

2023 年 01 月 29 日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com
贾东旭 A0230522100003
jiadx@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818x
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

春节过后，宏观假设的变与不变

主要内容：兔年春节四大宏观焦点

- **防控政策优化后的第一个春节，我们关注四大宏观焦点的变与不变：**防控政策优化后居民消费需求的内生恢复动能、工业生产与疫情和防控的新逻辑、海外市场供需收敛过程中我国出口的外需环境、以及美联储潜在的提前转鸽的逻辑演绎。
- **疫情平静，消费为何未现“报复性”高增？**2023 年春节至假期结束并未出现市场有一定担忧的“第二波疫情峰值”，是比较有利于观察消费内生恢复强度的一个阶段。但在如此平静的环境下，春节旅游并未出现“报复性高增”，而是整体恢复到了 2020 年国庆中秋节强度附近，“稳稳的幸福”可能是更好的概括。2023 年春节假期期间全国国内旅游出游人次、旅游收入同比增速分别为 23.1%、30%，分别恢复至 2019 年同期的 88.6%、73.1%。明显低于交通运输部节前预测的春运旅客人次也与上述旅游数据相呼应。更向头部集中的增值税发票数据也显示，今年春节期间居民商品和服务消费增长恢复相当平稳。市内交通强度同比恢复小幅正增长，数据质量较高的电影票房数据超过 2019 年同期，但对服务消费的整体代表性不足，仅可作为参考。**疫情平静但消费恢复强度不达预期，一方面防控措施优化对消费的影响是“双刃剑”，另一方面收入预期不佳的大背景下，缺乏政策刺激的内生消费恢复动能是相对有限的。**
- **外需并未断崖，疫情达峰越快生产恢复越快。**防控措施优化导致的逻辑框架更新不仅表现在居民消费方面，在工业生产方面也同样重要甚至更加重要。这一方面意味着，我国出口正从 2022 年下半年的供给短期冲击模式转向供给能力迅速恢复、向上与外需收敛的模式，我们维持 2023 年出口可能同比增长 4.0%左右的判断不变。事实上，从 1 月以来离岸、在岸人民币汇率相对美元更大幅度的升值过程中也可看出，全球市场当前对我国工业生产和货物贸易顺差前景保持相当乐观的展望。自 2022 年底至 2023 年 1 月 27 日，美元指数下跌 1.6%，对应的 CNY、CNH 被动升值幅度本应在 1.0%左右，但实际情况是 CNY、特别是春节假期期间仍有最新交易的 CNH 扣除上述幅度后出现了 2.4%的主动升值。
- **22Q4 再超预期，美国 2023 年会衰退吗？**美国 22Q4 经济好于预期的动力主要来自于库存大幅多增，市场担忧 2023 年美国可能缺乏内生增长动力，但我们认为，在美国经济供需两端鸿沟尚未弥合之前，美国生产端，即工业生产仍是决定经济强弱的核心要素，而趋势较强的耐用品新订单指向美国生产端可能维持强势，在此期间，虽然美国居民消费下滑空间仍较大，但净出口逆差缩窄将形成相应缓冲，同时这也意味着美国经济需求缺口可能继续收窄，进而使得通胀加速下行。美联储紧缩致住宅投资大幅降温，但超额储蓄犹存下居民商品消费仍然过热。工业生产强劲推动补库存力度超预期，非住宅投资前景可期，指向美国工业生产在 2023 年仍可维持相对强势。**四季度美国经济再超预期，实际也仍然是美国生产端强韧的体现，如果这一点能够持续，结合未来居民消费更快的下滑潜力，则美国通胀下行可能加速，进而使得美联储可能更快转向宽松，并导致美元指数、10Y 美债利率的加速下行，但在这一过程中美国经济强韧程度却也可能是超市场预期的。**
- **春节期间美欧鹰局面进一步深化。**春节期间 10Y 美债利率变动显示 1 月全球油价的小幅上涨，以及市场对美联储宽松转向预期进一步增强。相对于美债利率的小幅上行，美元指数在春节期间小幅贬值 0.1%，反映美欧鹰的局面深化，同时市场对于欧洲经济衰退预期有所改善。日央行 1 月会议按兵不动，但日本央行新任行长即将在今年 4 月上任，再加上 1 月 19 日公布的日本 12 月 CPI 同比 4.0%，核心商品通胀进一步上行，也为日央行调整货币政策提供空间。总体来看，2023 年全球货币环境并非如 2022 年一般铁板一块，美联储可能率先提前启动降息，美元指数大概率方向向下且跌幅显著，这将为人民银行提供相当配合性的中性偏松货币操作提供理想的外部环境。

目录

兔年春节四大宏观焦点.....	4
1. 疫情平静，消费为何未现“报复性”高增？.....	4
2. 外需并未断崖，疫情达峰越快生产恢复越快.....	8
3. 22Q4 再超预期，美国 2023 年会衰退吗？.....	9
4. 春节期间美鸽欧鹰局面进一步深化.....	12

图表目录

图 1：全国发热门诊（诊室）诊疗人数变化趋势.....	4
图 2：全国新型冠状病毒变异株变化趋势.....	5
图 3：2023 年春节旅游人次和收入恢复情况好于 2022 年主要节日.....	5
图 4：春运前 21 天，旅客量较 2022 年同比 53.6%，为 2019 年同期的.....	6
图 5：地铁客流持续恢复（7DMA，%）.....	7
图 6：历年春节假期电影票房（亿元）.....	7
图 7：出口、进口、贸易差额及预测.....	9
图 8：CNY 与主动、被动升贬值幅度.....	9
图 9：22Q4 美国实际 GDP 环比 0.7%，同比 1.0%，三年平均增速 1.7%.....	10
图 10：12 月美国实际 PCE 三年平均增速 2.3%.....	11
图 11：美国住宅投资维持低迷.....	11
图 12：2022 年美国经需求缺口大幅收窄（三年平均增速）.....	11
图 13：22Q4 美国库存多增主因制造业（USD bn）.....	11
图 14：非住宅投资稳定，补库带动整体投资走强.....	11
图 15：美国非住宅投资具备走强潜力（三年平均增速）.....	12
图 16：货物净出口+库存变动还有较大改善空间.....	12
图 17：春节期间 10Y 美债利率小幅上行.....	13
图 18：春节期间美元小幅贬值，欧元升值.....	13
图 19：1 月海外制造业 PMI 多数反弹.....	13
图 20：1 月美欧日服务业 PMI 回升.....	13
表 1：各地区重点监测企业销售情况.....	6

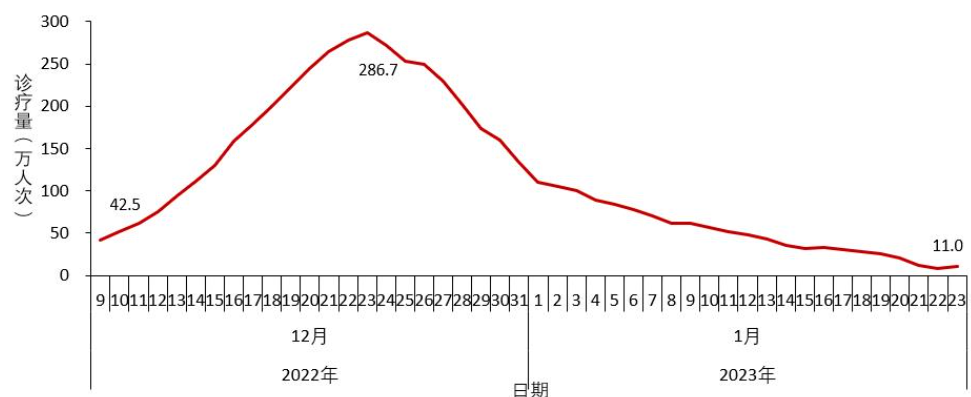
兔年春节四大宏观焦点

防控政策优化后的第一个春节，我们关注四大宏观焦点的变与不变：防控政策优化后居民消费需求的内生恢复动能、工业生产与疫情和防控的新逻辑、海外市场供需收敛过程中我国出口的外需环境、以及美联储潜在的提前转鸽的逻辑演绎。春节是我国持续时间最长、影响范围最广的移动假日，加之我国大部分经济数据都是1-2月合并的形式在3月才会公布，因而每年春节假期的出行、消费等高频数据指标就受到市场的广泛关注。2023年春节的特殊性在于，持续三年的动态清零政策在2022年底迅速进行了大范围的优化，因而在防控措施优化后的第一个春节，我们很有可能从高频数据之中获悉上述四大宏观焦点的最新变化的蛛丝马迹，并由此建立起一个和过去三年有显著不同的新的宏观逻辑框架。我们也借此良机对我们自2022年下半年以来提出的多项关键宏观假设进行检视，探讨从逻辑纵深到预测推论的变与不变。

1. 疫情平静，消费为何未现“报复性”高增？

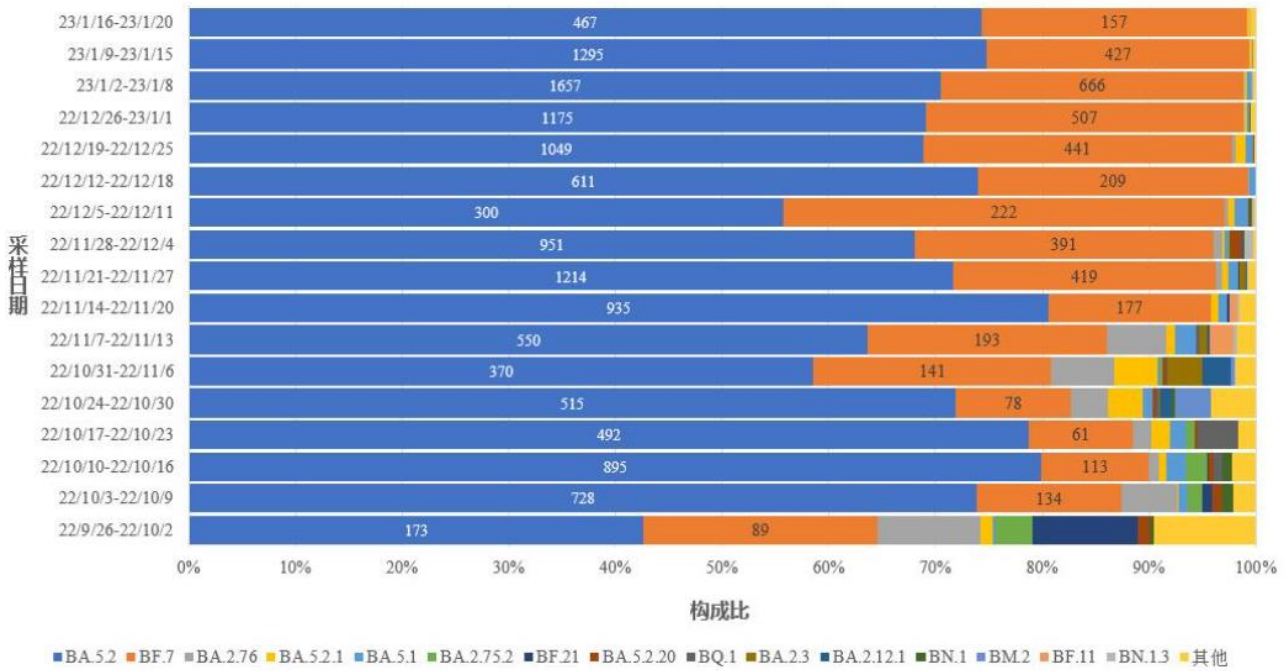
2023年春节至假期结束并未出现市场有一定担忧的“第二波疫情峰值”，是比较有利于观察消费内生恢复强度的一个阶段。据中国疾控中心于1月25日公布的最新“全国新型冠状病毒感染疫情情况”，多项疫情相关数据揭示春节假期期间国内疫情持续处于防控措施优化之后的第一波疫情尾部，全国疫情相当平静。上述来自中疾控的资料显示，本轮疫情大约在12月22日至12月25日之间达到高峰，前者当日检测阳性人数达到694万，后者当日检测阳性率高达29.2%；此后疫情稳步降温，至2023年1月23日当日检测阳性人数、阳性率分别仅1.5万人和5.5%。此外，全国发热门诊（诊室）总体就诊人数于2022年12月23日达到峰后下降，2023年1月23日较峰值下降了多达96.2%。住院诊疗峰值滞后约两周左右时间，于2023年1月5日达峰后下降。此外此轮疫情流行株至今仍为BA.5.2和BF.7。上述数据共同指向今年春节假期消费数据能够很大程度上反映居民消费的内生增长动能，而不受新的疫情峰值或“动态清零”时期严格防控措施的扰动和抑制。

图1：全国发热门诊（诊室）诊疗人数变化趋势



资料来源：中国疾控中心，申万宏源研究

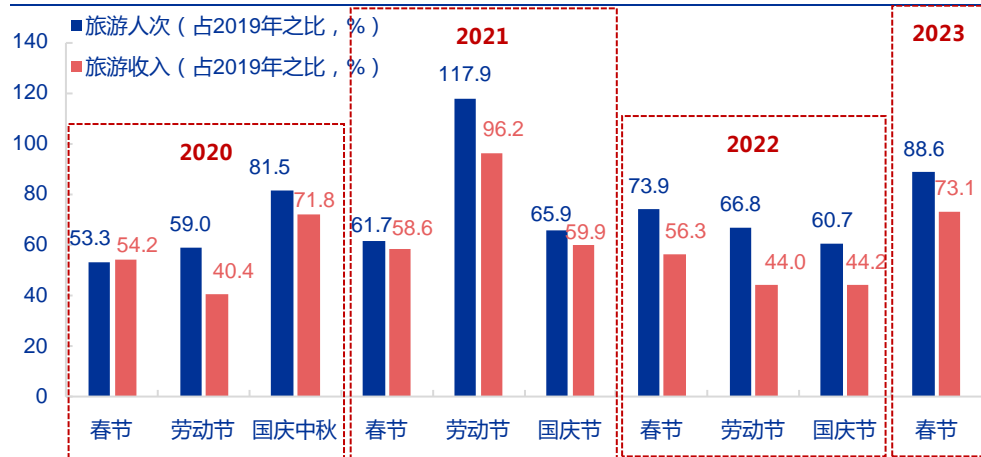
图 2：全国新型冠状病毒变异株变化趋势



资料来源：中国疾控中心，申万宏源研究

但在如此平静的环境下，春节旅游并未出现“报复性高增”，而是整体恢复到了2020年国庆中秋节强度附近，“稳稳的幸福”可能是更好的概括。据文旅部1月27日公布数据，2023年春节假期期间全国国内旅游出游人次、旅游收入分别为3.08亿人次，3758.43亿元，同比增速分别为23.1%、30%，分别恢复至2019年同期的88.6%、73.1%。可以看出防控措施优化成功逆转了自2021年五一劳动节假期创出恢复峰值之后连续一年半的旅游消费需求日渐低迷的趋势，但恢复强度客观来看并未达到市场原先期待的“报复性高增”水平，不但人次、收入均尚未恢复至2019年绝对水平，而且距离“动态清零”时期的恢复峰值——同样全国范围内几乎不受疫情影响的2021年五一劳动节期间的恢复强度尚有很大差距。

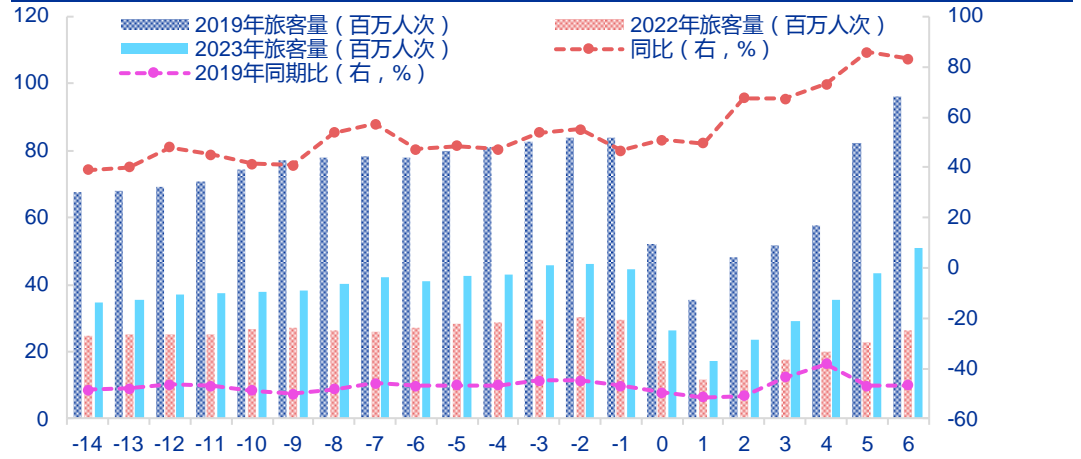
图 3：2023年春节旅游人次和收入恢复情况好于2022年主要节日



资料来源：CEIC，申万宏源研究

明显低于交通运输部节前预测的春运旅客人次也与上述旅游数据相呼应。交通运输部数据显示，春运前 21 日（2023 年 1 月 7 日-2023 年 1 月 27 日），发送旅客人次同比增长 53.6%，恢复至 2019 年的 52.9%。前 21 日的返乡高峰表现大幅低于交通运输部 1 月 6 日的预测（同比 99.5%，恢复到 2019 年同期的 70.3%）。

图 4：春运前 21 天，旅客量较 2022 年同比 53.6%，为 2019 年同期的



资料来源：CEIC，申万宏源研究 注：0 为农历除夕

更向头部集中的增值税发票数据也显示，今年春节期间居民商品和服务消费增长恢复相当平稳。营改增之后，增值税发票开票金额加总数据可以作为商品和服务消费的侧面观察指标，但由于近几年以来对增值税小规模纳税人持续推行税收减免，当前增值税数据具有较强的“头部集中”特征。疫情三年以来大型零售和服务提供单位表现持续好于小型单位，但即便如此，今年春节假期的增值税发票数据也相当“波澜不惊”。据 1 月 28 日国家税务总局最新发布数据，以增值税发票开票金额倒推，春节假期全国消费相关行业销售收入同比增长 12.2%，与 2019 年同期相比年均增长 12.4% 总体保持平稳增长态势。其中商品、服务消费同比增速分别为 10% 和 13.5%，未明显呈现服务消费显著多增的格局。旅行社组织的旅游收入、粮油食品等细分领域呈现结构性亮点，但整体恢复强度难言好于预期。

表 1：各地区重点监测企业销售情况

地区	重点监测企业销售额
河北省	全省重点监测的 125 家重点零售和餐饮企业实现营业收入 19.62 亿元，同比增长 9.61%。
江苏省	春节期间（1 月 21 日至 1 月 27 日），全省重点商贸流通企业累计实现销售额约 46.9 亿元。
安徽省	全省重点监测的 254 家零售和餐饮企业共实现销售额 26.15 亿元、同比增长 4.57%。
河南省	重点监测的 302 家零售和餐饮企业实现销售 27.87 亿元，同比增长 15.7%。
山东省	全省重点监测的 500 家商贸企业实现销售额 46.1 亿元，较 2022 年春节同期基本持平，其中餐饮收入增长 2.6%。
陕西省	据对全省 570 家零售和餐饮样本企业监测数据显示，节日期间监测企业销售额 13.5 亿元，同比增长 6.2%。全省 404 家零售样本企业商品零售额 12.5 亿元，同比增长 4.1%
天津市	天津市商务局重点监测的 224 家商贸流通企业实现销售额 17.4 亿元，同比增长 21.2%，较 2019 年增长 10.6%；客流量超 891 万人次，同比增长 40.1%。
北京市	市商务局重点监测的百货、超市、专业专卖店、餐饮和电商等企业实现销售额 50.9 亿元，恢复至 2022 年同期的 98%，较 2019 年增长 13.2%；全市 60 个重点商圈客流量达 2531.1 万人次，恢复至 2022 年同期的 88.7%。
四川省	春节期间（1 月 21 日至 27 日），全省 550 家重点商贸流通企业实现销售额（营业额）46.32 亿元，同比增长 7.1%，较 2019

年同期增长 8.1%，零售、餐饮等领域数据反超 2019 年同期。

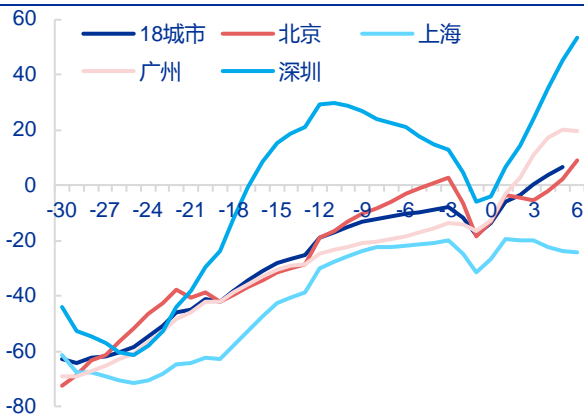
湖南省

监测显示，全省 376 家重点零售、餐饮企业春节期间累计实现销售 251839.7 万元，较去年同期增长 13.8%。其中，零售业同比增长 13.9%，餐饮业同比增长 10.5%。与疫情前的 2019 年春节相比，2023 年春节消费整体已恢复到 9 成左右。

资料来源：各地区政府官网，申万宏源研究

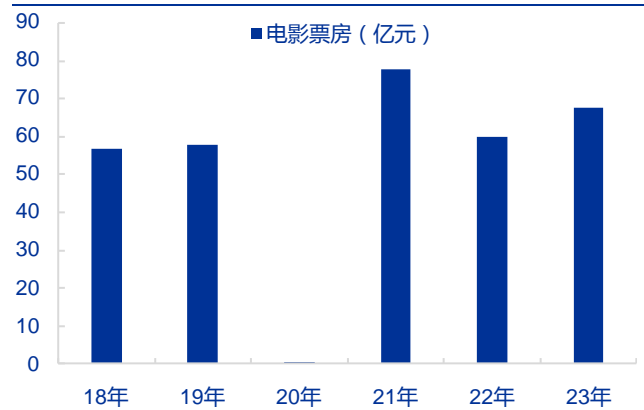
市内交通强度同比恢复小幅正增长，数据质量较高的电影票房数据超过 2019 年同期，但对服务消费的整体代表性不足，仅可作为参考。有连续数据可观测的 18 个城市地铁客流强度整体在 2023 年春节假期期间回到同比小幅正增长态势，但至 1 月 26 日（正月初五）仍仅有 6.8% 的同比增幅显然更符合疫情峰值渡过之后的恢复性增长斜率感受，而无法与“报复性高增”直接挂钩。在两大头部影片的带动下，2023 年春节假期期间电影票房创出历史次高表现，春节档（1 月 21 日至 1 月 27 日）合计电影票房 67.58 亿元也超过了疫情前的 2019 年同期，但考虑到电影票房数据虽然质量已属较高，但毕竟只是一个很小的服务消费领域（全年电影票房疫情前大约仅为 600 亿左右数量级），而且与内容的高度相关性也决定了这一数据波动极大，以此推广至普遍性的服务消费逻辑支撑力度是不够的，仅可作为参考。

图 5：地铁客流持续恢复（7DMA，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究 注：0 为农历除夕

图 6：历年春节假期电影票房（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

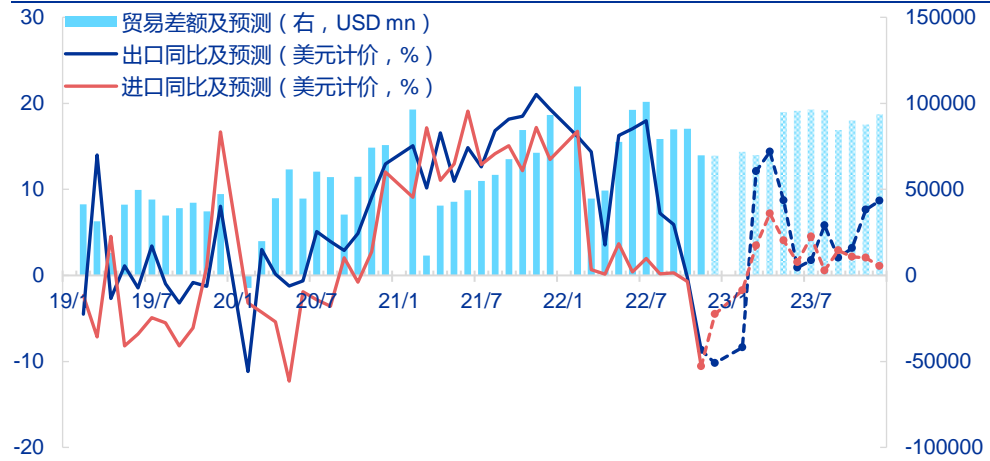
疫情平静但消费恢复强度不达预期，一方面防控措施优化对消费的影响是“双刃剑”，另一方面收入预期不佳的大背景下，缺乏政策刺激的内生消费恢复动能是相对有限的。防控措施优化意味着消费的逻辑从“封控抑制”转向“疫情风险”，新的模式下消费受到的影响是双方面的——直接来自大范围封控的短期消费抑制确实可以认为不可逆地消退了，但在疫情仍有较大不确定性的背景下，“阳康”人群中既有集中释放过去三年积压的服务消费的部分居民，也有一些居民会由于新增的“长新冠”担忧而转为更“宅”的过年方式；未曾“阳过”的“决赛圈选手”则普遍较“动态清零”期间更加谨慎，甚至还有部分并不热衷于聚会活动的居民直接改变了疫情前的春节活动方式，更加坦然的选择“做自己”。从宏观总量层面分析问题，不可忽视人群的异质性，不可忽视防控措施优化的“两面性”。另一方面，地产周期处于低迷阶段，疫情三年以来居民收入预期普遍日趋谨慎，在没有财政政策外生性的收入预期刺激之前，仅基于防控措施优化升级就期待居民消费的“报复性高增”在宏观逻辑上可能是不完整的。

2. 外需并未断崖，疫情达峰越快生产恢复越快

防控措施优化导致的逻辑框架更新不仅表现在居民消费方面，在工业生产方面也同样重要甚至更加重要。应当注意到 2020-2022 年间，我国工业生产所遭遇的历次冲击几乎全部源于大范围封控措施所导致的物流链断裂和工人参与生产的阻碍。这一逻辑在防控措施于 2022 年 12 月上旬急速优化之后已经发生了根本性的变化，在此之后可能阻碍工业生产的将不再是封控措施，而是疫情本身的变化趋势，特别是疫情从暴发到达峰的时间长短，实际上决定了全国范围内工业生产疫后恢复的速度、以及工业体系是否会遭遇半永久性的损伤。从海外主要发达经济体（主要工业国）的经验来看，2021 年普遍实施的防控措施的逐步放松过程固然带来了疫情达峰时间的延长、避免了医疗资源的短缺效应，但其副作用是对居民就业意愿造成的抑制效应普遍长期化、甚至永久化，例如美国劳动力市场就出现了较为普遍的自愿提前退休的情况。而从这个维度上来看，我国在防控措施优化之后疫情达峰的速度远快于发达国家——无论是此前我们曾使用过的百度“发烧”词条搜索热度、还是近日疾控中心所公布的多维度疫情数据，均显示我国首轮疫情从暴发到达峰仅用时两周左右，而海外用时普遍在 6-8 周，从而工业体系生产配合关系、供应链物流关系、劳动力市场的居民就业意愿，在我国所受到的抑制效应都将是相当短期的，长期化、半永久化的可能性非常低，也就是说，如果按照本轮国内疫情的演进情况推演，2023 年我国工业生产恢复的韧性将显著强于其他全球主要工业国。

这一方面意味着，我国出口正从 2022 年下半年的供给短期冲击模式转向供给能力迅速恢复、向上与外需收敛的模式，我们维持 2023 年出口可能同比增长 4.0%左右的判断不变。我们在 22Q4 所观察到的出口增速快速下滑，实质上恰恰是在主要发达国家居民商品消费需求趋势增速普遍高于疫情前、货币紧缩环境下商品消费降温缓慢的大背景下出现的，下滑幅度最大的主要出口商品类别也相当集中于电子产业链，显示郑州、广深、重庆等电子产业链主产区在 10-11 月期间的严格封控措施导致的工业生产短期困难才是出口增速快速下滑的主要原因，而并不是外需断崖。在此基础上，我们看到 12 月即使叠加了本轮国内疫情迅速达峰的过程，出口同比增速也仅较 11 月进一步下行约 1 个百分点至-10%左右，好于市场普遍预期的 12 月出口表现、国内疫情达峰显著更快的现实情况、以及海外主要发达经济体需求缺口并未断崖式下滑的现状，均指向 2023 年我国出口增速很大概率呈现供给能力（工业生产）迅速恢复、推动出口增速向上向外需趋势收敛的模式，我们维持 2023 年出口同比增速 4.0%左右、小幅正增长的市场偏乐观判断不变，2023 年工业生产、净出口仍将成为经济增长的中流砥柱。

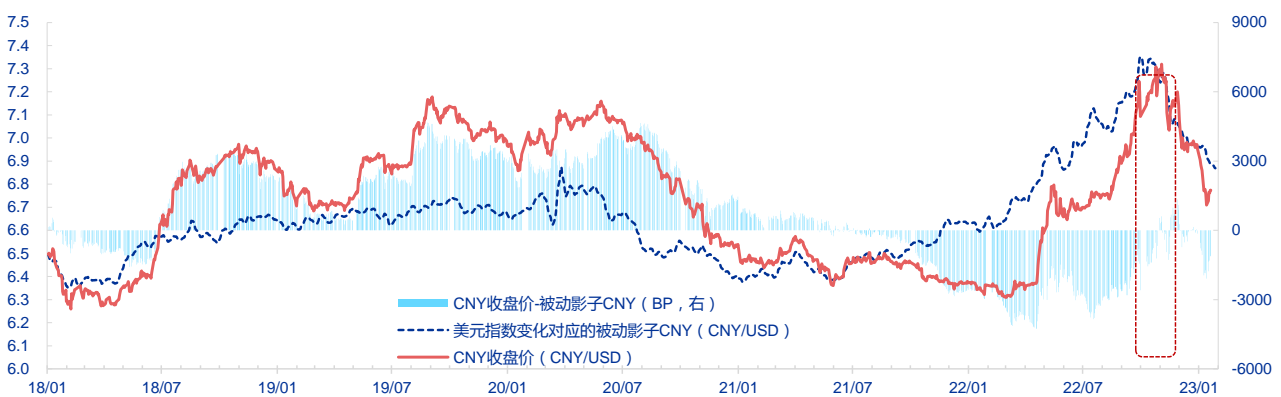
图 7：出口、进口、贸易差额及预测



资料来源：CEIC，申万宏源研究

事实上，从 1 月以来离岸、在岸人民币汇率相对美元更大幅度的升值过程中也可看出，全球市场当前对我国工业生产和货物贸易顺差前景保持相当乐观的展望。我国资本账户开放程度有限，自 2018 年美国发起对华贸易摩擦以来，人民币汇率很大程度上由经常账户的变动趋势（出口是最大驱动因素）和市场对经常账户的展望信心所驱动。人民币在岸、离岸汇率 CNY、CNH 的波动可大致分为主动、被动两个部分，长期数据关系显示，美元指数升 1% 时 CNY、CNH 合理的被动贬值幅度大约为 0.6%，其余部分为主动升贬值部分，主动升值时往往反映出口强劲或展望乐观，主动贬值则往往对应于贸易摩擦较为激烈的阴霾笼罩阶段。自 2022 年底至 2023 年 1 月 27 日，美元指数下跌 1.6%，对应的 CNY、CNH 被动升值幅度本应在 1.0% 左右，但实际情况是 CNY、特别是春节假期期间仍有最新交易的 CNH 扣除上述幅度后出现了 2.4% 的主动升值，逆转了 22Q4 人民币主动贬值的趋势，从一个侧面充分显示出全球市场对我国防控措施优化之后工业生产和货物贸易顺差恢复态势存有相当乐观的展望。

图 8：CNY 与主动、被动升贬值幅度



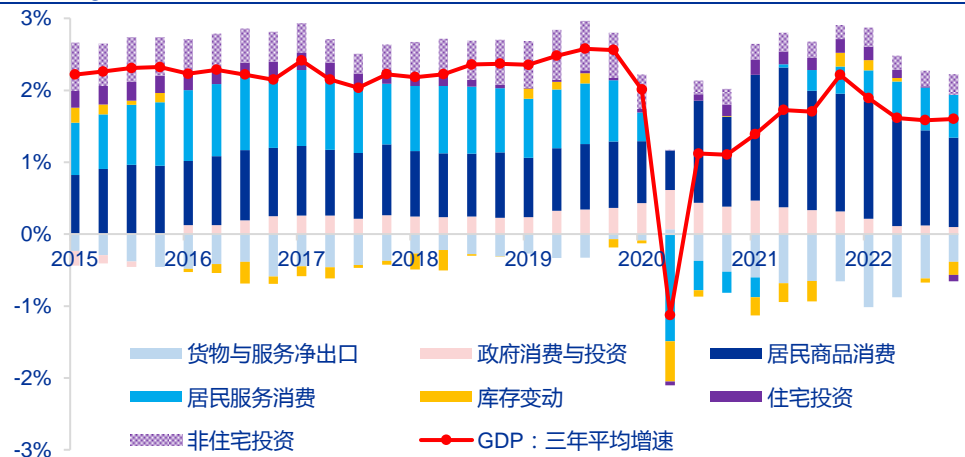
资料来源：CEIC，申万宏源研究

3. 22Q4 再超预期，美国 2023 年会衰退吗？

美国 22Q4 经济好于预期的动力主要来自于库存大幅多增，市场担忧 2023 年美国可能缺乏内生增长动力，但我们认为，在美国经济供需两端鸿沟尚未弥合之

前，美国生产端，即工业生产仍是决定经济强弱的核心要素，而趋势较强的耐用品新订单指向美国生产端可能维持强势，在此期间，虽然美国居民消费下滑空间仍较大，但净出口逆差缩窄将形成相应缓冲，同时这也意味着美国经济需求缺口可能继续收窄，进而使得通胀加速下行。据 BEA 于当地时间 1 月 26 日公布的数据，22Q4 美国实际 GDP 环比 0.7%，同比 1.0%，虽较三季度有所放缓，但剔除疫情以来基数扰动的三年平均增速反弹至 1.7%，大幅好于市场预期。

图 9：22Q4 美国实际 GDP 环比 0.7%，同比 1.0%，三年平均增速 1.7%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

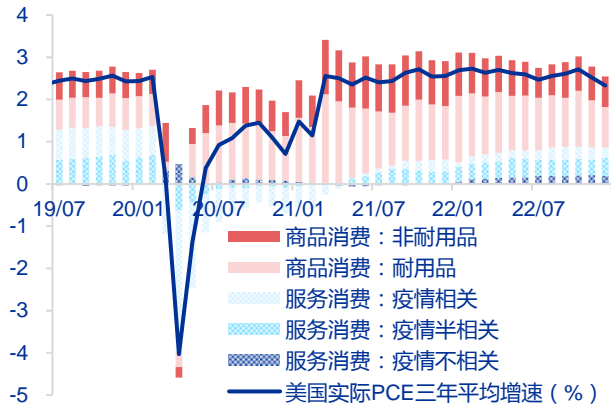
美联储紧缩致住宅投资大幅降温，但超额储蓄犹存下居民商品消费仍然过热。

22Q4 美国居民消费对 GDP 三年平均增速贡献持平于 1.8%，其中商品消费和服务消费均持平，而住宅投资贡献下滑 0.1 个百分点至 -0.1%，在美联储 2022 年极为激进的加息操作下，住宅投资降温的速度在四季度继续大幅降温，但同期美国商品消费降温却较为缓慢，这可能更多反映的是美国居民在疫情以来积累的超额储蓄尚未消耗殆尽。根据我们测算，最晚到 2023 年中美国居民的超额储蓄或将基消耗完毕，2023 年美国居民商品消费增速预计仍将持续降温，但出现断崖式下跌的概率并不高。从月度数据来看，12 月美国实际 PCE、零售数据显示商品消费下行小幅加速；同时 22Q4 美国商品净出口逆差继续缩窄，主要为进口下降所致，显示美国工业生产恢复较快，国内产业链逆向替代进口效应持续。另一方面，美国服务消费四季度的恢复也是较慢的，在新冠疫情大流行接近三年后，疫情改善对服务消费的提振已经很小。

工业生产强劲推动补库存力度超预期，非住宅投资前景可期，指向美国工业生产

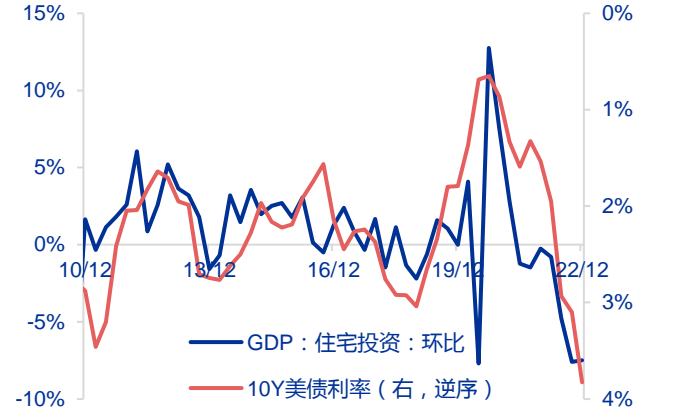
在 2023 年仍可维持相对强势。22Q4 美国实际 GDP 最大的亮点——库存变动对 GDP 三年平均增速贡献提升 0.3 个百分点至 0.2%，其中主要为制造业大幅补库推动，根据 BEA 报告，其中又主要为汽油、煤炭制品和化学制品。一方面反映 2022 年俄乌冲突爆发以来美欧制造业生产的此消彼长（化学品），另一方面，随着美国共和党在中期选举中得以控制众议院，美国增产页岩油的动力也大大增强，共同推动四季度美国库存的大幅增加。虽然近几月美国工业生产数据出现波折，但从耐用品新订单来看，美国工业生产在 2023 年可能继续维持强势，这也将提振美国非住宅投资，该项在 22Q4 对 GDP 增速贡献持平于 0.2%。

图 10 : 12 月美国实际 PCE 三年平均增速 2.3%



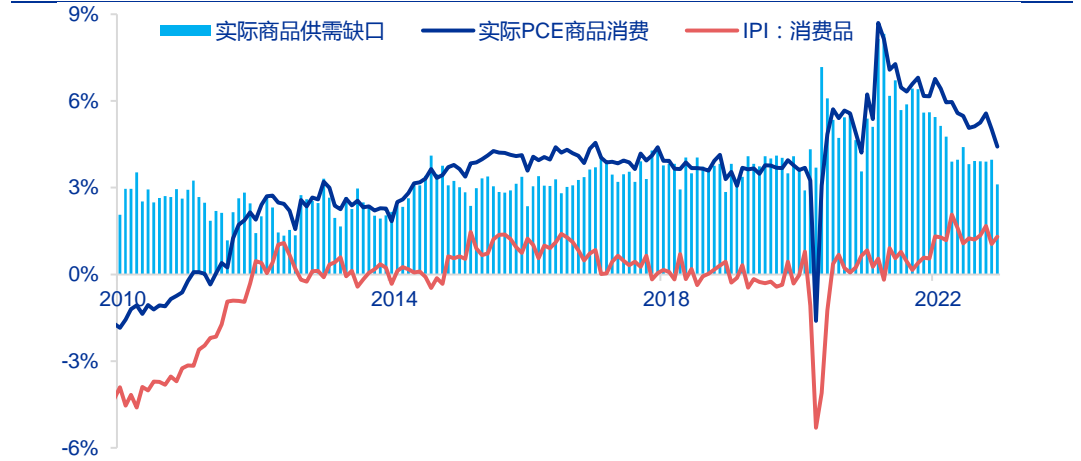
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 11 : 美国住宅投资维持低迷



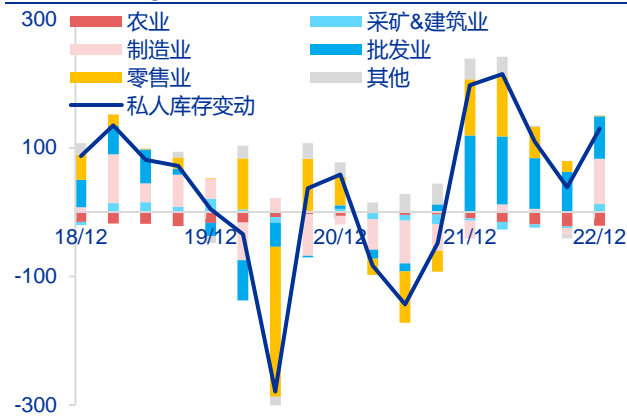
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 12 : 2022 年美国实际商品供需缺口大幅收窄（三年平均增速）



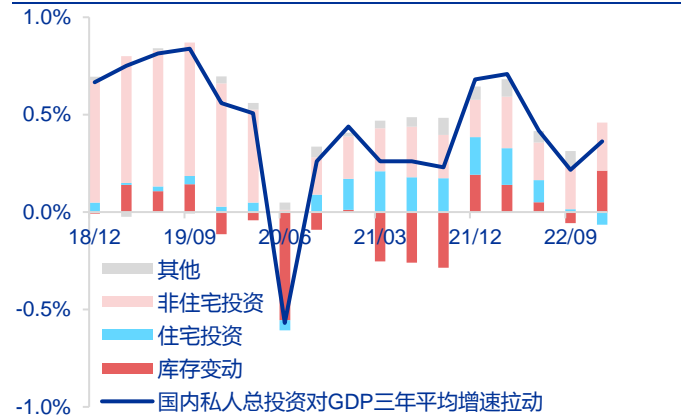
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 13 : 22Q4 美国库存多增主因制造业（USD bn）



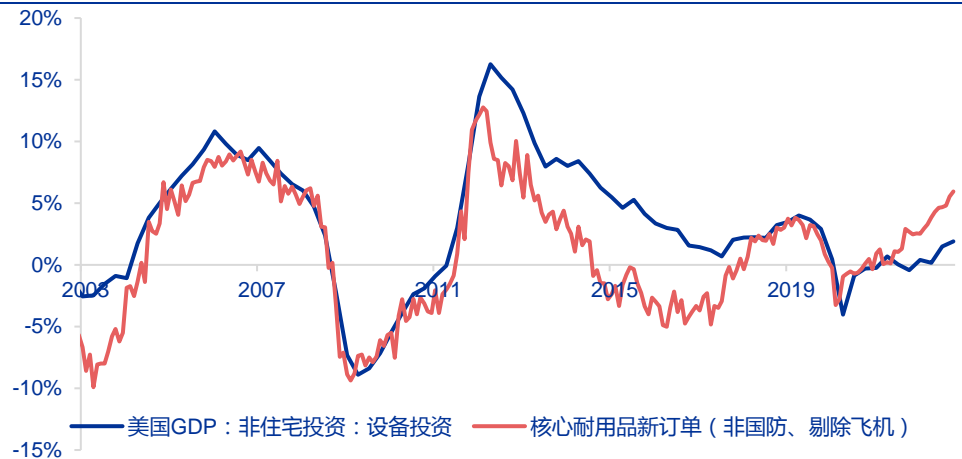
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 14 : 非住宅投资稳定，补库带动整体投资走强



资料来源：CEIC，申万宏源研究

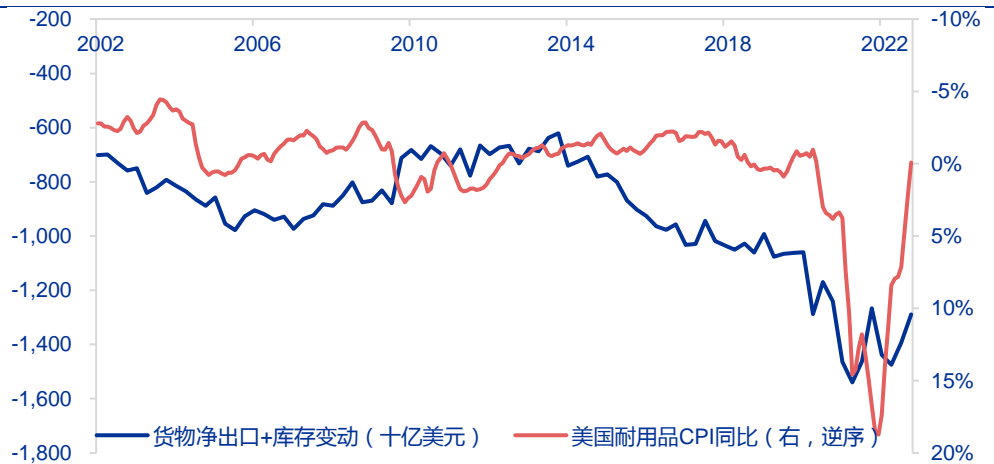
图 15：美国非住宅投资具备走强潜力（三年平均增速）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

四季度美国经济再超预期，实际也仍然是美国生产端强韧的体现，如果这一点能够持续，结合未来居民消费更快的下滑潜力，则美国通胀下行可能加速，进而使得美联储可能更快转向宽松，并导致美元指数、10Y 美债利率的加速下行，但在这一过程中美国经济强韧程度却也可能是超市场预期。

图 16：货物净出口+库存变动还有较大改善空间



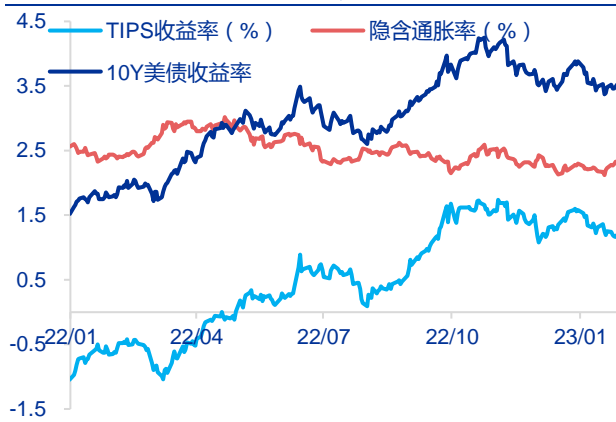
资料来源：CEIC，申万宏源研究

4. 春节期间美鸽欧鹰局面进一步深化

春节期间 10Y 美债利率变动显示 1 月全球油价的小幅上涨，以及市场对美联储宽松转向预期进一步增强。截止 1 月 27 日，相对于春节前，10Y 美债利率从 3.48% 小幅上升 4BP 至 3.52%。其中 TIPS 收益率下降 6BP，隐含通胀预期上行 10BP。实际利率方面，春节期间美国经济最重磅数据为四季度 GDP，而四季度 GDP 所体现出的美国工业生产强韧实际上对于美联储宽松的转向压力是加强的，导致市场对于美联储宽松预期，以及美国经济软着陆信心进一步增强，而隐含通胀预期的小幅上行，则可能和 1 月全球油价小幅上涨有关。

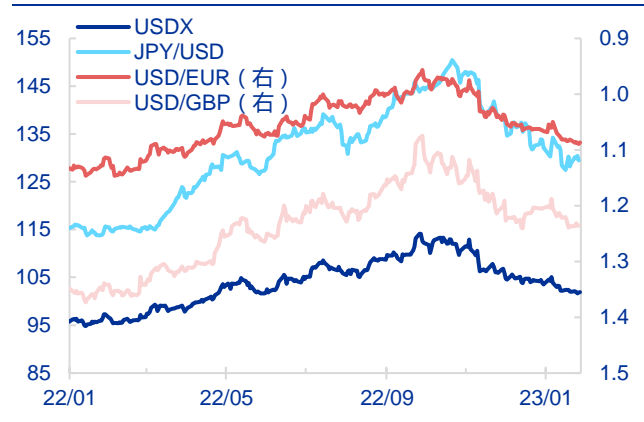
相对于美债利率的小幅上行，美元指数在春节期间小幅贬值 0.1%，反映美鸽欧鹰的局面深化，同时市场对于欧洲经济衰退预期有所改善。美元指数在春节期间小幅贬值 0.1%至 101.9，而欧元相对美元则升值 0.4%，日元相对美元贬值 0.5%。春节期间市场对美联储宽松预期进一步增强，但与此同时欧央行多位官员发声支持在未来两次会议中进一步加息 50BP。2022 年俄乌冲突爆发以来欧洲经济供需缺口拉大(需求温和，工业生产走弱)，导致在能源价格大幅回落后通胀仍较难压制，使得欧央行紧缩表态相比美联储远更为坚决。同时，前期欧洲天然气储备较为充足，叠加冬季气温较暖使得市场对欧洲经济预期有所改善，可能也助力欧元小幅走强，近期公布的 23 年 1 月美、欧制造业 PMI 虽然均较 12 月有所改善，但欧元区改善幅度 (1.0) 相较美国 (0.5) 更大，凸显市场对于欧洲经济预期有所改善。

图 17：春节期间 10Y 美债利率小幅上行



资料来源：CEIC，申万宏源研究

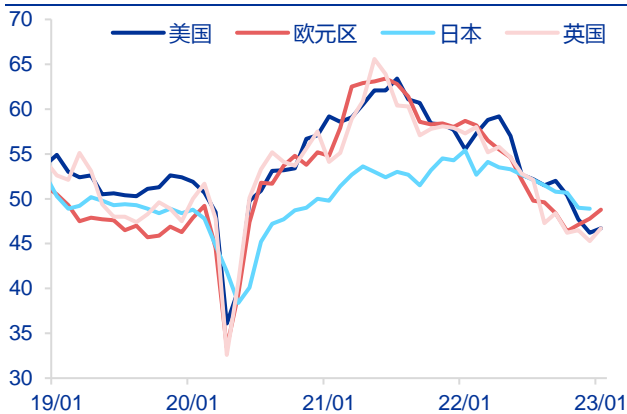
图 18：春节期间美元小幅贬值，欧元升值



资料来源：CEIC，申万宏源研究

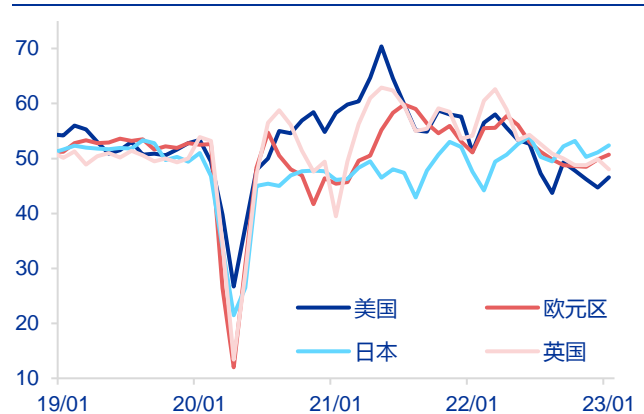
日央行 1 月会议按兵不动，并未进一步调整收益率曲线政策，导致春节期间日元小幅走弱，虽然日央行对于宽松政策仍较为坚持，但日本央行新任行长即将在今年 4 月上任，1 月 25 日前日央行理事前田荣二也表示新任行长上任后的几个月后可能逐步取消收益率曲线控制等措施，日央行政策今年出现变化的可能性不可忽视。再加上 1 月 19 日公布的日本 12 月 CPI 同比 4.0%，核心商品通胀进一步上行，也为日央行调整货币政策提供空间。

图 19：1 月海外制造业 PMI 多数反弹



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 20：1 月美欧日服务业 PMI 回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

总体来看，2023 年全球货币环境并非如 2022 年一般铁板一块，美联储可能率先提前启动降息，美元指数大概率方向向下且跌幅显著，这将为人民银行提供相当配合性的中性偏松货币操作提供理想的外部环境。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。