

# 3分钟看清春节全球要闻

## 宏观专题研究报告

证券研究报告

### 宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)  
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 杨飞 (执业 S1130521120001)  
 yang\_fei@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)  
 chendafei@gjzq.com.cn

联系人: 李欣越  
 lixinyue@gjzq.com.cn

联系人: 侯倩楠  
 houqiannan@gjzq.com.cn

联系人: 李雪莱  
 lixuelai@gjzq.com.cn

## 春节特辑

春节期间, 风险资产普涨。海外市场聚焦于“衰退”预期的变动, 美欧经济及财报数据延续下行趋势, 但放缓程度弱于市场预期。在“衰退”担忧略降与财报业绩略超预期下, 市场风险偏好有多抬升, 风险资产延续反弹。

### 大类资产：春节假期期间，海外股市普涨、发达国家债市利率多数上行

**全球股市：**主要股指震荡上行。假期期间, 纳斯达克指数、标普 500、道琼斯工业指数分别上涨 4.32%、2.47%和 1.81%。亚欧股指方面, 日经 225、恒生指数、法国 CAC40 和德国 DAX 分别上涨 3.1%、2.9%、1.5 和 0.8%。

**全球债市：**主要国债利率先下后上。10Y 美债收益率一度下行 4bp 至 3.44%，随后重新上行, 全周上行 4bp 至 3.52%；10Y 意、西、日、德、法国债收益率分别上行 26bp、17bp、11bp、9bp、7bp, 仅英债下行 5bp。

**外汇市场：**美元指数先跌后涨。美元指数一度在 1 月 23 日下至 101.5, 随后再度上行, 全周累计下跌 0.07%至 101.9。欧元、英镑兑美元分别上涨 0.11%、0.05%至 1.09 和 1.24；日元兑美元小幅贬值 0.26%，收至 129.87。

**大宗商品：**油价震荡下跌, 金价先涨后跌。假期期间, 美油、布油分别下跌 1.9%、1.7%至 79.38、86.21 美元/桶。COMEX 金一度在 1 月 26 日涨至 1950 美元/盎司, 随后回吐涨幅, 全周下跌 0.05%至 1928 美元/盎司。

### 海外事件&数据：美欧经济反向，联储加息继续放缓，加央行率先暂停加息

**美国 2022 年 4 季度 GDP 环比 2.9%，预期 2.6%。**12 月成屋销售环比连续 11 个月下跌, 创 2010 年来新低。1 月 Markit 制造业、服务业 PMI 读数小幅回升, 但仍低于荣枯线。美政府触及债务上限, 耶伦启用“非常规措施”。

**欧元区经济持续回暖, 市场对欧洲陷入衰退的预期有所降温。**受暖冬影响, 欧元区 1 月制造业 PMI46.7, 为 2022 年 9 月以来新高, 好于预期值 45.5。服务业 PMI 录得 50.7, 重回扩张区间; 综合 PMI50.2, 高于前值 49.3。

**美联储成员对通胀继续下降有信心, 对经济软着陆持乐观态度。**多数成员认为, 当前利率已进入略微紧缩的区间, 还需加息到“充分紧缩”水平, 但支持放缓加息节奏, 市场定价 1 月例会+25bp, 与美联储官员意见基本一致。

**加拿大央行 1 月例会如期加息 25bp, 首开先河宣布“有条件地暂定”加息。**我们认为, 不应机械地运用历史经验中所呈现出来的领先-滞后关系, 而应基于各国不同的国情分析央行的行为。

### 国内事件&数据：线下消费修复相对较快，节后返工、复工进程有望加快

**春节假期出行和消费显著改善, 旅游收入恢复至 2019 年七成、旅游客单价明显提升, 餐饮、观影等消费也加快修复。**

**春节假期, 全国发送旅客同比增长 53%、恢复至 2019 年的 54%, 小客车出行流量超 2019 年同期水平, 指向公共交通旅客发送或低估春节人流；**人流增多带动旅游、餐饮等线下活动加快修复, 假期旅游收入恢复至 2019 年同期的 73%, 客单价占 2019 年同期比重达 98.5%、超去年同期的 93%；代表连锁餐饮流水恢复强度已达 2021 年同期的 126%。

**春节假期地产销售、投资等需求依然低迷, 劳动力返乡较早导致节前多数工业生产活动表现弱于过往, 节后返工、复工进程有望加快, 生产活动恢复或快于预期。**春节假期, 30 大中城市商品房成交同比回落 82%、成交同比远低于国庆假期的-41%；上游投资需求回落幅度超过以往同期, 比如钢材表观消费量分别较 2019、2022 年同期回落 8%、10%, 玻璃库存显著超过过往同期水平。春节前工业生产显著走弱, 螺纹钢、水泥开工率均弱于过往同期, 但初四、初五旅客发送已恢复至 2019 年同期的 57%、高于除夕前旅客发送 53%的恢复强度, 或指向节后劳动力返工进程加快。

### 风险提示

俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复。

## 内容目录

一、大类资产回溯：春节假期期间，海外股市普涨、发达国家债市利率多上行.....	6
二、海外事件&数据：美欧经济反向，联储加息继续放缓，加央行率先暂停加息.....	7
2.1 美国四季度 GDP 好于预期，PCE 回落，放缓加息预期抬升.....	7
2.2 美国开年制造业及服务业 PMI 小幅回升，但继续低于荣枯线.....	9
2.3 美国楼市加速降温，成屋销售创 2010 年来最低，环比累计下跌 11 个月.....	10
2.4 美国 12 月实际个人消费支出（PCE）环比负增长，PCE 通胀继续下行.....	11
2.5 美国政府触及债务上限，债务上限危机或将重演.....	12
2.6 欧元区经济开年后继续回暖，服务业 PMI 重回景气区间.....	14
2.7 加拿大央行 1 月例会如期加息 25bp，继续缩表，明确“有条件地暂停”加息.....	15
2.8 微软、特斯拉领衔，美股四季度业绩下滑、但优于市场预期.....	16
三、国内数据&事件：假期出行和消费改善，节后返工、复工进程有望加快.....	16
3.1 假期出行和消费显著改善，节后劳动力返工进程有望加快.....	16
3.2 春节期间商品房成交回落幅度大于过往，一线城市拖累有所加大.....	19
3.3 劳动力返乡较早导致节前多数工业生产、投资活动偏弱.....	20
3.4 春节假期前出口集装箱运价延续回落，出口低迷或仍将延续.....	21
3.5 12 月经济数据：总量超预期下的三大结构性信号.....	22
3.6 地方两会：GDP 目标设定虽趋于谨慎，但地方重心更向经济发展倾斜.....	24
3.7 地产政策：增信心、防风险、促转型.....	26
3.8 促消费：多部委部署促节日消费，部分地区发放亿元消费券.....	27
风险提示.....	27

## 图表目录

图表 1：春节假期前后，全球主要股指多数收涨.....	6
图表 2：春节假期前后，纳斯达克、恒生指数一路上行.....	6
图表 3：春节假期前后，主要国家 10Y 国债利率多数上行.....	6
图表 4：春节假期前后，10Y 美债、德债均上行.....	6
图表 5：春节假期前后，美元、下跌，欧元、英镑升值.....	7
图表 6：春节假期前后，美元指数先下后上.....	7
图表 7：春节假期前后，原油价格震荡下跌.....	7
图表 8：春节假期前后，COMEX 黄金价格先涨后跌.....	7
图表 9：美国去年四季度 GDP 环比增 2.9%，好于预期.....	8
图表 10：四季度出口环比增速回落较大.....	8

图表 11: 美国 2022 全年 GDP 主要依赖消费.....	8
图表 12: 2022 年美国商品消费已开始拖累 GDP.....	8
图表 13: 四季度私人投资增速回升主要受存货拉动.....	9
图表 14: 美国 1 月 Markit 制造业 PMI 低于荣枯线.....	9
图表 15: 美国 11 月以来制造业 PMI 低于历史同期水平.....	9
图表 16: 美国服务业及制造业 PMI 均低于荣枯线.....	10
图表 17: 美国 GDP 继续回落压力较大.....	10
图表 18: 美国 ISM 服务业 PMI 同样走弱.....	10
图表 19: 未来库存行为或将继续回落.....	10
图表 20: 12 月, 美国成屋销售同环比增速回落.....	11
图表 21: 12 月, 美国成屋销售降至 2010 年来最低.....	11
图表 22: 12 月美国各地区成屋售价中位数均下滑.....	11
图表 23: 美国西部地区增速最低, 南部最高.....	11
图表 24: 美国 12 月 PCE 通胀继续下行, 均创新低.....	12
图表 25: 实际 PCE 环比连续负增长, 同比小幅回升.....	12
图表 26: 美国 2022 年 12 月 PCE 通胀的拆解.....	12
图表 27: 1 月美国再次触及联邦债务上限.....	13
图表 28: 2022 年美国政府债务占 GDP 达到 120%.....	13
图表 29: 2011 年和 2013 年两次政府债务上限危机的影响较大.....	13
图表 30: 2011 年造成避险资产上涨股市回调.....	14
图表 31: 债务上限到期前收益率先上后下.....	14
图表 32: 欧元区 1 月 PMI 改善, 服务业重回扩张.....	14
图表 33: 欧洲天然气价格回落至俄乌冲突前水平.....	14
图表 34: 欧洲各国制造业 PMI 普遍回升.....	15
图表 35: 加拿大央行宣布暂停加息, 市场猜想: 1 月是否是美联储最后一次加息?.....	15
图表 36: 不同行业罗素 3000 成分股 Q4 业绩超预期比率.....	16
图表 37: 不同市值罗素 3000 成分股 Q4 业绩超预期情况.....	16
图表 38: 春运期间全国旅客发送显著提升.....	17
图表 39: 春节后期旅客发送情况好于春节前.....	17
图表 40: 春运期间全国迁徙规模指数已超 2019 年同期.....	17
图表 41: 高速公路小客车流量已超 2019 年同期水平.....	17
图表 42: 春运期间执行航班架次快速增长.....	18
图表 43: 海口美兰机场航班进出港总量同比转正.....	18
图表 44: 国内旅游出行人次和旅游收入显著改善.....	18
图表 45: 去年清明假期依赖, 旅游客单价显著提升.....	18

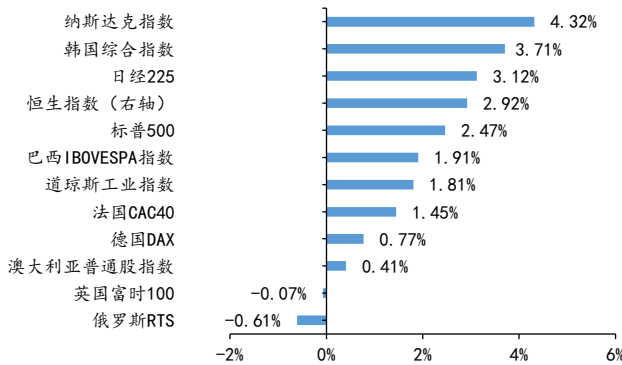
图表 46:	四川景区旅游情况明显好于元旦、去年国庆.....	19
图表 47:	热门景区游客接待量已超过 2019 年同期水平.....	19
图表 48:	春节假期代表连锁餐饮流水恢复显著提升.....	19
图表 49:	春节假期票房持平去年同期水平.....	19
图表 50:	30 大中城市商品房成交季节性回落.....	20
图表 51:	春节假期商品房成交显著回落.....	20
图表 52:	代表城市二手房成交面积季节性回落.....	20
图表 53:	春节假期前二手房成交有所回落.....	20
图表 54:	春节前一周, 全国螺纹钢开工率持续回落.....	21
图表 55:	春节前一周, 水泥粉磨开工率明显回落.....	21
图表 56:	春节前一周, 沥青开工率快速下行.....	21
图表 57:	春节前一周, 全国玻璃库存有所提升.....	21
图表 58:	1 月前 20 日, 韩国出口延续负增.....	22
图表 59:	韩国家用电器、半导体等商品出口延续低迷.....	22
图表 60:	春节前一周, CCFI 延续下行.....	22
图表 61:	春节前一周, 东南亚航线出口运价止跌转升.....	22
图表 62:	春节前一周, 美西航线出口运价延续回落.....	22
图表 63:	春节前一周, 欧洲航线出口运价加快回落.....	22
图表 64:	12 月, 工业增加值回落, 而社零边际改善.....	23
图表 65:	12 月, PMI 从业人员创 2020 年 3 月以来新低.....	23
图表 66:	12 月, 固定资产投资回升.....	23
图表 67:	交通类基建投资增长居前.....	23
图表 68:	房地产投资降幅收窄、销售低迷.....	24
图表 69:	竣工好于新开工和施工.....	24
图表 70:	12 月, 商品零售明显改善、餐饮收入降幅扩大.....	24
图表 71:	12 月, 药品、粮油食品增长较快.....	24
图表 72:	上海 GDP 增速目标与全国大多一致.....	25
图表 73:	2023 多地上调固定资产投资目标.....	25
图表 74:	2023 年部分地区重点经济任务.....	25
图表 75:	上海 GDP 增速目标与全国大多一致.....	26
图表 76:	2022 年下半年中央多次部署产业转型升级.....	26
图表 77:	2022 年地方产业政策以新兴产业突围等为主.....	26
图表 78:	2023 年地方换届基本完毕.....	26
图表 79:	2023 地产政策以增信心、防风险、促转型为主.....	27
图表 80:	深圳发布保障性住房相关的征求意见文件.....	27

图表 81: 2023 年春节多部委部署促进节日消费工作.....	27
图表 82: 2023 年一季度部分地区发放消费券.....	27

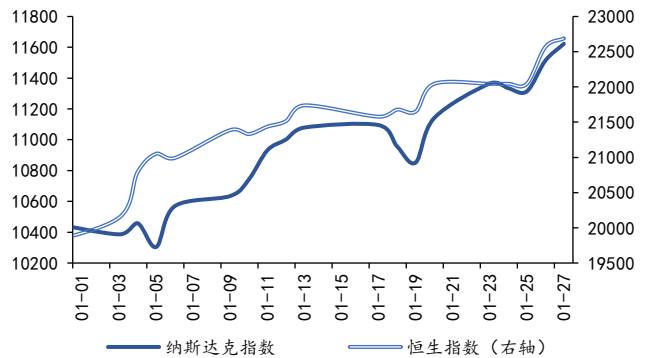
## 一、大类资产回溯：春节假期期间，海外股市普涨、发达国家债市利率多上行

春节假期前后（1月21日-1月28日），全球主要股指震荡上行。美股方面，受益于四季度财报略超预期与经济“衰退”担忧的下降，市场风险偏好有所抬升，三大股指一路上行，纳斯达克指数、标普500、道琼斯工业指数分别上涨4.32%、2.47%和1.81%。亚洲方面，韩国综合指数上涨3.71%、日经225上涨3.12%、恒生指数上涨2.92%。欧洲方面，法国CAC40和德国DAX分别上涨1.45%和0.77%，英国富时100下跌0.07%。

图表1：春节假期前后，全球主要股指多数收涨



图表2：春节假期前后，纳斯达克、恒生指数一路上行

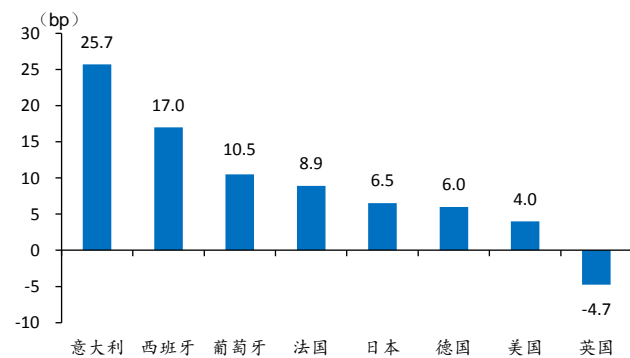


来源：Wind，国金证券研究所

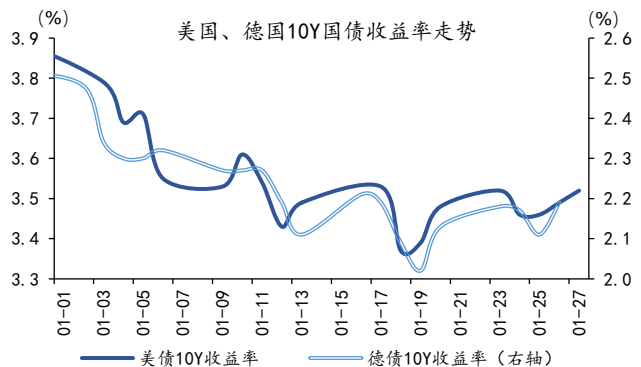
来源：Wind，国金证券研究所

春节假期前后（1月21日-1月28日），主要发达国家的长期国债收益率多数上行。10Y美债收益率在1月24日一度下行4bp至3.44%，随后重新上行，截至1月27日，10Y美债收益率全周上行4bp至3.52%。其他债市方面，10Y意大利、西班牙、日本、德国、法国和葡萄牙国债收益率分别上行25.7bp、17.0bp、10.5bp、8.9bp、6.5bp和6.0bp。仅英债收益率下行4.7bp至3.39%。

图表3：春节假期前后，主要国家10Y国债利率多数上行



图表4：春节假期前后，10Y美债、德债均上行



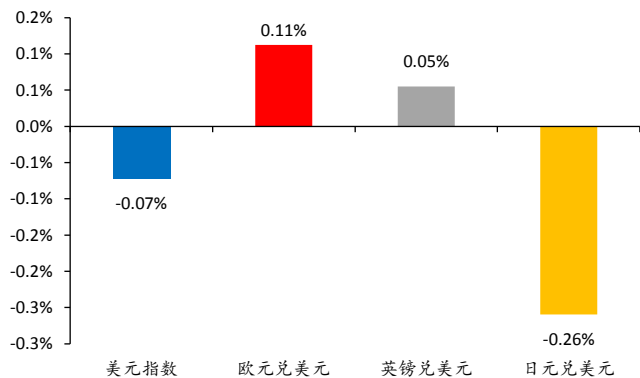
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

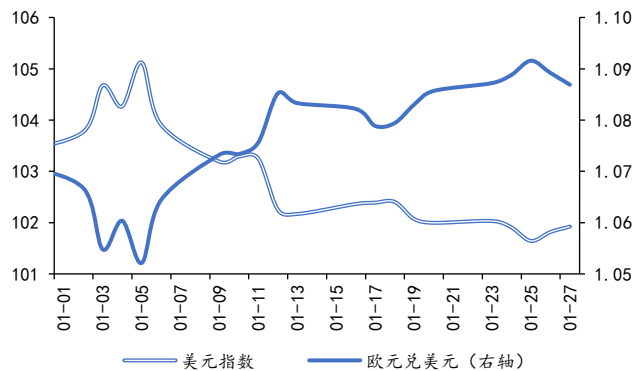
春节假期前后（1月21日-1月28日），美元先下后上，欧元、英镑兑美元升值，日元贬值。美元指数一度在1月23日下行至101.50，随后重新上行，全周累计下跌0.07%至101.92；欧元、英镑兑美元分别上涨0.11%、0.05%至1.09和1.24；YCC落空后，日央行紧缩预期的再修正下，日元兑美元小幅贬值0.26%，日元汇率收至129.87。



图表5: 春节假期前后, 美元、下跌, 欧元、英镑升值



图表6: 春节假期前后, 美元指数先下后上

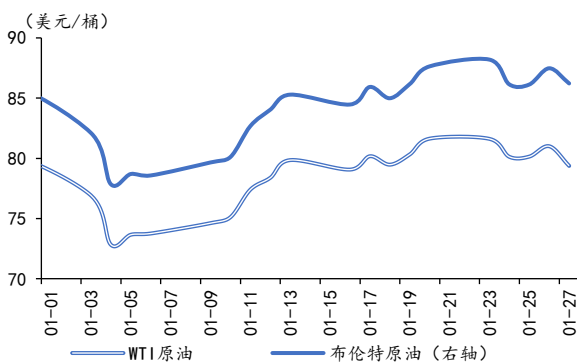


来源: Wind, 国金证券研究所

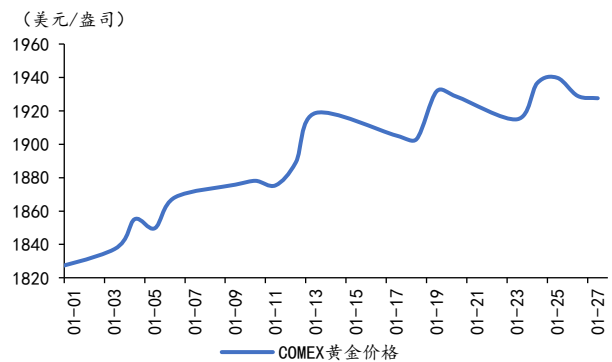
来源: Wind, 国金证券研究所

春节假期前后(1月21日-1月28日), 油价震荡下跌, 金价先涨后跌。原油方面, 受OPEC+2月减产预期走弱影响, WTI、Brent原油在前两个交易日分别下跌1.85%和1.71%, 在美国经济超预期的提振下收复部分跌幅, 随后再度转跌, 全周分别下跌2.77%、1.62%至79.38和86.21美元/桶。黄金方面, COMEX黄金一度在1月26日涨至1949.8美元/盎司, 随后回吐涨幅, 全周下跌0.05%至1927.6美元/盎司。

图表7: 春节假期前后, 原油价格震荡下跌



图表8: 春节假期前后, COMEX黄金价格先涨后跌



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、海外事件&数据: 美欧经济反向, 联储加息继续放缓, 加央行率先暂停加息

美国2022年4季度GDP增速超预期, 或为疫后复苏的顶点。欧洲经济继续企稳回升, 服务业重回扩张区间, 但复苏持续性仍需观察。美联储官员对通胀继续下行有信心, 对美国软着陆的前景持乐观态度。加拿大央行首开先河, 宣布“有条件地暂停”加息。

### 2.1 美国四季度GDP好于预期, PCE回落, 放缓加息预期抬升

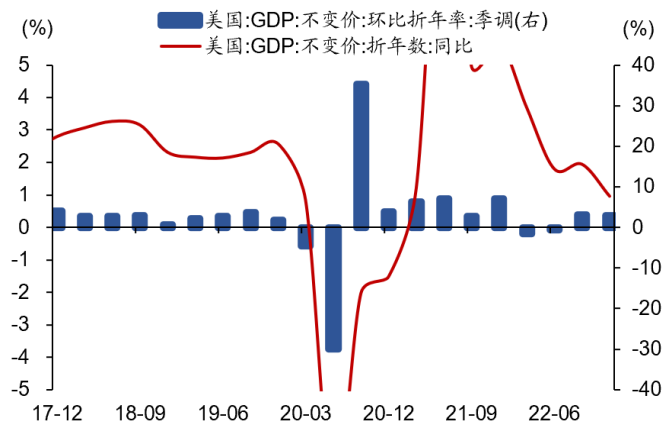
要闻: 1月26日, 美国公布2022年四季度GDP数据, 美国第四季度实际GDP初值年化环比增2.9%, 预期增2.6%, 前值增3.2%。

简评:

美国GDP终值上修, 三季度同比、环比增速均反弹。四季度美国实际GDP年化环比为3.2%, 好于预期的2.6%, 较三季度环比3.2%有所降温; 四季度同比增速同样回落, 四季度折年同比增速0.96%, 低于第三季度的1.94%。PCE物价指数四季度季环比为3.2%, 低于第三季度的4.3%, 数据公布后, 股市反应积极, 市场预期美联储将在下周放缓加息步伐。

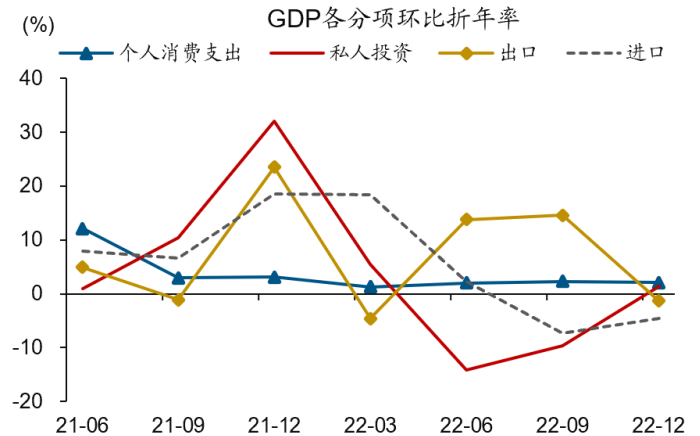
分项结构上, 消费和出口的拉动作用较大。实际个人消费支出环比折年增长2.1%, 低于前值2.3%, 拉动GDP环比增速1.42个百分点。商品和服务出口三季度环比折年增速降至-1.3%, 较第三季度的14.6%明显回落, 拉动GDP环比增长0.56个百分点。政府消费支出和投资总额拉动0.64个百分点。私人投资增速回升, 三季度环比-9.6%, 四季度回升至1.4%, 拉动GDP环比增速0.27个点。

图表9: 美国去年四季度 GDP 环比增 2.9%, 好于预期



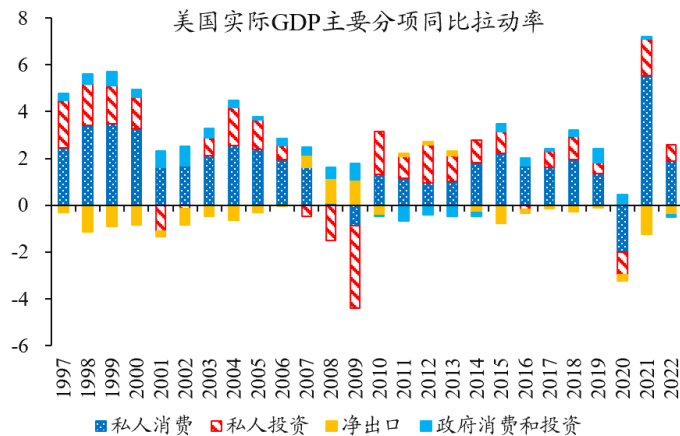
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 四季度出口环比增速回落较大



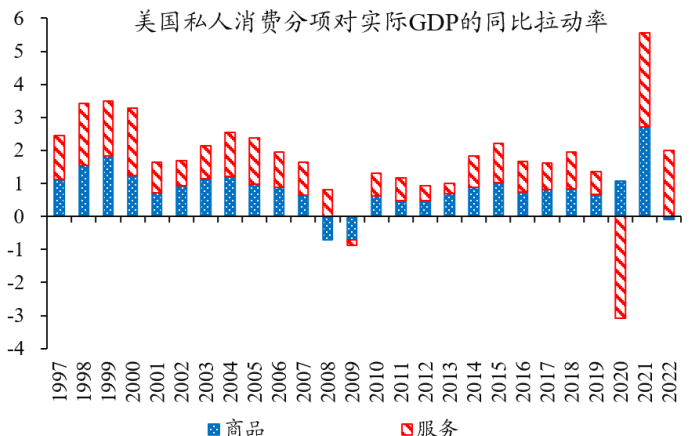
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 美国 2022 全年 GDP 主要依赖消费



来源: Wind, 国金证券研究所

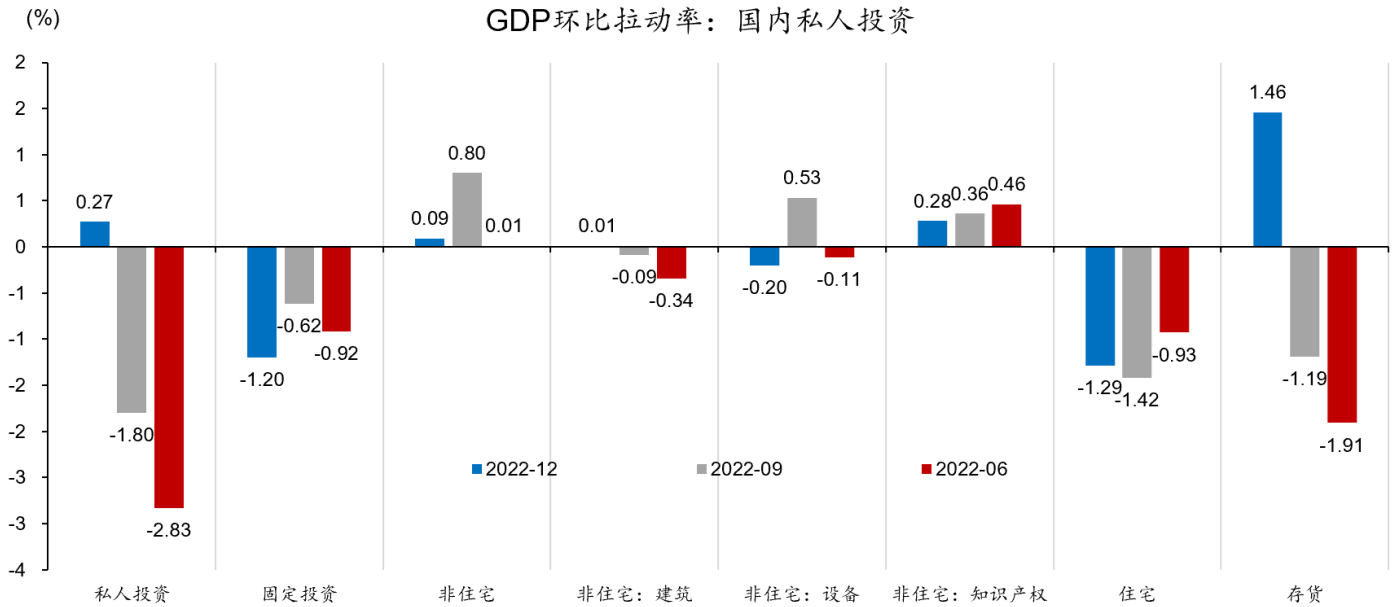
图表12: 2022 年美国商品消费已开始拖累 GDP



来源: Wind, 国金证券研究所



图表13: 四季度私人投资增速回升主要受存货拉动



来源：Wind，国金证券研究所

## 2.2 美国开年制造业及服务业PMI 小幅回升，但继续低于荣枯线

要闻：1月25日，美国公布1月Markit制造业、服务业、综合PMI数据。1月Markit制造业PMI录得46.8%，Markit服务业PMI录得49.6%，1月Markit综合PMI初值录得46.6。

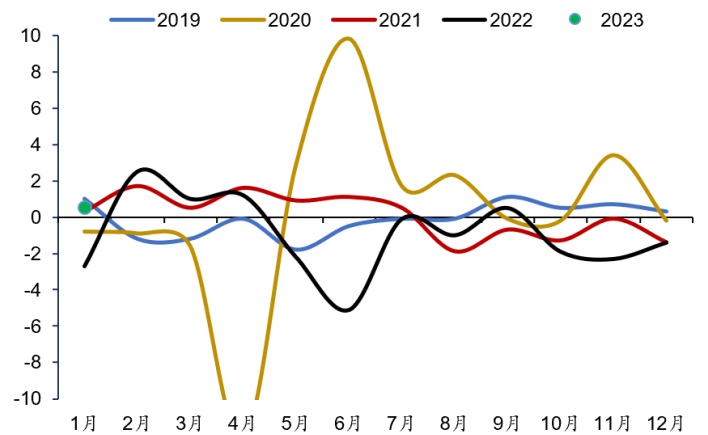
简评：

美国制造业PMI连续第三个月低于荣枯线。1月Markit制造业PMI录得50.9%，较去年12月轻微回升0.5个百分点，好于市场平均预期的46%。除此之外，工业生产和零售销售等高频官方数据开始证实PMI的经济走软的信号，制造业产出和零售销售在去年底均出现下滑。从环比走势来看，去年11月以来制造业PMI走势低于以往季节性，一方面与美国寒冷天气相关，另一方面表明制造业景气正在加速下滑，未来走势仍有待跟踪。

图表14: 美国1月Markit制造业PMI 低于荣枯线



图表15: 美国11月以来制造业PMI 低于历史同期水平

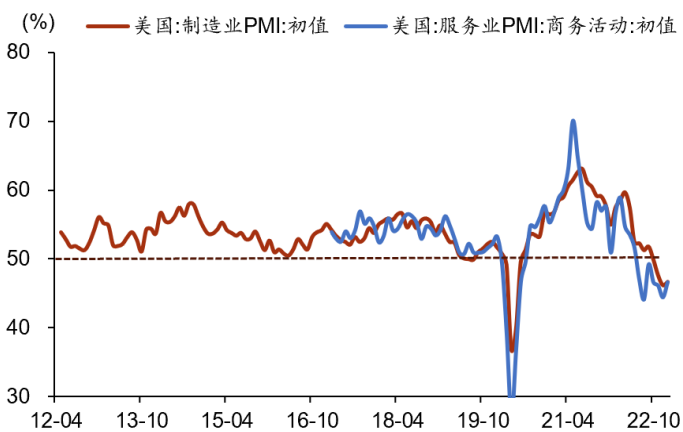


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

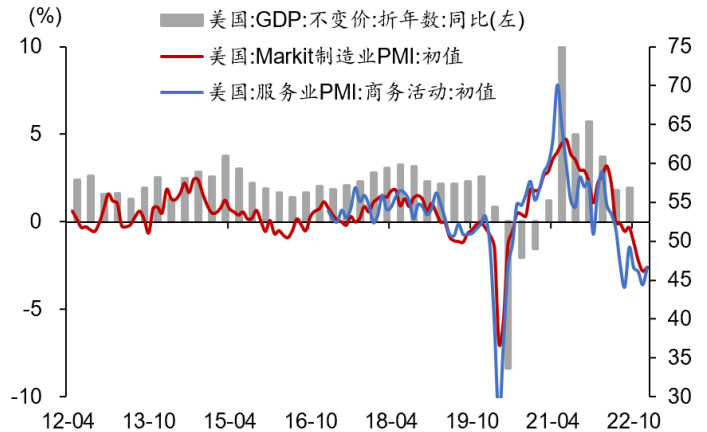
美国服务业生产低于荣枯线，略有回升。美国1月Markit服务业PMI为46.6%，前值44.4%，预期值为45%，表现略超预期。也强于预期的46.4。根据S&P，制造业和服务业二者回升的原因与两个部门的新订单损失率均较低有关，共同促成综合PMI读数提高，1月综合PMI初值录得46.6，较2022年12月的45上升了1.6点。但制造业和服务业PMI仍处于下跌趋势中，显示美国GDP增速回落压力仍然较大。

图表16: 美国服务业及制造业 PMI 均低于荣枯线



来源: Wind, 国金证券研究所

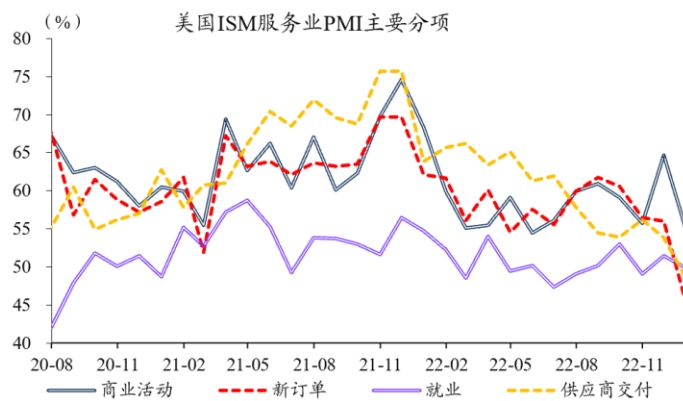
图表17: 美国 GDP 继续回落压力较大



来源: Wind, 国金证券研究所

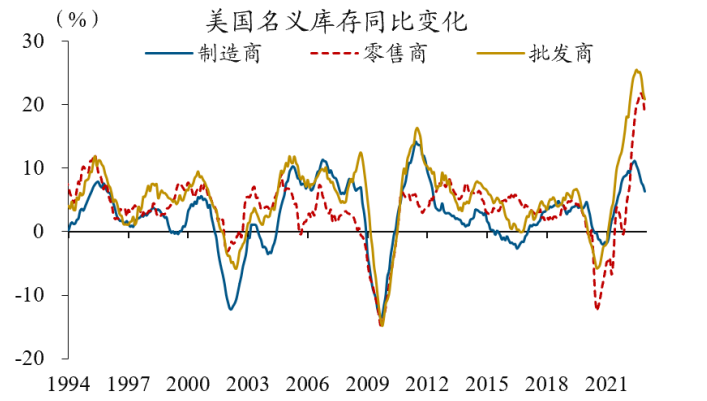
整体来看, 美国制造业或将延续需求走弱下的“主动去库”, 对经济的拖累或将进一步显现。新订单指数领先实际 GDP 同比 3 个季度左右; 新订单自高位持续回落约 1 年, 近期已经累计 4 个月位于 50% 的荣枯线以下 (自 22 年 8 个月以来)。考虑到美国私人库存水平整体处于历史高位向下回落中, 库存行为逆转或成为制造业景气下滑的“加速器”。

图表18: 美国 ISM 服务业 PMI 同样走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 未来库存行为或将进一步回落



来源: Wind, 国金证券研究所

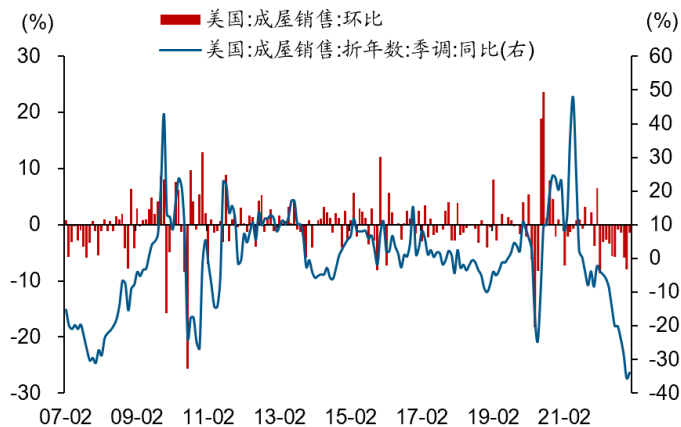
### 2.3 美国楼市加速降温, 成屋销售创 2010 年来最低, 环比累计下跌 11 个月

要闻: 1 月 21 日, 美国房地产经纪人协会 (NAR) 公布 12 月成屋销售数据。2022 年 12 月成屋销售总数年化录得 402 万户, 为 2010 年 11 月以来的新低。

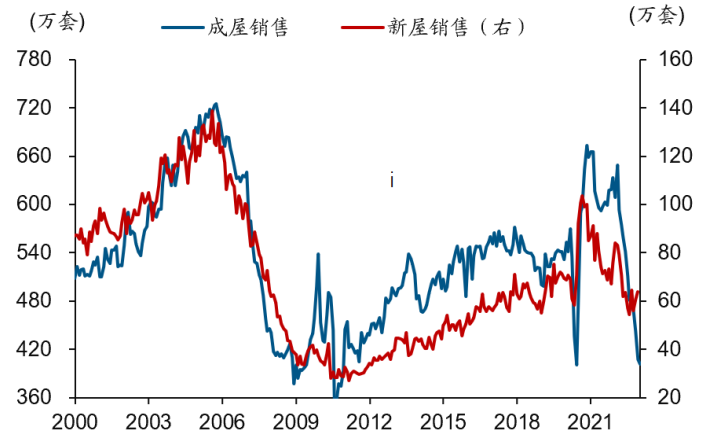
简评:

美国楼市加速降温, 成屋销售创 2010 年来最低。2022 年 12 月美国成屋销售折年总数录得 402 万套, 预期 395 万套, 前值 408 万套, 为 2010 年 11 月以来的新低。12 月成屋销售总数同比降幅达 34%, 环比下降 1.5%, 为连续第 11 个月下滑。伴随着美联储激进加息, 美国按揭贷款利率的快速飙涨, 美国房地产市场大幅降温, 地产销售下降、房价承压。2022 年全年成屋销售下降 17.8%, 创 2008 年金融危机以来的最大年度降幅。

图表20: 12月, 美国成屋销售同环比增速回落



图表21: 12月, 美国成屋销售降至2010年来最低

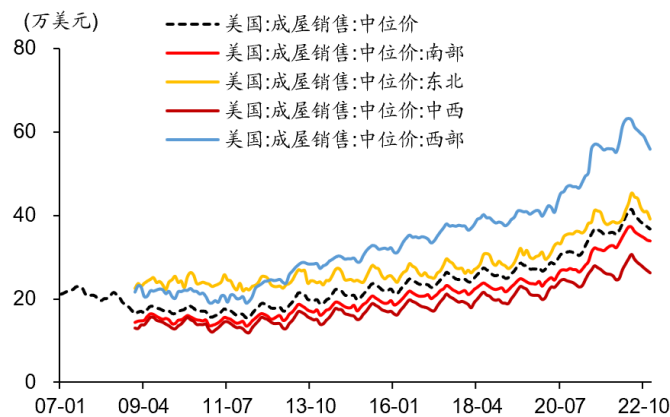


来源: Wind, 国金证券研究所

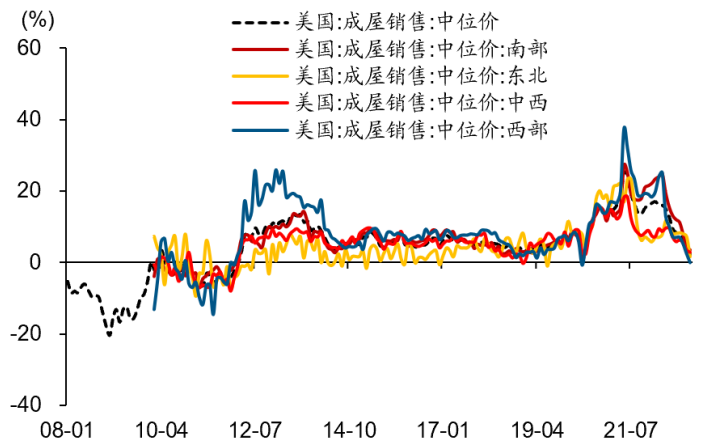
来源: Wind, 国金证券研究所

成屋售价继续下降。美国12月成屋售价的中位数继续回落至36.7万美元, 前值为37.3万美元, 同比上涨3.2%, 涨幅为2020年5月以来最低, 与2022年6月的最高点41万美元相比, 已明显高位回落。分地区看, 美国四大区域成屋售价增速共同回落, 西部沿海地区同比增速最低, 为0%, 南部地区增速最高, 为3.5%。绝对价格上, 美国西部沿海地区成屋房价中位数最高, 12月为56万美元; 中西部地区成屋售价中位数最低, 为26万美元。

图表22: 12月美国各地区成屋售价中位数均下滑



图表23: 美国西部地区增速最低, 南部最高



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.4 美国12月实际个人消费支出(PCE)环比负增长, PCE通胀继续下行

要闻: 1月27日, 美国公布2022年12月PCE数据。12月实际PCE环比-0.3%, 预期-0.10%, 前值-0.2%, 连续两个月负增长, 同比增长2.2%, 前值1.7%。PCE通胀5.0%, 前值5.5%; 环比增0.1%, 前值0.1%。核心PCE通胀4.4%, 前值4.7%; 环比0.3%, 前值0.2%。

简评:

美国12月PCE通胀和核心PCE通胀均降至2022年新低, 相比6月高点分别回落1.98和0.62个百分点。在整体PCE通胀中, 商品和服务各拉动1.57和3.43个百分点, 占比31%和69%, 大致与权重相匹配。在服务分项中, 价格同比涨幅排名前三的项目为交通(13.2%)、住房和公用事业(8.4%)及餐饮与住宿(6.9%), 其中, 由于权重较高, 住房和公用事业对PCE通胀的拉动为1.44个百分点。与11月相比, 多数项目的拉动均有回落。

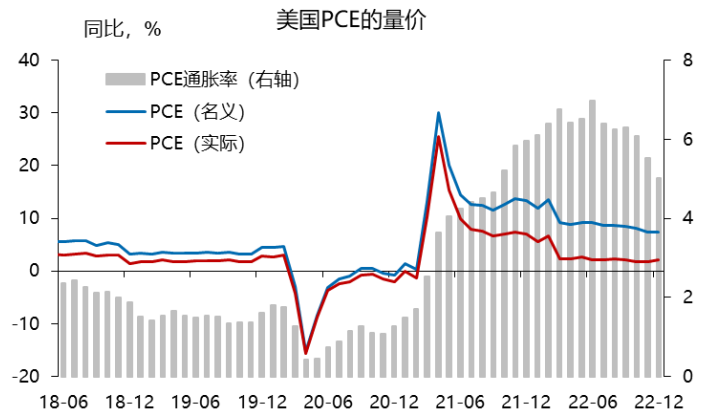
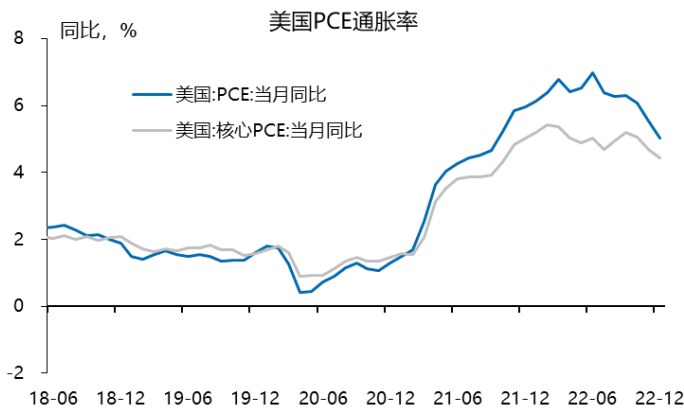
12月实际PCE支出数据进一步确认了美国经济向下的趋势。分项而言, 商品支出环比-0.85%, 前值-0.95%。服务支出环比0(小于0), 为2022年2月以来首次环比负增长。服务消费的韧性或随着工资增速的下降而进一步弱化。

实际PCE是美国国家经济研究局(NBER)定义衰退的6个指标之一。截止到2022年底, NBER周期的6个指标中已经有3个出现了高点。批发与零售的高点出现在2022年4月, 5-11月已累计回撤2.7%。工业生产的高点位于2022年9月, 10-12月延续下行态势, 累计回撤1.4%。个人收入的高点出现在10月份, 11-12月已经连续两个月下降。非农就业、

家庭就业和个人收入仍在创新高。如果 2023 年上半年个人收入、批发与零售和工业生产延续下行态势，2022 年 4 季度大概率被定义新一轮周期的顶点。

图表24: 美国 12 月 PCE 通胀继续下行, 均创新低

图表25: 实际 PCE 环比连续负增长, 同比小幅回升



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 美国 2022 年 12 月 PCE 通胀的拆解

PCE 分级	项目	21-12 权重 (%)	22-12 同比	对22-12PCEPI 同比拉动 (pct)	21-11 权重 (%)	22-11 同比	对22-11PCEPI 同比拉动 (pct)	22-12PCEPI 同比拉动减 22-11PCEPI 同比拉动 (pct)
整体	PCE 价格指数 (PCEPI)	100.00	5.02	—	100.00	5.54	—	—
I	商品	34.05	4.60	1.57	34.47	6.08	2.09	-0.53
II	耐用消费品 (DG)	12.50	1.42	0.18	12.77	2.70	0.35	-0.17
III	DG: 机动车和零部件	4.17	1.03	0.04	4.19	4.04	0.17	-0.13
III	DG: 家具及家用设备	2.95	4.67	0.14	3.06	5.69	0.17	-0.04
III	DG: 休闲商品和汽车	3.70	-1.49	-0.06	3.79	-1.23	-0.05	-0.01
III	DG: 其他耐用品	1.68	3.23	0.05	1.73	3.04	0.05	0.00
II	非耐用品 (NG)	21.55	6.52	1.41	21.70	8.10	1.76	-0.35
III	NG: 为场外消费购买的食品和饮料	7.50	11.15	0.84	7.49	11.24	0.84	-0.01
III	NG: 服装和鞋类	2.80	2.97	0.08	2.90	3.59	0.10	-0.02
III	NG: 汽油及其他能源货物	2.69	1.37	0.04	2.63	13.37	0.35	-0.32
III	NG: 其他非耐用品	8.56	5.34	0.46	8.68	5.40	0.47	-0.01
I	服务业	65.95	5.21	3.43	65.53	5.24	3.43	0.00
II	家庭消费支出 (HC)	62.95	5.18	3.26	62.57	5.11	3.20	0.06
III	HC: 住房和公用事业	17.17	8.37	1.44	17.12	7.89	1.35	0.09
III	HC: 医疗保健	16.14	2.39	0.39	15.99	2.61	0.42	-0.03
III	HC: 交通	3.06	13.20	0.40	3.00	11.97	0.36	0.04
III	HC: 娱乐	3.53	5.65	0.20	3.52	5.34	0.19	0.01
III	HC: 餐饮业和住宿	7.04	6.85	0.48	7.02	7.19	0.50	-0.02
III	HC: 金融和保险	7.99	0.31	0.02	7.93	0.12	0.01	0.02
III	HC: 其他	8.02	4.02	0.32	7.99	4.59	0.37	-0.04
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出 (NPISHs)	3.00	5.66	0.17	2.96	7.82	0.23	-0.06

来源: Wind, 国金证券研究所

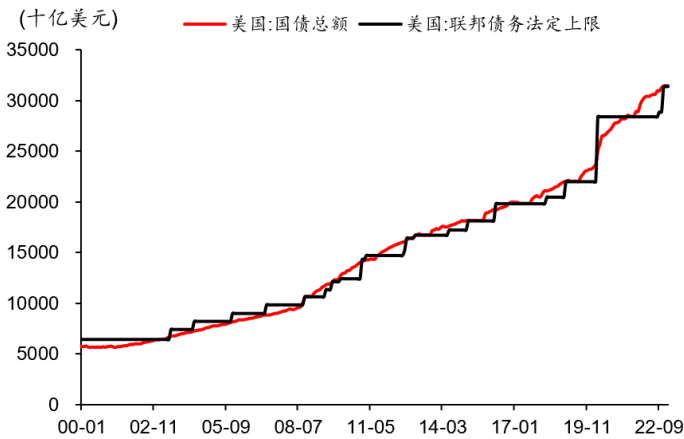
## 2.5 美国政府触及债务上限, 债务上限危机或将重演

要闻: 1 月 19 日, 美国联邦政府债务达到 31.38 万亿美元的上限, 美国财政部开始采取“非常措施”避免债务违约。

简评:

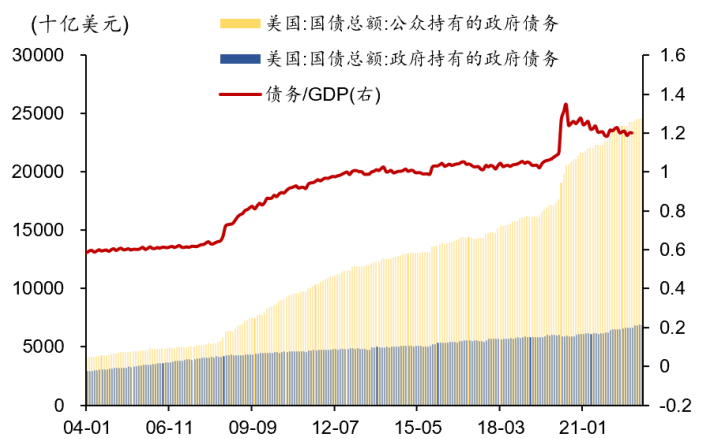
美国政府今年面临违约风险, 如果无法在 6 月份之前调整债务上限, 将构成政府违约。联邦债务上限在 2021 年 12 月上调了 2.5 万亿美元, 达到 31.381 万亿美元, 持续到 2023 年 1 月 19 日, 目前美国已达到 31.38 万亿美元的上限, 财政部利用其“非常措施”来避免债务违约, 可以维持到 6 月初, 并在 8 月前后耗尽现金。如果措施用尽时仍没有达成提高或暂停债务上限的新协议, 财政部将无法继续支付国家的债务, 美国将构成违约。

图表27: 1月美国再次触及联邦债务上限



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 2022年美国国债占GDP达到120%



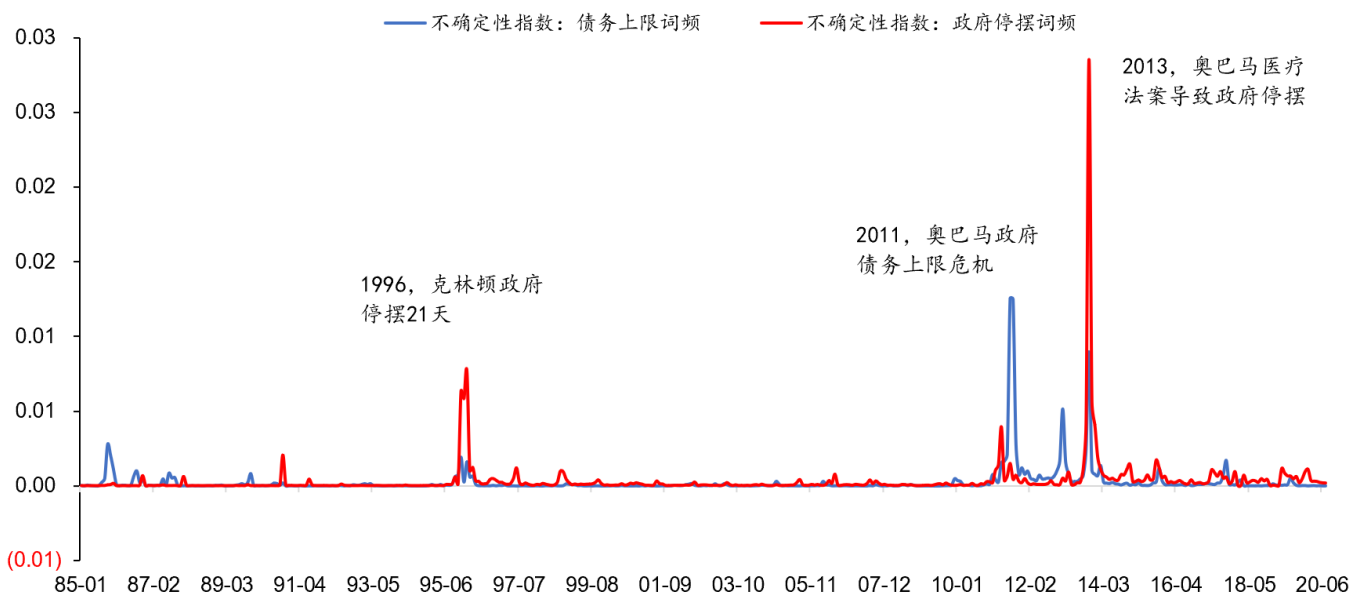
来源: Wind, 国金证券研究所

现阶段美国财政部开始实施特别措施(Extraordinary Measures), 减少发行新债务, 减少养老金支出以争取时间。1月19日, 美国财政部部长耶伦宣布开始使用特别债务限额措施, 具体措施包括: 一、暂停发行新债务。“暂停发债期”将从2023年1月19日开始, 一直持续到2023年6月5日。二、减少养老金支出, 受影响的主要是公务员退休和残疾基金, 该基金为退休和残疾的联邦雇员提供固定福利; 以及邮政服务退休人员的健康福利基金, 该基金为邮政服务退休人员提供健康福利保费。美国将阶段性利用退休基金作为财政资源, 以在不提高债务水平的条件下维持政府运转。

1960年以来, 美国政府共计78次提高债务上限, 大约每8个月上调一次, 迄今为止尚未出现违约。近三十年来出现了三次影响较大的债务上限调整事件, 分别是1995年克林顿政府停摆, 2011年奥巴马政府债务上限危机, 2013年美国政府停摆。

2011年8月初, 美国因债务上限之争几乎导致政府停摆, 共和党占多数的众议院要求时任总统奥巴马削减一系列支出, 以换取提高债务限额。在财政部估计限额将用尽的两天前, 奥巴马最终与国会的共和党议员达成协议, 共和党人同意提高上限, 以换取未来一揽子的开支削减, 在8月2日以74票对26票通过议案, 奥巴马签署议案, 结束债务上限危机。

图表29: 2011年和2013年两次政府债务上限危机的影响较大

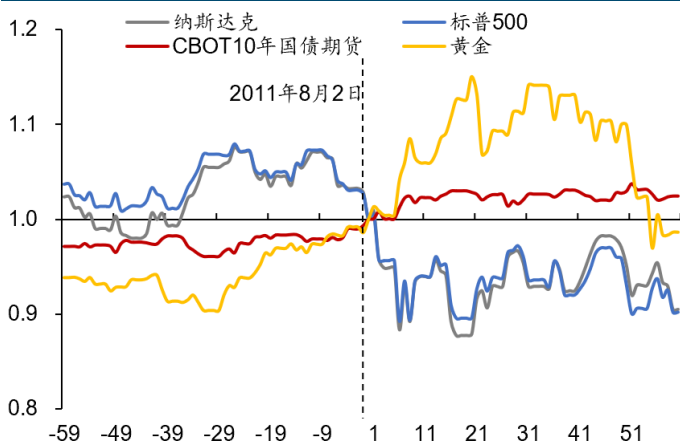


来源: EPU, 国金证券研究所

尽管未曾出现过实质性违约, 但仍有可能造成市场动荡。根据以往的经验, 在债务上限调整到期前的僵持阶段, 对避险资产的需求有所上升, 股市等风险资产的抛售压力加大。例如2011年8月2日, 债务上限到期前引发了市场避险情绪显著上升, 股市、债市激烈动荡, 黄金飙升近13%, 标普500在一个月内暴跌17%, 道指下跌15%, 10年期美债收益率下行82bps。这一事件导致标普有史以来首次下调了美国主权信用评级, 从AAA降至AA+。

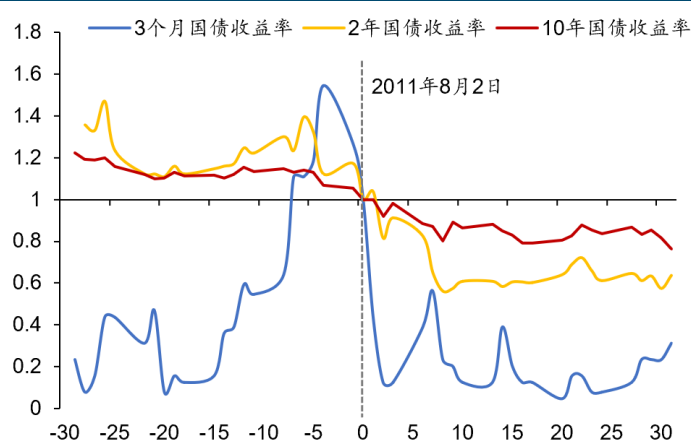


图表30: 2011年造成避险资产上涨股市回调



来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 债务上限到期前收益率先上后下



来源: Wind, 国金证券研究所

今年的风险点在于参众两院分属两党，两党分歧较大，国会的人员架构等因素与2011及2013年的情形类似，谈判很可能被拖延到“最后一刻”。干预债务上限需要国会通过立法，此前的2021年，由于民主党同时控制白宫和美国国会两院，在2021年12月相对顺利地将债务上限提高2.5万亿美元至31.4万亿美元。目前，共和党入主众议院，若想继续提高债务上限，必须争取共和党的配合，而共和党则将债务上限作为推动削减政府开支的工具，民主党希望在不附加任何条件的情况下提高债务上限，使得谈判难度提高。

## 2.6 欧元区经济开年后继续回暖，服务业PMI重回景气区间

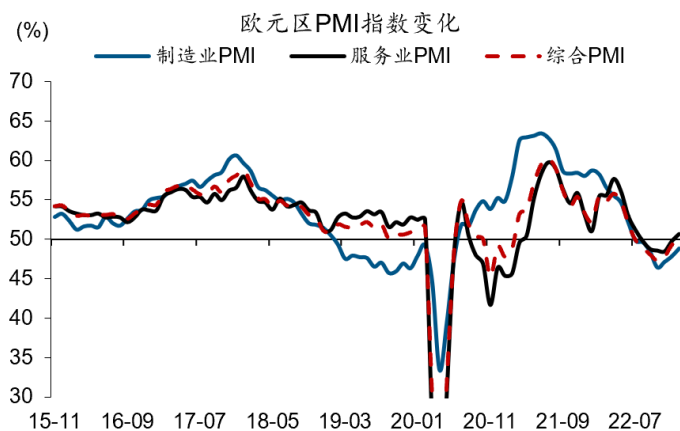
要闻：1月25日，标普全球 S&P Global 公布欧元区、英国、法国、德国 PMI 数据。

简评：

春节假期期间，受暖冬影响，欧洲经济数据延续好转，能源供给压力减轻，天然气价格下跌，欧洲股市抬升，欧元兑美元升值，市场对欧洲陷入衰退的预期有所降温。

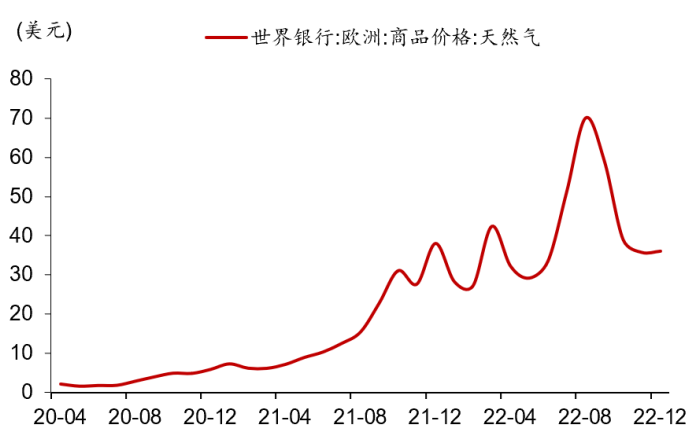
欧元区1月制造业PMI连续两个月回升，但仍低于50的收缩区间，服务业PMI重回景气区间。1月制造业PMI为46.7，为2022年9月以来新高，好于预期值45.5。服务业PMI录得50.7，重回扩张区间，前值49.8；综合PMI 50.2，高于前值49.3。法国制造业PMI录得50.8，领先回到扩张区间，为7个月来新高，预期49.6，前值49.2。德国服务业PMI修复较快，服务业PMI录得50.4，预期49.6，前值49.2。受欧洲暖冬、供应链改善影响，欧洲能源价格下跌，天然气价格已回到俄乌冲突之前的水平，推动了欧洲PMI改善，欧元区经济硬着陆的风险一定程度降低。

图表32: 欧元区1月PMI改善，服务业重回扩张



来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 欧洲天然气价格回落至俄乌冲突前水平



来源: Wind, 国金证券研究所



图表34: 欧洲各国制造业 PMI 普遍回升

	月度变化	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
欧元区	↑ 1.0	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5
德国	↓ -0.1	47.0	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52.0	54.8	54.6	56.9
法国	↑ 1.6	50.8	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7
意大利	↑ 0.1		48.5	48.4	46.5	48.3	48.0	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8
希腊	↓ -1.2		47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6
西班牙	↑ 0.7		46.4	45.7	44.7	49.0	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2
荷兰	↑ 2.6		48.6	46.0	47.9	49.0	52.6	54.5	55.9	57.8	59.9	58.4
奥地利	↑ 0.7		47.3	46.6	46.6	48.8	48.8	51.7	51.2	56.6	57.9	59.3
丹麦	↑ 5.3		51.2	45.9	51.0	50.1	49.3	38.0	69.1	58.2	60.6	61.4
捷克	↑ 1.0		42.6	41.6	41.7	44.7	46.8	46.8	49.0	52.3	54.4	54.7
波兰	↑ 2.2		45.6	43.4	42.0	43.0	40.9	42.1	44.4	48.5	52.4	52.7
匈牙利	↑ 7.1		63.1	56.0	56.4	49.6	57.1					

来源: Wind, 国金证券研究所

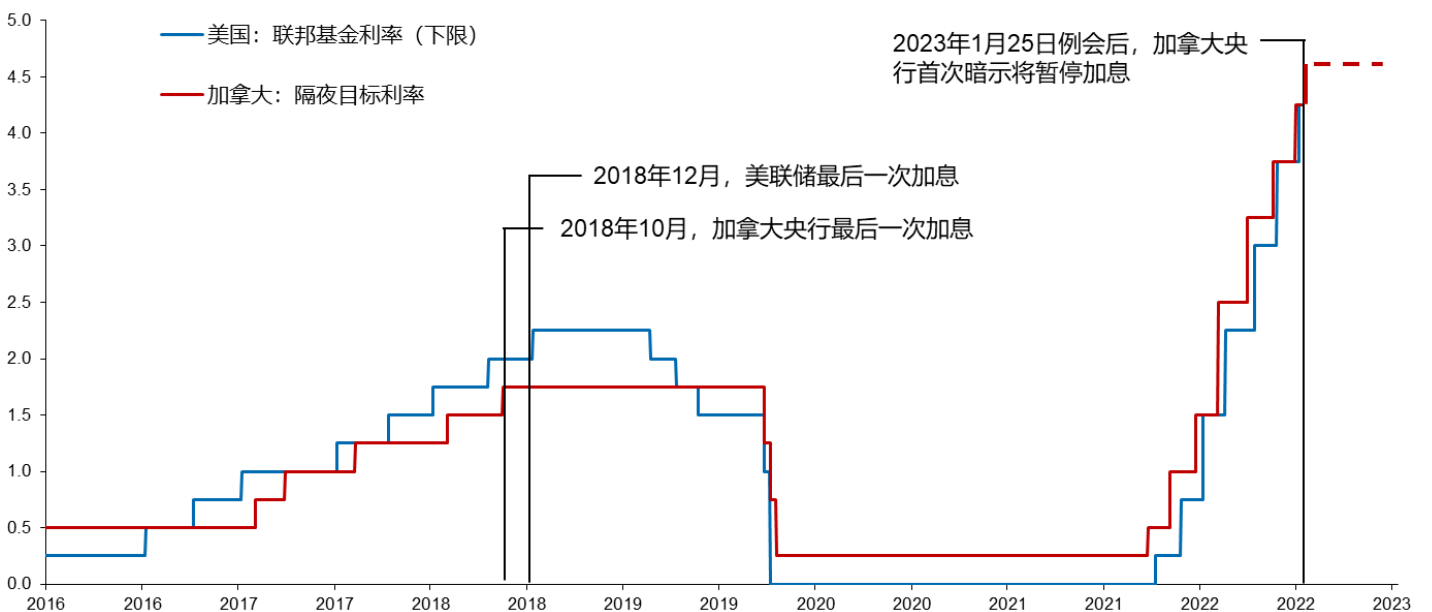
### 2.7 加拿大央行 1 月例会如期加息 25bp, 继续缩表, 明确“有条件地暂停”加息

事件: 1 月 25 日例会, 加拿大央行决定加息 25bp, 继续缩表。加拿大央行表示, 如果未来经济的运行不大幅偏离 1 月货币政策报告的预测, 后续将暂停加息, 以观察货币政策是否已经达到“充分紧缩”水平。政策声明发布后, 加元汇率和加债收益率双双跳水, 美元兑加元垂直拉升 50bp。

简评:

加拿大央行是主要西方大国央行中首个明确暂停加息的央行。由于地理上的毗邻关系和经济的高度融合, 加拿大央行和美联储政策高度同步。例如, 在后危机时代的利率正常化周期中, 加拿大银行于 2018 年 10 月结束加息, 美联储于 12 月结束加息, 相隔 1 次例会。在后疫情时代的加息周期中, 加拿大央行领先美联储半个月加息, 前者是 3 月初, 后者是 3 月中旬, 这一差别主要是例会日期不同。市场因此猜测, 1 月底会否是美联储最后一次加息? 与 2022 年的竞争性加息抗通胀相反, 2023 年是否会出现竞争性降息抗衰退?

图表35: 加拿大央行宣布暂停加息, 市场猜想: 1 月是否是美联储最后一次加息?



来源: 各国央行, Wind, 国金证券研究所

加拿大央行继续加息的背景是, 通胀依然高企、且需求的韧性超预期。加拿大 CPI 通胀率已经从 2022 年 6 月的 7.9% 高点连续下降至 12 月的 6.5% (季调后)。同期, 核心 CPI 通胀从 6.2% 下降至 5.4%。并且, 两者 12 月环比增速都已经进入负增长区间。其暂停加息的考

虑是加息的累计效应和传导的滞后性，即使暂停加息，政策利率依然维持在高位，未来还会紧缩需求，压制通胀，需要进一步的数据评估货币政策是否足够紧缩，从而推动通胀向2%收敛。加拿大央行强调，这是“有条件的暂停”(conditional pause)，如果需要，还会继续加息。

加拿大央行的行为对理解美联储有帮助，但不应机械地运用历史经验中所呈现出来的领先-滞后关系，而应基于各国不同的国情分析央行的行为。追求“充分紧缩”的货币政策立场是美、欧、英、加四大央行的共同目标，唯一的衡量标准是通胀是否向2%目标收敛。这是一个主观标准，加拿大央行提供了一个参照系，其它央行需要根据自身进行校准。虽然各国通胀压力的形成有共性，但通胀压力的大小是有差异的，消费结构的差异也使得不同国家通胀下行的斜率、货币政策传导的滞后性也不同。在1月底的例会上，结束加息或不是FOMC的优先事项。

## 2.8 微软、特斯拉领衔，美股四季度业绩下滑、但优于市场预期

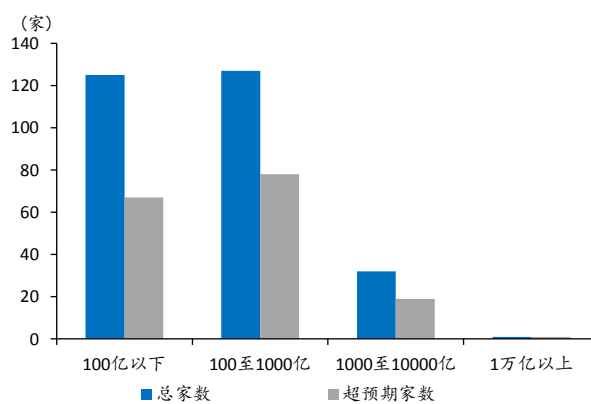
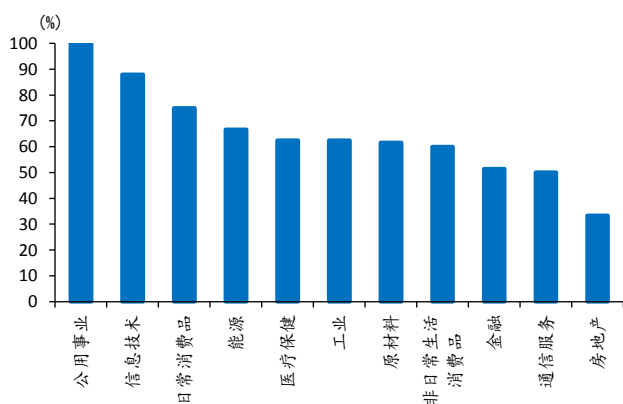
事件：春节假期期间(1月21日-1月27日)，共有285家罗素3000指数成分股公布了去年四季度财报业绩，165家公司高于预期，120家公司低于预期。

简评：

美股四季度财报季开局低迷，但本周迎来转机，其中微软、特斯拉业绩均超预期。本周罗素3000成分股中285家公司公布了业绩，主要集中在金融、工业、信息技术等行业。从市场表现来看，公用事业、信息技术、日常消费、能源等行业上市公司业绩多超预期，超预期比例分别为100%、88%、75%和67%。从市值规模来看，以微软、特斯拉等为代表的大市值公司表现更为突出，100亿美元以上市值的公司中共有61.3%的公司业绩超预期，而100亿美元以下市值的公司中仅53.6%的公司业绩超预期。四季度美国经济、企业盈利的略超预期在短期提振市场情绪，驱动了美股的反弹。但中期来看，美国经济刚刚步入衰退阶段，企业盈利仍将持续下滑；盈利走弱的拖累下，美股的市场波动或依然较大。

图表36：不同行业罗素3000成分股Q4业绩超预期比率

图表37：不同市值罗素3000成分股Q4业绩超预期情况



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

## 3、国内数据&事件：假期出行和消费改善，节后返工、复工进程有望加快

春节假期出行和消费显著改善，旅游收入恢复至2019年七成、旅游客单价明显提升，餐饮、观影等消费也加快修复；劳动力返乡较早导致节前多数工业生产活动表现弱于过往，节后返工、复工进程有望加快，生产活动恢复或快于预期。

### 3.1 假期出行和消费显著改善，节后劳动力返工进程有望加快

要闻：春节假期(1月21日至27日)，全国预计发送旅客3.08亿人次，较去年同期增长23.1%；全国电影票房收入65.47亿元，较去年同期增长8.4%。

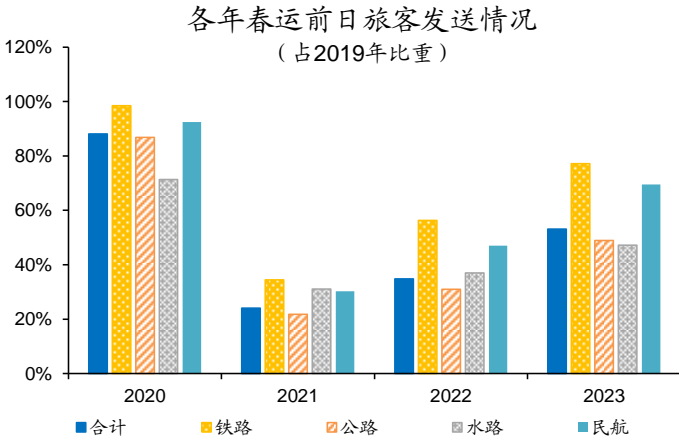
数据来源：交通运输部、猫眼电影

简评：

春运期间旅客发送已恢复至2019年的五成，小客车出行流量超2019年同期水平，节后旅客发送明显加快。春运期间(1月7日至1月26日)，全国合计旅客发送7.4亿人次、同比增长52.8%，同比增幅较去年同期走扩8.1个百分点、较元旦、国庆假期分别走扩86.7、103个百分点，总体已恢复至2019年的54%。春运期间，除夕前客流恢复至2019年的53%、

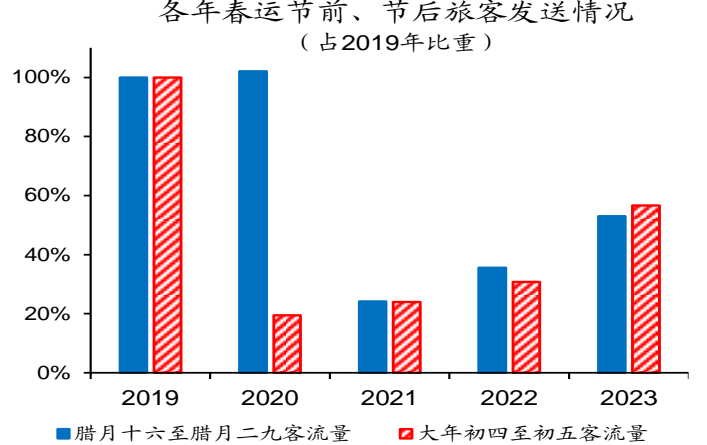
初四、初五合计客流恢复至 2019 年的 57%，或指向节后劳动力返工进程有望加快。

图表38：春运期间全国旅客发送显著提升



来源：交通运输部，国金证券研究所

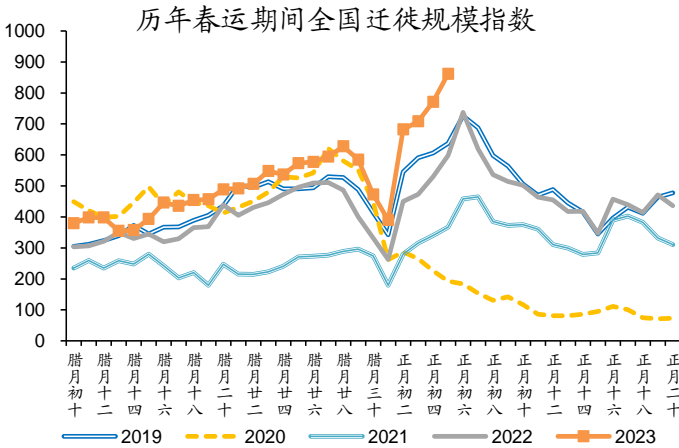
图表39：春节后期旅客发送情况好于春节前



来源：交通运输部，国金证券研究所

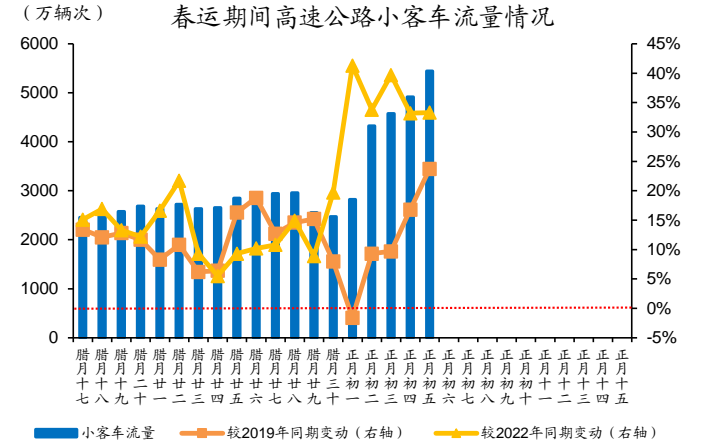
不同于公共交通旅客发送，私家客车出行客流量已超过 2019 年同期水平。截至 1 月 26 日，全国迁徙规模已达 2019 年同期的 135.3%，指向今年春节期间私家车出行流量快速提升、显著超出过往水平，对应春运期间高速公路小客车流量平均较 2019 年提升 11%；公路旅客发送占全部发送量的 76%、指向公共交通旅客发送或低估春节人流情况。

图表40：春运期间全国迁徙规模指数已超 2019 年同期



来源：百度地图，国金证券研究所

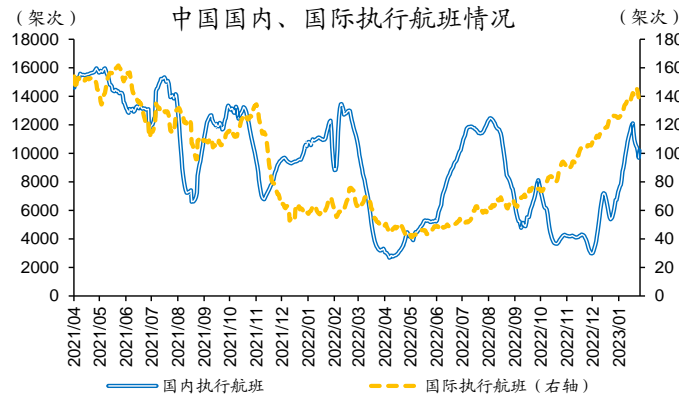
图表41：高速公路小客车流量已超 2019 年同期水平



来源：交通运输部，国金证券研究所

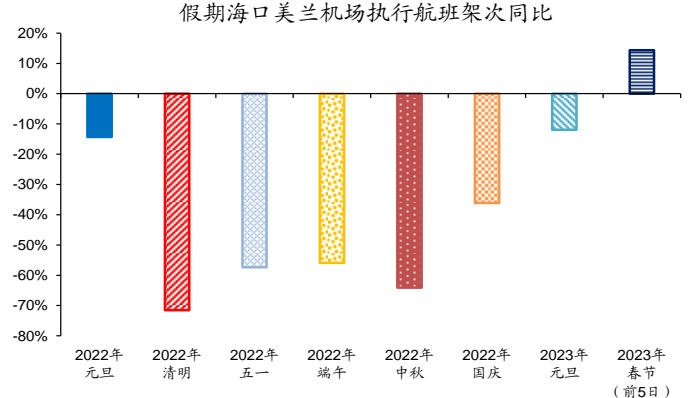
春运期间航班执行情况明显好于去年同期，跨地区出行显著改善。春节假期前 6 日，国内客运执行航班假期为去年同期的 91%、高于元旦、国庆的 62%、59%，同时，今年春节假期国内航班执行架次提升幅度明显加大。热门旅游目的地的航班表现相对较好，海口美兰机场执行航班架次同比提升 14.4%、增幅较元旦、国庆分别走扩 26.3、50.5 个百分点。

图表42: 春运期间执行航班架次快速增长



来源: Wind, 国金证券研究所

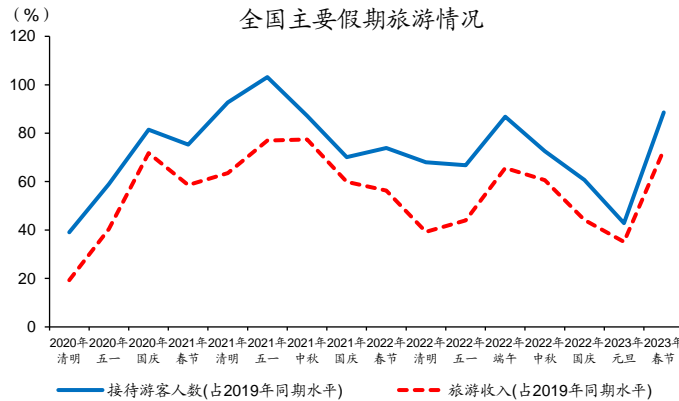
图表43: 海口美兰机场航班进出港总量同比转正



来源: 航班管家, 国金证券研究所

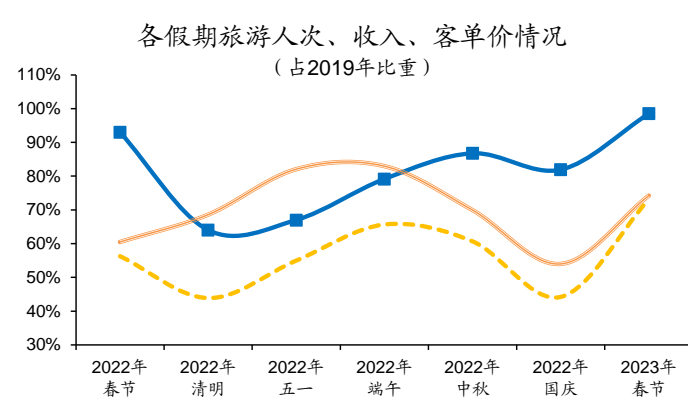
国内旅游出行人次恢复至2019年九成、旅游收入恢复至七成, 旅游客单价显著提升。春节假期, 国内旅游人次3.08亿人次、同比增长23.1%、同比增幅较元旦走扩22.7个百分点, 恢复至2019年同期的88.6%、高于元旦的42.8%; 实现旅游收入3758.4亿元、同比增长30%、同比增幅较元旦走扩26个百分点, 恢复至2019年同期的73%、高于元旦的35%。值得注意的是, 今年春节期间旅游客单价显著提升、客单价占2019年同期比重达98.5%、超过去年同期的93%、远超去年国庆、端午的81.9%、79.2%。

图表44: 国内旅游出行人次和旅游收入显著改善



来源: 文旅部, 国金证券研究所

图表45: 去年清明假期依赖, 旅游客单价显著提升

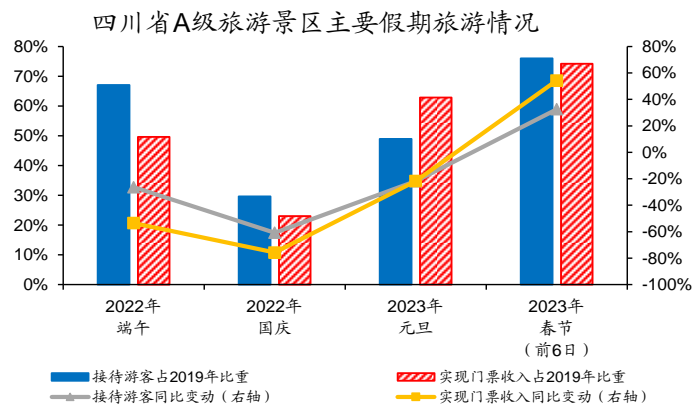


来源: 文旅部, 国金证券研究所

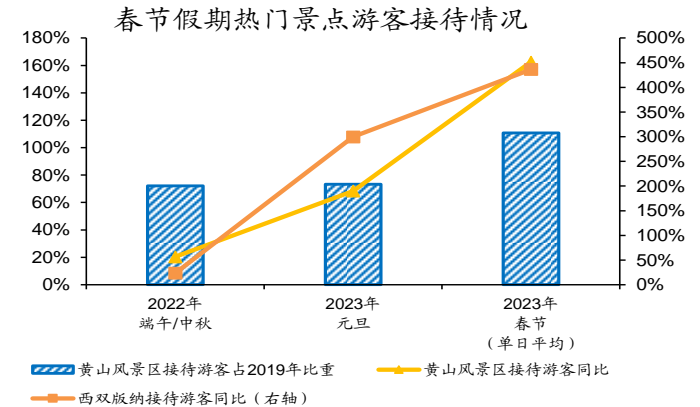
代表景点旅客接待恢复至2019年的七成, 热门景点超疫前水平。主要景点旅行情况明显改善, 热门景点旅游人次、收入提升更为显著; 四川省A级景区春节假期前6日接待旅客较去年同期提升33%、为2019年同期的76%; 热门景点西双版纳春节假期前4日预计接待旅客、旅游收入分别较去年同期提升436%、334%; 黄山景区假期日均接待游客较去年同期提升162%、为2019年同期的111%。



图表46：四川景区旅游情况明显好于元旦、去年国庆



图表47：热门景区游客接待量已超过2019年同期水平

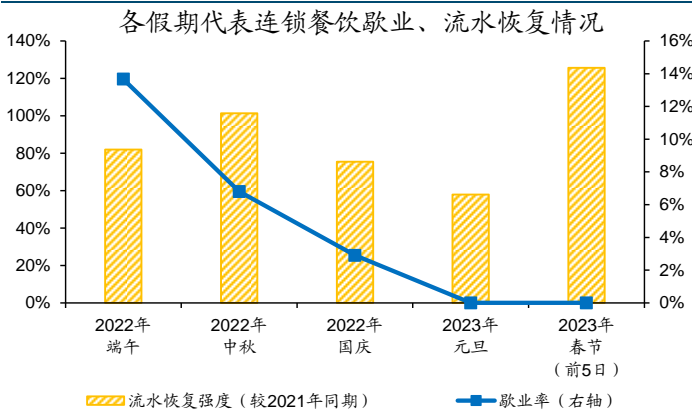


来源：各地政府网站，国金证券研究所

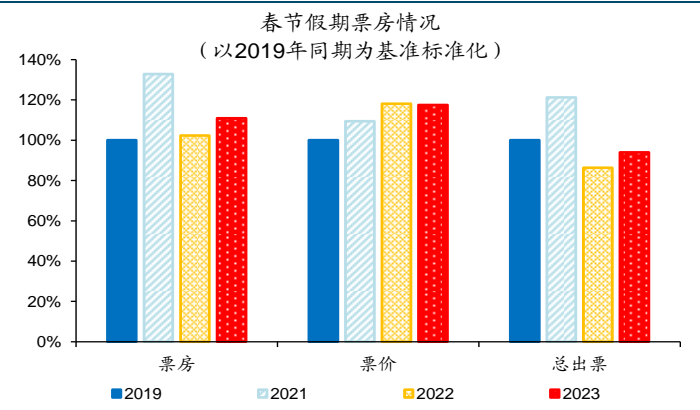
来源：各地政府网站，国金证券研究所

代表连锁餐饮流水显著改善、总体已超去年同期水平，电影院线票房较去年同期有所提升。疫后修复下，线下餐饮消费恢复速度更快，春节假期城市连锁餐饮流水恢复强度已达2021年同期水平的126%、高于旅游消费恢复强度的118%。截至春节假期第7天，全国电影院线票房同比增长8.4%、明显好于元旦的-48.8%，恢复至2019年同期水平的111%，总出票次同比增长8.8%、恢复至2019年同期水平的94%。

图表48：春节假期代表连锁餐饮流水恢复显著提升



图表49：春节假期票房持平去年同期水平



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

来源：猫眼电影，国金证券研究所

### 3.2 春节期间商品房成交回落幅度大于过往，一线城市拖累有所加大

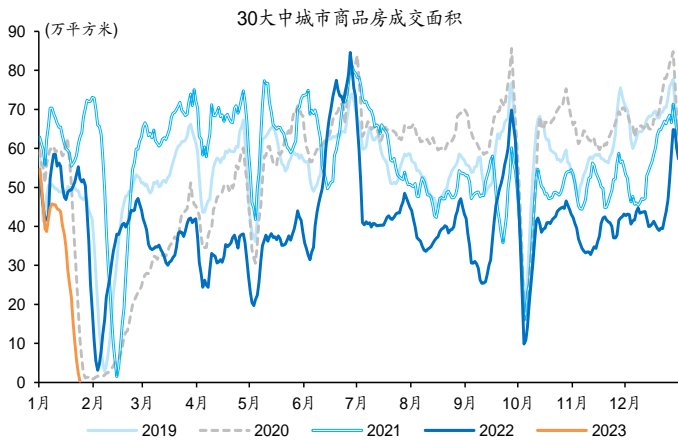
要闻：春节假期当周，30大中城市商品房成交面积3.2万平方米、同比回落82.2%；春节假期前一周，全国代表城市二手房成交面积79万平方米、同比回落38%。

数据来源：Wind

简评：

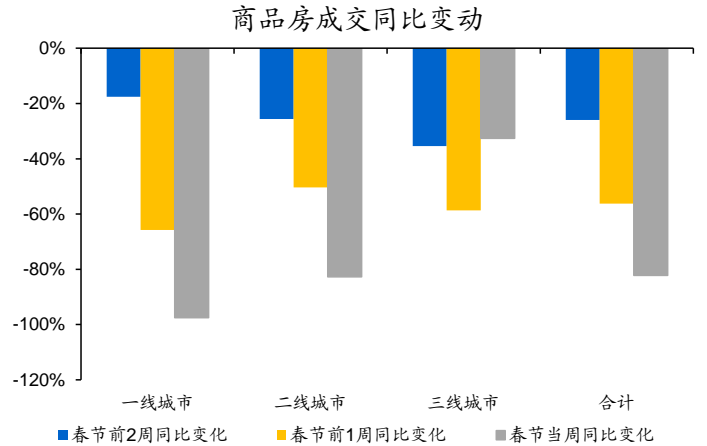
春节假期全国商品房季节性回落幅度大于过往，各城市二手房成交有所分化。春节假期当周，30大中城市商品房成交同比回落82.2%、成交同比远低于国庆假期的-40.9%，地产销售依然低迷；或缘于春节返乡影响，一线城市商品房成交回落幅度最大、同比回落97.6%，二线、三线城市分别回落82.7%、32.6%。春节假期前1周，全国代表城市二手房成交也明显走弱、同比回落38%，不同城市间结构分化较大，或缘于春节返乡影响，一线城市二手房成交回落幅度较大、同比下降92.5%，二线、三线城市分别回落17.3%、18.1%。

图表50: 30大中城市商品房成交季节性回落



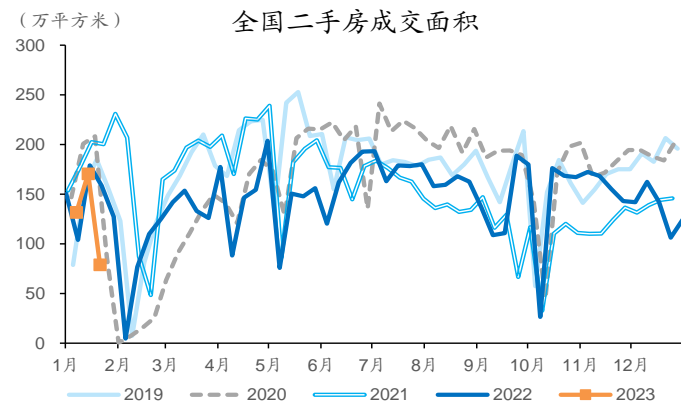
来源: Wind, 国金证券研究所

图表51: 春节假期商品房成交显著回落



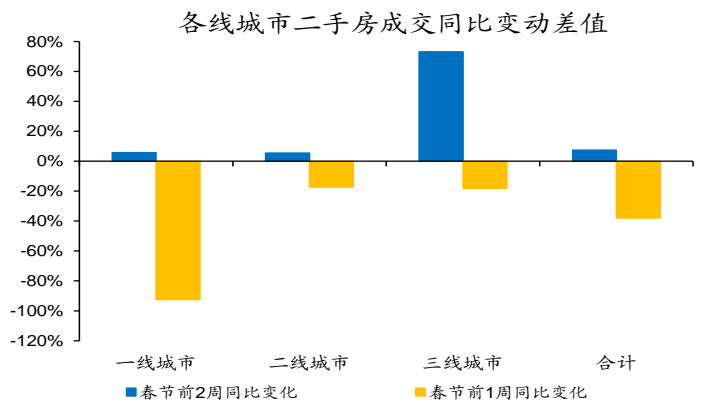
来源: Wind, 国金证券研究所

图表52: 代表城市二手房成交面积季节性回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表53: 春节假期前二手房成交有所回落



来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.3 劳动力返乡较早导致节前多数工业生产、投资活动偏弱

要闻: 截至春节前一周(1月15日至1月21日), 多数工业生产活动、投资活动季节性回落、普遍低于2019、2022年同期水平。

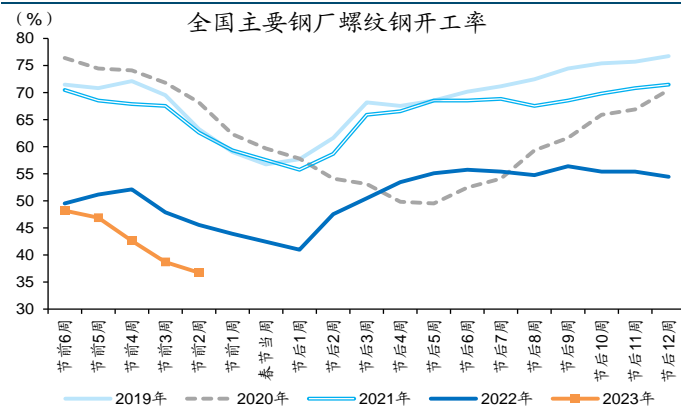
数据来源: Wind

简评:

春节假期前多数工业生产、投资活动季节性走弱、表现普遍弱于2019、2022年同期。春节前2周(1月8日至1月14日), 螺纹钢开工率持续回落、较2019、2022年同期分别降低8.9、26.6个百分点; 钢材表观消费量季节性回落、分别较2019、2022年同期回落7.9%、10.4%。春节前1周(1月15日至1月21日), 全国水泥粉磨开工率加快回落、分别较2019、2022年同期回落7.1、19.2个百分点, 对应水泥价格进一步下行、较去年同期降低22%; 沥青开工率持续降低、分别较2019、2022年同期回落6.5、13.3个百分点, 玻璃库存仍处高位、显著超过过往同期水平。

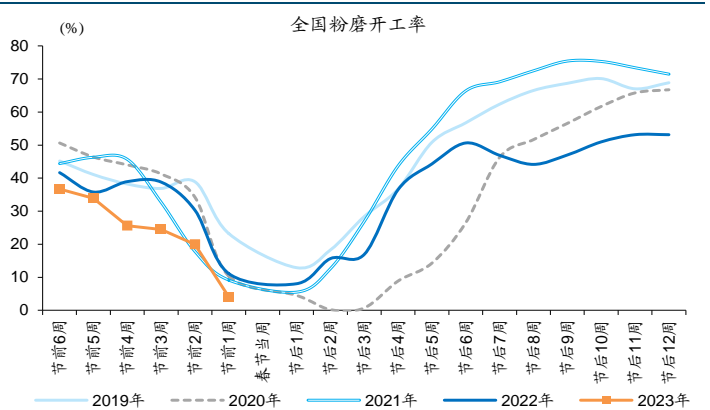


图表54: 春节前一周, 全国螺纹钢开工率持续回落



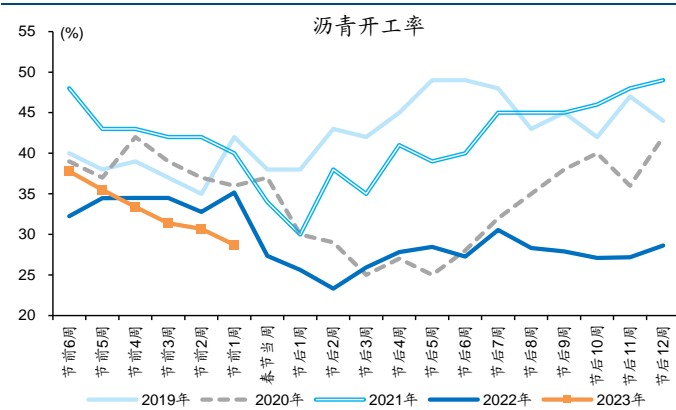
来源: Wind, 国金证券研究所

图表55: 春节前一周, 水泥粉磨开工率明显回落



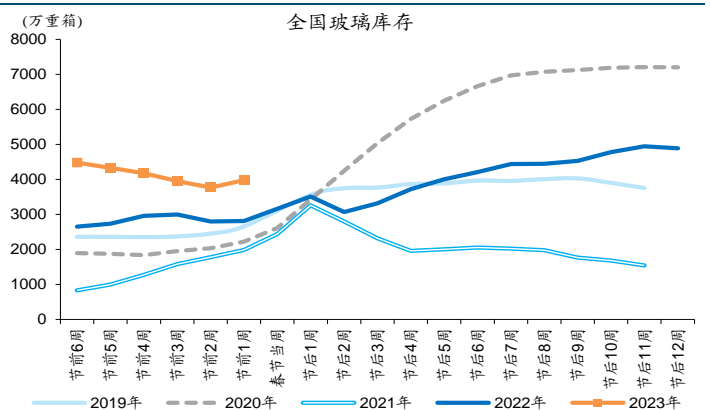
来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 春节前一周, 沥青开工率快速下行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 春节前一周, 全国玻璃库存有所提升



来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.4 春节假期前出口集装箱运价延续回落, 出口低迷或仍将延续

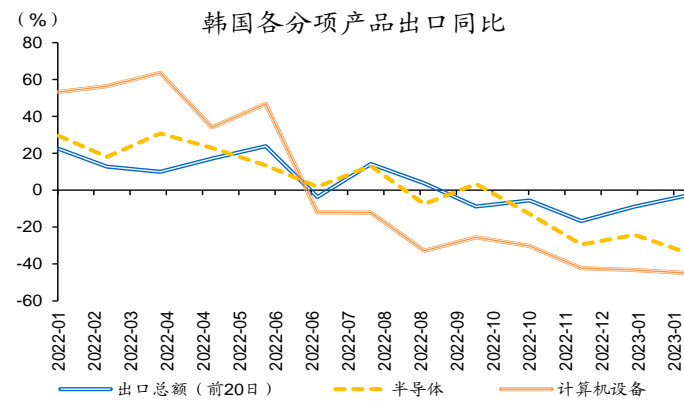
要闻: 截至春节前一周, 出口集装箱综合运价指数延续回落, 多数航线运价普遍回落; 1月前20日, 韩国出口总额延续负增。

数据来源: Wind

简评:

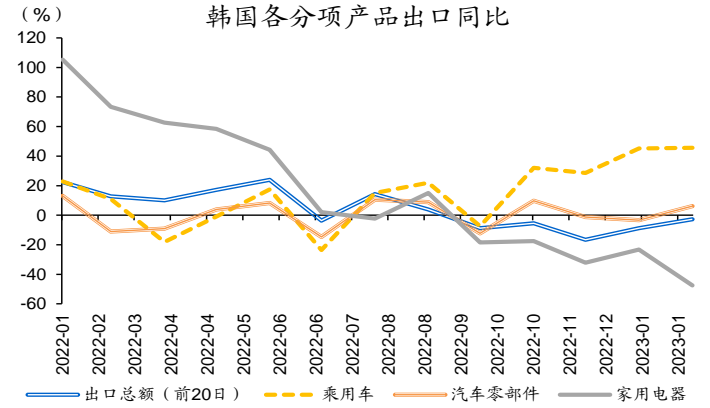
我国出口集装箱运价进一步下行、韩国出口延续负增, 指向我国出口低迷或仍将延续。春节假期前周(1月15日至1月21日), 中国出口集装箱运价指数 CCFI 延续下行、较上周回落 3.4%, 分航线看, 东南亚航线止跌转升、较前周提升 1.3%, 美西、欧洲航线分别较前周回落 0.5%、5.2%。作为全球贸易活动风向标, 韩国 1 月前 20 日出口总额持续回落、同比下降 2.7%, 分产品来看, 半导体、计算机设备、家用电器等产品出口分别同比回落 34.1%、44.9%、47.5%, 降幅进一步走扩; 高频出口指标均指向我国出口低迷状态或仍将延续。

图表58: 1月前20日, 韩国出口延续负增



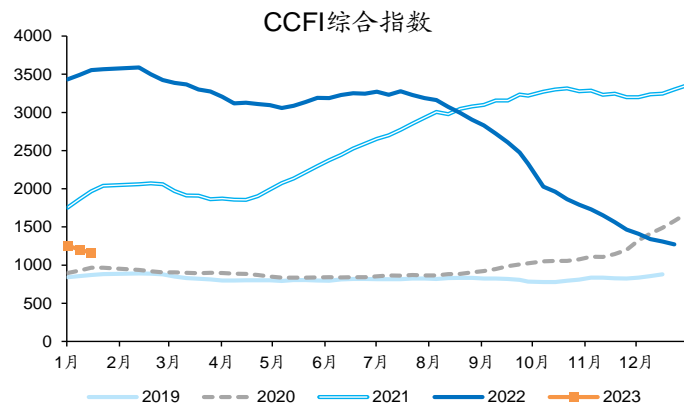
来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 韩国家用电器、半导体等商品出口延续低迷



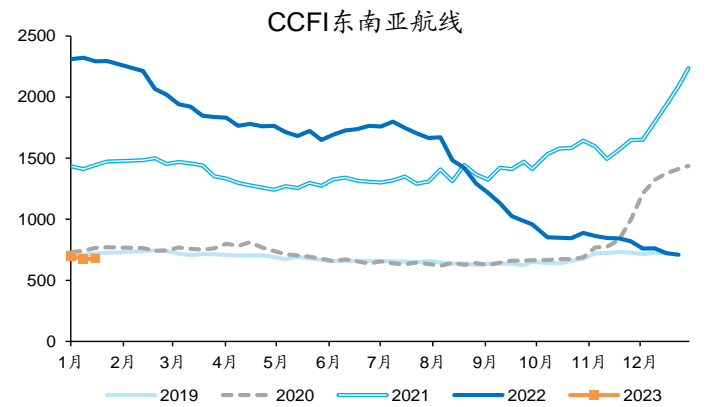
来源: Wind, 国金证券研究所

图表60: 春节前一周, CCFI 延续下行



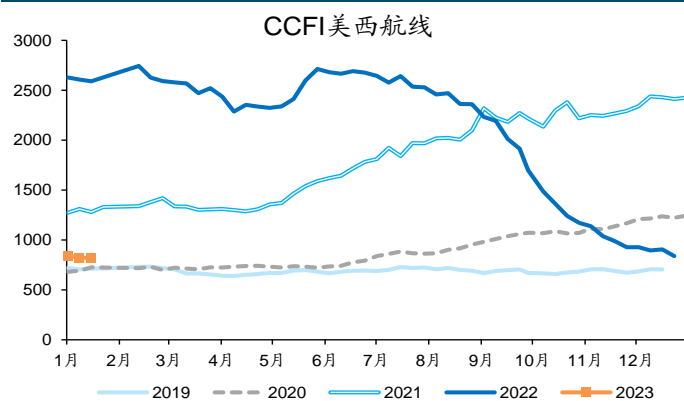
来源: Wind, 国金证券研究所

图表61: 春节前一周, 东南亚航线出口运价止跌转升



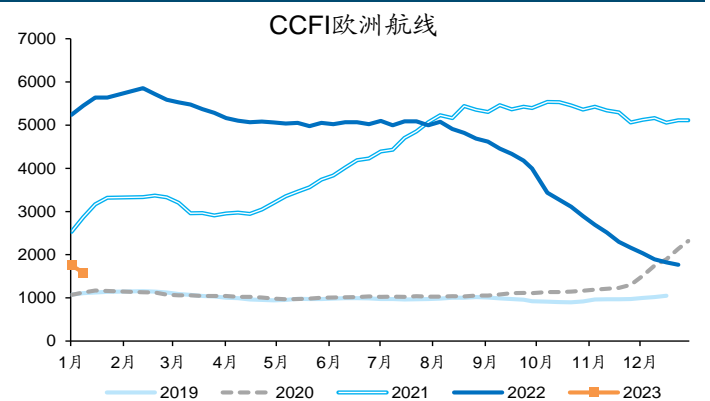
来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 春节前一周, 美西航线出口运价延续回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表63: 春节前一周, 欧洲航线出口运价加快回落



来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.5 12月经济数据: 总量超预期下的三大结构性信号

要闻: 1月17日, 国家统计局公布数据显示, 4季度GDP同比2.9%、前值3.9%, 12月规模以上工业增加值同比1.3%、前值2.2%。

数据来源: 国家统计局

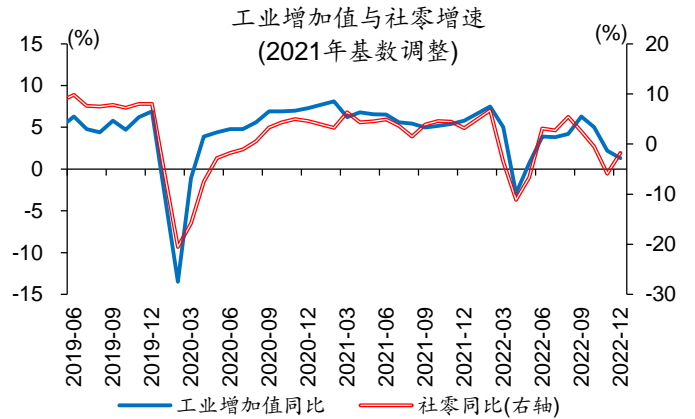
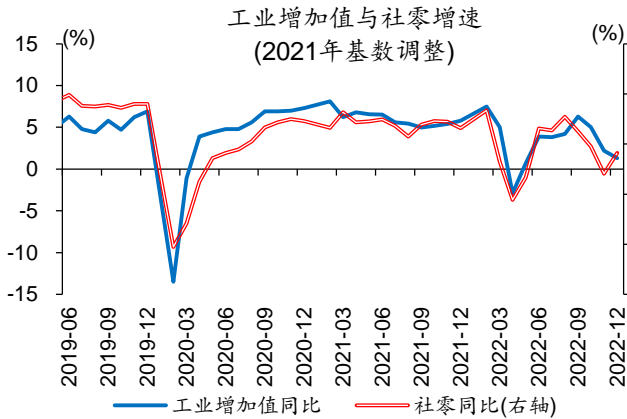
简评:

信号一: 本轮疫情, 对生产的影响大于需求。过去疫情反复阶段, 生产多好于投资、消费,

而12月数据反过来，投资增速回升、提升2.3个百分点至3.1%，社零降幅收窄、降幅由上月5.9%改善至1.8%，而工业增加值继续回落、较上月下降0.9个百分点至1.3%，一方面得益于线下活动没有防疫的约束，另一方面或与临近春节，疫情演绎导致劳动力提前返乡多于以往，进而加大对生产扰动，12月制造业PMI从业人员创2020年3月以来新低。

图表64：12月，工业增加值回落，而社零边际改善

图表65：12月，PMI从业人员创2020年3月以来新低



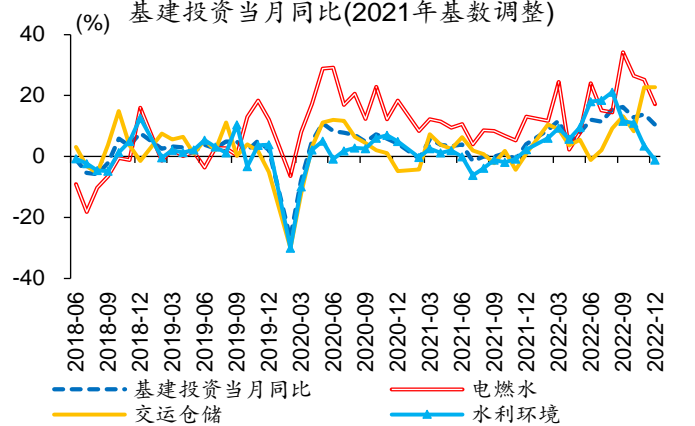
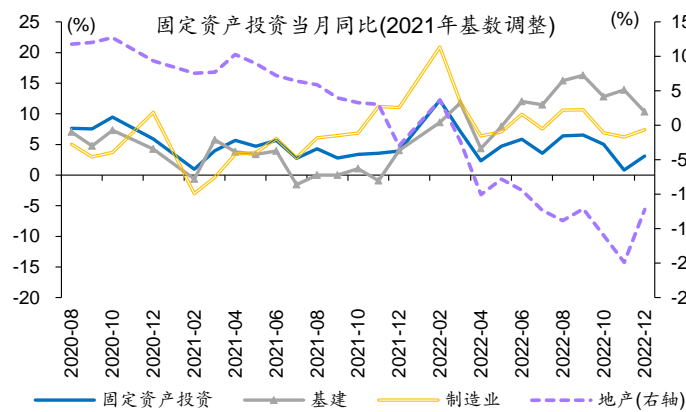
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

信号二：投资需求增长路径清晰，制造业、交通类基建、地产竣工等投资表现相对较好。出口大幅下滑背景下，经济转向内需增长为主，投资是重要驱动之一，作为政策重点支持领域，制造业投资增速较11月提升1.2个百分点；基建投资增速虽有所下降、但剔除电力的投资提升3.7个百分点，或与交通类接替能源投资有关；竣工加快等推动地产投资边际改善，但销售、新开工低迷。

图表66：12月，固定资产投资回升

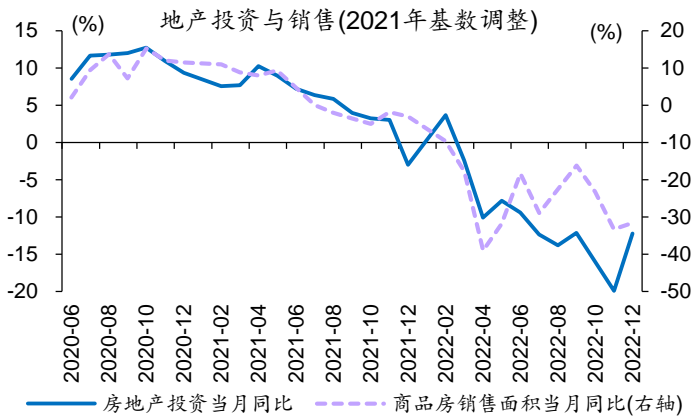
图表67：交通类基建投资增长居前



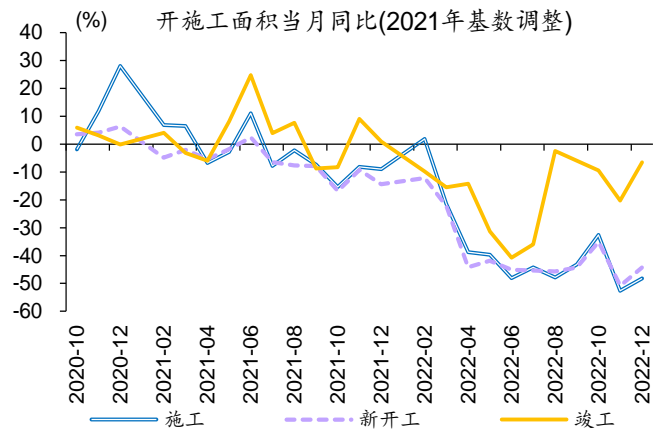
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表68: 房地产投资降幅收窄、销售低迷



图表69: 竣工好于新开工和施工

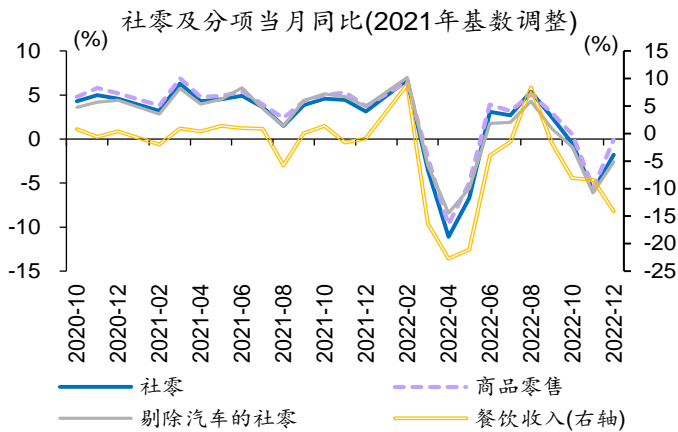


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

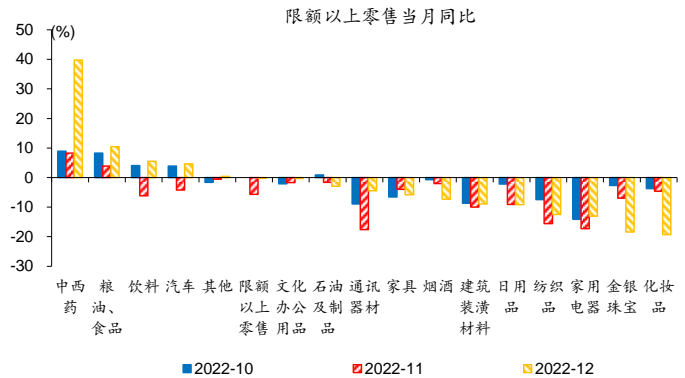
信号三: 社零降幅收窄并非缘于消费修复, 真正的修复或才刚刚开始。12月, 社零降幅大幅收窄来自商品支撑, 商品零售同比-0.1%、高于上月的-5.6%, 药品、粮油食品、饮料等大幅增长, 或主因疫情期间囤货需求, 而餐饮收入同比降幅显著扩大、12月同比-14.1%。高频数据显示, 12月底以来, 出行、消费等线下活动逐步修复, 前期受场景约束较为明显的企业消费和居民服务消费或率先修复(详情参见《疫后消费修复的三大误区》、《总量超预期下的三大结构性信号》)。

图表70: 12月, 商品零售明显改善、餐饮收入降幅扩大



来源: Wind、国金证券研究所

图表71: 12月, 药品、粮油食品增长较快



来源: Wind、国金证券研究所

### 3.6 地方两会: GDP目标设定虽趋于谨慎, 但地方重心更向经济发展倾斜

要闻: 截至1月15日, 全国31省市召开地方两会, 审议地方政府工作报告。

数据来源: 各地政府网站

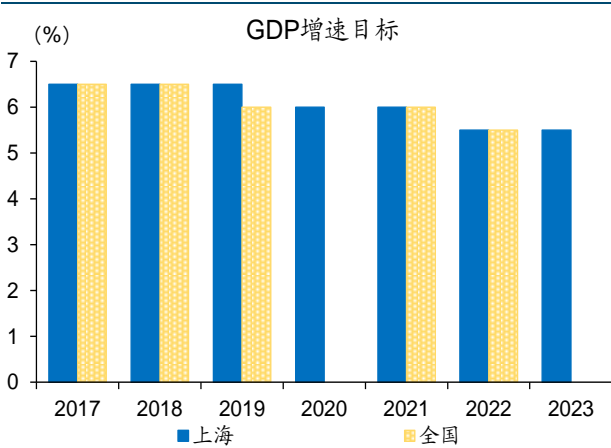
简评:

2023年地方两会下调GDP目标, 产业升级、扩内需是地方重点工作。截至1月15日, 全国31省市召开地方两会, GDP增速目标平均为5.9%, 较2022年的6.3%平均目标下调0.4个百分点; 其中, 海南等4省市GDP增速目标上调, 天津、河北等21省市GDP目标下调。从地方重点工作来看, 2023年地方固定资产投资增速目标平均为8.4%, 地方社零增速目标平均为7.9%; 各地普遍聚焦扩内需、产业转型升级等国家重大战略, 基建超前布局也将是地方重点工作。(详见《地方两会, 透露的宏观线索?》)





图表75：上海 GDP 增速目标与全国大多一致



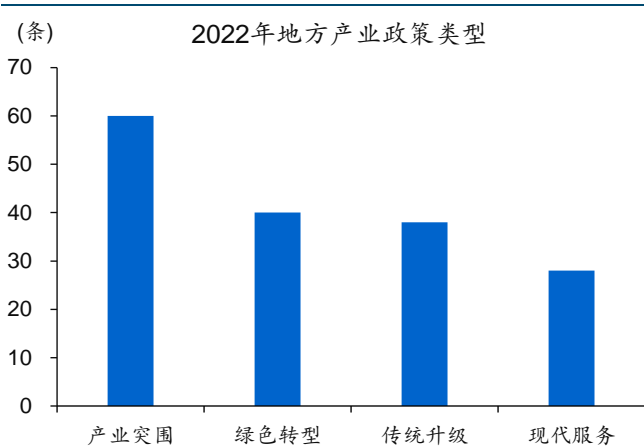
来源：政府网站、国金证券研究所

图表76：2022 年下半年中央多次部署产业转型升级

时间	会议/文章	主要内容
2022/7/30	中央政治局会议	要强化科技创新和产业链供应链韧性，要统筹有序做好碳达峰、碳中和工作。
2022/8/18	国常会	建立新能源汽车产业发展协调机制，坚持用市场化办法，促进整车企业优胜劣汰和配套产业发展，推动全产业链提升竞争力。
2022/9/6	中央全面深化改革委员会第二十七次会议	健全关键核心技术攻关新型举国体制，重点研发具有先发优势的关键技术和引领未来发展的基础前沿技术。
2022/9/7	国常会	支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造，对...新型基础设施、产业数字化转型和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款。
2022/11/9	世界互联网大会	习近平强调，中国愿同世界各国一道，携手走出一条数字资源共建共享、数字经济活力迸发...数字合作互利共赢的全球数字发展道路，加快构建网络空间命运共同体。
2022/11/14	《把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来》	适应新一轮科技革命和产业变革大趋势，推动新产业、新技术、新产品、新业态发展，以新供给创造新需求，形成经济发展不竭动力。
2022/11/18	亚太经合组织第二十九次领导人非正式会议	构建更加紧密的区域产业链供应链，推进贸易和投资自由化便利化；加强经济技术合作，加速数字化绿色化协同发展，推进能源资源、产业结构、消费结构转型升级，推动经济社会绿色发展。
2022/12/6	中央政治局会议	产业政策要发展和安全并举...要加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性和安全水平。
2022/12/16	中央经济工作会议	狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势，推动“科技-产业-金融”良性循环。

来源：政府网站、新华社、国金证券研究所

图表77：2022 年地方产业政策以新兴产业突围等为主



来源：各地政府网站，国金证券研究所

图表78：2023 年地方换届基本完毕

地区	省份	省(市)委书记是否近年新任	省(市)委书记新任时间	省(市)长是否近年新任	省(市)长新任时间	地区	省份	省(市)委书记是否近年新任	省(市)委书记新任时间	省(市)长是否近年新任	省(市)长新任时间
西部	四川	是	2022.4	是	2021.2	中部	江西	是	2022.12	是	2021.1
	云南	是	2021.3	是	2021.1		山西	是	2021.1	是	2021.6
	内蒙古	是	2022.4	是	2021.9		安徽	是	2021.11	是	2021.2
	广西	是	2021.11	是	2021.1		湖北	是	2022.3	是	2021.5
	陕西	是	2022.12	是	2022.1		湖南	是	2021.11	是	2021.1
	贵州	是	2022.12	是	2021.1		河南	是	2021.1	是	2021.6
东部	西藏	是	2021.11	是	2022.4	上海	是	2022.1	是	2023.1	
	重庆	是	2022.12	是	2022.1	河北	是	2022.4	是	2022.1	
	宁夏	是	2022.3	是	2022.6	天津	是	2022.12	是	2022.7	
	新疆	是	2021.12	是	2021.9	福建	是	2022.11	是	2021.1	
	青海	是	2023.1	是	2022.3	广东	是	2022.1	是	2022.1	
	甘肃	是	2022.12	是	2021.1	浙江	是	2022.01	是	2021.9	
	黑龙江	是	2021.1	是	2022.1	海南	否	-	是	2021.1	
	辽宁	是	2022.11	是	2021.1	山东	是	2021.9	是	2021.1	
	东北	吉林	否	-	是	2021.1	江苏	是	2021.11	是	2021.1
							北京	是	2022.11	是	2023.1

来源：各地政府网站，国金证券研究所

### 3.7 地产政策：增信心、防风险、促转型

要闻：1月17日，副总理刘鹤在瑞士达沃斯举行的世界经济论坛年会上表示房地产在中国是重要的支柱产业；全国住房和城乡建设工作会议召开；深圳市住建局官网发布4份与保障性住房相关的征求意见文件。

来源：政府网站、深圳住建局

简评：

2023年地产政策以增信心、防风险、促转型为主。副总理刘鹤在世界经济论坛等会议上的表态，强调房地产是我国重要的支柱产业等，有助于进一步稳预期、增强市场信心；住建部和发改委也均强调，稳妥处置化解房地产等领域风险，推进保交楼保民生保稳定等；住建部2023年工作会议亦指出大力支持刚性和改善性住房需求，以发展保障性租赁住房为重点等；会议将保障房工作提到了新高度，或指向后续保障房制度将逐步完善并落地。

与住建部工作会议重点内容一致，1月17日，深圳发布4份保障性住房相关征求意见文件，意在推出共有产权住房、完善深圳住房保障制度。文件指出，共有产权住房销售价格按照土地出让时市场参考价格的50%左右确定，购房者需持有的产权份额原则上不低于50%，其余部分为政府产权份额；此外，文件还明确租赁住房用地计划单列且原则上占居住用地供应总量比例不少于10%；文件在供需两端均有发力，共同促进保障房制度落实，或对全国起到一定先行示范作用。



图表79: 2023 地产政策以增信心、防风险、促转型为主

时间	会议	涉及地产主要内容
2022/12/15	第五轮中国 - 欧盟工商领袖和前高官对话	房地产是国民经济的支柱产业，针对当前出现的下行风险，已出台一些政策，正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖。
2023/1/17	世界经济论坛 2023 年年会	针对房地产领域风险，着力稳定预期，提供合理流动性，放松过热时期的调控措施，积极扩大有效需求。未来中国房地产业稳定发展仍有足够的需求支撑。
2023/1/17	全国住房和城乡建设工作会议	全系统要在稳中开好局、在进上下功夫，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。同时会议提到，要大力支持刚性和改善性住房需求。以发展保障性租赁住房为重点，加快解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2023/1/18	发改委1月份新闻发布会	稳妥处置化解房地产等领域风险。支持住房改善等消费。

来源：政府网站，国金证券研究所

图表80: 深圳发布保障性住房相关的征求意见文件

时间	文件	主要内容
2023/1/17	《深圳市保障性住房规划建设管理办法（征求意见稿）》	支持各类企业、金融机构、社会组织等参与保障性住房的投融资、建设筹集、运营管理工作，支持具备条件的项目发行保障性租赁住房投资信托基金（REITs）。
	《深圳市公共租赁住房管理办法（征求意见稿）》	公共租赁住房租金按照市场参考租金的30%左右确定。面向特困人员、低保及低保边缘家庭配租的，租金按照市场参考租金的3%左右确定。
	《深圳市保障性租赁住房管理办法（征求意见稿）》	保障性租赁住房租金按照不高于同期同地段同品质市场参考租金的90%确定。其中，由政府组织配租的住房，按照同期同地段同品质市场参考租金的60%左右确定。
	《深圳市共有产权住房销售价格按照土地出让时市场参考价格的50%左右确定，购房者需持有的产权份额原则上不低于50%，其余部分为政府产权份额。	

来源：深圳市住建局，国金证券研究所

### 3.8 促消费：多部委部署促节日消费，部分地区发放亿元消费券

要闻：1月19日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，介绍保障春节市场供应、促进节日消费有关情况。

来源：政府网站

简评：

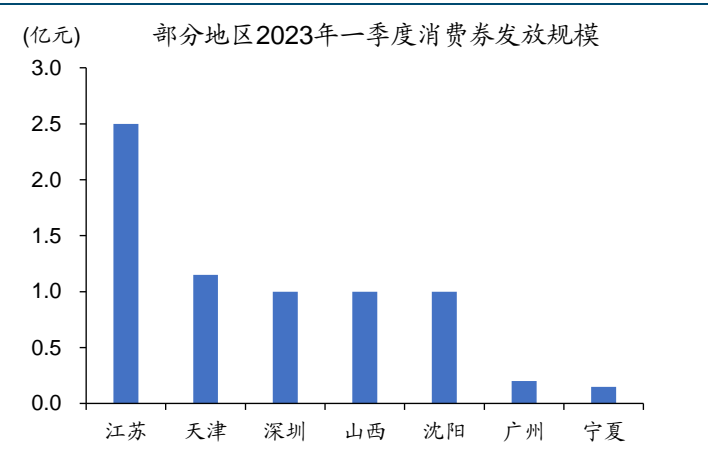
伴随着疫情防控优化，促消费政策也不断出台。2023年春节前，多部委部署促进节日消费工作；商务部、文旅部聚焦节日消费、旅游消费等，提出举办专题活动、营造消费氛围，同时也指出，各地可依据当地特色、创新消费场景，提供高质量供给等；地方亦积极响应，2023年地方政府工作报告中，多地把扩内需、促消费放在优先位置，推出各类举措进一步提升传统消费、培育新型消费；当前部分省市也已发放消费券，促进消费加速回暖。

图表81: 2023 年春节多部委部署促进节日消费工作

部门	重点	具体措施
商务部	促进节日消费	1. 搭建平台，统筹开展全国性的消费促进活动。举办“2023全国网上年货节”“老字号嘉年华”、“中华美食荟”等专题活动，持续营造浓厚的消费氛围。 2. 聚焦热点，指导各地开展各具特色的促消费活动。如围绕冰雪消费，北京、天津、黑龙江、陕西等地相继举办“冰雪欢乐购物季”...
	促进老字号消费	3. 组织开展绿色消费季、国际消费季、全国消费促进月等系列专题活动。创新消费场景，改善消费条件，优化消费环境，激发市场活力，更好满足人民群众美好生活需要 1. 进一步促进创新发展。推动老字号企业开发更多具有地域特点、文化特色、时代特征的产品和服务，打造更多新的消费场景... 2. 进一步加大推广力度。持续推进老字号嘉年华，指导各地和电商平台，围绕传统节日，推出形式多样的专题促销活动... 3. 进一步加强工作联动。不断提升商品和服务的供给质量，从而更好地满足老百姓品质化、多样化的消费需求。
	促进旅游消费	1. 抓住消费热点丰富产品供给。创新消费场景，构建主客共享的文化和旅游消费新空间，推出节日主题文艺演出、艺术展览，丰富个性化定制产品... 2. 围绕家乡风貌营造团圆年味。指导各地依托非遗代表性项目，利用文化产业园区、旅游景区、公园、广场、步行街、商业综合体等，打造一批富有浓浓年味的消费场景... 3. 实施消费惠民激发市场活力。支持有条件的地方，发放文化和旅游消费券、积分奖励等惠民补贴，有效带动二次消费、衍生消费。 4. 繁荣夜间经济释放消费潜能。指导各地引导国家级、省级夜间文化和旅游消费集聚区等，抓住春节、元宵消费旺季，举办主题夜间活动...

来源：政府网站，国金证券研究所

图表82: 2023 年一季度部分地区发放消费券



来源：各地政府网站，国金证券研究所

### 风险提示

- 1、俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战，美欧对俄制裁力度只增不减，滞胀压力加速累积下，货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下消费等抑制加强；海外疫情反复，导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续，出口替代衰减慢。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402