

总量研究

经济尚未触底，政策仍需加码

——2022年3月经济数据点评

要点

事件：一季度 GDP 单季度增速 4.8%，预期 4.8%；生产单月增速 5%，预期 5.1%；固投累计增速 9.3%，预期 8.6%；社零单月增速-3.5%，预期-0.8%。

核心观点：

疫情大考下 3 月经济数据交卷，整体符合预期。投资受冲击较小，基建投资增速如期大幅回升，房地产和制造业投资累计增速依然保持正增长；消费受冲击较大，社零同比转负，必选消费表现较好，可选消费、汽车、居住类等表现较差。

一季度 GDP 增速 4.8%，二季度 GDP 或继续在低位震荡寻底。内需方面，国内疫情传播尚未全面阻断，预计疫情对消费和供应链的冲击短期将继续发酵；外需方面，3 月进口转负，叠加国际局势动荡、美联储加速加息，或拖累全球总需求扩张，预计出口将持续回落。去年同期高基数也将给二季度 GDP 同比带来压力。

为实现全年 5.5% 增速目标，政策仍需再次发力加码，三条主线将继续推进，一是加快基建投资发力节奏，尽快稳定内需；二是继续推进房地产政策自下而上放松，防止投资增速下半年转负；三是助企纾困，稳定制造业投资复苏势头。

一季度 GDP 受服务业拖累，二季度 GDP 或继续低位震荡寻底。

一季度 GDP 增速 4.8% 符合预期，第三产业服务业受疫情冲击较大，而第二和第三产业增速较去年四季度有所提振。向前看，内需方面国内疫情传播尚未全面阻断，消费依然承压；外需方面，3 月进口转负，会增大对 4 月份出口的拖累。叠加去年二季度 GDP 基数为年内最高，二季度 GDP 或继续在低位震荡寻底。为实现全年经济增速目标，政策需要继续加码，尽快稳定内需、对冲经济压力。

基建：如期继续反弹，电热燃气及水和公共设施投资是主要发力点。

3 月广义基建同比增速达到 11.8%，比 1-2 月的 8.6% 提升了 3.2 个百分点。电热燃气及水和公共设施投资是主要发力点，公路、铁路则表现较差。疫情冲击下，基建发力紧迫性再次提高，预计上半年会持续发力，增速有望维持两位数增长。

地产：销售持续恶化，投资短期韧性较强，自下而上的政策放松将继续推进

近期一二线城市地产销售加速回落，全国销售继续下滑。3 月房地产投资单月增幅小幅转负，与到位资金、新开工、竣工等大幅转负的指标出现分歧，原因在于开发投资受到了土地购置费、过往项目持续施工和建材价格走高的支撑。但是，假如房地产销售持续恶化，会冲击开发商新开工和购地倾向，进而冲击下半年的开发投资增速。预计二季度，房地产自下而上的因城施策的放松会持续推进。

制造业：同比增速大幅回落，环比表现略低于季节性

3 月制造业投资同比大幅回落，主要因为基数扰动，以环比来看，3 月制造业投资环比增速 34%，略低于历史同期的 39%。分链条来看，除运输设备，制造业各行业的环比低于历史同期。上游价格偏高、终端需求不振、利润增速回落、库存高企等问题，会削弱制造业复苏的动能，助企纾困政策仍然需要进一步发力。

消费：3 月单月同比增速转负，必选消费表现较好

3 月疫情散发对居民线下出行和消费带来了较大的冲击，社零同比增速-3.5%，餐饮零售额同比增速回落至-16.4%。分项来看，仅粮油食品、医药、饮料品类表现较好，其余日用品、可选消费品、汽车、石油制品及居住类商品增速均出现回落。

风险提示：国内外疫情反复。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebsecn.com

相关研报

央行亮剑，五问降准——光大宏观周报
(2022-04-16)

出口支撑仍在，多重因素冲击进口转负——2022年3月进出口数据点评 (2022-04-13)

通胀不息，加息不止，缩表将近——2022年3月美国 CPI 数据点评 (2022-04-13)

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？
——流动性洞见系列六 (2022-04-11)

社融再度放量，政策仍需护航
——2022年3月金融数据点评 (2022-04-11)

通胀的“内忧”与“外患”——2022年3月价格数据点评 (2022-04-11)

缩表将近，加息不止——2022年3月美联储议息会议纪要点评 (2022-04-07)

各地基建投资进展如何？——光大宏观周报
(2022-04-05)

美国非农维持强劲，加息前置势在必行——2022年3月美国新增非农数据点评 (2022-04-02)

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五 (2022-03-31)

疫情冲击经济动能，稳增长仍需发力——2022年3月 PMI 数据点评 (2022-03-31)

如果开放国门：新增测算和经济影响——《全球疫情及疫苗跟踪系列》第九篇 (2022-03-29)

近期美债收益率跳升的三大原因——美联储观察系列七 (2022-03-27)

目 录

一、3月经济数据整体符合预期	3
二、疫情冲击尚未结束，政策端需发力加码	3
三、基建：如期反弹，实现两位数增长.....	4
四、制造业：疫情扰动，复苏弱于季节性	5
五、地产：销售持续恶化，投资韧性较强	6
六、消费：大幅走低，食品医药表现较好	8
七、风险提示	9

图目录

图 1：从支出法来看，一季度制造业、基建和出口增速较高，制造业主要是受基数因素抬升.....	4
图 2：2022 年一季度，第三产业增速受疫情较大冲击	4
图 3：3 月基建投资同比增速大幅反弹.....	5
图 4：3 月基建环比增速超过历史同期表现	5
图 5：制造业单月增速回落，主要因为基数扰动	6
图 6：制造业 PMI 持续回落.....	6
图 7：从 3 月的单月环比来看，仅有运输设备的环比增速高于历史同期.....	6
图 8：一二线城市商品房销售近期加速下滑	7
图 9：开发商到位资金增速持续恶化	7
图 10：终端价格温和上涨，给社零带来正向支撑	8
图 11：3 月必选消费品韧性较强，可选、居住、汽车消费均回落.....	8
图 12：必选消费品韧性较强，可选、居住、汽车消费的增速均出现回落.....	9

一、3月经济数据整体符合预期

事件：4月18日，国家统计局公布一季度经济数据：

- 【1】 GDP 单季度增速 4.8%，wind 一致预期 4.8%；
- 【2】 生产单月增速 5%，wind 一致预期 5.1%，前值 7.5%；
- 【3】 固投累计增速 9.3%，wind 一致预期 8.6%，前值 12.2%；
- 【4】 社零单月增速-3.5%，wind 一致预期-0.8%，前值 6.7%。

核心观点：

疫情大考下，3月经济数据交卷，整体符合预期。投资受冲击较小，基建投资增速如期大幅回升，房地产和制造业投资累计增速依然能够保持正增长；消费受冲击较大，社零同比转负，除食品、药品、饮料增速表现较好，其余产品包括可选、汽车、石油和居住品类表现均较差。

一季度 GDP 增速 4.8%，二季度 GDP 或继续在低位震荡寻底。一是内需方面，国内疫情传播尚未全面阻断，疫情对于消费和供应链的冲击短期或继续发酵；二是外需方面，3月进口转负，叠加全球总需求扩张速度放缓，预计出口将持续回落。为实现全年 5.5%增速目标，政策需再次发力加码，三条主线将继续推进，一是加快基建投资发力节奏，尽快稳定内需；二是继续推进房地产政策自下而上放松，防止开发投资增速下半年转负。三是继续助企纾困，稳定制造业投资复苏势头。

表 1：3月经济数据基本符合预期

月份	固定资产投资 (累计同比)	社零 (单月同比)	工业增加值 (单月同比)	GDP (单季度)
2021年6月	12.6%	12.1%	8.3%	7.9%
2021年7月	10.3%	8.5%	6.4%	
2021年8月	8.9%	2.5%	5.3%	
2021年9月	7.3%	4.4%	3.1%	4.9%
2021年10月	6.1%	4.9%	3.5%	
2021年11月	5.2%	3.9%	3.8%	
2021年12月	4.9%	1.7%	4.3%	4%
2022年1-2月 实际值	12.2%	6.7%	7.5%	
2022年3月 市场预期	8.6%	-0.8%	5.1%	4.8%
2022年3月 实际值	9.3%	-3.5%	5%	4.8%

资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为 Wind 一致预期）

二、疫情冲击尚未结束，政策端需发力加码

一季度经济成色几何？ 一季度 GDP 增速 4.8%，相对去年四季度（单季度两年平均增速，下同）的 5.2%回落了 0.4 个百分点。从生产法来看，一季度第三产业服务业受疫情冲击较大，是经济的主要拖累项，第三产业单季度增速相对去年四季度回落了 1.6 个百分点；而第一和第二产业增速则分别相对去年四季度回升 0.7 和 1.2 个百分点，工业主要是受到了出口和基建的提振，而农业主要受到了

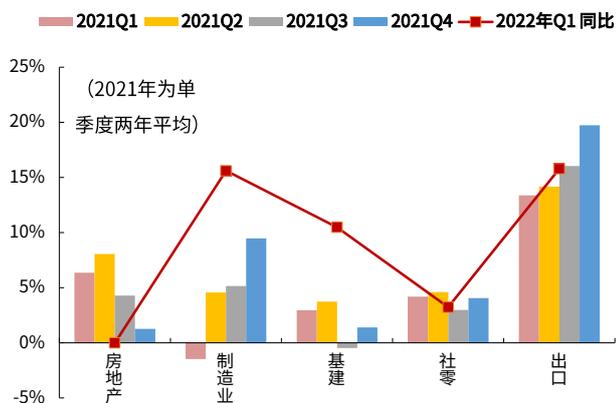
春耕备耕和畜牧业平稳增长的提振。从支出法角度来看，制造业、基建和出口的增速较高，制造业主要是受基数因素抬升，社零和房地产投资增速则表现疲弱。

二季度 GDP 或继续在低位震荡寻底。内需方面，截至 4 月 18 日，全国单日新增疫情相对高点有所回落、但依然维持高位，国内疫情传播尚未全面阻断。随着各地防疫政策升级，该轮疫情散发对于消费和供应链的影响短期或继续发酵。

外需方面，一是受司机紧缺、卸货时间增长、内需不振等因素影响，3 月进口增速转负，会增大对于 4 月份出口的拖累；二是全球局势震荡、美联储加速加息，会进一步拖累全球总需求扩张速度。叠加二季度 GDP 基数为年内最高（2021 年四个季度，GDP 两年平均增速分别为 4.9%、5.5%、4.9%、和 5.2%），二季度 GDP 同比增速或继续在低位震荡寻底。

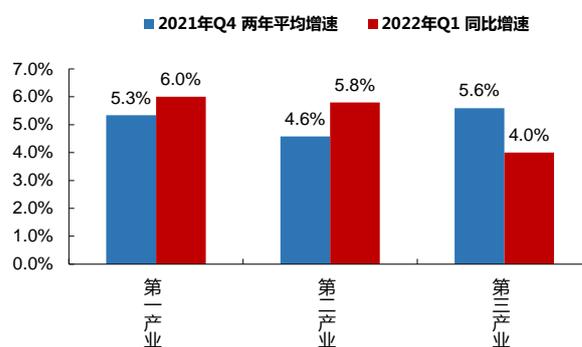
为了实现全年 5.5% 的经济增速目标，政策端需要再次发力加码。全球疫情高位运行，本轮国内疫情传播尚未全面阻断，短期来看国内防疫政策难以放松，消费难以出现大幅反弹。因此，为了实现全年 5.5% 的经济增速目标，政策端需要更新一步发力加码。三条投资端的政策主线将继续推进，一是加快基建投资发力节奏，尽快稳定内需，4 月 18 日监管层已经再次督促专项债加快发行；二是继续推进房地产政策自下而上放松，防止开发投资增速下半年大幅转负；三是继续助企纾困，稳定制造业投资复苏势头。消费方面，预计稳消费的政策也将持续推进，4 月 14 日国常会就扩大汽车、家电等重点领域消费做了一系列政策部署。

图 1：从支出法来看，一季度制造业、基建和出口增速较高，制造业主要是受基数因素抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：2022 年一季度，第三产业增速受疫情较大冲击



资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：历史同期参考 2016 年至 2019 年

三、基建：如期反弹，实现两位数增长

固投增速大幅高于市场预期。3 月固投累计增速 9.3%，略超 wind 一致预期的 8.6%。如果参考环比，2022 年 3 月固投单月环比增速 28%，环比表现略超历史同期的 26%（历史同期为 2016 年、2017 年、2018 年及 2019 年，下同）。其中，基建投资增速大幅上扬，表现大超季节性，是固投增速超预期的主要支撑（见图 4）。

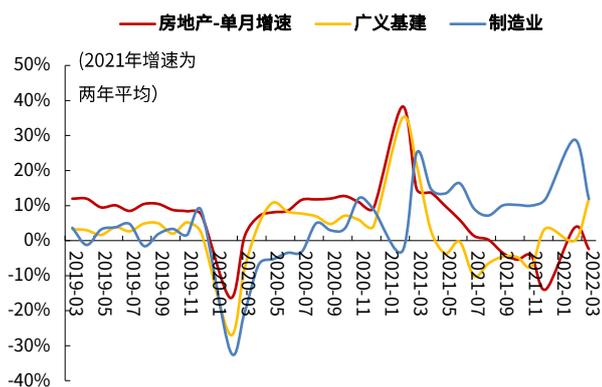
3 月基建增速继续反弹，表现大超历史同期。今年以来在项目发行审批放松、专项债加快发行、各地提前启动重大项目等一系列政策的催化下，基建投资维持了高景气度，3 月广义基建单月同比增速达到 11.8%，比 1-2 月的 8.6% 继续提升了 3.2 个百分点，狭义基建单月同比增速达到 8.8%，比 1-2 月的 8.1% 继续提升

了0.7个百分点。以环比来看,广义基建和狭义基建3月环比分别为46%和44%,均比历史同期高出了17个百分点。

电热燃气及水和公共设施投资是主要发力点,公路、铁路则表现较差。细分来看,电热燃气及水、公共设施同比增速分别达到24%和11%,分别比上月高出了13个和7个百分点,是基建投资的主要发力点;而铁路、公路单月同比增速分别为3%和0%,低于基建投资增速。

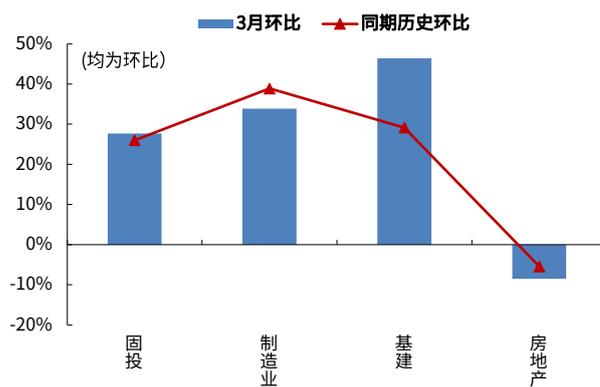
基建发力紧迫性再次提高,预计上半年会持续发力,增速有望维持两位数增长。2022年1月10日国常会从简化后续、改革项目审批等多个方面推动重大项目尽快落地见效,尽快形成实物工作量。今年两会,再次放开了对于重大项目的能耗约束,要求“重大项目要实行能耗单列”。4月18日,据21世纪经济报道,监管部门对专项债发行进度提出新要求,地方需在6月底前完成大部分2022年新增专项债的发行工作,在三季度完成剩余额度的发行。这表明在疫情冲击下,基建投资发力的紧迫性再次提高。按照全年新增3.65万亿元的专项债规模测算,我们预计年内基建增速大概为6.6%,上半年基建投资将持续发力。(详见我们于2022年3月6日发布的报告《爬坡过坎,不负“春光”——2022年政府工作报告学习体会》)。

图3: 3月基建投资同比增速大幅反弹



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图4: 3月基建环比增速超过历史同期表现

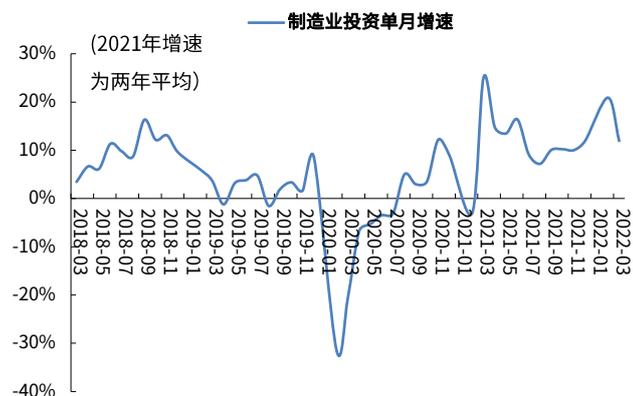


资料来源: Wind, 光大证券研究所 备注: 历史同期参考2016年至2019年

四、制造业: 疫情扰动, 复苏弱于季节性

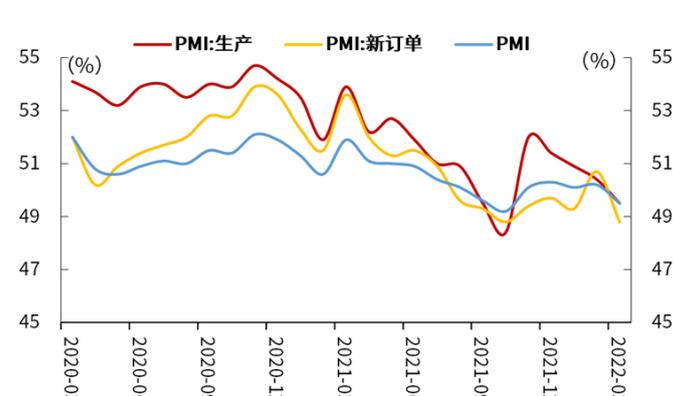
制造业同比增速大幅回落, 环比表现略低于季节性。3月制造业投资同比增速12%, 相对于1-2月回落了9个百分点, 主因1-2月同比增速被基数大幅垫高。以环比来看, 3月制造业投资环比增速34%, 略低于历史同期的39%。

图 5：制造业单月增速回落，主要因为基数扰动



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：制造业 PMI 持续回落

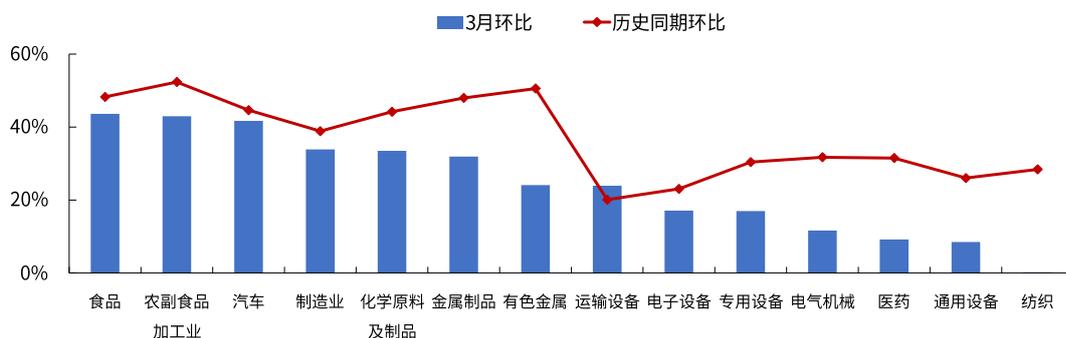


资料来源：Wind，光大证券研究所

分链条来看，除运输设备，制造业各行业的环比依然低于历史同期。从环比来看，除运输设备，其余细分行业表现均低于历史同期，且通用设备、电气机械、医药、有色金属和纺织几个行业，环比增速与历史同期增速相比出现了较大的缺口。这说明近期疫情散发下，物流不畅、需求转弱，高技术 and 低技术制造业均受到了冲击。

4 月 18 日，全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定电视电话会议召开，会议要求，要足量发放使用全国统一通行证，核酸检测结果 48 小时内全国互认，不得以等待核酸结果为由限制通行。预计在政策发力见效下，国内的物流阻塞会得到一定程度的缓解。但是，制造业企业目前面临的上游价格偏高、终端需求不振、利润增速回落、库存高企等问题，会削弱未来制造业投资复苏的动能，助企纾困政策仍然需要进一步发力。

图 7：从 3 月的单月环比来看，仅有运输设备的环比增速高于历史同期

资料来源：Wind，光大证券研究所
备注：历史同期参考 2016 年至 2019 年

五、地产：销售持续恶化，投资韧性较强

房地产销售继续回落，政策传导见效尚需时间。3 月全国房地产销售增速继续回

落，商品房销售额单月增速从 1-2 月的-19.3%回落至 3 月的-26%，销售面积单月增速从 1-2 月的-9.6%回落至-18%。一季度以来，多地自下而上推进房地产因城施策，政策范围也从春节前的契税补贴、利率补贴等，在春节后触及到限售、首付比例等实质性调控。但是，居民在购房时存在“买涨不买跌”的心态，房地产景气度的回落会进一步拉长居民的决策时间，从政策出台到扭转市场景气度尚需时间。

近期一二线城市房地产销售加速回落，三四线城市回落幅度相对较小。从 wind 公布的 30 大中城市销售面积观察，一二线城市 3 月销售增速均回落至-47%左右，呈现加速回落态势。以国家统计局公布的全国商品住宅销售面积扣去一二线城市的相关数据，作为广义三四线城市的指标，则广义三四线城市 3 月单月增速为-21%，回落幅度相对较低。

到位资金、新开工、竣工等指标大幅走低，但房地产投资回落相对较小，韧性较强。3 月房地产投资单月增速-2.4%，比 1-2 月的 3.7%回落了 6.1 个百分点。整体来看，房地产投资增速下滑的幅度依然低于其余指标回落的幅度，例如开发商到位资金（单月同比增速-24%）、新开工面积（单月同比增速-22%）、竣工面积（单月同比增速-15%）等。

造成投资与其余指标分化的原因，一是土地购置费对开发投资带来了支撑，1-2 月土地购置费增速 11.3%（3 月土地购置费尚未公布），比去年 12 月单月提高了 6.9 个百分点；二是，在“保交楼”的政策引导下，过去已开工项目持续推进施工。如果以“房地产开发投资减去土地购置费”代表全部的房地产施工，则该指标在 1-2 月单月增速 1.5%，相比去年 12 月的 3%小幅回落，但依然保持正增长。三是，据国家统计局解释，房地产投资保持增长还受到价格因素的影响，例如建筑材料、工程安装等价格涨幅较高，一定程度推高了房地产投资的名义增速。

预计自下而上的房地产政策放松会持续推进。虽然房地产开发投资增速依然保持正增长，但假如房地产销售持续恶化，会进一步冲击开发商新开工和购地倾向，进而冲击下半年的房地产投资增速。预计二季度，房地产自下而上的因城施策放松会持续推进。

图 8：一二线城市商品房销售近期加速下滑

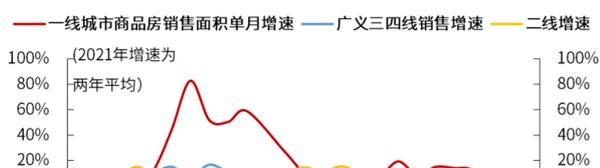
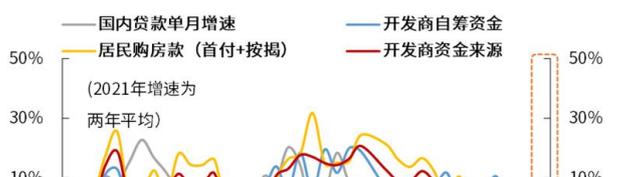


图 9：开发商到位资金增速持续恶化



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_40543

