

美联储降息预期再次受挫，我国中长期债牛支撑逻辑仍持续

2024年4月22日-4月28日周报

◆ 美联储面临两难局面，降息预期再次受挫

在周四发布的美国一季度GDP初读数据中，美国第一季度实际GDP年化季率初值升1.6%，低于预期的升2.4%，同时，美国一季度通胀强于预期，剔除食品和能源价格的PCE价格指数年化季环比增长3.7%，超出预期的3.4%，几乎是前值2%的两倍，为一年来首次出现季度加速。周五公布的数据显示，美国3月的PCE数据录得同比增长2.8%，小幅高于市场预期值2.7%。

美国当前经济增速放缓和通胀二次抬头的共同存在使得美联储面临两难局面。从对市场影响的角度看，目前相对比较确定的是美联储降息的预期再次受到打压。一季度美国经济数据和通胀数据公布的当天，美股三大指数全线收跌，2年期和10年期收益率上行，市场对美国经济走弱和通胀顽固的局面展开重新定价。从CME数据看，当前市场主流预期为8月之前美联储大概率不会降息，9月之后到年终之前可能会降息一次，但降息时点最晚可能到今年12月。

◆ 工业企业利润明显改善，房地产销售仍然低迷

4月27日，统计局发布数据显示，今年Q1，全国规模以上工业企业实现利润总额15055.3亿元，同比增长4.3%，较去年全年的下降2.3%明显改善。分季度看，截止今年Q1，规上工业企业利润已经连续3个季度增长，延续恢复态势。更加值得注意的是，今年Q1，在工业中规模占比最大的制造业利润+7.9%，较去年全年的-2.0%改善幅度较大，其中，高技术制造业利润由去年全年的-8.3%转为Q1的+29.1%，对制造业和工业增速起到较大带动作用。

在工业继续复苏的同时，从高频数据看，房地产业依然面临较大的下行压力。我们统计的数据显示，截止4月26日，4个一线城市、13个二线城市和17个三线城市一手商品房销售面积同比较去年同期分别下滑31%、42%和30%，仍无明显改善。居民购房持续下行之下，房地产企业预期很难相对明显改善，房地产投资将继续拖累我国经济增长。后续随着增量稳房地产政策继续发力，居民购房能否出现实质性改善，仍有待观察。

◆ 资金利率季节性上行，二季度货币政策或加强与财政政策配合力度或加大

临近月末，资金利率季节性边际上行。截止4月26日，DR007报收1.93%，较上周五上行5BP；SHIBOR1W报收1.91%，较上周五上行4BP。同业存单到期收益率在经历了一个季度的下行后进入盘整阶段，银行间系统流动性仍较为宽松。截止4月26日，AAA级一年期同业存单到期收益率报收2.11%，较上周五上行6BP。

基于较为宽裕的流动性，公开市场操作方面，4月22日至4月26日央行逆回购操作规模维持低量，共投放7D逆回购100亿元，利率维持1.80%；逆回购到期100亿

主要数据

上证指数	3088.6357
沪深300	3584.2686
深证成指	9463.9072

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:	

相关研究报告

金融市场分析周报	—2024-04-24
外部流动性阶段性收紧，我国Q1经济超预期	—2024-04-21
金融市场分析周报	—2024-04-18

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

元，本周央行公开市场操作完全对冲到期量，实现资金进出平衡。4月22日，央行公布4月LPR为：1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为3.95%，连续两个月按兵不动，符合市场预期。

2024年一季度央行先后执行定向降息、降准、非对称LPR降息措施，货币宽松力度超预期。叠加一季度经济基本面回升势头良好，政府债发行节奏趋缓，上一轮货币宽松的效果仍有待于进一步的观察验证，短期内央行对新一轮宽松或更加谨慎。往后看，稳增长政策发力下二季度地方债、特别国债发行或提速，央行或通过降准、公开市场操作以及结构性工具等方式提供流动性支持，货币政策与财政政策协调配合力度加大，以促进经济的进一步修复。另一方面，内外平衡和息差压力下，LPR的调降或须等待时机。但从长期来看，我国当前实际利率偏高，通过央行降息来压低名义利率，带动实际利率下降以支持实体经济融资成本下行的必要性升高，因此我们对年内降息保持乐观。

◆ 十年期美债收益率高位波动，人民币汇率压力边际走强

截至4月26日，美国10年期国债收益率录得4.67%，较上周五上行5BP。美元指数高位波动，截止4月26日报收106.09；美元强势带动人民币汇率压力边际走高，截止4月26日报收美元兑人民币即期汇率报收7.2463，周内波动上行。

近期各类数据显示通胀顽固，使得市场降息预期不断回落。当前CME FEDWatch显示市场对于年内开启降息的时点已经推后至9月，并且2024年只会进行一次降息。此外，中东地缘冲突提高了国际大宗商品价格波动，美国通胀回落进程不确定性上升。

通胀率表现自今年初以来连续超过市场预期，累积效应或对美联储官员的决策立场产生重要影响。今年1月和2月的时候面对较高的通胀数据，美联储官员倾向于认为是通胀回落过程中的“波折”，并不能改变整体的回落趋势。3月美联储议息会议上点阵图显示美联储预期6月开启降息，全年降息3次。下周举行的议息会议上我们将重点关注鲍威尔对于通胀立场是否会发生转变。美国高利率持续时间长于预期提升了我国人民币汇率外部环境的压力，短期内汇率或持续在当前位置小幅波动。

◆ 十年期国债收益率振幅增大，但中长期债牛难以反转

截止4月26日，我国10年期国债收益率报收2.31%，较上周五上行6BP；1年期国债收益率报收1.66%，较上周五下行3BP；短端和长端收益率走势分歧带动期限利差大幅上升，截止4月26日期限利差录得64.38BP，较上周五大幅上行8.31BP。

本周周内债市收益率走势出现反转。截止4月23日报收，在资金面宽松+基本面稳定的背景下债牛逻辑持续，十年期国债收益率持续下行至2.23%。4月23日晚间，金融时报发布央行有关部门负责人采访新闻稿，表示“当前长期国债收益率持续下滑的底层逻辑是市场上‘安全资产’的缺失”，随着未来超长期特别国债的发行，“资产荒”的情况会有缓解，长期国债收益率也将出现回升。央行方面的“风险提示”促使债市避险情绪抬头，次日十年期国债收益率上行4BP，并于4月26日再次单日上行5BP至2.30%以上。

本轮债市的快速调整使得去年底以来债市累积的单边上行风险得到一定程度的释放。往后看，中长期债牛格局或仍将持续，波动源或集中在政府债发行提速对资金和供求关系上形成的挤压作用。2024年一季度政府债发行节奏偏缓，融资压力有限，政府债尚未放量之下对银行间流动性占用并不显著，发行进度偏慢在供求上对利率形成进一步

压制。二季度在稳增长压力下财政政策或加大力度，政府债发行进有望提速。但根据央行多次表态，货币政策与财政政策协调配合力度加大，或通过降准、公开市场操作以及结构性工具等方式提供流动性支持，资金面大幅收紧可能性较低，货币宽松可期。基本上，虽然一季度数据显示制造业回升、经济出现结构性修复，但内需消费信心修复仍有较大提升空间，房地产下行趋势下居民部门扩表意愿仍较为低迷，基本面对债市压力较为平稳。综上，中长期债牛支撑逻辑仍持续，流动性和央行指导取向对债市短期走势起到关键作用。

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

	2024-03	2024前2月	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
社零(当月同比)	3.1%	5.5%	7.4%	10.1%	7.6%	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	12.7%	18.4%	10.6%
社零:商品零售(当月同比)	2.7%	4.6%	4.8%	8.0%	6.5%	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%
社零:餐饮(当月同比)	6.9%	12.5%	30.0%	25.8%	17.1%	13.8%	12.4%	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%	26.3%
固投(累计同比)	4.5%	4.2%	3.0%	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%
制造业投资(累计同比)	9.9%	9.4%	6.5%	6.3%	6.2%	6.2%	5.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%
基建投资(累计同比)	8.8%	9.0%	8.2%	8.0%	8.3%	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%
房地产开发投资(累计同比)	-9.5%	-9.0%	-9.6%	-9.4%	-9.3%	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%
固投(当月同比)	4.8%	4.2%	4.1%	2.9%	1.2%	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%
制造业投资(当月同比)	10.3%	9.4%	8.2%	7.1%	6.2%	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	5.3%	6.2%
基建投资(当月同比)	8.6%	9.0%	10.7%	5.4%	5.6%	6.8%	6.2%	5.3%	12.3%	10.3%	7.9%	9.9%
房地产开发投资(当月同比)	-10.1%	-9.0%	-12.5%	-10.6%	-11.3%	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%
出口金额(美元, 当月同比)	-7.5%	7.1%	2.3%	0.5%	6.4%	6.2%	8.8%	14.5%	12.4%	7.5%	8.5%	14.8%
进口金额(美元, 当月同比)	-1.9%	3.5%	0.2%	-0.6%	3.0%	6.3%	7.3%	12.4%	6.8%	4.5%	7.9%	1.4%
工业增加值(当月同比)	4.5%	7.0%	6.8%	6.6%	4.6%	4.5%	4.5%	3.7%	4.4%	3.5%	5.6%	3.9%
服务业生产指数(当月同比)	5.0%	5.8%	8.5%	9.3%	7.7%	6.9%	6.8%	5.7%	6.8%	11.7%	13.5%	9.2%
制造业PMI(%)	50.8	1月49.2, 2月49.1	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2	51.9
非制造业PMI(%)	53.0	1月50.7, 2月51.4	50.4	50.2	50.6	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2
建筑业PMI(%)	56.2	1月53.9, 2月53.5	56.9	55.0	53.5	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6
服务业PMI(%)	52.4	1月50.1, 2月51.9	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 市场预期美联储年内或只降息一次

MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	97.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	10.8%	88.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	28.6%	68.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	12.5%	43.8%	42.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.2%	3.6%	19.6%	43.6%	33.0%
2024/12/18	0.0%	0.1%	1.5%	9.8%	28.8%	39.5%	20.2%
2025/1/29	0.0%	0.5%	3.9%	15.3%	31.9%	33.9%	14.4%
2025/3/19	0.2%	1.8%	8.1%	21.4%	32.7%	26.7%	9.1%
2025/4/30	0.6%	3.5%	11.7%	24.5%	31.1%	22.0%	6.6%

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