



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

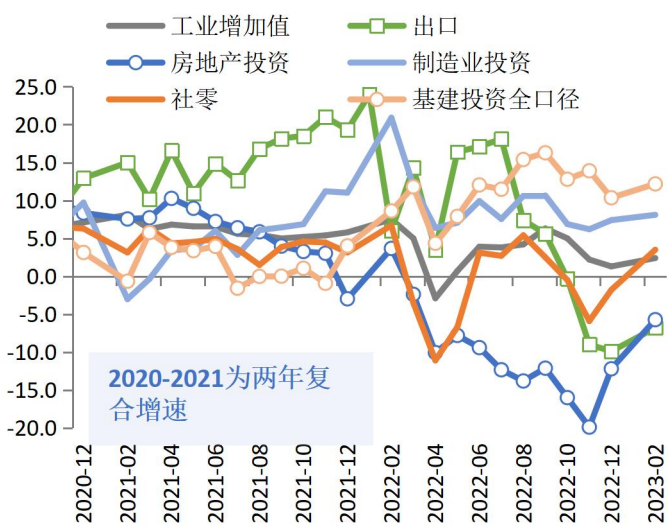
1-2 月经济数据再度验证经济疫后修复的进程，除生产端仍受到一定疫情尾端的扰动外，消费和投资整体增速均高于预期。整体看，靠近政策端的基建和制造业仍是支撑内需的主要动能，同时经济的顺周期力量也在疫后显现一定的修复特征。消费同比增速重回正值区间，居民生活半径修复支撑社交经济加快修复，餐饮消费回升较快。基建和

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。

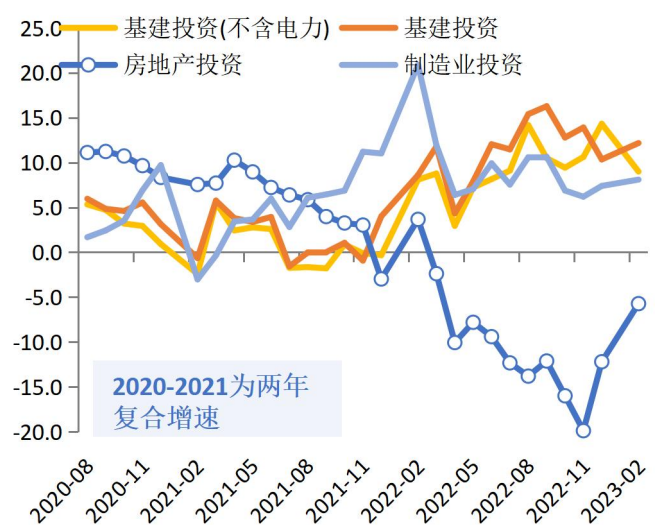
年后政治局会议的政策定调以及两会经济增长目标低于预期，都体现了政策对高质量和可持续性增长的诉求，弱化经济增速的目标，而强调就业的政策抓手，把恢复和扩大消费摆在优先位置。因此，大规模刺激性政策缺位下今年经济复苏大概率偏于温和，政策或进入对经济修复成色的观察期。短期风险在于2季度国内经济修复斜率不及预期，但届时三季度仍有增量政策出台窗口，中期看无需太担心今年经济修复的趋势。

图 2：顺周期需呈现疫后修复特征（%）



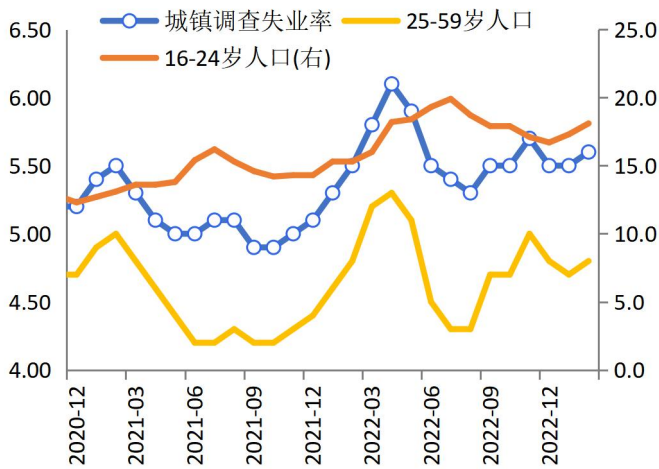
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：地产投资降幅收窄，基建和制造偏强（%）



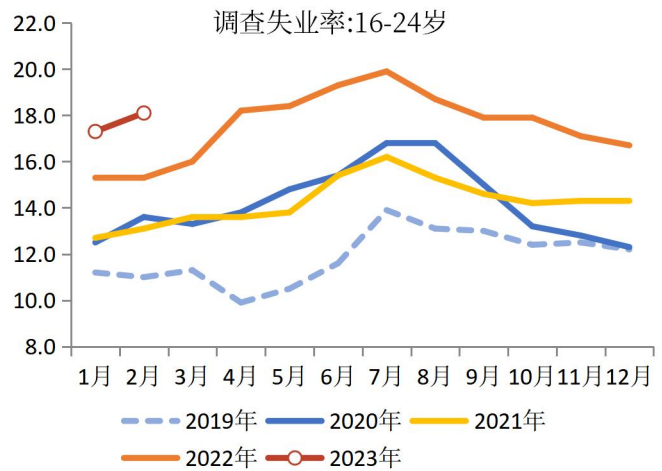
资料来源：Wind，优财研究院

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（%）



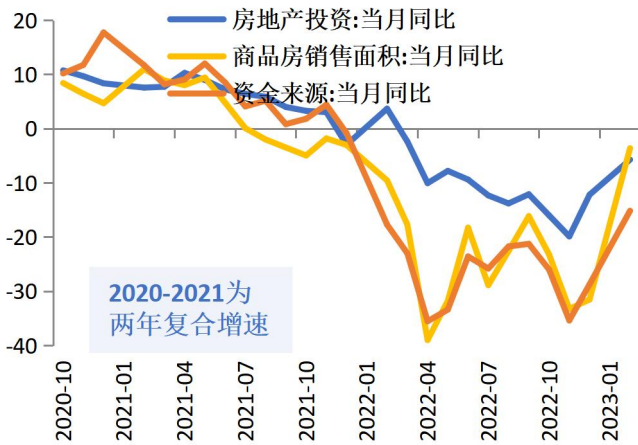
资料来源：Wind，优财研究院

### ● 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。

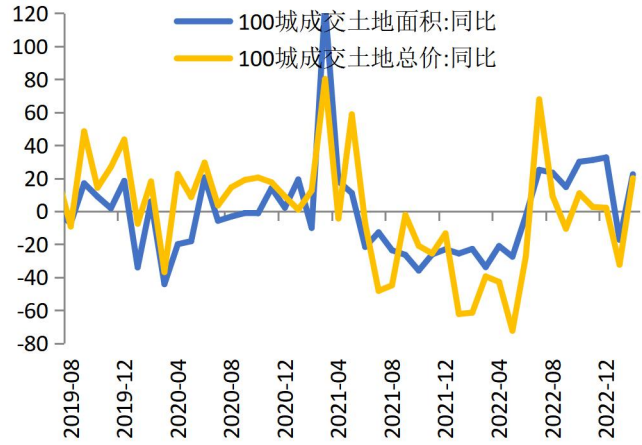
从高频数据来看，继 2 月商品房成交回升后，3 月初 30 城新房成交面积有所回落，但在前期积压需求的释放后，未来需求能否持续恢复仍是关注重点，这也是地产产业链能否实现良性循环的关键。从政策角度看，两会报告未提及“房住不炒”并增加“支持改善性住房需求”，地产基调整体偏宽松，但继续强调“防范化解优质头部房企风险，改善资产负债表状况”、“防止无序扩张”，防风险下“因城施策”或仍是大方向，一二线城市刺激性政策或难出台。预计今年地产投资结构或呈现出“竣工施工强+开工中性+拿地偏弱”的格局。

图 6: 房地产投资降幅快速收窄 (%)



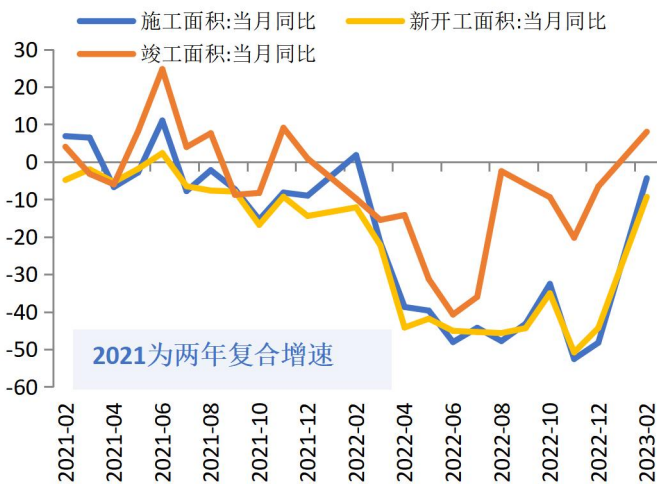
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 土地成交增速 (%)



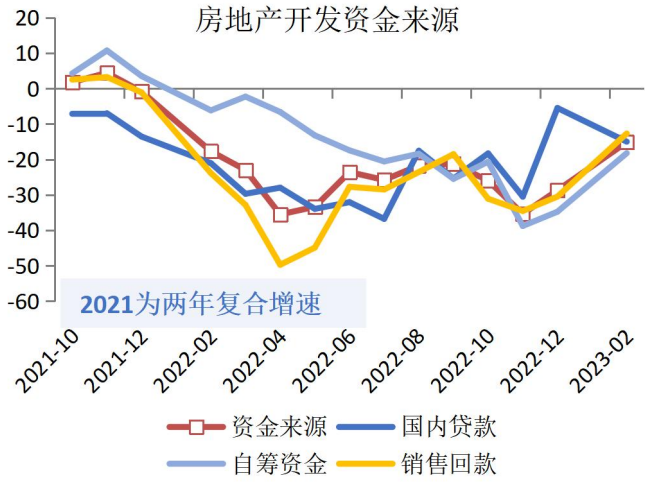
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 竣工>施工>开工 (%)



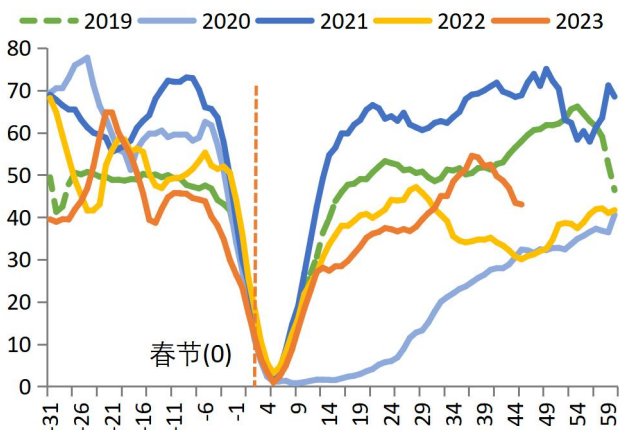
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 国内贷款仍然偏弱 (%)



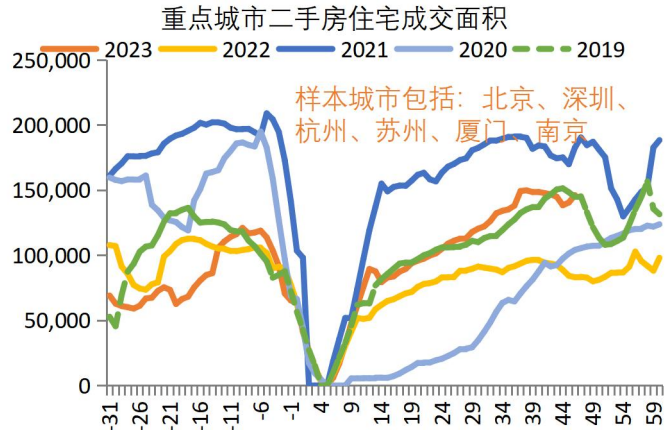
资料来源: Wind, 优财研究院

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。

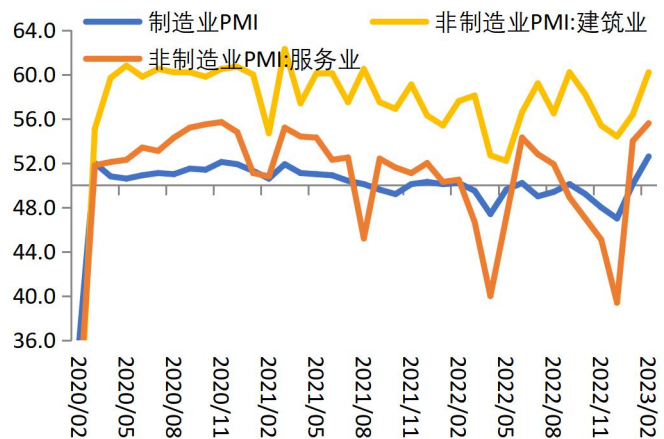
预计今年基建投资节奏上整体或偏前置，财政政策加力提效、取向积极，但利润上缴、结转结余、专项债限额空间等退坡下，实际可用财力比去年有一定下降，下半年在高基数和资金来源的约束下基建增速或略有放缓。

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（%）

55.8 2023 2022 2021 2020 2019

图 15：全国水泥发运率（%）

90.0 2019 2020 2021 2022 2023

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\\_53345](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53345)

