

2023年02月14日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

节后开复工分化，专项债前置发力

—高频指标周报（02/05-02/11）

投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005

✉ tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠 S1050521110001

✉ zhuzhu@cfsc.com.cn

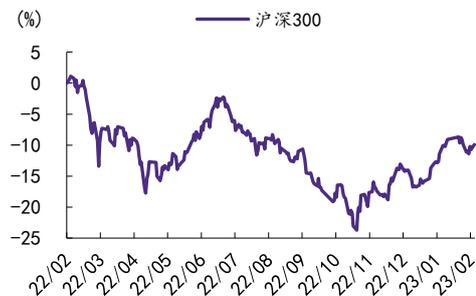
分析师：周灏 S1050522090001

✉ zhouhao@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

✉ yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《2023年宏观策略展望：东升西落，否极泰来》20221228

《2023年出口展望：本轮出口拐点在何处？》20221214

《海外抗疫启示：寻找疫后修复最优解》20221118

1、节后经济修复成色如何？

本周经济延续修复，人流物流先行，生产复工分化，节后消费再度回落。

人流物流：迁徙规模指数再现小高峰，返工稳步推进；出行回升至历年同期，人流量基本恢复；货运修复至节前9成；

生产复工：中下游开工基本修复至历年水平，好于中上游；制造业好于建筑业，地产投资偏弱；

消费需求：节后消费回落，观影仍好于往年；二手房销售快速回升，恢复至历年的128%；乘用车销量加速下滑。

2、通胀走势如何？

本周各类农产品价格均回落，猪粮比已进入一级预警区间，国家开启收储工作；受伊拉克产量低于预期与土耳其地震影响，原油减产，带动近期油价上行。

3、利率环境有哪些变化？

历年春节过后央行通常会公开市场净回笼流动性，导致资金利率短期冲高。近期为顺应市场流动性需求，央行连续三天通过逆回购净投放，缓解资金面紧张。

4、海外有哪些新动向？

1月强劲的非农就业支撑了联储经济软着陆的观点，多名美联储官员发声继续支持加息；美债期限利差倒挂幅度走阔，10Y-2Y国债利差走阔至80BP，创下20世纪80年代以来四十年最严重倒挂水平，后续仍有加深的空间，重点仍需关注2月14日公布的CPI数据。

5、政策和数据有哪些看点？

本周发布了1月社融数据和通胀数据：政策前置发力，巨量信贷超预期；春季效应驱动下，CPI小幅回升，通胀无忧；

地产方面，河南、四川等多省拟试点现房销售，河南省已确立试点城市。

31省披露财政预算报告，其中提前批专项债总额为2.19万亿，同比增长了50%，用足了60%的提前批额度；广东、山东、浙江、四川、河北、河南、江苏提前批额度均超1000

亿；预计上半年将提前批专项债资金用完，一季度将出现专项债发行高峰。

■ 6、下周重要数据与政策（02/12-02/18）：

美国 1 月 CPI、PPI。

■ 风险提示

- （1）宏观经济加速下行
- （2）疫情反复冲击
- （3）政策效果不及预期

正文目录

1、 经济：生产复工偏慢，消费节后回落.....	6
1.1、 人流物流：人流量已完全恢复，货运修复至节前9成以上.....	6
1.2、 生产复工：中下游修复好于中上游，地产投资偏弱.....	8
1.3、 消费复苏：节后消费回落，二手房销售回升.....	10
2、 通胀：猪肉开启收储，有色价格下跌.....	13
3、 流动性：央行重启净投放，缓解流动性压力.....	14
4、 海外：鹰声不断，美债倒挂再走阔.....	16
4.1、 美元指数延续上行，三大期限利差分化.....	16
4.2、 美联储官员不断放鹰，美债倒挂创40年之最.....	18
5、 热点：社融大超预期，通胀短期无忧.....	18
6、 31省专项债提前批增长近50%.....	20
7、 风险提示.....	21

图表目录

图表 1：高频指标数据最新变动.....	5
图表 2：29城地铁出行恢复到22年的110%（万人次）.....	6
图表 3：百城拥堵延时指数修复到22年的93%.....	6
图表 4：高速公路车流量恢复至去年102%（万辆次）.....	6
图表 5：十大热门迁入城市迁徙量超去年同期34%.....	6
图表 6：农民工主要迁出地同比增长16.37%.....	7
图表 7：农民工主要迁入地同比增长保持在30%以上.....	7
图表 8：全国邮政快递恢复至节前90%（亿件）.....	7
图表 9：港口货运量恢复至春节前9成以上.....	7
图表 10：石油沥青装置开工率修复至22年的95%（%）.....	8
图表 11：水泥价格恢复至22年的81%（点）.....	8
图表 12：PVC开工率修复至2022年的95%（%）.....	8
图表 13：节后基建开工明显弱于2022年.....	8
图表 14：中下游开工基本修复至历年水平.....	9
图表 15：秦皇岛港口煤炭调度仍在回落（万吨）.....	9
图表 16：高炉开工率恢复到往年的103%（%）.....	9
图表 17：螺纹钢开工率修复至历年水平的7成（%）.....	9
图表 18：焦化开工率恢复到往年的106%（%）.....	10
图表 19：江浙织机开工率仍在低位（%）.....	10
图表 20：全钢胎开工率已修复至2022年的188%（%）.....	10
图表 21：半钢胎开工率已修复至2022年的187%（%）.....	10

图表 22: 本周 CCFI 和 SCFI 走势分化	11
图表 23: 商品房成交修复至 22 年的 107% (万平方米)	11
图表 24: 二手房成交修复至 22 年的 163% (平方米)	11
图表 25: 1 月乘用车销量加速下跌	12
图表 26: 影院营业数修复至 2022 年的 102% (家)	12
图表 27: 观影人数节后下滑, 约为 2022 年的 162% (万人)	12
图表 28: 农产品价格均下行, 猪肉跌幅走阔	13
图表 29: 有色价格均回落	13
图表 30: 伊拉克 1 月原油产量低于预期叠加土耳其地震影响, 本周油价小幅上行	14
图表 31: 近期流动性指标变动	14
图表 32: 隔夜操作利率突破前期高点	15
图表 33: 票据转贴现利率高位运行	16
图表 34: 近期海外相关指标变动	16
图表 35: 美联储鹰声不断, 美元持续走强	17
图表 36: 本周 10 年期中美国债利差再度走阔	17
图表 37: 美债三大期限利差分化	17
图表 38: 近期美联储官员鹰声不断	18
图表 39: 本周主要政策一览	20
图表 40: 2023 年专项债提前批同比增长近 50%	21

节后出行已基本恢复至历年同期，并保持高位；本周运价走势分化，CCFI 小幅上涨；地产销售延续回升，成交量修复至节前的 80%以上，二手房成交回升至历年的 128%；工业生产延续修复，开工率大多；农产品价格均下跌，猪肉、蔬菜跌幅扩大，中央协调地方启动猪肉收储计划；资源品价格大多回落；美联储鹰声不断，美债倒挂幅度走阔。

图表 1：高频指标数据最新变动

	指标	单位	涨跌	变动幅度	本周	上周	指标说明
出行	29城地铁客运量:周均	万人次	▲	6.05	6536.96	6163.88	29城地铁客运量延续上涨
	百城拥堵延时指数	%	▼	-0.16	1.25	1.41	城市拥堵指数小幅下跌
	执行航班:国内航班(不含港澳台):周均	架次	▼	-1.37	12120.80	12289.29	执行航班小幅回落
出口	中国出口集装箱运价指数CCFI	—	▲	2.08	1133.10	1110.00	CCFI止跌转涨, SCFI延续下跌
	上海出口集装箱运价指数SCFI	—	▼	-1.16	995.16	1006.89	
	波罗的海干散货指数BDI	—	▼	-8.63	601.20	658.00	BDI跌幅扩大
地产基建	100大中城市成交土地占地面积	万平方米	▲	215.62	1363.62	432.04	土地成交量涨价跌
	100大中城市成交土地溢价率	%	▼	-2.32	2.26	4.58	
	30大中城市商品房成交面积	万平方米	▲	22.80	34.44	28.05	商品房销售环比上行
	城市二手房出售挂牌价指数:全国	—	▼	-0.01	186.27	186.28	全国二手房挂牌价持平
	12大中城市二手房成交面积	万平方米	▲	9.09	176742.79	162012.86	二手房成交面积延续上涨
	挖掘机开工小时数:当月值	小时	▼	-53.09	44.00	93.80	1月挖机开工小时大幅下跌
	石油沥青装置开工率	%	▲	8.60	31.2	22.6	石油沥青开工率转涨
	水泥价格指数	点	▼	-0.21	136.28	136.57	水泥价格微跌
	南华玻璃指数	点	▼	-3.47	1882.79	1950.46	玻璃价格延续下跌
工业	南方八省电厂耗煤	万吨	▲	8.16	161.70	149.50	重点电厂耗煤延续增加
	全国钢厂:高炉开工率	%	▲	1.01	78.42	77.41	唐山钢厂开工率、产能利用率小幅上涨
	全国钢厂:产能利用率	%	▲	0.61	84.93	84.32	
	主要钢厂:螺纹钢开工率	%	▲	1.96	40.98	39.02	螺纹钢开工率、产量上涨
	主要钢厂:螺纹钢产量	万吨	▲	4.77	246.11	234.90	
	焦化企业开工率:产能>200万吨	%	▲	0.30	83.40	83.10	焦化企业开工率小幅上涨, PTA开工率转跌
	PTA:开工率	%	▼	-2.16	75.84	78.00	
	开工率:汽车轮胎:全钢胎	%	▲	35.21	62.27	27.06	汽车轮胎开工率涨幅扩大
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	▲	33.91	67.70	33.79	
库存	钢材	万吨	▲	6.99	1650.39	1542.52	钢材、螺纹钢库存持续上涨, 沥青库存持平
	螺纹钢	万吨	▲	11.31	884.82	794.92	
	沥青	万吨	—	0.00	40819.00	40819.00	
	南方八省电厂存煤	万吨	▼	-0.12	3334.00	3338.00	电厂存煤微跌
焦化厂炼焦煤库存	万吨	▼	-3.01	848.40	874.70	炼焦煤库存延续下降	
消费	乘用车厂家零售:日均销量	辆	▲	206.47	67642.00	22071.00	乘用车销量大幅增加
	乘用车厂家批发:日均销量	辆	▲	481.99	109973.00	18896.00	
	当日电影票房	万元	▼	-68.85	82749.25	265615.62	电影票房回落
	中国公路物流运价指数:整车运输	点	▼	-0.01	1027.40	1027.46	整车物流运价持平
消费品	农产品批发价格200指数	2015年=100	▼	-2.19	132.45	135.42	农产品批发价跌幅走阔
	菜篮子产品批发价格200指数	2015年=100	▼	-2.51	134.93	138.40	
	猪肉平均批发价	元/公斤	▼	-6.18	21.22	22.62	猪肉、鲜菜价格下跌
	28种重点监测蔬菜平均批发价	元/公斤	▼	-5.67	5.83	6.18	
通胀	Myspic综合钢价指数	元/吨	▼	-1.07	155.14	156.81	钢铁价格止跌转跌
	焦煤	元/吨	▼	-0.45	1829.40	1837.60	煤炭价格分化
	动力煤	元/吨	▲	0.54	799.92	795.60	
	布伦特原油	美元/桶	▲	1.53	84.13	82.87	布油止跌转涨
	铝	美元/吨	▼	-4.39	2495.70	2610.30	铝价跌幅走阔
	锌	美元/吨	▼	-7.40	3113.00	3361.70	锌价跌幅走阔
	铁	元/吨	▼	-0.38	890.30	893.70	铁、铜价格延续下跌
铜	美元/吨	▼	-2.25	8905.90	9110.50		

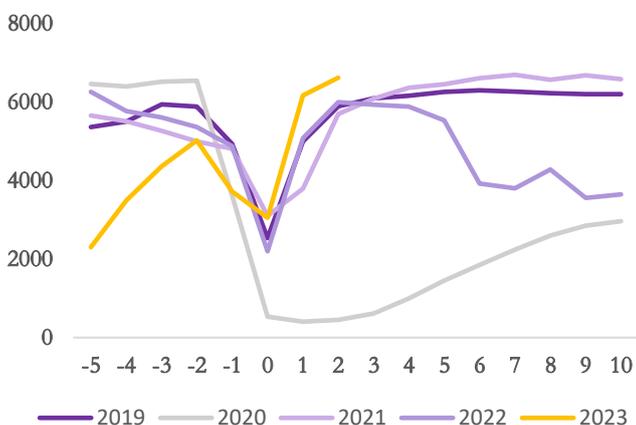
资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

1、经济：生产复工偏慢，消费节后回落

1.1、人流物流：人流量已完全恢复，货运修复至节前9成以上

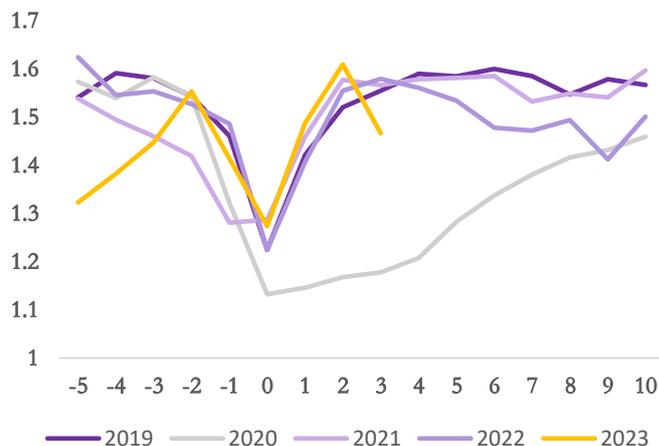
交通人流：29城地铁出行恢复至2019年和2022年节后同期水平的107%和110%，北京、上海、广州、重庆地铁客运量基本恢复至2022年节后同期水平的112%、94%、106%、109%，恢复至2019年节后同期水平的85%、92%、91%、128%；国内执行航班周环比下降1.96%，维持在前高位；从百度迁徙数据来看，10大热门迁入城市在春节后第二周，超2022年同期34%，高速公路车流量已恢复至去年同期102%，返工热度高涨。

图表 2：29 城地铁出行恢复到 22 年的 110%（万人次）



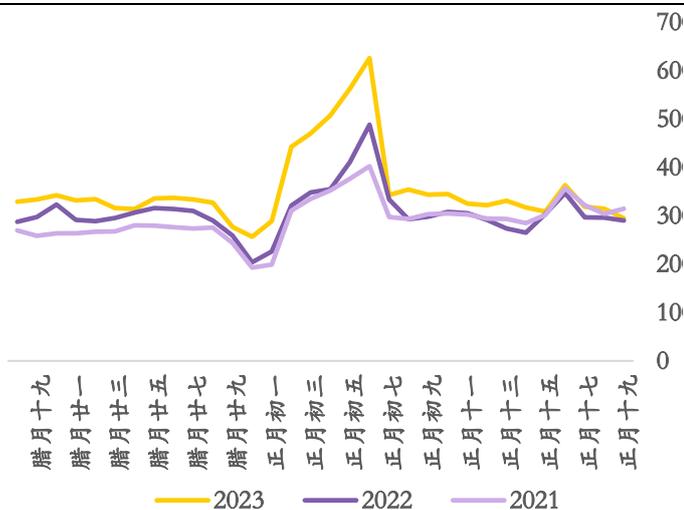
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（横坐标为距春节周数）

图表 3：百城拥堵延时指数修复到 22 年的 93%



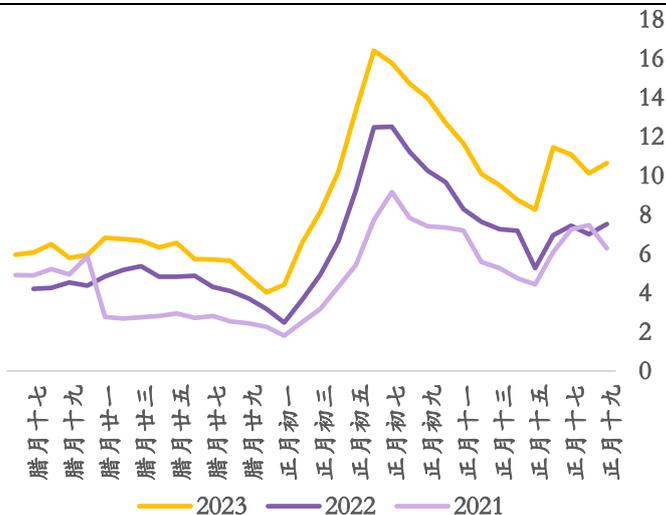
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（横坐标为距春节周数）

图表 4：高速公路车流量恢复至去年 102%（万辆次）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

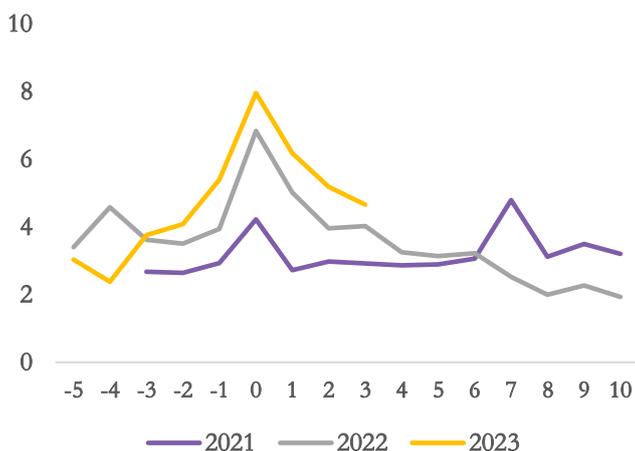
图表 5：十大热门迁入城市迁徙量超去年同期 34%



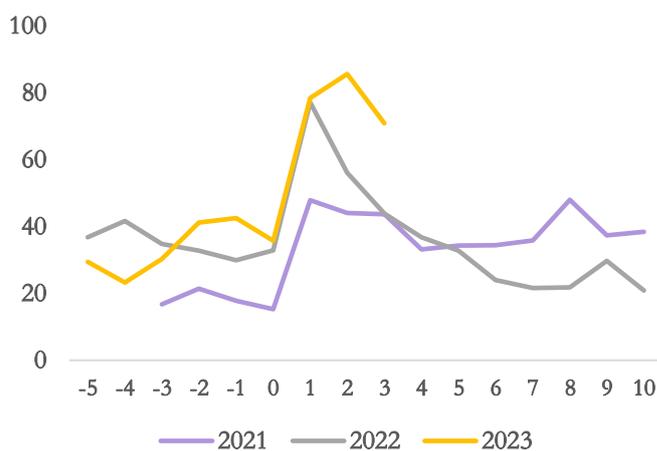
资料来源：iFind，华鑫证券研究

农民工迁徙：根据 2021 年农民工监测调查报告显示，农民工输出地主要集中在东部和中部地区，从十个人口迁出大省：四川、湖南、安徽、河南、甘肃、重庆、湖北、广西、江西、贵州的迁徙数据来看，今年春节期间迁出人数同比增长 16.37%。迁入地主要为东南沿海地区，今年返工热度高涨，节后一周内人口流入迅速增长，每日同比增速保持在 30% 以上，最高达 80%，今年迁徙规模指数更是接近 21 年同期的两倍。

图表 6：农民工主要迁出地同比增长 16.37%



图表 7：农民工主要迁入地同比增长保持在 30% 以上

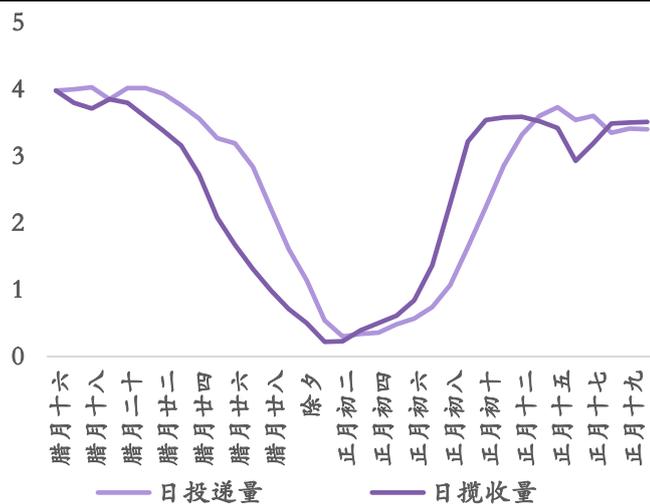


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（横坐标为距春节周数）

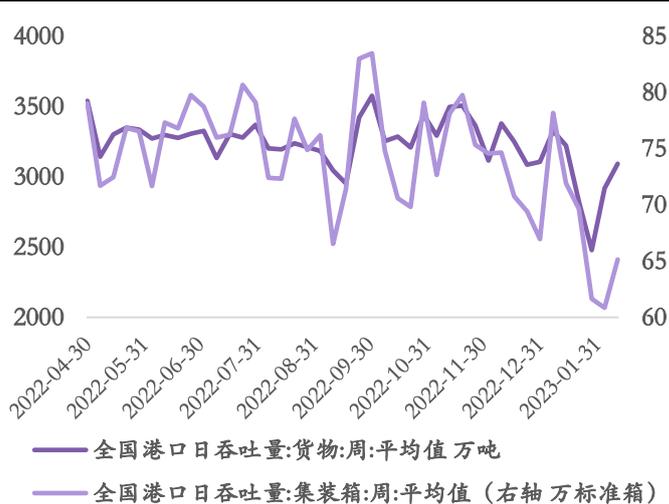
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（横坐标为距春节周数）

货运快递：截至正月十九，邮政快递日揽收量及投递量已升至节前的九成以上；全国港口货物及集装箱吞吐量分别恢复至节前 96% 和 90.6%。

图表 8：全国邮政快递恢复至节前 90%（亿件）



图表 9：港口货运量恢复至春节前 9 成以上



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

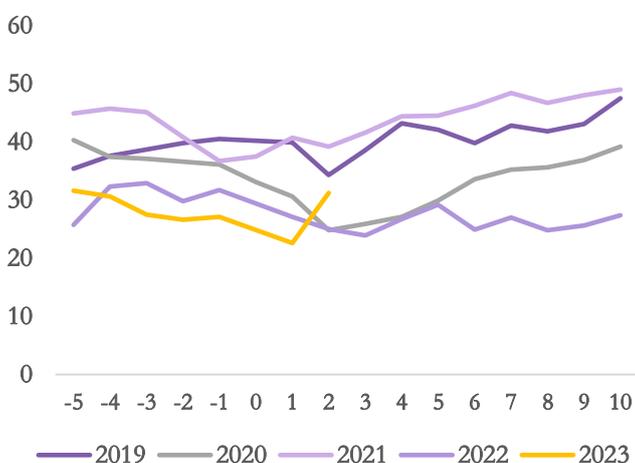
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

1.2、生产复工：中下游修复好于中上游，地产投资偏弱

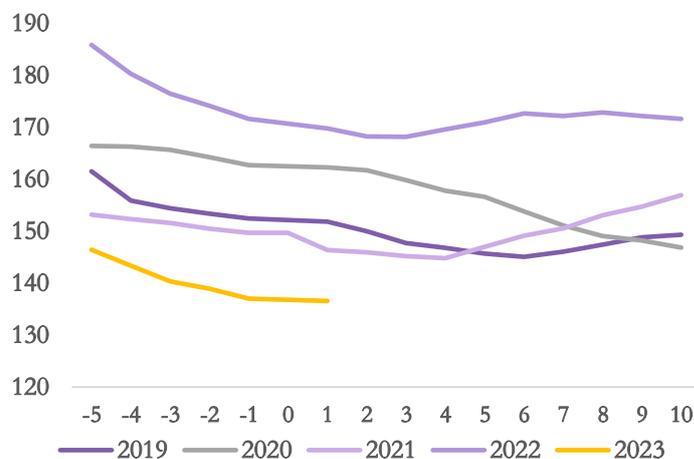
建筑业：节后开工缓慢，基建好于地产

石油沥青装置开工率、水泥价格指数分别修复至 2022 年的 95%、81%，修复至 2019 年的 72.2%、92%；PVC 开工率修复至 2022 年的 95%。建筑开工修复较慢，一是因为年前回款差影响基建、地产项目开工意愿，二是因为疫情放开更高比例的工人回家过年。后续来看，地产产业链尚未企稳复苏，保交楼落地效果低于预期，开工施工也难以改善；基建短期内受制于地方财政吃紧，随着专项债额度下达、中央加大对地方转移支付，基建有望维持一个较高的增速。

图表 10：石油沥青装置开工率修复至 22 年的 95% (%)



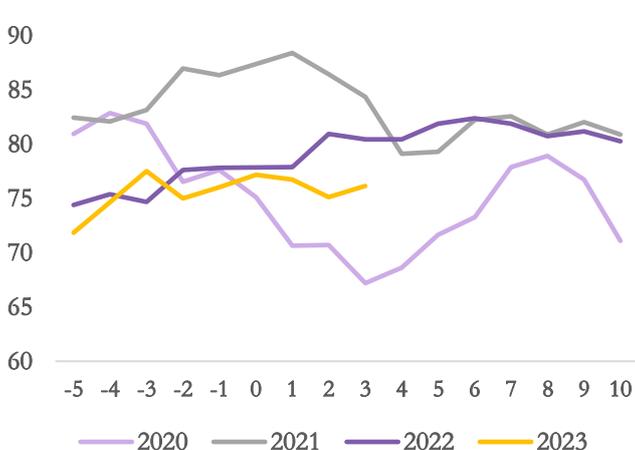
图表 11：水泥价格恢复至 22 年的 81% (点)



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（横坐标为距春节周数）

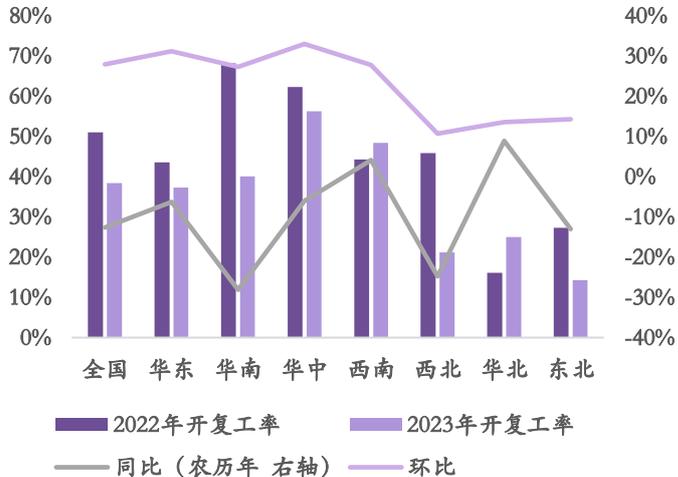
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（横坐标为距春节周数）

图表 12：PVC 开工率修复至 2022 年的 95% (%)



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（横坐标为距春节周数）

图表 13：节后基建开工明显弱于 2022 年

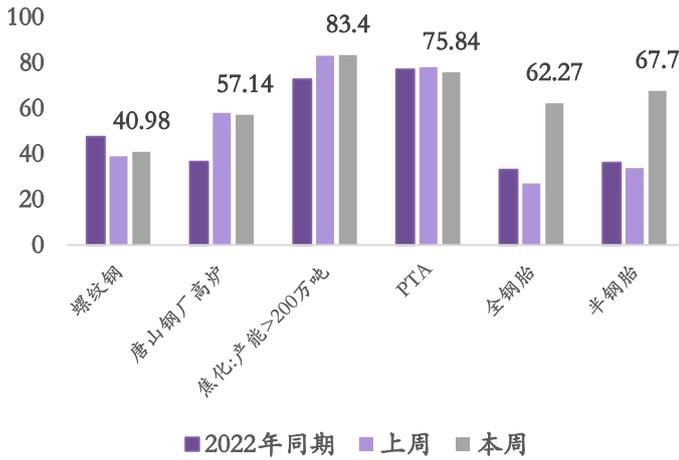


资料来源：百年建筑网，华鑫证券研究

制造业：中下游开工基本修复至历年水平，好于中上游

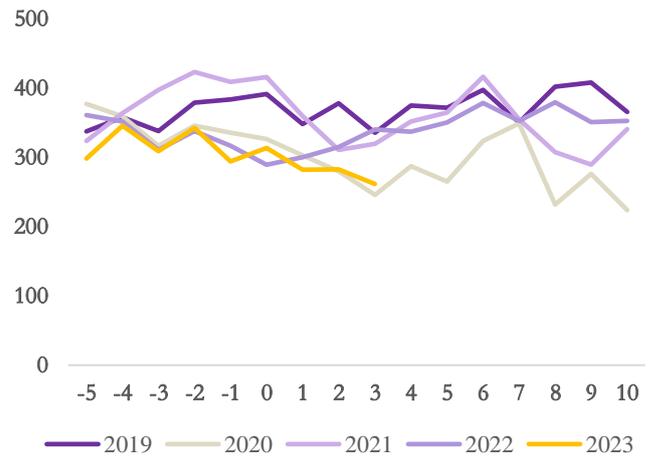
秦皇岛港口煤炭调度仍在回落，目前为 2021 年以来的最低值；高炉开工率分别修复至 2019 年和 2022 年水平的 97.6%和 77%；螺纹钢开工率分别修复至 2019 年和 2022 年水平的 66.75%和 81.8%。截至 2 月 10 日，各产业开工持续修复，焦化、PTA 开工率、全钢胎及半钢胎开工率恢复至 2022 年水平的 108%、95%、188%和 187%，2019 年的 100%、93%、89.8%、103%。

图表 14：中下游开工基本修复至历年水平



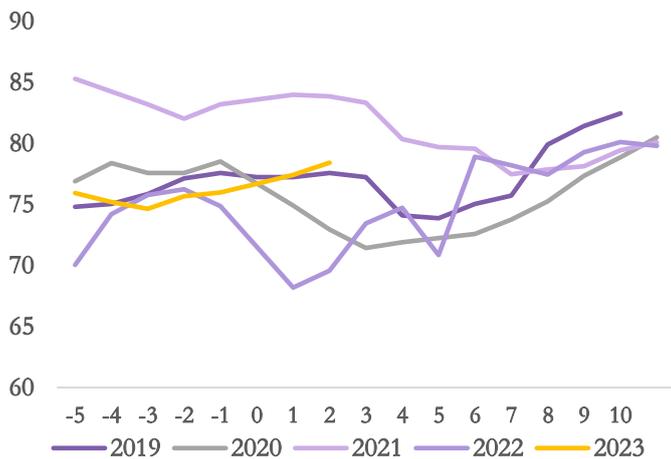
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 15：秦皇岛港口煤炭调度仍在回落（万吨）



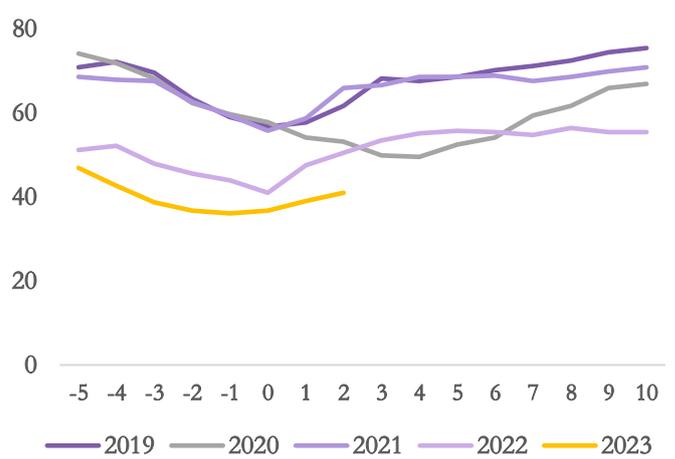
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（横坐标为距春节周数）

图表 16：高炉开工率恢复到往年的 103%（%）



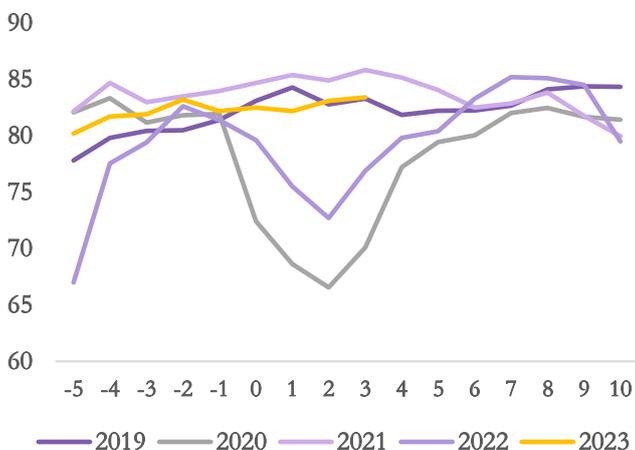
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（横坐标为距春节周数）

图表 17：螺纹钢开工率修复至历年水平的 7 成（%）



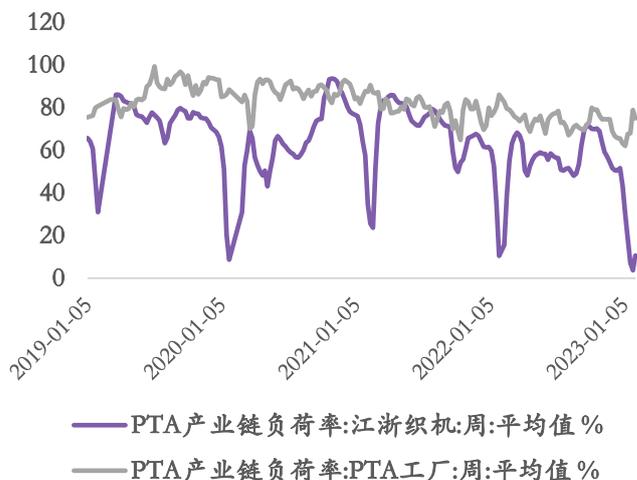
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（横坐标为距春节周数）

图表 18: 焦化开工率恢复到往年的 106% (%)



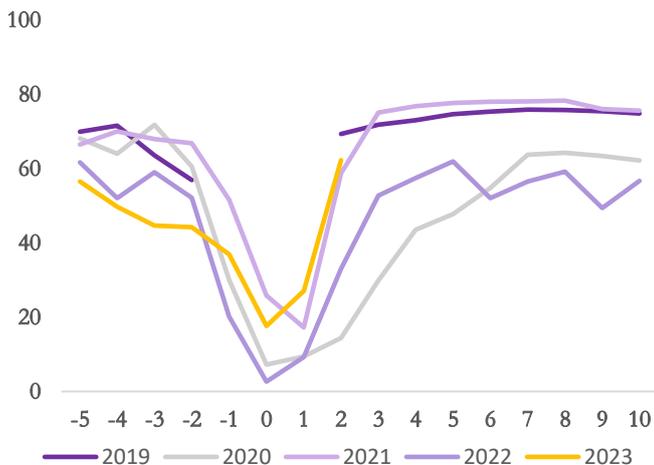
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究 (横坐标为距春节周数)

图表 19: 江浙织机开工率仍在低位 (%)



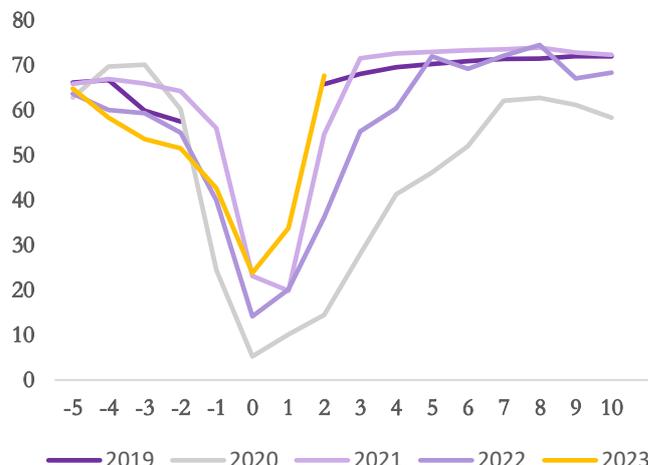
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 20: 全钢胎开工率已修复至 2022 年的 188% (%)



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究 (横坐标为距春节周数)

图表 21: 半钢胎开工率已修复至 2022 年的 187% (%)



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究 (横坐标为距春节周数)

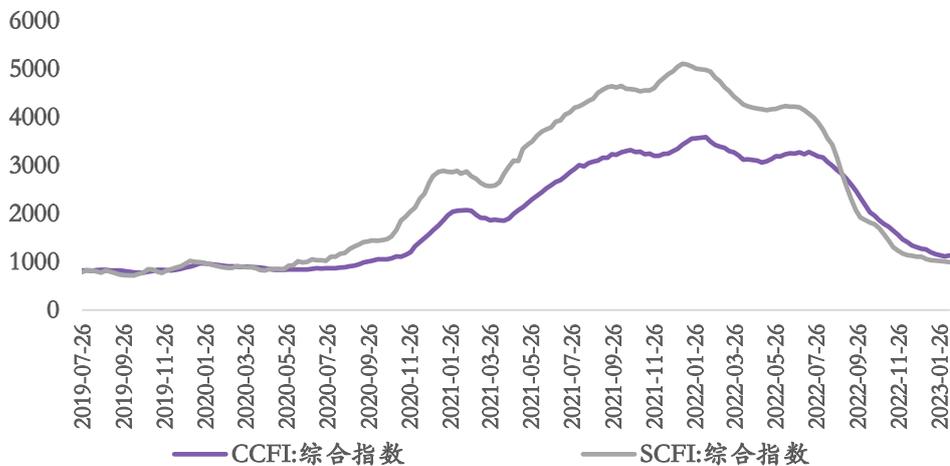
1.3、消费复苏: 节后消费回落, 二手房销售回升

出口: CCFI 小幅上涨, BDI 再次下挫

本周 CCFI 和 SCFI 走势分化, CCFI 指数为 1133.10, 环比上涨 2.08%, SCFI 指数为 995.16, 环比下降 1.16%; BDI 指数再次下探 8.63%, 本周跌至 601 点, 已接近 2020 年疫情爆发式的低谷。运价连续下探既受到我国原材料类商品需求修复缓慢的影响, 也有近期突发事件的因素, 比如巴西降雨超去年同期导致铁矿石出货量减少, 欧洲因暖冬导致天然气、

煤炭进口需求低于预期等;目前部分航线运价已低于运营成本,同时,我国终端需求的逐步释放有望促使出口探底回升。

图表 22: 本周 CCFI 和 SCFI 走势分化

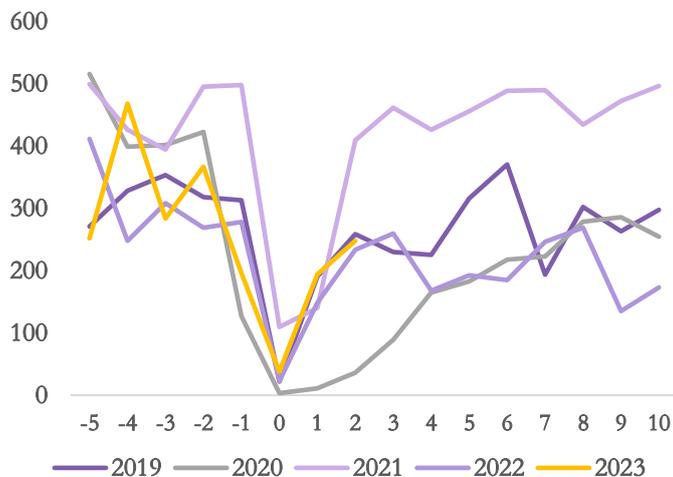


资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

地产: 商品房销售延续回升, 二手房销售快速回升至 2022 年同期的 163%

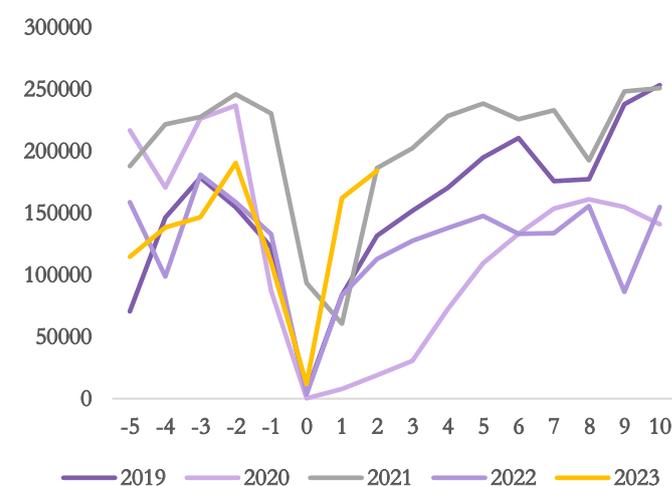
截至 2 月 5 日, 百城土地成交面积回升, 环比上涨 215.62%, 土地溢价率回落 2.32 个百分点, 本周为 2.26%; 全国城市二手房挂牌指数与上周持平; 截至 2 月 11 日, 30 大中城市商品房成交面积延续回升, 较上期涨幅为 22.80%, 一、二、三线城市均上涨, 涨幅分别为 57.76%、12.78%、15.75%; 12 大中城市二手房月均值成交面积环比上涨 9.09%, 二手房恢复快于商品房。本周北京等地集中拍地, 但溢价率仍处低位, 土地市场修复尚早; 新房和二手房连续 2 周环比上涨, 分别修复至 2022 年的 107%和 163%, 2019 年的 96%和 140%, 二手房量价表现好于新房, 随着政策进一步加码, 上半年地产消费回暖可期。

图表 23: 商品房成交修复至 22 年的 107% (万平方米)



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究 (横坐标为距春节周数)

图表 24: 二手房成交修复至 22 年的 163% (平方米)

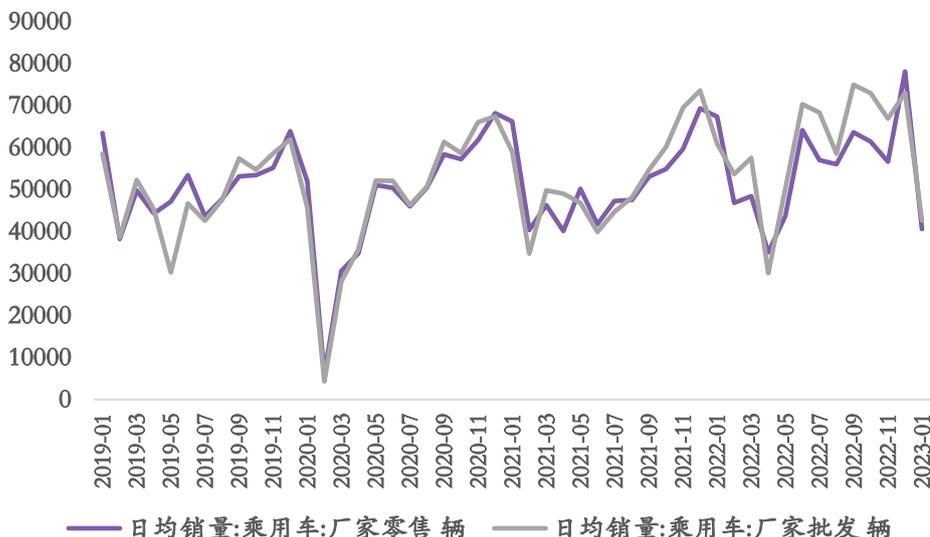


资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究 (横坐标为距春节周数)

汽车：1月乘用车销量为近20年最差，加速下滑近40%

1月最后一周，月末叠加节后复工，乘用车零售、批发量分别环比上涨206.47%，482%。1月全月乘用车市场零售达到129万辆，同比下降37.9%，环比下降40.4%，环比和同比都是近20年来最差的一月数据，主因2022年透支了短期内的汽车消费。

图表 25：1月乘用车销量加速下跌

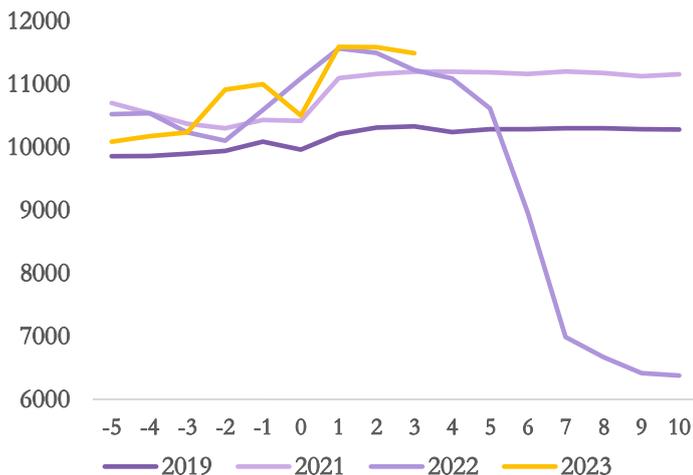


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

观影：热度下滑，但表现仍超历年水平

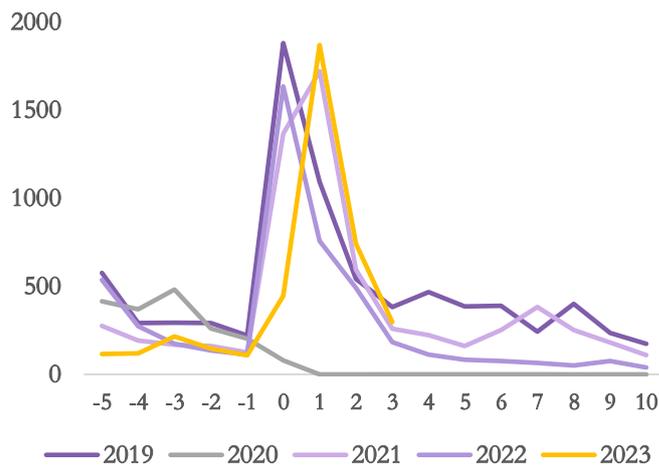
复工第二周，票房环比下跌68.9%，达到了2019年和2022年同期的77.7%、162%；影院营业数恢复较好，达到了2019年和2022年同期的111%、102%。

图表 26：影院营业数修复至2022年的102%（家）



资料来源：iFind，华鑫证券研究（横坐标为距春节周数）

图表 27：观影人数节后下滑，约为2022年的162%（万人）

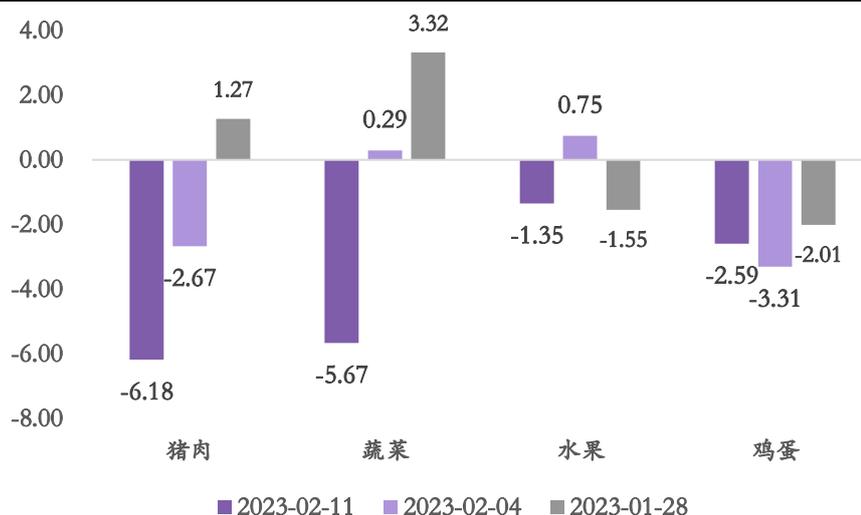


资料来源：iFind，华鑫证券研究（横坐标为距春节周数）

2、通胀：猪肉开启收储，有色价格下跌

本周各类农产品价格均回落。农产品批发价格及菜篮子产品批发价格指数分别下降 2.19%和 2.51%，主要农产品中，猪肉、蔬菜、水果、鸡蛋价格分别下跌 6.18%，5.67%，1.35%和 2.59%，假期结束，猪肉、果蔬等产品的需求相对下降，价格进入下降通道。本周猪粮比已进入一级预警区间，国家开启收储工作。

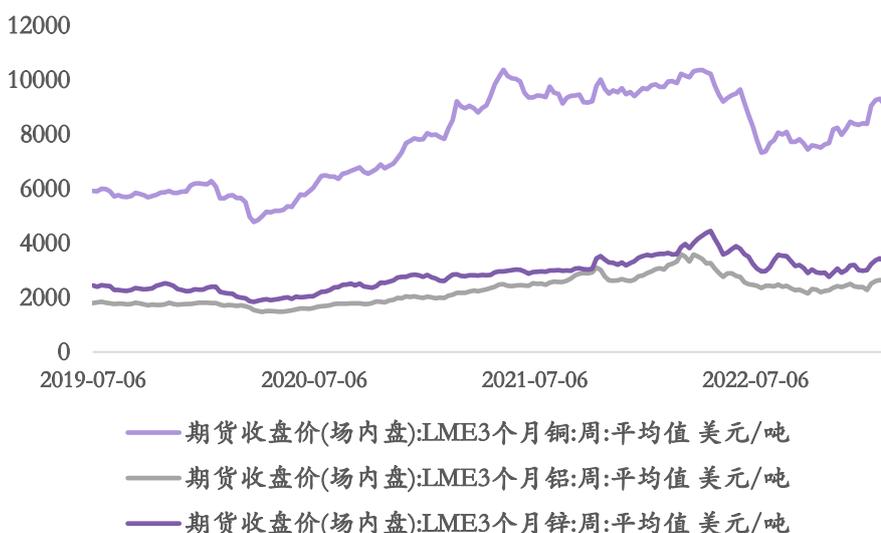
图表 28：农产品价格均下行，猪肉跌幅走阔



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

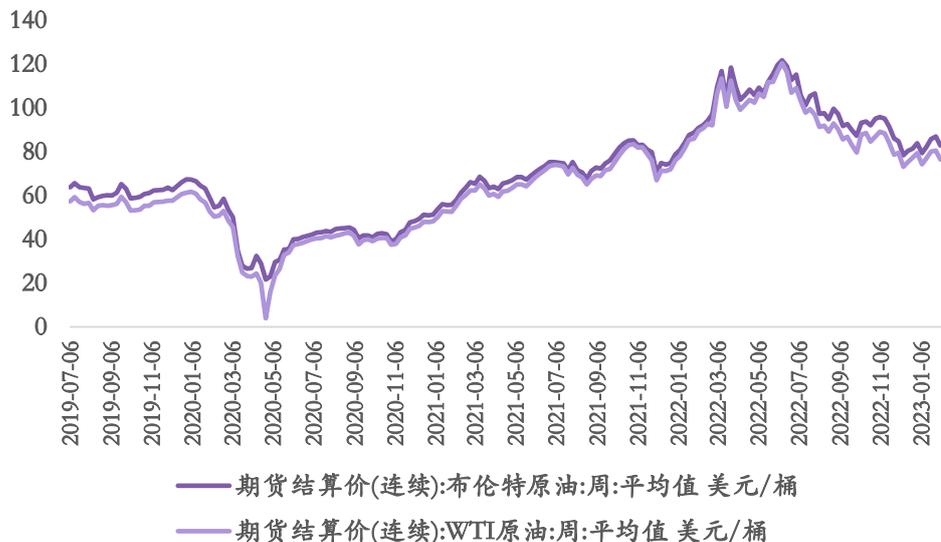
资源品价格大多下跌。布油上涨 1.53%，焦煤及动力煤分别下跌 0.45%和上涨 0.54%，铝、锌、铁、铜分别下降 4.39%、7.4%、0.38%、2.25%。国际原油市场上，伊拉克 1 月原油产量低于预期叠加土耳其地震影响，均驱动油价上行。有色方面，铜价受美元强势压制、国内库存累库略超预期叠加过热交易有所回落，铜价高位回落；铝价受国内库存累库略超预期叠加国内需求复苏仍待进一步验证压制，跌幅走阔。

图表 29：有色价格均回落



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 30：伊拉克 1 月原油产量低于预期叠加土耳其地震影响，本周油价小幅上行



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

3、流动性：央行重启净投放，缓解流动性压力

货币量方面，本周公开市场净投放资金 6020 亿元；货币价方面，政策利率无变动。本周市场利率延续上行，DR001、R001、DR007、R007、SHIBOR 分别上行 51.9BP、51.7BP、25.8BP、13.7BP 和 10.9BP；3 个月期和 1 年期同业存单利率分别上行 6.2BP、3.7BP；票据转贴现利率延续上涨，半年期及 1 年期国股转贴现利率分别上行 38.2BP 和 17.4BP。国债收益率分化，1 年期利率小幅上行 0.5BP，5 年期与 10 年期国债收益率分别下行 1.0BP 和 0.9BP；国债逆回购利率止涨转跌，GC001 上行 8.7BP，GC007 下行 19.3BP。

本周资金利率冲高，央行重启净投放。历年春节过后受现金回流银行体系、假期扰动因素消散等因素影响，央行通常会公开市场净回笼流动性，导致资金利率短期冲高。今年也不例外，春节后央行回收短期过剩流动性，资金价格震荡上行，资金面阶段性收紧；但近期为顺应市场流动性需求，央行连续三天通过逆回购净投放，缓解资金面紧张。

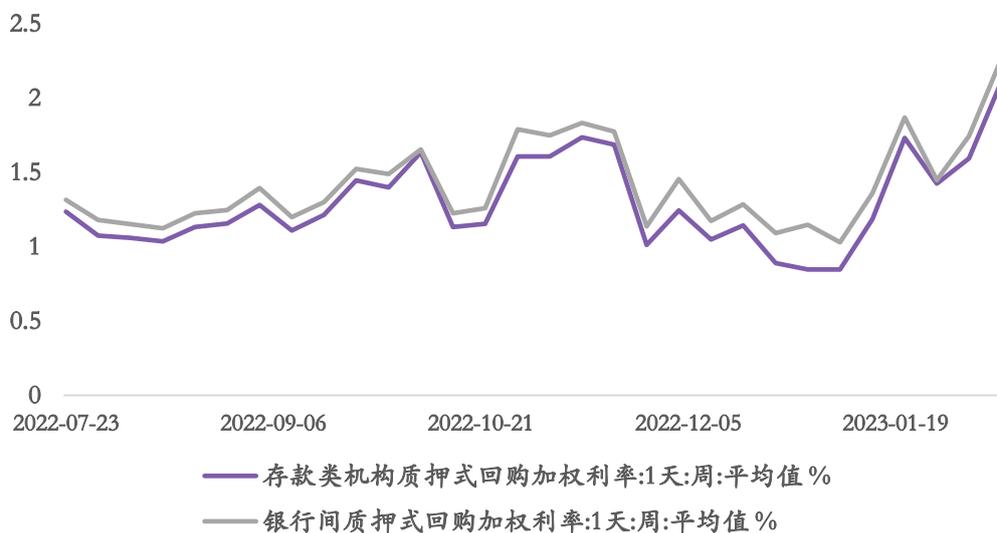
图表 31：近期流动性指标变动

	指标	单位	涨跌	变动幅度	本周	上周	指标说明	
流 动 性	量	公开市场净投放	亿元	▲	16700	6020	-10680	央行公开市场净投放 资金
		逆回购净投放	亿元	▲	16700	6020	-10680	
		MLF 净投放	亿元	—	—	0	0	
价:政策利 率	逆回购利率:7 天	%	—	—	2.00	2.00	政策利率无变动	
	MLF 利率:1 年	%	—	—	2.75	2.75		

	LPR 利率:1 年	%	—	—	0.00	3.65	
	LPR 利率:5 年	%	—	—	4.30	0.00	
货币市场利率	DR001	%	▲	51.9	2.26	1.74	资金利率涨幅走阔
	DR007	%	▲	25.8	2.35	2.09	
	R001	%	▲	51.7	2.11	1.59	
	R007	%	▲	13.7	2.11	1.97	
	SHIBOR:一周	%	▲	10.9	2.09	1.98	
同业存单利率	同业存单到期收益率(AAA):1 年	%	▲	6.2	2.63	2.57	同业存单利率小幅上行
	同业存单到期收益率(AAA):3 个月	%	▲	3.7	2.38	2.34	
票据利率	国股转贴现利率:6 个月	%	▼	38.2	2.33	1.95	票据转贴现利率延续上行
	国股转贴现利率:1 年	%	▼	17.4	1.88	1.71	
国债利率	国债收益率:1 年	%	▲	0.5	2.16	2.16	国债利率分化
	国债收益率:5 年	%	▼	-1.0	2.70	2.71	
	国债收益率:10 年	%	▼	-0.9	2.90	2.91	
国债逆回购利率	GC001	%	▲	8.7	2.38	2.29	国债逆回购利率止跌转涨
	GC007	%	▲	19.3	2.40	2.20	

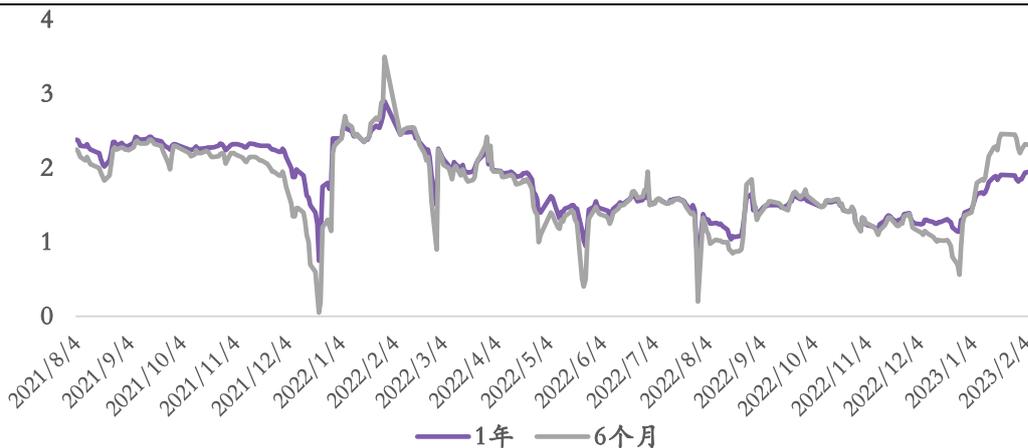
资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 32: 隔夜操作利率突破前期高点



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 33: 票据转贴现利率高位运行



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

4、海外：鹰声不断，美债倒挂再走阔

4.1、美元指数延续上行，三大期限利差分化

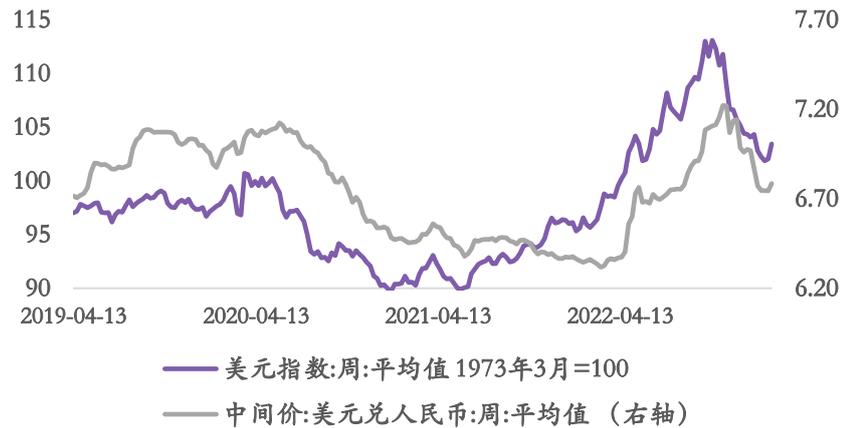
本周美元指数延续上行，周均 103.45 点，美元兑人民币上行至 6.78，10 年期美债收益率止跌转涨上行 19BP 至 3.67%，中美国债利差走阔 20BP；美债三大期限利差分化，10Y-3M 利差收窄 14BP，10Y-2Y 利差走阔 9BP，10Y-5Y 利差走阔 8BP；截至 2 月 4 日，美国当周初次申请失业金人数较上周增加 7.1 万人。

图表 34: 近期海外相关指标变动

	指标	单位	涨跌	变动幅度	本周	上周	指标说明
汇率	美元指数	—	▲	1.40	103.45	102.05	美元指数延续上行
	美元兑人民币中间价	—	▲	0.04	6.78	6.74	美元兑人民币中间价小幅上涨
海外	美国10年期国债	%	▲	0.19	3.67	3.48	美元10年期国债止跌转涨
	美国国债10Y-3M利差	%	▲	0.14	-1.07	-1.21	
	美国国债10Y-2Y利差	%	▼	-0.09	-0.80	-0.71	美债三大期限利差倒挂分化
	美国国债10Y-5Y利差	%	▼	-0.08	-0.19	-0.11	
	中美10年期国债利差	%	▼	-0.20	-0.77	-0.57	中美国债利差走阔
就业	美国当周初次申请失业金人数	万	▲	7.10	19.60	18.30	当周初次申请失业金人数上升

资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 35: 美联储鹰声不断, 美元持续走强



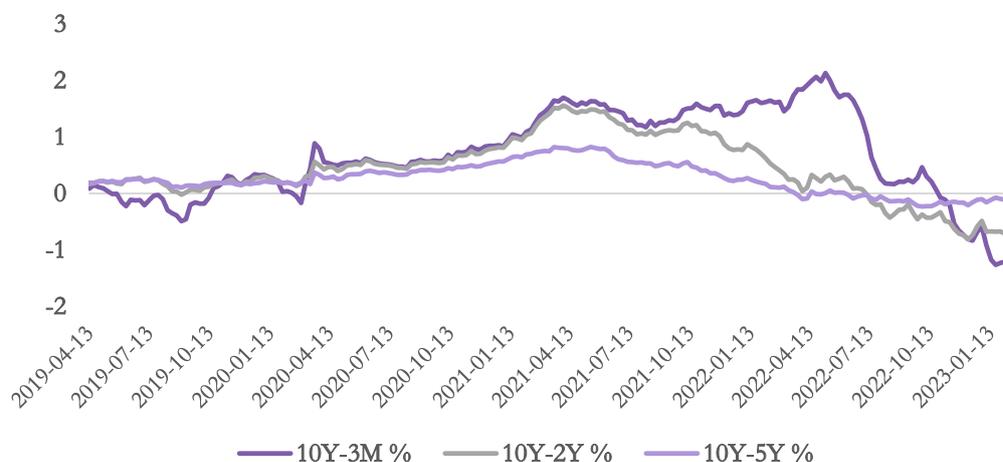
资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 36: 本周 10 年期中美国债利差再度走阔



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 37: 美债三大期限利差分化



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

4.2、美联储官员不断放鹰，美债倒挂创 40 年之最

本周美联储官员鹰声不断。1 月强劲的非农就业支撑了美联储强势抗通胀，当周初次申请失业金人数也持续低位运行，多名美联储官员发声继续支持加息。2 月 8 日，美联储主席鲍威尔发表讲话，表明利率需要继续上升以抑制通胀，并强调终端利率可能达到比交易员和政策制定者预期更高的水平。

超强的非农数据支撑了联储经济软着陆的观点，美联储官员的放鹰发言催化下，美债期限利差倒挂幅度走阔，10Y-2Y 国债利差走阔至 80BP，创下 20 世纪 80 年代以来四十年最严重倒挂水平，后续仍有加深的空间，重点仍需关注 2 月 14 日公布的 CPI 数据，将会对加息节奏及美债收益率的走向产生决定性影响。

图表 38：近期美联储官员鹰声不断

时间	官员	有无投票权	主要内容
2023/2/7	博斯蒂克	无	美国1月份就业强劲，增加了美联储需要将利率提升至此前预期终点的的可能性。
2023/2/7	卡什卡利	有	美联储尚未取得足够的进展，不能宣告胜利，美国强劲的1月劳动力市场数据表明，美联储在控制通胀方面还有更多工作要做，将继续加息。
2023/2/8	鲍威尔	有	美国通胀已开始降温，但仍有很长的路要走；强劲就业市场报告或更高的通胀报告，会使美联储采取更多措施，使加息幅度超预期
2023/2/8	威廉姆斯	有	美联储需要在几年内保持足够严格的货币政策，以降低通胀，终端利率在5-5.25%是合理的观点；如果经济形势发生变化，美联储可能会以更大力度加息
2023/2/8	丽莎·库克	有	美联储正采取有力行动遏制通胀，以较小幅度继续收紧货币政策是正确的做法
2023/2/9	沃勒	有	遏制通胀的工作“尚未完成”，可能是一场“持久战”，这将导致利率高于市场预期。
2023/2/9	巴尔	有	联储继续加息以确保让通胀率回到2%的目标水平至关重要；鉴于需求放缓但依然强韧、劳动力市场健康、还有不幸的是俄乌战争带来额外的持续冲击，通胀依然高企应当不会让人意外，尽管通胀峰值可能已过

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

5、热点：社融大超预期，通胀短期无忧

本周重点关注：本周发布了 1 月社融、CPI、外汇储备数据。政策方面，31 个省市发布了数字经济目标；全国平均猪粮比进入过度下跌一级预警区间，国家发展改革委将会同有关部门启动中央冻猪肉储备收储工作；地产方面，河南、四川等多省拟试点现房销售，河南省已确立试点城市。行业方面，美国科技公司 OpenAI 开发的聊天机器人 ChatGPT 成为市场的关注焦点。

1 月社融数据大超预期，新增信贷为单月历史最高，新增社融创历史次高。人民币贷款是社融的主要拉动项，人民币贷款增加 4.9 万亿元，同比多增 9227 亿元，明显好于季节性，创下历史新高；新增社融 5.98 万亿元，同样好于近三年同期，为历史次高水平，仅低于 2022 年 1 月。自发性融资同比走阔，政策性融资同比少增收窄。从结构上来看，企业中长贷加速扩张，但居民扩表意愿仍然很低，居民短贷及中长贷仍是拖累，地产修复仍有压力。

1 月 CPI、PPI 增速均弱于市场预期，核心 CPI 同比回升。2023 年 1 月 CPI 小幅上行，同比上涨 2.1%，环比为 0.8%；核心 CPI 同比上涨 1%。整体来看，猪肉价格持续下行压制 CPI 环比弱于往年春节，CPI 服务项环比上行 0.8%，仍弱于疫情前的春节水平。后续来看，通胀短期无忧，但长期来看服务业持续修复可能会加大后续涨价压力，猪肉价格虽然当前

持续下跌，国家已开始收储工作，叠加疫后消费回升，仍有涨价空间。

PPI 仍处在探底过程中，1 月 PPI 延续下行，同比下降 0.8%，环比为-0.4%，主因生活资料拖累；分行业来看，国际原油价格波动和国内煤炭价格下行等因素影响，相关行业价格回落。PPI、CPI 走势分化，带动剪刀差倒挂再走阔。

目前全国 31 个省（直辖市、自治区）都发布了数字经济目标。其中，北京、上海、广东、浙江四个省份提出，数字经济十四五期间占地区 GDP 比重达到 50% 以上。比如上海到 2025 年底，上海数字经济发展水平稳居全国前列，增加值力争达到 3 万亿元，占全市生产总值比重大于 60%。数字经济也已成为拉动地区经济发展的主导力量，各地今年纷纷加码数字经济，制度体系不断完善，也为今后发展数字经济提供了政策保障。

猪肉方面，据国家发展改革委监测，1 月 30 日~2 月 3 日当周，全国平均猪粮比价为 4.96:1，进入《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》确定的过度下跌一级预警区间。国家发展改革委将会同有关部门启动中央冻猪肉储备收储工作，并指导各地同步收储，后续猪肉有望止跌。

地产方面，1 月中旬，住建部明确支持房地产行业转型发展、“有条件的可以进行现房销售”之后，山东、安徽、河南、四川这四个省相继提出，将因地制宜开展现房销售。其中，河南省已确立试点城市。当前保交楼效果不及预期，居民信心尚未恢复，商品房销售修复也弱于二手房，推动现房销售有利于减少地产市场信用风险，加速信心修复。

行业方面，美国科技公司 OpenAI 开发的聊天机器人 ChatGPT 成为市场的关注焦点，仅两个多月就实现注册用户数量破亿，创下增速纪录，微软、谷歌、Meta 等美国科技巨头纷纷重金布局相关赛道，大幅增加对 AI 领域的投资，百度、阿里、三六零、网易有道等公司相继确认正在开发相关产品；2 月 6 日起，暂停 3 年的出境团队游将恢复，携程数据显示，春节过后一周，出境团队游和“机票+酒店”打包产品的预订量，比假期一周增长超 3 倍。

下周重点数据关注：美国 1 月 CPI、PPI。

图表 39：本周主要政策一览

	时间	部门	主题	主要内容
数据	2023/2/10	央行	1月社融	2023年1月人民币贷款增加4.9万亿元，同比多增9227亿元；社会融资规模增量达到5.98万亿元，比上年同期少1959亿元。
	2023/2/10	统计局	1月CPI	2023年1月份居民消费价格同比上涨2.1%，环比上涨0.8%，工业生产者出厂价格同比下降0.8%，环比下降0.4%。
	2023/2/8	外汇局	1月外汇储备	截至1月底，中国外汇储备达到31844.6亿美元，较2022年底增加568亿美元，涨幅为1.82%。
本周重点关注	2023/2/7	——	数字经济	目前全国31个省/市都发布了数字经济目标，其中， 北京、上海、广东、浙江四个省份提出，数字经济十四五期间占地区GDP比重达到50%以上。
	2023/2/6	国家发改委	猪粮比进入一级预警	1月30日~2月3日当周， 全国平均猪粮比价为4.96:1，进入《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》确定的过度下跌一级预警区间 ；国家发展改革委将会同有关部门启动中央冻猪肉储备收储工作，并指导各地同步收储。
	2023/2/6	国资委	《支持国有企业办医疗机构高质量发展工作方案》	坚持国有企业办医疗机构公益性，充分发挥其在基本医疗服务提供、急危重症和疑难病症诊疗等方面的重要作用， 支持具备条件的国有企业办医疗机构牵头组建医联体，发挥引领和辐射带动作用等。
	2023/2/3	工信部	八部门组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点	通知明确完善公共领域车辆全面电动化支撑体系，建成适度超前、布局均衡、智能高效的充换电基础设施体系， 新增公共充电桩（标准桩）与公共领域新能源汽车推广数量（标准车）比例力争达到1:1，高速公路服务区充电设施车位占比预期不低于小型停车位的10%。
	2023/2/9	——	多省拟试点现房销售	1月中旬，住建部明确支持房地产行业转型发展，“有条件的可以进行现房销售”之后，山东、安徽、河南、四川这四个省相继提出， 将因地制宜开展现房销售 ；其中， 河南省已确立试点城市，以郑州、开封为试点，积极探索预售制度改革和现房销售。
行业	2023/2/10	——	ChatGPT激发全球AI浪潮	美国科技公司OpenAI开发的聊天机器人ChatGPT成为市场的关注焦点 ，微软、谷歌、Meta等美国科技巨头纷纷重金布局相关赛道，大幅增加对AI领域的投资，百度、阿里、三六零、网易有道等公司相继确认正在开发相关产品。
	2023/2/7	——	出境团队游恢复	2月6日起，暂停3年的出境团队游将恢复，携程数据显示，春节过后一周，出境团队游和“机票+酒店”打包产品的预订量，比假期一周增长超3倍。
下周热点前瞻	2023/2/14	美国	CPI	美国1月CPI
	2023/2/16	美国	PPI	美国1月PPI

资料来源：各大新闻网站，华鑫证券研究

6、31省专项债提前批增长近50%

31个省份都披露了预算报告，其中都公布了提前批地方债额度的情况，31省份获得的提前批专项债、一般债额度合计分别为21900亿、4320亿，相比去年分别增长50%、32%；广东、山东、浙江、四川、河北、河南、江苏提前批额度均超1000亿，青海、西藏、宁夏额度较少，均不足10亿。2022年新增地方政府专项债3.65万亿，本次提前批用足了60%的提前批额度，也是历年提前批中最高，表明了监管部门托底稳增长的决心。根据2022年的情况，相关部门将推动上半年将提前批专项债资金用完，一季度将形成专项债发行高峰。

图表 40：2023 年专项债提前批同比增长近 50%

省份	2022 年提前批额度	2023 年提前批额度	增幅
广东	1759	2975	69.13%
山东	1410	2184	54.89%
浙江	1217	1704	40.02%
四川	882	1399	58.62%
河北	740	1286	73.78%
河南	820	1271	55.00%
江苏	713	1085	52.17%
安徽	806	969	20.22%
湖北	946	964	1.90%
福建	555	933	68.11%
江西	664	885	33.28%
重庆	486	882	81.48%
湖南	643	833	29.55%
陕西	315	544	72.70%
天津	319	508	59.25%
云南	583	472	-19.04%
广西	367	451	22.89%
北京	252	450	78.57%
甘肃	315	416	32.06%
山西	241	350	45.23%
上海	188	324	72.34%
贵州	251	265	5.58%
海南	95	259	172.63%
新疆	77	197	155.84%
吉林	64	132	106.25%
黑龙江	37	80	116.22%
辽宁	23	66	186.96%
内蒙古	60	45	-25.00%
青海	47	9	-80.85%
西藏	6	8	33.33%
宁夏	0	2	——
合计	14881	21948	47.49%

资料来源：地方政府官网、地方政府财政部，华鑫证券研究

7、风险提示

- (1) 宏观经济加速下行
- (2) 疫情反复冲击
- (3) 政策效果不及预期

■ 宏观策略组介绍

谭倩：13年研究经验，研究所所长，首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

张帆：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所。

孙航：金融学硕士，2022年5月加盟华鑫研究所。

■ 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

报告编号：HX-230214131439