

分析师：钮若洋
登记编码：S0730522120002
niury@ccnew.com 021-50586356
分析师：周建华
登记编码：S0730518120001
zhoujh-yjs@ccnew.cm 021-50586758

内生动力偏弱，PMI 显著回落

——总量周观点

证券研究报告-总量周观点

发布日期：2023年05月08日

相关报告

《总量周观点：内需温和复苏，外贸抬高经济中枢》 2023-04-24

《总量周观点：3月出口大幅超出市场预期》 2023-04-17

《总量周观点：美国就业市场仍强，国内地产交易降温》 2023-04-10

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

- **【宏观回顾】**4月28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，会议研判认为“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力”，政策层面的表述主要有“加快建设现代化产业体系”，“恢复和扩大需求，宏观政策形成合力”，“吸引外商投资，稳住外贸外资基本盘”，“坚持房住不炒”等。4月30日，我国制造业 PMI 数据公布为 49.20，较前值回落 2.7%，大幅超出市场预期，连续两个月回落并再度进入收缩区间；分项来看，生产指数 50.2%，较前值回落 4.4%；新订单指数 48.8%，较前值回落 4.8%；新出口订单指数 47.6%，较前值回落 2.8%；结构上呈现出产需两弱的状态，且内需回落幅度大于外需。4月制造业 PMI 的回落一方面受到中上游工业生产放缓的影响，另一方面地产销售与基建开工为代表的建筑链走弱也一定程度拖累上游生产投资意愿。4月非制造业 PMI 录得 56.4%，相比制造业 PMI 回落幅度较小，呈现出制造业与服务业内分化的格局。
- **【宏观展望】**当前经济复苏的内生动力依然偏弱，建筑链信心的下滑对产业链上下游形成冲击，投资意愿偏弱，但服务业呈现出一定复苏韧性，消费需求依然存在释放的潜能，同时外贸韧性较强，且出口结构的转变具有一定趋势性；展望二季度，货币政策或将保持宽松加力宽信用，为内需复苏提供支撑，结构上地产信心仍在边际回暖，投资存在一定滞后复苏特征，外贸动能有望抬升经济中枢，消费需求或逐步温和释放，经济复苏的节奏或许会边际加快。
- **【股市回顾】**4月，全球主要指数涨多跌少，美国、欧洲市场均录得上涨，恒生指数表现较差。国内市场跌多涨少，上证综指上涨 1.54%，创业板 50 跌幅高达 4.27%。4月沪深两市日均成交额 11,389 亿元，较上月环比+22.8%，成交额大幅回升。4月，10个行业上涨，20个行业下跌；传媒、建筑、非银等行业表现较强；消费者服务、基础化工、计算机等行业表现较弱。概念方面，游戏出海、光模块、电子竞技等概念涨幅居前；锂电正极、超硬材料、低价小市值等概念跌幅居前。
- **【股市展望】**4月上证综指先涨后跌，期间最高逼近 3400 点，最低逼近 3200 点，全月在 3200-3400 点之间宽幅震荡；创业板、科创板表现较差，基本呈现单边下跌。行业板块跌多涨少，TMT 板块出现分化，传媒继续走强，电子、通信、计算机则出现较大回调；以建筑、银行为代表的具备中国特色估值体系的板块表现较好。当前国内经济景气度有所回落，政策继续以稳定预期为主，地方债务

压力依然较大，稳增长措施有限，经济回升基础依然不稳固。美联储本轮加息周期可能结束，但其缩表计划还将继续，美国中小银行危机依然处于发酵之中，海外风险需要重视。近期场内融资资金和北向资金流入幅度明显放缓，市场情绪趋向谨慎。预计5月份市场或维持震荡，建议仓位保持5成以下，重点关注银行、创新药、黄金、央企等防御板块。

- **【债市回顾】**五一小长假前后，长端利率向下突破并下行近10bp，债市走出一轮全面多头行情。虽然居民五一小长假消费意愿恢复较好，但由于PMI大幅不及预期，投资走弱，国内外商品价格大幅下跌，油价一度跌破70美元每桶。国内房地产销售进一步转弱，五一假期前后30城地产销售回落到2022年水平。出口方面周边国家和地区及航运数据4月也表现一般，国内出口“独善其身”维持3月强势难度偏高。金融数据方面，票据价格持续弱势，市场逐渐调低社融预期。多重压力下经济修复的环比速率进一步下行，债券市场进入多头趋势。跨节资金平稳。
- **【债市展望】**由于债券市场走势略微领先数据发布，部分投资者对经济环比走弱的确认稍有迟疑，导致在交易结构上出现部分踏空资金，踏空资金追涨和场内投资者止盈需求的博弈导致利率波动有所放大，出现较为急促的快涨快跌行情。债市短期可能有止盈需求和回踩，但幅度不会很深，适度回调后债市定价仍相对合理。关注出口和金融数据发布后市场是否“钝化”。
- **资产配置：股票40%、债券20%、商品20%、Reits20%。**

风险提示：政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

内容目录

| | |
|--|---|
| 1. 宏观：内生动力偏弱，PMI 显著回落..... | 4 |
| 2. 股票：制造业景气度回落，市场或维持震荡..... | 5 |
| 3. 债券：债市进入多头趋势..... | 7 |
| 4. 资产配置：股票 40%、债券 20%、商品 20%、Reits20%..... | 8 |
| 5. 风险提示..... | 8 |

图表目录

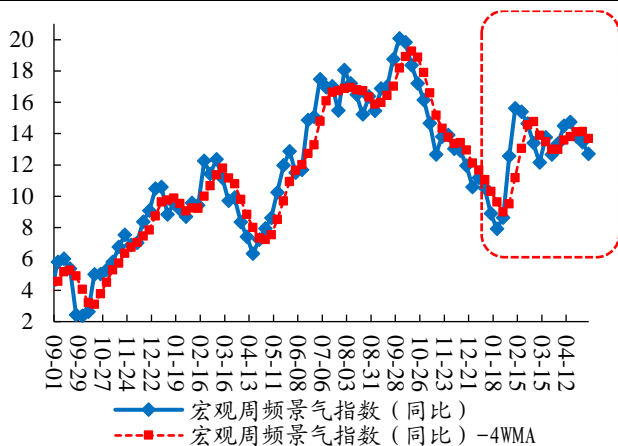
| | |
|---------------------------------|---|
| 图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值..... | 4 |
| 图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价..... | 4 |
| 图 3：中美十年期国债收益率走势与利差..... | 5 |
| 图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY）..... | 5 |
| 图 5：全球主要指数涨跌幅(%)..... | 6 |
| 图 6：A 股主要指数涨跌幅(%)..... | 6 |
| 图 7：中信一级行业 12 月涨跌幅（%）..... | 6 |
| 8：国债收益率曲线全线下行..... | 7 |
| 图 9：国开债收益率曲线全线下行..... | 7 |
| 图 10：同业存单利率震荡..... | 7 |
| 图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图..... | 8 |
| 表 1：本期大类资产配置比例..... | 8 |

1. 宏观：内生动力偏弱，PMI 显著回落

宏观回顾：4月28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，会议研判认为“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力”，政策层面的表述主要有“加快建设现代化产业体系”，“恢复和扩大需求，宏观政策形成合力”，“吸引外商投资，稳住外贸外资基本盘”，“坚持房住不炒”等。4月30日，我国制造业 PMI 数据公布为 49.20，较前值回落 2.7%，大幅超出市场预期，连续两个月回落并再度进入收缩区间；分项来看，生产指数 50.2%，较前值回落 4.4%；新订单指数 48.8%，较前值回落 4.8%；新出口订单指数 47.6%，较前值回落 2.8%；结构上呈现出产需两弱的状态，且内需回落幅度大于外需。4月制造业 PMI 的回落一方面受到中上游工业生产放缓的影响，另一方面地产销售与基建开工为代表的建筑链走弱也一定程度拖累上游生产投资意愿。4月非制造业 PMI 录得 56.4%，相比制造业 PMI 回落幅度较小，呈现出制造业与服务业分化的格局。

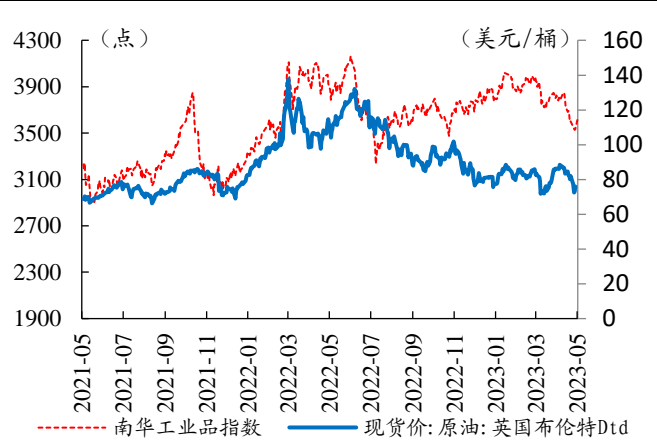
宏观展望：当前经济复苏的内生动力依然偏弱，建筑链信心的下滑对产业链上下游形成冲击，投资意愿偏弱，但服务业呈现出一定复苏韧性，消费需求依然存在释放的潜能，同时外贸韧性较强，且出口结构的转变具有一定趋势性；展望二季度，货币政策或将保持宽松加力宽信用，为内需复苏提供支撑，结构上地产信心仍在边际回暖，投资存在一定滞后复苏特征，外贸动能有望抬升经济中枢，消费需求或逐步温和释放，经济复苏的节奏或许会边际加快。

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



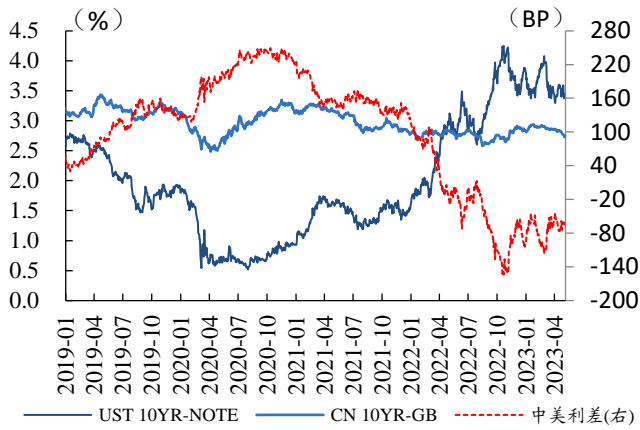
资料来源：Wind，中原证券

图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价



资料来源：Wind，中原证券

图 3：中美十年期国债收益率走势与利差



资料来源：Wind，中原证券

图 4：美元兑人民币汇率中间价走势 (USD/CNY)



资料来源：Wind，中原证券

2. 股票：制造业景气度回落，市场或维持震荡

股市回顾：4月，全球主要指数涨多跌少，美国、欧洲市场均录得上涨，恒生指数表现较差。国内市场跌多涨少，上证综指上涨 1.54%，创业板 50 跌幅高达 4.27%。4月沪深两市日均成交额 11,389 亿元，较上月环比+22.8%，成交额大幅回升。4月，10 个行业上涨，20 个行业下跌；传媒、建筑、非银等行业表现较强；消费者服务、基础化工、计算机等行业表现较弱。概念方面，游戏出海、光模块、电子竞技等概念涨幅居前；锂电正极、超硬材料、低价小市值等概念跌幅居前。

股市展望：4月上证综指先涨后跌，期间最高逼近 3400 点，最低逼近 3200 点，全月在 3200-3400 点之间宽幅震荡；创业板、科创板表现较差，基本呈现单边下跌。行业板块跌多涨少，TMT 板块出现分化，传媒继续走强，电子、通信、计算机则出现较大回调；以建筑、银行为代表的具备中国特色估值体系的板块表现较好。当前国内经济景气度有所回落，政策继续以稳定预期为主，地方债务压力依然较大，稳增长措施有限，经济回升基础依然不稳固。美联储本轮加息周期可能结束，但其缩表计划还将继续，美国中小银行危机依然处于发酵之中，海外风险需要重视。近期场内融资资金和北向资金流入幅度明显放缓，市场情绪趋向谨慎。预计 5 月份市场或维持震荡，建议仓位保持 5 成以下，重点关注银行、创新药、黄金、央企等防御板块。

图 5：全球主要指数涨跌幅(%)

| 2023/4/30 | 周涨跌 | 月涨跌 | 2023年涨跌 | 2022年涨跌 |
|------------|-------|-------|---------|---------|
| 道琼斯工业指数 | 0.86 | 2.48 | 2.87 | -8.78 |
| 纳斯达克指数 | 1.28 | 0.04 | 16.82 | -33.10 |
| 标普500 | 0.87 | 1.46 | 8.59 | -19.44 |
| 英国富时100 | -0.55 | 3.13 | 5.62 | 0.91 |
| 法国CAC40 | -1.13 | 2.31 | 15.72 | -9.50 |
| 德国DAX | 0.26 | 1.88 | 14.36 | -12.35 |
| 日经225 | 1.02 | 2.91 | 10.58 | -9.37 |
| 韩国综合指数 | -1.68 | 1.00 | 11.86 | -24.89 |
| 恒生指数 | -0.90 | -2.48 | 0.57 | -15.46 |
| 澳洲标普200 | -0.30 | 1.83 | 3.84 | -5.20 |
| 印度SENSEX30 | 1.96 | 3.18 | -0.03 | 4.44 |
| 俄罗斯RTS | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -39.18 |
| 巴西指数 | 0.06 | 2.50 | -4.83 | 4.69 |
| 上证指数 | 0.67 | 1.54 | 7.58 | -15.13 |
| 深证成指 | -0.98 | -3.31 | 2.93 | -25.85 |
| 台湾加权指数 | -0.15 | -1.82 | 10.20 | -22.40 |

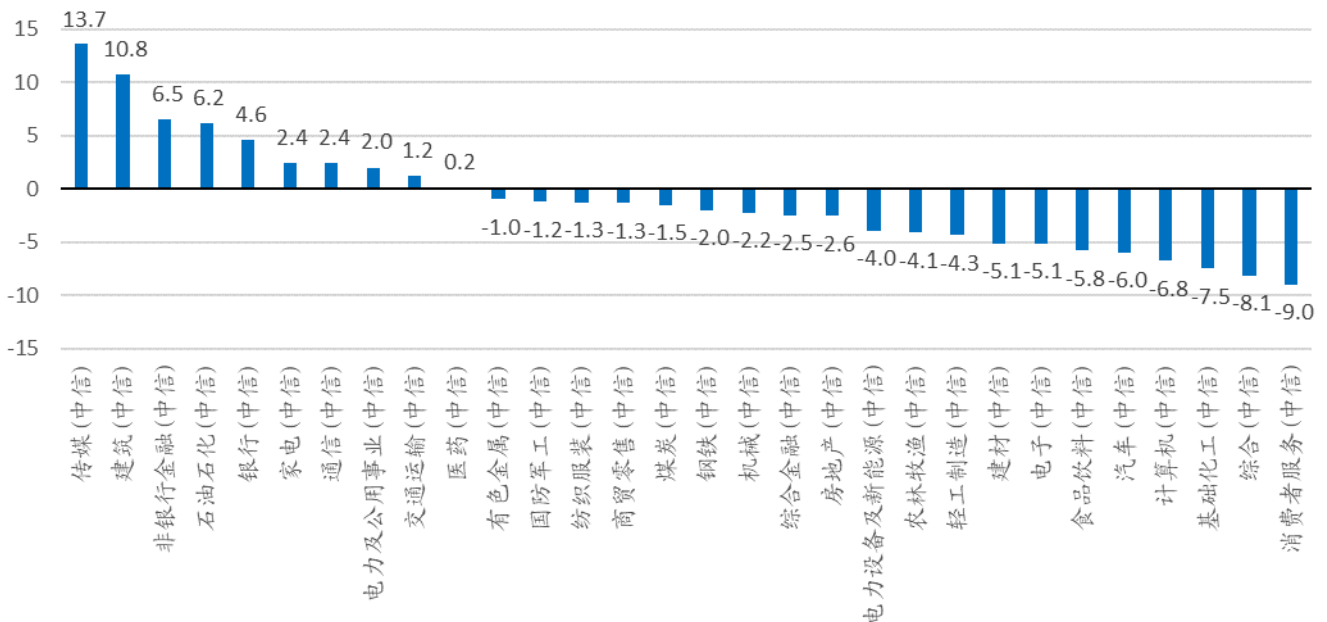
资料来源：Wind，中原证券

图 6：A 股主要指数涨跌幅(%)

| 2023/4/30 | 周涨跌 | 月涨跌 | 2023年涨跌 | 2021年涨跌 |
|-----------|-------|-------|---------|---------|
| 上证指数 | 0.67 | 1.54 | 7.58 | -15.13 |
| 深证成指 | -0.98 | -3.31 | 2.93 | -25.85 |
| 创业板指 | -0.70 | -3.12 | -0.94 | -29.37 |
| 沪深300 | -0.09 | -0.54 | 4.07 | -21.63 |
| 上证50 | 0.89 | 0.59 | 1.61 | -19.52 |
| 中证500 | -0.15 | -1.55 | 6.42 | -20.31 |
| 科创50 | -2.59 | 0.59 | 13.33 | -31.35 |
| 创业板50 | -1.21 | -4.27 | -4.86 | -29.83 |
| 万得全A | -0.18 | -1.44 | 4.93 | -18.66 |
| 中小板指 | -0.78 | -4.31 | 1.33 | -26.49 |
| 上证180 | 0.56 | 1.39 | 4.89 | -18.77 |
| 上证380 | -0.71 | -1.82 | 4.46 | -17.46 |
| 中证100 | -0.19 | -0.80 | 4.04 | -22.07 |
| 中证500 | -0.15 | -1.55 | 6.42 | -20.31 |
| 中证800 | -0.10 | -0.80 | 4.67 | -21.32 |
| 中证1000 | -0.74 | -2.22 | 7.03 | -21.58 |

资料来源：Wind，中原证券

图 7：中信一级行业 12 月涨跌幅 (%)



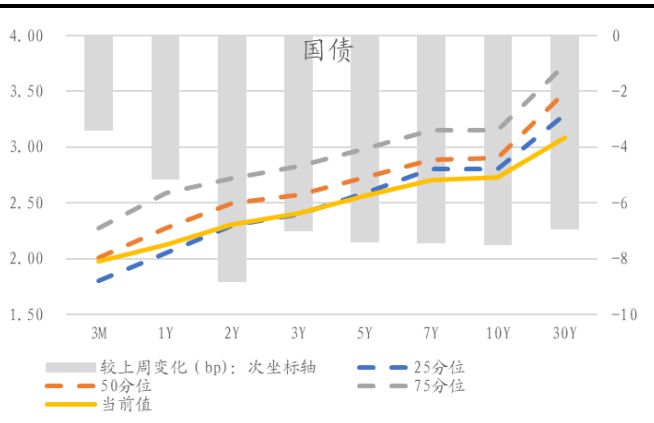
资料来源：Wind，中原证券

3. 债券：债市进入多头趋势

债市回顾：五一小长假前后，长端利率向下突破并下行近 10bp，债市走出一轮全面多头行情。虽然居民五一小长假消费意愿恢复较好，但由于 PMI 大幅不及预期，投资走弱，国内外商品价格大幅下跌，油价一度跌破 70 美元每桶。国内房地产销售进一步转弱，五一假期前后 30 城地产销售回落到 2022 年水平。出口方面周边国家地区和航运数据 4 月也表现一般，国内出口“独善其身”维持 3 月强势难度偏高。金融数据方面，票据价格持续弱势，市场逐渐调低社融预期。多重压力下经济修复的环比速率进一步下行，债券市场进入多头趋势。跨节资金平稳。

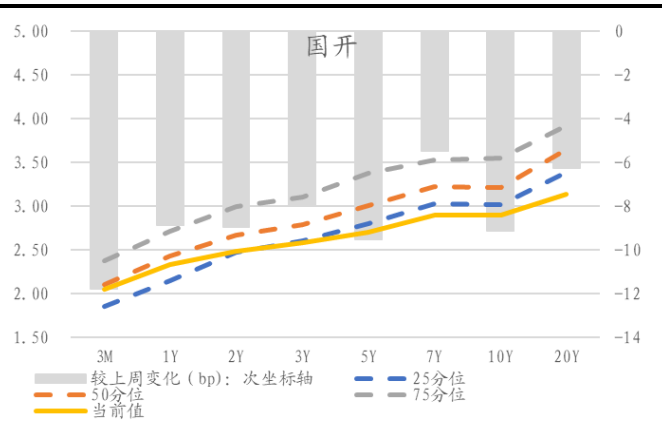
债市展望：由于债券市场走势略微领先数据发布，部分投资者对经济环比走弱的确认稍有迟疑，导致在交易结构上出现部分踏空资金，踏空资金追涨和场内投资者止盈需求的博弈导致利率波动有所放大，出现较为急促的快涨快跌行情。债市短期可能有止盈需求和回踩，但幅度不会很深，适度回调后债市定价仍相对合理。关注出口和金融数据发布后市场是否“钝化”。

8：国债收益率曲线全线下行



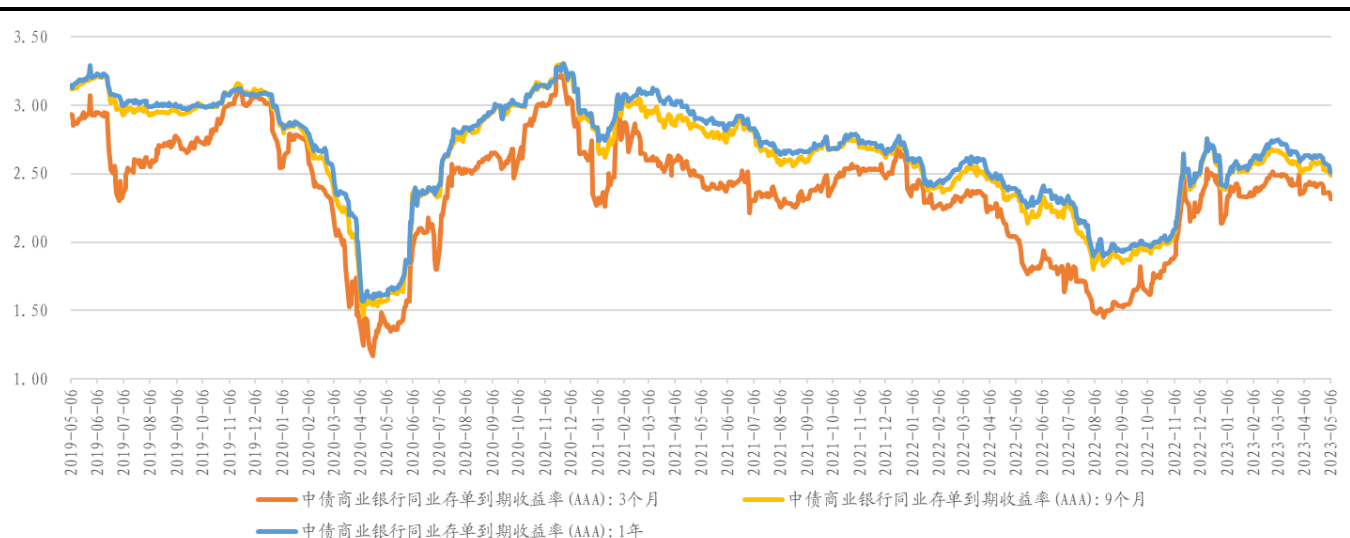
资料来源：Wind，中原证券

图 9：国开债收益率曲线全线下行



资料来源：Wind，中原证券

图 10：同业存单利率震荡



资料来源：Wind，中原证券

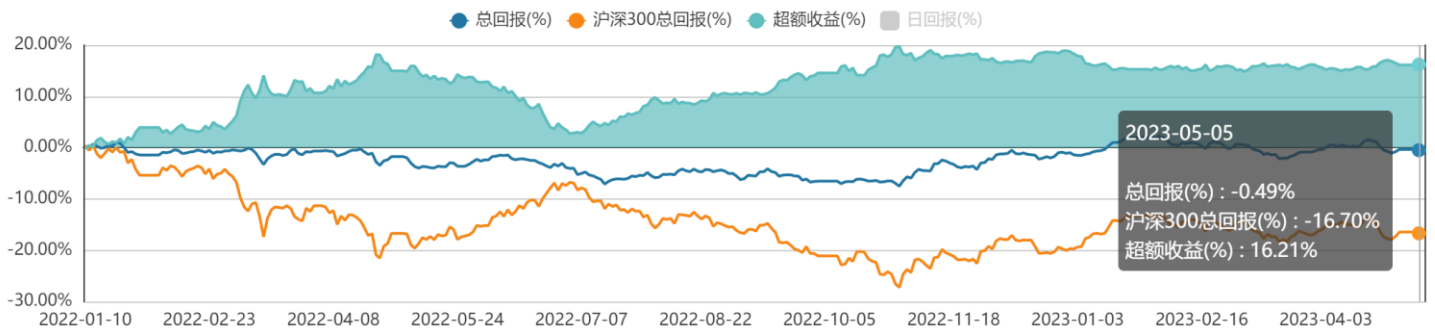
4. 资产配置：股票 40%、债券 20%、商品 20%、Reits20%

表 1：本期大类资产配置比例

| 大类资产 | 代表资产 | 代码 | 配置比例 |
|-------|------------------|-----------|------|
| 股票 | 华泰柏瑞沪深 300ETF | 510300.OF | 40% |
| 债券 | 国泰上证 10 年期国债 ETF | 511260.OF | 20% |
| 商品 | 大成有色金属期货 ETF | 159980.OF | 20% |
| REITS | 博时招商蛇口产业园 REIT | 180101.OF | 20% |

资料来源：Wind，中原证券

图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图



资料来源：Wind，中原证券

5. 风险提示

- (1) 政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；
- (2) 大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。