

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

杨亚仙
分析师
SAC 执证编号：S0110522080001
yangyaxian@sczq.com.cn
电话：86-10-81152627

相关研究

- 宏观经济周报：PMI 延续强势，海外银行风波暂缓
- 经济温和复苏，关注海外风险
- 美联储3月议息会议点评：中性加息，边走边看

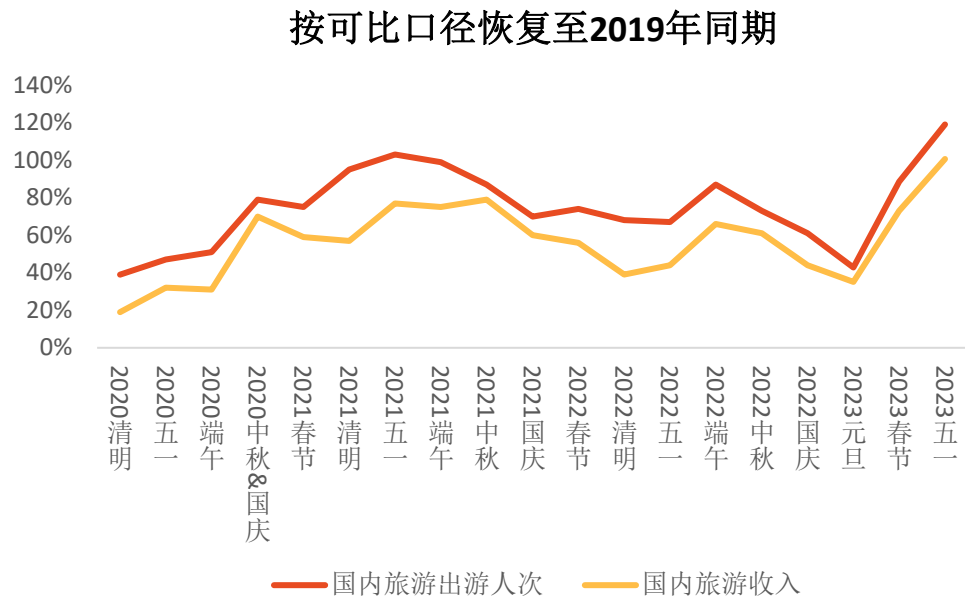
- **五一火爆。**五一假期，国内旅游出行火爆，全国国内旅游出游同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%；国内旅游收入同比增长 128.90%，恢复至 2019 年同期的 100.66%。全国铁路、公路、水路、民航日均发送人次比 2019 年同期日均下降 19.3%，比 2022 年同期日均增长 162.9%。百度迁徙指数远高于 2021 和 2022 年同期，地铁客运量高于往年同期水平，但执飞航班数量仍未突破 2021 年上限，国际交往仍未完全恢复，这部分未来可能还有较大的增长空间。
- **政治局会议一“强”一“弱”。**政治局会议之前，市场预期较弱。4 月 18 日一季度经济数据公布后，市场呈现股弱债强走势，A 股与美股走势背离明显。可能的原因是超预期的一季度经济数据使得市场预期后期政策出现大幅刺激的可能性大大下降。会议公布后，呈现一强一弱两个特点：强——整体定调略好于市场预期，弱——有一些结构上的边际调整。首先，会议对当前经济形势的认定偏弱，未来政策的刺激力度仍可期待，略强于此前市场的弱预期；其次，结构调整上，此次会议首先突出现代化产业体系，其次是扩大内需，可能表明扩大内需的重要性相对减弱，政策倾向有一定的边际调整。整体来看，股市的回调或暂告一段落，债市小牛市可能也已经进入中后期。
- **内忧外患仍存。**首先是低于预期的 4 月 PMI 数据。4 月制造业 PMI 回落至 49.2%，跌破荣枯线，景气出现超季节性下滑，需求和生产双双转弱，采购量、原材料库存全面下行，企业进入被动去库，服务业 PMI 也回落 1.8 个百分点至 55.1%，短期内经济或维持弱复苏状态。
- 其次，从海外来看，美国银行业风险危机尚未解除，第一共和银行被接管和收购。在议息会议立场不够鸽派和债务上限可能提前到来的催化下，5.1-5.3 海外多数风险资产下跌。但我们认为海外后续走势可能好于市场预期：1) 美国通胀下行速度快于历史相似时期，美联储加息接近尾声，下半年或启动降息；2) 美国 4 月制造业 PMI 回升至景气区间，未来可能持续企稳反弹，第二季度美国经济或好于市场预期。
- 往后看，在经济温和修复的背景下，股市上行动力仍存，但在国内政策中性及海外弱修复的背景下，大幅向上难度大，整体维持震荡走势。债市暖风延续，10 年国债收益率下探至 2.75%，但在经济温和修复的背景下，收益率进一步下行难度较大，如收益率进一步下行，则是止盈良机。整体来看，如果海外因素变化不大，股债大体仍然维持震荡格局，结构和个股机会更为重要。

风险提示：欧美金融危机超预期；地缘政治变化超预期

1 五一出行消费火爆

文化和旅游部公布，“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%，按可比口径恢复至 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%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%。旅游消费强势复苏。

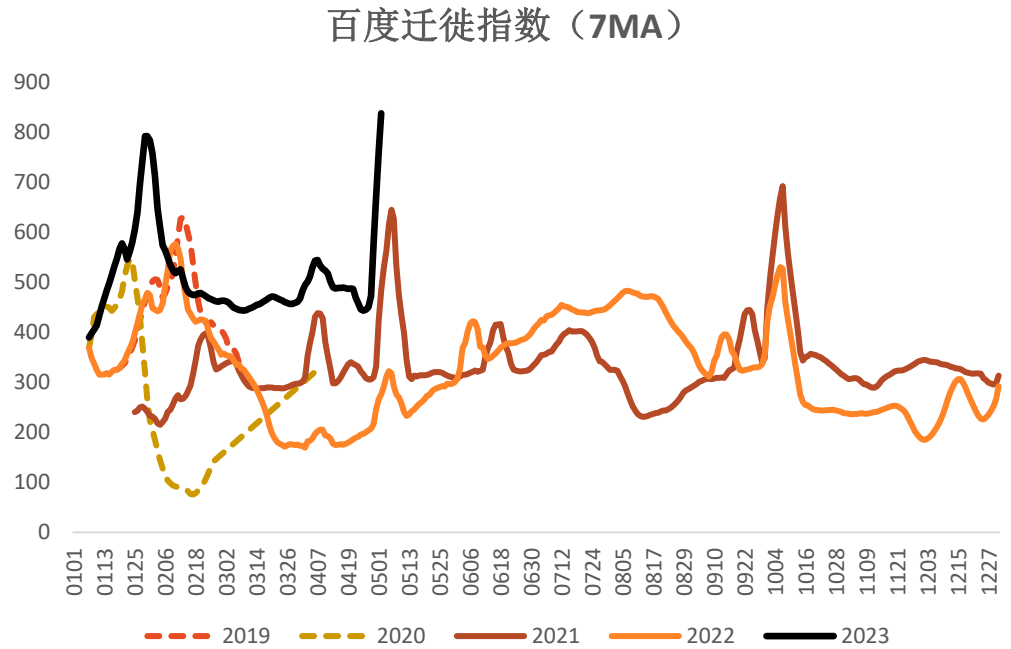
图 1：国内出游人次和旅游收入与 2019 年的对比



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

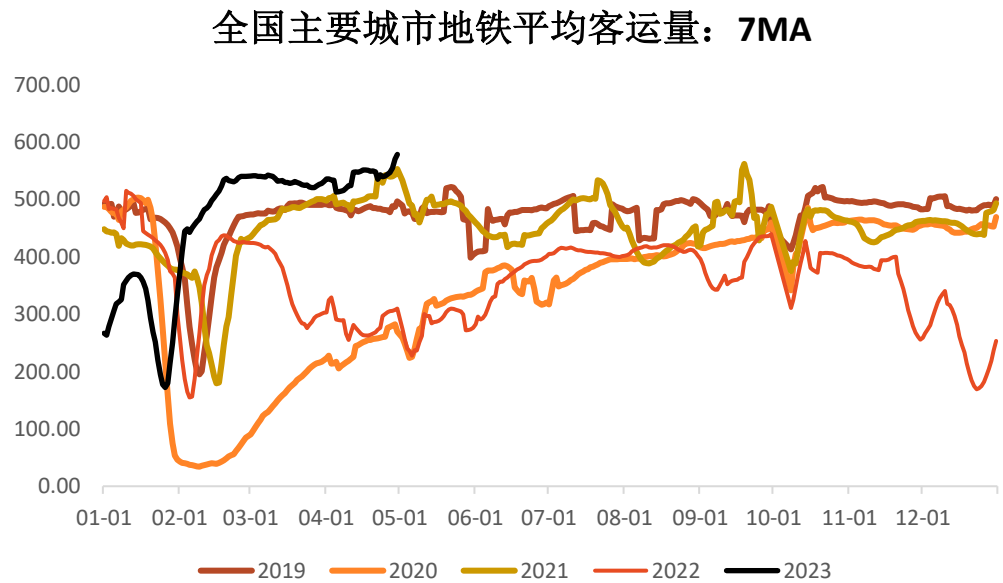
出行同样火爆。交通运输部公布，4月29日至5月3日（劳动节假期期间），全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量 27019 万人次，日均发送 5403.8 万人次，比 2019 年同期日均下降 19.3%，比 2022 年同期日均增长 162.9%。百度迁徙指数远高于 2021 和 2022 年同期，同时最高值已突破 2023 年春节期间上限；地铁客运量高于往年同期水平，且横向对比也创新高，市内和城际出行维持景气；但执飞航班数量仍未突破 2021 年上限，国内航班有序恢复，国际航班大幅上升，但国际交往仍未完全恢复，这部分未来可能还有较大的增长空间。

图 2：百度迁徙指数



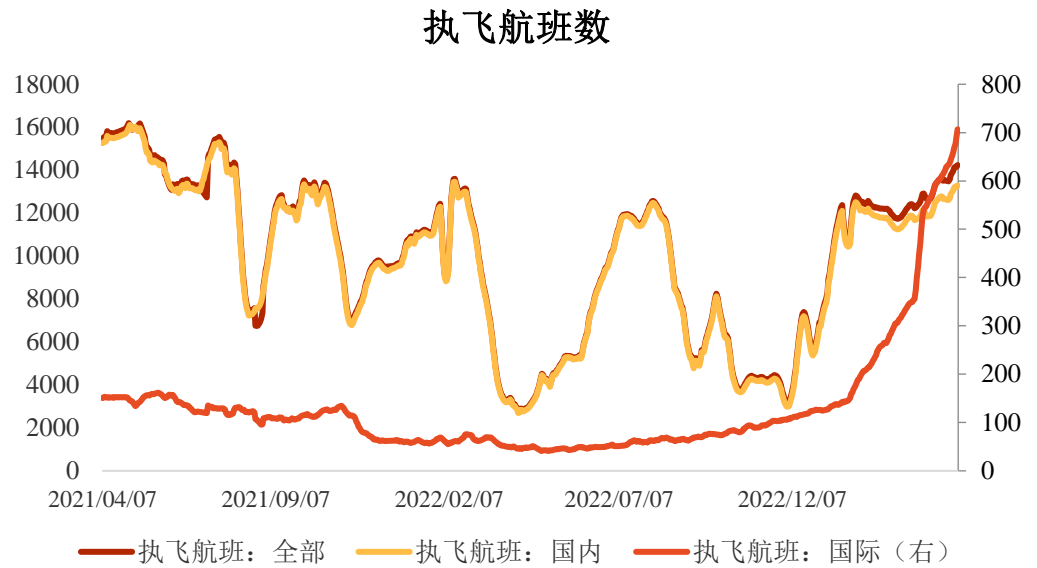
资料来源：百度, 首创证券研究发展部

图 3：主要城市地铁平均客流量创新高（万人次）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

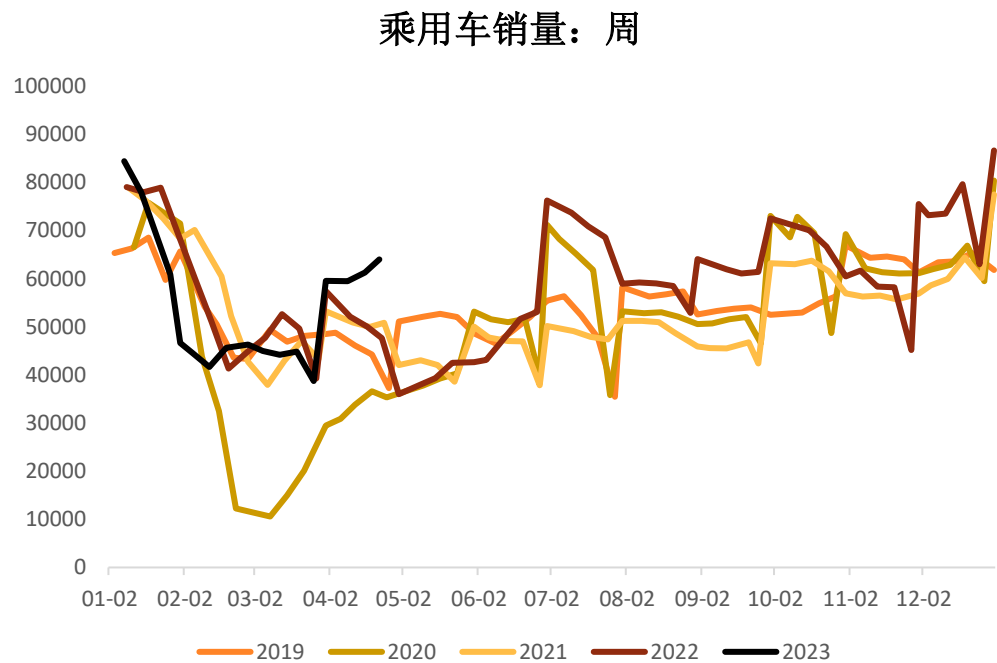
图 4：执飞航班量高位延续（架次）



资料来源：Wind, 飞常准, 首创证券研究发展部

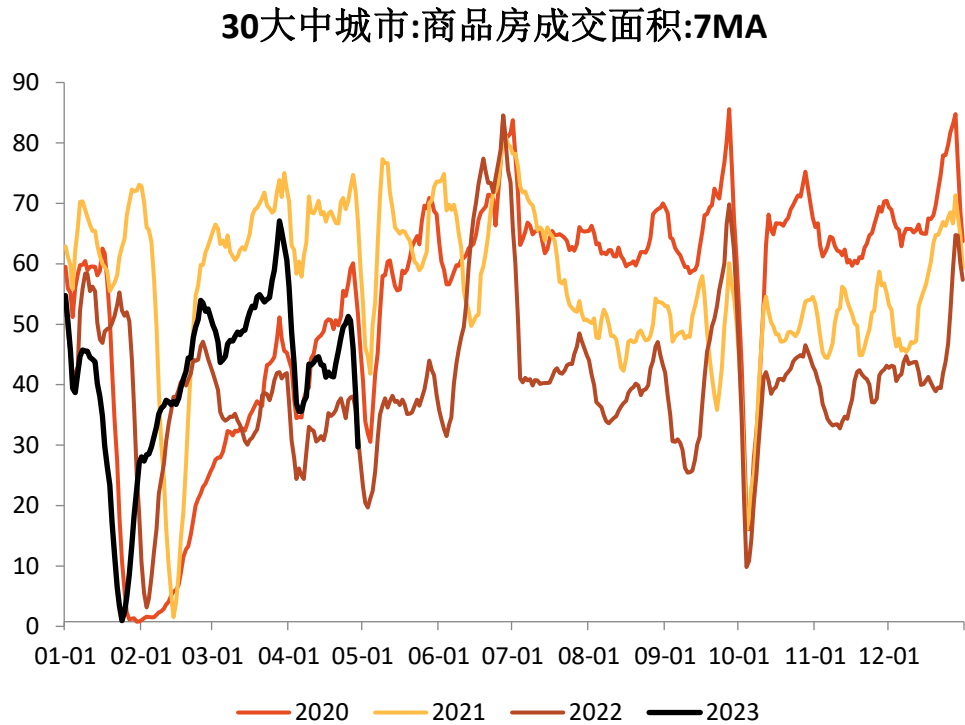
促消费政策的推动下，汽车行业景气度有所回升，4月乘用车销量逆势回升。但房地产市场再次陷入低迷，商品房销售走低，楼市成交连续降温，下降幅度大于季节性水平，房地产行业复苏的持续性受到较大挑战。

图 5：乘用车销量逆势回升（辆）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6: 商品房成交面积继续下滑 (万平方米)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2 政治局会议的“强”与“弱”

428 政治局会议之前,市场预期较弱。2023 年 4 月 18 日一季度经济数据公布后,市场呈现明显的股弱债强走势,万得全 A 一周回调幅度超 5%,A 股与美股走势背离明显,10 年国债收益率连续下行近 7BP。可能的原因是超预期的一季度经济数据使得市场预期后期政策出现大幅刺激的可能性大大下降,本次政治局会议可能类似于 2019 年的 419 政治局会议,政策或边际收紧,学习效应使得市场出现抢跑,股债均提前反应。

会议公布后,呈现一“强”一“弱”两个特点:强——整体定调略好于市场预期,弱——有一些结构上的边际调整。

首先,形势判断上,会议指出“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”。会议对当前经济形势的认定偏弱,未来政策的刺激力度仍可期待,略强于此前市场的弱预期;

其次,结构调整上,去年中央经济会议首先强调扩大内需,其次是现代化产业体系,而此次会议首先突出现代化产业体系,可能表明扩大内需的重要性相对减弱,政策倾向有一定的边际调整。与此同时,也说明产业政策的重要性有所提升,人工智能、新能源汽车等相关的结构性行情可能会有一定机会。

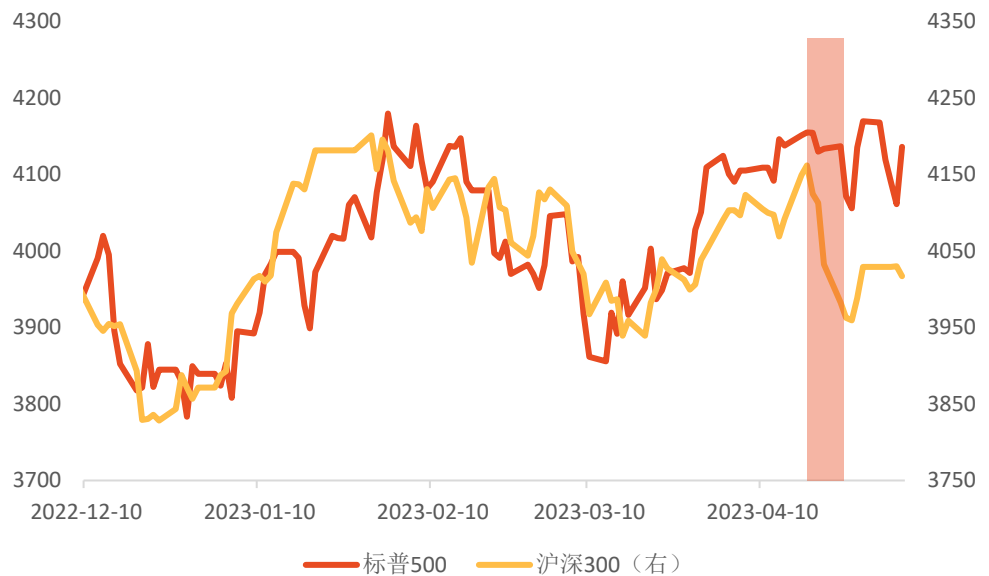
因此,相比于此前市场的弱预期,428 政治局会议的定调可能会对股市形成一定的利好,股市的回调或暂告一段落,债市小牛市可能也已经进入中后期。

表 1：428 政治局会议 V.S. 2022 中央经济工作会议

2023/4/28 政治局会议	2022 中央经济工作会议
会议指出，要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系	一是着力扩大国内需求
会议强调，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在	二是加快建设现代化产业体系
会议指出，要坚持“两个毫不动摇”	三是切实落实“两个毫不动摇”
会议强调，要全面深化改革、扩大高水平对外开放	四是更大力度吸引和利用外资
会议指出，要有效防范化解重点领域风险	五是有效防范化解重大经济金融风险
会议强调，要切实保障和改善民生	

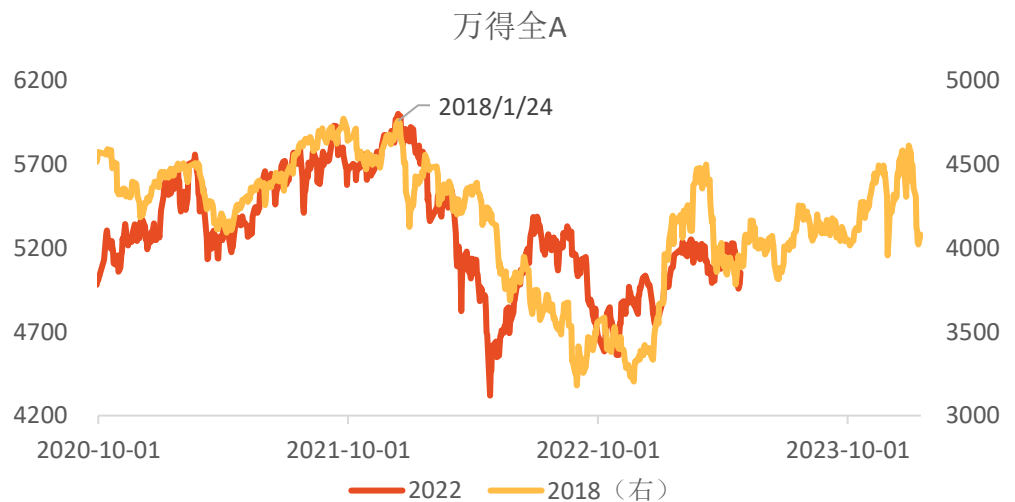
资料来源：公开信息整理，Wind，首创证券研究发展部

图 7：418 经济数据公布后，中美股市走势产生较大背离



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

图 8：今年 A 股走势可能类似于 2019 年

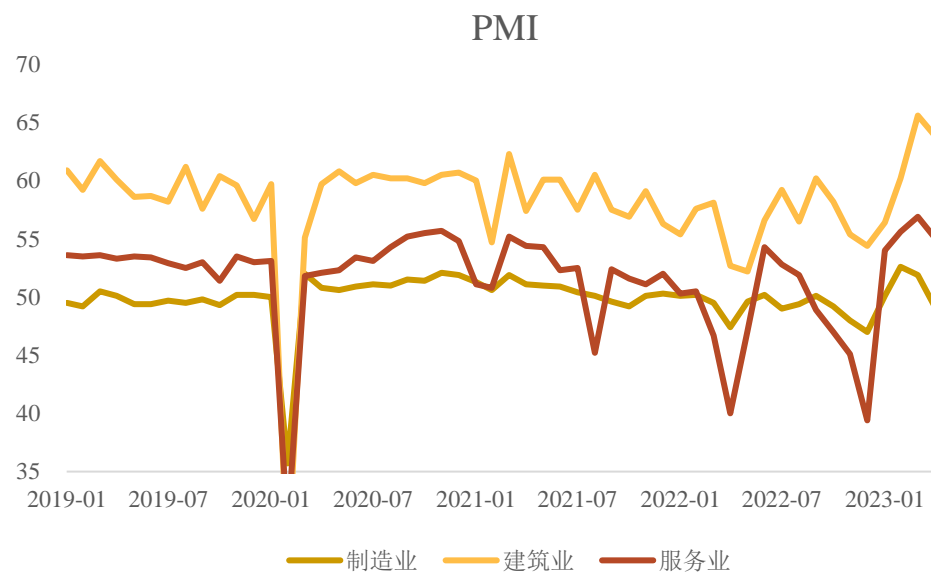


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

3 内忧外患仍存

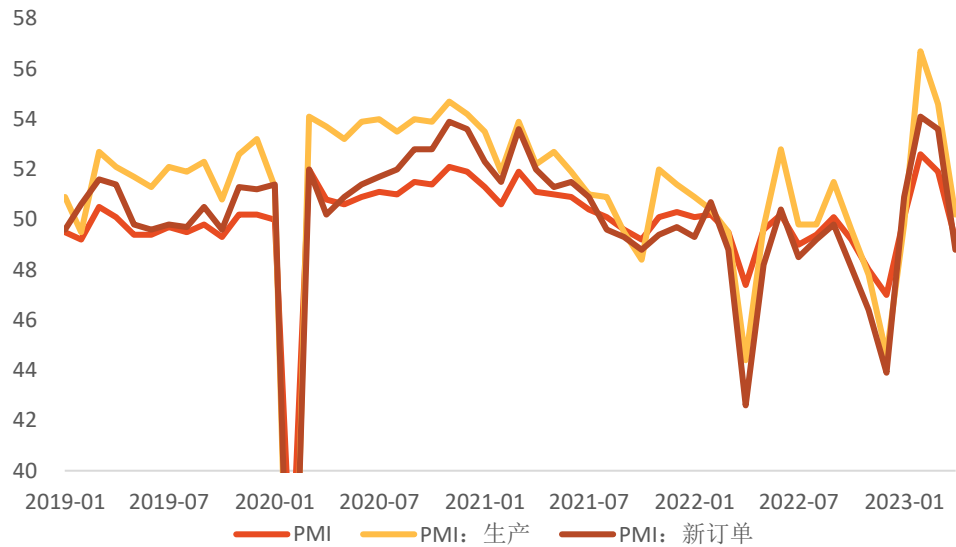
首先是低于预期的4月PMI数据。防疫政策的放开使PMI经历了一轮较大的起伏,4月制造业PMI回落至49.2%,跌破荣枯线,景气出现超季节性下滑,需求和生产双双转弱,采购量、原材料库存全面下行,企业进入被动去库存,服务业PMI也回落1.8个百分点至55.1%,短期内经济或维持弱复苏状态。

图9: PMI (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

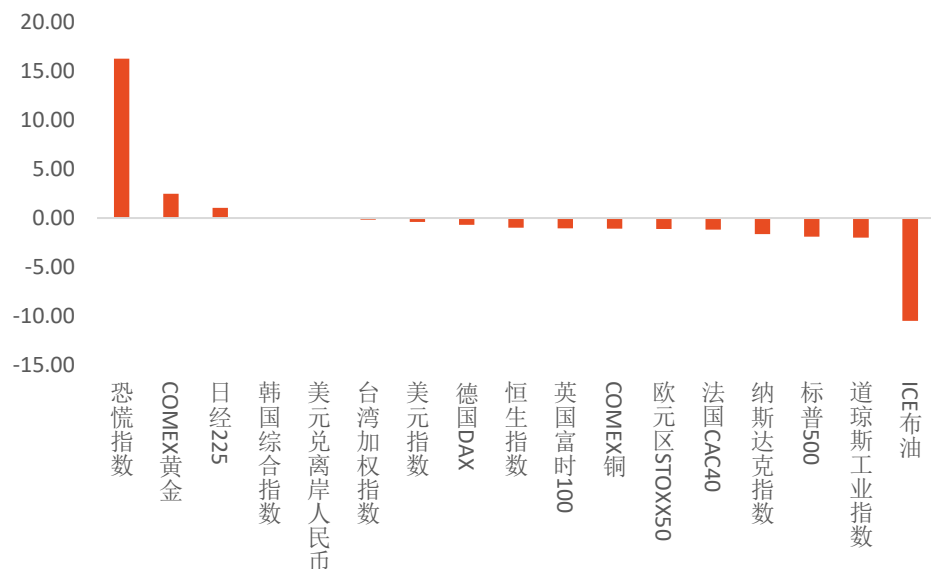
图 10: 制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

从海外来看, 美国银行业风险危机尚未解除, 5月1日美国联邦存款保险公司接管美国第14大银行: 第一共和银行, 摩根大通银行宣布收购第一共和银行的全部存款以及大部分资产。在议息会议立场不够鸽派(当地时间5月3日美联储继续加息25BP)和债务上限可能提前到来的催化之下, 5月1日-5月3日, 海外多数风险资产下跌, 标普500指数累计下行1.89%, 布油价格下跌超10%, 金价上涨2.49%。

图 11: 五一期间 (4.29-5.3) 海外大类资产走势 (%)

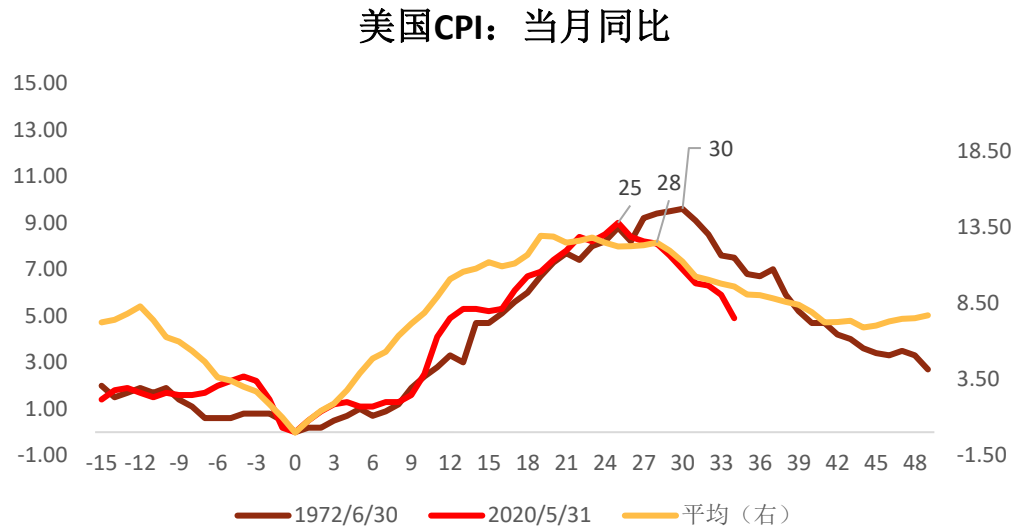


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

但我们认为海外后续走势可能好于市场预期。从美国通胀的走势来看, 本轮下行速度快于历史相似时期, 美联储加息接近尾声, 下半年或启动降息。此外, 美国4月制

制造业 PMI 回升 1 个百分点至 50.2%，回升至景气区间，且已经连续 4 个月保持回升，未来可能持续企稳反弹，第二季度美国经济或好于市场预期。

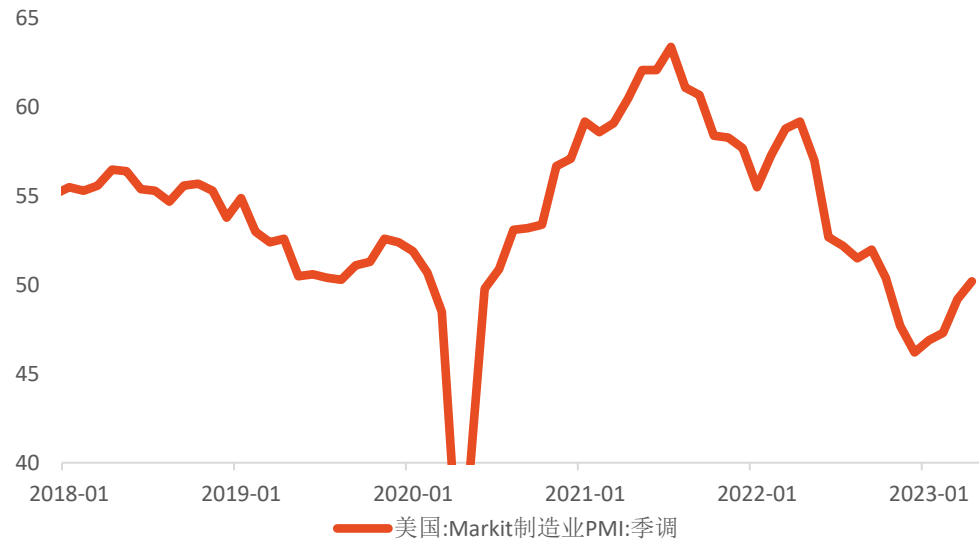
图 12：美国 CPI 当月同比（%）



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

注：平均取历史上美国通胀上行较快的时期样本（共 7 次，分别为 1915/9/30、1921/6/30、1933/3/31、1940/9/30、1946/2/28、1949/7/31、1972/6/30）的平均值，最低点标准化为 0 点。

图 13：美国制造业 PMI（%）



资料来源：Wind，首创证券研究发展部

4 后市展望

往后看，在经济温和修复的背景下，股市上行动力仍存，但在国内政策中性及海外

弱修复的背景下，大幅向上难度大，整体维持震荡走势。债市暖风延续，10年国债收益率下探至2.75%，但在经济温和修复的背景下，收益率进一步下行难度较大，如收益率进一步下行，则是止盈良机。整体来看，如果海外因素变化不大，股债大体仍然维持震荡格局，结构和个股机会更为重要。

风险提示：欧美金融危机超预期；地缘政治变化超预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，研究助理，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

评级	说明
股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
	中性 行业与整体市场表现基本持平
	看淡 行业弱于整体市场表现