

总量研究

结构性分化致经济恢复有所放缓

——2021 年 3 月及一季度经济数据点评兼债市观点

要点

事件：2021 年 4 月 16 日，国家统计局公布 2021 年 3 月及一季度经济数据：1) 初步核算，一季度实际 GDP 同比增长 18.3%，环比增长 0.6%；2) 3 月份规模以上工业增加值同比增长 14.1%；3) 1-3 月全国固定资产投资同比增长 25.6%，两年平均增长是 2.9%。4) 3 月社会消费品零售总额同比增长 34.2%，两年平均增速为 6.3%。一季度社会消费品零售总额同比增长 33.9%，两年平均增速为 4.2%。

点评：

经济恢复有所放缓，名义与实际 GDP 增速差为 2019 年以来新高。一季度实际 GDP 同比增长 18.3%，环比增长 0.6%，两年平均增长 5.0%，低于市场预期，说明经济修复的速度趋缓。从供需端的结构表现来看，经济增速放缓主要由结构性分化带来。一季度名义 GDP 增速与实际 GDP 增速差值为 2019 年以来新高。经济增速趋缓但通胀上行的环境，对后续经济继续修复并不太理想。

工业生产方面，环比增速已基本恢复至疫情前水平，制造业生产增速仍维持在较高水平，但其他门类生产增速不及疫情前水平。从数据表现来看，目前工业生产已基本恢复至疫情水平，且处于相对较高水平。从门类来看，制造业生产比较旺盛，但其他两个门类生产增速并不及疫情前水平，说明工业生产已经呈现结构性分化的特点。制造业生产的旺盛与强劲出口相互印证，也与 3 月信贷结构中企业中长期贷款需求情况相吻合。

两年平均增速和环比增速验证固定资产投资仍处于恢复进程中，制造业投资尚未达到疫情前水平，3 月基建投资表现不差。与 2019 年 3 月相比，固定资产投资三大项的增速排序为地产、基建和制造业。目前，制造业呈现需求尤其是外需旺盛，供给强劲，但投资弱的状况。在杠杆修复阶段，需求强并不意味着投资强，两者的正相关关系，需要企业资产负债表修复到水平才会清晰的呈现。

消费目前仍处于修复过程中，服务类消费是关键。3 月社消同比增速为 34.2%，两年平均增速为 6.3%，目前消费仍处于修复过程中，与疫情前水平的差距进一步缩小，预计后续修复的速度也将减慢。不同消费品种受疫情的影响程度不同，收入的变化对其影响也不同。目前必选消费已经恢复到疫情前水平甚至稍高，可选消费也整体恢复到疫情前水平。2019 年餐饮消费增速为 9% 左右，而目前两年平均增速不到 1%，说明后续消费恢复主要看服务类消费的恢复情况。

债市观点

一季度经济数据稍不达市场预期，但也很难驱动政策出现明显调整。目前政府债券发行的速度正在加快，4 月的税期也正在临近，银行资产扩张等因素也会持续压低超储水平，下阶段 DR007 等资金利率很可能小幅上行、波动率亦会适度扩大。我们不认为利率债市场有多大的风险，但收益率同样也很难形成明显的下行趋势。未来一段时间 10Y 国债收益率将运行于 [3.0%, 3.3%] 之间，大幅向上和向下突破的难度均较大。

风险提示

目前新冠疫苗接种范围在扩大，但近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍然存在；国内经济仍处于恢复进程中，后续也有不少不确定性，疫情带来的衍生风险不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

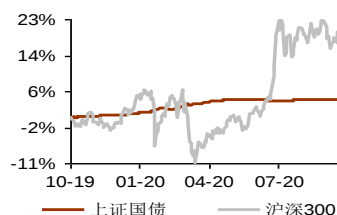
执业证书编号：S0930519070001
010-58452070

weiwx@ebsecn.com

联系人：李枢川

010-58452065
lishuchuan@ebsecn.com

大盘走势图



相关研报

供给强劲，需求内外有别——2021 年 1-2 月经济数据点评兼债市观点（2021-03-15）

全球再通胀如何影响我国通胀环境——通胀研究系列之四（2021-02-26）

抓住经济结构和杠杆率两条主线看后续基本面走势——2020 年 12 月经济数据点评兼债市观点（2021-01-18）

无需担心经济过热，下半年机会更多——利率债 2021 年投资策略（2020-12-22）

制造业投资修复加快，消费并不强——2020 年 11 月经济数据点评兼债市观点（2020-12-15）
消费修复速度放缓——2020 年 10 月经济数据点评兼债市观点（2020-11-16）

量价齐升，四季度增速有不少不确定性——2020 年三季度经济数据点评兼债市观点（2020-10-19）

投资向好但单月增速不低，可选消费支撑社消增速转正——2020 年 8 月经济数据点评兼债市观点（2020-09-15）

1、事件

2021 年 4 月 16 日，国家统计局公布 2021 年 3 月及一季度经济数据：

- 1) 初步核算，一季度实际 GDP 同比增长 18.3%，环比增长 0.6%；
- 2) 3 月份规模以上工业增加值同比增长 14.1%；
- 3) 1-3 月全国固定资产投资同比增长 25.6%，两年平均增长是 2.9%。
- 4) 3 月社会消费品零售总额同比增长 34.2%，两年平均增速为 6.3%。一季度社会消费品零售总额同比增长 33.9%，两年平均增速为 4.2%。

2、点评

2.1、经济恢复有所放缓，名义与实际 GDP 增速差为 2019 年以来新高

初步核算，一季度我国实际 GDP 同比增长 18.3%（环比增长 0.6%），比 2019 年一季度增长 10.3%，两年平均增长 5.0%。此前 1-2 月经济数据方面，规模以上工业增加值同比增长 35.1%，两年平均增长 8.1%，且考虑到今年 3 月紧挨春节假期之后，按照往年情况，一般均呈现供需两旺局面，因此对于一季度经济增速，市场普遍认为可能达到 20%左右。且该预期在 3 月进出口数据公布之后，进一步得到强化。3 月出口尽管增速稍不及市场预期，但同比增速（以人民币计价，下同）仍达到了 20.7%，且一季度出口增速到达了 38.7%。

而从最终数据表现来看，一季度经济数据，无论从同比还是环比来看，均低于市场预期，说明经济修复的速度趋缓：

从同比来看，尽管 Q1 经济增速创下了 1992 年有当季同比统计数据以来新高，但这主要是去年低基数造成的。以 2019 年为起点，两年平均只有 5%，处于比较低的水平；

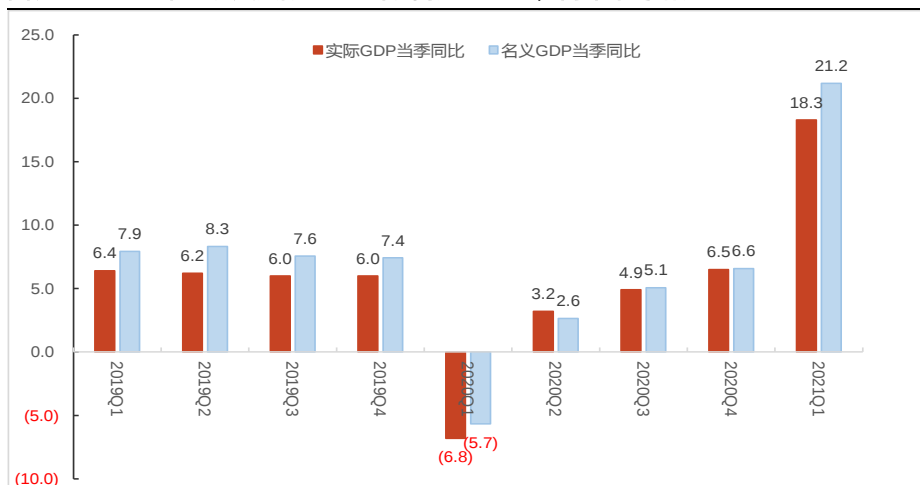
从环比来看，2015-2019 年，1 季度 GDP 环比增速的均值为 1.9%，今年只有 0.6%，也说明经济恢复的速度在放缓。

从供需端的结构表现来看，经济增速放缓主要由结构性分化带来。后文将对此展开。

初步测算，一季度名义 GDP 增速为 21.2%，比实际 GDP 增速高 2.9 个百分点，两者的差值是 2019 年以来新高。我们在 3 月物价点评报告中提到，后续 CPI 将呈现缓步向上修复态势，而 PPI 在二季度将继续攀升，因此后续通胀中枢将继续提升。因此，目前这种经济增速趋缓但通胀上行的基本面环境，对后续经济继续修复并不太理想。

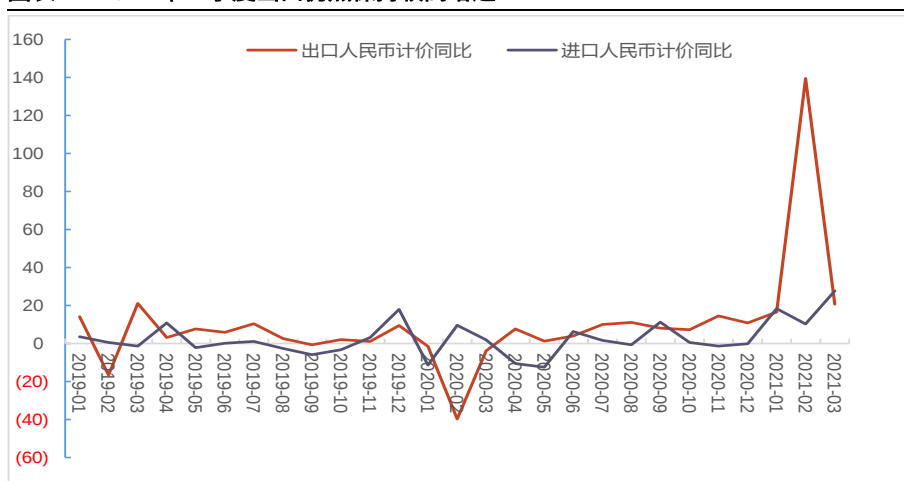
展望后续，目前经济仍处于在复苏阶段，要想恢复到疫情前水平，尚需一定时间。尽管全年来看，通胀整体温和的概率较大，但如何应对当前存在的经济增速趋缓但通胀上行问题，是决策层需要面对的重要课题。

图表 1：2021 年 1 季度实际 GDP 当季同比 18.3%，两年平均增长 5.0%



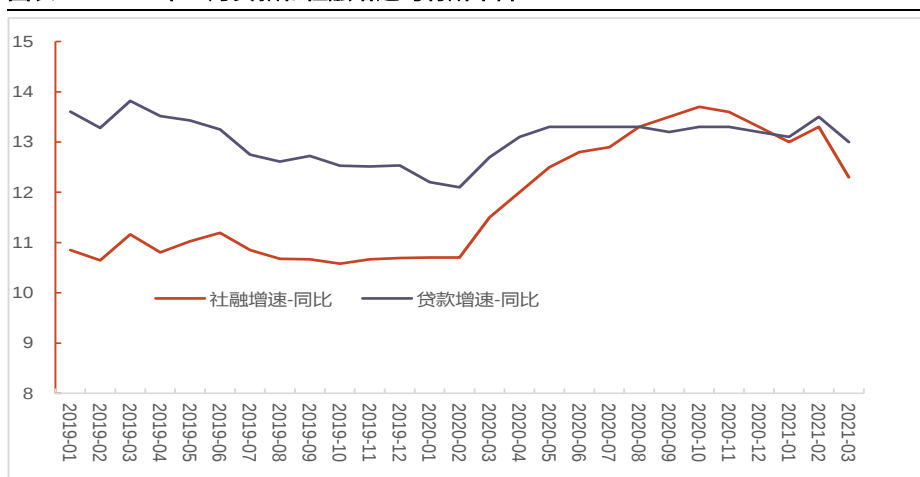
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：2021 年 1 季度出口仍然保持较高增速



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 3：2021 年 3 月贷款和社融增速均有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.2、 工业生产方面，环比增速已基本恢复至疫情前水平，制造业生产增速仍维持在较高水平，但其他门类生产增速不及疫情前水平

3月规模以上工业增加值同比增长14.1%，环比增长0.6%。一季度规模以上工业增加值同比增长24.5%，比2019年同期增长14.0%，两年平均增长6.8%。

从数据表现来看，3月工业生产有以下特点：

1) 从数据表现来看，目前工业生产已基本恢复至疫情水平，且处于相对较高水平。

以2019年3月为基期，今年3月规模以上工业增加值两年平均增速为6.2%，比2019年四季度平均增速（5.9%）稍高，但是低于2019年12月（疫情发生前一月）当月增速（6.9%）。环比增速方面，3月环比增速与前三个月相比，有所降低，但基本与2019年四季度水平持平，且高于2019年前三个季度的工业增加值环比均值。整体来看，工业生产已经基本恢复至疫情水平，且处于相对较高水平。

2) 从门类来看，制造业生产比较旺盛，但其他两个门类生产增速并不及疫情前水平，说明工业生产已经呈现结构性分化的特点。

分三大门类看，工业生产目前相对较高的增速水平主要由制造业生产带来。3月份，采矿业增加值同比增长2.9%，制造业增长15.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长13.9%。与2019年同期比较，两年平均增速方面，则分别为3.5%、6.4%和5.9%，制造业生产增速最高。2019年4季度，三大门类工业增加值平均增速分别为5.1%、6%和6.7%，目前只有制造业生产的增速高于这一时期水平，其他两个门类则较这一时期有所下降。由于电力、热力、燃气及水生产和供应业需求主要集中在国内，而制造业工业则同时面向国内、国外市场，从这两者的分化来看，内外需也呈现一定的分化。

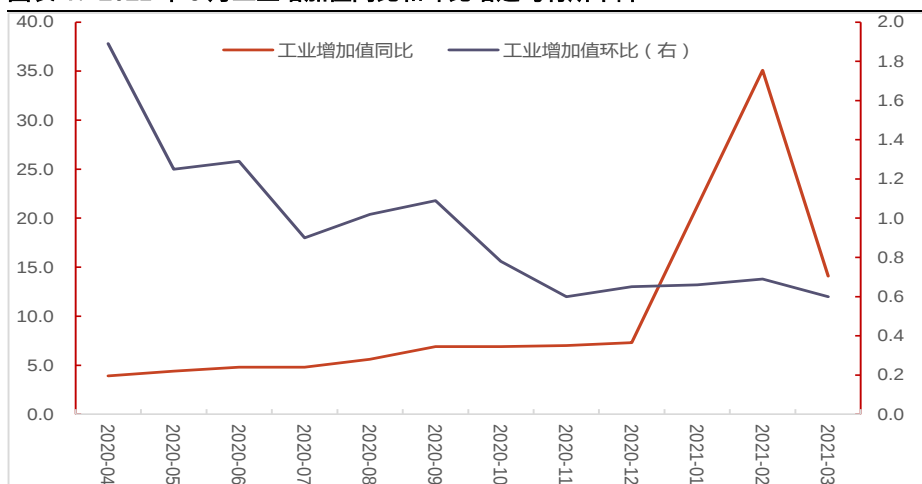
3) 制造业生产的旺盛与强劲出口相互印证，也与3月信贷结构中企业中长期贷款需求情况相吻合。

我国制造业产品的需求中，外需是重要的一环，制造业生产的旺盛与出口的强劲是相互印证的。3月工业企业实现出口交货值1.19亿元，同比名义增长15.9%（2020年3月为增长3.1%），仍维持在较高水平。

从金融数据来看，3月末人民币贷款余额同比增长13%，增速比2月末有所回落；但企业中长期贷款表现依然强劲，当月新增规模1.33万亿元，环比多增2300亿元，同比多增3657亿元。实体经济融资需求旺盛，从制造业生产这个角度来看，是有支撑的。

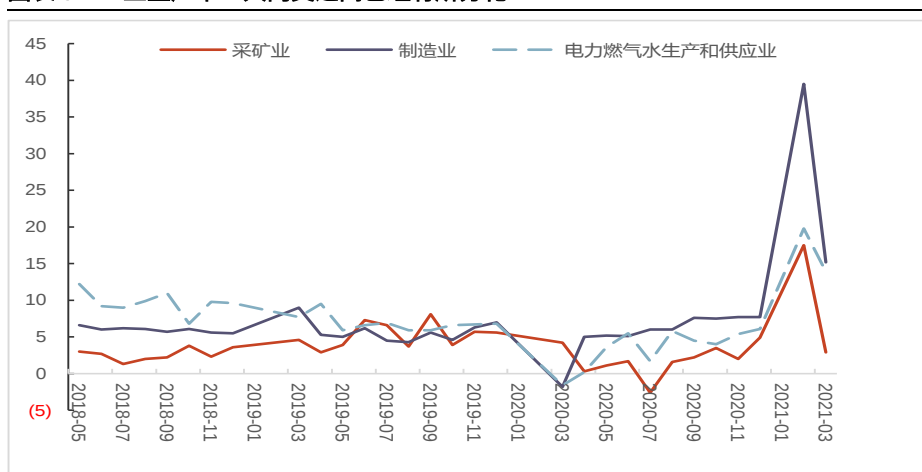
展望后续，目前国内需求仍在恢复，外需也仍然较为强劲，因此工业生产预计在短时间内仍会保持较高水平，后续制造业生产的情况则主要取决于出口的走势。

图表 4：2021 年 3 月工业增加值同比和环比增速均有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 5：工业生产中三大门类之间已经有所分化

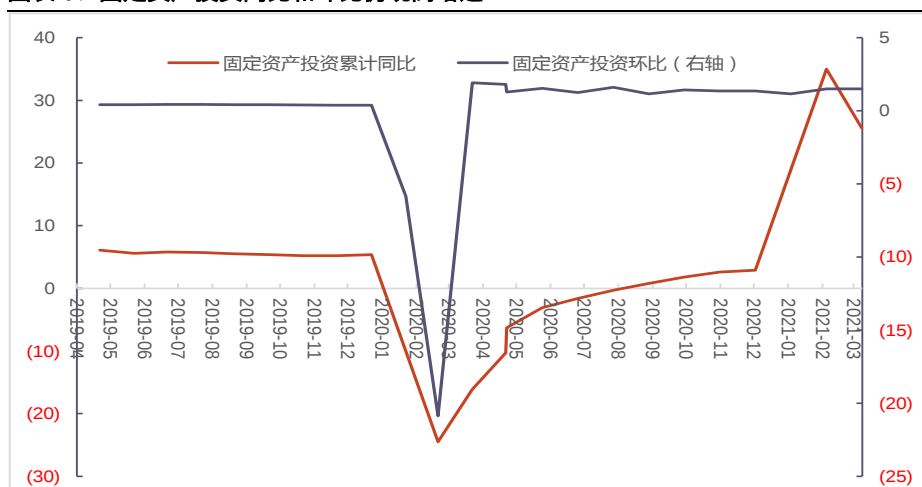


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.3、 两年平均增速和环比增速验证固定资产投资仍处于恢复进程中，制造业投资尚未达到疫情前水平，3 月基建投资表现不差

1-3 月全国固定资产投资 9.6 亿元，同比增长 25.6%，但这主要是由基数效应导致，整体固定资产投资仍属于恢复进程中。从两年平均增速情况来看，2021 年 1-3 月固定资产投资比 2019 年 1-3 月份增长 6.0%，两年平均增长是 2.9%。而疫情前的 2018、2019 年，这两年固定资产投资增速分别为 5.9%、5.4%，2018、2019 年 1-3 月固定资产投资累计增速分别是 7.5%、6.3%，2.9% 的平均增速并不高。从环比来看，3 月份固定资产投资环比增长 1.51%，与 2 月基本持平，比疫情前 0.3-0.4% 左右的增速仍高不少，也验证固定资产投资仍处于恢复过程中。

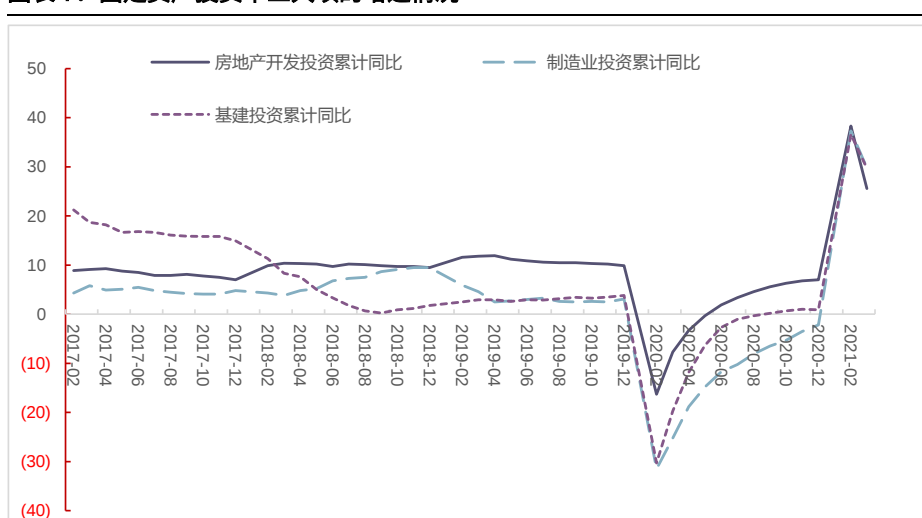
图表 6：固定资产投资同比和环比仍现高增速



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

从分项来看，与2019年3月相比，三大项的增速排序为地产、基建和制造业，制造业投资目前尚未达到疫情前水平，基建投资3月表现并不差。仍以两年平均增速来观察固定资产投资三大类的增长情况。初步测算，2021年3月当月地产、制造业、基建投资比2019年3月分别增长了16.0%、-0.7%和11.8%，两年平均增速分别为7.7%、0%和5.8%。从排序来看，地产投资最有韧性，基建投资表现不差，但制造业投资可能并不理想。

图表 7：固定资产投资中三大项的增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

展望后续，固定资产投资目前仍处于修复过程中，地产投资在严监管背景下，尽管整体仍有韧性，但全年大概率难有太好表现，地产投资增速后续将呈现阶段性下降；基建投资优质项目储备不足的问题短期内难以解决，也预计难有太高表现。制造业投资在整个固定资产投资中占比较高（30-40%），且是经济修复的内生动力，因此制造业修复速度很大程度上影响固定资产投资的增速。目前，制造业呈现需求尤其是外需旺盛，供给强劲，但投资弱的状况。2020年1、2季度，非金融企业杠杆率提升明显，目前企业仍处于杠杆修复阶段，因此尽管需求旺盛，但在杠杆修复阶段，需求强并不一定意味着投资强，两者的正相关关系，需要企业资产负债表修复到水平才会清晰的呈现。

2.4、消费目前仍处于修复过程中，服务类消费是关键

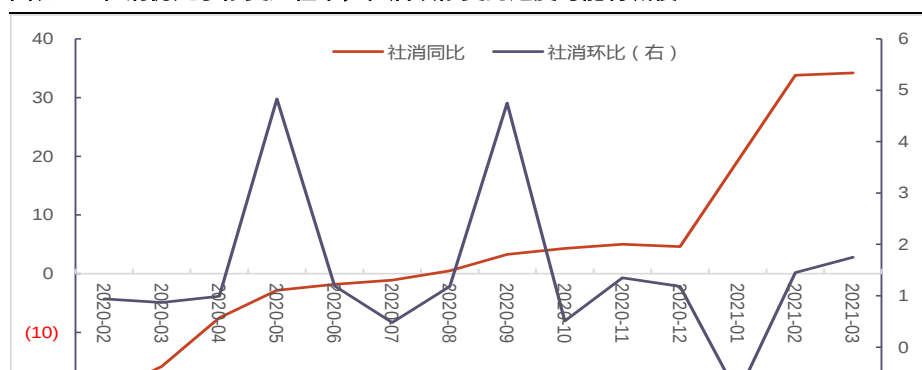
1-3月，社会消费品零售总额 10.52 万亿元，同比增长 33.9%；比 2019 年 1-3 月相比，两年平均增速为 4.2%（1-2 月为 3.2%）。3 月社消同比增速为 34.2%，比 2019 年 3 月份增长 12.9%，两年平均增速为 6.3%。相较于 2018、2019 年的全年 9.7%、8.2%（名义）的增速，社消两年平均增速仍然较低，印证目前消费仍处于修复过程中，与疫情前水平的差距进一步缩小，预计后续修复的速度也将减慢。

不同消费品种受疫情的影响程度不同，收入的变化对其影响也不同。我们将消费区分为必选消费、可选消费以及服务类消费。必选消费受疫情影响最小，受收入变动的的影响也较小；可选消费和服务均受疫情影响，收入的变化对其影响也较大，但社交隔离对可选消费的影响要弱于服务。我们以粮油、食品类来指示必选消费，以汽车、金银珠宝类、通讯器材类和家电类来指示可选消费，以餐饮类来指示服务。

我们测算了各行业的 2 年平均增速，全部消费，粮油、食品类，汽车类，金银珠宝类，通讯器材类，家电，餐饮业增速分别为 6.3%、13.6%、10.3%、13.2%、14.7%、-1.2%和 0.96%。从数据表现来看，必选消费已经恢复到疫情前水平甚至稍高，而可选消费中，汽车类，金银珠宝类，通讯器材类均恢复的较好（家电恢复情况一般），说明可选消费目前也整体恢复到疫情前水平。2019 年餐饮消费为增速为 9%左右，而目前两年平均增速不到 1%，说明后续消费恢复主要看服务类消费的恢复情况。

而居民收入情况，一季度全国居民人均可支配收入名义增长 13.7%，扣除价格因素，实际增长 13.7%；两年平均增速方面，名义增速为 7.0%，实际增长 4.5%。2018、2019 两年，居民可支配收入名义增速分别为 8.7%、8.9%，实际增速分别为 6.5%和 5.8%。目前来看，居民收入增速提升的空间尚存，但整体并不大。

图表 8：社消仍处于修复过程中，但后续修复的速度可能将减慢



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_19021

