

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《宏观研究：经济数据折射的投资方向：投资先行，消费跟进-12 月经济数据点评》 - 2023.01.19

宏观研究

风险在海外——春节假期宏观信息梳理

● 国内消费温和复苏，春节驱动特征明显

从整体消费数据来看，延续了节前温和复苏的趋势。出行人数与 2019 年同期相比恢复程度偏慢，物流平稳增长，电影市场热度高。旅游收入恢复持续慢于旅游人次，分地区看，各地旅游市场普遍复苏。从消费结构来看，服务消费的恢复持续慢于商品消费，主要的消费恢复亮点在粮油食品等基本生活类商品，反映春节假期对必需品恢复存在显著驱动，节后消费的恢复仍然依赖于居民就业和收入的复苏。政策驱动投资先行。国家发展改革委等 18 个部门近日印发《关于推动大型易地扶贫搬迁安置区融入新型城镇化实现高质量发展的指导意见》，意见的出台有助于加快“人”的城镇化，异地扶贫搬迁将带来新市民的增长，有助于需求端推动房地产市场回归健康发展的轨道。同时，各省目前披露的《政府工作报告》对 2023 年的基建做出了积极部署。正如我们在报告《经济数据折射的投资方向：投资先行，消费跟进》中提到，投资是一季度稳增长发力的靠前选择，投资对于经济板块的提振效应明显，会相应带动居民收入的增长，在此之后，消费的复苏就是顺理成章。

● 风险在海外

海外方面，春节假期期间，美元指数较 20 日下跌 0.1%至 101.922 点，COMEX 黄金上涨 0.1%至 1929.40 美元/盎司，10 年美债收益率上行 4bp 至 3.52%，标普 500 指数上涨 2.5%。从美欧经济持续恢复对比看，美国较欧洲的差距在缩小。美欧日央行货币政策的差距在拉大，美联储未来暂停加息的预期逐渐强化，但欧央行却维持了鹰派姿态，日本央行货币政策的转向力度可能逐步加码。无论从经济对比，亦或货币政策对比的角度来看，美元在短期内都存在明显的向下牵引力。在弱美元的环境中，非美货币对美元不断进行挑战，可能激化美国政府捍卫美元的决心，而最直接的方法就是“四处点火”以支撑美元。自去年 2 月乌克兰危机爆发以来，尽管多国先后给予乌克兰多批军事设备，但在“援乌坦克”问题上一直没有松口，近期美国带头突破了之前的政策设定，试图加剧地缘政治冲突的意图明显。同时值得警惕的是，据华盛顿时报等多家美国媒体报道，美国国会众议院新任议长麦卡锡目前正在考虑窜访台湾，时间可能在 2023 年的春季。因此，在美联储的加息弱化趋势下，全球流动性风险的缓和相对确定，可暂且不考虑流动性收紧风险，而弱势美元叠加全球货币多极分化挑战美元霸权，进而导致的地缘政治冲突风险加剧，则可能成为今年资本市场的第一个风险点。

● 风险提示：

疫情演变超预期，国内政策效果不及预期，海外通胀超预期，国际地缘政治风险变化超预期。

目录

1 国内消费温和复苏，春节驱动特征明显	5
2 风险在海外.....	8
3 风险提示.....	11

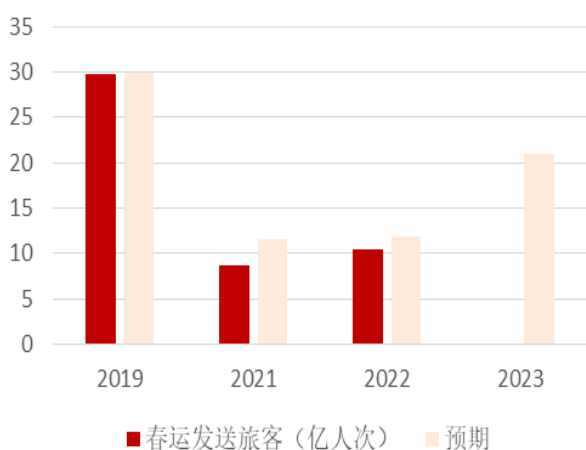
图表目录

图表 1: 春运发送旅客人次.....	5
图表 2: 春节档期票房收入（万元）与观影人次（万人次）	5
图表 3: 各省、自治区、直辖市春节接待游客情况	6
图表 4: 美国、加拿大 CPI 同比增速（%）	9
图表 5: 美国、加拿大利率走势（%）	9

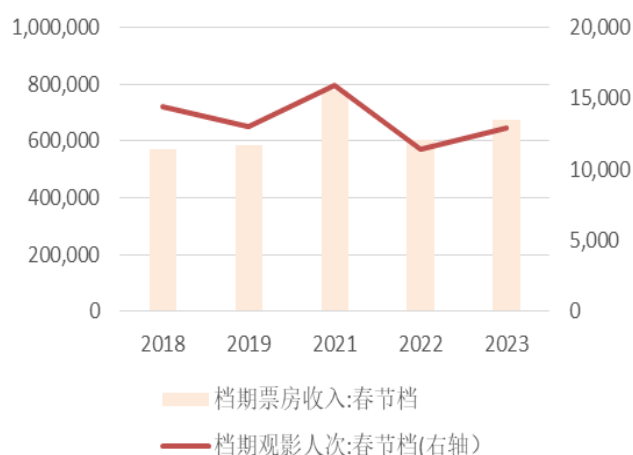
1 国内消费温和复苏，春节驱动特征明显

从整体消费数据来看，延续了节前温和复苏的趋势。出行人数与 2019 年同期相比恢复程度偏慢，春运前 20 天（1 月 7-26 日）全国铁路、公路、水路、民航共发送旅客达 7.41 亿人次，比 2022 年同期增长 52.8%，恢复至 2019 年同期的 53%。交通运输部 1 月 6 日表示，初步分析研判，春运期间客流总量约为 20.95 亿人次，比去年同期增长 99.5%，恢复到 2019 年同期（29.8 亿人次）的 70.3%。虽然节后客流上升较快，但仍低于交通运输部预测值。物流平稳增长，据国家邮政局网站消息，国家邮政局监测数据显示，今年春节长假期间（1 月 21 日至 27 日）揽收快递包裹约 4.1 亿件，与去年春节假期相比增长 5.1%，较 2019 年同期增长 192.9%；投递快递包裹 3.3 亿件，与去年春节假期相比增长 10.0%，较 2019 年同期增长 254.8%。电影市场热度高，据国家电影局初步统计，2023 年春节档（除夕至正月初六）电影票房为 67.58 亿元，同比增长 11.89%，观影人次为 1.29 亿，同比增长 13.16%，均为我国影史的次高数据。

图表1：春运发送旅客人次



图表2：春节档期票房收入（万元）与观影人次（万人次）



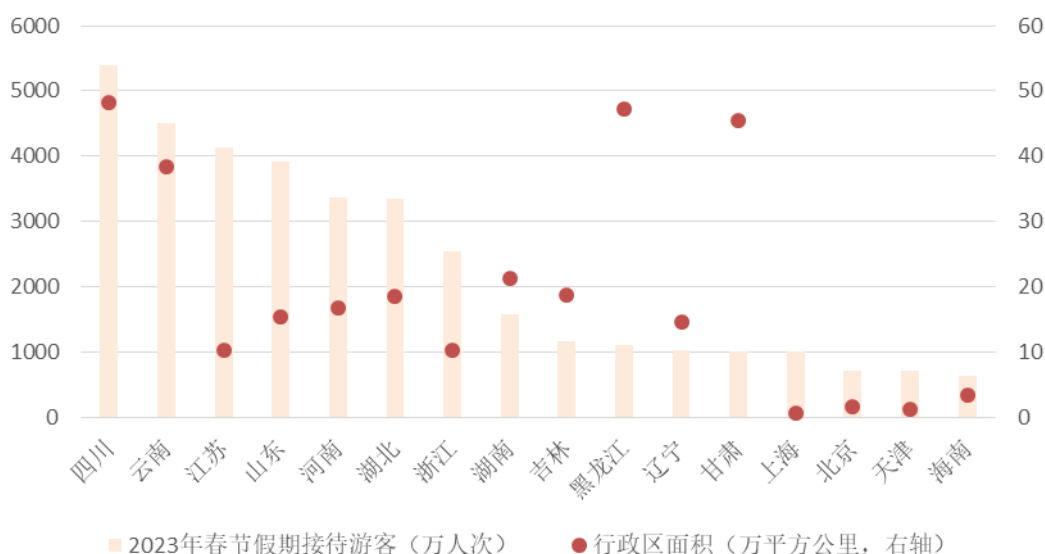
资料来源：交通运输部，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

旅游收入恢复持续慢于旅游人次。经文化和旅游部数据中心测算，今年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期的

88.6%。实现国内旅游收入 3758.43 亿元，同比增长 30%，恢复至 2019 年同期的 73.1%。虽然较疫情以来年份明显恢复，但旅游收入与旅游人次的恢复差距仍大，反映人均消费支出恢复动力较弱。对比 2022 年春节假期 7 天，全国国内旅游出游 2.51 亿人次，按可比口径恢复至 2019 年春节假日同期的 73.9%；实现国内旅游收入 2891.98 亿元，恢复至 2019 年春节假日同期的 56.3%。2023 年旅游收入恢复程度较出游人次低 15.5 个百分点，仅较 2022 年收窄 2.2 个百分点。另外，分地区看，各地旅游市场普遍复苏，截至 1 月 29 日，四川、云南、江苏等十余个省份的累计接待游客人次超过 1000 万。旅游企业营收亦跟随恢复，中国旅游研究院专项调查显示，2023 年春节假日期间 18.2% 的旅游企业营收恢复到 2019 年同期八成以上，恢复到六到八成的企业占比 49.1%，恢复到四至六成的有 28.3%，仅有 4.4% 的企业恢复不足四成。面对快速复苏的春节假日旅游市场，21.2% 的旅游企业表示接待能力跟不上。

图表3：各省、自治区、直辖市春节接待游客情况



资料来源：各省文旅部门，Wind，中邮证券研究所

从消费结构来看，服务消费的恢复持续慢于商品消费，主要的消费恢复亮点在粮油食品等基本生活类商品，反映春节假期对必需品恢复存在显著驱动，节后消费的恢复仍然依赖于居民就业和收入的复苏。国家税务总局最新的增值税发票数据显示，今年春节假期，全国消费相关行业销售收入与上年春节假期相比增长

12.2%，比2019年春节假期年均增长12.4%。其中，商品消费和服务消费同比分别增长10%和13.5%，比2019年春节假期年均分别增长13.1%和8.1%。疫情以来，由于接触性服务业受到大幅冲击，服务业消费持续疲软，而今年春节期间虽然出现了回升，但居民行为可能仍然受到疫情因素的部分影响。1月4日中国交通部的问卷调查显示，2023年春节“补偿式”返乡需求比例大幅提高，但总体低于预期，“近期疫情扩散太快，担心回老家感染”是最主要原因。在商品消费板块，粮油食品等基本生活类商品销售收入同比增长31.5%，其中，果品蔬菜、肉禽蛋奶同比分别增长39%、28.6%，比2019年春节假期年均分别增长17.2%、13.2%。酒水饮料等商品需求旺盛，酒、饮料及茶叶销售收入同比增长18.7%，比2019年春节假期年均增长16.4%。返乡过节带动务工大省消费增幅较高，春节假期因素影响扩大。而在假期因素消退后，以上高增品类的消费增速也将出现回落，不宜将春节因素的影响视为消费将超预期回升的证据。

政策驱动投资先行。国家发展改革委等18个部门近日印发《关于推动大型易地扶贫搬迁安置区融入新型城镇化实现高质量发展的指导意见》，明确了今后一个时期推动大型易地扶贫搬迁安置区融入新型城镇化、实现高质量发展的总体要求、主攻方向、主要任务和支持政策。提到，充分尊重搬迁人口落户城镇意愿，因地制宜制定具体落户办法，提高户籍登记和迁移便利度，鼓励支持有条件有意愿的搬迁群众进城落户。……建立健全新增城镇建设用地规模与搬迁人口落户城镇数量挂钩机制，加大新增建设用地计划指标对搬迁人口大县的倾斜支持力度。……按照“钱随人走”的原则，通过农业转移人口市民化奖励机制，对吸纳搬迁人口落户多的地区给予财政支持。……将符合条件的安置区融入新型城镇化相关项目纳入地方政府专项债券支持范围。意见的出台有助于加快“人”的城镇化，异地扶贫搬迁将带来新市民的增长，有助于需求端推动房地产市场回归健康发展的轨道。同时，各省目前披露的《政府工作报告》对2023年的基建做出了积极部署，例如江苏省提到“突出抓好220个省级重大项目和纳入国家“十四五”规划的102项重大工程建设，力争形成更多实物工作量”；浙江省提到“掀起新一轮重大项目建设高潮，持续扩大有效投资”；四川省提到“持续加大项目投资力度。……提速建设现代化基础设施”。正如我们在报告《经济数据折射的投资方向：投资先行，消费跟进》中提到，投资是一季度稳增长发力的靠前选择，投

资对于经济板块的提振效应明显，会相应带动居民收入的增长，在此之后，消费的复苏就是顺理成章。

2 风险在海外

美元延续走弱趋势。海外方面，春节假期期间，美元指数较 20 日下跌 0.1% 至 101.922 点，COMEX 黄金上涨 0.1% 至 1929.40 美元/盎司，10 年美债收益率上行 4bp 至 3.52%，标普 500 指数上涨 2.5%。美国最重磅的经济数据为 2022 年四季度 GDP 超预期。2022 年美国四季度实际 GDP 年化环比增速为 2.9%，优于预期的 2.6%，三季度为 3.2%，在上半年连续两个季度收缩后美国经济在去年下半年维持了较快扩张。但是拆分结构发现，四季度个人消费支出对 GDP 环比拉动率下滑 0.12 个百分点至 1.42%，同时库存积累拉动 GDP 环比增长 1.46%，贡献了四季度一半的 GDP 扩张。因此美国经济最大的发动机在逐渐降温，超预期的经济增速实际上隐藏了未来更大的下行压力，美国经济“软着陆”的难度仍大，美联储加息放缓的趋势亦难以扭转。同时，25 日，加拿大央行加息 25bp，政策利率升至 4.5%，并表示，其正在进行的量化紧缩（QT）计划能够补充政策利率的限制性立场，预计未来将维持利率政策不变，并评估以往加息的影响。虽然市场对加拿大央行继续收窄加息幅度有预期，但是其明确表示未来暂停加息超出了市场预期，成为首个暂停加息的 G7 央行。在加拿大央行公布货币政策决议以后，联邦基金利率期货隐含美联储在 3 月加息后暂停加息的概率上升。事实上，由于美国、加拿大密切的贸易关系，两国的通胀波动呈现较高的相关性，并且 2022 年加息周期中，加拿大央行与美联储操作保持了同步，因此加拿大央行明确未来暂停加息

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_51701

