

2023年05月03日

## 多场景超 2019，消费开启第二轮修复——五一海内

宏观研究团队

外要闻

——宏观深度报告

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

### ● 全球宏观要闻：美银行业危机波澜再起，债务上限问题僵局未破

**美国第一共和银行破产，银行危机波澜再起。**5月1日美国加州金融保护和创新局宣布关闭第一共和银行，并由FDIC接管。成为硅谷银行（SVB）、签名银行之后又一家倒闭的美国区域银行，美国银行业危机再度发酵。随后摩根大通表示，将以106亿美元竞购第一共和银行。

**美国债务上限问题僵局未破。**美国财政部长耶伦在5月1日表示，如果债务上限问题迟迟无法得到解决，财政可能在6月初就快用完现金，这意味着债务违约的风险正在提升，美国债务上限问题的僵局尚未破局。

**跨境交易“去美元化”进程提速。**4月26日，阿根廷宣布将会使用人民币结算中国进口商品。更早前巴西也与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，直接以本币进行贸易结算。此外，3月人民币在我国跨境收支中的占比上升至48%，首度超过美元，跨境贸易去美元化进程正在提速。

### ● 全球经济：美欧经济走势分化，央行加息终点或近

**美国4月PMI边际改善，就业市场进一步降温。**美国4月ISM制造业PMI录得47.1%，较3月有所提升，经济边际升温。3月JOLTS数据显示当前美国职位空缺数与职位空缺率均迎来一定程度下行，就业市场进一步降温。

**美国一季度GDP继续放缓，欧元区经济边际回暖。**美国2023年一季度实际GDP环比折年率初值为1.1%，市场预期为2%，前值为2.6%，经济增速继续放缓。欧元区2023年1季度GDP环比增长0.1%，较2022年4季度提升0.2个百分点，经济增长边际回暖。

**美联储与欧央行加息终点或近，日央行持续宽松。**美联储方面，5月份或为其最后一次加息。欧央行方面，其行长表示在应对顽固持久、居高不下的通胀上已经取得了很多的进展，或显示加息终点已近。日本央行继续保持宽松的货币政策，但将会取消利率前瞻指引，并对政策开展全面评估。

### ● 国内政策乘势而上，国内经济消费开启第二轮复苏

**(1)国内政策：乘势而上：**428政治局会议政策中性偏积极。近期市场对宏观经济预期悲观，原因在于对政策、经济信心不足。本次政治局会议内容总体略超市场预期，不必过度悲观。会议对经济恢复态度中性，指出四个“持续”，意为继续稳增长，“乘势而上”。具体看：1) 强化对民营经济、市场主体的支持。2) 重视高质量发展，加快建设现代化产业体系。3) 稳增长：扩大需求是关键所在，财政、货币基调未变，关注基建、消费。4) 强调吸引外资（合作协议落地）；5) 房地产表述略平淡，关注后续发展新模式或长效机制，预计供需继续大幅宽松空间不大；6) 严控隐债；7) 中小银行、保险、信托化险等（常规操作）。习近平主席与乌克兰总统泽连斯基通话，双方表示将推动中乌战略合作伙伴关系向前发展，并对乌克兰危机发表看法。此外，国内政策还聚焦我国全面实现不动产统一登记、央行发布一季度金融统计数据、国资委刊发国企改革文章等。

**(2)国内经济：制造业小幅回落、消费开启第二轮修复：**4月PMI数据显示，制造业分项全面下滑，结构上供给微幅扩张、需求快速回落，内需收缩幅度大于外需；服务业修复斜率和延续时长均达到历史高点，新订单和预期均向好，有望或开启第二轮修复；建筑业提示可关注政策性金融工具加码可能性，4月基建增速仍超10%。2023Q1各地经济数据出炉，其中有23个省市自治区GDP增速高于全国增速，top10省份增速落在4%-5.1%之间。

### ● 五一高频消费跟踪：多个场景超越2019年

**(1)消费总量高斜率改善：**五一期间，全国消费指数（周频）达到35474、q14月均值的418%；**(2)分场景来看，**旅游收入和旅游人次约为2019年的101%、119%，零售和餐饮约为2022年的115%、150%，观影恢复至2019年9成水平。**(3)人流实质性超越2019年，国际航线和出境游明显改善。**

**资产：全球股市、商品价格大多下跌，债券价格震荡。**

**● 风险提示：**国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《消费开启第二轮修复——兼评4月PMI数据—宏观经济点评》-2023.4.30

《乘势而上——4月政治局会议点评—宏观经济点评》-2023.4.28

《衰退或已不远——美国一季度GDP数据点评—宏观经济点评》-2023.4.28

## 目 录

1、 全球宏观要闻：美银行业危机波澜再起，债务上限问题僵局未破.....	4
1.1、 美国第一共和银行破产，银行危机波澜再起.....	4
1.2、 美国债务上限问题僵局未破.....	4
1.3、 跨境交易“去美元化”进程提速.....	4
2、 全球经济：美欧经济走势分化，央行加息终点或近.....	5
2.1、 美国 4 月 PMI 边际改善，就业市场进一步降温.....	5
2.2、 美国一季度 GDP 继续放缓，欧元区经济边际回暖.....	5
2.3、 美联储与欧央行加息终点或近，日央行持续宽松.....	6
2.4、 越南韩国出口继续下滑.....	6
3、 国内政策：乘势而上.....	7
3.1、 4 月政治局会议——“乘势而上”.....	7
3.2、 习近平同乌克兰总统泽连斯基通话，讨论中乌战略伙伴关系.....	8
3.3、 我国全面实现不动产统一登记.....	8
3.4、 央行发布 2023 年一季度金融机构贷款投向统计报告.....	8
3.5、 《求是》杂志刊发国资委文章：为强国建设贡献国资央企力量.....	9
4、 国内经济：消费开启第二轮修复.....	9
4.1、 4 月 PMI 数据：消费开启第二轮修复.....	9
4.2、 2023Q1 中国各省经济数据出炉.....	12
5、 五一高频消费跟踪：多个场景超过 2019 年.....	13
5.1、 消费总量回暖.....	13
5.2、 消费场景：多项超过 2019 年.....	13
5.3、 人流：超越 2019 年.....	15
6、 资产：全球股市、商品价格大多下跌，债券价格震荡.....	16
7、 风险提示.....	17

## 图表目录

图 1： 美国 4 月 PMI 边际上升.....	5
图 2： 美国劳动空缺率进一步下降.....	5
图 3： 美国 1 季度 GDP 继续放缓.....	6
图 4： 欧元区 1 季度经济增长边际回暖.....	6
图 5： 2023 年 4 月越南、韩国出口同比继续下滑.....	7
图 6： 2023 年一季度绿色、涉农贷款保持高增.....	9
图 7： 2023 年一季度房地产贷款余额同比增速较低.....	9
图 8： 4 月制造业 PMI 分项全面回落.....	10
图 9： 服务业景气度达到历史高点.....	11
图 10： 建筑业 PMI 仍在高位.....	11
图 11： 第三产业单位增加值的劳动者报酬约为 52.8%.....	11
图 12： 第三产业单位产出的劳动者报酬约为 28%.....	11
图 13： 2023Q1 共有 23 个省市 GDP 增速高于全国.....	12
图 14： 五一假期消费达到 4 月均值的 418%.....	13
图 15： 五一假期全国旅游城市消费火热.....	13
图 16： 五一期间，三四线城市消费好于一二线.....	13

图 17: 2023 年“五一”消费场景快速修复 .....	14
图 18: 多个省市五一旅游数据超越 2019 年 .....	14
图 19: 票房收入为 2019 年同期的 86% .....	15
图 20: 观影人次为 2019 年同期的 93% .....	15
图 21: 上映场次为 2019 年同期的 92% .....	15
图 22: 票价低于 2019 年同期 .....	15
图 23: 国际航班持续回升 .....	16
图 24: 百度地图迁徙指数升至高位 .....	16
表 1: 全球各类资产假期表现 .....	17

## 1、全球宏观要闻：美银行业危机波澜再起，债务上限问题僵局未破

### 1.1、美国第一共和银行破产，银行危机波澜再起

5月1日，由于近期股价快速下跌，存款流失较快，美国加州金融保护和创新局宣布关闭第一共和银行，并由FDIC（联邦储蓄保险公司）接管，成为硅谷银行（SVB）、签名银行之后又一家倒闭的美国区域银行，美国银行业危机再度发酵，并带动美股相关指数下跌。随后在FDIC、美国财政部和美联储的协调下，摩根大通表示，将以106亿美元竞购第一共和银行，并被FDIC接受。根据协议，摩根大通承担第一共和银行1039亿美元的全部存款，并购买其2291亿美元资产中的大部分。摩根大通表示，收购第一共和银行有助于其提高相关的贷款收益率，并降低利率风险，但是市场担忧仍存。美国银行业危机的再度发酵，显示在美联储的快速加息之下，美国区域中小银行处境越发艰难，后续若美联储保持较高利率水平，美国中小银行或将持续承压，后续或仍将有中小银行倒闭。（可参考报告《美联储的“电车难题”——美国银行业风险与降息的条件》）此外，根据美联储的审查报告，相关银行业的监管规则或将迎来修改，整体的监管或将进一步收紧。

### 1.2、美国债务上限问题僵局未破

2023年1月19日，由于触及政府债务上限，美国财政部采取特别措施，并且暂停新债务的发行至6月5日，美国政府债务是否会违约，成为市场关注的焦点。由于当前美国众议院由共和党控制，债务上限问题迟迟没法解决。美国众议院议长麦卡锡在4月代表共和党提出的财政法案，表示可以提高债务上限1.5万亿美元，但需要捆绑未来十年内削减4.5万亿美元政府开支。对此，拜登政府表示将会否决相关法案，并表示需要不附加任何条件解决债务上限问题。美国财政部长耶伦在5月1日表示，如果债务上限问题迟迟无法得到解决，财政可能在6月初就快用完现金，这意味着当前美国政府可能发生违约的时间节点将会大大提前，债务违约的风险正在提升。从当前美国两党的政治角力加剧的态势来看，当前美国债务上限问题的僵局尚未破局，两党还没有就此达成一致，相关的政治博弈还将继续，美国债务违约的可能性正在增加，而这将会对全球的资本市场带来重要影响。

### 1.3、跨境交易“去美元化”进程提速

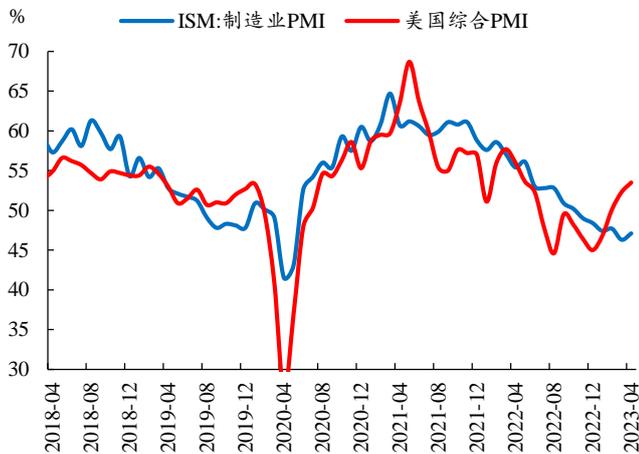
4月26日，阿根廷宣布将会使用人民币结算中国进口商品，并表示与不同企业达成协议后，将于本月使用人民币支付价值相当于大约10.4亿美元的中国进口商品。使用人民币可以加快阿根廷未来几个月的中国商品进口节奏，相关授权的效率将更高。在更早期的3月29日，巴西也与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，直接以本币进行贸易结算。3月28日中海油和法国道达尔能源达成首单以人民币结算的进口液化天然气采购交易，跨境贸易去美元化进程正在提速。此外，根据国家外汇管理局数据，3月人民币在我国跨境收支中的占比上升至48%，首度超过美元，“去美元化”进程有所提速。事实上，长期以来，由于美元既是美国本土货币，亦是全球主要储备和交易货币，其他国家容易受到美联储货币政策变动的外溢影响，对本国的经济金融环境造成负面冲击。俄乌冲突的发生和美联储于2022年的快速加息，美元的这种负面效应体现的更为充分，从而促使各国加速“去美元化”，人民币国际化或将迎来新机遇。

## 2、全球经济：美欧经济走势分化，央行加息终点或近

### 2.1、美国4月PMI边际改善，就业市场进一步降温

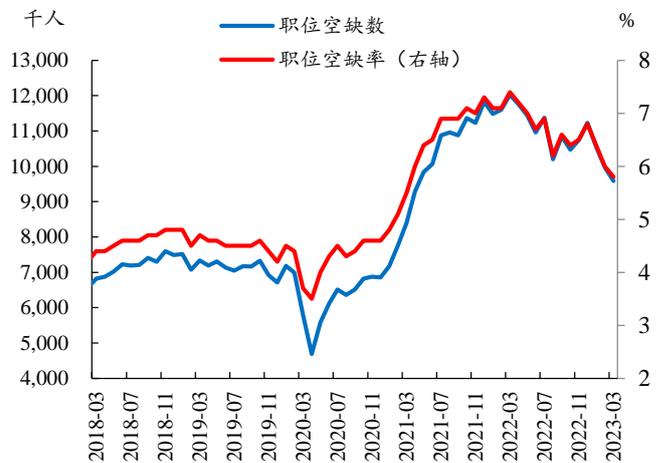
美国4月ISM制造业PMI录得47.1%，较3月提升0.8个百分点，综合PMI较3月份提升1.2个百分点至53.5%，美国4月份PMI总体边际改善，经济边际升温。但制造业PMI仍处于荣枯线以下，显示当前美国经济仍主要依靠服务业支撑。3月JOLTS数据显示当前美国职位空缺数与职位空缺率均迎来一定程度下行，其中职位空缺数较2月份下降38.4万人至959万，连续3个月下降，并创下2021年5月以来最低。职位空缺率亦下降0.2个百分点至5.8%，创2021年4月份以来最低，美国就业市场进一步降温，显示美联储的货币紧缩政策正在逐步发挥作用，美国劳动力市场对于通胀的支撑力度也有望边际减弱，不过具体的幅度尚存不确定性。

图1：美国4月PMI边际上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：美国劳动空缺率进一步下降

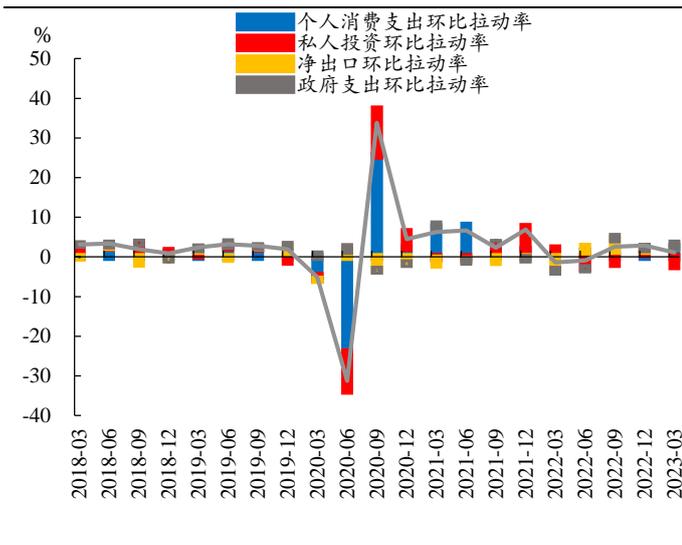


数据来源：Wind、开源证券研究所

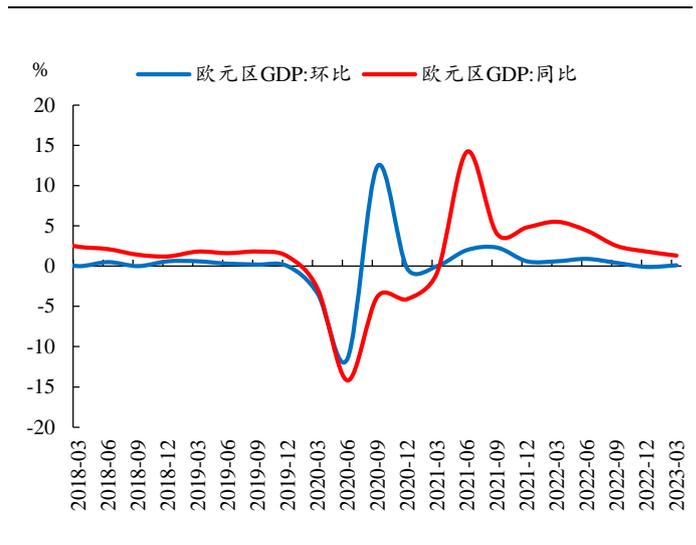
### 2.2、美国一季度GDP继续放缓，欧元区经济边际回暖

美国2023年一季度实际GDP环比折年率初值为1.1%，市场预期为2%，前值为2.6%，经济增速继续放缓。分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动1季度GDP环比增长2.48、-2.34、0.11、0.81个百分点，消费对美国经济增长的拉动作用进一步增强。往后看，商品消费增速或将下降，整体经济增速预计持续回落。美国经济不及预期，反映在美联储的快速加息下，经济增长的动能正在逐渐减弱，虽然消费显示出一定的韧性，但可持续性或不足。考虑到当前美国银行业危机尚未完全结束，金融系统的收缩可能会对消费形成一定的负面影响，经济增长的下行压力可能将会进一步加大，经济“软着陆”的概率有所下降。此外，1季度美国PCE环比增速较2022年4季度有所提升，同比增速离2%目标区间也有较长的一段距离，美国通胀水平的韧性或超出预期，经济可能面临“滞胀”风险。（可参考报告《衰退或已不远——美国一季度GDP数据点评》）

欧元区方面，2023年1季度欧元区GDP环比增长0.1%，较2022年4季度提升0.2个百分点，经济增长边际回暖。但同比增速下降0.5个百分点至1.3%，显示当前欧元区整体经济增长趋势仍在下滑。往后看，由于天气逐渐回暖，欧元区能源问题或将持续缓解，经济增长压力或将不会继续提升。但随着欧央行加息效力显现，能源问题或将在下半年继续发酵，届时欧元区经济或仍将面临较大压力。

**图3：美国 1 季度 GDP 继续放缓**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：欧元区 1 季度经济增长边际回暖**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.3、美联储与欧央行加息终点或近，日央行持续宽松

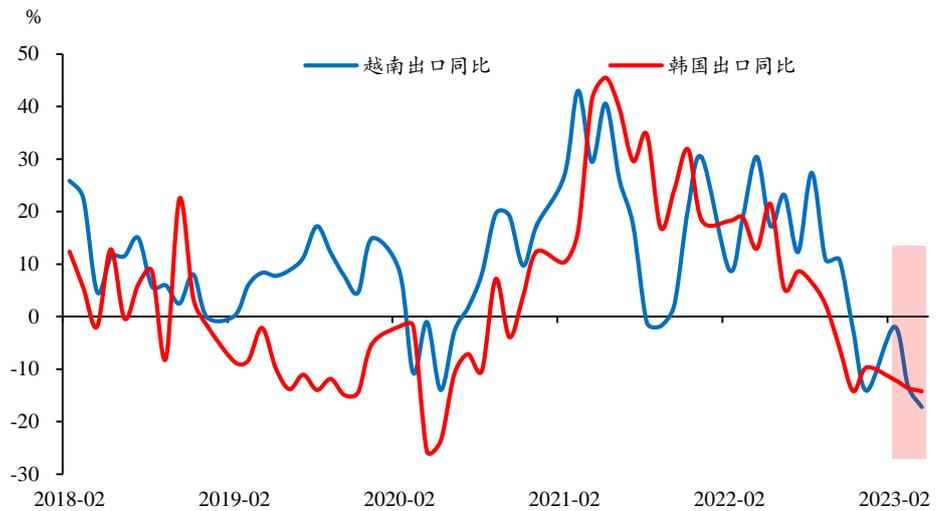
**美联储方面**，由于临近 5 月 2 日的 FOMC 会议，美联储官员近期进入静默期，但从较早前美联储官员的讲话来看，美联储内部似乎已经认为加息终点已经接近，5 月份 FOMC 或将是最后一次加息。如亚特兰大联储主席 Raphael Bostic 在接受采访时表示，再加息 25 基点就可以让美联储结束紧缩周期，显示 5 月份或仍将有一次加息。但考虑到当前美国银行业危机持续发酵，可能会对地区经济造成打击，美联储后续继续加息可能性较低。

**欧央行方面**，4 月 20 日公布的欧央行会议纪要显示，当前其对欧元区的通胀水平仍表示担忧，虽然银行业危机不断发酵，金融市场不确定性增加，但需要遵照之前的计划加息，对于巩固信心和避免在金融市场造成进一步不确定性至关重要。欧洲央行行长拉加德表示，通胀与目标水平相比仍然过高，但欧央行在应对顽固持久、居高不下的通胀上已经取得了很多的进展，欧元区通胀已经从双位数回落至 6.9%，显示欧央行加息终点或已接近。

**日本央行方面**，4 月 28 日日本央行公布议息会议结果，维持 YCC 政策不变（将基准利率维持在历史低点-0.1%，将 10 年期国债收益率目标维持在 0% 附近，并继续购买国债），整体符合市场预期，但表示将会取消利率前瞻指引，并对政策开展全面评估，删除了“短期和长期政策利率将维持在目前或更低的水平”等表述。本次议息会议是植田和男上任日本央行行长后的首次决议，其整体表态仍鸽，短期内其货币政策或将不会发生较大转变，后续来看或将根据经济形势发展对货币政策进行灵活调整。

### 2.4、越南韩国出口继续下滑

与欧美经济数据相对应，越南、韩国 4 月出口同比降幅继续扩大，分别降至-17% 与-14%，达到 2021 年以来新低，表明海外需求进一步下降。

**图5：2023年4月越南、韩国出口同比继续下滑**


资料来源：Wind、开源证券研究所；注：为排除春节错月效应，1-2月采用合计值

### 3、国内政策：乘势而上

五一前后，国内政策主要围绕中央政治局会议为后续经济工作定调、中乌领导人讨论双方战略合作关系、我国全面实现不动产统一登记、国资委刊发国企改革文章等。

#### 3.1、4月政治局会议——“乘势而上”

中共中央政治局4月28日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议强调，要统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

**本次政治局会议内容总体略超市场预期，不必过度悲观。**“Q1经济数据超预期，政策不需再发力”的猜想被证伪，会议对经济恢复态度中性，指出四个“持续”，意为继续稳增长，“乘势而上”。

**“稳增长”与“高质量发展”不矛盾，关注基建、消费、民营经济、现代产业。**

(1) 会议强化对民营经济、市场主体的支持。新增“把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来”、“破除影响公平竞争的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心”等，程度较两会的“支持平台经济发展”更加积极。(2) 重视高质量发展，加快建设现代化产业体系。(3) 稳增长：扩大需求是关键所在，财政、货币基调未变，关注基建、消费。

**其他方面，会议还强调吸引外资、讨论房地产发展新模式、强调地方债管理、中小银行化险等。**房地产方面表述略平淡，开头即提“房住不炒”，判断地产供需端增量政策空间或不大，但也不会转向收紧。强调“房地产业发展新模式”的建设，并指出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设”，规划建设保障性住房”，既可拉动地产基建，又增强“安全”底色，后续相关房地产长效机制安排也可能陆续研究落实。（详情请见报告《乘势而上》）

### 3.2、习近平同乌克兰总统泽连斯基通话，讨论中乌战略伙伴关系

4月26日下午，国家主席习近平与乌克兰总统泽连斯基通电话。习近平表示，中乌双方要着眼未来，坚持从长远角度看待和谋划两国关系，延续双方相互尊重、真诚相待的传统，推动中乌战略伙伴关系向前发展。习近平提出，在乌克兰危机问题上，中方始终站在和平一边，核心立场就是劝和促谈。我们既不会隔岸观火，也不会拱火浇油，更不干趁机牟利的事。中方所作所为光明正大。对话谈判是唯一可行的出路。希望各方从乌克兰危机中深刻反思，通过对话，共同寻求欧洲长治久安之道。中方将坚持劝和促谈，为尽快止战停火、恢复和平作出自己的努力。

泽连斯基表示，乌方恪守一个中国政策，希望同中方开展全面合作，开启乌中关系的新篇章，共同致力于维护世界和平与稳定。泽连斯基欢迎中方为恢复和平、通过外交手段解决危机发挥重要作用。

### 3.3、我国全面实现不动产统一登记

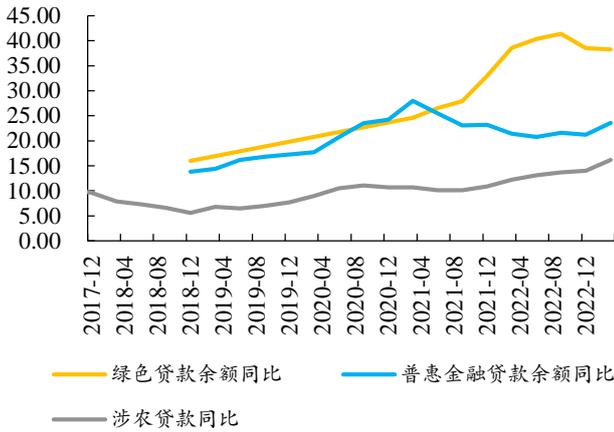
4月25日，自然资源部部长王广华在全国自然资源和不动产确权登记工作会议上宣布，我国全面实现不动产统一登记。据自然资源部负责人介绍，这意味着经过十年努力，从分散到统一，从城市房屋到农村宅基地，从不动产到自然资源，覆盖所有国土空间，涵盖所有不动产物权的不动产统一登记制度全面建立。

值得一提的是，不动产统一登记制度有助于推动全国房产的住房信息联网，为房产税的全面征收提供条件。

### 3.4、央行发布2023年一季度金融机构贷款投向统计报告

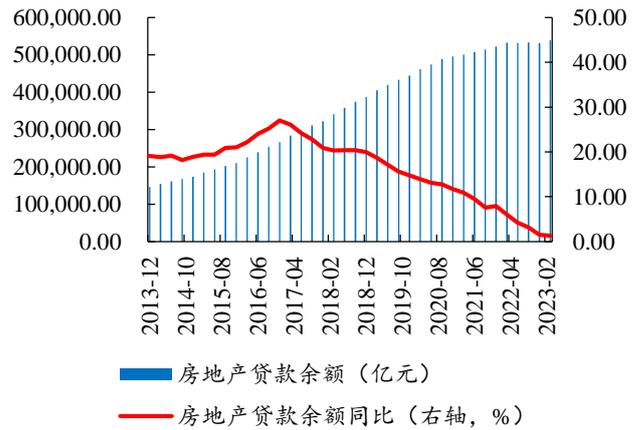
4月28日，人民银行发布《2023年一季度金融机构贷款投向统计报告》。一季度末，金融机构人民币各项贷款余额225.45万亿元，同比增长11.8%；一季度人民币贷款增加10.6万亿元，同比多增2.27万亿元。企事业单位贷款稳步增长，中长期贷款增速提升较多。工业中长期贷款增速持续提升，普惠金融领域贷款季度增量创新高，绿色、涉农贷款持续增长。房地产开发贷款增速提升，个人住房贷款增速回落。

图6：2023年一季度绿色、涉农贷款保持高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023年一季度房地产贷款余额同比增速较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.5、《求是》杂志刊发国资委文章：为强国建设贡献国资央企力量

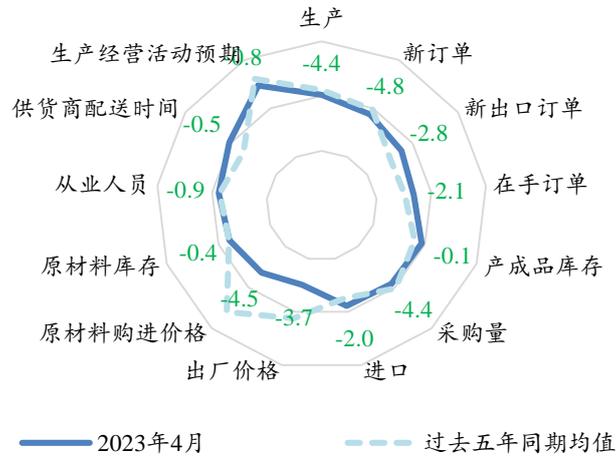
5月1日,《求是》杂志刊发国务院国资委党委署名文章《深学细悟笃行 为强国建设贡献国资央企力量》。文章提出,坚持和发展中国特色社会主义,明确新时代国有企业地位作用。深刻把握中国特色社会主义的最本质特征,明确国有企业的根本政治保证。

文章指出,下一步,要切实抓好高质量发展首要任务,加快建设世界一流企业。牢牢把握坚持和加强党对国有企业的全面领导总原则,始终聚焦提高企业核心竞争力和增强核心功能“两个途径”,提升高质量发展能力水平。切实抓好服务构建新发展格局战略任务,充分发挥中央企业引领示范和带动作用。国资央企要充分发挥科技创新骨干作用,紧盯重点产业链供应链“卡脖子”难题,集中力量开展原创性引领性科技攻关,最大限度形成合力,着力打造原创技术“策源地”。充分发挥产业发展引领作用,加大新一代信息技术、人工智能、新能源、新材料、生物技术、绿色环保等产业投资力度,在集成电路、工业母机等领域加快补短锻长,增强标准、品牌、商业模式、产业生态塑造能力,加快高端化智能化绿色化转型,优化全球产业链布局,更好支撑带动产业链循环畅通。

## 4、国内经济：消费开启第二轮修复

### 4.1、4月PMI数据：消费开启第二轮修复

(1)制造业：一季度快速修复后需求边际弱化,4月PMI分项全面下滑,供给微幅扩张、需求回落、内需收缩幅度大于外需。4月制造业PMI为49.2%、较前值下滑了2.7个百分点,在连续3个月扩张后重回荣枯线下。供给端看,PMI生产为50.2%、较前值下滑了4.4个百分点;需求端看,PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别下滑了4.4、2.8、2.0个百分点至48.8%、47.6%、48.9%,结构上,供给和需求均边际回落,内需收缩幅度大于外需。

**图8：4月制造业 PMI 分项全面回落**


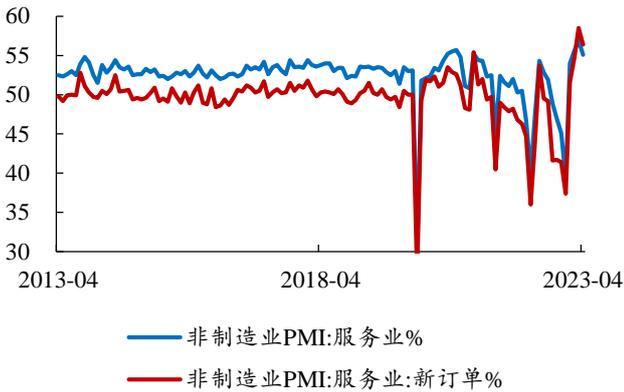
数据来源：Wind、开源证券研究所

**制造业去库，原材料指数延续下行、PPI 同比降幅继续扩大。**4月 PMI 原材料库存、产成品库存分别为 47.9%、49.4%，表明制造业整体仍在去库。大宗商品价格波动下，4月 PMI 原材料购进价格、出厂价格分别为 46.4%、44.9%，较前值分别下滑了 4.5、3.7 个百分点，连续两个月下行。根据高频数据测算 4 月 PPI 环比可能在 -0.4% 左右，同比为 -3.4% 左右。此外，PMI 出厂价格减去 PMI 原材料购进价格为 -1.5%（前值 -2.3%），利润传导梗阻程度小幅好转。

**各类企业景气均回落至“线下”。**4月大型企业、中型企业、小型企业 PMI 分别减少了 4.3、1.1、1.4 个百分点至 49.3%、49.2%、49.0%。中型和小型企业跌幅较窄，或指向近期中央密集释放支持民营经济信号逐步落实落细。

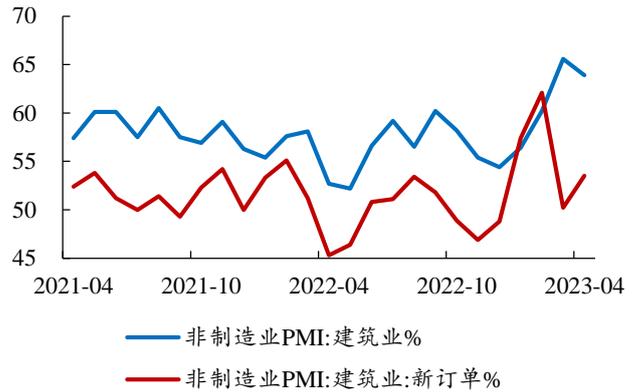
**(2)非制造业：服务景气度达历史高点，或开启第二轮高斜率修复。**1-4 月服务业 PMI 分别为 54.0%、55.6%、56.9%、55.1%，修复斜率和延续时长均达到历史高点。其中，表征需求的 PMI 服务业新订单指数为 56.4%，表征预期的服务业业务活动预期指数为 62.3%。分行业来看，受益于清明、五一假日，居民出行意愿和消费热情升温，铁路运输、航空运输、住宿、文化体育娱乐等接触型服务业的商务活动指数超过 60.0%。市场对消费的质疑或被逐步消解。

图9：服务业景气度达到历史高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

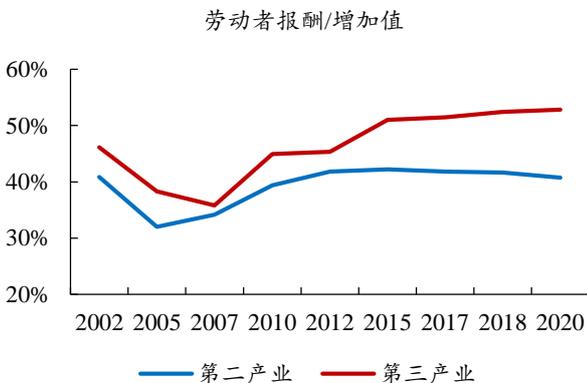
图10：建筑业 PMI 仍在高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

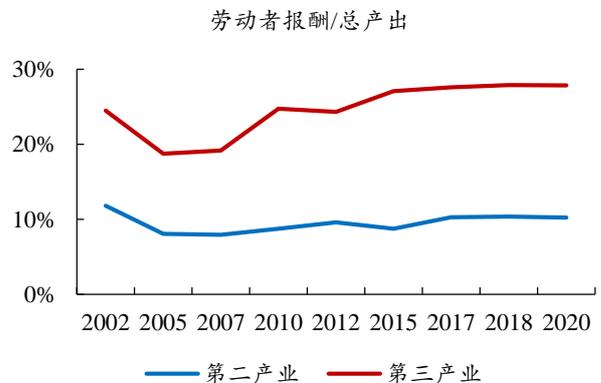
我们在《迈入消费新时代》深度报告中指出“产业本质决定了第三产业（人力资本）的收入分配更多倾向居民，第二产业收入分配更多倾向资本”。2020年我国第三产业的劳动者报酬率为52.8%，远高于第二产业的40.7%；美国经验同样如此，2020年美国第三产业劳动者报酬率为56.6%、高于第二产业的51.1%。这是“全球经济发展从投资驱动转向消费拉动”规律背后的本质，即劳动报酬提高→消费水平提高→第三产业扩张→劳动报酬提高的自洽内循环。往前看，历史上扩内需提过三次，分别为1997亚洲金融危机、2008年次贷危机、2014年欧债危机，主要通过扩投资提振经济，2023年或为特殊一年，即由消费改善带动经济回暖，呈现向“消费本位”过渡阶段的特征。2022年中央经济工作会议和2023年全国政府工作报告将“恢复和扩大消费被置于优先位置”，4月28日政治局会议指出“要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费”。扩消费的优越性有望逐步显现，不仅在于其收入分配格局更优，同时第三产业对就业的吸纳能力更强，叠加中央提高对消费的重视程度，2023年或迈入“消费新时代”。

图11：第三产业单位增加值的劳动者报酬约为52.8%



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图12：第三产业单位产出的劳动者报酬约为28%



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

(3)建筑业：4月基建增速仍有望维持10%增速。4月建筑业PMI为63.9%，新

订单指数为 53.5%。资金端，一季度发行新增专项债高于 2022 年同期水平，1-4 月投向基建领域占比约 70%；此外一季度央行货币政策例会指出“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设”，多地已积极筹备项目，我们提示可关注政策性金融工具加码可能性。开工端，4 月水泥开工率提高了 7.2 个百分点至 47.7%，水泥发运率为 44.3%、较为平稳；4 月石油沥青小幅回落至 35.5%；3 月挖机开工小时数同比增长 4.0%但销量增速承压。综合高频开工来看，4 月基建增速仍超 10%。

## 4.2、2023Q1 中国各省经济数据出炉

2023 年一季度各地区 GDP 数据出炉，其中有 23 个省市自治区 GDP 增速高于全国增速，GDP 排名前十的省份中，除四川、福建增速偏低外，其余八省一季度 GDP 增速均在 4%-5.1%之间；与 2022 年同期比较来看，共有 11 个省市 GDP 增速高于 2022 年一季度同期增速，除广东、江苏、天津外多为中西部与东北地区，表明欠发达地区恢复速度快于发达地区，东部沿海经济大省经济活力仍有较大释放空间。

图13：2023Q1 共有 23 个省市 GDP 增速高于全国

地区	2023年一季度GDP(亿元)	2022年一季度GDP同比(%)	2023年一季度GDP同比(%)
全国	284997	4.8	4.5
广东	30178	3.3	4.0
江苏	29402	4.6	4.7
山东	20411	5.2	4.7
浙江	18925	5.1	4.9
河南	14969	4.7	5.0
四川	13375	5.3	3.8
福建	12062	6.7	1.7
湖北	11900	6.7	5.1
湖南	11660	6.0	4.1
安徽	10936	5.2	4.8
上海	10536	3.1	3.0
河北	10041	5.2	5.1
北京	9948	4.8	3.1
陕西	7652	5.1	5.3
江西	7321	6.9	1.2
重庆	6933	5.2	4.7
云南	6852	5.3	4.8
辽宁	6661	2.7	4.7
广西	6251	4.9	4.9
山西	5824	6.5	5.0
内蒙古	5344	5.8	5.6
贵州	4940	6.6	2.5
新疆	4150	7.0	4.9
天津	3715	0.1	5.5
黑龙江	3104	5.4	5.1
吉林	2834	-7.9	8.2
甘肃	2671	5.3	6.7
海南	1776	6.0	6.8
宁夏	1207	5.2	7.5
青海	889	5.1	5.1
西藏	576	6.4	8.2

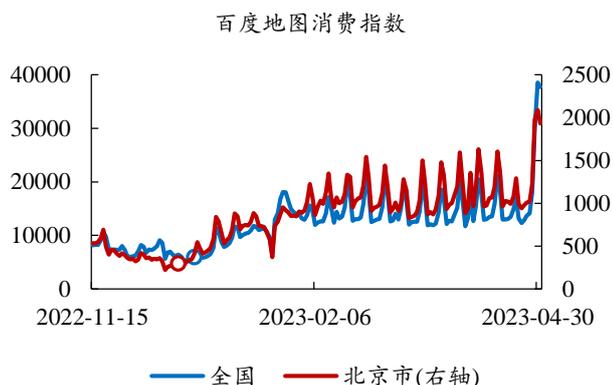
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、五一高频消费跟踪：多个场景超过 2019 年

### 5.1、消费总量回暖

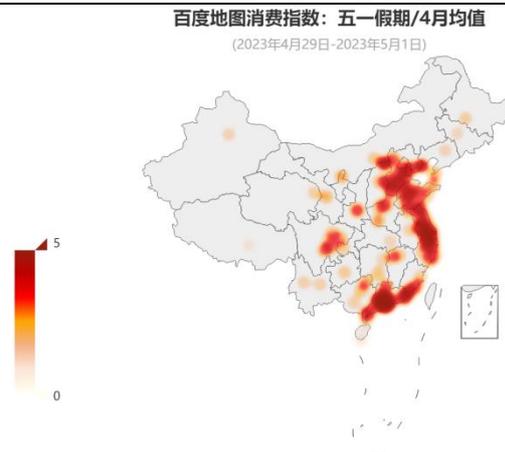
百度地图消费指数<sup>1</sup>：五一期间，全国消费指数（周频）达到 35474、为 4 月均值的 418%。其中，一线、二线、三四线分别达到 4 月均值的 342%、426%、455%。

图14：五一假期消费达到 4 月均值的 418%



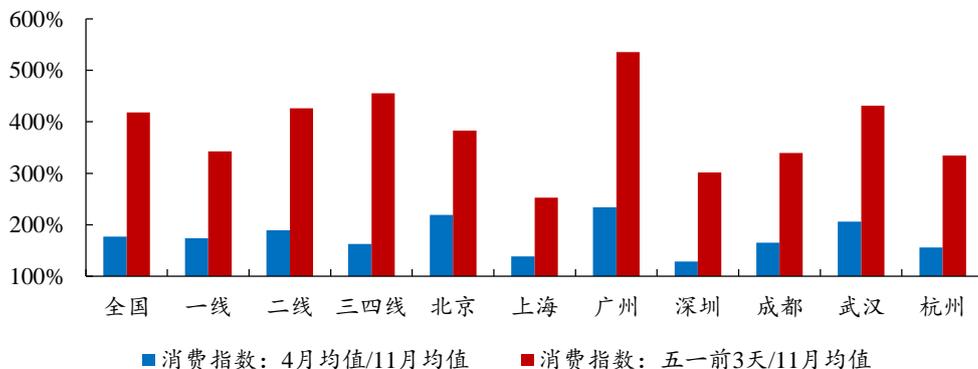
数据来源：百度地图、开源证券研究所

图15：五一假期全国旅游城市消费火热



数据来源：百度地图、开源证券研究所

图16：五一期间，三四线城市消费好于一二线



数据来源：百度地图、开源证券研究所；注：消费指数基于百度地图消费出行需求、位置服务挖掘计算所得

### 5.2、消费场景：多项超过 2019 年

<sup>1</sup> 消费指数是反映出行消费规模的指标，数值越大，说明居民出行消费意愿越强。在地理信息系统中，一个 POI 可以是一栋房子、一个商铺、一个邮筒、一个公交站。地理信息系统对 POI (Point of Interest 兴趣点) 进行分类，常见分类有吃、住、行、玩、景点、购物、生活等。百度地图基于用户对消费类 POI 的出行需求、位置服务计算形成消费指数。

**图17：2023年“五一”消费场景快速修复**

场景	细项	口径	2023	2019五一为100%	2022五一为100%
旅游	收入(亿元)	文化旅游部	1480.56	101%	129%
	人次(亿人)	文化旅游部	2.74	119%	171%
出境游	人次(万人)	国家移民管理局	600	57%	300%
零售	收入(亿元)	商务部			约115%
餐饮	收入(亿元)	商务部			约150%
观影	收入(亿元)	猫眼电影	13.1	86%	497%
	人次(亿人)	猫眼电影	0.32	93%	422%
出行	发送旅客(亿人)	交通部	1.6		262%
	铁路发送旅客(亿人)	国铁集团、交通部	1.2	120%	561%
	高速公路客流量(亿辆)	交通运输部	1.7	108%	225%

数据来源：Wind、文旅部、国家移民管理局、商务部、国铁集团、猫眼电影、开源证券研究所

**(1) 旅游：**文化和旅游部数据中心测算，2023年“五一”假期全国国内旅游出游合计2.74亿人次，同比增长70.83%、恢复至2019年同期的119.09%；实现国内旅游收入1480.56亿元，同比增长128.90%、恢复至2019年同期的100.66%。其中，四川、宁夏等多个省市旅游数据大幅超越2019年。

**图18：多个省市五一旅游数据超越2019年**

省市	细项	五一前3日	2019年五一同期为100%	2022年五一同期为100%
贵州	旅游人次(万人)	2038.26	104.60%	141.90%
	旅游收入(亿元)	120.95	117.20%	163.10%
四川	旅游人次(万人)	1455.42	123.64%	170.79%
	景区收入(亿元)	1.73	115.98%	230.39%
宁夏	旅游人次(万人)	267.98	正增长	259.60%
	旅游收入(亿元)	7.7	正增长	666.22%
湖南	旅游人次(万人)	838.39		349.06%
	景区收入(亿元)	10.88		388.91%
山东	旅游人次(万人)	1196.09		566.04%
	景区收入(亿元)	2.28		918.07%
全国	旅游人次(亿人)	2.74	119.09%	170.83%
	旅游收入(亿元)	1480.56	100.66%	128.90%

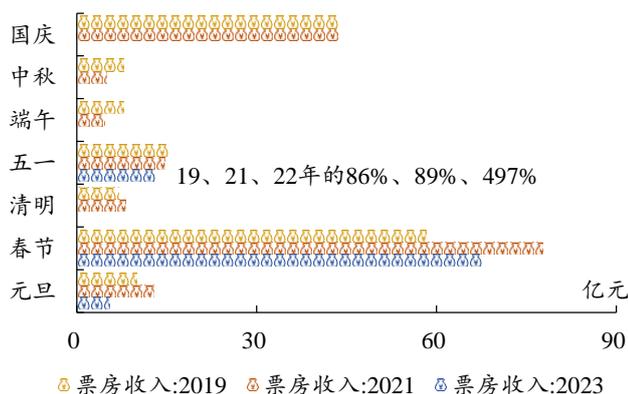
数据来源：各地文化旅游局、开源证券研究所

**(2) 餐饮：**商务部数据显示五一期间餐饮休闲类消费火热，4月29日、5月1日全国重点餐饮企业销售额同比增长36.9%、61.7%，我们预计五一期间餐饮累计同比增速可能在50%以上。

**(3) 零售：**根据商务部数据，4月29日、5月1日全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长21.4%、15.6%，2022年餐饮收入约占社零总额的10%，据此反推，五一期间零售累计同比增速可能在15%左右。

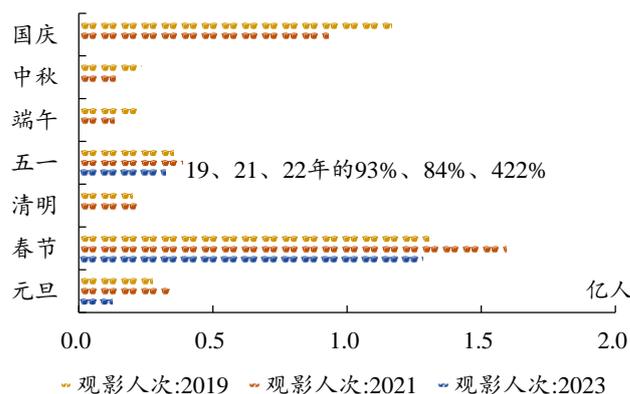
**(4) 电影：恢复至2019年九成水平。**五一假期前4日，全国电影票房收入13.1亿元，分别为2019年、2021、2022年同期（五一假期前4日）的86%、89%、497%，接近春节档的修复水平；观影人次0.32亿，分别为2019年、2021、2022年的93%、84%、422%；平均票价40.4元，低于2019年同期。

图19：票房收入为 2019 年同期的 86%



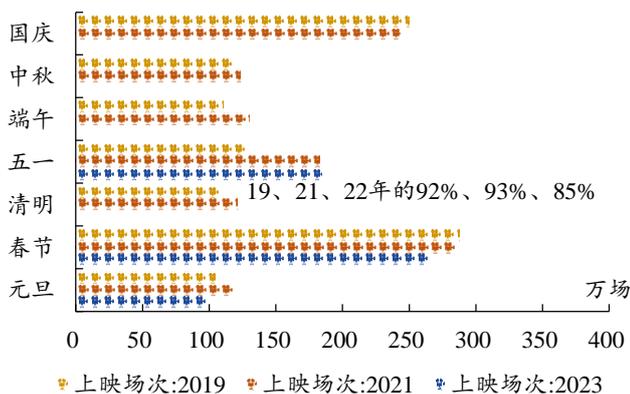
数据来源：Wind、猫眼电影、开源证券研究所

图20：观影人次为 2019 年同期的 93%



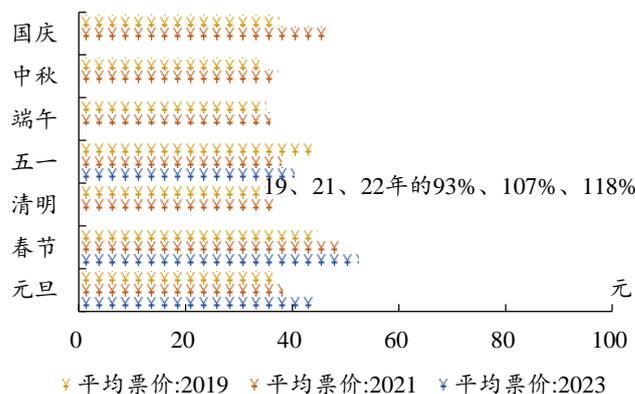
数据来源：Wind、猫眼电影、开源证券研究所

图21：上映场次为 2019 年同期的 92%



数据来源：Wind、猫眼电影、开源证券研究所

图22：票价低于 2019 年同期



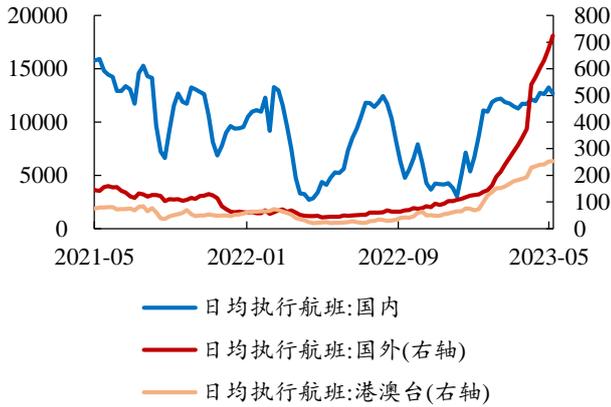
数据来源：Wind、猫眼电影、开源证券研究所

### 5.3、人流：超越 2019 年

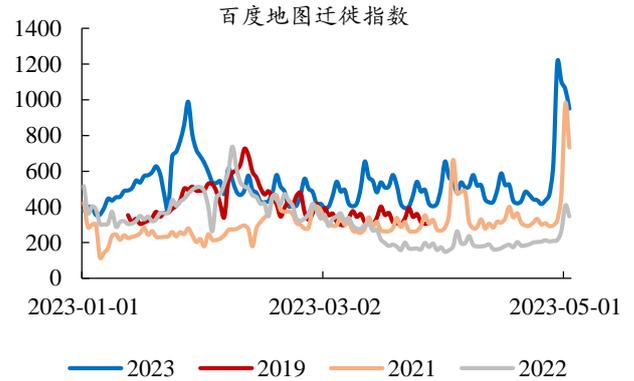
**(1)发送旅客：**交通部数据显示，4月29日至5月1日（劳动节假期前3天），全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量15932.4万人次，比2022年同期增长161.9%。其中，铁路、公路、水路、民航比2022年同期增长460.9%、99.7%、86.2%、546%。全国高速公路小客车流量约为1.69亿辆，分别较2019、2022年同期提高了8%、125%。

**(2)百度迁徙指数：**五一期间，全国百度迁徙指数达到1080、较前一周提高了129%，远高于2020至2022年同期水平（2019年数据缺失）。

**(3)执行航班：**五一期间，国内、国外、港澳台日均执行航班分别为12684、724、253次。出境团队游试点恢复，国际航线明显改善，五一期间多个口岸出入境客流持续创出年内新高。国家移民管理局预测，五一期间，全国口岸出入境人数有望达到日均120万人次，较去年同期增长约2倍，是2019年同期的57%。

**图23：国际航班持续回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图24：百度地图迁徙指数升至高位**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6、资产：全球股市、商品价格大多下跌，债券价格震荡

五一假期期间，全球股市大多下跌。4月28-5月2日期间，受美国银行业危机事件影响，欧美股市均迎来一定程度下跌，其中道琼斯工业指数下跌1.21%，法国CAC40指数下跌1.34%，跌幅较大。但日经225指数上升1.04%，领跑主要国家股市。**商品方面**，WTI与布伦特原油价格均录得较大跌幅，或与近期全球经济增长乏力，经济前景走弱有关。**债券市场方面**，主要国家债券收益率均迎来微幅下跌，其中日本10年期国债收益率有微幅上升。汇率方面，美元指数基本稳定，离岸人民币汇率微幅贬值0.1%。此外，黄金价格小幅上升1.21%，其他金属涨跌不一。

**表1: 全球各类资产假期表现**

资产类别	4月28日	5月2日	涨跌幅	资产类别	4月28日	5月2日	涨跌幅
<b>股票</b>				<b>金属</b>			
标普 500 指数	4169.48	4119.58	-1.20%	COMEX 黄金 (美元/盎司)	1999.10	2023.30	1.21%
纳斯达克综合指数	12226.58	12080.51	-1.19%	COMEX 白银 (美元/盎司)	25.23	25.23	0.00%
道琼斯工业指数	34098.16	33684.53	-1.21%	NYMEX 铂金 (美元/盎司)	1090.10	1078.30	-1.08%
德国 DAX 指数	15922.38	15726.94	-1.23%	NYMEX 钯金 (美元/盎司)	1509.90	1421.00	-5.89%
法国 CAC40 指数	7483.84	7383.20	-1.34%	LME 铜 (美元/公吨)	8585.00	8592.50	0.09%
英国富时 100 指数	7870.57	7773.03	-1.24%	LME 铝 (美元/公吨)	2342.00	2353.00	0.47%
日经 225 指数	28856.44	29157.95	1.04%	LME 锌 (美元/公吨)	2678.00	2619.00	-2.20%
恒生指数	19894.57	19933.81	0.20%	<b>工业品</b>			
<b>债券</b>				<b>农产品</b>			
10Y 美债收益率	3.45%	3.44%	-1.3bp	WTI 原油 (美元/桶)	76.78	71.66	-6.67%
10Y 德债收益率	2.32%	2.25%	-6.8bp	布伦特原油 (美元/桶)	79.54	75.32	-5.31%
10Y 英债收益率	3.72%	3.67%	-4.9bp	NYMEX 天然气(美元/百万英热单位)	2.40	2.22	-7.38%
10Y 日债收益率	0.40%	0.42%	1.8bp	<b>农产品</b>			
<b>外汇</b>				<b>农产品</b>			
离岸美元兑人民币	6.926	6.933	0.10%	CBOT 大豆 (美分/蒲式耳)	1419.25	1410.75	-0.60%
美元指数	101.665	101.954	0.28%	CBOT 玉米 (美分/蒲式耳)	585.00	580.00	-0.85%
欧元兑美元	1.098	1.097	-0.15%	CBOT 小麦 (美分/蒲式耳)	633.75	609.25	-3.87%
英镑兑美元	1.249	1.249	-0.01%	NYBOT 棉花 (美分/磅)	80.80	80.37	-0.53%
美元兑日元	136.330	136.556	0.17%	NYBOT 糖 (美分/磅)	26.35	25.14	-4.59%

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 7、风险提示

1. 国内疫情反复超预期: 防疫优化后经济存在短期扰动, 或是疫情第二次冲击超预期, 那么经济可能存在超预期下行压力。
2. 俄乌冲突反复超预期: 如果俄乌冲突再度超预期升温, 那么可能造成通胀再度攀升。
3. 美国经济超预期衰退: 如果美国经济超预期衰退, 可能对全球金融市场带来不稳定因素。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn