

宏观点评 20210416

2021 年一季度经济数据的瑕与瑜

2021 年 04 月 16 日

观点

- 如总理所说，“今年情况特殊，分析经济不仅要看同比，还要看环比”。从一季度和 3 月的经济数据来看，我们发现经济增长环比的动能主要体现在工业和投资端，尤其依赖出口和房地产；相比之下，虽然 3 月消费和制造业投资复苏有所提速，但整体的改善依然较为缓慢。在此背景下，一季度经济复苏虽然短期无忧，但整体的动能依然弱于疫情前的 2019 年一季度，这也将制约未来政策收紧的步伐。
- 从一季度经济相对去年四季度的环比增速来看（图 1），工业（0.65%）相比去年四季度（0.68%）略有回落，表明生产端的扩张依然良好；固定资产投资（1.39%）与去年四季度（1.38%）基本持平，背后的一个结构性变化是基建的回升对冲了房地产投资的回落。消费（0.76%）相比去年四季度（1.01%）明显回落，考虑到一季度居民收入的明显回升，可见居民的预防性储蓄仍在增加。从 3 月经济相对 2 月的环比增速来看，工业（0.6%）相比 2 月（0.69%）小幅回落，固定资产投资（1.51%）与 2 月（1.5%）基本持平，消费（1.75%）较 2 月（1.45%）有所回升，表明当前经济增长的整体动能依然在缓慢改善。
- 3 月工业增加值增速的回落不足虑。3 月工业增加值两年复合增速 6.2%，虽然低于 1-2 月的 8.1%，但其背后有 2019 年 3 月 8.5% 的高基数影响。鉴于 3 月制造业增加值和出口交货值增速依然高于整体的工增增速，可见外需依然是工业生产的重要支撑，3 月工业机器人和汽车同比分别为 80.8% 和 69.8%，依然保持高增。往后看，虽然二季度工业增加值增速可能继续回落，但我们预计将继续强于 2019 年同期。
- 制造业投资仍偏弱。一季度制造业投资两年复合增速 -1.5%，其中 3 月为 -0.3%，较 1-2 月的 -3% 有所改善，但仍弱于基建及地产投资。我们认为制造业偏弱主要有两方面原因：一是资金流入房地产对制造业形成挤占；二是制造业中资本节约型高技术产业比重提升，因此制造业景气未能完全反映到投资上。
- 基建投资边际改善，有望持续到二季度。一季度基建投资两年复合增速 3%，超过 2019 年一季度同比。3 月基建两年复合增速 5.8%，较 1-2 月的负增长明显改善，主要受益于：1) 就地过年使得年后开工恢复情况较好。2) 3 月财政存款环比减少 10%，或用于投向基建投资项目。3) 3 月新增专项债开始发行（图 2），助力优质基建投资项目；4) 中国建筑 1-2 月新签合同金额同比增长 42%（图 3），较 2019 年同期增长 21%。预计二季度新增专项债发行加速，将进一步推动基建投资增速。
- 房地产控而不冷。3 月房地产投资表现继续较强，较 2019 年同期的年均复合增速达 7.7%。新开工面积和土地购置面积第一季度均为负增长（年均复合增速），而施工和销售面积表现较好，房企拿地谨慎，行业库存继续下降（图 4）。
需求端是房地产投资的主要动力。资金来源上，定金、预付款和按揭等居民端资金占房企开发资金的比例继续创历史新高（53.9%），规模较 2019 年上涨 43%（图 5、图 6）。需求端依旧是今年房地产投资最大的支撑，考虑到疫情冲击使得居民储蓄大幅上升（图 7），以及当前依旧较低的利率水平（图 8），在房地产调控进一步收紧前偏旺盛的需求将继续阶段性支持房地产投资。
- 消费为何超预期？3 月社零较 2019 年同期复合增速 6.3%，较 1-2 月的 3.1% 环比改善，但仍低于 2019 年 3 月同比 8.7%。结构上，商品零售、餐饮均较 2 月有明显改善（图 9），其中商品零售两年年均增速较 2019 年同比之差缩窄至 -1.7pct（图 10），二季度有望转正。分产品看，3 月份拉动社零的主力仍为可选消费品。虽然饮料、烟酒、通讯器材、日用品复合增速靠前（图 11）；但考虑规模后，3 月对限额以上社零贡献最多的仍为可选消费品（图 12），如汽车、服装、家电、日用品。
居民可支配收入及消费倾向与疫情前相比仍存差距。2021 年一季度居民可支配收入的两年复合增速为 7.1%，低于 2019 年一季度的 8.7%（图 13）；居民消费倾向（即消费支出/可支配收入）为 61.4%，低于 2019 年一季度的 65.2%（图 14）。随着失业率降低、居民收入端修复，消费未来仍有较大的改善空间，但年内可能难以恢复至疫情前趋势水平。
- 风险提示：监管政策影响超预期，地产政策调整超预期，货币政策超预期收紧

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 周璐

zhoulu@dwzq.com.cn

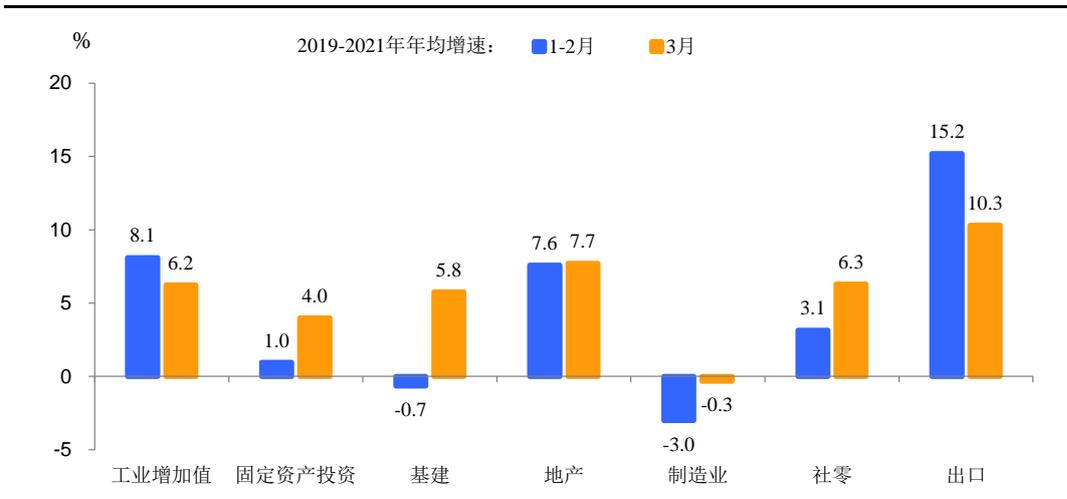
研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

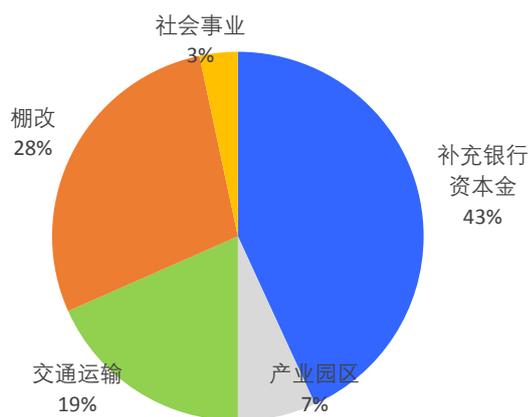
- 1、《宏观点评 20210415：那些年，政治局如何解读“输入型通胀”？》2021-04-15
- 2、《宏观点评 20210414：今年的新增专项债投了哪些项目？》2021-04-14
- 3、《宏观点评 20210413：强还是弱？3 月出口有何亮点？》2021-04-13
- 4、《宏观点评 20210412：社融遇冷，房贷需求为何居高不下？——2021 年 3 月金融数据点评》2021-04-12
- 5、《宏观点评 20210409：油价上涨对我国 PPI 和行业盈利影响有多大？》2021-04-09

图 1: 2021 年 3 月投资、消费同比边际改善, 工业、出口放缓



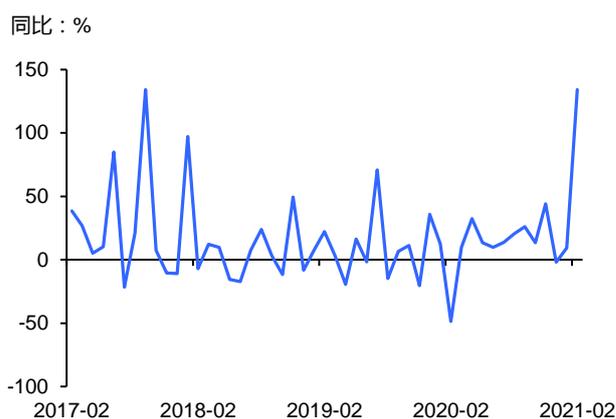
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021 年 3 月份新增专项债投向



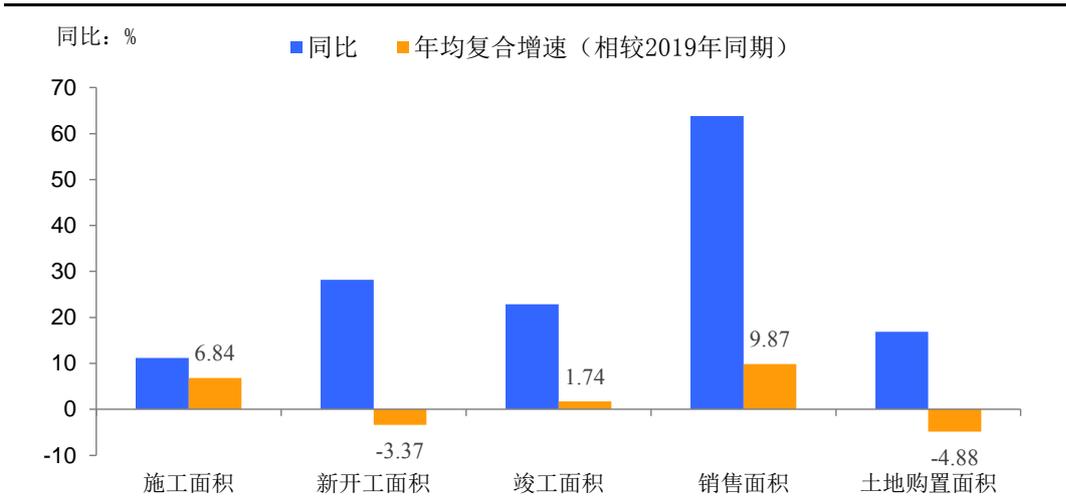
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 中国建筑新签合同同比增速



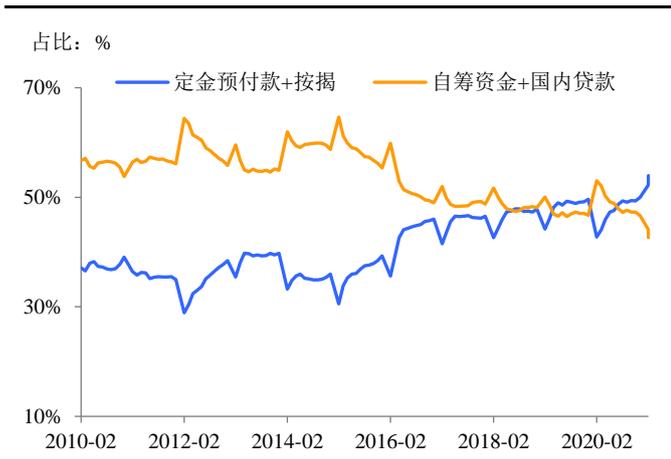
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4： 2021 年第一季度房地产投资相关面积增速



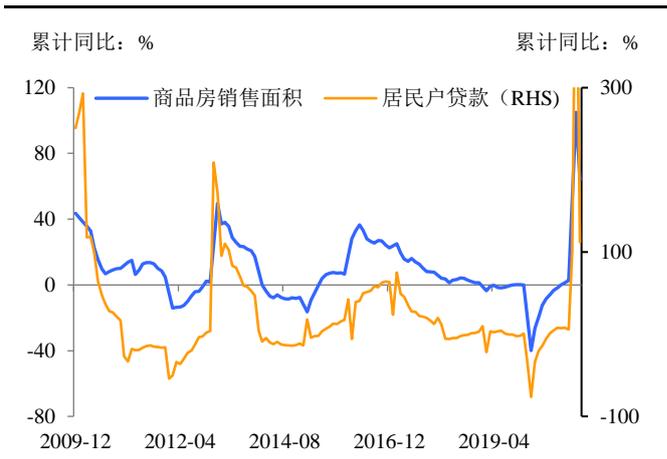
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5： 居民端是当前房地产开发最主要的资金来源



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6： 居民贷款是房地产销售的重要动力



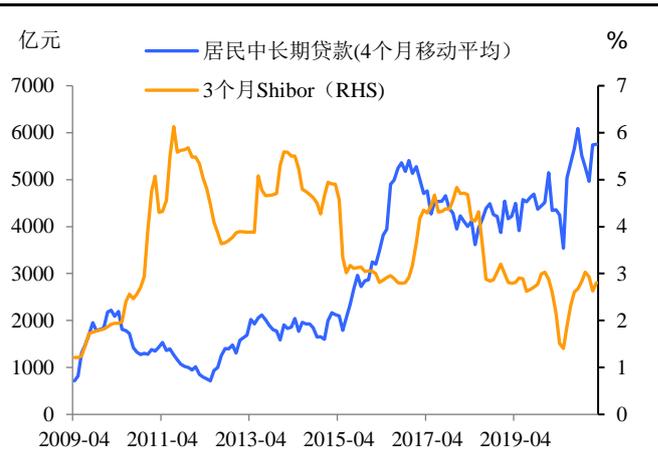
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7: 疫情以来居民储蓄大幅上涨



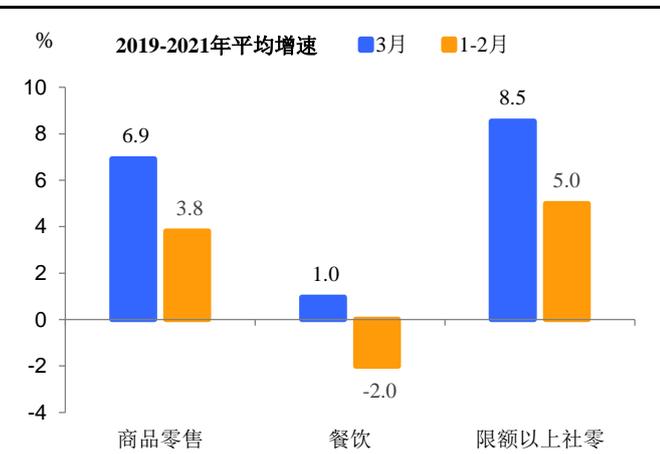
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 利率水平居于低位是居民贷款上涨的重要支撑



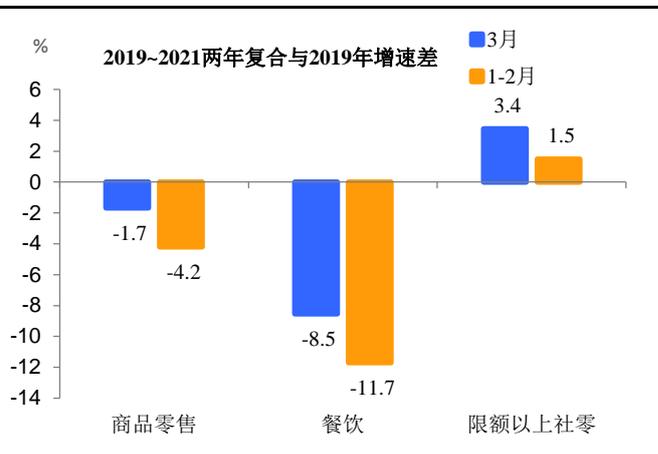
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 2021 年 3 月商品零售及餐饮均较 2 月边际改善



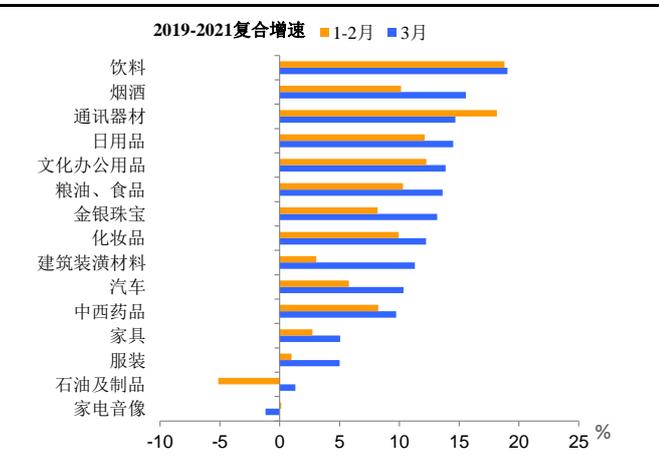
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 2021 年 3 月商品零售及餐饮与疫情前差距均缩小



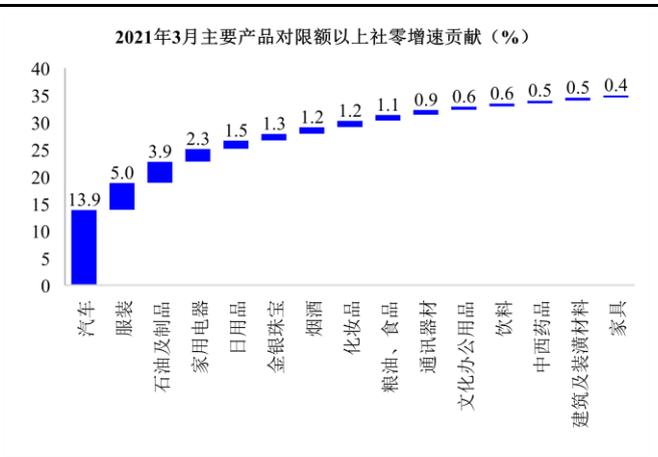
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 2021 年 3 月份多数商品零售两年平均增速较 1-2 月改善



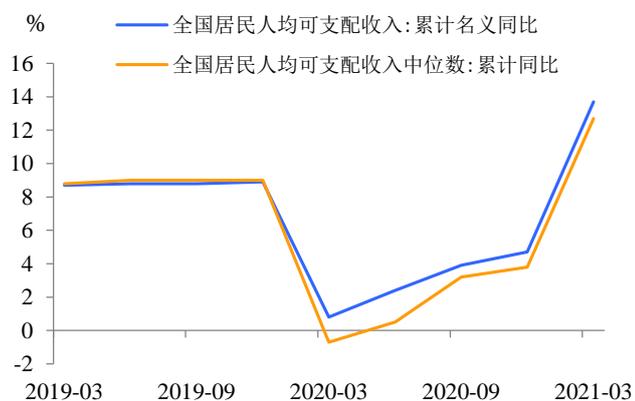
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2021 年 3 月对限额以上社零贡献最多的仍为可选消费品



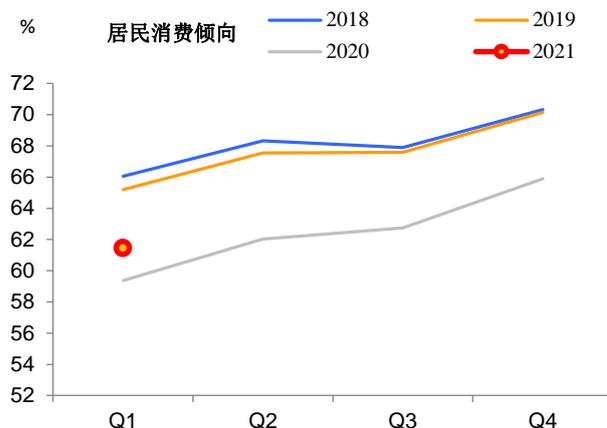
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 2021 年一季度居民可支配收入贫富差距缩小



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 2021 年一季度全国居民消费倾向弱于季节性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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_19042



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>