



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

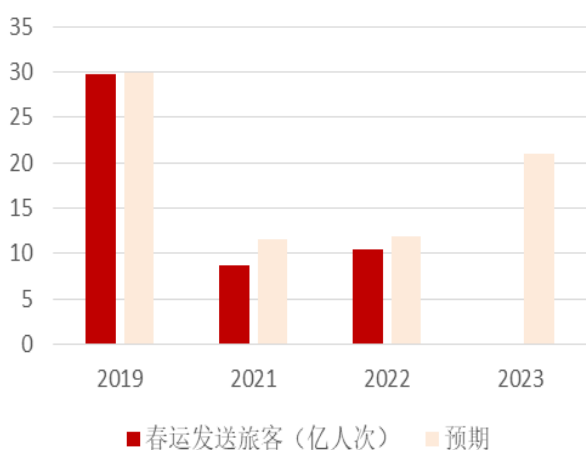
图表目录

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

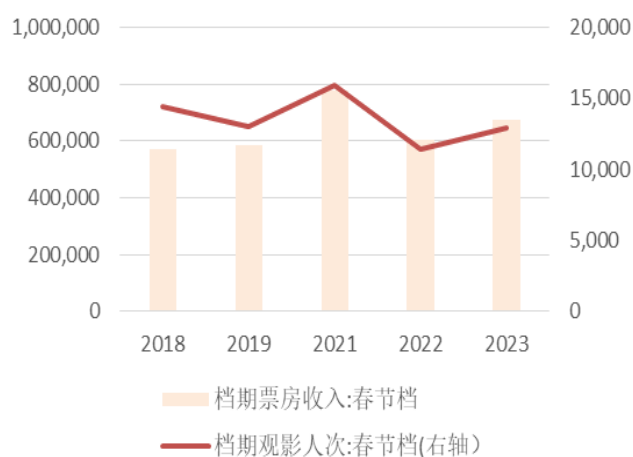
1 国内消费温和复苏，春节驱动特征明显

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）



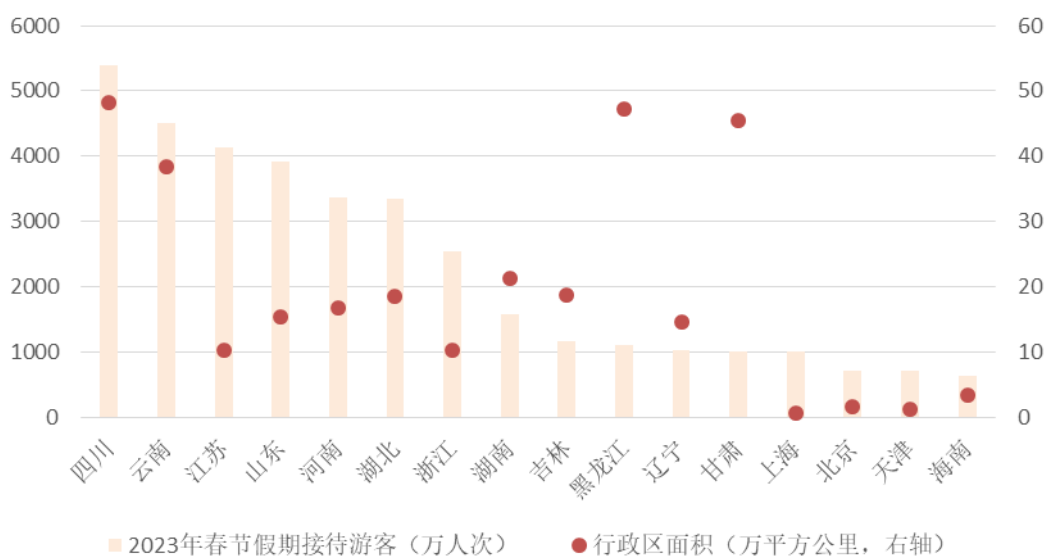
资料来源：交通运输部，中邮证券研究所

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。

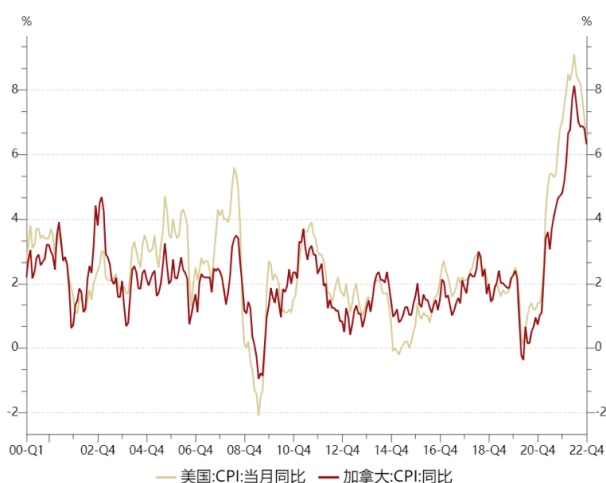
政策驱动投资先行。国家发展改革委等18个部门近日印发《关于推动大型易地扶贫搬迁安置区融入新型城镇化实现高质量发展的指导意见》，明确了今后一个时期推动大型易地扶贫搬迁安置区融入新型城镇化、实现高质量发展的总体要求、主攻方向、主要任务和支持政策。提到，充分尊重搬迁人口落户城镇意愿，因地制宜制定具体落户办法，提高户籍登记和迁移便利度，鼓励支持有条件有意愿的搬迁群众进城落户。……建立健全新增城镇建设用地规模与搬迁人口落户城镇数量挂钩机制，加大新增建设用地计划指标对搬迁人口大县的倾斜支持力度。……按照“钱随人走”的原则，通过农业转移人口市民化奖励机制，对吸纳搬迁人口落户多的地区给予财政支持。……将符合条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

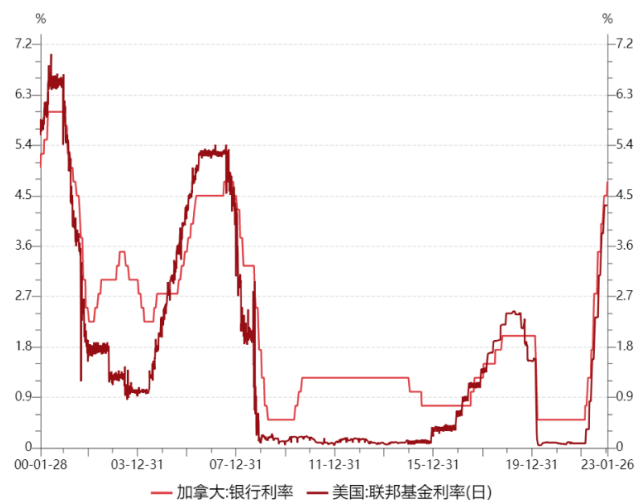
美元延续走弱趋势。海外方面，春节假期期间，美元指数较 20 日下跌 0.1% 至 101.922 点，COMEX 黄金上涨 0.1% 至 1929.40 美元/盎司，10 年美债收益率上行 4bp 至 3.52%，标普 500 指数上涨 2.5%。美国最重磅的经济数据为 2022 年四季度 GDP 超预期。2022 年美国四季度实际 GDP 年化环比增速为 2.9%，优于预期的 2.6%，三季度为 3.2%，在上半年连续两个季度收缩后美国经济在去年下半年维持了较快扩张。但是拆分结构发现，四季度个人消费支出对 GDP 环比拉动率下滑 0.12 个百分点至 1.42%，同时库存积累拉动 GDP 环比增长 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成为市场调整美联储操作预期的一个诱因。

图表4：美国、加拿大 CPI 同比增速 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：美国、加拿大利率走势 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

从更深层次来看，假期期间的更多数据信息也指向了弱美元。第一，从美欧经济持续恢复对比看，美国较欧洲的差距在缩小。直观对比，美国 1 月 Markit 制造业 PMI 连续第七个月陷入萎缩，服务业 PMI 连续第三个月陷入萎缩，而欧元区 1 月综合 PMI 初值则升至 50.2，在 2022 年 6 月以来首次回升至扩张区间。同时，近期天然气价格大幅回落至 2022 年 2 月前的水平，欧洲各国的天然气库存依旧充足，根据 GIE 的数据，整个欧盟 1 月 23 日的天然气库存水平已经达到满负荷的 81.07%，刷新历史记录，比近十年平均水平高 40%，目前能源危机的阴影短期褪去大大缓和了欧元区经济衰退的担忧。在达沃斯举行的年度世界经济论坛上，IMF 表示将很快上调其对全球增长及欧洲经济增长的预测，作为对比，在几周前，IMF 总裁 Kristalina Georgieva 曾表示 2023 年全球三分之一的经济体将受到经济衰退冲击，“欧盟一半的国家将陷入衰退”。第二，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。23 日，“新美联储通讯社”Nick Timiraos 近日再度放风，联储官员正准备再度放缓加息速度，2 月会后声明会探讨停止加息内容。而欧央行行长拉加德则表示，欧洲央行将采取一切必要措施使通胀回到 2% 的目标水平，并指出在即将召开的议息会议上将“大幅”加息，目前市场预计欧央行将在 2 月和 3 月各加息 50 基点，并在今年晚些时候继续小幅加息。另外，在日本央行去年 12 月意外“转向”，宣布将收益率目标区间上限上调

至 0.5%左右之后，1 月 26 日 IMF 建议日本央行可以考虑“扩大 10 年期国债收益率目标区间，缩短收益率曲线目标，或者从日本国债收益率转向日本国债购买数量”。因此，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。

美联储收紧预期趋弱，全球流动性风险缓和，但需警惕地缘政治风险。在美元走弱的经济因素以外，非美货币对美元的挑战也在升级。巴西总统路易斯·伊纳西奥·卢拉·达席尔瓦和阿根廷总统阿尔贝托·费尔南德斯表示，他们正试图建立双边贸易的共同货币“南美元”，目前正处于早期谈判阶段。其他拉丁美洲国家也将被邀请加入南美元货币区，该计划旨在建立起世界第二大货币联盟，据英国《金融时报》估计，若该货币联盟得以建立起来，并得到所有南美国家的采用，南美元将占全球 GDP 的 5%左右。相比之下，世界上最大的货币联盟欧元占全球 GDP 的 14%左右。虽然欧洲用了 35 年时间才建立起欧元区，南美元的诞生也不能一蹴而就，但是非美货币在全球贸易中对美元的逐步替代将形成压制美元的一种因素。并且，俄罗斯总统普京在去年 3 月 31 日签署与“不友好”国家和地区以卢布进行天然气贸易结算的总统令，新规 4 月 1 日起已生效。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。实际上，春节假期期间已出现苗头。24 日美国政府计划向乌克兰提供大量 M1 艾布拉姆斯主战坦克，并可能于本周宣布交付，而此前美方官员表示，美方没有打算提供美制“艾布拉姆斯”主战坦克。同时，当地时间 24 日，德媒报道称德国将允许其他国家向乌克兰提供“豹”式主战坦克，同时德国也将向乌克兰提供一个连的“豹-2”主战坦克，共计 14 辆。报道称，德国总理朔尔茨在与美国总统拜登通电话之后做出了这一决定。随后，波兰、荷兰、西班牙、挪威和芬兰等国也表示了向乌克兰提供坦克的意愿。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。麦卡锡曾在竞选中承诺，如果他成为众议院议长，他将窜访台湾。同时，去年 12 月，美国参议院通过了 2023 财年《国防授权法案》，环球时报报道

称《国防授权法案》中的《强化台湾韧性法》将通过首次为台湾制订具体的军事现代化计划，大大加强美国与台湾的防务伙伴关系。该法案将授权美国从 2023 年至 2027 年，对台湾提供 5 年共高达 100 亿美元的军事财政援助，还将包括一项新的“军事贷款”担保授权，加快台湾武器采购速度，并制订训练计划提升台湾防卫能力。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。

3 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。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048