

3月和一季度经济数据点评

复苏的动力向内需切换

一季度 GDP 增速符合预期；3月生产端数据略低，但消费端超预期。

- 一季度实际 GDP 同比增长 18.3%，名义 GDP 同比增长 21.2%，其中二产名义同比增长 27.7%，实际同比增长 24.4%，是推动 GDP 高增长的重要原因。
- 3月工业增加值同比增速 14.1%，采矿业工业增加值累计同比增速 10.1%，制造业累计同比增速 27.3%，公用事业累计同比增速 15.9%，高技术产业累计同比增速 31.2%。
- 3月社零同比增速 34.2%，除汽车以外的消费品零售额增长 32.5%。同比增速较高的细分品类包括金银珠宝、服装鞋帽、汽车等。
- 1-3月固定资产投资增速为 25.6%，民间固定资产投资增速 26%，制造业投资 1-3月累计同比增长 29.8%，基建投资累计同比增长 29.7%，地产投资累计同比增长 25.6%。
- 1-3月房地产施工面积同比增长 11.2%，同比增速较 1-2月小幅上升 0.2个百分点，表明开发商对后市比较乐观；3月 70大中城市中有 62城新建商品住宅价格环比上涨，比 2月的 56城涨价范围继续扩大。
- 一季度全国居民人均可支配收入同比增长 13.7%，两年平均增长 7.0%，居民人均消费支出同比增速 17.6%，两年平均增长 3.9%。从一季度居民消费倾向来看，虽然边际消费仍处于偏低水平，但增量收入的边际消费倾向已经基本恢复到疫情前水平。
- **3月经济数据增速以回落为主。**3月经济数据整体依然在低基数影响下维持高增长，但工业增加值和固定资产投资增速都出现了大幅回落，仅社零增速较 1-2月出现了小幅上行。从环比来看，3月工业增加值较历史同期平均水平表现偏弱，有春节就地过年政策下，3月生产端逐渐步入平稳的影响，除此之外，固定资产投资和社零 3月环比都表现出超出历史同期平均水平的强劲。结合 3月进口增速大幅超预期和一季度居民收入高速增长来看，我们认为随着生产端恢复趋于稳定，接下来消费端的修复可能成为经济复苏的亮点。
- **全球复苏和通胀预期短期不会影响我国货币政策。**随着美国救助法案的实施和基建政策的推出，全球经济复苏的预期进一步大幅升温，随之而来的是大宗商品价格上涨和全球通胀预期上调。我国也受到海外大宗商品价格波动的影响，部分工业品价格上行幅度超预期，但与海外明显不同的是，我国货币政策在本轮新冠疫情冲击后较为克制，且在猪肉价格环比下行带动下，我国食品价格相对平稳，因此预计年内通胀不会掣肘我国货币政策。我国的财政和货币政策的重心依然是经济复苏，从近期政策边际变化来看，财政方面延长了部分新冠疫情期间对中小企业减税降费的政策至 2022年底，货币政策则以稳为主，继续保持正常的货币政策空间，防范外部可能出现的意外冲击。

风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。

相关研究报告

《GDP 增速或受贸易拖累，国内复苏趋势依然向好：9 月和三季度经济数据点评》2020.10.19

《年底看好工业补库存和消费弹性：10 月经济数据点评》2020.11.16

《当经济复苏衔接转型升级：11 月经济数据点评》2020.12.15

《生产无忧，消费有虑：12 月和四季度经济数据点评》2021.1.18

《环比好才是真的好：1-2 月经济数据点评》2021.3.15

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

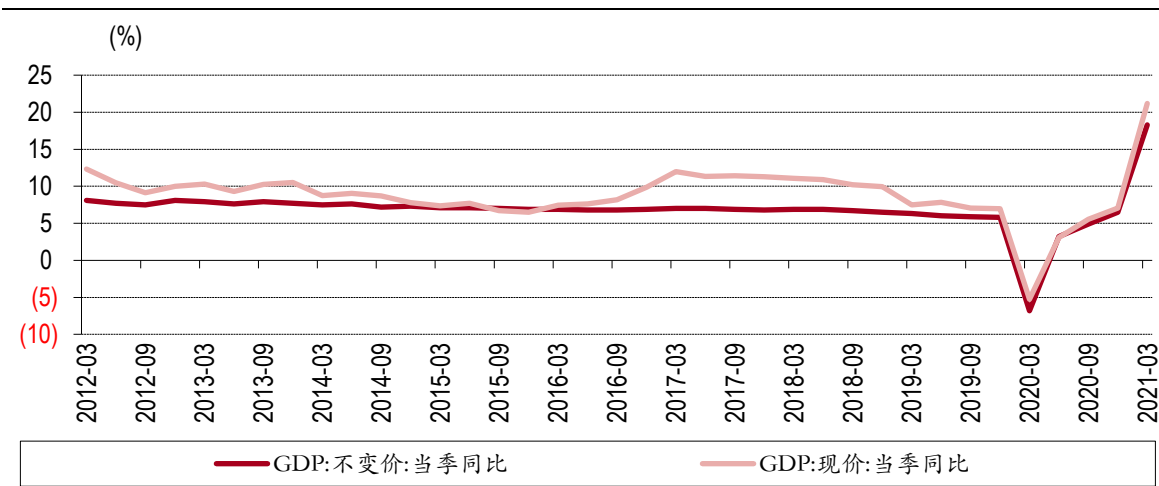
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

一季度 GDP 同比高增长

一季度实际 GDP 同比增长 18.3%，名义 GDP 同比增长 21.2%，基本符合市场预期。一季度 GDP 当季实际同比增速 18.3%，较 2020 年四季度回升了 11.8 个百分点；一季度名义同比增速 21.2%，较 2020 年四季度回升了 14.1 个百分点。一季度平减指数累计同比 2.44%，较 2020 年四季度上升了 1.8 个百分点，主要是受到工业品价格上涨的影响，但从食品价格和我国生产端供给能力来看，通胀不具备持续高速增长的基础。一季度实际 GDP 同比增速走高主要是受到低基数影响，2021 年实际 GDP 同比增速逐步下行是大趋势。

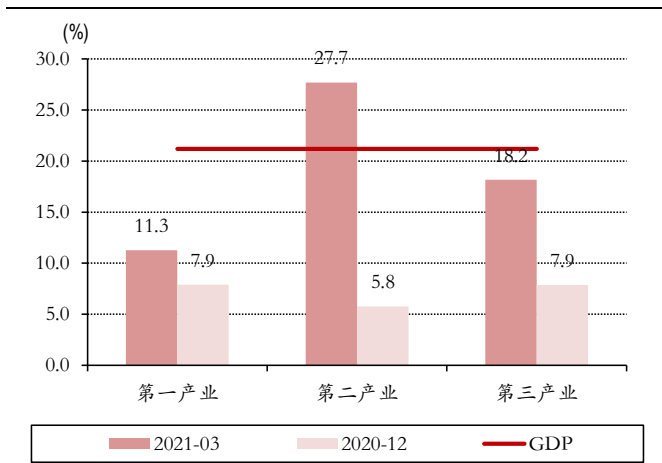
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

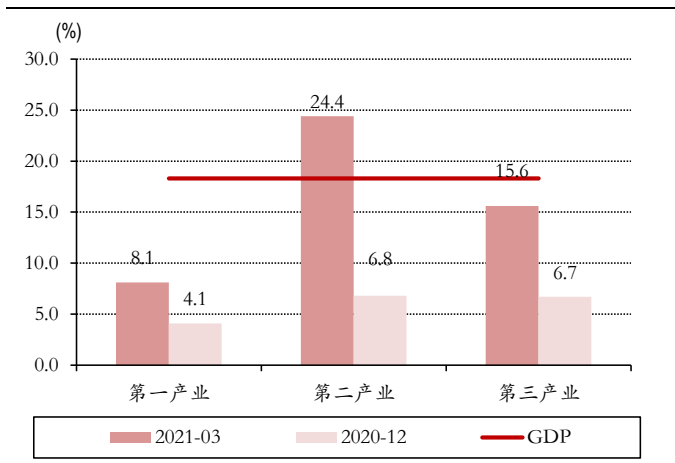
二产支持 GDP 高增长。一季度三大产业增速均较 2020 年四季度明显上行，但二产增速强劲是推动 GDP 高增长的重要原因，从名义增速的角度看，一季度二产同比增长 27.7%，从实际增速的角度看，二产同比增长 24.4%，相较之下一产和三产一季度名义 GDP 和实际 GDP 增速均低于整体。从贡献率来看，一季度一产贡献率 2.19%，二产贡献率 46.93%，三产贡献率 50.88%，与 2016-2019 年相比，二产的贡献率大幅上升 13.58 个百分点，与 2020 年整体相比，二产贡献率上升了 3.63 个百分点，三产贡献率虽然较 2016-2019 年平均水平大幅下降了 13.77 个百分点，但较 2020 年整体上升了 3.58 个百分点，表明三产复苏的趋势依然强劲。

图表 2. 一季度 GDP 现价分产业同比



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 一季度 GDP 不变价分产业同比

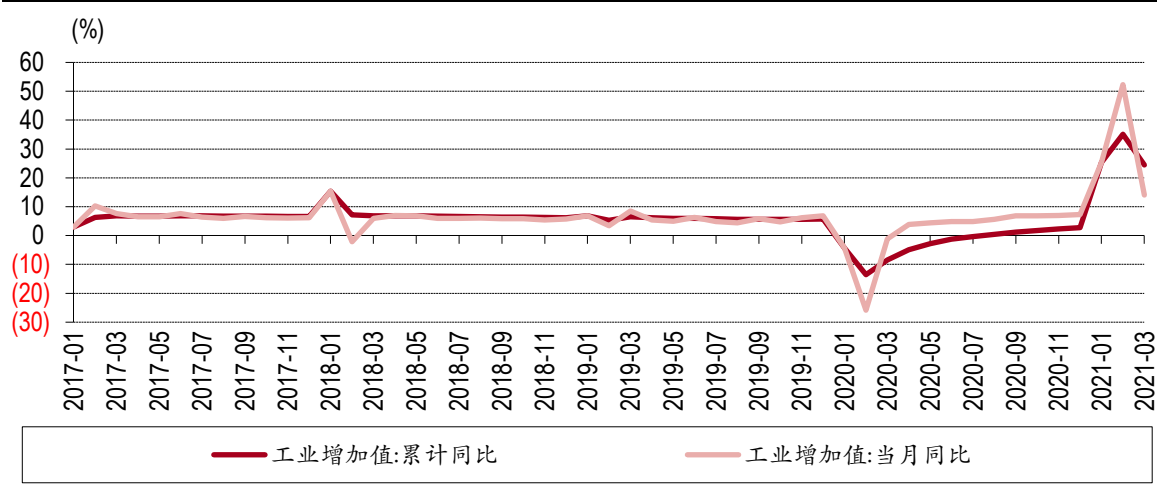


资料来源：万得，中银证券

工业增加值环比明显回落

3月工业增加值增速率先回落。3月工业增加值同比增速14.1%，低于市场预期的17.6%，一季度工业增加值同比增长24.5%，比2019年同期增长14%，两年平均增长6.8%。受到2020年新冠疫情后生产端率先恢复影响，工业增加值同比增速较固定资产投资和社零增速率先回落，低于预期的原因或是受到春节就地过年影响，生产端快速进入平稳状态。

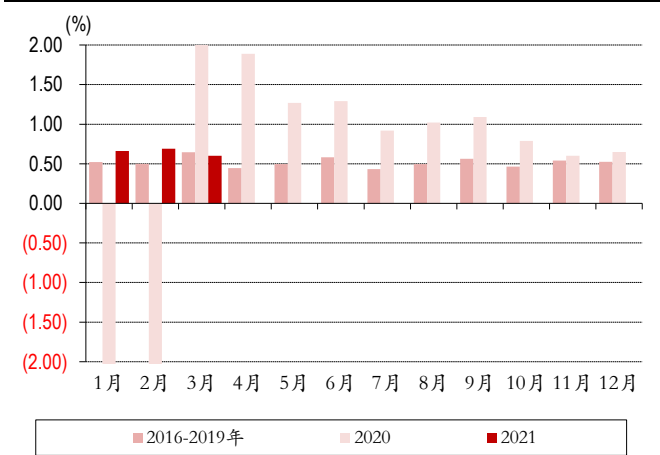
图表4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

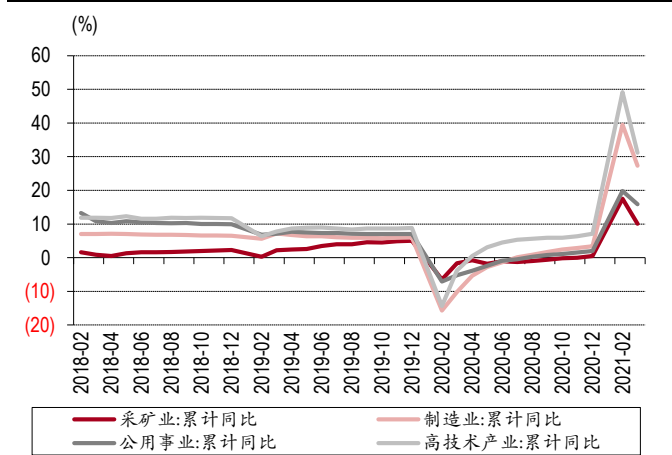
3月环比增速弱于历史同期平均水平。从环比增速来看，3月工业增加值环比增长0.6%，自新冠疫情恢复以来环比增速首次低于2016-2019年历史同期平均水平。从行业分类来看，1-3月采矿业工业增加值累计同比增速10.1%，制造业累计同比增速27.3%，公用事业累计同比增速15.9%，高技术产业累计同比增速31.2%，1-3月各行业工业增加值累计同比增速继续在低基数影响下维持两位数高增长。从企业类型来看，1-3月私企工业增加值同比增长29.7%，国企工业增加值同比增长16.9%，股份制企业同比增长23.7%，外企增长29.2%。3月工业增加值环比增速是国内经济自新冠疫情冲击中恢复以来首次低于历史同期平均水平，但从影响因素来看，春节期间就地过年对工业增加值环比影响较大，由于复工期较历史提前，因此3月生产端已经进入平稳状态。需要关注的是，工业增加值环比表现是否将从此进入历史平均水平波动状态，我们认为考虑到全球经济复苏通过贸易部门对国内产生正面带动，不排除工业增加值环比再次较历史均值小幅走强的情况。

图表5. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

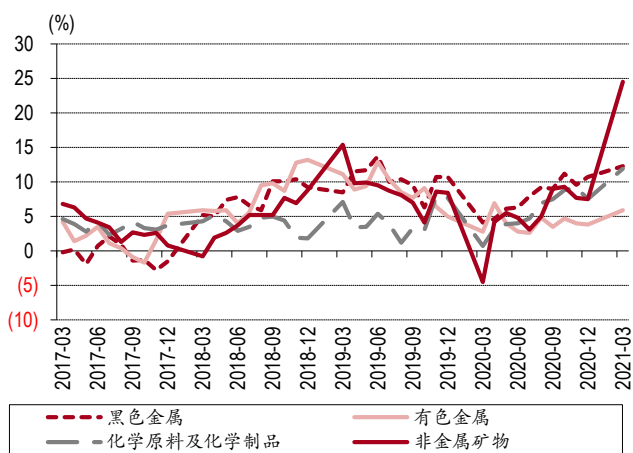
图表6. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

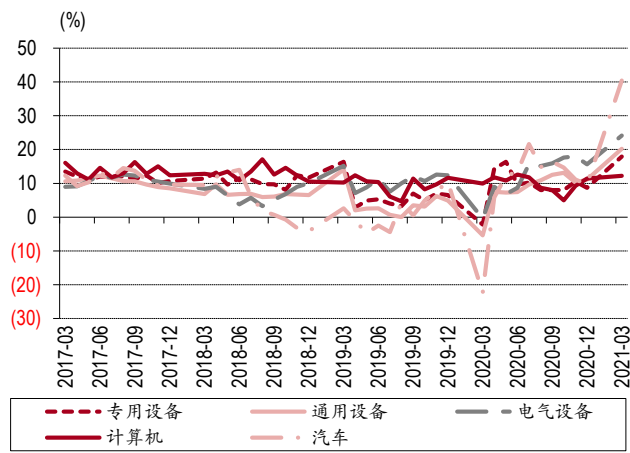
中游工业增加值同比增速继续高增。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长 21.1%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长 33.9%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 16.4%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 14.3%，上游行业工业增加值累计同比增速均出现明显下行，但都依然维持两位数增长。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长 39.9%，专用设备制造业增加值累计同比增长 37.2%，汽车制造业增加值累计同比增长 55.1%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长 45.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 30%，受基数效应影响，中游行业整体增速更高，但增速回落幅度更大。下游行业工业增加值累计同比增速也快速回落，食品制造业增加值累计同比增长 17.4%，纺织业增加值累计同比增长 22.5%，医药制造业增加值累计同比增长 28.5%。基数效应依然在 3 月对上中下游行业工业增加值产生较大影响，但考虑到国内外经济复苏的整体趋势，供给端短期无忧，需要关注的还是以国际大宗商品涨价为代表的成本端价格大幅上行，可能挤压工业企业盈利空间。

图表 7. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 中游制造业工业增加值当月同比增速

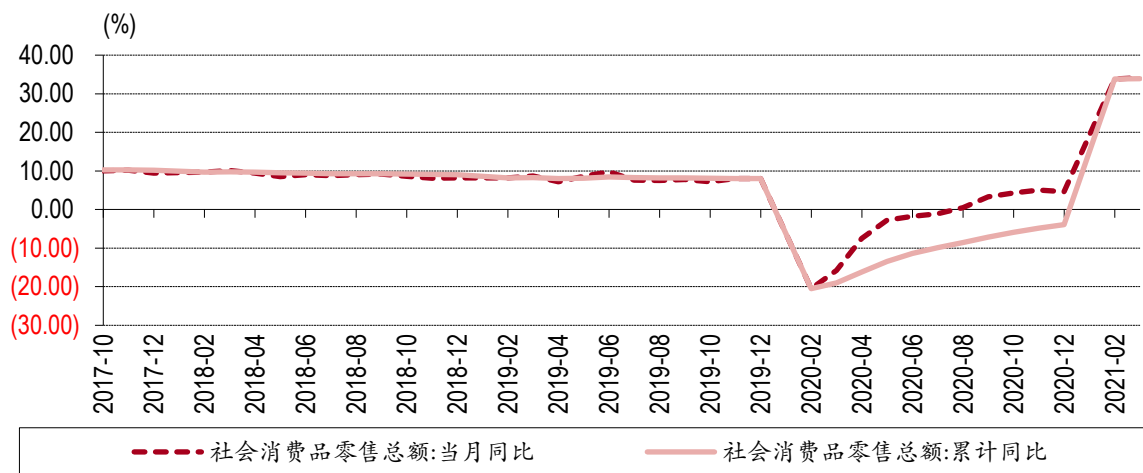


资料来源：万得，中银证券

消费超预期

3 月社零环比高增长。3 月社零同比增速 34.2%，大幅超出市场预期的 28.4%，比 2019 年 3 月份增长 12.9%，两年平均增速为 6.3%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 32.5%。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%。从环比增速来看，3 月社零环比增长 1.75%，远超 2016-2019 年同期平均水平 0.85%，是 3 月经济数据中的亮点，关注消费复苏的持续性。

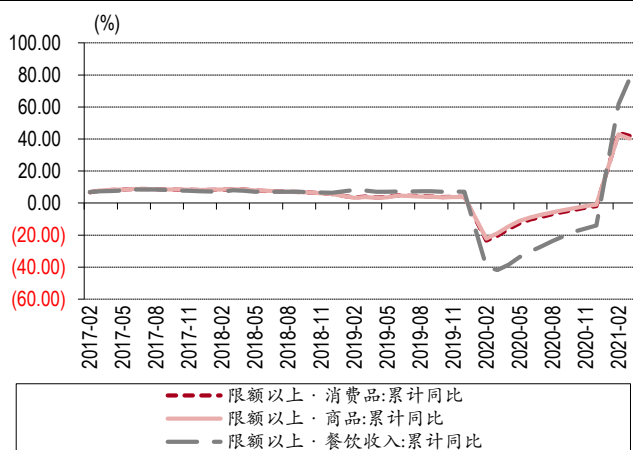
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

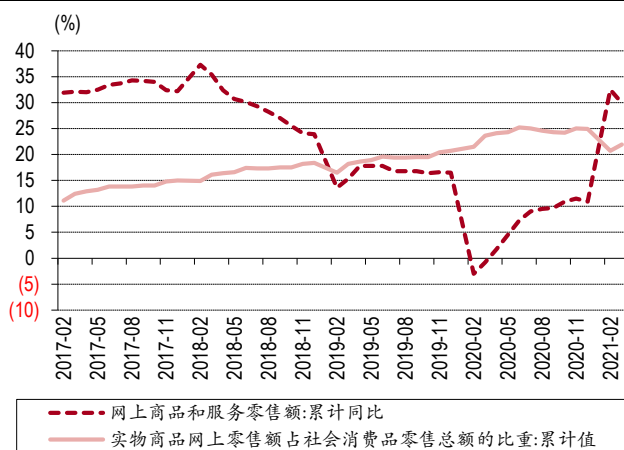
限额以上消费增速依然高于社零整体。1-3月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速42%，其中商品零售总额同比增速为40.2%，餐饮收入总额同比增速77.7%，商品消费依然维持了向限额以上消费集中的趋势。1-3月网上零售额占比为26.7%，较1-2月上升了1.5个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为29.9%，低基数的影响依然显著。从城乡消费增速来看，3月乡村的消费增速34.9%，较1-2月上升8.2个百分点，城镇消费同比增速34%，较1-2月小幅下降0.9个百分点。3月餐饮行业收入增速91.6%，较1-2月上升22.7个百分点，商品销售收入增速29.9%，较1-2月下降0.8个百分点。餐饮消费同比增速大幅上升，一定程度上表明在国内疫情控制得力的背景下，随着居民收入增速回升，服务消费开始恢复。

图表 10. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

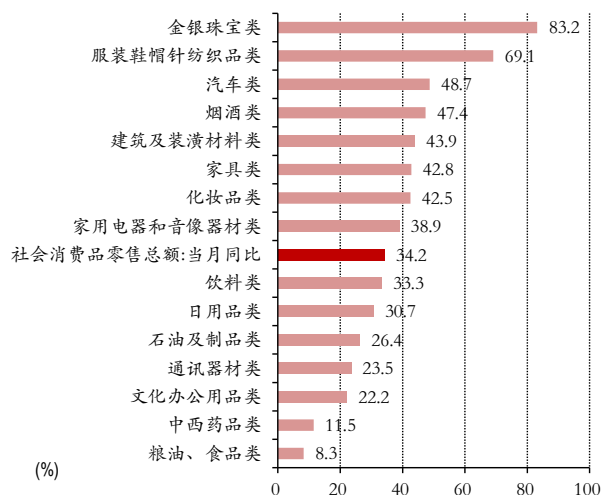
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

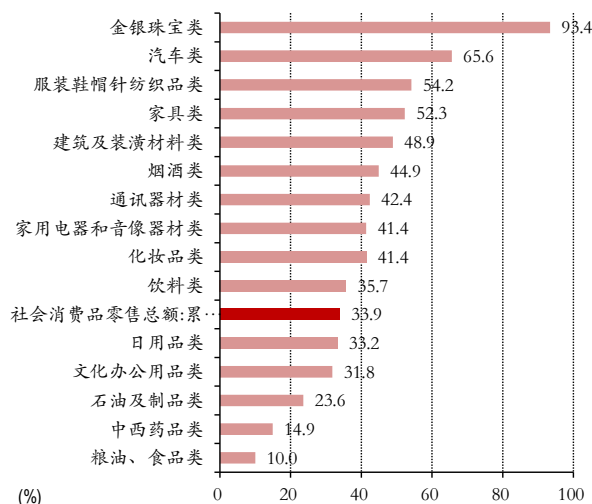
价格因素推动弹性消费品增速。从同比增速来看，3月限额以上企业商品零售总额同比增速38.6%，同比增速较高的细分行业包括金银珠宝、服装鞋帽、汽车等，增速较低的包括粮油食品、中西药品、文化办公用品等。与1-2月相比，增速下行较多的消费品包括通讯器材、汽车、文化办公用品等，增速上行的则包括服装鞋帽、石油制品、烟酒和化妆品。1-3月各品类消费品中增速最高的是金银珠宝，不仅因为去年同期基数低，近期国际金价下跌也导致消费需求出现边际释放。同时受到房地产销售影响，后周期的家具、装潢、家电等消费品增速也在较高水平。

图表 12. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 各品类社零累计同比

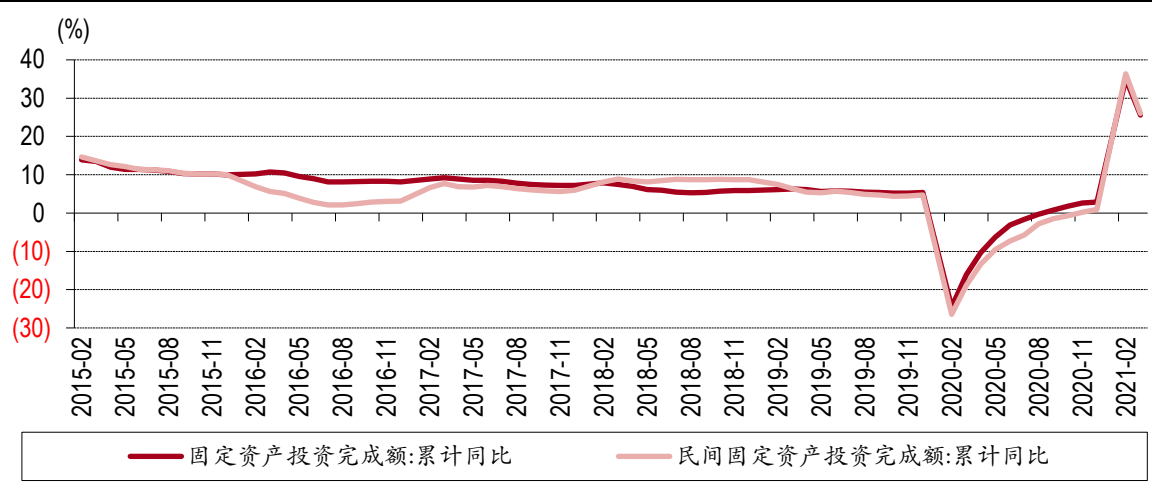


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资环比依然强劲

制造业投资维持较高增速。1-3月固定资产投资增速为25.6%，比2019年1-2月份增长6%，两年平均增速为2.9%，其中1-3月民间固定资产投资增速26%。从环比增速来看，3月固定资产投资增长1.51%，较2016-2019年同期平均水平0.59%来说依然维持在较高水平，随着气候回暖，固定资产投资环比增速在一季度逐步上行。

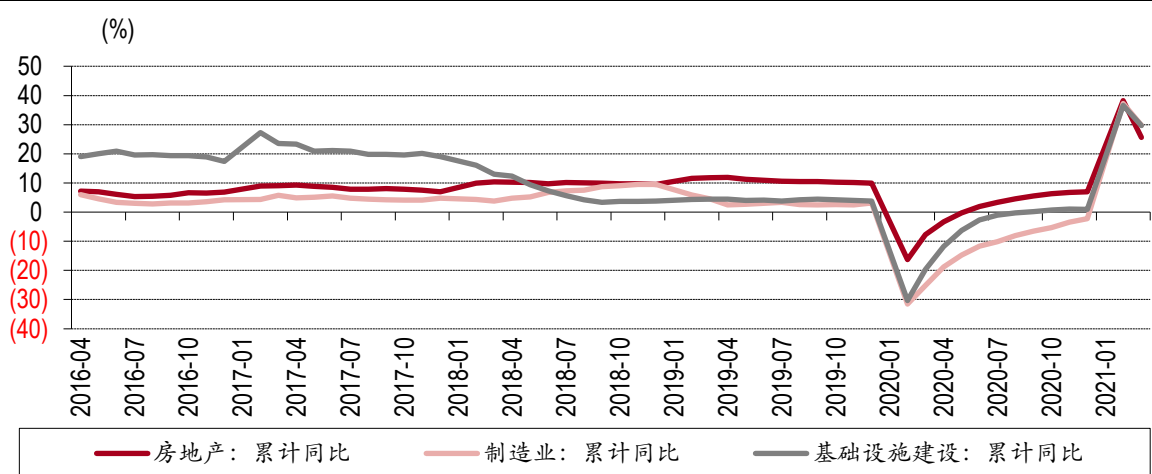
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

基建投资增速回落幅度最小，制造业维持同比高增长。分类别看，制造业投资1-3月累计同比增长29.8%，基建投资累计同比增长29.7%，地产投资累计同比增长25.6%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长45.9%，第二产业累计同比增长27.8%，第三产业累计同比增长24.1%；从地区来看，东部累计同比增长23.5%，中部增长39.9%，西部增长23.3%，东北增长19.7%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长25.8%，国企同比增长25.3%，外资企业增长11.9%。虽然制造业整体增速大幅回落，但铁路船舶等运输设备的固投增速较1-2月上升1.7个百分点，此外投资较强劲还有计算机通信、有色金属和纺织业。

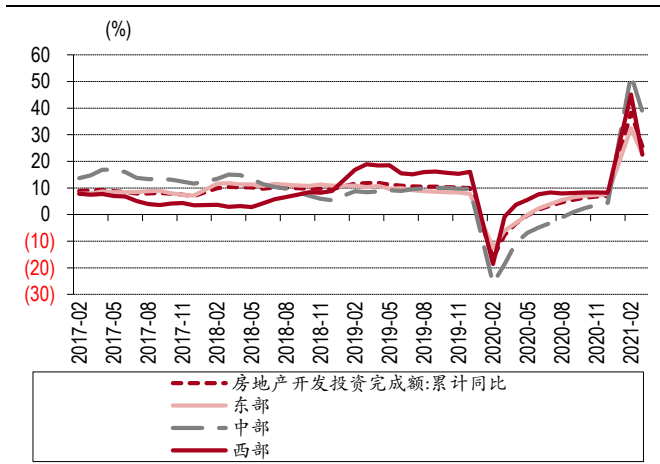
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

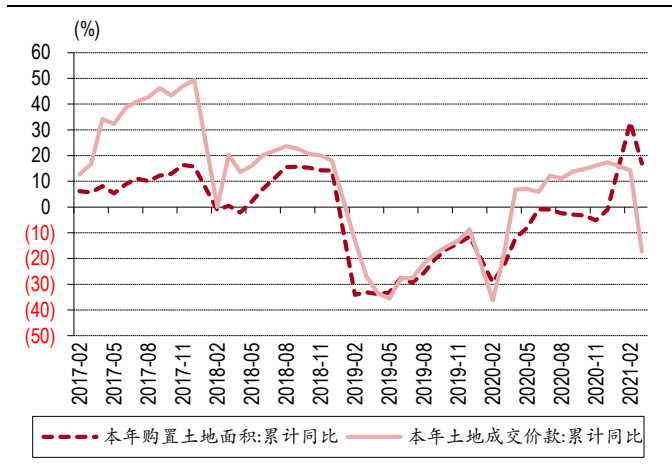
房地产投资的节奏可能有变。1-3月房地产投资增速25.6%，比2019年1-3月份增长15.9%，两年平均增长7.6%。其中东部地区累计同比增长22.7%、中部地区累计同比增长38.7%、西部地区累计同比增长22.5%。从房地产分类来看，住宅投资增速28.8%，办公楼投资增速14.9%，商业地产投资增速13.8%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-3月累计同比增长16.9%和下降17.3%，其中土地成交价款增速下降，一定程度上受到今年部分热点城市土地拍卖方式改为一年三次影响。1-3月房地产新开工面积累计同比增长28.2%，施工面积同比增长11.2%，竣工面积同比增长22.9%。整体来看，房地产投资增速维持强劲，特别是施工面积同比增速较1-2月小幅上升0.2个百分点，表明开发商对后市比较乐观，预计在基数效应的影响下，房地产固定资产投资增速可能继续下行，但施工面积稳定或是支撑房地产投资的重要因素。关注部分特点城市土地拍卖规则改变对商品房供给端的不确定性影响。

图表 16. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 17. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

房价继续强劲。1-3月商品房销售面积同比增长63.8%，商品房销售额累计同比增长88.5%，3月70大中城市中有62城新建商品住宅价格环比上涨，比2月的56城涨价范围继续扩大。1-3月商品房待售面积同比下降1.6%，其中住宅面积同比下降4.4%，办公楼累计同比下降3.9%，商业地产累计同比下降3.7%。从房地产投资资金来源看，1-3月国内贷款占比15.2%，较1-2月下降1.8个百分点，定金和预付款的占比37.4%，较1-2月上升1.4个百分点，个人按揭贷款占比上升0.3个百分点，自筹资金占比上升0.4个百分点。从增速看，1-3月房地产开发资金来源累计同比增速41.4%，其中国内贷款资金来源增速7.5%，定金和预付款增速86.1%，按揭贷款资金来源增速50%。数据表明居民购房热情依然较高，房地产投资对销售回款的依赖程度也继续上升。

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_19011

