

国际加息预期大幅波动，国内经济修复向好

——2023年3月月中报告

核心观点:

- 月中报告时间区间: 3月月中报告统计资产表现以及相关数据 **主要区间 2023/2/16-2023/3/15**。
- **大类资产表现:** 美联储鲍威尔鹰派发言使加息预期升温,但硅谷银行关闭及银行业风波加大加息前景的不确定性,美元指数本月小幅收涨,美债收益率下行全球股市普遍收跌。大宗商品相对较强但表现分化,螺纹钢等黑色系上行,原油及有色下跌。
- **国际、国内市场动态**
国际: 通胀全球化风险影响下,近一个月全球央行基本仍处于货币收紧趋势,但随着银行业风波扰动下美联储加息预期的反复,全球收紧预期有所波动。
美国2月通胀数据增速下降符合市场预期,核心CPI压力仍不低;硅谷银行关闭及银行业风波,美联储出手救市,美加息预期剧烈波动,3月16日瑞士信贷股价暴跌,市场预期加息概率再降低,预期降息时间大幅提前可能出现在6月。
国内经济等数据: 2月经济整体景气度上行,制造业景气水平继续回升,非制造业PMI走高,服务业修复明显;社融好于预期,居民有所改善,社融-M2剪刀差略收敛;通胀有所下行;投资修复,房地产回升,外贸出口跌幅收窄。
- **政策: 2023年经济修复稳中向好,增速谨慎乐观**
政府工作报告: 设定GDP增速目标5%,2023年经济修复谨慎乐观,坚持稳中求进,扩内需和科技创新是重点。**报告八大重点:** 1、着力扩大国内需求;2、加快建设现代化产业体系;3、切实落实两个“毫不动摇”;4、更大力度吸引和利用外资;5、有效防范化解重大经济金融风险;6、稳定粮食生产和推进乡村振兴;7、推动发展方式绿色转型;8、保证基本民生和发展社会事业。
政策持续发力继续扩内需、促消费;支持房地产。
- **市场研判:**
快速加息+缩表、倒挂的收益率曲线使海外金融市场风险事件密集发生,广泛的资产负债表收缩带来风险,长周期资产端净值缩水,负债端融资成本过高及不稳定性大幅抬升,加大流动性压力。
硅谷银行破产引发银行业风波后美联储货币政策预期大幅波动,3月16日瑞士信贷股价暴跌后市场预期降息时间大幅提前可能出现在6月。当前美联储货币政策更接近拐点。
控风险、防通胀,合意的利率水平: 从长期利率与通胀的关系来看,2025年R=3.1%,PCE=2%,二者差值1%左右。我们认为1-1.5%的实际利率水平是控风险同时抑制通胀的大致合理水平。政策利率-PCE,1月数据为4.5-5.4=-0.9%,仍有大幅收敛空间。所以我们预期后续美联储仍会加息25bps到4.75-5%区间,然后待PCE回落至4%以下才会讨论后续收紧边际改善的可能,才会进一步明确结束加息。彭博预测PCE在6月降到3.6%。
我们的投资观点: 中国受外围市场风险影响较小,黄金具有配置价值。
国内股、债市场: 货币供需格局仍维持相对宽松,促进复苏,债市整体稳定,权益市场表现受国际风险偏好影响,但中国相对于全球的广泛的信用收缩周期,保持信用扩张,因此受外围银行业危机冲击不大。权益市场表现也好于外围,全球ETF基金中国流入,美国流出。
后续市场或将为中国经济复苏以及复苏预期的边际变化计入更多定价,后续关注海外金融风险演绎对全球总需求的影响及中国经济的影响。总体债市将保持稳定。
黄金: 货币属性、避险属性以及美降息预期均使其配置价值明显。
国际: 债市, 加息周期末期具备明确配置价值,但市场预期与实际政策操作差异市场波动仍会比较大。**权益市场,** 利率高位,信用收缩不利于经济和权益市场表现,拐点依赖美联储货币政策后续何时进入降息周期,经济触底同时权益市场有超额收益。
- **风险提示:** 海外银行业风险加剧、美联储货币政策超预期、海外衰退风险

分析师

刘丹

☎: 010-8092 7620

✉: liudan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130513050003

特此鸣谢: 周欣洋

相关研究

2023/3/17 从“硅谷+瑞信”看广泛的资产负债表收缩风险

2023/3/16 大类资产与金融市场监测周报: 国际银行业风波发酵,国内数据密集出台

2023/3/9 大类资产与金融市场监测周报: 美联储鹰派超预期,国内两会召开

2023/2/16 居民部门融资&房地产市场如何看?

2023/2/16 国际美加息预期扰动,国内经济开局良好—2023年2月月中报告

2023/1/30 从金融周期、经济周期看国内股、债行情

2023/1/13 大宗商品的逻辑—大国博弈下的新起点—大宗篇

2022/12/16 2023年度大类资产配置策略: 大国博弈下的新起点

2022/11/16 市场关键预期的拐点,股、债跷跷板——2022年11月月中报告

2022/11/3 政策利率预期引导: 短期鸽派,长期鹰派—2022年11月美联储议息会议简评

2022/10/27 央行抛压与博弈下的美债市场: 如何看美债? 报告之二—大类资产配置专题

2022/10/24 美联储再掀全球加息潮 国内经济体现韧性—2022年10月月中报

2022/9/27 大类资产配置专题: 如何看美债?

目 录

一、大类资产表现（2023/2/16-2023/3/15）	3
二、国际、国内市场动态	4
（一）美联储及各央行：美加息预期大幅波动，全球加息近尾声	4
1、美国 2 月通胀数据增速下降符合市场预期，核心 CPI 压力仍不低	4
2、硅谷银行关闭及银行业风波，美联储出手救市。	5
3、全球央行动态：仍保持紧缩步伐，部分国家停止加息	6
（二）国内经济、金融数据：2 月经济整体景气度上行，通胀下行，外需承压有所缓解	6
1、PMI：PMI 继续超预期回升,经济持续向好	6
2、社融：2 月社融低于预期，居民需求有所改善，社融-M2 剪刀差略收敛	8
3、进出口贸易：进、出口持续大幅走负，供给冲击加大，贸易顺差再度收缩	10
4、投资、消费等：经济整体回升，投资、消费均修复，房地产回升	12
5、通胀：超预期下行，同比 CPI 涨幅明显收窄、PPI 下降，环比 CPI 下降、PPI 持平	13
（三）2023 年经济修复稳中向好，增速谨慎乐观	15
1、政府工作报告：2023 年经济修复谨慎乐观，坚持稳中求进，扩内需和科技创新是重点	15
2、政策持续发力继续扩内需、促消费	18
3、政策继续支持房地产，企稳回升可期	18
三、市场研判	19
四、中国债市月度概览（2023/2/16-2023/3/15）	19
1、债市延续震荡偏弱格局	19
2、融资情况	22
3、地方债	23
图表目录	26

一、大类资产表现 (2023/2/16-2023/3/15)

市场表现分化, 大宗相对表现更好: 美联储鲍威尔鹰派发言使加息预期升温, 但硅谷银行关闭及银行业风波加大加息前景的不确定性, 美元指数本月小幅收涨, 美债收益率下行全球股市普遍收跌。大宗商品相对较强但表现分化, 螺纹钢等黑色系上行, 原油及有色下跌。

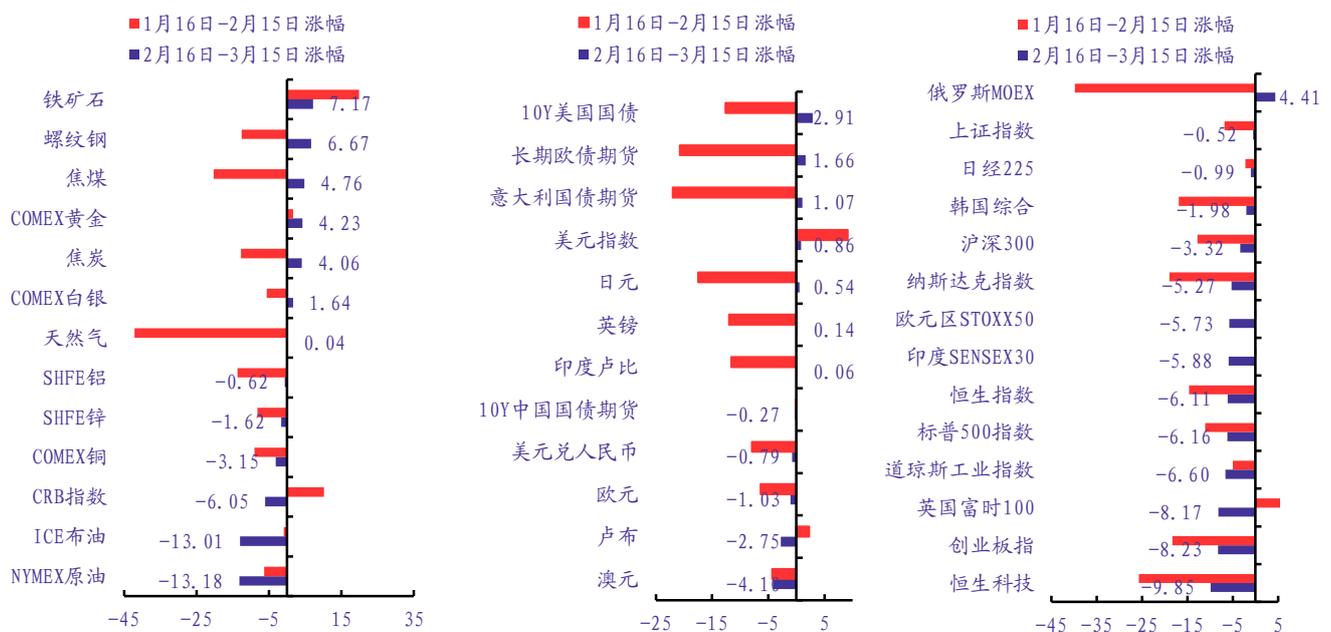
大宗商品: 工业品、黑色系领涨, 原油领跌。 铁矿石本月涨幅收窄至 7.2% 领涨大宗, 主要上下游产品螺纹钢及焦炭本月也转跌为涨 6.7%、4%; 能源方面商品表现不一, 天然气本月小幅转涨至 0.04%, 焦煤涨 4.8%, 本月原油以-13% 领跌; 金属方面, 黄金、白银涨幅扩大至 4.2% 及 1.6%, 有色金属本月继续下跌但跌幅收窄, 铜、铝、锌跌幅分别为 3.2%、0.6%、1.6%。

汇率、利率: 美元小幅走强, 美债利率下行, 非美货币分化整体较弱。 美元整体上行、美债收益率小幅回落, 但月中波动剧烈。3月7日鲍威尔发表鹰派发言后美债和美元走高, 但3月10日硅谷银行破产后, 美债收益率明显下行; 非美货币表现分化, 日元、英镑、卢比小幅上行, 澳元、卢布、欧元、人民币下跌; 欧债、意大利国债收益率整体小幅下行。

权益市场: 股市普遍回落, 俄罗斯 MOEX 领涨。 俄罗斯 MOEX 在上月的回落强势反弹至 4.4%, 领涨全球; A 股表现一般, 上证指数及沪深 300 分别收跌-0.5%、-3.3%, 创业板指下行 8.2%; 香港股市持续下跌领跌全球, 恒生科技及恒生指数收跌 9.9%、6.1%; 欧美股市集体下跌, 英国股指、美三大股指跌幅靠前, 全球股市普遍下跌。

人民币汇率及债市: 国内债市延续弱势震荡格局: 资金利率有所上行, 国债收益率曲线高位震荡, 10Y 中国国债下行幅度在 3BP 左右至 2.87%, 信用债收益率下行。美国通胀基本符合预期但银行业风波扰动, 10Y 美债收益率快速下行至 3.56%, 中美 10 年期国债利差收窄至月约 70BP, 利差倒挂程度收敛。人民币兑美元汇率整体贬值。较 2 月 16 日汇率下行 160 个基点左右至 6.87。

图 1: 大宗商品、利率汇率、权益市场表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 美债收益率震荡回落, 美元小幅下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 中美利差收窄



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、国际、国内市场动态

（一）美联储及各央行：美加息预期大幅波动，全球加息近尾声

通胀全球化风险影响下，近一个月全球央行基本仍处于货币收紧趋势，但随着银行业风波扰动下美联储加息预期的反复，全球收紧预期有所波动。

1、美国 2 月通胀数据增速下降符合市场预期，核心 CPI 压力仍不低

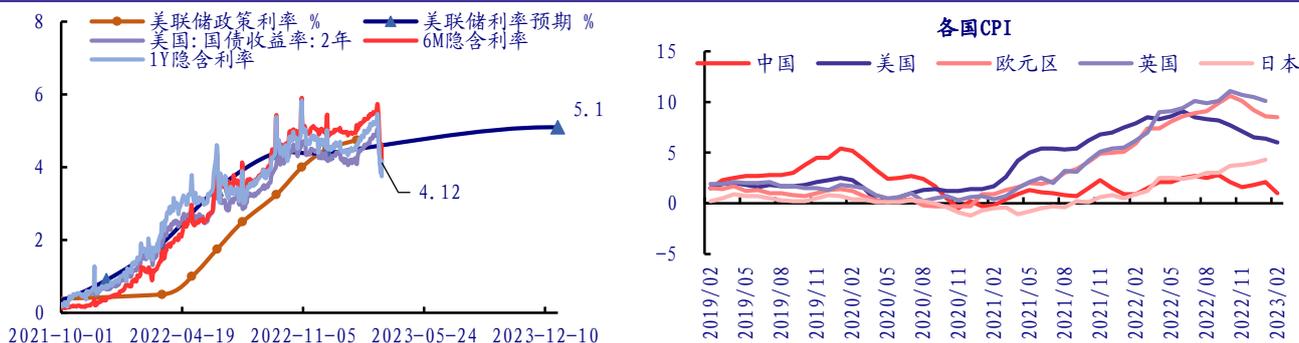
3 月 14 日公布的美国 2 月未季调 CPI 同比升 6%，预期升 6%，前值升 6.4%；环比为 0.4%，符合预期。剔除波动性较大的食品和能源价格后，核心 CPI 同比上涨 5.5%，创 2021 年 12 月来新低，但仍远高于美联储 2% 的政策目标，前值 5.6%；核心 CPI 环比上涨 0.5%，高于预期。

住房分项仍是导致 2 月物价上涨的主要原因，超过 70% 的价格涨幅来自住房分项，住房价格环比上涨 0.8%，同比涨幅为 8.1%；其次，现在的美国劳动力市场仍处于高度紧张状态，薪资增速环比具有较高粘性，同时劳动力市场及消费的强势，食品、娱乐和家居用品分项推动了通胀的上涨，环比增速呈现出上行的趋势。此外，能源项增速大幅下降，能源商品同比从 2021 年 1 月以来首次转负 -1.4%，前值 2.8%，能源价格的下跌部分抵消了上述分项的上涨，使得整体 CPI 增速下行。虽然通胀增速在能源价格的影响下增速下行，但影响核心 CPI 的关键因素服务价格增速并未回落，核心通胀压力仍然存在。

当日 10 年期美债收益率、美元指数、黄金价格呈现震荡趋势，美股短线上涨之后回落，纳指期货涨幅收窄至 0.2%。外汇市场表现震荡，美元指数短线下跌约后又拉升至 103.81，欧元汇率冲高回落。

图 4: 政策利率、美债利率及市场预期 (%)

图 5: 全球范围 CPI 基本已经明确下行趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、硅谷银行关闭及银行业风波，美联储出手救市。

3月10日，美国硅谷银行宣布出售部分债券并大规模再融资引发流动性担忧。硅谷银行(SVB)配置了大量的国债以及MBS(SVB总资产规模大约2000亿美元，一半的资产配置在了MBS上)，出现大幅账面亏损与负债端难以匹配，流动性危机和仓促融资加剧提款挤兑，资不抵债及流动性不足，美国联邦存款保险公司(FDIC)关闭并接管硅谷银行。同时其他银行挤兑风险飙升，随后第二家银行签字银行也宣布被关闭。

美国财政部、美联储及FDIC发布联合声明表示储户3月13日周一起可以支取资金，存款人会得到全额补偿；**美联储推出规模高达250亿美元的新的银行融资工具BTFP来兜底，费率为1年期隔夜指数掉期利率加10个基点(3月13日为4.35%)，允许银行通过债务抵押获得最多一年流动性支持。**

加息路径市场预期：美联储出手干预后金融市场重新定价美联储未来的货币政策路径。CME显示3月加息25bps概率飙升至95.2%，按兵不动的加息概率为4.8%，而加息50bps概率已降至0，而出手之前的概率分别为59.8%、0%、40.2%；同时年底美联储降息的预期正在上升。

3月16日，瑞士信贷股价暴跌，受银行业风波带来的市场不确定性影响，市场预期加息概率再降低。美联储在3月22日政策会议上继续加息的概率已经低于50%，保持利率不变的概率为62.4%，加息25bps至4.75%-5.00%区间的概率为37.6%，加息50bps至5.00%-5.25%区间的概率继续保持为0%，而市场预期降息时间大幅提前可能出现在6月。

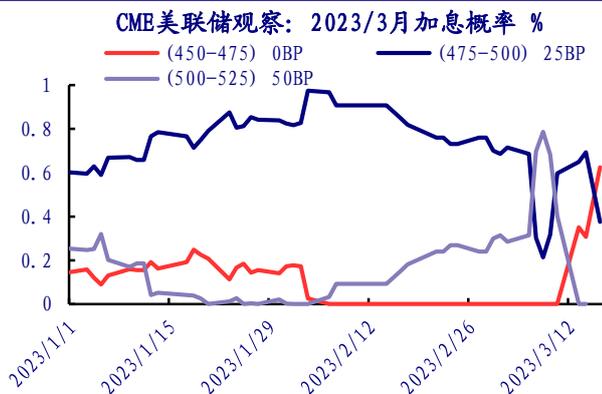
硅谷银行破产及银行业风波增加了未来加息路径的不确定性，若未来金融市场的系统性风险保持在可控范围内，通胀仍然是美联储货币政策转向的重点考虑因素。后续加息仍需关注后续美国中小银行挤兑的情况，短期内美联储或将持谨慎的态度，3月加25BP的可能性仍然较大。

表1: 市场预期美联储加息概率(3月16日)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES												
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
3/22/2023						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	62.4%	37.6%	0.0%
5/3/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.4%	50.3%	19.3%
6/14/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.5%	41.8%	32.5%	8.2%
7/26/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.4%	30.6%	36.8%	19.4%	3.8%	0.0%	0.0%
9/20/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.3%	25.9%	35.4%	23.3%	7.2%	0.8%	0.0%	0.0%
11/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	14.5%	29.6%	30.8%	17.1%	4.8%	0.5%	0.0%	0.0%
12/13/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.0%	18.6%	29.9%	27.1%	13.8%	3.6%	0.4%	0.0%	0.0%
1/31/2024	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	8.0%	20.4%	29.4%	24.9%	12.1%	3.1%	0.3%	0.0%	0.0%
3/20/2024	0.0%	0.0%	0.6%	3.7%	12.1%	23.4%	27.9%	20.6%	9.1%	2.2%	0.2%	0.0%	0.0%
5/1/2024	0.0%	0.4%	2.3%	8.3%	18.3%	25.9%	24.0%	14.4%	5.3%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%
6/19/2024	0.1%	0.7%	3.5%	10.2%	19.7%	25.5%	22.1%	12.7%	4.5%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%
7/31/2024	0.2%	1.2%	4.6%	11.8%	20.7%	24.9%	20.6%	11.3%	3.9%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%

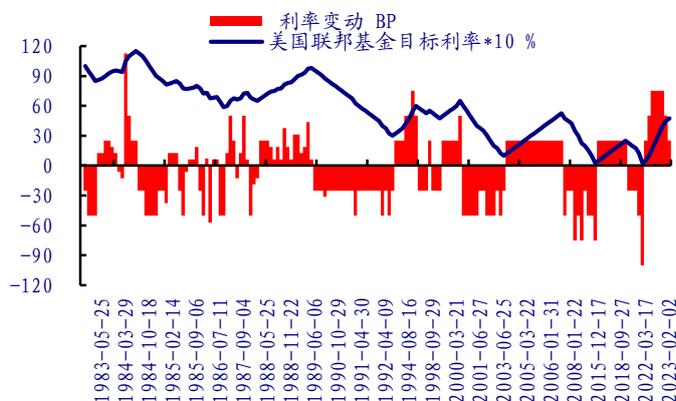
资料来源: CME 美联储观察, 中国银河证券研究院整理

图 6: 3 月议息会议加息概率变化 %



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: 美联储历史加息幅度变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

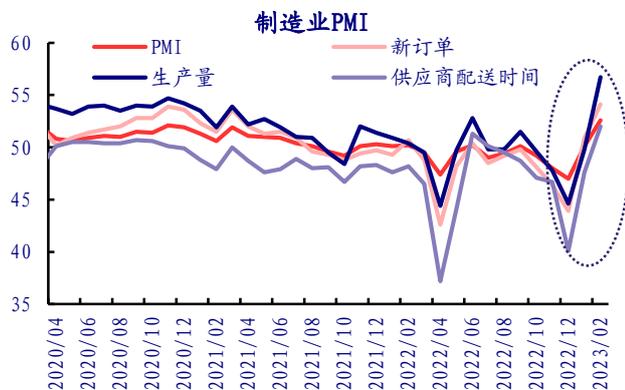
3、全球央行动态: 仍保持紧缩步伐, 部分国家停止加息

- 1) 2月20日, 以色列央行宣布加息50个基点, 将基准利率上调4.25%;
- 2) 2月22日, 新西兰央行宣布加息50个基点, 将基准利率上调至4.75%。这是自2021年10月以来新西兰央行连续第10次加息;
- 3) 2月23日, 韩国央行宣布停止加息, 将基准利率维持在3.5%;
- 4) 3月7日, 澳大利亚央行宣布加息25个基点, 将基准利率上调至3.6%, 符合市场预期;
- 5) 3月8日, 加拿大央行宣布停止加息, 将基准利率维持在4.5%;
- 6) 3月9日, 马来西亚央行宣布停止加息, 将基准利率维持在2.75%, 符合市场预期;
- 7) 3月10日, 日本央行宣布将基准利率维持在-0.1%。

(二) 国内经济、金融数据: 2月经济整体景气度上行, 通胀下行, 外需承压有所缓解

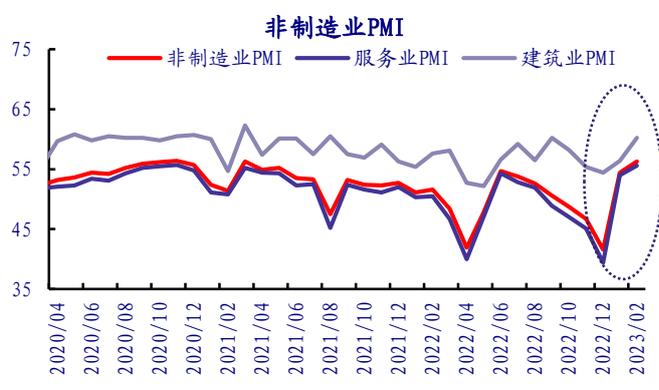
1、PMI: PMI 继续超预期回升, 经济持续向好

图 8: 2 月制造业 PMI 继续回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 非制造业 PMI 持续回暖, 建筑业仍高景气, 服务修复明显



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

制造业 PMI 52.6%超出市场预期：景气度继续回升，生产经营活动扩张明显；制造业 PMI 分项环比全面上行并基本回升至荣枯线以上，其中生产量、新出口订单、积压订单和进口等涨幅靠前分别较上月上行 6.9%、6.3%、4.8%和 4.6%，显示制造业总需求开始回升，供需两端承压已明显改善；生产经营活动预期已回升至高位 57.5%；同时，供应商配送时间也上行 4.4%至 52%高于往年均值，显示疫情对供应链的扰动效应或已基本消退。大中小企业 PMI 继续上行，大型企业景气度最高，但中、小企业环比改善更明显。

EPMI 较上月大幅上行且显著高于近年同期平均水平。EPMI 分项指数除采购价格下降，其他分项均环比大幅改善。产品订货、出口订单、就业环比上行幅度均超 10%，研发活动亦大幅回升。中国经济高质量发展目标下，制造业技术创新、产业升级将继续推进。

非制造业 PMI 56.3%，环比继续改善：服务业修复明显，建筑业持续高景气。服务业、建筑业 PMI 分别上行 1.6%、3.8%至 55.6%和 60.2%，继续保持扩张区间并大幅超过往年同期均值。

我们认为：疫情扰动大幅消退及政策持续发力背景下经济修复已有体现，叠加建筑业持续高景气托底经济，我国经济景气水平继续回升可期；同时 2023 年外需萎缩但压力边际放缓，制造业景气趋势将延续，后续持续关注外贸相关数据。

表 2：2 月 PMI 整体继续超预期回升，经济向好趋势明显

PMI 大类指数		月度值	环比上月	较去年同期变动	较 2019-2022 年均值变动
制造业 PMI	PMI	52.60	2.50	2.40	6.18
	EPMI	62.50	11.60	9.00	18.53
	中国综合 PMI: 产出指数	56.40	3.50	5.20	10.38
非制造业 PMI	商务活动	56.30	1.90	4.70	9.58
	服务业	55.60	1.60	5.10	9.38
	建筑业	60.20	3.80	2.60	10.68
制造业 PMI	PMI: 小型企业	51.20	4.00	6.10	8.00
	PMI: 中型企业	52.00	3.40	0.60	6.15
	PMI: 大型企业	53.70	1.40	1.90	5.75

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 3：2 月制造业 PMI 分项显示需求开始回升、供需承压有所缓解；非制造业 PMI 回升至扩张区间，建筑业仍强，服务业持续修复

制造业PMI细项					非制造业PMI及细项				
PMI分项	月度值	环比上月	较去年同期变动	较2019-2022均值变动	商务活动	月度值	环比上月	较去年同期变动	较2019-2022均值变动
生产量	56.70	6.90	6.30	11.80	商务活动	56.30	1.90	4.70	9.58
新订单	54.10	3.20	3.40	8.58	新订单	55.80	3.30	8.20	12.38
新出口订单	52.40	6.30	3.40	9.48	新出口订单	51.90	6.00	3.80	8.85
积压订单	49.30	4.80	4.10	6.68	业务活动预期	64.90	0.00	4.40	8.40
产成品库存	50.60	3.40	3.30	3.65	投入品价格	51.10	-0.40	-2.80	-1.55
采购量	53.50	3.10	2.60	8.47	销售价格	50.80	2.50	1.00	2.33
进口	51.30	4.60	2.70	7.58	从业人员	50.20	3.50	2.20	4.48
购进价格	54.40	2.20	-5.60	-3.10	在手订单	50.30	7.00	6.20	8.25
原材料库存	49.80	0.20	1.70	5.80	存货	48.20	0.50	1.60	3.48
从业人员	50.20	2.50	1.00	6.05	供应商配送时间	55.20	5.50	5.40	10.38
供应商配送时间	52.00	4.40	3.80	7.50	建筑业	月度值	环比上月	较去年同期变动	较2019-2022均值变动
生产经营预期	57.50	1.90	-1.20	3.53	建筑业	60.20	3.80	2.60	10.68
EPMI					新订单	62.10	4.70	7.00	16.03
EPMI	月度值	环比上月	较去年同期变动	较2019-2022均值变动	业务活动预期	65.80	-2.40	-0.20	5.13
EPMI	62.50	11.60	9.00	18.53	投入品价格	55.30	0.00	-3.10	-1.25
研发活动	64.00	8.20	5.50	9.88	销售价格	53.60	0.80	0.20	1.48
产品订货	66.90	15.40	12.30	25.88	从业人员	58.60	5.50	2.80	9.73
进口	52.40	5.00	-4.00	18.45	服务业	月度值	环比上月	较去年同期变动	较2019-2022均值变动
出口订单	59.40	14.20	13.70	16.95	服务业	55.60	1.60	5.10	9.38
采购价格	57.30	-3.20	-13.70	-4.88	新订单	54.70	3.10	8.40	11.73
自有库存	61.50	6.60	3.00	10.88	业务活动预期	64.80	0.50	5.20	9.03
就业	56.30	13.00	7.80	12.45	投入品价格	50.40	-0.50	-2.70	-1.53
					销售价格	50.40	2.90	1.20	2.55
					从业人员	48.70	3.20	2.00	3.50

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、社融: 2月社融低于预期, 居民需求有所改善, 社融-M2剪刀差略收敛

社融: 弱于预期。2月社融存量同比增长9.9%, 较上月上升0.5个百分点; 社融增量31600亿元, 市场预期20700亿元, 同比大幅多增19430亿元, 其中人民币贷款18200亿元, 同比多增继续扩张至9116亿元。企业部门整体表现仍然亮眼, 2月继续大幅多增7736亿元; 政府、居民部门融资也由上月少增均转为同比多增超过5400亿元, 其中政府债券融资8138亿元维持在相对高位加速社融回升。

贷款: 规模继续同比回升, 结构改善。

企业部门仍是贷款的主要贡献部门: 中长贷同比多增6048亿元带动整体中长贷大幅多增7370亿元, 企业短贷亦多增1674亿元, 但票据融资仍少增4041亿元, 幅度较上月收窄;

居民部门融资需求开始改善: 同比来看, 居民贷款同比去年由上月大幅少增转为多增5450亿元, 短贷结束多月少增, 转为同比多增4129亿元。考虑春节错位因素, 从1-2月整体来看, 居民贷款达到4653亿元, 同比去年仍小幅少增408亿元, 若考虑以往居民贷款需求后置额度年初释放较大因素, 2023年不存在额度释放, 居民需求已然回升。信贷“企业强、居民弱”的结构已有所改观。房地产销售进入筑底恢复期, 居民购房融资需求边际改善, 观察后续房地产销售数据结构和改善可持续性。

年初以来, 信贷投放加速, 1-2月新增人民币贷款67500亿元, 较去年多增17471亿元, 政府债券融资12278亿元同比多增3530亿元, 贷款和政府债券共同带动实体经济修复, 体现财政前置发力, 但随着经济的加速复苏, 后续社融增速可能会在合意的基础上有所下滑。

货币供需: 社融-M2剪刀差略收敛。 M2同比增速较上月升至12.9%, 社融-M2增速差略回

升至-3%，显示财政投放加速而实体融资需求亦有边际走强，后续融资需求改善二者剪刀差有望继续收窄。

对债市而言，货币政策精准有力，财政政策加力提效，经济修复、消费回升已有显现，房地产销售进入筑底恢复期，后续随着宽货币逐渐转向宽信用，债市利率仍面临压力，但国际市场波动，风险偏好收敛，债市将维持震荡格局。

表 4: 社融结构: 同比增速继续扩张, 政府、企业及居民部门均同比多增

金融数据 (存量)	累计值 (万亿元)	同比增速 %	较上月变动 %	上月较前月变动 %
社会融资规模	353.97	9.90	0.50	-0.20
人民币贷款	220.01	11.50	0.40	0.20
M2	275.52	12.90	0.30	0.80
社融-M2	78.45	-3.00	0.20	-1.00
社融结构 (当月)	当月值 (亿元)	同比多增 (亿元)	当月新增占比 %	上月同比多增 (亿元)
社融	31600.00	19430.00		-1919.00
新增人民币贷款(实体投放)	18200.00	9116.00	46.92	7326.00
新增外币贷款	310.00	-170.00	-0.87	-1162.00
新增委贷+信托贷款	-154.00	-6.00	-0.03	312.00
新增未贴现银行承兑汇票	-70.00	4158.00	21.40	-1770.00
企业债券融资	3644.00	34.00	0.17	-4352.00
非金融企业境内股票融资	571.00	-14.00	-0.07	-475.00
政府债券融资	8138.00	5416.00	27.87	-1886.00
企业债券+企业贷款	20529.00	7756.00	39.92	14648.00
企业融资(债权+股权)	20946.00	7736.00	39.81	14485.00
居民贷款	2081.00	5450.00	28.05	-5858.00

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

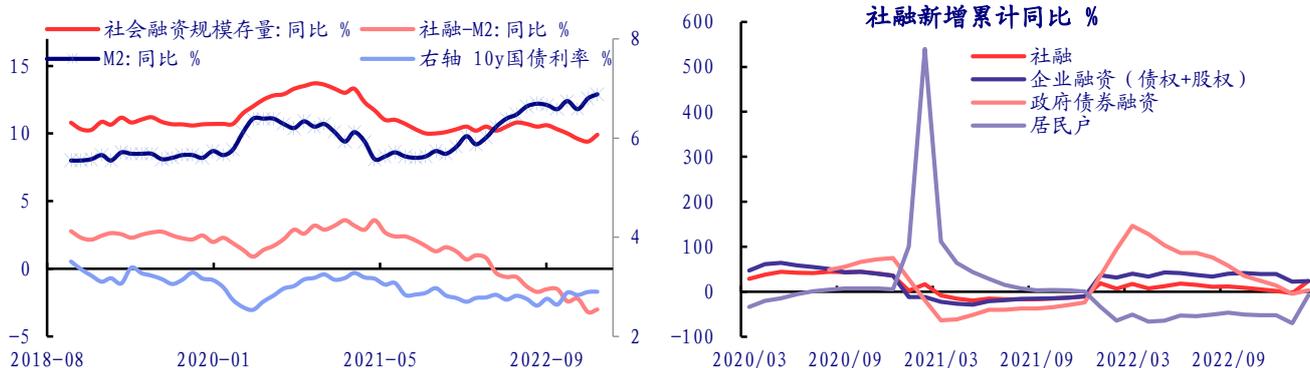
表 5: 贷款结构: 贷款规模继续同比回升, 结构改善; 居民部门需求已有改善

贷款结构	当月值 (亿元)	同比多增 (亿元)	占当月贷款比重 %	上月同比多增 (亿元)
贷款	18100.00	5800.00		9200.00
中长期	11963.00	7370.00	0.66	8807.00
短期贷款及票据融资	6014.00	1762.00	0.33	-1580.00
非金融型公司及其他部门	16100.00	3700.00	0.89	13200.00
中长期	11100.00	6048.00	0.61	14000.00
短期	5785.00	1674.00	0.32	5000.00
票据融资	-989.00	-4041.00	-0.05	-5915.00
居民户	2081.00	5450.00	0.11	-5858.00
中长期	863.00	1322.00	0.05	-5193.00
短期	1218.00	4129.00	0.07	-665.00

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: 社融-M2 剪刀差略收敛

图 11: 社融超预期, 居民部门开始回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

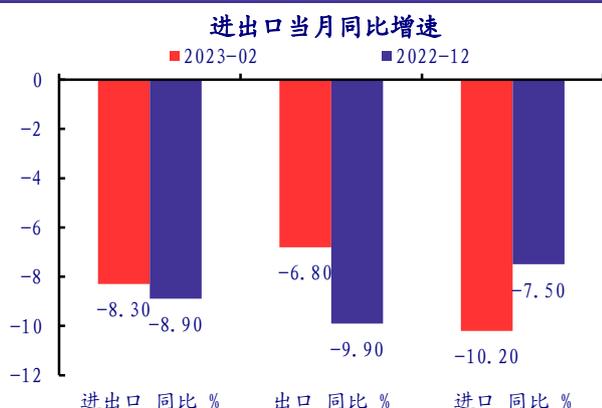
3、进出口贸易: 进、出口持续大幅走负, 供给冲击加大, 贸易顺差再度收缩

2023年1-2月我国进出口总值8957.2亿美元, 同比下降8.3%。其中, 出口5063亿美元, 同比下降6.8%; 进口3894.2亿美元, 同比下降10.2%; 贸易顺差1168.8亿美元, 同比扩大6.8%。1-2月出口降幅有所收窄, 结合制造业PMI显示外需有所回升, 疫情影响扰动逐渐消退但进口仍继续走负且幅度扩张, 显示国内需求修复企稳仍在路上。

出口增速跌幅收窄超市场预期, 外需有所回升。与制造业PMI显示一致, 我国制造业已明显回升, 外需承压有所改善。从我国的主要出口国(地区)来看, 同比增速多数回升或跌幅收窄, 其中对东盟出口韧性继续体现, 出口增速继续走强至9%(前值7.5%), 对韩国出口大幅回升转正至2.1%(前值-9.7%), 而对欧盟、日本的出口增速则跌幅收窄分别至-12.2%、-1.3%(前值-17.5%、-3.3%); 但我国对美国 and 印度的出口萎缩, 对美出口增速跌幅继续扩张至-21.8%(前值-19.5%), 印度由涨转跌至-2.1%(前值2.3%)。

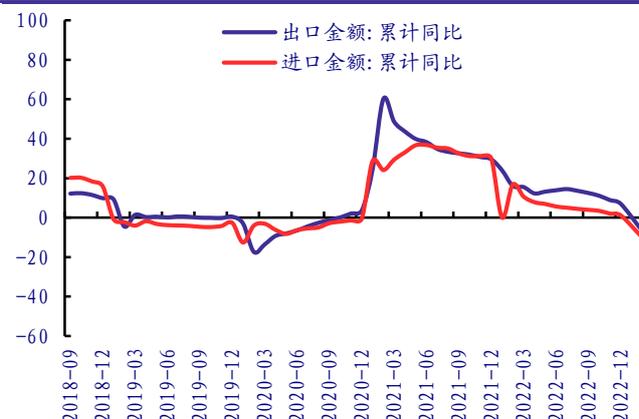
从分项来看, 1-2月高新技术产品及机电产品出口较弱。自动数据处理设备及其零部件、液晶平板显示模组、集成电路下跌均超25%领跌; 船舶、纺织品、家具、粮食等亦跌幅较靠前; 受全球能源供需格局仍不稳影响, 成品油出口增速继续上行超过100%支撑出口, 另外汽车、肥料、钢材、稀土分别以65.2%、29.6%、27.5%、15.6%涨幅靠前。

图 12: 进出口当月同比增速



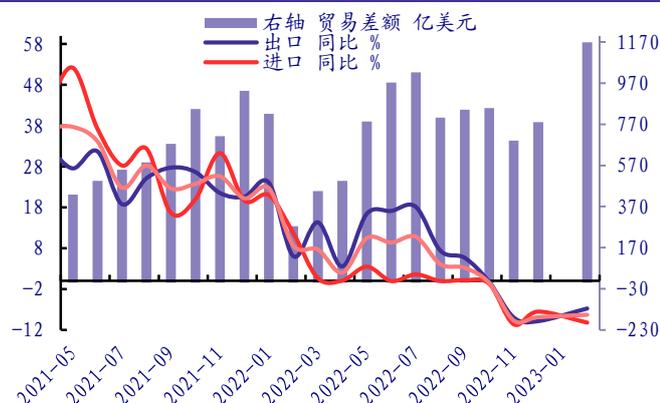
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 进出口累计同比



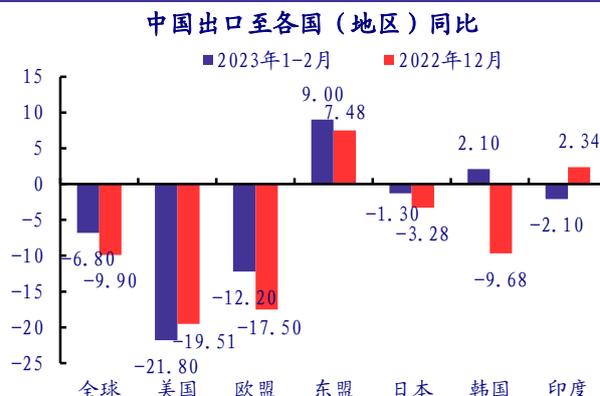
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 中国外贸当月表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 对主要国家(地区)出口同比表现

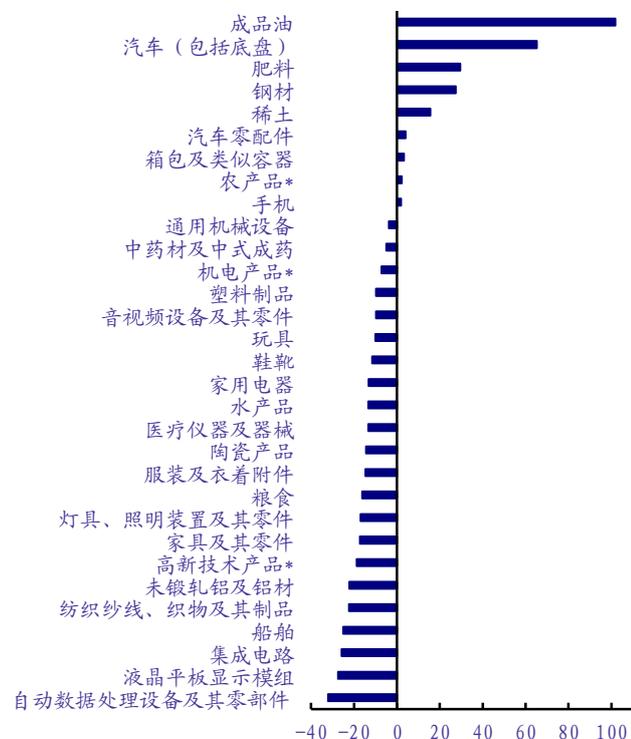


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

进口在 2 月继续加速下行, 内需偏弱修复仍需时间。从分项来看, 稀土、食用植物油、肥料等同比增速靠前, 其中稀土领涨涨幅超过 145%; 与出口一致, 高新技术产品和机电产品进口亦承压, 领跌整体进口产品, 内需承压状态仍待修复。

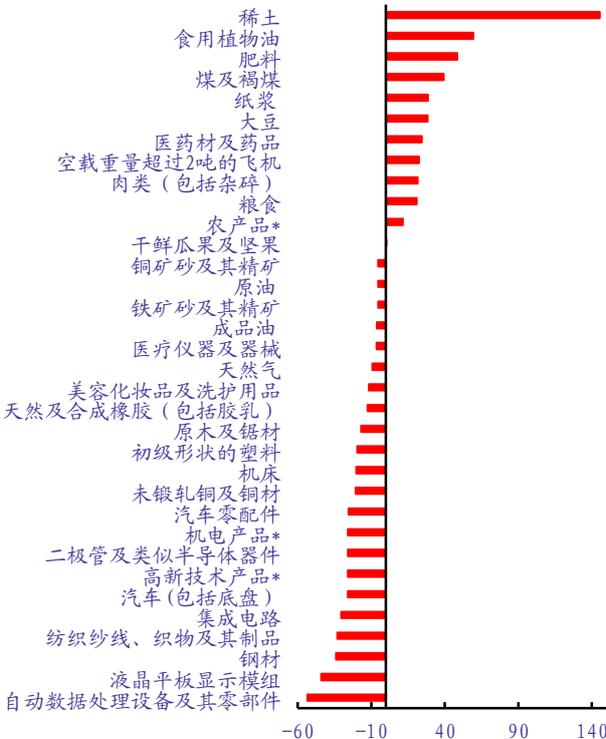
疫情扰动大幅消退及政策持续发力背景下经济修复已有体现, 2023 年外需萎缩但压力边际放缓, 继续关注后续外贸数据。中央经济工作会议和政府工作报告都强调扩内需促消费, 后续消费有望企稳回升, 政策发力下内需扩张可以期待。

图 16: 1-2 月出口产品金额同比增速



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院整理 (*包括图中已列名的有关商品)

图 17: 1-2 月进口产品金额同比增速



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院整理 (*包括图中已列名的有关商品)

4、投资、消费等：经济整体回升，投资、消费均修复，房地产回升

1-2月：经济仍待修复，基建、制造保持韧性，房地产回升，投资、消费均修复，外贸跌幅收窄。

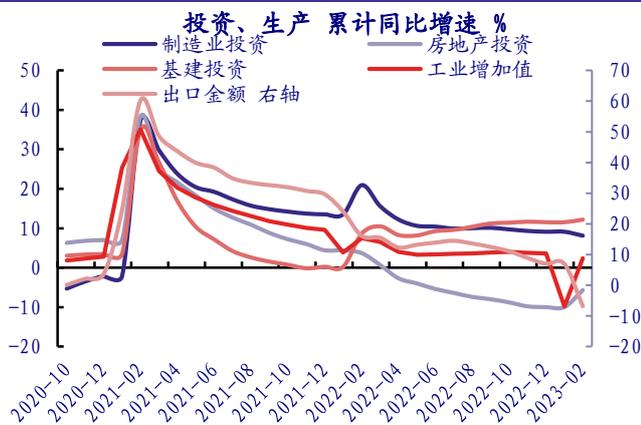
投资继续走强：固定资产投资当月增速同比继续回升至 5.5%。其中**基建**回落但仍体现韧性，增速回升至 9%，2023 年政策扶持下基建对经济的支撑效用不减；**制造业**继续回升，增速再走高至 8.1%，与 PMI 显示制造业在荣枯线以上扩张一致，制造业景气度较强，供需两端承压明显改善；**房地产**投资增速大幅回升至-5.7%，房屋开工、销售等相关指标整体增速下跌幅度大幅度收窄，竣工面积增速已经回正至 8%，与社融居民部门融资需求有所回升改善一致，房地产投融资已在筑底修复，随着政策的持续支持居民投融资需求将继续改善，后续房地产投融资数据值得持续关注。

进、出口略有改善：1-2月出口继续负增长但下跌幅度已经收窄，同比增速回升至-6.8%；进口增速继续收缩区间下探至-10.2%，贸易顺差较上月扩大，体现外需承压状态已经有所缓解回升，但内需仍比较疲弱修复仍然需要时间，但 2023 年政策强调扩内需，进口修复可以期待。

消费、服务明显转强：1-2月社零增速较 12月大幅回升转正至 3.5%，服务业生产指数也回升至 5.5%。餐饮收入大幅回升转正至 9.2%，商品零售增速也升至 2.9%，显示 1-2月疫情扰动大幅消退，消费和服务持续修复在路上。

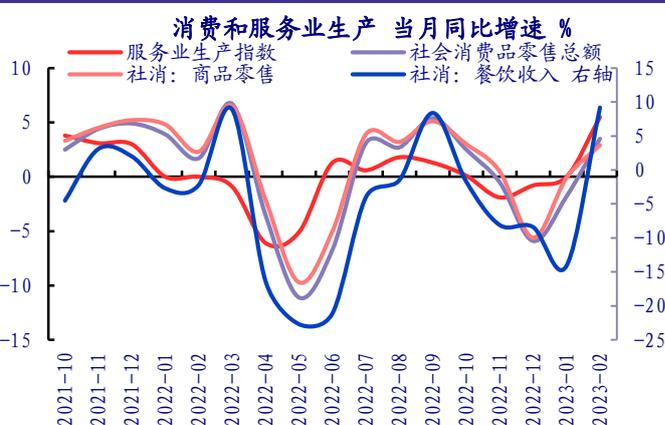
其他：2月工业增加值回升走强至 18.8%，表现显著超过 2022 年均值；**就业形势**总体偏稳，全国城镇调查失业率略上行 0.1%，大城市失业率下行 0.1%至 5.7%。

图 18: 1-2月投资、生产走强，外贸跌幅收窄，房地产改善



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 19: 1-2月消费服务大幅回升转正，餐饮收入修复明显



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 6: 经济数据：整体上行，基建、制造保持韧性，房地产开始回升、消费服务修复

投资、外贸等指标 %	累计同比 %		当月同比% (或当月值)				
	1-2月累计	较上月变动	1-2月	12月	11月	10月	2022年均值
固定资产投资	5.5	0.4	5.5	3.2	0.7	4.3	5.1
基建投资(不含电力)	9.0	-0.4	9.0	14.3	10.6	9.4	9.4
制造业投资	8.1	-1.0	8.1	7.4	6.2	6.9	9.6
房地产投资	-5.7	4.3	-5.7	-12.8	-20.0	-16.1	-10.2
房屋施工面积	-4.4	2.8	-4.4	-48.2	-52.6	-32.6	-37.7
房屋新开工面积	-9.4	30.0	-9.4	-44.3	-50.8	-35.1	-39.2
房屋竣工面积	8.0	23.0	8.0	-6.6	-20.2	-9.4	-17.5
商品房销售面积	-3.6	20.7	-3.6	-31.5	-33.3	-23.2	-24.7
商品房销售额	-0.1	26.6	-0.1	-27.7	-32.2	-23.7	-26.9
进出口	-8.3	-12.7	-8.3	-8.9	-9.7	-0.5	2.4
出口	-6.8	-13.8	-6.8	-9.9	-9.0	-0.3	5.2
进口	-10.2	-11.3	-10.2	-7.5	-10.6	-0.7	-0.9
贸易差额 亿美元	1168.9	-	1168.8	780.1	690.6	849.4	760.3
工业增加值	2.4	12.2	18.8	-9.8	1.3	2.2	3.8
消费、就业数据 %	1-2月累计	较上月变动	1-2月	12月	11月	10月	2022年均值
社会消费零售总额	3.5	3.7	3.5	-1.8	-5.9	-0.5	-0.8
商品零售	2.9	2.4	2.9	-0.1	-5.6	0.5	0.0
餐饮收入	9.2	15.5	9.2	-14.1	-8.4	-8.1	-7.3
全国城镇调查失业率	1-2月累计	较上月变动	2月	1月	12月	11月	2022年均值
31个大城市城镇调查失业率	-	-	5.6	5.5	5.5	5.7	5.6
	-	-	5.7	5.8	6.1	6.7	6.0

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

5、通胀：超预期下行，同比 CPI 涨幅明显收窄、PPI 下降，环比 CPI 下降、PPI 持平

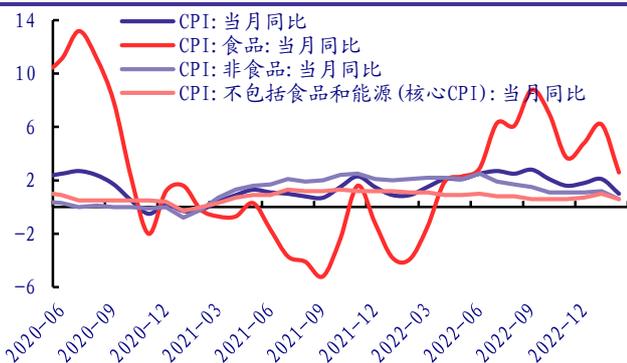
2月CPI同比上涨1%，大幅低于预期1.8%，前值2.1%。其中食品上涨2.6%，较上月明显回落3.6个百分点，非食品涨幅亦下降至0.6%；CPI环比回落并转负至-0.5%，食品环比转负并大幅下行至-2%，非食品环比转负至-0.2%。

主要受春节错位和节后消费需求收敛影响2月CPI同比增速快速下行。食品中受猪肉供给充足等影响价格继续回落，同比涨幅跌至3.9%；由于去年同期春节时点错位，今年2月处于节后消费需求有所消退，鲜菜增速走负至-3.8%，鲜果增速也收缩至8.5%，菜肉价格齐下行带动整体食品CPI回落；非食品方面，春节错位影响交通和通信同比涨幅大幅收敛至0.1%，其中交通工具用燃料涨幅大幅下降5个百分点至0.5%；生活用品及服务、文娱等分项同比增速也较上月下行，仅衣着和医疗保健涨幅小幅上行0.2个百分点。

2月PPI同比增速下降但环比持平，其中生产资料价格同比跌幅扩张至-2%，生活资料价格涨幅也收窄至1.1%。从分项来看，受国际油价带动国内原油产业链价格上行，石油和天然气开采业环比增长1.7%领涨；而地产开始筑底修复带动黑色、有色金属相关产业环比涨幅靠前。此外，受季节性气温回升以及煤炭保供稳价等因素影响，煤炭开采和洗选业环比下跌2.2%领跌PPI。

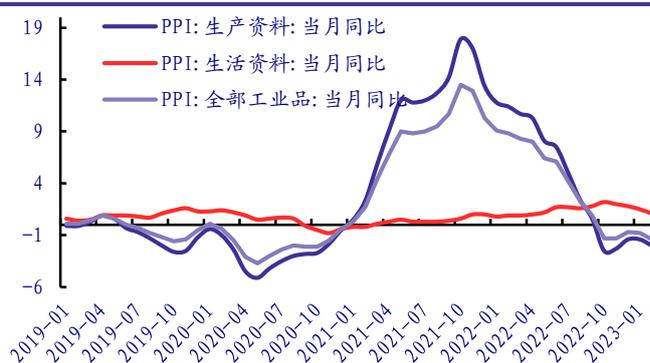
图 20: CPI 当月同比增速

图 21: PPI 当月同比增速



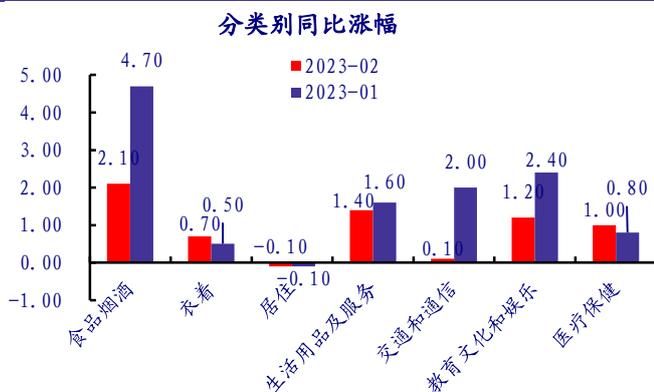
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22: CPI 分类别同比涨幅



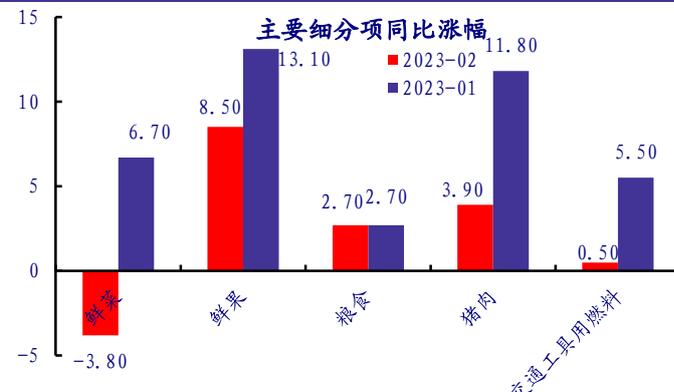
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: PPI 主要细分项环比涨幅

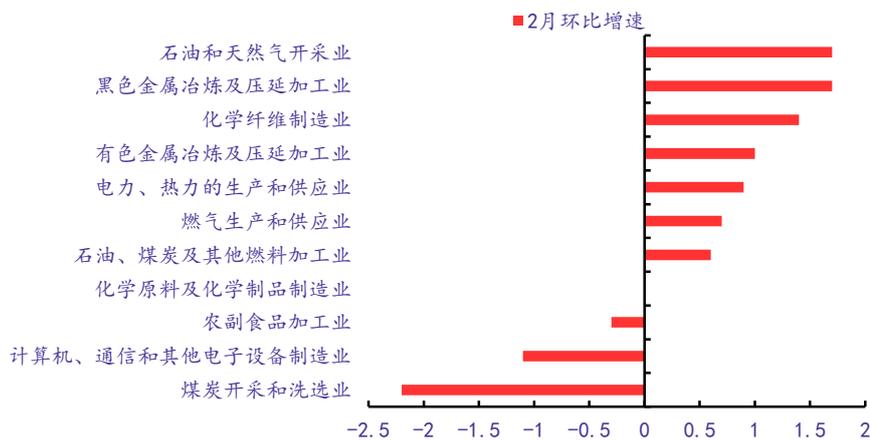


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 24: PPI 主要分项环比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 2023 年经济修复稳中向好，增速谨慎乐观

1、政府工作报告：2023 年经济修复谨慎乐观，坚持稳中求进，扩内需和科技创新是重点

3月5日上午，第十四届全国人民代表大会第一次会议在人民大会堂开幕，国务院总理李克强作政府工作报告，回顾过去一年和五年的工作并提出对今年政府工作的建议，指出2023年发展的主要预期目标，释放多个重要政策信号。

调降 GDP 增速目标至 5%。2023 年经济增长目标定为 5% 左右，低于去年 5.5%，同时针对外部形势判断报告指出“全球通胀仍处于高位，世界经济和贸易增长动能减弱，外部打压遏制不断上升”，外部的不确定性仍然存在较大风险，叠加国内经济仍在恢复阶段，今年 GDP 增速 5% 的目标显示 2023 年的经济修复持谨慎乐观的态度，新一届政府还留有一定政策空间，稳中求进仍是主线但可能不会过度依赖政策刺激。

表 7：今年政府工作报告提及主要目标

目标	2023	2022	2021
GDP	5%左右	5.5%左右	6%以上
新增城镇就业	1200万人左右	1100万人以上	1100万人以上
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右
CPI	3%左右	3%左右	3%左右
居民收入增长	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步	稳步增长
粮食产量	1.3万亿斤以上	1.3万亿斤以上	1.3万亿斤以上
赤字率	3%	2.8%左右	3.2%左右
政府专项债	3.8万亿	3.65万亿	3.65万亿
M2增速	同名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配
社会融资规模增速	同名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院整理

货币政策和财政政策方向延续 12 月中央经济工作会议政策导向。报告指出“积极的财政政策要加力提效”并拟安排 3% 的赤字率，较去年温和提升，专项债额度也提升至 3.8 万亿元，有节制的稳妥增加助力政府投资和政策激励有效带动全社会投资；货币政策指出“稳健的货币政策要精准有力”“保持广义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，支持实体经济发展”相较去年“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持”的表述更加温和。

扩内需摆在首位，要兜牢民生底线。在今年的重点工作任务部署中，“着力扩大国内需求”被摆在首位，强调“把恢复和扩大消费摆在优先位置。稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复”“鼓励吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力”；疫情方面“当前我国疫情防控已进入‘乙类乙管’常态化防控阶段，要更加科学、精准、高效做好防控工作”；另外民生方面提到要“落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置，切实保障好基本民生”并将今年新增城镇就业目标从过去两年的 1100 万人以上增加至 1200 万人左右，显示今年经济修复主要靠内需发力推动生活服务消费恢复，推升就业人数多增。

加快建设现代化产业体系，科技政策要聚焦自立自强，大力发展数字经济。报告强调要“促进传统产业改造升级，培育壮大战略性新兴产业，着力补强产业链薄弱环节。科技政策要聚焦自立自强。完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位”“加快建设现代化产业体系，围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关”“大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台经济发展”；另外，习主席在参加江苏代表团审议时也强调“加快实现高水平科技自立自强，是推动高质量发展必由之路……我们能不能如期全面建成社会主义现代化强国，关键看科技自立自强”，科技改革自立自强将成为 2023 年的一大重点主线。

有效防范化解优质头部房企风险。有关房地产的表述更强调防风险，要“改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展”，相较去年表述更加详细；而住房方面则提出要

“加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题”，相较去年强调“继续保障好群众住房需求，坚持房住不炒。稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”等表述大幅减少。

切实落实“两个毫不动摇”，深化国企改革。对内改革方面更强调要“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，完善中国特色国有企业现代公司治理，为各类所有制企业创造公平竞争、竞相发展的环境，用真招实策提振市场预期和信心”，把国企改革放在重点目标第三位置，提振市场预期和信心。

更大力度吸引和利用外资。会议提出“扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。落实好外资企业国民待遇。积极推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定 (CPTPP) 等高标准经贸协议，主动对照相关规则、规制、管理、标准，稳步扩大制度型开放。继续发挥进出口对经济的支撑作用。做好外资企业服务工作，推动外资标志性项目落地建设”，2023 年我国将在扩大开放、投资促进等方面下更大力气，吸引外资政策的精准性和有效性将进一步提升。

表 8：政府工作报告要点对比

	2023.3政府工作报告	2022.3政府工作报告
前期回顾	2022年是党和国家历史上极为重要的一年。	过去一年是党和国家历史上具有里程碑意义的一年。
形势判断	今年是全面贯彻党的二十大精神开局之年。外部环境不确定性加大，全球通胀仍处于高位，世界经济和贸易增长动能减弱，外部打压遏制不断上升。 国内经济增长企稳向上基础尚需巩固，需求不足仍是突出矛盾，民间投资和民营企业预期不稳，一些民生领域存在不少短板。	我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。综合研判国内外形势，今年我国发展 面临的风险挑战明显增多，必须爬坡过坎。 我国经济长期向好的基本面不会改变，持续发展具有多方面有利条件。
总体要求	坚持稳中求进工作总基调，更好统筹 国内国际 两个大局， 大力提振市场信心 ，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来…… 实现质的有效提升和量的合理增长 ，持续改善民生，保持社会大局稳定，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。	坚持稳中求进工作总基调，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。宏观政策有空间有手段， 要强化跨周期和逆周期调节，为经济平稳运行提供有力支撑。
主要目标	保持政策连续性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。 国内生产总值增长 5%左右 ；城镇新增就业 1200万人 左右，城镇调查失业率 5.5%左右 ；居民消费价格涨幅 3%左右 ；居民收入增长与经济增长 基本同步 ；进出口促稳提质，国际收支基本平衡；粮食产量保持在 1.3万亿斤 以上；单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，重点控制化石能源消费，生态环境质量稳定改善。	面对新的下行压力，要把 稳增长放在更加突出的位置。 要统筹稳增长、调结构、推改革，加快转变发展方式，不搞粗放型发展。国内生产总值增长 5.5%左右 ；城镇新增就业 1100万人 以上，城镇调查失业率全年控制在 5.5%以内 ；居民消费价格涨幅 3%左右 ；居民收入增长与经济增长 基本同步 ；进出口保稳提质，国际收支基本平衡；粮食产量保持在 1.3万亿斤 以上；
财政政策	积极的财政政策要 加力提效 。赤字率拟按 3% 安排。完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化。今年拟安排地方政府专项债券 3.8万亿元 。	可持续积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。今年赤字率拟按 2.8% 左右安排，今年拟安排地方政府专项债券 3.65万亿元 。
货币政策	稳健的货币政策要 精准有力 。保持 广义货币供应量 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配， 支持实体经济发展 。	稳健的货币政策要 灵活适度 。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能， 为实体经济提供更有力的支持 。
重点工作任务	1.着力扩大国内需求；2.加快建设现代化产业体系；3.切实落实“两个毫不动摇”；4.更大力度吸引和利用外资；5.有效防范化解重大经济金融风险；6.稳定粮食生产和推进乡村振兴；7.推动发展方式绿色转型；8.保障基本民生和发展社会事业。	1.着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间；2.着力稳市场主体保就业，加大宏观政策实施力度；3.坚定不移深化改革，更大激发市场活力和发展内生动力；4.深入实施创新驱动发展战略，巩固壮大实体经济根基；5.坚定实施扩大内需战略，推进区域协调发展和新型城镇化；6.大力抓好农业生产，促进乡村全面振兴；7.扩大高水平对外开放，推动外贸外资平稳发展；8.持续改善生态环境，推动绿色低碳发展；9.切实保障和改善民生，加强和创新社会治理。
扩大需求	着力扩大国内需求。把恢复和扩大消费摆在优先位置。稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复。 加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动，促进区域优势互补、各展其长，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力。	投资扩大： 适度超前开展基础设施投资。 促进消费： 推动消费持续恢复。多渠道促进居民增收，完善收入分配制度，提升消费能力。
产业链	培育壮大战略性新兴产业，着力补强产业链薄弱环节。 科技政策要聚焦自立自强。 完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。 加快建设现代化产业体系 ，围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关。	增强制造业核心竞争力。促进工业经济平稳运行， 加强原材料、关键零部件等供给保障 ，实施龙头企业保链稳链工程，维护产业链供应链安全稳定。
改革	切实落实“两个毫不动摇”。 深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。 坚持分类改革方向，完善中国特色国有企业现代公司治理，为各类所有制企业创造公平竞争、竞相发展的环境，用真招实策提振市场预期和信心。	完成国企改革三年行动任务 ，加快国有经济布局优化和结构调整，加强国有资产监管，促进国企聚焦主责主业、提升产业链供应链支撑和带动能力。
对外开放	更大力度吸引和利用外资。 扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。落实好外资企业国民待遇。积极推动加入 全面与进步跨太平洋伙伴关系协定(CPTPP) 等高标准经贸协议，主动对照相关规则、规制、管理、标准，稳步扩大制度型开放。	扩大高水平对外开放，推动外贸外资平稳发展。 积极利用外资。 深入实施外资准入负面清单，落实好外资企业国民待遇。
房地产	有效防范化解优质头部房企风险 ，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。 加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。	继续保障好群众住房需求，坚持房住不炒。 稳地价、稳房价、稳预期 ，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
防风险	有效防范化解重大经济金融风险。 深化金融体制改革，完善金融监管。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。	加强风险预警、防控机制和能力建设 ，设立金融稳定保障基金，运用市场化、法治化方式化解风险隐患，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
民生	社会政策要兜牢民生底线。 落实落细就业优先政策，把促进青年特别是 高校毕业生 生就业工作摆在 更加突出的位置 ，切实保障好基本民生。 稳定粮食生产和推进乡村振兴。保障基本民生和发展社会事业 ，加强住房保障体系建设。推进义务教育优质均衡发展和城乡一体化，大力发展职业教育，推进高等教育创新。	促进教育公平与质量提升。就业优先政策要 提质加力 。大力拓宽就业渠道，注重通过稳市场主体来稳就业，增强创业带动就业作用。 财税、金融等政策都要围绕就业优先实施 ，加大对企业稳岗扩岗的支持力度。保障粮食等重要农产品供应。
环境	推动发展方式绿色转型。 深入推进污染防治。加强城乡环境基础设施建设，持续实施重要生态系统保护和修复重大工程。	有序 推进碳达峰碳中和工作 。落实碳达峰行动方案。推动能源革命，确保能源供应，立足资源禀赋，坚持先立后破、通盘谋划，推进能源 绿色低碳转型 。
反垄断/平台经济	大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台经济发展。	深入推进公平竞争政策实施，加强反垄断和反不正当竞争，维护公平有序的市场环境。
防疫	当前我国疫情防控已进入“ 乙类乙管 ” 常态化防控阶段 ，要更加科学、精准、高效做好防控工作，围绕保健康、防重症，重点做好老年人、儿童、患基础性疾病群体的疫情防控和医疗救治，推进疫苗迭代升级和新药研制，切实保障群众就医用药需求，守护好人民生命安全和身体健康。	落实 常态化防控举措 ，疫苗全程接种覆盖率 超过85% ，及时有效处置局部地区聚集性疫情，保障了人民生命安全和身体健康，维护了正常生产生活秩序。

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、政策持续发力继续扩内需、促消费

政府工作报告强调，把恢复和扩大消费摆在优先位置。

3月2日，国新办举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会，商务部官员王文涛透露今年促消费系列政策。后续商务部将重点从三个方面恢复和扩大消费。一是开展“消费提振年”系列活动，增强消费信心和活力；二是稳定和提升重点消费，巩固消费基础。三是推进国际消费中心城市培育和建设，创新载体场景。

全国多地积极响应国家政策，明确延续实施新能源汽车免征车辆购置税政策，并发布相关促进新能源汽车消费政策：2月21日，工信部发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》；2月25日至3月30日，广西南宁市投入1万份购车大礼包，对个人购买8万元（含）以上小型、微型载客新车，可申领2000元消费券。

供需两端共同发力，各地大力发放消费券释放居民消费潜力。2月28日，“2023年全国消费促进月暨京津冀消费季”活动开启。通过京津冀携手、商旅文体科融合互动、全市各区及特色商圈同频联动等方式，开展6大板块、25项全市性标志活动；3月12日，湖北省商务厅官网发布《2023年首轮“惠购湖北”消费券发放公告》，设置商场券、超市券、餐饮券三类别供市民选择；长春市朝阳区计划开展2023年“爱购朝阳”消费券活动，鼓励企业参与“爱购朝阳”消费券活动，涉及汽车、家电、珠宝、成品油等大宗消费商品；3月11日到31日，北京面向在京消费者发放首批京彩绿色消费券。各地为加快促进消费回补和潜力释放，持续激发商品消费增长，增强消费对经济循环的牵引作用。

3、政策继续支持房地产，企稳回升可期

2月20日，证监会启动不动产私募投资基金试点。此次试点工作是证监会落实党中央和国务院有关“促进房地产业良性循环和健康发展”决策部署，有利于促进房地产市场盘活存量，支持私募基金行业发挥服务实体经济功能。不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房、商业经营用房、基础设施项目等。鼓励境外投资者以QFLP方式投资不动产私募投资基金，为住房租赁市场融资再扩新渠道。

2月22日，财政部党组书记、部长刘昆在全国财政工作会议上对于2023年房地产业提到：积极稳妥防范化解风险隐患，牢牢守住不发生系统性风险底线。用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，加大保障性租赁住房供给，配合做好保交楼、稳民生工作，促进房地产市场平稳发展。

2月24日，人民银行、银保监会发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》，“金融支持租赁17条”重磅落地。《意见》围绕住房租赁供给侧结构性改革方向，重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展，为租赁住房的投资、开发、运营和管理提供多元化、多层次、全周期的金融产品和金融服务体系。主要内容为：加强住房租赁信贷产品和服务模式创新。支持商业银行向各类主体新建、改建长期租赁住房发放开发建设贷款，租赁住房建设的项目资本金比例应不低于开发项目总投资的20%；拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道。支持商业银行发行用于住房租赁的金融债券，稳步发展房地产投资信托基金(REITs)，引导各类社会资金有序投资住房租赁领域。加强和完善住房租赁金融管理。严禁以支持住房租赁的名义为非租赁住房融资。加强信贷资金管理，规范直接融资产品创新，建立住房租赁金融监测评估体系，防范住房租赁金融风险。

3月5日，《政府工作报告》两大核心内容定调2023年楼市。核心内容一是有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。二是加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，这不仅是住房双轨制的重要组成部分，也是未来房地产新模式的核心。此外，会继续出台金融支持措施，扎实推进保交楼稳民生工作。

3月7日，“部长通道”采访活动中，住房和城乡建设部部长倪虹接受采访提出，对房地产市场的企稳回升充满信心，要避免金融风险和地方债风险，防范房地产“灰犀牛”。可以“抓

两头带中间”，以“精准拆弹”的方式来化解风险。对优质房企一视同仁，支持优质国有房企和优质的民营房企，改善他们的资产负债状况，满足他们合理的融资需求；要抓出现问题的房企，一方面帮助他们自救，另外一方面严格依法依规处置。房地产牵一发动全身，要稳住房地产，坚持精准施策，一城一策，大力支持刚性和改善性的住房需求，提振信心，促进房地产市场平稳健康发展。

三、市场研判

快速加息+缩表、倒挂的收益率曲线使海外金融市场风险事件密集发生，广泛的资产负债表收缩带来风险，长久期资产端净值缩水，负债端融资成本过高及不稳定性大幅抬升，加大流动性压力。

硅谷银行破产引发银行业风波后美联储货币政策预期大幅波动，3月16日瑞士信贷股价暴跌后市场预期加息概率再降低，预期降息时间大幅提前可能出现在6月。**当前美联储政策利率预期曲线处于顶部区域**；相对于欧元区，美联储货币政策更接近拐点。

控风险、防通胀，合意的利率水平预估：从长期利率与通胀的关系来看，2025年 $R=3.1\%$ ， $PCE=2\%$ ，二者差值1%左右。我们认为**1-1.5%的实际利率水平是控风险同时抑制通胀的大致合理水平**。政策利率- PCE ，1月数据为 $4.5-5.4=-0.9\%$ ，仍有大幅收敛空间。所以我们预期后续美联储仍会加息**25bps到4.75-5%区间**，然后待 **PCE 回落至4%以下才会讨论后续收紧边际改善的可能**，才会进一步明确结束加息。彭博预测 **PCE 在6月降到3.6%**。

我们的投资观点：中国受影响较小，国际债市明确配置机会，黄金具有配置价值。

国内股、债市场：货币供需格局仍维持相对宽松，促进复苏，债市整体稳定，权益市场表现受国际风险偏好影响，但中国相对于全球的广泛的信用收缩周期，保持信用扩张，因此受外围银行业危机冲击不大。权益市场表现也好于外围，全球ETF基金中国流入，美国流出。

后续市场或将为中国经济复苏以及复苏预期的边际变化计入更多定价，后续关注海外金融风险演绎对全球总需求的影响及中国经济的影响。总体债市将保持稳定。

国际：债市，银行系统风险加大经济下行风险，加大降息预期，债券市场迎来明确配置价值。权益市场，利率高位，信用收缩不利于经济和权益市场表现，拐点依赖美联储货币政策后续何时进入降息周期，经济触底同时权益市场有超额收益。

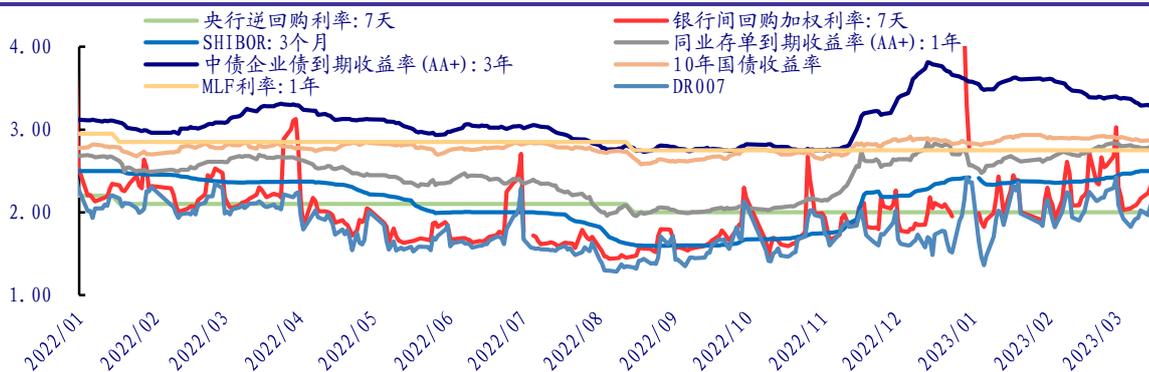
黄金：货币属性、避险属性以及美降息预期均使其配置价值明显。

四、中国债市月度概览（2023/2/16-2023/3/15）

1、债市延续震荡偏弱格局

资金利率波动上行。7天逆回购加权利率、shibor3M、1Y AA+存单分别变动11BP、12BP、7BP至2.36%、2.5%、2.8%，其中7天逆回购加权利率月内波动较大，2月底突破3%后回落，月度均值较上月上行14BP。理财产品1个月和3个月有所上行，6个月利率有所下行。

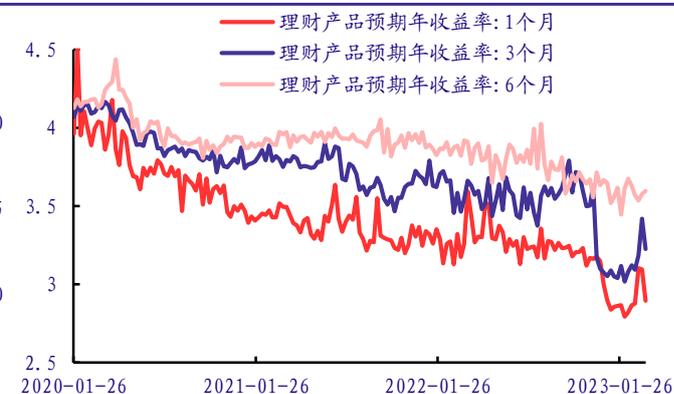
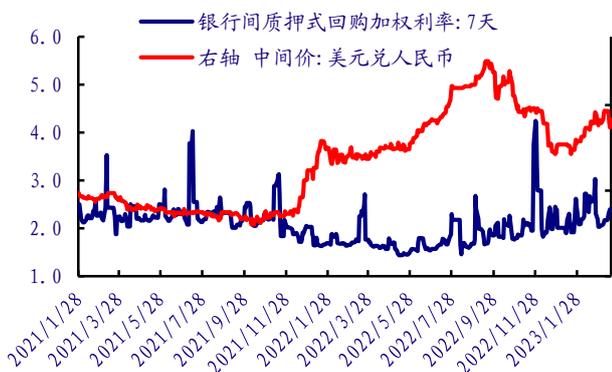
图 25：市场利率和政策利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 26: 银行间回购加权利率

图 27: 理财产品收益率



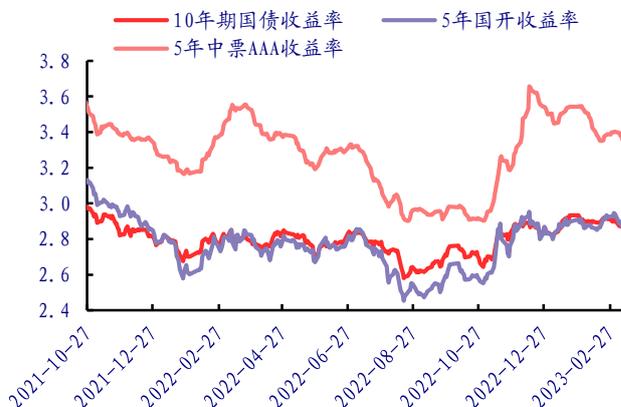
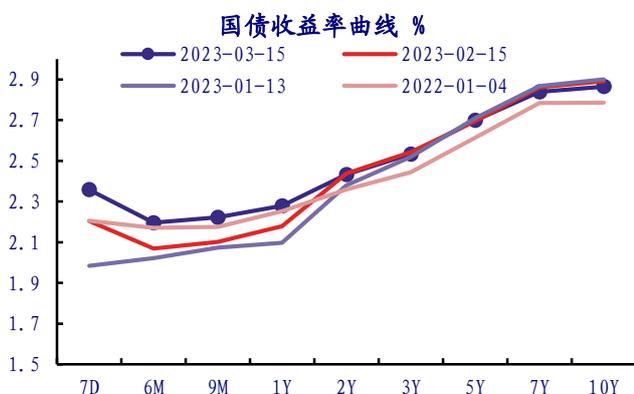
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

国债收益率曲线基本已超年初水平: 国债收益率曲线维持高位震荡, 中短期国债有所上行, 长端略降。5 年期国债和国开债收益率分别变动约 1BP、1BP, 至 2.7%、2.87%, 10 年期国债和国开债收益率分别变动约-3BP、-2BP, 至 2.87%、3.03%。

图 28: 国债收益率曲线: 整体已超年初水平

图 29: 中长债利率: 整体平稳, 月中波动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 国开债-国债利差

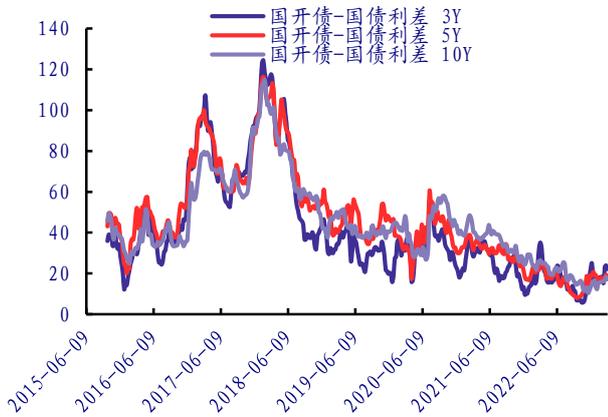
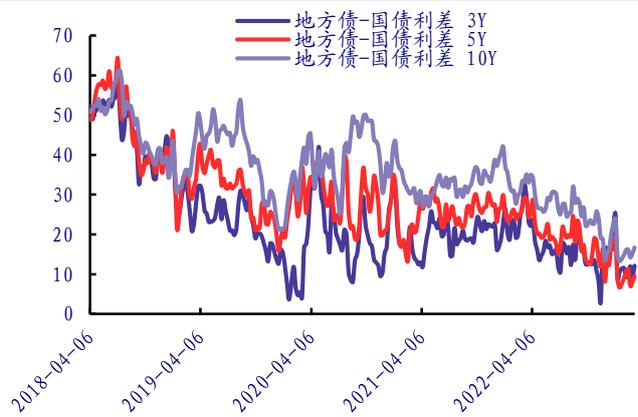


图 31: 地方债-国债利差



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

国债期货: 国债期货成交量上行, 收盘价格略降。10 年、5 年、2 年期国债期货收盘价均收跌, 分别变动-0.17%、-0.18%、-0.11%。

信用债: 信用债收益率下行为主, 从变动值来看, 中长久期收益率下行幅度和范围更广。

表 9: 信用债收益率

评级/期限	2023/3/15 收益率 (%)				收益率月变化 (BP)				
	1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	7Y	
企业债	AAA	2.81	3.12	3.35	3.38	12.27	1.39	-4.23	-11.79
	AA+	3.27	3.65	3.77	3.97	14.27	-14.60	-8.24	-15.79
	AA	3.70	4.09	4.21	4.41	-6.73	-11.60	-6.24	-9.37
	AA-	5.38	6.11	6.50	6.62	-11.73	-13.60	-8.24	-6.57
中短期票据	AAA	2.79	3.12	3.34	3.40	10.00	3.89	-2.35	-13.87
	AA+	2.91	3.27	3.63	3.78	10.99	-12.11	-11.36	-15.14
	AA	2.97	3.70	4.08	4.23	-3.01	-11.11	-11.36	-16.71
	AA-	5.38	6.11	6.49	-	-5.01	-13.11	-13.36	-
城投债	AAA	2.80	3.13	3.31	3.43	8.68	5.42	-0.57	-15.14
	AA+	3.68	2.92	3.31	3.50	9.66	-7.58	-8.57	-14.82
	AA	3.04	3.61	4.04	4.35	6.66	-30.58	-14.57	-15.41
	AA-	5.04	6.56	7.02	7.33	-46.34	-30.58	-13.57	-2.58
地产债	AAA	2.80	3.12	3.33	-	10.88	4.85	-2.37	-
	AA+	3.07	3.43	3.79	-	8.11	-17.29	-18.11	-
	AA	4.29	4.48	4.94	-	-15.87	-22.08	-24.59	-
	AA-	7.16	8.44	8.97	-	6.15	25.37	26.33	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

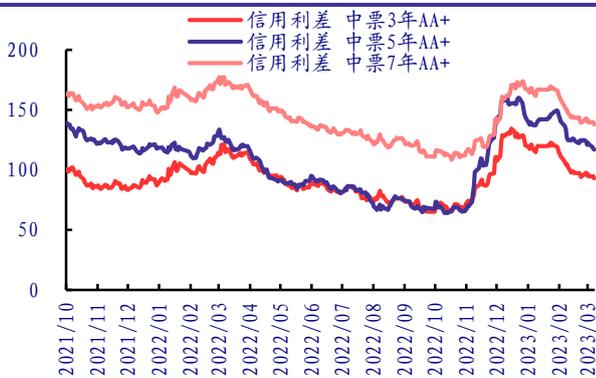
信用债利差: 截止 3 月 15 日, 信用债利差较上月整体缩小, 其中较低等级以及 1 年及 3 年及 5 年期中短久期利差缩小幅度更大。城投债和地产债利差波动幅度相对更大。等级利差整体波动下行, AA+ 等级利差收缩幅度相对更大。

表 10: 信用债利差

	评级/期限	信用利差 (BP) 2023/3/15				利差月变化 (BP) 较2023/2/16			
		1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	7Y
企业债	AAA	53.54	58.85	65.27	54.04	3.53	2.40	-4.89	-9.92
	AA+	65.67	74.10	94.93	93.07	5.53	-13.59	-8.90	-13.92
	AA	72.67	117.10	138.93	137.07	-15.47	-10.59	-6.90	-11.92
	AA-	309.67	358.10	379.93	378.07	-20.47	-12.59	-8.90	-13.92
中短期票据	AAA	51.56	59.05	64.52	55.59	1.26	4.90	-3.01	-7.61
	AA+	63.33	73.89	92.84	93.57	2.25	-11.10	-12.02	-9.61
	AA	69.33	116.89	137.84	138.57	-11.75	-10.10	-12.02	-9.61
	AA-	310.33	357.89	378.84	-	-13.75	-12.10	-14.02	-
城投债	AAA	52.39	59.94	61.25	59.37	-0.06	6.43	-1.23	-9.13
	AA+	63.97	77.88	80.25	97.21	0.92	-6.57	-9.23	-11.13
	AA	75.97	107.38	133.75	151.21	-2.08	-29.57	-15.23	-17.13
	AA-	275.97	402.38	431.75	449.21	-55.08	-29.57	-14.23	-16.13
地产债	AAA	52.51	58.82	62.87	-	2.14	5.86	-3.03	-
	AA+	78.60	89.91	109.13	-	-0.63	-16.28	-18.77	-
	AA	201.53	194.65	224.47	-	-24.61	-21.07	-25.25	-
	AA-	487.71	590.64	626.88	-	-2.59	26.38	25.67	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 32: 信用利差



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 33: 等级利差



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、融资情况

2月16日-3月15日,债券市场总体融资规模较上月的210只明显上升,共发行债券353只,发行金额为18900.04亿元,较前一月17893.88亿元上涨了6%,债券市场总体融资规模扩增。

利率债发行规模为17,953.12亿元,共271只。国债新发12,752.12亿元,其中记账式国债规模微涨,发行共计6,690亿元,较上月6,340亿元上涨了5.5%;地方债发行数量较上月141只小幅增加至188只,发行额略有下降为6,062.12亿元。

表 11: 债券发行数据 (2023/2/16-2023/3/15)

类别	发行只数	只数比重 (%)	发行额(亿元)	面额比重 (%)
国债(中债)	204	57.79	12,752.12	67.47
记账式国债(中债)	14	3.97	6,690.00	35.40
凭证式国债(中债)	0	0.00	0.00	0.00
储蓄国债(中债)	2	0.57	-	-
地方政府债(中债)	188	53.26	6,062.12	32.07
央行票据(中债)	1	0.28	50.00	0.26
政策性银行债券(中债)	66	18.70	5,151.00	27.25
中国农业发展银行债(中债)	20	5.67	1,770.00	9.37
国家开发银行债(中债)	18	5.10	1,633.30	8.64
中国进出口银行债(中债)	28	7.93	1,747.70	9.25

商业银行债券(中债)	15	4.25	273.00	1.44
普通债(中债)	15	4.25	273.00	1.44
非银行金融机构债(中债)	0	0.00	0.00	0.00
特种金融债(中债)	0	0.00	0.00	0.00
国际机构债券(中债)	0	0.00	0.00	0.00
政府支持机构债(中债)	0	0.00	0.00	0.00
证券公司债(中债)	0	0.00	0.00	0.00
企业债券(中债)	34	9.63	265.90	1.41
中央企业债(中债)	0	0.00	0.00	0.00
地方企业债(中债)	34	9.63	265.90	1.41
集合企业债(中债)	0	0.00	0.00	0.00
中期票据(中债)	0	0.00	0.00	0.00
集合票据(中债)	0	0.00	0.00	0.00
短期融资券(中债)	0	0.00	0.00	0.00
证券公司短期融资券(中债)	0	0.00	0.00	0.00
超短期融资券(中债)	0	0.00	0.00	0.00
资产支持证券(中债)	31	8.78	383.02	2.03
证券公司短期融资券(中债)	2	0.57	25.00	0.13
合计	231	100.00	23,025.08	100.00

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

信用债共发行 1,987 只, 规模为 13,773.76 亿。通过信用债净融资规模统计, 总发行量 40,350.64 亿元, 偿还 38,454.46 亿元, 净融资 1,896.18 亿元, 与前一月净融资规模 5,590.29 亿元相比有较明显下降, 总偿还额上升 65%。信用债发行种类比例中, 短期融资券以 4,148.81 亿元占比 30.12%、金融债以 1,510 亿元占比 10.96%、公司债以 3,358.30 亿元占比 24.38%、资产支持证券以 1,321.37 亿元占比 9.59%, 定向工具、企业债、中期票据以及其他种类共占 24.94%。

图 34: 信用债发行种类比例

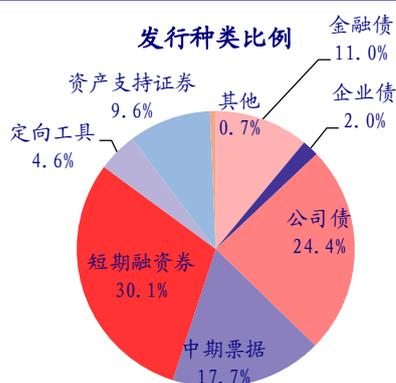
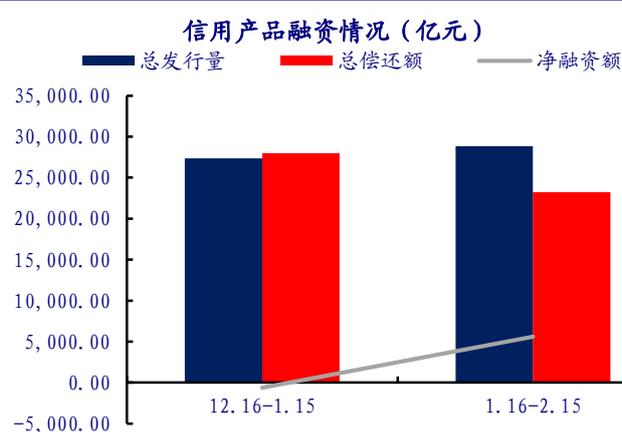


图 35: 信用债融资情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3、地方债

2023 年 2 月 16 日-3 月 15 日, 地方政府债发行规模 6,062.12 亿元, 平均发行期限 14.37 年, 加权平均发行期限 14.55 年、平均票面利率 3.1%、平均边际倍数 5.83、加权平均边际倍数 14.35、平均全场倍数 25.14, 地方债-国债利差主要分布于 5BP-15BP 之间。截止 3 月 15 日, 2023 年利率债共发行 45,337.95 亿元, 其中地方债发行 14,566.55 亿元, 占总利率债的 32%, 较去年同期发行量略减 1%。

图 36: 地方债按类别划分占比

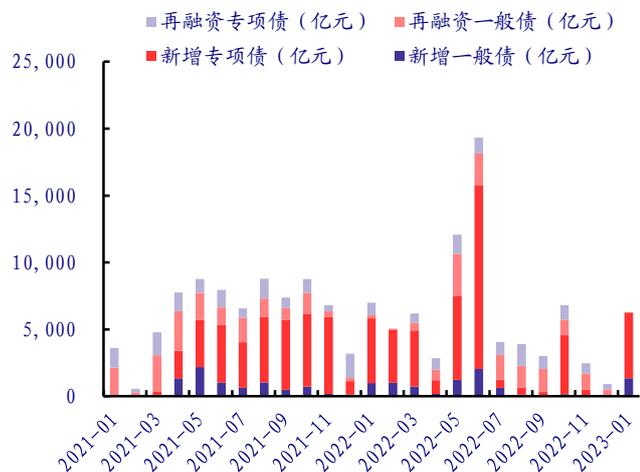
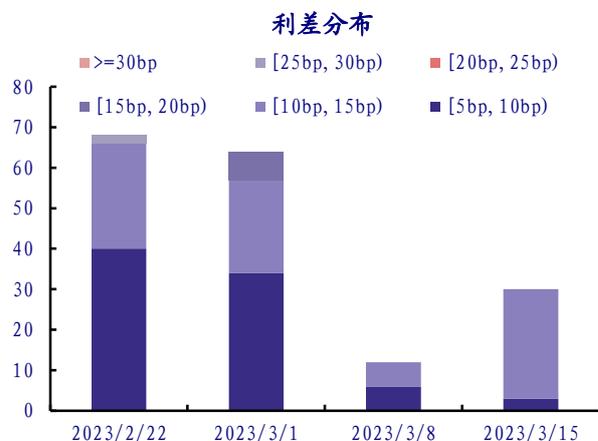


图 37: 地方债利差分布



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 地方债加权边际倍数

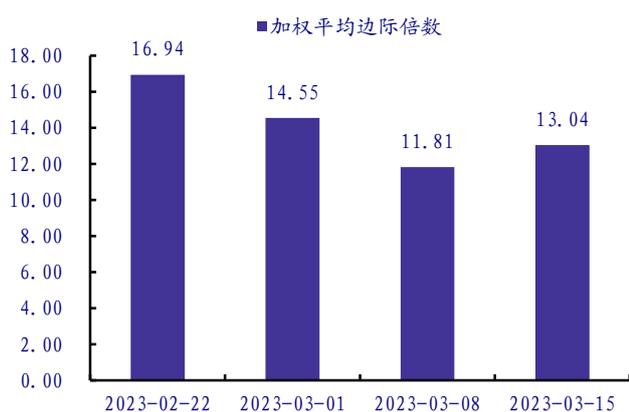
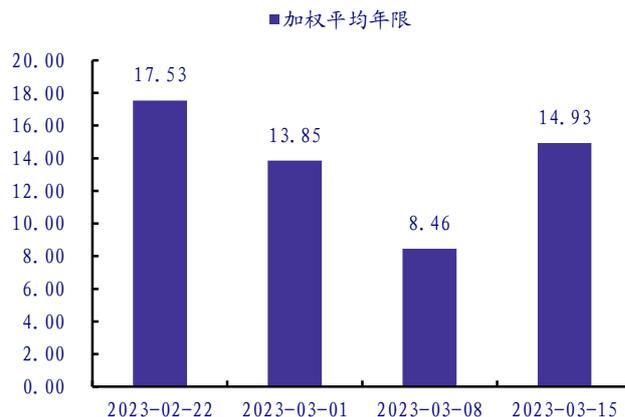


图 39: 地方债加权年限



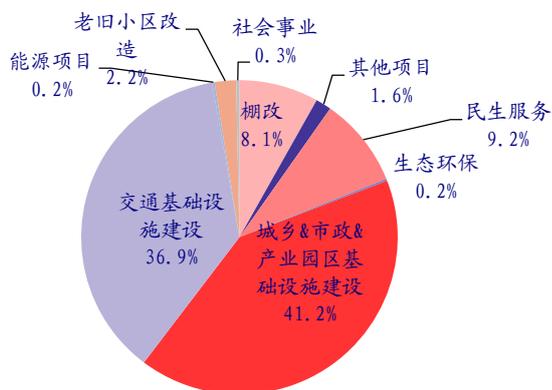
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

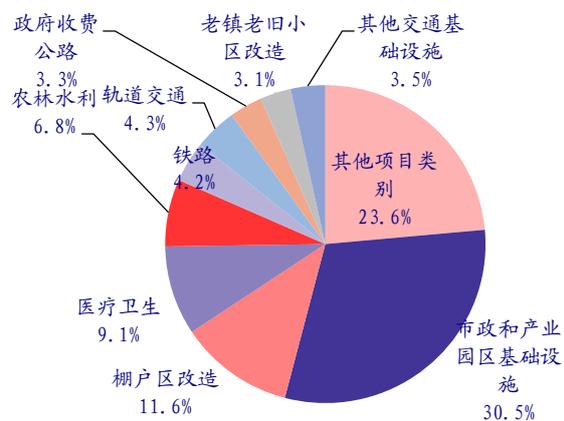
从投向来看,2023年以来专项债项目用途仍然集中在“城乡&市政&产业园区基础设施建设”和“交通基础设施建设”,分别占比 41.3%和 37.04%,用于各类基础设施建设的专项债规模达 100,607.02 亿元,占比 78.34%;民生服务占比 9.23%,规模为 11,855.2 亿元;其次是棚改,专项债规模达 10,464.98 亿元,占比 8.15%。根据中央经济工作会议及政府工作报告对 2023 年的规划,预计地方债在未来仍将保持较大规模,专项债投向仍会使基建相关产业继续受益。

图 40: 2023 年以来专项债投放项目

图 41: 近一个月(截止 3 月 15 日)专项债投放方向



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图表目录

图 1: 大宗商品、利率汇率、权益市场表现	3
图 2: 美债收益率震荡回落, 美元小幅下行	4
图 3: 中美利差收窄	4
图 4: 政策利率、美债利率及市场预期 (%)	4
图 5: 全球范围 CPI 基本已经明确下行趋势	4
图 6: 3 月议息会议加息概率变化 %	6
图 7: 美联储历史加息幅度变动情况	6
图 8: 2 月制造业 PMI 继续回升	6
图 9: 非制造业 PMI 持续回暖, 建筑业仍高景气, 服务修复明显	6
图 10: 社融-M2 剪刀差略收敛	9
图 11: 社融超预期, 居民部门开始回升	9
图 12: 进出口当月同比增速	10
图 13: 进出口累计同比	10
图 14: 中国外贸当月表现	11
图 15: 对主要国家(地区)出口同比表现	11
图 16: 1-2 月出口产品金额同比增速	11
图 17: 1-2 月进口产品金额同比增速	11
图 18: 1-2 月投资、生产走强, 外贸跌幅收窄, 房地产改善	12
图 19: 1-2 月消费服务大幅回升转正, 餐饮收入修复明显	12
图 20: CPI 当月同比增速	13
图 21: PPI 当月同比增速	13
图 22: CPI 分类别同比涨幅	14
图 23: CPI 主要细分项环比涨幅	14
图 24: PPI 主要分项环比增速	14
图 25: 市场利率和政策利率	19
图 26: 银行间回购加权利率	20
图 27: 理财产品收益率	20
图 28: 国债收益率曲线: 整体已超年初水平	20
图 29: 中长债利率: 整体平稳, 月中波动	20
图 30: 国开债-国债利差	21
图 31: 地方债-国债利差	21
图 32: 信用利差	22
图 33: 等级利差	22
图 34: 信用债发行种类比例	23
图 35: 信用债融资情况	23
图 36: 地方债按类别划分占比	24
图 37: 地方债利差分布	24
图 38: 地方债加权边际倍数	24
图 39: 地方债加权年限	24
图 40: 2023 年以来专项债投放项目	24
图 41: 近一个月(截止 3 月 15 日)专项债投放方向	24

表格目录

表 1: 市场预期美联储加息概率 (3 月 16 日)	5
表 2: 2 月 PMI 整体继续超预期回升, 经济向好趋势明显	7
表 3: 2 月制造业 PMI 分项显示需求开始回升、产需承压有所缓解; 非制造业 PMI 回升至扩张区间, 建筑业仍强, 服务业持续修复	7
表 4: 社融结构: 同比增速继续扩张, 政府、企业及居民部门均同比多增	9
表 5: 贷款结构: 贷款规模继续同比回升, 结构改善; 居民部门需求已有改善	9
表 6: 经济数据: 整体上行, 基建、制造保持韧性, 房地产开始回升、消费服务修复	12
表 7: 今年政府工作报告提及主要目标	15
表 8: 政府工作报告要点对比	16
表 9: 信用债收益率	21
表 10: 信用债利差	21
表 11: 债券发行数据 (2023/2/16-2023/3/15)	22

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

首席分析师：刘丹，北京大学中国经济研究中心理论经济学博士后，具有 10 余年宏观经济、债券市场研究工作经验，2011 年 6 月加入中国银河证券研究院至今，主要从事 FICC&固收相关研究，涵盖大类资产配置、利率债、信用债、利率互换定价与投资策略等研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	唐嫚玲	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn
	褚颖	010-80927755	chuying_yj@chinastock.com.cn