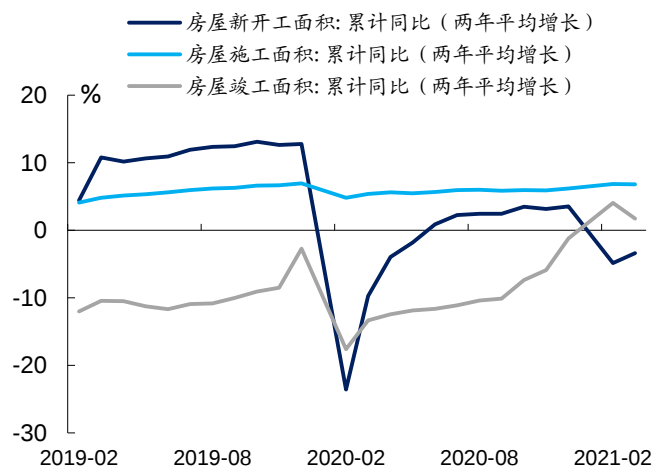


资料来源：Wind、国海证券研究所

3 月份房地产投资表现平稳，年均增速依旧维持在高位。从施工结构上来看，3 月新开工面积有所改善，但年均增长上依旧处于负区间。竣工面积出现一定下滑，或与前期赶工结束有关。

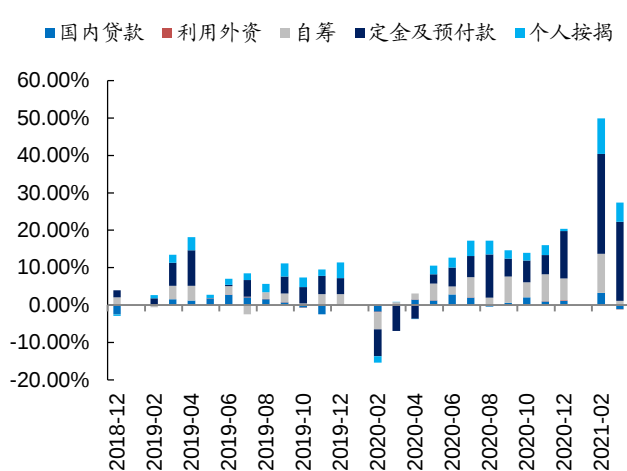
从资金来源来看，3 月份房企资金来源主要靠定金及预付款拉动。而自筹资金项目受政策管控影响，受到了比较明显的制约，符合我们前期的判断，房企受融资端限制及新开工下滑的影响，未来地产投资逐渐转向后周期，我们认为，地产投资增速在二季度仍面临较大下滑压力。

图 11：房屋新开工面积小幅改善



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 12：三月房企资金来源主要靠定价回款拉动



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.3、工业增加值

3 月工业增加值累计增速出现小幅下滑。三大门类中，采矿业年均增长 4.03%，平均增速较上月下降 0.78 个百分点。制造业年均增长 6.91%，平均增速较上月下降 1.52 个百分点。电力、燃气及水的生产和供应业年均增长 4.82%，增速较上月下降 0.68 个百分点。

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_18996

