

经济复苏趋势更加明显

2023年9月25日-10月7日双周报

报告摘要

◆ 市场已经基本消化联邦基金目标利率维持更长时间的预期

9月30日,美国商务部公布的数据显示,美国8月份不包括食品和能源的核心PCE仅环比上涨0.1%,是自2020年以来的最低月度涨幅;10月2日,美国供应管理协会公布的数据显示,美国9月ISM制造业PMI为49,预期47.7,前值47.6;10月6日,美国商务部公布的数据显示,美国9月季调后非农就业人口增33.6万人,为2023年1月以来最大增幅,预期增17万人,前值由增18.7万人上修至增22.7万人。美国9月平均每小时工资环比升0.2%,预期升0.3%,前值升0.2%;同比升4.2%,预期升4.3%,前值升4.3%。美国9月失业率为3.8%,预期3.7%,前值3.8%。

近期公布的数据显示美国经济运行总体上保持了通胀放缓和经济韧性较强的双重特点。国债收益率角度,截止10月6日,美国十年期国债收益率较9月1日上涨60个BP,较两周前上涨了34个BP,显示出近一个月,尤其是两周前美联储议息会议之后,债券市场已经逐步消化了美国经济很可能实现软着陆以及联邦基金目标利率的高位将较此前预计的维持更长时间的预期。股市角度,9月中旬至今,尤其是9月20日美联储9月议息会议之后,由于美联储会议决议显示出的降息时点延后的政策倾向和美债收益率的持续上行,美国三大指数,即道指、标普500指数和纳指总体上呈现下跌态势。但10月6日当日,大超预期的非农就业数据公布之后,美股三大指数在短暂低开下跌之后迅速实现反弹并于当日最终收涨的现象,也显示出经过一段时间的调整,股市已经基本消化了联邦基金目标利率维持更长时间的预期。

我们认为,在美国通胀有所缓和、联邦基金目标利率维持高位、国债收益率持续上升的背景下,叠加近期包含罢工等一系列事件的潜在负面影响,出于防止金融系统风险进一步放大和呵护经济的目的,虽然美联储降息时点已经较此前预计的延后,但美联储年内进一步加息的概率不大。

截止10月6日,CME数据显示,市场预期美联储11月会议维持当前联邦基金目标利率的概率为72.9%,加息25BP的概率为27.1%,同时,市场主流预期本轮的联邦基金目标利率终点仍为当前值,即5.25%-5.50%,市场主流预期的美联储首次降息时点为明年6月。

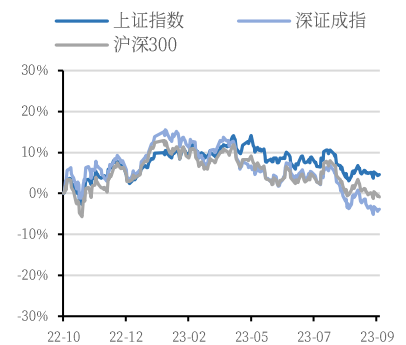
◆ 制造业PMI重回荣枯线之上,经济复苏趋势更加明显

2023年9月,官方制造业PMI录得50.2%,较8月+0.5PCTS,时隔5个月再次回到荣枯线之上。从PMI五大分项指数看,9月PMI新订单指数和生产指数分别带动制造业PMI上行0.1PCTS和0.2PCTS,是9月制造业PMI指数上行的主因。季节性上看,今年9月制造业PMI值由高至低录得历年(2005年以来,下同)同月第14位,

主要数据

上证指数	3110.4753
沪深300	3689.5172
深证成指	10109.5275

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: 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:	

相关研究报告

非美国家更加关注金融安全,去美元化仍任重道远 —2023-09-27
金融市场分析周报 —2023-09-27
美联储暂停加息,我国增量稳房地产政策初步起效 —2023-09-24

9月PMI较上月变化值(+0.4PCTS)在19年中排在第9位,制造业PMI继续呈现快速修复态势。

9月PMI重回荣枯线之上,核心原因仍然在于制造业内外需的同步回暖,带动了制造业生产的进一步恢复。9月PMI生产经营活动预期指数录得55.5%,较上月略降+0.1%,仍然处在相对高位,同时,9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+0.2PCTS、-0.5PCTS和+0.1PCTS,显示在需求继续改善之下,制造业企业仍然具有一定的主动补原材料库存倾向,并且与上月相对,由于需求恢复速度较快,制造业产成品库存已经出现了一定的被动去化。

2023年9月,非制造业商务活动指数录得51.7%,较上月+0.7PCTS,其中,建筑业PMI为56.2%,较上月+2.4PCTS,服务业PMI为50.9%,较上月+0.4PCTS。其中,服务业景气度回升主要系水上运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业持续位于高景气区间的支撑作用,建筑业景气度回升主要系随着高温多雨天气影响逐渐消退,建筑业生产施工加快。从预期来看,9月服务业和建筑业业务活动预期指数分别录得58.1%和61.8%,较上月分别上行0.3PCTS和1.5PCTS,显示服务业和建筑业企业对未来的预期均有所好转。另一方面,从季节性上看,建筑业PMI和服务业PMI均排在2012年以来12年间历年9月的倒数第二位,显示建筑业和服务业的环比回暖,季节性因素起了很大作用,建筑业和服务业仍有继续向上修复的空间。

总体来看,9月制造业PMI重回荣枯线之上,服务业和建筑业PMI指数也较上月有所回升,显示稳增长政策的效果进一步显现,经济复苏的趋势进一步明确。

◆ 央行增大14D逆回购规模呵护短端流动性,10月资金面或承压

节前一周(9月25日-9月28日),临近季末长假时点,央行公开市场操作以14D逆回购为主,操作规模逐步增加以呵护短端流动性,周内投放14D逆回购16220亿元,中标利率维持1.95%;投放7D逆回购3010亿元,中标利率1.80%。周内央行累计通过公开市场操作投放流动性19230亿元,到期7660亿元,实现净投放流动性11570亿元。

临近季末,在地方债发行缴款与节假日等因素的扰动下,资金面波动加大。截止9月28日,DR007报收2.24%,较上个周五上行4BP;SHIBOR1W报收2.20%,较上个周五上行21BP。8月份以来,地方债加速发行叠加实体经济边际改善,带动信贷投放边际上行,流动性需求上升,资金利率波动中枢结束了年初以来的下行趋势,转而边际上升。8月和9月DR007月度均值分别录得1.86%、1.97%,显著高于政策利率。

往后看10月的资金面,供给端上,近期央行表态显示宽松的货币政策基调并未改变,9月25日央行货币政策委员会2023年第三季度例会上表示,加大已出台货币政策实施力度,保持流动性合理充裕,保持信贷合理增长、节奏平稳。但流动性需求端的上扬或仍给资金面造成压力。8月28日,财政部部长刘昆表示,今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕,用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕。信贷改善之下,银行融出意愿降低,叠加10月受到节庆影响交易日缩短,10月资金面扰动或加大。

◆ 流动性冲击下十年期国债收益率持续上行

近期流动性趋紧叠加基本面预期改善、汇率贬值压力，债市长端收益率出现明显回调，主导因素是资金面趋紧对债市情绪产生冲击。截至9月28日，我国10年期国债收益率报收2.68%，较上周五持平，周内触及2.70%的高点。短期内，信贷改善之下，银行融出意愿降低，流动性需求端的上扬叠加供给端没有超预期的宽松，资金面扰动或增强，带动债市收益率波动加大。

往后看，10年期国债收益率与MLF政策利率之间的利差当前已到达15BP附近，超过2022年年底。同时10Y-1Y的期限利差也收缩至2021年以来的历史低位，长端利率下行的引力加大。而债市对于基本面持续保持谨慎观望态度，6月和8月连续两次降息落地叠加9月超预期降准，货币政策接连发力，叠加地产政策放松和政府专项债发行加速，多重措施下本轮信贷修复企稳效果需要一段时间的经济数据验证。若信贷修复节奏不及预期，则四季度进一步降息的可能性升高，或推动债市收益率下行。

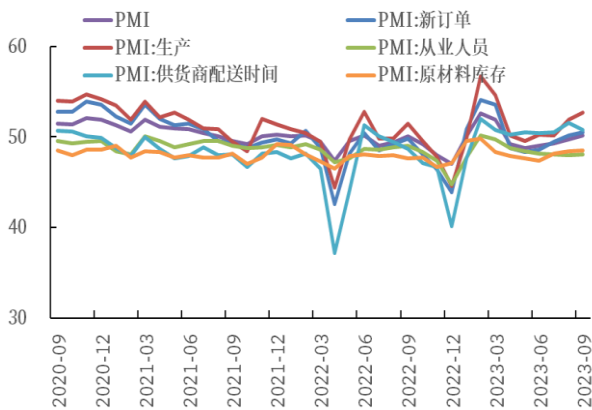
节前一周资金面趋紧同样影响了信用债和城投债的交易情绪。截止9月27日，AAA级3年期中短期票据收益率较一周前上行2.77BP，录得2.90%；信用利差较一周前上行1.62BP，录得41.48BP。城投债方面，AAA级3年期城投债收益率录得2.93%，较一周前大幅上行6.1BP，信用利差录得45.42BP，较一周前上行4.95BP。

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

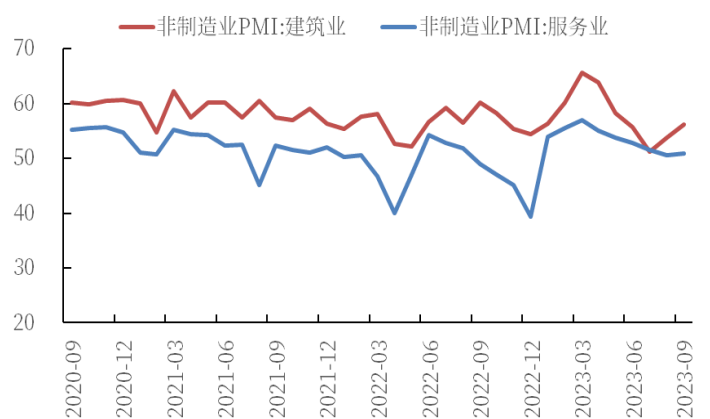
图1 市场对美联储开启降息的时点预期为 2024 年 6 月

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	72.9%	27.1%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.6%	36.7%	5.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	56.7%	35.5%	5.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	13.2%	52.5%	29.5%	4.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.1%	27.3%	44.2%	20.4%	2.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	14.9%	34.8%	33.7%	12.6%	1.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.1%	25.6%	34.2%	22.4%	6.7%	0.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.7%	5.7%	18.4%	30.4%	27.6%	13.6%	3.3%	0.3%
2024/11/7	0.0%	0.4%	3.2%	12.0%	24.4%	29.0%	20.6%	8.5%	1.8%	0.2%
2024/12/18	0.2%	2.1%	8.7%	19.7%	27.2%	23.8%	13.1%	4.3%	0.8%	0.1%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 制造业 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 非制造业 PMI 指数走势 (%)


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