



1月宏观：物价金融数据向好，LPR长端调降超预期

中美利率汇率



中美国债利率

中国利率 10Y	2.41%
美国利率 10Y	4.27%

研究员	徐静雅
投资咨询证书号	S0620518010002
联系方式	025-58519177
邮箱	jyxu@njzq.com.cn

● 摘要

- 事件：2月8日，统计局公布1月物价数据。1月消费者物价指数-0.8%，生产者物价指数-2.5%。2月9日，央行公布1月金融数据：1月，社融增量6.5万亿，同比多增5061亿元；社融存量增9.5%，前值9.5%；M1同比增5.9%，前值1.3%；M2同比增8.7%，前值9.7%。2月20日LPR长端下调25个基点。
- 物价最明显的持续贡献就是猪肉和油价，尤其是两者共振。目前来看，能繁母猪高位，猪肉供给端使得猪肉价格难以大幅持续上涨。油价来看，依总结出来的利率权益商品汇率价格同步或依次表现来看，油价目前仍在新一轮周期的尾程，还在探底或者底部。CPI、PPI整体已经探出底部，基数支撑温和，物价数据可能温和上升。
- 金融数据反映的1月融资需求还是相当不错的，结构上企业贷款仍逊色。M1对于资产价格的相关性仍需更多数据验证企业部门的预期和存款定期化的改善。
- LPR长期调降25个基点。一方面，是地产和地方融资平台新增贷款需求下降，降息事倍功半，不会主动去刺激。针对的是存量贷款的减负和实现延缓增量缩减的速度。地产不仅拖累了信贷，而且减少了居民企业资金投资的渠道，导致M1和M2持续背离，存款定期化。如果存款定期化仍未缓解、物价环比上涨还是超预期低，LPR还是会继续调降。货币政策重点不再追求增量，而是时间化解存量。
- 风险提示：海内外流动性压力超预期、海内外经济下行超预期



事件：2月8日，统计局公布1月物价数据。1月消费者物价指数-0.8%，生产者物价指数-2.5%。2月9日，央行公布1月金融数据：1月，社融增量6.5万亿，同比多增5061亿元；社融存量增9.5%，前值9.5%；M1同比增5.9%，前值1.3%；M2同比增8.7%，前值9.7%。2月20日，LPR报价长端下调25个基点。

一、物价数据逐步探出底部，可能温和上升

1月物价数据，CPI同比-0.8%，基数贡献-1.1%，环比0.3%。PPI同比-2.5%，基数贡献-2.3%，环比-0.2%。CPI里面鲜菜、水产品、家庭服务、旅游对价格环比形成支撑，对冲猪肉、油价的下拉，环比在上月回正0.1%基础上扩大至0.3%。2024年基数贡献目前来看，上半年是逐步走高的，全年均值在0.1%左右。旅游、家庭服务、鲜菜、水产品都有春节的因素，可能很难有持续性。物价最明显的持续贡献就是猪肉和油价，尤其是两者共振。但是目前来看，能繁母猪高位，猪肉供给端使得猪肉价格难以大幅持续上涨。油价来看，依总结出来的利率权益商品汇率价格同步或依次表现来看，油价目前仍在轮周期的尾程，还在探底或者底部。所以预期CPI伴随经济探到底部，上升比较温和。结合去库存尾程年份和季节性因素，预期全年在1.8%左右的中枢水平。

PPI里面黑色有色对冲油价的拖累，环比收敛至-0.2%，带动PPI收窄至-2.5%。

CPI、PPI整体已经探出底部，基数支撑温和，物价数据可能温和上升。

图1: CPI中分项环比情况

指标名称	环比	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07
CPI	CPI	0.3	0.1	-0.5	-0.1	0.2	0.3	0.2
	其中: 食品	0.4	0.9	-0.9	-0.8	0.3	0.5	-1.0
	非食品	0.2	-0.1	-0.4	0.0	0.2	0.2	0.5
	其中: 消费品	0.3	0.1	-0.3	0.0	0.1	0.0	0.5
	服务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	其中:不包括食品和能源(核心CPI)	0.2	0.1	-0.5	-0.1	0.4	0.4	-0.1
	其中:不包括鲜菜和鲜果	0.4	0.1	-0.4	-0.1	-0.1	0.1	0.8
食	食品烟酒	0.3	0.6	-0.6	-0.4	0.2	0.4	-0.6
	粮食	0.0	0.1	0.1	0.0	0.4	0.2	-0.1
	食用油	-1.0	-0.4	-0.3	0.0	-0.6	0.1	-0.6
	鲜菜	3.8	6.9	-4.1	-1.9	3.3	0.2	-1.9
	畜肉类	-0.5	-0.6	-1.6	-1.0	0.3	4.7	-0.6
	猪肉	-0.2	-1.0	-3.0	-2.0	0.2	1.4	0.0
	牛肉	-0.9	-0.4	-0.6	0.0	0.6	0.0	-1.4
	羊肉	-0.3	0.4	-0.8	-0.8	-0.2	-0.5	-1.3
	禽肉	-0.5	-0.6	-1.6	-1.0	0.3	4.7	-0.6
	水产品	2.6	0.9	-1.6	-1.4	-0.8	-0.2	0.3
	蛋类	-1.5	-0.2	-2.7	-3.6	2.8	7.0	-0.8
	奶类	-0.5	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	0.1
	鲜果	-0.5	1.7	1.9	0.9	-0.3	-4.4	-5.1
	烟草	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
	酒类	-0.3	0.1	0.2	0.0	-0.4	-0.4	0.2
衣	衣着	-0.3	0.1	0.6	0.2	0.8	-0.1	-0.3
	服装	-0.3	0.1	0.6	0.3	0.9	-0.1	-0.3
	衣着加工服务费	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	鞋类	-0.2	0.1	0.2	0.0	0.4	0.0	-0.4
住	居住	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
	租赁住房房租	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.2
	水电燃料	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	-0.1
生活	生活用品及服务	1.0	0.8	-0.2	0.1	0.1	-0.3	0.6
	家用器具	0.6	0.6	-1.1	1.1	0.0	-0.6	0.9
	家庭服务	2.7	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1
行	交通和通信	0.1	-1.2	-1.4	0.0	0.1	1.0	1.2
	交通工具	-0.1	-0.7	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4
	交通工具用燃料	-1.0	-4.5	-2.7	1.8	2.3	4.8	1.9
	交通工具使用和维修	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
	通信工具	-0.3	3.1	-1.8	-0.3	0.1	-0.8	0.5
	通信服务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2
	邮递服务	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0
教育文化	教育文化和娱乐	0.7	0.1	-0.9	0.0	0.4	0.2	1.3
	教育服务	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.1	0.1
	旅游	4.2	0.1	-5.9	-0.3	-3.4	1.4	0.1
医疗	医疗保健	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
	中药	0.1	0.0	0.3	0.2	1.0	0.8	1.1
	西药	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0
	医疗服务	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
其他	其他用品和服务	1.1	0.3	-0.6	0.1	-0.1	0.0	0.9

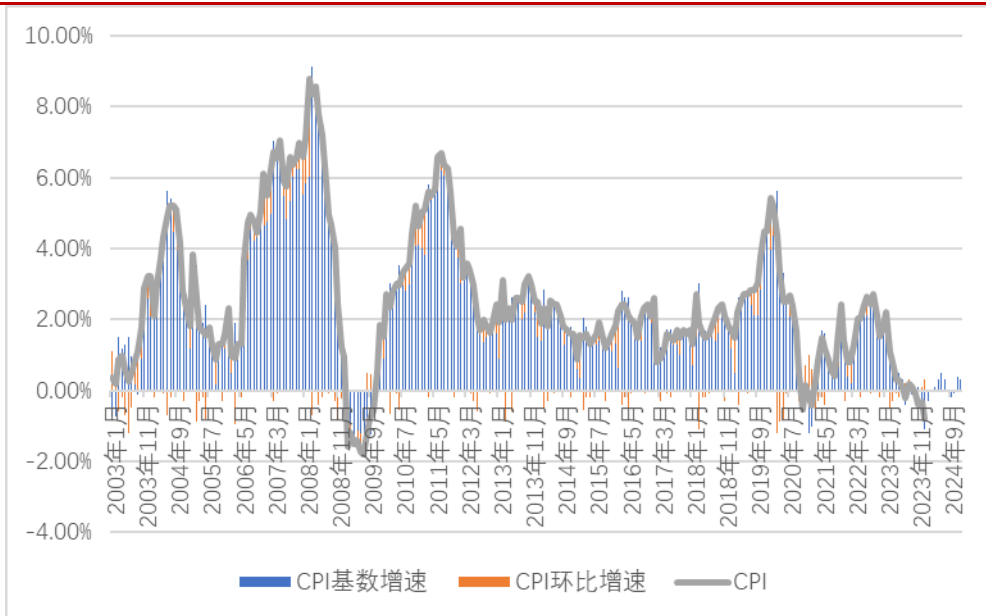
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

表2、PPI中分项环比情况

指标名称环比	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07
PPI	-0.2	-0.3	-0.3	0.0	0.4	0.2	-0.2
生产资料	-0.2	-0.3	-0.3	0.1	0.5	0.3	-0.4
采掘	0.2	-1.1	-0.3	2.4	1.8	0.9	-0.1
原材料	-0.2	-0.5	-0.9	0.4	1.3	1.4	-0.4
加工	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	0.1	-0.2	-0.4
生活资料	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.3
食品	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	0.2	0.6	0.3
衣着	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.2	-0.2	0.6
一般日用品	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.1	-0.3	0.2
耐用消费品	-0.4	0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.2
主要行业PPI							
煤炭开采和洗选业	0.1	0.0	0.3	3.4	1.1	-0.8	-2.0
石油和天然气开采业	-0.8	-6.6	-2.8	2.8	4.1	5.6	4.2
黑色金属矿采选业	2.3	3.2	1.8	1.6	3.2	0.9	1.2
有色金属矿采选业	0.6	0.1	-0.5	0.6	1.7	1.0	0.5
非金属矿采选业	0.1	-0.2	0.3	0.7	-0.1	-0.4	-1.7
农副食品加工业	-0.5	-0.7	-0.8	-0.4	0.6	1.3	0.1
食品制造业	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0
酒、饮料和精制茶制造业	-0.1	0.0	0.2	-0.3	0.0	0.1	0.2
烟草制品业	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
纺织业	-0.3	-0.5	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.0
纺织服装、服饰业	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	0.1	-0.1	0.6
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.1	0.2	-0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.1
造纸及纸制品业	-0.3	-0.1	0.3	1.1	-0.1	-0.7	-1.1
印刷业和记录媒介的复制	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.4
石油、煤炭及其他燃料加工业	-1.7	-3.0	-2.5	2.5	3.1	5.4	0.2
化学原料及化学制品制造业	-1.1	-0.7	-0.9	0.7	2.0	0.6	-1.2
医药制造业	0.2	-0.5	-0.1	0.1	-0.1	-0.3	0.3
化学纤维制造业	0.0	-0.5	-1.2	0.1	1.1	0.3	-0.3
橡胶和塑料制品业	-0.4	-0.3	0.0	0.1	-0.3	-0.4	-0.3
非金属矿物制品业	-0.6	0.1	-0.1	-0.1	-0.8	-1.2	-2.0
黑色金属冶炼及压延加工业	0.4	0.8	1.1	-0.6	0.0	0.1	-0.1
有色金属冶炼及压延加工业	0.3	-0.3	-0.1	-0.2	1.2	0.4	0.4
金属制品业	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
通用设备制造业	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.1
汽车制造业	-0.3	0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.1
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.0	0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.3
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.3	-0.6	-0.2	-0.3	0.3	-0.4	0.2
电力、热力的生产和供应业	0.7	0.8	-0.7	-0.7	0.1	0.2	-0.6
燃气生产和供应业	1.4	2.3	1.4	0.3	0.1	0.3	-0.5
水的生产和供应业	0.0	0.1	0.2	0.3	0.1	0.0	0.1

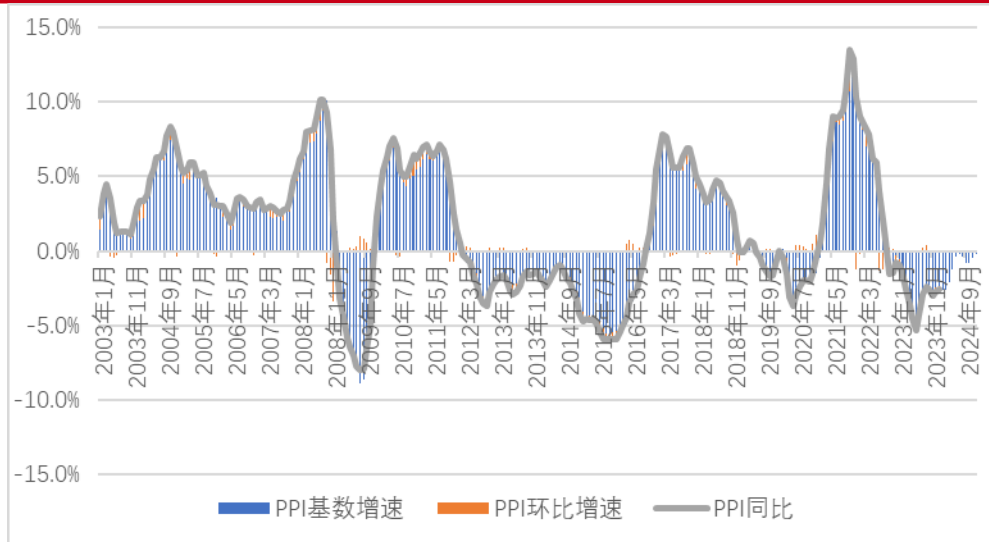
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图1、CPI的基数和新涨价拆分



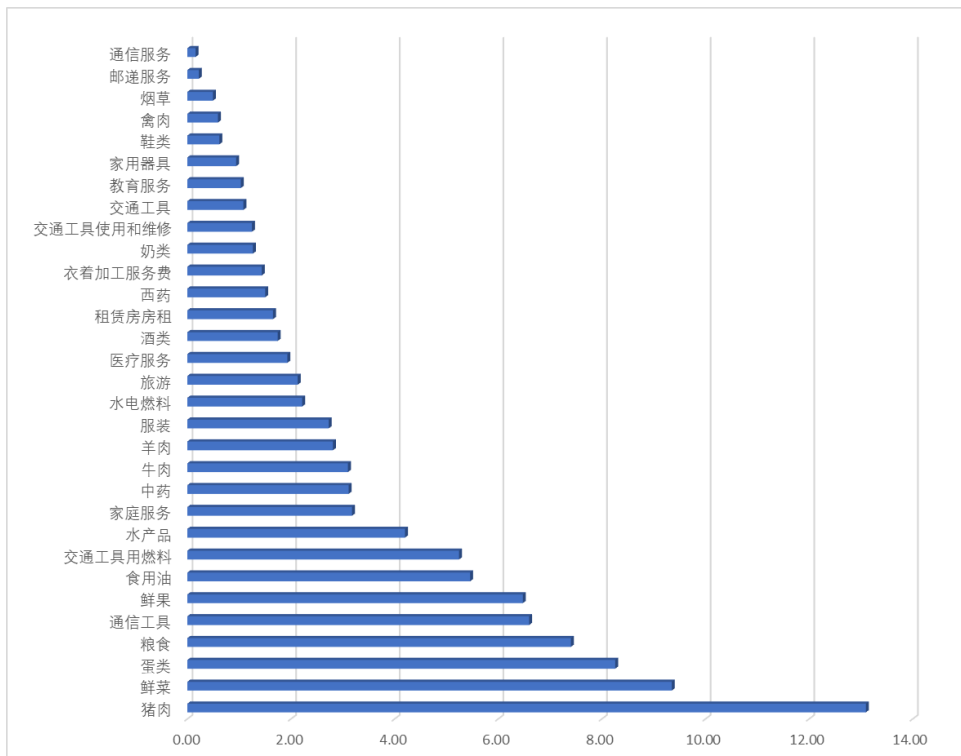
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图2、PPI的基数和新涨价拆分



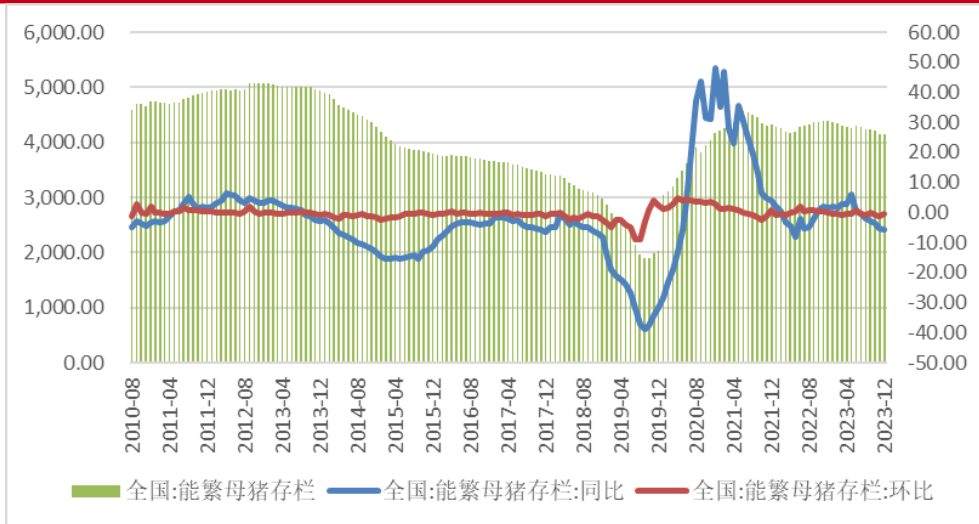
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图3、CPI分项中的波动情况



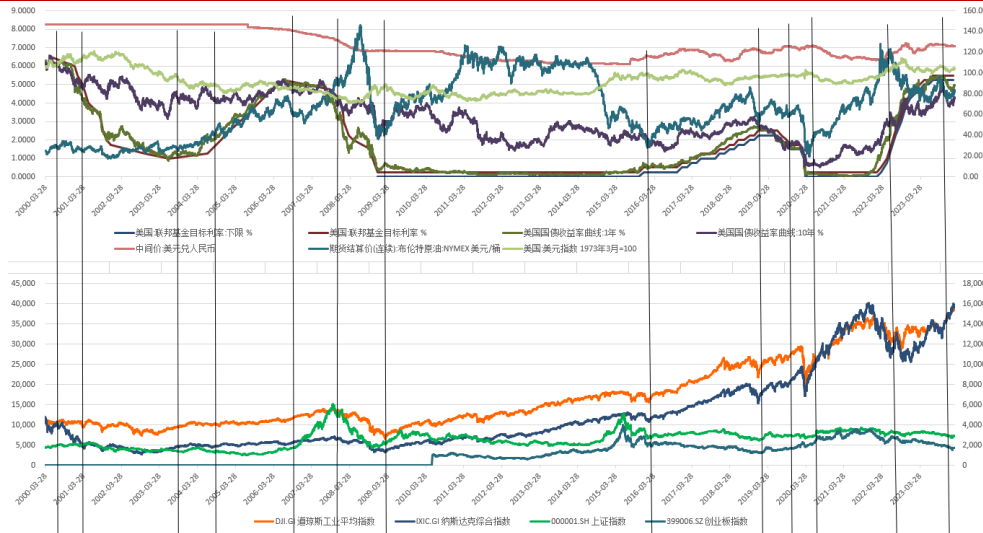
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图4、能繁母猪高位



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图5、利率、权益、商品、汇率同步或依次表现



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

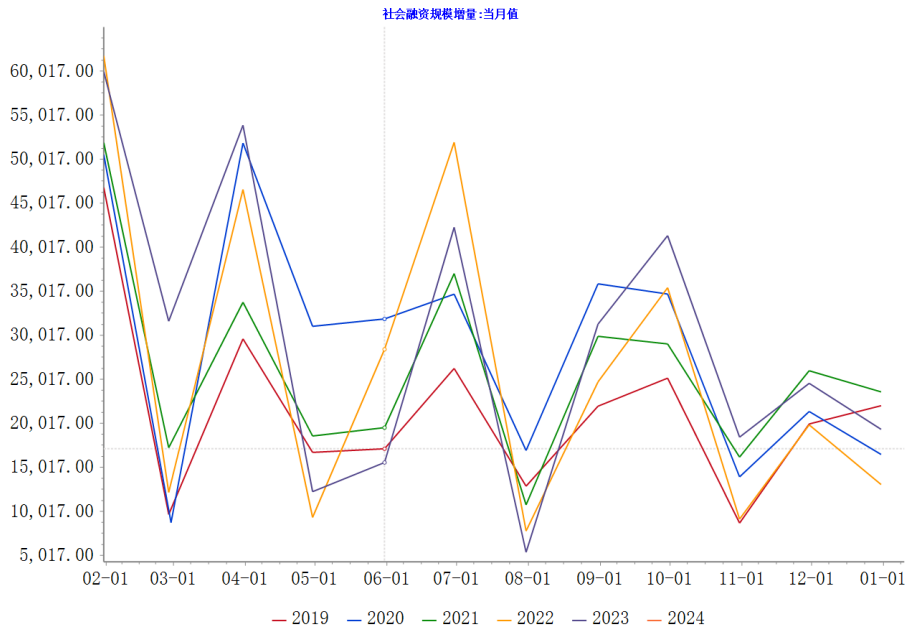
二、1月金融数据强劲超预期、结构上企业贷款仍逊色

1月金融数据来看，社融增量6.5万亿，1月是季节性最高点，今年一月6.5万亿是历史新高。存量9.5%，与前值持平，2023年7月以来，探底回升。社融数据强于预期。结构上来看，主要是票据和债券融资贡献较多。人民币贷款4.84万亿，同比少增914亿元，次新高于2023年1月。贷款结构来看，居民部门贷款增加较多，企业部门贷款仍次于上年，但在2019-2022年的上游。企业债权融资受益于债券需求改善，利率下行，发行有所增多。政府债券发行节奏是靠后，之前密集的国债和PSL等形成替代。金融数据反映的1月融资需求还是相当不错的，结构上企业贷款仍逊色。M2



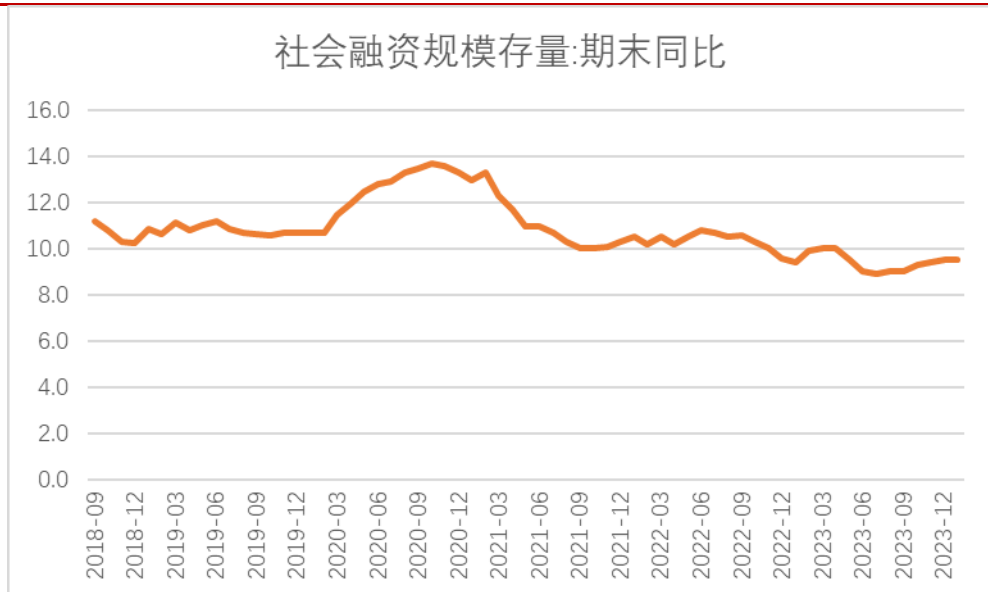
同比增 8.7%，前值 9.7%，上年高基数影响较大。M1 同比增 5.9%，前值 1.3%，有春节错位的影响。M1 对于资产价格的相关性仍需更多数据验证企业部门的预期和存款定期化的改善。从央行的新闻发布会、货币政策例会、货币政策执行报告来看，增量大概是存量的十分之一，加上经济整体地产产业链的变化，增量的影响可能不是唯一重要的。对于存量的影响开始看重，预期信贷环境很难通过降息刺激放松。

图6、1月社融增量6.5万亿历史新高



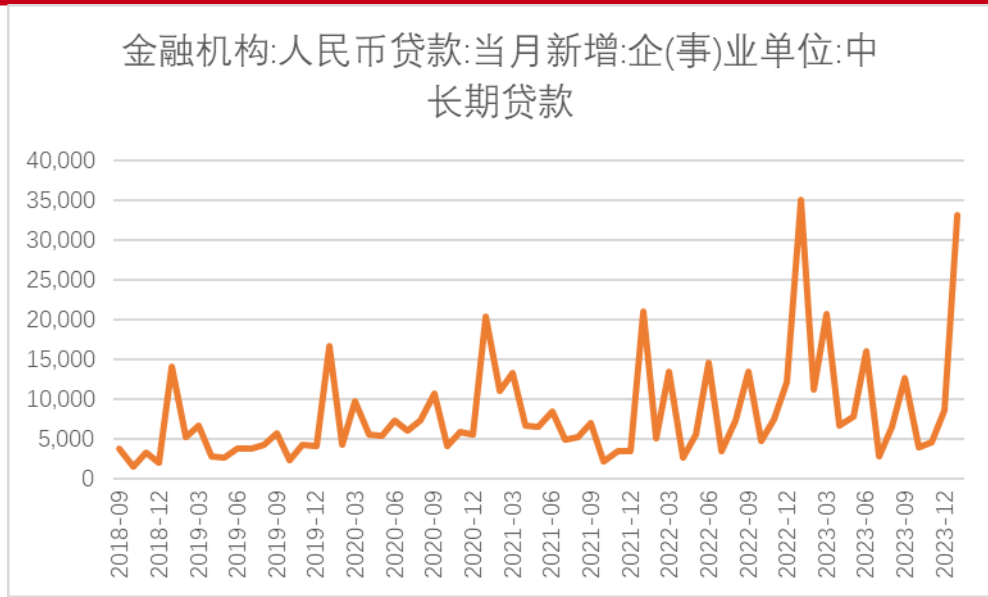
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图7、社融规模存量增速2023年7月以来见底回升



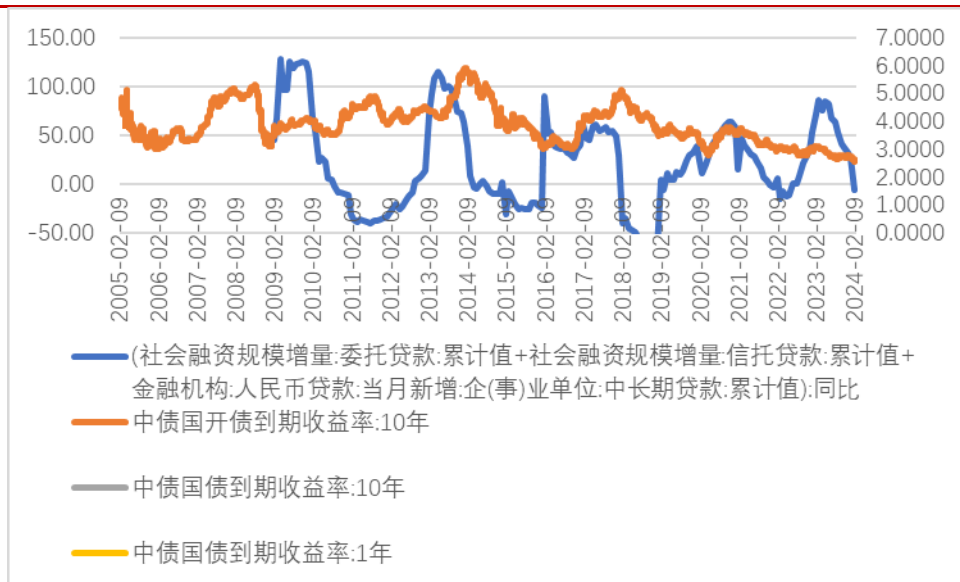
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图8、企业中长期贷款历史次高



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图9、委托贷款+信托贷款+企业中长期贷款和利率相关

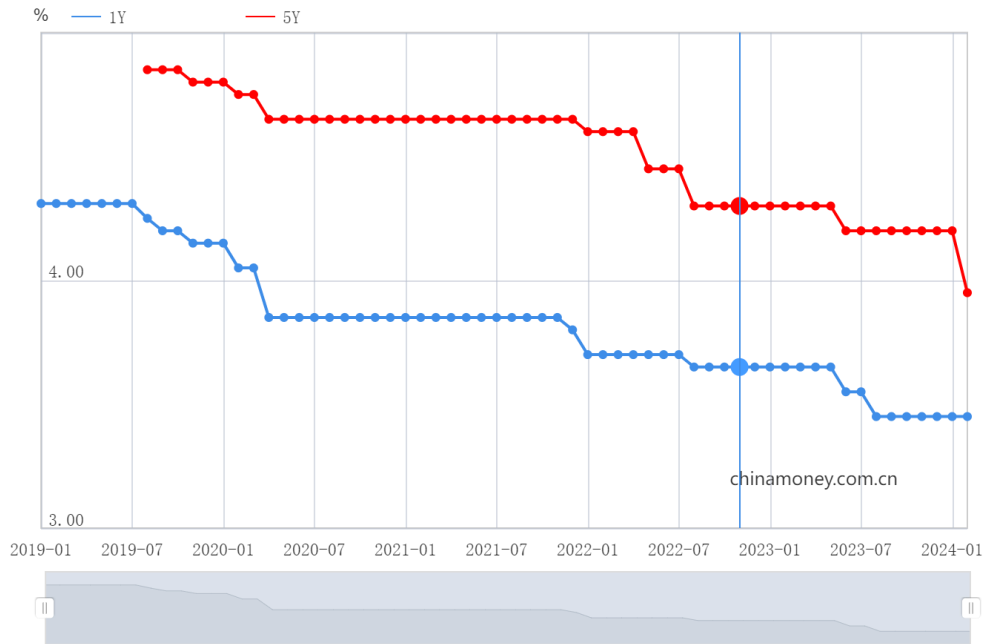


资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

三、公开市场操作利率未调，LPR 长短调降 25 个基点超预期

LPR 报价一年期的不变，5 年期的从 4.2% 降至 3.95%。

图10、LPR报价



资料来源：央行

2023 年末人民币贷款存量在 238 万亿，每年的增量大概在十分之一左右。过去几年，我国每年 20 万亿新增贷款中，地产和地方融资平台占了很大比重。制造业新动能贷款增速高占比小。随着地产的峰值已过以及土地供给释放的压力，信贷被拖累。而且这种拖累在后面可能越来越明显，因为存量太大了。

选择 LPR 长期调降，主动调降长期 25 个基点。一方面，是地产和地方融资平台新增贷款需求下降，降息是事倍功半的，不会主动去刺激。针对的是存量贷款的减负和实现延缓增量缩减的速度。争取地产压力缓解的时间。也一定程度上，说明了，地产对经济的影响比预期的比重更高影响更大。之前可能觉得地产的影响在供给释放出去，相对就会好很多，这个乐观预期调整悲观一些。可能二手房供给的影响和下行期的冲击比预期的更大一些。另一方面，资金要从资产负债表两侧去看，地产不仅拖累了信贷，而且减少了居民企业资金投资的渠道，导致 M1 和 M2 持续背离，存款定期化。从 11 月的 2.7%，提出的保持物价在合理水平、到银行存款利率下调，都没有公开市场操作降息，都是为 LPR 降息铺垫。

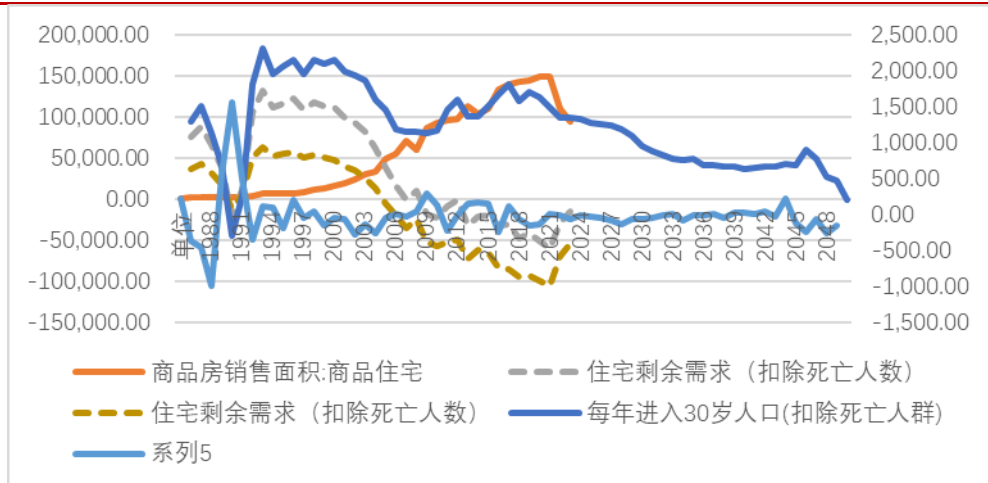
如果存款定期化仍未缓解、消费支出没有增加、物价环比上涨还是超预期低，LPR 还是会继续调降。重点不再是追求增量，而是存量通过时间能化解。

地产在人口整个大周期悲观下，三年左右的供给周期悲观被放大，供给没能找到很好的指标，房价来看，12 月、1 月确实是不乐观。1 月 30 城地产销售偏弱，2 月出



于节假日，数据没有什么信息。地产除了用财政人口销售库存来看，对于地产的悲观预期，借用卖方研究的其他角度投资占 GDP 比重来衡量，是超调的。也有用劳动生产率和人均收入的提升会带来房屋价值的提升来解释。虽然当前地产销售仍然低迷，但是应该乐观些，30 岁新增加人口的需求带来的 6 亿平以上是确定的。15.5 到 11.5 到 9.5 亿平，伴随小周期供给的释放逐步走向紧缺是可以乐观些的。

图11、30岁新增加人口的需求带来的6亿平以上



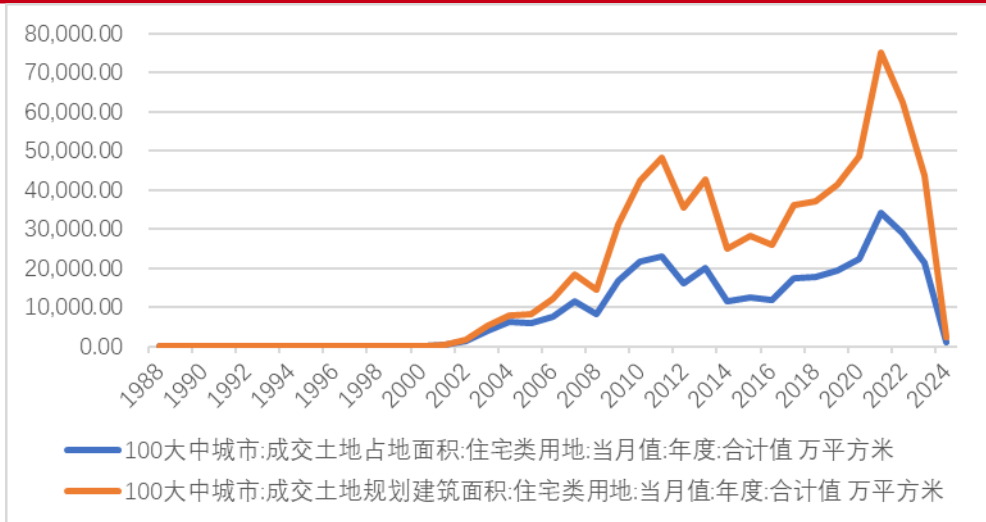
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图12、住宅销售从15.5到11.5到9.5亿平



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

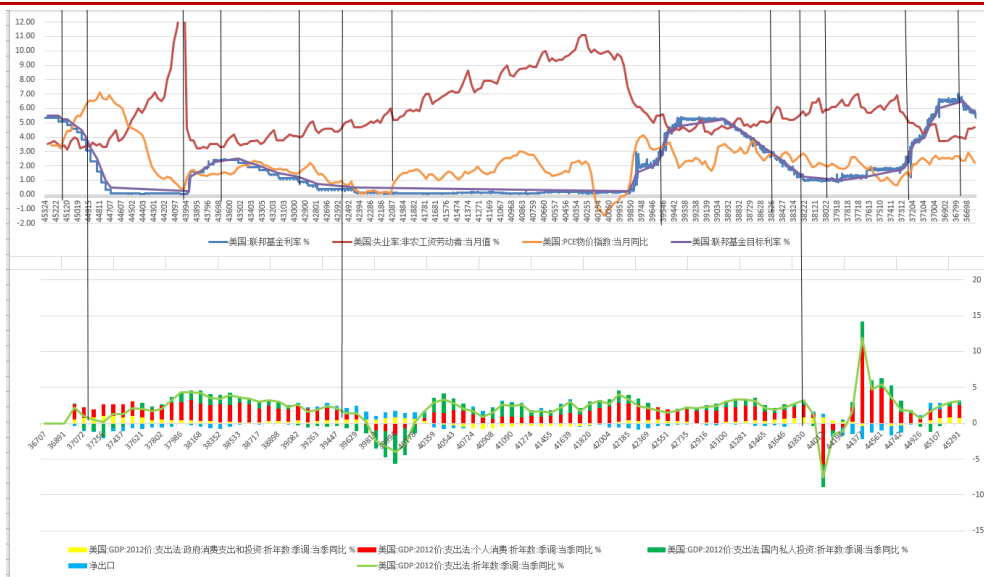
图13、土地成交供求错位小周期供给已经不断释放出来



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

出口端，美国的地产投资和制造业投资以及建筑投资 2022 年 6 月起，正在经历一轮衰退，但是财政支持消费接力，到目前为止，仍对冲投资的下行，支撑增速。2022 年 8 月佩罗西窜访台湾，中国在台海地区军演反制，中美关系降温，在 2023 年初气球事件降到冰点，2023 年 5 月以来逐步恢复沟通。紧张局势可能还是会时有发生。

图14、土地成交供求错位小周期供给已经不断释放出来



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

四、小结

当前对地产和出口再去探多低的可能性已经较小，资产价格这个时间再去悲观，性价比不高。库存的低位，需求一定会到来，时间长短问题，通过严格的季度按份额配置，一定程度上是可以弥补时间长短难测的缺陷。



风险提示：海内外流动性压力超预期、海内外经济下行压力超预期

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。