

2023年2月5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



经济进入疫后脉冲式修复的早期阶段

内容提要

资产价格回顾：全球流动性向好叠加国内经济基本面复苏预期增强，1月市场风险情绪向好，国内外风险资产表现较好。10月底以来股市延续估值修复路径，不过股市性价比较债市仍明显占优。经济复苏预期增强下股市风格似乎正有所切换，大盘股逐渐表现为强于小盘股的特征。未来国内经济修复力量增强、实体信用宽松逐步兑现，叠加中美利差负值收窄，大盘股表现将逐渐占优。债券方面，受海外经济衰退渐进、美联储加息节奏持续放缓的支撑，国债收益率多数下行且长端表现好于短端，10-2Y收益率曲线倒挂程度继续加剧。受国内经济基本面复苏预期增强影响，中国债市整体核心矛盾仍偏不利，1月长端利率仍小幅上行。不过短期经济复苏节奏仍偏缓慢，叠加年初配置需求，利率上行空间仍受到约束。

经济处于疫后脉冲式修复的早期阶段：1) 12月经济内需特征与疫情达峰阶段匹配。四季度GDP和12月经济数据好于预期，但结构有所分化，其中贴近政策端的基建和制造业维持较强的增速韧性，而经济的顺周期力量仍然偏弱。2) 疫情高峰回落经济活动修复斜率加快。随着疫情在12月底度过峰值，各主要城市均进入经济活动复苏阶段，居民活动明显加快并向疫情前回归。同时从1月春节期间高频数据来看，经济活动延续修复路径，春节居民返乡意愿较去年明显增加，春运客流总量恢复至2019年同期的70%左右，线下旅游和服务消费也明显恢复，不过假期期间商品房销售仍面临压力。3) 1月PMI验证经济进入脉冲修复早期阶段。随着疫情高峰过去，经济活动加快修复，1月制造业PMI数据超预期回升至50.1，尤其服务业景气度回升明显。1月PMI数据反映疫情约束减轻后经济进入修复阶段的特征，体现为积压需求和场景恢复下的补偿性修复，与春节期间高频数据所反映的国内线下旅游和服务消费修复斜率较快一致。不过疫情尾端和春节假期的扰动仍在，经济复苏并不全面，仍处疫后脉冲式修复的早期阶段。

疫情扰动下年底融资需求仍然不足，政策支撑下预期正在好转：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，“适度靠前发力，进一步优化信贷结构”下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。

价格端关注经济重启后内需回升对通胀的拉动：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。而随着外需走弱+内需修复，PPI进入到底部阶段，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。

美国加息继续放缓，经济衰退渐行渐近：美国通胀下行叠加经济放缓驱动加息节奏继续放缓，2月初美联储加息幅度如期进一步放缓至25bp，美联储政策声明保留继续加息措辞但对通胀口吻有所软化，鲍威尔未能给予偏鸽的市场预期足够有力的反击。美国四季度GDP增速超预期，缓和对于美国经济衰退的担忧并推升软着陆预期，但私人消费和固定投资偏弱显示经济内生动能仍在延续回落，美国经济衰退仍在渐行

请务必仔细阅读正文之后的声明

渐近。

资产价格展望：对于国内资产价格来说，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。国内经济基本面、宏观流动性对股指有望形成底部支撑力量，同时全球流动性压力减轻也有利于释放资产估值压力，中国经济占优的结构也有利于我国的跨境资金流动，今年股市估值修复、盈利起舞都有期待，而债市环境则偏不利，长端利率中枢抬升。不过从短期来看，节后 A 股股指进入震荡格局，北向资金加仓势头放缓，市场交投活跃，债市也受到资金宽松和配置需求的支撑。当前宏观进入修复斜率的验证期，此前市场对于经济修复的预期一定程度上已经有所定价，需要重点关注经济修复斜率以及政策力度能否超预期，市场对于第二阶段经济修复的弹性和持续性仍有分歧，短期市场存在震荡需求。

对海外资产来说，美国四季度 GDP 增速超预期，缓和 market 对于美国经济衰退的担忧并推升软着陆预期，短期美股表现或仍偏好。美国可能正处于经济下行压力增大的早期阶段，若后期基本面数据大幅下滑后，衰退压力下美股未来仍会面临杀盈利的压力。而随着 2 月初美联储议息会议落地，美联储态度软化、叠加继续强调依据数据，未来联储或将进一步向市场预期靠拢，美债下行空间有望继续打开。美欧日基本面和通胀周期错位下欧央行取向偏鹰，美元维持偏空观点。

风险提示

国内经济修复不及预期，政策力度不及预期，美联储加息超预期

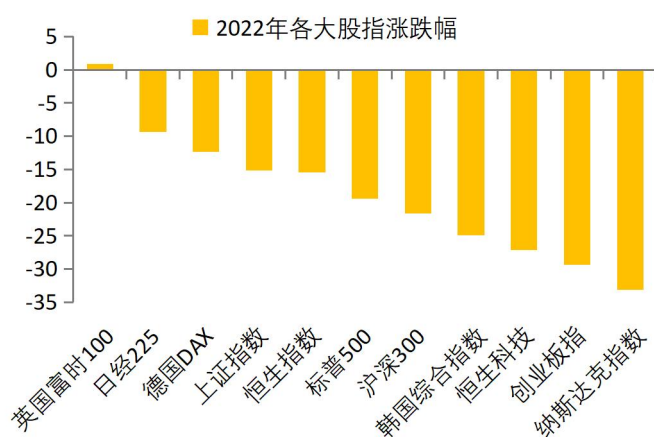
目录

一、	资产价格：海外交易软着陆，国内经济修复预期下股强债弱	4
二、	经济处于疫后脉冲式修复的早期阶段	9
1.	12 月经济内需特征与疫情达峰阶段匹配	9
2.	疫情高峰回落后经济活动修复斜率加快	12
3.	1 月 PMI 验证经济进入脉冲修复早期阶段	14
4.	疫情扰动下年底融资需求仍然不足，政策支撑下预期正在好转	16
5.	关注经济重启后内需回升对通胀的拉动	18
三、	海外：美国加息继续放缓，经济衰退渐行渐近	20
四、	资产价格展望	24
五、	风险提示	24
	重要声明	25

一、资产价格：海外交易软着陆，国内经济修复预期下股强债弱

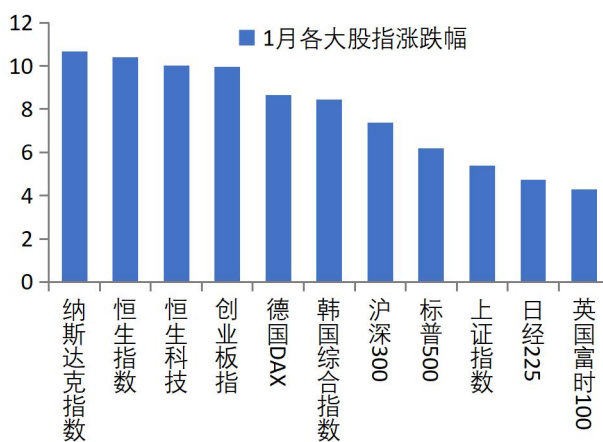
1月，全球流动性向好叠加国内经济基本面复苏预期增强，市场风险情绪向好，国内外风险资产表现较好。一方面，通胀回落下美联储加息节奏进一步放缓，同时美国四季度GDP显示经济仍有韧性，市场交易经济软着陆。另一方面，国内度过疫情高峰后，经济活动修复斜率加快，春节期间线下旅游和服务消费恢复较快，叠加政策仍有积极博弈空间，经济复苏预期继续增强。全国各大股指纷纷上涨，纳斯达克、恒生指数、恒生科技、创业板指涨幅居前。

图 1：年初至今全球各大股指涨跌幅（%）



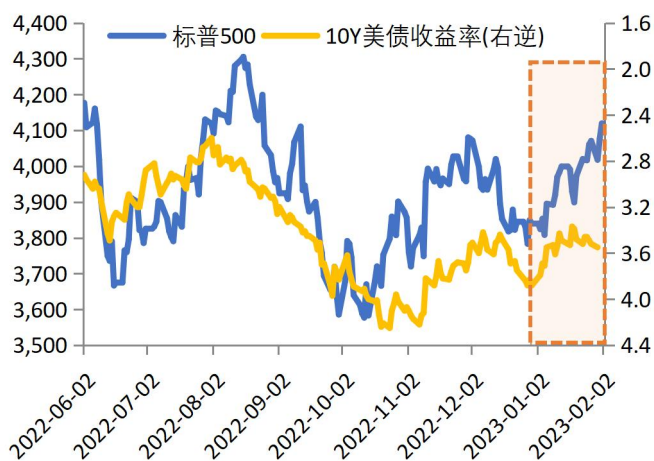
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：当月各大股指涨跌幅（%）



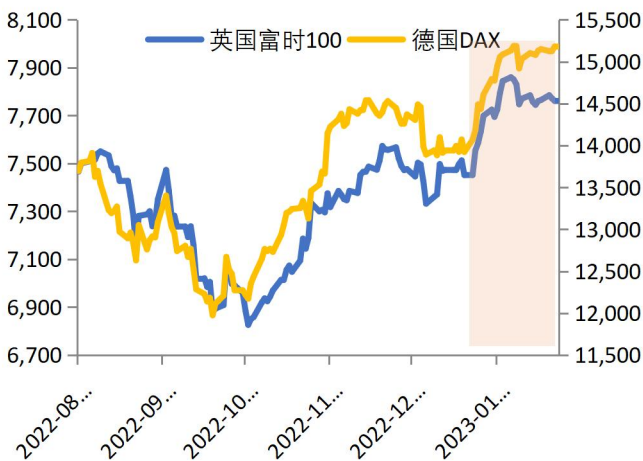
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：美股延续反弹，美债利率小幅下行（%）



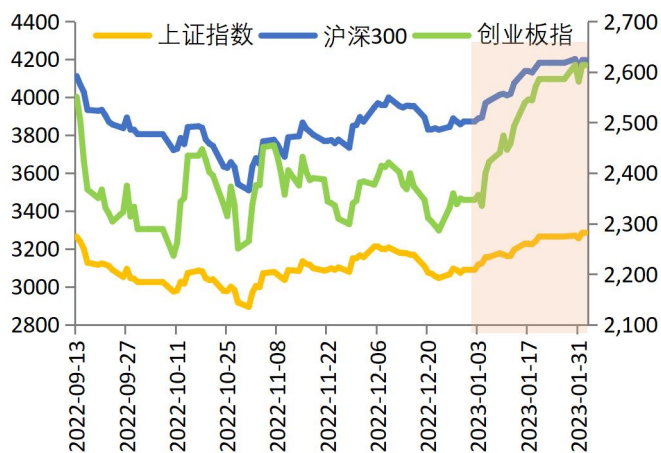
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：欧洲股市延续偏好（%）



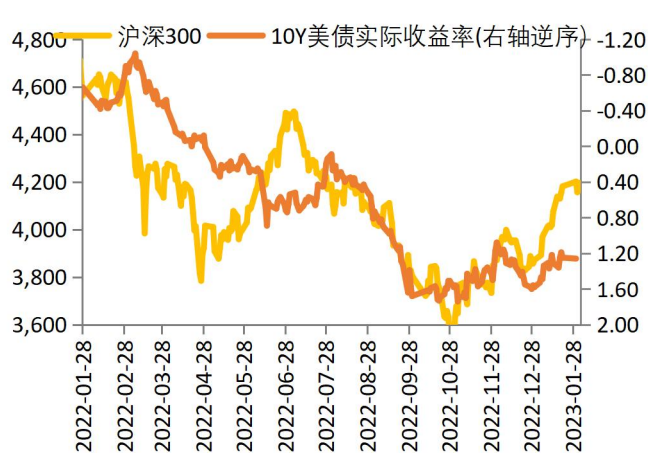
资料来源：Wind，优财研究院

图 5: A 股三大指数月内上涨 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 沪深 300 继续向好 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

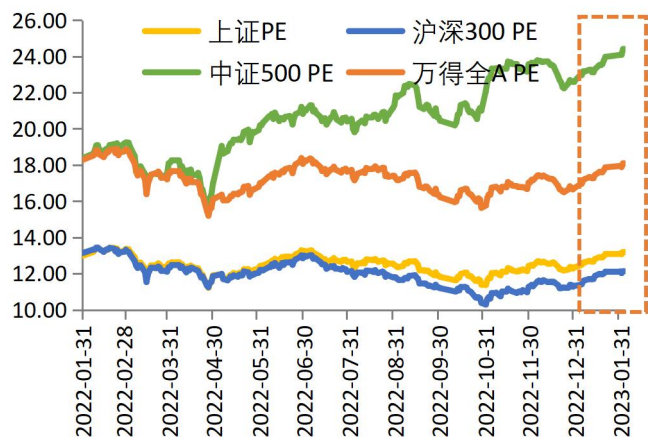
10 月底以来股市估值有所修复, 不过股市性价比比较债市仍明显占优。自 10 月底股指底部区间回升后, 股债相对回报率从高位有所回落, 但当前仍高于一倍标准差水平, 股市性价比仍较债市有明显占优。A 股主要指数 PE 均延续回升趋势, 上证风险溢价 ERP 继续回落, 1 月底上证综指 PE 和 ERP 分别为 13.07 和 4.71% (12 月底 12.34, 5.27%)。

图 7: 上证风险溢价 ERP 继续顶部回落 (%)



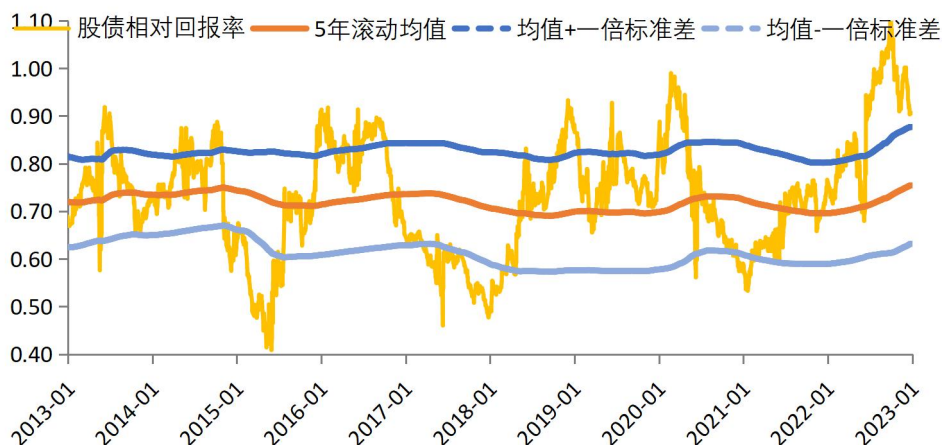
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: A 股主要指数 PE 继续上行修复 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

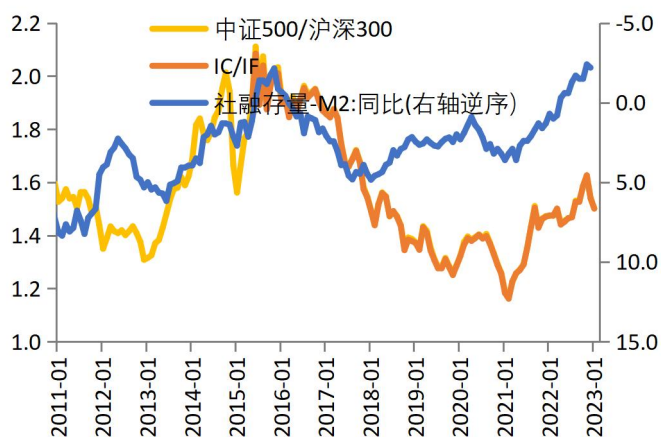
图9：股票相对性价比仍较债市明显占优



资料来源：Wind，优财研究院

经济复苏预期增强下股市风格似乎正有所切换，未来国内经济修复力量增强、实体经济信用宽松逐步兑现，叠加中美利差负值收窄，大盘股表现将逐渐占优。去年11月以来，股市风格有所变化，中证500/沪深300比值回落，大盘股逐渐表现为强于小盘股的特征。往后看，一方面，随着内需修复力量逐步增强，实体经济信用扩张渐进，“社融-M2增速”或有望实现底部回升，大盘股表现逐渐占优。另一方面，随着美国加息接近尾声，美债收益率下行空间打开，中美利差负值收窄下也有利于大盘股的估值修复。

图10：资金流向决定大小盘风格（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图11：中美利差与大小盘风格结构（bp）



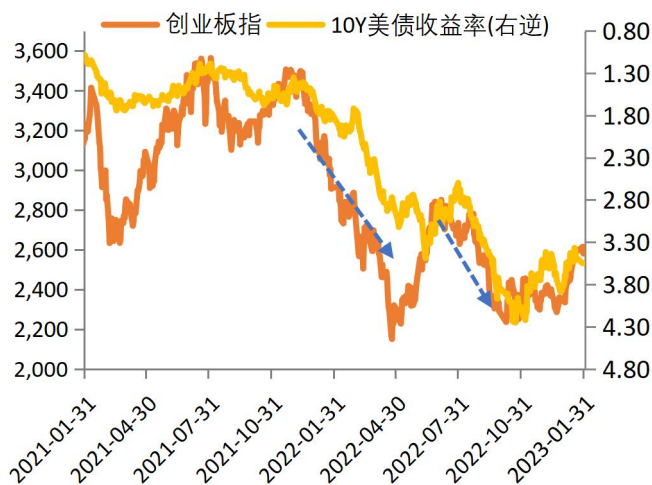
资料来源：Wind，优财研究院

图 12: 国债收益率与低市盈率指数表现 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 美债利率回落利好高市盈率板块修复 (%)

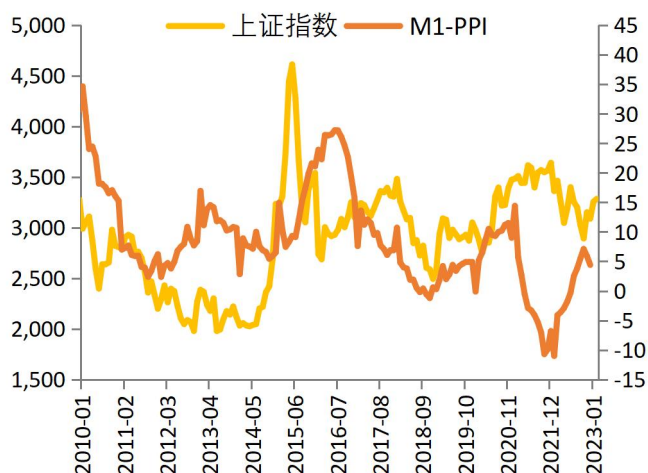


资料来源: Wind, 优财研究院

总的来看, 国内经济基本面、宏观流动性对股指有望形成底部支撑力量, 同时全球流动性压力减轻也有利于释放资产估值压力, 中国经济占优的结构也有利于我国的跨境资金流动, 今年股市估值修复、盈利起舞都有期待。

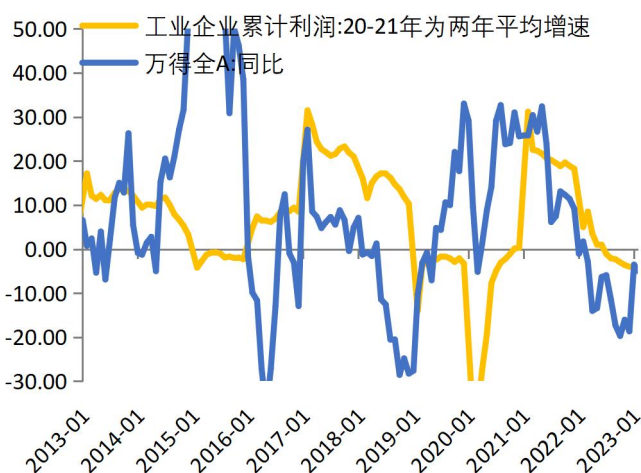
而从短期来看, 当前进入经济修复斜率的验证期, 此前市场对于经济修复的预期一定程度上已经有所定价, 宏观验证窗口需要重点关注经济修复斜率以及政策力度能否超预期, 市场对于第二阶段经济修复的弹性和持续性仍有分歧, 短期市场存在震荡需求。

图 14: 股市流动性仍有支撑 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 股市业绩有望受经济修复支撑 (%)

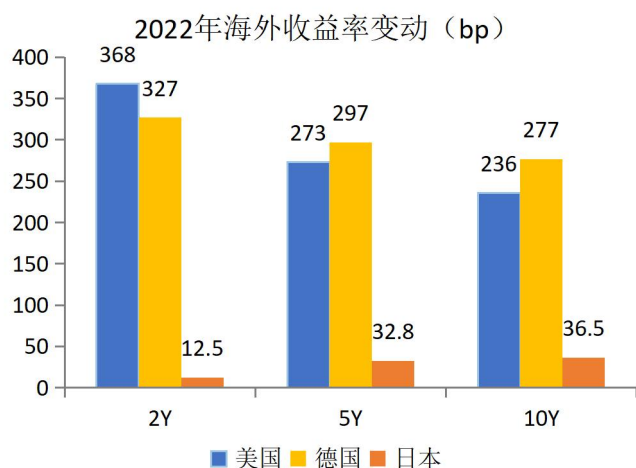


资料来源: Wind, 优财研究院

债券方面，受海外经济衰退渐进、美联储加息节奏持续放缓的支撑，国债收益率多数下行且长端表现好于短端，10Y美债利率1月共下行36个bp至3.5%，10-2Y收益率曲线倒挂程度继续加剧。

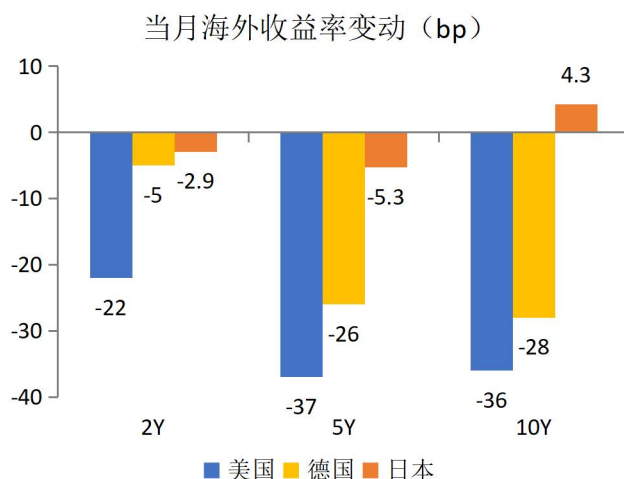
同时1月10Y美债利率在月中下行至3.4-3.5%左右后，受到进一步向下的阻力，主要受到美联储仍坚持“持续加息”的鹰派言论的影响。而随着2月初美联储议息会议落地，美联储态度软化、叠加继续强调依据数据，未来联储或将进一步向市场预期靠拢，美债下行空间有望继续打开。

图 16: 2022 年海外收益率变动 (bp)



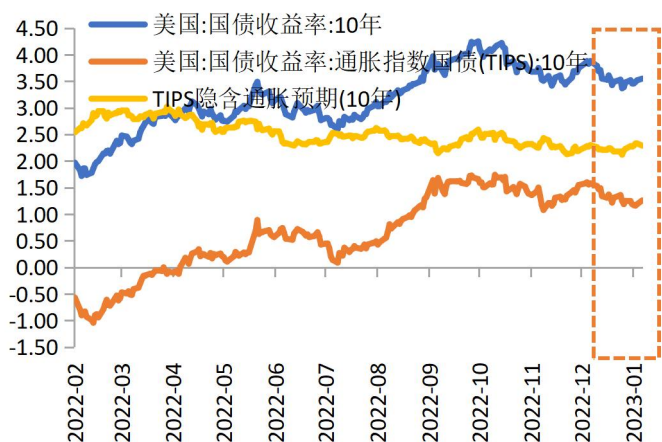
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 今年 1 月海外收益率变动 (bp)



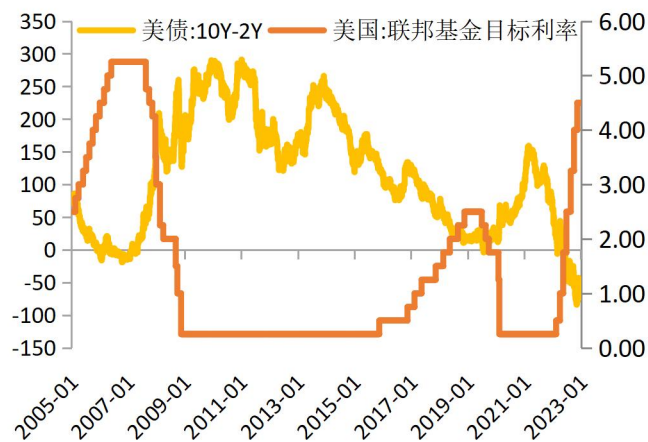
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 美债收益率回落后震荡 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

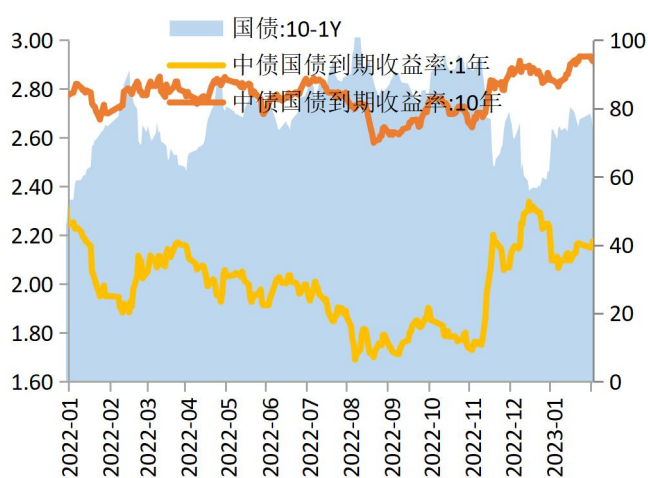
图 19: 美债 10-2Y 收益率曲线倒挂 (bp, %)



资料来源: Wind, 优财研究院

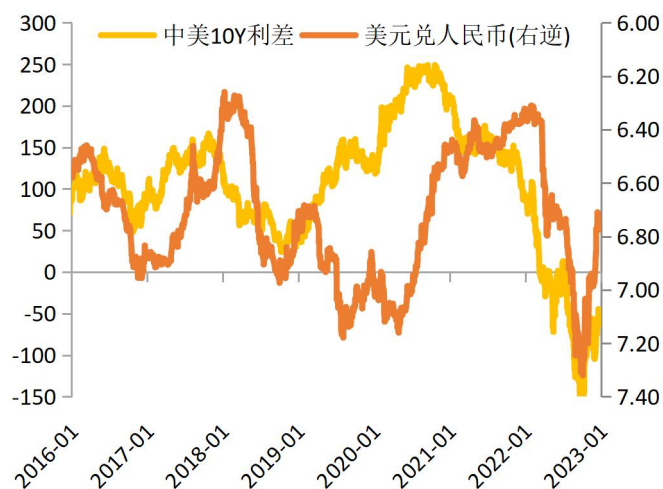
国内方面，受经济基本面复苏预期增强影响，债市整体核心矛盾仍偏不利，1月长端利率仍小幅上行。不过短期经济复苏节奏仍偏缓慢，利率上行空间仍受到约束，短期经济修复验证期+节后资金逐步宽松+年初配置需求，短期利率在此水平更趋于震荡，且短端表现或逐步优于长端。

图 20：国内收益率快速上行调整（%，bp）



资料来源：Wind，优财研究院

图 21：中美利差倒挂收窄下人民币升值（bp）



资料来源：Wind，优财研究院

二、经济处于疫后脉冲式修复的早期阶段

1. 12月经济内需特征与疫情达峰阶段匹配

四季度GDP和12月经济数据好于预期，但结构有所分化，其中贴近政策端的基建和制造业维持较强的增速韧性，而经济的顺周期力量仍然偏弱。尽管12月地产和社零增速底部反弹，但存在一定的低基数效应，其中地产受到强政策的支撑，房企融资一系列政策的支撑下国内贷款增速降幅明显收窄，对后端投资存在提振，但销售端仍未见实

质性好转，地产投资难言改善，而消费则更多地受到中西药品、食品饮料等结构支撑因素，社经经济仍在回落。总体来看，12月内需的特征与疫情达峰过程相匹配。

1) 地产强政策支持下底部修复，后端投资存在提振，但销售端仍未见实质性好转，高频数据显示30个大中城商品房销售仍未有明显回暖，地产投资难言改善，需求端回暖仍待年后逐步确认；2) 基建投资维持高位区间，基建意愿、项目、资金的合力继续发挥，不过年底疫情高峰也对实物工作量也存在一定扰动，沥青开工率等高频指标有所回落；3) 消费底部反弹，主要受基数和结构性消费的支撑，疫情影响下中西药品增速大幅走高，食品饮料等必需品也偏强。但社经经济类消费仍体现疫情高峰的影响，地产需求端未见明显改善下地产后周期消费维持低位震荡。

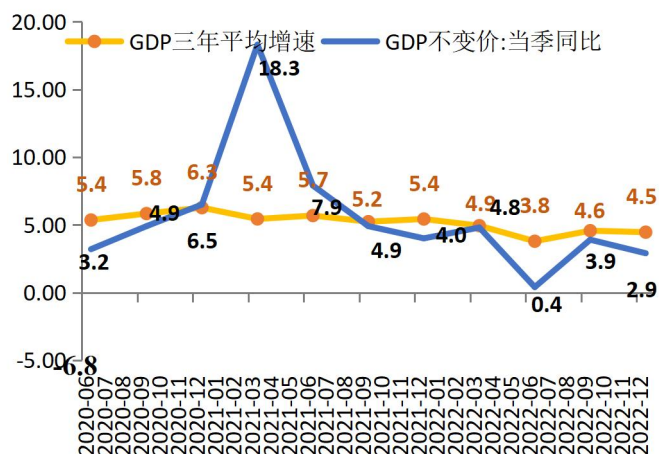
而随着疫情高峰的回落，经济复苏的预期有望逐步变为现实。一方面，政策仍处于加力期，地产当前处于“政策加码直至好转”的政策路径下，出口下行背景下仍需“扩内需”发力。另一方面，随着各地疫情高峰的逐渐过去，近期高频数据显示主要城市经济活动正在加快修复，预计在扩内需政策叠加疫后修复节奏下，最快在春节后或将迎来一轮较快的修复，消费和地产或正式进入修复期。

图 22：宏观经济热力图 (%)

指标	同比	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02
工业增加值	当月同比%	1.3	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0	7.5
固定资产投资		3.2	0.7	4.3	6.6	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8	6.7	12.2
基建(不含电力)		14.3	10.6	9.4	10.5	14.2	9.1	8.2	7.2	3.0	8.8	8.1
基建		10.4	13.9	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.3	11.8	8.6
房地产		-12.2	-19.9	-16.0	-12.1	-13.8	-12.3	-9.4	-7.8	-10.1	-2.4	3.7
制造业		7.4	6.2	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9	20.9
社消零售		-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7
出口金额		-9.9	-8.9	-0.2	5.7	7.5	18.2	17.1	16.2	3.5	14.3	6.1
进口金额		-7.5	-10.6	-0.7	0.3	0.1	1.8	17.2	25.5	20.1	18.4	15.3
CPI		当月同比%	1.8	1.6	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5
PPI	当月同比%	-0.7	-1.3	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8.0	8.3	8.8
M1	%	3.7	4.6	5.8	6.4	6.1	6.7	5.8	4.6	5.1	4.7	4.7
M2	%	11.8	12.4	11.8	12.1	12.2	12.0	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2
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	10.2
失业率	城镇调查	5.5	5.7	5.5	5.5	5.3	5.4	5.5	5.9	6.1	5.8	5.5
GDP	当季同比%	2.9			3.9			0.4			4.8	

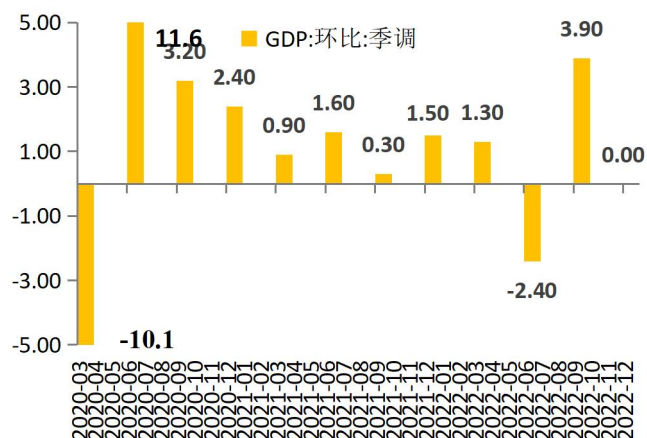
资料来源：Wind，优财研究院

图 23: GDP 增速 (%)



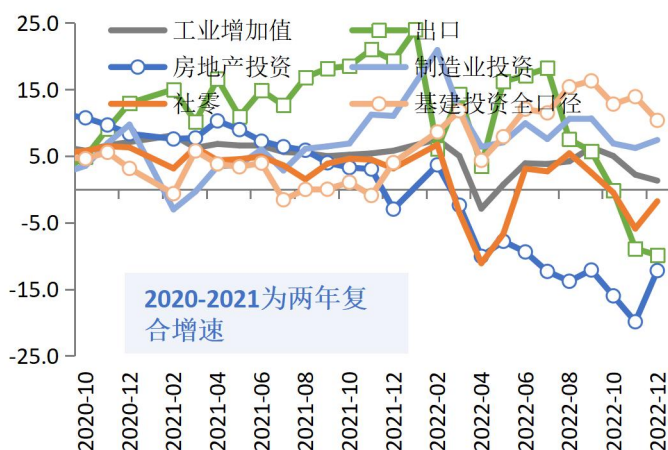
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 四季度 GDP 环比与三季度持平 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 顺周期需求仍然偏弱 (%)



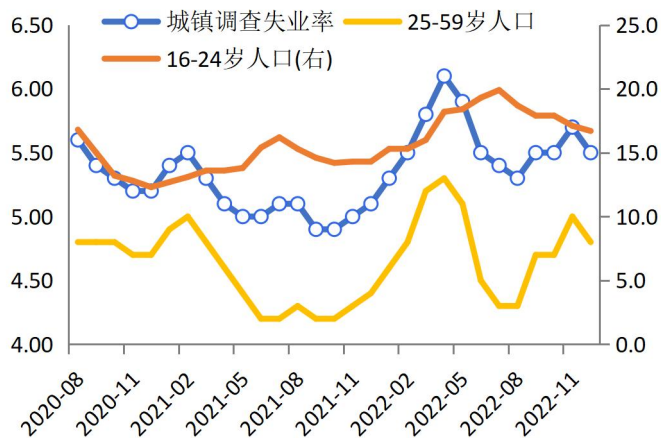
资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 地产投资底部反弹 (%)



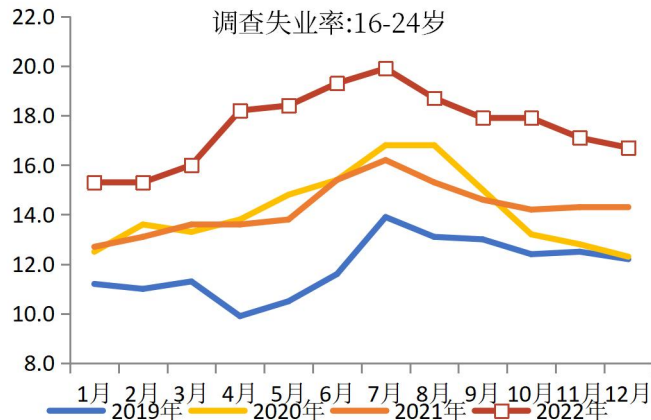
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 经济活动底部修复下失业率有所改善 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 16-24 岁失业率高于往年同期 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

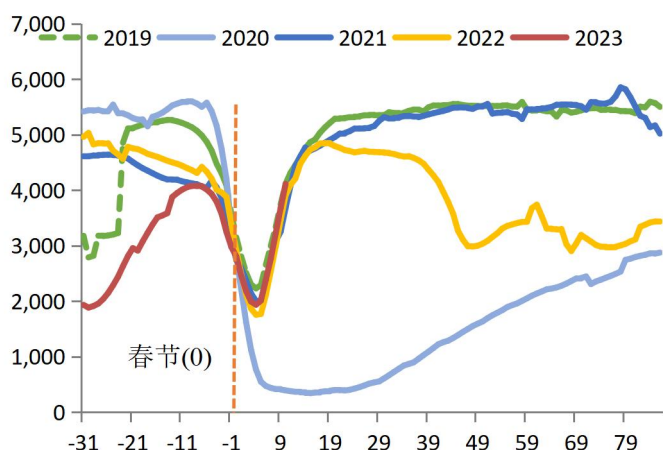
2. 疫情高峰回落后经济活动修复斜率加快

随着疫情在 12 月底度过峰值，各主要城市均进入经济活动复苏阶段，居民活动明显加快并向疫情前回归，地铁客运量和城市拥堵指数均快速回升。其中拥堵延时指数回升速度快于地铁客运量，分别回升至 19 年和 21 年同期水平，显示疫情影响人们出行方式选择，私家车出行修复速度更快。同时反映跨区域活动的迁徙指数和国内执行航班也明显回升。

而从 1 月春节期间高频数据来看，经济活动延续修复路径，线下旅游和服务消费明显恢复。

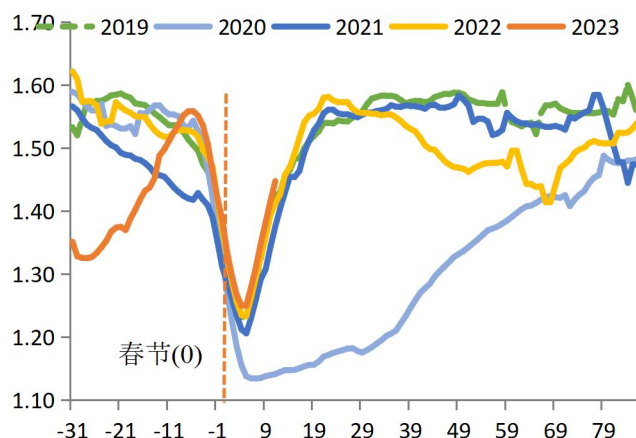
- 1) **今年春节居民返乡意愿较去年明显增加**，春运客流总量恢复至 2019 年同期的 70% 左右。且受居民出行方式的影响，选择私家车出行返乡的人们明显较往年增加，全国迁徙规模超出 2019 年春节水平，全国高速公路小客车总流量较 2019 年同期增长 12%。
- 2) **春节期间服务消费明显恢复**，全国消费相关行业销售收入同比去年和 2019 年同期增长 12%，且服务消费恢复快于商品消费，春节档电影票房火爆，仅次于 21 年春节。
- 3) **假期各地游客明显增长**，旅游收入恢复至 2019 年同期的 7 成多水平，且人次表现好于金额。代表景点旅客接待恢复至 2019 年的七成左右，其中热门景点旅客接待已超 2019 年水平。
- 4) **不过商品房销售仍面临压力**，1 月 30 城大中城市商品房成交面积保持低位。土地成交也随着春节临近逐渐回落，不过节前土地成交量一度较往年回升，后续关注政策持续放松以及防疫调整下可能带来的需求端恢复。

图 29: 10 个主要城市地铁客流量 (万人次)



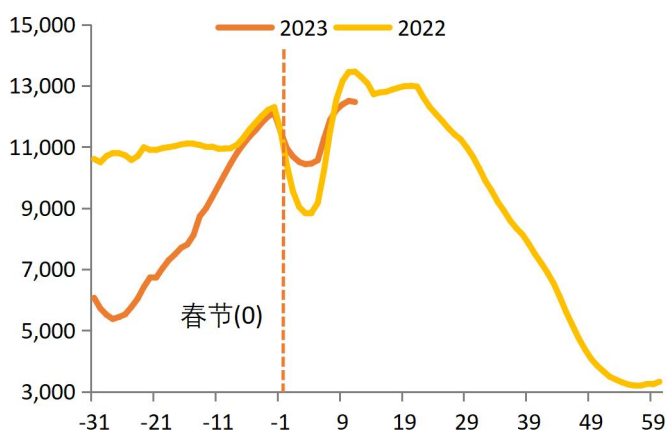
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 全国拥堵延时指数



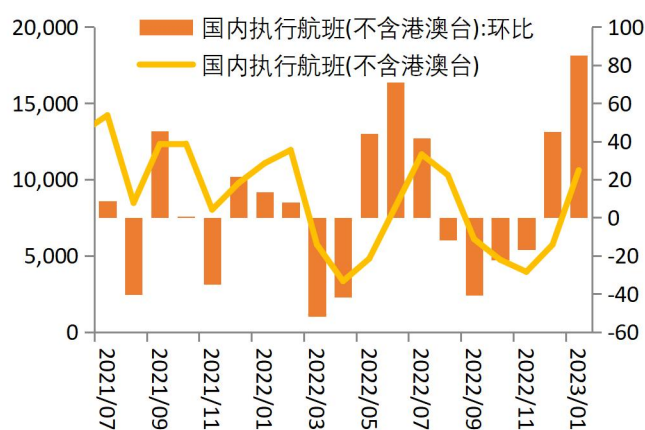
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 国内执行航班(不含港澳台) (架次)



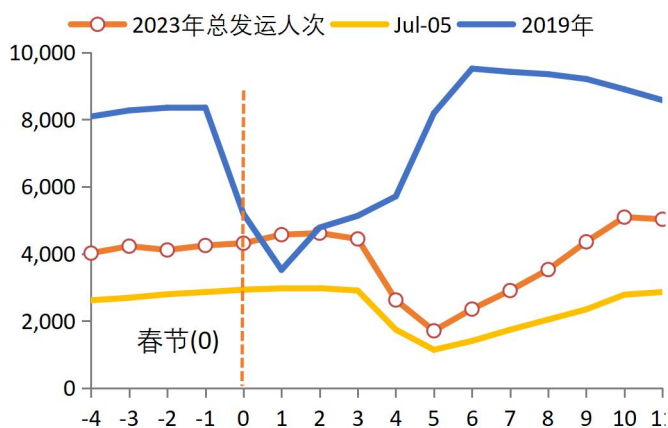
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 国内执行航班(不含港澳台) (架次, %)



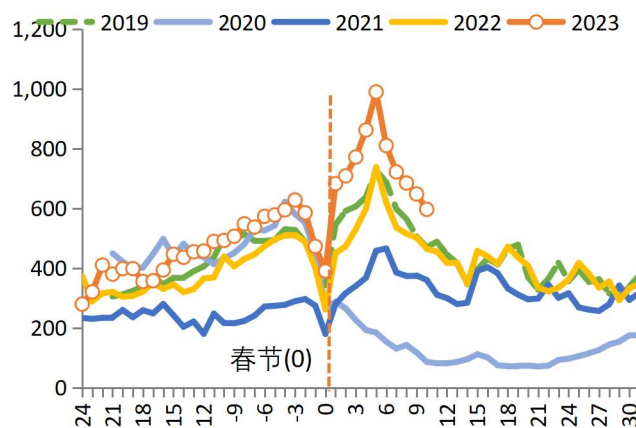
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 春节期间全国旅客总发送情况 (万人)



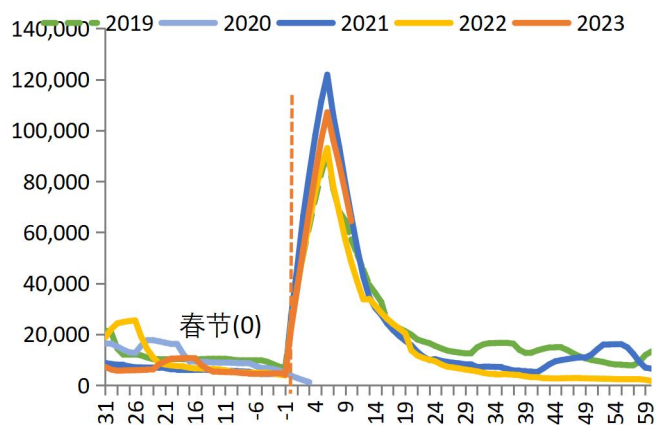
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 百度全国迁徙规模指数



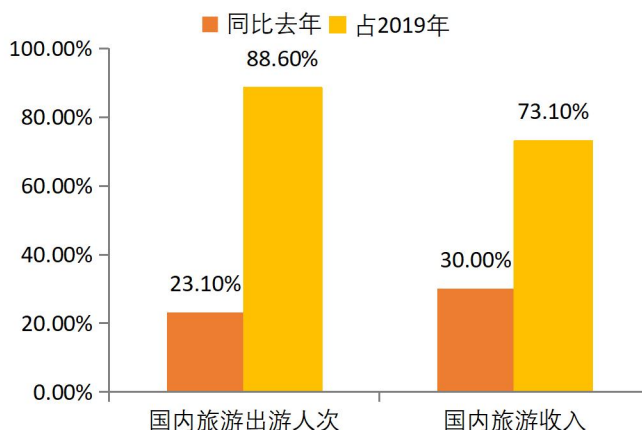
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 当日电影票房:全国:7DMA (万元)



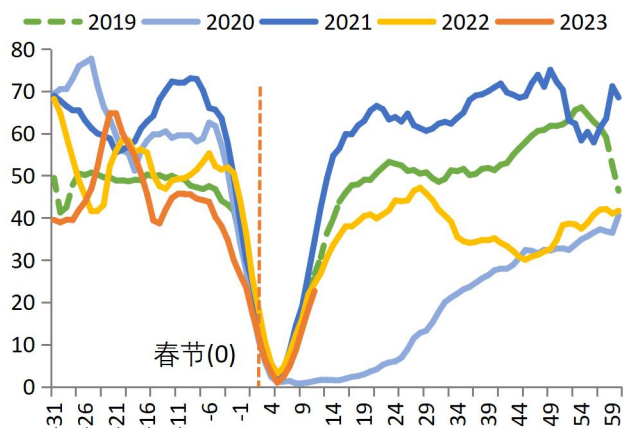
资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 2023 年春节国内旅游情况较往年比较 (%)



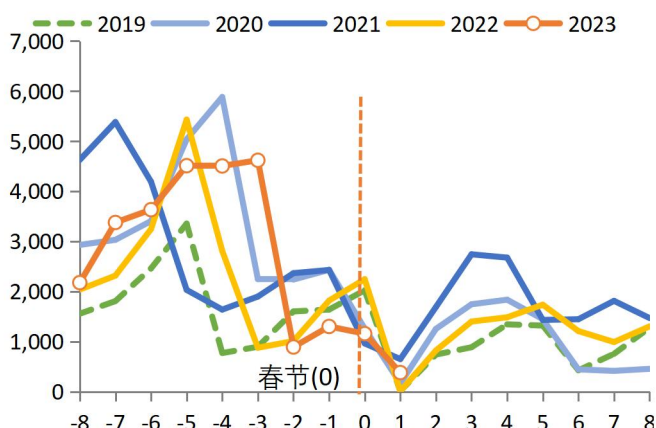
资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

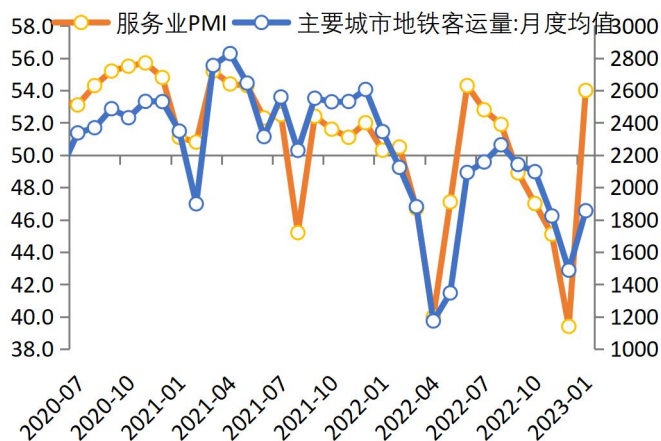
3. 1 月 PMI 验证经济进入脉冲修复早期阶段

随着疫情高峰过去, 经济活动加快修复, 1 月制造业 PMI 数据超预期回升至 50.1, 尤其服务业景气度回升明显, 非制造业 PMI 54.4%, 上升 12.8 个百分点, 反映居民生活半径的逐步正常化, 小微企业和就业市场压力有所改善。1 月供需两端同步回暖, 且供需结构和经济动能明显改善, 企业呈现主动补库结构, 物流配送、员工到岗的被动影响

减轻，企业预期进一步回升。不过 PMI 数据仍反映一定疫情尾部和春节假期的扰动，一方面生产端恢复相对偏慢，且供应商配送时间仍未回至本轮疫情前，另一方面，中小企业修复速度仍明显不及大型企业，经济复苏并不全面，仍处在修复的早期阶段。

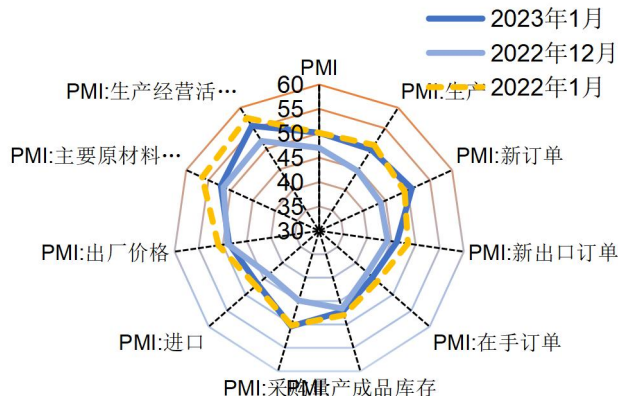
总的来看，1月 PMI 数据反映疫情约束减轻后经济进入修复阶段的特征，与春节期间高频数据所反映的国内线下旅游和服务消费修复斜率较快一致，企业预期在12月回暖后本月继续回升，体现为积压需求和场景恢复下的补偿性修复。不过疫情尾端和春节假期的扰动仍在，经济复苏并不全面，仍处疫后脉冲式修复的早期阶段。

图 39：生活半径修复下服务业景气回升明显 (%)



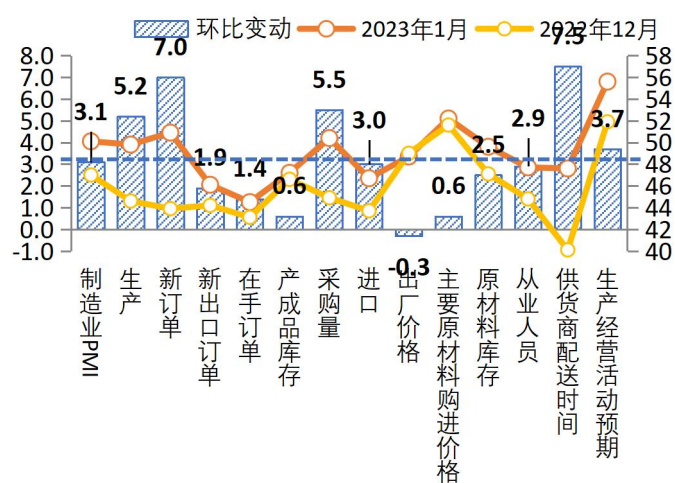
资料来源：Wind，优财研究院

图 40：1月制造业 PMI 重回扩张区间 (%)



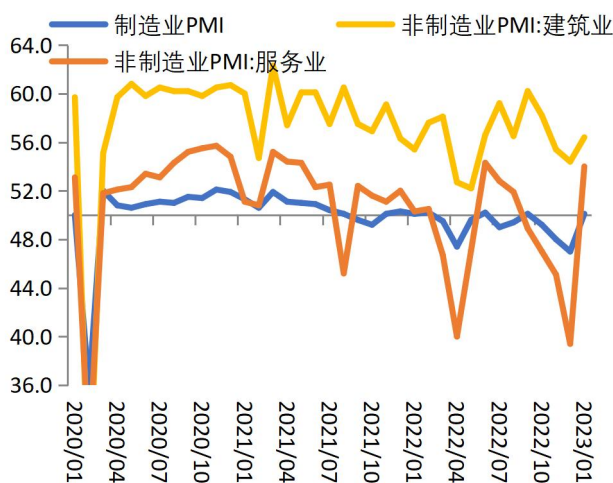
资料来源：Wind，优财研究院

图 41：PMI 分项 (%)



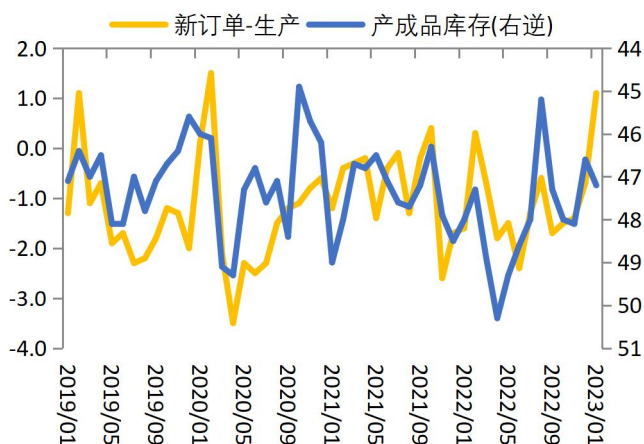
资料来源：Wind，优财研究院

图 42：服务业景气度回升较快 (%)



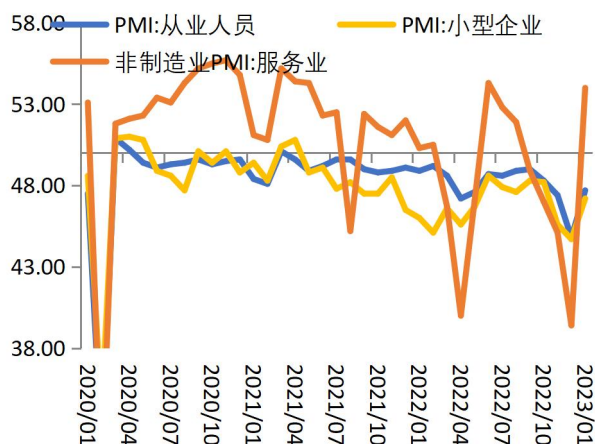
资料来源：Wind，优财研究院

图 43: 供需结构明显好转 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 44: 小微企业 PMI 小幅回升但仍偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

4. 疫情扰动下年底融资需求仍然不足，政策支撑下预期正在好转

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。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。

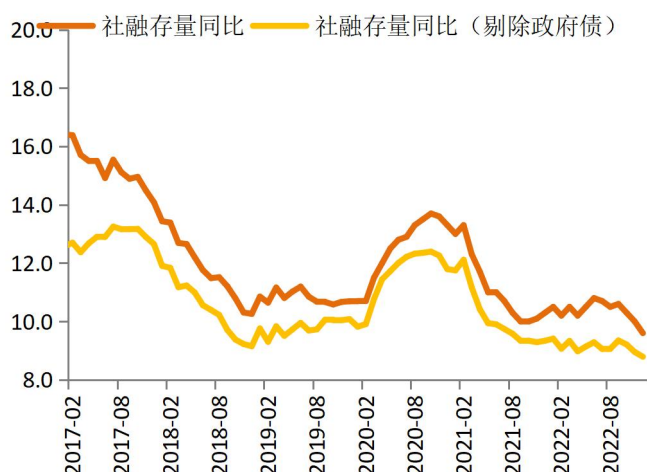
往后看，1月10日，央行银保监会召开年内首次信贷座谈会，“适度靠前发力，进一步优化信贷结构”是主要方向，今年政策对信贷投放支持力度不小。随着疫情影响逐步消退、微观主体活力改善叠加地产政策加码有望支撑居民和企业融资需求回升，2023年社融增速有望回升至10%以上，靠前发力下信贷开门红可期，而后续进一步增长仍需观察疫情冲击后消费的复苏、以及地产修复的情况等。

图 45：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

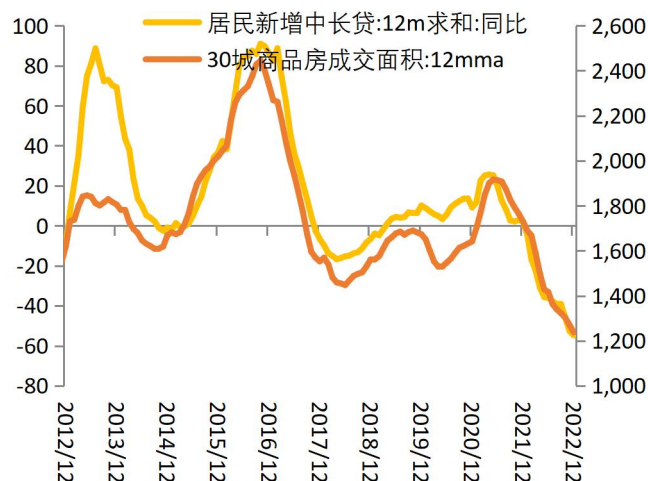
资料来源：Wind，优财研究院

图 46：社融存量增速回落 (%)



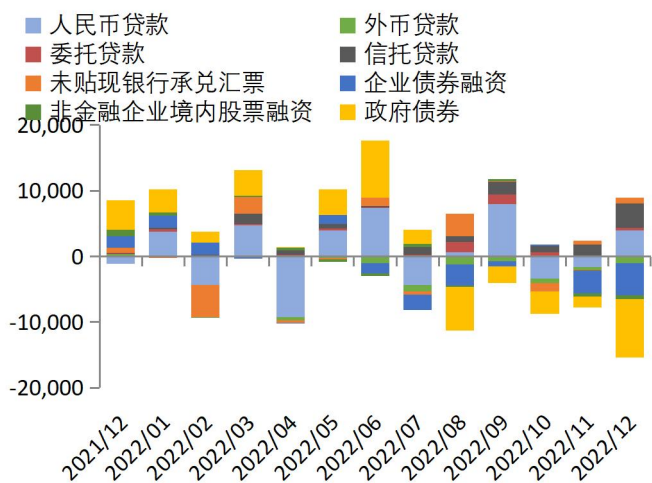
资料来源：Wind，优财研究院

图 47：居民贷款仍然是拖累 (%)，万平方米



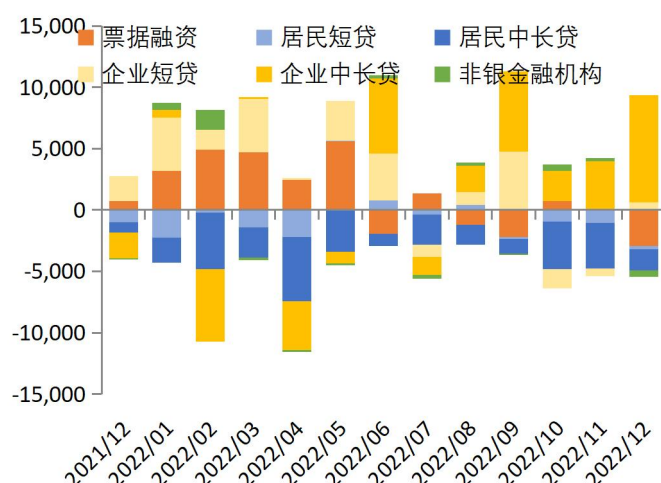
资料来源：Wind，优财研究院

图 48: 社融分项当月同比增量 (亿元)



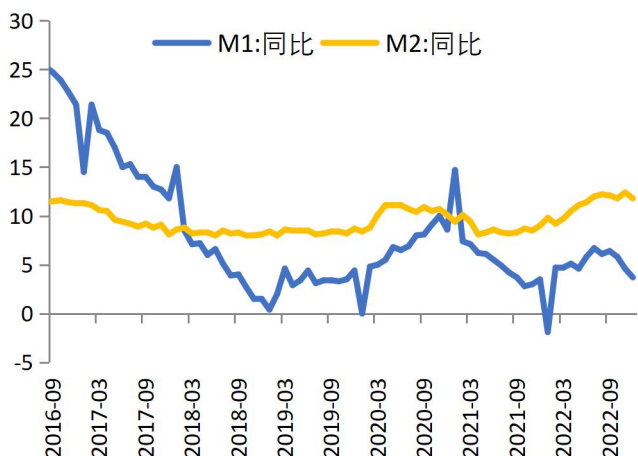
资料来源: Wind, 优财研究院

图 49: 贷款分项当月同比增量 (亿元)



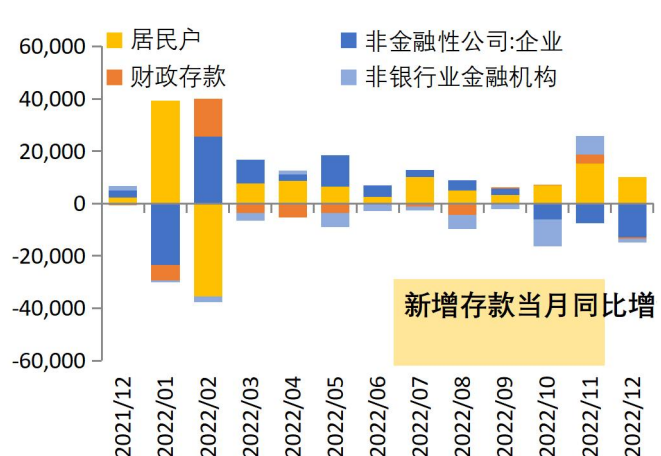
资料来源: Wind, 优财研究院

图 50: M1 增速仍然偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 51: 居民存款仍在多增 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

5. 关注经济重启后内需回升对通胀的拉动

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

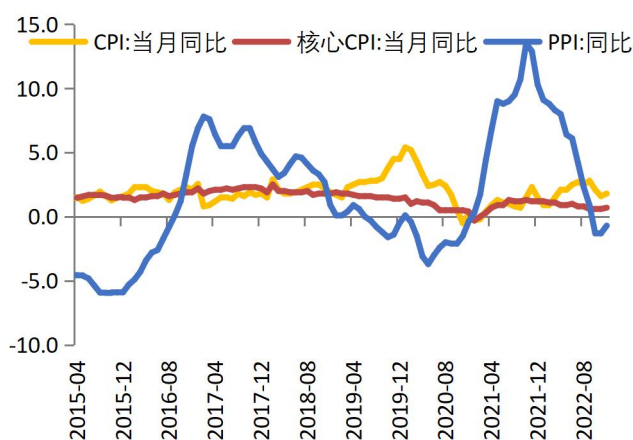
上涨，反映多地疫情达峰后经济重启对通胀的拉动，核心通胀低位小幅回升。

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。

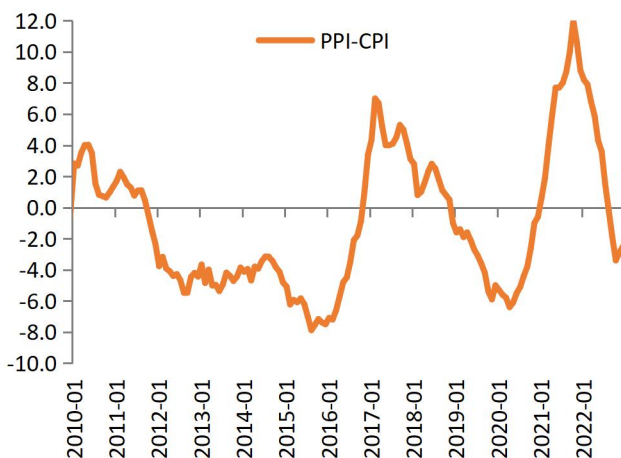
而随着外需走弱+内需修复，PPI进入到底部阶段，国内强政策持续推动下，经济重启有望带动内需逐步修复，对大宗商品价格带来上行力量。预计PPI到年中仍将持续处于通缩区间，节奏上前低后高，国内定价的黑色和建材预计将强于海外定价的商品，后续黑色商品取决于地产政策对复工施工的实际拉动情况，有色与消费和制造业投资更相关，原油需求同时受到国内社交经济修复的支撑和海外衰退下外需回落的拖累。

图 52: CPI VS PPI (%)



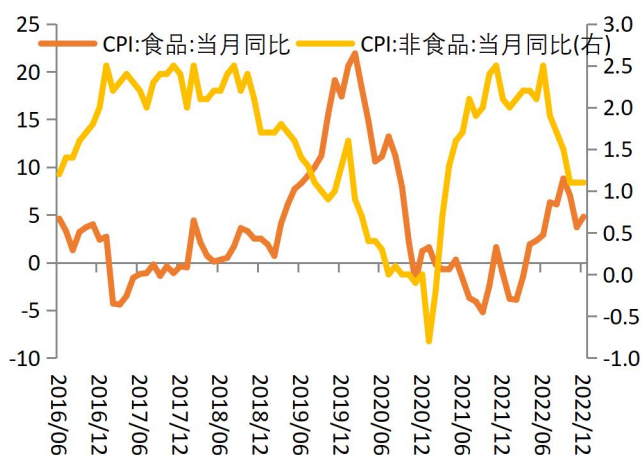
资料来源: Wind, 优财研究院

图 53: PPI-CPI 剪刀差 (%)



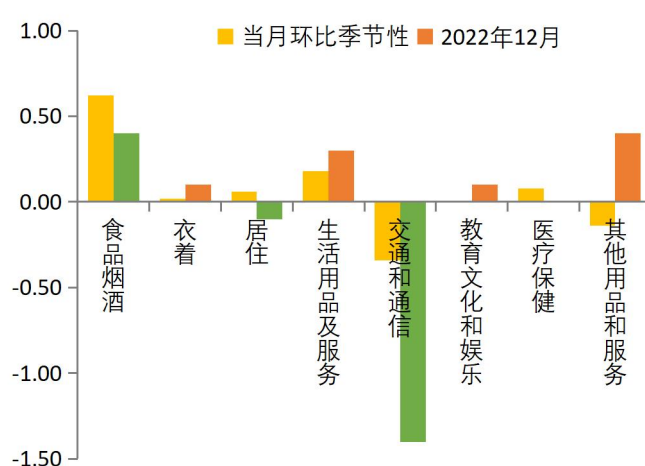
资料来源: Wind, 优财研究院

图 54: 食品价格增速小幅回升 (%)



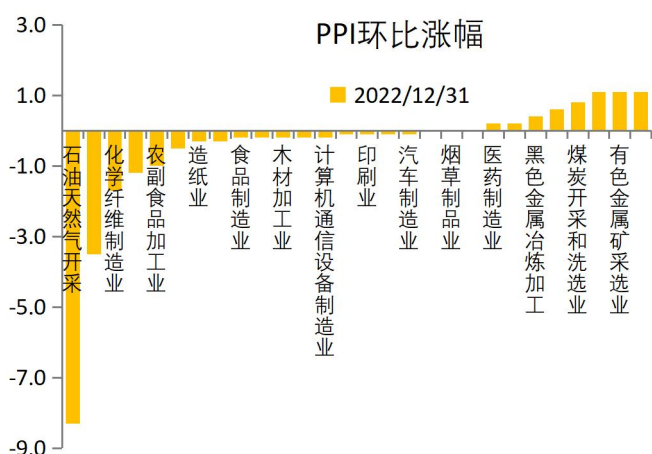
资料来源: Wind, 优财研究院

图 55: CPI 分项环比季节性 (%)



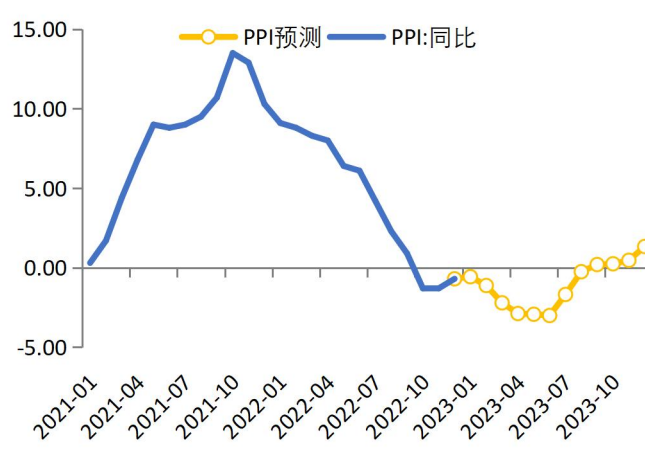
资料来源: Wind, 优财研究院

图 56: 石油及相关行业价格跌幅居前 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 57: PPI 预计到年中持续通缩区间 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、海外：美国加息继续放缓，经济衰退渐行渐近

油价下行继续驱动美国通胀回落，但服务通胀韧性仍然偏强。美国 2022 年 12 月 CPI 同比上涨 6.5%，符合市场预期，涨幅创 2021 年 10 月以来最小；环比则下降 0.1%，为两年半来首次环比下降。12 月核心 CPI 同比上涨 5.7%，创 2021 年 12 月以来最低水平。其

中能源、食品通胀继续回落，核心商品通胀下行，但核心服务通胀增速仍然较高。

就业方面，失业率保持低位，但薪资增速有所放缓，或初步反映劳动力市场转冷的迹象。12月新增非农就业22.3万，超出预期，失业率也保持3.5%的历史低位，劳动参与率偏低下职位空缺率仍在高位。不过12月平均时薪环比增速0.3%，低于市场预期的0.5%，薪资增速显著放缓或显示劳动力市场出现降温。

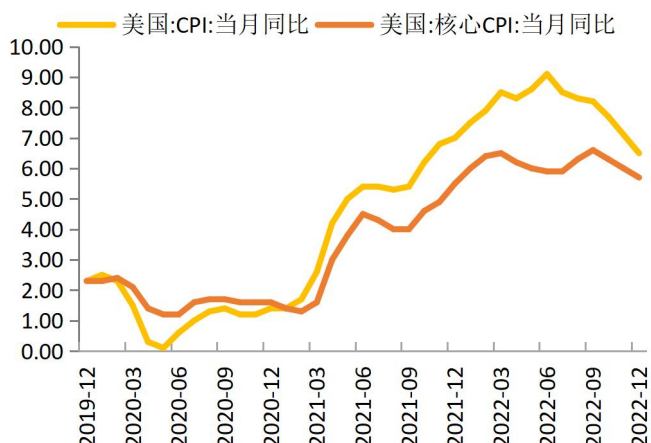
美国四季度GDP增速超预期，缓和和市场对于美国经济衰退的担忧并推升软着陆预期，但私人消费和固定投资偏弱显示经济内生动能仍在延续回落，美国经济衰退仍在渐行渐近。美国四季度GDP环比折年率2.9%，超出市场预期（2.6%），前值3.2%，主要受到存货投资的拉动，而私人固定资产投资为明显拖累项，个人消费支出也较上季度回落。

美联储加息幅度如期进一步放缓，保留继续加息措辞但对通胀口吻有所软化。2月美联储议息会议如期加息25个基点，加息节奏进一步放缓。从美联储政策声明来看，仍暗示要继续加息，但对通胀的口吻有所软化，认为通胀有所缓解，但仍处于高位，持续加息是适当的，正在考虑未来加息的“程度”。总的来看，虽然鲍威尔继续表态今年不降息，但是并没有给予偏鸽的市场预期足够有力的反击，表示通胀已经开始回落，但仍将取决于数据。

往后看，数据依赖模式下通胀将是核心矛盾，通胀数据下行下美联储加息节奏渐进放缓。美国通胀确认下行趋势，预计房租通胀上半年明显缓解将成为推动通胀持续下行的最大动力，但年初大宗商品上行+二手车价格筑底+PMI物价分项反弹，短期通胀或仍面临一定扰动。

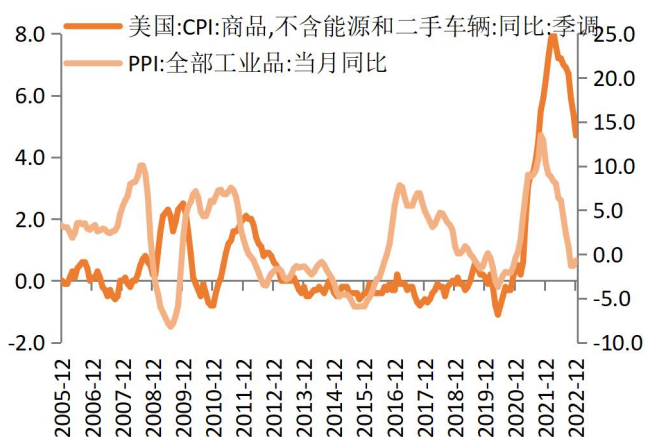
近期“劳动力市场持续强劲+工资增速放缓”支撑市场对于经济软着陆的预期，美股表现仍然偏好，美国可能正处于经济下行压力增大的早期阶段，若后期基本面数据大幅下滑后，衰退压力下美股未来仍会面临杀盈利的压力。而随着2月初美联储议息会议落地，美联储态度软化、叠加继续强调依据数据，未来联储或将进一步向市场预期靠拢，美债下行空间有望继续打开。美欧日基本面和通胀周期错位下欧央行取向偏鹰，美元维持偏空观点。

图 58: 美国通胀继续下行 (%)



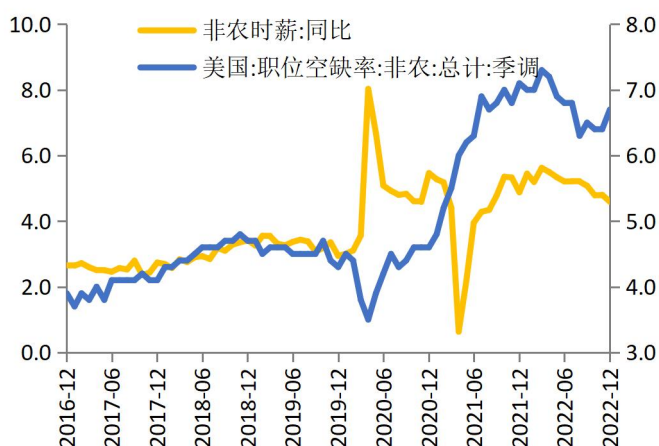
资料来源: Wind, 优财研究院

图 59: 核心商品通胀延续下行 (%)



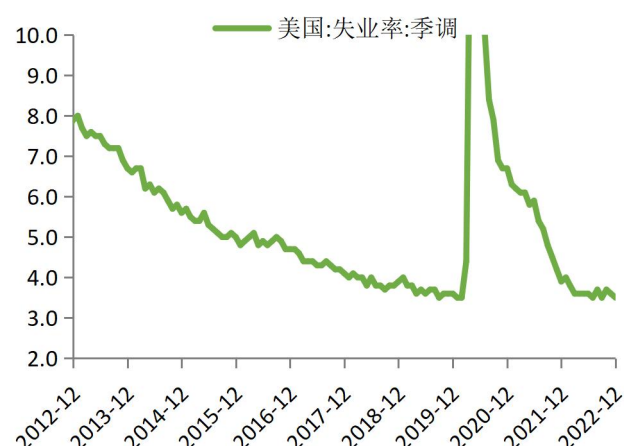
资料来源: Wind, 优财研究院

图 60: 薪资增速放缓 (%)



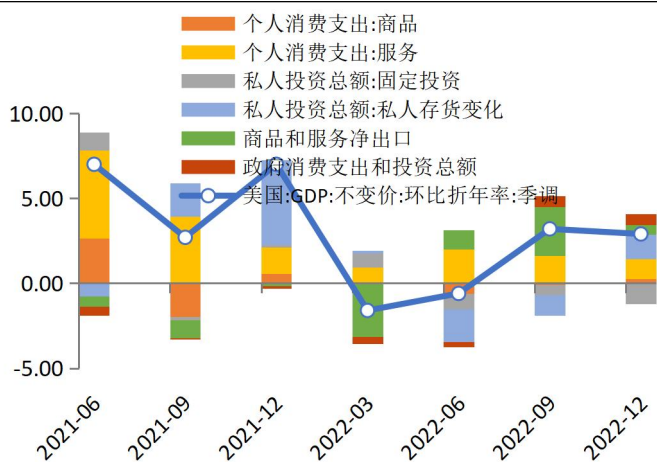
资料来源: Wind, 优财研究院

图 61: 失业率保持低位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 62: 美国四季度 GDP 增速超预期 (%)



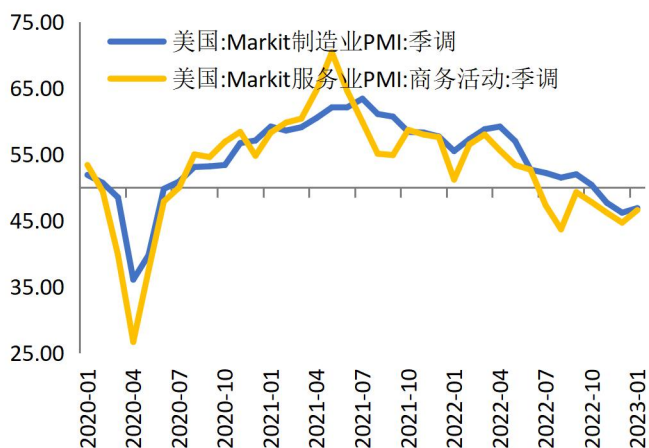
资料来源: Wind, 优财研究院

图 63: 美国消费者信心指数有所回升 (%)



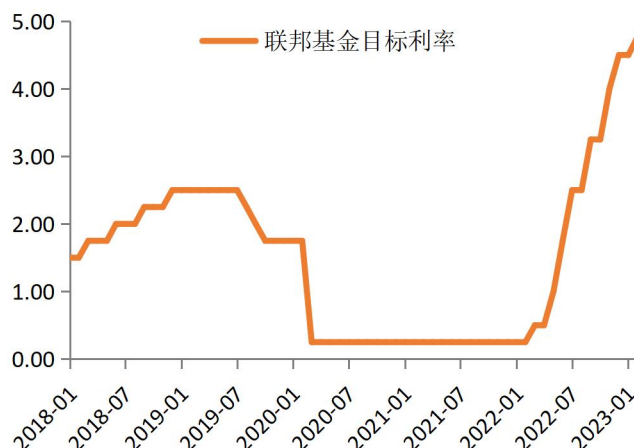
资料来源: Wind, 优财研究院

图 64: 美国制造业和服务业 PMI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 65: 美国联邦基金目标利率 (%)



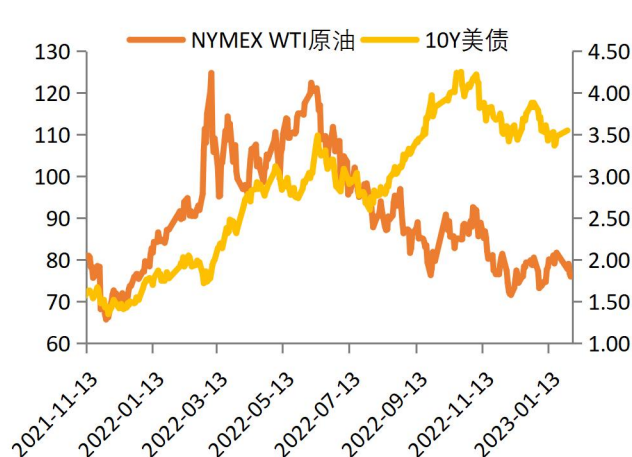
资料来源: Wind, 优财研究院

图 66: 美欧差值 VS 美元指数



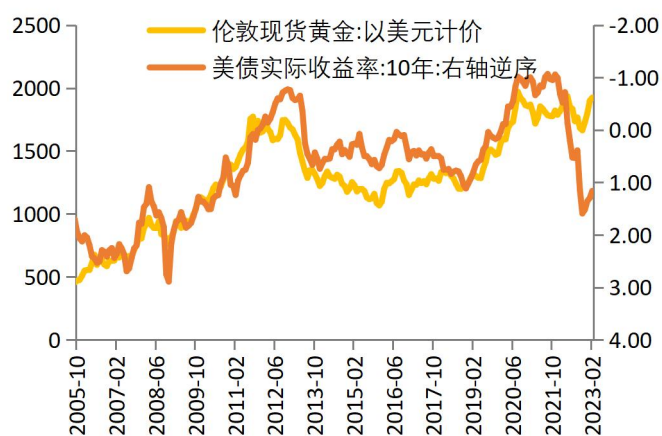
资料来源: Wind, 优财研究院

图 67: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



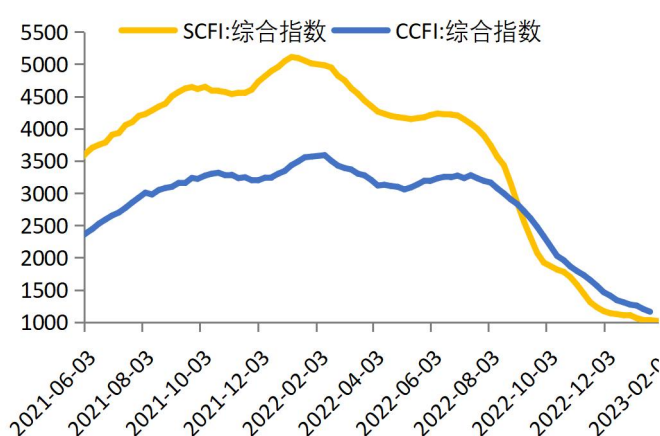
资料来源: Wind, 优财研究院

图 68: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 69: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

四、资产价格展望

对于国内资产价格来说，国内经济基本面、宏观流动性对股指有望形成底部支撑力量，同时全球流动性压力减轻也有利于释放资产估值压力，中国经济占优的结构也有利于我国的跨境资金流动，今年股市估值修复、盈利起舞都有期待，而债市环境则偏不利，长端利率中枢抬升。不过从短期来看，节后 A 股股指进入震荡格局，北向资金加仓势头放缓，市场交投活跃，债市也受到资金宽松和配置需求的支撑。当前宏观进入修复斜率的验证期，此前市场对于经济修复的预期一定程度上已经有所定价，需要重点关注经济修复斜率以及政策力度能否超预期，市场对于第二阶段经济修复的弹性和持续性仍有分歧，短期市场存在震荡需求。

对海外资产来说，美国四季度 GDP 增速超预期，缓和 market 对于美国经济衰退的担忧并推升软着陆预期，短期美股表现或仍偏好。美国可能正处于经济下行压力增大的早期阶段，若后期基本面数据大幅下滑后，衰退压力下美股未来仍会面临杀盈利的压力。而随着 2 月初美联储议息会议落地，美联储态度软化、叠加继续强调依据数据，未来联储或将进一步向市场预期靠拢，美债下行空间有望继续打开。美欧日基本面和通胀周期错位下欧央行取向偏鹰，美元维持偏空观点。

五、风险提示

国内经济修复不及预期，政策力度不及预期，美联储加息超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>