



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780号

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
期货投资咨询从业证书号 Z0017638
助理研究员：
廖宏斌 期货从业资格号 F3082507
王世霖 期货从业资格号 F03118150
曾奕蓉 期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

研究服务
ADS



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

海外利率震荡不断 中国消费再创新高

摘要

近期公布的美联储会议纪要再次反映当前美联储不愿意在经济数据走弱前开启降息周期，整体内容与公开演讲的美联储官员所释放的鹰派基调相互呼应，市场持续降低上半年降息的预期，同时年内预期降息空间有所缩小。除此之外，最新公布的 PMI 数据显示制造业经济活跃度有所回升，服务业 PMI 虽有所下滑但仍处于扩张区间，整体经济在一季度或将持续展现一定韧性。短期内美债收益率在利率预期上修以及拍卖购买需求不及预期的影响下或持续上涨，欧元在欧洲央行释放鹰派信号以及经济前景改善的情况下或有所维稳，日元在日本央行或于 3 月释放退出宽松政策信号预期的影响下同样得到相应提振，美元受非美国国家货币影响或多于高位震荡。

春节来临，我国经济显示出强劲的复苏动能，旅游过年热度攀升，带动文旅相关行业及消费数据走高。旅游收入、自驾游数据、全社会跨区域人员流动量、票房收入等数据均取得亮眼表现。但需要主要的是，受益于“8+1”超长假期，本次春节较往年来说比较口径有所区别，若单从相同口径来估算实际恢复效果有限。通胀方面，春节错位导致同比大幅下降，并且从核心 CPI 来看内需依旧偏弱，后续仍待复苏。随着地方两会结束，2024 年各地的经济增速预期也显现出来，近六成地区下调了增速目标，预计今年全国经济增速目标或定为 4.85%至 5%。货币政策上，2 月非对称降息，时点未超预期但幅度超预期，体现出央行支持实体经济修复目标非常明确。展望 2024 年，我国经济仍存在不确定性，考虑到当前结构转型仍在进行中，叠加房地产下行周期尚未出现拐点，政策对于地产风险的防范存在必要性，政策持续加码支撑经济仍有必要。

正文目录

一、国外宏观经济回顾展望	3
(一) 美国：经济韧性尚存，利率预期上修.....	3
(二) 欧元区：通胀稳步回落，降息预期后置.....	6
(三) 日本：经济再次降温，宽松政策持续.....	7
(四) 外汇技术分析.....	9
二、国内宏观经济回顾展望	10
(一) 春节来临市场回暖，服务业再度转向扩张	10
(二) 地方两会召开，投资端仍有拖累	11
(三) 春节消费屡创新高，文旅服务最为突出.....	13
(四) 春节需求回暖，生猪低基数提振	14
三、宏观政策要确保同向发力、形成合力	19
(一) 财政政策：适度加力、提质增效	19
(二) 货币政策：灵活适度、精准有效	20
免责声明.....	24

图表目录

图 1 美国经济活跃度回升	4
图 2 美国整体通胀水平下行放缓	4
图 3 美国薪资增速回升	4
图 4 经济数据走强，美股再创新高	5
图 5 美国国债收益率小幅回升	5
图 6 利率预期上调，美元指数得到支撑	6
图 7 欧元区商业活跃度小幅回升	7
图 8 欧元区通胀水平有所反涨	7
图 9 日本整体 PMI 回升	8
图 10 日本 CPI 走弱	8
图 11 日本贸易边际走弱	9
图 12 美元指数走势图	9
图 13 制造业 PMI 季节性好转	11
图 14 制造 PMI 具体分项	11
图 15 非制造业 PMI	11
图 16 各省 GDP 目标及 2023 年 GDP 增速	12
图 16 各省 GDP 目标	13
图 17 核心通胀低位运行	14
图 18 低基数提振猪价降幅收缩	15
图 19 蔬菜季节性表现（中国寿光指数）	15
图 20 红海危机升级或带来负面影响	16
图 21 PPI 持续走低	17
图 22 生活和生产资料价格	17
图 23 生产、生活资料剪刀差	17
图 24 PPI-CPI 剪刀差	18
图 25 公共财政收入同比增速（%）	19
图 26 社会融资规模及其增速	20
图 27 企业债券和未贴现银行承兑汇票拉动明显	20
图 28 信贷的季节性	21
图 29 企业部门新增贷款及其构成	21
图 30 居民部门新增贷款及其构成	22
图 31 实体部门信心仍待提振	22

一、国外宏观经济回顾展望

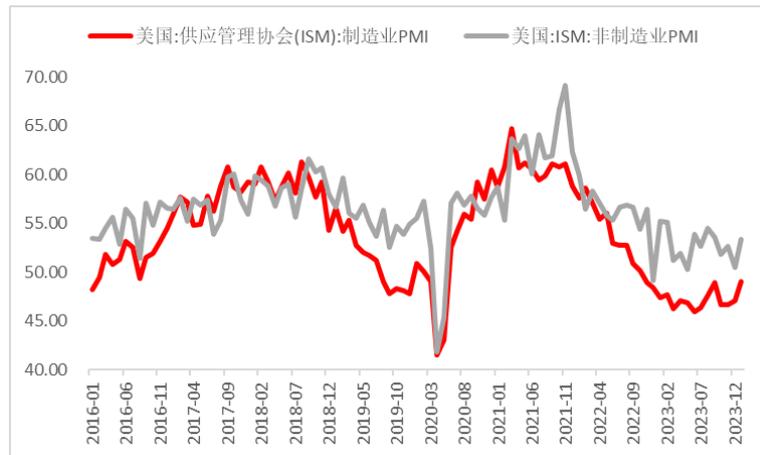
（一）美国：经济韧性尚存，利率预期上修

经济数据回顾：

最新公布的美国 CPI 数据远超市场预期，1 月 CPI 同比上涨 3.1%，虽低于前值的 3.4% 但高于预期的 2.9%；季调后 CPI 环比上涨 0.3%，高于预期及前值的 0.2%；未季调核心 CPI 同比上涨 3.9%，与前值持平并高于预期的 3.7%；核心 CPI 环比上涨 0.4%，高于预期及前值的 0.3%。从细分项来看，1 月核心通胀主要受租金以及医疗保健等分项价格影响保持顽固，其中住房价格季调环比上涨 0.6%，涨幅较前值 0.4% 再次提升。本次 CPI 租金相关分项走势仍保持坚挺，但在实时市场租金指数已显著回落的影响下，后继租金相关分项下滑或只是时间问题。除住房项外，如汽车维修以及个人护理等服务相关价格指数仍保持上涨趋势，在当前劳动力市场尚未显著降温的情况下，仍处于高位的薪资增速或将持续给予相关价格一定支撑，后继劳动力供需缺口缩小仍将成为影响核心通胀价格指数下降的关键因素。

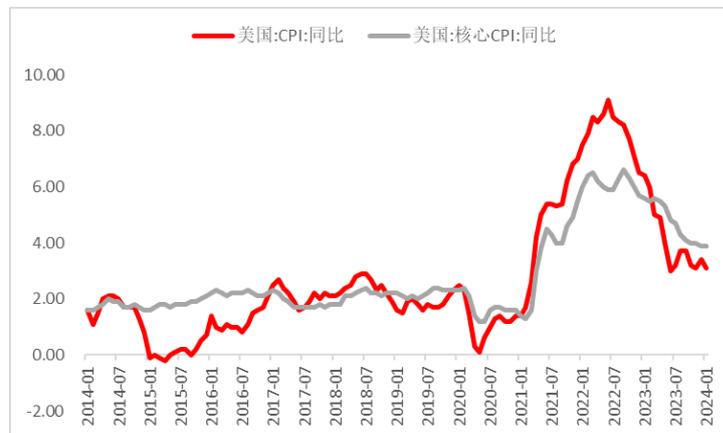
美国 1 月新增非农就业人数录得 35.3 万人，高于预期的 18.5 万人以及前值 33.3 万人。失业率在 1 月录得 3.7%，低于预期的 3.8% 并与前值持平，1 月劳动参与率录得 62.5%，同样较上月维持相同水平，整体劳动力供给回升仍旧受阻。劳动力市场需求方面，12 月 JOLTS 职位空缺数录得 902.6 万人，高于预期的 875 万人并较前值 892.5 万人小幅回升。薪资增速方面，1 月平均时薪同比增速录得 4.5%，高于预期的 4.1% 及前值的 4.3%；薪资增速环比增速录得 0.6%，高于预期的 0.3% 以及前值 0.4%。总的来看，1 月非农就业数据不降反升大超市场预期，体现劳动力缺口仍旧存在的同时也侧面反映出美国需求尚未显著放缓的现状，服务业相关的薪资增速上行或持续给予核心通胀下修一定阻力。

图 1 美国经济活跃度回升



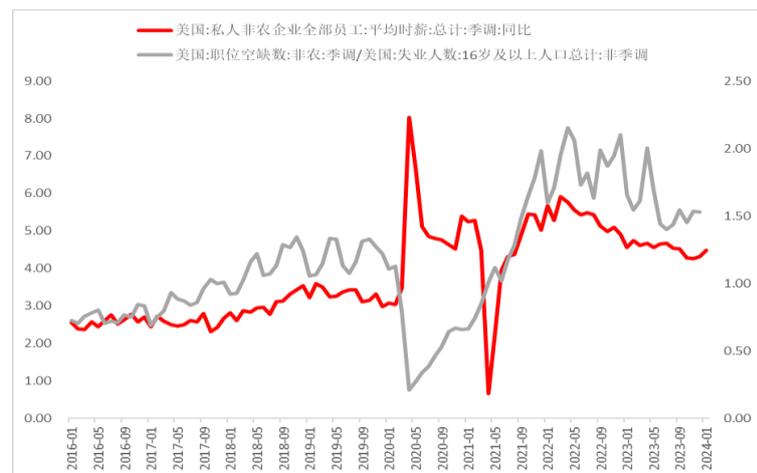
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 2 美国整体通胀水平下行放缓



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

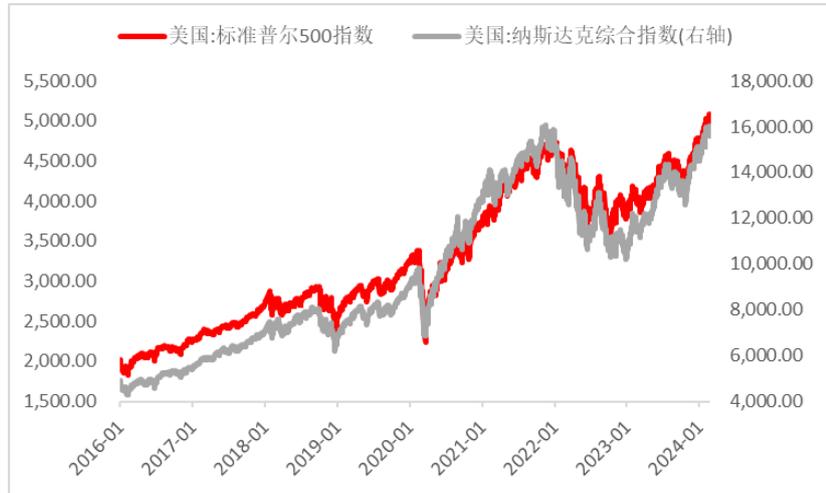
图 3 美国薪资增速回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

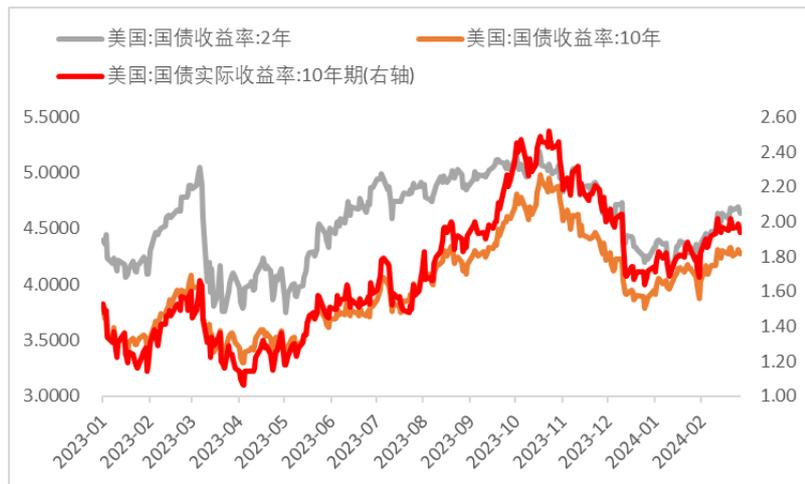
资产走势回顾:

图 4 经济数据走强，美股再创新高



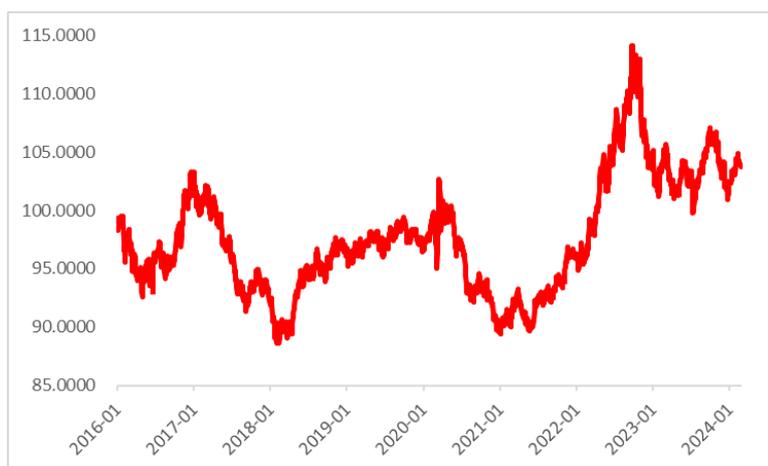
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 5 美国国债收益率小幅回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 6 利率预期上调，美元指数得到支撑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

3 月展望及重点关注事件：

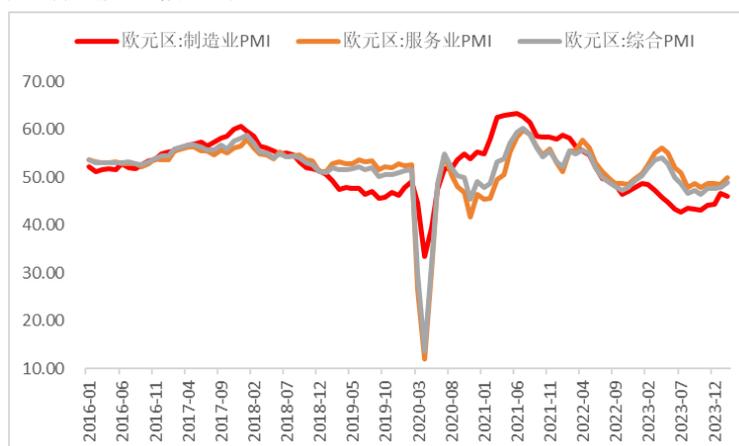
往后看，在美国 1 月各项经济数据大超预期后，市场逐渐意识到前期对美联储上半年降息的预期或许过于乐观，结合多位美联储官员于公开演讲中放鹰的情况下，市场当前普遍押注美联储将于 5 月后开启降息周期，整体利率预期有所上修。短期内美国经济数据或难以显著回落，美联储于 3 月 FOMC 会议或持续释放鹰派信号加以抑制市场情绪，美元指数及美债收益率于 3 月或多于高位震荡。

(二) 欧元区：通胀稳步回落，降息预期后置

经济数据回顾：

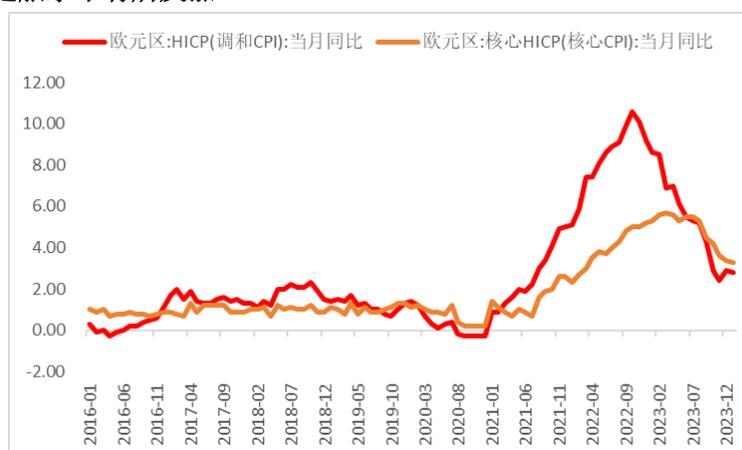
PMI 数据方面，2 月欧元区制造业 PMI 录得 46.1，较前值 46.6 小幅回落；服务业 PMI 录得 50，较前值 48.4 有所上涨并重回扩张区间，综合 PMI 则录得 48.9。本月 PMI 数据涨跌不一，但整体经济活跃度在服务业回暖的状态下维持回升趋势。通胀方面，欧元区 1 月调和 CPI 同比上涨 2.8%，较前值 2.9% 小幅回落。1 月核心调和 CPI 录得 3.3%，较前值 3.4% 小幅回落。本月通胀水平在能源及食品价格等分项企稳的状况下并未显著回升，然而在服务业相关产业重回扩张区间的情况下，服务业需求上升在未来或持续给予核心通胀一定支撑。

图 7 欧元区商业活跃度小幅回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 8 欧元区通胀水平有所反涨



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

3 月展望及重点关注事件:

当前欧元区通胀显著回落, 同时能源价格并未发生明显波动, 欧元区经济前景得到显著改善。与此同时, 欧洲央行行长于近期发言中明确向市场表示年内或延长高利率周期以确保通胀水平回落至正常区间, 整体欧洲利率预期升高缩小了欧美利差水平, 欧元在未来或持续得到利率以及经济预期所带来的提振。

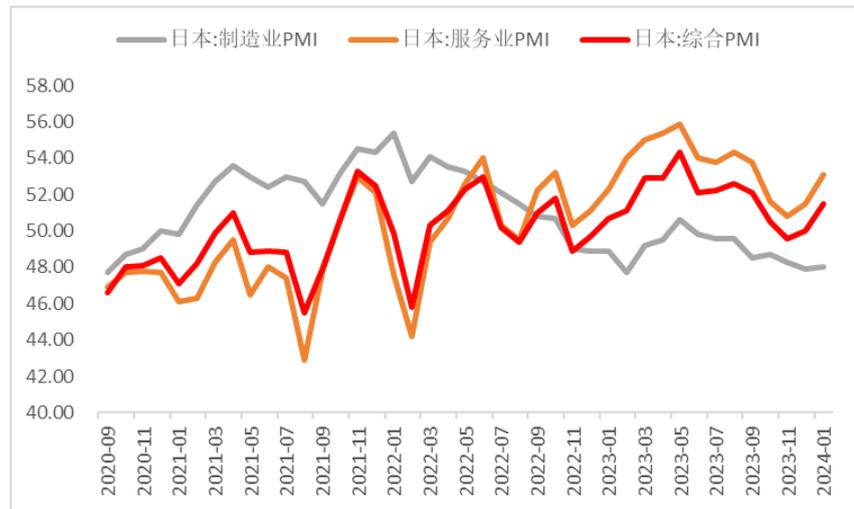
(三) 日本: 经济再次降温, 宽松政策持续

经济数据回顾:

日本 1 月制造业 PMI 录得 48, 较前值 47.9 小幅回升; 服务业 PMI 指数录得 53.1, 显著高于前值 51.5, 而综合 PMI 则在服务业经济活跃度上升的影响下录得 51.5, 保持在扩张

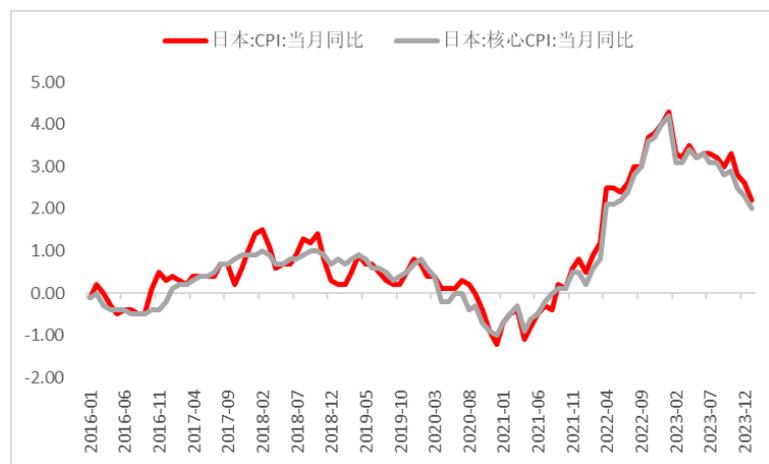
区间的同时高于前值的 50。通胀数据方面，日本 CPI 及核心 CPI 同比增幅在 1 月分别录得 2.2%及 2.0%，较前值 2.6%及 2.3%皆有所回落，整体通胀水平再次下降。日本 12 月商品贸易差额录得-1760 亿日元，较前值的逆差 688 亿日元显著下降，贸易边际走弱使日元相对承压。

图 9 日本整体 PMI 回升



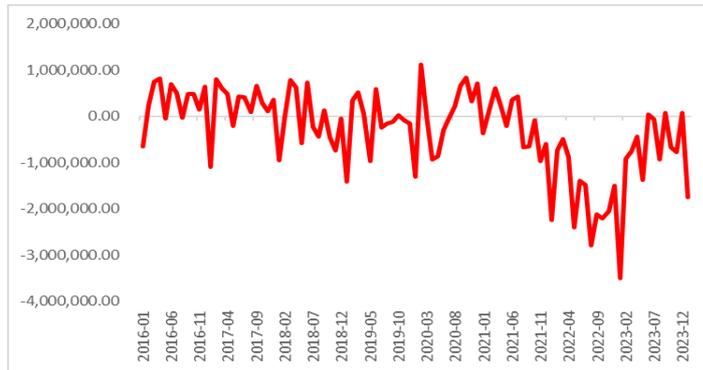
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 10 日本 CPI 走弱



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 日本贸易边际走弱



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

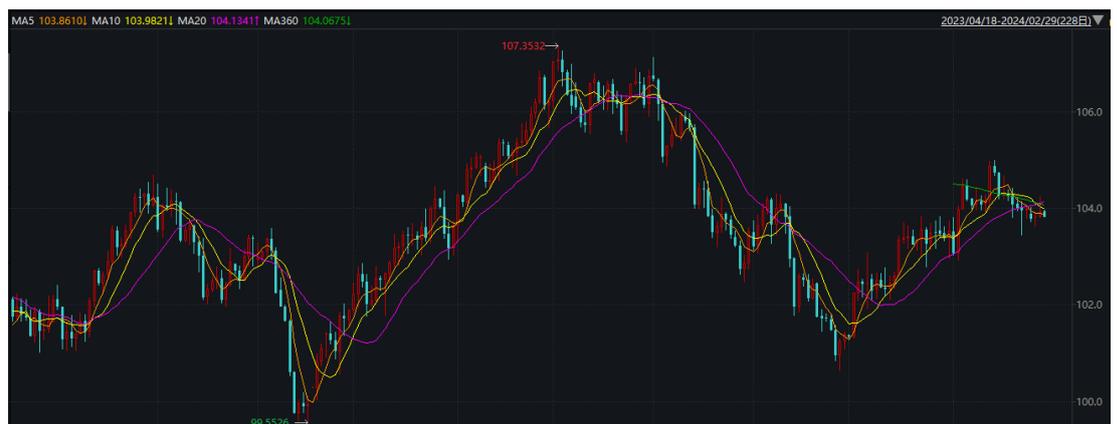
3 月展望及重点关注事件：

在日本经济数据持续走弱且 4 季度 GDP 不及预期的状况下市场再次推迟对年内日本央行退出宽松货币政策的时间节点预期。然而即便如此，当前 CPI 水平已维持于 2% 水平线之上将近 2 年，3 月日本央行会议上央行行长或释放相关政策转向信号，短期内日元或将得到一定提振。

（四）外汇技术分析

美元指数：近期美国经济数据均超出市场预期，前期抢跑的降息预期逐渐得到修复，整体预期利率曲线回升。叠加最新公布的美国财政部国债拍卖数据显示国债需求不及预期，短期内国债收益率或持续上升，后继美元指数或得到利率预期支撑于高位震荡。

图 12 美元指数走势图



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

二、国内宏观经济回顾展望

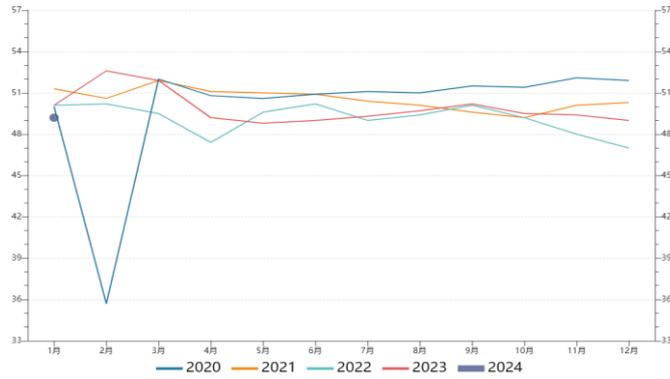
（一）春节来临市场回暖，服务业再度转向扩张

受春节假期临近提振需求影响，1月制造业景气小幅回升但仍位于收缩区间。具体从供给端看，1月制造业PMI生产指数较上月回升1.1个百分点至51.3，主要受春节假期来临企业赶工所提振。分行业看，结构分化显著：节前囤货、送礼需求增加，推动食品及酒饮料精制茶、造纸印刷等行业生产指数大幅上涨；而流感传播则带动医药行业生产迅速上涨。从需求端看，新订单指数较上月小幅上升。其中，新出口订单回升1.4个百分点至47.2，反映出外需改善是本月PMI好转的主要原因，或与外企节后复工有关。总的来看，制造业小幅好转但依旧偏弱，需求端在节假日的影响下小幅改善，但压力尚存，制造业持续恢复基础仍需进一步巩固。

非制造业PMI较上月回升0.3个百分点，延续前期复苏态势且始终落于扩张区间。伴随节假日来临，居民出行需求回暖带动服务业PMI重回扩张区间。1月服务业PMI录得50.1，较上月回升0.8个百分点。其中，零售、道路运输、航空运输、餐饮等行业商务活动指数升至扩张区间，铁路运输、邮政行业景气度落于60以上高位景气区间，业务总量增长较快。**受建筑工人返乡叠加冬季气温下降影响，建筑业进入施工淡季。**1月建筑业PMI较前月下降3.0个百分点至53.9，景气有所回落。此外，建筑业仍受房地产拖累，房地产销售、开工、投资同比等多项指标进一步下行，市场依未有明显好转。

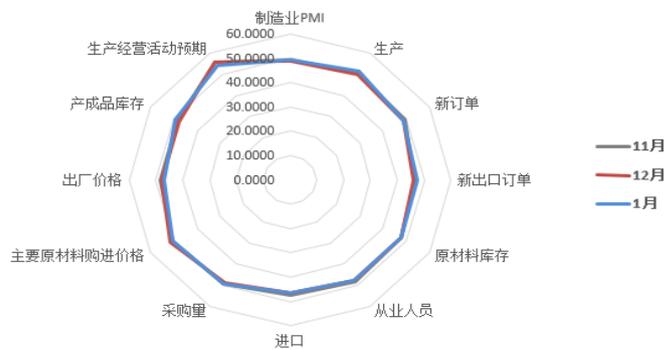
企业正处于主动去库存转向被动去库存的拐点上。受到经济复苏斜率放缓以及内外需偏弱因素的制约，供给侧改善幅度偏弱，但释放了积极信号，供需两端已有企稳趋势，企业去库存周期或逐步进入尾声。随着国内需求改善，二三季度有望逐步进入补库存阶段，加上多项产业政策频频发力，有望提振新一年制造业景气水平。但需要注意的是，2月份受春节影响工作时长少于平时，制造业景气水平或季节性回落。

图 13 制造业 PMI 季节性好转



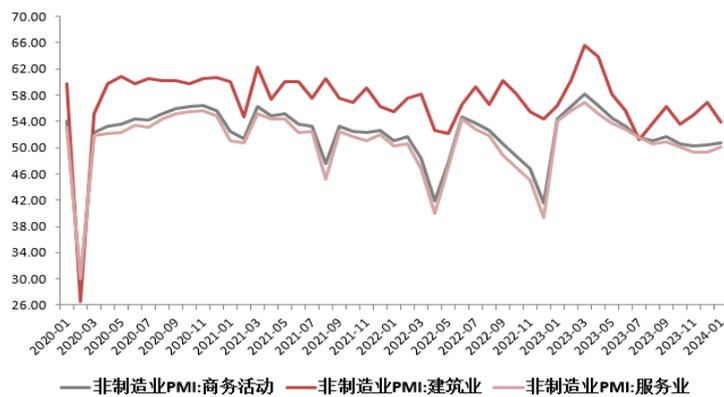
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 14 制造 PMI 具体分项



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 15 非制造业 PMI



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 地方两会召开, 投资端仍有拖累

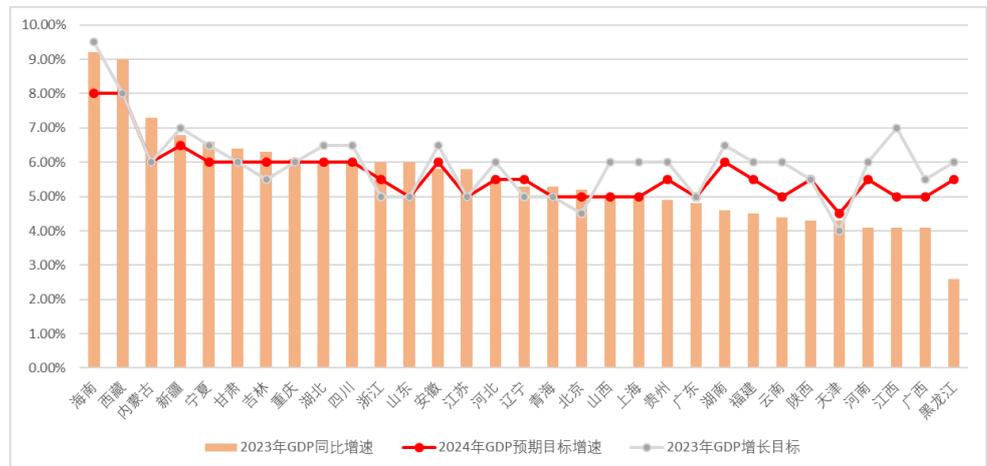
随着地方两会结束, 2024 年各地的经济增速预期也显现出来, 各省市加权 GDP 增速目

标约为 5.35%，近六成地区下调了增速目标。按照往年规律来看，全国经济增速目标通常略低于地方 0.5 个百分点左右，预计今年全国经济增速目标或定为 4.85%至 5%。

投资端来看，2024 年各省固定资产投资目标增速加权平均为 5.7%，高风险省份增速目标降幅较大，经济大省的目标亦相对谨慎。房地产投资市场未有明显好转，多数指标持续转弱，仍是投资端的首要拖累。此外，固定资产投资目标增速下滑的原因或是 23 年以来化债政策不断趋严，基建增速受地方城投平台融资明显受制有关。2024 年，考虑到会议定调对防风险政策偏移，中央或继续强化地方政府融资平台债务融资管控，严禁违规为地方政府变相举债等举措。

2024 年各省消费目标均值为 6.1%，在高基数下仍保持较高水平。从各大省份工作报告中看，文旅休闲、数字消费、绿色消费、汽车和消费电子是各地促消费的主要方向。预计 2024 年消费复苏有望实现从服务到耐用品、大件商品等领域的扩散，消费内生动能较去年稳步改善。

图 16 各省 GDP 目标及 2023 年 GDP 增速



资料来源：各省经济工作报告，Wind，瑞达期货研究所

图 17 各省 GDP 目标

2023年经济增速排名	省份	2024年GDP预期目标增速	2023年GDP同比增速	2023年GDP增长目标
1	海南	8.00%	9.20%	9.50%
2	西藏	8.00%	9.00%	8.00%
3	内蒙古	6.00%	7.30%	6.00%
4	新疆	6.50%	6.80%	7.00%
5	宁夏	6.00%	6.60%	6.50%
6	甘肃	6.00%	6.40%	6.00%
7	吉林	6.00%	6.30%	5.50%
8	重庆	6.00%	6.10%	6.00%
9	湖北	6.00%	6.00%	6.50%
10	四川	6.00%	6.00%	6.50%
11	浙江	5.50%	6.00%	5.00%
12	山东	5.00%	6.00%	5.00%
13	安徽	6.00%	5.80%	6.50%
14	江苏	5.00%	5.80%	5.00%
15	河北	5.50%	5.50%	6.00%
16	辽宁	5.50%	5.30%	5.00%
17	青海	5.00%	5.30%	5.00%
18	北京	5.00%	5.20%	4.50%
19	山西	5.00%	5.00%	6.00%
20	上海	5.00%	5.00%	6.00%
21	贵州	5.50%	4.90%	6.00%
22	广东	5.00%	4.80%	5.00%
23	湖南	6.00%	4.60%	6.50%
24	福建	5.50%	4.50%	6.00%
25	云南	5.00%	4.40%	6.00%
26	陕西	5.50%	4.30%	5.50%
27	天津	4.50%	4.30%	4.00%
28	河南	5.50%	4.10%	6.00%
29	江西	5.00%	4.10%	7.00%
30	广西	5.00%	4.10%	5.50%
31	黑龙江	5.50%	2.60%	6.00%

资料来源：各省经济工作报告，Wind，瑞达期货研究所

（三）春节消费屡创新高，文旅服务最为突出

2024年春节，我国经济显示出强劲的复苏动能。旅游过年热度攀升，带动文旅相关行业及消费数据走高。具体可总结为三个要点：1. 多个省市旅游收入、旅游人次、人均旅游支出，超过去年及2019年，自驾游数据创历史新高；2. 跨境游继续修复，出入境人数、部分平台成交数据接近2019年同期。春节期间全社会跨区域人员流动量创历史新高。3. 文旅相关服务消费表现好，如餐饮、住宿、旅游、零售、影视娱乐等网联银联支付增速均超过20%。并且电影票房从结构上延续市场下沉趋势，三四线电影票房占比持续四年提升，居民

需求得到释放。

具体来看，经文旅部测算，春节假期全国国内旅游出游 4.74 亿人次，同比增长 34.3%，较 2019 年同期增长 19.0%；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。旅游过年成为今年春节的一个新趋势，居民出行热情高涨，旅游收入超疫前水平，且受益于“免签朋友圈”持续扩容，跨境游、出入境游热度高涨。全国电影票房为 80.16 亿元，超过 2021 年春节档的 78.4 亿元，创历史春节档票房新高。此外，国家税务总局增值税发票数据显示，今年春节假期全国服务消费相关行业日均销售收入同比增长 52.3%，旅游、住宿、餐饮服务消费快速增长，文化体育服务消费热度上升。

但需要注意的是，受益于“8+1”超长假期，本次春节较往年来说比较口径有所区别，若单从相同口径来估算实际恢复效果有限。就旅游人次、票房来看低于 2021 和 2023 年同期水平，有望进一步修复。

（四）春节需求回暖，生猪低基数提振

1 月 CPI 同比-0.8%，低于市场预期的-0.5%，主要受到春节错位的较大影响。猪周期和国际油价的拖累虽是主因，但从核心 CPI 来看，1 月仅录得 0.4%，自去年以来水平始终较低，表明国内消费需求整体偏弱。

图 18 核心通胀低位运行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

春节错位叠加去年同期疫情防控转段后消费需求增加，导致今年 1 月同比大幅回落。食品价格由上月下降 3.7% 扩大至 5.9%，鲜菜和鲜果价格分别下降 12.7% 和 9.1%。但

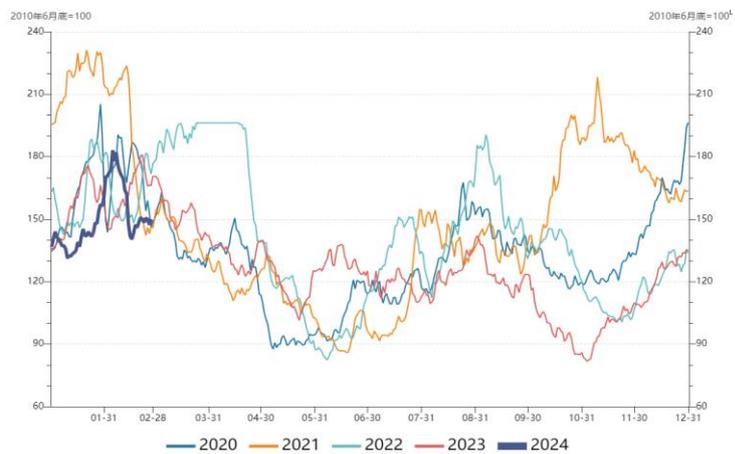
可以看到，生猪降幅受低基数影响而继续收窄 8.8 个百分点，持续好转。目前生猪市场消费动力不强，同时从政策面的预期上面来看，表现较为悲观，尚不具备大幅上涨的基础，预计后续生猪价格震荡的概率较大。其余食品项中，雨雪寒潮天气影响鲜活农产品生产储运，加之春节临近消费需求增加等因素影响，虾蟹类、鲜菜价格环比分别上涨 9.3%、3.8%。接下来果蔬类食品价格或受春节带动需求进一步回升，环比持续回暖。

图 19 低基数提振猪价降幅收缩



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 20 蔬菜季节性表现（中国寿光指数）

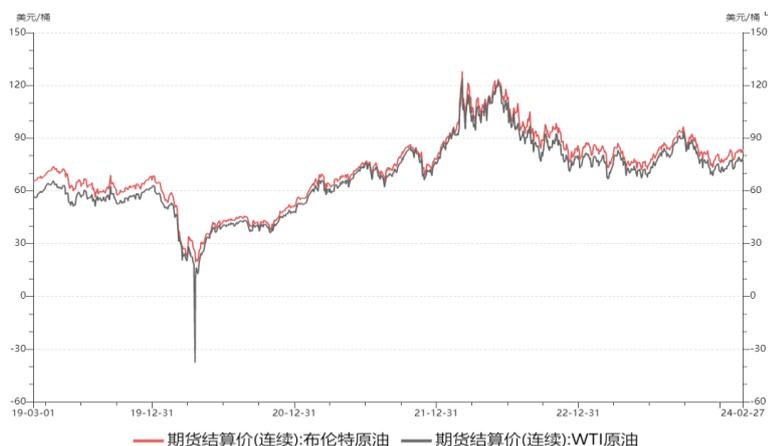


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

春节需求提前释放，非食品价格同比上涨 0.1%。其中，受国际油价持续下行影响，国内汽油价格下降 1%；受节前务工人员返乡及服务需求增加影响，交通、文旅服务业价格回暖。总的来看，受寒潮天气及节前消费需求增加等因素影响，CPI 环比继续回暖，但在春节错位的影响下同比迅速回落。而核心 CPI 依旧低位运行，反映出内需不足的问题仍存

在，后续或低位企稳一段时间。地缘冲突持续发酵，对全球经济带来的负面影响何时褪去仍是未知数，目前来看此轮冲突对全球石油市场的冲击目前较为有限，但若红海危机进一步升级，油价前景受到挑战。但最为关键的中长期因素仍是未来全球石油供需基本面的变化。

图 21 红海危机升级或带来负面影响



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

国际油价回落、内需不足，PPI 环比延续走低。1 月 PPI 同比降幅收窄 0.2 个百分点，但环比下降 0.2%，连续三个月负增长。国际原油价格下跌以及国内部分工业品需求不足均为 1 月 PPI 偏弱运行的主要拖累。一方面，当前全球主要经济体普遍较为低迷，市场对原油需求预期降低，原油价格环比下行带动国内石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格下降。另一方面，国内大部分工业品价格下跌，例如有色金属、金属制品、计算机、通信和其他电子设备制造业、农副食品加工和纺织业等。结合经济先行指标来看，1 月份 PMI 整体边际回落，连续四个月在荣枯线以下。订单回落速度大于生产，且降幅强于季节性。

往后看，随着我国万亿国债的发行，扩基建、稳内需政策发力，与基建相关的原材料大宗商品需求侧的增长或将会带动工业品价格上行。同时，国内生产逐步恢复，煤炭价格或呈季节性上升趋势，且基数效应趋弱，预计后续 PPI 同比或将趋稳并且有望筑底回升，但需要注意的是海外扰动因素较多且需求下滑，年底内增速回正的难度或较大。

图 22 PPI 持续走低



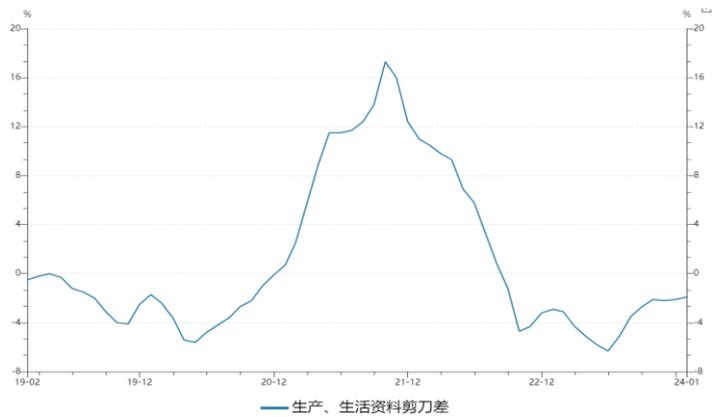
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 23 生活和生产资料价格



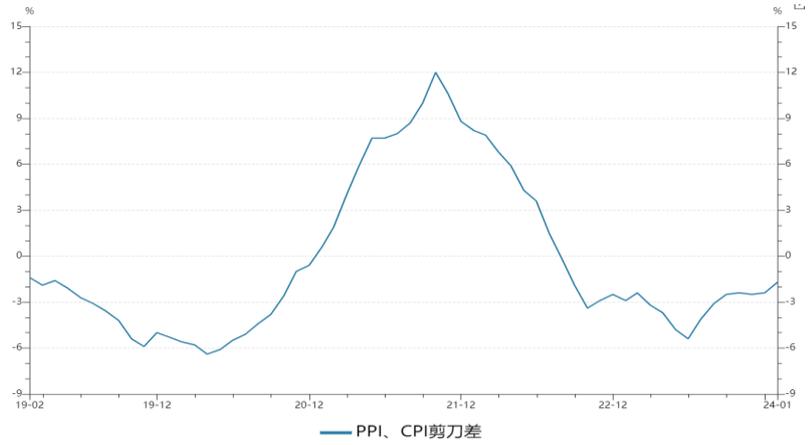
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 24 生产、生活资料负剪刀差



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 25 PPI-CPI 剪刀差



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

三、宏观政策要确保同向发力、形成合力

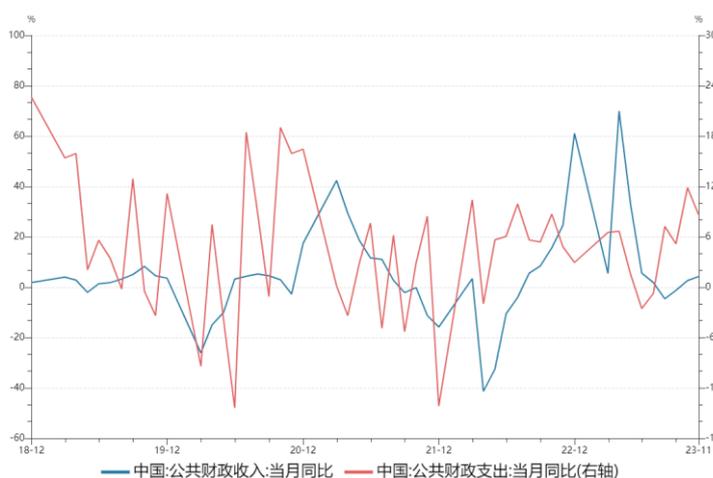
(一) 财政政策：适度加力、提质增效

财政政策逐步发力，经济实力持续好转。消费税延续上行，或表明目前居民端消费意愿持续改善，但从个人所得税看来，需求端仍需相关政策助力，总体回升趋势缓慢。从支出端来看，仍有提升空间，预计财政支出将特定领域重点发力。在“保基本民生、保工资、保运转”的三重压力下，保持较大规模的民生类支出有较强必要性。

此前中央经济工作会议对于 2024 年财政政策的定调是，要“适度加力、提质增效”，重点涉及“用好财政政策空间”、“优化财政支出结构”、“合理扩大政府专项债券用作资本金范围”、“增强财政可持续性”等内容。在此基础上，2024 年财政赤字或维持在相对较高水平。其次，在房地产行业拖累之下，我国财政收支矛盾仍较严峻，优化支出结构，提高资金效益和政策效果，才能使财政空间发挥作用。

目前来看，我国财政政策呈边际宽松态势，提振经济增长，财政赤字进一步加速扩张，或表明稳增长政策的效果有所显现，但仍需观察财政扩张的持续性。可以看到，财政将在本阶段稳增长中发挥主导作用。随着特殊再融资债置换化债发行以及特别国债的落地，后续财政支出和赤字率使用或有较大加速空间。

图 26 公共财政收入同比增速 (%)



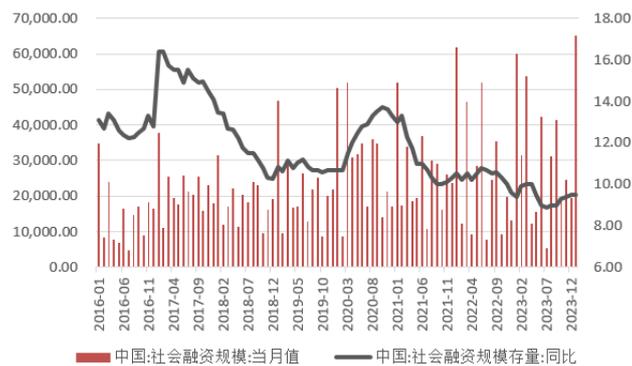
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(二) 货币政策：灵活适度、精准有效

1月新增社融超预期，且强于季节性，企业债券和未贴现银行承兑汇票为主要贡献项。

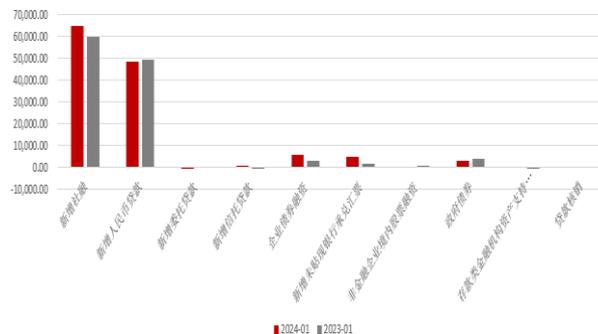
1月新增社融6.5万亿元，高于市场预期的均值(6.0万亿元)，同比多增5061亿元，同比增速与上月持平为9.5%。同时，单月社融规模创下2002年以来新高，且高于过去六年同期的均值水平5.04万亿元。从分项来看，新增未贴现银行承兑汇票和企业债券同比多增，人民币贷款、政府债券、股票融资同比少增。1月新增未贴现银行承兑汇票5635亿元，同比多增2672亿元；企业债券新增4835亿元，同比多增3282亿元，或主要由于1月信用债收益率大幅下降，企业融资需求上升。新增政府债券规模支撑作用减弱，政府债融资新增2947亿元，同比少增1193亿元，相较于去年同期，在增发国债影响下，今年1月份地方债发行节奏偏慢。

图 27 社会融资规模及其增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 28 企业债券和未贴现银行承兑汇票拉动明显

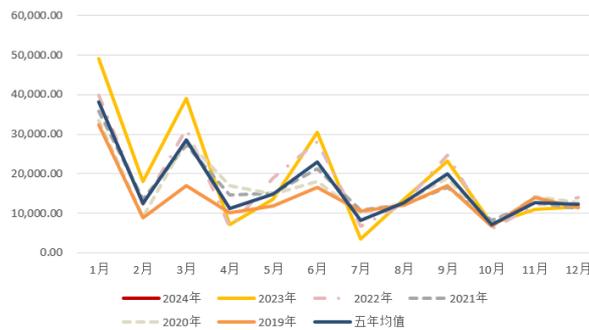


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

高基数效应下，1月新增信贷绝对水平不低，居民部门总量和结构均有所改善。1月新

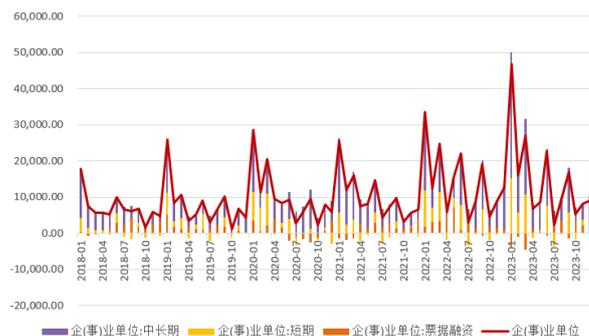
增人民币贷款 4.92 万亿元，与 2023 年 1 月份新增规模相当，但远高于 2019-2021 年同期水平。分部门来看，居民部门贷款新增 9801 亿元，同比增加 7229 亿元。其中，短贷新增 3528 亿元，春节假期消费需求相对强劲，带动居民短贷表现偏强。同时，中长贷新增 6272 亿元，同比及环比分别多增 4041 亿元和 4810 亿元，但数据显示商品房销售仍较低迷，因此其居民端信贷增长的持续性仍需要进一步观察。企业部门方面，整体增长仍偏弱，企业部门贷款新增 3.86 万亿元，同比减少 8200 亿元，企业中长贷、短贷、票据同比分别少增 1900 亿元、少增 500 亿元、多减 5606 亿元，或也反映出企业部门预期尚未明显回暖。考虑到 1 月 PMI 及通胀数据显示经济动能依然偏弱，社融和信贷景气度的持续性还需关注 2-3 月金融数据来整体判断。

图 29 信贷的季节性



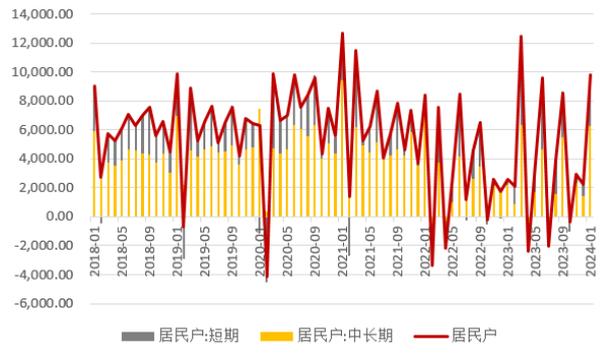
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 30 企业部门新增贷款及其构成



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 31 居民部门新增贷款及其构成



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

春节错位效应推动 M1 同比超预期回升，M1-M2 剪刀差边际快速收窄，“社融-M2”同比增速差由负转正。1 月 M1 同比增长 5.9%，较上月大幅上升 4.6 个百分点；M2 同比增长 8.7%，较上月回落 1 个百分点。M2 同比稳中有降而 M1 显著走高，带动 M1-M2 剪刀差快速收敛 5.6 个百分点至-2.8%。对于 M1 增速的明显抬升，主要或是由于年初的春节效应影响较大，春节当月存款更多向居民部门的活期存款转化，从而较大程度影响流通中的现金。且由于去年春节比今年较早，2023 年 1 月基数相对偏低，导致今年 1 月受春节影响较大。同时，万亿增发国债资金落地至项目，以及央行在四季度通过 PSL 对城中村改造等发放低息贷款，对 M1 增速也有一定支撑，或表明资金活化程度在本月有明显的提升，后续需继续观察 2 月份的数据来判断可持续性。

图 32 实体部门信心仍待提振



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

2 月非对称降息，时点未超预期但幅度超预期。其中 1 年期 LPR 保持不变，5 年期以上大幅下降 25 个基点，是 5 年期以上 LPR 的单次历史最大降幅。从时点上来看，尽管作为定价基础的 MLF 利率本月未进行调整，但 MLF 利率与 LPR 调整节奏并非完全一致。2 月 19 日，

央行主管的《金融时报》发文表示，“未来宜进一步淡化 LPR 与 MLF 利率之间的关系，较之于 MLF 利率，实体经济主体的融资成本能否下降对于经济增长的作用更为重要”。当前经济回升动能偏缓仍是 LPR 下调的核心驱动力。同时，银行资金成本也是决定 LPR 能否调降的重要因素。去年四季度以来，资金面整体维持紧平衡，银行资金成本的上升对报价行下调 LPR 报价加点的动力形成约束。考虑到外部因素，2023 年下半年汇率市场波动较大，央行在价格上的操作较为审慎，使得人民币汇率保持区间稳定。而 2024 年美联储降息预期正式开启，人民币汇率压力明显减弱，汇率因素或对国内的货币政策宽松空间不再形成掣肘。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。