

PMI 数据显示 6 月经济动能仍然较弱

2023年6月26日-7月2日周报

报告摘要

◆ 美国核心 PCE 指数放缓，鲍威尔相对“鹰派”表态下，市场预期正向美联储政策指引靠拢

周三，美联储主席鲍威尔在葡萄牙辛特拉举行的欧洲中央银行货币政策论坛上发表讲话表示，美国的劳动力市场确实在拉动经济，鉴于强劲的劳动力市场，点阵图显示大多数官员支持再加息两次，不排除在连续的会议上采取行动的可能性，美联储更多“限制性政策”即将到来。周四公布的数据显示，2023年Q1美国GDP环比折年率为终值为+2%，较此前修正值上调0.7PCTS。周五公布的美国核心PCE物价指数显示，美国5月核心PCE物价指数同比升4.6%，预期升4.7%，前值升4.7%，环比升0.3%，预期升0.3%，前值升0.4%。

本周大幅向上修正的Q1GDP增速再次凸显了美国经济的韧性，叠加鲍威尔重申美国将在年内维持高联邦基金目标利率、甚至再次加息的相关表态以及虽然小幅放缓但仍然处在近30年高位的核心PCE物价指数数据，市场对美联储年内降息的预期再次走弱。

截止7月2日，CME数据显示，美联储7月会议加息25BP，使联邦基金目标利率上行至5.25%-5.50%的概率已经高达86.8%，较上周五再上行，同时主流预期仍然是5.25%-5.5%或更高的联邦基金目标利率将持续到年末，并且预期的概率较上周上行，向美联储政策指引给出的年末5.6%的联邦基金目标利率中值进一步靠近。

总体来看，目前虽然临近美联储本轮加息“尾声”，但从6月会议后鲍威尔给出的联储加息决策的“三维”框架(加息的“速度”、“高度”以及“时长”)来看，虽然美联储年内后续不再加息以及年内启动降息的可能性依然存在，但这种可能性正变得越来越小。

◆ PMI 数据显示我国 6 月经济动能仍然较弱

6月官方制造业PMI录得49.0%，较5月上行0.2PCTS，主要系PMI新订单指数和PMI生产指数均较5月有所回升的拉动，二者分别带动6月PMI上行0.1PCTS和0.2PCTS。虽然6月官方制造业PMI较5月有所回升，但一方面回升的幅度有限、且回升后6月官方制造业PMI仍然位于荣枯线之下，是4月以来官方制造业PMI连续第3个月位于荣枯线之下，另一方面，与历史数据相比，今年6月官方制造业PMI排在历年6月的最末位，显示制造业景气度仍然不高。此外，6月PMI出厂价格指数和PMI主要原材料购进价格指数分别录得43.9%和45.0%，虽均较5月回升，但仍然录得较低值，据此预测的6月PPI或录得低于-5.0%，从价格层面显示出制造业的需求仍然较弱。总体来看，6月官方制造业PMI表明6月制造业景气度仍然在下行，只是下行的速度

主要数据

上证指数	3202.0623
沪深300	3842.4516
深证成指	11026.5855

主要指数走势图



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: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

安之若素,否极泰来——2023年宏观策略中期展望 —2023-06-30
金融市场分析周报 —2023-06-21
流动性外紧内松格局进一步分化 —2023-06-18

较5月略微缓和。

6月官方服务业PMI录得52.8%，较5月-1.0PCTS，虽然仍然位于荣枯线之上，但也是4月以来连续第3个月下行，结合6月官方服务业PMI值位于2012年以来12年间同年6月的第8位，显示服务业的扩张已显颓势。

6月官方建筑业PMI录得55.7%，较5月-2.5PCTS，3月以来连续第4个月下行。6月建筑业PMI录得2012年以来12年间同月的最末位，从2012年以来各月数据看，已经处在后10%位置，显示建筑业虽然仍然处在扩张区间，但对我国经济的支撑作用有所走弱。

总体来看，6月官方PMI数据显示我国经济动能在6月延续了5月的走弱趋势，政策支持依然是我国经济能否延续复苏趋势的关键，增量稳增长政策必要性抬升。

◆ 人民币汇率承压，央行表示坚决防范汇率大起大落风险

截至6月30日，我国10年期国债收益率报收2.64%，较两周前下行2BP；美国10年期国债收益率录得3.81%，较两周前上行4BP。中美利差仍处于高位，人民币汇率持续承压。截止6月30日，美元对人民币即期汇率报收7.26，创去年11月以来的新低，引起了市场的广泛关注。

6月中下旬以来这波人民币快速贬值是由内外部因素共同作用形成的，内部方面我国二季度以来经济修复偏弱造成基本面对人民币支撑力度降低，外部方面美国经济展现出较强的韧性，美元指数表现强势。在中美两国基本面存在周期性差异的基础上，货币政策出现背离，继3月中旬央行降准25BP之后，6月接连下调OMO利率、MLF利率以及LPR报价进行逆周期调节提振经济；与此同时，美联储在2-4月连续3次累计上调联邦基金目标利率75个基点，货币政策持续紧缩，并且端午期间鲍威尔在国会参议院听证会上“放鹰”，表示不会很快降息，且今年加息两次在经济符合预期的情况下是较为合适的，基本和6月美联储FOMC会议中的内容一致。中美货币政策的显著分化直接影响了人民币汇率的走势，10年期中债到期收益率持续下行，而10年期美债收益率则得到支撑，中美利差拉大对人民币汇率形成较大压力。

央行对此给予了高度关注，在二季度货币政策例会上，针对汇率部分央行表述：“深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持‘风险中性’理念，综合施策、稳定预期，坚决防范汇率大起大落风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，表明央行或有实际手段引导汇率稳定。央行对汇率调控工具箱种类充足、空间充足，叠加新一轮稳增长政策举措陆续出台支撑经济基本面，人民币汇率贬值压力有望逐步趋缓，下半年或将回到宽幅震荡格局。

◆ 债市短期内步入盘整期

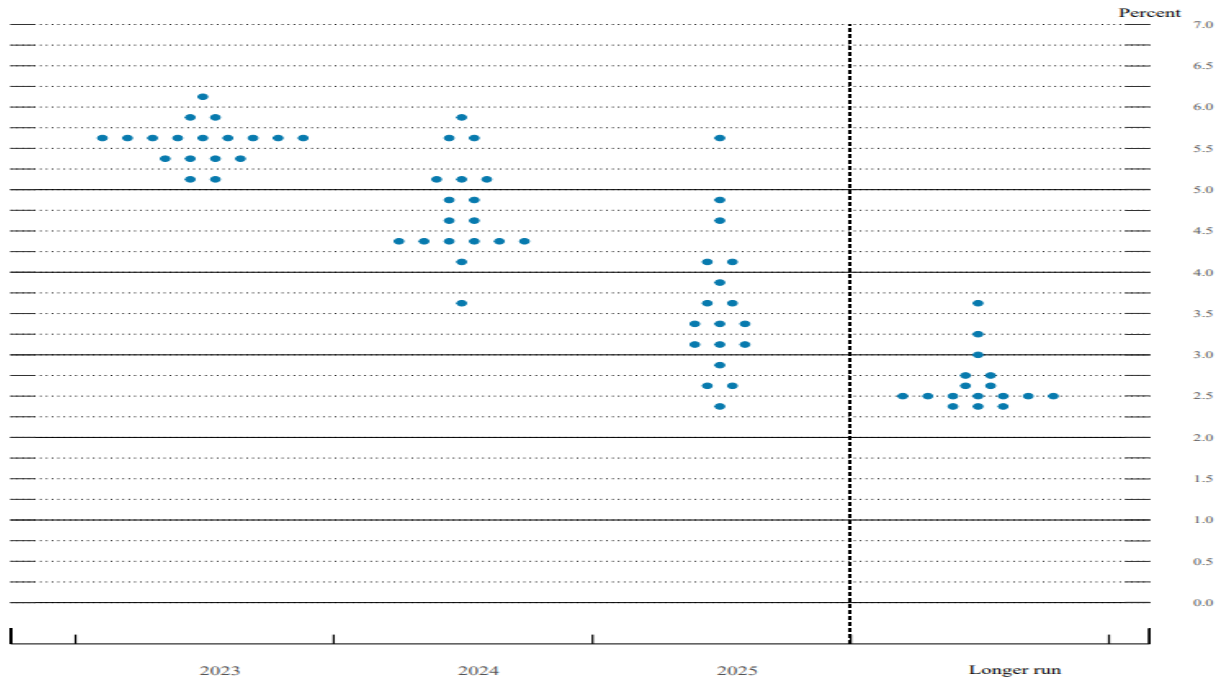
截至6月30日，我国10年期国债收益率报收2.64%，较两周前下行2BP。6月13日7D逆回购政策利率调降，降息落地后10年期国债收益率助推长端收益率快速下行，最低达2.62%，降息落地利好出尽止盈情绪回升，叠加市场对于后续稳增长政策加码促使经济修复动能回升的预期发酵，使得债市短期内步入盘整期，10年期国债收益率在6月中下旬出现一波小幅调整。债市调整的情绪也传导至信用债市场，截止6月30日，各等级、各期限的中短期票据收益率和信用利差较两周前均出现上升，其中AAA级3年期中短期票据的信用利差较6月16日上行6.66BP，AAA级3年期城投债信用利差较6月16日上行9.11BP。

中长期内债市收益率在基本面支撑叠加资金面催化下仍有进一步下行的空间，但需要更多推动力。当前资金面宽松的预期已经被充分定价，6月降息预示着下半年货币宽松仍有空间，但是人民币汇率承压使得货币政策受到掣肘，同时当前居民自发修复资产负债表，负债意愿低迷使得货币政策边际效用有所减弱，可能使得央行更加谨慎地考虑下半年二次降息的推进，代之以公开市场操作+MLF+降准+结构性工具等多种手段保持流动性合理充裕，资金面或难形成足够的冲击。基本上，7月政治局会议临近，短期内一批推动经济持续复苏的政策措施或重塑投资者对经济复苏的信心和预期，但是经济复苏不会一蹴而就，我们认为基本面对债市的支撑不会轻易转向。整体而言，债市牛市的长尾效应之下，我们对债市下半年的行情整体上保持乐观。

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，国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 美联储6月议息会议加息预期点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

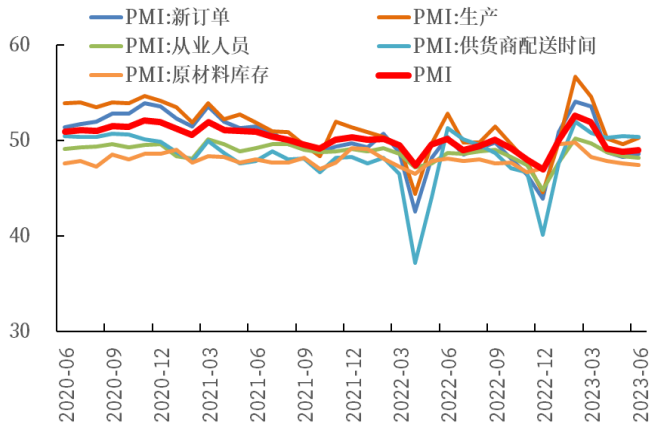


资料来源：美联储官网，中航证券研究所

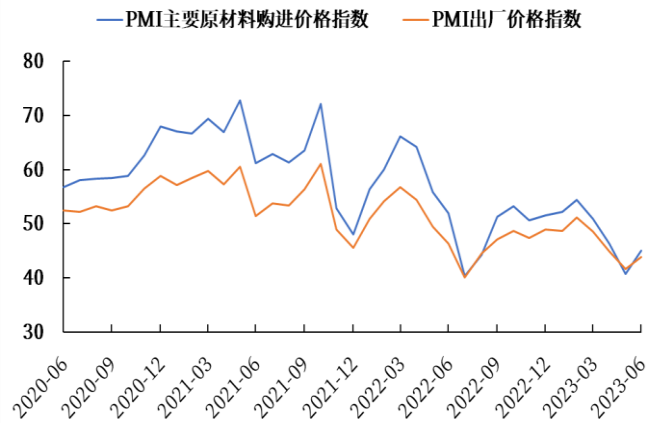
图2 市场预期向美联储政策指引进一步靠拢

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.2%	86.8%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	69.1%	20.8%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	54.0%	33.2%	5.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	13.2%	51.4%	29.7%	4.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.5%	27.4%	43.4%	20.4%	2.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	16.5%	35.4%	31.9%	11.7%	1.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	14.3%	32.3%	32.5%	15.0%	3.1%	0.2%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.9%	22.5%	32.4%	24.5%	9.6%	1.8%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	6.4%	19.4%	30.3%	26.2%	12.8%	3.5%	0.5%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.8%	5.6%	17.3%	28.5%	26.8%	14.9%	5.0%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.7%	4.9%	15.5%	26.8%	27.1%	16.7%	6.5%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.4%	2.8%	10.3%	21.3%	27.0%	21.8%	11.5%	4.0%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%

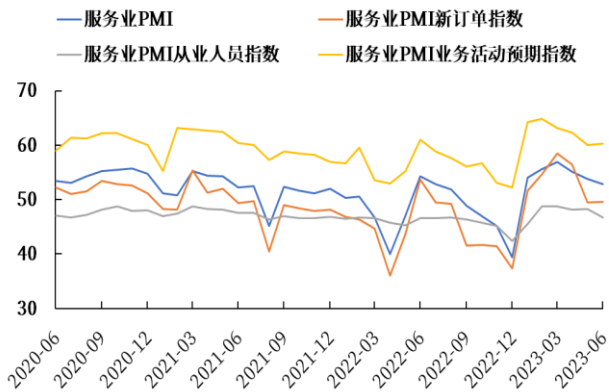
资料来源：CME，中航证券研究所（图表数据为7月2日数据）

图3 制造业 PMI 及其五大分项指数走势 (%)


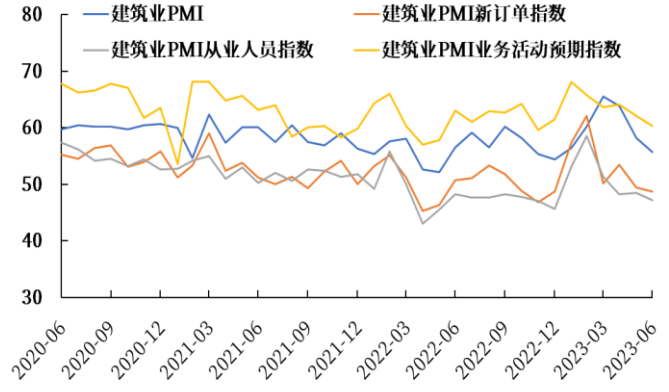
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 制造业 PMI 价格指数走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 服务业 PMI 及其主要分项走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 建筑业 PMI 及其主要分项走势 (%)


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。

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