

积极看待年初经济数据的价值

1-2 月经济数据点评

研究结论

事件：3 月 15 日统计局公布 1-2 月经济数据，从社会消费品零售、工业生产，到地产、基建、制造业投资，全面超出市场预期。

- **为什么工业品产量增速与工业增加值、固定资产投资等都出现背离？原因来自基数与通胀。**2022 年 1-2 月，水泥产量同比增速录得-17.8%，与固定资产投资（12.2%）、工业增加值（7.5%）差距较大。我们认为，**有几点值得重点关注，一是去年年初水泥产量是偏高的。**2019 年的 1-2 月，水泥产量增速为 0.5%，假设没有疫情以及碳中和政策的冲击，2020、2021 年初都维持这样的增速，则去年产量应该是 23351 万吨，但实际上去年年初为 24129 万吨，何况需要考虑产业结构变化以及工业品普遍由于经济增速下行与碳中和政策压力而减产的问题。如果考察环比，今年 1-2 月份累计产量相比去年 12 月当月产量增长 4%，去年同期为 13%，与年初数据的背离就没有那么大；**（2）水泥、钢铁等工业品价格出现大幅上涨，一定程度上推升了名义投资增速。**由于统计口径的原因，PPI 会低估最上游主要工业品的价格上涨幅度：从去年 9 月开始，全国水泥价格指数始终呈现两位数增长，1 月同比上涨 14.8%，2 月同比上涨 13.5%，钢铁更为明显，1 月份中国大宗商品价格指数（钢铁类）同比 37.8%，2 月 40%，即使是一些新兴行业，同样面临类似问题，华强北芯片价格指数 1 月同比上涨 15.3%，3 月（至今，2 月缺失）为 15.5%，这些都导致固定资产投资增速冲高；**（3）工业增加值较去年年末改善，但相比去年全年仍有下行压力，**1-2 月同比 7.5%，高于去年年底 4.3%，低于去年全年累计增速 9.6%。
- **为什么消费数据表现超预期？或表明防疫经验进一步积累之后，2 月份疫情的影响小于回乡过年对消费的促进。**市场对 1、2 月份消费的悲观预期一方面来自春节的一些中频数据如票房、旅游表现一般，另一方面是因为 2 月末各地疫情爆发已经初露端倪——今年 1-2 月，全国新冠肺炎新增确诊病例月平均值分别为 123、121 例，高于去年任何一个月份的水平。但从实际数据来看，虽然 1-2 月社会消费品零售总额同比 6.7%，实际增速 4.9%，低于 2019 年末的 8%、4.5%，但较去年年末 1.7%、-0.5%出现大幅改善。我们认为，一方面，今年春节客运较去年明显扩张，从同比的角度全方位改善了居民在消费品、餐饮等方面的支出，这种改善并没有在票房、旅游中充分体现，另一方面，2 月份疫情虽然开始反弹，但防疫经验积累之后，防控对消费的影响在可控的范围之内（这一点在 3 月未必成立）。
- 如何看待地产数据？1-2 月房地产开发投资完成额累计同比 3.7%，去年年末 4.4%，处于下行通道但是幅度好于市场预期，其中土地购置费同比-42.3%，前值-15.5%，因此**拉动力来自建筑安装投资。在施工面积同比 1.8%的情况下，地产投资超预期同样来自于整体固定资产投资的推动力——上游工业品的大幅上涨。**
- **因此，一个关键的问题是，如果通胀带来数据改善，为什么这种改善没有在去年下半年高通胀时期就兑现？**我们认为，市场可能低估了限电限产对工业生产（量的角度）的负面效应，而今年限电解除+稳增长政策环境带来的正面促进则高于预期。
- 数据的超预期是否会延续？是否会动摇稳增长的步伐？我们认为：（1）如前文所述，通胀是名义数据超预期的重要理由，实际数据来看，下行压力并无改变；（2）在各级各部门具有较强“开门红”诉求的背景下，不能排除 1-2 月份有“冲量”的因素，理同年初社融数据的波动；（3）我们继续坚定看好稳增长力度，包括基建项目的落地，以及房地产链条的边际改善（居民端因城施策的放松、主要城市土拍规则的调整，等等），以及考虑到价格因素和下行压力，我们认为 15 日 MLF 按兵不动不代表货币政策宽松窗口的结束，为配合中小企业疫后纾困、大宗商品价格高企、政府债券大量发行等因素，降准甚至降息的窗口有望继续打开。
- 风险提示：本轮疫情延续超预期，影响工业生产和线下消费。

报告发布日期

2022 年 03 月 16 日

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001

联系人

陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn
孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn

相关报告

输入性通胀或卷土重来：——2 月价格数据点评	2022-03-14
疲弱的地产拖累信贷：——2 月金融数据点评	2022-03-13

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何

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_39496

