

3月和一季度经济数据点评

稳扎稳打，见招拆招

一季度 GDP 受工业生产、固定资产投资和净出口支撑；3月社零受疫情拖累大幅下降；房地产投资寻底，基建投资增速上行，制造业投资维持强劲。

- 一季度实际 GDP 同比增长 4.8%，名义 GDP 同比增长 8.9%。二产的贡献率偏高 12.05 个百分点，三产贡献率低于平均水平 15.85 个百分点。
- 3 月工业增加值同比增速 5%，略低于市场预期的 5.1%。从行业分类来看，采矿业累计同比增速 10.7%，制造业累计同比增速 6.2%，公用事业累计同比增速 6.1%，高技术产业累计同比增速 14.2%。
- 3 月社零同比增速下降 3.5%，其中，除汽车以外的消费品零售额下降 3%。消费增速全面回落，且向必需消费品集中。
- 1-3 月固定资产投资增速为 9.3%，其中 1-3 月民间固定资产投资增速 8.4%。制造业投资 1-3 月累计同比增长 15.6%，基建投资累计同比增长 8.5%，地产投资累计同比增长 0.7%。
- 1-3 月住宅投资增速 0.7%，土地购置面积和土地成交价款累计同比分别下降 41.8% 和下降 16.9%。新开工面积累计同比下降 17.5%，施工面积同比增长 1%。商品房销售面积同比下降 13.8%，商品房销售额累计同比下降 22.7%。
- 一季度居民收入同比增长 6.3%，支出同比增长 6.9%。
- 一季度经济数据受俄乌冲突和疫情影响较大。一季度实际 GDP 增速虽然符合市场预期，但考虑到 2 月底俄乌冲突爆发后市场下调了预期，因此 4.8% 的经济增速整体偏弱。相较 1-2 月经济数据的超预期，3 月经济数据当中不仅反应了俄乌冲突的影响，还包括了国内疫情对经济的影响，从当月增速来看，消费增速大幅下降、工业增加值增速明显回落、房地产投资增速仍在寻底，相较之下制造业投资增速维持高速增长和基建投资增速上升是 3 月经济数据中的亮点。整体来看，市场明显低估了疫情对消费的冲击，疫情对生产端的负面影响也较市场预期更大，与市场预期方向一致的是，基建投资是托底经济增速的重要手段，同时房地产政策边际也在放松。我们认为工业生产、固定资产投资和超预期的贸易顺差，是支撑一季度 GDP 增速的重要原因。
- 稳增长扰动多，政策依然“以我为主”。4 月国内疫情的影响不仅体现在对消费的拖累上，还将体现在对供应链的扰动方面，特别是对工业增加值的影响或较 3 月更大。其他影响稳增长的外部扰动还包括美联储超预期收紧的货币政策、俄乌冲突、国际大宗商品涨价等等。我们维持此前观点，认为从通胀水平和经济增速来看，我国经济基本面仍具备明显的国际比较优势，这也是我国稳增长政策可以坚持“以我为主”的前提，稳增长的政策仍将聚焦市场主体，并以财政政策为主、货币政策为辅，但需要注意的是，自俄乌冲突爆发之后，国际经济增长环境明显恶化，我国应适当保持宏观经济政策的弹性，不仅是关注经济短期增长目标，同时也要兼顾中长期的健康发展。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《促改革和稳增长全都要：9 月和三季度经济数据点评》 2021.10.14

《政策调控的着力点在防风险、转型升级和碳减排：10 月经济数据点评》 2021.11.15

《三重压力之下期待跨年政策安排：11 月经济数据点评》 2021.12.15

《稳增长力度仍需加强：12 月经济数据点评》 2022.1.19

《经济开局良好，冲击影响加大：1-2 月经济数据点评》 2022.4.18

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

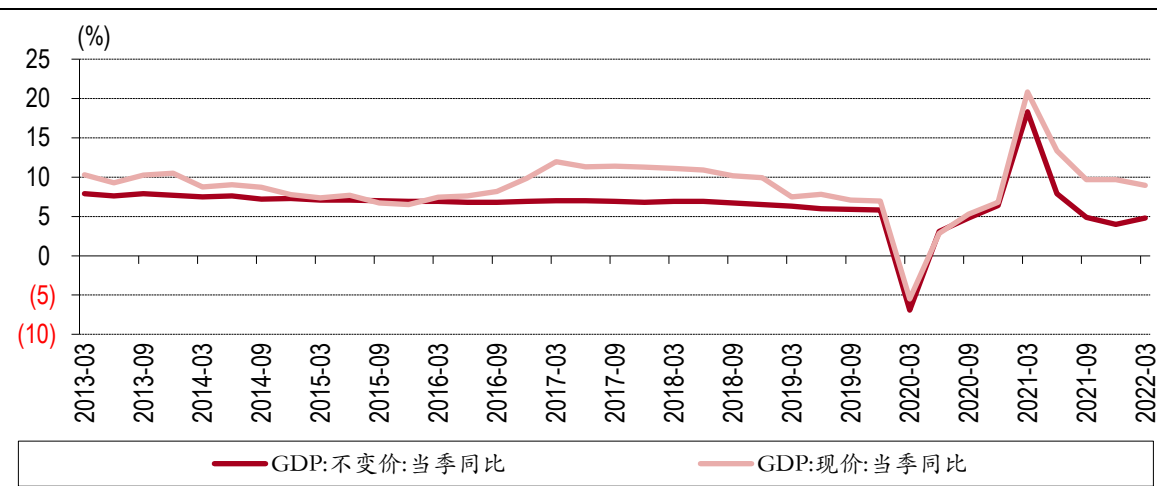
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

一季度 GDP 增速符合预期

一季度实际 GDP 同比增长 4.8%，名义 GDP 同比增长 8.9%。一季度 GDP 实际同比增速 4.8%，较 2021 年下降了 3.3 个百分点，但较 2021 年四季度上升了 0.8 个百分点；一季度名义同比增速 8.9%，较 2021 年下降了 3.9 个百分点，较 2021 年四季度下降了 0.7 个百分点。一季度平减指数同比 4%，较 2021 年下降了 0.4 个百分点，平减指数回落幅度较小，主要是受到海外俄乌冲突影响，国际大宗商品价格上涨，对我国工业品价格造成输入型上涨。一季度实际 GDP 增速符合市场预期但表现较弱，其中有海外俄乌冲突和国内疫情反弹的双重影响，二季度这两个因素将对我国经济产生持续影响。

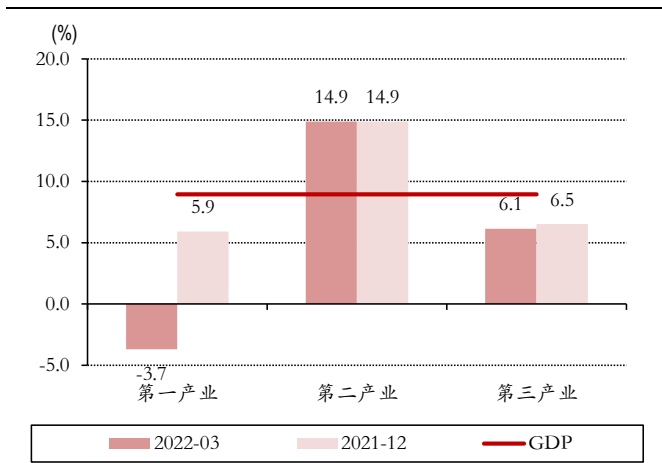
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

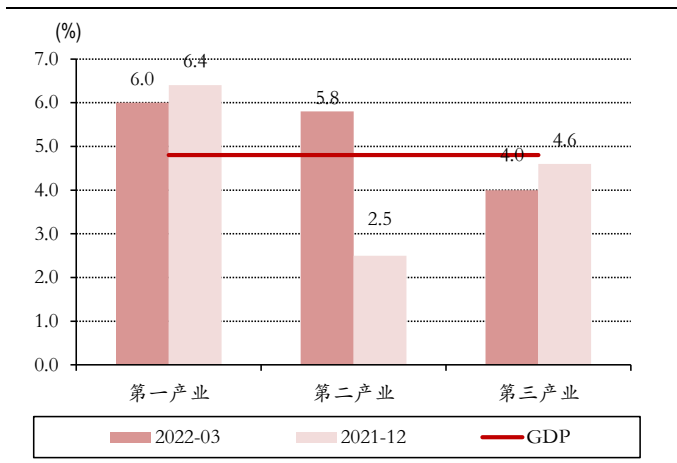
二产表现强劲，三产基本稳定。一季度三大产业名义增速较 2021 年四季度不同程度回落，但二产表现强劲，名义增速持平于 2021 年四季度，实际增速较四季度大幅上升。从名义增速的角度看，一季度二产同比增长 14.9%，远超一产的-3.7%和三产的 6.1%；从实际增速的角度看，二产同比增长 5.8%，较 2021 年四季度大幅上升 2.3 个百分点。从实际 GDP 贡献率来看，一季度一产贡献率 5.8%，二产贡献率 45.4%，三产贡献率 48.8%；与 2016-2019 年相比，二产的贡献率偏高 12.05 个百分点，一产贡献率偏高 3.8 个百分点，三产贡献率低于平均水平 15.85 个百分点。整体来看，二产对经济的拉动显著，三产表现疲弱。

图表 2. 一季度 GDP 现价分产业同比



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 一季度 GDP 不变价分产业同比

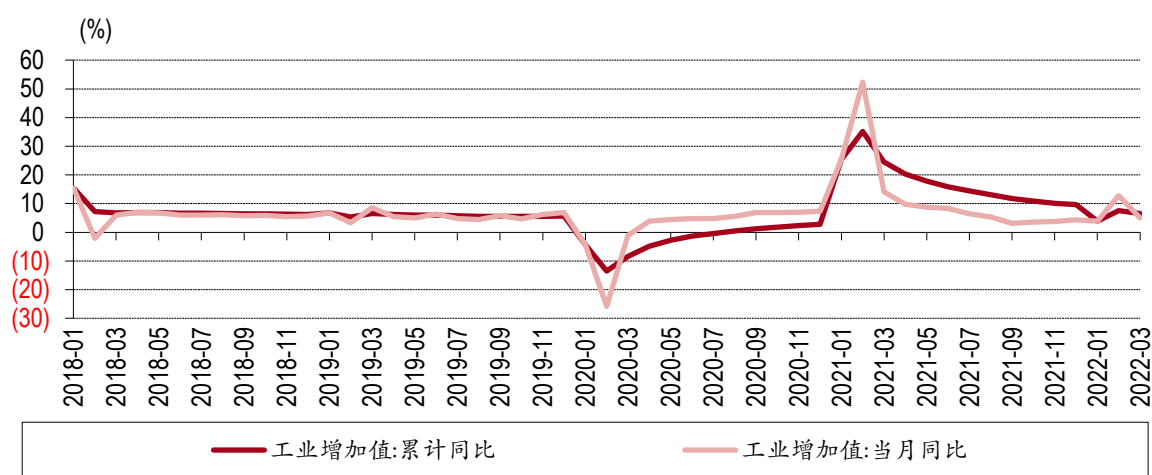


资料来源：万得，中银证券

工业增加值同比增速略低于预期

3月工业增加值增速略低于市场预期。3月工业增加值同比增长5%，略低于市场预期的5.1%，一季度，规模以上工业增加值同比增长6.5%。3月受国内疫情反弹影响，工业增加值当月同比增速较1-2月大幅下降2.5个百分点，但3月疫情对供应链的影响整体相对有限，4月工业增加值同比增速可能在3月的基础上进一步下滑。

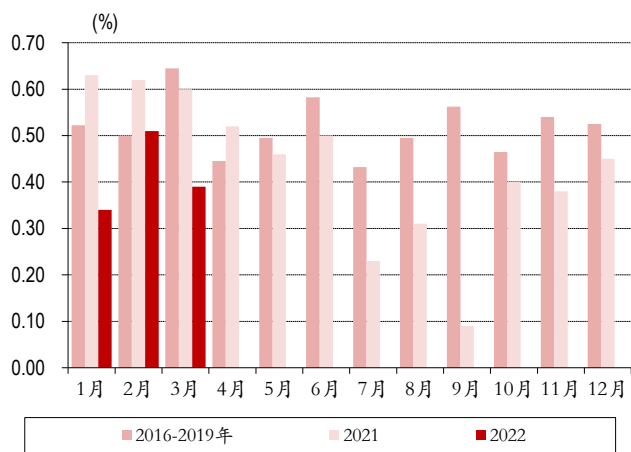
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

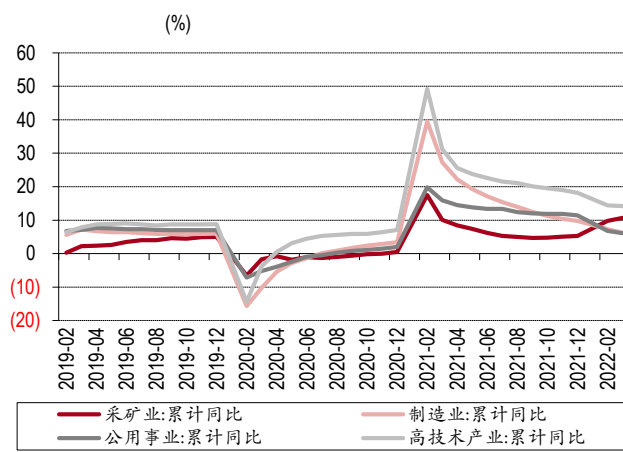
3月环比增速明显走弱。从环比增速来看，3月工业增加值环比增长0.39%，增速较2月有所下降，从季节效应看，3月是春节后复产复工的时间点，通常环比增速要较2月上升，因此也大幅低于2016-2019年同期的平均水平0.65%。从行业分类来看，1-3月采矿业工业增加值累计同比增速10.7%，制造业累计同比增速6.2%，公用事业累计同比增速6.1%，高技术产业累计同比增速14.2%。与1-2月相比，1-3月采矿业工业增加值同比增速有所上升，制造业工业增加值增速下降幅度最大。从企业类型来看，1-3月私企工业增加值同比增长7.6%，国企工业增加值同比增长5%，股份制企业同比增长7.8%，外企增长2.1%，累计同比增速较1-2月均有所下降。3月受疫情因素影响，制造业和公共事业当月工业增加值同比增速偏低，但高技术产业和采矿业仍保持了两位数的增加值同比增速。

图表 5. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

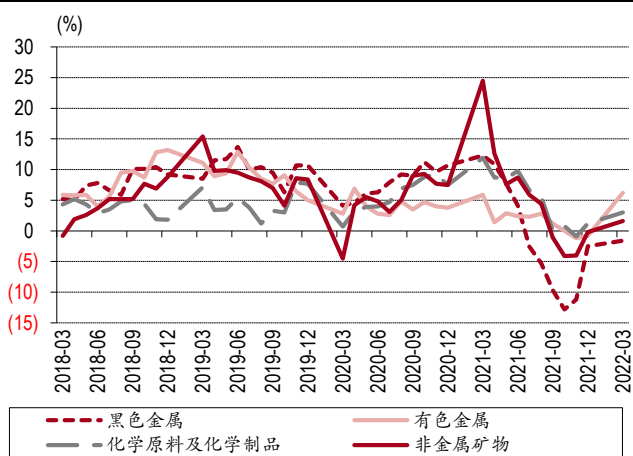
图表 6. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

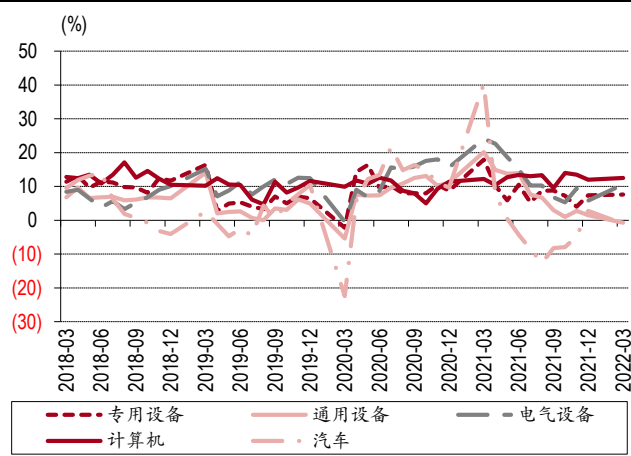
上游较好，中游和下游受挤压。上游行业方面，1-3月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长4.7%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长1.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比下降2.4%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.1%，其中化学原料行业累计同比增速较1-2月有所下滑，其他行业则有不同程度上升。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长2.6%，专用设备制造业增加值累计同比增长8.2%，汽车制造业增加值累计同比增长4%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长12.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长12.7%，中游各行业1-3月工业增加值累计同比增速均较1-2月有不同程度的下降，特别是受俄乌冲突和国内疫情双重影响的汽车行业较1-2月下降了3.2个百分点。下游行业工业增加值累计同比增速也普遍下降，食品制造业增加值累计同比增长6%，纺织业增加值累计同比增长3.2%，医药制造业增加值累计同比增长11.8%，纺织行业工业增加值增速下降与出口数据相互印证，反应了海外防疫需求下降。

图表 7. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 中游制造业工业增加值当月同比增速

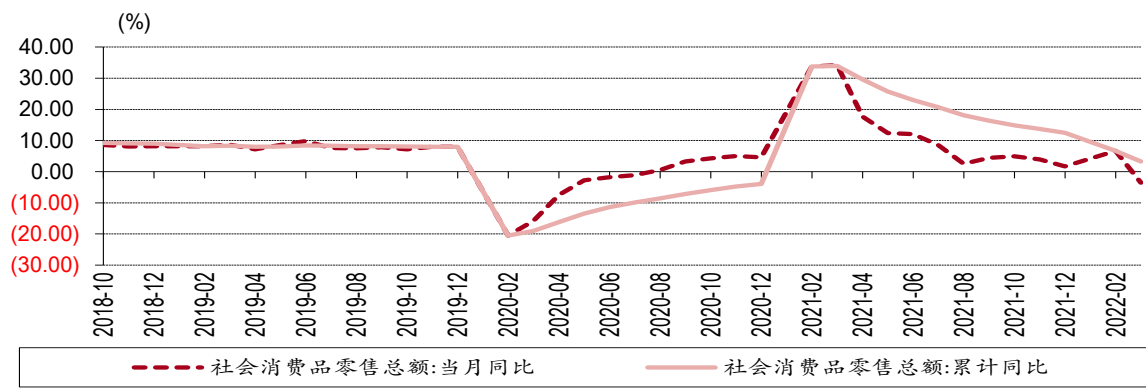


资料来源：万得，中银证券

消费受疫情拖累明显

3月社零增速同比下降。3月社零同比增速下降3.5%，其中，除汽车以外的消费品零售额下降3%。一季度，社会消费品零售总额同比增长3.3%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.6%，扣除价格因素，一季度社会消费品零售总额同比实际增长1.3%。3月社零数据比较完成的体现了疫情对内需消费的影响，其中餐饮消费和弹性消费受疫情影响更大。

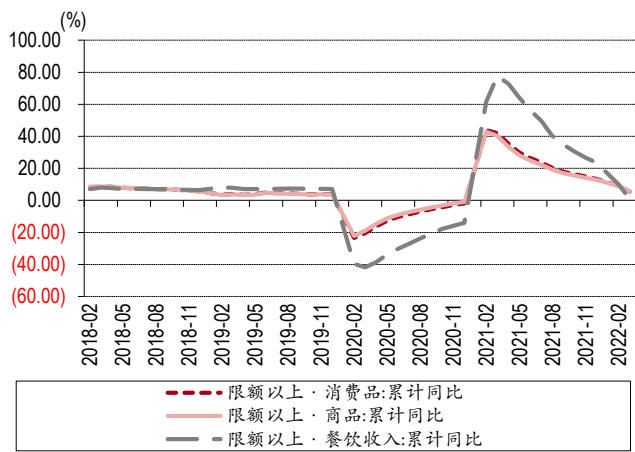
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

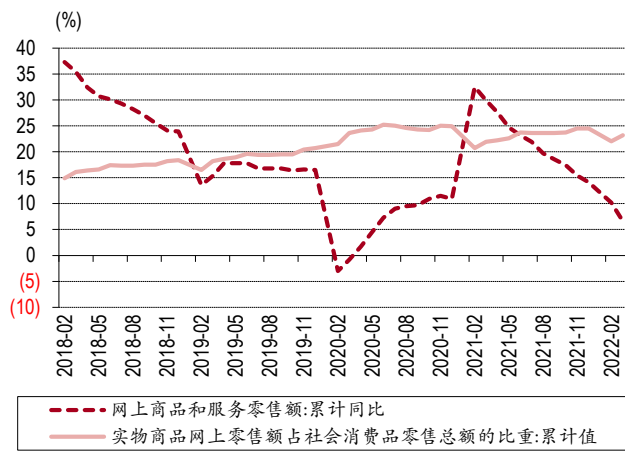
餐饮消费同比增速大幅下降。1-3月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速5.4%，其中商品零售总额同比增速为5.7%，餐饮收入总额同比增速0.9%，限额以上消费同比增速高于社零整体，表明消费向头部集中的趋势继续。1-3月网上零售额占比为27.7%，较1-2月上升1.4个百分点，较去年同期上升了1个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为6.6%，增速较1-2月下行3.6个百分点。从城乡消费增速来看，3月乡村的消费增速下降3.3%，城镇消费同比下降3.6%，疫情对城镇消费的拖累更加明显。3月在全国多地疫情反弹的影响下，消费同比增速下降，消费上网和向头部集中的趋势延续。

图表 10. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

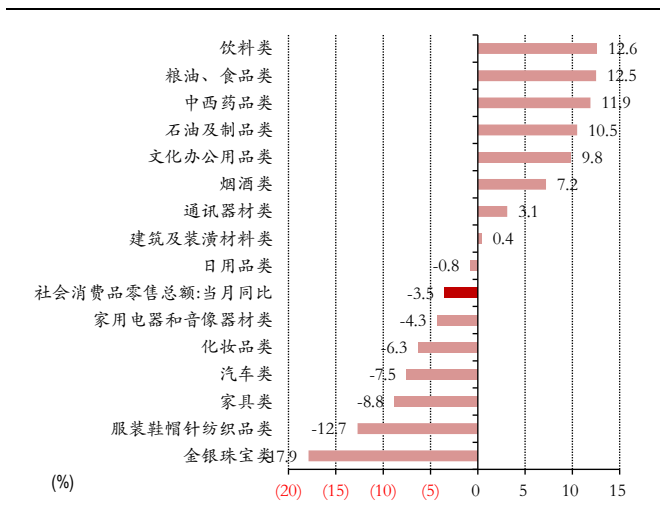
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

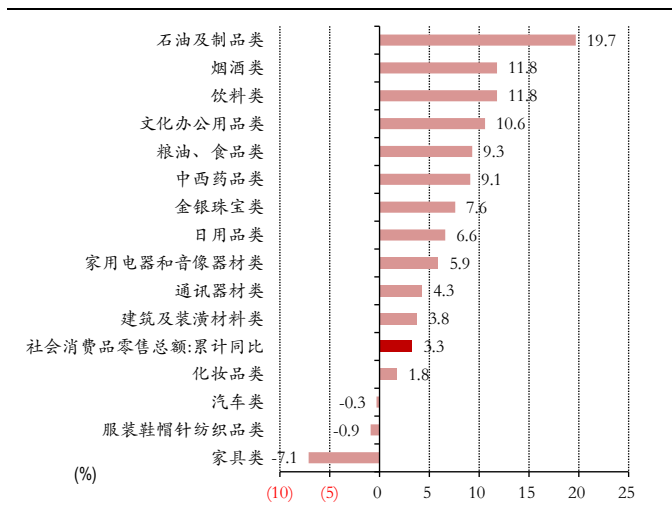
消费增速全面回落, 且向必须消费品集中。从同比增速来看, 3月限额以上企业商品零售总额同比增速下降1.4%, 同比增速较高的细分行业包括饮料、粮油食品、中西药品等, 同比增速下降的则包括金银珠宝、服装鞋帽、家具、汽车、化妆品、家电、日用品等。与1-2月相比, 增速上升的仅有粮油食品、中西药品和饮料, 增速下降幅度较大的则包括金银珠宝、家电、石油制品等。从累计同比增速看, 1-3月同比增速较高的为石油制品、烟酒和饮料, 累计同比增速下降的则有家具、服装鞋帽和汽车。从3月社零消费特征来看, 价格因素依然对石油制品消费有正贡献, 但高价格和疫情对石油制品消费量的挤出也比较明显, 以金银珠宝为代表的弹性消费品在3月的消费增速大幅下滑, 以粮油食品和饮料为代表的必须消费品增速大幅上升, 则表明疫情不确定性影响下, 居民消费的结构偏好改变。需要关注的是, 家具家电等房地产后周期消费品增速下降, 可能指向房地产销售增速疲弱。

图表 12. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 各品类社零累计同比

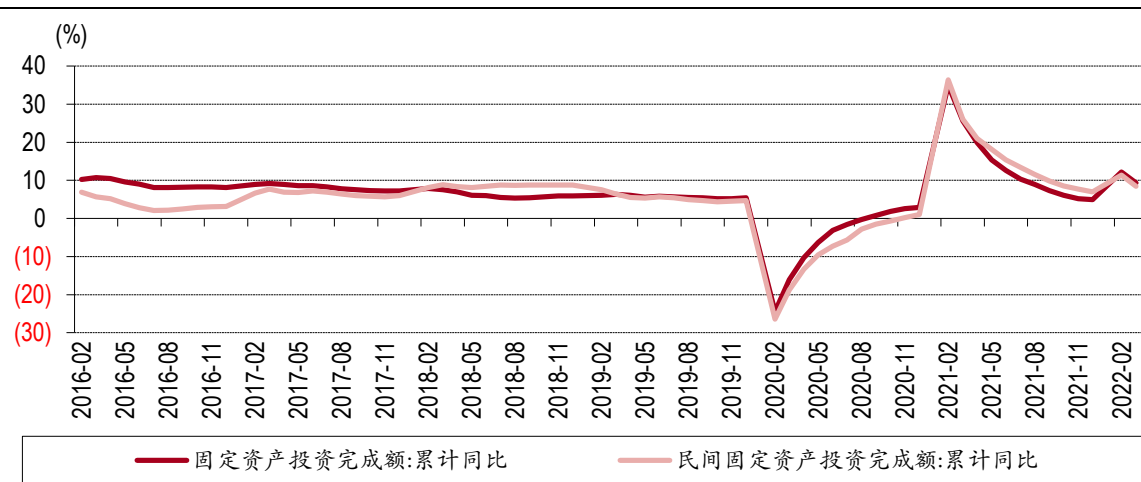


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资强劲

基建投资和制造业投资表现较好。1-3月固定资产投资增速为9.3%，其中1-3月民间固定资产投资增速8.4%。房地产投资增速依然疲弱，但制造业投资增速仍保持两位数增长，且基建投资增速较1-2月上升，是支撑固定资产投资的重要因素。

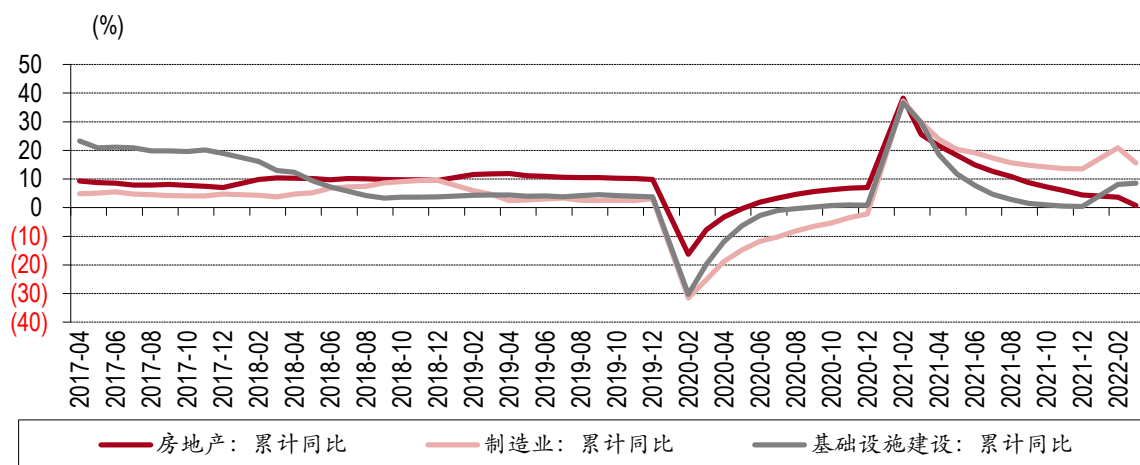
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

制造业投资坚挺，基建投资增速回升。分类别看，制造业投资1-3月累计同比增长15.6%，基建投资累计同比增长8.5%，地产投资累计同比增长0.7%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长6.8%，第二产业累计同比增长16.1%，第三产业累计同比增长6.4%；从地区来看，东部累计同比增长9.5%，中部增长14.4%，西部增长11.3%，东北下降1.4%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长9.3%，国企同比增长11.7%，外资企业增长5.5%。3月基建固投增速当月同比增长8.8%，较1-2月上升0.8个百分点，主要还是受到财政支出前置政策的影响，制造业投资增速回落至11.9%，仍维持较高水平同比增长，房地产投资增速同比下降2.4%，虽然较2021年四季度有所回升，但整体依然偏弱。从行业看，1-3月固投增速表现较好的行业包括汽车、化学原料、食品、通用设备、专用设备、农副食品等。

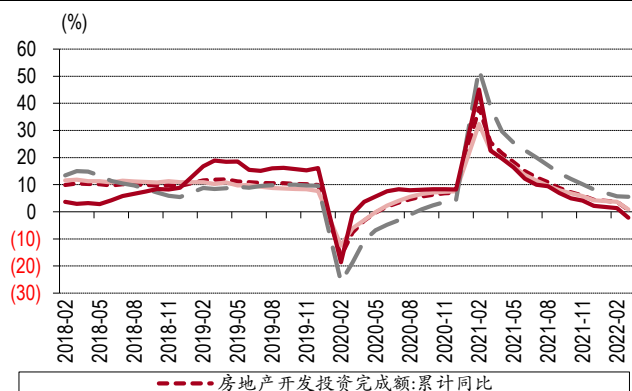
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



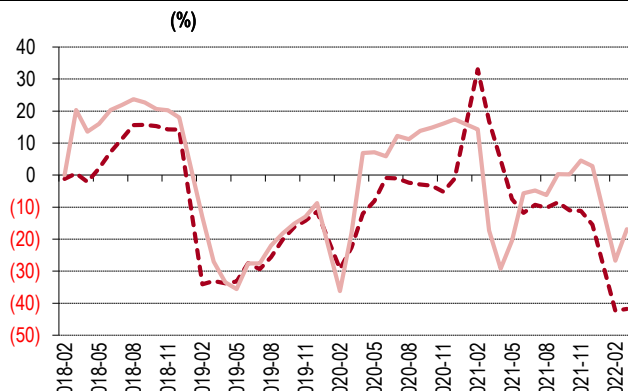
资料来源：万得，中银证券

房地产投资下降幅度收窄。1-3月房地产投资增速0.7%，比1-2月下降3个百分点。其中东部地区累计同比增长0.9%、中部地区累计同比增长5.5%、西部地区累计同比下降2.2%。从房地产分类来看，住宅投资增速0.7%，办公楼投资增速下降1.6%，商业地产投资增速下降2.1%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-3月累计同比分别下降41.8%和下降16.9%。1-3月房地产新开工面积累计同比下降17.5%，施工面积同比增长1%，竣工面积同比下降11.5%。虽然1-3月房地产固定资产投资增速较1-2月继续下降，但从施工面积来看依然整体维持稳定，土地购置面积和成交价款增速也较1-2月有所上升，说明房地产投资增速开始寻底。

图表 16. 房地产开发投资完成额累计同比



图表 17. 土地购置面积和成交额累计同比



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_41283

