

3月数据预测：预计一季度GDP同比增长5.4%

核心观点

3月多地疫情复发、地缘政治冲突加剧、行政限产等多重因素对经济社会活动造成一定扰动，制造业PMI显著下行，服务业PMI回落幅度更大。在宽信用以及财政前置的带动下，同时叠加上一较低基数影响，结合1-2月经济数据的不俗表现，我们预计一季度GDP同比预测至5.4%，较之前的预测值小幅下调，但相较前值4%仍是一份不错的答卷。我们认为，稳增长仍是货币政策首要目标，后续降准概率有所提高，继续发力宽信用、稳增长。此组合下，长端利率未来更多关注宽信用，预计10年期国债收益率将在二季度达到3%左右的高点。权益方面，宽信用延续，持续看好稳增长板块，未来重点关注美债收益率见顶后的成长股机会。

□ 疫情冲击生产端，“抢时间”支撑稳增长

3月国内多地疫情较严重反弹，对企业生产有所冲击，但工业生产仍将保持一定韧性，我们预计3月规模以上工业增加值有望实现5.5%的同比增速。工业保持韧性的主要原因在于，在地方稳增长强烈诉求下，一方面会尽量保证工业企业在疫情期间的持续运行，另一方面在封控结束后，将通过赶工“抢时间”的方式回补有效工作日时长，从而对稳增长有所支撑。3月受疫情影响及地缘政治问题导致内外需走弱，但结构上制造业投资、基建投资支撑工业生产作用积极。

□ 预计1-3月固定资产投资累计同比增速11.0%

预计1-3月固定资产投资同比增长11.0%，较前值下降1.2个百分点。从1-3月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为3.3%、6.9%和19.0%，前值分别为3.7%、8.1%和20.9%。从当月增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为3.0%、6.1%和17.7%，我们认为，强链补链和产业基础再造驱动制造业投资保持较高增速，地产投资逐月回暖。

□ 疫情冲击消费，社零大幅回落

预计3月社会消费品零售总额同比-1.2%，前值6.7%，社零增速大幅回调，主要受疫情形势严峻及去年基数较高影响。本轮疫情形势较为严峻，上海深圳等大消费体量城市均采取严格的封控措施，导致部分消费场景灭失。预计本轮疫情有望在4月中下旬得到有效控制，自然消费回补和政府消费叠加将带动社零数据较快回升。

□ 疫情再次反弹，就业持续承压

预计3月全国城镇调查失业率为5.5%，与2月持平，仍处于阈值上限。虽然企业节后开工率上升，摩擦性失业有望改善，但国内疫情多点爆发、中小企业持续承压叠加工业企业盈利水平回落，就业压力不减。展望未来，疫情或将逐步得到控制，政府不断落实稳市场主体保就业政策，失业率有望稳步下降。

□ CPI重回下行通道，PPI回升趋势延续

预计3月CPI环比-0.3%，同比+1.1%，前值0.9%，猪油对冲局面延续，CPI同比在翘尾因素带动下有所回升。预计3月PPI环比+0.9%，同比+8.0%，前值8.8%。PPI环比增幅扩大，原油、煤炭、有色等大宗商品上涨对PPI形成有力支撑。

□ 供给优势维稳出口，内需韧性支撑进口

预计3月人民币计价出口增速为14%，前值13.6%，贸易顺差240亿美元。稳增长是主线，短期俄乌及疫情有扰动，预计3月人民币计价进口同比增长10%。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1 《1-2月经济数据：经济开门红兑现》2022.03.15

2 《1-2月数据预测：稳增长发力，开门红可期》2022.02.28

2 《12月经济数据：应对需求萎缩是资主要方向》2022.01.17

3 《12月数据预测：定调稳增长，蓄开门红》2022.01.01

4 《11月经济数据：制造业持续引领地产投资降幅收窄》2021.12.15

□ 预计 2022 年 3 月信贷新增 3.1 万亿，社融新增 4.5 万亿，增速分别为 11.4% 和 10.5%

预计 3 月人民币信贷新增量 3.1 万亿，较去年 2.73 万亿同比多增 3700 亿元，对应增速与前值持平于 11.4%，3 月为季末传统大月，一季度末银行信贷冲量意愿较强，叠加央行当前宽信用政策环境，经济基本面处于修复中，疫情的负面扰动可以得到有效的对冲，我们对信贷投放有信心。预计 3 月社融新增量 4.5 万亿，较去年同期的 3.38 万亿同比多增约 1.1 万亿，增速较前值升 0.3 个百分点至 10.5%，社融结构中，同比多增主要来自信贷、政府债券、未贴现票据及信托贷款。预计 3 月信贷大规模投放有助于稳定 M2 增速，政府债发行较快+财政支出加速对 M2 影响偏中性，叠加去年 3 月基数走低，预计 3 月 M2 增速较前值上行 0.2 个百分点至 9.4%。短期经济活力或受疫情冲击，预计 3 月 M1 增速较前值 4.7% 微降至 4.3%。

风险提示：疫情超预期恶化；政策落地不及预期；地缘政治冲突超预期

正文目录

1. 预计一季度 GDP 实际同比增速为 5.4%.....	5
2. 疫情冲击生产端，“抢时间”支撑稳增长	6
3. 预计 1-3 月固定资产投资累计增速为 11.0%.....	6
3.1. 1-3 月制造业投资累计同比增速为 19.0%.....	9
3.2. 疫情扰动有限，基建维持高.....	13
3.3. 预计 1-3 月地产投资累计增速 3.3%，关注城市更新对地产投资拉动.....	15
4. 疫情冲击消费，社零大幅回调.....	17
5. 疫情再次反弹，就业持续承压.....	18
6. CPI 同比小幅回升，PPI 环比再次上行.....	19
6.1. 猪油对冲局面延续，CPI 同比小幅回升.....	19
6.2. 大宗商品价格上涨，PPI 环比涨幅扩大.....	20
7. 供给优势维稳出口，内需韧性支撑进口	20
8. 预计 2022 年 3 月信贷新增 3.1 万亿，社融新增 4.5 万亿，增速分别为 11.4%和 10.5%	21
风险提示	24

图表目录

图 1: 预计 2022 年一季度 GDP 增速 5.4%.....	5
图 2: 固定资产投资累计增长值 (%)	8
图 3: 固定资产投资环比增速拟合值	8
图 4: 固定资产投资价格指数同比增速拟合值	8
图 5: 固定资产投资累计同比增速	9
图 6: 制造业部分行业投资增速	9
图 7: 制造业固定资产投资和高技术制造业固定资产投资增速	10
图 8: PMI 指数保持韧性	12
图 9: 2021 年部分地区受疫情影响，投资增速有所下降	14
图 10: 2022 年重大项目投资（截至 3 月下旬）	15
图 11: 广义库存变化情况	16
图 12: 广义库存-狭义库存同比增速变化 (%)	16
图 13: 3 月全国疫情仍居高位（截至 31 日）	17
图 14: 西安和南京社零显著受疫情影响	17
图 15: 3 月地铁客运量显著下降（截至 30 日）	18
图 16: 3 月全国票房收入远不及近年同期（截至 31 日）	18
图 17: 预计 3 月全国城镇调查失业率为 5.5%，与 2 月持平	19
图 18: 1-2 月工业企业利润总出现明显回落	19
图 19: 互联网行业离职状态用户数量增加	19

图 20: CRB 大宗商品价格指数与进口价格指数高度相关	21
图 21: 3 月 22 日起票据贴现利率与同业存单利率利差迅速拉升	22
图 22: 看好 2022 年一季度“四箭齐发”宽信用	23
表 1: 两年周期项目开复工率对比 (%)	7
表 2: 3 月 3 日施工项目开复工情况 (%)	7
表 3: 2020 年以来有关“强链补链”的政策表述	10
表 4: 主要城市房贷利率下调情况	16
表 5: 部分区域城市更新“十四五”投资规划汇总	16
表 6: 3 月宏观经济数据预测	25

1. 预计一季度 GDP 实际同比增速为 5.4%

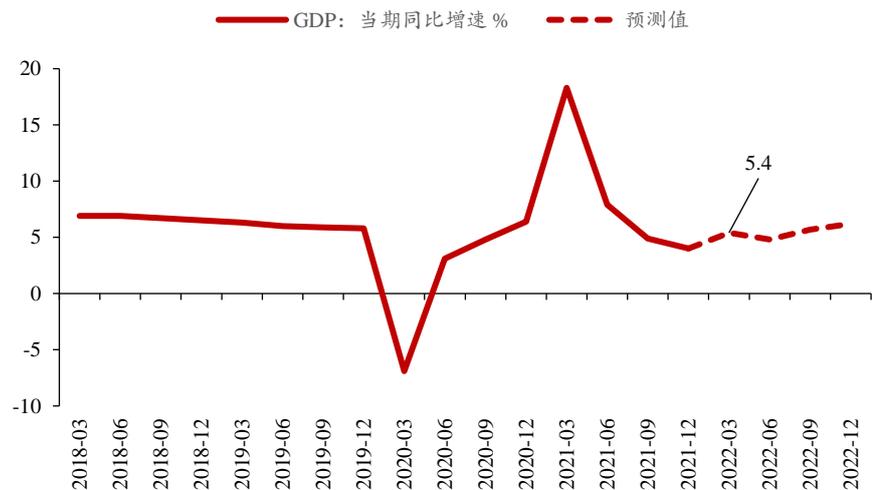
预计一季度 GDP 实际同比增速为 5.4%。我们认为，在宽信用以及财政前置的带动下，同时叠加上一一年较低基数的影响，当季实际同比增速预计为 5.4%，较 2021 年四季度提高 1.4 个百分点。

从需求侧看，我们认为一季度内需增长动力较强，制造业投资是较大预期差。消费方面，受制于本轮疫情扩散的影响，预计增速中枢提升幅度有限。数据显示，1-2 月社会消费品零售总额低位震荡后回升至 6.7%。投资方面，宏观政策靠前发力，地产、基建、制造业共振上行，制造业投资成为驱动固定资产投资的重要力量。我们重点提示，“先立后破”产业政策将推动制造业投资继续保持引领作用，产业基础再造工程和“强链补链”专项行动将会进一步扩大对制造业投资的需求。

从供给侧看，我们认为尽管面临较大阻力，生产端恢复仍稳中向好。年初以来，服务业生产受局地疫情反复影响较大，国务院常务会议推出一揽子纾困帮扶政策，促进困难服务业平稳增长，进一步加大减费降税力度；工业方面，企业开工状况良好，工业企业效益状况总体上延续了去年的恢复态势，1-2 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 5.0%，但结构上仍需进一步优化；农业方面，结合中央一号文件的相关安排，近期多部门部署做好化肥保供稳价工作，切实保障春耕。

展望全年，我们预计，2022 年全年 GDP 实际同比增速 5.6%，四个季度 GDP 当季实际同比增速分别为 5.4%、4.8%、5.7% 和 6.2%，年内大概率走出“NIKE 型”走势。财政政策方面，2021 年专项债投放在年底及 2022 年年初预计将形成实物工作量，体现为基建投资增速的企稳回升。货币政策方面，我们继续提示“四箭齐发”宽信用对于经济增长的强劲支撑力度。在稳增长的背景下，宏观政策预调微调和跨周期调节将有机结合，双碳目标驱动制造业重回宏观支撑力量，产业新能源化将带动工业体系全面再造，不断推动我国经济发展结构性转型。

图 1：预计 2022 年一季度 GDP 增速 5.4%



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

2. 疫情冲击生产端，“抢时间”支撑稳增长

3月国内多地疫情较严重反弹，对企业生产有所冲击，但工业生产仍将保持一定韧性，我们预计3月规模以上工业增加值有望实现5.5%的同比增速。工业保持韧性的主要原因在于，在地方稳增长强烈诉求下，一方面会尽量保证工业企业在疫情期间的持续运行，另一方面在封控结束后，将通过赶工“抢时间”的方式回补有效工作日时长，从而对稳增长有所支撑。

从生产高频数据来看，3月工业生产景气在春节后持续回升，受疫情冲击后边际走弱，但总体保持韧性。3月南方八省电厂日均耗煤量环比回落，略低于去年同期，但全国重点电厂日均耗煤量相比去年同期保持正增，主因此轮疫情南方省份影响大较且封控面较广。我们认为，受疫情影响的工业在疫情封控后恢复较快且有望回补，例如深圳市在结束本轮封控后，3月21日的工业用电量已恢复至3月13日之前的水平，工业企业、建筑工地赶工的现象较为明显，对工业生产有一定支撑作用。从高频数据上来看，钢铁产业链开工率、汽车半钢胎开工率、螺纹钢产量较上月有所修复，但较去年同期略弱。

3月受疫情影响及地缘政治问题导致内外需走弱，但结构上制造业投资、基建投资支撑工业生产作用积极。一季度“四箭齐发”宽信用逐步兑现，我们此前持续强调的“四箭齐发”（制造业贷款、减碳贷款、基建贷款及按揭贷款）宽信用在3月持续发力，其中制造业投资是支撑主力、基建投资积极发力、房地产投资修复对工业生产亦有一定正面作用。但3月疫情超预期蔓延对消费负面冲击较大，乘用车销量、商品房销售面积不及去年同期，服务业线下消费受挫严重，对相关制造业有所拖累。在外需方面，由于国际地缘政治冲突加剧、大宗商品价格大幅波动使得出口不确定性加大，3月CCFI运价指数持续回落，3月出口强度或有所回落，对我国工业生产支撑作用减弱。

3. 预计1-3月固定资产投资累计增速为11.0%

预计1-3月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为11.0%，其中，制造业投资累计增速19.0%，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6.9%，房地产开发投资同比增速3.3%。基建投资增速小幅下行，房地产开发回暖，制造业保持高增速，成为引领经济增长的重要因素。

第一，春节后各地重大项目开复工情况总体略好于去年同期。基于对全国12099个样本工程项目的四轮开复工情况调研，整体来看今年春节后前两周开复工情况较好，第三周后开复工速度有所放缓。今年春节后第一周和第二周项目开复工进度高于去年同期，第三周以后项目开复工进度低于去年同期，第四周较第三周差值有所减小。劳务到位率方面，第一周和第二周好于去年同期，第三周后低于去年同期。从项目类型来看，基建项目开复工速度明显快于房建项目，今年节后前两周，由于全国基建项目开工情况较好，带动全国工程项目开复工率明显提升。从地区看上，成都、江苏、安徽、浙江、山东等多地一季度重大项目都提前集中开工，但部分省市受疫情影响复工进度放缓。

第二，一季度财政前置，为固定资产投资提供资金保障。稳增长背景下，财政政策靠前发力，专项债发行节奏明显加快。2月14日财政部已经向各部门提前下达2022年新增专项债务限额14600亿元。2月底地方政府新增专项债券发行规模达到8775亿元，已

完成超过 60% 的新增专项债务限额，其中部分地区已经完成提前下达的专项债额度，发行情况较为顺利，进展较快。截至 3 月 18 日新增专项债发行已经达到 11252.5 亿元，叠加 2021 年底仍有部分专项债未结转，专项债资金充裕。

第三，2021 年 1-3 月固定资产投资具有低基数效应。国家统计局数据显示，2021 年 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%。

此外，预计 2022 年 3 月固定资产投资当月环比为 0.84%，并由此推断出 2022 年 3 月固定资产投资当月同比为 9.1%，累计同比为 11.0%。我们通过时间序列分析对固定资产投资当月环比进行测算，通过回归得到当前期与滞后期的线性关系。2022 年 2 月份固定资产投资当月环比为 0.66%，带入实证模型测算得到 2022 年 3 月份固定资产投资当月环比为 0.84%。随后，基于国家统计局公布的 2022 年 1-2 月固定资产投资总额，我们分别用 2 月份占 1-2 月总天数和工作日的比例为权重，计算出 2 月份固定资产投资总额。再使用预测得到的 3 月份环比数据，计算出 2022 年 3 月份固定资产投资总额。最后和去年同月和去年同期数据作比较，得到 3 月同比和累积同比预测值，分别为 9.1% 和 11.0%。

同时，预计 1-3 月固定资产投资价格指数的同比增速分别为 5.3%、5.2% 和 5.3%。2022 年 1 月份，全国 CPI 同比增速 0.9%，PPI 同比增速 9.1%；2022 年 2 月份，全国 CPI 同比增速 0.9%，PPI 同比增速 8.8%；预计 2022 年 3 月份，全国 CPI 同比增速 1.0%，PPI 同比增速 9.0%。我们的实证模型测算显示，1-3 月固定资产投资价格指数同比增速均在 5.0% 以上。需要说明的是，国家统计局已于 2019Q4 停止发布固定资产投资价格指数，2020 年以后的固定资产投资价格指数需采用线性回归的方法拟合得到。

表 1：两年周期项目开复工率对比（%）

轮次	2022 年	2021 年
第一轮（2.10）	27.27	17.52
第二轮（2.17）	51.02	48.66
第三轮（2.24）	69.58	86.85
第四轮（3.3）	80.39	93.76

资料来源：百年建筑，浙商证券研究所

表 2：3 月 3 日施工项目开复工情况（%）

地区	本周项目开复工率	与上周对比
华北	48.69	19.10
华东	85.36	14.05
华南	86.46	8.15
华中	78.99	4.62
西北	62.16	6.76
西南	73.02	10.64

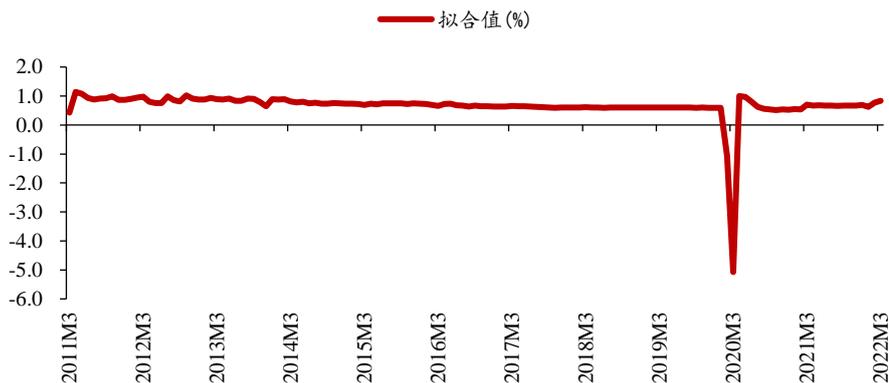
资料来源：百年建筑，浙商证券研究所

图 2：固定资产投资累计增长值 (%)



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 3：固定资产投资环比增速拟合值



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 4：固定资产投资价格指数同比增速拟合值

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39933

