



投资增速回落 消费服务增长

摘要

4月18日国家统计局公布中国一季度GDP同比增长4.5%，好于市场预期的4.0%。一季度全国固定资产投资同比增长5.1%，略逊于市场预期的5.3%，1-2月份累计同比增长5.5%；3月份环比下降0.25%。3月广义基建投资同比增长9.9%，1-2月份同比增长12.2%。3月制造业投资同比增长6.2%，1-2月计同比增长8.1%。3月房地产投资同比下降7.2%，1-2月份同比下降5.7%。

3月份，规模以上工业增加值同比增长3.9%，低于市场预期的4.2%；环比增长0.12%较低，与2月相同。3月份，全国服务业生产指数同比增长9.2%，比1-2月份加快3.7个百分点。3月份，社会消费品零售总额同比增长10.6%，超过市场预期的7.2%，1-2月份为同比增长3.5%。3月社零环比增长0.15%，低于疫情发生前三年同期环比均值0.83%。3月城镇调查失业率5.3%，较2月的5.6%下行，16-24岁年轻人的调查失业率从2月的18.1%上升至19.6%，结构性失业的压力仍大。

3月中国出口以美元计价大幅增长14.8%，未来在欧美需求偏弱的情况下，新兴市场国家需求的增长能否引领出口实现较快增长存疑。国内一二线城市商品房销售面积进入4月份以后有所下降。制造业在利润和产能利用率同比下行的情况下，扩大生产和投资的积极性不足。在这样的情况下，财政政策仍需要保持温度，货币政策精准有力。同时各地积极推出促销费政策，包括支持刚性和改善性住房需求，有助于二季度中国经济实现较好的环比增长。

研究与投资咨询部

研究员：刘洋

从业资格：F3063825

投资咨询：Z0016580

联系方式：

Liuyang18036@greendh.com

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

4月18日国家统计局公布中国一季度GDP同比增长4.5%，好于市场预期的4.0%，一季度GDP环比增长2.2%。1-3月份，全国固定资产投资同比增长5.1%，略逊于市场预期的5.3%，1-2月份累计同比增长5.5%。1-3月广义基建投资（含电力）同比增长10.8%，不及市场预期的11.5%，去年全年为11.5%；3月单月广义基建投资同比增长9.9%，1-2月份同比增长12.2%。去年因为对冲疫情冲击影响的原因，基建投资是逆周期调节最重要的抓手，今年疫情防控优化后，经济活动逐步走向正常，继续保持很高基建投资增速的必要性下降。但基建投资有连贯性，同时今年地方专项债发债仍前置，一季度的社融和信贷数据同比增幅较大，都有利二季度基建继续保持较快的增长。

1-3月制造业投资同比增长7.0%，不及市场预期的7.4%，去年全年为9.1%；3月单月制造业投资同比增长6.2%，1-2月份同比增长8.1%。1-2月份，规模以上工业企业营业收入同比下降1.3%。1-2月份全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降22.9%，其中制造业实现利润总额同比下降32.6%。2月末，规模以上工业企业资产负债率56.8%，较上年末提高0.2个百分点。工业企业前两个月利润总额同比较大幅度下行，资产负债率小幅提高，均对工业企业扩大生产和投资产生负面影响。一季度制造业产能利用率为74.5%，同比下降1.4个百分点，比上季度下降1.3个百分点。制造业产能利用率同比环比都出现下滑，制造业企业扩大投资的必要性下降。3月国家统计局制造业采购经理人指数（PMI）显示3月制造业企业原材料库存和产成品库存均回落，原材料库存指数的下行幅度大于产成品库存指数，制造业处于主动去库存阶段。这样，未来一段时间制造业投资仍有小幅下行的压力。这些因素也反映在3月的工业增加值上。3月份，规模以上工业增加值同比增长3.9%，低于市场预期的4.2%，比1-2月份加快1.5个百分点；环比增长0.12%。2月工业增加值环比增长同样为0.12%，连续两个月的环比增长都较疫情之前三年的同期均值0.6%左右明显偏弱。

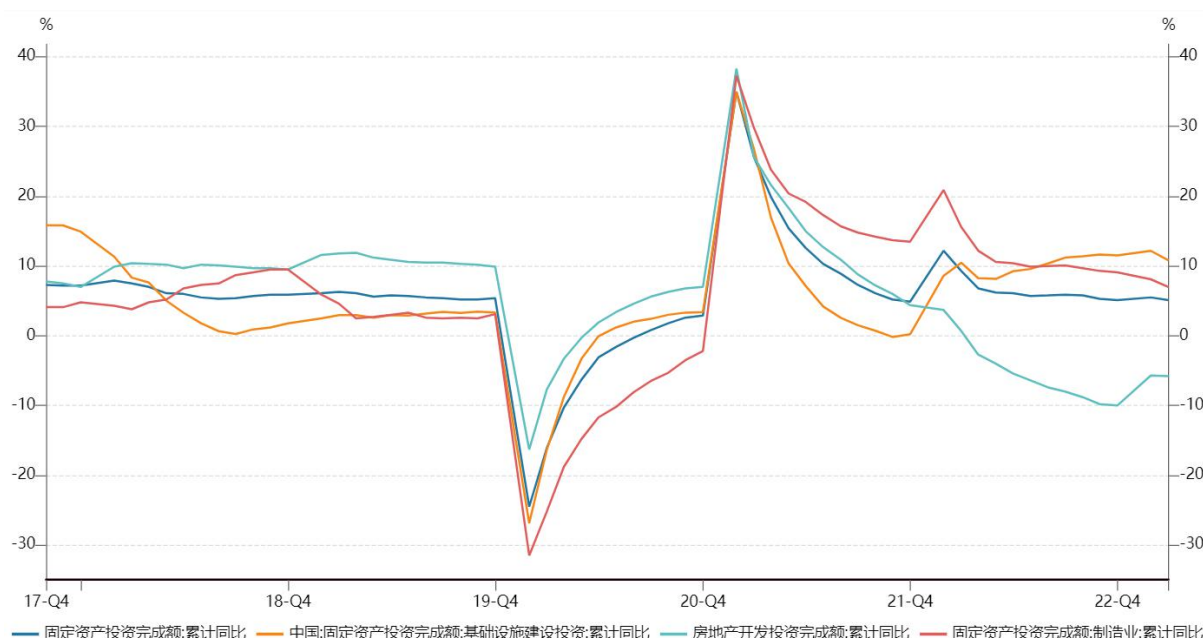
1-3月房地产开发投资同比下降5.8%，逊于市场预期的下降5.2%，去年全年为同比下降10%；3月单月房地产开发投资同比下降7.2%，1-2月份同比下降5.7%。3月全国商品房销售面积同比下降3.5%，1-2月为同比下降3.6%；3月全国商品房销售金额同比增长6.3%，1-2月为同比下降0.1%。3月30大中城市商品房成交面积同比增长45%。3月30个大中城市商品房成交面积的同比增速显著高于全国商品房销售面积的增速，表明三四线以下城市的房地产销售的恢复更慢一些。进入4月份，30大中城市商品房成交面积较3月出现了下滑，4月1日-16日30大中城市商品房日均成交面积38.4万平方米，低于3月的日均值53万平方米；但因为去年基数低的原因，同比增长34.5%。3月是房地产销售的传统旺季，同时去年四季度和今年春节前因为疫情的原因市场积累了一定的购买力，集中释放在春节后和3月份，随后可能在略低的位置稳定下来。

3月房地产竣工面积6244万平方米，因为去年基数比较低，同比增长32%。3月房屋新开工面积

请阅读页末免责声明

1.06 亿平米，同比下降 29%，较 1-2 月的同比下降 9.4% 回落。不过 3 月房屋新开工面积从绝对值角度，大于去年下半年任意一个月，如果每月新开工 1 亿平米的话，全年新开工 12 亿平米还是一个不错的数字，因为我们预测未来几年商品房销售面积可能就在 12 亿平米或略低。3 月的房地产开发资金来源 1.34 万亿元，同比增长 2.8%，其中来自国内贷款的资金 1506 亿元，同比增长 6%，个人按揭贷款 2693 亿元，同比增长 19.9%，定金和预收款 4797 亿元，同比增长 13.5%，自筹资金 3829 亿元，同比下降 17.4%。房地产企业自筹资金的能力还是较弱，银行的贷款保持稳定小幅增长，开发资金的循环更多还是依赖于商品房销售。商品房销售是房地产投资的先行指标，房地产销售的变化将影响之后房地产投资的增速。

图 1 固定资产投资完成额累计同比



数据来源：Wind、格林大华研究与投资咨询部

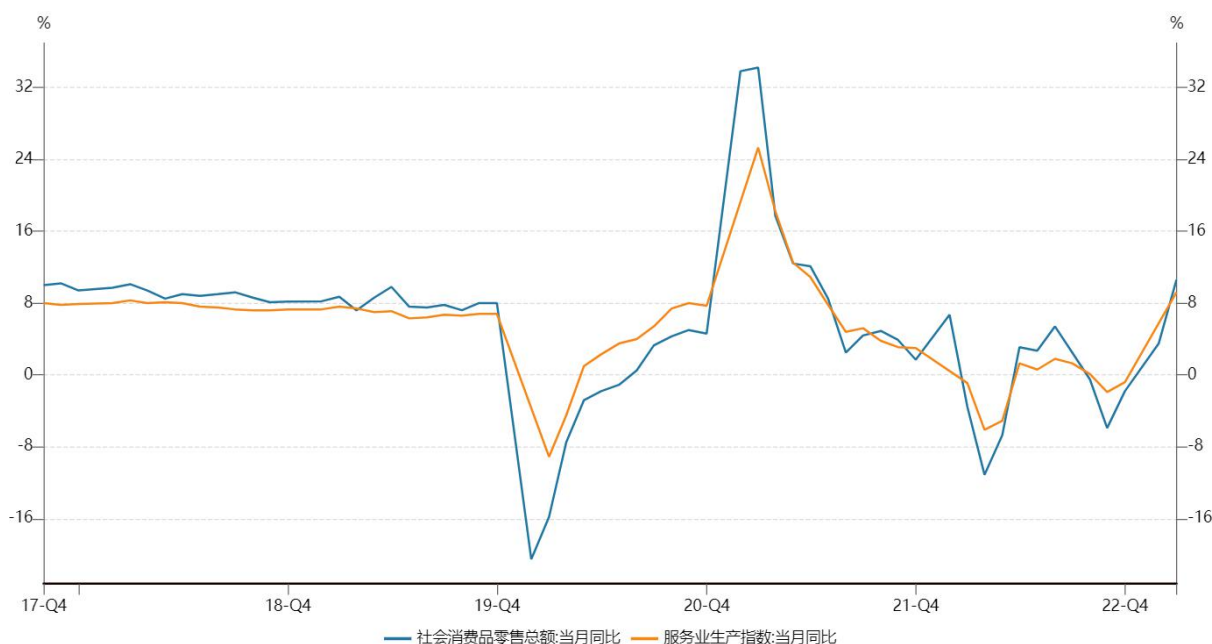
一季度，服务业增加值同比增长 5.4%，比上年四季度加快 3.1 个百分点。其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，租赁和商务服务业，批发和零售业增加值分别增长 13.6%、11.2%、6.9%、6.0%、5.5%。3 月份，全国服务业生产指数同比增长 9.2%，比 1-2 月份加快 3.7 个百分点。3 月份，社会消费品零售总额同比增长 10.6%，超过市场预期的 7.2%，1-2 月份为同比增长 3.5%。3 月社零环比增长 0.15%，低于疫情发生前三年 3 月社零环比均值 0.83%。疫情防控优化后，服务业和消费的恢复有一个自然的过程。与海外一些国家曾经出现的消费报复性反弹相比，国内的消费复

请阅读页末免责声明

苏相对更缓和一些。3月CPI环比下降0.3%，其中消费品价格环比下降0.5%，服务价格环比上涨0.1%，消费物价的变化也佐证消费没有出现强劲的反弹。3月社零同比大幅增长一个因素是上年基数较低，同样原因会导致4月的社零同比增速会更大。社零环比增长的数据与直观感受可能更契合一些。

消费要持续增长，还是要看经济的整体增速，居民现实的收入和未来收入增长的预期。一季度，全国居民人均可支配收入10870元，同比名义增长5.1%，比上年全年加快0.1个百分点；扣除价格因素实际增长3.8%。一季度全国居民人均消费支出累计名义同比增长5.4%，比名义收入增长还高出0.3个百分点。央行发布的2023年第一季度城镇储户问卷调查报告显示，倾向于“更多消费”的居民占23.2%，比上季度增加0.5个百分点，低于疫情前2019年末的28%；倾向于“更多储蓄”的居民占58.0%，比上季度减少3.8个百分点，仍然比疫情前的46%左右高很多；倾向于“更多投资”的居民占18.8%，比上季度增加3.3个百分点，距离疫情前的26%还有较大距离。居民目前还是更倾向于储蓄。一季度居民新增存款9.9万亿元，比去年同期多增2.08万亿元。

图2 社会消费品零售总额和服务业生产指数当月同比（%）



数据来源：Wind、格林大华研究与投资咨询部

3月中国出口以美元计价大幅增长14.8%，大幅好于市场预期的同比下降5%，今年前两个月出口同比下降6.8%。有一部分春节前因疫情积累的订单集中出口的因素，还有对新兴市场国家的出口增长较快，以及电动载人汽车、锂电池、太阳能电池“新三样”产品出口的同比高速增长。但未来欧

请阅读页末免责声明

美经济总体趋势下行，欧美需求偏弱的情况下，新兴市场国家需求的增长是否能够完全弥补乃至超过发达国家需求的下降存在疑问。未来出口增速较3月会回落。

3月城镇调查失业率5.3%，较2月的5.6%下行，但同时16-24岁年轻人的调查失业率从2月的18.1%上升至19.6%。国内结构性失业的压力仍大，这也是上周召开的国常会专门研究优化调整稳就业政策措施的重要原因。

总体而言，一季度中国GDP超市场预期，获得了较好的增速，有利于实现全年5%左右的增长目标。从细分项来看，3月份基建投资、制造业投资和房地产投资增速均较1-2月份放慢，3月份整体固定资产投资环比下降0.25%。3月消费同比增长大超预期，但环比增长并不明显。国内一二线城市房地产销售面积进入4月份以后有所下降。制造业在利润和产能利用率同比下行的情况下，扩大生产和投资的积极性不足。在这样的情况下，财政政策仍需要保持温度，货币政策精准有力。同时各地积极推出促销费政策，包括支持刚性和改善性住房需求，都有助于二季度中国经济实现较好的环比增长。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其它报告，本报告反映公司分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。