

## 一季度经济数据对应全年 GDP 应达到 6.3% 以上

### ——3 月经济数据点评

#### 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**一季度经济数据对应全年 GDP 应达到 6.3% 以上。**今年一季度以来几乎所有的宏观数据均超出市场预期，GDP 的数字也不例外。去年一季度经济是全年中的高点，对应今年一季度 GDP 的基数较高，而在高基数上实现 4.5% 的增长实属不易。从历史经验来看，一季度实际 GDP 在全年中的比重大约为 22%，从 2012 年到 2019 年这一比例基本没有发生变化，非常稳定。这就意味着，如果全年经济运行比较平稳，那么一季度 GDP 在全年中的比例应为 22%。如果今年也符合这一规律，那么从当前一季度 GDP 来推算全年的经济增速将达到 7.85%，远远高于政府的目标和市场的预期。如果今年经济节奏与 2021 年相似，则一季度经济占全年的比重能达到 22.34%，对应今年全年 GDP 增速能达到 6.33%。我们认为从一季度经济数据来推算，今年 GDP 的增速很难低于 6.3%，因为一季度经济在全年中的占比很难高于 2021 年的情形。2021 年是非常显著的“前高后低”的衰退年份，下半年经济受到疫情的反复冲击，房地产数据也加速下滑。如果今年一季度经济在全年比重较 2021 年更高，即未来三个季度的占比更低，也就意味着今年根本不是“弱复苏”，而是“强衰退”，这与当前消费、地产等众多领域所显示出来的复苏趋势不符。所以今年一季度经济在全年的比重大概率会小于 2021 年的水平，即全年经济增速应能达到 6.3% 以上。而当前市场对经济的预期仍停留在 5%-5.5% 之间，有较大的向上修正的空间。

**工业生产持续回升。**3 月规模以上工业增加值同比增长 3.9%，虽略低于市场预期，但相比 1-2 月同比涨幅，其扩张速度有所加快，一方面去年 3 月基数有所走低，其同比由 1-2 月的 7.5% 收敛至 3 月的 5.0%；另一方面本月生产处于疫后持续修复的进程之中，节后返工人员相对迟滞的影响在本月进一步削弱。三大门类中对工业增加值同比贡献较为明显的行业主要为制造业。

**社零超预期回暖。**3 月社会消费品零售总额同比增长 10.6%，相比 1-2 月同比增速大幅上行 7.1 个百分点且超出市场预期。3 月消费大超预期，是否居民消费已经得到充分修复？我们计算两年平均增速来看，3 月社零的两年平均增速实际上只有 3.3%，距离潜在的增速水平还有很大的差距，未来继续复苏的空间依然很大。相对而言，市场此前的预期则过度悲观，有更大的上修空间。3 月社零数据主要受以下因素推

动：一则，出行相关的消费增长非常强劲。餐饮、服装同比增速分别达到 26.3% 和 17.7%，这一方面是去年同期的低基数效应，但同时也反映出疫情后相关需求的迅速恢复。此外，石油及制品消费同比增长 9.2%，反映出私家车出行的火热。二则，汽车消费转为正向拉动。这或许与 3 月份多汽车品牌展开的“价格战”有关，以价换量的模式助推本月汽车消费同比上行。

**基建仍是投资的较强支撑。制造业投资同比涨幅收敛但绝对水平不低。**尽管边际而言，3 月份制造业投资同比相比年初两个月有所放缓，但其绝对水平并不算低。我们理解可能受到两方面因素的综合作用。积极因素而言，随着生产活动的持续修复，国内制造业企业预期总体向好，这也表明企业有一定投资意愿。另一方面考虑到外需的下行趋势，出口对制造业投资的增速或形成制约。**基建持续相对强劲。**一则各地续建项目及新增重大项目精准有序实施，二则今年较为靠前的专项债发债节奏提供资金支持。向后看，鉴于基建是推动经济增长的重要支撑，未来一段时间内其投资完成额或都将保持一定强度。**房地产销售及竣工表现较强。**前端商品房销售面积及房屋竣工面积表现相对偏强。统计局所统计的商品房销售数据基本是新房销售，不包含二手房，而今表现较好，可以在一定程度上缓解市场对于“二手房销售较强但新房很弱”的担忧。但房屋新开工面积表现偏弱，其同比降幅进一步扩大，本月的销售端转好未在新开工方面得到体现，这也对地产投资形成拖累。上述结构的分化可能是由于房企出清并未结束，目前重心仍在保交楼政策推动的存量项目，且前端销售的积极变化传导至投资端本身也需一定时间。

**城镇失业率小幅改善，但年轻人就业压力仍大。**3 月城镇失业率均值为 5.3%，相比 2 月份小幅下行 0.3 个百分点，好于市场预期。整体就业转好，这也有望通过薪资这一工资性收入为消费提供持续复苏的动能。不过值得注意的是 16-24 岁失业率超季节性上行至 19.6%，年轻人就业依然困难，需要政策继续呵护。

**如何理解宏观数据的“热”和中观数据的“冷”？**在 1-2 月经济迎来“开门红”后，3 月社融、出口及消费等继续超预期回升，一季度经济 GDP 同比增长 4.5%，呈现经济运行的良好开局。回顾三个月以来，宏观数据屡屡超预期，但市场对于经济的信心依然疲软，其原因在于市场跟踪的大多高频数据及企业调研数据与宏观数据的“热度”似乎有所背离。我们认为重要的原因在于本轮经济复苏的路径与以往不同，服务业的复苏是拉动经济的主要动力。一季度第二产业对 GDP 的拉动只有 1.3% 而第三产业的拉动则达到 3.1%，可以明显体现这一点。而市场对于服务业一直缺乏较为有效的高频观测指标，所以对于服务业的

火热复苏不甚敏感。而相比于服务业，工业和房地产的复苏则较为“缓和”，所以市场最为关注的开工率、原材料价格等指标一直不温不火，显示出“弱复苏”的特点，对市场信心提振有限。然而服务业的强劲复苏亦有其长远影响。因为服务业吸纳就业的能力极强，我们认为服务业的火热与当前总失业率的下行有直接关系。服务业的复苏有助于居民部门尤其是底层民众逐步改善其资产负债表，从而进一步拉动总需求。我们认为未来经济的预期有望持续向上修正。一则出口可能较预期更有韧性。二则消费有望持续性复苏。三则地产向上改善增加动能。

**风险提示：**1.国内疫情不确定性；2.国内政策不及预期。

## 目录

1. 数据 .....	6
2. 一季度经济数据对应全年 GDP 应达到 6.3%以上 .....	6
3. 工业生产持续回升 .....	7
4. 社零超预期回暖 .....	8
5. 基建仍是投资的较强支撑 .....	9
6. 城镇失业率小幅改善，但年轻人就业压力仍大 .....	10
7. 如何理解宏观数据的“热”和中观数据的“冷” .....	11

## 图表目录

图表 1: 3 月规模以上工业增加值同比继续回升 .....	7
图表 2: 社会消费品零售总额同比超预期修复 .....	8
图表 3: 餐饮收入显著回升 .....	9
图表 4: 可选消费同比明显扩张 .....	9
图表 5: 固定资产投资同比略有回落 .....	9
图表 6: 施工、竣工及新开工面积表现分化 .....	10
图表 7: 3 月城镇失业率小幅改善 .....	11

## 1. 数据

3月工业增加值同比增长3.9%，预期4.2%（Wind，下同），1-2月增速为2.4%。

3月社会消费品零售总额同比增长10.6%，预期增长7.2%，1-2月增速为3.5%。

1-3月固定资产投资累计同比增长5.1%，预期5.3%，1-2月增速为5.5%。

3月城镇调查失业率均值为5.3%，预期5.5%，前值5.6%。

中国第一季度GDP同比增长4.5%，预期4%，前值2.9%。

## 2. 一季度经济数据对应全年 GDP 应达到 6.3%以上

今年一季度以来几乎所有的宏观数据均超出市场预期，GDP的数字也不例外。去年一季度经济是全年中的高点，对应今年一季度GDP的基数较高，而在高基数上实现4.5%的增长实属不易。

从我们近期的观察及交流来看，市场中存在以下几个比较主流的“一致预期”：

第一，一季度经济数据并没有很“惊艳”，不足以扭转市场对经济的悲观预期。

第二，今年应是“弱复苏”的趋势，至少不应是衰退之年。

第三，今年GDP增速大致在5%-5.5%之间。

这几个主流预期看似较为合理，实际上内在矛盾。今年实际能够实现的经济增速可能和当前的市场主流预期存在较大的偏差。从历史经验来看，一季度实际GDP在全年中的比重大约为22%，从2012年到2019年这一比例基本没有发生变化，非常稳定。这也就意味着，如果全年经济运行比较平稳，那么一季度GDP在全年中的比例应为22%。如果今年也符合这一规律，那么从当前一季度GDP来推算全年的经济增速将达到7.85%，远远高于政府的目标和市场的预期。在典型复苏的年份中，如果全年经济趋势向上，那么一季度经济占全年比重应小于平均水平，比如2016年和2017年就是如此，若是这样，则全年的经济增速应比7.85%更高。

当然，今年虽然是复苏的年份，但是有其特殊性。一方面，1月份中上旬经济仍然受到疫情的较大冲击，对整个季度经济形成一定拖累。另一方面，1月中旬之后随着疫情快速消退，很多领域又出现了报复性的反弹，比如服务性消费、商品房销售、出口等，这是对经济向上的增量。我们倾向于认为后者的作用大于前者，即一季度存在报复性需求带来的向上的增量，其在全年经济中的比重应高于22%的平均水平。我们取疫情之前几年中一季度经济在全年经济中占比最高的2019年作为参考，如果今年一季度经济比重与其相当，则全年GDP增速也能达到7.4%。

我们再把疫情中三年的经验也纳入参考范围。从2021年开始，中国经济陷入了长达两年的衰退周期，整体经济均为前高后低的节奏。2020年和2022年受到疫情过大的冲击，不具备参考价值。如果今年经济节奏与2021年相似，则一季度经济占全年的比重能达到22.34%，对应今年全年GDP增速能达到6.33%。

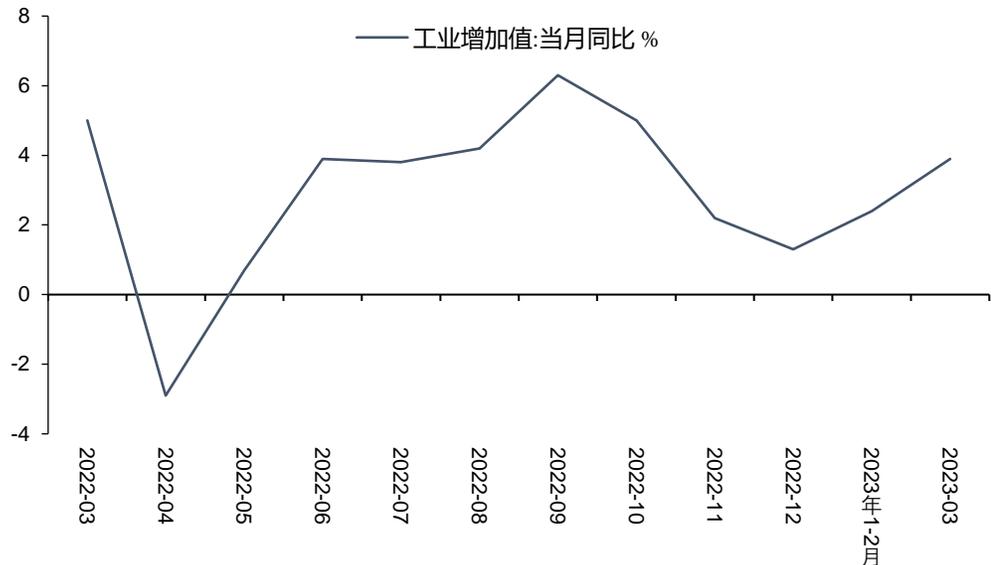
我们认为从一季度经济数据来推算，今年 GDP 的增速很难低于 6.3%，因为一季度经济在全年中的占比很难高于 2021 年的情形。2021 年是非常显著的“前高后低”的衰退年份，下半年经济受到疫情的反复冲击，房地产数据也加速下滑。如果今年一季度经济在全年比重较 2021 年更高，即未来三个季度的占比更低，也就意味着今年根本不是“弱复苏”，而是“强衰退”，这与当前消费、地产等众多领域所显示出来的复苏趋势不符。所以今年一季度经济在全年的比重大概率会小于 2021 年的水平，即全年经济增速应能达到 6.3% 以上。

这就是当前三个“主流预期”的矛盾之处。如果不认为一季度的经济数据表现过强，且认同复苏趋势，那么全年 GDP 的增速就不可能在 5%-5.5% 之间，而是会远远超过这个区间，达到 6.3% 以上。所以，我们认为市场对经济的预期有较大的向上修正的空间。

### 3. 工业生产持续回升

3 月规模以上工业增加值同比增长 3.9%，虽略低于市场预期，但相比 1-2 月同比涨幅，其扩张速度有所加快，一方面去年 3 月基数有所走低，其同比由 1-2 月的 7.5% 收敛至 3 月的 5.0%；另一方面本月生产处于疫后持续修复的进程之中，节后返工人员相对迟滞的影响在本月进一步削弱，1-2 月数据中包含的疫情扰动以及工业生产所需劳动力供给制约均有所缓解，环比来看 3 月规模以上工业增加值增幅达 0.12%。

图表 1：3 月规模以上工业增加值同比继续回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

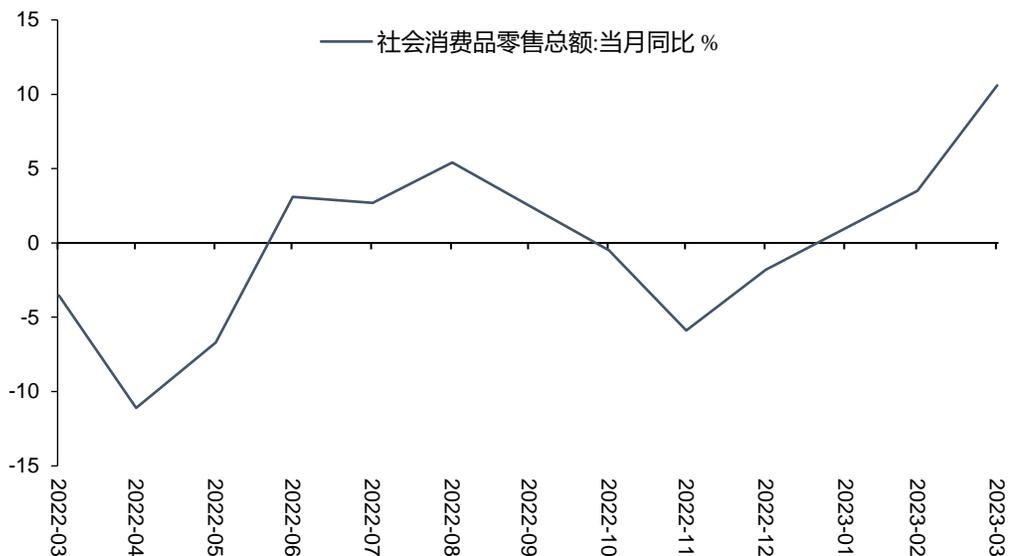
具体门类而言，三大门类中对工业增加值同比贡献较为明显的行业主要为制造业。3 月采矿业同比涨幅收窄，本月录得 0.9% 的同比增速（1-2 月同比增长 4.7%），或与高基数效应有关，去年 3 月受地缘政治冲突下油价飙升影响，采矿业增加值同比增速达 12.2%。本月煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业均保持同比正增，分别同比增长 0.7%、2.2%，数量上来看，本月原煤、焦炭及原油、天然气产量同比也都出现正向增长；电力、燃气及水的生产和供应业同比录得 5.2%（1-2 月为 2.4%），本月发电量同比增长 5.1%（1-2 月同比增长 0.7%），或受工业经济企稳向好及生产热度上升背景下工业用电需求增加的拉动，3 月用电量数据表明，本月工业用电同比高出全社会用电量的同比增速（前者为 6.5%，后者为 5.9%）；制造业同比增

长 4.2% (1-2 月为 2.1%)，同比涨幅持续扩大，反映本月制造类企业生产经营活动进一步往常态化回归。具体行业来看，电气机械及器材制造业、汽车制造业、运输设备制造业及专用设备制造业工业增加值当月同比录得较高增速，其中前两者同比增速达两位数，分别为 16.9% (1-2 月同比 13.9%)、13.5% (1-2 月同比-1.0%)。

#### 4. 社零超预期回暖

3 月社会消费品零售总额同比增长 10.6%，相比 1-2 月同比增速大幅上行 7.1 个百分点且超出市场预期。3 月消费大超预期，是否居民消费已经得到充分修复？我们计算两年平均增速来看，3 月社零的两年平均增速实际上只有 3.3%，距离潜在的增速水平还有很大的差距，未来继续复苏的空间依然很大。相对而言，市场此前的预期则过度悲观，有更大的上修空间。

图表 2：社会消费品零售总额同比超预期修复



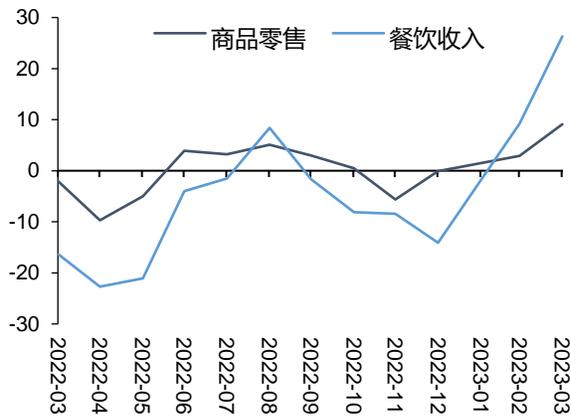
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3 月社零数据主要受以下因素推动：

一则，出行相关的消费增长非常强劲。餐饮、服装同比增速分别达到 26.3% 和 17.7%，这一方面是去年同期的低基数效应，但同时也反映出疫情后相关需求的迅速恢复。此外，石油及制品消费同比增长 9.2%，反映出私家车出行的火热。

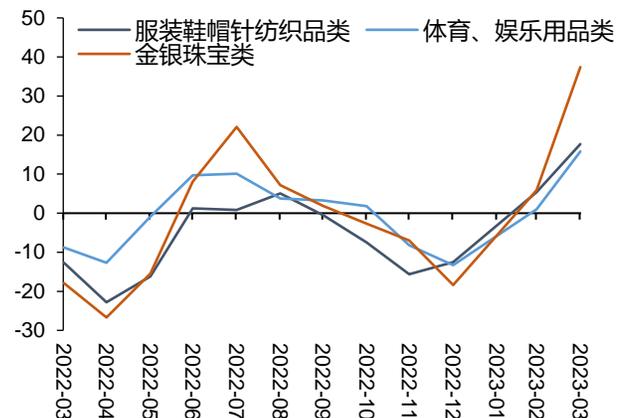
二则，汽车消费转为正向拉动。3 月汽车类零售额当月同比录得 11.5%，1-2 月为 -9.4%。剔除去年低基数后，3 月汽车消费相比 2021 年同期的两年平均同比增速达 1.6%，1-2 月则为 -3.0%，表明即使不存在去年低基数的拉动，本月汽车零售对于整体消费的影响也由此前两个月的负向拖累转为正向拉动，这或许与 3 月份多汽车品牌展开的“价格战”有关，以价换量的模式助推本月汽车消费同比上行。

图表 3: 餐饮收入显著回升



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 4: 可选消费同比明显扩张



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

## 5. 基建仍是投资的较强支撑

1-3 月固定资产投资累计同比增长 5.1%，相比 1-2 月同比涨幅小幅收窄 0.4 个百分点，略低于市场预期。单月同比而言，测算得出 3 月固定资产投资相比去年同期增长 4.8%，较 2021 年的两年平均同比增速则为 6.0%（1-2 月为 8.8%）。本月基建依旧对整体投资形成较强支撑。

图表 5: 固定资产投资同比略有回落



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

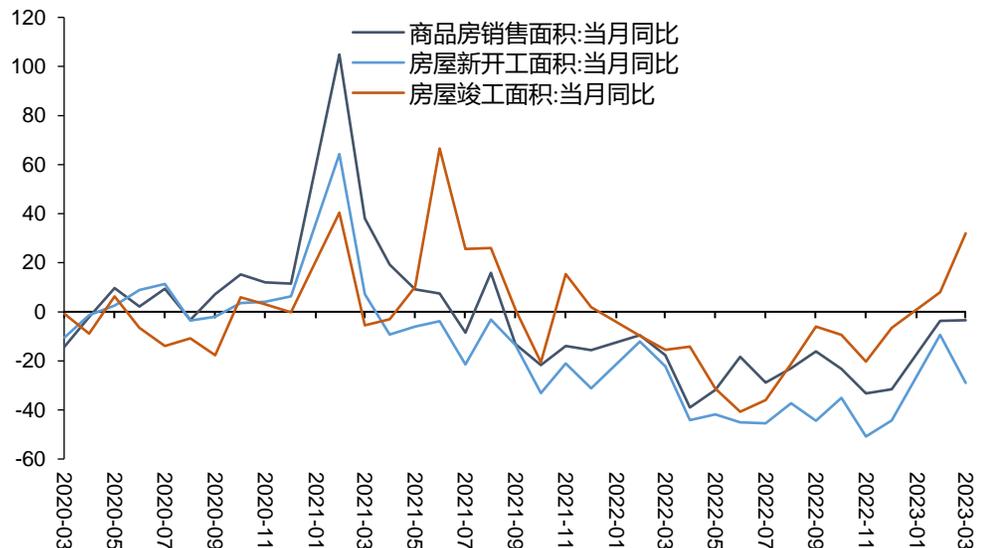
**制造业投资同比涨幅收敛但绝对水平不低。**3 月制造业投资单月同比为 6.2%，1-3 月累计同比则为 7.0%（1-2 月同比增长 8.1%）。此外计算其两年平均增速，3 月为 9.0%，1-2 月则为 14.3%。尽管边际而言，3 月份制造业投资同比相比年初两个月有所放缓，但其绝对水平并不低。我们理解可能受到两方面因素的综合作用。积极因素而言，随着生产活动的持续修复，国内制造业企业预期总体向好，这也表明企业有一定投资意愿。此前发布的 3 月制造业 PMI 生产经营活动预期指数已连续三个月位于扩张区间，企业中长期贷款超预期的增长也提供一

定资金保证。另一方面考虑到外需的下行趋势，出口对制造业投资的增速或形成制约。具体行业来看，一季度投资偏强的制造业主要有电气机械和器材制造业、化学原料和化学制品制造业以及汽车制造业。

**基建持续相对强劲。**3月基建投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长8.7%，1-3月累计同比增速录得8.8%，1-2月则累计同比增长9.0%。本月基建对整体投资的支撑仍强，一则各地续建项目及新增重大项目精准有序实施，二则今年较为靠前的专项债发债节奏提供资金支持。根据百年建筑对全国250家水泥生产企业的调研结果，3月基建水泥直供量同比提升30.65%，这一数据印证了本月基建发力较为强劲。具体行业来看，与水利、环境和公共设施管理业相比，本月交通运输、仓储和邮政业的韧性更强。向后看，鉴于基建是推动经济增长的重要支撑，未来一段时间内其投资完成额或都将保持一定强度。

**房地产销售及竣工表现较强。**3月份房地产开发投资完成额单月同比为-7.2%，1-3月累计同比增速为-5.8%（1-2月累计为-5.7%）。就其结构来看，前端商品房销售面积及房屋竣工面积表现相对偏强，3月全国商品房销售面积增速计算得0.1%（前值-3.6%），一季度销售面积同比降幅为1.8个百分点（1-2月则为3.6个百分点）。统计局所统计的商品房销售数据基本是新房销售，不包含二手房，而今表现较好，可以在一定程度上缓解市场对于“二手房销售较强但新房很弱”的担忧。竣工方面，3月份房屋竣工面积同比增速达32.0%，相比2021年同期的两年平均同比增速达5.6%（1-2月为-1.3%），可能受到保交楼政策的推动。资金方面，1-3月房地产开发资金同比降幅由1-2月15.2个百分点进一步收窄至9个百分点。但房屋新开工面积表现偏弱，其同比降幅进一步扩大，本月的销售端转好未在新开工方面得到体现，这也对地产投资形成拖累。上述结构的分化可能是由于房企出清并未结束，目前重心仍在保交楼政策推动的存量项目，且前端销售的积极变化传导至投资端本身也需一定时间。

图表6：施工、竣工及新开工面积表现分化



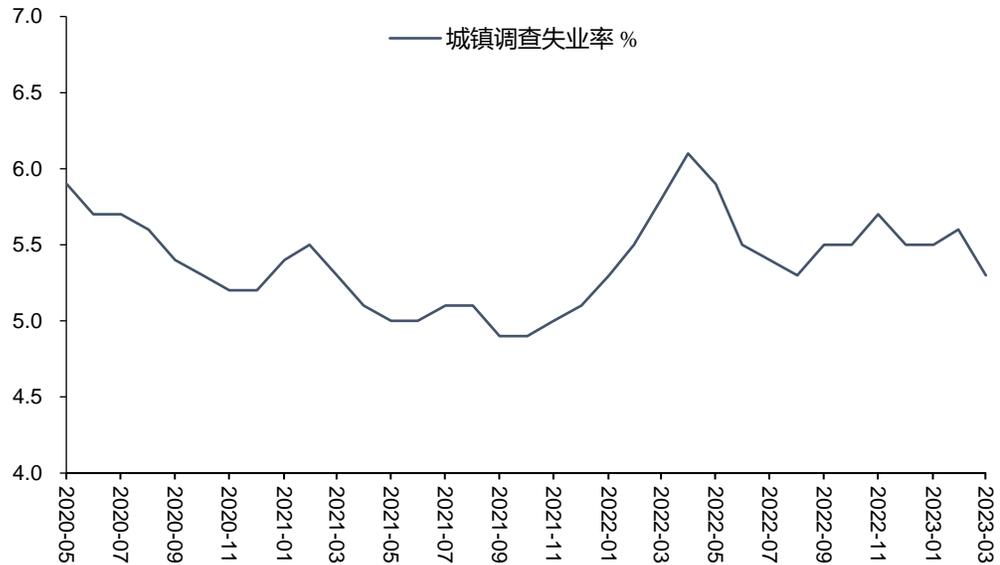
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

## 6. 城镇失业率小幅改善，但年轻人就业压力仍大

3月城镇失业率均值为5.3%，相比2月份小幅下行0.3个百分点，好于市场预期。外来农业

户籍人口失业率为 6.0% 降至 5.3%，25-59 岁人口的失业率则为 4.3%，相比 2 月下降了 0.5 个百分点。整体就业转好，这也有望通过薪资这一工资性收入为消费提供持续复苏的动能。不过值得注意的是 16-24 岁失业率超季节性上行至 19.6%，年轻人就业依然困难，需要政策继续呵护。

图表 7：3 月城镇失业率小幅改善



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

## 7. 如何理解宏观数据的“热”和中观数据的“冷”

在 1-2 月经济迎来“开门红”后，3 月社融、出口及消费等继续超预期回升，一季度经济 GDP 同比增长 4.5%，呈现经济运行的良好开局。回顾三个月以来，宏观数据屡屡超预期，但市场对于经济的信心依然疲软，其原因在于市场跟踪的大多高频数据及企业调研数据与宏观数据的“热度”似乎有所背离。如何理解宏观数据的“热”与中观数据的“冷”？

我们认为重要的原因在于本轮经济复苏的路径与以往不同，服务业的复苏是拉动经济的主要动力。一季度第二产业对 GDP 的拉动只有 1.3% 而第三产业的拉动则达到 3.1%，可以明显体现这一点。而市场对于服务业一直缺乏较为有效的高频观测指标，所以对于服务业的火热复苏不甚敏感。而相比于服务业，工业和房地产的复苏则较为“缓和”，所以市场最为关注的开工率、原材料价格等指标一直不温不火，显示出“弱复苏”的特点，对市场信心提振有限。

然而服务业的强劲复苏亦有其长远影响。因为服务业吸纳就业的能力极强，我们认为服务业的火热与当前总失业率的下行有直接关系。服务业的复苏有助于居民部门尤其是底层民众逐步改善其资产负债表，从而进一步拉动总需求。

我们认为未来经济的预期有望持续向上修正。一则出口可能较预期更有韧性。3 月大超预期的出口数据表明中国出口韧性相对较强，出口份额的进一步提升预示着今年中国面临的出口压力可能并不像此前市场预计的那么大，由此，我们合理预计因出口订单缩量造成的制造业投资下滑压力也将有所减轻。二则消费有望持续性复苏。本月消费持续超预期回暖，结合本月失业率下滑来看，未来生产好转、就业矛盾进一步缓和推动薪资上行带动居民可支配收入

增加最终助力消费复苏的逻辑有望继续演绎，消费或能成为经济向上修复的重要倚仗。三则地产向上改善增加动能。地产销售端的修复可能逐步往拿地和新开工传导并带动地产投资摆脱疲软状态，尽管本月新开工面积表现并不好，但销售端的积极变化还是具有正向意义，后续需进一步跟踪销售改善的持续性以及向投资端传导的有效性。此外，在经济明显恢复之前，对基建这一逆周期调节工具的支持大规模退坡的概率也不高，基建托底作用还将持续一段时间，这也为经济复苏的延续性提供一定保证。

**风险提示：**1.国内疫情不确定性；2.国内政策不及预期。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。