张瑜：经济数据之喜，难改全年大稳之调

意见领袖|张瑜

主要观点

1-2 月经济数据超市场预期的好，但持续性、全面性仍待三月检验，我们逐个分析本次数据：

（一）三个预期之外

1、 消费、投资、工业：环比与同比之间有差异，基数解释力偏弱

剔除基数的扰动，观察环比是个比较好的方法。比如 GDP，去年四季度增速低于三季度接近 1 个百分点，与去年四季度 GDP 季调环比 1.6%，比 2020 四季度的 2.6%，低 1 个百分点有关。

1-2 月消费、投资、工业全部大幅好于去年 12 月。但环比的数据并不能证明这一点。例如工增，1-2 月环比季调低于 2021 年 1-2 月同期，理论上，1-2 月的工增增速应该低于去年 12 月。

2、 地产投资：宏观与微观存在分歧

地产投资 1-2 月同比增速为 3.7%，大幅好于前值-13.1%。增速的回正与微观高频数据存在分歧。参见正文。

3、 工增分行业数据：与工业品产量存在分歧

行业层面，工增数据与工业品产量有些分歧，可能来自数据口径的差

https://www.yunbaogao.cn

别，也可能来自工增数据的某些技术处理（工增的处理相对复杂，需要通过产出计算增加值，且扣除价格因素）。

比较典型的是如下两个。1）水泥产量增速下滑，但非金属矿物制品的增加值增速上行；2）手机、电脑产量增速大幅下滑，但电子设备制造业的增加值增速维持高位。

（二）四个符合预期

1、今年技改增速上行相对符合预期。2、基建符合预期的地方有两点。一是，整体增速。二是，分项增速。1-2 月，电力投资、交运投资、水利投资好于公共设施管理业的投资增速。3、地产施工面积同比为正，新开工同比为负，销售同比为负，符合预期。4、服务业生产指数偏弱符合预期。

后续怎么看?

经济本身：第一，1-2 月的经济数据运行有较多难以理解的地方，基于此作过于乐观的判断或直接武断“数据不可信”，容易出现较大的偏误。

第二，四个符合预期意味着当下经济的问题依然突出，体现在服务弱、地产弱。应对抓手也较为清晰，基建上、技改上。但更定量的判断，抓手是否能够对冲地产与服务，仍需要更多数据的观察。

第三，3 月疫情对经济的影响不容忽视。初步判断，18 个受疫情影响较大的城市对全国 1 季度 GDP 增速的下行拖累可能在 0.5%左右。这意味着，1 季度可能受疫情拖累，成为全年经济增速低点。

政策展望：暂时、短期的数据（特别是权重低且易波动大的年初）好坏，并不能作为定基全年政策基调的完全依据，我们再次重申，5.5%左右目标背后两大诉求：对外经济发展保持全球领先地位；解决千万应届毕业生就业压力。这两大压力都依然显著存在。统筹而言，社融数据没那么差（1-2 月合并看社融是扩张的），经济数据没那么好（仍有不确定性），不用过度解读，往后看，三月有疫情之忧、年中有出口回落之虑，稳增长基调不会贸然改变，货币相机宽松呵护仍有必要，尚无“政策暂缓”之险。

风险提示:

疫情进一步扩散影响施工与消费；地产持续下行。

报告目录

https://www.yunbaogao.cn

一、哪些数据预期之外？哪些基本符合预期？ 4
（一）三个预期之外 4
1、消费、投资、工业：环比与同比之间有差异，基数解释力偏弱 4
2、地产投资：宏观与微观存在分歧 4
3、工增分行业数据：与工业品产量存在分歧 5
（二）四个符合预期 5
1、技改增速上行 5
2、基建增速上行 6
3、地产施工面积同比为正，新开工同比为负，销售同比为负 6
4、服务业生产指数偏弱 6
二、1-2 月经济数据点评 7
（一）消费：超预期上行 7
（二）地产：资金压力加大，行业景气继续下行 8
（三）工增：同比与环比、增加值与产量存分歧 8
（四）投资：政策前倾叠加技改发力，固投大幅上行 9
（五）就业：失业率季节性回升 11

报告正文

一

哪些数据预期之外？哪些基本符合预期？

（一）三个预期之外

1、消费、投资、工业：环比与同比之间有差异，基数解释力偏弱

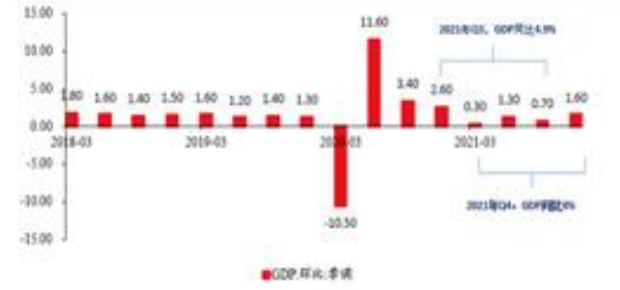
由于消费、投资、工增都公布季调环比数据，可以借助季调环比数据

观察基数的扰动。

观察之前，借助 GDP 的季调环比数据，理解季调环比的应用，去年四季度 GDP 同比 4%，低于三季度的 4.9%，从环比季调数据能看到，主要是基数的原因。2020 年 Q4 的环比 2.6%（影响 2021 年 Q3 的增速），而 2021 年 Q4 环比仅 1.6%，相比 2020 年 Q4 低 1%左右，导致 2021 年 Q4 增速低于 2021 年 Q3 1%左右。

今年 1-2 月，工增、社零、固投增速均大幅好于去年 12 月。但从季调环比看，基数并不能给予解释。例如工增，1-2 月环比季调低于 2021 年 1-2 月同期，理论上，1-2 月的工增增速应该低于去年 12 月。例如社零，1-2 月的环比季调比 2021 年 1-2 月同期高 1.3%左右，但 1-2 月社零为 6.7%，比去年 12 月的 1.7%提高了 5 个百分点。固投的情况也类似。

图表 1 GDP：季调环比



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 工增：季调环比

资料来源：Wind，华创证券

图表 3 社零：季调环比

资料来源：Wind，华创证券

图表 4 固投：季调环比

资料来源：Wind，华创证券

2、地产投资：宏观与微观存分歧

地产投资 1-2 月同比增速为 3.7%，大幅好于前值-13.1%。增速的回正与微观高频数据存在分歧。

地产投资的构成来自两块。一是拿地费用。二是建安支出。拿地费用方面，去年 6 月以来，随着土地成交同比大幅回落，拿地费用一项（为地产投资的其他费用这一数据）同比持续为负。考虑到 1-2 月，无论是百城住宅类土地成交，还是统计局口径下的土地成交价款，同比都继续大幅负增，这意味着，1-2 月拿地费用同比负增概率较大。

建安支出方面，考虑到 1-2 月水泥产量负增、螺纹表观消费负增，基

建增速大幅上行，新开工同比为负，竣工同比为负，PPI 同比下行，建安支出增速转正的概率似乎较低。

此外，考虑到地产资金来源 1-2 月同比-17.7%，与去年 12 月相差不大，融资侧未明显改善的情况下，投资（代表资金支出）大幅上行，存在一定的分歧。

3、工增分行业数据：与工业品产量存分歧

行业层面，工增数据与工业品产量有些分歧，可能来自数据口径的差别，也可能来自工增数据的某些技术处理（工增的处理相对复杂，需要通过产出计算增加值，且扣除价格因素）。

比较典型的是如下两个。

1）水泥产量增速下滑，但非金属矿物制品的增加值增速上行：1-2 月水泥产量同比为-17.8%，低于 2021 年 9-12 月增速，但 1-2 月非金属矿物制品增加值增速为 1.3%，好于 2021 年 9-12 月同比增速。

2） 手机、电脑产量增速大幅下滑，但电子设备制造业的增加值增速

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_39533