

# 外部流动性压力趋缓，内部经济运行核心矛盾仍是内需不足

## 2023年12月11日-12月17日周报

### ◆ 12月议息会议鸽派超预期，美联储降息时点或向市场预期靠拢

北京时间12月14日凌晨，美联储公布12月的议息会议决议，联邦基金利率目标区间维持5.25%-5.50%不变。此外委员会将按之前公布的计划缩减购债，每月缩减600亿美元国债和350亿美元机构债券和抵押贷款支持证券(MBS)。本次会议是季末会议，公布了新的经济预测和点阵图。

11月以来，随着美国通胀数据下行，市场加息预期大幅降温并开始提前交易美联储转向降息，带动美元指数和美债收益率下行，美股趋势上行。因此本次会议会前市场预期鲍威尔将作出鹰派发言，以“敲打”市场。然而经济预测和点阵图以及会后鲍威尔的发言均对经济和通胀的前景报以乐观态度，并且鲍威尔直言“降息已经逐步进入视野”，大大超出市场预期。

经济增长方面，美联储上调2023年GDP增长预测至2.6%，较9月预测的2.1%上修了0.5PCTS；下调2024年GDP增长预测至1.4%，较9月下修了0.1PCTS。

通胀方面，经济预测下修了通胀路径，对2023年PCE通胀的预测从9月的3.3%下调至2.8%，下修了0.5PCTS；对核心PCE通胀的预测从3.7%下调至3.2%，下修了0.5PCTS。此外，认为长期通胀风险偏上行的联储委员由14位下降到7位，委员会对于长期通胀风险的多数判断变得更加均衡。发布会上，鲍威尔对经济和通胀的前景同样表示乐观。鲍威尔多次提及本轮通胀明显回落但失业率并未大幅上升，表明美国经济软着陆的趋势有望延续，并不担忧经济超预期衰退。美国财政部长近期也表态称，美国正走在通胀持续下降的路上，但经济不会大幅放缓，劳动力市场也会保持强劲，从而实现软着陆。

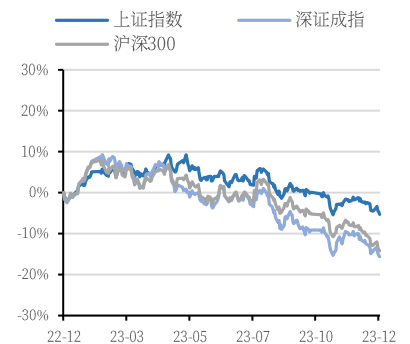
政策路径方面，虽然鲍威尔表示委员会的一些成员认为应当保留进一步加息的空间，但是点阵图显示美联储并未预留进一步加息的空间，可以看作美联储加息终结的表态。2024年政策利率预测中值为4.5-4.75%，对应降息3次，累计降幅75BP。对于美联储本轮加息的“最后一英里”，鲍威尔表示基于当前的情况，最后一英里或许没有想象中艰难。

虽然站在当前时点，美国经济陷入衰退的可能性仍处于低位，但是美联储已经提前平衡经济增长和通胀控制，并且鲍威尔表示经济弱化并不是降息的必要条件，这暗示即便2024年经济继续增长也可能会降息。我们认为随着美联储决策重心的改变，在经济增长和就业不及预期的情况下，美联储明年开启降息的时点或逐步向市场预期靠拢。截止12月17日，CME数据显示明年1月联邦基金目标利率保持不变的概率是89.7%，

### 主要数据

上证指数	2942.5568
沪深300	3341.5517
深证成指	9385.3332

### 主要指数走势图



### 作者

符旸 分析师

SAC执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理

SAC执业证书: S0640122090025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicsec.com

### 相关研究报告

政府债继续支撑社融增量，市场主体预期有待进一步修复 —2023-12-15

鸽派超预期，鲍威尔表示降息已逐渐进入视野 —2023-12-14

金融市场分析周报 —2023-12-13

明年3月联邦基金目标利率仍然不变的概率是30.5%、降息25个BP的概率是62.7%，市场主流预期明年全年将降息150个BP。

#### ◆ 11月政府债继续支撑社融增量，市场主体预期有待进一步修复

11月社会融资规模增量为2.45万亿元（前值1.85万亿元），符合市场预期。11月新增社融同比多增4663亿元，连续第4个月同比多增。11月社融存量增速+9.4%，前值+9.3%，符合市场预期。结构上，11月社融同比多增依然主要靠政府债支撑。根据wind统计，今年11月全国范围内新发行地方政府特殊再融资债券3530亿元。

11月金融机构各项贷款余额增速+10.8%（前值+10.9%），低于市场预期的+11.0%，金融机构新增贷款10900亿元（前值7384亿元），低于市场预期的1.27万亿元。11月金融机构新增贷款同比少增1200亿元，10月为同比多增1232亿元。11月信贷同比少增主要受企业端的新增中长期贷款同比少增拖累。

11月居民端人民币贷款新增2925亿元，同比多增298亿元。11月居民短期贷款增加594亿元，与去年同期相当，但明显弱于2018-2021年同月值。11月居民中长期贷款新增2331亿元，高于去年同期的2103亿元，明显弱于2018-2021年同月值，显示居民消费和购房有一定恢复，但是这种恢复偏向于在消费走弱、购房意愿低迷的基础上的弱修复。

11月企业端新增人民币贷款8221亿元，同比少增616亿元，其中企业端短期贷款同比多增1946亿元，企业端中长期贷款同比少增2907亿元。与2018年以来同月相比，11月企业端新增人民币贷款额度排在第2位，仅次于去年同月，尤其是企业端新增中长期贷款，今年11月虽因去年基数高录得大幅同比少增，但与除去年外的近5年同月相比，并不明显落后。我们认为，今年11月企业端新增中长期贷款同比大幅少增，更多的是基数原因，实际11月企业端中长期融资需求并不算弱。

11月M2增速+10.0%（前值+10.3%），弱于市场预期的+10.1%。11月M1同比+1.3%，前值+1.9%，M0同比+10.4%，前值+10.2%，M0增速上升的同时M1增速继续下降，显示货币活性化仍然较差，企业预期仍然需要进一步改善。

总体来看，一方面，11月信贷数据表现平稳，居民信贷弱修复、企业信贷与历年同月相比并不弱。另一方面，M1同比在11月仍然低位运行，显示当前市场主体的预期仍有待进一步修复，经济仍在企稳阶段，距离全面复苏尚有较大差距。展望后续，预计12月特别国债的发行一方面仍将继续影响货币市场流动性，另一方面特别国债的发行将继续支撑12月新增社融。刚刚召开的中央经济工作会议提出，促进社会综合融资成本稳中有降，我们认为这既指向了明年名义利率可能进一步调降，同时也显示了要防范通缩压力，驱动实际利率水平下降。

#### ◆ 从11月经济数据看，内需不足依然是经济运行主要矛盾

11月经济运行总体表现依然相对平稳。投资方面，房地产投资仍大，基建投资保持平稳，制造业投资上行；进出口方面，基数影响下出口同比增速转正，进口同比不及预期，反映内需仍然较弱；消费方面，虽然11月社零同比再次提升，但主要系去年同期低基数作用，环比看，11月社零环比与历年同月相对依然较低，结合11月核心通胀环比明显弱于季节性，显示消费动能仍需进一步修复。

12月8日召开的中央经济工作会议在总体的经济政策基调上依然强调要加大宏观调控力度，并特别指出明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周

期和跨周期节。往后看，经济的进一步企稳复苏仍需稳增长政策持续发力。预计 2023 年全年 GDP 增速录得+5.2%左右。

#### (1) 11 月社零同比上升，消费动能仍不算强

2023 年 11 月，社零同比录得+10.1%，较上月+2.5PCTS,连续第 4 个月回升。社零同比回升的同时，从环比看，11 月消费动能并不算强。11 月社零环比为-0.06%，仍然是除去年外，2011 年以来同月最低值。总体来看，11 月社零同比虽然较 10 月上行，但受到去年 11 月基数下降的影响较大(去年 10 月和 11 月社零同比分别为-0.5%和-5.9%，社零环比为-0.27%，为历年同月最低)，从 11 月社零环比和历年同月对比看，11 月消费动能并不算强，消费继续向上修复的空间依然较大。数值上看，因去年 12 月基数抬升，预计 12 月社零同比增速较 11 月略降，预计 2023 年社零年度同比增速录得+8.0%左右。

#### (2) 11 月制造业投资增速较 10 月上行

2023 年 11 月，制造业投资增速+7.1%，较 10 月+0.9PCTS，带动 11 月固投总体增速+4.6PCTS。11 月制造业投资增速较 10 月上行，排在近 60 个月的第 17 位（2021 年为两年复合增速）。虽然当前制造业面临产需两弱的局面，一方面体现了宏观政策逆周期调节的效力，另一方面也反映出我国制造业产业升级的趋势。今年前 11 个月高技术制造业投资增速为+10.5%，明显高于前 11 个月制造业投资整体增速的+6.3%。从具体的行业看，医药制造、航空航天等新兴产业 1-11 月投资累计增速较 1-10 月上行，汽车制造业、电气机械及器材制造业等行业投资增速亦维持高位。往后看，12 月议息会议后，美联储加息周期已经结束进一步明确，再次加息概率已经较小。美国经济的软着陆和国际关系改善之下，后续外需有望逐步修复，结合中央经济工作会议中关于稳内需的诸多政策陆续出台，制造业整体需求有望逐步企稳，工业企业投资信心有望进一步恢复。预计全年制造业增速有望录得+6.0%以上。

#### (3) 11 月房地产投资仍然疲软

2023 年 11 月，房地产投资增速-10.6%，较 10 月略微缩窄，带动 11 月固投增速-2.4PCTS。2023 年 11 月：房企投资意愿和居民购房意愿依然较低，房地产开发投资降幅仍然达 10%以上，商品房销售额和销售面积降幅依然分别达 8%以上和 10%以上；房屋施工面积因新开工面积同比增速由负转正而实现了 2022 年 3 月以来的首次转正，但主要系去年 11 月基数较低；房企融资同比降幅较上月缩窄，主要系房企国内贷款同比由上月的负值转为正值，体现了金融支持房地产业企稳的政策效果。11 月房企来自居民的定金及预收款以及个人按揭贷款同比降幅依然达 16%和 14%以上，降幅缩窄相对有限。11 月房地产投资数据难言改善。往后看，增量稳增长政策的效果仍需继续观察，预计全年房地产投资增速录得-10.0%左右。

#### (4) 11 月基建投资增速略降

2023 年 11 月，基建投资同比+5.4%，较 10 月-0.2PCTS，增速虽然下行，但仍然排在近 60 个月月度同比增速的第 27 位（2021 年为两年复合增速），由于 11 月单月基建投资增速低于 1-10 月，1-11 月基建投资增速录得+8.0%，较 1-10 月下滑 0.3PCTS。截至目前，年内专项债余额虽然已用完，但今年 Q3 新增专项债发行 1.16 万亿元，明显高于去年同期的 1370 亿元。考虑到 Q3 发行的专项债对应项目在 Q4 落地，以及

5000 亿元安排在今年使用的特别国债的发力，预计 12 月基建仍有韧性，对固投形成稳定支撑。

#### (5) 2023 年 11 月工业生产持续筑底恢复态势，同比增速与上月持平

2023 年 11 月，规模以上工业增加值同比+6.6%，大幅超出市场预期（+5.69%），较 10 月份同比增速上行 2.0PCTS；环比+0.87%，较 10 月环比增速上行 0.48PCTS，2023 年 1-11 月规模以上工业增加值累计同比增长 4.3%，较 1-10 月份累计同比增速上行 0.2PCTS。同比和环比增幅均大幅改善，表明我国工业生产恢复持续向好。供需两端同步走弱的环境下，11 月工业增加值同比数据却大幅超出预期，究其原因除了季节性因素带动公用事业同比大幅上涨以外，我国产业升级发展带动高附加值制造业逆势上行也是重要因素。从子行业表现来看，本月汽车制造业、电子设备制造业和运输设备制造业表现亮眼，成为支撑工业运行的重要支柱。往后看，明年美联储的决策重心或从控制通胀转回经济增长。在美国经济软着陆以及国际关系改善的图景下，外需仍有望对工业生产起到一定支撑。

#### ◆ 资金利率边际下行，MLF 延续巨额超量续作

时至月中资金面压力边际趋缓，截止 12 月 15 日，DR007 报收 1.79%，较上周五下行 5BP；SHIBOR1W 报收 1.75%，较上周五下行 5BP。由于逆回购持续在万亿级别以上滚续，本周公开市场操作规模仍处于较高位置，12 月 10 日至 12 月 15 日，央行累计投放 7D 逆回购 12760 亿元，中标利率 1.80%，逆回购到期量 10770 亿元，通过逆回购投放流动性 1990 亿元。

本周五央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，对冲政府债券发行缴款等短期因素的影响，同时适当供应中长期基础货币，开展 14500 亿元中期借贷便利（MLF）操作。本月 MLF 到期量 6500 亿元，通过 MLF 净投放流动性 8000 亿元，投放规模较 11 月的 6000 亿有所增加。面对政府债券发行、信贷投放以及节庆抬升的流动性需求，央行通过 MLF 显著加大了中长期的流动性投放，以控制融资成本，平抑资金波动。往后看中央经济工作会议强调，2024 年“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，宽松的货币政策基调并未改变。本次会议特别强调，要促进社会融资成本稳中有降，或指向了明年名义利率可能进一步调降。同时也显示了要防范通缩压力，驱动实际利率水平下降。

#### ◆ 美联储超预期放鸽，美债收益率落入 4% 下方，人民币汇率突破 7.10

截至 12 月 15 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.62%，较上周五下行 4BP；美国 10 年期国债收益率录得 3.91%，较上周五下行 32BP。美元指数截至本周五报收 102.59，美元兑人民币即期汇率报收 7.10，在外部环境转松的激励下，人民币汇率大幅上升。

11 月以来，随着美国通胀数据下行，市场加息预期大幅降温并开始提前交易美联储转向降息，带动美元指数和美债收益率下行，美股趋势上行。因此本次会议会前市场预期鲍威尔将作出鹰派发言，以“敲打”市场，但会议决议以及鲍威尔发言的超预期的鸽派表态带动美元指数快速下行，美债收益率急剧下调，中美利差缩窄，人民币汇率的外部环境转松带动人民币汇率大幅上涨并突破 7.10 关口，到达 6 个月以来的高位。

中央经济工作会议强调，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。汇率稳定作为我国货币政策的重要目标之一，其平稳运行对我国经济企稳向好具有重要作用。往后看，随着美联储决策重心的改变，外部环境易松难紧。人民币汇率的支撑重心重新回

到国内的经济基本面。随着我国经济持续好转，将吸引更多重返新兴市场的资本流入中国金融市场，为人民币汇率提供更强的支撑。

#### ◆ 资金压力趋缓叠加经济面弱复苏，债市长端收益率下行

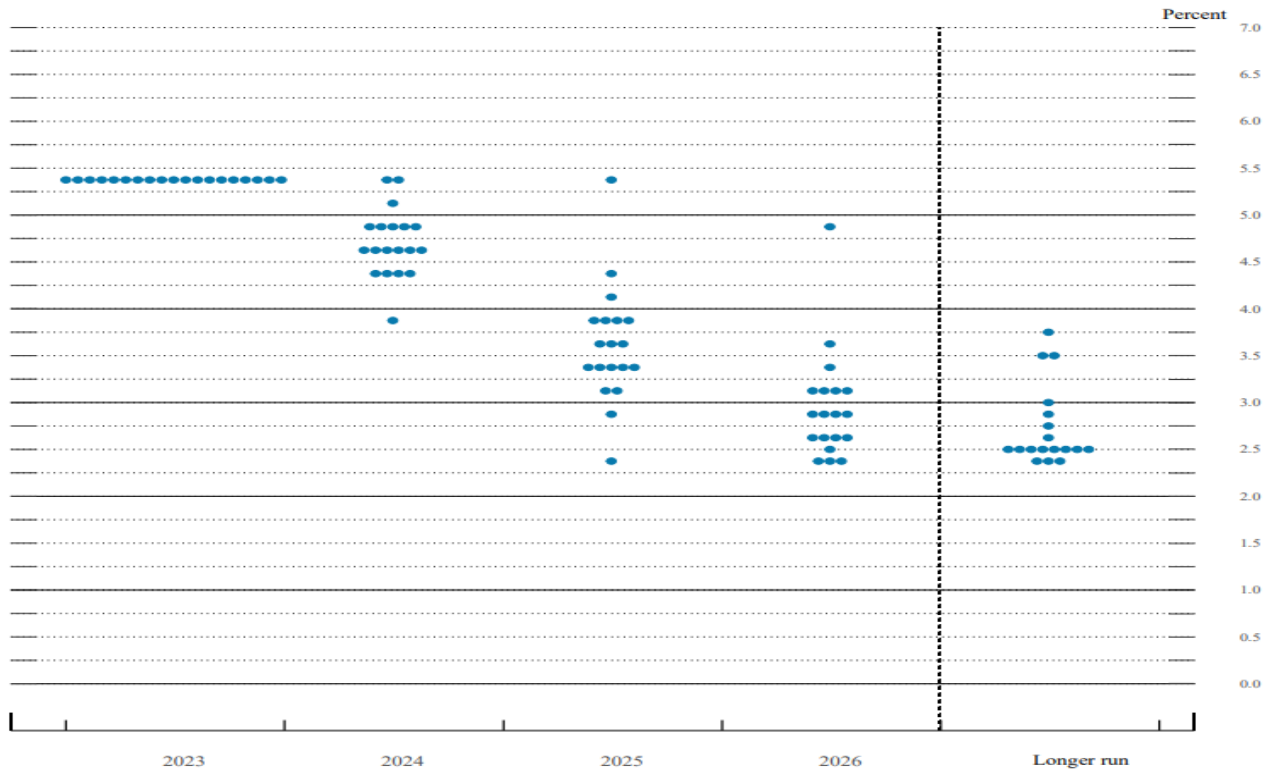
截止 12 月 15 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.62%，较上周五下行 4BP；1 年期国债收益率报收 2.31%，较上周五下行 7BP，近期期限利差下行趋势得到扭转，本周五期限利差录得 31.51BP，较上周五上行 3.06BP，表明市场预期风险偏好有所抬升。本周债市收益率大幅下行仍然是资金面引领，美联储议息会议确认降息已经摆上桌面，作出了本轮加息终止的表态，使得外围流动性环境有了较大改善；时值月中，内部资金市场在央行 MLF+公开市场操作的呵护下，资金利率边际下行，使得债市情绪上升。

基本上，从本周新出炉的金融和经济数据来看，我国经济当前仍处于弱复苏状态，需求不振的问题仍较为突出。往后看，中央经济工作会议落地，2024 年经济工作延续了今年的稳增长基调，强调财政政策和货币政策配合以进一步推动经济回升向好，整体并未超预期。短期内，债市情绪或仍由资金面引领，基本面增量信息不足的前提下或难以成为债市的主要关注点。而资金面上，年底前仍是政府债发行高峰，缴款需求将持续对流动性造成挤压，叠加年末银行缴准考核及其节庆带来的现金需求上升，12 月资金面压力犹存。叠加当前长端收益率已经下行到较低位置，我们认为短期内债市收益率或在当前水平小幅震荡。

本周各等级、各期限信用债和城投债收益率下行，截止 12 月 15 日，AAA 级 3 年期中短期票据收益率较一周前下行 7.65BP，录得 2.90%；信用利差较一周前上行 3.23BP，录得 43.06BP。城投债方面，AAA 级 3 年期城投债收益率录得 2.92%，较一周前下行 8.88BP，信用利差录得 44.98BP，较一周前上行 2.00BP。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 美联储 12 月议息会议的加息预期点阵图

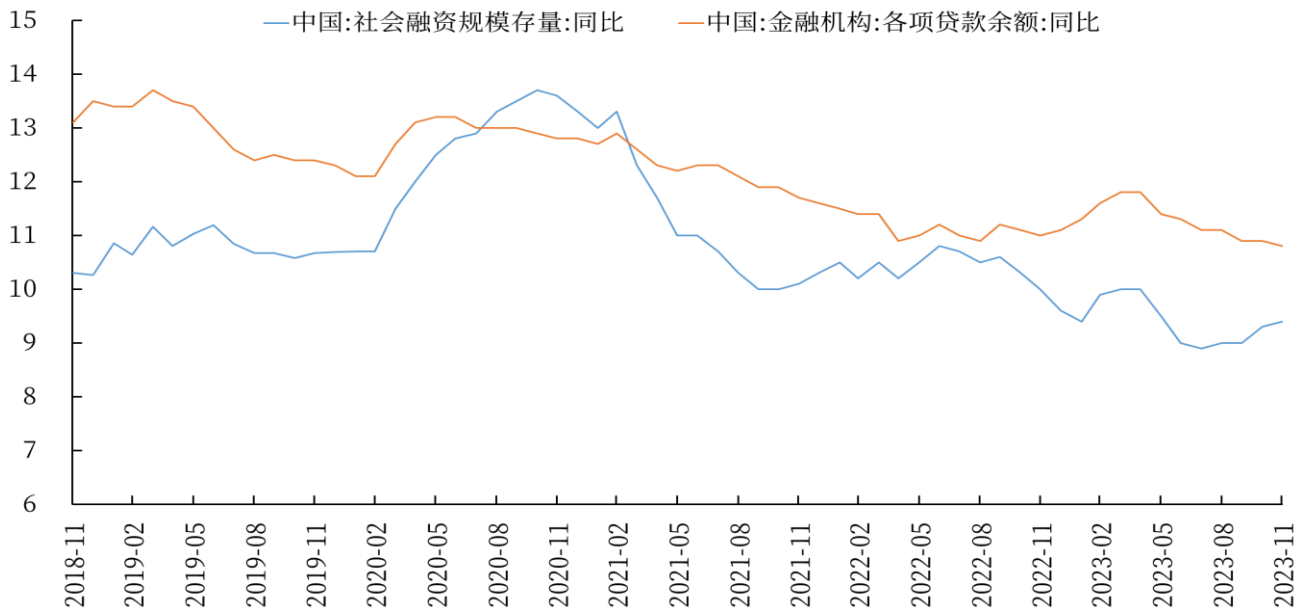


资料来源：美联储官网，中航证券研究所

图2 市场对美联储开启降息的时点预期为 2024 年 3 月

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	89.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.8%	62.7%	30.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	52.9%	36.1%	5.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	48.6%	37.7%	8.2%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	41.9%	39.3%	12.7%	1.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	3.8%	37.4%	39.6%	15.9%	3.0%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.5%	25.9%	38.9%	24.0%	7.4%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/12/18	2.0%	21.3%	36.3%	27.0%	10.7%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中航证券研究所

**图3 社融存量和信贷存量增速 (%)**


资料来源：wind，中航证券研究所

**图4 近 12 个月各月新增社融分项同比变化 (亿元)**

项目	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
总 当月新增社会融资规模	4,663.00	9,318.00	5,894.00	6,560.00	-2,421.00	-9,661.00	-12,875.00	2,913.00	7,295.00	19,435.00	-1,805.00	-10,522.00
表内 新增人民币贷款	-348.00	406.00	-317.00	68.00	-3,724.00	1,873.00	-6,911.00	815.00	7,196.00	9,100.00	7,326.00	4,051.00
新增外币贷款	291.00	876.00	130.00	625.00	798.00	100.00	-98.00	441.00	188.00	-170.00	-1,162.00	-1,016.00
表外 新增委托贷款	-298.00	-899.00	-1,300.00	-1,558.00	-81.00	324.00	167.00	85.00	68.00	-3.00	156.00	315.00
新增信托贷款	562.00	434.00	593.00	251.00	628.00	674.00	922.00	734.00	214.00	817.00	618.00	3,789.00
新增未贴现银行承兑汇票	12.00	-380.00	2,265.00	-2,357.00	781.00	-1,757.00	-727.00	1,212.00	1,595.00	4,159.00	-1,770.00	865.00
直接 企业债券融资	726.00	-1,269.00	284.00	1,269.00	328.00	-97.00	-2,530.00	-721.00	-480.00	47.00	-4,202.00	7,054.00
非金融企业境内股票融资	-429.00	-467.00	-696.00	-215.00	-661.00	111.00	461.00	-173.00	-344.00	-14.00	-475.00	-408.00
其他 政府债券	4,980.00	12,847.00	4,387.00	8,714.00	111.00	-10,845.00	-5,011.00	636.00	-1,859.00	5,416.00	-1,886.00	-8,865.00

资料来源：wind，中航证券研究所

**图5 近 12 个月各月新增信贷分项同比变化 (亿元)**

项目	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
总 新增人民币贷款	-1,200.00	232	360	1100	8331	2400	5300	734	7600	5800	9200	2700
长短期 新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	2558	803	377	1999	844	-441.87	8853	-2418.13	2902	1762	1580	2573
新增人民币贷款:中长期	2679	420	1070	1965	2905	1899.28	2784	3174.72	9865	7370	8807	7024
居民 新增人民币贷款:居民户	298.00	-166.00	2082	658	3224	1157	784	241	4908	5450	5858	1963
新增人民币贷款:居民户:短期	69	541	177	398	1066	632.13	148	690.87	2246	4129	4665	1270
新增人民币贷款:居民户:中长期	228.00	375.00	2014	1056	2158	463.28	637	-842.28	2613	1322	5193	1693
企业 新增人民币贷款:企(事)业单位	-616.00	537	-2339	738	499	687	-6742	1055	2200	3700	13200	6017
新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	1946	73	881	280	239	543	2292	849	2726	1674	5000	638
新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	2907	795	944	909	747	1436	2147	4017	7252	6048	14000	8717
新增人民币贷款:票据融资	543.00	271	673	1881	461	-1617	-6709	-8868	-7874	4041	5915	2941

资料来源：wind，中航证券研究所

图6 历年11月信贷及分项比较 (亿元)

	项目	2023年11月	2022年11月	2021年11月	2020年11月	2019年11月	2018年11月
总	新增人民币贷款	10,900.0	12,100.0	12,700.0	14,300.0	13,900.0	12,500.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	4,391.0	1,833.0	3,532.0	4,024.0	4,409.0	4,370.0
	新增人民币贷款:中长期	6,791.0	9,470.0	9,238.0	10,936.0	8,895.0	7,686.0
居民	新增人民币贷款:居民户	2,925.0	2,627.0	7,337.0	7,534.0	6,831.0	6,560.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	594.0	525.0	1,517.0	2,486.0	2,142.0	2,169.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	2,331.0	2,103.0	5,821.0	5,049.0	4,689.0	4,391.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	8,221.0	8,837.0	5,679.0	7,812.0	6,794.0	5,764.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	1,705.0	-241.0	410.0	734.0	1,643.0	-140.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	4,460.0	7,367.0	3,417.0	5,887.0	4,206.0	3,295.0
	新增人民币贷款:票据融资	2,092.0	1,549.0	1,605.0	804.0	624.0	2,341.0

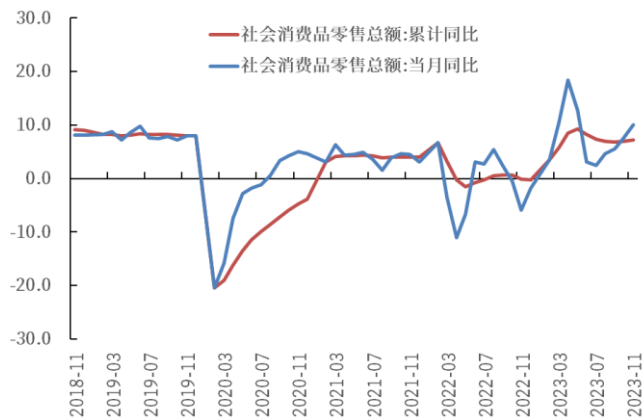
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 月度经济数据情况

	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11
社零(当月同比)	10.1%	7.6%	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	12.7%	18.4%	10.6%	3.5%	1.8%	5.9%
社零:商品零售(当月同比)	8.0%	6.5%	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	0.1%	5.6%
社零:餐饮(当月同比)	25.8%	7.1%	13.8%	2.4%	5.8%	6.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	14.1%	8.4%
固投(累计同比)	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%	3.3%
制造业投资(累计同比)	6.3%	6.2%	6.2%	3.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%
基建投资(累计同比)	8.0%	8.3%	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%	12.2%	11.5%	11.7%
房地产开发投资(累计同比)	-9.4%	-9.3%	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%	-9.8%
固投(当月同比)	2.9%	1.2%	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%	0.7%
制造业投资(当月同比)	7.1%	6.2%	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	5.3%	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%
基建投资(当月同比)	5.4%	3.6%	5.8%	6.2%	5.3%	2.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%	13.9%
房地产开发投资(当月同比)	-10.6%	-11.3%	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%	-19.9%
出口金额(美元,当月同比)	0.5%	6.4%	6.2%	8.8%	14.5%	2.40%	7.5%	8.5%	4.8%	-6.8%	-9.9%	-8.7%
进口金额(美元,当月同比)	0.6%	3.0%	6.3%	7.3%	12.4%	6.80%	4.5%	7.9%	1.4%	-10.2%	-7.5%	-10.6%
工业增加值(当月同比)	6.6%	4.6%	4.5%	4.5%	3.7%	4.40%	3.5%	3.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%
服务业生产指数(当月同比)	9.3%	7.7%	6.9%	6.8%	5.7%	6.80%	11.7%	13.5%	9.2%	5.5%	0.8%	1.9%
制造业PMI(%)	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0
非制造业PMI(%)	50.2	50.6	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7
建筑业PMI(%)	55	53.5	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4
服务业PMI(%)	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1

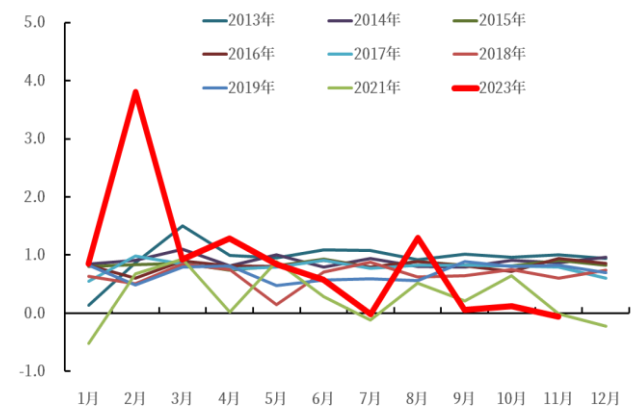
资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 社零同比继续回升 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

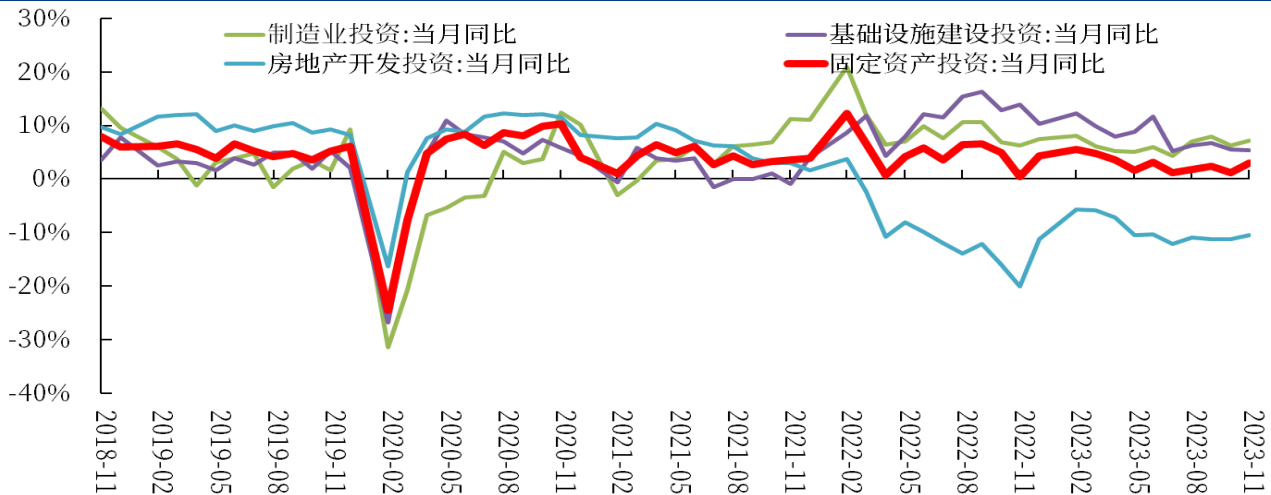
图9 11月社零环比与历年11月相比不算强 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

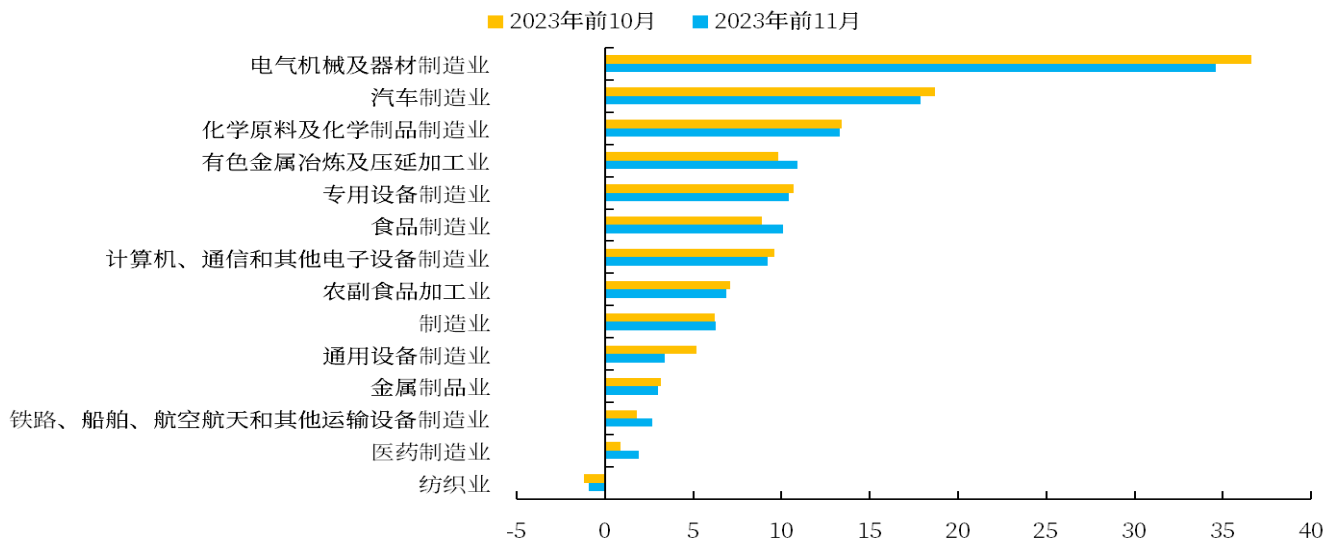


图10 固投及主要分项当月同比走势



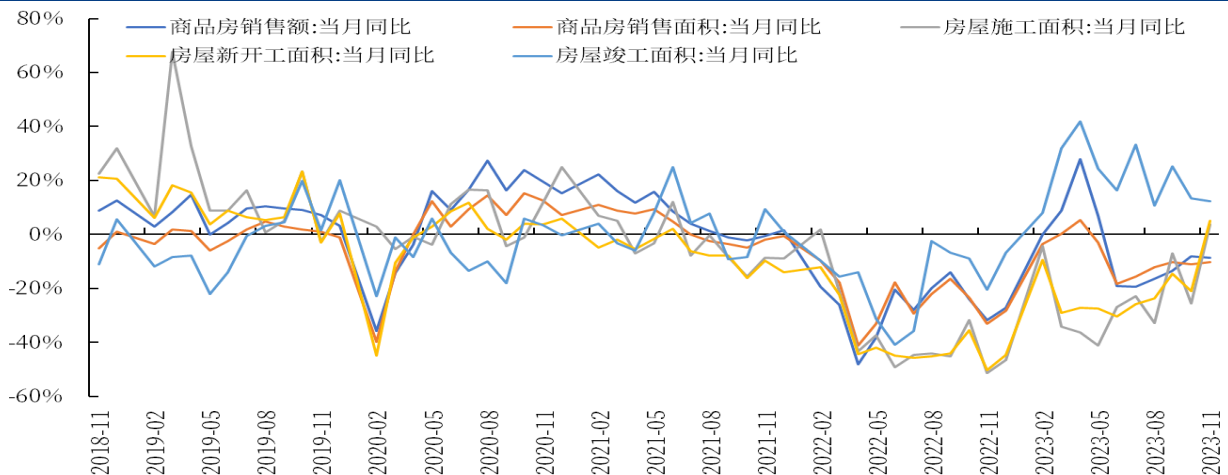
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图11 制造业分行业累计投资增速（%）



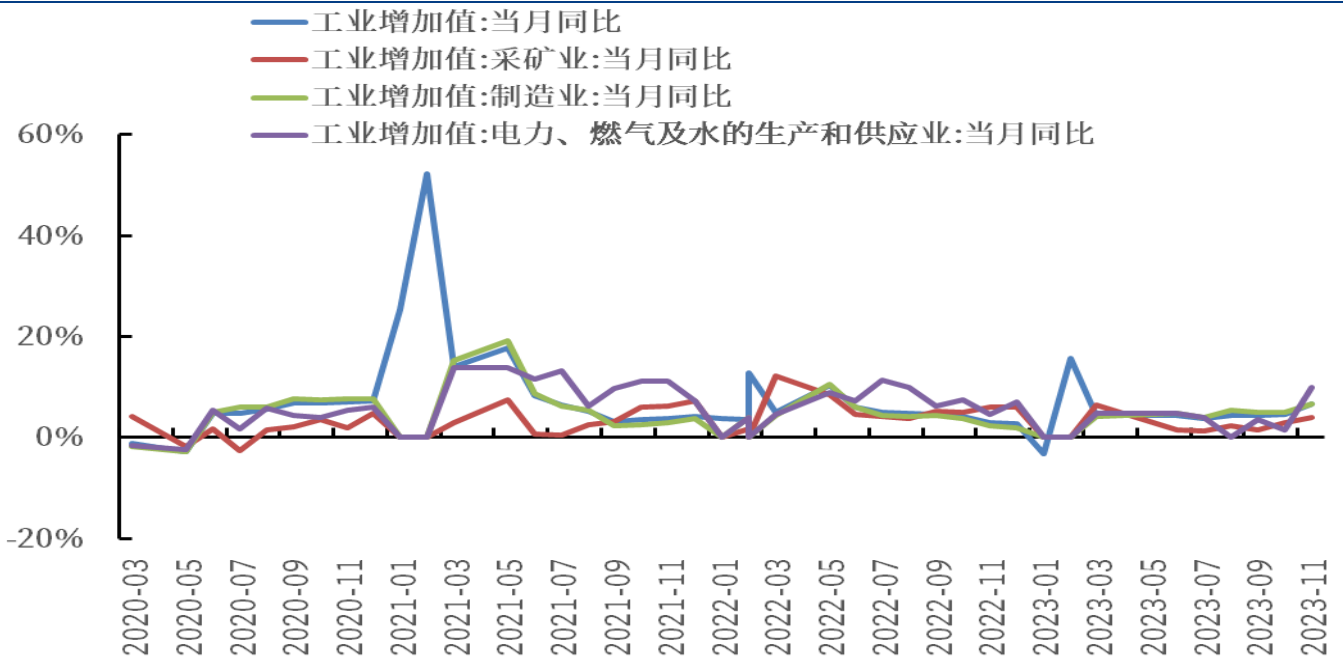
资料来源：wind，中航证券研究所

图12 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图13 工业增加值分行业同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637