

经济动能换挡，内需更加突出

2021年一季度GDP和3月经济数据点评

证券研究报告

2021年04月18日

● 核心结论

受1-2月份国内疫情拖累，一季度经济增长动能略有放缓。2021年Q1实际GDP同比增长18.3%。和2019年Q1相比，今年一季度的GDP两年平均增速为5%，较去年四季度GDP的6.5%增速有所下滑，主要原因是今年1-2月国内疫情反复和就地过年的影响。此外，Q1产能利用率从历史最高值小幅回落，回顾历史，受到春节和天气等因素影响，工业产能利用率在Q1都会出现季节性回落，Q2大概率会有所反弹。

3月份经济内需有所加速，尤其是消费端。1-3月社零的两年平均增速为4.2%，较上月上升1个百分点，这和3月份疫情有明显好转有关，但较疫情前6%的增速仍有距离。具体来看，3月的服务消费有较大改善，其中餐饮行业收入两年平均增速为0.9%，较上月上升约3个百分点。商品消费中装修材料和石油制品零售增速均较2月明显上升，也反映居民的外出消费活动有所恢复。展望后市，随着疫苗继续推进，只要本土确诊能够持续维持清零，就会对消费尤其是服务消费的复苏提供动力。另外，1-3月居民可支配收入的两年平均增长为7.0%。考虑到居民收入增速的滞后效应，我们判断在2021年底和2022年初居民可支配收入才会见到周期高点，这也将助力消费复苏。

投资主要贡献仍在地产。1-3月房地产投资两年平均增速为7.7%（上月为7.6%），制造业投资增速为1.3%（上月为-3%），基建投资增速为6.4%（上月为-0.6%）。地产投资依然韧性十足。地产行业低库存下，投资开工的核心驱动是销售需求。3月地产销售面积两年平均增速为9.9%，虽较2月小幅下滑1.6个百分点，但依旧保持高景气度，带动企业投资边际改善。展望今年，在居民信贷不会有明显收紧的大背景下，我们预计地产销售全年将维持5%增长，进而支撑地产投资8%左右的增速。

下半年市场博弈重心在出口和消费。市场目前对于2021年剩下三个季度的GDP增速预期分别为7.7%、6.0%和5.3%，对于2022年四个季度GDP增速预期也全部低于6%。总结而言，市场对下半年以及明年的经济强度预期并不高，而博弈的重心则集中在出口和消费部门。如果出口和消费届时超出预期，则会对市场目前的“低于6%”判断产生影响，并且进行资产价格重估。首先，由于全球疫苗接种的节奏并不统一，以耐用品消费向非耐用品和服务消费的切换难以一蹴而就。其次，美国消费复苏是在本国供给存在瓶颈背景下产生。综合以上我们判断年内出口的下行节奏将较为缓慢，国内增长动能切换至国内消费端。

风险提示：疫苗普及速度放慢，通胀超预期，货币政策提前收紧

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



潘越



panyue@research.xbmail.com.cn

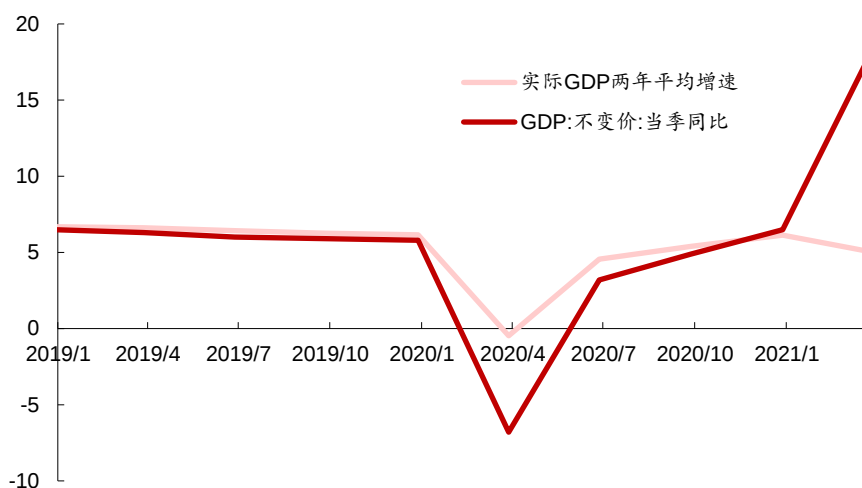
相关研究

3 月经济数据点评：经济动能换挡，内需更加突出

1、受1-2月份国内疫情拖累，一季度经济增长动能略有放缓

最新公布的 2021 年一季度实际 GDP 同比增长 18.3%。为剔除基数效应，和 2019 年 Q1 相比，今年一季度的 GDP 两年平均增速为 5%，较去年四季度 GDP 的 6.5% 增速有所下滑。主要原因是今年 1-2 月国内疫情反复和就地过年的影响。此外，Q1 产能利用率从历史最高值小幅回落。回顾历史，受到春节和天气等因素影响，工业产能利用率在 Q1 都会出现季节性回落，Q2 大概率会有所反弹。

图 1：剔除基数影响后，一季度经济增长动能略有放缓（%）



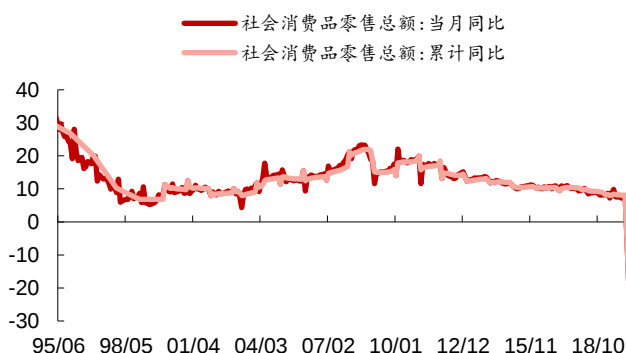
资料来源：Wind，西部证券研发中心

2、3 月份经济内需有所加速，尤其是消费端

就 3 月份的经济数据而言，内需消费表现较为突出。1-3 月社零的两年平均增速为 4.2%，较 1-2 月上升 1 个百分点，这和 3 月份疫情有明显好转有关，但较疫情前 6% 的增速仍有距离。具体来看，3 月的服务消费有较大改善，其中餐饮行业收入两年平均增速为 0.9%，较上月上升约 2.8 个百分点。商品消费中装修材料和石油制品零售两年平均增速分别为 1.01% 和 1.54%，较 2 月明显上升 9.5 个百分点和 6.5 个百分点，也反映居民的外出消费活动有所恢复。同时，“居家”消费依然维持高景气度，比如通讯设备零售销售两年平均增速依然在 10% 以上。

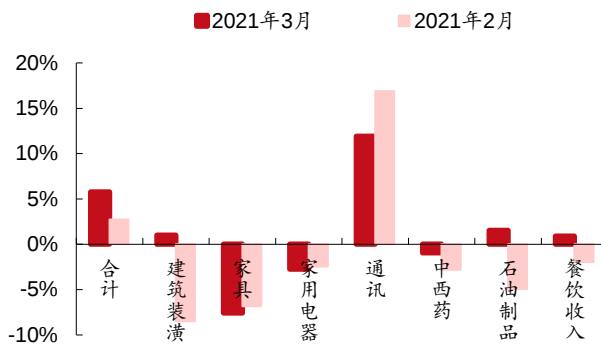
展望后市，总量上，1-3 月居民可支配收入的两年平均增速为 7.0%。考虑到居民收入增速的滞后效应，我们判断在 2021 年底和 2022 年初居民可支配收入才会见到周期高点，这也将助力消费复苏。结构上，随着疫苗继续推进，只要本土确诊能够持续维持清零，就会对消费尤其是服务消费的复苏提供动力。

图2：3月份内需消费表现较为突出（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图3：各行业零售两年平均增速

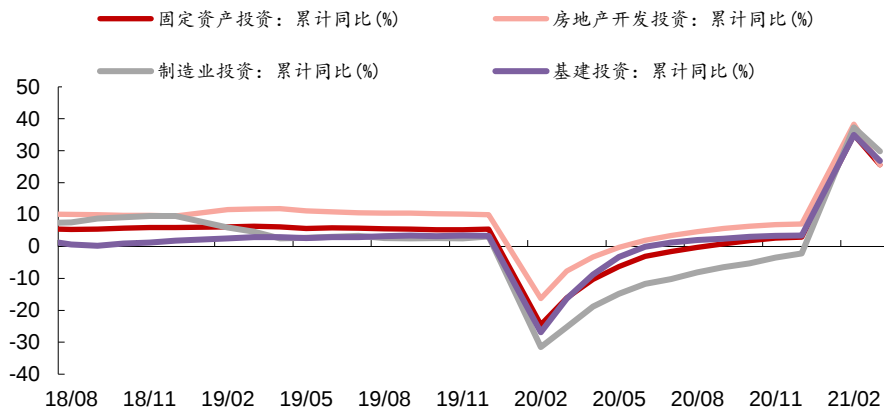


资料来源：Wind，西部证券研发中心

3、投资主要贡献仍在地产

1-3月固定资产投资累计增速为25.6%，两年平均增速为2.9%，较1-2月上升1.1个百分点。投资结构主要贡献为房地产，但3月单月投资动能的边际贡献在制造业和基建。1-3月房地产投资两年平均增速为7.7%，较上月上升0.1个百分点，制造业投资增速为1.3%，较上月上升4.3个百分点，基建投资增速为6.4%，较上月上升7个百分点。

图4：固定资产投资主要贡献仍在地产



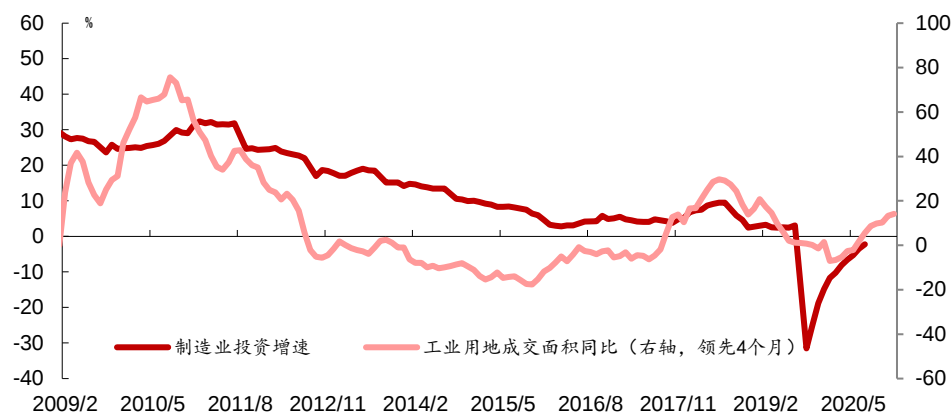
资料来源：Wind，西部证券研发中心

地产投资依然韧性十足。原因在于，地产行业低库存下，投资开工的核心驱动是销售需求。3月地产销售面积两年平均增速为9.9%，虽较2月小幅下滑1.6%，但依旧保持高景气度，带动企业投资边际改善。展望今年，在居民信贷不会有明显收紧的大背景下，我们预计地产销售全年将维持5%增长，进而支撑地产投资8%左右的增速。

制造业投资方面，微观上，资本开支周期的第一步获取土地生产要素已经发生。我国工业用地成交面积已经从2020年5月的同比负增长到2021年3月达到同比增长17%。从历史上来看，工业用地成交面积增速领先制造业投资增速4个月。细分行业中，医药、食品、白酒饮料、非金属矿物、专用设备、通用设备、橡胶和塑料、化学原料、造纸、仪器仪表、电子通讯计算机和电气机械等行业由于同时取得行业格局的更新和盈利能力的增加，

具备内生性实际投资的能力和意愿。因此，预期制造业投资增速年内将逐步改善。

图 5：工业用地成交面积增速领先制造业投资增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

4、下半年市场博弈重心在出口和消费

市场目前对于 2021 年剩下三个季度的 GDP 增速预期分别为 7.7%、6.0% 和 5.3%，对于 2022 年四个季度 GDP 增速预期也全部低于 6%。总结而言，市场对下半年以及明年的经济强度预期并不高，而博弈的重心则集中在出口和消费部门。如果出口和消费届时超出预期，则会对市场目前的“低于 6%”判断产生影响，并且进行资产价格重估。首先，由于全球疫苗接种的节奏并不统一，以耐用品消费向非耐用品和服务消费的切换难以一蹴而就。其次，美国消费复苏是在本国供给存在瓶颈，并且库存低位背景下产生。综合以上我们判断年内出口的下行节奏将较为缓慢，国内增长主要动能切换至国内消费端。

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_19032

