

## 经济修复的快与慢

### ——2023 年一季度及 3 月经济数据点评

#### 一、总览：总体超预期，结构动能不均

一季度我国实际 GDP 同比增长 4.5%，高于市场预期（4.0%），较去年四季度上行 1.6pct。经济修复的超预期因素主要来自出口和消费。一是由于积压订单回补以及外需韧性超预期，一季度以人民币计价的出口金额同比增长 8.4%，贸易顺差创同期历史新高，同比扩张 44%。二是受服务消费拉动，3 月消费修复幅度超预期，推动一季度社零同比增长 5.8%。

从供需两端修复情况看，一季度经济结构上呈现“公共部门强于私人部门、服务业强于制造业”的特征。一方面，一季度服务业生产和消费动能明显强于制造业生产与商品消费。在生产端，工业增加值同比增长 3.0%，低于 GDP 增速，而服务业生产同比增长 6.7%。在需求端，餐饮消费升幅远超商品消费。另一方面，一季度基建投资维持较高速增长，带动建筑业景气度持续走高；而房地产市场总体仍然低迷，销售动能有所放缓，投资改善主要受开发周期末端存量项目带动。

3 月经济延续 1-2 月修复态势，但供需两端走势有所分化，生产修复加速，国内需求修复动能不均。其中，消费大幅改善，投资边际放缓。规模以上工业增加值当月同比 3.9%，两年平均 4.4%；社会消费品零售总额当月同比 10.6%，两年平均 3.3%；城镇固定资产投资额累计同比 5.1%，两年平均 7.2%。其中，房地产投资累计同比-5.8%，两年平均-2.6%，全口径基建投资累计同比 10.8%，两年平均 10.6%，制造业投资累计同比 7.0%，两年平均 11.2%。

#### 二、供给：生产不均衡修复，就业形势改善

##### （1）工业与服务生产：修复加速，增速上行

一季度规上工业增加值同比增长 **3.0%**，增速较去年四季度加快 **0.3pct**，但较实际 GDP 增速低 **1.5pct**，反映出生产端的修复显著弱于整体经济，表明工业生产仍然受到整体需求不足、预期较弱、工业产品价格下降、工业企业利润下滑等因素的制约。上一次出现工业增加值累计增速低于实际 GDP 增速 **1pct** 以上的时点是 **2020 年** 一季度，当时主要是由于新冠疫情爆发，供给端首当其冲，收缩幅度大于整体经济。

**3 月** 工业生产加速修复，工业增加值同比增速较 **1-2 月** 继续提升 **1.5pct** 至 **3.9%**。分三大门类看，上游采矿业增速下降 **3.8pct** 至 **0.9%**；中游制造业增速上升 **2.1pct** 至 **4.2%**，对整体支撑作用明显；下游电热燃水生产供应业增速上升 **2.8pct** 至 **5.2%**。

分行业看，电气机械及器材制造业生产增速高位提升 **3.0pct** 至 **16.9%**，在所有行业中表现最好，主要受能源、基建及设备更新改造以及出口的支撑。汽车生产增速大幅反弹 **14.5pct** 至 **13.5%**，一方面受新能源汽车出口带动，另一方面受去年吉林、上海疫情造成的低基数影响。专用设备和通用设备制造业生产持续修复，增速分别提升 **3.4pct** 和 **3.5pct** 至 **7.3%** 和 **4.6%**。电子产业链产品出口延续低迷，尽管计算机、通信和其他电子设备制造业生产强势反弹 **3.8pct** 至 **1.2pct**，但仍处历史低位。医药制造业生产收缩加剧，增速下降 **5.2pct** 至 **-8.3%**。高技术产业生产小幅提速 **1.0pct** 至 **1.5%**，为历史次低，受美国加大对华科技“脱钩”力度的影响，我国高新技术类产品出口未见明显改善。

一季度服务业生产显著改善，同比增速由负转正，大幅反弹 **6.8pct** 至 **6.7%**。3 月服务业生产指数进一步提升，同比增速上升 **3.7pct** 至 **9.2%**，为 **2021 年 7 月** 以来最高。接触型聚集型服务业生产加速，零售、交运、租赁及商务服务等行业商务活动指数持续位于 **60.0%** 以上的高景气区间。现代服务业中，信息技术服务业增速持续，增速上升 **2.7pct** 至 **12.0%**，金融业增速小幅放缓。

前瞻地看，服务业生产有望进一步提速。我国经济修复动能有望逐

季增强，工业生产在供需两端的约束有望将逐步消退，修复斜率将取决于需求和预期的改善。

## （2）就业：总体改善

一季度我国就业形势有所改善，平均城镇调查失业率较去年四季度下降 0.1pct 至 5.5%，符合今年全年“5.5%左右”的失业率目标。3 月失业率顺季节性下行 0.3pct 至 5.3%，持平于 2021 年同期，略高于疫前同期水平。

从两大重点群体来看，一是青年就业矛盾仍然较为突出。16-24 岁城镇青年失业率进一步上升 1.5pct 至 19.6%，接近 2022 年 7 月的峰值（19.9%）。二是农民工就业快速修复。3 月外来农业户籍人口失业率较 2 月大幅下降 0.7pct 至 5.3%，农村外出务工人员修复至 18,195 万人，同比增长 2.3%。根据我们的测算，目前外出农民较疫前三年趋势水平缺口收窄至 297 万人，相较 2020、2021、2022 年同期分别收窄 5,347、392、216 万人。

前瞻地看，经济活动正常化将持续带动用工需求扩张，尤其是就业人口中占比近一半的服务业。不过，由于今年新成长劳动力（即初次就业人口）达到 1,662 万的历史新高，叠加外出农民工较疫前趋势水平的缺口构成潜在供给，劳动力供给也将持续高企。对青年群体而言，进入二、三季度毕业生持续涌入就业市场，青年失业率仍面临上行压力。

## 三、固定资产投资：延续改善，边际放缓

一季度固定资产投资累计同比增长 5.1%，持平于 2022 年全年，较去年四季度明显改善。其中，基建受政策持续发力托举，在高基数下实现 10.8% 的较高增长，增速较去年全年边际下行 0.5pct；制造业投资稳健增长，增速较去年全年下行 2.1pct 至 7.0%；房地产投资降幅较去年全年收窄 4.2pct 至 -5.8%。

3 月全国城镇固定资产投资改善有所放缓，季调后环比 -0.25%，拖

累 1-3 月累计同比增速较 1-2 月下行 0.4pct。其中，房地产投资降幅再度扩大，基建和制造业投资仍保持较高增长，但增速有所放缓。

### **(1) 房地产：存量改善，增量疲弱**

一季度房地产市场自去年四季度触底后修复，销售、投资和融资均进一步改善。商品房销售面积降幅较去年四季度收窄 22.5pct 至 -1.8%，销售金额增速回升 30.8pct 至 4.1%。房企加速竣工带动房地产投资降幅较去年全年收窄 4.2pct 至 -5.8%，居民购房资金支撑房企到位资金降幅收窄 16.9pct 至 -9.0%。

在 1-2 月积压需求释放后，3 月商品房销售修复动能边际放缓。3 月商品房销售面积降幅较 1-2 月小幅收窄 0.1pct 至 -3.5%，销售金额同比增速回升 6.4pct 至 6.3%，但销售同比增速改善主要受去年同期基数走低影响。从两年平均增速看，销售面积和销售金额降幅较 1-2 月分别再度扩大 4.2pct、1.2pct 至 -10.9%、-11.4%。

房地产投资降幅边际走阔，3 月同比增速较 1-2 月下行 1.5pct 至 -7.2%，拖累累计同比增速小幅下行 0.1pct 至 -5.8%。一方面，房企增量和存量施工项目表现分化，建安投资或尚未明显好转。新开工、施工面积降幅在 1-2 月明显收窄后，3 月分别大幅下滑 19.7pct、29.9pct 至 -29.0%、-34.2%；而或因受保交楼和销售带动，竣工面积持续回升，同比增速上行 24pct 至 32.0%。另一方面，土地成交面积明显下滑，土地购置费或未改善。3 月 100 大中城市成交土地数量和占地面积同比增速均较 2 月大幅下滑。

房地产开发资金持续改善，主要受商品房销售修复带动。3 月房企到位资金同比增速较 1-2 月回升 17.9pct 至 2.8%，两年平均增速上升 5.4pct 至 -11.0%。一方面，伴随商品房销售修复，住户端资金来源持续改善，单月金额高于去年四季度高点，对到位资金增长形成 7.8pct 的正向拉动。其中，个人按揭贷款同比增速大幅转正，剔除去年低基数影响，两年平均增速较 1-2 月上行 12.7pct 至 -3.3%。另一方面，房企信用





压力改善速度放缓，国内贷款和自筹资金单月金额较去年四季度高点下降，两年平均增速较 1-2 月小幅上行 4.4pct、2.2pct 至 -13.7%、-10.2%。

前瞻地看，二季度积压需求释放效应将趋弱，但经济进一步复苏或提振居民信心，房地产销售或持续温和修复。不过，由于房企土地购置、新开工等增量行为仍然低迷，房地产投资修复斜率或较为平缓。值得注意的是，去年同期基数逐渐走低，将对二季度房地产相关指标同比增速形成支撑。

## （2）基建：持续发力，托举经济

一季度基建投资高速增长、靠前发力，是开年以来“稳增长”的重要抓手。1-3 月全口径基建投资累计同比增长 10.8%，增速较 1-2 月下降 1.4pct，较 2022 年全年小幅下降 0.7pct。从结构上看，三大行业均实现较快增长，但增速边际放缓。其中电热燃水业增长最快，累计同比增速达 22.3%，环比下降 3.1pct；交运仓邮业和水环公共业增速环比分别下降 0.3pct 和 2.0pct 至 8.9%和 7.8%。

3 月基建投资持续发力，同比增速边际下降，但仍处较高水平。3 月全口径基建投资同比增速下降 2.3pct 至 9.9%，这是自 2022 年 6 月以来，单月同比增速首次降到两位数以下。但值得注意的是，9.9%的同比增速是在去年同期基数抬升的基础上实现的，从绝对水平看，3 月基建投资仍然维持较高强度。今年财政政策继续前置发力。在资金端，一是 1-3 月新增专项债发行 13,228 亿，占提前批额度的 60.4%，发行规模居历史高位。二是财政支出前置发力，今年中央预算内投资 6,800 亿，较去年增加 400 亿。三是银行信贷增长超预期，对基建领域支持力度加大。四是政策性开发性金融工具持续撬动社会配套融资。在项目端，重大项目早下达、早开工，持续推进交通、水利、市政园区、新能源等重点领域建设，以及去年开工的政策性金融工具项目建设。高频数据显示，三月水泥发运率、螺纹钢开工率、石油沥青装置开工率环比抬升，表明动工加快，但同比仍为近年偏弱水平。

前瞻地看，财政前置发力之下，上半年基建投资预计将维持较快增长。但从全年来看，基建投资或受地方政府财政收支趋紧，债务付息压力加大制约，叠加高基数影响，下半年增速或边际回落。

### （3）制造业：增速下降，仍有韧性

一季度制造业投资实现平稳增长，但增速边际下行。1-3 月制造业累计同比增长 7%，增速较 1-2 月下降 1.1pct，较 2022 年全年下降 2.1pct。制造业投资累计同比增速自 2022 年 9 月以来逐月下降，已自高点回落 3.1pct。

3 月制造业投资当月同比增长 6.2%，增速环比下降 1.9pct，韧性仍强。从结构上看，高技术制造业投资累计同比增速下降 1.0pct 至 15.2%，但仍较制造业整体增速高出 8.2pct。中游设备制造业投资维持高速增长，但除电气机械及器材制造业投资大幅上升 9.4pct 至 43.1% 外，其余各行业增速均有不同程度下降，其中汽车制造业投资增速下降 4.8pct 至 19%。

前瞻地看，今年制造业投资有望稳健增长。政策托举下，制造业产业升级、技术进步、补链强链将持续进行。但外需结构调整，企业利润短期难以快速回暖以及房地产市场低迷仍将对制造业投资增长形成一定制约。

### 四、消费：低基数下大幅反弹

一季度社会消费品零售总额 11.5 万亿，同比增长 5.8%，两年复合增速 4.5%，高于 2021 年同期 3.7%。开年以来消费场景限制解除以及居民收入修复，对消费复苏形成有力支撑。

经济活动全面正常化，叠加去年同期疫情影响下的基数效应，3 月消费同比增速大幅反弹。社会消费品零售总额当月同比增长 10.6%，较上月大幅提升 7.1pct。但从社零两年复合增速看，3 月为 3.3%，显著低于 1-2 月 5.1% 及 2021 年同期的 5.8%，指向消费复苏动能边际下降，不及 2021 年一次疫情冲击后。



从消费主体看,3 月限额以上单位社零同比增速提升 8pct 至 10.1%, 低于整体水平,反映限额以下单位修复进程较快。按消费类型看,商品消费和服务消费同比增速大幅提升,服务消费增幅更大。3 月商品消费同比增速提升 6.2pct 至 9.1%,两年复合增速 3.3%,低于 1-2 月 4.7%及 2021 年同期 6.2%,复苏动能趋弱。分商品类别看,必选消费品仍保持高速增长,可选消费品加速修复。具有社交属性的服装鞋帽、化妆品和金银珠宝类消费同比增速大幅提升。受降价等促销活动影响,叠加去年同期低基数,汽车消费同比增速转正,较 1-2 月大幅提升 20.9pct 至 11.5%。地产相关消费品是 3 月社零的拖累项。在去年同期的低基数下,建材、家电仍同比下降 4.7%、1.4%,家具同比增速为 3.5%,较 1-2 月增幅收窄 1.7pct。服务方面,餐饮服务消费大幅反弹,3 月同比增速大幅提升 17.1pct 至 26.3%。剔除基数扰动后,两年复合增速 2.7%,高于 2021 年同期 1.7%。

前瞻地看,经济活动全面正常化将继续推动我国消费复苏。4 月社零或将持续修复,在去年同期低基数影响下同比增速将创新高,两年复合增速或将高于 3 月及 2021 年同期。

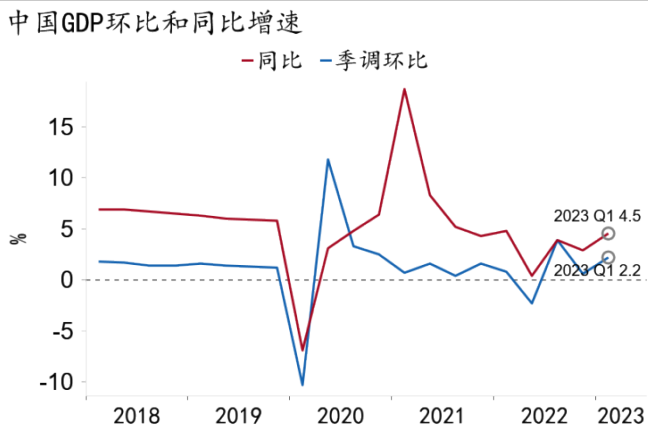
### 五、前瞻：全年经济增速有望显著高于政府目标

前瞻地看,在一季度“开门红”的基础上,全年实际 GDP 增速大概率将显著超过政府 5% 的增长目标。值得注意的是,受低基数影响,二季度我国 GDP 增速或跳升至 8% 以上,或对市场信心形成提振。若后三季度增长动能不弱于一季度,全年有望实现 6% 以上的经济增长。

（评论员：谭卓 王欣恬 刘阳 张冰莹）

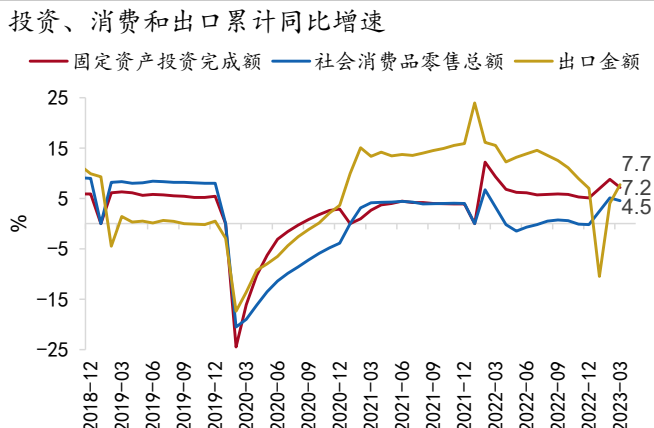
**附录:**

**图 1: 一季度 GDP 同比增速明显上行**



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

**图 2: 外需略好于内需**



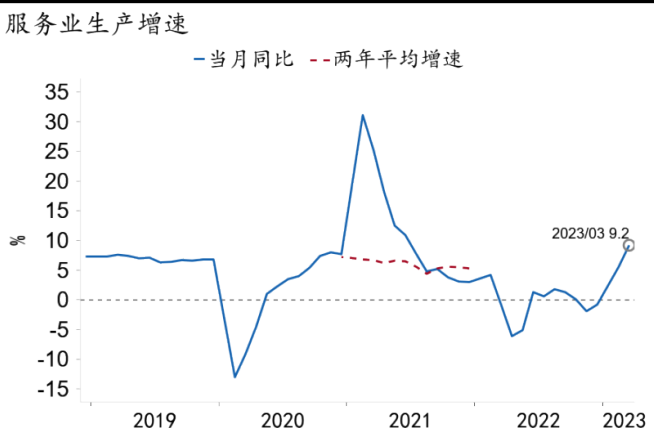
资料来源: Wind, 招商银行研究院  
注: 2021、2023 年各月为两年平均增速

**图 3: 工业生产增速提升**



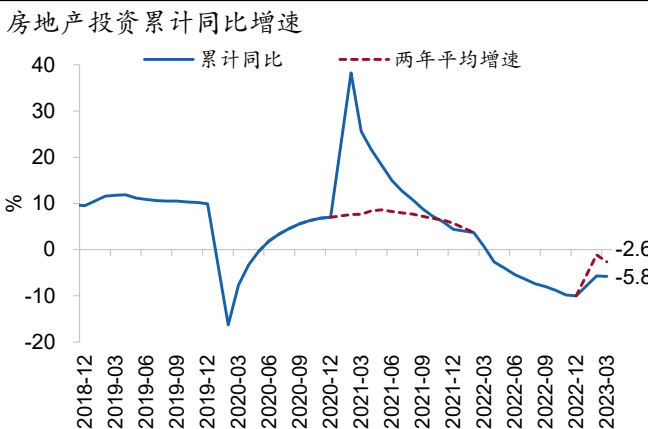
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

**图 4: 服务业生产明显修复**



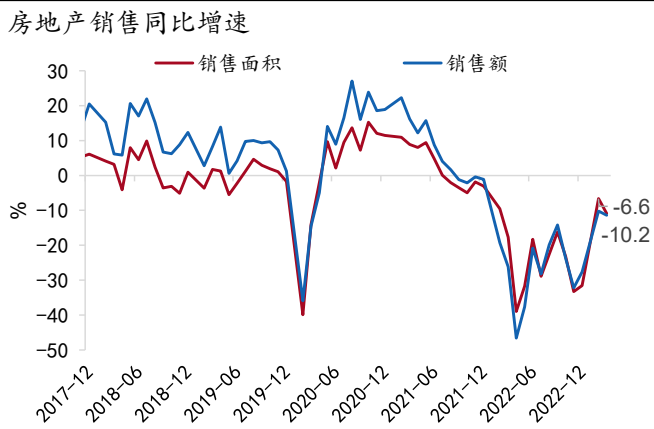
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

**图 5: 房地产投资改善放缓**



资料来源: Wind, 招商银行研究院

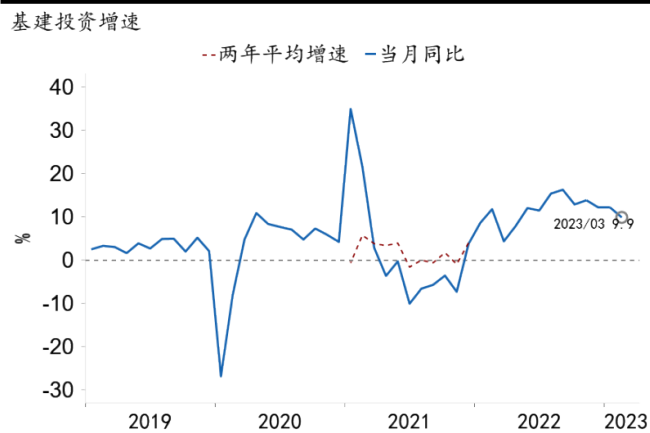
**图 6: 房地产销售修复边际放缓**



资料来源: Wind, 招商银行研究院  
注: 2021、2023 年各月为两年平均增速

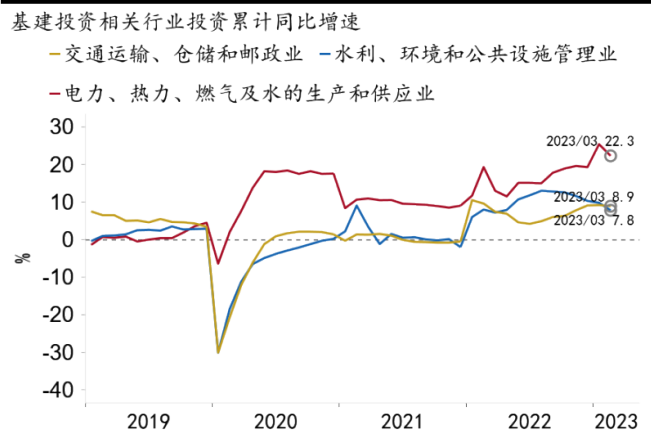


**图 7：基建投资增速边际下行**



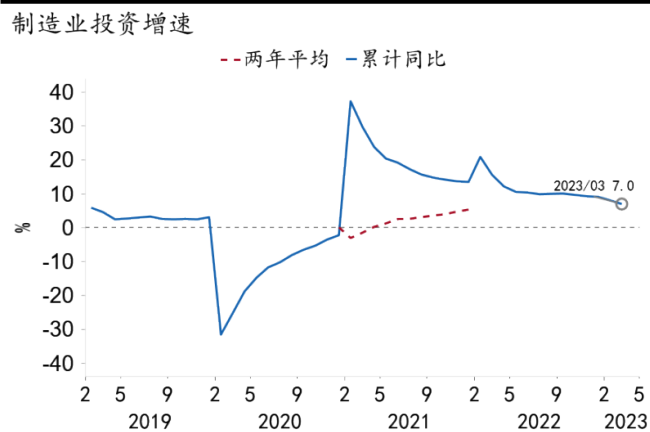
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 8：三大行业投资增速边际下行**



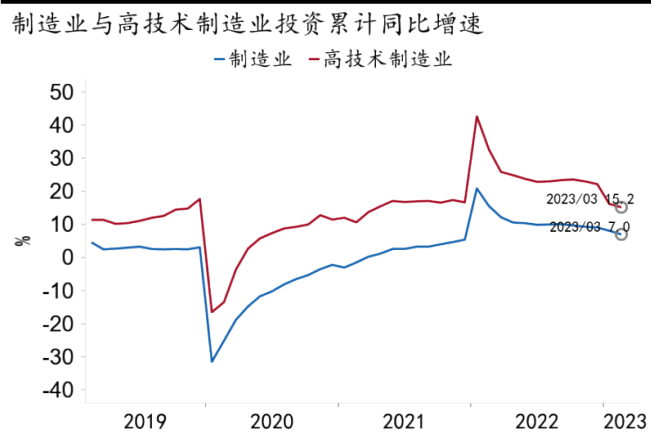
资料来源：Macrobond，招商银行研究院  
注：2021 年各月为两年平均增速

**图 9：制造业投资增速下降，韧性较强**



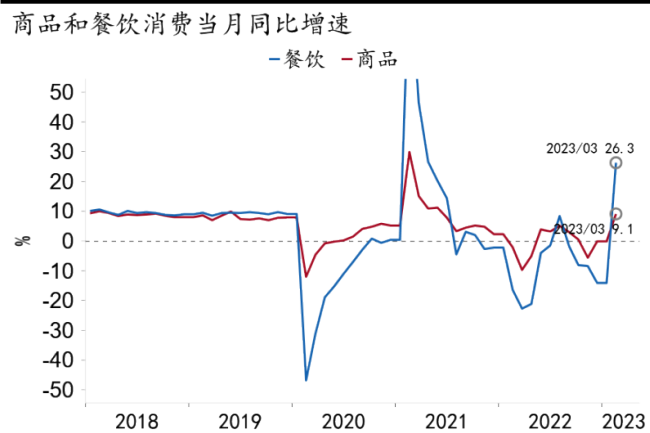
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 10：高技术制造业增速边际放缓**



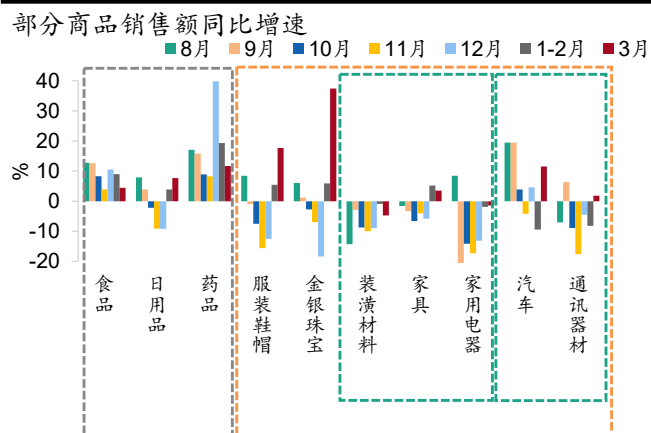
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 11：商品和餐饮消费增长分化**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 12：必选、可选消费品增速分化**



资料来源：Wind，招商银行研究院