

# 周度经济观察

——疤痕效应仍在，预期靠拢现实

袁方<sup>1</sup>束加沛<sup>2</sup>

2023 年 2 月 14 日

## 内容提要

从 1 月的金融和通胀数据来看，伴随疫情影响的消退，居民部门的消费活动开始恢复，商业银行信贷投放也趋于积极，经济处于温和复苏的过程中。

但实体部门资产负债表的扩张进展缓慢，房地产市场表现依旧偏冷，这意味着经济活动恢复的进程仍然面临波折，通胀的温和局面有望延续。

日本央行提名植田和男为新任日本央行行长，相比于现任行长，植田和男的货币政策立场或许更偏中立。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

<sup>1</sup> 团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

<sup>2</sup> 宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

## 一、实体部门资产负债表扩张缓慢

1 月新增社会融资规模为 5.98 万亿元，比上年同期少增 1959 亿元；余额同比 9.4%，较上月回落 0.2 个百分点。企业债和政府债是拖累社融的主要因素，同时人民币贷款出现大幅改善。

今年地方债发行节奏偏慢、以及理财风波对债券市场的冲击，使得政府债和企业债表现弱于去年同期。而银行主动信贷投放的增加，推动人民币贷款大幅增长。

1 月新增人民币贷款 4.9 万亿元，同比多增 9227 亿元；余额同比 11.3%，较上月提升 0.2 个百分点。

分类别看，企业部门新增贷款表现强于去年同期，尤其中长期贷款增量明显；同时居民部门表现偏弱，短期和中长期信贷增量均低于去年同期。企业中长期信贷自去年下半年表现持续超预期，这可能与稳增长政策下国有企业部门发力有关。而居民自发的信贷需求扩张仍未出现，居民消费和购房行为尚未完全恢复正常。

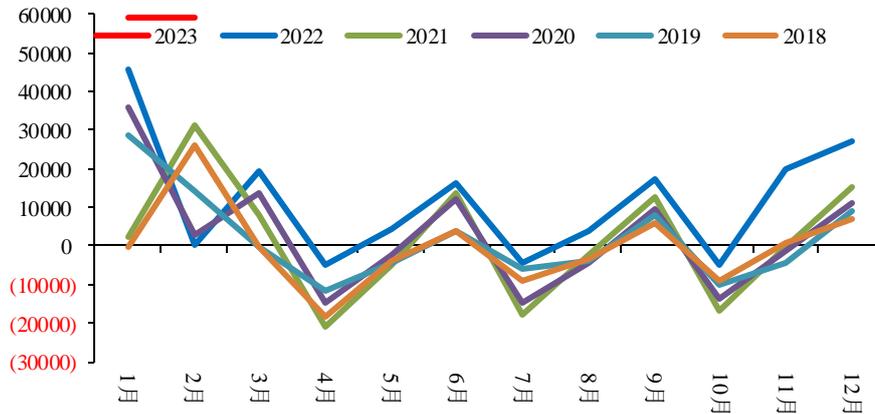
进一步观察居民部门存款和贷款情况，相较往年，今年 1 月存款显著多增，贷款少增。即使考虑到春节日期的差异，相比往年春节所在月份，今年存贷款的轧差也明显更高，这与 2022 年以来存款多增、贷款少增的情况一致。

虽然理财赎回对存款的影响或许依然存在，但存款多增、贷款少增仍然反应了居民部门资产负债表仍处于收缩状态。

因此总体而言，尽管 1 月社融和信贷总量数据不弱，但实体部门信贷需求恢复的进展仍然偏慢，疤痕效应在金融数据中有明确体现。考虑到疤痕效应在财务

和心理层面的消退需要时间，实体部门信贷需求的恢复难以一蹴而就，预计信贷总量和结构的持续改善仍需等待。

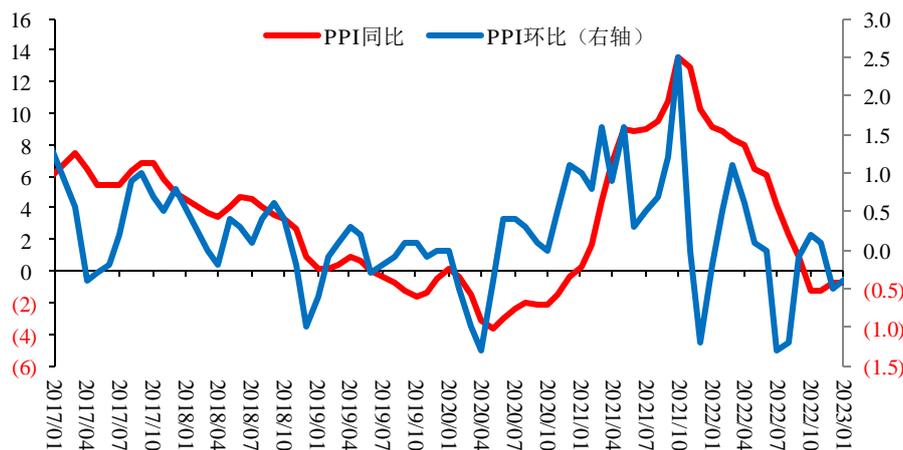
图1：居民部门存贷款轧差，亿元



数据来源：Wind，安信证券

1月PPI环比为-0.4%，较上月回升0.1个百分点；PPI同比-0.8%，较上月小幅回落0.1个百分点。

图2：PPI同比与环比，%



数据来源：Wind，安信证券

分项来看，PPI环比的上行主要集中在石油、钢铁等上游产业链，这与稳增长政策预期改善有关，同时而印刷、计算机、纺织等中下游行业价格表现依然偏弱。

从 2 月的情况来看，伴随经济偏强的预期向现实的靠拢，大宗商品价格出现普遍回落，这意味着 PPI 环比增速可能会小幅下行，工业品领域仍然面临通缩的压力。

1 月 CPI 同比 2.1%，较上月上升 0.3 个百分点；核心 CPI 同比 1%，较上月上升 0.3 个百分点。通胀总体表现温和。

分项来看，食品和非食品分项均大致持平于季节性。

食品分项中猪肉价格表现显著弱于季节性，这与生猪供应过剩有关。与此同时，鲜菜、鲜果等表现较强，这主要受到春节效应的影响。

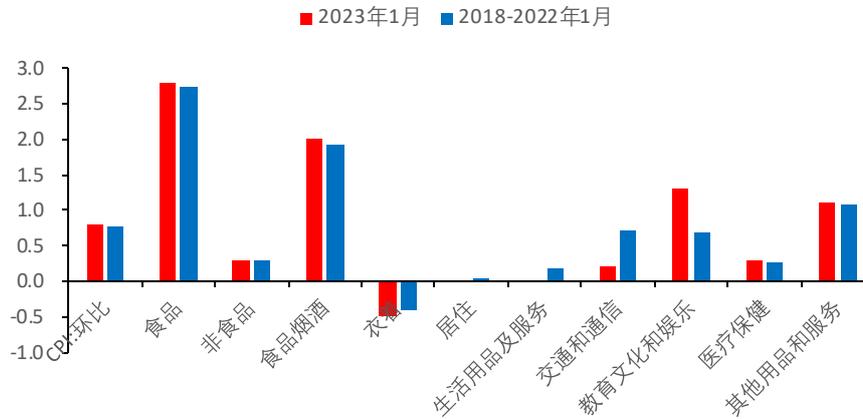
非食品分项中成品油价格的下调对交通和通信分项形成明显拖累，而疫情管控放松后提振了线下服务业，教育文化和娱乐分项表现较强，其余分项基本符合季节性特征。

通胀的温和与春节期间高频的消费数据情况一致，消费处于温和复苏的状态。

往后看，高频的人流数据显示居民出行开始恢复，随着年后农民工返回城市，预计消费的复苏在 2 月还将延续，核心通胀有望从底部抬升。但考虑到疤痕效应的存在，消费复苏力度不宜期待过高，同时劳动力供应紧张的局面并未出现，我国上半年通胀有望延续温和的状态，这也有助于央行维持偏松的货币政策环境。

从 1 月的金融和通胀数据来看，伴随疫情影响的消退，居民部门的消费活动开始恢复，商业银行信贷投放也趋于积极，经济处于温和复苏的过程中。但居民部门资产负债表的扩张尚未出现，房地产市场表现依旧偏冷，这意味着经济活动恢复的进程仍然面临波折，通胀的温和局面有望延续。

图3：CPI 环比分项，%



数据来源：Wind，安信证券

## 二、预期向现实靠拢的过程延续

上周权益市场小幅走低，大盘风格跌幅靠前，中小市值股票表现偏强。

而观察北向资金，其流入量较前期显著回落，或许是小盘风格占优的一个原因。与此同时，场外资金并未出现明显流入的迹象，市场成交量小幅收缩。

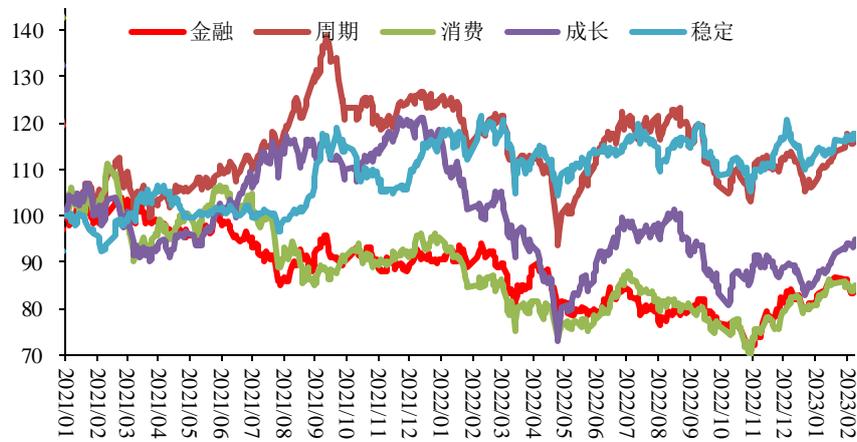
从短期来看，当下仍然是数据真空期，高频数据和公布的金融数据显示，经济复苏的力度可能不及春节前市场的乐观预期。

考虑到3月初召开两会，定调全年经济目标和相关政策，3月中旬公布经济数据，短期内市场仍将交易政策支持力度和经济复苏情况。

我们认为基建和房地产仍然是托而不举，大规模刺激政策或难快速推出，经济弱复苏的局面有望延续。未来一个月仍将是预期向现实靠拢的阶段。

当然展望更长的时间，随着收入的恢复、疤痕效应的消除、收入稳定性预期的改善，居民部门风险偏好还将上升，资产配置方面再平衡可以期待，权益市场修复的空间仍在。

图4：各风格指数表现

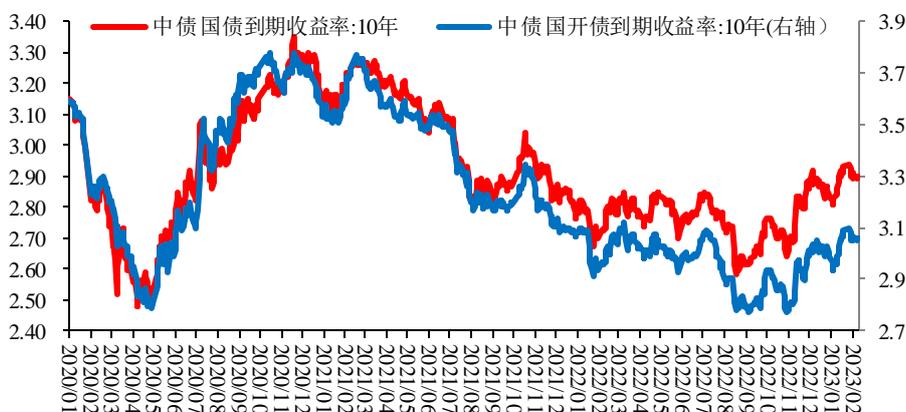


数据来源：Wind，安信证券

春节以来，资金市场利率抬升，推动短端和存单利率上行，银行积极放贷也推升了票据利率。而长端则更多在定价经济的弱势修复，10年期国债利率中枢震荡，期限利差收窄。

权益市场可能在春节前对经济修复的乐观预期定价较为充分，债券市场可能存在同样的交易模式。尽管资金面边际收紧，高频数据显示经济修复，但长端利率反而小幅下行，这可能暗示市场对经济的预期逐渐向现实靠拢。1月信贷数据显示居民资产负债表仍然处于收缩状态，居民预期的改善需要时间，疤痕效应广泛存在于经济各个方面。伴随预期向现实靠拢，债券市场利率短期存在回落的可能。

图5：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

### 三、日本央行行长换届，货币政策取向需观察

近日从多家日本主流媒体的报道来看，日本央行货币政策委员会委员植田和男被任命为新任日本央行行长的概率较高。这一任命与此前市场预期差异巨大，此前市场普遍认为日本央行副行长雨宫正佳将获得该任命。而雨宫正佳作为现任副行长，其立场被市场解读为偏鸽派。因此植田和男的任命使得市场担心日本货币政策更早收紧的可能性。

植田和男在 MIT 获得经济学博士学位，师从著名经济学家 Stanley Fischer。这位前以色列央行行长，曾经培养过前美联储主席伯南克、前美国财长萨摩斯、

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\\_52246](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52246)

