

# 宏观与金融研究

民生银行研究院

2023年4月18日

温彬 民生银行首席经济学家  
民生银行研究院院长  
王静文 中国宏观经济研究  
张丽云 货币政策与流动性研究  
应习文 国际宏观经济研究  
孙莹 财政政策研究  
李鑫 外汇商品研究  
杨美超 外资外贸研究  
韩思达 资产配置研究

## 【数据点评】

### 疫后复苏进入第二阶段

#### 【内容摘要】

一季度GDP同比增长4.5%，扭转了去年四季度以来的下行势头，为实现全年增长目标打下了良好基础。但从3月数据来看，各项指标同比回升，环比持平或回落，显示经济复苏斜率略有放缓，疫后复苏正进入第二阶段。

生产方面，工业增加值同比增长3.9%，较1-2月加快1.5个百分点；服务业生产指数同比增长9.2%，较1-2月加快3.7个百分点。服务业继续好于工业。

消费方面，3月社零同比增长10.6%，较1-2月加快7.1个百分点。线下接触类消费和汽车消费增速回升，但地产相关消费和疫情相关消费有所回落。消费动能仍需稳固。

投资方面，一季度固定资产投资增速同比增长5.1%，较1-2月回落0.4个百分点。三大支柱基建投资、制造业投资和房地产开发投资均出现回落，民间投资仍然疲弱。

总体来看，3月经济呈现恢复向好态势，但恢复基础尚不牢固，集中表现为外需仍然面临压力、居民消费仍然偏弱、民企信心有待提振、房地产市场尚未稳固。

从政策角度看，预计政府将在前期调查研究基础上，适时出台务实管用的政策措施，继续推动经济运行整体好转。

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

# 疫后复苏进入第二阶段

温彬 王静文

## 经济数据

根据统计局数据，一季度我国 GDP 同比增长 4.5%，符合我们此前预期。3 月工业增加值同比增长 3.9%，较 1-2 月加快 1.5 个百分点。服务业生产指数同比增长 9.2%，较 1-2 月加快 3.7 个百分点。社会消费品零售同比增长 10.6%，较 1-2 月加快 7.1 个百分点。一季度固定资产投资同比增长 5.1%，较 1-2 月回落 0.4 个百分点，其中基建投资同比增长 8.8%，较 1-2 月回落 0.2 个百分点；制造业投资同比增长 7.0%，较 1-2 月回落 1.1 个百分点；房地产开发投资同比增长-5.8%，较 1-2 月回落 0.1 个百分点。

一季度 GDP 同比增长 4.5%，符合我们此前预期，去年四季度以来的下行势头得到扭转，为实现全年增长目标打下了良好基础。具体到 3 月来看，各项指标延续复苏态势，同比增速大多较上月回升，但环比增速持平或回落，显示经济复苏斜率略有放缓，疫后复苏正进入第二阶段。

由于复苏基础尚不牢固，内生动能仍显疲弱，从政策角度看，预计政府将在前期调查研究基础上，适时出台务实管用的政策措施，继续推动经济运行整体好转。

## 一、GDP：实现开门红

今年一季度以来，受疫情防控措施优化、消费场景修复、积压需求释放和地方政府“拼经济”等因素带动，当季GDP同比增长4.5%，扭转了去年四季度的下行态势，为实现全年增长目标打下了良好基础。

从外部看，全球经济在年初表现出了一定韧性，全球制造业PMI较去年末小幅反弹，显示外需降幅略有收窄。我国推出了一系列外贸稳规模优结构政策，3月份出口增速大幅走高，净出口对增长的拉动作用好于预期。

从内部看，随着疫情防控平稳转段，经济循环加快畅通，内需增速明显回升，一季度经济处于修复斜率最陡时段。从消费看，线下聚集性、接触型消费持续改善，汽车等耐用品消费有所改善。从投资看，地方债前置发力和银行业中长期贷款超预期投放，地方政府加快推动重大项目开工，基建投资增速保持稳健，积压需求持续释放使房地产市场有所回温，但制造业投资因盈利偏弱仍面临一定压力。

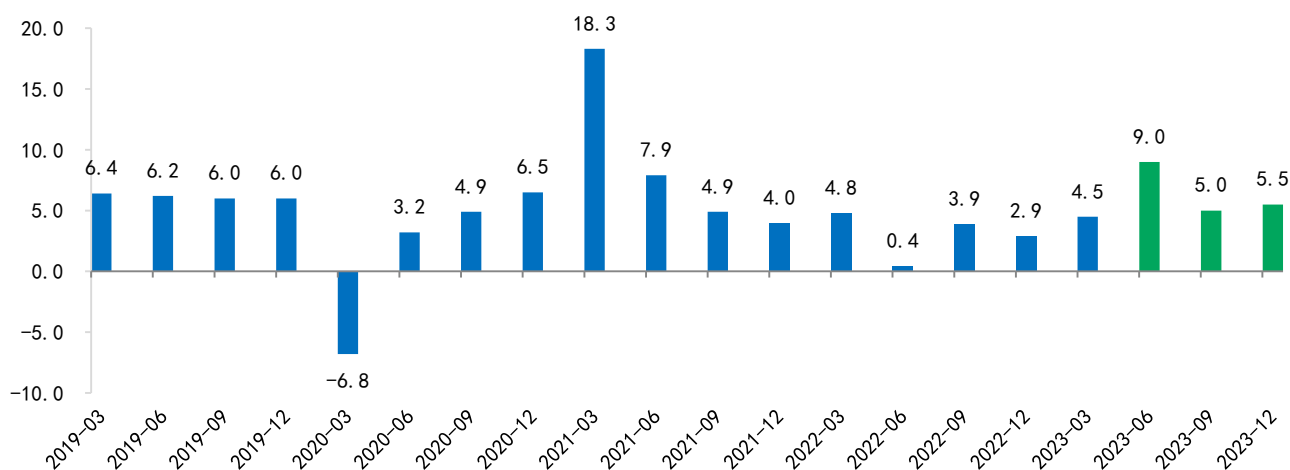
分产业看，餐饮住宿、交通运输、批发零售、商务租赁等第三产业全面复苏；工业和农业生产保持稳健增长；金融业、信息软件服务业、建筑业继续保持高增，共同推升了一季度GDP同比增速。

展望二季度，由防疫措施优化和场景修复带来的消费反弹逐渐减弱，3月份社零环比增速有所回调，之前积压的购房需求

接近释放完成，房地产复苏出现反复，这意味着经济修复最陡时段临近尾声。

考虑到内生动能仍然偏弱，以及 5% 的增长目标下中央不会出台大规模刺激政策，预计二季度经济将会环比放缓。但由于去年二季度 GDP 仅同比增长 0.3%，偏低的基数将会推高二季度 GDP 同比增速，有望达到 9.0% 左右。

图 1：季度 GDP 增速



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

## 二、生产：工业与服务业双双加快

3 月规模以上工业增加值同比增长 3.9%，较 1-2 月份加快 1.5 个百分点，基本符合市场预期。但环比增速为 0.12%，与 2 月持平，显示同比增速加快主要由低基数支撑。

3 月官方制造业 PMI 由 2 月的 52.6% 回落至 51.9%，其中生产指数由 56.7% 回落至 54.6%，显示制造业仍处于扩张状态，但扩张速度相较 2 月略有放缓。

三大门类中，采矿业明显放缓，但电热气水和制造业均有加快。3月采矿业同比增长0.9%，低于1-2月的4.7%，主要受大宗商品价格下降拖累。电热气水生产和供应业同比增长5.2%，高于1-2月的2.4%，主要由稳增长政策发力显效带动。制造业同比增长4.2%，高于1-2月的2.1%，显示需求端尤其是内需支撑有所加强。

需要指出的是，3月出口交货值同比名义-5.4%，低于1-2月的-4.9%，与3月按美元计出口由-6.8%反弹至14.8%不尽一致。主要由于前者反映的本期生产、交付给出口部门的产品价值，而后者反映的是本期出口的产品总值，不一定由本期生产。所以，出口交货值或更能反映外需面临的压力。

3月全国服务业生产指数同比增长9.2%，比1-2月加快3.7个百分点。这与3月服务业商务活动指数由55.6%上升至56.9%一致。

3月以来，经济社会运行继续向正常水平回归，服务业尤其是接触型聚集型服务业继续改善。3月住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业生产指数分别增长29.9%、12.0%、11.9%，比1-2月份分别加快18.3、2.7、7.7个百分点。

图 2：工业增加值同比增速继续反弹

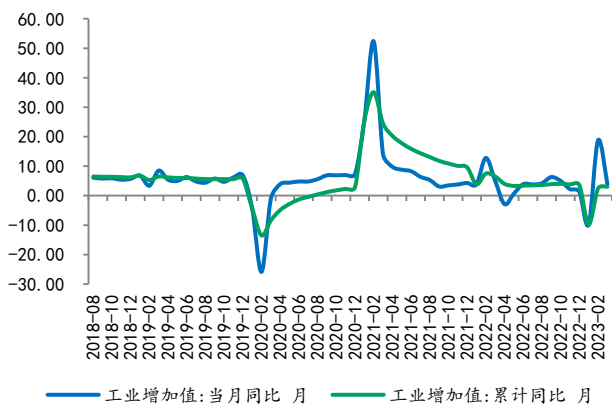
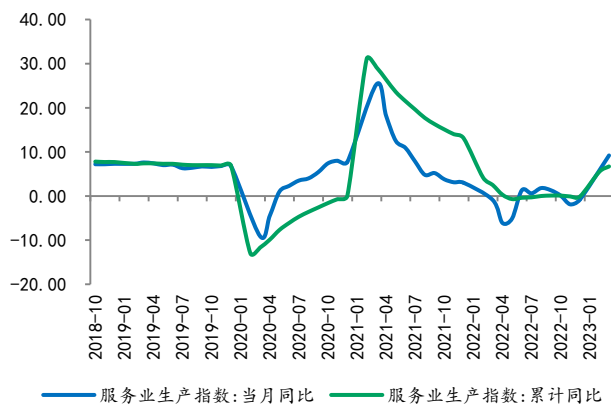


图 3：服务业生产指数大幅反弹



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

### 三、消费：同比加快，环比放缓

3 月社会消费品零售同比增长 10.6%，大幅好于 1-2 月的 3.5%，也优于市场预期。但环比来看，3 月社零增速为 0.15%，较 1 月的 0.31% 和 2 月的 0.67% 均有回落，显示出消费动能仍有待稳固。

3 月消费主要呈现“两升两降”特点：

一是线下场景恢复增长。当月餐饮收入同比增长 26.3%，比 1-2 月加快 17.1 个百分点；服装鞋帽针纺织品类增长 17.7% 比 1-2 月加快 12.3 个百分点；金银珠宝类、化妆品类、烟酒类商品零售额分别增长 37.4%、9.6%、9.0%，分别比 1-2 月加快 31.5、5.8、2.9 个百分点。

二是车市热度回升。汽车消费同比增速由 1-2 月的 -9.4% 回升至 11.5%。随着国六 A 清库存的公开化，各车企厂商加大促

销力度，导致购车需求集中释放。

三是疫情相关消费继续回落。中西药品同比增速由 1-2 月的 19.3% 回落至 11.7%，粮油食品同比增速由 9.0% 回落至 4.4%，办公用品降幅由 -1.1% 下降至 -1.9%，居民储备药品、食品以及居家办公需求明显下降。

四是地产类消费下滑。建材类消费增速由 -0.9% 降至 -4.7%，家具类由 5.2% 回落至 3.5%，家电类增速由 -1.9% 小幅升至 -1.4%，显示房地产产业链尚未企稳。

总体来看，3 月消费继续呈现分化态势，接触型、聚集性消费继续回暖，但耐用品消费恢复势头并不强劲。这与央行一季度城镇储户调查结果一致。央行调查结果显示，未来 3 个月预计增加的支出中，选择“旅游”的占比从上季度的 13.3% 上升至 24%，增幅最为明显。大额商品消费仅增加 0.4 个百分点至 18.9%，约为历史 10% 分位水平。

究其原因，一是由于消费意愿尚未明显提振。一季度选择“更多储蓄”的储户占比为 58.0%，较上季度的历史高点下降了 3.8 个百分点，不过仍处于历史 97.5% 分位位置。当季居民部门新增存款接近 7 万亿，创历史同期最高水平，居民的预防性储蓄倾向仍然较强。

二是消费能力尚未明显改善。3 月份城镇调查失业率回落至 5.3%，16-24 岁人口失业率上升至 19.6%，为历史次高水平，就业市场仍有待企稳。此外，一季度全国居民人均可支配收入同

比增长 5.1%，高于去年末的 5.0%，但人口可支配收入中位数同比增长 4.6%，低于去年末的 4.7%，收入分配格局仍有待优化。

图 4：消费同比增速回升

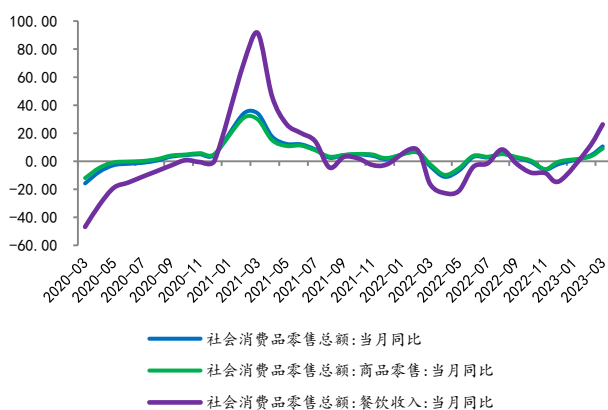


图 5：降价促销推动汽车消费回升

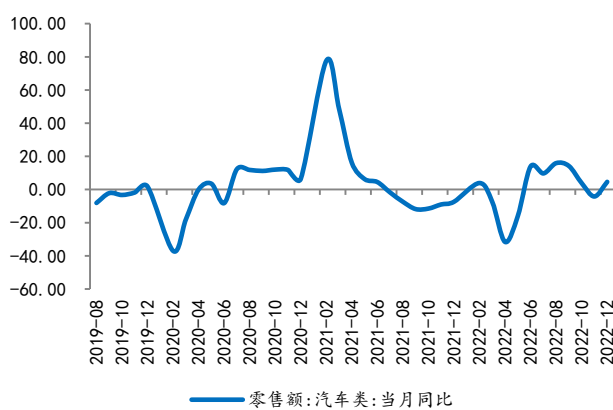


图 6：储蓄倾向回落，消费倾向回升

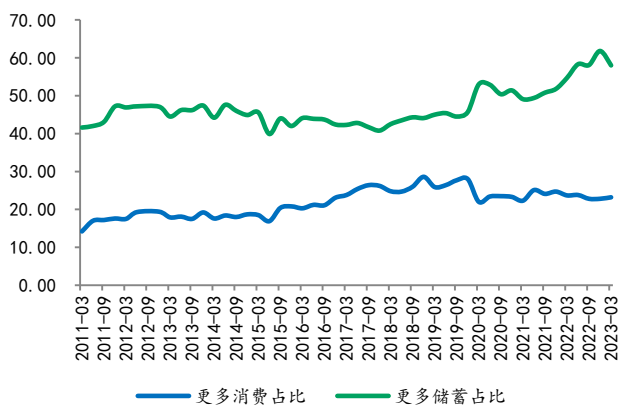


图 7：青年人口失业率回升



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

## 四、投资：基建、制造业增速回落

一季度固定资产投资同比增长 5.1%，略低于 1-2 月的 5.5%，也低于市场预期，我们测算的当月投资增速回落至 4.8%。3 月固定资产投资环比-0.25%，低于 1 月的 0.28%和 2 月的 0.48%。

从结构来看，基建投资（不含电力）、制造业投资以及房地产开发投资增速均出现回落。

一季度基建投资同比增长 8.8%，略低于 1-2 月的 9.0%，我们测算的 3 月当月同比增速为 8.7%。3 月建筑业商务活动指数较上月上升 5.4 个百分点至 65.6%，显示基建行业景气度仍高。3 月当月专项债净融资 5132.4 亿元，比去年同期多 941.2 亿元，资金来源仍有保障。基建增速之所以略有放缓，应与去年同期基数偏高有关。

一季度制造业投资同比增长 7.0%，略低于 1-2 月的 8.1%，我们测算的当月同比增速为 6.2%。3 月制造业 PMI 中的生产经营活动预期由 57.5% 回落至 55.5%，1-2 月制造业企业利润总额同比降幅由上年末的 -13.4% 扩大至 -32.6%，企业营收利润率明显下降。再加上出口交货值回落、产能利用率偏低等制约因素，导致制造业投资增速出现较为明显的回落。

此外，一季度民间投资同比增长 0.6%，低于 1-2 月的 0.8%，当月增速降至 -4.4%，显示民间资本信心仍有待进一步提振。

图 8：基建投资增速小幅回落

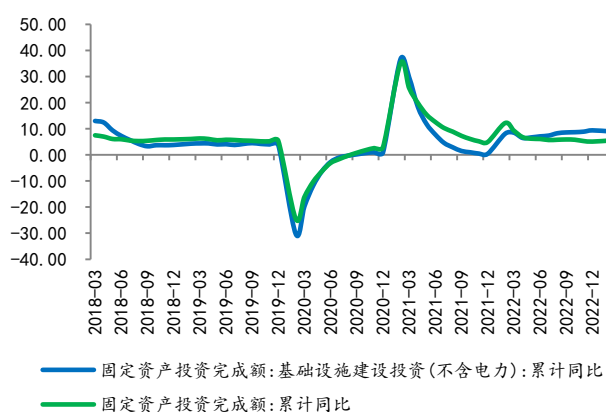


图 9：建筑业景气度回升，新订单回落

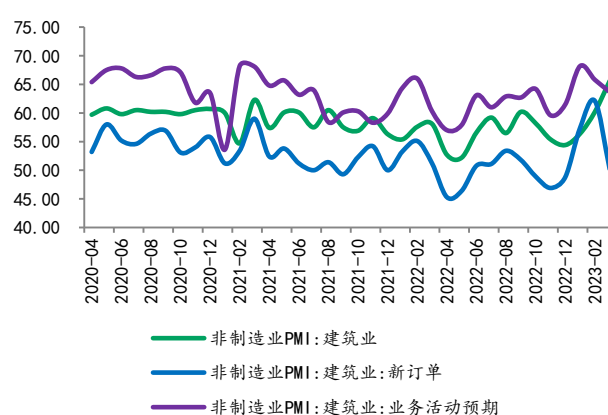


图 10：制造业投资增速略有回落

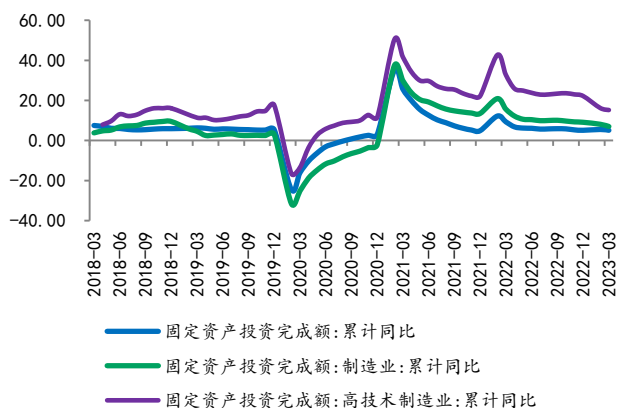
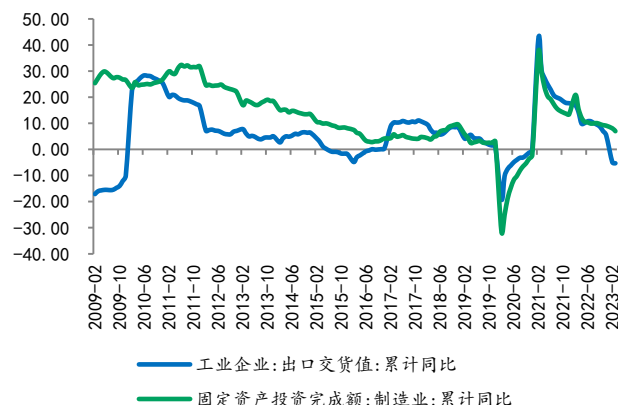


图 11：出口放缓或将拖累制造业投资增速



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

## 五、房地产：房企信心不足，复苏出现反复

一季度房地产开发投资同比-5.8%，较 1-2 月的-5.7%略有回落，弱于市场预期。我们测算的 3 月当月房地产开发投资增速为-7.2%，同样低于 1-2 月水平。积压需求释放接近尾声，房企对于下一阶段的销售信心不足，拿地和新开工意愿明显回落。

从销售端来看，3 月商品房销售面积同比-3.5%，与 1-2 月的-3.6%大致持平，反弹幅度较上月大幅放缓，或意味着此前的积压需求逐渐释放完毕。3 月商品房销售额同比 6.3%，好于 1-2 月的-0.1%。销售额增速快于销售面积，显示房价有所抬升，与 70 大中城市房价继续反弹一致。

从施工端来看，3 月施工面积同比-34.2%，大幅弱于 1-2 月-4.4%；新开工面积同比-29.0%，大幅弱于 1-2 月的-9.4%，只有竣工面积逆势上涨，3 月同比 32.0%，大幅好于 1-2 月的 8.0%，显示出房企优先满足现有项目达到竣工标准，但新开工和施工

的意愿并未明显改善。

从资金来源来看，3月房企到位资金同比2.8%，大幅好于上1-2月的-15.2%。其中，国内贷款同比6.0%，大幅好于上月的-15.0%；以按揭和定金、预收款为主的其他资金同比15.6%，大幅好于上月的-13.4%；自筹资金同比-17.4%，略好于上月的-18.2%。这组指标显示，3月房企的资产负债状况已有明显改善。

一季度以来，前期积压需求集中释放、政策持续发力以及市场情绪好转等多因素共同推动地产销售好转。但在积压需求释放接近尾声之后，房地产将面临现实约束：居民收入尚未修复、对期房信心不足以及对房价长期预期改变等因素，将限制居民加杠杆的能力和意愿。再考虑到人口周期拐点和城镇化速度放缓，房地产中长期的销售中枢下滑可能，打破房地产“销售弱—回款难—拿地下降—投资下滑”的负反馈仍需时间。

图 12：房地产开发投资增速略有下降

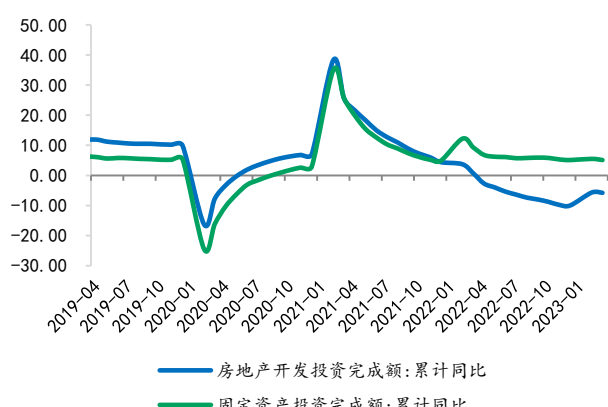


图 13：五大指标单月增速有所分化

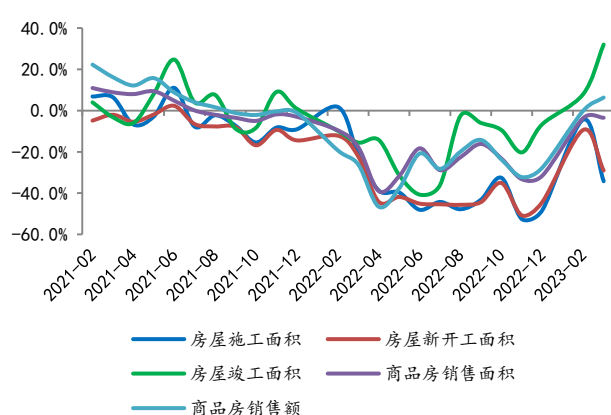


图 14：资金来源状况明显改善

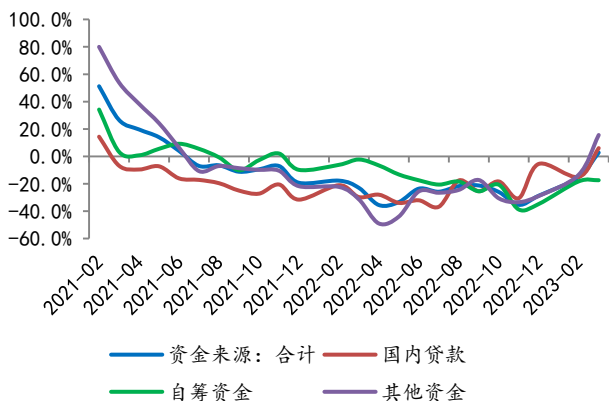
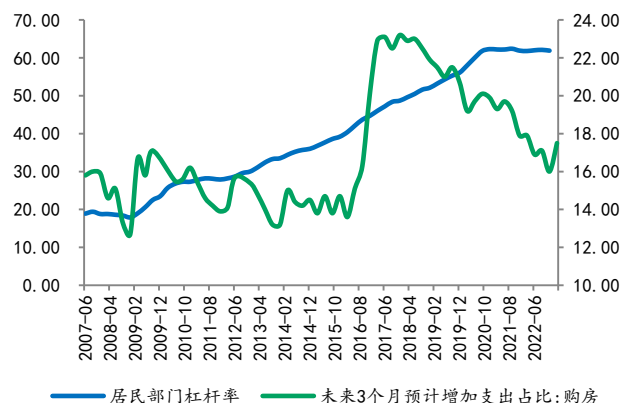


图 15：居民部门加杠杆意愿略有提升



数据来源：wind 资讯，中国民生银行研究院。

## 六、政策：适时出台务实管用的政策措施

总体来看，3 月经济呈现恢复向好态势，需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力大幅缓解，但恢复基础尚不牢固，内生动力稍显不足。近段时间关于“经济是否陷入通缩”的讨论，也在一定程度上反映出市场对于经济恢复强度和可持续性的担忧。

事实上，从易纲行长“两个下降，一个伴随”（物价水平持续下降、货币供应量增长下降，并伴随着经济衰退）的标准来看，当前经济并未陷入通缩，所以加大货币宽松力度的必要性和作用不强。

从一季度货币政策例会释放出的信号来看，央行更强调“搞好跨周期调节”，不再提“逆周期调节”；要求“保持信贷合理增长、节奏平稳”，不再提“保持信贷总量有效增长”；要求结构性政策工具要坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，

不再提“做好‘加法’”，这些都反映出货币政策力度略有回调，基调回归稳健中性。

4月7日国常会指出，当前经济恢复正处于关键期。要在深入调查研究基础上，扎实做好经济运行监测、形势分析和对策研究，适时出台务实管用的政策措施，进一步稳定市场预期，提振发展信心，巩固拓展向好势头，推动经济运行持续整体好转。

习总书记4月10-13日赴广东调研时强调了三方面工作：一是科技自立自强，特别要加大对中小企业创新的支持。二是建设现代产业体系，强调以实体经济为支撑，不能脱实向虚。三是促进共同富裕，推动区域经济、乡村经济更好发展。

这些都意味着决策层对于货币政策的实施将更为克制，下一阶段或将主要针对当前经济运行中的薄弱环节和短板出台“务实管用”措施。预计在4月底的政治局会议上，政策导向和发力重点将更为明确。

## 近期研究成果

1. 2023 年展望系列之一：霾开雾散，冬尽春来——中国经济展望（2022 年 12 月 26 日）
2. 2023 年展望系列之二：通胀未散，衰退已近——全球经济展望（2022 年 12 月 27 日）
3. 12 月 PMI 降至低点，但触底迹象已经显现（2023 年 1 月 3 日）
4. GDP 好于预期，内需现企稳迹象（2023 年 1 月 17 日）
5. 1 月 PMI 大幅反弹，内需推动经济回升（2023 年 1 月 31 日）
6. 复苏成色上升，2 月 PMI 继续向好（2023 年 3 月 1 日）
7. 经济如期复苏，关注三大短板（2023 年 3 月 15 日）
8. 经济进入温和复苏时段（2023 年 3 月 31 日）

### 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：[yjy@cmbc.com.cn](mailto:yjy@cmbc.com.cn)

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

