

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 消费复苏与出口韧性推动经济较快修复 —3月及一季度经济数据点评

2023年4月18日

分析师:

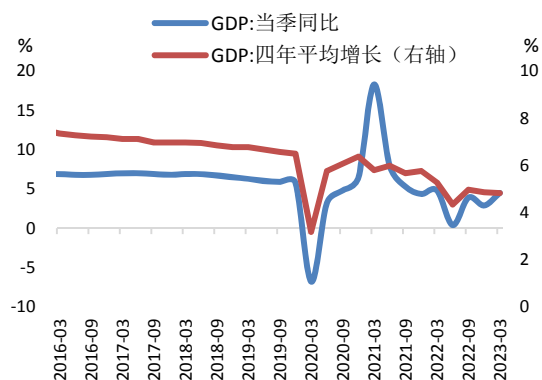
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

GDP



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《内需复苏继续推动经济较快修复—3月PMI数据点评》
- 《通胀低于预期 短期或低位徘徊—3月物价数据点评》
- 《出口大超预期 进口亦有改善—3月外贸数据点评》

### 内容提要:

一季度 GDP 同比增长 4.5%，预期增长 4.0%，前值增长 2.9%；3 月工业增加值同比增长 3.9%，预期增长 4.2%，前值增长 2.4%；1-3 月固定资产投资累计同比增长 5.1%，预期增长 5.3%，前值增长 5.5%；3 月社会消费品零售总额同比增长 10.6%，预期增长 7.2%，前值增长 3.5%。

生产端稍显滞后但总体平稳恢复。一季度工业增加值增速近 3 年以来首次低于当季 GDP 增速，这也是本轮复苏区别于疫情三年的主要特征。

基数效应叠加疫情防控平稳转段，消费加速修复。虽然部分领域消费恢复较快，但当前消费总体复苏动能仍然温和，未来仍需多措并举提振消费需求。

投资增速弱于预期，基建投资平稳增长，房地产投资小幅回落，制造业投资仍有韧性。

消费复苏叠加出口韧性推动一季度 GDP 超预期反弹，消费对经济增长贡献率重回正常轨道，其中服务业明显回升。综合来看，一季度经济属于从底部的快速修复期，此后由于去年同期低基数的作用以及内需拉动作用的增强，预计二季度将是全年经济增速的最高点，下半年有所回落，全年 GDP 增长 5.5% 左右。但同时还存在着一些风险点和不确定因素。一是出口短期仍有韧性但全年大概率负增长从而拖累经济增长，二是房地产市场以及居民资产负债表修复情况还存在不确定性，三是民营企业整体信心的修复还需要时间。加之二季度国内通胀水平或进一步走低，政策有必要相机抉择并保持一定强度。

**风险提示:** 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

**事件:**国家统计局4月18日公布的数据显示,一季度GDP同比增长4.5%,预期增长4.0%(预期值来源为Wind,下同),前值增长2.9%;3月工业增加值同比增长3.9%,预期增长4.2%,前值增长2.4%;1-3月固定资产投资累计同比增长5.1%,预期增长5.3%,前值增长5.5%;3月社会消费品零售总额同比增长10.6%,预期增长7.2%,前值增长3.5%。

**点评:**消费复苏叠加出口韧性推动一季度GDP超预期反弹,消费对经济增长贡献率重回正常轨道,其中服务业明显回升。综合来看,一季度经济属于从底部的快速修复期,此后由于去年同期低基数的作用以及内需拉动作用的增强,预计二季度(7.5%左右)将是全年经济增速的最高点,下半年有所回落,全年GDP增长5.5%左右。但同时全年经济增长还存在着一些风险点和不确定因素。一是出口短期仍有韧性但全年大概率负增长从而拖累经济增长,二是房地产市场以及居民资产负债表修复情况还存在一定不确定性,三是民营企业整体信心的修复还需要时间。加之二季度国内通胀水平或进一步走低,政策有必要相机抉择并保持一定强度。

### 一、消费复苏与出口韧性推动一季度GDP超预期反弹

经济从底部快速修复。虽然一季度前期仍受疫情防控放开后的尾部影响,但GDP同比增长4.5%,好于市场预期(4%)。环比增长2.2%,较2022年四季度大幅加速,主因后者偏低基数,若合并近2个季度看,2.8%的表现则相对中性。

消费贡献率回升。一季度最终消费支出对经济增长贡献率达到66.6%,为2022年四季度的10倍,也是2019年以来的次高。

服务业触底回升。一季度服务业增加值同比增长5.4%,高于2022年四季度3.1个百分点,尤其是前期受疫情影响较大的接触型聚集型服务业回升明显。

综合来看,一季度经济属于从底部的快速修复期,此后由于去年同期低基数的作用以及内需拉动作用的增强,预计二季度(7.5%左右)将是全年经济增速的最高点,下半年有所回落,全年GDP增长5.5%左右。但同时全年经济增长还存在着一些风险点和不确定因素。一是出口短期仍有韧性但全年大概率负增长从而拖累经济增长,二是房地产市场以及居民资产负债表修复情况还存在一定不确定性,三是民营企业整体信心的修复还需要时间。

## 二、生产端稍显滞后但总体平稳恢复

生产端平稳恢复。3月规模以上工业增加值同比增长3.9%，弱于市场预期（4.2%），较1-2月上升1.5个百分点。从环比看，3月工业增加值增长0.12%，与2月持平，弱于2015-2019年（0.57%）与2021-2022年同期均值（0.56%）。值得注意的是，一季度工业增加值增速（3.0%）近3年以来首次低于当季GDP增速，这也是本轮复苏区别于疫情三年的主要特征。

虽然3月制造业PMI生产指数（54.6%）环比回落2.1个百分点，但仍处于近10年的高位。从中观高频数据看，3月部分重点行业开工率趋于上行，其中高炉开工率始终保持在80%之上，PTA开工率下旬升至近1年新高，汽车全钢胎、半钢胎开工率维持在近2年的高位。一方面相关企业复工复产速度加快，另一方面内需复苏提升了企业生产积极性。

不过，统计局的数据显示，一季度全国工业产能利用率为74.3%，比2022年同期下降1.5个百分点，比上季度下降1.4个百分点，三大部门悉数下降。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业同比降幅（-3.3个百分点）最大。从库存看，1-2月工业企业产成品存货累计同比增长10.7%，四年平均增速则达到11.2%，为2015年以来最高，显示终端需求仍然是温和复苏，未来企业仍有去库存压力。从制造业PMI分项指数看，新订单-生产指数1-2月平均值为-0.75%，3月走低至-1.0%，均低于2022年12月（-0.7%）；2-3月产成品库存指数（50%左右）则处于近10年高位。

分三大门类看，一季度采矿业增加值增长3.2%，制造业增长2.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.3%。其中，装备制造业增加值增长4.3%，比1-2月加快2.5个百分点。分产品看，太阳能电池、新能源汽车产量分别增长53.2%、22.5%。

分行业看，多数保持增长。其中，装备制造业支撑作用明显。随着我国产业升级趋势加强，装备制造能力和水平提升，生产保持较快增长。一季度，装备制造业增加值同比增长4.3%，高于整体1.3个百分点，贡献率达到42.5%，其中电气机械、铁路船舶等行业增加值分别增长15.1%、9.3%。此外，随着经济稳步恢复以及投资平稳增长，对原材料行业需求增强，相关生产保持了较快增长，一季度原材料制造业增加值同比增长4.7%，高于整体1.7个百分点。11

## 三、消费复苏动力有所增强

基数效应叠加疫情防控平稳转段，消费加速修复。3月社会消费品零售

总额同比增长 10.6%，好于市场预期（7.2%），较 1-2 月提高 7.1 个百分点；四年平均增速为 4.8%，较 1-2 月的 4.1% 小幅上行。不过，环比表现（0.15%）弱于 2016-2019 年同期均值（0.85%），表明基数效应发挥较大助推作用。

分类来看，多数商品消费复苏。从同比看，金银珠宝类（37.4%）、体育娱乐用品类（15.8%）、服装类（17.7%）、汽车（11.5%）、化妆品（9.6%）、石油及用品类（9.2%）增长较快；建筑及装潢类（-4.7%）、文化办公用品类（-1.9%）、家用电器和音像器材类（-1.4%）等连续负增长。从四年平均增速看，食品粮油类（11.0%）、金银珠宝类（9.6%）、体育娱乐用品类（9.1%）等增长较快，家具类（1.0%）、家用电器和音像器材类（-2.0%）等低位徘徊。总体而言，线下消费类恢复较好，地产链条类消费未见明显起色。

整体就业压力有所缓解，有助于稳定消费复苏。3 月全国城镇调查失业率为 5.3%，较 2 月回落 0.3 个百分点。不过，结构性的问题依旧存在，16-24 岁劳动力调查失业率（19.6%）再度升至有数据以来次高，较 2022 年同期、今年 2 月分别上升 3.6、1.5 个百分点。考虑到今年大中专毕业生可能高达 1158 万人（同比增加 82 万人），未来就业市场压力尚存。

此外，从 4 月 7 日央行发布的一季度储户问卷调查报告看，整体指标趋于改善，但亦存在一些隐忧。其中，居民当期就业感受指数、收入感受指数、居民未来收入信心指数均有所好转，不过三者分别低于 2021 年同期 4.0、1.0、1.1 个百分点；居民倾向储蓄的占比回落 3.8 个百分点，但其中的 3.3 个百分点转向投资，消费意愿仅回升 0.5 个百分点。

综合来看，虽然部分领域消费恢复较快，但当前消费总体复苏动能仍然温和，未来仍需多措并举提振消费需求。

#### **四、投资增速弱于预期，基建投资平稳增长，房地产投资小幅回落，制造业投资仍有韧性**

1-3 月固定资产投资（不含农户）同比增长 5.1%，略低于预期（5.3%）。从环比看，3 月固定资产投资（不含农户）下降 0.25%，弱于 2016-2019 年（0.59%）以及 2021-2022 年同期均值（1.47%）。央行一季度银行家调查结果显示，信贷需求大幅好转，其中基建贷款需求指数冲至有数据以来最高水平，不确定性部分消除下的企业投资扩张意愿增强推动制造业贷款需求指数明显改善，房地产贷款需求指数时隔 7 个季度重回 50% 以上，若未来实物工作量落地加快，则投资增速企稳可期。

**基建投资平稳增长。**1-3月广义、狭义基建投资同比分别增长10.8%、8.8%，较1-2月回落1.4、0.2个百分点；四年平均增速分别为6.7%、5.3%，均为疫后最高。从资金端看，财政部公布的数据显示，一季度各地在提前下达的新增债务限额内，发行用于项目建设的新增专项债券1.32万亿元，主要支持市政和产业园区基础设施、交通基础设施等重点领域、重大项目建设。从中观高频数据看，3月下旬至今石油沥青装置开工率趋于回升，较此前提高近10个百分点，但仍较常态化时期低10个百分点左右，基建实物工作量有待于进一步落地。

**房地产投资增速小幅回落，销售总体低位徘徊且分化明显。**1-3月房地产开发投资同比下降5.8%，较1-2月回落0.1个百分点。3月当月房地产开发投资同比下降7.2%，较2月回落1.5个百分点，为有数据以来次低（仅高于2020年2月的-16.3%）；四年平均增速为1.2%，较2月回落1.9个百分点。3月当月新开工、施工、竣工面积同比增速分别为-29.0%、-34.2%、32.0%，前两者均较2月大幅回落，但保交楼推动下的竣工面积大幅上升至近19个月最高。销售方面，3月商品房销售面积同比下降3.5%，销售金额同比增长6.3%，前者与30个大中城市商品房成交面积同比增长45%差距较大，反映出四、五线城市成交低迷，城市间分化明显。同时，虽然今年3月30个大中城市商品房成交面积同比增长仍然较快，但仅相当于2019、2021年同期的96.7%、79.3%，而且4月前半个月两项占比均回落近20个百分点。总体销售尚未真正企稳，竣工提速导致商品房库存压力增大。根据统计局的数据，至今年3月住宅待售面积已连续9个月保持两位数增长，即使是剔除基数影响的四年平均增速亦连续5个月为正增长，2-3月达到2017年下半年以来最高。此外，3月100个大中城市土地成交占地面积同比下降14.6%，较1-2月明显回落，表明房企信心仍然偏弱。

**制造业投资回落但仍有韧性。**1-3月制造业投资同比增长7%，比1-2月回落1.1个百分点；四年平均增长4.7%，较2月回落0.6个百分点，降至近6个月最低。根据统计局数据进行测算，3月制造业投资当月同比6.2%，较2月回落1.9个百分点。3月制造业投资回落主因可能在于出口以及库存压力仍然较大。

从行业看，电气机械和器材制造业投资（同比增长43.1%，下同）、仪器仪表制造业投资（29.1%）、化学原料及化学制品制造业投资（19.2%）与汽车制造业投资（19.0%）增长较快。

高技术制造业投资继续保持较快增长。1-3月高技术产业投资同比增长

16.0%，增速比 1-2 月加快 0.9 个百分点，高技术制造业投资同比增长 15.2%。其中，电子及通信设备制造业投资增长 20.7%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 19.9%。此外，高技术服务业投资同比增长 17.8%。其中，电子商务服务业投资（51.5%）、科技成果转化服务业投资增长（51.3%）、研发设计服务业投资（14.6%）增长较快。

当前市场主体信心有所回暖，未来仍需政策加码落实。3 月 BCI 企业投资前瞻指数环比回升 2.2 个百分点至 65.2，但较 2021 年、2019 年同期分别还有 10.3、3.7 个百分点的差距。3 月制造业 PMI 生产经营活动预期指数连续 3 个月高于 55%，但较 2021 年以及疫情前常态时期近 60% 仍有距离。央行一季度企业家调查结果显示企业景气程度好转但力度稍欠，但同时需求承压、盈利下降，需求不足制约企业生产的问题尚存。

此前制造业保持较好韧性的原因，一是在于出口拉动，二是在于高技术制造业以及技改投资的拉动效应明显，三是在于政府减税降费、降低融资成本的合力发挥效应。从目前看，出口拉动效应或趋于减弱，融资成本已降至历史较低水平，未来可期的在于继续减税降费，加大对高技术产业以及技改投资的投入，始终坚持“两个毫不动摇”从而增强民间投资信心，同时多方向拓宽融资渠道增加制造业企业尤其是中小企业的融资便利性等。

**风险提示：**央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。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，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层