



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《金融系统由“大”到“强”，资本市场向实演进》 - 2023.11.02

宏观研究

春节假期国内外宏观信息一览

● 核心观点

春节假期，大宗商品价格涨跌分化，原油价格上涨，黄金价格下跌；美国股市小幅收涨，债市明显走熊；美元指数明显上升。

海外高通胀仍制约经济增长，货币政策回归常态化仍存在不确定性。美国经济保持韧性，通胀数据超预期。尽管就业市场强劲，居民收入保持温和增速，但美国高通胀、高利率导致美国居民支出增加，货币幻觉效应掣肘美国居民消费能力，美国零售数据超预期回落。在此背景下，美联储货币政策操作难度加大，3月降息概率回落，降息时间点落在二季度。欧元区经济疲软，下调2024年经济增长预期。在家庭购买力下降、外部需求收缩、货币紧缩和2023年财政支持部分撤出的背景下，经济扩张普遍停滞不前，受此影响，2024年欧盟和欧元区经济增长势头比预期要弱。当前日本维持低利率环境下，美国和欧洲面临高通胀，开启快速加息，日元对美元汇率持续贬值，导致以美元计算的GDP缩水，同时德国GDP因物价上涨被拉高，日本名义GDP被德国反超。

国内经济增长仍有压力，国内货币政策有望边际宽松。政府稳增长信号更为明显，正向激励有所加强。整体来看，下一阶段货币政策将边际宽松，增大信贷支持力度，引导商业银行降低实体融资成本，将金融机构负债成本的下行传导至实体融资成本，化解针对重点领域信贷风险项目，提高存量信贷资金利用效率。2月5日，央行下调金融机构存款准备金0.5个百分点，释放1万亿长期流动性，同时，住房和城乡建设部和金融监管总局联合印发《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，各大商业银行已经积极推动落实，有望实现房地产风险项目化解，打通房地产领域堵点。目前市场对节后房地产市场复苏存在一定期待，当前已进入观察窗口期，如果房地产销售表现不理想，预计二季度货币政策仍将进一步宽松，降息可期。春节消费方面，今年春节期间旅游热度持续增长，带动服务消费和零售明显增长。具体表现为，一是居民出行持续恢复，全区域人员流动创历史新高，较2019年有所增长，私家车普及率提升；二是从时间维度纵向对比分析，国内旅游继续修复，不过从实际旅游收入变化来看，2024年旅游收入仍弱于2019年水平；三是旅游带动服务消费和零售明显增长，票房收入和观影人次再创新高，支付交易额持续增长等；四是地产销售总体疲弱，有待进一步观察。从30大中城市商品房销售同比增速数据看，房地产市场仍然有待恢复；不过从时间维度纵向观察，返乡置业热度有所回升，但单月趋势性特征并不明确，地产销售复苏有待进一步观察确认。

● **风险提示：**

美联储超预期加息；房地产市场超预期下行；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 大类资产表现.....	5
2 国内外宏观热点.....	5
2.1 海外宏观热点及点评.....	5
2.2 国内宏观热点及点评.....	12
3 风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	5
图表 2: 美国 CPI 和核心 CPI 同比 (%)	7
图表 3: 美国 PPI 和核心 PPI 同比 (%)	7
图表 4: 美国 CPI 通胀数据分项.....	7
图表 5: 美国 PPI 数据分项.....	8
图表 6: 美联储官员相关表态.....	8
图表 7: 美国居民就业市场强劲.....	10
图表 8: 美国居民利息支出显著增加 (十亿美元, %)	10
图表 9: 个人储蓄存款占可支配收入比例持续下降	10
图表 10: 美国家庭债务余额持续上升 (万亿美元)	10
图表 11: 货币政策报告关键词跟踪.....	13
图表 12: 1 月社融同比增减	15
图表 13: 1 月新增贷款及部分分项同比增减.....	15
图表 14: 社融和 M2 同比增速.....	16
图表 15: M2-M1 剪刀差显著回落	16
图表 16: 新增人民币存款.....	16
图表 17: 新增财政存款同比变动.....	16
图表 18: 春节假期全社会跨区域人员流动量情况	18
图表 19: 2.8-2.17 各种出行方式累计客运量.....	18
图表 20: 高速公路及普通国省道非营业性小客车人员出行量	18
图表 21: 2021-2024 年春节旅游出行变化情况.....	19
图表 22: GDP 平减指数累计同比变化情况.....	19
图表 23: 2021-2024 年春节档票房情况	20
图表 24: 三四线城市票房份额持续攀升	20
图表 25: 30 大中城市春节期间商品房成交套数.....	21
图表 26: 30 大中城市春节期间商品房成交面积.....	21

1 大类资产表现

春节期间，全球商品涨跌分化。原油价格出现明显回升，布伦特原油及 WTI 原油期货价格涨幅分别为 2.25% 和 3.90%；COMEX 黄金价格下跌 1.36%；LME 铜价上涨 1.46%，LME 铝价下跌 0.52%。

美国股市小幅收涨，债市明显走熊。标普 500 春节期间上涨 0.15%，2 年期和 10 年期美债收益率分别上行 18bp 和 15bp，涨至 4.64% 和 4.3%，长短端收益率倒挂，指向美国经济衰退预期走强。

在外汇市场方面，春节期间美元指数上涨 0.13%，美元兑人民币跌 0.04%。

图表1：大类资产价格变动一览

	单位	2023/12/29	2024/2/8	2024/2/16	春节期间涨跌幅	今年以来涨跌幅
大宗商品						
布伦特原油	美元/桶	77.04	81.63	83.47	2.25%	8.35%
WTI 原油	美元/桶	71.65	76.22	79.19	3.90%	10.52%
COMEX 黄金	美元/盎司	2071.80	2033.50	2007.50	-1.28%	-3.10%
LME 铜	美元/吨	8476.00	8202.00	8322.00	1.46%	-1.82%
LME 铝	美元/吨	2335.50	2214.50	2203.00	-0.52%	-5.67%
美国股债						
					基点数变动	
美债 2Y	%	4.23	4.4600	4.6400	18	41
美债 10Y	%	3.88	4.1500	4.3000	15	42
标普 500		4769.83	4997.91	5005.57	0.15%	4.94%
外汇						
美元指数		101.38	104.1405	104.2766	0.13%	2.86%
美元兑人民币		7.12	7.2155	7.2127	-0.04%	1.23%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 国内外宏观热点

2.1 海外宏观热点及点评

2/13, 美国当前财年前四个月的预算赤字扩大 16% 偿债成本进一步攀升。随着偿债成本进一步攀升，美国预算赤字在截至 1 月份的四个个月内出现扩大。2024 财年前四个月的赤字达到 5320 亿美元，比去年同期高出 16%。期内利息成本为

3570 亿美元，比 2023 年增长 37%。美联储激进的加息行动导致债务成本上升，加大了美国预算的负担。

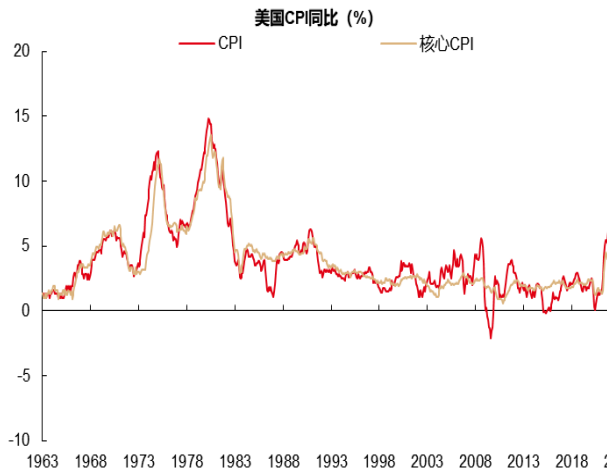
美国当前财年预算赤字扩大，突显了减税和政府支出增加对财政收入的冲击。债务负担日益增加，或将对信贷质量产生隐形影响，增加潜在经济不稳定性。

2/13, 美国 1 月 CPI 同比上涨 3.1%超预期。美国劳工统计局 2 月 13 日发布的数据显示，美国 1 月 CPI 同比增长 3.1%，高于 2.9%的市场预期，前值为 3.4%；1 月核心 CPI 同比增长 3.9%，略高于 3.7%的市场预期，前值为 3.9%；1 月 CPI 环比增长 0.3%，略高于 0.2%的市场预期，前值为 0.2%；1 月核心 CPI 环比增长 0.4%，略高于 0.3%的市场预期，前值为 0.3%。

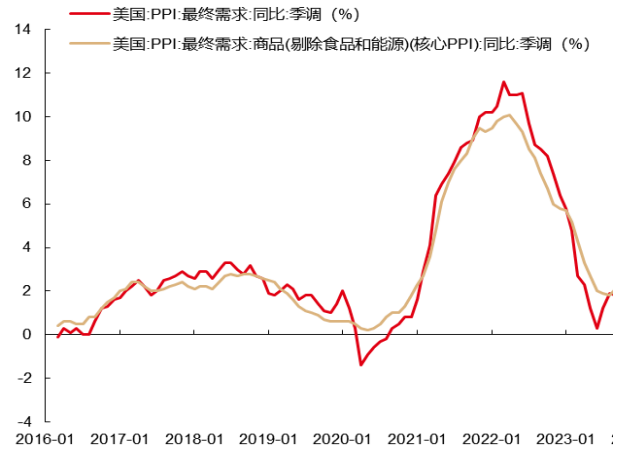
2/16, 美国 1 月生产者价格指数(PPI)环比上涨 0.3%，高于市场预期值 0.1%，并创 2023 年 8 月以来的最大环比涨幅，前值为环比下滑 0.1%；剔除食品、能源、贸易服务后的核心 PPI 环比上涨 0.6%，远超预期值 0.1%，月率创去年 1 月以来的新高，前值为 0.2%；同比而言，1 月 PPI 较去年同期上涨 0.9%，核心 PPI 年率持平于 2.6%。

1 月美国通胀高于市场预期，数据公布后，美元指数上涨，三大股指期货均小幅下跌。从分项来看，CPI 超预期上涨主要是服务类价格超预期反弹，核心商品价格延续回落态势，其中住房价格保持韧性，成为主要拉动力量。PPI 方面，能源价格显著回落，而核心服务价格保持韧性，是主要拉动项。往后看，美国租赁住房空置率自 2022 年 6 月开始走高，租房价格指数增速明显放缓，预计对 CPI 的支撑作用弱化，尽管目前就业市场韧性松动，工资增速开始放缓，不过整体工资通胀螺旋韧性仍强，预计后续 CPI 将缓慢下行；终端需求保持韧性，将对要素市场产生有力支撑，同时地缘政治风险因素影响，特别是红海事件影响，运输成本上升等，后续 PPI 或将小幅回升。综合考虑 1 月通胀数据和非农数据均超预期，一季度美联储降息概率显著回落。

图表2: 美国 CPI 和核心 CPI 同比 (%)



图表3: 美国 PPI 和核心 PPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表4: 美国 CPI 通胀数据分项

同比 (%)	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01
CPI	3.7	3.7	3.2	3.1	3.4	3.1
核心 CPI	4.3	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9
食品	4.3	3.7	3.3	2.9	2.7	2.6
能源	-3.6	-0.5	-4.5	-5.4	-2.0	-4.6
核心服务	5.9	5.7	5.5	5.5	5.3	5.4
住宅	5.7	5.6	5.2	5.2	4.8	4.6
业主等价租金	7.3	7.1	6.8	6.7	6.3	6.2
外宿	3.0	7.3	1.2	0.9	0.2	1.0
主要居所租金	7.3	7.1	6.8	6.7	6.3	6.2
医疗护理服务	-2.1	-2.6	-2.0	-0.9	-0.5	0.6
交通服务	10.3	9.1	9.2	10.1	9.7	9.5
教育和通讯服务	-9.4	-9.3	-8.9	-8.1	-6.9	-4.8
核心商品	0.2	-	0.1	-	0.2	-0.3
新汽车	2.9	2.5	1.9	1.3	1.0	0.7
二手汽车和卡车	-6.6	-8.0	-7.1	-3.8	-1.3	-3.5
医疗护理商品	-1.7	-2.3	-1.7	-0.8	-0.5	0.6
服装	3.1	2.3	2.6	1.1	1.0	0.1

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表5：美国 PPI 数据分项

同比 (%)	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01
PPI:最终需求	0.90	0.90	0.70	1.10	1.80	1.90
PPI:最终需求:剔除食品和能源(核心 PPI)	1.90	1.70	1.90	2.10	2.30	2.50
食品	-3.60	-4.60	-4.70	-2.30	-1.60	-0.70
能源	-9.90	-4.10	-9.10	-9.50	-1.40	-3.40
服务	2.20	1.70	1.90	2.20	2.40	2.70
核心服务(不含贸易、运输和仓储)	4.10	3.90	3.70	4.10	4.30	4.40
核心服务:最终消费者服务	4.00	3.70	3.60	3.90	4.00	4.10
核心服务:政府购买的服务	3.60	3.80	3.50	3.60	4.10	4.30
核心服务:出口的服务	5.50	6.30	5.80	7.40	8.30	8.60

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2/16, 近期多位美联储票委发言，多数对降息持谨慎态度：

图表6：美联储官员相关表态

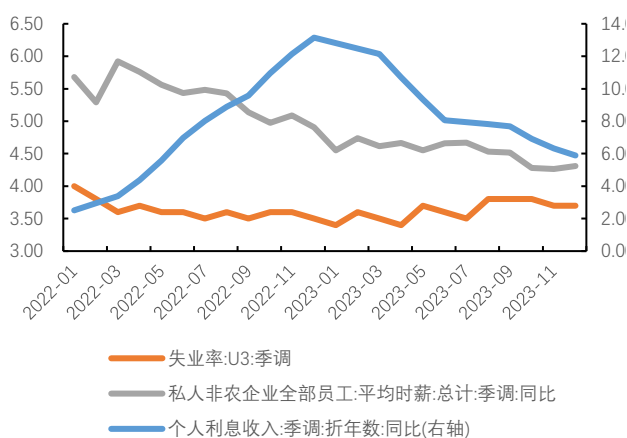
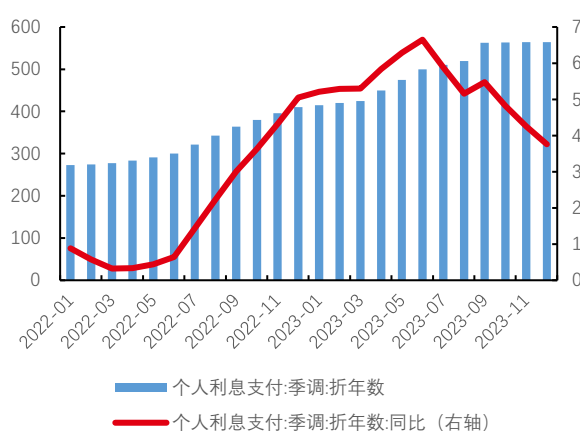
时间	美联储官员	表态
偏鹰	2.10 达拉斯联储主席洛根	美国在通胀方面取得了“巨大进展”，还有更多工作要做。劳动力市场“非常紧张”，但正在放松。没有看到调整利率的紧迫性，美国国债正走向不可持续的趋势，迄今为止，缩减美联储资产负债表进展顺利。
	2.12 美联储理事巴尔金	美联储在开始降息之前需要看到更多表明通胀率正回到 2%的数据，并认为没有迹象表明银行业存在流动性问题。在当前情况下谨慎考虑政策正常化的做法。
	2.16 亚特兰大联储主席博斯蒂克	考虑到目前的经济形势，美联储并不迫切需要降息。强劲的经济要求在调整货币政策时保持耐心，通胀下降的速度可能比市场预期的要慢。不过他重申了此前的观点，即预计今年将降息两次，但如果通胀下降速度快于预期，今年可能会有三次降息。
偏鸽	2.14 芝加哥联储主席古尔斯比	市场不必对一个月的通胀数据反应过度，即使未来几个月通胀水平略高于预期，美联储也依旧能顺利实现将通胀降至 2%的目标，决策者应避免在降息之前等待过长时间。不希望等到 12 个月的通胀率达到 2%时才开始降息。如果美联储保持目前的限制性政策过长时间，决策者将不得不开始担心就业问题。
	2.16 旧金山联储主席戴利	目前不认为就业市场即将出现疲软。当前资金利率具有限制性。渐进行动并不意味着缓慢，而是意味着不突然或不紧急行动。对今年降息 3 次的预测中值是合理的，不能等到通胀率达到 2%才降息。中性利率现在估计在 0.5 至 1 之间，名义利率在 2.5 至 3 之间。
预测	2.15 CME“美联储观察”	美联储 3 月维持利率在 5.25%-5.50%区间不变的概率为 64.5%，降息 25 个基点的概率为 35.5%。到 5 月维持利率不变的概率为 5.4%，累计降息 25 个基点的概率为 62.1%，累计降息 50 个基点的概率为 32.5%。

资料来源：跟据 Wind-财经资讯整理，中邮证券研究所

2/15, 美国零售数据不及预期。2月15日,美国商务部周四公布,1月零售销售额环比下滑0.8%,降幅大于市场预期的0.3%,创近一年来的最大跌幅,同比则增长0.6%。美国劳工部数据显示,截至10日的一周,初请失业金人数报21.2万,环比减少8000人,低于预期值22万。

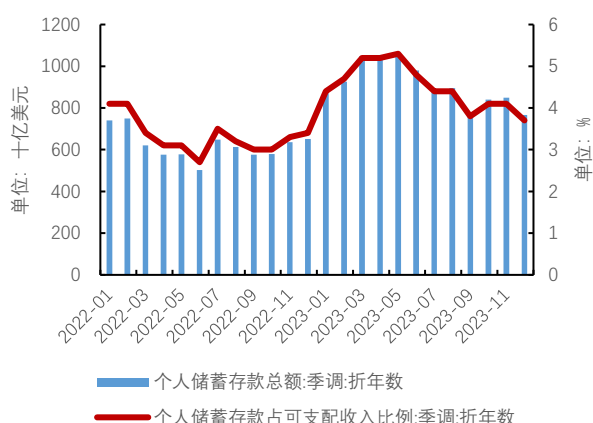
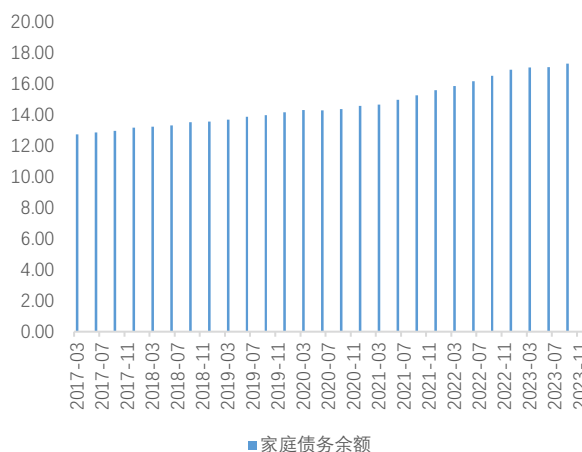
2/17, 美国消费者信心指数创逾两年最高。2月份密歇根大学消费者信心指数初值小幅上升0.6至79.6,创2021年7月以来的最高水平。接受调查的经济学家预估中值为80。消费者预计未来一年物价将上涨3%,高于1月时预期的2.9%,但仍在2021年初水平附近。他们预计未来5到10年通胀率3%。

应考虑货币幻觉效应,实际支出增加制约消费能力。1月美国就业市场保持强劲,初请失业金人数环比明显下降,非农就业人数超预期,收入保持增长,为消费者消费提供有力支撑,2月份消费者信心指数创近期新高。不过,美国1月零售显著不及预期,两者形成明显反差。分析内在原因,在高通胀和高利率背景下,美国居民可能存在货币幻觉效应,尽管就业市场强劲,收入温和增长,不过各个方面的支出也都在增加,如美国个人利息支付迅速攀升等,这导致的直接结果是居民储蓄大幅下降,家庭债务高增,将制约居民消费能力,影响经济长期健康发展。12月,美国失业率(U3季调)3.7%,与上月持平,私人非农企业全部员工平均时薪同比上涨4.31%,个人利息收入同比上涨5.9%,不过个人利息支付同比上涨了37.58%,个人储蓄存款占可支配收入比例下降了3.7%,创2023年来新低,家庭债务余额较2023年9月增长了0.21万亿美元,在一定程度上居民家庭资产负债表在变坏,掣肘居民消费能力。

图表7：美国居民就业市场强劲

图表8：美国居民利息支出显著增加（十亿美元，%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：个人储蓄存款占可支配收入比例持续下降

图表10：美国家庭债务余额持续上升（万亿美元）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2/14, 欧元区 2023 年第四季度经济保持稳定。欧元区 2023 年第四季度 GDP 修正值同比增长 0.1%，环比持平，均与预期及初值一致；季调后就业人数环比增加 0.3%，预期及前值均为 0.20%；同比增加 1.3%，预期增 1.1%，前值增 1.3%。欧元区去年 12 月工业产出同比增加 1.2%，预期降 4.1%，前值降 6.80%；环比增加 2.6%，创 2022 年 8 月以来最大增幅，预期降 0.20%，前值降 0.30%。

2/15, 欧元区 12 月季调后贸易帐 130 亿欧元，预期 156 亿欧元，前值 148 亿欧元。

2/15, 德国经济部长预测今年德国经济增长将低于预期。德国副总理兼经济和气候保护部长哈贝克当地时间 2 月 14 日在德国东部城市莱比锡的一场论坛上

表示，今年德国国内生产总值预计只能微升 0.2%，这大大低于德国政府去年秋季预测的 2024 年经济增长 1.3% 的数字。哈贝克表示，政府将考虑加大投资以刺激经济，于今年春季推出经济振兴计划。

2/16, 欧盟称欧元区经济失去动能, 下调经济前景。 据欧盟的新预测，进入 2024 年的欧元区经济基础弱于之前预期，而且料今年经济增长再次低迷。欧盟委员会周四在报告中表示，今年欧元区 GDP 将仅略微加速至增长 0.8%，2023 年为增长 0.5%。去年 11 月份时预期为显著加速至增长 1.2%。该机构还将 2025 年的预测从增长 1.6% 下调至增长 1.5%。

在家庭购买力下降、外部需求收缩、货币紧缩和 2023 年财政支持部分撤出的背景下，经济扩张普遍停滞不前。受此影响，2024 年欧盟和欧元区经济增长势头比预期要弱。

2/15, 欧洲央行行长拉加德 15 日在欧盟议会上强调，欧洲央行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，但欧洲央行在降息之前仍需要更多的确认。**(偏鹰)**

2/16, 欧洲央行执委 Schnabel：货币政策须维持限制性，警惕过早降息。 在欧洲央行确信物价涨幅将可持续地回到 2% 的中期目标之前，货币政策必须保持限制性，避免被迫采取类似于上世纪 70 年代那种走走停停的政策。**(偏鹰)**

2/16, 欧洲央行管委、法国央行行长 Francois Villeroy de Galhau 表示，应避免等待太久才降息，因为在首次降息后，它在政策放松的速度和程度上仍有灵活性。 目前看来欧洲央行将在今年某个时候降息是确定无疑的，并补充称，行动太晚的风险“至少”与行动太早的风险一样大。**(偏鸽)**

2/16, 欧洲央行管委 Scicluna：随着通胀下降，对三月降息持开放态度。 欧洲央行应该承认通货膨胀正在消退，停止找借口，并考虑最早在 3 月份削减利率。他敦促他的同事们在评估最新的价格趋势时保持客观，并至少放松一点对经济的“束缚”。**(偏鸽)**

2/15, 日本名义 GDP 跌出全球前三，被德国反超。 日本内阁府当地时间 15 日公布的初步统计结果显示，2023 年日本实际国内生产总值(GDP)同比增长 1.9%，

反映物价上涨的 GDP 名义增长率为 5.7%。日本的名义 GDP 从世界第三位下降到世界第四位，被德国反超。

日元贬值是日本名义 GDP 跌出前三的重要原因。日本经历 20 世纪 90 年代房地产泡沫，居民资产负债表严重受损，长期低利率环境，修复居民资产负债表，经济逐步修复。当前，日本维持低利率环境下，美国和欧洲面临高通胀，开启快速加息，日元对美元汇率持续贬值，导致以美元计算的 GDP 缩水，同时德国 GDP 因物价上涨被拉高，日本名义 GDP 被德国反超。同时，日本货币政策收紧亦存在变数。

2.2 国内宏观热点及点评

2/8，央行发布《2023 年第四季度中国货币政策执行报告》，在系统回顾一年来政策及成效、全面分析当前经济金融形势的基础上，阐释了下阶段政策取向及重点，释放了积极信号。

相较 2023 年三季度货币政策执行报告的变化，对照货币政策报告下一阶段主要政策思路反复出现的关键词，解读 2023 年四季度货币政策执行报告。首先，货币政策基调边际宽松。报告提及“持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”，较三季度报告，稳增长信号更为明显，增加“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能”，增加总量表述，正向激励有所加强，新增“加强政策协调配合，有效支持促消费、稳投资、扩内需，保持物价在合理水平”，指向应对低通胀，货币政策可以适度加力，基本可以明确货币政策的宽松基调边际宽松。其次，引导商业银行降低贷款成本。报告指出“深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道”，指向在 2023 年降低存款利率与降准节省负债成本的基础上，引导商业银行降低实体融资成本，将金融机构负债成本的下行传导至实体融资成本。再次，针对重点风险领域信贷风险项目化险，提高存量信贷资金利用效率。新增“支持采取债务重组等方式盘活信贷存量，提升存量贷款使用效率”，指向应是房地产、地方城投公司等主体存量风险项目贷款的化解和盘活，提高资金使用效率，推动资金循环周转。

因此，整体来看，下一阶段货币政策将边际宽松，增加信贷支持力度，引导商业银行降低贷款成本，提振市场信心，稳定经济增长和应对重点领域风险。2

月5日，央行下调金融机构存款准备金0.5个百分点，释放1万亿长期流动性，同时，住房和城乡建设部和金融监管总局联合印发《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，各大商业银行已经积极推动落实，有望实现房地产风险项目化解，打通房地产领域堵点。目前市场对节后房地产市场复苏存在一定期待，当前监管进入一定观察窗口期，如果房地产销售表现不理想，预计二季度货币政策仍将进一步宽松，降息仍可期。

图表11：货币政策报告关键词跟踪

报告发布时间	总闸门	大水漫灌	稳增长 (做好 工作)	稳增长 (处理 关系)	合理区间	前瞻性(方向)	逆周期	跨周期	逆周期和 跨周期	政策辅助	后续降准	后续
2017年四季度	✓		✓								4月17日	
2018年一季度	✓		✓								6月24日	
2018年二季度	✓		✓			中美贸易争端					10月7日	
2018年三季度			✓			中美贸易争端					次年1月4日	
2018年四季度		✓				中美贸易争端	✓			几家抬		
2019年一季度	✓	✓					✓					
2019年二季度	✓	✓	✓				✓				9月16日	
2019年三季度		✓					✓				次年1月1日	
2019年四季度		✓			✓		✓				3月13日	
2020年一季度				✓		正常货币政策	✓					
2020年二季度				✓								
2020年三季度		✓										
2020年四季度	✓	✓										
2021年一季度	✓				✓					与其他 政策的高 效协	7月9日	
2021年二季度	✓	✓				全球流动性收紧						
2021年三季度						全球流动性收紧					12月28日	
2021年四季度		✓			✓						4月15日	
2022年一季度		✓			✓							下调L
2022年二季度		✓			✓							
2022年三季度						全球经济下行 风险加大		✓			11月25日	
2022年四季度						经济恢复的基 础不牢固		✓			次年3月 17日	
2023年一季度						国内经济内生 动力还不强， 需求仍然不足		✓				
2023年二季度											45549	
2023年三季度						经济加快转型 的紧迫性上升			✓		次年2月5 日	
2023年四季度						需求不足			✓	加强政 策协调		

资料来源：中国人民银行官网，中邮证券研究所

2/9, 人民银行发布 2024 年 1 月金融和社会融资统计数据。1 月末，广义货币(M2)余额 297.63 万亿元，同比增长 8.7%。狭义货币(M1)余额 69.42 万亿元，同比增长 5.9%。流通中货币(M0)余额 12.14 万亿元，同比增长 5.9%。当月净投放现金 7954 亿元。1 月份人民币贷款增加 4.92 万亿元，同比多增 162 亿元。分部门看，住户贷款增加 9801 亿元；企(事)业单位贷款增加 3.86 万亿元；非银行

业金融机构贷款增加 249 亿元。1 月社会融资规模增量为 6.5 万亿元，比上年同期多 5061 亿元；社会融资规模存量为 384.29 万亿元，同比增长 9.5%。

1 月社融和信贷超市场预期(wind 统计)，同比有所增加，在高基数基础上，显示了实体经济融资需求保持较高韧性。

从社融数据来看，1 月社融新增 6.5 万亿元，高于市场预期 5.8 万亿元，同比多增 5061 亿元；社融存量增速为 9.5%，与上月持平。在各分项中，人民币贷款与政府债券同比小幅少增，前者主要是受到信贷供给约束，后者主要是化债影响部分省市基建融资，同时 2023 年 4 季度增发 1 万亿元国债和 PSL 资金结转 2024 年，政府债发行力度慢于去年同期；未贴现银行承兑汇票与企业债券融资同比大幅多增，是社融的主要支撑，主因一是信贷供给约束的外溢，二是利率下行背景下，企业债券融资利率下行。

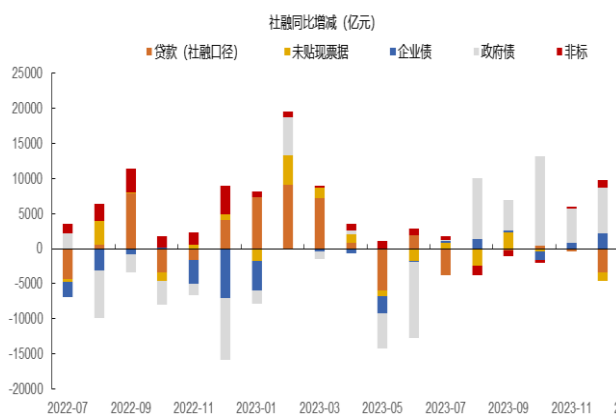
从新增人民币贷款来看，1 月新增信贷 4.92 万亿元，高于市场预期 4.67 万亿元，同比多增 200 亿元。在各分项中，居民新增贷款显著扩张，其中居民短期贷款增加 3528 亿元，同比多增 3187 亿元，应与春节假期居民旅游出行等需求增加有关，同时近期银行消费贷利率明显下降，刺激居民短期贷款增加；居民中长期贷款增加 6272 亿元，指向居民按揭贷款增加，理论上应是与房地产调控宽松，居民返乡置业以及多个城市重启放票安置政策有关。不过参考 30 大中城市商品房成交数据，1 月商品房销售成交套数和成交面积同比分别下降 1.24%和 4.7%，房地产价格亦未明显上涨，难言房地产市场回暖，这与居民中长期贷款高增出现明显背离，地产的回暖情况有待 2 月份数据进一步验证。

从货币供应量来看，M1 增速大幅提升，M1-M2 剪刀差明显收窄。1 月 M1 同比增长 5.9%，较上月 1.3%同比增速上升 4.6 个百分点，增速大幅提升。主因应是春节错位效应。2023 年 1 月是春节以及企业奖金发放等，企业活期存款向居民存款转变，对应的 2023 年 1 月新增居民存款 6.2 万亿，同比多增 7900 亿元，新增企业存款-7155 亿元，而 2024 年春节在 2 月，1 月企业活期存款向居民存款转化相对较小，对应的 1 月新增居民存款 2.53 万亿，同比少增 36700 亿元，新增企业存款 1.14 万亿元，同比多增 1.86 万亿元。春节错位效应导致活期存款一增一减，M1 同比增速显著抬升。此外，结转的 2023 年四季度新增 1 万亿国债和 PSL 资金，可能有部分资金支出，但尚未用于项目建设，在一定程度上增加企业

活期存款，这与1月企业存款同比多增相印证。第三，居民中长期贷款回暖，可能使房地产销售回款增加，对M1产生增量效应。M2同比增长8.7%，较上月9.7%同比增速下降1个百分点。主要应是去年存款基数较高，翘尾因素达到6.74%，同时政府支出节奏相对放缓有关，财政存款增加，1月新增财政存款8604亿元，同比多增1776亿元，M2同比增速小幅下滑，但M2的环比增速依然出现了春节临近突增的情况，因此M1的同比大增与M2的同比下滑可能并非趋势，要观察后续走势。

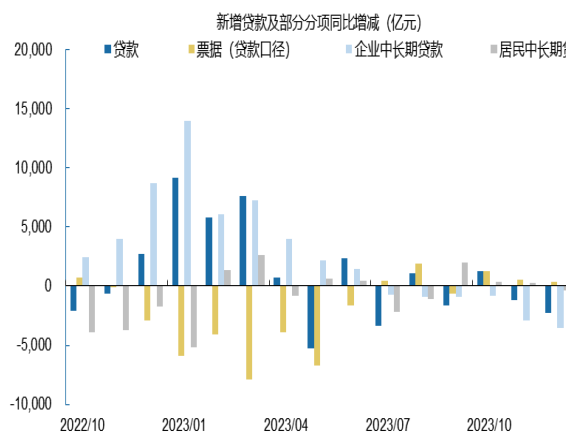
综合来看，尽管央行强调不能“唯信贷增量”，市场预期信贷可能有所收窄，不过1月信贷和社融好于市场预期，整体反映了市场融资需求仍较强。考虑2023年四季度新增国债和PSL资金结转年内，专项债发行节奏有所放缓。在供给端，央行强调发挥货币政策总量和结构功能，以及盘活信贷存量，供给约束放宽；在需求端，房地产调控政策逐步宽松，同时政策端支持盘活存量房企项目（《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》），以及城投债发行提速，三大工程进展及更多“稳增长”政策支持，预计2024年新增贷款规模可能高于2023年。

图表12：1月社融同比增减

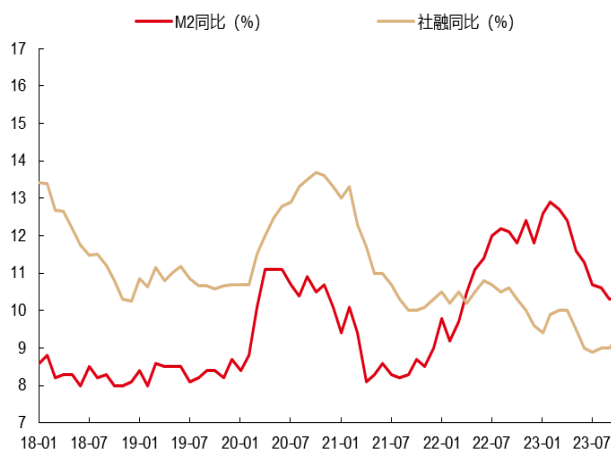


资料来源：Wind，中邮证券研究所

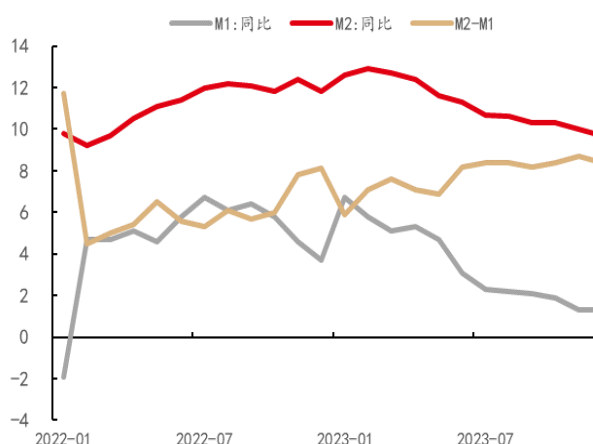
图表13：1月新增贷款及部分分项同比增减



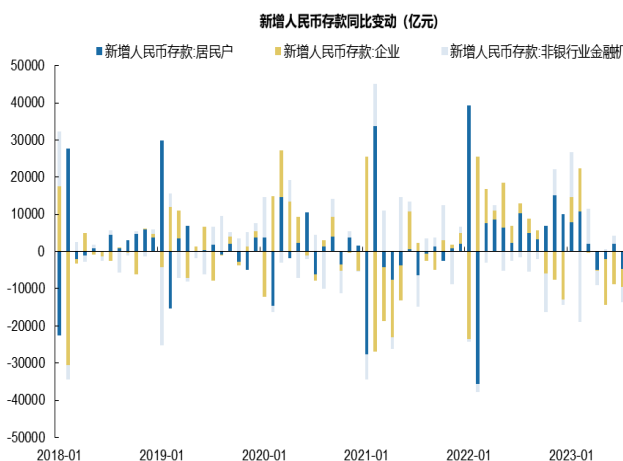
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表14：社融和 M2 同比增速


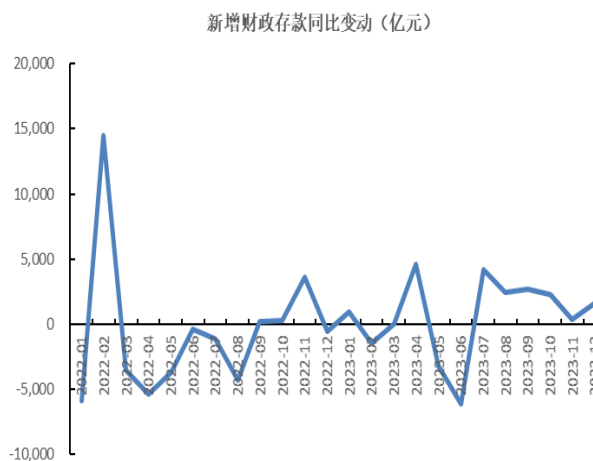
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表15：M2-M1 剪刀差显著回落


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表16：新增人民币存款


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表17：新增财政存款同比变动


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2/16, 房地产市场融资需求得到有效缓解。自《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》出台后，国有六大银行、多家股份行等积极行动，部署落实相关工作，支持房地产项目合理融资需求并取得成效。综合已披露的公开数据，目前中国银行、工商银行、农业银行、建设银行、交通银行等至少获取、对接超 8200 个项目。多家银行强调，会一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，加快落实城市房地产融资协调机制工作，促进房地产市场平稳健康发展。

房地产行业涉及产业链长、覆盖面广，在国民经济中发挥重要作用。协调机制的制定，是贯彻落实中央经济工作会议的“先立后破”思想，增大银行信贷支

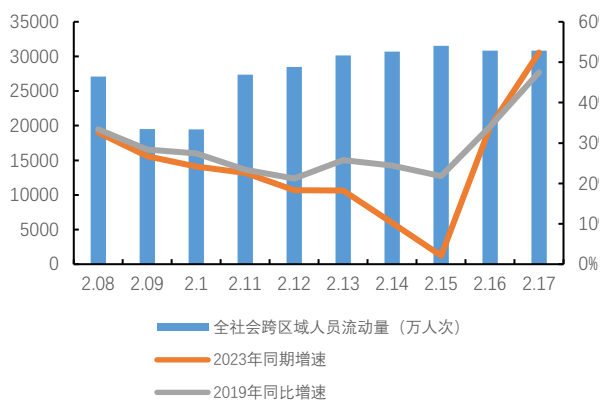
持力度，盘活存量风险项目，对于提振市场信心，稳定经济增长具有重要意义。在政策支持下，房地产投资有望回暖，民营房企利好最为显著，反弹力度会更高。

春节假期，居民出行继续恢复，消费能力回升，但消费仍存在修复空间。

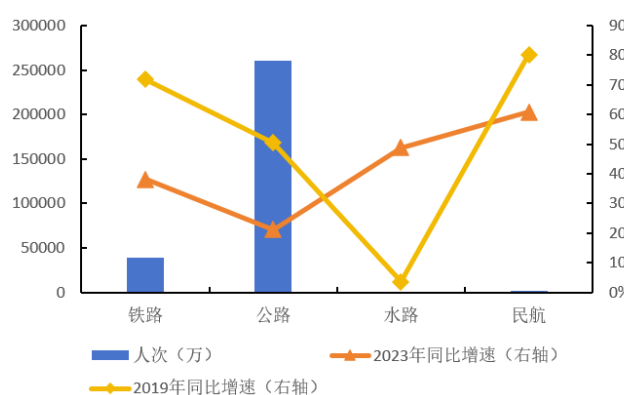
出行：居民出行持续恢复，居民活动半径显著扩大，私家车普及率提升，较2019年显著增长。春运前23日（2024年1月26日至2月17日），全社会跨区域人员流动量合计超过54亿人次，比2023年同期增长15.8%，较2019年同期增长14.4%；其中，2月13日-17日连续5天超过3亿人次，分别是3.01亿人次、3.07亿人次、3.15亿人次、3.08亿人次、3.08亿人次。

从出行方式来看，公路日均客运量仍居首位，铁路和民航日均客运量同比涨幅显著，居民私家车普及率上升。2月8日至2月17日，公路、铁路、民航和水路日均客运量分别是23697.27万人次、3586.24万人次、199.57万人次和96.55万人次，显著高于2023年同期和2019年同期水平。其中，公路日均客运量较2023年和2019年同期分别增长了21.20%和29.31%；铁路日均客运量较2023年和2019年同期分别增长了38.19%和33.71%；民航日均客运量较2023年和2019年同期分别增长了60.81%和19.38%；水路日均客运量较2023年和2019年同期分别增长了48.74%和-45.22%。值得注意的是，公路及普通国省道非营业性小客车人员出行量累计达到23.72亿人次，较2023年同期增长20.57%，较2019年同期增长53.66%，在一定程度上说明，居民私家车普及率明显上升。

图表18：春节假期全社会跨区域人员流动量情况



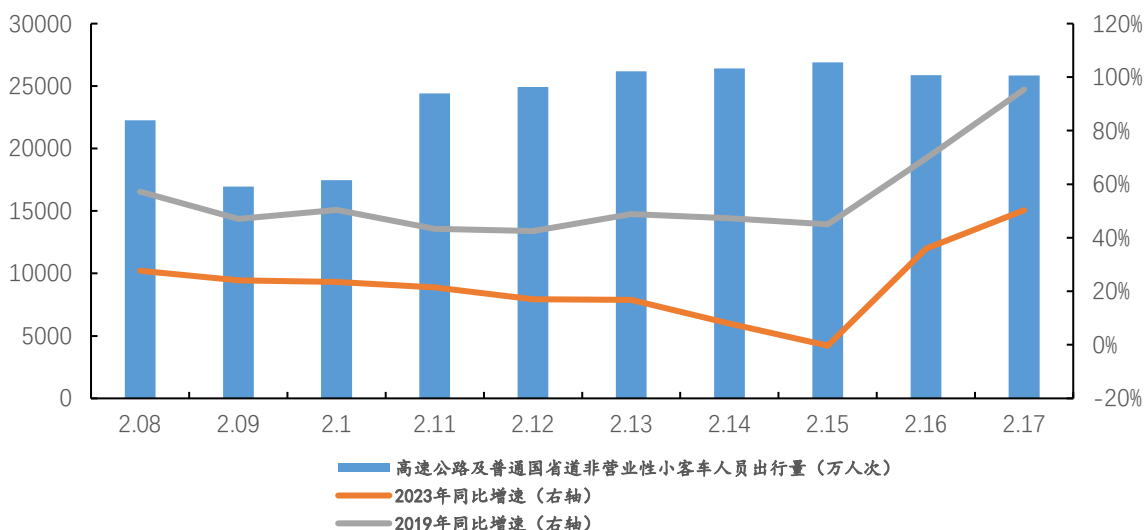
图表19：2.8-2.17 各种出行方式累计客运量



资料来源：交通运输部，中邮证券研究所

资料来源：交通运输部，中邮证券研究所

图表20：高速公路及普通国省道非营业性小客车人员出行量



资料来源：交通运输部，中邮证券研究所

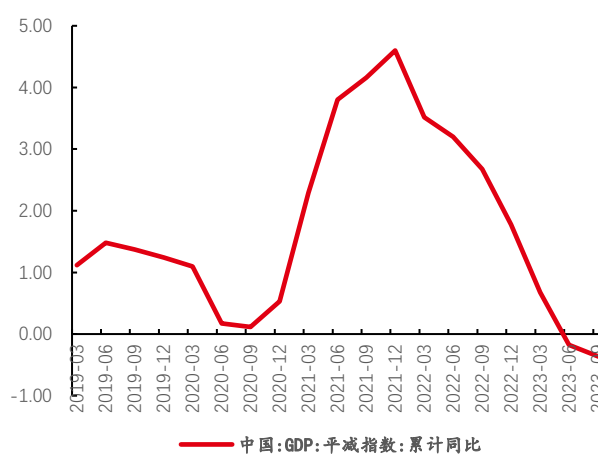
旅游：春节假期消费热度攀升，旅游人次显著增加，但人均实际支出较 2019 年水平仍弱。经文化和旅游部数据中心测算，2024 年春节假期 8 天全国国内旅游出游 4.74 亿人次，同比增长 34.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 19.0%；国内游客出游总花费 6326.87 亿元，同比增长 47.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 7.7%；入出境旅游约 683 万人次，其中出境游约 360 万人次，入境游约 323 万人次。

春节旅游收入值得关注，但仍需注意的是，今年除夕日虽然不是法定假期，但多数单位仍实质性人性化的实施了放假，即今年春节相比往年假期，实质性多出了2天。其次，从人均消费水平观察，2024年较2019年增长了7.7%，而消除2019-2023年价格增长因素影响（以年度GDP平减指数计算复合增长率），2024年较2019年人均消费支出基本持平，因此春节消费确有逐年回暖之势，但仍需冷静观察。

图表21：2021-2024年春节旅游出行变化情况

	2021年	2022年	2023年	2024年
旅游人次（亿人次）	2.56	2.51	3.08	4.74
较上年同期变化	15.70%	-2%	23.10%	34.30%
较2019年同期变化	-24.70%	-26.10%	-11.40%	19%
旅游收入（亿元）	3011	2891.98	3758.43	6326.87
较上年同期变化	8.20%	-3.90%	30%	47.30%
较2019年同期变化	-41.40%	-43.70%	-26.90%	7.70%

资料来源：文化和旅游部，中邮证券研究所

图表22：GDP平减指数累计同比变化情况


资料来源：Wind，中邮证券研究所

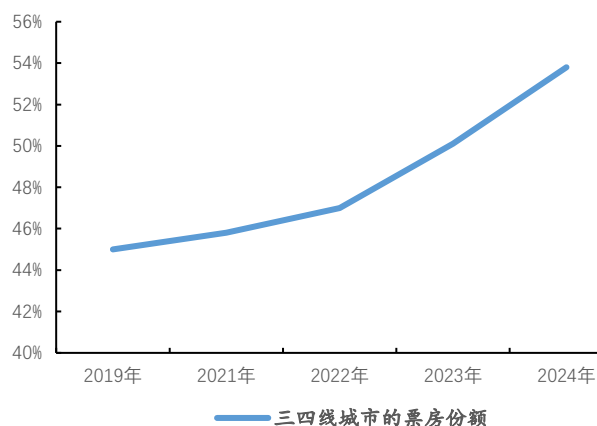
票房：春节档票房收入和观影人次再创新高，人均票价连续两年下降，消费市场下沉三四线城市。据灯塔专业版数据，春节档总票房收入创新高，达到80.16亿，较2023年同期67.58亿元增长了18.61%，较2019年同期58.59亿元增长了36.81%；观影人次1.63亿人次，较2023年同期增长了26.36%。观影人次同比增速高于票房同比增速，春节档平均票价连续两年下降。2024年人均电影票价49.18元，较2023年下降6.13%。此外，电影市场持续下沉三四线城市。2019年-2024年，春节档三四线城市的票房份额持续攀升，2024年达到53.8%，较2023年同期增长了3.7个百分点，较2019年同期增长了8.8个百分点。

图表23：2021-2024年春节档票房情况

	2019年	2022年	2023年	2024年
票房收入（亿元）	58.59	60.35	67.58	80.16
观影人次（亿人）	1.30	1.14	1.29	1.63
日均票房（亿元）	8.37	8.62	9.65	10.02
人均电影票价（元）	45.07	52.94	52.39	49.18

资料来源：中商情报网，新华社，灯塔专业版，观察者网，中邮证券研究所

图表24：三四线城市票房份额持续攀升



资料来源：灯塔专业版，智研咨询，中邮证券研究所

服务消费市场火爆。2月15日，美团发布的2024春节“吃喝玩乐”消费洞察显示，生活服务业实现“开门红”，春节假期日均消费规模同比增长36%，较2019年增长超155%，广东、江苏、四川、浙江、山东等省份消费规模居全国前列。四线以下地区消费同比增速最快，下沉市场迎来强劲回暖，成为激发假日经济增长的“新引擎”。

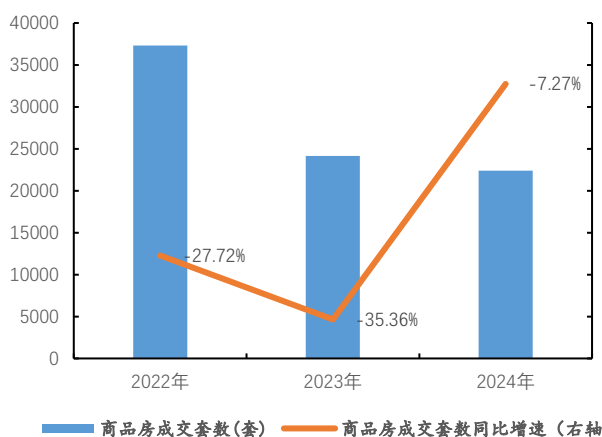
服务消费带动线上支付交易额持续增长。中国人民银行数据显示，网联清算公司和中国银联处理的全行业网络支付交易持续增长。春节除夕至大年初五，共计处理交易153.8亿笔，金额7.74万亿元，同比分别增长15.8%和10.1%。其中，餐饮、住宿、旅游、零售、影视娱乐等消费场景尤其受到青睐，同比增长均超过20%。

旅游等服务类消费的回暖对零售存在带动。初一到初五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。从省市统计来看，湖南、河北、北京等区域重点监测零售和餐饮企业实现销售额较2019年同期均实现两位数以上增长，分别是17.09%、21.8%、63.1%。

从30大中城市商品房销售同比增速数据看，房地产销售仍然较为疲弱。返乡置业热度有所回升，但单月趋势性特征并不明确，地产销售复苏有待进一步观察确认。近期房地产调控持续松绑，如深圳优化房地产限购政策，北京部分区域

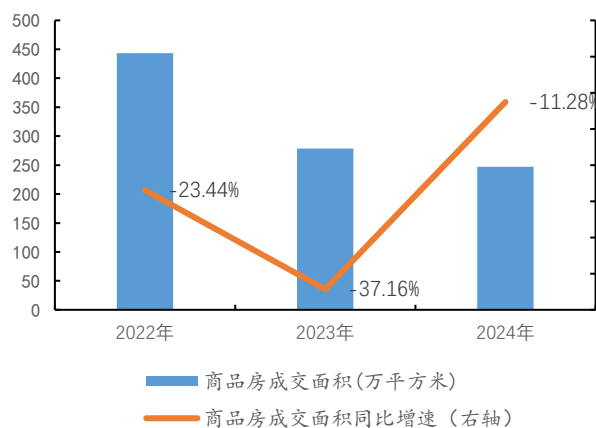
优化购房限制等，甚至部分省市推出“春节档”楼市助力活动，城市房地产融资协调机制的落地进展加速推进等，但从 30 大中城市春节期间商品房销售数据来看，返乡置业热度仍有待观察。考虑购房需要相对充裕的看房时间，以腊月二十至正月初六为观察期，2022 年-2024 年，春节期间商品房销售面积和套数同比均是负增长，其中，商品房成交套数同比增速分别为-27.72%、-35.36%和-7.27%；商品房成交面积同比增速分别为-23.44%、-37.16%和-11.28%，2024 年商品房销售同比增速较 2023 年确有回升，显示了地产销售有所回温，但单月数据趋势性较弱，有待进一步观察。

图表25：30 大中城市春节期间商品房成交套数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表26：30 大中城市春节期间商品房成交面积



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 风险提示

美联储超预期加息；房地产市场超预期下行；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048