

外部加息放缓和内部经济复苏趋势延续

2023年1月28日-2月4日周报

◆ 美联储加息 25BP 符合市场预期，加息终点或已临近，市场预期已走在美联储之前

北京时间2月2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 4.5%-4.75%，符合市场预期。此外，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)。

鲍威尔新闻发布会表示美联储之后加息幅度的决策将“着重考量货币政策紧缩对于经济活动、通胀、经济金融发展产生的滞后效应”，委员会讨论的重点在于随着时间的推移，美联储之前的加息行动将在多大程度上给经济增长和通胀降温。由于美国通胀和经济已经见顶下滑，加息的效果已经开始显现，美联储考虑加息的滞后效应主要意味着美联储停止加息甚至开启降息要具有提前性，以免过度抑制经济。这是美联储货币紧缩周期接近尾声的重要信号，货币政策滞后效应意味着美联储不必进一步大幅加息，甚至终端利率的持续时间也可能短于预期。

本次会议声明中，美联储承认了通胀已有所缓解，但仍处于较高水平，显示通胀见顶已经确认，关键在于后续回落的速度。美国12月CPI同比放缓至6.5%，是自2022年年中触及峰值以来连续第六个月减速。剔除波动较大的能源和食品价格，核心CPI在12月同比增长5.7%，低于11月的6%增幅。美国两年期盈亏平衡通胀率在2023年1月已降至2.19%，恢复至2020年12月的水平；十年期盈亏平衡通胀率也从高位回落，通胀预期已得到明显缓解。

虽然美债两年期和十年期收益率倒挂程度仍处于历史高位，经济衰退的前景仍在，但美国劳动力市场维持强劲，2月3日公布的美国1月新增非农就业人口为51.7万，为2022年7月以来最大增幅，是市场预期值18.7万的近三倍，前值为26万，同时1月失业率降至3.4%，预期3.6%，前值3.5%，触及53年低点。超预期强劲的就业数据引发市场对美联储会比预期更加鹰派的担忧，数据公布后，投资者对今年美联储加息终点利率的主流预期从4.75%-5%上调到了5%-5.25%，对应3月和5月各加息25BP。同时，市场预期四季度美联储有望降息50BP，显示市场的宽松预期走在美联储指引之前。

2022年资本市场交易主线一直围绕美联储超预期加息，年末开始计价美联储转鸽放缓加息。2月议息会议结束后美联储加息的终点已经出现在地平线上，往后看，我们依然认为交易美联储政策转向是今年全球资本市场的重要主线，但在节奏上，目前市场预期已走在美联储指引之前，对美联储政策转向已有较充分定价，此时需要警惕后续欧美经济数据下滑幅度缓于预期造成宽松预期削弱，进而引发资本市场波动的风险。

◆ 1月官方PMI数据显示制造业和非制造业景气度全面回升

1月制造业和非制造业景气度全面回升。

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

美联储进一步放缓加息，紧缩政策或接近尾声 —2023-02-03
制造业和非制造业景气度全面回升 —2023-02-01
金融市场分析周报 —2023-01-30

制造业方面, 2023年1月官方制造业PMI录得50.1%, 较上月+3.1PCTS, 自2022年10月开始连续3个月位于荣枯线之下后, 再次回到荣枯线之上。考虑历年春节假期错位因素, 今年1月制造业PMI值在2005年以来春节假期主要在1月的5个年份(即2009、2012、2017、2020和2023年)中由高到低排在第3位, 也高于除今年外其余4年历史均值的49.3%, 结合今年1月制造业PMI较去年12月+3.1PCTS, 远超历史均值的-0.1PCTS, 显示排除春节错位因素后, **疫情的快速过峰之下, 今年1月制造业景气程度向常态修复速度较快**。结构上看, 制造业五大分项指数呈现全面回升态势, 其中, 代表制造业需求和生产的PMI新订单指数和PMI生产指数分别带动1月制造业PMI上行2.1PCTS和1.3PCTS。**疫情快速过峰, 外需、内需和生产的同步修复下, 制造业企业采购意愿增强, 生产经营活动预期回升明显, 主动增加了产成品和原材料库存**: 1月, PMI产成品库存指数和PMI原材料库存指数分别较上月+0.6PCTS和+2.5PCTS, 同时, PMI采购量指较上月+5.5PCTS, PMI生产经营活动预期指数较上月+3.7PCTS。

非制造业方面, 2023年1月, 非制造业商务活动指数54.4%, 较上月+12.8PCTS, 其中, 建筑业PMI为56.4%, 较上月+2.0PCTS, 景气度高位基础上继续抬升, 服务业PMI为54.0%, 较上月+14.6PCTS, 自去年7月开始连续6个月下滑后出现大幅回升。

疫情快速过峰之下, 居民出行明显恢复, 此前困扰服务业的居民消费场景受限问题明显改善, 推动1月服务业景气度大幅回升。我们统计的17个大中城市地铁客流量数据显示, 春节前的最后一周, 各城市每日地铁客流量均已超过或接近去年11月日均值, 此外, 1月高德大数据百城拥堵指数均值为1.43, 较去年12月的1.42上升, 同时, 100个城市中, 1月拥堵指数较去年12月上升的城市数量为52个, 相比于去年12月较去年11月有80个城市拥堵指数下降改善明显。另一方面, 我们也注意到, 与疫情前的2017年(2017年春节假期主要在1月, 为疫情前距今最近的春节假期主要在1月的年份, 故以此作比)1月1.57的拥堵指数相比, 今年1月1.43的拥堵指数仍然相对较低, 表明居民出行距离恢复到疫情前的水平仍需时日, 服务业景气度仍有较大改善空间。

1月建筑业PMI录得56.2%, 较上月+2.0PCTS, 仍然位于相对高景气区间。今年财政依然延续靠前发力思路, 基建将继续作为稳经济的重要一环。此前已有媒体报道, 2023年地方债“提前批”额度已下达, 根据我们的统计, 今年1月全国范围新增专项债发行达4912亿元, 在充足的资金支持下, 上半年基建将继续发力, 建筑业有望持续维持高景气状态。

◆ 资金面边际收紧, 美国1月就业报告推动美债收益率大幅上行

本周(1月30日-2月5日), 临近月末, 央行加大公开市场操作规模支持月末流动性需求, 累计投放7D逆回购8880亿元, 利率维持2.0%。另有16080亿元逆回购到期, 净回笼流动性7200亿元。跨月前货币市场资金利率出现季节性回升, 周中货币利率一度涨超政策利率, 1月31日DR007录得2.15%, SHIBOR1W录得2.12%, 后半周逐步回落。截止2月3日, DR007报收1.82%, SHIBOR1W报收1.85%。2023年全国两会将于3月4日-5日在北京召开, 春节后至两会前是地方债集中发行的高峰期, 政府债缴款、税收缴款对流动性或形成一定的挤压作用, 资金利率波动中枢可能上移, 但超过政策利率的概率较小, 后续央行可能通过加大公开市场操作力度等方式熨平资金市场的波动, 保持流动性合理充裕。

截至 2 月 3 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.89%，较春节前最后一个交易日（1 月 20 日）下行 4bp，美国 10 年期国债收益率录得 3.53%，较上周五上行 1bp。

◆ **从全球比较的视角，关注外资押注中国经济复苏带来的交易机会**

节后一季度经济修复的强预期基本被市场消化，经济基本面修复进程成为市场关注重点，截至 2 月 3 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.89%，较节前最后一个交易日下行 4bp。3 年期 AAA 级信用利差周五录得 53bp，较节前上升 7bp。债市表现体现投资者对经济复苏强预期能否兑现仍存疑虑，有待后续数据验证。

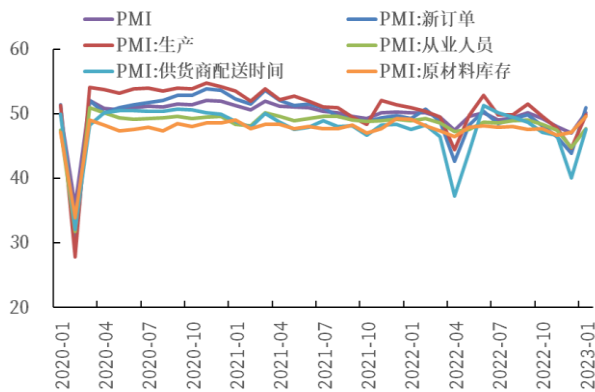
我国在疫情快速过峰后消费和生产快速反弹，上半年经济或实现强势回升，同阶段美国因为紧缩政策及其滞后效应，经济增速将被压制，双方经济周期分化造成外资押注中国经济复苏，资金流入有望对国内资本市场形成支撑，特别是近期 A 股北向资金大幅流入，权益市场上涨动力强于债券市场。

图1 美国 2 年和 10 年期盈亏平衡通胀利率走势 (%)

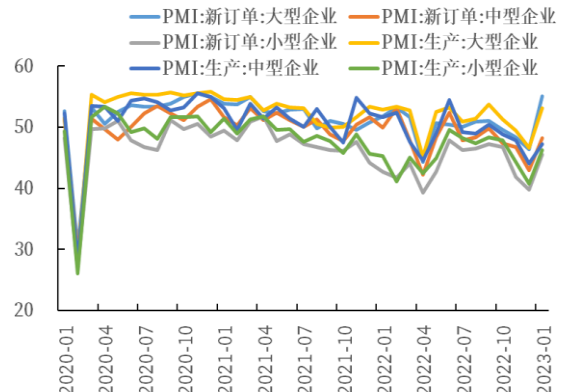

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 美国 2 年期和 10 年期国债收益率走势 (%)

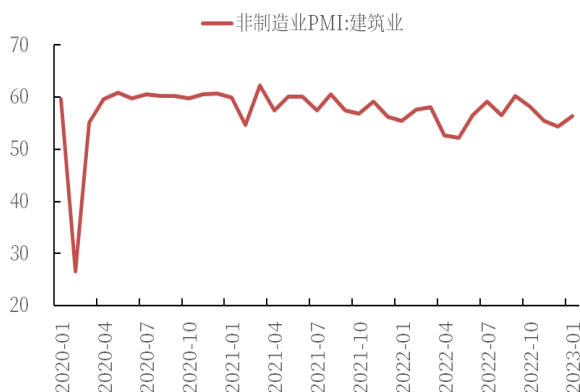

资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)


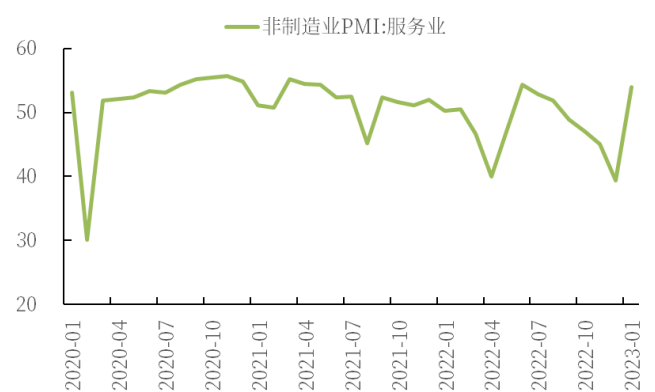
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 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5 建筑业景气度仍处高位 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 服务业景气度大幅回升 (%)


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