

年初宏观数据大幅超预期，后续稳增长政策取向不会改变

——2022年1-2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：1-2月份，规模以上工业增加值同比实际增长7.5%，增速比2021年12月加快3.2个百分点；1-2月社会消费品零售总额74426亿元，同比增长6.7%，增速比2021年12月份加快5.0个百分点；1-2月全国固定资产投资（不含农户）50763亿元，同比增长12.2%，2021年全年为4.9%。

点评如下：

一、工业生产方面，主要受内需改善明显、外需保持强势、大宗商品涨价带动上游生产，以及“缺芯”缓解下汽车生产改善等因素提振，1-2月工业生产超预期走强。

年初工业生产表现强势。在去年同期基数较高背景下，1-2月工业增加值累计同比增长7.5%，增速较去年12月当月同比加快3.2个百分点，较去年四季度各月两年平均增速均值也加快约2.0个百分点。分行业看，1-2月41个大类行业中有38个行业增加值实现同比增长，其中，上游煤炭、石油和天然气开采业，中游电气机械及器材制造业，下游汽车制造业、计算机等电子设备制造业、食品酒饮加工业等行业工业增加值涨势较快。

我们认为，在“就地过年”效应不及上年以及冬残奥会召开等因素扰动下，1-2月工业生产能够实现超预期走强，主要受四方面因素提振：一是年初国内投资发力、消费修复，内需改善迹象积极，加之出口延续强势，对工业生产起到有力支撑；二是今年以来煤炭价格保持相对高位，油气价格大涨，上游企业利润高增带动生产走强，这也反映于1-2月采矿业增加值同比增长9.8%，增速领跑工业三大门类；三是去年四季度以来“缺芯”问题开始缓解，汽车生产逐步恢复，1-2月汽车制造业增加值同比增长7.2%，相较于去年12月的2.8%和去年四季度的平均负增长水平明显改善；四是1-2月高技术制造业、装备制造业增加值同比分别增长14.4%和9.6%，工业新动能优势持续发挥。

我们注意到，2月末工信部称，随着（稳定）工业经济增长各项政策措施贯彻落实，提振工业经济取得阶段性成效。1-2月工业增加值数据印证了监管层的判断。展望未来，由于今年境外产业链在加速修复，未来出口对工业生产的拉动作用可能减弱，国内投资高增长的可持续性需要进一步观察。我们判断，未来工业生产增速将有所回落，预计3月工业增加值增速将回落至6.0%左右，全年增速将在5.0%附近，与全年GDP增速基本匹配。

二、消费方面，主因今年春节期间“就地过年”政策对消费的冲击弱于上年、部分商品涨价以及汽车销售回暖，1-2月社零同比增速明显加快。

1-2月社零同比增长6.7%，增速较去年12月加快5.0个百分点，也高于去年四季度社零各月两年平均增速均值（约为4.1%）。我们认为这主要受三方面因素拉动：首先，今年春节期间“就地过年”政策对消费的冲击要弱于2021年——“就地过年”影响下，2021年1-2月社零同比基数偏低，两年平均增速仅为3.2%——从而有助于推高今年同期社零增速。这也反映于1-2月餐饮收入同比增长8.9%，商品零售额同比增长6.5%，受疫情防控制约更大的餐饮收入绝对增速水平更高，且相较去年12月的反弹幅度更大。其次，由于今年以来国际油价大涨，国内成品油价格跟进上调，1-2月石油制品类零售额增速加快至25.6%（去年12月同比增速为16.6%）。最后，随着“缺芯”问题缓解，汽车生产改善，汽车销售端同步回暖，去年四季度仍处同比深跌状态的汽车零售额在1-2月同比增长3.9%。由于汽车零售额在社零中的占比约10%，因此对整体社零增速产生较为明显的正向拉动。

从限额以上商品类别来看，除汽车和石油制品外，1-2月金银珠宝、家电和音像器材、文化办公用品等可选消费品零售额同比增速较快，消费结构边际变化释放出居民消费能力改善的积极信号，但这部分受去年同期可选消费品零售额涨势（以两年平均增速衡量）仍明显弱于正常年景拉动，可持续性有待观察。另外，除家电和音像器材外，1-2月家具、建筑装潢材料等涉房类商品零售额增速放缓，其中家具零售额累计同比下降6.0%，与同期商品房销量负增相印证。

整体上看，当前商品消费增速仍处于偏缓状态，明显低于疫情前平均8-9%的增速，特别是线下消费较为低迷。主要原因是疫情波动及收入增速下滑对居民消费能力和消费信心的拖累持续存在。我们建议接下来重点关注楼市下行对涉房消费及整体消费信心的影响。另外，考虑到3月以来国内疫情再现反复，多地防控力度加码，或将对消费产生一定扰动，预计3月社零增速将有所放缓。

三、投资方面，1-2月全国固定资产投资同比增长12.2%，其中房地产投资录得正增长尤为引人注目。

年初投资数据中最大的意外来自房地产投资。此前市场预期，受楼市遇冷、部分头部房企风险暴露等因素影响，年初房地产投资可能出现两位数负增长，而最终增速达到3.7%。据我们测算，这一增速较去年12月显著加快17.6个百分点。而且这是在上年同期基数不低、1-2月商品房销售面积同比下降9.6%、房地产开发企业到位资金同比下降17.7%的背景下取得的。我们判断，这可能与近期各地“保交楼”政策加码，房地产企业加快施工有关。数据显示，1-2月商品房施工面积同比增长1.8%，而去年12月为同比下降35.3%。考虑到近期房企拿地已大幅收缩，后续房地产投资将大概率回归负增长。我们认为，未来房地产行业下行将是国内经济下行压力的主要来源之一。政策回暖预期下，年中之后房地产投资有望出现稳定

的正增长态势。

1-2月基建投资同比增长8.1%。这一增速较去年年末及四季度的负增长水平有显著提高，也明显高于去年全年0.4%的增速。实际上，受适度超前开展基建投资、部分专项债额度提前下达，以及基数偏低（以两年平均增速衡量）驱动，年初基建投资大幅提速没有悬念，只是增速水平比市场预期略高。我们认为，今年基建投资提速将是宏观政策向稳增长方向发力的最明显标志，后续该指标有望持续保持5.0%以上的增长水平。

1-2月制造业投资同比增长20.9%，显著高于去年全年13.5%的增长水平。据我们测算，也明显高于去年12月11.8%的增速。年初制造业投资高增长，与去年同期的低基数直接相关——上年同期该指标的两年平均增速为-3.0%。不过，在行业利润改善、融资政策支持下（“十四五”规划强调制造业基础地位，2020年全年新增制造业贷款2.2万亿元，超过前5年总和；2021年制造业中长期贷款同比增长31.7%），今年制造业投资确实存在较快增长的基础。另外，展望未来，伴随基数效应消退，制造业投资增速将有所下行，但全年增速有望保持在7.0%左右。

四、就业方面，年初宏观数据中表现偏弱的是城镇调查失业率，预示后期宏观政策稳增长取向不会调整。

2月城镇调查失业率升至5.5%，触及今年政府工作报告设定的目标上限。这里有一定季节性因素。不过，扣除春节影响，当前城镇调查失业率也有抬头趋势。这是当前经济下行压力较大的一个直接体现。我们注意到，近期高层明确表态，“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”。由此我们预计，尽管年初宏观数据超预期，但二季度宏观政策的稳增长取向不会改变，其中财政发力是重点，货币政策也仍有降息降准空间。

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。

