

2025 年 05 月 06 日

宏观研究团队

美国中期衰退风险较高,国内五一消费“量”好于“价” ——五一海内外要闻

——宏观深度报告

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 全球宏观要闻：美日关税谈判进展有限，日央行暂停加息

1、美国与日本之间的第二轮关税谈判进展有限。当地时间 5 月 1 日，美国和日本在华盛顿进行了第二轮贸易谈判。日本经济再生担当大臣赤泽亮正表示，此次谈判“坦率且具有建设性”。但美日关税谈判目前来看尚存在较多的分歧点，第二轮谈判整体进展有限，后续谈判能否继续进行，还存在非常多的变数。

2、日本央行再度暂停加息。5 月 1 日，日本央行再度通过利率决议，维持利率水平在 0.5% 不变，是 2025 年第二次保持利率水平不变。日本央行行长植田和男表示，关税带来的不确定性显著增强，如果经济前景实现，将继续加息。

● 全球经济：美国 GDP 增速环比转负，但非农较强，欧元区经济略有回暖

1、美国 1 季度经济增速环比转负，增长压力有所显现。美国 1 季度实际 GDP 环比下降 0.3%，较 2024 年 4 季度回落 2.7 个百分点，同比增速下降至 2.05%。总的来看，美国经济中期衰退风险较高，“软着陆”或面临较大挑战。

2、欧元区经济增长略有回暖。1 季度欧元区 GDP 同比增速为 1.2%，环比增速为 0.4%，分别较 2024 年 4 季度持平、上升 0.2 个百分点，且超过市场预期。往后看，欧洲经济仍然是机会与挑战并存。

3、美国 4 月新增非农就业再超预期，美联储或保持观望。4 月非农数据表现相对较好，更进一步缓解了市场对美国经济衰退的担忧。对美联储而言，当前的美国就业市场的韧性，或迫使其 5 月 FOMC 会议上继续选择观望，我们认为美联储首次降息可能在三季度。

● 国内政策与经济：美国若想谈判需拿出诚意，关税对制造业扰动初步显现

1、中共中央总书记习近平在上海主持召开部分省市区“十五五”时期经济社会发展座谈会并发表重要讲话。内蒙古自治区、上海市、浙江省、湖北省、广东省、四川省、甘肃省代表先后发言。习近平总书记强调布局“十五五”时期，要前瞻性把握国际形势发展变化对我国的影响，因势利导对经济布局进行调整优化，多措并举稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有效稳住经济基本盘。

2、五一前后，外交部、商务部再次重申我国对贸易战立场。商务部发言人表示，对于美方的谈判意愿，中方正在进行评估。中方立场始终如一，打，奉陪到底；谈，大门敞开。关税战、贸易战是由美方单方发起的，美方想谈就应拿出谈的诚意，要在纠正错误做法、取消单边加征关税等问题上做好准备，拿出行动。

3、4 月 PMI 数据：关税对制造业扰动初步显现，叠加此前抢出口抢生产形成的高基数，制造业 PMI 分项普遍走弱。建筑业预计 Q2 仍有动能，服务业 PMI 相对平稳但新订单明显下滑。后续重视关税扰动的 2 个重要阶段。

● 五一高频跟踪：国内消费“量”大幅改善，入境经济明显回暖

1、消费场景与人流表现：(1)国内旅游量好于价，基于 12 省市汇总测算收入、人次、人均支出约较 2019 年同期增长 33%、51%、-10%（可能会有高估）；(2)电影市场明显走弱，收入、人次、票价分别较 2019 年同期下降 57%、53%、9%；(3)全社会跨区域流动量较 2019 年增长近 4 成，其中铁路、公路、水路、民航分别较 2019 年同期变动+39.0%、-20.9%、-2.5%、24.3%；(4)交运价格端有边际改善趋势，测算“五一”假期国内机票分别较 2019、2024 年同期增长 20%、1%。(5)百度迁徙指数创新高，入境经济明显回暖。假期全国口岸日均出入境人员将达 215 万人次、较 2024 年同期增长 27%，入境游订单和消费金额分别同比增长 173%、180%。

2、出口跟踪方面：据 4 月高频数据拟合，4 月出口同比或在+0.6%左右，仍有一定韧性；地产成交方面，新建房成交仍处历史低位，一线城市成交量转负，相较于新建房市场，二手房成交量价均有韧性；食品价格方面，五一节前两周，农产品价格稍有回落，猪价震荡运行。

大类资产：全球股市大多上涨，黄金、原油下跌。

● 风险提示：国内政策不及预期，关税战反复超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《关税扰动的 2 个阶段——兼评 4 月 PMI 数据》-2025.4.30

《入境经济或提振 2025 年 GDP 0.2 个百分点——兼评 3 月企业利润数据》-2025.4.29

《政治局会议部署下一步政策重点——宏观周报》-2025.4.27

目 录

1、 全球宏观要闻：美日关税谈判进展有限，日央行暂停加息.....	4
1.1、 美国与日本之间的第二轮关税谈判进展有限.....	4
1.2、 日本央行再度暂停加息	4
2、 全球经济：美国 GDP 增速环比转负，但非农较强，欧元区经济略有回暖	5
2.1、 美国 1 季度经济增速环比转负，增长压力有所显现.....	5
2.1.1、 美国 1 季度经济增速环比转负，主因净出口拖累	5
2.1.2、 美国经济增长有所走软，“软着陆”或面临较大挑战.....	6
2.2、 欧元区经济增长略有好转	7
2.3、 美国 4 月新增非农就业再超预期，美联储或保持观望	8
2.3.1、 新增非农就业较多，且超过市场预期，但前值再次经历较大下修	8
2.3.2、 劳动参与率略有上行、失业率基本不变，永久失业者占比有所下行	9
2.3.3、 薪资环比增速略有下行，工作时长维持低位.....	10
2.3.4、 制造业 PMI 就业指数、就业扩散指数均有所走强.....	11
2.3.5、 劳动力市场供需关系压力边际下降.....	12
2.3.6、 美国就业市场边际走强，可能促使美联储更进一步观望	13
3、 国内政策：美国若想就贸易战谈判需拿出诚意.....	13
3.1、 习近平总书记在“十四五”时期经济社会发展座谈会发表重要讲话	13
3.2、 商务部明确中美开启谈判条件	14
4、 国内经济：PMI 走弱，后续重视关税扰动的 2 个阶段.....	14
5、 五一高频跟踪：消费“量”好于“价”，预计 4 月出口同比 0.6%左右.....	16
5.1、 消费场景“量”好于“价”，入境游明显回暖.....	16
5.2、 出口：根据 4 月高频数据拟合，4 月出口同比或为 0.6%左右.....	19
5.3、 地产成交：新建房成交延续历史低位，二手房成交量价均有韧性	19
5.4、 食品：农产品价格稍有回落，猪价震荡运行.....	20
6、 大类资产：全球股市大多上涨，黄金、原油下跌.....	22
7、 风险提示	22

图表目录

图 1： 日本央行下调 2025 年经济预测	4
图 2： 美国 1 季度经济增长环比转负	5
图 3： 美国 1 季度 GDP 同比增速小幅下行.....	6
图 4： 私人投资 1 季度环比增速上升较多	6
图 5： 库存对美国经济增长贡献度提升	6
图 6： 美国商品进口环比上升较多	6
图 7： 美国国内最终购买下滑较少	7
图 8： 美国 PCE 价格同比指数仍在下行	7
图 9： 欧元区经济增长略有回暖	8
图 10： 4 月美国新增非农就业人数上升较多，且趋势有所走强.....	9
图 11： 4 月劳动参与率均略有提升，失业率基本不变.....	10
图 12： 4 月 25-54 岁区间人口劳动参与率略有上行	10
图 13： 4 月永久性失业者占比近 3 个月首次下降.....	10
图 14： 4 月因经济原因从事兼职工作人员数量有所减少	10

图 15: 4 月时薪环比增速有所下行	11
图 16: 4 月美国周工作时长维持不变	11
图 17: 信息业、专业和商业服务薪资同比增速较高	11
图 18: 非制造业 PMI 就业略有回升	12
图 19: 就业扩散指数短期略有回暖	12
图 20: 3 月职位空缺数、空缺率均下行	12
图 21: 3 月员工离职率上行、裁员率下行	12
图 22: 3 月美国劳动力缺口下降较多	13
图 23: 4 月制造业 PMI 普遍走弱	15
图 24: 4 月建筑业 PMI 下降 1.5 个百分点	15
图 25: 4 月专项债发行进度快于 2024 年同期	15
图 26: 4 月服务业 PMI 相对平稳	16
图 27: 2025 年五一“量”好于“价”，入境游明显回暖	16
图 28: 2025 年五一旅游人次或较 2019 年同期增长 40%-50%	17
图 29: 五一档票房收入约为 2019 年同期的 43%	17
图 30: 五一档票价约为 2019 年同期的 91%	17
图 31: 全社会跨区域流动量明显超过 2019 年	18
图 32: 国内机票均价或转为正增长	18
图 33: 五一期间，百度地图迁徙指数创新高	19
图 34: 国际航班延续恢复	19
图 35: 近期出口高频数据逐渐向上修复	19
图 36: 高频数据拟合结果指向 4 月出口同比回落至+0.6%左右	19
图 37: 最近两周新建住房成交面积延续历史低位	20
图 38: 一线城市新建住房成交面积同比转负	20
图 39: 截至 4 月 21 日，二手房出售挂牌价指数再次出现向上反弹	20
图 40: 最近两周北京二手房成交面积高于 2022 年-2024 年同期	20
图 41: 五一节前两周农产品价格稍有回落	21
图 42: 五一节前两周猪肉价格震荡运行	21
表 1: 4 月非农新增就业细项及变动	9
表 2: 全球各类资产五一假期表现	22

1、全球宏观要闻：美日关税谈判进展有限，日央行暂停加息

1.1、美国与日本之间的第二轮关税谈判进展有限

据路透社报道，当地时间5月1日，美国和日本在华盛顿进行了第二轮贸易谈判。在会谈结束后，日本经济再生担当大臣赤泽亮正表示，此次谈判“坦率且具有建设性”，双方具体讨论了扩大贸易、非关税措施，以及经济与安全合作等方面的问题，计划最快于5月中旬再次举行会晤。而美国财政部长贝森特也在谈判后表示，“对日本与美国迅速且积极的互动感到备受鼓舞”，并希望能尽快达成协议。

但另一方面，虽然双方就一系列贸易问题进行了商谈，也似乎有一定进展，但美国政府不愿意降低对汽车、钢铝产品的关税。这一点让日本方面较为不满。在5月3日美国对汽车零部件加征25%的关税后，日本首相石破茂表示非常失望，以汽车关税为代表的关税是日方“绝对无法接受的”，将继续要求美国特朗普政府重新考虑其关税措施。美日关税谈判目前来看尚存在较多的分歧点，第二轮谈判整体进展有限，后续谈判能否继续进行，还存在非常多的变数。根据NHK报道，日本首相石破茂表示，“不应该急于达成协议，不需要一个损害我们国家利益的结果”。

1.2、日本央行再度暂停加息

5月1日，日本央行再度通过利率决议，维持利率水平在0.5%不变，是2025年第二次保持利率水平不变。日本央行在声明中表示，美国发动的大规模关税可能会对全球贸易活动产生影响，政策的不确定性可能会使得全球企业、金融市场产生重大影响。而日本整体金融体系虽然保持稳定，消费也有望温和上升，但政策的不确定性会使得家庭减少支出，增加储蓄（防御性），叠加日本的出口行业可能会受到影响，因此经济下行的压力并不小。特别是如果全球物流出现中断，日本的进口价格可能会出现上涨，进而抑制需求。在后续的发布会上，日本央行行长植田和男表示，关税带来的不确定性显著增强，当前的实际利率偏低，如果经济前景实现，将继续加息，但需要考虑关税对经济的影响。

图1：日本央行下调2025年经济预测

	y/y % chg.		
	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	(Reference) CPI (all items less fresh food and energy)
Fiscal 2024	+0.7 to +0.7 [+0.7]	+2.7	+2.3
Forecasts made in January 2025	+0.4 to +0.6 [+0.5]	+2.6 to +2.8 [+2.7]	+2.1 to +2.3 [+2.2]
Fiscal 2025	+0.4 to +0.6 [+0.5]	+2.0 to +2.3 [+2.2]	+2.2 to +2.4 [+2.3]
Forecasts made in January 2025	+0.9 to +1.1 [+1.1]	+2.2 to +2.6 [+2.4]	+2.0 to +2.3 [+2.1]
Fiscal 2026	+0.6 to +0.8 [+0.7]	+1.6 to +1.8 [+1.7]	+1.7 to +2.0 [+1.8]
Forecasts made in January 2025	+0.8 to +1.0 [+1.0]	+1.8 to +2.1 [+2.0]	+1.9 to +2.2 [+2.1]
Fiscal 2027	+0.8 to +1.0 [+1.0]	+1.8 to +2.0 [+1.9]	+1.9 to +2.1 [+2.0]

资料来源：日本央行、开源证券研究所

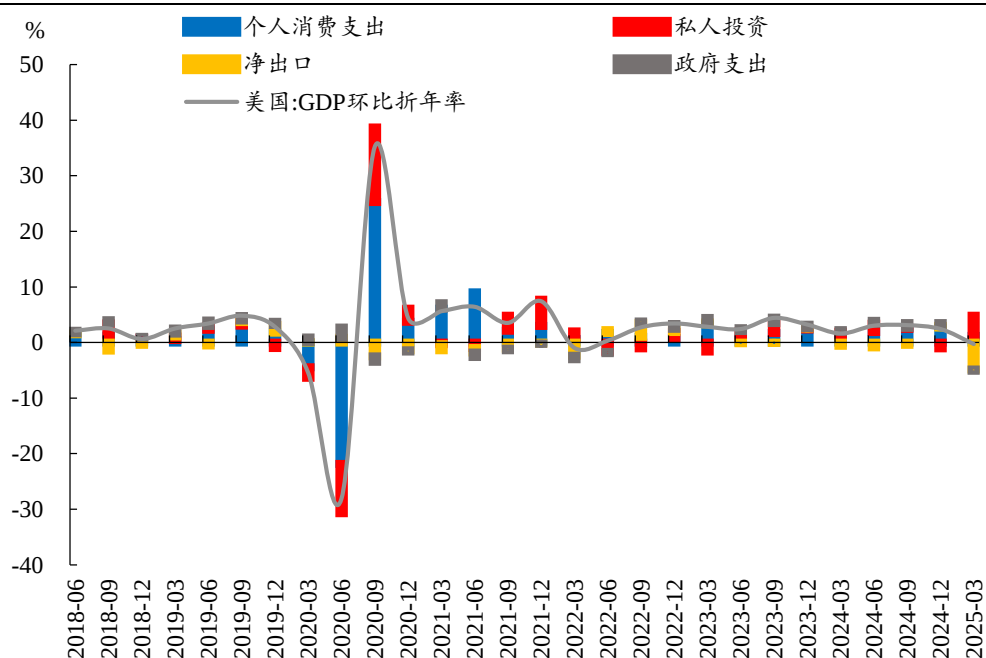
2、全球经济：美国 GDP 增速环比转负，但非农较强，欧元区经济略有回暖

2.1、美国 1 季度经济增速环比转负，增长压力有所显现

2.1.1、美国 1 季度经济增速环比转负，主因净出口拖累

美国 1 季度实际 GDP 环比¹下降 0.3%，较 2024 年 4 季度回落 2.7 个百分点，同比增速下降至 2.05%。分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动 1 季度 GDP 环比增长 1.21、3.6、-4.83、-0.25 个百分点。

图2：美国 1 季度经济增长环比转负

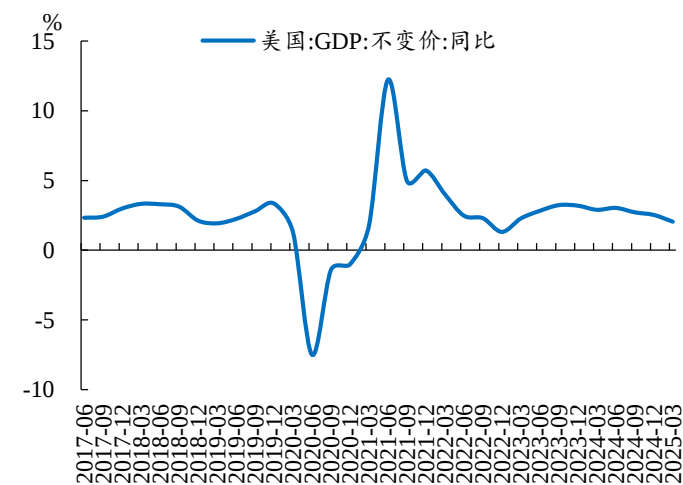


数据来源：Wind、开源证券研究所

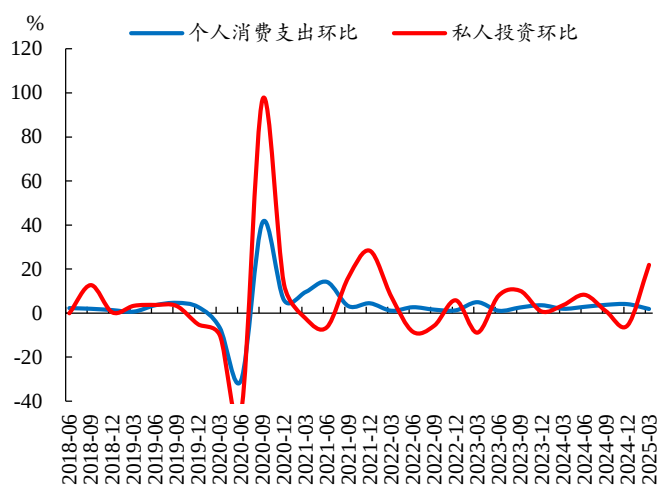
私人投资环比增速上升较多，是经济增长的最大支撑，主因库存增加较多。1 季度美国私人投资环比增长 21.9%，较 2024 年 4 季度上升 27.5 个百分点，对 GDP 的环比拉动上升至 3.6 个百分点，是 1 季度美国经济增长的最大支撑。其中固定资产投资、私人存货分别拉动 GDP 增长 1.34、2.25 个百分点，或与关税临近，美国企业加速投资和补库有关。

消费有所走弱，但仍对经济有较强的支撑作用。个人消费 1 季度环比上升 1.8%，较 2024 年 4 季度下降 2.2 个百分点，对 GDP 的环比拉动下降约 1.5 个百分点。其中商品消费、服务消费分别环比上升 0.5%、2.4%，均较 2024 年 4 季度有所下降。其中耐用品消费较 2024 年 4 季度大幅下降 15.8 个百分点至 -3.4%。我们认为或与主要节假日结束有关，总的来看，消费仍是美国经济的重要支撑。

¹ 此处为环比折年率，后文未经标注均为环比折年率。

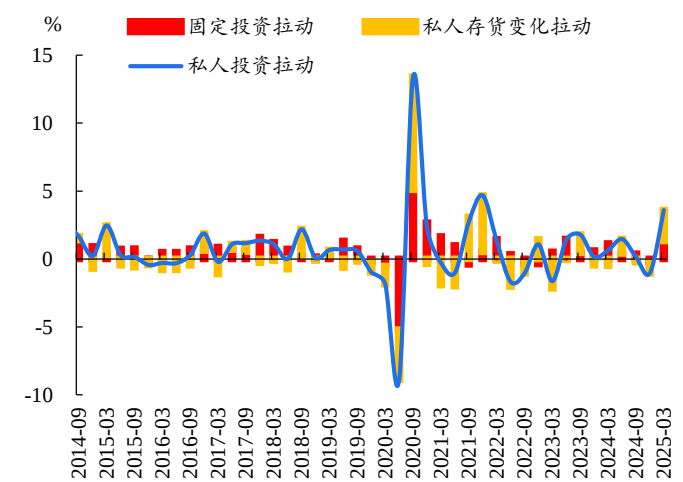
图3：美国 1 季度 GDP 同比增速小幅下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

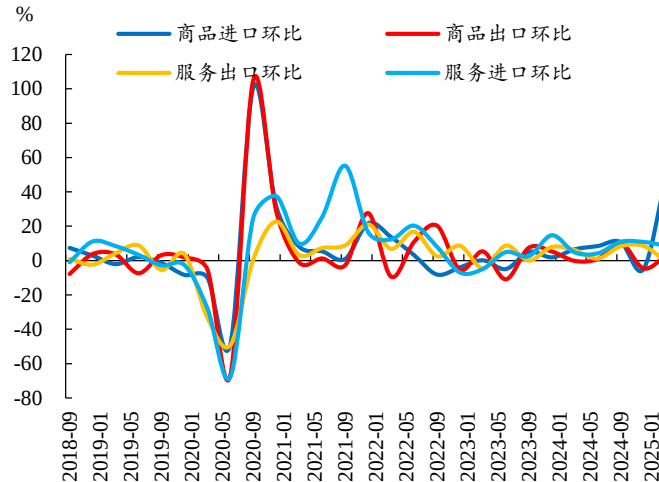
图4：私人投资 1 季度环比增速上升较多


数据来源：Wind、开源证券研究所

净出口大幅拖累美国经济增长，政府支出贡献略有下降。1 季度净出口拖累 GDP 环比增速 4.83 个百分点，其中商品进口环比上升 50.9%，较 2024 年 4 季度提升 55.8 个百分点，商品出口环比增速上升 7.8 个百分点至 3.2%。联邦政府支出中国防支出环比增速下降 12.8 个百分点至 -8.0%，对经济增长贡献下降较多，或与 1 季度美国政府减支，导致相关支出有所延后有关。

图5：库存对美国经济增长贡献度提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美国商品进口环比上升较多


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、美国经济增长有所走软，“软着陆”或面临较大挑战

如何理解 1 季度美国经济数据？美国经济后续是“滞胀”还是“衰退”？美国 1 季度经济增速下降较多，且同比增速亦录得一定下降，但我们需要看到商品进口是 1 季度 GDP 环比负增的关键因素，观察美国国内需求（Final sales to domestic purchasers），1 季度则同比上升 2.26%，较 2024 年 4 季度下降 0.71 个百分点，经济增长确实有所走软，但总体下降幅度并不高。从稍后发布的 PCE 价格同比增速数据来看，3 月 PCE、核心 PCE 价格同比分别录得 2.65%、2.29%，均较 2 月份有较大幅度下跌，亦显示在关税加征前，美国经济与通胀均在逐渐下行。不过往后看，由于对等关税的冲击，我们认为美国经济的压力将会逐渐显现，经济“软着陆”或面临

一定挑战。但并不一定意味着会进入“滞胀”，中期来看，美国经济衰退的风险可能会更高。

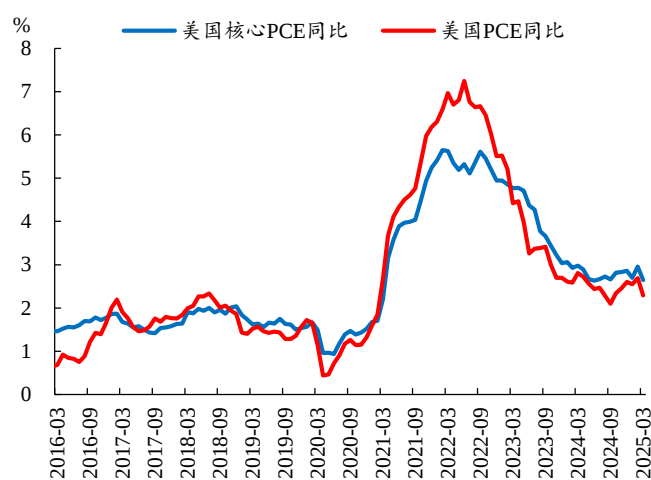
一则在关税政策不确定性的冲击下，美国企业后续的补库与投资可能会有较为明显的下降。虽然从 GDP 增速上来看，由于进口减少，2 季度数据上或体现的不明显。但在高度的政策不确定性环境下，企业大概率会持续减少投资行为，从而对经济形成拖累；二则短期内虽然企业可以通过涨价来转移成本，但由于企业收紧投资，叠加美国金融环境收紧，居民整体的消费能力会逐渐减弱，因此通胀能否持续上行，存在一定的疑问；三则由于关税可能导致物价上涨，美联储大概率会长时间保持观望，只有当经济出现较为明显的衰退风险时，或才会选择降息。因此总的来看，美国经济中期衰退风险较高，“软着陆”或面临较大挑战。

图7：美国国内最终购买下滑较少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国 PCE 价格同比指数仍在下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、欧元区经济增长略有好转

相较于美国而言，欧元区的经济增长则略有好转。1 季度欧元区 GDP 同比增速为 1.2%，环比增速为 0.4%，分别较 2024 年 4 季度持平、上升 0.2 个百分点，且超过市场预期。而作为欧元区内的主要经济体，法德两国的经济表现也有一定回暖。其中德国 1 季度 GDP 环比增长 0.2%，法国经济也环比增长了 0.1%。此外，意大利的经济增长则超出预期，录得 0.3% 的环比增长。

从数据上看，欧元区经济增长目前确实出现了一定的回暖。我们认为这一方面受益于欧央行的连续降息，使得欧洲经济所面临的金融环境进一步宽松，对经济增长起到了一定的刺激作用；另一方面，可能部分受益于库存的补充，使得欧洲的经济出现了一定程度的回暖。

但往后看，欧洲经济仍然是机会与挑战并存。对欧元区最主要的经济体德国而言，虽然 1 季度 GDP 环比增速转正，但同比增速仍然为负。不过德国已经宣布了较为强劲的经济刺激计划，在财政的推动下，德国经济有望出现较长时间的增长。但考虑到欧美之间的关税问题扰动较大，德国的汽车产业出口可能会面临压力，法国和意大利的产业也面临相似困扰，在此背景下，欧元区的经济增长存在不小的下行风险。

图9：欧元区经济增长略有回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、美国 4 月新增非农就业再超预期，美联储或保持观望

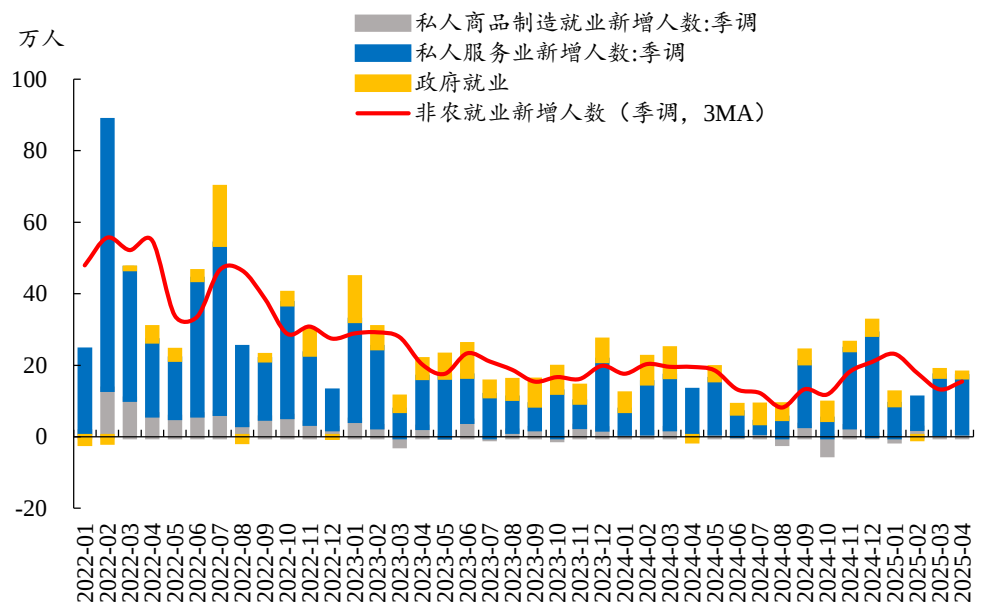
2.3.1、新增非农就业较多，且超过市场预期，但前值再次经历较大下修

4 月美国新增非农就业 17.7 万人，较 3 月份初值（22.8 万）有所下降，但高于市场预期的 13.8 万。2 月、3 月新增非农就业分别下修 1.5 万、4.3 万，两个月累计下修 5.8 万，再次经历较大幅度下修²。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 15.47 万人，较前值略有上行。虽然 4 月非农数据相对较好，但 2、3 月就业数据的再度大幅下修，可能意味着后续 4 月数据也将继续面临不小的下修，就业市场总体或并未大幅超过预期。

结构上看，私人服务新增就业贡献了 4 月新增就业的 88%，其中运输仓储业就业上升较多，政府部门就业维持低位。4 月私人部门就业增加约 16.7 万（商品制造增加 1.1 万，服务业增加 15.6 万），政府就业新增 1 万。分行业来看，运输仓储业、休闲和酒店业、教育和保健服务新增就业较多，分别为 2.9 万、2.4 万、7.0 万。此外，联邦政府就业继续减少 0.9 万，但州和地方政府增加 1.9 万。总体看，4 月非农就业数据显示当前美国劳动力市场尚有韧性，并未出现市场担心的明显受到特朗普新政（关税、政府减支）的负面冲击，有助于缓和对美国经济衰退的担忧，同 1 季度 GDP 数据的显示的情况相对一致。

² 因非农数据会经历 2 次月度修正，本次 2 月数据为第 2 次修正。

图10：4月美国新增非农就业人数上升较多，且趋势有所走强



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：4月非农新增就业细项及变动

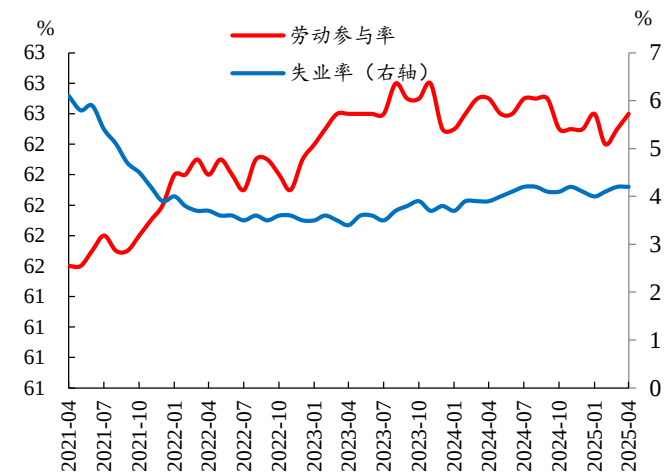
行业(千人)	占比 (%)	较3月变化	2025-04	2025-03	2025-02	近3月平均
总体新增非农	100.0	-8	177	185	102	155
私人部门	94.4	3	167	170	107	148
采矿业	0.6	2	1	-1	4	1
建筑业	6.2	4	11	7	12	10
制造业	-0.6	4	-1	3	8	3
批发业	3.3	7	6	-1	7	4
零售业	-1.0	24	-2	22	-4	5
运输仓储业	16.4	26	29	3	18	17
公用事业	-0.3	2	-1	1	1	1
信息业	0.0	2	0	-2	0	-1
金融活动	7.9	8	14	6	15	12
专业和商业服务	9.6	14	17	3	15	12
教育和保健服务	39.5	4	70	74	65	70
休闲和酒店业	13.6	14	24	38	-34	9
其他服务业	-0.6	18	-1	17	0	5
政府就业	5.6	5	10	15	-5	7
联邦政府	-5.1	5	-9	-4	-13	-9
州和地方政府	10.7	0	19	19	8	15

数据来源：Wind、开源证券研究所

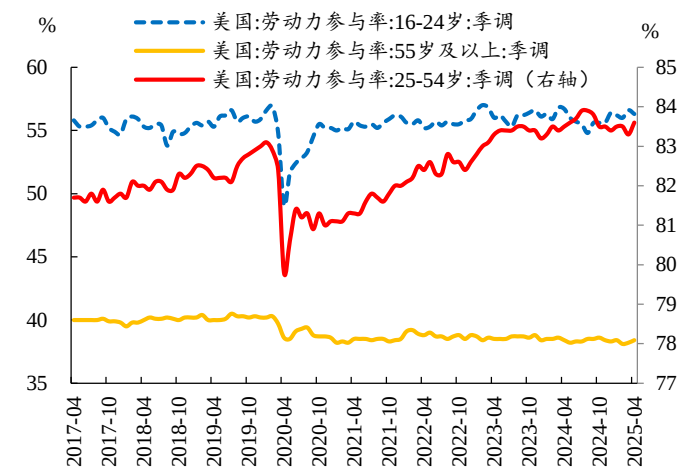
2.3.2、劳动参与率略有上行、失业率基本不变，永久失业者占比有所下行

4月美国劳动参与率录得约62.6%，失业率约为4.2%，劳动参与率超预期上升。具体来看，4月份调查城市人口增加17.4万，劳动力人口增加51.8万。总就业人口增加43.6万，失业人口增加8.2万，劳动参与率上升0.15个百分点至62.63%。失业率上升0.04个百分点至4.187%。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率处于在83.6%的较高水平区间，且略有回升。55岁以上年龄段劳动参与率略有上升。族裔方面，

白人、西班牙裔、黑人失业率均有所上升，亚裔失业率有所下降。从4月劳动参与率以及失业率的表现来看，劳动参与率的上行主要由主力劳动人群贡献，并带动失业率上行相对较少，可能显示在关税政策的不确定因素下，美国民众的劳动参与意愿有所提升。

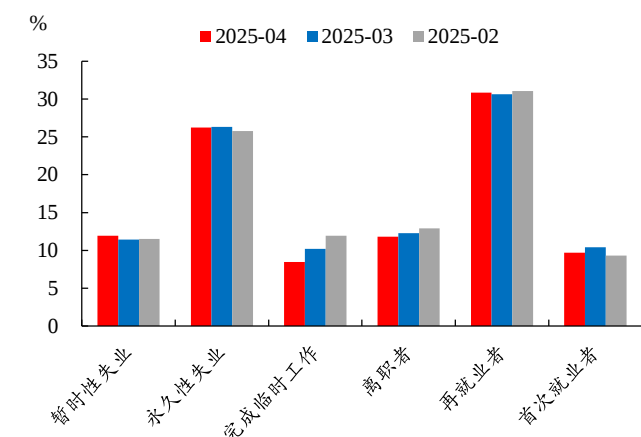
图11：4月劳动参与率均略有提升，失业率基本不变


数据来源：Wind、开源证券研究所

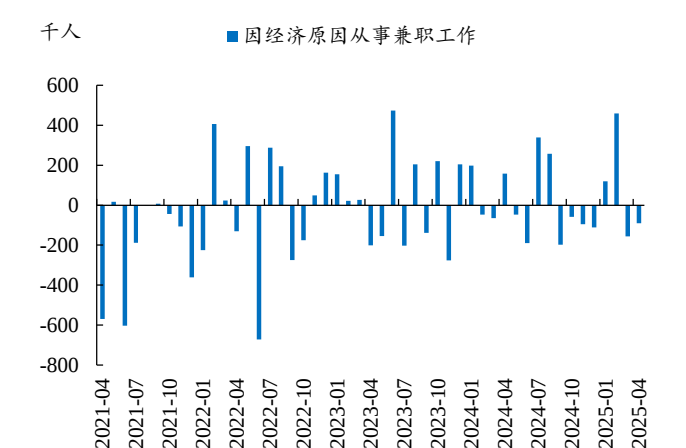
图12：4月25-54岁区间人口劳动参与率略有上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

再来看失业率成因，相较于3月，4月暂时性失业、再就业者占比有所上升，首次就业者、完成临时工作占比有所下降。此外，因经济原因从事兼职工作的人员数量再度下滑。4月永久性失业者占比近3个月首次下降，可能显示企业倾向于囤积熟练工人，以应对后续的不确定性。

图13：4月永久性失业者占比近3个月首次下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

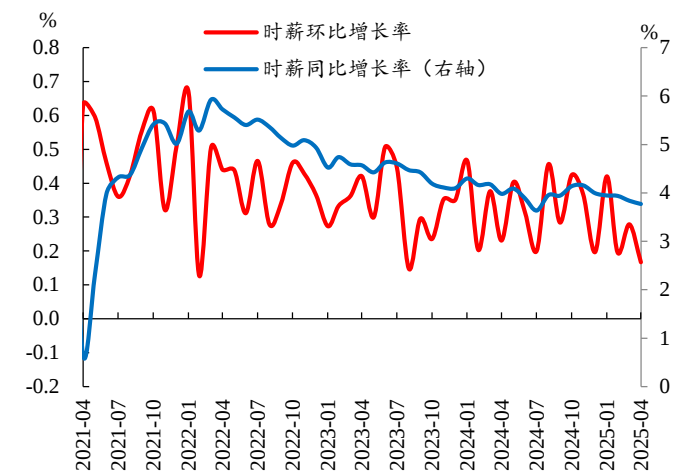
图14：4月因经济原因从事兼职工作人数有所减少


数据来源：Wind、开源证券研究所

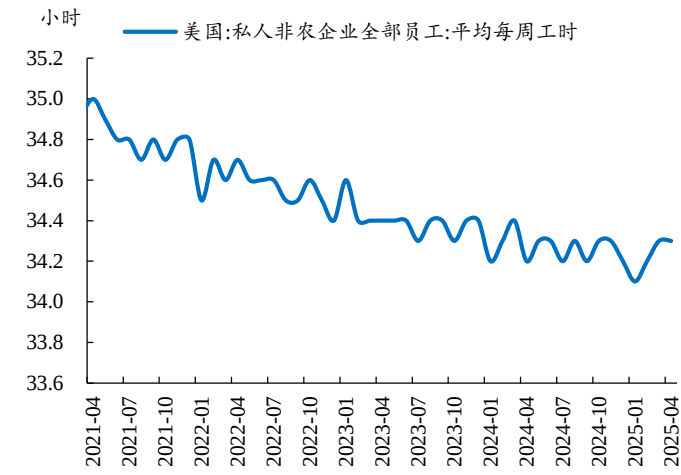
2.3.3、薪资环比增速略有下行，工作时长维持低位

4月美国非农就业时薪录得36.06美金，同比上升3.8%，环比上升0.2%，分别较3月持平、下降0.1个百分点。具体来看，信息业、专业和商业服务薪资同比增长较多，信息业、零售业薪资环比增长较多。总的看，专业和商业服务薪资环比增速较低，或是整体薪资环比增速边际下行的重要原因。

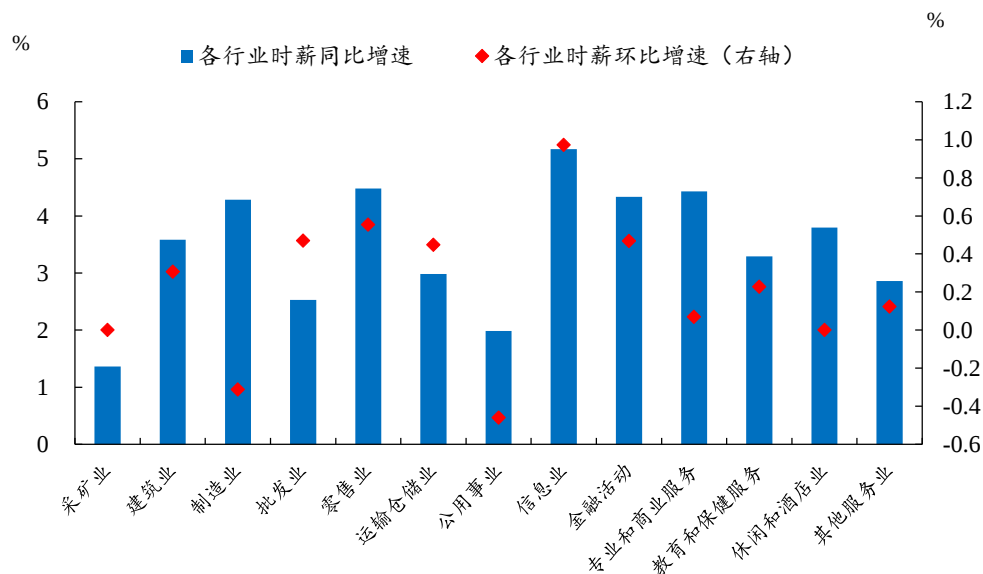
此外，4月美国周工作时长较3月基本持平，维持在34.3个小时的相对低位，工作时长中枢整体平稳。结合当前失业率的基本稳定来看，后续薪资增速有较大概率维持韧性，若伴随着通胀绝对水平的下行，则居民的实际购买力可能略有增强。

图15：4月时薪环比增速有所下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：4月美国周工作时长维持不变


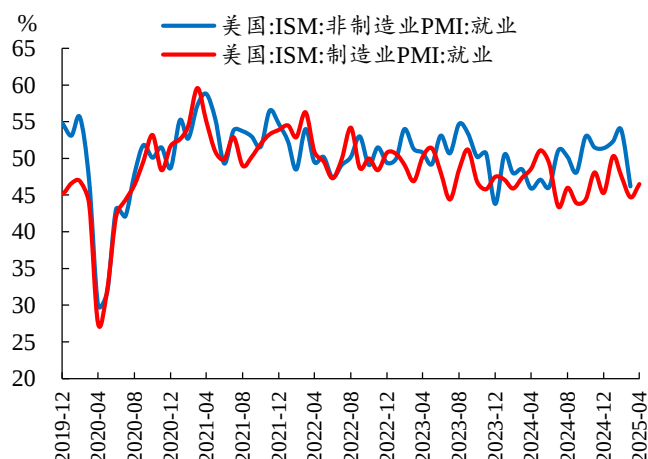
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：信息业、专业和商业服务薪资同比增速较高


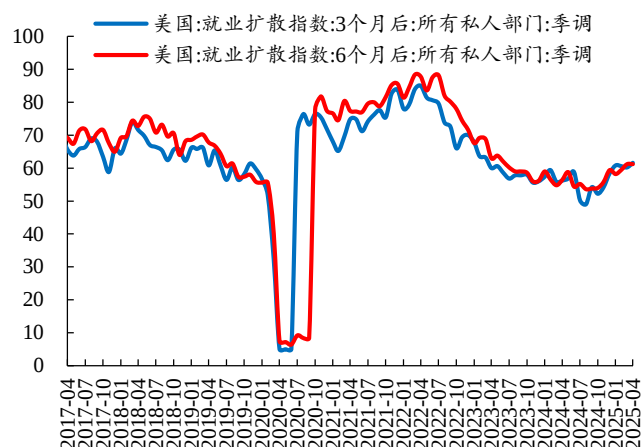
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.4、制造业 PMI 就业指数、就业扩散指数均有所走强

结合 PMI 就业指数以及就业扩散指数来看，美国劳动力市场则呈现出一定的回暖。4月美国 ISM 制造业 PMI 就业指数回升 1.8 个百分点至 46.5%，虽仍处于荣枯线以下，但边际上略有回升。同时，3 个月后私人部门就业扩散指数回升至 61.6，6 个月后私人部分就业扩散指数维持于 61.2，亦边际回暖。因此，我们认为当前美国就业市场边际上略有走强。

图18：非制造业 PMI 就业略有回升


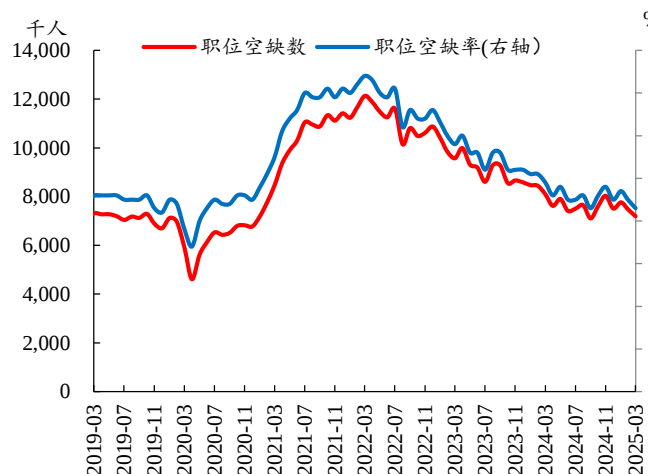
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：就业扩散指数短期略有回暖


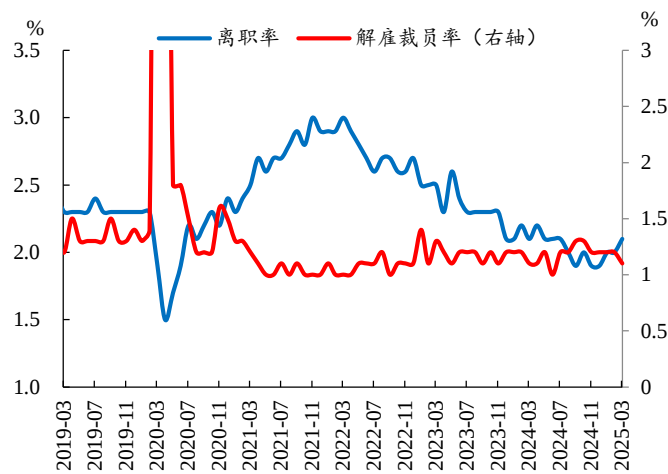
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.5、劳动力市场供需关系压力边际下降

从JOLTS数据来看，3月份职位空缺数为719.2万人，较2月下降约28.8万人，职位空缺率为4.3%，目前每个求职者对应约1.0个工作岗位，**美国劳动力市场的供需紧张程度连续下降**。同时，职工主动离职率录得2.1%、解雇裁员率录得1.1%，主动离职率与解雇裁员率走势分化，我们认为，**可能是企业在不确定性较高的当下，倾向于囤积劳动力，以避免后续更高价格雇佣新员工**。

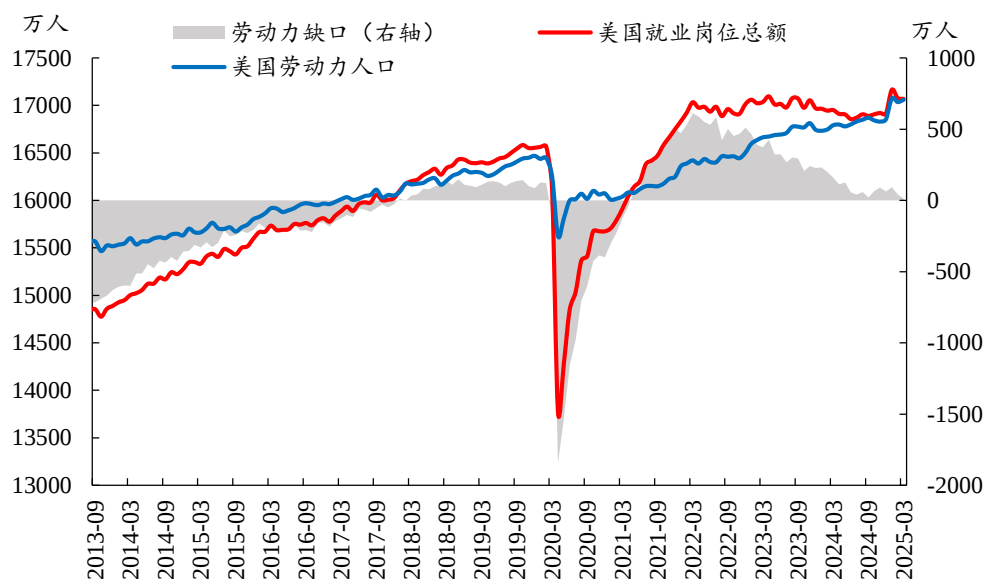
图20：3月职位空缺数、空缺率均下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：3月员工离职率上行、裁员率下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，3月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较2月下降31.9万至10.9万，显示当前劳动力市场或已基本完成再平衡，且整体实现了较为充分的就业。

图22：3月美国劳动力缺口下降较多


数据来源：FRED、开源证券研究所

2.3.6、美国就业市场边际走强，可能促使美联储更进一步观望

4月非农数据表现相对较好，更进一步缓解了市场对美国经济衰退的担忧。但我们需要注意的是，特朗普政策造成的居民预期走软等“软数据”向经济“硬数据”传导需要一定时间。且从上述数据分析可知，企业目前可能倾向于囤积劳动力，并等待关税政策的发展与可能调整。但随着关税政策对美国的影响逐渐显现，美国企业囤积劳动力的意愿或将下降，特别是小企业可能受到更大的负面冲击，美国劳动力市场的韧性或将受到进一步的挑战。对美联储而言，当前的美国就业市场的韧性，或迫使其5月FOMC会议上继续选择观望，我们认为美联储首次降息可能在三季度，虽然节奏上偏晚，但对美联储而言，或需要确认通胀不会反复才会降息。而在关税的冲击下，或需要美国经济需求端出现较为明显的降温。

3、国内政策：美国若想就贸易战谈判需拿出诚意

3.1、习近平总书记在“十五五”时期经济社会发展座谈会发表重要讲话

4月30日，中共中央总书记习近平在上海主持召开部分省区市“十五五”时期经济社会发展座谈会并发表重要讲话。内蒙古自治区党委书记孙绍骋、上海市委书记陈吉宁、浙江省委书记王浩、湖北省委书记王忠林、广东省委书记黄坤明、四川省委王王晓晖、甘肃省委王胡昌升先后发言。

习近平总书记指出，谋划“十五五”时期经济社会发展，要前瞻性把握国际形势发展变化对我国的影响，因势利导对经济布局进行调整优化。要坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放，多措并举稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有效稳住经济基本盘。要更加注重统筹发展和安全，通盘考虑内外部风险挑战，健全国家安全体系，增强维护安全能力。

习近平总书记强调，“十五五”时期，必须把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置，以科技创新为引领、以实体经济为根基，**坚持全面推进传统产业转型升级、积极发展新兴产业、超前布局未来产业并举，加快建设现代化产业体系。**要深入研究优化区域布局、促进区域协调发展和巩固拓展脱贫攻坚成果、推进乡村全面振兴和城乡融合发展、**加快农业农村现代化等方面的有效措施，稳步增加城乡群众收入。**要研究推出一批均衡性可及性强的民生政策举措，着力解决群众急难愁盼问题。

3.2、商务部明确中美开启谈判条件

4月30日，外交部发言人郭嘉昆在例行记者会上再次表明，中美双方并没有就关税问题进行磋商或谈判。

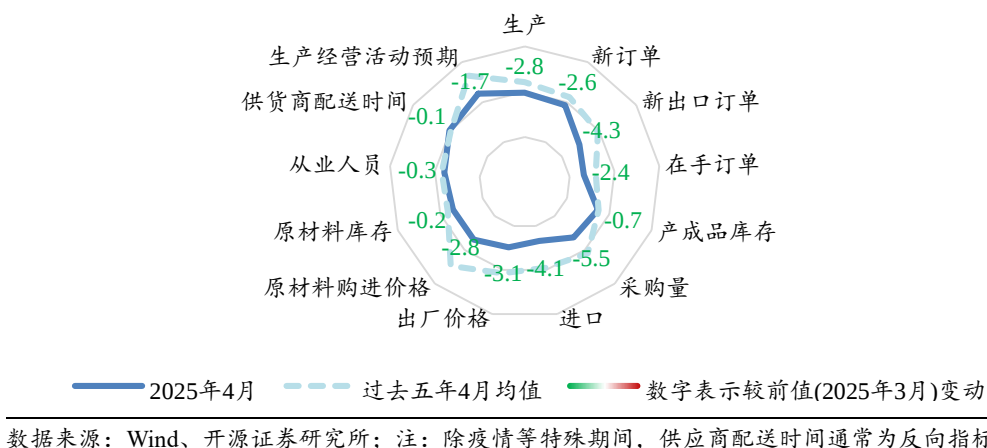
5月2日，商务部新闻发言人表示，中方注意到美方高层多次表态，表示愿与中方就关税问题进行谈判。中方正在进行评估。中方立场始终如一，**打，奉陪到底；谈，大门敞开。**关税战、贸易战是由美方单方发起的，美方想谈就应拿出谈的诚意，要在纠正错误做法、取消单边加征关税等问题上做好准备，拿出行动。我们注意到，美方近期不断就调整关税措施放风。中方想要强调的是，任何可能的对话、会谈中，如果美方不纠正错误的单边关税措施，则说明美方完全没有诚意，且会进一步损害双方互信。说一套、做一套，甚至试图以谈为幌子，搞胁迫讹诈，在中方这里是行不通的。

4、国内经济：PMI走弱，后续重视关税扰动的2个阶段

事件：2025年4月官方制造业PMI 49.0%，预期49.8%，前值50.5%；官方非制造业PMI 50.4%，前值50.8%。

(1)制造业：关税扰动初步显现，叠加此前抢出口抢生产形成的高基数，制造业PMI分项普遍走弱。供需端，PMI生产年内首次降至荣枯线下，外需降幅大于内需；分行业来看，纺织、纺织服装服饰、金属制品等行业产需回落，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药相对稍好。工业原材料价格回落，根据高频指标预计4月PPI环比可能在-0.3%左右，同比在-2.5%左右。各类型企业景气度均走弱，有违直觉的是，大型企业PMI降幅反而更大，推测可能是大型企业Q1开门红诉求较强，由此形成了高基数；而出口类的中小企业通过抢转口和变相对冲，4月景气度暂时降幅不大。

图23：4月制造业 PMI 普遍走弱



(2)建筑业：Q2 预计仍有动能。4月建筑业 PMI 下降了 1.5 个百分点至 51.9%，新订单和业务活动预期有所分化。实物工作量方面，石油沥青回升，水泥开工和发运率略有下滑，CME 预估 4 月挖掘机内销增速约 25%、超过市场预期；资金端，截至 4 月 30 日专项债发行进度约 27.1%、好于 2024 年同期的 18.0%，且差距在扩大，指向 Q2 基建仍有望保持较高增速。

图24：4月建筑业 PMI 下降 1.5 个百分点

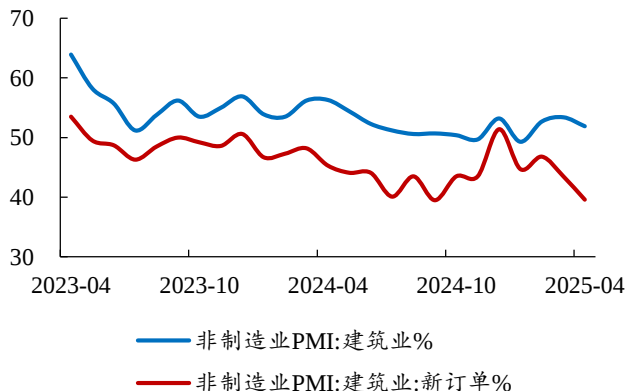
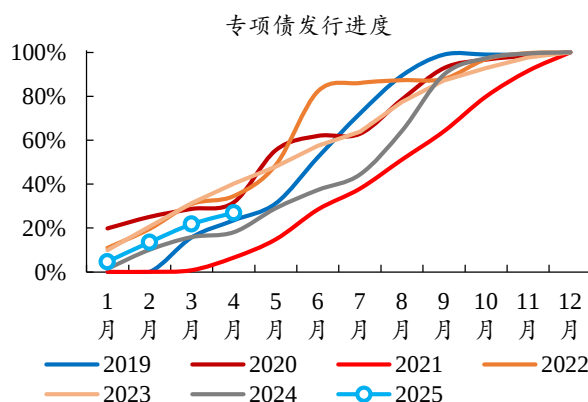
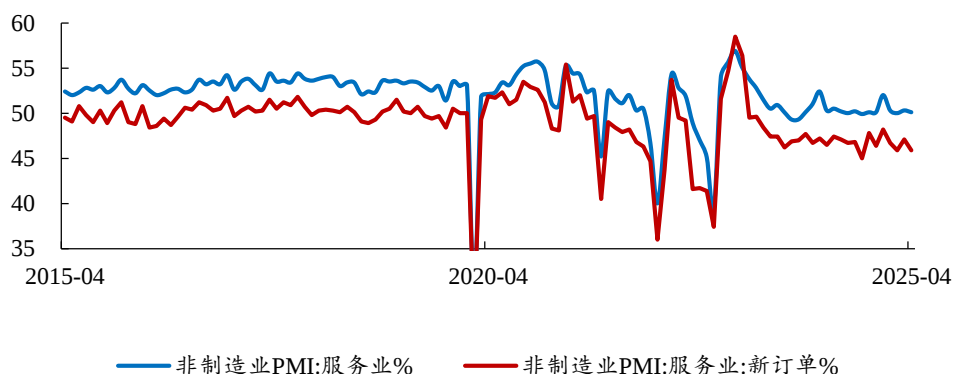


图25：4月专项债发行进度快于 2024 年同期



(3)服务业：PMI 相对平稳，新订单明显下滑。分行业来看，航空运输、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、保险等景气度较高，关税扰动下权益市场先行反应、资本市场服务等行业降至临界点以下。

图26：4月服务业PMI相对平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

(4)关税扰动的 2 个重要阶段。第一阶段为 5-6 月：受益于关税大幅加码后抢转口、两轮豁免商品以及少量美企恢复订单， 预计 4 月出口同比虽较 3 月下行但仍有一定韧性，5-6 月下行压力可能进一步增大。第二阶段为 7-8 月：若关税形势仍未明显好转，出口企业可能减少生产排期、优化人员等，叠加高校毕业季临近，届时关税扰动将沿产业链向外贸上下游传导，并可能扩散至民生就业领域。当下，中美各自“压力测试”的关键期将至，我们预计政策决策、出台可能更为灵活，将根据形势变化及时推出增量储备政策。

5、五一高频跟踪：消费“量”好于“价”，预计 4 月出口同比 0.6%左右

5.1、消费场景“量”好于“价”，入境游明显回暖

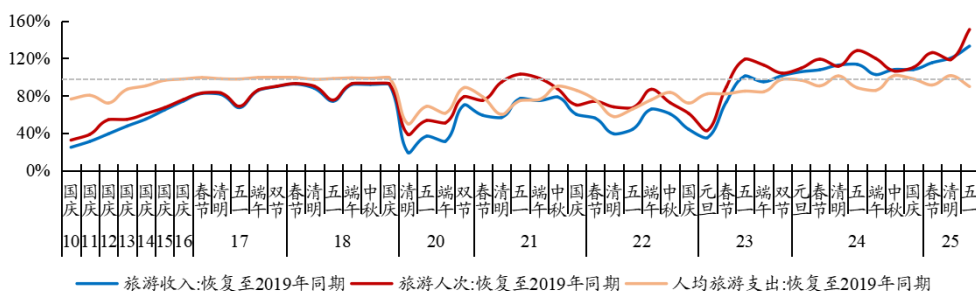
图27：2025 年五一“量”好于“价”，入境游明显回暖

场景	细项	口径	2024	较2019同期增长	较2024同期增长
国内游	6省市合计收入(亿元)	各省市文旅厅		15.2%	20.5%
	12省市合计人次(亿人)			26.0%	19.2%
	6省市合计人均支出(元)			-8.6%	1.3%
出入境游	入境游客消费金额	支付宝			180.0%
	入境游订单量	携程、去哪儿等			173.0%
	日均出入境人员(万人)	国家移民管理局	215.00	5.6%	27.0%
观影	收入(亿元)	猫眼	7.01	-57.0%	-51.1%
	人次(亿人)	猫眼	0.18	-52.6%	-50.0%
	票价(元)	猫眼	39.56	-9.2%	-2.2%
出行	全社会跨区域流动量(亿人)	交通部	9.15	37.1%	5.8%
	小客车流动量(亿人)	交通部	7.34	53.5%	4.9%
	营运性客运量(即老口径,亿人)	交通部	1.81	-3.8%	9.3%
	铁路(亿人)	交通部	0.61	39.0%	10.5%
	公路(亿人)	交通部	1.08	-20.9%	4.4%
	水路(亿人)	交通部	0.06	-2.5%	40.5%
	民航(亿人)	交通部	0.07	24.3%	12.5%
	国内机票价格(元)	携程	900.00	20.3%	1.1%

数据来源：Wind、各省市文旅厅、国家移民管理局、商务部、猫眼、交通部、携程、开源证券研究所

(1)旅游：由于文旅部的全国数据尚未发布，我们基于 12 省市数据测算，2025 年五一国内旅游收入、人次、人均旅游支出可能同比增长 18%、17%、1%，约较 2019 年同期增长 33%、51%、-10%，从以往经验来看全国水平会略低于省市汇总结果，因此实际情况或需小幅下调。

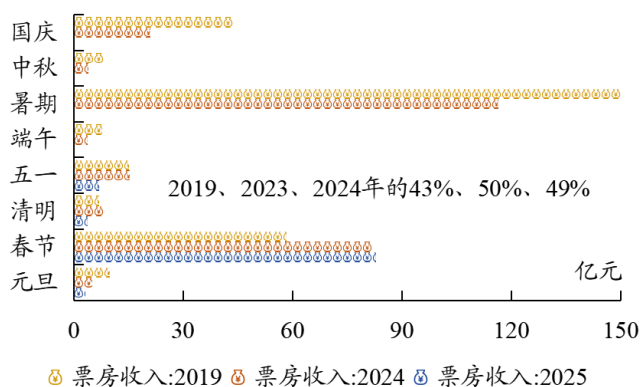
图28：2025 年五一旅游人次或较 2019 年同期增长 40%-50%



数据来源：文旅部、各省市文旅厅、开源证券研究所

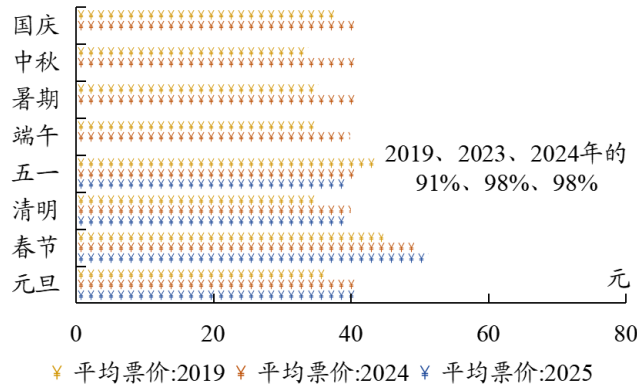
(2)电影：五一档票房表现不佳。截至 5 月 5 日至 14 日，五一档电影总票房为 7.0 亿元、大幅低于往年平均水平。若均按前 4 天计，票房仅为 2019、2023、2024 年同期的 43%、50%、49%，观影人次相应为 50%、51%、47%；票价表现相对稍好，为 2019、2023、2024 年同期的 91%、98%、98%。

图29：五一档票房收入约为 2019 年同期的 43%



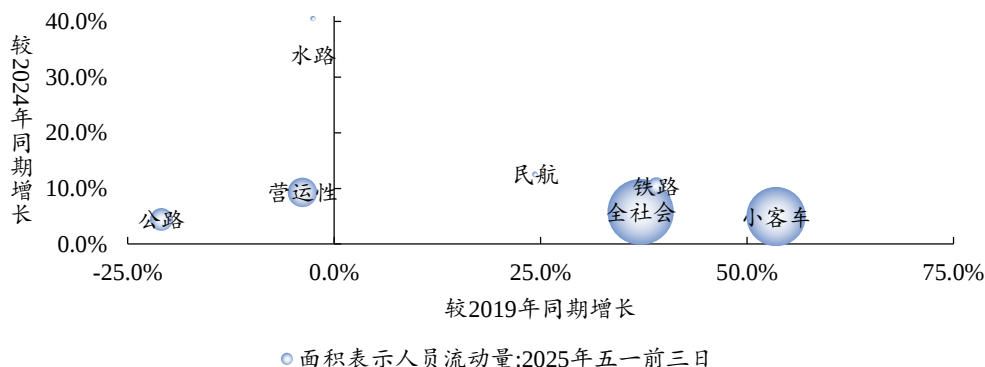
数据来源：Wind、猫眼电影、开源证券研究所

图30：五一档票价约为 2019 年同期的 91%



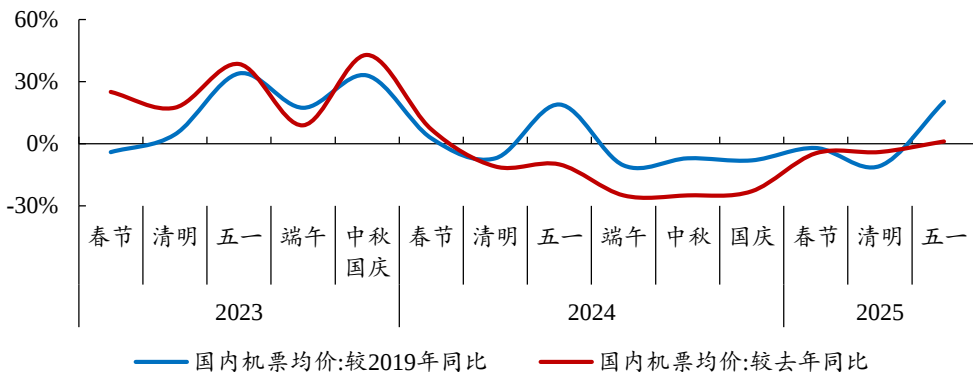
数据来源：Wind、猫眼电影、开源证券研究所

(3)全社会跨区域流动量大超过 2019 年：根据交通运输部数据，5 月 1 日至 5 月 3 日，全社会跨区域人员流动量累计 9.2 亿人次，比 2019 年、2024 年同期分别增长 37.1%、5.8%，其中铁路、公路、水路、民航分别较 2019 年同期变动+39.0%、-20.9%、-2.5%、24.3%。

图31：全社会跨区域流动量明显超过 2019 年


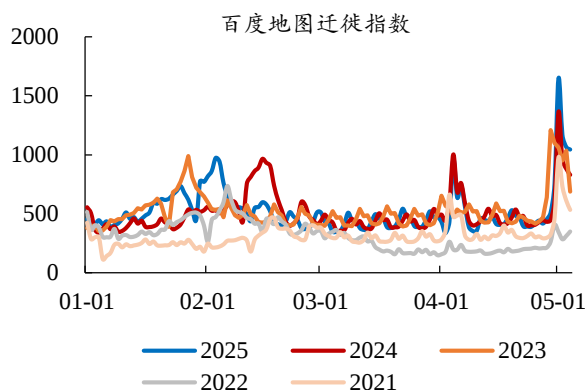
数据来源：交通部、开源证券研究所

(4) 交运价格端有边际改善趋势。2023 年国内航线机票均价受益于放开后量的回暖而有小幅修复，但 2024 年以来进入下行通道，同比降幅在 10%-20% 区间。好的方面在于 2025 年以来呈现温和修复态势，截至 4 月 29 日“五一”假期国内机票(含税)均价在 900 元左右，我们测算分别较 2019、2024 年同期增长 20%、1%。

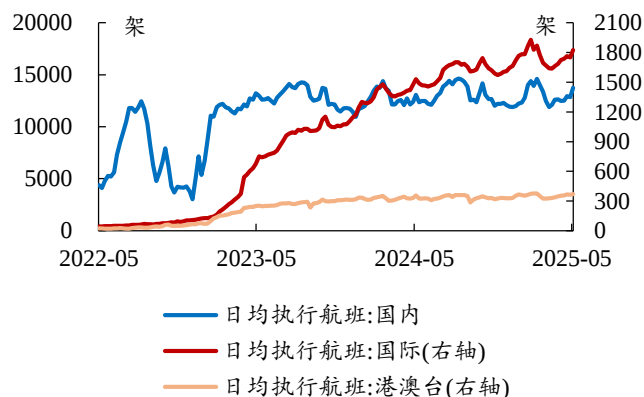
图32：国内机票均价或转为正增长


数据来源：去哪儿、航班管家、携程、开源证券研究所

(5) 百度迁徙指数创新高，入境经济明显回暖。五一期间(5月1日至5月4日)，全国百度迁徙指数平均为 1231、较 2024 年同期提高了 22%，并创下历年新高。五一期间，国内、国外、港澳台日均执行航班分别为 13747、1824、368 次，离境退税等政策初步见效，国家移民管理局预测假期全国口岸日均出入境人员将达 215 万人次、较 2024 年同期增长 27%，此外入境游订单和入境游消费金额分别同比增长 173%、180%。

图33：五一期间，百度地图迁徙指数创新高


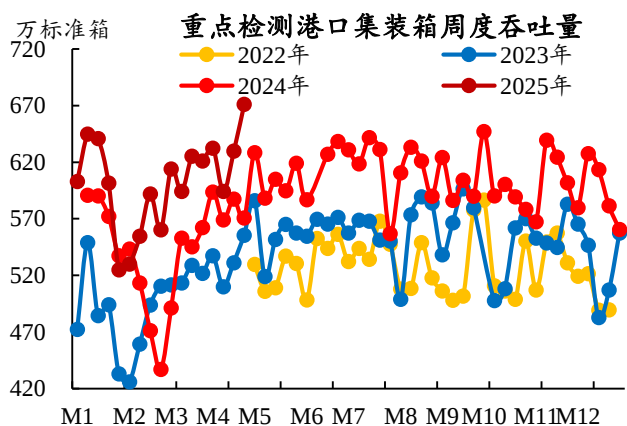
数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

图34：国际航班延续恢复


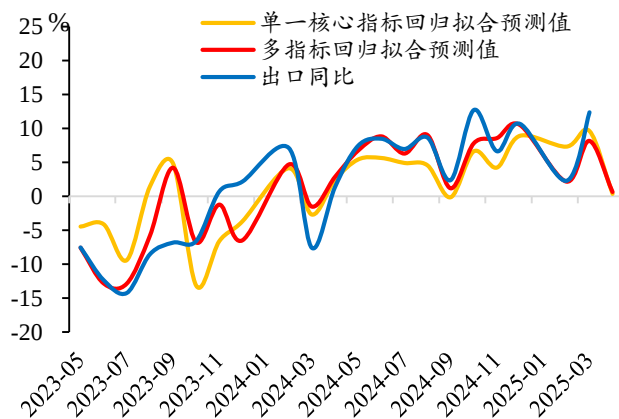
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、出口：根据4月高频数据拟合，4月出口同比或为0.6%左右

近期出口高频数据向上修复，根据AIS(港口船舶识别系统)4月全部数据及4月前27日港口集装箱吞吐量数据拟合，4月出口同比或在+0.6%左右，仍存一定韧性，可能存在部分豁免商品、间接抢出口及抢转口支撑。

图35：近期出口高频数据逐渐向上修复


数据来源：Wind、开源证券研究所

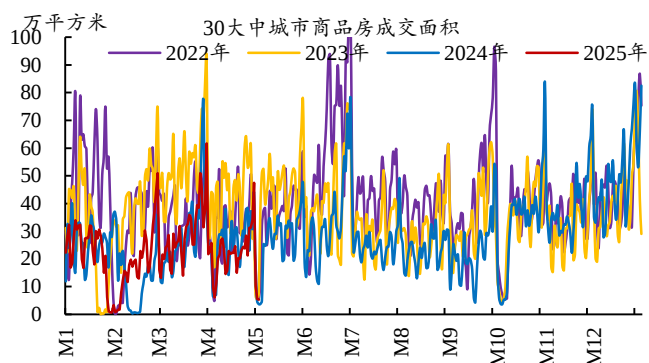
图36：高频数据拟合结果指向4月出口同比回落至+0.6%左右


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、地产成交：新建房成交延续历史低位，二手房成交成交量价均有韧性

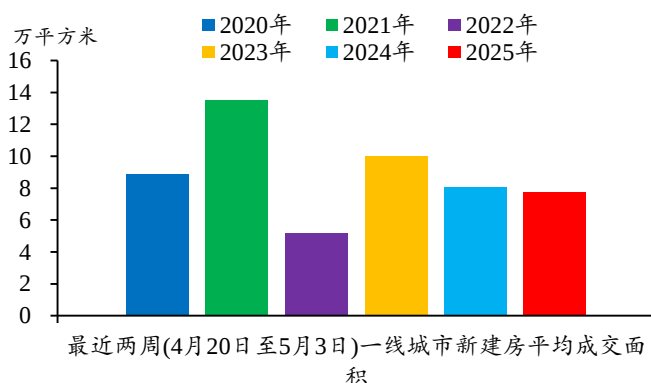
新建房市场看，最近两周（4月20日至5月3日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升13%，从季节性上弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-40%、-8%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置上升至历史高位，当前已回落至历史低位，建议关注后续增量政策可能性。一线城市成交面积亦回落，较2023、2024年分别变动-23%、-4%。

图37：最近两周新建住房成交面积延续历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

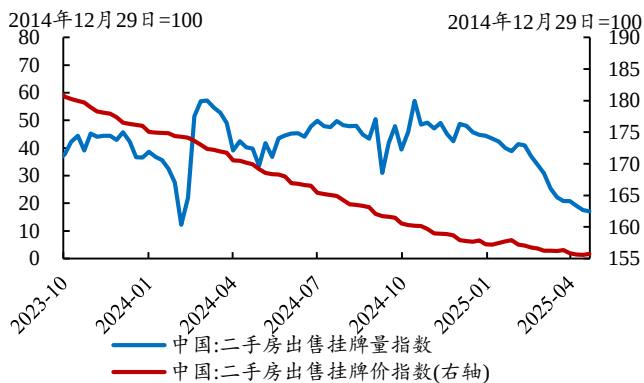
图38：一线城市新建住房成交面积同比转负



数据来源：Wind、开源证券研究所

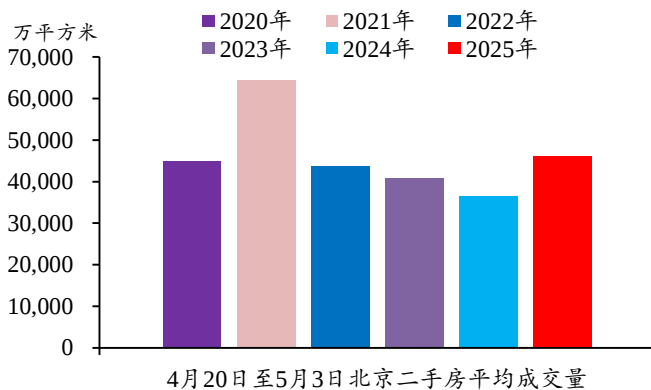
二手房市场看，价格方面，截至4月21日，二手房出售挂牌价指数再次出现向上反弹；成交量方面，最近两周(4月20日至5月3日)，北京、上海、深圳二手房成交面积延续历史高位，较2024年同期分别同比+26%、+30%、+56%。需要指出的是，或由于政策支持力度与交付确定性等原因，近年来二手房市场景气度持续高于新建房市场，表明居民仍有一定的刚性购房需求，从高能级城市交易量来看，我们认为在政策支持下其二手房价格未来进一步下行空间或较为有限。

图39：截至4月21日，二手房出售挂牌价指数再次出现向上反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：最近两周北京二手房成交面积高于2022年-2024年同期

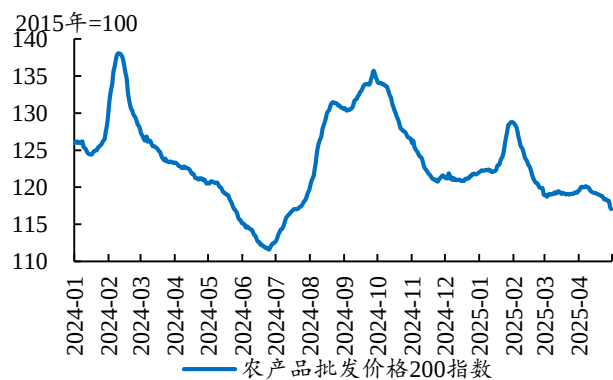


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4、食品：农产品价格稍有回落，猪价震荡运行

五一节前两周(4月17日至4月30日)，农产品价格稍有回落，猪肉价格震荡运行。

图41：五一节前两周农产品价格稍有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：五一节前两周猪肉价格震荡运行



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、大类资产：全球股市大多上涨，黄金、原油下跌

五一假期期间（4.28-5.02），全球股市大多上涨，或主要受到特朗普政府关税政策可能缓和、美国非农就业数据超预期等驱动。其中德国 DAX 指数、纳斯达克指数涨幅均超过 3%，其他主要股指涨幅也超过 2%。

商品方面，大多录得一定跌幅，其中 WTI 原油跌破 60 美元/桶，或主因欧佩克希望继续增产。黄金与白银亦录得一定幅度下跌，美债收益率则有一定幅度上行，或主因美国 4 月非农表现较好。

汇率方面，美元指数有一定幅度上行，升破 100。但美元兑人民币离岸汇率有一定幅度下行，人民币在主要货币中表现相对较好，美元兑日元则有一定幅度升值。

表2：全球各类资产五一假期表现

资产类别	4月28日	5月2日	涨跌幅	资产类别	4月28日	5月2日	涨跌幅
股票				金属			
纳斯达克综合指数	17366.13	17977.73	3.52%	COMEX 黄金（美元/盎司）	3284.50	3225.00	-1.81%
标普 500 指数	5528.75	5686.67	2.86%	COMEX 白银（美元/盎司）	33.33	31.910	-4.26%
道琼斯工业指数	40227.59	41317.43	2.71%	NYMEX 铂金（美元/盎司）	995.20	966.10	-2.92%
德国 DAX 指数	22271.67	23086.65	3.66%	NYMEX 钯金（美元/盎司）	950.30	951.10	0.08%
法国 CAC40 指数	7573.76	7770.48	2.60%	LME 铜（美元/公吨）	9378.00	9365.50	-0.13%
英国富时 100 指数	8417.34	8596.35	2.13%	LME 铝（美元/公吨）	2434.00	2431.50	-0.10%
日经 225 指数	35839.99	36830.69	2.76%	LME 锌（美元/公吨）	2633.50	2607.50	-0.99%
恒生指数	21971.96	22504.68	2.42%				
纳斯达克中国金龙指数	7001.39	7172.40	2.44%				
债券				工业品			
10Y 美债收益率	4.23%	4.33%	10bp	WTI 原油（美元/桶）	62.05	58.29	-6.06%
10Y 德债收益率	2.50%	2.46%	-4bp	布伦特原油（美元/桶）	65.86	61.29	-6.94%
10Y 英债收益率	4.48%	4.41%	-7bp	NYMEX 天然气（美元/百万英热单位）	3.182	3.667	15.24%
10Y 日债收益率	1.33%	1.29%	-4bp				
外汇				农产品			
离岸美元兑人民币	7.285	7.21134	-1.01%	CBOT 大豆（美分/蒲式耳）	1062.50	1058.00	-0.42%
美元指数	98.94	100.04	1.12%	CBOT 玉米（美分/蒲式耳）	483.25	469.00	-2.95%
欧元兑美元	1.1423	1.1300	-1.07%	CBOT 小麦（美分/蒲式耳）	531.00	543.00	2.26%
英镑兑美元	1.3443	1.3270	-1.29%	NYBOT 棉花（美元/磅）	67.15	65.50	-2.46%
美元兑日元	142.0295	144.97	2.07%	NYBOT 糖（美元/磅）	17.83	17.27	-3.14%

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：因数据可得性，英债数据截至 4 月 30 日，日债数据截至 5 月 1 日。

7、风险提示

- 1、国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。
- 2、关税战反复超预期：如果关税战再度超预期升温，那么可能加大出口下行压力。

3、美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

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

北京

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

西安

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