

分析师：钮若洋
登记编码：S0730522120002
niury@ccnew.com 021-50586356
分析师：周建华
登记编码：S0730518120001
zhoujh-yjs@ccnew.cm 021-50586758

生产端出现修复，地产需求仍待改善

——总量周观点

证券研究报告-总量周观点

发布日期：2023年02月13日

相关报告

《总量周观点：生产端出现修复，地产需求仍待改善》 2023-02-06

《总量周观点：消费修复动能有待进一步增强》 2023-01-31

《总量周观点：海外加息预期延续趋缓，国内产需弱复苏》 2023-01-16

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

- **【宏观】** 2月10日，我国公布1月金融信贷数据，1月M2同比增长12.6%，社融当月新增59800亿，存量同比增长9.4%，新增人民币贷款49000亿。整体来看，金融数据喜忧参半，总量层面，一方面人民币贷款大幅超出市场预期，同时M1同比增速较前值大幅抬升3%，显示出企业部门复苏活力较强；另一方面，M2增速创2016年4月以来的新高，而社融增速则创历史新低，二者剪刀差进一步拉大，显示实体融资需求仍有堵点。结构上，票据融资转负，银行冲贷行为明显趋缓，票据利率的整月上行也与信贷增长方向一致；信贷内部，企业中长贷大幅超季节性增长，显示信贷政策落地效果较好，但同时居民中长贷偏弱，显示地产销售需求仍需提振。2月第二周高频数据方面，上游生产端，秦皇岛港煤炭调度日产能中枢高位运行，高炉炼铁与汽车开工的产能均有显著回升；需求端，商品房成交需求仍然偏弱，汽车需求出现回弹。物流运输方面，铁路货运与邮政揽储量中枢仍在复苏。整体上，我国复工出现加快推进现象，部分生产高频复苏明显，需求侧有一定反弹，但地产需求仍需进一步提振。目前高频生产的复苏一定程度验证春节期间人员大幅流动带来的生产修复滞后，结合1月信贷需求较好，企业在2月的生产活动有望加快复苏；但当前需求侧的堵点仍存，二手房成交有所反升但依然偏弱；短期经济复苏的斜率有望走陡，但复苏的高度仍然需要观察。
- **【股市】** 上周，全球指数涨跌不一，纳指下跌2.41%，道指略低0.17%。国内市场涨跌互现，中证500、中证1000表现较好，上证50、创业板50表现较弱。沪深两市日均成交额8,638亿元，较上周环比-12.0%，成交额有所下降。上周，行业方面，14个行业上涨，16个行业下跌；传媒、电力及公用事业、通信等表现较好；有色金属、煤炭、汽车等表现较差。概念方面，光模块、光通信、生物识别等表现较好；钨矿、炒股软件、黄金等表现较差。M2维持高增，市场中期向好。上周美元有所企稳，人民币略有贬值，北向资金仅流入29亿，较过去3周300亿元以上的流入大幅放缓；国内融资资金增加147亿元，连续2周大幅正增长。国内经济复苏、通胀水平等宏观环境依然较好，货币增长保持较高水平，两会政策预期增强，市场中期继续向好。我们继续保持多头观点，建议仓位维持100%，重点关注旅游、芯片、光伏、农业、基建等板块。
- **【债市】** 元宵节后一周，债市重新陷入拉锯，长端收益率波幅非常小，受到人民银行OMO回笼高峰资金面紧张影响短端利率小幅上行。信贷数据表现较强，发布前市场对此有一定担忧，但总体预期比较充分，数据发布后并未对利率市场产生明显影响，呈现小幅“利

空出尽”走势。开年发力不足的配置力量有所恢复，理财、债基产品申购亦有所好转，信用债、二永继续表现良好。高频方面，元宵节后制造业开工表现一般，轮胎开工较好，总体不强于季节性。建筑业开工总体仍偏弱，螺纹钢、玻璃、水泥等商品总体库存偏高，价格走势偏弱。地产成交维持分化和结构“冷热不均”，二手房成交有一定超季节性回暖，但30城地产成交同比去年元宵节后仍明显偏弱。反弹延续到当前价格位置，债券性价比优势已有所削弱，短期破局不易。最为重要的元宵节后一周高频数据削弱了“强开工”担忧，社融数据也已落地，当前债市空头的主要支撑逻辑主要是地产需求回暖和资金面持续收敛的可能性。但总体我们认为仍稍有利于多头，配置力量的回归和仍有收敛空间的基差水平限制了期货和现券回调的潜在深度，若降准预期扩散中短端存在一定交易机会，继续推荐投资者维持部分仓位持有不轻易“下车”。

● **资产配置：股票 40%、债券 15%、商品 20%、Reits 25%。**

风险提示：政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

内容目录

1. 宏观：生产端复苏加快推进，复苏斜率有望走陡	4
2. 股票：M2 维持高增，市场中期向好	6
4. 债券：债市重新陷入拉锯	8
5. 资产配置：股票 40%、债券 15%、商品 20%、Reits25%	10
6. 风险提示	10

图表目录

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值	5
图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价	5
图 3：中美十年期国债收益率走势与利差	5
图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY）	5
图 2：全球主要指数涨跌幅(%)	7
图 3：A 股主要指数涨跌幅(%)	7
图 4：中信一级行业 12 月涨跌幅（%）	7
图 8：国债收益率曲线小幅上移	9
图 9：国开债收益率曲线小幅上移	9
图 10：同业存单收益率震荡	9
图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图	10
表 1：本期大类资产配置比例	10

1. 宏观：生产端复苏加快推进，复苏斜率有望走陡

宏观回顾：

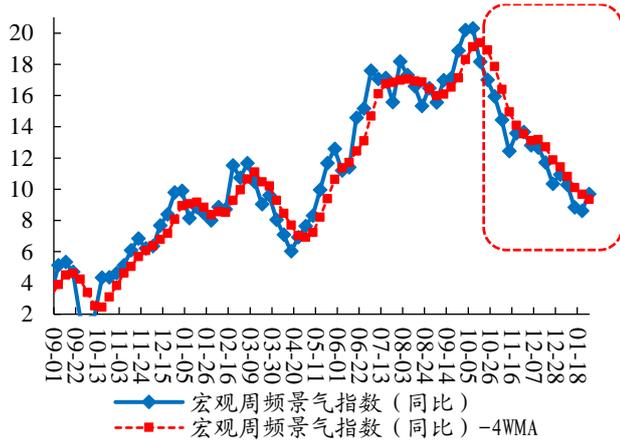
2月10日，我国公布1月金融信贷数据，1月M2同比增长12.6%，社融当月新增59800亿，存量同比增长9.4%，新增人民币贷款49000亿。整体来看，金融数据喜忧参半，总量层面，一方面人民币贷款大幅超出市场预期，同时M1同比增速较前值大幅抬升3%，显示出企业部门复苏活力较强；另一方面，M2增速创2016年4月以来的新高，而社融增速则创历史新低，二者剪刀差进一步拉大，显示实体融资需求仍有堵点。结构上，票据融资转负，银行冲贷行为明显趋缓，票据利率的整月上行也与信贷增长方向一致；信贷内部，企业中长贷大幅超季节性增长，显示信贷政策落地效果较好，但同时居民中长贷偏弱，显示地产销售需求仍需提振。

2月第二周高频数据方面，上游生产端，秦皇岛港煤炭调度日产能中枢高位运行，高炉炼铁与汽车开工的产能均有显著回升；需求端，商品房成交需求仍然偏弱，汽车需求出现回弹。物流运输方面，铁路货运与邮政揽储量中枢仍在复苏。整体上，我国复工出现加快推进现象，部分生产高频复苏明显，需求侧有一定反弹，但地产需求仍需进一步提振。

宏观展望：

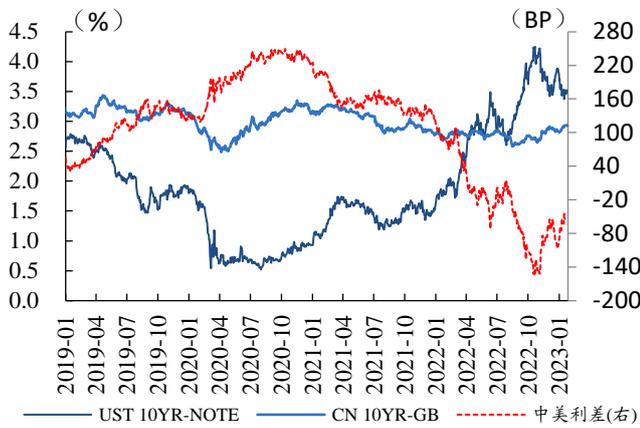
目前高频生产的复苏一定程度验证春节期间人员大幅流动带来的生产修复滞后，结合1月信贷需求较好，企业在2月的生产活动有望加快复苏；但当前需求侧的堵点仍存，二手房成交有所反升但依然偏弱；短期经济复苏的斜率有望走陡，但复苏的高度仍然需要观察。

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



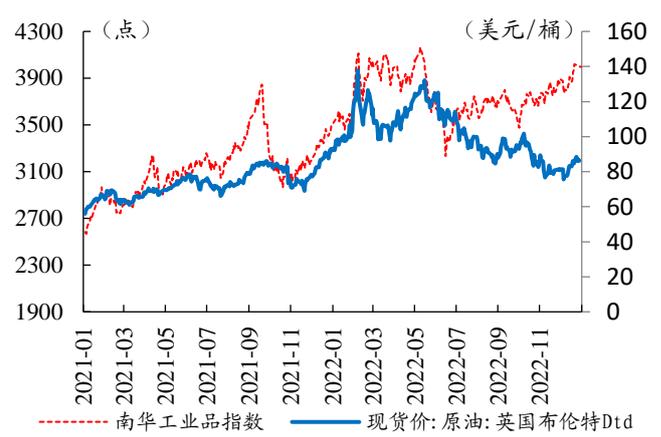
资料来源：Wind，中原证券

图 3：中美十年期国债收益率走势与利差



资料来源：Wind，中原证券

图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价



资料来源：Wind，中原证券

图 4：美元兑人民币汇率中间价走势 (USD/CNY)



资料来源：Wind，中原证券

2. 股票：M 2 维持高增，市场中期向好

股市回顾：上周，全球指数涨跌不一，纳指下跌 2.41%，道指略低 0.17%。国内市场涨跌互现，中证 500、中证 1000 表现较好，上证 50、创业板 50 表现较弱。沪深两市日均成交额 8,638 亿元，较上周环比-12.0%，成交额有所下降。上周，行业方面，14 个行业上涨，16 个行业下跌；传媒、电力及公用事业、通信等表现较好；有色金属、煤炭、汽车等表现较差。概念方面，光模块、光通信、生物识别等表现较好；钨矿、炒股软件、黄金等表现较差。

股市展望：M 2 维持高增，市场中期向好。上周美元有所企稳，人民币略有贬值，北向资金仅流入 29 亿，较过去 3 周 300 亿元以上的流入大幅放缓；国内融资资金增加 147 亿元，连续 2 周大幅正增长。国内经济复苏、通胀水平等宏观环境依然较好，货币增长保持较高水平，两会政策预期增强，市场中期继续向好。我们继续保持多头观点，建议仓位维持 100%，重点关注旅游、芯片、光伏、农业、基建等板块。

图 5：全球主要指数涨跌幅(%)

2023/2/10	周涨跌	月涨跌	2023年涨跌	2022年涨跌
道琼斯工业指数	-0.17	-0.64	2.18	-8.78
纳斯达克指数	-2.41	1.15	11.96	-33.10
标普500	-1.11	0.34	6.54	-19.44
英国富时100	-0.24	1.43	5.78	0.91
法国CAC40	-1.44	0.67	10.13	-9.50
德国DAX	-1.00	1.19	9.94	-12.35
日经225	0.59	1.26	6.04	-9.37
韩国综合指数	-0.62	1.65	10.22	-24.89
恒生指数	-2.17	-2.98	7.12	-15.46
澳洲标普200	-1.68	-0.60	5.30	-5.20
印度SENSEX30	-0.24	1.88	-0.38	4.44
俄罗斯RTS	-3.05	-2.92	0.14	-39.18
巴西指数	-0.41	-1.72	-1.51	4.69
上证指数	-0.08	0.15	5.55	-15.13
深证成指	-0.64	-0.20	8.72	-25.85
台湾加权指数	-0.10	2.11	10.25	-22.40

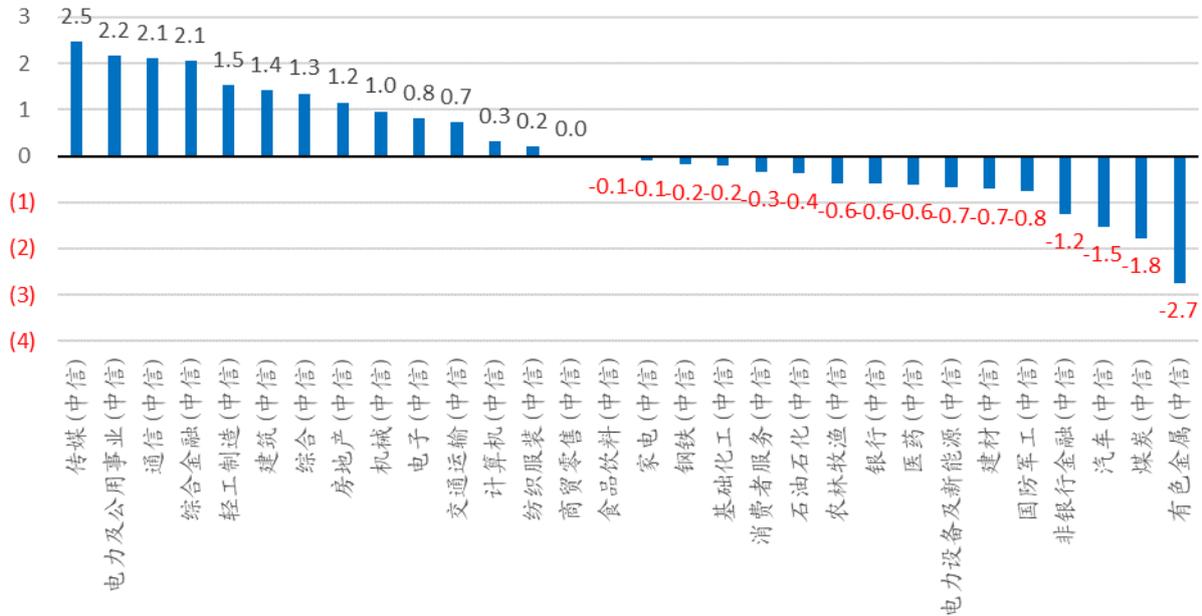
资料来源：Wind，中原证券

图 6：A 股主要指数涨跌幅(%)

2023/2/10	日涨跌	月涨跌	2023年涨跌	2022年涨跌
上证指数	-0.08	0.15	5.55	-15.13
深证成指	-0.64	-0.20	8.72	-25.85
创业板指	-1.35	-1.38	8.45	-29.37
沪深300	-0.85	-1.22	6.06	-21.63
上证50	-1.01	-2.18	4.23	-19.52
中证500	-0.15	0.72	8.01	-20.31
科创50	-0.90	1.00	6.73	-31.35
创业板50	-1.77	-2.24	8.48	-29.83
万得全A	-0.11	0.54	7.96	-18.66
中小板指	-1.00	-0.23	7.78	-26.49
上证180	-0.79	-1.39	4.53	-18.77
上证380	0.11	1.00	7.71	-17.46
中证100	-1.20	-1.64	6.98	-22.07
中证500	-0.15	0.72	8.01	-20.31
中证800	-0.67	-0.72	6.56	-21.32
中证1000	0.73	2.50	11.04	-21.58

资料来源：Wind，中原证券

图 7：中信一级行业 12 月涨跌幅 (%)



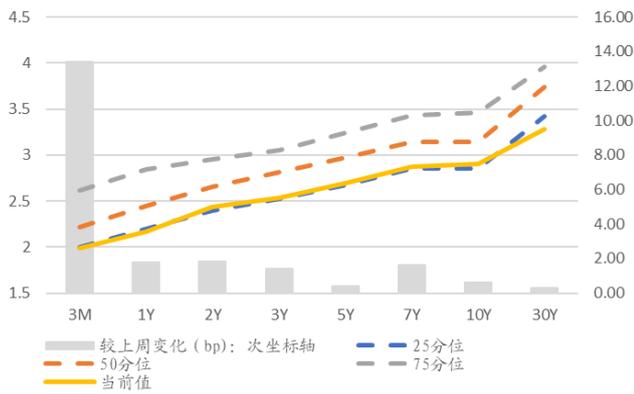
资料来源：Wind，中原证券

4. 债券：债市重新陷入拉锯

债市回顾：元宵节后一周，债市重新陷入拉锯，长端收益率波幅非常小，受到人民银行OMO回笼高峰资金面紧张影响短端利率小幅上行。信贷数据表现较强，发布前市场对此有一定担忧，但总体预期比较充分，数据发布后并未对利率市场产生明显影响，呈现小幅“利空出尽”走势。开年发力不足的配置力量有所恢复，理财、债基产品申购亦有所好转，信用债、二永继续表现良好。高频方面，元宵节后制造业开工表现一般，轮胎开工较好，总体不强于季节性。建筑业开工总体仍偏弱，螺纹钢、玻璃、水泥等商品总体库存偏高，价格走势偏弱。地产成交维持分化和结构“冷热不均”，二手房成交有一定超季节性回暖，但30城地产成交同比去年元宵节后仍明显偏弱。

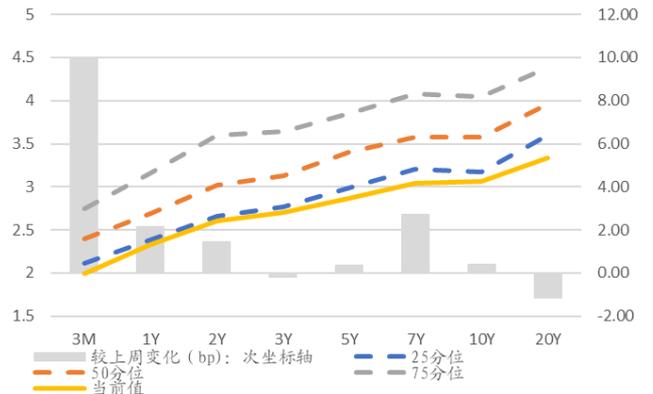
债市展望：反弹延续到当前价格位置，债券性价比优势已有所削弱，短期破局不易。最为重要的元宵节后一周高频数据削弱了“强开工”担忧，社融数据也已落地，当前债市空头的主要支撑逻辑主要是地产需求回暖和资金面持续收敛的可能性。但总体我们认为仍稍有利于多头，配置力量的回归和仍有收敛空间的基差水平限制了期货和现券回调的潜在深度，若降准预期扩散中短端存在一定交易机会，继续推荐投资者维持部分仓位持有不轻易“下车”。

图 8：国债收益率曲线小幅上移



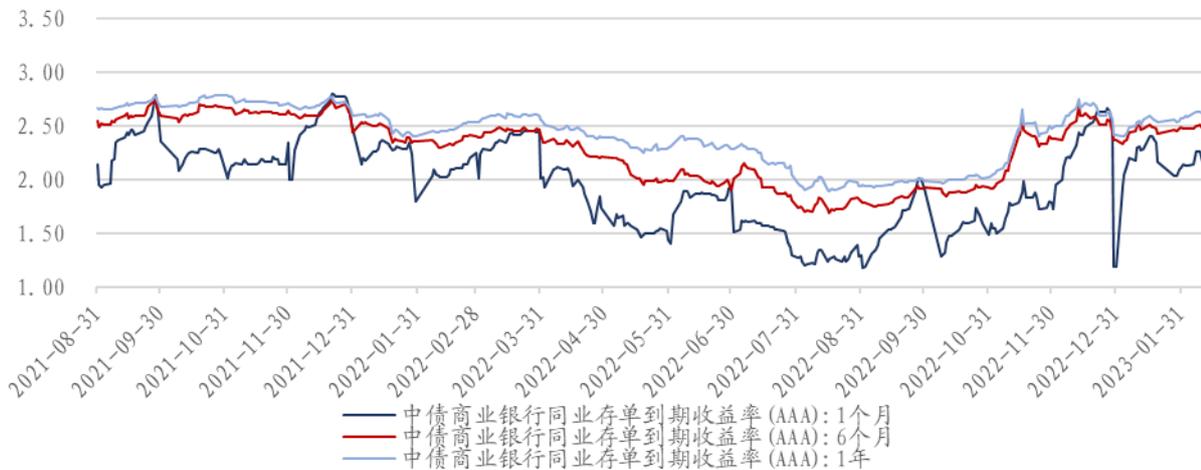
资料来源：Wind，中原证券

图 9：国开债收益率曲线小幅上移



资料来源：Wind，中原证券

图 10：同业存单收益率震荡



资料来源：Wind，中原证券

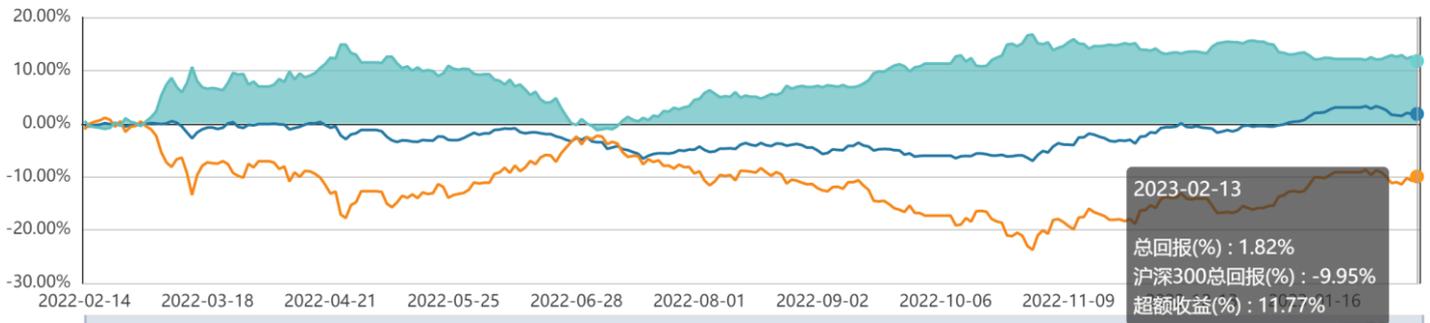
5. 资产配置：股票 40%、债券 15%、商品 20%、Reits25%

表 1：本期大类资产配置比例

大类资产	代表资产	代码	配置比例
股票	华泰柏瑞沪深 300ETF	510300.OF	40%
债券	国泰上证 10 年期国债 ETF	511260.OF	15%
商品	大成有色金属期货 ETF	159980.OF	20%
REITS	博时招商蛇口产业园 REIT	180101.OF	25%

资料来源：Wind，中原证券

图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图



资料来源：Wind，中原证券

6. 风险提示

- (1) 政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；
- (2) 大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。