



2023年3月15日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：黄婷莉

· 从业资格编号 F3073548

· 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



## 经济开局平稳复苏，关注顺周期动能修复

### 内容提要

1-2月经济数据再度验证经济疫后修复的进程，除生产端仍受到一定疫情尾端的扰动外，消费和投资整体增速均高于预期。整体看，靠近政策端的基建和制造业仍是支撑内需的主要动能，同时经济的顺周期力量也在疫后显现一定的修复特征。消费同比增速重回正值区间，居民生活半径修复支撑社交经济加快修复，餐饮消费回升较快。基建和制造业仍是支撑投资端的主要动能，也符合年初基建项目开复工较快的高频数据特征；房地产投资则延续降幅快速收窄，但仍弱于去年年初表现，年初房建项目开工依然受制于资金到位不足的扰动。尽管2月二手房市场明显回暖，但在前期积压需求消化后需求端能否持续修复仍存在较强不确定性。

总的来看，当前经济处在疫后修复的前半程，体现为环比增速的快速爬坡过程，但内生动能尚在修复阶段，同比增速与潜在增速仍有距离。往后看，通常经济将经历1-2个季度的疫后脉冲式修复阶段，更多地体现为场景恢复和积压需求的释放。而后内生动能的修复将成为经济复苏的主要动力，经济环比增速逐步减弱，同比增速继续向潜在增速回归。因此后续就业和消费仍是内生动能的关键，作为吸纳中低收入群体就业的主力，地产的修复仍是后续经济复苏动能的重要观测指标。

年后政治局会议的政策定调以及两会经济增长目标低于预期，都体现了政策对高质量和可持续性增长的诉求，弱化经济增速的目标，而强调就业的政策抓手，把恢复和扩大消费摆在优先位置。因此，大规模刺激性政策缺位下今年经济复苏大概率偏于温和，政策或进入对经济修复成色的观察期。短期风险在于2季度国内经济修复斜率不及预期，但届时三季度仍有增量政策出台窗口，中期看无需太担心今年经济修复的趋势。

### 风险提示

政策力度不及预期，硅谷银行事件发酵超预期，美联储加息超预期

## 一、事件

国家统计局发布 1-2 月经济数据：

- 1) 中国 1 至 2 月规模以上工业增加值同比 2.4%，预期 3.0%，去年 12 月为 1.3%；
- 2) 中国 1 至 2 月社会消费品零售总额同比 3.5%，预期 2.9%，去年 12 月为-1.8%；
- 3) 中国 2 月城镇调查失业率 5.6%，预期 5.4%，前值 5.5%；
- 4) 中国 1 至 2 月城镇固定资产投资同比 5.5%，预期 3.3%，前值 5.1%。
- 4) 中国 1 至 2 月全国房地产开发投资 -5.7%，去年 12 月为-12.2%；1 至 2 月基建(含电力)投资 12.2%，去年 12 月为 10.4%；1 至 2 月制造业投资 8.1%，去年 12 月为 7.4%。

图 1：宏观经济热力图（%）

指标	同比	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04
工业增加值		2.4	#N/A	1.3	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9
固定资产投资		5.5	#N/A	3.2	0.7	4.3	6.6	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8
基建(不含电力)		9.0	#N/A	14.3	10.6	9.4	10.5	14.2	9.1	8.2	7.2	3.0
基建		12.2	#N/A	10.4	13.9	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.3
房地产	当月同比%	-5.7	#N/A	-12.2	-19.9	-16.0	-12.1	-13.8	-12.3	-9.4	-7.8	-10.1
制造业		8.1	#N/A	7.4	6.2	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4
社消零售		3.5	#N/A	-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1
出口金额		-6.8	#N/A	-9.9	-9.0	-0.3	5.6	7.4	18.1	17.1	16.4	3.5
进口金额		-10.2	#N/A	-7.5	-10.6	-0.7	0.2	0.0	1.6	0.0	3.5	0.1
CPI	当月同比%	1.0	2.1	1.8	1.6	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1
PPI	当月同比%	-1.4	-0.8	-0.7	-1.3	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8.0
M1	%	5.8	6.7	3.7	4.6	5.8	6.4	6.1	6.7	5.8	4.6	5.1
M2	%	12.9	12.6	11.8	12.4	11.8	12.1	12.2	12.0	11.4	11.1	10.5
社融	存量同比%	9.9	9.4	9.6	10.0	10.3	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2
失业率	城镇调查	5.6	5.5	5.5	5.7	5.5	5.5	5.3	5.4	5.5	5.9	6.1

资料来源：Wind，优财研究院

## 二、1-2 月经济数据验证经济疫后修复进程

1-2 月经济数据再度验证经济疫后修复的进程，除生产端仍受到一定疫情尾端的扰动外，消费和投资整体增速均高于预期。整体看，靠近政策端的基建和制造业仍是支撑内需的主要动能，同时经济的顺周期力量也在疫后显现一定的修复特征。消费同比增速重回正值区间，居民生活半径修复支撑社交经济加快修复，餐饮消费回升较快。基建和

制造业增速继续小幅上行，仍是支撑投资端的主要动能，也符合年初基建项目开复工较快的高频数据特征。房地产投资则延续降幅快速收窄的过程，但同比仍为负值显示年初地产投资和销售面积仍慢于去年同期，年初房建项目开工受制于资金到位不足的扰动，国内贷款仍然偏弱。尽管2月二手房市场明显回暖，也带动新房市场销售回升，但在前期积压需求消化后需求端能否持续修复仍存在较强不确定性。

总的来看，当前经济处在疫后修复的前半程，体现为环比增速的快速爬坡过程，但内生动能尚在修复阶段，同比增速与潜在增速仍有距离。往后看，通常经济将经历1-2个季度的疫后脉冲式修复阶段，更多地体现为场景恢复和积压需求的释放。而后内生动能的修复将成为经济复苏的主要动力，经济环比增速逐步减弱，同比增速继续向潜在增速回归。因此后续就业和消费仍是内生动能的关键，作为吸纳中低收入群体就业的主力，地产的修复仍是后续经济复苏动能的重要观测指标。

年后政治局会议的政策定调以及两会经济增长目标低于预期，都体现了政策对高质量和可持续性增长的诉求，弱化经济增速的目标，而强调就业的政策抓手，把恢复和扩大消费摆在优先位置。因此，大规模刺激性政策缺位下今年经济复苏大概率偏于温和，政策或进入对经济修复成色的观察期。短期风险在于2季度国内经济修复斜率不及预期，但届时三季度仍有增量政策出台窗口，中期看无需太担心今年经济修复的趋势。

图 2：顺周期需呈现疫后修复特征（%）



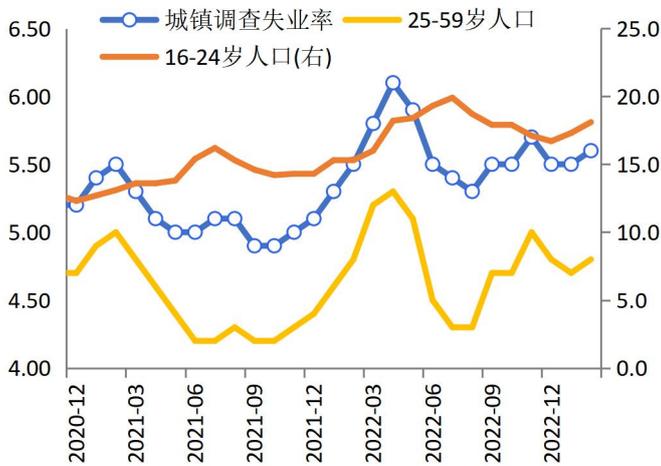
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：地产投资降幅收窄，基建和制造偏强（%）



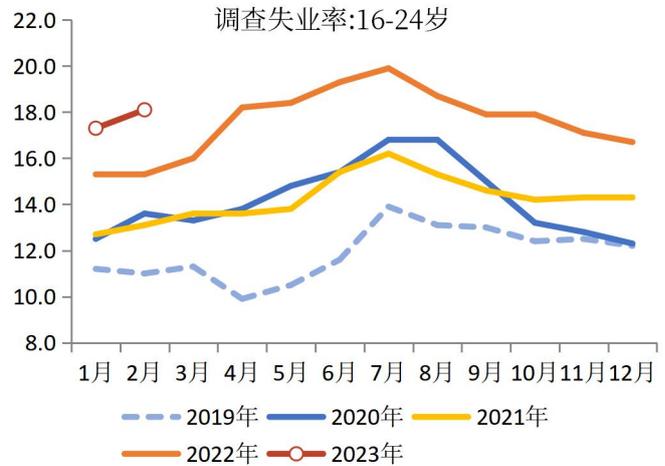
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：经济修复早期阶段就业仍然偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：16-24 岁失业率仍高于往年同期（%）



资料来源：Wind，优财研究院

### ● 地产投资延续修复，多指标降幅快速收窄

中国 1 至 2 月全国房地产开发投资 -5.7%，较去年 12 月当月同比回升 6.5 个百分点，其中新开工、施工和商品房销售面积均延续快速的降幅收窄过程，仅有竣工增速回到正值区间。房地产开发资金来源降幅同样快速收窄，但国内贷款仍然偏弱，年初房建项目开工仍受制于资金到位不足的扰动。

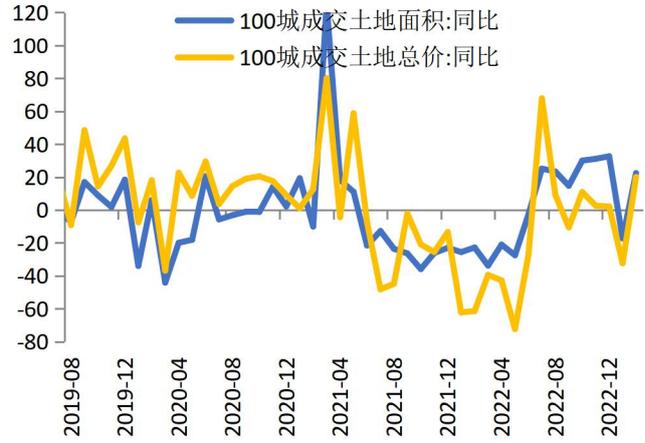
从高频数据来看，继 2 月商品房成交回升后，3 月初 30 城新房成交面积有所回落，但在前期积压需求的释放后，未来需求能否持续恢复仍是关注重点，这也是地产产业链能否实现良性循环的关键。从政策角度看，两会报告未提及“房住不炒”并增加“支持改善性住房需求”，地产基调整体偏宽松，但继续强调“防范化解优质头部房企风险，改善资产负债表状况”、“防止无序扩张”，防风险下“因城施策”或仍是大方向，一二线城市刺激性政策或难出台。预计今年地产投资结构或呈现出“竣工施工强+开工中性+拿地偏弱”的格局。

图 6: 房地产投资降幅快速收窄 (%)



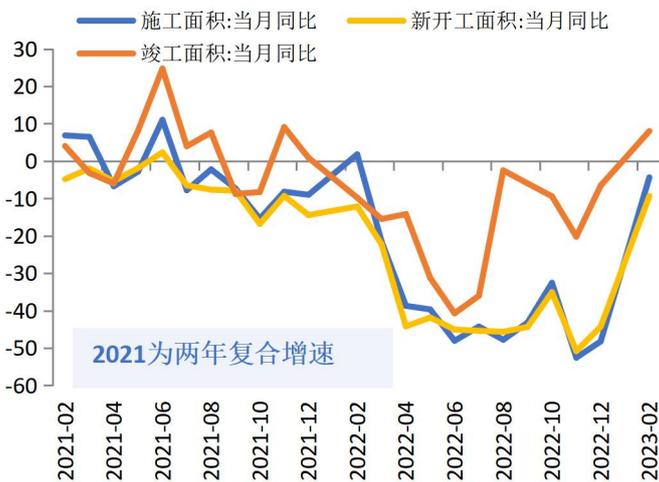
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 土地成交增速 (%)



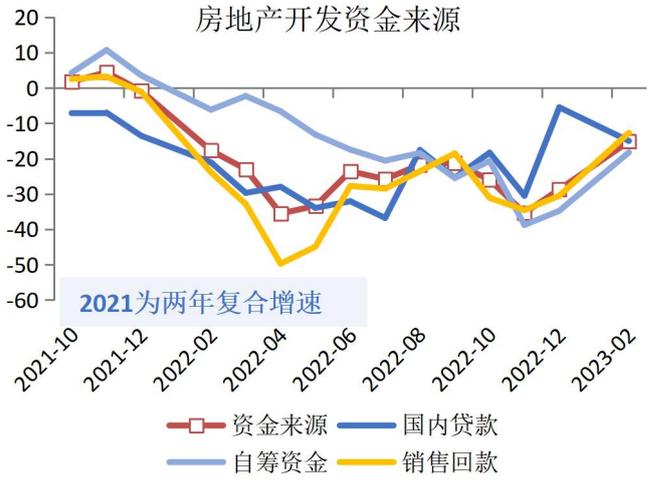
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 竣工>施工>开工 (%)



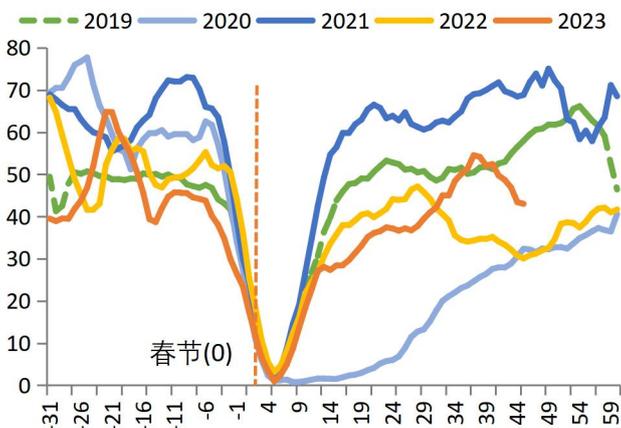
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 国内贷款仍然偏弱 (%)



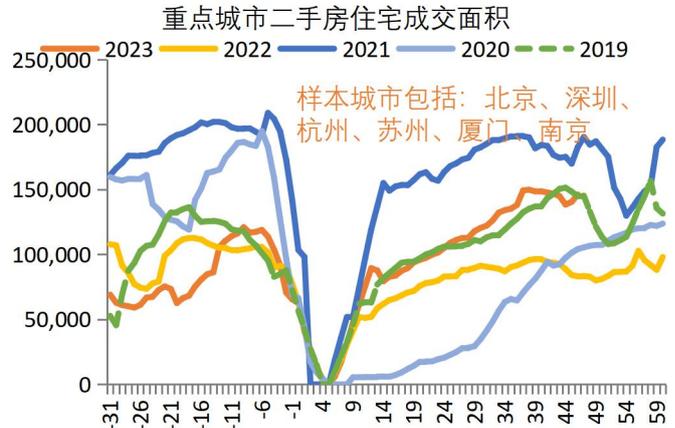
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 重点城市二手房住宅成交面积 (平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

● 靠近政策端的基建和制造业仍是支撑内需的主要动能

1-2月全口径基建投资同比12.2%，较12月单月增速继续回升1.8个百分点，其中不含电力口径下的基建投资增速从14.3%回落至9%，整体看基建投资维持较强韧性，和制造业投资成为支撑内需的主要动能。基建意愿、项目、资金的合力继续发挥作用，1-2月企业中长贷大幅多增，同时基建年后开复工节奏较快，石油沥青装置开工率和水泥发运率年后均维持回升趋势。

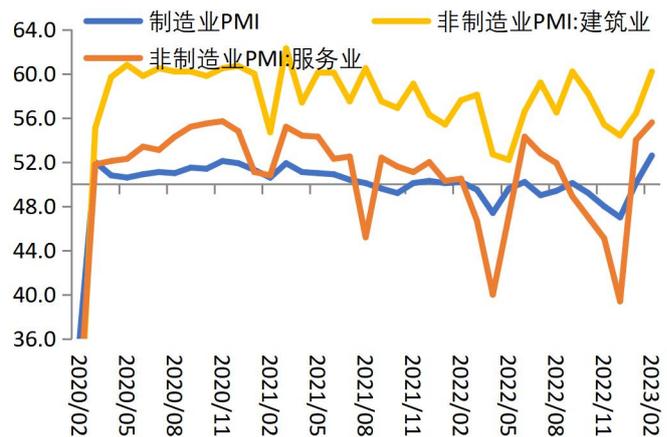
预计今年基建投资节奏上整体或偏前置，财政政策加力提效、取向积极，但利润上缴、结转结余、专项债限额空间等退坡下，实际可用财力比去年有一定下降，下半年在高基数和资金来源的约束下基建增速或略有放缓。

图 12：基建投资维持高增长（%）



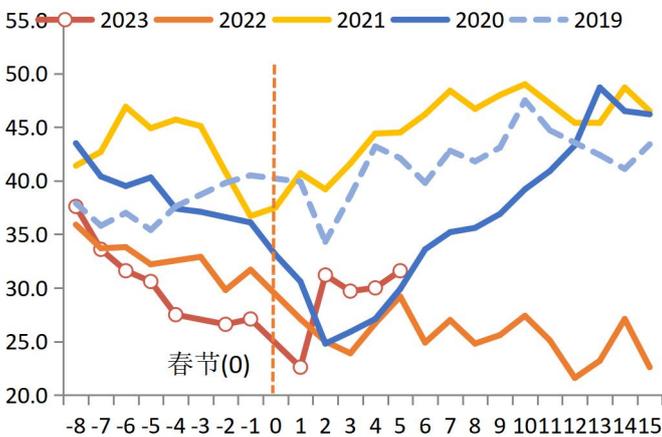
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：建筑业景气度仍在高位（%）



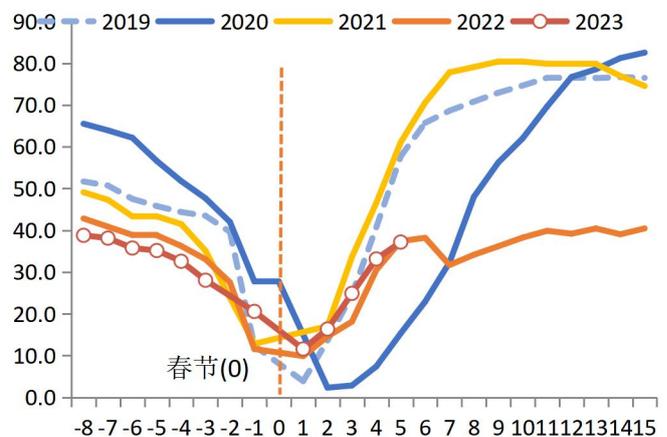
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：石油沥青装置开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 15：全国水泥发运率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

● 疫情影响消退提振社交经济消费回升

1-2月社会消费品零售总额同比3.5%，较12月单月增速继续回升5.3个百分点，消费同比增速重回正值区间，其中餐饮消费回升较快，居民生活半径修复支撑社交经济加快修复。

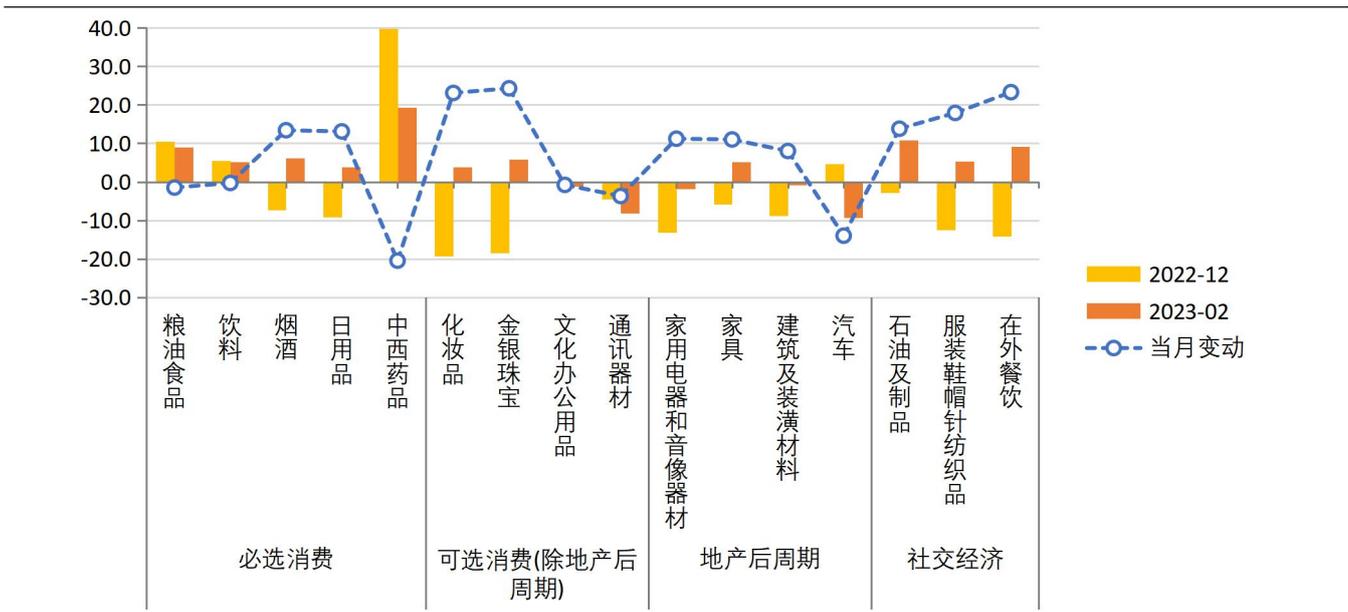
从消费分项来看，1)居民生活半径修复下社交经济消费加快修复，尤其是服装鞋帽、在外餐饮同比回升较快；2)可选消费中偏社交属性的化妆品、金银珠宝回暖加快；3)地产后周期中建材家具类回升，反映保交楼下竣工增速加快对后端需求的支撑，但需求透支下汽车销售偏弱；4)必选消费

图 16：消费分项热力图

	必选消费					可选消费(除地产后周期)				地产后周期				社交经济		
	粮油食品	饮料	烟酒	日用品	中西药品	化妆品	金银珠宝	文化办公用品	通讯器材	家用电器和音像器材	家具	建筑及装潢材料	汽车	石油及制品	服装鞋帽针纺织品	在外餐饮
2023-02	9.0	5.2	6.1	3.9	19.3	3.8	5.9	-1.1	-8.2	-1.9	5.2	-0.9	-9.4	10.9	5.4	9.2
2022-12	10.5	5.5	-7.3	-9.2	39.8	-19.3	-18.4	-0.3	-4.5	-13.1	-5.8	-8.9	4.6	-2.9	-12.5	-14.1
2022-11	3.9	-6.2	-2.0	-9.1	8.3	-4.6	-7.0	-1.7	-17.6	-17.3	-4.0	-10.0	-4.2	-1.6	-15.6	-8.4
2022-10	8.3	4.1	-0.7	-2.2	8.9	-3.7	-2.7	-2.1	-8.9	-14.1	-6.6	-8.7	3.9	0.9	-7.5	-8.1
2022-09	8.5	4.9	-8.8	5.6	9.3	-3.1	1.9	8.7	5.8	-6.1	-7.3	-8.1	14.2	10.2	-0.5	-1.7
2022-08	8.1	5.8	8.0	3.6	9.1	-6.4	7.2	6.2	-4.6	3.4	-8.1	-9.1	15.9	17.1	5.1	8.4
2022-07	6.2	3.0	7.7	0.7	7.8	0.7	22.1	11.5	4.9	7.1	-6.3	-7.8	9.7	14.2	0.8	-1.5
2022-06	9.0	1.9	5.1	4.3	11.9	8.1	8.1	8.9	6.6	3.2	-6.6	-4.9	13.9	14.7	1.2	-4.0
2022-05	12.3	7.7	3.8	-6.7	10.8	-11.0	-15.5	-3.3	-7.7	-10.6	-12.2	-7.8	-16.0	8.3	-16.2	-21.1
2022-04	10.0	6.0	-7.0	-10.2	7.9	-22.3	-26.7	-4.8	-21.8	-8.1	-14.0	-11.7	-31.6	4.7	-22.8	-22.7
2022-03	12.5	12.6	7.2	-0.8	11.9	-6.3	-17.9	9.8	3.1	-4.3	-8.8	0.4	-7.5	10.5	-12.7	-16.4
2022-02	7.9	11.4	13.6	10.7	7.5	7.0	19.5	11.1	4.8	12.7	-6.0	6.2	3.9	25.6	4.8	8.9
2021-12	9.7	14.8	13.7	13.3	10.7	5.7	5.5	8.5	10.2	2.2	-1.4	10.2	-0.7	5.9	0.7	-0.9
2021-11	11.2	18.5	12.3	8.3	11.0	19.6	14.9	14.6	20.0	5.8	1.9	10.5	0.9	5.9	2.0	-1.7
2021-10	9.3	12.8	14.7	7.5	8.2	12.6	14.6	11.6	20.7	6.0	1.8	8.0	-0.4	7.3	4.2	1.4
2021-09	8.5	15.9	16.8	5.5	9.1	8.7	16.5	17.3	8.2	3.0	1.4	6.7	-1.0	1.7	1.5	0.1
2021-08	6.8	12.3	8.6	5.4	8.2	9.1	11.3	14.8	3.2	-0.5	1.1	5.0	1.7	-1.7	-1.0	-5.8
2021-07	9.1	15.6	9.9	10.0	6.9	6.0	10.8	7.4	5.6	2.9	3.3	4.3	5.0	2.8	2.4	0.9

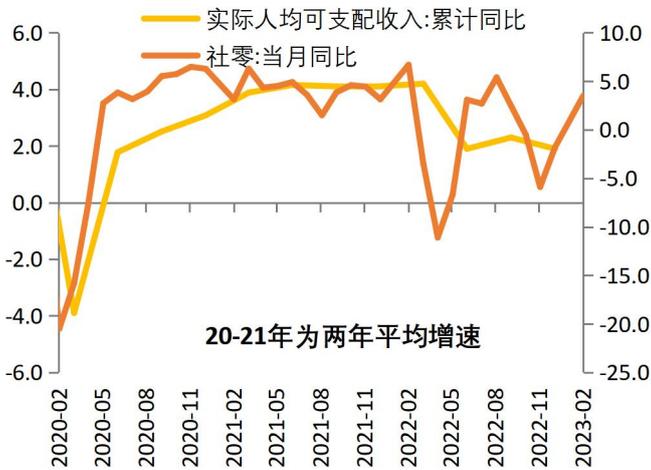
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：消费分项当月同比：社交经济恢复较快（%）



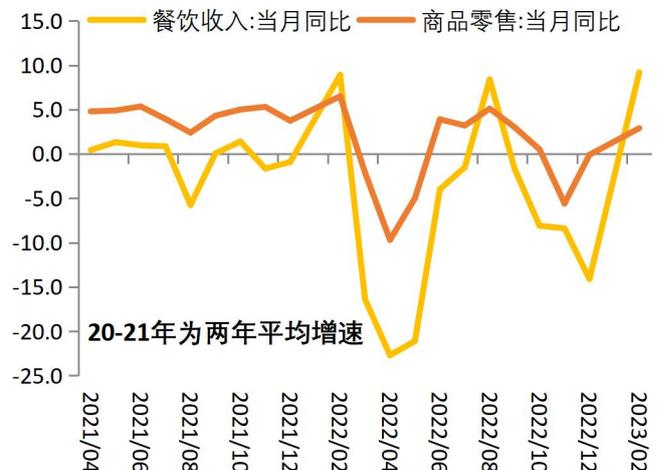
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：社零增速与人均收入（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 19：餐饮消费回升较快（%）



资料来源：Wind，优财研究院

### 三、风险提示

政策力度不及预期，硅谷银行事件发酵超预期，美联储加息超预期

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>