

一季度经济大幅反弹符合预期，增长结构明显改善

主要数据：2021 年一季度规模以上工业增加值累计同比实际增长 24.5%，上年全年 2.8%，上年同期-8.4%；一季度固定资产投资累计同比增长 25.6%，上年全年 2.9%，上年同期-16.1%；一季度社会消费品零售总额累计同比增长 33.9%，上年全年-3.9%，上年同期-19.0%。

主要观点：一季度 GDP 同比增速大幅冲高，符合市场普遍预期，且当前宏观经济增速正在修复至接近常态水平。从统计数据上看，一季度 GDP 同比增长 18.3%，两年平均增长 5.0%，与央行工作论文最新测算的今年 5.7% 的潜在 GDP 增长水平已比较接近。从经济增长结构上看，一季度消费对经济增长的贡献显著增强。

工业生产：一季度工业生产仍处边际加速过程，主要原因是“就地过年”下，企业节后复工节奏加快，以及出口动能强劲带动相关企业产出超预期。随着低基数减弱，3 月工业增加值增速大幅回落。

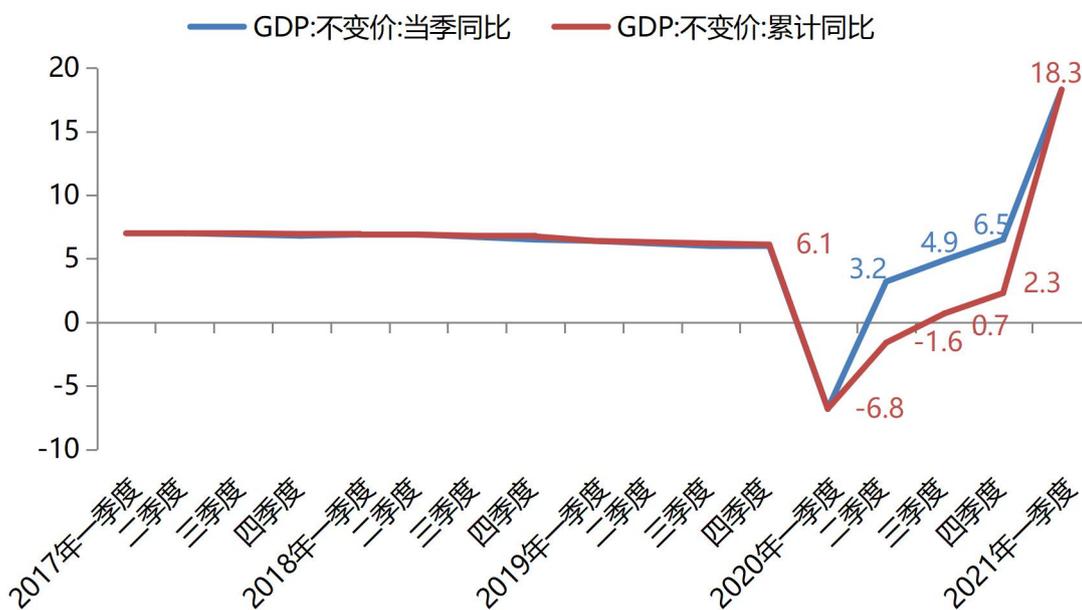
投资：一季度固定资产投资增速在低基数作用下大幅冲高，环比增长动能也在延续改善势头。三大类投资中，制造业投资修复明显加快，房地产投资韧性较强，基建投资增长平稳，固定资产投资结构正在改善。

社零：一季度社零增速大幅上扬，但两年平均增速仍弱于正常年景，显示消费修复仍相对滞后。但从 3 月来看，随着年初加码的各项防疫措施撤回，“就地过年”影响消退，叠加经济持续回升带来的收入改善，消费恢复动能明显增强，其中可选消费品零售整体提速，以餐饮为代表的服务消费显著改善。

展望未来，主要受基数波动影响，二季度经济增速将回落到 8.0% 左右，GDP 环比将延续稳健修复过程，其中消费对经济增长的拉动作用将进一步显现。二季度宏观政策将在稳增长、控物价和防风险之间把握综合平衡，其中后两者的权重或将加大，整体政策方向将会稳中略紧，政策面“有保有压”的结构性特征会越来越明显。

具体分析如下：

图1 四季度 GDP 增速大幅反弹符合预期，消费加速修复（%）



资料来源：WIND，东方金诚

2021 年一季度，受上年低基数及当前经济持续修复拉动，GDP 同比增速达 18.3%，符合市场普遍预期，显示宏观经济正在延续去年二季度以来的修复进程。在修复进度方面，为消除低基数影响，以 2019 年一季度为基数，一季度 GDP 两年平均增长 5.0%，仍不及 2019 年 6.0% 的增速，也略低于央行工作论文最新测算的今年 5.7% 的潜在增长水平。这表明，后期经济增长动能还有进一步修复空间。

一季度经济增长结构改善，消费修复明显加快。一季度社零同比增长 33.9%，显著高于去年四季度 3.2% 的同比增长水平，增速加快 30.7 个百分点；相对而言，今年一季度 GDP 增速与去年四季度相比，仅加快 11.8 个百分点。在服务消费方面，一季度服务业生产指数累计同比增长 29.2%，而去年四季度约为 7.7%。这意味着今年一季度服务业生产和消费增速显著高于整体经济增速。由此，尽管目前“三驾马车”对 GDP 增长的贡献率和拉动率数据尚未公布，但我们判断，此前明显滞后的消费在一季度正在迅速赶上，或已成为当季经济增长的主要拉动力量。这与年初以来国内疫情整体稳定，居民消费场景进一步开放，各类高频消费数据迅速改善相印证。

另外，一季度末城镇调查失业率为 5.3%，较 2 月末下降 0.2 个百分点。这一数据变化表明，春节期间失业率升至年内控制目标属短期的季节性波动。进入 3 月，伴随节后农民

工就业形势改善，当前整体就业压力趋缓。不过，考虑到当前失业率仍高于疫情前两年的平均水平，加之灵活就业比例偏高，就业质量有待改善，后期宏观政策在“保就业”方向上还将持续发力。

图2 3月就业压力趋缓，后期“保就业”政策将持续发力



资料来源：WIND，东方金诚

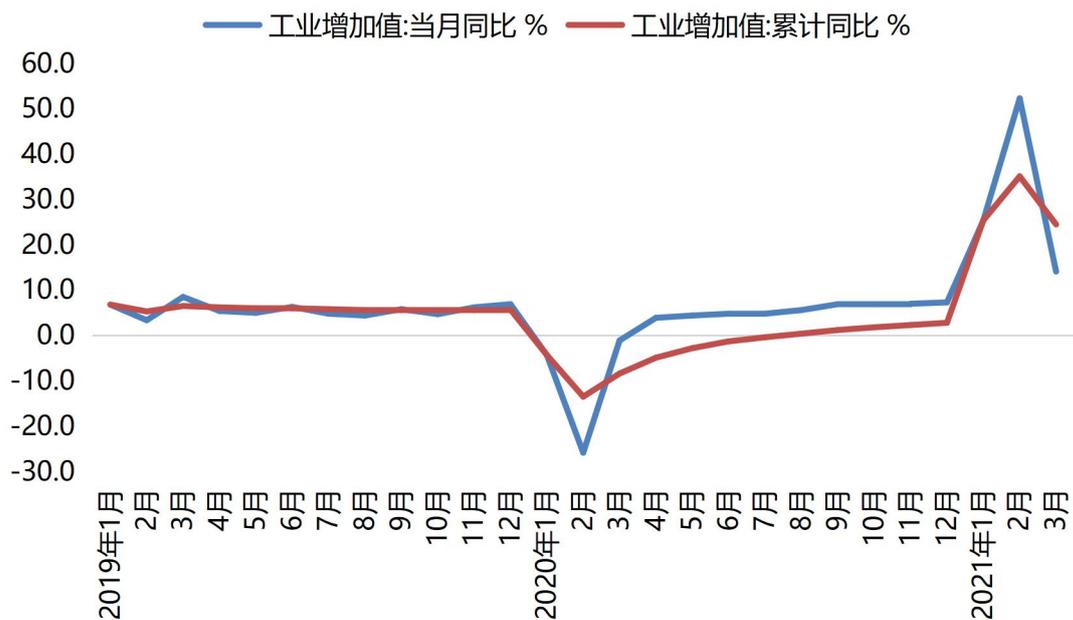
一、工业生产：一季度工业增加值增速跳升主要受低基数拉动。剔除基数因素后，工业生产仍处边际加速过程，主要原因是“就地过年”下，企业节后复工节奏加快，以及出口动能强劲带动相关企业产出超预期。随着低基数减弱，3月工业增加值增速大幅回落；环比看，当月工业生产仍维持扩张但边际提速动能放缓，除因改善空间收敛外，也与“就地过年”因素消退以及近期环保限产升级有关。

一季度工业增加值同比实际增长 24.5%，增速显著高于上季度的 7.1%¹和上年同期的 -8.4%。由于去年一季度疫情集中爆发、防疫严格，工业企业大面积停工，因此低基数是当季工业增加值增速跳升的主要原因。为撇除基数因素影响，我们计算得到一季度工业增加值相较 2019 年同期的两年平均增速为 6.8%，小幅高于去年四季度两年平均增速 6.5%²，显示一季度工业生产仍处边际加速过程。

图3 规模以上工业增加值增速

¹ 根据工业增加值定基指数测算。

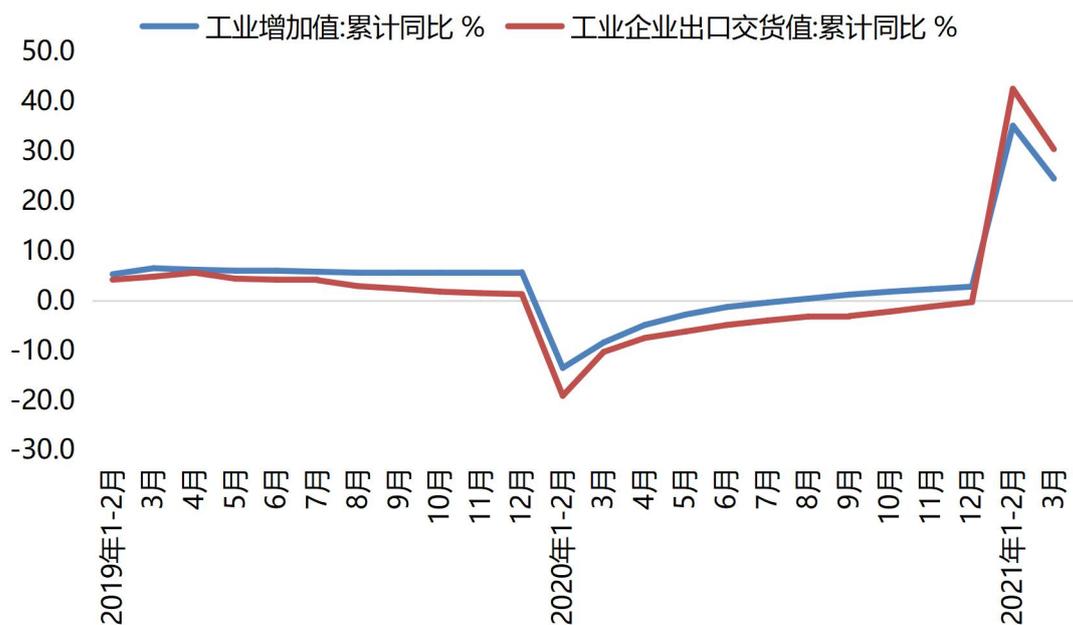
² 根据工业增加值定基指数测算。



资料来源: WIND, 东方金诚

我们认为,在去年四季度工业增加值增速已回升至疫情前水平的前提下,一季度工业生产环比仍保持扩张,主要原因在于:首先,“就地过年”倡议下,今年不少农民工并未返乡过年,这使得春节后工业企业复工和物流运输恢复的节奏要快于往年同期,对工业生产产生一定提振。其次,在内需平稳修复的同时,欧美补库推动资本品需求回升,一季度我国出口延续强势,这也带动相关出口企业产出超预期。

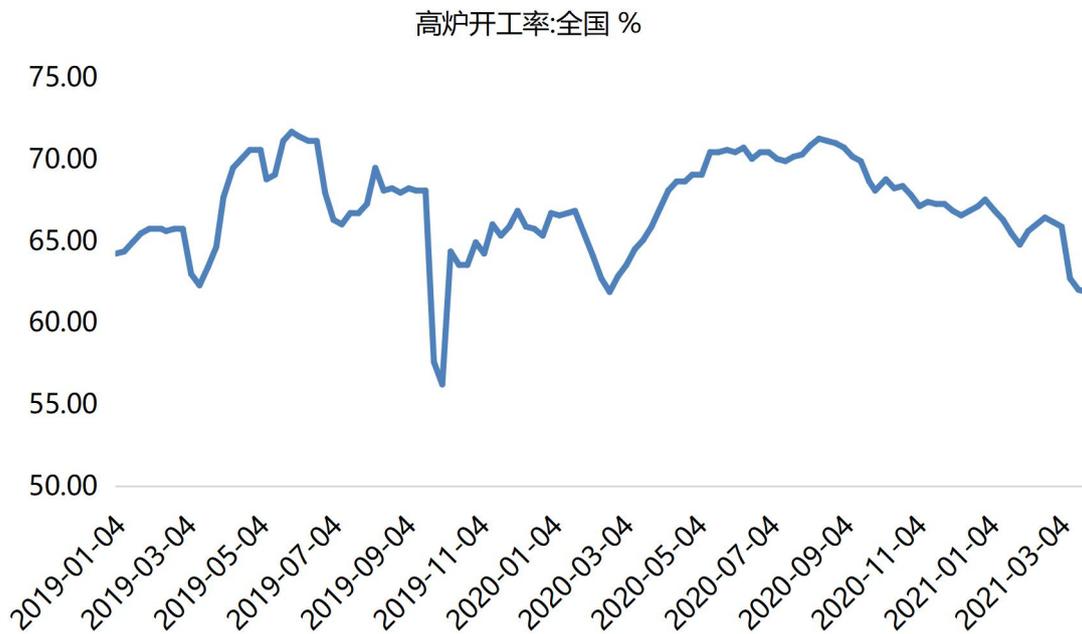
图4 工业企业出口交货值增速



资料来源: WIND, 东方金诚

具体到3月，3月工业增加值同比实际增长14.1%，增速较1-2月大幅回落21.0个百分点，较2月回落38.2个百分点。主要原因在于去年3月企业加速复工复产带动低基数效应减弱。而从环比来看，3月工业增加值环比增长0.6%，仍延续扩张，但扩张幅度弱于2月的0.69%和1月的0.66%，显示边际提速动能放缓。这也反映于当月工业增加值相较2019年同期的两年平均增速从1-2月的8.1%下降至6.2%。我们认为，这是生产活动恢复到疫情前水平后，边际改善空间收敛的自然结果；同时，这也与提振2月生产扩张的“就地过年”因素在3月消退，以及在碳减排目标下，近期环保限产升级有关。

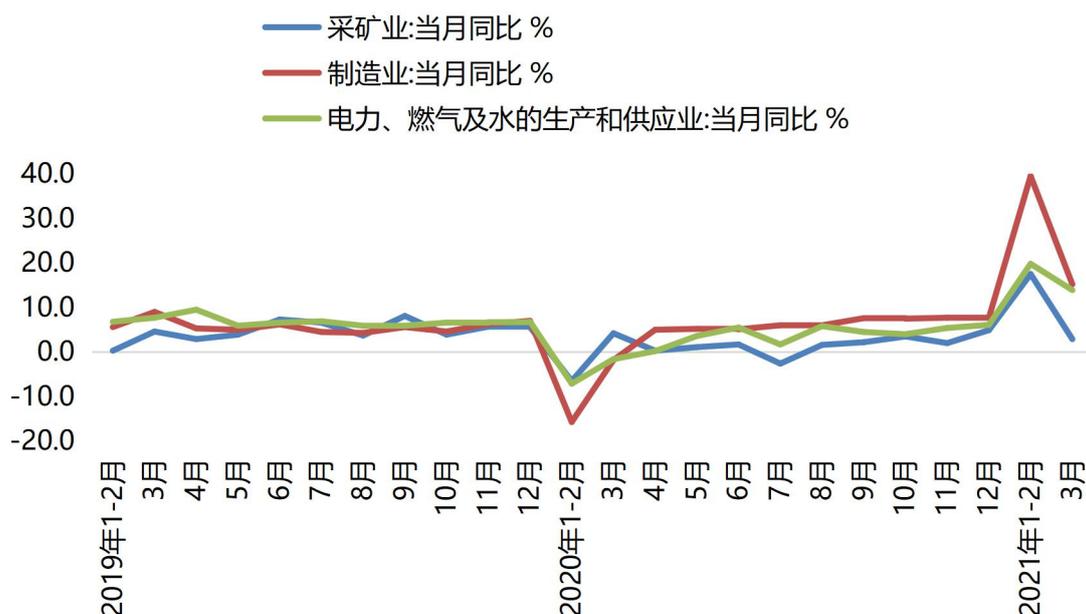
图5 受环保限产升级影响，3月高炉开工率明显下行



资料来源：WIND，东方金诚

分门类看，主因低基数效应减弱，3月制造业、采矿业、电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增速均显著放缓。其中，制造业增加值同比增速较1-2月累计增速回落24.3个百分点至15.2%，采矿业增加值增速回落14.6个百分点至2.9%，电力燃气及水的生产和供应业增加值增速回落5.9个百分点至13.9%。在制造业各细分行业中，受内外需共振回升提振，部分行业景气度仍然很强，其中汽车制造(40.4%)、通用设备(20.2%)、专用设备(17.9%)等行业表现亮眼。

图6 三大门类增加值增速



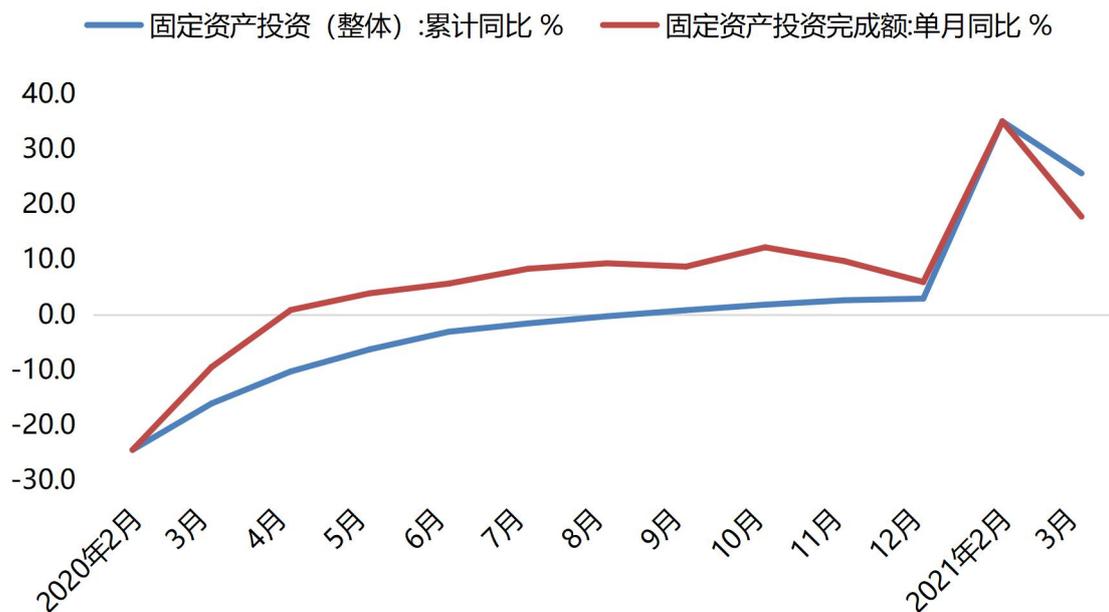
资料来源: WIND, 东方金诚

二、投资：一季度固定资产投资增速在低基数作用下大幅冲高，环比增长动能也在延续改善势头。三大类投资中，制造业投资修复明显加快，房地产投资韧性较强，基建投资增长平稳，固定资产投资结构正在改善。

2021年一季度，固定资产投资增速达到25.6%，受基数波动影响，较1-2月累计增速下降9.4个百分点，其中3月单月增速为17.8%。为消除基数影响，以2019年一季度为基期，两年平均增速为2.9%，高于1-2月1.7%的增长水平；经季节调整后较去年四季度环比增长2.1%。

首先，这意味着一季度固定资产投资仍在延续去年二季度以来的修复势头。在修复进度方面，一季度2.9%的两年平均增速约相当于2018-19年正常时期固定资产投资增速的一半左右，这意味着后期该指标还有进一步修复空间。其次，从三大固定资产投资板块来看，一季度制造业投资修复明显加快，房地产投资韧性较强，基建投资增长平稳，固定资产投资结构正在改善。

图7 一季度固定资产投资大幅增长, 延续边际修复势头

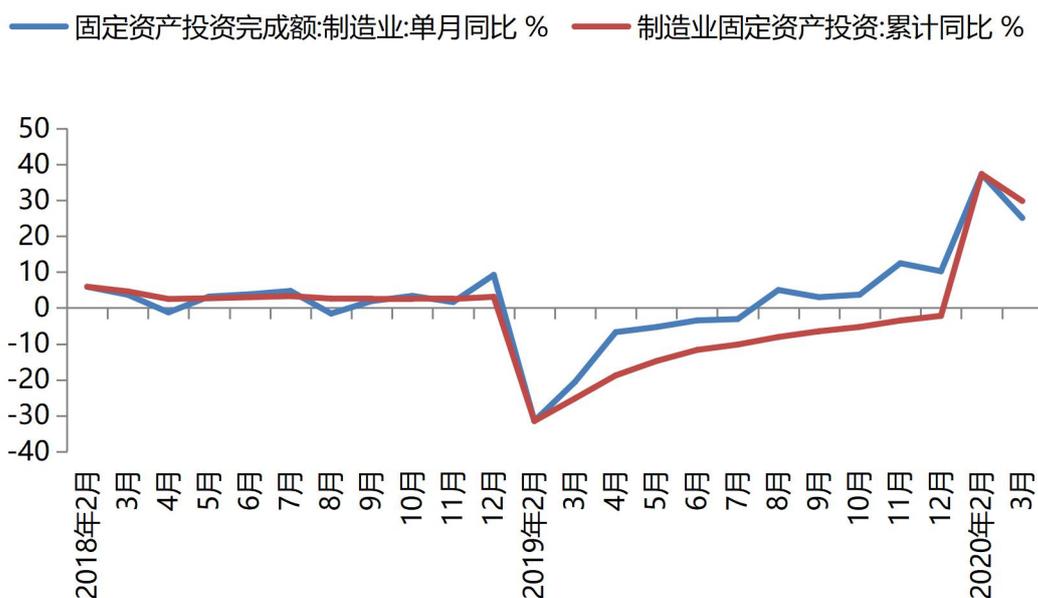


资料来源: WIND, 东方金诚

制造业投资: 一季度制造业投资同比增长 29.8%，两年平均增速为-2.0%，仍是三大类投资中唯一处于负增长的板块。不过从最新的增长动能来看，制造业投资增速正在迅速改善，其中 1-2 月同比增长 37.3%，3 月同比增长 25.1%，在三大类投资中增速最快。除低基数效应外，去年下半年以来工业品价格出现上涨，制造业行业利润迅速改善，对制造业投资的刺激作用逐步显现。此外，近期政策面对制造业投资的融资支持力度仍在持续加大。短期内，利润改善叠加政策支持将继续带动制造业投资较快增长，二季度制造业投资的两年平均增速将会转正；全年制造业累计投资增速有望接近两位数，并成为拉动 2021 年经济增长的重要动力之一。

不过值得注意的是，近期上游大宗商品价格升幅巨大，但下游消费相对较缓。在价格向下传导不畅的背景下，未来多处中游的制造业利润可能受到较大侵蚀，这对未来制造业投资或会带来一定不利影响。

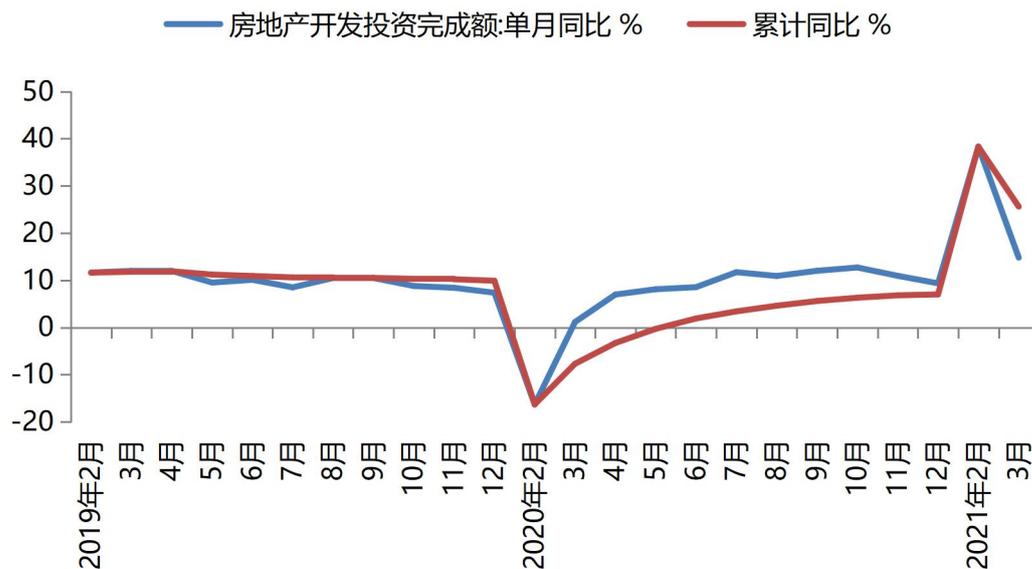
图 8 年初制造业投资增速大幅度反弹，修复动能增强



资料来源：WIND，东方金诚

房地产投资：一季度房地产投资同比增长 25.6%，两年平均增速达 7.6%，较去年四季度略有减速，但仍在三大类投资中处于明显领先水平。其中，1-2 月和 3 月房地产投资增速分别为 38.3%和 14.5%，两年平均增速分别达到 7.9%和 8.0%，月度增长水平也略低于去年四季度各月平均 10%的增速。整体上看，一季度房地产投资显示了较强韧性。这与当季房地产市场高位运行直接相关：一季度商品房销售面积同比增长 63.8%，两年平均增长 9.9%；商品房销售额增长 88.5%，两年平均增长 19.1%。这些数据均远高于疫情的增长水平，延续去年下半年以来的房地产市场升温势头。背后的主要推动因素是，2020 年政策性降息对房地产市场存在较强的刺激作用。

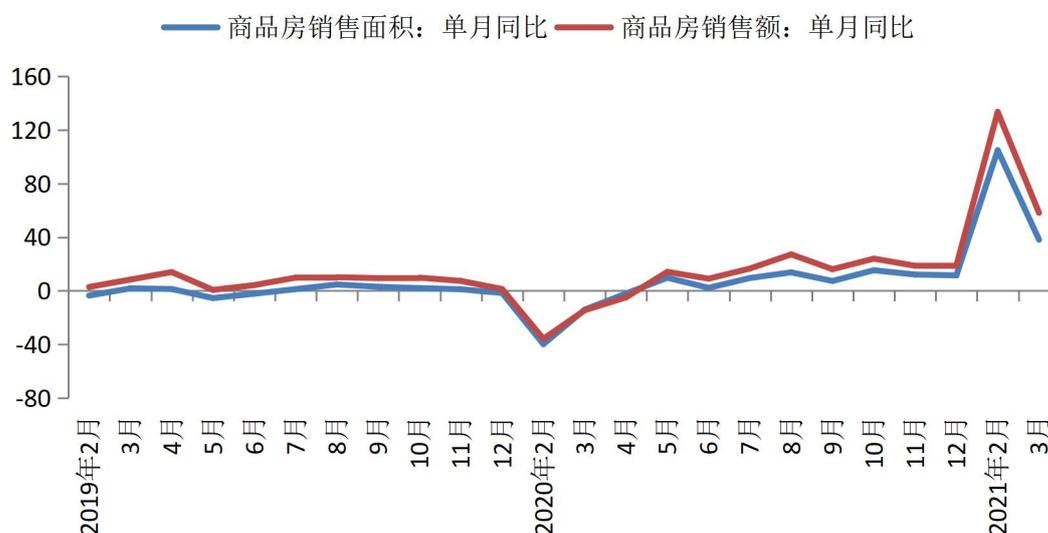
图9 一季度房地产投资韧性较强



资料来源：WIND，东方金诚

不过，去年7月份以来房地产调控逐步升温，前期出台的包括“三条红线”和房地产贷款集中度管理等在内的宏观审慎管理措施也在逐步显效，一季度以两年平均增速衡量，房地产投资出现小幅降温现象。我们认为，年初房地产市场的高位运行态势值得重点关注，若后期房价较快上涨从一线城市向二、三线城市扩散，不排除调控措施加码、甚至5年期LPR小幅上调的可能。站在当前时点判断，2021年房贷利率转向大幅上行的可能性仍然不大。在各地强化因城施策背景下，后期全国楼市明显降温的概率也比较小，或将继续对房地产投资增速形成支撑。我们预测，2021年房地产投资增速有望保持在7.0%左右，与2020年基本持平。

图10 一季度楼市保持强劲运行状态 (%)

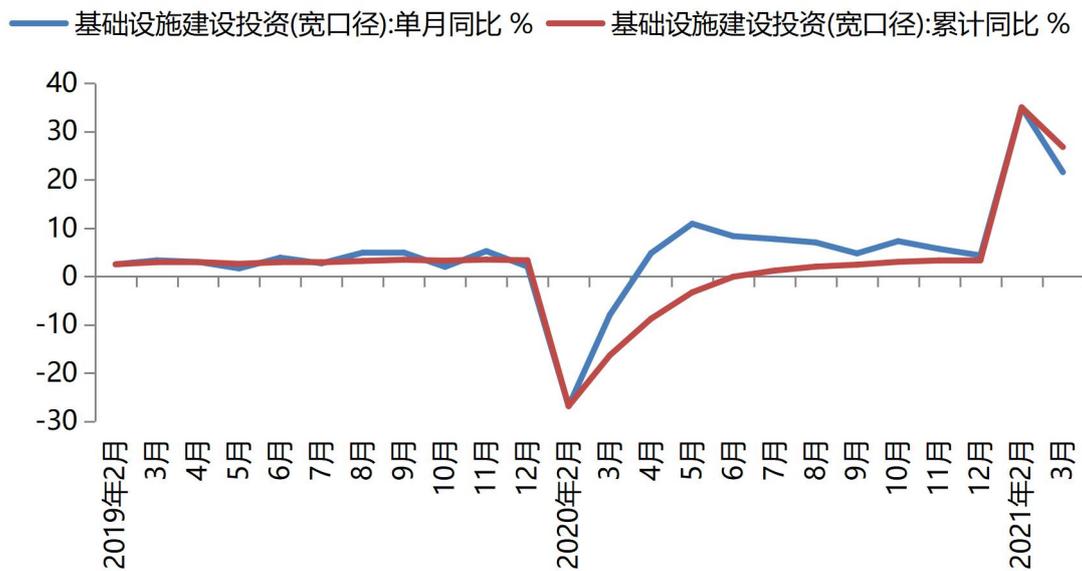


资料来源：WIND，东方金诚

基建投资：主要受低基数影响，一季度基建投资（宽口径）同比增长 26.8%，其中 1-2 月同比增长 35.0%，3 月同比增长 21.0%。以 2019 年一季度为基期，两年平均增长 3.0%，与去年四季度基本持平。这意味着伴随宏观经济进入较快修复过程，担纲逆周期调节作用的基建投资已从快速冲高转向平稳增长。直接原因包括今年地方政府新增专项债推迟下达，部分基建项目进度放缓，“钱等项目”现象较为突出等；根本性原因在于，伴随经济增长向常态水平回归，以基建投资为代表的逆周期调节需求下降，而控制政府宏观杠杆率、防范地方政府隐性债务风险在政策议程中的位置前移。这些因素都对一季度基建投资增长起到一定抑制作用。

展望未来，今年财政政策力度收缩幅度相对较大，控制地方政府隐性债务风险政策有望加码。这可能抵消“十四五”开局之年一批大项目上马对基建投资的推动作用，预计全年基建投资增速可能较去年不升反降。

图 11 年初基建投资（宽口径）增速上冲，增长动能较为温和



资料来源：WIND，东方金诚

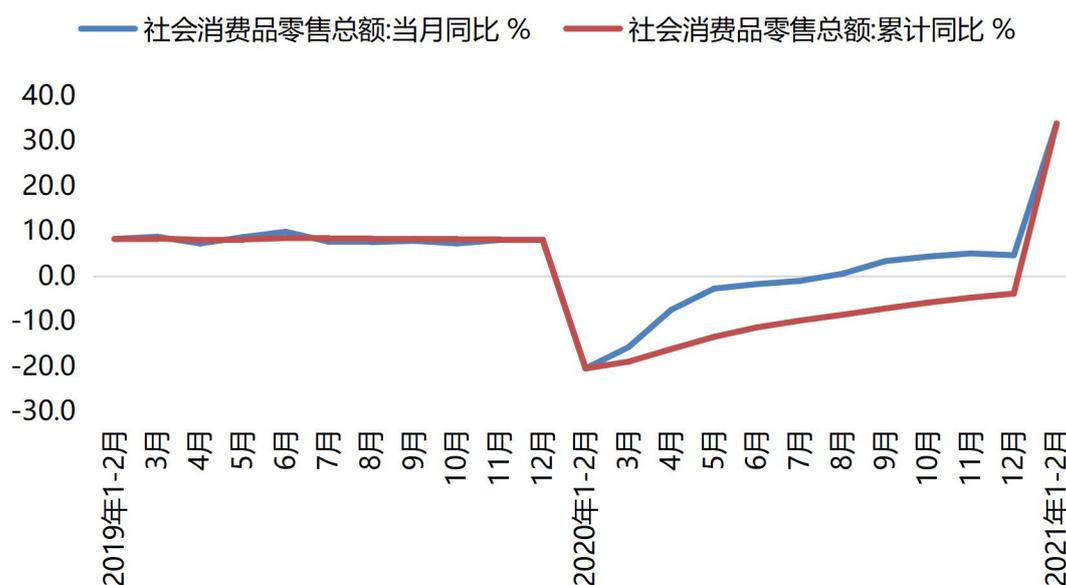
三、消费：一季度社零增速大幅上扬，但两年平均增速仍弱于正常年景，显示消费修复仍相对滞后。不过，从 3 月来看，随着年初加码的各项防疫措施撤回，“就地过年”影响消退，叠加经济持续回升带来的收入改善，消费恢复动能明显增强，其中可选消费品零售整体提速，以餐饮为代表的服务消费显著改善。

主要受低基数拉动，一季度社零累计同比增速上扬至 33.9%，大幅高于上年四季度的

3.2%和上年同期值-19.0%。与2019年同期相比，一季度社零两年平均增速为4.2%，较正常年景增长水平依然偏弱，尤其是餐饮消费恢复较慢——一季度餐饮收入虽同比增长75.8%，但两年平均仍下降0.2%。这也说明，尽管后疫情阶段消费持续处于渐进修复通道，但其导致的居民收入增速下滑、就业质量下降，以及疫情时而反复造成的防疫措施升级，对消费的负面影响仍然存在。同时，今年春节各地倡导“就地过年”，对整体消费也产生不利影响。

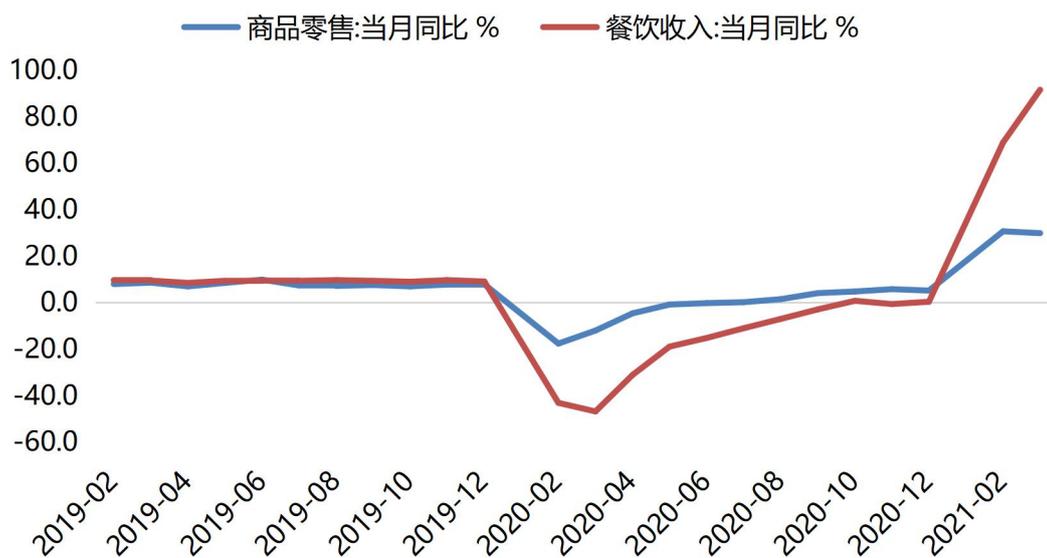
不过，随着年初加码的各项防疫措施撤回，“就地过年”影响消退，叠加经济持续回升带来的收入改善，3月消费恢复动能明显增强。当月社零环比增长1.75%，创下去年四季度以来最快环比增速。在边际上行动能增强带动下，尽管低基数效应有所减弱，但当月社零同比增速不降反升，较上月提高0.4个百分点至34.2%。其中，商品零售回升稳健，当月同比增速较上月小幅回落0.8个百分点至29.9%；餐饮收入则加速反弹，当月同比较上月显著加快22.7个百分点至91.6%。

图 12 社会消费品零售总额同比增速



资料来源：WIND，东方金诚

图 13 社零口径商品零售额和餐饮收入同比增速

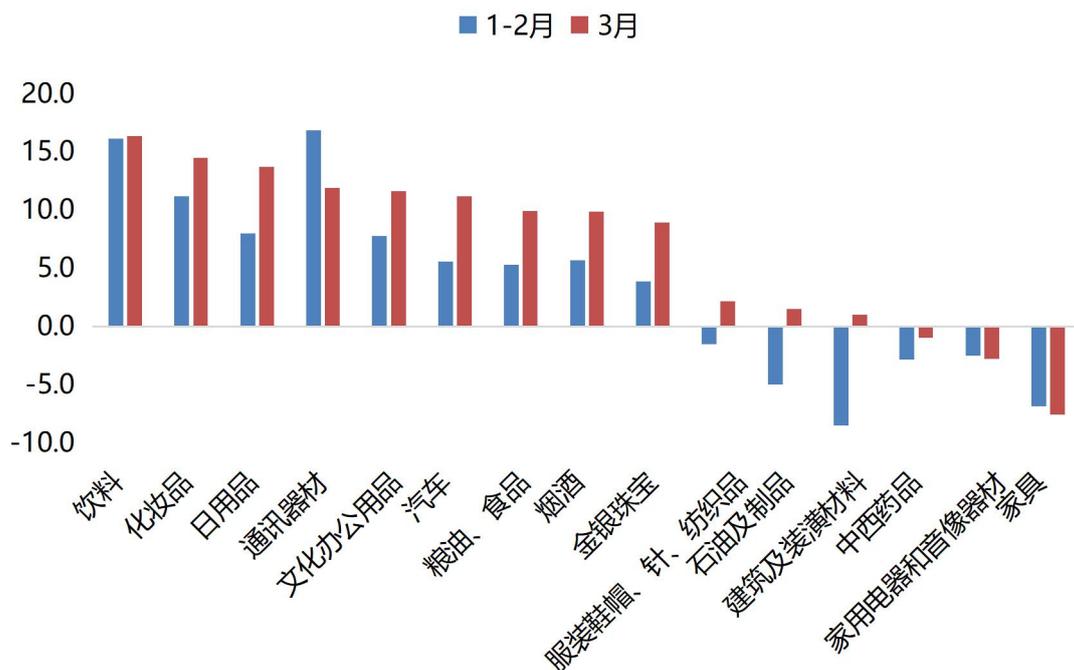


资料来源: WIND, 东方金诚

从限额以上各类别商品来看,一季度可选消费品零售额同比增速要明显高于必需品,但这主要受去年同期疫情对可选消费品冲击烈度远超必需品影响。与2019年相比,当季各类必需品和化妆品、金银珠宝、通讯器材等可选消费品零售额已回升至高于2019年同期规模,但多数类别零售额两年平均增速仍弱于正常年景。在这其中,汽车销售势头相对强劲,一季度汽车零售额累计同比增长65.6%,与2019年同期相比,相当于两年平均增速为7.6%。考虑到汽车零售额在社零中权重较高(约10%左右),汽车销售的较高景气持续对社零增速产生正向贡献。

从3月来看,由于低基数效应依然明显,当月可选消费品零售额同比增速仍处在两位数的高增状态,且普遍高于必需品增速。为撇除基数因素影响,以相对2019年3月的两年平均增速衡量,3月汽车零售额两年平均增速加快至11.2%;金银珠宝、化妆品、服装等可选消费品两年平均增速与1-2月相比也明显提速;通讯器材类零售额两年平均增速则有所回落,但仍处11.9%的较快增长水平;随着油价回升、国内成品油跟进提价,石油及制品类零售额两年平均增速转正至1.5%。这些分项表现均表明3月消费改善的边际动能增强。值得一提的是,在商品房销售较热的情况下,3月家具、家电零售额两年平均增速依然为负,建筑装饰材料两年平均增速仅小幅回正,或与近年线上线下竞争加剧引发相关商品降价,以及“拎包入住”的精装房项目增多有关。

图 14 限额以上批发零售业零售额两年平均增速 (%)



资料来源：WIND，东方金诚

四、主要受基数波动影响，二季度经济增速将回落到 8.0% 左右，GDP 环比将延续稳健修复过程，其中消费对经济增长的拉动作用将进一步显现。二季度宏观政策将在稳增长、控物价和防风险之间把握综合平衡，其中后两者的权重或将加大，整体政策方向将会稳中略紧，政策面“有保有压”的结构性特征会越来越明显。

工业生产：随着低基数效应进一步减弱，以及边际扩张惯性减退，二季度工业增加值同比增速将回落至个位数区间。但考虑到内需还有进一步改善趋势，出口仍将保持强势，这意味着支撑工业生产较高景气的基础仍存，预计二季度工业增加值与 2019 年同期相比的两年平均增速仍将维持在 6% 以上。

投资：二季度制造业投资修复动能有望保持，以两年平均增速衡量的房地产投资增长有可能延续小幅减速势头，基建投资增长动能也趋于弱化。综合三大类固定资产投资及第三产业投资走向判断，二季度末固定资产投资同比增速有望落在 5% 至 10% 的区间，对经济增长的拉动作用也将显著减弱。

消费：消费方面，随低基数效应减弱，二季度社零同比增速也将出现明显回落。但从环比来看，短期内消费将继续运行于修复通道，且随着疫苗接种加快，居民线下消费和活动半径受到的制约基本解除，可选消费品零售有望延续景气回升，服务消费则将加快修复。由此，我们判断二季度消费将维持边际扩张，并成为拉动经济的重要向上动能，当季社零同比增速预计将在 15%-20% 左右。

展望二季度，主要受基数波动影响，经济增速将回落到 8.0%左右，GDP 环比将延续稳健修复过程，其中消费对经济增长的拉动作用将进一步显现。考虑到二季度物价的冲高态势，宏观政策将在稳增长、控物价和防风险之间把握综合平衡，其中后两者的权重或将加大，整体政策方向将会稳中略紧，政策面“有保有压”的结构性特征会越来越明显。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳