

## 高增长数据源于低基数，稳增长方向不变

### 对1-2月份经济数据超预期后的资产配置展望

#### 投资要点：

#### ➤ 1-2月份经济数据超预期的真实原因在哪里？经济数据和市场感知矛盾的核心原因在哪里？

2022年1-2月经济数据公布，各项数据全面好于预期。我们认为经济数据超预期的背后有三重原因值得关注：（1）低基数效应；（2）结构性因素发挥作用；（3）量价双重贡献。实际经济并没有数据表现的那么好。

通过调整后的平均增速和中微观数据的对比发现：（1）基建投资价格因素占据主导；（2）地产景气度持续下滑毋庸置疑；（3）关注石油、汽车等结构性变化对消费数据的支撑作用。

#### ➤ 2022年宏观政策仍然以“稳增长”为主线

我们认为目前经济形势仍然严峻，就业情况不容乐观，面临较大的稳增长压力，疫情扩散更是加大了稳增长的必要性，“稳增长”仍然是2022年宏观政策主线。

在具体政策措施上，除了5G、大数据、云计算等数字经济业态、新能源等新基建投入外，包括保居民就业、保基础民生、保粮食能源安全等一揽子的稳增长政策同样值得期待。

#### ➤ 如何看待经济数据超预期后的中国市场大类资产配置？

**股票市场：**相对乐观。推荐关注以下行业配置方向：（1）稳增长主线：大金融、基建、房地产、可选消费等；（2）行业监管政策边际改善主线：互联网、产能放开的部分行业、部分房地产企业等；（3）成长主线：元宇宙主题与WEB3.0、新能源汽车产业链、新能源与双碳、养老与健康等等；

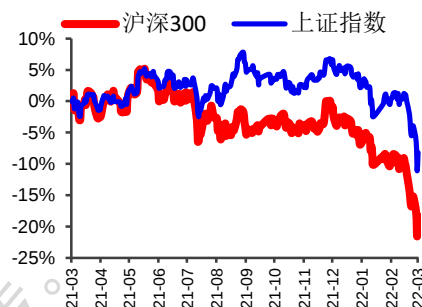
**债券市场：**相对谨慎。在稳增长政策的推动下，加之全球疫情防控局面和部分行业监管政策的变化，中国经济周期回暖或将成为2022年资产配置的一条主线。伴随着经济需求的回暖，融资需求将回升，目前国债收益率已经见底，未来债券收益率将逐渐上行；

**大宗商品：**由于全球经济的回暖，供需关系继续保持紧平衡，大宗商品走势有望保持强势。

#### ➤ 风险提示

疫情反复超预期；需求恢复不及预期；全球政策效果不及预期。

#### 相对市场表现



分析师 王宇鹏

执业证书编号：S0590522020002

电话：010-64285217

邮箱：wyp@glsc.com.cn

分析师 虞梦艳

执业证书编号：S0590522030001

电话：0510-82832380

邮箱：yumy@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《稳增长的政策不会放松》— 2022.03.16

2、《中美离滞胀有多远？》— 2022.03.11

3、《债务周期、供给约束和美国通胀》— 2022.03.08

## 正文目录

|    |                         |    |
|----|-------------------------|----|
| 1. | 1-2 月份经济数据超预期的真实原因在哪里？  | 3  |
| 2. | 经济数据和市场感知矛盾的核心原因在哪里？    | 6  |
| 3. | 2022 年宏观政策仍然以“稳增长”为主线   | 8  |
| 4. | 如何看经济数据超预期后的中国市场大类资产配置？ | 9  |
| 5. | 风险提示                    | 11 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表 1: 用多年平均增长率反映更为真实的经济情况        | 3  |
| 图表 2: 固定资产投资增长情况 (调整后, 单位: %)    | 4  |
| 图表 3: 固定资产投资增长情况 (公布值, 单位: %)    | 4  |
| 图表 4: 进出口增长情况 (调整后, 单位: %)       | 4  |
| 图表 5: 进出口增长情况 (公布值, 单位: %)       | 4  |
| 图表 6: 社会消费品零售公布值及调整值 (单位: %)     | 4  |
| 图表 7: 工业增加值公布值及调整值 (单位: %)       | 4  |
| 图表 8: 高新技术行业的固定资产投资超 30% 增长      | 5  |
| 图表 9: 大宗商品价格对经济数据的贡献不容忽视 (单位: %) | 6  |
| 图表 10: 调整后的基础设施建设投资增速为 0.96%     | 6  |
| 图表 11: 调整后的水泥产量下滑 2.26%          | 6  |
| 图表 12: 调整后的房地产开发投资为 6.28%        | 7  |
| 图表 13: 房屋施工及新开工面积 (调整后, 单位: %)   | 7  |
| 图表 14: 房地产销售面积 (调整后, 单位: %)      | 7  |
| 图表 15: 房地产销售面积 (公布值, 单位: %)      | 7  |
| 图表 16: 消费恢复也是结构性因素               | 8  |
| 图表 17: 近期关于推进基建和新基建相关政策          | 9  |
| 图表 18: 对股票市场保持相对乐观               | 10 |
| 图表 19: 对债券市场保持相对谨慎               | 10 |

## 1. 1-2 月份经济数据超预期的真实原因在哪里？

近日 2022 年 1-2 月经济数据公布，投资、消费、工业生产等各项数据全面好于预期。与此同时，市场对于数据质量和真实性的疑问甚嚣尘上，甚至引发对全年宏观政策转向的讨论。我们认为经济数据超预期的背后有三重原因值得关注：

### 第一，低基数效应。

2020 年一季度由新冠疫情带来中国经济活动大面积中断，对于经济数据的影响仍未完全消散，数据有所失真。这也是为什么我们提出用多年平均增长率（2020 年公布值、2021 年两年平均、2022 年三年平均）来反映更为真实的经济情况。

图表 1：用多年平均增长率反映更为真实的经济情况

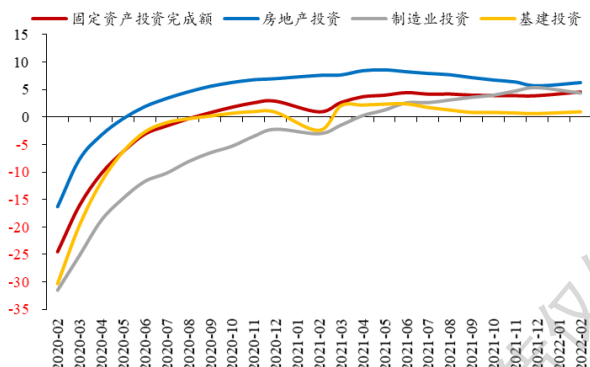
| 单位：%      | 2022 年 1-2 | 3 年平均 | 2021 年 1-2 月 | 2 年平均 | 2019 年 1-2 |
|-----------|------------|-------|--------------|-------|------------|
|           | 月公布值       | 同比    | 公布值          | 同比    | 月公布值       |
| 固定资产投资完成额 | 12.20      | 4.57  | 35.00        | 0.96  | 6.10       |
| 房地产投资     | 3.70       | 6.28  | 38.30        | 7.59  | 11.60      |
| 制造业投资     | 20.90      | 4.37  | 37.30        | -3.02 | 5.90       |
| 基建投资      | 8.10       | 0.96  | 36.60        | -2.42 | 4.30       |
| 工业增加值     | 7.50       | 7.90  | 35.10        | 8.10  | 5.30       |
| 社会消费品零售总额 | 6.70       | 4.31  | 33.80        | 3.14  | 8.20       |
| 进出口金额     | 15.90      | 13.51 | 42.00        | 12.33 | -3.50      |
| 出口金额      | 16.30      | 15.52 | 60.40        | 15.13 | -4.51      |
| 进口金额      | 15.50      | 11.16 | 24.00        | 9.05  | -2.33      |

来源：Wind，国联证券研究所

具体来看，固定资产投资整体平稳增长小幅抬升，2022 年前 2 个月三年平均累计同比 4.57%，上期（2021 年 12 月）为 3.9%。制造业投资和基建投资完成额经调整后分别为 4.37% 和 0.96%，上期分别为 5.36% 和 0.65%，相较于公布值（20.9% 和 8.1%）更能反映真实情况。

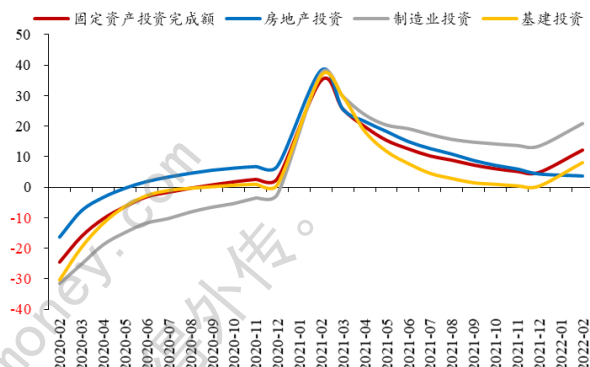
同理，工业增加值 3 年平均累计同比 7.9%，社会消费品零售总额为 4.31%，较去年底持续改善回升，与 2021 年同期 2 年平均累计同比（8.1% 和 3.14%）相差不大。进出口金额也呈现出类似的平稳改善趋势，而非公布值所表现的显著恶化。

图表2：固定资产投资增长情况（调整后，单位：%）



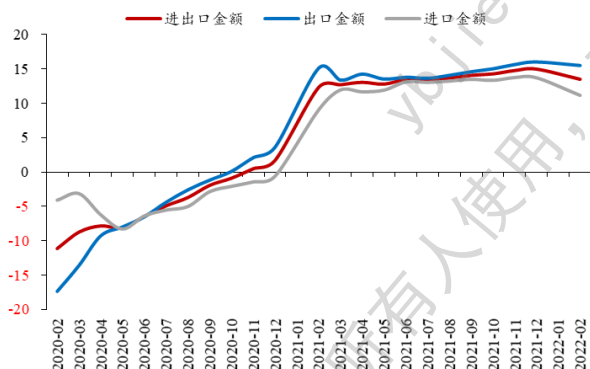
来源：Wind，国联证券研究所

图表3：固定资产投资增长情况（公布值，单位：%）



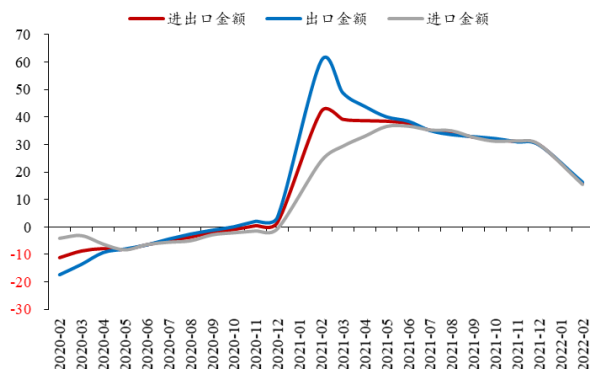
来源：Wind，国联证券研究所

图表4：进出口增长情况（调整后，单位：%）



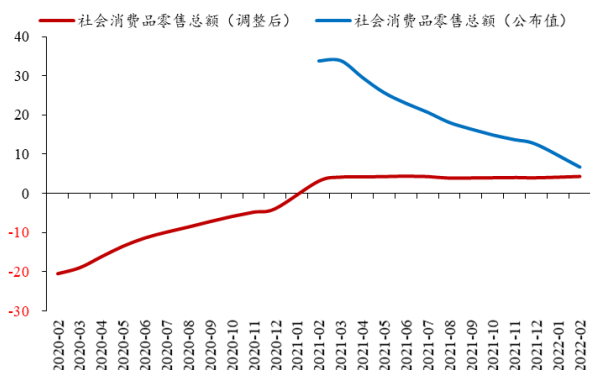
来源：Wind，国联证券研究所

图表5：进出口增长情况（公布值，单位：%）



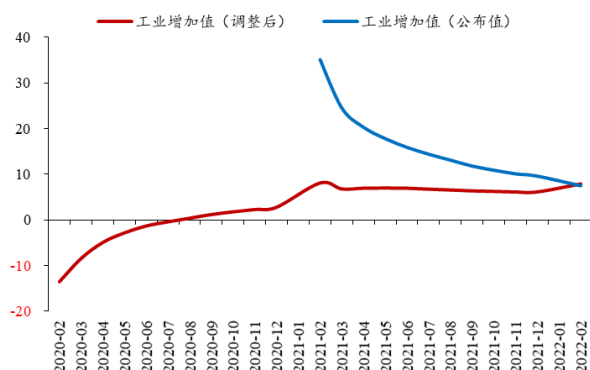
来源：Wind，国联证券研究所

图表6：社会消费品零售公布值及调整值（单位：%）



来源：Wind，国联证券研究所

图表7：工业增加值公布值及调整值（单位：%）



来源：Wind，国联证券研究所

## 第二，结构性因素发挥作用。

以制造业投资为例，20.9%的增速背后是以专用设备、铁路船舶航空运输设备、电气机械及器材、计算机通信电子设备制造为代表的高新技术行业超30%的增长，其他传统行业增速相对略低。新旧经济动能的转换伴随着碳中和和智能制造的国家战略将愈演愈烈，行业间的分化使得结构比总量更重要。

图表8：高新技术行业的固定资产投资超30%增长

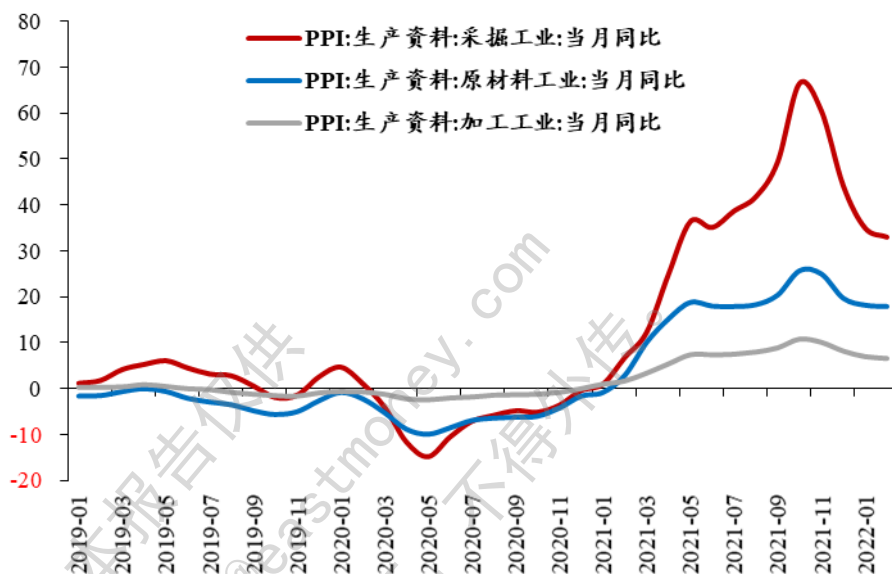


来源：Wind，国联证券研究所

## 第三，量价双重贡献。

投资及消费规模的增长可以进一步分拆成数量和价格的增长，后者的贡献或甚至前者。2月PPI同比增长8.8%，其中采掘工业和原材料工业分别增长33%和17.9%。这意味着，在其他因素不变的前提下，如果采掘工业和原材料工业占比各为10%，则会对规模增长贡献5.1%。具体情况我们将在下文进一步阐释。

图表 9：大宗商品价格对经济数据的贡献不容忽视（单位：%）



来源：Wind，国联证券研究所

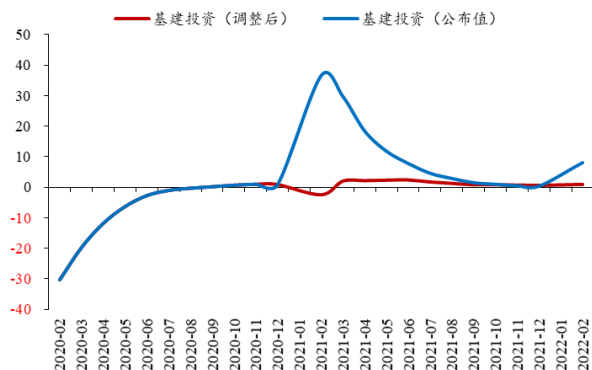
## 2. 经济数据和市场感知矛盾的核心原因在哪里？

对于市场疑问集中于基建、地产和消费三个方面的表现，我们通过调整后的平均增速和中微观数据的对比一探究竟。

### 第一，基建投资关注价格因素。

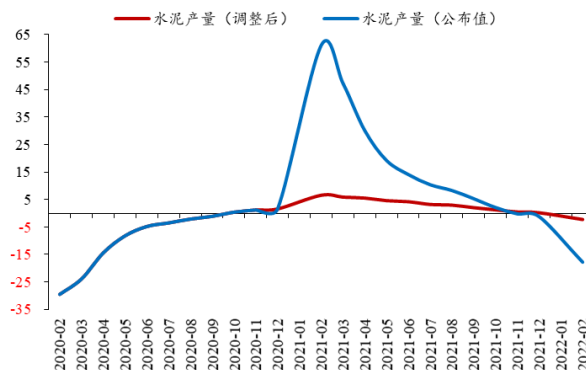
上文提到，按 3 年平均累计同比调整后的基础设施建设投资为 0.96%，公布值为 8.1%。以水泥为例，前 2 个月公布数值累计同比下滑 17.8%，而按照 3 年平均处理后为下滑 2.26%。同期，水泥价格有 6-15% 不等的涨幅，两者叠加来看并没有特别大的出入。

图表 10：调整后的基础设施建设投资增速为 0.96%



来源：Wind，国联证券研究所

图表 11：调整后的水泥产量下滑 2.26%

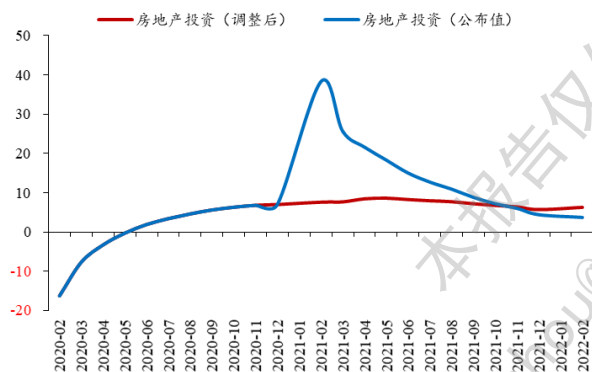


来源：Wind，国联证券研究所

## 第二，地产景气度持续下滑毋庸置疑。

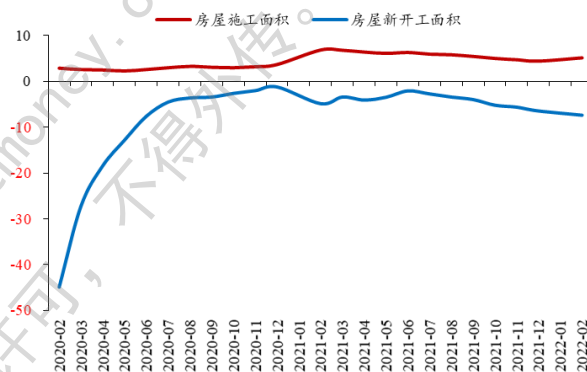
按3年平均累计同比调整后的房地产开发投资为6.28%，仍然处于较高水平。扣除价格因素仅考虑施工面积可以感受到行业景气度的下滑，新开工面积更是持续负增长，2022年前2个月按3年平均累计同比调整后为下滑7.37%，去年底继续回落0.93个百分点。

图表 12：调整后的房地产开发投资为6.28%



来源：Wind，国联证券研究所

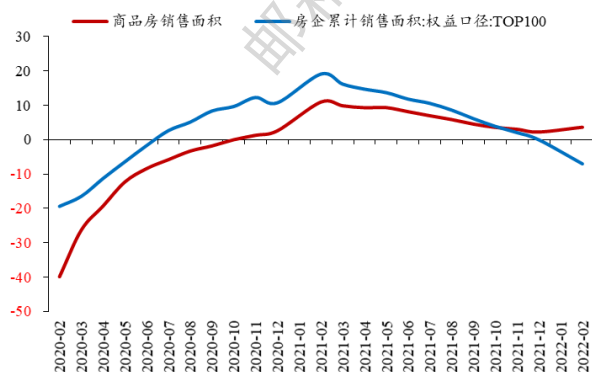
图表 13：房屋施工及新开工面积（调整后，单位：%）



来源：Wind，国联证券研究所

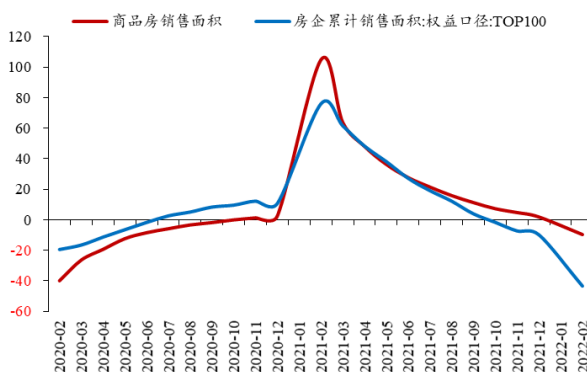
按公布数值来说，前2个月商品房销售面积同比下降9.6%，而权益口径的TOP100房企则下滑幅度高达43.4%。经3年平均调整后分别为3.64%和下滑7.03%，差距有所收窄。尽管如此，不同类型房企在行业景气度趋势性下滑背景下或有不一样的应对策略，尤其是负债压力集中的龙头房企销售情况堪忧。

图表 14：房地产销售面积（调整后，单位：%）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 15：房地产销售面积（公布值，单位：%）



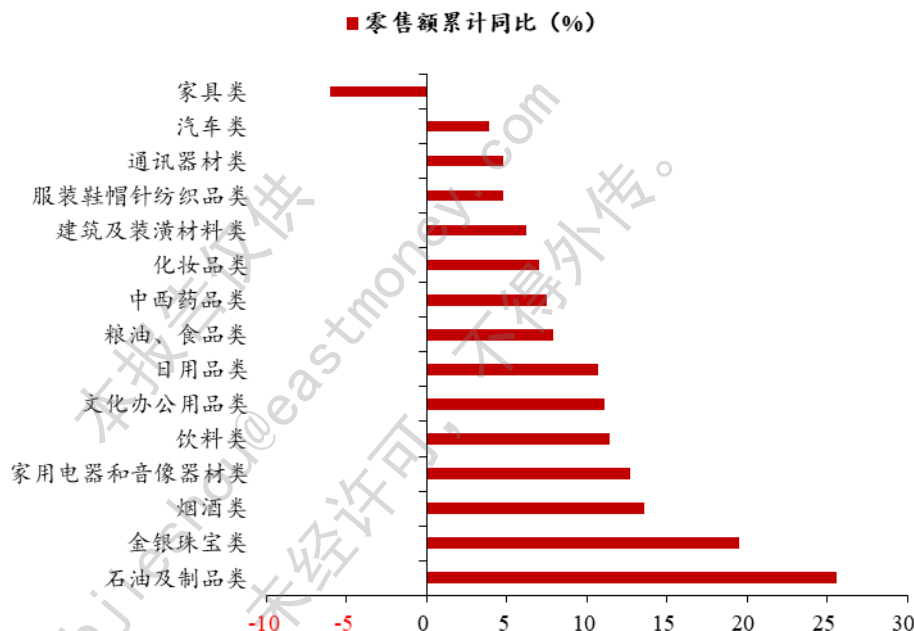
来源：Wind，国联证券研究所

## 第三，消费数据关注石油、汽车等结构性变化

受疫情影响，今年春节档的消费数据继续分化，交通出行数据较疫情前下滑60%，旅游出行下滑30%，电影虽然降幅较小主要还是得益于票价上涨。而无论是公布值（6.7%）还是经3年平均调整后的数据（4.3%），都显示出较强的恢复。我们认为两

者的矛盾更多也是结构性因素。尤其是与价格上涨相关的石油及制品、金银珠宝类零售额增长约 20%。

图表 16：消费恢复也是结构性因素



来源：Wind，国联证券研究所

### 3. 2022 年宏观政策仍然以“稳增长”为主线

2021 年底中央经济工作会议提出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，政府工作报告也多次提及“扎实做好‘六稳’、‘六保’工作，注重宏观政策跨周期和逆周期调节，有效应对各种风险挑战”。我们认为，全年政策主线并不会因为超预期的宏观数据而发生变化，目前经济形势仍然严峻，仍然面临较大的稳增长压力，疫情扩散更是加大了稳增长的必要性，“稳增长”仍然是 2022 年宏观政策、...

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\\_39486](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39486)

