



● 主要结论

综合来说，从1-2月各项经济数据来看，规上工业增加值恢复性增长，国有私营增幅符合预期；社零涨幅相对适中，商品销售不佳、餐饮收入改善；固投略有好转，结构有所分化；基建投资尚未发力，房地产投资仍然不佳，制造业投资有所好转；港澳台企业投资有所恢复，内资企业投资相对适中，外商企业投资表现不佳；民间投资虽然增幅不大，但是已扭转去年5月以来的下滑趋势，转为正增长；固投总体水平高于去年末，但是仍有改善空间。房地产开工竣工跌幅均较大，商品房销售不佳，房企融资有待进一步增大。

财政政策适度加力逐步显现。2024年一季度，政府债券发行暂未提速，1-2月人民币短期贷款和政府债券少增，致使1-2月社融增量不佳。二季度，政府债券发行速度有望加速，发挥货币投放渠道功能增强宽货币向宽信用的进一步转变，以政府支出带动投资和消费的进一步改善。

货币政策自主性进一步增强。2024年一季度，人行超预期降准降息，2月货币供应有趋势性好转，物价略有改善。非美央行货币政策有所转向，瑞士央行降息、日本央行结束负利率，欧洲央行和英国央行降息预期有所增强；美联储最新议息决议相对鸽派，年内降息成大概率事件，降息时点在6月和7月相互胶着。后期，随着美联储降息的兑现，人行货币政策自主性和空间将进一步增强，在宏观政策取向一致性背景下，稳健的货币政策与积极的财政政策将进一步协同发力，年内降准降息仍然可期且MLF超额续作仍有空间。

人民币汇率仍将坚持合理均衡。受非美央行货币政策调整影响，美元指数相对走强，人民币汇率有所走贬。综合去年3月出口高基数对弱势人民币的要求以及贬值预期对吸引外资的不利影响，预计短期内在岸美元兑人民币或仍将在7.20上下波动。中长期，美联储降息时点和幅度，将决定人民币汇率挑战7.0重要关口。

房地产持续探索新发展模式。1-2月新建商品房销售面积同比下降20.5%，拖累房企到位资金，部分头部房企债务问题受关注，房企“白名单”融资规模仍需进一步增大。1-2月房地产开工和竣工表现均不佳，2024年内，保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”，或将在房地产市场带来增量投资规模，有利于进一步稳定固投水平。中长期来说，“改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式”将是重点工作。

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、3月重要会议和政策

表：3月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
3月1日	根据中国建设报报道，根据国务院专题会议部署，2024年2月29日上午，住房城乡建设部、金融监管总局联合召开城市房地产融资协调机制工作视频调度会议。截至2月28日，全国31个省份276个城市已建立城市融资协调机制，共提出房地产项目约6000个，商业银行快速进行项目筛选，审批通过贷款超2000亿元。按照协调机制“应建尽建”原则，3月15日前，地级及以上城市要建立融资协调机制。
3月1日	根据中国人民银行数据，2024年2月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行抵押补充贷款（PSL）余额与上月持平，为3.40万亿元。
3月5日	十四届全国人大二次会议开幕，国务院总理李强代表国务院，向十四届全国人大二次会议作政府工作报告。根据2024年政府工作报告，今年发展主要预期目标是国内生产总值增长5%左右；城镇新增就业1200万人以上，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右。积极的财政政策要适度加力、提质增效，赤字率拟按3%安排，赤字规模4.06万亿元，一般公共预算支出规模28.5万亿元。拟安排地方政府专项债券3.9万亿元。从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发行1万亿元超长期特别国债。稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，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。
3月8日	根据美国劳工部数据，美国2月失业率为3.9%，预期3.7%，前值3.7%；美国2月非农就业人口增加27.5万人，预期20.0万人，前值由35.3万人修正至22.9万人。
3月11日	根据万科企业股份有限公司（简称“万科A”）公告，全资子公司万科地产（香港）有限公司于2018年发行的6.30亿美元中期票据于2024年3月11日到期，公司于2024年3月8日将合计6.47亿美元存入于代理行指定银行账户，以全数偿付到期票据本息。至3月15日，万科A发布《关于第一大股东深铁集团拟参与中金印力消费REIT战略配售的自愿性公告》，深铁集团拟通过战略配售方式认购中金印力消费REIT，认购不超过该基金募集份额总额的30%。同时，有关“碧桂园旗下债券‘H1碧地01’（原名称‘21碧地01’）到期未能支付全部利息”引发市场关注。3月13日，碧桂园回应称，因销售恢复情况不达预期，资金调拨承压等原因，公司拟定于3月12日到期兑付的“21碧地01”的0.96亿元利息资金尚未全额到位。根据现有债券合同条款，公司仍有30个交易日的宽限期。公司将在宽限期内通过做好销售、盘活资产、削减不必要的行政管理开支等方式，尽最大努力筹措资金。
3月12日	根据美国劳工部数据，美国2月CPI同比3.2%，预期3.1%，前值3.1%；美国2月核心CPI同比3.8%，预期3.7%，前值3.9%。至3月14日，根据美国劳工部和商务部数据，美国2月PPI同比1.6%，预期1.2%，前值1.0%；美国2月零售销售环比0.6%，预期0.8%，前值-1.1%。至3月15日，根据密歇根大学数据，美国3月消费者信心指数初值为76.5，预期77.1，前值76.9。
3月13日	国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（简称《方案》）的通知。《方案》明确实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上；重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平，环保绩效达到A级水平的产能比例大幅提升，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过90%、75%；报废汽车回收量较2023年增加约一倍，二手车交易量较2023年增长45%，废旧家电回收量较2023年增长30%，再生材料在资源供给中的占比进一步提升。



3月13日	根据新华社报道，美国现任总统拜登和前总统特朗普12日各自锁定2024年总统选举民主党总统候选人提名和共和党总统候选人提名。3月13日，美国众议院通过法案要求字节跳动剥离旗下TikTok的控制权，否则将遭到封禁；后续，该法案需通过参议院投票，再由总统签署生效。3月13日，美国生物技术创新组织（BIO）宣布将支持美国《生物安全法案》，并将在该立法取得进展时与国会合作。BIO另外表示，该组织目前正采取措施剔除药明康德的成员资格，此举或将对药明康德在美业务产生实质性不利影响；隔日BIO将声明修改为，“药明康德主动终止其BIO会员资格”。此前3月6日，美国参议院国土安全和政府事务委员会投票通过向参议院报告一项修订后的法案草案，该草案将药明康德预先定义为“予以关注的生物技术公司”之一。后期，该法案仍需通过参议院表决以及总统签署。药明康德此前多次发布澄清公告，表示其业务不会对任何国家构成国家安全风险。
3月15日	根据证监会网站消息，证监会集中发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》、《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》以及《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》等4项政策文件，并修订发布实施《首发企业现场检查规定》以及《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》。
3月19日	根据日本银行（日本央行）的消息，将政策利率由-0.1%上调至0-0.1%，取消收益率曲线控制（YCC）政策，并停止购买ETF和REITS等风险资产。但是，仍然继续购买国债。
3月20日	根据中国人民银行消息，3月18-19日，中欧金融工作组第一次会议在北京举行。中欧金融工作组是根据第十次中欧经贸高层对话双方领导人共识成立的合作机制，旨在深化中欧金融领域的交流，加强中欧金融合作。
3月21日	国新办举行近期投资、财政、金融有关数据及政策新闻发布会。中国人民银行副行长宣昌能表示，我国货币政策有充足的政策空间和丰富的工具储备，法定存款准备金率仍有下降空间，存款成本下行和主要经济体货币政策转向有利于拓宽利率政策操作的自主性。下阶段，稳健的货币政策将继续灵活适度、精准有效，合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，保持流动性合理充裕，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，持续做好“五篇大文章”，加大力度盘活存量金融资源，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系。
3月21日	美联储发布利率决议，维持当前5.25%-5.50%的基准利率水平不变；继续维持此前“缩表”规模。
3月21日	瑞士央行将政策利率下调25个基点至1.50%，前值1.75%。
3月22日	根据新华社报道，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，听取关于优化房地产政策、促进房地产市场平稳健康发展有关情况的汇报。会议指出，房地产产业链条长、涉及面广，事关人民群众切身利益，事关经济社会发展大局。去年以来，各地因城施策优化房地产调控，落实保交楼、降低房贷利率等一系列举措，守住了不发生系统性风险的底线。要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。要适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快完善“市场+保障”的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式。

数据来源：中国人民银行等、国信期货

二、经济基本面

规上工业增加值恢复性增长，国有私营增幅符合预期。1-2月份，规模以上工业（简称“规上工业”）



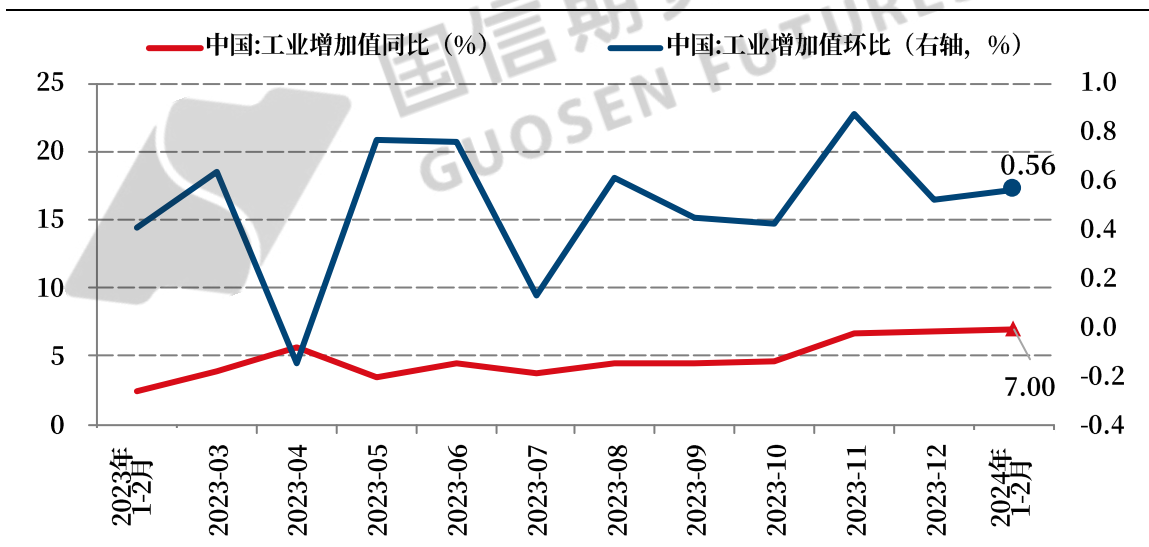
增加值同比实际增长 7.0%。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.56%。

分行业看，1-2 月份，41 个大类行业中有 39 个行业增加值保持同比增长。其中，增幅较大的行业有，计算机、通信和其他电子设备制造业上涨 14.6%，橡胶和塑料制品业上涨 13.1%，有色金属冶炼和压延加工业上涨 12.5%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业上涨 11.0%，化学原料和化学制品制造业上涨 10.0%，汽车制造业上涨 9.8%；仅 1 个行业同比为下跌，医药制造业下跌 3.5%。值得注意的是，由于各行业在 2023 年 1-2 月的基数差异，2024 年 1-2 月同比录得高增长行业的内涵各异。去年同期基数较低，今年为恢复性增长的行业是，纺织业，橡胶和塑料制品业，计算机、通信和其他电子设备制造业，通用设备制造业，汽车制造业，金属制品业；去年同期基数不低，今年为持续性增长的行业是，电气机械及器材制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，化学原料及化学制品制造业，有色金属冶炼及压延加工业，黑色金属冶炼及压延加工业。此外，医药制造业在去年同期基数较低的情况下，今年 1-2 月仍然录得负增长。

分经济类型看，1-2 月增加值同比，国有控股企业增长 5.8%，去年同期为增长 2.7%，今年增速相对符合预期；股份制企业增长 7.3%，去年同期为增长 4.3%，今年增速较好；外商及港澳台投资企业增长 6.2%，去年同期为下跌 5.2%，今年为恢复性增长；私营企业增长 6.5%，去年同期为增长 2.0%，今年增速相对适中。

今年 1-2 月规上工业增加值同比录得 7.0%，是基于去年同期增速相对较低的基础上，去年 1-2 月为上涨 2.4%；因此，今年的增速总体可以评价为恢复性增长，增幅相对适中。

图 1：工业增加值



数据来源：wind 国信期货

社零涨幅相对适中，商品销售不佳餐饮收入改善。1-2 月，社会消费品零售（简称“社零”）总额为 8.13 万亿元，同比增长 5.5%。按消费类型分，1-2 月，商品零售同比增长 4.6%，较去年同期的增长 2.9% 扩大了 1.7 个百分点；餐饮收入同比增长 12.5%，较去年同期的增长 9.2% 扩大了 3.3 个百分点。较 2019 年前相比，今年社零总额增速相对适中，商品零售增速相对不佳，餐饮收入增速好于疫情前水平。

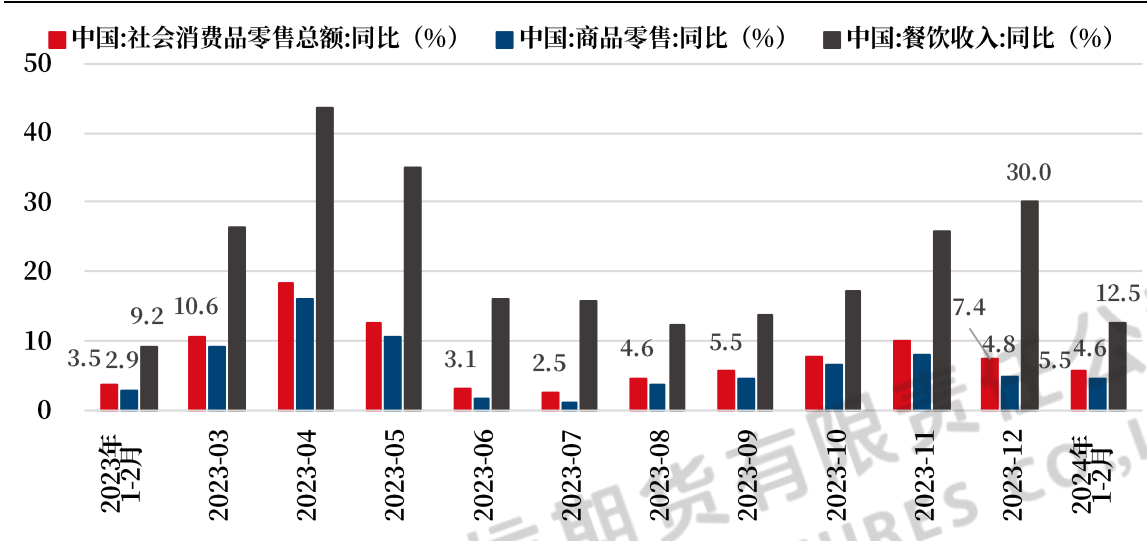
从商品零售的具体商品类型情况来看，1-2 月同比涨幅居前的有，通讯器材类上涨 16.2%，烟酒类上涨 13.70%，体育、娱乐用品类上涨 11.3%，粮油、食品类上涨 9.0%，汽车类上涨 8.7%；1-2 月同比跌幅较大的有，文化办公用品类下跌 8.8%。其中，通讯器材类、汽车类去年同期基数较低，均为恢复性增长；烟酒



类、饮料类、家具类去年同期基数适中，今年1-2月涨幅较为可观；文化办公用品类去年同期基数较低，今年1-2月继续录得较大幅度的负增长，表现较差。

此外，1-2月，全国城镇调查失业率平均值为5.3%。2月，全国城镇调查失业率为5.3%，比上月上升0.1个百分点，比上年同月下降0.3个百分点。2月全国城镇不包含在校生的16-24岁劳动力失业率为15.3%，全国城镇不包含在校生的25-29岁劳动力失业率为6.4%，全国城镇不包含在校生的30-59岁劳动力失业率为4.2%。

图2：社会消费品零售



数据来源：wind 国信期货

出口有所改善，全年力争补齐缺口。按美元计，2024年1-2月全国商品贸易出口总值为5280.1亿美元，较去年同期增长7.1%；进口总值为4028.5亿美元，较去年同期增长3.5%。

综合来说，2024年1-2月出口总量较2023年同期有所恢复，但总体不及2022年同期水平，对主要出口经济体表现各异，主要商品出口有所改善。2024年出口总体形势是，力争补齐2023年的低基数这一缺口。制造业PMI的新出口订单2024年2月为46.3%，已经连续11个月处于荣枯线下方，出口的实质性恢复仍然有一定压力。

从总量来看，2024年出口需补齐缺口。按美元计，2022年1-2月出口金额5380.73亿美元；2023年1-2月出口金额为4931.01亿美元，较2022年同期下跌8.4%；2024年1-2月出口金额为5280.10亿美元，较2023年同期增长7.1%。因此，总量上来看，今年1-2月出口金额的上涨，是2023年出口基数较低的恢复；但是，恢复情况仍然不及2022年1-2月的总量规模。从2023全年来看，3月和4月基数相对较高，其余月份基数均相对较低。应该说，2024年我国出口总体形势是在2023年低基数的情况下，需要补齐这一缺口，尤其是对东盟、欧盟和美国等几个主要出口经济体。从制造业PMI的新出口订单指数来看，2024年2月录得为46.3%，较1月的47.2%下降0.9个百分点，已经连续11个月处于荣枯线下方。因此，出口的实质性恢复仍然有一定压力。

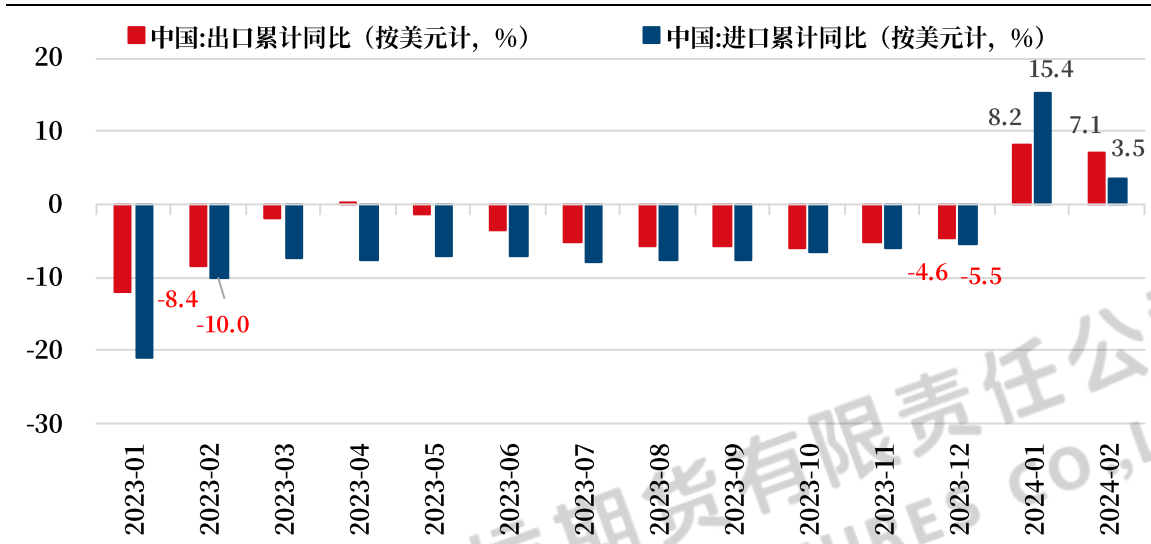
从地区来看，对主要贸易伙伴出口表现各异。对东盟出口，按美元计，2023年1-2月较上年同期上涨9.0%，2024年1-2月较上年同期上涨6.0%，即近两年1-2月均录得正增长。对美国出口，按美元计，2023年1-2月较上年同期下跌21.8%，2024年1-2月较上年同期上涨5.0%，即对美国出口在今年1-2月有所恢复。对欧盟出口，按美元计，2023年1-2月较上年同期下跌12.2%，2024年1-2月较上年同期下跌1.3%，



即对欧盟近两年 1-2 月连续下跌，恢复不及预期。

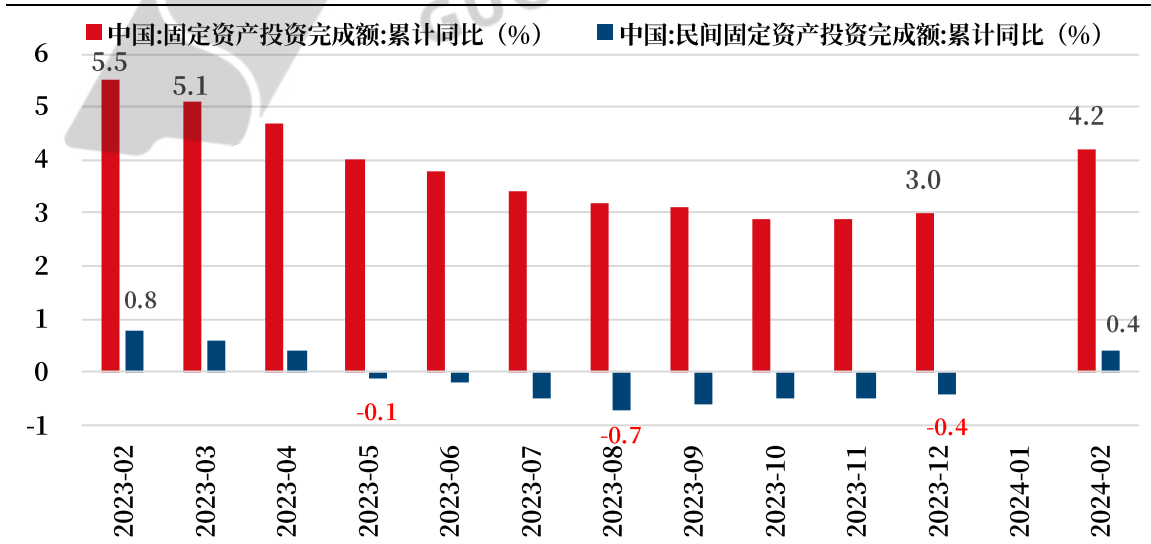
从商品类型来看，主要商品出口有所恢复。从出口总额来看，按美元计，2024 年 1-2 月，自动数据处理设备及其零部件为 27.49 亿美元，上涨 3.9%；服装及衣着附件为 23.38 亿美元，上涨 13.1%；集成电路为 22.62 亿美元，上涨 24.3%。从涨跌幅来看，按美元计，2024 年 1-2 月涨幅较好的有，船舶上涨 173.1%，家具及其零件上涨 36.1%，通用机械设备上涨 32.0%，灯具、照明装置及其零件上涨 30.5%；跌幅较大的有，肥料下跌 54.6%，稀土下跌 44.0%，成品油下跌 34.3%，手机下跌 18.2%。

图 3：出口



数据来源: wind 国信期货

图 4：固定资产投资



数据来源: wind 国信期货

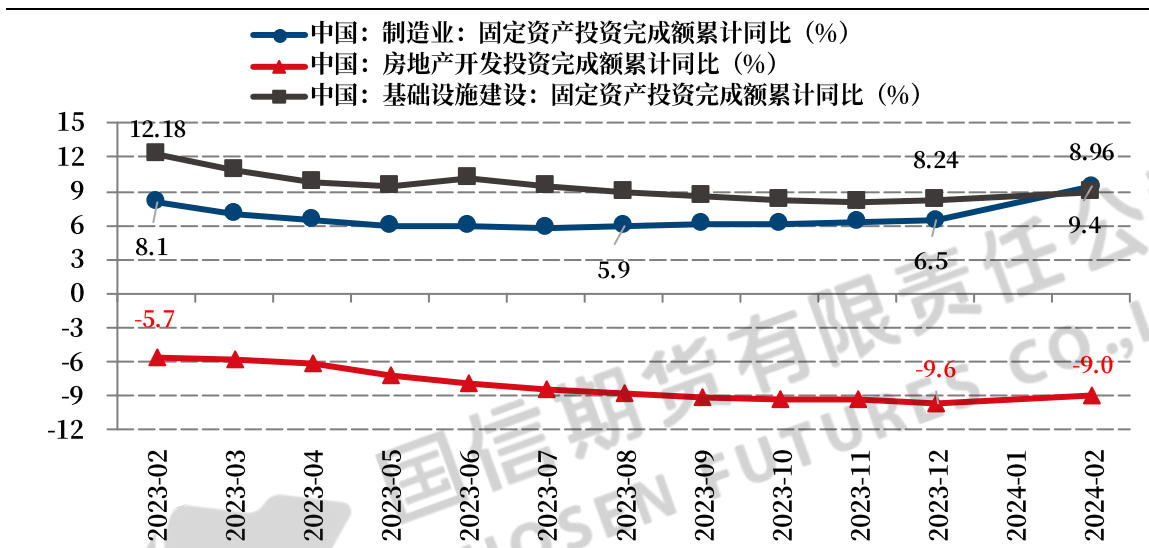
固投略有好转，结构有所分化。1-2 月，全国固定资产投资（不含农户，简称“固投”）5.08 万亿元，同比增长 4.2%，增速比 2023 年全年加快 1.2 个百分点，增速较去年 1-2 月收窄 1.3 个百分点。其中，1-2 月，民间固定资产投资（简称“民间投资”）2.68 万亿元，同比增长 0.4%，增速较去年 1-2 月收窄 0.4 个百分点。分登记注册类型看，1-2 月，内资企业投资同比增长 4.1%，涨幅较去年同期缩小 1.9 个百分点，



较去年末扩大 0.9 个百分点；港澳台企业投资增长 6.4%，涨幅较去年同期的下跌 5.1% 扩大了 11.5 个百分点，较去年末扩大 9.1 个百分点；外商企业投资下降 14.1%，跌幅较去年同期扩大 12.9 个百分点，今年 1-2 月的跌幅是 2020 年 2 月以来的最大跌幅。综合来看，1-2 月，基建投资尚未发力，房地产投资仍然不佳，制造业投资有所好转；港澳台企业投资有所恢复，内资企业投资相对适中，外商企业投资表现不佳；民间投资虽然增幅不大，但是已扭转去年 5 月以来的下滑趋势，转为正增长；固投总体水平高于去年末，但是仍有改善空间。

房地产投资水平仍然不佳。分行业大类看，1-2 月，基础设施投资同比增长 8.96%，涨幅较去年同期缩小 3.22 个百分点；制造业投资同比增长 9.4%，涨幅较去年同期扩大 1.3 个百分点；房地产投资同比下降 9.0%，跌幅较去年同期扩大 3.3 个百分点。

图 5：分行业固定资产投资



数据来源：wind 国信期货

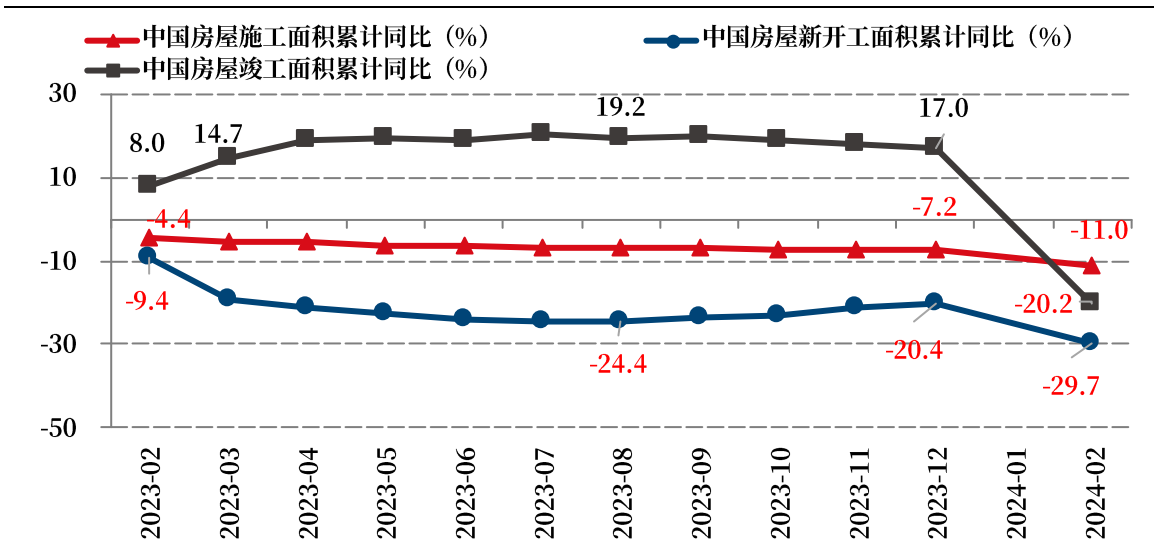
房地产开工和竣工均不佳。1-2 月，全国房地产开发投资 1.18 万亿元，同比下降 9.0%，跌幅较去年同期扩大 3.3 个百分点，较去年末收窄 0.6 个百分点。1-2 月，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 11.0%，跌幅较去年末和去年同期水平分别扩大 3.8 个百分点和 6.6 个百分点；房屋新开工面积同比下降 29.7%，跌幅较去年末和去年同期水平分别扩大 9.3 个百分点和 20.3 个百分点；房屋竣工面积同比下降 20.2%，较去年末和去年同期水平的上涨转为下跌且跌幅较大。

1-2 月，新建商品房销售面积同比下降 20.5%，跌幅较去年末和去年同期水平分别扩大 12 个百分点和 16.9 个百分点；新建商品房销售额同比下降 29.3%，跌幅较去年末和去年同期水平分别扩大 22.8 个百分点和 29.2 个百分点；新建商品房销售不理想。2 月末，商品房待售面积 7.60 亿平方米，同比增长 15.9%，涨幅较去年末和去年同期水平分别收窄 3.1 个百分点和 1.0 个百分点；商品房待售面积虽然略有改善，但是仍然压力仍然较大。

1-2 月，房地产开发企业到位资金 1.62 万亿元，同比下降 24.1%；跌幅较去年末和去年同期水平分别扩大 10.5 个百分点和 8.9 个百分点；房企融资规模仍待进一步增大。其中，国内贷款同比下降 10.3%；利用外资同比增长 7.4%；自筹资金同比下降 15.2%；定金及预收款同比下降 34.8%；个人按揭贷款同比下降 36.6%；房企到位资金压力主要来自销售不佳的影响。



图 6：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：wind 国信期货

三、其他核心指标

(一) 物价水平

2024年2月CPI同比上涨0.7%，环比上涨1.0%；1-2月平均，CPI与上年同期持平。2月PPI同比下降2.7%，环比下降0.2%；1-2月平均，PPI比上年同期下降2.6%。

春节错月助推CPI生产淡季拖累PPI，2月物价结构性改善。由于春节假期的月度错位产生基数因素，2月食品烟酒和教育文化娱乐价格显著好转，CPI同比录得近11个月的最大涨幅；PPI的生活资料价格相对好转，但生产资料价格同比跌幅扩大，拖累了2月PPI。综合1-2月物价水平来看，总体略有改善，CPI由去年底的同比下跌0.3%略有恢复至持平，PPI由去年底的同比下跌2.7%略有改善至下跌2.6%。

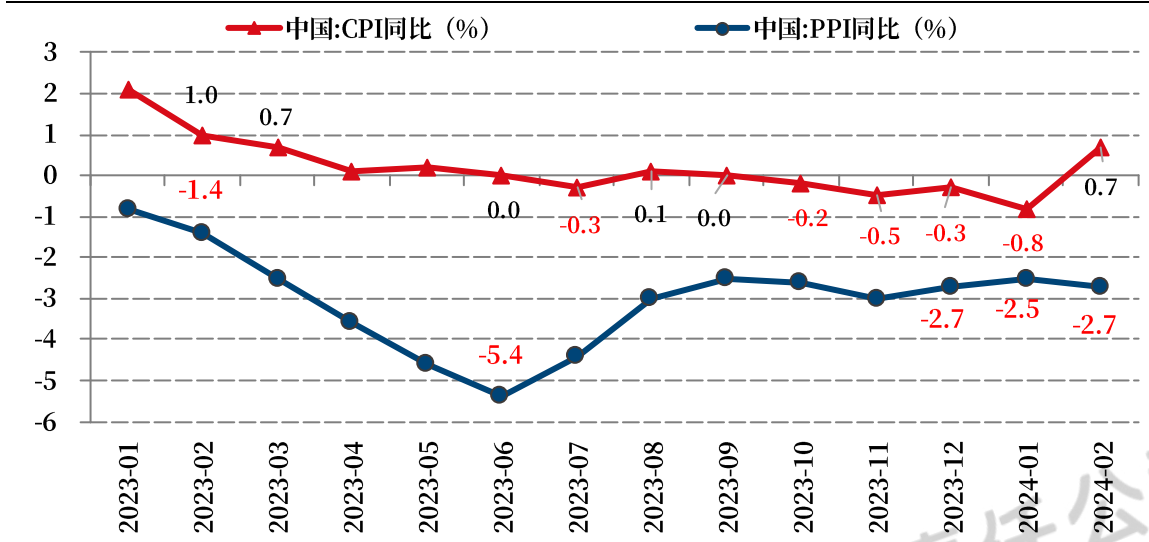
物价同比方面。2月CPI同比上涨0.7%，从CPI分大类来看，2月，教育文化娱乐上涨3.9%、其他用品及服务上涨3.0%、衣着上涨1.6%、医疗保健上涨1.5%、生活用品及服务上涨0.5%、居住上涨0.2%；交通通信下降0.4%、食品烟酒下降0.1%。食品中，鲜果价格下降4.1%，影响CPI下降约0.09个百分点；畜肉类价格下降2.9%，影响CPI下降约0.09个百分点；水产品价格上涨4.1%，影响CPI上涨约0.08个百分点；鲜菜价格上涨2.9%，影响CPI上涨约0.07个百分点。2月PPI同比下降2.7%，其中，生产资料价格下降3.4%，较1月跌幅扩大0.4个百分点，影响PPI下降约2.51个百分点；生活资料价格下降0.9%，跌幅较1月收窄0.2个百分点，影响PPI下降约0.22个百分点。从PPI分行业来看，2月，煤炭开采和洗选业下降14.7%，非金属矿物制品业下降7.7%，化学原料和化学制品制造业下降6.6%，造纸和纸制品业下降5.5%；以上4个行业跌幅相对较大；2月PPI同比涨幅居前的有，黑色金属矿采选业上涨12.1%，有色金属矿采选业上涨4.5%，石油和天然气开采业上涨4.2%。

物价环比方面。2月CPI环比上涨1.0%，其中，食品烟酒类价格环比上涨2.2%，影响CPI上涨约0.63个百分点，春节假期带动食品消费的影响较为突出，是2021年2月以来食品烟酒类价格环比的单月最大涨幅。食品中，鲜菜价格上涨12.7%，影响CPI上涨约0.28个百分点；水产品价格上涨6.2%，影响CPI上涨约0.12个百分点；鲜果价格上涨4.3%，影响CPI上涨约0.09个百分点；畜肉类价格上涨3.4%，影响CPI上涨约0.10个百分点，其中猪肉价格上涨7.2%，影响CPI上涨约0.09个百分点。PPI方面，2月环比下



降 0.2%；生产资料价格下降 0.3%，影响 PPI 下降约 0.22 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，影响 PPI 下降约 0.02 个百分点。分主要行业来看，其中，跌幅较大的有，电力、热力生产和供应业下跌 1.3%，燃气生产和供应业下跌 0.9%；涨幅较大的有，石油和天然气开采业上涨 2.5%。

图 7：物价水平



数据来源：wind 国信期货

(二) 货币供给

2 月末，广义货币 (M2) 同比增长 8.7%，狭义货币 (M1) 同比增长 1.2%，流通中货币 (M0) 同比增长 12.5%。2 月末，社会融资规模存量 (简称“社融存量”) 同比增长 9.0%；2024 年前两个月社会融资规模增量 (简称“社融增量”) 累计为 8.06 万亿元，比上年同期少 1.1 万亿元。

综合来说，货币供应有趋势性好转，但实质性改善仍有空间；人民币短期贷款和政府债券少增，致使 1-2 月社融增量不佳；5 年期以上 LPR 节后超预期降息，带动 1-2 月中长期贷款多增 2040 亿元；物价略有改善，后期 MLF 超额续作仍有空间。

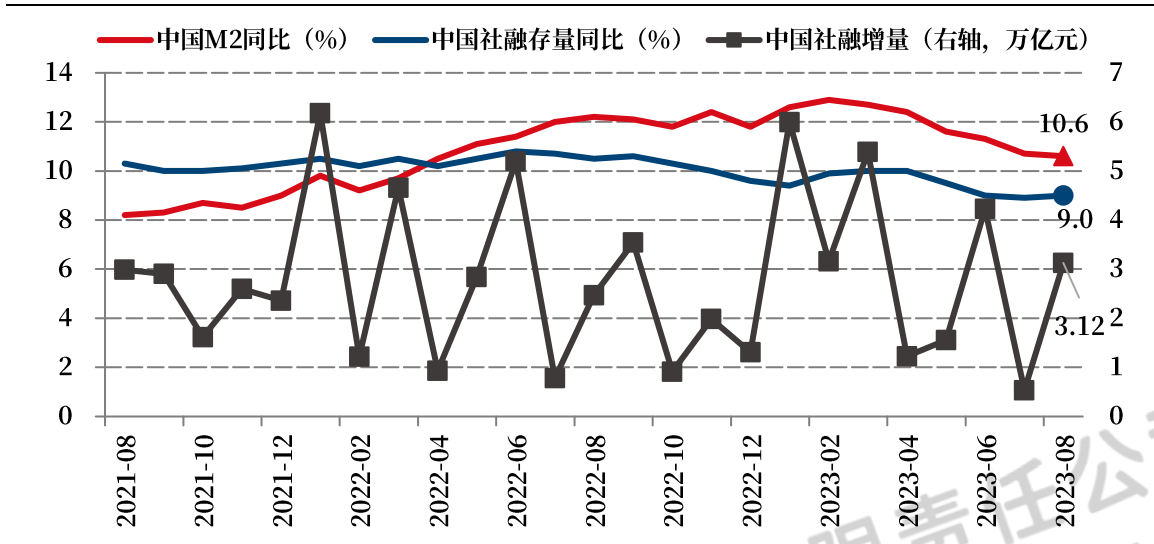
春节错月驱动货币供应趋势性好转，实质性改善仍有空间。从 M2 增速与社融存量增速来看，2 月末 M2 同比增速为 8.7%，增速与 1 月相同；与此同时，2 月末社融存量同比增长 9.0%，较 1 月末回落 0.5 个百分点；因此，M2 与社融存量同比的差值较 1 月有所收窄，但总体趋势仍然为下行，即宽货币正趋势性好转。值得注意的是，宽货币的好转的背景是，M2 的下滑速度大于社融下滑的增速，即宽货币的趋势性好转并未体现出市场主体对货币需求的足够强劲。从 M2 增速与 M1 增速来看，2 月 M2 同比增速与 1 月同为上涨 8.7%，但较去年 12 月的上涨 9.7% 继续收窄；2 月 M1 同比上涨 1.2%，增速较 1 月的上涨 5.9% 大幅回落，主要受到节前取款节后存款的影响，与往年相比差异不大，但是 M1 在单月的增幅较小，仍有提高空间和必要。由于 M1 同比增速的回落，M2 同比增速较 M1 同比增速的差值由 1 月有所反弹，M1 增速不佳反映出市场主体对货币的交易需求相对不足。

人民币短期贷款和政府债券少增，致使 1-2 月社融增量不佳。2024 年 1-2 月社融增量累计为 8.06 万亿元；2023 年 1-2 月社融增量累计为 9.16 万亿元；2022 年前 1-2 月社融增量累计为 7.39 万亿元；2021 年 1-2 月社融增量累计为 6.91 万亿元。以上数据反映出，2024 年 1-2 月社融增量表现相对不佳，未延续过去几年的连续增长。其中，相较于 2023 年，2024 年 1-2 月，人民币贷款少增 9234 亿元，政府债券少增 3320 亿元。从金融机构新增人民币贷款方面来看，2024 年 1-2 月累计新增 6.37 万亿元，较 2023 年同期少



增 3400 亿元；其中，短期贷款少增 1.13 万亿元，长期贷款多增 2040 亿元。居民户方面，短期贷款少增 2899 亿元；中长期贷款多增 2140 亿元，或主要来自房贷的增加。企事业单位方面，短期贷款少增 985 亿元；中长期贷款少增 100 亿元，降幅不大；票据融资少增 7384 亿元。反映出 5 年期以上 LPR 节后超预期降息带动了中长期贷款的好转。

图 8：M2 和社融

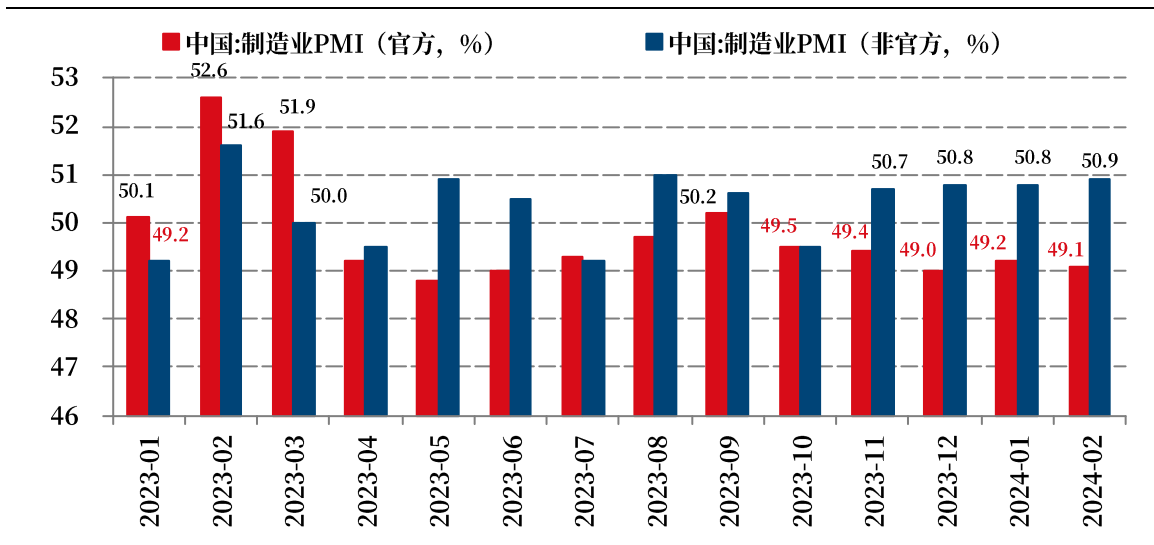


数据来源：wind 国信期货

(三) 景气指数

2 月官方制造业 PMI 为 49.1%，较 1 月的 49.2% 回落 0.1 个百分点，已连续 5 个月处于荣枯线下方。另根据财新 3 月 1 日数据，2 月财新的非官方制造业 PMI 为 50.9%，较 1 月的 50.8% 回升 0.1 个百分点，连续 4 个月维持扩张。从官方制造业 PMI 分类指数来看，2 月，生产指数为 49.8%，新订单指数为 49.0%，原材料库存指数为 47.4%，从业人员指数为 47.5%，供应商配送时间指数为 48.8%。从非制造业商务活动指数来看，2 月为 51.4%，较 1 月的 50.7% 回升 0.7 个百分点，非制造业扩张势头继续增强。2 月新出口订单为 46.3%，较 1 月的 47.2% 下降 0.9 个百分点，已经连续 11 个月处于荣枯线下方。

图 9：制造业 PMI



数据来源：wind 国信期货



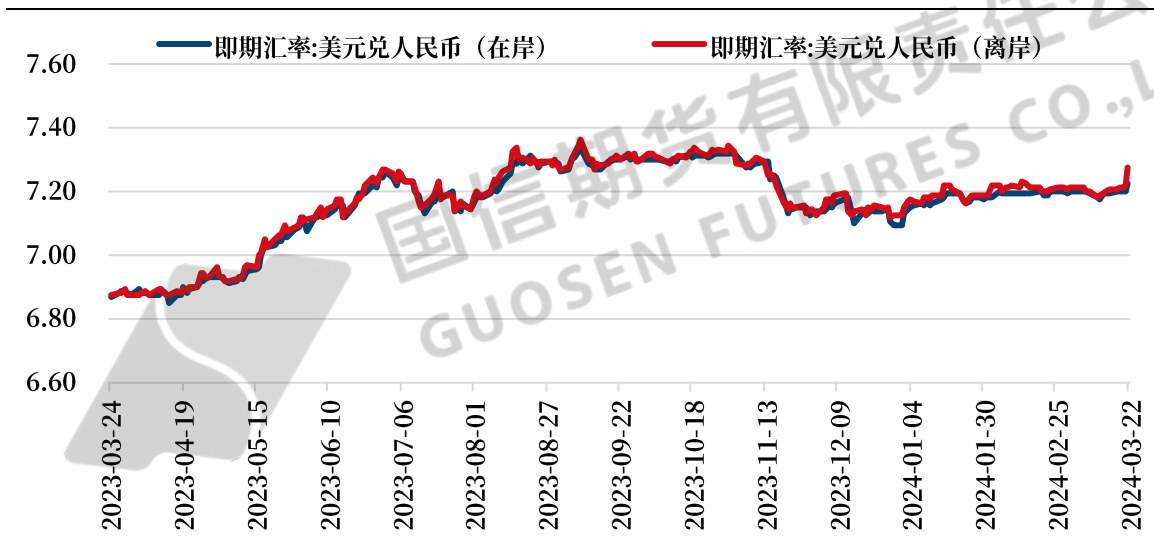
2月制造业季节性淡季特征突出,3月有望改善。综合来看,官方和非官方制造业PMI在2月延续分歧,主要原因或仍然来自两者统计样本的差异,中小型企业生产经营方面的调整和修复速度相对较快。从官方制造业PMI来看,2月的季节性淡季特征较为突出,致使2月份生产、供应商配送时间等分项指数表现不佳,3月有望好转。同时,2月购进价格和出厂价格相对好转,有利于物价改善。春节假期期间,居民出游和观影活动表现较好,非制造业商务活动指数扩张力度继续加大。

(四) 人民币汇率

3月22日,离岸美元兑人民币在被动升破7.27,收盘于7.2762;同日,在岸美元兑人民币升破7.20,收盘于7.2290。

人民币相对走弱,或有3个主要因素。第一,美元指数相对走强;第二,我国2023年3月出口基数较高,为进一步促进出口的改善,当前对弱势人民币要求仍然较强;第三,中国人民银行副行长宣昌能表示,我国法定存款准备金率仍有下降空间。但是,如果人民币汇率继续大幅走贬,仍然存在不利影响。根据商务部数据,2024年1-2月实际使用外资金额2150.9亿元人民币,同比下降19.9%,即人民币大幅走贬预期将不利于外商投资的进一步恢复。因此,短期内,在岸美元兑人民币或仍将在7.20上下波动。

图10: 人民币汇率



数据来源: wind 国信期货

美联储方面。3月21日,美联储发布利率决议,维持当前5.25%-5.50%的基准利率水平不变;继续维持此前“缩表”规模。本次美联储继续维持利率不变,符合预期。但是,“缩表”规模并未调整,或是仍然考虑到当前物价水平较为顽固。关于降息幅度,从点阵图来看2024年内基础利率水平,本次多数委员们认为应该下调至4.50%-4.75%;该水平与2023年12月点阵图反映的相一致。关于降息时点,3月后美联储议息会议时间分别是5月初、6月中旬、7月底、9月中旬以及11月初,从目前物价水平、劳动力市场、金融机构风险等各项指标来看,5月初降息可能性仍然较低,9月中旬或相对较迟,降息时点仍然在6月中旬和7月底两次议息会议之间相互胶着,考虑到美联储此次未调整“缩表”规模,即在价格和数量上继续执行一段时间相对紧缩的货币政策,暗含美联储对经济整体运行情况相对乐观,因此,7月底开启降息或更符合预期。此外,根据CME利率期货显示,截至当地时间3月24日,美联储5月降息概率合计为12.3%,6月降息概率合计为75.6%,7月降息概率合计为87.2%。

非美央行方面。3月21日,瑞士央行将政策利率下调25个基点至1.5%,前值1.75%。瑞士成为近年来



首个降息的主要发达国家，瑞士央行降息的主要原因或有以下几点。第一，美联储维持利率不变且发布的声明相对鸽派，即美联储年内大概率将逐步兑现降息，进而消除了瑞士央行降息的顾虑。第二，瑞士CPI同比已经由2023年6月跌破2.0%，连续9个月处于2.0%以下，2024年2月CPI同比录得1.2%，小于发达经济体关于物价稳定设定的相对水平，因此继续维持高利率的必要性降低。本次瑞士央行降息的主要影响是，大幅增加了其他发达经济体央行降息的预期，如欧洲央行、英国央行等。3月19日，根据日本银行（日本央行）的消息，将政策利率由-0.1%上调至0-0.1%，取消收益率曲线控制（YCC）政策，并停止购买ETF和REITS等风险资产。但是，仍然继续购买国债。日本央行结束了长达8年的负利率时代，短期来说，象征意义大于实际影响，主要是向外界释放日本经济相对改善，货币政策重回常规状态；中长期来说，低利率或仍是主基调。从而，虽然日本央行退出负利率，但是其仍然保持宽松的货币政策，且短期继续大幅加息的可能性较小。因此，美元指数兑一篮子货币的走势相对较强，进而在3月21日和22日分别上涨0.59%和0.41%，连续走高升破104。

图 11：中美息差



数据来源：wind 国信期货

人行方面。3月21日，国新办举行近期投资、财政、金融有关数据及政策新闻发布会。中国人民银行副行长宣昌能表示，我国货币政策有充足的政策空间和丰富的工具储备，法定存款准备金率仍有下降空间，存款成本下行和主要经济体货币政策转向有利于拓宽利率政策操作的自主性。下阶段，稳健的货币政策将继续灵活适度、精准有效，合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，保持流动性合理充裕，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，持续做好“五篇大文章”，加大力度盘活存量金融资源，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系。在宏观政策取向一致性背景下，稳健的货币政策与积极的财政政策将进一步协同发力，年内降准降息仍然可期。

四、后期展望

综合来说，从1-2月各项经济数据来看，规上工业增加值恢复性增长，国有私营增幅符合预期；社零涨幅相对适中，商品销售不佳、餐饮收入改善；固投略有好转，结构有所分化；基建投资尚未发力，房地产投资仍然不佳，制造业投资有所好转；港澳台企业投资有所恢复，内资企业投资相对适中，外商企业投资表现不佳；民间投资虽然增幅不大，但是已扭转去年5月以来的下滑趋势，转为正增长；固投总体水平



高于去年末，但是仍有改善空间。房地产开工竣工跌幅均较大，商品房销售不佳，房企融资有待进一步增大。

财政政策适度加力逐步显现。2024 年一季度，政府债券发行暂未提速，1-2 月人民币短期贷款和政府债券少增，致使 1-2 月社融增量不佳。二季度，政府债券发行速度有望加速，发挥货币投放渠道功能增强宽货币向宽信用的进一步转变，以政府支出带动投资和消费的进一步改善。

货币政策自主性进一步增强。2024 年一季度，人行超预期降准降息，2 月货币供应有趋势性好转，物价略有改善，后期 MLF 超额续作仍有空间。非美央行货币政策有所转向，瑞士央行降息、日本央行结束负利率，欧洲央行和英国央行降息预期有所增强；美联储最新议息决议相对鸽派，年内降息成大概率事件，降息时点在 6 月和 7 月之间相互胶着。后期，随着美联储降息的兑现，人行货币政策自主性和空间将进一步增强，在宏观政策取向一致性背景下，稳健的货币政策与积极的财政政策将进一步协同发力，年内降准降息仍然可期。

人民币汇率仍将坚持合理均衡。受非美央行货币政策调整影响，美元指数相对走强，人民币汇率有所走贬。综合去年 3 月出口高基数对弱势人民币的要求以及贬值预期对吸引外资的不利影响，预计短期内在岸美元兑人民币或仍将在 7.20 上下波动。中长期来说，美联储降息时点和幅度，将决定人民币汇率挑战 7.0 重要关口。

房地产持续探索新发展模式。1-2 月新建商品房销售面积同比下降 20.5%，拖累房企到位资金，部分头部房企债务问题受关注，房企“白名单”融资规模仍需进一步增大。1-2 月房地产开工和竣工表现均不佳，2024 年内，保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”，或将在房地产市场带来增量投资规模，有利于进一步稳定固投水平。中长期来说，“改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式”将是重点工作。

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。