

经济加速修复，宽松政策预期仍在

2023年2月26日-3月4日周报

◆ 前期经过充分调整后，市场对美国最新经济数据出现短期“钝化”

本周美国劳工部报告显示，在截至2月25日的一周内，初次失业金人数减少2,000人，经季节性调整后为19万人。这是初请失业金人数连续第七周保持在20万人以下。此外，第四季度劳动力成本上涨环比年率为3.2%，远高于2月公布的前值1.1%，表明劳动力市场保持强劲状态，加剧了金融市场对美联储可能在更长时间内继续加息的担忧。此外，3月3日公布的数据显示，2月Markit综合PMI终值升至50.1，创2022年6月份以来终值新高，并逆转之前连续七个月萎缩的趋势。

总体来看，在2月上旬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，以及上周公布的美联储会议纪要显示美联储政策相对“偏鹰”之后，市场对美联储放缓加息步伐的预期已经受到了较大程度的削弱。本周公布的经济和就业数据虽然再次指向美国经济韧性较强，但市场对美联储加息预期并未有大的变化，显示市场预期在经过前期深度调整之后，对新公布的经济数据敏感性有所下降。本周2年期和10年期美债收益率略微上行，美股三大指数收涨。截止3月4日，CME数据显示市场预期美联储3月会议加息25BP和50BP的概率分别为71.6%和28.4%，较2月24日的73%和27%变化不大，市场主流预期仍然是美联储年内不降息、联邦基金利率将于6月14日会议上升至5.25%-5.5%，并一直持续到年末。

我们仍然认为，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，但近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，不排除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。

◆ 2月PMI数据显示我国经济进入加速修复阶段

继1月之后，2月制造业和非制造业景气度继续全面回升。

制造业方面，2023年2月官方制造业PMI录得52.6%，较上月+2.5PCTS。季节性上看，今年2月制造业PMI值在2005以来的19年中排在由高到低的第4位，在近10年中排在第1位，明显高于今年之前17个年份（扣除明显异常的2020年）2月份历史均值的51.1%。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2月制造业PMI上行1.0PCTS和1.7PCTS，生产的上行对制造业景气度上行的贡献更明显。2月PMI新订单指数排在历史同期第6位（共19年），在春节假期主要位于1月的年份中排在第1位，PMI生产指数排在历史同期第1位，较上月+6.9PCTS。我国本轮疫情过峰速度超预期，2月疫情影响基本消退，生产生活向疫情前的常态回归，制造业需求和生产迅速恢复、预期明显上行、采购意愿增强：2月，PMI产成品库存指数、PMI原材料库存指数和PMI采购量指数分别较上月+3.4PCTS、+0.2PCTS和+3.1PCTS，PMI生产经营活动预期指数录得57.5%，较上月+1.9PCTS，录得2022年3月以来高点。

非制造业方面，2023年2月，非制造业商务活动指数56.3%，较上月+1.9PCTS，

作者

符畅 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

经济进入加速修复阶段 —2023-03-02
金融市场分析周报 —2023-03-01
美联储加息放缓预期受挫，国内经济复苏关键在房地产 —2023-02-26

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

其中，建筑业 PMI 为 60.2%，较上月+3.8PCTS，景气度高位基础上继续抬升，站上 2021 年 9 月以来的高位，服务业 PMI 为 55.6%，较上月+1.6PCTS，站上 2020 年 12 月以来的高位。

2 月疫情影响基本消退，居民出行和聚集向疫情前的常态回归，带动服务业景气度继续上行。截止 2 月 25 日，2 月高德交通大数据百城拥堵指数均值达到 1.61，是 2017 年以来历史同期最高位；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。

2 月建筑业景气度不仅在高位基础上继续上行，建筑业 PMI 还录得了 2020 年 12 月以来的最高值。统计局表示，2 月份各地工程项目集中开复工，建筑业施工进度加快。根据我们的统计，今年 1 月和 2 月全国范围新增专项债发行分别达到 4912 亿元和 3329 亿元，连续两个月维持高位的专项债发行规模下，建筑业景气度短期无忧。拉长长时间来看，由于今年财政仍然维持靠前发力态势，预计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。

2 月全面向上的 PMI 数据进一步表明经济复苏持续加速。但另一方面，我国未来经济的进一步修复仍然面临着外需走弱和房地产行业修复进程不确定性较高的负面影响，因此在节后复工和疫情影响大幅减弱对经济环比的推高基本完成后，复苏力度的持续性有待进一步验证。根据我们统计的数据，今年前两个月，50 个大中城市商品房销售面积合计值同比下跌了 19%，跌幅度虽然和去年 12 月的 28% 相比缩窄，但仍然不小。

2023 年 2 月 26 日至 28 日，中国共产党第二十届中央委员会第二次全体会议在京召开。对于目前的经济形势，会议强调“我国改革发展稳定依然面临不少深层次矛盾，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，经济恢复的基础尚不牢固，各种超预期因素随时可能发生”，表明中央并未改变对我国经济下行压力较大的基本判断。预计未来一段时间，我国宏观政策的主基调依然是稳增长，货币政策和财政政策大概率仍将维持相对宽松。

◆ 市场利率围绕政策利率波动，实体融资需求支撑资金利率中枢上移

本周（2 月 27 日-3 月 3 日），逆回购方面，周中跨月完成，央行逆回购操作规模逐步缩减，累计投放 7D 逆回购 10150 亿元，利率维持 2.0%。另外，本周有 14900 亿元逆回购到期，实现净回笼流动性 4750 亿元。货币市场方面，资金利率波动振幅加大，周中 DR007 一度升至 2.42% 后回落，截止 3 月 3 日，DR007 报收 1.92%，较上周五下降 34BP；SHIBOR1W 报收 1.93%，较上周五下降 31 BP。

本周央行公开市场操作仍旧维持了万亿元以上的规模，延续了 2 月以来的高位滚续状态，但操作规模处于放缓状态，周内也实现了近 5000 亿的流动性净回笼。央行力图在满足市场合理流动性需求的前提下，逐步向正常化操作转变，引导市场短期利率向政策利率靠拢。自去年三季度以来货币市场资金利率中枢抬升的趋势仍在继续，一季度经济修复带来的融资需求抬升对资金利率中枢的支撑起了决定性的作用。

央行发布的四季度货币政策执行报告指出，将精准有力实施好稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”，保持货币信贷总量合理增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，引导综合融资成本稳中有降，发挥好结构性货币政策工具的激励引导作用。往后看，在保持流动性合理充裕的基础上，央行在总量层面的操作较之去年或有所收敛，代之以结构性工具定向发力，以支持经济运行和实体经济循环为目

的释放流动性，促进宽信用真正落到实处，避免流动性淤积于金融系统。随着经济复苏的进一步确立，货币市场资金利率中枢或上移至 1.8%-2.0%。

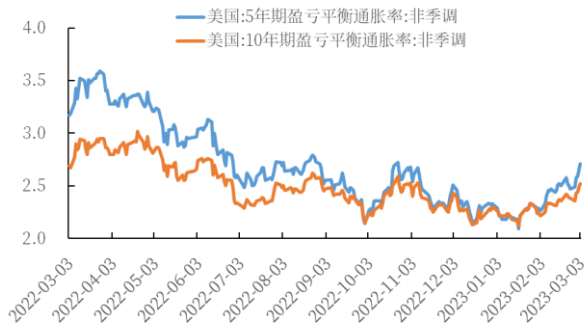
◆ **债市基本面承压态势或难长期持续**

截至 3 月 3 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.90%，较上周五下行 1 BP。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升至 2.75%，较上周五上升 2BP，到达政策利率水平。3 年期 AAA 级信用利差本周五录得 39BP，较上周五上行 3 BP。

当前资金面边际收紧仍是主导市场波动的关键线索。相较于 2022 年一季度以来流动性极宽松的状态，近期政府财政缴款、缴税及跨节跨月等季节性因素叠加引发流动性需求堆积，对于货币市场供给端造成了压力。另一方面，四季度货币政策报告央行重申精准有力实施好稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”，提出“引导市场利率围绕政策利率波动”，资金中枢上移造成债市息差降低，近期交易情绪平淡。

基本上，1 月、2 月 PMI 连续的超预期表现对经济复苏的确认又添砝码，短期内债市基本面承压。然而中长期看，疫后由措施优化带来的经济高速恢复或难以持续，经济增速终要回归到内外部需求支撑的真实增速上。投资方面，当前时点居民购房意愿仍处于低位，居民加杠杆作为房地产价值链的出口，受到杠杆率制约或难有较大的向上突破的空间。国际冲突频发，全球经济放缓压力仍在，外需萎缩下出口份额下行趋势明显。消费方面，疫情冲击下居民收入受到较大影响，同时储蓄意愿升高，拉动内需需要就业改善、社会保障和提高收入等各方面配合。综合来看债市在基本面方面预计仍将面临预期与现实之间的不断博弈。

图1 1月中旬以来美国通胀预期阶段性抬头(%)



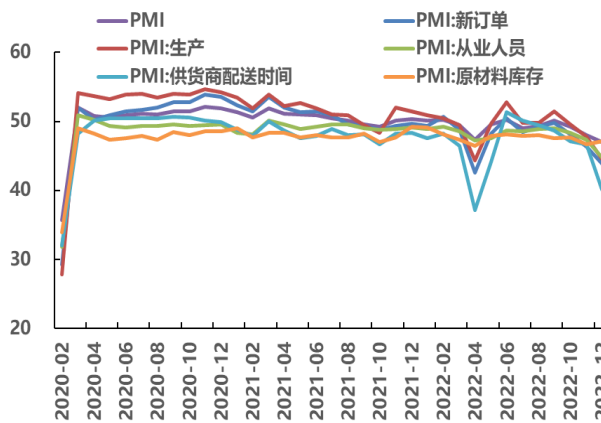
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 2月初以来美债收益率上行(%)



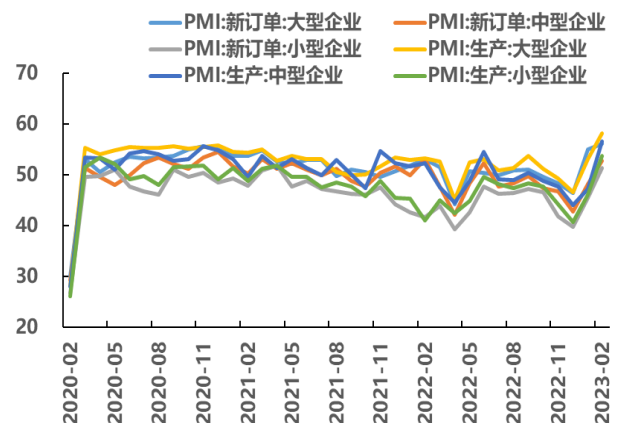
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 PMI指数及其五大构成指数走势(%)



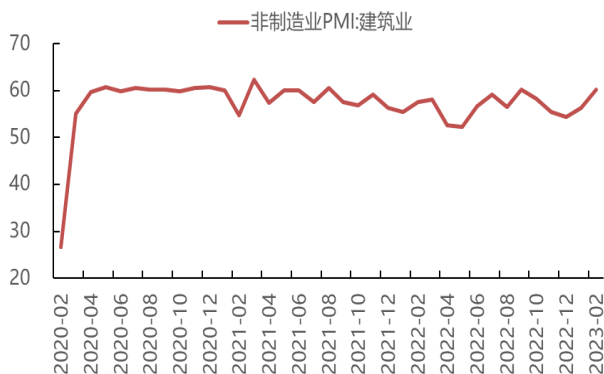
资料来源: wind, 中航证券研究所

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 建筑业景气度再上高位(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 服务业景气度进一步回升(%)



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