

疫情明显抑制 3 月经济，稳增长力度将进一步加大 ——3 月经济数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

3 月份基建投资显著改善，而消费、工业生产、服务业生产因为疫情而明显走弱。一季度 GDP 同比增长 4.8%，也因为疫情抑制而低于政府目标。4 月份疫情仍会对国内消费、投资、工业、服务业构成抑制；5 月之后疫情有望缓解，国内经济将明显修复。为了对冲疫情影响，3 月 30 号以来国务院连续多次推出稳增长政策。预计二季度稳增长力度将进一步加大，GDP 当季同比增速小幅回升至 5.1%。

摘要：

数据：1-3 月固定资产投资同比增长 9.3%，预期 8.6%，前值 12.2%。3 月社会消费品零售总额同比增长-3.5%，预期-0.8%，前值 6.7%。3 月工业增加值同比增长 5.0%，预期 5.1%，前值 7.5%。一季度 GDP 同比增长 4.8%，预期 4.8%。

点评：

1、3 月基建投资显著改善，并带动固定资产投资增速小幅回升；预计疫情对 4 月固定资产投资略有抑制。3 月份固定资产投资同比增长 7.1%，三年平均增长 5.0%，增速高于 1-2 月的三年平均增速 4.6%。分项来看，房地产、基建、制造业投资分别三年平均增长 4.2%、7.7%、3.6%，较 1-2 月分别变化-2.0、5.4、-0.8 个百分点，基建投资显著改善是固定资产投资增速回升的主要原因。3 月商品房销售面积与房地产投资分别三年平均增长-0.8%、4.2%，增速低于今年 1-2 月，但高于去年四季度，仍处于筑底阶段；新开工和购置土地面积分别三年平均减少 9.3%、20.5%，仍是负增长，反映开发商的预期仍然较为悲观。短期房地产投资仍面临下行压力；中长期来看，预计地方政府将因城施策下调房贷利率，房地产有望企稳。3 月基建投资三年平均增长 7.7%，增速显著提高。疫情对 4 月基建略有负面影响，但稳增长力度将进一步加大，预计二季度基建投资增速维持在 7%-8%左右的水平。3 月份制造业投资增速暂时回落，疫情对 4 月制造业投资略有抑制，5 月之后制造业投资增速有望逐步回升。

2、3 月消费因疫情下滑，预计 4 月消费也将受疫情抑制。3 月社会消费品零售总额三年平均增长 2.9%，显著低于 1-2 月增速 4.3%，主要因为国内疫情影响。其中，家电、家具、汽车等耐用品消费以及金银珠宝、化妆品等非必需消费增速明显回落。4 月国内疫情仍然严峻，消费可能下滑；5 月之后国内疫情有望缓解，消费有望修复。

3、疫情抑制 3、4 月份工业生产，汽车行业受影响较大。由于疫情导致停产，3 月工业增加值三年平均增长 5.8%，显著低于前值 7.9%。其中，汽车行业受影响较大，因为疫情最严重的上海和吉林是汽车重要产地。预计 4 月疫情继续抑制工业生产。

4、疫情压低一季度 GDP，预计稳增长力度将进一步加大。一季度 GDP 同比增 4.8%，符合市场预期，但显著低于政府目标 (5.5%左右)。第二、三产业 GDP 分别同比增长 5.8%、4.0%，第三产业增速明显偏低，疫情影响是主要原因。往前看，疫情对 4 月份经济构成明显抑制。为了对冲疫情影响，3 月 30 号以来国务院连续多次推出稳增长政策。预计二季度稳增长力度将进一步加大，GDP 当季同比增速小幅回升至 5.1%。

风险提示：疫情扩散、房地产大幅走弱



宏观研究团队

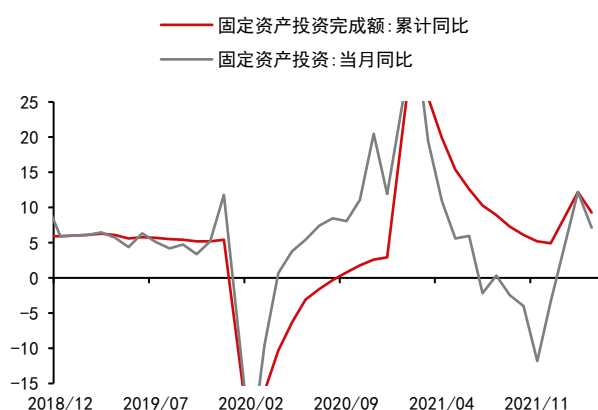
研究员：
张革
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、3月基建投资显著改善，预计疫情对4月固定资产投资略有抑制

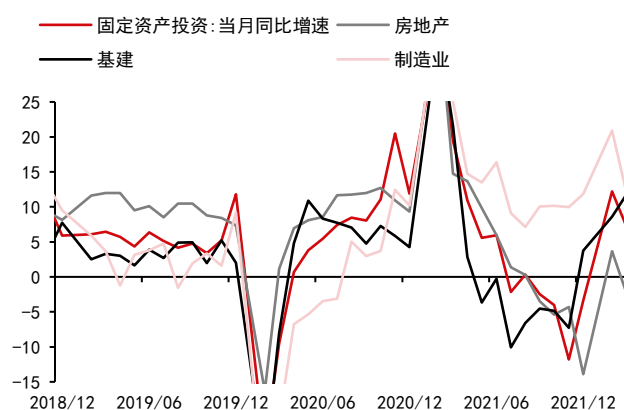
剔除基数效应，3月份固定资产投资增速有所回升，主要因为基建投资增速显著回升。1-3月固定资产投资同比增长9.3%，高于预期值8.6%；三年平均增长4.8%，略高于1-2月份的三年平均增速4.6%。从当月值来看，3月份固定资产投资同比增长7.1%，三年平均增长5.0%，增速高于1-2月的三年平均增速4.6%，投资增速有所回升。分项来看，3月房地产、基建、制造业投资分别三年平均增长4.2%、7.7%、3.6%，较1-2月份的三年平均增速分别变化-2.0、5.4、-0.8个百分点。基建投资增速的显著回升是固定资产投资增速改善的主要原因。

图表1：固定资产投资累计及当月同比



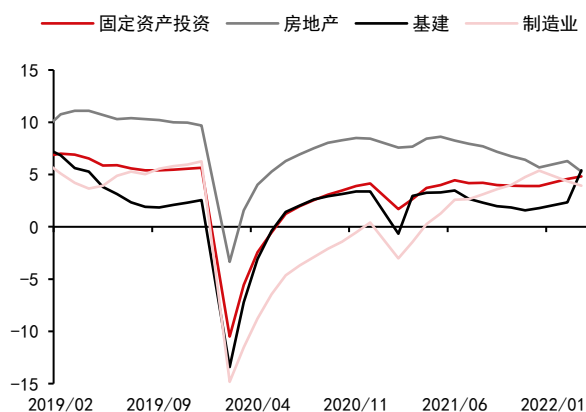
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：固定资产投资及其主要分项的当月增速



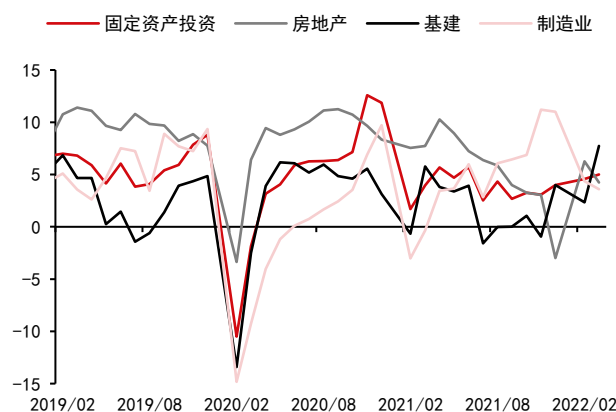
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：投资累计值的两年或三年平均增速¹



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：投资当月值的两年或三年平均增速

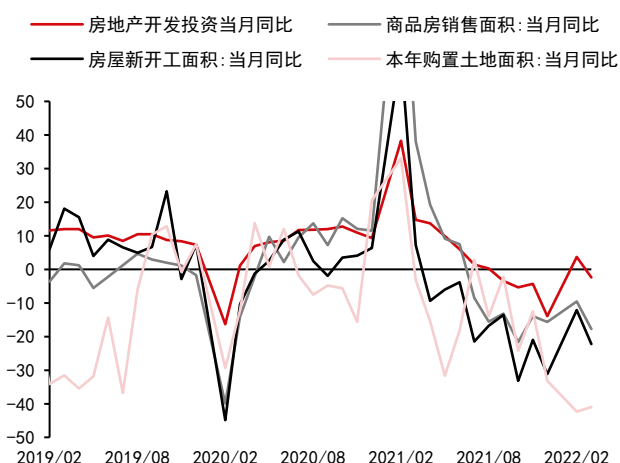


资料来源：Wind 中信期货研究所

¹ 2022年的数据计算三年平均增速，2021年及以前的数据计算两年平均增速

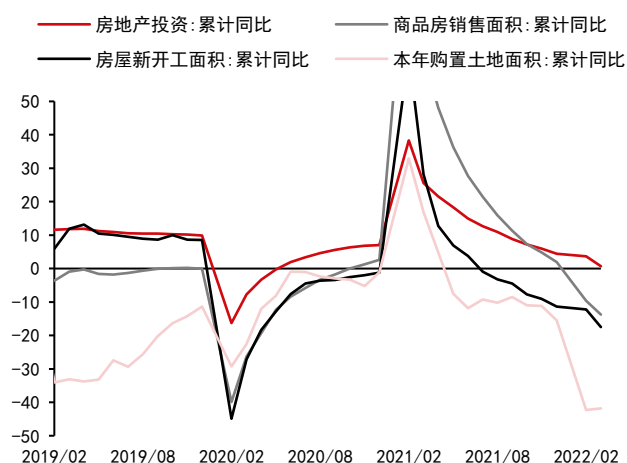
房地产方面，3月份房地产投资增速有所回落，新开工偏弱意味着房地产仍存在下行压力。考虑到楼市政策的进一步放松对房地产的支撑，短期房地产将继续筑底。3月份商品房销售面积同比增长-17.7%，三年平均增长-0.8%，好于去年四季度-3.3%的两年平均增速，但弱于今年1-2月份3.6%的三年平均增速，商品房销售面积增速处于筑底阶段。3月份70个大中城市新建商品住宅价格指数环比下跌0.1%，主要是三线城市房价环比下跌0.2%，而一线与二线城市房价分别环比上涨0.3%、0.0%；与去年10-12月份0.3%的月均降幅相比，3月份70个大中城市新建商品住宅价格指数的环比降幅明显收窄，这反映了前期楼市政策放松的提振效果。3月房屋新开工和购置土地面积分别同比减少22.2%、41.0%，分别三年平均减少9.3%、20.5%。新开工的表现略好于去年四季度（两年平均减少13.5%）；而购置土地面积表现略弱于去年四季度（两年平均减少-13.3%）。购置土地面积表现较弱反映开发商的预期仍然较为悲观，而房屋新开工面积的负增长意味着短期房地产投资仍存在下行压力。3月房地产投资同比增长-2.4%，三年平均增长4.2%，表现好于去年四季度1.1%的两年平均增速，但低于今年1-2月份的三年平均增速6.2%，房地产投资亦处于筑底阶段。1-3月房屋施工面积同比增长1.0%，三年平均增长4.8%，略好于去年的两年平均增速4.4%，略低于今年1-2月份的三年平均增速5.2%，施工亦继续筑底；1-3月房屋竣工面积同比减少11.5%，三年平均减少2.9%，表现弱于今年1-2月份0.8%的三年平均降幅，竣工继续回落。综合来看，3月份部分房地产仍在筑底过程中，房地产下行压力仍然存在，而楼市政策的放松给房地产带来支撑。预计短期房地产投资继续筑底。目前我国平均房贷利率比5年期LPR高100BP左右，中长期来看存在100个BP的下调空间。在因城施策的政策基调下，房地产下行压力较大的地区有望进一步放松楼市政策，最终实现房地产平稳健康发展。我们预计房地产投资的明显改善可能到等到下半年。

图表5： 房地产相关指标的当月同比增速



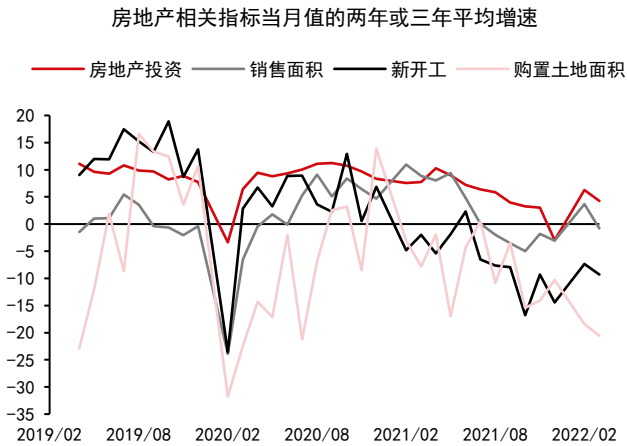
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6： 房地产相关指标的累计同比增速



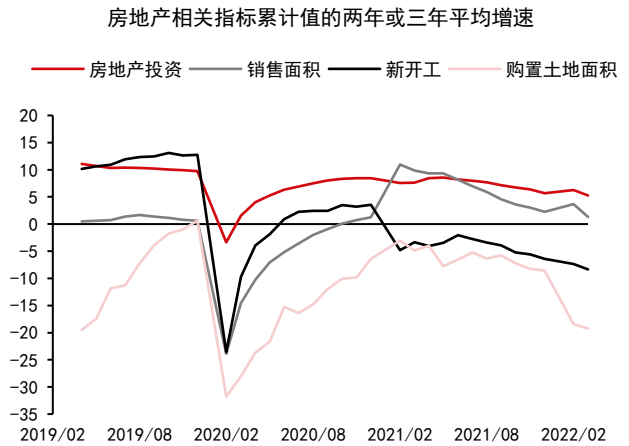
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7： 房地产相关指标当月值的两年或三年平均增速



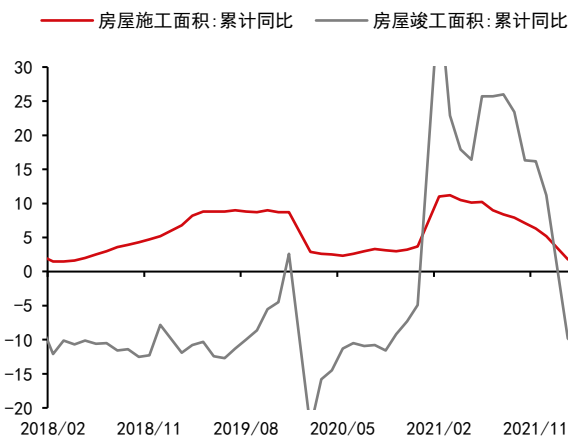
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8： 房地产相关指标累计值的两年或三年平均增速



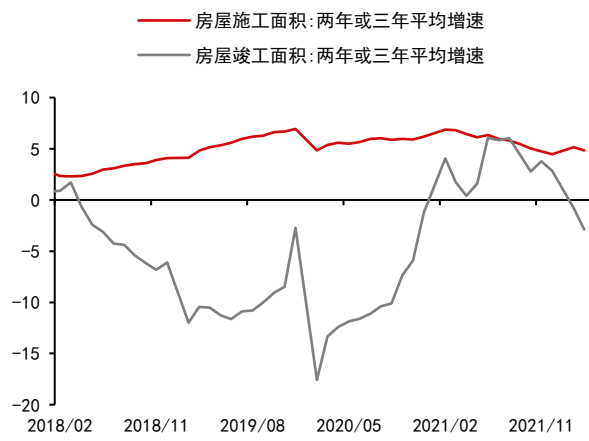
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9： 房屋施工及竣工面积累计同比增速



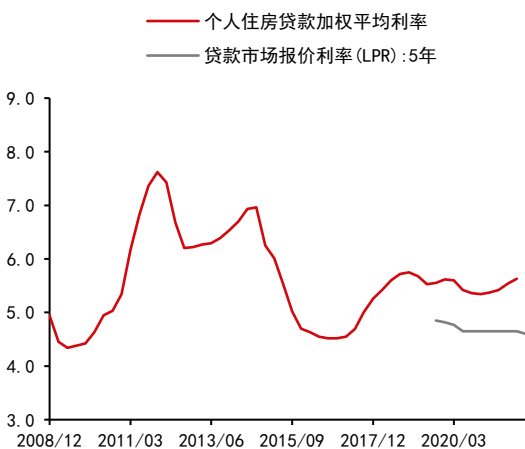
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10： 房屋施工及竣工面积两年或三年平均增速



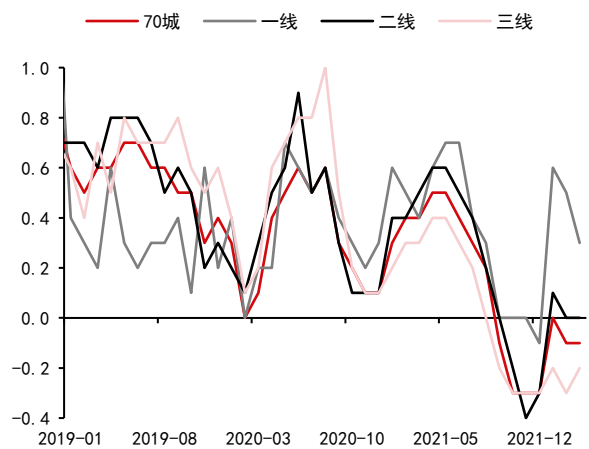
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11： 房贷利率与 5 年期 LPR



资料来源：Wind 中信期货研究所

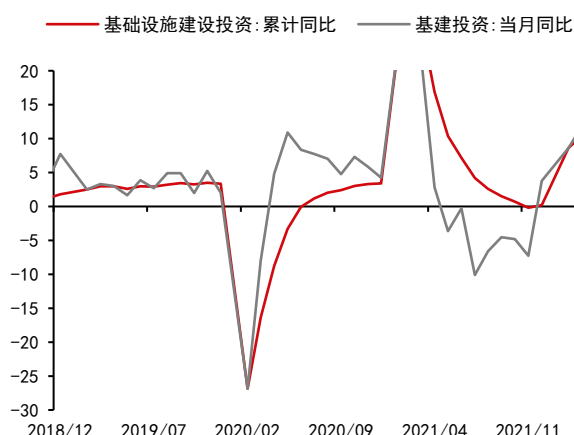
图表12： 70 个大中城市新建住宅价格环比 (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

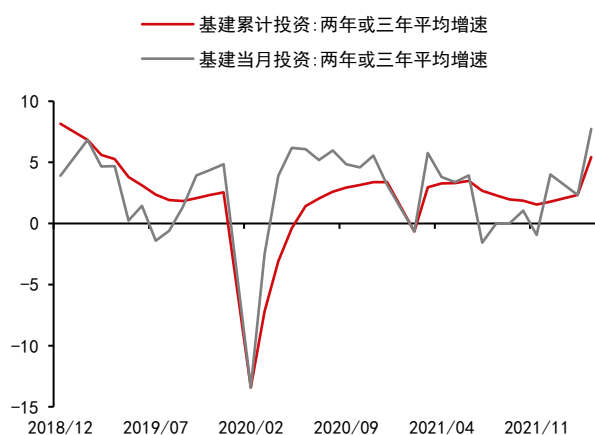
3月基建投资三年平均增长7.7%，增速继续提高。疫情对4月基建略有负面影响，但稳增长力度将进一步加大，预计二季度基建投资增速维持在7%-8%左右的水平。1-3月基建投资同比增长10.5%，三年平均增长5.4%，高于去1-2月份的三年平均增速2.3%；3月基建投资三年平均增长7.7%，增速显著高于1-2月份的三年平均增速，反映基建投资改善显著。近期国内疫情给经济带来进一步的下行压力，4月份基建投资可能会因为停工而略有回落。3月30号国常会表示咬定目标不放松，把稳增长放在更加突出的位置，要用好政府债券扩大有效投资。考虑到稳增长力度的加大，预计二季度基建投资增速有望维持在7%-8%的较高水平。

图表13：基建投资同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表14：基建投资的两年或三年平均增速

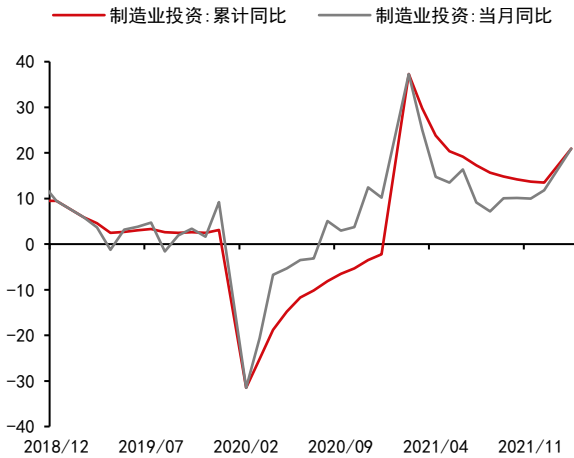


资料来源：Wind 中信期货研究所

3月份制造业投资增速暂时回落。疫情对4月制造业投资略有抑制，5月之后制造业投资增速有望逐步回升。1-3月份制造业投资同比增长15.6%；剔除基数效应，三年平均增长3.9%，增速低于1-2月份的三年平均增速4.4%，亦低于去年5.4%的两年平均增速，表现偏弱。短期来看，疫情对4月制造业投资略有负面影响，制造业投资增速可能暂时回落。从过去2年经验来看，年初的制造业投资不能代表全年趋势。中长期来看，考虑到货币政策仍然鼓励增加制造业中长期贷款，去年工业企业盈利较好，预计今年制造业投资增速略好于去年，5月之后制造业投资增速有望回升。

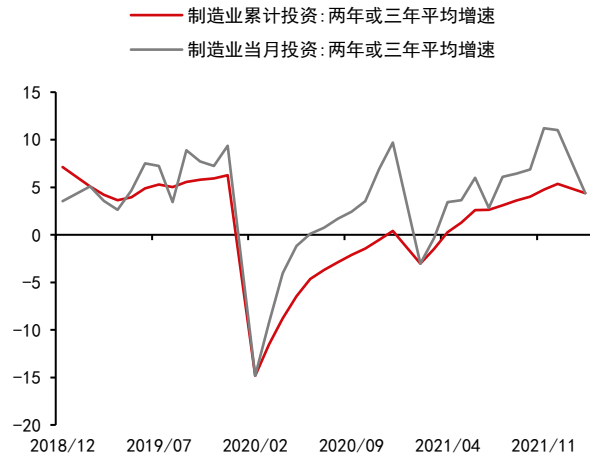
综合来看，4月份固定资产投资增速可能因为疫情而略有回落，但随着疫情的受控以及稳增长政策发力及楼市政策的放松，5月份之后固定资产投资增速有望逐步小幅回升。

图表15: 制造业投资同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表16: 制造业投资的两年或三年平均增速

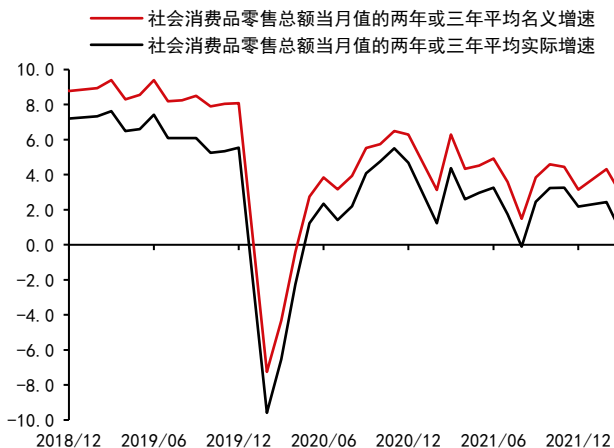


资料来源: Wind 中信期货研究所

二、3月消费因疫情下滑, 4月消费也将受疫情抑制

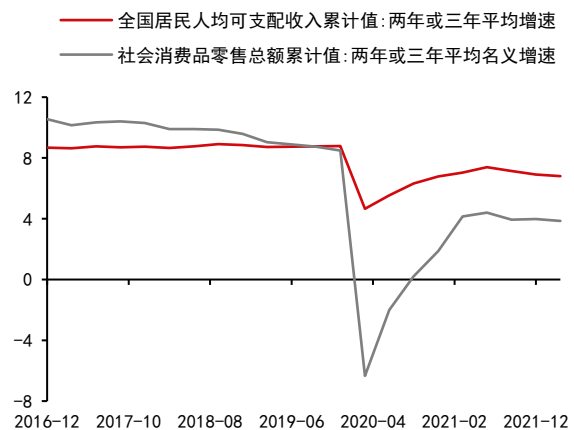
3月消费因疫情有所下滑, 4月疫情对消费的抑制可能进一步加大, 5月之后消费有望随着疫情受控而修复。3月社会消费品零售同比增长-3.5%, 显著低于预期值-0.8%, 远低于1-2月的同比增速6.7%; 与2019年同期比较, 3月社会消费品零售三年平均增长2.9%, 亦显著低于1-2月增速4.3%, 反映3月消费有所下滑, 这主要因为国内疫情影响。分大类来看, 3月限额以上企业餐饮收入同比增长-15.6%, 远低于1-2月10.1%的增速; 商品零售收入同比增长-0.4%, 亦明显低于1-2月9.1%的增速, 餐饮行业受疫情影响更大。限额以上企业商品零售额的分行业数据来看, 家电、家具、汽车等耐用品消费以及金银珠宝、化妆品等非必需消费增速明显回落。4月国内疫情形势仍然严峻, 预计4月消费因疫情抑制进一步下滑。5月之后国内疫情有望缓解, 消费也将明显修复。

图表17: 社会消费品零售总额当月值的两年或三年平均增速



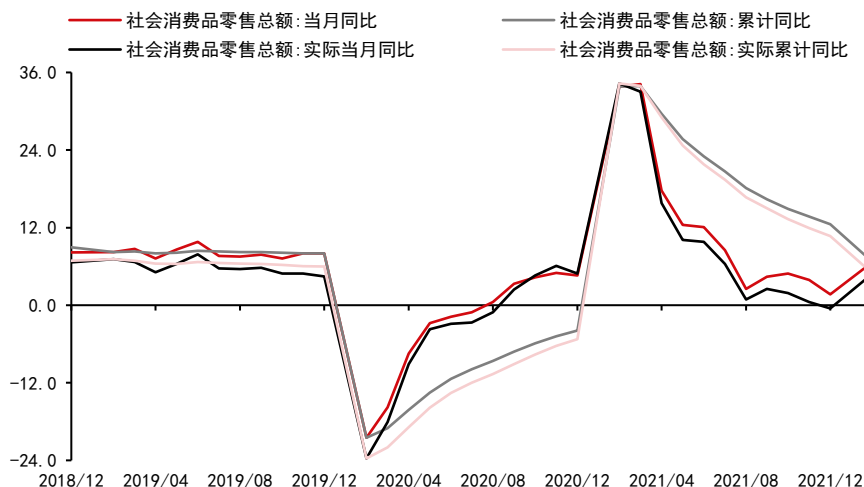
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表18: 居民收入增速与消费增速



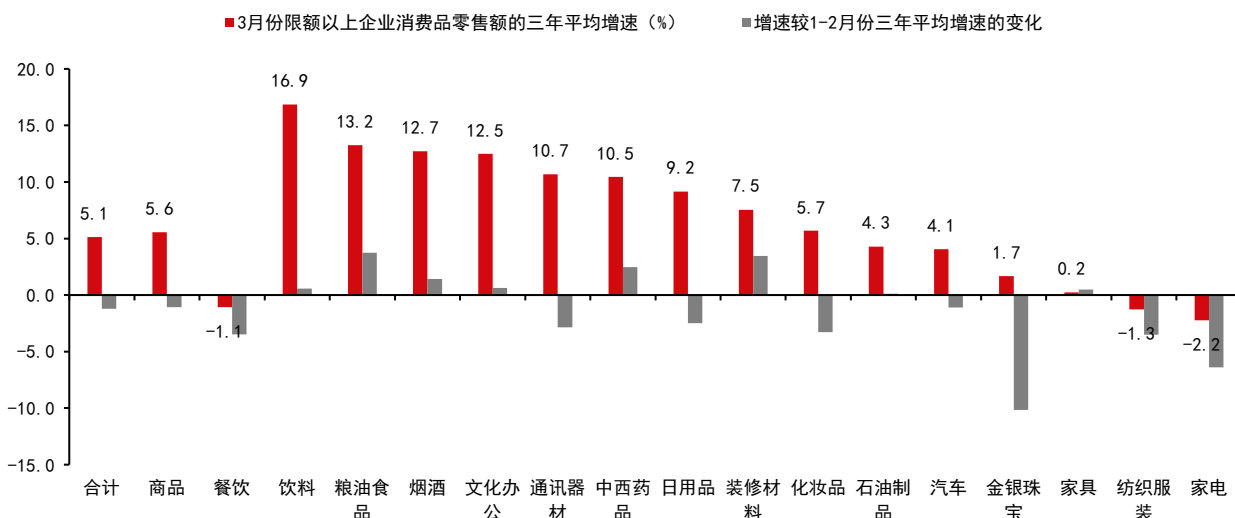
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表19：社会消费品零售总额当月及累计同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表20：限额以上消费品零售总额当月值的两年或三年平均增速及其变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

三、疫情抑制 3-4 月工业生产，汽车行业受影响较大

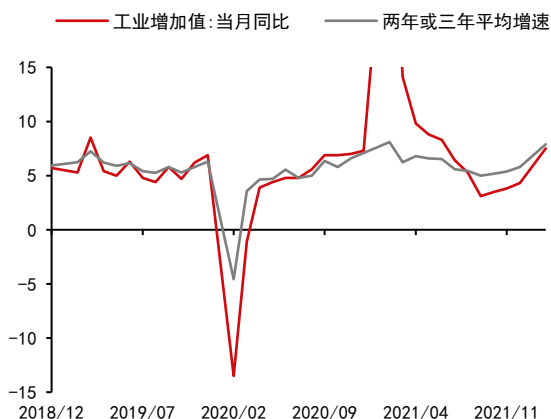
由于疫情导致停工停产，3 月份工业增加值增速明显回落。3 月工业增加值同比增长 5.0%，略低于预期值 5.1%，显著低于 1-2 月的同比增速 7.5%；三年平均增长 5.8%，亦显著低于 1-2 月的三年平均增速 7.9%。3 月份工业增加值增速回落较为显著，主要因为国内疫情形势较为严峻，部分地区阶段性停工停产。

从主要产品产量来看，3 月份钢材、水泥、汽车、十种有色金属、原油加工量分别同比增长-3.2%、-5.6%、-4.9%、3.1%、-2.0%；三年平均增速分别为 5.3%、0.9%、-2.7%、5.7%、3.1%，较 1-2 月份的三年平均增速分别变化 1.4、3.1、-7.3、1.7、0.0 个百分点。钢材和水泥增速回升主要因为稳增长发力推动基建投资改善；

而汽车产量增速回落幅度较大因为上海和吉林（汽车重要产地）的疫情较为严重。

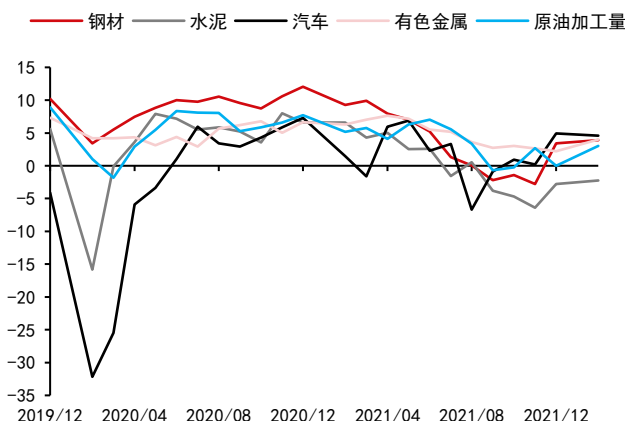
往前看，预计4月工业生产仍受疫情抑制，5月之后随着疫情受控工业生产有望修复。4月份上海地区疫情仍然严重。为了保障供应链稳定，4月中下旬开始上海地区将推动666家重点企业复工复产。再考虑到5月之后疫情有望受控，预计5月工业生产有望修复。

图表21：工业增加值当月值的增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表22：工业品产量当月值的两年或三年平均增速

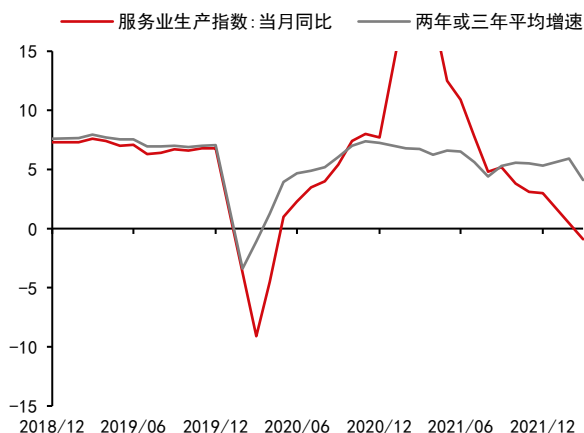


资料来源：Wind 中信期货研究所

四、3月服务业受疫情抑制，修复有待疫情缓解

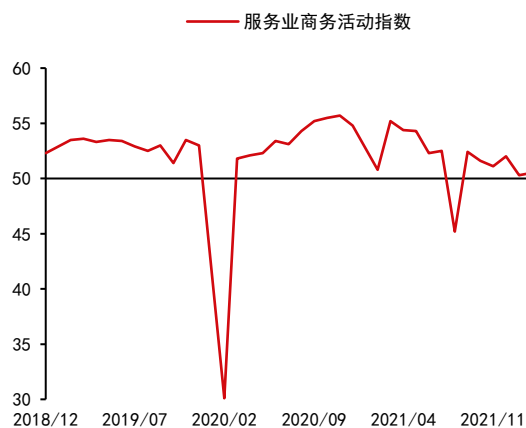
3月服务业生产显著回落，疫情对服务业抑制较为显著。3月份全国服务业生产指数同比减少0.9%，三年平均增长4.1%，显著低于1-2月份的三年平均增速5.9%。服务业生产明显回落，主要因为疫情扩散抑制服务业。往前看，4月份国内疫情对服务业的抑制仍会较为显著，预计服务业生产仍然偏弱。待疫情得到基本控制之后，我国服务业将明显修复。

图表23：服务业生产指数增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表24：服务业商务活动指数



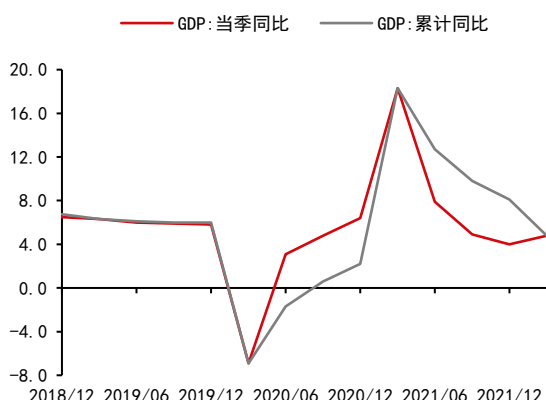
资料来源：Wind 中信期货研究所

五、疫情压低一季度 GDP，稳增长力度将进一步加大

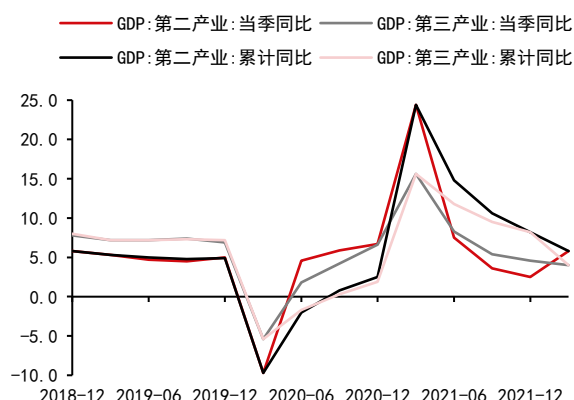
疫情对第三产业抑制显著，导致一季度 GDP 增速低于政府目标。一季度 GDP 同比增长 4.8%，符合市场预期，但显著低于政府工作报告制定的今年 GDP 增速目标 5.5% 左右。分产业来看，第二、三产业 GDP 当季值分别同比增长 5.8%、4.0%，第三产业增速偏低是拖累 GDP 增长的直接原因。与 2019 年同期比较，今年一季度 GDP 三年平均增长 4.9%，明显低于去年四季度的两年平均增速 5.2%；其中第二、三产业 GDP 当季值分别三年平均增长 5.9%、4.4%，增速较去年四季度的两年平均增速分别变化 1.3、-1.2 个百分点。稳增长力度加大推动第二产业 GDP 增速回升对 GDP 增长构成支撑，而疫情抑制第三产业对 GDP 构成拖累。

往前看，疫情对 4 月份经济构成明显抑制，而稳增长力度将进一步加大，预计二季度 GDP 当季同比增速小幅回升至 5.1%。疫情对 4 月份经济的抑制可能进一步加大，但 5 月份之后疫情有望消退，经济将明显修复。为了对冲疫情对经济的冲击，3 月 30 号以来国务院连续多次推出稳增长政策。综合来看，我们预计二季度 GDP 当季同比增速小幅回升至 5.1%。

图表25：GDP 当季及累计同比



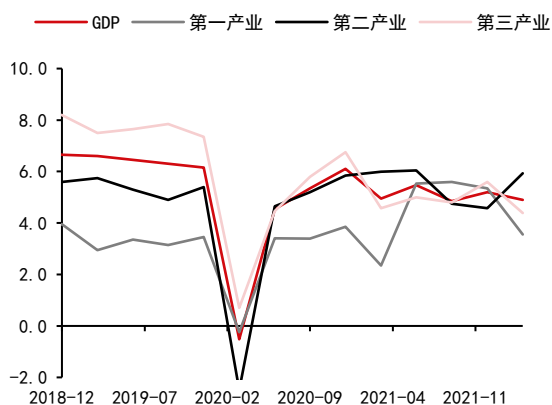
图表26：GDP 第二、第三产业的同比增速



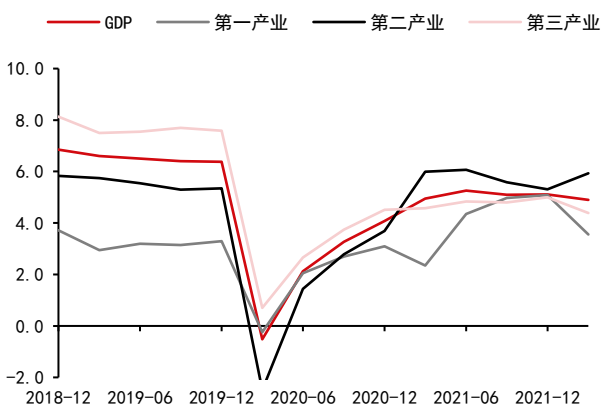
资料来源：Wind 中信期货研究部

资料来源：Wind 中信期货研究部

图表27：GDP 当季及其分项的两年或三年平均增速



图表28：GDP 累计值及其分项的两年或三年平均增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>