

## 总量研究

## 基建如期发力，制造业强复苏可期

——2021年3月实体经济数据点评

## 要点

**事件：**2021年4月16日，国家统计局公布2021年3月实体经济数据，GDP单季度同比增速18.3%，预期18.4%；生产单月同比增速14.1%，预期17.6%；固投累计同比增速25.6%，预期25.1%；社零单月同比增速34.2%，预期28.4%。

## 核心观点：

3月经济的环比动能相对于2月继续提升，基建投资大超预期，验证了我们在两会点评、1-2月实体经济点评、3月PMI点评里多次强调的观点。3月社零也在快速恢复，房地产投资维持高位，制造业投资有所回升。整体来看，一季度经济复苏态势良好，GDP增速18.3%，与我们春季策略中预判的18.1%非常接近。

**二季度，经济继续强复苏，制造业强复苏可期。**向前看，出口的动能会受到海外供需缺口，和海外经济复苏补库的双重支撑，拉动企业利润改善。价格、融资、PMI、进口，多项领先指标，均指向制造投资景气度在持续回升。基建增速也有望随着2021年提前批专项债开始下发，继续反弹。消费的动能也在快速复苏，多个因素共同支撑经济继续推进复苏进程。

## 投资略超预期，基建大幅反弹，制造业开始回升。

3月固投略超预期，以2019年为基期，基建、房地产、制造业3月单月增速分别为11.9%、16%、-0.7%，较1-2月提高了13个、5.3个及0.3个百分点。基建以交通运输业的反弹最为强劲，传统“铁公基”发力。制造业投资复苏相对较弱，但向前看，我们坚定看好制造业复苏进程。海外供需缺口和海外补库将继续支撑出口，拉动企业财务状况改善，修复利润。技改也将引领高技术制造业持续复苏。从3月的价格、融资、进口、PMI多项数据来看，均在指向制造业复苏进程持续推进。房地产增速韧性较强，依然维持高位。

## 消费大超预期，可选、必选、汽车消费均在复苏

3月社零超市市场预期，3月单月相对2019年同期增长13%，相对于1-2月的6.4%大幅提升，表现也好于2020年全年。汽车、饮料、化妆品、日用品、通讯及办公等可选消费品，及食品、日用品等必选消费品都在提振，表明随着疫情冲击减弱，消费需求及饮食需求在快速释放。

## 生产：略微下滑，依然处于历史高位

生产略不及预期，3月单月相对于2019年同期增长12.8%，相对于1-2月的16.9%有所下行，但是依然处于历史较高水平，也高于2020年全年表现。其中，制造业增速相对1-2月下滑较大，主要因为企业在节后提前开工赶出口订单，推高了1-2月的增速基数。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001  
0755-23946159  
zhaogege@ebsecn.com

## 相关研报

为什么我们强烈看好今年的制造业投资？  
——《全球朱格拉周期开启》第九篇  
(2021-04-08)

大国崛起背后的“人口钥匙”——《人口峭壁》  
第二篇 (2021-04-07)

全方位拆解拜登2万亿美元“美国就业计划”  
——《全球朱格拉周期开启》第八篇  
(2021-04-01)

基建开始发力，经济环比动能进一步提升——  
2021年3月PMI数据点评 (2021-03-31)

利率上升，能阻挡美国房市的进攻势头吗——  
《全球朱格拉周期开启》第六篇 (2021-03-25)

新一轮朱格拉周期开启，哪些信号先行——《全球  
朱格拉周期开启》第五篇 (2021-03-24)

出生率下滑无法逆转，90后直面人口峭壁——  
《人口峭壁》第一篇 (2021-03-22)

1.9万亿法案参议院闯关成功，投向哪里，有何  
不同——《全球朱格拉周期开启》第四篇  
(2021-03-07)

两会亮点：实际财政超预期，推动基建强势反弹  
——2021年全国两会点评报告 (2021-03-06)

美国财政刺激步入最后一公里——《全球朱格拉  
周期开启》第三篇 (2021-03-03)

“碳中和”下的中国方案——《全球朱格拉周期  
开启》第二篇 (2021-03-01)

全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应  
链再造——2021春季宏观策略报告  
(2021-02-22)

## 目 录

一、3 月经济动能环比继续提升 .....	3
二、固投：基建如期反弹，制造业有望继续复苏 .....	3
三、消费：大超预期，可选、必选、汽车均在复苏.....	6
四、生产：略微下滑，依然处于历史高位 .....	7
五、二季度，经济将继续“圆弧顶”复苏.....	7

## 图目录

图 1：3 月固投略超市场预期 .....	4
图 2：3 月基建大幅反弹，“铁公基”发力 .....	4
图 3：冷冬和疫情冲击影响减弱，制造业继续回升 .....	4
图 4：制造业存货同比增速进入上升期.....	4
图 5：2021 年 3 月，制造业中电子设备及医药维持较高增速 .....	5
图 6：房地产销售持续走高，行业库存持续降低 .....	6
图 7：开发商各类资金来源均有下滑 .....	6
图 8：3 月饮料、化妆品相对 2019 年同期大幅提升.....	6
图 9：汽车、可选及必选消费增速提升，居住类商品下滑 .....	6
图 10：制造业略微下滑，但依然处于历史高位 .....	7
图 11：出口在 1-2 月大幅上行，3 月略微回落，但依然较高.....	7

## 表目录

表 1：2021 年一季度 GDP 相对于 2019 年同期增长 10.3% .....	3
--	---

## 一、3月经济动能环比继续提升

**事件：**2021年4月16日，国家统计局公布2021年3月实体经济数据，GDP单季度同比增速18.3%，预期18.4%；生产单月同比增速14.1%，预期17.6%；固投累计同比增速25.6%，预期25.1%；社零单月同比增速34.2%，预期28.4%。

**核心观点：**3月经济的环比动能相对于2月继续提升，基建投资如期反弹，社零发力，房地产投资维持高位，制造业投资有所回升。生产不及预期，同比增速较1-2月下滑，主要是因为节后企业提前开工赶出口订单，导致1-2月增速较高，生产增速依然处于历史高位。整体来看，一季度经济复苏态势良好，出口的贡献较强。

**二季度，预计经济继续强复苏，走出“圆弧顶”的态势。**一季度GDP同比增速18.3%，与我们3月8日发布的春季策略报告中，预判的18.1%非常接近。向前看，出口的动能依然会受到海外供需缺口，和海外经济复苏补库的双重支撑，基建增速有望随着2021年提前批专项债下发，继续反弹。消费的动能也在快速复苏，制造业反弹正在开启，经济受到多重力量的支撑。

表1：2021年一季度GDP相对于2019年同期增长10.3%

月份	GDP (单季同比)	固定资产投资 (累计同比)	社零 (单月同比)	工业增加值 (单月同比)	出口 (单月同比)
2020年11月	-	2.6%	5.0%	7.0%	21.1%
2020年12月	6.5%	2.9%	4.6%	7.3%	18.1%
2021年1-2月	-	35%	33.8%	35.1%	60.6%
2021年3月	18.3%	25.6%	34.2%	14.1%	30.6%
<b>2021年3月 相对于2019年同期</b>	<b>-</b>	<b>5.8%</b>	<b>13%</b>	<b>12.8%</b>	<b>22%</b>
<b>2021年一季度 相对于2019年同期</b>	<b>10.3%</b>	<b>5.8%</b>	<b>8.6%</b>	<b>14%</b>	<b>29%</b>
2021年3月 市场预期	18.4%	25.1%	28.4%	17.6%	31.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为Wind一致预期，进出口均为美元计价，固投均为累计增速）

## 二、固投：基建如期反弹，制造业有望继续复苏

**3月固投略超市场预期，基建大幅反弹。**3月固投同比增速25.6%，略高于市场预期的25.1%。如果以2019年为基期，则3月单月增速从2月的2%上行至8%<sup>1</sup>，主要是受到了基建大幅反弹的带动。房地产投资依旧维持高位，制造业投资增速有所反弹。一季度，固投同比增长25.6%，相对于2019年一季度增长5.8%，相对于2020年四季度环比增长2.06%。

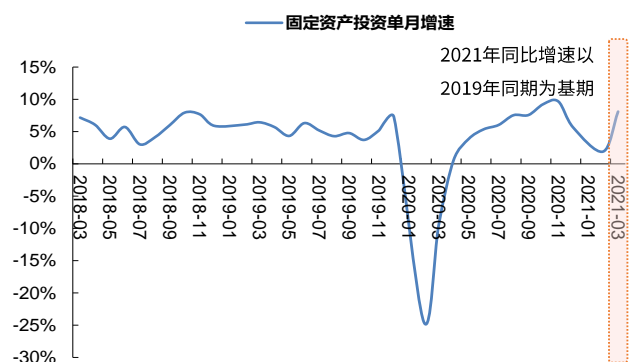
**基建3月开始发力，验证了我们的观点。**我们在两会点评、1-2月实体经济点评、3月PMI点评里多次强调，去年受制于地方政府项目储备不足，项目支出进度慢于资金下发进度，我们测算约有1万亿的专项债资金留存在地方。随着建筑业节

<sup>1</sup> 统计局历史数据应有回溯调整，如果统计局公布的两年几何平均增速，我们直接用两年几何平均增速来计算相对2019年同期增速；如果统计局未公布，比如重点商品的零售额，我们以统计局直接公布的零售额绝对值来计算；固投的单月增速，我们以2016年为基期，乘以每年度公布的累计增速，向前滚动计算得到绝对值，再计算相对2019年的投资增速。

后加快施工，去年滚存的专项债资金将陆续转换为实物投资，叠加财政部3月下达地方的提前批专项债开始发行，共同发挥效力，基建增速有望反弹。

**“铁公基”建设带动基建投资反弹。**以2019年同期为基期，3月广义基建投资单月增速11.9%，相对于2月大幅提升了13个百分点，也高于2020年内的单月最高增速；其中，电热燃气及水生产、交通运及水利公共设施分别相对于2019年同期增长26%、15%及5%，分别相对1-2月增长8.5%、23.6%及5.9%。

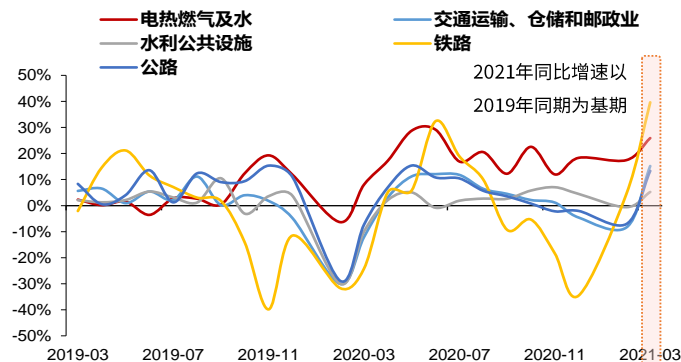
图 1：3月固投略超市场预期



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021年1-2月、3月增速，为2021年1-2月、3月投资与2019年同期相比

图 2：3月基建大幅反弹，“铁公基”发力

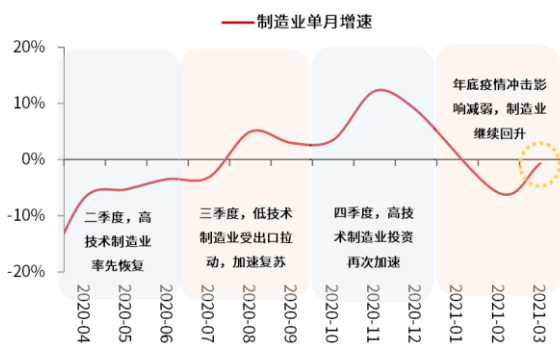


资料来源：Wind，光大证券研究所

**制造业投资开始回升，复苏进程正在启动。**以2019年同期为基期，制造业投资单月增速-0.7%，相对于1-2月的-5.9%提升，但依然弱于2020年下半年的表现。受到去年年底疫情反复和冷冬冲击影响，相对来看，制造业今年以来复苏的进程慢于基建、房地产、消费和出口。这也是金稳会提出，要注重“放水养鱼”，助企纾困的原因所在。

向前看，我们坚定看好制造业复苏进程。正如我们在4月8日发布的报告《为什么我们强烈看好今年的制造业投资？》中所提到的，疫情发生以来，海外供需缺口持续支撑出口，拉动企业财务状况改善，利润快速修复，技改也将引领高技术制造业持续复苏。从3月的价格、融资、进口来看，各种领先指标均在指向，制造业复苏进程在向前推进，验证我们的观点。

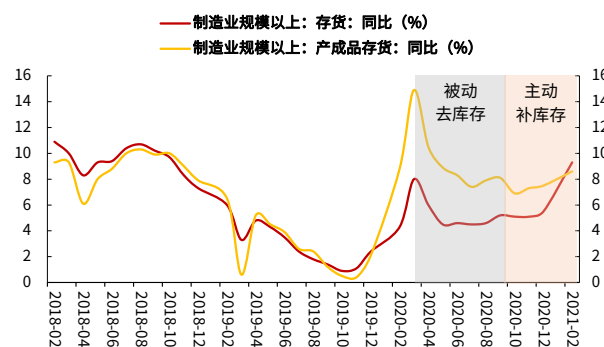
图 3：冷冬和疫情冲击影响减弱，制造业继续回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021年1-2月、3月增速，为2021年1-2月、3月投资与2019年同期相比

图 4：制造业存货同比增速进入上升期



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：2021 年 3 月，制造业中电子设备及医药维持较高增速

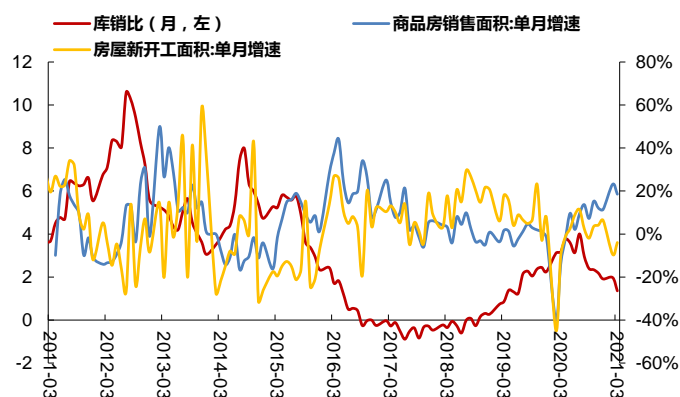
需求侧产业链条	行业分类	投资占比	2020年				2021年	
			2020年Q1相对于2019年	2020-Q2相对于2020-Q1	2020-Q3相对于2020-Q2	2020-Q4相对于2020-Q3	2021年2月相对于2018年同期	2021年3月相对于2019年同期
房地产、基建	黑色金属	2.5%	-27%	14%	2%	1%	11%	
	有色金属	2.4%	-13%	2%	3%	7%	7%	10%
	合计	4.9%						
食品	农副产品	5.0%	-24%	5%	1%	6%	-6%	
	食品	2.7%	-25%	7%	8%	3%	-11%	
	酒、饮料、茶	1.7%	-31%	5%	6%	6%	-6%	-11%
	烟草	0.1%	-33%	9%	6%	-1%	-19%	
	合计	9.5%						
出口：低技术(纺织、家具等)	纺织	3.0%	-28%	5%	1%	4%	-30%	-26%
	纺织服装	2.3%	-48%	8%	5%	1%	-38%	
	皮、毛、羽及制品	1.1%	-23%	5%	3%	2%	-10%	
	木材加工	2.2%	-30%	7%	8%	2%	-22%	
	家具	2.1%	-29%	9%	3%	1%	-20%	
	化学原料及制品	7.0%	-35%	7%	5%	8%	9%	3%
	造纸	1.3%	-9%	3%	7%	6%	-3%	
	合计	19.8%						
	出口：高技术(机械、电气等)	电子设备	8.0%	-27%	20%	2%	1%	-2%
通用设备		6.7%	-34%	4%	6%	6%	-20%	-19%
专用设备		7.2%	-37%	4%	4%	6%	2%	1%
金属制品		5.3%	-27%	5%	4%	5%	-17%	-15%
非金属矿物制品		9.9%	-31%	4%	4%	4%	-4%	
合计	37.1%							
产业升级	运输设备	1.3%	-29%	5%	9%	9%	-16%	-3%
	仪器仪表	1.5%	-64%	3%	-1%	-6%	-2%	
	电气机械	6.4%	-20%	1%	5%	5%	-8%	-8%
	医药	3.1%	-20%	20%	8%	7%	-28%	-26%
合计	12.2%							
汽车链条	汽车	6.1%	-26%	6%	4%	4%	-32%	-30%
	橡胶、塑料	3.4%	-33%	7%	8%	6%	-6%	
	合计	9.5%						
其他	印刷	0.9%	-37%	9%	2%	1%	-20%	
	文娱	1.4%	-38%	2%	6%	-4%	-27%	
	石油、煤炭	1.5%	-23%	5%	1%	4%	9%	
	废弃资源综合利用	1.3%	-32%	9%	1%	5%	0%	
	其他	1.3%	-26%	2%	-11%	4%	-32%	
合计	6.4%							

资料来源：Wind，光大证券研究所

**地产投资和销售增速继续维持高位。**以 2019 年为基数，3 月地产投资单月增速 16%，相对于 2 月的 15.7% 小幅提升，继续维持高位。房地产销售面积和销售额增速依然维持较高增速，3 月单月相对于 2019 年同期增长 18.5% 及 35.1%。但是竣工面积和新开工面积表现则较为低迷，3 月竣工和新开工面积相对于 2019 年同期分别增长 -6.8% 及 -4.0%，低于 2020 年四季度的表现。

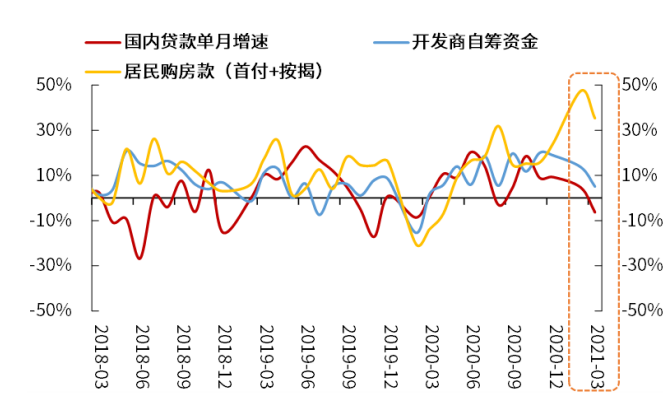
**行业库存降至低位。**我们假设商品房新开工半年后进入销售，以滚动 12 个月的新开工单月面积，减去滞后 6 个月的，滚动 12 个月销售面积，计算出狭义滚动库存。再以狭义滚动库存，除以近期 6 个月平均销售面积，可以发现库销比自 2020 年 7 月开始持续下滑，目前已经达到了较低水平。随着行业库存达到低位，而销售依然维持较强增速，预计开发商新开工增速有望企稳回升。但是，受制于行业融资环境整体收紧，新开工和房地产投资进一步上行的空间也较小。

图 6：房地产销售持续走高，行业库存持续降低



资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：库销比为滚动狭义库存除以过去 6 个月销售面积移动平均；滚动狭义库存为过去 12 个月新开工\*0.95，减去滞后 6 个月的 12 个月销售

图 7：开发商各类资金来源均有下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：2021 年 1-2 月、3 月增速，为 2021 年 1-2 月、3 月投资与 2019 年同期相比

### 三、消费：大超预期，可选、必选、汽车均在复苏

**社零超预期，3 月相对 2019 年同期增长 13%。**社零 3 月单月同比增速 34.2%，大幅高于预期的 28.4%。以 2019 年为基期，则单月增速为 13%，相对于 1-2 月的 6.4% 大幅提升，表现也好于 2020 年全年。2021 年一季度，社零同比增长 33.9%，相对于 2019 年一季度增长 8.6%，相对于 2020 年四季度环比增长了 1.86%。

社零超预期，主要是受到了汽车，饮料、化妆品、日用品、通讯及办公等可选消费品，及食品、日用品等必选消费品提振，表明随着疫情冲击减弱，消费需求及饮食需求在快速释放。国际油价回升，也抬升了石油制品的增速。向前看，随着疫苗接种持续推进和天气逐渐转暖，出行、聚餐、户外娱乐活动的需求也将进一步提升，支撑消费继续推进复苏进程。

图 8：3 月饮料、化妆品相对 2019 年同期大幅提升

图 9：汽车、可选及必选消费增速提升，居住类商品下滑

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\\_19030](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19030)

