

2025年02月04日

特朗普开征关税，国内消费延续修复——春节海内外

宏观研究团队

要闻

——宏观深度报告

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 全球宏观要闻：特朗普开征关税，美联储暂停降息

特朗普对加拿大、墨西哥和中国开征关税。2月1日特朗普签署行政令，对来自加拿大和墨西哥的进口产品征收25%的额外关税，对来自加拿大的能源资源征收10%关税，并对中国进口商品征收额外10%关税。按线性推测，我国总出口增速或将下降0.8%左右，拖累GDP约0.2个百分点。

美联储1月FOMC暂停降息，但降息周期或仍未终止。美联储在1月FOMC会议上宣布暂停降息，美联储主席鲍威尔在发布会上表态中性略偏鸽。虽表示不急于继续降息，但并未否定后续降息的可能性，降息周期或未结束。

日本央行首次加息25bp，欧央行再次降息。日本央行自2007年以来首次加息25bp，并称后续可能继续加息。欧央行则再次降息，目前累计降息160bp。

DeepSeek-R1发布对美股形成较大负面冲击。若美股持续回撤，美国居民的消费可能将会面临一定程度的收缩，最终拖累美国经济表现。

● 全球经济：美国经济韧性彰显，欧元区略显疲软

美国经济韧性彰显，消费拉动作用进一步。4季度美国实际GDP环比增长2.3%，较3季度下降0.8个百分点，同比增速下降至2.5%。个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动GDP环比增长2.82、-1.03、0.04、0.42个百分点。

欧元区经济增长略显疲软，德国GDP录得同比负增。美国、欧元区制造业PMI走强，日本制造业PMI略偏弱。

● 国内政策经济：1月PMI弱于春节效应，企业预期有积极变化

1、总书记在春节团拜会指出，2025年是“十四五”规划收官之年。要坚持稳中求进工作总基调，把发展立足点放在高质量发展上，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，防范化解重点领域风险和外部冲击，推动经济持续回升向好。

2、证监会主席吴清在《求是》杂志撰文《奋力开创资本市场高质量发展新局面》。文章指出下一阶段推动资本市场高质量发展的重点任务包括巩固市场回稳向好势头、深化资本市场投融资综合改革、提升监管执法效能和投资者保护水平等等。

3、**12月财政数据点评：**12月财政收入显著抬升，全年财政收入正增。财政支出加快，水利仍为资金重点投入方向。地方卖地收入显著回升，广义财政收支缺口缩窄，年末卖地收入企稳预示地产改善趋势较为积极。

4、**1月PMI数据：**剔除春节效应后，制造业PMI和产需水平仍偏弱，价格指数边际回升，中小企业PMI回落较快，但积极变化在于企业预期明显改善。传统淡季、低温天气叠加基数偏高，1月建筑业PMI和新订单均有明显回落。服务业景气度仍扩张但幅度放缓，春节效应提振居民出行消费服务。

5、**12月工业企业数据：**政策效应显著改善工企营收和利润增速。拆分来看，量（工业增加值）的贡献连续4个月回升，价（PPI）仍有拖累，主要贡献来自于利（利润率同比）的由负转为正。上游利润降幅收窄，中游受益于“两新”加快落地生效、利润普遍小幅改善，下游利润小幅回落，纸制品、印刷、皮革相对承压。

● 春节高频跟踪：消费“量”延续改善、“价”有起色

1、**消费场景：**5省市数据来看，春节旅游人次或较2019年同期增长25%左右；电影市场显现复苏迹象，票房、人次、票价分别较2019年同期增长40%、22%、15%，消费品以旧换新加力扩围影响下，商品消费延续好于服务消费。

2、**人流：**(1)量大幅超过2019年，春运（1月14日至2月2日）全社会、小客车、铁路、公路、水路、民航分别较2019年同期变动+19.6%、+40.1%、+32.4%、-39.9%、-45.5%、+26.5%。(2)交运价格端有边际改善趋势，2025年春运国内航线经济舱均价同比下降4.6%，好于2024年各假期的10%-20%区间。(3)百度迁徙指数创新高，返乡进度偏快、复工进度偏缓，国际航班持续修复。

3、**商品房：**一线新建房成交同比保持正增，二手房价格再次反弹。

4、**食品：**农产品价格延续回升，猪价企稳回升。

大类资产：全球股市有涨有跌，黄金上涨、原油下跌。

● **风险提示：**国内政策不及预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《从收入结构看财政追赶预算目标的方式—12月财政数据点评》-2025.1.25

《对特朗普就职演讲及首日行政令的几点理解—宏观经济点评》-2025.1.21

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

《商品房成交同比涨幅收窄—宏观周报》-2025.1.19

目 录

1、 全球宏观要闻：特朗普开征关税，美联储暂停降息.....	4
1.1、 特朗普对加拿大、墨西哥和中国开征关税.....	4
1.2、 美联储 1 月 FOMC 暂停降息，但降息周期或仍未终止.....	6
1.2.1、 声明中美联储宣布暂停降息，删除对通胀回落至 2% 的表述.....	6
1.2.2、 发布会上，鲍威尔表态中性略偏鸽.....	7
1.2.3、 美联储降息周期并未结束，可能先慢后快.....	8
1.3、 日本央行首次加息 25bp，欧央行再次降息.....	8
1.4、 DeepSeek-R1 发布对美股形成较大负面冲击.....	10
2、 全球经济：美国经济韧性彰显，欧元区略显疲软.....	10
2.1、 美国经济韧性彰显，消费拉动作用进一步显现.....	10
2.1.1、 美国 4 季度经济增速放缓，消费的拉动力进一步显现.....	10
2.1.2、 美国经济软着陆仍是基准情形，但后续面临一定挑战.....	12
2.2、 欧元区经济增长略显疲软，德国 GDP 录得同比负增.....	12
2.3、 美国、欧元区制造业 PMI 走强，日本制造业 PMI 略偏弱.....	13
3、 国内政策：向着宏伟目标接续奋进.....	14
3.1、 总书记在 2025 年春节团拜会上的讲话.....	14
3.2、 吴清主席撰文《奋力开创新资本市场高质量发展新局面》.....	14
3.3、 中央明确推动中长期入市具体举措.....	15
4、 国内经济：1 月 PMI 弱于春节效应，企业预期有积极变化.....	15
4.1、 12 月财政数据点评：从收入结构看财政追赶预算目标的方式.....	15
4.2、 1 月 PMI 数据：整体弱于春节效应，企业预期有积极变化.....	17
4.3、 12 月工业企业数据：政策效应提振营收和利润.....	19
5、 春节高频跟踪：“量”延续修复、“价”有起色.....	21
5.1、 消费场景：“量”延续修复、“价”有起色.....	21
5.2、 人流：量大幅超越 2019 年，机票降幅明显收窄.....	23
5.3、 商品房：一线城市新建房成交同比保持正增，二手房价格再次反弹.....	25
5.4、 食品：农产品价格延续回升，猪价企稳回升.....	26
6、 大类资产：全球股市有涨有跌，黄金上涨、原油下跌.....	27
7、 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 加拿大、墨西哥、中国是美国三大主要商品进口国.....	4
图 2： 2018-2020 年美国加征关税平均拖累美国对华 8.7% 的进口增速.....	5
图 3： 自 2023 年 5 月以来，出口价格同比连续 20 个月为负.....	5
图 4： 出口交货值占营收比重靠前的计算机通信电子、文教娱乐用品、服装等行业产品近些年利润增速较施加关税前明显下滑.....	6
图 5： 美国居民通胀预期略有上升.....	8
图 6： 美国通胀趋势仍在下行.....	8
图 7： 日本央行提升对日本通胀的预期.....	9
图 8： 日本 CPI 在 2024Q4 上升较多.....	9
图 9： 欧央行连续降息.....	10
图 10： 欧元区通胀近期略有反弹.....	10

图 11: 美国 4 季度经济增长略有下降.....	11
图 12: 美国 4 季度 GDP 同比增速小幅下行.....	11
图 13: 私人投资 4 季度环比增速下降较多.....	11
图 14: 库存对美国经济增长负面影响提升.....	12
图 15: 美国商品进口环比下降较多	12
图 16: 欧元区经济增长相对疲软	13
图 17: 美国 1 月非制造业 PMI 回升	13
图 18: 日本制造业 PMI 相对疲软	13
图 19: 12 月财政收入增速大幅回升	16
图 20: 四季度非税收入占比高于往年	16
图 21: 2024 年财政收入完成预算目标的 98.1%.....	17
图 22: 2024 年政府性基金收支完成进度强于 2022 年.....	17
图 23: 1 月制造业 PMI 产需走弱, 价格小幅回升	18
图 24: 1 月中小型企业 PMI 较快回落	18
图 25: 1 月 BCI 指数小幅回升但仍处于荣枯线下.....	18
图 26: 春节传统淡季, 建筑业 PMI 明显回落	19
图 27: 服务业扩张趋势放缓	19
图 28: 12 月工业企业经营生产边际回暖	19
图 29: 12 月利润同比显著回升	20
图 30: 12 月营收同比小幅改善	20
图 31: 利润三因子分拆来看, 量延续回升, 利润率转为正贡献, 价仍拖累	20
图 32: 公用利润占比延续提升	21
图 33: 上游采掘加工、公用利润增速边际改善.....	21
图 34: 12 月利润改善主要来源于油气开采、黑色冶炼和部分中游设备制造.....	21
图 35: 2025 年春节“量”延续修复、“价”有起色.....	22
图 36: 预计 2025 年春节旅游人次约为 2019 年同期的 125%	22
图 37: 春节档票房收入为 2019 年同期的 140%	23
图 38: 春节档观影人次为 2019 年同期的 122%	23
图 39: 全社会跨区域流动量明显超过 2019 年.....	23
图 40: 国内机票均价降幅收窄	24
图 41: 国际航班延续恢复	24
图 42: 春运返乡期间, 百度地图迁徙指数创新高.....	24
图 43: 2025 年返乡进度较快, 复工进度慢于 2023-2024 年	25
图 44: 最近两周新建住房成交面积略低于 2024 年同期.....	25
图 45: 一线城市新建住房成交面积同比保持正增.....	25
图 46: 截至 1 月 20 日, 二手房出售挂牌价指数有所回升.....	26
图 47: 最近两周北京二手房成交面积同比保持正增.....	26
图 48: 近两周农产品价格延续回升	26
图 49: 近两周猪肉价格企稳回升	26
表 1: 美联储 1 月决议内容相较于 2024 年 12 月改变相对不多.....	7
表 2: 全球各类资产假期表现	27

1、全球宏观要闻：特朗普开征关税，美联储暂停降息

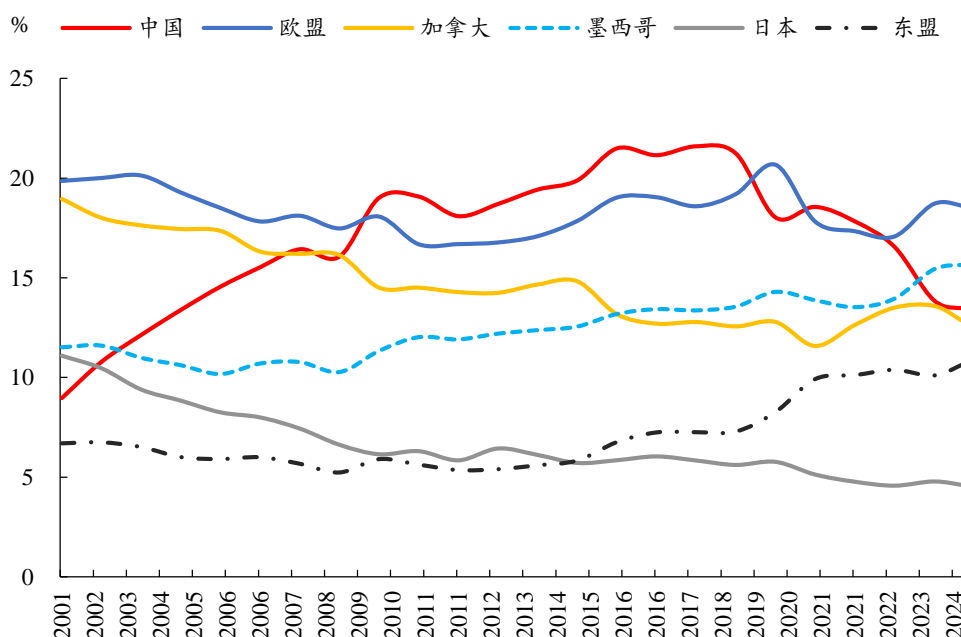
1.1、特朗普对加拿大、墨西哥和中国开征关税

据央视新闻报道，当地时间2月1日，美国总统特朗普签署行政令，对来自加拿大和墨西哥的进口产品征收25%的额外关税，对来自加拿大的能源资源征收10%关税。关税暂定4日生效，并表示如果对美方关税进行报复，美方可能加大关税力度。作为回应，加拿大总理特鲁多表示将对价值1550亿加元的美国产品征收25%的关税。其中300亿加元的商品将在2月4日生效，1250亿加元的商品将在21天内生效。墨西哥总统辛鲍姆亦表示将采取反制措施，启用墨西哥政府此前准备的“B计划”，向美国输墨产品加征关税。在此背景下，当地时间2月2日，美国总统特朗普表示3日与加拿大、墨西哥就关税问题进行谈话，并称征收关税会面临痛苦，但为了增强美国利益是“值得的”，并最终延缓1个月征收墨西哥关税。此前，加拿大总理和墨西哥总统就美国征收关税问题进行了沟通，筹划对美国出口产品进行“精准打击”，以期造成“政治痛感”，最终迫使美国让步。

除去加拿大和墨西哥之外，据新华社报道，美国还将在现有关税的基础之上，对中国出口至美国的商品加征10%的关税。对此，中国商务部表示将向世贸组织提起诉讼，并将采取相应反制措施坚定维护自身权益。同时，针对美国可能也对欧盟征收关税，欧盟方面也警告称，将“坚决回应”任何对欧盟商品不公平或任意加征关税的贸易伙伴。

我们在前期报告中曾对特朗普关税问题进行分析，并认为关税是手段而不是最终目的，但过程可能面临较大的不确定性，谈判的过程或比较曲折。若特朗普征收关税后遭遇反击，美国经济增长及通胀都将遭遇更大的负向冲击，并进一步影响到全球经济与资产价格。（《从1.0到2.0：特朗普施政路径及影响的不变与变》）

图1：加拿大、墨西哥、中国是美国三大主要商品进口国



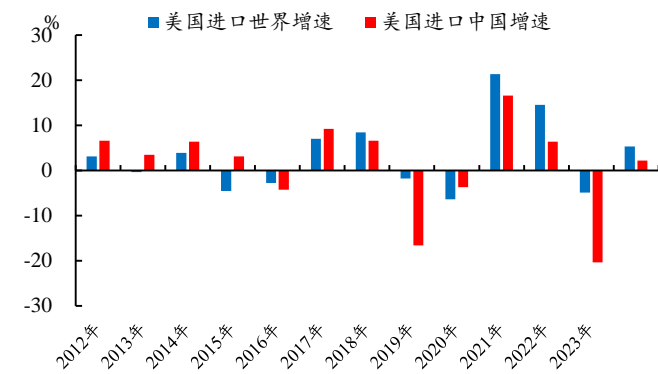
数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2024年数据截至10月。

我们认为：外部关税政策对企业利润的影响或高于对 GDP 的影响。

2018 年以来，据 PIIE 测算，美国对华平均关税约上升 16.2%，根据加征关税前后美国进口中国与进口世界的增速差(因关税自 2018 年开始上升，至 2020 年基本稳定，因此 2018-2019 年属于关税上升的不稳定时期，进行排除)，我们估计加征关税拖累美国对华 8.7% 的进口增速，若按线性推测，美国对我国继续加征 10% 的关税，则总出口增速或将下降 0.8% 左右，直接拖累 GDP 约 0.15 个百分点。由于国内投资、消费受出口的联动影响，因此除直接效应外，出口对 GDP 存在间接效应，在学术研究中，刘亚军¹在分析指出恒等式方法以及林毅夫等人的方法利弊后，提出了新计算模型，若采用其测算的 2001-2007 年外贸对 GDP 的贡献率平均值(28.8%)代表出口对 GDP 的总体影响，则本次加征关税对我国总体 GDP 影响约为 0.22 个百分点，考虑到出口金额占 GDP 比重相较于彼时明显下滑，因此我们预计关税对我国总体 GDP 影响小于此数值。

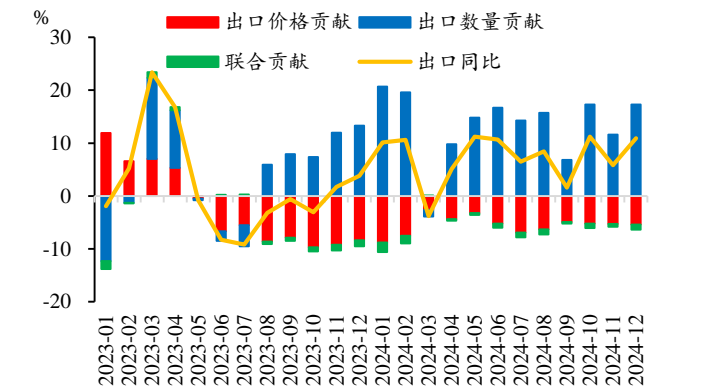
我们需要提示的是，美国对华关税对出口价格、企业利润的影响难以体现在 GDP 中，因微观出口企业会通过“以价换量”方式保证出口交货金额与份额的相对稳定，在宏观统计层面 GDP 可能并未体现出企业利润的丢失：自 2023 年 5 月以来，尽管出口金额同比显现韧性，但出口价格同比连续 20 个月为负，是自 1993 年有数据记载以来的最高值，企业利润总额同比平均值亦处于历史低位。在具体行业中，除利润受大宗商品价格影响较大的原材料外，出口交货值占营收比重靠前的计算机通信电子、文教娱乐用品、服装、皮革毛皮、家具、专用设备等产品近些年利润增速较施加关税前明显下滑。

图2：2018-2020 年美国加征关税平均拖累美国对华 8.7% 的进口增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

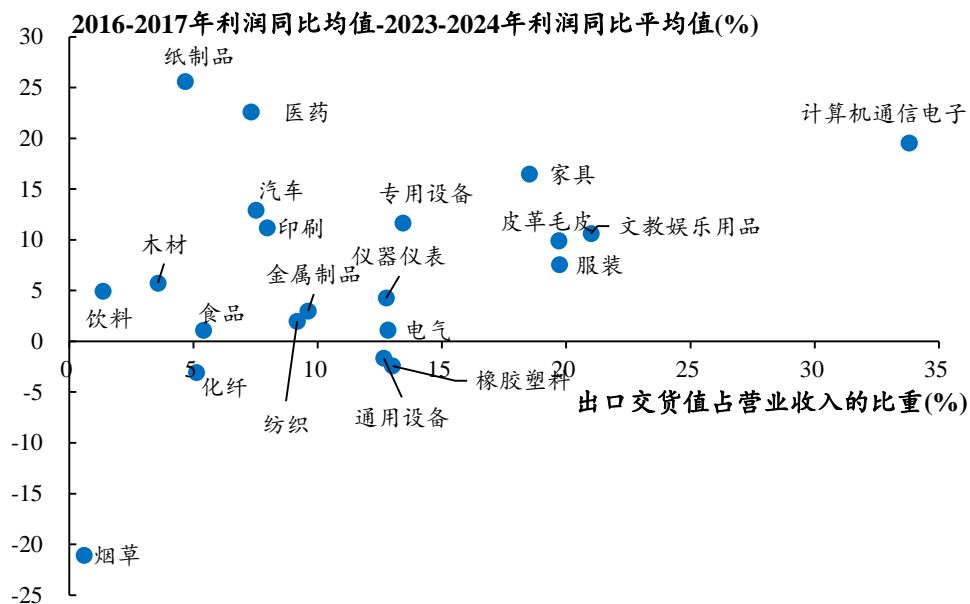
图3：自 2023 年 5 月以来，出口价格同比连续 20 个月为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 《外贸对经济增长贡献的计算方法初探》统计与信息论坛 2010 (01)

图4：出口交货值占营收比重靠前的计算机通信电子、文教娱乐用品、服装等行业产品近些年利润增速较施加关税前明显下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、美联储 1 月 FOMC 暂停降息，但降息周期或仍未终止

1.2.1、声明中美联储宣布暂停降息，删除对通胀回落至 2% 的表述

美联储在此次会议上宣布暂停降息，利率水平维持在 4.25%—4.5% 区间。缩表方面，将继续按照 2024 年 5 月份会议上发布的缩表计划来有序缩减持有国债及 MBS。

在声明中，美联储的措辞同 2024 年 12 月份相比改变相对不多，即仍然认为美国经济继续在稳步扩张。**就业方面**，美联储认为劳动力市场状况保持稳健，2024 年 12 月则认为劳动力市场总体有所缓解，表述略有差异，但对**劳动力市场的判断基本维持不变**；**通胀方面**，与 2024 年 12 月表述有一定差别，1 月份删去了通胀率朝着委员会 2% 的目标迈进的表述，且保留了通胀略有上升，显示**美联储对于当前通胀持续回落至目标区间的信心减弱**；但仍判断实现就业和通胀目标的风险大致平衡。结合美联储本次暂停降息的行动来看，美联储对通胀的判断可能不甚乐观，货币政策后续面临更多的不确定性。

表1: 美联储 1 月决议内容相较于 2024 年 12 月改变相对不多

声明要点	2024 年 12 月会议表述	1 月会议表述
美国经济	最近的指标显示, 经济活动继续稳步增长。	近期指标显示, 经济活动继续稳步扩张。
就业与通胀	劳动力市场状况总体有所缓解, 失业率有所上升但仍处于低位。 通胀率已朝着委员会 2% 的目标迈进 , 但仍略有上升。	失业率近几个月稳定在低水平, 劳动力市场状况保持稳健。通胀率仍略有上升。
货币政策目标	委员会寻求在较长时期内实现最大就业和 2% 的通胀率。委员会判断, 实现就业和通胀目标的风险大致平衡。经济前景不确定, 委员会对其双重使命面临的风险保持关注。	委员会寻求在较长时期内实现最大就业和 2% 的通胀率。委员会判断, 实现就业和通胀目标的风险大致平衡。经济前景不确定, 委员会对其双重使命面临的风险保持关注。
货币政策行动	为了实现目标, 委员会决定将联邦基金利率目标区间 下调 0.25 个百分点, 至 4.25% 至 4.5% 。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时机时, 委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持充分就业, 并将通胀率恢复到 2% 的目标。	为了实现目标, 委员会决定将联邦基金利率目标区间 维持在 4.25% 至 4.5% 。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时机时, 委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景以及风险平衡。委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持充分就业, 并将通胀率恢复至 2% 的目标。
货币政策立场	在评估适当的货币政策立场时, 委员会将继续监测新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险, 委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息, 包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展情况。	在评估适当的货币政策立场时, 委员会将继续监测新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险, 委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息, 包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展情况。

资料来源: 美联储、开源证券研究所

1.2.2、发布会上, 鲍威尔表态中性略偏鸽

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看, **整体表态中性略偏鸽, 虽表示不急于继续降息, 但并未否定后续降息的可能性。**

(1) **后续的降息方面**, 美联储主席鲍威尔表示当前的利率的限制性已显著减弱 (significantly less restrictive), 但经济仍然很强劲, 因此美联储不急于行动 (do not need to be in a hurry to adjust our policy stance), 且美联储并没有预定行动 (not on any preset course)。同时特朗普关税、财政政策、驱逐非法移民、放松监管等政策不确定性较大, 美联储只能边走边看 (wait and see)。在真正看到 **PCE 通胀的数据取得进展, 或者劳动力市场出现一些疲软, 美联储才会考虑进行降息, 并不需要等通胀回落到 2% 才会再度降息。**当前利率水平应该高于中性利率, 虽然目前并不确切知道中性利率的水平。

(2) **关于劳动力市场与通胀水平**, 鲍威尔称劳动力市场已基本实现再平衡 (broadly in balance), 名义工资增速放缓, 劳动力缺口也已收窄, 劳动力市场已经不是通胀压力的重要来源。通胀在过去 2 年显著放缓, 但离 2% 的长期目标仍有一段距离。并表示删除通胀朝 2% 的目标取得进展这句话, 仅仅是为了缩短篇幅, 并不代表更加鹰派的货币政策态度。且长期通胀预期并没有上升, 这是美联储最关注的。

(3) **关于美国经济**, 鲍威尔表示当前美国经济稳步扩张 (expand at a solid pace), 得益于韧性充足的消费, 2024 年 GDP 同比增速可能将超过 2%, 在经历了年中的放缓之后, 房地产部门近期也已经趋稳;

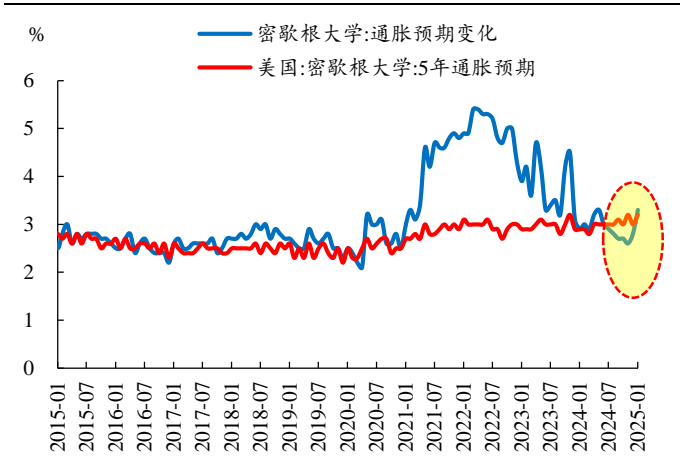
(4) 鲍威尔还表示，虽然特朗普多次发声要求美联储降低利率，但美联储将不太会受到影响，其本人暂时也没有和特朗普进行接触，再次强调了美联储的独立性。此外，美联储将会在 2025 年开展五年一度的货币政策框架审查，但 2% 的通胀目标将会保留，不会成为此次框架审查的重点。

1.2.3、美联储降息周期并未结束，可能先慢后快

在经历了 100bp 的降息后，美国经济展现出了较为明显的韧性，居民通胀预期亦有上调，但通胀趋势尚未出现连续反弹，因此我们认为美联储暂停降息并不意味着降息周期结束，整体节奏可能先慢后快。正如鲍威尔在发布会上所言，在经历了 100bp 降息后，美国经济表现出了较为明显的韧性。2024 年 12 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 49.3%，较 11 月上升 0.9 个百分点，非制造业 PMI 较 11 月上升 2 个百分点至 54.1%，不仅高于荣枯线，且出现加速迹象。通胀方面，2024 年 12 月美国通胀继续反弹，密歇根大学居民短期与长期通胀预期则出现反弹，但一方面核心通胀略不及市场预期，且出现回落；另一方面从通胀趋势指标来看，2024 年 12 月 CPI 中值及截尾平均 CPI 分别较 11 月回落 0.04、0.02 个百分点至 3.85%、3.2%，虽然仍处于较高位，但并未出现连续反弹。（《核心通胀边际下降，但联储或将暂停降息——美国 12 月 CPI 点评》）因此美联储虽并不急于降息，但考虑到当前通胀仍在下行，整体降息周期并未结束。

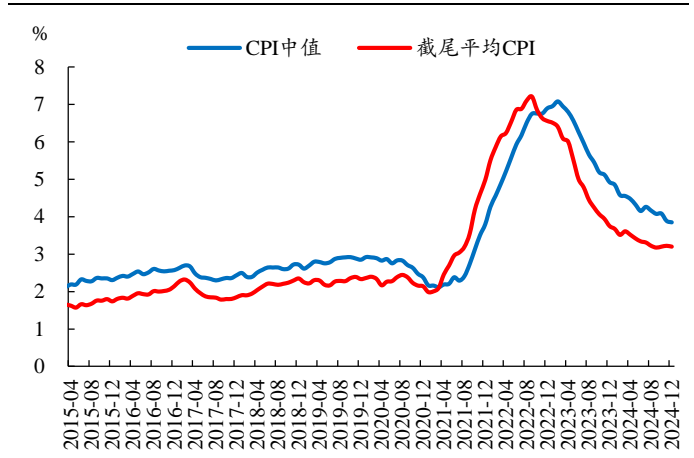
且如我们前期分析，特朗普的政策力度与效果虽然具有较高度的不确定性，但驱逐移民、征收关税短期内大概率会对美国通胀有向上压力，因此 2025 年上半年美联储降息的可能性或较小，但随着通胀上行导致的金融条件收紧，美国经济或承压。基准情形下，我们维持前期判断，认为美联储 2025 年或有 1-2 次降息，节奏上先慢后快，且很可能不及预期，后续需关注特朗普各项政策的实施顺序、力度与影响。

图5：美国居民通胀预期略有上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美国通胀趋势仍在下行



数据来源：Cleveland Fed、开源证券研究所

1.3、日本央行首次加息 25bp，欧央行再次降息

1月24日，日本央行决定加息 25bp 至 0.5%，为 2007 年以来首次加息 25bp，货币政策逐渐迈向正常化。在会议决定的文件上，日央行表示当前日本的经济活动总体符合其预期，一是在经历了 2024 年的稳定的涨薪后，企业端表示将会持续稳定的提升薪资；二是在薪资上涨的背景下，通胀正在逐渐靠近 2%，2025 年可能会达到 2.5%；三是虽然面临一定的不确定性，但全球经济和资本市场目前来看相对稳定。

因此日本央行决定加息至 0.5% 左右，考虑到当前日本的实际利率仍然为负，加息后

的金融环境也将会对经济增长提供坚实的支撑。

我们认为，若全球没有大的经济金融风险，日本央行或将在 2025 年进一步稳步加息。一则在薪资增速的稳步上升的背景下，日本核心 CPI 在 2024 年均超过 2%，结合日本央行的预测来看，日本有望走出长期以来的通缩；二则结合后续发布的会议纪要来看，日央行对日元贬值的关注度很高，考虑到美国经济后续的变量较多，日本央行大概率将会谨慎应对，因此加息幅度或将保持相对稳定。

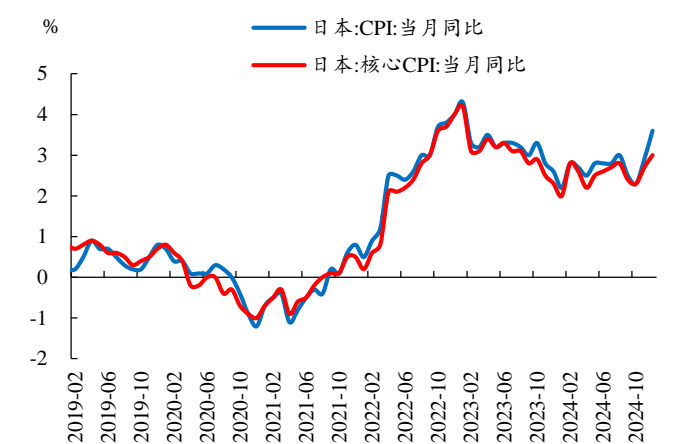
图7：日本央行提升对日本通胀的预期

Medians of the Policy Board Members' Forecasts (y/y % chg.)			
	Fiscal 2024	Fiscal 2025	Fiscal 2026
Real GDP	0.5 (-0.1)	1.1 (-)	1.0 (-)
CPI (all items less fresh food)	2.7 (+0.2)	2.4 (+0.5)	2.0 (+0.1)
CPI (all items less fresh food and energy)	2.2 (+0.2)	2.1 (+0.2)	2.1 (-)

Note: Figures in parentheses indicate changes from the October 2024 Outlook Report.

资料来源：日本央行、开源证券研究所

图8：日本 CPI 在 2024Q4 上升较多

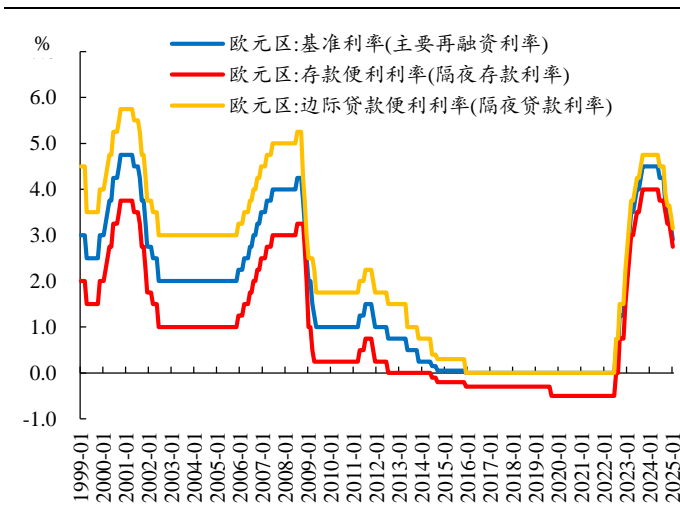


数据来源：Wind、开源证券研究所

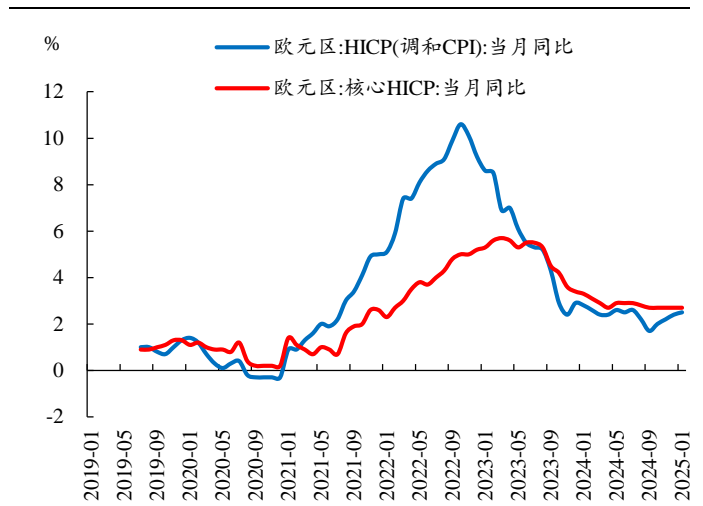
欧央行方面，1月30日周四欧央行再次降息25bp，使得三大主要利率（主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款便利利率）分别降至2.9%、2.75%、3.15%，自2024年6月开启降息以来，欧央行已经累计降息160bp²。在声明中，欧央行表示去通胀进程总体顺利，同时融资条件仍然紧张，当前货币政策仍然具有限制性，而欧元区经济目前或仍面临逆风，但随着降息的进行，或将支持需求的回升，后续将会采取数据依赖的方法来逐次确定是否降息。欧洲央行行长拉加德在发布会上表示，通货膨胀可能比预期更高，全球贸易摩擦加剧将使欧元区通货膨胀前景更加不确定，因此不会预先承诺特定的利率路径。

我们认为，基准情形下欧央行在 2025 年或将进一步降息 2-3 次。虽然 1 月欧元区 HICP（调和 CPI）相较于 2024 年 12 月上升 0.1 个百分点，且连续 4 个月上升，但核心 HICP 持续稳定在 2.7% 水平，显示当前欧元区通胀或受商品价格影响较大，而经济增长韧性可能相对较弱，在此情形下，欧央行需要持续降息以支持经济增长。

² 欧央行由于货币政策框架调整，主要再融资利率（main refinancing operations）及隔夜贷款利率向存款便利利率（deposit facility）靠近，因此在 2024 年 9 月份主要再融资利率、隔夜贷款利率多下降了 35bp，其实际共降息 5 次，我们此处采用较大降息幅度。

图9：欧央行连续降息


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：欧元区通胀近期略有反弹


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、DeepSeek-R1 发布对美股形成较大负面冲击

1月20日，DeepSeek-R1模型发布，并同步开源模型权重。由于其优异的表现，引起海内外的高度关注，并对美股产生了较大的负面冲击。由于该模型的训练成本较低，导致美国科技股的增长逻辑遭受到了严峻的挑战，以英伟达为代表的美国AI股票均遭受到了较大程度的回撤，并带动美股在春节假期期间表现不佳。若该冲击持续，叠加特朗普的关税征收存在很大的不确定性，美股可能会面临较大的压力。考虑到股票市场在美国居民财富中的占比相对较高，若美股持续回撤，美国居民的消费可能将会面临一定程度的收缩，最终传导至美国经济增长，从而拖累美国经济表现。

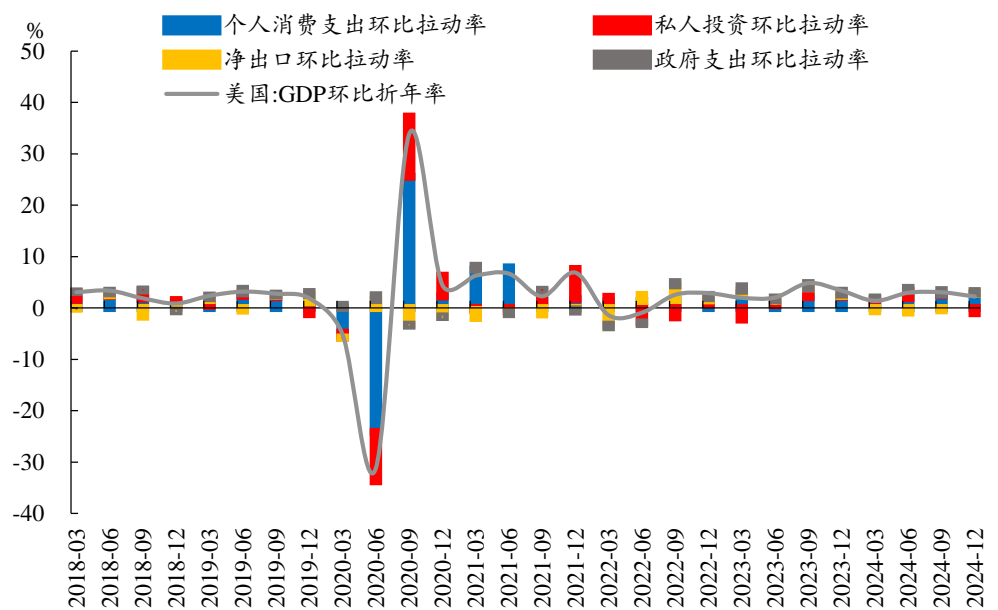
2、全球经济：美国经济韧性彰显，欧元区略显疲软

2.1、美国经济韧性彰显，消费拉动作用进一步显现

2.1.1、美国4季度经济增速放缓，消费的拉动力进一步显现

美国4季度实际GDP环比³增长2.3%，较3季度下降0.8个百分点，同比增速下降至2.5%。分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动4季度GDP环比增长2.82、-1.03、0.04、0.42个百分点。

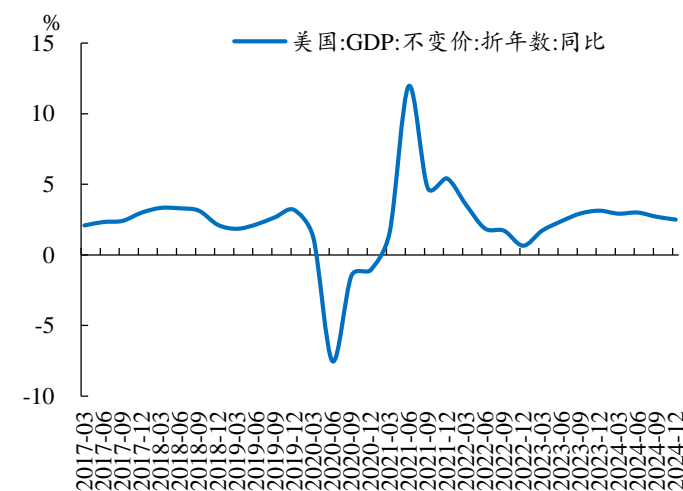
³ 此处为环比折年率，后文未经标注均为环比折年率。

图11：美国4季度经济增长略有下降


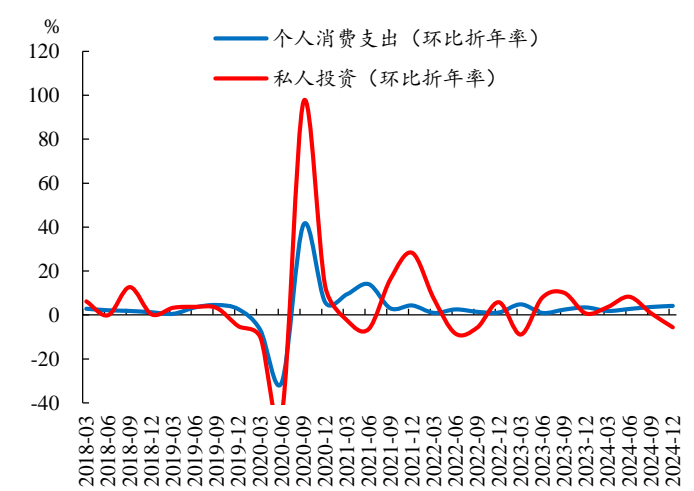
数据来源：Wind、开源证券研究所

个人消费环比增速持续上升，是经济增长的最关键因素。4季度美国个人消费环比增长4.2%，较3季度上升0.5个百分点，对GDP的环比拉动上升0.34个百分点。其中商品消费环比增速上升1.0个百分点至6.6%，服务消费环比增速上升0.3个百分点至3.1%，消费对美国经济增长的重要性持续提升。

私人投资环比增速转负，主因库存下降较多。私人投资4季度环比下降5.6%，较3季度下降6.4个百分点，对GDP的环比拉动下降1.19个百分点，其中固定资产投资4季度环比下降0.6%，拖累GDP环比增长0.1个百分点，较3季度下降0.48个百分点；库存对4季度GDP环比增长拉动较3季度下降0.71个百分点至-0.93%，结合库存数据看，三季度美国或存在一定的抢进口补库，后续库存或仍拖累经济增长。

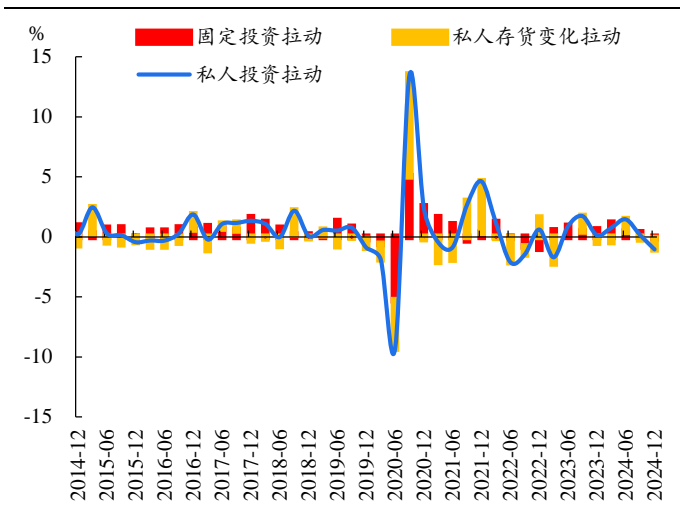
图12：美国4季度GDP同比增速小幅下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

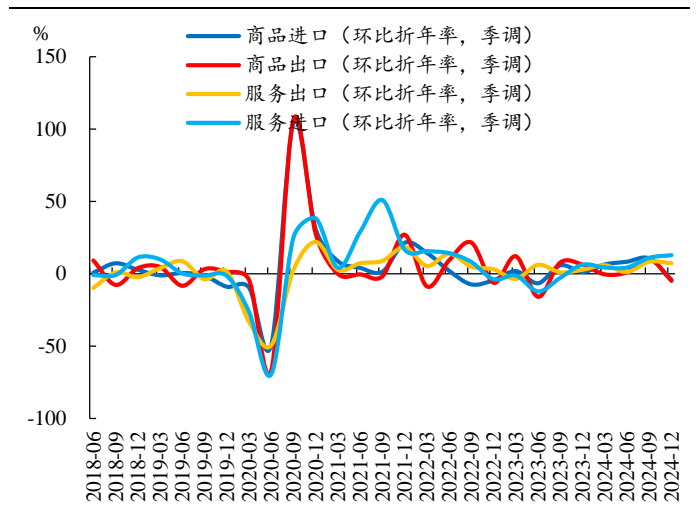
图13：私人投资4季度环比增速下降较多


数据来源：Wind、开源证券研究所

净出口对经济增长由负转正，政府支出贡献下降较多。4季度商品进口环比下降4.0%，较3季度下降14.7个百分点，商品出口环比增速下降15.3个百分点至-5%。联邦政府支出中非国防支出环比增速下降10.6个百分点至3.3%，对经济增长贡献下降较多，或与4季度美国大选结束，政府开支下降较多有关。

图14：库存对美国经济增长负面影响提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：美国商品进口环比下降较多


数据来源：Wind、开源证券研究所

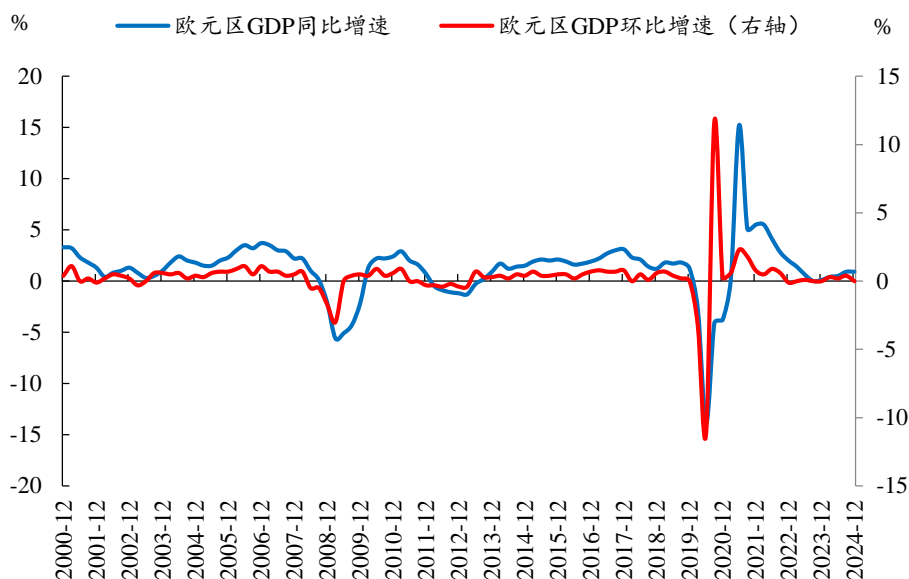
2.1.2、美国经济软着陆仍是基准情形，但后续面临一定挑战

如何理解4季度美国经济数据？美国4季度经济环比增速下降较多，且同比增速亦录得一定下降，但PCE同比增速较3季度上升0.1个百分点至2.4%。我们认为，经济软着陆仍是基准情形，但随着特朗普各项经济政策的逐渐实施，美国经济表现可能面临一定挑战。一方面消费仍然强劲，考虑到美联储在2024年累计降息100bp，叠加美国股市表现较好，劳动力市场韧性彰显，美国居民的可支配收入持续增长，因此消费较为强劲，为美国经济增长提供了坚实的支撑。4季度美国最终私人购买环比增速为3.0%，较3季度微降0.1个百分点；但另一方面，如前所述，特朗普政府向加拿大、墨西哥征收25%的关税，且两国宣布反制，考虑到特朗普亦正在驱逐非法移民，这些都有可能提升美国通胀，从而导致美联储降息进一步推后，从而收紧金融条件。叠加库存对经济增长的拖累可能持续存在，届时若居民消费受到高通胀、高利率的压制，美国经济增长可能会面临一定的挑战。

2.2、欧元区经济增长略显疲软，德国GDP录得同比负增

相较于美国而言，欧元区的经济增长则略显疲软。2024年4季度欧元区GDP同比增速为0.9%，环比增速为0，分别较3季度持平、下降0.4个百分点。实际上，由于遭受能源危机冲击，以及欧央行在2022年中开启大幅加息，自2022年4季度以来，欧元区GDP同比增速均未突破2%，整体经济增长相对疲软。作为欧元区的主要国家，德国2024年4季度GDP同比下降0.4%，较3季度下降0.5个百分点。法国2024年4季度GDP同比增速也仅有0.9%，且相较于3季度下降0.8个百分点，经济增长出现较为明显的回落迹象。

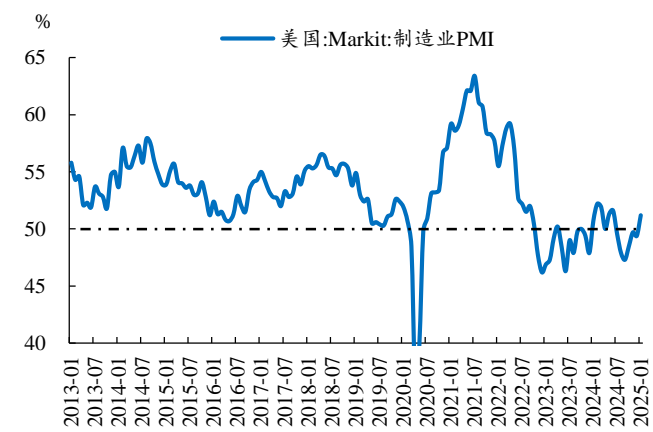
从这个角度看，欧元区经济增长目前面临较大的挑战，若特朗普对欧盟也加征一定幅度的关税，欧元区经济可能在2025年遭遇更大的负面冲击，届时欧央行或将加大降息幅度，以支撑欧元区经济增长。

图16: 欧元区经济增长相对疲软


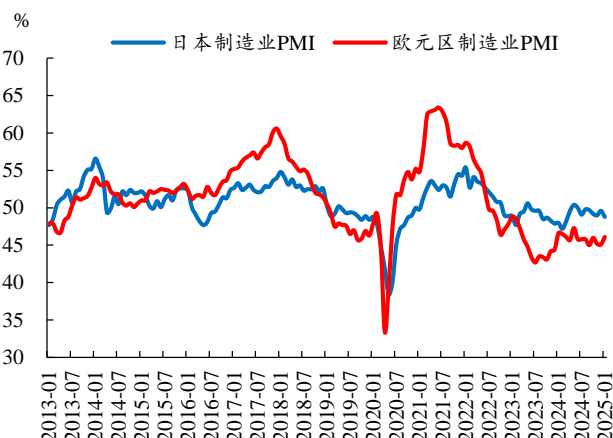
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、美国、欧元区制造业 PMI 走强，日本制造业 PMI 略偏弱

1月美国Markit制造业PMI终值录得51.2%，较2024年12月上升1.8个百分点，且回升至荣枯线以上。虽然制造业在美国经济中占比较低，但结合4季度GDP数据来看，在消费保持韧性的大背景下，制造业PMI走强或意味着美国经济短期内并无大幅向下风险。相较而言，日本1月制造业PMI录得48.8%，较2024年12月下降0.8个百分点，且仍处于荣枯线以下。欧元区1月制造业PMI录得46.1%，较2024年12月提升1个百分点，虽有所回升，但也位于荣枯线以下。从当前的经济数据来看，美国经济的相对强势或将在短期内得以延续，也与GDP数据、通胀数据的表现相对一致，进而对美元产生一定支撑。

图17: 美国1月非制造业PMI回升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 日本制造业PMI相对疲软


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

3、国内政策：向着宏伟目标接续奋进

3.1、总书记在 2025 年春节团拜会上的讲话

中共中央、国务院 27 日上午在人民大会堂举行 2025 年春节团拜会。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平发表讲话。

习近平指出，过去一年，我们扎实推动高质量发展，有效落实各项存量政策，加力推出一揽子增量政策，促进经济回暖向好。科技创新和产业创新成果丰硕，新质生产力稳步发展。区域协调发展、城乡融合发展展现新面貌。放眼全球，我国仍然是世界经济增长的重要引擎。2025 年是“十四五”规划收官之年。我们要坚持稳中求进工作总基调，坚持把发展立足点放在高质量发展上，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，防范化解重点领域风险和外部冲击，推动经济持续回升向好，保持社会和谐稳定，纵深推进全面从严治党。我们将制定“十五五”规划建议，向着宏伟目标接续奋进。

3.2、吴清主席撰文《奋力开创资本市场高质量发展新局面》

证监会主席吴清在最新一期出版的《求是》杂志撰文《奋力开创资本市场高质量发展新局面》。文章指出下一阶段推动资本市场高质量发展的重点任务：

1、坚持稳字当头，全力形成并巩固市场回稳向好势头。坚决落实中央经济工作会议关于稳住股市的重要要求，强化境内外、场内外、期现货联动监测监管，加强对资金流向、投资者行为的监测分析，增强工作的前瞻性、主动性、有效性。会同中国人民银行等相关方面更好发挥两项结构性货币政策工具效用，丰富稳市政策工具，做好增量政策储备。做好债券市场风险防控，落实好金融支持地方政府化债等政策措施，坚决防范风险叠加共振。

2、深化资本市场投融资综合改革。在投资端，会同相关方面全力抓好《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》落地执行，推动各类中长期资金全面建立长周期考核机制，提高投资 A 股规模和比例，加快构建支持“长钱长投”的政策体系。深化公募基金改革，推动建立与投资者利益绑定的考核评价和激励约束机制，继续大力发展权益类公募基金，支持指数化投资高质量发展。在融资端，研究制定更好支持新质生产力发展的专门政策安排，深化科创板、创业板、北交所改革，增强制度的包容性、适应性。

3、着力提升监管执法效能和投资者保护水平。坚持惩、防、治并举，进一步完善监管执法体制机制，发挥证监会机关司局—派出机构—交易所“三位一体”的监管体制优势，强化日常监管的修复和纠正功能，发挥好稽查执法对重大恶性违法行为的重拳治理效能。

4、强化功能发挥，有力支持经济回升向好。制定发布资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见，健全覆盖各类企业发展全生命周期需求的股债期产品和服务体系。支持优质未盈利科技型企业发行上市，发展多元化股权融资，促进畅通私募股权、创业投资多元化退出渠道。健全多层次债券市场体系，提高产业债融资比重，大力发展科技创新债券、绿色债券，加快不动产投资信托基金（REITs）市场建设，稳步拓宽基础资产范围。

5、注重固本强基，培育更多体现高质量发展要求的上市公司。进一步完善公司治理，强化上市公司内部控制、中介机构“看门人”作用发挥等市场约束。全面落实上市公司市值管理指引，加大上市公司分红、回购激励约束，倡导注销式回购，引导盈利和现金流稳定的企业增加分红频次、提高分红水平，着力提升投资者回报。进一步发挥好资本市场并购重组主渠道作用，完善“并购六条”配套机制。

6、突出刀刃向内，纵深推进证监会系统全面从严治党。进一步加强党对资本市场的全面领导，进一步提升监管的专业能力。保持对资本市场反腐败斗争形势的清醒认识，坚持一体推进“三不腐”，全力支持配合中央纪委国家监委驻中国证监会纪检监察组深化证券发行审核领域腐败问题专项治理，加大对新型腐败、隐性腐败的穿透式治理力度，巩固深化政商“旋转门”问题专项治理成果，持续发力铲除腐败滋生的土壤和条件。

3.3、中央明确推动中长期入市具体举措

1月22日，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。明确五大类中长期资金，包括保险资金，提升商业保险资金A股投资比例与稳定性。引导大型国有保险公司增加A股（含权益类基金）投资规模和实际比例。抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地。社保基金，优化全国社会保障基金投资管理机制。基本养老保险基金，优化基本养老保险基金投资管理机制。企（职）业年金，提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平。权益类基金，提高权益类基金的规模和占比。

4、国内经济：1月PMI弱于春节效应，企业预期有积极变化

4.1、12月财政数据点评：从收入结构看财政追赶预算目标的方式

12月，全国一般公共预算收入20692亿元，全国一般公共预算支出39559亿元。政府性基金预算收入19742亿元，政府性基金预算支出20440亿元。

（1）一般公共预算收支提速，全年非税收入占比偏高。12月财政收入显著抬升，全年财政收入正增。12月财政收入单月同比增长24%，刷新2024年最大增幅。非税收入超季节性高增。12月全国税收收入同比增长2.7%，非税收入同比增长94%，为近十年来最高。税收结构方面，主要税种翘尾回升，企业所得税表现亮眼。12月全国增值税收入5435亿元，同比增长6.6%，增速改善，12月各类基本面指标增速有所回暖，指向实体经济稳步转暖，增值税单月增速为年内最高值。消费税增速环比改善。个人所得税、企业所得税收入分别录得1345、1310亿元，同比增长9%、96%。企业所得税大幅增收，与季节性规律有一定偏离，可能的原因一是12月PPI同比降幅收窄，一定程度释放企业利润，税基在低基数下增长；二是伴随着财政“赶进度”，地方加大国有资产盘活力度（国有资产有偿使用收入、国有资本经营收入等），可能加大部分国有企业所得税征缴力度。个人所得税随着收入情况边际改善。

回顾 2024 年最显著的财政收入特征，即非税收入占比显著高于往年。财政部曾透露，前三季度各级政府多渠道盘活国有资源资产，带动国有资源（资产）有偿使用收入和国有资本经营收入增加，共拉高非税收入增幅 10.8 个百分点。且财政部强调严禁征收过头税费，故四季度仍偏高的非税收入或主要来源于地方政府大力处置闲置资产，加大资源、资产盘活力度等，也作为财政收入的重要补充。

财政支出加快，水利仍为资金重点投入方向。12 月公共财政支出 39559 亿元，同比增长 9.6%，增速显著提升。支出结构看，基建类支出保持强度，社保支出降速。基建分项中水利支出仍表现最为强势，同比增长 17%。民生方面，社保就业支出同比增长 2.8%，教育支出大幅提速至 12%。12 月公共财政支出明显提速，2024 全年财政支出达 28.5 万亿，同比增长 3.6%，基本完成年初预算目标。

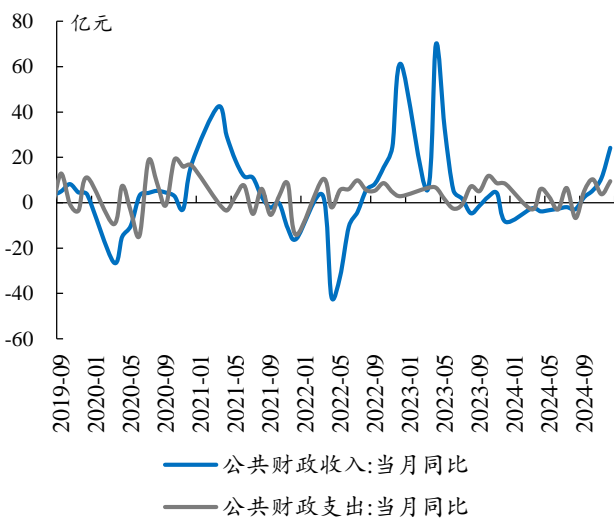
(2) 地方卖地收入显著回升，广义财政收支缺口缩窄。

卖地收入边际改善，政府性基金 12 月回归正增长。12 月全国政府性基金收入 19742 亿元，同比增长 4.9%，年末政府性基金收入顺季节性回升，也反映土地市场的边际暖意。全年政府性基金收入 6.2 万亿元，完成预算的 88%。年底政府性基金收入回暖有效收窄全年政府性收入下滑幅度。

广义财政支出提速。12 月政府性基金支出 20440 亿元，同比增长 12.6%，增速较 11 月显著抬升。政府性基金累计支出增速两年来首次回归正增长，全年增长 0.2%。虽一定程度上受 2023 年低基数影响，但专项债支出在年末仍保持强度，拉动广义财政支出提速。2024 年政府性基金支出 10.1 万亿元，完成预算目标的 84%。广义财政实际赤字约为 3.9 万亿。

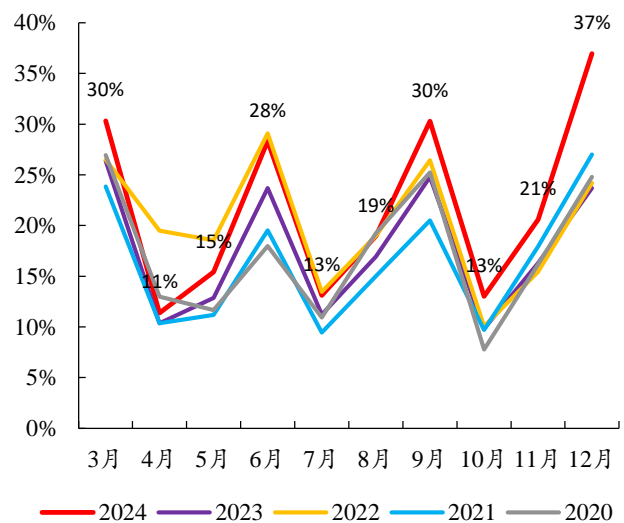
总体来看，2024 年财政节奏后置，年末卖地收入企稳预示地产改善趋势较为积极。2025 年广义财政赤字率有望提高，专项债若扩容，可能在上半年保有一定发行强度，此外超长期特别国债也将按节奏发行。我们推测 2025 年财政将更为前置。

图19：12月财政收入增速大幅回升



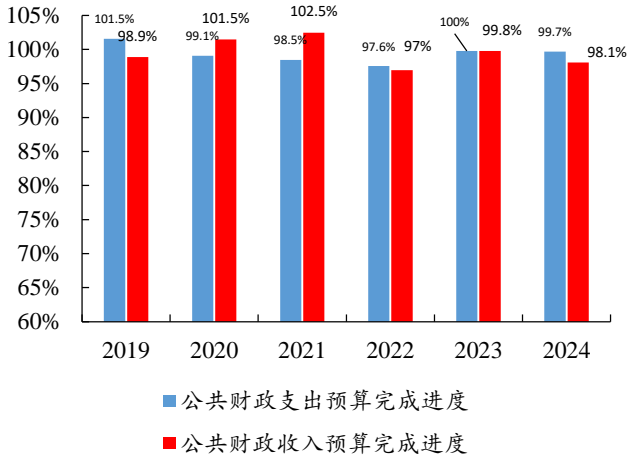
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：四季度非税收入占比高于往年



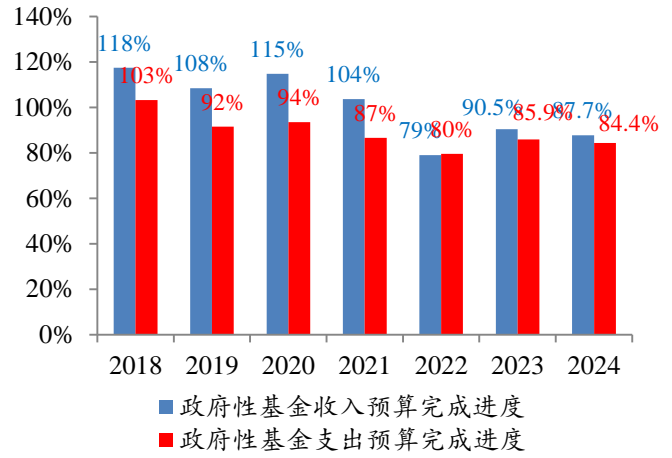
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2024年财政收入完成预算目标的98.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2024年政府性基金收支完成进度强于2022年



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、1月PMI数据：整体弱于春节效应，企业预期有积极变化

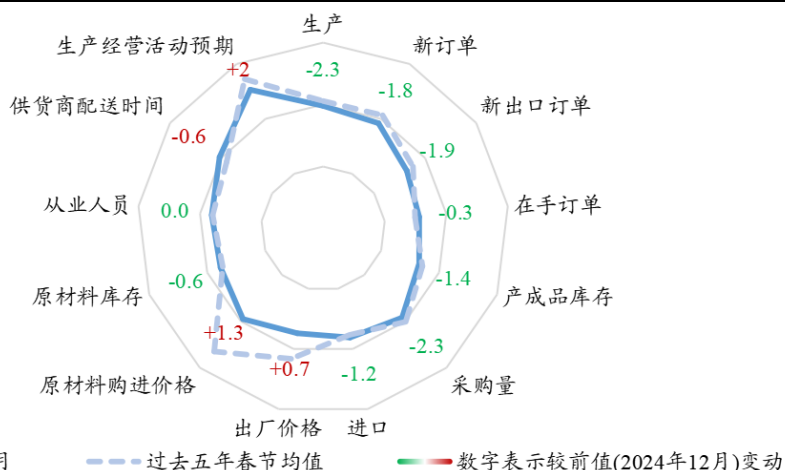
事件：2025年1月官方制造业PMI 49.1%，预期50.1%，前值50.1%；官方非制造业PMI 50.2%，预期52.0%，前值52.2%。

1、制造业：剔除春节效应后，PMI和产需水平仍偏弱。1月制造业PMI为49.1%，结束了连续3个月位于荣枯线上的态势，环比回落1.0个百分点、弱于季节性规律（过去五年春节较前月平均回落0.24个百分点）。生产端，1月PMI生产下降了2.3个百分点至49.8%；需求端，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别下滑了1.8、1.9、1.2个百分点至49.2%、46.4%、48.1%，内需表现略好于外需；分行业来看，金属制品、专用设备、交运设备等行业的产需指数位于扩张区间，食品及酒饮料精制茶、纺织、有色金属冶炼及压延加工等行业则产需活跃度偏弱。

价格指数双双回升。1月原材料购进价格和出厂价格指数分别为49.5%和47.4%，较前值改善了1.3和0.7个百分点，贡献主要来源于油煤燃料，以及纺织服装服饰、造纸印刷及文教体美娱用品等行业持续位于扩张区间。

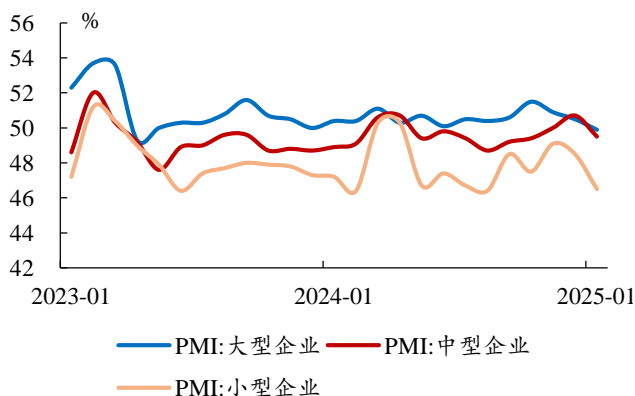
中小企业PMI回落较快，但企业预期边际改善。1月大、中、小型企业PMI分别为49.9%、49.5%和46.5%，比前值下降0.6、1.2和2.0个百分点。1月表征民企景气度的BCI指数为49.4%，小幅高于前值但处于荣枯线下，其中利润前瞻、价格前瞻等分项有待改善。积极变化在于，1月生产经营活动预期指数为55.3%、较前值改善了2.0个百分点，主要受益于交运设备、电气机械器材等行业对未来市场预期显著回暖。

图23: 1月制造业 PMI 产需走弱, 价格小幅回升



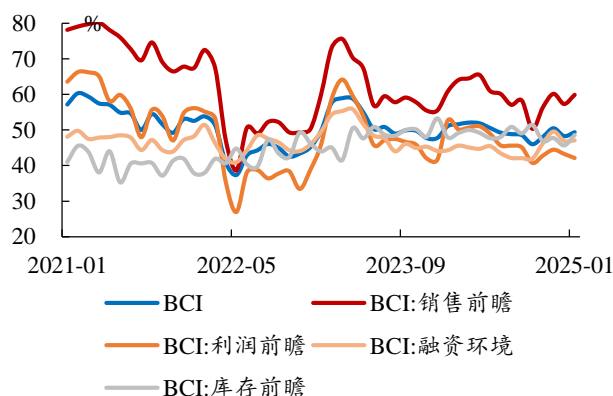
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 除疫情等特殊期间, 供应商配送时间通常为反向指标

图24: 1月中小型企业 PMI 较快回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 1月 BCI 指数小幅回升但仍处于荣枯线下

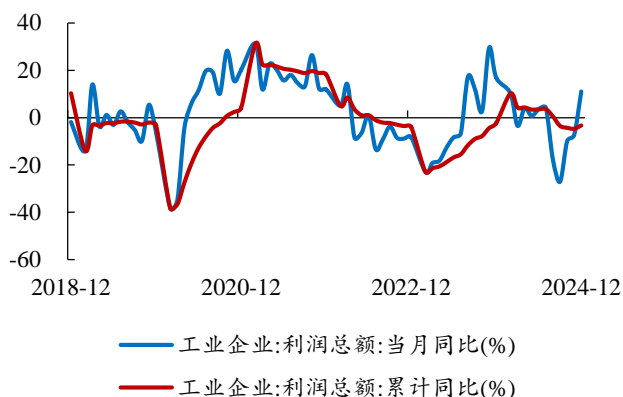


数据来源: Wind、开源证券研究所

(2)建筑业:传统淡季叠加低温天气,1月建筑业PMI下降了3.9个百分点至49.3%,建筑业新订单降至44.7%,需要指出的是,回落幅度较大亦与“两个1000亿元”提前批项目形成的12月高基数有关。实物工作量来看,1月石油沥青开工率接近2024年同期水平,水泥开工和水泥发运率则季节性回落。

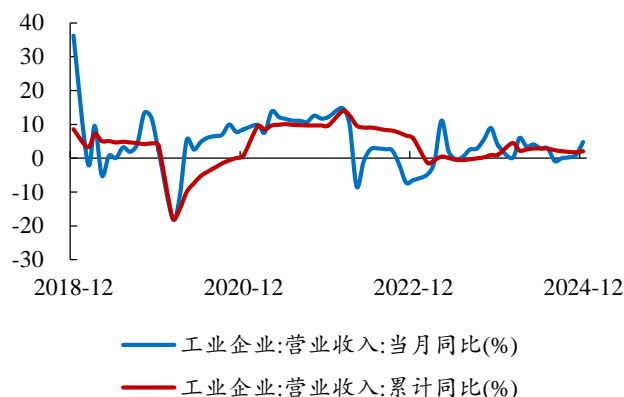
(3)服务业:景气度仍扩张但幅度放缓。1月服务业PMI为50.3%、较前值下滑了1.7个百分点,服务业新订单指数下降了1.5个百分点至46.7%。春节效应提振居民出行消费服务,航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业位于55.0%以上较高景气区间,道路运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等升至扩张区间。

图29：12月利润同比显著回升



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图30：12月营收同比小幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

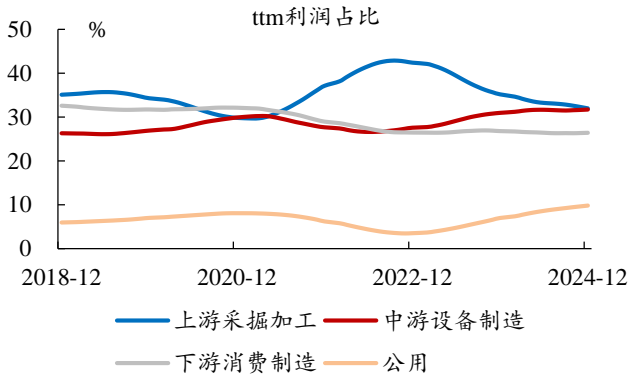
图31：利润三因子分拆来看，量延续回升，利润率转为正贡献，价仍拖累



数据来源：Wind、开源证券研究所

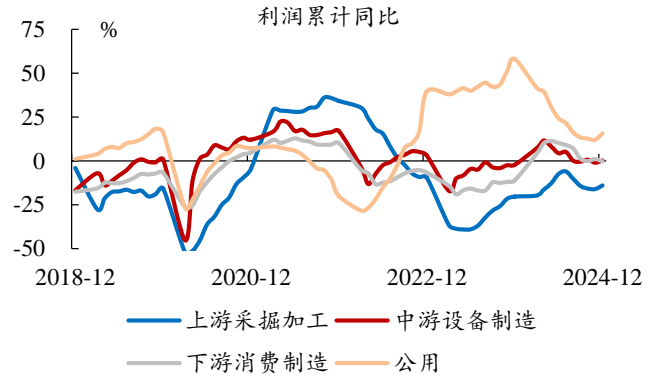
2、利润格局来看，公用事业占比延续提升。1-12月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业、公用事业的利润占比分别为32%、31.7%、26.4%、9.8%，分别较前值变动了-0.3、+0.1、+0.1、+0.2个百分点。**利润增速来看**，上游利润降幅收窄，1-12月利润累计同比提高了2.1个百分点至-14.0%，主要由油气开采、黑色冶炼贡献；中游受益于“两新”加快落地生效、利润普遍小幅改善，其中仪器仪表、专用设备、金属制品、电气机械较前值分别上行3.3、2.0、1.4、1.1个百分点；下游利润小幅回落，纸制品、印刷、皮革相对承压，分别较前值走弱了7.4、5.0、3.1个百分点。

图32：公用利润占比延续提升



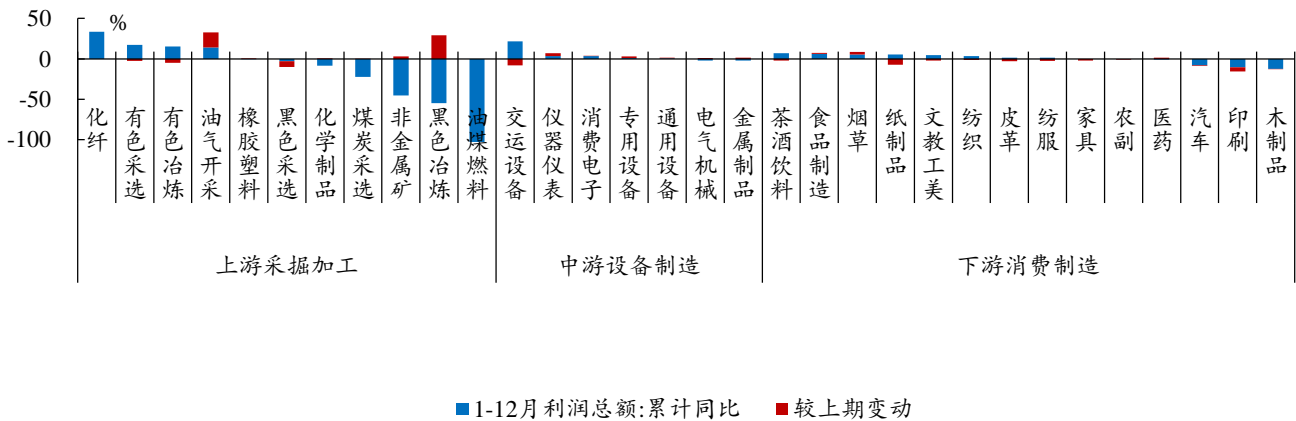
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：上游采掘加工、公用利润增速边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：12月利润改善主要来源于油气开采、黑色冶炼和部分中游设备制造



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、春节高频跟踪：“量”延续修复、“价”有起色

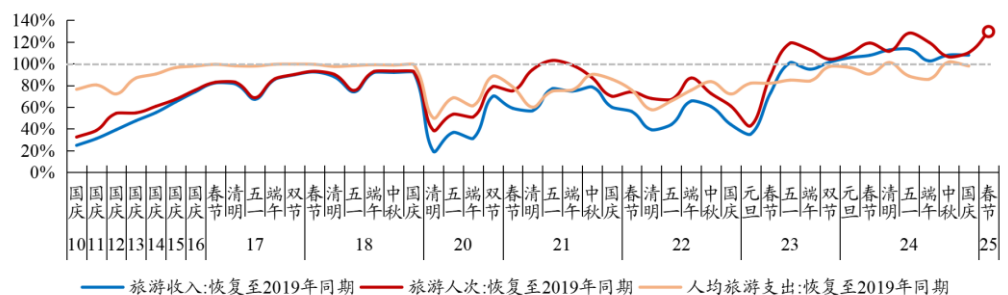
5.1、消费场景：“量”延续修复、“价”有起色

图35：2025年春节“量”延续修复、“价”有起色

场景	细项	口径	2024	较2019同期增长	较2024同期增长
国内游	浙江接待游客(万人, 前3天)		1717		10.7%
	广东接待游客(万人, 前4天)		1245.9		6.1%
	山东接待游客(万人, 前6天)		1997.2		7.4%
	山东旅游收入(亿元, 前6天)		9.35462		9.5%
	上海接待游客(万人, 前4天)	各省市文旅厅	943.5		7.6%
	重庆接待游客(万人, 前4天)		1490.8		12.4%
	重庆旅游收入(亿元, 前4天)		117.03		12.8%
	5省市合计接待游客(万人)		7394.4	25.0%	8.9%
境外游	日均出入境人员(万人)		国家移民管理局	185.00	4.5%
零售餐饮	零售和餐饮企业销售额	商务部			5.4%
	重点监测餐饮企业营业额	商务部			5.1%
观影	收入(亿元)	猫眼	19.50	40.0%	13.0%
	人次(万人)	猫眼	4823.10	22.0%	9.0%
	票价(元)	猫眼	40.42	15.0%	4.0%
出行	全社会跨区域流动量(亿人)	交通部	48.14	19.6%	7.7%
	小客车流动量(亿人)	交通部	39.21	40.1%	6.8%
	营运性客运量(即老口径, 亿人)	交通部	8.93	-27.1%	11.7%
	铁路(亿人)	交通部	2.46	32.4%	6.6%
	公路(亿人)	交通部	5.85	-39.9%	14.5%
	水路(亿人)	交通部	0.16	-45.5%	10.6%
	民航(亿人)	交通部	0.45	26.5%	6.5%
	国内机票价格(元)	携程	882.70	-2.0%	-4.6%

数据来源：Wind、各省市文旅厅、国家移民管理局、商务部、猫眼、交通部、航班管家、开源证券研究所

(1)旅游：文化和旅游部数据中心的全国旅游数据尚未发布，我们基于浙江、广东、山东、上海、重庆5省市数据测算，2025年春节国内旅游人次可能为2019年同期的125%左右。

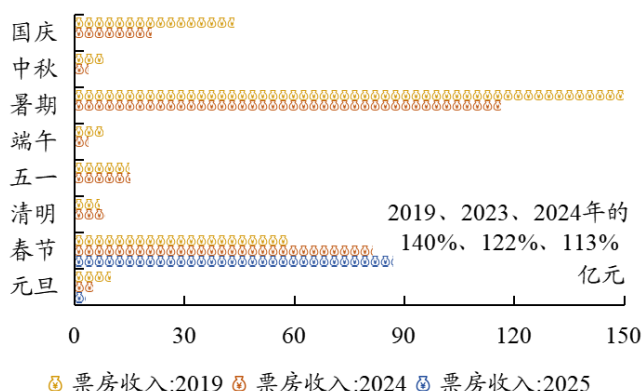
图36：预计2025年春节旅游人次约为2019年同期的125%


数据来源：文旅部、各省市文旅厅、开源证券研究所

(2)零售：据商务部商务大数据监测，春节假期前4天（1月28日至31日），全国重点零售和餐饮企业销售额比2024年同期增长5.4%，重点监测餐饮企业营业额同比增长5.1%，其中家电、通讯器材销售额同比增长10%以上。

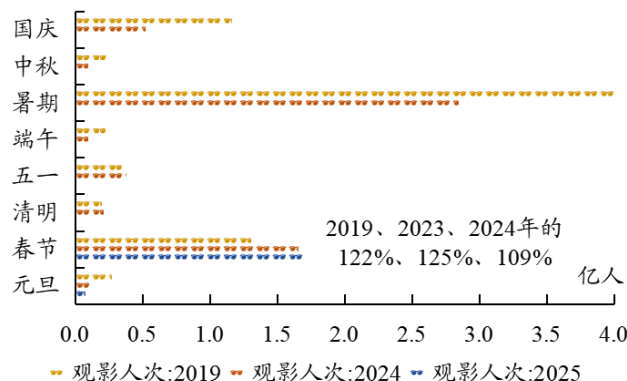
(3)电影：春节档“量”创新高、“价”有改善。截至2025年2月4日0点，春节档电影总票房为82.8亿元、创历史新高，部分受益于本次春节档多一日。若均按前7天计，票房较2019、2023、2024年同期增长了40%、22%、13%；观影人次为1.61亿人，分别增长了22%、25%、9%；平均票价51.3元，为过去5年次高水平，指向观影消费量价均有修复。

图37：春节档票房收入为 2019 年同期的 140%



数据来源：Wind、猫眼电影、开源证券研究所

图38：春节档观影人次为 2019 年同期的 122%

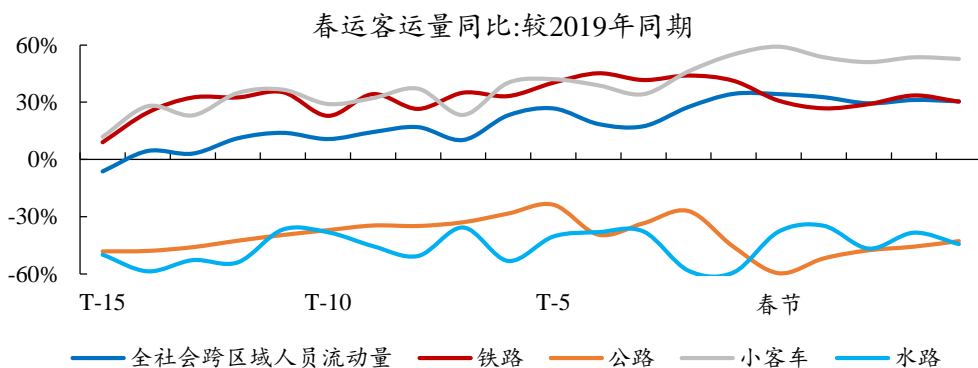


数据来源：Wind、猫眼电影、开源证券研究所

5.2、人流：量大幅超越 2019 年，机票降幅明显收窄

(1)全社会跨区域流动量大幅超过 2019 年：交通运输部数据显示，1 月 14 日至 2 月 2 日，春运全社会跨区域人员流动量累计 48.1 亿人次，比 2019 年、2024 年同期分别增长 19.6%、7.7%，其中铁路、公路、水路、民航分别较 2019 年同期变动+32.4%、-39.9%、-45.5%、+26.5%。

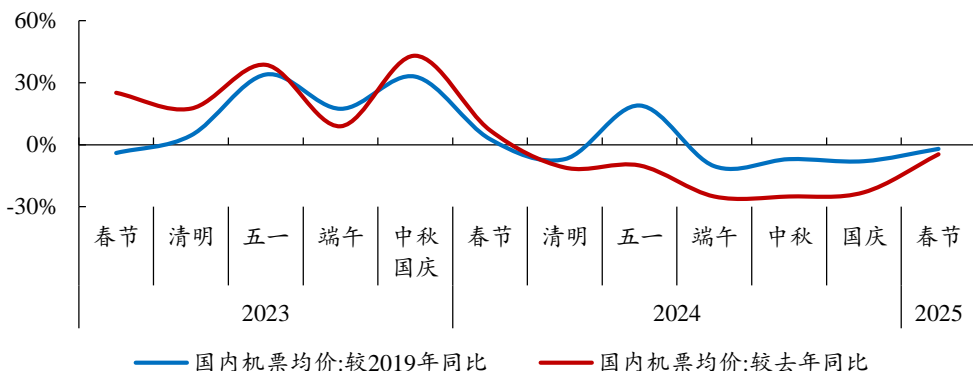
图39：全社会跨区域流动量明显超过 2019 年



数据来源：交通部、开源证券研究所

(2) 交运价格端有边际改善趋势。2023 年国内航线机票均价受益于放开后量的回暖而略有修复，但 2024 年以来进入下行通道，同比降幅在 10%-20% 区间。好的方面在于，截至 1 月 23 日，“航班管家”数据显示 2025 年春运国内航线经济舱平均票价（不含税）约 882.7 元、同比下降 4.6%，或表明机票降幅有明显收窄迹象。

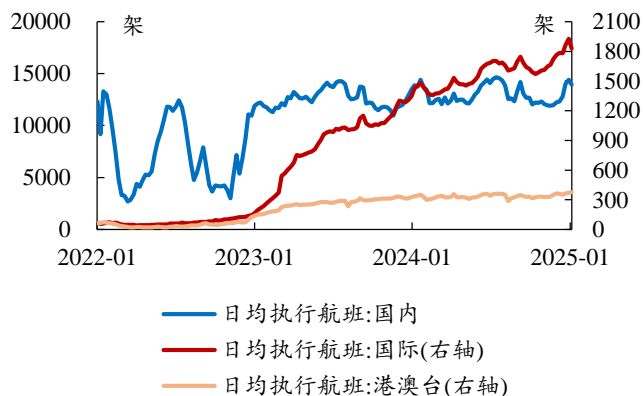
图40：国内机票均价降幅收窄



数据来源：去哪儿、航班管家、携程、开源证券研究所

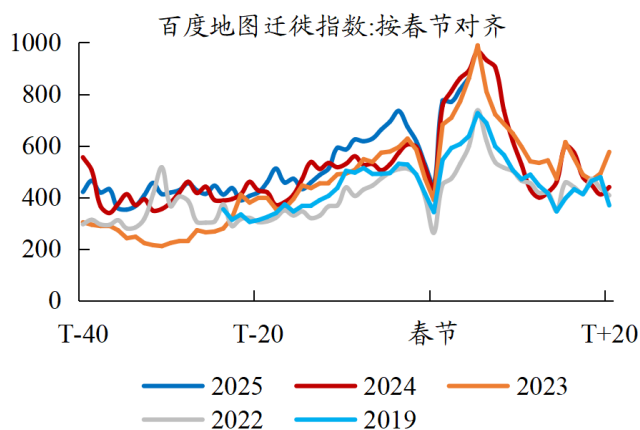
(3) 百度迁徙指数创新高，返乡进度偏快、复工进度偏缓：春运期间（1月14日至2月2日），全国百度迁徙指数平均为626、较2024年同期提高了6.2%，明显高于2019至2024年同期水平。我们进一步将春运40天分为前15天的返乡和后25天的复工，进而刻画出一条返乡复工曲线，数据显示2025年返乡进度偏快、复工进度偏慢：截至2月2日复工进度约为23.2%，低于2023年的24.6%和2024年的26.1%，可能与此次春节假期延长有关。

图41：国际航班延续恢复



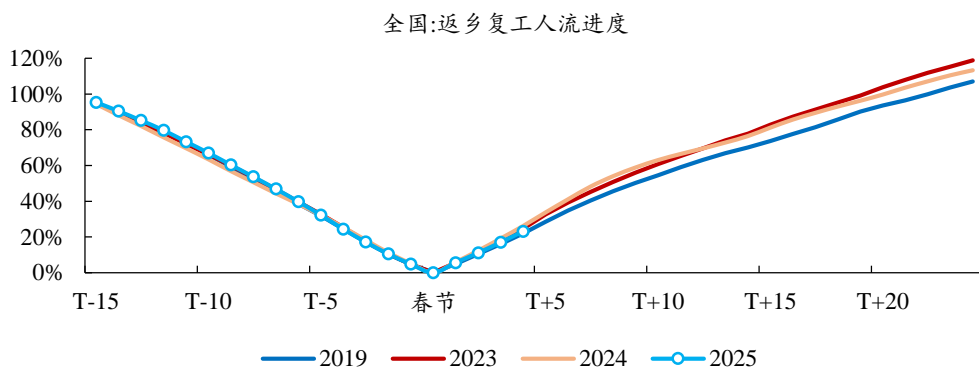
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：春运返乡期间，百度地图迁徙指数创新高



数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

图43: 2025年返乡进度较快, 复工进度慢于2023-2024年



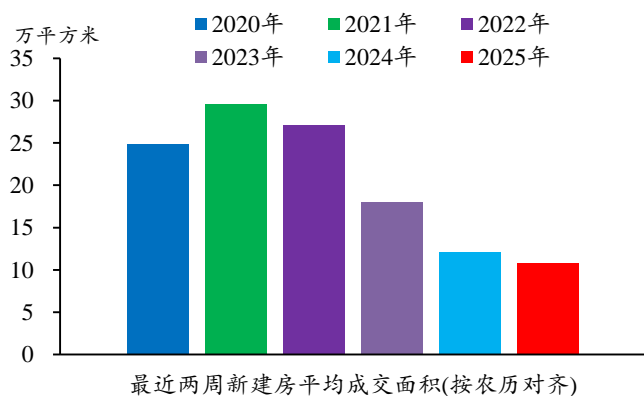
数据来源: 百度地图慧眼、开源证券研究所

(4) 出入境加速回暖: 春节期间, 国内、国外、港澳台日均执行航班分别为 13937、1828、376 次, 国际航线持续改善。国家移民管理局预测, 2025 年春节假期全国口岸将迎来新一轮出入境客流高峰, 日均出入境人员将达 185 万人次, 较 2024 年春节假期增长 9.5%, 超过 2019 年同期水平。

5.3、商品房: 一线城市新建房成交同比保持正增, 二手房价格再次反弹

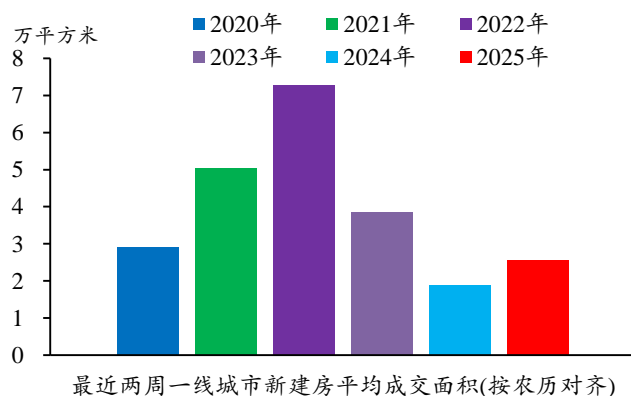
新建住房市场看, 最近两周 (1 月 21 日至 2 月 3 日, 农历腊月二十二至正月初六), 全国 30 大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落 60.3%, 从季节性上看回落至可比同期低点, 较 2022、2023、2024 年农历同期分别同比 -59.5%、-39.9%、-10.6%。一线城市成交面积同比保持正增, 较 2022、2023、2024 年农历同期分别同比 -47.2%、-50.9%、+35.6%。

图44: 最近两周新建住房成交面积略低于2024年同期



数据来源: Wind、开源证券研究所

图45: 一线城市新建住房成交面积同比保持正增

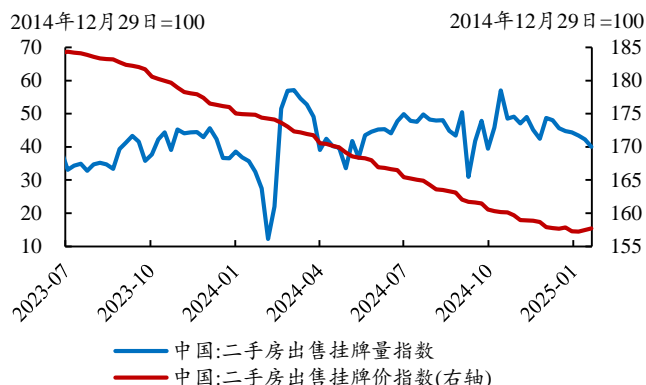


数据来源: Wind、开源证券研究所

二手房市场看, 价格方面, 截至 1 月 20 日, 二手房出售挂牌价指数有所回升, 系 2024 年 12 月以来第三次环比回升; 成交量方面, 最近两周 (1 月 21 日至 2 月 3 日, 农历腊月二十二至正月初六), 北京、上海、深圳二手房成交面积同比读数仍处于较

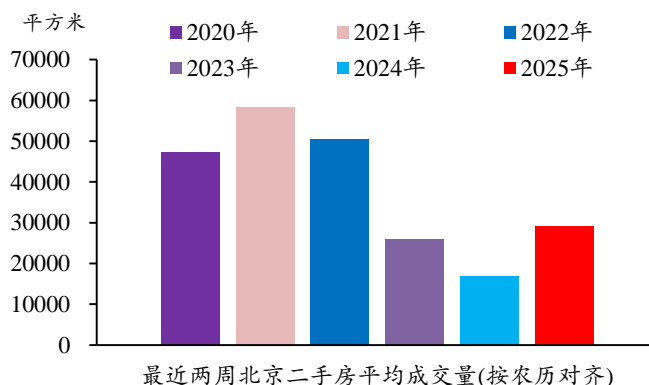
高水平，较 2024 年农历同期分别同比+73%、+62%、+58%。

图46: 截至 1 月 20 日, 二手房出售挂牌价指数有所回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图47: 最近两周北京二手房成交面积同比保持正增

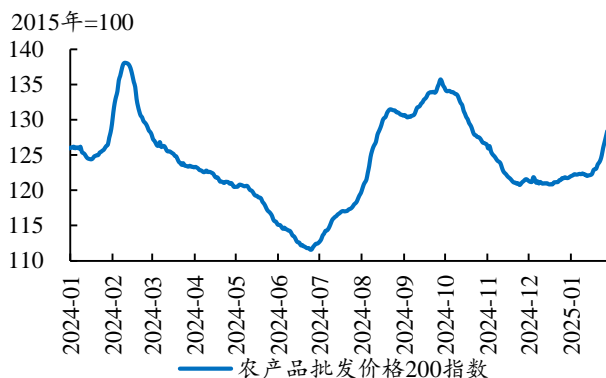


数据来源: Wind、开源证券研究所

5.4、食品：农产品价格延续回升，猪价企稳回升

最近两周（1月14日至1月27日），农产品价格延续回升，农产品价格 200 指数平均值较上两周环比回升 1.8%，猪肉价格企稳回升，猪肉平均批发价较上两周环比回升 1.0%。

图48: 近两周农产品价格延续回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图49: 近两周猪肉价格企稳回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

6、大类资产：全球股市有涨有跌，黄金上涨、原油下跌

春节假期期间，全球股市有涨有跌，但英国富时 100 指数、德国 DAX 指数有较多涨幅。1 月 24 日—1 月 31 日，受 DeepSeek 与特朗普征收关税冲击，美国三大股指整体表现承压，其中纳斯达克指数下跌较多，但纳斯达克中国金龙指数录得一定涨幅，恒生指数亦总体收涨。

商品方面，受特朗普关税冲击，原油、天然气价格均录得较大幅度下跌。债券市场方面，受美联储中性偏鸽表态影响，10 年期美国国债收益率下行 5bp，整体波动相对不大。汇率方面，美元指数有所升值，离岸人民币汇率下跌超过 1%，美元兑日元略有贬值，或与日本央行加息有关。

表2：全球各类资产假期表现

资产类别	1月24日	1月31日	涨跌幅	资产类别	1月24日	1月31日	涨跌幅
股票				金属			
纳斯达克综合指数	19954.30	19627.44	-1.64%	COMEX 黄金 (美元/盎司)	2781.60	2809.30	1.00%
标普 500 指数	6101.24	6040.53	-1.00%	COMEX 白银 (美元/盎司)	30.99	32.120	3.65%
道琼斯工业指数	44424.25	44544.66	0.27%	NYMEX 铂金 (美元/盎司)	972.10	1043.70	7.37%
德国 DAX 指数	21394.93	21732.05	1.58%	NYMEX 钯金 (美元/盎司)	1009.70	1071.80	6.15%
法国 CAC40 指数	7927.62	7541.36	-4.87%	LME 铜 (美元/公吨)	9269.00	9064.00	-2.21%
英国富时 100 指数	8502.35	8673.96	2.02%	LME 铝 (美元/公吨)	2631.50	2594.00	-1.43%
日经 225 指数	39931.98	39572.49	-0.90%	LME 锌 (美元/公吨)	2823.50	2747.50	-2.69%
恒生指数	20066.19	20217.26	0.75%				
纳斯达克中国金龙指数	6965.44	7052.56	1.25%				
债券				工业品			
10Y 美债收益率	4.63%	4.58%	-5bp	WTI 原油 (美元/桶)	74.66	72.53	-2.85%
10Y 德债收益率	2.58%	2.48%	-10bp	布伦特原油 (美元/桶)	78.5	76.76	-2.22%
10Y 英债收益率	4.64%	4.55%	-9bp	NYMEX 天然气 (美元/百万英热单位)	4.010	3.072	-23.39%
10Y 日债收益率	1.24%	1.25%	1bp				
外汇				农产品			
离岸美元兑人民币	7.2443	7.3221	1.07%	CBOT 大豆 (美分/蒲式耳)	1055.75	1042.00	-1.30%
美元指数	107.48	108.52	0.96%	CBOT 玉米 (美分/蒲式耳)	486.50	482.00	-0.92%
欧元兑美元	1.0496	1.0363	-1.27%	CBOT 小麦 (美分/蒲式耳)	544.00	559.50	2.85%
英镑兑美元	1.2485	1.2388	-0.78%	NYBOT 棉花 (美元/磅)	67.68	65.90	-2.63%
美元兑日元	156.013	155.2045	-0.52%	NYBOT 糖 (美元/磅)	19.07	19.40	1.73%

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：因数据可得性，恒生指数为 2 月 3 日数据、英债数据截至 1 月 30 日。

7、风险提示

- 1、国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。
- 2、俄乌冲突反复超预期：如果俄乌冲突再度超预期升温，那么可能造成通胀再度攀升。
- 3、美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn