



● 主要结论

1月物价同比水平仍然不佳，由于冰冻雨雪天气以及春节消费，物价环比均有所好转。1月社融存量同比增速超过M2同比增速0.8个百分点，且M1增速较好；1月社融增量为6.50万亿元，为单月新增历史最高值；总体反映出季节性因素的利好，叠加人行货币政策操作的推动作用，货币供给结构性问题得到改善。1月官方制造业PMI较去年12月略有回升，但处于荣枯线下方，仍待改善；生产指数保持扩张且中型企业表现优异，但是购进价格和出厂价格双双回落、新出口订单已连续10个月处于荣枯线下方。“新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”将启动，在当前“有效需求不足”的大背景下，可带动部分企业投资和居民消费。

财政政策方面。根据Wind，地方政府新增专项债发行情况，2023年1月和2月分别发行4911.84亿元和3357.53亿元，2024年1月发行567.81亿元；截至2024年2月25日数据显示，2月计划发行规模为3465.88亿元。本月地方政府新增专项债发行有所加速，有助于发挥基建投资对固投整体水平的支撑作用。

货币政策方面。节前全面降准落地，节后非对称降息落地，幅度、时点、操作规律等均超预期。本次降息幅度超市场预期，对宏观经济的政策刺激意图显著，或带动经济基本面改善。结合四大一线城市纷纷优化商品房限购政策，或有利于房地产需求侧改善，政策激励作用较为积极。

汇率政策方面。人行超预期降息或可改善中国经济基本面。短期内，考虑到出口对弱势人民币的要求以及美联储降息后置等因素，在岸美元兑人民币或震荡运行。中长期来说，随着年内美联储降息逐步兑现，考虑到2023年6月左右中国出口基数较低，对弱势人民币的要求降低，在岸美元兑人民币或稳步升值，其中7.0为关键点位，需关注美联储降息时点和幅度。

房地产政策方面。节前四大一线城市纷纷优化商品房限购政策，叠加5年期以上LPR超预期调降，有望带动房地产需求侧改善。近期，“白名单”房企融资持续推进，人行PSL合计新增5000亿元，有望改善房地产供给侧房企流动性，带动新开工恢复。

资本市场政策方面。随着证监会新主席上任，结合暂停新增转融券规模、全面开展“零容忍”执法以及召开多场专家座谈会，回应市场关切，资本市场稳信心稳预期政策频频落地。

分析师：夏豪杰

从业资格号：F0275768

投资咨询号：Z0003021

电话：0755-23510053

邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰

从业资格号：F03115138

电话：021-55007766-305163

邮箱：15721@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、重要会议和政策

表：2024年2月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
2月1日	当地时间1月31日,北京时间2月1日凌晨,美联储发布声明,联邦基金目标利率区间为5.25%至5.50%,即维持利率不变。
2月2日	美国1月非农就业人口增加35.3万人,预期18.5万人,前值由21.6万人修正为33.3万人;美国1月失业率为3.7%,预期3.8%,前值为3.7%。
2月3日	根据新华社报道,《中共中央 国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》(简称“2024年中央一号文件”)发布。2024年中央一号文件共六个部分二十八条措施,明确指出,“巩固大豆扩种成果,支持发展高油高产品种。适当提高小麦最低收购价,合理确定稻谷最低收购价。继续实施耕地地力保护补贴和玉米大豆生产者补贴、稻谷补贴政策。”“实现三大主粮全国覆盖、大豆有序扩面。”“扩大油菜面积,支持发展油茶等特色油料。加大糖料蔗种苗和机收补贴力度。”“优化生猪产能调控机制,稳定牛羊肉基础生产能力。”“支持东北地区发展大豆等农产品全产业链加工,打造食品和饲料产业集群。支持粮食和重要农产品主产区建设加工产业园。”
2月6日	北京市住建委和北京市通州区联合发布优化通州区商品房限购政策,其中,关于第四类家庭的购房条件值得关注,即“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”,该项政策对于非北京市户籍居民家庭在通州区购房较为宽松。
2月6日	根据中国财政部消息,2月5日至6日,中美经济工作组在京举行第三次会议。另根据美国财政部消息,截至2023年12月,中国持有8163亿美元美国国债,较2023年11月增加343亿美元。
2月6日	根据中国证监会消息,暂停新增转融券规模。2月7日,中国证监会主要领导调整。2月9日,《证监会坚持“零容忍”执法,集中处理多名从业人员违法炒股》和《证监会对上海思尔芯技术欺诈发行违法行为作出行政处罚》发布。
2月7日	根据国家发展改革委消息,近日,国家发展改革委商有关部门下达2023年增发国债第三批项目清单,共涉及项目2800多个,安排国债资金近2000亿元;第三批项目下达后,2023年1万亿元增发国债项目全部下达完毕。
2月8日	深圳市住建局发布优化商品房限购政策,取消了购房的落户年限要求,并且将非深圳市户籍居民缴纳个人所得税和社保年限要求由5年调整为3年。结合此前广州和上海关于限购政策的调整,至此,北上广深四大一线城市,均结合自身情况,调整优化了商品房限购政策。
2月13日	根据美国劳工部数据,美国1月CPI同比3.1%,预期2.9%,前值3.4%;美国1月核心CPI同比3.9%,预期3.7%,前值3.9%。
2月15日	美国1月零售销售数据发布,环比-0.8%,预期-0.2%,前值0.6%。2月16日美国1月PPI数据发布,同比0.9%,预期0.6%,前值1.0%;美国2月密歇根大学消费者信心指数初值79.6,预期80,前值79。
2月17日	根据新华社报道,2024年综合运输春运工作专班消息,2月10日至17日(农历正月初一至初八,春节假期),全社会跨区域人员流动量预计累计23.11亿人次。具体来看,铁路客运量预计累计9959万人次;公路人员流动量预计累计21.84亿人次,其中高速公路及普通国道非营业性小客车人员出行量预计累计19.98亿人次,公路营业性客运量预计累计1.86亿人次;水路客运量预计累计940万人次;民航客运量预计累计1804万人次。
2月18日	根据央视新闻报道,国家电影局初步统计,2024年春节假期(2月10日至2月17日)全国



	电影票房为 80.16 亿元，观影人次为 1.63 亿，相比 2023 年春节假期票房和人次分别增长了 18.47% 和 26.36%，均创造了同档期新的纪录。
2 月 18 日	据文化和旅游部官方消息，春节假期八天，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%，超过了节前预期。
2 月 20 日	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布当日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.45%，前值为 3.45%；5 年期以上 LPR 为 3.95%，前值为 4.20%；即 1 年期 LPR 维持不变，5 年期以上 LPR 调降 25 个基点，形成 LPR 非对称下调。
2 月 21 日	根据中国建设报报道，2 月 20 日下午，住房城乡建设部召开城市房地产融资协调机制工作视频会议调度会议。截至 2 月 20 日，全国 29 个省份 214 个城市已建立房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给商业银行，共涉及 5349 个项目；已有 57 个城市 162 个项目获得银行融资共 294.3 亿元，较春节假期前增加 113 亿元。另据中国银行、建设银行、农业银行、邮储银行和部分股份制银行有关数据，已对“白名单”项目审批贷款 1236 亿元，正在根据项目建设进度需要陆续发放贷款。
2 月 22 日	美联储发布 1 月底议息会议纪要，关于缩表，多数委员表示，在下次议息会议（3 月 19 日至 20 日）深入讨论缩表规模的降低是合适的，缩表规模的降低可能开启于 7 月份，当然仍然存在不确定性。关于降息，由于物价水平仍强劲，失业率仍然较低，2023 年四季度 GDP 增速虽低于三季度，但仍然有 3.0% 以上的环比增速，仍然维持当前利率水平。此外，鉴于 2023 年初在美国一些银行中出现的压力已经消退，委员们同意删除声明中有关美国银行体系对经济前景影响的内容。
2 月 23 日	根据新华社报道，习近平主持召开中央财经委员会第四次会议强调，推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，有效降低全社会物流成本。

数据来源：美联储等、国信期货

二、宏观核心指标

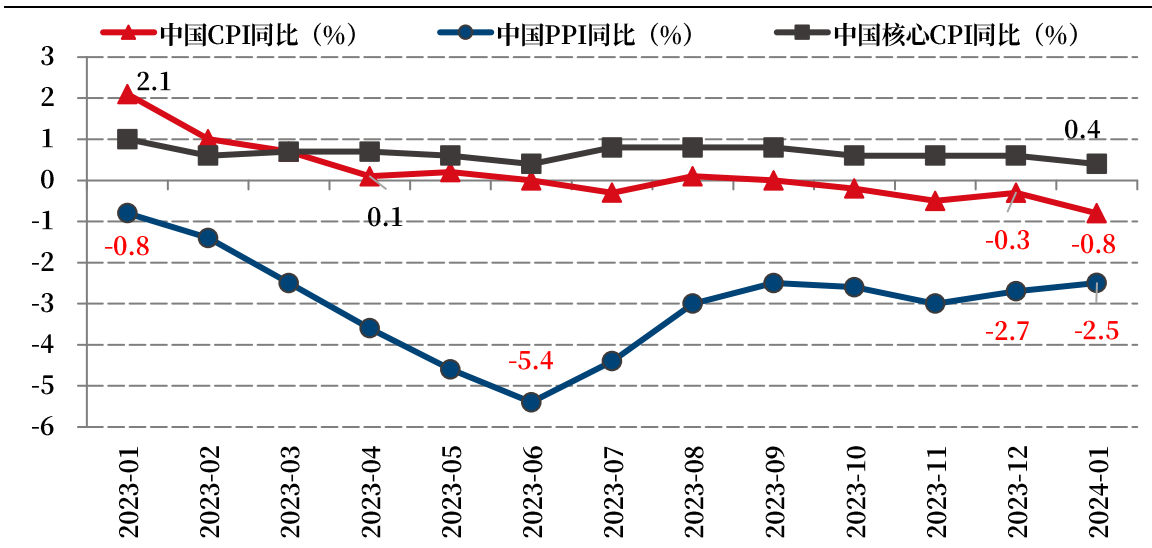
（一）物价水平

季节性等多因素叠加，1 月物价环比改善同比不及预期。2024 年 1 月 CPI 同比下降 0.8%，环比上涨 0.3%；1 月核心 CPI 同比上涨 0.4%，保持相对稳定；1 月 PPI 同比下降 2.5%，1 月环比为下降 0.2%。综合来看，物价同比水平仍然不佳，由于鲜果和鲜菜同比价格回落，叠加猪肉价格表现不及预期，拖累 1 月 CPI 同比；由于国际原油价格的同比下行，生产资料价格的不利影响增大，拖累 PPI 同比表现。环比方面，由于冰冻雨雪天气以及春节消费，物价环比均有所好转。

物价同比方面。1 月 CPI 同比下降 0.8%，从 CPI 分大类来看，1 月，其他用品及服务上涨 2.9%、衣着上涨 1.6%、教育文化娱乐上涨 1.3%、医疗保健上涨 1.3%、生活用品及服务上涨 1.0%、居住上涨 0.3%；交通通信下降 2.4%、食品烟酒下降 3.6%。食品中，鲜菜价格下降 12.7%，影响 CPI 下降约 0.32 个百分点；猪肉价格下降 17.3%，影响 CPI 下降约 0.25 个百分点；鲜果价格下降 9.1%，影响 CPI 下降约 0.21 个百分点；三者合计影响 CPI 同比下降 0.78 个百分点。1 月 PPI 同比下降 2.5%，其中，生产资料价格同比下降 3.0%，影响 PPI 下降约 2.23 个百分点；生活资料价格同比下降 1.1%，影响 PPI 下降约 0.29 个百分点。从 PPI 分行业来看，1 月，煤炭开采和洗选业下降 16.0%，非金属矿物制品业下降 8.0%，化学原料和化学制品制造业下降 6.1%，造纸和纸制品业下降 5.8%；以上 4 个行业跌幅相对较大。PPI 同比涨幅居前的有，有色金属矿采选业上涨 6.9%，黑色金属矿采选业上涨 16.1%。



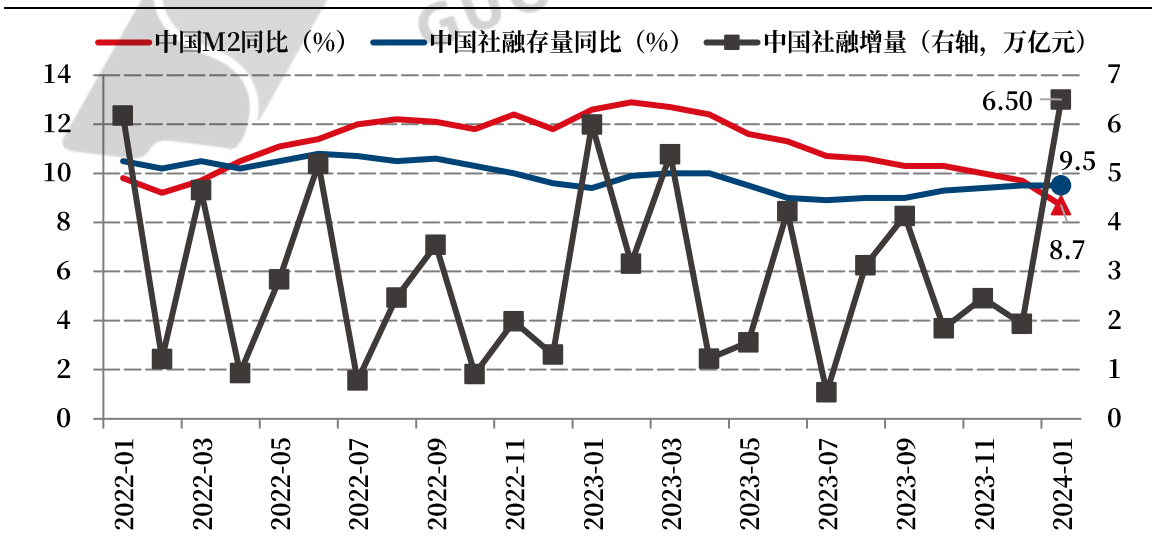
图1：物价水平



数据来源：wind 国信期货

物价环比方面。1月CPI环比上涨0.3%，其中，食品烟酒类价格环比上涨0.3%，影响CPI上涨约0.09个百分点。食品中，由于寒潮天气加之春节临近消费需求增加，鲜菜价格上涨3.8%，影响CPI上涨约0.08个百分点；水产品价格上涨2.6%，影响CPI上涨约0.05个百分点。PPI方面，1月环比下降0.2%；其中，生产资料价格下降0.2%，影响PPI下降约0.17个百分点；生活资料价格下降0.2%，影响PPI下降约0.05个百分点。分主要行业来看，其中，跌幅较大的有，石油、煤炭及其他燃料加工业下降1.7%，化学原料和化学制品制造业下降1.1%，石油和天然气开采业下降0.8%；涨幅较大的有，燃气生产和供应业上涨1.4%，黑色金属矿采选业上涨2.3%。

图2：M2和社融



数据来源：wind 国信期货



（二）货币供需

货币供应季节性好转。2024年1月末，广义货币（M2）余额同比增长8.7%；狭义货币（M1）余额同比增长5.9%；流通中货币（M0）余额同比增长5.9%。2024年1月末社会融资规模存量（简称“社融存量”）为384.29万亿元，同比增长9.5%；1月社会融资规模增量（简称“社融增量”）为6.5万亿元，比上年同期多5061亿元。其中，1月新增人民币贷款录得4.84万亿元，仅次于2023年1月的4.93万亿元。从金融机构新增人民币贷款分项来看，1月短期贷款为8395亿元，1月中长期贷款表现较好，为3.94万亿元。

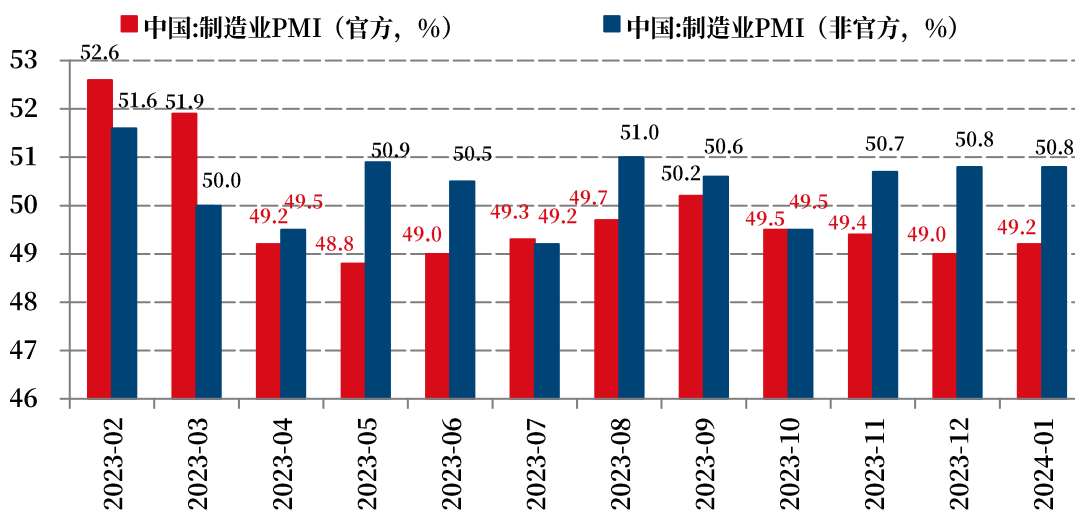
1月社融存量同比增速超过M2同比增速0.8个百分点，是2022年4月以来社融存量同比增速首次高于M2同比增速。该变化反映出宽信用再次好转；当然，此好转来自于M2同比增速的逐步下滑以及社融存量的相对稳定。同时，1月M1增速较好，或来自于节前取款及支付需要。1月社融增量为6.50万亿元，是自2011年有统计数据以来的单月新增历史最高值。以上说明，由于季节性因素，货币供给结构性问题得到改善。当然，人行对MLF、PSL以及结构性货币政策的数量型操作，以及节前超预期降准的落地，对货币供应结构性问题的改善也有极大推动作用。

（三）景气指数

1月制造业景气度仍待改善，中型企业生产有亮点。根据统计局数据，1月官方制造业PMI为49.2%，相比于去年12月的49.0%回升0.2个百分点，但是制造业景气水平已连续4个月处于荣枯线下方。从制造业PMI分类指数来看，1月，生产指数为51.3%，新订单指数为49.0%，（新出口订单47.2%），原材料库存指数为47.6%，从业人员指数为47.6%，供应商配送时间指数为50.8%。从非制造业商务活动指数来看，1月为50.7%，比去年12月的50.4%回升0.3个百分点，非制造业扩张势头继续增强。此外，1月财新的非官方制造业PMI为50.8%，与去年12月持平。

1月官方和非官方制造业PMI仍然存在差异，反映出两者统计样本有所不同，更重要的是，也反映出当前经济结构仍然存在一定改善空间。1月官方制造业PMI较去年12月略有回升，但仍处于荣枯线下方，非制造业维持较好扩张，经济总体形势仍待进一步改善。具体来说，生产指数保持扩张且中型企业表现优异，但是购进价格和出厂价格双双回落、新出口订单已连续10个月处于荣枯线下方。

图3：制造业PMI



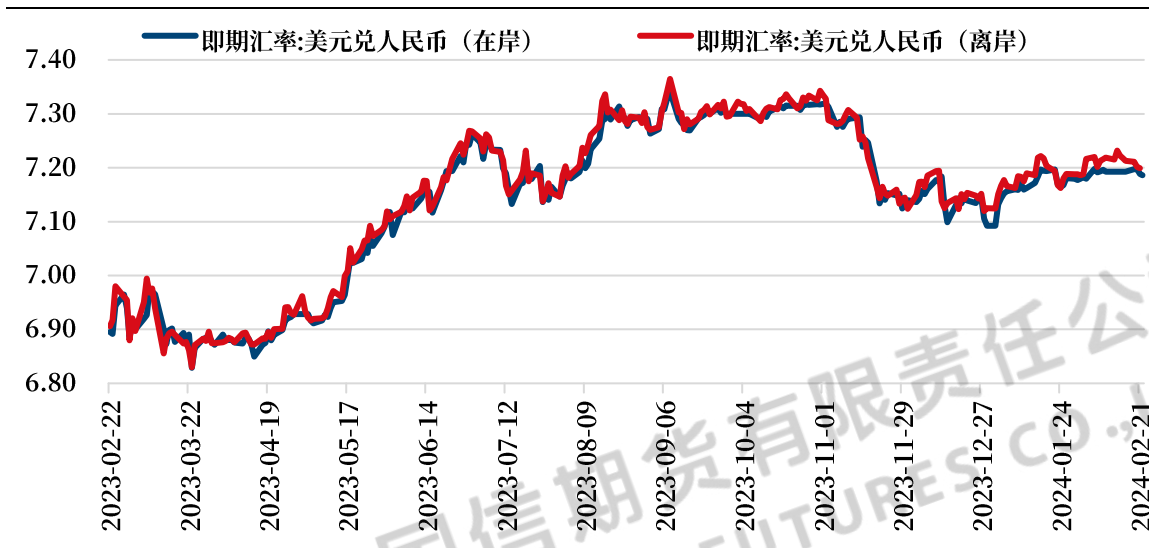
数据来源：wind 国信期货



(四) 人民币汇率

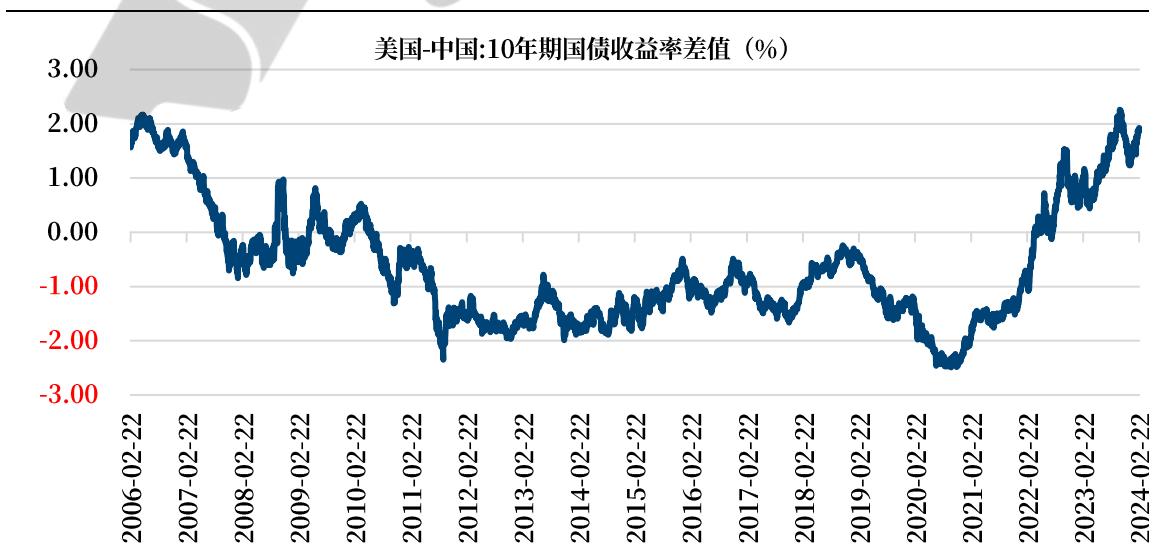
美元兑人民币短期震荡中长期升值。春节前后，在岸美元兑人民币在 7.20 下方运行，人行超预期降息当日，走贬至 7.2002 后缓慢升值，市场对于此次降息持积极态度，判断超预期降息或可改善中国经济基本面。短期内，随着基本面出口对弱势人民币的要求、美联储降息后置等因素，在岸美元兑人民币或震荡运行，区间在 7.25 至 7.15。中长期来说，随着年内美联储降息逐步兑现，考虑到 2023 年 6 月左右中国出口基数较低，对弱势人民币的要求降低，在岸美元兑人民币或稳步升值，其中 7.0 为关键点位，需关注美联储降息时点和幅度。

图 4：人民币汇率



数据来源：wind 国信期货

图 5：中美息差



数据来源：wind 国信期货

美联储方面。美国物价水平仍然较为坚挺，1 月 CPI 同比录得 3.1%，PPI 同比录得 0.9%，均超预期。虽然 1 月零售环比表现不及预期，但是 2 月消费者信心指数高于 1 月，反映出消费者对于经济形势及个人收入信心较足。总体来说，当前物价水平进一步打压了美联储 3 月降息可能。美联储 1 月议息会议纪要显



示，美联储将于3月议息会议讨论缩表规模，并计划在年中执行，反映出缩表加高利率两大相对紧缩政策对降低美国经济活跃度的力度较大，考虑到降低缩表规模较为灵活，且冲击相对较小，因此，在实际采取降息前，通过降低缩表规模，可启动先行防范作用，避免紧缩政策滞后性可能带来的后期经济活动意外大幅放缓。关于美联储降息，由于1月物价水平仍然较高，美联储3月降息可能性较小，目前6月和7月仍是美联储降息关键节点。

人行方面。2月20日市场利率5年期以上LPR调降25个基点，降幅、时点、操作规律均超预期。本次降息幅度超市场预期，对宏观经济的政策刺激意图显著，或带动经济基本面改善。短期内，美元兑人民币汇率或继续挑战7.20一线，之后反而可能逐步升值。当然人民币短期升值幅度或仍然受制于美联储降息后置的影响。

三、总结

1月物价同比水平仍然不佳，由于冰冻雨雪天气以及春节消费，物价环比均有所好转。1月社融存量同比增速超过M2同比增速0.8个百分点，且M1增速较好，或来自于节前取款及支付需要；1月社融增量为6.50万亿元，是自2011年有统计数据以来的单月新增历史最高值；总体反映出季节性因素的推动作用，货币供给结构性问题得到改善。1月官方制造业PMI较去年12月略有回升，但处于荣枯线下方，仍待改善；生产指数保持扩张且中型企业表现优异，但是购进价格和出厂价格双双回落、新出口订单已连续10个月处于荣枯线下方。“新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”将启动，在当前“有效需求不足”的大背景下，可带动部分企业投资和居民消费。

财政政策方面。根据Wind，地方政府新增专项债发行情况，2023年1月和2月分别发行4911.84亿元和3357.53亿元，2024年1月发行567.81亿元；截至2024年2月25日数据显示，2月计划发行规模为3465.88亿元。本月地方政府新增专项债发行有所加速，有助于发挥基建投资对固投整体水平的支撑作用。

货币政策方面。节前全面降准落地，节后非对称降息落地，幅度、时点、操作规律等均超预期。本次降息幅度超市场预期，对宏观经济的政策刺激意图显著，或带动经济基本面改善。结合四大一线城市纷纷优化商品房限购政策，或有利于房地产需求侧改善，政策激励作用较为积极。

汇率政策方面。春节前后，在岸美元兑人民币在7.20下方运行，人行超预期降息当日，走贬至7.2002后缓慢升值，市场对于此次降息持积极态度，判断超预期降息或可改善中国经济基本面。短期内，随着基本面出口对弱势人民币的要求、美联储降息后置等因素，在岸美元兑人民币或震荡运行，区间在7.25至7.15。中长期来说，随着年内美联储降息逐步兑现，考虑到2023年6月左右中国出口基数较低，对弱势人民币的要求降低，在岸美元兑人民币或稳步升值，其中7.0为关键点位，需关注美联储降息时点和幅度。

房地产政策方面。节前四大一线城市纷纷优化商品房限购政策，叠加5年期以上LPR超预期调降，有望带动房地产需求侧改善。近期，“白名单”房企融资持续推进，人行PSL合计新增5000亿元，有望改善房地产供给侧房企流动性，带动新开工恢复。

资本市场政策方面。随着证监会新主席上任，结合暂停新增转融券规模、全面开展“零容忍”执法以及召开多场专家座谈会，回应市场关切，资本市场稳信心稳预期政策频频落地。



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.