



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

4月28日，中共中央召开政治局会议；4月30日，国家统计局公布4月PMI。

► **作为首份二季度经济数据，4月PMI描绘的场景是制造业景气度降温。**

4月制造业PMI 49.2%，较前值走低2.7个百分点。4月PMI较3月环比走弱，这是正常季节性。即便如此，4月PMI数据反馈出的信息是制造业景气度偏弱。

4月制造业PMI较3月走弱2.7个百分点，这是单月环比较大降幅。除去2022年4月（制造业PMI录得47.4%），今年4月49.2%的制造业PMI读数，是2009年以来同期最低读数。不仅如此，历史鲜有4月制造业PMI低于荣枯线。

4月制造业PMI较3月明显走弱的分项主要是新订单、新出口订单、在手订单，这些分项均已跌至荣枯线以下。4月制造业PMI中只有生产分项目目前尚落在荣枯线以上，这意味着4月经济面临的动能环比降温，更多发生在需求端。

► **一季度需求冲高之后，二季度宏观经济大致轮廓是供需两端均环比降温。**

4月PMI总量及结构表现与我们之前观察结果一致，

第一，一季度经济指标好坏参半，但“好”的一面更多来自去年底需求腾至今年一季度，典型指标有如出口、地产销售、场景消费等。长期增长动能相关指标，工增、固投、核心通胀，乃至16-24岁青年人失业等，一季度疲态尽显。

第二，今年一季度短期需求冲高回落之后，二季度更多展现出来的宏观经济场景是环比动能较一季度走弱。

以出口为例。去年11月和12月出口新订单指数降至46.7%和44.2%，表明疫情达峰期间大量出口订单被暂时取消。年初疫情达峰之后，2月出口新订单指数攀至52.4%历史偏高水平，对应3月出口额度超常放量。开年两月短单补足之后，4月出口新订单再度降至偏低水平（47.6%），预示5月出口同比或快速下降。

► **4月政治局会议定调偏积极，二季度政策调控站在风险偏好抬升这一侧。**

4月政治局会议开门见山指出“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强”，并直言当下“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”。4月政治局会议对当下增长动能判断更客观，对未来政策发力重点把握更务实。

除政策定调之外，我们还从政策工具、政策焦点两个维度解析4月政治局会议。

政策工具上“积极财政”和“稳健货币”相结合，“形成扩大需求的合力”。

政策焦点落在三个层面，投资端“发挥好政府投资和政策激励引导作用，有效带动激发民间投资”；产业端重视促进新能源、人工智能、平台经济等新产业；需求端重视外商外贸、支持刚性和刚改住房需求、城中村投资改造。

► **二季度流动性驱动的风险资产或仍占优。**

春节期间疫情达峰，之后经济长期增长动能疲态开始显现，诚如4月政治局会议判断“内生动力还不强”。正是在这一背景下，2月之后市场交易“弱复苏”。展望二季度，实体增长较一季度环比走弱，当然这一宏观趋势已在定价之内。4月政治局会议显示出对经济增长判断更客观，政策取向更务实。

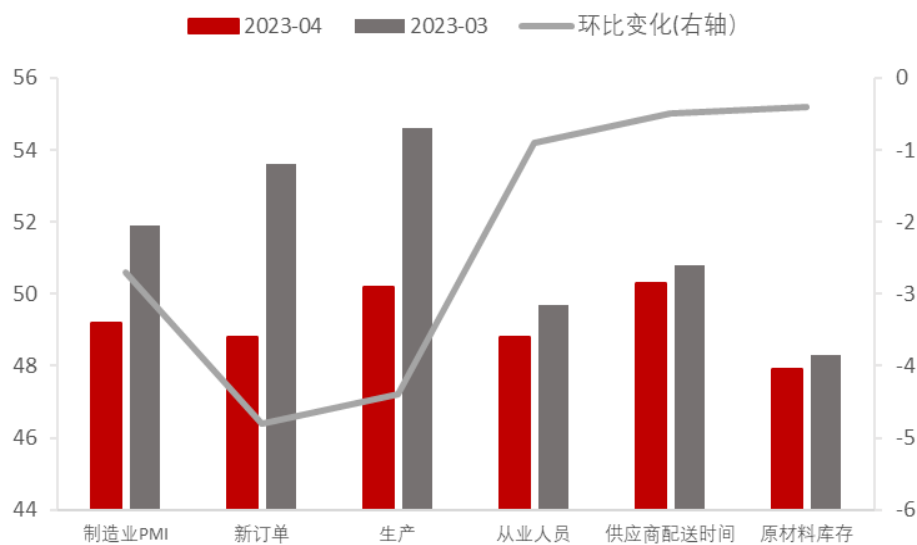
弱复苏已在定价之内，政策取向定调稳增长，我们认为这一组合有利于风险资产，尤其是成长板块。除非有预期外逆周期政策落地，或者高能级城市销售量价超预期，否则二季度大概率是流动性驱动的成长板块占优。

风险提示：内需扩张政策不及预期；地产修复不及预期；海外衰退超预期。

相关研究

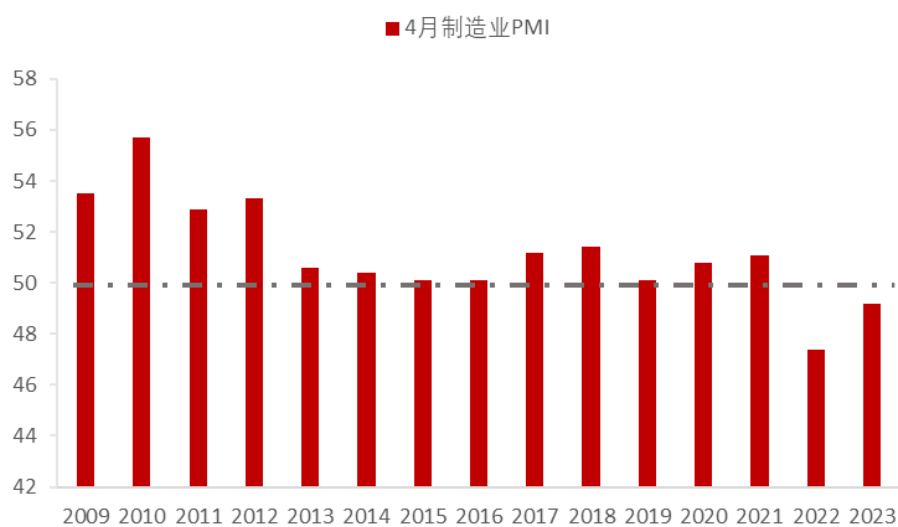
- 1.政策系列研究(五): 房地产税距离落地还有多远? -2023/04/27
- 2.政策研究系列(四): 十年回顾: 4月政治局会议的三种范式-2023/04/24
- 3.全球大类资产跟踪周报: 又到“十字路口” -2023/04/23
- 4.流动性跟踪周报: 国债多头开始出现分歧-2023/04/22
- 5.2023年3月财政数据点评: 财政数据的三个“彩蛋” -2023/04/20

图1：4月制造业PMI全面回落（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：历史鲜有4月制造业PMI低于荣枯线（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026