

经济边际走弱，期待进一步稳增长政策

2023年5月22日-5月28日周报

◆ 联邦基金目标利率高位持续时间或长于市场预期

2023年5月24日，美联储公布了5月议息会议的会议纪要。关于银行业危机：参会者认为在未来几个季度，银行业的压力可能会促使银行收紧贷款标准，收紧的力度可能超过利率上升带来的幅度。然而，参会者普遍认同现在就对经济活动影响的程度和持久性下判断还为时过早。关于经济前景：参会者认为美国经济将从今年晚些时候开始轻度衰退（mild recession），随后是适度节奏的复苏。关于未来政策前景：参会者普遍认为（generally agreed），鉴于货币政策累积收紧的滞后效应以及信贷条件进一步收紧对经济的潜在影响，在这次会议之后，超出目标区间进一步上调利率操作的必要性降低了；多名（Several）参会者则表示，如果经济按照他们目前的展望发展，那么本次会议后可能没有必要进一步收紧政策；但同时，一些（Some）参会者认为，当前回归长期通胀水平2%的进展缓慢到不能接受的程度，未来的会议可能需要进一步收紧政策。

5月25日，美国商务部数据显示，美国一季度GDP年率经修正后增长1.3%，略高于政府预期，剔除食物和能源后的核心PCE物价指数年化季度环比修正值为+5.0%，去年四季度为+4.4%。更早期公布的数据显示，美国5月Markit制造业PMI初值48.5，预期50，4月终值为50.2，在制造业PMI走弱的同时，美国服务业PMI上行，5月初值为55.1，预期52.6，4月终值为53.6。总体来看美国的经济增长仍具韧性，同时通胀也表现出顽固性。

从近期美联储官员的表态看，美联储内部的主流观点为根据后续通胀和经济相关数据决定后续利率政策，结合美国当前仍具韧性的经济和表现仍顽固的通胀以及美联储5月议息会议纪要传达的相关观点，我们认为站在当前时点看，美联储货币政策的鹰派倾向已较此前有所增强，联邦基金目标利率高位持续时间或长于市场预期。最新的市场预期已向着美联储鹰派立场更加增强的方向调整，CME数据显示，截止5月26日，市场预期美联储6月会议加息25BP的概率已从5月19日的19.4%快速攀升至64.2%，市场主流预期的截止年末联邦基金目标利率值已自5月19日的4.50%-4.75%上升至5月26日的5.0%-5.25%（当前值）。

◆ 临近月末资金面边际收紧，LPR连续第九个月按兵不动

本周（5月22日-5月26日），逆回购方面，临近月末央行略微增大了公开市场操作规模，周内央行累计投放7D逆回购180亿元，利率维持2.0%；另有100亿元逆回购到期，实现净投放80亿元。5月15日央行开展1250亿元中期借贷便利（MLF）操作，利率维持2.75%。5月22日央行授权全国银行间同业拆借中心公布本月贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%，与上月持平。此前央行平价续作MLF，LPR按兵不动符合市场预期。货币市场方面，临近月末资金面边际收紧，截止5月26日，DR007报收1.99%，较上周五上行11BP；SHIBOR1W报收1.99%，较上周五上行8BP。

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 —2023-05-23
对经济复苏应保持信心 —2023-05-22
经济动能走弱，后续复苏仍可期待 —2023-05-17

LPR 连续第九个月按兵不动，彰显央行稳健政策的定力，也使得市场降息的预期得到进一步的累积。从外部环境方面，近期美联储降息预期已较此前下降。内部经济方面，综合 4 月的 PMI、通胀、金融数据以及经济数据来看，4 月经济动能边际转弱，反映目前我国经济的主要矛盾并不是供给端，而是需求端。当前政策着力点在于提振内需，恢复经济的内生动力。央行一季度货币政策执行报告表明央行认为今年以来信贷投放节奏和力度已经较为充足，货币政策本身已经足够宽松。综合内外部环境，LPR 继续下调的必要性不足，操作空间尚未释放。

◆ 中美利差拉大，人民币汇率承压

截至 5 月 26 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.72%，较上周五持平；美国 10 年期国债收益率录得 3.80%，较上周五上行 10BP，中美利差拉大，人民币汇率承压，美元兑人民币即期汇率升至 7.07。受到美国债务上限谈判僵持的影响，美债收益率从 5 月上旬以来单边上涨。如果美国现任总统拜登和国会的共和党人无法达成协议，美国最快可能在 6 月 1 日就无法支付所有账单。政府违约可能使美国经济陷入衰退，违约风险带来的恐慌或继续在金融市场发酵。

◆ 经济边际走弱，期待进一步稳增长政策

国家统计局 5 月 27 日公布数据显示，1-4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 20328.8 亿元，同比下降 20.6%（按可比口径计算），较 Q1 的同比下降 21.4% 有所缩窄，显示 4 月工业企业效益有所恢复，但需求不足的制约依然相对明显，后续持续恢复仍然面临考验。综合 4 月的 PMI、通胀、金融、进出口、消费和投资数据，以及本周发布的工业企业利润数据，4 月经济动能边际转弱，反映目前我国经济的主要问题依然在于内需不旺。

从 5 月初至今的高频数据看；我国 5 月通胀数据依然维持弱势，5 月 CPI 同比大概率录得+0.5% 以下，PPI 数据大概率依然为负且较 4 月下行幅度加大；居民出行数据依然维持高位，显示消费复苏趋势仍在延续；房地产销售数据出现走弱。中指研究院的监测数据显示，5 月前四周，50 个重点城市新房成交面积较 4 月周均下降接近两成。上海易居房地产研究院的统计数据也显示，5 月 1-22 日，全国 50 个重点城市新房成交面积环比减少 13%。

总体来看，自一季度大幅度复苏后，4 月和 5 月经济动能出现了边际走弱，后续稳增长仍需更大的稳增长政策支持。

◆ 债市向短久期下沉

截至 5 月 26 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.72%，较上周五持平。周内 10 年期国债收益率仍在低水平窄幅震荡，短端利率债收益率出现一波下行，期限利差拉大。本周各品种、各期限的中短期票据以及企业债、城投债的信用利差有所反弹，主要原因是基准利率债收益率下行速度超过信用债，拉大了信用利差，并且短端利率债下行速度加快，使得各品种短端的信用利差反弹幅度更大。以一年期 AAA 级中短期票据为例，截止到本周四 5 月 25 日，AAA 级中短期票据的收益率仍是下行趋势，收益率较 5 月 18 日下行 5BP，但是对标的 1 年期国开债收益率则大幅下行了 15BP，造成信用利差上行 10BP。

当前长端利率债已经处于较高位置，市场向短久期债券下沉。短期内，长端利率受到 MLF 的一定程度的制约，以及止盈压力的累积使得长端利率进一步下行的阻力加大。

资金下沉到短久期、低等级债券，短端利率或仍存在一定的下行区间，收益率曲线走陡。中期来看，短端利率的下行为长端利率打开了空间，在近年来债市对于基本面利空的消息钝化、国内内需不足制约信用扩张的大背景下，长端利率或仍有下行的空间。

风险提示：海外宏观经济下行超预期，国内稳增长政策不及预期

图1 月度经济数据情况

	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零 (当月同比)	18.4%	10.6%	3.5%	-1.8%	-1.9%	-0.5%	2.5%	5.1%	2.7%	3.1%	-1.7%	-1.1%	-1.5%
社零: 商品零售 (当月同比)	15.9%	9.1%	2.9%	-0.1%	-1.6%	0.5%	3.0%	5.1%	3.2%	3.9%	-1.0%	-1.7%	-2.1%
社零: 餐饮 (当月同比)	43.8%	26.3%	9.2%	12.1%	1.4%	-1.1%	-1.7%	8.4%	-1.5%	-1.0%	-2.1%	-2.7%	-6.4%
固投 (累计同比)	4.7%	5.5%	5.5%	5.1%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.7%	6.1%	6.2%	6.3%	9.3%
制造业投资 (累计同比)	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%	10.1%	10.0%	9.3%	10.4%	10.6%	12.2%	15.6%
基建投资 (累计同比)	9.8%	10.8%	11.2%	11.5%	11.7%	11.4%	11.2%	10.4%	9.3%	9.3%	8.2%	8.3%	10.5%
房地产开发投资 (累计同比)	-6.2%	-1.8%	-3.7%	-10.0%	-9.8%	-1.8%	-1.0%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.0%	-1.7%	0.7%
固投 (当月同比)	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%	0.7%	5.0%	6.6%	6.5%	3.5%	5.3%	4.5%	1.3%	6.7%
制造业投资 (当月同比)	5.3%	6.2%	8.1%	7.1%	6.2%	6.3%	10.7%	10.6%	7.5%	9.3%	7.1%	6.4%	11.9%
基建投资 (当月同比)	7.9%	9.9%	11.2%	10.4%	13.9%	12.8%	16.3%	15.4%	11.5%	12.0%	7.9%	4.3%	11.8%
房地产开发投资 (当月同比)	-7.3%	-1.9%	-3.7%	-12.7%	-11.9%	-1.1%	-1.1%	-1.8%	-1.1%	-1.6%	-1.7%	-1.1%	-1.4%
出口金额 (美元, 当月同比)	8.5%	14.8%	16.8%	13.9%	13.7%	-0.3%	5.3%	7.2%	16.0%	17.1%	16.3%	3.5%	14.4%
进口金额 (美元, 当月同比)	-7.9%	-1.4%	-10.2%	-1.5%	-1.6%	-0.7%	0.3%	0.2%	2.0%	0.4%	3.7%	0.2%	0.7%
工业增加值 (当月同比)	5.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%	5.0%	6.3%	4.2%	3.3%	3.9%	0.7%	-1.9%	5.3%
服务业生产指数 (当月同比)	13.5%	9.2%	5.5%	-0.8%	-1.9%	0.1%	1.3%	1.3%	0.6%	1.3%	-1.1%	-1.1%	-1.9%
制造业PMI	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5
非制造业PMI	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.9	48.4
建筑业PMI	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1	47	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40	46.7

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 市场预期年内联邦基金目标利率最高值已升至 5.25%-5.50%

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.8%	64.2%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	52.2%	27.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	27.6%	46.7%	21.1%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	16.6%	37.6%	33.3%	10.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.7%	27.5%	35.4%	21.3%	4.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.7%	21.1%	32.5%	26.4%	10.8%	1.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.3%	17.6%	29.8%	27.9%	14.5%	3.9%	0.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	5.8%	18.2%	29.7%	27.3%	14.1%	3.8%	0.4%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	3.8%	13.1%	25.0%	28.3%	19.5%	8.0%	1.8%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.4%	3.2%	11.5%	22.9%	27.7%	21.0%	10.0%	2.9%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.3%	2.4%	9.0%	19.5%	26.3%	23.0%	13.3%	5.0%	1.2%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.2%	1.7%	6.8%	16.0%	24.0%	24.1%	16.5%	7.7%	2.4%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

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