

外部加息放缓和内部经济复苏趋势延续

2023 年 1 月 28 日-2 月 4 日周报

◆ 美联储加息 25BP 符合市场预期，加息终点或已临近，市场预期已走在美联储之前

北京时间 2 月 2 日凌晨，美联储公布议息会议决议，加息 25BP，联邦基金利率目标区间上升至 4.5%-4.75%，符合市场预期。此外，维持每月缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和抵押贷款支持证券(MBS)。

鲍威尔新闻发布会表示美联储之后加息幅度的决策将“着重考量货币政策紧缩对于经济活动、通胀、经济金融发展产生的滞后效应”，委员会讨论的重点在于随着时间的推移，美联储之前的加息行动将在多大程度上给经济增长和通胀降温。由于美国通胀和经济已经见顶下滑，加息的效果已经开始显现，美联储考虑加息的滞后效应主要意味着美联储停止加息甚至开启降息要具有提前性，以免过度抑制经济。这是美联储货币紧缩周期接近尾声的重要信号，货币政策滞后效应意味着美联储不必进一步大幅加息，甚至终端利率的持续时间也可能短于预期。

本次会议声明中，美联储承认了通胀已有所缓解，但仍处于较高水平，显示通胀见顶已经确认，关键在于后续回落的速度。美国 12 月 CPI 同比放缓至 6.5%，是自 2022 年年中触及峰值以来连续第六个月减速。剔除波动较大的能源和食品价格，核心 CPI 在 12 月同比增长 5.7%，低于 11 月的 6% 增幅。美国两年期盈亏平衡通胀率在 2023 年 1 月已降至 2.19%，恢复至 2020 年 12 月的水平；十年期盈亏平衡通胀率也从高位回落，通胀预期已得到明显缓解。

虽然美债两年期和十年期收益率倒挂程度仍处于历史高位，经济衰退的前景仍在，但美国劳动力市场维持强劲，2 月 3 日公布的美国 1 月新增非农就业人口为 51.7 万，为 2022 年 7 月以来最大增幅，是市场预期值 18.7 万的近三倍，前值为 26 万，同时 1 月失业率降至 3.4%，预期 3.6%，前值 3.5%，触及 53 年低点。超预期强劲的就业数据引发市场对美联储会比预期更加鹰派的担忧，数据公布后，投资者对今年美联储加息终点利率的主流预期从 4.75%-5% 上调到了 5%-5.25%，对应 3 月和 5 月各加息 25BP。同时，市场预期四季度美联储有望降息 50BP，显示市场的宽松预期走在美联储指引之前。

2022 年资本市场交易主线一直围绕美联储超预期加息，年末开始计价美联储转鸽放缓加息。2 月议息会议结束后美联储加息的终点已经出现在地平线上，往后看，我们依然认为交易美联储政策转向是今年全球资本市场的重要主线，但在节奏上，目前市场预期已走在美联储指引之前，对美联储政策转向已有较充分定价，此时需要警惕后续欧美经济数据下滑幅度缓于预期造成宽松预期削弱，进而引发资本市场波动的风险。

◆ 1 月官方 PMI 数据显示制造业和非制造业景气度全面回升

1 月制造业和非制造业景气度全面回升。

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

美联储进一步放缓加息，紧缩政策或接近尾声 —2023-02-03
制造业和非制造业景气度全面回升 —2023-02-01
金融市场分析周报 —2023-01-30

制造业方面, 2023 年 1 月官方制造业 PMI 录得 50.1%, 较上月+3.1PCTS, 自 2022 年 10 月开始连续 3 个月位于荣枯线之下后, 再次回到荣枯线之上。考虑历年春节假期错位因素, 今年 1 月制造业 PMI 值在 2005 年以来春节假期主要在 1 月的 5 个年份 (即 2009、2012、2017、2020 和 2023 年) 中由高到低排在第 3 位, 也高于除今年外其余 4 年历史均值的 49.3%, 结合今年 1 月制造业 PMI 较去年 12 月+3.1PCTS, 远超历史均值的-0.1PCTS, 显示排除春节错位因素后, 疫情的快速过峰之下, 今年 1 月制造业景气程度向常态修复速度较快。结构上看, 制造业五大分项指数呈现全面回升态势, 其中, 代表制造业需求和生产的 PMI 新订单指数和 PMI 生产指数分别带动 1 月制造业 PMI 上行 2.1PCTS 和 1.3PCTS。疫情快速过峰, 外需、内需和生产的同步修复下, 制造业企业采购意愿增强, 生产经营活动预期回升明显, 主动增加了产成品和原材料库存: 1 月, PMI 产成品库存指数和 PMI 原材料库存指数分别较上月+0.6PCTS 和 +2.5PCTS, 同时, PMI 采购量指数较上月+5.5PCTS, PMI 生产经营活动预期指数较上月+3.7PCTS。

非制造业方面, 2023 年 1 月, 非制造业商务活动指数 54.4%, 较上月+12.8PCTS, 其中, 建筑业 PMI 为 56.4%, 较上月+2.0PCTS, 景气度高位基础上继续抬升, 服务业 PMI 为 54.0%, 较上月+14.6PCTS, 自去年 7 月开始连续 6 个月下滑后出现大幅回升。

疫情快速过峰之下, 居民出行明显恢复, 此前困扰服务业的居民消费场景受限问题明显改善, 推动 1 月服务业景气度大幅回升。我们统计的 17 个大中城市地铁客流量数据显示, 春节前的最后一周, 各城市每日地铁客流量均已超过或接近去年 11 月日均值, 此外, 1 月高德大数据百城拥堵指数均值为 1.43, 较去年 12 月的 1.42 上升, 同时, 100 个城市中, 1 月拥堵指数较去年 12 月上升的城市数量为 52 个, 相比于去年 12 月较去年 11 月有 80 个城市拥堵指数下降改善明显。另一方面, 我们也注意到, 与疫情前的 2017 年 (2017 年春节假期主要在 1 月, 为疫情前距今最近的春节假期主要在 1 月的年份, 故以此作比) 1 月 1.57 的拥堵指数相比, 今年 1 月 1.43 的拥堵指数仍然相对较低, 表明居民出行距离恢复到疫情前的水平仍需时日, 服务业景气度仍有较大改善空间。

1 月建筑业 PMI 录得 56.2%, 较上月+2.0PCTS, 仍然位于相对高景气区间。今年财政依然延续靠前发力思路, 基建将继续作为稳经济的重要一环。此前已有媒体报道, 2023 年地方债“提前批”额度已下达, 根据我们的统计, 今年 1 月全国范围新增专项债发行达 4912 亿元, 在充足的资金支持下, 上半年基建将继续发力, 建筑业有望持续维持高景气状态。

◆ 资金面边际收紧, 美国 1 月就业报告推动美债收益率大幅上行

本周 (1 月 30 日-2 月 5 日), 临近月末, 央行加大公开市场操作规模支持月末流动性需求, 累计投放 7D 逆回购 8880 亿元, 利率维持 2.0%。另有 16080 亿元逆回购到期, 净回笼流动性 7200 亿元。跨月前货币市场资金利率出现季节性回升, 周中货币利率一度涨超政策利率, 1 月 31 日 DR007 录得 2.15%, SHIBOR1W 录得 2.12%, 后半周逐步回落。截止 2 月 3 日, DR007 报收 1.82%, SHIBOR1W 报收 1.85%。2023 年全国两会将于 3 月 4 日-5 日在北京召开, 春节后至两会前是地方债集中发行的高峰期, 政府债缴款、税收缴款对流动性或形成一定的挤压作用, 资金利率波动中枢可能上移, 但超过政策利率的概率较小, 后续央行可能通过加大公开市场操作力度等方式熨平资金市场的波动, 保持流动性合理充裕。

截至 2 月 3 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.89%，较春节前最后一个交易日（1 月 20 日）下行 4bp，美国 10 年期国债收益率录得 3.53%，较上周五上行 1bp。

◆ 从全球比较的视角，关注外资押注中国经济复苏带来的交易机会

节后一季度经济修复的强预期基本被市场消化，经济基本面修复进程成为市场关注重点，截至 2 月 3 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.89%，较节前最后一个交易日下行 4bp。3 年期 AAA 级信用利差周五录得 53bp，较节前上升 7bp。债市表现体现投资者对经济复苏强预期能否兑现仍存疑虑，有待后续数据验证。

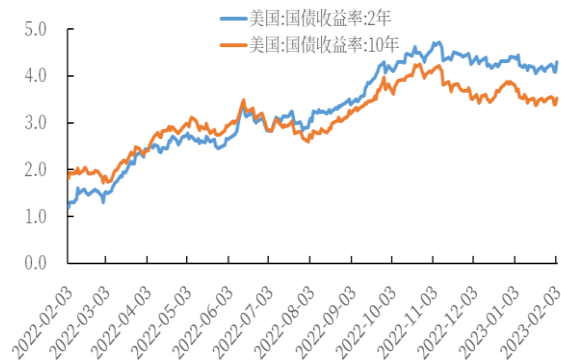
我国在疫情快速过峰后消费和生产快速反弹，上半年经济或实现强势回升，同阶段美国因为紧缩政策及其滞后效应，经济增速将被压制，双方经济周期分化造成外资押注中国经济复苏，资金流入有望对国内资本市场形成支撑，特别是近期 A 股北向资金大幅流入，权益市场上涨动力强于债券市场。

图1 美国 2 年和 10 年期盈亏平衡通胀率走势 (%)



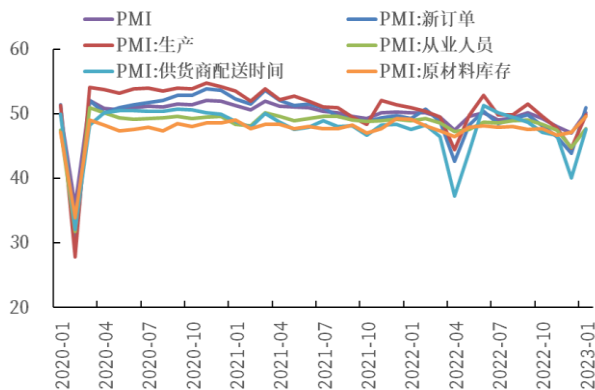
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 美国 2 年期和 10 年期国债收益率走势 (%)



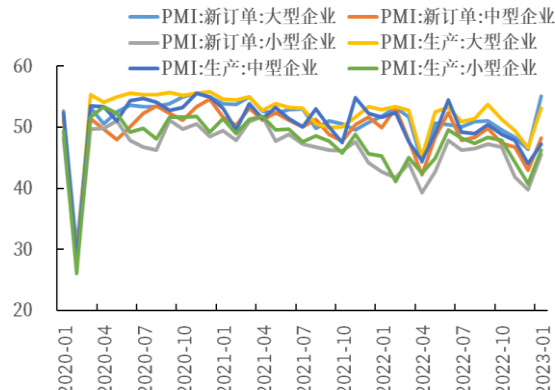
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 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4 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5 建筑业景气度仍处高位 (%)

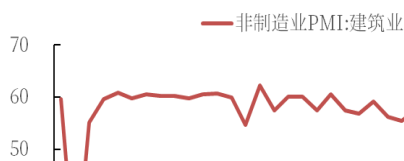


图6 服务业景气度大幅回升 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51899

