



宏观研究

【粤开宏观】消费和制造业如期回升，但大宗商品上涨引发再分配——一季度经济数据解读

2021年04月16日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨

近期报告

《【粤开宏观】反垄断：当前背景、制度变迁与政策建议》2021-03-10

《【粤开宏观】非均衡的经济恢复》2021-03-15

《【粤开宏观】中美税制及税负比较（2021）》2021-03-29

《【粤开宏观】中国就业形势、结构及理念的变迁》2021-04-07

《【粤开宏观】一省三世界：2020年广东地市及以上城市财政经济分析》2021-04-12

事件：

中国一季度 GDP 同比 18.3%，预期增 18.5%，两年平均增长 5.0%。

3 月规模以上工业增加值同比增 14.1%，预期增 17.6%，去年 3 月降 1.1%，两年平均增速 6.2%；

1-3 月固定资产投资同比增 25.6%，预期增 25.1%，去年 1-3 月降 24.5%，两年平均增速 2.3%；

1-3 月全国房地产开发投资同比增长 25.6%，去年 1-3 月降 7.7%，两年平均增速 7.6%；

3 月社会消费品零售总额同比增 34.2%，预期增 28.4%，去年 3 月降 15.8%，两年平均增速 6.3%。

风险提示：疫情反复；大宗商品价格超预期上涨



目 录

一、总体判断：经济延续非均衡恢复，大宗商品上涨引发再分配，消费是最大的亮点.....	4
二、一季度 GDP 经济持续恢复，但增速低于预期，结构分化较为明显.....	6
三、工业生产两年平均增速有所回落，主要受到碳中和相关政策影响，下游增速明显高于上游行业.....	7
四、房地产投资韧性较强，销售增速仍高，但货币政策边际收紧和监管趋严将导致其下行.....	7
五、受益于专项债发行基建投资提速，制造业投资降幅收窄，但年内恢复或低于预期.....	11
六、就业、收入形势改善，促进消费尤其是餐饮消费、乡村消费大幅反弹.....	12
七、输入型通胀推升 PPI 结构性上涨，但猪周期下行决定了 CPI 温和可控.....	13
八、出口延续强劲，出口结构加速从防疫物资向生产生活切换，进口量价齐升，顺差缩减.....	20

图表目录

图表 1：2021 年一季度 GDP 延续恢复态势.....	6
图表 2：2021 年一季度环比低于往年同期.....	6
图表 3：3 月当月房地产投资两年平均增速与 1-2 月基本持平，但总体呈下降趋势.....	8
图表 4：“三道红线”政策具体内容.....	9
图表 5：房地产贷款集中度管理制度具体档位划分及贷款上限.....	9
图表 6：2021 年以来地方房地产调控力度升级.....	10
图表 7：2021 年一季度工业产能利用率仍位于近年来历史高位.....	11
图表 8：就业形势改善.....	12
图表 9：工资性收入、经营性收入增速高于转移性收入.....	12
图表 10：消费升级需求旺盛.....	13
图表 11：3 月 PPI 环比上涨幅度达历史最高水平.....	13
图表 12：PPI 结构性分化进一步加剧.....	14
图表 13：PPI 上涨由石化、有色及黑色等相关行业推动.....	14
图表 14：CPI 与 PPI 加速背离.....	15
图表 15：食品分项是影响 CPI 走势的主要因素.....	16
图表 16：非食品项主要由交通通信、居住、衣着拉动（环比，%）.....	16
图表 17：上游大宗商品价格上涨部分传导至 CPI 分项（环比，%）.....	16
图表 18：全球货币政策宽松是大宗商品价格持续上涨的必要条件.....	17
图表 19：美国疫情接种人群已超过 56%.....	18
图表 20：美国钻井平台数逐步回升.....	18
图表 21：美国疫情期间贫富差距加大（平均个人年收入？）.....	错误!未定义书签。
图表 22：高炉开工率降至 2016-2017 年水平.....	18
图表 23：全国螺纹钢、热轧薄板价格快速攀升.....	18
图表 24：2009 年以来 PPI 大幅上行时期国有企业工业利润增速均超过私营企业.....	19
图表 25：2009 年以来 PPI 大幅上行时期中上游利润占比上升.....	20
图表 26：上游涨价易侵蚀下游利润.....	20



图表 27：PMI 原材料购进价格指数上升速度快于出厂价格指数.....	20
图表 28：1-3 月我国进出口增速依然保持较高水平.....	21
图表 29：2021 年 1 季度出口环比回落低于往年平均.....	21
图表 30：全球主要经济体制造业恢复.....	22
图表 31：3 月包含口罩在内的纺织纱线出口同比加速回落.....	22
图表 32：3 月主要商品对出口的同比拉动.....	23
图表 33：价格因素是推动大宗商品进口的主要因素.....	23
图表 34：大宗商品价格支撑进口金额.....	23



一、总体判断：经济延续非均衡恢复，大宗商品上涨引发再分配，消费是最大的亮点

1、当前全球和中国经济均延续“非均衡恢复”的格局。全球经济分化为两个世界：疫苗接种速度快、经济重启快的经济体（美、英、中国等）和疫苗接种慢、经济重启慢的经济体（巴西、印度等新兴经济体）。同时，新兴经济体为应对资本外流被迫提前加息，经济恢复将更加迟缓。全球国家之间经济差距以及不同群体间的贫富差距更加拉大，对全球各大经济体的结构性改革提出更高要求，如美国推出针对富人加税等措施。如果继续采用财政刺激和货币宽松的方式应对，债务高企、资产价格泡沫和风险堆积将越发严重，导致全球宏观潜在增长率持续下行。

2、中国经济持续恢复，结构分化仍比较明显，经济动能正逐步从房地产、出口切换到内生动能的消费和制造业投资。

第一，3月供需总体较强，但供给端的规模以上工业增加值两年平均增速较1-2月下降1.9个百分点至6.1%。主要受到碳中和相关政策影响，下游增速明显高于上游行业。

第二，当前经济仍主要依赖房地产和出口，但房地产调控持续高压收紧的政策尤其是融资端收紧的压力将导致房地产投资增速逐步下行，出口结构变化导致出口增速可能高位放缓。1) 在今年一季度房地产销售强劲以及一线城市再度上涨的背景下，中央再度加强调控，并强调未来政策重点在解决大城市的住房问题，帮助新市民和青年环节住房问题，建设保障性租赁住房，坚定房住不炒。“三道红线”政策、房地产贷款集中度管理制度、住宅用地“两集中”政策及严查经营贷流入楼市，从土地出让端、房企端、银行放贷端及购房者端全面遏制房地产业的野蛮扩张。虽然当前房地产投资和销售增速仍较高，但销售、土地购置、到位资金的两年几何平均增速下行预示房地产投资处于下行通道。2) 出口正从防疫物资出口切换到全球生产生活恢复相关的机械设备、服装玩具类，保持高位略下行；进口量价齐升，下半年还将加大钢材、原油的进口，贸易顺差将快速下行。

第三，制造业投资降幅逐步收窄，未来制造业投资总体将持续恢复，但因中下游利润受挤压，恢复幅度和速度可能低于预期。1-3月制造业投资两年平均增速为-2.0%，较1-2月降幅收窄1.4个百分点。未来制造业投资增速总体上在企业中长期贷款、结构性减税降费以及利润改善的支撑下将持续恢复，但是大宗商品价格上涨可能引发结构分化，且制造业恢复增速可能低于预期。碳中和、碳达峰背景以及环保导致传统行业的产能利用率和开工率快速下行。一季度工业产能利用率为77.2%，较去年四季度下降0.8个百分点，但仍处于历年一季度的高点。其中，黑色冶炼、有色冶炼、汽车、非金属矿物制造业分别下降0.3、0.9、2和4.6个百分点，近期钢铁的高炉开工率和产能利用率快速下行，截至4月16日全国高炉开工率、唐山高炉开工率、唐山产能利用率分别为60.08%、47.62%、58.93%，较2月底分别下降6.08、20.63和17.2个百分点。**PPI上涨主要在中上游，但是产能扩张却受限；中下游利润受原材料价格上涨的挤压，利润增速可能平缓，产能扩张能力下降。**

第四，基建投资是固定资产投资增速上升的主要动力，但一般预算支出结构改善及专项债边际下行，导致基建未来反弹幅度有限。1-3月基建投资两年平均增速为2.3%，较1-2月上升3.9个百分点，源于3月地方政府陆续发行地方专项债、并优先支持在建工程后续融资，基建在建项目快速启动。3月建筑业PMI达到62.3%，较上月提高7.6个百分点，特别是作为基础设施项目指标的土木工程业PMI大幅上涨至65.7%，较上月提高11.2个百分点。伴随国内经济恢复、居民就业及收入改善，基建托底必要性减弱。同时在今年专项债额度边际下调、专项债项目实施穿透式监管的背景下，我们预计年内基建增速将略高于2020年，反弹力度有限。



第五，就业、收入形势改善，促进消费尤其是餐饮消费、乡村消费大幅反弹，地产相关消费、石油相关和消费升级品产品增速高，但是 16-24 岁失业率仍高达 13.6%，餐饮消费两年的几何平均增速总体偏低、居民消费率仍未恢复到疫情前水平。1) 3 月就业数量和质量均有所改善。3 月城镇调查失业率为 5.3%，比 2 月份下降 0.2 个百分点，比上年同期下降 0.6 个百分点。3 月全国企业就业人员周平均工作时间为 46.9 小时，比 2 月份增加 0.6 小时，就业质量改善。但是，今年就业的问题仍是总量压力较大与结构性压力并存，由于对工作环境的要求以及教育培训技能与用工需求不一致，制造业招工难、大学生就业难并存。2) 经济和就业改善导致收入增速及结构改善，工资性收入、经营性收入增速高于转移性收入，农村居民收入增长好于城镇居民收入。一季度全国居民人均可支配收入同比名义增长 13.7%，两年平均名义增长 7.0%；扣除价格因素同比实际增长 13.7%，两年平均增长 4.5%。其中，城镇居民人均可支配收入同比名义增长 12.2%，实际增长 12.3%；农村居民人均可支配收入同比名义增长 16.3%，实际增长 16.3%。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入同比分别名义增长 12.4%、19.5%、17.0%、10.7%。城乡居民人均收入比值 2.43，比上年同期缩小 0.09。3) 3 月社零消费同比 34.2%，较 1-2 月增速上升 0.4 个百分点，两年几何平均增速为 6.3%，高于 1-2 月两年平均增速 3.2 个百分点；餐饮消费两年平均增速为 1%，转为正增长，较上月上升 1.9 个百分点。从类别看，主要是地产相关、石油相关和升级类商品带动。其中，3 月当月房地产销售的两年平均增速仍为 8.9% 的较高增速，带动家具、建筑装潢类两年平均增速分别为 5.1% 和 11.3%，较 1-2 月的两年平均增速上升 2.3 和 8.3 个百分点；大宗商品上涨直接影响石油相关消费，两年平均增速为 1.3%，较 1-2 月上升 6.5 个百分点；消费升级类产品如汽车、化妆品、金银珠宝类平均增速为 10.4%、12.2% 和 13.2%，较 1-2 月上升 4.6、2.3 和 5.0 个百分点。3 月豪华车零售 27 万辆，同比增长 86%，环比 2 月增长 60%，但相对 2019 年 3 月增长 51%。豪华车继续保持强势增长特征，体现消费升级的高端换购需求仍旧旺盛。

3、PPI 全年预计呈倒 V 型，短期还将继续上行，但大宗商品快速上涨难以持续，猪周期下行决定了 PPI 传导到 CPI 的可能性不大。要高度重视大宗商品上涨导致国企业、上下游间的利润再分配效应。以原油为代表的大宗商品同时具备商品和金融属性，供给、需求和流动性是决定大宗商品价格的三大主要因素。我们认为 2021 年全球流动性扩张见顶、原油供给边际修复、贫富分化加剧制约消费和拜登基建计划相对规模有限等四大因素共同作用，使得国际原油价格的持续上涨动能受限。但是，国内碳中和、碳达峰以及环保减产的作用会逐步显现，经济恢复背景下钢材需求增加与供给减产的矛盾可能推升钢材价格上升，解决之道可能是大幅增加进口以及消耗现有库存。当前 PPI 结构性上涨将产生利益再分配的效果：利润向中上游集聚、下游加工制造业民企利润被挤压；国企利润占比上升，民企利润占比下降。

4、当前短期要注意的风险主要有三大风险：城投债风险、中小房企的破产风险、中下游和民企制造业所需原材料供应缺乏以及价格大幅上涨风险；中长期则需注意人口危机、财政社保压力、产业链升级受阻和中美全面摩擦四大风险。1) 近期中央持续强调要严控地方政府隐性债务，在《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》中强调“把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩”“清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算。”，城投债在 2021-2025 年为偿债高峰，到期金额分别为 2.86 万亿元、1.89 万亿元、2.13 万亿元、1.74 万亿元和 1.84 万亿元，且严控之下债务滚动难度加大。2) 中小房企在强力调控下的破产风险加大。3) 大宗商品上涨以及碳中和碳达峰下的减产，一方面导致中下游和民企的成本抬升，更重要的是如果库存消耗过快以及进口不及预期，则面临原材料供应不足的风险。

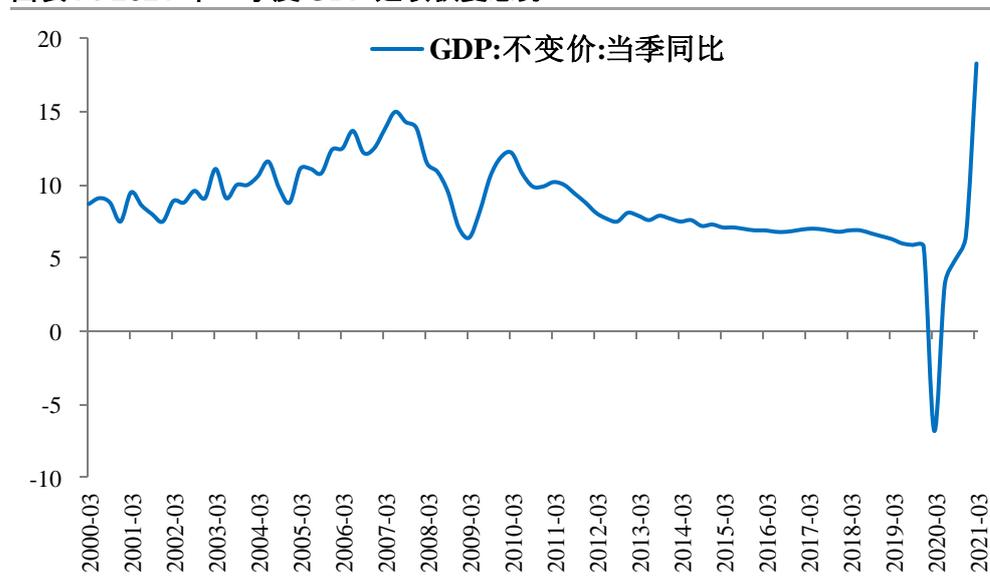


二、 一季度 GDP 经济持续恢复，但增速低于预期，结构分化较为明显

2021 年一季度 GDP 同比增 18.3%，两年平均增长 5.0%，较上季度下降 1.5 个百分点。同时，2021 年一季度 GDP 环比增长 0.6%，整体低于 2015-2019 年一季度 GDP 环比均值 1.9%。

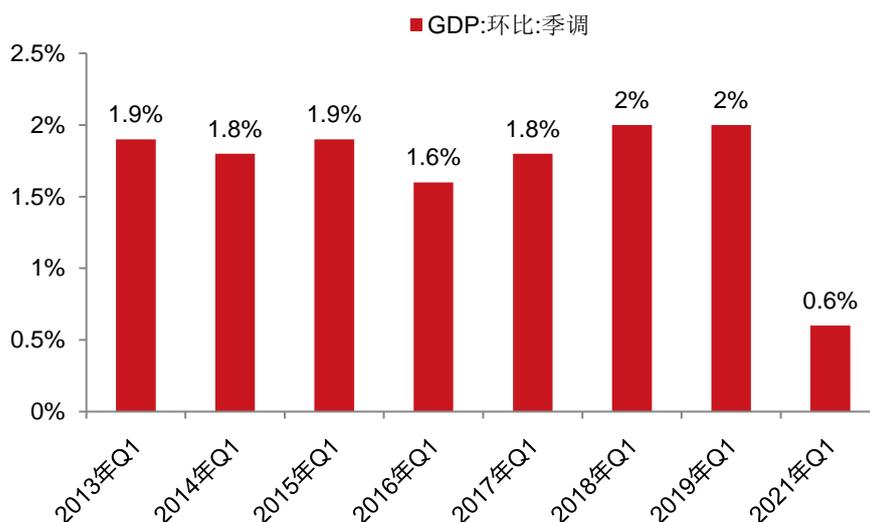
从产业结构看，2021 年一季度第一、二、三产业增速分别为 8.1%、24.4%和 15.6%，两年平均增速分别为 2.3%、6%和 4.7%，分别较 2020 年四季度回落 1.8、0.8 和 2 个百分点，其中第二产业回落幅度较慢，或与“就地过年”有利于加快工业复工复产有关。一季度，装备制造业和高技术制造业增加值同比分别增长 39.9%、31.2%，两年平均增长 9.7%、12.3%，增速分别快于第二产业 3.7 和 6.3 个百分点。

图表 1：2021 年一季度 GDP 延续恢复态势



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表 2：2021 年一季度环比低于往年同期



资料来源：wind、粤开证券研究院

三、工业生产两年平均增速有所回落，主要受到碳中和相关政策影响，下游增速明显高于上游行业

3月规模以上工业增加值同比实际增长14.1%，两年平均增速6.2%，低于往年同期均值，并较1-2月回落1.9个百分点，我们认为主要是受到国内碳中和达标政策的影响，同时工业增速值与第二产业增速分化显示当前规下工业企业生存情况有待进一步改善。

一是分三大门类看，制造业投资增速最高。3月采矿业、制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比分别增长2.9%、15.2%、13.9%，两年平均增长3.5%、6.4%和5.9%，较1-2月提高-1.3、-2和0.4个百分点。

二是分行业来看，下游行业增加值增速明显高于上游行业。3月上游有色、黑色冶炼行业增加值分别增长5.9%和12.3%；下游电器机械和器材制造业、汽车制造业、专用以及通用设备制造业增加值均同比增长20%-40%左右，除基数效应外，3月出口结构的改变在一定程度上支撑了中下游制造业生产。

三是一季度规模以上工业增加值高于GDP中第二产业同比，反映规模以下企业生产情况堪忧。1-2和3月规模以上工业增加值增速两年平均增速分别为8.1%、6.2%，一季度规模以上工业增加值两年平均增长6.8%，但是四季度第二产业两年平均同比为6%，意味着规模以下企业的产值增速较低，拖累了整体增速。

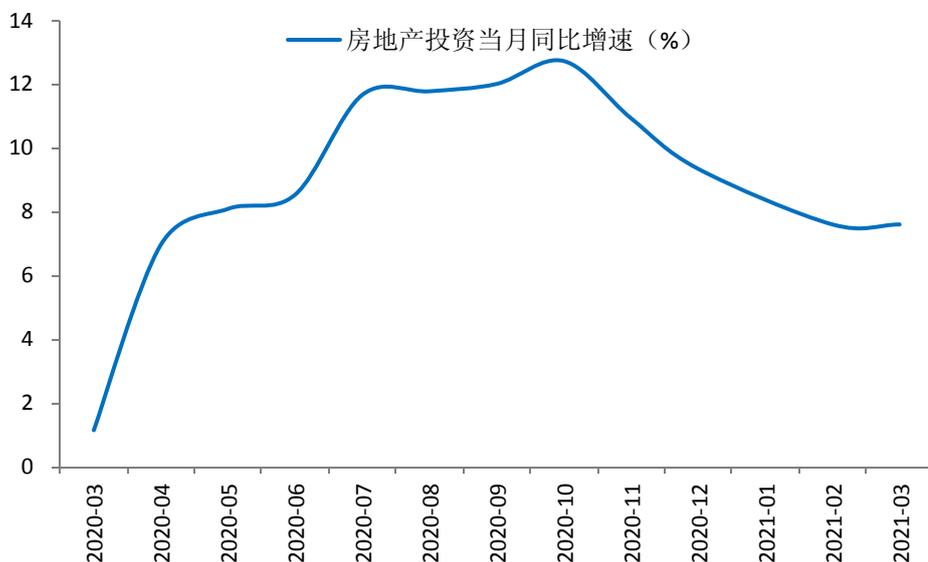
四、房地产投资韧性较强，销售增速仍高，但货币政策边际收紧和监管趋严将导致其下行

1-3月份固定资产投资95994亿元，同比增长25.6%，两年平均增速为2.9%，较1-2月提高1.2个百分点。其中，1-3月制造业、房地产、基建（不含电力）投资累计同比增长分别为29.8%、25.6%和29.7%，两年平均增速分别为-2%、7.6%和2.3%，较1-2月分别变化+1.4、0、+3.9个百分点，反映3月制造业及基建投资回暖，房地产投资韧性较强。



从房地产销售看，2021年3月当月销售的两年平均增长8.9%，延续去年10-12月（当月同比分别为15.3%、12.1%和11.5%）以来的下行趋势，较1-2月两年平均增速下降2.1个百分点。从房地产投资看，2021年3月当月房地产投资的两年平均增速为7.7%，延续去年10-12月（当月同比分别为12.7%、10.9%和9.4%）以来的下行趋势，与1-2月的两年平均增速基本持平。从施工面积看，2021年3月当月的两年平均增速为长6.5%，较1-2月两年平均增长下降0.4个百分点。从新开工面积看，2021年3月当月的两年平均增速为-2%，较1-2月两年平均增长降幅收窄2.8个百分点。从土地购置面积看，2021年3月当月的两年平均增速为-7.8%，较1-2月的两年平均降幅扩大4.8个百分点。从房地产到位资金来源看，2021年3月当月的两年平均增速为8.2%，较1-2月两年平均增速下降3.5个百分点。其中，3月当月国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款两年平均增速分别为-3.2%、2.5%、17%和14.8%，定金及预收款占比37.4%，为近十五年的高点。

图表3：3月当月房地产投资两年平均增速与1-2月基本持平，但总体呈下降趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

由此可以发现：一是房地产销售和投资较好主要源自居民利用贷款和自有资金购房

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_19041



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn