



2022年3月16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

姚兴航

·从业资格编号 F3073320

·投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com

## 1-2 月经济数据超预期，但经济复苏仍有隐忧

### 内容提要

国家统计局发布 1-2 月经济数据：1) 1-2 月工业增加值同比 7.5%，服务业生产指数同比 4.2%；2) 1-2 月固定资产投资累计同比 12.2%（去年 12 月为 4.9%），其中制造业投资累计同比 20.9%，基建投资同比 8.1%，房地产投资同比 3.7%；3) 1-2 月社会消费品零售总额同比 6.7%；4) 2 月全国城镇调查失业率 5.5%，其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 15.3%、4.8%。

1-2 月经济数据好于市场预期，可能存在去年年初基数较低、年初春节因素下经济体量小波动大、稳增长动员的提振。去年初受北方疫情反弹以及就地过年因素影响，消费、施工、生产都受到了较大的干扰，形成了明显的低基数效应。外需的积极因素仍在、叠加行业限产的放松，对 1-2 月生产形成拉动作用。

往后看，3 月内外压力加大，海外俄乌冲突持续发酵，供给端冲击推升大宗商品价格，带来制造业成本端压力。而国内疫情再度反复，日均新增病例明显走高，疫情形势再度严峻，上海深圳封锁措施升级，对消费端以及经济影响仍未结束。同时房地产预期走弱趋势仍未改善，宽信用仍然存在堵点，经济仍然存在惯性下行的压力。美联储加息在即的窗口下，3 月中 MLF 降息预期落空，外部平衡仍需兼顾，但宽信用仍需要货币端保驾护航，货币政策仍处在宽松窗口期，美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，降准仍有空间。

### 风险提示

房地产政策超预期，美联储收紧货币超预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



## 一、事件

### 国家统计局发布 1-2 月经济数据：

1) 1-2 月工业增加值同比 7.5% (去年 12 月为 4.3%)，服务业生产指数同比 4.2% (去年 12 月为 3%)；

2) 1-2 月固定资产投资累计同比 12.2% (去年 12 月为 4.9%)，其中制造业投资累计同比 20.9% (去年 12 月为 13.5%)；基建投资同比 8.1% (去年 12 月为 0.4%)；房地产投资同比 3.7% (去年 12 月为 4.4%)；

3) 1-2 月社会消费品零售总额同比 6.7% (去年 12 月为 1.7%)；

4) 2 月全国城镇调查失业率 5.5% (1 月为 5.3%)，其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 15.3%、4.8% (1 月分别为 15.3%、4.6%)。

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	
工业增加值	当月同比% (2020-2021为两年平均)	7.5		5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5	6.6	6.8	
固定资产投资		12.2		3.9	3.6	3.3	2.7	4.3	2.3	5.7	4.7	5.7	
基建		8.1		-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	-1.7	2.6	2.8	2.4	
房地产		3.7		-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	6.4	7.2	9.0	10.3	
制造业		20.9		11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	2.8	6.0	3.7	3.4	
社消零售		6.7		3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6	4.9	4.5	4.3	
出口金额		16.3		19.5	21.1	18.6	18.3	17.0	12.9	15.1	11.1	16.7	
进口金额		15.5		13.4	17.2	12.3	15.3	14.3	12.8	18.8	12.5	10.8	
CPI		当月同比%	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3	0.9
PPI		当月同比%	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0	8.8	9.0	6.8
M1	%	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	4.9	5.5	6.1	6.2	
M2	%	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3	8.6	8.3	8.1	
社融	存量同比%	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00	11.00	11.70	
失业率	城镇调查	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0	5.1	

资料来源：Wind，优财研究院

## 二、 点评

1-2 月经济数据好于市场预期，可能存在去年年初基数较低、年初春节因素下经济体量小波动大、稳增长动员的提振。去年初受北方疫情反弹以及就地过年因素影响，消费、施工、生产都受到了较大的干扰，形成了明显的低基数效应。外需的积极因素仍在、叠加行业限产的放松，对 1-2 月生产形成拉动作用。

往后看，3 月内外压力加大，海外俄乌冲突持续发酵，供给端冲击推升大宗商品价格，带来制造业成本端压力。而国内疫情再度反复，日均新增病例明显走高，疫情形势再度严峻，上海深圳封锁措施升级，对消费端以及经济影响仍未结束。同时房地产预期走弱趋势仍未改善，宽信用仍然存在堵点，经济仍然存在惯性下行的压力。美联储加息在即的窗口下，3 月中 MLF 降息预期落空，外部平衡仍需兼顾，但宽信用仍需要货币端保驾护航，货币政策仍处在宽松窗口期，美联储加息周期下后续降息仍需斟酌，降准仍有空间。

### 1. 房地产投资回升，但前瞻指标继续放缓下仍未恢复良性循环

今年 1-2 月房地产开发投资同比 3.7%，较去年 12 月当月同比回升 17.6 个百分点，商品房销售额同比为-19.3%，较前值回落 1.5 个百分点。

房地产投资年初回升，但前瞻指标继续放缓，销售、拿地、开工、施工均呈现偏弱格局，销售和拿地的继续下滑显示当前地产端预期走弱仍未改善，房地产供求两端仍未恢复良性循环。地产端主要矛盾从去年下半年的“供给端的房贷额度不足”的矛盾转向“需求端购房意愿的走弱”，房地产依然处在惯性下滑的过程中，叠加地产产业链影响较广，稳增长仍需稳地产，房地产需求侧政策仍有边际放松的诉求。

### 2. 基建提速符合市场预期，“适度超前开展基础设施投资”下基建投资靠前发力

今年 1-2 月基建投资同比 8.6%（不含电力为 8.1%），较去年 12 月回升 4.8 个百分点。

“适度超前开展基础设施投资”的政策定调下 1-2 月基建提速符合市场预期，同时去年的低基数效应也对投资增速形成一定提振，财政后置节奏下去年年初基建投资复合增速回落至负值，而今年年初，基建投资明显靠前发力，从项目、资金、订单端都有明显改善。

### 3. 制造业投资受到低基数的明显提振，需求和盈利端压力仍在加大

今年 1-2 月制造业投资同比 20.9%，较去年 12 月回升 9.1 个百分点。

制造业投资增速明显抬升，但主因去年年初基数较低的提振（复合增速-3%），设备抵税政策到期下企业提前冲量形成设备投资，导致跨年后增速明显下跌，剔除基数影响的制造业投资较去年年底下滑。而随着成本端压力的加大、以及消费、出口、地产等因素对订单的影响，需求和盈利对制造业的压力将逐渐显现，制造业投资存在向下压力。

### 4. 春节精准防控减弱消费影响，国内疫情及就业收入仍制约消费复苏

今年 1-2 月社会消费品零售总额同比 6.7%，较去年 12 月回升 5 个百分点，扣除价格的实际增速为 4.9%，回升 5.4 个百分点。

消费端同样存在低基数的提振，去年年初北方疫情反弹下就地过年冲击消费，而今年年初疫情的精准防控对消费影响有所减弱。但 3 月以来国内疫情形势再度严峻，上海深圳封锁措施升级，将打断消费回暖的趋势。我们此前也指出，在疫情影响进一步减退前，消费的复苏存在天花板效应，仍难回到疫情前水平。

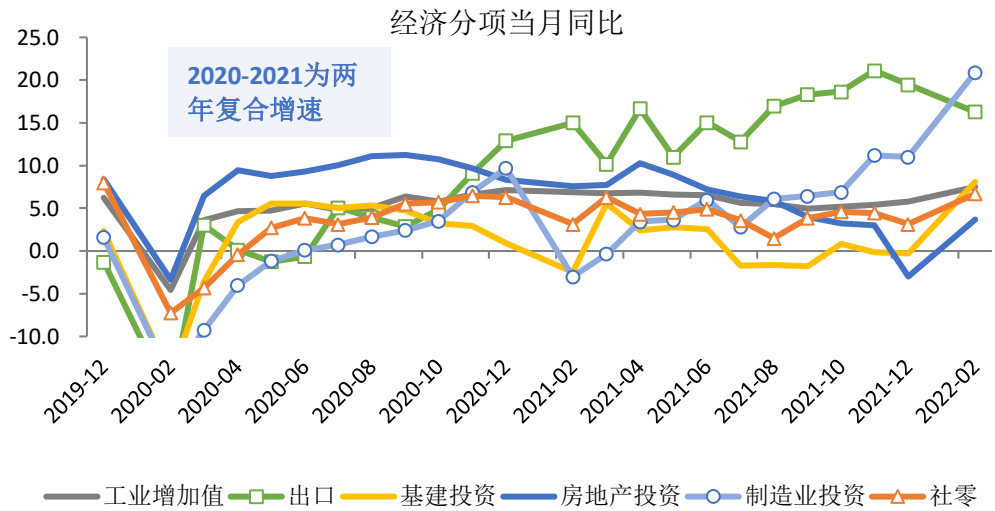
### 5. 出口端仍支撑生产积极表现，中游行业生产景气度较高

今年 1-2 月工业增加值同比 7.5%，较去年 12 月大幅走高 3.2Pct。采矿业（+2.5Pct）、制造业（+3.5Pct）增加值同比显著走高，制造业表现亮眼，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比有所下滑（-0.4Pct）。

工业增加值同样受到去年年初就地过年所形成的低基数提振，1-2 月增速在高基数的基础上继续同比高增，但环比增速仍略差于四季度，仅好于受到限电限产影响

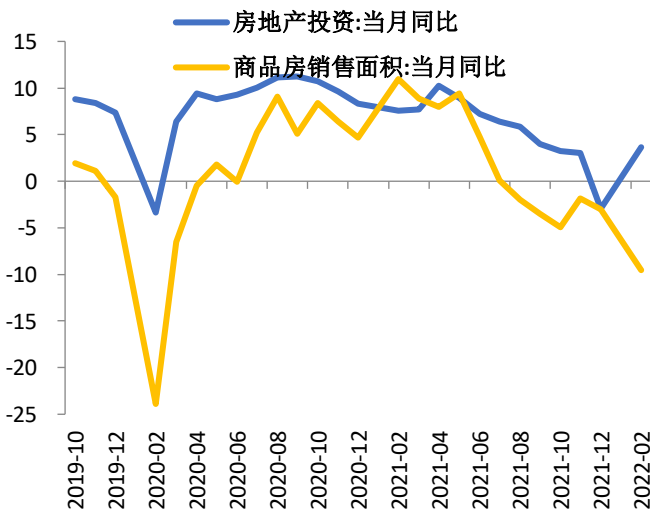
的去年三季度，出口交货值继续上升，反应出口端对于生产仍形成积极拉动。海外资本开支周期提振中游行业及其相关的上游链条生产强劲。

图 2：经济分项表现（%）



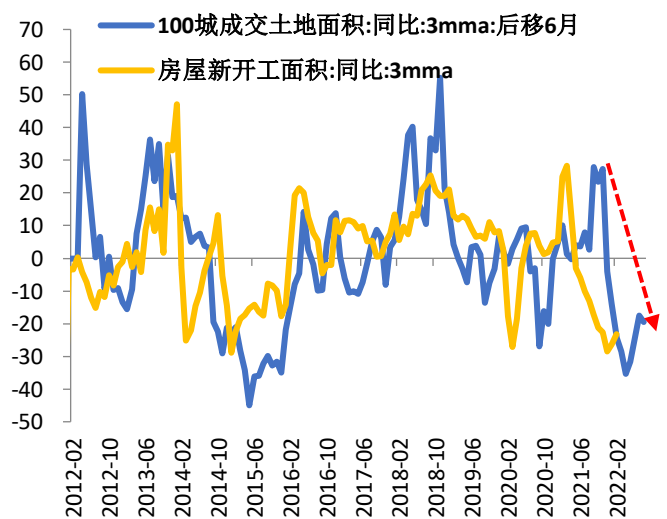
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：地产投资 VS 销售（20-21 为两年复合增速%）



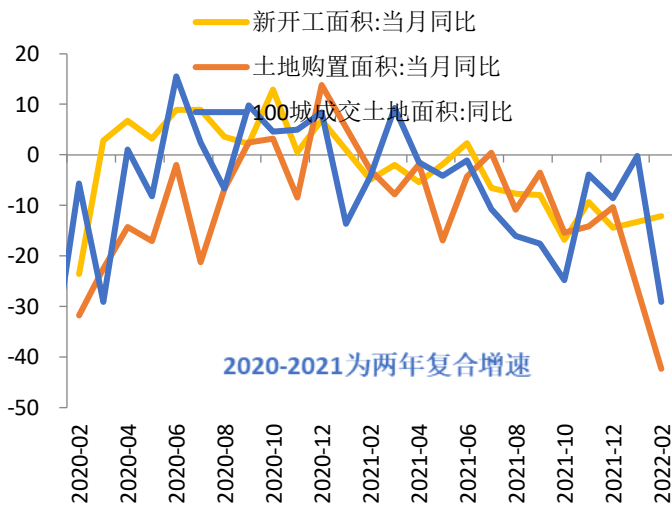
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：土地成交走弱带动新开工仍在低位（%）



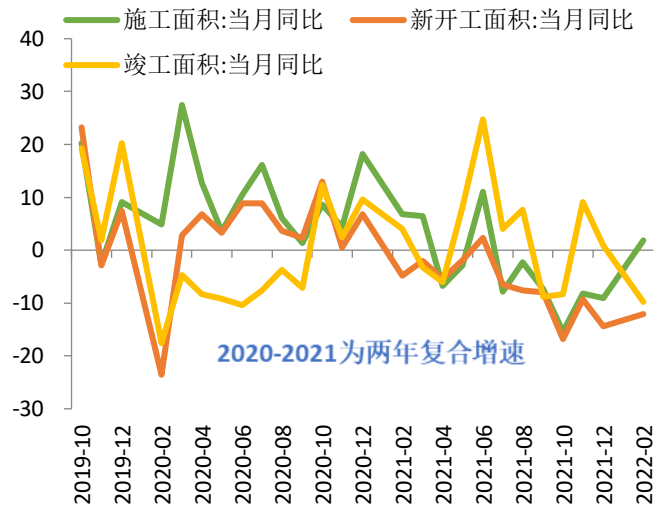
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：土地购置面积增速继续下行（%）



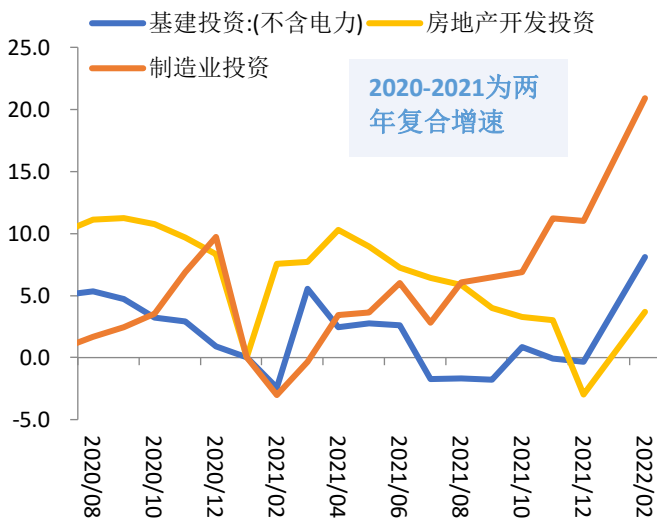
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：新开工增速持续深度负增长（%）



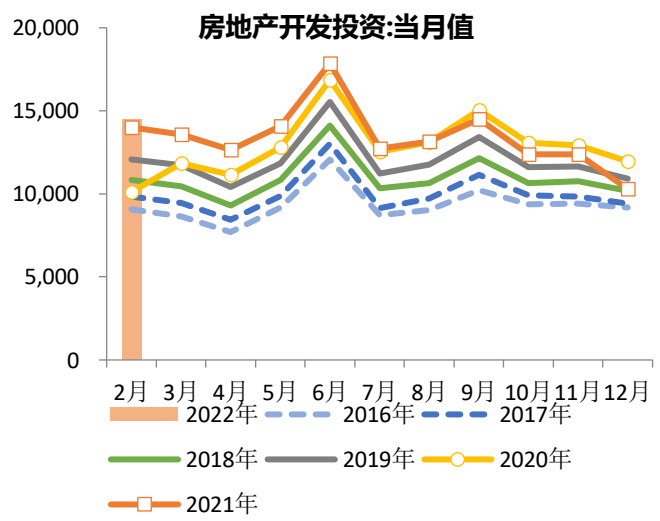
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：固定资产投资分项（%）



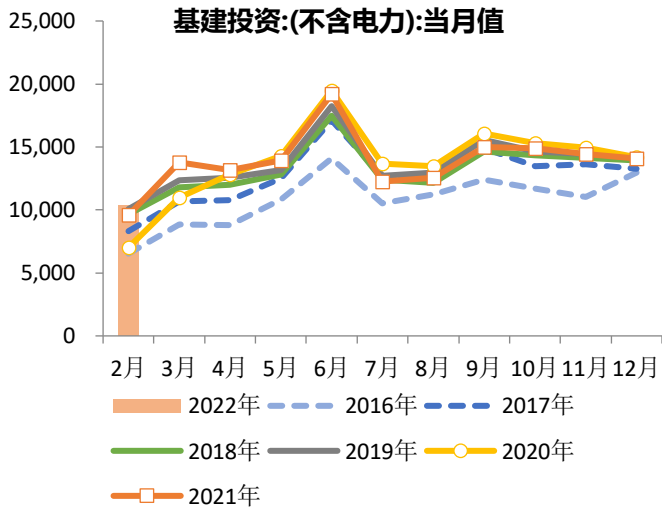
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：房地产开发投资:当月值（亿元）



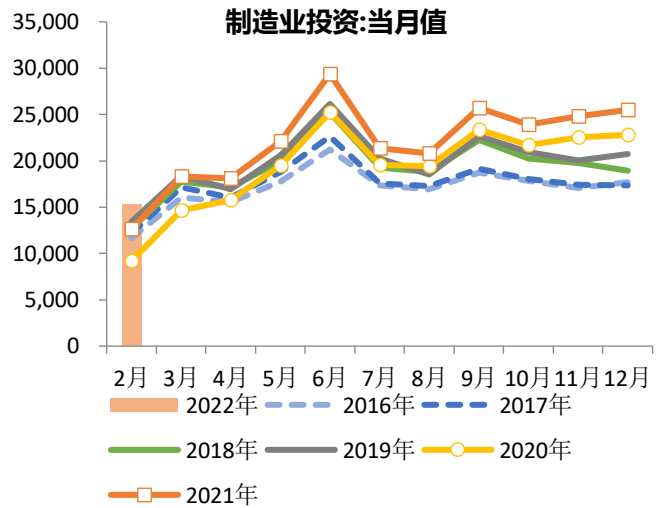
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：基建投资:(不含电力):当月值 (亿元)



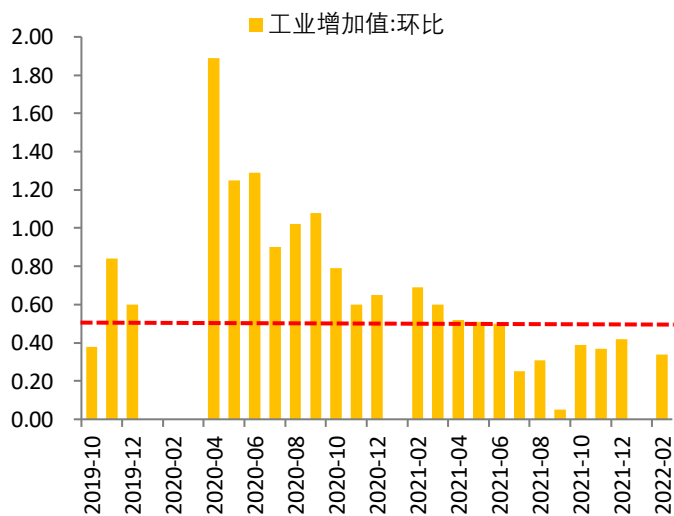
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：制造业开发投资:当月值 (亿元)



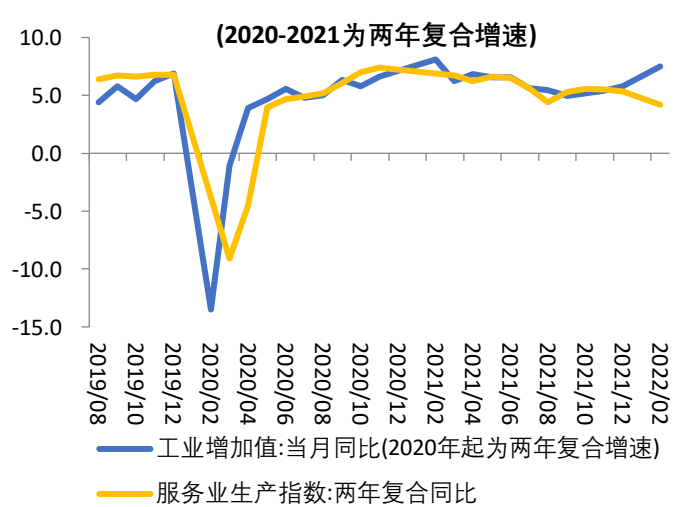
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：工业增加值环比增速回升 (%)



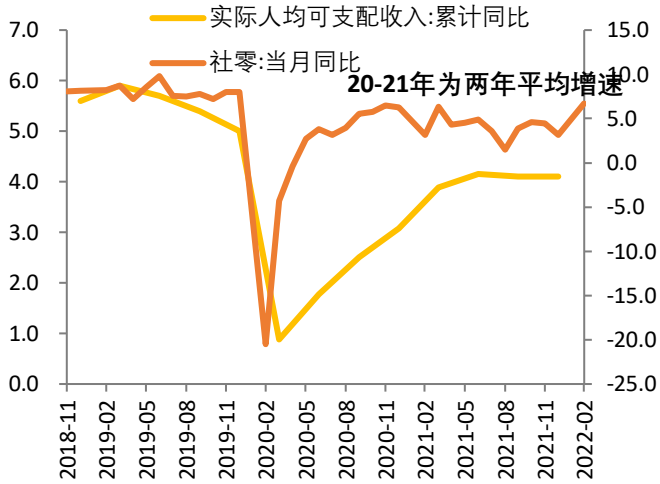
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：工业和服务业生产 (%)



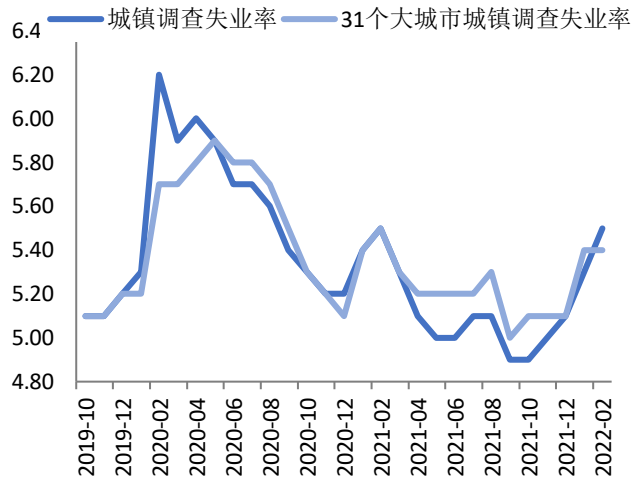
资料来源：Wind，优财研究院

图 13: 可支配收入增速明显低于疫情前 (%)



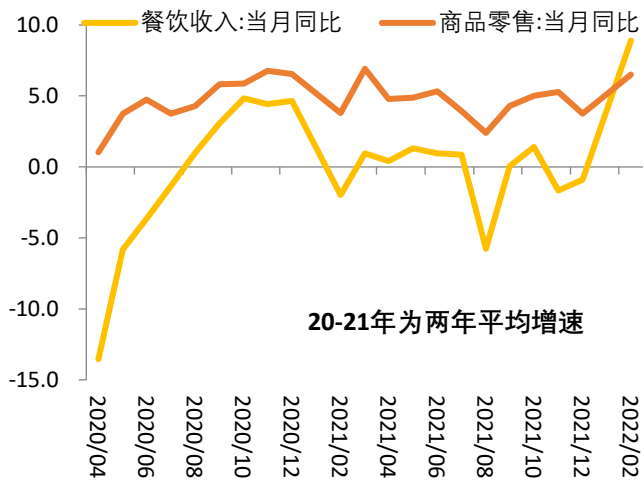
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 失业率仍在上行 (%)



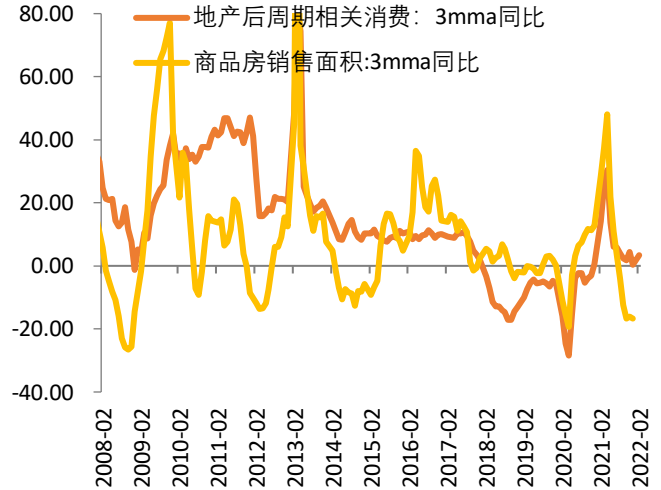
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 餐饮收入 VS 商品零售 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 地产后周期消费 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

## 风险提示

房地产政策超预期, 美联储收紧货币超预期, 地缘政治冲突超预期



## 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/>