

美联储加息或仍存在“收尾”动作

2023年8月21日-8月27日周报

报告摘要

◆ 鲍威尔讲话偏鹰派，本轮美联储加息或仍存在“收尾”动作

周五，在全球央行年会上，美联储主席鲍威尔发表了讲话。对于控通胀，鲍威尔表示虽然目前已经取得了进展，但通胀仍高于政策制定者感到舒适的水平。对于美联储进一步的操作，鲍威尔承认美联储仍然陷于做得太少和做得太多的两难之间，前者可能会使通胀持续时间过长，后者可能对经济造成不必要的伤害。鉴于此，鲍威尔一方面表示美联储在考虑进一步行动时将保持灵活性，与近几次美联储议息会议声明中所表示的美联储加息决策将随时根据最新的就业和通胀数据进行调整的论调相一致，但另一方面，鲍威尔仍然警告说目前几乎没有迹象表明美联储应该在短期内开始放松货币政策。

从市场预期看，经历过鲍威尔的讲话后，本周五市场预期美联储9月会议上再次加息25BP的概率已经从上周的11%升至20%，对于本轮联邦基金目标利率最高值的预期也从上周的5.25%-5.50%升至本周的5.50%-5.75%，联邦基金目标利率开始低于当前时点的主流预期从上周的明年5月延后到本周的明年6月。

总体来看，本轮美联储加息虽然仍然存在一定的“收尾”动作，但加息已近尾声仍然是当前的大背景，市场当前关注重点仍然在于美联储降息的时点，9月美联储议息会议需重点关注。

◆ 8月通胀疲软有所缓解，房地产销售依然低迷

CPI方面，截止8月25日的高频数据来看，8种主要食品中粮食和油料价格同比走平，蔬菜、鸡蛋和水果价格同比为正，猪肉、鱼类和生鲜乳价格同比为负，较上月的8种监测食品中有5种价格同比为负有所改善，结合历史数据，预计8月CPI食品项8月同比录得-0.5%之内，较7月的-1.7%有所改善，同时结合8月主要非食品项价格走势，预计8月CPI同比录得+0.3%左右，由上月的负值回归正值。PPI方面，从截止8月24日的50种流通中重要的生产资料价格数据看，8月价格环比为正的有34种，虽较7月的39种数量略微下降，但较二季度以来价格环比为正的有生产资料始终在20种之内改善仍然比较明显，叠加去年8月工业品价格基数的走低，结合商务部公布的生产资料价格指数数据，预计8月PPI同比录得-2.0%之内，较7月的-4.4%有所改善。总体来看，预计通胀数据疲软的趋势在8月出现一定缓和。

房地产方面，虽然近期各项松绑政策仍在持续推出，但或因为政策起效尚需时间，仅从我们统计的8月一手房销售面积数据看，8月房地产销售依然相对低迷。我们统计的全国范围内43个大中城市的数据显示，8月1日到25日，一线、二线和三四线城市商品房销售面积同比分别录得-29.3%、-18.5%和-32.8%，分别较上月-19.8PCTS、+4.5PCTS和+3.1PCTS。从高频数据看，8月房地产销售情况仍然不甚理想，后续各项

主要数据

上证指数	3064.0747
沪深300	3709.1517
深证成指	10130.4711

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

金融市场分析周报 —2023-08-24
经济筑底，稳增长政策效力面临考验 —2023-08-20
7月主要经济指标全面回落，经济继续筑底 —2023-08-20

稳房地产政策的效果仍需进一步观察。

◆ 跨月需求下资金利率上行，LPR 非对称下调或因息差压力大

本周(8月20日-8月25日)，逆回购方面，周内央行周内累计投放 7D 逆回购 7280 亿元，到期 7750 亿元，净回收流动性 479 亿元。8 月中旬随着政府债发行提速，缴税压力抬升，货币市场资金利率趋紧。在偏宽松的货币政策指引下，央行及时调整公开市场操作规模，确保流动性合理充裕。货币市场资金利率周内边际下行，周五在跨月需求下资金利率上行，截止 8 月 25 日，DR007 报收 1.95%，较上周五持平；SHIBOR1W 报收 1.90%，较上周五上行 1BP。

本周一央行公布了 8 月的贷款市场报价利率(LPR)报价，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别报 3.45%和 4.2%，1 年期 LPR 较前值下调了 10BP，5 年期 LPR 未下调。

本次 LPR 调整力度明显不及市场预期，与房贷利率挂钩的 5 年期 LPR 按兵不动，最大原因或是银行净息差压力过大。

根据官方数据，截止 2023 年二季度，中国商业银行净息差已降至 1.74%，是自 2010 年有记录以来的最低值。2020 年以来商业银行净息差持续走低，今年上半年更经历了一波急速调整，2023 年 6 月净息差较去年底已下降了 17BP，跌破了利率自律机制今年 4 月发布的净息差的评分“警戒线”1.8% (含)。央行在 2 季度货币政策执行报告的专栏 1 中表示，商业银行稳健经营需要保持合理利润和净息差水平，且商业银行需要维持一定的利润增长作为内源补充资本的重要方式。息差压力下，当前资产端让利需要成本端配合，银行存款利率调整还需时间调整落地。此外，近期人民币汇率承压也是此次 LPR 调整力度小于预期的重要因素。往后看，银行负债成本压力仍然是货币政策的核心关切，除了引导存款利率下调外，货币市场资金利率大概率回落至政策利率下方。

◆ 10 年期美债收益率创新高，人民币汇率压力仍处高位

截至 8 月 25 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.57%，较上周五上行 1BP；美国 10 年期国债收益率录得 4.25%，较上周五下行 1BP。中美利差处于高位，人民币汇率承压，周内在 7.28 附近小幅震荡。

7 月末之后美债收益率持续处于高位，本周一 10 年期美国国债收益率收报 4.34%，继上周后再次创出 2007 年底以来的最高收盘水平。

近期 10 年期美债收益率上升受美国加息预期的影响相对有限，7 月底美债收益率快速上行并接连破位始于惠誉下调美国政府评级，日本央行进一步调整 YCC 政策，市场担忧日本央行会收紧政策导致日本债券收益率大幅上行，市场联动之下美债也受到影响。但更深层的支撑或是美国经济基本面向好推升了整个经济体的实际利率水平。美国零售、新屋开工及工业生产数据仍亮眼，7 月零售销售额环比增长 0.7%，大幅高于 6 月 0.3%的增幅，零售数据连续 4 个月实现增长。上半年美国 GDP 增长平均超过 2%。亚特兰大联储 GDPNow 模型将美国第三季度实际 GDP 环比折年率预测值从 4.1%，连续上修至 5.0%和 5.8%，美国经济目前出现衰退的迹象仍不明显。

往后看，美联储货币政策转向之前，长端美债利率或在高位震荡，人民币贬值的外部压力或难有大幅的改善空间。在央行各大汇率调节工具作用下，中美货币政策逆周期的不利影响有望被抵消，美元兑人民币汇率去年 11 月的高点是一个压力点位，预计较难突破。长期来看，在稳增长政策发力带动经济预期改善，叠加年底人民币结汇需求上升，人民币贬值压力有望得到缓解。

◆ 宏观数据真空期债市长端收益率小幅波动

截至 8 月 25 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.57%，较上周五上行 1BP。7 月全面低于预期的经济数据叠加降息落地，政策利率的下行带动 10 年期国债收益率下行至 2.55% 后，维持小幅震荡格局。本周处于宏观数据真空期，市场风险偏好影响的主要因素仍是资金面。下半年货币政策支持稳增长力度不减，资金面宽松叠加基本面恢复不能一蹴而就，债市长端收益率或难有向上的大幅调整，或在 2.60% 下方区间维持震荡偏强格局，但进一步突破需新的推动力。

信用债交易方面，截止 8 月 24 日，1 年期的中短期票据收益率较上周由小幅调整，AAA 级 1 年期中短期票据收益率较 1 周前上行 1.76BP，录得 1.76%。3 年期和 5 年期中短期票据收益率仍处于下行趋势，AAA 级 3 年期中短期票据的收益率较一周前下行 1.01BP，录得 2.64%。各期限、各等级城投债收益率仍处于全面下行中，AAA 级 3 年期城投债收益率录得 2.66%，较一周前下行 1.02BP，达到 2019 年以来 8% 的分位数。整体上信用债交易情绪仍处于高位。

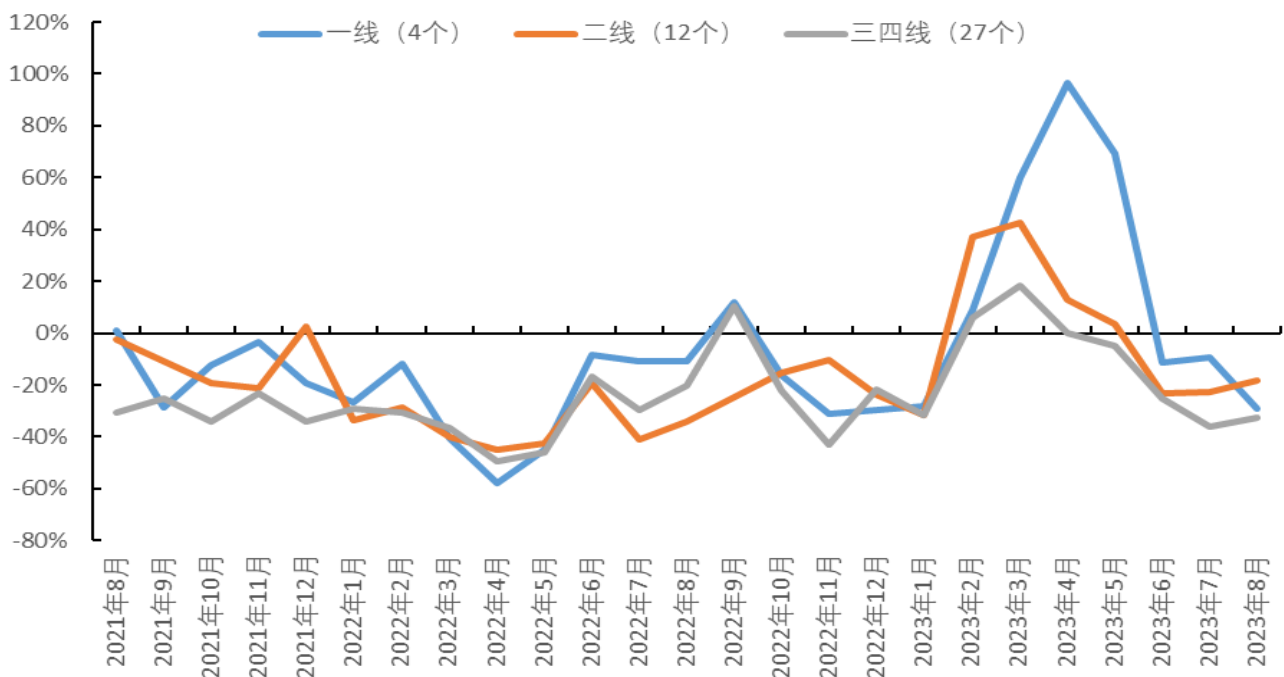
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图 1 美联储本轮加息或还存在“尾部”操作

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	20.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.5%	46.7%	8.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	44.5%	45.2%	8.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.0%	44.6%	39.9%	7.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.6%	19.0%	43.2%	30.1%	5.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.1%	30.1%	37.2%	18.7%	2.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.0%	20.9%	33.9%	27.2%	10.1%	1.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.3%	16.1%	29.8%	29.3%	15.5%	4.1%	0.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.5%	13.5%	26.8%	29.4%	18.6%	6.6%	1.2%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.2%	2.4%	10.0%	22.1%	28.5%	22.4%	10.8%	3.1%	0.5%	0.0%
2024/12/18	0.2%	1.8%	7.9%	18.9%	26.8%	24.0%	13.9%	5.2%	1.2%	0.2%	0.0%

资料来源：wind，中航证券研究所

图 28 月商品房销售依然低迷



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, 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发送或为任何就发送、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