

1-2月数据预测：稳增长发力，开门红可期

核心观点

稳增长政策逐渐发力，1-2月经济已出现回暖迹象，我们维持一季度经济“开门红”判断。供给端，稳增长政策为工业生产护航，供给紧缩限制放松，工业景气度逐渐回升。需求侧，投资数据率先回暖，基建投资显著发力，制造业投资维持高景气度；疫情仍然扰动消费，但就地过年人数减少，低基数效应下社零表现数据有所回升；海外供需缺口持续演绎，我国出口仍有韧性。

信贷方面，当前通过宽信用稳增长的政策意图仍然清晰，2月信贷仍将实现同比多增。我们继续提示总量多增、结构优化的金融数据对股市有较强的正向拉动，由此催化权益市场行情到来。宽信用+宽货币组合下，长端利率未来更多关注宽信用，预计10年期国债收益率一季度末二季度初或上行至高点3.2%附近。2月15日，10-1年期国债收益率利差达到阶段性峰值91BP，今年年初至2月中旬，收益率曲线持续陡峭化，验证我们此前判断，但预计后续利差总体回落，较难突破前高。

□ 供给释放逐见效，工业助力稳增长

1-2月工业生产景气逐步回升，总体稳中向好，“四箭齐发”宽信用开门红已兑现，工业亦有望开门红助力稳增长，我们预计1-2月规模以上工业增加值同比增速5.5%。从生产高频数据来看，1-2月工业生产景气由于春节效应先回落后回升，边际强度在局地疫情反复及冬奥环保限产作用下略有放缓，但总体稳中向好。在紧缩型政策纠偏，稳增长政策为工业生产护航背景下，供给有望得到释放，解决供给冲击问题。“四箭齐发”宽信用逐步兑现，国内投资对工业生产支撑作用积极。在外需方面，海外供需缺口尚未完全弥合，出口对我国工业生产仍有一定支撑作用。

□ 预计1-2月固定资产投资累计同比增速11.0%

预计1-2月固定资产投资同比增长11.0%，较前值增长6.1个百分点。从1-2月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-2.0%、7.0%和24.5%，前值分别为-4.4%、0.4%和13.5%。我们认为1-2月稳增长政策端发力明显，固定资产投资增长有望超预期，产业政策驱动制造业投资保持较高增速。

□ 就地过年弱化，社零表现回升

预计1-2月社会消费品零售总额同比+6.4%，前值1.7%，今年“就地过年”要求有所放松，各地防疫政策更加灵活，居民返乡规模大幅增加，春运期间客运量整体高于去年，春节期间的本地消费得到一定释放，社零表现数据有所回升。

□ 春节因素显现，就业持续承压

预计2月全国城镇调查失业率为5.3%，与1月持平，较去年12月份上升0.2%，与2019年同期水平相当。当前，三重压力冲击下，中小企业经营持续承压，叠加疫情持续扰动及春节效应的影响，调查失业率小幅冲高。

□ CPI维持低位，PPI同比回落

预计2月CPI环比+0.6%，同比+0.9%（与前值持平），猪价持续回落，冰雪游带动消费增长，CPI止住下行趋势。预计2月PPI环比+0.2%，同比+8.4%，前值9.1%，中游工业品价格回升，油价涨幅较大，PPI回落趋势放缓。

□ 价格因素支撑出口，内需回暖提振进口

预计供需缺口持续演绎，名义价格对出口有积极推动作用，1-2月人民币计价出口增速6%，贸易顺差1100亿美元。宽信用稳增长，通胀推升价格，进口保持韧性，预计12月人民币计价进口增速4.6%。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002
 邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006
 邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001
 邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050
 邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001
 邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015
 邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 《1月数据预测：信用扩张，A股上》2022.01.29
- 《12月经济数据：应对需求萎缩是资主要方向》2022.01.17
- 《12月数据预测：定调稳增长，蓄开门红》2022.01.01
- 《11月经济数据：制造业持续引领地产投资降幅收窄》2021.12.15
- 《11月数据预测：先破后立格局形成制造业持续引领》2021.12.01

□ **预计 2022 年 2 月信贷新增 1.5 万亿，社融新增 2.26 万亿，增速分别为 11.5% 和 10.6%**

预计 2 月人民币信贷新增量 1.5 万亿，较去年 1.36 万亿小幅同比多增 1400 亿元，对应增速与前值持平于 11.5%，2 月为春节月份、信贷的自然小月，预计总体稳健。预计 1 月社融新增量 2.26 万亿，较去年同期多增约 5000 亿，增速较前值微升 0.1 个百分点至 10.6%，社融增速处于上行通道，但由于去年基数较高，上行速度暂时相对缓慢，社融结构中，同比多增主要来自企业债券、政府债券和信贷。预计 2 月信贷稳健投放有助于稳定 M2 增速，政府债发行较快+财政支出加速对 M2 影响偏中性，但去年 2 月基数大幅走高，预计 2 月 M2 增速较前值下行 0.6 个百分点至 9.2%。受去年高基数回落及春节因素消退影响，预计 2 月 M1 增速较前值-1.9%回升至 3.7%。

当前货币政策首要目标已切换至稳增长，我们继续强调一季度“四箭齐发”宽信用，货币政策“宽信用+宽货币”对股市有较强的正向拉动，由此催化权益市场行情到来，结构上更加关注宽信用相关受益主体，如金融、地产、建筑、建材，地产后周期如家具家电等。宽信用+宽货币组合下，长端利率未来更多关注宽信用，预计 10 年期国债收益率一季度末二季度初或上行至高点 3.2%附近。2 月 15 日，10-1 年期国债收益率利差达到阶段性峰值 91BP，今年年初至 2 月中旬，收益率曲线持续陡峭化，验证我们此前判断，但预计后续利差总体回落，较难突破前高。

风险提示：美欧对俄制裁力度超预期；美欧部队全面参与乌克兰冲突

正文目录

1. 稳增长政策发力，投资数据引领	5
2. 供给释放逐见效，工业助力稳增长	5
3. 预计 1-2 月固定资产投资累计增速为 11.0%	6
3.1. 1-2 月制造业投资累计同比增速升至 24.5%	8
3.2. 微观验证，基建发力	12
3.3. 预计 1-2 月地产投资累计增速-2%，关注竣工链条以及两大政策性投资对地产拉动作用	12
4. 就地过年弱化，社零表现回升	18
5. 春节因素显现，就业持续承压	20
6. CPI 维持低位，PPI 同比回落	20
6.1. CPI 春节效应显著，非食品项支撑 CPI 止跌	20
6.2. 中游工业品价格回升，PPI 环比转正	21
7. 价格因素支撑出口，内需回暖提振进口	21
8. 预计 2022 年 2 月信贷新增 1.5 万亿，社融新增 2.26 万亿，增速分别为 11.5% 和 10.6%	23
风险提示	26

图表目录

图 1: 固定资产投资累计增长值 (%)	7
图 2: 固定资产投资价格指数同比增速 (拟合值)	7
图 3: 固定资产投资累计同比增速	7
图 4: 制造业部分行业投资增速	8
图 5: 制造业固定资产投资和高技术制造业固定资产投资增速	9
图 6: PMI 指数保持韧性	10
图 7: 广义库存变化情况	13
图 8: 广义库存-狭义库存同比增速变化 (%)	13
图 9: 百城成交土地面积同比增速 (MA3)	17
图 10: 1 月土拍溢价率上行流拍率下行，热度边际回暖	17
图 11: 2022 年春运期间全国日客运量整体高于去年	19
图 12: 本地新增病例仍在高位 (2 月截至 27 日)	19
图 13: 春节票房同比回落	19
图 14: 预计 2 月全国城镇调查失业率为 5.3%，与 1 月持平	20
图 15: 我国进出口价格指数走势	22
图 16: 进出口仍有韧性	22
图 17: 俄罗斯在矿产品、木制品类、有色金属、农业等领域占比较高	23
图 18: 看好 2022 年一季度“四箭齐发”宽信用	25

表 1: 2020 年以来有关“强链补链”的政策表述.....	10
表 2: 主要城市房贷利率下调情况.....	13
表 3: 我国老旧小区改造的投资总额估算.....	14
表 4: 部分城市更新基金汇总.....	14
表 5: 部分城市更新基金汇总.....	14
表 6: 部分省市公布老旧小区改造计划的投资单价估算.....	15
表 7: 2021 年发布的国家级城市更新相关文件.....	15
表 8: 北京 2022 年首轮集中供地相较 2021 年第三轮热度明显提高.....	17
表 9: 主要城市房贷利率下调情况.....	18
表 10: 2 月宏观经济数据预测.....	27

1. 稳增长政策发力，投资数据引领

稳增长政策逐渐发力，1-2月经济已出现回暖迹象，我们维持一季度经济“开门红”判断。供给端，能耗双控、限产限电等紧缩型纠偏，稳增长政策为工业生产护航，工业景气度逐渐回升，预计1-2月工业增加值同比+5.5%，维持在较高增速区间。需求侧，稳增长背景下，投资数据率先回暖，其中基建投资显著发力，制造业投资持续高景气度，地产竣工端仍有一定支撑；疫情仍然扰动消费，但就地过年人数减少，低基数效应下社零表现数据有所回升；海外供需缺口持续演绎，我国出口仍有韧性。

信贷方面，当前通过宽信用稳增长的政策意图仍然清晰，虽然2月为信贷小月，预计环比1月将有大幅回落，但同比仍将实现多增。我们继续提示总量多增、结构优化的金融数据对股市有较强的正向拉动，由此催化权益市场行情到来，结构上更加关注宽信用相关受益主体，如金融、地产、建筑、建材，地产后周期如家具家电等。宽信用+宽货币组合下，长端利率未来更多关注宽信用，预计10年期国债收益率一季度末二季度初或上行至高点3.2%附近。2月15日，10-1年期国债收益率利差达到阶段性峰值91BP，今年年初至2月中旬，收益率曲线持续陡峭化，验证我们此前判断，但预计后续利差总体回落，较难突破前高。

2. 供给释放逐见效，工业助力稳增长

1-2月工业生产景气逐步回升，总体稳中向好，“四箭齐发”宽信用开门红已兑现，同时工业稳增长政策落地应对供给冲击，工业亦有望开门红助力稳增长，我们预计1-2月规模以上工业增加值同比增长5.5%。

从生产高频数据来看，1-2月工业生产景气由于春节效应先回落后回升，边际强度在局地疫情反复及冬奥环保限产作用下略有放缓，但总体稳中向好。在煤炭保供稳价政策下，电厂存煤处于历史高位，能源供应充足保障工业生产。今年1-2月南方八省电厂日均耗煤量与去年同期相近，或有南方个别星期的气温相比去年同期较低居民用电量提升因素，但对用电量总体扰动或较有限，体现工业生产稳中向好。钢铁产业链开工率在冬奥会结束后加快回暖、PTA产量保持相对较高景气、汽车全钢胎、半钢胎开工率节后复工速率较强。此外，今年局地疫情反复背景下，亦有一定就地过年特征，对春节前后的正常生产有所支撑。据交通运输部数据，2022年春运客运量仅为2019年春运的35.4%，而去年这一比重为29.1%，略有回升但较正常年份差距仍然较大。

“四箭齐发”宽信用逐步兑现，国内投资对工业生产支撑作用积极。1月份金融数据强势表现意味着我们此前持续强调的“四箭齐发”（制造业贷款、减碳贷款、基建贷款及按揭贷款）宽信用得到兑现，大规模宽信用正式开启。我们认为，制造业投资向好、基建投资积极、房地产投资修复支撑工业生产向好。此外，消费方面持续修复支撑工业生产，1-2月乘用车销量接近去年同期，商品房销售面积在2月随着房地产政策边际放松回暖迹象显现。在坚持国内疫情动态清零下，2月18日国家发改委发布的《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》提出精准防控要求，我们认为这有助于减少不必要的封控区域及封控时长，从而减少服务业消费场景的灭失，能够较大程度地对冲疫情反复对服务业的负面影响，有助于减少对相关工业产业链的负面冲击。

在外需方面，海外供需缺口尚未完全弥合，出口对我国工业生产仍有一定支撑作用。美国、德国等国家制造业 PMI 指数保持较高景气，叠加奥密克戎毒株持续蔓延再次提振防疫物资需求，1 月出口订单环比回升，CCFI 运价指数持续上行，在 2 月中旬创历史新高后略有回落，体现外需较为积极。

在紧缩型政策纠偏，稳增长政策为工业生产护航背景下，有助于促进供给释放，解决供给冲击问题。我们认为，从中央到地方各级政府对稳增长的方向较为一致，有助于推动各项稳增长政策早落地、早见效。2 月 18 日国家发改委发布的《关于促进工业经济平稳增长的若干政策》在财政税费、金融信贷、保供稳价、投资和外资外贸、用地、用能和环境 5 个方面提出具体可操作措施。其中，再次强调落实好新增可再生能源和原料用能消费不纳入能源消费总量控制政策，同时进一步指出优化考核频次，能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，避免因能耗指标完成进度问题限制企业正常用能。我们认为此次能耗双控适应性调整纠偏有助于工业供给释放、稳增长发力。

3. 预计 1-2 月固定资产投资累计增速为 11.0%

预计 1-2 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 11.0%，其中，制造业投资同比增长 24.5%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 7.0%，房地产开发投资同比增长-2.0%。基建投资增速保持稳定，房地产开发将面临下行压力，但制造业与其形成对冲，成为引领经济增长的重要因素。

第一，今年以来固定资产投资项目审批明显提速。截至 2 月 13 日，已有广东、河南、江苏等 14 个省份公布了投资项目的申报情况，合计申报项目达到 5 万个，总投资规模为 8.4 万亿。

第二，各地重大项目均提前开工。从 2 月 7 日到 2 月 10 日，全国在 4 天内至少有 15 个地方的重大项目开工，涉及 8 个省份，总投资额约 2.7 万亿元（部分地区未公布数额）。部分地区的重大项目甚至早在 1 月就已经开工，成都、江苏、安徽、浙江、山东等多地一季度重大项目都集中开工，1 月 4 日-11 日，8 天内全国至少 15 地有重大项目密集开工或公布建设计划，涉及 10 个省份，项目总数超 5600 个，总投资额约 3.7 万亿元。

第三，一季度财政前置，为固定资产投资提供资金保障。从投资先行指标看，2021 年投资到位资金比上年增长 4.4%，其中，自筹资金增长 5.8%；新开工项目计划总投资增长 3.3%，增速连续两个月回升。2 月 14 日财政部已经向各部门提前下达 2022 年新增专项债务限额 14600 亿元，叠加 2021 年底仍有部分专项债未结转，专项债资金充裕。

第四，2021 年 1-2 月固定资产投资具有低基数效应。国家统计局数据显示，2021 年 1—2 月份，全国固定资产投资（不含农户）45236 亿元，同比增长 35.0%；比 2019 年 1—2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。

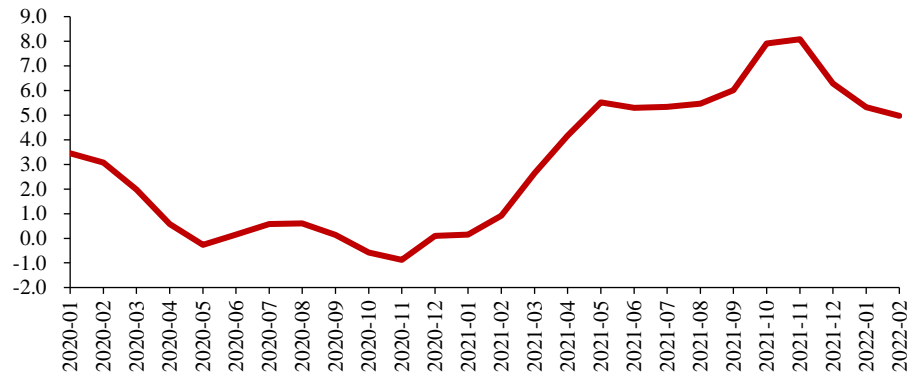
此外，预计 1、2 月固定资产投资价格指数的同比增速分别为 5.3% 和 5.0%。2022 年 1 月份，全国 CPI 同比增速 0.9%，PPI 同比增速 9.1%。我们的实证模型测算显示，1、2 月固定资产投资价格指数同比增速均在 5.0% 以上。此外需要说明的是，国家统计局已于 2019Q4 停止发布固定资产投资价格指数，2020 年以后的固定资产投资价格指数需采用线性回归的方法拟合得到。

图 1：固定资产投资累计增长值（%）



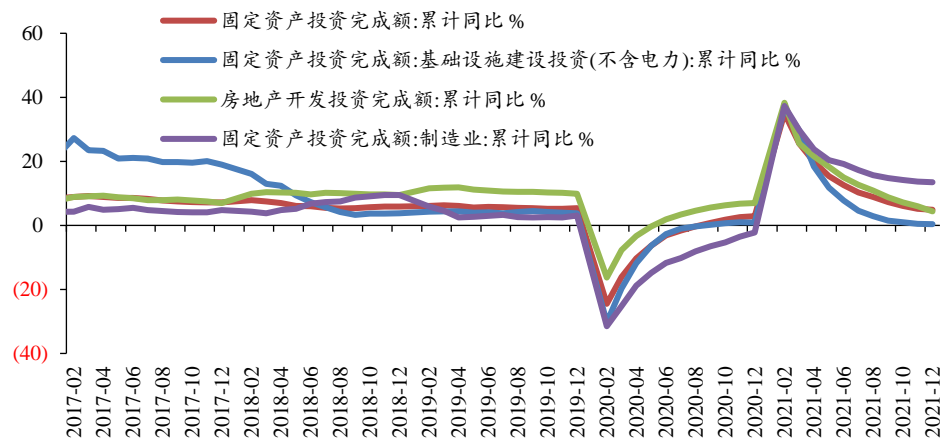
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 2：固定资产投资价格指数同比增速（拟合值）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 3：固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

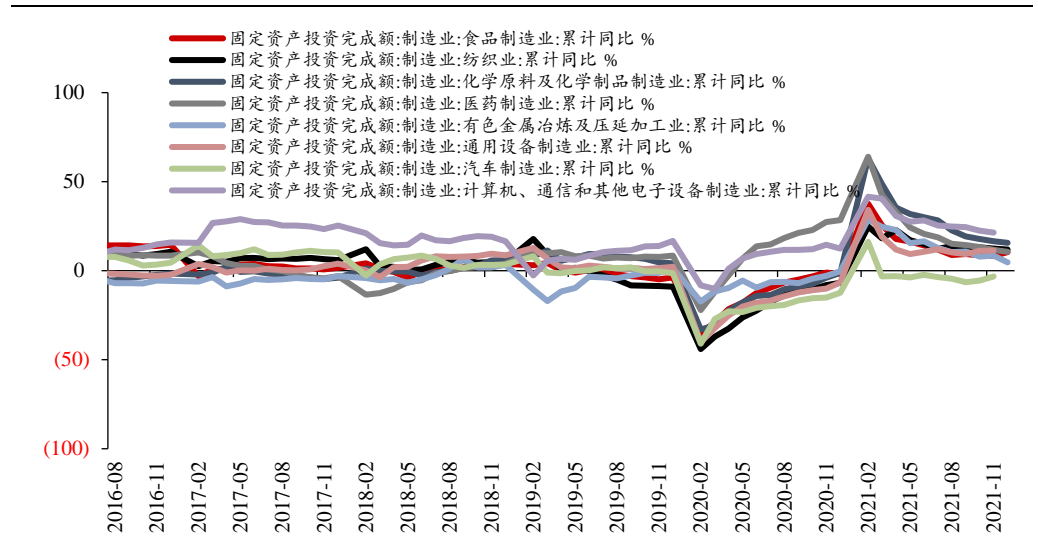
3.1. 1-2 月制造业投资累计同比增速升至 24.5%

预计 1-2 月制造业投资增速上升至 24.5%，较 2021 年提高 11.0 个百分点。总体来看，制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本面数据以及信贷、社会融资规模等货币金融因素影响。从目前各项指标释放出的信号来看，一季度我国制造业投资热度再创新高。

分行业看，我们预计高技术制造业投资仍会保持较高增速，带动制造业投资上行。数据显示，2021 年高技术产业投资增长 17.1%，快于全部投资 12.2 个百分点。其中，高技术制造业投资同比增长 22.2%。高技术制造业中，电子及通信设备制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 25.8%、21.1%，我们认为在 2022 年高技术制造业投资将会是制造业投资的重要增长极，有望继续保持高速增长。

分类型看，我们预计技改投资是制造业投资的核心支撑力量。扩大技术改造投资是提高生产效率、促进工业投资、加快产业升级、优化供给结构的重要途径。2021 年制造业技改投资比上年增长 13.6%，持续高于制造业投资增速。结合历史经验推演，我们判断前期能耗双控政策带来的限产将带动技改投资。2013-2017 年我国技术改造投资年均增长 17%，2017 年工业技改投资占工业投资的比重达到 44%，比 2012 年提高 11 个百分点。

图 4：制造业部分行业投资增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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_38601



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn