

分析师: 杨畅

执业证书编号: S0740519090004

电话: 021-20315708

Email: yangchang@zts.com.cn

投资要点

- 外贸数据: 出口高位运行, 进口或存波动
- 物价数据: 同比降幅收窄, 家用器具上行
- 金融数据: 社融同比多增, 企业贷款波动
- 高频数据: 各项指标稳健开局, 生产高位平稳, 基建维持平稳, 地产销售回落, 消费平稳开局, 出口运价上行, 内需高位波动
- 风险提示事件: 政策变动风险, 经济波动超预期风险, 国际经济贸易摩擦风险

相关报告

内容目录

1. 外贸数据：出口高位运行，进口或存波动	- 3 -
2. 物价数据：同比降幅收窄，家用器具环比上行	- 4 -
3. 金融数据：社融同比多增，企业贷款波动	- 5 -
4. 高频数据：生产高位平稳，基建维持平稳，地产销售回落，消费平稳开局，出口运价上行，内需高位波动	- 7 -
5. 风险提示	- 15 -

图表目录

图表 1：社融规模存量新旧口径增速比较	- 5 -
图表 2：生产端部分高频指标（开工率单位为%，产量单位为万吨）	- 7 -
图表 3：基建部分高频指标（库存单位为万吨）	- 8 -
图表 4：基建部分高频指标（水泥价格分区域）	- 8 -
图表 5：商品房成交部分高频指标（面积单位为万平方米）	- 8 -
图表 6：土地成交部分高频指标（面积单位为万平方米）	- 9 -
图表 7：消费相关部分高频指标（销量单位为辆，电影票房单位为万元）	- 9 -
图表 8：外贸相关高频指标	- 10 -
图表 9：外贸相关高频指标（区域指数）	- 12 -
图表 10：CDFI 运价指数及细分运价指数	- 12 -
图表 11：BDI 指数及细分运价指数	- 13 -

1. 外贸数据：出口高位运行，进口或存波动

根据海关总署公布的 2023 年 12 月进出口数据，以美元计价，我国外贸进出口总值 5319.0 亿美元（前值 5154.7 亿美元），同比上涨 1.4%（前值持平）；其中出口 3036.2 亿美元（前值 2919.4 亿美元），同比增长 2.3%（前值增长 0.5%）；进口 2282.8 亿美元（前值 2235.4 亿美元），同比上涨 0.2%（前值下降 0.6%）。贸易差值 753.4 亿美元（前值 683.96 亿美元）。

整体上看，出口增速延续回升，一方面是绝对金额保持在高位，另一方面是去年上行斜率偏低，推升了同比增速表现。12 月出口同比增长 2.3%，较上月回升 1.8 个百分点。一方面是出口金额保持在高位，且环比继续上行；另一方面由于上年同期基数上行斜率偏低，推升了本月的同比增速。从 CCFI 和 SCFI 等运价高频指标来看，开始向上运行，反映航线需求相较供给逐步改善；并且结构性特征明显，受地缘政治因素印象，地中海、波红、欧洲航线出现波动。

结构上看，对主要经济体的出口保持平稳。其中，对美出口同比下降 6.9%（前值同比增长 7.4%），绝对金额与上月保持平稳，主要是上年同期基数明显走高，压低同比增速，近期高频指标中 CCFI 美东美西航线相对平稳。对欧出口同比下降 1.9%（前值下降 14.5%），跌幅明显收窄，从绝对金额来看，12 月出口金额相较 11 月环比回升，叠加上年基数下降，推升了同比增速表现。对日出口同比下降 7.3%（前值下降 8.3%），降幅收窄，绝对金额较上月小幅回落，而上年基数环比回落幅度更大，对同比增速产生贡献；对俄罗斯出口同比增长 21.6%（前值增长 33.6%），增速保持在高位运行。

进口端看，高位波动指向内需不弱，但存在波动可能性。12 月进口金额同比增长 0.2%（前值同比下降 0.6%），较上月回升 0.8 个百分点，绝对金额较上月环比提高，并且是自去年 10 月份以来新高，进口表现并不弱，叠加上年基数抬升斜率偏低，推升了同比增速。但是进入 2024 年以来，能够刻画进口的 CDFI、BDI 等指数有所回落，或指向内需波动。

在进出口相关重点产品上，典型代表例如乘用车。根据 1 月 10 日德国汽车工业联合会公布的数据，2023 年 12 月德国共出口乘用车 21.41 万辆，相较上月回落超过 8.5 万辆。由于中德日韩四个国家在全球乘用车出口中占据较大市场份额，把时间维度拉长，比较四个国家出口变化，可以发现部分特征较为明显：第一，以 2019 年内月度均值为基准 100，计算 2020 年以来的乘用车出口数量指数，中国乘用车出口数量在 2020 年下半年开始持续上行，截至 2023 年 10 月份，当月出口约 42.1 万辆，相当于 2019 年月度均值的 7.0 倍。第二，日本、韩国、德国的汽车出口数量，在 2020 年受到明显的扰动，从 2021 年下半年进入修复状态，目前已经基本修复到 2019 年疫情之前的水平。第三，计算单个国家在四个国家出口总量的占比可以发现，中国自 2020 年初的

6.5%上升到 2023 年 11 月的 30.1%，同期德国从 31.9%下降到 22.2%，下降约 9.7 个百分点；日本从 42.6%下降到 29.6%，下降约 13.0 个百分点；韩国从 18.9%下降到 18.1%，下降约 0.8 个点。第四，与占比表现相互印证的是，截至 2023 年 11 月，韩国乘用车出口约 24.5 万辆，相较 2019 年月度均值增长超过 20%，整体表现相较于日本和德国更强。

2. 物价数据：同比降幅收窄，家用器具环比上行

从 PPI 看，同比降幅收窄，环比下降 0.3%，主要受生产资料价格回落影响。2023 年 12 月份 PPI 价格同比下降 2.7%（前值下降 3.0%），环比下降 0.3%（前值下降 0.3%）；其中，生产资料环比下降 0.3%（前值下降 0.3%），生活资料环比下降 0.1%（前值下降 0.2%）。

在生产资料中，采掘环比下降 1.1%（前值下降 0.3%），原材料环比下降 0.5%（前值下降 0.9%），加工环比下降 0.2%（前值下降 0.1%），上游采掘与下游加工跌幅扩大。在生活资料中，食品环比下降 0.3%（前值下降 0.3%）；衣着环比下降 0.2%（前值下降 0.1%）；一般日用品环比下降 0.2%（前值持平）；耐用消费品环比上涨 0.1%（前值下降 0.2%），与终端需求相关价格保持基本稳定；生产资料与生活资料呈现出不同步的特点，偏上游环节价格下行明显，偏下游环节价格相对平稳。

在上游行业中，其中煤炭采选环比持平（前值上涨 0.3%），环比涨幅收窄；油气开采环比下降 6.6%（前值下跌 2.8%）；黑色矿采环比上涨 3.2%（前值上涨 1.8%）；有色矿采环比上涨 0.1%（前值下降 0.5%）；油气开采拖累明显，黑色矿采涨幅明显，煤炭采选与有色采选相对平稳。

在中游制造中，环比下降行业相对偏多，跌幅较为明显的是油煤加工、农副食品、化学原料；环比涨幅比较明显的是黑色冶炼。

黑色链条上，黑色冶炼（环比上涨 0.8%，前值环比上涨 1.1%）与黑色矿采（环比上涨 3.2%，前值环比上涨 1.8%）的差值为负 2.4 个百分点（前值为负 0.7 个百分点），冶炼环节企业利润压力有所加大。有色链条上，有色冶炼（环比下降 0.3%，前值环比下降 0.1%）与有色矿采（环比上涨 0.1%，前值环比下降 0.5%）的差值为负 0.4 个百分点（前值为 0.4 个百分点），冶炼环节企业利润压力有所加大。

发电链条上，电力热力（环比上涨 0.8%，前值环比下降 0.7%）与煤炭采选（环比持平，前值环比上涨 0.3%）的差值为 0.8 个百分点（前值为负 1 个百分点），差值明显扩大，发电企业利润压力有所改善。

从 CPI 看，12 月份全国居民消费价格同比下降 0.3%（前值下降 0.5%），环比上涨 0.1%（前值下降 0.5%），其中食品环比上涨 0.9%

(前值下降 0.9%)，非食品环比下降 0.1% (前值下降 0.4%)，核心 CPI 环比上涨 0.1%。食品价格上行，但受鲜菜、鲜果拉动，具有一定的季节性特征；非食品中，受燃料相关细分项拖累下行；另外家用电器环比上涨 0.6%，值得关注；中药、旅游价格保持平稳。

在食品大类中，畜肉类环比下降 0.6% (前值下降 1.6%)，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点，其中猪肉价格环比下降 1.0% (前值下降 3.0%)；鲜果价格环比上涨 1.7% (前值上涨 1.9%)，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；水产品价格环比上涨 0.9% (前值下降 1.6%)；粮食价格环比上涨 0.1% (前值上涨 0.1%)；鲜菜价格环比上涨 6.9% (前值下降 4.1%)，食品价格环比上涨，主要是受鲜菜、鲜果拉动，具有一定的季节性特征。

其他七大类价格环比五涨一平一降。交通通信环比下降 1.2% (前值下降 1.4%)，其中交通工具用燃料环比下降 4.5% (前值下降 2.7%)；衣着环比上涨 0.1% (前值上涨 0.6%)；居住环比持平 (前值持平)，其中水电燃料环比上涨 0.1% (前值持平)；生活用品及服务环比上涨 0.8% (前值下降 0.2%)，其中家用电器环比上涨 0.6% (前值下降 1.1%)；医疗保健环比上涨 0.1% (前值持平)，其中中药环比持平 (前值上涨 0.3%)；教育文化娱乐环比上涨 0.1% (前值下降 0.9%)，其中旅游环比上涨 0.1% (前值下降 5.9%)。

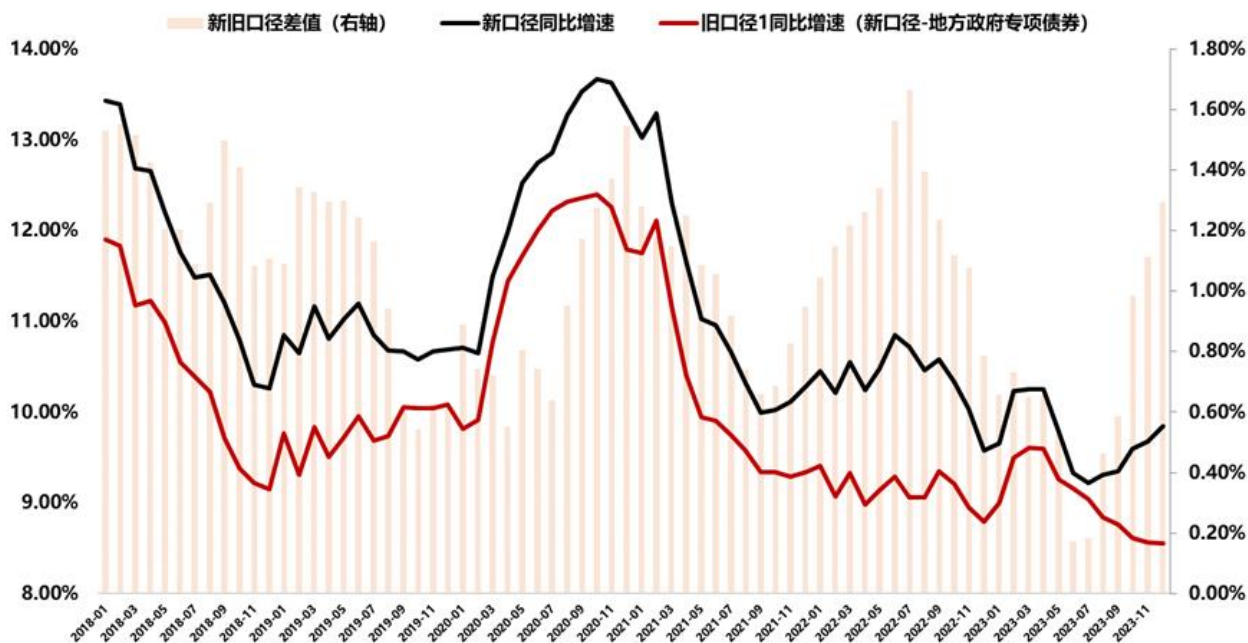
3. 金融数据：社融同比多增，企业贷款波动

社融增量同比多增，年内季节性波动，相较 2019 年偏弱，政府债券净融资拉动明显。12 月社融增量 19400 亿元 (前值 24547 亿元)，同比多增 6342 亿元 (前值多增 4710 亿元)，连续 5 个月同比多增，存在季节性波动的特点，但相较 2019 年同期偏弱。在细分项中，对实体经济发放的人民币贷款新增 11050 亿元 (前值 11120 亿元)，同比少增 3351 亿元 (前值少增 328 亿元)；委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票合计减少 1564 亿元 (前值新增 14 亿元)，同比少增 145 亿元 (前值多增 276 亿元)；企业债券净融资减少 2625 亿元 (前值新增 1330 亿元)，同比多增 2262 亿元 (前值多增 726 亿元)；政府债券净融资新增 9279 亿元 (前值新增 11512 亿元)，同比多增 6470 亿元 (前值多增 4992 亿元)。

专项债拉动社融存量增速回升。12 月社融存量同比增长 9.84% (前值 9.67%)，剔除掉地方政府专项债后的社融增速 8.55% (前值 8.56%)。新旧口径差值为 1.29 个百分点 (前值 1.11 个百分点)，连续 7 个月差值放大，反映地方政府专项债的拉动。从高频数据看，全国水泥价格总体持续低位，但部分区域向上波动；主要钢材品种库存继续去化，反映出基建平稳发力效果。

图表 1：社融规模存量新旧口径增速比较

社会融资规模存量新旧口径增速比较



来源：WIND、中泰证券研究所

人民币贷款同比少增，住户贷款同比多增，企业贷款同比少增。12月新增人民币贷款 11700 亿元（前值 10900 亿元），同比少增 2300 亿元（前值少增 1200 亿元）。分部门看，住户贷款新增 2221 亿元（前值新增 2925 亿元），同比多增 468 亿元（前值少增 298 亿元）。企（事）业单位贷款新增 8916 亿元（前值新增 8221 亿元），同比少增 3721 亿元（前值少增 616 亿元）。

居民短贷同比多增，中长贷同比少增。12月居民短期贷款新增 759 亿元（前值新增 594 亿元），同比多增 872 亿元（前值多增 69 亿元）；中长期贷款新增 1462 亿元（前值新增 2331 亿元），同比少增 403 亿元（前值多增 228 亿元）。短期贷款同比多增规模是自上年 3 月份以来的高值，指向消费需求有所波动，中长期贷款同比少增，指向居民购房意愿在 12 月相较去年同期有所回落。

企业贷款同比少增，短贷与中长期贷同比少增，票据融资同比多增。企（事）业单位贷款新增 8916 亿元（前值新增 8221 亿元），同比少增 3721 亿元（前值少增 616 亿元）。其中，短期贷款减少 635 亿元（前值新增 1705 亿元），同比少增 219 亿元（前值多增 1946 亿元）；中长期贷款新增 8612 亿元（前值新增 4460 亿元），同比少增 3498 亿元（前值少增 2907 亿元），连续 6 个月同比少增；票据融资新增 1497 亿元（前值新增 2092 亿元），同比多增 351 亿元（前值多增 543 亿元），企业短贷同比少增，显示企业短期流动性压力不大，而中长贷同比少增，或指向企业资本开支意愿有待修复；票据融资同比多增，指向企业偏短期经营行为。非银行业金融机构贷款新增 94 亿元（前值减少 207 亿元）。

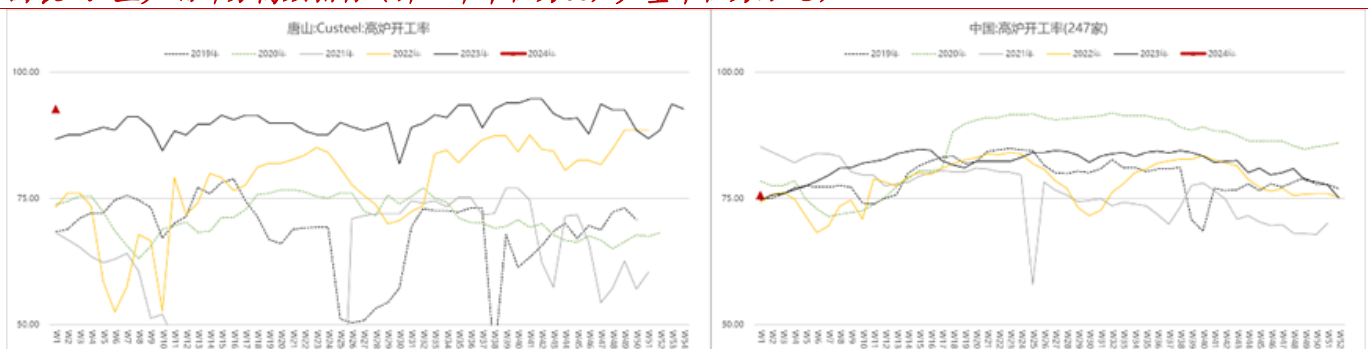
供需缺口继续收窄。M2 同比增长 9.7%（前值 10.0%），社融与 M2 的增速差为 0.14 个百分点（前值 0.33 个百分点），缺口继续收窄。M1 同比增长 1.3%（前值 1.3%），M1 与 M2 的增速差为 8.4 个百分点（前值 8.7 个百分点）；M2-M1 同比增长 12.5%（前值 12.9%），缩小 0.4 个百分点，指向居民存款增速回落；M1-M0 同比持平（前值下降 0.3%），增速回升，指向企事业单位存款增速回升。M2 与 PPI 同比增速的差值为 12.4%（前值 13.0%），较上月收窄 0.6 个百分点，指向超额流动性回落；进入 1 月以来，7 天期银行间质押式回购加权利率在 2.16% 附近波动，低于上月均值 2.5%，指向短期资金面仍然充裕。

存款总体同比少增，居民存款连续同比少增。12 月新增人民币存款新增 868 亿元（前值新增 25300 亿元），同比少增 6374 亿元（前值少增 4200 亿元）。各项存款余额同比增长 10.0%（前值 10.2%），增速回落。从分项来看，财政存款减少 9221 亿元（前值减少 3293 亿元），同比多增 1636 亿元（前值多增 388 亿元）。企业存款新增 3165 亿元（前值新增 2487 亿元），同比多增 2341 亿元（前值多增 511 亿元），连续 3 个月同比多增。居民存款新增 19780 亿元（前值新增 9089 亿元），同比少增 9123 亿元（前值少增 13411 亿元），连续 3 个月同比少增。

4. 高频数据：生产高位平稳，基建维持平稳，地产销售回落，消费平稳开局，出口运价上行，内需高位波动

从生产端来看，保持高位波动，截至 1 月 12 日唐山 Custeel 高炉开工率为 90.87%（前值 92.77%），保持平稳，高于往年同期水平；全国 247 家高炉开工率 76.1%（前值 75.65%），小幅回升，与往年同期基本接近；截至 1 月 12 日，PTA 产业链负荷率保持平稳；截至 1 月 13 日，汽车半钢胎开工率继续上行。

图表 2：生产端部分高频指标（开工率单位为%，产量单位为万吨）



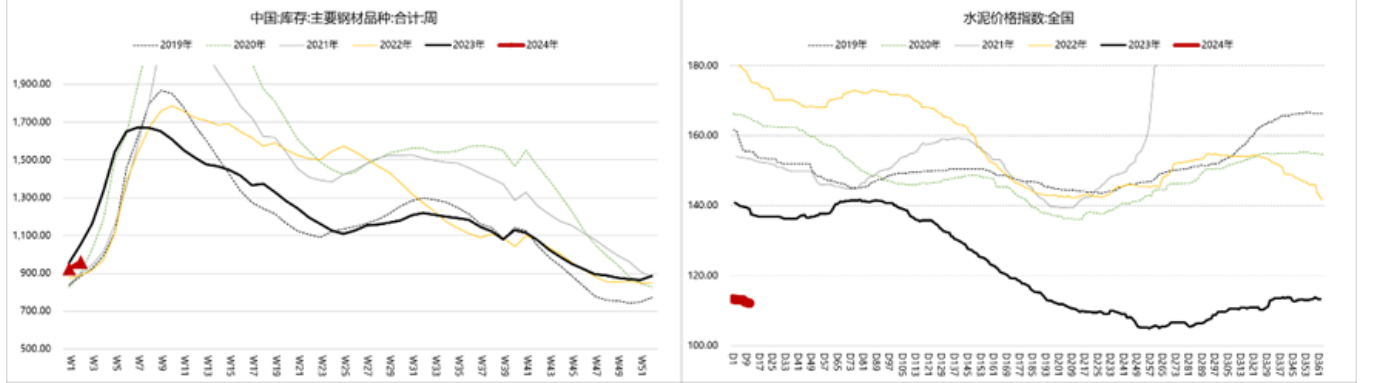
来源：WIND、中泰证券研究所

从内需端看，基建上，截至 1 月 13 日主要钢材品种库存小幅回升，截至 1 月 12 日全国水泥价格保持低位，反应基建总体平稳发力；但从区域来看，华东、长江、珠江西江等区域价格偏强。

地产上，截至 1 月 13 日，30 大中城市商品房成交面积低位平稳，一线城市略强，二线城市、三线城市低位波动；从土地成交情况来看，

2024 年第一周 100 大中城市成交土地面积、住宅用地面积低位开局。
2024 年第一周，乘用车批零数据低位开局；地铁客运量保持平稳；电
影票房平稳开局。

图表 3: 基建部分高频指标 (库存单位为万吨)



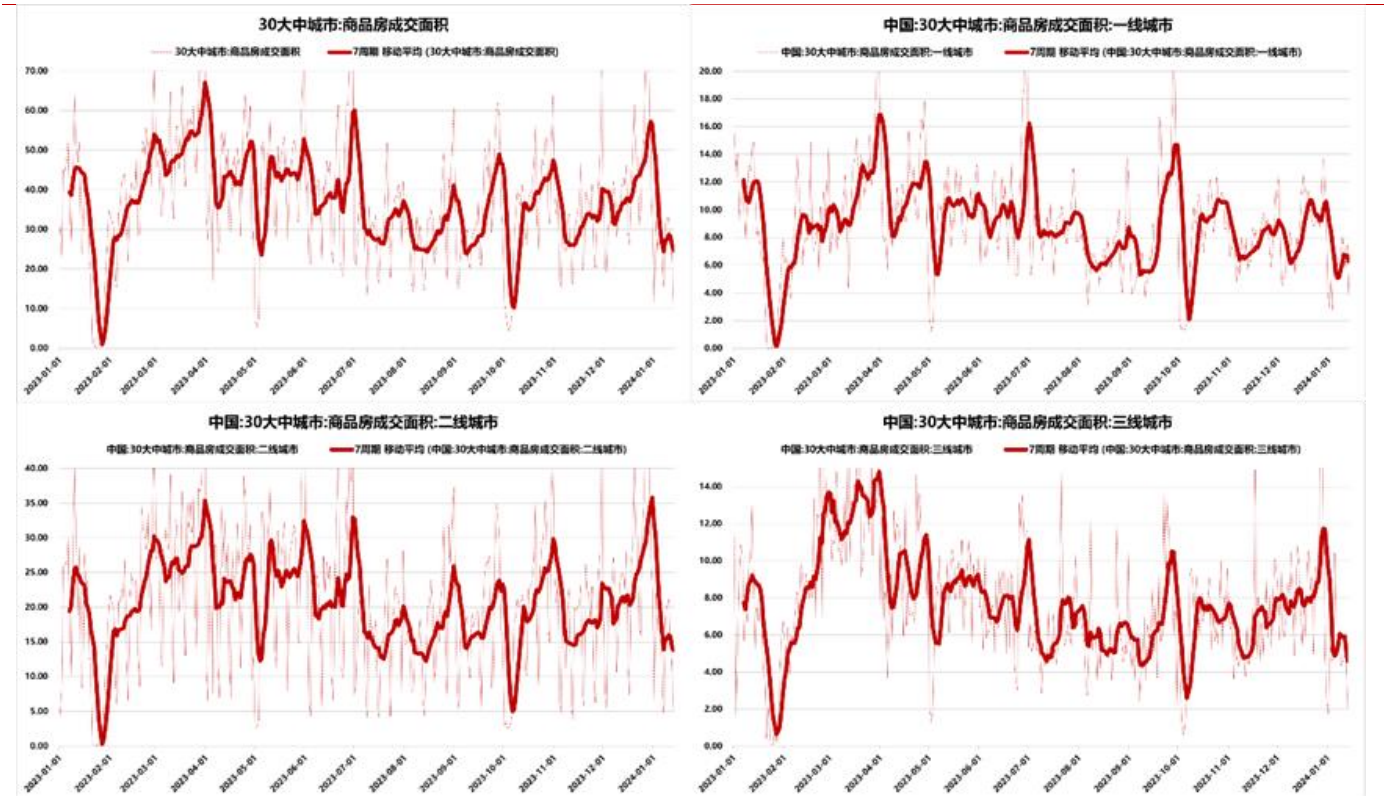
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 4: 基建部分高频指标 (水泥价格分区域)



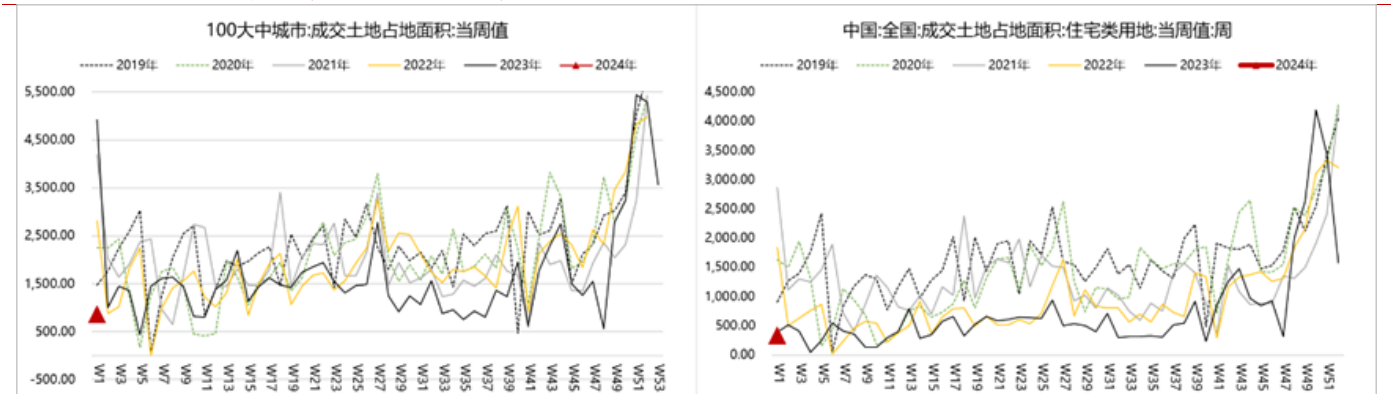
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 5: 商品房成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)



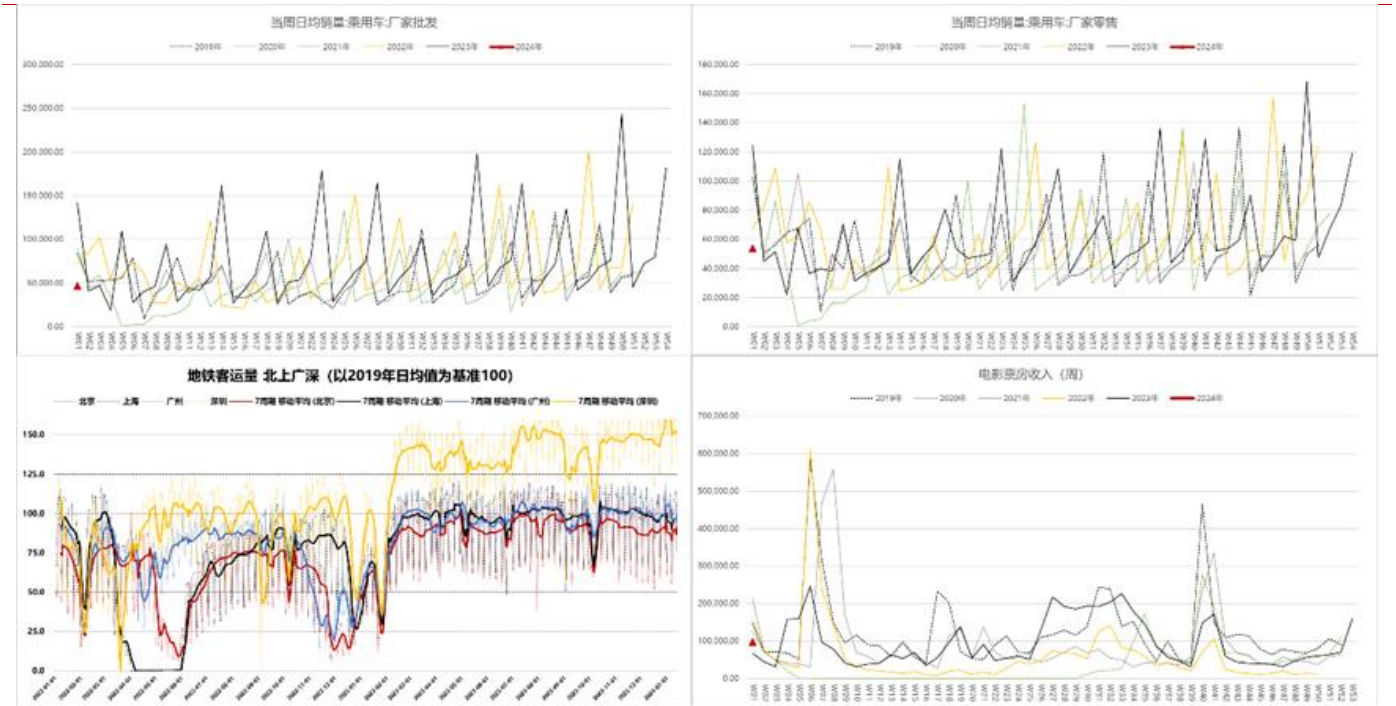
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 6: 土地成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)



来源：WIND、中泰证券研究所

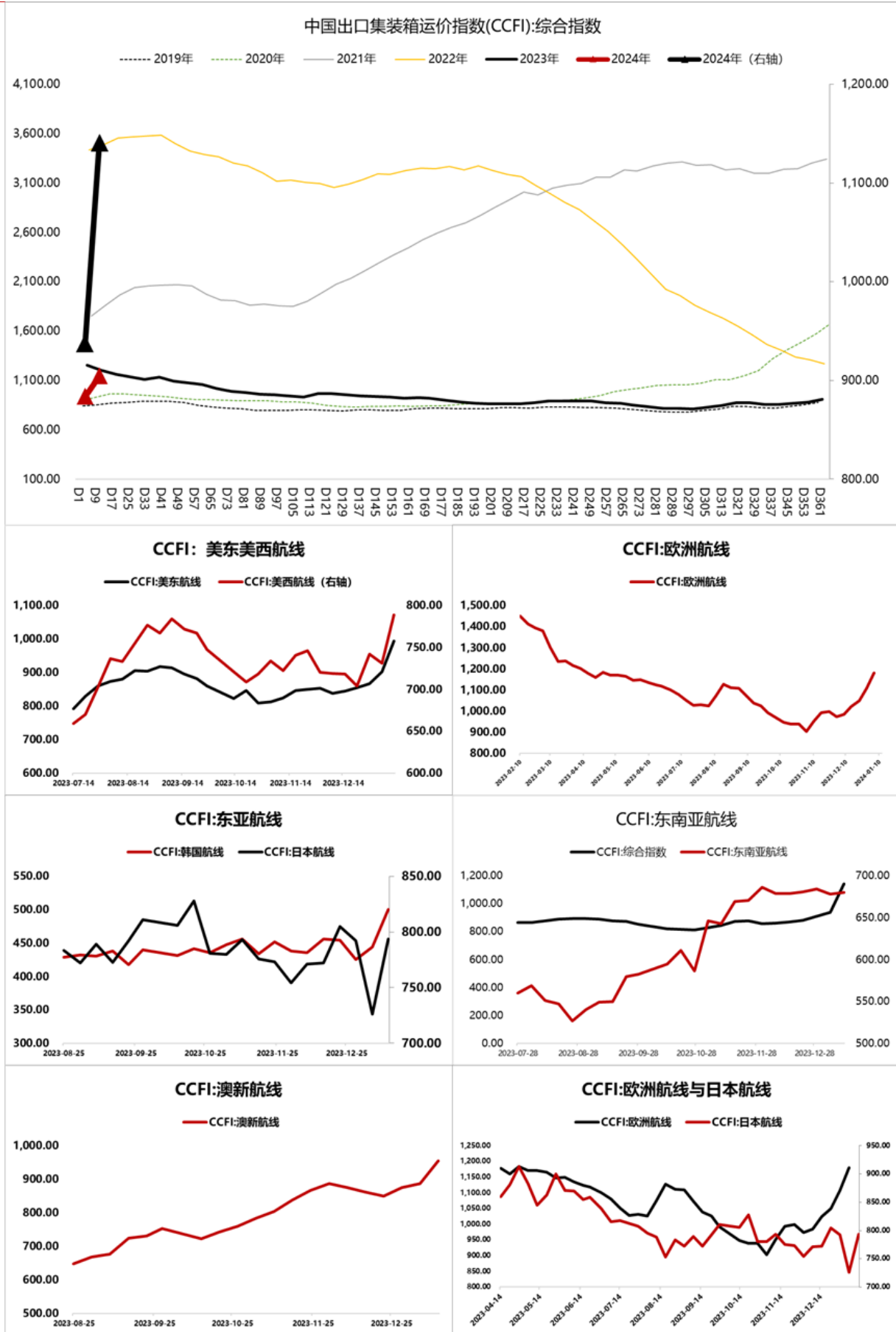
图表 7: 消费相关部分高频指标 (销量单位为辆, 电影票房单位为万元)



来源：WIND、中泰证券研究所

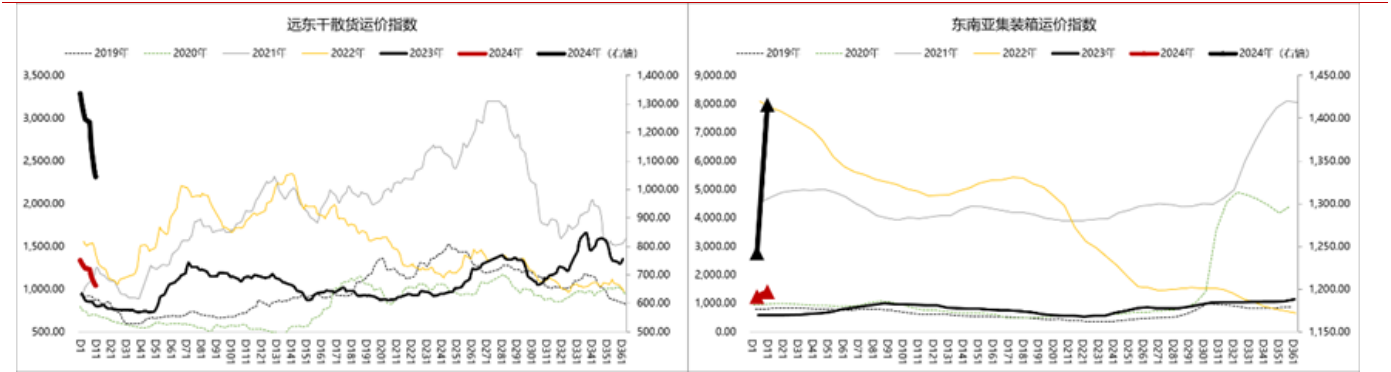
从外需端看，出口运价指标明显上行。截至 1 月 12 日，中国出口集装箱运价指数（CCFI）报 1140.31 点（前值 936.83 点），短期明显向上波动，分航线看，主要航线指数同步向上波动。从部分区域运价指标来看，覆盖远东区域范围内典型进出口航线的远东干散货运价指数高位回落；东南亚集装箱运价指数短期上行明显。

图表 8：外贸相关高频指标



来源: WIND、中泰证券研究所

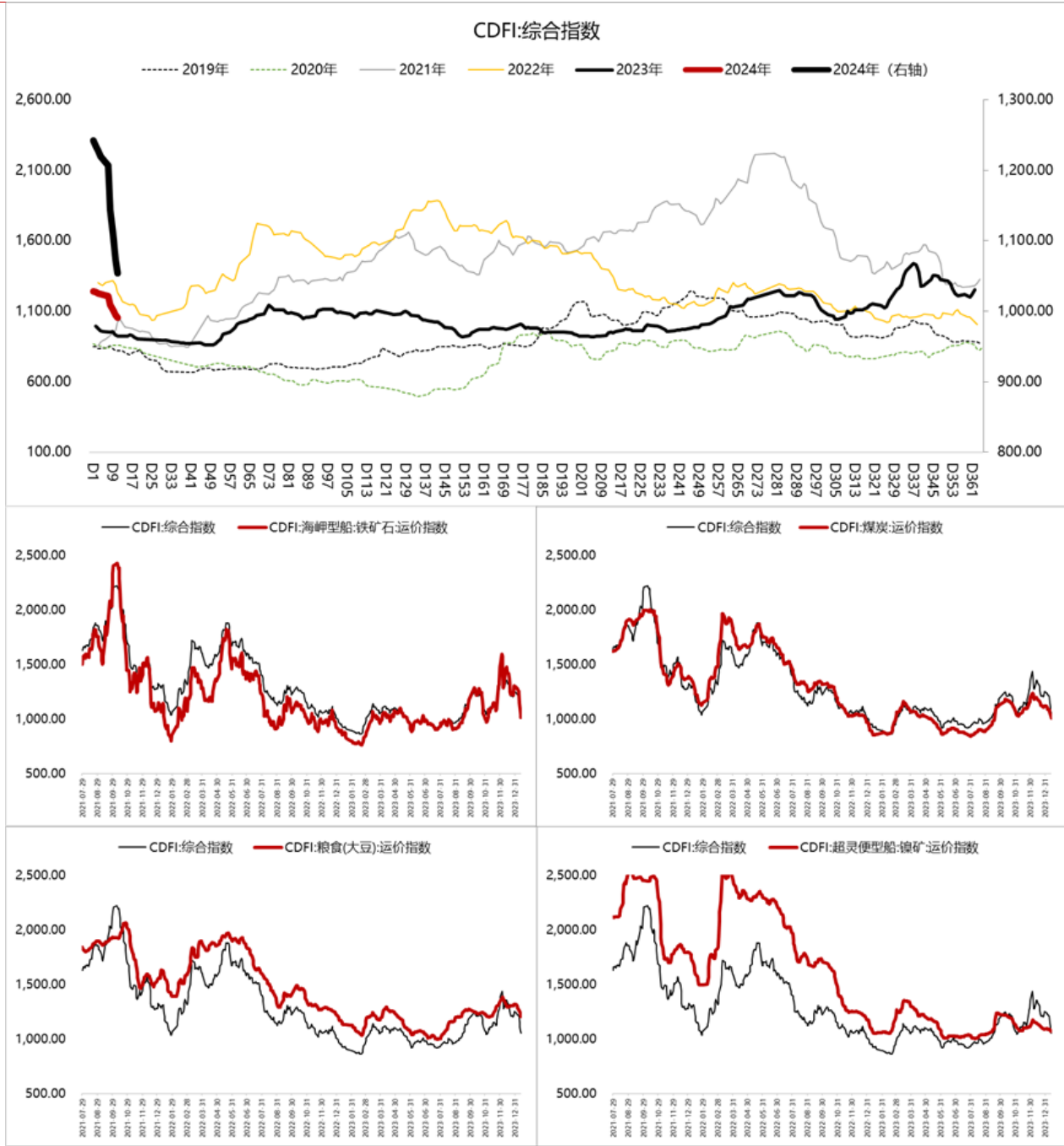
图表 9: 外贸相关高频指标 (区域指数)



来源: WIND、中泰证券研究所

进口相关高频指标小幅波动, 或反映内需高位波动。截至 1 月 12 日, CDFI 中国进口干散货运价指数录得 1054.01 点 (上周 1219.15 点), 高位继续回落, 相较往年同期仍强; 主要运价指数同步回落, 超灵便型船镍矿运价指数相对平稳。

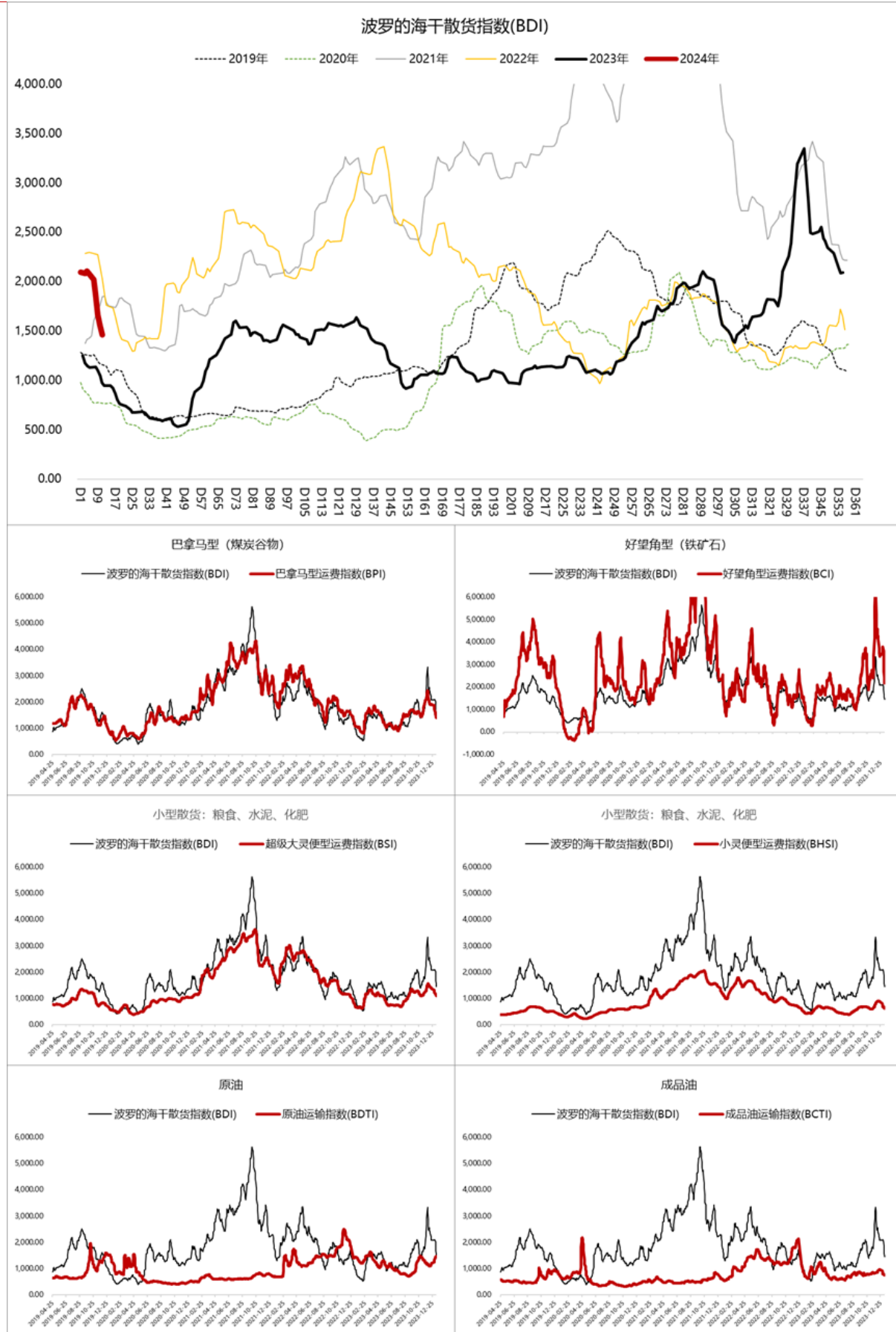
图表 10: CDFI 运价指数及细分运价指数



来源: WIND、中泰证券研究所

从 BDI (波罗的海干散货指数) 来看, 由于 BDI 指数主要反映的是大宗资源类产品的供求关系, 由于中国进口产品多以该类物品为主, 因此, BDI 指数更多地可以反映中国进口状况的变化。截至 1 月 12 日, BDI 指数为 1460 点 (上周 2110 点), 高位波动回落, 主要指数同步回落, 原油运输指数平稳运行。

图表 11: BDI 指数及细分运价指数



来源: WIND、中泰证券研究所

5. 风险提示

政策变动风险，经济波动超预期风险，国际经济贸易摩擦风险

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。