

## 市场对美联储降息时点的预期进一步提前

2023年11月27日-12月3日周报

### 报告摘要

#### ◆ 通胀下行速度超美联储预期，市场对美联储降息时点预测再提前

美国商务部29日公布的修正数据显示，今年第三季度美国国内生产总值（GDP）按年率计算增长5.2%，较首次预估数据上调了0.3个百分点。尽管三季度经济数据有所上修，但最新的11月PMI数据显示美国经济动能继续走弱。12月1日，美国供应链管理协会（ISM）最新公布的数据显示，美国11月制造业PMI录得46.7%，与10月持平，低于预期的47.6%。此外，根据标普全球12月1日数据，美国11月Markit制造业PMI终值为49.4，预期49.5，初值49.4。

除经济数据外，本周市场更加关注的是美国商务部周四公布的10月PCE价格指数数据。数据显示，美国10月PCE价格指数同比+3%，低于前值的+3.4%，符合市场预期。同时，更受美联储关注的10月核心PCE价格指数同比+3.5%，低于前值的+3.7%。此数据公布后，市场对美联储降息时点的预期进一步提前。截止12月1日，主流降息时点预期已从明年6月提前到3月，预计今年12月议息会议不加息的概率也从11月24日的95.5%上升为12月1日的98.8%。市场做出这种预期的依据一方面是押注在美国经济逐渐显露颓势和美国债务负担问题逐渐严峻的背景下，美联储维持高利率政策的“基础”逐渐消退，但更重要的是美国当前的通胀水平虽然仍然距离美联储2%的长期目标相对遥远，但通胀下行的速度已经超过了美联储自身的预期。

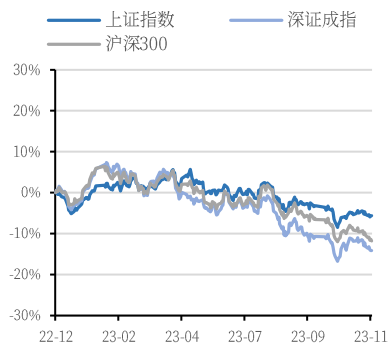
11月21日，美联储公布的10月31日至11月1日会议纪要显示，与会者预期到今年年底美国核心PCE通胀预期仍约为+3.5%。假设美国今年年底核心PCE将为+3.5%，则美国11月和12月的核心PCE环比算数均值将为+0.35%，而这一环比水平已经明显高于美国自今年4月以来的核心PCE环比数据。另一方面，假设目前的核心PCE环比走势趋势延续，在美国11月和12月核心PCE环比数据均为8月到10月PCE环比算数均值的情况下，到年底美国核心PCE同比数据将录得3.2%左右，大幅低于美联储自身预期。基于这一现实情况，市场认为当前的通胀趋势已经不符合美联储11月会议中所强调的进一步收紧货币政策的条件，即“通胀回落的进展不足”。因此，尽管本周仍有美联储官员发表鹰派观点，试图为市场的乐观预期“降温”，但CME数据仍显示市场预期美联储的降息时点将提前，美股三大指数也均在本周迎来可观涨幅。

总体上，我们仍然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月或为本轮加息周期的最后一次加息。美联储传达出的相关鹰派信息，在美联储加息已达终点的情况下，更多的意义在于避免引起市场抢跑交易美联储降息，影响通胀预期。

### 主要数据

上证指数	3031.6358
沪深300	3482.8813
深证成指	9720.5715

### 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

金融市场分析周报 —2023-11-29

增量稳房地产政策的推出或有助于房地产投资

企稳 —2023-11-26

金融市场分析周报 —2023-11-21

#### ◆ 内外需弱势仍是制约制造业景气度回升的主要障碍

2023年11月官方制造业PMI录得49.4%，较上月-0.1PCTS，连续第2个月位于荣枯线之下。季节性上看，今年11月制造业PMI值由高至低录得历年（2005年以来，下同）同月第16位，也是2005年以来11月制造业PMI第5次位于荣枯线之下（其余年份为2008年、2011年、2015年和2022年），显示11月制造业景气度较10月继续走弱，且弱于季节性。

11月制造业PMI弱势的背后是制造业产需两端的弱势。季节性上看，今年11月制造业PMI新订单指数和生产指数分别排在19年中同月的第15位和第17位，显示与历史同期相比，今年11月制造业需求和生产总体强度均比较一般。我们认为，在产需之间，生产端的弱势更多地是被需求端的弱势所影响。统计局的调查显示，制造业企业中反映市场需求不足的企业占比超六成，市场需求不足仍是当前制造业恢复发展面临的首要困难。

11月PMI服务业指数较上月下行，时隔10个月再次录得荣枯线之下。分项指数来看，新订单指数为46.9%，较上月+0.7PCTS，业务活动预期指数为59.3%，较上月+1.8PCTS，新订单指数和业务活动预期指数均上行，表明服务业景气水平虽短暂回落，但服务业企业对未来的预期仍然较乐观。

11月建筑业景气度虽然相比历史数据仍不算强，但较10月有所回升，反映出特别国债发行等利好因素对四季度建筑业景气度有所支撑。从预期来看，11月建筑业业务活动预期指数为62.6%，较上月+1.2PCTS，显示建筑行业对后续业务信心仍然较强。截至目前，年内专项债剩余额虽然已近用完，但考虑到Q3发行的专项债对应项目在Q4落地，以及年底前1万亿特别国债的发行中将有5000亿元安排在今年使用，预计11月和12月基建仍有韧性，对固投形成稳定支撑。

#### ◆ 跨月结束资金利率回落至政策利率，年末央行或持续逆回购+MLF应对结构性流动性缺口

周内跨月使得资金利率波动加大，截止12月1日，DR007报收1.80%，较上周五下行38BP；SHIBOR1W报收1.80%，较上周五下行40BP。跨月结束后，央行公开市场操作规模从高位回落，11月27日至12月1日，央行累计投放7D逆回购21360亿元，中标利率1.80%，逆回购到期量21670亿元，通过逆回购回收流动性310亿元。

往后看，12月流动性需求最大来源仍然是政府债发行带来的缴款需求，此外年末银行缴准和现金需求的上升也给资金面一定压力，综合来看12月资金面仍需央行谨慎做好流动性安排，防止资金面的过度波动。11月27日央行发布2023年三季度货币政策执行报告，报告指出要积极主动加强货币政策与财政政策协同，通过货币政策操作为政府债券集中发行提供适宜的流动性支持；另一方面，报告提到了资金存在空转现象。根据货币政策报告的表态，我们认为央行宽松的货币政策当前并未转向，但是后续央行更加重视金融支持实体经济的结构和效率，对于总量层面的宽松操作或更加谨慎。对于年末政府债发行带来的结构性流动性缺口，央行或持续逆回购+MLF回应，但我们不排除12月再次降准的可能性。降息操作在息差压力下条件相对会更加谨慎。整体来看，12月以DR007为代表的资金利率或仍处于政策利率之上。

#### ◆ 美元指数企稳回弹，人民币汇率小幅波动

截至 12 月 1 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 4.22%，较上周五下行 25BP。美元指数截至上周五报收 103.20，美元兑人民币即期汇率报收 7.14。

近期多位美国官员作出鸽派表态。美国财政部长耶伦 11 月 30 日表示，美国经济不需要进一步大幅收紧货币政策来消除通胀预期，且就业强劲，有望实现“软着陆”。同期纽约联储主席威廉姆斯表示，美联储的基准贷款利率已处于或接近峰值水平，并强调当前的货币政策“限制性相当强”。

虽然美国三季度 GDP 折年率上修至 5.2%，但是美国就业数据已有降温趋势，并且美联储发布的经济褐皮书也显示美国近期经济活动有放缓的迹象。市场对于美联储转向降息的时点有所提前，由 11 月议息会议后的明年 6 月提前至明年 5 月，导致美元在周内整体表现弱势，10 年期美债收益率大体上仍处于下降通道。往后看，在中美利差倒挂缓和、美元指数回落、年底结汇需求上升等利好因素堆积下，人民币汇率在前期强势反弹后，或处于双边震荡状态。

#### ◆ 资金面压力趋缓，债市长端收益率下行

截止 12 月 1 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.66%，较上周五下行 5BP。在经历前两周的回调之后，本周跨月结束，资金面压力趋缓，债市情绪转好，10 年期国债收益率转而下行。往后看 12 月流动性压力较 11 月有所减缓，但资金利率或仍处于政策利率之上。年底到明年一季度是政府债发行高峰，流动性需求大；另一方面，三季度货币政策执行报告中，央行提出资金存在空转现象，后续央行更加重视金融支持实体经济的结构和效率，对于总量层面的宽松操作或更加谨慎，央行或持续通过逆回购+MLF 回应市场的流动性需求。而巨额逆回购滚续客观上会放大资金面的波动性，短期内流动性压力仍将是债市重要的波动来源。

基本上，11 月 30 日国家统计局发布 11 月官方制造业 PMI 数据，降至 49.4，低于市场预期。此前 10 月份，官方制造业 PMI 为 49.5，时隔一个月再度收缩。企业生产扩张有所放缓，原材料价格下降，库存或在磨底，显示当前我国经济需求恢复放缓，仍需稳增长政策持续发力。短期内经济基本面对债市的压力趋缓。

本周各等级、各期限信用债和城投债收益率多数仍上行，截止 12 月 1 日，AAA 级 3 年期中短期票据收益率较一周前上行 2.44BP，录得 2.94%；信用利差较一周前上行 2.98BP，录得 36.38BP。城投债方面，AAA 级 3 年期城投债收益率录得 2.97%，较一周前下行 0.39BP，信用利差录得 39.77BP，较一周前上行 0.15BP。

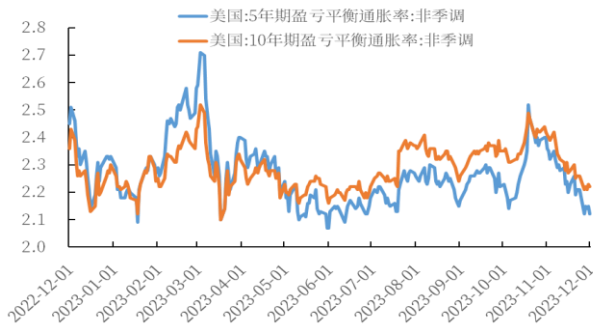
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 市场预期美联储降息时点提前到明年3月

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.8%	1.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	84.7%	1.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	55.1%	36.2%	0.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	41.9%	41.5%	10.5%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	36.7%	41.6%	15.0%	1.6%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	30.6%	40.6%	20.1%	4.2%	0.3%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	3.4%	25.8%	38.8%	23.8%	7.1%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.2%	18.0%	34.3%	29.1%	12.9%	3.1%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.6%	13.7%	29.9%	30.5%	17.3%	5.8%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%

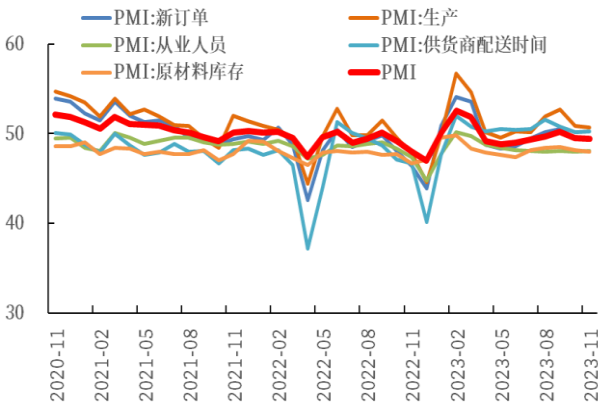
资料来源: CME, 中航证券研究所

图2 美国通胀预期持续下行 (%)



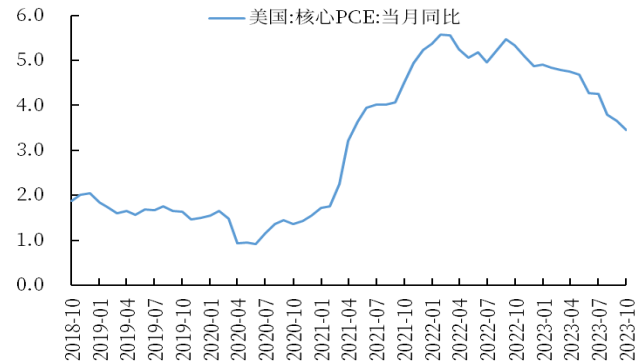
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)



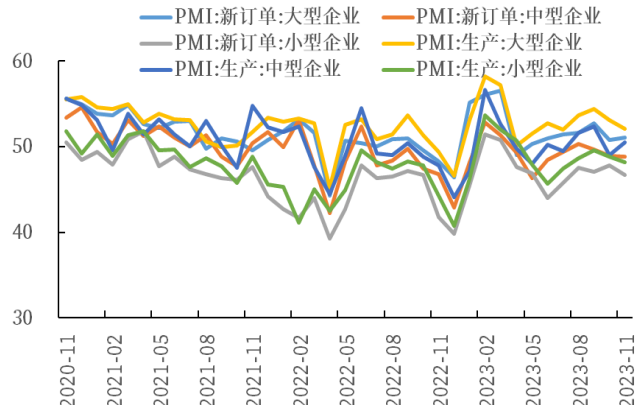
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 美国核心 PCE 走势 (%)

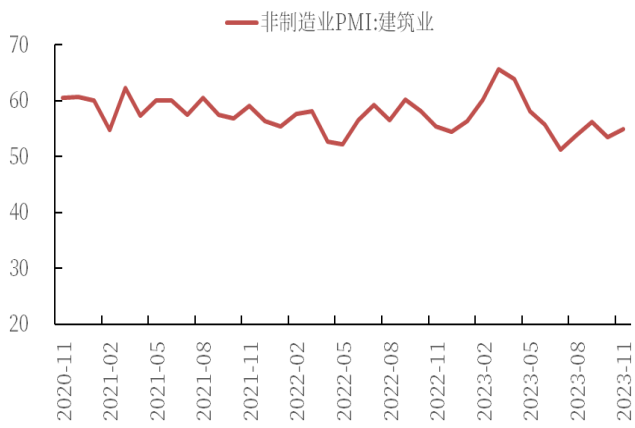


资料来源: wind, 中航证券研究所

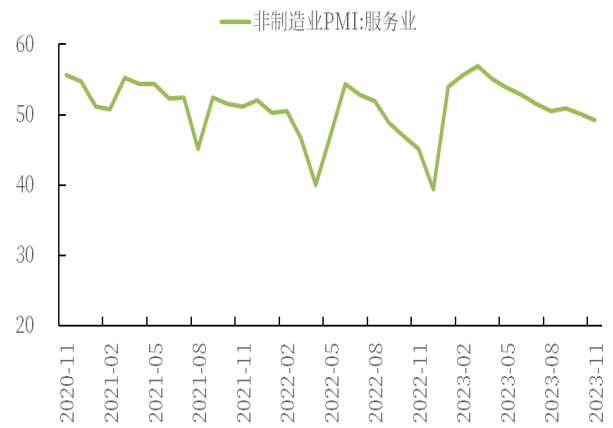
图5 不同规模企业新订单和生产指数走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

**图6 建筑业景气度回升 (%)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图7 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