

## 美联储会议表态偏鸽，我国制造业景气度继续修复

2024年4月29日-5月5日周报

### ◆ 美联储5月议息会议表态偏鸽

北京时间5月2日凌晨，美联储公布5月议息会议决议，维持利率不变，联邦基金利率目标区间处于5.25%-5.50%，符合市场预期。相较于3月，本次会议声明有两大变化，其一是兑现了鲍威尔在3月会议上“预计很快放缓缩表”的表态，从6月开始，将每月美国国债的赎回规模上限从600亿美元降至250亿美元，将机构债和机构抵押贷款支持证券的每月赎回上限保持在350亿美元不变。其二是，会议声明指出近期在实现委员会2%的通胀目标方面缺乏进一步的进展。

维持利率不变和缩减国债均在市场预期之内，作为季中会议，鲍威尔的会后发言成为市场关注的焦点。鲍威尔表态的鸽派程度超过市场预期，强调了美联储坚持2%的长期通胀目标，并且近期打击通胀缺乏进一步的进展，2024年迄今的美国通胀数据一直都高于预期，在降息问题上获得信心的时间将比原来预料的更加漫长，短期通胀预期已经上升。但对于4月中上旬美联储理事伯曼（Bowman）表示预期存在重启加息的风险，鲍威尔给出了否定的回答，表示“下一步不太可能是加息”，政策的重点是保持限制性利率维持的时间长度。

对于未来的政策路径，鲍威尔称有两种可能的降息路径，一个是通胀可持续地下降到2%，另一个可能是劳动力市场意外疲软。市场对于鲍威尔的表态给出了乐观的解读，一旦经济数据提供通胀正在下降的明确证据，就可以预期降息。

经济数据方面，5月4日公布的非农就业报告数据显示，4月仅新增非农就业人数17.5万，创半年来新低，较预期少增6.5万，同时4月失业率较3月小幅上升至3.9%。除了体现劳动力市场降温，报告还传来通胀降温的迹象：4月平均时薪超预期放缓增长，同比增速由3月的4.1%放缓至3.9%，创将近三年来最低增速，环比增速由0.3%放缓至0.2%。此外，4月ISM非制造业指数降至49.4%，进入收缩区间。

弱于预期的经济和就业报告令美联储降息的预期重新升温。CME FEDWatch数据显示，截止5月5日市场预期美联储9月开启降息，今年降息次数回升至两次。美债收益率大幅下行，截止5月3日，十年期美债收益率报收4.50%，较4月26日下行17BP。美元指数自决议公布后开启下行，就业报告令其跌幅扩大，截止5月3日步入106下方；非美货币压力边际趋缓，离岸人民币升至7.20下方。

### ◆ 4月制造业PMI值仍位于荣枯线之上，环比回落符合季节性规律

2024年4月官方制造业PMI录得50.4%，较上月-0.4PCTS。一方面，4月制造业PMI自去年9月以来第二次位于荣枯线之上，显示制造业景气度仍在回升通道中，一方面，4月制造业PMI虽然较3月环比下行0.4PCTS，但这种下行符合近10年的历史规

### 主要数据

上证指数	3104.8245
沪深300	3604.3943
深证成指	9587.1245

### 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

- 重磅改革值得期待，财政政策加力提效 — 2024-04-30
- 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 — 2024-04-29
- 金融市场分析周报 — 2024-04-24

律，并不代表4月制造业景气度扩张超预期走弱。2014年至2023年的10年间，有8年4月制造业PMI较3月下行，10年间4月PMI较3月平均下行0.7PCTS。从PMI的5大分项指数角度来看，4月PMI从业人员和PMI供应商配送时间指数对制造业PMI环比变化方向影响较小，而制造业PMI新订单指数和PMI生产指数分别带动4月PMI环比上月下行0.6PCTS和上行0.2PCTS，显示相比3月，制造业企业需求的扩张边际放缓的同时，生产扩张速度进一步加快。结合4月PMI新出口订单指数较3月下行0.7PCTS的同时，PMI新订单指数较3月下行1.9PCTS，可以看到4月制造业需求的边际走弱是内外需共同作用的结果。

季节性角度，今年4月制造业PMI在近10个年份中排在第4位，其中，PMI新订单指数和生产指数分别排在近10个年份中的第5位和第3位，显示制造业需求扩张速度回归历史常态的同时生产扩张速度强于季节性。价格角度，4月PMI出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别较3月上行1.7PCTS和3.5PCTS，预计将带动4月PPI下行幅度较3月缩窄，录得-2.4%左右。

总体来看，4月制造业景气度继续修复，生产修复速度领先于需求。需求修复的速度偏慢，结合铜、铝价格走势在4月的环比上行和钢材价格4月的下行，我们推测除外需修复速度偏慢之外，仍然与房地产产业链的不景气相关。4月政治局会议进一步明确稳增长的政策大方向，预计后续随着经济内在需求的修复和政策的发力，房地产产业链下行幅度有望缩窄，制造业景气度有望持续维持修复趋势。

4月，非制造业商务活动指数录得51.2%，较上月-1.8PCTS。

4月建筑业PMI为56.3%，较上月+0.1PCTS，其中建筑业土木工程建筑业商务活动指数为63.7%，比上月上升3.9个百分点，升至高位景气区间。Q1受化债和专项债发行节奏偏慢影响，建筑业景气度较去年Q4有所回踩，但随着化债工作取得实质进展以及项目推进提速，4月建筑业景气度开始回升。4月17日的新闻发布会上，发改委表示“今年2月，发改委完成了全部三批共1万亿元增发国债项目清单下达工作，将增发国债资金已经落实到约1.5万个具体项目”，同时表示将“推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设。”虽然4月全国范围内发行城投债和新增专项债分别为3618亿元和883亿元，尚不及3月的4840亿元和2308亿元，但后续随着项目的加速推进和专项债发行的提速，建筑业景气度有望持续维持高位。

4月服务业PMI为50.3%，较上月-2.1PCTS。从行业看，在调查的21个行业中，有15个商务活动指数高于临界点，较上月增加3个，服务业景气面有所扩大。但另一方面，资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低位运行，景气水平偏弱，拖累了服务业的修复步伐。从预期看，4月服务业业务活动预期指数录得57.4%，较上月下行0.8PCTS，但仍然处在相对高位。

#### ◆ 4月资金面延续宽松，关注5月政府债发行节奏

临近跨月，资金利率边际上行。截止4月30日，DR007报收2.11%，较上周五上行18BP；SHIBOR1W报收2.11%，较上周五上行20BP。同业存单到期收益率波动性增加，银行间系统流动性整体仍较为宽松，截止4月30日，AAA级一年期同业存单到期收益率报收2.11%，较上周五持平。

公开市场操作方面，为了维护月末流动性平稳，4月28日至4月30日央行共投放7D逆回购4440亿元，利率维持1.80%；逆回购到期40亿元，本周央行通过公开市场

操作释放流动性 4000 亿元。

往后看，5 月资金面最大的不确定性来源于政府债发行，但总体上仍有望维持宽松格局。今年一季度政府债发行节奏较慢，对资金面压力趋缓。4 月 30 日，中共中央政治局会议指出要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。会议提出要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度。因此 5 月政府债集中发行缴款对流动性的挤压作用或提升。央行预计会通过降准、公开市场操作以及结构性工具等方式提供流动性支持。此外 4 月 23 日，财政部发文称，要加强财政与货币政策、金融改革的协调配合，完善基础货币投放和货币供应调控机制，支持在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖，充实货币政策工具箱。央行在二级市场买卖国债有望实现创新性流动性投放，缓和债券供给冲击造成的流动性收紧压力。

#### ◆ 十年期国债收益率回升至 2.30% 以上，5 月或进入盘整期

截止 4 月 30 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.30%，较上周五下行 1BP；1 年期国债收益率报收 1.69%，较上周五上行 3BP；短端和长端收益率走势分歧带动期限利差收窄，截止 4 月 30 日期限利差录得 61.00BP，较上周五下降 3.38BP。

4 月长端利率振幅较大。截止 4 月 23 日收盘，在资金面宽松+基本面稳定的背景下，十年期国债收益率持续下行至 2.23%。4 月 23 日晚间，央行有关部门负责人表示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，长端利率走势反转，月末十年期国债收益率一路上行至 2.35%。

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，短期内长端利率波动源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，流动性压力易上难下。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。并且我国实际利率当前处于高位，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仍高，因此我们认为年内仍有望进一步降息，债市长端收益率有望下行。综上，中长期债牛支撑逻辑并未消失，短期债市博弈可能加大，波动性提升，但更长视角看，不排除收益率仍有下行空间。

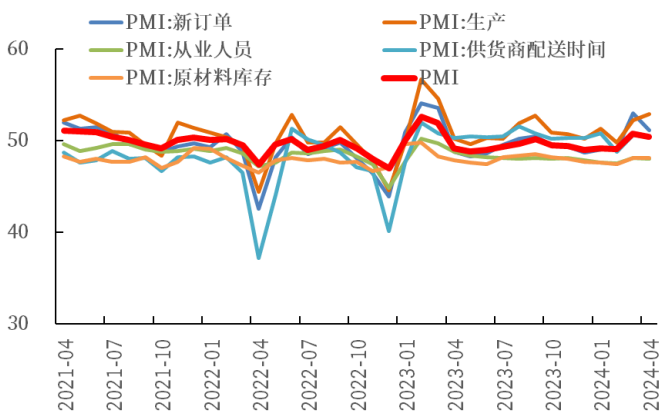
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 市场预期美联储年内降息次数变为2次

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	91.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	32.5%	65.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	17.4%	48.8%	32.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	7.4%	29.3%	42.6%	20.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.3%	4.4%	20.1%	37.0%	29.7%	8.5%
2025/1/29	0.0%	0.1%	2.1%	11.4%	27.6%	33.8%	20.3%	4.8%
2025/3/19	0.1%	1.2%	7.0%	19.9%	30.8%	26.7%	12.1%	2.2%
2025/4/30	0.5%	3.3%	11.8%	24.0%	29.3%	21.2%	8.4%	1.4%

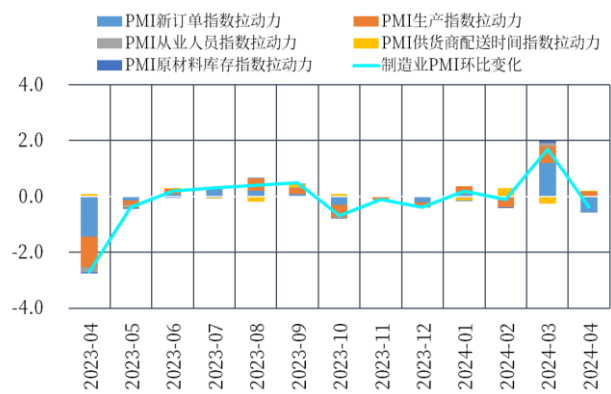
资料来源：CME，中航证券研究所

图2 制造业 PMI 及五大分项指数走势 (%)



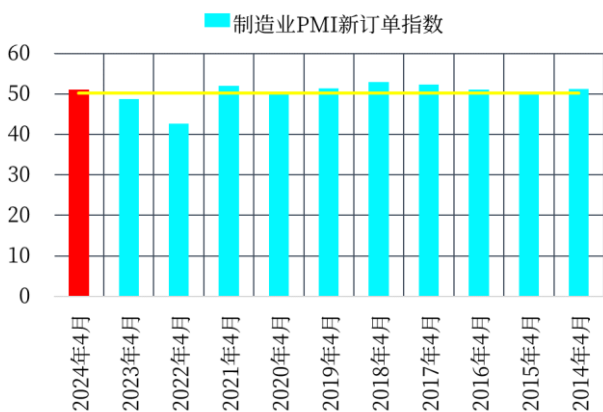
资料来源：wind，中航证券研究所

图3 各月五大分项指数对制造业 PMI 的拉动 (PCTS)



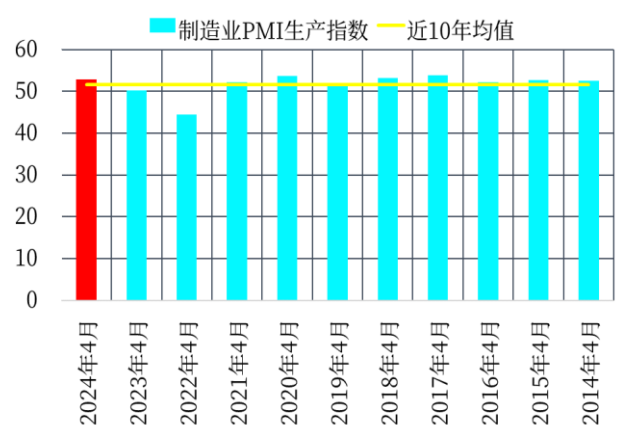
资料来源：wind，中航证券研究所

图4 制造业新订单指数季节性对比 (%)



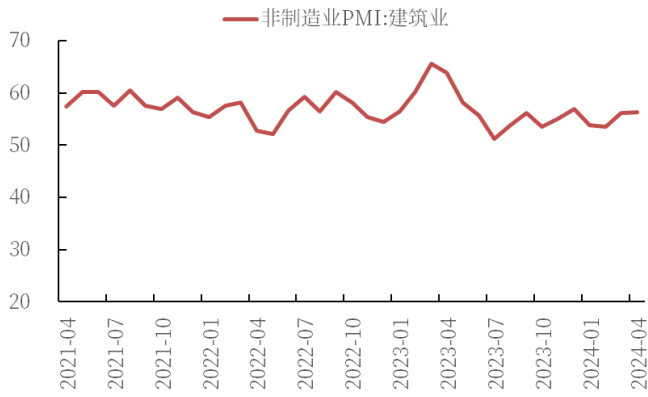
资料来源：wind，中航证券研究所

图5 制造业生产指数季节性对比 (%)



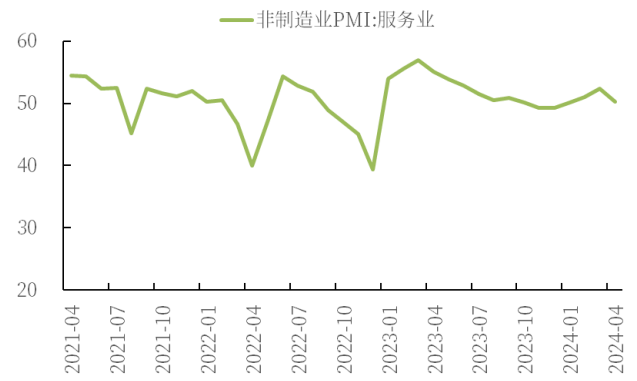
资料来源：wind，中航证券研究所

图6 PMI 建筑业指数走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 PMI 服务业指数走势 (%)



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