

2021年04月16日

## 经济的动能

宏观研究团队

——宏观经济点评

**赵伟 (分析师)**

zhaoweil@kysec.cn

证书编号: S0790520060002

**杨飞 (分析师)**

yangfeil@kysec.cn

证书编号: S0790520070004

**马洁莹 (联系人)**

majieying@kysec.cn

证书编号: S0790120080081

理性看待年初数据,生产高点已现、需求结构分化,经济结构亮点大于总量弹性。

● **一季度经济边际回落,外需对出口拉动减弱下,内需或决定未来经济边际变化**

一季度 GDP 增速低预期,经济边际修复节奏放缓。一季度, GDP 当季同比增长 18.3%、低于市场平均预期的 18.5%,两年复合增速 5%、低于 2020 年 4 季度的 6.5%;经济边际修复持续放缓,实际 GDP 环比变化,从 2020 年三季度超季节性上涨 1.8 个百分点,下滑至 2021 年一季度超季节性回落 1.8 个百分点。3 月,工业增加值环比季调 0.6%、创 2020 年 3 月以来新低,工业生产边际显著放缓。

三大需求中,出口为主要支撑项;伴随海外供需缺口收敛、替代效应减弱,出口对经济边际拉动或逐步减弱。一季度,投资、消费和出口两年复合增速分别为 2.9%、4.2%和 13%,出口持续高增对经济形成有力支撑。然而动态来看,2020 年四季度以来,出口增速已进入逐步下行的通道,从 2020 年 11 月的 21%回落至 3 月的 10.3%。出口增速的趋势性回落,与海外产能恢复、替代效应衰减等有关。

● **投资能否形成一定边际推力,关键在于房地产投资的韧性和制造业投资的弹性**

投资总体偏弱,房地产投资韧性较强、制造业投资仍较为低迷。一季度,投资两年复合增速 2.9%,较 2020 年四季度回落 5.5 个百分点,三大投资均有所回落。3 月,投资明显回升,两年复合增速较 1-2 月回升 2.3 个百分点至 4%,低于 2020 年 12 月的 5.9%;其中,房地产、基建和制造业投资两年复合增速,分别为 7.8%、5.8%和-0.3%,较 1-2 月分别提升 0.2 个百分点、7.4 个百分点和 3.1 个百分点。

“防风险”、“调结构”下,房地产投资动能或逐步衰减;结构分化下,制造业投资,对投资总体的提振不宜高估。3 月基建投资的反弹,与节后项目加快复工等有关;政策“退潮”下,基建投资空间或有限。地产调控加强下,房地产投资的韧性,主要来自销售回款的支持;如果商品房销售明显回落,对投资的拖累或加快显现。制造业投资总体偏弱,与中小企业疫后恢复较慢、利润分化等有关。

● **消费和居民支出均在修复,未来可能受到收入结构分化和消费意愿等的影响**

春节之后,居民消费明显修复,商品消费快于餐饮。3 月,社零同比增长 34.2%,两年复合增速 6.3%、高于 1-2 月的 3.2%和 2020 年 12 月的 4.6%;其中,商品零售和餐饮收入两年复合增速分别为 6.9%和 0.9%,分别较 1-2 月提升 3.1 个百分点和 2.9 个百分点。商品分类来看,汽车销售仍保持较高增长,线下活动相关的吃、穿、燃料等消费均有所修复,家用电器、家具等后地产相关消费负增长。

结构分化下,居民收支修复对消费的拉动,仍需继续观察。一季度,全国居民人均可支配收入增长 13.7%,两年复合增速 7%、连续 3 个季度大体走平,但收入中位数增长两年复合只有 5.8%、仍明显低于前者,一定程度反映收入的分化;与此同时,居民支出修复滞后,两年复合增速 3.9%、明显低于正常水平。央行一季度调查数据显示,居民消费意愿继续回落、投资意愿上升,储蓄意愿仍处高位。

● **风险提示:** 金融监管加强,全球疫情超预期反弹。

### 相关研究报告

《宏观经济点评-3 月出口回落,结构继续切换》-2021.4.13

《宏观经济点评-信用“收缩”的结构特征》-2021.4.12

《宏观经济专题-信用“收缩”再论》-2021.4.12

## 目 录

1、 未来经济边际变化，关键在于内需 .....	3
2、 投资边际推力，或主要来自制造业 .....	4
3、 消费修复弹性，或受收入分化等影响 .....	5
4、 风险提示 .....	6

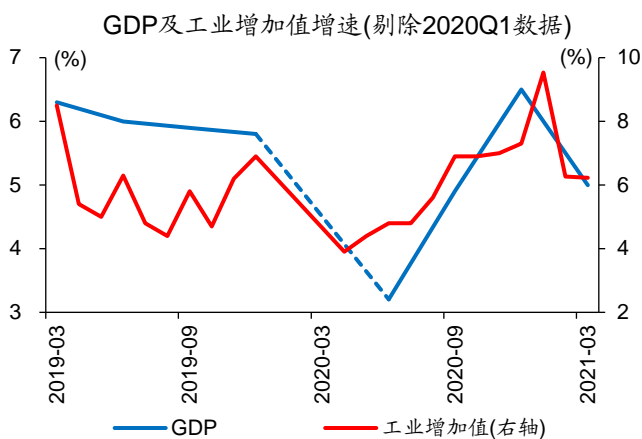
## 图表目录

图 1: 一季度 GDP 增速回落 .....	3
图 2: GDP 环比增速变化幅度收窄 .....	3
图 3: 剔除基数后，一季度出口增速回落 .....	3
图 4: 出口增速或逐季回落 .....	3
图 5: 房地产投资韧性较强、制造业投资仍较为低迷 .....	4
图 6: 商品房销售增速维持高位 .....	4
图 7: 交运仓储投资反弹明显 .....	4
图 8: 交通运输类基建计划投资规模近年来首次下降 .....	4
图 9: 中游设备制造业行业为主要拖累 .....	5
图 10: 医药、计算机通信电子等投资高位回落 .....	5
图 11: 3 月商品零售和餐饮收入均有所修复 .....	5
图 12: 后地产相关消费负增长 .....	5
图 13: 人均可支配收入修复快于人均收入中位数增长 .....	6
图 14: 居民消费意愿明显下降，储蓄和投资意愿上升 .....	6

## 1、未来经济边际变化，关键在于内需

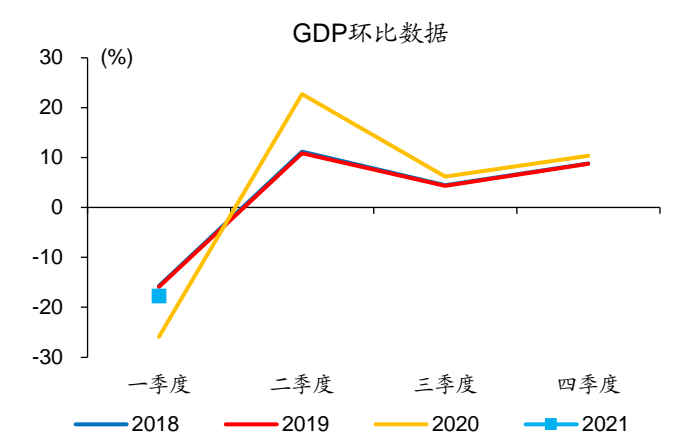
一季度 GDP 增速低预期，经济边际修复节奏放缓。一季度，GDP 当季同比增长 18.3%、低于市场预期预期的 18.5%，两年复合增速 5%、低于 2020 年 4 季度的 6.5%；经济边际修复持续放缓，实际 GDP 环比变化，从 2020 年三季度超季节性<sup>1</sup> 上涨 1.8 个百分点，下滑至 2021 年一季度超季节性回落 1.8 个百分点。3 月，工业增加值环比季调 0.6%、创 2020 年 3 月以来新低，工业生产边际显著放缓。

图1：一季度 GDP 增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

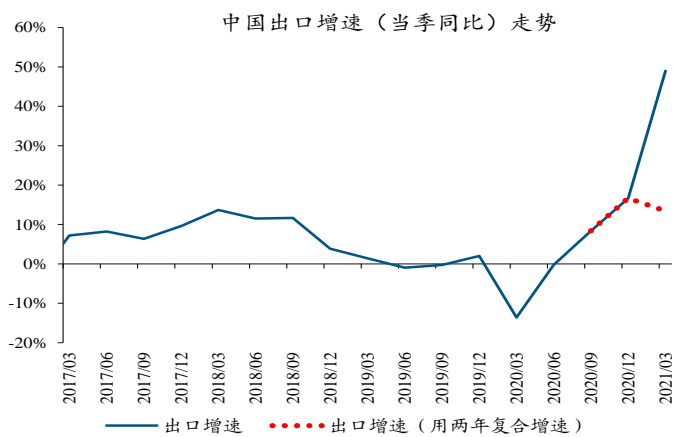
图2：GDP 环比增速变化幅度收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

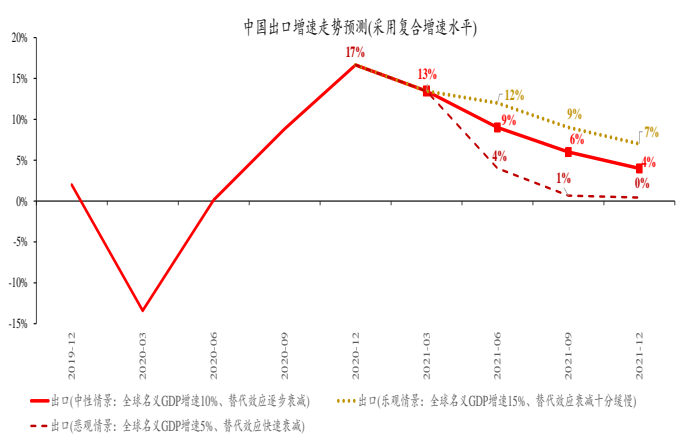
三大需求中，出口为主要支撑项；伴随海外供需缺口收敛、替代效应减弱，出口对经济边际拉动或逐步减弱。一季度，投资、消费和出口两年复合增速分别为 2.9%、4.2%和 13%，出口持续高增对经济形成有力支撑。然而动态来看，2020 年四季度以来，出口增速已进入逐步下行的通道，从 2020 年 11 月的 21%回落至 3 月的 10.3%。出口增速的趋势性回落，与海外产能恢复、替代效应衰减等有关（详情分析参见《出口形势，全景展望》）。

图3：剔除基数后，一季度出口增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：出口增速或逐季回落



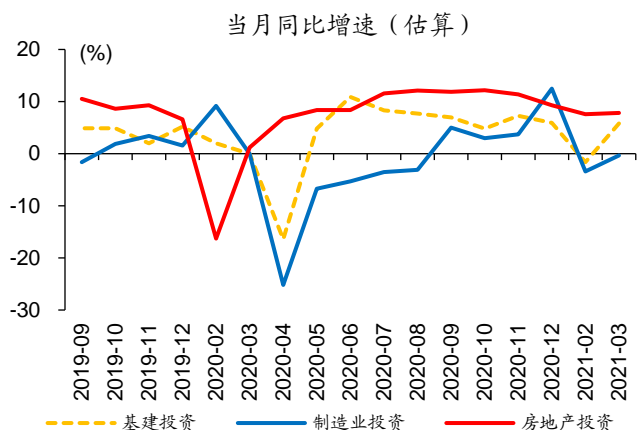
数据来源：Wind、开源证券研究所

<sup>1</sup> 以 2019 年同期为基准。

## 2、投资边际推力，或主要来自制造业

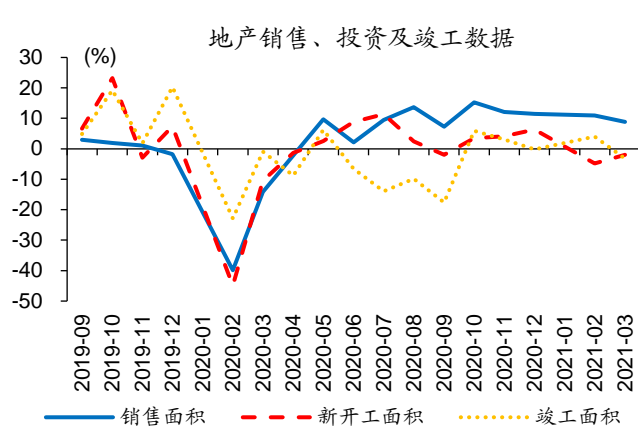
投资总体偏弱，房地产投资韧性较强、制造业投资仍较为低迷。一季度，投资两年复合增速 2.9%，较 2020 年四季度回落 5.5 个百分点，三大投资均有所回落。3 月，投资明显回升，两年复合增速较 1-2 月回升 2.3 个百分点至 4%，低于 2020 年 12 月的 5.9%；其中，房地产、基建和制造业投资两年复合增速，分别为 7.8%、5.8%和-0.3%，较 1-2 月分别提升 0.2 个百分点、7.4 个百分点和 3.1 个百分点。

图5：房地产投资韧性较强、制造业投资仍较为低迷



数据来源：Wind、开源证券研究所

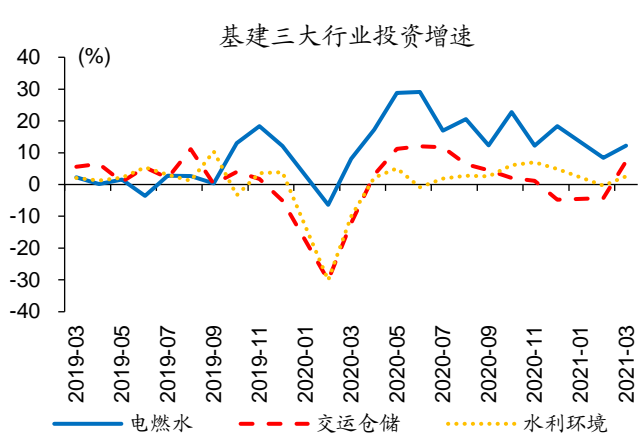
图6：商品房销售增速维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

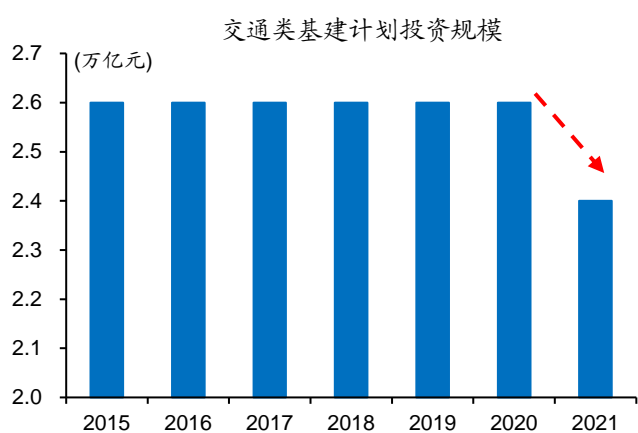
“防风险”、“调结构”下，房地产投资动能或逐步衰减；结构分化下，制造业投资，对投资总体的提振不宜高估。3月基建投资的反弹，与节后交通运输等项目加快开复工等有关；政策“退潮”下，基建投资回升空间或有限。地产调控加强下，房地产投资的韧性，主要来自销售回款的支持；如果商品房销售出现明显回落，对投资的拖累或加快显现。制造业投资总体偏弱，与中小企业疫后恢复较慢、利润分化等有关，而前期修复较快的部分行业投资高位回落。

图7：交运仓储投资反弹明显



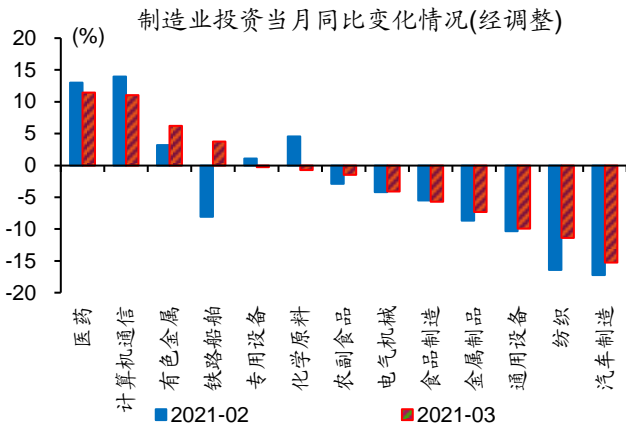
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：交通运输类基建计划投资规模近年来首次下降



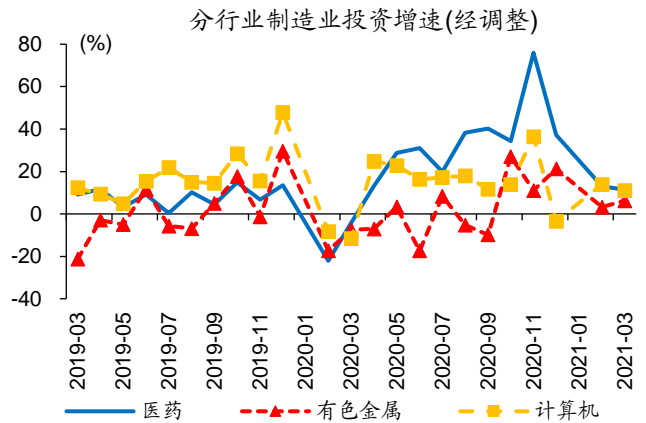
数据来源：交通运输部、开源证券研究所

图9: 中游设备制造业行业为主要拖累



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 医药、计算机通信电子等投资高位回落

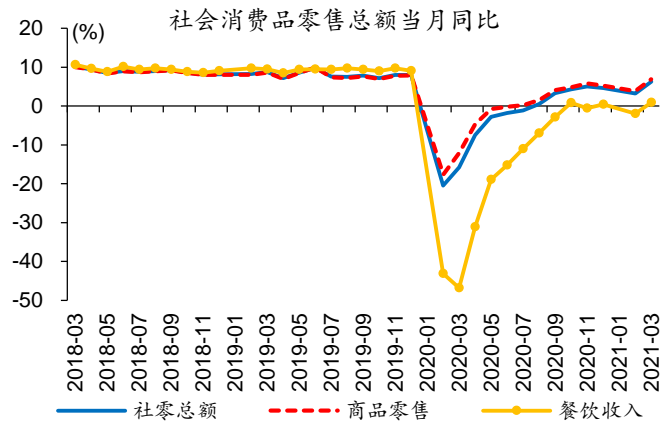


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、消费修复弹性，或受收入分化等影响

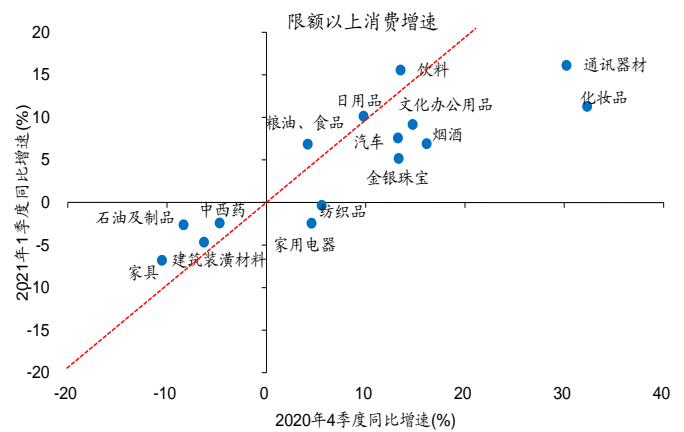
春节之后,居民消费明显修复,商品消费快于餐饮。3月,社零同比增长 34.2%,两年复合增速 6.3%、高于 1-2 月的 3.2%和 2020 年 12 月的 4.6%;其中,商品零售和餐饮收入两年复合增速分别为 6.9%和 0.9%,分别较 1-2 月提升 3.1 个百分点和 2.9 个百分点。商品分类来看,汽车销售仍保持较高增长,线下活动相关的吃、穿、燃料等消费均有所修复,家用电器、家具等后地产相关消费负增长。

图11: 3月商品零售和餐饮收入均有所修复



数据来源: Wind、开源证券研究所

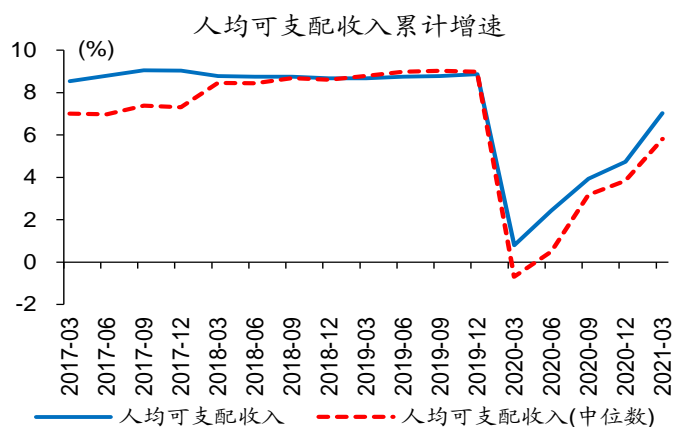
图12: 后地产相关消费负增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

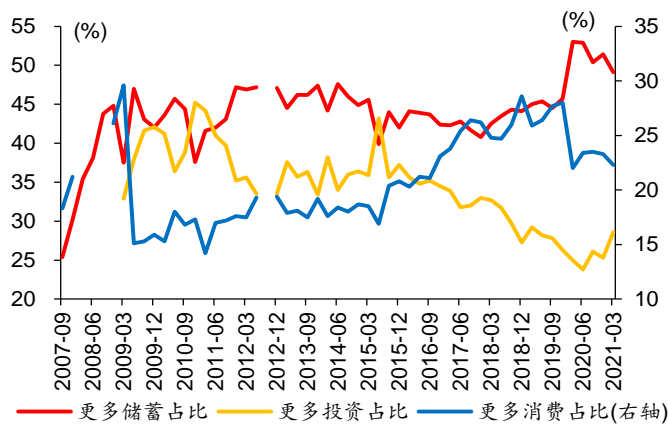
结构分化下,居民收支修复对消费的拉动,仍需继续观察。一季度,全国居民人均可支配收入增长 13.7%,两年复合增速 7%、连续 3 个季度大体走平,但收入中位数增长两年复合只有 5.8%、仍明显低于前者,一定程度反映收入的分化;与此同时,居民支出修复滞后,两年复合增速 3.9%、明显低于正常水平。央行一季度调查数据显示,居民消费意愿继续回落、投资意愿上升,储蓄意愿仍处高位。

图13: 人均可支配收入修复快于人均收入中位数增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 居民消费意愿明显下降, 储蓄和投资意愿上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

重申观点: 理性看待年初数据, 生产高点已现、需求结构分化加大。政策“退潮”下, 基建、房地产投资单月增速高点 2020 年已现, 2021 年总体增长不宜高估, 制造业结构性亮点大于整体表现, 关注外贸、服务消费等部分行业需求改善逻辑。

## 4、风险提示

金融监管加强, 全球疫情超预期反弹。

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\\_19036](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19036)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn