

乙巳之初，风起云涌

主题报告

2025 年春节海内外宏观综述

投资要点

- ◆ **特朗普关税启动：对墨加“以税促谈”，对华“一意孤行”。**美国总统特朗普于当地时间 2 月 1 日正式签署对墨西哥、加拿大、中国加征关税的行政命令。其中对墨、加加征税率为 25%，对华以及对自加进口能源加征税率为 10%。但事实上，无论从特朗普加征关税所援引理由包含非法移民问题与否的微妙差别来看，还是从关税实施前的 2 月 3 日特朗普仅经简要沟通就宣布对墨、加暂缓加征关税 30 天来看，以关税威胁为手段促谈移民管控、索取更有利于美国的贸易条件或才是特朗普对墨加的真实政策意图，而对华则更多表现出一意孤行的关税执念。中国尽管在美国进口中的占比已经稍低于墨西哥居于次席，但在美国贸易逆差中的占比仍然接近 1/4 居于首位；并且美国自墨西哥进口主要由汽车及零部件、机械器具及零部件、电气机械和音视频设备及零部件等构成，三大类合计占比接近六成，美对墨逆差实则主要以美资企业利润积累的形式最终仍服务于美国经济。而美国自加拿大进口商品中，原油等能源占比超过 30%，这又为美国制造业提供了重要的生产基础。中国宣布对部分自美进口商品加征关税、实施钨等物项出口管制等反制美国加征关税措施，中美进入新一轮贸易摩擦期。考虑到 2024 年底已经出现明显的“抢出口”现象，预计 2025 年出口增长所面临的风险或将显著抬升。
- ◆ **美联储暂停降息，特朗普政策主张或加热薪资通胀螺旋。**美联储在连续三次共计降息一个百分点后，在 2025 年第一次 FOMC 会议上决议维持当前利率水平不变，并在声明中删除了通胀取得进展和劳动力市场放松的相关表述。鲍威尔在新闻发布会上对移民、关税等特朗普政策主张对货币政策的潜在影响进行了有限度的回应，总体上体现出劳动力市场可能会再度趋紧、特朗普第二任期各项激进政策可能引发美国薪资通胀螺旋二次抬头的担忧，并传递出美联储不会急于降息的倾向。鲍威尔指出，假设人口增速大幅降低，职位创造的速度相当接近于将失业率保持低位水平的程度，这相当于委婉地承认特朗普加强边境管控的措施可能会导致劳动力市场的重新趋紧和薪资增速的再度趋升。
- ◆ **关税大棒下欧央行预防式降息，美元重回高位央行宽松受限。**在与美联储“同进退”的 2024 年之后，欧央行在 2025 年首次会议上，在通胀并未回落的背景下，基于潜在的美国关税风险考虑，决定单独实施预防性降息 25BP，加快推升美元指数重回年初高位。日本央行所面临的经济困境与欧央行相比有过之而无不及，但出于稳定汇率的短期目标考虑，日本央行年初再度决定加息 25BP，但过于短视的紧缩政策可能令日本本已非常脆弱的内需雪上加霜，在全球产业链动荡的背景下，日本经济中长期展望较为悲观，日元长期贬值或难避免。**特朗普对华加征关税、欧央行预防式降息导致的美元指数短期走强，已经形成叠加效应，引发离岸人民币走贬，近期人民币汇率或遭遇新一轮贬值压力，人民银行流动性投放节奏预计有所受限。**
- ◆ **国内春节假期出行旅游平稳增长。**春节假期接近尾声，与旅游人次收入情况接近的铁路、航空旅客运输量呈现稍高于居民收入的稳定增长态势，国内服务消费 2025 年或稳定偏高增长。2025 年春节假期期间，铁路、航空日均旅客运输量分别达到 2019 年同期日均值的 136.1% 和 126.3%，同比分别增长 6.4% 和 5.0%。结合春节假期期间弹性颇大的电影票房收入创出同档期历史新高并且大幅高增的表现，我们预计 2025 年全年国内服务消费需求或以稍高于居民收入的增速平稳偏高增长。在外部环境更趋复杂严峻、出口不确定性明显提升的背景下，大力提振消费的主要政策抓手预计仍将在于对耐用消费品实施全年连续的高强度补贴，以期商品和服务消费内需同时承担起稳定增长的中流砥柱作用。
- ◆ **风险提示：**美国对华和对其他地区关税加码导致出口不确定性进一步提升风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

PMI 开年走低，主因春节提前和出口风险——

—PMI 点评（2025.1） 2025.1.27

“两新”补贴和抢出口共同推动工业利润回

升——工业企业利润点评（2024.12）

2025.1.27

财政：2024 三大特征，2025 三大方向——

财政数据点评（2024.12） 2025.1.25

关税疑云之下，人民币升值会否持续？——

华金宏观·双循环周报（第 92 期） 2025.1.24

24Q4 经济增长回升，净出口和补贴刺激消

费或为两大动能——经济数据点评

（24Q4/12 月）暨双循环周报（第 91 期）

2025.1.17



内容目录

一、特朗普关税启动：对墨加“以税促谈”，对华“一意孤行”	3
二、美联储暂停降息，特朗普政策主张或加热薪资通胀螺旋	5
三、关税大棒下欧央行预防式降息，美元重回高位央行宽松受限	7
四、国内春节假期出行旅游平稳增长	9

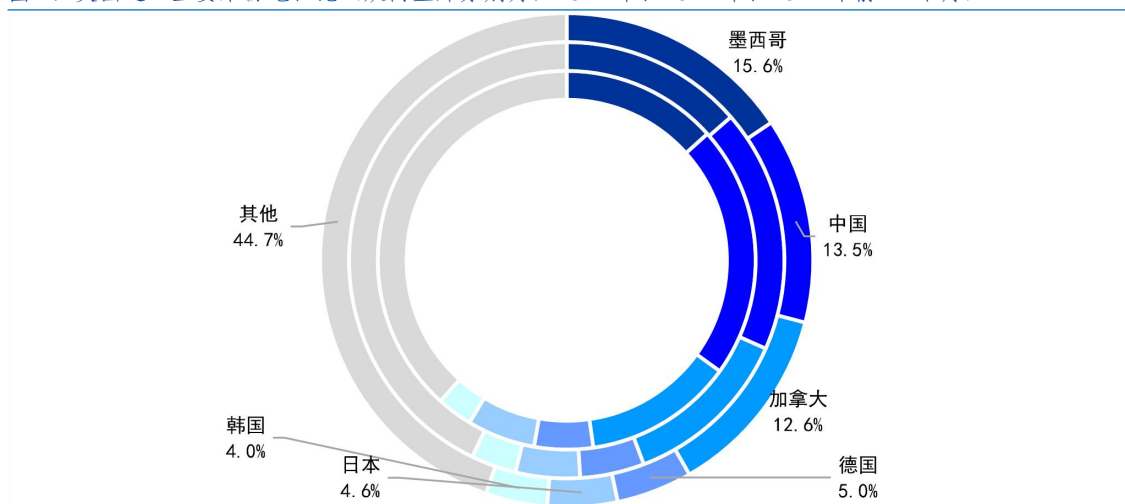
图表目录

图 1：美国进口主要来源地占比（从内至外分别为：2017 年、2021 年、2024 年前 11 个月）	3
图 2：美国货物贸易逆差主要来源地占比（从内至外分别为：2017 年、2021 年、2024 年前 11 个月）	4
图 3：美国自墨西哥进口主要商品类别占比	4
图 4：美国自加拿大进口主要商品类别占比	4
图 5：中国出口（美元计价）同比及商品大类贡献结构（%）	5
图 6：主要发达经济体央行政策利率（%）	6
图 7：FedWatch 联邦基金利率目标中值预测（%）	7
图 8：美欧日英核心通胀同比（%）	8
图 9：10Y 国债收益率对比（%）	9
图 10：美元指数及美元兑日元汇率	9
图 11：春节假期铁路、航空客运量及旅游人次、收入与 2019 年同期之比	10

一、特朗普关税启动：对墨加“以税促谈”，对华“一意孤行”

美国新任总统特朗普于当地时间 2 月 1 日正式签署对墨西哥、加拿大、中国加征关税的行政命令。其中对墨、加加征税率为 **25%**，对华以及对自加进口能源加征税率为 **10%**。美国政府于当地时间 2 月 1 日接连发布三份行政命令，提出自 2 月 4 日起，分别对自墨西哥进口的全部商品加征 **25%** 关税、对自加拿大进口的除能源和能源资源品以外的全部商品加征 **25%** 关税、对自加拿大进口的能源和能源资源品加征 **10%** 关税、对自中国进口的全部商品加征 **10%** 关税。事实上墨西哥、中国、加拿大正是美国前三位的进口来源地，三者在 2024 年前 11 个月美国总进口中的占比分别为 **15.6%**、**13.5%**、**12.6%**，合计占比达到 **41.7%**。自特朗普在其第一个总统任期中开始对华加征关税以来，中国在美国进口商品中的占比已经经历了大幅下降，从 2017 年占比高达 **21.6%** 且居于美国进口来源地首位的情形至今，中国的占比已经下降超过 **8** 个百分点。从这个角度来看，似乎特朗普本轮加征关税主要针对的并非我国。

图 1：美国进口主要来源地占比（从内至外分别为：2017 年、2021 年、2024 年前 11 个月）

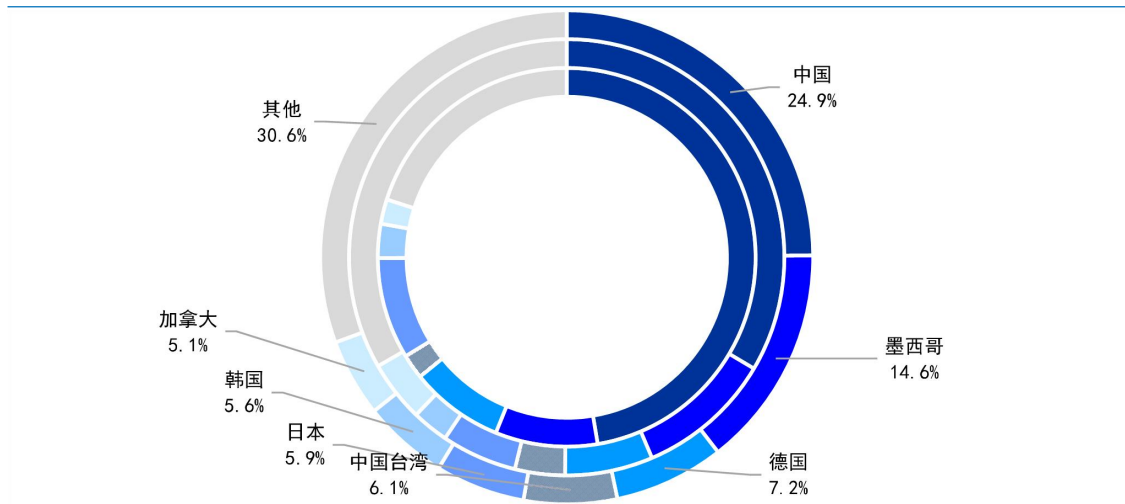


资料来源：CEIC，华金证券研究所

但事实上，无论从特朗普加征关税所援引理由包含非法移民问题与否的微妙差别来看，还是从关税实施前的 2 月 3 日特朗普仅经简要沟通就宣布对墨、加暂缓加征关税 30 天来看，以关税威胁为手段促谈移民管控、索取更有利于美国的贸易条件或才是特朗普对墨加的真实政策意图，而对华则更多表现出一意孤行的关税执念。进口多并不等于逆差大，美国的逆差也并非全部是由进口来源地企业所赚取，特朗普本轮加征关税的操作看似朝令夕改眼花缭乱，实则针对中国的进一步产业链剥离政策意图昭然若揭。中国尽管在美国进口中的占比已经稍低于墨西哥居于次席，但在美国贸易逆差中的占比仍然接近 **1/4** 居于首位，超过居于第二的墨西哥 **10** 个百分点以上；并且美国自墨西哥进口主要由汽车及零部件、机械器具及零部件、电气机械和音视频设备及零部件等构成，三大类合计占比接近六成，而墨西哥汽车、机械等行业主要由美资企业投资形成产能，这意味着美对墨逆差实则主要以美资企业利润积累的形式最终仍服务于美国经济。而美国自加拿大进口商品中，原油等能源占比超过 **30%**，这又为美国制造业提供了重要的生产基础，并且美国对加拿大贸易逆差仅占总逆差的 **5%** 稍多。在这些数据的基础上，注意到特朗普对墨、加加征关税行政文件中所援引的主要原因同时包括芬太尼和非法移民问题两个方面，并且美墨加本就有长期实践的自由贸易协定在身，以关税威胁为手段促谈移民管控、索取更有利于美国的贸易条件或才是特朗普对墨加的真正政策目的。当地时间 2 月 3 日，特朗普在与墨、加两国首脑简

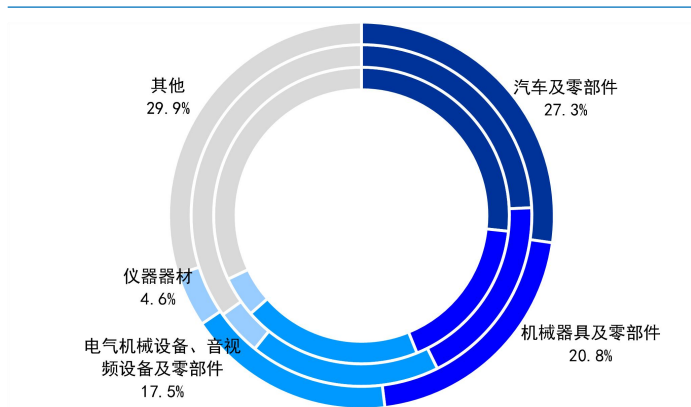
要沟通后，宣布对墨西哥、加拿大两国此前宣布即将加征的关税暂缓 30 天实施，在此期间美国将与墨西哥就毒品流入和非法移民问题展开磋商，同时特朗普还称将“观察一项与加拿大的终极经济协定能否构建”。而本轮美国对华加征 10% 关税的行政措施中却仅以芬太尼问题为借口，中美之间亦并未达成类似的暂缓征税协定。这种对比并结合上述逆差数据，可能显示特朗普第二任期中或强化通过加征关税的方式进一步试图进行产业链剥离的更趋极端的政策导向。

图 2：美国货物贸易逆差主要来源地占比（从内至外分别为：2017 年、2021 年、2024 年前 11 个月）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

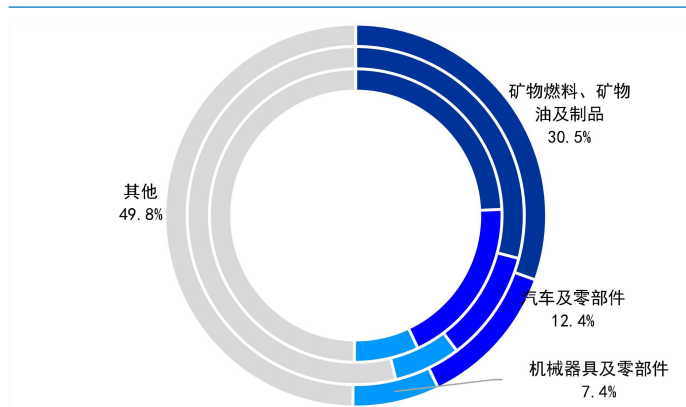
图 3：美国自墨西哥进口主要商品类别占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

注：从内至外分别为：2017 年、2021 年、2024 年前 11 个月

图 4：美国自加拿大进口主要商品类别占比



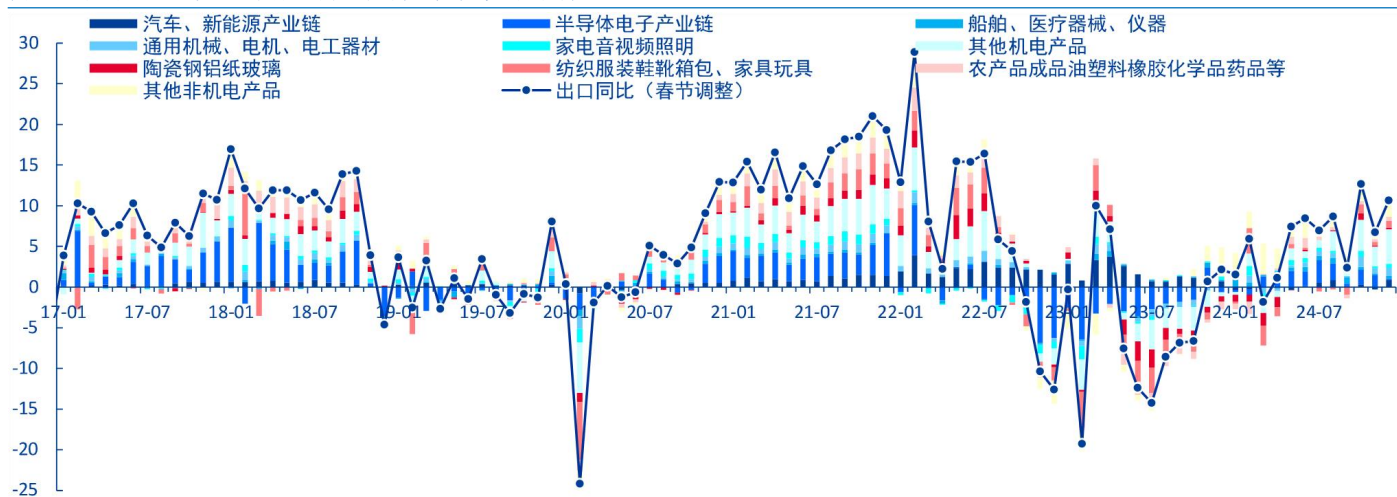
资料来源：Wind，华金证券研究所

注：从内至外分别为：2017 年、2021 年、2024 年前 11 个月

中国宣布对部分自美进口商品加征关税、实施钨等物项出口管制等反制美国加征关税措施，中美进入新一轮贸易摩擦期。考虑到 2024 年底已经出现明显的“抢出口”现象，预计 2025 年出口增长所面临的风险或将显著抬升。2 月 4 日午间，随着美国对华新一轮加征关税措施正式生效，商务部、海关总署发布联合公告，公布对钨、锑、铋、钼、铟相关物项实施出口管制的决定。国务院关税税则委员会发布公告，决定对原产于美国的部分进口商品加征关税，其中煤炭、液化天然气加征 15% 关税，原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征 10% 关税。商务部新闻发言人在答记者问中明确表示，中方为捍卫自身合法权益，已将美征税措施诉至世贸组织争端解决机制，并明确表示美对华加征关税措施“性质恶劣”，“严重损害以规则为基础的多边贸易体制，破坏中

美两国经贸合作基础，扰乱全球产业链供应链稳定”。此外，2024 年 12 月出口增速有所反弹，汽车和新能源产业链以及普遍性的各类中端商品构成主要的推升因素，而刚刚被美国加码实施限制措施的半导体电子产业链拉动能力减弱，呈现较为明显的特朗普上任前集中“抢出口”的暂时性特征。在此基础上，自 2025 年初开始，在特朗普新一轮关税生效的同时，还可能因外需提前集中释放而导致进一步的出口回落压力。加之 1 月 PMI 中出口新订单指数表现差强人意，我们预计 2025 年出口增长或低于市场此前乐观预期，出口增长所面临的风险或将显著抬升。

图 5：中国出口（美元计价）同比及商品大类贡献结构（%）

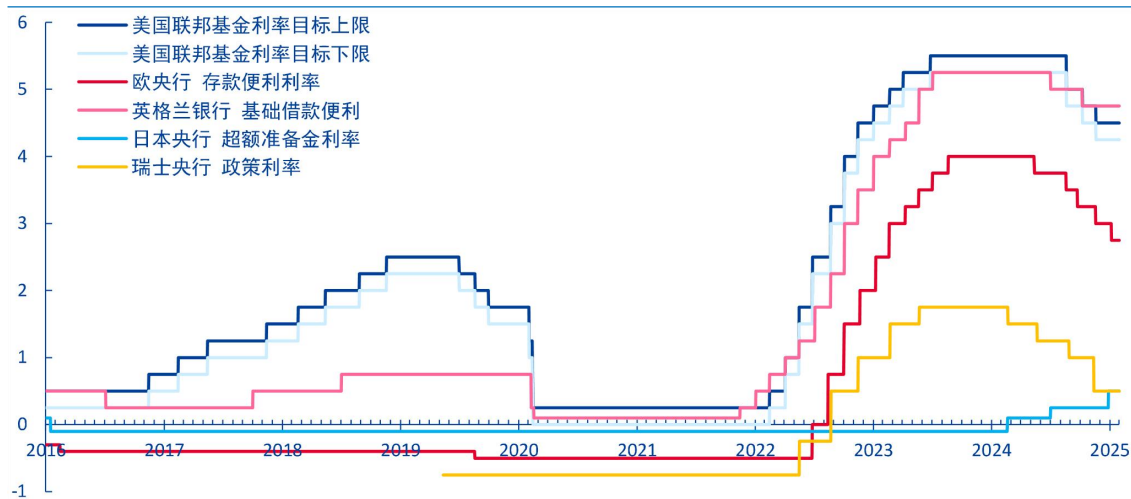


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

二、美联储暂停降息，特朗普政策主张或加热薪资通胀螺旋

美联储在连续三次共计降息一个百分点后，在 2025 年第一次 FOMC 会议上决议维持当前利率水平不变，并在声明中删除了通胀取得进展和劳动力市场放松的相关表述。当地时间 1 月 29 日下午，美联储在本年度第一次 FOMC 会议上决定维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 区间不变。随着特朗普第二任期的正式开启，美联储在此前连续三次会议合计降息 100BP 之后选择暂缓调整利率水平，代表着美国货币政策从连续宽松到不确定性环境下的观望立场之间的一次较为重大的转向。本次声明进行了两项重要调整，其一是在劳动力市场方面，将此前数次会议连续提及的“劳动力市场状况总体宽松”改为“失业率近月来维持在较低水平”，代表着对劳动力市场和薪资的展望进一步转向谨慎；其二是删除了 2024 年 5 月以来连续出现的“通胀向委员会的 2% 目标取得进展”的阐述，对应于 2024 年四季度美国核心通胀连续展现的强劲表现。此外鲍威尔在新闻发布会上称“在去年年中的疲弱表现之后，（美国）房地产部门活动（activity in the housing sector）似乎已经企稳”。这些新的表态传递出美联储对当前美国通胀下行过程遭遇波折、劳动力市场再度趋紧、房价稳中向好延迟传导至房租通胀等一系列阻碍降息情况的关注和担忧，并暗示了不会过快降息的立场。由于当前可见数据均发生在特朗普第二任期开始之前，特朗普的政策主张是否会进一步令美国薪资通胀螺旋二次升温就成为了 2025 年对美联储操作可能形成决定性影响的关键问题。

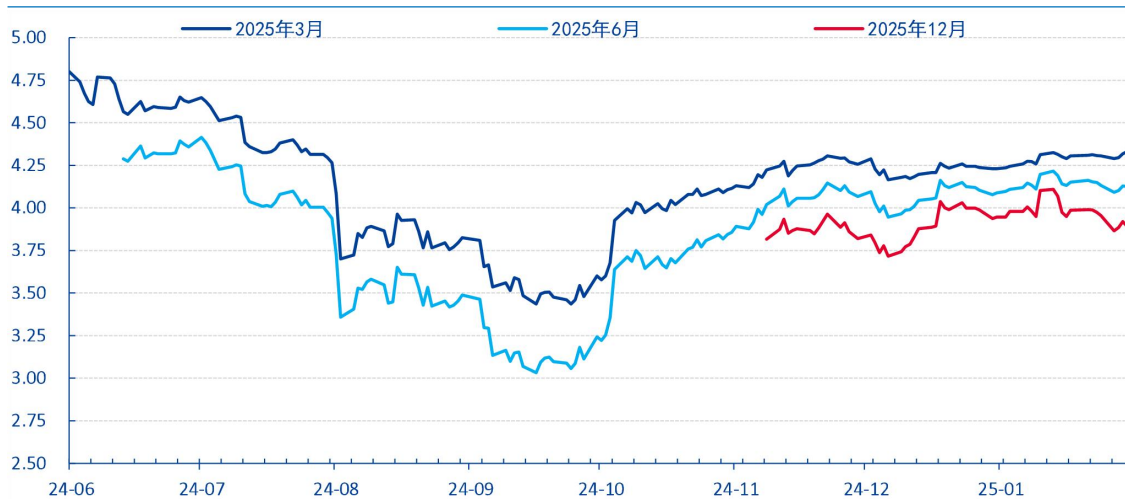
图 6：主要发达经济体央行政策利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

鲍威尔在新闻发布会上对移民、关税等特朗普政策主张对货币政策的潜在影响进行了有限度的回应，总体上体现出劳动力市场可能会再度趋紧、特朗普第二任期各项激进政策可能引发美国薪资通胀螺旋二次抬头的担忧，并传递出美联储不会急于降息的倾向。鲍威尔在新闻发布会上总结了特朗普的四大类可能对货币政策形成影响的政策主张，即“关税、移民、财政和监管政策（tariffs, immigration, fiscal policy, and regulatory policy）”，这与我们此前提出的特朗普政策主张对经济和货币政策形成影响的逻辑框架是较为一致的。尽管多次明确表示不愿对尚未落地的经济政策进行评论，但鲍威尔仍较为坦率地承认当前跨境人口流入“已经显著减少”并预计将持续，鲍威尔还指出，假设人口增速大幅降低，职位创造的速度相当接近于将失业率保持低位水平的程度，这相当于委婉地承认特朗普加强边境管控的措施可能会导致劳动力市场的重新趋紧和薪资增速的再度趋升。上文我们分析了特朗普与墨、加就边境管控问题愿意暂缓实施其已经宣布的加征关税措施，也与鲍威尔的上述说法所传递的信号方向一致。就加征关税是否可能直接导致通胀上行的问题，鲍威尔回避了正面探讨，但一方面强调将密切跟踪特朗普政府的最新政策走向，另一方面也指出关税相关的通胀不确定性在 2018-2019 年确实构成美联储操作的一个重要风险来源，也事实上侧面认可了加征关税可能导致美国通胀进一步上行的分析。因而当被问及“三月是否还考虑降息（is a March cut still on the table）”时，鲍威尔虽然并未正面回答，但指出美国当前“经济强劲，劳动力市场稳定且下行风险似乎已经减弱（appear to have abated），我们认为通胀下行正处在缓慢且时而有所波折的过程中”，因而“实际上我们并不需要急于调整政策立场（actually is that we don't need to be in a hurry to adjust our policy stance）”，也即暗示了除非看到通胀和劳动力数据的快速走弱，否则美联储其实并不急于继续降息。考虑到美国对华加征关税措施已经生效，自中国进口消费品类别较多覆盖面广，我们当前认为美联储 2025 年可能不降息或仅在上半年降息一次 25BP。除非对华加征关税暂缓或取消，否则美国薪资通胀螺旋二次上升的概率较高，美联储进一步大幅降息将面临极大的阻力。

图 7: FedWatch 联邦基金利率目标中值预测 (%)

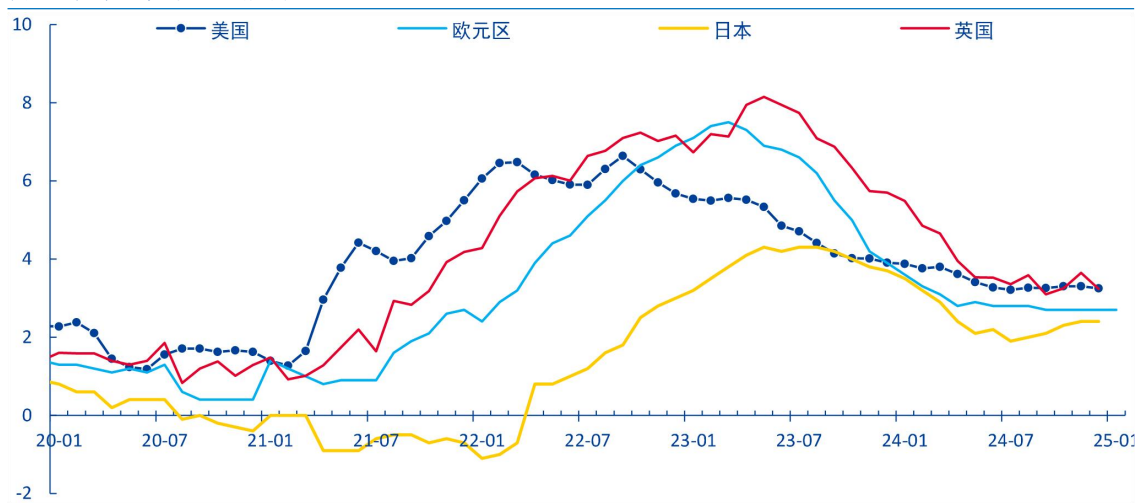


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

三、关税大棒下欧央行预防式降息，美元重回高位央行宽松受限

在与美联储“同进退”的 2024 年结束之后，欧央行在 2025 年的首次会议上，在通胀并未加速回落的背景下，基于潜在的美国关税风险考虑，决定单独实施预防性降息 25BP，加快推升美元指数重回年初高位。当地时间 1 月 30 日，欧央行晚于美联储一日宣布独立降息 25BP，本轮降息周期开启后欧元区已累计降息 125BP。事实上，据当地时间 2 月 3 日公布的最新数据，欧元区 1 月核心 HICP 同比连续第五个月持平于 2.7%，整体 HICP 同比还小幅反弹了 0.1 个百分点至 2.5%。考虑到欧央行长期以来奉行通胀单一目标制，此次降息尤其显得并不寻常。疫情过后长期疲弱的欧元区经济和内需增长、以及特朗普有可能进一步扩大其加征关税范围至欧盟，或是促成欧央行下定决心实施本次预防式降息的两大主要原因。欧央行行长拉加德在新闻发布会上称“(欧元区)经济四季度陷入停滞(the economy stagnated in the fourth quarter)”，并且较达沃斯论坛下调了对欧元区中性利率区间中点的估计，实际上反映出欧央行当前对于欧元区内需乏力背景下经济增长陷入长期停滞的更大程度担忧，由此欧央行认为当前其货币政策利率仍处于“限制性区间(still in restrictive territory)”，并明确指出“我们还没有讨论(停止降息)，因为在这个时间点上谈论何时停止还为时尚早(it would be premature at this point in time about the point where we have to stop)”。另一方面，特朗普普遍性的加征关税主张也令欧央行对欧盟经济增长主要引擎之一的出口担忧情绪日渐浓烈。在发布会问答环节，拉加德多次提及关税和贸易摩擦是当前最大的不确定性因素，称“全球贸易摩擦加剧可能抑制出口，削弱全球经济，从而给欧元区增长带来压力”。特朗普目前的关税措施虽然还只限于加、墨、中三国，尚未波及至欧元区，但正如我们前文所述，德国等欧盟传统经济强国亦为美国贸易逆差主要来源之一，特朗普在竞选期间已经表现出较强的普遍性加征关税倾向，而一旦落地实施，则将给内需本就疲弱且不具备有效财政扩张手段的欧元区和欧盟经济造成更大程度的抑制性影响。在此背景下，欧央行有且只有进一步放松货币政策限制这一条路可选，预计 2025 年欧央行将进一步加速降息，从而可能对美元指数形成加速推升作用。

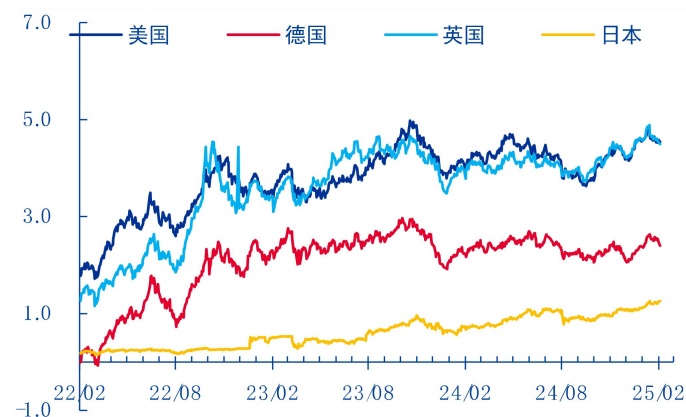
图 8：美欧日英核心通胀同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

日本央行所面临的经济困境与欧央行相比有过之而无不及，但出于稳定汇率的短期目标考虑，日本央行年初再度决定加息 **25BP**，但过于短视的紧缩政策可能令日本本已非常脆弱的内需雪上加霜，在全球产业链动荡的背景下，日本经济中长期展望较为悲观，日元长期贬值或难避免。当地时间 1 月 24 日，日本央行以 8 比 1 的投票结果决定加息 **25BP** 至 **0.5%**，货币政策会议纪要于当地时间 2 月 3 日公布。本次加息事实上并非源于日本内需修复和经济增长前景明朗，而仍然是日本货币当局为稳定日元汇率而不得不采取的短期激进措施。其在纪要中明确提出“日元贬值通过各种成本增加对家庭和企业造成的负面影响，是日元贬值的中长期累积效应（**caused by the accumulated effects of the yen depreciating in the medium to long term**），而非汇率短期波动造成的（**rather than short-term fluctuations**）”。而随着日本央行和美联储货币政策操作方向相悖，“尤其是外汇市场的大幅波动令人担忧（**large fluctuations in the market, particularly foreign exchange markets, have been of concern**）”。日本的实际利率在本次加息后仍然维持在显著负区间（**remain significantly negative after the policy interest rate hike**），但日本的消费和投资内需当前仍未处于稳定恢复、前景向好的阶段中，这在很大程度上显示出日本内需疲弱的根本原因不在于货币政策，而在于人口老龄化、产业空心化、财政无扩张空间等长期结构性原因。而这些原因恰恰可能导致日元长期贬值的趋势难以扭转。从外部环境来看，尽管当前美国加征关税的措施尚未波及日本，但全球产业链新一轮撕扯剥离的过程，对于日本这类产业链并不完整、内需又非常脆弱的经济体来说本就可能大幅的波动冲击，并且特朗普普遍性的加征关税主张一旦付诸实施，那么日本经济在内需疲弱和出口冲击的双重作用下可能面临的经济困难和政策困境或将比欧盟和欧元区有过之而无不及。届时日本央行或不得不迅速扭转政策方向，重新转为极度宽松，而一旦进入此种境地，日元贬值不但可能幅度更大，而且或将持续更久并反复遭遇预期强化。

图 9：10Y 国债收益率对比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 10：美元指数及美元兑日元汇率



资料来源：CEIC，华金证券研究所

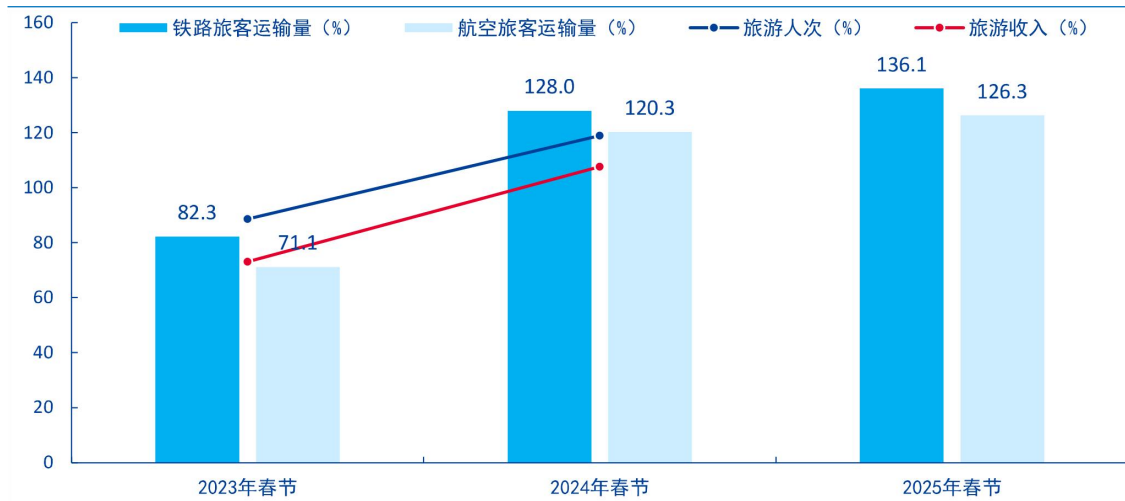
特朗普对华加征关税、欧央行预防式降息导致的美元指数短期走强，已经形成叠加效应，引发离岸人民币走贬，近期人民币汇率或遭遇新一轮贬值压力，人民银行流动性投放节奏预计有所受限。特朗普宣布对墨、加暂缓加征关税之前，美元指数一度上冲至接近 110 高位水平，在特朗普对墨加给出 30 日宽限期之后，美元指数飙升压力缓解，但亦处于 108 以上，显著高于春节假期前水平。由此离岸人民币 CNH 亦贬至 7.3 附近展开拉锯。受特朗普对华加征关税措施生效、美元指数走强的共同影响，预计节后在岸 CNY 亦面临新一轮一定程度的贬值压力，或对人民银行进一步的流动性投放力度节奏形成一定外溢性限制。据人民银行公告，1 月开展达 1.7 万亿买断式逆回购，这意味着央行在春节前仍选择延续 2024 年四季度的以增购利率债同时实现投放合理流动性和 MLF 减量续作的目标。这种操作的优势是可以充分利用 1 月末美元指数短暂走低所打开的央行购债时间窗口，但一旦美元指数如近期重拾升势，中美负利差再度走阔可能导致更大程度人民币贬值的背景下，央行亦难以延续此种操作模式，而如果快速减少流动性投放或迅速减购利率债，国内长期利率又面临较大的上行风险，建议充分关注。

四、国内春节假期出行旅游平稳增长

春节假期接近尾声，与旅游人次收入情况接近的铁路、航空旅客运输量呈现稍高于居民收入的稳定增长态势，国内服务消费 2025 年或稳定偏高增长。2025 年春节假期较往年多一天，加之春节假期自周二开始，一些居民会使用年假进一步拉长春节假期，令今年春节假期前后旅客运输量呈现峰值提前、节后长尾的特征。为进行可比口径对比，我们用春节前四天到正月初五的日均客流量，与 2019 年农历同期均值进行对照，发现铁路、航空旅客运输量与春节旅游人次和旅游收入情况更为接近，而公路旅客运输量则可能更多体现出疫情后的出行习惯变化以及短途探亲等目的的人员流动情况。2025 年春节假期期间，铁路、航空日均旅客运输量分别达到 2019 年同期日均值的 136.1%和 126.3%，同比分别增长 6.4%和 5.0%，显示居民服务消费在 2024 年基本恢复至疫情前正常增长路径之后，2025 年首个长假仍大概率以稍高于居民收入增速的速度平稳增长。我们使用的春节假期旅游人次和收入比例数据是文旅部历年公布的可比口径数据，这意味着今年的春节假期因多出一天并且节前较为方便进行年假延展，因而不进行可比口径调整的总旅游收入增速可能显著走高。结合春节假期期间弹性颇大的电影票房收入创出同档期历史新高并且大幅高增的表现，我们预计 2025 年全年国内服务消费需求或以稍高于居民收入的增速平

稳偏高增长。在外部环境更趋复杂严峻、出口不确定性明显提升的背景下，大力提振消费的主要政策抓手预计仍将在于对耐用消费品实施全年连续的高强度补贴，以期商品和服务消费内需同时承担起稳定增长的中流砥柱作用。

图 11：春节假期铁路、航空客运量及旅游人次、收入与 2019 年同期之比



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：铁路、航空旅客运输量为春节前 4 日至正月初五日均，旅游人次、收入为可比口径

风险提示：美国对华和对其他地区关税加码导致出口不确定性进一步提升风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn