

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

经济开门为什么这么红?

2022年3月16日

摘要:

1-2 月经济数据大幅超市场预期。这倒是和我们预测一季度 GDP 增速 6% 相吻合, 但很多人的第一反应是不敢相信, 甚至怀疑数据能对上吗? 我们对这一份经济数据提出四点理解。

- **一是去年一季度是低基数, 而不是高基数。**尽管 2021 年各项数据的同比增速很高, 但环比增速较低, 因此一季度是低基数而不是高基数。我们计算了历年 1-2 月各项数据相对于前一年 12 月的环比变化, 可以发现 2021 年基建、制造业、消费环比增速均低于历史环比均值。观察 GDP 的环比增速更加直观, 2021 年一季度 GDP 环比增速仅为 0.3%, 远低于其他年份的同期增速。因此去年一季度是低基数, 而不是高基数, 基数效应一定程度上对经济数据的高增长形成支撑。
- **二是在低基数的基础上, 政策靠前发力, 经济内生动能有所修复, 导致多项数据大超预期。**本期制造业投资、基建投资以及消费表现较强。(1) 制造业投资延续去年年初以来的较强走势, 尤其高技术制造业增长较快。今年政府工作报告提出“加大企业创新激励力度”, 特别指出“加大研发费用加计扣除政策实施力度, 以及实行留抵退税约 1.5 万亿元。以上措施均对企业创新给予大规模资金支持, 有助于制造业企业加大技术改造投资和新设备采购。(2) 基建投资如期回升。2021 年 9 月以来, 政策频繁强调基建投资“适度超前”、“力争在一季度形成更多实物工作量”。1-2 月基建同比增速为 8.1%, 初步体现了基建“稳增长”的成效。(3) 国内疫情防控更加精准, 春节期间居民出行限制放松, 春节假日消费得以释放。
- **三是房地产超预期回升, 引发市场关注。**我们认为房地产投资能够保持正增长的原因有两点。一是前期停建缓建工程复工的情况有所增多。本期施工面积同比增长 1.8%, 由于房地产投资中的建安投资与施工面积关系密切, 施工面积的正增长与房地产投资可以对应。但考虑到新开工、竣工面积分别下滑 12.2%、9.6%, 我们推测在房地产政策逐步放松, 特别是房企并购加快, 商品房预售监管制度得到规范化调整这两个因素的影响下, 房企对于前期停建缓建工程项目的复工有所增多。二是房地产投资是现价数据, 包含价格影响, 在 PPI 高位的情况下, 建筑材料价格上涨对房地产投资的增长形成支撑。
- **我们维持一季度经济增速 6% 的判断。**在年度展望《社融回升、基建回暖和双峰增长》中我们就曾提出, 2022 年经济增长可能呈双峰形态; 预计 2022 年一季度和三季度为双峰, 在低基数+政策靠前发力的推动下, 一季度增速有望达到 6%。1-2 月经济实现开门红, 与我们的预期相符。
- **风险因素:** 疫情变异导致疫苗失效; 国内政策超预期等。

目录

一、经济开门为什么这么红？	3
二、工业增加值增速继续回升	5
三、制造业投资韧性较强，基建投资如期回升	6
四、春节效应部分释放，消费超预期复苏	7
风险因素	8

图目录

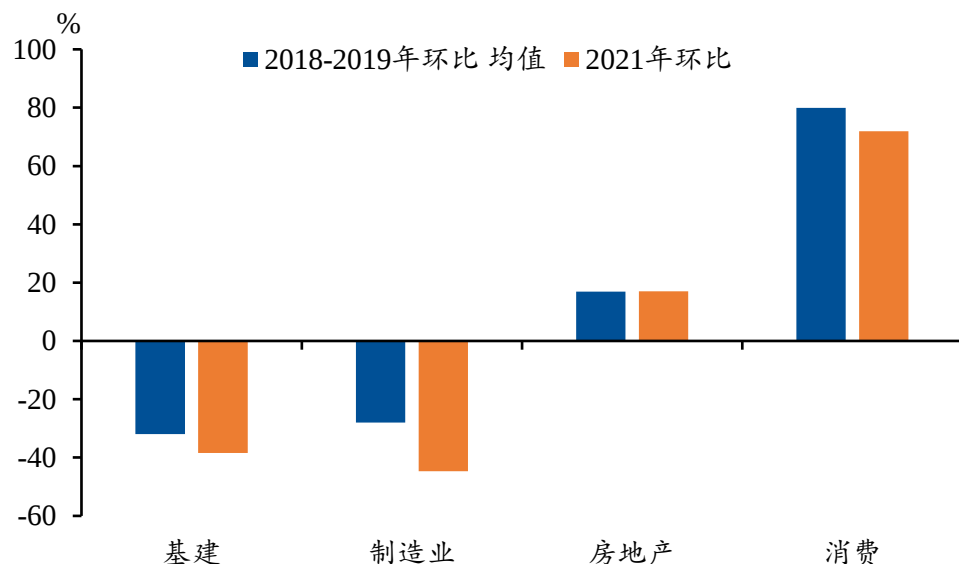
图 1：去年 1-2 月各项经济数据环比增速较低	3
图 2：2021 年一季度 GDP 环比增速仅为 0.3%	3
图 3：房地产开发资金来源增速与房地产投资完成额明显背离	4
图 4：2022 年 GDP 增速预测	5
图 5：工业增加值同比增速延续回升	5
图 6：1-2 月各行业增加值同比	6
图 7：制造业各行业投资增速	7
图 8：制造业投资维持韧性，基建投资增速回升	7
图 9：各类消费增速	8



一、经济开门为什么这么红？

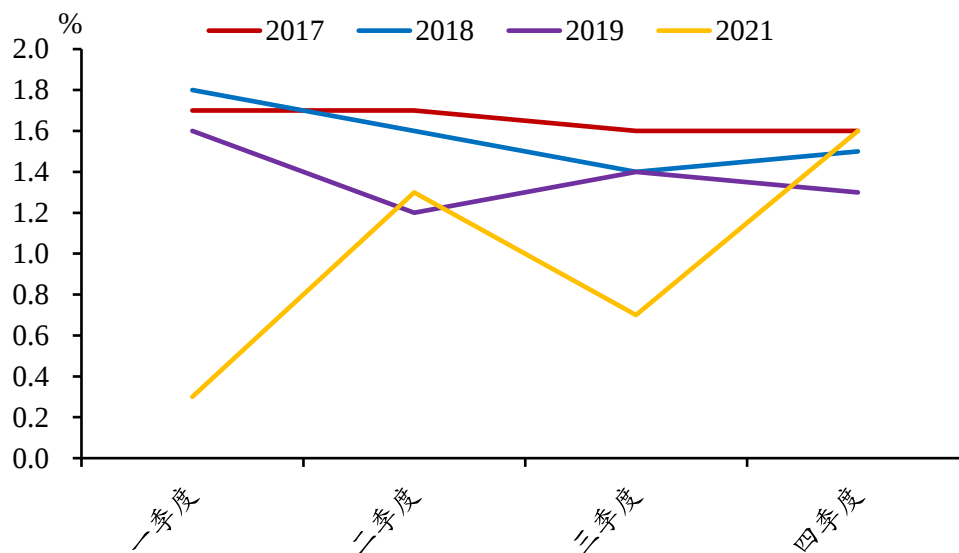
一是去年一季度是低基数，而不是高基数。各项数据同比增速较高与低基数有关，尽管 2021 年各项数据的同比增速很高，但环比增速较低，因此一季度是低基数而不是高基数。我们计算了历年 1-2 月各项数据相对于前一年 12 月的环比变化，可以发现 2021 年基建、制造业、消费环比增速均低于历史环比均值。观察 GDP 的环比增速更加直观，2021 年一季度 GDP 环比增速仅为 0.3%，远低于其他年份的同期增速。因此去年一季度是低基数，而不是高基数，基数效应一定程度上对经济数据的高增长形成支撑。

图 1：去年 1-2 月各项经济数据环比增速较低



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：2021 年一季度 GDP 环比增速仅为 0.3%



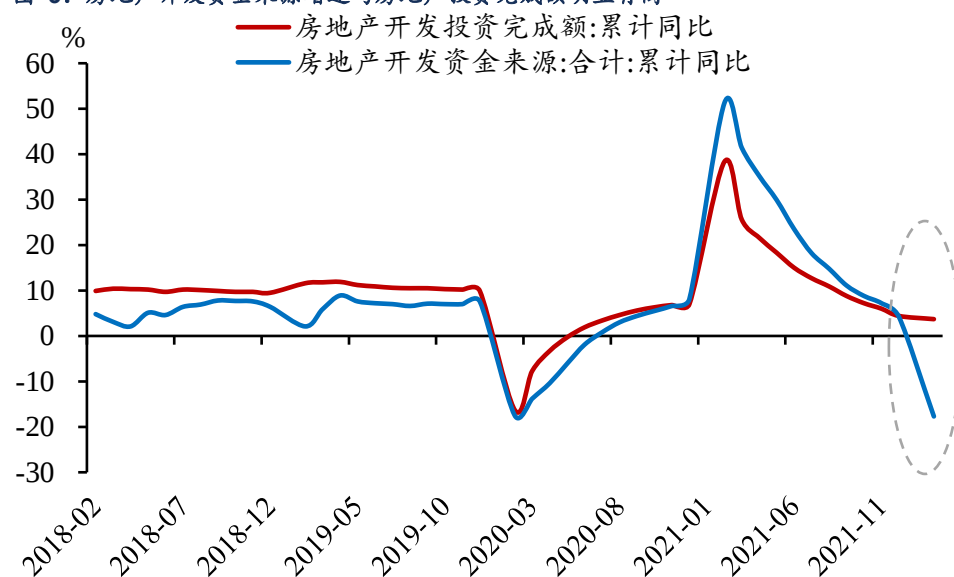
资料来源：万得，信达证券研发中心

二是在低基数的基础上，政策靠前发力，经济内生动能有所修复，导致多项数据大超预期。本期制造业投资、基建投资以及消费表现较强。(1) 制造业投资延续去年年初以来的较强走势，1-2 月增速超过 20%，尤其高技术制造业增长较快。今年政府工作报告提出“加大企业创新激励力度”，特别指出“加大研发费用加计扣除政策实施力度，将科技型中小企业加计扣除比例从 75%提高到 100%”。此外，政府工作报告明确提出，预计全年退税减税

2.5 万亿元,其中留抵退税约 1.5 万亿元,退税资金全部直达企业。以上措施均对企业创新给予大规模资金支持,有助于制造业企业加大技术改造投资和新设备采购。1-2 月高技术制造业增长 42.7%。(2) 基建投资如期回升。2021 年 9 月以来,政策频繁强调基建投资“适度超前”、“力争在一季度形成更多实物工作量”。1-2 月基建同比增速为 8.1%,初步体现了基建“稳增长”的成效。(3) 国内疫情防控更加精准,春节期间居民出行限制放松,春节假日消费得以释放。

三是房地产超预期回升,引发市场关注。1-2 月房地产投资增速录得 3.7%,商品房销售面积同比下降 9.6%,均好于市场预期。我们认为房地产投资能够保持正增长的原因有两点。一是前期停建缓建工程复工的情况有所增多。本期施工面积同比增长 1.8%,由于房地产投资中的建安投资与施工面积关系密切,施工面积的正增长与房地产投资可以对应。但考虑到新开工、竣工面积分别下滑 12.2%、9.6%,我们推测在房地产政策逐步放松,特别是房企并购加快,商品房预售监管制度得到规范化调整这两个因素的影响下,房企对于前期停建缓建工程项目的复工有所增多。二是价格贡献很大。房地产投资是现价数据,包含价格影响,在 PPI 高位的情况下,建筑材料价格上涨对房地产投资的增长形成支撑。但同时也要看到 1-2 月房地产开发资金来源增速与房地产投资完成额出现了明显的背离,说明房企的资金压力仍然较大,从这个角度来看地产调控政策还需要进一步放松。

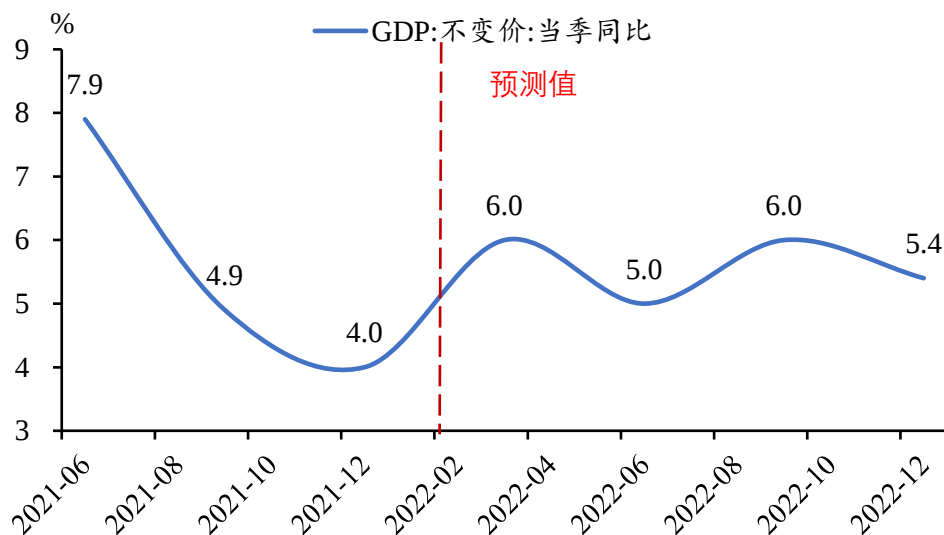
图 3: 房地产开发资金来源增速与房地产投资完成额明显背离



资料来源:万得,信达证券研发中心

我们维持一季度经济增速 6% 的判断。在年度展望《社融回升、基建回暖和双峰增长》中我们就曾提出,季度节奏上,2022 年经济增长可能呈双峰形态;预计 2022 年一季度和三季度为双峰,在低基数+政策靠前发力的推动下,一季度增速有望达到 6%。1-2 月经济实现开门红,与我们的预期相符。

图 4：2022 年 GDP 增速预测

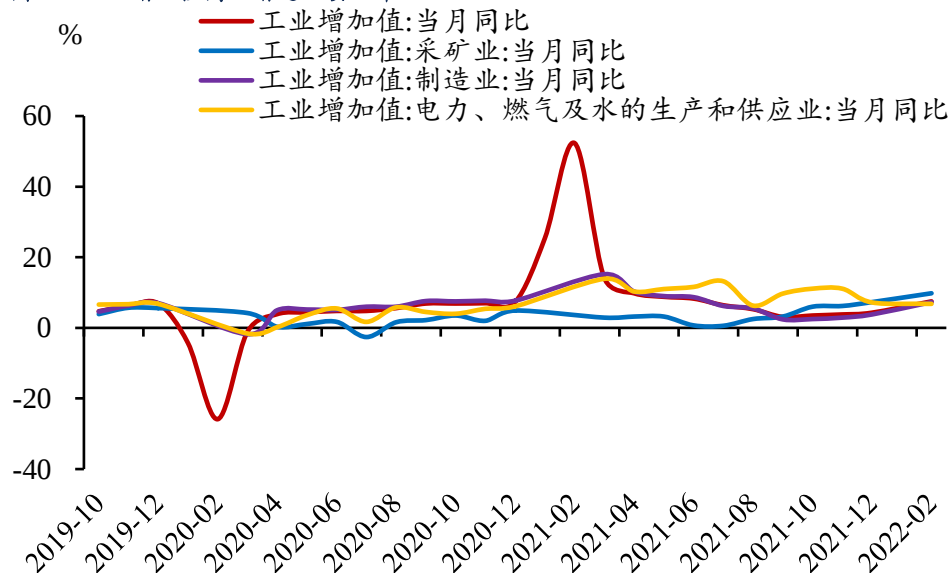


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、工业增加值增速继续回升

工业增加值增速继续回升。1-2 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 7.5%，比 2021 年 12 月份加快 3.2 个百分点，比 2021 年两年平均增速加快 1.4 个百分点。分项来看，采矿业、制造业同比增速均较 12 月进一步改善。国内大宗商品保供稳价稳步推进，加上基建投资需求升温，采矿业同比增长 9.8%，较上月加快 2.5 个百分点。制造业方面，装备制造业、高技术制造业维持高增速，带动制造业增加值同比增长 7.3%，较上月加快 3.5 个百分点。

图 5：工业增加值同比增速延续回升

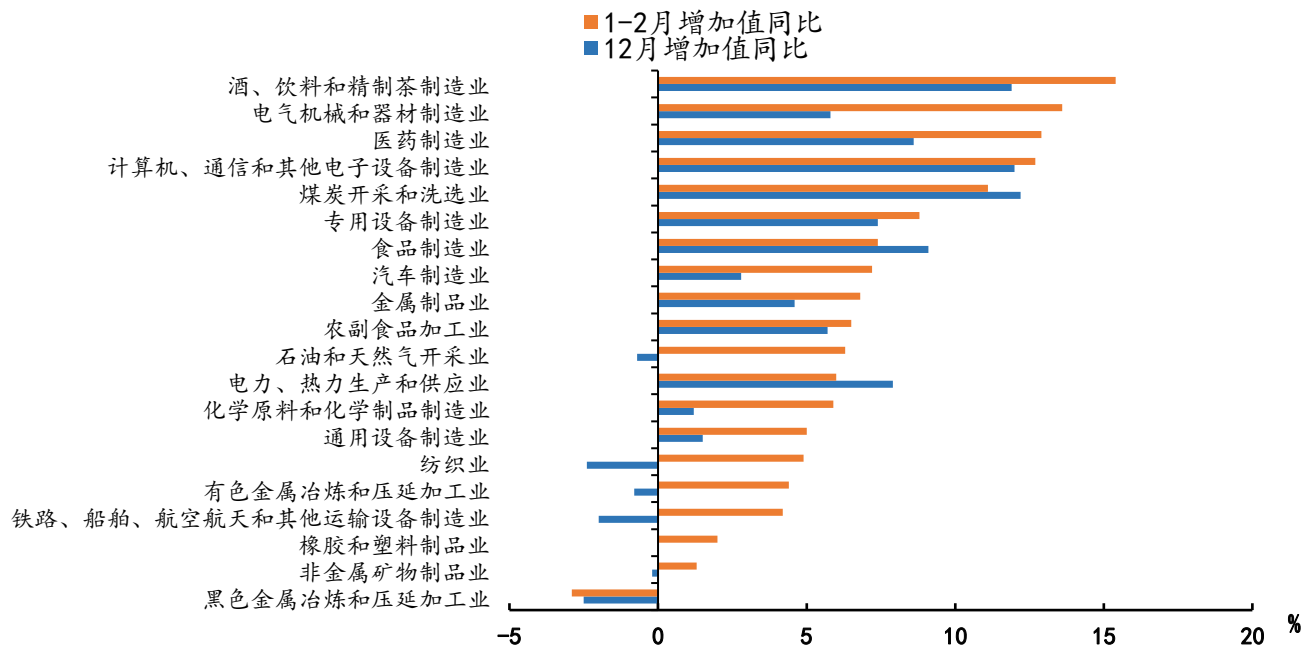


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1-2 月“就地过年”效应弱于去年，叠加冬奥会召开扰动生产的情况下，工业增加值实现大幅增长的原因有四点。一是海外供应链受疫情影响，出口链延续强势，电器机械、计算机通信、专用设备等行业生产保持景气。二是多部门强调“做好大宗商品的保供稳价工作”，如 3 月 9 日发改委表示，要力争全国煤炭日产量稳定在 1200 万吨以

上。煤炭开采和洗选业增长 11.1%。三是俄乌冲突持续发酵，原油、有色等海外大宗商品价格抬升，驱动石油和天然气开采业增加值增长 6.3%，有色金属冶炼增长 4.4%，12 月分别为-0.7%、-0.8%。三是全球疫情反复，医药制造业增加值维持高速增长。

图 6：1-2 月各行业增加值同比



资料来源:万得, 信达证券研发中心

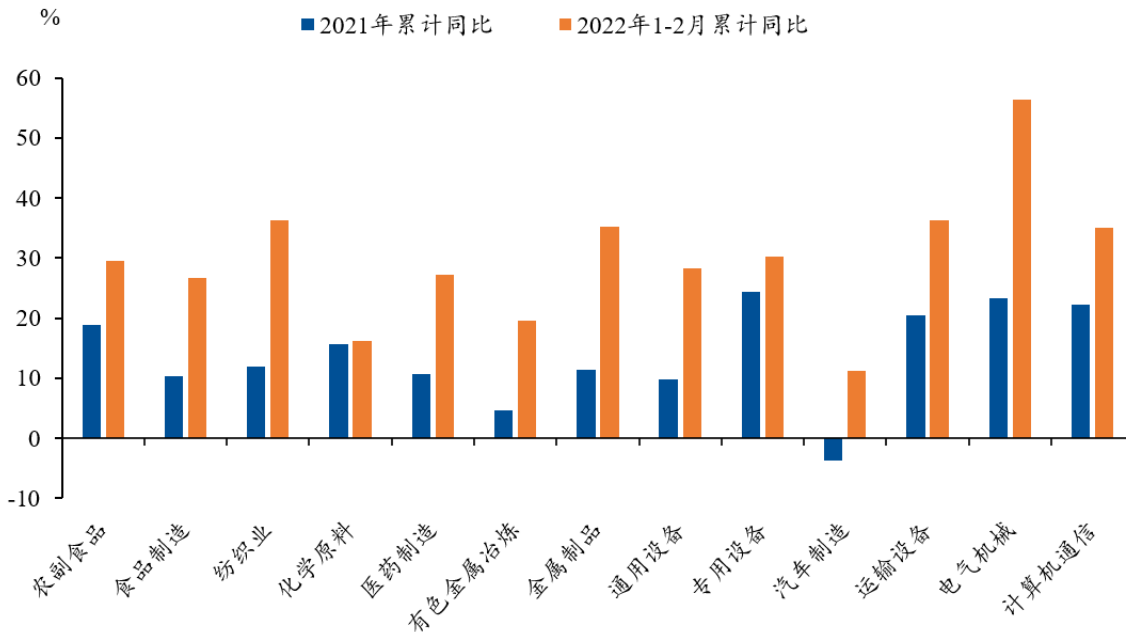
三、制造业投资韧性较强，基建投资如期回升

1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）50763 亿元，同比增长 12.2%，比 2021 年加快 7.3 个百分点，比 2021 年两年平均增速加快 8.3 个百分点。

制造业投资延续去年年初以来的较强走势，1-2 月增速超过 20%。1-2 月，制造业投资同比增长 20.9%，较上期上升 7.4 个百分点。（1）1-2 月高技术制造业增长 42.7%，其中电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长 50.3%、41.2%。（2）国内汽车缺芯问题进一步缓解，投资增速则从 2021 年的-3.7%回升至 11.3%。



图 7：制造业各行业投资增速

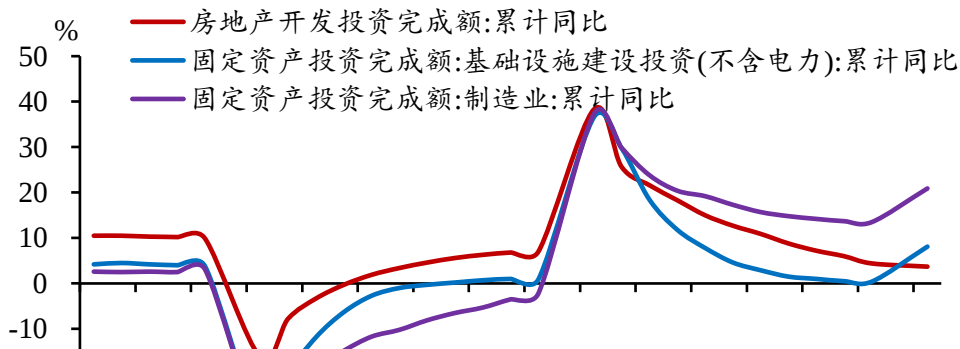


资料来源:万得, 信达证券研发中心

基建投资如期回升。1-2月基建同比增速为8.1%，较2021年全年增速0.4%有显著的改善，初步体现了基建“稳增长”的成效。2022年新增专项债额度安排在3.65万亿的较高水平且发行前置，1至2月份已发行8775亿元，占到全年额度的24%。另外政府工作报告表明今年安排中央预算内投资6400亿元，比上年增加300亿元。可以看到今年基建投资资金充裕，基建投资将持续对经济增长形成支撑。

房地产指标在前文已做分析。

图 8：制造业投资维持韧性，基建投资增速回升



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_39504

