



2023年1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



## 经济修复预期继续增强

### 内容提要

上周市场仍处在预期和现实的验证阶段，12月通胀和社融数据均体现经济偏弱的现实，疫情扰动和地产弱需求下融资需求不足。而随着强政策支持下企业预期呈现边际改善，12月出行和服务等价格上涨也反映经济活动的逐步重启，从高频数据看，经济修复也正在进入加快回升的过程。本周重点关注1月LPR报价利率以及12月经济数据出炉，预计数据大概率仍在反映偏弱的现实和预期的边际改善。

**从经济基本面看**，1) 12月社融总量下行，体现疫情扰动和地产弱需求下的融资需求不足的现实，主要受政府债错峰发行以及理财赎回风波下企业债券融资发行低迷的影响。往后看，央行银保监会信贷座谈会强调“适度靠前发力”，强政策支持下，微观主体活力改善叠加地产政策加码有望支撑居民和企业融资需求回升，2023年社融增速有望回升至10%以上，靠前发力下信贷开门红可期，而后续进一步增长仍需观察疫情冲击后消费的复苏、以及地产修复的情况等。

2) 随着强政策支持以及经济重启下内需逐渐恢复，通胀存在上行压力但整体可控，二季度后核心通胀可能渐进走高。年初发改委研究采取收储调节、养殖利润下降影响补栏进度后，一季度猪肉价格可能重拾涨势，不过预计猪肉价格和核心通胀涨价将呈现错位效应，国内供给链条稳定性强于海外，通胀整体呈现中枢温和抬升的趋势。而随着外需走弱+内需修复，PPI进入到底部阶段，国内强政策持续推动下，经济重启有望带动内需逐步修复，对大宗商品价格带来上行力量。预计PPI到年中仍将处于通缩区间，节奏上前低后高，国内定价的黑色和建材预计将强于海外定价的商品，后续黑色商品取决于地产政策对复工施工的实际拉动情况，有色与消费和制造业投资更相关，原油需求同时受到国内社交经济修复的支撑和海外衰退下外需回落的拖累。

**从高频数据看**，1) 地产政策持续放松，需求端小幅回暖；2) 岁末年初工人提前返乡，开工率普遍回落；3) 国内外主要宏观线索主导价格走势，上周主要工业品价格多数上行；4) 农产品价格继续回升，蔬菜价格上涨继续对冲猪肉价格回落；5) 全国主要城市经济活动继续呈现加快修复，10个主要城市地铁客运量逐步回升至接近本轮疫情前水平，而全国拥堵延时指数已经超出此前水平，反映居民生活活动在逐渐向正常化回归。

上周股债整体均偏于震荡，市场仍处在预期的高频数据验证阶段，高频数据显示主要城市经济活动继续呈现加快修复，但春运人口流动加快仍对疫情存在二次考验，市场预期对此仍存在反复的不确定性。我们认为中期经济底部企稳修复的向好趋势比较确定，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，股市维持中期向好的判断，债市在前期情绪小幅修复后，十年期国债2.8%关口仍面临上行压力。不过短期仍面临修复节奏和政策力度是否超预期的扰动，预计基本面明显修复迹象可能要在春节后2周才能确认，节前股债或均难形成明显趋势性力量，重点关注各城市疫情演化、经济活动修复以及春运出行的情况。

### 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、数据体现弱现实，但预期在边际改善

### ● 社融总量收缩，政策支撑下预期好转

央行公布 2022 年 12 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 1.4 万亿元，预期 1.24 万亿元，前值 1.21 万亿元；
- (2) 社会融资规模增量为 1.31 万亿元，预期 1.61 万亿元，前值 1.99 万亿元；
- (3) 社会融资规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.6%，前值 10%；
- (4) 中国 M2 同比增 11.8%，预期增 12%，前值增 12.4%；M1 同比增长 3.7%，前值 4.6%。

12 月新增人民币贷款略好于预期，主要受到企业中长贷的支撑，企业中长贷当月新增超 1.2 万亿，同比大幅多增 8717 亿元，较上月幅度继续增加，反映政策驱动的支撑效应。而居民贷款仍然是拖累，信贷结构延续企业强于居民的特点，不过在 11 月稳地产政策持续加码后，居民中长贷同比负增拖累有所缩减。随着疫情和地产两大宏观主线的边际变化，居民部门去杠杆或将度过最严重的阶段。

而受政府债错峰发行以及理财赎回风波下企业债券融资发行低迷的影响，社融总量增速继续下滑，存量同比增速跌破 10%，降至 9.6%，继续创下年内新低，地产和疫情仍是主要拖累。随着今年一季度多地地方债发行较快，政府债同比预计将从负贡献转为正增长。

总的来看，12 月社融总量下行，体现疫情扰动和地产弱需求下的融资需求不足的现实，但居民信贷同比降幅收窄，企业信贷延续强势反映强政策以及企业预期的边际改善信号。往后看，1 月 10 日，央行银保监会召开年内首次信贷座谈会，“适度靠前发力，进一步优化信贷结构”是主要方向，今年政策对信贷投放支持力度不小。随着疫情影响逐步消退、微观主体活力改善叠加地产政策加码有望支撑居民和企业融资需求回升，2023 年社融增速有望回升至 10% 以上，靠前发力下信贷开门红可期，而后续进一步增长仍需观察疫情冲击后消费的复苏、以及地产修复的情况等。

图 1：社融信贷分项（亿元，%）

	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03
当月新增社融	13100	19874	9141	35398	24622	7596	51893	28389	9295	46372
新增人民币贷款	14000	12100	6152	24700	12500	6790	28100	18900	6454	31300
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
(当月同比变化)										
社会融资规模	-10582	-6109	-7035	6372	-5271	-3156	14876	8867	-9275	12610
新增人民币贷款	4004	-1573	-3321	7931	631	-4303	7358	3936	-9224	4780
居民贷款	-1963	-4710	-4827	-1383	-1175	-2842	-203	-3344	-7453	-3940
居民短贷	-270	-992	-938	-181	426	-354	782	34	-2221	-1394
居民中长贷	-1693	-3718	-3889	-1211	-1601	-2488	-989	-3379	-5232	-2504
企业短贷	638	-651	-1555	4741	1028	-969	3815	3286	199	4341
企业中长贷	8717	3950	2433	6540	2138	-1478	6130	-977	-3953	148
票据融资	-2941	-56	745	-2180	-1222	1365	-1951	5591	2437	4712
委托贷款	314	-123	643	1530	1578	240	94	276	211	149
信托贷款	3789	1825	1000	1907	890	1173	218	676	713	1532
未贴现票据	867	573	-1270	118	3359	-428	1287	-142	-405	2583
企业债券融资	-4876	-3410	159	-804	-3227	-2320	-1614	1417	-4	-250
政府债券	-8893	-1638	-3376	-2533	-6693	2178	8708	3881	173	3943

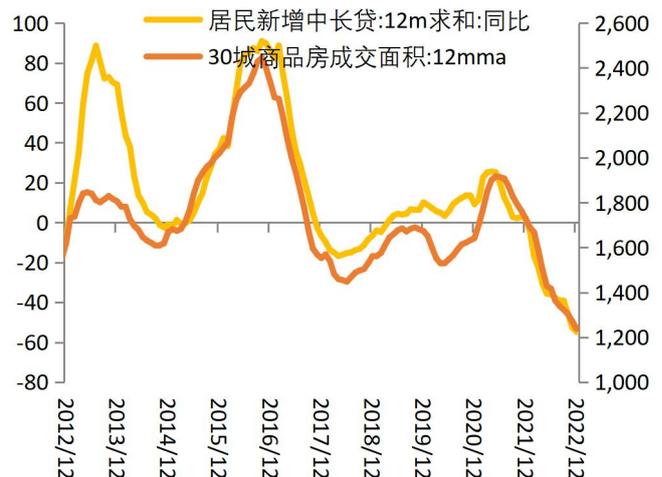
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社融存量增速回落 (%)



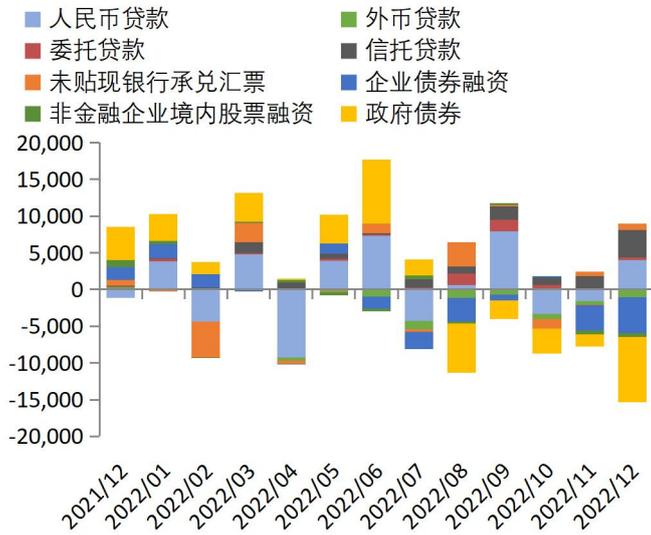
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：居民贷款仍然是拖累 (%)，万平方米



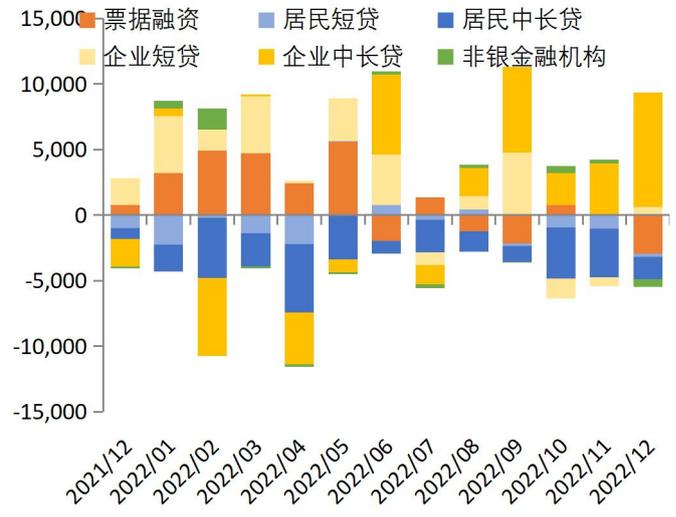
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：社融分项当月同比增量（亿元）



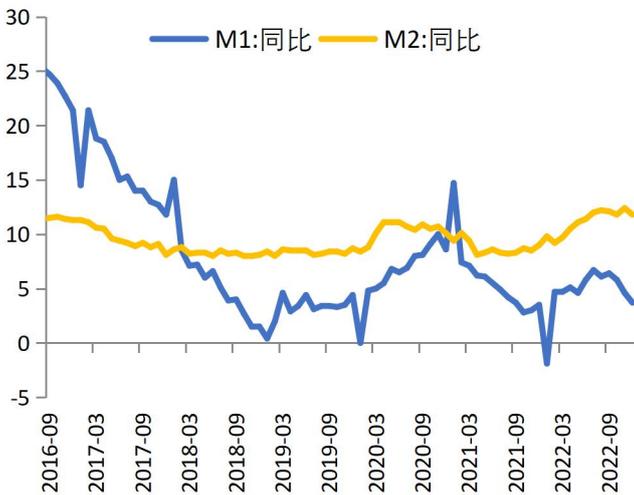
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：贷款分项当月同比增量（亿元）



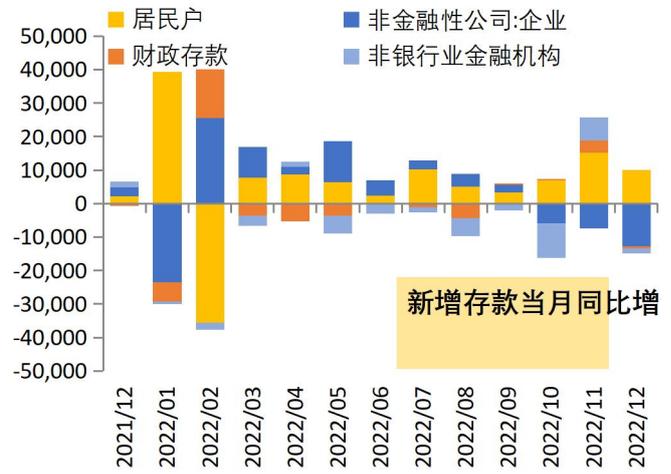
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：M1 增速仍然偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：居民存款仍在多增（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

## ● 关注经济重启后内需回升对通胀的拉动

12月CPI同比1.8%，预期涨1.9%，前值涨1.6%；12月PPI同比降0.7%，预期降0.3%，前值降1.3%。

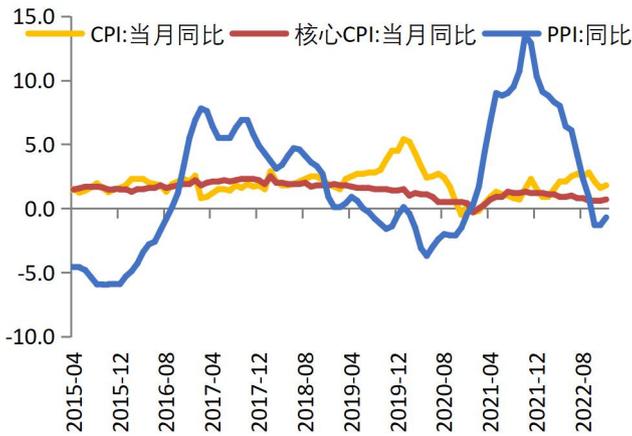
12月CPI由下降0.2%转为持平，同比涨幅略有扩大，但环比仍弱于季节性，主要受到食品、交通通信和居住价格弱于季节性表现的拖累，12月猪肉价格下跌对冲鲜菜水果价格上行，且国际油价下行拖累交通通信分项明显回落。而在疫情防控政策优化调整下，12月出行及娱乐活动逐步恢复，衣着、生活用品及服务、教育文化和娱乐、其他用品和服务等价格均强于季节性，飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费价格环比均有明显上涨，反映多地疫情达峰后经济重启对通胀的拉动，核心通胀低位小幅回升。

12月PPI环比由涨转降，主要受到石油及相关行业价格下降的影响，不过同期基数走低下同比降幅有所收窄。总的来看，12月大宗商品价格走势分化，原油价格吓得，金属和煤炭价格有所上涨，黑色上涨，建材中水泥跌、玻璃涨。国内强政策主导内需定价产品，经济修复预期增强下黑色系商品价格偏强，而海外衰退交易升温叠加国内疫情和出行活动减弱影响油价。

总的来看，12月通胀数据仍体现经济偏弱的现实，但出行和服务等价格上涨也反映经济的逐步重启，预计后续内需回升将是对通胀的主要带动。随着强政策支持以及经济重启下内需逐渐恢复，通胀存在上行压力但整体可控，二季度后核心通胀可能渐进走高。年初发改委研究采取收储调节、养殖利润下降影响补栏进度后，一季度猪肉价格可能重拾涨势，不过预计猪肉价格和核心通胀涨价将呈现错位效应，国内供给链条稳定性强于海外，通胀整体呈现中枢温和抬升的趋势。

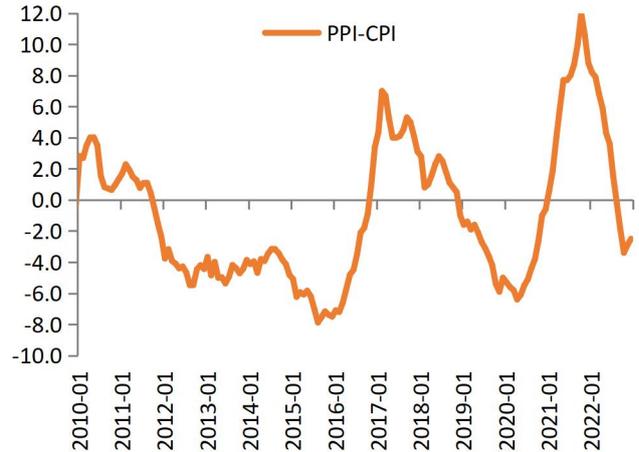
而随着外需走弱+内需修复，PPI进入到底部阶段，国内强政策持续推动下，经济重启有望带动内需逐步修复，对大宗商品价格带来上行力量。预计PPI到年中仍将持续处于通缩区间，节奏上前低后高，国内定价的黑色和建材预计将强于海外定价的商品，后续黑色商品取决于地产政策对复工施工的实际拉动情况，有色与消费和制造业投资更相关，原油需求同时受到国内社交经济修复的支撑和海外衰退下外需回落的拖累。

图 8: CPI VS PPI (%)



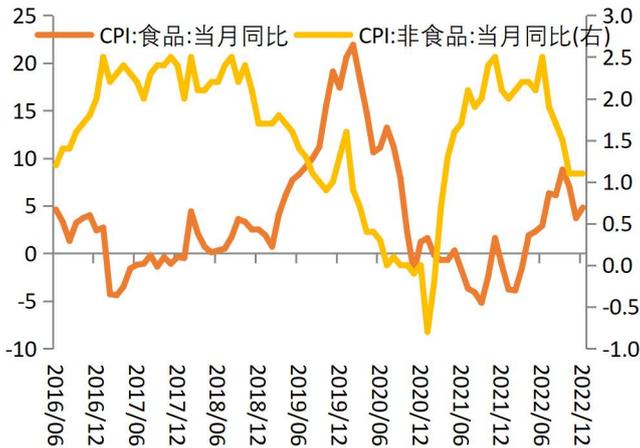
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: PPI-CPI 剪刀差 (%)



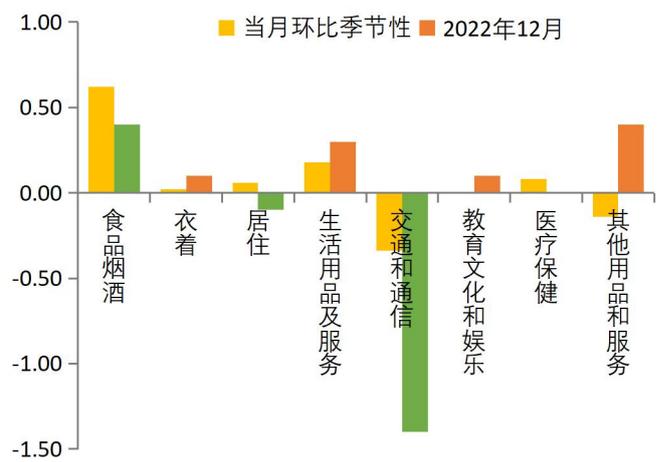
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 食品价格增速小幅回升 (%)



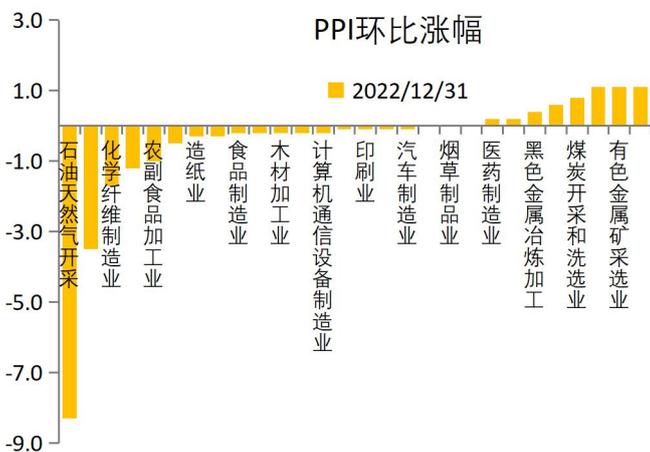
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: CPI 分项环比季节性 (%)



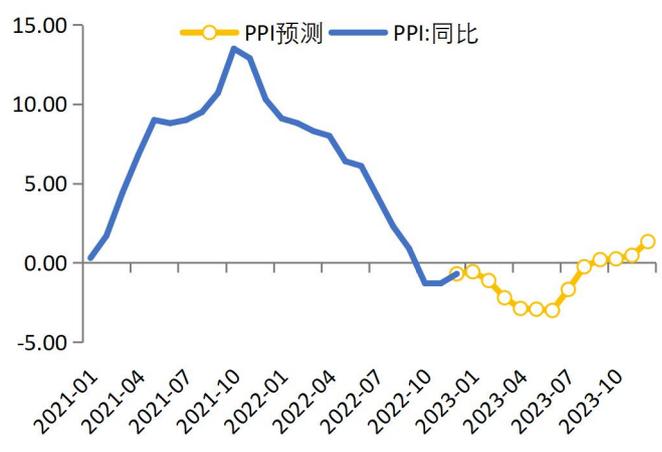
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 石油及相关行业价格跌幅居前 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: PPI 预计到年中持续通缩区间 (%)

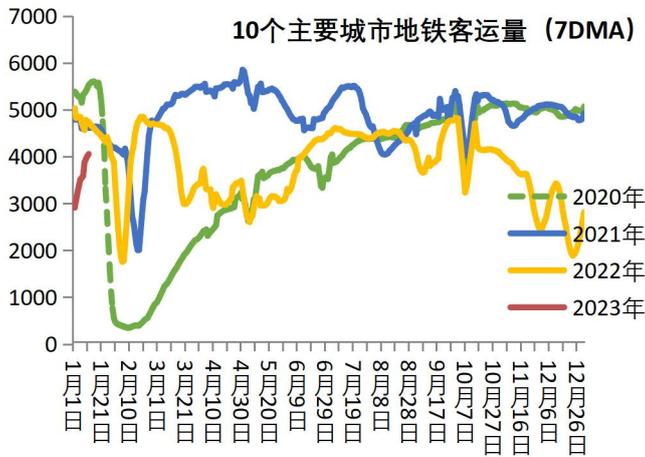


资料来源: Wind, 优财研究院

● 城市活动继续加快修复

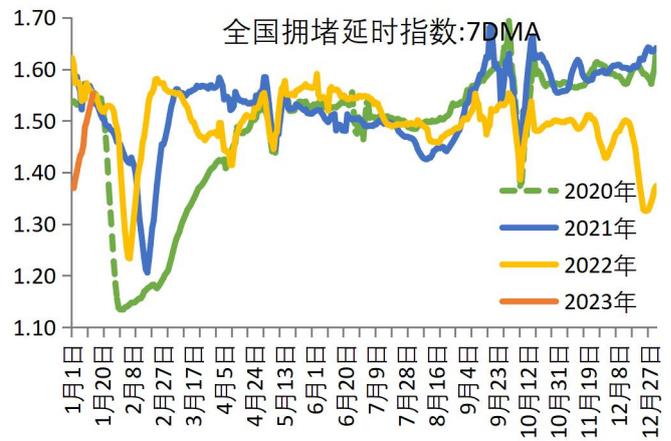
全国主要城市经济活动继续呈现加快修复，10个主要城市地铁客运量逐步回升至接近本轮疫情前水平，而全国拥堵延时指数已经超出此前水平，反映居民生活活动在逐渐向正常化回归。主要一线城市中，北京深圳恢复程度相对较快，而上海广州修复速度仍慢于其他城市。反映跨区域活动的迁徙指数和国内执行航班继续回升。

图 14：10 个主要城市地铁客运量（万人次）



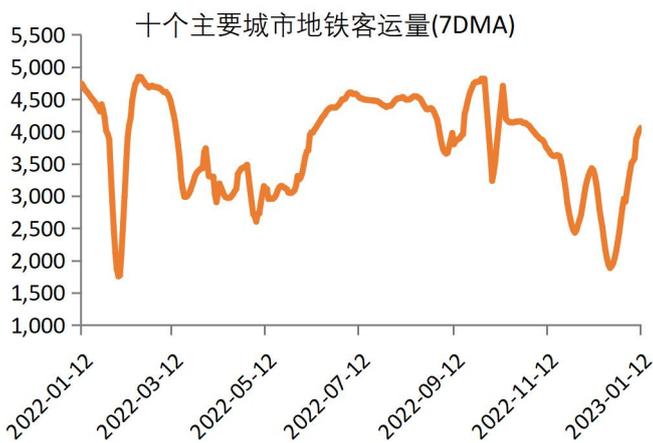
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：全国拥堵延时指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 16：10 个主要城市地铁客运量（万人次）



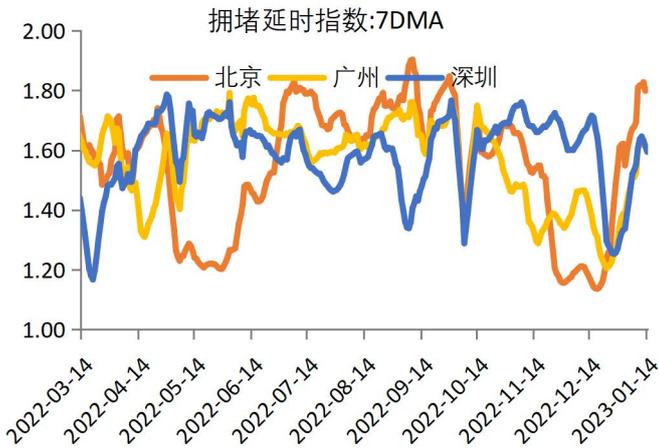
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：全国拥堵延时指数



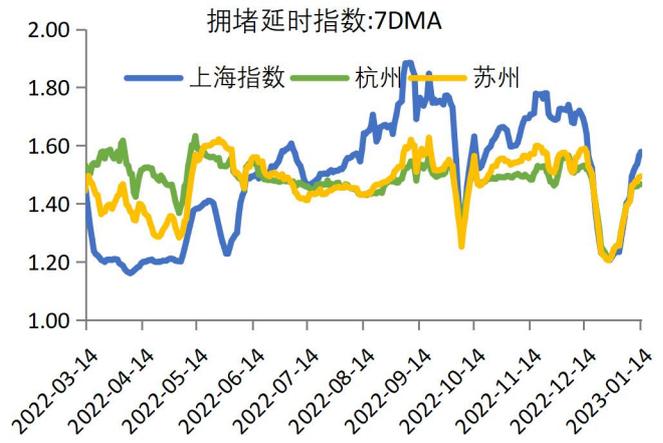
资料来源：Wind，优财研究院

图 18: 拥堵延时指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 拥堵延时指数



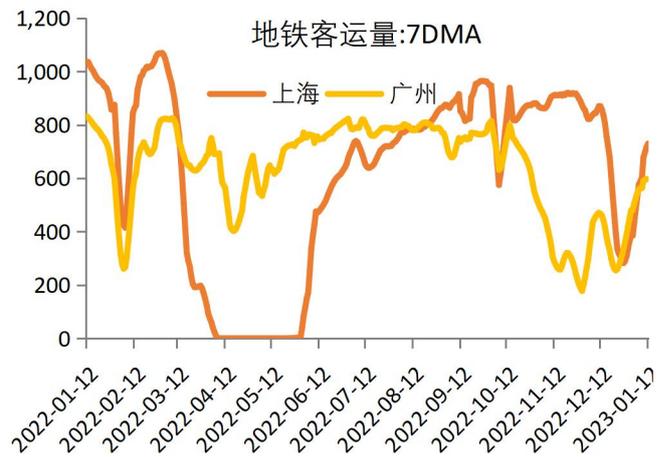
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 地铁客运量 (万人次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 地铁客运量 (万人次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 国内执行航班(不含港澳台) (架次)

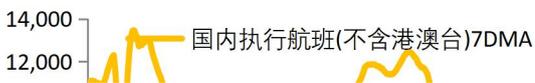
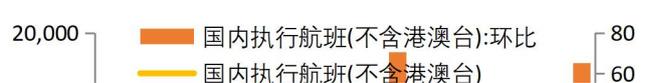


图 23: 国内执行航班(不含港澳台) (架次, %)



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\\_51497](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51497)

