

市场处于政策博弈期

2022年10月29日-11月5日周报

◆ 美联储政策信号短期偏鸽，中长期偏鹰，维持对美股的谨慎判断

当地时间11月2日议息会议上，美联储决定加息75BP，联邦基金利率目标区间上升至3.75%至4%，符合市场预期。除加息外，美联储表示缩表按5月制定的计划进行，维持每月缩减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)。相较于9月的会议声明，本次会议声明中新增了“在确定今后的加息速度时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济和通胀的滞后性、以及经济和金融形势变化”的表述。与会议声明的“偏鸽”不同，鲍威尔在发布会上的表态鹰鸽信号交织，短期信号偏鸽，但中长期信号偏鹰。一方面，鲍威尔表示美联储最快会在12月或明年2月的会议上放缓加息步伐，另一方面，他强调现在考虑暂停加息还为时过早，最终利率水平或高于先前预期。资本市场跟随美联储信号出现了大幅波动，最终鹰派信号主导欧美股市集体收跌，道指下跌1.55%，标准普尔500指数下跌2.5%，纳指下跌3.36%。美元和美债收益率走出深V走势，10年期美债收益率收涨7基点至4.118%，美元指数涨至112.12。美股收跌，美债收益率、美元上行，显示市场更加关注紧缩周期的持续性以及政策转向的拐点。

目前美国经济走弱趋势逐渐显露。10月17日美国经济分析局公布的数据显示，美国经济较去年的高速增长明显放缓：虽然三季度GDP环比折年率回升至2.6%，但私人消费增速下降、私人投资增速延续了萎缩趋势、净出口的增长很大程度上缘于进口的萎缩。此外，美国10月份Markit制造业PMI跌至“荣枯线”下方，10月ISM制造业PMI为50.2，创2020年5月以来新低，表明在总量恢复的掩盖下，美国经济关键领域正在放缓。另一方面，美国就业仍然保持相对强劲。美国10月季调后非农就业人口增26.1万人，预期增20万人，前值自增26.3万人修正至增31.5万人；失业率为3.7%，预期3.6%，前值3.5%。

总体来看，虽然11月会议显示美联储“鸽”的身影已经开始显现，逐步计价美联储政策转鸽或将成为未来国际资本市场的重要主线，但短期内，美联储综合考虑经济稳定和通胀控制的政策倾向向下，市场对各项最新经济数据和政策表态的敏感性将显著增强，这意味着市场对美联储加息节奏的预期仍将继续存在分歧。截止11月5日，CME数据显示市场预期美联储12月加息50BP或75BP的概率较接近。在投资者对12月及明年美联储加息路径的预期随消息面不断波动变化，难以形成较明确的一致预期的时刻，市场的波动风险将被放大，因此我们继续维持对美股的谨慎判断。

◆ 国内资金面趋于平稳，关注11月MLF到期操作

本周(10月31日-11月4日)，因进入11月后，前期税期高峰叠加跨月的扰动因素趋缓，央行灵活调整公开市场操作力度。逆回购方面，本周央行逐天缩减操作规模，投放7D逆回购累计1130亿元，利率维持2.0%，截止4号投放量已降低至30亿元，操作规模重回地量。本周共有8500亿7D逆回购到期，实现净回笼7370元。

作者

符旸 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:
邮箱:

相关研究报告

美联储货币政策逻辑出现变化，“鸽”影开始显现 —2022-11-04
金融市场分析周报 —2022-11-01
疫情扰动，制造业和服务业景气度再次下行 —2022-11-01

货币市场利率相较于月末整体回落，截至11月4日，DR007和SHIBOR1W分别为1.64%和1.70%，分别较10月28日下行33bp和26bp。11月MLF到期量达到一万亿，是全年单月最大到期量。在当前资金利率仍明显低于政策利率的情形下，人民币汇率持续高位运行叠加内部社融维持边际弱改善，央行11月大概率延续10月利率不变下的等量续做操作，货币市场利率中枢可能出现小幅上移。央行维护流动性合理充裕的前提下，总体而言资金面仍无大的调整风险，但资金面的波动性或有所加大。

截至11月4日，我国10年期国债收益率为2.70%，较上周五上行3bp；美国10年期国债收益率为4.17%，较上周五上行15bp。在稳定的经济宏观图景和市场预期下国债收益率持续窄箱体波动，而美债收益率则受到11月议息会议鲍威尔超预期鹰派发言的影响，一改会前的下行趋势，重回高位。中美利差再次拉大，人民币贬值对央行货币政策形成压力。随着美联储加息步伐，美国经济衰退的风险正在加大，如果外需进一步萎缩，我国经济稳增长和人民币汇率有可能承受更大压力。

◆ 10月官方PMI数据显示疫情扰动下，制造业和服务业景气度再次下行

2022年10月官方制造业PMI录得49.2%，较上月-0.9PCTS，上月回到荣枯线之上后，本月再次低于荣枯线。季节性上看，今年10月制造业PMI录得历史倒数第二低，仅高于2008年10月。10月制造业需求和生产的同步走弱是制造业PMI再次走到荣枯线之下的主因，PMI新订单指数和PMI生产指数分别带动制造业PMI指数下行0.5PCTS和0.5PCTS。总体来看，10月疫情的反复对制造业的景气度有相对较大的负面影响。卫健委数据显示，10月大陆日均新增确诊病例311例，较9月的日均239例提升明显，整个10月工业需求、生产和物流均受到了疫情影响。10月，PMI产成品库存指数、原材料库存指数、采购量指数和生产经营活动预期指数分别较上月+0.7PCTS、+0.1PCTS、-0.9PCTS和-0.8PCTS，表明在疫情影响下，10月制造业需求走弱（主要是内需），制造业企业采购意愿下滑，生产经营活动预期下降，产成品库存和原材料库存均被动积累。

2022年10月，非制造业商务活动指数48.7%，较上月-1.9PCTS，其中，建筑业PMI为58.2%，较上月-2.0PCTS，但继续位于高景气区间，服务业PMI为47.0%，较上月-1.9PCTS，为连续第4个月下滑。

9月、10月服务业PMI连续2个月位于荣枯线之下，主要系疫情影响下，居民出行持续受限，消费场景不足。城市轨道交通协会公布的51个城市10月地铁客运量同比-17%，较9月的-11.2%进一步下滑。从行业情况看，接触性聚集性服务行业受到的影响确实较大。10月，零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务等接触性聚集性服务行业商务活动指数低位回落，业务总量下降。

10月建筑业PMI录得58.2%，较上月下降，但仍然位于高景气区间。总体来看，在盘活专项债、政策性金融工具等政策持续利好下，叠加前期基建项目加速推进，建筑业景气度持续处于高位，预计年内建筑业仍能维持较高景气度。

9月制造业PMI时隔2个月重回荣枯线之上后，10月制造业PMI再次走到荣枯线之下。与此同时，10月服务业PMI再次位于荣枯线之下，建筑业PMI继续维持高位。总体来看，建筑业景气度继续处在高位是10月官方PMI数据中的亮点，但制造业PMI和服务业PMI的再次走弱，进一步反映出我国经济复苏不充分、不牢固的问题。

◆ 10月 PMI 制造业价格指数继续上行，在翘尾因素下，10月 PPI 预计转负

10月 PMI 出厂价格指数和 PMI 主要原材料购进价格指数分别为 48.7%和 53.3%，分别较上月+1.6PCTS 和+2.0PCTS，均为连续第 3 个月上行。PMI 出厂价格指数—PMI 主要原材料购进价格指数的差由上月的-4.2PCTS 变为-4.6%，反映出 10 月工业企业成本压力略微变大。

10 月，普通混煤、山西大混、山西优混和 1/3 焦煤等煤种价格普遍环比上行 10%左右，螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格与上月相比普遍比较平稳，变化较小，油价环比略降，OPEC 一揽子原油价格环比-1.83%。从煤、钢铁和原油三大工业原料角度，煤炭价格上行是 10 月工业企业成本上行的主因。虽然煤炭价格环比上行总体上推高了工业企业成本，但具体到工业子行业上，价格指数涨跌亦有分化。统计局披露：从行业情况看，农副食品加工、石油煤炭及其他燃料加工等行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别高于 60.0%和 53.0%，原材料采购价格和产品销售价格同步上涨；纺织、木材加工及家具制造等行业两个价格指数均低于临界点，市场价格有所回落。

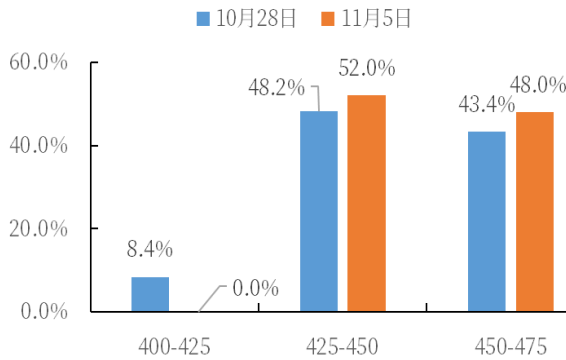
虽然 10 月制造业价格指数有所上行，但在翘尾因素作用下，预计 10 月 PPI 同比将转负，录得-1.8%左右。

◆ 经济运行隐忧仍然较多，稳增长仍需更大的政策支撑力度

总体来看，目前我国经济难言充分复苏，经济运行隐忧仍然不少。从生产法角度，10 月 PMI 数据显示制造业边际走弱，服务业仍然景气度较低。从支出法角度：消费方面，全国 51 个城市 10 月地铁客运量同比-17%，较 9 月的-11.2%进一步下滑，显示居民出行受限程度进一步加深，居民消费场景缺乏之下，10 月消费数据仍然存在着走弱的可能；房地产投资方面，我们统计的 10 月 50 个大中城市商品房成交面积同比为-20.9%，较 9 月的-9.1%下滑幅度加深，在居民购房未出现明显转折的情况下，房地产投资数据即使短期边际回暖，也缺乏根本性支撑；出口方面，全球经济走弱趋势明显之下，我国出口面临着较大下行压力，8 月、9 月进出口数据已有体现。

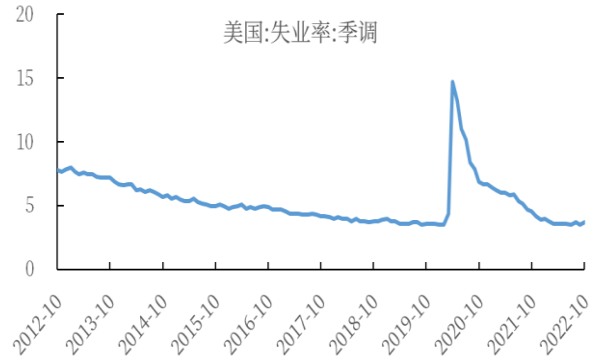
在经济复苏存在反复，稳增长仍需更大政策力度支撑的情况下，市场对各项经济政策边际变化的敏感性将明显提高。目前市场处于政策博弈期，现有政策出现明显转变或强有力的增量稳增长政策出台将能够对市场提供上行支撑。

图1 美联储 12 月会议联邦基金目标利率预期



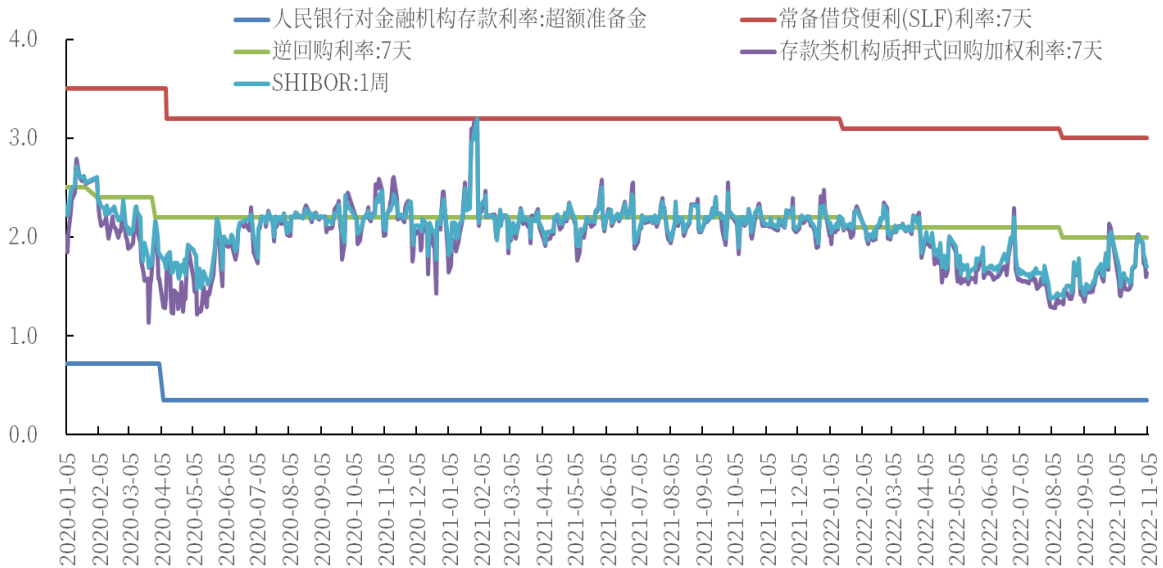
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 美国失业率仍然处在低位



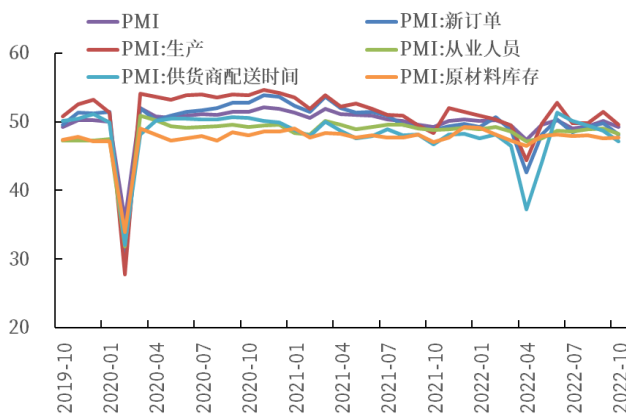
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 货币市场流动性保持充裕 (%)



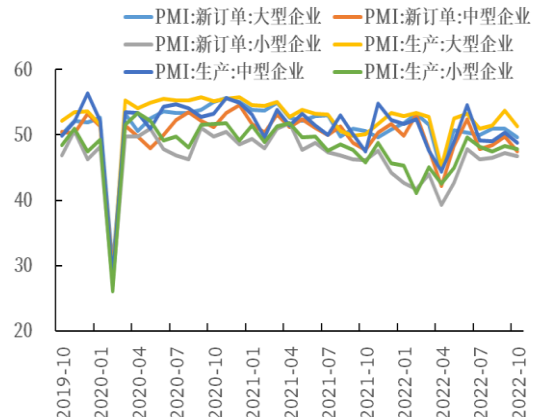
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)



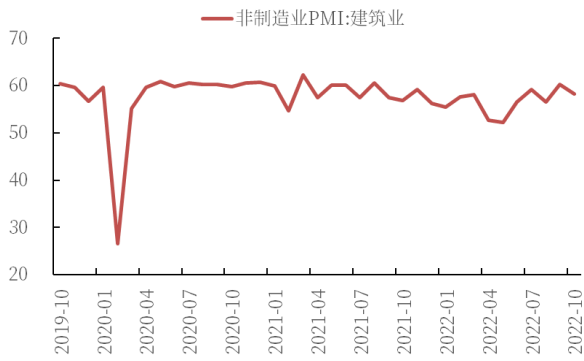
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 不同规模企业新订单和生产指数走势 (%)



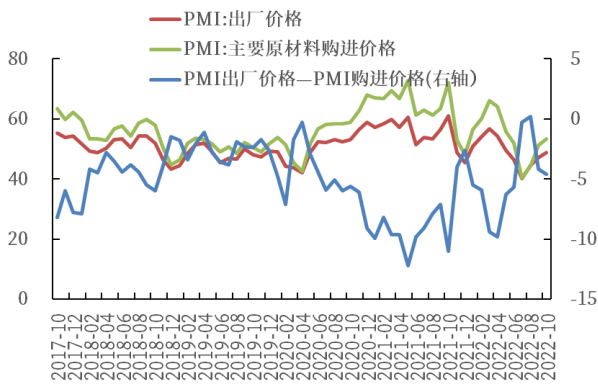
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 建筑业景气度仍处高位 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 出厂价格指数与主要原材料购进价格指数走势 (%)



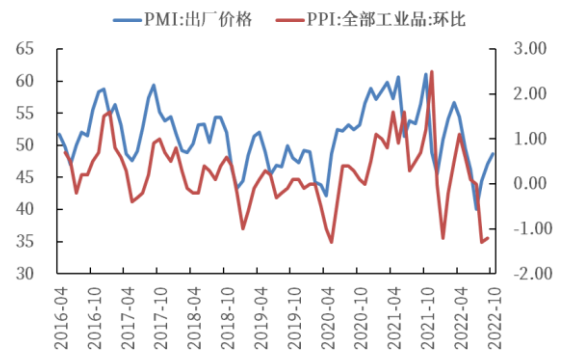
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 服务业景气度再次下行 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 PMI 出厂价格指数与 PPI 环比走势 (%)



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, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjih@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、内容或其复印本给予任何其他人。

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