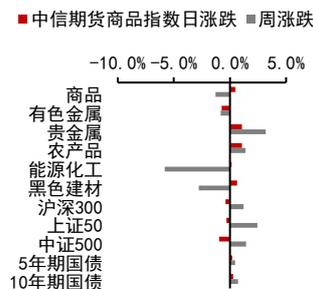


国内经济表现分化，美国就业仍有韧性

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

我国4月份PMI显示国内经济表现分化，服务业强劲恢复，但制造业景气度下降。考虑到服务业持续恢复对商品消费与商品房销售的间接带动，对未来制造业表现也不必过于悲观。美国4月份制造业PMI与非制造业PMI均有所回升，但制造业表现仍偏弱，而服务业仍有韧性。美国服务业的韧性使得美国4月新增就业仍有韧性，预计未来几个月美国就业与经济仍有韧性，年内美联储转向降息的可能性不大。



摘要：

我国4月份PMI显示国内经济表现分化，服务业强劲恢复，但制造业景气度下降。考虑到服务业持续恢复对商品消费与商品房销售的间接带动，对未来制造业表现也不必过于悲观。我国4月份服务业PMI为55.1%，仍处于仅几年的最高水平，反映服务业恢复动能仍然强劲。不过，4月份制造业PMI为49.2%，降至50%的临界水平以下，制造业表现偏弱。4月份建筑业商务活动指数为63.9%，仍处于近几年的最高水平，主要因为稳经济背景下基础设施建设较快推进。综合来看，4月份国内经济明显分化。从海外经验来看，疫后服务业强劲修复持续时间较长，预计年内服务业有望维持较快增长。服务业的持续快速增长会使得居民收入增长逐步加快，进而间接带动商品消费和商品房销售的增长，对未来制造业表现不宜过于悲观。

五一假期国内旅游人次表现强劲，但人均旅游支出仍偏低，未来旅游消费有望进一步恢复。五一假期全国国内旅游出游人次同比增长70.83%，恢复至2019年同期的119.09%；旅游收入同比增长128.90%，恢复至2019年同期的100.66%。总体来看，国内居民出游意愿强烈，但旅游支出较2019年仅增长0.66%，暗示人均旅游支出仍偏低。今年人均旅游支出为540元，明显低于2019年的639元，但高于去年的403元。随着国内服务业的持续恢复与居民收入的持续增长，预计人均旅游支出也将进一步恢复。

美国4月份制造业PMI与非制造业PMI均有所回升，但制造业表现仍偏弱，而服务业仍有韧性。美国4月ISM制造业PMI为47.1%，较3月回升0.8个百分点，但仍明显低于50%的临界水平，制造业表现偏弱；非制造业PMI为51.9%，较3月回升0.7个百分点；其中，新订单指数大幅回升3.9个百分点至56.1%，美国服务业仍有韧性。

美国服务业的韧性使得美国4月新增就业仍有韧性，预计未来几个月美国就业与经济仍有一定韧性，年内美联储转向降息的可能性不大。美国4月新增非农就业25.3万人，明显好于市场预期值18万。其中，商品生产部门新增就业3.3万，与疫情前月均3.3万的水平相近；服务业生产部门新增就业19.7万，仍显著高于疫情前3年月均13万的水平。美国非农就业70%以上来自服务业，4月份美国就业仍有韧性主要因为服务业有韧性。未来几个月中美欧服务业大概率继续共振扩张，预计美国服务业仍有一定韧性。这意味着美国就业与经济不会很差，美联储也就没有必要很快转向降息。我们的基准判断是美国银行业风险事件影响有限，年内美联储转向降息的可能性不大。

风险提示：国内经济修复不及预期，美欧银行业风险扩散

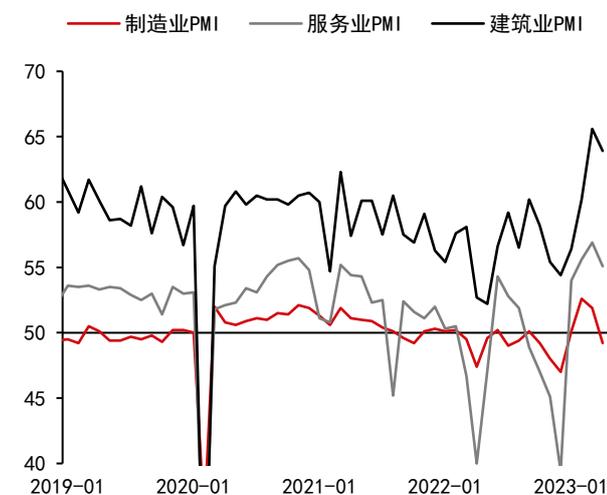
宏观研究团队

研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、国内经济表现分化，美国就业仍有韧性

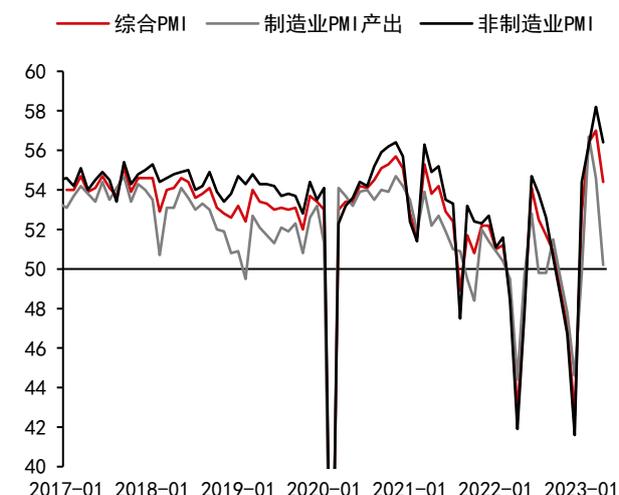
我国4月份PMI显示国内经济表现分化，服务业强劲恢复，但制造业景气度显著下降。考虑到服务业持续恢复对国内商品消费与商品房销售的间接带动，对未来制造业表现也不必过于悲观。我国4月份服务业PMI为55.1%，较3月回落1.8个百分点，但仍处于仅几年的最高水平左右，远高于50%的临界水平，反映服务业恢复动能仍然强劲。不过，4月份制造业PMI为49.2%，较3月回落2.7个百分点，降至50%的临界水平以下；其中，新订单与新出口订单指数分别回落4.8、2.8个百分点至48.8%、47.6%，制造业表现偏弱。4月份建筑业商务活动指数为63.9%，仍处于近几年的最高水平。其中，土木工程建筑业商务活动指数继续高于70.0%，主要因为稳经济背景下基础设施建设较快推进。综合来看，4月份国内经济明显分化。从海外经验来看，疫后服务业强劲修复持续时间较长，预计年内服务业有望维持较快增长。服务业对就业的拉动作用较强；服务业的持续快速增长会使得居民收入增长逐步加快，进而间接带动国内商品消费和商品房销售的增长。从这个角度来看，我们认为对未来制造业表现不宜过于悲观。

图表1：我国制造业、服务业与建筑业PMI



资料来源：Wind 中信期货研究所

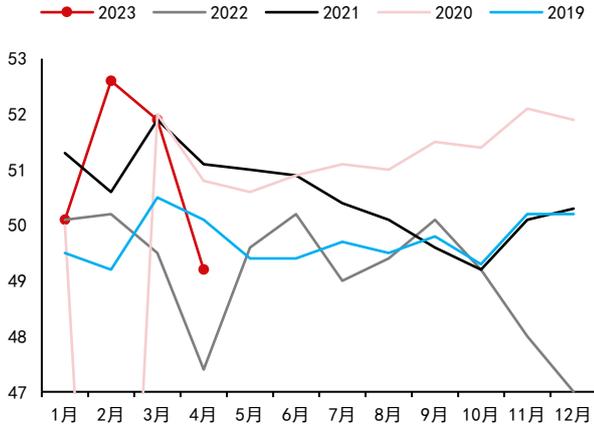
图表2：我国综合PMI、制造业PMI产出指数与非制造业PMI



资料来源：Wind 中信期货研究所

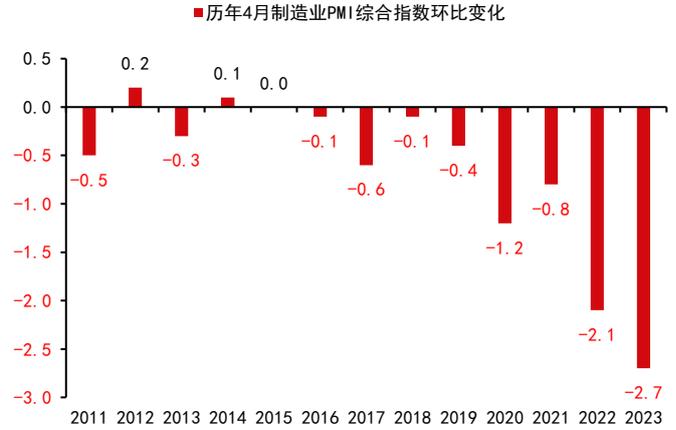
五一假期国内旅游人次表现强劲，但人均旅游支出仍偏低，未来旅游消费有望进一步恢复。经文化和旅游部数据中心测算，五一假期全国国内旅游出游合计2.74亿人次，同比增长70.83%，按可比口径恢复至2019年同期的119.09%；实现国内旅游收入1480.56亿元，同比增长128.90%，按可比口径恢复至2019年同期的100.66%。总体来看，国内居民出游意愿强烈，旅游人次较2019年增长19%，但旅游支出较2019年仅增长0.66%，暗示人均旅游支出仍偏低。今年人均旅游支出为540元，明显低于2019年的639元，但高于去年的403元。随着国内服务业的持续恢复与居民收入的持续增长，预计人均旅游支出也将进一步恢复。

图表3：历年各月制造业 PMI 综合指数 (%)



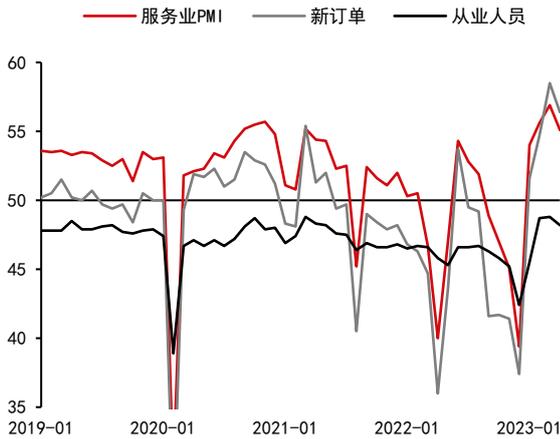
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：历年4月制造业 PMI 综合指数环比变化



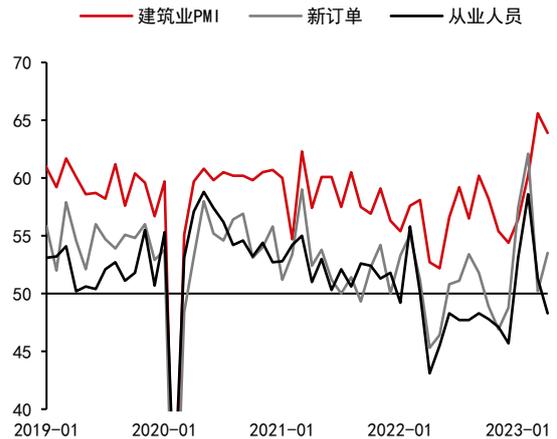
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：服务业 PMI (%)



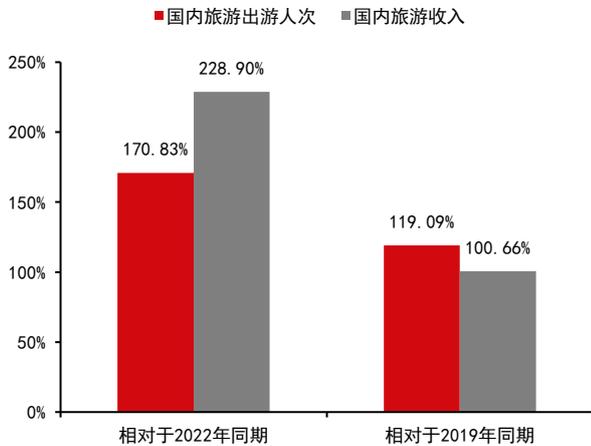
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：建筑业 PMI (%)



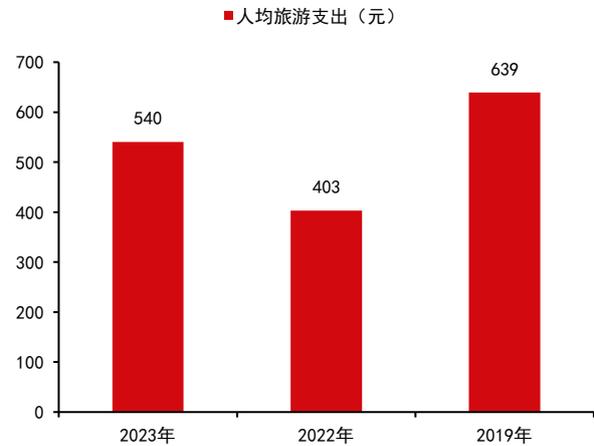
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7：五一假期国内旅游人次及旅游收入



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：五一假期人均旅游支出

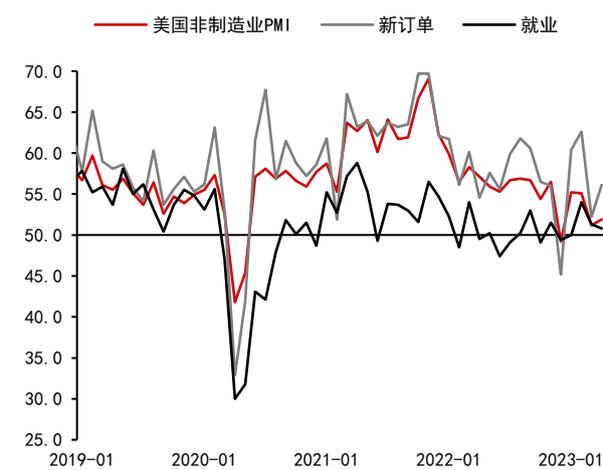


资料来源：Wind 中信期货研究所

美国 4 月份制造业 PMI 与非制造业 PMI 均有所回升，但制造业表现仍偏弱，而服务业仍有韧性。美国 4 月 ISM 制造业 PMI 为 47.1%，较 3 月回升 0.8 个百分点，但仍明显低于 50% 的临界水平，制造业表现仍偏弱；其中，新订单与就业指数分别回升 1.4、3.3 个百分点至 45.7%、50.2%。4 月份美国非制造业 PMI 为 51.9%，较 3 月回升 0.7 个百分点，显著高于 50% 的临界水平；其中，新订单指数大幅回升 3.9 个百分点至 56.1%，美国服务业仍有韧性。

图表9：美国 ISM 制造业 PMI

图表10：美国非制造业 PMI

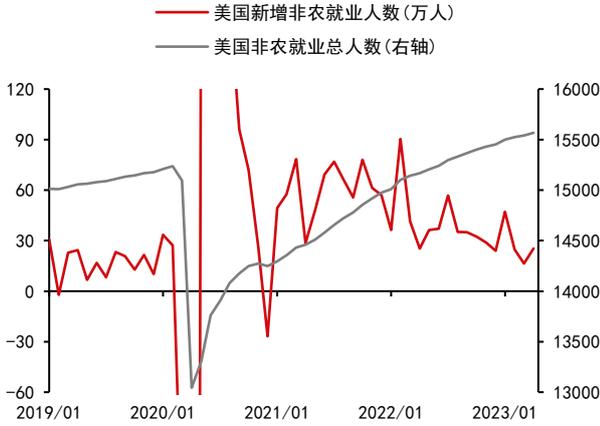


资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

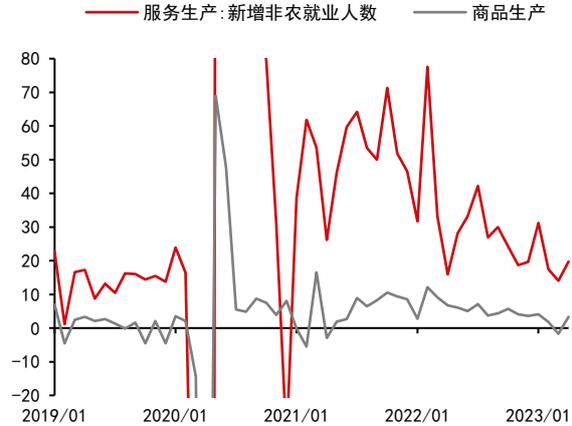
美国服务业的韧性使得美国 4 月新增就业仍有韧性，预计未来几个月美国就业与经济仍有一定韧性，年内美联储转向降息的可能性不大。美联储 5 月 3 号宣布加息 25BP，符合市场预期；虽然美联储并未明确表示将结束加息，但考虑到美国银行业风险事件导致的一定程度的信贷紧缩以及美国通胀压力明显缓解，美联储加息结束的可能性较大。市场预期美联储 9 月份转向降息，但刚刚公布的 4 月份非农数据好于预期，使得市场降息预期略有减弱。具体来看，美国 4 月新增非农就业 25.3 万人，明显好于市场预期值 18 万，也明显高于疫情前 3 年月均 18 万的水平，美国就业仍有韧性。分项来看，商品生产部门新增就业 3.3 万，与疫情前月均 3.3 万的水平相近；服务业生产部门新增就业 19.7 万，仍显著高于疫情前 3 年月均 13 万的水平。美国非农就业 70% 以上来自服务业，4 月份美国就业仍有韧性主要因为服务业有韧性。4 月份美国劳动参与率为 62.6%，与 3 月份持平；失业率为 3.4%，较 3 月回落 0.1 个百分点，处于历史低位。今年以来美国劳动力紧张状况略有缓解，3 月份非农职位空缺数降至 959 万人，较去年年底下降 164 万，但仍比疫情前高 37%。在劳动力供需仍然紧张的背景下，4 月份非农时薪再次加快增长，环比增长 0.5%，增速明显高于今年前 3 个月月均 0.3% 的水平。往前看，未来几个月中美欧服务业大概率继续共振扩张，预计美国服务业仍有一定韧性。这意味着美国就业与经济不会很差，美联储也就没有必要很快转向降息。我们的基准判断是美国银行业风险事件影响有限，年内美联储转向降息的可能性不大。

图表11：美国新增非农就业人数与总人数（万人）



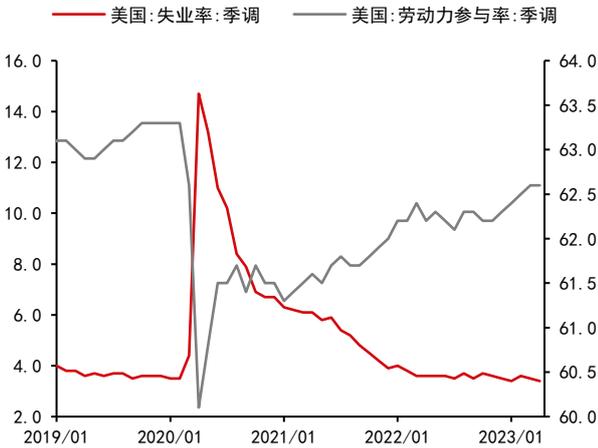
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12：美国服务生产与商品生产新增非农就业人数（万人）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表13：美国失业率与劳动力参与率（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表14：美国非农职位空缺数与平均时薪环比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表15：美国联邦利率期货反映的美联储加息概率

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/6/14								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	91.5%	8.5%
2023/7/26			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.3%	58.6%	5.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.7%	51.4%	22.2%	1.6%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.1%	50.8%	22.9%	2.1%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.9%	49.5%	24.3%	3.1%	0.1%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.8%	49.3%	24.5%	3.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	23.8%	48.3%	23.6%	3.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.0%	29.3%	42.8%	19.1%	2.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	3.6%	19.8%	37.3%	28.7%	9.3%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	2.8%	16.0%	33.2%	30.8%	13.8%	3.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.7%	10.5%	26.0%	31.8%	20.9%	7.6%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.6%	4.8%	16.0%	28.1%	27.9%	16.1%	5.4%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME 中信期货研究所

二、本周重要经济数据及事件

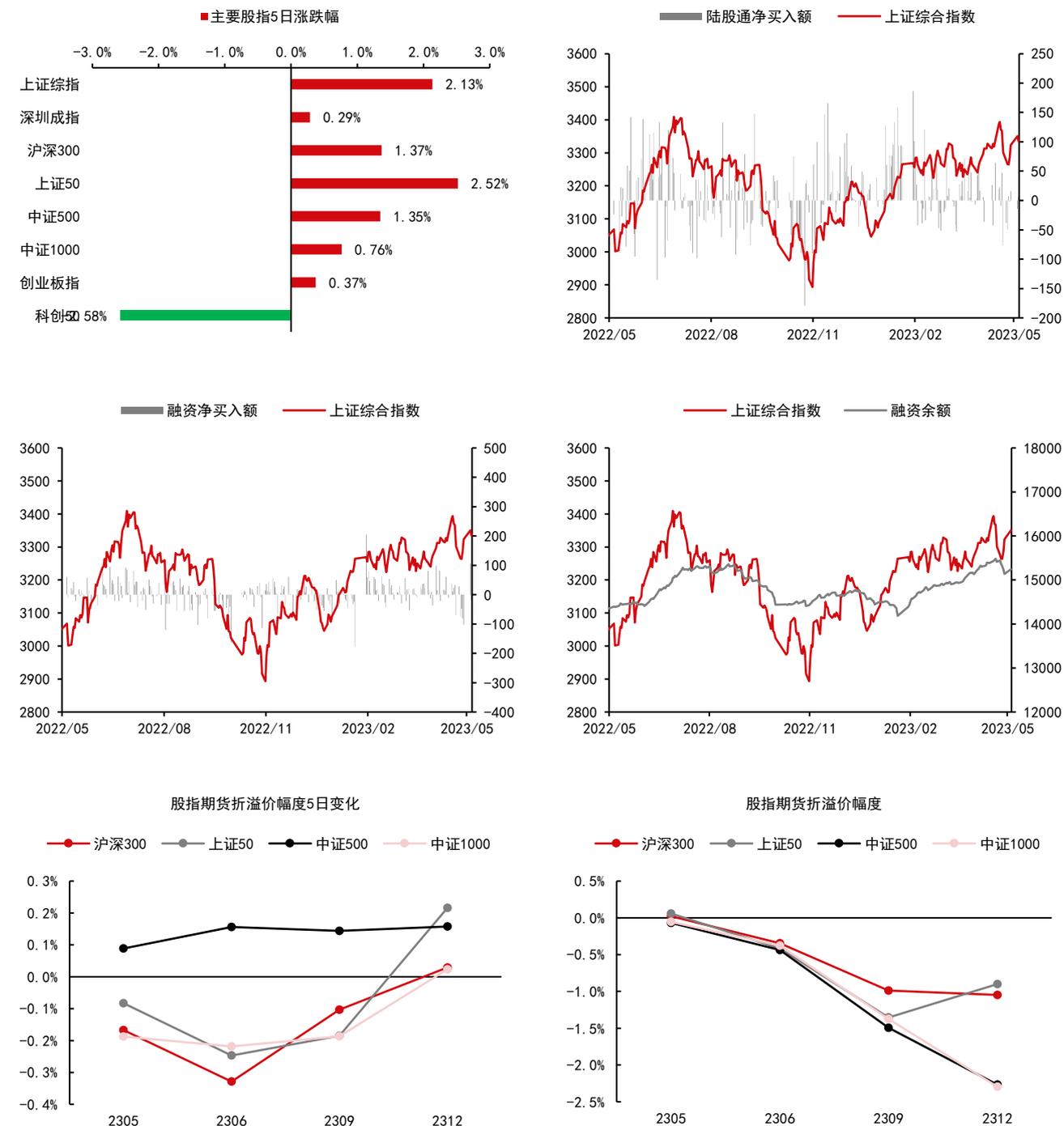
图表1：重要经济数据及事件

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2023-05-09	11:00	中国	4月出口金额:当月同比	14.8	6.45	
2023-05-09	11:00	中国	4月进口金额:当月同比	-1.4	1	
2023-05-09	11:00	中国	4月贸易差额(亿美元)	881.91	584.72	
2023-05-10	20:30	美国	4月CPI:季调:环比(%)	0.1	0.4	
2023-05-10	20:30	美国	4月CPI:同比(%)	5	5.2	
2023-05-10	20:30	美国	4月核心CPI:季调:环比	0.4	0.3	
2023-05-10	20:30	美国	4月核心CPI:同比(%)	5.6	5.6	
2023-05-11	09:30	中国	4月CPI:同比(%)	0.7	0.45	
2023-05-11	09:30	中国	4月PPI:同比(%)	-2.5	-3.08	
2023-05-11	20:30	美国	4月PPI:最终需求:季调:环比(%)	-0.5	0.3	
2023-05-11	20:30	美国	4月PPI:最终需求:季调:同比(%)	2.8	3	
2023-05-11	20:30	美国	5月06日当周初次申请失业金人数(万人)	24.2		
2023-05-11	20:30	美国	4月29日持续领取失业金人数(万人)	180.5		
2023-05-12	16:00	中国	4月M2:同比(%)	12.7	12.3	
2023-05-12	16:00	中国	4月社会融资规模:当月值(亿元)	53800		
2023-05-12	16:00	中国	4月社会融资规模存量:同比	10	9.8	
2023-05-12	22:00	美国	5月密歇根大学消费者预期指数	60.5		

资料来源: Wind 中信期货研究所

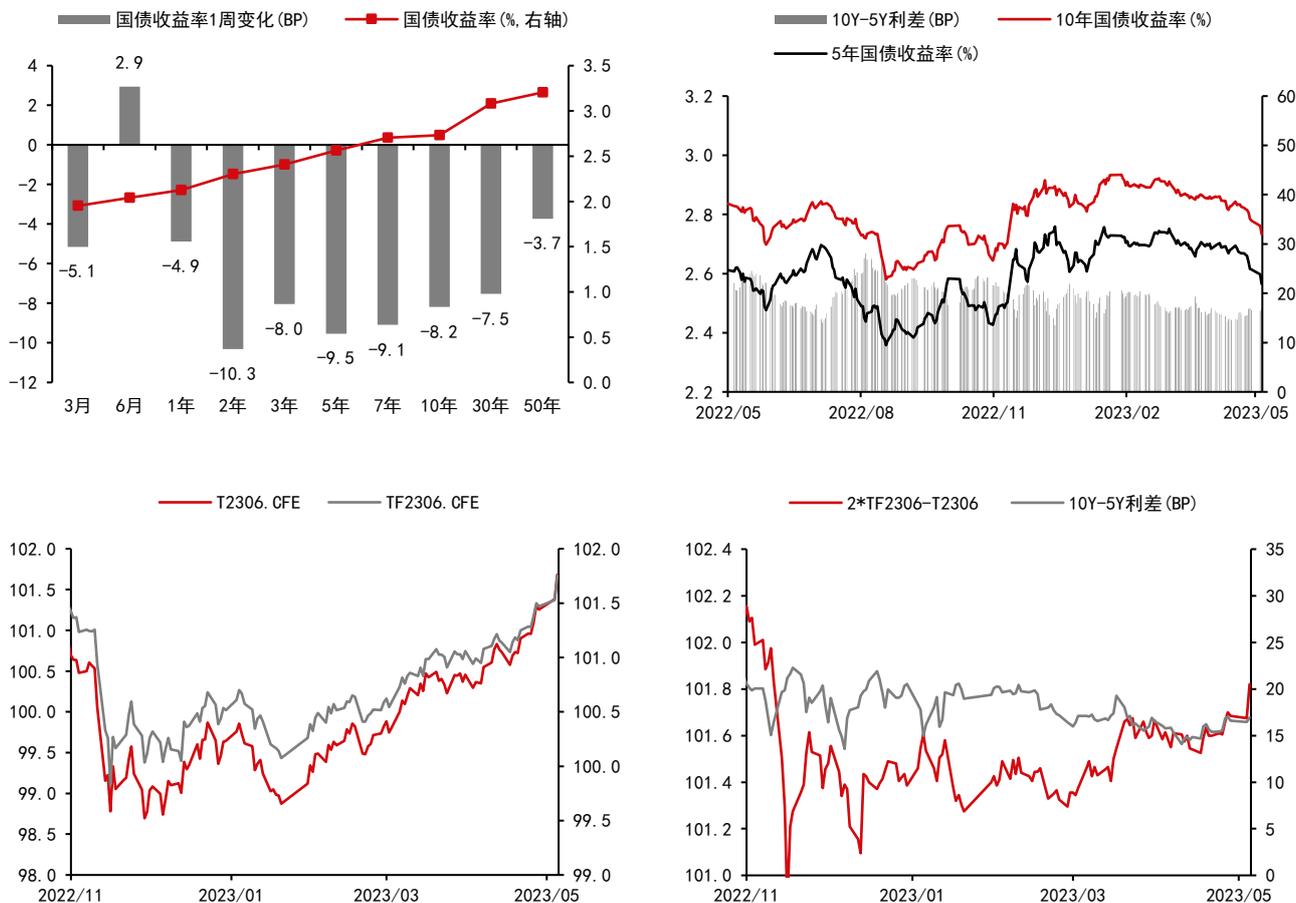
三、国内金融市场跟踪

图表2：国内股票市场



资料来源：Wind 中信期货研究所
折溢价：期货价格/现货价格-1

图表3：国内债券市场



资料来源：Wind 中信期货研究所

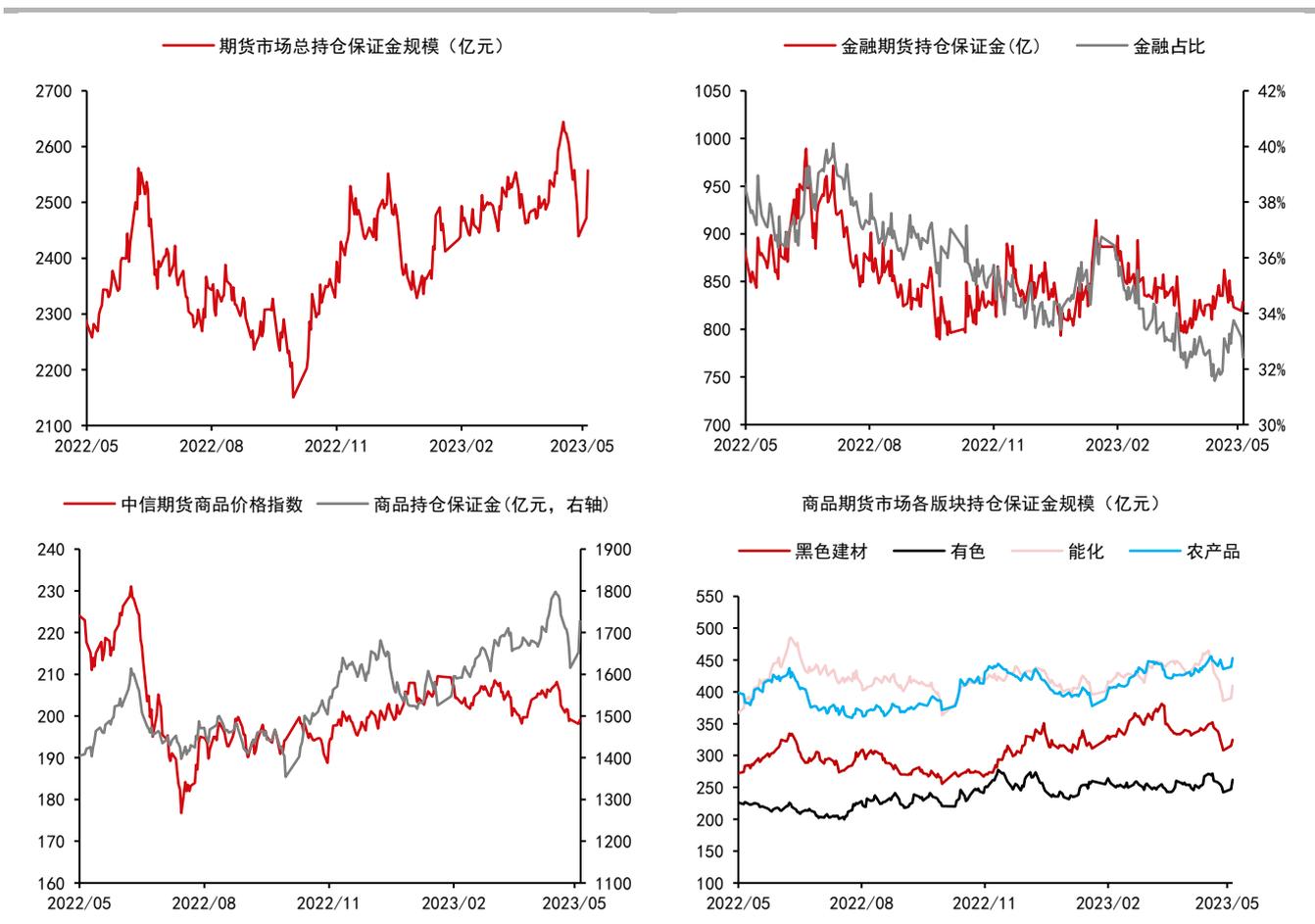
五、国内期货市场跟踪

图表4：国内期货市场板块价格指数及沉淀资金变化

板块	1日沉淀资金变化(亿)	板块	5日沉淀资金变化(亿)	板块	沉淀资金(亿)
合计	85.19	合计	-1.05	合计	2557.16
金融	9.35	金融	-22.23	金融	828.77
商品	75.84	商品	21.18	商品	1728.39
能源化工	19.70	1 贵金属	23.58	5 农产品	453.24
贵金属	17.83	5 农产品	8.22	4 能源化工	409.63
有色金属	15.04	3 有色金属	5.97	2 黑色建材	324.61
农产品	13.91	4 能源化工	-7.91	1 贵金属	278.92
黑色建材	9.36	2 黑色建材	-8.67	3 有色金属	261.99

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：国内期货市场板块沉淀资金



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6: 国内商品期货品种表现 (按价格涨跌幅排序)

品种	5日涨跌幅	振幅	活跃度	20日涨跌幅
郑棉	5.10%	6.37%	0.90	10.76%
红枣	4.96%	6.96%	0.70	9.35%
棉纱	3.90%	4.95%	1.19	7.03%
沪银	3.79%	5.97%	1.09	10.65%
豆二	3.79%	5.09%	1.85	-4.76%
菜粕	3.55%	5.59%	1.11	2.30%
苹果	3.24%	5.85%	0.91	5.06%
沪金	2.64%	3.61%	0.63	4.99%
豆粕	2.58%	3.69%	0.63	-3.87%
不锈钢	2.38%	4.48%	1.16	4.09%
锰硅	2.13%	3.98%	0.63	-2.80%
郑糖	1.55%	3.52%	1.14	6.43%
豆油	0.63%	4.14%	0.96	-6.88%
生猪	0.40%	3.29%	0.53	3.07%
沪铅	0.35%	0.97%	0.72	1.14%
棕榈	0.11%	5.52%	1.04	-6.10%
乙二醇	0.22%	4.01%	0.68	-0.57%
沪锌	-0.58%	2.61%	1.20	-5.48%
粳米	-0.63%	1.02%	0.27	0.40%
沪镍	-0.70%	6.42%	1.94	1.66%
淀粉	-0.80%	3.10%	0.69	-1.09%
连豆	-0.91%	3.50%	0.92	-8.41%
菜油	-1.04%	5.36%	1.74	-5.57%
鸡蛋	-1.34%	2.10%	0.43	-3.89%
纸浆	-1.50%	4.48%	0.97	-8.96%
硅铁	-1.60%	3.77%	0.47	-5.80%
20号胶	-1.67%	2.87%	0.85	-0.64%
沪锡	-1.74%	5.18%	2.20	1.88%
沪铜	-1.88%	2.10%	0.51	-3.30%
螺纹	-1.92%	6.22%	0.75	10.21%
尿素	-1.99%	4.11%	0.70	12.54%
沪胶	-2.05%	3.50%	1.27	-1.18%
热卷	-2.45%	6.84%	0.57	11.15%
沪铝	-2.60%	2.95%	0.63	-1.76%
铁矿	-2.66%	8.36%	0.69	17.03%
PVC	-2.84%	3.77%	0.84	-5.47%
玉米	-2.89%	3.98%	0.47	-5.00%
焦炭	-3.28%	8.46%	0.70	17.74%
PP	-3.40%	4.54%	0.70	-5.05%
塑料	-3.59%	4.86%	0.73	-3.34%
苯乙烯	-4.66%	5.44%	0.65	-7.74%
纯碱	-5.16%	9.15%	1.44	20.15%
TA	-5.57%	7.53%	0.76	10.47%
甲醇	-5.78%	7.89%	0.60	-7.16%
玻璃	-5.89%	8.38%	1.40	6.90%
沥青	-6.39%	7.40%	0.88	-7.27%
焦煤	-8.52%	14.25%	0.82	22.97%
LPG	-10.42%	12.76%	0.99	-7.16%
低硫燃油	-10.42%	13.21%	1.26	10.04%
原油	-12.65%	16.02%	3.28	12.95%
燃油	-13.81%	16.59%	2.16	-7.69%

资料来源: Wind 中信期货研究所

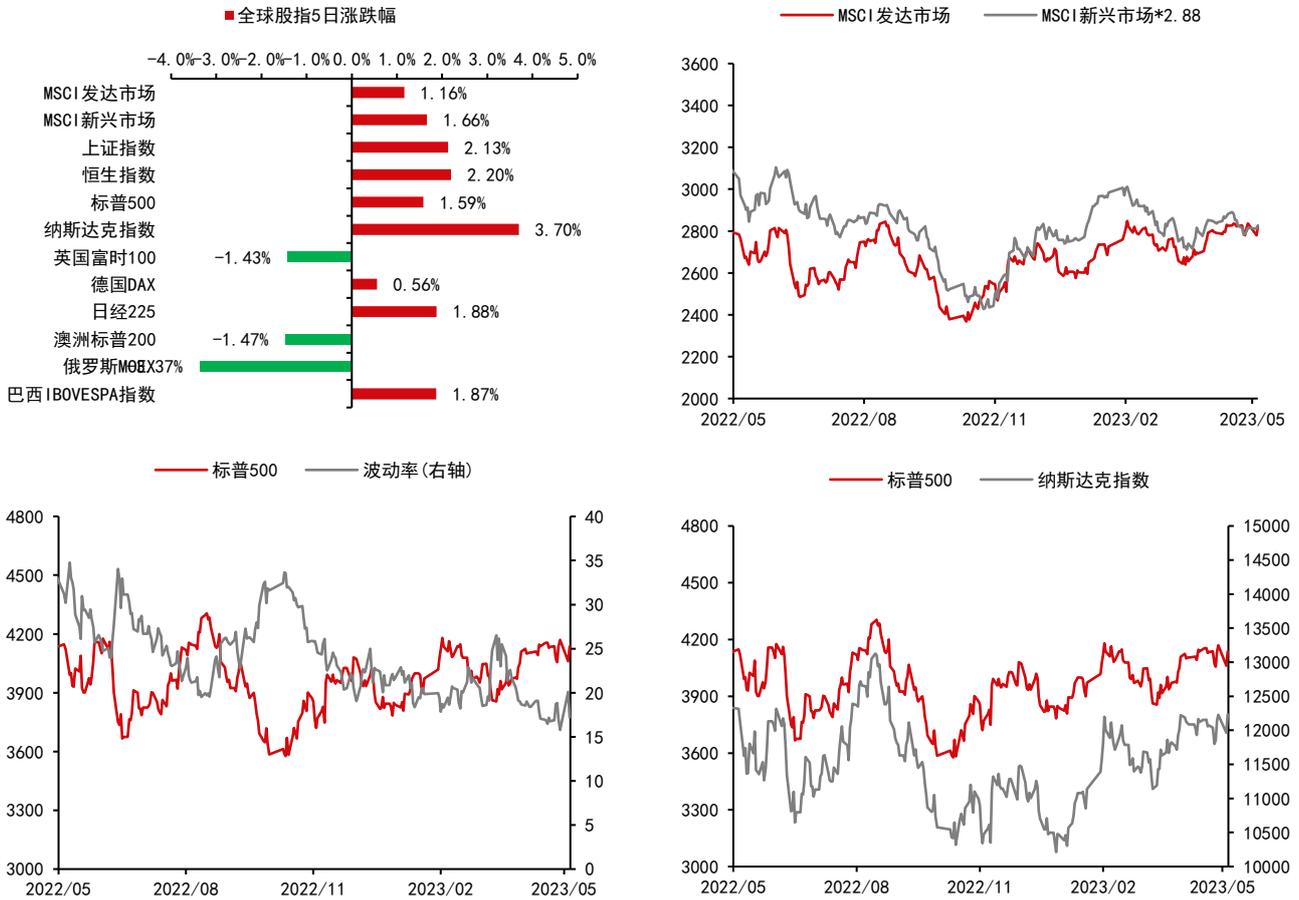
图表7：国内商品期货沉淀资金及其变化

品种	5日沉淀资金变化(亿)	品种	20日沉淀资金变化(亿)	品种	沉淀资金(亿)
沪金	13.19	沪金	35.78	沪金	158.94
沪银	10.39	沪银	22.49	沪铜	145.27
郑棉	5.93	郑棉	11.15	沪银	119.98
PP	5.50	豆粕	7.83	铁矿	114.26
沪铜	3.23	玻璃	7.76	螺纹钢	85.52
焦煤	2.77	PVC	4.39	豆粕	70.43
原油	2.55	沪锌	4.08	郑棉	62.14
沪锡	1.95	PP	3.84	郑糖	58.43
PVC	1.91	郑糖	3.05	豆油	57.18
豆油	1.81	豆油	2.96	棕榈	54.81
生猪	1.70	焦煤	2.42	TA	45.95
乙二醇	1.48	苯乙烯	2.35	沪铝	42.65
豆粕	1.42	硅铁	2.00	生猪	39.20
热卷	1.18	纸浆	1.89	甲醇	38.68
菜粕	1.09	塑料	1.77	玻璃	36.62
苯乙烯	0.74	乙二醇	1.77	PP	34.62
连豆	0.69	菜粕	1.09	沪胶	34.41
淀粉	0.45	生猪	0.71	PVC	34.07
甲醇	0.34	沪铅	0.47	热卷	33.89
铁矿	0.33	沪铝	0.28	纯碱	31.69
红枣	0.14	粳米	0.20	原油	30.50
棉纱	0.12	尿素	0.17	玉米	29.76
玉米	0.12	LPG	0.17	塑料	28.50
菜油	-0.02	连豆	0.08	乙二醇	27.04
粳米	-0.03	棉纱	0.08	沪镍	24.55
焦炭	-0.04	红枣	-0.10	沪锌	22.87
鸡蛋	-0.06	棕榈	-0.12	菜油	22.43
沪锌	-0.09	玉米	-0.13	沥青	21.15
尿素	-0.19	焦炭	-0.13	沪锡	19.84
不锈钢	-0.23	鸡蛋	-0.17	苯乙烯	17.15
豆二	-0.34	豆二	-0.21	纸浆	15.62
沥青	-0.38	淀粉	-0.24	菜粕	14.46
沪铅	-0.41	20号胶	-0.56	燃油	14.44
沪胶	-0.87	低硫燃油	-0.77	LPG	14.14
硅铁	-1.00	锰硅	-0.85	硅铁	13.97
纸浆	-1.07	沥青	-0.87	苹果	13.29
苹果	-1.09	热卷	-0.93	锰硅	10.82
20号胶	-1.09	沪胶	-1.31	焦煤	10.63
锰硅	-1.39	沪镍	-1.45	连豆	10.50
低硫燃油	-1.69	沪锡	-1.60	焦炭	10.36
郑糖	-1.83	菜油	-1.68	尿素	8.96
纯碱	-1.86	不锈钢	-1.69	不锈钢	8.54
棕榈	-1.89	苹果	-2.42	淀粉	7.78
LPG	-1.98	燃油	-2.69	20号胶	7.34
沪镍	-2.39	原油	-3.01	鸡蛋	7.31
塑料	-2.62	纯碱	-3.69	沪铅	6.80
燃油	-3.28	沪铜	-4.99	低硫燃油	5.37
螺纹钢	-4.24	甲醇	-6.78	红枣	2.24
TA	-5.41	螺纹钢	-7.38	豆二	1.97
沪铝	-5.46	铁矿	-14.03	粳米	1.00
玻璃	-6.05	TA	-18.16	棉纱	0.31

资料来源：Wind 中信期货研究所

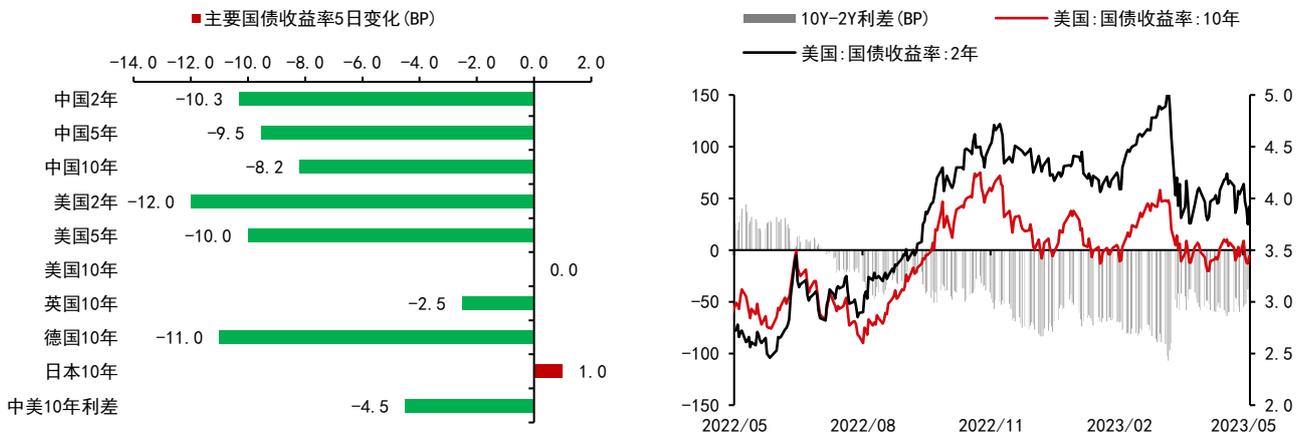
四、海外金融市场跟踪

图表8：全球股票市场



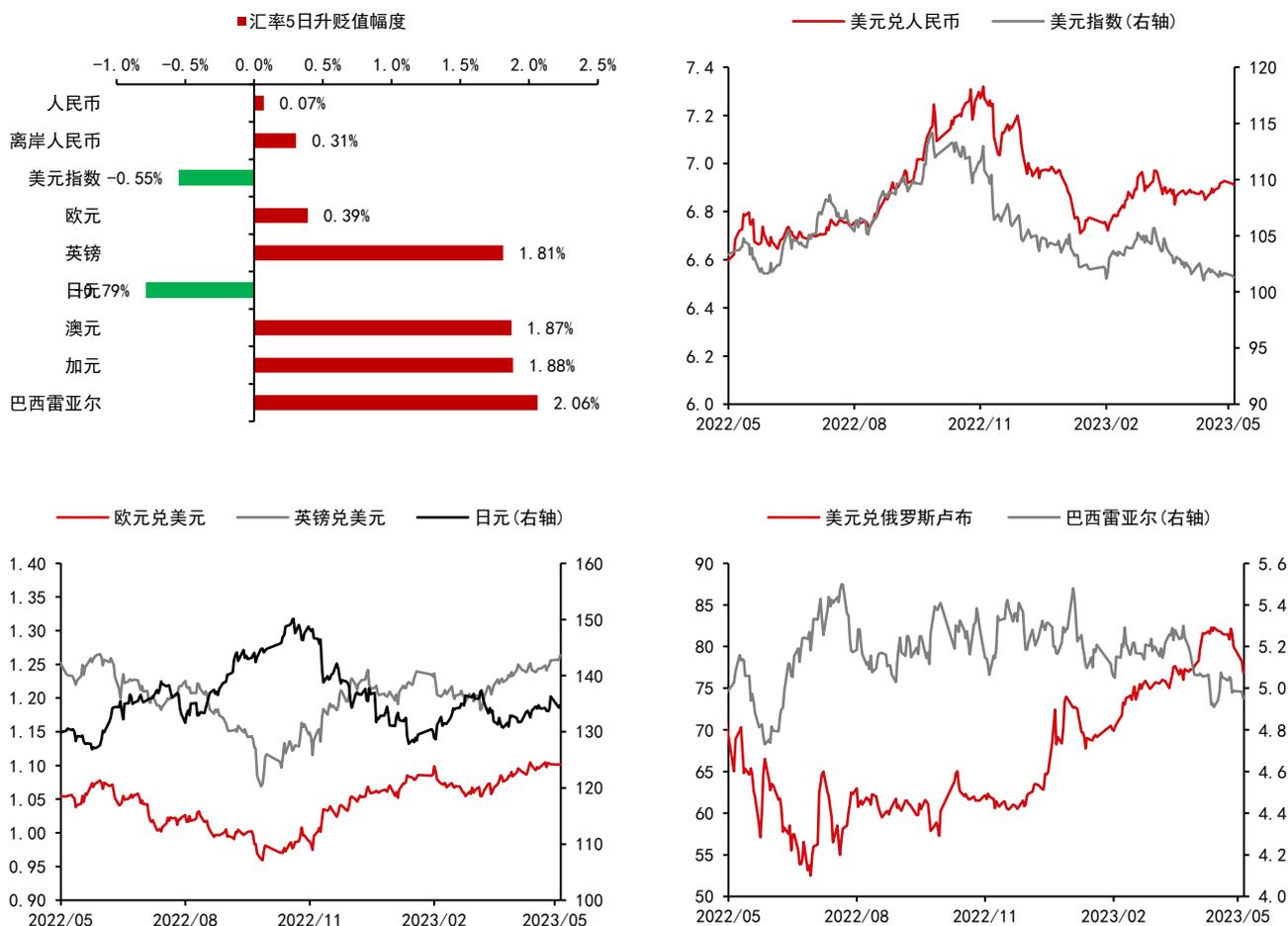
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表9：全球债券市场



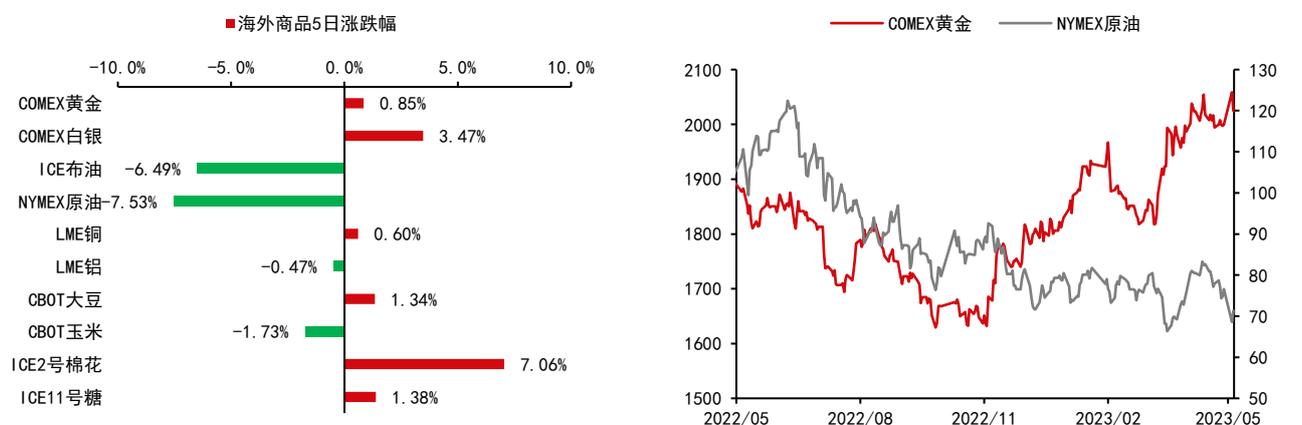
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表10：全球外汇市场



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表11：海外商品



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>