

# 研报精选

2023年1月29日 第106期

## 宏观专栏

### 财政货币，如何协同？—— 后疫情时代系列研究之一

报告认为，2008年次贷危机以来，尤其是新冠疫情之后，美欧财政与货币政策的协同明显加强。向前看，短期内中国的财政货币协同方式可能仍以政策性金融等准财政活动为主。预计在2023年，中国的财政政策将扩大支出规模，并精准支持中小企业、制造业等主体。

### 春节期间海外宏观动态一览

美国2022年四季度GDP环比折年率为2.9%，高于市场预期，但12月零售、工业、房地产等数据显示该国经济动能正边际减弱。报告认为，基准情形下美国经济会在2023年步入衰退，尽管“软着陆”的概率有所提高。

## 专题聚焦

### 从增加值看金融业的潜在演变

报告认为，中国金融业增加值占GDP比重偏高的主要原因是银行业资产规模较大。展望未来，由银行和资本市场构成的“双支柱金融体系”将在促进机会公平、提升融资效率、实现高质量发展上发挥重要作用。

### 春节消费环比明显改善，同比温和复苏

今年春节，中国消费同比温和增长，环比改善明显。饮食、居家相关的商品消费增长较快；服务消费增长快于2019年，线下文娱活动改善明显。报告认为，随着疫情影响减弱和复工复产推进，消费改善仍有“后劲”。

## 宏观专栏

### 财政货币，如何协同？——后疫情时代系列研究之一

2008年次贷危机以来，尤其是新冠疫情爆发之后，美欧财政货币协同明显加强。西方财政与货币政策的关系自二战之后经历了从财政主导，向货币政策主导，再向财政重要性逐步上升的演变。财政货币协同主要有三种方式，即央行向财政提供信贷（购买国债或给财政透支）、利润上缴、准财政政策，中央银行还可以通过货币政策影响利率或者以金融监管的方式来配合财政融资。中央银行准财政活动的方式比较多，比如央行购买风险资产、低息或贴息贷款、贷款担保、配合财政救助非银机构、以及配合政策性银行进行信贷扩张等。财政货币协同对于实现经济发展目标非常重要，但是如果货币过度配合财政扩张，可能产生潜在的通胀问题。

1980年代之前美国财政货币协同非常明显，美联储大力配合财政部，不但大幅购买国债，还通过金融监管压制利率，实施金融抑制。1970年代的“滞胀”导致学界与政策制定者反思财政主导的货币政策。1980年代到2008年之间，财政货币关系发生较大变化，美联储独立性大幅上升，财政重要性下降。我国改革开放初期，财政货币也积极协同发力，支持经济增长。改革开放初期，政府对企业放权、中央对地方放权，使得财政收入占GDP比重、中央财政占全国财政收入比重持续下降，财政收支缺口持续扩大，央行大力配合财政。在从计划经济到商品经济再到市场经济转变的背景下，价格改革加上货币扩张较快，1980年到1990年代中期之前我国也曾经面临通胀较高的问题。1995年我国出台了中央银行法，央行独立性上升。

2008年次贷危机以来，特别是疫情爆发之后，西方财政货币协同明显加强，美联储和欧央行“三箭齐发”配合财政扩张。给财政供政府信贷方面，美联储自2008年金融危机以来通过四轮量化宽松购买大量国债和政府机构债券。欧央行自2010年起通过证券市场计划、直接货币交易计划、公共部门资产购买计划等购买成员国主权债券及政府机构债券，近来欧央行持有的政府债券占比超过40%。利润上缴方面，根据《联邦储备法》，联储利润要上缴财政，2021年为

1090亿美元（2022年美联储大概率出现亏损）。欧央行每年也将一定比例的利润分配至各成员国央行，再由各国央行上缴至各国财政部门。准财政方面，美联储多长购买安全性较差资产，自2008年美联储首次通过SPV公司购买商业票据后，该政策在广泛的风险资产大类上得到运用，2020年又积极配合财政通过SPV给市场注入流动性，欧央行也积极购买私人部门证券。2008年联储配合财政对贝尔斯登、美国国际集团等“大而不倒”企业提供紧急救助，缓解了市场崩溃风险。美联储也通过对补贴贷款的形式支持政策性公用事业发展，欧央行也有类似的政策。

自1995年中央银行法出台之后，我国央行也曾配合财政缓解金融风险，但现阶段财政货币协同主要体现为准财政活动。1990年代末，央行积极配合财政剥离四大银行坏账，降低金融风险，2022年央行也上缴利润1.1万亿元，为财政融资。但不像美联储和欧央行那样大幅给财政提供资金，我国现阶段的财政货币协同更多体现为准财政活动，潜在通胀风险可控。这些准财政活动包括低息再贷款、抵押补充贷款、配合政策性银行推动政策性金融等。短期内我国的财政货币协同可能还是以准财政为主。2023年，财政加力提效，货币政策将更加精准，政策性金融（准财政）的力度将进一步加大。

---

以上观点来自：2023年1月28日中金公司研究部已发布的《财政货币，如何协同？——后疫情时代系列研究之一》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

黄亚东 联系人 SAC 执证编号：S0080121080127

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

## 宏观专栏

### 春节期间海外宏观动态一览

春节期间海外宏观数据较多，市场的关注点在于美国经济是走向衰退，还是能够“软着陆”。最新公布的美国2022年四季度GDP环比折年率2.9%，好于市场预期，其中服务消费和库存投资环比贡献较多，其余内需项目环比基本持平或者进一步下降。而一周前公布的2022年12月美国零售销售、工业产出、房地产销售等“硬核”数据均不及预期，显示经济动能在边际减弱。综合来看，我们的基准情形仍然是美国经济会在2023年步入衰退，尽管“软着陆”的概率较两个月前有一些提高。欧洲方面，暖冬导致天然气价格大幅下跌，“滞胀”压力有所缓解。如果能源短缺能够显著改善，欧元区经济有望在小幅萎缩后逐步企稳。另外今年的一个重要变量是中国经济重启，历史表明中国复苏对欧洲经济也会带来提振，特别是那些出口占比较高的欧洲国家。

► **美国2022年四季度GDP环比折年率2.9%，好于市场预期。**从分项看，私人消费继续环比扩张，其中大部分来自服务消费，后者对GDP增长贡献达到1.2个百分点，贡献率几乎占到一半。服务消费受疫情影响较大，疫情后的复苏本就具有长尾效应，再加上服务消费对利率变动相对不敏感，因此仍有扩张动能。固定资产投资连续第三个季度环比负增长，其中房地产投资环比下降27%，为连续第7个季度萎缩；设备投资环比转负，说明在全球货币紧缩、经济放缓大背景下，企业资本开支意愿减弱。比较超预期的是库存投资，四季度反而有所加快，对GDP增长贡献达到1.46个百分点。进一步分析显示，库存扩张主要来自上游制造商，另外中游批发商和下游零售商中的汽车及零部件店小幅增加库存，而下游的一般零售店、食品饮料店、以及其它零售店均在去库存。我们认为，如果下游消费端大部分仍面临库存去化压力，上游补库或也难以持续。净出口对GDP的贡献收窄，随着全球经济放缓，出口环比增长转负；进口连续第二个季度环比负增长，这说明内需是在放缓的。

► **美国2022年12月零售销售不及预期，显示去年圣诞季商品消费支出偏弱。**12月零售环比季调下降1.1%，在13项零售数据中有10项环比走弱，其中拖



累最大的是加油站项目环比下降4.6%，另外家具（环比-2.5%）、机动车及零部件（环比-1.2%）、电子电器（环比-1.1%）、电商（环比-1.1%）、其他杂货店（环比-1.1%）等项目跌幅也较大。这份零售数据显示2022年圣诞季消费超季节性走弱，说明居民对商品的消费需求在持续降温，另外数据显示美国居民过剩储蓄已消耗较多，未来消费或进一步放缓。对于零售企业而言，降温的需求、回落的销售或意味着库存打折压力进一步上升，企业利润也将受到压制。近期梅西百货、Lululemon等零售商均称其圣诞季销售情况低于预期，Bed Bath & Beyond则表示随着销售额下降，不排除将申请破产<sup>1</sup>。

► **美国2022年12月工业产出、房地产等“硬核”数据均不及预期，PPI通胀进一步回落。**工业方面，12月工业产出环比季调降0.7%，且为连续第三个月环比下降，显示制造业PMI的回落已开始工业“硬数据”中显现。由于工业产出是NBER定义衰退的6个重要指标之一，市场对其连续下降的趋势较为关注。房地产方面，12月新屋开工、营建许可总数均进一步下跌，作为房地产投资的领先指标，或预示着美国地产行业或进一步萎缩。房地产销售方面，12月成屋销售连续第11个月下降，同比下降幅度高达34%。综合全年数据来看，2022全年成屋销售较2021年降幅达17.8%，这也是2008年次贷危机后的全年最大降幅。PPI方面，12月PPI环比季调下降0.5%，同比增速降至6.2%（前值7.3%），表明随着供应链改善和能源价格下跌，通胀压力持续减弱，向下游消费端传导或有所减缓。

► **综合上述数据，我们的基准情形仍然是美国经济会在2023年进入衰退，尽管经济“软着陆”概率有一些提高。**所谓“软着陆”，就是美联储在不使经济出现衰退的情况下，将通胀压制回2%的长期目标。过去两个月，我们看到能源价格（如油价和天然气价格）大幅下跌，美国CPI通胀出现明显回落。与此同时，劳动力市场依旧强劲，月均新增非农就业超过20万人，失业率与申请失业金人数维持低位。我们认为通胀回落加上就业强劲，有利于支撑美国居民的实际收入和消费支出，增加经济“软着陆”的概率。但需要注意的是，就业数据是滞后

<sup>1</sup> <https://www.nytimes.com/2023/01/18/business/retail-sales-december-holiday-shopping.html>

的，虽然新增非农就业人数仍然较高，但劳动者每周工作时间数已经大幅回落，说明企业用工需求已开始下降。通胀回落的幅度也存在变数，特别是今年中国经济复苏对全球通胀产生的外溢作用，是否会引发大宗商品价格反弹和美国通胀反复，我们还需进一步观察。

► 近期美国债务上限问题也引发关注，尽管美国财政部预估其非常规措施可坚持至6月，但市场担忧仍有所增多。2023年1月19日美国正式触及其31.4万亿美元的债务上限，这也意味着美国财政部开始采取一系列非常规措施（extraordinary measures）来确保联邦政府正常运行且避免出现债务违约。美国财政部长耶伦称“暂停发债期”将从1月19日持续至6月5日，期间财政部将不再对公务员退休和残疾基金（Civil Service Retirement and Disability Fund）进行全面投资，且对于部分邮政服务退休人员健康福利基金（Postal Service Retiree Health Benefits Fund）的投资也将暂停<sup>2</sup>。目前耶伦预计财政部非常规措施可使政府在不额外发债的情况下支撑至六月初，不过耶伦也强调这些非常规措施能够持续的时间存在较大不确定性，仍恳请国会迅速采取行动以维护美国信誉<sup>3</sup>。此外，债务上限问题可能并不仅仅影响财政端，其连带政府债务停发、财政一般账户（TGA）消耗对流动性也会产生影响。短期看，财政部为了还债而释放TGA中的资金，有利于流动性，但随着TGA资金消耗殆尽，流动性将趋于紧张。市场担心这可能增加流动性风险，在极端情况下甚至迫使美联储提前结束缩表<sup>4</sup>。

► 美联储方面，加息或已接近尾声，但结束加息不代表货币政策转向宽松，利率还将在高位停留更久。随着经济基本面趋弱，市场期待联储能迅速停止加息甚至降息，但美联储副主席Brainard近期发言表示<sup>5</sup>，虽然通胀有所回落，但绝对水平依旧很高，且未来通胀存在很大的不确定性，美联储政策需要在一

<sup>2</sup> <https://www.nytimes.com/2023/01/19/us/politics/debt-limit-economy.html>

<sup>3</sup> <https://cn.wsj.com/articles/%E7%BE%8E%E5%9B%BD%E5%80%BA%E5%8A%A1%E4%B8%8A%E9%99%90%E8%AE%A8%E8%AE%BA%E4%B9%8B%E9%99%85-%E8%B4%A2%E6%94%BF%E9%83%A8%E5%B0%86%E5%BC%80%E5%A7%8B%E9%87%87%E5%8F%96%E7%89%B9%E5%88%AB%E6%8E%AA%E6%96%BD%E6%94%AF%E4%BB%98%E8%B4%A6%E5%8D%95-11674126606>

<sup>4</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-01-24/debt-limit-fight-risks-early-end-to-fed-quantitative-tightening>

<sup>5</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20230119a.htm>

段时间内保持足够限制性的水平以确保通胀持续回落<sup>6</sup>。对于债务风险，近期纽联储主席威廉姆斯称正密切关注此类风险，但未释放提前缩表的明确信号<sup>7</sup>。我们认为随着通胀回落，美联储加息或已接近尾声，我们预计联储将于2月1日的FOMC会议上或将加息25个基点，3月再加息25个基点，然后结束加息。但加息结束不代表货币政策立刻转向宽松，考虑到通胀较高，美联储不愿重蹈1970年代因为提前宽松而导致通胀卷土重来的覆辙，我们预计联邦基金利率将会保持在5%左右的高位相当一段时间，直至通胀显著改善。这也意味着，未来一段时间货币金融条件仍将是偏紧的，我们离真正的“松货币”还有很长距离。

► 欧洲方面，暖冬降低天然气价格，“滞胀”压力得到改善，如果能源危机能够缓解，欧元区经济有望在小幅萎缩后逐步企稳。近期数据来看，能源短缺缓解之下欧元区2022年11月贸易逆差转正，2022年12月CPI数据显示物价压力进一步减小。此外，2023年1月ZEW数据显示欧元区经济景气度回暖，服务业PMI与制造业PMI有所改善，德国IFO指数也连续数月回升。在俄乌冲突带来的能源危机下，前期市场担心欧元区经济或陷入较深的衰退，但去年冬天气候较暖，加上欧洲采取一系列节能措施并寻找新的天然气替代供应，使得能源危机暂时没有进一步发酵，欧元区经济开始趋于稳定。此外，随着中国防疫政策优化，经济增长前景改善，也有助于支撑欧元区外需。历史上中国经济复苏对出口占比较高的欧洲国家（比如德国）经济具有拉动作用，这也意味着欧洲经济可能会比此前的预期表现更好。

---

以上观点来自：2023年1月27日中金公司研究部已发布的《春节期间海外宏观动态一览》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

---

<sup>6</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-01-19/fed-s-brainard-favors-high-rates-for-some-time-to-cool-inflation>

<sup>7</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-01-24/debt-limit-fight-risks-early-end-to-fed-quantitative-tightening>

## 专题聚焦

### 从增加值看金融业的潜在演变

深化金融体制改革，提升金融服务实体经济能力是党在二十大提出的建设现代中央银行制度的四大举措之一。本报告从金融业的增加值入手，来理解如何提升金融服务实体经济能力以及未来金融业的潜在演变。

相较于世界其他主要国家而言，中国金融业增加值占比远高于其相应的经济发展水平和金融发展程度。经济大国中，只有英国和美国的金融业占比高于中国，而这两个国家有着高度发达的金融市场，同时也是全球金融中心伦敦和纽约的所在地。本文从全球视角来审视中国金融业现有的一些特色。

► 中国金融业增加值分布不均衡。中国以银行业为主的货币金融服务在金融业中占据主导地位，增加值占比高达整个金融业的80%，远高于英美（约50%）和同样以间接融资为主导的德国（60%）。而同等体量的融资规模通过间接融资所产生的增加值大于直接融资。

► 银行业资产规模是金融业增加值占比偏高的重要原因。利息收入是中国银行业收入的主要来源。中国银行业的净息差处于中等水平，但资产规模大，国际可比口径下中国银行资产占GDP的比例远高于同为银行系统为主导的日本和德国。高储蓄率在实证上并不能解释银行业的资产规模或者金融业占比，更根本的原因是中国过去过快的信贷扩张及背后依赖基建和房地产投资的发展模式。信用成本被低估可能是原因，但并不是关键。

总体看来，金融业增加值占比偏高是中国现有金融结构与发展模式的一个映射。就像中国的经济结构转型一样，中国金融业的发展也同样面临着从“量”向“质”的转型过程。未来从宏观角度看有几个关键变量，一是高度依赖信贷扩张的发展模式将会改变，金融周期下半场“紧信用、松货币、宽财政”将限制银行业绝对规模（占GDP比重）的持续扩张。二是信贷结构的改变虽然能提高金融服务实体经济的能力，但同时有可能带来信贷需求的下降和信贷成本的上升。



三是随着经济结构的转变以及家庭财富的增长，社会将有更多元化的融资与投资需求，促进资本市场的发展。

展望未来，公平、效率与创新是接下来打造共享高质量发展的核心关键，中国金融体系相对于欧美更有可能是走出一条新的中间路线，即构建“双支柱金融体系”。在这个体系下，银行推行普惠金融，提高金融的可获得性和服务范围。与此同时，资本市场则通过打造成成熟的一级，二级市场支撑突破性和渐进性创新，两者在促进机会公平，提高融资效率上都将发挥其不可忽视的作用。



---

以上观点来自：2023年1月29日中金公司研究部已发布的《从增加值看金融业的潜在演变》

袁梦园 联系人 SAC 执证编号：S0080122010023 SFC CE Ref: BSM194

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 专题聚焦

### 春节消费环比明显改善，同比温和复苏

税务数据、地方样本数据都显示，今年春节消费同比温和增长，但环比改善明显。从结构来看，商品消费中饮食、居家相关的商品消费增长较快，服务消费增长明显快于往年，观影、演出等线下文娱活动，文旅、出行、住宿、跨境等相关消费同比大幅改善。从地域来看，今年返乡规模进一步增长，部分省份务工人员提前返乡，带动务工大省、低能级城市的消费改善更大。不过和疫情前相比，有一些线下消费活动仍未完全恢复，比如春运旅客发送、假期旅游收入、连锁酒店收入，分别为2019年同期的53%、73%、80%。未来伴随疫情影响减弱和复工复产推进，我们预计消费改善仍有“后劲”。

防疫优化调整和疫情达峰回落，为春节假期消费恢复创造了条件。2023年春节是对新冠实施“乙类乙管”后的第一个节假日，这是我国新冠疫情防控政策的一次重大调整<sup>8</sup>。此前的元旦假期受疫情达峰影响，消费仍阶段性承压，而春节假期全国疫情已经从高位回落。根据国务院联防联控机制介绍，各省已经度过了三个高峰（发热门诊高峰、急诊高峰和重症患者高峰）。全国发热门诊就诊人数在2022年12月23日达到峰值，截至2023年1月17日较峰值下降了94%，已经回落到2022年12月7日前的水平。全国急诊就诊人数、在院的阳性重症患者人数分别在1月2日和5日达到峰值，之后持续下降<sup>9</sup>。

2023年春节消费呈现同比温和复苏、环比大幅改善的特征，样本数据显示消费的同比增速与去年同期大致持平，但大幅好于2022年底。国税总局披露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同比增长12.2%，略低于去年的3年复合增速12.5%<sup>10</sup>。各省、城市披露的样本企业零售数据也显示，各地方的消费增长中位数在7.6%左右，比去年统计的样本中位数8.5%低0.9个百分点。税务和地方数据都是样本数据，以往经验来看，样本增速水平会显著高于全国总体消费增速。以假期增值税发票数据为例，去年春节的3年

<sup>8</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2022-12/27/content\\_5733672.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2022-12/27/content_5733672.htm)

<sup>9</sup> <http://www.nhc.gov.cn/xwzb/webcontroller.do?titleSeq=11509&gectype=1>

<sup>10</sup> <http://finance.people.com.cn/n1/2023/0128/c1004-32612895.html>

复合增速为12.5%，去年端午假期的增速为9.5%，2021年国庆假期增速为9.9%，分别比当月社零总额的同口径增速高8.2、6.4、5个百分点。地方样本数据也是如此，去年春节增速中位数为8.5%，比1-2月社零总额增速高1.8个百分点。从增速变化来看，这两个样本增速较去年春节都略有回落，显示出今年春节总体消费同比增长并不出色。不过即使样本数据高估总体消费的增速，也还是可以看出总体消费同比应该是温和增长，明显好于去年底全国社零总额负增长的情形。这意味着环比来看，消费应该有明显的复苏。

**商品消费方面**，饮食、居家相关的商品消费增长较快，体现了春节阖家团聚的消费特征。增值税发票数据显示，春节假期商品消费同比增长10%，较2019年同期的复合增速为13.1%。其中，粮油食品商品销售收入同比增长31.5%，果品蔬菜、肉禽蛋奶、酒水饮料分别同比增长39%、28.6%、18.7%。居家相关消费也增长较快，文体用品、家具、五金分别增长20.9%、15.2%、8.6%。

**服务消费方面**，市内活动好于往年同期，观影、演出等线下文娱活动改善明显。在疫情影响趋于减弱的背景下，此前受压制较大的服务消费恢复弹性更强。春节假期期间，23个大城市地铁客运量同比增长13.7%，恢复至2019年的94.1%；31个省会城市平均出行强度为3.9，同比增长1.7%<sup>11</sup>；全国百城平均拥堵指数也高于2019年和去年同期。城市活动的增长带动假期文娱消费改善，国家电影局初步统计，2023年春节档电影票房为67.6亿元，同比增长11.9%；观影人次为1.3亿，同比增长13.2%<sup>12</sup>。文化和旅游部数据中心不完全统计，春节假期全国营业性演出共9400余场次，较2022年同比增长40.9%<sup>13</sup>。增值税发票数据显示，春节假期服务消费同比增长13.5%，较2019年同期的复合增速为8.1%。

**旅游出行规模较去年同期也出现大幅增长，跨境人员流动翻番。**截至1月27日（正月初六），全国春运旅客发送量7.9亿人次，同比增长54.1%，恢复至2019年同期的53.2%。其中，公路旅客发送量同比增长60.6%，增速较快；铁路、民航运输恢复至2019年的78.4%和70.4%，恢复水平较高。此外，高速公路小客

<sup>11</sup> 城内出行强度：该城市有出行的人数与该城市居住人口比值的指数化结果。数据来源为百度迁徙。

<sup>12</sup> [http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202301/28/t20230128\\_38363167.shtml](http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202301/28/t20230128_38363167.shtml)

<sup>13</sup> <https://zmgr.chinanews.com/gn/2023/01-27/9942211.shtml>

车流量已达到2019年同期的113.8%，同比增长21.2%，反映出“后疫情”时期更多人选择驾车出行。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%，这是2021年下半年以来恢复最好的一个假期。跨境人员流动受防疫优化的支撑涨幅更大，春节期间全国出入境人员287.7万人次，同比增长120.5%，出入境交通运输工具同比增长66.1%<sup>14</sup>。

出行规模的增长带动文旅、住宿、餐饮等相关的服务消费改善，热门旅游地增长更为明显。今年春节假期，全国实现国内旅游收入3758.43亿元，同比增长30%，恢复至2019年同期的73.1%<sup>15</sup>。旅行社及相关服务业销售收入同比增长1.3倍，已恢复至2019年春节假期的80.7%。旅游饭店、经济型连锁酒店、民宿的销售收入同比分别增长16.4%、30.6%、74.2%，恢复至2019年春节假期的73.4%、79.9%、113.3%，呈现较快增长。热点旅游目的地增长更快，冬季传统旅游旺地海南、云南消费行业销售收入分别增长1.8倍和30%，昆明、海口、西安等城市的出行强度同比增长15.0%、11.8%、8.3%。

从地域来看，受大规模返乡的拉动，务工大省、低能级城市的消费改善更大。2022年受“就地过年”政策边际放宽影响，返乡规模已有所恢复，今年“乙类乙管”的实施进一步推动返乡人流增长。参考百度迁徙数据，外来务工人员集中的省份，在节前出现了大规模的人员净流出，比如广东、浙江、江苏等沿海经济大省，以及新疆、内蒙古、青海等西北地区。节前人员净流出最大的5个省（市），累计流出规模较去年同期增长了18.0%<sup>16</sup>。在节前第4周累计净流出增速一度超过50%，反映出有部分人群可能提前返乡。主要的人员流入地包括河南、湖南、安徽、江西等务工大省，其中河南、河北等省累计流入规模增幅较大。增值税发票数据显示，广西、江西、河南等劳动力输出大省消费行业销售收入同比分别增长23.9%、22.3%、16.1%，增速高于全国总体的12.2%。从电影票房收入来看，一线、二三线、四五线城市的电影票房收入，分别同比增长6.0%、

<sup>14</sup> [http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202301/28/t20230128\\_38363197.shtml](http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202301/28/t20230128_38363197.shtml)

<sup>15</sup> <https://zmgr.chinanews.com/gn/2023/01-27/9942211.shtml>

<sup>16</sup> 累计流出规模的起算时间是春节前70天开始。



11.5%、15.6%，低能级城市更高的票房增速，也反映出人们返乡后对当地的消费拉动。

当前一些线下消费较疫情前仍偏低，伴随疫情影响减弱和复工复产推进，未来消费改善仍有“后劲”。从绝对水平来看，当前一些线下活动较疫情前仍有差距，春运旅客发送、假期旅游收入、连锁酒店收入，分别为2019年同期的53%、73%、80%。文旅、住宿等数据尚未完全恢复到2019年水平，春运旅客发送量同比增幅也低于此前交通运输部的预期（预期增长99.5%<sup>17</sup>）。参考海外经济体的经验，Omicron第一波疫情后的消费恢复通常会经历1个季度的时间，我国目前还处于疫情达峰回落之后的消费恢复期，未来还会有进一步改善的“后劲”。从高频数据的逐日表现来看，票房收入、春运规模、地铁客运量等，同比增速在春节假期期间呈现上行趋势。从人员返工情况来看，截至1月27日（正月初六），5个省（市）净流入规模达到节前净流出规模的11.7%，比去年同期高0.7个百分点，反映出今年节后复工返岗进度也略好于去年，有助于经济和消费改善。

---

以上观点来自：2023年1月29中金公司研究部已发布的《春节消费环比明显改善，同比温和复苏》

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

---

<sup>17</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2023-01/10/content\\_5736076.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2023-01/10/content_5736076.htm)

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2023.1.27 海外宏观周报：春节期间海外宏观动态一览
- 2023.1.28 中国宏观专题报告：财政货币，如何协同？——后疫情时代系列研究之一
- 2023.1.29 中国图说中国宏观周报：春节消费环比明显改善，同比温和复苏
- 2023.1.29 中国宏观专题报告：从增加值看金融业的潜在演变

### 策略及大宗商品

- 2023.1.28 主题策略：风险偏好继续改善——春节期间全球市场动态
- 2023.1.28 主题策略：公募四季报回顾：港股仓位上升，成长配置调仓
- 2023.1.29 海外中资股策略周报：市场继续看高一线
- 2023.1.29 全球资金流向监测：外资流入创21年初以来新高
- 2023.1.29 A股策略周报：积极开局
- 2023.1.29 大宗商品：有色金属：铜：需求预期改善已被定价，涨势或难延续

### 固定收益

- 2023.1.28 信用债收益率跟踪周报：节前资金面波动和股市强劲对债市带来扰动
- 2023.1.28 简评：透露“期待”的持仓——固收+及纯债基金2022年4季报点评

### 行业

- 2023.1.27 家电及相关：家居安防、智能连接器视角的智慧家居市场
- 2023.1.28 家电及相关：展望家电复苏，第五次周期底部继续向上
- 2023.1.28 半导体：全球观察-ASML：4Q22业绩基本符合预期，订单饱满2023年增长依然无虞
- 2023.1.28 半导体：全球观察-LAM：4Q22营业收入略高于指引中值，供应链紧张情况有所缓解
- 2023.1.28 传媒互联网：2023年春节档回顾：优质内容驱动观影意愿，档期票房同比增长
- 2023.1.28 保险：春节港股保险板块表现复盘及节后展望
- 2023.1.28 交通运输物流：积极布局航空系列假期篇：春节假期民航恢复稳健，潜在需求仍待释放
- 2023.1.28 传媒互联网：基金4Q22传媒持仓分析：板块偏好环比提升，内容常态化逻辑下景气度回暖
- 2023.1.29 科技：4Q22基金持仓/沪港通：半导体仓位环比微升，通信仍处低位

- 2023.1.29 金融：4Q22基金持仓：非银仓位环比回暖，头部及弹性标的仓位提升明显
- 2023.1.29 可选消费：春节消费回暖明显，品质、体验型消费受青睐
- 2023.1.29 旅游酒店及餐饮：创疫后春节假期新高，看好后续进一步复苏
- 2023.1.29 银行：银行股仓位和估值到哪儿了？
- 2023.1.29 房地产：如何理解当前A股地产股区间盘整行情？



## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn