

2023年01月15日

证券研究报告|宏观研究|宏观点评

疫情阶段性压制 12 月经济，后续预期不悲观

2023年1月8日-1月14日周报

◆ 关键市场信息支持美联储进一步放缓加息步伐

1月6日公布的非农数据显示，虽然美国2022年12月新增非农就业22.3万人，高于预期的20.2万人，季调失业率3.5%，低于预期的3.7%，但平均每小时工资同比升4.6%，低于预期的5%和前值的5.1%，环比升0.3%，低于预期的0.4%，前值也自升0.6%修正至升0.4%，市场担心的“薪资-通胀”螺旋式上升趋势得到一定缓解。1月12日，美国劳工部公布的数据显示，美国2022年12月末季调CPI同比升6.5%，预期升6.5%，前值升7.1%；季调后CPI环比降0.1%，预期持平，前值升0.1%；未季调核心CPI同比升5.7%，预期升5.7%，前值升6%；核心CPI环比升0.3%，预期升0.3%，前值升0.2%。美国CPI环比自2020年5月以来首次下降，同比录得2021年10月以来最低水平，显示美国通胀放缓的趋势进一步确认。

进入2023年1月后，相继公布的美国2022年12月的就业和通胀数据，均指向美国通胀开始放缓，市场对美联储放缓加息的预期相应变强：截止1月15日，CME数据显示美联储2月议息会议加息幅度从上一次会议的50BP进一步下降到25BP的概率高达93.7%，同时，市场对2023年联邦基金利率达到5.0%的峰值后将不再继续上行的预期进一步增强。

总体上看，市场在本周继续强化通胀趋缓、经济走弱、货币政策转鸽的预期：本周，美国10年期国债收益率下行6BP，10年期和5年期盈亏平衡通胀率分别下行3BP和上行2BP，道指、标普500指数和纳指三大指数均实现周内上涨。逐步计价美联储转鸽仍然是今年资本市场相对明确的重要主线。

◆ 社融总量不及预期系短期因素影响，社融结构持续改善下，未来预期不悲观

2022年12月社融存量增速+9.6%，比11月-0.4PCTS，社融增量1.31万亿元，低于市场预期的1.61万亿元，同比少增1.06万亿元。2022年12月，社融口径人民币贷款同比多增4000亿元，表外信托贷款同比少减3800亿元，二者是社融主要支撑项。人民币贷款同比多增较多主因企业中长期贷款支撑，信托贷款同比少减较多主要系资管新规到期后，非标压降压力下降。2022年12月，政府债券和企业债券融资分别同比少增和同比多减较多，是社融的主要拖累项。其中政府债券同比少增8873亿元，无趋势性意义，主因2021年财政后置和2022年财政前置的错位影响，企业债券同比多减4876亿元，主因12月经济预期持续好转、利率债收益率持续上行以及理财产品赎回的循环反馈之下、信用利差整体走阔。

2022年12月，新增人民币贷款1.4万亿元，高于市场预期的1.24万亿元，同比多增2700亿元。居民和企业的融资继续呈现分化，分别是信贷的拖累项和支撑项。居民短期贷款同比多减270亿元，连续第4个月为负，主因12月疫情防控放开，全国集中确诊，居民出行受限，消费信贷意愿不高。居民的中长期贷款同比少增1693亿元，连续第13个月同比少增，主因居民购房意愿仍然低迷。我们持续监测的高频

作者

符畅 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@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

CPI温和上行，PPI下行幅度缩窄，通胀仍非主要矛盾 —2023-01-13
金融市场分析周报 —2023-01-09
房地产再出利好，消费持续修复 —2023-01-08

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

的 50 个大中城市房地产销售面积去年 12 月同比下滑 28% 左右。企业贷款同比多增 6000 亿，其中短期贷款少减 600 亿，票据融资少增 3000 亿，中长期贷款同比多增 8700 亿。企业中长期贷款多增幅度不仅是年内最高，而且也明显好于近三年同月均值的 4290 亿，除债券融资成本较高，企业从债券融资转向信贷融资外，更主要的原因是地产融资和设备更新的支持政策发力，以及企业自身对未来预期的好转。

去年 12 月 M2 同比 11.8%，比 11 月回落 0.6PCTS，M1 同比 3.7%，比 11 月回落 0.9PCTS。其中 M2 增速的回落，我们认为主要是 12 月理财产品赎回较 11 月明显减少，资金从债市向存款的转换额度变小。从居民存款看，11 月居民存款新增 1.52 万亿元，12 月居民存款新增 1.00 万亿元。12 月 M1 同比增速的下行，我们认为主要系基建资金投放完毕后，对 M1 的支撑下降，以及政策转折期，企业投资相对保守。

总体来看，我们认为 2022 年 12 月社融增量虽然仍同比少增超 1 万亿元，但无需悲观。从社融不及预期的原因看，去年 12 月主要是受到政府债券和企业债券的拖累。政府债券方面，2023 年财政大概率继续靠前发力下，后续预计不会拖累社融增量。企业债券方面，元旦后信用债净融资额已呈修复态势，去年 11 月和 12 月理财产品赎回对债市的短期影响逐渐消退，后续企业债券发行环境持续改善，企业债券融资不太可能继续拖累社融增量。从社融的结构上看，信贷是主要支撑项，而信贷又主要是由企业贷款，尤其是企业贷款中的新增中长期贷款支撑，反映作为市场主体的企业对未来经济信心较强。

◆ CPI 温和上行，PPI 下行幅度缩窄，通胀仍非主要矛盾

2022 年 12 月 CPI 同比录得+1.8%，涨幅较上月扩大 0.2PCTS，略低于市场预期。

分食品项和非食品项看，食品项同比与上月相同，非食品项同比涨幅较上月扩大 1.1PCTS。虽然在生猪供给持续增加影响下，2022 年 12 月猪肉价格继续下跌，带动猪肉价格同比涨幅较 11 月下行 12.2PCTS，但受到全国范围内居民集中确诊影响，短途物流一定程度相对紧张，2022 年 12 月鲜菜和鲜果价格均出现超季节性上行，带动 2022 年 12 月食品价格同比较 11 月出现上行。排除食品和能源因素后，2022 年 12 月核心 CPI 同比为+0.7%，较 11 月+0.1PCTS，核心 CPI 同比自 2022 年 6 月后再次出现上行，反映疫情防控政策调整后，消费恢复动能有所增强。

往后看，预计 2023 年 1 月 CPI 同比继续上行，但缺乏猪、油等关键商品价格支撑，预计上行幅度较温和，破 3 概率小：1，防控政策优化调整之下，1 月消费复苏有望进一步提速，核心 CPI 有望继续上行。2，猪肉和原油价格走势对 2023 年 1 月 CPI 同比形成拖累。猪价和油价 2022 年 12 月同比均为正，但猪价在 2023 年 1 月大概率会出现同比转负或同比涨幅明显下降，油价在 2023 年 1 月大概率同比转负。

2022 年 12 月 PPI 同比-0.7%，低于市场预期的-0.3%，下行幅度较 11 月缩减 0.6PCTS，环比为-0.5%。2022 年 12 月 PPIRM 同比+0.3%，较 11 月+0.9PCTS，环比为-0.4%。

环比上，虽然 2022 年 12 月煤炭价格和钢材价格的总体上行对 PPI 环比有一定支撑，但在国际油价环比下行幅度较大的带动下，最终 2022 年 12 月 PPI 环比录得-0.5%，结束了 10 月和 11 月连续两个月 PPI 环比上行的趋势。



同比看，煤、钢和油三大工业原料角度：2022年12月各煤种价格虽然环比有涨有跌，但在去年同期煤价基数总体下行影响下，同比价格涨幅普遍扩大；2022年12月钢材价格虽然环比普遍上行，但在去年高基数的影响下，同比仍然普遍下行；2022年12月在全球加息和经济走弱下，国际油价继续下行，油价同比录得+7.1%，较11月的+11.7%回落，带动国内汽油、柴油价格同比涨幅均有所回落。

展望后市，预计2023年1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。2023年1月已低于去年同期，预计2023年1月油价同比为负，相较2022年12月的同比为正，对PPI有一定拖累作用。2，房地产依然在筑底，12月制造业PMI数据显示制造业景气度仍然处在相对低位，结合2022年1月价格基数，预计2023年1月钢材和水泥价格仍对PPI同比有所拖累。

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+2.5%左右，PPI同比在0左右。疫情防控政策调整后，虽然我国消费环比修复预期较强，但房地产（2022年12月50城商品房销售面积同比-28%）、外贸（2022年12月出口增速录得-9.9%，连续第三个月为负）的拖累下，经济下行压力仍然较大，货币政策易松难紧，通胀并非主要矛盾，并不构成对货币政策的制约。

◆ 资金面季节性收敛，人民币汇率重返6.7关口

本周（1月9日-1月13日），临近春节，央行加大公开市场操作规模支持岁末节前的资金需求，重启14D逆回购操作，投放规模1510亿元，利率维持2.15%；累计投放7D逆回购1890亿元，利率维持2.0%。另有1270亿元逆回购到期，净投放流动性620亿元。货币市场资金利率出现季节性回升，波动性加大，截止1月13日，DR007报收1.84%，较上周五上行37bp；SHIBOR1W报收1.94%，较上周五上行36bp，周中货币利率一度涨超政策利率，后半周有所回落。我们预期一季度随着财政政策和专项债发行前置发力，货币市场利率在挤压效应下波动中枢或延续去年四季度以来的抬升趋势。

截至1月13日，我国10年期国债收益率报收2.90%，较上周五上行7bp。美国10年期国债收益率录得3.49%，较上周五下行4bp。美国12月CPI录得2022年最低值，同比6.5%，核心CPI同比5.7%，除住宅外的分项普遍明显下降，十年期盈亏平衡通胀率在进入1月后也保持下行趋势，反映出通胀压力广泛缓解。市场偏向于押注通胀进一步大幅降温，美联储决策者和市场预期存在一定分歧，这种分歧可能导致后续资本市场波动性上升。岁末年初季节性结售汇大幅提升了美元兑换人民币需求，叠加国内经济修复的强预期，人民币汇率近期得到有力支撑，美元兑人民币即期汇率拉升至6.75下方，周五报收6.71。

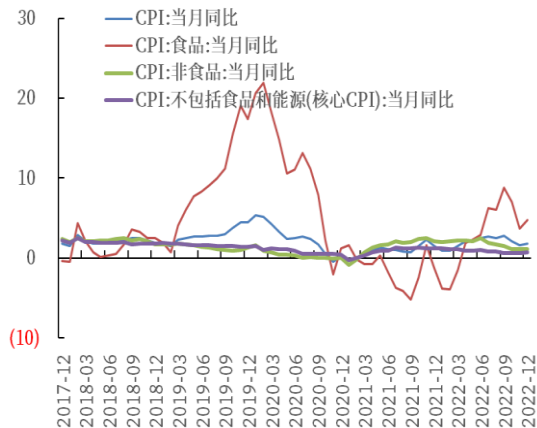
◆ 强预期，降杠杆压力引发债市调整

本周债市出现一轮调整，各品种、各期限债券价格显著下跌。截至1月13日，我国10年期国债收益率报收2.90%，较上周五上行7bp，周内呈现单边上升趋势。3年期AAA级信用利差周五录得48bp，较上周五回升5bp。

本次债市调整是资金面和基本面共同作用的结果。一方面，节前资金面扰动，春节临近带来资金价格的季节性上升，对债市形成一定的降杠杆压力，机构减持造成行情快速调整。另一方面，市场对2023年经济修复存在较强预期，人民币汇率大幅上涨虽然

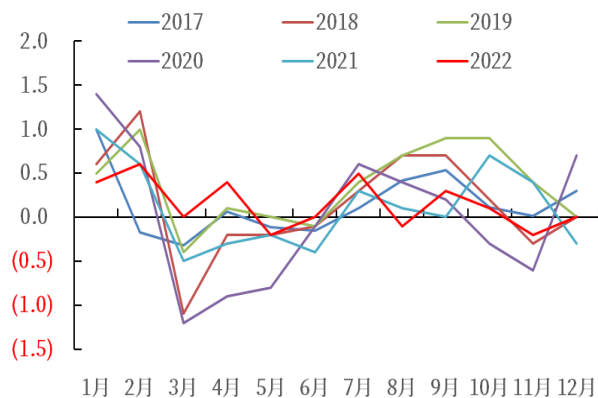
有节前换汇的因素，但客观上支撑了 2023 年整体经济修复的预期，加强了基本面向好的趋势，债市基本面承压。此外，权益市场近期的强势表现对于债市资金也形成一定的挤压作用，当前股市相对债市吸引力较大，纵向观察过去十年数据，主要指数及大部分行业估值仍处于历史较低区间，对资金有较强的吸引作用。展望后市，节前资金面扰动和降杠杆的压力可能会持续，但季节性影响作为短期因素终会消退。经济基本上当前节点处于“强预期，弱现实”阶段，宽信用改善尚未得到数据证实，但预期先行之下，仍需警惕基本面对债市的压制。

图1 CPI 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 CPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 CPI 分项目同比和环比情况 (%)

	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12
CPI: 当月同比	1.80	1.60	2.10	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50
CPI: 食品烟酒: 当月同比	3.70	3.00	5.20	6.30	4.50	4.70	2.50	2.10	1.90	-0.30	-1.80	-1.80	-0.10
CPI: 衣着: 当月同比	0.50	0.50	0.50	0.50	0.60	0.70	0.60	0.50	0.50	0.60	0.60	0.40	0.60
CPI: 居住: 当月同比	-0.20	-0.20	-0.20	0.30	0.60	0.70	0.80	1.00	1.20	1.30	1.40	1.40	1.60
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	1.50	1.50	1.40	1.40	1.30	1.40	1.50	1.40	1.20	0.90	0.60	0.40	0.80
CPI: 交通和通信: 当月同比	2.80	2.90	3.10	4.50	4.90	6.10	8.50	6.20	6.50	5.80	5.50	5.20	5.00
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	1.40	1.30	1.20	1.20	1.60	1.50	2.10	1.80	2.00	2.60	2.50	2.90	3.10
CPI: 医疗保健: 当月同比	0.60	0.50	0.50	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.60	0.60	0.70
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	2.80	2.30	1.90	1.60	2.20	0.90	1.70	1.80	1.70	2.10	0.30	-0.10	-0.50
CPI: 环比	0.00	-0.20	0.10	0.30	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40	0.00	0.60	0.40	-0.30
CPI: 食品烟酒: 环比	0.40	-0.50	0.20	1.30	0.40	1.90	-1.00	-0.90	0.70	-0.90	1.20	1.10	-0.30
CPI: 衣着: 环比	0.10	0.30	0.30	0.80	-0.20	-0.40	-0.10	0.40	-0.20	0.40	-0.30	-0.50	0.10
CPI: 居住: 环比	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.10	0.10	0.10	0.00	-0.10
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.30	-0.30	0.30	0.00	0.00	0.30	-0.20	0.20	0.60	0.20	0.20	-0.10	0.30
CPI: 交通和通信: 环比	-1.40	0.10	-0.40	-0.60	-0.70	-0.70	2.20	0.10	1.10	1.60	1.40	1.10	-1.30
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.10	-0.40	0.20	0.40	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10	-0.30	0.40	0.20	0.00
CPI: 医疗保健: 环比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	0.10	0.00
CPI: 其他用品和服务: 环比	0.40	-0.10	0.40	-0.30	0.30	-0.70	0.10	0.60	0.00	1.00	0.10	0.90	-0.10

资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 平均猪肉批发价走势

图5 能繁母猪存栏变化率走势 (生猪存栏单位: 万头)

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_51292

