

## 宏观点评

### 客观看待 Q1 经济的强与弱，Q2 有望环比上行

**事件：**2021年一季度实际 GDP 同比 18.3%（预期 18.4%，前值 6.5%）；3月工业增加值同比 14.1%（预期 17.6%，前值 35.1%）；3月社零同比 34.2%（预期 28.4%，前值 33.8%）；1-3月固定资产投资同比 25.6%（预期 25.1%，前值 35.0%），其中：房地产投资增长 25.6%（前值 38.3%）；基建投资同比 26.8%（前值 35.0%）；制造业投资同比 29.8%（前值 37.3%）。

**核心观点：**当前经济仍处“顺周期”，后续上行动能仍强，二季度环比可能上行。

**1、产需数据整体较强，为何一季度 GDP 仍略低于预期？** 一季度 GDP 增速落在市场预期 18%-20% 的下沿，主因可能有三：1）出口较强，但进口增长更快，净出口拉动可能不及预期；2）价格加速上涨导致名义和实际增速差距加大，易高估实际增速；3）收入-增加值口径问题和环保扰动。

**2、生产端：工业生产扩张放缓，服务业修复仍快。** 3月工业生产放缓，可能有三大原因：1）出口增速有所回落，对生产的拉动减弱；2）“就地过年”对春节生产的拉动作用消退；3）碳中和碳达峰政策压力下，部分地区环保限产对工业生产形成扰动。往后看，全年出口依然乐观，叠加国内经济复苏，预计工业生产仍将保持强势。

**3、消费端：大幅好于预期，线下出行消费开始加速回升。** 3月社零增速在基数明显抬升的基础上仍小幅提升，明显好于预期，印证了我们此前“全年消费有望好于预期”的判断。结构看，疫情拖累仍存，但线下出行类消费已经开始加速回升。

**4、就业端：小幅好转，距正常水平仍有距离。** 3月调查失业率小幅回落，仍高于正常水平，新增就业规模仍低于 2019 年同期，显示我国经济仍在复苏途中。

**5、投资端：地产投资维持高位，制造业有所修复，基建增速跳升**

>地产销售有所回落，施工维持高位。3月地产销售有所回落，但市场需求仍然坚挺；土地成交继续回落，政策调控持续加码；地产投资维持高位，其中新开工继续偏弱，施工维持高位；后续地产施工可能对地产投资构成持续支撑。

>制造业投资小幅回升，全年可能弱于预期。3月制造业投资温和修复，但仍明显偏弱，可能有如下原因：1）企业的生产经营仍面临一定困难，仍在恢复途中，且对未来增长空间有所怀疑；2）环保政策对传统制造业投资有明显压制。往后看，预计今年制造业投资仍有望延续修复，但幅度可能弱于此前预期。

>资金约束有所缓解，基建投资增速跳升。3月当月基建投资较 2019 年同期增速跳升至 11% 以上，主因部分专项债提前下达，一季度城投债融资规模较高，资金约束有所缓解。维持前期观点，财政偏强叠加重大项目开工，基建投资可能略好于预期。

**6、二季度经济前景如何？环比可能上行。** 1) 从经济上行动能看，海外经济复苏仍是大趋势，年内出口形势依然乐观，叠加二季度可能是国内“服务业-消费”链条复苏斜率最大的一段时期，预计将接力“出口-工业生产”支持经济景气水平；2) 从经济下行动能看，政策不急转弯背景下，地产景气预计温和回落但仍偏强；随着专项债落地，基建等建筑施工可能回升也将提供支撑；3) 从货币信贷看，紧信用可能已经开始，但更偏结构性，且过程会较缓和，预计对二季度实体经济拖累有限。

**7、整体看，一季度经济仍处“顺周期”，主因“出口-工业生产”高景气和“消费-服务业”复苏共振，同时地产维持韧性；后续经济上行动能仍强、下行因素拖累有限，二季度经济景气有望环比上行。我们也维持此前判断：**过去几个月以来我国政策实际“名紧实松”，二季度往后可能会逐步转向“名紧实紧”，货币政策和金融监管可能收紧提速，其中：政策组合将表现为“紧信用+稳货币”，房地产、去杠杆（国企和地方隐性债务）、信托等表外融资是三大重点收紧的领域。我们也继续提示关注 4 月政治局会议的措辞变化（总基调可能不变，但对经济形势会更乐观些）。

**风险提示：**疫情演化超预期，外部环境恶化超预期，政策收紧超预期。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《3月出口仍属强劲，后面呢？》2021-04-14
- 2、《信贷强、社融降，紧信用开始了吗？》2021-04-12
- 3、《高频与政策半月观—疫情反复，价格续涨，政策可能收紧提速》2021-04-11
- 4、《经济仍处于“顺周期”趋势—3月 PMI 的 5 大信号》2021-03-31
- 5、《结构端的分化与背离—全面解读 1-2 月经济》2021-03-15



## 内容目录

产需数据整体较强，为何一季度 GDP 仍略低于预期？	3
生产端：工业生产扩张放缓，服务业修复仍快	3
消费端：大幅好于预期，线下出行消费开始加速回升	5
就业端：小幅好转，距正常水平仍有距离	6
投资端：地产投资维持高位，制造业有所修复，基建增速跳升	6
地产销售有所回落，施工维持高位	6
制造业投资小幅回升，全年可能弱于预期	7
资金约束有所缓解，基建投资增速跳升	8
风险提示	9

## 图表目录

图表 1: 3月出口较强，但进口增长更快	3
图表 2: 价格加速上涨导致名义和实际增速差距加大	3
图表 3: 工业生产扩张放缓	4
图表 4: 服务业修复仍快	4
图表 5: 分行业工业增加值增速变动	4
图表 6: 消费增速大幅高于预期	5
图表 7: 疫情对餐饮消费的拖累仍存	5
图表 8: 线下出行类消费已经开始加速回升	5
图表 9: 3月调查失业率小幅回落	6
图表 10: 新增就业规模仍低于 2019 年同期	6
图表 11: 商品房销售有所回落	7
图表 12: 土地成交继续回落	7
图表 13: 地产投资维持高位	7
图表 14: 新开工继续偏弱，施工维持高位	7
图表 15: 制造业投资小幅回升	8
图表 16: 企业投资预期高位上行	8
图表 17: 基建投资增速跳升	9
图表 18: 一季度城投债融资较高	9

## 产需数据整体较强，为何一季度GDP仍略低于预期？

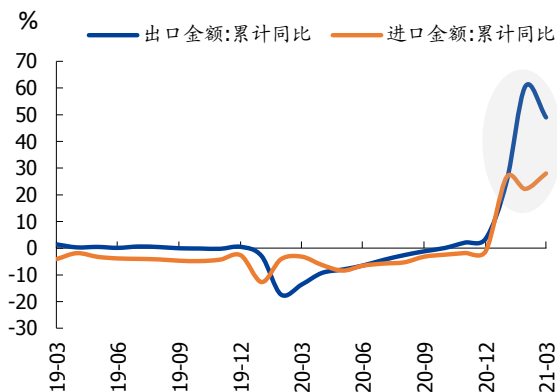
一季度GDP略低于预期，二产仍明显强于三产。整体看，2021年一季度GDP实际当季增速18.3%，略低于市场预期的18.4%，较2020年四季度环比增长0.6%，较2019年一季度增长10.3%，两年平均增长5.0%。分产业看，一产增加值同比8.1%，两年平均增长2.3%；二产增加值同比24.4%，两年平均增长6.0%；三产增加值同比15.6%，两年平均增长4.7%。

值得注意的是，一季度生产和需求端数据多数其实都偏强，但GDP仍略低于预期，我们认为主因有三：

(1) 出口较强，但进口增长更快，净出口拉动可能不及预期。市场较关注的是出口走势，但衡量对经济的拉动还需考虑进口影响。3月出口同比30.6%，略低于预期的31.1%；而进口由于内需改善、人民币升值、大宗商品涨价等因素，同比38.1%，大幅高于预期的19.6%，导致净出口对GDP的拉动明显下降。

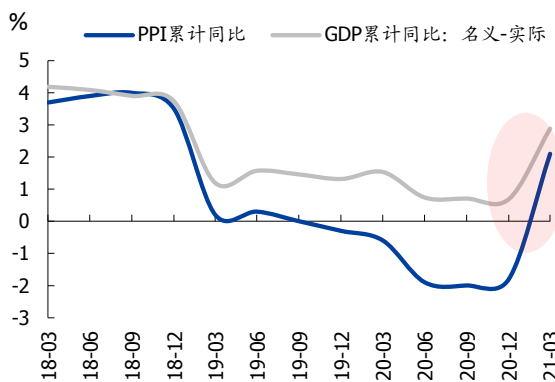
(2) 价格加速上涨导致名义和实际增速差距加大，容易高估实际经济增速。3月PPI同比由前值的1.7%跳升至4.4%，高于预期的3.3%，预计4月PPI同比可能回升至6%左右。PPI加速上行带动名义经济增速和实际经济增速的差距迅速拉大，一季度GDP名义和实际增速之差由去年下半年的0.7个百分点左右迅速升至2.9个点。而平常跟踪经济的需求端数据（如社零、投资、出口等）多是名义数据，容易高估实际经济增速。

图表 1: 3月出口较强，但进口增长更快



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 价格加速上涨导致名义和实际增速差距加大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(3) 收入-增加值口径问题和环保扰动。口径问题方面，GDP衡量的是增加值，而平常跟踪的数据多是收入端，本身有一定误差，且由于大宗商品价格上涨推动输入型通胀，可能对工业企业利润也有一定侵蚀，对增加值形成负面影响；此外，从工业生产角度看，3月全国高炉开工率连续回落，应是与河北唐山常态化环保限产政策有关，可能是3月工业增加值不及预期的重要原因。

## 生产端：工业生产扩张放缓，服务业修复仍快

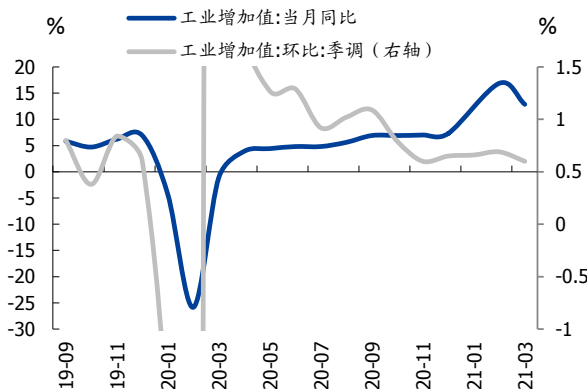
工业生产扩张放缓。3月工业增加值同比回落至14.1%（1-2月为35.1%），低于市场预期的17.6%；较2019年同期增长12.8%，两年平均增速为6.2%，也较1-2月的平均增速

8.1%明显回落；环比角度看，3月工业增加值季调环比为0.60%，较1-2月的0.69%下降明显。3月工业生产放缓，可能有三大原因：

- 一是由于出口增速有所回落，对生产的拉动减弱；
- 二是“就地过年”对春节生产的拉动作用消退；
- 三是碳中和碳达峰政策压力下，部分地区环保限产对工业生产产生扰动，反映为3月全国高炉开工率明显下滑。

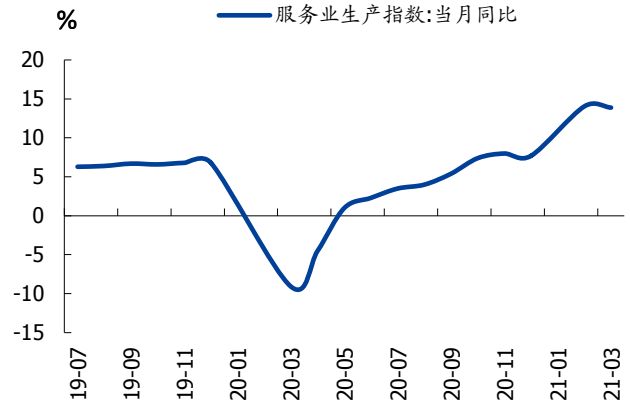
服务业修复仍快。3月服务业生产指数同比小幅回落至25.3%，两年平均增长6.8%，较2019年同期增长13.9%，与1-2月较2019年同期增速基本持平，仍维持高位。结合3月服务业PMI大幅回升，受“就地过年”拖累较大的住宿、租赁及商务服务等行业也回升至扩张区间，反映服务业修复仍快。

图表 3: 工业生产扩张放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021年1-3月增速为较2019年同期增长

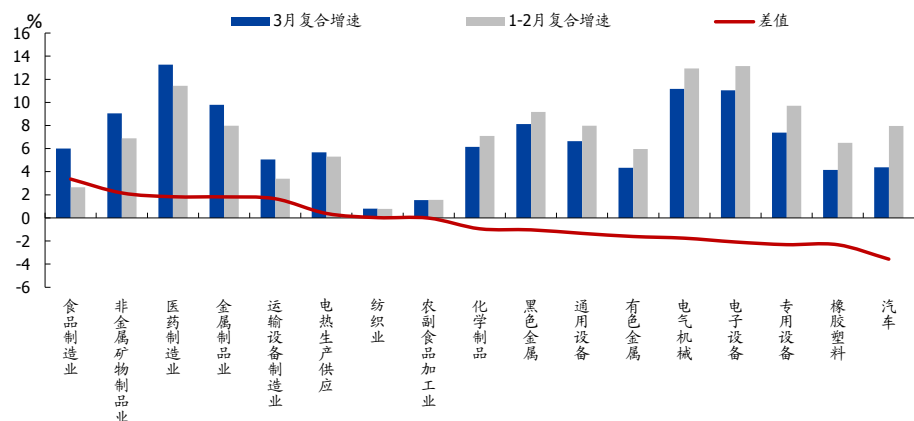
图表 4: 服务业修复仍快



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021年1-3月增速为较2019年同期增长

分行业看，出口产业链（电子设备、电气机械、专用通用设备）增加值增速回落较多，医药、基建产业链（非金属矿物和运输设备）增加值增速涨幅较大。可能与海外疫情再度回升，国内基建建筑施工回暖有关。

图表 5: 分行业工业增加值增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

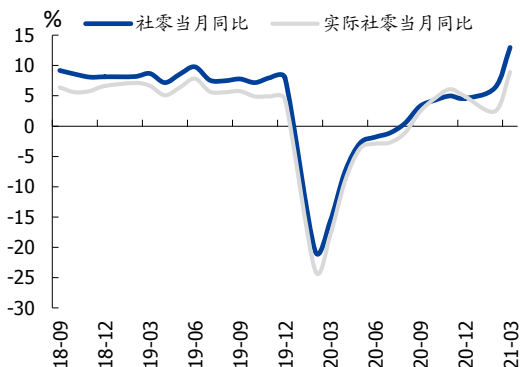
往后看，全年出口形势依然乐观（具体请参考前期报告《3月出口仍属强劲，后面呢？》，且国内经济仍在复苏途中，预计全年工业生产仍将保持强势。

## 消费端：大幅好于预期，线下出行消费开始加速回升

消费增速大幅高于预期。3月名义社零当月同比续升0.4个百分点至34.2%，大幅高于市场预期的28.4%；较2019年3月增长12.9%，两年平均增速为6.3%。3月实际社零当月同比33.0%，较2019年3月增长8.9%，两年平均增长4.4%。

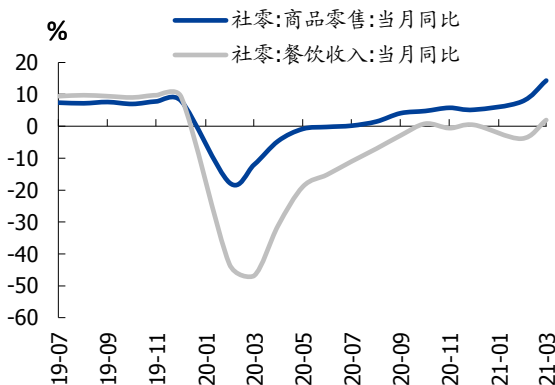
3月社零增速在基数明显抬升的基础上(2020年1-2月、3月社零当月同比分别为-20.5%、-15.8%)仍小幅提升，明显好于预期，印证了我们上月报告中“疫情影响将继续减退，全年消费有望好于预期”的判断。

图表 6: 消费增速大幅高于预期



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021年1-3月增速为较2019年同期增长

图表 7: 疫情对餐饮消费的拖累仍存

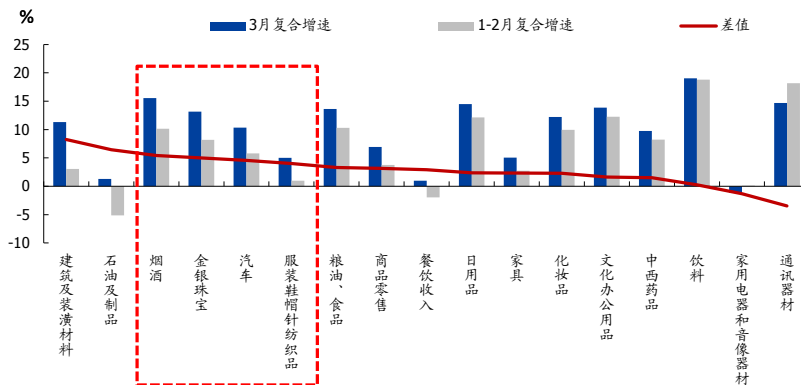


资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021年1-3月增速为较2019年同期增长

结构看，疫情拖累仍存，但线下出行类消费已经开始加速回升。分大类看，3月商品零售较2019年同期增长14.3%，两年复合增速6.9%；餐饮消费收入较2019年上涨1.9%，两年复合增速0.9%，也较1-2月有明显提升，但仍明显低于正常水平；结合4月清明假期国内旅游人次已恢复至疫前同期的94.5%，但收入仅恢复至56.7%，反映疫情对消费的拖累仍存。

其中线下出行类消费（烟酒、金银珠宝、汽车、服装鞋帽）复合增速提升明显，与3月服务业PMI明显回升相互验证，反映疫情影响减退，居民出行意愿提升，线下服务业消费加速修复；此外，建材类消费明显提升可能与建筑施工加快有关，石油消费回升应与油价上涨有关。

图表 8: 线下出行类消费已经开始加速回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

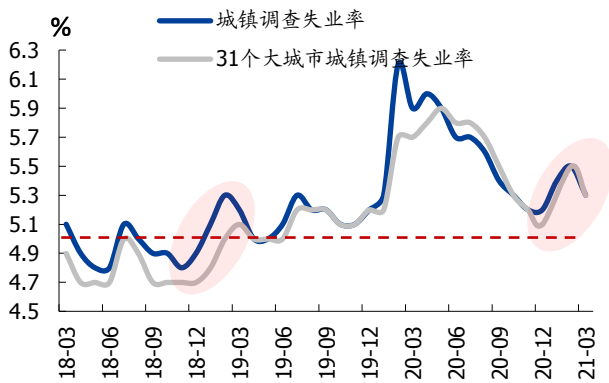
往后看，本月消费超预期再度验证我们前期判断：即我国疫情防控能力已经十分成熟，后续疫情即使再度散点爆发，对消费和经济的拖累大概率较为有限；再结合近期全球疫苗接种稳步推进，我国疫苗接种有望加速，疫情影响将继续减退，全年消费有望好于预期。

## 就业端：小幅好转，距正常水平仍有距离

3月调查失业率小幅回落，仍高于正常水平。2021年3月城镇调查失业率、31个大城市调查失业率均环比下降0.2个百分点至5.3%，较2018-2019年平均5.0%的正常失业率水平仍然偏高。

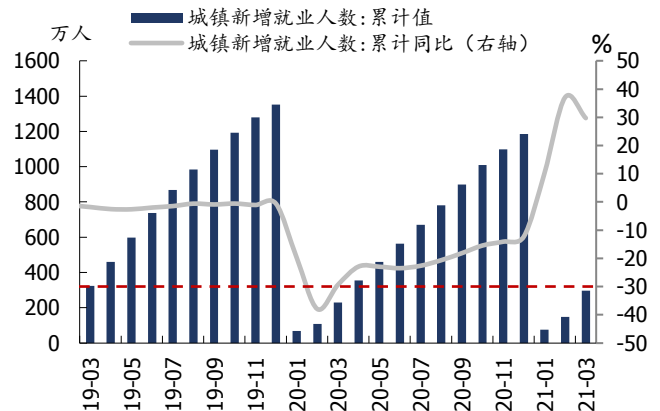
新增就业规模仍低于2019年同期。1-3月城镇累计新增就业规模297万人，仍低于2019年1-3月的324万人，显示我国经济距正常水平仍有一段距离。

图表 9: 3月调查失业率小幅回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 新增就业规模仍低于2019年同期



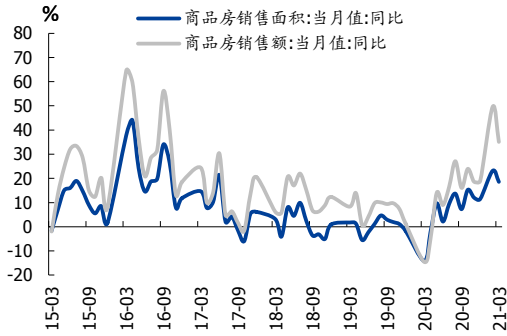
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 投资端：地产投资维持高位，制造业有所修复，基建增速跳升

### 地产销售有所回落，施工维持高位

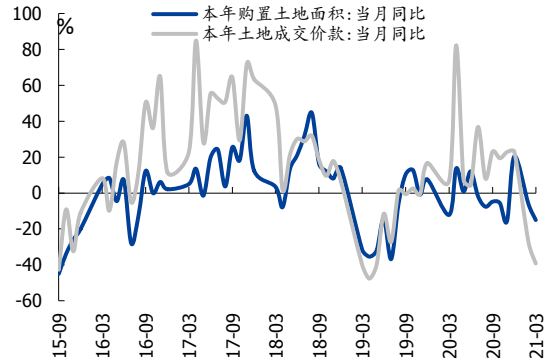
地产销售有所回落，市场需求仍然坚挺。3月商品房销售面积、销售金额较2019年同期分别增长为18.5%、35.1%，较1-2月均有所回落，但仍处于高位，反映虽然地产政策收紧，但市场需求仍然十分坚挺。土地成交继续回落，政策调控持续加码。3月土地购置面积、土地成交价款较2019年同期分别下降15.0%、39.3%，反映政策调控持续加码。

图表 11: 商品房销售有所回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021年1-3月增速为较2019年同期增长

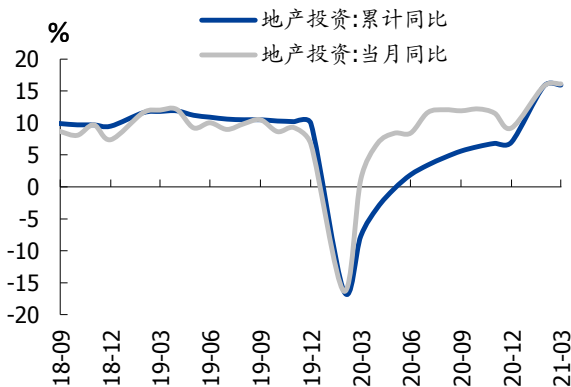
图表 12: 土地成交继续回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021年1-3月增速为较2019年同期增长

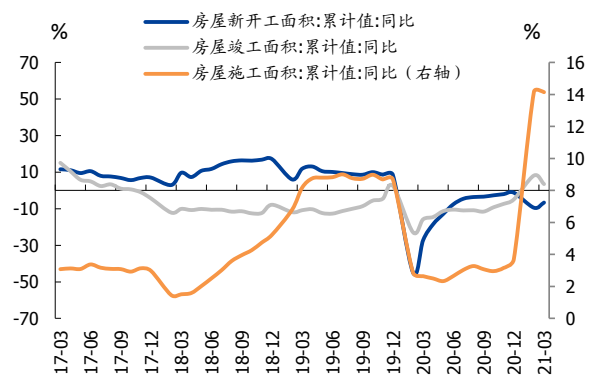
地产投资维持高位, 建安施工应是主要贡献。3月地产投资较2019年同期增长16.1%, 增速较前值微升。新开工继续偏弱, 施工维持高位。3月房屋新开工、施工、竣工面积较2019年同期分别变动-6.6%、14.1%、3.5%, 施工增速维持高位, 对地产投资构成强力支持, 反映房企加速加快已售项目建设和交付结转。新开工增速仍明显偏弱, 可能是反映了前期拿地持续下行及政策压力的影响。

图表 13: 地产投资维持高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021年1-3月增速为较2019年同期增长

图表 14: 新开工继续偏弱, 施工维持高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021年1-3月增速为较2019年同期增长

往后看, 维持前期观点: 地产政策持续加码下, 地产景气仍将趋于下行; 但从政府工作报告的政策导向看, 今年政策稳字当头、不急转弯, 地产回落斜率和幅度可能比预期温和, 同时地产施工加速可能对地产投资构成持续支撑。

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\\_19018](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19018)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn