

经济动能仍需进一步修复，降息仍有空间

2024年1月15日-1月21日周报

◆ 内需恢复偏慢拖累 2023 年 Q4 复苏力度

去年 Q4 GDP 不变价同比+5.2%，低于市场预期的+5.4%。2023 年 Q1 到 Q4 单季度两年复合增速分别为 4.7%、3.3%、4.4%和 4.0%。显示 2023 年 Q2 经济动能走弱，Q3 经济动能有所恢复，Q4 经济动能恢复的趋势延续，但较 Q3 恢复力度边际上有所减弱。综合来看，2023 年 Q4，房地产投资的继续走弱和消费恢复速度的偏慢，导致经济动能在继续恢复的同时，恢复速度较 Q3 有所下降。整体看 2023 年的经济，在经济动能恢复的同时，与疫情前相比，工业和服务业仍然存在进一步修复的空间，以达到潜在增速水平。此外，2023 年由于通胀的弱势，GDP 现价同比仅有 4.16%，明显低于实际同比的+5.2%，在 GDP 总量层面显示出目前总需求相对不足是经济增速无法达到潜在值的核心原因。

2023 年 12 月社零同比回升，但消费动能仍然不算强：2023 年 12 月，社零同比录得+7.4%，较上月-2.7PCTS,主因去年 12 月基数抬升。从环比看，12 月消费动能仍不算强。12 月社零环比为+0.42%，较上月+0.33PCTS。季节性上，12 月社零环比高于 2021 年和 2022 年同月值，低于 2011-2020 年以来同月值。总体来看，12 月社零同比虽然较 11 月下行，但主要原因在于去年 12 月基数的走高。但另一方面，12 月消费动能虽然有所恢复，但继续向上修复的空间仍然较大。2023 年，消费在整体恢复的同时，仍未达到潜在水平。一方面，年内居民收入增速仍然较疫情前有不小差距，居民消费倾向虽然高于 2020 和 2022 年，但仍然明显低于疫情前普遍水平，居民收入增速也未恢复至疫情前水平。

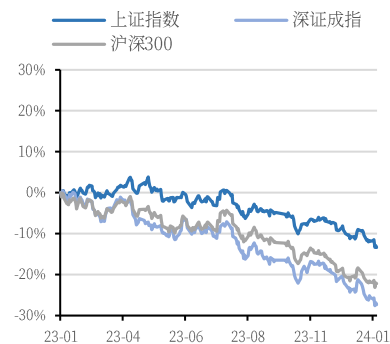
2023 年 12 月制造业投资增速继续回升：2023 年 12 月，制造业投资增速+8.2%，较 11 月+1.1PCTS，带动 12 月固投总体增速+5.6PCTS。2023 年 12 月制造业 PMI 虽然继续位于荣枯线之下，但制造业投资依然表现出较强的韧性。往后看，2024 年虽然美联储开启降息确定性高，外需走弱有望边际趋缓，但支撑力度或难有大幅改善，因此制造业需求的企稳和预期的进一步改善仍需持续改善的内需来支撑。

2023 年 12 月房地产投资继续疲软，商品房去化周期继续上升：2023 年 12 月，房地产投资增速-12.5%，较 11 月-2.0PCTS，下行幅度加大，带动 12 月固投增速-2.4PCTS。2023 年 12 月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-13.8%、-2.4%和-16.9%，分别较 11 月-2.5PCTS、+10.7PCTS 和-4.9PCTS，占比最大的住宅投资降幅明显扩大。虽然在新开工面积的大幅收缩下，2023 年全年商品房出现去库存，但因为商品房销售的下降幅度更大，因此截止 2023 年 12 月，商品房去化周期仍然处在持续上升中，2023 年 12 月已达 32.3 个月。总体上看，在居民购房依然低迷的影响下，房

主要数据

上证指数	2832.2793
沪深 300	3269.7763
深证成指	8787.0249

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: fuyys@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

金融市场分析周报 —2024-01-17
高规格会议再次强调推进金融高质量发展 —2024-01-17
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

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

地产整个价值链条依然处在收缩趋势中，并未有相对明显的改善趋势，未来房地产投资的不确定性依然较大。考虑到基数因素，预计在增量稳房地产政策支撑下，2024年房地产投资降幅有望较2023年缩窄。

2023年12月基建投资增速明显上行：2023年12月，基建投资同比+10.7%，较11月+5.4PCTS，增速上行，排在近60个月月度同比增速的第11位（2021年为两年复合增速）。据媒体报道，近期监管部门已向地方预下达了2024年提前批专项债额度，随同下达的还有提前批一般债额度。结合近期多个重要会议传达出的2024年财政稳增长仍将维持力度的表述所暗示的2024年财政赤字率提升，虽然2024年专项债发行额度可能较2023年略有缩窄，预计全年基建仍将维持较强度，仍有望实现6.5%以上增速。

2023年12月工业生产稳步回升，同比增幅超预期：2023年12月，规模以上工业增加值同比+6.8%，小幅超出市场预期(+6.55%)，较11月份同比增速上行0.2PCTS，同比增速连续三个月保持上行态势；环比+0.52%，较11月环比增速下行0.35PCTS，2023年1-12月规模以上工业增加值累计同比增长4.6%，较1-11月份累计同比增速上行0.3PCTS。自去年7月以来，我国工业增加值同比增速持续处于上行趋势，虽然有去年同期的低基数影响，但我国工业生产总体稳步回升的步伐未停。在受到国际局势多变、俄乌冲突、全球贸易放缓以及国内需求不足等多方面因素影响，制造业PMI持续走低，PPI连续处于负区间的形势下，我国产业升级发展带动高附加值制造业逆势上行使得工业生产展现出了一定的韧性。展望2024年，外需对工业生产的支撑力度或难有大幅改善。外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，贸易保护主义、地缘政治冲突不断加剧，叠加红海航运通道受阻等不确定、难预料因素，潜在的外需和贸易干扰因素较多。虽然2024年美联储开启降息确定性高，全球流动性有望大幅改善，但是随着安全因素在全球产业链布局中的重要性逐渐凸显，国际局势演变和全球产业链重构使得外需修复不确定性上升。因此更好激发内需、提升信心，正是疏通国内大循环堵点所在，也是工业生产回升的关键动能。

◆ 市场降息预期落空，资金面波动加大

本周受到税期高峰、财政因素以及市场降息预期落空等影响，资金面波动加大，周内资金利率快速上行，DR007最高达到1.98%而后回落。截止1月19日，DR007报收1.87%，较上周五上行3BP；SHIBOR1W报收1.83%，较上周五上行1BP。同业存单到期收益率小幅波动，截止1月19日，AAA级1年期同业存单到期收益率报收2.44%，较上周五持平。AAA级3月期同业存单到期收益率报收2.40%，较上周五持平。

1月15日，央行平价超量续作MLF，利率维持2.50%，当月MLF到期量7790亿元，通过MLF释放流动性2160亿元；此外央行流动性调节仍延续灵活、适度的特征，周内共投放逆回购15670亿元。逆回购到期量2270亿元，通过逆回购投放流动性13400亿元。

此次MLF利率不变，打破了市场此前通过调降MLF利率，引导LPR非对称降息的预期。回头来看，此前各大银行调整存款利率的操作更多是缓解当前商业银行高企的息差压力的“事后操作”，而非是为了进一步引导贷款利率下行。2023年3季度商业银

行净息差录得 1.73%，较 1 季度的 1.74% 进一步下探，已经显著偏离了息差 1.80% 的安全线。

另一方面，近期央行召开的四季度货币政策会议在内的多次会议表明央行对货币结构性调整的重视更高。货币政策宽松基调虽然并未改变，但是央行强调了积极盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率，对资金空转的关注程度提高。因此央行近期的货币政策操作保持了定力，并未呼应市场降息降准操作的预期，而是提供过 OMO、PSL 等结构性工具保持流动性合理充裕。往后看，央行流动性管理的操作重点的迁移需要进一步观察，随着年后首轮经济数据对经济复苏进度的验证，一季度仍存在降息降准的可能性。

◆ 美元指数小幅反弹，人民币汇率承压

截至 1 月 19 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.50%，较上周五下行 2BP；美国 10 年期国债收益率录得 4.15%，较上周五上行 19BP，中美利差扩大，美元兑人民币汇率边际上行。美元指数截至本周五报收 103.23，美元兑人民币即期汇率报收 7.1938，较上周五上行 316 点。

上周我们提示美联储降息的节奏或许不及市场预期，市场预期美联储最早于 2024 年 3 月开启降息，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。本周即有美联储理事沃勒表态，预计今年可能会降息，但不会“仓促”行动，进一步打击了市场对 3 月份降息的预期。此外，美国 2023 年 12 月零售额环比增长 0.6%，超过 11 月的增长 0.3%；同比增长 5.6%。这略低于 2022 年 12 月零售额的同比增长 5.8%，但仍远远超过了通胀率，显示美国消费者支出的韧性超出市场预期，经济增长动能犹存。这使得市场降息预期大幅降温，美元指数反弹，10 年期美债收益率重新上行至 4% 以上，中美利差拉大，人民币汇率承压。往后看，在中美周期从背离到共振的迁移过程中，人民币汇率受到海内外多重因素的影响，其双边波动的振幅或加大；但总体来说，随着美联储开启降息周期和国内经济的逐步恢复，人民币汇率有望在均衡水平上稳定运行。

◆ 降息预期落空下债市收益率震幅增加，但中长期或仍有下行空间

截止 1 月 19 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.50%，较上周五下行 2BP；1 年期国债收益率报收 2.08%，较上周五下行 1BP，期限利差收窄。本周五期限利差录得 41.86BP，较上周五收窄 0.45BP。周内随着资金面大幅波动，10 年期国债收益率在杠杆压力下最高上升至 2.53%，而后回落。

短期内债市利率仍紧密围绕资金面运行。降息预期落空之下市场对于央行货币政策操作的力度和方式重新评估，从之前的相对乐观转为较为审慎。整体来看，货币政策宽松的基调并未转变，但是微观的量价操作层面上，央行处于对防止资金空转和提高资金使用效率的关注度提高，以及外部环境当前仍处于较紧的狂态，使得央行在总量层面的宽松操作更加谨慎，转而以公开市场操作、结构性工具等方式为市场提供流动性。

往后看，经济复苏动能仍旧偏弱，并且十年期国债收益率当前波动中枢已经降至 MLF 政策利率，而 MLF 政策利率作为长端收益的定价锚，使得长端收益率的进一步下行面临一定的限制，利率或许在当前位置反复震荡。中长期来看，2024 年随着地方债务置换以及货币财政政策逆周期调节的需要，降息是应有之义，随着中期政策利率的下移，债市长端收益率或仍有进一步下行的空间。

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19日，AAA级3年期中短期票据收益率较一周前下行0.69BP，录得2.70%；信用利差较一周前上行2.16BP，录得31.44BP。城投债方面，AAA级3年期城投债收益率录得2.71%，较一周前下行3.72BP，信用利差录得32.39BP，较一周前下行0.87BP。

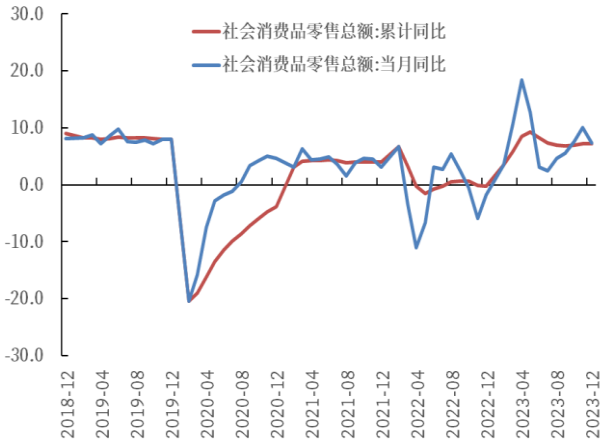
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 月度经济数据情况

	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12
社零 (当月同比)	7.4%	10.1%	7.6%	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	12.7%	18.4%	10.6%	3.5%	-1.8%
社零: 商品零售 (当月同比)	4.8%	8.0%	6.5%	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	-0.1%
社零: 餐饮 (当月同比)	30.0%	25.8%	17.1%	13.3%	12.4%	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	-14.1%
固投 (累计同比)	3.0%	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%
制造业投资 (累计同比)	6.5%	6.3%	6.2%	6.2%	5.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%
基建投资 (累计同比)	8.2%	8.0%	8.3%	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%	12.2%	11.5%
房地产开发投资 (累计同比)	-9.6%	-9.4%	-9.3%	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%
固投 (当月同比)	4.1%	2.9%	1.2%	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%
制造业投资 (当月同比)	8.2%	7.1%	6.2%	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	5.3%	6.2%	8.1%	7.4%
基建投资 (当月同比)	10.7%	5.4%	5.6%	6.8%	6.2%	5.3%	12.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%
房地产开发投资 (当月同比)	-12.5%	-10.6%	-11.3%	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%
出口金额 (美元, 当月同比)	2.3%	0.5%	-6.4%	-6.2%	-8.8%	-14.5%	-12.4%	-7.5%	8.5%	14.8%	-6.8%	-9.9%
进口金额 (美元, 当月同比)	0.2%	-0.6%	3.0%	-6.3%	-7.3%	-12.4%	-6.8%	-4.5%	-7.9%	-1.4%	-10.2%	-7.5%
工业增加值 (当月同比)	6.8%	6.6%	4.6%	4.5%	4.5%	3.7%	4.4%	3.5%	5.6%	3.9%	2.4%	1.3%
服务业生产指数 (当月同比)	8.5%	9.3%	7.7%	6.9%	6.8%	5.7%	6.8%	11.7%	13.5%	9.2%	5.5%	-0.8%
制造业PMI (%)	49	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
非制造业PMI (%)	50.4	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
建筑业PMI (%)	56.9	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
服务业PMI (%)	49.3	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

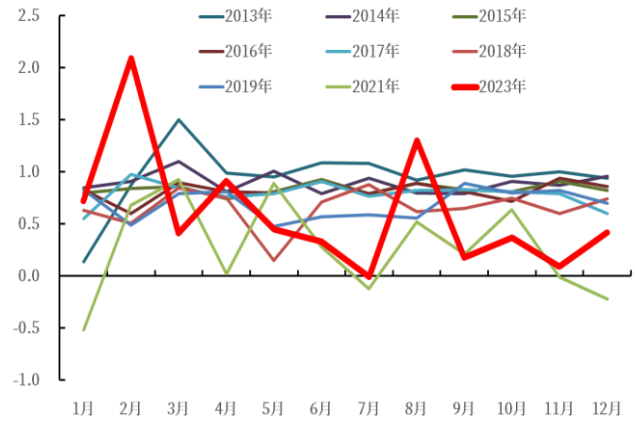
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 4季度社零同比继续回升 (%)



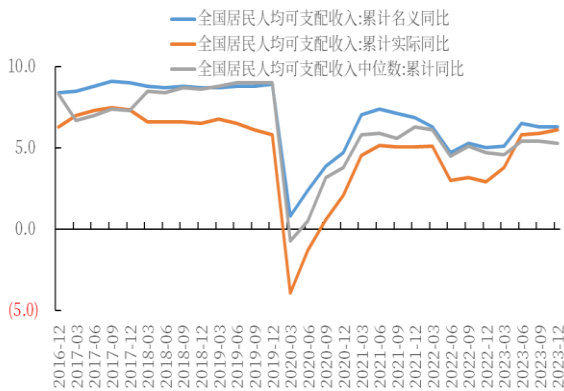
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图3 12月社零环比与历年12月相比不算强 (%)



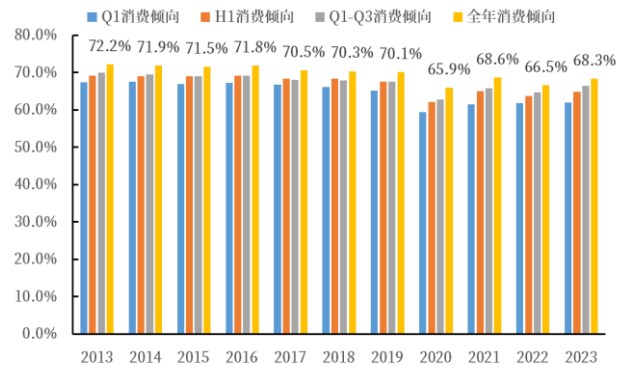
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 居民收入增速仍较疫情前有差距 (%)



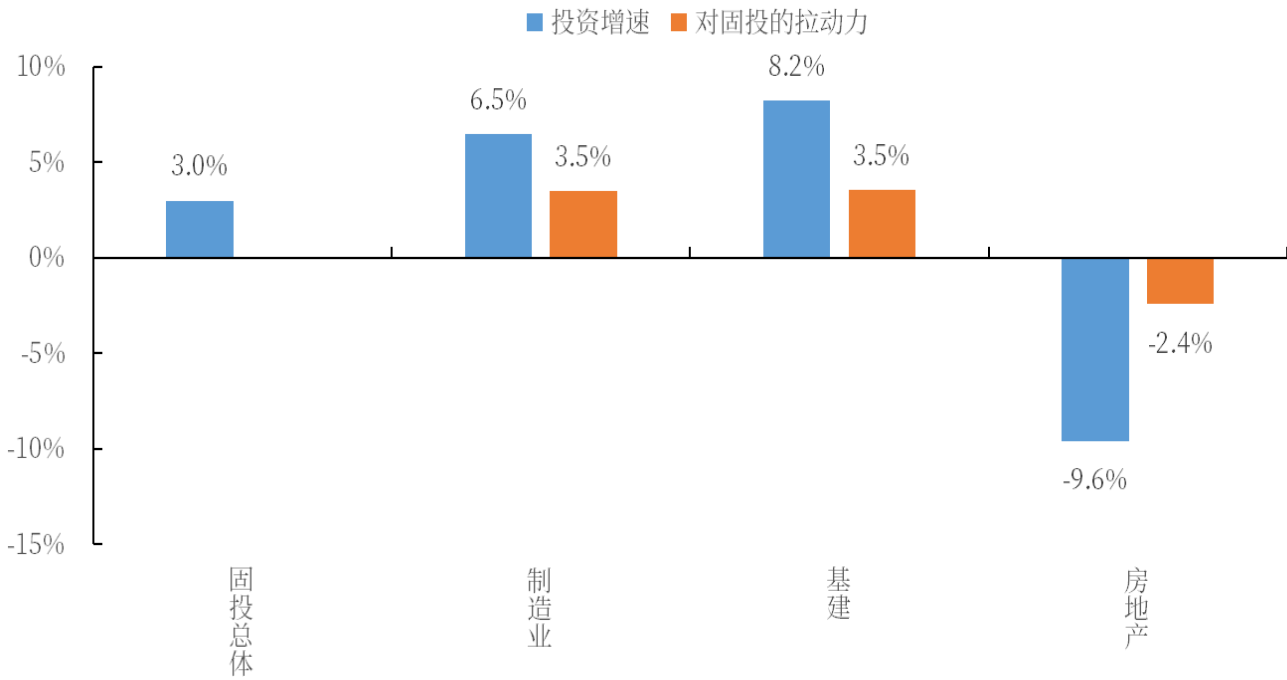
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图5 居民消费倾向尚未恢复至疫情之前



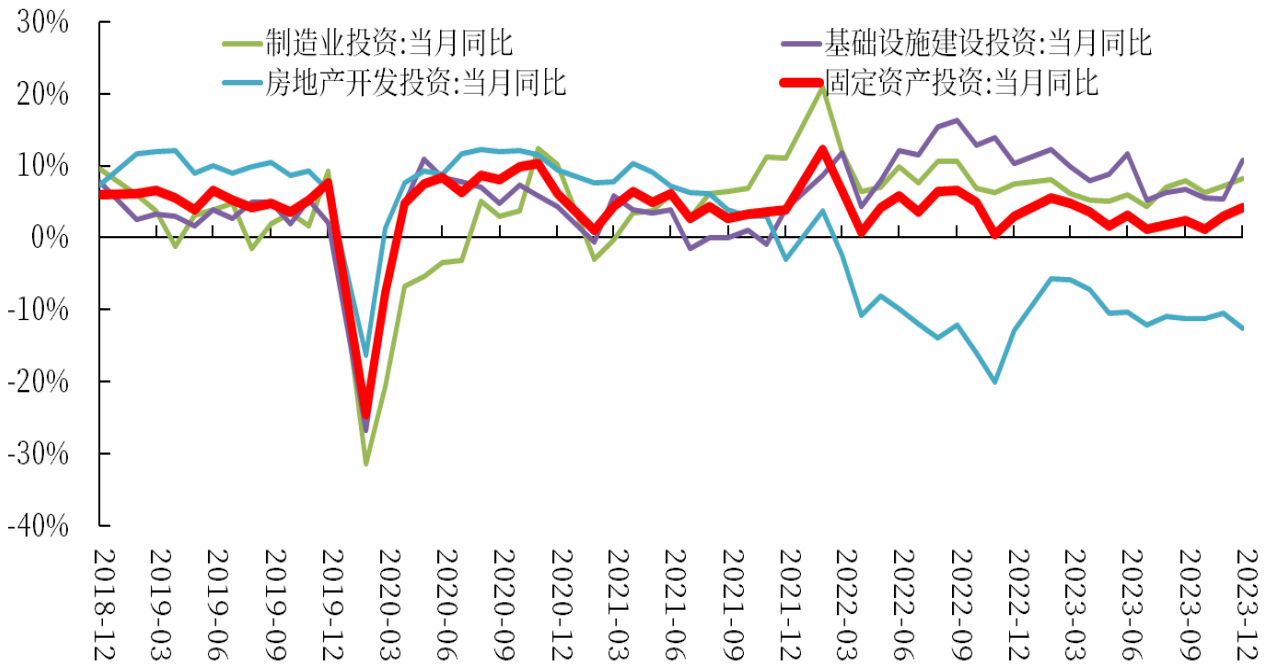
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 2023年固投及主要分项投资增速及拉动力



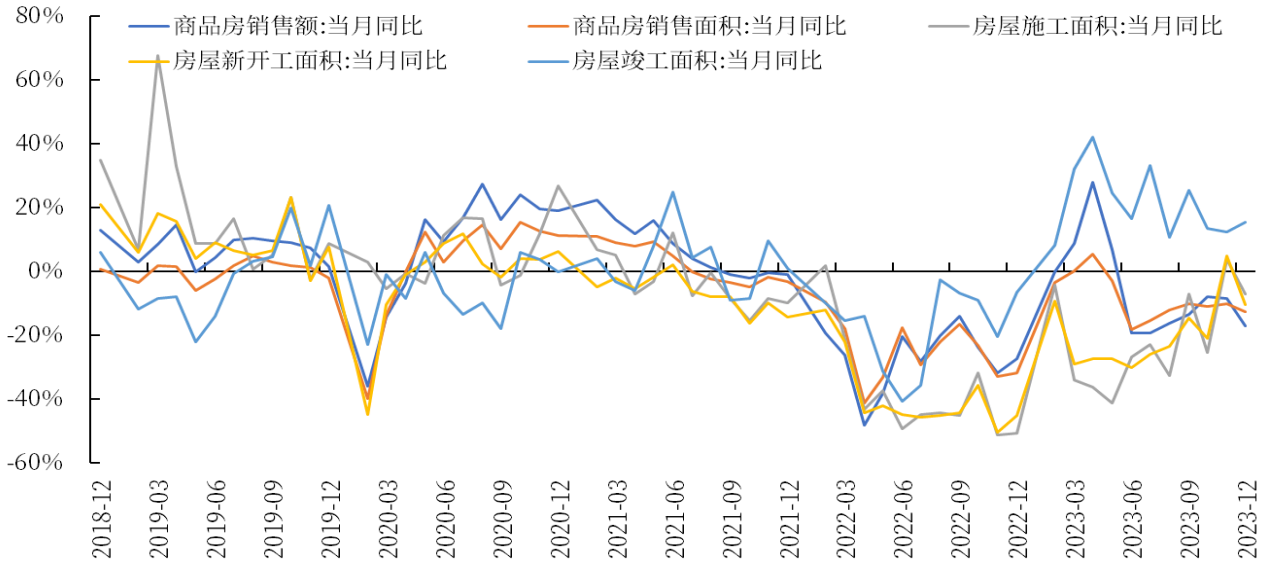
资料来源：wind，中航证券研究所

图7 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8 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9 商品房去化周期走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：去化周期=当前商品房库存/过去12个月月均商品房销售面积，其中，当前商品房库存包括已建成和在建的商品房）

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、内容或其复印本给予任何其他人。

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