

# 上银基金一周早知道 | 近期重要数据如何解读？

## 主讲人介绍



纪晓天

上银基金权益投研部研究员

普渡大学学士，哥伦比亚大学硕士。擅长产业趋势研究，把握产业前沿动态，目前主要研究方向为医疗器械、消费医疗、美护。于 2020 年 6 月加入上银基金。

## 市场概况

上周（2.19-2.23），沪指累计涨 4.85%，深成指涨 2.82%，创业板指涨 1.81%。龙年首周 A 股市场实现“开门红”，市场情绪快速回暖，沪指八连阳收复 3000 点，北上资金继续大幅净买入近 107 亿元，连续 4 周净买入。受节中海外 AI 进展催化，上周 TMT 相关板块表现出色，社服板块也受春节消费数据拉动，红利资产也延续了此前的强力表现。

## 重点关注

### 1、LPR 调降解读

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2024年2月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.45%，与前值持平；5年期以上LPR为3.95%，较前值下调25个基点。

本次LPR贷款利率调降操作有两点超预期：第一，5年期LPR调降超预期。市场预期本次调降15BP，但从结果来看，央行直接大幅度调降25BP，显著超出市场预期。从2019年来历次的LPR调降幅度来看，幅度都没有超过15BP，其中调降5BP、10BP和15BP分别为3次、2次、2次。第二，非对称调降程度超预期。本次调降1年期利率按兵不动，5年期和1年期的息差降至0.5个百分点，为历史最低。从两个利率的降息幅度差异来看，本次降息也是非对称调降程度最大的一次，过去历次降息操作中，5年期与1年期的调降差不超过15BP，本次则达到25BP。

虽然5年期LPR调降25BP，似乎力度很大，但是从2023年以来的累计降幅来看，对标1年期LPR，本次降息仍算温和。最近2023年8月的降息操作中，1年期LPR调降10BP，5年期的LPR按兵不动，相当于为本次降息留下了10BP的操作空间。考虑补降因素，本次降息幅度可以视为15BP，也没有超出历史单次操作的上限。

5年期LPR调降直接降低中长期信贷成本，有助于改善企业和居民的信贷需求，但具体效果还需要观察。对企业而言，企业融资意愿从资金成本角度，更多需要观察实际利率，虽然名义利率调降幅度较大，但在过去一年中，PPI持续为负，企业面临较大的通缩压力，当前5年期LPR调降后，实际利率有小幅下行，但仍在较高位置，企业投资压力改善程度不大。对于居民而言，年内主要利好新增房贷需求，但在地产行情仍在探底的背景下，房地产市场的流动性和居民的预期仍难改善，LPR调降的提振作用或较为有限。对存量房贷而言，LPR的影响需要到明年才能显现。

从宏观经济形势和前期存款利率调降来看，货币政策逆周期调降的空间仍有，必要性在增强，力度也需要加码。从1月的PMI数据来看，当前宏观经济仍面临有效需求不足的矛盾，就业压力仍然存在，通胀数据也显示物价通缩压力仍在，企业和居民面临的实际利率仍在高位，因此货币政策逆周期调控的力度仍需增强。近期四季度的货币政策执行报告对于货币政策的目标表述中也进行了调整，总量

的目标从与“名义经济增速基本匹配”到“同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。这一表述的变化，也说明货币政策目标将在改善预期和通缩压力上继续发力。

目前市场部分人士认为今年仍有降息空间，但从掣肘央行降息的因素来看，首要的还是欧美国国家货币政策。当前美国经济仍然韧性较强，美联储货币政策保持谨慎，但从全年来看，美联储降息是大概率事件，美国通胀的下行对后续降息时点有一定影响。

## 2、春节消费数据点评

春节出行热度持续，整体略超预期。（1）春节出行热度持续。经文化和旅游部数据中心测算，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。（2）从出行方式来看，据交通运输部，春节假期累计发送旅客22.93亿人次，同比2023年/2019年增长21.0%/27.9%。其中，铁路/公路/水路/民航分别发送旅客9946/216655万/941万/1799万人次，同比2023年增长42.3%/19.8%/54.5%/55.6%，同比2019年增长24.4%/28.8%/-35.1%/18.7%。

“返乡+出游”成新趋势，南北互跨、出境游热度持续，小机场游、自驾游亮点频出。（1）“返乡+出游”：由于今年春节假期较长，较多消费者选择“返乡+出游”方式过节。某旅游平台数据显示，春节假期中不仅没有出现出行低谷，从单日出行量看，选择正月初二坐飞机出游的人比腊月二十九返乡的人还要多，同时，七成游客选择在正月初二集中出发，与家人一同开始旅游。（2）南北互跨：南北互跨出行趋势自元旦起凸显，春节假期热度持续。龙头旅行平台App统计数据显示，春节假期飞往广东、海南、福建等南方地区温暖过年的“避寒游”，以及飞往黑龙江、吉林、河北等北方地区的“过雪年”最为火爆，预订量同比增长105%。（3）出境游：元旦假期出入境人数恢复至2019年同期水平，春节假期出入境游订单均超2019年同期。据龙头旅行平台App统计，较2019年，出境游用车订单增长53%，境外景区门票订单量增长超130%，“新马泰”旅游订单合

计增长超 3 成；入境游订单增长 48%，入境游景区门票增长超 10 倍。（4）小机场游：小机场，是指位于三线及以下城市，除去丽江、大理等旅游城市之外的机场，全国共有小机场 186 个。随着大众旅游进入平民化、个性化时代，小机场所在地因交通、旅游设施的完善，成为春节旅游的黑马目的地。数据显示，春节假期以小机场为目的地的机票预订量同比增长近 2 倍，带动所在城市景区预订量同比增长 1.8 倍。（5）自驾游：交通运输部数据预测，2024 年春运 40 天内约有 90 亿人次出游，其中约 80%都是自驾出行，自驾游将创历史新高。

本地消费市场迎“开门红”，黄金珠宝热销。（1）餐饮方面，据美团、大众点评，春节假期前五天，全国多人堂食套餐订单量较去年增长 161%，异地消费者贡献的订单量增长 186%，上海堂食订单量同比增长近 150%。（2）票房方面，据国家电影局，春节假期全国电影票房为 80.16 亿元，观影人次为 1.63 亿，分别同比增长 18.47%/26.36%，均创造同档期新纪录。（3）零售方面，据汇客云，春节期间全国购物中心场均日客流 2.21 万人次，同比增长 24%。

2023 年旅游强复苏，2024 年有望势头延续。（1）2023 年，据文化和旅游部，国内出游人次 48.91 亿/同比+93.3%，出游总花费 4.91 万亿元/同比+140.3%。（2）2024 年，元旦、春节假期数据略超预期，伴随出境游、小机场游等新亮点频出、热度持续，2024 年旅游市场有望走向繁荣。据中国旅游研究院预测，2024 年国内出游人次/出境旅游人次分别为 60 亿/1.3 亿，同比+22.7%/+49.4%，国内旅游收入实现 6 万亿元，同比+22.2%。

### 3、1 月制造业 PMI 超季节性回升

1 月 PMI 数据出现超季节性回升。出口大幅回暖，在扩需求政策发力、假期消费和春节消费预期的带动下，国内制造业和服务业需求也出现改善。需求端的回暖进一步带动了制造业企业增多生产。不过，制造业价格仍然承压；地产低迷和基建偏慢导致建筑业景气度也出现超季节性回落；小型企业景气度偏低经济修复不均衡特征延续。

从基本面来看，数据有边际改善，经济平稳修复。但从市场表现来看，债市开盘大涨，股市景气度在开盘冲高后回落，市场调整还是与投资者情绪低迷、风险偏

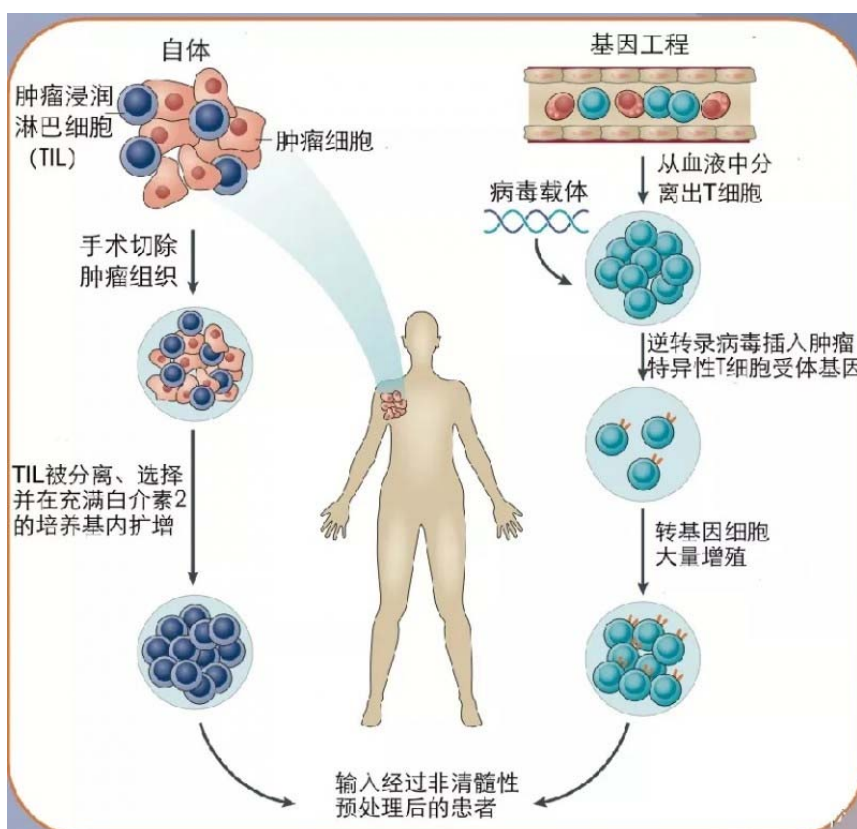
好偏弱有关。后续的关键是需要强有力的逆周期调节措施落地以打破预期的负循环。

地产方面，需求端、融资端均出台了更多稳增长措施，政策的落地有望打开行业修复空间。比如苏州、上海等地进一步放开了限购，再比如南宁、重庆等地已梳理出部分房地产项目“白名单”并推送至银行，此外，国新办新闻发布会强调要求“三大工程”尽快形成实物工作量。

固投方面，化债背景下部分省份 2024 年固投目标增速较 2023 年下调，不过大部分省份在加大产业投资力度、建设现代化产业体系方面着墨较多，随着政策对制造业支持力度的增加，制造业投资有望担负起更多带动扩大国内需求的任务。

### 每周一图：TIL 疗法的相关进展

TIL 疗法流程



资料来源：Bing

细胞免疫疗法全称为过继性免疫细胞疗法（adoptive cellular immunotherapy, ACI 或 AIT）是指向肿瘤患者传输具有抗肿瘤活性的免疫细胞（特异性和非特异性的），直接杀伤肿瘤或激发机体的免疫应答杀伤肿瘤细胞。近年来，免疫细胞疗法无疑是癌症治疗领域最热门的方向之一。无论是已经展现惊人疗效、获批上市的 CAR-T 疗法，还是在实体瘤领域颇有潜力的 NK 细胞疗法，都吸引了不少公司投入研发。国内外目前产生肿瘤特异性 T 细胞的主要三个关键技术：TIL 细胞免疫疗法、TCR-T 细胞免疫疗法、CAR-T 细胞免疫疗法。其中 CAR-T、TCR-T 这两种细胞免疫治疗方法目前应用最广。而 TIL 等技术还有待成熟，有待进一步完善。据 Nature 相关统计，截至 2022 年 4 月 5 日，全球肿瘤免疫治疗管线中有 2756 种细胞治疗药物，其中 CAR-T 疗法占比 50% 以上，管线数量位居前列的其他几种免疫细胞疗法分别是 TCR-T、NK 以及 TIL 疗法。

一直以来，CAR-T 在这一领域独占鳌头，这种疗法通过对 T 细胞进行基因改造，导入能编码识别肿瘤特异性抗原的受体基因实现精准地靶向杀伤。然而，CAR-T 细胞获取难度较大，需要均一、高质量的细胞产品来保障疗效，同时还面临着副作用、毒性、T 细胞耗竭和恶性肿瘤微环境（TME）等挑战，此外，自体 CAR-T 疗法所需的制备时间长、成本高，异体 CAR-T 则需要解决免疫排斥反应。此外，CAR-T 对白血病和 B 细胞淋巴瘤的效果好，对实体瘤的效果不尽如意，主要是缺少理想的靶标。理想的目标抗原是仅在肿瘤细胞表面表达的肿瘤特异性抗原。不幸的是肿瘤表达的大多数抗原不具备肿瘤特异，因此大多数的 CAR 都以肿瘤相关性抗原作为靶点，但这往往会导致“脱靶”的可能性。

根据 Iovance 官网，2024 年 2 月 16 日，Iovance Biotherapeutics 宣布美国 FDA 已加速批准 AMTAGVI (lifileucel) 用于治疗先前接受过 PD-1 抗体或者 BRAF 抑制剂±MEK 抑制剂（BRAFV600 突变呈阳性患者）治疗的不可切除或转移性黑色素瘤成年患者。AMTAGVI 是全球首个获批的 TIL 疗法，是第一个也是目前唯一一个获 FDA 批准的用于治疗实体瘤的 T 细胞疗法。AMTAGVI 获批是 TIL 治疗领域具有里程碑意义的重大进步，为 TIL 疗法用于其他类型实体瘤的治疗提供支持。

肿瘤浸润淋巴细胞（TIL）是肿瘤间质中异质性的淋巴细胞，通常以 T 细胞为主，还包括 B 细胞、NK 细胞、树突状细胞等多种淋巴细胞。TIL 作为人体对肿瘤自然反应的一部分，能够识别、攻击和杀死肿瘤细胞；然而当肿瘤侵袭并蔓延时，TIL

无法发挥其预期功能，肿瘤能够逃避免疫系统，耗尽 TIL 并使其失效。TIL 疗法类似于 CAR-T 细胞疗法，属于过继性免疫治疗的一种，通过从患者肿瘤组织中分离 TIL，体外扩增后回输给患者，特异性识别和靶向肿瘤细胞以发挥治疗作用。不同于其他细胞疗法免疫细胞主要来自血液，TIL 疗法的免疫细胞来自肿瘤组织，直接决定了免疫细胞识别肿瘤的能力，从而带来多个潜在优势：TIL 异质性的淋巴细胞群体能够识别多种肿瘤抗原，能够高度特异性识别和攻击肿瘤细胞，在实体瘤治疗中表现出独特优势；TIL 疗法还能针对肿瘤特异性的新抗原，从而产生持久疗效，并减少使用 CAR-T 疗法时常见的脱靶毒性。因此 TIL 与 CAR-T 细胞疗法和 PD-1/PD-L1 抗体相比，具有多靶点、肿瘤趋向和浸润能力强、副作用小等优点。

随着全球首款 TIL 疗法 AMTAGVI 获 FDA 批准上市，用于二线治疗晚期黑色素瘤患者，标志着细胞免疫治疗在实体瘤领域实现突破，也为使用 TIL 药物治疗其他实体瘤提供支持。基于 TIL 疗法在实体瘤治疗中表现出的优势，国内相关企业纷纷加速在该领域的技术和产品布局，目前已有多款产品进入临床研究阶段。为了进一步增加 TIL 细胞的效力，提高 TIL 疗法的抗肿瘤活性和安全性，国内外企业采取工程化手段对 TIL 细胞进行基因改造，从而开发下一代更有效、更安全的 TIL 药物。相信在未来的不久国内 TIL 领域研发进展和产业链也将迎来发展。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，并根据自身的投资目标、投资期限、投资经验、资产状况等因素选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。行业、指数过往业绩不代表基金业绩表现，也不作为基金未来表现的承诺。