

## 债市延续低波动

### 2023年4月2日-4月8日周报

#### ◆ 美国3月就业数据显示劳动力市场仍然偏紧，通胀压力下市场对美联储降息的预期再次下调

本周，美国公布了3月相关经济数据和就业数据。美国3月ISM制造业PMI为46.3，创2020年5月以来新低，预期47.5，前值47.7。同时，美国3月Markit服务业PMI终值52.6，预期53.8，初值53.8；综合PMI终值52.3，预期53.3，初值53.3。美国劳工部公布的最新数据显示，美国3月季调后非农就业人口增23.6万人，预期增23.9万人；失业率为3.5%，预期3.6%。

尽管本周的PMI数据显示美国经济在继续放缓、同时3月新增非农就业人数也不及市场预期，但3月美国失业率的下降显示美国就业市场仍然偏紧，这意味着后续美国通胀压力仍然不小，市场据此调降了对美联储的降息预期。截止4月8日，市场预期美联储5月会议再加息25BP的概率已从3月底的48.4%调高为71.2%，同时，市场对本轮加息中联邦基金目标利率的高点预期从3月底的4.75%-5.0%(当前目标利率)调高为5.0%-5.25%，对联邦基金目标利率较目前水平调降25BP的时间点也从3月末的9月调整为11月。

上周和本周，虽然数据显示美国通胀趋缓、经济动能有所减弱，但由于美联储官员对于控通胀的密集表态、硅谷银行破产事件影响的逐渐减退以及美国就业市场仍然偏紧，总体而言，市场对美联储降息的预期出现了持续回落。尽管如此，截止目前，市场仍然认为美联储将于年内开启降息，对美联储的降息预期仍明显领先于美联储最早于2024年开始降息的利率指引。

我们仍然认为，当前时点来看，美联储“稳经济”、“控通胀”和“稳金融”三个政策目标的权重仍处于再平衡的阶段。各方面因素影响下，市场目前仍难以形成较强的一致预期，美股在短期内形成单边行情的概率较低。

#### ◆ 跨月后流动性较前期改善，衰退交易助推美债收益率下行

本周(4月3日-4月7日)，逆回购方面，进入4月后央行逆回购操作规模重回低量。鉴于3月末央行连续多日大额投放跨季资金，因此本周公开市场操作保持净回笼。周内央行累计投放7D逆回购290亿元，利率维持2.0%；另有11610亿元逆回购到期，实现净回笼流动性11320亿元。货币市场方面，跨月结束后流动性压力趋缓，资金利率重回政策利率下方，截止4月7日，DR007报收2.00%，较上周五下行39BP；SHIBOR1W报收2.00%，较上周五下行22BP。相较于一季度，接下来银行信贷投放和财政支出的节奏趋缓，4月流动性压力降低，叠加供给端降准和MLF增量续作补充了近5000亿元的中长期资金，近期流动性较3月底有改善，资金利率大概率在政策利率下方平稳运行。

截至4月7日，我国10年期国债收益率报收2.85%，较上周五下行2个BP；美国10年期国债收益率录得3.39%，较上周五下行9BP，人民币汇率在6.88附近窄幅震

#### 作者

符畅 分析师  
SAC执业证书: S0640514070001  
联系电话: 010-59562469  
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师  
SAC执业证书: S0640520030001  
联系电话: 010-59219572  
邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理  
SAC执业证书: S0640122090025  
联系电话: 010-59562515  
邮箱: liuqian@avicsec.com

#### 相关研究报告

金融市场分析周报 —2023-04-04  
各部门复苏动能出现分化 —2023-04-02  
制造业景气度高位“盘整” —2023-04-02

荡。3月份硅谷银行破产引发的美国区域性银行业危机在美联储和政府的强力干预下，趋于平缓。然而一波未平一波又起，近期发布的一系列经济数据显示美国经济衰退的概率正在上升。3月美国制造业 PMI 录得 46.3，连续 5 个月低于枯荣线，显著低于预期，新订单、出口订单、就业、进口降幅均超两个百分点，显示美国内需和外需均有疲弱的态势。3月 ISM 非制造业指数也意外显著下降至三个月新低 51.2，远低于经济学家预估中值 54.4。随着信贷条件收紧和利率居高不下，服务业数据进一步加剧了人们对经济前景的担忧。美国资本市场避险情绪上升，衰退交易下美债收益率明显下行。

#### ◆ 债市延续低波动

截至 4 月 7 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.85%，较上周五持平。信用利差方面，3 年期 AAA 级信用利差本周五录得 37BP，较上周五下行 3 BP。资金面上，3 月 MLF 超额续作及超预期降准之后，4 月货币政策进一步宽松的可能性较低，但是央行仍将采用公开市场操作等多种工具维持流动性处于合理充裕的状态。基本上，3 月 PMI 数据显示产业链的修复速度已放缓，新出口订单 PMI 指数下行幅度较大，回落 2 个百分点至 50.4%，短期内出口压力较 1-2 月或进一步显现。整体来看，债市前段时期的收益率下行已经兑现了开年以来的预期差，在 4 月一系列经济数据带来更多基本面回复进程的确认之前，债市将延续当前的低波动状态。

### 图1 美国通胀预期 (%)



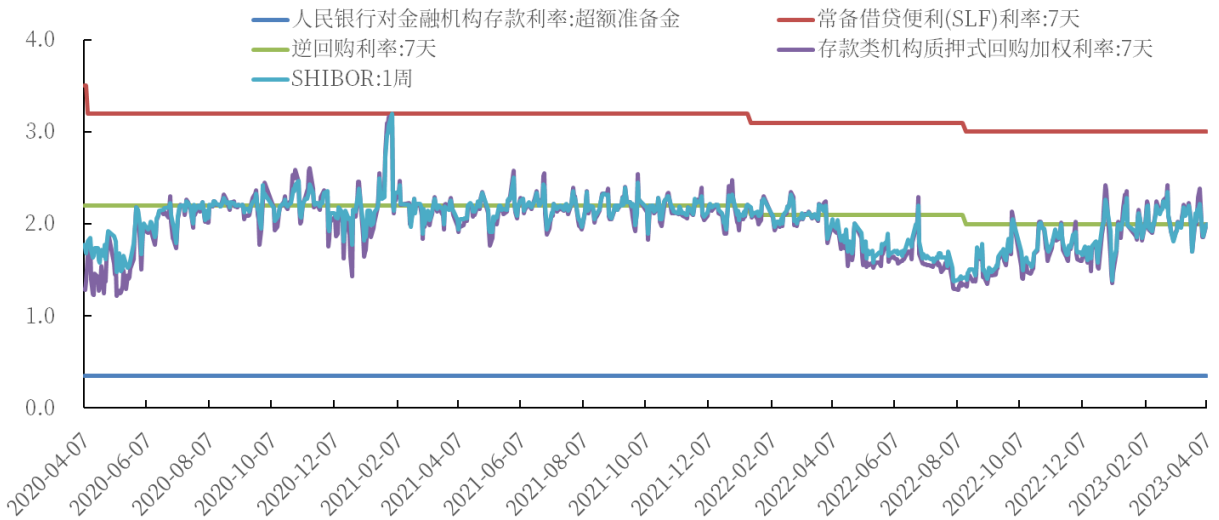
资料来源: wind, 中航证券研究所

### 图2 美债走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

### 图3 国内流动性走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637