



宏观研究

【粤开宏观】经济实现开门红，但仍有风险挑战：1-2 月经济数据解读

2022 年 03 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进、原野、徐凯舟

近期报告

《【粤开宏观】俄罗斯经济全景：西方制裁的可能效果及全球影响》2022-02-27

《【粤开宏观】风展红旗如画：2021 年国民经济统计公报解读》2022-02-28

《【粤开宏观】政府工作报告释放的 11 个重大信号》2022-03-05

《【粤开宏观】1998-2021 年中国各省份土地出让收入排名变迁》2022-03-08

《【粤开宏观】本轮大宗商品价格暴涨的原因、影响及应对》2022-03-10

事件

1-2 月规模以上工业增加值同比增长 7.5%，预期 3.2%，前值 4.3%；

1-2 月固定资产投资同比增长 12.2%，预期 5.3%，前值 4.9%；

1-2 月房地产开发投资同比增长 3.7%，前值 4.4%；

1-2 月社会消费品零售总额同比增长 6.7%，预期 4.6%，前值 1.7%。

总体上看，1-2 月经济数据实现开门红，大幅超出预期，平稳开局主要得益于三大因素：1-2 月疫情相对稳定消费回升，“稳增长”政策靠前发力带动基建和地产投资上升，外需支撑出口高增；但是向后看，海外地缘局势复杂多变，俄乌局势可能引发输入性通胀；国内疫情再度反弹，涉及到两大特大城市，可能再度冲击弱企稳的消费及相关服务业，生产活动部分受损；基建投资仍将受制于严控隐性债务和土地出让收入下行，稳出口难度加大；需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续，微观主体避险化和预期趋势未根本性改善，仍需政策加码，仍要继续坚持稳字当头、稳中求进的总要求，最终实现经济发展和社会大局稳定。

风险提示：经济下行压力超预期、外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、“稳增长”政策靠前发力，1-2 月经济“开门红”，但市场信心仍有待提振，政策需持续加码.....	3
1、经济平稳开局主要得益于三大因素：1-2 月疫情相对稳定，“稳增长”政策靠前发力，外需支撑出口高增 ...	3
2、海外地缘局势复杂多变，国内疫情再度反弹，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续，仍需政策加码	4
二、工业生产回暖，体现国内保供稳价、政策纠偏以及海外需求复苏影响	5
三、消费大幅回暖，但疫情隐忧仍在	6
四、房地产投资反弹但销售仍在下滑，基建、制造业投资同比回升	8
（一）房地产投资反弹，但销售和到位资金延续下行趋势	8
（二）基建发力显著.....	9
（三）制造业各行业投资全面提升.....	10

图表目录

图表 1： 1-2 月工业生产、投资、消费表现全面回暖.....	3
图表 2： 1-2 月规模以上工业增加值同比增长 7.5%	6
图表 3： 石油制品、金银珠宝、汽车等为主要拉动，家具、建筑装潢为拖累项	7
图表 4： 疫情爆发城市的消费受到冲击较大	8
图表 5： 房地产市场各细分指标表现	9
图表 6： 1-2 月专项债发行进度	10
图表 7： 1-2 月制造业投资同比增长 20.9%.....	11



一、“稳增长”政策靠前发力，1-2 月经济“开门红”，但市场信心仍有待提振，政策需持续加码

1-2 月经济数据实现“开门红”，大幅超出市场预期。工业生产、投资、消费同比分别增长 7.5%、12.2%和 6.7%，而市场预期分别仅为 3.2%、5.3%和 4.6%。上周五公布的 2 月信贷社融数据在总量和结构上表现欠佳，引发市场关注和担忧；1-2 月经济数据的超预期好转，有助于提振市场信心，上午 10 点数据公布后，A 股出现短暂反弹，创业板指数由跌转涨，反弹幅度最高达近 2.6%；国债收益率明显上行。

图表1：1-2 月工业生产、投资、消费表现全面回暖

同比增速（%）	2022-02	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09
工业增加值（当月）	7.5	5.8	5.4	5.2	5.0
固定资产投资（累计）	12.2	3.9	3.9	3.8	3.8
制造业投资（累计）	20.9	4.8	4.3	3.8	3.3
房地产投资（累计）	3.7	5.7	6.4	6.7	7.2
基建投资（累计）	8.6	1.8	1.6	1.9	2.0
社会消费品零售总额（当月）	6.7	3.1	4.4	4.6	3.8

资料来源：Wind、粤开证券研究院，注：2021 年为两年平均增速

1、经济平稳开局主要得益于三大因素：1-2 月疫情相对稳定，“稳增长”政策靠前发力，外需支撑出口高增

第一，1-2 月疫情相对稳定，经济社会正常化运行，集中反映在消费同比上升。去年年初疫情反弹，政府号召就地过年，消费受到显著冲击；今年尽管也有局部反弹，但政府精准防控，对经济冲击较小。就地过年，居民的消费主要集中在大城市，乡村消费能力低，体现为城市消费好于乡村；正常过年，则是从城市返回乡村，消费数据上是乡村消费好于城市。去年 1-2 月社零消费中，乡村两年平均增速仅为 1.3%，显著低于城镇的 3.4%；而今年乡村同比增长 7.1%，高于城镇的 6.7%。去年 1-2 月餐饮收入出现负增长，两年平均增速为-2.0%；今年同比增速则高达 8.9%。

第二，“稳增长”政策靠前发力，生产、投资明显提速。去年 12 月中央政治局会议和中央经济工作会议提出当前经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，重提“六稳”“六保”，要求政策发力适当靠前，提前应对下行压力。财政、央行、发改等部门纷纷行动，加快审批项目、提前下发专项债额度、推动宽货币，为形成实物工作量打下基础。

1) 专项债发行和财政支出进度加快，有效拉动基建投资回升。去年底财政部提前下达 1.46 万亿的新增专项债限额，1-2 月新增专项债发行 8775 亿，完成提前批额度的 60.1%，剩余额度预计 3 月底发完。发改委也加快项目审批，尽快形成实物工作量。1-2 月基建投资同比增长 8.6%，显著高于去年全年（两年平均增速 1.8%）和去年同期（两年平均增速-0.7%）。

2) 房地产调控因城施策，房企融资和居民购房约束放松，房地产投资略有回升。虽然当前居民观望情绪仍重，1-2 月商品房销售面积和销售额同比分别下降 9.6%和 19.3%，但在房企融资条件改善和“保交楼”的推动下，房屋施工面积和房地产投资同比增速由负转正，分别回升至 1.8%和 3.7%，明显超出市场预期。



3) 保供稳价, 有序推进碳达峰碳中和工作, 降低供给冲击及价格大幅上涨对中小游和小微企业的冲击。去年部分地方政府和部门在“双碳”和“能耗双控”政策执行中采取“一刀切”、运动式做法, 导致煤价大涨、拉闸限电等问题, 中央及时进行了政策纠偏。3月9日国家发改委表示将完善煤炭产供储销体系, 进一步释放优质煤炭产能, 强化煤矿生产调度。截至目前, 全国保供煤矿中, 超过80%的核增煤矿已完成现场核查, 95%以上已取得用林用草批复, 矿区总规调整、项目环评、矿权手续正加快推进。1-2月规上工增同比增长7.5%, 其中采矿业增长9.8%。

第三, 外需支撑出口高增, 带动制造业生产、投资走强。海外疫情严重, 生产恢复弱于需求, 从而继续依赖中国出口。1-2月出口同比增长16.3%, 高于2021年全年两年平均增速的16.0%。出口强劲提振制造业生产, 1-2月制造业增加值同比增长7.3%。制造业景气度上升, 2月制造业PMI生产经营活动预期指数升至58.7%, 创近一年以来新高; 此外, 去年同期制造业投资基数偏低, 两年平均增速为-3.0%; 二者共同作用下, 1-2月制造业投资同比增速高达20.9%。

2、海外地缘局势复杂多变, 国内疫情再度反弹, 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续, 仍需政策加码

经济平稳开局实属不易, 但仍面临诸多问题和挑战。一方面, 外部环境更趋复杂严峻和不确定。俄乌冲突不确定性仍强, 欧美面临高通胀压力和货币政策收紧, 全球疫情仍在持续, 世界经济复苏动力不足, 大宗商品价格高位波动。另一方面, 国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。局部疫情时有发生, 消费和投资恢复迟缓, 稳出口难度增大, 能源原材料供应仍然偏紧, 输入性通胀压力加大, 中小微企业、个体工商户生产经营困难, 稳就业任务更加艰巨。

一是疫情反弹等导致需求收缩。近期疫情多点爆发, 尤其是上海、深圳等一线城市也受到较大影响, 将对3月消费产生明显冲击。回顾2021年, 疫情反复的部分城市, 其社零当月两年平均增速显著低于全国平均水平, 例如5、6月的广州, 7、8月的南京以及9月的厦门。餐饮旅游等线下服务业受到的冲击尤为明显, 去年8、11、12月餐饮收入两年平均都出现负增长。粗略统计, 目前有14个省份、20多个市县出现较为明显的疫情反弹, 占全国社零消费的比重分别超过50%和15%。

二是能源等大宗商品带来的输入性通胀压力和供给冲击。俄乌冲突引发大宗商品价格大涨, 一方面会通过直接推高相关商品价格、将成本向下游传导、推升公众通胀预期进而形成“工资-通胀螺旋”三大渠道影响国内通胀, 制约货币政策空间; 另一方面会挤压下游行业利润, 影响相关行业正常生产经营及投资意愿。去年部分地方政府和部门在“双碳”和“能耗双控”政策执行中采取“一刀切”、运动式做法, 就曾导致上游原材料价格大涨, PPI生产资料同比一度高达17.9%, 严重挤压了下游行业利润, 也制约了这些行业的投资意愿, 对经济稳步恢复造成拖累。本轮海外大宗商品价格暴涨, 也将产生相似的不利结果。

三是预期转弱仍在继续, 体现在贷款短期化、微观主体避险化趋势等。尽管房地产调控明显放松, 但房地产销售仍在下滑, 2月新增住户中长期贷款甚至减少459亿元, 首次出现负值; 房企的拿地和新开工意愿同样不强, 仍是负增长。企业贷款短期化特征明显, 2月新增中长期贷款同比少增5948亿元, 短期贷款和票据融资同比分别多增1614和4907亿元。商业银行为满足信贷投放要求, 通过票据贴现来冲抵额度。市场信心仍然偏弱, A股在短暂反弹后又重新下行, 上证综指当日收跌近5%。



二、工业生产回暖，体现国内保供稳价、政策纠偏以及海外需求复苏影响

1-2 月规模以上工业增加值同比增长 7.5%，比 2021 年 12 月加快 3.2 个百分点，比 2021 年 12 月两年平均增速加快 1.7 个百分点。其中，采矿业、制造业增加值分别同比增长 9.8%、7.3%，较 2021 年 12 月两年平均增速提高 3.7、1.6 个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.8%。

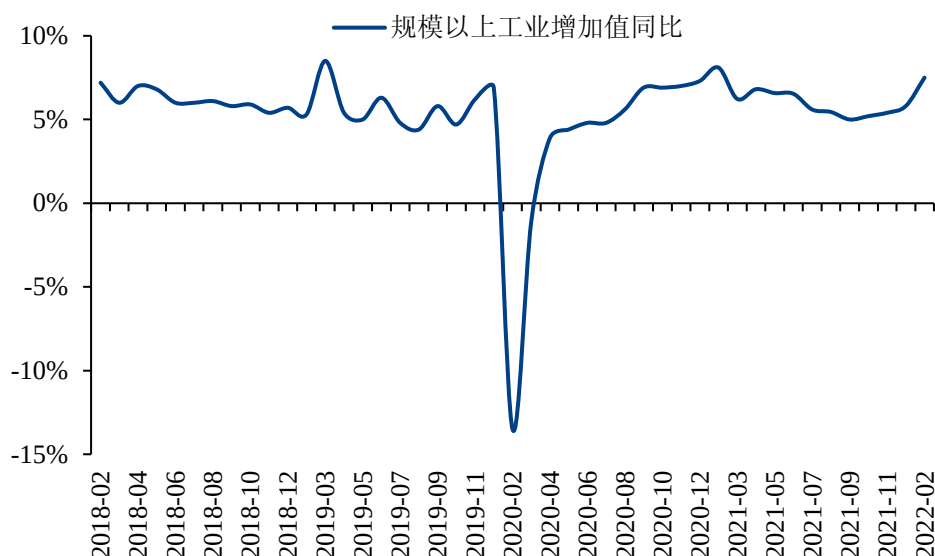
一是煤油气能源供给稳步回升，体现保供稳价、政策纠偏有力。年初以来，国内能源供应总体平稳，煤炭生产增速保持高位，油气开采稳步回升。前期中央明确“立足以煤为主的基本国情”，连续两次国常会（1/19、2/14）均要求增加煤炭供应，随后国内能源转型政策纠偏，加大煤油气供应保障力度，并借此对冲俄乌冲突、国际能源危机等对国内的影响。发改委数据显示，全国煤炭日产量回升到 1200 万吨以上。1-2 月，煤炭开采和洗选业增加值同比增长 11.1%，原煤产量同比增长 10.3%，石油和天然气开采业增加值同比增长 6.3%，天然原油产量同比增长 4.6%。

二是钢铁产业链“两头热”推升工业生产，“中间冷”或体现限产政策效应。下游方面，汽车制造、专用设备生产回暖，1-2 月增加值分别同比增长 7.2%、8.2%。汽车产量同比增 11.1%，继去年 10 月增速转正后快速升至两位数，房地产、基建投资活动也明显走强。上游方面，金属矿开采有所加快。一方面限产期即将结束，钢厂复产补库意愿强，另一方面年初铁矿进口周期性走低、价格上行，或共同推动国内金属矿生产加快。中游方面则明显偏冷，黑色金属是主要行业中唯一的负增长行业，增加值同比下降 2.9%，粗钢、生铁产量同比降幅超过 10%，钢材产量同比降 9.4%，或主要体现年初采暖季（冬奥）限产政策的影响。从高炉开工率看，1-2 月唐山钢厂高炉开工率基本介于 40%至 50%之间，处于历史较低水平。

三是外需复苏持续驱动高技术、装备行业，但后期需关注国内疫情以及俄乌局势的潜在影响。1-2 月，高技术制造业增加值同比增长 14.4%，增速比规模以上工业快 6.9 个百分点，电子、医药、电气机械增加值同比增长 12.7%、12.9%、13.6%。今年以来，工业出口仍较为强劲，在高基数的基础上，1-2 月出口、工业出口交货值分别增长 16.3%、16.9%。但是，3 月以来上海、深圳等地因疫情蔓延不断加大管控力度，后期或影响机械、电子、仪器仪表等本地优势企业的生产，而俄乌局势也可能引发全球范围内特定金属、稀有气体等原料短缺和涨价，进一步伤及国内工业企业。



图表2：1-2月规模以上工业增加值同比增长7.5%



资料来源：Wind、粤开证券研究院，注：2021年为两年平均增速

三、消费大幅回暖，但疫情隐忧仍在

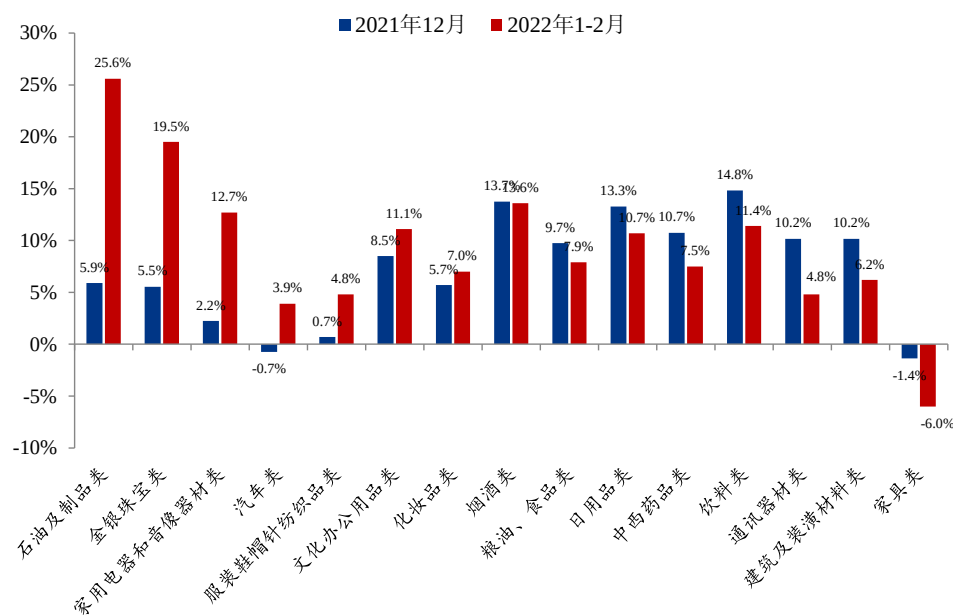
1-2月份，社会消费品零售总额74426亿元，同比增长6.7%，比2021年12月两年平均增速高个百分点，比2021年两年平均增速加快2.8个百分点。

第一，总量数据超预期，部分由于去年就地过年政策，压制了部分返乡人员消费需求，形成了低基数效应。2021年1-2月社零两年同比增速为3.1%，低于今年的6.7%，同时，乡村消费品零售额两年同比增速为1.3%，大幅低于今年7.1%的增速。

第二，餐饮消费大幅回暖，石油制品、汽车等影响商品消费的重要分项表现较好。今年1-2月餐饮收入同比增长8.9%，大幅高于2021年-0.5%的两年平均增速。商品消费结构上，一是受地缘政治等因素影响，石油价格走高带动石油制品类消费大幅提升。二是春节期间金银珠宝、家用电器等商品需求旺盛。三是新能源汽车带动下，汽车消费保持不错的增速。1-2月我国汽车、乘用车、新能源汽车累计销量分别为426.8万辆、367.4万辆和82.0万辆，同比增长7.5%、14.4%和158.2%，自主品牌市场份额为44.6%，较去年同期增长2.2个百分点，2月新能源车渗透率达到19.2%。四是家电消费表现较弱，一方面，房地产市场疲软，地产后周期消费受到影响；另一方面，地缘政治等因素影响下，原材料成本提高，家电提价减弱了居民购买欲望。



图表3：石油制品、金银珠宝、汽车等为主要拉动，家具、建筑装潢为拖累项



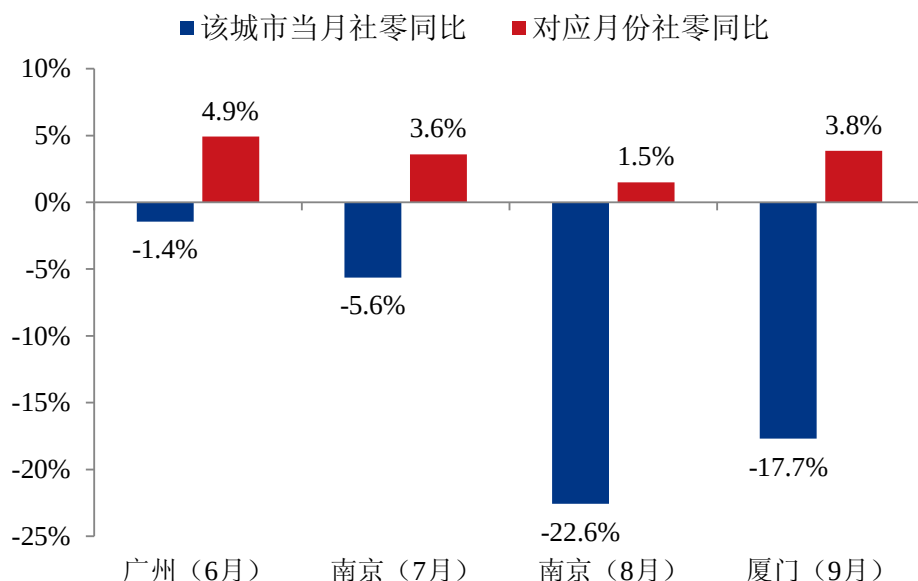
资料来源：Wind、粤开证券研究院，注：2021年为两年平均增速

第三，稳增长基调下，促消费政策将进一步释放农村消费潜力，对汽车、家具等品类形成支撑。今年政府工作报告明确指出：“继续支持新能源汽车消费，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新”等积极的促消费举措。众多地方政府在2022年工作部署中明确提出开启新一轮家电下乡。2022年2月15日，国务院正式发布《“十四五”推进农业农村现代化规划》并指出“鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动、实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，促进农村居民耐用消费品更新换代。”

第四，近期疫情多点爆发，上海、深圳等一线城市也受到较大影响，将对3月消费产生负面影响。回顾2021年，疫情反复的典型城市，其社零当月两年平均增速显著低于全国平均水平，例如5、6月的广州，7、8月的南京以及9月的厦门。2022年2月底3月初，全国多地再次出现较为严重的疫情，深圳、东莞两个城市已按下暂停键，吉林则禁止跨省、跨市州流动。国家卫健委3月14日数据显示，本土新增确诊病例已达3507例。



图表4：疫情爆发城市的消费受到冲击较大



资料来源：Wind、粤开证券研究院，注：2021 年为两年平均增速

四、房地产投资反弹但销售仍在下滑，基建、制造业投资同比回升

1-2 月全国固定资产投资同比增长 12.2%，较 2021 年两年平均增速提高 8.3 个百分点，显著高于市场预期的 5.3%。

（一）房地产投资反弹，但销售和到位资金延续下行趋势

1-2 月份，全国房地产开发投资 14499 亿元，同比增长 3.7%，较 2021 年累计增速下降 0.7 个百分点，较 2021 年两年增速下降 2.0 个百分点，延续了去年下半年以来的收缩态势。但与 2021 年 12 月-3%的两年平均增速相比有较大回升。

第一，居民购房意愿弱，销售端依然是房地产良性循环中的最大堵点。1-2 月商品房销售面积同比下降 9.6% 较 2021 年 12 月两年平均增速降幅扩大 6.5 个百分点 较 2021

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_39427

