

那些年，增长数据意外跳升对当前有何借鉴？

2022年03月16日

- 2022年1-2月的增长数据大反弹不仅远超市场预期，而且宏观数据与微观数据的显著背离更令市场感到困惑。在本文中，我们且抛开对于数据本身有效性的探讨，先来看看历史上类似的经济指标大反弹与2022年的可比性，尤其是结合每一时期的政策刺激力度。我们相信这一对比有利于更好地把握数据背后的经济走势
- 首先来看工业增加值，2022年1-2月同比7.5%，较2021年12月的4.3%跳升了3.2个百分点。如果不考虑2020-2021年新冠疫情下基数效应的数据跳升，类似于2022年1-2月的跳升自2008年金融危机以来仅出现过3次，分别是2009年3月、2009年11月、以及2019年3月。其中2009年3月、2009年11月的跳升发生在4万亿刺激持续加码的阶段（图1和2），因此后续的工业增加值增速依然维持在高位，但2019年3月工业增加值的增速跳升则是昙花一现，其背后宽信用因地缘调控而受阻。从开年至今的政策刺激力度而言，显然更类似于2019年一季度的靠前发力；而非2009年的强刺激。
- 其次来看固定资产投资，2022年1-2月同比增长12.2%，较2021年12月的3.9%反弹了8.3个百分点，其中制造业投资同比也反弹了11.4个百分点。除去2020至2021年的“噪音”，两者的反弹力度均创下2008年金融危机以来的最强。
- 地产投资同比大幅反弹转正，2022年1-2月同比增速达3.7%，较2021年12月回升17.6个百分点。历史如此大幅的反弹并不多见。2008年金融危机以来出现过3次，分别是2008年12月，2010年2月和2011年2月。2008年11月国十条明确放松地产，并计划在2年内投资4万亿拉动经济。2010年和2011年年初的扩张，除了季节性因素外，上一年12月由于政策收紧地产造成投资大幅下滑也是重要原因。
- 最后来看消费，2022年1-2月社零同比6.7%，较2021年12月的1.7%跳升了5个百分点。上一次社零当期同比增速相对上期的跳升幅度超5%，还是在2010年1-2月（剔除疫情爆发以来基数效应导致的跳升），并且金融危机以来仅此一次（图6）。彼时促消费的政策持续出台，城乡结合政策力度加大、时限延长、试点地区扩大，政策对服务消费的支持力度也加大等。而今年消费缺乏政策支持，3月疫情又局部多点反弹，我们此前报告也指出了部分地区管控开始向中度情形演变，因此，我们预计1-2月的强劲消费数据难以持续。
- 综上所述，我们认为就现有的政策刺激力度而言，2022年1-2月增长数据的反弹更类似于2019年3月的脉冲。鉴于新一轮疫情在全国各地的爆发和房地产下行的风险未消，我们预计3月的数据将从1-2月的高点明显回落，后续有待更大力度的宽松政策出台来实现真正意义上的经济企稳。
- 风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

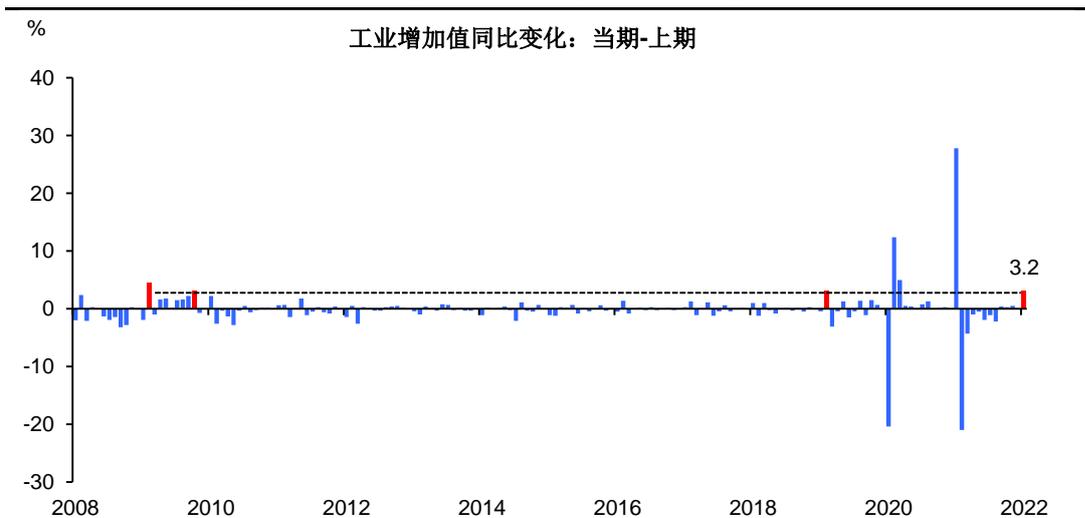
shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

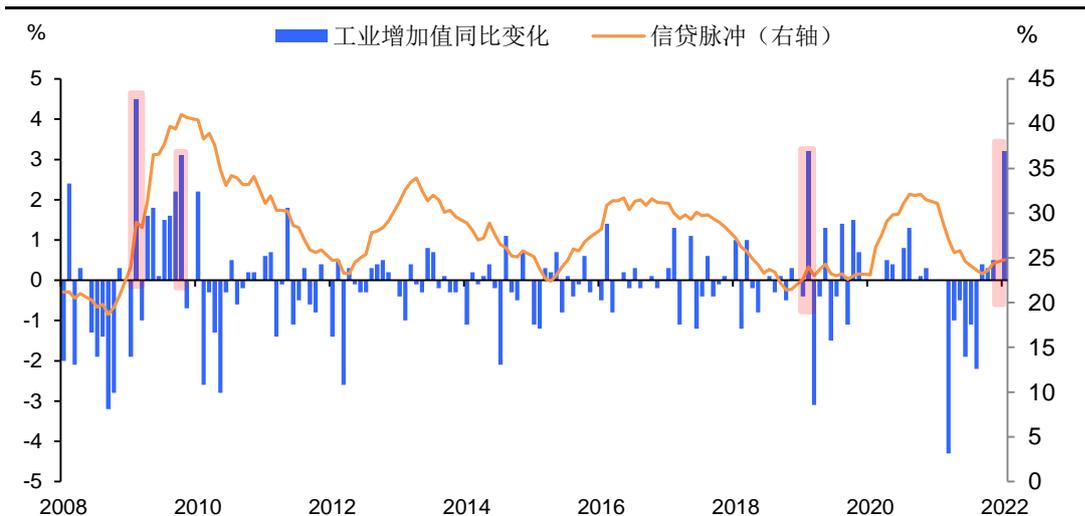
- 1、《宏观周报 20211123：“与病毒共存”下的市场表现：新加坡模式探讨》2021-11-23
- 2、《宏观周报 20211122：政策全面转向的信号出现了吗？》2021-11-22
- 3、《宏观周报 20211121：“与病毒共存”下的市场表现：英国模式探讨》2021-11-21
- 4、《宏观周报 20211120：拜登民调为何翻车了？》2021-11-20
- 5、《宏观月报 20211119：“与病毒共存”下的市场表现：以色列模式的借鉴》2021-11-19

图 1: 金融危机以来, 类似 2022 年 1-2 月工业增加值同比的跳升幅度仅出现过 3 次



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

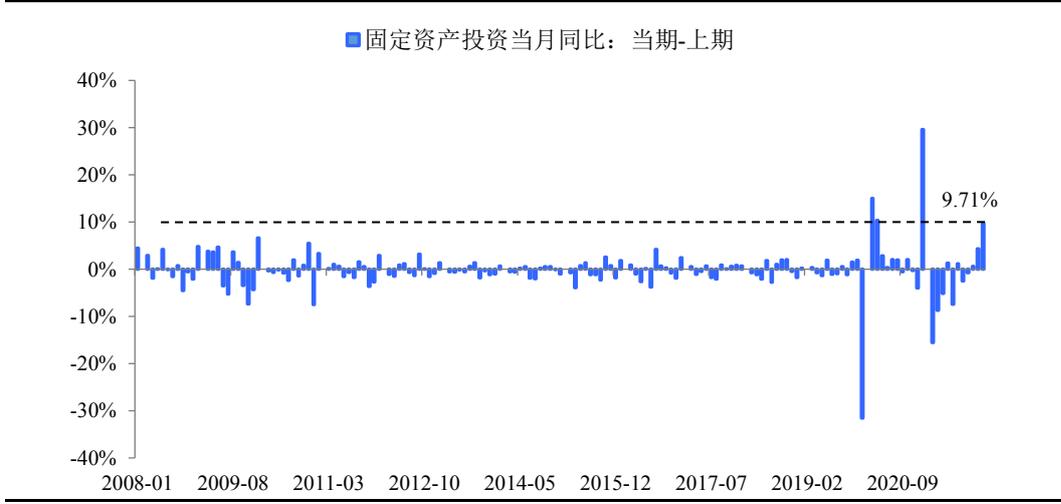
图 2: 历史上出现类似 2022 年 1-2 月工业增加值的跳升时的信贷脉冲走势



备注: 这里省略了 2020 年和 2021 年因基数效应的跳升月份

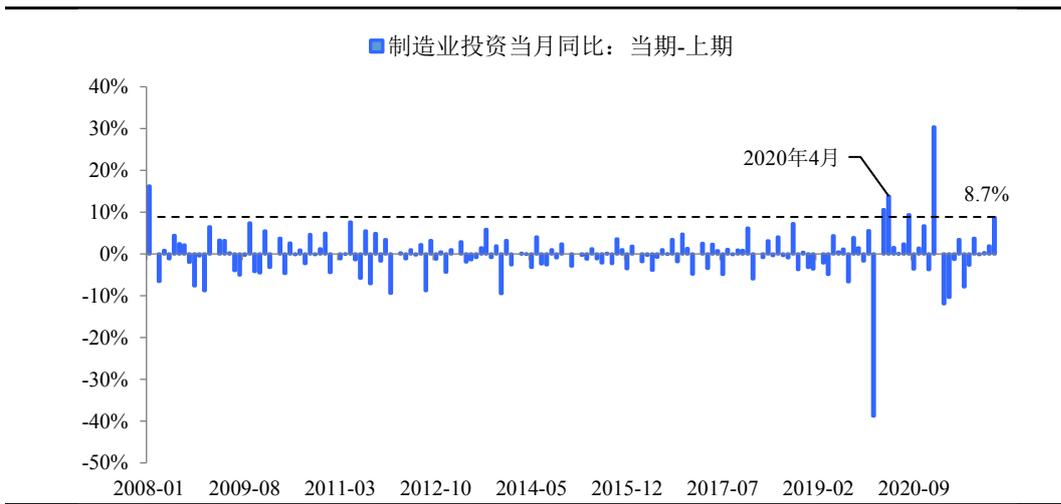
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 金融危机以来, 类似 2022 年 1-2 月固定资产投资同比的跳升幅度十分少见



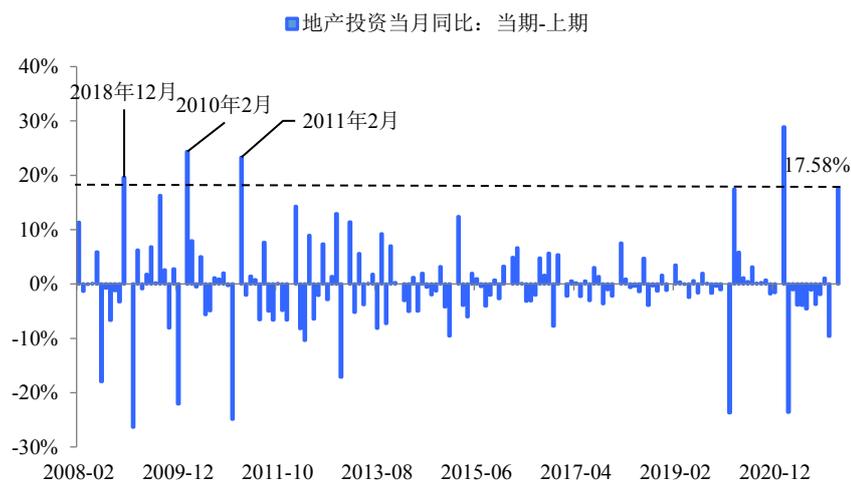
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 金融危机以来, 类似 2022 年 1-2 月制造业投资同比的跳升幅度少见



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

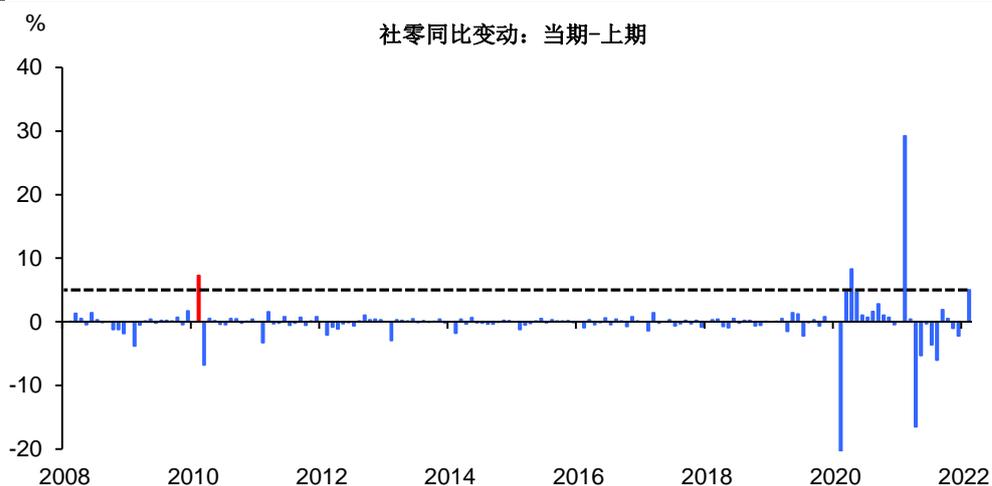
图 5: 金融危机以来, 类似 2022 年 1-2 月地产投资同比的跳升幅度仅出现过 3 次



注: 不考虑剔除疫情爆发以来基数效应导致的跳升。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2008 年金融危机以来, 社零当期同比跳升超 5% 仅出现在 2010 年 1-2 月



注: 不考虑剔除疫情爆发以来基数效应导致的跳升

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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_39494

