

流动性内外皆松趋势进一步明确

2024年1月22日-1月28日周报

◆ 一季度降准落地，降息可期但时点或后置

临近月末，周内资金利率季节性上升。截止1月26日，DR007报收1.95%，较上周五上行8BP；SHIBOR1W报收1.90%，较上周五上行7BP。受到央行降准释放流动性的影响，同业存单到期收益率小幅下行，截止1月26日，AAA级1年期同业存单到期收益率报收2.41%，较上周五下行3BP。AAA级3年期同业存单到期收益率报收2.41%，较上周五上行1BP。由于资金面趋紧，央行加大了公开市场操作规模，周内共投放逆回购19770亿元，利率维持1.80%逆回购到期量15670亿元，通过逆回购投放流动性4100亿元。

本周央行降准落地，幅度和时点均超过市场预期。在1月24日下午举行的国务院新闻办发布会上，央行行长潘功胜宣布人民银行将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供长期流动性约1万亿元。本月中旬央行平价超量续作MLF，打破了市场的降息预期。预期回踩之下资本市场出现较大波动，2024年一月以来股票市场出现连续下跌，沪指一度跌破2800点，引起了社会层面以及政府相关部门的关注。1月22日国常会明确提出要采取更加有力有效措施，着力稳市场、稳信心，23日、24日证监会主要领导接连针对资本市场作出积极表态，显示监管层将全力维护资本市场稳定运行，24日国资委也表示将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核等。本次降准消息的宣布与前述利好信号形成了组合拳，充分体现了中央积极支持资本市场健康发展，有助于稳定市场信心，缓解市场焦虑。

往后看，从稳物价、稳信贷、稳经济以及稳妥有效防范化解重点领域金融风险等多方面需求来看，进一步调降政策利率的必要性是较强的。但另一方面，降息时点有可能会晚于市场预期的一季度。央行近期的货币政策操作保持了定力，侧重于通过OMO、MLF、PSL等工具保持流动性合理充裕，DR007也持续在政策利率上方运行。考虑到当前中美利差仍处高位，市场对于美联储开启降息的时点预期大幅超前，可能过于乐观。美联储后续的货币政策路径当前仍不清晰，需警惕预期回摆引发资本市场波动调整，以及对人民币汇率造成的外部压力。因此，在美联储宽松转向进一步明晰之前，央行对于政策利率的调降可能会相对谨慎。

◆ 美国经济韧性支撑美元指数小幅反弹，央行重申汇率稳定

截至1月26日，我国10年期国债收益率报收2.50%，较上周五下行持平；美国10年期国债收益率录得4.15%，较上周五持平。美国系列经济数据显示当前美国经济韧性超出市场预期，助推美元指数小幅反弹。截至本周五美元指数报收103.47，美元兑人民币即期汇率报收7.1808，较上周五下行130点。

主要数据

上证指数	2910.2227
沪深300	3333.8213
深证成指	8762.3287

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

一季度降准落地，降息可期但时点或后置	—
2024-01-25	
REITs市场深度调整，基金增持计划提振市场信心	—
2024-01-24	
金融市场分析周报	—
2024-01-24	

1月25日美国商务部表示，由于家庭支出和政府开支增加，2023年第四季度经济在经过季节性因素和通胀调整后的年化增长率为3.3%，2023年全年经济增长率为2.5%。增长的主要动力来自实际个人消费支出季率初值录得增长2.8%，商业投资和房地产市场也帮助推动了上季度高于预期的经济增长。同时，ISM制造业PMI、非农就业、CPI、新屋开工、零售销售等系列重要指标均超预期，美国家庭与制造业部门韧性仍然较强，经济软着陆预期进一步上升，市场降息预期下降。CME Fedwatch显示3月开启降息的概率回落至50%，10年期美债利率回归4.1%。

中国人民银行行长潘功胜1月24日在国新办新闻发布会上表示，汇率的短期影响因素是多元的，比如经济增长、货币政策、金融市场、地缘政治、风险事件等，中长期走势根本上取决于经济基本面。2024年，总的判断是人民币汇率将继续在合理均衡水平上保持基本稳定。一是我国经济具有良好稳固的基本面，保持长期向好的总体趋势，这是人民币汇率基本稳定的重要基础；二是外部国际金融环境出现有利变化，中美货币政策周期错位有望得到改善，将推动中美利差趋于稳定并收敛，有助于跨境资金流动更趋平衡；三是人民币资产具有较好的投资和避险价值；四是汇率稳定的微观基础坚实。往后看，在中美周期从背离到共振的迁移过程中，人民币汇率受到海内外多重因素的影响，其双边波动的振幅或加大；但总体来说，随着美联储开启降息周期和国内经济的逐步恢复，人民币汇率有望在均衡水平上稳定运行。

◆ 债市降准预期兑现，多重压力下短期内或维持震荡格局

截止1月26日，我国10年期国债收益率报收2.50%，较上周五下行持平；1年期国债收益率报收2.02%，较上周五下行6BP，期限利差加大。本周五期限利差录得47.65BP，较上周五上升5.79BP。

在弱势基本面的支撑下，债市对新一轮货币宽松的期待上升，并且提前计入“降准+降息”的乐观预期，2023年11月底开始债市长端收益率经历了一轮大幅下行，从高点的2.70%附近一路下行至当前2.50%，调整幅度达20BP。当前十年期国债收益率当前波动中枢已经降至MLF政策利率，而MLF政策利率作为长端收益的定价锚，使得长端收益率的进一步下行面临一定的限制。而囿于美联储开启降息的时点和节奏尚未清晰，货币政策的空间尚未完全具备，央行近期操作保持了定力，侧重于通过OMO、MLF、PSL等工具保持流动性合理充裕，DR007也持续在政策利率上方运行。

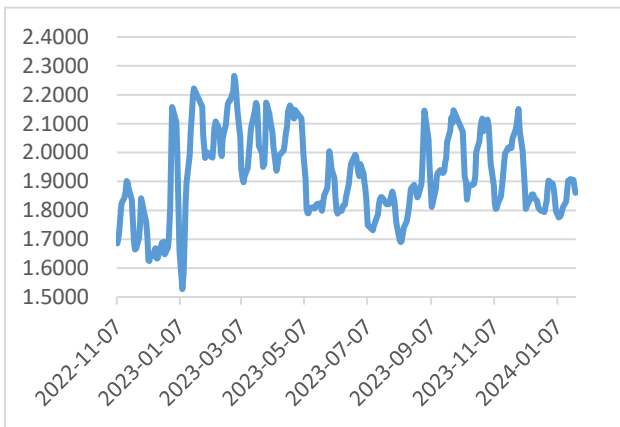
另一方面，在近期证监会及相关单位主要领导接连针对资本市场作出积极表态，显示监管层将全力维护资本市场稳定运行，以及国资委也表示将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核等组合拳下，本周股票市场情绪得到提振，沪指连涨三天。股债跷跷板效应叠加债市累积的止盈压力之下，短期内债市或仍维持小幅震荡格局。本周各等级、各期限信用债和城投债收益率持续下行，截止1月26日，AAA级3年期中短期票据收益率较一周前下行4.83BP，录得2.65%；信用利差较一周前下行2.19BP，录得29.25BP。城投债方面，AAA级3年期城投债收益率录得2.69%，较一周前下行2.41BP，信用利差录得32.62BP，较一周前上行0.23BP。

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

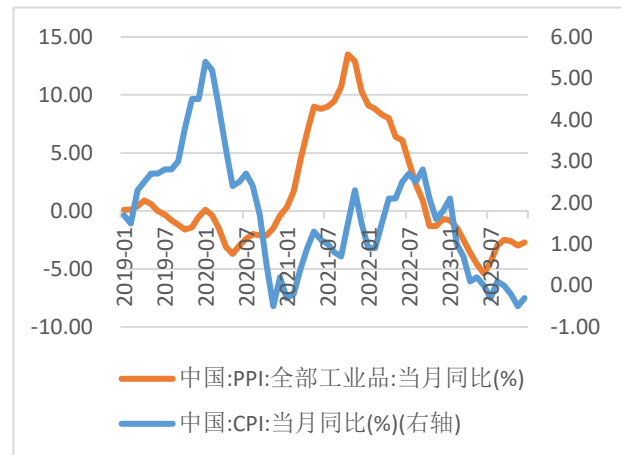
图1 月度经济数据情况

	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12
社零(当月同比)	7.4%	10.1%	7.6%	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	12.7%	18.4%	10.6%	3.5%	-1.8%
社零:商品零售(当月同比)	4.8%	8.0%	6.5%	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	-0.1%
社零:餐饮(当月同比)	30.0%	25.8%	17.1%	13.8%	12.4%	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%	26.3%	9.2%	-14.1%
固投(累计同比)	3.0%	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%
制造业投资(累计同比)	6.5%	6.3%	6.2%	6.2%	5.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%
基建投资(累计同比)	8.2%	8.0%	8.3%	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%	12.2%	11.5%
房地产开发投资(累计同比)	-9.6%	-9.4%	-9.3%	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%
固投(当月同比)	4.1%	2.9%	1.2%	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%
制造业投资(当月同比)	8.2%	7.1%	6.2%	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	5.3%	6.2%	8.1%	7.4%
基建投资(当月同比)	10.7%	5.4%	5.6%	6.8%	6.2%	5.3%	12.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%
房地产开发投资(当月同比)	-12.5%	-10.6%	-11.3%	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%
出口金额(美元,当月同比)	2.3%	0.5%	-6.4%	-6.2%	-8.8%	-14.5%	-12.4%	-7.5%	8.5%	14.8%	-6.8%	-9.9%
进口金额(美元,当月同比)	0.2%	-0.6%	3.0%	-6.3%	-7.3%	-12.4%	-6.8%	-4.5%	-7.9%	-1.4%	-10.2%	-7.5%
工业增加值(当月同比)	6.8%	6.6%	4.6%	4.5%	4.5%	3.7%	4.4%	3.5%	5.6%	3.9%	2.4%	1.3%
服务业生产指数(当月同比)	8.5%	8.3%	7.7%	6.9%	6.8%	5.7%	6.8%	11.7%	13.5%	9.2%	5.5%	-0.8%
制造业PMI(%)	49	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0
非制造业PMI(%)	50.4	50.2	50.6	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6
建筑业PMI(%)	56.9	55	53.5	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4
服务业PMI(%)	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 DR007 利率走势 (MA5) (%)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 2023年以来国内通胀水平走低


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, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@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、内容或其复印本给予任何其他人。

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