

五一假期国内外宏观综述

定期报告

投资要点

◆ **五一旅游继春节后再度向好，映射场景和偏好修复。**文旅部5月3日公布数据，五一假期期间全国国内旅游出游合计2.74亿人次，旅游收入1480.56亿元，按可比口径分别恢复至2019年同期的119.1%和100.7%。五一假期延续了春节假期的复苏强度，显示疫情年初大幅缓和之后，服务消费场景持续迅速恢复，居民服务消费偏好重新回归。这一恢复强度基本符合节前市场预期。人均旅游消费支出约为2019年的85%，考虑到今年五一假期机票等交通运输、住宿费用相对过去三年较高，下半年随着场景和偏好恢复带动的改善基本到位，服务消费进一步恢复的强度与收入预期改善程度之间的关联度预计有所提升。政治局会议提出需求恢复的两大阶段性重点：优先拉动基建投资、通过增加呈现居民收入促进服务消费恢复，欢迎参考我们的前期报告《政治局会议解读：提升需求恢复的内生动力》（2023.4.28）。

◆ **地产需求加速降温，一线确认拐点二三线跌幅加深。**一线城市在4月最后一周确认拐点，此后小幅下滑，二线、三线城市则延续了一个月以来的下行趋势并且斜率更加陡峭，分别降至疫情前趋势的92.3%、70.6%，过去两周分别下滑了14和16个百分点，低线城市存量地产需求更加孱弱的格局未有改变，甚至有所强化。当前房地产市场处于积压需求集中释放末期、跷跷板效应进一步强化阶段，需求侧政策预计将延续鼓励二三线刚需、改善性需求，调控一线房价预期的大方向，新模式过渡期尚无短期收紧必要，但一线城市进一步普遍放松限购概率也极低。

◆ **美国经济即将衰退？供需两侧仍有支撑。**美国3月非农职位空缺数降幅大于市场预期，但仍显著高于疫情前水平，银行业动荡对经济供给侧的冲击可能正在阶段性显现。下滑明显慢于通胀的薪资高增、以及超额储蓄对消费的稳定平滑作用，都显示美国当前仍处于需求缺口远大于常年的供给扩张潜力较大区间。美国两大制造业PMI指标都已先于其他发达国家企稳，不可忽视保护主义的产业回流政策起到一定的短期效果。美国23Q1实际GDP中居民消费超预期走强，全年1.6%-2.0%的增长仍然可以期待。本轮美国经济的下行周期具备罕见的需求黏性、保护主义政策支撑供给的两大特征。综合判断我们认为当前交易美国衰退仍面临较高风险。

◆ **美国银行业动荡原因难以根除，加息或进入磨顶期。**美国银行业动荡延续，五月初第一共和银行被关闭并由摩根大通收购，美联储赤字货币化后激进加息导致的中型银行资产端利率风险无法根除。当前美国实体经济供需两侧均有支撑，薪资通胀螺旋短期内看不到明显降温的强大驱动力，核心通胀仍处于高位，如美联储因金融风险而考虑本周四之后停止加息，后续实体经济和房地产市场表现可能再度改善，通胀压力又可能卷土重来。我们预计周四（5月3日）美联储FOMC会后可能决定加息25BP，但鲍威尔或不愿明确给出加息结束的前瞻性指引，6月是否再度小幅加息将由未来一个多月经济数据、银行业存款流出情况和金融市场信心所共同决定。当前美联储已经无法定量计算加息路径，但薪资通胀螺旋高悬头顶，交易美联储年底前转向当下仍是较高风险的选择。美元指数、10Y美债收益率年底前均可能在当前水平附近维持震荡、缺乏单边趋势，但当前美联储加息路径的小幅腾挪已经不是我国货币操作的实质性阻碍。

◆ **风险提示：**美联储超预期鹰派。

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

PMI点评（2023.4）-促内需迫在眉睫，去库存长路漫漫 2023.4.30

政治局会议解读：提升需求恢复的内生动力 2023.4.28

工业企业利润点评（23.3）-利润随营收有所改善，但需要更多时间 2023.4.27

华金宏观·双循环周报（第7期）-地产转弱货币持续呵护，美PMI单边上扬 2023.4.23

3月/一季度经济数据解读-今年的三条主线跃然眼前 2023.4.18



内容目录

一、五一旅游继春节后再度向好，映射场景和偏好修复	3
二、地产需求加速降温，一线确认拐点二三线跌幅加深	3
三、美国经济即将衰退？供需两侧仍有支撑	5
1、非农职位空缺降幅稍大于预期，银行业动荡阶段性冲击显现	5
2、薪资高增、超额储蓄稳定消费，需求拉动供给空间仍大	5
3、制造业 PMI 企稳，居民消费需求强劲，美国迅速衰退概率极低	6
四、银行业动荡原因难以根除，美加息或进入磨顶期	8

图表目录

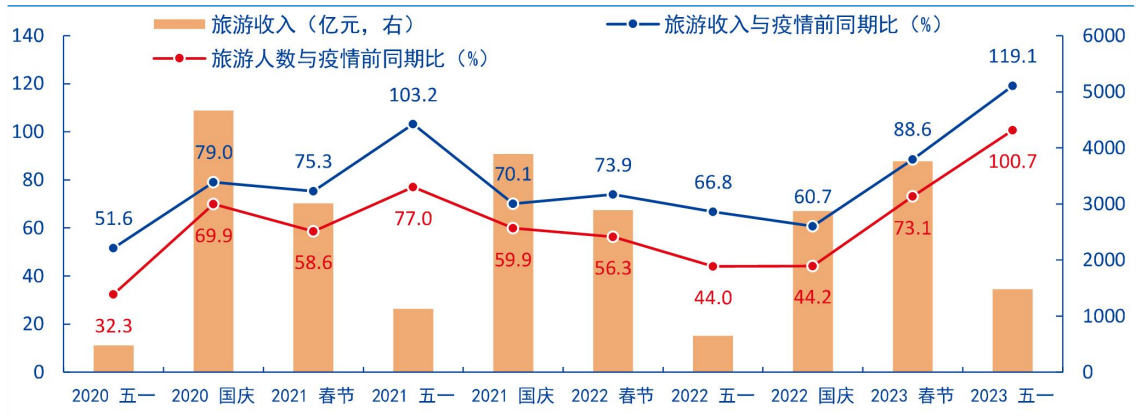
图 1：疫情以来主要节日旅游人数、收入情况（%）	3
图 2：各类城市商品房销售面积与疫情前趋势相比（%）	4
图 3：美国 3 月非农职位空缺率下行 0.2 个百分点，专业和商务服务业降幅较大（%）	5
图 4：3 月美国居民可支配收入小幅回落维持高位，薪资贡献仍然强劲（%）	6
图 5：3 月美国居民可支配收入小幅回落维持高位，薪资贡献仍然强劲（%）	6
图 6：美国制造业 PMI 先于其他发达经济体出现改善（%）	7
图 7：美国实际 GDP 同比及贡献结构（%）	8
图 8：美联储总资产规模连续小幅下行，但投向银行间体系的流动性难以短期撤出（USD bn）	8

一、五一旅游继春节后再度向好，映射场景和偏好修复

五一假期旅游市场热度提升，继春节之后连续改善，服务消费场景和居民服务消费偏好持续恢复，幅度符合节前市场预期。四月下旬开始，居民预定五一假期交通、住宿热度迅速提升，出现多个爆款目的地。长三角地区高铁车票超往年紧张，上海、北京、南京等传统旅游目的地，以及山东等新晋旅游热点区域纷纷创出数年或纪录游客流量新高。文旅部5月3日公布数据，五一假期期间全国国内旅游出游合计2.74亿人次，旅游收入1480.56亿元，按可比口径分别恢复至2019年同期的119.1%和100.7%。两项数据在2022年国庆、2023年春节分别为60.7%/44.2%和88.6%/100.7%，五一假期基本延续了春节假期的复苏强度，显示疫情年初大幅缓和之后，服务消费场景持续迅速恢复，居民服务消费偏好重新回归。这一恢复强度基本符合节前市场预期。

五一假期人均旅游消费支出约为2019年的85%，与春节期间基本相当。考虑到今年五一假期机票等交通运输、住宿费用相对过去三年较高，下半年随着场景和偏好恢复带动的改善基本到位，服务消费进一步恢复的强度与收入预期改善程度之间的关联度预计有所提升。政治局会议提出需求恢复的两大阶段性重点：优先拉动基建投资、通过增加居民收入促进服务消费恢复。遵循着去年底中央经济工作会议提出的“改善中低收入群体居民就业——改善收入预期——疫情防控决定性胜利背景下的服务消费场景恢复改善”的消费需求改善路径。如果全年基建投资增速得以维持较高水平，同时服务业就业改善较为明显，下半年大众服务消费的恢复可能仍将是更为清晰的主线。关于政治局会议精神的解读，欢迎参考我们的前期报告《政治局会议解读：提升需求恢复的内生动力》（2023.4.28）。

图1：疫情以来主要节日旅游人数、收入情况（%）



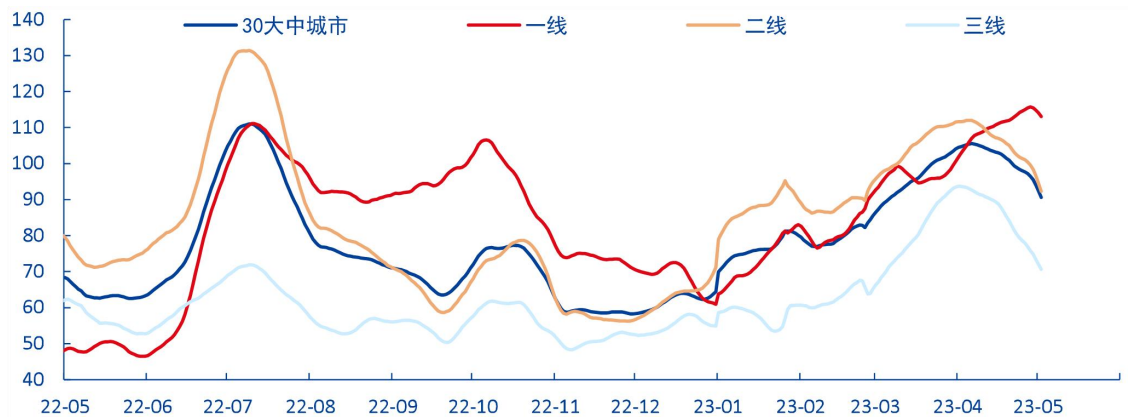
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、地产需求加速降温，一线确认拐点二三线跌幅加深

五一假期期间全国地产需求从一季度峰值水平进一步加速降温，一线城市拐点确认，二三线城市跌幅加深。至5月2日，平滑调整后的30城地产销售面积与疫情前趋势水平之比降至91%左右，比两周前下滑约12个百分点，较4周前峰值水平下滑约15个百分点，呈加速下行态势。分结构看，一线城市在4月最后一周确认拐点，此后小幅下滑，至2日仍超过疫情前趋势水平约13%，二线、三线城市则延续了一个月以来的下行趋势并且斜率更加陡峭，分别降至疫情前趋势

的 92.3%、70.6%，过去两周分别下滑了 14 和 16 个百分点，低线城市存量地产需求更加孱弱的格局未有改变，甚至有所强化。

图 2：各类城市商品房销售面积与疫情前趋势相比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

当前房地产市场处于积压需求集中释放末期、跷跷板效应进一步强化阶段，需求侧政策预计将延续鼓励二三线刚需、改善性需求，调控一线房价预期的大方向，新模式过渡期尚无短期收紧必要，但一线城市进一步普遍放松限购概率也极低。我们上述使用的平滑调整方法意味着数据结果滞后于真实趋势拐点大约一个月左右，也就是说二三线城市在今年 2 月底、一线城市在 3 月底左右即已迎来积压需求集中释放的峰值，此后房地产市场需求均不同程度开始降温。本轮地产需求的集中释放，从总量的角度来看没有超过去年 6-7 月上海解封后的需求释放强度，从结构上来看，比当时的“跷跷板效应”更加严重，显示当前更多刚就业的年轻人向特大城市涌入，而二三线城市正在遭遇更加严重的常住人口减少威胁。这种结构显示，在我国总人口数 2022 年已经出现拐点的背景下，叠加疫情三年对服务业和农民工就业的冲击，城镇化速度放缓的同时，产业结构更高端、高薪就业岗位更多的一线城市正在形成更强的龙头集中效应。而一线城市潜在土地供给有限，年初以来土地市场整体仍然偏冷，也凸显了当前地产需求结构分化加剧的局面对地产投资的拉动作用是相当有限的。政治局会议提出“推动建立房地产业发展新模式”，并再度强调“支持刚性和改善性住房需求”，正是对当前地产需求整体不强、二三线尤为偏弱的政策呼应。我们预计今年作为新模式建立的关键年份，二三线城市刚性和改善性需求仍将得到已经推出的较大力度的地产需求促进政策的持续鼓励，近日长沙推出公积金新政，商转公顺位抵押方式，借款人无需提前结清全部商业贷款，通过缓解借款人前期筹资压力的方式，试图进一步盘活房地产市场流动性；而一线城市需求支撑较强，房价收入比过高，潜在土地供给较少，进一步放松的概率是很低的，并且在房地产统一登记制度出台后，房产税的预期可以被作为调控一线城市房价预期的一项政策工具。近日看到的上海、广州针对多子女家庭推出的首套贷款额度上浮等政策，惠及面较窄，仍属特定刚需范畴，不代表一线城市放松限购的大方向。

关于政治局会议中房地产市场最新的政策解读，欢迎参考《[政治局会议解读：提升需求恢复的内生动力](#)》（2023.4.28）。

三、美国经济即将衰退？供需两侧仍有支撑

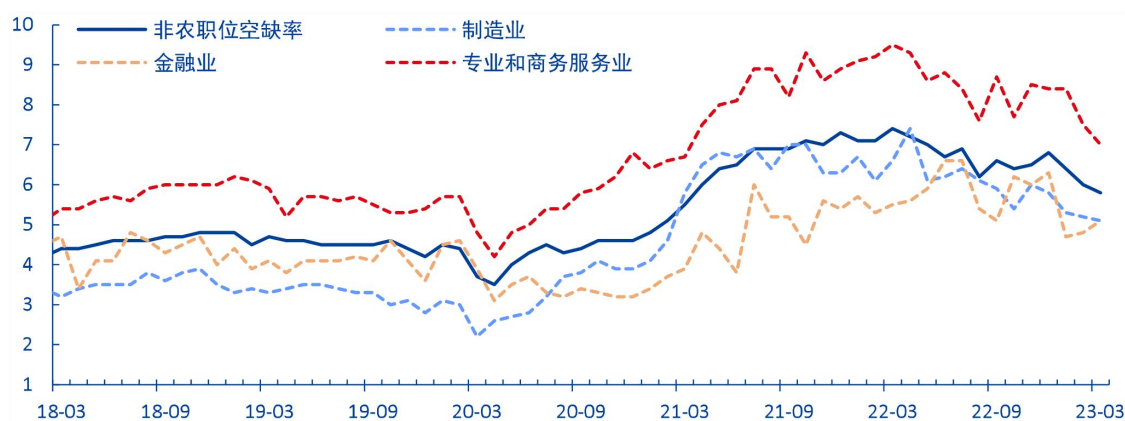
五一假期前后，美国集中公布了3月非农职位空缺、居民收入结构、PCE和核心PCE通胀、ISM制造业PMI以及一季度GDP结构数据，个别数据在美国经济和通胀前景中投射了不同的方向，我们提供一个综合的分析框架。

1、非农职位空缺降幅稍大于预期，银行业动荡阶段性冲击显现

美国3月非农职位空缺数降幅大于市场预期，但仍显著高于疫情前水平，银行业动荡对经济供给侧的冲击可能正在阶段性显现。当地时间5月2日最新公布的美国3月非农职位空缺数为959万，较上月减少38.4万个，连续第2个月少于1000万个，非农职位空缺率下行0.2个百分点至5.8%，稍弱于市场预期。非农职位空缺数很大程度上代表着劳动力市场紧张程度、以及薪资通胀螺旋未来一段时间可能持续的强度。数据公布后美国金融市场表现显示投资者对美国后续通胀前景和美联储6月会议进一步加息的展望有所降温，但5月加息25BP预期几乎没有变化。从数据结构上来看，3月初爆发的美国银行业动荡可能导致美国企业对未来经济走向的普遍担忧，主要行业中专业和商务服务业职位空缺率大幅下降0.5个百分点至7.0%，此外年初疫情缓和带动一波就业明显增加之后，贸易、交运、公用事业大类职位空缺率也大幅下行0.7个百分点至4.8%。而近期已经触发小规模“裁员潮”的金融业、信息技术业空缺率分别反弹0.3、0.4个百分点。

总体上3月的非农职位空缺数下降很大程度上反映出银行业动荡引发的美国企业阶段性信心冲击，而已经受冲击的行业职位空缺是重新增加的则显示银行业动荡当前仍能够在局部得到控制。而总空缺数仍显著大于疫情前（2018-2019年平均为713万个）、更接近就业长期趋势的制造业空缺率仅小幅下降0.1个百分点，又显示企业近期的信心动荡可能在数月内迎来修复。

图3：美国3月非农职位空缺率下行0.2个百分点，专业和商务服务业降幅较大（%）



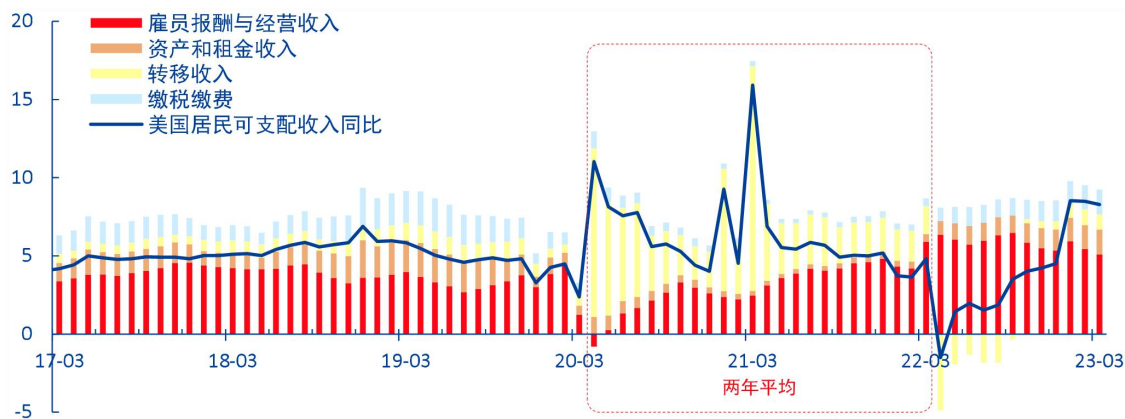
资料来源：Wind，华金证券研究所

2、薪资高增、超额储蓄稳定消费，需求拉动供给空间仍大

下滑明显慢于通胀的薪资高增、以及超额储蓄对消费的稳定平滑作用，都显示美国当前仍处于需求缺口远大于常年的供给扩张潜力较大区间。当地时间上周五公布的美国居民可支配收入

同比增速小幅回落 0.2 个百分点，但仍然处于 8.3% 的高位水平。其中薪资增速同样小幅下行 0.2 个百分点至 6.7%，仍高于去年 12 月增速，降温速度明显慢于总体通胀。由于疫情前两年美国政府的大规模财政补贴方案向低收入的失业人群倾斜，美国当前收入分配结构有一定程度的好转，从补贴中收益最多的群体也是后来生活性服务业就业增加的主力人群，因补贴和超额储蓄而导致的议价能力提升，反过来也令美国劳动力市场紧张、薪资增速维持高位的局面更具持续性。

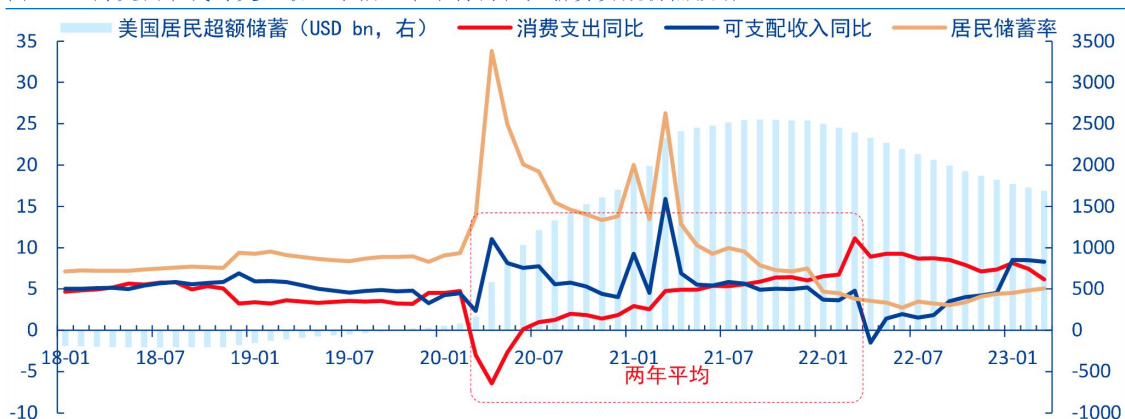
图 4：3 月美国居民可支配收入小幅回落维持高位，薪资贡献仍然强劲（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

当然也观察到美国居民储蓄率的逐步上行以及消费支出增速的逐步下降，但这一过程是缓慢渐进的，从而疫情之后骤然拉大的需求缺口未来仍有较大的供给拉动潜力空间。3 月美国居民储蓄率连续第二个月抬升约 0.3 个百分点至 5.1%，在去年 6 月创出 2.7% 的阶段性的储蓄率低位后，9 个月间这一数值合计渐进抬升 2.4 个百分点。但与疫情前数年 7.5% 的平均储蓄率相比，当前美国居民仍处在以超额储蓄平滑消费的阶段。考虑到薪资高增至今、以及 3 月底超额储蓄仍合计得到 1.69 万亿美元的状况，过热的消费需求很大概率仍将延续渐进式降温路径而非在短期可见的某个时刻出现断崖式下滑。当前美国居民的需求仍显著大于其制成品生产能力，需求增速在过热区间内的小幅下滑不是供给侧的实质性抑制因素。

图 5：3 月美国居民可支配收入小幅回落维持高位，薪资贡献仍然强劲（%）

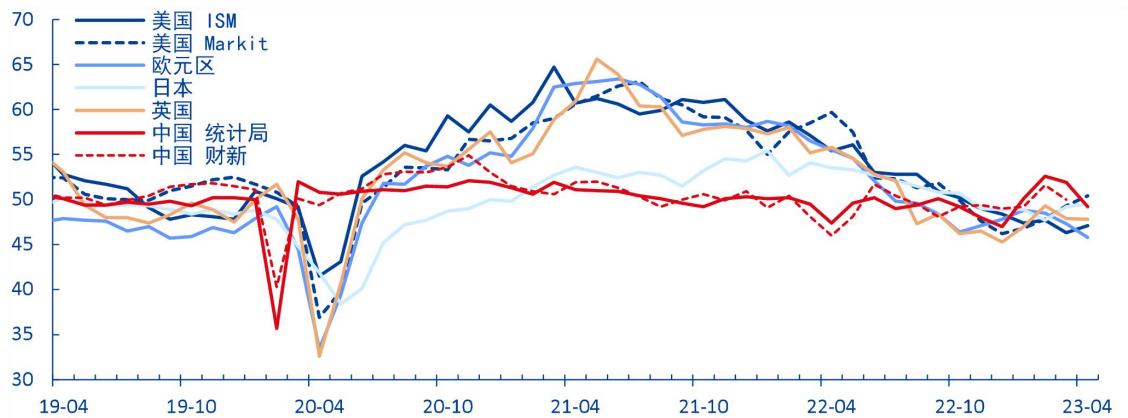


资料来源：Wind，华金证券研究所

3、制造业 PMI 企稳，居民消费需求强劲，美国迅速衰退概率极低

美国两大制造业 PMI 指标都已先于其他发达国家企稳，不可忽视保护主义的产业回流政策起到一定的短期效果。继日前已经公布的美国 Markit 制造业 PMI 超预期反弹至 50 以上之后，5 月 2 日最新公布的美国 ISM 制造业 PMI 也改善 0.8 至 47.1，尽管仍位于收缩区间内，但近一年来美国工业生产开始好于制造业 PMI，令 PMI 短期变化趋势较绝对水平的指向性变得更强。于此同时，欧元区、英国制造业 PMI 仍在下滑。近期美国总统拜登、美国财政部长、前美联储主席耶伦在公开讲话中都明确强调了对半导体等先进制造业生产和研发活动的政策重视，以及不惜为此实施长臂管辖等与国际贸易准则相悖的行政性措施的决心，保护主义的产业回流政策正在对稳定美国本土的制造业生产、促进其研发活动强度提升形成一定的短期效果。

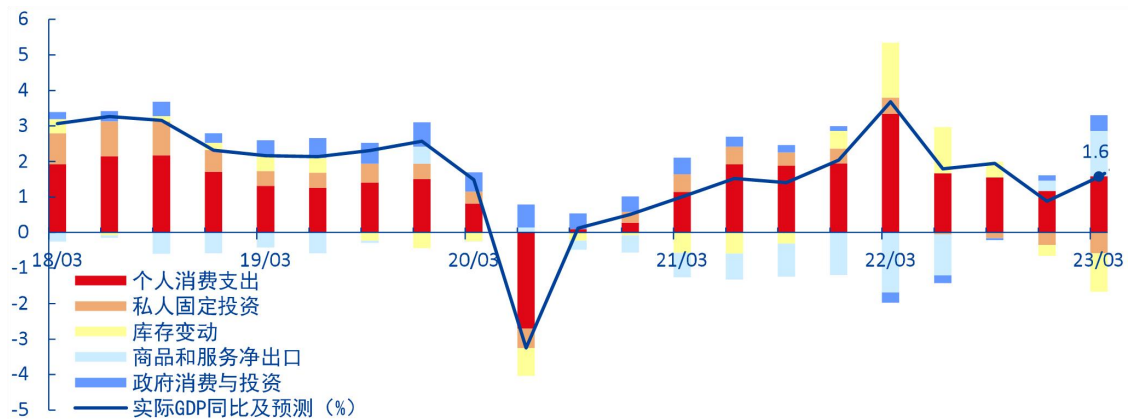
图 6: 美国制造业 PMI 先于其他发达经济体出现改善 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

美国 23Q1 实际 GDP 中居民消费超预期走强，全年 1.6%-2.0% 的增长仍然可以期待。此前稍早公布的美国一季度经济数据也再次确认了居民消费需求的超强趋势。一季度美国实际 GDP 季调环比年率增 1.1%，同比增长 1.6% 较 22Q4 反弹 0.7 个百分点。在 3 月美国银行业陷入信心危机、中高收入人群信心受挫更加严重的背景下，仍获得超过 1.5% 的经济增长，市场表现对其给予了较为积极的评价。结构上来看，居民消费支出当季环增高达 0.9%，超出我们和市场的预期，显示美国居民消费支出降温缓慢，作为美国经济中最主要的需求支柱，居民消费的黏性很大程度上意味着美国经济不会在未来数个季度很快陷入典型意义上的衰退。尽管国内存货单季度再度转为减少，但货物和服务净出口逆差仍处于小幅收窄通道之中，广义工业生产改善幅度不及我们的预期，但改善趋势并未发生变化。而美联储加息路径因银行业动荡而迅速大幅下修，令美住宅投资环比跌幅明显收窄至 -1.0%，也成为 Q1 美国经济超预期的一项支撑因素。综合来看，美国居民消费支出仍处于偏热区间、美联储加息几乎无法重回 2 月底前的强劲预测路径从而美国房地产市场获得一定喘息空间，可能令美国经济全年仍可获得 1.6%-2.0% 左右的实际增长。本轮美国经济的下行周期具备罕见的需求黏性、保护主义政策支撑供给的两大特征。综合判断我们认为当前交易美国衰退仍面临较高风险。

图 7：美国实际 GDP 同比及贡献结构（%）

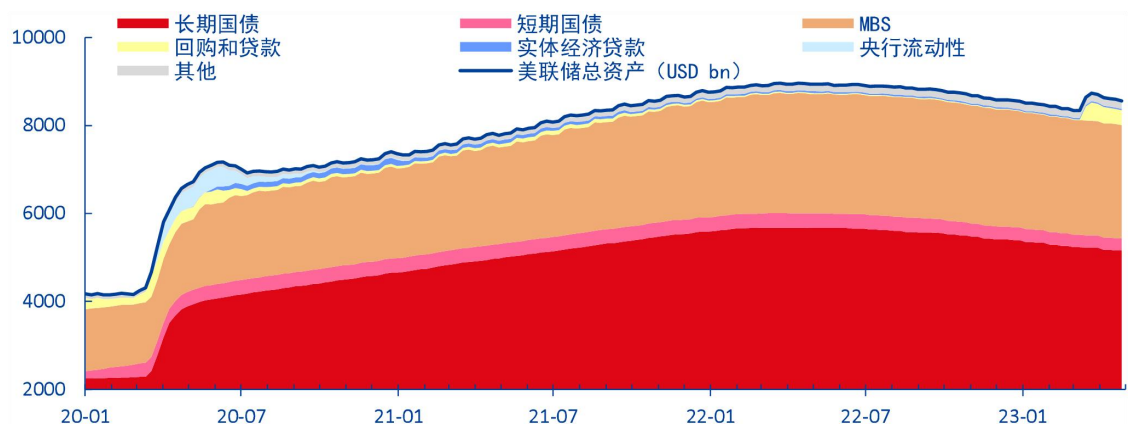


资料来源：Wind，华金证券研究所

四、银行业动荡原因难以根除，美加息或进入磨顶期

美国银行业动荡延续，五月初第一共和银行被关闭并由摩根大通收购，美联储赤字货币化后激进加息导致的中型银行资产端利率风险无法根除。当地时间 5 月 1 日，美国第一共和银行宣布关闭并由摩根大通银行购得。这是美国银行业动荡以来继硅谷银行、签名银行之后，第三家倒闭的银行，其资产规模较硅谷银行更大。此前美国多家大型商业银行共同为第一共和银行提供过约 300 亿美元的流动性，但由于其面临与硅谷银行同样的资产端利率风险——资产中过大比例投向 MBS 等美国债券产品，在过去两个月间其存款流失问题一直没能得到很好的解决，联邦保险公司等监管机构最终仍决定将其关闭并出售给大型的全国性银行。我们在此前报告《》中对本轮美国银行业动荡的根本原因进行了深度分析，我们认为虽然流动性问题和潜在损失的风险暴露于个别的中型商业银行，但其背后美国债券市场的剧烈动荡本质上是由于美联储本轮货币宽松操作过度与财政赤字货币化政策绑定，导致宽松之后很快迎来通胀飙升，美联储不得不在两年内急速扭转操作方向，债券市场波动被动放大。

图 8：美联储总资产规模连续小幅下行，但投向银行间体系的流动性难以短期撤出（USD bn）



资料来源：Wind，华金证券研究所

当前美国实体经济供需两侧均有支撑，薪资通胀螺旋短期内看不到明显降温的强大驱动力，核心通胀仍处于高位，如美联储因金融风险而考虑本周四之后停止加息，后续实体经济和房地

产市场表现可能再度改善，通胀压力又可能卷土重来。我们预计周四（5月3日）美联储 FOMC 会后可能决定加息 25BP，但鲍威尔或不愿明确给出加息结束的前瞻性指引，6月是否再度小幅加息将由未来一个多月经济数据、银行业存款流出情况和金融市场信心所共同决定。当前美联储已经无法定量计算加息路径，但薪资通胀螺旋高悬头顶，交易美联储年底前转向当下仍是较高风险的选择。美元指数、10Y 美债收益率年底前均可能在当前水平附近维持震荡、缺乏单边趋势，但当前美联储加息路径的小幅腾挪已经不是我国货币操作的实质性阻碍。

风险提示：美联储超预期鹰派。

分析师声明

张仲杰声明，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.huajinsec.com