

2023 年 2 月 12 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



经济进入疫后修复的早期阶段

内容提要

国内进入疫后复苏期，出行和消费持续恢复，1 月信贷实现开门红，但节后复工节奏表现分化，地产成交改善仍未有明显启动，市场对后续复苏斜率仍存在疑虑，尤其是对伴随就业收入恢复、不确定性降低以及信心恢复的内需修复仍存在较大分歧。经济修复方向不变但斜率预期有所降温，前期市场的乐观预期存在一定修正需求，上周资本市场整体呈现波动加大的格局，股市震荡调整，债市小幅上涨，前期过于乐观的工业品价格也面临一定回调压力。

从国内经济修复情况来看，强政策驱动叠加疫后经济活动修复，信贷数据实现开门红，1 月企业中长贷大幅多增并创历史最高水平，企业融资需求逐步回暖；同时价格方面也显现出经济重启对于核心通胀的拉动，出行、文娱和服务消费价格恢复较快。但同时，一方面，居民端矛盾仍然突出，居民和企业贷款分化加大，居民提前还贷和贷少存多问题仍未缓解；另一方面，通胀呈现非广泛式上涨，具有收入效应和顺周期特点的价格回升仍然偏慢，经济复苏尚处疫后修复的早期阶段。

从高频数据看，1) 节后主要城市经济活动延续修复趋势，主要城市地铁客运量和全国拥堵延时指数均升至往年较高水平，居民活动恢复至疫情前相当水平；2) 节后 30 城商品房销售回升仍明显慢于往年；3) 生产端节后缓慢推进复产；4) 工业品价格整体仍偏震荡，国内外主要宏观线索主导价格走势；5) 农产品价格季节性回落，猪肉价格跌至一级预警区间。

总的来看，经济进入疫后修复的早期阶段，预计在强政策驱动叠加节后开工旺季信贷需求的回暖下，信贷有望维持同比多增局面，但当前地产需求端仍然偏弱，且存量贷款利率倒挂问题加剧提前还贷问题，企业和居民贷款分化局面仍将持续，短期大概率维持温和宽信用的节奏，仍需观察其持续性以及地产相关信贷的变化。而由于市场此前预期较为充分，1 月信贷开门红数据并没有对资产价格形成明显影响，从经验来看，1-2 月合并数据更具意义。近期市场对经济修复方向不变但斜率预期有所降温，股市方面仍面临经济数据好转待验证、缺乏增量资金的问题，叠加海外软着陆预期和紧缩超预期风险的角力，短期或仍偏震荡。而债市方面，短期影响利率运行的主线宏观逻辑都无法证实或证伪，债市或进入一段方向性不强的时段，仍未摆脱震荡走势。

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、经济复苏进入疫后修复的早期阶段

● 强政策驱动叠加疫情高峰回落，1月信贷开门红

央行公布 2023 年 1 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 49000 亿元，市场预期 40800 亿元，前值 14000 亿元。
- (2) 社会融资规模 59800 亿元，市场预期 54000 亿元，前值 13058 亿元。
- (3) M2 同比 12.6%，市场预期 11.5%，前值 11.8%；M1 同比 6.7%，前值 3.7%；M0 同比 7.9%。

1 月金融数据实现开门红，一方面源于疫情影响减弱后经济修复斜率加快的支撑，企业融资需求回暖，同时年初稳增长政策力度偏强，政策动员下银行靠前发力，国有银行和股份行发挥“头雁效应”也支撑信贷加快投放。整体看，新增信贷超预期且结构不差，但居民和企业贷款分化较大，居民提前还贷和贷少存多问题仍未缓解。

强政策驱动下基建制造业发力，1 月企业中长贷同比多增 1.4 万亿，创历史最高水平。而 1 月居民中长贷同比拖累再度扩大，1 月仅新增 2231 亿元，同比少增 5193 亿元，主因地产销售未见好转，存量贷款利率与新房贷款利率倒挂下居民提前还贷也在加剧。居民储蓄存款 1 月同比多增 7900 亿，贷少存多问题仍未缓解。

而一方面企业债发行遇冷，受到春节影响发行审核节奏以及利率走高转向信贷融资影响，另一方面政府债发行与去年节奏错位，1 月社融同比略有少增，增速有所下滑。不过预计后续在基建重大项目开工支撑下，地方债发行有望加快，预计全年社融增速稳中有升。

往后看，政策强驱动仍将持续，央行明确靠前发力，今年银行信贷预计额度超去年且节奏前置，叠加银行“早投放早收益”的原则，信贷投放仍将维持较强度。而从需求端来看，疫情影响减弱后经济进入疫后脉冲式修复阶段，企业预期改善下提振信贷需求的逐步回暖，不过居民端矛盾仍然突出，居民融资需求仍待改善。预计在强政策驱动叠加节后开工旺季信贷需求的回暖下，信贷有望维持同比多增局面，但当前地产需求端仍然偏弱，且存量贷款利率倒挂问题加剧提前还贷问题，企业和居民贷款分化局面仍将

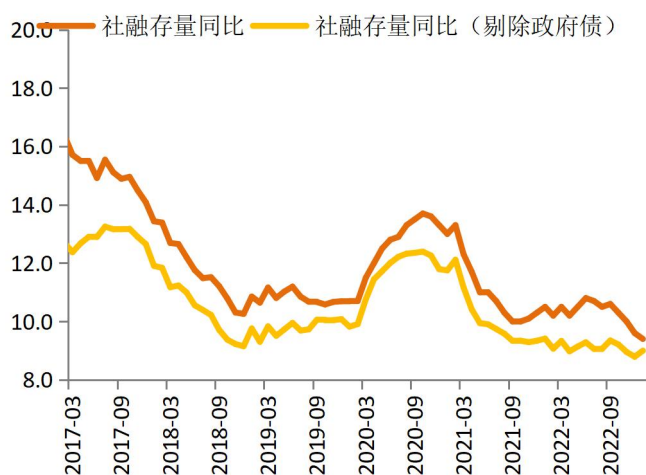
持续，短期大概率维持温和宽信用的节奏，仍需观察其持续性及其地产相关信贷的变化。

图 1：社融信贷分项（亿元，%）

	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04
当月新增社融	59800	13058	19837	9134	35411	24712	7785	51926	28415	9327
新增人民币贷款	49000	14000	12100	6152	24700	12500	6790	28100	18900	6454
社融存量同比 (%)	9.4	9.6	10.0	10.3	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2
(当月同比变化)										
社会融资规模	-1950	-10624	-6146	-7042	6385	-5181	-2967	14909	8893	-9243
新增人民币贷款	7312	4051	-1573	-3321	7931	631	-4303	7358	3936	-9224
居民贷款	-5858	-1963	-4710	-4827	-1383	-1175	-2842	-203	-3344	-7453
居民短贷	-665	-270	-992	-938	-181	426	-354	782	34	-2221
居民中长贷	-5193	-1693	-3718	-3889	-1211	-1601	-2488	-989	-3379	-5232
企业短贷	5000	638	-651	-1555	4741	1028	-969	3815	3286	199
企业中长贷	14000	8717	3950	2433	6540	2138	-1478	6130	-977	-3953
票据融资	-5915	-2941	-56	745	-2180	-1222	1365	-1951	5591	2437
委托贷款	156	315	-123	643	1530	1578	240	94	276	211
信托贷款	618	3789	1825	1000	1907	890	1173	218	676	713
未贴现票据	-1770	865	574	-1270	118	3359	-428	1287	-142	-405
企业债券融资	-4343	-7054	-3402	152	-792	-3137	-2131	-1581	1443	28
政府债券	-1886	-8865	-1638	-3376	-2533	-6693	2178	8708	3881	173

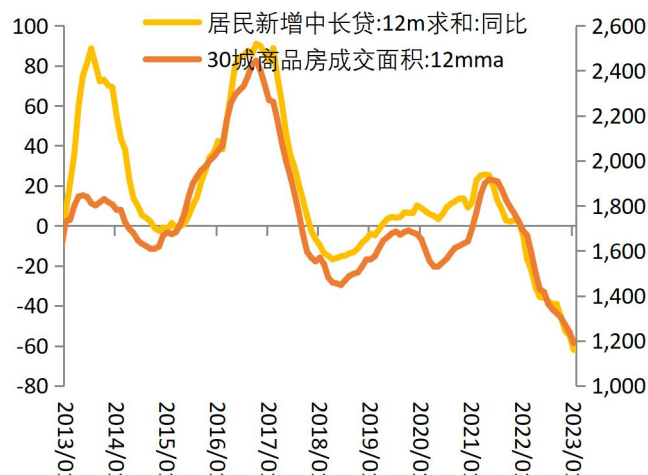
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社融存量增速回落 (%)



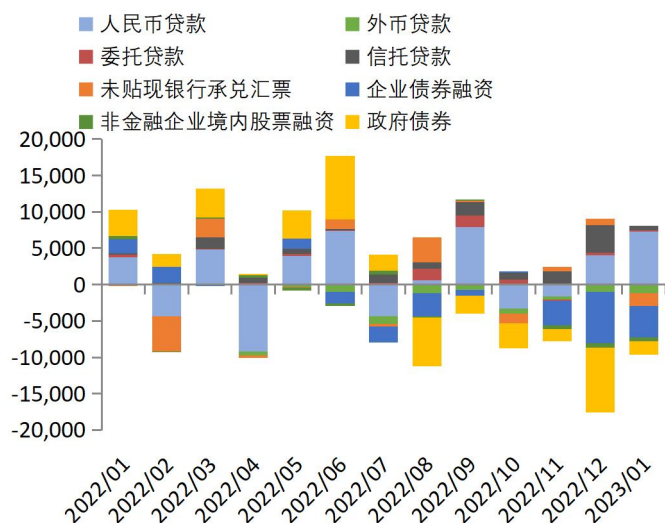
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：居民贷款仍然是拖累 (%)，万平方米



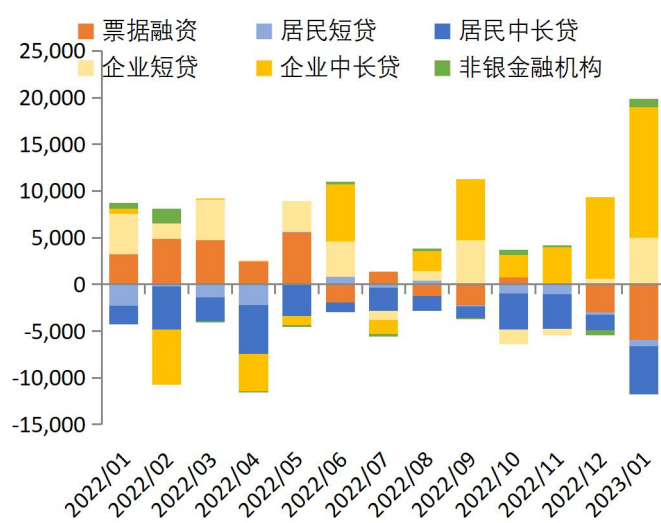
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：社融分项当月同比增量（亿元）



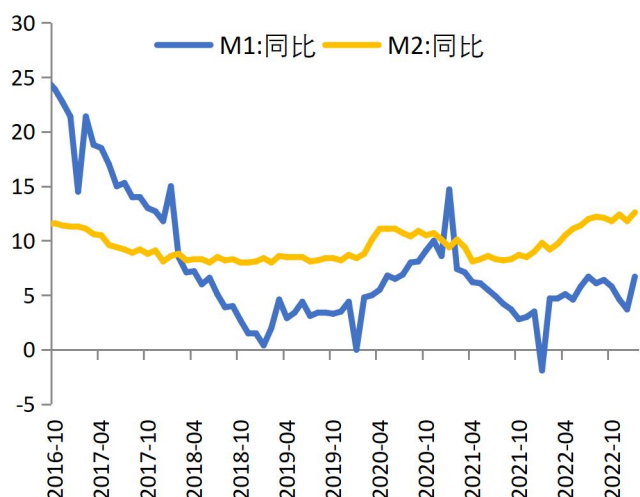
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：贷款分项当月同比增量（亿元）



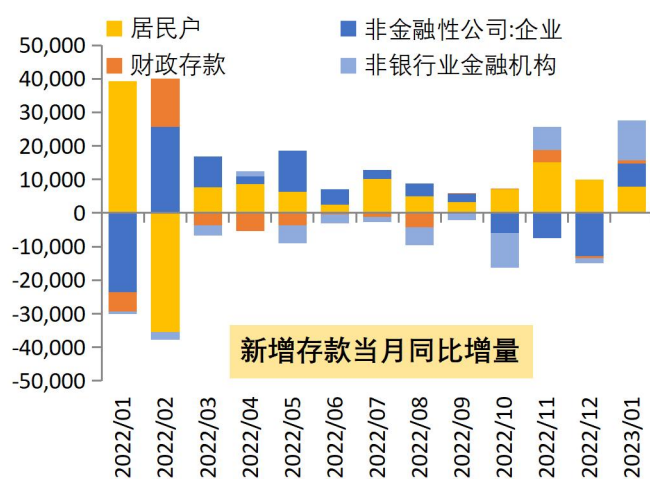
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：M1 增速回升（%）



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

● 经济重启拉动核心通胀回升，但通胀呈现非广泛式上涨

中国 1 月 CPI 同比涨 2.1%，预期涨 2.3%，前值涨 1.8%。中国 1 月 PPI 同比降 0.8%，预期降 0.5%，前值降 0.7%。核心 CPI 同比上涨 1.0%，涨幅扩大 0.3 个百分点。

1 月 CPI 食品和非食品价格同步上行，分别受到春节等季节性因素、以及疫情防控优化后出行和娱乐消费需求回升的影响。不过 1 月整体 CPI 涨幅低于预期，八大项中仅教育文化和娱乐项环比高于季节性表现，通胀并非呈现出广泛式的上涨，经济重启继续拉动核心通胀回升，但仍不及历史春节季节性。而随着疫情防控政策优化调整，出行和文娱消费需求大幅增加，同时服务价格上涨超预期反映疫情约束减弱后服务需求增加，与春节期间线下旅游和服务消费的较快恢复保持较强的一致性。

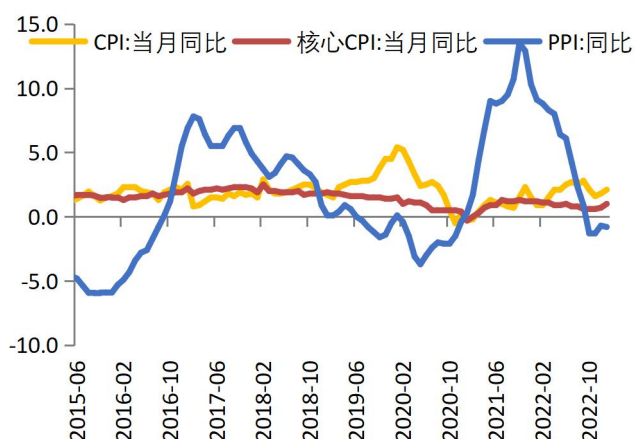
其中食品价格上涨 6.2%，涨幅比上月扩大 1.4 个百分点，春节因素下鲜菜、鲜果、水产品价格上涨加快，不过生猪受制于供给持续增加的影响，同比涨幅继续快速回落。非食品价格 1 月同比 1.2%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，服务和消费品同比涨幅均有所加快。随着疫情防控政策优化调整，出行和文娱消费需求大幅增加，飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票、旅游价格继续维持环比较快上涨。同时受节前务工人员返乡及服务需求增加影响，家政服务、宠物服务、车辆修理与保养、美发等价格均有上涨。

而受国际原油价格波动和国内煤炭价格下行等因素影响，工业品价格整体继续下降，PPI 同比降幅小幅扩大。从工业品价格来看，1 月石油及相关行业价格跌幅较大，而国内需求主导的黑色系商品则上涨较快，受益于国内地产和基建较强的开工预期，有色金属在低库存和内需修复的支撑下同样涨幅居前。

总的来看，1 月通胀数据反映经济重启对于出行、文娱和服务消费价格的拉动，核心通胀回升但不及往年春节季节性，经济复苏尚处疫后修复的早期阶段，非广泛式上涨的通胀结构下，通胀存在上行压力但整体可控。预计上半年 CPI 同比以温和震荡上行为主，核心通胀渐进走高但具有收入效应和顺周期特点的价格回升仍然偏慢。而下半年随着就业和收入改善后，届时需关注广泛性的价格上涨，货币政策或存在中性回归的压力。

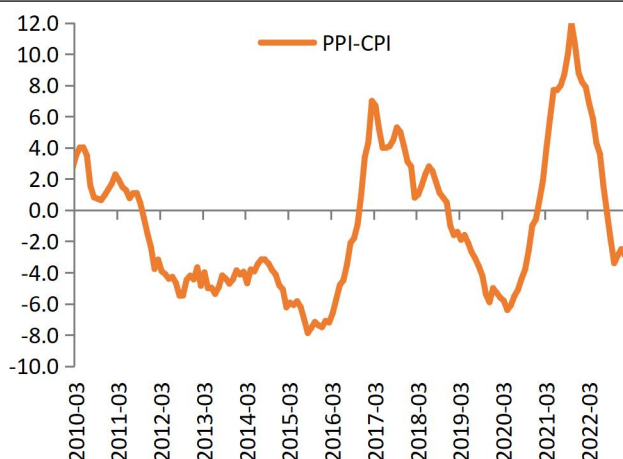
PPI 方面，上半年高基数下预计同比增速仍将逐月回落、继续处于通缩区间，预计 4-5 月 PPI 将进入底部区域。而随着内需修复+外需走弱，下半年 PPI 同比大概率逐步底部回升，且国内经济重启及政策支撑内需恢复下，黑色有色建材仍有走强压力，而叠加海外经济衰退压力下原油或以震荡为主。整体看全年 PPI 压力不大，关注欧美软着陆预期可能带来的大宗商品价格支撑力量。

图 8: CPI VS PPI (%)



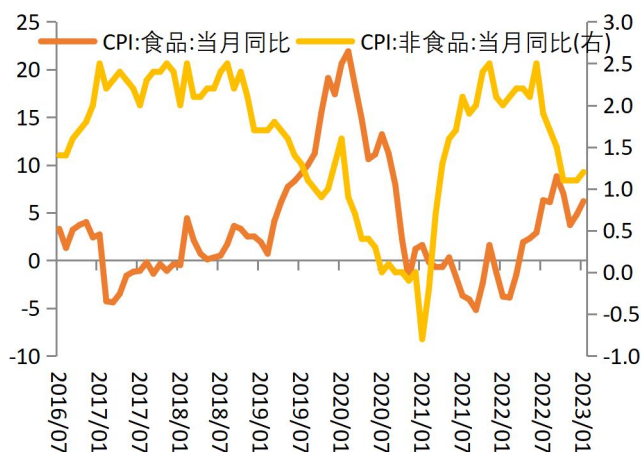
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: PPI-CPI 剪刀差 (%)



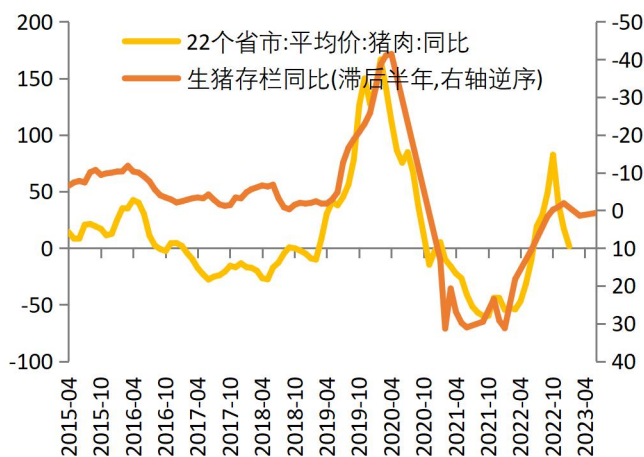
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 食品和非食品价格同步上行 (%)



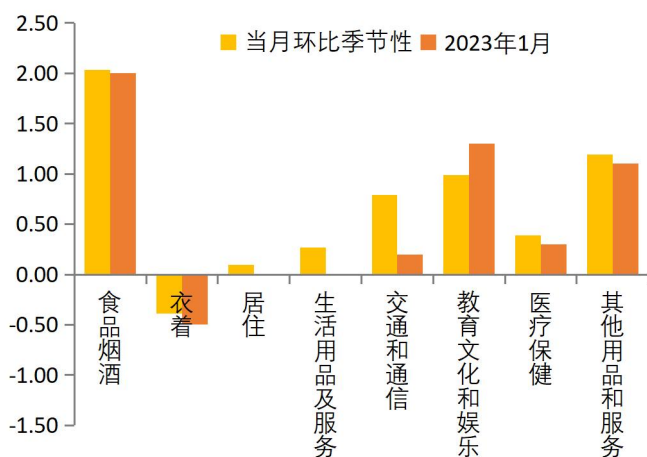
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 猪肉价格和生猪存栏 (%)



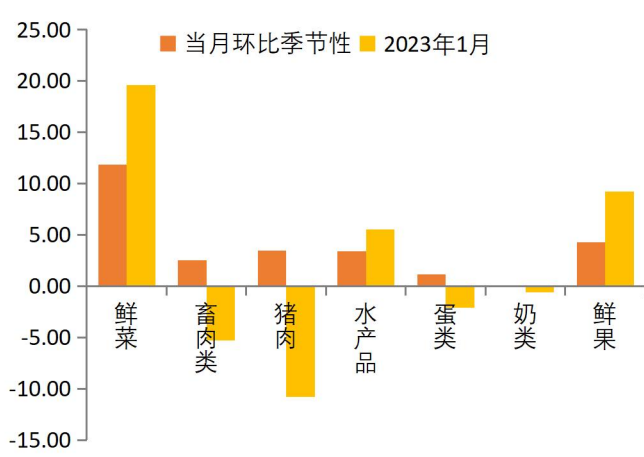
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: CPI 分项环比季节性 (%)



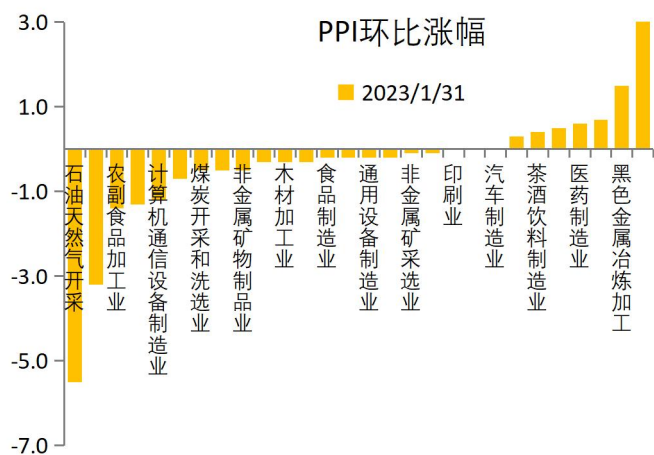
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 食品分项环比季节性 (%)



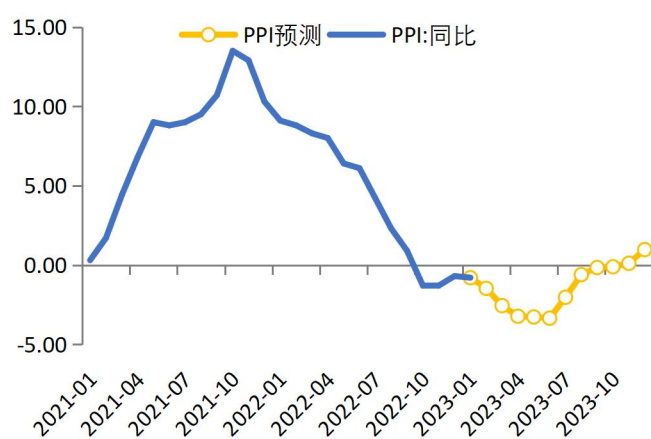
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14：石油及相关行业价格跌幅居前（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 15：PPI 预计到年中持续通缩区间（%）

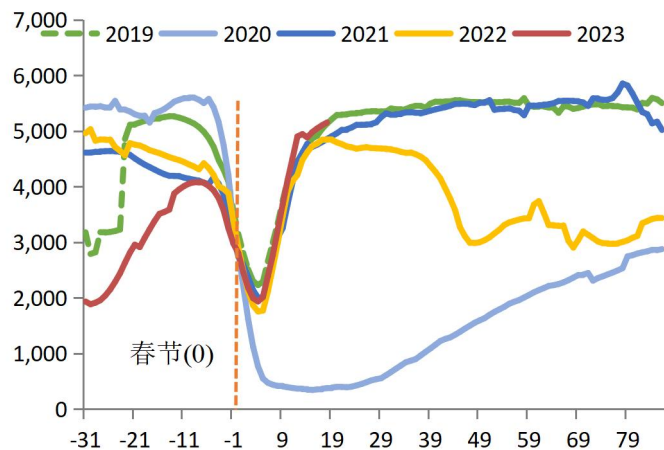


资料来源：Wind，优财研究院

● 经济进入疫后修复早期阶段

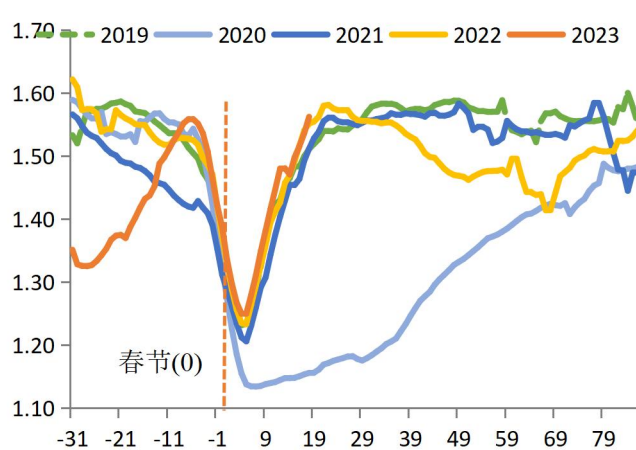
节后主要城市经济活动延续修复趋势，主要城市地铁客运量和全国拥堵延时指数均升至往年较高水平，居民活动恢复至疫情前相当水平。不过节后 30 城商品房销售回升仍明显慢于往年，在经济进入疫后修复早期阶段后，积压需求和场景修复带来一波修复力量，但内需回升的力量仍存在一定不确定性，地产销售仍面临压力。需要重点关注后续内需恢复动能及 3 月窗口期政策发力的节奏。

图 16：10 个主要城市地铁客运量（万人次）



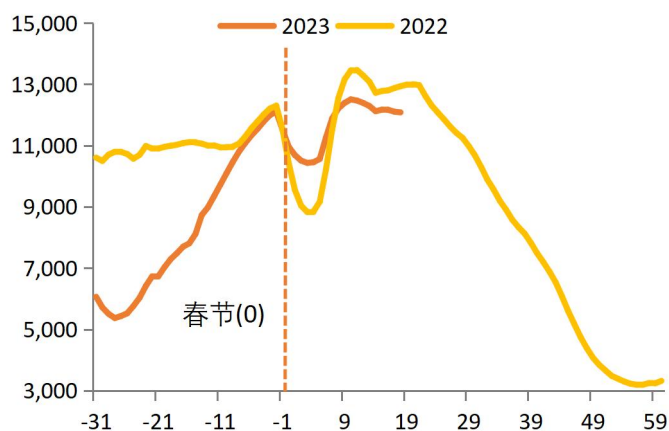
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：全国拥堵延时指数



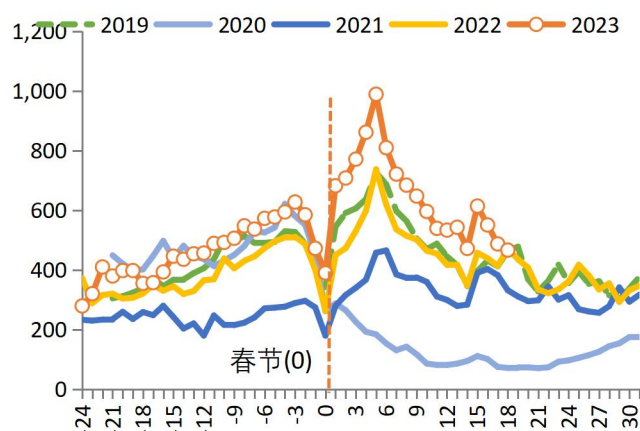
资料来源：Wind，优财研究院

图 18: 国内执行航班(不含港澳台)(架次)



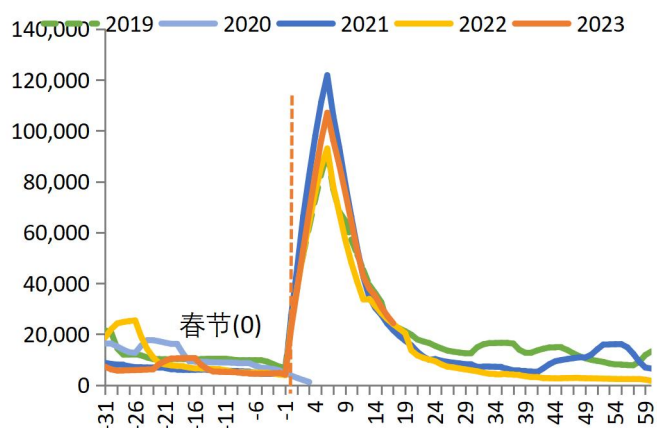
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 百度全国迁徙规模指数



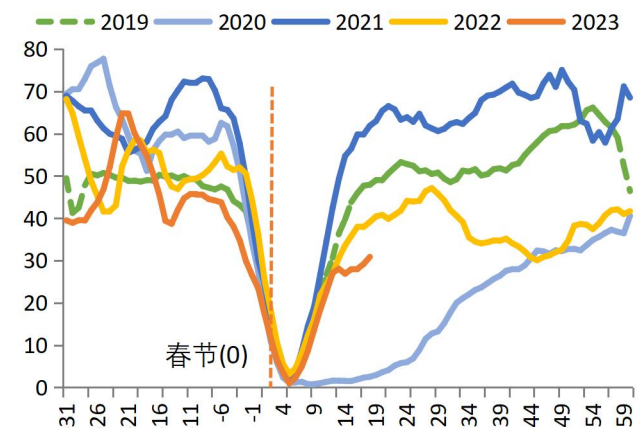
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 当日电影票房:全国:7DMA (万元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

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_52264

