

# 3分钟看清五一全球要闻

## 宏观专题研究报告

证券研究报告

### 宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）  
yang\_fei@gjzq.com.cn

分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）  
chendafei@gjzq.com.cn

分析师：赵宇（执业 S1130523020002）  
zhaoyu2@gjzq.com.cn

联系人：李欣越  
lixinyue@gjzq.com.cn

联系人：李雪莱  
lixuelai@gjzq.com.cn

## 五一特辑

五一假期前后，美欧 GDP 增速的放缓、美国债务上限危机的演绎，引发市场对经济衰退担忧的再度升温；“衰退交易”或重归主线，期间美债利率回落，大宗商品普跌，而一季报亮眼的业绩则使美股免于下跌。

### 大类资产：五一假期期间，海外股市涨跌分化、发达国家债市利率多数下行

全球股市：主要股指走势分化。假期前后（4月24日-5月2日），纳指、标普500、道指分别上涨1.28%、0.87%和0.86%。亚欧股指方面，日经225大涨1.96%，恒生指数、法国CAC40和英国富时100分别下跌0.90%、1.23%、0.55%。

全球债市：主要国债利率集体下行。10Y美债收益率一路下行13bp至3.44%。其他债市方面，10Y葡萄牙、法国、德国、日本、西班牙、英国和意大利国债收益率分别下行17.7bp、10.3bp、8.0bp、6.7bp、6.5bp、5.9bp和0.90bp。

外汇市场：美元指数先下后上。美元指数一度在4月26日下行至101.02，随后重新上行，全周累计下跌0.05%至101.48；欧元、英镑兑美元分别上涨0.25%、0.98%至1.10和1.25；日元兑美元大幅贬值1.61%，收至134.02。

大宗商品：油价、金价均先跌后涨。假期期间，美油、布油分别下跌1.40%、2.60%至74.76和78.37美元/桶。黄金方面，COMEX黄金一度在4月25日跌至1986.6美元/盎司，随后微涨，全周上涨0.36%至1990美元/盎司。

### 海外事件&数据：美国经济走弱，债务上限危机渐近，欧洲GDP不及预期，日央行维持宽松不变

美国GDP增速放缓，表现不及预期。美国一季度实际GDP环比折年增1.1%，预期2%，前值2.6%，连续两个季度增速放缓。私人库存回落是拖累美国经济增长的主因，对GDP贡献率-2.3%，前值1.5%，回落幅度达疫情以来最大。

美国民主党、共和党围绕债务上限陷入博弈，谈判进度缓慢。4月26日，美国众议院批准麦卡锡提出的提高债务上限法案——《限制、节约、增长法》。考虑到美国4月税收缴款不及预期，美国债务风险可能将提前。

欧元区GDP表现不及预期，核心国弱于边缘国，欧洲仍未摆脱衰退阴影。欧元区一季度GDP同比1.3%，预期升1.4%；一季度环比升0.1%，预期升0.2%。德国表现较差，一季度GDP季调同比-0.1%，降至2021年一季度以来新低。

日央行货币政策会议保持政策不变，与市场预期基本相符。4月28日植田和男任新行长后公布首次利率决议。基准利率维持在-0.1%不变，10Y国债收益率目标维持在0%附近。日央行利率决议公布后，美元兑日元短线下挫后迅速上升。

### 国内事件&数据：五一假期国内旅客出行超2019年同期水平、境外出行加快修复

五一假期出行显著改善，国内旅客发送已超2019年同期水平，境外旅客出行加快修复。假期前三日，全国铁路旅客发送较2019年提升22%，国内客运执行航班架次较2019年提升17%；热门景点接待旅客人数显著提升，黄山风景区日均接待游客达2019年的118%；全国国际客运航班架次占2019年同期的比重由春节的7.9%提升至35%。

假期线下消费显著改善，但恢复力度不及客流。假期前三日，全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长21%、其中餐饮企业增长37%；相比之下，线下消费修复力度略弱于客流，比如：四川省A级景区日均门票收入恢复至2019年同期的99%、好于春节的74%，但低于接待旅客的106%；电影票房恢复至2019年同期的75%、不及出票人次的81%。

4月，制造业PMI超季节性回落，产需均回落，但生产仍处于扩张区间，地产链和外需的拖累较大；稳增长落地和线下活动持续修复下，建筑业和服务业PMI维持高景气。4月政治局会议对经济形势研判总体更为积极，宏观政策基本延续前期定调、没有“强刺激”，产业政策加强、突出新能源、人工智能等，民营、平台等领域积极信号增多。

### 风险提示

俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复

## 内容目录

一、大类资产回溯：五一假期期间，海外股市分化、发达国家债市利率多下行.....	5
二、海外经济数据和重要事件：.....	6
2.1 美国 GDP 增速放缓，表现不及预期.....	6
2.2 美国 PCE 通胀放缓，增速略超预期.....	9
2.3 美国楼市降温，量价齐跌.....	10
2.4 美国两党陷入博弈，债务上限危机渐行渐近.....	11
2.5 欧元区 GDP 表现不及预期，仍未摆脱衰退阴影.....	13
2.6 日本央行维持宽松货币政策不变.....	14
2.7 美国制造业 PMI 环比上升但仍处于收缩区间.....	14
三、国内数据&事件：假期出行超 2019 年，地产销售、工业生产季节性回落.....	15
3.1 假期国内出行已超 2019 年同期水平，境外出行加快修复.....	15
3.2 假期期间商品房成交季节性回落，总体销售表现好于去年同期.....	18
3.3 假期前周工业生产、投资活动偏弱，建筑相关生产活动低于过往同期.....	19
3.4 3 月工业企业利润数据：利润筑底.....	20
3.5 4 月 PMI 数据：复苏路上的小波折.....	22
3.6 国务院印发稳就业文件：稳就业政策力度升级.....	24
3.7 4 月中央政治局会议精神学习：政策没有“强刺激”、更加注重产业推动等.....	25
风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1：五一假期前后，全球主要股指涨跌互现.....	5
图表 2：五一假期前后，纳斯达克、恒生指数基本持平.....	5
图表 3：五一假期前后，主要国家 10Y 国债利率多数下行.....	5
图表 4：五一假期前后，10Y 美债、德债均下行.....	5
图表 5：五一假期前后，美元下跌，欧元、英镑升值.....	6
图表 6：五一假期前后，美元指数先下后上.....	6
图表 7：五一假期前后，原油价格先跌后涨.....	6
图表 8：五一假期前后，COMEX 黄金价格先跌后涨.....	6
图表 9：美国一季度 GDP 环比折年增速及结构，消费韧性较高，投资大幅回落.....	7
图表 10：库存对一季度投资的拖累较大.....	7
图表 11：私人投资一季度增速大幅回落.....	7

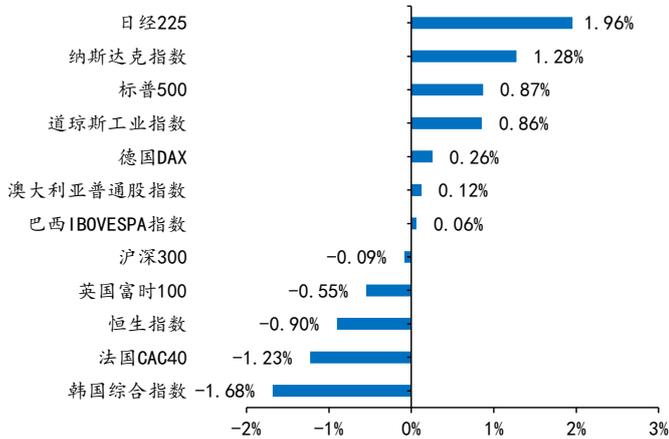
图表 12: 美国制造、批发、零售库存增速回落	8
图表 13: 美国制造业销售库存比回落, 反映需求较差	8
图表 14: 美国一季度消费高增速集中在一月	8
图表 15: 美国 1 月个税降幅较大	8
图表 16: 美国出口增速好于进口增速	9
图表 17: 美国消费品、中间品进口增速回落较大	9
图表 18: 美国 PCE 通胀同比、环比增速及结构	9
图表 19: 美国 PCE 商品通胀及结构	10
图表 20: 美国 PCE 服务通胀及结构	10
图表 21: 美国前 10、20 大城市房价增速回落	10
图表 22: 3 月美国成屋销售指数回落	10
图表 23: 4 月美国 30 年抵押贷款利率反弹至 6.4%	11
图表 24: 抵押贷款购买指数回落, 成屋销售仍承压	11
图表 25: 美国国债总额 1 月已突破债务上限	11
图表 26: 美国政府目前通过减少支出进行融资	11
图表 27: 美国联邦政府收入增速。年初个人所得税增速回落幅度较大	12
图表 28: 2011 年和 2013 年两次政府债务上限危机的影响较大	12
图表 29: 2011 年造成避险资产上涨股市回调	13
图表 30: 债务上限到期前收益率先上后下	13
图表 31: 欧洲各国一季度 GDP 同比、环比增速	14
图表 32: 日本通胀水平仍处于历史高位	14
图表 33: 日本 10 年期国债收益率维持低位	14
图表 34: 美国 4 月 PMI 及分项, 4 月 PMI 回升 0.8 个点	15
图表 35: 美国 4 月 PMI 物价分项回升幅度最大	15
图表 36: 美国 4 月 PMI 季节性表现高于往年	15
图表 37: 假期前三日, 铁路预计旅客发送超 2019 年同期	16
图表 38: 全国总体航班执行架次超 2019 年同期	16
图表 39: 全国国内航班执行架次远超 2019 年同期水平	16
图表 40: 海口美兰机场执行航班总量显著超 2019 年同期	16
图表 41: 多数热门旅游城市执行航班超 2019 年同期	17
图表 42: 多数旅游城市拥堵延时指数高于春节期间	17
图表 43: 四川景区旅游情况明显好于元旦、春节	17
图表 44: 黄山景区游客接待明显好于元旦、春节	17
图表 45: 五一假期国际航班执行架次显著超去年同期	18
图表 46: 中国香港入境人次恢复至 2019 年的 66%	18

图表 47: 五一重点零售和餐饮企业销售显著提升	18
图表 48: 五一假期院线票房表现不及 2019 年同期	18
图表 49: 30 大中城市商品房成交季节性回落	19
图表 50: 一线城市商品房成交回落幅度小于其他城市	19
图表 51: 全国代表城市二手房成交面积略有回落	19
图表 52: 假期前一周, 一线城市二手房成交面积提升	19
图表 53: 五一前一周, 全国螺纹钢开工率持续回落	20
图表 54: 五一前一周, 水泥粉磨开工率有所走弱	20
图表 55: 五一前一周, 沥青开工率快速下行	20
图表 56: 五一前一周, 全国玻璃表观消费量仍高于过往	20
图表 57: 3 月, 工企利润降幅收窄、量的贡献较大	21
图表 58: 营业利润率季节性改善, 但仍处于近年低位	21
图表 59: 3 月, 汽车和计算机通信利润大幅改善	21
图表 60: 3 月, 中游制造和公用事业利润占比提升	21
图表 61: 3 月, 工企去库存进程延续	22
图表 62: 3 月, 产成品周转速度加快	22
图表 63: 中游制造业库存去化更快	22
图表 64: 上游行业去库偏慢	22
图表 65: 4 月, 制造业 PMI 超季节性回落	23
图表 66: 4 月, 制造业产需回落幅度均较大	23
图表 67: 螺纹钢产需指向地产施工疲软	23
图表 68: 海外制造业景气快速下降	23
图表 69: 4 月, 非制造业 PMI 明显强于制造业	24
图表 70: 4 月, 建筑业和服务业均保持较高景气度	24
图表 71: 建筑业产需景气上行	24
图表 72: 服务业产需延续高景气	24
图表 73: 年初以来, 稳就业政策频出	25
图表 74: 2023 年优化调整稳就业政策措施细则	25
图表 75: 近期政治局会议表述对比	26

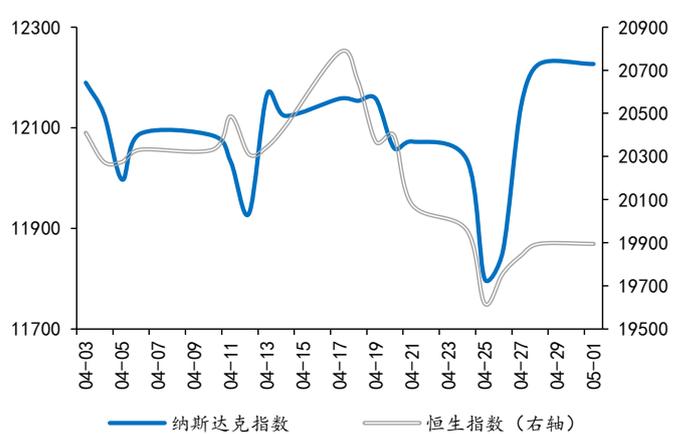
## 一、大类资产回溯：五一假期期间，海外股市分化、发达国家债市利率多下行

五一假期前后（4月24日-5月2日），全球主要股指震荡上行。美股方面，受益于一季度财报超预期的影响，市场风险偏好有所抬升，三大股指震荡上行，纳斯达克指数、标普500、道琼斯工业指数分别上涨1.28%、0.87%和0.86%。亚洲方面，受日央行宽松政策延续的提振，日经225大涨1.96%，而韩国综合指数、恒生指数分别回调1.68%、0.90%。欧洲方面，德国DAX微涨0.26%，法国CAC40和英国富时100分别下跌1.23%、0.55%。

图表1：五一假期前后，全球主要股指涨跌互现



图表2：五一假期前后，纳斯达克、恒生指数基本持平

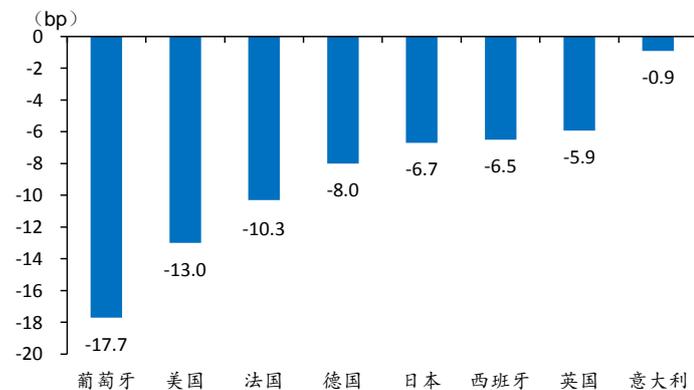


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

五一假期前后（4月24日-5月2日），主要发达国家的长期国债收益率多数下行。超预期的核心PCE数据未改美债下行趋势，10Y美债收益率一路下行13bp至3.44%。其他债市方面，10Y葡萄牙、法国、德国、日本、西班牙、英国和意大利国债收益率分别下行17.7bp、10.3bp、8.0bp、6.7bp、6.5bp、5.9bp和0.90bp。

图表3：五一假期前后，主要国家10Y国债利率多数下行



图表4：五一假期前后，10Y美债、德债均下行

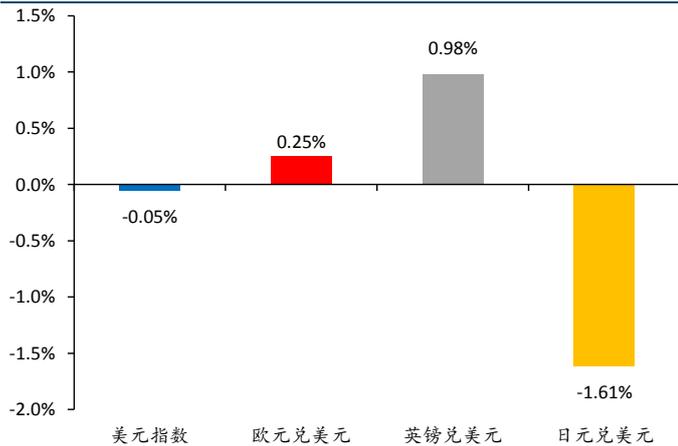


来源：Wind，国金证券研究所

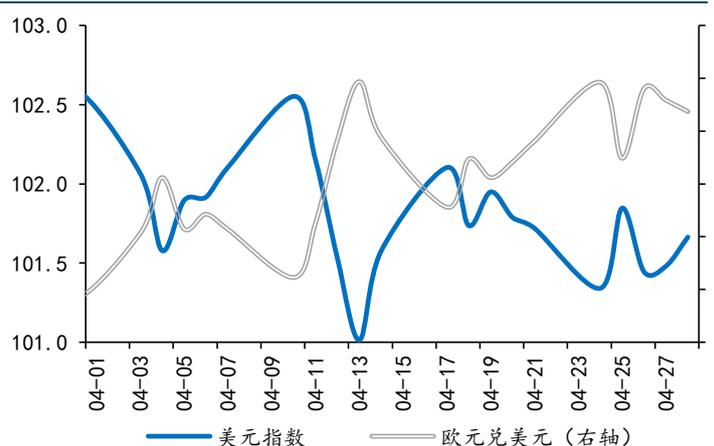
来源：Wind，国金证券研究所

五一假期前后（4月24日-5月2日），美元先下后上，欧元、英镑兑美元小幅升值，日元大幅贬值。美元指数一度在4月26日下行至101.02，随后重新上行，全周累计下跌0.05%至101.48；欧元、英镑兑美元分别上涨0.25%、0.98%至1.10和1.25；YCC调整落空后，日央行紧缩预期的再修正下，日元兑美元大幅贬值1.61%，日元汇率收至134.02。

图表5: 五一假期前后, 美元下跌, 欧元、英镑升值



图表6: 五一假期前后, 美元指数先下后上

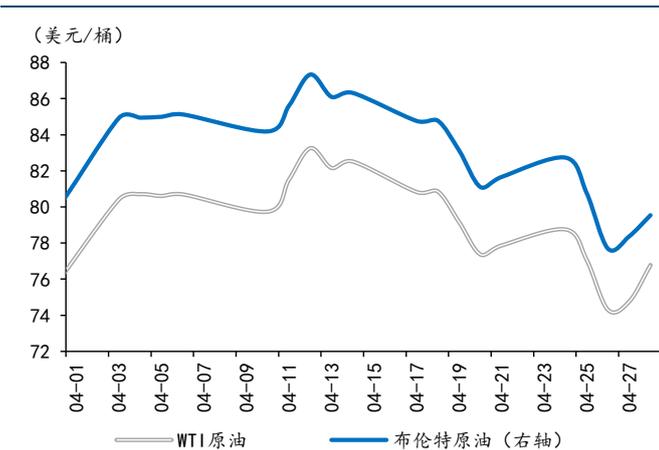


来源: Wind, 国金证券研究所

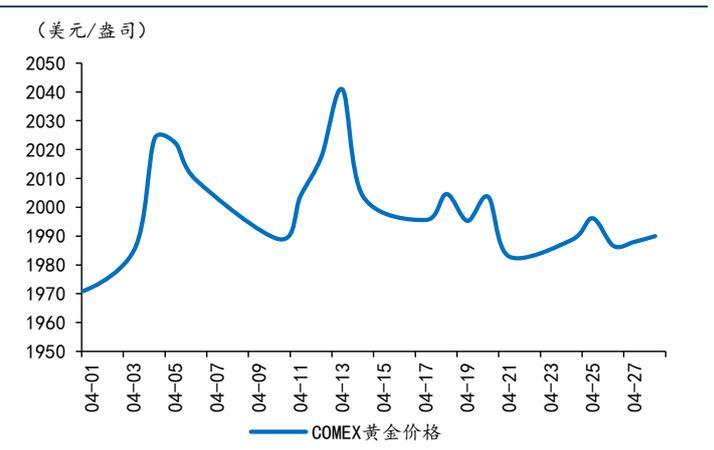
来源: Wind, 国金证券研究所

五一假期前后(4月24日-5月2日), 油价、金价均先跌后涨。原油方面, 受美国经济衰退担忧的影响, WTI、Brent 原油在前三个交易日分别下跌 4.59%和 4.86%, 随后小幅反弹, 全周分别下跌 1.40%、2.60%至 74.76 和 78.37 美元/桶。黄金方面, COMEX 黄金一度在 4月25日跌至 1986.6 美元/盎司, 随后微涨, 全周上涨 0.36%至 1990 美元/盎司。

图表7: 五一假期前后, 原油价格先跌后涨



图表8: 五一假期前后, COMEX 黄金价格先跌后涨



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、海外经济数据和重要事件:

### 2.1 美国 GDP 增速放缓, 表现不及预期

要闻: 4月27日, 美国公布 2023 年一季度 GDP 数据, 一季度实际 GDP 初值年化环比增 1.1%, 预期增 2.0%, 前值增 2.6%。

简评:

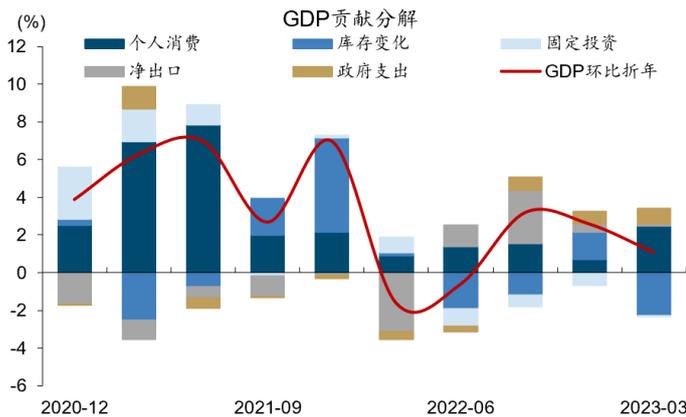
美国 2023 年一季度实际 GDP 环比折年增 1.1%, 预期 2%, 前值 2.6%, 明显不及市场预期, 连续两个季度增速放缓。个人消费支出韧性较高, 增速 3.7%, 拉动经济 2.5 个点, 私人投资拖累较大, 环比增-12.5%, 拖累 2.3 个点。净出口拉动 0.1 个点, 政府支出增 4.7%, 拉动 0.8 个点。PCE 与核心 PCE 双双反弹至 4.2%和 4.9%, 前值 3.7%和 4.4%。

图表9: 美国一季度 GDP 环比折年增速及结构, 消费韧性较高, 投资大幅回落

环比折年增速	环比变化	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09
实际GDP	↓ -1.5	1.1	2.6	3.2	-0.6	-1.6	7	2.7	7	6.3	3.9	35.3
个人消费支出	↑ 2.7	3.7	1	2.3	2	1.3	3.1	3	12.1	10.8	3.9	43
商品消费	↑ 6.6	6.5	-0.1	-0.4	-2.6	-0.1	2.3	-7.9	11.6	25.3	0.3	55.2
耐用品消费	↑ 18.2	16.9	-1.3	-0.8	-2.8	7.6	5.1	-22	10.6	44.7	0.6	103.6
非耐用品消费	↑ 0.3	0.9	0.6	-0.1	-2.5	-4.4	0.7	1.7	12.2	14.9	0.1	33.7
服务消费	↑ 0.7	2.3	1.6	3.7	4.6	2.1	3.5	9.2	12.3	4	5.7	37.1
私人投资	↓ -17.0	-12.5	4.5	-9.6	-14.1	5.4	32	10.4	0.9	-5.4	18	91.8
非住宅投资	↓ -3.3	0.7	4	6.2	0.1	7.9	1.1	0.6	9.9	8.9	11.5	20.2
建筑投资	↓ -4.6	11.2	15.8	-3.6	-12.7	-4.3	-12.7	-6.7	-2.5	1.9	0.9	-10.4
设备投资	↓ -3.8	-7.3	-3.5	10.6	-2	11.4	1.6	-2.2	14	6.1	21.1	57.1
知识产权投资	↓ -2.4	3.8	6.2	6.8	8.9	10.8	8.1	7.4	12.6	15.6	8.3	9.5
住宅投资	↑ 20.9	-4.2	-25.1	-27.1	-17.8	-3.1	-1.1	-5.8	-4.9	11.6	33.4	61.6
私人库存投资												
出口	↑ 8.5	4.8	-3.7	14.6	13.8	-4.6	23.5	-1.1	4.9	0.4	24.2	59.5
进口	↑ 8.4	2.9	-5.5	-7.3	2.2	18.4	18.6	6.6	7.9	7.6	32.9	88.2
政府消费和投资	↑ 0.9	4.7	3.8	3.7	-1.6	-2.3	-1	-0.2	-3	6.5	-0.1	-5.9

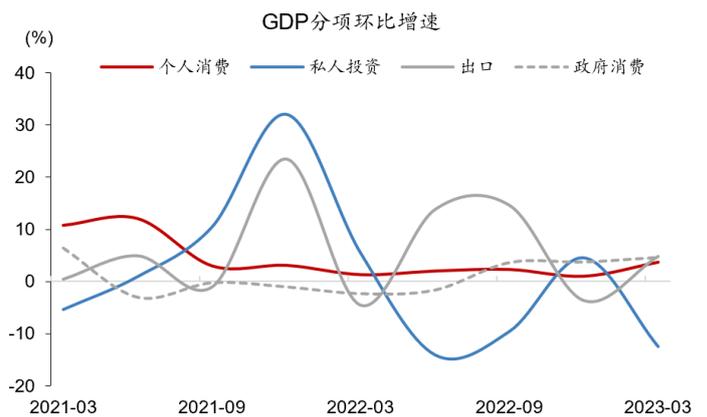
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 库存对一季度投资的拖累较大



来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 私人投资一季度增速大幅回落



来源: Wind, 国金证券研究所

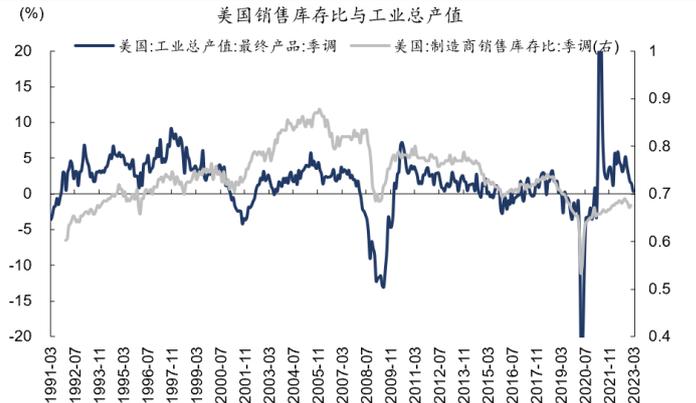
一季度, 私人库存回落是拖累美国经济增长的主因, 对 GDP 贡献率-2.3%, 前值 1.5%, 回落幅度达疫情以来最大。库存结构上, 今年前三个月美国制造、零售、批发商库存增速均大幅下降, 但零售和批发商库存分位仍处于 80% 以上, 终端环节的去库存压力尚未明显缓解。销售库存比继续回落, 显示供需两端均较差, 需求端回落速度更快。

图表12: 美国制造、批发、零售库存增速回落



来源: Wind, 国金证券研究所

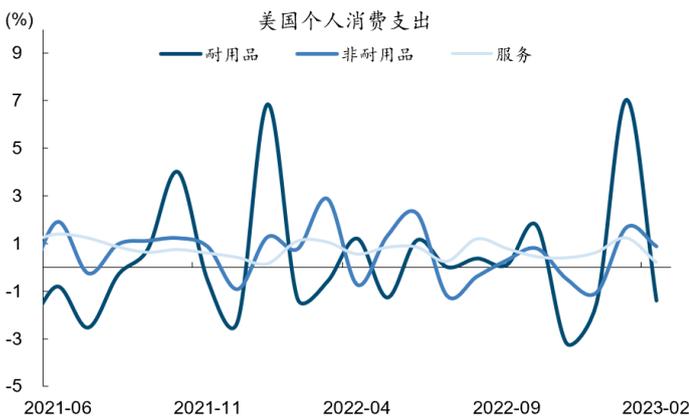
图表13: 美国制造业销售库存比回落, 反映需求较差



来源: Wind, 国金证券研究所

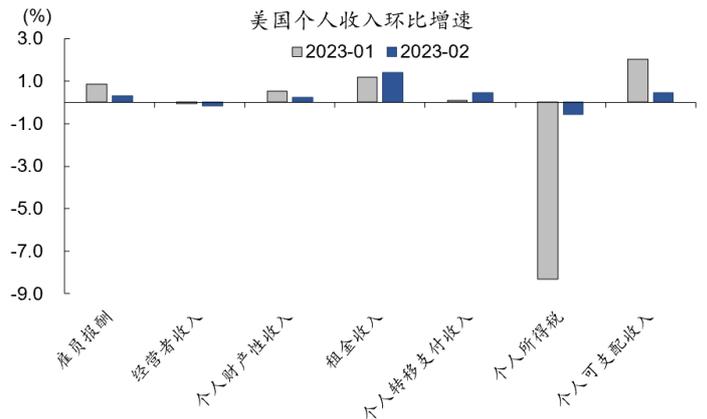
消费增速韧性较高, 但高增速主要源自1月个人所得税一次性抵扣减免。一季度个人消费拉动GDP增长2.5个点, 是贡献最高的分项。但消费高增长仅集中于1月份, 税收抵扣使1月个税下滑8%, 个人可支配收入环比增2%, 带动耐用品消费支出上涨达7%。至季度末, 耐用品、非耐用品、服务消费增速均已明显回落, 2月收入增速同样明显回落至0.5%。

图表14: 美国一季度消费高增速集中在一月



来源: Wind, 国金证券研究所

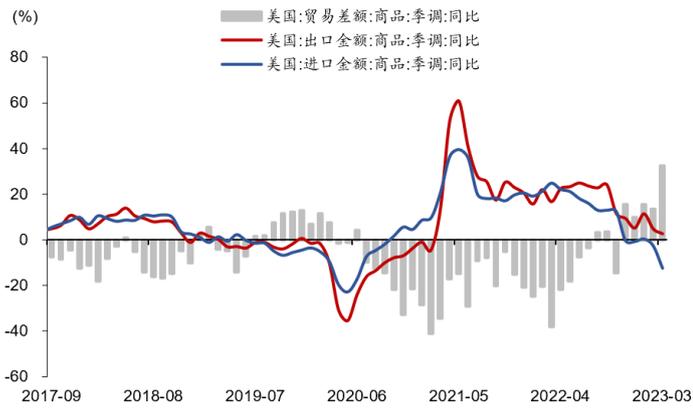
图表15: 美国1月个税降幅较大



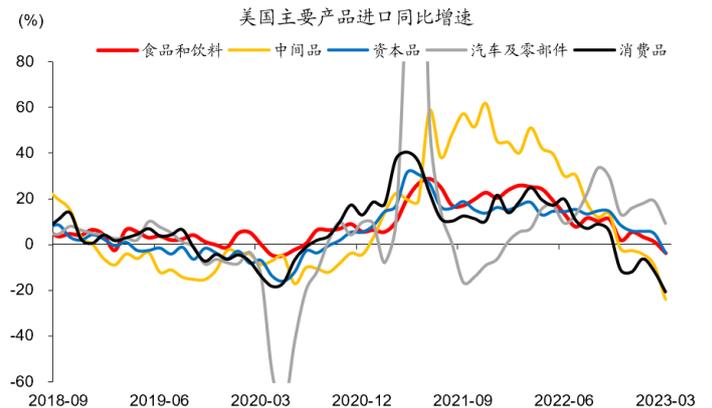
来源: Wind, 国金证券研究所

美国进出口增速均改善, 出口增速高于进口增速。出口一季度环比增4.8%, 前值-3.7%, 进口环比增2.9%, 前值-5.5%, 单季度读数均改善, 但仍大幅弱于去年上半年。净出口对GDP贡献率降至0.1%, 前值0.4%, 连续两个季度回落。一季度主要进口产品增速均明显下滑, 消费品、中间品降幅更大, 分别回落至-20.6%和-24%。汽车进口情况略好, 3月进口增速为9%, 食品饮料进口增速降至0以下。

图表16: 美国出口增速好于进口增速



图表17: 美国消费品、中间品进口增速回落较大



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.2 美国 PCE 通胀放缓, 增速略超预期

要闻: 4月28日, 美国公布3月PCE通胀数据, 同比4.2%, 预期4.10%, 前值5.00%。3月核心PCE通胀同比4.6%, 预期4.5%, 前值4.60%。

简评:

美国3月PCE、核心PCE物价指数同比、环比回落, 略超预期。美国3月PCE物价指数同比上涨4.2%, 为2021年6月以来新低, 预期4.1%, 前值5.1%; 环比增0.1%, 预期0.1%, 前值0.3%。剔除食品和能源后, 3月核心PCE物价指数同比上涨4.6%, 维持在5%下方, 为2021年11月以来新低, 预期4.5%, 前值4.7%; 环比上涨0.3%, 预期0.3%, 前值0.3%。

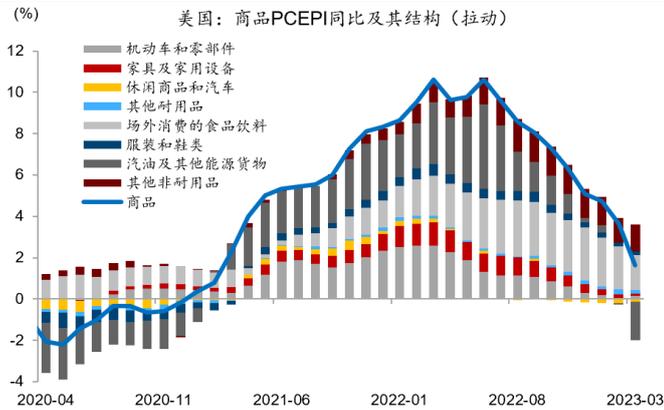
图表18: 美国 PCE 通胀同比、环比增速及结构

PCE分級	项目	权重(%)	季调_同比(%)						季调_环比(%)					
			23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10
整体	PCE价格指数(PCEPI)	100.0	4.2	5.1	5.4	5.3	5.7	6.1	0.1	0.3	0.6	0.2	0.2	0.4
核心	核心PCE价格指数(不包括食品和能源)	88.5	4.6	4.7	4.7	4.6	4.8	5.1	0.3	0.3	0.6	0.4	0.2	0.3
I_核心	核心商品(不包括食品和能源)	23.7	2.5	2.3	2.8	3.4	4.1	4.8	0.2	0.1	0.5	0.0	-0.3	-0.1
I_核心	核心服务(不包括能源)	64.8	5.4	5.6	5.4	5.1	5.1	5.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5
I	商品	33.5	1.6	3.6	4.7	5.1	6.3	7.3	-0.2	0.1	0.6	-0.5	-0.2	0.4
II	耐用消费品(DG)	12.4	0.8	0.7	1.1	2.0	3.2	4.2	-0.1	-0.2	0.3	-0.2	-0.6	-0.4
III	DG: 机动车和零部件	4.2	1.4	0.1	1.3	2.5	5.0	7.0	0.0	-0.9	-0.4	-0.5	-0.3	-0.3
III	DG: 家具及家用设备	2.9	1.1	2.6	3.4	5.0	6.0	7.3	-0.1	0.2	0.6	0.1	-0.6	-0.7
III	DG: 休闲商品和汽车	3.6	-1.2	-1.7	-1.7	-1.5	-1.2	-0.4	-0.3	0.3	0.6	-0.8	-1.3	-0.2
III	DG: 其他耐用消费品	1.6	3.6	4.5	2.4	3.3	3.6	2.4	0.1	0.2	0.5	1.1	0.6	-0.5
II	非耐用消费品(NG)	21.1	2.1	5.4	7.0	6.9	8.2	9.2	-0.3	0.3	0.8	-0.7	-0.1	0.8
III	NG: 为场外消费购买的食品和饮料	7.3	8.0	9.7	11.1	11.6	11.5	11.7	-0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5
III	NG: 服装和鞋类	2.7	2.1	2.2	2.6	3.0	3.8	4.8	0.3	0.7	0.7	0.2	0.0	-0.1
III	NG: 汽油及其他能源货物	2.4	-20.0	-1.0	5.2	3.1	12.5	19.5	-4.6	0.4	1.9	-7.3	-1.9	4.3
III	NG: 其他非耐用消费品	8.6	5.2	4.7	5.5	5.5	5.5	5.6	0.7	0.3	0.8	0.2	0.1	0.3
I	服务业	66.5	5.5	5.8	5.7	5.4	5.3	5.5	0.2	0.4	0.6	0.6	0.4	0.4
II	家庭消费支出(HC)	63.7	5.4	5.7	5.5	5.3	5.2	5.3	0.3	0.4	0.6	0.5	0.3	0.5
III	HC: 住房和公用事业	17.6	8.3	8.7	8.6	8.5	8.0	7.8	0.2	0.5	0.8	0.9	0.5	0.5
IV	房屋	15.1	8.3	8.2	8.0	7.7	7.3	7.1	0.5	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
IV	家庭公用事业	2.5	8.5	11.7	12.7	13.5	12.2	12.7	-1.6	-1.0	1.7	1.4	-0.3	-0.4
III	HC: 医疗保健	15.9	2.5	2.1	1.9	2.5	2.6	2.8	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3
III	HC: 交通	3.2	10.7	15.5	16.5	13.5	12.1	16.6	0.3	0.3	0.9	2.6	-1.8	1.0
III	HC: 娱乐	3.6	5.5	5.9	5.7	5.7	5.4	4.1	-0.1	0.9	0.7	0.5	1.2	0.6
III	HC: 餐饮业和住宿	7.5	7.6	7.4	7.3	6.6	7.0	7.5	0.8	0.7	0.7	0.5	0.3	1.3
III	HC: 金融和保险	7.5	1.7	2.3	1.1	0.6	0.2	0.3	-0.6	0.4	0.9	0.4	0.8	-0.2
III	HC: 其他	8.3	4.4	4.3	4.7	4.1	4.6	4.2	0.4	0.3	0.6	0.0	0.4	0.3
IV	通信公司	1.6	-0.3	-0.8	-0.8	-1.0	-1.2	-2.5	-0.3	-0.1	0.4	0.3	1.2	-0.6
IV	教育服务	1.8	2.8	2.6	2.7	2.5	2.2	2.2	0.2	0.1	0.3	0.3	0.1	0.2
IV	专业及其他服务	1.3	5.2	5.6	5.9	5.6	6.4	5.9	0.5	1.3	0.7	-0.3	0.1	0.2
IV	个人护理和服装服务	1.0	7.7	9.3	9.7	9.7	10.6	10.1	0.3	0.8	0.5	1.0	0.7	0.8
IV	社会服务和宗教活动	1.5	5.2	4.9	4.8	4.6	4.6	4.8	0.4	0.2	0.5	0.4	0.4	0.2
IV	家庭日常维护	0.6	3.0	2.8	3.3	3.8	4.3	6.9	0.3	-0.5	0.1	0.8	-1.3	0.5
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出(NPISHs)	2.9	7.7	8.7	9.4	7.6	8.6	9.7	-0.3	-0.9	0.7	0.9	1.5	0.2

来源: Wind, 国金证券研究所

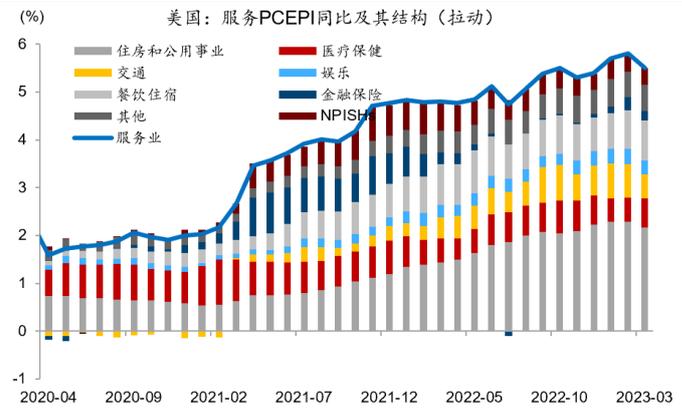
3月商品分项PCE物价指数同比上涨1.6%，前值3.6%，连续9个月下行。各分项中，汽油及其他能源货物大幅下降（3月同比-20.0%，前值-1.0%），拉动商品PCE下降1.9个点。3月服务业分项PCE物价指数同比上涨5.5%，前值5.8%，通胀放缓回落。医疗保健、餐饮住宿、其他三个分项的同比涨幅均有所回升。住房和公用事业同比涨幅有所回落（2月同比8.3%，前值8.7%），但仍是主要拉动项，拉动服务业PCE物价指数2.2个点。

图表19：美国PCE商品通胀及结构



来源：Wind，国金证券研究所

图表20：美国PCE服务通胀及结构



来源：Wind，国金证券研究所

### 2.3 美国楼市降温，量价齐跌

要闻：4月25日至27日，美国陆续公布2月FHFA房价指数、2月S&P/CS20座大城市房价指数、3月成屋签约销售指数

简评：

美国房价回落，楼市降温。年初美国房地产市场短暂回暖，但3月份楼市量价齐跌。2月美国前20城房价指数同比降至0.4%，前值2.6%；前10城房价指数同比0.5%，前值2.5%，房价增速明显回落，降至近十年最低值，前20城房价濒临负增长。成屋销售大幅回落，3月成屋销售签约指数降至79，前值83；同比-23%，前值-21%；环比-5%，前值1%。成屋销售量环比下降2.4%，录得444万套。随着30年抵押贷款利率重新反弹至6.4%的高位，MBA购买指数延续回落，美国成屋及新房市场销售将可能持续受抑制。

图表21：美国前10、20大城市房价增速回落



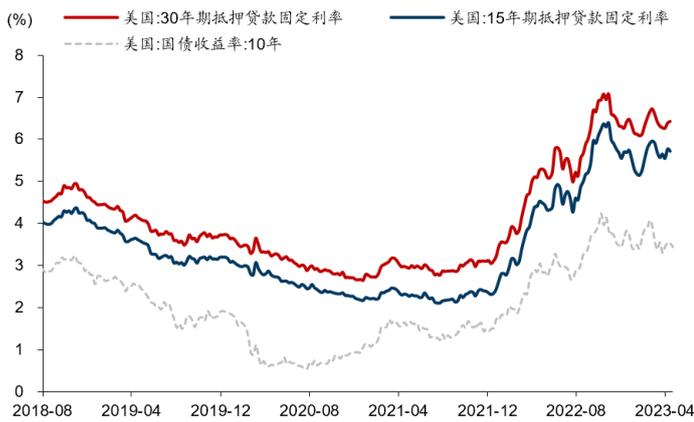
来源：Wind，国金证券研究所

图表22：3月美国成屋销售指数回落

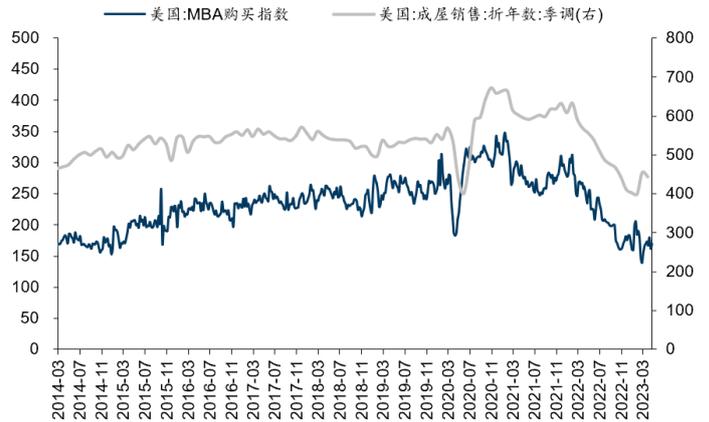


来源：Wind，国金证券研究所

图表23: 4月美国30年抵押贷款利率反弹至6.4%



图表24: 抵押贷款购买指数回落, 成屋销售仍承压



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.4 美国两党陷入博弈, 债务上限危机渐行渐近

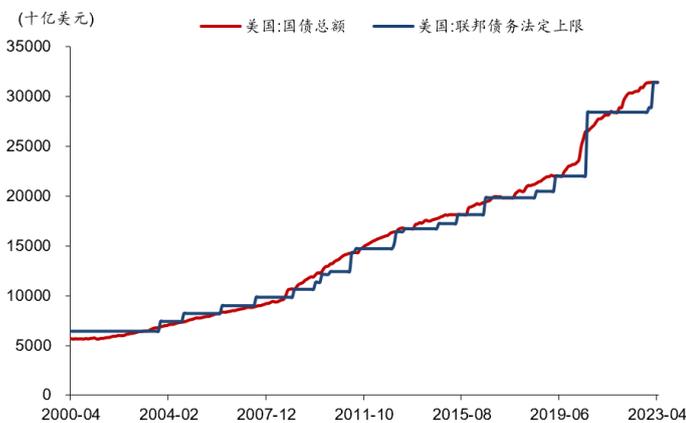
要闻: 4月26日周三, 美国国会众议院批准麦卡锡提出的提高债务上限、削减政府开支法案——《限制、节约、增长法案》

简评:

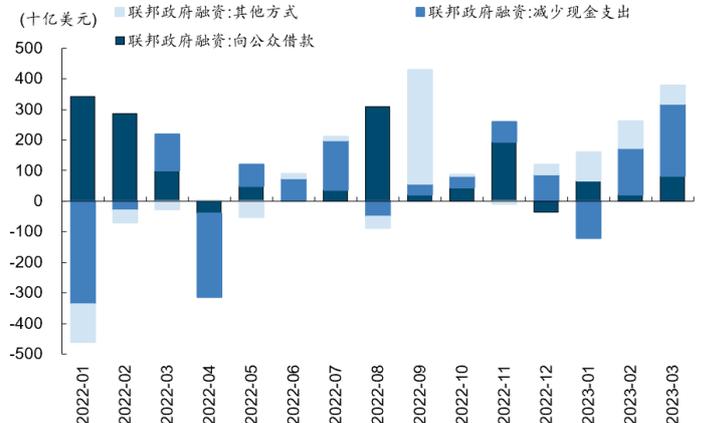
美国民主党、共和党围绕债务上限陷入博弈, 谈判进度缓慢。4月26日, 美国众议院批准麦卡锡提出的提高债务上限法案: 《限制、节约、增长法案》。该法案主要包括: 1) 延迟债务上限。提议在明年3月31日前, 暂停债务上限控制, 如果两党能在这—时限前同意将债务上限再提高1.5万亿美元, 则这一时限作废。2) 削减政府开支。法案要求2023财年(9月30日结束) 联邦政府开支缩减至1.47万亿美元。3) 联邦政府预算年均增速需控制在1%。由于在削减政府开支方面较激进, 法案在参议院可能无法通过。

美国税收缴款不及预期, 债务风险可能将提前。收入端, 4月美国税收缴款大幅低于去年同期, 导致TGA余额回升幅度低于预期, 占比较高的个税增速回落幅度较大; 支出端, 联邦政府支出增速3月仍扩大至36%, 财政赤字进一步扩大。1月美国突破债务上限后, 财政融资方式主要依赖于节省开支, 收入回落加速可能引起债务上限到期日提前至6月。联邦债务上限在2021年12月上调了2.5万亿美元, 达到31.381万亿美元, 持续到2023年1月19日, 目前美国已式达到31.38万亿美元的上限, 财政部利用其“非常规措施”来避免债务违约, 如果措施用尽时仍没有达成提高或暂停债务上限的新协议, 财政部将无法继续支付国家的债务, 美国将构成违约。

图表25: 美国国债总额1月已突破债务上限



图表26: 美国政府目前通过减少支出进行融资



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

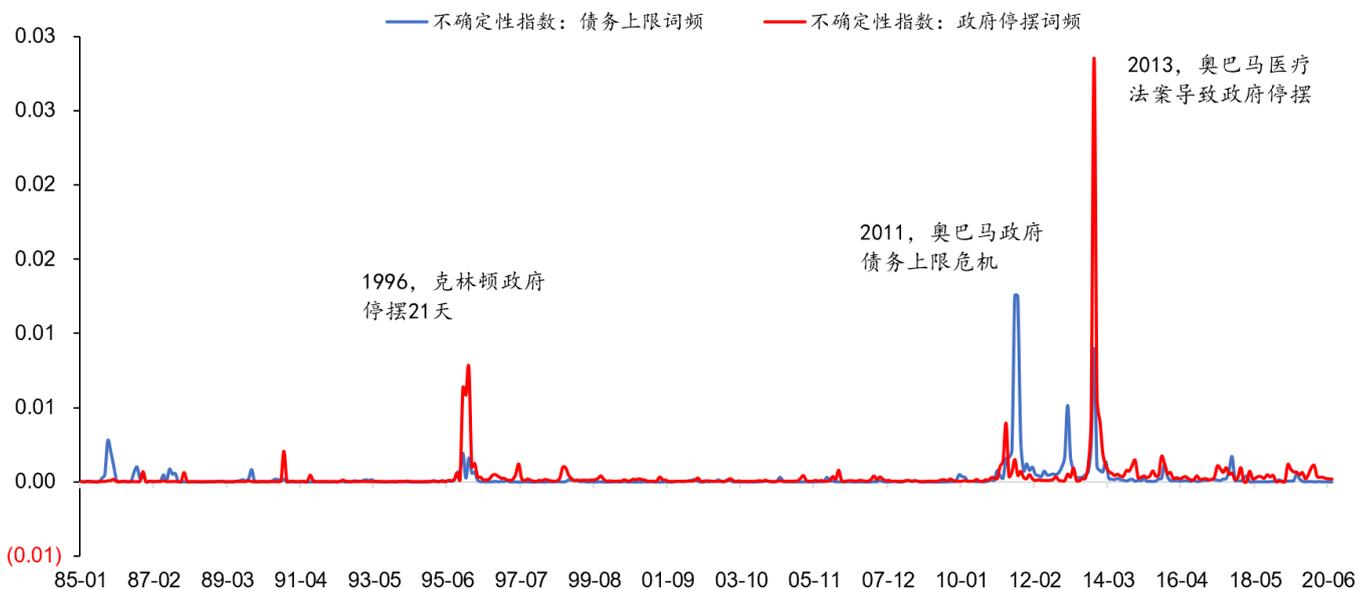
图表27: 美国联邦政府收入增速。年初个人所得税增速回落幅度较大

美国联邦政府收入同比	2023-3月 金额(十亿美元)	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
个人所得税	151	0.0	-25.0	-9.3	-14.9	-17.7	21.8	6.0	13.8	11.2	-24.2	-29.2		25.2
预扣缴	193	2.1	-3.0	-0.3	-13.4	-12.3	17.8	-0.9	9.2	7.4	-39.6	26.8	7.4	5.1
其他	30	-5.1	-7.5	-6.9	7.1	15.4	37.8	13.0	16.6	0.4	-7.2	-54.3		44.5
企业所得税	11	12.8	-52.6	53.4	5.4		-6.9	22.2	52.9	-51.4	11.3	-44.2	21.7	-33.2
社会保险与退休金	133	10.4	13.5	10.4	11.6	-1.2	8.5	2.8	14.9	5.2	83.5	13.8	3.9	12.5
就业及一般退休	131	13.8	14.4	9.3	12.6	6.9	7.4	7.2	13.0	7.1	85.2	7.6	7.9	9.7
预算内	28	9.0	9.5	11.4	13.3	9.6	10.1	7.8	17.4	9.6	91.2	10.2	9.6	12.4
预算外	103	15.2	15.8	8.6	12.4	5.9	6.4	7.0	11.7	6.4	83.1	6.9	7.4	9.0
失业保险	1	-86.5	-16.6	44.6	-65.8	-74.0	53.8	-92.9	47.1	-35.6	19.5	63.7	-49.1	
其他退休	1	44.6	14.6	10.7	10.1	-6.0	-4.9	38.2	7.3	3.2	1.6	26.9	9.0	9.3
消费税	8	4.2	14.1	-2.5	-0.7	3.4	4.0	9.9	14.9	-5.3	7.8	16.7	12.5	15.4
遗产和赠与税	2	-36.5		-10.1	-31.5	45.1	14.2	42.3	40.4	75.0	0.6	4.5	-8.6	47.7
关税	6	-24.5	-21.1	-20.4	-20.0	-8.3	5.1	11.3	16.3	13.6	17.0	25.8	28.5	29.9
其他收入	2	-83.5	-77.3	-83.9	-73.6	-75.1	-58.2	-75.9	-12.7	-35.8	-9.0	18.1	19.7	48.6

来源: WIND、国金证券研究所

1960年以来,美国政府共计78次提高债务上限,大约每8个月上调一次,迄今为止尚未出现违约。近三十年来出现了三次影响较大的债务上限调整事件,分别是1995年克林顿政府停摆,2011年奥巴马政府债务上限危机,2013年美国政府停摆。2011年8月初,美国因债务上限之争几乎导致政府停摆,共和党占多数的众议院要求时任总统奥巴马削减一系列支出,以换取提高债务限额。在财政部估计限额将用尽的两天前,奥巴马最终与国会的共和党议员达成协议,共和党人同意提高上限,以换取未来一揽子的开支削减,在8月2日以74票对26票通过议案,奥巴马签署议案,结束债务上限危机。

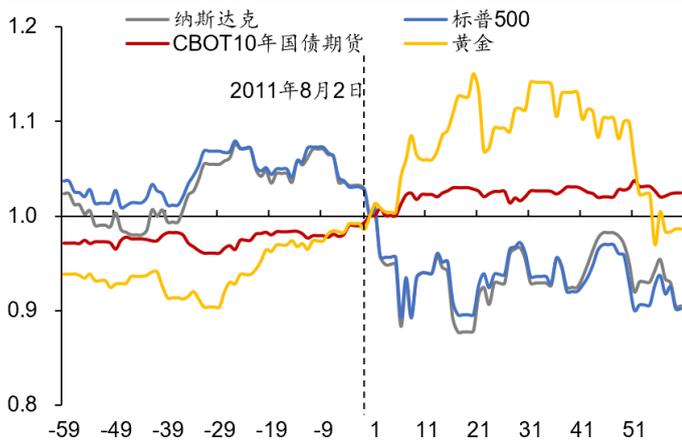
图表28: 2011年和2013年两次政府债务上限危机的影响较大



来源: EPU, 国金证券研究所

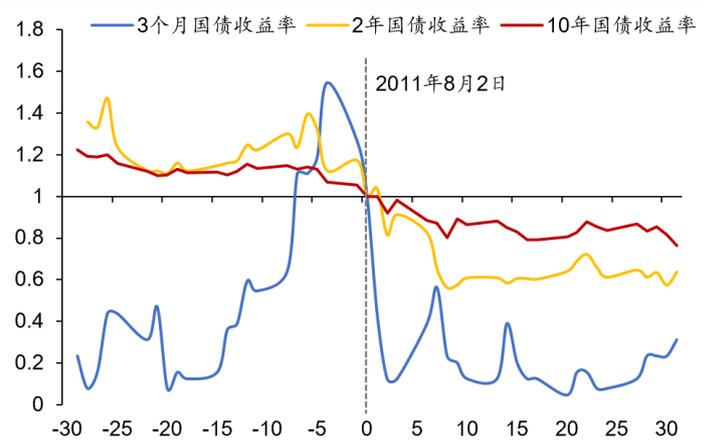
尽管未曾出现过实质性违约,但仍有可能造成市场动荡。在债务上限调整到期前的僵持阶段,避险资产的需求有所上升,股市等风险资产的抛售压力加大。例如2011年8月2日,债务上限到期前引发了市场避险情绪显著上升,股市、债市激烈动荡,黄金飙升近13%,标普500在一个半月内暴跌17%,道指下跌15%,10年期美债收益率下行82bps。这一事件导致标普有史以来第一次下调了美国主权信用评级,从AAA降至AA+。

图表29: 2011年造成避险资产上涨股市回调



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 债务上限到期前收益率先上后下



来源: Wind, 国金证券研究所

今年的风险点在于参众两院分属两党，两党分歧较大，国会的人员架构等因素与2011及2013年的情形类似，谈判很可能被拖延到“最后一刻”。干预债务上限需要国会通过立法，此前的2021年，由于民主党同时控制白宫和美国国会两院，在2021年12月相对顺利地将债务上限提高2.5万亿美元至31.4万亿美元。目前，共和党入主众议院，若继续提高债务上限，必须争取共和党的配合，而共和党则将债务上限作为推动削减政府开支的工具，民主党希望在不附加任何条件的情况下提高债务上限，使得谈判难度提高。

## 2.5 欧元区 GDP 表现不及预期，仍未摆脱衰退阴影

要闻：4月28日，欧元区、法国、德国等公布一季度GDP初值数据。

简评：

欧元区GDP表现不及预期，核心国增速较差。欧元区一季度GDP初值同比升1.3%，预期升1.4%，去年四季度同比1.8%；一季度环比升0.1%，预期升0.2%，去年四季度修正为降0.1%。德国表现较差，一季度GDP季调同比-0.1%，前值0.8%，降至2021年一季度以来新低；环比0%，预期升0.2%，前值-0.5%。法国一季度GDP季调同比0.8%，预期值0.9%，前值0.4%；环比增0.2%，前值0%。欧元区4月景气状况同样回落，其中工业景气指数-2.6，预期0.1，前值-0.5；4月消费者信心指数终值-17.5，预期-17.5，前值-19.1。

展望未来，欧洲货币、财政、信用均承压，欧元区仍未摆脱衰退阴影。银行业冲击后，欧洲信贷与经济下行压力将更大。欧元区货币政策面临更艰难的跨期选择，财政政策在未来两年将延续收敛基调。银行业冲击可能向下拉动欧元区全年GDP增速0.5个百分点至0.3%。欧洲经济的“衰退”迟到了，但可能不会缺席。

图表31：欧洲各国一季度GDP同比、环比增速

欧洲国家GDP季调增速		2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06
<b>GDP同比</b>													
欧元区	↓ -0.5	1.3	1.8	2.5	4.4	5.5	4.8	4.0	14.2	-0.8	-4.1	-3.8	-14.2
德国	↓ -0.9	-0.1	0.8	1.4	1.7	3.8	1.2	1.8	10.2	-2.2	-2.1	-2.5	-10.4
法国	↑ 0.4	0.8	0.4	1.0	4.2	4.7	5.1	3.5	18.7	1.5	-4.2	-3.6	-18.6
意大利	↑ 0.4	1.8	1.4	2.5	5.1	6.5	6.9	5.2	16.8	0.2	-6.0	-5.5	-17.7
西班牙	↑ 0.9	3.8	2.9	4.8	7.7	6.5	6.6	4.2	17.9	-4.4	-9.5	-9.2	-21.9
荷兰	↑ 0.1		3.5	3.4	5.2	6.1	6.1	5.5	10.3	-2.0	-3.6	-3.1	-8.6
比利时	↓ -0.2	1.3	1.5	2.1	4.1	5.4	6.2	5.1	14.8	-0.1	-4.3	-3.3	-12.8
英国	↓ -1.4		0.6	2.0	3.8	10.6	8.9	8.5	24.4	-7.7	-9.2	-10.3	-22.6
<b>GDP环比</b>													
欧元区	↑ 0.2	0.1	-0.1	0.4	0.9	0.6	0.6	2.3	2.0	0.0	-0.3	12.4	-11.5
德国	↑ 0.5	0.0	-0.5	0.5	-0.1	1.0	0.0	0.8	1.9	-1.5	0.6	9.0	-9.5
法国	↑ 0.2	0.2	0.0	0.1	0.5	-0.2	0.6	3.3	1.0	0.1	-0.9	18.4	-13.6
意大利	↑ 1.0	0.9	-0.1	0.4	1.0	0.1	1.3	2.7	2.5	0.3	-1.3	15.8	-13.1
西班牙	↑ 0.1	0.5	0.4	0.4	2.5	-0.4	2.3	3.1	1.4	-0.2	-0.1	16.6	-17.8
荷兰	↑ 0.6		0.6	0.0	2.7	0.1	0.5	1.7	3.6	0.2	-0.1	6.3	-7.9
比利时	↑ 0.3	0.4	0.1	0.3	0.5	0.6	0.6	2.3	1.8	1.4	-0.5	11.8	-11.4
英国	↑ 0.2		0.1	-0.1	0.1	0.5	1.5	1.7	6.5	-1.1	1.2	16.6	-21.0

来源：Wind，国金证券研究所

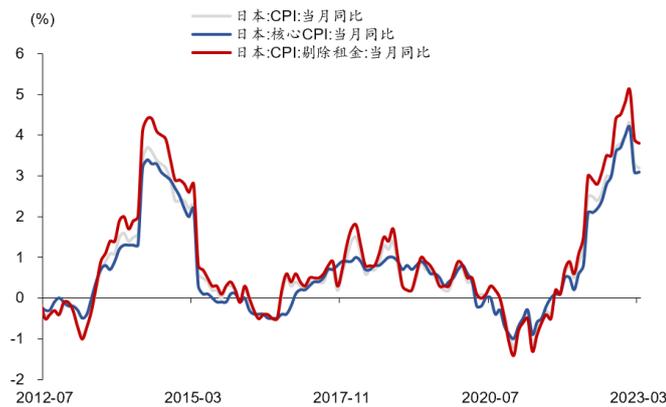
## 2.6 日本央行维持宽松货币政策不变

要闻：4月28日周五，日本央行公布议息会议结果，本次会议是植田和男任新行长后的首次利率决议会议

简评：

日央行新任行长植田和男首次货币政策会议保持政策不变，与市场预期基本相符。利率决议方面，基准利率维持在-0.1%不变，10年期国债收益率目标维持在0%附近，区间±0.50%，继续在每个工作日以固定利率购买10年期日本国债，符合市场预期；资产购买方面，ETF、房地产投资信托（J-REITs）、商业票据（CP）的年度购买上限分别保持在12万亿、1800亿、3万亿日元不变；前瞻指引方面，删除了保持利率在当前或更低水平的表述，删除了对新冠疫情的描述。日本央行利率决议公布后，美元兑日元短线下挫后迅速上升。

图表32：日本通胀水平仍处于历史高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表33：日本10年期国债收益率维持低位



来源：Wind，国金证券研究所

## 2.7 美国制造业PMI环比上升但仍处于收缩区间

要闻：5月1日周一，美国ISM公布制造业PMI数据。4月制造业PMI录得47.1%。

简评：

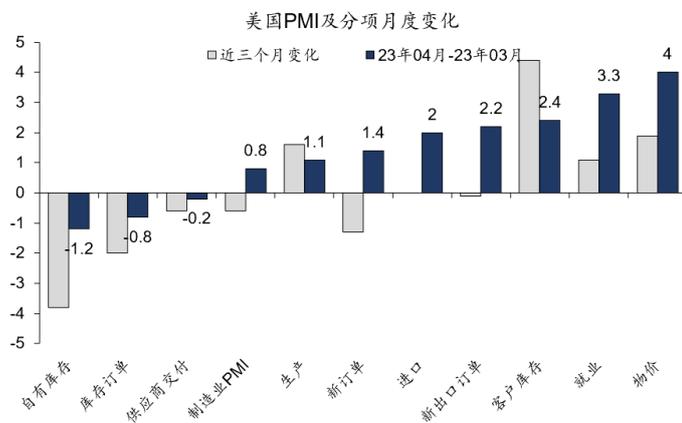
美国制造业 PMI 环比上升但仍低于荣枯线，多数分项指标不同程度的回升。4 月美国制造业 PMI 录得 47.1%，预期 46.8%，前值 46.3%，连续六个月低于荣枯线。新订单、出口订单、就业、物价、进口分项回升，其中物价分项大幅回升 4 个点。库存、供应商交付回落。从季节性来看，3 月 PMI 回升 0.8 个点，处于近五年同期较高水平。

图表34：美国 4 月 PMI 及分项，4 月 PMI 回升 0.8 个点

PMI 项目	月度变化	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04
ISM: 制造业 PMI	↑ 0.8	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.0	51.0	52.9	52.7	53.1	56.1	55.9
新订单	↑ 1.4	45.7	44.3	47.0	42.5	45.1	46.8	48.2	47.3	50.4	48.6	50.0	54.9	53.8
新出口订单	↑ 2.2	49.8	47.6	49.9	49.4	46.2	48.4	46.5	47.8	49.4	52.6	50.7	52.9	52.7
库存订单	↓ -0.8	43.1	43.9	45.1	43.4	41.4	40.0	45.3	50.9	53.0	51.3	53.2	58.7	56.0
生产	↑ 1.1	48.9	47.8	47.3	48.0	48.6	50.9	51.9	51.0	51.1	53.3	54.4	54.7	54.4
就业	↑ 3.3	50.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.9	49.9	49.3	54.2	49.8	48.1	50.2	51.2
供应商交付	↓ -0.2	44.6	44.8	45.2	45.6	45.1	47.2	46.8	52.4	55.1	55.2	57.3	65.7	67.2
自有库存	↓ -1.2	46.3	47.5	50.1	50.2	52.3	51.1	53.0	55.1	53.8	56.6	55.7	55.0	52.7
客户库存	↑ 2.4	51.3	48.9	46.9	47.4	48.2	48.7	41.6	41.6	38.9	39.5	35.2	32.7	37.1
物价	↑ 4.0	53.2	49.2	51.3	44.5	39.4	43.0	46.6	51.7	52.5	60.0	78.5	82.2	84.6
进口	↑ 2.0	49.9	47.9	49.9	47.8	45.1	46.6	50.8	52.6	52.5	54.4	50.7	48.7	51.4

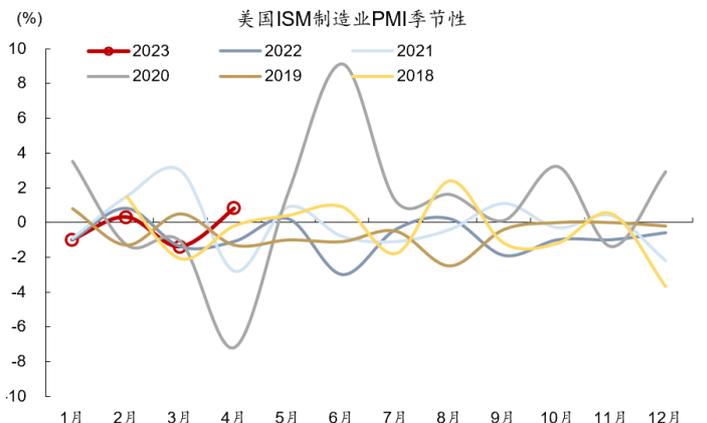
来源：Wind，国金证券研究所

图表35：美国 4 月 PMI 物价分项回升幅度最大



来源：Wind，国金证券研究所

图表36：美国 4 月 PMI 季节性表现高于往年



来源：Wind，国金证券研究所

### 三、国内数据&事件：假期出行超 2019 年，地产销售、工业生产季节性回落

五一假期出行和消费显著改善，其中国内旅客出行显著超 2019 年同期水平，境外出行加快修复；五一假期影响下，地产销售、工业生产季节性回落。

#### 3.1 假期国内出行已超 2019 年同期水平，境外出行加快修复

要闻：五一假期前三日（4 月 29 日至 5 月 1 日），全国铁路预计发送旅客 5350 万人次，较去年同期增长 4.6 倍；全国电影票房收入 9.9 亿元，较去年同期增长 3.7 倍。

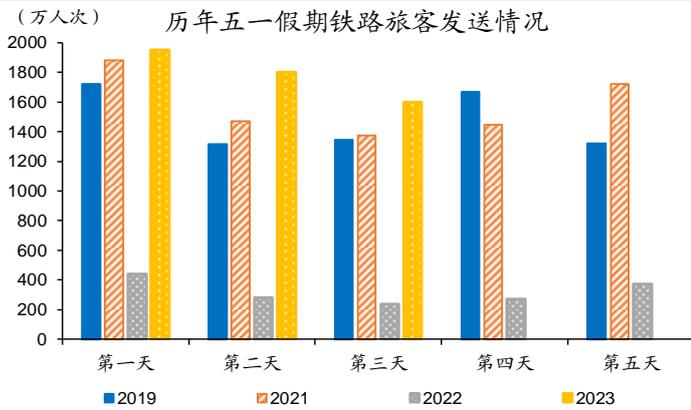
数据来源：交通运输部、猫眼电影

简评：

五一期间铁路、民航旅客发送均已超 2019 年同期水平。五一假期前三日（4 月 29 日至 5 月 1 日），全国铁路预计发送旅客 5350 万人次、同比提升 461%，同比增幅较春节假期走扩 407.9 个百分点，总体水平已超 2019 年同期水平、较 2019 年同期提升 21.9%；全国总

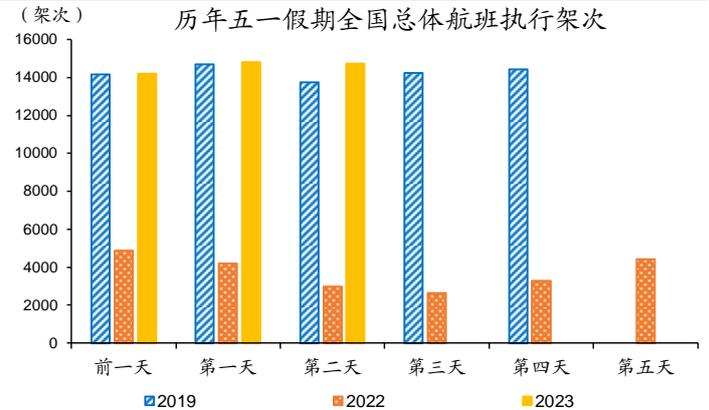
体航班执行架次合计达 43743 架、较去年同期提升 263%、较 2019 年同期提升 2.6%。

图表37: 假期前三日, 铁路预计旅客发送超 2019 年同期



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

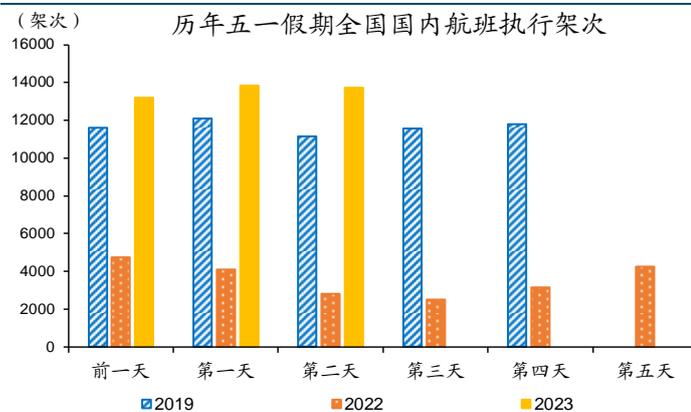
图表38: 全国总体航班执行架次超 2019 年同期



来源: 航班管家, 国金证券研究所

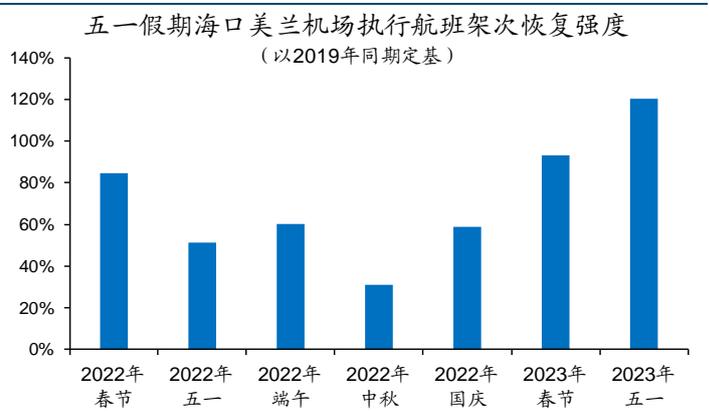
五一期间航班执行情况显著超 2019 年同期水平, 跨区、市内出行均显著改善。五一前三日(4月29日至5月1日), 全国国内客运执行航班合计架次较去年同期提升 249.8%、增幅显著高于春节期间的 91%, 较 2019 年同期提升 16.9%; 其中海口美兰机场执行航班较 2019 年同期的恢复强度达 120.4%、显著高于春节的 93.3%。分城市来看, 多数热门旅游城市跨区人口流动显著提升, 10 大热门旅游城市进港航班架次较 2019 年同期平均恢复强度达 111.7%; 市内人流明显好转, 热门旅游城市拥堵延时指数平均达 2019 年同期的 107.1%、显著高于春节期间的 100.8%。

图表39: 全国国内航班执行架次远超 2019 年同期水平



来源: 航班管家, 国金证券研究所

图表40: 海口美兰机场执行航班总量显著超 2019 年同期

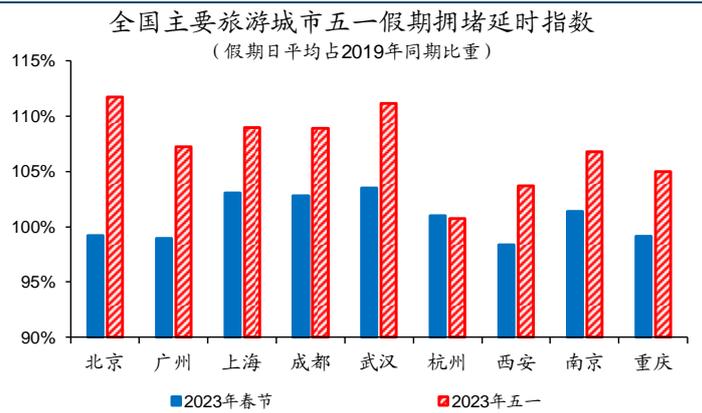


来源: 航班管家, 国金证券研究所

图表41: 多数热门旅游城市执行航班超2019年同期



图表42: 多数旅游城市拥堵延时指数高于春节期间

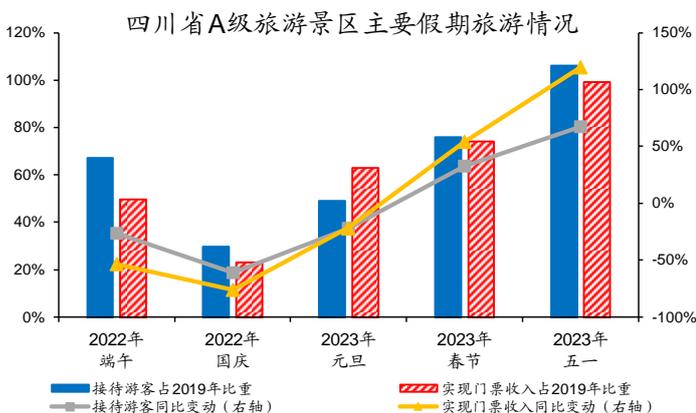


来源: 航班管家, 国金证券研究所

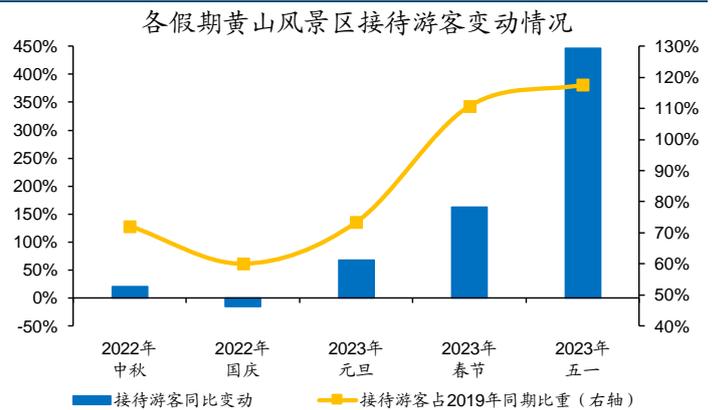
来源: iFind, 国金证券研究所

代表地区、热门景点旅客接待已超2019年同期水平。主要景点旅行情况明显改善,五一假期前三日(4月29日至5月1日),四川省A级景区日均接待旅客较去年同期提升67.6%、同比增幅明显超过春节的33%,为2019年同期水平的106.1%,日均实现门票收入较去年同期提升119.3%、同比增幅明显超过春节的54%,为2019年同期水平的99.2%;热门景点黄山风景区假期日均接待游客较去年同期提升446.5%、为2019年同期的117.6%。

图表43: 四川景区旅游情况明显好于元旦、春节



图表44: 黄山景区游客接待明显好于元旦、春节

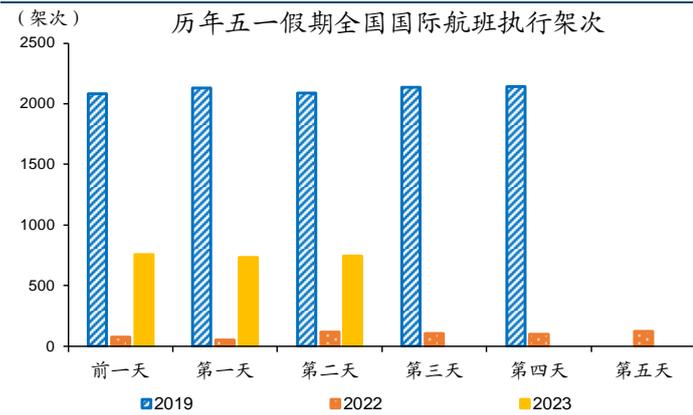


来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

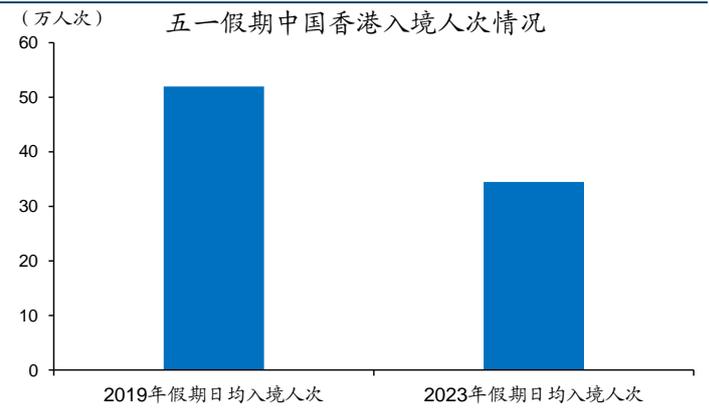
五一假期出境旅游加快修复,但较疫情前水平仍有一定差距。去哪儿网数据显示,五一期间,出境游机票预订量已恢复至2019年同期的45%;从实际出境情况来看,五一假期前三日(4月29日至5月1日),全国国际客运执行航班合计架次较去年同期提升813.9%、占2019年同期的比重由春节的7.9%提升至35%,但较疫前水平仍有较大差距,恢复至2019年同期水平的35.4%。五一假期出境热门目的地以短线的中国港澳、东南亚地区为主,其中今年五一假期中国香港日均入境人次达34.5万人次、恢复至2019年同期水平的66.3%。

图表45: 五一假期国际航班执行架次显著超去年同期



来源: 航班管家, 国金证券研究所

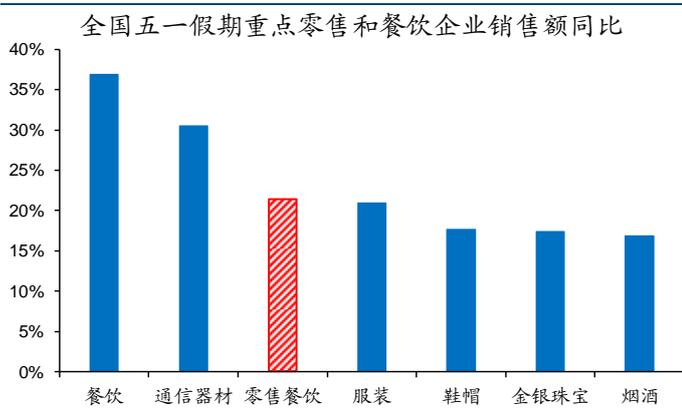
图表46: 中国香港入境人次恢复至2019年的66%



来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

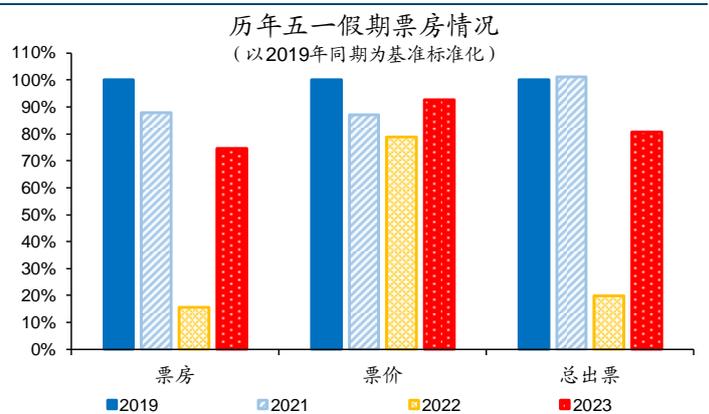
五一假期全国重点零售和餐饮企业销售较去年显著提升, 电影院线票房尚不及疫前水平。据商务部监测, 全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 21.4%, 其中餐饮休闲类消费大幅攀升、重点餐饮企业销售额同比增长 36.9%, 时令升级类商品销售旺盛, 全国重点零售企业通信器材销售额同比增长 30.5%, 服装、鞋帽、金银珠宝、烟酒销售额同比分别增长 20.9%、17.6%、17.4%和 16.8%。截至五一假期第三天, 全国电影院线票房同比增长 374%、明显好于春节期间 8.4%的增幅, 恢复至 2019 年同期的 74.6%、不及春节期间 111%的恢复强度, 总出票次同比增长 303.8%、恢复至 2019 年同期水平的 80.7%。

图表47: 五一重点零售和餐饮企业销售显著提升



来源: 商务部, 国金证券研究所

图表48: 五一假期院线票房表现不及2019年同期



来源: 猫眼电影, 国金证券研究所

### 3.2 假期期间商品房成交季节性回落, 总体销售表现好于去年同期

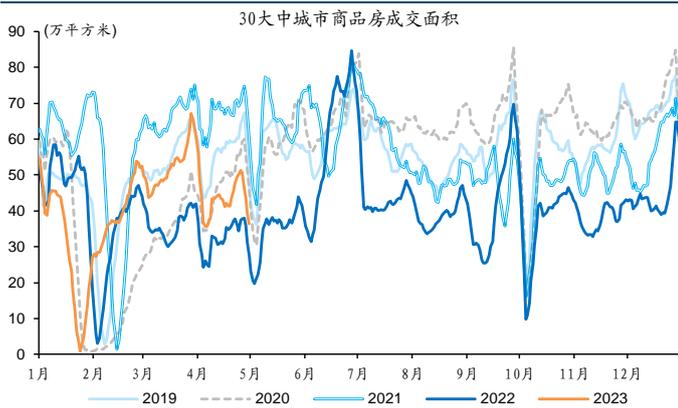
要闻: 五一假期当周(4月24日至4月30日), 30大中城市商品房成交面积当周合计 322 万平方米、同比提升 28.2%; 五一假期前一周, 全国代表城市二手房成交面积 239 万平方米、同比提升 17.5%。

数据来源: Wind

简评:

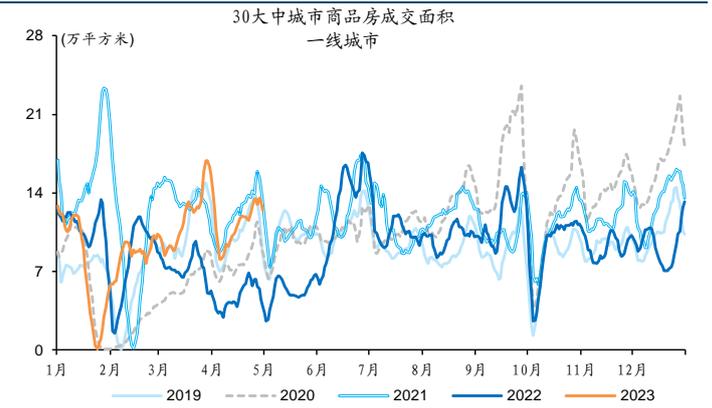
五一假期全国商品房季节性回落, 但新房、二手房销售表现均好于去年同期。五一假期当周(4月24日至4月30日), 30大中城市商品房成交季节性回落、较假期前一周减少 18.4%, 但总体表现好于去年同期、同比提升 28.2%; 其中一线城市商品房成交表现较好, 五一假期当周, 一线城市商品房成交同比提升 136.3%、二线城市同比提升 11.2%、三线城市同比提升 3.3%。五一假期前 1 周, 全国代表性城市二手房成交恢复有所放缓、同比提升 17.5%、增幅较前周回落 35.8 个百分点, 其中一线城市二手房成交同比提升 7.5%, 相较之下, 二线城市同比回落 1%。

图表49: 30大中城市商品房成交季节性回落



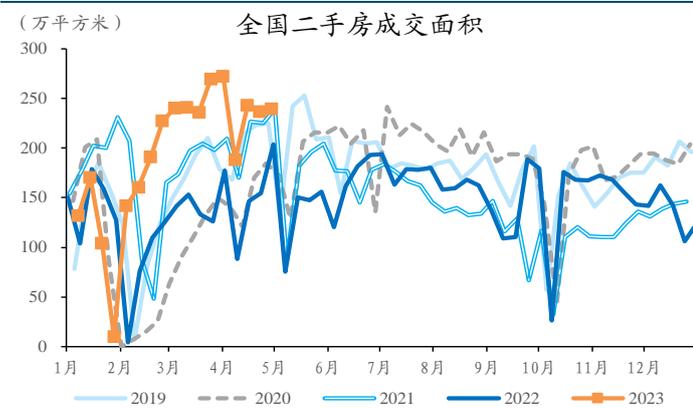
来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 一线城市商品房成交回落幅度小于其他城市



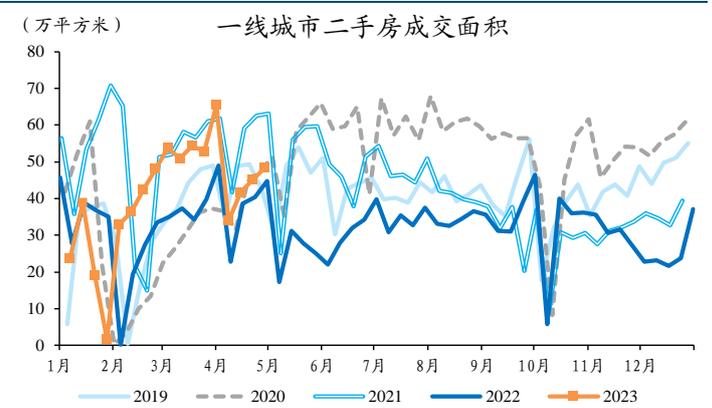
来源: Wind, 国金证券研究所

图表51: 全国代表城市二手房成交面积略有回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表52: 假期前一周, 一线城市二手房成交面积提升



来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.3 假期前周工业生产、投资活动偏弱, 建筑相关生产活动低于过往同期

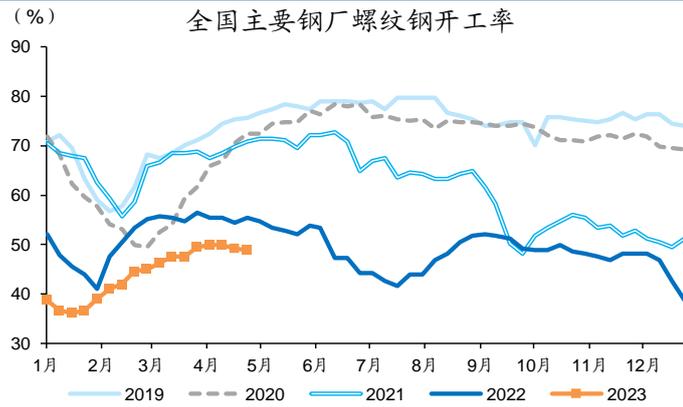
要闻: 截至“五一”前一周(4月23日至4月29日), 多数工业生产、投资活动有所回落, 建筑相关生产活动普遍低于过往同期水平。

数据来源: Wind

简评:

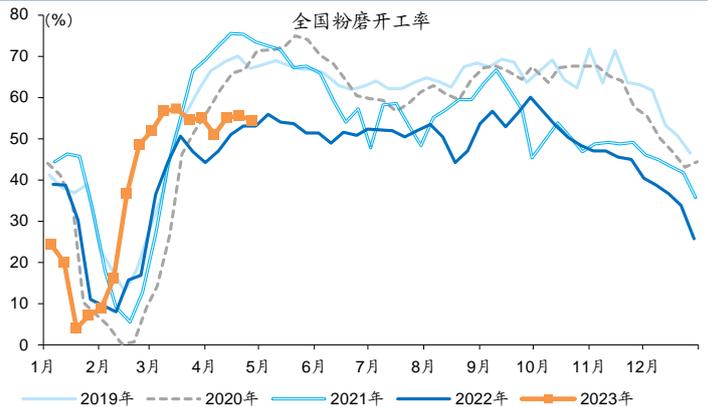
五一假期前多数工业生产、投资活动回落, 建筑相关生产活动普遍弱于过往同期。五一假期前1周(4月23日至4月29日), 钢材生产开始回落, 高炉开工率较前周回落2个百分点至82.6%, 其中与建筑相关的螺纹钢开工率表现较弱、较2019、2022年同期分别回落6.6、26.9个百分点; 全国水泥粉磨开工率有所回落、较去年同期提升1.3个百分点、较2019年同期回落12.6个百分点; 沥青开工率结束上行态势开始回落、较2019年同期回落4.9个百分点, 映射地产竣工的玻璃产需表现较好, 其中玻璃表观消费量高于2021年同期水平。

图表53: 五一前一周, 全国螺纹钢开工率持续回落



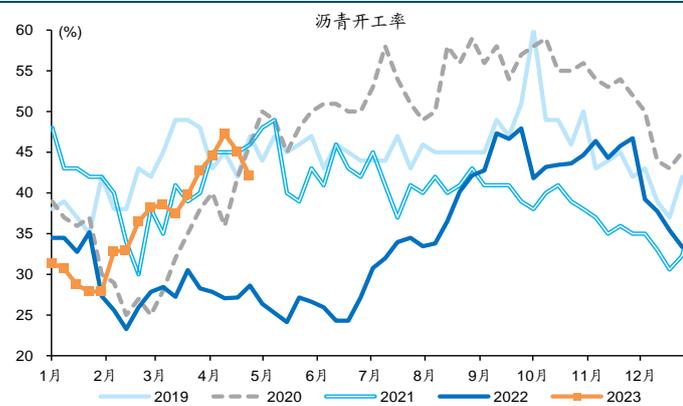
来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 五一前一周, 水泥粉磨开工率有所走弱



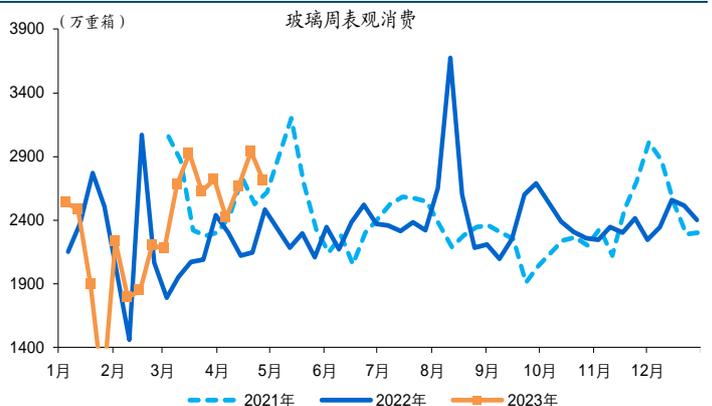
来源: Wind, 国金证券研究所

图表55: 五一前一周, 沥青开工率快速下行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 五一前一周, 全国玻璃表观消费量仍高于过往



来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.4 3月工业企业利润数据: 利润筑底

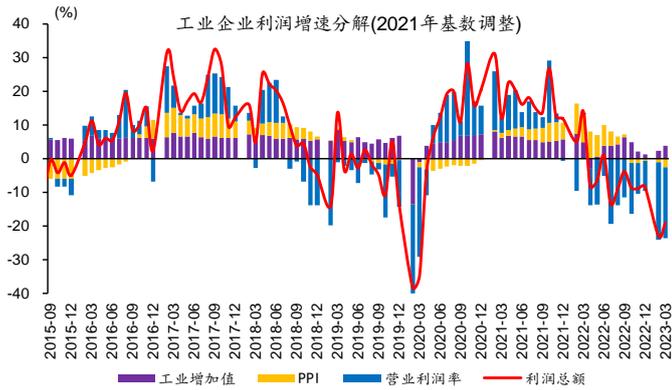
要闻: 4月27日, 国家统计局公布数据显示, 3月工业企业利润累计同比-21.4%、前值-22.9%。

数据来源: 国家统计局

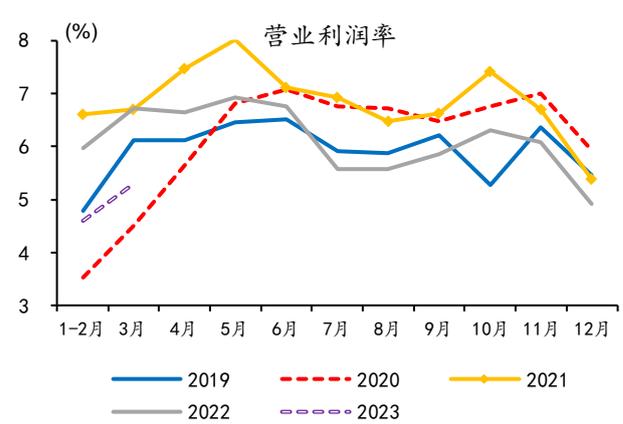
简评:

工业企业利润筑底修复, 供需边际贡献较大。3月, 工业企业利润当月同比下降19.2%、降幅较1-2月收窄3.7个百分点, 尽管仍在下降、但在去年高基数下实现降幅收窄, 或指向利润筑底。利润边际修复主要缘于供需修复, 工业增加值较1-2月回升1.5个百分点, 带动营业收入同比转正; 价格延续下降、经营成本仍在高位拖累利润率, 营业利润降幅仅较1-2月收窄1.8个百分点至-21.2%。

图表57: 3月, 工业企业利润降幅收窄、量的贡献较大



图表58: 营业利润率季节性改善, 但仍处于近年低位

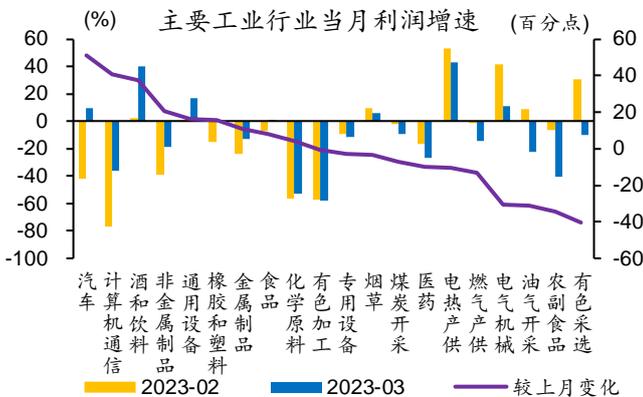


来源: Wind、国金证券研究所

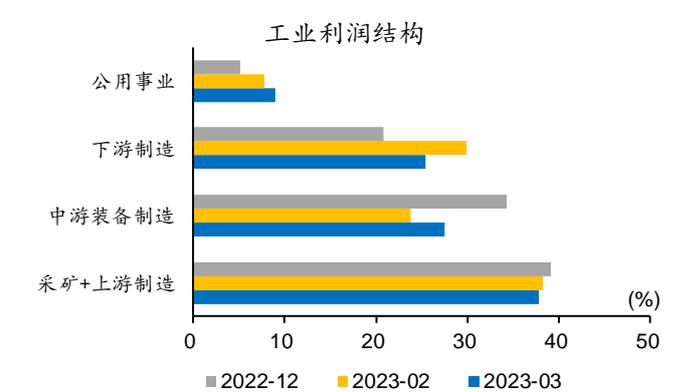
来源: Wind、国金证券研究所

中游装备制造等行业利润实现正增长、出行相关边际修复尤为明显, 利润分配格局有所改善。41个工业大类行业中, 有15个行业当月利润正增长, 电热产供(42.8%)、酒和饮料(40%)、运输设备(25.6%)、电气机械(11%)、汽车(9.4%), 等行业利润增长较快; 相较1-2月, 汽车、计算机通信、酒和饮料的改善幅度较大, 分别回升51、41个和38个百分点。上述行业带动下, 中游装备、公用事业利润占比提升, 而采矿和上游行业利润占比持续下降。

图表59: 3月, 汽车和计算机通信利润大幅改善



图表60: 3月, 中游制造和公用事业利润占比提升



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

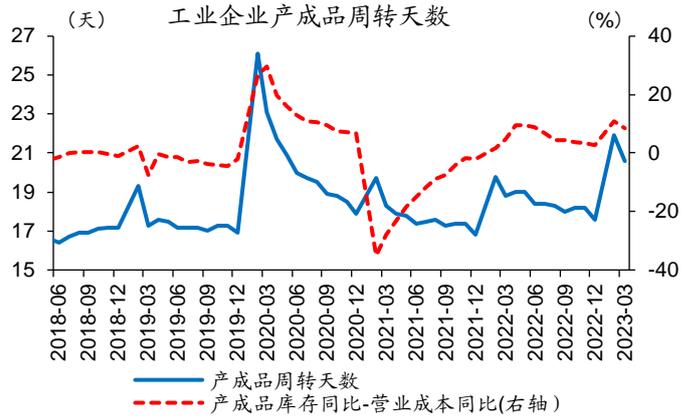
工业企业库存去化延续, 周转速度加快或指向去库有望加快。3月, 工业企业名义和实际库存同比分别较1-2月下降1.6个和0.5个百分点, 分别处于历史分位数51%和60%; 剔除基数效应后, 两年复合同比分别为13.5%和10.7%, 也较本轮库存高点下降超25%和35%。经济活动修复下, 产成品周转天数较1-2月下降1.3天; 同时, PMI数据显示产成品和原材料库存双双下降, 指向企业经营周转有所加快。

图表61: 3月, 工业企业去库存进程延续



来源: Wind、国金证券研究所

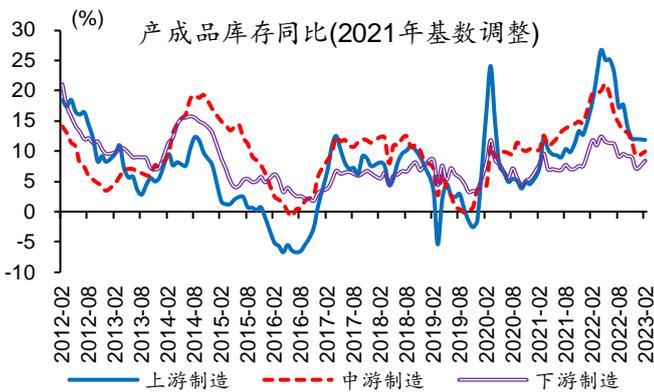
图表62: 3月, 产成品周转速度加快



来源: Wind、国金证券研究所

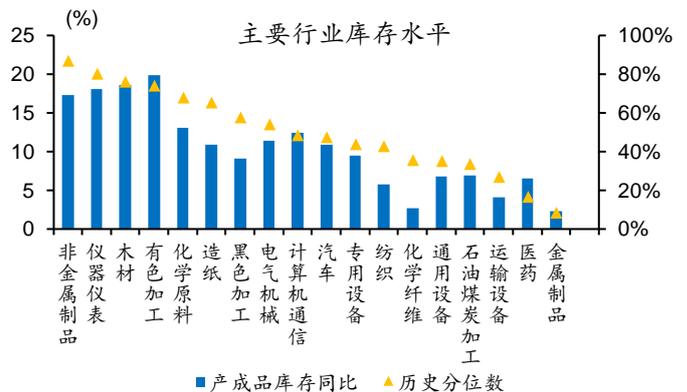
与利润表现类似, 中游装备制造去库更快, 而偏上游行业去库相对偏慢。1-2月分行业数据显示, 中游装备制造的电气机械、计算机通信、通用设备、汽车、运输设备等行业的库存同比处于历史中低分位数水平, 而属于上游行业的非金属制品、有色加工、化学原料、黑色金属等行业库存同比的历史分位数水仍高于50%。

图表63: 中游制造业库存去化更快



来源: Wind、国金证券研究所

图表64: 上游行业去库偏慢



来源: Wind、国金证券研究所

### 3.5 4月 PMI 数据: 复苏路上的小波折

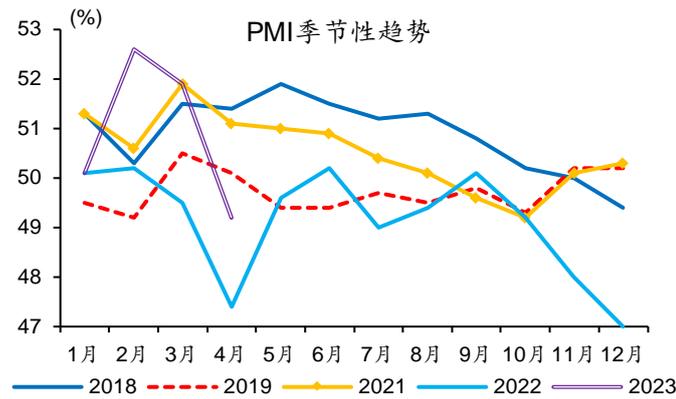
要闻: 4月30日, 国家统计局公布4月PMI指数, 制造业PMI为49.2, 前值51.9; 非制造业PMI为56.4, 前值58.2。

数据来源: 国家统计局

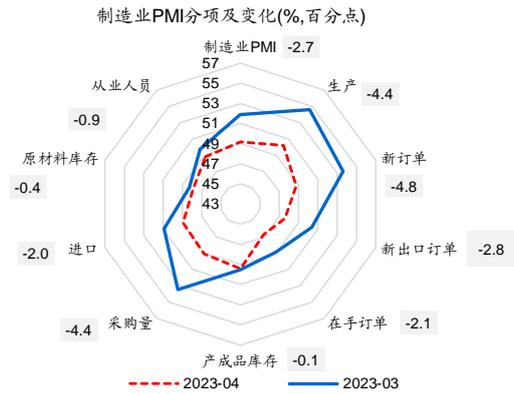
简评:

制造业PMI超季节性回落, 但生产经营预期仍处于高景气区间。4月, 制造业PMI录得49.2%、较3月回落2.7个百分点, 回落幅度大于近5年平均的0.6个百分点。4月PMI多数指标均有所回落、生产和新订单的回落幅度较大, 但生产经营预期依然保持高景气、仅小幅回落0.8个百分点至54.7%。EPMI的表现类似, 需求端的回落较生产端更明显。

图表65: 4月, 制造业PMI超季节性回落



图表66: 4月, 制造业产需回落幅度均较大

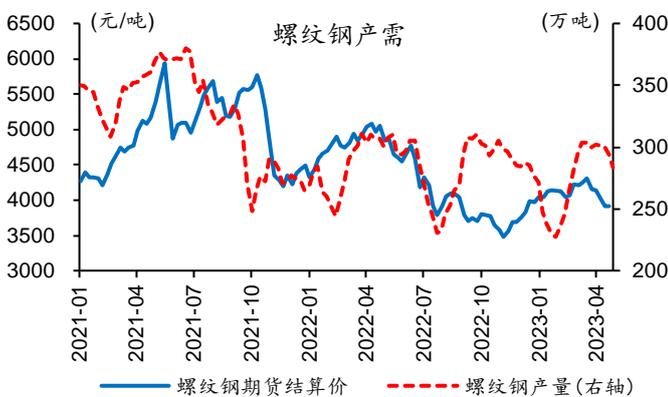


来源: Wind、国金证券研究所

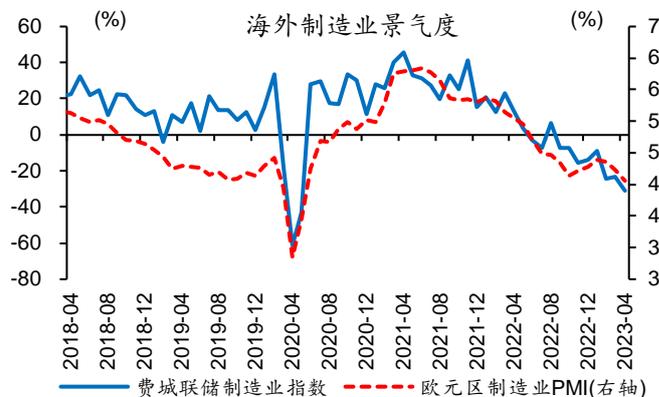
来源: Wind、国金证券研究所

制造业产需双双回落, 或与地产链低迷、外需拖累等有关。4月, 生产指数和新订单指数分别较3月回落4.4、4.8个百分点至50.2%和48.8%、生产仍处于扩张区间。内需走弱或主要缘于地产施工活动低迷, 4月以来螺纹钢产量和价格趋于下行、以黑色系为代表的高耗能行业PMI较3月大幅回落3.2个百分点至47.9%。与此同时, 积压出口释放后、外需明显承压, 新出口订单回落2.8个百分点至47.6%, 带动装备制造业PMI回落。

图表67: 螺纹钢产需指向地产施工疲软



图表68: 海外制造业景气快速下降

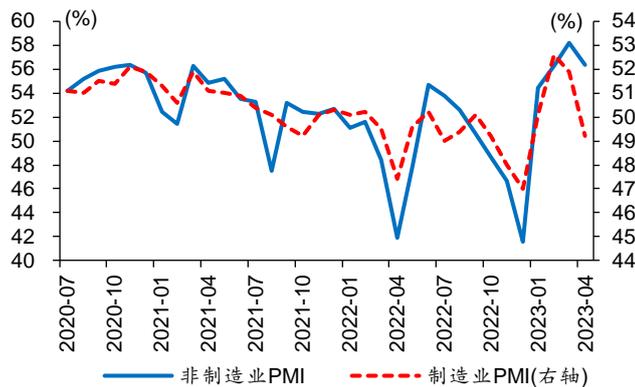


来源: Wind、国金证券研究所

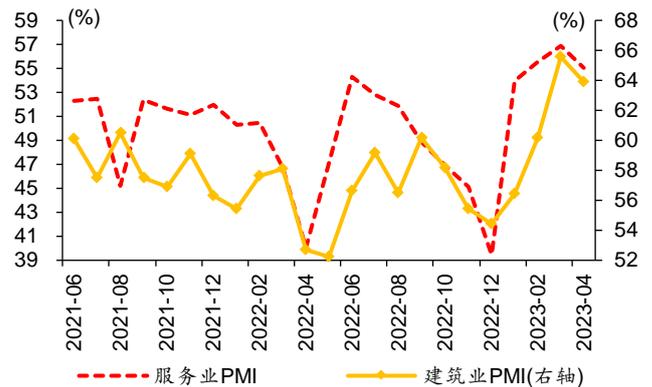
来源: Wind、国金证券研究所

非制造业PMI强于制造业, 建筑业和服务业均保持高景气。4月, 非制造业PMI录得56.4%、远好于制造业的49.2%。建筑业的贡献仍较大、PMI录得63.9%, 服务业PMI回落1.8个百分点至55.1%、仍处于高景气区间, 线下活动修复和服务业新经济表现亮眼。与此同时, 建筑业新订单指数和业务活动预期指数分别回升3.3、0.4个百分点至53.5%、64.1%, 服务业新订单指数和业务活动预期指数继续保持高景气度, 分别录得56.4%和62.3%。

图表69：4月，非制造业PMI明显强于制造业



图表70：4月，建筑业和服务业均保持较高景气度

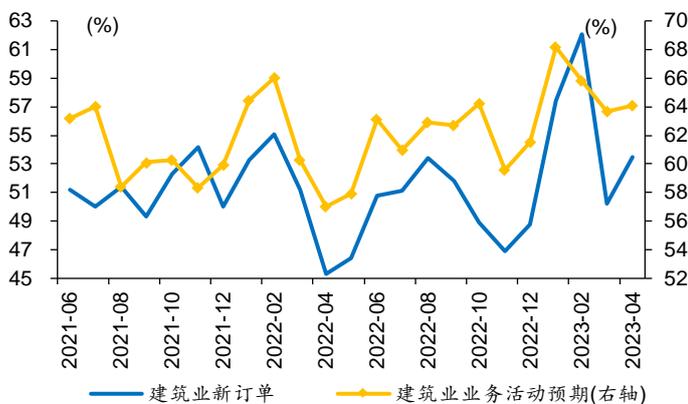


来源：Wind，国金证券研究所

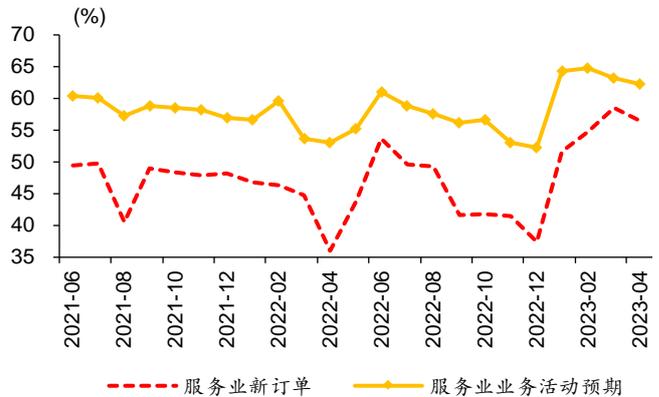
来源：Wind，国金证券研究所

稳增长落地效果不断显现，线下活动延续改善、服务业修复动能持续增强。4月，土木工程建筑业商务活动指数继续高于70%，稳增长“加力”带来的基建投资落地提速、持续托底经济。场景恢复提振下，高频数据显示商务出行需求和居民消费需求持续改善，服务业内生增长动能不断增强。央行调查显示，未来三月居民预计在社交文化娱乐和旅游方面增加支出的占比大幅回升、大额商品方面增加支出的占比仍处历史低位。

图表71：建筑业产需景气上行



图表72：服务业产需延续高景气



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

### 3.6 国务院印发稳就业文件：稳就业政策力度升级

要闻：4月26日，国务院印发《关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知》。

数据来源：政府网站

针对中低收入人群收入修复缓慢、青年就业承压等，国务院时隔八年再发文，稳就业政策力度升级。年初以来，国常会多次研讨稳就业事项，国务院继2015年之后再次出台促进就业文件；《通知》从激发活力扩大就业容量、拓宽渠道促进高校毕业生等青年就业创业、强化帮扶兜牢民生底线等四方面提出15条具体的稳就业措施，与2015年出台的稳就业政策相比，更强调加大金融机构贷款业务、支持国有企业、事业单位扩大招聘规模等举措，后续相关稳就业政策细则或加速落地。

图表73：年初以来，稳就业政策频出

时间	会议/政策	主要内容
2023/2/23	《关于开展2023届高校毕业生春季促就业攻坚行动的通知》	强调高校要走访企业用人单位、创造条件开展校园招聘、建设就业网站招聘服务平台、重点群体帮扶，从就业服务角度稳定就业。
2023/3/1	《国家以工代赈管理办法》	明确以工代赈专项资金有中央预算与各地政府预算组成，强调在农业农村基础设施建设推广以工代赈，在重点工程项目实施以工代赈。
2023/3/5	《政府工作报告》	对困难行业企业实行社保缓缴，增加稳岗扩岗补助，落实担保贷款等创业支持工作，并再次强调高校毕业生就业与以工代赈工作部署
2023/4/7	国务院常务会议	会议强调要加大对吸纳高校毕业生数量多的企业的政策、资金支持，深入实施“三支一扶”等计划，推动应届毕业生多渠道就业。
2023/4/14	国务院常务会议	会议强调要加强政策引导，实施稳岗扩岗支持工作，做好高校毕业生、农民工等重点群体就业服务，稳定制造业、外贸业就业规模，强化宏观政策、产业政策，扩大有效需求。
2023/4/26	《关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知》	激发活力扩大就业容量。加大对吸纳就业能力强的行业企业的扩岗政策支持。拓宽渠道促进高校毕业生等青年就业创业。
2023/4/28	中央政治局会议	强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。

来源：政府网站，国金证券研究所

图表74：2023年优化调整稳就业政策措施细则

2023年目标	具体措施
激发活力扩大就业容量	1. 加大对吸纳就业能力强的行业企业扩岗政策支持，对吸纳高校毕业生等重点群体就业的，一揽子兑现社会保险补贴、吸纳就业补贴等政策... 2. 支持金融机构开展稳岗扩岗服务和贷款业务。鼓励金融机构面向吸纳就业人数多、稳岗效果好且用工规范的小微企业发放贷款。 3. 发挥创业带动就业倍增效应。聚焦高校毕业生、农民工等群体创业需求，支持其创办投资少、风险小的创业项目...落实创业担保贷款及贴息政策，简化担保手续... 4. 加大技能培训支持力度。适应数字中国等建设和本地区产业发展需求，积极推动各类职业院校和符合条件的企业大规模开展职业技能培训...按规定给予职业培训补贴等支持... 5. 继续实施失业保险稳岗返还政策。参保企业上年度未裁员或裁员率不高于上年度全国城镇调查失业率控制目标...可申请失业保险稳岗返还...
拓宽渠道促进高校毕业生等青年就业创业	1. 鼓励企业吸纳就业。对符合条件的企业可发放一次性吸纳就业补贴。 2. 鼓励引导基层就业。稳定“三支一扶”计划、大学生志愿服务西部计划等基层服务项目2023年招募规模... 3. 支持国有企业扩大招聘规模。 4. 稳定机关事业单位岗位规模。挖掘事业单位等编制存量，统筹自然减员，加大补员力度... 5. 实施2023年百万就业见习岗位募集计划。广泛动员各类企事业单位、社会组织等，募集不少于100万个青年见习岗位，对吸纳就业见习人员的给予见习补贴...
强化帮扶兜牢民生底线	1. 加强困难人员就业帮扶。动态调整就业困难人员认定标准，及时将低保家庭、残疾等人员纳入援助范围。制定个性化援助方案，对符合条件的困难毕业生发放一次性求职创业补贴... 2. 保障困难群众基本生活。做好失业保险金、代缴基本医疗保险费等常规性保生活待遇发放工作...及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制
加强组织实施	1. 细化实化政策。各地要结合实际，细化实化本通知明确的各项政策措施，加速释放政策红利... 2. 优化经办服务。各地持续优化经办流程...提高政策覆盖面...规范资金管理使用... 3. 强化宣传解读。

来源：政府网站，国金证券研究所

### 3.7 4月中央政治局会议精神学习：政策没有“强刺激”、更加注重产业推动等

要闻：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。

数据来源：新华社

会议对经济形势研判总体更为积极，政策部署没有“强刺激”、基本延续前期定调，更加注重产业推动。4月政治局会议，对“三重压力”判断由去年底的“仍然较大”改为“得到缓解”，认为“经济增长好于预期”等；同时，也指出当前经济好转主要是恢复性的，内生动力不强、需求不足、经济转型升级和高质量发展面临阻力和挑战等。

本次会议通稿在分析完经济形势后，紧接着强调加快建设现代产业体系，突显当局对产业发展重视程度。宏观政策基本延续前期定调，财政“加力提效”、货币“精准有力”，形成合力；消费端供需齐发力，多渠道增加居民收入、改善消费环境等；投资端以政府投资和政策激励等带动激发民间投资，在超大城市推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。

产业建设既要“逆势而上”又要“顺势而为”，重点突出新能源、人工智能等领域发展。在短板领域加快突破、逆势而上，或重点指向自主和安全可控领域；在优势领域做大做强、顺势而为，包括一些传统产业及新兴产业。会议还重点突出新能源和人工智能产业链发展，要求扩大新能源车优势，加快充电桩、储能、电网等新能源产业链发展；强调“要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险”，或加快基础建设、场景应用等AI+产业链发展。（详情参见《乘势而上的“攻守之道”》）。

**图表75：近期政治局会议表述对比**

时间	2022年4月29日	2022年7月28日	2022年12月6日	2023年4月28日
形势研判	新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升...	疫情防控取得积极成效，经济社会发展取得新成绩。同时，当前经济运行面临一些突出矛盾和问题。	面对风高浪急的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，保持了经济社会大局稳定。明年要坚持稳字当头、稳中求进。	经济增长好于预期，市场需求逐步恢复...当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力...
宏观政策	要加大宏观政策调节力度...要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度...	宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金...货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持。	积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。	积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。
产业政策	要坚持重点布局、梯次推进，加快建设世界重要人才中心和创新高地...要大力培养使用战略科学家，打造一批一流科技领军人才和创新团队...	要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局。	产业政策要发展和安全并举。要加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性和安全水平。	加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系...要夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用
消费	要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施	-	要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。	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...
基建	全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。	用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金...支持中西部地区改善基础设施和营商环境。	-	要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。
地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房	坚持房住不炒，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。	-	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推
防风险	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线	要保持金融市场总体稳定，妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪。	要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线。	要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作...加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务
改革开放	要坚持扩大高水平对外开放，积极回应外资企业来华营商便利等诉求，稳住外贸外资基本盘。	要以改革开放为经济发展增动力。要继续实施国企改革三年行动方案...要积极促进出口、扩大进口，做好技术、外资引进工作，推动共建“一带一路”高质量发展。	要推进高水平对外开放，更大力度吸引和利用外资。	要全面深化改革，扩大高水平对外开放。要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘...
民生	要切实保障和改善民生，稳定和扩大就业，组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定。	要扎实做好民生保障工作。要着力保障困难群众基本生活，做好高校毕业生等重点群体就业工作。	统筹做好重要民生商品保供稳价和煤电油气运保障供应，关心困难群众生产生活，保障农民工工资发放	要切实保障和改善民生，强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。
民营经济	-	要发挥企业和企业家能动性，营造好的政策和制度环境，让国企敢干、民企敢闯、外企敢投。	要坚持真抓实干，激发全社会干事创业活力，让干部敢为、地方敢闯、企业敢干、群众敢首创。	要坚持“两个毫不动摇”，破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心
平台经济	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。	-	-	要推动平台企业规范健康发展，鼓励头部平台企业探索创新。

来源：政府网站，国金证券研究所

## 风险提示

- 1、俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战，美欧对俄制裁力度只增不减，滞胀压力加速累积下，货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下消费等抑制加强；海外疫情反复，导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续，出口替代表减慢。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402