

海外流动性收紧状况有望减轻，国内制造业景气度边际下滑

2023年10月30日-11月05日双周报

报告摘要

◆ 美联储暂停加息，金融条件收紧或推动本轮加息提前结束

北京时间11月2日凌晨，美联储公布11月的议息会议决议，暂停加息，联邦基金利率目标区间维持5.25%-5.50%。此外委员会将按之前公布的计划缩减购债，每月缩减600亿美元国债和350亿美元机构债券和抵押贷款支持证券(MBS)。由于近期10年期美债收益率急升造成金融条件收紧，多位美联储官员表态当前货币政策水平已经足够紧缩，市场对于本次会议暂停加息已经存在一致预期。在强劲数据的支持下，美联储对经济前景更加乐观。2023年三季度美国实际GDP环比折年率增长4.9%，大大超出市场预期。会议声明中，美联储对三季度经济活动的描述有所强化，用词从此前的“坚韧(solid)”改为“强劲(strong)”。同通胀方面，会议声明中承认通胀自去年中期以来已经有所回落，今年夏天的数据令人欣慰。10月12日美国劳工统计局公布的数据显示，美国9月CPI同比上涨3.7%与上月持平，核心通胀同比上涨4.1%，延续了今年3月以来的下行趋势。

超预期经济数据增强了美联储长时间维持高利率的底气。对于后续的政策路径，鲍威尔为进一步加息预留了空间。鲍威尔称，经济强劲程度远超预期，这可能加剧通胀风险，可能需要进一步加息，并且重申降低通胀可能需要一段时期内经济增长低于潜在水平。当前委员会并未讨论何时开启降息，主要的问题仍然是当前货币政策是否足够限制性，使得通胀能够稳定回落至长期通胀目标2%。

美联储注意到近期美债收益率上升造成美国金融条件显著收紧。由于金融和信贷条件的持续收紧，市场融资成本持续上升，会从需求端抑制经济活动，并且提高金融系统还本付息的压力，对整个经济体系影响巨大，美联储将会紧密监测事态发展，防止今年3月硅谷银行破产引发区域性银行金融危机的重演。鲍威尔在会后发布会上也强调了美联储将谨慎行事，平衡紧缩和风险。9月议息会议结束后，大部分参与者认为年底之前还要再加息一次。但近期美债收益率急升降低了重启加息的预期，其对收紧金融和信贷的影响仍在持续发酵，或使得本轮加息提前结束。

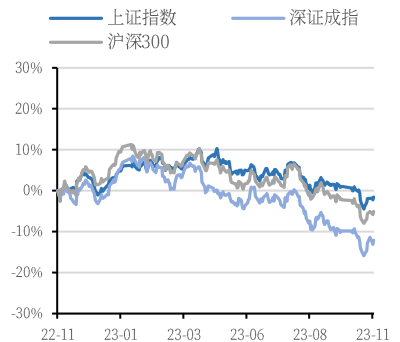
我们认为除非通胀在油价大幅波动或其他因素冲击下，显现出超预期的坚韧或反弹，否则美联储重启加息的概率不大，7月即为本轮加息周期的最后一次加息。虽然鲍威尔会后屡有鹰派发言，包括美联储仍有进一步加息的可能，目前完全没有考虑或讨论过降息，当前主要问题是是否需要进一步加息等，但在当前美联储预期管理的框架下，临近加息周期的尾声，鲍威尔不放弃进一步加息空间甚至偏鹰的表态是合理的，否则容易引起市场抢跑交易美联储降息，影响通胀预期。

◆ 制造业PMI再次录得荣枯线之下

主要数据

上证指数	3030.7977
沪深300	3584.1364
深证成指	9853.8894

主要指数走势图



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

美联储暂停加息，金融条件收紧或推动本轮加息提前结束 —2023-11-02
金融市场分析周报 —2023-11-01
“全面加强金融监管”是会议重点 —2023-11-01

2023年10月，官方制造业PMI录得49.5%，较9月-0.7PCTS，上月时隔5个月再回到荣枯线之上之后，本月再次录得荣枯线之下。从PMI五大分项指数看，10月PMI新订单指数和生产指数分别带动制造业PMI下行0.3PCTS和0.5PCTS，是10月制造业PMI指数下行的主因。季节性上看，今年10月制造业PMI值由高至低录得历年（2005年以来，下同）同月第15位，10月PMI较上月变化值（-0.7PCTS）在19年中排在第12位，制造业PMI在快速修复后出现一定调整。

10月PMI再次下降到荣枯线之下，核心原因仍然在于制造业内外需边际走弱，带动制造业生产边际走弱。10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-0.9PCTS、+1.8PCTS和-0.3PCTS，显示在需求边际受挫之下，制造业企业降低原材料采购量，但需求走弱超预期之下产成品库存被动累积。但另一方面，10月PMI生产经营活动预期指数录得55.6%，较上月略升+0.1%，仍然处在相对高位，显示虽然10月需求和生产边际受挫，但制造业企业对未来预期仍然较强。

2023年10月，非制造业商务活动指数录得50.6%，较上月-1.1PCTS，其中，建筑业PMI为53.5%，较上月-2.7PCTS，服务业PMI为50.1%，较上月-0.8PCTS。其中，10月服务业景气度扩张速度下降主要系资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低位运行拖累，而与居民旅游出行和消费相关的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间。从预期来看，10月服务业和建筑业业务活动预期指数分别录得57.5%和61.4%，较上月分别下行0.6PCTS和0.4PCTS，显示服务业和建筑业企业对未来的预期边际下降。另一方面，从季节性上看，建筑业PMI和服务业PMI排在2012年以来12年间历年10月的倒数第二位和倒数第一位，叠加服务业和建筑业PMI分别录得近60个月由高到低的93%分位和85%分位，显示建筑业和服务业景气度已处在相对较低位置。

◆ 跨月结束资金利率回落速度趋缓，11月资金面压力仍存

为了维持月末流动性平稳，上周央行进行了巨量逆回购操作，本周有近3万亿逆回购到期。跨月结束后央行公开市场操作规模递减，但仍处于高位。10月30日至11月5日，央行累计投放7D逆回购18980亿元，中标利率1.80%，逆回购到期量28240亿元，通过逆回购回收流动性9260亿元。公开市场操作回收流动性近万亿，叠加政府债发行供给高峰对流动性的挤压作用，使得本月初资金利率回落幅度较慢。截止11月3日，DR007报收1.76%，较上周五下行33BP；SHIBOR1W报收1.74%，较上周五下行31BP。

往后看，政府债发行对流动性的扰动仍较大，10月25日财政部、发改委在国务院政策例行吹风会上表示，增发的国债资金初步考虑在2023年安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元。此外，地方债提前批授权期延续，各地政府或提前计划项目并启动2024年提前批额度发行工作，截止年底债券发行规模仍处高位。政府债缴款压力下央行或多措并举释放流动性，保证资金市场流动性合理充裕。除了巨量逆回购滚续，本月MLF超额续作和降准的可能性提高。

◆ 美联储本轮加息或提前结束，美债收益率回落，人民币汇率外部环境有望转松

截至 11 月 3 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.66%，较上周五下行 5BP；美国 10 年期国债收益率录得 4.57%，较上周五下行 27BP。美元指数截至本周五报收 105.05，人民币汇率持续承压，美元兑人民币即期汇率周内持续处于 7.31 上方。

北京时间 11 月 2 日凌晨，美联储公布 11 月的议息会议决议，暂停加息。由于近期 10 年期美债收益率急升造成金融条件收紧，多位美联储官员表态当前货币政策水平已经足够紧缩，会前市场对于本次暂停加息的决议已经存在一致预期。美债收益率上升造成美国金融条件显著收紧。由于金融和信贷条件的持续收紧，市场融资成本持续上升，会从需求端抑制经济活动，并且提高金融系统还本付息的压力，对整个经济体系影响巨大，美联储将会紧密监测事态发展，防止今年 3 月硅谷银行破产引发区域性银行金融危机的重演。

9 月议息会议结束后，大部分参与者认为年底之前还要再加息一次。但近期美债收益率急升降低了重启加息的预期，其对收紧金融和信贷的影响仍在持续发酵，或使得本轮加息提前结束。人民币汇率的外部环境有望转松。往后看，在我国政府连续出台稳增长政策，积极化解地方债务，国内经济筑底向好趋势明确，基本面对人民币汇率的支撑力度增加，叠加央行通过调整中间价等方式积极引导市场预期，美元兑人民币汇率短期内或在当前水平双边震荡。

◆ 资金面回复宽松叠加外围压力缓和，债市长端收益率下行

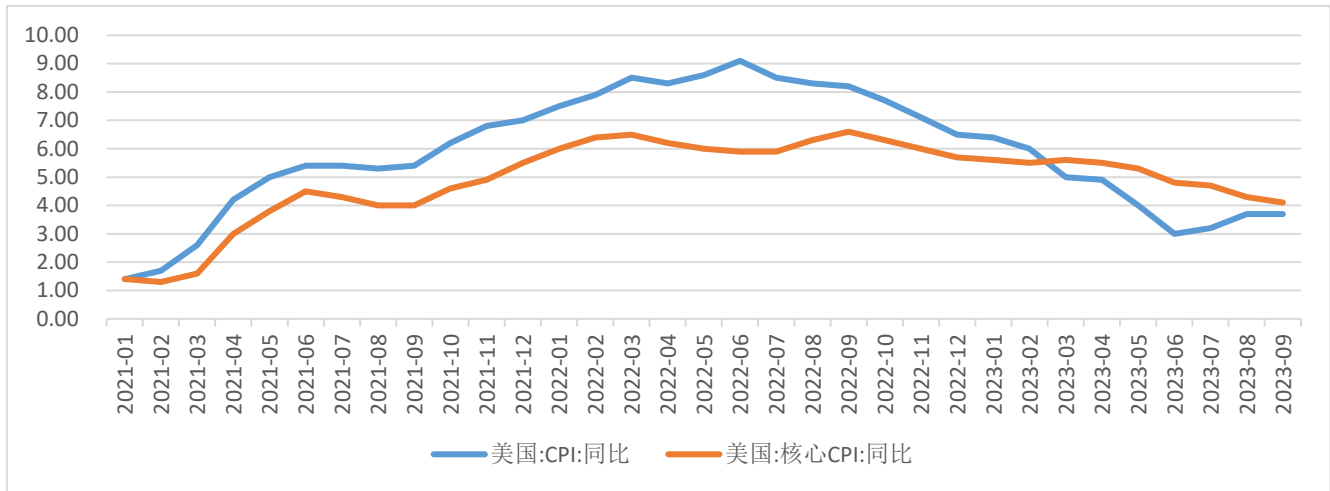
本周美联储议息会议暂停加息，市场对后续的政策路径预期偏鸽，本轮加息或提前结束，使得十年期美债收益率大幅下行，美元指数回落。另一方面，本周跨月结束，虽然资金面波动加大，但截止周五以 DR007 为代表的资金利率已经回落至政策利率下方，整体流动性较上月底比较宽松。内外部因素影响叠加下，债市短期内压力有所缓和，截止 11 月 3 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.66%，较上周五下行 5BP。

往后看，宽财政有望持续发力，提振了国内经济基本面向好的预期。10 月 31 日中国金融领域最高规格的会议——中央金融工作会议时隔 6 年在北京顺利召开，会议进一步明确要“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”，稳增长信号意义明确。并且政府债发行缴款对流动性的压力或使得年底之前资金面持续偏紧。此外，年底前债市面临止盈压力，多重因素叠加或使得债市长端收益率波动加剧。但在基本面修复底色得到验证之前，宽松的货币政策基调下，债市长端收益率突破前期高点可能性不大。

在外围压力缓解带动下，本周各等级、各期限信用债和城投债收益率全面下行。截止 11 月 3 日，AAA 级 3 年期中短期票据收益率较一周前下行 5.75BP，录得 2.88%；信用利差较一周前下行 3.75BP，录得 39.39BP。城投债方面，AAA 级 3 年期城投债收益率录得 2.92%，较一周前下行 6.64 BP，信用利差录得 43.04BP，较一周前下行 4.64BP。

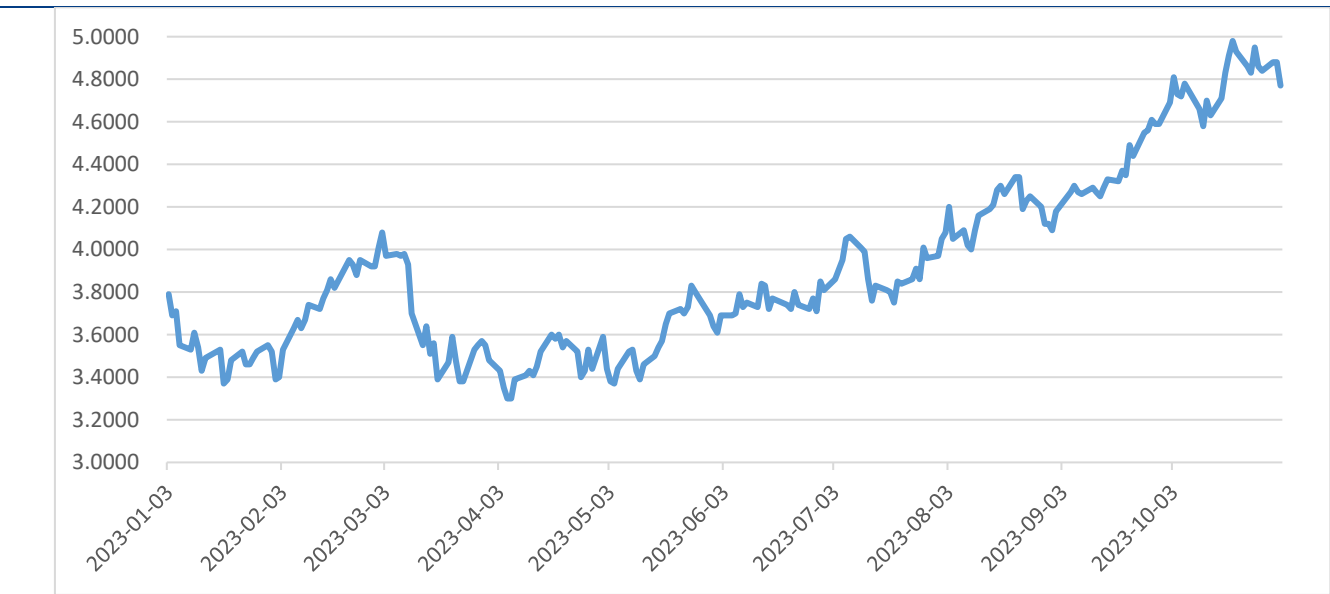
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 美国核心 CPI 自今年 3 月起持续下行 (%)



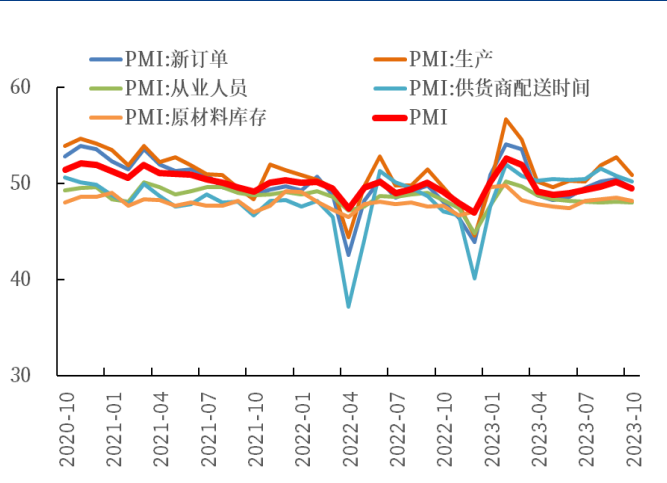
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 美国十年期国债收益率大幅上行 (%)



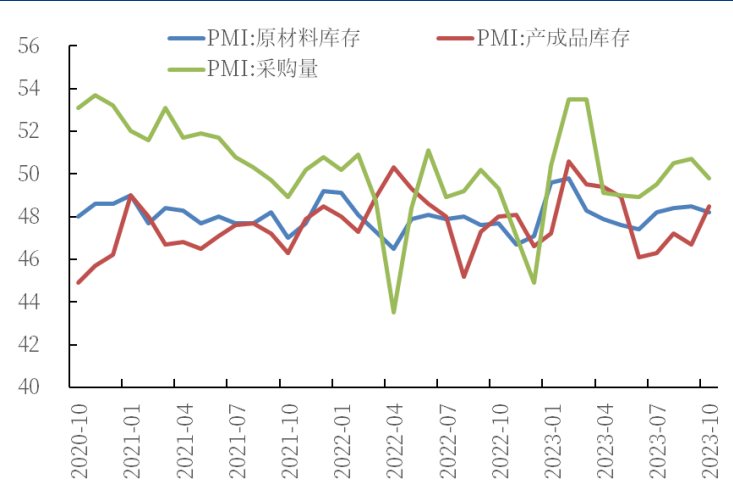
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 制造业 PMI 及五大分项走势 (%)

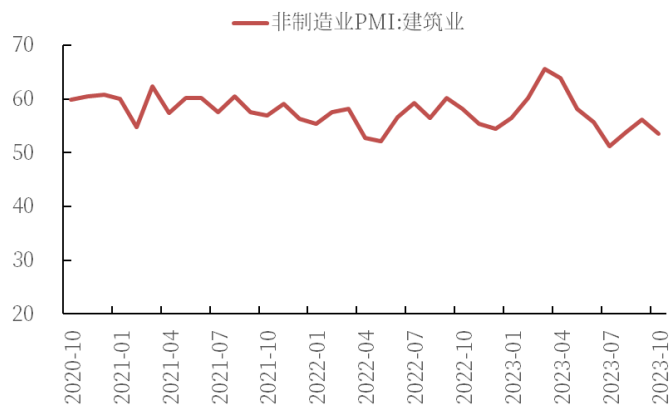


资料来源: wind, 中航证券研究所

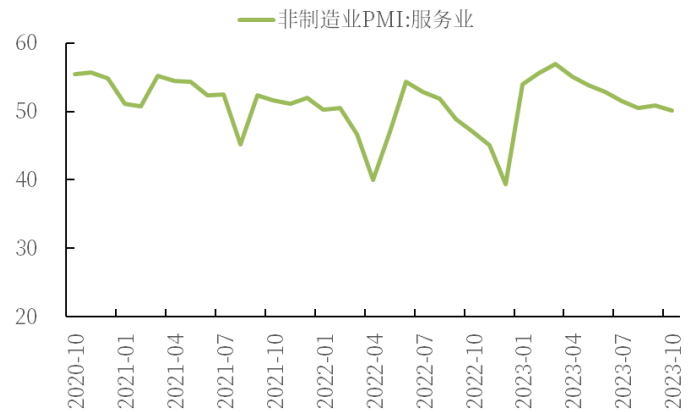
图3 PMI 采购量及原材料和产成品库存走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 建筑业 PMI 走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 服务业 PMI 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