



宏观研究报告

工业生产季节性提升 结构性调控政策增加

事件：4月16日，国家统计局公布了3月份的经济数据，中国3月规模以上工业增加值增加14.1%，从环比看，3月份，规模以上工业增加值比上月增长0.60%。一季度，规模以上工业增加值同比增长24.5%；比2019年同期增长14.0%，两年平均增长6.8%。1—3月份，全国固定资产投资（不含农户）95994亿元，同比增长25.6%；比2019年1—3月份增长6.0%，两年平均增长2.9%；经季节调整后与去年10—12月份环比增长2.06%。3月份，社会消费品零售总额35484亿元，同比增长34.2%；比2019年3月份增长12.9%，两年平均增速为6.3%。

主要观点

工业生产季节性提升。3月份，规模以上工业增加值同比实际增长14.1%。从环比看，3月份，规模以上工业增加值比上月增长0.60%。一季度，规模以上工业增加值同比增长24.5%；比2019年同期增长14.0%，两年平均增长6.8%。由于今年有就地过年因素，工业环比表现上应该较往年的波动要小，因而涨幅低于2017年3月0.76%的涨幅和2019年3月0.83%的涨幅，季调环比数据显示环比增幅处于回落过程之中，显示疫情冲击消退的事实。从主要工业品产量数据来看，生铁、粗钢和钢材的产量分别为7475、9402和11987万吨，1-2月份的月均产量为7237、8749和10476万吨，3月黑色产业链生产数据略好于1-2月的水平，季节性因素还是存在的。十种有色金属产量为548万吨，好于前两月月均水平，工业金属价格高位带来的冶炼利润较高使得相关金属产量大增。制造业相关的金属切削机床和工业机器人同样好于前两月月均水平，制造业景气尚可。电脑和智能手机产量分别为4070万台和1.05亿部，海外相关需求尚可。发电量为6579亿度，好于前值水平，出口交货值11947亿，也好于前值水平，3月工业生产活动季节性提升，尽管幅度有限，与出口活跃度表现相近。

固定资产投资逐月回落。1—3月份，全国固定资产投资（不含农户）95994亿元，同比增长25.6%，前值34.95%，基数效应下后面会逐月回落；比2019年1—3月份增长6.0%，两年平均增长2.9%；经季节调整后与去年10—12月份环比增长2.06%，增长乏力。其中，民间固定资产投资55022亿元，同比增长26.0%。从环比看，3月份固定资产投资（不含农户）增长1.51%。分产业看，第一产业投资2362亿元，同比增长45.9%；第二产业投资27929亿元，增长27.8%；第三产业投资65703亿元，增长24.1%。第二产业中，工业投资同比增长27.8%。

经济数据	单位	4月	3月
CPI	同比%	0.40	-0.20
PPI	同比%	4.40	1.70
工业增加值	同比%	14.10	52.34
投资	同比%	25.60	35.00
消费	同比%	34.20	33.80
出口	同比%	30.60	154.90
进口	同比%	38.10	17.30
贸易顺差	亿美元	138.00	378.80
M2	同比%	9.40	10.10
M1	同比%	7.10	7.40
新增贷款	亿元	27,300	13,600
外汇占款	亿元	-82	235

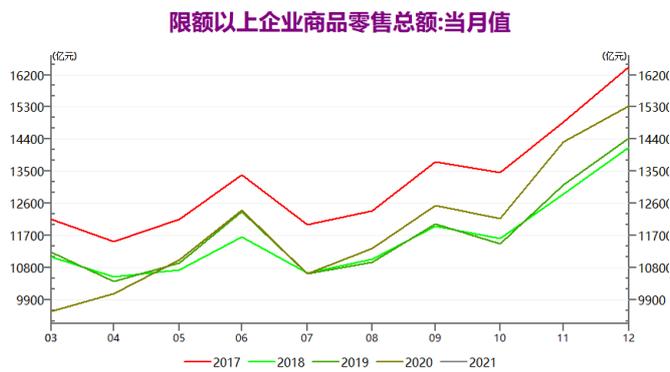
其中，采矿业投资增长 20.8%；制造业投资增长 29.8%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长 20.0%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 29.7%，单月增长 31.5%，其中，水利管理业投资增长 42.5%，公共设施管理业投资增长 23.5%，道路运输业投资增长 25.7%，铁路运输业投资增长 66.6%。从单月数据表现来看，房地产、制造业和基建投资单月同比增长 14.7%、27.8%和 31.5%，均低于前值，后续这一趋势仍将延续。制造业投资中，除开铁路、船舶、航空和航天和其他运输设备制造业外，其他累计同比增速均有所回落，依然是计算机、通信和其他电子设备制造业以及医药制造业维持在较高增速。1—3 月份，国房景气指数为 101.29，略低于前值 101.41，全国房地产开发投资 27576 亿元，同比增长 25.6%；比 2019 年 1—3 月份增长 15.9%，两年平均增长 7.6%，大致持平于 2017 年水平，略低于 2018 年和 2019 年水平。其中，住宅投资 20624 亿元，增长 28.8%。1—3 月份，商品房销售面积 36007 万平方米，同比增长 63.8%；比 2019 年 1—3 月份增长 20.7%，两年平均增长 9.9%。1—3 月份，房地产开发企业房屋施工面积 798394 万平方米，同比增长 11.2%。房屋新开工面积 36163 万平方米，增长 28.2%。房屋竣工面积 19122 万平方米，增长 22.9%，到位资金方面，1—3 月份，房地产开发企业土地购置面积 2301 万平方米，同比增长 16.9%。1—3 月份，房地产开发企业到位资金 47465 亿元，同比增长 41.4%；比 2019 年 1—3 月份增长 21.9%，两年平均增长 10.4%。其中，国内贷款 7222 亿元，增长 7.5%；利用外资 11 亿元，下降 41.0%；自筹资金 13015 亿元，增长 21.0%；定金及预收款 17759 亿元，增长 86.1%；个人按揭贷款 7843 亿元，增长 50.0%。2020 年的最后一天，中国人民银行和中国银行保险监督管理委员会发布关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知，对各银行的房地产贷款集中度管理提出监管要求。地产领域的高杠杆运行和高债务扩张持续被监管层调控，使得包括恒大和华夏幸福在内的一些大型房企承压。尽管政策层面大力调控，但是资本的逐利性使得地产市场高烧不退。日前，银保监会继续加强消费贷经营贷入市检查，但是实际检查结果表示流入地产的信贷额度并不庞大，这并不代表信贷资本流入地产领域不多，一定程度上反映了资本投机地产的隐蔽性。地产的蓬勃发展与政策的连续加码这一动态过程仍然在发展中，从历史的典型案例我们可以看到，中央银行实质性提升利率和严格的信贷管控才能有效控制房地产领域的持续高涨。

零售总额季节性回落。3 月份，社会消费品零售总额 35484 亿元，同比增长 34.2%；比 2019 年 3 月份增长 12.9%，两年平均增速为 6.3%。其中，除汽车以外的消费

品零售额 31554 亿元，增长 32.5%。扣除价格因素，2021 年 3 月份社会消费品零售总额实际增长 33%，两年平均增长 4.4%。从环比看，3 月份社会消费品零售总额增长 1.75%。消费增速一般表现是较为平稳的，当年两年平均增速依然低于疫情前的 2019 年 12 月的 8% 水平，从我们内部的宏观框架来看，消费增长中枢很难回到过去 8% 的水平，消费增长由分配局面决定，而任何分配都是生产方式本身分配的结果，过去两年多的生产方式并没有发生根本性的变化，增长中枢回落也在意料之中。相较于其他总量数据的回升力度而言，零售总额数据的回升力度略显不足，与疫情的反复以及中国自身的经济结构有密切的关系。在商品零售中，限额以上单位商品零售总额为 12877 亿，高于前面几年同期水平却大幅低于去年四季度的水平，一方面反映季节性因素，一方面分配结果导致，2020 年 7 月以来限额以上商品零售总额高于 2018 年和 2019 年同期水平却低于 2017 年水平，反映 2018 年以来的分配格局恶化现实。与 1-2 月均值相比，3 月份的大部分品类明显要偏高一些，季节性特征明显，基本日常生活用品类消费如粮油食品类、饮料类和烟酒类消费分别为 1307 亿、212 亿和 347 亿，低于去年 12 月的 1525 亿、222 亿和 504 亿，好于前两月均值。地产产业链相关的家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类的销售额为 776 亿、135 亿和 161 亿，低于 12 月的 1009 亿、194 亿和 227 亿的水平，地产后周期表现有所滑坡，地产成交中有多少是居住相关需求值得怀疑。化妆品、金银珠宝类和日用品类销售额分别为 368 亿、259 亿和 609 亿，相较 12 月的 324 亿、289 亿和 661 亿涨跌互现，因素各异，与统计方式及金价表现等相关。整体而言，社会消费品零售总额季节性回落，较 1-2 月月均水平有所改善，然幅度有限。

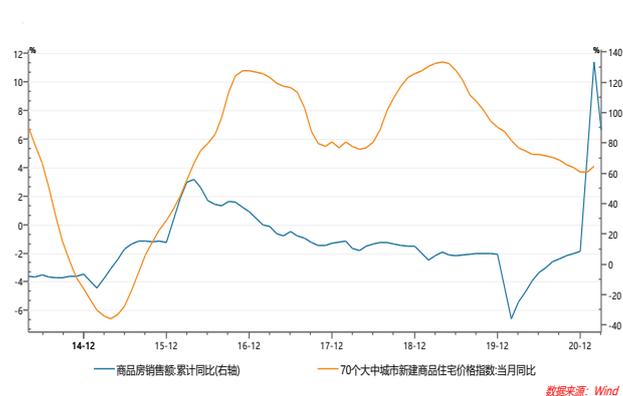
结构性调控政策增加，增长模式成效需持续关注。在工业生产依然较为活跃的当下，监管层对地产市场大力调控，反映出政策制定者对于债务驱动增长模式的警惕性。与此同时，我们也注意到部分地方政府对于地价涨幅的控制，合理控制租赁比例，这一点与决策层对于地方政府的债务扩张是一脉相承的。国内的政策目标依然是相当清晰的，即在控制总量的前提下进行结构调整，最终实现内外双循环的局面。本轮调控结构性政策增加，但是从资本运动的角度出发来看，这一“基建+出口+地产”的增长模式需持续关注。在这个前提下，我们预期后面增长有一定压力，利率债的机会依然明显，股票市场依然保持谨慎。

图 1 限额以上消费品零售总额季节性回落



数据来源: wind, 鑫元基金整理

图 2 销售额与房价维持高位



数据来源: wind, 鑫元基金整理