



# 五一特辑：假期大事记

宏观专题研究报告(深度)  
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：陈达飞（执业 S1130522120002）  
chendafei@gjzq.com.cn

分析师：贾璐熙（执业 S1130523120002）  
jialuxi@gjzq.com.cn

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

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）  
lixinyue@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）  
zhangyunjie@gjzq.com.cn

联系人：侯倩楠

houqiannan@gjzq.com.cn

## 3 分钟看清五一全球要闻

五一期间，全球股指多数上涨，美国非农低于预期带动美债收益率回落，日元大幅波动。五一跨区、跨境出行人流增加，县域旅游消费热度大涨，政策层面强调落实设备更新和消费品以旧换新，地产发展模式或有“新探索”。

### 大类资产：五一假期前后，美债收益率回落、商品价格普遍下跌

全球股市：主要股指多数上涨。假期前后（4月29日-5月3日），欧美主要指数多数上涨，其中标普500上涨0.5%；亚太方面，恒生指数和沪深300分别上涨4.7%、0.6%，日经225、韩国综合指数均上涨0.8%。

全球债市：主要发达国家的长期国债收益率多数回落。10Y美债收益率大幅下行17bp至4.50%。其他债市方面，10Y英债收益率上行4.7bp，葡萄牙、意大利、德国、法国日本分别下行10.3bp、8.7bp、7.0bp、6.8bp和2.7bp。

外汇市场：美元下行0.9%，日元兑美元则在日本财务省干预下大幅升值3.5%。4月30日，美元一度走强至106.3的高位，随后美国制造业PMI低于预期、联储议息会议放“鸽”、美国非农数据低于预期的冲击下，美元指数持续走弱。

大宗商品：油价大幅走弱、金价延续下跌。在地缘局势缓和、美国经济放缓、EIA原油库存超预期等影响下，WTI原油、Brent原油分别下跌6.9%和7.3%。随着投资者情绪的降温，金价继续回落，COMEX金下跌1.4%至2301美元/盎司。

### 海外事件&数据：美联储维持利率不变，非农就业全面低于预期，日元大幅波动

2024年5月FOMC例会维持利率不变，6月开始放缓缩表。鲍威尔在新闻发布会上的发言基调“中性偏鸽”，关于利率政策的表述回归了“Longer”叙事。6月、7月、9月不降息的概率相比上周均上升，其中9月不降息概率为47%。

美国4月非农就业全面低于预期。4月新增非农就业人数17.5万（季调后，下同），低于预期（24.3万），失业率升至3.9%。平均时薪同比3.9%，预期4.0%，前值4.1%，为2021年7月以来首次低于4%，职位空缺降至三年来的最低点。

日元大幅波动，日央行或入场干预。4月29日，日元一度跌破160，随后升至156左右。日央行4月30日称，其经常账户可能将减少7.56万亿日元，明显高于市场预期值，表明日央行可能进行了约5.5万亿日元的汇率干预。

韩国4月出口超市场预期，半导体出口高增长。韩国4月出口同比13.8%，前值3.1%，连续7个月正增长。两大主要商品，半导体4月出口同比56.1%，前值35.8%，连续6个月保持正增长；汽车出口同比10.3%，前值-5%。

### 国内事件&数据：五一跨区、跨境出行人流增加，县域旅游消费热度大涨

2024年五一假期跨区人流高于过往，自驾出行热度持续攀升。五一假期前2日（5月1日至2日）日均全社会跨区域人流量较2023年同期提升18.8%。分交通方式看，公路非营业性小客车日均人员出行量较2023年同期上行13.1%，占日均跨区人流量比重高达92.5%；反映远距离出行的公共交通日均旅客发送量同比提升5.1%。

五一假期县域旅游消费热度大涨，电影票房同比高增。携程数据显示，五一假期县域市场酒店预订订单、景区门票订单同比分别增长68%、151%，增速均高于全国大盘。假期前2日，全国电影日均票房分别较2023、2019年同期增长24%、下降1.2%；其中，三、四、五线城市涨幅更高，分别同比提升27.9%、26.7%、31.7%。

外需支撑下，部分行业库存已率先回升；周期力量加之政策支持，不宜低估“补库”力度。3月国内实际库存增速持续回升，4月制造业PMI强于季节性。中共中央政治局召开会议，强调“靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”，“落实好大规模设备更新和消费品以旧换新”，地产发展模式或有“新探索”，“消化存量”与“优化增量”并举。

### 风险提示

地缘政治冲突升级；美联储再次转“鹰”；金融条件加速收缩



## 内容目录

一、大类资产回溯：五一假期前后，美债收益率回落、商品价格普遍下跌.....	5
二、海外数据&事件：美联储维持利率不变，非农就业全面低于预期，日元大幅波动.....	6
2.1 美联储维持利率不变，放缓缩表速度.....	6
2.2 美国4月新增非农就业全面低于预期，工资增长放缓.....	7
2.3 美国4月ISM制造业PMI重新陷入收缩，服务业PMI放缓.....	10
2.4 欧元区一季度GDP超市场预期，核心通胀回落.....	10
2.5 日元先跌后涨，日央行疑似入场干预.....	11
2.6 韩国4月出口超市场预期，半导体出口高增长.....	12
三、国内数据&事件：五一跨区、跨境出行人流增加，县域旅游消费热度大涨.....	13
3.1 五一跨区、跨境出行人流增加，县域旅游消费热度大涨.....	13
3.2 4月全国商品房销售同比降幅收窄.....	16
3.3 工业生产有所回升、建筑业开工依然偏弱.....	17
3.4 2024年3月工业企业利润数据：库存周期“重启”？.....	18
3.5 2024年4月PMI数据：PMI强于季节性，“涨价”信号初现.....	19
3.6 4月政治局会议：政策“抓落实”，地产“新探索”.....	21
风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1：五一假期前后，全球主要股指多数上涨.....	5
图表 2：五一假期前后，恒指大幅反弹，纳指微涨.....	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、德债均有回落.....	5
图表 5：五一假期前后，美元下行，日元、欧元等升值.....	6
图表 6：五一假期前后，美元指数先涨后跌.....	6
图表 7：五一假期前后，原油价格大幅下跌.....	6
图表 8：五一假期前后，COMEX黄金价格下跌.....	6
图表 9：美联储五月例会内容.....	7
图表 10：OIS隐含利率上升.....	7
图表 11：市场预期美联储降息推迟至11月.....	7
图表 12：美国4月就业增长放缓，新增非农主要来自教育及健康服务.....	8
图表 13：美国4月非农私人部门薪资增长继续放缓.....	8
图表 14：美国4月失业率升至3.9%.....	9
图表 15：美国非农私人部门平均时薪同比.....	9
图表 16：美国非农私人部门平均时薪环比.....	9
图表 17：职位空缺率下行推动失业率走高.....	9
图表 18：美国劳动力市场有所降温.....	9
图表 19：美国4月ISM制造业PMI重新陷入收缩.....	10
图表 20：美国4月ISM服务业PMI放缓.....	10



图表 21:	欧洲主要经济体 GDP 增速.....	11
图表 22:	欧元区 4 月核心通胀回落.....	11
图表 23:	欧元区核心通胀压力低于美国.....	11
图表 24:	日元汇率今年以来贬值.....	12
图表 25:	市场与日央行利率预期.....	12
图表 26:	韩国出口整体向好.....	12
图表 27:	半导体、汽车等主要商品出口同比正增长.....	12
图表 28:	美国强劲需求拉动韩国出口同比上升.....	13
图表 29:	韩国对中国贸易逆差持续扩大.....	13
图表 30:	五一前 2 日, 跨区人流显著高于过往.....	13
图表 31:	2024 年旅客发送为 2019 年同期八成.....	13
图表 32:	五一前 2 日, 跨区人流显著高于过往.....	14
图表 33:	铁路、民航旅客发送超 2019 年同期.....	14
图表 34:	五一假期国际执行航班架次较去年有所提升.....	14
图表 35:	日韩出行热度延续高位.....	14
图表 36:	五一假期国内执行航班架次较去年略有提升.....	14
图表 37:	多数热门城市进港航班量有所增加.....	14
图表 38:	五一假期多数热门城市地铁客流同比增加.....	15
图表 39:	部分城市拥堵指数较清明假期小幅上涨.....	15
图表 40:	四川景区旅游人次及收入较去年同期有所增加.....	15
图表 41:	五一假期县域市场旅游订单增多.....	15
图表 42:	五一前 2 日票房较去年同期有所提升.....	16
图表 43:	较低能级城市涨幅更为显著.....	16
图表 44:	五一前 1 周, 商品房成交同比降幅较春节收窄.....	16
图表 45:	4 月, 不同能级城市商品房成交降幅收窄.....	16
图表 46:	4 月, 一线城市成交面积同比降幅较小.....	17
图表 47:	4 月, 二手房成交面积不及去年同期.....	17
图表 48:	五一前 1 周, 高炉开工率环比延续增加.....	17
图表 49:	五一前 1 周, 国内 PTA 开工率显著回弹.....	17
图表 50:	五一前 1 周, 中厚板产量有所增加.....	17
图表 51:	五一前 1 周, 汽车半钢胎开工率延续上涨.....	17
图表 52:	五一前 1 周, 全国粉磨开工率有所回落.....	18
图表 53:	五一前 1 周, 沥青开工率也有回落.....	18
图表 54:	3 月, 利润率边际大幅回落.....	18
图表 55:	3 月, 营业利润率处于同期较低水平.....	18
图表 56:	3 月, 中游行业利润改善幅度较大.....	19
图表 57:	3 月, 中游制造行业利润占比大幅提升.....	19
图表 58:	3 月, 名义库存、实际库存小幅回升.....	19
图表 59:	3 月, PPI 对名义库存有一定拖累.....	19
图表 60:	4 月, 制造业 PMI 季节性回落.....	20
图表 61:	4 月, PMI 主要分项中新订单降幅较大.....	20



图表 62:	4 月, 主要原材料购进价格显著提升.....	20
图表 63:	4 月, 工业品价格大幅攀升.....	20
图表 64:	4 月, 非制造业 PMI 有所回落.....	21
图表 65:	4 月, 建筑业 PMI 略有扩张、服务业 PMI 回落.....	21
图表 66:	2024 年一季度实际 GDP 和三大产业同比.....	21
图表 67:	2024 年 4 月制造业 PMI 保持扩张.....	21
图表 68:	2024 年 3 月, 广义财政支出累计同比下降 1.5%.....	22
图表 69:	2024 年一季度月新增专项债发行进度为 16%.....	22
图表 70:	设备更新相关再贷款工具情况.....	22
图表 71:	2024 年汽车以旧换新补贴力度.....	22
图表 72:	年初部分银行支持房地产项目融资情况.....	23
图表 73:	保交楼、房企纾困相关再贷款投放进度.....	23
图表 74:	2024 年初住宅广义库销比仍处较高水平.....	23
图表 75:	广州城中村改造的“房票”机制.....	23
图表 76:	2024 年以来部分地区房地产“以旧换新”政策.....	24
图表 77:	2023 年 12 月起 PSL 重启放量.....	24
图表 78:	超长期特别国债投向.....	24
图表 79:	过往三中全会主要信息梳理.....	25
图表 80:	财税体制改革围绕税制改革、政府间财政关系、地方债务等方面进行.....	25
图表 81:	附录: 近期政治局会议、中央经济工作会议表述对比.....	26



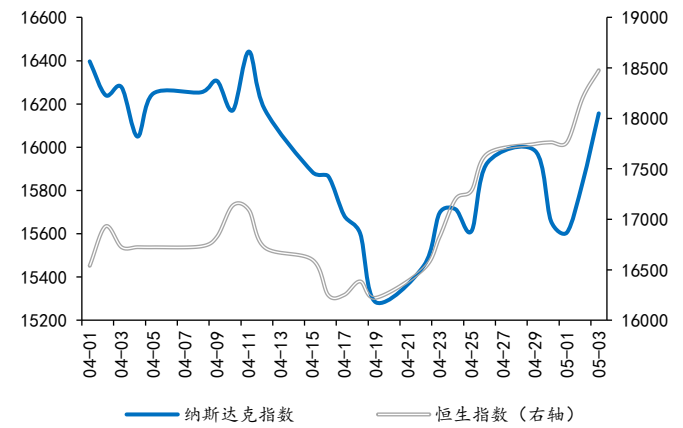
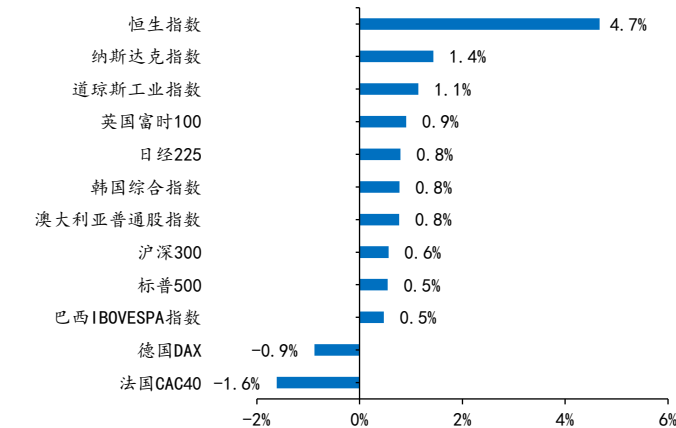
五一期间，全球股指多数上涨，美国非农低于预期带动美债收益率回落，日元大幅波动。五一跨区、跨境出行人流增加，县域旅游消费热度大涨，政策层面强调落实设备更新和消费品以旧换新，地产发展模式或有“新探索”。

## 一、大类资产回溯：五一假期前后，美债收益率回落、商品价格普遍下跌

五一假期前后（4月29日-5月3日），全球主要股指多数上涨。美股方面，三大股指全线反弹，纳指、道指和标普500分别上涨1.4%、1.1%和0.5%。亚洲市场，恒生指数和沪深300分别上涨4.7%、0.6%，日经225、韩国综合指数分别上涨0.8%、0.8%。欧洲方面，英国富时100指数上涨0.9%，德国DAX、法国CAC40分别下跌0.9%、1.6%。

图表1：五一假期前后，全球主要股指多数上涨

图表2：五一假期前后，恒指大幅反弹，纳指微涨



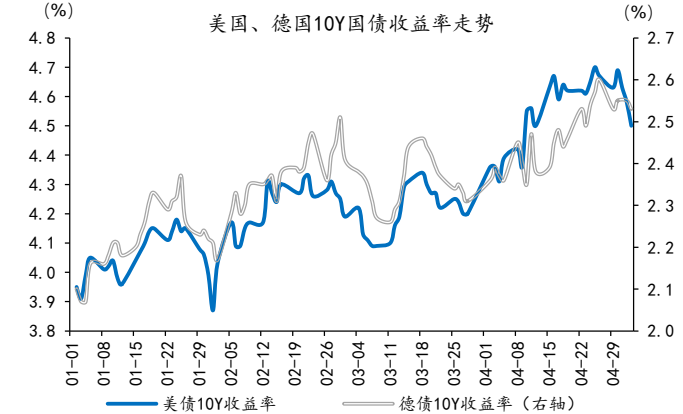
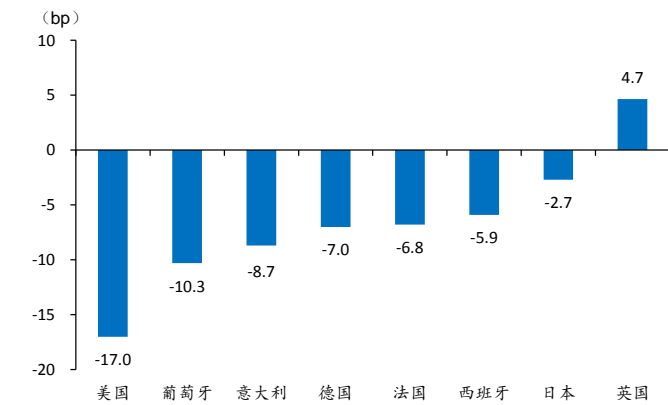
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

五一假期前后（4月29日-5月3日），主要发达国家的长期国债收益率多数回落。10Y美债收益率大幅下行17bp至4.50%。其他债市方面，10Y英债收益率上行4.7bp，葡萄牙、意大利、德国、法国日本分别下行10.3bp、8.7bp、7.0bp、6.8bp和2.7bp。

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、德债均有回落



来源：Wind，国金证券研究所

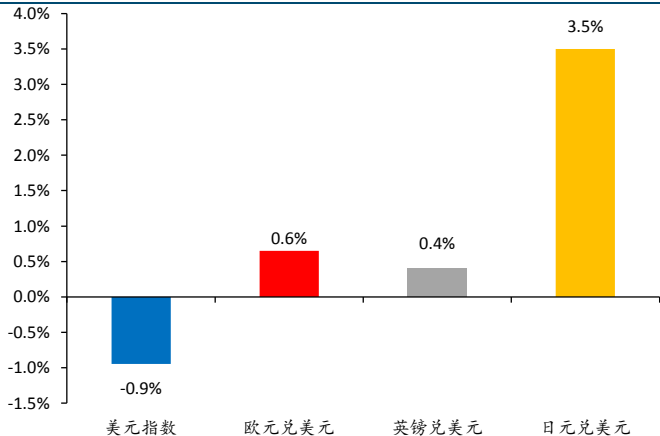
来源：Wind，国金证券研究所

五一假期前后（4月29日-5月3日），美元下行0.9%，欧元、英镑兑美元小幅升值，涨幅分别为0.6%、0.4%，日元兑美元则在日本财务省干预下大幅升值3.5%。4月30日美联储议息会议前，美元一度走强至106.3的近期高位，随后美国制造业PMI低于预期、美联储议息会议放“鸽”、美国非农数据低于预期的冲击下，美元指数持续走弱。

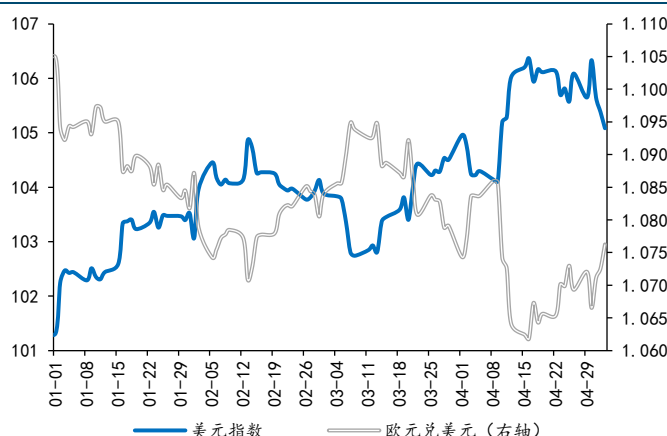




图表5: 五一假期前后, 美元下行, 日元、欧元等升值



图表6: 五一假期前后, 美元指数先涨后跌

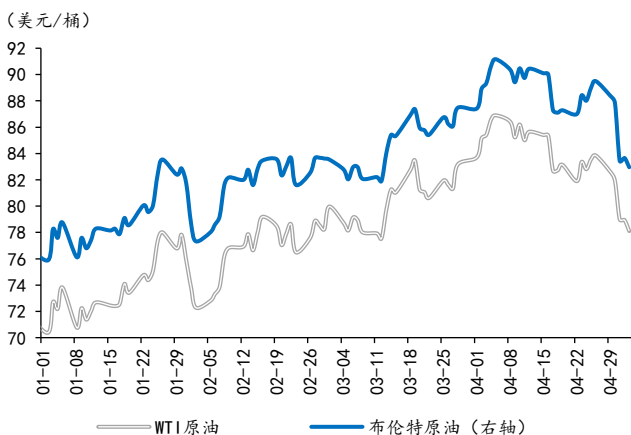


来源: Wind, 国金证券研究所

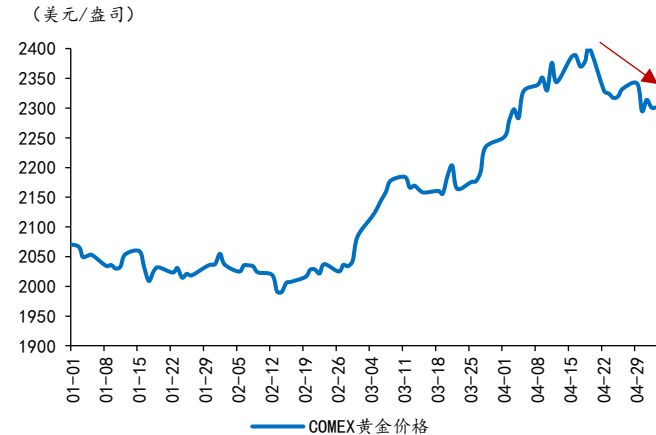
来源: Wind, 国金证券研究所

五一假期前后(4月29日-5月3日), 油价走弱、金价下跌。原油方面, 在地缘局势缓和、美国经济放缓、EIA 原油库存超预期的影响下, 本周油价大跌, WTI 原油、Brent 原油分别下跌 6.9%和 7.3%。随着前期投资者情绪的边际降温, 黄金价格也由高位继续回落, COMEX 金本周下跌 1.4%至 2301 美元/盎司。

图表7: 五一假期前后, 原油价格大幅下跌



图表8: 五一假期前后, COMEX 黄金价格下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、海外数据&事件：美联储维持利率不变，非农就业全面低于预期，日元大幅波动

### 2.1 美联储维持利率不变，放缓缩表速度

要闻：北京时间 5 月 2 日凌晨，美联储发布 2024 年 5 月例会决议，举办新闻发布会。

简评：

2024 年 5 月 FOMC 例会维持利率不变，从 6 月开始放缓缩表。声明认为，经济增长平稳扩张；新增就业强劲，失业率保持低位；通胀压力放缓，强调了近期“去通胀”进程“停滞不前”的现状；就业与通胀的风险“在过去的一年里趋于平衡”。例会决定维持利率不变，从 6 月开始放缓缩表 (QT taper)，总上限从 950 亿/月缩减至 600 亿美元/月，其中：国债减持上限从 600 亿/月降至 250 亿/月；机构债或 MBS 减持上限保持 350 亿美元/月。

例会后，OIS 隐含联邦基金利率与上周基本持平，但较 4 月初以来已明显上涨。市场预期 2024 年末 FFR 降至 5.0%。CME FedWatch 数据显示，6 月、7 月、9 月不降息的概率相比上周均上升，其中 9 月不降息概率为 47%，较上周提高 3 个百分点。当前市场定价美联储全年仅降息 1 次，较 3 月议息会议已下降 2 次，首次降息时间推迟至 11 月。

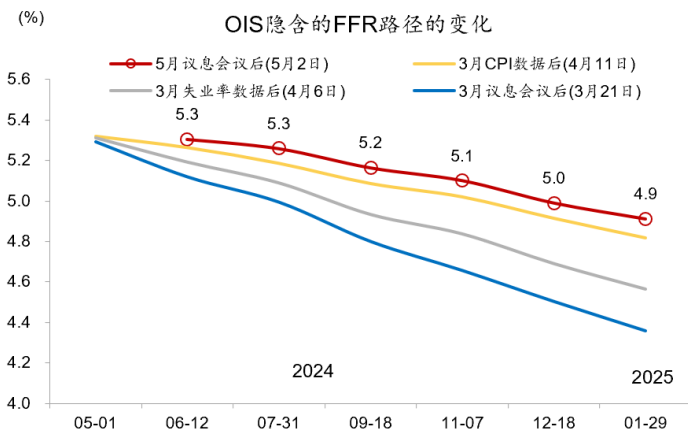


图表9: 美联储五月例会内容

投票	模块	具体内容	2024年5月	2024年3月
一	宏观经济与金融状况	增长	稳健 (solid)	稳健 (solid)
		物价	放缓 (eased), 但持高位。近月, 去通胀的进程“停滞不前”。	通胀放缓 (eased), 虽保持高位。
		就业	新增就业强劲 (strong)、失业率 <b>仍然很低</b>	<b>新增就业强劲</b> 、失业率 <b>仍然很低</b>
		风险	就业与通胀的风险更加平衡, 经济前景具有不确定性, 仍高度关注通胀风险。	就业与通胀的风险更加平衡, 经济前景具有不确定性, 仍高度关注通胀风险。
二	政策决定	利率	FFR <b>保持不变</b> , 目标利率区间维持在【5.25-5.5%】 1. IORB 维持 <b>5.4%</b> ; 2. 隔夜回购利率维持 <b>5.5%</b> , 日度总规模上限5,000亿; 3. 隔夜逆回购利率维持 <b>5.3%</b> , 日度每交易方规模上限1,600亿/日	FFR <b>保持不变</b> , 目标利率区间维持在【5.25-5.5%】 1. IORB 维持 <b>5.4%</b> ; 2. 隔夜回购利率维持 <b>5.5%</b> , 日度总规模上限5,000亿; 3. 隔夜逆回购利率维持 <b>5.3%</b> , 日度每交易方规模上限1,600亿/日
		QT	<b>6月开始放缓QT</b> 。总上限从950亿/月缩减至600亿美元/月: 1. 国债减持上限从600亿/月降至250亿/月; 2. 机构债或MBS减持上限保持350亿美元/月;	<b>总上限950亿美元/月</b> : 1. 国债减持上限为600亿/月; 2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月;
三	前瞻指引	利率	在调整政策利率时, 将仔细评估: 1. <b>未来的数据</b> ; 2. <b>不断变化的前景</b> ; 和3. <b>不同风险的平衡</b> 。委员会认为, 在对通胀持续向2%迈进有更大信心之前, 降低目标区间是不合适的。	在调整政策利率时, 将仔细评估: 1. <b>未来的数据</b> ; 2. <b>不断变化的前景</b> ; 和3. <b>不同风险的平衡</b> 。委员会认为, 在对通胀持续向2%迈进有更大信心之前, 降低目标区间是不合适的。
		QT	<b>继续按计划缩减</b>	<b>继续按计划缩减</b>
		转向的条件	1. 任何影响货币政策目标实现的风险; 2. <b>广泛的信息</b> : 劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境。	1. 任何影响货币政策目标实现的风险; 2. <b>广泛的信息</b> : 劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境。
四	投票结果	支持/反对	<b>全票通过</b>	<b>全票通过</b>

来源: FED、国金证券研究所

图表10: OIS 隐含利率上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表11: 市场预期美联储降息推迟至11月

区间/日期	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03	25-04
550-575	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	98	88	91	72	47	35	20	13	8	5
500-525	2	12	9	26	42	43	40	33	25	20
475-500	0	0	0	2	10	19	30	33	33	31
450-475	0	0	0	0	1	3	10	16	23	26
425-450	0	0	0	0	0	0	2	4	9	13
400-425	0	0	0	0	0	0	0	1	2	4
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
350-375	0	0	0	0	0	0	0	1	4	8
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: CME, 国金证券研究所

## 2.2 美国4月新增非农就业全面低于预期, 工资增长放缓

要闻: 北京时间5月3日20:30, 美国劳工统计局公布4月非农数据。4月新增非农就业17.5万, 预期24.3万, 前值由30.3万上修至31.5万, 过去12个月均值为24.2万。

简评:

美国4月新增非农就业全面低于预期。美国4月新增非农就业人数17.5万(季调后, 下同), 低于预期(24.3万), 也低于过去12个月均值(24.2万), 为2023年11月以来最低增幅。行业结构上, 教育及健康服务(+9.5万)、交运仓储(+2.2万)、零售(+2.0万)等行业的就业岗位继续增加。2月、3月新增非农就业人数分别从27.0万下修至23.6万、从30.3万上修至31.5万, 1月和2月合计较修正前减少2.2万。

工资增长放缓, 失业率升至3.9%。美国4月非农私人部门平均时薪为34.75美元, 同比3.9%, 预期4.0%, 前值4.1%, 为2021年7月以来首次低于4%, 过去12个月的平均值为4.4%; 环比0.2%, 预期0.3%, 前值0.3%。美国4月失业率略升至3.9%, 预期3.8%, 前值3.8%; 劳动参与率62.7%, 预期62.7%, 前值62.7%; 就业率60.2%, 前值60.3%。

此前公布的职位空缺降至三年来的最低点。美国3月职位空缺数848.8万, 预期868.6万, 前值875.6万上修至881.3万, 为2021年3月以来新低; 招聘数和离职数分别为550万(前值578.1)和520万(前值553.9)。3月, 职位空缺率降至5.1%, 前值5.3%, 为2021年2月以来最低水平; 聘用率3.5%、前值3.7%; 离职率3.3%、前值3.5%, 其中,



主动辞职率 2.1%、前值 2.2%，裁员率 1%、前值 1.1%。3 月，每位失业工人对应的职位空缺为 1.32 个，为 2021 年 9 月以来最低。

图表12: 美国 4 月就业增长放缓, 新增非农主要来自教育及健康服务

行业	就业总人数占比(%)	新增非农就业人数_季调(千人)																			
		24-04	预期值	环比变化(1M)	过去3M均值	过去6M均值	过去12M均值	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04		
非农	100.0%	175.0	243.0	↓	-140.0	↓	269.0	240.7	242.1	315.0	236.0	256.0	290.0	182.0	165.0	246.0	210.0	184.0	240.0	303.0	278.0
私人部门	85.3%	167.0	190.0	↓	-76.0	↓	206.7	180.7	187.3	243.0	181.0	196.0	214.0	152.0	98.0	196.0	150.0	148.0	185.0	254.0	231.0
商品生产	13.8%	14.0			-25.0	↓	28.0	23.8	24.9	39.0	15.0	30.0	33.0	36.0	-10.0	27.0	33.0	7.0	42.0	14.0	33.0
自然资源及采矿业	0.4%	-3.0			-6.0	↓	0.3	-0.2	0.8	3.0	0.0	-2.0	3.0	-4.0	-1.0	1.0	0.0	2.0	0.0	3.0	4.0
建筑业	5.2%	9.0			-31.0	↓	30.0	24.2	22.4	40.0	24.0	26.0	18.0	15.0	22.0	13.0	31.0	11.0	33.0	16.0	20.0
制造业	8.2%	8.0	5.0	↑	12.0	↑	-2.3	-0.2	1.8	-4.0	-9.0	6.0	12.0	25.0	-31.0	13.0	2.0	-6.0	9.0	-5.0	9.0
耐用消费品	5.1%	1.0			-1.0	↓	-1.7	3.0	5.8	2.0	-3.0	-4.0	19.0	37.0	-33.0	9.0	3.0	9.0	19.0	1.0	10.0
非耐用消费品	3.0%	7.0			13.0	↑	-0.7	-3.2	-4.0	-6.0	-6.0	10.0	-7.0	-12.0	2.0	4.0	-1.0	-15.0	-10.0	-6.0	-1.0
服务业	71.5%	153.0			-51.0	↓	178.7	156.8	162.4	204.0	166.0	166.0	181.0	116.0	108.0	169.0	117.0	141.0	143.0	240.0	198.0
批发贸易	3.9%	10.1			-0.3	↓	0.0	4.4	5.3	10.4	-3.6	-6.7	7.4	6.9	11.9	11.7	1.5	16.3	1.4	7.2	-1.0
零售贸易	9.9%	20.1			5.0	↑	18.4	7.6	6.5	15.1	23.4	16.6	32.3	-42.9	1.3	18.2	-5.6	5.6	-5.5	13.3	6.4
交通运输和仓储	4.2%	21.8			15.9	↑	11.1	-0.6	-1.5	5.9	31.3	-3.8	-18.3	-10.5	-8.5	9.2	-27.5	-10.7	-12.1	19.9	7.2
公用事业	0.4%	0.0			0.9	↑	1.2	1.5	1.3	-0.9	3.0	1.5	2.4	1.6	1.5	2.0	2.8	-1.7	0.9	0.8	1.9
信息	1.9%	-8.0			-12.0	↓	3.0	2.2	-2.8	4.0	-3.0	8.0	13.0	17.0	-26.0	11.0	-18.0	-28.0	-7.0	-3.0	-1.0
金融活动	5.8%	6.0			1.0	↑	-2.0	0.7	6.4	5.0	-7.0	-4.0	6.0	4.0	0.0	0.0	4.0	18.0	9.0	13.0	29.0
专业及商业服务	14.5%	-4.0			-14.0	↓	21.3	13.7	12.4	10.0	6.0	48.0	13.0	10.0	-5.0	-1.0	-1.0	-17.0	7.0	49.0	30.0
教育及健康服务	16.5%	95.0			7.0	↑	89.3	89.8	89.1	88.0	80.0	100.0	84.0	110.0	77.0	81.0	93.0	109.0	77.0	91.0	79.0
休闲和酒店业	10.7%	5.0			-48.0	↓	25.3	30.7	37.1	53.0	26.0	-3.0	41.0	10.0	57.0	27.0	52.0	41.0	60.0	39.0	42.0
其他服务	3.7%	7.0			-6.0	↓	11.0	7.0	8.5	13.0	10.0	10.0	0.0	10.0	-1.0	9.0	16.0	9.0	12.0	10.0	4.0
政府	14.7%	8.0			-64.0	↓	62.3	60.0	54.8	72.0	55.0	60.0	76.0	30.0	67.0	50.0	60.0	36.0	55.0	49.0	47.0

来源: CEIC、国金证券研究所

图表13: 美国 4 月非农私人部门薪资增长继续放缓

行业	平均时薪_季调_同比(%)										平均时薪_季调_环比(%)										
	24-04	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	24-04	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	
私人部门	3.9	4.0	↓	0.2	4.4	4.1	4.3	4.4	4.3	4.3	0.2	0.3	↓	0.1	0.3	0.3	0.1	0.5	0.3	0.4	0.3
商品生产	5.1			0.3	5.2	5.4	5.3	5.4	5.3	5.1	0.2			-0.4	0.4	0.6	0.2	0.5	0.4	0.6	0.3
自然资源及采矿业	5.4			0.2	6.0	5.2	6.1	5.8	5.9	6.4	1.3			1.7	0.4	-0.4	0.7	0.9	0.3	0.0	-0.2
建筑业	5.2			0.2	5.1	5.0	4.8	5.3	4.7	5.0	0.6			0.0	0.4	0.6	-0.1	0.8	0.3	0.5	0.5
制造业	4.8			-0.6	5.1	5.5	5.5	5.3	5.5	4.9	-0.1			-0.7	0.4	0.6	0.3	0.4	0.5	0.6	0.2
耐用消费品	5.6			-0.6	5.1	6.2	6.2	6.0	5.9	5.1	4.8			-0.9	0.5	0.7	0.3	0.6	0.7	0.7	0.4
非耐用消费品	3.3			-0.4	4.8	3.7	3.8	3.7	4.6	5.2	0.1			-0.3	0.3	0.4	0.1	-0.1	0.1	0.5	0.0
服务业	3.7			-0.1	4.2	3.8	4.0	4.2	4.0	4.0	0.2			0.0	0.3	0.3	0.1	0.5	0.3	0.4	0.2
批发贸易	3.3			0.1	4.3	3.3	3.2	2.8	3.8	4.4	3.6			-0.1	0.3	0.5	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.2
零售贸易	1.9			-0.8	3.5	2.7	2.3	2.9	3.3	2.6	3.1			-0.2	0.2	0.0	0.3	0.0	0.6	0.1	-0.1
交通运输和仓储	5.2			-0.7	5.9	5.9	6.3	6.9	6.7	6.0	5.7			-0.2	0.5	0.2	0.0	0.7	0.8	0.7	0.6
公用事业	2.9			0.0	4.5	2.9	3.6	3.9	3.9	4.5	4.1			0.3	0.2	0.0	0.0	0.7	0.0	0.4	0.3
信息	3.4			1.0	3.0	2.4	2.5	2.9	2.8	3.3	2.2			-0.2	0.2	0.4	0.1	0.1	-0.1	0.9	0.6
金融活动	6.0			0.4	4.9	5.6	5.6	5.4	5.1	5.4	5.1			0.1	0.5	0.4	0.4	0.6	0.3	0.5	0.1
专业及商业服务	4.0			0.2	4.4	4.2	4.2	4.3	4.2	4.2	4.3			0.0	0.3	0.4	0.2	0.5	0.3	0.5	0.3
教育及健康服务	2.8			-0.1	3.8	2.9	3.5	3.5	3.3	3.5	3.9			0.1	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.1	0.2
休闲和酒店业	4.0			-0.3	4.9	4.3	4.6	4.3	4.1	4.5	4.8			-0.4	0.4	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.6
其他服务	3.6			-0.1	5.2	3.7	5.0	5.4	5.8	5.1	5.5			0.7	0.3	-0.4	0.1	0.3	0.6	0.3	0.4

来源: CEIC、国金证券研究所



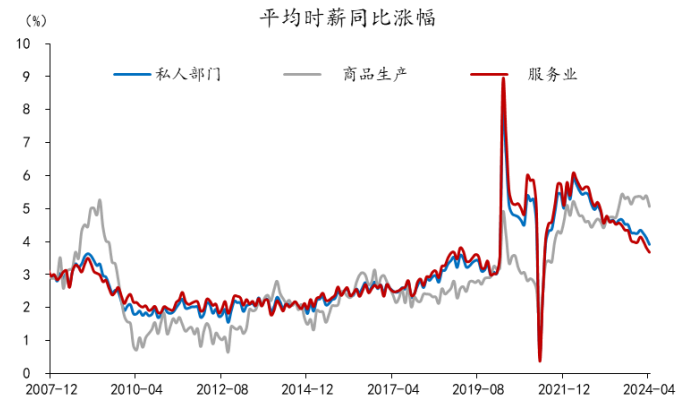


图表14: 美国4月失业率升至3.9%

指标	失业/就业_季调(%)															
	24-04	预期	环比变化(1M)	环比变化(3M)	环比变化(6M)	5年分位数	10年分位数	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	
失业率(U3)	3.9	3.8 ↑	0.1	0.2	0.1	59.3	36.9	3.8	3.9	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	
U3: 全职	3.8		0.1	0.2	0.1	55.9	36.1	3.7	3.9	3.6	3.8	3.7	3.7	3.6	3.7	
U3: 兼职	4.2		-0.2	0.0	-0.4	38.9	21.8	4.4	3.9	4.2	3.8	3.9	4.6	4.3	4.4	
U1	1.3		0.0	0.0	-0.1	32.2	16.8	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	
U2	1.9		0.1	0.1	0.0	57.6	36.9	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8	1.9	1.7	1.8	
U4	4.1		0.1	0.2	0.0	55.9	31.0	4.0	4.1	3.9	3.9	4.0	4.1	4.0	4.0	
U5	4.8		0.1	0.2	0.2	61.0	37.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	
U6	7.4		0.1	0.2	0.2	64.4	32.7	7.3	7.3	7.2	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	
劳动参与率	62.7	62.7 →	0.0	0.2	0.0	74.5	42.8	62.7	62.5	62.5	62.5	62.8	62.7	62.8	62.8	
男性	67.9		-0.1	0.0	-0.1	38.9	19.3	68.0	67.7	67.9	68.1	68.4	68.0	68.3	68.2	
女性	57.7		0.1	0.2	0.1	93.2	96.6	57.6	57.6	57.5	57.1	57.4	57.6	57.5	57.6	
就业率	60.2		-0.1	0.0	-0.1	61.0	64.7	60.3	60.1	60.2	60.1	60.4	60.3	60.4	60.4	
男性	65.2		-0.3	0.0	0.0	38.9	23.5	65.5	65.1	65.2	65.5	65.7	65.2	65.5	65.5	
女性(美国)	55.5		0.2	0.0	0.0	81.3	90.7	55.3	55.4	55.5	55.0	55.4	55.5	55.5	55.6	

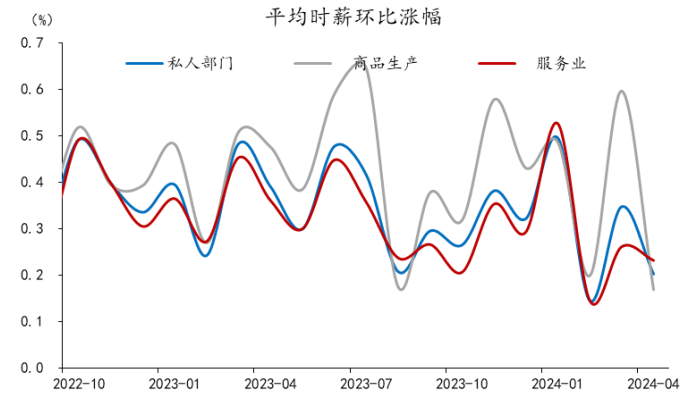
来源: CEIC、国金证券研究所

图表15: 美国非农私人部门平均时薪同比



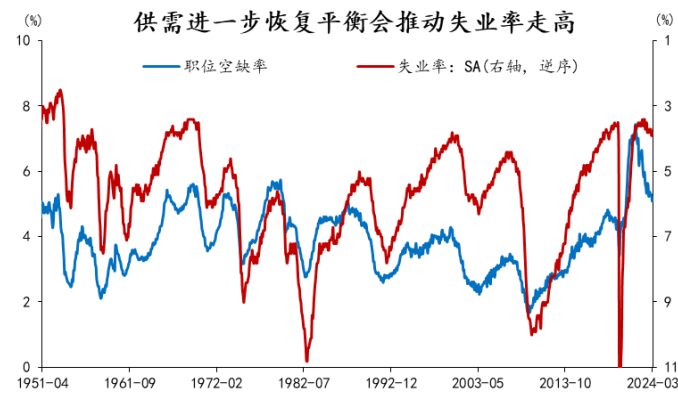
来源: CEIC、国金证券研究所

图表16: 美国非农私人部门平均时薪环比



来源: CEIC、国金证券研究所

图表17: 职位空缺率下行推动失业率走高



来源: CEIC、国金证券研究所

图表18: 美国劳动力市场有所降温



来源: CEIC、国金证券研究所



### 2.3 美国 4 月 ISM 制造业 PMI 重新陷入收缩，服务业 PMI 放缓

要闻：北京时间 5 月 1、3 日 22:00，美国供应链协会公布 4 月 PMI 数据。美国 4 月 ISM 制造业 PMI 49.2，预期 50，前值 50.3；非制造业 PMI 49.4，预期 52，前值 51.4。

简评：

美国 4 月制造业活动重新陷入萎缩，服务业活动近 16 个月以来首次出现萎缩。美国 4 月 ISM 制造业 PMI 降至 49.2，不及预期 50，前值 50.3。制造业重新陷入萎缩主因需求下降，但物价指数创 2022 年 7 月以来新高，凸显当前美国通胀压力重燃。美国 4 月 ISM 非制造业 PMI 降至 49.4，预期 52，前值 51.4，为 2023 年 1 月以来新低，结束了连续 15 个月的扩张。服务业活动放缓主因商业活动减少、新订单增长放缓、供应商交付加快以及就业连续 3 个月萎缩。

图表19：美国 4 月 ISM 制造业 PMI 重新陷入收缩

PMI项目	月度变化	24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04
ISM制造业PMI	↓ -1.1	49.2	50.3	47.8	49.1	47.1	46.6	46.9	48.6	47.6	46.5	46.4	46.6	47.0
新订单	↓ -2.3	49.1	51.4	49.2	52.5	47.0	47.8	46.2	48.6	46.4	47.0	45.7	42.9	45.5
新出口订单	↓ -2.9	48.7	51.6	51.6	45.2	49.9	46.0	49.4	47.4	46.5	46.2	47.3	50.0	49.8
库存订单	↓ -0.9	45.4	46.3	46.3	44.7	45.3	39.3	42.2	42.4	44.1	42.8	38.7	37.5	43.1
生产	↓ -3.3	51.3	54.6	48.4	50.4	49.9	48.8	50.0	51.9	49.9	48.4	47.1	50.5	48.7
就业	↑ 1.2	48.6	47.4	45.9	47.1	47.5	46.1	47.1	50.9	48.6	45.0	49.1	50.3	49.4
供应商交付	↓ -1.0	48.9	49.9	50.1	49.1	47.0	46.2	47.7	46.4	48.6	46.1	45.7	43.5	44.6
自有库存	→ 0.0	48.2	48.2	45.3	46.2	43.9	44.3	43.6	45.4	44.3	45.8	44.5	45.8	46.6
客户库存	↑ 3.8	47.8	44.0	45.8	43.7	48.1	50.8	48.6	47.1	48.7	48.7	46.2	51.4	51.3
物价	↑ 5.1	60.9	55.8	52.5	52.9	45.2	49.9	45.1	43.8	48.4	42.6	41.8	44.2	53.2
进口	↓ -1.1	51.9	53.0	53.0	50.1	46.4	46.2	47.9	48.2	48.0	49.6	49.3	47.3	49.9

来源：CEIC、国金证券研究所

图表20：美国 4 月 ISM 服务业 PMI 放缓

PMI项目	月度变化	24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04
ISM非制造业PMI	↓ -2.0	49.4	51.4	52.6	53.4	50.5	52.5	51.9	53.4	54.1	52.8	53.6	51.0	52.3
商业活动	↓ -6.5	50.9	57.4	57.2	55.8	55.8	54.9	54.5	58.1	57.1	57.0	58.2	52.9	53.3
新订单	↓ -2.2	52.2	54.4	56.1	55.0	52.8	54.8	55.1	52.7	56.6	55.1	55.6	54.0	56.1
订单库存	↑ 6.3	51.1	44.8	50.3	51.4	49.4	49.1	50.9	48.6	41.8	52.1	43.9	40.9	49.7
供应商交付	↑ 3.1	48.5	45.4	48.9	52.4	49.5	49.6	47.5	50.4	48.5	48.1	47.6	47.7	48.6
新出口订单	↓ -4.8	47.9	52.7	51.6	56.1	50.4	53.6	48.8	63.7	62.1	61.1	61.5	59.0	60.9
进口	↑ 1.2	53.6	52.4	54.3	59.9	49.3	53.7	60.0	50.6	52.3	52.3	54.6	50.0	51.3
库存变化	↑ 8.1	53.7	45.6	47.1	49.1	49.6	55.4	49.5	54.2	57.7	50.4	55.9	58.3	47.2
库存景气	↑ 7.2	62.9	55.7	56.7	59.3	55.3	62.2	54.4	54.8	61.5	56.6	54.0	61.0	48.9
物价	↑ 5.8	59.2	53.4	58.6	64.0	56.7	57.6	58.0	58.6	58.7	57.6	54.8	57.2	60.0
就业	↓ -2.6	45.9	48.5	48.0	50.5	43.8	50.6	50.4	52.5	54.1	50.9	52.9	49.7	51.2

来源：CEIC、国金证券研究所

### 2.4 欧元区一季度 GDP 超市场预期，核心通胀回落

要闻：4 月 30 日，欧盟统计局公布欧元区一季度 GDP 初值及 4 月通胀数据。

简评：

欧元区一季度 GDP 超市场预期，核心通胀回落。欧元区一季度季调同比 0.4%，超出预期值 0.2%，前值 0.1%；一季度 GDP 季调环比 0.3%，预期值 0.1%，前值 0%。分国别来看，德国、法国、意大利一季度 GDP 环比增速均有所改善，德国环比提高 0.7 个点达 0.2%，爱尔兰一季度 GDP 的环比 1.1%，单季度提升 4.5 个百分点。欧元区核心通胀回落。4 月，欧元区 CPI 同比增长 2.4%，预期 2.4%，前值 2.4%，剔除食品和能源价格波动的核心 CPI 同比增长 2.7%，预期 2.6%，前值 2.9%。欧元区核心通胀压力低于美国，美国 3 月核心通胀同比 3.8%，降幅放缓。

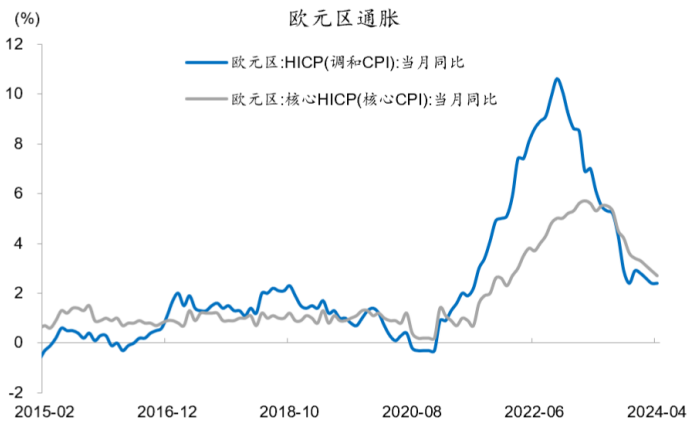


图表21: 欧洲主要经济体 GDP 增速

欧洲国家GDP季调增速		2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	
<b>GDP季调同比</b>														
欧元区	↑	0.3	0.4	0.1	0.1	0.6	1.3	1.9	2.5	4.1	5.4	5.2	4.6	14.8
德国	↓	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.1	0.8	1.2	1.6	4.0	1.6	2.4	10.8
法国	↑	0.3	1.1	0.8	0.7	1.1	0.8	0.7	1.4	3.8	4.3	4.5	3.2	17.9
意大利	↓	-0.1	0.6	0.7	0.6	0.6	2.2	1.9	2.8	5.3	6.6	8.0	6.6	18.1
西班牙	↑	0.3	2.4	2.1	1.9	2.0	4.0	3.8	5.4	7.2	6.8	7.0	5.1	19.4
爱尔兰	↑	4.2	-4.9	-9.1	-5.7	-0.4	2.4	11.1	9.0	9.0	9.1	14.4	11.6	21.7
比利时	↓	0.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.6	1.4	1.9	3.8	5.1	6.9	5.7	15.6
英国				-0.3	0.2	0.2	0.3	0.6	2.1	3.9	11.4	9.7	9.5	25.7
<b>GDP季调环比</b>														
欧元区	↑	0.4	0.3	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.5	0.8	0.6	0.6	2.1	2.1
德国	↑	0.7	0.2	-0.5	0.1	-0.1	0.3	-0.4	0.4	-0.1	1.0	0.0	0.7	2.2
法国	↑	0.1	0.2	0.1	0.1	0.6	0.0	0.0	0.5	0.4	-0.1	0.6	3.0	0.9
意大利	↑	0.1	0.3	0.2	0.2	-0.3	0.5	0.0	0.3	1.4	0.1	0.9	2.8	2.6
西班牙	↓	0.0	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	2.5	0.3	2.0	2.3	2.1
爱尔兰	↑	4.5	1.1	-3.4	-2.5	-0.1	-3.4	0.2	3.0	2.8	4.8	-1.7	2.9	2.9
比利时	↓	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.7	0.1	0.8	2.2	1.9
英国				-0.3	-0.1	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.5	1.7	7.3

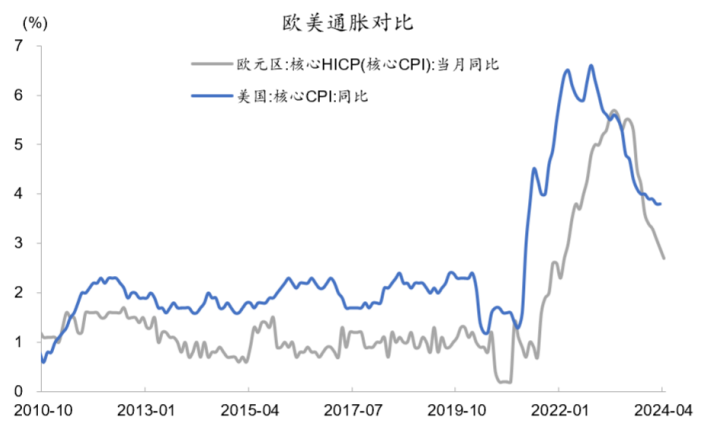
来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 欧元区4月核心通胀回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 欧元区核心通胀压力低于美国



来源: Wind、国金证券研究所

## 2.5 日元先跌后涨，日央行或入场干预

要闻: 4月29日，日元大幅波动，一度升破160关口，随后大幅升值。

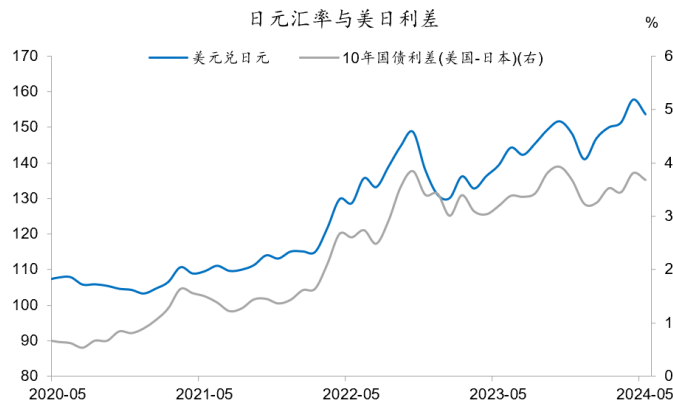
简评:

日元先跌后涨，日央行疑似入场干预。4月29日，美元兑日元一度跌破160，创下1990年4月以来的最高水平，随后大幅升值至156左右。4月26日的议息会议上，日央行仍“按兵不动”，并称“预计目前宽松的金融环境将继续”，市场预期日央行短期内不会因日元贬值而上调利率。

日本央行4月30日周二报告称，由于包括政府债券发行和周三纳税在内的财政因素，其经常账户可能将减少7.56万亿日元（482亿美元），明显高于市场估计的2.1万亿日元跌幅，表明4月29日当天日央行可能进行了约5.5万亿日元的汇率干预操作。

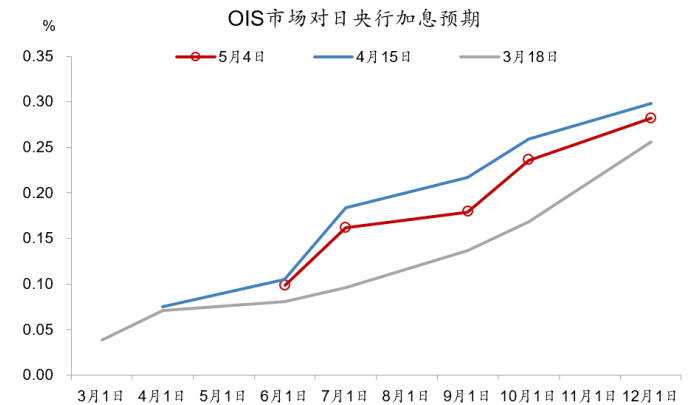


图表24: 日元汇率今年以来贬值



来源: Wind、国金证券研究所

图表25: 市场与日央行利率预期



来源: Bloomberg、国金证券研究所

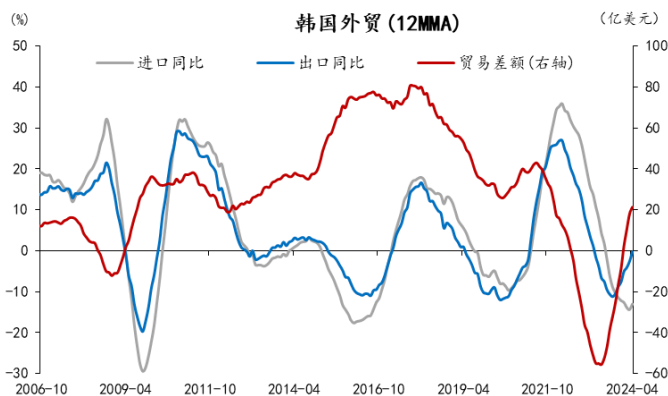
## 2.6 韩国4月出口超市场预期, 半导体出口高增长

要闻: 北京时间5月1日8:00, 韩国海关公布4月外贸数据。韩国4月出口562.6亿美元, 同比13.8%, 预期13.7%, 前值3.1%, 连续7个月正增长。

简评:

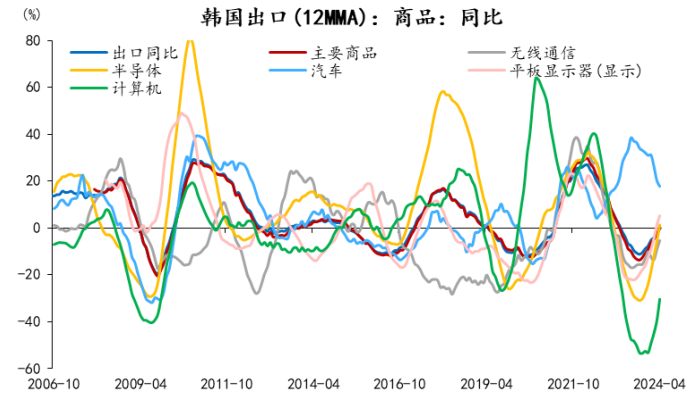
韩国出口整体向好。韩国4月出口562.6亿美元, 同比13.8%, 预期13.7%, 前值3.1%, 连续7个月正增长; 进口547.3亿美元, 同比5.4%, 前值-12.3%; 贸易顺差15.3亿美元, 连续11个月保持顺差。从出口商品看, 两大主要商品, 半导体4月出口99.6亿美元, 同比56.1%, 前值35.8%, 连续6个月保持正增长; 汽车出口67.9亿美元, 同比10.3%, 前值-5%, 出口金额创历史新高; 此外, 显示器、无线通信、计算机等IT领域出口额均实现增长。从出口目的地看, 韩国对美国4月出口114.1亿美元, 创历史新高, 同比24.3%, 前值11.6%, 连续9个月正增长, 拉动出口同比4.5%、前值2.1%; 韩国对中国4月出口104.6亿美元, 同比9.9%, 前值0.4%, 拉动出口同比1.9%、前值0.1%。韩国对中国4月贸易逆差19.6亿美元, 为2023年5月以来新高。

图表26: 韩国出口整体向好



来源: CEIC、国金证券研究所

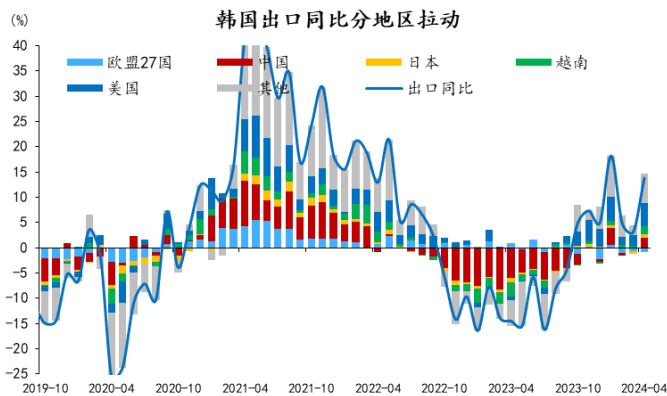
图表27: 半导体、汽车等主要商品出口同比正增长



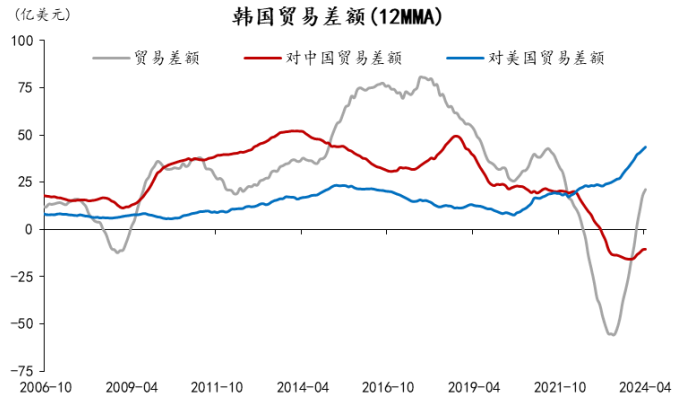
来源: CEIC、国金证券研究所



图表28: 美国强劲需求拉动韩国出口同比上升



图表29: 韩国对中国贸易逆差持续扩大



来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

### 三、国内数据&事件：五一跨区、跨境出行人流增加，县域旅游消费热度大涨

五一跨区、跨境出行人流增加，县域旅游消费热度大涨，县域景区门票订单同比增长151%。节前国内工业生产小幅回升、建筑业开工依然偏弱。

#### 3.1 五一跨区、跨境出行人流增加，县域旅游消费热度大涨

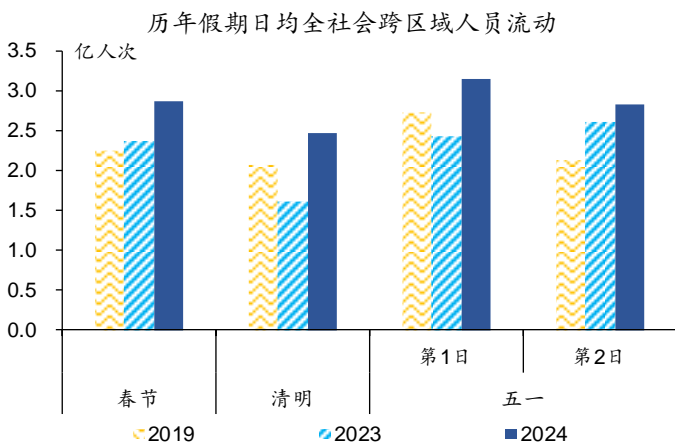
要闻：2024年五一假期前2日，全社会累计跨区域人员流动量6亿人次，较去年同期提升18.8%；县域市场酒店预订订单、景区门票订单同比分别增长68%、151%；三线、四线、五线城市票房较去年同期分别提升27.9%、26.7%、31.7%。

数据来源：交通运输部、携程研究院、艺恩娱数

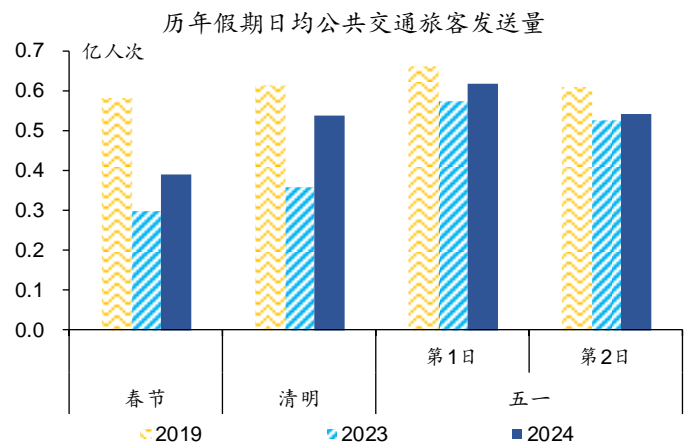
简评：

2024年五一假期前2日跨区人流高于过往，自驾出行热度持续攀升。五一假期前2日（5月1日至2日）全社会跨区域人员流动总量为6亿人次，日均人流量较2023年同期提升18.8%，较清明、春节假期分别提升10.1%、27.9%。分交通方式看，公路非营业性小客车日均人员出行量较2023年同期上行13.1%，占日均跨区人流量比重高达92.5%。反映远距离出行的公共交通日均旅客发送量（含营业性公路、铁路、水路、航空）同比提升5.1%，其中铁路、民航旅客日均发送量分别较2023年同期提升2.1%、2%。

图表30: 五一前2日，跨区人流显著高于过往



图表31: 2024年旅客发送为2019年同期八成



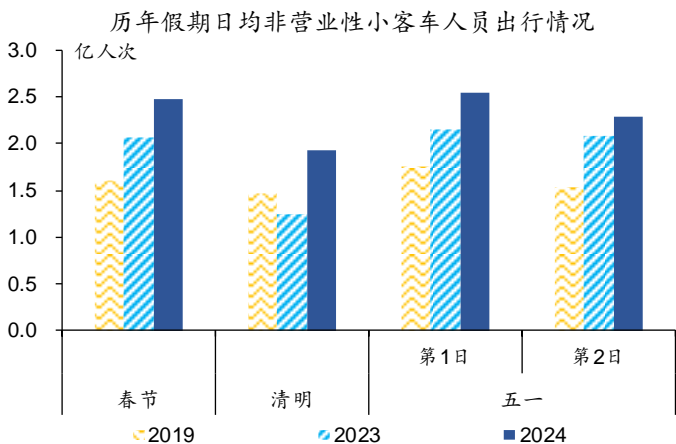
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

来源: 交通运输部, 国金证券研究所



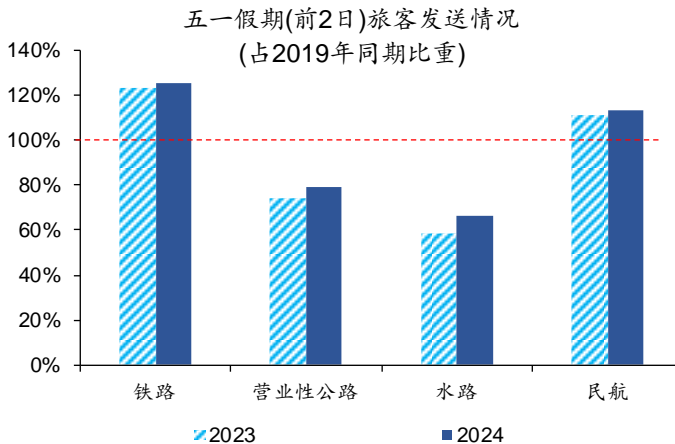


图表32: 五一前2日, 跨区人流显著高于过往



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

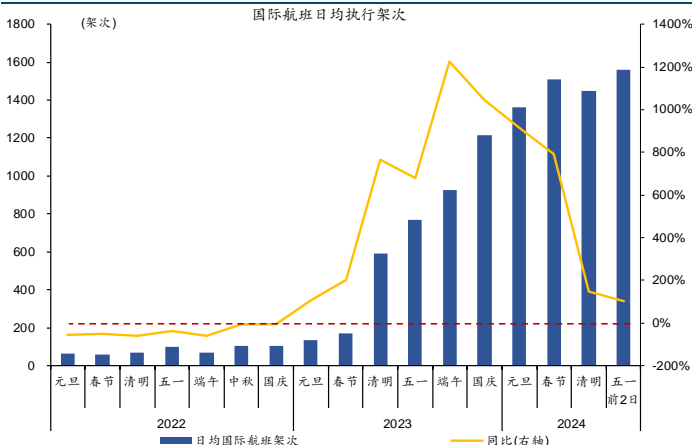
图表33: 铁路、民航旅客发送超2019年同期



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

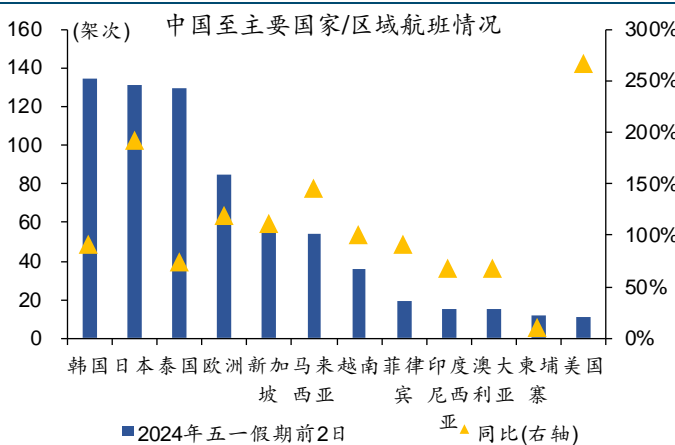
跨境执行航班架次涨幅较大, 境内外热门目的地航线客流多有增加。假期前2日国际执行航班架次较去年同期增加103.5%, 韩日跨境出行延续“火热”, 航班数分别较去年同期提升90.1%、191.1%, 马来西亚、新加坡等东南亚旅游热度高涨, 航班数同比实现145.5%、111.1%的涨幅。国内执飞航班架次也有提升, 较2023、2019年同期分别增加0.2%、15.6%。多数热门旅游目的地的航班数较往年同期有所上涨, 其中长沙、武汉、成都等进港航班架次涨幅较大, 分别较2023年同期增加10.2%、7.8%、2.4%。

图表34: 五一假期国际执行航班架次较去年有所提升



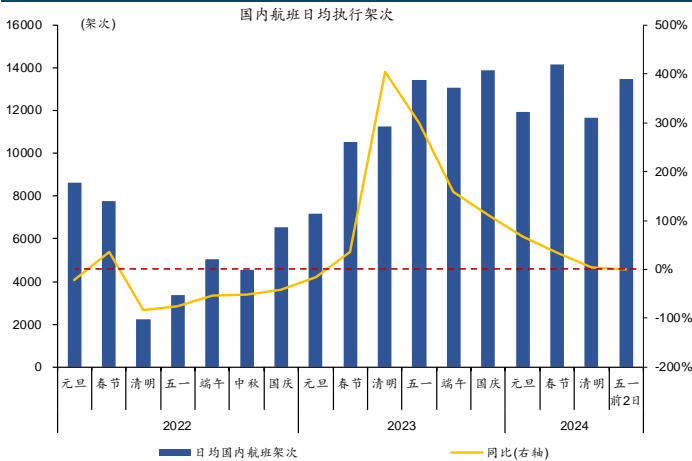
来源: 航班管家, 国金证券研究所

图表35: 日韩出行热度延续高位



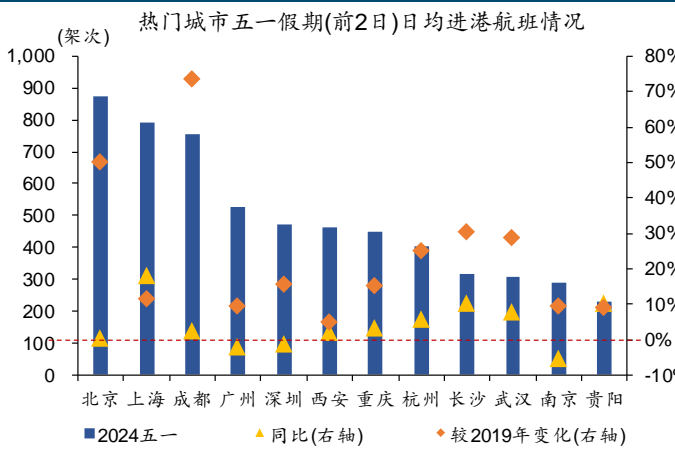
来源: 航班管家, 国金证券研究所

图表36: 五一假期国内执行航班架次较去年略有提升



来源: 航班管家, 国金证券研究所

图表37: 多数热门城市进港航班量有所增加



来源: 航班管家, 国金证券研究所

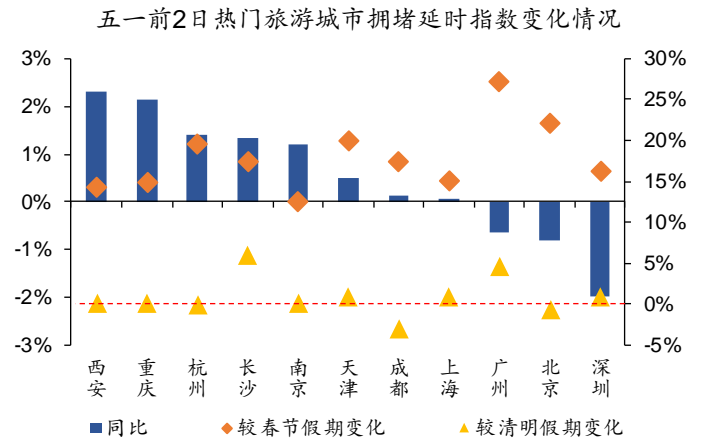
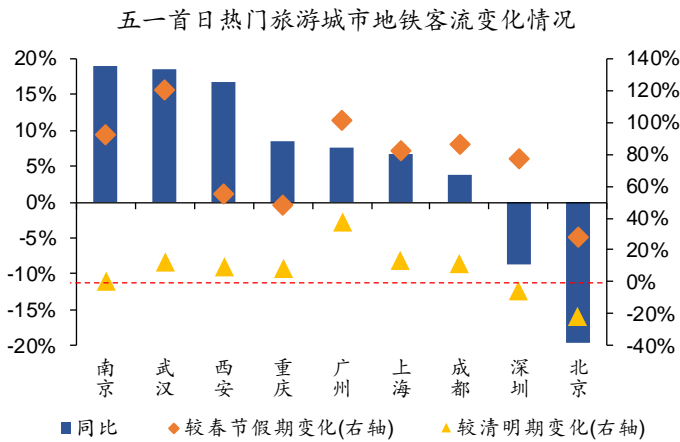
市内出行方面, 多数热门旅游城市地铁客流、拥堵延时指数较去年同期提升。五一假期首日多数热门城市市内客流量呈现上升态势, 其中南京、西安、重庆等城市地铁客流量



涨幅显著，同比分别增加 19%、16.8%、8.4%；较清明假期分别增加 1.2%、10.2%、8.9%；拥堵延时指数（假期前 2 日）变化幅度相对较小，南京、西安、重庆等城市同比分别增加 1.2%、2.3%、2.1%，较清明假期分别上涨 0.2%、0.1%、0.2%。

图表38: 五一假期多数热门城市地铁客流同比增加

图表39: 部分城市拥堵指数较清明假期小幅上涨



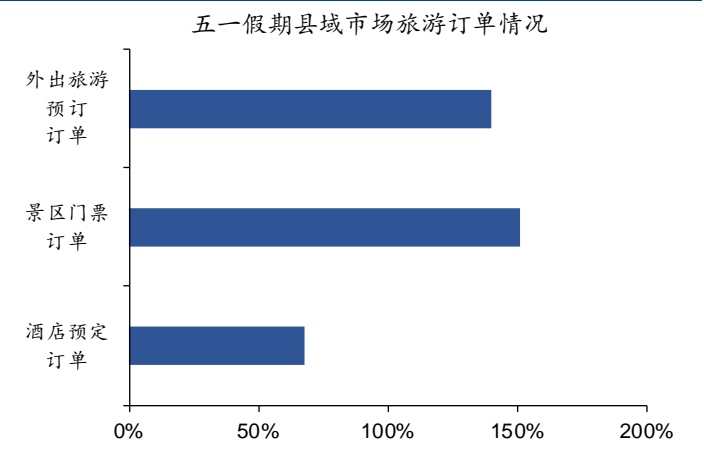
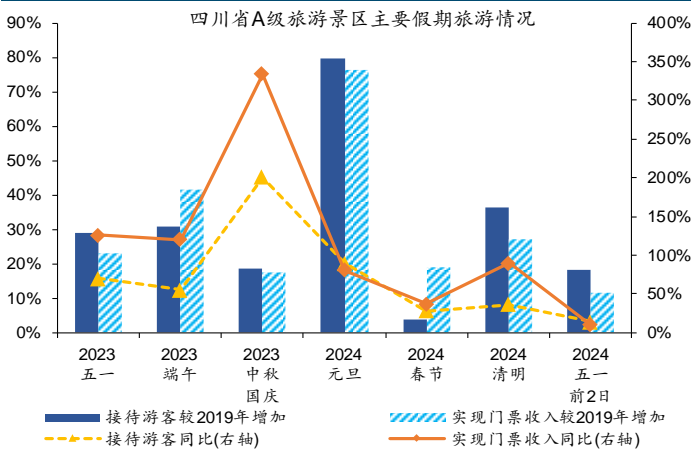
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

代表省份景区旅游热度提升的同时，县域旅游市场订单有明显增长。五一假期前 2 日主要景点旅行热度延续提升，四川省 A 级景区清明假期首日接待旅客较去年同期提升 13.7%、为 2019 年同期的 118.3%；旅游收入较去年同期提升 9.4%、为 2019 年同期的 111.4%。热门景点旅游外，县域旅游市场增长也较为明显，携程数据显示，五一假期县域市场酒店预订订单、景区门票订单同比分别增长 68%、151%，增速高于全国大盘。

图表40: 四川景区旅游人次及收入较去年同期有所增加

图表41: 五一假期县域市场旅游订单增多



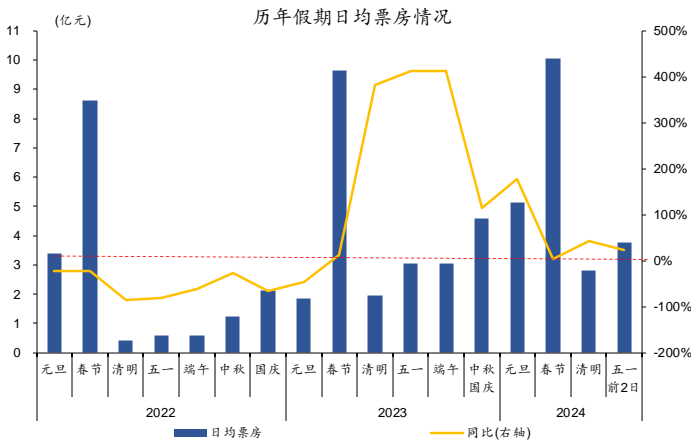
来源: 四川文旅厅, 国金证券研究所

来源: 携程研究院, 国金证券研究所

电影院线票房较去年同期有所提升，低能级城市涨幅更高。五一假期前 2 日，全国电影院线票房同比增长 24%，恢复至 2019 年日均票房水平的 98.8%。较低能级城市增长更为明显，三线、四线、五线城市五一假期前 2 日票房较去年同期分别提升 27.9%、26.7%、31.7%，超过 2019 年同期日均票房 8.4、19.7、16.4 个百分点。一线、二线等较高能级城市分别实现 23.5%、19.2% 的增长，但不及 2019 年同期水平，分别较 2019 年减少 20%、5.9%。

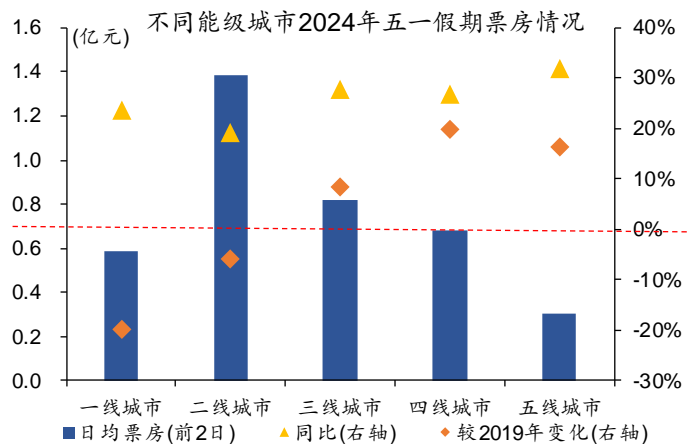


图表42: 五一前2日票房较去年同期有所提升



来源: 猫眼电影, 国金证券研究所

图表43: 较低能级城市涨幅更为显著



来源: 艺恩娱数, 国金证券研究所

### 3.2 4月全国商品房销售同比降幅收窄

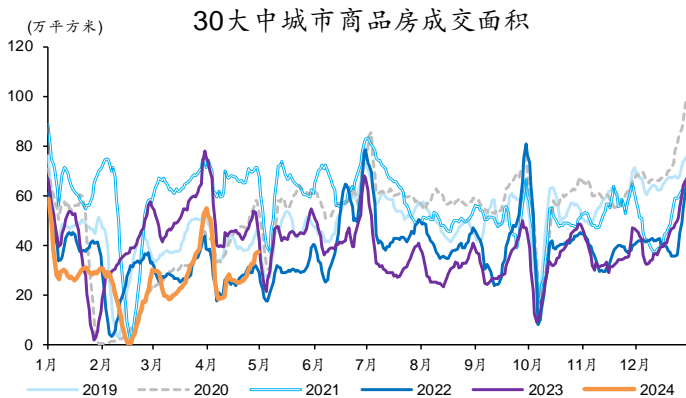
要闻: 五一假期前1周, 30大中城市商品房日均成交面积37.6万平方米、同比回落29.3%。

数据来源: iFind、Wind

简评:

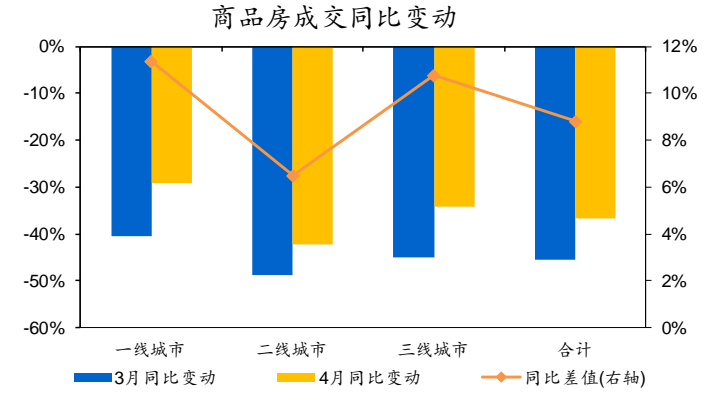
4月整体成交同比降幅较上月减少, 一线城市收窄幅度更大。五一假期前1周(4月24日至4月30日), 30大中城市商品房日均成交面积37.6万平方米、同比回落29.3%, 降幅较春节假期收窄18.6个百分点。其中一线城市商品房成交降幅相对较少, 同比回落16.6%。4月份, 全国日均成交面积同比减少36.7%、降幅较3月减少8.8个百分点。分城市看, 一线、二线、三线城市成交同比降幅均有所收窄, 分别较去年同期减少29.1%、42.4%、34.2%, 较3月降幅减少11.4、6.5、10.8个百分点。二手房成交面积边际也有好转, 同比下降14.6%、降幅较3月减少8.5个百分点。

图表44: 五一前1周, 商品房成交同比降幅较春节收窄



来源: iFind, 国金证券研究所

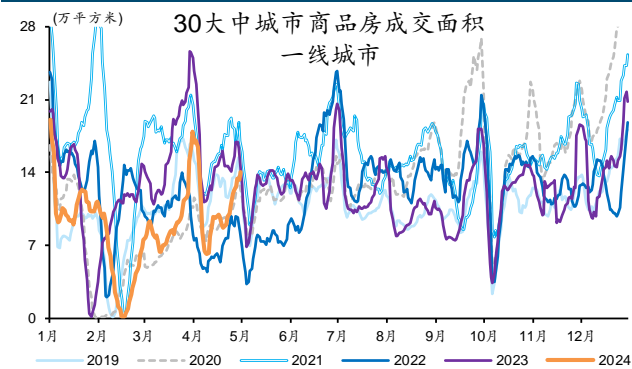
图表45: 4月, 不同能级城市商品房成交降幅收窄



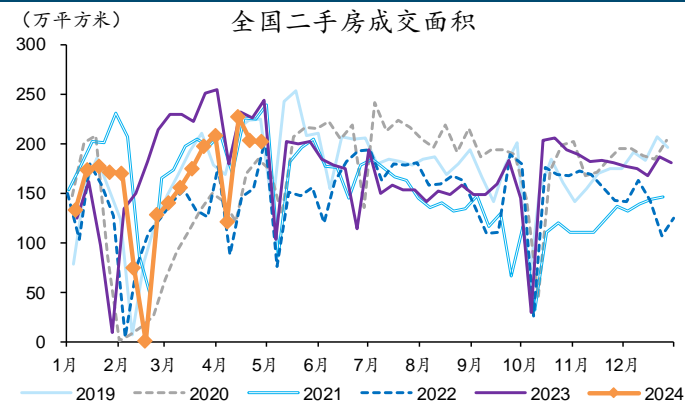
来源: iFind, 国金证券研究所



图表46: 4月, 一线城市成交面积同比降幅较小



图表47: 4月, 二手房成交面积不及去年同期



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.3 工业生产有所回升、建筑业开工依然偏弱

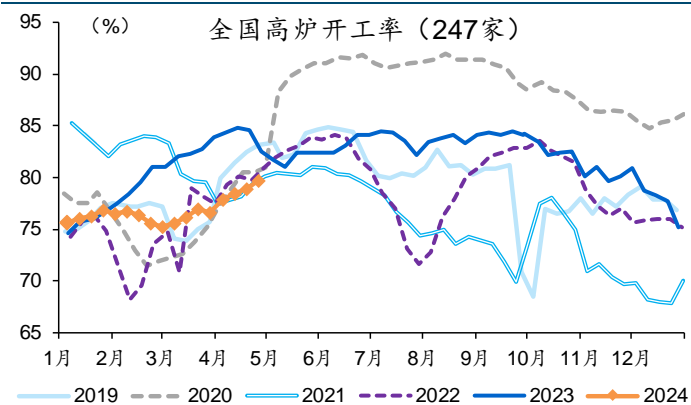
要闻: 五一假期前1周, 国内工业生产有所回升、建筑业开工依然偏弱。

数据来源: Wind

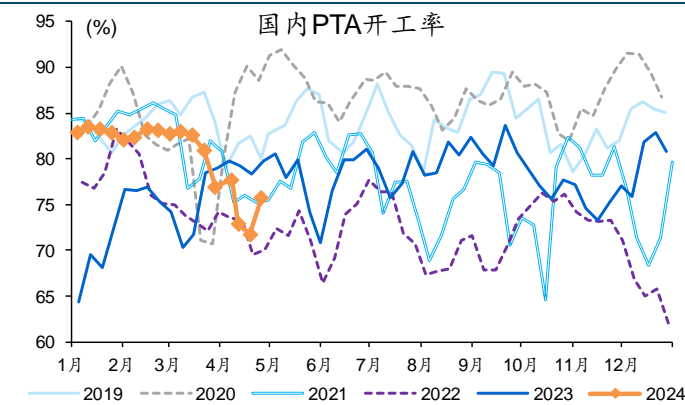
简评:

工业生产有所回升、建筑业开工依然偏弱。五一假期前1周(4月24日至4月30日), 伴随钢厂盈利持续修复, 高炉开工延续回升, 环比增加0.9%、较去年同期差距减少至2.8个百分点。化工链生产较前周有较大回弹, PTA开工率环比增加3.7%。装备制造链条生产高于过往, 反映通用设备、专用设备开工的中厚板产量较前周增加0.5%、同比增长1.2%, 汽车半钢胎开工率较前周增加0.5%、超过去年同期10.3个百分点。相较之下, 建筑业开工仍然偏弱, 全国粉磨开工率、水泥出货率分别较前周回落1.5%、0.5%, 同比回落5.1、10.1个百分点; 沥青开工率较前周回落1.4%、同比降幅较前周增加至11.5个百分点。

图表48: 五一前1周, 高炉开工率环比延续增加



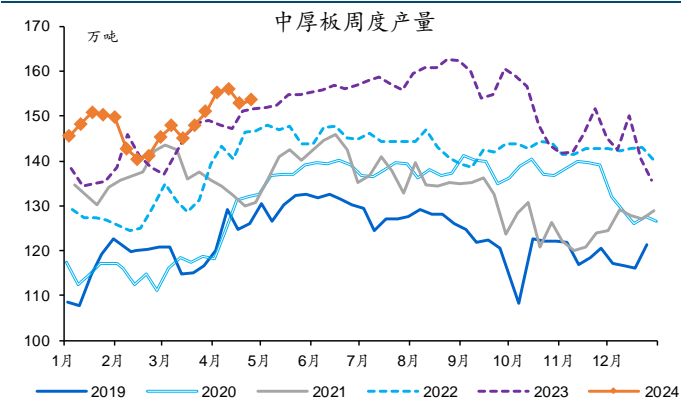
图表49: 五一前1周, 国内PTA开工率显著回弹



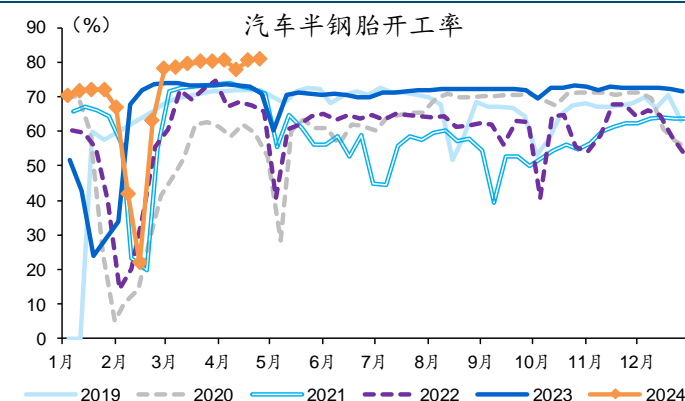
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 五一前1周, 中厚板产量有所增加



图表51: 五一前1周, 汽车半钢胎开工率延续上涨

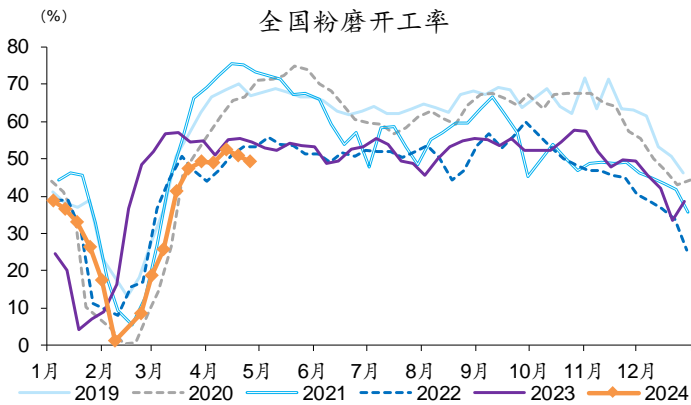


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

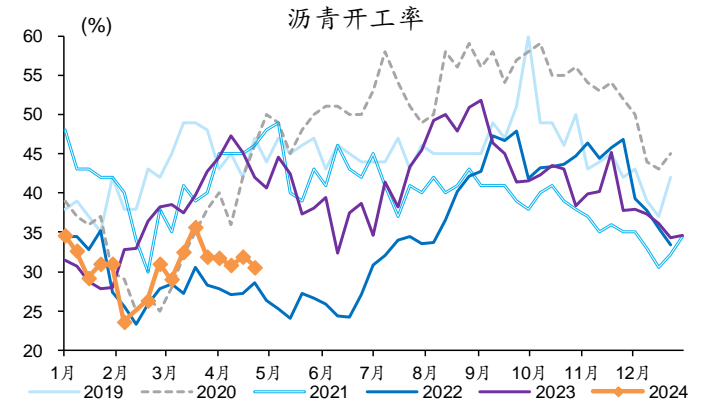


图表52: 五一前1周, 全国粉磨开工率有所回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表53: 五一前1周, 沥青开工率也有回落



来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.4 2024年3月工业企业利润数据: 库存周期“重启”?

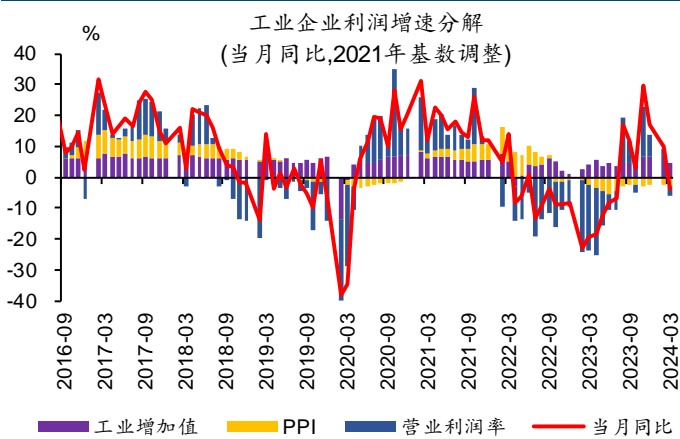
要闻: 2024年4月27日, 国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-3月, 工业企业利润同比4.3%、前值10.2%, 营业收入同比增长2.3%、前值4.5%。

数据来源: 国家统计局

简评:

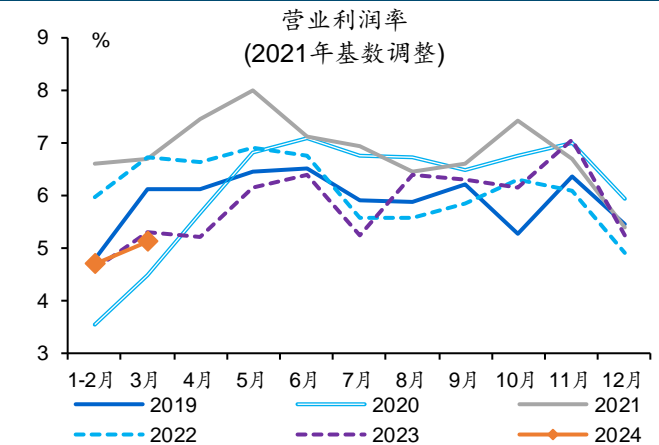
利润率及价格拖累下, 工企利润明显回落。3月, 工业企业利润修复显著放缓, 累计同比4.3%、较1-2月减少5.9个百分点; 当月同比-3.5%、较1-2月减少13.7个百分点。分解来看, 营业利润率边际回落幅度较大, 当月同比较1-2月减少5.4个百分点。生产、价格也有拖累, 工业增加值、PPI 同比分别较1-2月回落2.5、0.2个百分点。

图表54: 3月, 利润率边际大幅回落



来源: iFind, 国金证券研究所

图表55: 3月, 营业利润率处于同期较低水平



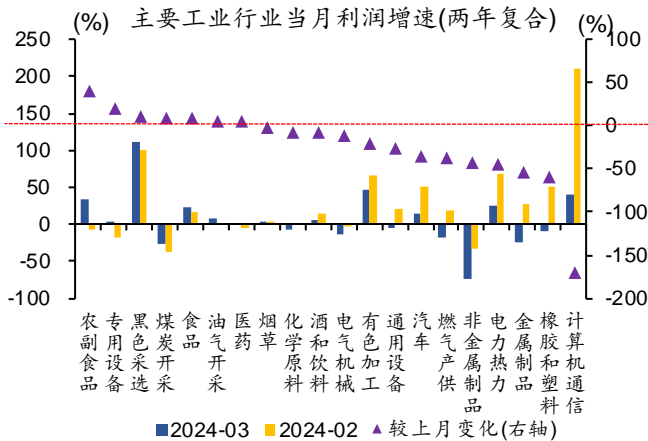
来源: iFind, 国金证券研究所

中游行业改善幅度较大, 利润占比进一步提升。3月, 边际改善的行业主要包括农副食品、专用设备、黑色采选。其中, 农副食品利润高增主要受益于消费需求释放、生产持续增长。黑色采选行业利润抬升与黑色金属价格显著修复有关。结构上看, 中游装备制造和公用事业占比边际上升4个百分点。分所有制看, 不同类型企业利润全面下滑。



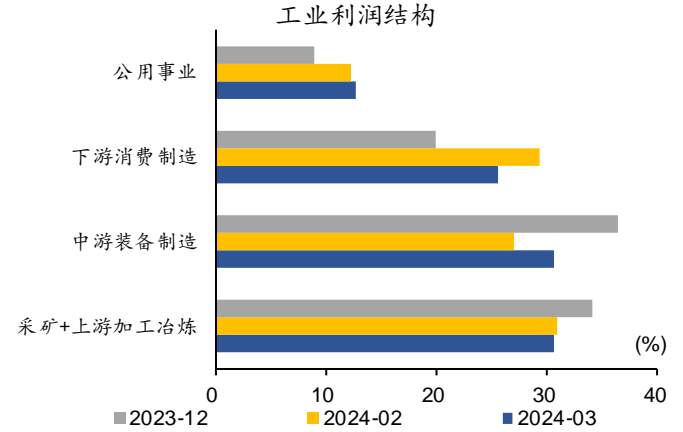


图表56: 3月, 中游行业利润改善幅度较大



来源: iFind、国金证券研究所

图表57: 3月, 中游制造行业利润占比大幅提升



来源: iFind、国金证券研究所

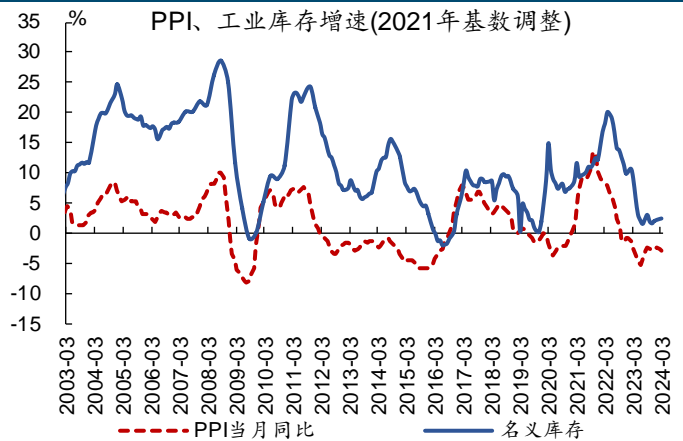
库存增速回升, 存货周转速度有所加快。3月, 工业企业库存小幅“回补”, 名义库存、实际库存同比分别较1-2月回升0.1、0.2个百分点至2.5%、5.3%, 处于14.5%、31.4%历史较低分位数。边际上看, 存货周转速度“季节性”加快, 3月产成品库销比、周转天数分别较2月回落8.4个百分点至54.3%、减少1天至21.1天。

图表58: 3月, 名义库存、实际库存小幅回升



来源: iFind、国金证券研究所

图表59: 3月, PPI对名义库存有一定拖累



来源: iFind、国金证券研究所

重申观点: 随着阶段性扰动消退、后续政策落地或可提速, 进一步助推企业库存回补。当前发改委联合财政部已完成2024年专项债项目筛选, 后续“稳增长”落地或可提速; 此外新一轮“设备更新”等增量政策也在加快推进, 对于工业库存回补也能起到一定助推作用, 通用设备、金属制品等库存偏低行业未来补库意愿或更强。

### 3.5 2024年4月PMI数据: PMI强于季节性, “涨价”信号初现

要闻: 2024年4月30日, 国家统计局公布4月PMI指数, 制造业PMI为50.4%、前值50.8%; 非制造业PMI为51.2%、前值53%。

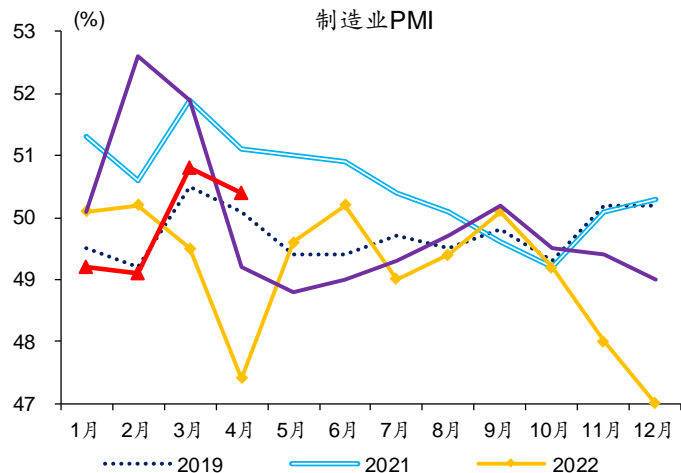
数据来源: 国家统计局

简评:

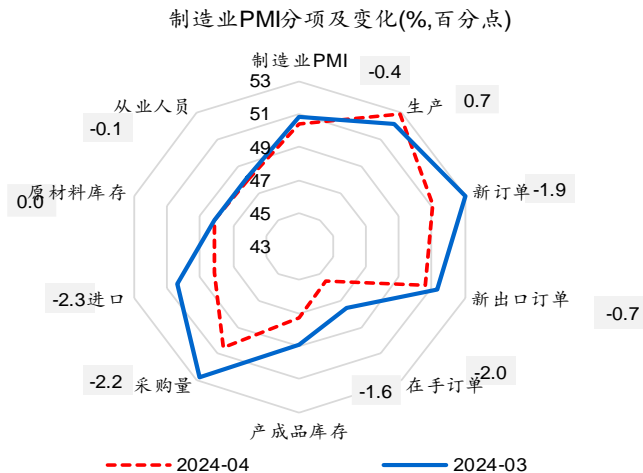
制造业PMI强于季节性, 生产强度进一步提升。4月, 经济运行节奏进一步常态化, 制造业PMI在上月显著回升的基础上保持扩张、录得50.4%; 边际下滑仅0.4个百分点, 表现强于季节性。主要分项中, 生产指数提升0.7个百分点至52.9%, 为最强支撑项; 新订单指数回落1.9个百分点, 但仍处于扩张区间、录得51.1%。



图表60: 4月, 制造业PMI季节性回落



图表61: 4月, PMI主要分项中新订单降幅较大

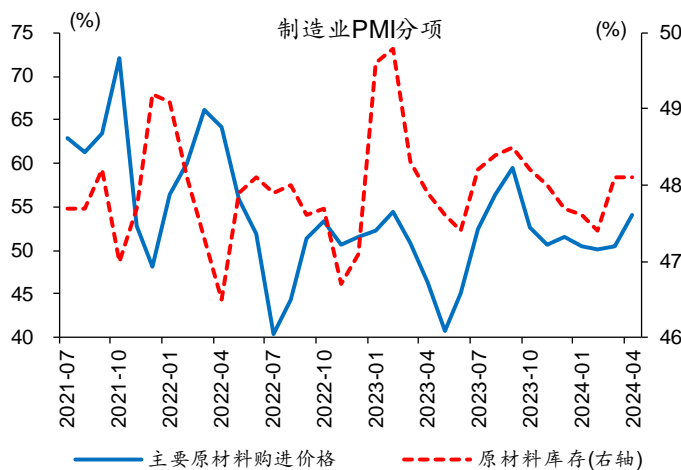


来源: Wind、国金证券研究所

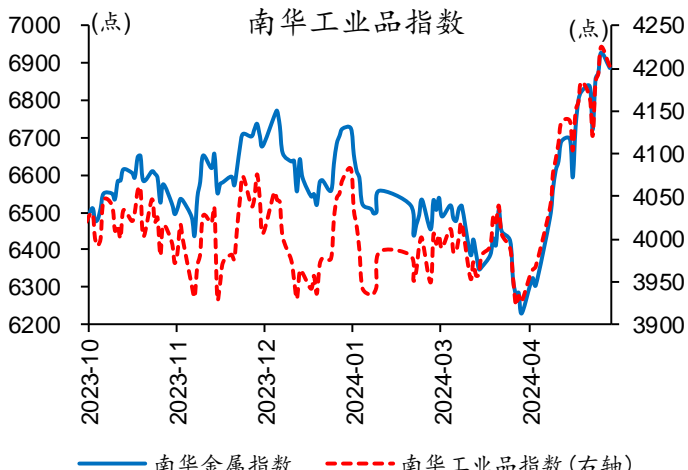
来源: Wind、国金证券研究所

外需维持韧性, 但受原材料涨价影响, 制造业原材料“补库”有所放慢。4月, 新出口订单指数小幅回落0.7个百分点至50.6%、好于进口指数的48.1%。需求整体扩张、带动原材料购进价格上涨, 指数边际提升3.5个百分点至54%, 采购量指数相应有所回落、边际下滑2.2个百分点至50.5%。

图表62: 4月, 主要原材料购进价格显著提升



图表63: 4月, 工业品价格大幅攀升



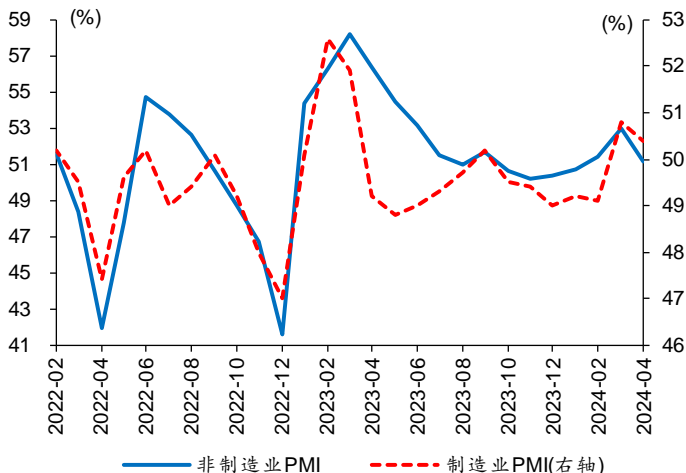
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

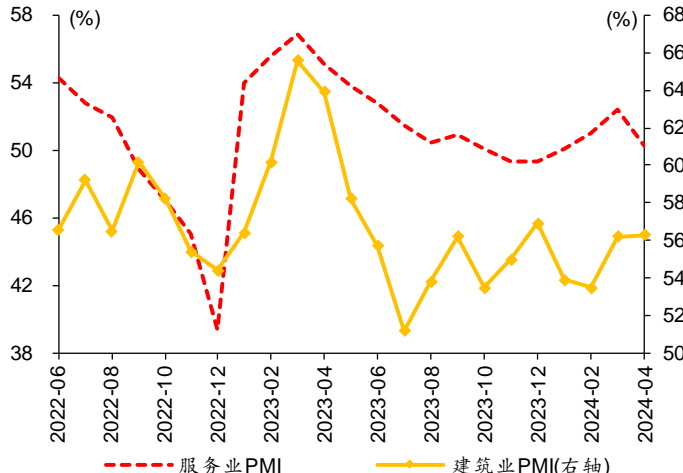
服务业景气水平有所回落, 非制造业PMI边际下滑。4月, 服务业边际回落2.1个百分点至50.3%, 拖累非制造业PMI整体下滑1.8个百分点至51.2%。服务业PMI中, 投入品价格指数显著上升1.2个百分点至50.9%, 但新订单、销售价格仍分别处于46.5%、49.5%的收缩区间, 成本压力上升可能是当月景气回落的主因。



图表64: 4月, 非制造业PMI有所回落



图表65: 4月, 建筑业PMI略有扩张、服务业PMI回落



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 外需支撑下, 部分行业库存已率先回升; 周期力量加之政策支持, 不宜低估“补库”力度。中美库存“共振”、全球消费电子景气回升下, 化学纤维、运输设备、金属制品等行业已开启补库, 工业整体库存也呈现企稳改善。当前发改委已完成全年专项债项目筛选, 后续“稳增长”落地、设备更新等或可提速, 进一步助推企业库存回补。

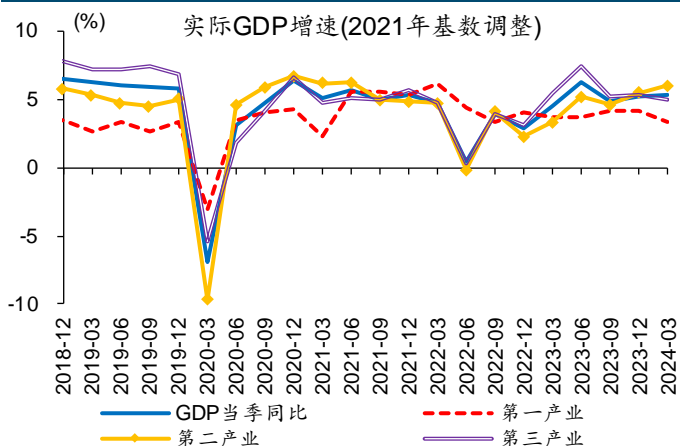
### 3.6 4月政治局会议: 政策“抓落实”, 地产“新探索”

要闻: 2024年4月30日, 中共中央政治局召开会议, 分析研究当前经济形势和经济工作, 并决定今年7月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议, 主要议程是, 中共中央政治局向中央委员会报告工作, 重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。

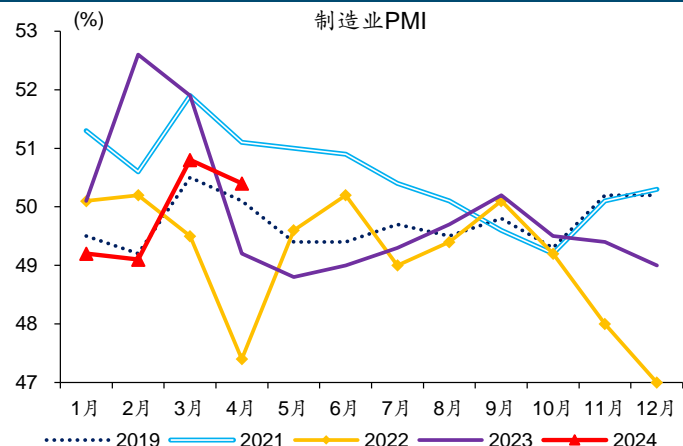
简评:

4月中央政治局会议的主线? 2024年一季度GDP超预期下, 4月中央政治局会议并未出台增量政策, 更注重“抓落实”。2024年的“工作日”效应集中在年初体现, 带动一季度GDP同比5.3%、高于预期的4.9%; 同时, 4月制造业PMI在3月显著回升的基础上保持扩张、录得50.4%, 表现强于季节性。在经济“开局良好、回升向好”背景下, 4月中央政治局会议未出台新政策, 而强调“靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”。

图表66: 2024年一季度实际GDP和三大产业同比



图表67: 2024年4月制造业PMI保持扩张



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

“靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”重点指向哪些方面? 其一、财政稳增长政策, 包括超长期特别国债、专项债等; 其二、大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案等; 其三、持续防范化解风险, 包括保交房、地方债务化解等。

“保持必要的财政支出强度”, 5月起专项债发行或加快, 超长期特别国债落地或提速。2024年一季度, 地方新增专项债发行进度仅16%、落后2023年同期约19个百分点; 截至4月下旬, 特别国债相关行动方案尚未落地<sup>1</sup>。土地出让收入及债务资金发行较慢拖累

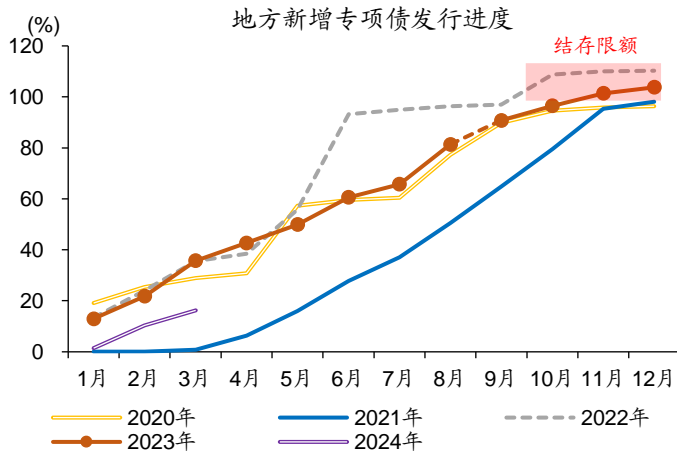
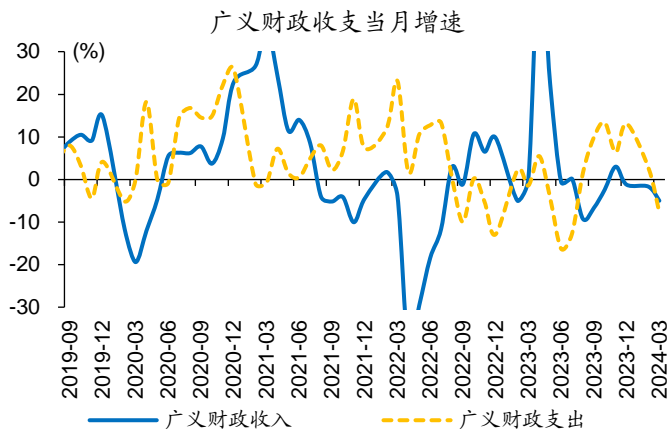
<sup>1</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202404/content\\_6945881.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202404/content_6945881.htm)



广义财政支出发力，3月广义财政支出累计同比由正转负降至-1.5%。为实现7.9%广义财政预算支出增速，“保持必要的财政支出强度”，5月起专项债发行或加快，而超长期特别国债方案审批、地方项目申报审批、特别国债发行流程或提速。

图表68：2024年3月，广义财政支出累计同比下降1.5%

图表69：2024年一季度月新增专项债发行进度为16%



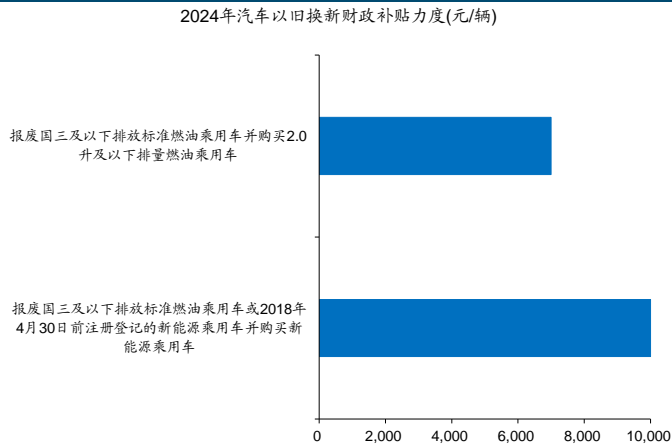
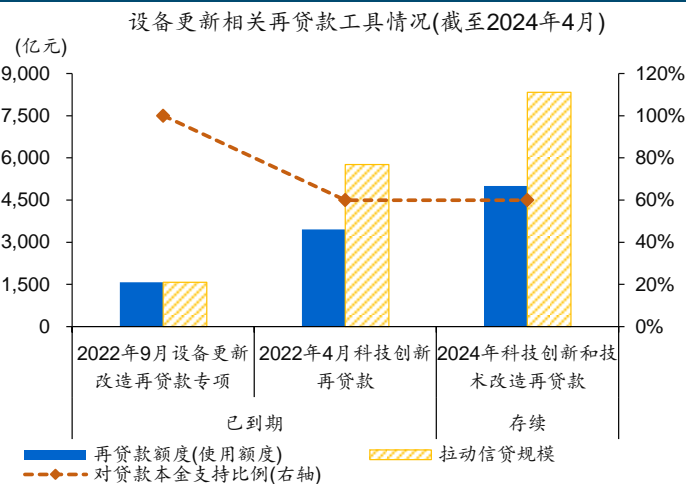
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

设备更新和消费品以旧换新，后续重心在于推动地方加快落实。4月，央行、工信部、市监局等多部门在设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用和标准提升等均做出具体部署。4月上旬，央行5000亿元科技创新和技术改造再贷款已落地，对贷款本金支持比例为60%；4月下旬，商务部、财政部等已出台汽车以旧换新补贴细则，对符合“以旧换新”政策标准的新能源和燃油车分别补贴10000元、7000元，且由中央财政和地方配套共同支出。眼下，设备更新和消费品以旧换新具体部署已落地，后续政策重心或在敦促地方加快落实。

图表70：设备更新相关再贷款工具情况

图表71：2024年汽车以旧换新补贴力度



来源：中国人民银行、国金证券研究所

来源：中国政府网站、国金证券研究所

“持续防范化解重点领域风险”，保交房、地方债务化解仍是重点。其中，会议强调的“压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作”，或指向后续房地产融资协调机制、保交房等相关支持政策将加快推进。年初以来，为破解房地产融资难题，各地房地产融资协调机制持续落地；截至3月底，全国均已建立省级房地产融资协调机制，商业银行对协调机制推送的全部第一批“白名单”项目完成审查；而央行设立的保交楼、房企纾困相关再贷款使用进度依旧较慢，截至一季度保交楼贷款支持计划仅使用86亿元。





图表72: 年初部分银行支持房地产项目融资情况

银行	支持房地产融资项目进展
工商银行	截至3月7日, 工商银行已对接全国200多个城市推送的“白名单”项目, 已批复及正审批项目超150个, 金额近700亿元
兴业银行	截至3月22日, 兴业银行纳入协调机制的项目授信金额达500亿元, 累计投放超250亿元。特别是1月5日协调机制建立以来, 该行累计新批协调机制项目授信近百亿元, 在全国14个城市陆续实现贷款投放近50亿元。
中国银行	截至3月底, 中行云南省分行对6个项目完成审批, 共计为房企提供融资13.4亿元, 中行贵州省分行已累计完成“白名单”内授信7个, 授信金额11.5亿元; 截至4月3日, 中国银行辽宁省分行已为房地产融资协调机制“白名单”4个客户核定项目批复12.73亿元, 实现投放11.93亿元。
光大银行	截至4月9日, 光大银行对作为主办行的首批“白名单”项目全部完成审批, 共审批通过53个项目, 在全国37个城市实现贷款投放, 合计授信超234亿元。
浙商银行	截至4月10日, 浙商银行已落地第一批“白名单”主办项目30个, 新发放融资超30亿元, 新批复授信超100亿元。
恒丰银行	截至4月18日, 恒丰银行已审批通过首批“白名单”主办项目40个, 合计授信144.6亿元。

来源: 各银行官网、国金证券研究所

图表73: 保交楼、房企纾困相关再贷款投放进度

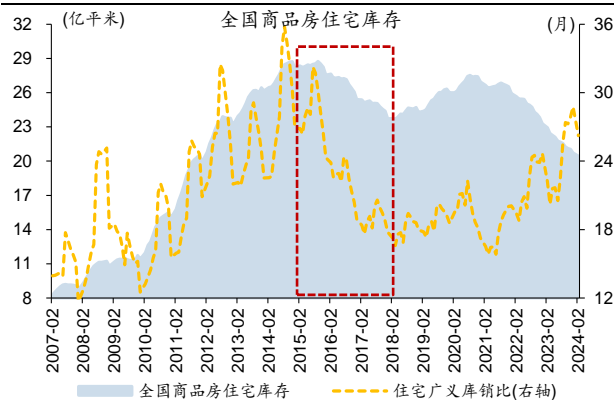
工具名称	状态	支持领域	发放对象	利率(1年期)	额度(亿元)	余额(亿元)	
						2024Q1	2023Q4
民企债务融资支持工具(II)	存续	民营企业	专业机构	1.75%	500	0	0
保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	86	56
租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75%	1000	20	0
房企纾困专项再贷款	到期	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800	209	0

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

地产可能有哪些“新探索”? 后续稳地产, “消化存量”、“优化增量”或是“新探索”。会议强调“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施, 抓紧构建房地产发展新模式”。年初以来, 地产投资持续低迷, 除了房企融资外, 住宅高库存也是“堵点”之一, 亦需稳地产政策加码推动解决。本次会议强调的“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”, 或意味着后续地产政策可能在“消化存量”、“优化增量”两方面齐加力。

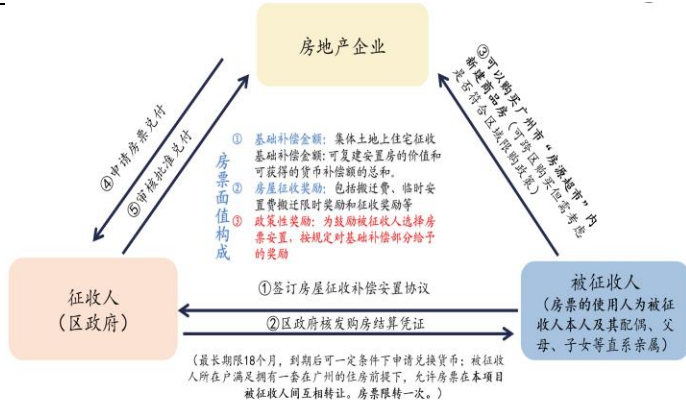
地产“去库存”可能有哪些方式? 助力地产“去库存”或可从三方面发力。其一, 各地新房销售政策或因因地制宜, 进一步优化。其二, “三大工程”或是“消化存量”、“优化增量”的重要抓手, 城中村改造项目的房票安置、保障房体系建设中对存量房的收购或可部分推动地产去库存。以广州为例, 其城中村改造项目的房票安置, 或可降低回迁用地安置需求, 节省安置临迁费, 帮助广州新房去库存。其三, 地方政府助力地产“以旧换新”或可推动“消化存量”。以郑州为例, 郑州市2024年全市计划完成二手住房“卖旧买新、以旧换新”1万套, 采取国有保障房运营公司收购和市场化交易两种方式。其中通过郑州城市发展集团有限公司收购二手住房以用作保障房、人才房计划全年完成5000套。

图表74: 2024年初住宅广义库销比仍处较高水平



来源: Wind、国金证券研究所

图表75: 广州城中村改造的“房票”机制



来源: 广州市政府、国金证券研究所





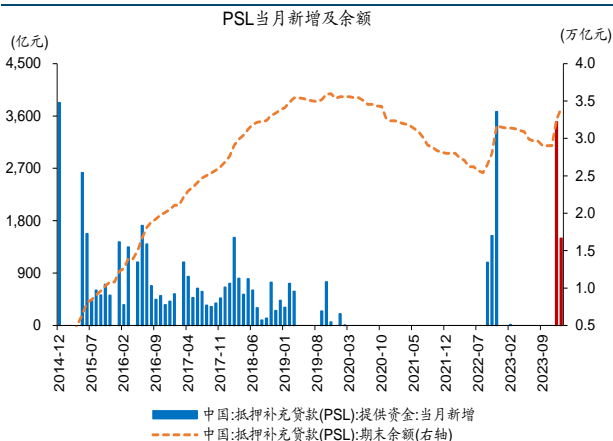
图表76: 2024年以来部分地区房地产“以旧换新”政策

“以旧换新”类型	时间	地区	具体内容
收购旧房模式	2024年1月	太仓	太仓市城市发展集团有限公司启动常态化商品房“以旧换新”业务;参与市民可以用一套或多套存量商品房置换一套新建商品房;旧的商品房置换总价由原来的不得高于所购新房总价的60%,提升到80%。
	2024年2月	扬州	《关于鼓励市区商品房“以旧换新”的通知》:支持开发企业开展“直接收购”式“以旧换新”业务。为开发企业与购房客户在“以旧换新”过程中的旧房收购和新房交易提供便捷服务。
	2024年4月	郑州	郑州城市发展集团有限公司(政府指定作为收购主体,以下简称收购主体)收购二手住房,促成群众通过“卖旧买新、以旧换新”购买改善性新建商品住房。先行在金水区、郑东新区等区域进行试点,试点期间完成二手住房“卖旧买新、以旧换新”500套,逐步在主城区全面实施,全年计划完成5000套。
	2024年4月	福州	福州国企平台主导,福州试点住房“以旧换新”,住房拆迁家庭可将手中的拆迁安置房源置换成主城区商品房。
中介优先推介模式	2024年2月	扬州	《关于鼓励市区商品房“以旧换新”的通知》:推广“三方联动”式“以旧换新”做法。开发企业、中介机构及购房客户,达成置换意向,客户委托中介机构出售旧房,同时与开发企业签订商品房买卖合同。
	2024年4月	深圳	中介机构推动旧房交易完成,房地产开发企业和换房人按约定继续购房。旧房未售出的,按约定解除协议,无条件退款。
	2024年4月	重庆	2024春交会线下展会组织22家房地产企业75个项目和8家中介机构开展“换新购”活动,参与的市民可以“优先卖”二手住房,延长认购期、退押金“放心买”商品住房。在90天约定周期内,“换新购”购房人如果未能将原有住房出售,或优先锁定的商品住房出现第三方购买的情况,开发企业应及时告知“换新购”购房人。
税费、利率优惠模式	2024年2月	扬州	《关于鼓励市区商品房“以旧换新”的通知》:实施“以旧换新”契税补贴政策。凡在2024年1月1日以后,政策有效期内,在市区出售自有住房并在1年内购买新建商品住宅的,或在市区购买新建商品住宅并在1年内出售自有住房的,给予新购商品住宅契税补贴(补贴比例不超过1.5%)
	2024年3月	日照	支持房地产开发企业开展“以旧换新”业务,收购的存量住房可以采取办理转移预告登记的方式完成二手房买卖流程。开发企业已足额支付二手房收购款项,后续二手房再出售时,对二手房购房人给予房款20%的购房优惠券补贴。
	2024年4月	长沙	“以旧换新”购买新房的,可按照“认房不认贷”政策,享受首套房首付比和按揭利率优惠。

来源:各地政府网,国金证券研究所

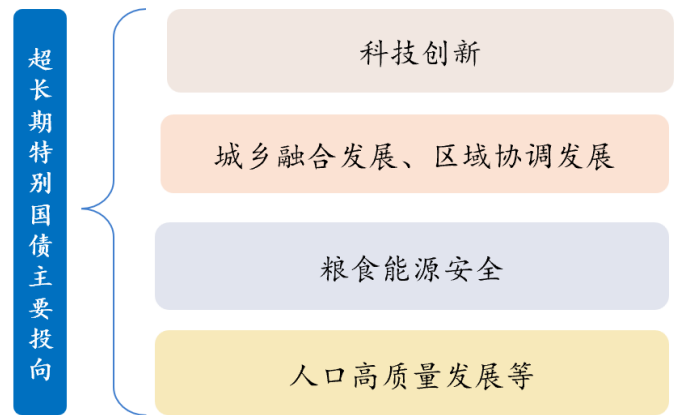
地产“消化存量”可能的资金来源?PSL、专项债、超长期特别国债等或可为地产“消化存量”、“优化增量”提供资金支持。根据地产“消化存量”不同的模式,资金来源可能包含重点“三大工程”项目的PSL,和投向城中村、保障房项目的专项债资金;同时,万亿超长期特别国债投向中,城乡融合发展、人口高质量发展领域或包含城中村改造项目、满足居民高质量住房需求项目等,也可能对地产“消化存量”、“优化增量”形成资金支持。

图表77: 2023年12月起PSL重启放量



来源:Wind,国金证券研究所

图表78: 超长期特别国债投向



来源:中国政府网站,国金证券研究所

历史上的三中全会?会议指出,二十届三中全会将于7月召开,聚焦进一步全面深化改革、推进中国式现代化。过往经验显示,党的三中全会一般间隔五年,在四季度召开,重点讨论国家发展改革、经济体制建设等重大事宜。当前,二十届三中全会将于2024年7月召开,会议主题为“全面深化改革、推进中国式现代化”;其中,如何深化财税金融体制改革,加快建设现代化产业体系、推动发展新质生产力或值得重点关注。



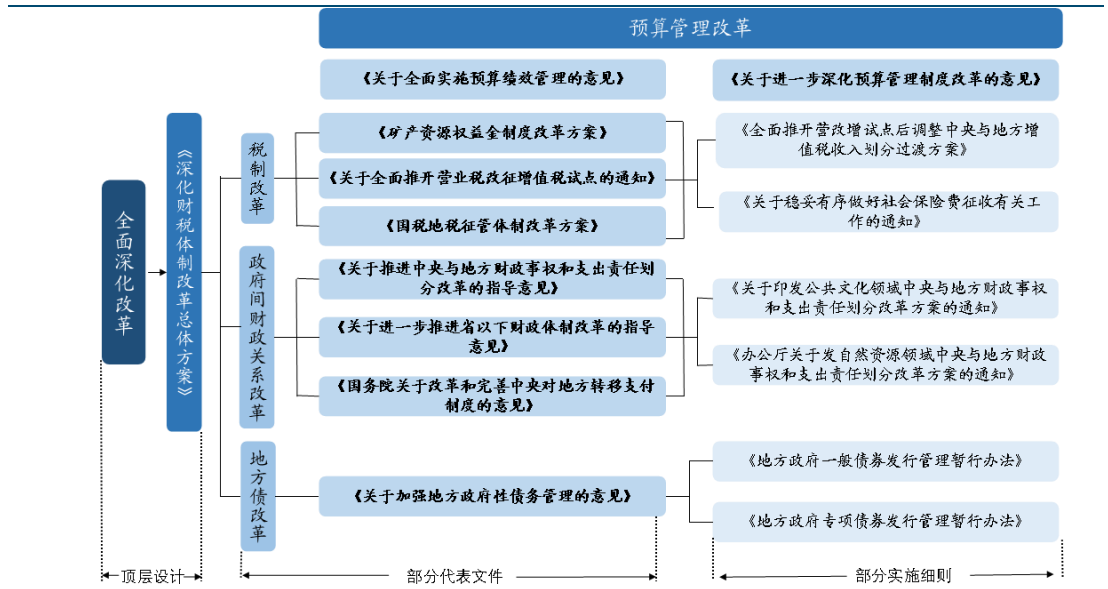
图表79：过往三中全会主要信息梳理

会议	召开时间	主题	主要内容或意义
十一届三中全会	1978年12月18日至22日	讨论把全党工作重点转移到社会主义现代化建设上来	全会冲破长期“左”的错误和严重束缚，彻底否定“两个凡是”的错误方针，高度评价关于真理标准向的时论。重新确立了实事求是的思想路线。全会停止使用“以阶级斗争为”的口号，决定将全党的工作重点和全国人民的注意力转移到社会主义现代化建设上。提出了改革开放的任务。
十二届三中全会	1984年10月20日	经济体制改革	全会通过了《中共中央关于经济体制改革的决定》，明确了加快城市为重点的整个经济体制改革的必要性、紧迫性，规定了改革的方向、性质、任务和各项基本方针政策。标志着改革从农村走向城市，确立了以公有制为基础的有计划的商品经济体制
十三届三中全会	1988年9月26至30日	治理经济环境、整顿经济秩序、全面深化改革	会议原则通过了《关于价格、工资改革的初步方案》和《中共中央关于加强与改进企业思想政治工作的通知》。全会确定，把明后两年改革和建设重点突出地放到治理经济环境和整顿经济秩序上来。
十四届三中全会	1993年11月11日至14日	明确建立社会主义市场经济体制的改革目标等	全会审议通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》。《决定》指出，社会主义市场经济体制是同社会主义基本制度结合在一起的。建立社会主义市场经济体制，就是要使市场在国家宏观调控下对资源配置起基础性作用；提出了建立社会主义市场经济体制的目标。
十五届三中全会	1998年10月12日至14日	三农问题、农村改革等	会议审议通过了《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》。全会强调，以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度，以家庭承包经营为基础、统分结合的经营制度、以劳动所得为主和按生产要素分配相结合的分配制度必须长期坚持。
十六届三中全会	2003年10月11日至14日	完善社会主义市场经济体制、修宪、振兴东北等	全会审议通过了《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》《中共中央关于修改宪法部分内容的建议》。全会强调，完善社会主义市场经济体制的主要任务是：完善公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度，建立有利于逐步改变城乡二元经济结构的体制，形成促进区域协调发展的机制，建设统一开放竞争有序的现代市场体系。
十七届三中全会	2008年10月9日至12日	研究新形势下推进农村改革发展的若干重大问题	会议审议通过了《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，旨在完善土地流转和激活农村金融。
十八届三中全会	2013年11月9日至12日	研究全面深化改革重大问题	会议审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》《党政机关厉行节约反对浪费条例》。决议明确全面深化改革在经济体制、政治体制、文化体制、社会体制、生态文明体制改革要点
十九届三中全会	2018年2月26日至28日	深化党和国家机构改革	全会审议通过了《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》《深化党和国家机构改革方案》；因为随后十三届全国人大一次会议，是五年一度政府换届，所以提交了国家机构领导人入选建议名单
二十届三中全会	2024年七月	全面深化改革、推进中国式现代化	【四月政治局会议预告】主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。

来源：中国政府网、共产党员网、国金证券研究所

新一轮财税体制改革重点关注哪些领域？2023年底以来，新一轮财税体制改革在高层会议中频频提及。回顾过往，2014年开始的深化财税体制改革在预算管理、税制、政府间财政关系、地方债务管理四大方面均有涉及。当前，新一轮财税体制改革将或亦将重点关注政府间财政关系，如中央与地方支出责任划分、转移支付制度完善，省以下财政体制改革、省以下地方政府间事权与支出责任的界定，税制改革，如税收征管、税种优化调整等。

图表80：财税体制改革围绕税制改革、政府间财政关系、地方债务等方面进行



来源：中国政府网站、财政部、国金证券研究所

加快现代化产业体系建设，可能涉及哪些领域改革？2024年，深化重点领域改革持续推进，以金融监管、金融机构、资本市场制度改革，国企、民企相关制度改革为表征，背后均是政策加大对实体经济发展、经济转型升级支持力度。2023年金融监管机构体系由“一行两会”转向“一行一局一会”，金融体系建设亦聚焦为产业转型升级赋能；新一轮国企改革开启，聚焦科技自立自强、提高核心竞争力；促进民营经济发展壮大升级为顶层规划。本次三中全会如何进一步部署现代化产业体系建设相关制度改革，值得关注。



图表81：附录：近期政治局会议、中央经济工作会议表述对比

类型	2023年12月中央政治局会议 2023年12月8日	2023年12月中央经济工作会议 2023年12月12日	2024年4月中央政治局会议 2024年4月30日
形势	顶住外部压力、克服内部困难，着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，我国经济回升向好，高质量发展扎实推进，现代化产业体系建设取得重要进展...	进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。...	经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升。
研判			同时必须看到，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，开局良好，回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势，要增强做好经济工作的信心。
政策基调	坚持稳中求进工作总基调...着力推动高质量发展，全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度... 坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节...要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。	要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础...要增强宏观政策取向一致性。 加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，坚持乘势而上，避免前紧后松，切实巩固和增强经济回升向好态势。
财政货币	积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。	积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果...保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。	要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。要做好宏观政策取向一致性评估，加强预期管理。
产业	要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。	以科技创新引领现代化产业体系建设。要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。	因地制宜发展新质生产力。要加强国家战略科技力量布局，培育壮大新兴产业，超前布局建设未来产业，运用先进技术赋能传统产业转型升级，要积极发展风险投资，壮大耐心资本。
基建	-	发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳，培育发展新动能。完善投融资机制，实施政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施建设。	要实施好政府和社会资本合作新机制，充分激发民间投资活力。
地产	-	积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。
消费	要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环。	着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。	要积极扩大国内需求，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要。要深入推进以人为本的新型城镇化，持续释放消费和投资潜力。
防风险	要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。	持续有效防范化解重点领域风险。要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。	要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险地区和县县真正压降债务、又能稳定发展。要持续推动中小金融机构改革化险，多措并举促进资本市场健康发展。
民营经济	要深化重点领域改革，为高质量发展持续注入强大动力。要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘。	要谋划进一步全面深化改革重大举措...，不断完善落实“两个毫不动摇”的体制机制，充分激发各类经营主体的内生动力和创新活力... 要加快培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘...	要坚定不移深化改革扩大开放，建设全国统一大市场，完善市场经济基础制度。要积极扩大中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口，支持民营企业拓展海外市场，加大力度吸引和利用外资。
环保民生	要坚持不懈抓好“三农”工作...要深入推进生态文明建设，加快建设美丽中国...切实保障和改善民生...	切实保障和改善民生。要坚持尽力而为、量力而行，兜住、兜准、兜牢民生底线。更加突出就业优先导向，确保重点群体就业稳定。	要扎实推进绿色低碳发展，加强煤炭清洁高效利用和可再生能源消纳利用...要切实保障和改善民生，突出就业优先导向...

来源：中国政府网、国金证券研究所

## 风险提示

- 1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为，美联储加息周期大概率已经结束。但FOMC成员对此仍存在分歧，美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
- 3、金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声，但缩表仍在继续，实际利率仍将维持高位，银行信用仍处在收缩周期，信用风险事件发生的概率趋于上行。



**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。

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**  
电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 5 楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**  
电话：0755-86695353  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究