

宏观经济月报

3月更接近“真相”

核心观点

3月更接近经济运行的真相

统计局公布了“十五五”的首份成绩单，含金量到底如何？

大体可以概括为两个意外，一个隐忧。

第一个意外，经济自发重回向上轨道。一季度实际GDP增速5.0%，不仅是今年4.5-5%目标的上沿，也比去年四季度的4.5%显著提高。难能可贵的是，这是在宏观政策并未“出大招”的情况下做到的。从交流的情况看，今年春节前市场普遍还是担心去年底的弱动能，碰上今年初的高基数，刺激性政策缺位之下，会不会导致一季度经济有点难看。1-2月出口大超预期后大家的想法才有所改变。

第二个意外，是走出通缩。一季度5%的读数不错，但说到底，大家觉得这些年不都是5%左右吗？这里的关键，是名义GDP也大幅提升到4.9%，两者非常接近。不必讳言，这种情况从2023年开始，已经3年没见了。量价同时出现改善，是我国经济转型提速，正在逐步走出通缩的重要信号，近期的油价波动只是加速了这一时点的到来。

第三，一点隐忧是什么呢？3月的经济数据比1-2月出现了近乎全方位的走弱。幅度有限，但方向转折向下是明确的。我们测算的3月单月经济增速从5.2%下降到了4.9%。

遗憾的是，3月的表现可能更接近真实的情况。核心在于今年的“晚春”效应，因为每年春节假期，差不多有3周左右我国的经济活动是相对停滞的，但差别在于这3周的空档在放哪个月。今年“晚春”的结果是元旦到春节有45天，而去年是27天，今年是去年的1.7倍。所以去年1-2月是比较低效的，2月摸摸鱼、放放假基本就过去了。而今年1-2月基本把一季度的活干的差不多了，所以一加一减，同比看1-2月是异常的高，3月向正常回归。

前瞻地看，我们并不认为消费今年会有显著改善，居民可支配收入增速并未随经济反弹而改善，仍在持续下滑。居民资产负债表修复和风险偏好的回归则是更长期的话题。但我们认为，二季度经济仍然有保持韧性的基础，一是看基建，二是看出口。在去年同期低基数的支撑下，预计今年二季度会维持在5%左右的增速水平。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

经济研究·宏观月报

证券分析师：田地

0755-81982035

tianti2@guosen.com.cn

S0980524090003

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

证券分析师：董德志

021-60933158

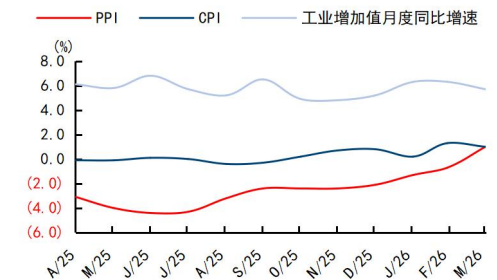
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	1.70
社零总额当月同比	1.70
出口当月同比	2.50
M2	8.50

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济月报-经济回升的“地基”仍待夯实》——2026-03-16
- 《宏观经济月报-冬日暖阳新意浓》——2026-01-19
- 《宏观经济月报-10月经济放缓，消费显现韧性》——2025-11-14
- 《宏观经济宏观季报-减速提质，中国经济换挡前行》——2025-10-22
- 《宏观经济宏观月报-9月经济“预期之中”与“意料之外”》——2025-10-21

内容目录

3 月更接近经济运行的真相	4
就业：3 月失业率表现弱于季节性	5
生产端：工业和服务均放缓	6
需求端：投资—增速基本稳定	7
需求端：消费—同比显著回落	9
需求端：进出口—一季度出口增速创 2021 年来新高	10
风险提示	12

图表目录

图 1: 中国实际 GDP 月度同比增速测算	4
图 2: 我国主要贸易伙伴景气度位于扩张区间	5
图 3: 年初财政资金仍较为宽裕	5
图 4: 3 月国内调查失业率上升幅度高于季节性, 可能受“晚春”效应影响	5
图 5: 中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览	6
图 6: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览	6
图 7: 采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览	6
图 8: 主要产品产量当月同比与前月同比的差值一览	7
图 9: 服务业生产指数同比走势一览	7
图 10: 中国固定资产投资完成额同比增速一览	8
图 11: 中国固定资产投资完成额环比增速一览	8
图 12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览	8
图 13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览	8
图 14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览	9
图 15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览	9
图 16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览	9
图 17: 商品销售金额同比变化幅度一览	10
图 18: 出口金额同比增速	11
图 19: 出口金额季节性变化	11
图 20: 分商品出口金额当月同比情况	11
图 21: 分国别出口金额当月同比	11

3月更接近经济运行的真相

昨天统计局公布了“十五五”的首份成绩单，总体还是相当不错的。表观数据之下，含金量到底如何？

大体可以概括为两个意外，一个隐忧。

第一个意外，经济自发重回向上轨道。一季度实际 GDP 增速 5.0%，不仅是今年 4.5-5% 目标的上沿，也比去年四季度的 4.5% 显著提高。难能可贵的是，这是在宏观政策并未“出大招”的情况下做到的。从交流的情况看，今年春节前市场普遍还是担心去年底的弱动能，碰上今年初的高基数，刺激性政策缺位之下，会不会导致一季度经济有点难看。1-2 月出口大超预期后大家的想法才有所改变。

第二个意外，是走出通缩。一季度 5% 的读数不错，但说到底，大家觉得这些年不都是 5% 左右吗？这里的关键，是名义 GDP 也大幅提升到 4.9%，两者非常接近。不必讳言，这种情况从 2023 年开始，已经 3 年没见了。量价同时出现改善，是我国经济转型提速，正在逐步走出通缩的重要信号，近期的油价波动只是加速了这一时点的到来。

第三，一点隐忧是什么呢？3 月的经济数据比 1-2 月出现了近乎全方位的走弱。幅度有限，但方向拐折向下是明确的。我们测算的 3 月单月经济增速从 5.2% 下降到了 4.9%。

遗憾的是，3 月的表现可能更接近真实的情况。核心在于今年的“晚春”效应，因为每年春节假期，差不多有 3 周左右我国的经济活动是相对停滞的，但差别在于这 3 周的空档在放哪个月。今年“晚春”的结果是元旦到春节有 45 天，而去年是 27 天，今年是去年的 1.7 倍。所以去年 1-2 月是比较低效的，2 月摸摸鱼、放放假基本就过去了。而今年 1-2 月基本把一季度的活干的差不多了，所以一加一减，同比看 1-2 月是异常的高，3 月向正常回归。

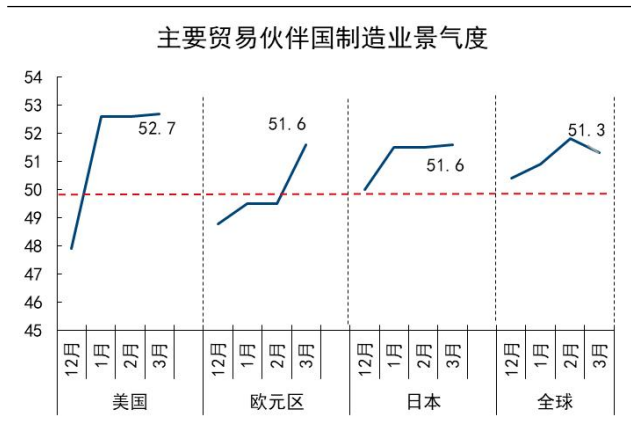
图1：中国实际 GDP 月度同比增速测算



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和测算

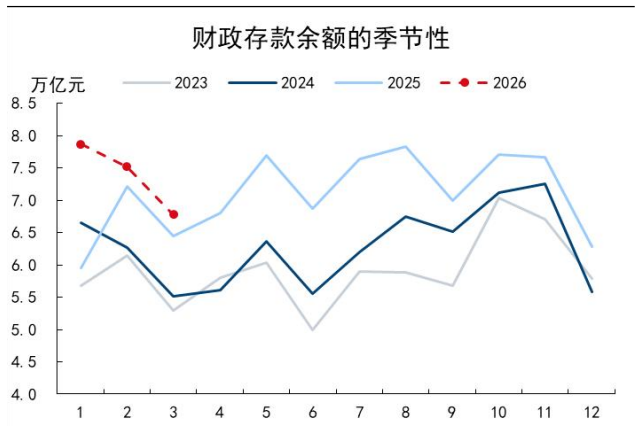
前瞻地看，我们并不认为消费今年会有显著改善，居民可支配收入增速并未随经济反弹而改善，仍在持续下滑。居民资产负债表修复和风险偏好的回归则是一个更长期的话题。但我们认为，二季度经济仍然有保持韧性的基础，一是看基建，二是看出口。在去年同期低基数的支撑下，预计今年二季度会维持在5%左右的增速水平。

图2：我国主要贸易伙伴景气度位于扩张区间



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：年初财政资金仍较为宽裕



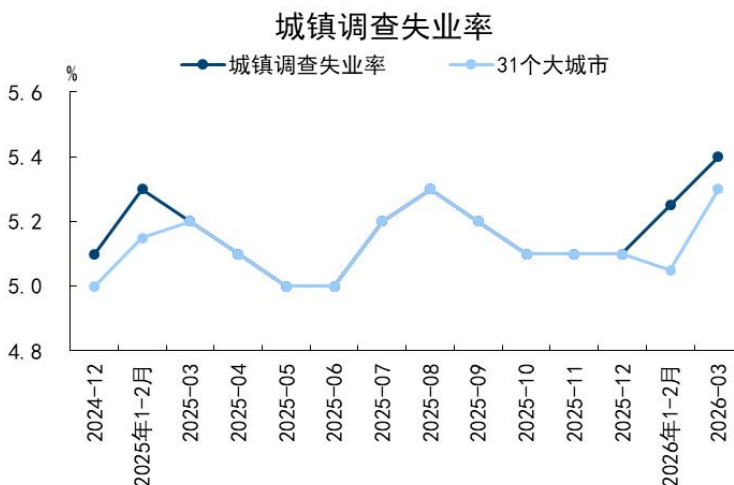
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

就业：3月失业率表现弱于季节性

3月国内城镇调查失业率平均为5.40%，较1-2月上升0.15个百分点。从历史表现看，2019、2024、2025三个代表性年份同期失业率均值较1-2月回落0.05个百分点，本月失业率显示出逆季节性反弹，主要原因应是春节假期较晚造成的回城返工延后所造成。

大城市调查失业率表现进一步弱于总体数据，3月平均为5.30%，较1-2月回升0.25个百分点，实际上19、24和25年3月城镇调查失业率平均值较1-2月回升0.12个百分点，大城市进城务工人员较多进一步放大了春节回城的滞后效应。

图4：3月国内调查失业率上升幅度高于季节性，可能受“晚春”效应影响



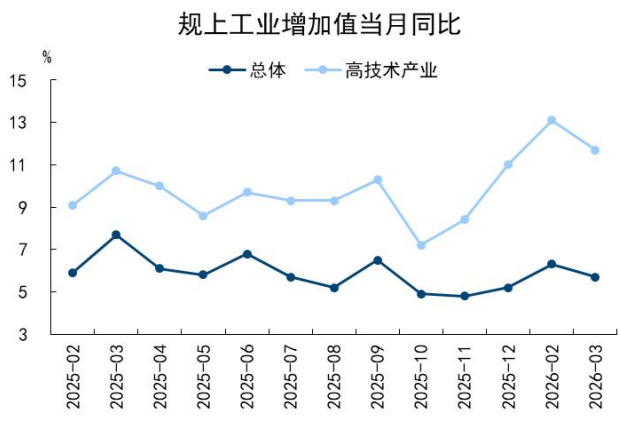
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

生产端：工业和服务均放缓

3月规上工业增加值同比为5.7%，较1-2月回落0.6个百分点。从环比变化看，3月显著低于近年同期季节性水平。一定程度上反映出在“晚春”效应下，今年一季度整体生产节奏前置。

与此同时，高技术产业增加值增速仍明显高于整体水平，但其同样回落1.4个百分点至11.7%。国内工业部门的结构向“新经济”倾斜的趋势并未改变。

图5：中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

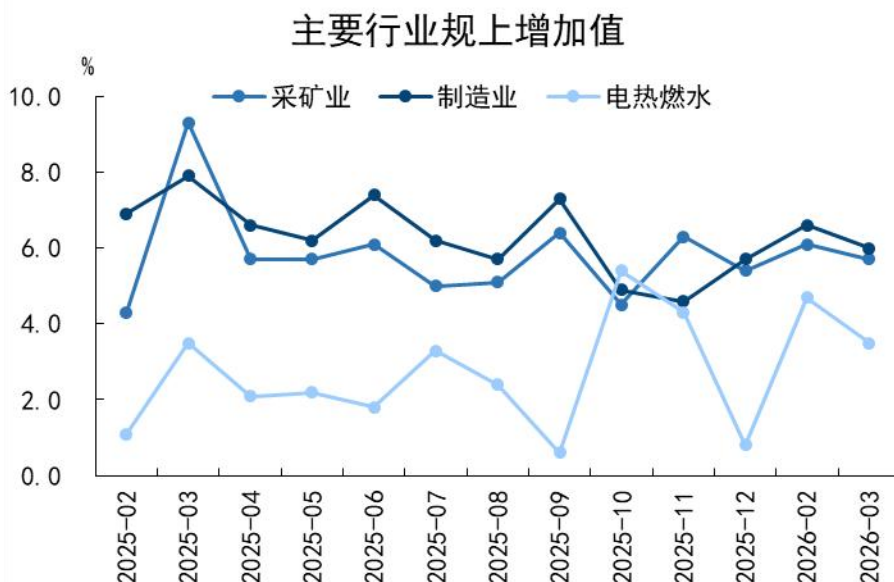
图6：中国工业增加值定基指数历年环比增速一览



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分三大门类看，3月采矿业、制造业和公用事业增速均有所回落。

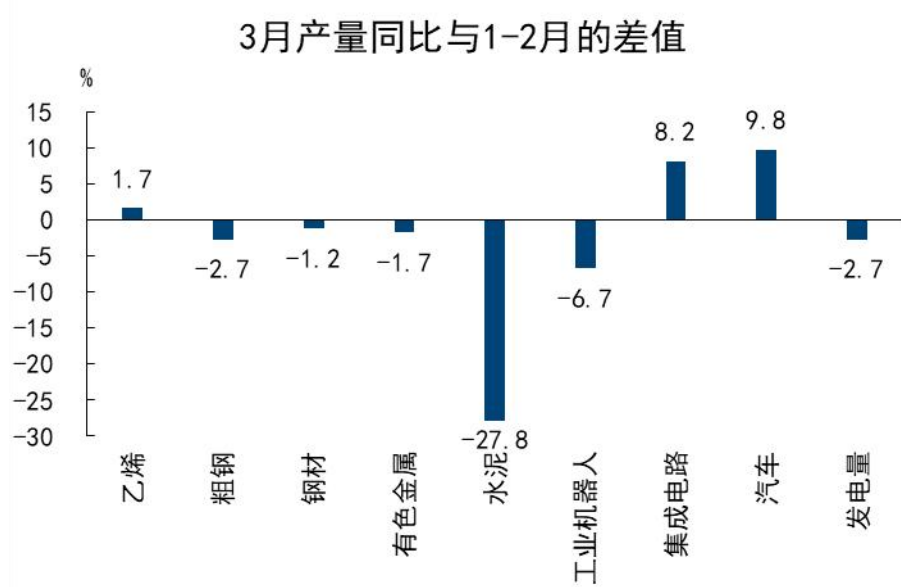
图7：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分产品看，3月和消费相关的乙烯产量同比边际上行；投资相关的水泥产量高位回落27.8个百分点至-21%；高端工业品增速持续回升，集成电路和汽车分别提速8.2和9.8个百分点至20.6%和-0.1%，机器人增速高位回落6.7个百分点至24.4%。

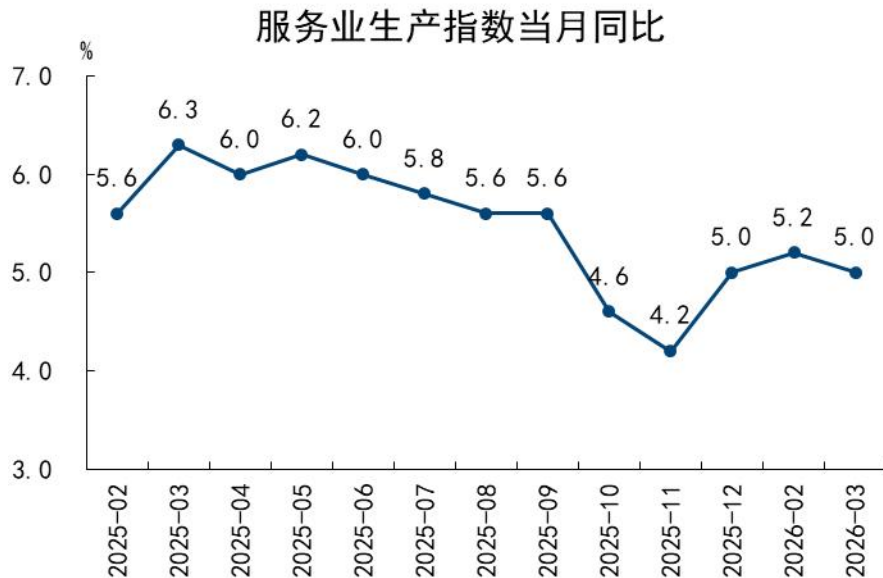
图8: 主要产品产量当月同比与前月同比的差值一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 3月国内服务业生产指数累计同比增速较1-2月回落0.2个百分点至5.0%, 与3月失业率和工业生产数据共同指向受到“晚春”效应影响。

图9: 服务业生产指数同比走势一览

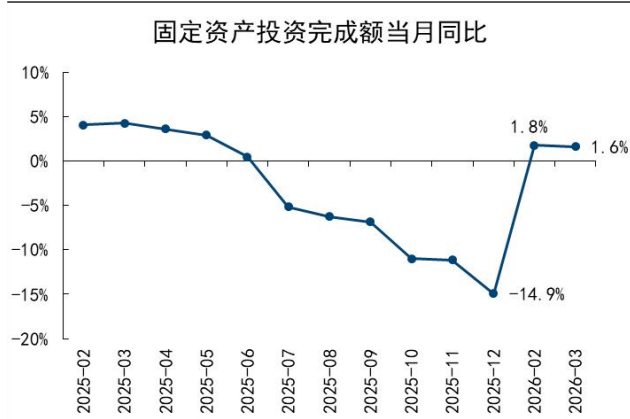


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

需求端: 投资—增速基本稳定

在去年同期较高基数上, 3月国内固定资产投资累计同比边际回落, 录得1.6%, 较1-2月下降0.2个百分点, 考虑到基数效应, 实际基本稳定。从环比看, 3月固投环比增速大体处于近年同期季节性水平, 保持了一定韧性。

图10: 中国固定资产投资完成额同比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 中国固定资产投资完成额环比增速一览

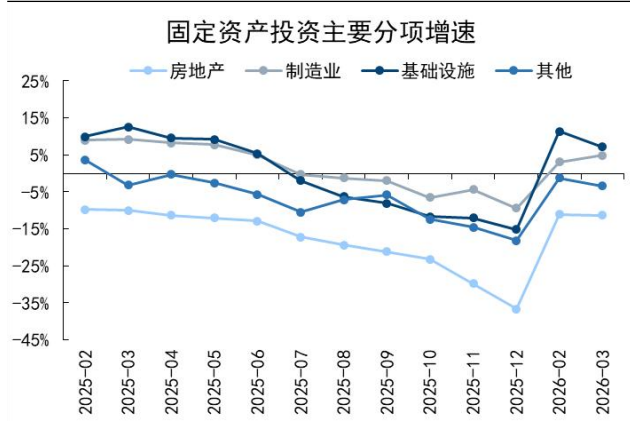


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

除制造业保持回升势头外, 3月房地产、基建投资累计同比较1-2月均有所回落, 分别下降0.1和2.5个百分点。

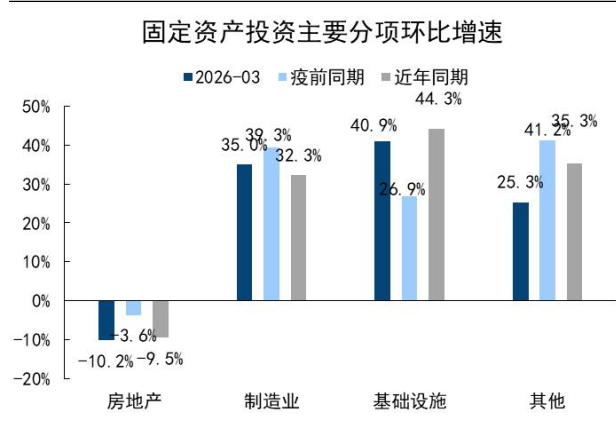
环比方面, 房地产、基建与制造业投资均与近年同期水平相仿, 其他投资则偏弱。

图12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

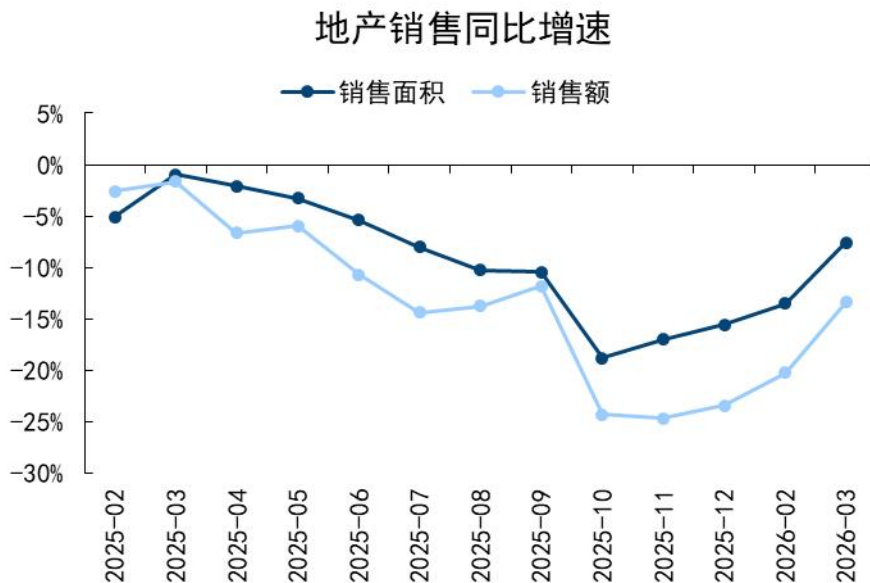
图13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3月国内商品房销售继续改善, 但同比仍处于较低水平, 销售额增速修复幅度继续大于销售面积, 反映地产价格边际有所改善, 行业“以价换量”的格局出现松动。

图14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

需求端：消费一同比显著回落

3月社会消费品零售总额累计同比为1.7%，较1-2月当月显著回落1.1个百分点。其中商品零售为1.5%，回落1.0个百分点；餐饮2.9%，回落1.9个百分点。

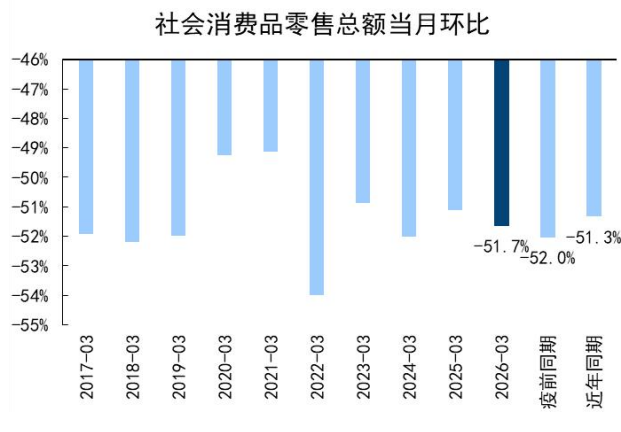
从环比来看，3月社零与近年同期季节性表现相仿。

图15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览



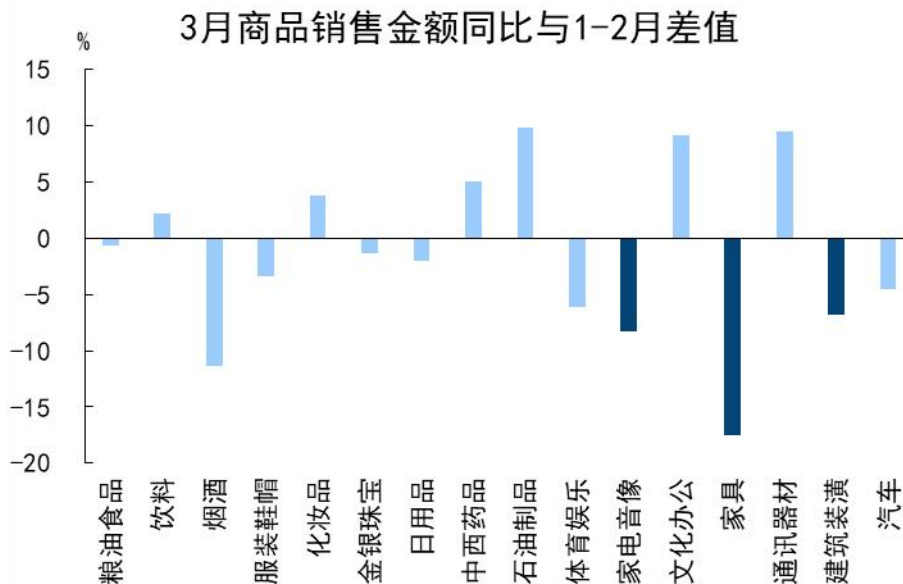
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从不同类别的商品销售情况来看，3月商品零售同比增速延续分化态势。耐用品中，家电音像、家具、建筑装潢等地产链相关消费增速在低位进一步回落，办公与通讯用品则有所企稳；消耗品中，粮油食品、饮料、服装鞋帽类消费变动相对不大，值得注意石油制品销售额在油价冲击下显著上升。

这一结构性分化现象表明，在居民收入预期尚未显著改善的背景下，整体消费预

算仍受约束，不同类别消费之间呈现一定的“此消彼长”特征。上述数据也与开年以来企业扩张而居民收缩的信贷格局印证。

图17: 商品销售金额同比变化幅度一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

需求端：进出口——一季度出口增速创 2021 年来新高

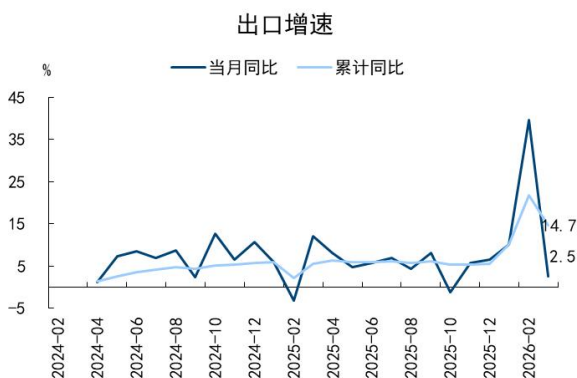
3月出口增速显著回落，但量级依然稳健。出口金额录得 3210.33 亿美元，当月同比增长 2.5%，较 1-2 月高点大幅收窄，但绝对规模仍处于历史同期较高水平，明显高于 2022-2024 年同期区间。在去年 3 月较高基数背景下仍实现正增长，显示出口基本面并未出现实质性恶化，本月回落更多是前期透支与外部扰动的阶段性反映。

从一季度累计来看，出口同比增长 14.7%，为 2021 年以来的最高水平。显示尽管 3 月单月有所回落，全季出口动能依然强劲。这一成绩在外部环境趋于复杂、对美出口承压的背景下实现，背后是集成电路、船舶、汽车等高附加值产品持续贡献增量，以及市场多元化战略成效的集中体现。

本月出口回落背后有三重因素叠加。一是外部环境骤然趋紧，美以对伊军事冲突推升全球贸易不确定性；二是劳动密集型产品出口持续承压，形成结构性拖累；三是 1-2 月节日效应透支，春节前集中出货的脉冲消退后，3 月自然回落。

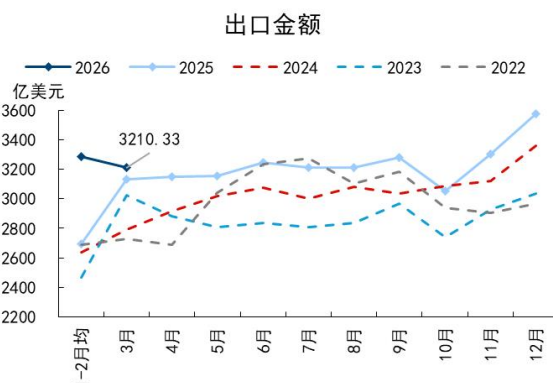
展望后续出口，外需基本盘仍在，3 月美国、欧元区、日本制造业 PMI 分别录得 52.7、51.6、51.6，全球 PMI 维持 51.3，均处于荣枯线以上，外部需求尚未出现实质性收缩，二季度出口仍然值得期待。

图18: 出口金额同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 出口金额季节性变化

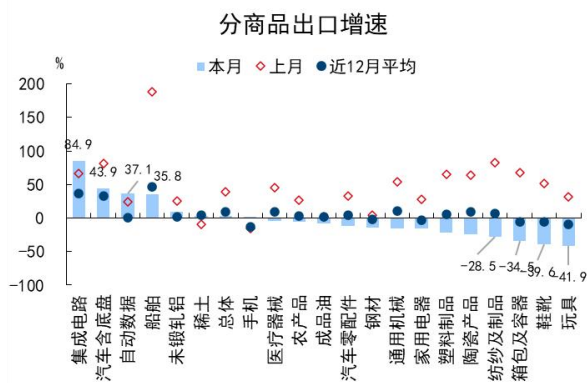


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

区分商品来看, 高技术韧性犹存, 低端制造全线承压。1-2 月尚能维持正增长的劳动密集型产品在 3 月集中“补跌”——纺织纱线、箱包、鞋靴、玩具同比降幅扩大至-28.5%至-41.9%区间, 显示前期节日效应透支叠加外需观望情绪, 低附加值出口的脆弱性集中暴露。相比之下, 集成电路(84.9%)、汽车(43.9%)、船舶(35.8%)延续强势, 高低端分化格局进一步拉大。

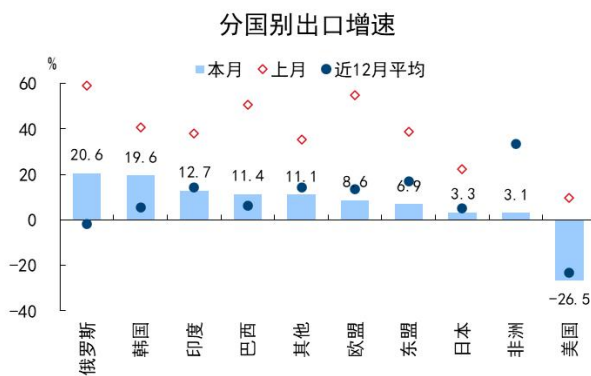
区分国别来看, 整体较上月普遍回落。3 月对美出口同比下滑 26.5%, 中东战局带来的外部环境恶化以及贸易摩擦压制效应持续显现。更值得关注的是, 从图中可见, 本月各主要贸易伙伴出口增速较上月均出现不同程度回落, 对俄、韩、印、日、东盟虽仍维持正增长, 但部分低于近 12 月平均水平, 出口的国别支撑面同步收窄。

图20: 分商品出口金额当月同比情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 分国别出口金额当月同比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

一季度外贸整体交出亮眼答卷, 展望后续, 外贸走势面临多重变量交织。其中确定性的因素包括: (1) 全球制造业 PMI 维持荣枯线以上, 外需基本盘尚稳。(2) AI 产业链驱动的高技术出口动能短期难以逆转; (3) 市场多元化布局持续深化, 对冲对美压力的能力在增强。

但同时, 不确定性因素交织。(1) 美伊冲突若持续升级, 霍尔木兹海峡航运风险将推高全球贸易成本, 压制外需复苏节奏; (2) 对美出口的持续承压短期内难以扭转, 中美贸易摩擦仍是悬而未决的核心变量。

展望二季度，我们判断出口增速将较一季度有所回落，但整体不会太差，个位数增长或为常态。

回落的逻辑在于，一季度的高增速本身含有一定水分，元旦到春节窗口期拉长，企业集中开工抢出货，节日效应对出口节奏形成了明显的前置拉动，剔除这一扰动后，出口的真实动能并没有数字显示的那么强。但另一方面，下行空间同样有限。本轮 AI 产业链扩张带动了大量加工贸易订单向中国集聚，集成电路、自动数据处理设备等高技术产品的出口主线短期内难以逆转；全球制造业 PMI 仍处于荣枯线以上，外需基本盘尚未出现实质性收缩。综合来看，二季度出口更可能是温和回落而非断崖下行，结构升级的内生动能将继续发挥压舱石作用。

风险提示

政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032