

## 通胀企稳，财政稳信用态势延续

2024年1月8日-1月14日周报

### ◆ 居民消费修复，2023年12月核心CPI环比8月以来首次超历年均值

2023年12月CPI环比录得+0.1%，较上月+0.6PCTS，较近10年均值低0.1PCTS。2023年12月核心CPI环比录得+0.1%，较上月+0.4PCTS，比近10年同月环比均值高0.06PCTS，显示扣除价格波动较大的食品项和能源项后，12月核心CPI环比略强于季节性。

2023年12月CPI同比为-0.3%，较上月+0.2PCTS，符合市场预期。分食品和非食品看，2023年12月食品项和非食品项CPI同比分别-3.7%和+0.5%，分别较上月+0.5PCTS和+0.1PCTS。

分8大类商品看，2023年12月食品烟酒项和交通通信项同比降幅较11月的缩窄是12月CPI同比降幅缩窄的主要原因，细项来看，主要是猪肉和燃料价格同比降幅缩窄。去除食品和能源后，2023年12月核心CPI同比为+0.6%，与11月相同。2023年12月CPI同比降幅缩窄的同时，核心CPI同比与11月相同，同时，核心CPI环比强于季节性，显示CPI同比的回升是关键商品价格同比降幅缩窄和总体消费修复共同作用的结果。考虑到今年上半年猪肉和原油价格基数走低，结合目前消费复苏的趋势，预计今年上半年CPI同比有望整体上行。

2023年12月，PPI同比-2.7%，较上月+0.3PCTS，环比为-0.3%，与上月持平。2023年12月PPIRM同比-3.8%，较上月+0.2PCTS，环比为-0.2%，较上月+0.1PCTS。从工业子行业角度，2023年12月，30个子行业中，有10个子行业PPI环比为正，与11月的8个子行业相比略微增加。2023年12月，50种生产资料中有18种价格环比上行，与11月的12种相比增加。考虑到今年上半年工业品价格基数下降，结合当前工业的恢复趋势，预计今年上半年PPI同比降幅将逐渐走低。

### ◆ 财政稳信用态势延续，货币活性化边际恢复

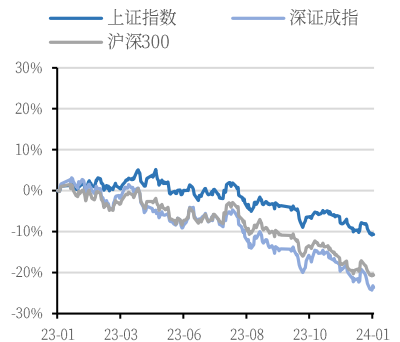
2023年12月社会融资规模增量为1.94万亿元（前值2.45万亿元），略低于市场预期的2.06万亿元。2023年12月新增社融同比多增6342亿元，连续第5个月同比多增。2023年12月社融存量增速+9.5%，前值+9.4%，低于市场预期的+9.6%。结构上，2023年12月社融同比多增和上月相同，依然主要靠政府债支撑，财政稳信用态势延续。根据wind统计，今年12月全国范围内发行国债和地方政府债分别达1.07万亿元和1956亿元。

2023年12月金融机构各项贷款余额增速+10.6%（前值+10.8%），符合市场预期，金融机构新增贷款1.17万亿元（前值1.09万亿元），符合市场预期。2023年12月金融机构新增贷款同比少增2300亿元，11月为同比少增1200亿元。2023年12月信贷

#### 主要数据

上证指数	2881.9769
沪深300	3284.1667
深证成指	8996.2556

#### 主要指数走势图



#### 作者

符畅	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@avicesc.com	

#### 相关研究报告

REITs市场年后重回盘整状态，市场体系建设加快 —2024-01-10
金融市场分析周报 —2024-01-10
市场和美联储关于降息时点仍存在博弈空间 —2024-01-07

同比少增主要受企业端的新增中长期贷款同比少增拖累。

2023年12月居民端人民币贷款新增2221亿元，同比多增468亿元。2023年12月居民短期贷款增加759亿元（同比多增872亿元），增加额强于2022年12月，但明显弱于2018-2021年同月值。2023年12月居民中长期贷款新增1462亿元（同比少增403亿元），略弱于2022年12月的1865亿元，明显弱于2018-2021年同月值，显示居民购房的修复力度依然较弱。

2023年12月企业端新增人民币贷款8916亿元，同比少增3721亿元，其中企业端短期贷款同比少增219亿元，企业端中长期贷款同比少增3498亿元。与2018年以来同月相比，2023年12月企业端新增中长期贷款排在历年第二位。因此，2023年12月企业端新增中长期贷款的同比少增受2022年高基数影响较大，与除2022年外的5年同月相比，并不明显落后，显示2023年12月企业新增中长期信贷需求并不算弱。

2023年12月M2增速+9.7%（前值+10.0%），弱于市场预期的+10.1%。2023年12月M1同比+1.3%，前值+1.3%，M0同比+8.3%，前值+10.4%，M0增速下降的同时M1增速保持不变，显示货币活性化边际修复，但仍然处在低位。

2023年12月信贷数据延续11月态势，居民中长期信贷较弱，企业信贷与历年同月相比并不弱。社融层面，财政稳信用依然延续。另一方面，2023年12月M1同比在M0同比下行的情况下维持不变，显示货币活性化边际修复。同时，M1增速依然处在低位，显示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。

#### ◆ 资金利率边际上行，市场对新一轮货币宽松期待升高

本周资金利率边际上行，截止1月12日，DR007报收1.84%，较上周五上行6BP；SHIBOR1W报收1.85%，较上周五上8BP。同业存单到期收益率小幅波动，截止1月12日，AAA级1年期同业存单到期收益率报收2.44%，较上周五下行2BP。AAA级3月期同业存单到期收益率报收2.40%，较上周五下行2BP。当前资金面运行较为平稳，央行流动性调节仍延续灵活、适度的特征，周内7D逆回购操作规模重回低量，利率维持1.80%。周内共投放逆回购2270亿元。逆回购到期量4160亿元，通过逆回购回收流动性1890亿元。

结合近期发布的系列经济数据，包括2023年12月PMI数据、进出口数据和通胀数据，当前经济复苏动能仍然持续偏弱，市场对于新一轮货币宽松操作的期待升高。当前十年期国债收益率已突破2.50%，市场已提前交易最乐观的“降准+降息”预期，但是过去几年尚未出现过同月降准降息并行的操作。从前期各大银行调降存款利率的操作叠加央行降低实体融资成本的表态来看，本月MLF操作成为市场关注的重点，1月份或将通过调降MLF利率，引导LPR非对称降息，推动实体融资成本继续下行。

#### ◆ 美国十年期国债收益率回落，人民币汇率小幅波动

截至1月12日，我国10年期国债收益率报收2.52%，较上周五持平；美国10年期国债收益率录得3.96%，较上周五下行9BP，中美利差收窄，人民币汇率小幅波动。美元指数小幅震荡，截至本周五报收102.31，美元兑人民币即期汇率报收7.1622，较上周五上行56BP。

2024年1月11日，美国劳工统计局公布2023年12月份的CPI数据：美国12月CPI同比增加3.4%，前值3.1%，市场预期3.2%；核心CPI同比增加3.9%，前值4%，市场预期3.8%。12月美国通胀数据意外反弹，引起了市场对于美国再通胀的担忧。

我们认为美国通胀当前仍处于降温趋势，12月份剔除通常大幅波动的食品和能源项目的核心CPI同比上涨了3.9%，自2022年9月以来持续处于下降趋势中。但是若通胀降温的速度趋缓叠加就业市场持续坚韧，则美联储降息的节奏或许不及市场预期，当前CME FEDwatch显示美联储在2024年3月开启降息。市场预期大幅超前，可能过于乐观，需警惕预期回摆引发资本市场波动调整，美债收益率或将随之大幅波动。叠加近期红海局势升级或推动市场避险情绪上升，美元指数得到支撑，人民币汇率承压。

#### ◆ 新一轮货币宽松预期推动10年期国债收益率周内升破2.50%

截止1月12日，我国10年期国债收益率报收2.52%，较上周五持平；1年期国债收益率报收2.09%，较上周五下行2BP，期限利差回升。本周五期限利差录得42.31BP，较上周五上行1.47BP。弱势基本面叠加市场强烈的宽松预期，带动债市长端收益率周内突破2.50%，下行至政策利率之下，周五有所回升。

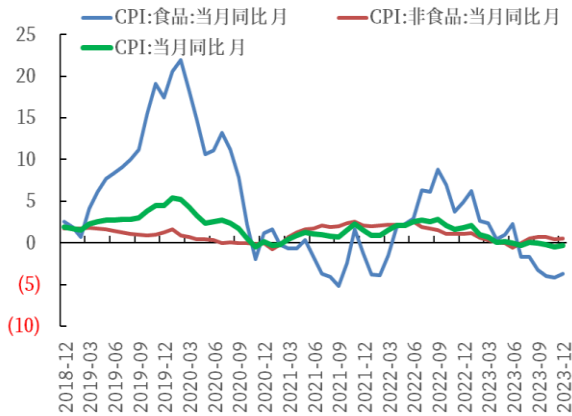
本轮债市收益率持续下行主要是在当前经济复苏动能仍然偏弱的大背景下，市场提前交易降息降准。近期公布的一系列经济指标仍偏弱，2023年12月CPI仍处于水平面之下，连续三个月处于负区间；官方制造业PMI降至49，也是连续三个月低于荣枯线，不及市场预期；同时当前外部环境复杂性、严峻性、不确定性上升，外需不振，在传统的出口旺季中进出口数据也难有出色表现。

政策面上，去年11月份以来，央行要求平滑信贷投放，1月“开门红”的可能性减小，财政发力不及预期。往后看，现阶段债市计入最为乐观的“降准+降息”预期，但过去几年尚未出现过同月同时降准降息操作，最快是同季度降准降息，典型如2020年一季度。若货币宽松的力度和节奏不及预期，则在前期累积的止盈压力和预期踏空作用下，债市短期内或迎来小幅调整。

本周各等级、各期限信用债和城投债收益率持续下行，截止1月12日，AAA级3年期中短期票据收益率较一周前下行1.31BP，录得2.71%；信用利差较一周前下行3.66BP，录得329.28BP。城投债方面，AAA级3年期城投债收益率录得2.75%，较一周前下行2.33BP，信用利差录得33.26BP，较一周前下行4.68BP。

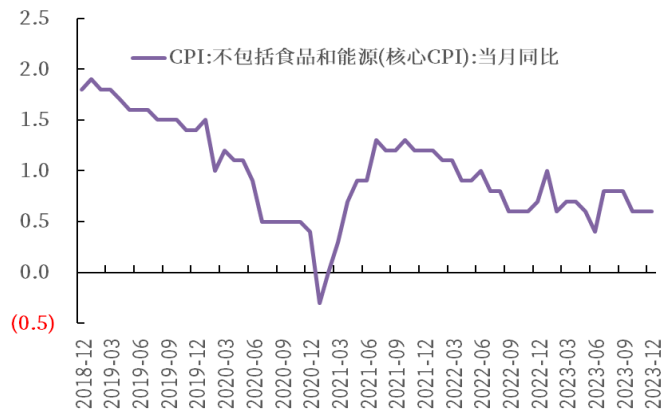
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 CPI 同比走势 (%)



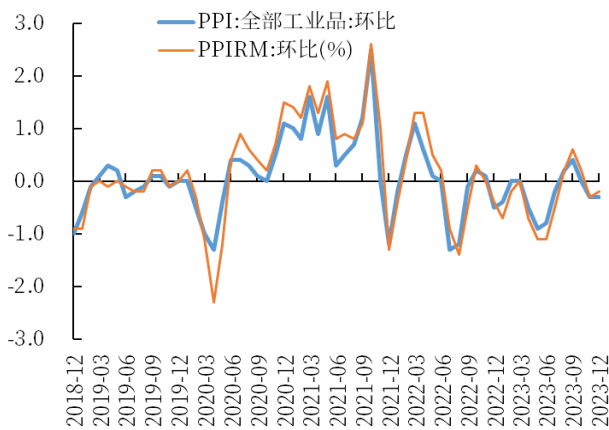
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 核心 CPI 同比走势 (%)



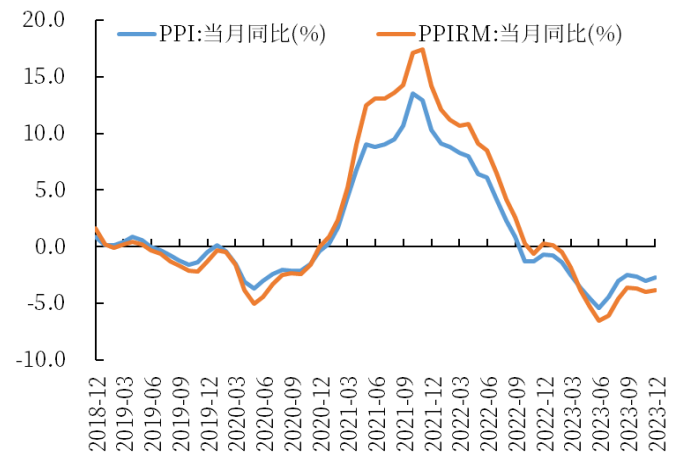
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 PPI 和 PPIRM 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 PPI 和 PPIRM 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 分项目 CPI 同比及环比 (%)

	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
<b>CPI: 当月同比</b>	-0.30	-0.50	-0.20	0.00	0.10	-0.30	0.00	0.20	0.10	0.70	1.00	2.10	1.80
CPI: 食品烟酒: 当月同比	-2.00	-2.20	-2.10	-1.50	-0.50	-0.50	2.00	1.20	0.80	2.10	2.10	4.70	3.70
CPI: 衣着: 当月同比	1.40	1.30	1.10	1.10	1.10	1.00	0.90	0.90	0.90	0.80	0.70	0.50	0.50
CPI: 居住: 当月同比	0.30	0.30	0.30	0.20	0.10	0.10	0.00	-0.20	-0.20	-0.30	-0.10	-0.10	-0.20
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	0.00	-0.50	-0.50	-0.40	-0.50	-0.20	-0.50	-0.10	0.10	0.70	1.40	1.60	1.50
CPI: 交通和通信: 当月同比	-2.20	-2.40	-0.90	-1.30	-2.10	-4.70	-6.50	-3.90	-3.30	-1.90	0.10	2.00	2.80
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	1.80	1.80	2.30	2.50	2.50	2.40	1.50	1.70	1.90	1.40	1.20	2.40	1.40
CPI: 医疗保健: 当月同比	1.40	1.30	1.30	1.30	1.20	1.20	1.10	1.00	1.00	1.00	1.00	0.80	0.60
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	2.90	3.00	3.60	3.90	3.80	4.10	2.40	3.10	3.50	2.50	2.60	3.10	2.80
<b>CPI: 环比</b>	0.10	-0.50	-0.10	0.20	0.30	0.20	-0.20	-0.20	-0.10	-0.30	-0.50	0.80	0.00
CPI: 食品烟酒: 环比	0.60	-0.60	-0.40	0.20	0.40	-0.60	-0.20	-0.40	-0.60	-0.90	-1.30	2.00	0.40
CPI: 衣着: 环比	0.10	0.60	0.20	0.80	-1.10	-0.30	-0.20	0.40	-0.10	0.50	-0.10	-0.50	0.10
CPI: 居住: 环比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	-0.10	0.00	0.00	0.10	0.00	-0.10
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.80	-0.20	0.10	0.10	-0.30	0.60	-0.50	0.00	0.00	-0.50	0.00	0.00	0.30
CPI: 交通和通信: 环比	-1.20	-1.40	0.00	0.10	1.00	1.20	-0.50	-0.60	-0.40	-0.40	-0.50	0.20	-1.40
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.10	-0.90	0.00	0.40	0.20	1.30	-0.20	-0.10	0.50	-0.10	-0.80	1.30	0.10
CPI: 医疗保健: 环比	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.20	0.30	0.00
CPI: 其他用品和服务: 环比	0.30	-0.60	0.10	-0.10	0.00	0.90	-0.60	0.20	1.00	0.80	-1.30	1.10	0.40

资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 近 12 个月新增社融分项同比变化 (亿元)

	项目	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01
总	当月新增社会融资规模	6,342.00	4,710.00	9,307.00	5,915.00	6,567.00	-2,419.00	-9,664.00	-12,865.00	2,922.00	7,302.00	19,440.00	-1,803.00
表内	新增人民币贷款	-3,351.00	-328.00	406.00	-317.00	68.00	-3,724.00	1,873.00	-6,011.00	85.00	7,196.00	9,100.00	7,326.00
	新增外币贷款	1,029.00	291.00	876.00	130.00	625.00	798.00	100.00	-98.00	441.00	188.00	-170.00	-1,162.00
表外	新增委托贷款	58.00	-298.00	-899.00	-1,300.00	-1,858.00	-81.00	324.00	167.00	85.00	68.00	-3.00	156.00
	新增信托贷款	1,112.00	562.00	454.00	593.00	251.00	628.00	674.00	922.00	734.00	284.00	817.00	618.00
	新增未贴现银行承兑汇票	-1,115.00	12.00	-380.00	2,265.00	-2,857.00	781.00	-1,757.00	-727.00	1,212.00	1,505.00	4,159.00	-1,170.00
直接	企业债券融资	2,282.00	726.00	-1,335.00	305.00	1,276.00	330.00	-100.00	-2,820.00	-712.00	-393.00	52.00	-4,400.00
	非金融企业境内股票融资	-985.00	-429.00	-467.00	-696.00	-215.00	-651.00	111.00	461.00	-173.00	-344.00	-14.00	-475.00
其他	政府债券	6,470.00	4,992.00	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

资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 近 12 个月新增信贷分项同比变化 (亿元)

	项目	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01
总	新增人民币贷款	-2,800.00	1,200	1,232	1,600	1,100	-3,331	2,400	-5,300	734	7,600	5,800	9,200
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	1,004	2,358	803	-1,377	1,999	844	-441.87	-8853	-2,418.13	2,902	1,762	1,580
	新增人民币贷款:中长期	-3,901	-2,679	420	1,070	1,965	-2,905	1899.28	2,784	3,174.72	9,865	7,370	8,807
居民	新增人民币贷款:居民户	488.00	298.00	-166	2,082	658	-3,224	1,157	784	241	4,908	5,450	5,858
	新增人民币贷款:居民户:短期	372	69	541	177	398	-1,066	632.13	148	600.87	2,246	4,129	665
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-403.00	228.00	375	2,014	1,056	-2,158	463.28	637	-842.28	2,613	1,322	5,193
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	-3,721.00	616	537	2,339	738	-499	687	-6,742	1,055	2,200	3,700	13,200
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	-219	1,946	73	881	280	-239	543	2,292	849	2,726	1,674	5,000
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	-3,498	2,907	795	944	909	-747	1,436	-2,147	4,017	7,252	6,048	14,000
	新增人民币贷款:票据融资	351.00	543	1,271	673	1,881	461	1,617	-6,709	3,868	7,874	4,041	5,915

资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 历年同月新增信贷分项 (亿元)

	项目	2023年12月	2022年12月	2021年12月	2020年12月	2019年12月	2018年12月
总	新增人民币贷款	11,700.0	14,000.0	11,300.0	12,600.0	11,400.0	10,800.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	1,621.0	617.0	3,190.0	1,386.0	1,932.0	4,129.0
	新增人民币贷款:中长期	10,074.0	13,975.0	6,951.0	9,892.0	8,802.0	5,055.0
居民	新增人民币贷款:居民户	2,221.0	1,753.0	3,716.0	5,635.0	6,459.0	4,504.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	759.0	113.0	157.0	1,142.0	1,635.0	1,524.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	1,462.0	1,865.0	3,558.0	4,392.0	4,824.0	3,079.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	8,916.0	12,637.0	6,620.0	5,953.0	4,244.0	4,733.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	635.0	416.0	1,054.0	3,097.0	35.0	790.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	8,612.0	12,110.0	3,393.0	5,500.0	3,978.0	1,976.0
	新增人民币贷款:票据融资	1,497.0	1,146.0	4,087.0	3,341.0	262.0	3,395.0

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