

2024年3月19日

Expertsoffinancialderivativespricing  
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](mailto:huangtingli@jinxinqh.com)



## 偏强的经济数据 VS 偏弱的市场预期

### 1-2 月经济数据点评

#### 内容提要

1-2 月经济数据强于预期，可能受到今年春节偏晚、生产活动强度较往年更大的支撑，同时在财务支出法的统计方式下，年初也可能存在资金支出的集中效应。考虑到增发国债和 PSL 资金落地后，1 万亿特别国债仍在路上，政策端三大工程、设备更新也分别对应地产投资和制造业投资，叠加低基数支撑下通胀中枢有望回升，经济阶段性企稳的力量正在增强，同比环比均有改善空间。

但从市场表现来看，经济结构冷暖不均下市场对经济修复的弹性和持续性的信心仍然偏弱，市场反应一般，其核心还是在于总需求偏弱+微观主体活力不足的主要矛盾。对于债市来说短期仍没有明显的基本面趋势性利空，但需要注意的是，在利率快速下行下买盘配置力量减弱，不稳定资金增多下市场脆弱性增加，短期债市波动加剧，可适当缩短交易久期。股市业绩驱动尚不明显，但市场环境处在逐渐改善的过程中，后续关注政策端能否形成合力带来经济的实质性改善。

#### 风险提示

宏观政策变动；

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:

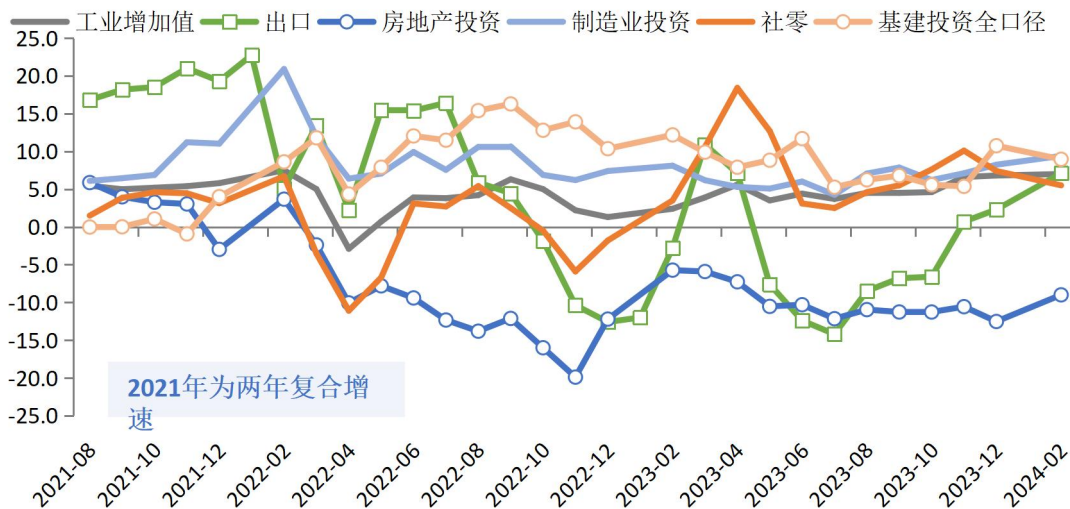
- 1) 1-2 月规模以上工业增加值同比增 7%，预期 4.3%，前值 6.8%；
- 2) 1-2 月固定资产投资同比增 4.2%，预期 3.0%，前值 3.0%；1-2 月房地产开发投资同比下降-9%，预计-12.2%，前值-9.6%；
- 3) 1-2 月社会消费品零售总额同比增 5.5%，预期 5.4%，前值 7.4%。
- 4) 1-2 月全国城镇调查失业率为 5.3%，预期 5.2%，前值 5.1%。

图 1: 经济数据图表 (%)

指标	24-02	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03
工业增加值	7.0	6.8	6.6	4.6	4.5	4.5	3.7	4.4	3.5	5.6	3.9
固定资产投资	4.2	4.1	2.9	1.2	2.4	1.8	1.2	3.1	1.6	3.6	4.8
基建投资(不含电力)	6.3	6.8	5.0	3.7	5.0	3.9	4.6	6.4	4.9	7.9	8.7
基建投资全口径	9.0	10.7	5.4	5.6	6.8	6.2	5.3	11.7	8.8	7.9	9.9
房地产投资	-9.0	-12.5	-10.6	-11.3	-11.3	-11.0	-12.2	-10.3	-10.5	-7.3	-5.9
制造业投资	9.4	8.2	7.1	6.2	7.9	7.1	4.3	6.0	5.1	5.3	6.2
社消零售	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7	18.4	10.6
出口金额	7.1	2.3	0.7	-6.6	-6.8	-8.5	-14.2	-12.4	-7.6	7.1	10.9
进口金额	-10.2	0.2	-0.7	2.9	-6.3	-7.2	-12.1	-7.0	-5.2	-8.8	-2.0

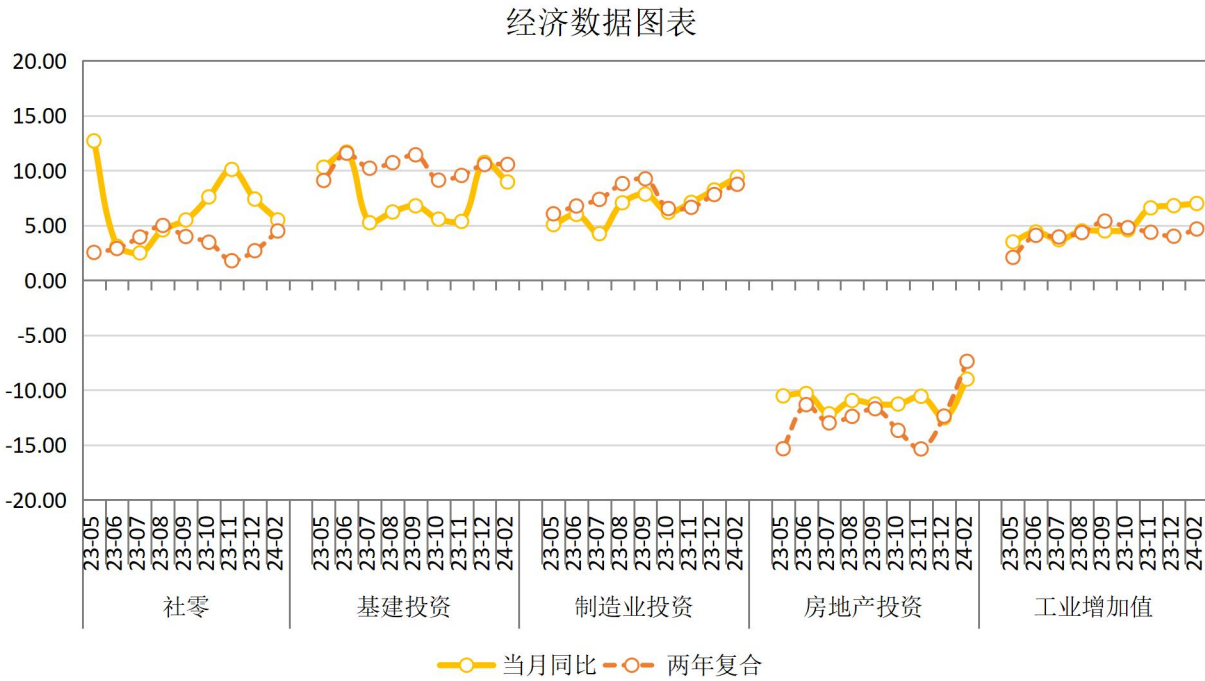
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 2: 经济数据图表 (%)



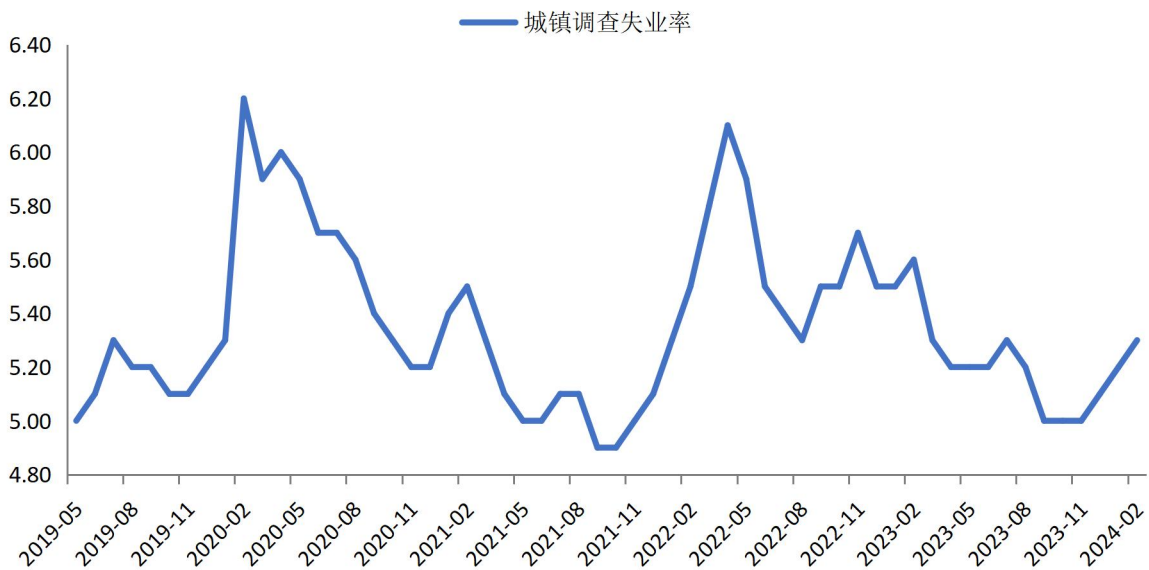
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 3：经济数据图表（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 4：失业率（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

## 二、点评

### (一) 地产投资回暖但实物工作量降幅扩大

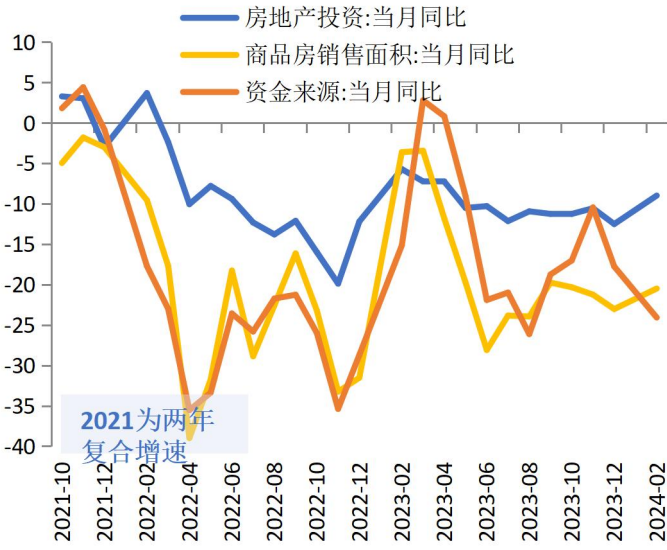
1-2 月房地产开发投资同比-9%，较去年 12 月回升 3.5 个百分点。

地产投资回暖，但新开工、竣工面积均较 12 月降幅扩大，反映实物工作量仍待修复，投资增速回暖或体现为在财务支出法统计下年初集中拨款的影响。实物工作量指标仍然偏弱与黑色供需高频数据也保持一致，节后地产项目开复工及劳工到位率恢复情况也较往年偏弱。资金来源增速较去年 12 月降幅走阔，显示房企融资环境仍待修复，标志性房企融资仍存在不确定性。

从需求端来看，1-2 月商品房销售面积同比回落 7.8 个百分点至-20.5%，30 城新房成交仍持续弱于季节性，二手房成交受政策支撑略有回暖，但二手房挂牌量升价跌表明需求端仍未有明显好转，核心仍在于居民房价预期和收入预期依然偏弱。总的来看，销售端仍处在筑底过程，地产链条良性循环的形成需要更长的时间传导，地产投资仍有惯性下滑压力，仍然需要政策端的进一步发力。

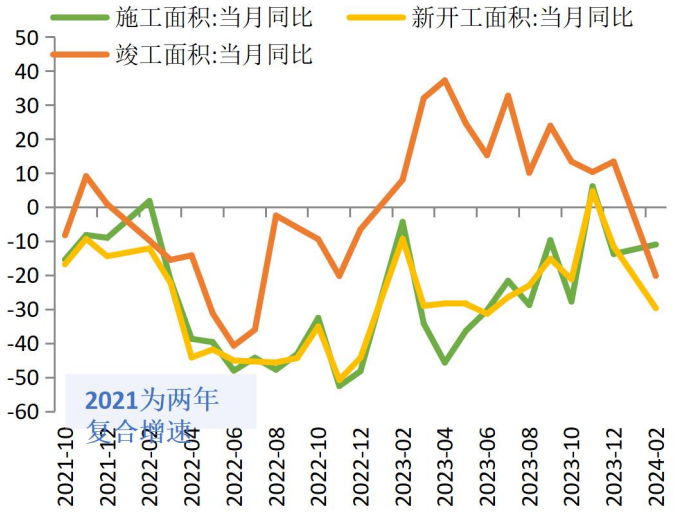
图 5：地产投资有所回暖（%）

图 6：实物工作量指标偏弱（%）



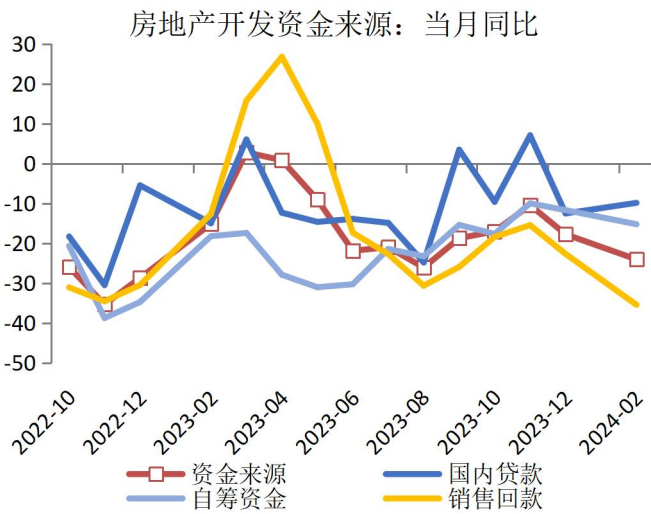
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 7: 资金来源降幅扩大 (%)



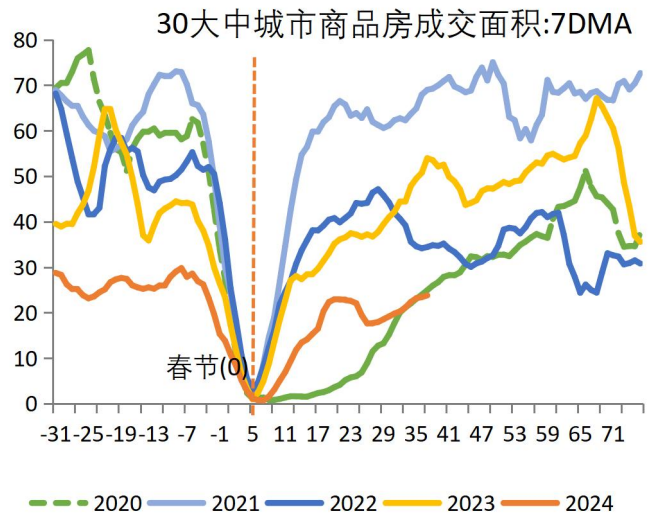
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 8: 30 城新房成交持续弱于季节性 (万平方米)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

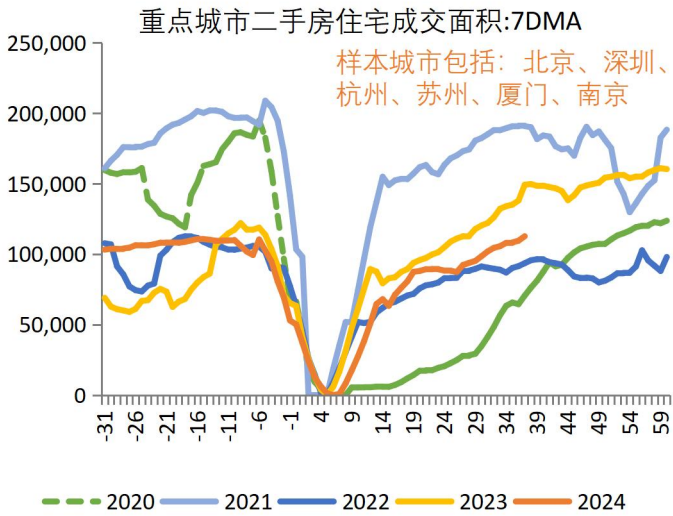
图 9: 二手房成交受政策支撑略有回暖 (万平方米)



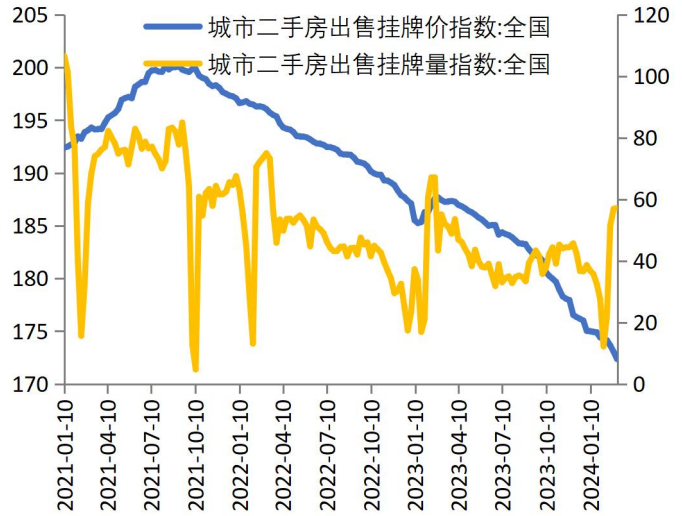
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 10: 二手房挂牌量升价跌





资料来源：Wind，金信期货研究院



资料来源：Wind，金信期货研究院

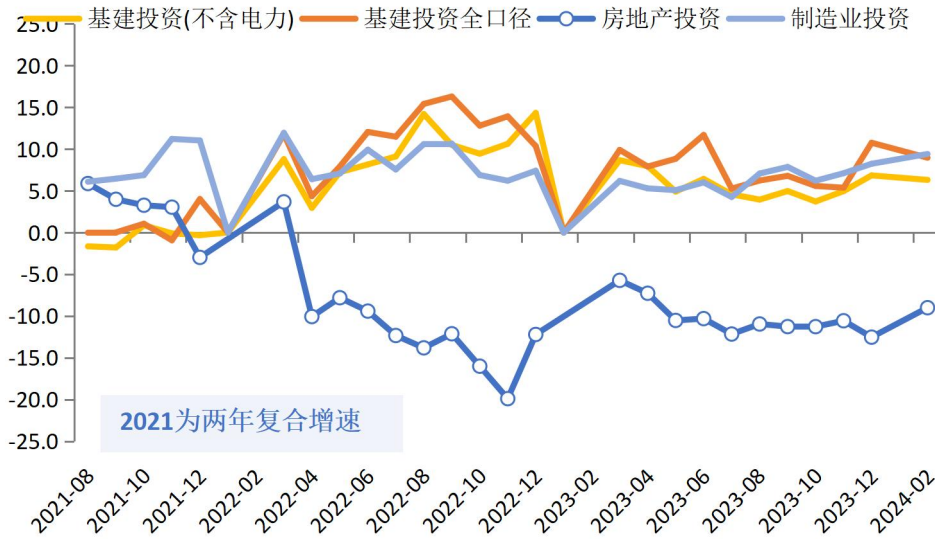
## （二）基建投资维持较强韧性

1-2月全口径基建投资同比9.4%，较去年12月提高1.2个百分点，基建投资维持较强韧性，受到去年增发1万亿国债落地的支撑。往后看，财政前置的基调下政府债发行有望进入高峰，资金端将继续支撑基建投资的强韧性，而在土地出让制约地方政府收入来源叠加重点省份化债下，基建投资增速中期或将逐步呈现收敛的趋势。

## （三）制造业投资增速走高

1-2月制造业投资同比9.4%，较去年12月回升1.2个百分点，制造业投资持续保持韧性。从结构上看大部分重点行业投资增速均有走高，可能受到货币环境偏松的提振，而新旧动能转换以及企业出海带来的设备购置需求支撑中游制造业的韧性持续。

图 11：基建、制造业投资增速维持韧性（%）



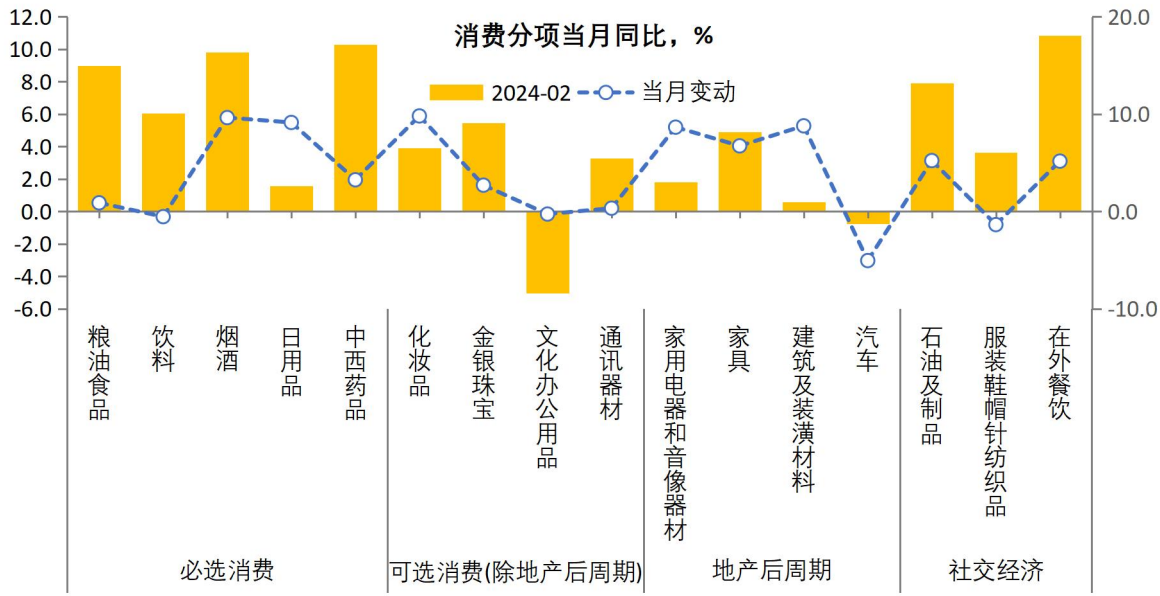
资料来源：Wind，金信期货研究院

#### (四) 消费符合预期，年内渐进改善

1-2月社会消费品零售总额同比5.5%，较去年12月回落1.9个百分点，基本符合预期，环比处于季节性偏弱位置，结构上对应春节消费特征，在外餐饮、食品饮料增速较高，而地产后周期消费较上月有所回暖，或体现为政策支持下二手房销售小幅回升的影响。

往后看，随着后续价格端企稳有望带动居民收入的改善，居民消费存在继续修复的基础，但作为经济恢复的慢变量，就业、收入和消费的修复均存在传导时滞以及边界，斜率上或仍以渐进修复为主，社零中枢仍难回到疫情前水平，出行、政策拉动链条和内生需求链条的结构分化将持续存在。

图 12: 消费符合春节消费特征 (两年平均增速%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

### 三、主要观点

1-2 月经济数据强于预期，可能受到今年春节偏晚、生产活动强度较往年更大的支撑，同时在财务支出法的统计方式下，年初也可能存在资金支出的集中效应。考虑到增发国债和 PSL 资金落地后，1 万亿特别国债仍在路上，政策端三大工程、设备更新也分别对应地产投资和制造业投资，叠加低基数支撑下通胀中枢有望回升，经济阶段性企稳的力量正在增强，同比环比均有改善空间。

但从市场表现来看，经济结构冷暖不均下市场对经济修复的弹性和持续性的信心仍然偏弱，市场反应一般，其核心还是在于总需求偏弱+微观主体活力不足的主要矛盾。对于债市来说短期仍没有明显的基本面趋势性利空，但需要注意的是，在利率快速下行下买盘配置力量减弱，不稳定资金增多下市场脆弱性增加，短期债市波动加剧，可适当缩短交易久期。股市业绩驱动尚不明显，但市场环境处在逐渐改善的过程中，后续关注政策端能否形成合力带来经济的实质性改善。





## 重要声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解。分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。

分析师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。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、修改或以其他任何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。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号 投资咨询团队成员：投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、黄婷莉（投资咨询编号：Z0015398）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）、刁志国（投资咨询编号：Z0019292）、林敬炜（投资咨询编号：Z0018836）、王敬征（投资咨询编号：Z0019935）、张召举（投资咨询编号：Z0019989）、张恩希（投资咨询编号：Z0020176）。