

周度经济观察

——偏弱的经济，寻底的市场

袁方¹束加沛²

2024 年 01 月 16 日

内容提要

2023 年 12 月通胀、贸易和金融数据表明，当前经济处于偏弱的水平，总需求依旧不足。居民的消费倾向和风险偏好维持低位，房地产企业流动性压力尚未明显缓解。

往后看，总需求恢复的强度决定了通胀、贸易和金融数据的走向。考虑到房地产供需两端面临不小压力，国内需求复苏的进程充满波折，通货膨胀和信贷数据的回升之路存在挑战。

权益市场的担忧在于房地产主体的违约从民营企业向更广泛主体的扩散，以及由此带来对金融机构资产质量、信用扩张、资产定价的影响。这一影响的阻断需要依赖于宏观政策的干预，尤其在企业流动性层面的纾困，这仍然需要观察等待。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

1宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、经济运行在偏弱区间

2023 年 12 月我国美元计价出口同比增速 2.3%，较 11 月小幅回升 1.8 个百分点；两年复合同比-5.4%，较上月回落 0.3 个百分点。出口的回升主要来自于基数效应，考虑到出口价格指数可能在同比-10%的水平，实际出口增速改善幅度更大。

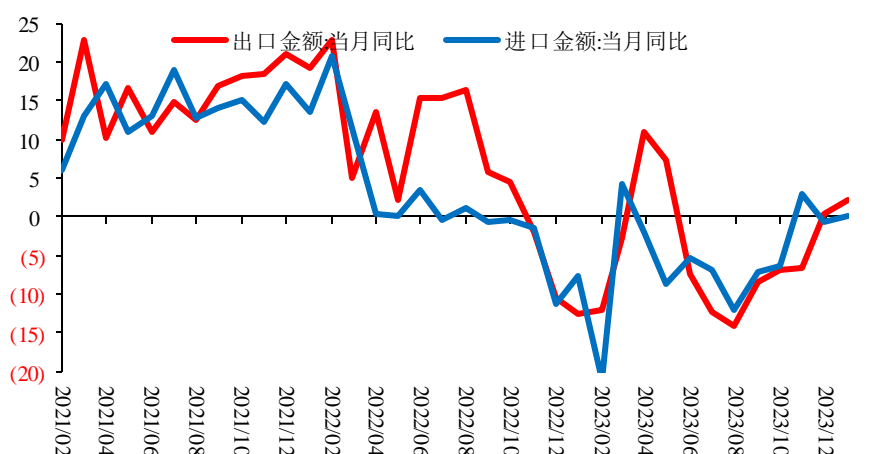
从两年平均的角度来看，出口分地区、分类别的数据表现类似，与上月变化不大。

观察东亚经济体，12 月出口表现略好于中国。在低基数的背景下，这些经济体出口增长普遍较快。

12 月美元计价进口同比增长 0.2%，较 11 月提升 1 个百分点。大豆、铁矿砂、原油等进口数量回升，铜小幅回落。

往后看，考虑到海外经济体通胀压力缓和，伴随利率中枢回落，资本开支的提速可能会推动制造业的恢复。在此背景下，叠加基数效应的影响，我国出口增速有望小幅回升。

图1：进出口金额同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021 年为两年复合同比

2023 年 12 月 PPI 环比为-0.3%，持平上月；PPI 同比-2.7%，较上月回升 0.3 个百分点。

分项来看，PPI 环比的下行主要集中在石油驱动的能源和化学原料行业，反映了石油价格下降的影响。此外，印刷、医药、计算机电子等中下游行业价格表现依然偏弱，消费需求不足的影响延续。

今年 1 月以来南华工业品指数出现下跌，高盛商品指数总体震荡，短期内 PPI 环比可能延续走低。

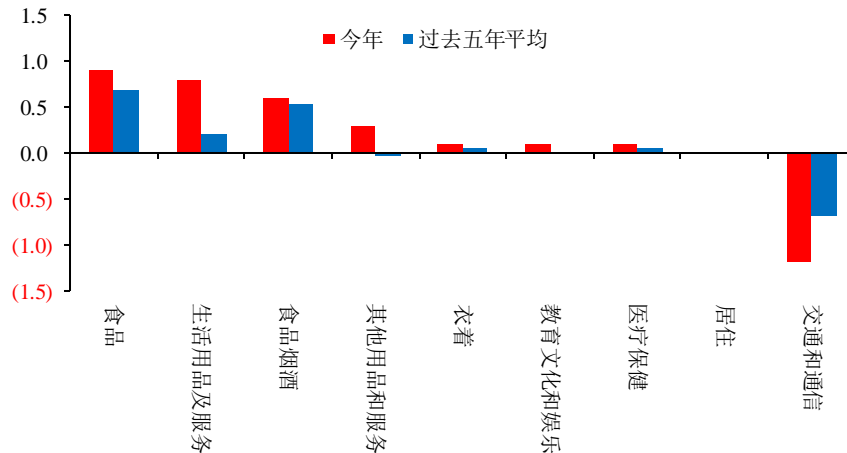
2023 年 12 月 CPI 同比-0.3%，较上月回升 0.2 个百分点；环比 0.1%，较前值显著改善；核心 CPI 同比 0.6%，持平上月。

从分项上来看，CPI 的回升主要来自食品分项的影响，其余多数分项接近或者略强于季节性。

鲜菜、鲜果、水产品价格显著强于季节性，这可能和寒潮这一天气因素有关。猪肉价格延续偏弱。交通通信分项价格的走弱体现了能源价格下跌的影响。同时教育文娱、医疗保健、生活用品及服务略强，但可持续性有待观察。

总体来看，去年 12 月 CPI 反弹主要是食品价格由于天气等一次性因素的影响，可持续性有限。未来总需求恢复的情况决定了通胀的走向，从当前的情况来看，居民消费活动偏弱，同时房地产领域下行压力犹存，通胀或将维持低位。

图2: CPI细项环比, %



数据来源: Wind, 国投证券研究中心

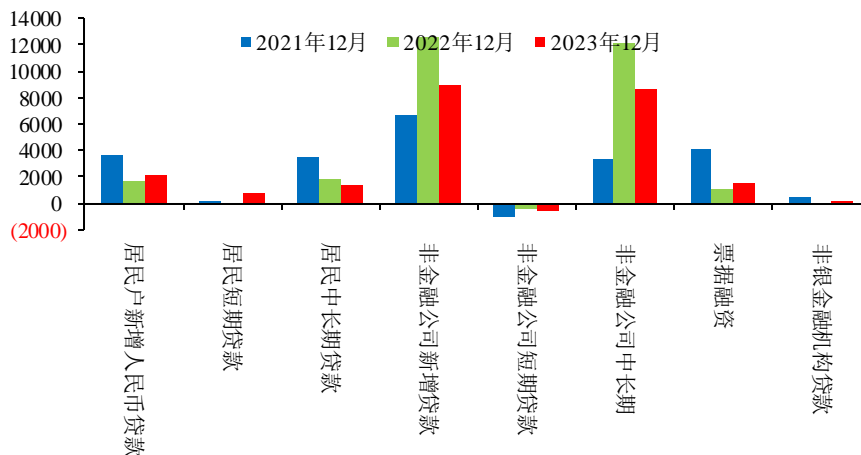
2023年12月社融余额同比9.5%，较上月回升0.1个百分点，主要来自于政府债券大量发行的影响。而信贷、企业债券以及非标的增长均出现放缓。考虑到去年同期债券和理财市场存在较大波动，12月的企业债券发行走弱或许受到资金利率抬升的影响。

信贷的增长主要来自企业端，企业的中长期贷款或许受到政策发力的影响。此外，从票据融资占比较低和打击金融空转的政策导向来看，信贷需求尚可，金融系统运行平稳。居民部门中长期贷款增长延续低位，反映出房地产需求的改善偏慢。此外，居民部门存款多增的现象没有改变，居民的风险偏好仍然处于低位。

总体而言，2023年12月通胀、贸易和社融数据表明，当前经济处于偏弱阶段，总需求依旧不足，居民的消费倾向和风险偏好维持低位，房地产企业流动性压力尚未明显缓解。

往后看，总需求恢复的强度决定了通胀、贸易和金融数据的走向。考虑到房地产供需两端面临不小压力，国内需求复苏的进程充满波折，通货膨胀和信贷数据的回升之路存在挑战。

图3：新增信贷分项，亿元



数据来源：Wind，国投证券研究中心

二、权益市场仍在磨底

年初以来股票指数总体下行，成交量不断走低，上周日均成交量仅为六千亿元出头，处于过去一年低位。新能源行业表现强劲，部分带动周期和成长板块走强。此外，高股息占优的模式还在延续。

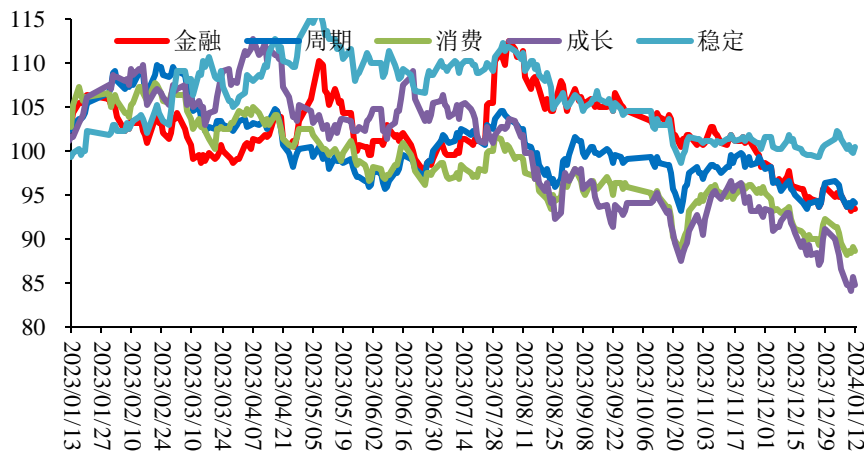
近期权益市场偏弱的表现，可能主要源自于投资者对房地产问题进一步恶化的担忧。目前总需求不足、通胀低迷、企业盈利承压，很大程度与房地产行业供应出清、需求减速有关。

市场的担忧在于房地产主体的违约从民营企业向更广泛主体的扩散，以及由此带来对金融机构资产质量、信用扩张、资产定价的影响。此外，房价的持续下跌也导致居民财富效应的大幅缩水，进而对居民消费活动的恢复形成制约。

因此，尽管房地产行业投资活动本身对经济的拖累趋于减弱，但其潜在的对居民行为模式、消费活动恢复乃至金融体系稳定的影响仍在扩大。而这一影响的阻断需要依赖于宏观政策的干预，尤其在企业流动性层面的纾困。

在此背景下，宏观经济和权益市场的底部可能主要取决于房地产行业的走向，这无疑需要耐心等待。

图4：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2022年12月31日为100

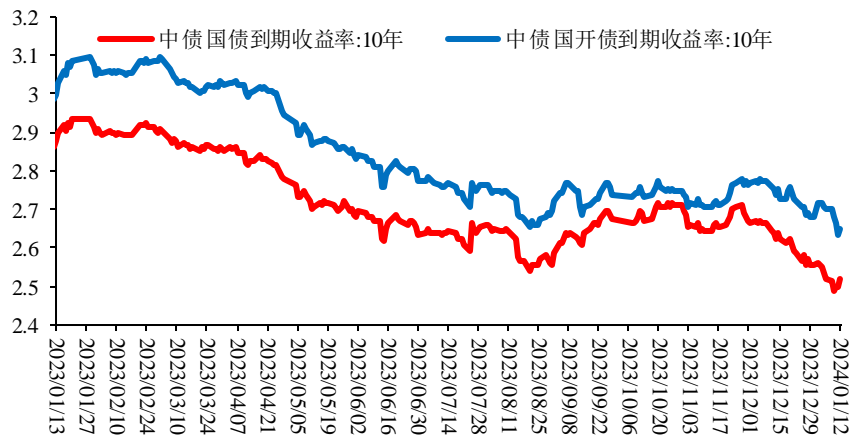
1月15日央行维持OMO和MLF利率不变。今年1月以来，市场降息预期不断强化。尽管降息预期落空，但国债收益率总体变化不大，市场将降息博弈延后至下一时间窗口。

当前降息预期强烈的理由在于国内基本面偏弱，通胀处于低位，海外通胀处于回落通道，汇率对利率的制约正在逐渐降低。

不过目前美元兑人民币即期汇率在接近7.2的水平，处于近一个月的高点，这可能是短期利率没有下调的原因。

往后看，美国经济降温的趋势或将延续、美国通胀中枢有望持续下行。在此背景下，美元指数的走弱有助于人民币汇率的稳定，这也为未来国内货币政策的宽松打开了空间，国内债券市场收益率处于易下难上的环境中。

图5：10年期国债和国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

三、宽松交易继续推进

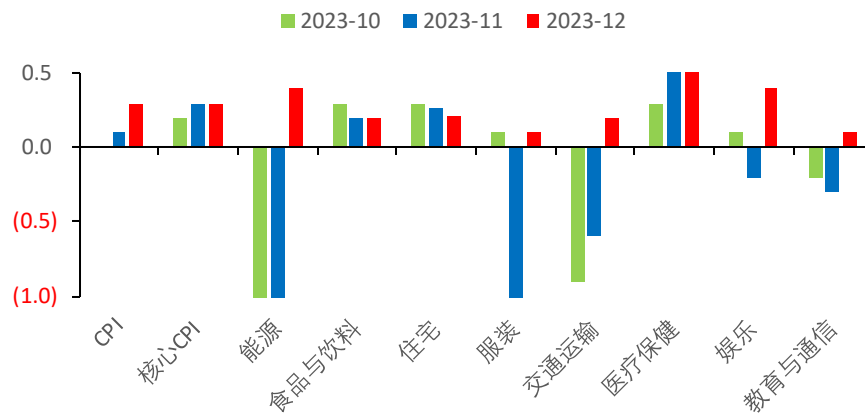
12月美国CPI同比增速3.4%，较上月上升0.3个百分点；核心CPI同比增速3.9%，较上月小幅下滑0.1个百分点。CPI季调环比0.3%，较上月回升0.2个百分点，通胀数据表现小幅超市场预期。

分项来看，11月美国能源、交通运输等价格出现回升，同时住宅价格反弹、医疗保健等超级核心通胀出现回升。这与同期非农就业数据回升、工资价格反弹的指向一致，显示劳动力市场仍然偏紧。

从高频指标来看，油价仍在下滑的过程中，领先指标显示房租的下滑趋势尚未结束。

往后看，尽管12月部分数据指向经济出现小幅回暖，但美国经济今年走弱的趋势没有变化，消费需求总体逐步走弱，劳动力市场趋于松动，预计美国CPI同比增速在温和下滑的过程中。

图6：美国 CPI 季调环比，%



数据来源：CEIC，安信证券

与 CPI 数据同步更新的还有 PPI 数据。美国 12 月 PPI 同比增速为 1%，较上月回升 0.2 个百分点；核心 PP 同比增速 1.8%，较上月回落 0.2 个百分点，创近三年新低，表明美国通胀压力缓解的趋势没有改变。

近期美联储多位官员表态偏鹰，比如亚特兰大联储主席 Bostic、纽约联储主席 Williams、克利夫兰联储主席 Mester 均认为当前讨论降息还尚早。不过市场仍在抢跑，最新数据显示市场预期降息时点维持在 3 月份，降息幅度从 6 次增加至 7 次，幅度为 175BP。

在经历了短暂的修正后市场重新交易宽松预期。10 年期美债收益率下行至 4% 以内，实际利率的下行主导了这一过程；美元指数在 102 左右的水平波动；美股反弹，纳斯达克指数表现强于道琼斯指数。受此影响，全球主要经济体均表现出债券市场利率下行，股票市场上涨的局面。

考虑到美国居民部门资产负债表总体健康，美联储应对风险的能力较强，美国经济转入衰退的可能性较低。在经济逐步降温，美联储处于宽松趋势的背景下，美国股票市场的上涨有望延续。

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入国投证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入国投证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034

国投证券宏观定期报告