

## 龙年春节的关键宏观变量

### 核心要点:

#### 一、春节前一周国内多项政策出台，受益于政策预期，市场情绪显著修复。

- 中国资产节前反弹:** 2月5日至8日上证综指涨幅6.06%，创业板指数涨幅10.51%。10年期国债收益率2月5日降至2.40%的历史低位之后开始反弹，2月9日收于2.43%。
- 财政政策:** 从地方政府债券发行计划来看，1至3月新增专项债规模分别为1998亿、2211亿、3631亿元，春节后发行将加速；且3月初的“两会”可能进一步研究超长期特别国债。
- 房地产政策:** 1月12日住房和城乡建设部、金融监管总局发布了《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，春节前各大银行先后宣布要积极落实。截至2月15日工、农、中、建、交对接项目超过8200个。
- 货币与金融政策:** 2月7日吴清任证监会党委书记、主席。2月8日人民银行发布《四季度货币政策执行报告》，首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”；并强调“引导信贷合理增长、均衡投放”与“保持物价在合理水平”。

#### 二、春节前发布的1月货币量与社会融资、价格数据等改善不明显，春节期间出行大幅增长，消费恢复相对平稳。

- 2月8日发布的1月价格与金融数据改善并不明显:** 1月PPI同比-2.5%，环比-0.2%；CPI同比-0.8%（前值-0.3%），环比+0.3%。1月M2同比+8.7%（前值+8.9%）、M1同比+5.9%（前值+1.3%）、社会融资余额同比+9.5%（前值+9.5%）、人民币贷款余额同比+10.1%（+10.4%）。
- 春节期间消费与票房恢复平稳:** 2024年春节前四天日平均消费额3.04亿元，低于2023年日均3.67亿元。截至2月16日2024年春节票房收入相比2023年增加11.5%至75.44亿元，观影人次增加17.5%至1.52亿人次，2023年票房和观影人次增速分别为11.8%和13.0%；2024年春节档单人消费票价为49.6元，比2023年的52.3元略有下调。
- 春节期间出行火热:** 截至2月14日，春运前20天全社会跨区域人员流动量累计约45亿人次，相比2023年同期增长14%，比2019年同期增长11%。2月15日全社会跨区域人员流动量比2019年同期增21.8%，其中铁路、公路、民航比2019年同期分别增19.9%、22.4%、16.7%。

#### 三、美国利率与美元指数上行，美股先降后升接近前高，港股短期反弹

- 通胀预期与利率汇率:** 美国1月CPI同比+3.1%（前值+3.4%），核心CPI保持在3.9%。由于通胀高于预期，2月16日美国10年期国债收益率收于4.3%（2月9日为4.17%），美元指数收于104.3（2月9日为104.1），均保持上行趋势。
- 股指与商品:** 2月9日至16日美股纳指与道指先降后升，涨幅分别为-1.3%、-0.1%；港股反弹，恒指涨幅+3.8%。布伦特油价反弹，收于86.3美元/桶；伦金回落，收于1998美元/盎司。

### 分析师

#### 章俊

✉: zhangjun\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130523070003

#### 高明

✉: gaoming\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130522120001

#### 许冬石

✉: xudongshi@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130515030003

#### 詹璐

✉: zhanlu@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130522110001

分析师助理: 聂天奇、吕雷、于金潼

### 风险提示:

- 地缘政治冲击的风险
- 能源价格冲击的风险

## 宏观日历

日期	事件或数据
2月19日(周一)	-
2月20日(周二)	中国2月LPR
2月21日(周三)	-
2月22日(周四)	欧元区2月制造业PMI、1月CPI 美国2月Markit制造业、服务业PMI
2月23日(周五)	-
2月24日(周六)	-
2月25日(周日)	-
2月26日(周一)	美国1月新屋销售数
2月27日(周二)	-
2月28日(周三)	欧元区2月消费者信心指数、经济景气指数 美国四季度GDP年化率修正值
2月29日(周四)	美国1月核心PCE、2月芝加哥PMI
3月1日(周五)	中国2月财新制造业PMI 欧元区2月制造业PMI、CPI 美国2月消费者信心指数、2月ISM制造业PMI
3月2日(周六)	-
3月3日(周日)	-

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

## 一、春节期间消费平稳恢复，出行大幅增长

春节档票房和观影人数平稳恢复，但人均票价下降。据猫眼专业数据，截至2月16日，2024年春节档票房收入比2023年增加11.5%至75.44亿元，观影人次增加17.5%至1.52亿人次。对比2023年春节档，2024年可以说是稳健恢复，2023年的票房和观影人次增速分别为11.8%和13.0%，2023年与2024年恢复程度相当。2024年春节档单人消费票价为49.6元，比2023年的52.3元略有下调。

图1：春节档票房收入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：春节档观影人数（万人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

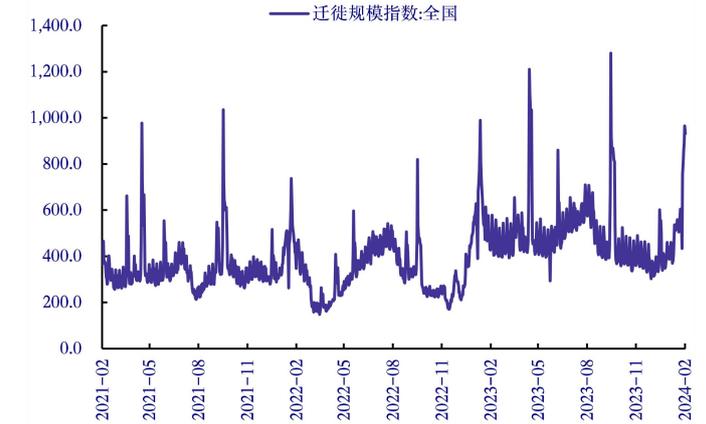
高端消费稍显平稳，很难存在爆发式增长。海南离岛免税购物金额在假期前4天（2月10日至13日）达到12.17亿元。2023年7天春节假期的销售额达到25.72亿元，同比增长20.69%。2024年春节前四天日平均消费额3.04亿元，低于2023年日均3.67亿元。总体来看海南免税消费增速平稳，没有出现爆发式增长。

图3：海南春节离岛免税销售额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：百度迁徙规模指数



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

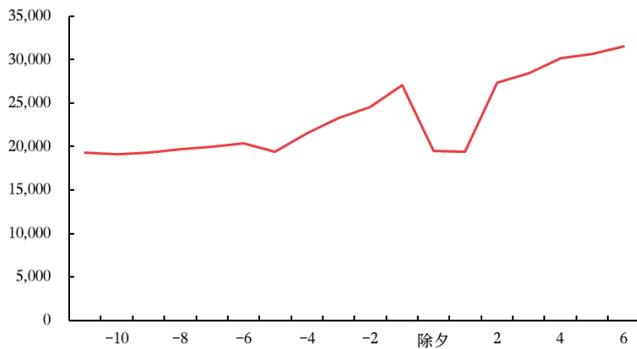
今年春运出行史上最多，出行人次大幅增加，国际航班数量逐渐回升。根据交通运输部数据，截至2月14日（正月初五），春运前20天全社会跨区域人员流动量累计约45亿人次，较2023年同期增长14%，比2019年同期增长11%。返程高峰人员集中度高于节前，预计17、18号数据将再创新高。2月15日（正月初六），当天全社会跨区域人员流动量31538万人次，比2023年同期增长2.1%，比2019年同期增长21.8%。其中铁路客运量1515.9万人次，较2023年增长24.4%，

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

2019 年增长 19.9%。公路人员流动量 29654 万人次，比 2023 年同期增长 0.8%，比 2019 年同期增长 22.4%。水路客运量 131.9 万人次。

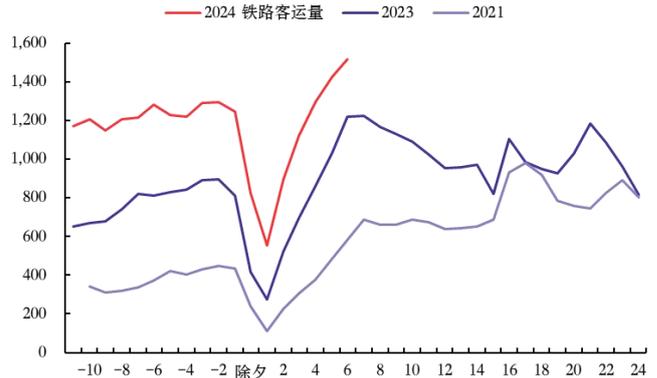
2 月 15 日(正月初六),民航客运量 236.5 万人次,比 2023 年同期增长 37.5%,比 2019 年同期增长 16.7%。执行航班数上,2 月 16 日国内航班上涨至 14598 架次,国际航班 1557 架次,均达到疫情以来最高值。

图 5: 2024 春运客运量 (万人次)



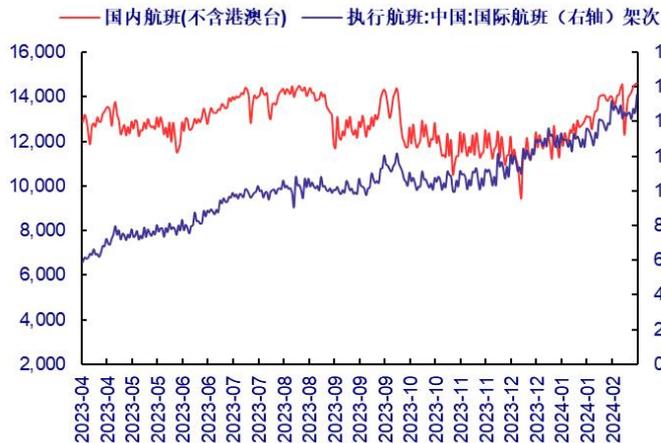
资料来源: 交通运输部, wind, 中国银河证券研究院

图 6: 铁路客运量 (万人次)



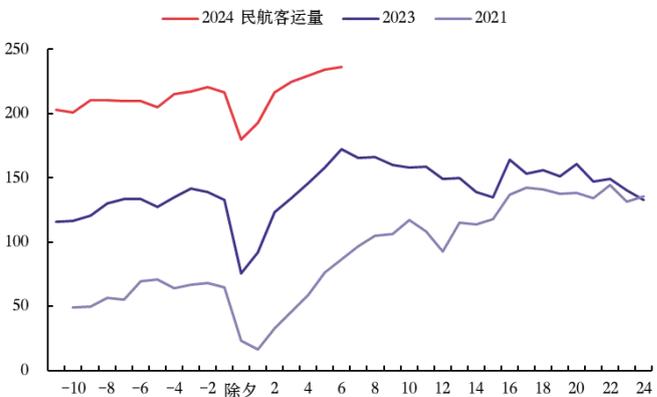
资料来源: 交通运输部, wind, 中国银河证券研究院

图 7: 执行航班数 (架次)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 民航客运量 (万人次)



资料来源: 交通运输部, wind, 中国银河证券研究院

## 二、财政政策：春节后政府债发行可能加速

春节过后将迎来一季度政府债券发行的“小高峰”，短期内供给压力及预期或有所调整，但从长期趋势来看在国内信贷需求（私营企业和个人信贷）未出现显著改善前，市场利率仍然维持长期下行趋势。我们再次提示，国内债券市场或出现机会性调整。

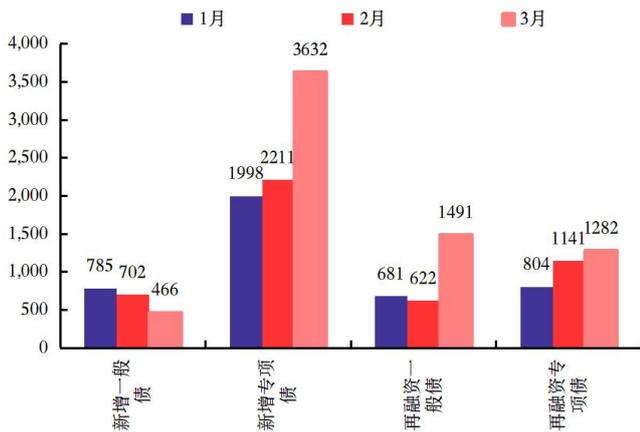
短期来看：一方面是地方政府债发行计划来看，3 月份是新增债券的集中发行期，其中 1-3 月新增专项债规模分别为 1998 亿、2211 亿、3631 亿元，如图 9 所示；另一方面，三月份的两会和四月份的全国人大常委会或有望审议通过超长期特别国债，如有，我们预计 2024 年发行规模或在 1 万亿左右。

从长期趋势来看，当前国内体现出信贷需求的低迷，如果说 2021 年-2022 年期间，

新增贷款降低、存款上升体现的是“提前还贷”，那么 2022 年之后的新增存贷款双双降低体现的便是“贷款创造存款机制的弱化”，即实际贷款需求降低引起的内需冲击，如图 10 所示。此时，由于实际贷款需求的降低，银行资产端配置压力加大，将推动市场利率持续降低，而低利率、低 PPI 实际为政府债增发提供了有利条件，低利率意味着政府更低的融资成本，低 PPI 意味着项目更低的建设成本。

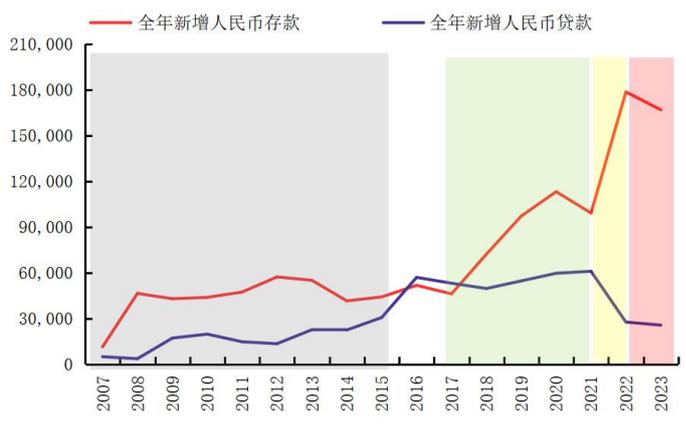
因此，春节后短期或因政府债供给增加引起债券市场短期调整，但长期趋势来看，在新增贷款未恢复之前，政府债供给增加、国债利率长期下行或将是未来市场利率的走向。甚至，我们认为未来的政策环境下，经济预期不必紧盯货币政策的降息，而应该看财政政策的力度。因为在当前利率环境下，由于信贷需求的降低，货币政策实际能发挥的作用在降低，因此我们看到政策利率在过去以来是跟随市场利率的。毕竟，市场利率是根据实际存、贷需求交易出来的，反应真实市场供需和政府实际融资成本。而我国的政策利率主要影响的企业和居民贷款利率，之前的几次降息并未带来新增贷款的增加，说明内需尚未彻底改善，因此企业扩张意愿仍然较低，而并非是贷款利率的问题。

图 9：一季度地方政府债发行计划（亿元）



资料来源：中债登、中国银河证券研究院

图 10：2007 年至今全年新增人民币存款及贷款（亿元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

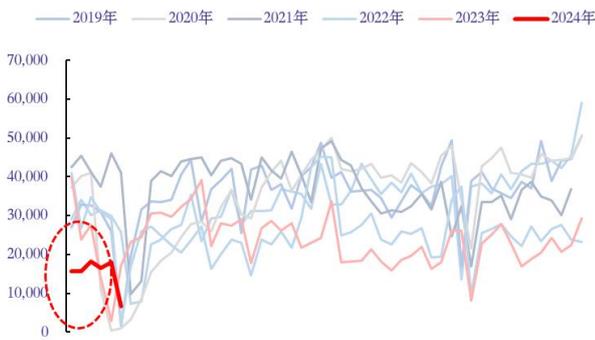
### 三、货币与金融政策：金融支持房地产进入落实阶段

1 月 12 日中国住房和城乡建设部及金融监管总局发布“关于建立城市房地产融资协调机制的通知”，宣布满足房地产企业合理融资需求，促进金融与房地产良性循环。春节前国内六大银行先后宣布积极部署落实城市房地产融资协调机制。2 月 7 日建设银行召开落实城市房地产融资协调机制推进会，2 月 11 日农业银行宣布建立协调机制，2 月 12 日中国银行宣布已成立工作专班推进协调机制，2 月 14 日交通银行宣布在总分行层面成立工作专班，2 月 15 日邮储银行宣布成立工作小组，做好按周、按月调度督导。截至 2 月 15 日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行对接项目超过 8200 个。

国有大行的动作显示金融行业对于房地产的重视度快速上行，未来对于房地产行业的政策放松是可以期待的。从开年 1 月份的房地产成交数据来看，30 大中城市的商品房成交套数并不理想，1 月前两周成交套数再次大幅下滑。另一方面，随着房地产价格的持续调整，一线城市二手房成交回暖，北京、深圳二手房成交回升。这说明房地产政策放松以及“以时间换空间”策略已经在见效。现阶段二

二手房成交稍有回升，但是新房市场仍然需要政策支持，从大银行的工作小组成立、各地“因城施策”效果的累加、市场自发的调整、未来可能的降息均使得对于房地产的预期有所好转。现阶段主要观察商业银行支持房地产项目后对于房地产新施工和竣工的影响。

图 11: 30 大中城市商品房成交套数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 北京二手房成交面积 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

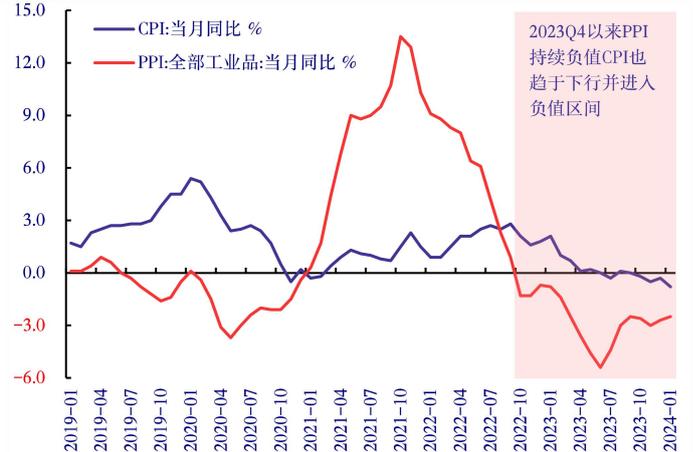
2月8日人民银行发布《四季度货币政策执行报告》，首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，并强调“引导信贷合理增长、均衡投放”与“保持物价在合理水平”。其中信贷投放与价格合理是2023年影响中国经济增长和政策效果的关键性问题（如图13与14所示）。从具体要求和措施来看，一是要准确把握货币信贷供需规律和新特点；二是要要求加强政策协调配合，有效支持促消费、稳投资、扩内需；三是要深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降；四是要支持采取债务重组等方式盘活信贷存量。五是结构层面上要支持“五篇大文章”、落实金融支持民营经济25条，以及“三大工程”。

图 13: 人民币贷款增速持续下行，政府债发行支撑社会融资



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 2024 年 1 月 CPI、PPI 仍然运行在负值区间



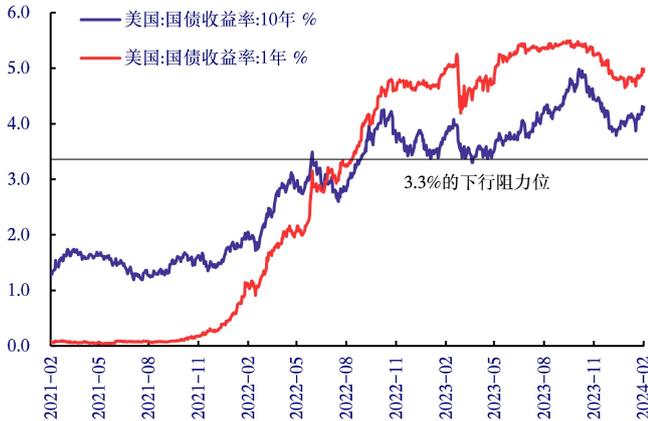
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、全球资产：美国利率与美元指数上行，美股先降后升

2月15日的数据显示，美国1月CPI同比+3.1%(前值+3.4%)，核心CPI保持在3.9%。由于美国1月通胀数据高于市场预期，美国10年期国债收益率从2月9日的4.17%上升至2月16日的4.3%，美元指数从2月9日的104.0736上升至2月16日的104.2766，2

月9日至16日美股纳指、道指涨幅分别为-1.3%、-0.1%，趋势是先降后升，继续冲击前高；港股出现反弹，恒指涨幅+3.8%；布油价格从2月5日的79.3美元/桶反弹至16日的86.3美元/桶；伦金从2月7日的2042美元/盎司回落至16日的1998美元/盎司。

图 15: 2月以来美国1年期、10年期国债收益率都出现上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 2月以来美国实际利率回升, 黄金价格出现调整



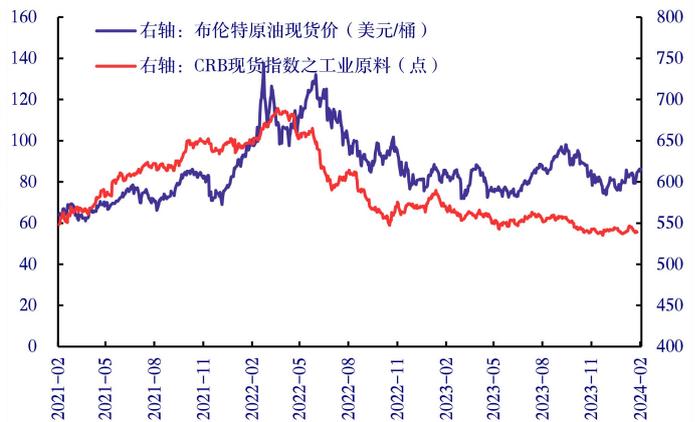
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 2月以来美元指数反弹, 但人民币汇率相对稳定



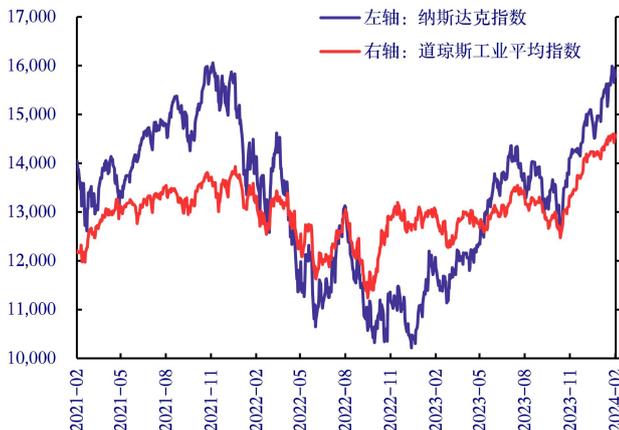
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 2月以来布油价格回升, CRB 指数保持平稳



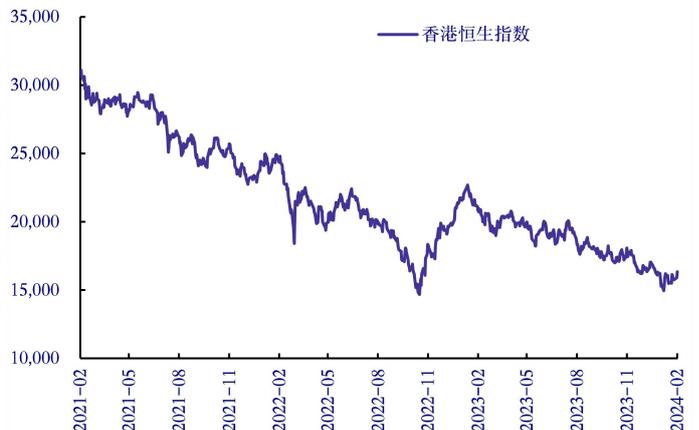
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 美股纳指、道指继续冲击 2021Q4 的前高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 2月香港恒生指数有所反弹



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1: 春节档票房收入.....	3
图 2: 春节档观影人数.....	3
图 3: 海南春节离岛免税销售额 (%) .....	3
图 4: 百度迁徙规模指数.....	3
图 5: 2024 春运客运量 (万人次) .....	4
图 6: 铁路客运量 (万人次) .....	4
图 7: 执行航班数 (架次) .....	4
图 8: 民航客运量 (万人次) .....	4
图 9: 一季度地方政府债发行计划 (亿元) .....	5
图 10: 2007 年至今全年新增人民币存款及贷款 (亿元) .....	5
图 11: 30 大中城市商品房成交套数.....	6
图 12: 北京二手房成交面积 (%) .....	6
图 13: 人民币贷款增速持续下行, 政府债发行支撑社会融资 .....	6
图 14: 2024 年 1 月 CPI、PPI 仍然运行在负值区间.....	6
图 15: 2 月以来美国 1 年期、10 年期国债收益率都出现上行 .....	7
图 16: 2 月以来美国实际利率回升, 黄金价格出现调整.....	7
图 17: 2 月以来美元指数反弹, 但人民币汇率相对稳定.....	7
图 18: 2 月以来布油价格回升, CRB 指数保持平稳.....	7
图 19: 美股纳指、道指继续冲击 2021Q4 的前高 .....	7
图 20: 2 月香港恒生指数有所反弹.....	7

**分析师承诺及简介**

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券研究院院长、首席经济学家。

高明：宏观分析师、宏观组组长。许冬石：宏观分析师。詹璐：宏观分析师。

**免责声明**

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

**评级标准**

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上

**联系**
**中国银河证券股份有限公司 研究院**

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐曼羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn