

外部流动性依然紧张，6月经济动能或仍较弱

2023年7月3日-7月9日周报

报告摘要

◆ 美联储年内降息可能进一步下降

当地时间7月5日，美联储公布了6月议息会议纪要，纪要显示美联储官员鹰派程度高于市场预期，部分官员倾向于在6月加息25个基点。几乎所有官员预计2023年将会有更多加息，以继续对抗顽固的通胀。支持加息的人士指出劳动力市场非常紧张，经济势头超出预期，没有证据表明通胀会逐渐回归2%的目标。

当地时间7月7日美国劳工部数据显示，美国6月非农新增就业20.9万人，低于预期的22.5万人和修正后前值的30.6万人，6月失业率3.6%，预期3.6%，前值3.7%，此外，6月平均每小时工资同比升4.4%，预期升4.2%，前值升4.3%。虽然6月新增就业人数不及预期且低于前值，但6月失业率较5月进一步下降，且6月工资涨幅依然超市场预期并高于前值，显示出美国劳动力市场难言实际降温。

受美联储纪要显示的鹰派态度超出预期和美国劳动力市场并未明显降温影响，市场在本周五对美联储7月会议加息25BP的预期已经达到93%，较上周五的86.8%进一步抬升，同时对美联储开启降息的主流时点预期已经由上周的2024年3月推后到2024年5月。目前，虽然主流预期仍然是年末联邦基金目标利率最高值为5.25%-5.50%，低于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，但市场预期正向美联储政策指引快速调整。总体来看，本周之后，虽然美联储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。

◆ 6月我国经济动能预期仍然弱

从PMI数据看，我国经济动能在6月延续了5月的走弱趋势。6月官方制造业PMI数据虽然较5月略微回升但仍然位于荣枯线之下，且与历史数据相比，今年6月官方制造业PMI排在历年6月的最末位，此外，6月官方服务业和建筑业PMI均有不同程度走弱。

房地产方面，我们统计的42个大中城市商品房销售数据显示，6月一线、二线和三四线城市一手商品房销售面积同比分别为-11%、-23%和-26%，较5月的+69%、+3.53%和-4.95%进一步走弱，显示6月居民购房仍未改善，房企投资意愿或仍被压制。

通胀方面，6月粮食、猪肉、鱼类和生鲜乳价格同比下行，油料、蔬菜、鸡蛋和水果价格同比上行，此外，由于去年的基数较高，6月原油价格同比下跌幅度或超30%。综合来看，6月CPI同比预计录得+0.3%之下，依然低位运行。

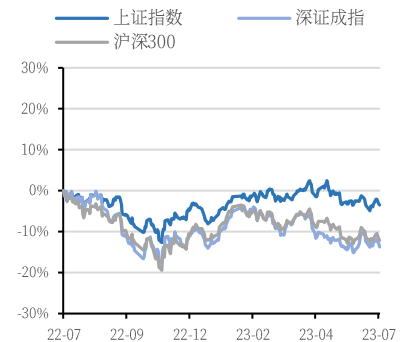
◆ 跨季结束资金面重回宽松，7月流动性压力整体较小

本周（7月3日-7月9日），逆回购方面，跨季结束后央行操作规模重回地量，本周央行累计投放7D逆回购130亿元，到期11690亿元，净回收流动性11560亿元，

主要数据

上证指数	3196.6092
沪深300	3825.6988
深证成指	10888.5548

主要指数走势图



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 —2023-07-05
PMI数据显示6月经济动能仍然较弱 —2023-07-02
安之若素,否极泰来——2023年宏观策略中期展望 —2023-06-30

利率维持 1.90%。6 月下旬是跨季叠加半年末节点，资金需求旺盛，央行通过逆回购加大货币市场流动性供应，保证跨季资金量充裕，也使得本周有巨量逆回购到期。

货币市场方面，截止 7 月 7 日，DR007 报收 1.76%，较上周五下行 40BP；SHIBOR1W 报收 1.78%，较上周五下行 28BP，资金面维持宽松。今年以来，央行逆回购操作相比往年更加频繁，临近跨月、跨季逆回购存量高于往年同期，跨月、跨季资金量相对充裕，表明央行延续维持流动性充裕的基调。

往后看，中短期内资金面在供需两方面影响下或仍保持宽松。需求端上，居民自发修复资产负债表，负债意愿低迷，居民端和企业端资金需求难以出现跨越式增长，基本面弱修复趋势预计仍将延续，政府的稳增长政策力度难超预期，外部掣肘下政策或倾向于托而不举，因此整体资金需求难以出现逆转改善。供应端上，央行召开的二季度货币政策例会上表示要加大宏观政策调控力度，搞好跨周期调节，央行维持流动性充裕和资金面宽松以支撑实体的态度已经较为明确，因此流动性压力整体较小，排除月末季节性因素后 7 月 DR007 或将在政策利率下方 1.7%-1.8%区间内平稳运行。

◆ 人民币汇率持续承压

截至 7 月 7 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.64%，较上周五持平；美国 10 年期国债收益率录得 4.06%，较上周五大幅上行 25BP，中美利差扩大，人民币汇率持续承压。截止 7 月 7 日，美元对人民币即期汇率报收 7.23，人民币贬值压力不减。

美联储会议纪要的鹰派倾向和美国劳动力市场仍未降温的影响下，美债收益率拉升超过 10BP，美元指数震荡走强，人民币汇率贬值压力上升。人民币汇率近期的大幅波动已经引起了央行的关注，且已经释放了部分累积的预期压力，叠加下半年稳增长政策对基本面的支撑，以及我国汇率管理工具丰富、汇率市场化改革逐渐深化，人民币汇率继续单边下行的可能性不大，下半年汇率或将回复宽幅震荡。

◆ 债市收益率低位小幅震荡，关注 7 月政治局会议稳增长政策

截至 7 月 7 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.64%，较上周五持平，周内持续小幅震荡。基于年内基本面偏弱、复苏斜率持续放缓的现实压力，以及后续财政、信用方面刺激政策力度有限的情况下，债市情绪较为积极，长端收益率当前已到达较低位置，债市交易情绪向信用债扩散，截止 6 月 30 日，各等级、各期限的中短期票据、城投债以及商业银行二永债收益率出现一波下调，其中 AAA 级 3 年期中短期票据的信用利差较 6 月 29 日下行 4.96BP，AAA 级 3 年期城投债信用利差较 6 月 29 日下行 6.74BP，短期内本轮行情或将持续往低等级、长久期债券下沉。

2023 年二季度经济修复斜率放缓，下半年宏观刺激将进入新一轮的窗口期。6 月 16 日国务院常务会议指出具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，推动经济回升向好。7 月的政治局会议对稳增长政策的描述是近期债市情绪波动的关键因素之一。我们认为债市牛市不会轻易转向。短期内人民币汇率贬值压力加大，政府的稳增长政策力度难超预期，外部掣肘下政策或倾向于托而不举。长期来看，以居民和企业为主的私人部门杠杆率到达历史高位，房地产利润出口缩窄，经济发展对信贷融资的依赖降低，利率中枢的下移是长期趋势。

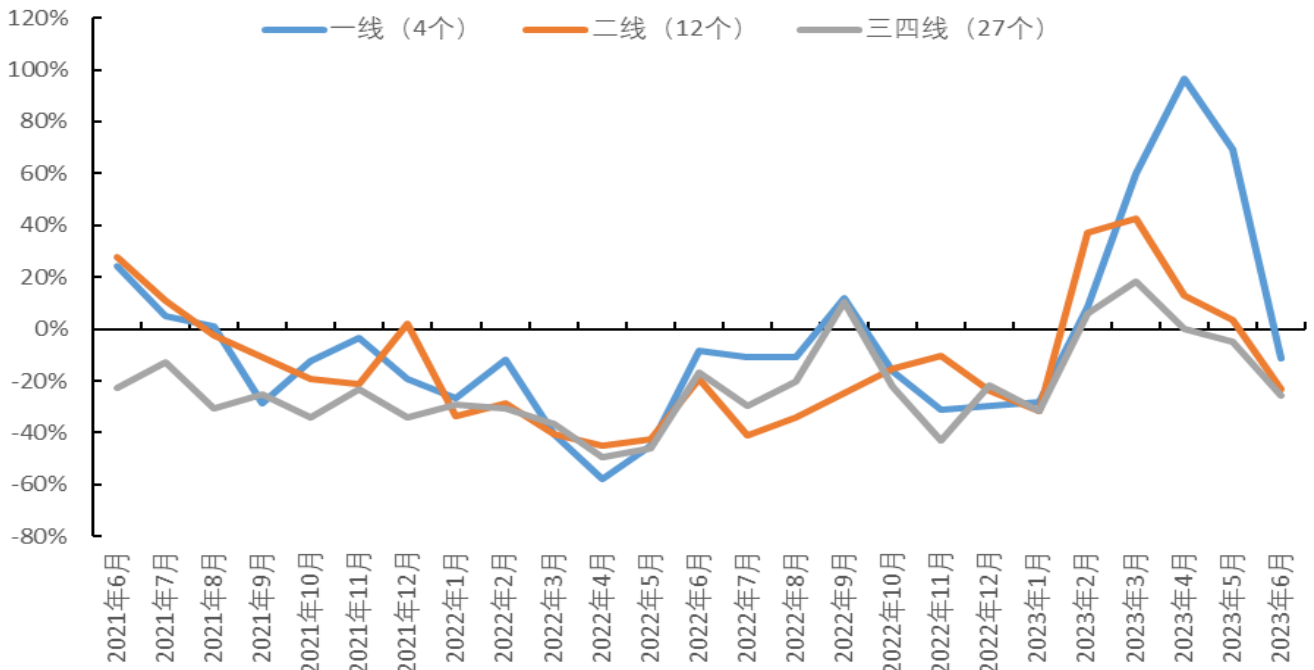
风险提示：海外宏观经济下行超预期，国内稳增长政策不及预期，国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 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%	7.0%	93.0%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	70.6%	24.2%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	56.2%	34.5%	5.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	10.9%	53.3%	30.6%	4.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	22.3%	47.2%	23.6%	3.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	10.9%	32.3%	37.8%	15.5%	2.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.5%	29.1%	36.9%	18.9%	4.1%	0.3%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.7%	17.8%	32.4%	29.2%	12.6%	2.5%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	14.7%	29.0%	30.0%	16.5%	4.8%	0.7%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.5%	26.1%	29.8%	19.2%	7.2%	1.5%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.3%	2.5%	10.6%	23.3%	29.0%	21.4%	9.7%	2.7%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.4%	6.6%	17.0%	26.2%	25.1%	15.4%	6.1%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源: wind, 中航证券研究所 (图表数据为 7 月 9 日数据)

图2 42 个大中城市商品房销售面积同比走势



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