



准确理解当前中国经济图景



2022 年 1-2 月中国经济增长数据在市场期待下重磅出炉，主要经济指标同比悉数超预期改善。但我们研究发现，2022 年一季度主要经济指标仍然面临不同程度的基数影响。要准确分析 1-2 月统计数据背后的经济图景，需要结合近几年的环比增速来比较，而采用同比数据（低基数导致高估）和三年平均增速（2020 年初低增长导致低估）都不够准确。

我们分析发现：2022 年 1-2 月工业增加值增长强劲，但产销率指标不佳，对工业生产强劲增长的可持续性构成疑问。固定资产投资中，房地产投资的改善最为可观，遗憾的是，其改善主要依赖于土地购置费，而建安投资仍然偏弱。基建和制造业投资并不似同比数据那般“开门红”，尤其制造业投资受到基数因素的支撑较多，而 3 月基数因素的支撑就会明显减弱，使得基建和制造业投资同比可能面临回落压力。消费数据同样受到了低基数的加持，目前商品消费的环比已基本恢复至疫情前水平，但餐饮消费的修复仍任重而道远。

总体而言，1-2 月经济数据不似同比度数所展示的那般靓丽，结合环比分析所呈现的图景基本符合预期。当前中国经济下行压力仍然较大，工业、出口等强势指标面临的不稳定因素增多，房地产投资的改善主要源于土地购置费的滞后计入，其持续性较差，国内疫情形势收紧进一步制约消费复苏。近期从全国两会、到国常会部署《政府工作报告》重点任务分工，都对稳增长提出较高要求，随着财政政策的大力度落实，房地产监管政策的因城施策、边际调整，我们认为中国经济已进入“筑底”阶段。而货币

政策受到结构性通胀升温、美联储启动加息的约束，暂时处于观察期，短期宏观政策将以结构性货币政策工具和财政政策的发力为主。

我们分析 2021 年经济数据时遇到的主要困难是，2020 年基数“大落大起、前低后高”，造成 2021 年各项经济指标的同比普遍在年初冲顶后回落，无法展现经济增长的趋势变化。因此，2021 年分析中市场普遍采用经济数据的两年平均增速，从而把 2020 年的基数问题平滑掉。但这里面存在的问题是，会使 2021 年前三季度的两年平均增速被 2020 年的低增长压低，这种同比太高、两年平均增速偏低的情况，就使得我们事实上很难准确观察到 2021 年年初经济的强弱变化。

而到 2021 四季度，由于 2020 年四季度中国 GDP 已恢复到同比 6.4% 的较好水平，可以说 2021 年四季度经济数据的同比已经相对可靠。因此，在分析 2022 年的经济数据时，一个自然的想法是，直接比较经济数据的同比的变化方向。但这时仍然会面临困难，因为 2021 年年初受“就地过年”影响，经济增长实际上也出现了较大波动，观察 GDP 环比可见，2021 年一季度中国经济增长仍然是显著弱于季节性水平，而且呈三产明显偏弱、二产略微偏强的分化。因此，2022 年一季度的经济数据同比仍然存在结构性的“低基数”问题，只是被同比高度数、两年平均增速仍在爬坡，以及结构上的强弱分化掩盖掉了。

因此，2022 年 1-2 月主要经济指标的同比增速悉数上升，但要准确分析数据背后的经济图景，采用同比数据（低基数导致高估）和三年平均

增速(2020年初低增长导致低估)都不够准确。例如,采用同比数据来看,2022年1-2月表现最为亮眼的是制造业投资、消费和基建投资,其同比均大幅高于2021年12月水平。但采用三年平均增速来看,则餐饮消费、制造业投资和基建投资成为表现最弱的分项,同比增速均较2021年12月显著走弱。我们认为,一个比较好的办法是考察经济数据的环比,通过比较2015年以来1-2月各项经济指标的环比,来揭示2022年1-2月经济增长的强弱与结构特征,同时亦可窥见各项经济指标的基数效应。

考察1-2月工业增加值的环比,可见2021年1-2月在就地过年影响下,工业增加值环比增长已强于2015-2019年的平均水平,2022年1-2月工业增加值环比进一步上升。因此,2022年1-2月工业增加值同比增长7.5%、比去年12月的4.3%显著抬升,是建立在较高基数的基础上,工业生产增长强劲。而出口是工业高景气的重要支撑因素。

分行业来看,采矿业同比增长9.8%,"保供稳价"对工业增加值产生拉动作用;制造业同比增长7.3%,较去年12月的3.8%显著回升,是工业增加值的主要决定成分;电热水供应业同比小幅回落0.4个百分点至6.8%。分所有制来看,民营企业(私营和股份制)工业增加值迅猛抬升,依次强于国有企业和外资企业。不过,从产销率来看,1-2月工业产销率97.3%,比2020年同期还略低,为2016年以来同期最低值。这表明工业生产可能走在了需求之前,对工业增加值增速大幅反弹的可持续性提出疑问。

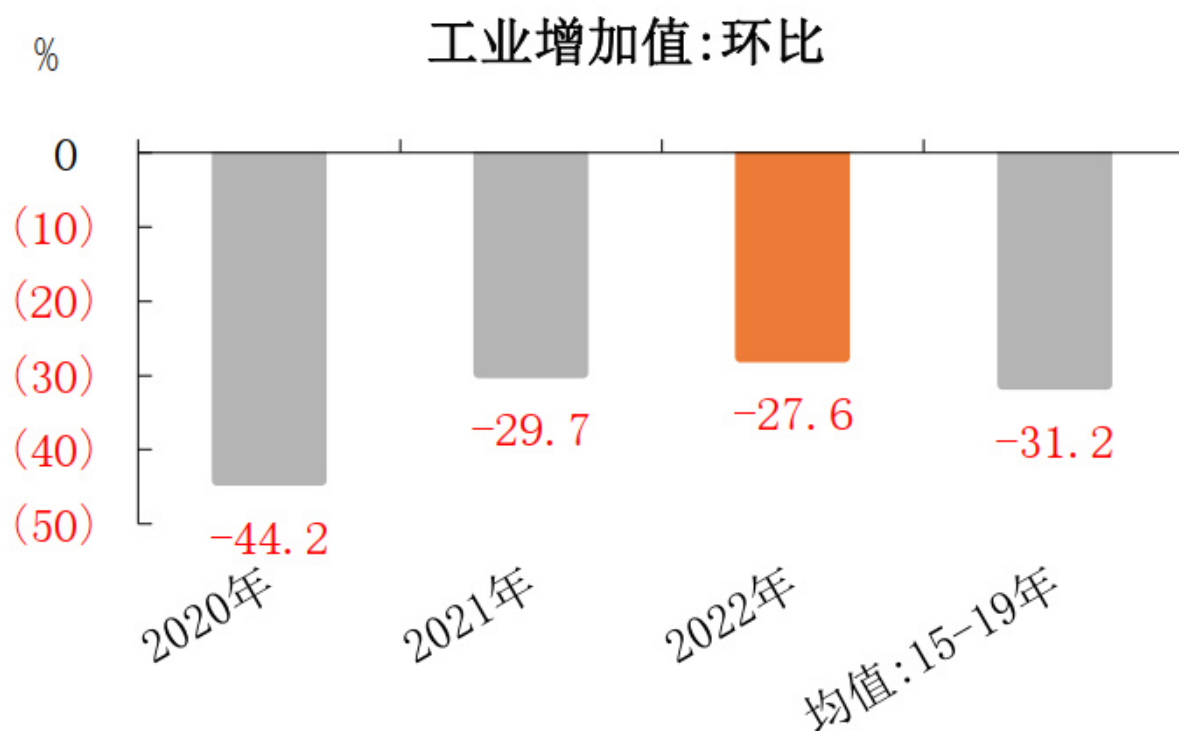


图1: 2022年1-2月工业增加值环比进一步走强

2022年1-2月房地产开发投资完成额同比增长3.7%，相较2021年12月的-14.3%大幅改善。然而，观察房地产投资的面积指标，房屋施工面积增速进一步滑坡至1.8%，房屋新开工面积和商品房销售面积虽比2021年12月有所改善，但仍分别负增-12.1%和-9.6%。对我们分析房地产投资状况造成难度。

考察1-2月房地产开发投资的环比，可见2021年1-2月房地产投资环比已略高于疫情前的水平，2022年房地产投资的同比数据并不存在低基数的支撑，因此同比数据较为可靠。2022年1-2月房地产开发投资增长显

著强于往年水平，房地产投资确呈边际修复。但与房地产投资直接相关的房屋施工面积，环比不仅显著弱于 2021 年同期、也略低于 201215-2019 年同期均值。这意味着，房地产投资的修复可能主要来自于土地购置费的滞后计入，而建安投资部分虽有边际改善但贡献尚不明显。考虑到去年下半年土地购置面积快速走低，土地购置费对今年房地产投资的支撑不可持续，仍然需要进一步大力改善房企的融资环境，才能确保房地产投资尽快企稳。

从 1-2 月房地产开发资金来源的同比增长来看，自筹资金、国内贷款的降幅有小幅收窄，而与房地产销售相关的个人按揭贷款和定金预售款降幅进一步扩大。房地产投资企稳需要在促进房地产销售（适当降低房贷利率和满足合理住房需求）、适当放松预售资金监管方面，进一步发力。

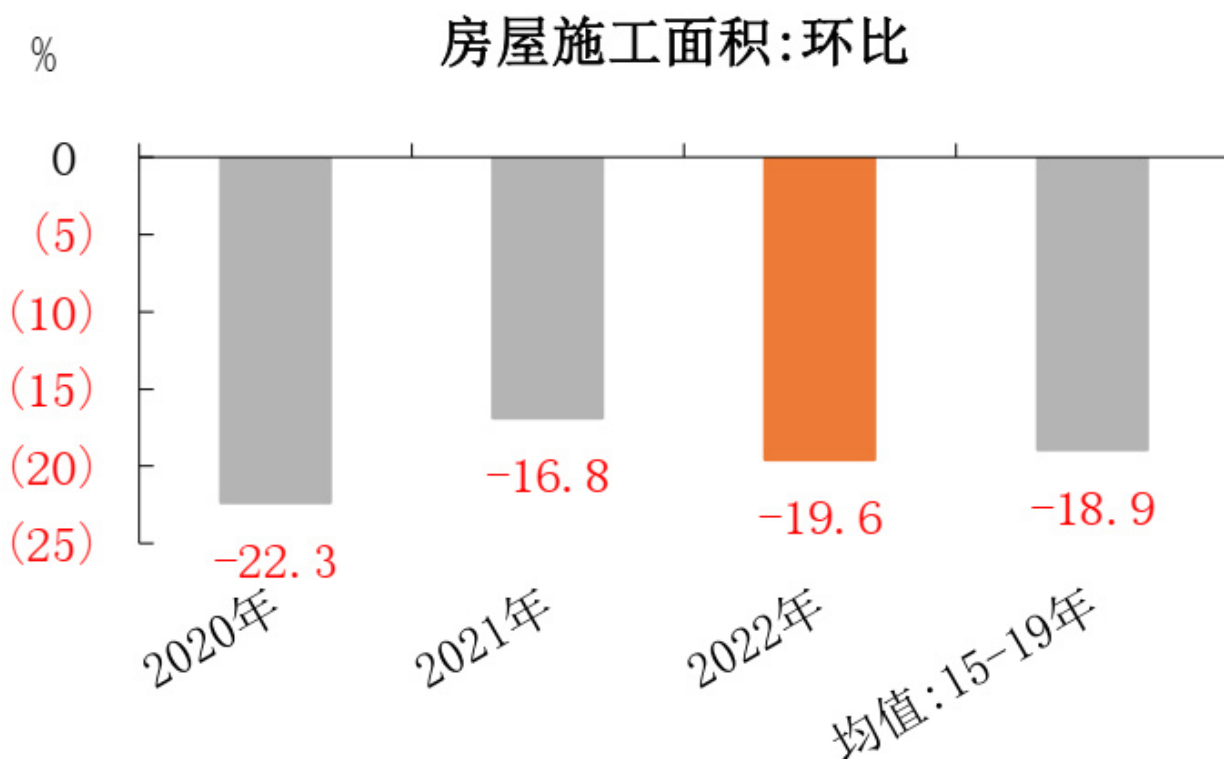


图2: 2022年1-2月房屋施工面积环比仍显著偏弱

2022年1-2月基建投资同比增长8.6%，比2021年12月的4.4%显著提速。从环比来看，2021年1-2月基建投资环比略低于2015-2019年同期均值，今年1-2月面临略低的基数，对基建投资同比构成支持。2022

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39507

