

各部门复苏动能出现分化

2023年3月26日-4月1日周报

◆ 市场对美联储降息预期有所回落，但仍然明显领先于美联储政策指引

本周，美国国会就美国近期银行业危机举行了听证会。听证会上，美联储副主席迈克尔·巴尔承认近期美国银行业危机意味着美国银行监管系统的“失败”，但同时表示美国银行体系健全有弹性，拥有强大资本和流动性，硅谷银行的破产核心原因在于该行自身的管理层没有有效管理其利率和流动性风险。

本周，美联储官员密集表态，总体上再次强调了美联储控制通胀的决心，与上周议息会议之后，鲍威尔在记者会上表示的“今年降息不是美联储的基本预期”相呼应。3月30日，波士顿联储主席柯林斯表示将通胀降下来意味着今年不应该降息，现在说美联储在下次FOMC会议上应该做什么还为时过早。同日，明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示，美联储仍致力于2%的通胀目标，如果改变2%的通胀目标，美联储的信誉将受到威胁。同日，里士满联储主席巴尔金表示，如果通胀风险持续，美联储可能进一步加息。周五，纽约联储主席威廉姆斯表示，通胀已经有所缓解，但仍远高于2%的目标。

虽然周五公布的美国2月核心PCE物价指数同比和环比均低于前值和市场预期，但一方面，本周国会听证会上，美联储传达了对于美国金融市场总体“稳定可控”的观点，另一方面，本周美联储官员密集发表相对“鹰派”言论，综合影响之下，市场对美联储的降息预期在本周仍有所回落。值得注意的是，市场边际回落之后的降息预期仍明显领先于美联储最早于2024年开始降息的利率指引。截止3月31日，市场主流预期为美联储将于9月降息，到年末联邦基金利率目标值为4.25%到4.50%，较目前水平下行50BP。

当前时点来看，美联储“稳经济”、“控通胀”和“稳金融”三个政策目标的权重仍处于再平衡的阶段。各方面因素影响下，市场目前仍难以形成较强的一致预期，因此我们认为，尽管本周美股三大指数周内集体收涨，展望未来，美股在短期内形成单边行情的概率仍然较低。

◆ 3月官方PMI数据显示经济复苏趋势仍在，但构成经济的各部门复苏动能已出现分化

3月，制造业景气度（当月PMI值）仍处高位但景气度回升速度（当月PMI值较上月的变化）明显下降，服务业和建筑业景气度在已经高位的基础上继续攀升至历史相对高位。受服务业和建筑业景气度快速攀升影响，3月综合PMI攀升至57.0%，为历年3月最高值。

制造业方面，2023年3月官方制造业PMI录得51.9%，较上月-0.7PCTS。今年2月，经济基本面的明显向好叠加春节错位因素下（今年春节在1月、去年在2月），制造业景气度（PMI当月值，下同）和景气度的提升速度（PMI当月值较上月的变化，下同）呈现双高。3月，虽然制造业景气度依然维持高位，但景气度提升速度呈现相对明

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 —2023-03-28

外部博弈联储利率路径，内部博弈经济复苏强度 —2023-03-26

美联储如期加息25BP，银行业危机冲击下加息终点或提前 —2023-03-24

显的下滑：3月，PMI新订单指数、PMI生产指数和制造业PMI值虽然仍然排在近10年同月的第1位、第1位和第2位，但这三个指数较上月的变化仅排在近10年同月的倒数第2位、最后1位和最后1位。3月PMI生产经营活动预期指数录得55.5%，排在近10年历史同期的倒数第3，较2月变化为-2.0PCTS，排在近10年历史同期的倒数第2位。同时，与2月的PMI产成品库存、原材料库存和采购量指数全面上行相比，3月PMI采购量指数虽然和2月相同，但PMI产成品库存和原材料库存指数分别-1.1PCTS和-1.5PCTS，反映出在制造业景气度提升速度下降的影响下，制造业企业主动对合意库存进行缩减。

非制造业方面，2023年3月，非制造业商务活动指数录得58.2%，较上月+1.9PCTS，其中，建筑业PMI为65.6%，较上月+3.8PCTS，景气度高位基础上继续抬升，录得2012年以来最高位，服务业PMI为56.9%，较上月+1.3PCTS，历年3月中排在第2位。

3月，居民出行进一步向疫情前常态回归，在居民出行明显恢复的情况下，居民聚集、购物及商旅等需求得到释放，带动服务业景气度继续快速攀升、达到历史相对高位。3月，我们观察的24个城市地铁客流量普遍较去年3月明显回升，高德交通大数据百城拥堵指数已高于2019年-2022年3月值。

3月建筑业PMI录得65.6%，较上月+5.4PCTS，景气度不仅在高位基础上继续快速上行，还录得了2012年以来的最高值。从预期看，业务活动预期指数为63.7%，虽然较上月-2.1PCTS，但仍处高位。根据我们的统计，前3月累计发行专项债13568亿元，已超过去年前3月发行额。在基建的支撑下，上半年短期内建筑业景气度无忧。下半年，财政靠前发力结束，基建对建筑业景气度的支撑或有一定减弱，但房地产持续回暖之下，房地产类工程的施工有望在下半年接棒基建，成为建筑业景气度的重要支撑。

3月制造业景气度仍处高位，但回升速度下降，呈现在高位基础上“盘整”的状态，其中既有2月的高基数影响，也有外需下滑和国内需求恢复速度一定程度上不及前期预期的影响，而服务业和建筑业景气度均实现景气度水平和景气度回升速度双高。总体来看，3月官方PMI数据反映出我国经济基本面持续修复的趋势仍在持续。但另一方面，制造业、服务业和建筑业在一季度连续3个月的景气度高位运行，也意味着节后复工和疫情影响大幅减弱对经济环比的推高目前已基本完成，后续经济进一步的复苏情况取决于外需走弱、内需修复以及行业层面房地产行业修复进程的综合影响，仍有待进一步验证。

◆ 资金面季节性趋紧，美国十年期国债转跌

本周（3月27日-3月31日），逆回购方面，临近季末资金面趋紧，波动加大，央行逆回购操作规模重回万亿规模，本周央行累计投放7D逆回购11610亿元，利率维持2.0%；另有3500亿元逆回购到期，央行通过逆回购净投放流动性8110亿元。

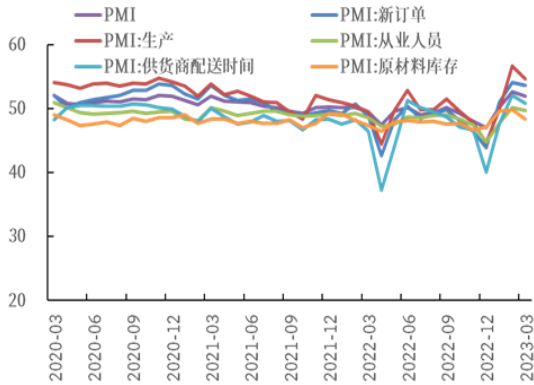
货币市场方面，资金利率边际上行，截止3月31日，DR007报收2.39%，较上周五上行69BP；SHIBOR1W报收2.22%，较上周五上行52BP。降准后银行间系统流动性宽松，隔夜利率与可跨季资金利率分层，剔除跨月影响，截止3月30日收盘，DR001加权平均利率报收0.76%，较上周五下行51BP。展望后续，4月我国经济修复难以维持一季度的环比高斜率，信贷投放节奏或趋缓，叠加降准和MLF增量续作补充了足够的中长期流动性，4月货币市场资金利率中枢或下移至政策利率之下。

截至3月31日，我国10年期国债收益率报收2.85%，较上周五下行2个BP；美国10年期国债收益率录得3.48%，较上周五上行10BP，人民币汇率在6.85至6.9的区间内波动。本周一美国区域性银行第一公民银行表示，收购了此前倒闭的硅谷银行的资产。周二和周三美国参议院和众议院相继召开听证会，就加强银行业监管提出一系列新方案，市场对银行业爆发系统性风险的担忧有所缓解，押注本轮区域性银行业危机已度过波动高峰期。美股银行股普涨，十年期国债收益率开启上行。

◆ 利率维持窄幅震荡

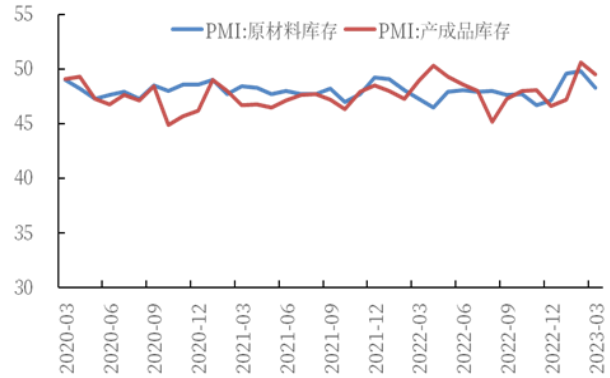
截至3月31日，我国10年期国债收益率报收2.85%，较上周五下行2BP。信用利差方面，3年期AAA级信用利差本周五录得40BP，较上周五上行12BP。资金面上，4月在降准落地后流动性应处于合理充裕的状态，资金面易松难紧。基本上，进入二季度后，2022年同期受疫情影响严重，各类经济数据均下行，因此二季度同比数据受到低基数影响或出现大幅好转。此外，近期政府屡次对外释放呵护民企、坚持对外开放和招商引资的信号，3月下旬中国发展高层论坛、海南亚洲博鳌论坛的顺利举行重申了中国推进对外开放、推动国际投资和贸易复苏的坚定信心，经济修复是否能出现超预期的利好政策值得关注。另一方面，从3月PMI数据来看，产业链的修复速度或已经从疫情放开推动的高环比增长过度到了较为缓和的阶段，后续高景气的增长仍需经济体内生动能的支撑。展望后续，经济基本面好转对投资风险偏好抬升仍然需要进一步的观察和确认，国十利率大概率仍在2.8%-3.0%的区间内窄幅震荡。

图1 3月制造业 PMI 指数略降 (%)



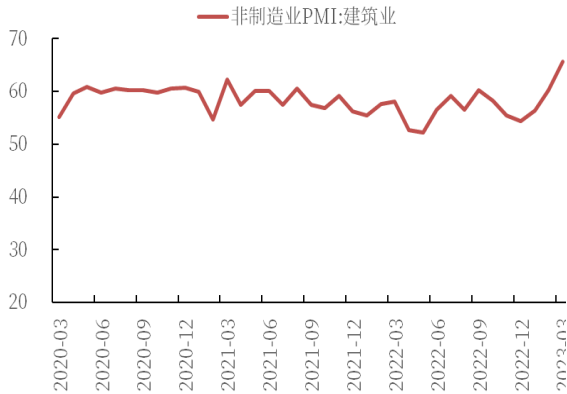
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 3月制造业原材料库存和产成品库存再平衡 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 3月建筑业景气度再上高位 (%)



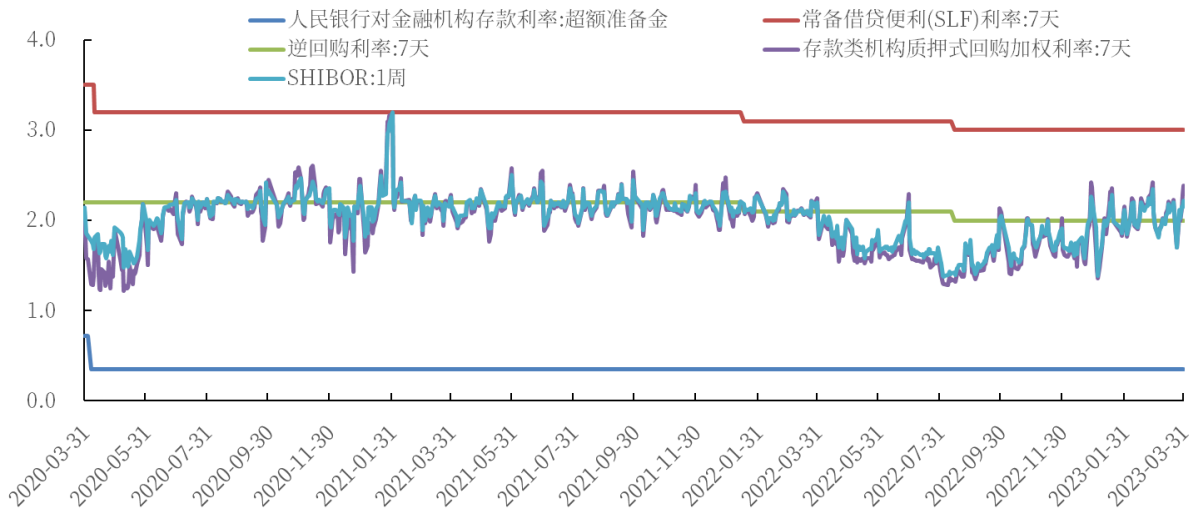
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 3月服务业景气度进一步回升 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 国内流动性走势 (%)



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