

市场和美联储关于降息时点仍存在博弈空间

2024年1月1日-1月7日周报

◆ 2024年将降息已经明确，但市场和美联储关于降息时点仍存在博弈空间

1月5日，美国劳工统计局公布最新就业数据。美国12月季调后非农就业人口21.6万人，预期17万人，前值19.9万人。美国12月失业率3.7%，预期3.80%，前值3.70%。此外，美国12月工资增幅超预期，平均时薪环比增长0.4%，超出预期的0.3%，与前值一致，同比升至4.1%，超出市场预期的3.9%，较上月的4%加速。

本周，除美国12月就业数据外，美联储也发布了去年12月议息会议的会议纪要。纪要显示美联储官员认为政策利率可能达到或接近峰值，再次明确始于2022年的加息周期可能已经结束。另一方面，在降息前景方面，美联储官员虽然认为2024年年底前将开启降息，但对降息开启的时点并未给出明确预期。

在本周再次超预期的就业数据、再次抬头的收入数据以及美联储纪要给出的对于降息时点的含糊表态后，市场对于美联储将于今年3月即开始降息的乐观预期受到了打压，美股在节后连续3天下跌，美债收益率也有所上行，10年期美债收益率自12月13日后再次突破4%。

总体上我们认为，虽然站在当前时点，美国经济仍显示出较强的韧性，但考虑到12月议息会议后鲍威尔表示经济弱化并不是降息的必要条件，以及美国通胀的走弱预期和美联储政策的前瞻性，美联储今年开启降息的时点仍存在着向市场预期靠拢的可能。尽管本周较强的就业数据和不够“鸽派”的美联储纪要发布后，市场对于美联储3月即开始降息的预期受到打压，但美联储在2024年上半年即开始降息的可能性仍然不小。

截止1月7日，CME数据显示今年1月联邦基金目标利率保持不变的概率是93.8%，3月联邦基金目标利率仍然不变的概率是33.8%、降息25个BP的概率是62.3%，市场主流预期明年全年将降息150个BP。

◆ 内外需弱势仍制约制造业景气度回升

2023年12月官方制造业PMI录得49.0%，较上月-0.4PCTS，连续第3个月位于荣枯线之下。季节性上看，今年12月制造业PMI值由高至低录得历年（2005年以来，下同）同月第17位，也是2005年以来12月制造业PMI第5次位于荣枯线之下（其余年份为2008年、2015年、2018年和2022年），显示12月制造业景气度较11月继续走弱，且弱于季节性。

12月制造业PMI弱势的背后仍然是制造业产需两端的弱势。季节性上看，今年12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17位，显示与历史同期相比，今年12月制造业需求和生产总体强度仍然比较一般。在产需之间，生产端的弱

主要数据

上证指数	2929.1833
沪深300	3329.1114
深证成指	9116.4423

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: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

金融市场分析周报	—2024-01-03
砥砺前行，苦尽甘来--2024年宏观经济展望	—2024-01-02
金融市场分析周报	—2023-12-28

势更多地是被需求端的弱势所影响。统计局表示，调查中部分企业反映，海外订单减少叠加国内有效需求不足是企业面临的主要困难。

12月PMI服务业指数与上月持平，仍然录得荣枯线之下，指数水平排在12年中同月第11位。分项指数来看，新订单指数为47.0%，较上月+0.1PCTS，业务活动预期指数为59.4%，较上月+0.1PCTS，新订单指数和业务活动预期指数均保持稳定，表明服务业景气水平与上月一样处在相对低位，同时服务业企业对未来的预期继续保持乐观。

12月建筑业PMI录得56.9%，较上月+1.9PCTS，指数水平排在12年中同月第9位。统计局表示，部分企业在春节假期前加快施工进度，建筑业景气水平有所回升。从预期来看，12月建筑业业务活动预期指数为65.7%，较上月+3.1PCTS，显示建筑行业对后续业务信心保持高位、继续增强。

◆ 跨月结束资金利率回落至政策利率下方，货币宽松操作时间点或前置

跨月结束资金利率回落至政策利率下方，截止1月5日，DR007报收1.78%，较上周五下行13BP；SHIBOR1W报收1.77%，较上周五下行10BP。跨年结束后，本周央行终止了14D逆回购的投放，7D逆回购操作规模重回低量，利率维持1.80%。周内共投放逆回购2410亿元。逆回购到期量26640亿元，通过逆回购回收流动性24230亿元，创下有记录以来的新高。在大量净回笼之下，市场利率仍稳中有降，表明短期市场资金面比较宽松，体现了央行流动性调节灵活、适度的特征，通过灵活操作，持续保持流动性合理充裕。

继年前同业存单到期收益率大幅下行后，年后首周有所反弹。截止1月5日，AAA级1年期同业存单到期收益率报收2.46%，较上周五上行6BP。AAA级3年期同业存单到期收益率报收2.42%，较上周五上行24BP，显示当前银行体系流动性预期偏紧。

往后看，春节前资金市场扰动因素增多。2024年一季度信贷开门红、政府债供给规模、财政存款投放以及季节性因素等均对资金面产生潜在影响。2023年12月MLF和LPR均按兵不动，银行2024年得以维持存量贷款的息差；根据新一轮数据显示经济复苏的情况，一季度包括降息、降准在内的货币宽松操作的时间点或前置。

◆ 市场降息预期走弱叠加避险情绪上升，推动美元指数反弹，人民币汇率承压

截至1月5日，我国10年期国债收益率报收2.52%，较上周五下行4BP；美国10年期国债收益率录得4.05%，较上周五上行17BP，中美利差拉大。年后首周美元指数开启反弹，截至本周五报收102.44，美元兑人民币即期汇率报收7.1566，较上周五上行646BP。

最新公布的非农就业报告显示，美国经济2023年12月新增就业人数21.6万，高前值和市场预期。12月的失业率为3.7%，12月薪资水平较上年同期增长了4.1%，就业市场的表现在逐渐降温的经济中仍是一个亮点。

1月4日美联储公布的12月议息会议纪要显示，美联储意识到市场预期的降息路径抢跑于联储点阵图指引，提示金融状况的宽松程度超出适当范围，这可能会使委员会更难以实现通胀目标，保留“任何”额外紧缩的可能性，包括不降息和再次加息，以令通胀水平降低到2%。投资者对美联储在2024年降息预期回落叠加市场整体避险情绪推动，美元指数年后开启反弹，人民币汇率承压。

往后看，伴随美国通胀水平的持续回落，美联储2024年开启降息确定性较高。鲍

威尔在 12 月议息会议上表态美联储已经开始关注长期间高利率对于经济活动抑制作用的滞后影响，美联储已经做好“防御性”降息的准备，以对冲经济下行的影响。但是开启降息的时点和节奏目前尚不明确，美元指数或随着经济和政策走势出现较大范围的震荡，引发非美货币波动性升高。

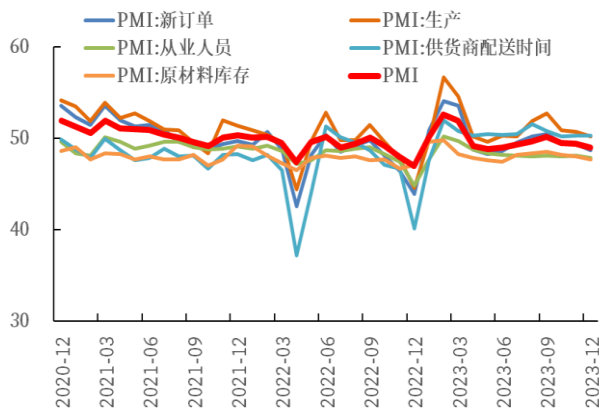
◆ 10 年期国债收益率到达近年来低点，期限利差回升

截止 1 月 5 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.52%，较上周五下行 4BP；1 年期国债收益率报收 2.11%，较上周五上行 3BP，期限利差压缩，本周五期限利差录得 40.84BP，较上周五下行 6.73BP。弱势基本面叠加市场强烈的宽松预期，带动债市长端收益率下行至近年来的低点。

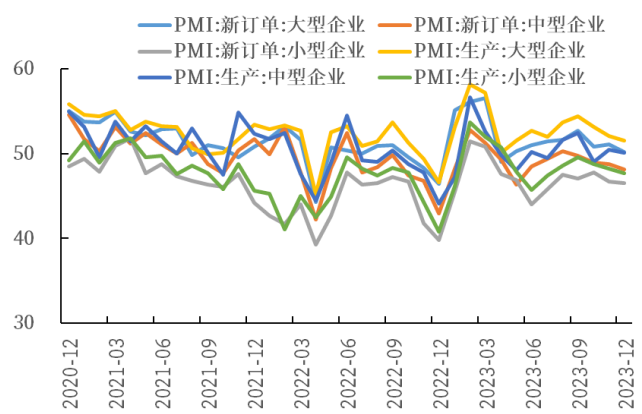
2023 年 12 月份官方制造业 PMI 降至 49，也是连续三个月低于荣枯线，不及市场预期。PMI 持续走低部分归因于基础原材料行业生产淡季等因素，同时当前外部环境复杂性、严峻性、不确定性上升，调查中部分企业反映，海外订单减少叠加国内有效需求不足是企业面临的主要困难。对于经济修复节奏偏弱、市场信心不足的局面，2024 年 1 月 2 日央行公布 2023 年 12 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款(PSL)3500 亿元，助力稳增长。对债市影响方面，本次 PSL 的增发对信贷的支撑作用还需要后续系列数据检验。此外，后续 PSL 是否持续投放以及会不会有进一步的财政政策和货币政策予以配合，对于市场预期也起到关键作用。在当前时点下，债市长端收益率进一步下行的阻力加大，或在当前位置维持小幅震荡格局。

本周各等级、各期限信用债和城投债收益率持续下行，截止 1 月 5 日，AAA 级 3 年期中短期票据收益率较一周前上行 0.74BP，录得 2.72%；信用利差较一周前下行 4.32BP，录得 32.94BP。城投债方面，AAA 级 3 年期城投债收益率录得 2.77%，较一周前下行 0.01BP，信用利差录得 37.94BP，较一周前下行 5.07BP。

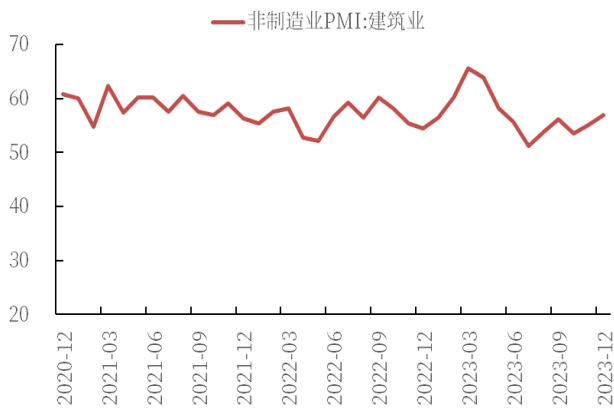
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 PMI指数及其五大构成指数走势 (%)


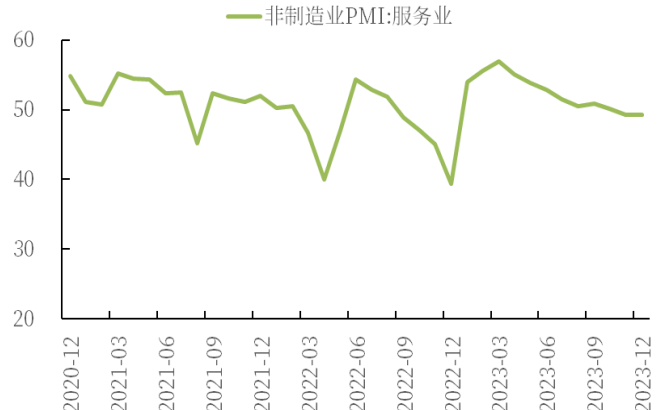
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 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3 建筑业景气度回升 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 服务业景气度回落 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 市场对美联储开启降息的时点预期仍然为 2024 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
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	62.3%	33.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	48.9%	40.3%	7.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	47.2%	40.6%	9.0%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	40.4%	41.6%	13.8%	1.6%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.2%	35.9%	41.5%	17.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.4%	23.7%	39.4%	26.0%	8.2%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.1%	19.3%	36.3%	28.6%	11.7%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 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