

宏观

证券研究报告

2021年04月12日

4月：迈向本轮经济复苏的第二个高点

1季度国内经济经历了两个阶段的变化：第一阶段是1-2月，受疫情反复、气温偏低、就地过年、政府融资后置等短期因素影响，经济增长较去年4季度有所回落；第二阶段从3月延续至今，随着短期因素逐渐消退、宏观政策常态化回归的中长期影响尚不显著，经济增长动能有所增强。

预计1季度实际GDP同比增长20.5%，相对于2019年同期的两年年均复合增速为6.0%，较去年4季度小幅回落。大宗商品价格在1季度经历了一轮大幅上涨，带动PPI同比从去年12月的-0.4%快速升至3月的4.4%，非食品CPI也从今年1月的-0.8%回升至0.7%。预计1季度名义GDP同比增长21.7%。

央行1季度例会将对经济形势判断更积极，且没有出现“不急转弯”等表述，整体措辞略偏紧；但春节至今货币市场流动性环境友好，除了保持政策延续性的主观意图外，也与利率债供给延迟、公开市场到期量较少等客观因素有关。国常会提出“政府部门杠杆率要有所降低”的要求比较严格，广义政府债务增速要从20年的约18%下降至名义GDP增速以下，接近2018年的10.6%。政策取向的进一步明确要关注4月中下旬的政治局会议。

风险提示：货币市场流动性超预期收紧/放松；海外市场波动性增大；疫情超预期反复

作者

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：拜登基建的三大障碍》
2021-04-09
- 2 《宏观报告：景气度修复到了什么程度？——2月行业景气度更新》
2021-04-08
- 3 《宏观报告：风险定价 | 分子端存在战术性机会-4月第2周资产配置报告》
2021-04-07

内容目录

1. 金融数据：需求旺盛供给受限，信用扩张增速大幅回落	3
2. 工业生产：工增继续高位运行，高基数下复合增速读数回落	4
3. 固定资产投资：房地产投资延续韧性，制造业投资重回复苏	4
4. 房地产销售：增速回落但景气度仍高，关注行业逻辑的潜在长期变化	5
5. 消费：汽车消费走弱、服务消费复苏偏慢，消费复苏面临结构性问题	5
6. 进出口：出口延续高景气度，进口运价加速上涨	6

图表目录

图 1：贷款需求处于近年高位	4
图 2：居民消费倾向仍然偏低	5
图 3：出口运价边际回落，进口运价加速上涨	6
表 1：3 月主要经济金融数据预测	3

表 1: 3 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2021.1-2	2021.3(E)	WIND 预期
实际 GDP (当季)	-	20.5	18.4
名义 GDP (当季)	-	21.7	-
工业增加值 (当月/季)	35.1	14.6	17.6
固定资产投资 (累计)	35.0	26.3	25.1
制造业投资 (累计)	37.3	35.9	-
全口径基建投资 (累计)	35.0	20.9	-
房地产开发投资 (累计)	38.3	26.3	-
社消零售总额 (当月/季)	33.8	29.0	28.4
出口 (当月/季, 美元)	60.6	39.0	31.1
进口 (当月/季, 美元)	22.2	23.0	19.6
新增实体信贷 (万亿)	-	23000	25038.5
新增社融 (万亿)	-	3.2	3.6
社会融资规模存量同比	13.3	12.3	-
M1	7.4	7.4	-
M2	10.1	9.5	9.6

资料来源: WIND, 天风证券研究所

1 季度国内经济经历了两个阶段的变化: 第一阶段是 1-2 月, 受疫情反复、气温偏低、就地过年、政府融资后置等短期因素的影响, 经济增长较去年 4 季度有所回落, 工业生产高位运行但投资和消费等需求端明显回落, 出口外需延续高景气, 服务业生产小幅回落; 第二阶段从 3 月延续至今, 随着上述短期因素逐渐消退、宏观政策常态化回归的中长期影响尚不显著, 经济增长动能有所增强, 高频数据显示生产高位运行、需求不同程度复苏, 出口外需延续高景气。

根据生产法, 预计 1 季度实际 GDP 同比增长 20.5% (前值 6.5%), 相对于 2019 年同期的两年年均复合增速 (以下统称“复合增速”) 为 6.0% (前值 6.1%), 较去年 4 季度小幅回落。大宗商品价格在 1 季度经历了一轮大幅上涨, 带动 PPI 同比从去年 12 月的 -0.4% 快速升至 3 月的 4.4%, 非食品 CPI 也从今年 1 月的 -0.8% 回升至 0.7%。预计 1 季度名义 GDP 同比增长 21.7% (前值 7.0%)。

政策方面, 央行 1 季度例会经济形势判断更积极, 且没有出现“不急转弯”等表述, 整体措辞略偏紧; 但春节至今货币市场流动性环境整体友好, DR007 均值低于政策利率约 10BP, 除了央行保持政策延续性的主观意图外, 也与利率债供给延迟、公开市场到期量较少等客观因素有关。3 月 15 日国常会提出“政府部门杠杆率要有所降低”的要求比较严格, 这意味着存量 104 万亿的广义政府债务 (政府显性债务存量 46 万亿+城投带息负债代表的隐性债务存量 58 万亿) 增速要从 20 年的约 18% 下降至名义 GDP 增速以下, 接近 2018 年的 10.6%。政策取向的进一步明确要关注 4 月中下旬的政治局会议。

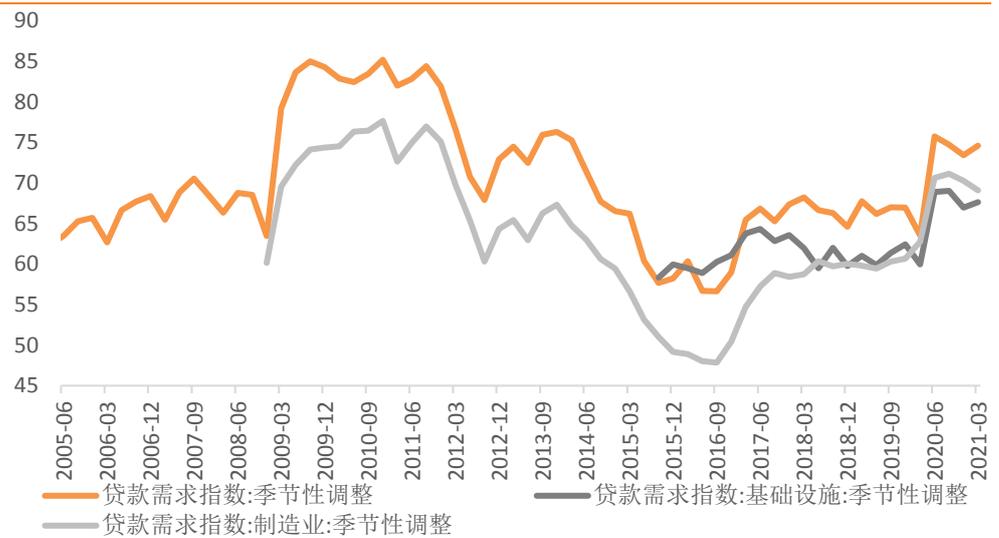
1. 金融数据: 需求旺盛供给受限, 信用扩张增速大幅回落

表内方面, 预计 3 月新增信贷 (社融口径) 2.3 万亿, 存量增速从 13.5% 大幅回落至 12.7%-12.8%。具体来看, 居民消费重回复苏, 2-3 月商品房销售金额增长较多, 预计居民新增短期贷款 3000 亿, 新增中长期贷款 5000 亿, 合计约 8000 亿。企业融资需求保持旺盛, 贷款需求指数处于近 7 年的高位, 但信贷供给额度可能受限, 预计企业新增短期类贷款 (短贷+票据) 2000 亿, 新增中长期贷款 1.3 万亿, 合计约 1.5 万亿。

表外方面, 3 月集合信托到期量有所增长, 但发行规模增幅更大, 预计信托贷款新增 -500 亿, 预计委托贷款新增 -100 亿、未贴现票据新增 900 亿, 三者合计净融资 300 亿; 非金融企业债券净融资 3400 亿, 政府债券净融资约 3100 亿, 非金融企业境内股票净融资约 500 亿。总的来看, 预计 3 月新增社融 3.2 万亿, 存量增速大幅回落至 12.3% (前值 13.3%),

信用扩张将确认回落拐点，可能在 10 月阶段性触底。

图 1：贷款需求处于近年高位



资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 工业生产：工增继续高位运行，高基数下复合增速读数回落

从跟踪的几个主要行业来看，3 月唐山钢厂产能利用率大幅回落，主要与限产政策有关：根据唐山市《关于报送钢铁行业企业限产减排措施的通知》，限产执行将贯穿全年，减产幅度从 30%-50%不等；PTA 开工率小幅回落，焦化厂焦炉生产率、汽车轮胎半钢胎开工率上升，模型结果显示工业生产仍然偏强。作为印证，3 月制造业 PMI 生产指数录得 53.9，环比 2 月升高 2.0，回升幅度稍强于季节性。

预计 3 月工业增加值同比增长 14.6%（前值 35.1%），复合增速为 6.4%（前值 8.1%）。3 月工增复合增速明显低于 1-2 月的主要原因是 2019 年 3 月的基数较高，与当时开年政策刺激力度较大和春节错位效应有关，剔除基数效应后 3 月工增表现与 1-2 月基本持平。

3. 固定资产投资：房地产投资延续韧性，制造业投资重回复苏

1 季度主要钢材品种的表现消费量经历了几个阶段的变化。对于螺纹钢，开年至春节前的表现消费量低于 20 年、持平于 19 年农历同期，需求稍偏弱；春节后，表现消费量同比继续偏弱但环比逐渐改善，自 3 月第 2 周起已经超过 19 年农历同期。对于热轧卷板，开年至春节前的表现消费量高于 19 和 20 年农历同期，需求偏强；春节前后表现消费量转为偏弱，但 3 月以来同样在缩小差距，全月消费量与 19 年农历同期基本持平。由此可见 3 月的钢材需求整体较 1-2 月有所改善。

1-2 月制造业投资复合增速-3.4%，较去年 12 月下滑 11.8%，这种大幅回落与企业中长期信贷、制造业利润、产能利用率等指标背离，可能与疫情等短期因素导致企业投资信心不足、放缓投资计划有关。随着国内疫情明显缓解，制造业资本开支有望重回温和复苏。预计 1-3 月制造业投资累计同比增速 35.9%（前值 37.3%），其中 3 月当月同比增速 35.0%（前值 37.3%），复合增速为 3.5%（前值-3.4%）。

1-2 月全口径基建投资复合增速从去年 12 月当月的 3.2%回落至-0.6%，与地方专项债滞后发行和气温偏低不利于施工等因素有关。目前地方新增专项债提前批额度 1.77 万亿已经在 3 月初下达，但整个 1 季度仅发行 264 亿元，远低于 19 年的 6688 亿和 20 年的 10829 亿，因此基建投资回升的主要原因可能是施工条件的改善，财政支出的贡献相对有限。预计 1-3 月全口径基建投资累计同比增速 20.9%（前值 35.0%），其中 3 月当月同比增速 12.0%（前值 35.0%），复合增速为 1.5%（前值-0.6%）。

1-2 月房地产开发投资复合增速从去年 12 月当月的 5.4%回升至 5.8%，韧性较强。3 月高频数据显示螺纹钢消费量快速回升、全国水泥价格超季节性上涨、挖掘机销量同比增长 60%，房地产开工、施工可能进一步加速。预计 1-3 月房地产开发投资累计同比增速 26.3%（前

值 38.3%)，其中 3 月当月同比增速 16% (前值 38.3%)，复合增速为 6.2% (前值 5.8%)。

综上，预计 1-3 月固定资产投资累计同比增速 26.3% (前值 35.0%)，其中 3 月当月同比增速 20.5% (前值 35.0%)，相对于 2019 年的年均复合增速为 5.0% (前值 1.7%)。

4. 房地产销售：增速回落但景气度仍高，关注行业逻辑的潜在长期变化

3 月 30 大中城市商品房成交面积的复合增速为 8.9%，较 1-2 月的 14.6% 回落。根据克而瑞数据，3 月百强房企全口径销售金额同比 19 年增长 32.8%，同样较 1-2 月的 55.9% 有所回落。据此估计，3 月当月全国商品房销售面积增速可能回落至 30%-35% (前值 104.9%)，复合增速为 5.7%-7.7% (前值 11.0%)，1-3 月累计同比增速 58.9%-61.9% (前值 104.9%)。

房地产行业的一种可能的长期趋势性变化需要关注：随着影子银行融资、三道红线、房贷集中度管理等政策陆续到位，房地产的金融属性正在被削弱，其早周期属性可能随之逐渐弱化，在周期中的联动顺序可能逐渐向顺周期甚至后周期 (滞后于居民收入改善) 演变。这可能是当前房地产市场在政策高压下仍然呈现结构性高景气的原因之一：大城市居民收入受疫情冲击较小且更多受益于宽松政策，收入改善和资本市场的财富效应推升购房需求。

5. 消费：汽车消费走弱、服务消费复苏偏慢，消费复苏面临结构性问题

根据乘联会数据，3 月乘用车零售销量同比 19 年增长 1.0%，稍低于 1-2 月的 2.6%；根据中汽协数据，3 月汽车销量预估同比 19 年增长 -5.4%，同样低于 1-2 月的 2.2%，因此预计 3 月汽车零售消费同比增长 28.3% (前值 77.6%)，对应相对于 19 年的年均复合增速为 2.5% (前值 5.8%)。

清明节假期，全国国内旅游出游 1.02 亿人次，恢复至疫前同期的 94.5%；实现国内旅游收入 271.68 亿元，恢复至疫前同期的 56.7%。将同样处于国内疫情平稳期的去年国庆假期作为对比，长假期间全国共接待国内游客 6.37 亿人次，按可比口径同比恢复 79%；实现国内旅游收入 4665.6 亿元，按可比口径同比恢复 69.9%。可见清明假期出行人次恢复程度更高、旅行消费恢复程度更低，可能与春节就地过节人群大规模返乡而非出游有关，由此推断服务类消费的复苏进度仍然偏慢。

当前制约消费复苏的更多是结构性问题，包括居民收入复苏不均匀、消费倾向下降等。央行 1 季度储户调查问卷结果显示，选择“更多消费”的储户比例为 22.3%，较去年 4 季度的 23.3% 还有所回落，更低于 19 年 4 季度的 28%，消费复苏仍将是一个相对缓慢的过程。预计 3 月社零同比增长 29.0% (前值 33.8%)，复合增速为 4.2% (前值 3.2%)。

图 2：居民消费倾向仍然偏低 (%)

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_19153



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn