

流动性有望逐步由内松外紧转为内外皆松

2023年4月24日-5月7日双周报

◆ 美联储如期加息 25BP，本轮加息或已至终点

北京时间5月4日凌晨，美联储公布议息会议决议，加息25BP，联邦基金利率目标区间上升至5.00%-5.25%，标志着美联储为对抗通胀连续第十次加息。此外委员会将按之前公布的计划缩减购债，每月缩减600亿美元国债和350亿美元机构债券和抵押贷款支持证券(MBS)。本次会议为季中会议，未公布经济预测和点阵图。

本次加息大概率是本轮加息周期的终点，主要原因有以下几点。

首先，美联储政策声明中措辞改变。相较于3月，本次声明对当前就业形势的判断出现变化，将就业增长的描述由“上升”改为“维持强劲”。货币政策的相关立场表述删除了“足够限制性(sufficiently restrictive)”，代之以强调货币政策累积的滞后效应对经济活动和通胀的影响，暗示当前利率水平已到达终点。

其次，新闻发布会上鲍威尔再次强调了政策声明中措辞的改变是“有意义的改动”，并表示在加息500BP之后，目前实际利率高于均衡利率，对利率敏感的经济活动正在降温，加上信贷紧缩和QT(量化紧缩)，利率离紧缩水平已经不远了，甚至有可能已经达到了紧缩水平。

再次，银行业风波又起，继硅谷银行和签名银行后，5月1日第一共和银行被银行业监管机构FDIC接管。同时FDIC宣布第一共和银行被售予摩根大通。美国区域性银行危机造成的信贷紧缩与加息作用殊途同归，银行业危机影响的发酵促使美联储慎重考量加息带来的影响。

上述因素结合3月美联储给出的点阵图表明多数联储官员认为5.00%-5.25%是年内利率高点，我们认为除非经济增长、就业和通胀出现大的波动，本次加息大概率是本轮加息周期的最后一次。

本次会议前夕，市场对于6月暂停加息形成了较为一致的预期，本次会议声明和鲍威尔的讲话基本符合市场预期，但对于何时开启降息，美联储和市场存在一定分歧。截止5月6日，CME FEDWatch显示，市场预计美联储6月停止加息的概率高达91.5%，9月至少降息25BP的概率为76.1%。反观美联储，给出的政策路径则保守许多，3月的点阵图显示年内美联储没有开启降息的计划，本次发布会上鲍威尔依然强调了通胀的顽固性，称未来是否需要额外的政策巩固需要进一步经济数据的支持，保留了政策空间。总体上我们认为，若区域性银行危机进一步发酵构成足够的外部冲击，美联储开启降息的时点或早于点阵图显示的基准情景。

◆ 4月官方PMI数据显示我国经济呈现“分化式”复苏

2023年4月官方制造业PMI录得49.2%，较上月-2.7PCTS，今年前3个月持续位于荣枯线之上后再次下滑至荣枯线之下。季节性上看，今年4月制造业PMI值录得历年(2005年以来，下同)同月倒数第2位，4月PMI较上月下滑的幅度(2.7PCTS)为历年同月最大，显示在持续3个月的高景气度之后，4月制造业景气度以超季节性

作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyys@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:

相关研究报告

美联储如期加息 25BP，谨慎评估银行危机带来的信贷紧缩影响 —2023-05-05
内外需同时超季节性下滑，政策面将继续稳需求 —2023-05-03
金融市场分析周报 —2023-04-26

的幅度下滑至较低水平。结构上看，除供应商配送时间指数外，其余指数均对制造业 PMI 产生负向带动作用。分大中小企业看，4 月大、中、小企业 PMI 均由上月的荣枯线之上下滑至荣枯线之下，大型企业下滑幅度最大。

4 月制造业景气度较 3 月明显下滑，处在历史同月低位，一方面有前 3 月经济初步复苏下的高基数影响，另一方面更核心的影响因素是制造业的内外需同步走弱、且均处于历史同期较弱水平。4 月制造业新订单指数和新出口订单指数分别排在历史同月的倒数第 2 位和倒数第 3 位，较上月下滑的幅度亦排在历史同期的倒数第 2 位和倒数第 3 位，PMI 新订单指数和 PMI 新出口订单指数较上月的变化值仅高于去年（国内疫情影响），PMI 新出口订单指数和新出口订单指数较上月的变化值仅高于去年（国内疫情影响）和 2020 年（当年 4 月国外疫情爆发）。内外需同步的超季节性下滑之下，制造业的生产活动随之萎缩，制造业企业预期明显走弱，叠加工业原料价格波动较大，制造业企业采购意愿减弱，继上月之后，继续进行主动去库存。4 月 PMI 生产经营活动预期指数较上月-0.8%，PMI 采购量指数、PMI 产成品库存指数和 PMI 原材料库存指数分别较上月-4.4PCTS、-0.1PCTS 和-0.4PCTS。

4 月，非制造业商务活动指数录得 56.4%，较上月-1.8PCTS，其中，建筑业 PMI 为 63.9%，较上月-1.7PCTS，服务业 PMI 为 55.1%，较上月-1.8PCTS。虽然建筑业和服务业景气度均在上月高景气度基础上略微下滑，但二者仍均处于景气度历史高位，均为近 10 年同月最高值。

服务业新订单指数为 56.4%，业务活动预期指数为 62.3%，均位于高景气区间。从行业角度，统计局表示，4 月交通运输、住宿、文化休闲娱乐等行业商务活动指数高于 60.0%，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、货币金融服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数继续位于 57.0%以上较高景气区间。从高频数据看，居民出行相关数据也印证了服务业的景气高涨。4 月高德交通大数据显示，100 个监测城市中，分别有 91 个和 78 个城市交通拥堵指数超过去年和 2021 年 4 月。

4 月建筑业景气度继续位于历史同月高位。从预期看，业务活动预期指数为 64.1%，较上月+0.4PCTS，高位基础上继续抬升。根据我们的统计，4 月新发行专项债达 2648 亿元，超过去年 4 月的 1038 亿元，前 4 月累计发行专项债 16216 亿元，亦超过去年前 4 月的 14019 亿元。预计上半年建筑业景气度无忧。下半年专项债发行预计将有一定放缓，基建对建筑业的支撑力度或有一定转弱，但随着房地产的进一步复苏，房地产类工程的施工有望在下半年接棒基建，成为建筑业景气度的重要支撑。

4 月虽然制造业景气度下滑，但在建筑业和服务业景气度高位的支撑下，综合 PMI 仍然录得历年 4 月最高值，一方面表明我国经济整体的复苏趋势仍然延续，但另一方面也表明我国经济运行仍存隐忧，距离全面复苏尚有差距，特别是需求不足的问题相对突出。对于当前经济面临的需求不足问题，中央已有相关研判。4 月 28 日召开的政治局会议表示“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”。预计下一阶段，需求侧相关的支撑政策出台可期。同时，结合政治局会议的相关政策表述，预计在经济面临的不确定性仍然较高的情况下，未来一段时间我国货币政策和财政政策大概率仍将维持相对宽松。

◆ 节后流动性边际放松，银行业风波促使美债收益率下行

节前一周（4月24日-4月28日），逆回购方面，为了维护月末流动性平稳，央行加大了公开市场操作规模，周内央行累计投放7D逆回购6380亿元，利率维持2.0%；另有2120亿元逆回购到期，净投放4260亿元。节后首周（5月4日-5月6日），央行共投放7D逆回购380亿元，利率维持2.0%；周内共有7270亿元逆回购到期，周四、周五分别到期5620、1650亿元，净回笼6890亿元。

货币市场方面，跨月加跨节资金利率波动较大，4月末最后一个交易日DR007报收2.32%，较上周五上行5BP；SHIBOR1W报收2.30%，较上周五上行10BP。截止5月6日，DR007报收1.72%，较上周五下行60BP；SHIBOR1W报收1.75%，较上周五下行55BP。4月税期叠加央行小幅增量续作MLF不及市场预期，货币市场资金利率整体趋紧，DR007月度均值录得2.06%，升至政策利率上方。月末央行加大了逆回购的操作规模，资金面平稳跨月后市场利率明显回落。4月28日召开的中央政治局会议指出，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。往后看，在“精准有力”的要求下，预计5月行总量层面的操作或较为谨慎。

截至5月5日，我国10年期国债收益率报收2.73%，较4月21日下行8BP；美国10年期国债收益率录得3.44%，较4月21日下行13BP，人民币汇率在6.9附近平稳运行。美国银行业风波又起，继硅谷银行和签名银行后，5月1日第一共和银行被银行业监管机构FDIC接管。同时FDIC宣布第一共和银行被售予摩根大通。虽然鲍威尔在5月的议息会议上暗示暂停加息，并且表示对经济软着陆抱有信心，但市场对经济衰退的担忧情绪正在加大。银行业的动荡表明持续加息对于金融系统稳定产生的溢出效应不容忽视，银行业危机是否会引发经济衰退成了市场关注的焦点。议息会议之后美元指数和美债收益率同步下行，美债作为避险资产获得资金的大幅流入，十年期美债收益率和主要股指均开启下行。

◆ 多重支撑促使债市收益率大幅下行

4月26日，10年期国债收益率突破了2.80%的关键点位。截至5月5日，我国10年期国债收益率报收2.73%，下移至MLF指导的政策利率下方。本轮债市看多情绪不仅集中于长短利率债，中短期票据、企业债和城投债信用利差也已压缩至历史较底分位数。截止5月4日，3年期AAA级中短期票据收益率录得2.95%，较4月21日下行6BP，以同期限国开债为基准，信用利差录得32BP，已到达2019年以来19%的历史分位数。

近期债市收益率大幅下行受到基本面和资金面、政策面的多重支撑。

资金面上，4月下旬缴税高峰已过，月末央行加大了逆回购的操作规模，资金面平稳跨月，流动性边际放松。

基本上，4月制造业PMI回落至收缩区间，显示一季度以来经济修复带来的环比高增已回落，根据中指数据，4月重点100城成交面积环比下降超两成，今年五一期间30城商品房销售水平也仅略高于去年同期，低于近年同期均值；说明在前期积压需求释放后，地产需求也开始承压。接下来经济复苏主要靠内生动能支撑，难以维持之前补偿性修复带来的高节奏，经济基本面对债市不构成利空。此外海外方面，美国区域性银行危机的余波又起引起了市场对美联储持续加息引发的溢出效应的担忧，经济衰退引起的需求衰退是否对我国经济修复斜率产生冲击也是债市重要的利多因素之一。

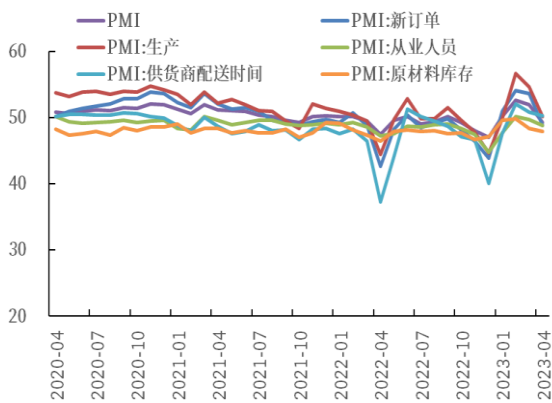
政策面上，4月28日召开的政治局会议未强调增长目标，指出“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，并且淡化了“三重压力”表述，强调积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力，因此后续出台大规模刺激的政策几率不大，对债市也难以形成利空。

另一方面，一季度以来债市对基本面的利空消息反映趋于平淡，进入4月，社融、出口、GDP等数据好于预期，而在基本面利空钝化的背景下，债券市场走势依旧坚挺，仅3月出口超预期同比转正带动长债利率上行约1bp，反映出市场一直谨慎观察基本面恢复力度和可持续性，给债市估值修复提供了足够耐心。往后看，债市估值仍有进一步上行的空间，但阻力也随之增大，目前债市收益率已经修复到了较低的位置。根据我们的跟踪，中短期票据和城投债的高等级债券收益率和信用利差均已经修复到了2019年以来较低的历史分位数。止盈情绪上升或会引发债市收益率反弹调整。

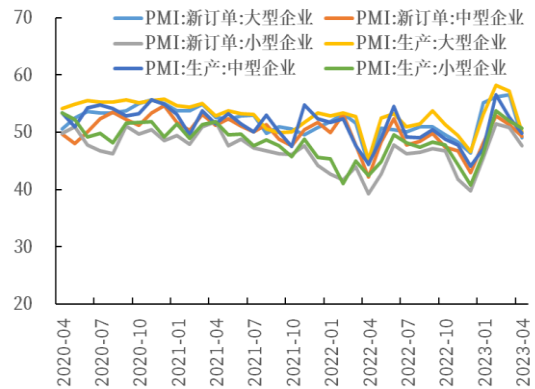
图1 市场对联邦基金目标利率后续变化的判断

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/6/14								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	91.5%	8.5%
2023/7/26			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.3%	58.6%	5.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.7%	51.4%	22.2%	1.6%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.1%	50.8%	22.9%	2.1%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.9%	49.5%	24.3%	3.1%	0.1%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.8%	49.3%	24.5%	3.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	23.8%	48.3%	23.6%	3.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.0%	29.3%	42.8%	19.1%	2.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	3.6%	19.8%	37.3%	28.7%	9.3%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	2.8%	16.0%	33.2%	30.8%	13.8%	3.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.7%	10.5%	26.0%	31.8%	20.9%	7.6%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.6%	4.8%	16.0%	28.1%	27.9%	16.1%	5.4%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

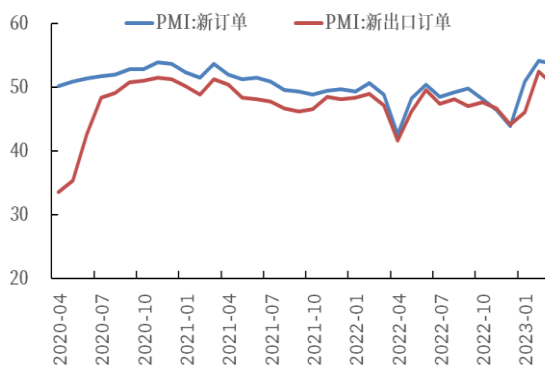
资料来源：CME，中航证券研究所

图2 PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)


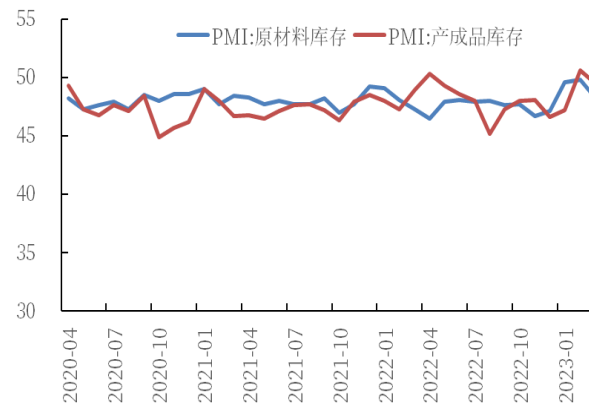
资料来源：wind，中航证券研究所

图3 不同规模企业新订单和生产指数走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图4 4月制造业内外需同时超季节性走弱 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图5 4月制造业继续主动去库存 (%)


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