本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

周度经济观察

——消费复苏启动，外资流入积极

袁方[1] 束加沛[2]

2023 年 01 月 31 日

内容提要

最新 PMI 数据显示，伴随疫情影响的消退，制造业和服务业明显恢复，交通物流状况大幅改善。与此同时，春节期间旅游人次、旅游收入、电影票房等数据均显示经济的复苏在广泛展开，这一趋势有望延续。

1 月权益市场外资流入量创 2015 年以来的新高，这可能与美联储加息步入尾声、资金流入新兴市场有关，而境内的场外资金尚未大量流入。未来居民收入改善的程度，资产配置正常化推进的节奏将决定场外资金的变化。

美国四季度经济增长好于预期，能源上涨和供应链扰动带来的通胀压力逐步消失，市场开始交易经济软着陆的场景。但劳动力市场的紧张如何缓解，服务业价格以多快节奏回落，仍然需要更多数据确认。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004
2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

一、经济的复苏有望延续

2022 年 12 月公共财政收入当月同比增速为 61.1%，较 11 月上升 35.5 个百分点。消费税和非税收入的高速增长是关键因素。

12 月公共财政支出当月同比增速为 3.0%，较 11 月回落 1.8 个百分点。健康费用同比回落 15 个百分点至 32.3%，农林水、交运等增速小幅走低，预算内资金对基建投资支出力度有限。

观察政府性基金所代表的土地财政，12 月地方政府性基金收入同比-17.2%，较 11 月回落 4.5 个百分点。考虑到房地产市场仍然偏弱，1 月份房企拿地预计难有起色。剔除基数效应后，短期内政府性基金收入或难进一步抬升。

去年在疫情和地产的冲击下，全年财政收入完成率为 96.9%，处于历史较低水平。去年财政一方面“保持必要支出强度”，另外“实施大规模增值税留抵退税政策”，实现了“扎实推进稳经济一揽子政策和接续措施落地见效，推动经济总体回稳向好”。

2023 年积极的财政政策要加力提效怎么干？

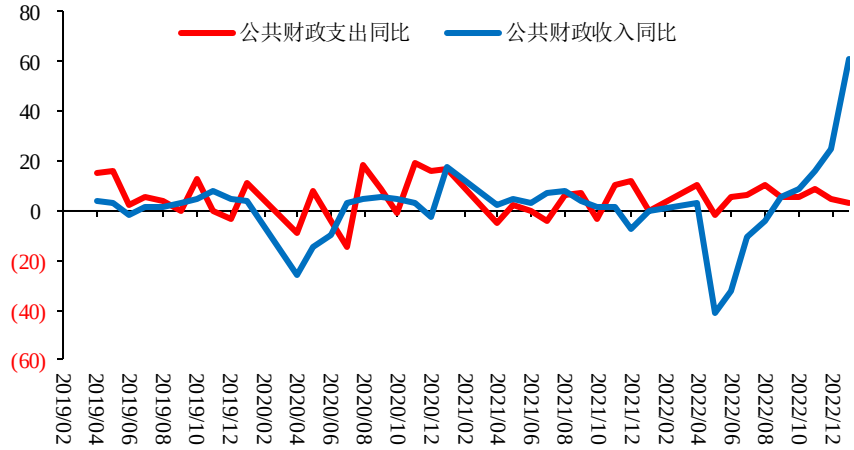
在发布会上，当局认为，“积极的财政政策加力提效，体现了稳中求进的工作总基调，兼顾了需要与可能、当前与长远、发展与安全。”

具体而言，加力是指就是要适度加大财政政策扩张力度，涵盖财政支出强度、专项债投资拉动和财力下沉三方面。提效是指提升政策效能，包括完善税费优惠政策、优化财政支出结构以及加强与货币、产业、科技、社会政策的协调配合，形成政策合力。

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

我们认为，当下经济还处于潜在增速的下方，财政政策的支持不会迅速退出。今年赤字率水平、专项债规模可能会超过去年，地方政府和中央政府通过财政手段推动经济恢复的意愿较强。

图1：公共财政收支月度同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年为两年复合同比

1月中采制造业PMI为50.1，较上月大幅上升3.1个百分点，显著好于往年季节性水平，反映出疫情影响消退，经济开始修复的特征。

分项来看，生产、新订单和新出口订单的上升主导了PMI的上行。同期供货商配送时间指数大幅上行7.5个百分点至47.6，显示疫情洪峰度过后人流物流得到显著恢复。考虑到物流指数对PMI的反向推升，实际PMI的上升幅度更大。

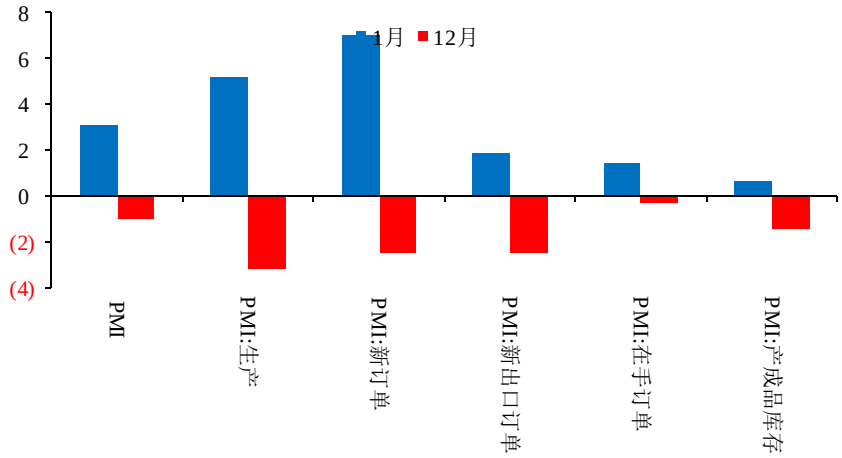
价格层面，原材料购进价格小幅回升0.6个百分点至52.2，虽然终端需求仍然不强，但预期显著改善，大宗商品价格在预期改善的牵引下，价格持续回升。随着经济持续修复，国内需求最弱的阶段或许正在度过，与国内需求密切联系的相关商品价格有望迎来不错表现。

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

1 月服务业 PMI 为 54，较上月大幅上升 14.6 个百分点。建筑业 PMI 为 56.4，较上月上升 2 个百分点，同样显示经济修复，线下服务业大幅复苏。

总体而言，随着疫情冲击结束，1 月经济在供需两端显著修复，经济活动开始回升，消费和服务业的修复尤其明显。

图 2：PMI 分项绝对值变化，%



数据来源：Wind，安信证券

2023 年消费复苏的力度如何，春节期间的情况具有参考价值。

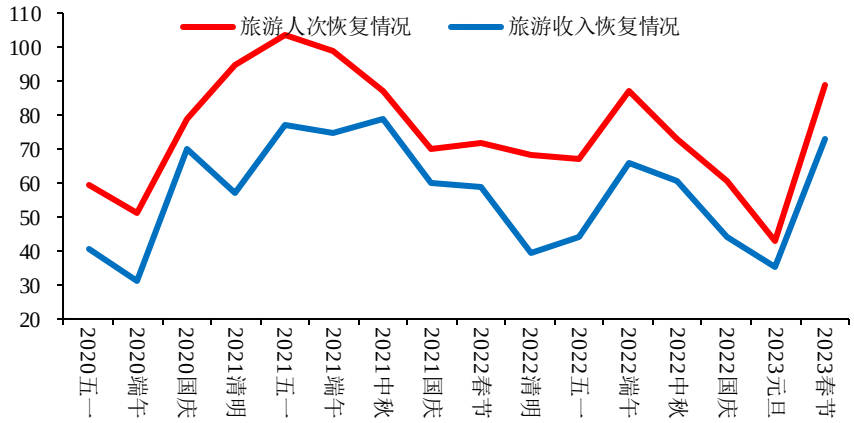
从出行人数上看，今年春节假期全国共计发送旅客 2.26 亿人次，日均 3223 万人次，较 2019 年农历同期下降 46.4%。今年春节假期全国高速公路小客车日均流量为 4394.5 万辆，较 2019 年农历同期增长 15.6%。考虑到汽车使用频率的上升，跨区域出行的恢复情况不错。

而观察市内公共交通，10 大城市的地铁客运量数据显示市内人流量好于 2021 年，略弱于 2019 年。

从旅游收入来看，旅游人次恢复至 2019 年同期 88.6%，旅游收入恢复至 73.1%，略低于 2021 年国内疫情较少的时段，和出行数据的恢复情况类似。

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

图3：旅游恢复情况，%

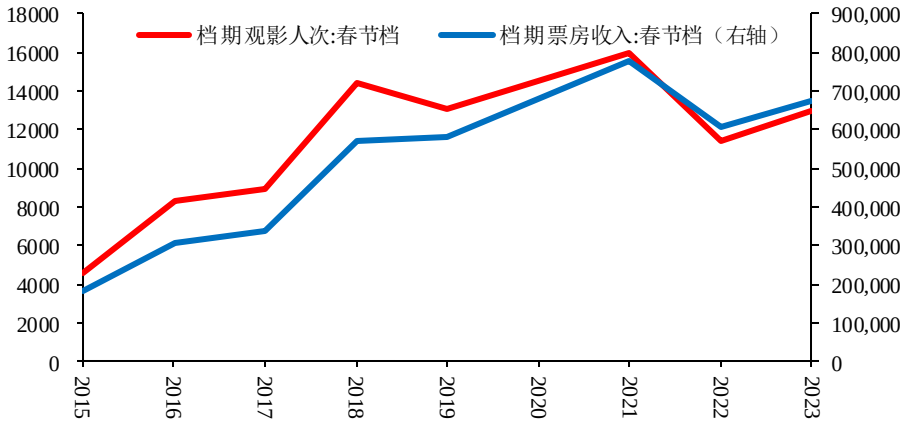


数据来源：Wind，安信证券

2019 年同期为 100

从电影票房看，票房收入仅低于 2021 年，观影人次略低于 2019 年水平。考虑到影片时长较长，疫情可能对影院供给产生负面影响，电影票房所代表的消费数据也差强人意。

图4：电影票房和观影人次



数据来源：Wind，安信证券

总体而言，春节期间的高频数据表明经济从底部开始回升，居民生活向常态化恢复，疫情感染风险对居民消费的负面影响并不大。往后看，经济恢复是 2023

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

年的主旋律。不过考虑到预防性储蓄的存在，居民信心恢复需要较长的时间，未来的复苏或将呈现渐进式特征，进而推动经济增速环比逐渐抬升。

二、场外资金决定未来节奏

2023 年以来权益市场相对意外的一点是外资的大幅流入，1 月外资流入量创 2015 年以来的新高。外资的流入可能与美联储加息步入尾声、资金流入新兴市场有关。如果沿着这个解释推演，外资流入新兴市场、尤其 A 股的趋势有望延续。

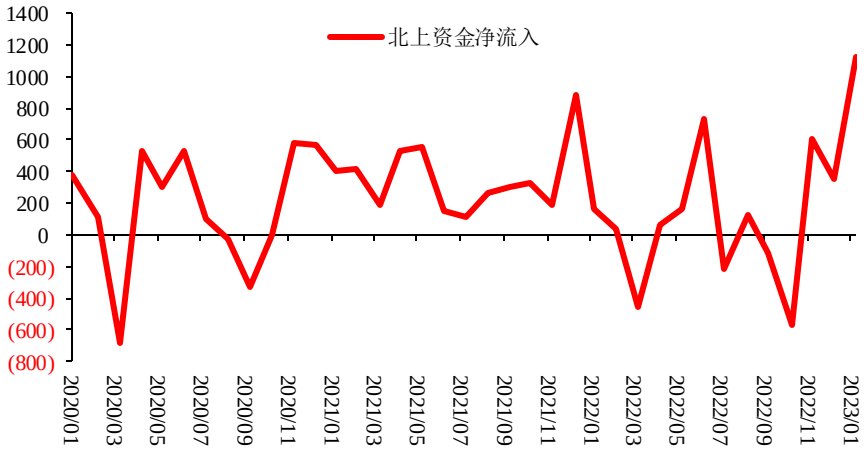
而扣除这一因素后，权益市场成交量总体不高，场外资金并未出现明显流入的迹象。基金仓位已经处于较高位置，此前的上涨更多属于乐观预期下场内资金的领跑。

对境内资金而言，市场更为关注场外资金的变化。而场外资金的流入，与居民收入改善的程度，资产配置正常化的推进节奏有关。这些因素最终又与经济活动恢复的力度、金融体系信贷供应的强度、实体部门预期改善的幅度密切联系。

站在当前展望今年全年，我们倾向于认为居民部门收入改善、重新增持权益资产的趋势确定，指数中枢稳步抬升的概率较高。短期来看，1 月银行信贷投放积极、高频数据显示经济的恢复仍在途中、外资的流入在延续，这一宏观环境对权益市场影响积极。

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

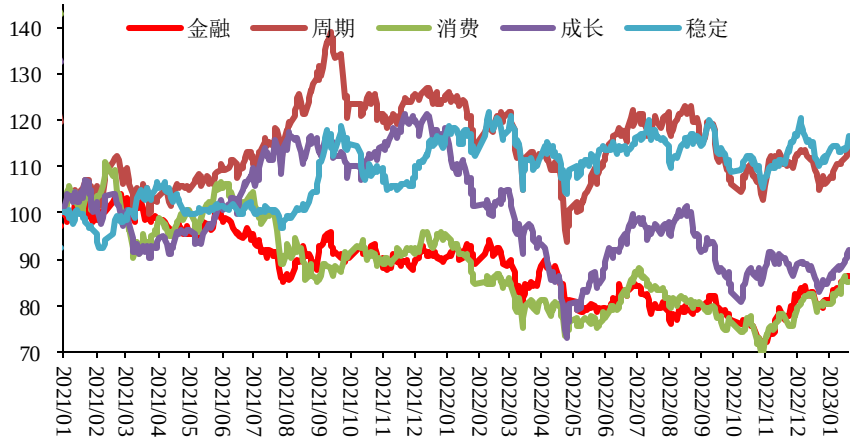
图5：北上资金净流入，亿元



数据来源：Wind，安信证券

1月份数据截至1月20日

图6：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

以2020年12月31日为100

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51675