

2023 年 03 月 05 日

证券研究报告|宏观研究|宏观点评

## 经济加速修复，宽松政策预期仍在

**2023 年 2 月 26 日-3 月 4 日周报**

### ◆ 前期经过充分调整后，市场对美国最新经济数据出现短期“钝化”

本周美国劳工部报告显示，在截至 2 月 25 日的一周内，初次失业金人数减少 2,000 人，经季节性调整后为 19 万人这是初请失业金人数连续第七周保持在 20 万人以下。此外，第四季度劳动力成本上涨环比年率为 3.2%，远高于 2 月公布的前值 1.1%，表明劳动力市场保持强劲状态，加剧了金融市场对美联储可能在更长时间内继续加息的担忧。此外，3 月 3 日公布的数据显示，2 月 Markit 综合 PMI 终值升至 50.1，创 2022 年 6 月份以来终值新高，并逆转之前连续七个月萎缩的趋势。

总体来看，在 2 月上旬至今市场接连迎来了美国 1 月超预期的就业数据、同比下行但高于市场预期的 1 月 CPI 和 PPI 数据，以及上周公布的美联储会议纪要显示美联储政策相对“偏鹰”之后，市场对美联储放缓加息步伐的预期已经受到了较大程度的削弱。本周公布的经济和就业数据虽然再次指向美国经济韧性较强，但市场对美联储加息预期并未有大的变化，显示市场预期在经过前期深度调整之后，对新公布的经济数据敏感性有所下降。本周 2 年期和 10 年期美债收益率略微上行，美股三大指数收涨。截止 3 月 4 日，CME 数据显示市场预期美联储 3 月会议加息 25BP 和 50BP 的概率分别为 71.6% 和 28.4%，较 2 月 24 日的 73% 和 27% 变化不大，市场主流预期仍然是美联储年内不降息、联邦基金利率将于 6 月 14 日会议上升至 5.25%-5.5%，并一直保持到年末。

我们仍然认为，中长期来看交易美联储政策转向仍然是今年全球资本市场的重要主线，但近期对美联储加息放缓过于乐观的预期已出现相对明显修正，不排除近期美股和美债市场仍会在调整预期的同时经历较大波动。

### ◆ 2 月 PMI 数据显示我国经济进入加速修复阶段

继 1 月之后，2 月制造业和非制造业景气度继续全面回升。

制造业方面，2023 年 2 月官方制造业 PMI 录得 52.6%，较上月+2.5PCTS。季节性上看，今年 2 月制造业 PMI 值在 2005 以来的 19 年中排在由高到低的第 4 位，在近 10 年中排在第 1 位，明显高于今年之前 17 个年份（扣除明显异常的 2020 年）2 月份历史均值的 51.1%。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 2 月制造业 PMI 上行 1.0PCTS 和 1.7PCTS，生产的上行对制造业景气度上行的贡献更明显。2 月 PMI 新订单指数排在历史同期第 6 位（共 19 年），在春节假期主要位于 1 月的年份中排在第 1 位，PMI 生产指数排在历史同期第 1 位，较上月+6.9PCTS。我国本轮疫情过峰速度超预期，2 月疫情影响基本消退，生产生活向疫情前的常态回归，制造业需求和生产迅速恢复、预期明显上行、采购意愿增强：2 月，PMI 产成品库存指数、PMI 原材料库存指数和 PMI 采购量指数分别较上月+3.4PCTS、+0.2PCTS 和 +3.1PCTS，PMI 生产经营活动预期指数录得 57.5%，较上月+1.9PCTS，录得 2022 年 3 月以来高点。

非制造业方面，2023 年 2 月，非制造业商务活动指数 56.3%，较上月+1.9PCTS，

#### 作者

符畅 分析师  
SAC 执业证书：S0640514070001  
联系电话：010-59562469  
邮箱：fuyjjs@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

经济进入加速修复阶段 —2023-03-02  
金融市场分析周报 —2023-03-01  
美联储加息放缓预期受挫，国内经济复苏关键在房地产 —2023-02-26

**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

其中，建筑业 PMI 为 60.2%，较上月+3.8PCTS，景气度高位基础上继续抬升，站上 2021 年 9 月以来的高位，服务业 PMI 为 55.6%，较上月+1.6PCTS，站上 2020 年 12 月以来的高位。

2 月疫情影响基本消退，居民出行和聚集向疫情前的常态回归，带动服务业景气度继续上行。截止 2 月 25 日，2 月高德交通大数据百城拥堵指数均值达到 1.61，是 2017 年以来历史同期最高位；我们统计的 17 个大中城市地铁客流量显示，截止 2 月 23 日，今年 2 月 17 个大中城市地铁客流量同比均超过去年同期。

2 月建筑业景气度不仅在高位基础上继续上行，建筑业 PMI 还录得了 2020 年 12 月以来的最高值。统计局表示，2 月份各地工程项目集中开复工，建筑业施工进度加快。根据我们的统计，今年 1 月和 2 月全国范围新增专项债发行分别达到 4912 亿元和 3329 亿元，连续两个月维持高位的专项债发行规模下，建筑业景气度短期无忧。拉长时间来看，由于今年财政仍然维持靠前发力态势，预计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。

2 月全面向上的 PMI 数据进一步表明经济复苏持续加速。但另一方面，我国未来经济的进一步修复仍然面临着外需走弱和房地产行业修复进程不确定性较高的负面影响，因此在节后复工和疫情影响大幅减弱对经济环比的推高基本完成后，复苏力度的持续性有待进一步验证。根据我们统计的数据，今年前两个月，50 个大中城市商品房销售面积合计值同比下跌了 19%，跌幅度虽然和去年 12 月的 28%相比缩窄，但仍然不小。

2023 年 2 月 26 日至 28 日，中国共产党第二十届中央委员会第二次全体会议在京召开。对于目前的经济形势，会议强调“我国改革发展稳定依然面临不少深层次矛盾，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，经济恢复的基础尚不牢固，各种超预期因素随时可能发生”，表明中央并未改变对我国经济下行压力较大的基本判断。预计未来一段时间，我国宏观政策的主基调依然是稳增长，货币政策和财政政策大概率仍将维持相对宽松。

#### ◆ 市场利率围绕政策利率波动，实体融资需求支撑资金利率中枢上移

本周（2 月 27 日-3 月 3 日），逆回购方面，周中跨月完成，央行逆回购操作规模逐步缩减，累计投放 7D 逆回购 10150 亿元，利率维持 2.0%。另外，本周有 14900 亿元逆回购到期，实现净回笼流动性 4750 亿元。货币市场方面，资金利率波动振幅加大，周中 DR007 一度升至 2.42% 后回落，截止 3 月 3 日，DR007 报收 1.92%，较上周五下降 34BP；SHIBOR1W 报收 1.93%，较上周五下降 31 BP。

本周央行公开市场操作仍旧维持了万亿元以上的规模，延续了 2 月以来的高位连续状态，但操作规模处于放缓状态，周内也实现了近 5000 亿的流动性净回笼。央行力图在满足市场合理流动性需求的前提下，逐步向正常化操作转变，引导市场短期利率向政策利率靠拢。自去年三季度以来货币市场资金利率中枢抬升的趋势仍在继续，一季度经济修复带来的融资需求抬升对资金利率中枢的支撑起了决定性的作用。

央行发布的四季度货币政策执行报告指出，将精准有力实施好稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”，保持货币信贷总量合理增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，引导综合融资成本稳中有降，发挥好结构性货币政策工具的激励引导作用。往后看，在保持流动性合理充裕的基础上，央行在总量层面的操作较之去年或有所收敛，代之以结构性工具定向发力，以支持经济运行和实体经济循环为目

的释放流动性，促进宽信用真正落到实处，避免流动性淤积于金融系统。随着经济复苏的进一步确立，货币市场资金利率中枢或上移至 1.8%-2.0%。

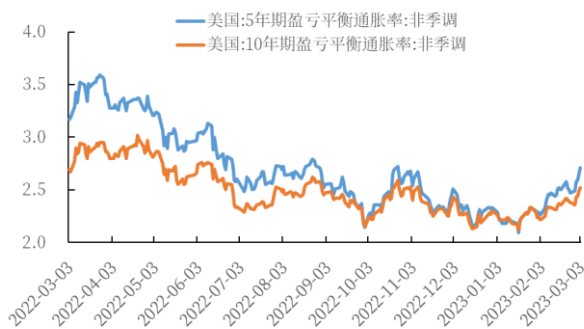
#### ◆ 债市基本面承压态势或难长期持续

截至 3 月 3 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.90%，较上周五下行 1 BP。同业存单发行利率持续上行，1 年期国有银行同业存单发行利率升至 2.75%，较上周五上升 2BP，到达政策利率水平。3 年期 AAA 级信用利差本周五录得 39BP，较上周五上行 3 BP。

当前资金面边际收紧仍是主导市场波动的关键线索。相较于 2022 年一季度以来流动性极宽松的状态，近期政府财政缴款、缴税及跨节跨月等季节性因素叠加引发流动性需求堆积，对于货币市场供给端造成了压力。另一方面，四季度货币政策报告央行重申精准有力实施好稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”，提出“引导市场利率围绕政策利率波动”，资金中枢上移造成债市息差降低，近期交易情绪平淡。

基本上，1 月、2 月 PMI 连续的超预期表现对经济复苏的确认又添砝码，短期内债市基本面承压。然而中长期看，疫后由措施优化带来的经济高速恢复或难以持续，经济增速终要回归到内外部需求支撑的真实增速上。投资方面，当前时点居民购房意愿仍处于低位，居民加杠杆作为房地产价值链条的出口，受到杠杆率制约或难有较大的向上突破的空间。国际冲突频发，全球经济放缓压力仍在，外需萎缩下出口份额下行趋势明显。消费方面，疫情冲击下居民收入受到较大影响，同时储蓄意愿升高，拉动内需需要就业改善、社会保障和提高收入等各方面配合。综合来看债市在基本面方面预计仍将面临预期与现实之间的不断博弈。

图1 1月中旬以来美国通胀预期阶段性抬头 (%)



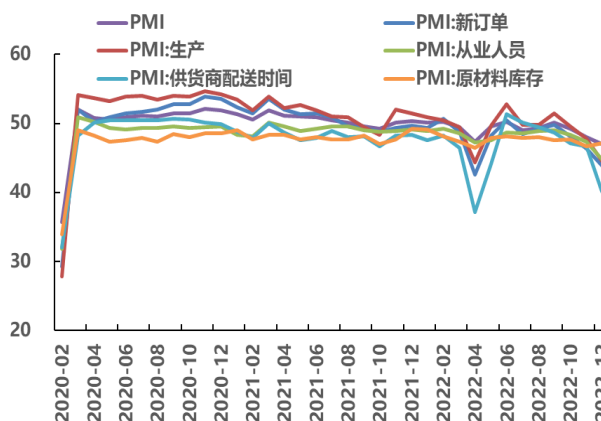
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 2月初以来美债收益率上行 (%)



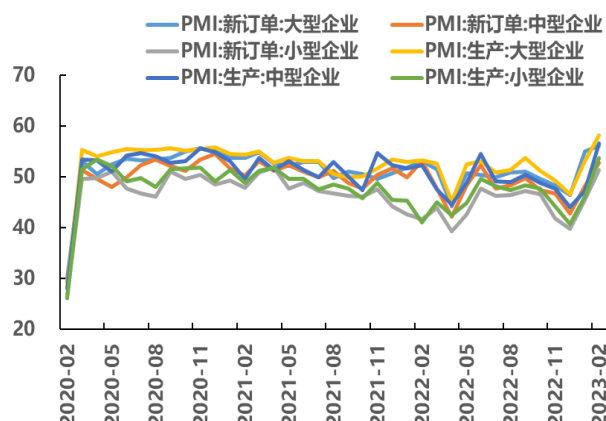
资料来源: wind, 中航证券研究所

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 建筑业景气度再上高位 (%)

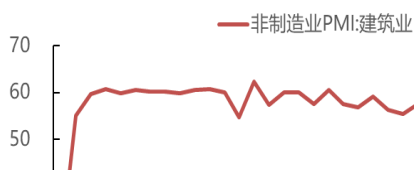
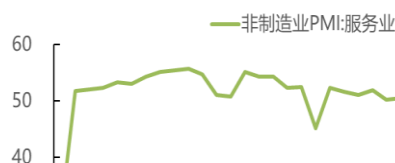


图6 服务业景气度进一步回升 (%)



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\\_52847](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52847)

