

工业生产放缓能引发政策重新缓和吗？

——点评 3 月经济数据

宏观事件点评

2021 年 4 月 19 日

报告摘要：

● 工业生产不及预期，构成一季度 GDP 的主要拖累

3 月份，规模以上工业增加值同比 14.1%，低于市场预期的 17.6%。存在相互矛盾的两方面信息，使得本次工业生产数据愈发显得扑朔迷离：一方面是 3 月制造业 PMI、用电量等数据都不错，一方面则是工业企业产销率、产能利用率等数据都在下降。我们判断 3 月份工业生产放缓是暂时性的，可能与就地过年导致的生产提前有关，未来工业生产仍有望保持强势复苏。

● 消费端复苏好于预期，呈现加快增长态势

3 月份，社会消费品零售总额同比 34.2%，高于市场预期的 28.4%。从环比看，3 月全国疫情防控形势持续向好，消费需求加快释放，增速进一步加快。线下零售加快改善，餐饮、住宿等接触型服务消费明显复苏。一季度居民边际消费倾向为 61.4%，略高于去年同期（59.4%），但仍低于过去几年同期（一般处于 65-68% 之间），未来仍有不少提升空间，有利于提振后续消费。

● 投资端复苏也好于预期，制造业投资和基建投资强势领跑

1-3 月，固定资产投资（不含农户）同比增长 25.6%，略高于市场预期的 25.1%。我们根据累计值和累计增速测算出当月环比增速，发现 3 月制造业投资环比增长 44.6%，广义基建投资（含电力）增长 42.2%，二者增速虽然低于 2020 年 3 月，但均好于 2019 年 3 月。而 3 月房地产投资则环比下降 2.8%，与制造业投资和基建投资高增形成鲜明反差，但符合季节性规律。

● 我们判断一季度经济数据不会对政策节奏造成重大影响

总体看一季度经济数据，除了工业增加值不及预期外，服务业、消费、投资等各项数据都不错。尽管正反两方面信息扑朔迷离，加大了这份数据解读的难度，也可能造成市场分歧加大。但我们判断，指望政策重新缓和可能是不现实的，5 月中旬之前，市场变盘可能都难以出现。

● 风险提示：

全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

中国一季度 GDP 同比 18.3%，预期 18.4%。
 中国 3 月规模以上工业增加值同比 14.1%，预期 17.6%。
 中国 3 月社会消费品零售总额同比 34.2%，预期 28.4%。
 中国 1-3 月固定资产投资同比 25.6%，预期 25.1%。

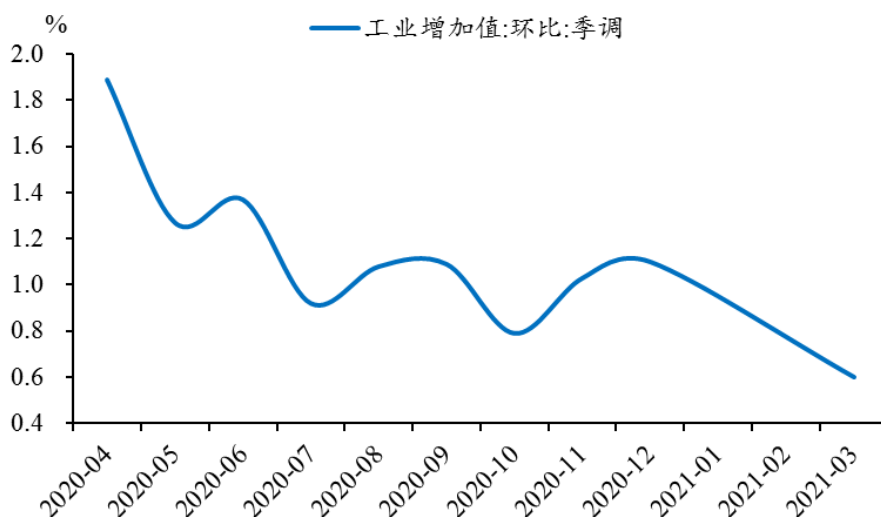
国家统计局 4 月 16 日准时发布一季度经济数据，一石激起千层浪，引起市场高度关注。经济复苏动能是增强了还是减弱了？

这份市场期待已久的数据，存在太多错综复杂之处。从同比看，一季度 GDP 增长 18.3%，创下有数据以来最高纪录，统计局发言人表示“一季度国民经济开局良好”，但是与市场预期相比，却是低于预期的。今年情况特殊，分析经济不仅要看同比，还要看环比，从环比看，一季度 GDP 仅增长 0.6%，这一增速为历史次低，历史最低是去年一季度疫情期间。此外，3 月经济数据与 1-2 月有一点截然相反，1-2 月是生产强需求弱，3 月却是需求强生产弱。如此等等。

1 工业生产不及预期，构成一季度 GDP 的主要拖累

3 月工业生产意外不及预期。3 月份，规模以上工业增加值同比 14.1%，低于市场预期的 17.6%。从环比看，3 月比上月增长 0.60%，这一增速比上月略微放缓了 0.09 个百分点，比去年 12 月放缓了 0.5 个百分点，去年同期增速则高达 36.56%（图 1）。一季度，规模以上工业增加值两年平均增长 6.8%，增速比 1-2 月放缓了 1.3 个百分点。作为对比，不妨看看服务业的情况，3 月份服务业生产指数两年平均增长 6.8%，增速与 1-2 月持平。不难发现，3 月工业生产意外放缓，是造成一季度 GDP 不及预期的主要原因。

图 1：2021 年 3 月工业增加值环比增长放缓



资料来源：Wind，民生证券研究院

存在相互矛盾的两方面信息，使得本次工业生产数据愈发显得扑朔迷离。

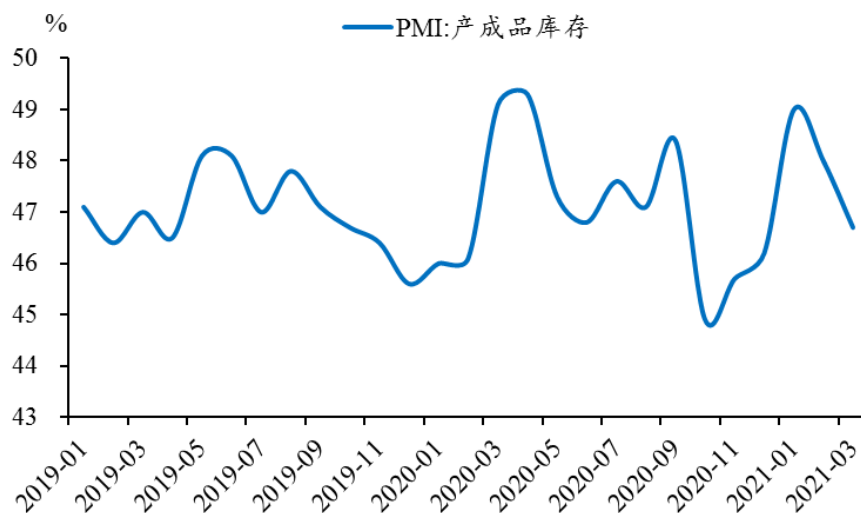
一方面，不少数据指向 3 月工业生产应该是不错的，工业增加值数据似乎与这些数

据形成背离。例如：1) 3 月制造业 PMI 生产指数比上月提高 2 个百分点至 53.9%，指向制造业生产景气是不错的；2) 国家能源局数据显示，3 月第二产业全社会用电量同比 21.2%，指向工业生产增速也应该不低。

另一方面，也有不少数据显示 3 月工业产销均有所放缓，与工业增加值不及预期是一致的。例如：1) 3 月份，工业企业产品销售率为 96.5%，比 1-2 月降低了 2 个百分点，指向企业产品销售热度有所下降；2) 一季度，全国工业产能利用率为 77.2%，比去年四季度降低了 0.8 个百分点，指向企业产能利用情况有所松弛。

综合各方面信息，我们判断 3 月份工业生产放缓是暂时性的，可能与就地过年导致的生产提前有关，未来工业生产仍有望保持强势复苏。逻辑是：受就地过年影响，今年 1-2 月工作日增多，企业开工和项目施工的时间明显延长，员工到岗的情况也是好于往年，有效提振了 1-2 月的工业生产，也使得部分工业生产提前，企业可能因此放缓了 3 月的工业生产。3 月制造业 PMI 产成品库存指数下降，显示企业库存不断消耗，也支持这一逻辑（图 2）。而 3 月新订单、中长期贷款、固定资产投资等多项指标都向好，预示未来工业生产增长动力仍然强韧。

图 2：2021 年 3 月制造业企业产成品库存处于消耗中

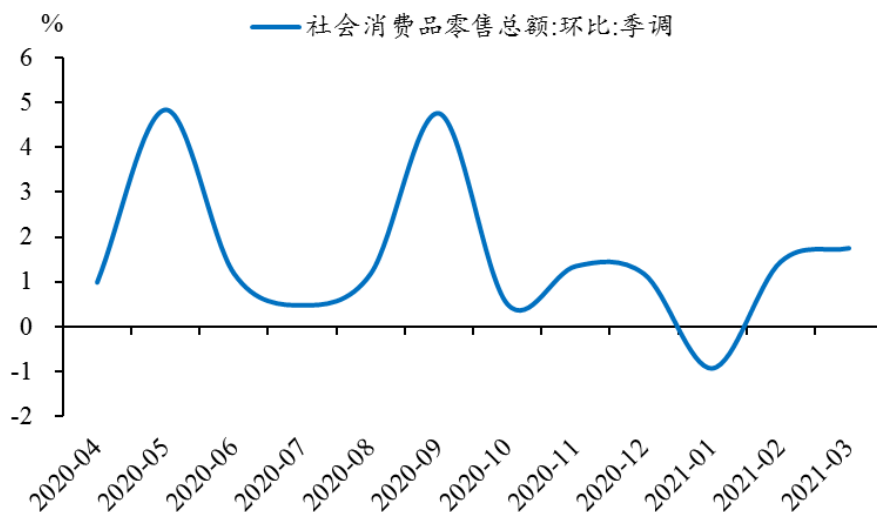


资料来源：Wind，民生证券研究院

2 消费端复苏好于预期，呈现加快增长态势

消费市场延续复苏态势，好于市场预期。3 月份，社会消费品零售总额同比 34.2%，高于市场预期的 28.4%；比 2019 年 3 月份增长 12.9%，两年平均增速为 6.3%，比 1-2 月加快 3.1 个百分点。扣除价格因素，2021 年 3 月份社会消费品零售总额实际增长 33%，两年平均增长 4.4%。从环比看，1 月出现小幅负增长（-0.92%），体现了冬季疫情对消费的抑制；2 月疫情得到控制后，迅速实现正增长（1.45%）；3 月全国疫情防控形势持续向好，疫情对消费市场的影响不断减弱，消费需求加快释放，增速进一步加快（1.75%）（图 3）。

图 3：2021 年 1-3 月社会消费品零售总额环比增长不断加快

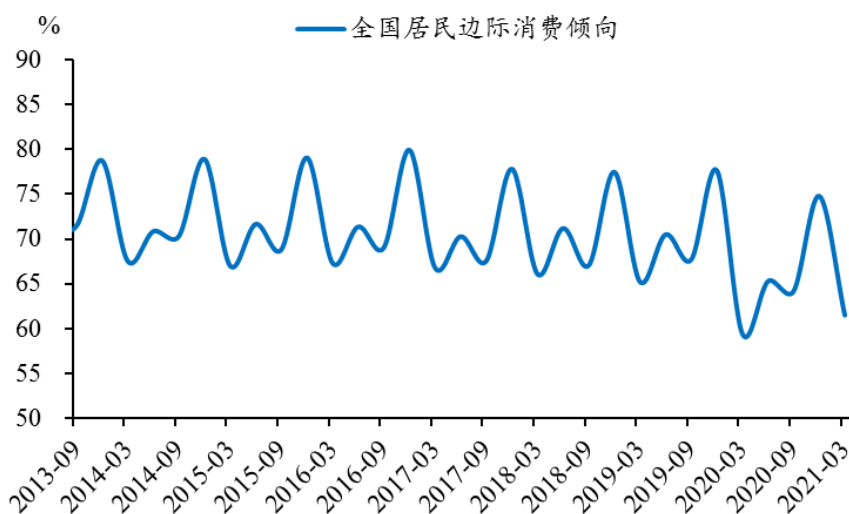


资料来源：Wind，民生证券研究院

线下零售加快改善，餐饮、住宿等接触型服务消费明显复苏。一季度，限额以上零售业实体店商品零售额同比增长 42.2%，两年平均增长 4.5%，增速比 1-2 月份加快 0.4 个百分点，实体零售进一步恢复。一季度，餐饮收入同比增长 75.8%。其中，3 月份餐饮消费显著改善，餐饮收入同比增长 91.6%，两年平均增长 0.9%，而 1-2 月份两年平均下降 2.0%。住宿业经营明显回升。3 月份，限额以上住宿业企业客房收入同比增长 138.1%，两年平均下降 4.9%，降幅较 1-2 月份收窄近 10 个百分点。

居民边际消费倾向仍然较低，未来仍有不少提升空间，有利于提振后续消费。一季度，全国居民人均可支配收入 9730 元，人均消费支出 5978 元，边际消费倾向为 61.4%，略高于去年同期（59.4%），但仍低于过去几年同期（一般处于 65-68%之间）（图 4）。未来随着居民边际消费倾向逐步向往年正常水平回归，将对消费形成有力的促进作用。另外，一季度全国城镇新增就业 297 万人，其中 3 月新增 149 万人，高于 2020 年 3 月，基本与 2019 年 3 月持平。3 月份，全国企业就业人员周平均工作时间为 46.9 小时，比 2 月份增加 0.6 小时，显示企业实际用工需求强劲。就业改善明显且前景向好，有利于消费持续复苏。

图 4：2021 年一季度居民边际消费倾向仍然较低，未来仍有不少提升空间

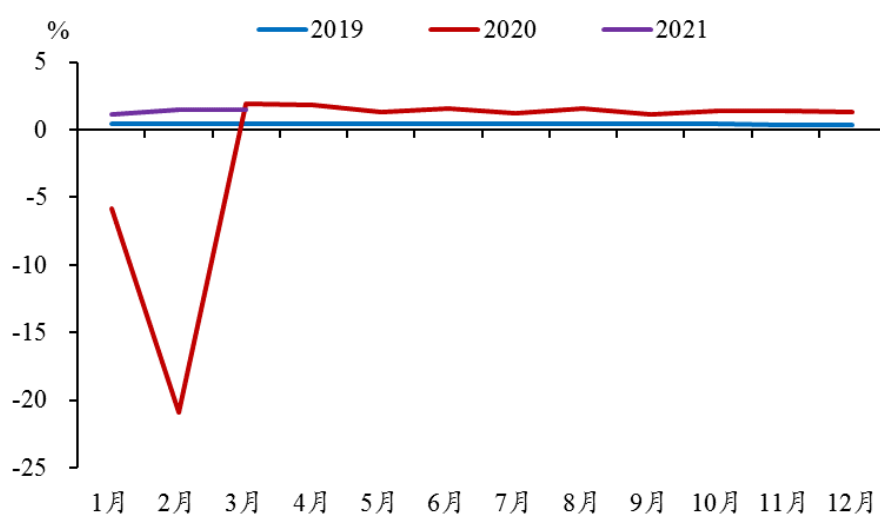


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 投资端复苏也好于预期，制造业投资和基建投资强势领跑

整体固定资产投资增长略好于预期。1-3 月，固定资产投资（不含农户）同比增长 25.6%，略高于市场预期的 25.1%；比 2019 年 1-3 月份增长 6.0%，两年平均增长 2.9%。从环比看，1 月增速为 1.15%，2 月增速为 1.50%，3 月增速为 1.51%，持续好于往年同期水平，显示投资仍处于复苏通道中（图 5）。

图 5：2021 年 1-3 月固定资产投资环比增速持续好于往年同期

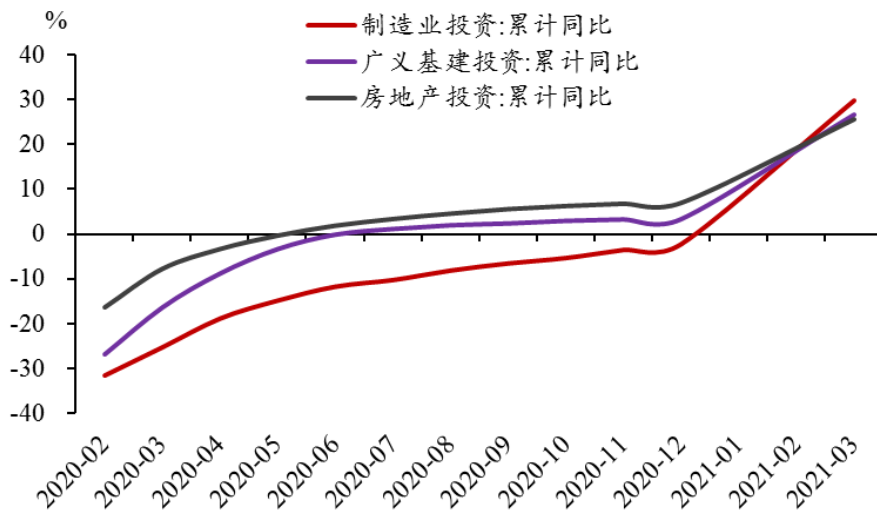


资料来源：Wind，民生证券研究院

分三大类别看，制造业投资和基建投资强势领跑，房地产投资季节性放缓。1-3 月，制造业投资同比增长 29.8%，广义基建投资（含电力）同比增长 26.76%，增速均好于固

定资产投资整体表现；房地产投资同比增长 25.6%，持平于整体表现（图 6）。从环比看，我们根据累计值和累计增速测算出当月环比增速，3 月制造业投资增长 44.6%，广义基建投资（含电力）增长 42.2%，二者增速虽然低于 2020 年 3 月，但均好于 2019 年 3 月。而 3 月房地产投资则环比下降 2.8%，与制造业投资和基建投资高增形成鲜明反差，但 2016-2019 年同期房地产投资均出现环比小幅下降，可见是符合季节性规律的。

图 6：2021 年 3 月制造业投资和基建投资强势领跑



资料来源：Wind，民生证券研究院

我们重申观点，制造业投资将是今年最大的看点。我们在 2021 年宏观展望报告中判断，2021 年中国经济的增长动力主要来自于强大生产能力和强大消费市场，制造业投资将是最大的看点。1-2 月制造业投资和基建投资偏弱，我们指出可能是受到了冬季疫情的影响，预计只是短期现象，后续有望重新走强，本月数据已经验证了我们这一判断。

4 政策含义与市场影响

我们判断一季度经济数据不会对政策节奏造成重大影响，部分市场人士对政策重新缓和的预期可能会落空。总体看一季度经济数据，除了工业增加值不及预期外，服务业、消费、投资等各项数据都不错。尽管正反两方面信息扑朔迷离，加大了这份数据解读的难度，也可能造成市场分歧加大。但我们判断，3 月份工业生产放缓是暂时性的，可能与就地过年导致的生产提前有关，未来工业生产仍有望保持强势复苏。鉴此，指望政策重新缓和可能是不现实的。

A 股本轮调整什么时候能够结束？年初我们即提出应重视房地产调控对经济和市场的影响，主张流动性紧平衡要和房地产调控结合起来看。4 月央行公开市场操作仍然谨慎，MLF 和 TMLF 合计净回笼 61 亿元，显示流动性仍处于紧平衡局面。尽管调控不断，一季度商品房销售热度仍然居高不下，后续房地产调控可能继续加强。我们也多次讲过，2021 年房地产调控和金融调控可能持续较长时间，并由此加大资本市场投资难度，目前观点维持不变。5 月中旬下一阶段货币政策风向明朗之前，市场变盘可能都难以出现。

风险提示

全球疫情传播持续恶化，中国政策收紧超预期。

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_19003

