



鲁政委 | 意料之外，情理之中：解开年初宏观数据的谜团



文/郭于玮、鲁政委（鲁政委为兴业银行首席经济学家）



开年经济数据远超市场预期，且与微观数据存在分歧，引发市场的广泛讨论。乍看意料之外的数据，条分缕析，似乎又在情理之中。

从房地产数据来看，房地产投资与土地、钢材数据背离。其原因可能包括：第一，土地购置费推升房地产投资，而土地购置费落后土地成交 1 年左右；第二，新开工阶段用钢强度高，用新开工与竣工之比可以很好地解释当前每单位建筑工程投资所需钢材少于过去的现象。因此，土地购置费或在 2022 年下半年明显走弱，新开工低迷或继续拖累钢材需求。

从基建数据来看，基建投资与水泥产量背离。其原因包括：第一，基

建投资同比基数偏低；第二，水泥库存出现超季节性的下降，水泥需求可能较去年末有所改善。受基数因素的影响，3月基建投资当月增速可能回落，但基建动能可能并不低。因为2022年1至2月份新开工项目计划总投资增长高达62.8%，而2010年至2018年数据停止发布前的历史数据显示，新开工计划总投资同比从未超过60%。

从汽车消费来看，统计局公布的汽车零售同比与乘联会的汽车零售同比一正一负。其原因包括：第一，统计局公布的是零售额，乘联会公布零售量，而1月至2月高端车消费好于普通汽车；第二，乘联会数据主要来自厂商，而从经销商维度来看，2022年1至2月的汽车销售景气度可能高于去年同期。汽车销售对货币环境较为敏感，因此，如果流动性延续宽松，汽车销售回暖具备一定的可持续性。

开年宏观数据的表现远超市场预期，与部分微观数据产生背离，引发市场的广泛讨论。宏微观数据分歧的原因，直接影响着我们对未来经济走势的预判。因此，本文将从房地产投资、基建投资和汽车消费三个角度讨论2022年开年宏微观数据背离的现象。考虑到制造业投资高增长很大程度上可以用基数因素来解释，本文对此不进行探讨。

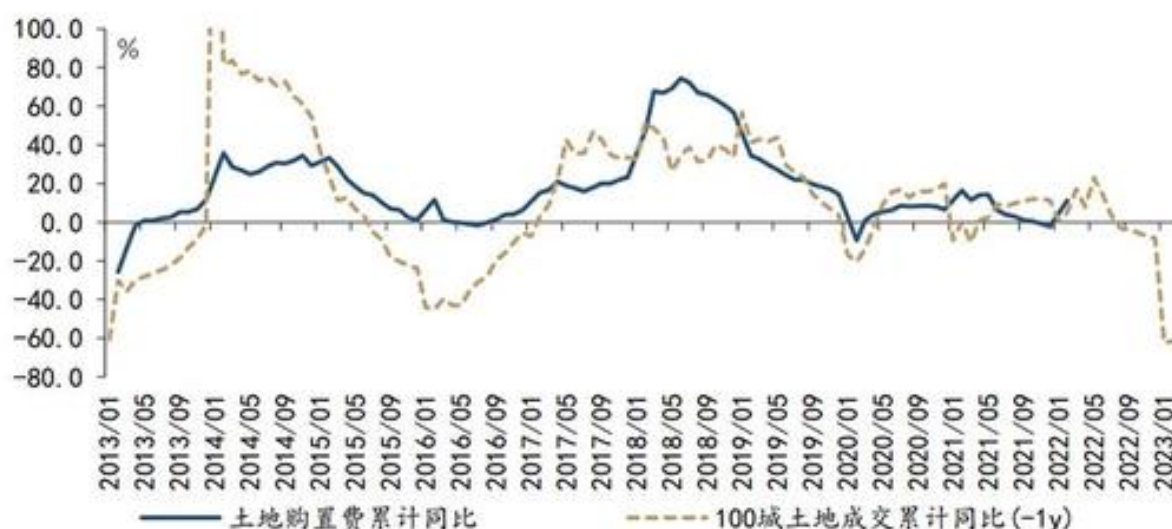
一、房地产投资与土地、钢材的背离

2022年开年以来，无论是土地成交还是钢材需求表现均不佳，但2022年2月房地产投资累计同比增长了3.7%，扭转了2021年最后4个月房地产投资当月同比持续负增长的局面。我们可以从两个角度来理解房地产投

资与土地、钢材数据之间的背离。

第一，土地购置费是推升房地产投资的主要力量，而土地购置费落后土地成交 1 年左右。2 月土地购置费累计同比增长了 11.3%，明显高于建筑工程投资的增速 2.0%和设备购置的增速-4.3%。100 城土地成交领先土地购置费 1 年左右，因此，1 年前火热的土地市场支撑了当前土地购置费的增长。不过，考虑到 2021 年下半年土地市场转冷，2022 年下半年土地投资费对房地产投资的拖累将显现出来。

图表1：土地购置费与土地成交

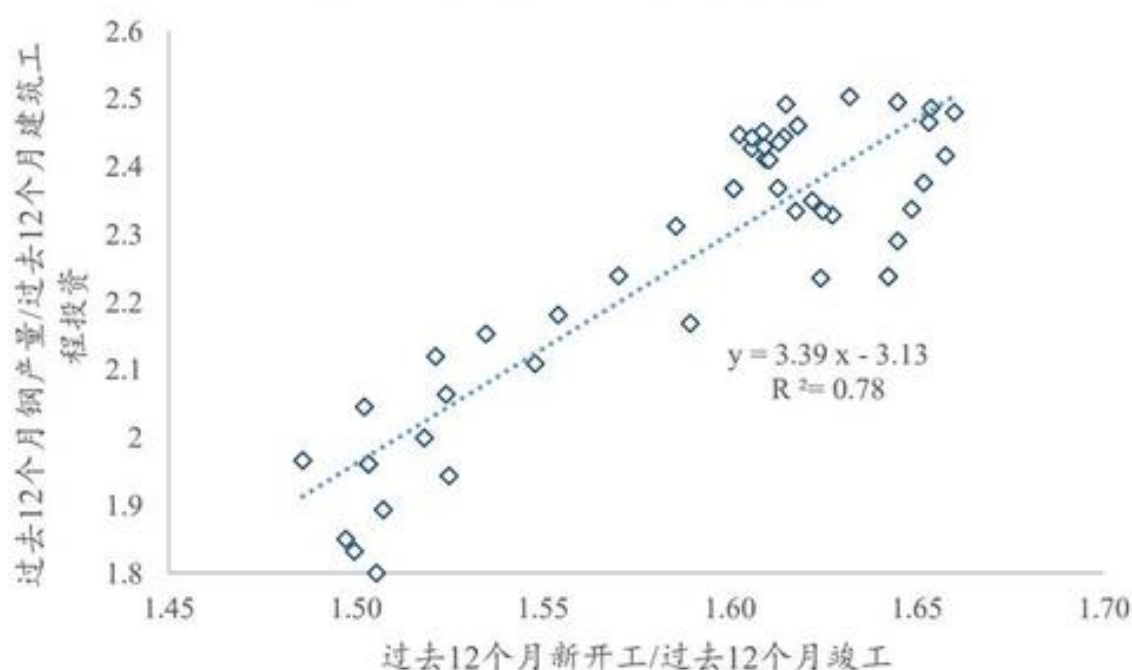


资料来源：WIND、兴业研究

第二，施工结构的变化导致房地产投资对钢材的需求发生变化。受“三道红线”的影响，2021 年房地产企业减少新开工并加快竣工。2021 年全年新开工面积累计同比下降了 11.4%，而竣工面积累计同比增长了 11.2%。历史数据显示，当新开工相对竣工更高时，每单位建筑工程投资所对应的

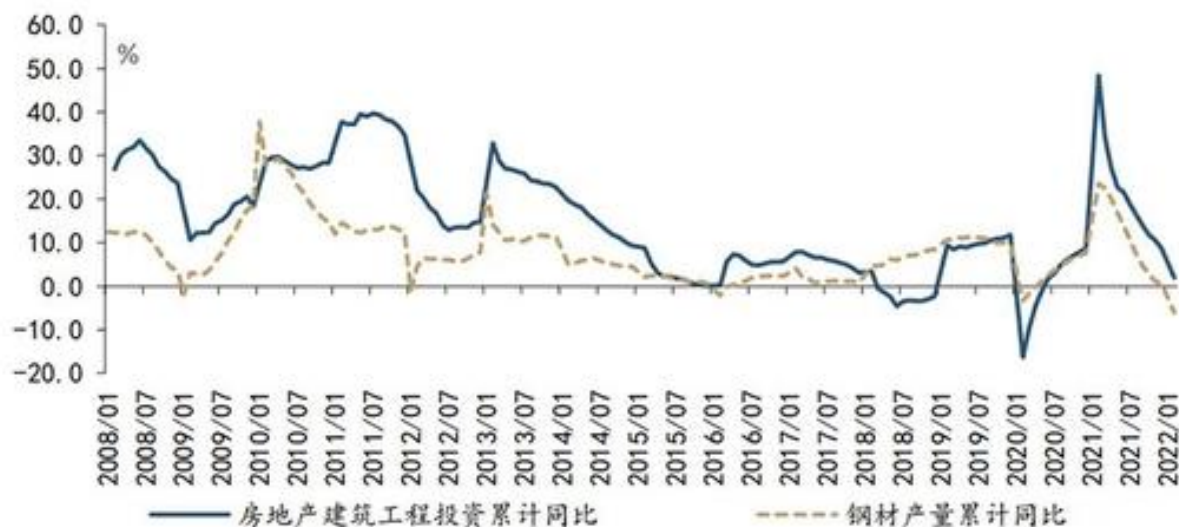
钢产量会更高。这是因为在房屋建筑的地下工程耗钢更多，房地产新开工阶段的用钢强度会高于施工后期。因此，2月出现了建筑工程投资正增长而钢材产量负增长的现象，实际上，2月新开工面积也是负增长的。与钢材不同的是，平板玻璃与施工后期更加相关，而2月平板玻璃的产量累计同比增长2%。

图表2：房地产投资结构与钢材需求



资料来源：WIND、兴业研究

图表3：房地产建筑工程投资与钢材产量



资料来源：WIND、兴业研究

二、基建投资与水泥的背离

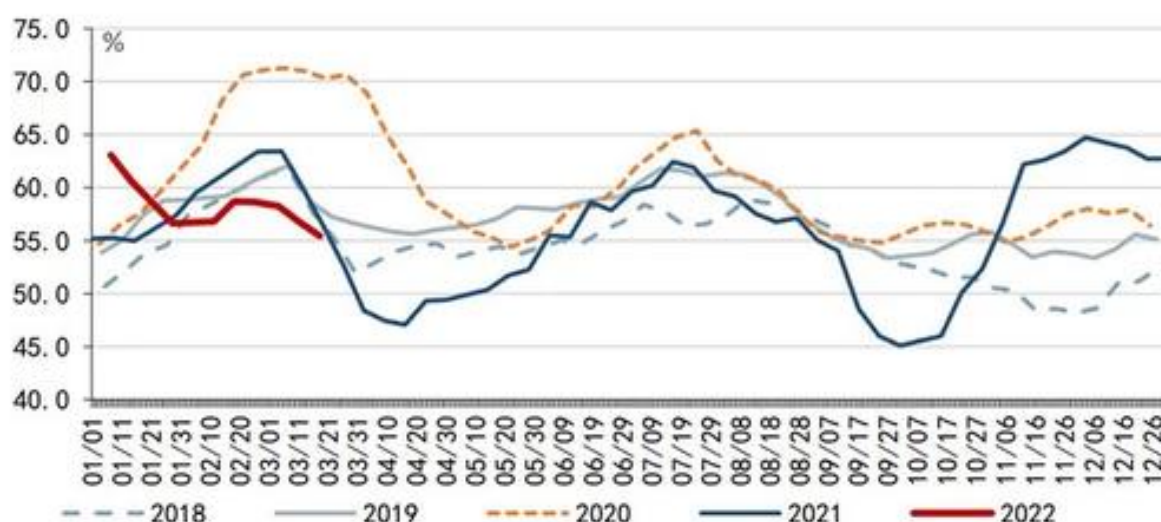
2月基建投资累计同比增长8.6%，较2021年全年增速提高8.4个百分点，但水泥产量表现较差。我们可以从两个角度理解基建投资与高频数据的背离。

第一，基数效应是基建投资跳升的重要原因。虽然2月基建投资累计同比增长8.6%，较2021年全年增速提高8.4个百分点，但如果从季节性的角度看，2021年1至2月基建投资较2020年12月环比下降36.3%，表现弱于季节性，而2022年1至2月基建投资较2021年12月环比下降33.3%，更加符合疫情爆发前的季节性规律。

第二，开年以来基建投资所耗用的可能主要是库存水泥，而非新增水泥。虽然2月水泥产量累计同比下降17.8%，但是水泥库容比出现了超季

节性的下降。通常春节前后水泥会出现明显的累库，但开年以来水泥却总体呈现去库的态势。水泥产量下降可能主要体现了奥运限产等因素的影响。如果我们用水泥产量同比与库存同比之差来刻画水泥需求，会发现二者之差出现了一定程度的回升。

图表4：水泥库容比



资料来源：WIND、兴业研究

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_39823

