

疫情扰动下 3 月消费下滑明显，政策发力带动一季度 GDP 增速保持基本稳定

——2022 年 3 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：2022 年一季度，GDP 同比增长 4.8%，增速比 2021 年四季度加快 0.8 个百分点。3 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.0%，增速比 1-2 月回落 2.5 个百分点；3 月社会消费品零售总额同比-3.5%，增速比 1-2 月份下降 10.2 个百分点；1-3 月全国固定资产投资同比增长 9.3%，增速比 1-2 月下降 2.9 个百分点。

一、GDP 增速：上年基数下行推高增速，但疫情冲击下仍低于今年增长目标，基建投资发力成为稳定宏观经济大盘的重要支撑点。一季度 GDP 同比增长 4.8%，增速比去年第四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是以两年平均增速衡量，上年同期基数大幅下沉——2021 年一季度 GDP 同比增长 18.3%，但两年平均增速仅为 5.0%，为 2021 年四个季度中的次低水平，而 2020 年第四季度的两年平均经济增速为 6.1%。需要指出的是，一季度 GDP 增速低于今年“5.5%左右”的增长目标，主要原因是 3 月以来疫情在上海、吉林等地显著升温，并波及全国。这逆转了年初 1-2 月宏观数据偏强走势，意味着疫情仍是牵动当前经济波动的主要因素。

从“三驾马车”来看，一季度除出口保持两位数强劲增长势头外，消费和投资都出现明显波动。其中，在开年 1-2 月走势偏强之后，3 月社零同比出现负增长，服务业生产指数同比增速也现大幅下滑，是疫情冲击最明显的体现。另外，3 月单月房地产投资再度转负，表明楼市低迷也是当前拖累宏观经济运行的一个重要因素。但在基建投资提速，制造业投资增速保持高位背景下，一季度投资成为稳定宏观经济大盘的重要支撑点；特别是基建投资增速持续上行，集中体现政策面正在发力稳增长。

展望未来，伴随上海、吉林等地疫情有望在四旬下旬得到有效控制，二季度经济增长动能有望从较低水平逐步修复。不过，考虑到去年二季度 GDP 两年平均增速升至 5.5%，基数抬高将对今年二季度 GDP 同比增速形成压低效应。我们预计，二季度 GDP 同比有可能处于 4.6%左右，继续落在今年增速目标下方。这意味着接下来宏观政策将进一步靠前发力、适时加力，其中，财政政策中的退税减税降费节奏会加快，基建支出力度也会继续加大；货币政策方面，在 4 月“全面+定向降准”落地后，政策实施力度还有加大空间，不排除二季度小幅下调政策利率的可能。另外，财政、货币政策中针对小微企业等的定向支持措施会显著加码。

二、工业生产方面：一季度“供给强”特征延续，3月疫情影响开始体现。3月全国规模以上工业增加值同比增长5.0%，比年初1-2月回落2.5个百分点；一季度整体为6.5%，高于同期GDP增速1.7个百分点，宏观经济“供给强”的特征得以延续。一季度工业生产较强，主要有三个原因：一是强出口带动，尤其对工业生产中占比约八成的制造业形成较强拉动；二是投资稳增长发力，叠加重要工业原材料保供稳价，一季度煤炭、原油、钢铁、水泥等工业品生产增速加快或降幅收窄；三是制造业转型升级推动下，高技术制造业、装备制造业增加值继续保持高增长。

3月工业生产增速回落，疫情扰动是主要原因。其中，上海和吉林均为汽车生产重镇，近期汽车产业链受到较大冲击。事实上，受疫情防控及交通物流等因素影响，3月下旬后多地出现短期停工现象，其他工业企业上游原材料供应、企业排产及产成品发货过程都受到不同程度干扰。由此，3月工业生产增速下行符合市场预期。

我们预计，4月疫情对工业生产的扰动可能进一步加剧——3月进口额同比转负已显示这方面的初步迹象。不过，伴随疫情影响退去，接下来工业生产增速将出现一轮反弹过程。强出口和投资稳增长取向，二季度工业生产仍有支撑，将继续成为宏观经济运行中的一个强点。

三、消费方面：疫情冲击效应在3月明显发酵。其中，3月社零同比下降3.5%，增速较年初1-2月骤降10.2个百分点，服务业生产指数（同时也代表服务消费）也由年初1-2月的同比4.2%降至0.9%。疫情冲击下，3月餐饮业收入同比下降16.4%，增速较年初1-2月大幅下滑25.3个百分点；伴随汽车产业链受到扰动，在社零中占比约10%的汽车销售也在3月再现同比负增长，降幅为7.5%。事实上，3月珠宝、化妆品等可选消费都出现较大降幅，唯有粮油、医药等必需品消费增速加快。以上均符合疫情冲击的一般规律。值得一提的是，在楼市遇冷背景下，近期装修及家俱销售额增速在持续下行。

整体上看，受1-2月消费走势偏强带动，一季度社零同比依然达到3.3%，与去年四季度基本持平。这意味着扣除疫情扰动因素，前期消费偏弱现象已有所改观。展望未来，4月社零同比仍将停留在负值状态，但二季度后两个月有望出现明显反弹。近期促消费政策组合拳频出，预计将对疫情下消费下滑起到一定缓解作用。

四、投资方面：稳增长作用体现。1-3月全国固定资产投资（不含农户）同比增长9.3%，增速比1-2月份回落2.9个百分点，但仍明显高于去年全年4.9%的增长水平。主要有三个原因：一是以两年平均增速衡量，上年同基数抬高；二是楼市持续降温，3月单月房地产投资再度转负，为-2.4%。以两点是影响1-3月投资增速较年初有所下行的主因。最后，在资金来源充裕、项目审批加快推动下，一季度基建投资同比增长8.5%，较1-2月加快0.4个百分点。在上年基数大幅上行后（以两年平均增速衡量），该指标不降反

升，体现当前逆周期调控力度正在持续加大。另外，一季度制造业投资同比增长 15.6%，尽管受上年基数抬高（同上）影响增速较 1-2 月有所回落，但仍明显处于高增状态。背后是政策面对制造业转型升级、着力解“卡脖子”问题的支持力度很大，制造业中长期贷款保持高增，一季度高技术制造业投资增长 32.7%。同时，前期制造业利润回暖、当前出口偏强，也对以民间投资为主的制造业投资形成一定内生拉动。

展望 4 月，基建投资仍有提速空间，制造业投资有望延续两位数高增，而房地产投资下滑幅度或将有所扩大。以上因素对冲，叠加上年基数（以两年平均增速衡量）走高，预计 1-4 月固定资产投资同比增速将为 8.2%，较前值小幅回落 1.1 个百分点，继续处于较高水平。我们判断，二季度投资对经济增长的贡献将进一步加大。

五、就业方面：3 月城镇调查失业率升破控制目标，疫情忧动和经济下行压力影响显现。3 月城镇调查失业率为 5.8%，较上月增加 0.3 个百分点，已高于今年 5.5% 的控制目标。春节后失业率不降反升，超出季节性，主要是受疫情忧动影响。不过，该指标自去年四季度以来持续上行，也折射出经济下行压力增大的现实。我们预计，疫情冲击下 4 月该指标仍有可能继续处于高于控制目标的水平；加之就业数据属于宏观经济滞后指标，整个二季度就业压力都将比较明显。

3 月两会高层明确表示，“今年我们加大宏观政策实施力度，财政货币政策要围绕实现就业目标来展开，所以我们强调就业优先也是宏观政策，其他政策要配套，为实现就业目标努力”。这也是我们预计在近期基建投资显著提速、货币政策“全面+定向降准”落地后，二季度宏观政策逆周期调控有望继续加码的一个原因。

整体上看，一季度 GDP 增速和 3 月消费、投资、工业生产等宏观数据表明，受这一轮疫情忧动，经济下行压力在进一步加大；与此同时，政策面的对冲力度也在相应增强，这是一季度宏观经济能够保持整体平稳的主要原因。值得一提的是，疫情短期冲击效应明显，但不具有可持续性，当前经济下行压力的主线依然是房地产遇冷。我们判断，后期围绕调控政策放宽、房企融资环境回暖、居民房贷利率下调的政策组合还会持续发力。若房地产在年中摆脱收缩态势，下半年国内经济增长动能将趋势性转强。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。