

2024年02月18日

海外动荡，国内消费量高价稳——春节海内外要闻

宏观研究团队

——宏观深度报告

何宁（分析师）

陈策（联系人）

潘伟楨（联系人）

hening@kysec.cn

chence@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122120002

证书编号：S0790122110044

● 全球宏观要闻：巴以冲突战火仍频，特朗普初选再赢一州

以色列军队密集轰炸加沙南部，巴以冲突战火仍频。当地时间2月11日，以色列军队密集轰炸加沙地带南部，造成至少68人死亡。新一轮冲突累计已造成超过2.81万人死亡，约6.7万人受伤。目前来看，巴以双方相互之间仍较为敌视。特朗普赢下内华达州党内初选，但仍面临诸多司法问题。当地时间2月8日，特朗普在共和党内华达州党团会议中获胜，但仍面临司法问题。拜登在民主党内的初选亦进展顺利，2024年美国大选大概率仍是拜登与特朗普“再决雌雄”。美参议院通过新一轮援乌法案。当地时间2月13日，美国参议院通过一项军事援助法案，向乌克兰提供600亿美元，不过该法案还需要经过众议院审核。

● 全球经济：美国通胀韧性较强，日本经济意外萎缩，主要央行表态不一

美国1月CPI超出预期，通胀下行之路“崎岖颠簸”。美国1月CPI同比增加3.1%，核心CPI同比增速录得3.9%，均超过市场预期。结构上来看，核心服务仍是当前通胀维持韧性的最关键因素。往后看，美国通胀下行之路或较为“崎岖颠簸”，美联储降息时点最快或在6月份，市场预期或将面临较大幅度调整。

日本2023年四季度GDP环比继续负增，陷入“技术性衰退”。2023年4季度日本GDP同比增加1.0%，环比增速录得-0.1%，连续两个季度环比负增长，陷入“技术性衰退”中。不过从名义GDP以及PMI等高频指标来看，日本经济后续有望得到改善。但日央行货币政策在短期内或难出现较大幅度变动。

美联储、欧央行表态仍然较鹰，日央行保持观望。美联储方面，其内部对于通胀水平仍较为关注，整体表态仍较为鹰派。欧央行方面，其行长拉加德表示，绝不能冒险仓促降息，从而毁掉抗击通胀的进展。日本央行表示鉴于当前的经济前景，即使负利率政策结束后，金融状况也可能暂时维持宽松。

● 国内政策：信贷新特点更重“质”，国内经济：金融数据“开门红”

(1) 央行发布2023年四季度货币政策执行报告。货币端，延续稳中有松，我们判断降准后可能还有降息，以及做好对财政发债的配合，保持货币市场利率平稳。信用端，准确把握货币信贷供需规律和新特点，更重“质”而非“量”。

(2) 地方两会的政策信号：多省下调2024年GDP增长目标，失业率与物价目标基本持平，判断全国经济增速目标或为5%；重大项目数量超4万个，“三大工程”将成为有力支撑；推动制造业产业升级，传统、新兴、未来产业并举；提振大宗与新型消费；发展外贸新动能。

(3) 建立城市房地产融资协调机制相关工作取得积极进展。多数城市已提出房地产项目“白名单”并推送给商业银行，商业银行积极响应，有效对接项目名单，已提供一批新增融资和贷款展期，满足不同房地产项目合理融资需求。

(4) 1月社融数据：信贷更注重均衡节奏。剔除春节错月效应和监管因素，1月信贷基本达成了开门红。居民贷款稳定投放，企业贷款有充足项目支撑且结构亮眼，票据冲量现象减弱。向后看，前期宽货币宽财政效果将逐步显现，企业中长贷有一定韧性，居民需求回暖的持续性仍待观察。

(5) 通胀数据：核心CPI延续超季节性修复，物价上行通道或已开启。1月CPI同比降幅扩大主因春节错位，核心CPI连续2个月环比超季节性，反映服务与实物消费需求修复趋势延续。往后看，随着需求内生修复叠加三大工程推进，实物工作量增加，或将提振商品及相关原材料消费需求，物价上行通道或已开启。

● 春节高频跟踪：消费修复“量”超预期、“价”待改善

(1) 消费场景：拆分收入、人次、人均三要素来看，春节国内旅游约为2019年的108%、119%、90%；观影约为2019年同期的126%、113%、110%；免税约为2023年同期的142%、171%、83%。(2) 人流明显超越2019年。全社会跨区域流动量为2019年同期的113%，百度地图迁徙指数表明全国和劳务输出大市复工进度快于历年。(3) 地产方面，最近两周（2月2日至2月15日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周同环比均下降；1月上半月二手房量价均呈下行趋势。(4) 农产品方面，节假日消费需求旺盛提振猪肉等价格。

资产：全球股市大多震荡或小幅上涨，原油价格上涨，债券收益率上行。

● 风险提示：国内政策不及预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《信贷新特点更重“质”——Q4央行货币政策报告点评—宏观经济点评》

-2024.2.9

《核心CPI延续超季节性修复，物价上行通道或开启——宏观经济点评》

-2024.2.8

《2024全球大选“跟踪”指南（第一期）—宏观经济专题》-2024.2.7

目 录

1、 全球宏观要闻：巴以冲突战火仍频，特朗普初选再赢一州.....	4
1.1、 以色列军队密集轰炸加沙南部，巴以冲突战火仍频.....	4
1.2、 特朗普赢下内华达州党内初选，但仍面临诸多司法问题.....	4
1.3、 美参议院通过新一轮援乌法案.....	4
2、 全球经济：美国通胀韧性较强，日本经济意外萎缩，主要央行表态不一.....	4
2.1、 美国 1 月 CPI 超出预期，通胀下行之路“崎岖颠簸”.....	4
2.1、 日本 2023 年四季度 GDP 环比继续负增，陷入“技术性衰退”.....	6
2.2、 美联储、欧央行表态仍然较鹰，日央行保持观望.....	8
3、 国内政策：信贷新特点更重“质”.....	8
3.1、 央行 2023Q4 货币政策执行报告：信贷新特点更重“质”.....	8
3.2、 将出台更多民营经济相关务实举措.....	9
3.3、 地方两会的政策信号.....	10
3.3.1、 多省下调 2024 年 GDP 增长目标，失业率与物价目标基本持平，判断全国经济增速目标或为 5%.....	10
3.3.2、 投资：重大项目数量超 4 万个，“三大工程”将成为有力支撑.....	11
3.3.3、 产业：推动制造业产业升级，传统、新兴、未来产业并举.....	12
3.3.4、 消费与出口：提振大宗与新型消费，发展外贸新动能.....	13
3.4、 城市房地产融资协调机制加速落地.....	13
4、 国内经济：金融数据“开门红”，物价显示内需实质性改善.....	13
4.1、 金融数据点评：信贷社融实现总量与结构“开门红”.....	13
4.2、 核心 CPI 延续超季节性修复，物价上行通道或已开启.....	15
5、 春节高频跟踪：消费修复“量”超预期、“价”待改善.....	17
5.1、 消费场景：消费修复“量”超预期、“价”待改善.....	17
5.2、 人流：大幅超越 2019 年，出入境延续回暖.....	18
5.3、 地产：环比有所下行.....	20
5.4、 农产品：价格大幅上行.....	20
6、 资产：全球股市大多震荡或小幅上涨，原油价格上涨，债券收益率上行.....	21
7、 风险提示.....	22

图表目录

图 1： 美国 1 月 CPI 同比增速略有下降.....	5
图 2： 美国 1 月 CPI 环比增速再度上升.....	5
图 3： 美国 1 月核心服务环比增速再度提升.....	5
图 4： 美国非房核心服务通胀 1 月出现上行.....	5
图 5： 美国房租通胀或将继续下行.....	6
图 6： CME 期货显示美联储或将在 6 月才降息.....	6
图 7： 日本 2023 年 4 季度 GDP 环比下降.....	7
图 8： 日本私人消费环比增速降幅收窄.....	7
图 9： 美国 2023 年 4 季度 GDP 同比增速提升.....	7
图 10： 欧元区 2023 年 4 季度 GDP 同比增速略有提升.....	7
图 11： 日本 2023 年 4 季度名义 GDP 环比增速提升.....	8
图 12： 日本 2024 年 1 月 PMI 有所提升.....	8
图 13： 全国 31 省市共有 26 省市持平或下调经济增速目标.....	11

图 14: 35 个试点城市 2024 年保障性住房共约新增 74 万套.....	12
图 15: 1 月居民贷款表现较为亮眼	14
图 16: 1 月企业信贷结构改善	15
图 17: 1 月社融总量增长超预期	15
图 18: 居民存款同比大幅少增拖累 M2.....	15
图 19: 2021 年春节错位导致 M1 冲高后回落.....	15
图 20: 2023 年 12 月以来核心 CPI 与服务 CPI 环比表现不弱于季节性	16
图 21: PPI 重点工业品中油气开采、有色金属矿采选环比回升	16
图 22: 物价上行通道或已开启	17
图 23: 2024 年春节消费量好于价	17
图 24: 2024 年春节旅游收入、人次、人均约为 2019 年同期的 107.7%、119%、90.5%.....	18
图 25: 春节档票房收入为 2019 年同期的 126%.....	18
图 26: 春节档观影人次为 2019 年同期的 113%	18
图 27: 全社会跨区域流动量明显超过 2019 年.....	19
图 28: 国际航班延续恢复	19
图 29: 春运期间百度地图迁徙指数创新高.....	19
图 30: 2024 年复工进度快于 2019-2023 年	20
图 31: 劳务输出大市的迁出指数明显高于 2023 年.....	20
图 32: 全国 30 大中城市商品房成交面积环比下降.....	20
图 33: 二手房量价延续下行趋势	20
图 34: 节前两周农产品价格大幅上行	21
图 35: 节前两周猪肉价格大幅上行	21
表 1: 全球各类资产假期表现	22

1、全球宏观要闻：巴以冲突战火仍频，特朗普初选再赢一州

1.1、以色列军队密集轰炸加沙南部，巴以冲突战火仍频

据新华社报道，当地时间2月11日，以色列军队密集轰炸加沙地带南部城市拉法和汗尤尼斯，造成至少68人死亡。自2023年10月7日新一轮巴以冲突爆发以来，以色列在加沙地区的军事行动目前已经造成超过2.81万人死亡，约6.7万人受伤。目前来看，巴以双方相互之间仍较为敌视，以色列总理内塔尼亚胡在2月10日表示，以色列不进入拉法开展地面行动意味着“战败”，并在2月9日要求以国防军和安全部门制定在拉法开展地面行动的计划；与此同时， Hamas 则表示以色列对拉法发动地面进攻意味着“任何有关交换被扣押人员协议的谈判破裂”。目前国际社会呼吁巴以双方尽快停火，美国总统拜登在2月11日与以色列总理纳塔尼亚胡通话时表示要求以色列应该在开展地面军事行动时，确保当地民众安全。2月15日，澳大利亚、新西兰和加拿大发表联合声明，呼吁立即在加沙地带实施人道主义停火。但2月13日在开罗举行的停火谈判并未取得任何进展，巴以冲突战火仍频。

1.2、特朗普赢下内华达州党内初选，但仍面临诸多司法问题

当地时间2月8日，特朗普在共和党内华达州党团会议中获胜，赢下党内第三场初选胜利。在此之前，特朗普党内的唯一挑战者妮基·黑利（Nikki Haley）参加了一场不被内华达州共和党认可的“初选”，被禁止参加8日的党团会议。虽然目前在党内初选中均未取胜，但黑利仍拒绝退选，并称共和党的“比赛远未结束”。与此同时，拜登在民主党内的初选亦进展顺利，在内华达州的初选中得票率接近90%，目前已经取得两连胜。从当前的情况来看，2024年美国大选大概率仍是拜登与特朗普“再决雌雄”。不过目前特朗普仍面临诸多司法问题，当地时间2月15日，美国纽约法院驳回特朗普要求撤回“封口费”诉讼的请求，导致特朗普必须要接受刑事审判。此外，美国最高法院也开始对特朗普的2020年联邦大选案件进行审理。总体来看，美国2024年总统大选仍面临诸多不确定性，具体分析可参考我们前期专题报告（《2024全球大选“跟踪”指南（第一期）》）。

1.3、美参议院通过新一轮援乌法案

当地时间2月13日，美国参议院通过（70票赞成、29票反对、1票弃权）对乌克兰和以色列的一项军事援助法案，金额总计953亿美元。其中向乌克兰提供600亿美元，向以色列提供141亿美元。不过该法案还需要经过众议院审核，由于之前参议院否决了同时包含边境问题和对外军事援助的法案，引发部分激进共和党议员不满，后续法案能否顺利通过仍存不确定性。在此之前，欧洲议会与欧盟理事会已经达成一致，批准了一项500亿欧元的援乌计划，其中330亿欧元为贷款，170亿欧元为赠款。

2、全球经济：美国通胀韧性较强，日本经济意外萎缩，主要央行表态不一

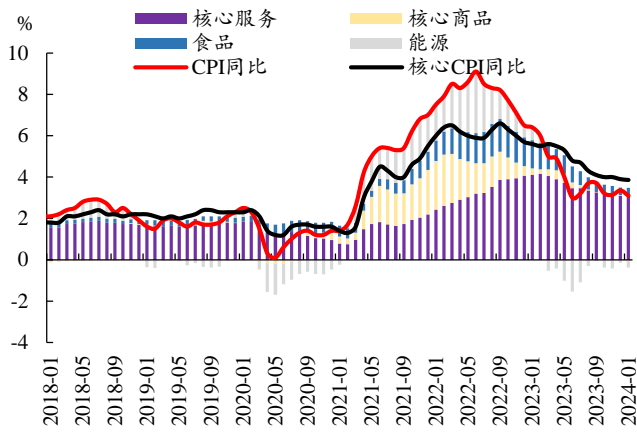
2.1、美国1月CPI超出预期，通胀下行之路“崎岖颠簸”

美国1月CPI同比增加3.1%，较2023年12月份下降0.3个百分点，但超出市场预期的2.9%。核心CPI同比增速录得3.9%，较2023年12月持平，但超出市场预

期的3.7%。同比增速虽有所下行/持平,但这主要得益于2023年1月基数相对较高,环比增速则均较2023年12月有所提升,且超过市场预期。数据整体显示当前美国去通胀之路较为坎坷,通胀达到2%左右的目标所需时长可能会超过预期。

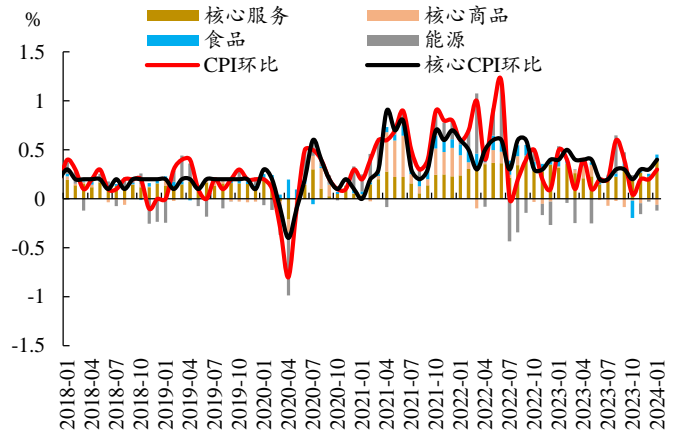
结构上来看,核心服务仍是当前通胀维持韧性的最关键因素。1月能源与食品项分别拉动CPI同比增速-0.32、0.35个百分点,拉动环比增速-0.06、0.05个百分点,两项合计对CPI的贡献基本保持中性,核心CPI仍是当前美国通胀的关键所在。具体来看,1月核心服务、核心商品环比增速录得0.7%、-0.3%,分别较2023年12月提升0.3个百分点、下降0.2个百分点,分别拉动CPI同比增速3.1、-0.064个百分点。两者走势出现一定程度分化。从核心服务中占比最大的住房项来看,其1月环比提升0.6%,较2023年12月提升0.2个百分点,整体出现一定程度加速。美联储主席鲍威尔较为关心的非房核心服务通胀方面,1月同比、环比增速分别录得4.29%、0.85%,均较2023年12月有较大幅度提升。不难看出,核心服务是当前美国通胀维持韧性的最关键因素,显示当前劳动力市场对美国通胀的传导作用较为顺畅。

图1: 美国1月CPI同比增速略有下降



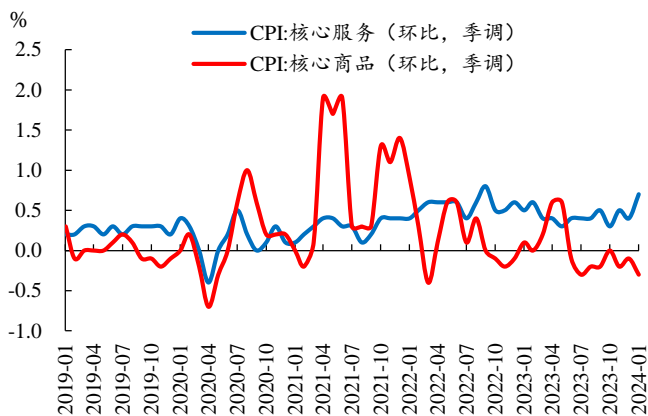
数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图2: 美国1月CPI环比增速再度上升



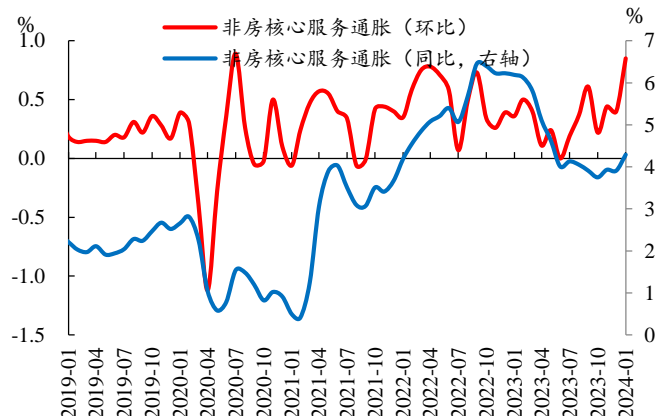
数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图3: 美国1月核心服务环比增速再度提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 美国非房核心服务通胀1月出现上行

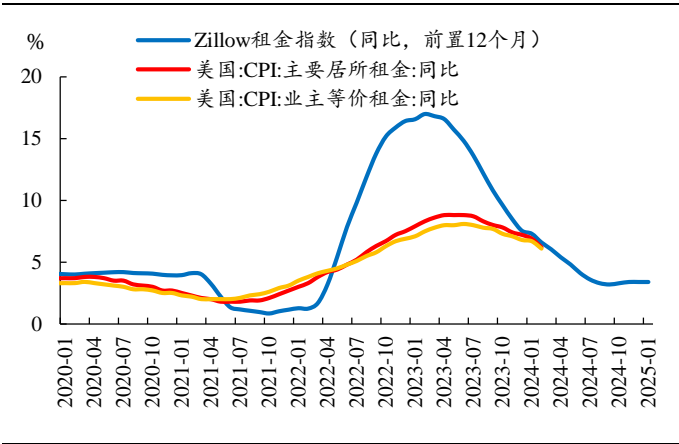


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

往后看,美国通胀下行之路或较为“崎岖颠簸”,美联储降息时点最快或在6月份,市场预期或将面临较大幅度调整。1月核心商品是驱动整体通胀下行的力量之一,但从曼海姆二手车指数等前瞻指标来看,后续核心商品通胀下行趋势或将变缓,不过房租通胀在短期内仍将继续下行,核心CPI或将保持缓坡下行的态

势。虽然 2024 年 CPI 数据的权重经历了调整，但整体修正幅度相对较小，对于通胀水平的整体影响较小。整体通胀下行之路或将较为曲折，达到美联储 2% 目标区间或需要较长时间。在此背景下，美联储 3 月降息已经几乎不可能，结合美联储主席鲍威尔在 1 月 FOMC 会议上的表态来看（详见《美联储或将更加灵活务实地把握降息节奏——1 月 FOMC 会议点评》），并不乐观的通胀数据或将进一步推迟其降息时间点，我们维持美联储可能在 6 月份第一次降息的判断，市场预期或也将面临较大调整。

图5：美国房租通胀或将持续下行



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：CME 期货显示美联储或将在 6 月才降息

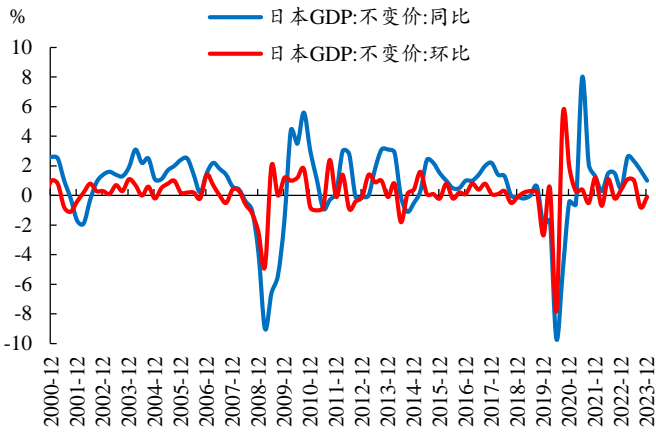
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.5%	89.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	32.7%	64.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	20.8%	51.6%	25.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	13.9%	40.5%	35.1%	9.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	10.6%	33.6%	36.5%	16.0%	2.4%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.4%	6.0%	22.7%	35.1%	25.7%	8.9%	1.1%
2024/12/18	0.0%	0.3%	4.4%	18.0%	31.6%	28.4%	13.6%	3.3%	0.3%
2025/1/29	0.2%	2.7%	12.4%	26.0%	29.7%	19.7%	7.6%	1.6%	0.1%
2025/3/12	0.9%	5.6%	16.4%	27.1%	26.8%	16.2%	5.8%	1.1%	0.1%

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2.1、日本 2023 年四季度 GDP 环比继续负增，陷入“技术性衰退”

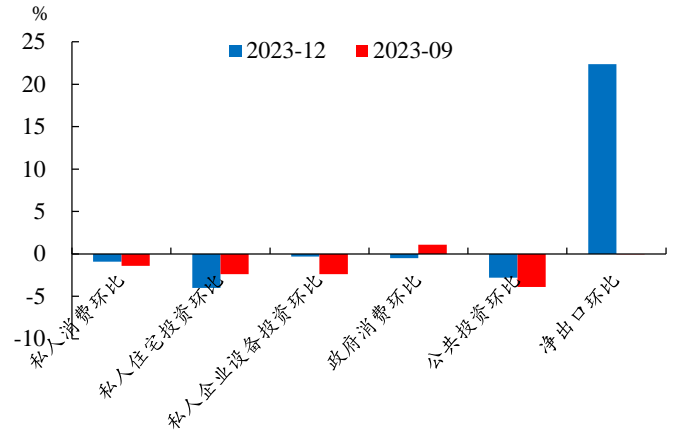
2023 年 4 季度日本 GDP 同比增加 1.0%，较 3 季度下滑 0.7 个百分点，连续 3 个季度下降。环比增速录得-0.1%，降幅较 3 季度收窄 0.7 个百分点，但连续两个季度环比负增长，陷入“技术性衰退”中。分项来看，除去净出口环比增速在 2023 年 4 季度录得正增长外，其他分项环比均为负增长，但不同行业的表现差异较大。其中私人消费、私人设备投资、公共投资环比跌幅较 3 季有所收窄，而私人住宅投资环比跌幅有所扩大，政府消费环比增速则由负转正。从 4 季度的数据来看，日本经济似乎较为疲软。与之对比，4 季度美国 GDP 环比折年率录得 3.3%，虽较 3 季度有所下降，但超出市场预期。4 季度美国 GDP 同比增速上升至 3.1%，经济韧性较强，有较大概率将实现软着陆（详见《经济韧性或将“消灭”快速降息预期——美国 4 季度 GDP 数据点评》）。欧元区 2023 年 4 季度 GDP 初值同比增速录得 0.1%，较 3 季度提升 0.1 个百分点；环比增速较 3 季度提升 0.1 个百分点至 0%，经济整体较为乏力，但未陷入连续负增长。

图7：日本 2023 年 4 季度 GDP 环比下降



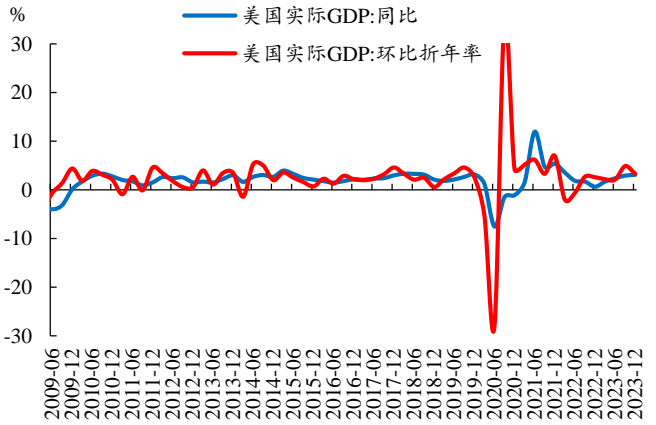
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：日本私人消费环比增速降幅收窄



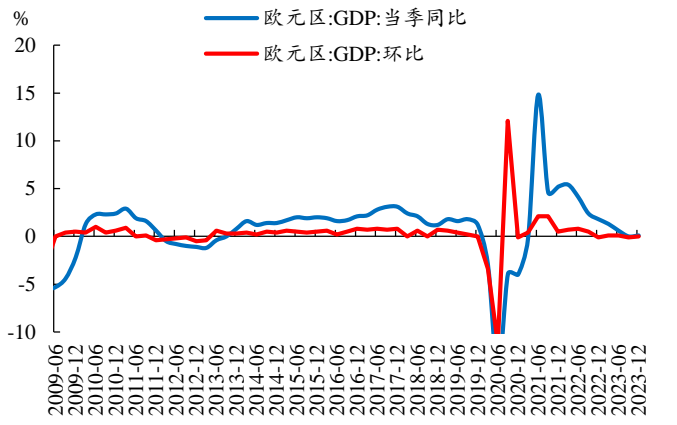
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美国 2023 年 4 季度 GDP 同比增速提升



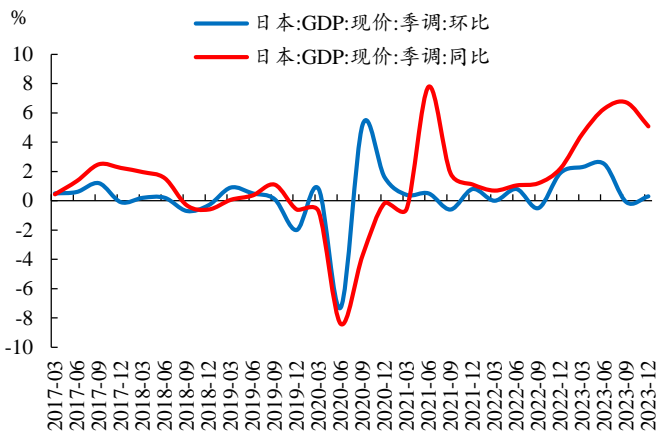
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：欧元区 2023 年 4 季度 GDP 同比增速略有提升

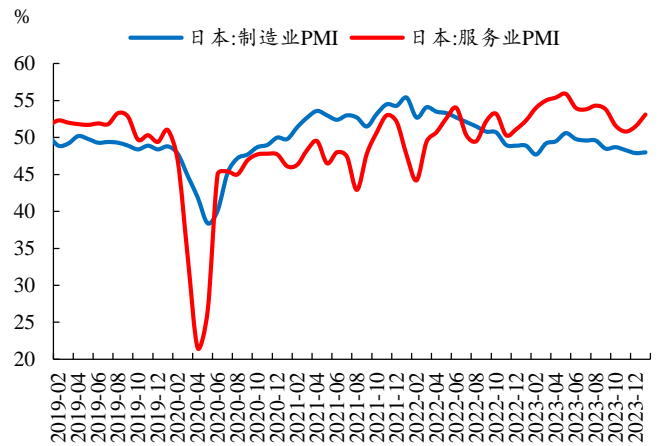


数据来源：Wind、开源证券研究所

不过如果我们从名义 GDP 以及 PMI 等高频指标来看，日本经济后续有望得到改善。虽然实际 GDP 出现环比连续负增，但我们观察到日本名义 GDP 在 2023 年 4 季度环比增速录得 0.3%，较 3 季度提升 0.4 个百分点，且考虑到私人消费、私人设备投资等主要经济拉动项环比跌幅收窄，日本经济或难继续下跌。此外，1 月日本制造业 PMI、服务业 PMI 分别录得 48%、53.1%，分别较 2023 年 12 月提升 0.1 个百分点、1.6 个百分点，显示日本经济或正在缓慢改善。对日央行而言，虽然日本经济后续或难继续下行，不过考虑到 2023 年 CPI 仍在继续下降，其货币政策在短期内或难出现较大幅度的变动。

图11：日本 2023 年 4 季度名义 GDP 环比增速提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：日本 2024 年 1 月 PMI 有所提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、美联储、欧央行表态仍然较鹰，日央行保持观望

美联储方面，2月15日，亚特兰大联储行长拉斐尔·博斯蒂克（2024 票委）表示，由于美国劳动力市场和经济仍然强劲，美联储并不急于降息。首次降息将发生在 3 季度，其预计今年将有 2 次降息。美联储负责监管的副主席 Michael Barr 亦表示，美联储在开始降息之前需要看到更多数据表明通胀率向 2% 的目标回归，降息仍需谨慎。里士满联储行长 Thomas Barkin 则重申，鉴于劳动力市场强劲、通胀持续下降，决策者有时间对降息时机保持耐心。在稍早前，美联储主席鲍威尔在接受电视采访时亦表示，不太可能在 3 月 FOMC 会议上降息，整体表态较为鹰派。

欧央行方面，其整体表态仍然较为鹰派。在 2 月 15 日的欧盟会议上，欧央行行长拉加德表示绝不能冒险仓促降息，从而毁掉抗击通胀的进展。欧元区通胀率正在回到 2% 的目标，但欧央行在降息之前仍需要更多的确认。如果欧央行行动过快，通胀可能会再次上升，这可能会迫使欧洲央行再次收紧货币政策，这将是一个代价高昂的反复过程。欧央行首席经济学家菲利普·莱恩（Philip Lane）则建议等待进一步的数据，降息的次数将取决于在实现通胀目标方面取得了多大的进展。欧洲央行管委会成员、德国央行行长 Joachim Nagel 表示，历史表明，过早放松货币政策比过晚放松货币政策更糟糕，并表示需要保持耐心。

日央行方面，在回答国会问题时，日央行行长植田和男表示，预计 2025 财年薪资增速将略高于通胀预期。将继续仔细解析数据，以判断经济是否会继续逐步复苏，若 2024-2025 通胀预测得以实现，日本将远离通缩。并称一旦 2% 的通胀目标能够实现，将考虑是否需要维持大规模货币宽松政策。不过鉴于当前的经济前景，即使负利率政策结束后，金融状况也可能暂时维持宽松。

3、国内政策：信贷新特点更重“质”

3.1、央行 2023Q4 货币政策执行报告：信贷新特点更重“质”

2024 年 2 月 8 日央行发布《2023 年第四季度中国货币政策执行报告》（后文简称《报告》）。

(1) 经济&物价：经济将延续回升向好；保持物价在合理水平

《报告》指出，全球经济动能减弱；海外选举大年，政治经济形势的不确定性可能增大；主要发达经济体高利率或也产生滞后影响。国内延续回升向好、仍面临需求不足和产能过剩等问题。总体看，有利因素强于不利因素，要扎实推动高质量发展，在发展中解决问题。

物价方面，央行指出物价偏低背后是需求不足，政策将支持扩内需。2024年，基数效应减弱叠加需求将逐渐恢复，预计物价总体温温和回升。

(2) 货币政策：我们判断降准后降息可期，信贷新特点更重“质”而非“量”

货币端，延续稳中有松，我们判断降准后可能还有降息，以及做好对财政发债的配合，保持货币市场利率平稳。一方面，“维持流动性合理充裕”的要求下，判断2月降准落地后，2-3月可能还有降息，包括政策利率和LPR。另一方面，《报告》指出“搭配运用多种货币政策工具，保障政府债券顺利发行”，在2024年财政适度加力的背景下，预计货币将做好配合，保持货币市场利率平稳。

信用端，准确把握货币信贷供需规律和新特点，更重“质”而非“量”。第一，信贷规律新特点要求调结构、盘存量、更均衡。《报告》在专栏1指出三个要点：一是要求信贷高质量投放，“增”在“五篇大文章”，而“减”在地产和地方融资平台。二是更多注重盘活低效存量金融资源，包括不良贷款核销、提升直接融资占比等。三是减少对月度货币信贷高频数据的过度关注，指向信贷节奏或将更加均衡。第二，预计2024年可能适度提升物价。《报告》指出“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”（此前为与名义GDP匹配），指向注重物价目标的实现。第三，聚焦重点、合理适度提供支持，主要指科技、绿色、普惠、养老、数字金融等五篇大文章，民营经济，保障性住房、“平急两用”基础设施和城中村改造三大工程。

(3) 汇率：人民币贬值压力或相对缓解，但央行稳汇率态度仍较为积极

《报告》删除“坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置”表述。2024年，我们认为央行的汇率政策或仍将以稳定市场预期、防止大幅波动为主要基调。随着美联储政策转向和国内基本面回升，人民币的贬值压力或相对缓解，但央行对汇率政策的态度仍然较为积极。

(4) 防风险：坚决守住不发生系统性风险的底线，重点是金融、化债、地产

《报告》要求“持续有效防范化解中小金融机构、地方债务、房地产等重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线”。化债方面，合理运用债务重组、置换等手段，支持地方融资平台债务风险化解。地产方面，支持刚性和改善性住房需求、满足房企合理融资需求、支持“三大工程”建设，结合近期各地房地产项目“白名单”落地，广州上海等需求端放开，城改专项借款授信落地，有助于缓解地产风险，向新模式过渡。金融方面，推动化解中小金融机构风险，推动金融稳定法尽快出台。

3.2、将出台更多民营经济相关务实举措

2月12日，新华社发文，国家发展改革委将会同有关方面采取更多务实举措，不断优化民营经济发展环境，切实解决民营企业发展困难，提振民营企业发展信心。

国家发展改革委副秘书长、国民经济综合司司长袁达表示，要加快推进民营经济促进法立法进程。同时，要狠抓促进民营经济发展各项政策落实落地。完善面向

民营企业的信息发布机制，加大项目推介力度，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。

3.3、地方两会的政策信号

3.3.1、多省下调 2024 年 GDP 增长目标，失业率与物价目标基本持平，判断全国经济增速目标或为 5%

(1) 大多数省市 GDP 目标持平或下调（15 个省市下调，11 省市持平，5 省市上调）。全国 31 省市按 2022 年 GDP 加权平均的 2024 年 GDP 目标为 5.3%，相比 2023 年的 GDP 目标均值 5.4% 有所下降。

(2) 此前达成任务的省市更倾向于维持原有目标。2023 年共有 15 个省市实际经济增速达成目标，而这些省市 2024 年目标更趋于持平或上调，仅有 2 省下调。GDP 较高的经济大省¹增速目标多数下降，除浙江省外均未上调。2023 年实际增速未达成目标的省份下调幅度更大。在多数省份下调增速目标的背景下，我们认为 2024 年全国经济增速目标或为 5%。

(3) 2024 年，大多数省市失业率目标与 2023 年持平，仍在 5.5% 左右。2024 年各省市 CPI 增速目标与 2023 年大体持平，预计全国 CPI 同比目标大概率保持在 3% 左右。

¹ 经济大省指 2022 年 GDP 排在全国前十的省市，包括山东、四川、江苏、浙江、安徽、福建、广东、湖南、河南、河北；12 省为我们重点观察省市，包括重庆、广西、云南、甘肃、宁夏、黑龙江、吉林、辽宁、天津、贵州、青海、内蒙古。

图13: 全国 31 省市共有 26 省市持平或下调经济增速目标

省市	固投			GDP		
	2023目标	2023实际	2024目标	2023目标	2023实际	2024目标
西藏	13.0%	30.0%	13.0%	8.0%	9.0%	➡ 8.0%
北京	-	-	-	4.5%	5.2%	⬆️ 5.0%
河北	6.5%	6.3%	6.0%	6.0%	5.5%	⬇️ 5.5%
重庆	10.0%	4.3%	4.0%	6.0%	6.1%	➡ 6.0%
山东	-	6.1%	-	5.0%	6.0%	➡ 5.0%
广西	8.0%	-	3.0%	5.5%	4.1%	⬇️ 5.0%
四川	-	4.4%	-	6.0%	6.0%	➡ 6.0%
上海	-	13.8%	-	5.5%	5.0%	⬇️ 5.0%
天津	3.0%	-	-	4.0%	4.3%	⬆️ 4.5%
辽宁	10.0%	4.0%	10.0%	5.0%	5.3%	⬆️ 5.5%
江苏	-	-	-	5.0%	5.8%	➡ 5.0%
浙江	6.0%	-	6.0%	5.0%	6.0%	⬆️ 5.5%
安徽	10.0%	4.0%	7.0%	6.5%	5.8%	⬇️ 6.0%
福建	6.0%	2.5%	5.0%	6.0%	4.5%	⬇️ 5.5%
甘肃	10.0%	5.9%	6.0%	6.0%	6.4%	➡ 6.0%
江西	8.0%	-	3.0%	7.0%	4.1%	⬇️ 5.0%
广东	8.0%	2.5%	4.0%	5.0%	4.8%	➡ 5.0%
宁夏	10.0%	-	6.0%	6.5%	6.6%	⬇️ 6.0%
海南	12.0%	1.1%	10.0%	9.5%	9.2%	⬇️ 8.0%
山西	7.0%	-	10.0%	6.0%	5.0%	⬇️ 5.0%
吉林	7.0%	-	3.0%	6.0%	6.3%	➡ 6.0%
黑龙江	8.0%	-	7.0%	6.0%	2.6%	⬇️ 5.5%
湖南	7.0%	-	5.0%	6.5%	4.6%	⬇️ 6.0%
贵州	5.0%	-	4.5%	6.0%	4.9%	⬇️ 5.5%
云南	9.0%	-	-	6.0%	4.4%	⬇️ 5.0%
青海	-	-	-	5.0%	5.3%	➡ 5.0%
陕西	7.0%	8.1%	-	5.5%	4.3%	➡ 5.5%
河南	10.0%	-	7.0%	7.0%	4.1%	⬇️ 5.5%
湖北	-	-	-	7.0%	6.0%	⬇️ 6.0%
内蒙古	10.0%	19.8%	15.0%	6.0%	7.3%	➡ 6.0%
新疆	11.0%	12.4%	10.0%	6.0%	6.8%	⬆️ 6.5%

数据来源：各省市政府工作报告、开源证券研究所；注：标红省份为 GDP 前十的经济大省

3.3.2、投资：重大项目数量超 4 万个，“三大工程”将成为有力支撑

1、基建投资方面，2024 年有 21 个省份公布固定资产投资增速目标。公布的省份加权平均增速目标约为 6%，较 2023 年的 7.9%有所降低。12 省下调幅度高于经济大省，12 省下调 3 个百分点，经济大省下调 2.4 个百分点。

(1) 地方两会共计划推进超 4 万个重大项目，强调扩大有效投资。我们统计地方两会已公布的项目数量，重大投资项目共约 4.7 万个；投资资金共计约 8.3 万亿元，重大项目计划数量高于 2023 年。多数省市投资项目以交通、水利等重大基础设施建设为主，新型基础设施聚焦工业互联网、智能算力、数据中心等。(2) 经济大省投资端发力程度或与 2023 年基本相当。浙江、广东、江苏、山东、河南 5 个经济大省 2024 年计划重大项目数量和投资金额基本与 2023 年持平。

2、**房地产方面，2024 年地方加大保障性租赁住房供给并新增上万个城改、旧改项目，预计拉动投资增长。**（1）保障房：各省市两会公布的新增保障房套数共计 12.9 万套，保租房套数共计 53.5 万套，合计约 66 万套，超过 2023 年统计目标值。地市方面，根据各地级市 2024 年两会数据，35 个试点城市共规划新增保障房和保租房 73.7 万套。（2）**城中村改造：省级两会公布的老旧小区改造项目共计 3.4 万个；35 个试点城市公布的城中村改造项目共约 4 万个，老旧小区改造数量约 4.4 万个，合计超 8 万个。**（3）加强预售资金监管，推进商品房现房销售。

图14：35 个试点城市 2024 年保障性住房共约新增 74 万套

	保障房套数	保租房套数	城中村个数	老旧小区改造数
上海	10000	70000	10	
北京	80000	70000		
深圳	100000		60	100
重庆				7043
广州	10000	100000		200
成都				630
天津				275
武汉		51000		200
东莞		20000	110	
西安				
杭州	6000	60000	59	200
佛山	3000	15000	25	
南京	2500	7400		105
沈阳	7200		25	
青岛	4000		20	
济南		15000		69
长沙			15	
哈尔滨				
郑州	15000			
昆明		9000	44	982
大连	2170			
南宁				
石家庄			17	243
厦门				
太原				
苏州				
贵阳	3600	12000	40000	33000
合肥	3000			110
乌鲁木齐				
宁波	4000	30000		30
无锡				109
福州		10000	12	94
长春				287
南昌		17000		240
常州			9	36
合计	250470	486400	40406	43953

数据来源：各市政府工作报告、开源证券研究所

3.3.3、产业：推动制造业产业升级，传统、新兴、未来产业并举

1、**各地侧重点有所不同，经济大省更重“发展”，12 省略偏重于现代化产业体系建设。**分析两会报告，经济大省文本中更偏重经济增长、抓好政策落实；而 12 省工作报告相比之下将现代化产业体系建设放在更为重要的位置。这或指向 2024 年在部分地区注重化债的背景下，经济大省将承担更重的稳增长责任。

2、**继续推动以制造业为重点的产业转型升级，传统、新兴、未来产业并举。**地方政府提及较多的主要包括新型材料，新能源汽车，电子信息，先进装备，现代医药、航空等战略新兴产业；以及人工智能、生物制造、卫星应用、低空经济、储能等未来产业。

3.3.4、消费与出口：提振大宗与新型消费，发展外贸新动能

1、消费：2024年各省市消费增长目标大多调降，公布目标的22个省份中，仅有重庆、浙江、辽宁、黑龙江4省市有所调升，13省下调。促消费措施主要为两方面，一是提振汽车、家电、电子产品等大宗消费；二是发展数字、绿色、健康消费等新型消费。

2、对外开放：提及较多的举措包括建立高能级开放平台，也就是加快推动自贸试验区建设；发展外贸新动能，加强优势产品出口，出口市场也在拓宽，稳住欧美的同时向东盟和中东拓展。

3.4、城市房地产融资协调机制加速落地

2月6日，金融监管总局召开专题会议，进一步部署落实城市房地产融资协调机制相关工作。会议强调，要进一步提高对建立城市房地产融资协调机制重大意义的认识。近期，相关工作取得积极进展，多数城市已建立城市房地产融资协调机制，提出了房地产项目“白名单”并推送给商业银行，商业银行积极响应，有效对接项目名单，已提供一批新增融资和贷款展期，满足不同房地产项目合理融资需求。

会议要求，各监管局要成立工作专班，主动加强与地方政府和住建部门协同配合，积极参与协调机制各项工作，及时掌握辖内各城市协调机制运行情况。会议要求，各商业银行要主动对接协调机制，对推送的房地产项目名单要及时开展评审，加快授信审批，对合理融资需求做到“应满尽满”。

城市限购松绑继续。北京市通州区优化限购政策，在本市已拥有1套住房的通州区户籍居民家庭、在本市已拥有1套住房，与在通州区注册或经营的企业、疏解搬迁至通州区的党政机关、企事业单位存在劳动关系的本市户籍居民家庭、在本市未拥有住房，与在通州区注册或经营的企业、疏解搬迁至通州区的企事业单位存在劳动关系的非本市户籍居民家庭等可在通州区购买1套商品住房。

4、国内经济：金融数据“开门红”，物价显示内需实质性改善

4.1、金融数据点评：信贷社融实现总量与结构“开门红”

1月信贷成色和力度如何？2023年信贷“开门红”诉求较强，2023年1月信贷政策基调是“适度靠前发力”，信贷在开年集中投放，1月企业贷款多增1.32万亿。而2024年基调为“总量适度、节奏平稳”，2023年11月金融座谈会上还提及“统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放”，1月企业贷款同比少增8200亿元，体现相较于2023年的信贷前置，2024年更注重均衡节奏。但剔除春节错月效应和监管因素，1月信贷基本达成了开门红。居民贷款稳定投放，企业贷款有充足项目支撑且结构亮眼，票据冲量现象减弱。

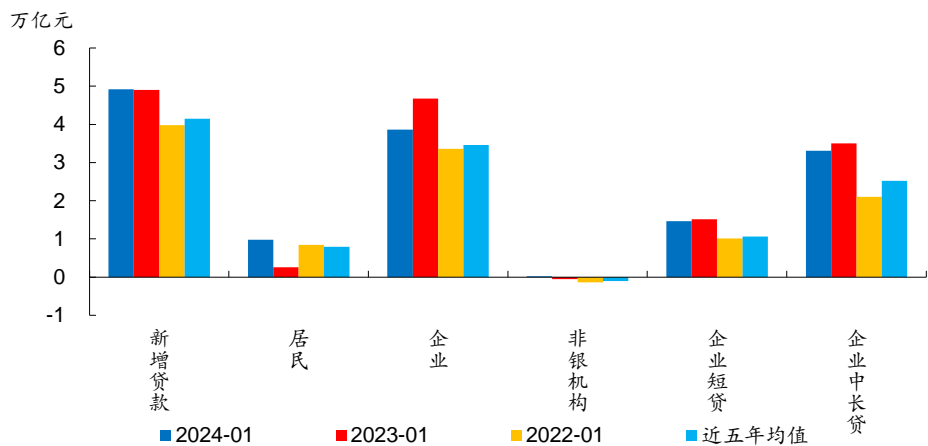
具体看，2024年1月新增信贷49200亿元，同比微幅增长。（1）**居民贷款大幅超预期，同比多增7229亿元，低基数下总量有所改善。**春节错位、疫情因素造成2023

年居民贷款低基数，与春节同在 2 月的 2016、2018、2019 等年份 1 月均值相比，2024 年 1 月居民贷款多增约 580 亿元。居民短贷和中长贷分别同比多增 3187 和 4041 亿元，消费贷和经营贷或为主要拉动。(2) 企业贷款总量少增，结构好转。票据融资同比大幅少增，企业短贷和中长贷分别少增 500、1900 亿元，在高基数下仍保持了平稳增长。1 月 PSL 新增 5000 亿、增发国债项目下达等或对企业贷款形成支撑。

1 月社融总量超预期，由企业债券融资和表外票据拉动，政府债券发行放缓。1 月社融新增 6.5 万亿，同比多增 5061 亿元，尽管春节效应造成低基数，本次社融较 2022 年 1 月仍多增 3241 亿元。企业债券融资和表外票据为主要多增项。(1) 企业债券同比多增 3197 亿元，2023 年 1 月受理赎回和表内企业信贷挤出影响，债券融资基数较低。央行 Q4 货币政策执行报告提到“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，监管或加大对企业债券融资的支持力度。(2) 新增表外票据 5635 亿元，创近 6 年同期新高。一方面银行贴现减少，另一方面体现企业经营活跃度提高。(3) 政府债券方面，1 月同比少增 1193 亿元，1 月地方政府专项债、特殊再融资债发行放缓、国债净融资额较低。一季度政府债发力节奏需观察年后专项债发行情况。

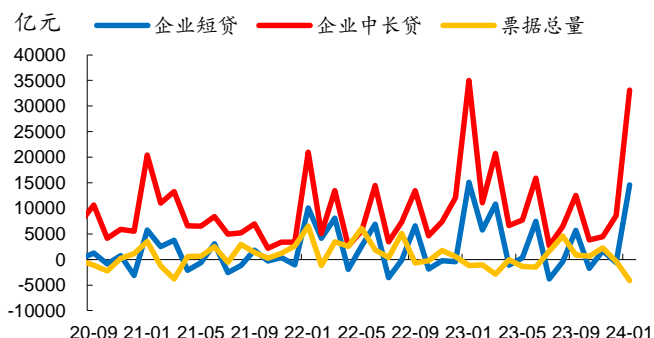
M1 大幅增长，M2 同比降低 1 个百分点，主要受基数影响。春节前企业存活钱用于发工资等导致 M1 增加，对比 2021 年春节错月 M1 也出现显著增长，次月增速回落，预计 2 月 M1 增速将较 1 月有所回落。存款方面，居民存款受春节错月影响同比少增 3.67 万亿，对 M2 增速产生负拉动。与春节在 2 月年份 (16/18/19/21/22) 同期相比，居民存款同比微幅多增 (多增 286 亿元)。企业存款多增 18555 亿元，主因 2023 低基数和企业信贷韧性带动存款增长。财政存款同比多增 1776 亿元，财政支出力度较往年同期有所减弱。**向后看，前期宽货币宽财政效果将逐步显现，企业中长贷有一定韧性，居民需求回暖的持续性仍待观察。2024 年信贷或更重“质”，五篇大文章、民营经济、“三大工程”或为宽信用的主要实现路径。**

图15: 1 月居民贷款表现较为亮眼



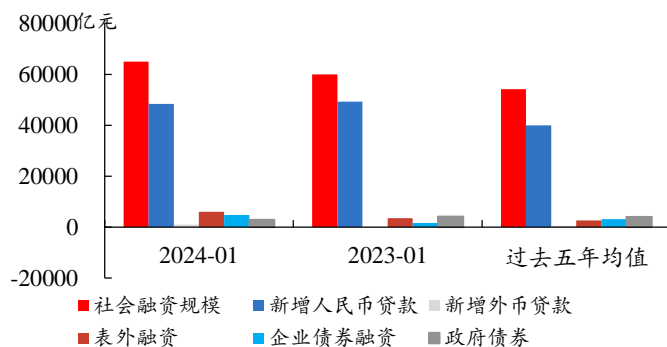
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 1月企业信贷结构改善



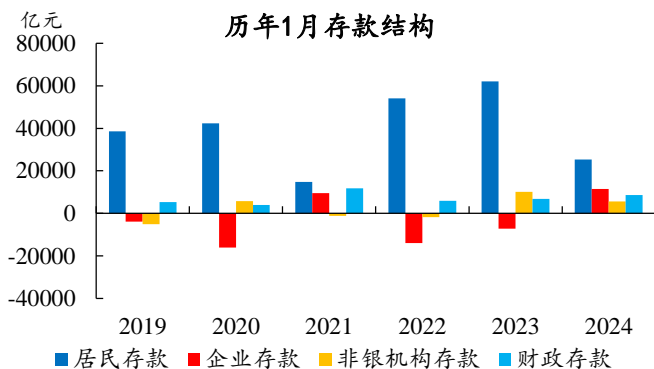
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 1月社融总量增长超预期



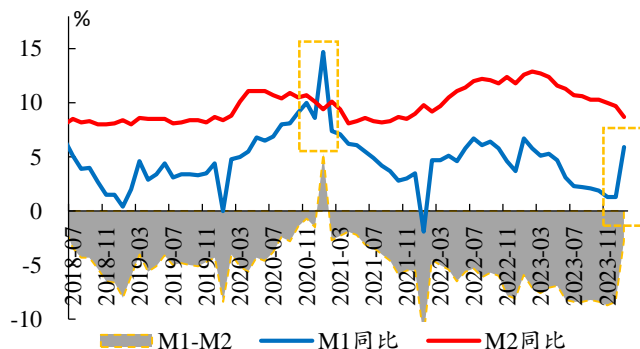
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 居民存款同比大幅少增拖累 M2



数据来源: Wind、开源证券研究所

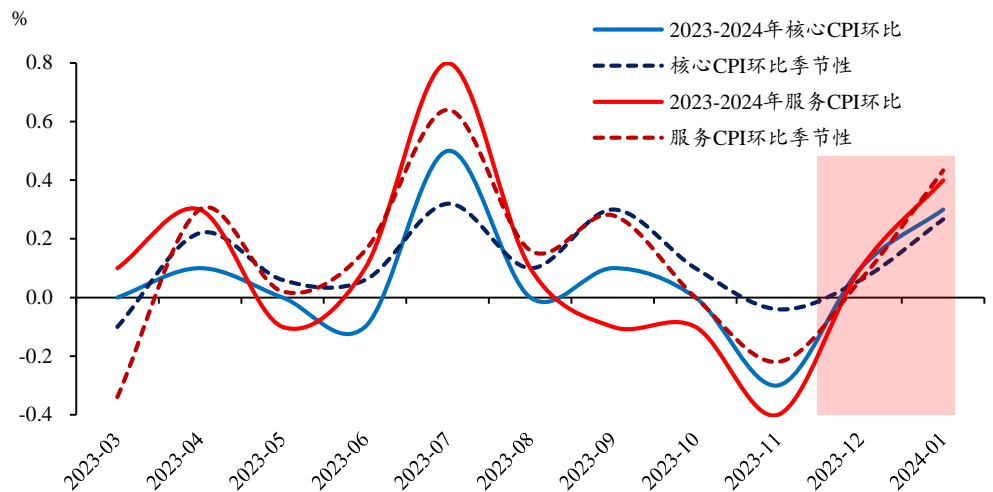
图19: 2021年春节错位导致 M1 冲高后回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

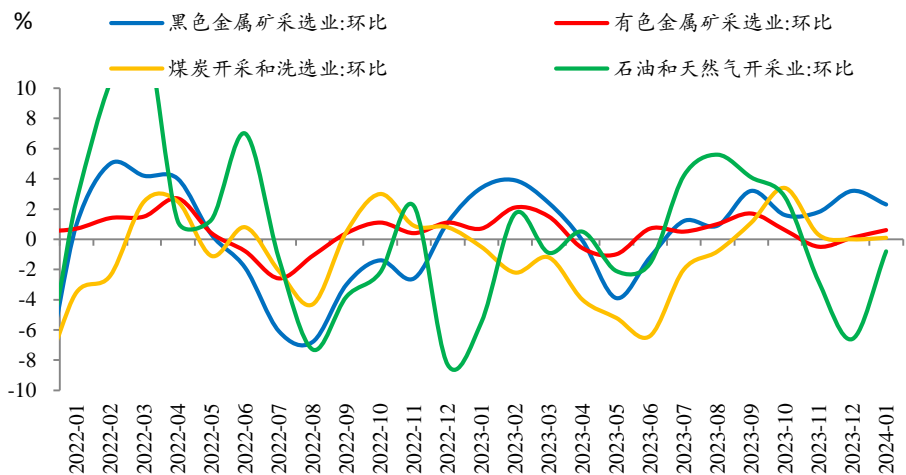
4.2、核心 CPI 延续超季节性修复，物价上行通道或已开启

1月CPI同比降幅扩大，同比较前值下降0.5个百分点至-0.8%，环比涨幅扩大，较前值回升0.2个百分点至0.3%。CPI数据显示蔬果价格带动食品项环比涨幅收窄，家用器具、旅游价格反弹带动非食品项环比延续回升。值得一提的是，继2023年12月核心CPI与服务CPI环比5个月以来首次高于季节性后，2024年1月核心CPI环比继续高于季节性，服务CPI环比与季节性大致相等，反映服务消费与实物消费需求修复趋势延续，建议对后续走势保持关注。

图20：2023年12月以来核心CPI与服务CPI环比表现不弱于季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所

1月PPI同比降幅收窄，较前值上升0.2个百分点至-2.5%，环比降幅收窄，较前值上升0.1个百分点至-0.2%。能源方面，美国产量下滑超预期叠加地缘溢价上升，国内石油链产品价格环比较前值回升，1月全国气温偏暖，整体需求释放有限，PPI煤炭开采和洗选业环比涨幅略有扩大。金属方面，需求有限，黑色金属矿采选环比涨幅收窄；国内降准而美联储降息节奏预期变化，有色价格震荡分化运行；需求淡季，非金属矿价格有所回落。

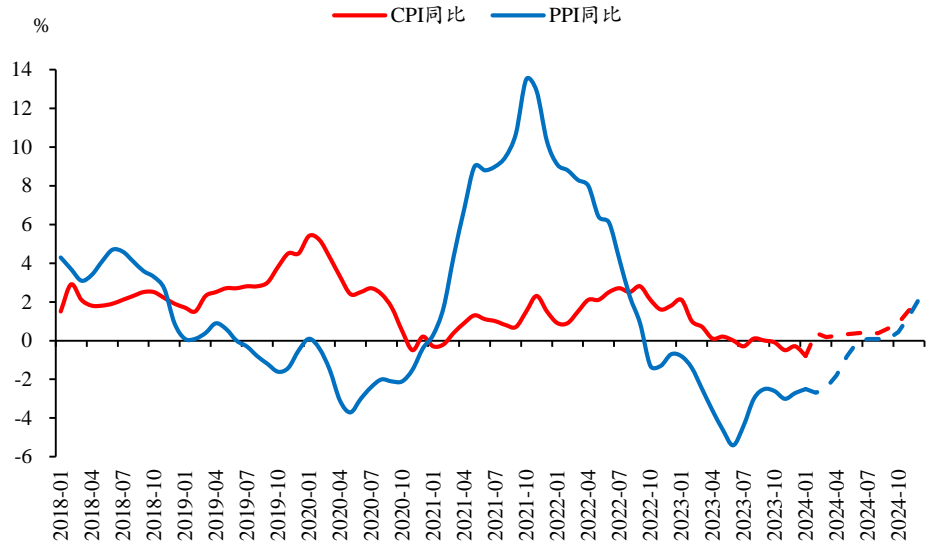
图21：PPI重点工业品中油气开采、有色金属矿采选环比回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

从CPI来看，食品项中蔬菜、猪肉价格已处低位，非食品项中核心CPI环比持续超季节性走势，已显现一定积极因素，叠加低基数效应，CPI同比未来或将继续温和上行，我们预计2月CPI环比为0.7%左右，受低基数影响，同比或回升至0.4%左右，2024年全年平均同比在0%-1%区间。近期大宗商品价格震荡运行，但未来整体走势大概率仍将延续回升态势，我们预计2月PPI环比有所回升，同比有所回落，2024年全年平均同比在-1%-0%区间。往后看，随着需求内生修复叠加三大工程推进，实物工作量增加，或将提振商品及相关原材料消费需求，物价上行通道或已开启，在

内生修复基础上，若有需求端提升物价政策驱动，CPI、PPI 或将有超预期回升弹性。

图22：物价上行通道或已开启



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、春节高频跟踪：消费修复“量”超预期、“价”待改善

5.1、消费场景：消费修复“量”超预期、“价”待改善

图23：2024年春节消费量好于价

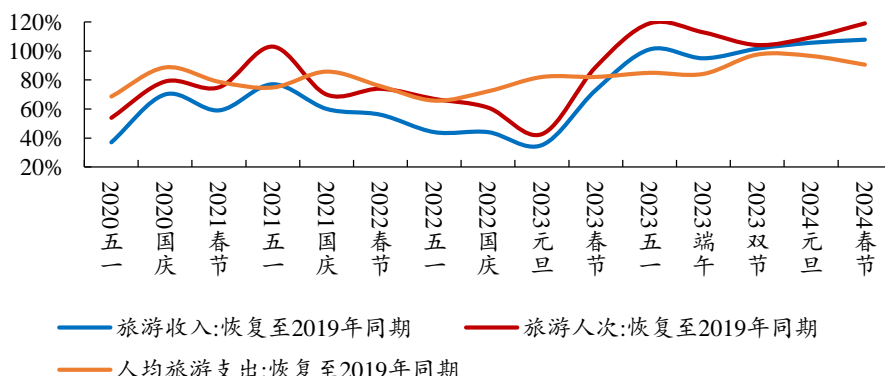
场景	细项	口径	2024	较2019同期	较2023同期
旅游	收入(亿元)	文旅部	6326.87	7.7%	47.3%
	人次(亿人)	文旅部	4.74	19.0%	34.3%
	人均支出(元)	文旅部	1334.78	-9.5%	9.7%
境外消费	境外交易金额(亿元)	支付宝			140.0%
	境外交易次数(亿笔)	支付宝		7.0%	
免税	离岛免税购物金额(亿元)	海口海关	24.89		41.9%
	离岛免税购物人次(万人)	海口海关	29.77		71.3%
	离岛免税人均消费(元)	海口海关	8358.00		-17.3%
观影	收入(亿元)	猫眼	80.51	25.9%	8.5%
	人次(亿人)	猫眼	1.63	13.3%	14.3%
	票价(元)	猫眼	49.30	10.4%	-5.8%
出行	百度迁徙指数:均值	百度慧眼	621.99		5.2%
	全社会跨区域流动量(亿人)	交通部	50.93	12.9%	14.1%
	铁路(亿人)	交通部	2.61	23.7%	55.5%
	公路(亿人)	交通部	47.68	12.8%	12.6%
	水路(亿人)	交通部	0.17	-49.5%	45.0%
	民航(亿人)	交通部	0.47	18.5%	67.0%
支付	国内机票价格(元)	航班管家	910.00	2.7%	7.0%
	春节网络支付金额(亿元)	央行	77400.00		10.1%
	春节网络支付次数(亿笔)	央行	153.80		15.8%
	春节网络支付均额(元)	央行	503.25		-4.9%

数据来源：Wind、文旅部、海口海关、猫眼、交通部、央行、支付宝、航班管家、百度地图慧眼、开源证券研究所

(1)旅游：经文化和旅游部数据中心测算，春节假期 8 天全国国内旅游总花费 6326.87 亿元、出游 4.74 亿人次，按可比口径分别为 2019 年同期的 107.7%、119%，

2023年同期的147.3%、134.3%。“量”的修复明显好于预期，美中不足在于人均支出为2019年的90.5%，略低于2023年中秋国庆双节的97.5%和2024年元旦的96.5%。

图24：2024年春节旅游收入、人次、人均约为2019年同期的107.7%、119%、90.5%

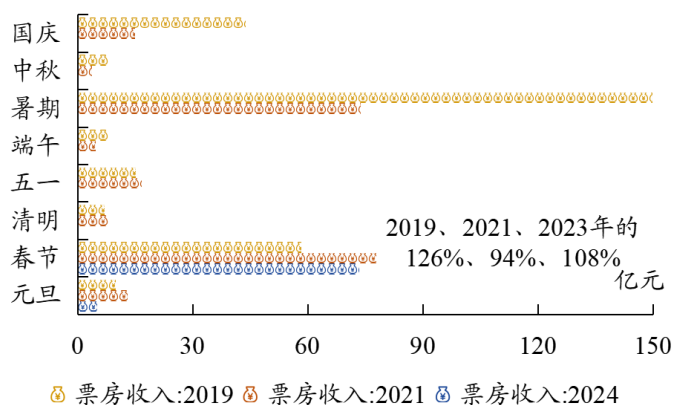


数据来源：文旅部、开源证券研究所

(2)零售：2月10日至2月16日，商务部重点监测零售企业绿色有机食品、金银珠宝销售额同比增长10%以上。服务消费明显升温，重点监测电商平台住宿营业额同比增长超六成。另外，春节期间海口海关共监管离岛免税购物金额24.89亿元，购物金额、人次、人均消费分别为2023年的142%、171%、83%。

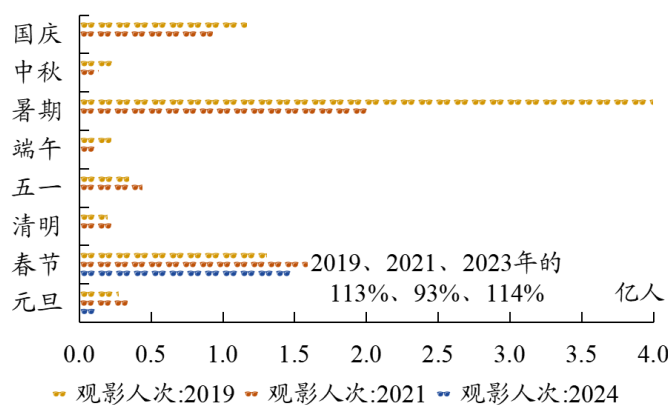
(3)电影：春节档票房创历史新高。2024年春节档电影总票房为80.51亿元、创历史新高，部分受益于本次春节档多一日。按前7天计，票房较2019年、2023年同期增长了25.9%、8.5%；观影人次为1.63亿人，较2019年、2023年同期增长了13.3%、14.3%；平均票价49.1元，低于2021-2023年同期。

图25：春节档票房收入为2019年同期的126%



数据来源：Wind、猫眼电影、开源证券研究所

图26：春节档观影人次为2019年同期的113%



数据来源：Wind、猫眼电影、开源证券研究所

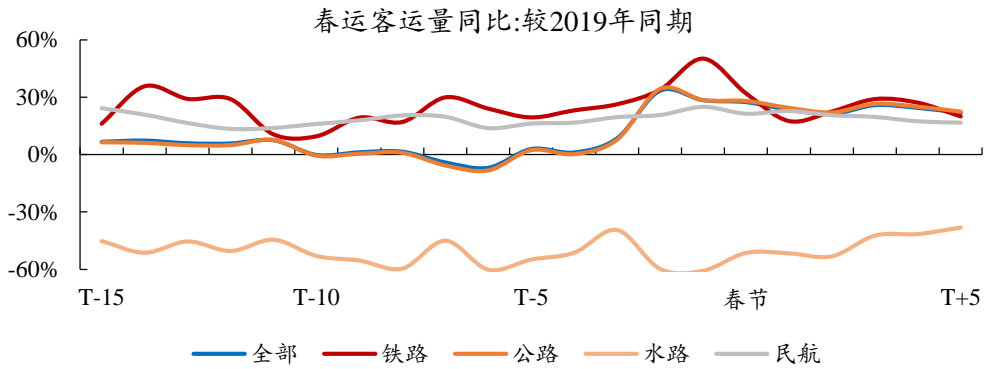
5.2、人流：大幅超越2019年，出入境延续回暖

(1)全社会跨区域流动量大幅超过2019年：交通运输部数据显示，1月26日至2月16日，春运全社会跨区域人员流动量累计50.9亿人次，比2019年、2023年同期分别增长12.9%、14.1%，其中铁路、公路、水路、民航分别较2019年同期增长23.7%、

12.8%、-49.5%、18.5%。

我们在《外出务工意愿修复》疫后复苏跟踪报告中指出“交通运输部的发送旅客量未统计小客车流量的迁徙旅客”，即“小客车流量+发送旅客量”是更好的衡量人流活动的指标，有趣的是本次交通部特意增加了全社会跨区域流动量，侧面印证了我们的观点。疫情以来居民自驾比例和意愿大幅提高，一方面在于疫情防控和交通设施停缓运营，导致居民出行更倾向于自驾，而这种偏好在疫情放开后仍得到了保留；另一方面可能在于自驾费用相对低廉。

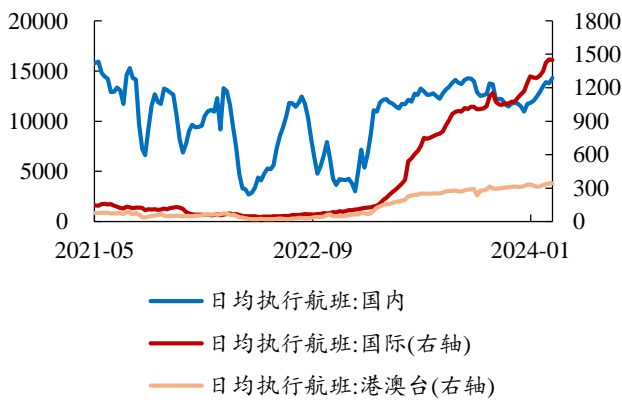
图27：全社会跨区域流动量明显超过2019年



数据来源：交通部、开源证券研究所

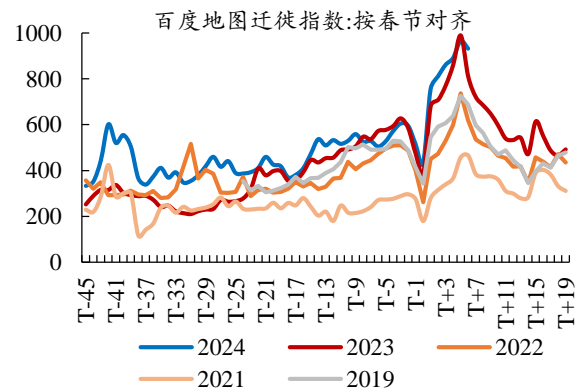
(2)百度迁徙指数创新高、复工进度快于往年：春运期间（1月26日至2月15日），全国百度迁徙指数平均为622、较2023年同期提高了5.2%，明显高于2019至2022年同期水平。我们将春运40天分为前15天的返乡和后25天的复工，进而刻画出一条返乡复工曲线：除了2021年就地过年导致复工进度异常，2019、2022、2023曲线表现出一定的收敛性。截至2月16日，2024复工进度好于疫情放开后的2023年。此外，2月11日至2月16日劳务输出大市（周口、南充、阜阳等）的迁出指数明显高于2023年，或指向复工复产进度恢复较快。

图28：国际航班延续恢复



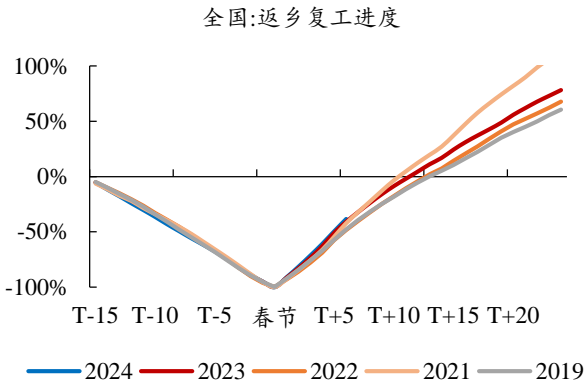
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：春运期间百度地图迁徙指数创新高



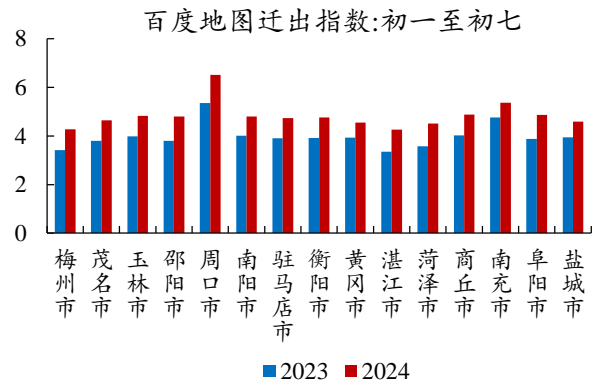
数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

图30：2024年复工进度快于2019-2023年



数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

图31：劳务输出大市的迁出指数明显高于2023年



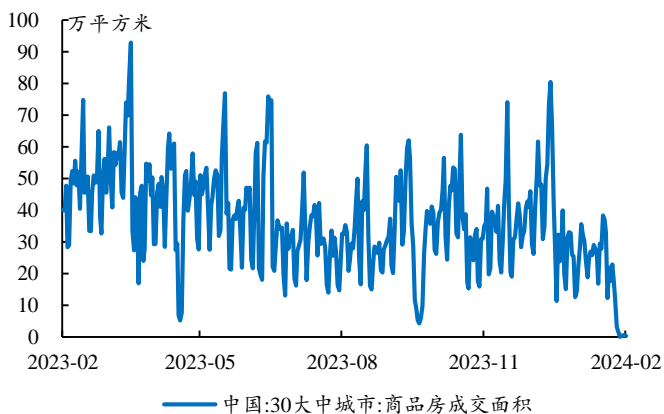
数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

(3) 出入境加速回暖：春节期间，国内、国外、港澳台日均执行航班分别为 14308、1448、344 次，国际航线明显改善。2 月 4 日国家移民管理局预测，春节假期全国口岸将迎来新一轮出入境客流高峰，日均通关人数将达 180 万人次，较去年春节增长约 3.3 倍，与 2019 年春节出入境流量相当。

5.3、地产：环比有所下行

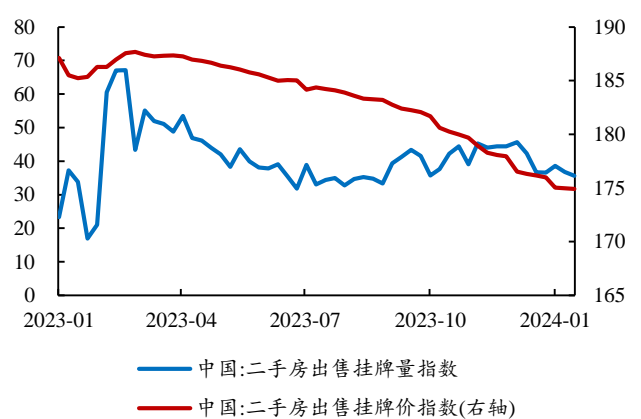
一手房市场来看，最近两周（2 月 2 日至 2 月 15 日），全国 30 大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比下降 62.4%，较 2022 年春节同期同比下降 59.0%。二手房市场来看，1 月上半月二手房量价均呈下行趋势，1 月上半月（1 月 2 日至 1 月 15 日）二手房出售挂牌量指数均值较前值环比下降 3.6%，二手房出售挂牌价指数较前值环比下降 0.3%。

图32：全国 30 大中城市商品房成交面积环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

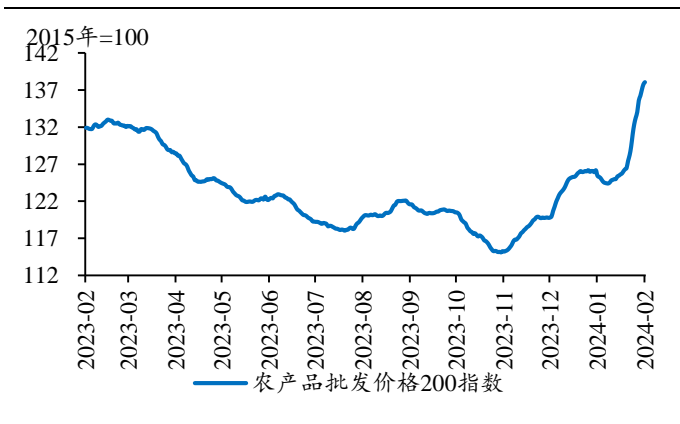
图33：二手房量价延续下行趋势



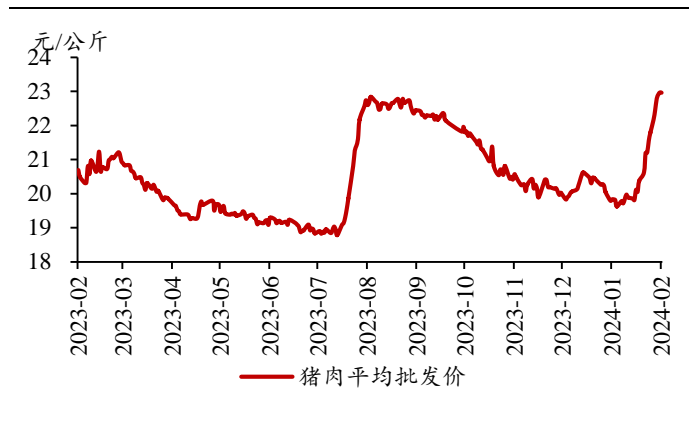
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4、农产品：价格大幅上行

节假日消费需求旺盛，猪肉等农产品价格大幅上行。节前两周（1 月 27 日至 2 月 9 日），农产品价格 200 指数平均值较上两周环比上升 5.9%，猪肉平均批发价较上两周环比上升 10.6%。

图34：节前两周农产品价格大幅上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：节前两周猪肉价格大幅上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

6、资产：全球股市大多震荡或小幅上涨，原油价格上涨，债券收益率上行

春节假期期间，全球股市大多震荡或小幅上涨。2月8-16日，受美国CPI超预期影响，美联储降息时点预期再度推后，美国股市呈现出震荡态势，但纳斯达克中国金龙指数收涨5.75%。欧洲股市则普遍录得的小幅上涨。但日经指数录得4.41%涨幅，领跑全球主要股指，恒生指数亦有2.91%涨幅。商品方面，受地缘政治局势影响，原油价格录得一定幅度涨幅，但天然气价格录得较大跌幅。债券市场方面，受欧美央行鹰派表态影响，主要国家债券收益率均有所上行，美国国债收益率上行接近15bp，幅度较大。汇率方面，总体保持平稳，美元指数微升，离岸人民币汇率微跌，美元兑日元录得一定涨幅。

表1：全球各类资产假期表现

资产类别	2月8日	2月16日	涨跌幅	资产类别	2月8日	2月16日	涨跌幅
股票				金属			
标普 500 指数	4997.91	5005.57	0.15%	COMEX 黄金 (美元/盎司)	2049.70	2025.50	-1.18%
纳斯达克综合指数	15793.72	15775.65	-0.11%	COMEX 白银 (美元/盎司)	22.64	23.480	3.71%
道琼斯工业指数	38726.33	38627.99	-0.25%	NYMEX 铂金 (美元/盎司)	894.00	913.50	2.18%
德国 DAX 指数	16963.83	17117.44	0.91%	NYMEX 钯金 (美元/盎司)	892.10	952.80	6.80%
法国 CAC40 指数	7665.63	7768.18	1.34%	LME 铜 (美元/公吨)	8226.00	8472.00	2.99%
英国富时 100 指数	7595.48	7711.71	1.53%	LME 铝 (美元/公吨)	2223.00	2216.00	-0.31%
日经 225 指数	36863.28	38487.24	4.41%	LME 锌 (美元/公吨)	2328.00	2388.00	2.58%
恒生指数	15878.07	16339.96	2.91%				
纳斯达克中国金龙指数	5755.27	6085.99	5.75%				
债券				工业品			
10Y 美债收益率	4.15%	4.30%	15.0bp	WTI 原油 (美元/桶)	76.22	79.19	3.90%
10Y 德债收益率	2.30%	2.38%	8.0bp	布伦特原油 (美元/桶)	81.63	83.47	2.25%
10Y 英债收益率	4.12%	4.14%	2.0bp	NYMEX 天然气 (美元/百万英热单位)	1.886	1.603	-15.01%
10Y 日债收益率	0.71%	0.74%	3.0bp				
外汇				农产品			
离岸美元兑人民币	7.2155	7.2127	-0.04%	CBOT 大豆 (美分/蒲式耳)	1193.50	1172.25	-1.78%
美元指数	104.14	104.28	0.13%	CBOT 玉米 (美分/蒲式耳)	433.25	416.50	-3.87%
欧元兑美元	1.0778	1.0778	0.00%	CBOT 小麦 (美分/蒲式耳)	588.50	560.50	-4.76%
英镑兑美元	1.2619	1.2605	-0.11%	NYBOT 棉花 (美元/磅)	89.16	93.89	5.31%
美元兑日元	149.323	150.207	0.59%	NYBOT 糖 (美元/磅)	23.95	23.05	-3.76%

数据来源：Wind、开源证券研究所

7、风险提示

1. 国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。
2. 俄乌冲突反复超预期：如果俄乌冲突再度超预期升温，那么可能造成通胀再度攀升。
3. 美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn