

一季度经济超预期回升，促消费还有较大空间

——2023年3月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：据国家统计局公布的数据，2023年一季度GDP同比增长4.5%，2022年四季度增速为2.9%，3月规模以上工业增加值同比实际增长3.9%，1-2月为2.4%；3月社会消费品零售总额同比增长10.6%，1-2月为3.5%；一季度全国固定资产投资同比增长5.1%，1-2月为5.5%。

基本观点：整体上看，伴随疫情影响全面退去，一季度经济如期转入回升轨道，增速超出市场预期。但无论从当季GDP同比增长水平，还是从两年平均增速衡量，一季度经济运行尚未恢复到常态，仍处于经济复苏的初期阶段。从拉动经济增长的“三驾马车”来看，一季度推动经济回升的主要动力有两个：消费反弹，以及投资继续保持较快增长。从生产端来看，一季度内需改善，带动工业生产延续稳步向好态势；但因外需走弱对工业生产有所拖累，当季工业增加值增速低于GDP增长水平。这也意味着当前服务业增速较快，符合疫情后经济修复的一般特征。

我们判断，二季度受经济保持修复势头、上年同期受疫情影响基数偏低（2022年一季度GDP同比增长4.8%，二季度骤降至0.4%）影响，GDP同比增速有望进一步反弹至8.0%左右。但以两年平均增速衡量，这一增速水平仍属温和状态。二季度宏观政策将延续稳增长取向，其中固定资产投资会保持较快增长，政策面在促消费上将进一步发力。货币政策方面，鉴于3月降准刚刚落地，二季度继续实施降准的可能性很小。年初以来物价水平整体偏低，不过年内政策性降息能否落地，将主要取决于后期经济修复动能。我们判断，若物价低迷持续到下半年，且经济修复势头出现较大幅度下行波动，不能完全排除降息提上政策议程的可能。

具体解读如下：

一季度GDP同比增长4.5%，增速比2022年四季度大幅加快1.6个百分点，超出市场预期。不过，当前的经济增速仍然低于5.2%-5.7%（央行测算）的潜在经济增长水平；扣除去年疫情波动影响，以两年平均增速衡量，一季度GDP增长4.6%左右，也低于潜在经济增长水平。这意味着当前经济修复力度比较温和，后期还有进一步上升空间。从拉动经济增长的“三驾马车”来看，一季度推动经济回升的主要动力有两个：消费反弹和投资继续保持较快增长，但外需总体偏弱。

一、3月国内消费反弹，基建、制造业投资保持较快增长，内需进一步改善，带动工业生产延续稳

步向好态势；但因外需走弱对工业生产有所拖累，一季度工业增加值增速低于 GDP 增长水平。

3月工业增加值同比增长3.9%，增速较1-2月加快1.5个百分点，显示工业生产延续稳步向好态势。主要拉动因素是国内消费反弹，基建、制造业投资保持较快增长，内需进一步改善。从大类看，3月，在工业中占比约八成的制造业增加值同比增长4.2%，增速较上月加快2.1个百分点，绝对增长水平和提速幅度都超过工业增加值整体，对工业生产提振作用明显。这在当月制造业PMI生产指数继续处于54.6%的较快扩张区间中已得到预示。另外，3月电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增速较上月加快2.8个百分点至5.2%，采矿业增加值增速则从上月的4.7%放缓至0.9%，对工业生产增速有所拖累——这或与煤炭、原油等价格表现弱势有关，但能源价格弱势运行也有利于缓解中下游制造业企业成本压力。

就一季度整体来看，当季工业增加值累计同比增长3.0%，增速明显高于去年11月的2.2%和12月的1.3%。背后的主要原因是疫情影响的全面退去，这一方面带动工业生产秩序恢复和供应链效率提升，另一方面也有利于内需修复和市场信心改善。不过，一季度工业增加值增速要缓于GDP增速，显示过去三年工业增加值增速持续领先整体经济增长水平的阶段已经过去。主要原因在于，在内需改善的同时，外需明显转弱。具体而言，一季度工业企业出口交货值累计同比下降5.3%，大幅弱于去年全年5.5%的增长水平，这对工业生产的拖累效应在当季纺织业、计算机通信和其他电子设备制造业等出口导向型行业生产表现中有充分体现。另外，一季度房地产投资同比延续负增，也在一定程度上抑制了工业生产提速。工业生产增速低于GDP增速，也意味着一季度服务业生产增速偏高。这与前期疫情对服务冲击较大，当前服务业反弹力度更强直接相关。

我们判断，随着内需回升，接下来工业生产仍有边际向好空间，再加上去年二季度疫情高发于汽车生产重镇，对工业生产的冲击剧烈，给今年二季度工业生产同比表现带来明显的低基数效应，因此，预计二季度工业生产同比增速将略超8%，其中4月当月同比增速有望达到12%左右。不过，未来影响工业生产的两个主要不确定因素仍然是国内房地产投资能否如期回暖，以及海外对“中国制造”的需求是否会持续回落。在出口转弱、房地产投资延续负增的背景下，预计全年工业生产增速仍将小幅低于GDP增长水平。

二、3月社零增速显著反弹，主要受去年同期基数大幅下沉影响，撇除基数影响的两年平均增速仍较为温和，显示后续消费还有继续修复的空间。

3月社零同比增速从1-2月的3.5%大幅回升至10.6%，表现超出预期。主要原因是去年3月在上海等地疫情影响下，社零同比增速从前值6.7%骤降至-3.5%，低基数推动今年3月社零增速大幅反弹。为消除基数扰动，我们测算得到3月社零的两年平均增速为3.3%，这一增长水平要小幅低于1-2月社零同比增

速 3.5%和两年平均增速 5.1%。从分项来看，3 月商品零售额同比增速较 1-2 月加快 6.2 个百分点至 9.1%，而去年同期基数下沉更为剧烈的餐饮收入同比增速更是达到 26.3%，较 1-2 月提速 17.1 个百分点。

具体到商品消费，3 月汽车、服装、金银珠宝、体育娱乐用品、通讯器材等在去年 3 月受疫情影响较大的可选消费品零售额增速反弹幅度较大，其中，汽车零售额同比增速较 1-2 月回升 20.9 个百分点至 11.5%，对整体社零增速提振作用明显，但据测算两年平均增速只有 0.04%。与此同时，3 月日用品、粮油食品等必需品零售额增速反弹幅度相对较小，去年同期受到疫情提振的中西药品零售额同比增速还有明显放缓。另外，3 月家电、家具、建筑装潢材料等涉房消费零售额增速较 1-2 月均有所下滑，其中，家电、建筑装潢材料零售额同比延续负增，这主要源于当前房地产市场仍处筑底过程。

就一季度整体来看，当季社零累计同比增长 5.8%，与去年四季度疫情冲击下的同比下降 2.7%相比，出现明显好转。除因 3 月基数剧烈下沉外，主要拉动因素还有二：首先，年初伴随消费场景限制全面解除，各类线下消费正在迅速恢复，同时经济回升对消费信心也有一定提振；其次，今年以来促消费政策也在发力，包括一些地方发放规模不等的消费券和消费补贴，金融机构加大消费信贷投放力度等。

不过，社零 5.8%的增长水平较疫情前还有比较大的差距，尤其考虑到低基数因素，显示疫情防控全面放开后，不仅没有出现报复性消费，消费回补的潜力也尚未充分释放。这一方面受汽车和涉房消费拖累——作为主要大宗消费品，一季度汽车和家电零售额同比分别下降 2.3%和 1.7%——前者主要受购置税优惠政策在去年底到期等因素影响，后者则与房地产市场仍在筑底有关。另一方面，也是更为重要的原因在于，居民收入增速回升较慢，一季度居民人均可支配收入实际同比增速仅为 3.8%，不及当季 GDP 增长水平，且居民消费心理仍较为谨慎，这直接体现于一季度住户存款的大幅增长。

我们认为，从绝对增速水平上看，当前社零仍然处于修复初期，加之物价水平明显偏低，下一步政策面在促消费方面的空间较大，迫切性也较强。预计后续消费还有继续修复的空间，加之去年同期基数走低，预计二季度社零同比增速将加快至 15%，两年平均增速也有望提升至 4.5%左右。展望全年，社零累计同比增速有望达到 8.0%至 9.0%左右，较上年-0.2%的增长水平大幅改善。这意味着，今年国内消费将恢复宏观经济主拉动力的作用，并在很大程度上抵消外需下滑影响，带动经济增速较快反弹。

三、投资：一季度固定资产投资增速继续保持 5.1%的较快增长水平，对经济修复持续发挥拉动作用。其中，基建投资延续高增，制造业投资展现较高韧性，显示宏观政策保持稳增长取向；房地产投资降幅收窄，但主要因计入的土地购置费同比转正，建筑安装投资依然处于两位数下行过程，一季度楼市回暖势头能否延续，还需要进一步观察，短期内房地产投资还将处在同比负增长状态。

一季度固定资产投资累计增速为 5.1%，较 1-2 月放缓 0.4 个百分点，与 2022 年全年增速持平。这意味着当前投资整体上比较稳定，继续为经济修复发挥一定拉动作用。据我们测算，3 月固定资产投资同比

增速为 4.7%，较 1-2 月回落 0.8 个百分点。不过，投资数据统计的是名义值，而一季度及 3 月 PPI 同比通缩加剧，这意味着一季度固定资产投资实际增速会高于名义增长水平，对 GDP 增速的拉动作用依然较强。展望未来，在海外经济下行压力加大、外需整体放缓，以及国内居民消费还需要进一步提振的背景下，二季度投资增速还将保持较快增长水平。

从投资的三大板块来看，一季度分化态势有所收敛。首先，一季度基建投资（不含电力）同比为 8.8%，其中我们测算 3 月为同比 8.7%，增速均较 1-2 月的 9.0% 小幅回落，但继续保持接近两位数的高增长状态。从年初以来金融数据中的企业中长期贷款继续大幅多增，专项债发行前置，以及各地项目施工等情况判断，一季度基建投资既不缺资金，也不缺项目。背后是当前处于经济修复初期，政策面保持稳增长取向，基建投资数据是这种政策取向的直接体现。我们判断，短期内为巩固经济向上势头，二季度基建投资还会处于较快增长状态，这也是宏观政策将延续稳增长取向的集中体现。

一季度制造业投资同比增长 7.0%，其中 3 月同比增长 6.2%，增速较 1-2 月分别回落 1.1 和 2.1 个百分点，增长韧性依然很强。背后是政策面继续引导银行增加对制造业中长期贷款的投放——一季度企业中长期贷款同比大幅多增，除了基建项目贷款外，也有一部分是制造业投资贷款，同时国内经济反弹也会在一定程度上对制造业投资形成支撑。不过，在今年全球经济减速、我国出口面临较大挑战的前景下，以民间投资为主的制造业投资信心有可能受到一定影响；另外，去年四季度以来，国内 PPI 持续处于通缩状态，多数制造业行业利润负增，也会在一段时间内给制造业投资带来不利影响。

一季度房地产投资同比下降 5.8%，其中 3 月同比下降 6.2%，降幅分别较 1-2 月小幅扩大 0.1 和 0.5 个百分点，但比去年全年 10% 的降幅明显收窄。从单月数据来看，房地产投资增速从去年 12 月已开始回升，一季度同比降幅明显收窄。不过从细分结构上看，这主要是计入房地产投资的土地购置费出现两位数的同比正增长所致，而纳入 GDP 统计的建筑安装等房地产投资项仍持续处于两位数的同比负增状态。考虑到当前土地市场仍然偏冷——1-2 月土地出让金收入同比下降 29.0%，降幅较去年全年进一步扩大——我们判断土地购置费对房地产投资的支撑作用难以持续，短期内房地产投资仍将持续处于同比负增长状态。

从楼市来看，一季度商品住宅销量和销售额均出现同比正增长，而且 70 城二手房和新房价格指数已于 2 月和 3 月连续实现环比正增长——历史数据显示，这一指标可持续性较强，对判断楼市走向具有重要意义。不过，不排除这是此前积累的购房需求集中释放所致，楼市能否延续回暖势头尚待观察。30 城高频数据显示，4 月上旬楼市再度转弱。

我们判断，本轮房地产下行周期偏长，主要原因是在此期间房贷利率降幅较缓，加之前期疫情反复也带来一定扰动效应。央行数据显示，2022 年末新发放居民房贷利率仍高达 4.26%，持续高于企业贷款

利率水平（3.97%）。这意味着后期通过引导5年期以上LPR报价下调，带动居民房贷利率下行的空间较大。我们判断，上半年居民房贷利率有望持续下行。若各项政策调整到位，年中前后楼市有望出现趋势性回暖势头，届时房地产投资、特别是其中的建筑安装投资也将逐步走出同比负增长区间。

四、就业：3月城镇调查失业率降至5.3%的控制目标水平以下，但青年失业率高位上行。

3月城镇调查失业率为5.3%，较上月大幅回落0.3个百分点，落入年初制定的5.5%的控制目标水平之内。伴随经济修复势头转强，特别是春节后复工加快，整体失业率下行符合市场预期。不过，3月16-24岁青年失业率升至19.6%，较前值上升1.5个百分点，接近去年疫情期间达到的历史最高水平。这意味着当前结构性失业问题突出，其中高校毕业生是重点群体，也是近期国常会连续聚焦就业问题的一个原因。我们判断，接下来就业优先政策会精准发力，其中政策面对平台经济、数字经济的支持力度将进一步加大，这些是吸纳高校毕业生就业的重点领域。

整体上看，一季度经济如期转入回升轨道，增速超出市场预期。但无论从当季GDP同比增长水平，还是从两年平均增速来看，一季度经济运行尚未恢复到常态，仍处于经济复苏的初期阶段。我们判断，二季度受经济保持修复势头、上年同期受疫情影响基数偏低（2022年一季度GDP同比增长4.8%，二季度骤降至0.4%）影响，GDP同比增速有望进一步反弹至8.0%左右。但以两年平均增速衡量，这一增速水平仍属温和状态。

我们判断，二季度宏观政策将继续保持稳增长取向，其中固定资产投资会继续保持较快增速，政策面在促消费上将进一步发力，除改善消费条件、拓展消费场景，引导前期受到抑制的消费需求较快释放等方面外，关键在于通过经济修复带动就业和居民收入增长，以及各地财政部门依据本地消费特色，发放一定规模的消费券和消费补贴等。这可在一定程度上弥补三年疫情造成的收入缺口，推动消费优化升级。另外，除了全面放开消费场景限制、推动经济较快回升外，重点是要通过深化改革开放组合拳，大力提振市场信心，改善居民收入预期。货币政策方面，鉴于3月降准刚刚落地，二季度继续实施降准的可能性很小。年初以来物价水平整体偏低，不过年内政策性降息能否落地，将主要取决于后期经济修复动能。我们判断，若物价低迷持续到下半年，且经济修复势头出现较大幅度下行波动，不能完全排除降息提上政策议程的可能。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。