



2023年1月17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



经济有望进入短期脉冲修复阶段

内容提要

四季度 GDP 和 12 月经济数据好于预期，但结构有所分化，其中贴近政策端的基建和制造业维持较强的增速韧性，而经济的顺周期力量仍然偏弱。尽管 12 月地产和社零增速底部反弹，但存在一定的低基数效应，其中地产受到强政策的支撑，房企融资一系列政策的支撑下国内贷款增速降幅明显收窄，对后端投资存在提振，但销售端仍未见实质性好转，地产投资难言改善，而消费则更多地受到中西药品、食品饮料等结构支撑因素，社经经济仍在回落。总体来看，12 月内需的特征与疫情达峰过程相匹配。

往后看，经济复苏的预期正在逐步变为现实，经济有望进入短期脉冲修复阶段。一方面，政策仍处于加力期，地产当前处于“政策加码直至好转”的政策路径下，出口下行背景下仍需“扩内需”发力。另一方面，随着各地疫情高峰的逐渐过去，近期高频数据显示主要城市经济活动正在加快修复，预计在扩内需政策叠加疫后修复节奏下，最快在春节后或将迎来一轮较快的修复，消费和地产或正式进入修复期。

而对于资产价格来说，经济复苏预期和稳增长政策的持续出台仍是资产价格的主线。我们认为中期经济底部企稳修复的向好趋势比较确定，股市维持中期向好的判断，节后大概率继续向好，而债市不利因素较多，中枢抬升的趋势难改，股强于债的结构基本成为市场共识。各城市疫情演化、经济活动修复以及地产修复将是短期关注重点。

风险提示

国内疫情超预期，政策力度不及预期，美联储加息超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、事件

国家统计局发布 12 月经济数据：

- 1) 四季度 GDP 同比增长 2.9%，全年增速 3.0%；
- 2) 12 月工业增加值同比 1.3%，预期 0.6%，前值 2.2%；服务业生产指数同比-0.8%，前值-1.9%；
- 3) 12 月固定资产投资累计同比 5.1%，预期增 5.1%，1-11 月增速为 5.3%；
- 4) 12 月制造业投资累计同比 9.1%，前值 9.3%；12 月基建(含电力)投资累计同比 11.5%，前值 11.7%，12 月房地产投资累计同比-10%，前值-9.8%；
- 5) 12 月社会消费品零售总额同比-1.8%，预期-6.5%，前值-5.9%；
- 6) 12 月全国城镇调查失业率 5.5%，前值 5.7%，其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 16.7%、4.8%（前值分别为 17.1%、5%）。

图 1：宏观经济热力图（%）

指标	同比	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02
工业增加值		1.3	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0	7.5
固定资产投资		3.2	0.7	4.3	6.6	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8	6.7	12.2
基建(不含电力)		14.3	10.6	9.4	10.5	14.2	9.1	8.2	7.2	3.0	8.8	8.1
基建	当月同	10.4	13.9	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.3	11.8	8.6
房地产	比%	-12.2	-19.9	-16.0	-12.1	-13.8	-12.3	-9.4	-7.8	-10.1	-2.4	3.7
制造业		7.4	6.2	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9	20.9
社消零售		-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7
出口金额		-9.9	-8.9	-0.2	5.7	7.5	18.2	17.1	16.2	3.5	14.3	6.1
进口金额		-7.5	-10.6	-0.7	0.3	0.1	1.8	17.2	25.5	20.1	18.4	15.3
CPI	当月同比%	1.8	1.6	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9
PPI	当月同比%	-0.7	-1.3	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8.0	8.3	8.8
M1	%	3.7	4.6	5.8	6.4	6.1	6.7	5.8	4.6	5.1	4.7	4.7
M2	%	11.8	12.4	11.8	12.1	12.2	12.0	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2
社融	存量同比%	9.6	10.0	10.3	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2
失业率	城镇调查	5.5	5.7	5.5	5.5	5.3	5.4	5.5	5.9	6.1	5.8	5.5
GDP	当季同比%	2.9			3.9			0.4			4.8	

资料来源：Wind，优财研究院

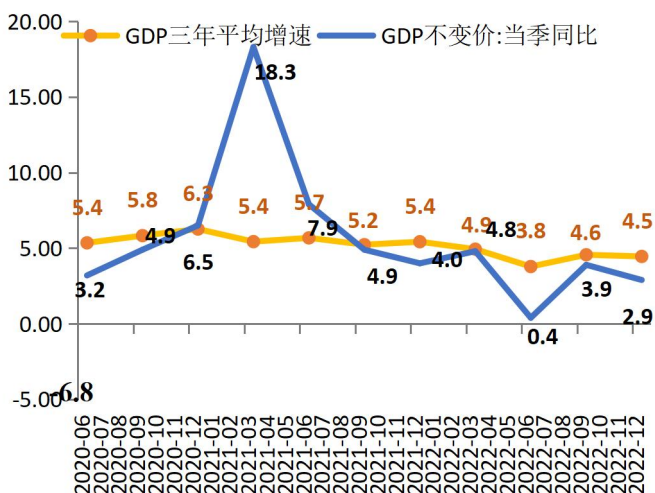
二、内需特征与疫情达峰阶段匹配

四季度 GDP 和 12 月经济数据好于预期，但结构有所分化，其中贴近政策端的基建和制造业维持较强的增速韧性，而经济的顺周期力量仍然偏弱。尽管 12 月地产和社零增速底部反弹，但存在一定的低基数效应，其中地产受到强政策的支撑，房企融资一系列政策的支撑下国内贷款增速降幅明显收窄，对后端投资存在提振，但销售端仍未见实质性好转，地产投资难言改善，而消费则更多地受到中西药品、食品饮料等结构支撑因素，社经经济仍在回落。总体来看，12 月内需的特征与疫情达峰过程相匹配。

往后看，经济复苏的预期正在逐步变为现实，经济有望进入短期脉冲修复阶段。一方面，政策仍处于加力期，地产当前处于“政策加码直至好转”的政策路径下，出口下行背景下仍需“扩内需”发力。另一方面，随着各地疫情高峰的逐渐过去，近期高频数据显示主要城市经济活动正在加快修复，预计在扩内需政策叠加疫后修复节奏下，最快在春节后或将迎来一轮较快的修复，消费和地产或正式进入修复期。

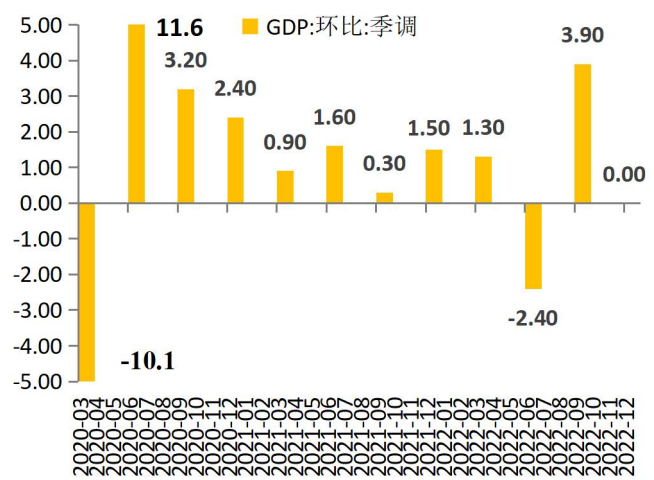
而对于资产价格来说，经济复苏预期和稳增长政策的持续出台仍是资产价格的主线。我们认为中期经济底部企稳修复的向好趋势比较确定，股市维持中期向好的判断，节后大概率继续向好，而债市不利因素较多，中枢抬升的趋势难改，股强于债的结构基本成为市场共识。各城市疫情演化、经济活动修复以及地产修复将是短期关注重点。

图 2：GDP 增速 (%)



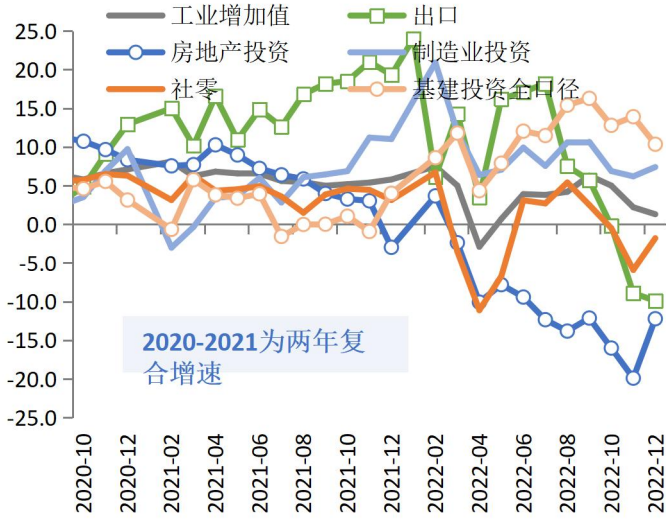
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：四季度 GDP 环比与三季度持平 (%)



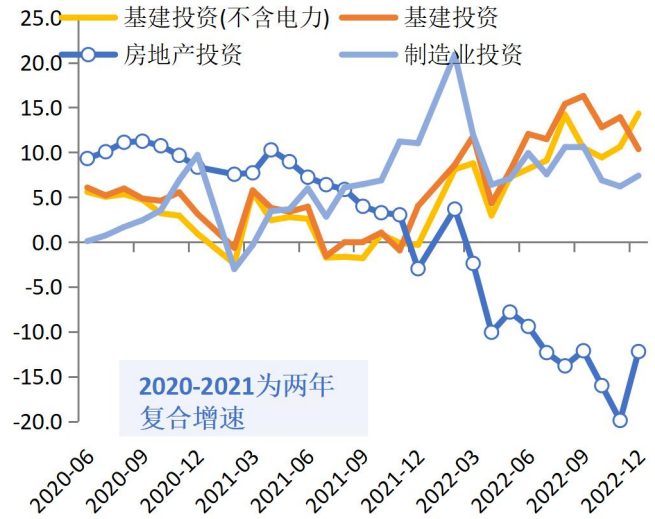
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：顺周期需求仍然偏弱 (%)



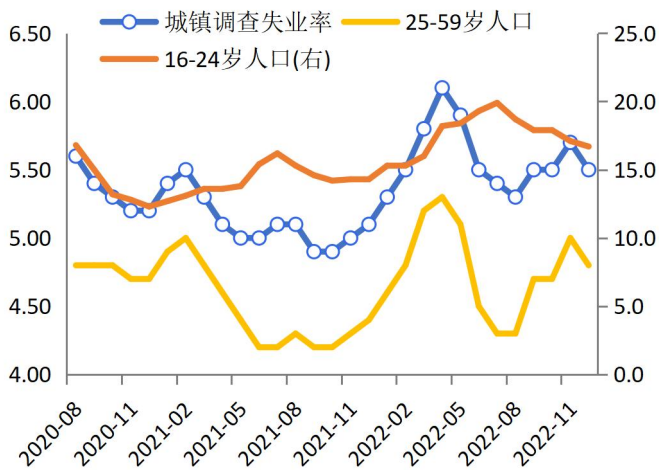
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：地产投资底部反弹 (%)



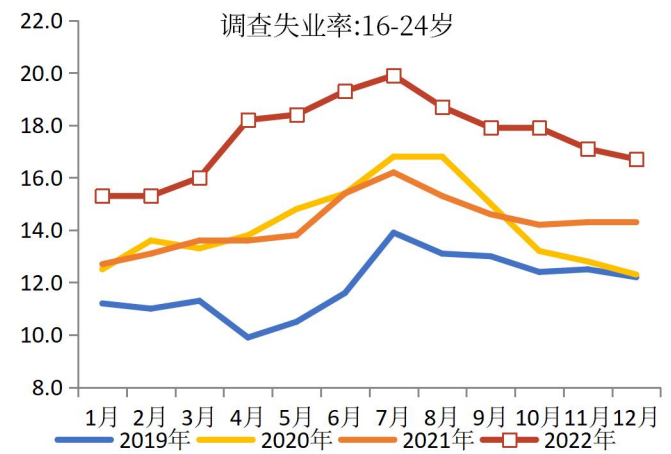
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：经济活动底部修复下失业率有所改善 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：16-24 岁失业率高于往年同期 (%)



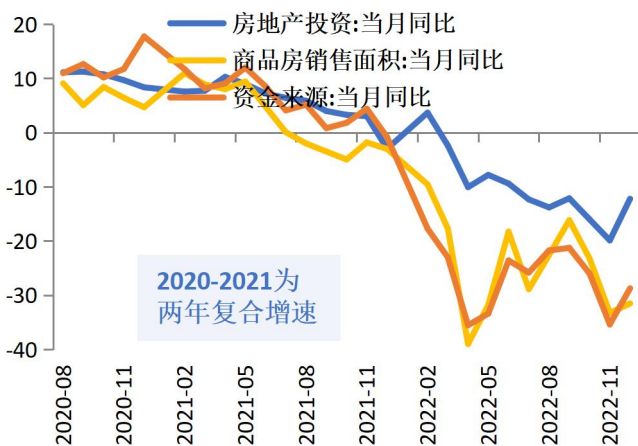
资料来源：Wind，优财研究院

● 地产强政策支持下底部修复

12月房地产开发投资同比-12.2%，较11月回升7.7个百分点，年度累计同比-10%。地产投资底部反弹，主要受到强政策的支撑，房企融资一系列政策的支撑下国内贷款增速降幅明显收窄，对后端投资存在提振，竣工改善明显强于前端购地和开工。但销售端仍未见实质性好转，高频数据显示30个大中城商品房销售仍未有明显回暖，地产投资难言改善，需求端回暖仍待年后逐步确认。

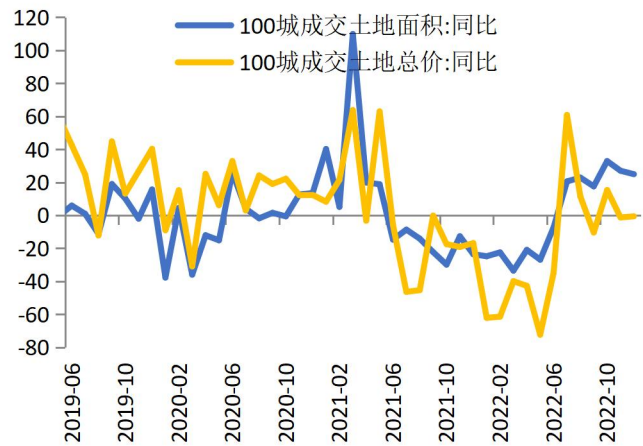
往后看，从政策角度来看，地产当前处于“政策加码直至好转”的政策路径下，因此预计在强政策支撑下，房企资金来源将成为投资企稳反弹的主要动力，复工和竣工将率先恢复。而销售端将进入需求验证阶段，此前地产链条的负循环有望被打破，交房担忧和看房场景均面临改善窗口，预计竣工/复工端修复后会沿着销售、开工、拿地逐步传导。但地产良性循环的形成仍需要一定的时间传导，预计今年地产投资结构或呈现出“竣工施工强+开工中性+拿地偏弱”的格局。

图8：房地产投资底部回升（%）



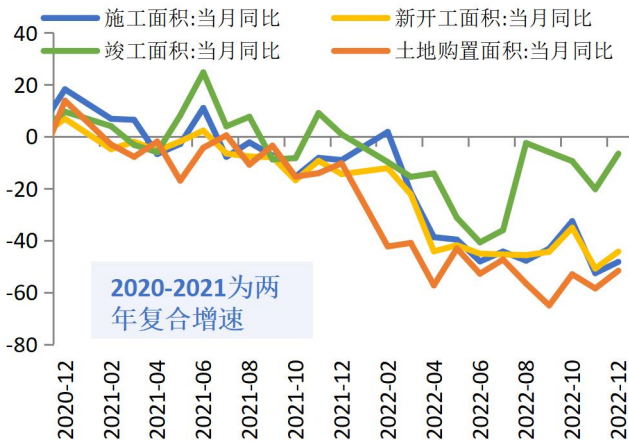
资料来源：Wind，优财研究院

图9：土地成交增速（%）



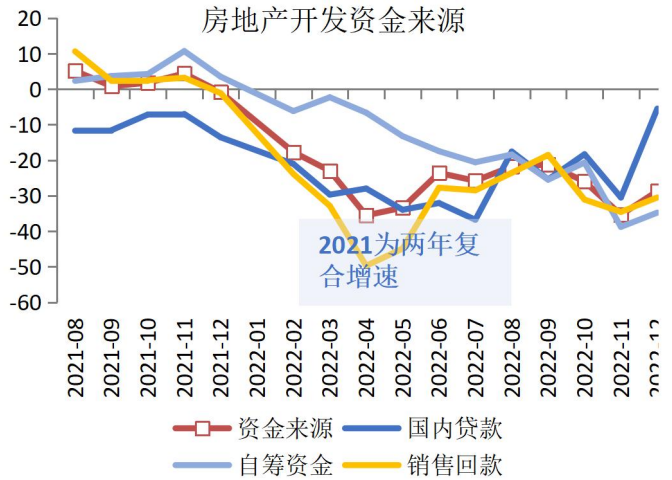
资料来源：Wind，优财研究院

图 10: 竣工>开工>拿地 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 政策支撑下国内贷款增速降幅收窄 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

● 基建投资维持高位区间

12 月全口径基建投资同比 10.4%，较 11 月回落 3.6 个百分点，年内累计同比 11.5%。全口径增速回落主要受到基数走高的影响，而不含电力口径下基建投资从上月 10.6% 回升至 14.3%，基建投资维持高位区间，基建意愿、项目、资金的合力继续发挥。不过年底疫情高峰也对实物工作量也存在一定扰动，沥青开工率等高频指标有所回落

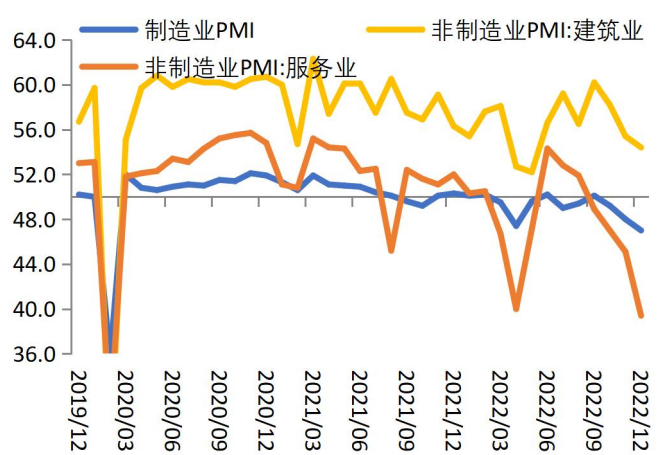
往后看，预计 2023 年基建意愿、项目和实物工作量的合力有望继续发挥作用，上半年有望维持 10% 以上的高增速。但支出刚性、收入放缓下财政压力加大，广义赤字率可能显著收窄，财政腾挪空间减小，在高基数和资金来源的约束下年内基建增速或略有放缓，节奏上或偏前置。

图 12: 基建投资维持高增长 (%)



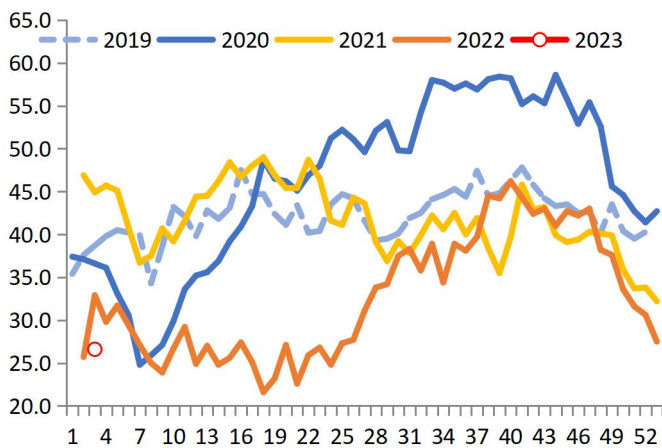
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 建筑业景气度略有放缓 (%)



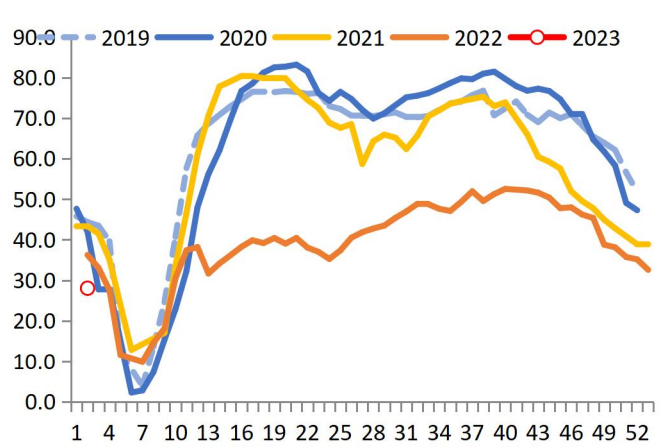
资料来源: Wind, 优财研究院

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

● 消费底部反弹, 受基数和结构性消费支撑

12月社会消费品零售总额同比-1.8%, 较11月回升4.1个百分点, 并显著好于市场预期的-6.5%。12月社零增速底部反弹, 受到低基数效应、以及中西药品、食品饮料等结构支撑因素, 社交经济仍在回落, 且12月社零仍在回落(-0.14%)。

从消费分项来看, 1) 社交经济类消费仍体现疫情高峰的影响, 在外餐饮、石油制品

等继续回落；2) 地产需求端仍未见明显改善，地产后周期消费维持低位震荡；3) 而受益于居家办公等需求，通讯器材降幅大幅收窄；4) 疫情影响下中西药品增速大幅走高，同时食品饮料等必需品也偏强；5) 受益于部分城市的场景修复，汽车销售有所改善。

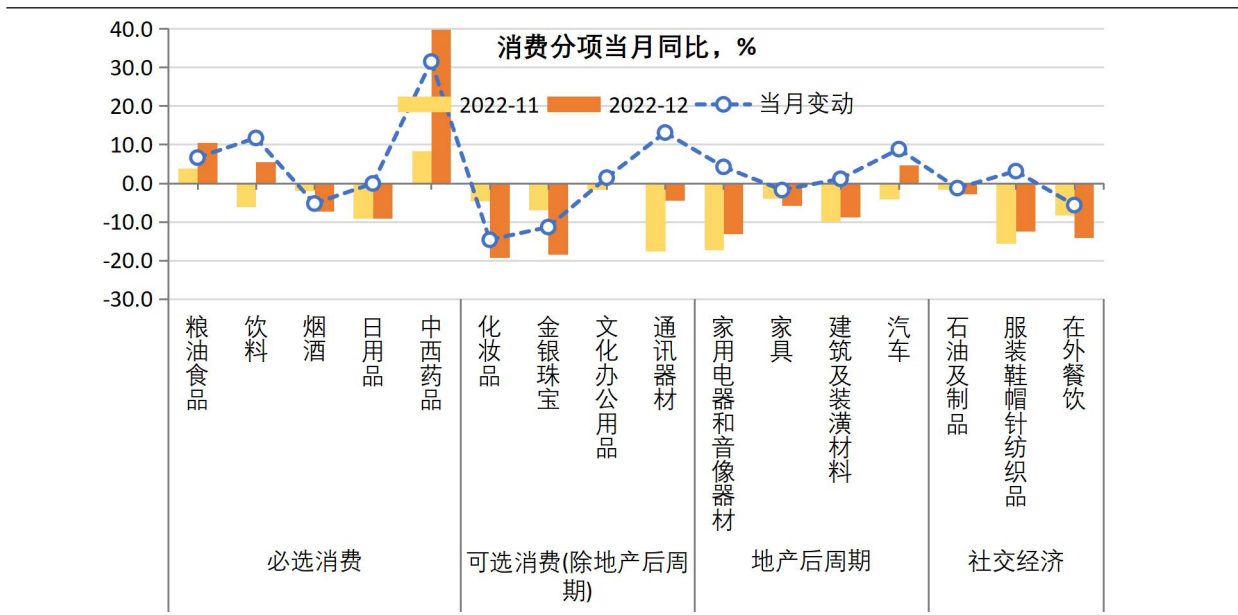
往后看，而随着防疫优化路径下消费修复约束的打开，预计疫情期间形成的“超额储蓄”存在释放空间，消费可能会在经历短期冲击挖坑后进入逐季恢复。一方面，疫情防控优化下消费场景的约束打开，在第一轮疫情爬坡的冲击过后，居民生活半径将进入底部逐步回升的过程，同时不确定性的降低下消费意愿也有望回暖。另一方面，随着疫情防控优化叠加“扩大内需战略”下稳增长政策的出台和落地，内需改善有望支撑居民就业和收入，消费能力也有望边际修复。而疫情期间居民形成的超额预防性储蓄和被动储蓄也存在释放空间，消费可能会在经历短期冲击挖坑后进入逐季恢复，预计社交经济和体验式消费将大幅受益于场景恢复，可选消费将边际受益于内需修复，而地产销售企稳也有助于地产后周期消费修复。

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
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	26.6
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	35.6
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
2021-06	13.0	24.1	15.7	15.4	9.1	16.9	8.4	16.7	17.3	9.3	5.7	10.3	-2.1	3.0	6.2	1.0

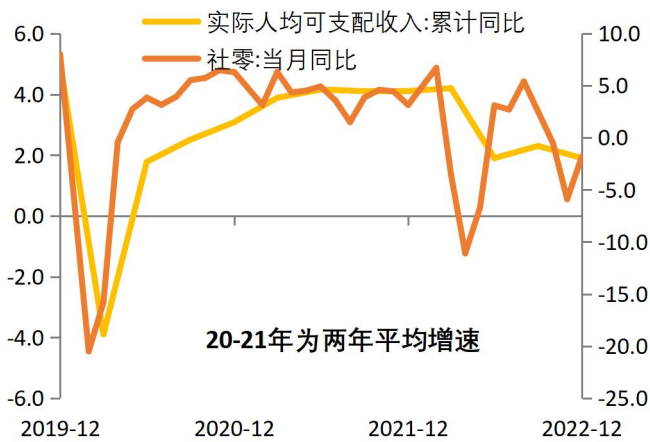
资料来源：Wind, 优财研究院

图 17: 消费分项当月同比 (%)



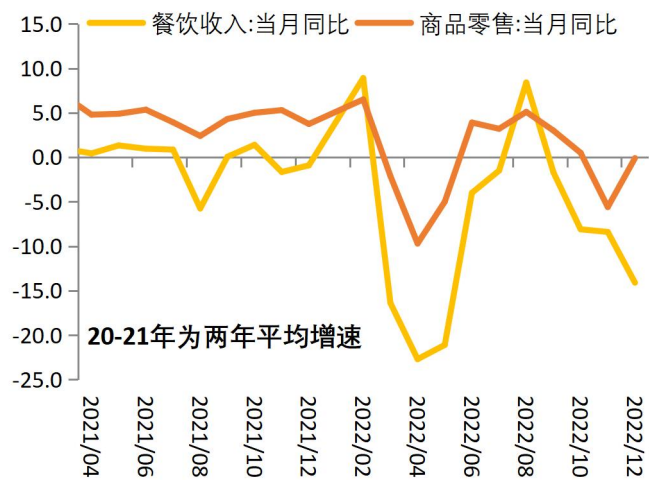
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 社零增速与人均收入 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 疫情影响下社交经济消费仍然偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、风险提示

国内疫情超预期, 政策力度不及预期, 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/>