

金融市场分析周报

(2024.01.08-2024.01.12)

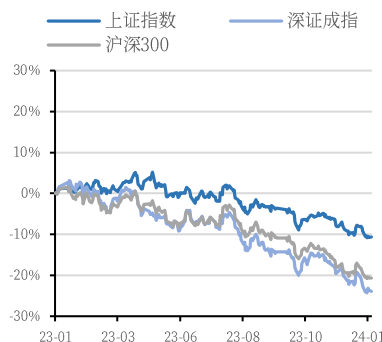
报告摘要

- 资金面分析:** 月初资金市场维持平稳;下周税期临近,关注央行资金投放量及价格。本周央行开展了 2270 亿元逆回购操作, 因有 4160 亿元逆回购到期, 本周净回笼 1890 亿元。月初资金市场维持平稳。下周税期来临, 1 月 15 日为缴税截止日。1 月为季节性缴税大月, 预计缴税将对资金价格有所影响。政府债融资额环比回落, 预计对于资金面冲击有所缓解。由于央行本周延续少量逆回购操作, 下周逆回购到期量位于低位, 预计对于资金面影响有限, 此外下周二存 7790 亿元 MLF 到期, 当期宽信用预期较强, 关注央行 MLF 续作情况。整体来看, 目前央行对于资金面保持呵护, 预计税期来临, 央行将相应增加投放, 减少资金面波动, 投放方式及资金价格仍需关注。
- 利率债:** 12 月出口、金融、通胀数据表现一般, 疲软经济数据叠加降息降准预期, 利率继续下行突破 2.5%, 但机构追涨止盈行为左右的行情将放大波动, 本周五抢跑止盈明显。目前看周一 MLF 是否降息以及降准情况, 若降息将有可能高开低走, 不降息将有回调上车机会, 因为降息预期仍在。小幅度降准同样存在强预期, 但利好程度较弱。注意近期交易机会。CPI/PPI: 12 月 CPI 同比降 0.3%, 预期降 0.3%, 前值降 0.5%; PPI 同比下降 2.7%, 预期降 2.6%, 前值降 3%。CPI 方面, 环比上涨 0.1%, 食品价格下降 3.7%, 非食品价格上涨 0.5%。食品中猪肉继续大幅拖累 (-26.1%), CPI 目前环比走势尚可, 随着基数走低, 在 1-2 月将迎来转正, 但猪价仍未看到反正是的可能。PPI 继续小幅上行, 但离正增仍有距离, 且会反复。出口: 12 月出口 (以美元计价) 同比增 2.3%, 前值增 0.5%; 进口增 0.2%, 前值降 0.6%; 贸易顺差 753.4 亿美元, 前值修正为 684 亿美元。整体看较为低迷, 去年 12 月

主要数据

| | |
|--------|-----------|
| 上证指数 | 2886.2908 |
| 沪深 300 | 3280.9195 |
| 深证成指 | 8963.9261 |

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

12 月出口同比增速增幅扩大, 2024 年出口对经济增长拖累作用有望减缓 —2024-01-15
通胀企稳, 财政稳信用态势延续 —2024-01-14
REITs 市场年后重回盘整状态, 市场体系建设加快 —2024-01-10

基数极低，但本月仅增 2.3%，外需修复乏力，出口拉动经济短期内压力较大。**金融数据**：新增人民币贷款 11700 亿元，市场预期 11700 亿元，前值 10900 亿元。社会融资规模 19400 亿元，市场预期 20600 亿元，前值 24547 亿元。M2 同比 9.7%，市场预期 10.1%，前值 10.0%；M1 同比 1.3%，前值 1.3%；M0 同比 8.3%。新增贷款少增，政府债冲量，基本符合预期，没有太多惊喜。未来 PSL 落地及相应的加量会形成小幅支撑，但仍旧要看企业和居民预期。

- **权益市场：本周 A 股市场指数表现不佳，北向资金呈净流出状态，市场活跃度有所下降。**北向资金本周呈净流出状态，净卖出金额为 24.40 亿元。上证指数、深证成指、沪深 300、科创 50、创业板指、中证 500、中证 1000 分别下跌 1.61%、1.32%、1.35%、3.64%、0.81%、1.43%、1.79%。分行业来看，申万一级行业中美容护理、电力设备、商贸零售表现较强，分别上涨 5.08%、2.77%、1.26%；电子、计算机、通信表现较弱，分别下跌 4.31%、4.24%、3.21%。整体来看，本周市场表现不佳的主要原因有：1) 12 月国内 CPI、PPI 数据不及市场预期；2) 红海地区冲突不断升级，地缘政治因素持续发酵；3) 台海大选将于周末尘埃落定，部分资金提前规避风险；4) 美国 FOMC 会议纪要、就业及通胀数据相继公布，美联储降息预期有所波动。展望未来，逆周期调控为市场注入活力，活跃资本市场动作接连落地，“春季萌动”行情或已开启。美国超额储蓄量耗尽或将推迟至 2024 年 4 月，我美债利率短期内虽有波动，但下行趋势较为确定，人民币汇率有望企稳回升。在宽货币向宽信用传导的需求背景下，2024 年 Q1 降息概率仍较大。历史上美联储货币政策转向宽松叠加国内也采取宽货币政策时期成长风格表现较强。此轮科技产业浪潮背景下，重点看好成长风格中的电子及航天方向。
- **美元指数分析：美国 12 月份 CPI 数据高于预期，美元指数本周反弹。**本周美国 12 月份宏观数据持续公布。其中本周公布的美国 12 月份 CPI 数据同比环比均高于市场预期，一定程度影响市场对于美联储提前降息的判断，美元指数相应上行。然而随后公布的 PPI 数据不及市场预期，美元指数涨幅有所缓和。本周多位美联储官员发言，其中有官员预

测美联储 2024 年将降息 3 次，其余官员仍表示，在通胀完全回落之前，美联储将持续维持利率在较高水平。

风险提示：货币政策超预期收紧 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹
地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

| | |
|--|----|
| 一、 本周重点经济..... | 5 |
| 1.1 一周要闻 | 5 |
| 二、 固定收益市场分析..... | 5 |
| 2.1 资金面分析：月初资金市场维持平稳；下周税期临近，关注央行资金 投放量及价格 | 5 |
| 2.2 利率债走势分析：央行本周小幅回笼资金，周五密集发布数据，降息 降准强预期，利率债收益走 V，10 年国债破 2.5%后反弹 | 7 |
| 2.3 存单信用债分析：存单融资额环比反弹、信用债融资额环比回落；信 用债收益率整体下行 | 9 |
| 三、 主要资产价格分析..... | 11 |
| 3.1 权益市场分析：“春季萌动”行情，反弹或将至 | 11 |
| 3.2 美元指数分析：美国 12 月份 CPI 数据高于预期，美元指数本周反弹 | 12 |

一、 本周重点经济

1.1 一周要闻

1) 本周多项宏观数据公布其中：本周统计局公布 12 月份物价数据，12 月 CPI 同比下降 0.3%，环比上涨 0.1%；PPI 同比下降 2.7%，环比下降 0.3%。中国 2023 年 CPI 同比上涨 0.2%，PPI 下降 3.0%。国家统计局指出，2023 年 12 月份，受寒潮天气及节前消费需求增加等因素影响，CPI 环比由降转涨，同比降幅收窄；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅保持稳定。受国际油价继续下行、部分工业品需求不足等因素影响，当月 PPI 环比下降，同比降幅收窄。中国人民银行公布 12 月份及 2023 年金融数据。2023 年人民币贷款增加 22.75 万亿元，同比多增 1.31 万亿元；人民币存款增加 25.74 万亿元，同比少增 5101 亿元。全年社会融资规模增量累计为 35.59 万亿元，比上年多 3.41 万亿元；2023 年末社会融资规模存量为 378.09 万亿元，同比增长 9.5%。2023 年 12 月份，人民币贷款增加 1.17 万亿元，同比少增 2401 亿元；社会融资规模增量为 1.94 万亿元，比上年同期多 6169 亿元。2023 年 12 月末，广义货币（M2）余额 292.27 万亿元，同比增长 9.7%。海关总署公布 2023 年全年及 12 月份外贸数据。2023 年我国货物贸易进出口总值 41.76 万亿元，同比增长 0.2%。其中，出口 23.77 万亿元，增长 0.6%；进口 17.99 万亿元，下降 0.3%。

2) 美国 12 月份 CPI 数据超市场预期。美国劳工部公布数据显示，美国 2023 年 12 月未季调 CPI 同比上涨 3.4%，预期 3.2%，前值 3.1%；季调后 CPI 环比上升 0.3%，预期 0.2%，前值 0.1%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 2023 年 12 月核心 CPI 同比上涨 3.9%，创 2021 年 5 月以来新低，预期 3.8%，前值 4%；环比上涨 0.3%，与预期及前值持平。美国 CPI 数据发布后，美联储 2024 年 3 月和 5 月降息可能性下调

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：月初资金市场维持平稳；下周税期临近，关注央行资金投放量及价格

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净投放 12570 亿元

本周央行开展了 2270 亿元逆回购操作，因有 4160 亿元逆回购到期，本周净回笼 1890 亿元。下周央行公开市场将有 2270 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 500 亿元、650 亿元、200 亿元、270 亿元、650 亿元；此外，周二（1 月 16 日）还有 7790 亿元 MLF 到期。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

| | 周一 | 周二 | 周三 | 周四 | 周五 |
|-----------|------|-------|-----|-----|------|
| 本周公开市场到期 | 900 | 2220 | 140 | 150 | 750 |
| 7 天 | 500 | 650 | 200 | 270 | 650 |
| 14 天 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| MLF（投放） | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| MLF（回笼） | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 央行票据 3 个月 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 国库现金定存 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净投放 | -400 | -1570 | 60 | 120 | -100 |

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

资金面的复盘：月初资金市场维持平稳。本周央行持续每日少量逆回购操作，由于上周央行逆回购投放缩量，本周逆回购到期位于低位，资金市场增提维持平稳。本周资金价格整体维持近期低位，各期限资金受下周税期影响较小。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.8215%，R007 加权平均降至 2.1626%；交易所回购利率 GC001 加权平均降至 2.2390%，GC007 加权平均升至 2.3300%。

表 2：本周货币市场利率

| 市场 | 代码 | 周一 (%) | 周二 (%) | 周三 (%) | 周四 (%) | 周五 (%) |
|-----------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 银行间回购 | R001 | 1.7369 | 2.1364 | 2.3287 | 2.2495 | 2.3283 |
| | R007 | 1.7324 | 2.1818 | 2.2541 | 2.3462 | 2.3944 |
| | R014 | 1.7404 | 2.1708 | 2.2519 | 2.5487 | 2.3980 |
| | R021 | 1.7822 | 2.1771 | 2.2769 | 2.2075 | 2.3015 |
| | R1M | 1.8215 | 2.1626 | 2.2795 | 2.3260 | 2.5023 |
| 上交所协议回购 | 206001 | 3.1750 | 3.1430 | 3.1200 | 3.0890 | |
| | 206007 | 2.9950 | 2.9450 | 2.9310 | 2.9280 | 3.0340 |
| | 206014 | 3.3000 | 3.2210 | 3.3990 | 3.2910 | 3.4320 |
| | 206021 | 4.6290 | 4.7340 | 3.7270 | 4.8360 | 5.2790 |
| | 206030 | 4.4060 | 4.4140 | 4.8940 | 3.7530 | 4.5890 |
| 利率互换定盘：1Y | FR007 | 2.0606 | 2.0431 | 2.0585 | 2.0534 | 2.0402 |

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

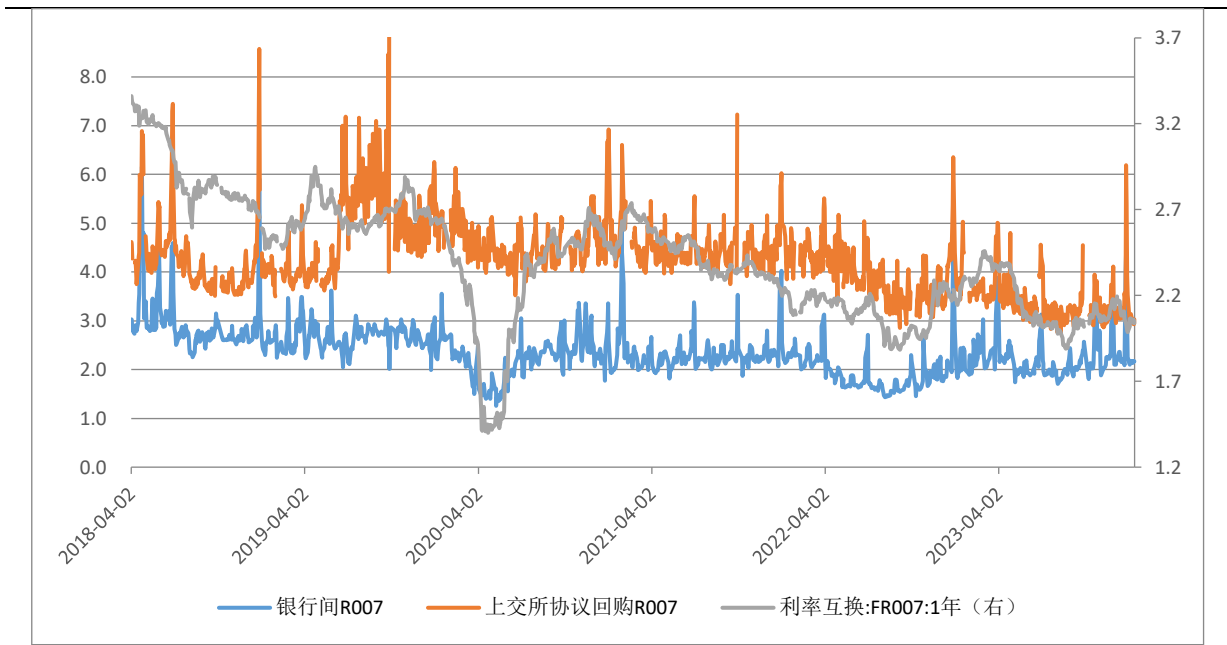
2) 资金面的展望：税期临近，关注央行资金投放量及价格

近日中国人民银行货币政策委员会第四季度例会提出，更加注重做好逆周期和跨周期调节，更好发挥货币政

策工具的总量和结构双重功能；保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。经济复苏阶段政策支持仍不可缺席。预计未来货币政策主要方向仍为宽信用，资金面大方向快速转向的可能性相对较小。

下周税期来临，1月15日为缴税截止日。1月为季节性缴税大月，预计缴税将对资金价格有所影响。政府债融资额环比回落，预计对于资金面冲击有所缓解。由于央行本周延续少量逆回购操作，下周逆回购到期量位于低位，预计对于资金面影响有限，此外下周二存7790亿元MLF到期，当期宽信用预期较强，关注央行MLF续作情况。整体来看，目前央行对于资金面保持呵护，预计税期来临，央行将相应增加投放，减少资金面波动，投放方式及资金价格仍需关注。

图 1：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：央行本周小幅回笼资金，周五密集发布数据，降息降准强预期，利率债收益走 V，10 年国债破 2.5% 后反弹

1) 利率债走势复盘：央行本周小幅回笼资金，周五密集发布数据，降息降准强预期，利率债收益走 V，10 年国债破 2.5% 后反弹

周一，央行开展了 500 亿元逆回购操作，中标利率为 1.80%，与此前持平。因今日有 900 亿元逆回购到期，当日实现净回笼 400 亿元。仅长端表现较好，长端小幅下行 0.35bp。

周二，央行开展了 650 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.8%。Wind 数据显示，当日 2220 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 1570 亿元。降准预期再起，10y 国债继续下行突破 2.5%，长端下行 2.7bp，下行较多；

周三，央行开展了 200 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.8%。Wind 数据显示，当日 140 亿元逆回购

到期，因此单日净投放 60 亿元。今日期货表现一般，虽盘中有反弹，现券持续上行，低位的关键点位止盈明显，日终长端上行 1.5bp；

周四，央行开展了 270 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.8%。Wind 数据显示，当日 150 亿元逆回购到期，因此单日净投放 120 亿元。长端上行后下行，但尾盘微微上行；

周五，央行开展了 650 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.8%。Wind 数据显示，当日 750 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 100 亿元。Wind 数据显示，本周（1 月 8 日至 1 月 12 日），央行开展了 2270 亿元逆回购操作，因有 4160 亿元逆回购到期，本周净回笼 1890 亿元。利率债今日早盘较弱，开盘上行，期货一直水下震荡，晚间现券继续上行。日终长端上行 1.6bp。

本周活跃券 10 年期国债活跃券 230026 由 2.5200% 上行 0.15bp 至 2.5215%，10 年期国开活跃券 230210 由 2.7025% 累计上行 0.5bp 至 2.7075%。

图 2：10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 利率债展望：12 月出口、金融、通胀数据表现一般，疲软经济数据叠加降息降准预期，利率继续下行突破 2.5%，但机构追涨止盈行为左右的行情将放大波动，本周五抢跑止盈明显。目前看周一 MLF 是否降息以及降准情况，若降息将有可能高开低走，不降息将有回调上车机会，因为降息预期仍在。小幅度降准同样存在强预期，但利好程度较弱。注意近期交易机会

CPI/PPI：12 月 CPI 同比降 0.3%，预期降 0.3%，前值降 0.5%；PPI 同比下降 2.7%，预期降 2.6%，前值降 3%。CPI 方面，环比上涨 0.1%，食品价格下降 3.7%，非食品价格上涨 0.5%。食品中猪肉继续大幅拖累 (-26.1%)，蛋类下降 7.0%，水果下降 0.3%，蔬菜上涨 0.5%。其他大类中，衣着、居住、教育文化娱乐、医疗保健均为上涨，仅交通通信下降 2.2%。环比看整体表现较好，食品中除猪肉下降 1% 外均上涨，其他大类也为交通通信环比下降 1.2%。整体看，猪肉继续拖累食品，燃料价格下跌拖累交通通信。

PPI 方面，出厂价生产资料价格下降 3.3%，采掘工业价格下降 7.0%，原材料工业价格下降 2.8%，加工工业价格下降 3.2%；生活资料价格下降 1.2%，其中，食品价格下降 1.4%，衣着价格上涨 0.1%，一般日用品价

格下降 0.1%，耐用消费品价格下降 2.2%。购进价，建筑材料及非金属类价格下降 7.6%，燃料动力类价格下降 7.2%，农副产品类价格下降 7.0%，化工原料类价格下降 6.1%；黑色金属材料类价格持平；有色金属材料及电线类价格上涨 1.6%

CPI 目前环比走势尚可，随着基数走低，在 1-2 月将迎来转正，但猪价仍未看到反正是的可能。PPI 继续小幅上行，但离正增仍有距离，且会反复。

出口：12 月出口（以美元计价）同比增 2.3%，前值增 0.5%；进口增 0.2%，前值降 0.6%；贸易顺差 753.4 亿美元，前值修正为 684 亿美元。出口自去年 12 月开始至今年 1 月均较低基数。本月拉动出口的依旧为机电类，同时地产相关的家居和家电业同步拉动。机电产品中，汽车依旧强劲，其次为船舶和液晶平板显示，2024 消费电子有一定的强预期。原材料和劳动密集型产品均表现一般，成品油拖累达 0.99%。量价方面同样值得关注，仅中药、稀土、船舶、成品油少部分商品量减，但价格仅船舶大幅正增，汽车及中药小幅正增，其余品种价格均跌。地域方面，对俄继续较强，对越南、英国、新西兰转正，但美国、东盟、欧盟为负。整体看较为低迷，去年 12 月基数极低，但本月仅增 2.3%，外需修复乏力，出口拉动经济短期内压力较大。

金融数据：新增人民币贷款 11700 亿元，市场预期 11700 亿元，前值 10900 亿元。社会融资规模 19400 亿元，市场预期 20600 亿元，前值 24547 亿元。M2 同比 9.7%，市场预期 10.1%，前值 10.0%；M1 同比 1.3%，前值 1.3%；M0 同比 8.3%。信贷部分，少增 2300 亿，企业短端多减 219 亿，中长端少增 3498 亿，居民短端多增 872 亿，中长端少增 403 亿。企业和居民均低迷，地产无反转预期，PMI 数据一般也可反应企业预期。社融部分，企业债券由于城投发行收紧，融资继续减少，但少减 2262 亿反而支撑社融，政府债券 9279 亿多增 6470 亿。存款部分，M2-M1 缩窄，M1 止跌，信贷偏弱以及低存款利率的存款搬家的情况下 M2 减少整体看，新增贷款少增，政府债冲量，基本符合预期，没有太多惊喜。未来 PSL 落地及相应的加量会形成小幅支撑，但仍旧要看企业和居民预期

整体看，本周发布的经济金融数据均表现一般，CPI 受猪肉拖累继续磨底，头部企业仍在扩张，出口在去年 12 月低基数情况下依旧表现一般，金融数据政府债撑量，经济复苏缓慢。目前看出口、地产投资、消费均低迷的情况下，可拉动经济项较少。财政是否发力成为市场关注，即 3%赤字率外的国债发行，广义财政的赤字率实际上 2023 年低于过往年度，2024 年可适度发力。目前市场对周一降息预期已打满且周五止盈明显，若降息将有可能高开低走，不降息将有回调上车机会，因为市场降息预期仍在。小幅度降准同样存在强预期，但利好程度较弱，最近年度降准均幅度较小。注意近期交易机会。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比反弹、信用债融资额环比回落；信用债收益率整体下行

1) 一级市场发行：存单融资额环比反弹、信用债融资额环比回落

本周同业存单净融资规模为 6,453.70 亿元，发行总额达 8,889.00 亿元，平均发行利率为 2.4530%，到期量为 2,435.30 亿元。同业存单融资额大幅反弹。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 11.09bp 报 2.2356%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 3.19bp 报

2.433%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 11.03bp 报 2.4652%，9M 存单平均发行利率较上周下行 3.67bp 报 2.4577%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 3,103.55 亿元，环比增加 1,264.79 亿元，偿还量约 2,393.58 亿元，净融资额约 709.96 亿元，环比回落 281.27 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体下行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体下行，1 年期各评级信用债收益率下行 1.55~下行 1.94bp，3 年期各评级信用债收益率下行 1.31bp~下行 6.81bp，5 年期各评级信用债收益率下行 3.81BP~下行 8.97p。

表 3：信用债各期限收益率水平

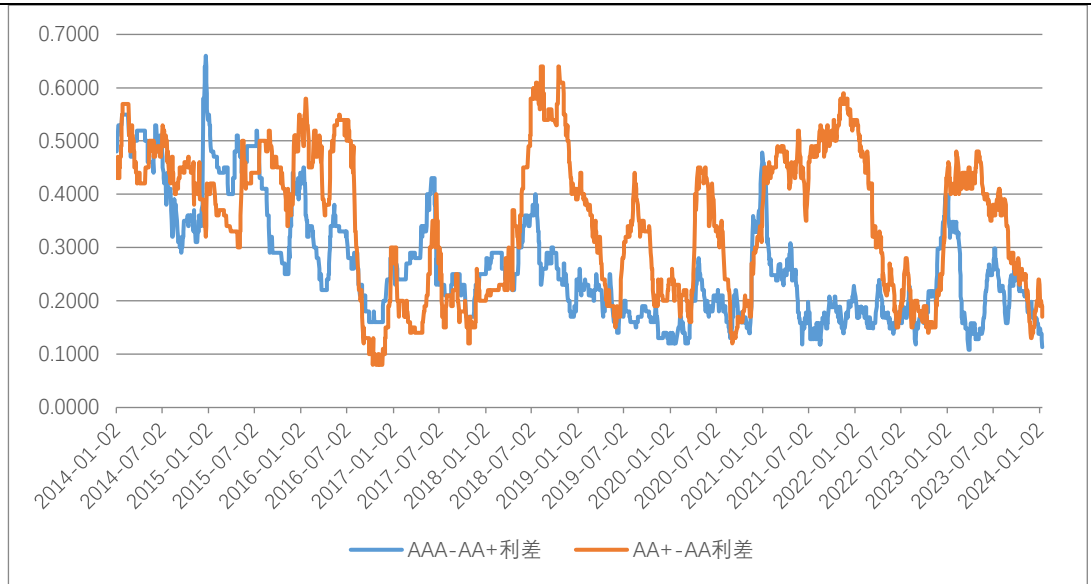
| 信用债种类 | 当前利率 (%) | 2013 年以来分位数 (%) | 较上周变动 (BP) |
|--------------|----------|-----------------|------------|
| 信用债(AAA):1 年 | 2.5242 | 10.70% | -1.55 |
| 信用债(AAA):3 年 | 2.7082 | 4.90% | -1.31 |
| 信用债(AAA):5 年 | 2.8817 | 0.10% | -3.81 |
| 信用债(AA+):1 年 | 2.6246 | 10.20% | -1.94 |
| 信用债(AA+):3 年 | 2.8214 | 3.60% | -3.81 |
| 信用债(AA+):5 年 | 3.0698 | 0.00% | -7.32 |
| 信用债(AA):1 年 | 2.6996 | 9.30% | -1.94 |
| 信用债(AA):3 年 | 2.9914 | 1.80% | -6.81 |
| 信用债(AA):5 年 | 3.4398 | 0.10% | -8.97 |

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差分别扩大 0.24bp、缩小 1.87bp、缩小 4.87bp，5Y-3Y 利差分别缩小 2.50bp、缩小 3.51bp、缩小 2.16bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 11bp，较上周缩小 3bp，AA 与 AA+之间的利差为 17bp，较上周缩小 3bp。

图 3：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：“春季萌动”行情，反弹或将至

1) 权益市场走势复盘：本周 A 股市场指数表现不佳，北向资金呈净流出状态，市场活跃度有所下降

本周市场整体下跌，上证指数、深证成指、沪深 300、科创 50、创业板指、中证 500、中证 1000 分别下跌 1.61%、1.32%、1.35%、3.64%、0.81%、1.43%、1.79%。行业风格上，本周成长风格表现较弱，下跌 2.03%。分行业来看，申万一级行业中美容护理、电力设备、商贸零售表现较强，分别上涨 5.08%、2.77%、1.26%；电子、计算机、通信表现较弱，分别下跌 4.31%、4.24%、3.21%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 6851.02 亿元，较上周下降 854.08 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 16.23 倍，较上周下降 1.63%。北向资金本周呈净流出状态，净卖出金额为 24.40 亿元。

整体来看，本周市场表现不佳的主要原因有：1) 12 月国内 CPI、PPI 数据不及市场预期；2) 红海地区冲突不断升级，地缘政治因素持续发酵；3) 台海大选将于周末尘埃落定，部分资金提前规避风险；4) 美国 FOMC 会议纪要、就业及通胀数据相继公布，美联储降息预期有所波动。

2) 权益市场展望：

美国超额储蓄量耗尽或将推迟至 2024 年 4 月，我们维持此前对 2024 年 5 月开启降息的预期。2020 年美国加大转移支付增加了家庭收入，而家庭支出却因社交活动受限而削减，导致自 2020 年起个人储蓄率飙升。根据 2023 年 11 月 8 日旧金山联邦储备银行经济研究部经济学家计算，自 2020 年 3 月开始美国积累了大量超额储蓄，并在 2021 年 8 月达到峰值 2.14 万亿美元，随着经济活动开始复苏，家庭利用超额储蓄来增加支出，自 2021 年 9 月超额储蓄月增量首度转负，2023 年 1 月累计超额储蓄已跌破 1 万亿美元。2023 年 11 月累计超额储蓄消耗至 2853 亿美元，我们以 2023 年月均减少趋势预测，大约将在 2024 年 4 月消耗归零。

超额储蓄对于经济具有多重影响路径，一方面维持居民还贷能力，促进投资意愿；另一方面使居民能够在收入冲击下保持消费，超额储蓄对于家庭高消费的刺激导致通胀居高不下，两条路径均阻碍美联储的降息进程。当地时间 2024 年 1 月 11 日美国劳工统计局公布的数据显示 CPI 数据反弹。我们认为超储支撑下通胀仍较有韧性，超储耗尽后 2024 年 5 月开启降息概率或较高。

中美关系缓和有利于合作共赢，为国内经济复苏预期提供信心。2024 年 1 月 8 日至 9 日，第 17 次中美国防部工作会晤在美国华盛顿举行。中方表示，愿在平等和尊重基础上与美方发展健康稳定的两军关系，共同落实好两国元首旧金山会晤涉军重要共识。美国国防部网站声明强调美中两军要保持沟通渠道开放以防止竞争演变为冲突，并重申坚持“一中政策”，重视台湾海峡的和平与稳定。此前 12 月 15 日中国人民银行党委扩大会议强调，积极参与国际金融治理和合作，务实做好中美、中欧金融工作组工作，提升我国在重大国际金融规则、标准制定中的话语权和影响力。

当前市场整体估值偏低，配置性价比较高，市场估值有望与市场信心同步修复。A 股上市公司业绩预告将进入密集披露期，多家 A 股上市公司宣布回购或增持，有利于提振市场信心。当前市场整体估值较低，截至 1 月 12 日，同花顺全 A 市盈率处于 2014 年以来历史百分位的 12.56%；上证指数、深证成指、创业板指等主要指数估值均处于近十年历史较低分位。31 个申万一级行业中，有 26 个行业目前估值处于历史中位数之下；国防军工、电力设备、建筑装饰分别处于近十年估值百分位的 0.41%、1.12%、1.49%，估值有较大回升空间。2023 年国内经济弱修复，2024 年内外需求持续修复趋势确定，对外开放程度不断加大政策刺激下，市场整体估值中枢有望上移。

展望未来，逆周期调控为市场注入活力，活跃资本市场动作接连落地，我们认为“春季萌动”行情或已开启。美国超额储蓄量耗尽或将推迟至 2024 年 4 月，我们维持此前对 2024 年 5 月开启降息的预期。美债利率短期内虽有波动，但下行趋势较为确定，人民币汇率有望企稳回升。在宽货币向宽信用传导的需求背景下，2024 年 Q1 降息概率仍较大。历史上美联储货币政策转向宽松叠加国内也采取宽货币政策时期成长风格表现较强。此轮科技产业浪潮背景下，我们重点看好成长风格中的电子及航天方向。

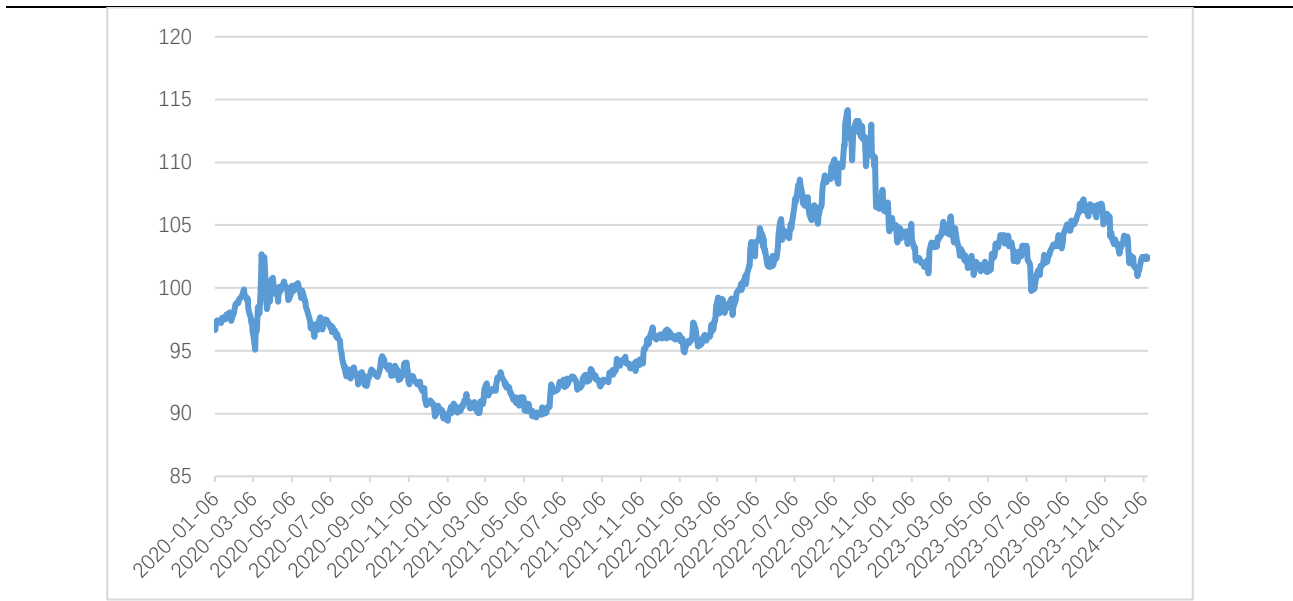
3.2 美元指数分析：美国 12 月份 CPI 数据高于预期，美元指数本周反弹

本周美元指数报 102.4403，较上周上行 0.1500。本周美国 12 月份宏观数据持续公布。其中本周公布的美国 12 月份 CPI 数据同比环比均高于市场预期，一定程度影响市场对于美联储提前降息的判断，美元指数相应上行。然而随后公布的 PPI 数据不及市场预期，美元指数涨幅有所缓和。本周多位美联储官员发言，其中有官员预测美联储 2024 年将降息 3 次，其余官员仍表示，在通胀完全回落之前，美联储将持续维持利率在较高水平。

本次 FOMC 会议美联储鸽派态度进一步明确，对于未来货币政策的立场有所转变，虽然近期部分美联储官员坚持称美国通胀对于 2% 目标仍较高，但后续美国利率位于市场高位的时间预计明显缩短，而美联储官员出于预期引导，其可能在未来仍维持较为鹰派的发言。长期来看，虽然近期美国经济整体仍存有韧性，但衰退势头也逐步明显，金融行业压力增大，预计未来随美国经济下行压力逐步增大，美联储存在比预计路径更早转向宽松的

可能。

图 4：美元指数走势



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

风险提示：货币政策超预期收紧 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹 地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

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, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@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、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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