

周度经济观察

——经济的企稳仍需等待

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022年3月15日

内容提要

1-2月份经济数据的回暖,既有基数效应的影响,也可能存在统计数据的误差,单月数据的波动不宜过度解读。

当前房地产行业流动性压力尚未完全化解,疫情对消费和服务业的冲击仍在延续,这使得年初经济活动的回升持续性存疑,宏观经济的触底或许仍需时间。

尽管权益市场经历了较大幅度的下跌,但从估值层面来看,市场处于中位数附近,一些盈利和政策的不确定性仍然需要进一步吸收,市场的最终企稳需要耐心等待。

风险提示: (1) 疫情发展超预期; (2) 地缘政治风险

1 宏观分析师, yuanfang@essence.com.cn, S1450520080004

2 报告联系人, shujp@essence.com.cn, S1450120120043

3 报告联系人, zhangsen@essence.com.cn, S1450120120014

一、经济回暖的持续性需观察

1-2月工业增加值同比7.5%，较上月4.3%的单月增速、以及5.8%的两年复合增速均出现明显抬升。

三大门类均出现回升，采矿业上升幅度最大，从6.1%上升至9.8%，反映了能源价格上涨的背景下国内在加速开采；制造业从5.7%提升至7.3%，而公用事业同比增速6.8%，小幅上行0.1个百分点。

从已公布的行业数据看，电气机械、纺织、交通运输设备、有色等行业表现较强，而金属制品、非金属矿物制品和黑色压延等房地产产业链总体较弱。

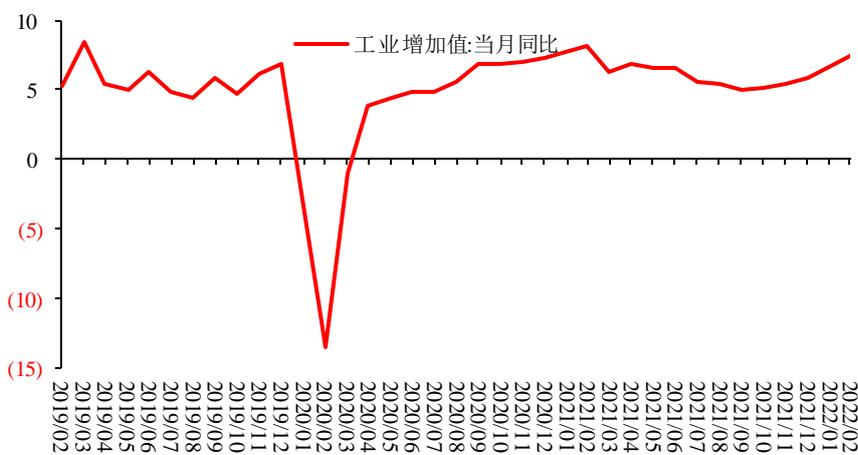
物量数据的表现类似，粗钢、水泥产量增速持续下降，这可能受到房地产产业链下滑的影响，同时原煤产量大幅回升，表明煤炭生产提速，保供稳价政策在煤炭领域积极开展。

价格层面，受到原油价格上涨的影响，2月PPI环比为0.5%，较上月上升0.7个百分点，1-2月合并而言，PPI环比增速也在回升。这与南华工业品指数的抬升表现一致。

结合量价数据来看，尽管房地产领域短期之内对需求形成冲击，但基建、制造业投资和消费的恢复使得总需求在年初出现回升。

往后看，房地产领域的流动性压力仍在加速蔓延，这将推动房地产投资、开工数据进一步下沉，而疫情的反复也使得消费和制造业投资的回暖过程受阻，因此国内经济未来仍然存在下行的压力。

图1: 工业增加值当月同比, %



数据来源: Wind, 安信证券; 2021年使用2年复合同比

1-2月固定资产投资增速12.2%，较12月大幅上行5.6个百分点。

拆分来看，制造业和基建投资大幅上行，房地产投资止跌回升，这三种力量共同推动固定资产投资回暖。

1-2月基建投资（含电力）增速为8.6%，较12月上升4.6个百分点。这与市场预期较为一致，是稳增长措施发力的结果。但考虑到地方政府隐性债务的约束偏严、政府性基金收入存在下行压力，今年基建投资可能呈现前高后低的节奏，全年增速预计在个位数水平。

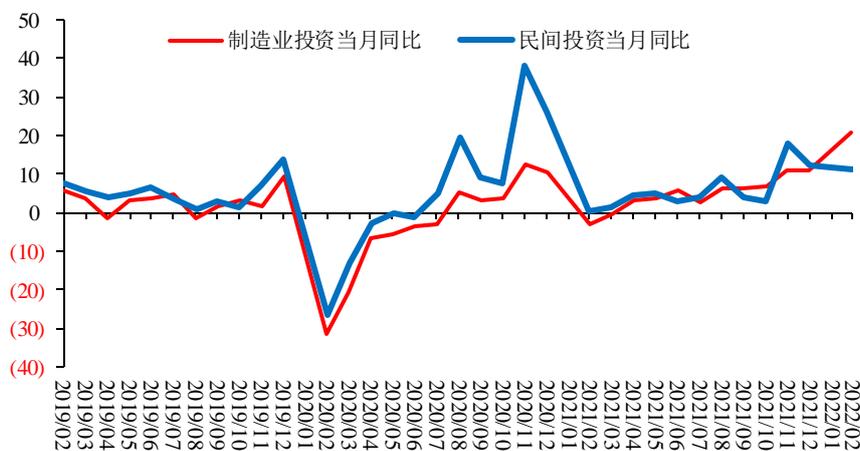
1-2月制造业投资增速为20.9%，较上月大幅上升9.9个百分点；民间投资增速为11.4%，较上月小幅下降0.9个百分点。

根据已经公布的数据，电器机械、纺织、金属制品、运输设备制造业等行业涨幅居前，仅有化学原料制品走弱。

制造业投资的加速上行可能与基数较低有关，去年同期制造业投资出现大幅下行，进而使得今年同比增速显著抬升。随着基数效应的消退，未来制造业投资将重新回落到正常水平。总体而言，在疫情反复、出口回落的背景下，企业投资

活动的恢复将相对温和。

图2：制造业投资和民间投资同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

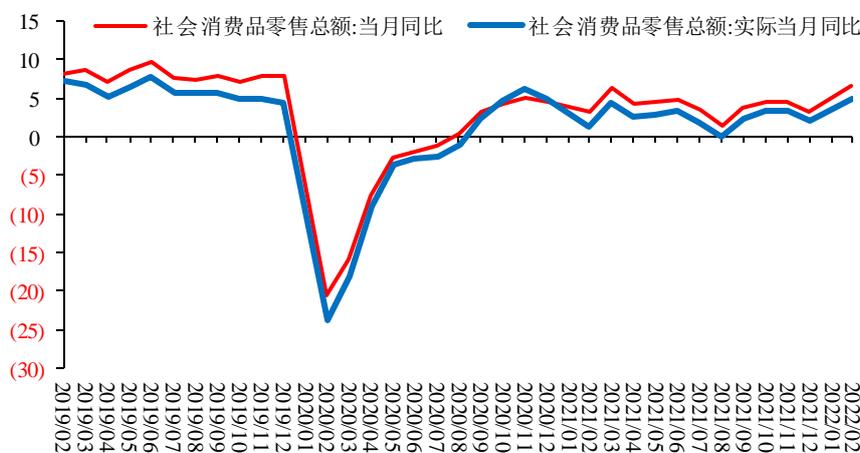
1-2月房地产投资增速3.7%，较上月当月同比增速大幅回升16.8个百分点。

与此同时地产销售和新开工面积增速也出现明显回升。宏观层面房地产投资、开工、销售数据与微观数据存在较大不一致，这使得房地产市场在宏观数据层面的回暖持续性存疑。

从最近的居民中长期贷款数据、房地产企业股票和债券价格数据来看，房地产行业流动性压力仍然较大，这使得房地产行业销售的回暖，拿地、投资活动的企稳或许仍然需要时间。房地产行业的走向将对未来宏观经济形成重要影响，值得密切观察。

1-2月社会消费品零售名义增速6.7%，较上月大幅回升3.6个百分点，这与去年同期就地过年导致的低基数有关。

图3: 社零名义和实际同比, %

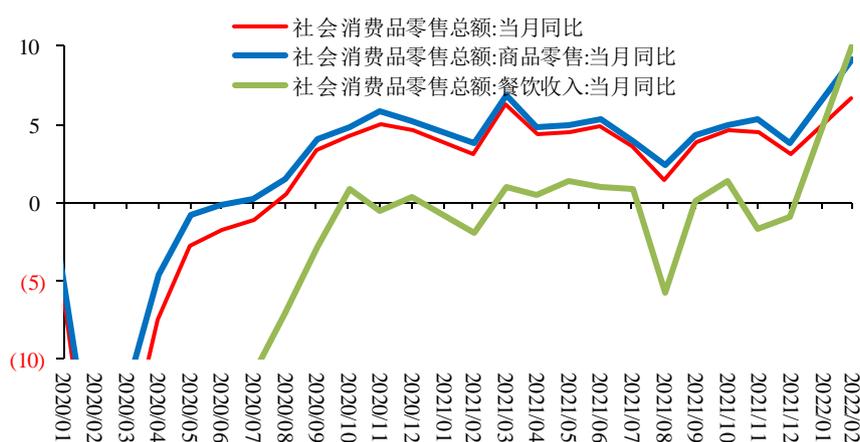


数据来源: Wind, 安信证券; 2021年使用2年复合同比

分类别看, 限额以上和限额以下企业零售均上升。分品类看, 金银珠宝、家电和石油等表现较好, 家具和建材等地产产业链表现偏弱。

近期全国多地疫情再次扩散、社交隔离措施加强, 这将对消费和服务业的恢复形成明显拖累, 叠加基数效应的消退, 3月份消费数据面临下滑的压力。

图4: 社零不同种类增速, %



数据来源: Wind, 安信证券; 2021年使用2年复合同比

总体而言, 1-2月份经济数据的回暖, 有基数效应的影响, 也可能存在统计数据的误差, 单月数据的波动不宜过度解读。往后看, 房地产行业流动性压力尚未

完全化解，疫情对消费和服务业的冲击仍在延续，这使得年初经济活动的回升持续性存疑，宏观经济的触底仍需时间。

二、权益市场的企稳还需耐心等待

2月中下旬以来，在内外部因素共同作用下，市场出现幅度较大的调整，沪深300指数跌破4000点，创业板指数逼近2500点。

从外部环境来看，俄乌战争短期之内无疑压制了风险偏好，并推升全球通胀水平，引发市场对全球流动性加速收紧的担忧。海外市场的调整通过情绪以及资金层面对我国形成影响，一度对我国股票和债券市场均形成冲击。但对比海内外股市调整的幅度、以及汇率的变化，我们倾向于认为国内宏观环境的变化是导致A股调整的主要原因。

就国内基本面而言，2月信贷数据的收缩，尤其是企业和居民中长期贷款的加速下滑，反映出国内实体经济在快速恶化。尽管基建活动在反弹，但房地产行业流动性压力仍在蔓延，表现为大量民营企业面临违约压力，房地产行业拿地、开工、投资活动全面减速，相应的居民购房意愿也出现下滑。考虑到终端需求政策的放松传导到房地产行业投资活动的恢复需要时间，预计房地产行业投资开工的下滑尚未结束，其对总需求的拖累二季度将延续。与此同时，疫情在国内多地的爆发，也延缓了消费和服务业恢复的节奏，对宏观经济形成额外的冲击。房地产行业的持续下滑以及疫情的反复导致企业盈利预期恶化，这一过程尚未出现改善的迹象。

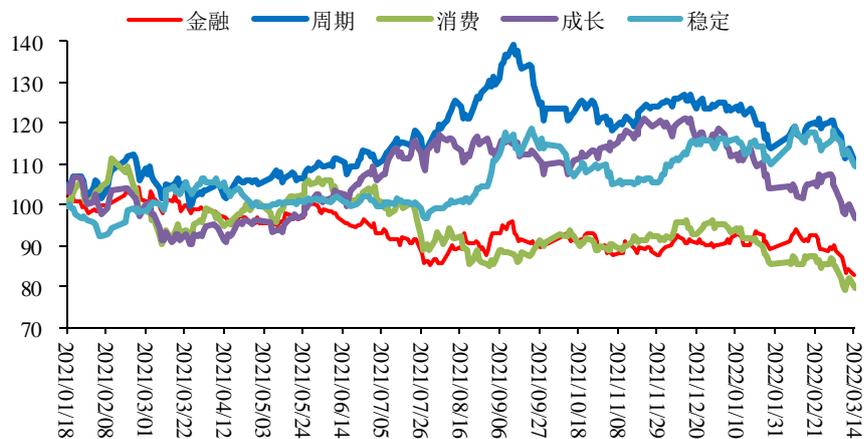
政策层面，去碳政策从去年12月以来在全球层面出现调整，给新能源产业链带来不确定性，导致新能源行业估值下沉，这一调整当前仍在延续；反对资本无

序扩张的政策对互联网行业形成较强约束，相关公司的盈利模式和增长前景受到根本挑战，目前市场仍在等待这一政策的清晰边界；货币政策的宽松理应对市场形成积极影响，但在地产和基建受约束的背景下，终端需求不足、信用环境的扩张过程缓慢，盈利下行以及政策不确定性主导了市场的走向。

往后看，企业盈利的下滑似乎在二季度仍会延续，这无疑会对市场边际上形成压制，而市场更为担心的是上述政策的走向，这背后涉及了中美关系、国家安全、信用创造机制切换等重要命题，这无疑需要更长时间的观察。

因此合并而言，尽管市场经历了较大幅度的下跌，但从估值层面来看，市场中位数附近，并未处于极值水平，一些盈利和政策的不确定性还需要进一步吸收，市场的最终企稳需要耐心等待。

图5：各风格指数



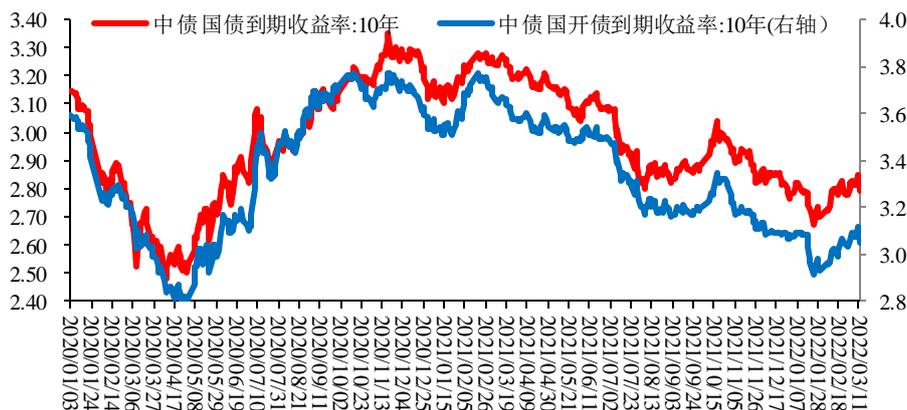
数据来源：Wind，安信证券
以2020年12月31日为100

随着前期金融数据的公布，市场对信用环境改善的担忧消退，债券市收益率大幅下行，本周经济数据的公布以及外资的流出导致收益率小幅上行。

去年以来，每一轮债券市场收益率调整达到的高点和中枢都低于上一轮，这背后主要反映了经济下行的压力，以及政策对房地产和基建领域去杠杆的结果。

从目前的情况来看，房地产行业融资的恢复需要较长时间，同时经济下行的压力趋于增加，在信用创造受阻的背景下，央行通过货币政策的宽松来降低实体经济融资成本的可能性在提升，因此债券市场收益率总体处于有利的环境中。

图6: 10年期国债和国开债



数据来源: Wind, 安信证券

三、静待美联储加息落地

美国2月CPI同比7.9% (前值7.5%)，核心CPI同比6.4% (前值6%)，总体符合市场预期。

拆项来看，能源和服务消费的价格明显上升。其中，能源和居住分项的贡献率均超过20%。近期油气价格持续上行，叠加疫情缓解后外出就业与居住需求的

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_39429



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn