

国内经济动能修复，但美债收益率急升，汇率再承压

2023年10月16日-10月22日双周报

报告摘要

◆ 经济动能走弱趋势已经得到一定程度遏制

今年 Q3 GDP 不变价同比+4.9%，高于市场预期的+4.5%。Q2 经济动能走弱，Q3 经济动能有所恢复。消费方面，8 月和 9 月连续两个月社零同比上升；出口方面，因为全球需求的韧性和我国产业链优势，8 月和 9 月连续两个月出口增速下滑速度趋缓，高于市场预期；投资方面，8 月和 9 月连续两个月，制造业投资和基建投资增速均上行，带动整体投资增速持续上行。7 月、8 月和 9 月连续 3 个月，房地产投资增速均录得-10%之下，降幅较 Q2 有所加深，显示房地产投资依然有待改善。综合来看，Q3 虽然房地产投资增速仍无起色，但在出口下滑速度趋缓、居民消费修复以及基建投资和制造业投资较强韧性的支撑下，经济动能下滑的趋势已经一定程度上得到遏制，体现了增量稳增长政策的效力。站在当前时点，考虑当前经济运行基本态势和去年基数，我们认为全年 GDP 增速录得+5%以上难度不大，有望实现+5.2%左右的增速。

2023 年 9 月，社零同比录得+5.5%，较上月+0.9PCTS,连续第二个月回升。虽然 9 月社零同比回升，但从环比看，9 月消费动能仍不算强。9 月社零环比为+0.02%，较上月-0.2PCTS。季节性上，9 月社零环比为 2011 年以来同月最低值。总体来看，9 月社零同比虽然较 8 月上行，但消费动能并不算很强，继续向上修复的空间仍然较大。截止今年 9 月，年内居民收入增速仍然较疫情前有不小差距，居民消费倾向虽然高于 2020-2022 值，但仍然明显低于疫情前普遍水平。预计居民资产负债表受损和居民收入增速下降的因素仍将是年内居民消费进一步修复的核心障碍。预计 2023 年社零年度同比增速录得+8.5%左右。

2023 年 9 月，制造业投资增速+7.9%，较 8 月+0.8PCTS，带动 9 月固投总体增速+4.8PCTS。往后看，年内内需预计仍将较弱，但 9 月 50 种流通中的生产资料已经由 35 中环比价格上行，显示内需仍较二季度明显改善。产能利用率角度，Q3 制造业产能利用率录得 75.8%，虽较 Q2 回升 1PCTS，但仍为近 5 年同季度最低值，或意味着制造业投资出现较大幅度回升的概率仍然较小。预计后续制造业投资整体上仍具一定韧性，全年增速在 5.0%到 5.5%之间。

2023 年 9 月，基建投资同比+6.8%，较 8 月+0.6PCTS，增速上行，排在近 60 个月月度同比增速的第 22 位（2021 年为两年复合增速）。今年财政发力相比去年时间上更加均匀。根据我们的统计，今年 7 月、8 月和 9 月，分别发行新增专项债 1963 亿元、5946 亿元和 6300 亿元，明显高于去年同期。往后看，年内专项债剩余限额虽然仅剩 2000 亿元左右，但考虑到三季度发行的超过 1.4 万亿元专项债在转化为项目过程中对基建的支撑作用，预计年内基建投资仍将保持韧性，对固投形成稳定支撑。

主要数据

上证指数	2983.0585
沪深 300	3510.5889
深证成指	9570.3572

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

需警惕美国高利率带来的危机 —2023-10-19

金融市场分析周报 —2023-10-19

美债高收益率促使美联储再次加息可能性进一步下降 —2023-10-16

2023年9月，房地产投资增速-11.3%，较8月-0.3PCTS，下行幅度略微加大，带动9月固投增速-2.8PCTS。2023年9月房地产相关数据呈现四个主要特征：1，房地产开发投资降幅仍然达到10%以上，降幅较8月略微加深，显示房企投资意愿依然不高。2，居民购买新房意愿有所回升，但销售额和销售面积同比降幅依然较大。3，房企开发资金同比降幅缩窄，政策支持起效。4，房屋施工面积同比降幅依然较大，房企仍忙于保交楼。在保交房的压力下，9月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积分别录得大幅同比正增长和大幅同比萎缩。9月房地产投资同比看依然疲软，但房企融资的边际改善和新房销售环比较此前的回升，也显示出房地产价值链条存在着一定的边际修复趋势。往后看，增量稳增长政策的效果仍需继续观察，房地产投资年内能否出现相对明显的改善仍然存在着较大的不确定性。

◆ 10月MLF超量平价续作，LPR按兵不动，资金面承压

假期结束后资金利率持续在政策利率上方运行，资金面承压，截止10月20日，DR007报收2.31%，较上周五上行43BP；SHIBOR1W报收2.10%，较上周五上行21BP。面对资金面持续趋紧的态势，周内央行加大了公开市场操作规模，10月16日至10月20日，央行累计投放7D逆回购14540亿元，中标利率1.80%，逆回购到期量6660亿元，通过逆回购投放流动性7880亿元。此外，10月16日央行开展7890亿元中期借贷便利（MLF）操作，中标利率维持2.5%。由于10月有5000亿元MLF到期，故昨日MLF净投放2890亿元，净投放规模创今年以来新高，实现超额平价续作。本周央行通过公开市场操作累计投放流动性10770亿元，持续释放稳增长政策信号的同时，也降低了地方政府发行特殊再融资债券对银行体系流动性的冲击，满足月末流动性需求，表明央行宽松的货币基调并未改变。

央行年内已开展两次降息，银行体系息差压力仍存，叠加最近的经济数据表明基本面向好趋势显著，本月央行LPR报价按兵不动，1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为4.2%。往后看临近月末，资金面扰动加大，央行或通过加大公开市场操作规模增加流动性供应，平抑资金面过度波动。

◆ 美债收益率急升，人民币汇率持续承压

截至10月20日，我国10年期国债收益率报收2.71%，较上周五上行4BP；美国10年期国债收益率录得4.93%，较上周五上行30BP。中美利差拉大，人民币兑美元汇率边际上行，人民币贬值压力趋紧。

近期美国国债遭到大规模抛售，10年期美国国债收益率周内一度升至4.991%，自2007年以来首次逼近5%。债券价格下跌因素之一是受到供给端冲击。近期美国国债发行出现提速，特别是8月份，美国财政部发行了超过2万亿规模的美债，规模仅次于2020年疫情初期。叠加目前美联储处于缩表阶段，按计划每月资产负债表中将缩减600亿美元国债，因此此时的美债的大量发行更加依赖市场的消化，国债供给大量增加成为压低国债价格，推高国债收益率的重要原因。

其次，美国经济数据超预期叠加9月美联储议息会议发布的鹰派经济预测，造成市场恐慌情绪攀升。近年来力度最大的加息周期对于全球流动性紧缩的效应逐步显现，流动性紧缩对全球金融市场造成了冲击。而巴以冲突蔓延的风险也抬升了全球经济的不确定性，当前多种因素叠加，市场无法对于未来美联储货币政策预期路径形成一致预期，而最新公布的会议纪要显示美联储决策层内部的分歧也未能消弭。

近期美债收益率的过快攀升已经引起了美联储的重视，11月暂停加息确定性升高。已有多名美联储官员表示，美债收益率大幅攀升客观上收紧了金融条件，美联储对未来的加息决策应当更加谨慎。10月20日，鲍威尔在纽约经济俱乐部就经济前景发表讲话，表示美联储在实现保持通胀稳定和强劲就业这两个目标方面正在取得进展，暗示11月的议息会议上暂停加息，以缓解债券收益率过快升高。往后看，中美利差进一步拉大的动力趋缓，人民币贬值压力或持续高位波动。

◆ 流动性趋紧，债市长端收益率持续回调，特殊再融资债券发行提振城投债

随着周内以DR007为代表的资金利率持续上行，债市长端收益率持续回调，截止10月20日，我国10年期国债收益率报收2.71%，较上周五上行4BP。10月18日，国家统计局公布系列经济数据超过市场预期，显示我国经济基本面向好趋势明显，但是基本面修复成色还需系列数据夯实检验，经济恢复对债市基本面的压制作用不强。债市收益率扰动的关键来源仍是资金面。

据新华社消息，十四届全国人大常委会第六次会议10月20-24日在京举行，会议将审议包括关于提请审议授权提前下达部分新增地方政府债务限额的议案在内的多个议案，提前下达部分新增地方政府债务限额的授权有望延续。近期多个地方陆续披露了特殊再融资债券发行计划。截至10月16日，17个地方已发、待发的特殊再融资债券规模已达到7262亿，市场预计本轮特殊再融资债券发行规模将超万亿。发债材料显示，当前发行的特殊再融资用途为“偿还存量债务”。新增债券发行叠加月末税期临近对流动性形成挤压，各种扰动因素下，10月底流动性易紧难松，短期内债市波动或增加。但另一方面，当前债市长端收益率已经回调至今年5月的位置，10年期国债收益率与当前MLF指示的政策利率2.50%之间的利差当前已到达20BP附近，配置性价比已逐步显现。

本周各等级、各期限信用债和城投债收益率涨跌不一。截止10月19日，AAA级3年期中短期票据收益率较一周前上行4.86BP，录得2.96%；由于同期利率债收益率上行幅度更大，带动信用利差较一周前下行5.80BP，录得34.18BP。

城投债方面，特殊再融资债券发行缓解了部分地区短期偿债压力，城投债违约风险进一步下降，提振了市场信心，并带动市场对城投债配置需求增加。AAA级3年期城投债收益率录得2.97%，较一周前下行0.4BP，信用利差录得34.79BP，较一周前大幅下行11.06BP。

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 2019年以来GDP生产法计各项目各季度实际增速(%)

	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2019-09	2019-06	2019-03
GDP	4.80	6.80	4.50	2.90	3.90	0.40	4.80	4.30	5.20	8.30	18.70	6.40	4.80	3.10	-4.90	5.80	5.90	6.30	6.80
第一产业	4.20	3.70	3.70	4.00	3.40	4.40	6.00	6.40	7.10	7.60	8.10	4.30	4.10	3.50	-3.10	3.40	2.70	3.30	2.70
第二产业	4.60	5.20	3.80	3.40	5.20	0.90	5.80	3.00	4.00	7.90	24.90	6.70	5.90	4.60	-9.70	5.00	4.50	4.70	5.30
工业	-	4.50	2.90	2.50	4.60	0.40	6.40	4.60	5.60	9.60	25.20	6.80	5.50	4.10	-8.50	5.00	4.20	4.70	5.20
制造业	-	4.90	2.80	2.80	4.00	-0.30	6.10	4.60	6.10	10.60	28.40	7.40	6.30	4.60	-10.10	4.80	3.80	4.40	5.80
建筑业	-	8.20	6.70	7.00	7.80	3.60	1.40	-3.20	-2.80	0.70	21.70	5.80	7.30	7.00	-16.20	4.90	5.80	4.70	5.80
第三产业	5.20	7.40	5.40	2.80	3.20	-0.40	4.00	4.90	5.70	8.60	15.90	6.60	4.20	1.80	-3.40	6.90	7.40	7.20	7.20
批发和零售业	-	7.80	5.50	0.80	1.60	-1.80	3.90	5.70	7.80	9.30	26.30	6.80	3.60	1.60	-17.50	5.80	5.50	5.90	5.70
交通运输、仓储和邮政业	-	8.80	4.80	-3.90	2.60	-3.50	2.10	6.60	8.90	15.50	36.10	8.00	4.30	2.00	-11.60	5.70	6.90	6.60	6.80
住宿和餐饮业	-	17.50	13.60	-5.80	2.80	-5.30	-0.30	5.80	6.80	18.30	45.10	-0.80	-6.70	21.70	-39.50	5.80	5.90	5.60	5.20
金融业	-	7.70	6.90	5.90	5.50	5.90	5.10	4.70	3.20	3.30	4.60	5.90	6.80	6.00	4.80	6.60	6.50	7.10	6.50
房地产业	-	-1.20	1.30	-1.20	-4.20	-7.00	-2.00	-4.50	-3.10	5.40	19.50	4.90	4.60	2.40	-7.60	2.10	3.90	2.10	2.20
信息传输、软件和信息技术服务业	-	14.60	11.20	10.00	7.90	7.80	10.80	11.70	16.80	19.80	21.40	21.00	20.10	17.30	14.60	18.60	21.00	23.20	24.30
租赁和商务服务业	-	14.70	6.00	5.60	5.40	-3.30	5.10	10.40	10.70	10.80	13.10	4.80	-4.20	-5.30	-6.70	10.00	8.70	7.50	8.50
其他行业	-	6.20	4.00	5.70	4.40	-0.20	4.90	5.50	5.80	6.80	9.40	4.40	2.10	-1.10	-2.00	7.10	7.40	6.60	6.60

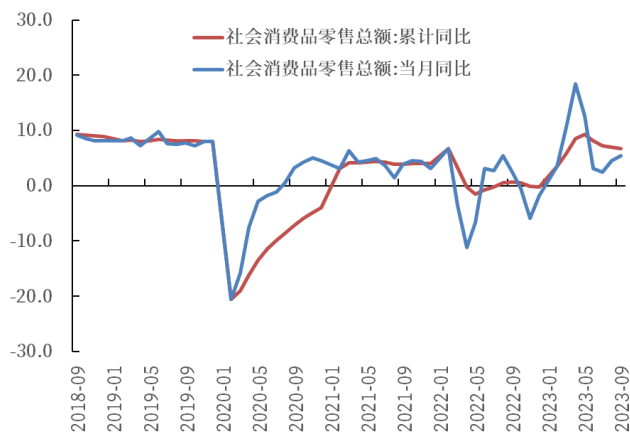
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 月度经济数据情况

	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09
社零(当月同比)	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	2.7%	3.4%	10.6%	3.5%	1.8%	5.9%	0.5%	2.5%
社零: 商品零售(当月同比)	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	1.0%	1.5%	9.1%	2.9%	0.1%	5.6%	0.5%	3.0%
社零: 餐饮(当月同比)	13.8%	2.4%	5.8%	6.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	14.1%	8.4%	8.1%	1.7%
固投(累计同比)	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%	5.3%	5.8%	3.9%
制造业投资(累计同比)	6.2%	5.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%	10.1%
基建投资(累计同比)	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%	12.2%	11.5%	11.7%	11.4%	11.2%
房地产开发投资(累计同比)	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%	-9.8%	-8.8%	-8.0%
固投(当月同比)	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	3.5%	3.1%	0.7%	5.0%	3.6%
制造业投资(当月同比)	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	3.3%	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%	5.9%	10.7%
基建投资(当月同比)	6.8%	6.2%	5.3%	2.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%	3.9%	12.8%	6.3%
房地产开发投资(当月同比)	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%	-19.9%	-16.1%	-12.1%
出口金额(美元, 当月同比)	-6.2%	-8.8%	-14.5%	-2.40%	-7.5%	3.5%	14.8%	6.8%	9.9%	8.7%	0.3%	3.9%
进口金额(美元, 当月同比)	-6.3%	-7.3%	-12.4%	-6.80%	-4.5%	-7.9%	-1.4%	-10.2%	-7.5%	-10.6%	0.7%	0.3%
工业增加值(当月同比)	4.5%	4.5%	3.7%	4.40%	3.5%	3.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%	5.0%	3.3%
服务业生产指数(当月同比)	6.9%	6.8%	5.7%	6.80%	1.7%	3.5%	9.2%	5.5%	0.8%	1.9%	0.1%	1.3%
制造业PMI	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	月50.1, 2月52	47.0	48.0	49.2	50.1
非制造业PMI	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2	月54.4, 2月56	41.6	46.7	48.7	50.6
建筑业PMI	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6	月56.4, 2月60	54.4	55.4	58.2	60.2
服务业PMI	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	月54.0, 2月55	39.4	45.1	47	48.9

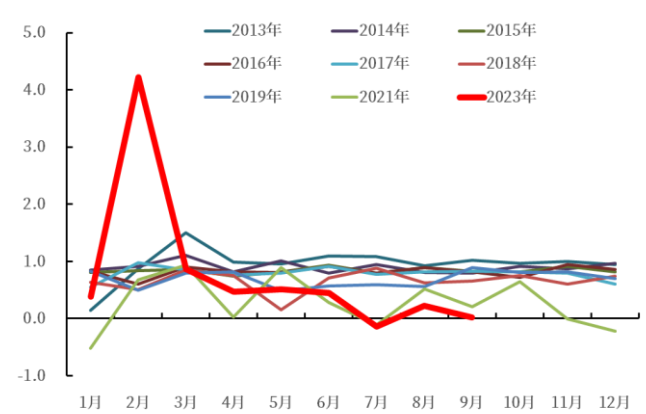
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 3季度社零同比逐步回升(%)



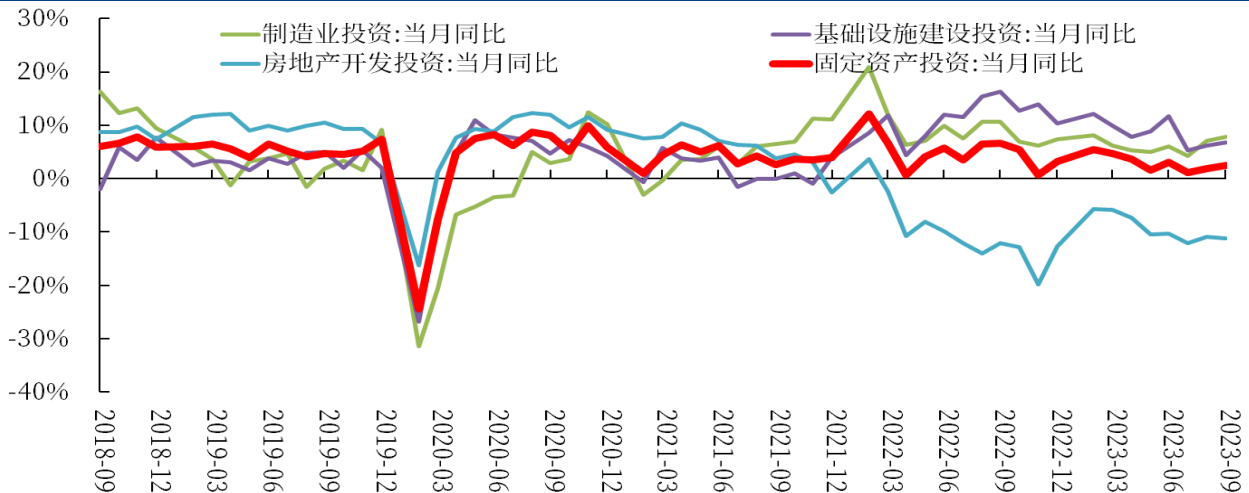
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图4 9月社零环比与历年9月相比不算强(%)



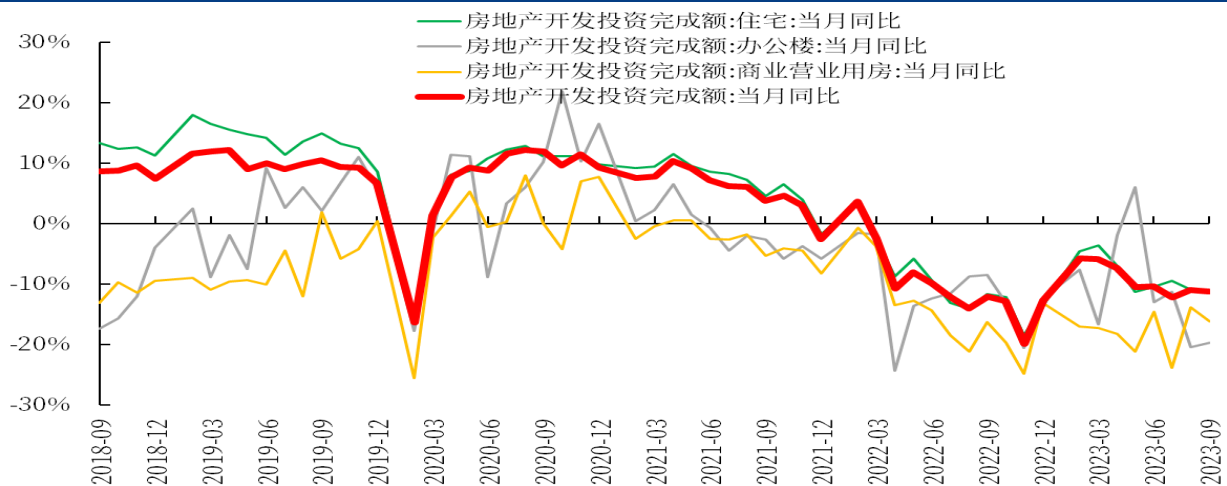
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 固投及主要分项当月同比走势



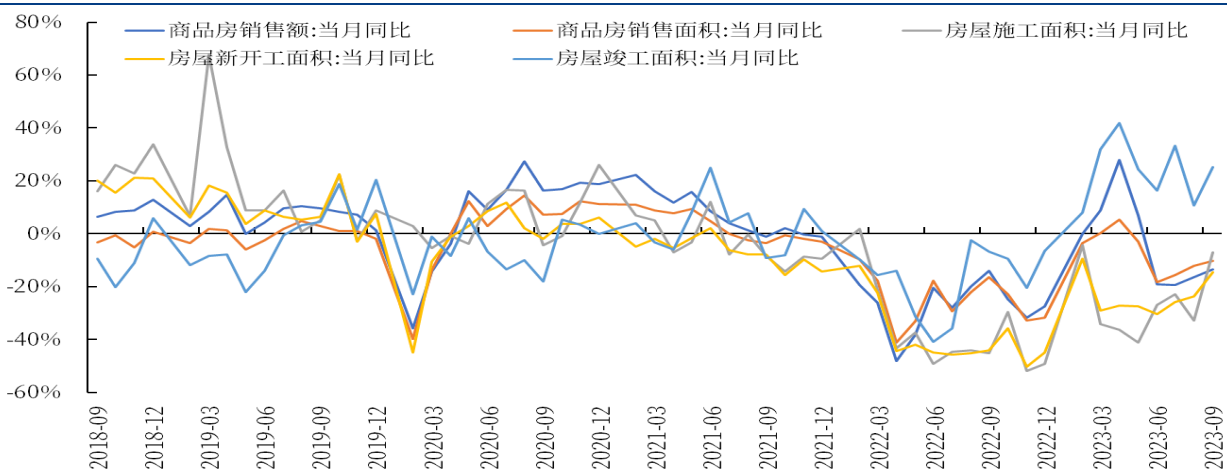
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图6 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图7 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

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