

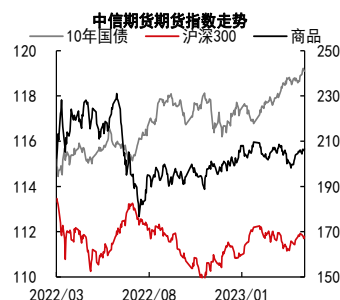
3月投资增长暂时放缓，经济修复趋势不变

——3月经济数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

3月固定资产投资增速当月同比增速回落0.8个百分点至4.7%，但未来几个月有望小幅提高。3月社会消费品零售总额四年平均增速提高0.7个百分点至4.8%，未来有望继续修复。一季度我国GDP同比增速提高1.6个百分点至4.5%，两年平均增长4.7%，表现好于市场预期。二季度我国服务业生产与消费将进一步修复，GDP两年平均增速有望进一步提高至4.9%左右，低基数效应将推动GDP同比增速提高至9.6%。



摘要：

数据：1-3月固定资产投资同比增长5.1%，预期5.3%，前值5.5%。3月社会消费品零售总额同比增长10.6%，预期7.2%，前值3.5%；工业增加值同比增长3.9%，预期4.2%，前值2.4%。一季度GDP同比增长4.5%，预期4.0%，前值2.9%。

点评：

1、3月固定资产投资增速有所回落，未来几个月有望小幅提高。3月份固定资产投资当月同比增速回落0.8个百分点至4.7%；其中房地产、基建、制造业投资同比增速分别回落1.5、2.3、1.9个百分点至-7.2%、9.9%、6.2%。3月份商品房销售面积较1-2月份环比减少2.1%，显著低于2010-2019年间环比增速的中位数9.9%，但相对于2019年同期仅下降5.8%。开发商担心商品房销售复苏的持续性，因此3月份房屋新开工面积同比降幅扩大19.6个百分点至29%，这导致房地产投资降幅有所扩大。不过，1-3月份房屋竣工面积同比增长14.7%，增速提高6.7个百分点，主要因为开发商资金紧张情况有所缓解。今年房地产总体温和复苏，预计全年商品房销售同比增长10%。销售的改善已经使得开发商资金有所改善，未来几个月房屋竣工有望继续较快增长，但房屋新开工的显著改善可能要等到下半年。高基数效应使得3月基建投资同比增速回落至9.9%，预计全年基建投资同比增长12%左右，与去年大体接近。3月制造业投资增长有所放缓，但企业融资需求开始恢复，预计未来几个月制造业投资有望加快增长。

2、3月消费进一步改善，未来有望继续修复。3月社会消费品零售总额四年平均增速提高0.7个百分点至4.8%。一季度全国居民人均可支配收入同比增速提高0.1个百分点至5.1%，但增速仍偏低。今年一季度消费的四年平均增速比收入低2.1个百分点，消费仍存在较大的修复空间。随着居民超额储蓄的逐步释放，未来我国消费继续修复。

3、3月工业增速低于预期，二季度有望温和改善。3月工业增加值两年平均增速回落0.5个百分点至4.4%；出口交货值同比降幅扩大0.5个百分点至5.4%。海关数据显示3月我国出口大幅增长23.4%，但这尚未传导至工业生产端。往前看，二季度我国内需温和复苏，外需边际改善，预计剔除基数效应的工业增加值增速趋于温和回升。

4、一季度GDP好于预期，二季度经济将继续改善。一季度我国GDP同比增速提高1.6个百分点至4.5%，两年平均增长4.7%，表现好于市场预期。其中，第二、三产业GDP当季值分别同比增长3.3%、5.4%，分别变化-0.1、3.1个百分点；疫情的消退使得我国服务业显著改善。二季度我国服务业生产与消费将进一步修复，GDP两年平均增速有望进一步提高至4.9%左右，低基数效应将推动GDP同比增速提高至9.6%左右。

风险提示：房地产修复弱于预期、美国金融风险爆发

宏观研究团队

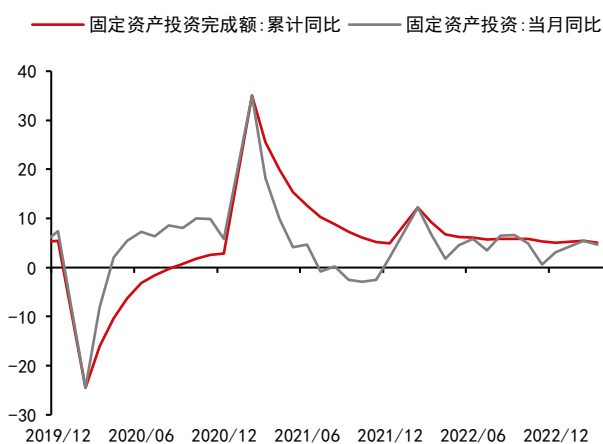
研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

一、投资增速 3 月有所回落，未来几个月有望提高

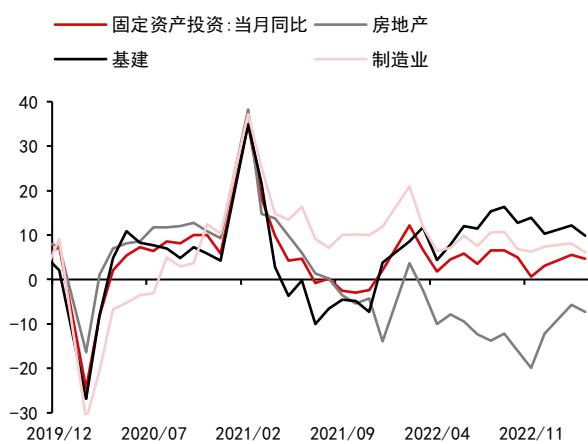
3 月份固定资产投资当月同比增速回落 0.8 个百分点至 4.7%，房地产、基建与制造业投资当月同比增速均有所回落。1-3 月固定资产投资同比增长 5.1%，略低于预期值 5.3%，明显低于 1-2 月份同比增速 5.5%；其中，3 月份同比增长 4.7%，增速较 1-2 月份回落 0.8 个百分点。分项来看，1-3 月份房地产、基建、制造业投资分别同比增长-5.8%、10.8%、7.0%，其中 3 月份分别同比增长-7.2%、9.9%、6.2%，增速较 1-2 月增速分别回落 1.5、2.3、1.9 个百分点；三大类投资同比增速均有所回落。

图表1：固定资产投资累计及当月同比



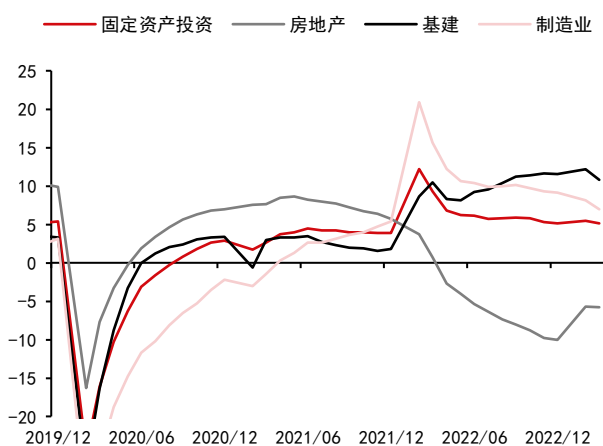
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：固定资产投资及其主要分项的当月增速



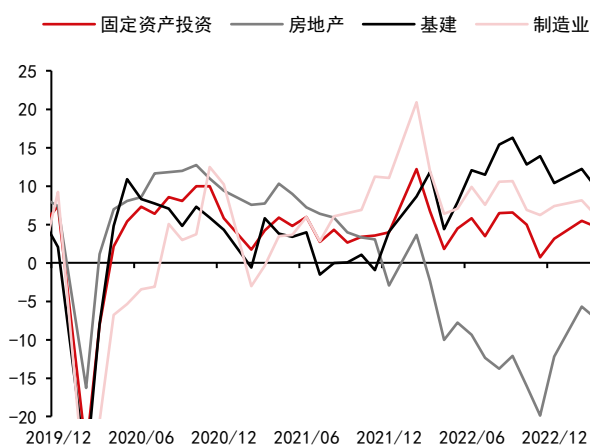
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：固定资产投资累计同比(2021年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：固定资产投资当月同比(2021年为两年平均增速)

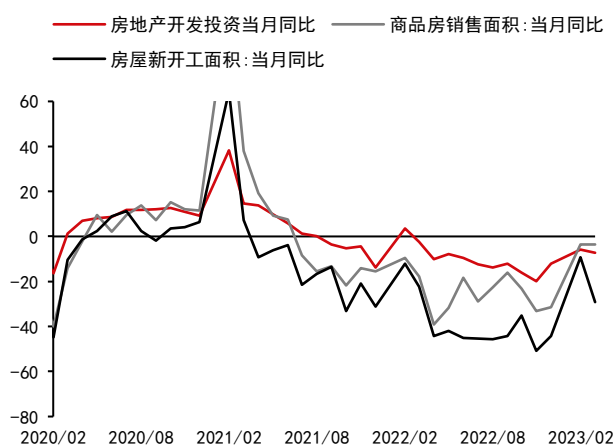


资料来源：Wind 中信期货研究所

房地产方面，3 月份商品房销售环比减少，房地产投资增长放缓。预计房地产总体温和复苏，4 月份商品房销售同比增长 15%左右，房屋新开工的显著改善可能要等到下半年。3 月份商品房销售面积较 1-2 月份环比减少 2.1%，显著低于

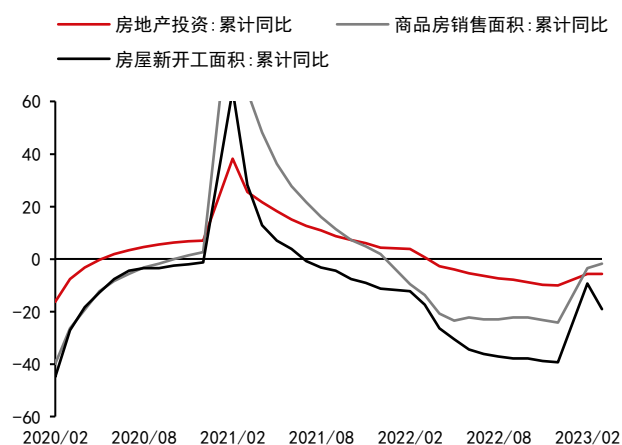
2010-2019 年间环比增速的中位数 9.9%；相对于 2019 年同期，3 月份商品房销售面积下降 5.8%，显著低于 1-2 月份增速 7.3%。从这两个指标来看，3 月份商品房销售面积的增长有所放缓，这主要因为 1-2 月份商品房销售的较快增长部分来自去年积压需求的集中释放。如果今年商品房销售面积相对于 2019 年的表现能维持在 3 月份的水平（下降 5.8%），那么全年商品房销售面积将同比增长 19%左右，这仍是一个较好的表现；从这个角度来看，今年 3 月份的商品房销售仍是较好的。3 月份 30 大中城市商品房销售面积较 2019 年同期下降 4.2%，表现略强于全国商品房销售；这说明中小城市商品房销售弱于大中城市。3 月份房屋新开工面积同比下降 29.0%，降幅较 1-2 月份扩大 19.6 个百分点；房地产投资同比下降 7.2%，降幅扩大 1.5 个百分点。1-3 月房屋施工面积同比下降 5.2%，降幅扩大 0.8 个百分点；房屋竣工面积同比增长 14.7%，增速提高 6.7 个百分点。去年 3 月份房屋新开工与房地产投资的基数是偏低的下，但今年 3 月份房屋新开工与房地产投资同比降幅进一步扩大，这可能因为 3 月份商品房销售环比增长的放缓使得开发商对开工更加谨慎。3 月份竣工增长明显加快，主要因为开发商资金紧张情况有所缓解。3 月份房地产开发资金来源同比增长 2.8%，止跌转增，其中定金及预收款、个人按揭贷款、国内贷款分别同比增长 13.5%、19.9%、6.0%。我国判断 3 月份商品房销售中可能仍有少数来自积压需求的释放，预计全年商品房销售面积比 2019 年低 13%左右，这弱于 3 月份的表现；但由于去年二至四季度商品房销售较低，预计今年商品房销售同比增长 10%左右，房地产总体是温和复苏局面。4 月份以来大中城市商品房销售面积大体介于 2019 与 2022 年之间，基本符合我们的预期。考虑到去年 4 月份之后的低基数效应，预计今年 4 月份商品房销售面积同比增长 15%左右。商品房销售的温和复苏已经使得开发商资金状况有所改善，未来几个月房屋竣工有望继续较快增长，但房屋新开工的显著改善可能要等到下半年。

图表5： 房地产相关指标的当月同比增速



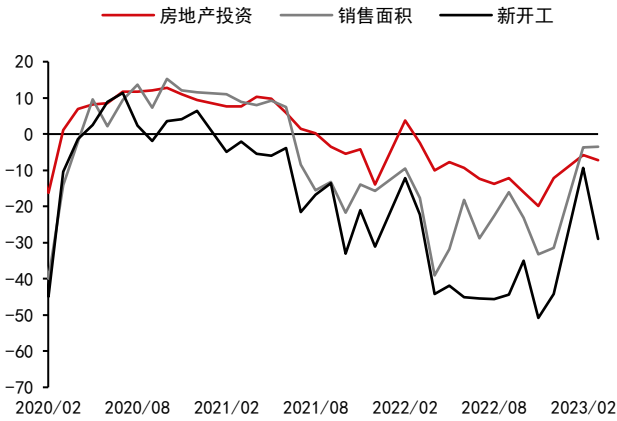
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6： 房地产相关指标的累计同比增速



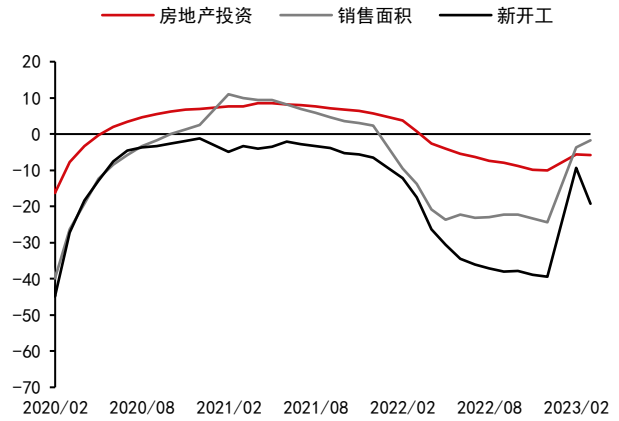
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7： 房地产相关指标当月同比 (2021年1-4月为两年平均增速)



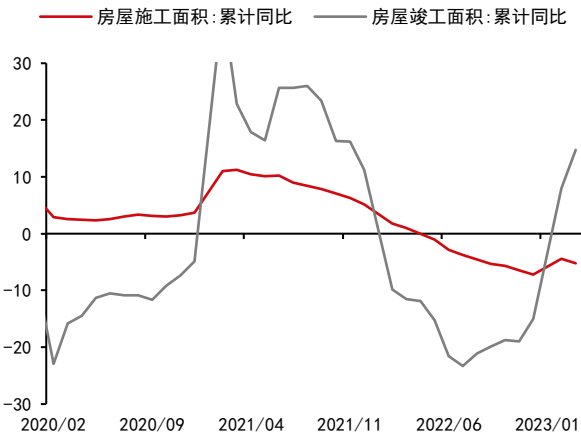
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8： 房地产相关指标累计同比 (2021年1-4月为两年平均增速)



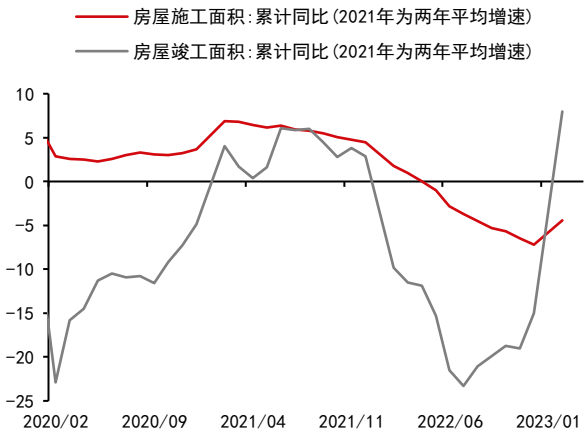
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9： 房屋施工及竣工面积累计同比增速



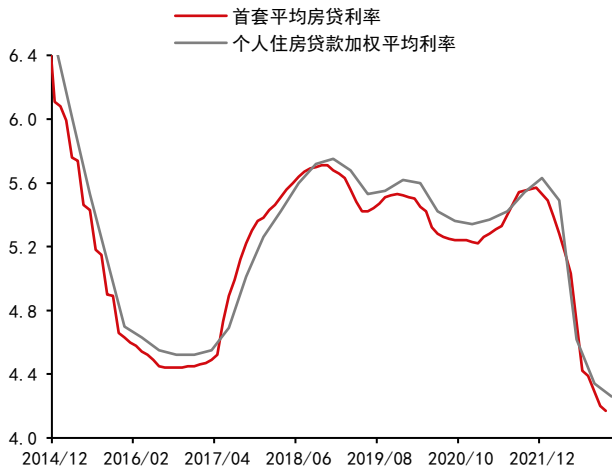
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10： 房屋施工及竣工面积累积同比 (剔除基数效应)



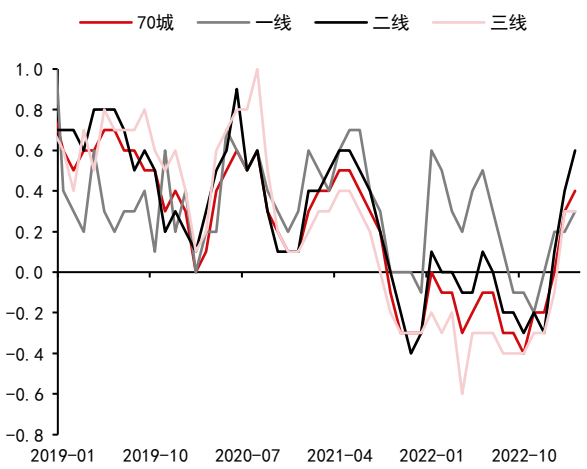
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11： 房贷利率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12： 70个大中城市新建住宅价格环比 (%)

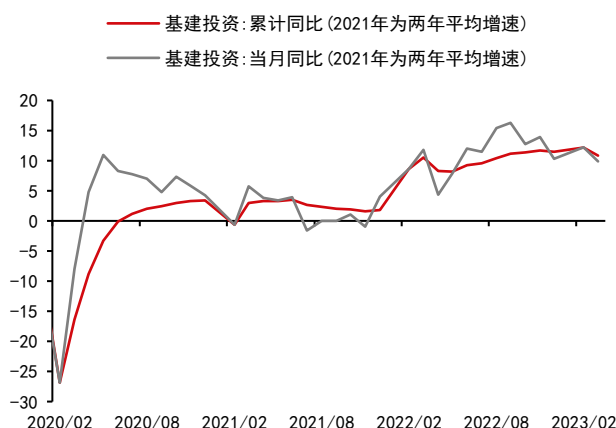
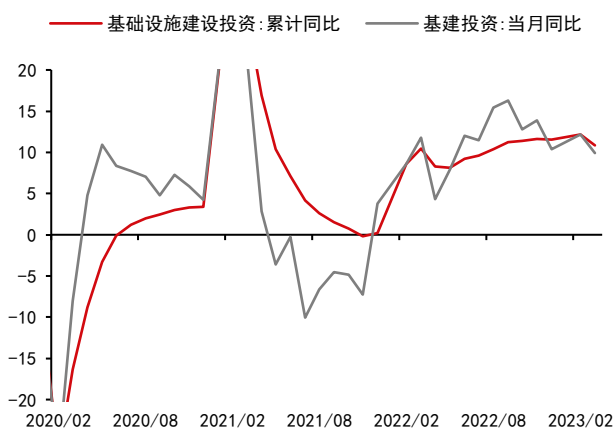


资料来源：Wind 中信期货研究所

基建方面，高基数效应使得3月基建投资同比增速回落至9.9%，预计全年基建投资同比增长12%左右，与去年大体接近。3月基建投资同比增长9.9%，增速较1-2月份回落2.3个百分点，增速回落主要因为基数效应（去年3月份基建投资三年平均增长7.7%，比1-2月份增速高5.4个百分点，也是去年全年的最高增速）。今年基建投资仍是稳经济的重要抓手，从专项债拉动基建投资的角度来看，今年基建投资增速与去年大体接近，全年同比增长12%左右。

图表13：基建投资同比增速

图表14：基建投资同比增速(2021年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

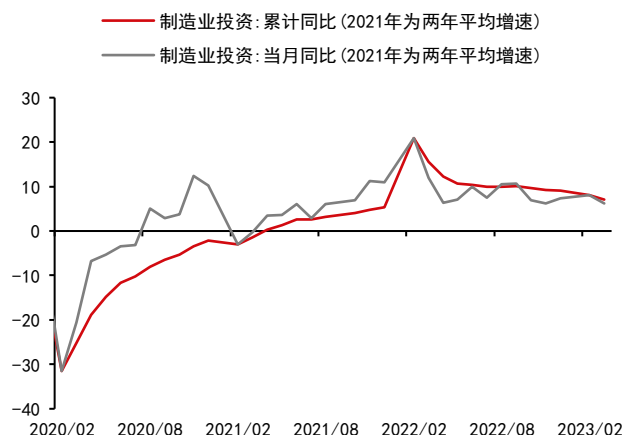
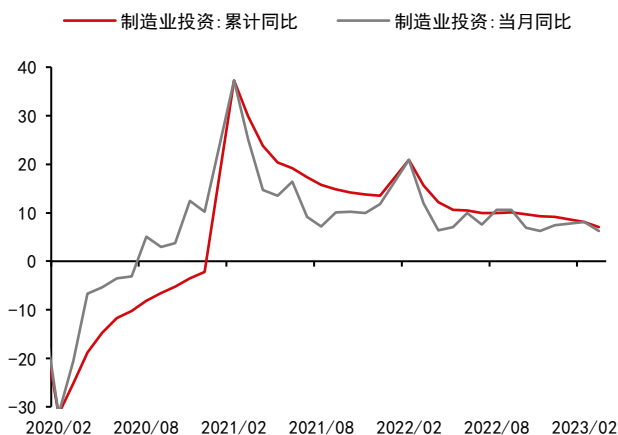
资料来源：Wind 中信期货研究所

制造业方面，3月制造业投资增长有所放缓，但企业融资需求开始恢复，预计未来几个月制造业投资有望加快增长。3月份制造业投资同比增长6.2%，增速较1-2月增速回落1.9个百分点。今年3月份我国企事业单位中长期贷款同比多增7252亿元，票据融资同比少增7874亿元，实体企业融资需求明显恢复，更偏向借入中长期资金。国内经济恢复已经提振了企业投资预期，未来几个月制造业投资有望加快增长。

综合来看，未来几个月我国固定资产投资同比增速有望小幅提高。

图表15：制造业投资同比增速

图表16：制造业投资同比增速(2021年为两年平均增速)



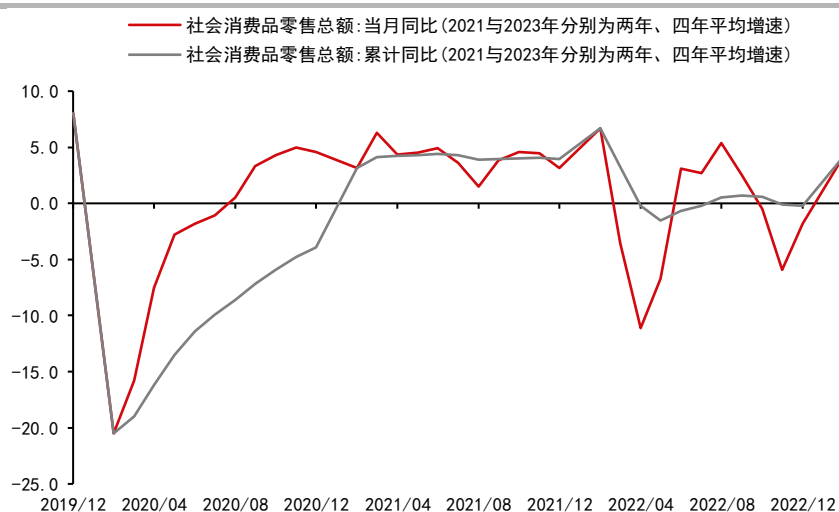
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

二、3月消费进一步改善，未来有望继续修复

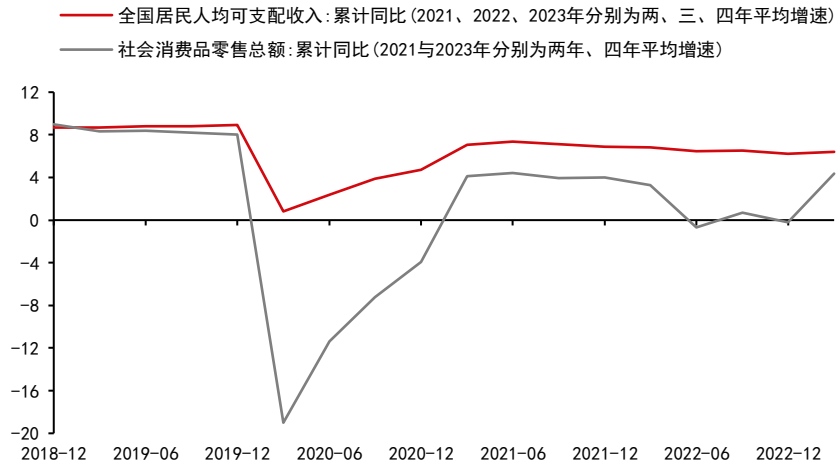
3月消费四年平均增速提高0.7个百分点至4.8%。考虑到居民超额储蓄的逐步释放，未来消费有望缓步修复。3月社会消费品零售总额同比增长10.6%，明显高于市场预期值7.2%；剔除基数效应，3月社会消费品零售总额相对于2019年同期四年平均增长4.8%，增速较1-2月提高0.7个百分点。其中，商品零售同比增长9.1%，四年平均增速提高0.9个百分点至5.1%；餐饮收入同比增长26.3%，四年平均增速回落1.5个百分点至1.9%。从限额以上企业消费品零售数据来看，3月份多数类别商品的消费进一步改善。其中，餐饮收入与汽车零售额分别四年平均增长7.4%、5.9%，增速较1-2月分别提高3.0、4.6个百分点；家电、家具等消费表现偏弱，分别四年平均增长-2.0%、1.0%。总体来看，3月份消费进一步修复。一季度全国居民人均可支配收入同比增长5.1%，增速比去年提高0.1个百分点，但增速仍偏低。随着经济的持续修复，预计年内居民收入增长进一步加快。今年一季度消费的四年平均增速比居民收入增速低2.1个百分点，消费仍存在较大的修复空间。疫情以来我国居民积累了不少超额储蓄；这些超额储蓄有望在未来逐步释放，从而推动我国消费继续修复。

图表17：社会消费品零售总额的增速（剔除基数效应）



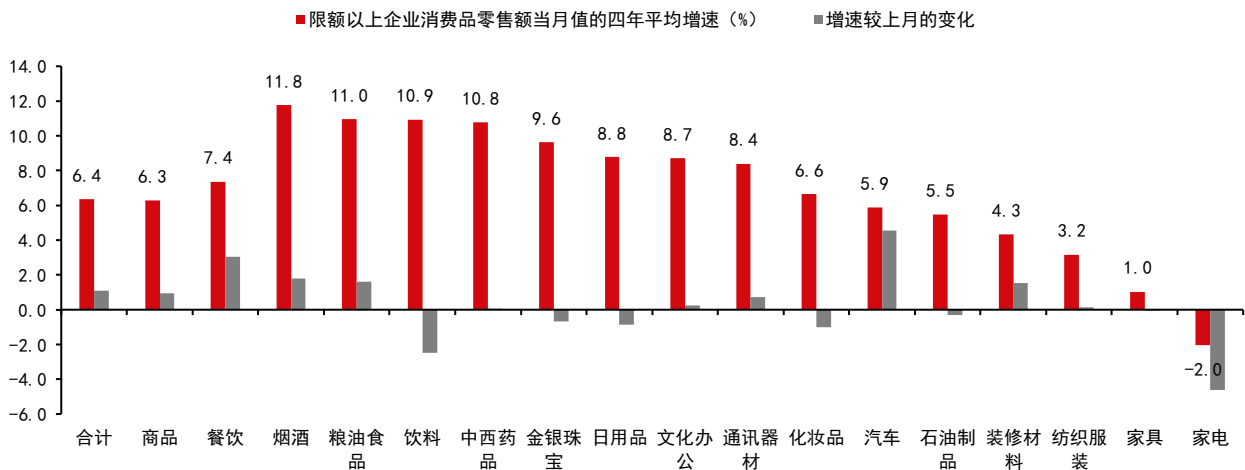
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：居民收入增速与消费增速（剔除基数效应）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表19：限额以上消费品零售总额当月值的四年平均增速及其相对于上月的变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

三、3月工业增速低于预期，二季度有望温和改善

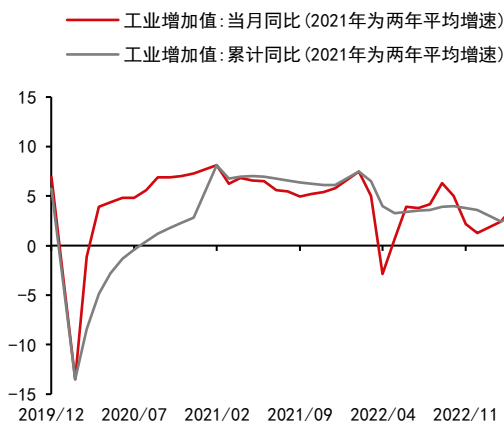
剔除基数效应，3月工业增加值增速有所回落，出口的大幅增长尚未传导至工业生产端。3月工业增加值同比增长3.9%，略低于预期值4.2%，基数效应使得3月同比增速较1-2月提高1.5个百分点；剔除基数效应，3月工业增加值两年平均增长4.4%，增速回落0.5个百分点。3月份规模以上工业企业出口交货值同比下降5.4%，降幅较1-2月扩大0.5个百分点，这与海关统计的出口金额同比大幅增长23.4%的表现相反，原因可能在于3月份工业企业通过库存去化而不是增加生产来满足增加的出口需求。

从主要产品产量来看，3月份钢材、水泥、汽车、十种有色金属、原油加工量分别同比增长8.1%、10.4%、11.2%、6.9%、8.8%，增速较1-2月分别变化4.5、

11.0、25.2、-2.9、5.5个百分点。

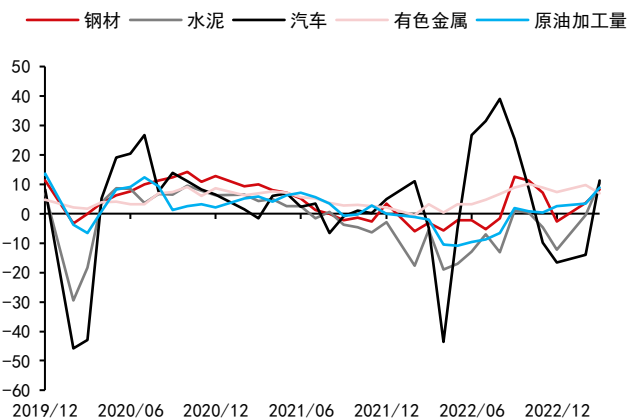
往前看，二季度我国内需温和复苏，外需边际改善，预计剔除基数效应的工业增加值增速趋于温和回升。

图表20：工业增加值当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表21：工业品产量：当月同比增速(2021年为两年平均增速)

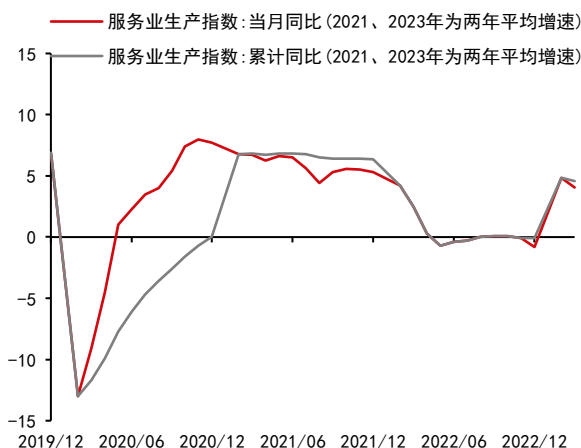


资料来源：Wind 中信期货研究所

四、3月服务业增长放缓，二季度服务业将继续修复

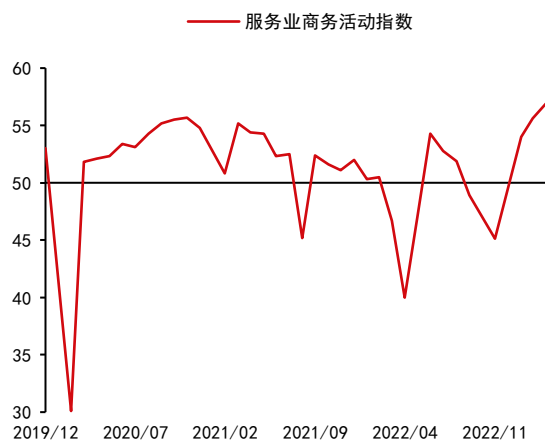
剔除基数效应，3月服务业生产的增长略有放缓，但预计二季度服务业生产有望进一步修复。3月服务业生产指数同比增长9.2%，增速较高主要因为去年基数较低；剔除基数效应，3月服务业生产指数两年平均增长4.0%，增速较1-2月份回落0.8个百分点；四年平均增长5.4%，增速回落0.4个百分点。从数据来看，3月份服务业生产增长有所放缓，与3月份PMI服务业商务活动指数再创新高的表现并不一致。目前我国服务业修复尚未完成，近期国内疫情并未反弹，预计二季度服务业生产将进一步修复。

图表22：服务业生产指数当月及累计同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表23：服务业商务活动指数



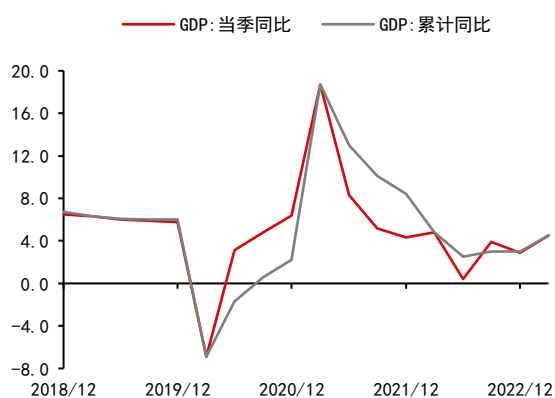
资料来源：Wind 中信期货研究所

五、一季度 GDP 好于预期，二季度经济将继续改善

由于疫情消退使得服务业显著改善，一季度我国 GDP 同比增速提高 1.6 个百分点至 4.5%，表现好于市场预期。一季度我国 GDP 同比增长 4.5%，显著好于预期值 4.0%，比去年四季度增速高 1.6 个百分点。一季度我国 GDP 两年平均增长 4.7%；如果全年 GDP 两年平均增速能达到这个水平，那么全年 GDP 同比增速将达到 6.3%左右。分产业来看，一季度我国第二、三产业 GDP 当季值分别同比增长 3.3%、5.4%，增速较去年四季度分别变化-0.1、3.1 个百分点；疫情的消退使得我国服务业显著改善。

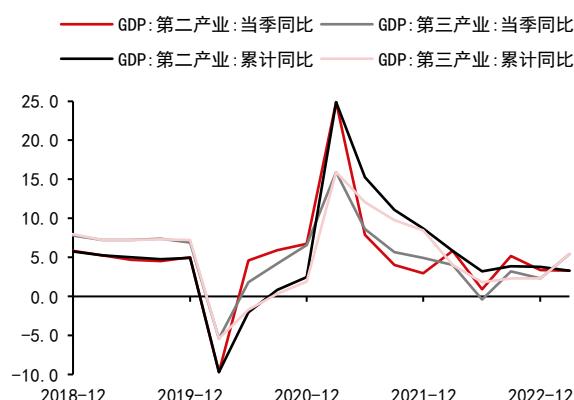
展望二季度，低基数效应、服务业生产与消费的进一步改善将推动我国 GDP 同比增速提高至 9.6%左右。二季度我国服务业生产与消费将进一步修复，GDP 两年平均增速有望进一步提高至 4.9%左右。考虑到去年二季度 GDP 基数较低，预计今年二季度 GDP 同比增速有望提高至 9.6%左右。

图表24：GDP 当季及累计同比



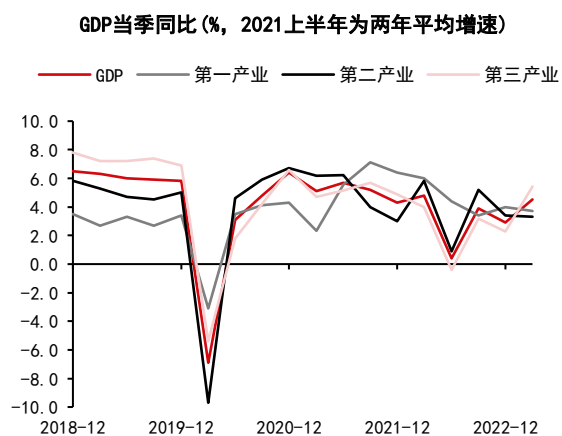
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表25：GDP 第二、第三产业的同比增速



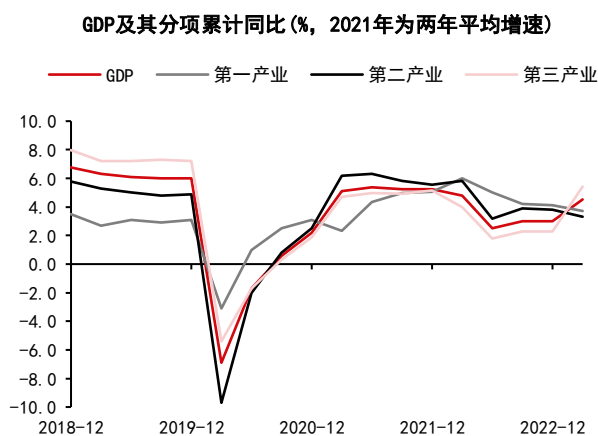
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表26：GDP 当季及其分项当季同比（剔除基数效应）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表27：GDP 累计值及其分项累计同比（剔除基数效应）



资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>