

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

湘证监机构字[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 26.0%，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 个行业上中下游均有，显示上中下游经济复苏均有所分化。

5、预计二季度，我国财政政策和货币政策边际收敛，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外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。

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日国家统计局发布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33.8%；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。

预计二季度，我国财政政策和货币政策边际收敛，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外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成群体免疫），

疫情对全球经济的负面影响将明显减弱，全球经济复苏大概率偏强，虽然基数效应或使得全球经济同比增速回落，但大概率逐渐触底后进入加速通道，我国 GDP 同比增速也大概率触底逐步攀升。

2、投资增速不及预期，制造业投资强于房地产和基建

3月固定资产投资累计同比 25.6%，不及预期的 26.0%，前值为 35.0%，去年 3 月值为-16.1%。固定资产投资累计值，今年 3 月较 2019 年 3 月增长 6.0%，仍低于 2019 年 3 月相对于 2018 年 3 月的增长 6.3%，显示我国投资还没有恢复到往年增长水平且较上月增速放缓。

3月房地产投资累计同比 25.6%，前值下降 12.7 个百分点，去年 3 月值为-7.7%，今年 3 月较 2019 年 3 月的值增长 15.9%，两年平均增长 7.6%，显示在经济恢复仍较缓慢的背景下，房地产投资较高增速对我国经济起到了支撑作用。房屋新开工面积累计同比 28.2%，房屋竣工面积累计同比 22.9%，房地产开发资金来源累计同比 41.4%，其中自筹资金累计同比 21.0%，定金及预收款累计同比 86.1%，个人按揭贷款累计同比 50.0%。商品房销售面积累计同比 63.8%，今年 3 月较 2019 年 3 月的值增长 20.7%。3 月末商品房待售面积 51858 万平方米，比 2 月末减少 567 万平方米，3 月房地产企业购置土地面积累计同比 16.9%。从高频数据看，截止 4 月 16 日，4 月 30 大中城市商品房成交面积日均值较 2019 年 4 月增长 3.1%，较 3 月相对于 2019 年 3 月的增速下降 15.4 个百分点。4 月 100 大中城市成交土地面积日均值较 2019 年 4 月增长-47.8%，较 3 月相对于 2019 年 3 月的增速跌幅扩大 28.3 个百分点，指向 4 月房地产投资增速承压。在房企“三道红线”和政策边际收紧的背景下，房地产投资增速 2021 年承压。

3 月基建投资累计同比 26.8%，较前值下降 8.2 个百分点，不含电力的基建投资累计同比 29.7%，较前值下降 6.9 个百分点。基建投资是逆周期调节的重要手段，2021 年不发行特别国债，地方专项债发行规模减少，赤字率较 2020 年下降较多，

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攀升至最高，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、通用设备制造业和化学原料及化学制品制造业，这些行业偏中下游。累计同比增速较前值上升的是铁路、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，但因全球生产恢复快于需求恢复，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，且乡村消费走强而城镇消费走弱。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月累计同比增速与去年低基数相关，2-3月累计同比的高或低的意义不是非常重要，我们更关注，相对于2019年3月累计值的增长情况。

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月的增长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月相对于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3月零售总额累计同比来看，已经出来数据的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月商品房成交面积较疲弱，或压制房地产产业链门类消费，4月初乘用车批发和零售较3月大幅下降(4月1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分别录得13.7%、13.7%和12.7%，较去年四季度分别回升9.0、11.6和8.9个百分点。二季度基数仍低，居民收入同比大概率放缓，但大概率维持高位，我国内需整体回暖的确定性高。

IMF预计中国GDP实际增速可能达8.44%，中国消费增速(2020年累计同比为-3.9%)有较强攀升动能(消费实际增速向GDP实际增速回归)，我国需求在2021年将强势攀升。

4、全球经济趋势回暖，3月经济复苏不及预期

3月，工业增加值累计同比 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增加值同比 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、有色金属冶炼及压延加工业和化学原料及化学制品制造业。

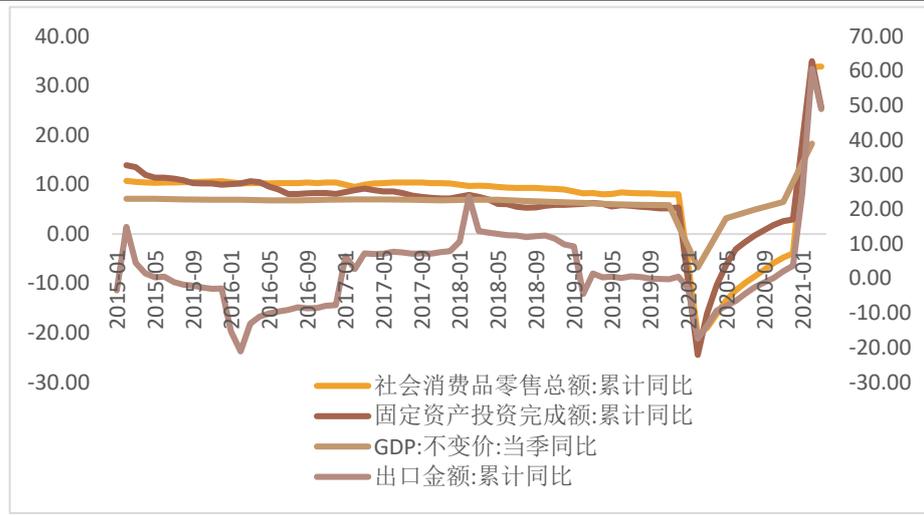
3月增速最快的五个行业分别是：汽车制造业、电气机械及器材制造业、金属制品业、通用设备制造业和专用设备制造业；增速最慢的五个行业分别是：有色金属冶炼及压延加工业、农副食品加工业、电力、热力的生产和供应业、黑色金属冶炼及压延加工业和食品制造业。这些行业上中下游均有，显示上中下游经济复苏均有所分化。

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 月累计值增长 13.5%，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 月中国、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，疫情仍可能继续快速蔓延，全球疫情管控措施可能边际加强。就趋势看，随着

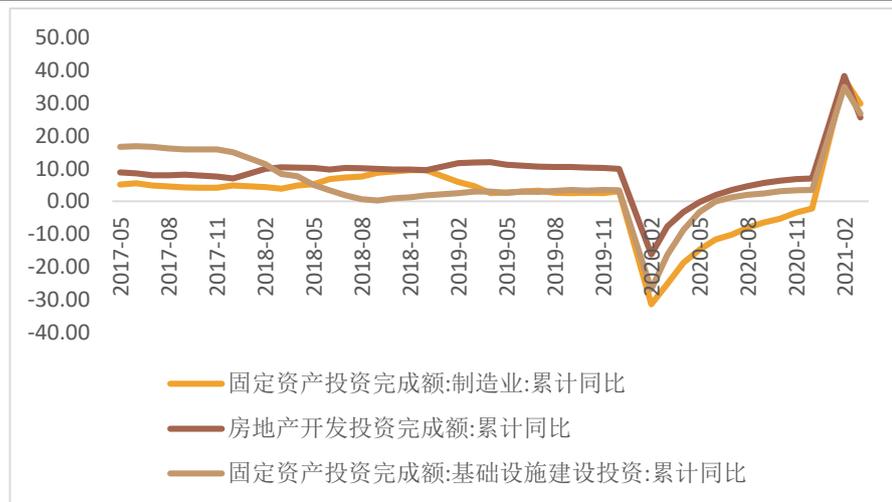
气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施趋势减弱，全球复工复产趋势稳步推进，我国经济增长有较强支撑。

图 1：GDP 增速与消费、投资和出口累计同比：单位：%



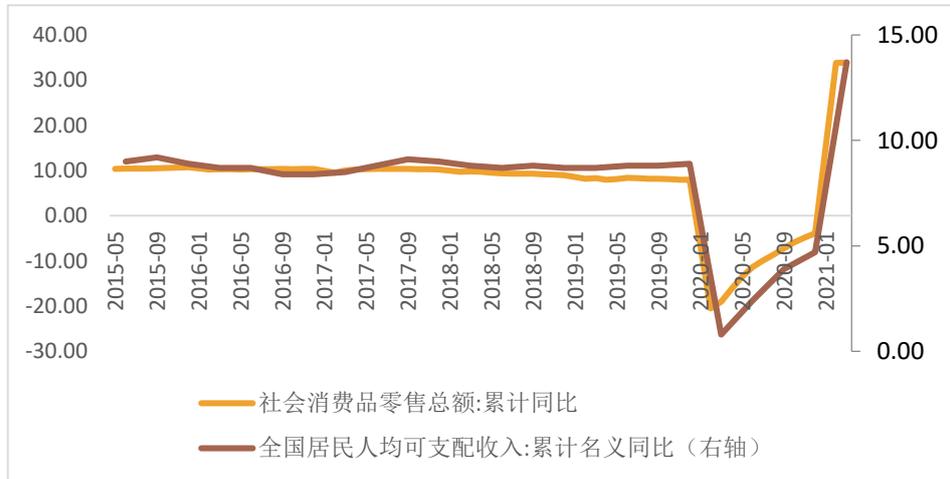
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：制造业、房地产业和基建累计同比：单位：%



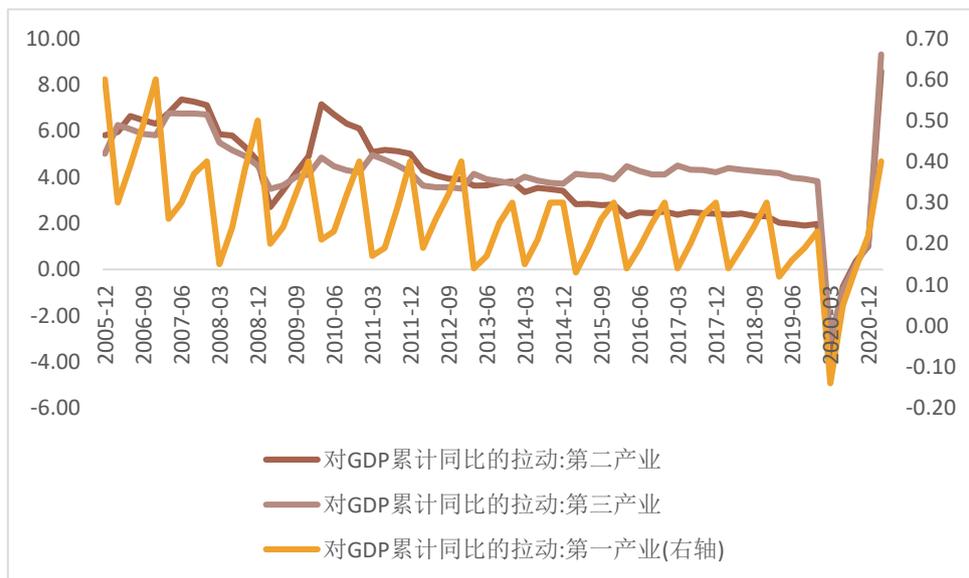
资料来源：Wind，优财研究院

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：工业企业出口交货值增速：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

三、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。

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本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或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商或其他已公开信息，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，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，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，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。