

2023 年 01 月 28 日

寻找消费超预期——春节海内外要闻

宏观研究团队

——宏观深度报告

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● 全球宏观要闻：俄乌冲突再起波澜，美国触及债务上限

德国将向乌克兰提供主战坦克，俄乌冲突再起波澜。德国决定向乌克兰提供“豹”式主战坦克，并且批准其他装备改型德制坦克的国家进行相同的做法。俄方回应这是“极为危险的决定”，“将把冲突带至新层次的对抗”，是“荒谬的主意”。美国触及债务上限，并暂停债务发行。当地时间 1 月 19 日，美国触及政府债务上限，将暂停新债务的发行至 6 月 5 日。从当前美国的政治氛围看，这一次发生违约的概率较以往更高，届时美国金融市场与经济均将会面临较大的压力。

中美高层互动提速。近期国务院副总理刘鹤与美国财政部长耶伦进行了深入、坦诚、务实的会谈。美国国务卿布林肯也将于近期访华，双方高层互动频次提升。

● 全球经济与货币政策：美欧经济边际回暖，主要央行表态分化

美欧 1 月 PMI 均有所上升，但全球经济仍不乐观。1 月份美欧日等发达经济体经济景气度均出现了一定程度的好转，但作为全球经济的“金丝雀”的韩国 1 月份 1-20 日的平均出口同比下降 8.8%，显示当前全球经济需求仍在持续放缓中。

美国四季度 GDP 继续放缓，但韧性尚存。2022 年 4 季度美国 GDP 初值为环比增长 2.9%，超过市场预期，但是同 3 季度相比仍在放缓。经济整体仍然保持了较强的韧性，美国经济“软着陆”的可能性较以往有所增加，市场反应较为积极。

美联储态度有所缓和，欧央行表态仍鹰，日央行持续宽松。美联储方面，其内部对于放缓加息的幅度趋于达成共识，鹰派加息态度有所缓和。欧央行方面，其行长拉加德表示，潜在通胀仍然在上升，后续还需要大幅加息。日本央行表示需要继续保持宽松的货币政策，在必要的时候会毫不犹豫地加码宽松。

● 国内政策“高质量温补”，国内经济“洪峰已过，复苏开启”

(1) 国内政策“高质量温补”：春节前，地方两会全部召开完毕，2023 年各省市政府工作报告指向政策更倾向“高质量”温补，七成省份经济增速目标下调，预计 2023 年全国目标为 5%。投资与消费方面，关注交通强国试点、重视服务消费、稳地产与新发展模式；各地着力构建现代化产业体系。刘鹤副总理在达沃斯峰会发声 2023 年中国经济将好转、全面加强国际合作、房地产是支柱产业等。此外，重要政策包括财政部、税务总局延续实施个人所得税优惠政策；全国住房和城乡建设工作会议提出以增信心、防风险、促转型为主线，促进房地产市场平稳健康发展等。

(2) 国内经济“洪峰已过，复苏开启”：2022 年 Q4 GDP 同比降、环比持平，较好抵御住了“第一次冲击”的下行压力。2023 年疫情变量弱化，宏观环境将呈现经济复苏+政策温补，预期差来源于内生分项修复的高度和坡度，我们预计中性情形下 GDP 为 5.4%。

地产：基本面看，地产投资趋于筑底、仅竣工显著改善。测算落细落实保交楼或拉动 2023 年地产投资 1.6-3.9 个百分点；土地购置费或拖累地产投资 9 个百分点，GDP 核算不含土地购置费，提示应关注建安而非房地产开发投资。消费：基数效应、汽车中西药品消费改善较快、疫情达峰闯关主要影响服务消费等因素共振下，2022 年 12 月社零超预期改善。剔除后，疫情“第一次冲击”对社零的冲击为 -4.6%。我们跟踪表明，疫情达峰后消费强势复苏。

● 春节高频消费跟踪：全面修复超过 2022 年

(1) 返乡大迁徙与春节旅游对应消费活动的城际迁移，三四线好于一二线。从场景来看，旅游>商场>餐饮>观影>免税，且全面超过 2022 年。(2) 将旅游景区、商场的春节客流量数据与上市公司股价对比：旅游股中，张家界、三特索道、岭南控股、丽江股份可能为“修复好于预期”；商业地产和百货股中，广百股份、友阿股份、天虹股份、新世界、大悦城可能为“修复好于预期”。(3) 人流：春节返程开启，铁运、航运延续向上。(4) 疫情：XBB 暂未扩大优势传播。截至 2023 年 1 月 16 日，全球 BQ.1、BA.5、XBB 为优势毒株的国家/地区分别占比 64.9%、14.3%、11.9%。

资产：全球股市大多上涨，原油价格下跌，债券价格震荡。

● 风险提示：国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《洪峰已过，复苏开启——兼评四季度经济数据——宏观经济点评》
-2023.1.18

《春运提速，购物旅游餐饮超过 2022 年同期——疫后复苏跟踪 1 月第 3 期——宏观经济点评》-2023.1.16

《大部分省市 2023 年经济增速目标下调——宏观周报》-2023.1.15

目 录

1、 全球宏观要闻：俄乌冲突再起波澜，美国触及债务上限.....	4
1.1、 德国将向乌克兰提供主战坦克，俄乌冲突再起波澜.....	4
1.2、 美国触及债务上限，并暂停债务发行.....	4
1.3、 中美高层互动提速.....	4
2、 全球经济与货币政策：美欧经济边际回暖，主要央行表态分化.....	4
2.1、 美欧日 1 月 PMI 均有所上升，但全球经济仍不乐观.....	5
2.2、 美国四季度 GDP 继续放缓，但韧性尚存.....	5
2.3、 美联储态度有所缓和，欧央行表态仍鹰，日央行持续宽松.....	6
3、 国内政策：高质量“温补”.....	7
3.1、 地方两会：高质量“温补”.....	7
3.2、 国务院副总理刘鹤于世界经济论坛 2023 年年会发表致辞.....	9
3.3、 财政部、税务总局延续实施个人所得税优惠政策.....	10
3.4、 全国住房和城乡建设工作会议：增信心、防风险、促转型.....	10
3.5、 工信部等印发《“机器人+”应用行动实施方案》.....	10
4、 国内经济：洪峰已过，复苏开启.....	11
4.1、 人口减少：“数量”红利转化为“质量”红利.....	11
4.2、 2022 年 Q4 与全年经济答卷.....	12
5、 春节高频消费跟踪：全面修复超过 2022 年.....	15
5.1、 春节消费回暖：三四线好于一二线.....	15
5.2、 消费场景：全面修复超过 2022 年.....	16
5.3、 人流：春节返程开启，铁运、航运延续向上.....	22
5.4、 疫情：XBB 暂未扩大优势传播.....	24
6、 资产：全球股市大多上涨，原油价格下跌，债券价格震荡.....	25
7、 风险提示.....	26

图表目录

图 1： 美国 1 月 PMI 有所上升.....	5
图 2： 欧元区 PMI 连续多月上升.....	5
图 3： 日本 1 月服务业 PMI 再度上升.....	5
图 4： 韩国 1 月前 20 日出口仍然负增长.....	5
图 5： 美国 2022 年 4 季度 GDP 仍有一定增长.....	6
图 6： 各地政府工作报告公布 2023 年核心目标.....	9
图 7： 2000 年以来主要经济体人口红利接连殆尽.....	11
图 8： 我国增加值率于 2016 年进入上行通道.....	12
图 9： Q4 实际 GDP 同比为 2.9%.....	12
图 10： 第二产业、第三产业均下行.....	12
图 11： 居民财产净收入跌幅走扩.....	13
图 12： Q4 居民储蓄率超季节性上行.....	13
图 13： 竣工加速改善.....	13
图 14： 国内信贷跌幅收窄.....	13
图 15： 停工面积收窄至 9.0 亿方.....	14
图 16： 2023 年土地购置费或下探至-30%.....	14

图 17: 社零超预期改善	14
图 18: 中西药品、汽车消费提振社零	14
图 19: 春节消费改善至 2022 年 11 月的 164%	15
图 20: 消费活动随春运进行城际迁移	15
图 21: 春节返乡, 三四线城市消费好于一二线	16
图 22: 2023 年春节消费场景修复均超 2022 年	16
图 23: 旅游景区客流量达到 2022 年春节同期的 170%	17
图 24: 张家界旅游客流量激增	17
图 25: 2022 年 11 月以来三亚旅游客流量持续改善	17
图 26: 客流量数据与旅游景区披露较为一致	17
图 27: 旅游客流量达到 2022 年春节同期的 170%	18
图 28: 旅游股中, 张家界、三特索道、岭南控股、丽江股份可能“修复好于预期”	18
图 29: 购物中心客流量为 2022 年的 143%	19
图 30: 购物中心客流量为 2022 年春运同期的 128%	19
图 31: 一线城市中, 北上较为坚挺	19
图 32: 重点二线中, 重庆、杭州回落较快	19
图 33: 商场客流量达到 2022 年春节同期的 128%	20
图 34: 商业地产和百货股中, 广百股份、友阿股份、天虹股份、新世界、大悦城可能“修复好于预期”	20
图 35: 海底捞周营业额为 2022 年春节同期的 118%	21
图 36: 喜茶周营业额为 2022 年春节同期的 122%	21
图 37: 票房收入为 2019 年春节同期的 116%	21
图 38: 观影人次为 2019 年春节同期的 98%	21
图 39: 上映场次为 2019 年春节同期的 92%	22
图 40: 票价为 2019 年春节同期的 117%	22
图 41: 居民生活和消费半径为 2019 年的 95%	22
图 42: 开年各地积极出台地产宽松政策	22
图 43: 执行航班持续回升	23
图 44: 加权平均拥堵指数接近 2019 至 2022 年春节同期	23
图 45: 百度迁徙指数超过 2019 至 2022 年	23
图 46: 春运返程, 粤、京、苏、浙、渝为主要净迁入省	23
图 47: 1 月 26 日, 民航、铁路较 2019 年春运同期增速改善至 -8%、-21%	24
图 48: XBB 毒株暂未扩大传播范围	24
图 49: 我国 XBB 毒株占比较低	25
表 1: 全球各类资产假期表现	26

1、全球宏观要闻：俄乌冲突再起波澜，美国触及债务上限

1.1、德国将向乌克兰提供主战坦克，俄乌冲突再起波澜

德国政府1月25日宣布，决定向乌克兰提供“豹”式主战坦克，并且批准其他装备改型德制坦克的国家进行相同的做法。作为第一步，德国将向乌克兰提供14辆共计一个连的“豹-2”主战坦克。其最终目标是向乌克兰提供2个营（约6-8个连）的“豹-2”主战坦克，并将很快让乌克兰军人在德国接受相关的坦克操作培训。此外，《华尔街日报》等媒体称，美国政府也将向乌克兰交付美制M1“艾布拉姆斯”主战坦克，数量约在30-50辆。德国的举动意味着其政策的巨大变化，虽然德国总理朔尔茨称要防止俄乌冲突升级成为“俄罗斯与北约的战争”，但相关的举动仍然为俄乌冲突增添新的变数。针对德国这一举动，俄罗斯驻德国大使馆称这是“极为危险的决定”，“将把这场冲突带至一种新层次的对抗”。俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫则认为向乌克兰提供主战坦克是“荒谬的主意”，“从技术角度而言是十分失败的计划”。

1.2、美国触及债务上限，并暂停债务发行

当地时间1月19日，由于触及政府债务上限，美国财政部将会采取特别措施，并且暂停新债务的发行至6月5日。在此期间，美国财政部将会通过停止继续向公务员退休和残疾基金、邮政服务退休人员的健康福利基金这两个政府运营的退休基金进行投资，从而获得一部分财政资源，以确保财政部在无法继续发行新债的情况下继续付款。美国财政部长耶伦称，从当前的情况来看，美国财政部的现金和特别措施在6月份之前不太可能用尽，但是由于多种因素复杂并存，未来美国政府的收支情况难以预测，因此这些特别措施能持续多久面临更大的不确定性，敦促国会尽快提高债务上限，避免出现违约。但是当前众议院由共和党控制，坚持主张削减相关的开支，但是拜登政府要求国会无条件上调债务上限，两党之间的拉扯以及政治斗争可能会使得相关的债务上限问题迟迟无法解决。考虑到当前美国两党激烈的斗争氛围，美国这一次发生违约的概率相较以往较高，若相关问题不能妥善解决，美国金融市场将会面临较大的压力，美国经济也将面临更大的风险。

1.3、中美高层互动提速

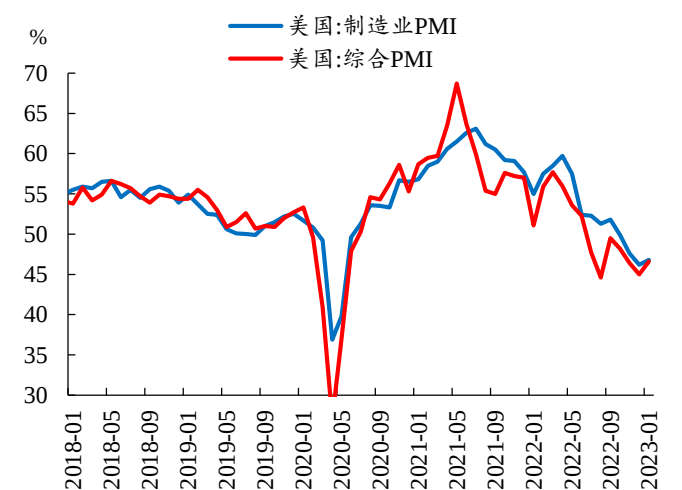
1月18日，国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美财政部长耶伦在瑞士苏黎世举行半天会谈。双方认为，世界经济复苏处于关键时刻，双方加强宏观政策沟通协调，共同应对经济金融等领域的挑战，有利于中美两国和整个世界，并讨论了深化宏观经济和金融领域合作的有关问题。本次会谈总体而言深入、坦诚、务实。除去经贸方面，美国国务卿布林肯将于2月5日至6日访问中国，并就四项议题与中国开展讨论。中国外交部也表示，中方欢迎布林肯国务卿访华，中美双方正就有关具体安排保持沟通，并希望美方树立正确的对华认知，坚持对话而非对抗，双赢而非零和，同中方相向而行，不折不扣落实两国元首达成的重要共识，推动中美关系重回健康稳定发展轨道。近期中美高层互动频次提升，预计将会对中美之间的合作起到积极的推动作用。

2、全球经济与货币政策：美欧经济边际回暖，主要央行表态分化

2.1、美欧日 1 月 PMI 均有所上升，但全球经济仍不乐观

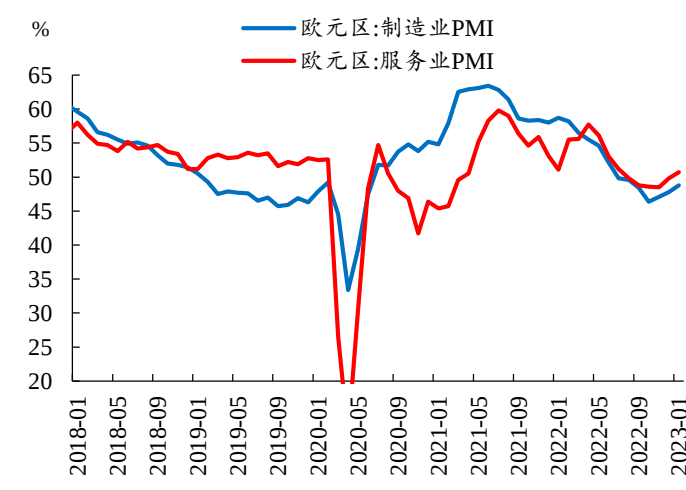
美国 1 月 Markit PMI 初值较 2022 年 12 月份有所上升，其中综合 PMI 较 2022 年 12 月上升 1.6 个百分点至 46.6%，制造业 PMI 上升 0.8 个百分点至 46.8%。欧元区与日本 PMI 也均出现了一定幅度的上升。其中欧元区 1 月制造业 PMI 较 2022 年 12 月上升 1 个百分点至 48.8%，服务业 PMI 上升 0.9 个百分点至 50.7%，首度回升至荣枯线以上，并且连续 3 个月上涨。日本 1 月份制造业 PMI 同 2022 年 12 月份持平，保持在 48.9% 水平，但其服务业 PMI 录得 52.4%，较 2022 年 12 月份上升 1.3 个百分点。总的来看，1 月美欧日等发达经济体景气度出现了一定程度的好转，经济虽边际好转，但是各国家/地区之间亦出现了分化。美国经济目前仍在荣枯线以下，而欧元区和日本服务业目前均已回升至荣枯线以上。总体看，全球经济整体情况并不乐观，作为全球经济的“金丝雀”，韩国 1 月份 1-20 日的平均出口同比下降 8.8%，2022 年 12 月份的出口为同比下降 9.6%，显示当前全球经济需求仍在持续放缓中，增长压力仍然较大。

图1：美国 1 月 PMI 有所上升



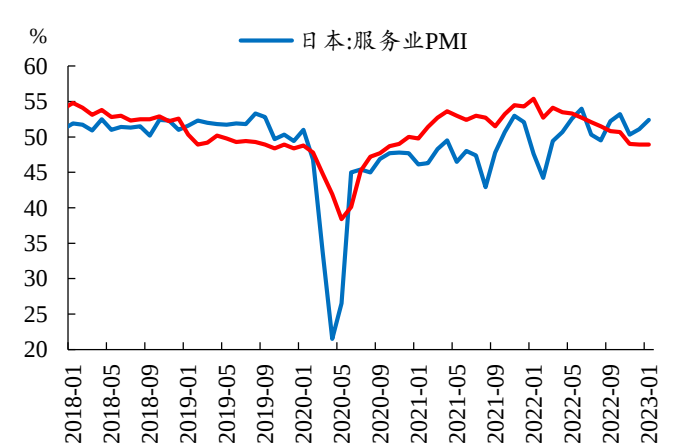
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：欧元区 PMI 连续多月上升



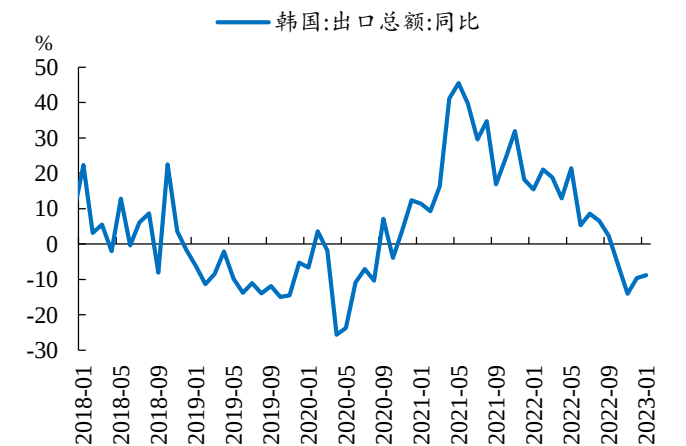
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：日本 1 月服务业 PMI 再度上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：韩国 1 月前 20 日出口仍然负增长

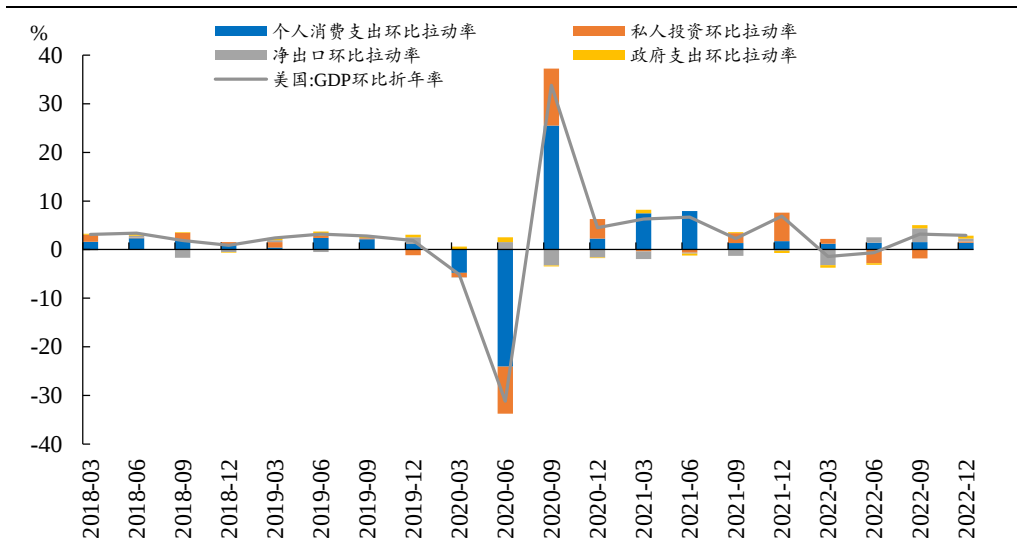


数据来源：Wind、开源证券研究所，2023 年 1 月数据为前 20 日

2.2、美国四季度 GDP 继续放缓，但韧性尚存

2022 年 4 季度美国 GDP 初值为环比¹增长 2.9%，超过市场预期的 2.6%，但是同 2022 年 3 季度的环比增长 3.2%相比，仍有一定程度的放缓。具体来看，占据美国 GDP 比重最大的私人消费支出部分环比增长 2.1%，拉动 GDP 环比增长 1.42 个百分点，较 3 季度下降 0.12 个百分点；私人投资部分在 4 季度拉动 GDP 环比增长 0.27 个百分点，较 3 季度上涨 2.7 个百分点，其中主要是库存的大幅增长推动了整体私人投资的上升；净出口在 4 季度拉动 GDP 环比增长 0.56 个百分点，较 3 季度下降 2.3 个百分点，主要是因为出口有较多减少；政府支出则拉动 GDP 环比增长 0.64 个百分点，与 3 季度基本持平。从 4 季度美国 GDP 数据来看，当前美国经济在美联储的持续加息之下已经出现了连续的放缓，但是经济整体仍然保持了较强的韧性，各项经济指标仍然保持一定的增长，美国经济“软着陆”的可能性较以往有所增加，叠加 PCE 环比增加 3.2%，录得近期新低，美联储后续大概率放缓加息，市场对此充分反应，数据发布后美股最终收涨。

图5：美国 2022 年 4 季度 GDP 仍有一定增长



数据来源：BEA、开源证券研究所

2.3、美联储态度有所缓和，欧央行表态仍鹰，日央行持续宽松

美联储方面，由于临近 1 月 31 日的 FOMC 会议，美联储官员近期进入静默期，但从较早前美联储官员的讲话来看，其内部对于放缓加息的幅度似乎已经达成共识，鹰派加息态度有所缓和。如美联储副主席布雷纳德虽仍强调通胀仍处高位，需要保持对经济有足够限制性的高利率水平，但表示支持美国经济“软着陆”的迹象看来在增加，且并未对放缓加息幅度至 25bp 持否定态度，表态相对缓和。另外美联储的鹰派人物沃勒表态赞成在本月底的 FOMC 下次会议上加息 25bp，货币政策表态有较大缓和。

欧央行方面，其整体表态仍然强硬。1 月 18 日的欧央行会议纪要显示，当前欧央行内部部分成员倾向于继续加息 75bp，并加快 QT（量化紧缩）的步伐，其内部整体的表态都相对较为强硬。欧央行行长拉加德则在讲话中表示，虽然能源造成的通胀近期持续下降，但潜在通胀仍然在上升，因此需要在后面的议息会议上大幅加息，以确保借贷成本稳步上升至限制性水平。

日本央行方面，在 1 月份的议息会议上，日本央行继续坚持宽松的货币政策不变，并且没有继续扩大收益率曲线的控制区间。日本央行行长黑田东彦在发布会上表示，虽

¹ 此处为环比折年率，本段后文未经标注均为环比折年率。

然通胀有一定的上行风险,但是可能无法持续实现,因此需要继续保持宽松的货币政策,在必要的时候会毫不犹豫加码宽松。

3、国内政策：高质量“温补”

春节前全国各省市两会召开完成,各地发布 2023 年政府工作报告,为全国两会起到前瞻性作用。此外,1 月 17 日世界经济论坛 2023 年年会举行,国务院副总理刘鹤出席并发表讲话。

3.1、地方两会：高质量“温补”

1、七成省份经济增速目标下调,预计 2023 年全国目标为 5%;失业率、物价持平。

2023 年各省市 GDP 增速目标分布在 4%-9.5%之间,平均 GDP 增速目标为 6.0%,按各省 GDP 加权的全国目标为 5.6%。有七成省市下调经济增速目标。2023 年疫情变量弱化,政策托举经济复苏,需关注内生修复动能的高度和坡度。参考上海、北京经济增速目标,我们预计全国经济目标可能为 5%。

绝大多数省市在政府工作报告中提到将突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作。可见经济稳增长、扩大就业、稳定物价是 2023 年各地核心工作目标。从目标制定来看,2023 年失业率和物价目标增速基本与 2022 年目标持平,失业率略微有上调。

2、投资与消费：交通强国试点、重视服务消费、稳地产与新发展模式。

(1) 基建投资方面,2023 年各地投资增速目标平均值为 8%,16 个省市目标定为 8%以上。各省积极扩大有效投资,加快推进“十四五”重大工程项目。据不完全统计,公布数据的省市共计规划超 1.1 万重大项目,投资金额超 10 万亿元。新基建方面,多个省市提出 2023 年新基建领域重点工作,主要围绕智能化、数字化基础设施建设。关注国家首批交通强国建设试点(山东、新疆)。

(2) 消费方面,各省市强调消费对经济发展的基础性作用,把恢复和扩大消费摆在优先位置。部分省份公布社零增速目标,范围在 4.5%-12%之间,湖北、福建、甘肃、云南、海南、新疆等省份目标增速超过 10%。各地提出的主要任务围绕改善消费条件,创新和优化消费场景,积极推动消费扩容提质。相比于 2022 年,2023 年政府工作报告加大对服务消费的重视。

(3) 房地产方面,各省市强调全力保交楼、保民生、保稳定。有效防范化解房地产企业风险;供需两端发力促进房地产平稳健康发展;激活房地产市场、部分省市提出地产新发展模式。

3、现代化产业体系建设：制造业为主导，现代服务业与数字经济共同护航。

2023 年两会,各地着力构建现代化产业体系。以制造业为主导,科技创新引领,强化链条培育、集群式发展。优势主导产业进一步提质上台阶,推动壮大现有优势产业集群,引导当地传统产业转型升级。据各省公布数据统计,计划重点技术改造项目超 1.4 万个。先进制造业、现代服务业、数字经济为主要发力方向。推动制造业高端化、智能化、绿色化转型,包括智能家电、轨交装备、动力装备、工业互联网、5G、千兆光网、数据中心、氢燃料电池、整合锂电、动力系统等领域;推动现代服务业同先进制造业深度融合,发挥生产性服务业对制造业发展的提升作用;推

动数字经济和实体经济深度融合发展。此外，科技创新作为现代化产业体系建设的重要引擎，仍然是 2023 年地方政府工作任务的重点。各省市突出企业科技创新主体地位，加快产业链与创新链融合，推动国家重点实验室重组，提升高新技术企业数量。

4、其他方面：关注绿色低碳、吸引和利用外资、国企改革、防风险等。

(1) 绿色低碳：多数省份提出推动能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变。注重煤炭清洁高效利用以及可再生清洁能源相关的新兴重点产业发展。

(2) 对外开放：各地计划加大力度吸引和利用外资，推动外贸稳规模、优结构。千方百计加强招商引资；深入推进自贸试验区制度创新，培育跨境电商新模式；深入发挥与海外国家地区合作优势等。

(3) 国企改革与防风险：各省市政府工作报告提及开展新一轮国企改革深化提升行动，持续深化国资国企改革。国企改革的方向上，主要围绕加强国有企业专业化重组和深化混合所有制改革进行。各地围绕化解和预防金融、政府债务、房地产风险进行讨论，防止形成区域性、系统性金融风险，加强债务风险监测。产业风险方面，压实安全生产责任、严守食品、药品安全底线。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51648

