

美联储加息放缓预期受挫，国内经济复苏关键在房地产

2023年2月19日-2月25日周报

◆ 市场对美联储放缓加息步伐的预期受到较大程度的削弱

当地时间2月22日，美联储发布1月31日至2月1日货币政策会议纪要。纪要指出，通胀率“仍远高于”美联储设定的2%长期目标，且确定通胀正处于持续下行道路上“仍需更多证据”，同时，持续紧张的就业市场将对通胀造成上升压力，美联储“持续”加息是必要的。多数美联储官员认为放缓加息步伐是平衡紧缩货币政策风险的最佳方式，在加息点位方面，所有担任票委的美联储官员都投票支持加息25个基点。美联储会议纪要虽然传递出进一步平衡控通胀和稳经济双重货币政策目标的意图，但控通胀的目标总体上仍然处在更在优先的位置，总体偏鹰派。

值得注意的是，在1月底美联储会议之后，2月初至今，市场接连迎来了美国1月超预期的就业数据、同比下行但高于市场预期的1月CPI和PPI数据。本周公布的美国1月核心PCE物价指数显示，美国1月核心PCE同比升4.7%，预期升4.3%，前值自升4.4%修正至升4.6%；环比升0.6%，创去年8月以来最大增幅，预期升0.4%，前值自升0.3%修正至升0.4%，显示美联储最关注的核心PCE物价指数仍然超市场预期。此外，本周公布的美国2月Markit服务业PMI初值50.5，创8个月新高，制造业PMI初值反弹，综合PMI初值50.2，强于预期的47.5，显示美国经济衰退风险进一步降低。

一方面，本周公布的美联储1月议息会议纪要偏鹰，另一方面，本周公布的美国1月核心PCE物价指数和2月PMI数据均超预期，叠加2月初至今公布的超预期的CPI和PPI数据以及就业数据，市场对美联储放缓加息步伐的预期受到了较大程度的削弱。截止2月24日，CME数据显示市场预期美联储3月议息会议加息50BP的概率已经升至27%，与2月17日的18.1%以及2月10日的9.2%的相比，呈现持续上升趋势。对于联邦基金利率，目前市场主流预期已经从年内降息变为年内不降息，主流预期联邦基金利率将于6月14日会议上升至5.25%-5.5%，并一直保持到年末。在美联储加息放缓预期减弱和经济韧性增强的双重影响下，本周2年期和10年期美债收益率分别上行18和13个BP，标普500、纳斯达克和道指三大股票指数均出现周内下跌。

我们认为，虽然中长期来看交易美联储政策转向仍然是今年全球资本市场的重要主线，但年初至今美国持续超预期的通胀和保持韧性的经济数据之下，前期对美联储加息放缓过于乐观的预期已出现相对明显修正，预计近期美股和美债市场仍会在调整预期的同时经历较大波动，受此影响，全球资产的估值可能会受到一定程度打压。

◆ 多项数据显示我国经济活力恢复明显，复苏能否更进一步的关键点在房地产

1月PMI数据、金融数据等多项数据表明我国经济复苏趋势进一步显现。2月以来，物流、客流数据显示，我国经济活力明显恢复：国务院物流保通保畅工作领导小组办公室监测汇总数据显示，2月以来，全国邮政快递日均揽收投递均恢复至3亿件以上；国家邮政局监测数据显示，开年39天，快递业务量超过100亿件，比2019年达到100亿件提前了40天，比2022年提前了2天；高德交通大数据显示，截止2月25日，今

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 —2023-02-21
流动性层面继续预期与现实的博弈 —2023-02-19
金融市场分析周报 —2023-02-15

年2月，百城拥堵指数达到1.61，已经达到2017年以来历史同期最高位，显示居民出行恢复明显；我们统计的17个大中城市地铁客流量显示，截止2月23日，今年2月17个大中城市地铁客流量同比均超过去年同期，同比上涨幅度在+17.4%(上海)和106.1%(苏州)之间，显示居民出行恢复具有普遍性。

表现亮眼的物流数据和居民出行数据预示着我国消费将出现相对明显的复苏，结合今年大概率下行的出口以及保持支撑力度的基建，后续经济复苏能否更进一步的关键点在于房地产投资的修复进度。

自去年年末金融16条等政策以来，房企融资环境已经明显改善，预计在资金端风险明显降低的情况下，今年前2个月房企加速竣工将对房地产投资有一定支撑。但另一方面，如我们一直所强调的，整个房地产价值链条的出口是居民加杠杆购房，因此，房地产市场的明显企稳仍需房地产销售数据的明显回暖作为先决条件。从目前的数据看，年初以来，房地产销售数据降幅有所收窄，但数据改善力度仍需进一步加大，3月将是房地产销售数据的重要观察窗口：我们统计的数据显示，2023年1月1日至2月25日，50个大中城市商品房销售面积同比下降了21.6%，较去年12月的28.3%缩窄，但仍然超过了20%。同时，分城市数据看，一线城市中仅北京销售面积明显回暖，同比降幅缩窄到2%以内，二线城市中，仅厦门、南宁和济南同比录得正值，三线城市中，仅惠州、江门等6个城市同比录得正值。

◆ 央行滚续逆回购补充流动性水位，货币市场资金波动加大

本周(2月20日-2月24日)，逆回购方面，本周央行逆回购的操作规模仍处于高位，累计投放7D逆回购14900亿元，利率维持2.0%。另外，本周有16620亿元逆回购到期，实现净回笼流动性1720亿元。货币市场方面，截止2月24日，DR007报收2.26%，较上周五上升1BP；SHIBOR1W报收2.24%，较上周五上升4BP，资金利率处于政策利率上方，资金面持续紧缩。

2月央行的公开市场操作一直处于高位滚续状态，但资金净投放量并不高。节后首周净回笼7200亿元，第二周转为净投放6020亿元，第三周净投放210亿元，本周净回笼1720亿元。央行通过巨额逆回购的滚续回应市场的流动性需求，资金市场的波动性加大。

实体融资需求抬升与跨节资金回笼共振促进了本月资金市场紧缩态势的进一步发展。节前央行释放巨量流动性，以应对跨节期间骤升的流动性需求。节后首周恰逢月末，当周央行净回笼流动性7200亿元，资金市场利率中枢已有抬升趋势。而疫情措施优化后经济持续复苏带来的融资需求，叠加财政前置发力和税收延后导致的缴款、缴税需求，信贷的“开门红”对银行间市场的流动性造成一定挤压，央行随即停止节后的流动性回笼，转而通过滚续逆回购补充货币市场流动性，连续三周OMO操作规模都超过了万亿。2月贷款市场报价利率(LPR)按兵不动，往后看，实体融资需求叠加跨月时点抬升了货币市场的长短期流动性需求，央行公开市场操作规模或持续处于高位，直到DR007利率回落到政策利率附近，接下来一段时间货币市场资金利率波动程度或高于预期。此外，后续央行有望通过降准、MLF续做等多种方式补充中长期流动性，

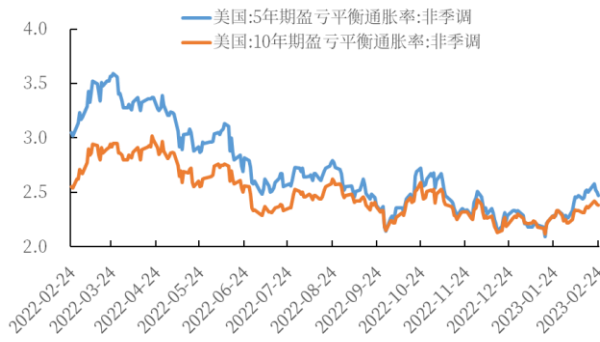
◆ 资金面趋紧债市承压，信用债融资修复势头良好

截至2月24日，我国10年期国债收益率报收2.91%，较上周五上行2BP。3年期AAA级信用利差降至36BP，较上周五下行2BP，较理财赎回潮冲击后的高点(78BP)

收窄了超过 40BP。受资金面趋紧的影响，同业存单发行利率持续上行，1 年期国有银行同业存单发行利率已从 2 月初的 2.58% 升至 2.73%，上涨 15 BP，已接近 MLF 指示的政策利率 2.75%。信用债方面，实体融资需求的恢复带动信用债发行出现上涨，我们以短融、中票、企业债、公司债、商业银行债五类跟踪信用债的发行和融资情况，本周信用债总发行量 3229.97 亿元，总偿还量 1800.75 亿元，净融资额 1429.22 亿元，较上周环比增长 14.66%。

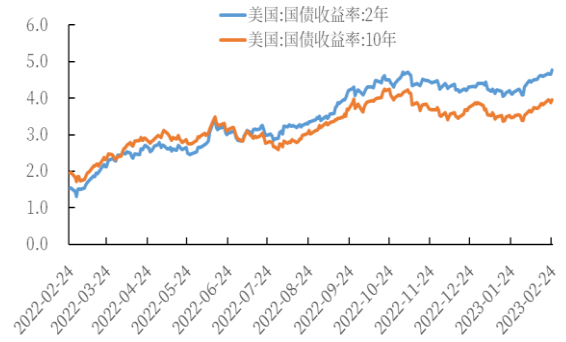
节后交易的主线一直围绕资金面，基本上疫情防控措施优化后经济修复的强预期已经得到了充分的交易，当前阶段市场在持续关注确认经济复苏的进程。2 月以来持续的资金趋紧，央行呵护资金面的程度不及预期，没有实施降准，累积的压力促进利率债收益率打破了一个月以来的超平稳运行，出现上行趋势。2 月 23 日人民银行发布报告，截至 2023 年 1 月末，境外机构在中国债券市场的托管余额为 3.4 万亿元，在 12 月的回升之后转为下滑，其中重点减持国债。股市的上涨也虹吸了部分资金，对债市形成一定压力。往后看，一段时间内资金面仍是主导市场波动的关键线索。

图1 1月中旬以来美国通胀预期阶段性抬头 (%)



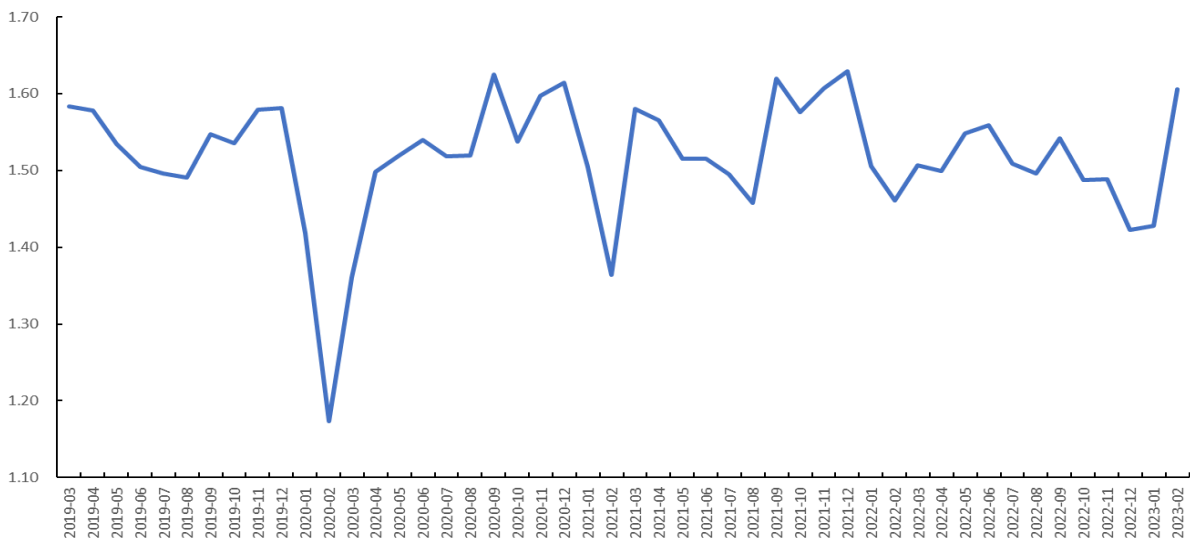
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 2月初以来美债收益率上行 (%)



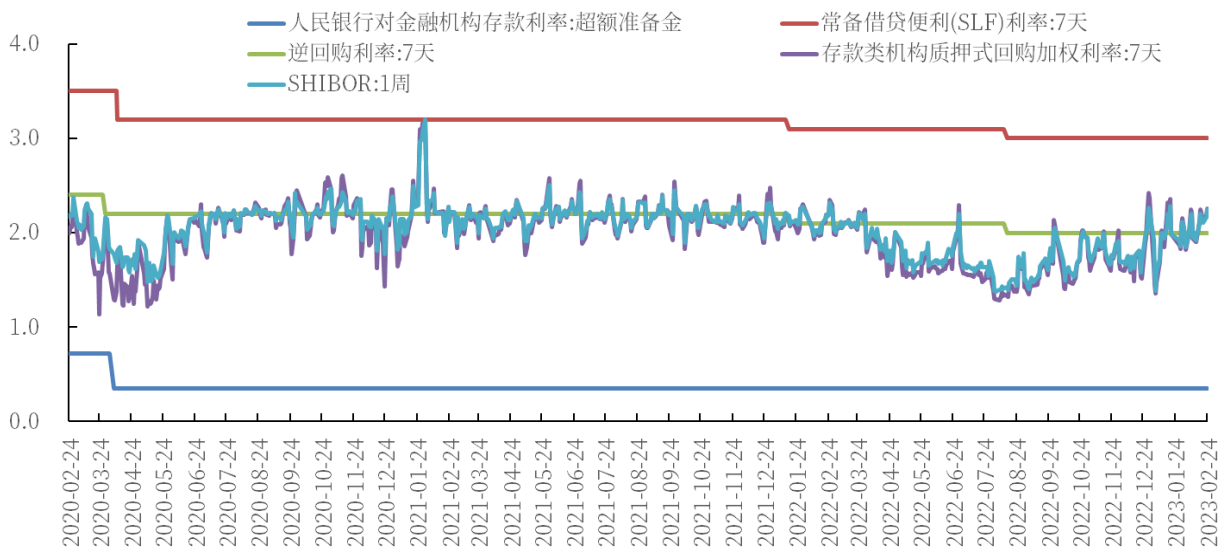
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 今年2月百城拥堵指数已达历史同期高位



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 货币市场利率回归政策利率 (%)



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