

总体维持韧性，压力边际上升

——2022 年一季度及 3 月经济数据点评

一、经济总览：维持韧性，修复不均

“三重压力”下，一季度我国经济总体呈现出较强韧性，但下行压力边际上升。一季度实际 GDP 同比增长 4.8%，符合市场预期，较去年四季度上升 0.8pct，但季调后环比增速较去年四季度下降 0.2pct 至 1.3%，且 3 月受疫情影响，经济下行压力明显上升。一方面，疫情冲击导致需求端消费低迷，生产端供应链紊乱、失业率攀升。另一方面，海外复工复产对我国出口形成替代，贸易景气料将下行。目前疫情对长三角、珠三角等主要经济区域的冲击已延续至二季度，并可能沿产业链外溢至其它地区。要实现全年 5.5% 的增长目标，后三季度经济增速平均需达到 5.7%，稳增长难度陡升，预计政策将进一步发力。

3 月经济供需两端压力凸显，修复不均。生产增速放缓，房地产投资和消费转为负增长，但受稳增长政策支撑，基建和制造业投资表现亮眼。规模以上工业增加值当月同比 5%；社会消费品零售总额当月同比 -3.5%；城镇固定资产投资额累计同比 9.3%，其中房地产投资累计同比 0.7%，全口径基建投资累计同比 10.5%，制造业投资累计同比 15.6%。

二、供给：生产动能趋弱，就业压力上升

一季度规上工业增加值同比增长 6.5%，比实际经济增速高 1.7pct，二者之间的明显差距折射出规模以下企业经营困难加大。上游采矿业增速上行 0.9pct 至 10.7%，中游制造业同比增速回落 1.1pct 至 6.2%，下游电热燃水生产供应业增速继续下降 0.7 pct 至 6.1%。分行业看，高技术制造业、装备制造业同比高增长，相关行业如电气机械及器材、计算机等电子设备、专用设备增速均维持较高增速。汽车制造，其他运输设备制造增速回落，同比分别下降 3.2pct 和 1.3pct 至 4.0% 和 2.9%。



疫情冲击下，3 月工业生产同比增速放缓，环比动能趋弱。当月规模以上工业增加值同比增速较 1-2 月下降 2.5pct 至 5.0%，季调后环比增速为 0.39%，动能弱于往年同期。其中受吉林、上海疫情影响，汽车制造业工业增加值同比增速由 1-2 月的 7.2% 下滑至 -1%。

一季度服务业生产指数同比增速回落 1.7pct 至 2.5%，显著低于疫情前同期水平，也低于去年四季度平均水平。3 月服务业生产指数进一步恶化，同比增速为 -0.9%，较去年四季度平均下降 4.2pct，是近两年来首次负增长。铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性聚集性行业明显受挫。

在此背景下，我国失业率持续走高，就业形势严峻。3 月全国城镇调查失业率为 5.8%，比上月上升 0.3pct，较去年末上升 0.9pct，已突破政府 5.5% 的工作目标上限。其中，16-24 岁城镇青年调查失业率 16.0%，比上月上升 0.7pct。

前瞻地看，疫情反复是短期内我国生产端面临的主要制约，当前上海疫情仍未现明确拐点，二季度我国工业及服务业生产或受明显扰动。“稳就业”要求下，政策将加大力度保障生产和供应链的正常运转。

三、固定资产投资：结构分化加剧

一季度固定资产投资累计同比增长 9.3%，增速较 2021 年全年大幅上行 4.4pct，也高于疫前 2017-19 年同期水平。但 3 月当月增长势头有所放缓，同比增长 6.6%，季调后环比增长 0.61%。其中，房地产投资加速下行，制造业投资维持高增长、基建投资大幅提速，后两者是当前支撑经济的主要力量。

(1) 房地产：加速下行

虽然多地相继放松限售限贷政策，但商品房销售收缩加剧，部分受到疫情影响。3 月全国商品房销售面积同比下降 17.7%，销售金额同比降幅更大，达到 26.2%，反映出商品房价格也在下行。3 月 70 大中城市



新建商品住宅价格指数同比增速继续下滑 0.5pct 至 0.7%，跌幅持平 2 月。销售持续低迷叠加房企悲观预期仍未好转，导致 3 月房地产投资在 1-2 月略有企稳后，再度加速下滑，单月同比增速下行 6.1pct 至 -2.4%。

从房地产投资的两个主要组成部分来看，一是建安投资或加速下滑。虽然 1-2 月建安投资有所企稳，但 3 月房地产新开工、施工、竣工面积均加速回落，同比增速分别为 -22.2%、-21.5% 和 -15.5%，其中施工面积回落了 44pct。二是土地购置费或仍低迷。3 月土地购置面积同比大幅收缩 41%，收缩幅度与 1-2 月基本持平。从百城情况看，土地市场仍较为冷清，3 月成交数量同比收缩 47.4%，成交面积同比收缩 37.8%。今年首批集中供地正在进行，相较 2021 年第三批集中供地，已完成集中供地的城市整体溢价率有所回升，流拍率有所下降，但主要是由于各地供地规模有所收缩、拍卖规则有所放松，房企拍地意愿仍然低迷。

3 月房企到位资金同比收缩加剧至 23%。观察房企资金来源，国内贷款、定金及预收款、个人按揭贷款均较 1-2 月加速下滑，单月同比收缩幅度均超 20%，仅自筹资金同比收缩有所减缓，回升 3.9pct 至 -2.3%。

前瞻地看，由于疫情拖累居民收入和线下房地产销售，叠加房企新开工持续萎缩，土地购置面积持续收缩，预计房地产投资压力短期内难以实质性缓解。房地产需求端“稳增长”政策传导作用于房地产投资尚需时日。

(2) 基建：加强发力

基建持续加强发力，同比增速在高基数下进一步上行。3 月基建投资明显提速，1-3 月全口径基建投资累计同比增长 10.5%，较 1-2 月上升 1.9pct，显著超越市场预期。从结构上看，三大行业均实现了较快增长，其中电热燃水增速最快，达到 19.3%；交运仓邮业增速环比小幅回落 0.9pct 至 9.6%，水环公共业增速环比上升 2.0pct 至 8.0%。

基建投资增速同比高增主要有两方面原因。一是资金充裕，前置发力。提前下达的 1.46 万亿新增专项债额度已发行 1.25 万亿，叠加去年



四季度发行的新增专项债，此外财政支出强度明显提升，节奏上积极靠前发力。二是各地重大项目早下达、早开工，提前形成实物工作量。

前瞻地看，受基建投资意愿积极、资金充足、项目到位、财政前置发力的支撑，上半年基建投资预计将维持较快增长。

（3）制造业：维持高增

制造业投资在疫情冲击下增速回落，但低基数下仍实现较高增长。1-3 月制造业投资同比增长 15.6%，两年平均增速为 22.5%，较 1-2 月下降 6.3pct，但较去年全年仍大幅上升 17.1pct。从结构上看，制造业投资的驱动力主要有以下几类：一是高技术行业投资保持高增长，同比增速为 32.7%；二是计算机电子设备、专用设备等行业，在出口韧性较高的拉动下，持续投资扩产；三是有色金属、石油、化工等上游行业，因俄乌冲突导致短缺和价格上涨，加上政策约束边际松动，相关行业投资增速上升。

前瞻地看，制造业投资有望稳健增长，但增速或边际回落。支撑因素主要来自于财政政策和结构性货币政策，以及“双碳”政策执行纠偏。但另一方面，基数逐渐走高、原材料价格居高不下、疫情反复防控升级、企业利润分化和预期转弱未见明显改善，将对部分制造业行业投资造成拖累。

四、消费：疫情冲击下显著负增长

一季度社会消费品零售总额 10.9 万亿，同比增长 3.3%，低于过去两年同期平均增速 3.9%。年内疫情冲击下居民收入增长分化，线下消费场景受限，以及预防性储蓄上升，都将对消费复苏构成压力。

受疫情影响，3 月消费增长进一步承压。社消零售总额 3.4 万亿，同比下降 3.5%，较 1-2 月下降 10.2pct，出现 2020 年 8 月以来的首次负增长。初步统计，3 月以来受疫情影响封控城市社零占全国社零约 20%。其中商品零售 3.1 万亿元，同比回落 2.1%；餐饮收入 0.3 万亿，同比大



幅下滑 16.4%，商品和服务消费分化加剧。

分行业看，3 月社零数据有着如下特征：一是必选消费增长好于可选消费，封城宅家类的食品、饮料同比正增长，出行可选类的服装、珠宝、汽车同比负增长；二是汽车消费由涨转跌，3 月汽车销售同比负增长 7.5%；三是石油类价格对消费形成一定支撑，俄乌冲突下原油价格上行带动了石油类名义销售额增加，3 月石油类商品零售额同比增长 10.5%。不过，疫情下出行受限，石油类零售有所回落。

前瞻地看，考虑到目前上海疫情仍未见顶，全国疫情多点散发，预计 4 月社零或维持负增长。

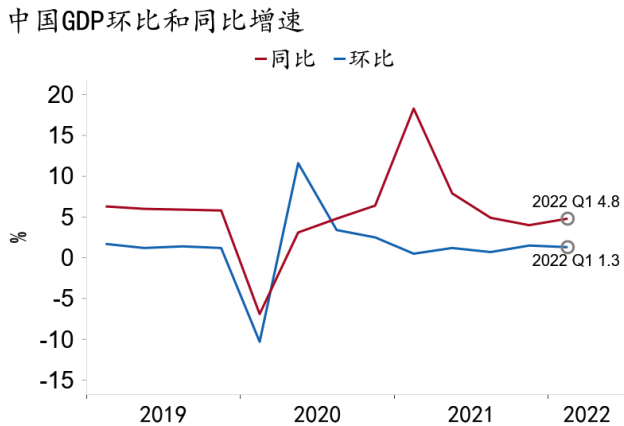
五、前瞻：“稳增长”政策加码可期

尽管一季度我国经济在内外冲击下维持韧性，实现平稳增长，但疫情冲击恶化，“三重压力”边际上升。短期内，制造业和基建投资有望继续支撑经济，但疫情冲击将影响消费和生产，房地产风险有待缓释，出口高景气面临回落。政策仍需综合施策，托底增长。

（评论员：谭卓 王欣恬 刘阳）

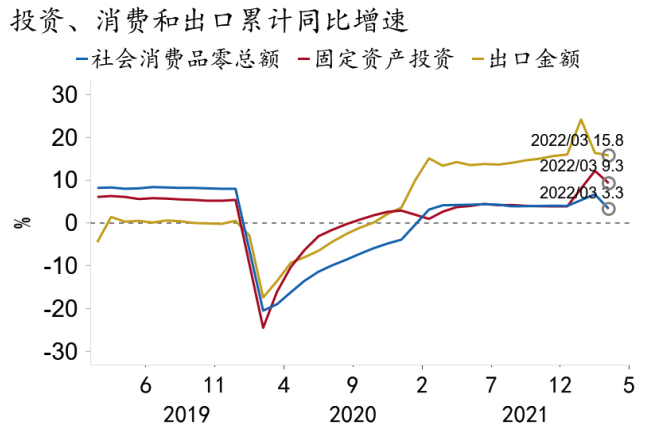
附录:

图 1: GDP 同比增速有所回升



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

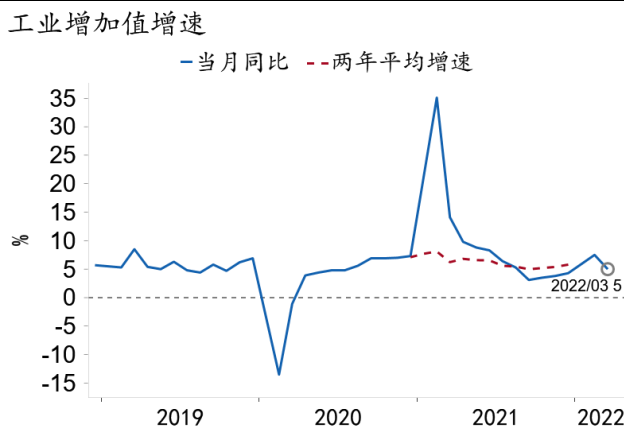
图 2: 出口和投资对经济增长形成主要拉动



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

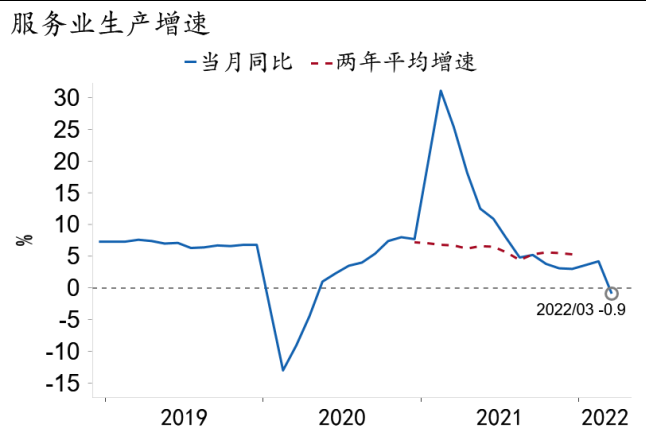
注: 2021 年为两年平均增速

图 3: 工业生产增速回落



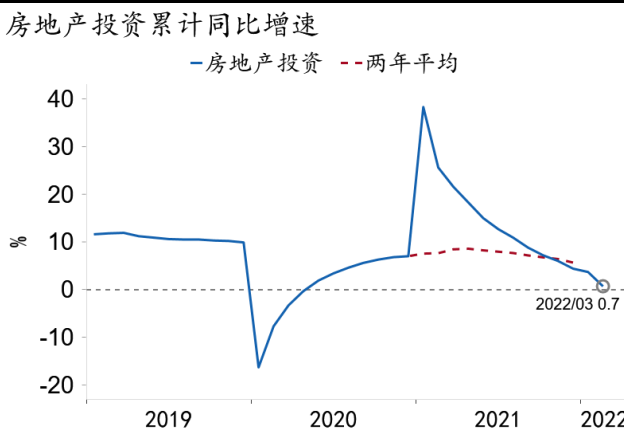
资料来源: WIND, 招商银行研究院

图 4: 服务业生产明显下降



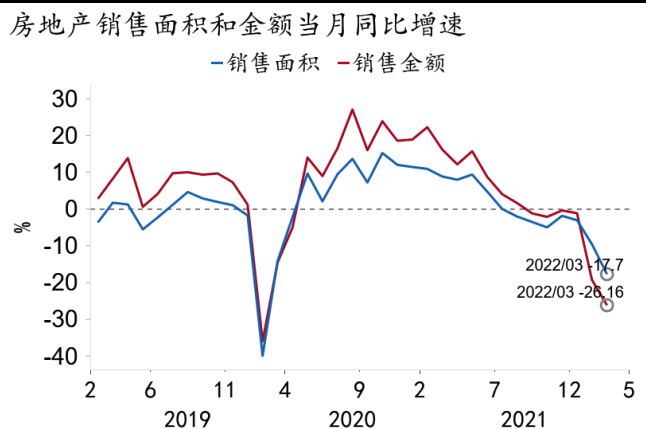
资料来源: WIND, 招商银行研究院

图 5: 房地产投资加速下滑



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 6: 房地产销售持续低迷



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 7: 基建投资增速持续上升

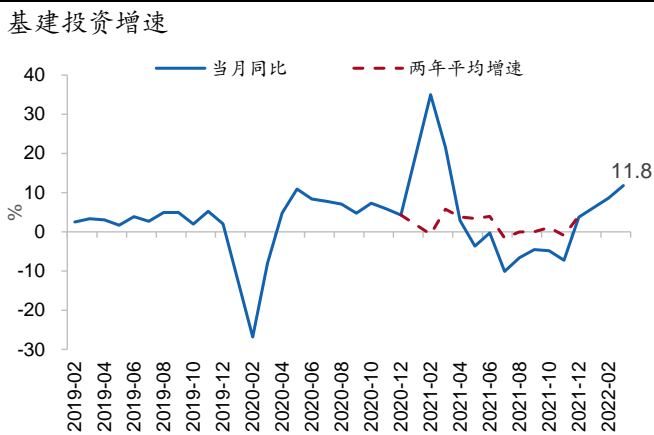


图 8: 基建相关行业投资增速较高

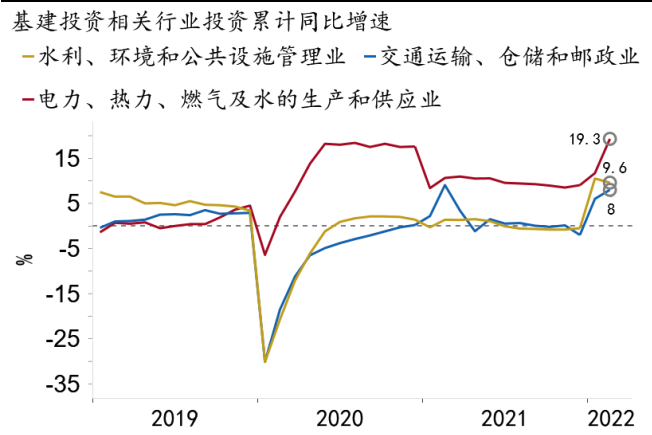


图 9: 制造业投资维持高增长

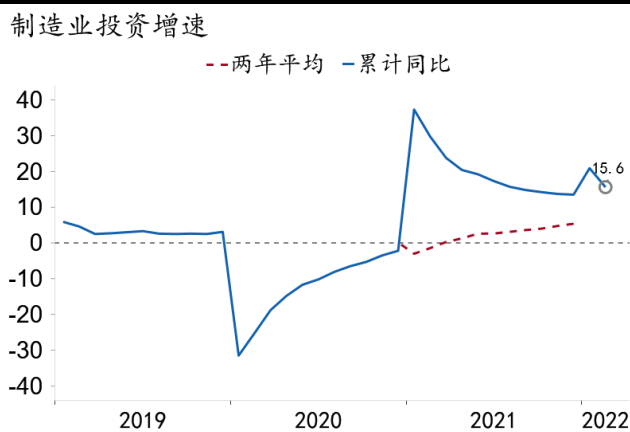


图 10: 高技术制造业仍保持较快增长

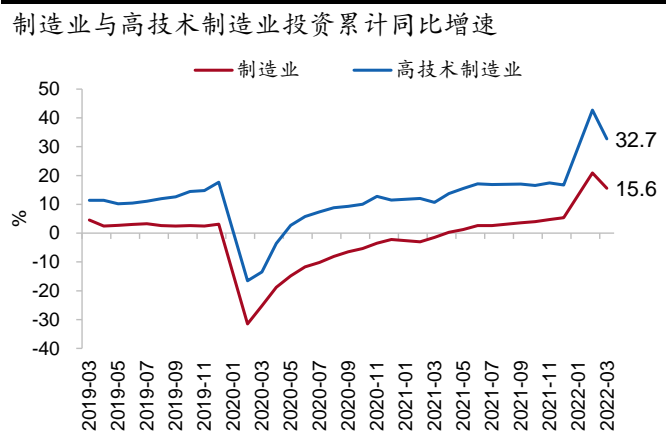


图 11: 疫情冲击下服务消费增速大幅回落

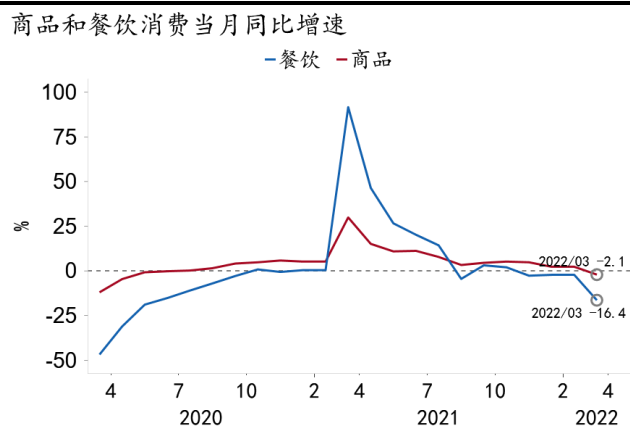


图 12: 失业率尤其青年失业率持续上升

