



宏观研究

# 【粤开宏观】一季度经济数据高增背后的基数扰动与结构性隐忧

2023年04月18日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002  
邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】天津：“渤海之滨”转型，财政债务形势全景》2023-04-11

《【粤开宏观】深交所推出8条指数的点评分析》2023-04-11

《【粤开宏观】社融、信贷超预期背后的经济恢复形势：3月金融数据点评》2023-04-12

《【粤开宏观】从财税视角看上海：“东方明珠”财政形势与特征》2023-04-12

《【粤开宏观】“通缩”的误解与货币的去向》2023-04-13

## 摘要

4月18日，国家统计局公布一季度GDP和3月消费、投资数据。其中，一季度GDP同比增长4.5%，3月社零消费同比增长10.6%，均大幅高于市场预期。

1、一季度经济恢复超预期，从生产端看主要是服务业的贡献，从需求端看主要是消费的贡献。当前经济恢复呈现出明显的四个不均衡特点：其一，总体数据属于好于结构数据（耐用消费品等增速低）；其二，宏观数据好于微观数据（企业利润、居民收入和财政收入增速低）；其三，服务业好于工业；其四，内需好于外需。

2、今年经济持续恢复已是市场共识，分歧主要在于经济恢复的斜率和持续性。然而在分析月度数据时，基数效应会造成严重干扰。有三种解读数据的方式，一是直接看今年的当月同比，二是使用两年平均增速，三是将2019年作为基期，使用四年平均增速，但各有优缺点。国家统计局在分析时采用的是今年的当月同比，反映经济在持续恢复。这也与公众的日常感知相一致，餐饮、住宿、旅游景点等人流明显增加、价格出现上涨。3月制造业、建筑业、服务业PMI分别为51.9%、65.6%和56.9%，均处于扩张区间，且建筑业和服务业PMI持续上升。

3、当前经济恢复基础不牢，仍存隐忧，部分指标反映出经济恢复成色不足，仍要下力气解决总需求不足、微观主体信心不振的问题。

其一，一季度超预期中与3月份出口大幅上升有一定关系，但是在全球经济需求收缩以及韩国、越南等出口大幅负增长的背景下，我国出口能否持续高增有待进一步观察。

其二，一季度民间投资同比仅为0.6%，大幅低于固定资产投资总额的5.1%，制造业投资增速下行，均反映出民营经济对未来的信心仍不足，稳定经济主要依赖以基建投资为代表的政府和国企投资。一季度民间投资占固定资产投资总额的比重仅为54.2%，为2010年以来最低点。

其三，耐用品消费仍较低迷，主要是居民资产负债表受损、居民收入增速下行。一季度耐用消费品如汽车、通讯器材、家电音像同比分别为-2.3%、-5.1%和-1.7%。一季度居民收入实际同比增速为3.8%，低于经济增速的4.5%。

其四，房地产短期形势在持续恢复，风险在逐步缓释，但待售面积同比仍上升，人口见顶回落驱动房地产中长期下行拐点已至。去年下半年以来我国商品房待售面积同比持续上升，3月累计同比上升至15.4%，为2016年3月以来最高值。

其五，就业压力较大，尤其是青年人群就业形势相对较差，这又将反过来制约收入和消费增长。3月16-24岁青年失业率为19.6%，2019-2022年同期为11.3%、13.3%、13.6%和16.0%。2023年高校毕业生规模预计达1158万人，



比去年增加 82 万人，进一步加大就业压力。

其六，PPI 同比连续 6 个月负增长，工业产能利用率偏低，规模以上工业企业利润大幅负增长，营业收入利润率和应收账款平均回款期恶化。3 月 PPI 同比-2.5%，一季度工业产能利用率为 74.3%，低于去年同期和四季度的 75.8% 和 75.7%。

#### 4、下阶段经济展望

预计全年经济增速前低后高，季度间受基数和经济恢复进程影响将再度大起大落，一季度增长 4.5%，二季度在低基数作用下增速将高于 7%，下半年同比在 5% 以上。但经济恢复仍面临较大不确定性，取决于疫情是否反复、房地产是否企稳、外部冲击和政策力度。其中，疫情不可控；房地产和财政货币政策属于内部力量，总体在助力经济；外部冲击或成今年经济冲击的最大变数。

**风险提示：**外部冲击超预期、微观主体信心不振超预期



## 目 录

一、经济持续恢复，但需注意基数效应对月度数据的扰动.....	4
二、当前经济仍存隐忧，总需求不足、微观主体信心不振.....	6
三、下阶段经济展望及政策建议 .....	10

## 图表目录

图表 1： 今年一季度 GDP 同比增长 4.5%.....	4
图表 2： 制造业、建筑业、服务业 PMI 均处于扩张区间 .....	5
图表 3： 主要经济指标表现 .....	5
图表 4： 一季度餐饮收入增速较快，耐用品消费仍较低迷.....	6
图表 5： 居民收入分配差距扩大，平均消费倾向低迷.....	6
图表 6： 民间投资增速大幅低于固定资产投资总体增速 .....	7
图表 7： 4 月 30 城地产销售出现回落.....	8
图表 8： 16-24 岁青年失业率处于历史高位.....	8
图表 9： PPI 和工业企业利润同比均为负增长 .....	9
图表 10： 美欧日制造业 PMI 均落入收缩区间.....	10

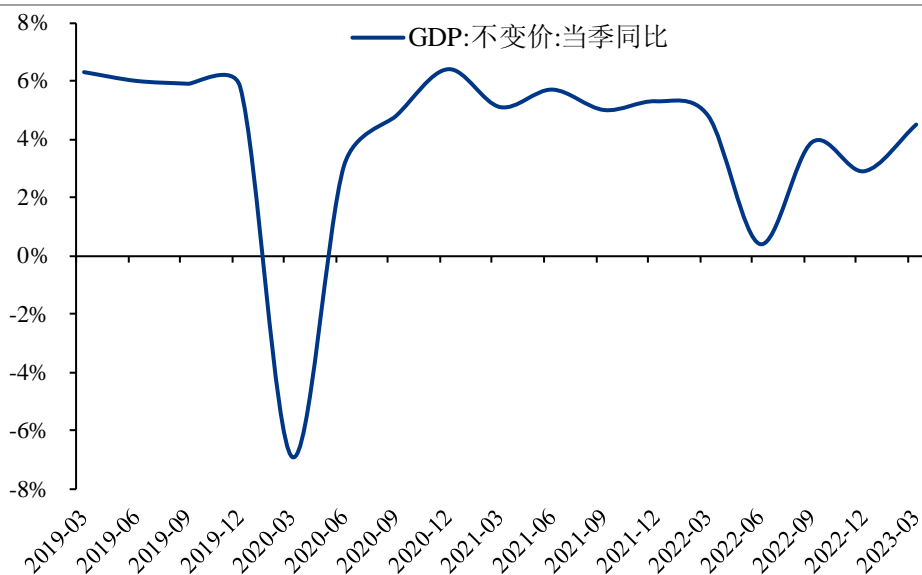


## 一、经济持续恢复，但需注意基数效应对月度数据的扰动

一季度 GDP 同比增长 4.5%，明显高于市场预期的 4%，将有助于全年 5%左右增长目标的顺利达成。今年是中国经济从疫情状态切换到正常市场经济的一年，也是动能从外需向内需切换的一年。一方面，去年底疫情防控措施优化、随后疫情快速“达峰”并“过峰”，疫情对国内生产、消费等的限制迅速解除，经济开启持续恢复进程；另一方面，各项稳增长稳就业政策举措靠前发力，地方政府“开年即开跑、起步即冲刺”，基建投资和重大项目建设承担起“挑大梁”的重任。在 1 月经济仍受疫情严重拖累、以及国际环境复杂严峻的背景下，一季度取得如此成绩实属不易。

生产端来看，一季度三大产业同比分别增长 3.7%、3.3%和 5.4%，对 GDP 同比的拉动分别为 0.15、1.29 和 3.06 个百分点，服务业恢复对经济增长的贡献率最大，达 68.0%；需求端来看，一季度社会消费品零售总额、固定资产投资完成额、出口金额（美元计价）同比分别增长 5.8%、5.1%和 0.5%，消费对经济增长贡献明显回升，一季度最终消费对经济增长贡献率达 66.6%。

图表1：今年一季度 GDP 同比增长 4.5%



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年为两年平均增速）

今年经济持续恢复已是市场共识，分歧主要在于经济恢复的斜率和持续性。然而在分析月度数据时，基数效应会造成严重干扰。

如果直接看今年的当月同比，3 月社零增速为 10.6%，较 1-2 月上升 7.1 个百分点，看似消费在报复性恢复，实际上是因为去年 3 月社零同比因疫情冲击而降至-3.5%。

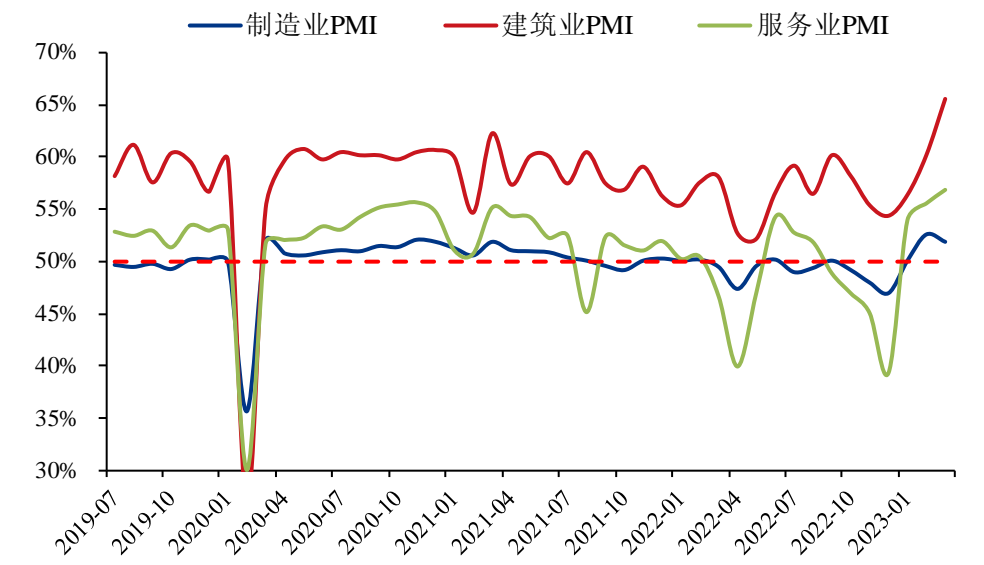
如果使用两年平均增速，3 月社零增速仅为 3.3%，较 1-2 月下降 1.8 个百分点，看似消费走弱，实际上仍受基数效应干扰，2021 年 3 月社零同比的两年平均增速为 6.3%，较 1-2 月上升 3.2 个百分点。

如果将 2019 年作为基期，使用四年平均增速，3 月社零增速为 4.8%，较 1-2 月上升 0.7 个百分点，表明 3 月消费增速确实在加快。但是四年平均增速也存在缺陷，其反映的其实是过去四年的累计涨幅，不适合横向比较。例如，今年服务消费恢复要快于商品消费，但 3 月餐饮收入和商品零售的四年平均增速分别为 1.9%和 5.1%，反映的其实是疫情以来服务消费受到的冲击大于商品消费。



国家统计局在分析时采用的是今年的当月同比，反映经济在持续恢复。这也与公众的日常感知相一致，餐饮、住宿、旅游景点等人流明显增加、价格出现上涨。3月制造业、建筑业、服务业PMI分别为51.9%、65.6%和56.9%，均处于扩张区间，且建筑业和服务业PMI持续上升。

图表2：制造业、建筑业、服务业PMI均处于扩张区间



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：主要经济指标表现

类别	指标	2022年						2023年	
		7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月
GDP（当季同比）	实际GDP			3.9			2.9		4.5
生产（当月同比）	工业增加值	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	2.4	3.9
	服务业生产指数	0.6	1.8	1.3	0.1	-1.9	-0.8	5.5	9.2
消费（当月同比）	社会消费品零售总额	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8	3.5	10.6
	商品零售	3.2	5.1	3.0	0.5	-5.6	-0.1	2.9	9.1
	餐饮收入	-1.5	8.4	-1.7	-8.1	-8.4	-14.1	9.2	26.3
投资（累计同比）	固定资产投资	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3	5.1	5.5	5.1
	房地产投资	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0	-5.7	-5.8
	制造业投资	9.9	10.0	10.1	9.7	9.3	9.1	8.1	7.0
	基建投资（广义）	9.6	10.4	11.2	11.4	11.7	11.5	12.2	10.8
出口（当月同比）	出口（美元计价）	18.1	7.4	5.5	-0.4	-9.0	-10.0	-6.8	14.8
房地产（当月同比）	房地产投资	-12.3	-13.8	-12.1	-16.0	-19.9	-12.2	-5.7	-7.2
	商品房销售面积	-28.9	-22.6	-16.2	-23.2	-33.3	-31.5	-3.6	-3.5
	商品房销售额	-28.2	-19.9	-14.2	-23.7	-32.2	-27.7	-0.1	6.3

资料来源：Wind、粤开证券研究院

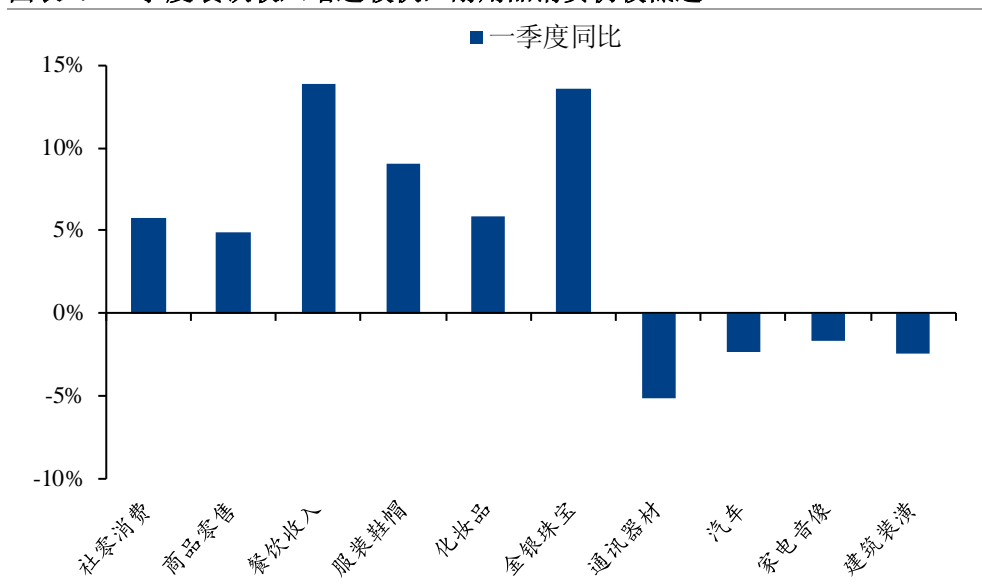


## 二、当前经济仍存隐忧，总需求不足、微观主体信心不振

当前宏观经济持续恢复，但也应看到，恢复进度相对平缓，宏观总需求不足、微观市场主体信心不振仍是核心问题。总体上呈现出以下特征：整体数据好转，结构数据较差；宏观数据好转，微观问题凸显；内需好于外需；服务业好于工业。部分指标反映出经济恢复成色不足、仍有较大压力。

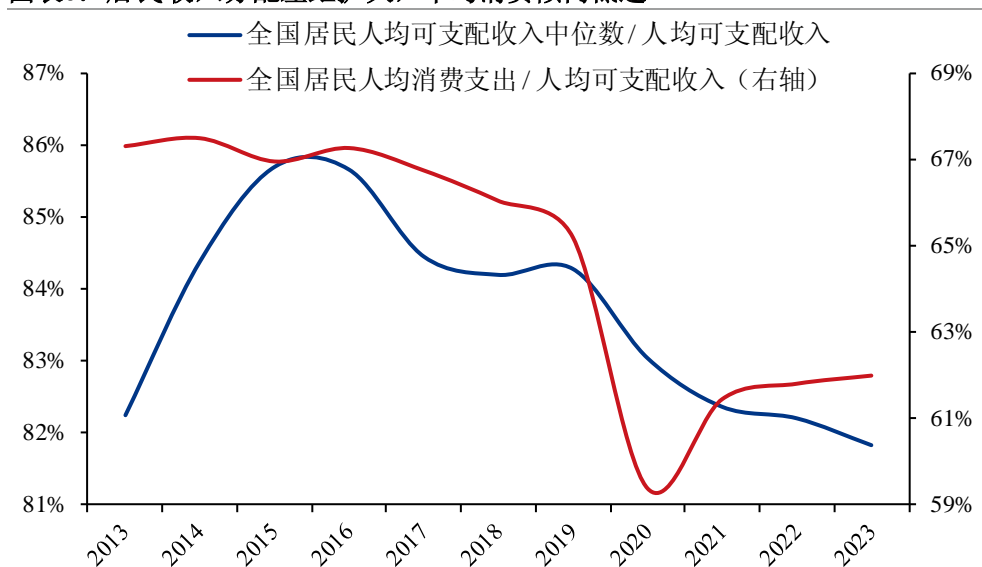
第一，耐用品消费仍较低迷，主要是居民资产负债表受损、居民收入增速下行。一季度社会消费品零售总额同比明显上升，但主要是餐饮消费上升幅度较大，耐用消费品如汽车、通讯器材、家电音像同比分别为-2.3%、-5.1%和-1.7%。一季度居民人均可支配收入同比增长5.1%，低于5.5%的名义GDP增速；人均可支配收入的中位数占平均数的比重为81.8%，较去年同期的82.2%进一步下行，收入分配差距扩大；人均消费支出占可支配收入的比重为62.0%，较去年同期的61.8%略有回升，但仍显著低于疫情前的65.2%。

图表4：一季度餐饮收入增速较快，耐用品消费仍较低迷



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表5：居民收入分配差距扩大，平均消费倾向低迷

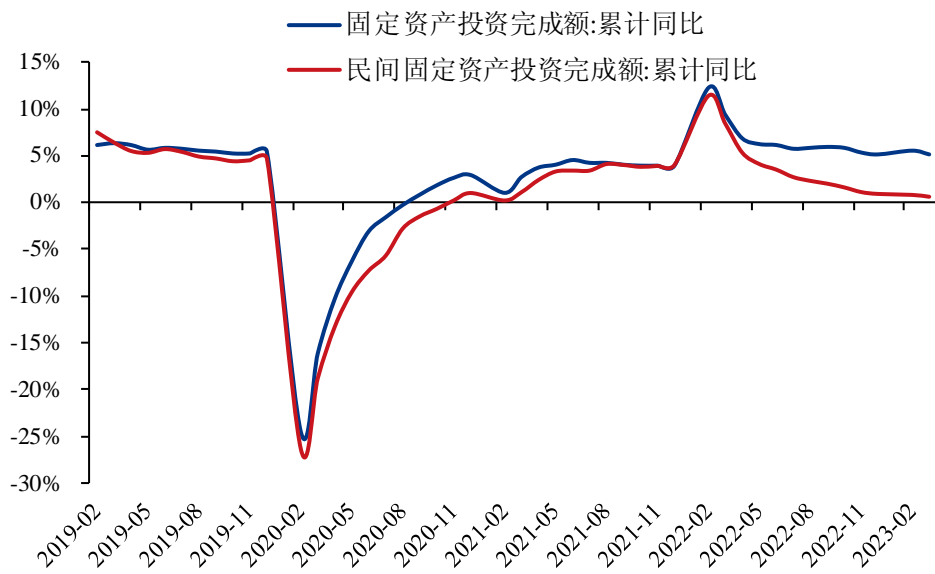


资料来源：Wind、粤开证券研究院



第二，一季度民间投资同比仅为 0.6%，大幅低于固定资产投资总额的 5.1%，制造业投资增速下行，均反映出民营经济对未来的信心仍不足，稳定经济主要依赖以基建投资为代表的政府和国企投资。一季度民间投资占固定资产投资总额的比重仅为 54.2%，为 2010 年以来最低点。制造业投资在出口下行、生产上升幅度有限、产能利用率偏低的背景下增速有所下行，从去年全年的 9.1% 下降至今年一季度的 7.0%；财政政策不得不挑大梁，专项债加快发行，一季度基建投资（广义）增速仍高达 10.8%。

图表6：民间投资增速大幅低于固定资产投资总体增速



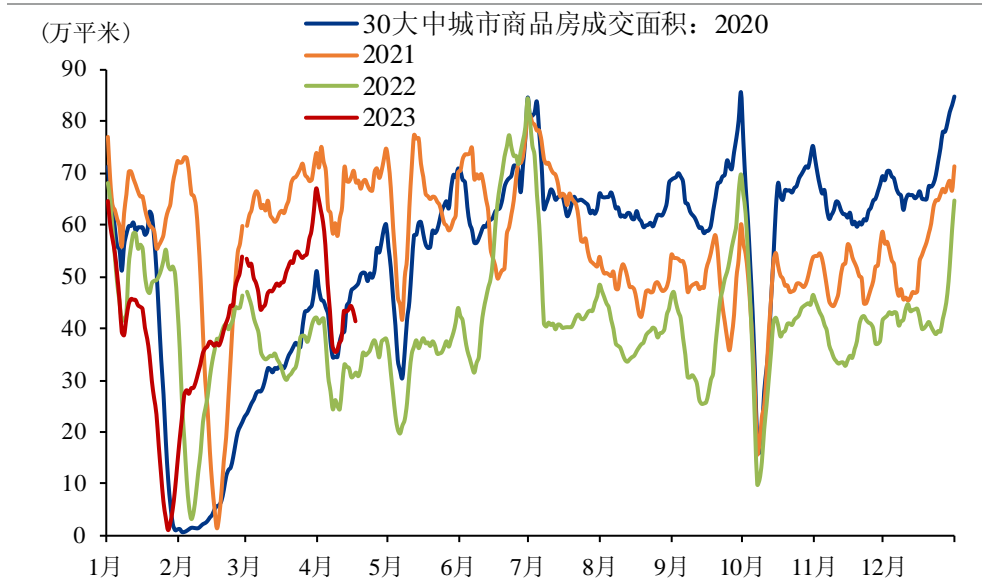
资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年为两年平均增速）

第三，房地产短期形势在持续恢复，风险在逐步缓释，但待售面积同比仍上升，人口见顶回落驱动房地产中长期下行拐点已至。经过一系列房地产政策调整，一季度房地产销售、投资同比降幅收窄，3 月十大城市、30 大中城市成交量呈进一步回升态势。但值得注意的是，去年下半年以来我国商品房待售面积同比持续上升，3 月累计同比上升至 15.4%，为 2016 年 3 月以来最高值。从中长期看，2022 年我国人口总量见顶回落，尤其是劳动年龄人口和主力购房人群已回落，意味着房地产市场未来的主要驱动力量是城镇化和改善型需求。





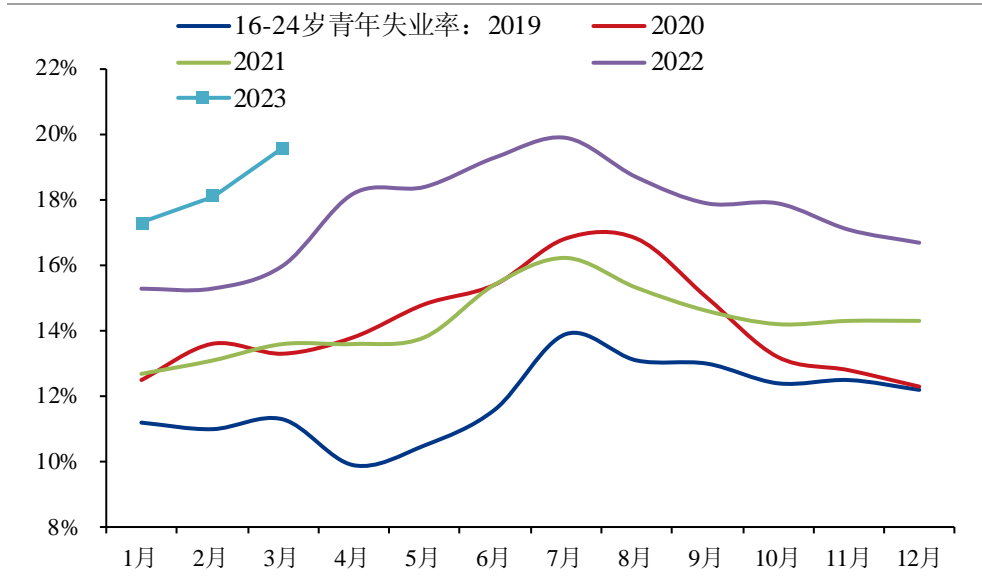
图表7：4月30城地产销售出现回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第四，就业形势严峻，尤其是青年人群就业形势较差，这又将反过来制约收入和消费增长。3月16-24岁青年失业率为19.6%，2019-2022年同期为11.3%、13.3%、13.6%和16.0%。2023年高校毕业生规模预计达1158万人，比去年增加82万人，进一步加大就业压力。

图表8：16-24岁青年失业率处于历史高位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

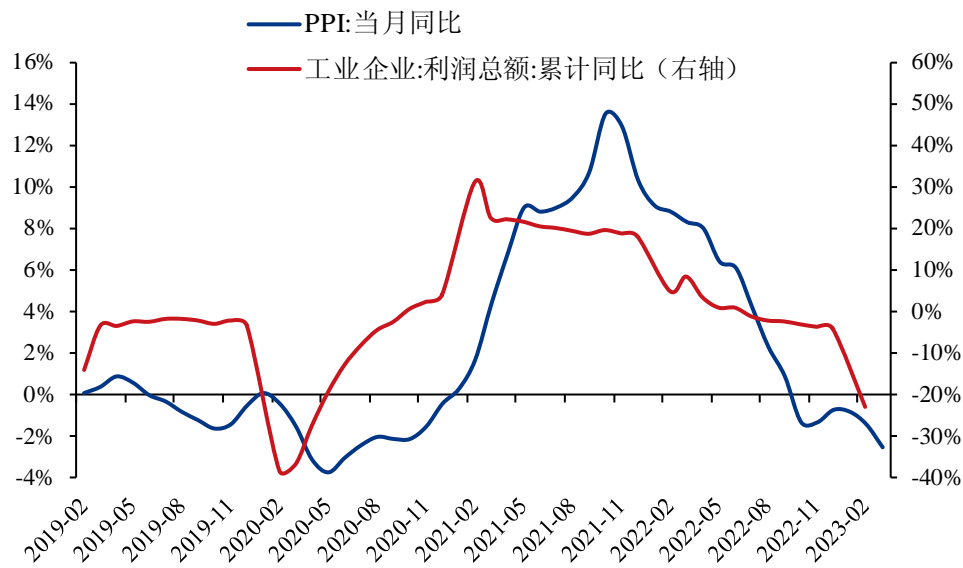
第五，PPI同比连续6个月负增长，工业产能利用率偏低，规模以上工业企业利润大幅负增长，营业收入利润率和应收账款平均回款期恶化。3月PPI同比-2.5%，一季度工业产能利用率为74.3%，低于去年同期和四季度的75.8%和75.7%。从1-2月规模以上工业企业利润看，制造业、外资及港台资负增长幅度较大，分别达到-32.6%和-35.7%。





从行业看，黑色金属冶炼、有色金属冶炼、石油煤炭加工、化学原料加工、造纸、纺织利润同比分别为-151.1%、-57.2%、-111.3%、-56.6%、-52.3%和-37.1%。同时，汽车制造业和计算机等电子设备利润同比为-41.7%和-77.1%。此外，1-2月规模以上工业企业利润率为4.6%，低于2021和2022年同期的6.6%和6%；应收账款增速高于收入增速，平均账款回收周期为66天，高于2021和2022年同期的57.9天和58.3天。

图表9：PPI 和工业企业利润同比均为负增长

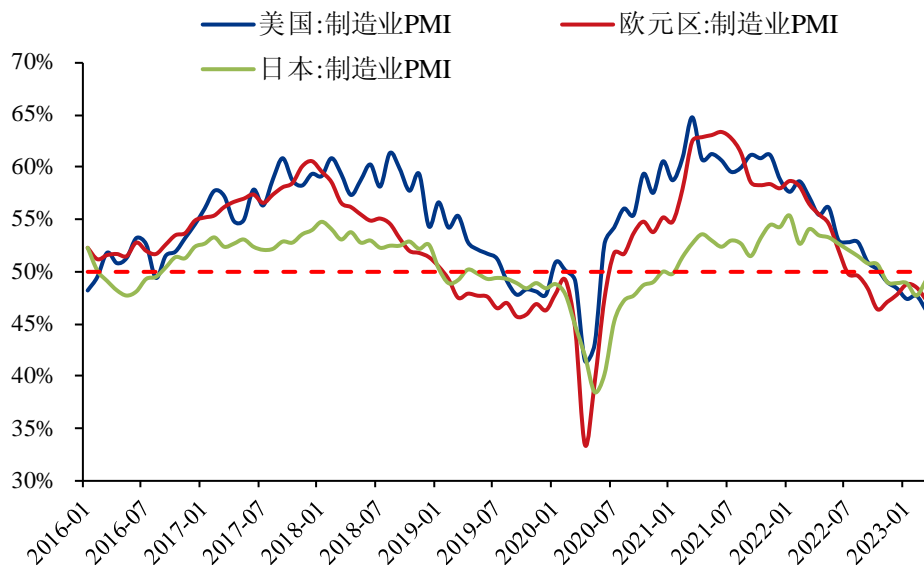


资料来源：Wind、粤开证券研究院

**第六，3月出口增速超预期回升至14.8%，但可持续性存疑。**若今年出口月环比持平于季节性，年度出口预计将负增长6%左右。其一，全球经济低迷引起贸易总量萎缩、出口订单不足。IMF预测，2023年全球经济预计增长2.8%，比去年增速明显回落；WTO预测，2023年全球商品贸易量增长1.7%，明显低于去年。其二，美联储加息衍生金融风险，加大对美出口下行压力。其三，全球高通胀趋于缓和，价格因素对出口的贡献减弱。其四，供应链去中国化延续，产业转移加剧出口竞争压力。节奏上，今年出口同比可能呈现前高后低的走势。国内生产修复的红利以及去年3-4月疫情干扰带来的低基数，预计二季度出口同比的数据表现会偏强；三季度伴随欧美需求走向衰退，中国出口压力显现；而去年四季度基数相对较低，出口同比或将再度反弹，即全年呈现出N型走势。



图表10：美欧日制造业 PMI 均落入收缩区间



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、下阶段经济展望及政策建议

预计全年经济增速前低后高，季度间受基数和经济恢复进程影响将再度大起大落，一季度增长 4.5%，二季度在低基数作用下增速将高于 7%，下半年同比在 5%以上。但经济恢复仍面临较大不确定性，取决于疫情是否反复、房地产是否企稳、外部冲击和政策力度。其中，疫情不可控；房地产和财政货币政策属于内部力量，总体在助力经济；外部冲击或成今年经济冲击的最大变数。要继续做好稳增长稳就业工作。

**第一，扩大总需求，扩大投资和消费，做好稳外贸稳外资工作。**其一是继续加快专项债发行和使用，尽快形成实物工作量；其二是由中央和地方实行分区域按比例发放对于受冲击行业的消费券，刺激消费，帮助部分出口企业转内销；其三是扩大消费场景，延长夜间经济、早间经济等消费场景；其四，当前我国对美出口大幅下降，但对东盟和一带一路沿线国家和地区出口上升，有必要进一步巩固与该部分地区的合作优势；其五，支持跨境电商、海外仓等外贸新业态做大做强，发展数字贸易，支持企业加快重点市场的海外仓布局，完善全球服务网络，鼓励传统外贸企业和物流企业参与海外仓建设，支持海外仓企业对接国内外电商平台。

**第二，尽快稳定宏观税负，减税降费要从数量规模型转向效率效果型，经济下行期的财政政策宜以支出政策为主而非收入政策。**

**第三，从激励机制、政策、法治和理论上解决微观主体的积极性不高、信心不振的问题，这是治本之策。**当前宏观形势上的问题归结到微观就是“微观主体避险化”，要从根本上解决。其一，我国已从单一 GDP 进入到多元目标治理体系，但多元目标导致地方政府被问责概率更高，地方政府行为避险，当前地方政府面临“想干事但怕被问责”的情形。要进一步重塑中央对地方的激励机制，在反腐、问责的同时增加包容、尽职免责的案例和机制。其二，企业行为避险，既是经济下行期的主动收缩，但同时也与舆论、政策环境有关。要从舆论上为民企、外资正名；要实现政策的稳定性和连续性，避免运动式监管和运动式送温暖，监管在法治的框架内进行；要实现重大理论创新和突破，讲清楚社会主义与私有制的关系，讲清楚“共同富裕并不必然需要通过所有制革命实现”。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)