

增速符合预期，消费恢复加速

1、一季度实际 GDP 增速符合预期。实际 GDP 同比增长 18.3%，名义 GDP 同比增长 21.2%。从需求端看，投资增速相对平稳，制造业投资、尤其高新技术制造业投资增速相对更高，基建投资相对稳定，房地产投资放缓幅度较大；消费环比改善明显；外需总量依然较强，但中国的出口份额有所下降。从就业表现来看，全国城镇调查失业率平均为 5.3%，改善较为明显。

2、投资环比依然较强，同比回落主要受到基数影响。3 月份，固定资产投资季调环比 1.51%，基本与 2 月持平；同比增速小幅下滑，主要受到去年 3 月基数抬高影响。从分项来看，三大投资累计同比涨幅均有所放缓，其中地产投资放缓较显著，制造业改善明显，基建投资相对稳定。往前看，在新增专项债已经下达的背景下，基建投资预计后续相对平稳；在地产严控背景下，考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资确定性回落；需求改善，叠加补库存，制造业投资改善可能有所加快。

3、工业生产增速边际放缓。历史上看，3 月份的工业生产一般季调环比增速会高于前两个月，但今年 3 月工业增加值季调环比 0.6%，低于前两月环比表现，也明显弱于季节性。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。但是 1-3 月粗钢产量累计同比涨幅较强，表明钢厂开工积极度大幅回升。

4、消费回升动能增强。3 月社零当月同比增长 34.2%，高于预期的 28.4%，也高于前两月的累计同比 33.8%。在去年 3 月基数抬升的背景下，3 月当月同比继续高增，充分体现消费回升动能明显加强。从结构来看，汽车消费和地产链条同比涨幅收窄，但石油制品消费有所改善。

5、经济增速符合预期，经济结构明显优化。从总量上看，一季度实际和名义 GDP 增速基本符合市场预期，后续政策稳定背景下，预计全年实际 GDP 增速在 9% 左右。从结构看，一季度经济数据有五点含义：一是消费增长动能加强，未来服务业仍存加速可能。在低基数和政策带动下，汽车消费的需求持续释放；相比之下，家电、家具、建材类增速较 19 年同期水平上涨幅度并不大。预计春节“就地过年”对消费的需求将移至到清明节和劳动节，可选消费之前的集中修复将会逐步过渡到服务类消费，叠加疫情逐步消退，未来服务业修复斜率将加快，对消费形成提振。二是工业生产边际放缓，但后续仍存一定韧性。随着经济恢复的主要动能逐渐从投资向消费切换，工业生产增速预计逐步放缓；但随着全球经济向好带动的供应链恢复，仍对工业生产和出口形成一定支撑。三是政策约束下，地产投资增速放缓的趋势较为确定。3 月份金融数显示居民和企业长期贷款是主要支撑，表明居民按揭贷款需求依然比较强劲。但是，在政策严调控房地产背景下，当前开工和土地购置均不同程度有所走弱，房企拿地的积极性将会有所回落；而且，2 月以来全国房贷利率止跌回升，将从居民杠杆方面对地产销售形成抑制。四是基建投资仍将稳步回升。一季度基建投资较 2019 年同期表现相对疲软，主要由于 2021 年新增专项债下达延期，对 1 季度的支持力度不大。但是，今年是十四五规划的元年，很多大型项目的开工较为确定，同时财政对基建的支持并未明显减弱，后续基建投资增速仍有望保持相对稳定，尤其随着地方政府专项债的发行，基建投资增速仍有望回升。五是货币政策基调仍然是“稳”。尽管一季度经济增速读数较高，但剔除基数后的增速已经边际放缓（环比增速下滑明显），约束了货币政策进一步收紧的必要性。不过，经济结构相对优化（制造业投资和消费增长动能加强），也意味着货币边际放松的必要性不高。

风险提示：流动性收缩导致短端利率出现较大上升；信用收缩过快、过大导致系统性信用风险爆发；通胀大幅超出预期，导致货币政策被动收紧。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

图表 1：1Q 经济符合预期，消费动能加速

国金宏观3月经济数据点评：消费增长加速					
经济指标	单月增速（%）		累计增速（%）		数据描述与趋势判断
	2月	3月	1-2月	1-3月	
GDP	-	-	-	18.3	经济恢复整体符合预期，我国一季度GDP同比增长18.3%，比2020年四季度环比增长0.6%；比2019年一季度增长10.3%，两年平均增长5.0%。从需求端看，固定资产投资稳步恢复，新动能快速攀升，其中高技术产业和社会领域投资增长较快，相比之下，房地产投资在3月的表现相对较弱。从贸易结构来看，在全球经济向好和供应链恢复的背景下，出口带动生产显出回升。从就业表现来看，3月就业市场出现明显改善，3月全国城镇调查失业率平均为5.3%，同比下降0.6个百分点。未来看，消费中服务业将带动消费进一步回升，出口贡献仍存，制造业回升较为确定，基建保持相对平稳，但房地产的贡献度将会有所回落。
社零	-	34.2	33.8	33.9	1-3月社零累计同比攀升至33.9%，其中消费动能增强。具体来看，升级消费品中的石油制品累计同比涨幅走阔（23.6%），地产链条和汽车的累计同比涨幅均有所放缓，汽车累计同比涨幅收窄较显著（65.6%，前值77.6%）。未来看，随着疫情的消退，整体消费复苏较为确定，从结构上来看，汽车消费增幅未来贡献度回落，但是其他可选和必选消费依然有所支撑，服务业消费未来贡献度回升。
投资	-	19.4	35.0	25.6	1-3月固定资产投资同比增长25.6%；比2019年1-3月份增长6.0%，两年平均增长2.9%。其中按照分项来看，三大投资累计同比涨幅均有所放缓，其中地产投资放缓较显著。
民间投资	-	19.2	36.4	26.0	1-3月民间投资累计同比涨幅回落，但投资增速高于固定资产投资整体，表现较好。
基建投资	-	-	35.0	26.8	1-3月基建累计同比较前值涨幅回落，但是未来增速有望回升。分项来看，电热燃水生产和供应业涨幅收窄（20.0%），铁路、道路运输业投资持平于前值（31.0%），水利、环境和公共设施管理业同比涨幅收窄（26.1%）。未来看，今年基建资金来源仍较充裕，预计后续基建投资将有所回升。
制造业投资	-	-	37.3	29.8	1-3月制造业累计同比涨幅较前值放缓，两年平均下降2.0%。从分项来看，高新技术产业涨幅领先，其中医药制造业累计同比涨幅虽然较前值放缓，但是涨幅依然较大（42.7%），计算机、通信和其他电子设备累计同比涨幅较前值变化不大（40.4%，前值为41.6%）。装备制造业中汽车制造业的累计同比由正转负（-3.3%）。通讯专业设备中通用设备累计同比涨幅放缓（19%）和专用设备累计同比涨幅放缓（38.1%）。
房地产投资	-	14.8	38.3	25.6	1-3月房地产投资累计同比涨幅收窄。
新开工面积	-	7.3	64.3	28.2	1-3月新开工面积累计同比涨幅收窄。
资金来源	-	26.6	52.1	41.4	房地产开发资金累计同比涨幅走弱。其中利用外资累计同比跌幅走阔、利用自筹资金、国内贷款、定金及预收款、个人按揭贷款和其他资金累计同比涨幅收窄。
商品房销售面积	-	38.1	104.9	63.8	商品房销售面积、销售额累计同比涨幅收窄。整体来看，房屋销售受政策约束影响，3月涨幅受限。
商品房销售额	-	58.1	133.4	88.5	
出口	-	30.6	60.6	49.0	3月出口数据依旧偏高，但复合增速进一步回落，部分出口替代份额逐步归还，出口韧性的强度有所消减；进口表现亮眼，指向内需恢复良好。中国出口份额进一步下降，主要是劳动密集型产品出口份额下降较多，机电类产品表现持续优于整体，内在原因是中国产业升级、高技术产品出口比较优势提升，份额下降并不明显。展望上半年，随着全球经济持续恢复，预计出口继续保持相对高位，进口增速在内需带动下稳步增长，从近期欧洲疫情局势恶化来看，海外疫情对进出口可能造成的扰动仍需关注。
进口	-	38.1	22.2	28.0	
工业增加值	52.3	14.1	35.1	24.5	1-3月工业生产累计同比涨幅收窄。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。
出口交货值	-	15.9	42.5	30.4	1-3月出口交货值累计同比涨幅收窄。
发电量	-	17.4	19.5	19.0	1-3月发电量累计同比涨幅收窄。
粗钢产量	-	19.1	12.9	15.6	1-3月粗钢产量累计同比涨幅较强。表明钢厂开工积极度大幅回升。
M1	-	-	7.4	7.1	3月融资需求旺盛，信用整体收缩。信贷弱于2020年同期但强于季节性，市场融资需求旺盛，其中票据融资和企业短期贷款为主要收缩项，说明稳杠杆、紧信用的政策背景下，企业融资需求相对供给继续偏强。信用收缩主要体现在表外票据和债券融资，除了委托贷款和股票融资高于去年同期，其余分项均明显少增。企业和居民存款下降、财政投放少增对M2形成拖累。融资需求相对较强，信用收缩主要体现在政策回归常态。信用供给在未来几个月内可能进一步收缩。未来几个月，虽然政府债券发行可能有所恢复，但信贷增速可能放缓，整体信用收缩的趋势不变。
M2	-	-	10.1	9.4	
信贷（万亿）	1.4	2.7	4.9	7.7	
社融（万亿）	1.7	3.3	6.9	10.2	
CPI	-0.2	0.4	-0.3	0.0	3月CPI同比转正，但环比回落幅度较大。3月CPI同比涨幅转正主要受基数影响，食品价格跌幅较大叠加了供给增加的原因，导致环比跌幅超过季节性。翘尾因素和新涨价因素共同发力，带动3月PPI同比陡峭式攀升，石油相关行业和制造业中上游继续涨价领跑。展望4月份，CPI同比和环比涨幅预计都将进一步回升，PPI同比将进一步回升但环比涨幅将回落。4月份，CPI同比涨幅预计升至1.2%左右。目前来看全年通胀依旧整体温和，CPI同比走势先回升后趋稳，猪价油价和核心通胀是主要驱动因素；受基数效应和全球经济复苏节奏影响，PPI同比或在二季度达到年内高点，全年预期有所抬升。
PPI	1.7	4.4	1.0	2.1	
制造业PMI	50.6	51.9	-	-	开工旺季来临，3月制造业PMI相对上月回升1.3个百分点，供需呈两旺格局。本月制造业各分类指数较上月均有所提升，其中新订单、生产和从业人员PMI均出现较大提升，表明企业补库意愿增强。另外，价格指数高位上行。3月非制造业商务活动指数显著反弹，建筑业和服务业均大幅提升，建筑业受节后开工带动，服务业受益于疫情缓解。
非制造业PMI	51.4	56.3	-	-	
综合PMI	51.6	55.3	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

1、一季度实际 GDP 增速符合预期。实际 GDP 同比增长 18.3%，名义 GDP 同比增长 21.2%。从需求端看，投资增速相对平稳，制造业投资、尤其高新技术制造业投资增速相对更高，基建投资相对稳定，房地产投资放缓幅度较大；消费环比改善明显；外需总量依然较强，但中国的出口份额有所下降。从就业表现来看，全国城镇调查失业率平均为 5.3%，改善较为明显。

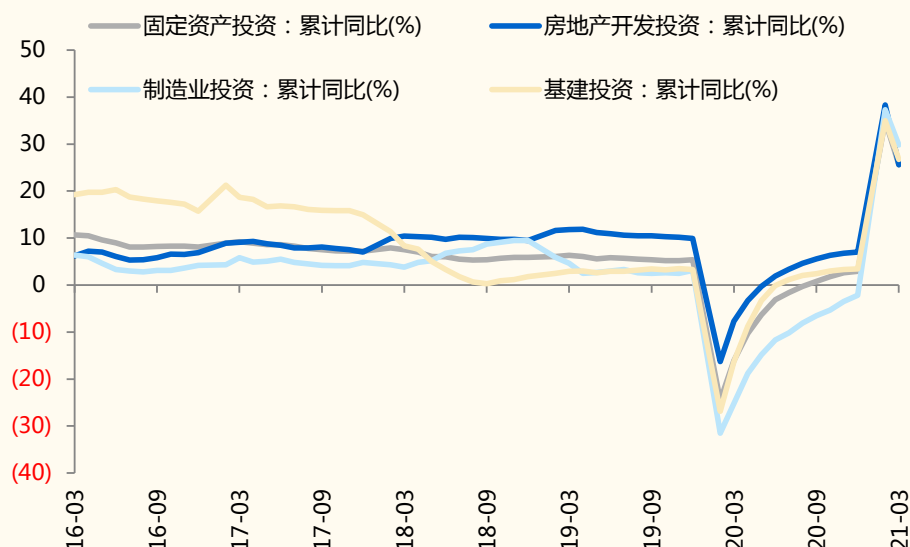
2、投资环比依然较强，同比回落主要受到基数影响。3 月份，固定资产投资季调环比 1.51%，基本与 2 月持平；同比增速小幅下滑，主要受到去年 3 月基数抬高影响。从分项来看，三大投资累计同比涨幅均有所放缓，其中地产投资放缓较显著，制造业改善明显，基建投资相对稳定。往前看，在新增专项债已经下达的背景下，基建投资预计后续相对平稳；在地产严控背景下，考虑到施工上行空间不大，叠加土地购置费将逐步放缓，房地产投资确定性回落；需求改善，叠加补库存，制造业投资改善可能有所加快。

(1) 1-3 月基建累计同比较前值涨幅回落。分项来看，电热燃水生产和供应业涨幅收窄；铁路、道路运输业投资持平于前值；水利、环境和公共设施管理业涨幅收窄。基于总体经济逐步恢复正常化，叠加财政、货币政策回归常态化，基建投资预计保持相对平稳。具体来看：1) 交运行业累计同比持平于前值为 31.0%，其中铁路运输业增速扩大至 66.6%（前值 52.9%），道路运输业累计同比涨幅回落至 25.7%（前值 30.7%）；2) 水利大环保行业累计同比涨幅回落至 26.1%（前值 42.20%），其中权重最大的公共设施管理业涨幅回落至 23.5%（前值 42.3%），水利管理业增速回落至 42.5%（前值 47.2%）。

(2) 1-3 月制造业累计同比涨幅较前值放缓，两年平均下降 2.0%。从分项来看，高新技术产业累计同比涨幅领先，其中医药制造业累计同比涨幅虽然较前值放缓，但是涨幅依然较大；计算机、通信和其他电子设备累计同比涨幅较前值变化不大；装备制造业中汽车制造业的累计同比由正转负；通讯专业设备累计同比涨幅放缓。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计涨幅回落至 42.7%（前值 64%），计算机通信行业累计同比回落至 40.4%（前值 41.6%）；2) 装备制造业中，汽车制造业累计同比由正转负至 -3.3%（前值 16.1%），运输设备行业累计同比上涨至 41.8%（前值 40.1%）；3) 通用专用设备业中，通用设备累计同比涨幅回落至 19%（前值 34.2%），专用设备累计同比涨幅回落至 38.1%（前值 60.2%）；4) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比涨幅回落至 42.8%（前 54.5%），食品制造累计同比 25.6%（前值 37.6%）；5) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比 24.6%（前值 28.8%）。

(3) 1-3 月房地产投资累计同比涨幅收窄。随着政策约束影响，1-3 月新开工面积累计同比涨幅收窄，房地产开发资金累计同比涨幅走弱，商品房销售面积、销售额累计同比涨幅收窄。

图表 2：固定资产投资累计同比涨幅收窄



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、工业生产增速边际放缓。历史上看，3 月份的工业生产一般季调环比增速会高于前两个月，但今年 3 月工业增加值季调环比 0.6%，低于前两月环比表现，也明显弱于季节性。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。但是 1-3 月粗钢产量累计同比涨幅较强，表明钢厂开工积极度大幅回升。

从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。采矿业累计同比 10.1%（前值 17.5%），制造业累计同比 27.3%（前值 39.5%），公用事业部门累计同比 15.9%（前值 19.8%）。

从制造业内部结构来看，主要行业均累计同比涨幅收窄。

1）新兴产业累计同比涨幅收窄。其中化学原料累计同比 21.1%（前值 30.8%），医药制造业累计同比 28.5%（前值 41.6%），计算机、通信和电子行业累计同比为 30.0%（前值 48.5%）。

2）装备制造业累计同比涨幅收窄。其中汽车累计同比 55.1%（前值 70.9%），金属制品业累计同比 40.2%（前值 59.5%），运输设备业累计同比 27.2%（前值 48.9%），电气机械器材业累计同比 45.3%（前值 69.4%）。

3）通用专用设备制造业同比涨幅收窄。其中通用设备制造业累计同比 39.9%（前值 62.4%），专用设备制造业累计同比 37.2%（前值 59.2%）。

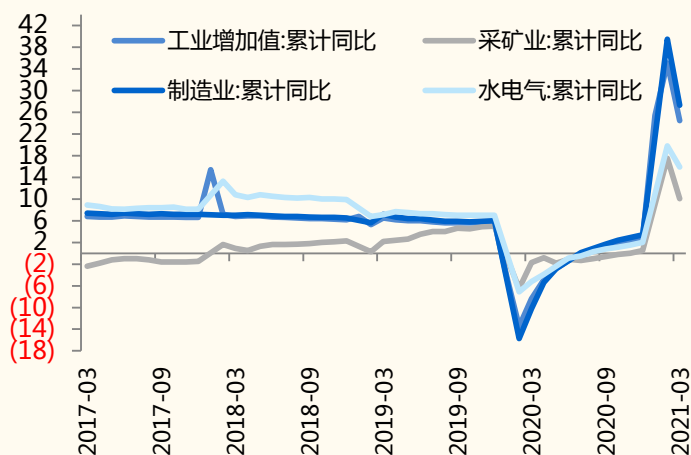
4）轻工业同比涨幅收窄。其中农副食品加工业累计同比涨幅收窄至 15.2%（前值 22.8%），食品制造累计同比涨幅收窄至 17.4%（前值 28.8%），纺织业工业累计同比涨幅收窄至 22.5%（前值 39.5%）。

5）传统制造业同比涨幅收窄。黑色金属冶炼及压延加工行业增加值累计同比涨幅收窄至 16.4%（前值 21.6%），有色金属冶炼及压延加工业累计同比 14.3%（前值 22.7%），非金属矿物制品业累计同比 33.9%（前值 44.8%）。

规模以上工业企业出口交货累计同比跌幅收窄。规模以上出口交货值累计同比

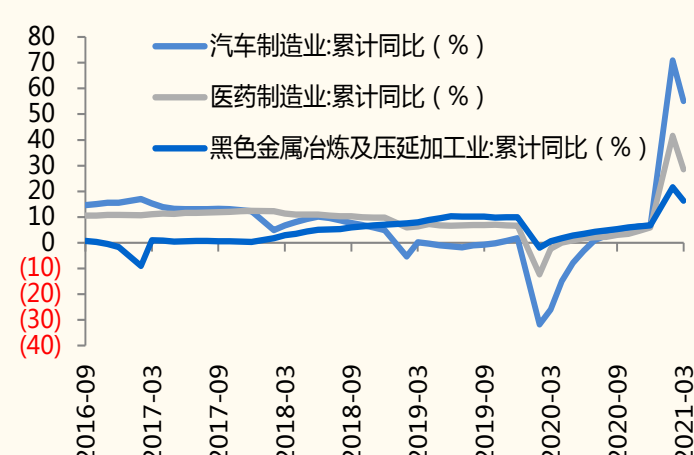
涨幅收窄至 30.4% (前值 42.5%)。

图表 3：工业增加值累计同比涨幅回落 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：制造业工业增加值累计同比涨幅回落 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

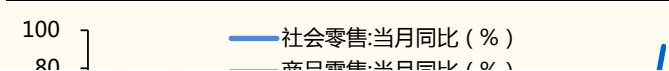
4、消费回升动能增强。3 月社零当月同比增长 34.2%，高于预期的 28.4%，也高于前两月的累计同比 33.8%。在去年 3 月基数抬升的背景下，3 月当月同比继续高增，充分体现消费回升动能明显加强。**从结构来看**，汽车消费和地产链条同比涨幅收窄，但石油制品消费有所改善。

地产链条细分类涨幅均有所收窄。建筑装潢材料当月同比 43.9% (前值 52.8%)；家具当月同比 42.8% (前值 58.7%)；家电当月同比 38.9% (前值 43.2%)。

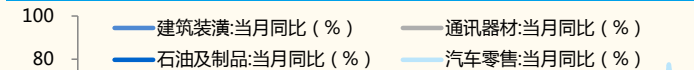
升级型消费中石油制品涨幅改善。通讯类消费当月同比 23.5% (前值 53.1%)；中西药当月同比涨幅回落至 11.5% (前值 16.9%)；石油及制品类消费当月同比上涨至 26.4% (前值 21.9%)。

汽车消费有所回落。汽车消费当月同比 48.7% (前值 77.6%)。

图表 5：消费动能加速



图表 6：消费中石油及制品同比增速回升



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_19004

