

经济已现企稳向上信号

2023年8月28日-9月3日周报

报告摘要

◆ 经济和就业走弱之下，美联储将暂停加息进一步成为市场共识

8月30日，美国商务部公布的数据显示：美国第二季度核心PCE物价指数年化修正值环比升3.7%，预期升3.8%，初值升3.8%；美国第二季度实际GDP年化季率修正值升2.1%，预期升2.4%，初值升2.4%。同日公布的有“小非农”之称的美国8月ADP就业人数增17.7万人，预期增19.5万人。9月1日，美国商务部公布的数据显示美国8月季调后非农就业人口增18.7万人，预期增17万人；失业率为3.8%，创去年2月以来新高，预期3.5%，前值3.5%。

从本周公布的美国重要相关经济和就业数据来看，目前美国经济和劳动力市场均面临着边走弱的情况，同时美国面临的通胀压力也有所减轻，因此，市场对美联储9月会议上不再加息的预期进一步提高。CME数据显示，截止9月1日，市场预期美联储9月不加息、仍然维持目前5.25%—5.5%的联邦基金目标利率值的概率已经高达94%，在上周已经高达80%的概率基础上进一步抬升。从更远期的市场预期看，截止本周，市场主流预期为5.25%即为本轮加息的最高利率，美联储将在明年5月开启降息。

当前时点，在加息已近尾声基本成为市场共识的情况下，市场当前关注重点在于美联储降息的时点，9月美联储议息会议需重点关注。

◆ 内外需同步回暖，制造业景气度快速修复

2023年8月官方制造业PMI录得49.7%，较上月+0.4PCTS，连续第3个月回升，已接近50%的荣枯线。季节性上看，今年8月制造业PMI值由高至低录得历年（2005年以来，下同）同月第13位，8月PMI较上月变化值（+0.4PCTS）在19年中排在第8位。从8月制造业PMI值及其较上月变化看，虽然8月制造业PMI值仍然低于荣枯线，在历年同月中景气水平也相对靠后，但8月制造业景气度仍在快速修复。季节性上看，今年8月制造业PMI新订单指数和生产指数均排在19年中同月的第12位，显示与历史同期相比，今年8月制造业需求和生产总体强度一般，但与7月的分别排在19年中的16位和17位相比，仍然改善明显。另一方面，8月制造业PMI新订单指数和生产指数较7月的变化幅度由大至小分别排在19年中的第7位和第2位，显示无论是制造业的需求或是生产，均以超季节性的速度向上修复。8月PMI生产经营活动预期指数录得55.6%，较上月+0.5%，为今年3月以来连续第2个月回升，同时，8月PMI采购量指数、PMI产成品库存指数和PMI原材料库存指数分别较上月+1.0PCTS、+0.9PCTS和+0.2PCTS，显示在需求继续改善之下，制造业企业继续延续上个月开始的主动补库存倾向。

2023年8月，非制造业商务活动指数录得51.0%，较上月-0.5PCTS，其中，建筑

主要数据

上证指数	3133.2467
沪深300	3791.4912
深证成指	10463.7436

主要指数走势图



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

内外需同步回暖，制造业景气度快速修复 — 2023-09-01

金融市场分析周报 — 2023-08-31

美联储加息或仍存在“收尾”动作 — 2023-08-27

业 PMI 为 53.8%，较上月+2.6PCTS，服务业 PMI 为 50.5%，较上月-1.0PCTS。季节性上看，建筑业 PMI 和服务业 PMI 均排在 2012 年以来 12 年间历年 8 月的最后一位。

8 月 PMI 服务业指数较上月下行，服务业景气度扩张速度继续放缓。分项指数来看，新订单指数为 47.4%，较上月-1.0PCTS，业务活动预期指数为 57.8%，较上月-0.9PCTS，新订单指数和业务活动预期指数均下行。从高频数据看，目前居民出行仍然较去年和前年同期明显活跃，后续服务业景气程度仍有支撑。8 月高德交通大数据显示，100 个监测城市中，拥堵指数高于去年和前年同期的城市数分别达到 63 个和 82 个，7 月分别为 70 个和 85 个。

8 月建筑业景气度较 7 月有所回升，但从季节性上看已经位于 2012 年以来历年 8 月的最后一位，房地产景气度恢复缓慢之下，基建虽对建筑业有很大支撑，但建筑业景气度相比历史数据仍不算强。去年专项债发行节奏较今年明显靠前，上半年即完成了全年额度的 82%，与之对比，今年上半年专项债发行完成进度仅为 57%。根据我们的统计，今年 7 月和 8 月分别发行新增专项债 1963 亿元和 5946 亿元，9 月到 12 月期间，年内尚有 8000 亿元左右专项债待发行，叠加 7 月和 8 月发行的专项债后续转化成相应基建项目投资，年内基建的景气度仍有保障，对建筑业的景气度形成一定支撑。

总体来看，8 月制造业景气度虽然连续第 5 个月位于荣枯线之下，但回升速度较快，已经接近荣枯线水平。8 月制造业需求和生产较 7 月的改善程度明显超过季节性，带动制造业 PMI 快速修复，同时，8 月制造业预期也继续好转，呈现出一定的主动补库存倾向。增量稳增长政策继续发力之下，9 月制造业 PMI 有望重新回到荣枯线之上。8 月建筑业和服务业景气度扩张速度较 7 月继续放缓，但从居民出行的高频数据以及专项债发行情况看，后续服务业和建筑业景气度仍有一定支撑。

◆ 跨月结束资金面边际转松，9 月降准概率升高

本周（8 月 28 日-9 月 3 日），逆回购方面，跨月需求下央行加大公开市场操作规模，周内央行累计投放 7D 逆回购 14090 亿元，到期 7280 亿元，净投放流动性 6810 亿元。跨月结束后资金利率回落至政策利率附近，截止 9 月 1 日，DR007 报收 1.80%，较上周五下行 15BP；SHIBOR1W 报收 1.81%，较上周五下行 9BP。

央行通过灵活把握公开市场操作的力度和节奏，及时应对多种因素对流动性的冲击。8 月中旬政府债发行提速，缴税压力，8 月末跨月和监管需求脉冲式抬升了市场的流动性需求，造成 8 月整体流动性波动较大，DR007 月度均值录得 1.86%，处于政策利率上方。8 月 30 日，金融管理部门联合全国工商联召开金融支持民营企业发展工作推进会。会上央行行长潘功胜表示，“在当前和今后一段时间，会保持市场流动性充裕，通过结构性货币政策和信贷政策引导金融资源更多流向民企和小微企业”，央行呵护流动性态度明确。往后看，9 月是 3 季度最后一个月，地方债发行缴款与季末、节假日等因素可能形成叠加造成流动性需求脉冲式上升。逆周期调节下总量和结构性货币政策仍有空间，为保持流动性合理充裕，央行通过降准、公开市场操作等多措并举支持流动性、提振市场信心的概率有所上升。

◆ 美债收益率高位回落叠加外汇存款降准，人民币汇率压力趋缓

截至 9 月 1 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.59%，较上周五上行 2BP；美国 10 年期国债收益率录得 4.18%，较上周五下行 7BP。美债收益率从最高位回落，但仍高于

4%水平。周内公布的一系列经济数据表明美国通胀正在趋缓，市场对于鲍威尔在9月议息会议上进一步加息25BP的预期有所回落。

9月1日，央行发布公告，为提升金融机构外汇资金运用能力，中国人民银行决定自2023年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的6%下调至4%。下调外汇存准率将释放一部分外汇流动性，增加外汇市场上的美元供给，从而缓解人民币汇率贬值压力。截至2023年7月底，金融机构外汇各项存款余额为8218亿美元，此次下调外汇存准率2个百分点，将释放外汇流动性约164亿美元。中美利差收窄，人民币汇率外部压力边际放缓叠加央行外汇存款降准释放美元流动性，人民币贬值压力趋缓，截止9月1日，美元兑人民币即期汇率录得7.2633，较上周五下行251个基点。

往后看，当前各项经济数据显示美国经济陷入衰退的可能性在减小，并且美国住房和服务通胀仍处于高位，美联储并没有完全排除11-12月议息会议上再加息一次，以维持更高更久的限制性利率水平的可能。若年底美联储重启加息，美债收益率和美元指数在年内将得到进一步的支撑，在此情形下人民币汇率压力将再次上升。

◆ 基本面转暖预期下债市长端收益率回升，信用债成交高位放缓

近日房地产市场利好频传，“认房不认贷”政策纳入“一城一策”工具箱，目前已有广州、深圳、武汉等城市宣布落实该政策。本周四央行并国家金融管理监督总局发布通知，降低首套和二套住房的最低首付款比例要求，并下调存量房贷利率。系列措施将有效降低居民购房门槛和成本，促进潜在合理购房需求释放，同时稳定房企现金流，降低风险累积，对市场预期起到积极引导作用。此外，降低印花税等措施提振权益市场，股债跷跷板效应对债市成交也产生一定影响，10年期国债收益率周内振幅增大。

最近公布的8月PMI数据显示内需仍处于偏弱状态，但边际改善迹象明显。8月制造业PMI继续回升0.4个点，虽然仍落在临界值以下，但已是连续第三个月回升。各分项指标也从多个角度释放积极信号，13个分类指标中，仅有从业人员指数继续下滑，其余12个指标均为回升。资金面上，逆周期调节下总量与结构政策工具箱仍有空间，9月央行或通过逆回购、降准以及结构性货币政策等多种工具投放流动性，以支持信贷投放规模增长，央行维持流动性合理充裕的态度明确，资金利率中枢大幅回升风险不大。债市长端收益率仍重点关注经济复苏底色和稳增长政策落地情况。

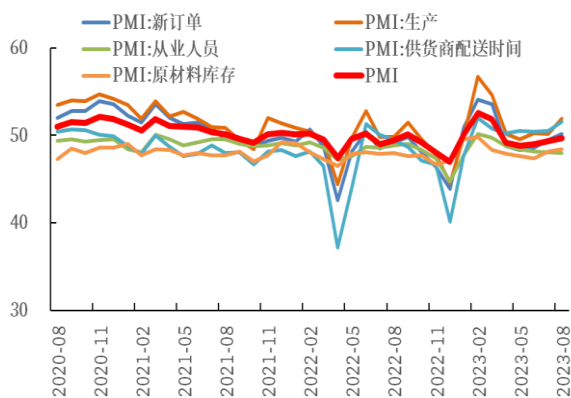
信用债交易方面，近期减税降费等多项基本面利好叠加活跃资本市场工具落地，权益市场获得有力支撑，债市情绪受到一定扰动。截止8月31日，各等级、各期限中短期票据收益率均出现上行，AAA级3年期中短期票据收益率较1周前上行5.36BP，录得2.70%；信用利差较一周前上行1.87BP，录得35.45BP。AAA级3年期城投债收益率录得2.71%，较一周前上行4.3BP，信用利差录得36.31BP，较一周前上行0.81BP。整体上信用债交易情绪有所回落。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

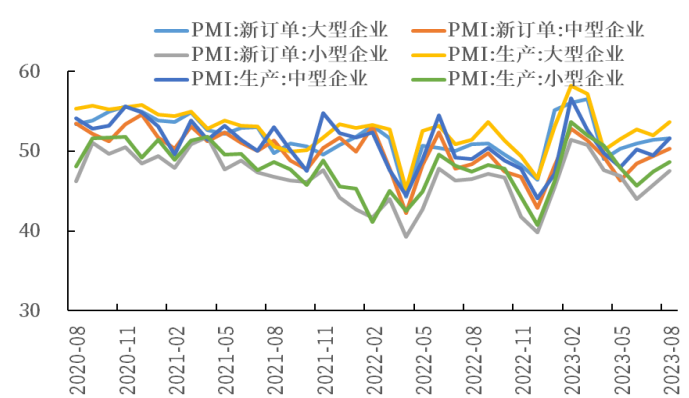
图1 美联储本轮加息已处尾声

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	94.0%	6.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.6%	33.5%	1.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	61.9%	30.8%	1.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	17.2%	55.5%	24.8%	1.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.2%	34.1%	42.0%	14.5%	0.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.6%	21.9%	38.3%	27.4%	7.2%	0.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.1%	15.8%	32.5%	31.2%	14.3%	2.8%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	12.0%	27.5%	31.6%	19.4%	6.2%	0.9%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	1.8%	10.1%	24.4%	30.8%	21.8%	8.8%	2.0%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.3%	7.5%	19.9%	28.8%	24.6%	12.9%	4.1%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.9%	5.6%	16.1%	26.1%	25.9%	16.5%	6.8%	1.8%	0.3%	0.0%	0.0%

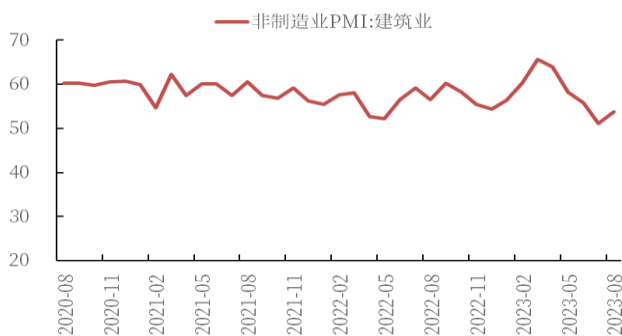
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)


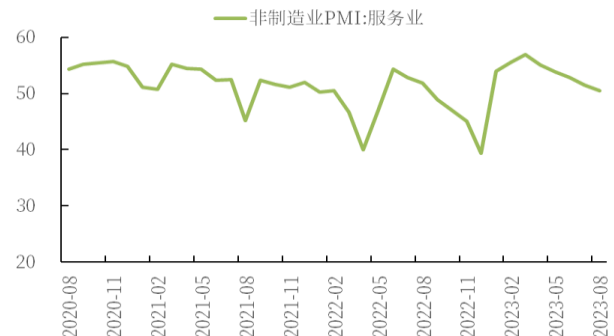
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 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4 建筑业景气度回升 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 服务业景气度回落 (%)


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。

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