

2023 年 02 月 12 日

证券研究报告|宏观研究|宏观点评

经济复苏趋势进一步显现

2023 年 2 月 5 日-2 月 11 日周报

◆ 超预期就业报告影响持续，短期波折不改美联储中长期政策转向主线

本周市场仍在消化上周五（2 月 3 日）公布的超预期的就业报告，报告显示美国 1 月美国新增非农就业人口达到 51.7 万，约为市场预期的 2.8 倍，创 1969 年来新低。同时美国失业率也降至 3.4%，为 53 年以来的低点。数据显示美国通胀韧性可能被低估，市场可能需要重新评估最终利率水平及持续时间。美联储主席鲍威尔在 2 月 7 日华盛顿经济俱乐部的问答中重申美国正处于“通胀放缓”的过程中，多名美联储官员 2 月 8 日表示，可能会进一步加息，但没有人暗示超预期的 1 月份非农就业报告可能会促使他们重新采取更激进的货币政策立场。美联储整体并没有释放更加鹰派的信息，但是就业报告带来的紧缩预期仍然对资本市场造成了冲击，美债收益率持续走高，2 年期和 10 年期国债收益率分别较上周五上行 20 个和 21 个 BP，美股转跌，道指、纳指和标普 500 指数周内均收跌。截止 2 月 10 日，CME 数据显示市场预期 3 月 22 日议息会议加息 25BP 的概率为 90.8%，较 2 月 3 日下行 6.6PCTS，加息 50BP 的概率为 9.2%，较 2 月 3 日上行 9.2PCTS。

2022 年资本市场交易主线一直围绕美联储超预期加息，年末开始计价美联储转鸽放缓加息。本周美股和美债的下跌，主要系前期市场预期已走在美联储指引之前，对美联储政策转向已有较充分定价，对不利于降息的超预期就业报告的数据敏感性增强。中长期看，我们依然认为交易美联储政策转向是今年全球资本市场的重要主线。

◆ CPI 温和上行，PPI 下行，通胀仍非主要矛盾

2023 年 1 月 CPI 同比录得+2.1%，涨幅较上月+0.3PCTS，略低于市场预期的+2.3%。分食品项和非食品项看，食品项和非食品项同比分别较上月+1.4PCTS 和 +0.1PCTS。生猪供给持续增加影响下，2023 年 1 月猪肉价格继续下跌，带动猪肉价格同比涨幅较去年 12 月下行 10.4PCTS，但春节错位因素（去年春节假期在 2 月，今年在 1 月）带动下，2023 年 1 月，鲜菜和鲜果价格同比涨幅分别较上月上行 14.7PCTS 和 2.1PCTS。排除食品和能源因素后，2023 年 1 月核心 CPI 同比为+1.0%，较去年 12 月 +0.3PCTS，反映疫情防控政策调整后，消费恢复动能增强。

往后看，预计 2023 年 2 月 CPI 同比继续保持温和，破 3 概率小。虽然消费持续恢复之下，核心 CPI 有望继续上行，但猪肉价格下行趋势和油价去年的高基数之下，CPI 并不具备持续上行基础。

2023 年 1 月 PPI 同比-0.8%，低于市场预期的-0.5%，下行幅度较去年 12 月加深 0.1PCTS，环比为-0.4%。2023 年 1 月 PPIRM 同比+0.1%，较去年 12 月-0.2PCTS，环比为-0.7%。

环比上，输入性因素影响下，国内石油相关行业价格下行，煤炭保供发力下，煤炭价格总体下行，钢材价格因钢材市场回暖环比上行。同比看，虽然 1 月煤炭价格同比上行而钢材价格同比降幅收窄，但去年同期原油价格的高基数下，1 月原油价格同比自

作者

符畅 分析师
SAC 执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyjjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC 执业证书：S0640122090025
联系电话：010-59562515
邮箱：liuqian@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2023-02-07
外部加息放缓和内部经济复苏趋势延续 —
2023-02-05
美联储进一步放缓加息，紧缩政策或接近尾声
—2023-02-03

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

2021年2月以来首次录得负值，带动PPI同比下行。行业角度，调查的40个工业行业大类中，价格下降的有15个，与上月相同。

展望后市，预计2023年2月PPI同比继续为负：1，目前国际油价因美欧同步紧缩的货币政策和全球经济的走弱而保持弱势。虽然2023年1月油价环比略微上行，但去年高基数作用下，2023年1月同比已经录得负值，后续高基数作用延续叠加原油价格暴涨概率低之下，原油价格将持续拖累PPI同比。2，房地产依然在筑底，后续钢材和水泥价格难以持续回暖，难以形成对PPI的支撑。

当前我国总体通胀水平依然较低，预计2023年我国CPI同比会在+2.3%左右，PPI同比-0.5%左右，通胀仍非主要矛盾，并不构成对货币政策的制约。

◆ 信贷支撑社融实现开门红，后续关键在居民和企业预期改善

1月社融增量5.98万亿元，虽同比少增1959亿元，但超过市场预期的5.68万亿元，实现开门红。其中，1月新增人民币贷款（社融口径）同比多增7312亿元，是1月新增社融的主要支撑项，而新增企业债券、新增政府债券和新增未贴现银行承兑汇票分别同比少增4352亿元、1886亿元和1770亿元，是1月社融增量的主要拖累项。

1月新增人民币贷款4.90万亿元（市场预期4.08万亿元），同比多增9200亿元，与去年12月的同比多增2700亿元相比继续改善。结构上，1月居民信贷和企业信贷再次呈现明显分化。1月居民端中长期和短期贷款分别同比少增5193亿元和665亿元，而企业端中长期贷款和短期贷款分别同比多增1.4万亿元和同比多增5000亿元。

1月居民信贷仍然较弱，核心原因在于房地产销售市场依然较低迷和居民消费有待进一步恢复。1月企业短期贷款和中长期贷款均实现同比大幅多增，维持强势回升态势。我们认为主要系：1，金融16条后，房地产企业融资条件放宽，房地产行业信贷扩张有所恢复。2，防疫政策实质性调整后，经济恢复预期明显增强，制造业企业预期好转，融资扩张意愿恢复。

1月M2增速录得+12.6%，市场预期+11.5%，较去年12月+0.8PCTS。1月M1增速录得+6.7%，较去年12月+3.0PCTS。我们认为，M1增速较去年12月的明显提升，主要系：1，春节假期错位因素下，去年1月M1基数较低。2，经济复苏预期增强下，企业经济活动加速恢复，货币活性化趋势增强。今年1月M2增速较去年12月上行0.8PCTS，核心原因在于信贷政策相对宽松下企业贷款额度大幅增加，贷款创造的存款增速较快。但另一方面，1月社融存量增速+9.4%，较上月-0.2PCTS，为连续第4个月社融增速下降，M2增速与社融存量增速的差进一步走阔，表明实体经济信用扩张的速度继续慢于经济系统货币增速，宽货币向宽信用的转化仍需进一步发力。

1月，虽然新增社融仍然同比少增近2000亿元，但主要系债券融资和政府债拖累，前者受短期内信用利差抬升影响，后续有望逐步恢复，后者在今年依然靠前发力的专项债发行预期下，后续难以对社融形成持续拖累。1月新增信贷同比多增近1万亿元，对新增社融支撑力度较强。但在结构上，新增企业中长期和短期贷款的同比多增与新增居民中长期和短期贷款的同比少增分化较明显，结合1月M2增速与社融增速之间的差进一步走阔，表明后续社融能否进一步企稳向上主要取决于两点：一是房地产销售市场能否进一步回升，以便带动居民中长期贷款企稳；二是企业对未来的预期能否进一步改善，宽货币到宽信用的转化能否进一步落实。2月和3月的社融数据是重要观察窗口。

1月金融数，特别是企业中长期贷款数据反映出目前企业预期明显增强，结合此前公布的回暖的PMI数据，表明目前经济复苏趋势进一步显现，从经济结构上看，在出口大概率下行、基建保持支撑力度、消费复苏趋势逐渐明显的情况下，后续经济复苏的质量和持续性取决于房地产市场的回暖程度。

◆ 货币市场受跨节影响波动增大

本周（2月6日-2月10日），春节前央行通过逆回购投放巨量流动性，满足节前的资金需求，本周公开市场面临超万亿规模的逆回购到期。为了维护资金面平稳，央行提高了操作规模，本周累计投放7D逆回购18400亿元，利率维持2.0%。另有12380亿元逆回购到期，净投放流动性6020亿元。节后逆回购到期造成的流动性回流，叠加政府债缴款、税收缴款的挤压作用，使得2月资金边际趋紧，波动性大增。货币市场方面，截止2月10日，DR007报收1.94%，较上周五上升12BP；SHIBOR1W报收1.96%，较上周五上升11BP。央行及时提高逆回购的操作规模，表明了央行对于保持流动性合理充裕的基调并没有改变。节后逆回购到期造成的流动性回流，叠加政府债缴款、税收缴款的挤压作用，使得2月资金边际趋紧，波动性大增，央行积极加大净投放增大了后续资金面维持相对宽松的概率。

◆ 信用利差回落，外资回流，债市修复加速

节后“强预期、弱现实”的基本面背景下，各期限国债收益率维持窄幅震荡，截至2月3日，我国10年期国债收益率报收2.90%，较上周五上行1bp。3年期AAA级信用利差周五录得44bp，较上周五下降8bp，从高位回落。市场资金总量收紧，信用利差却逆势下行，这预示着银行理财赎回企稳，信用债配置盘逐步入场。

去年底我国防疫政策优化，至今已实现快速过峰，今年上半年经济或实现强势回升，同阶段美国因为紧缩政策及其滞后效应，经济增速将被压制，双方经济周期分化造成外资押注中国经济复苏，资金流入对国内资本市场形成支撑。根据中国人民银行金融市场运行情况报告，截止2022年12月末，境外机构在中国债券市场的托管余额为3.5万亿元，较11月末3.4万亿的数值有所回升，外资结束了连续10个月减持人民币债券资产的状态，转为一定规模的增持。

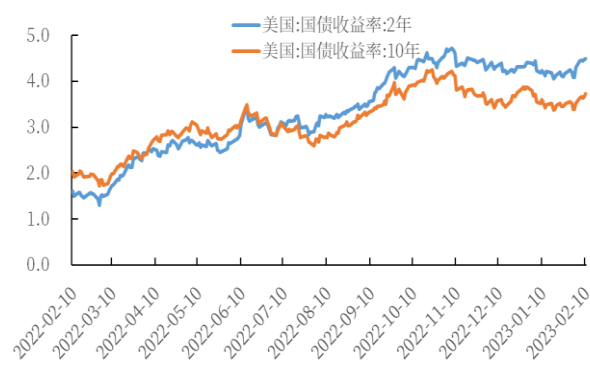
2022年境外投资者减少了对中国境内债券市场的投资，自10年前中国央行开始公布相关数据以来首次成为净卖家。去年中国债券市场的资金流出部分是俄乌冲突引发的恐慌情绪冲击，还包括严格动态清零政策阻碍经济增长，人民币兑美元汇率走低，以及美国债券收益率上升。自2022年以来11月以来美元指数下行，中美利差缩窄，中国经济复苏支撑人民币强势升值，中国债券市场对资本的吸引力上升，叠加疫情快速过峰，极大减缓了债市资金外流的压力。

图1 美国 5 年和 10 年期盈亏平衡通胀率走势 (%)



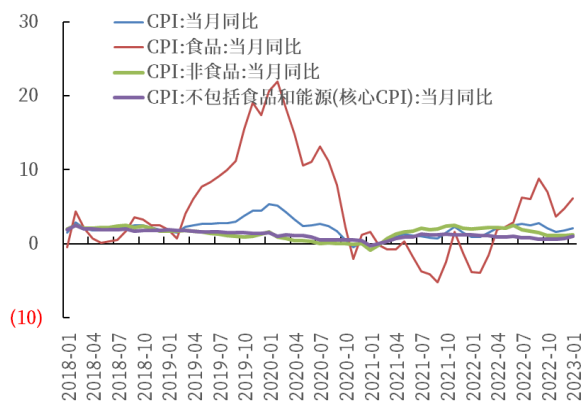
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 美国 2 年期和 10 年期国债收益率走势 (%)



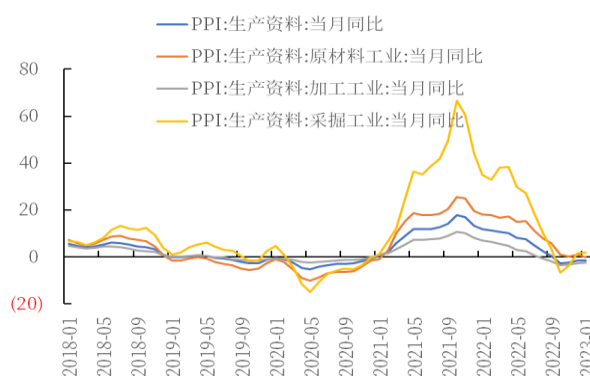
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 CPI 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 PPI 同比走势 (%)



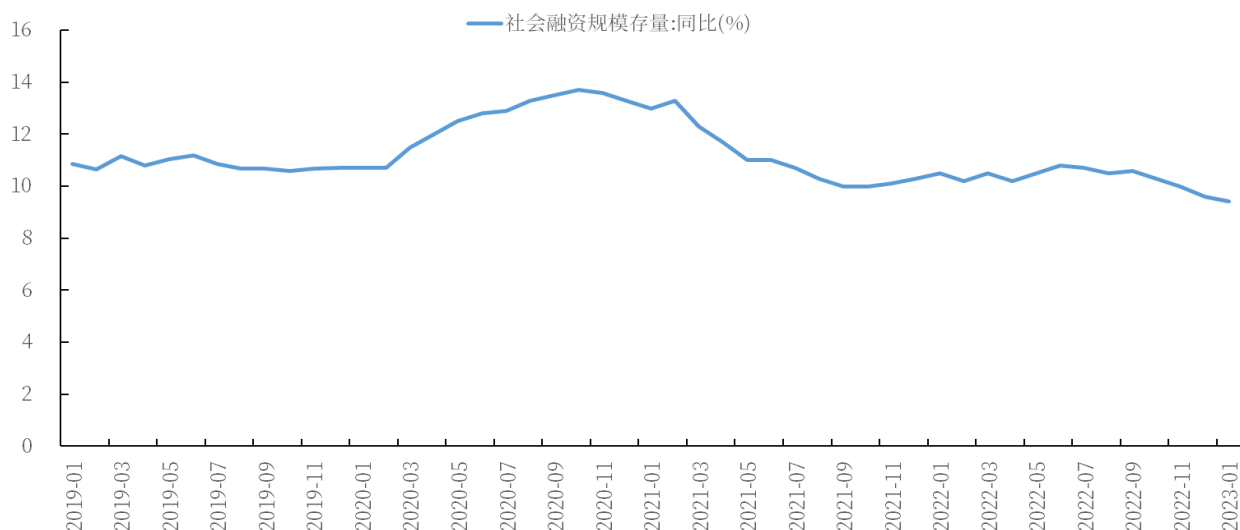
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 近 12 个月 CPI 同比和环比分项情况 (%)

	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
CPI:当月同比	2.10	1.80	1.60	2.10	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90
CPI:食品烟酒:当月同比	4.70	3.70	3.00	5.20	6.30	4.50	4.70	2.50	2.10	1.90	-0.30	-1.80	-1.80
CPI:衣着:当月同比	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.60	0.70	0.60	0.50	0.50	0.60	0.60	0.40
CPI:居住:当月同比	-0.10	-0.20	-0.20	-0.20	0.30	0.60	0.70	0.80	1.00	1.20	1.30	1.40	1.40
CPI:生活用品及服务:当月同比	1.60	1.50	1.50	1.40	1.40	1.30	1.40	1.50	1.40	1.20	0.90	0.60	0.40
CPI:交通和通信:当月同比	2.00	2.80	2.90	3.10	4.50	4.90	6.10	8.50	6.20	6.50	5.80	5.50	5.20
CPI:教育文化和娱乐:当月同比	2.40	1.40	1.30	1.20	1.20	1.60	1.50	2.10	1.80	2.00	2.60	2.50	2.90
CPI:医疗保健:当月同比	0.80	0.60	0.50	0.50	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.60	0.60
CPI:其他用品和服务:当月同比	3.10	2.80	2.30	1.90	1.60	2.20	0.90	1.70	1.80	1.70	2.10	0.30	-0.10
CPI:环比	0.80	0.00	-0.20	0.10	0.30	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40	0.00	0.60	0.40
CPI:食品烟酒:环比	2.00	0.40	-0.50	0.20	1.30	0.40	1.90	-1.00	-0.90	0.70	-0.90	1.20	1.10
CPI:衣着:环比	-0.50	0.10	0.30	0.30	0.80	-0.20	-1.40	-0.10	0.40	-0.20	0.40	-0.30	-0.50
CPI:居住:环比	0.00	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.10	0.10	0.10	0.00
CPI:生活用品及服务:环比	0.00	0.30	-0.30	0.30	0.00	0.30	0.30	-0.20	0.20	0.60	0.20	0.20	-0.10
CPI:交通和通信:环比	0.20	-1.40	0.10	-0.40	-0.60	-1.70	-0.70	2.20	0.10	1.10	1.60	1.40	1.10
CPI:教育文化和娱乐:环比	1.30	0.10	-0.40	0.20	0.40	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10	-0.30	0.40	0.20
CPI:医疗保健:环比	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	0.10
CPI:其他用品和服务:环比	1.10	0.40	-0.10	0.40	-0.30	0.30	-0.70	0.10	0.60	0.00	1.00	0.10	0.90

资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 社融存量增速继续下降 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 近 12 个月各月新增社融分项同比变化 (亿元)

	项目	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
总	当月新增社会融资规模	-1,659.00	-10,522.00	-6,446.00	-7,042.00	6,385.00	-5,381.00	-2,967.00	14,909.00	8,893.00	-9,243.00	12,803.00	-5,073.00
表内	新增人民币贷款	7,332.00	4,051.00	-1,573.00	-3,321.00	7,991.00	631.00	-4,303.00	7,358.00	3,986.00	-9,224.00	4,780.00	-4,329.00
	新增外币贷款	-1,362.00	-1,016.00	-514.00	-691.00	-694.00	-1,173.00	-1,059.00	-992.00	-247.00	-488.00	-48.00	16.00
表外	新增委托贷款	156.00	315.00	-123.00	648.00	1,580.00	1,588.00	240.00	94.00	276.00	211.00	149.00	26.00
	新增信托贷款	618.00	3,739.00	1,825.00	1,000.00	1,907.00	890.00	1,173.00	218.00	676.00	713.00	1,532.00	185.00
	新增未贴现银行承兑汇票	-1,370.00	865.00	574.00	-1,170.00	118.00	3,359.00	-428.00	1,287.00	-142.00	-405.00	2,533.00	-4,367.00
直接	企业债券融资	-4,352.00	-7,054.00	-3,402.00	152.00	-792.00	-3,137.00	-2,131.00	-1,581.00	1,443.00	23.00	-57.00	2,254.00
	非金融企业境内股票融资	-475.00	-408.00	-506.00	-58.00	250.00	-227.00	499.00	-367.00	-425.00	352.00	175.00	-108.00
其他	政府债券	-1,886.00	-8,865.00	-1,138.00	-3,376.00	-2,533.00	-6,693.00	2,178.00	8,708.00	3,881.00	173.00	3,943.00	1,705.00

资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 近 12 个月各月新增信贷分项同比变化 (亿元)

	项目	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
--	----	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

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_52146

