

2021年4月16日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

联系人：杨谱

·从业资格编号 F3078457



## 一季度 GDP 增速高升，经济复苏分化

——1-3 月经济数据点评

### 内容提要

一季度 GDP 同比 18.3%，预期 18.4%，前值 6.5%。3 月，固定资产投资累计同比 25.6%，预期 26.8%，前值 35.0%；社会消费品零售总额同比 34.2%，预期 28.4%，前值 33.8%；规模以上工业增加值同比 14.1%，预期 17.6%，前值 52.34%。

1、一季度第一产业、第二产业和第三产业 GDP 不变价同比分别为 8.1%、24.4% 和 15.6%，较去年四季度分别上升 4.0、17.6 和 8.9 个百分点。第二产业复苏最快，第三产业次之。

2、3 月固定资产投资累计同比不及预期。房地产投资累计同比 25.6%，基建投资累计同比 26.8%，在经济恢复仍较缓慢的背景下，基建投资和房地产投资较高增速对我国经济增长起到压舱石的作用。制造业投资累计同比 29.8%，增速高于基建投资和房地产投资，显示制造业投资韧性较强。

3、3 月社零增速超预期，但结构分化。乡村消费增速高于城镇消费增速，且乡村消费走强而城镇消费走弱，餐饮消费增速大幅走强而商品销售增速走弱。二季度基数仍低，虽居民收入同比或放缓，但大概率维持高位，我国内需回暖的确定性高。高频数据显示，4 月消费增速或回落。

4、3 月规模以上工业增加值同比 14.1%，低于预期的 17.6% 和前值的 52.34%，我国经济复苏不及预期。工业增加值增长最快的 5 个行业和增长最慢的 5 个行业中上下游均有，显示上中下游经济复苏均有所分化。

5、回顾一季度，我国货币政策稳健宽松，货币政策边际宽松，基建和房地产投资增速上升，经济复苏分化，经济复苏不及预期。未来，随着稳增长政策的持续实施，经济复苏的恢复。

### 风险提示

疫情在全球超预期蔓延；经济增长不及预期；美元指数大幅走强

请务必仔细阅读正文之后的声明

## 一、事件

2021年4月16日 2021年1-3月中国宏观经济数据：1) 一季度GDP同比18.3%，预期18.4%，前值6.5%；2) 1-3月固定资产投资同比25.6%，预期26.0%，前值35.0%；3) 3月社会消费品零售总额同比34.2%，预期28.4%，前值8.1%；4) 3月规模以上工业增加值同比14.1%，预期17.6%，前值52.34%。

## 二、点评

### 1、经济高增长，但不及预期，第二产业复苏强于第三产业

一季度GDP不变价同比18.4%，较去年四季度的6.5%大幅攀升。一季度第一产业、第二产业和第三产业GDP不变价同比分别为8.1%、24.4%和15.6%，较去年四季度分别上升4.0、17.6和8.9个百分点，显示第二产业复苏最快，第三产业次之。

三大产业对GDP累计同比的拉动中，第一产业对GDP累计同比的拉动为0.40%，较去年四季度提升0.18个百分点，第二产业对GDP累计同比的拉动为8.59%，较去年四季度上升7.59个百分点，第三产业对GDP累计同比的拉动为9.31%，较去年四季度提升8.22个百分点。

出口承压，国内生产恢复使我国出口承压。驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

就2021年剩下三个季度的GDP同比增速走势看：二季度基数效应转弱，同比增速会较大幅回落，但因全球生产和需求或快速回升，同比大概率维持高位；三、四季度：随全球疫苗较普遍接种，尤其是欧美地区大概率逐步达群体免疫，



在经济趋势较快速回升阶段，基建投资增速斜率或走平。

3月制造业投资累计同比29.8%，较前值下降7.5个百分点，去年3月制造业投资累计同比在三大投资类别（房地产投资、基建投资和制造业投资）中最低，今年3月制造业投资累计同比至3.4%最高，并且制造业投资累计同比回落幅度小于基建投资和房地产投资，显示制造业投资韧性较强。制造业13个已经出来数据的大类中12个大类累计同比增速下降，其中较前值下降最多的是专用设备制造业、医药制造业、汽车制造业、通用设备制造业和这些行业偏中下游。显示出口端增速回升主要是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业。

随着新冠疫苗接种顺利推进，国外疫情蔓延速度明显下降，欧美等国家或地区逐渐放松管控措施，全球需求逐步恢复，制造业投资增速趋势回升，但因全球生产恢复慢于需求恢复，我国投资增速回升速度或不及预期。

3月民间投资累计同比26.0%，较前值下降10.4个百分点，民间投资增速下降幅度高于制造业，显示民间投资恢复相对缓慢，国外生产快速恢复背景下，民间投资增速回升速度短期或仍低于制造业。3月农、林、牧、渔业投资累计同比43.1%，较前值下降16.8个百分点，3月采矿业累计同比15.8%，较前值上升5.0个百分点。

### 3、居民收入增长支撑零售趋势回升，结构分化

零售同比高增，但结构分化明显。3月社会消费品零售总额同比34.2%，高于预期的28.4%和前值33.8%。3月城镇消费品零售总额同比34.0%，较前值下降0.9个百分点，乡村消费品零售总额同比34.9%，较前值上升8.2个百分点，显示乡村消费增速高于城镇消费增速，且乡村消费增速可抵城镇消费下降。商品零售同比29.9%，较前值下降5.3个百分点，餐饮收入同比91.6%，较前值上升22.7个百分点，餐饮消费大幅走强而商品销售走弱。

由于今年2-3月累计同比增速波动较大，我们更关注相对于2019年3月累计值的同比增长情况。

今年1-3月社会消费品零售总额较2019年1-3月增长7.60%，高于1-2月较2019年1-2月增长5.56%，低于2019年1-3月相对于2018年1-3月的8.3%。今年1-3月城镇消费品零售总额较2019年1-3月增长9.5%，高于2019年1-3月相对于2018年1-3月的8.2%。今年1-3月乡村消费品零售总额较2019年1-3月增长-3.57%，大幅低于2019年1-2月较2018年1-2月的9.2%，显示乡村消费增长大幅弱于城镇。今年1-3月商品零售较2019年1-3月增长8.58%，高于2019年1-3月相对于2018年1-3月的8.2%。今年1-3月餐饮收入较2019年1-3月增长-0.45%，大幅低于2019年1-3月相对于2018年1-3月的9.6%。餐饮收入恢复速度明显慢于商品零售。

从具体门类看，3月15个零售门类中，相对于2月，4个门类增速上升，分别为服装鞋帽针纺织品类、石油及制品类、烟酒类和化妆品类，11个门类增速下降，增速下降幅度最高的5个门类分别为汽车类、通讯器材类、文化办公用品类、家具类和金银珠宝类。3月累计同比增速最低的5个门类分别为粮油、食品类、中西药品类、石油及制品类、文化办公用品类和日用品类。

高频数据显示，4月初零售恢复受到疫情影响，汽车类消费下降，4月初零售在地产和零售等3月大幅下降(4月1日至11日，环比3月同期下降17%)，汽车零售同比或回落，压制消费增速。

因低基数影响，一季度我国居民人均可支配收入回升明显，累计名义同比、累计实际同比和中位数累计同比

#### 4、全球经济趋势回暖，3月经济复苏不及预期

3月，中国GDP累计同比24.5%，低于前值的35.1%，制造业增加值累计同比27.3%，较前值下降12.2个百分点，采矿业增加值累计同比10.1%，较前值下降7.4个百分点。

3月规模以上工业增加值同比14.1%，预期17.6%，前值52.34%，我国经济复苏不及预期。工业增加值分项中，3月制造业增加值同比15.2%，采矿业增加值同比2.9%，电力、燃气及水的生产和供应业同比13.9%，制造业复苏最明显。

从具体行业看，3月17个已经公布累计同比增速的行业均较2月大幅下挫，增速下挫幅度最小的五个行业分别是：电力、热力的生产和供应业、黑色金属冶炼及压延加工业、农副食品加工业、农副食品加工业、农副食品加工业和化学原料及化学制品制造业。

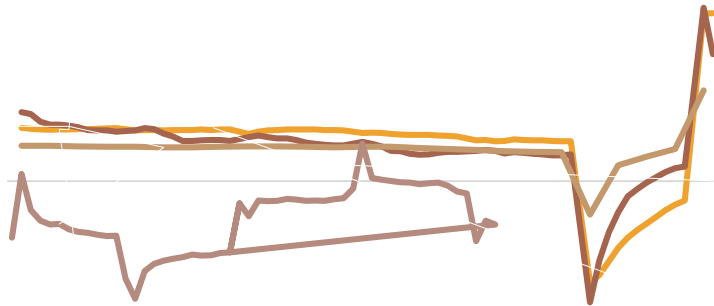
3月增速最快的五个行业分别是：汽车制造业、电气机械及器材制造业、金属制品业、有色金属冶炼及压延加工业、农副食品加工业、电力、热力的生产和供应业、黑色金属冶炼及压延加工业和金属制品业。这些行业大多为上游行业，显示上中下游经济复苏均有所分化。

从出口交货值看，我国3月工业企业出口交货值累计同比30.4%，较前值下降12.1个百分点，3月累计值较2019年3月下降3.5%，较2019年3月相对于2018年3月的增长1.9%攀升明显，显示企业出口交货转强，表明我国1-3月出口型企业生产增速回升。3月、美国、欧元区、日本制造业PMI均较大幅上升显示全球经济复苏共振。当前欧美逐步放松疫情管控措施，国外需求趋势回升，短期我国出口增速仍有支撑。

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从2月14日的低点28.3万快速上升至近期的82.1万。我们认为，随着全球逐步放松疫情管控措施，聚集行为正增加，疫情仍可能继续趋势着，随着疫情快速蔓延，全球疫情管控措施可能趋紧加强。就

气温逐日的升温程度若接种的稳步推进，预计全球疫情蔓延态势将减弱，全球复工复产趋势稳步推进，我国经济增长有较强支撑。

图 1：GDP 增速与消费、投资和出口累计同比：单位：%

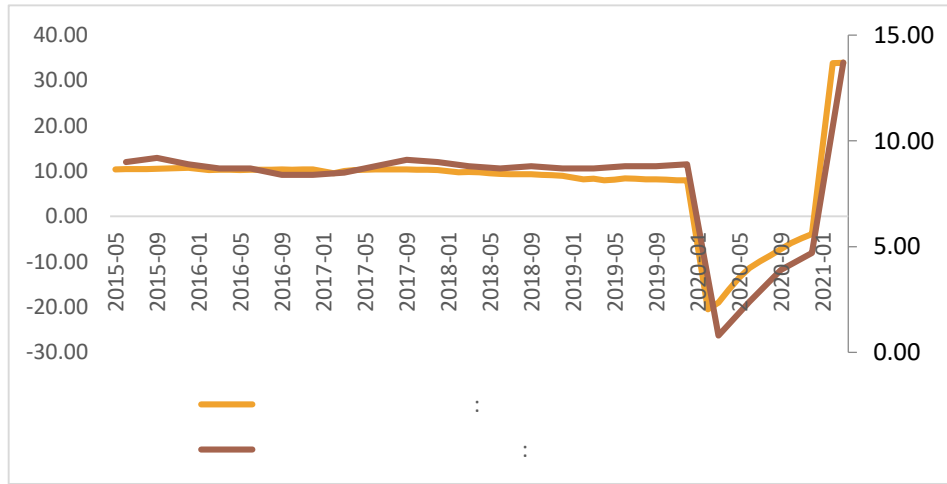


资料来源：Wind，优财研究院

图 2：制造业、房地产业和基建累计同比：单位：%

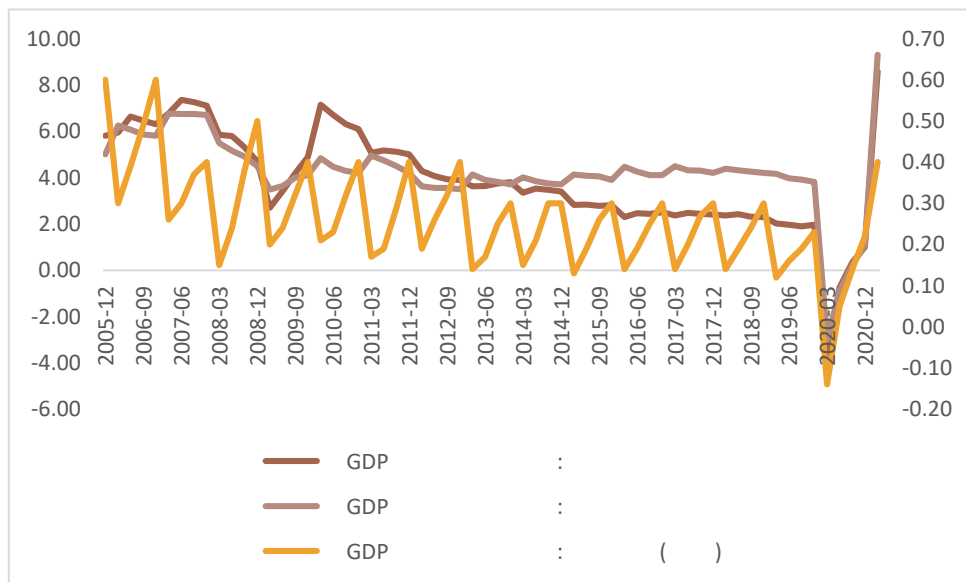
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：社零和居民可支配收入累计同比：单位：%



资料来源：Wind, 优财研究院

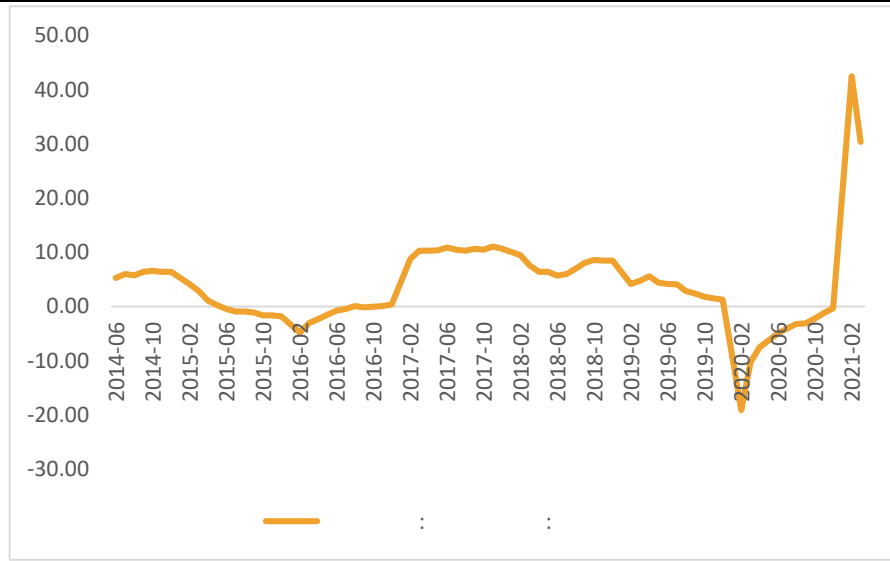
图 4：三大产业对 GDP 累计同比的拉动：单位：%



资料来源：Wind, 优财研究院



图 5：工业企业 : 单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

### 三、风险提示



## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了

间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供者或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不构成金信期货或其附属机构的买卖、报告或提供投资建议或咨询等意见。本报告仅供参考，不作为任何投资建议的依据。投资者据此操作，风险自担。金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，不作为任何投资建议。本报告仅供客户参考，不构成任何投资建议。本报告所载内容仅供参考，不作为任何投资建议。本报告所载内容仅供参考，不作为任何投资建议。本报告所载内容仅供参考，不作为任何投资建议。