



## 宏观专题

# 银行负债“降息”有没有边界？

## ——兼论存款利率“降息”的资产比价效应

### 证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

### 相关研究

《总量宽松狭窄、财政属性鲜明——2023年度展望之货币政策》

《调整存款基准利率的时点或到来——流动性创造系列之十》

《存款基准利率或是短暂的“利率锚”——流动性创造系列之八》

### 投资要点：

● **2023年政策利率“降息”的约束：存款基准利率。** 2023年3月-4月存款利率下调仍是2022年8月政策利率“降息”的余波，是其必要而非充分条件。MLF等政策利率“降息”依旧面临存款基准利率的约束。如果未来能够打破1.50%这一定期存款基准利率的隐性约束、继续深化存款利率市场化改革，那么政策利率的“降息”空间或再次被打开。

➢ 2023年4月至5月以来，商业银行处于存款利率有重点、有方向、非系统性调降的过程，针对部分和存款利率市场化、利率自律机制相悖的存款行为进行针对性矫正，这一过程从货币政策层面来看，提振商业银行净息差水平，稳定贷款投放节奏，还为下一次压降资产端利率以为实体经济让利提供了空间；从宏观审慎角度来看，则是存款市场竞争秩序得到维护，继续释放存款利率市场化调整机制的改革红利。

➢ 从2015年10月之后即保留下来并未调整过的存款基准利率依旧是居民存款储蓄的定价基准、是人民银行在“利率双轨制”下实施货币政策的重要工具。大行和中小行1年期定期存款报价利率分别为1.65%和1.85%，距离1年期定期存款基准利率各有15个bp和35个bp的差距，基准利率和报价利率之间的空间或还不足以支撑一次新的“降息”周期。

● **商业银行负债端“降息”的比价效应。**

➢ **债券“表内加杠杆”模式驱动利率破位下行。** 在商业银行负债端“降息”趋势还未结束之前，债券投资“表内加杠杆”的模式或会持续被强化，居民资产配置端的理财产品收益率和存款利率、理财产品资产配置端的协议存款和债券之间的“比价效应”或愈加明显，互为替代产品的关系或驱动市场利率体系中枢不断下移。

➢ 利率下行的宏观基本面“宏观弱现实+货币持续宽松+信用内生收敛+市场低波动”。“低波动率+低利率”有利于具有债券属性的资产：大宗商品市场对利率更敏感的黄金、股票市场上高票息属性的红利指数。

● **风险提示：**（1）一季度“通货紧缩”风险被广泛提及，CPI同比增速在二季度有破零的风险；（2）当前市场已经接受“弱预期、弱现实”的经济复苏格局，警惕宏观经济政策重新提振经济增长的可能；（3）居民部门“去杠杆”显现“资产负债表衰退风险”，或导致总需求在相当长时间内处于低位。

## 内容目录

1. “利率双轨制”凸显存款利率的基准性 .....	3
2. 商业银行负债端“降息”的方向 .....	7
3. 商业银行负债端“降息”的比价效应 .....	10
4. 风险提示 .....	12

## 图表目录

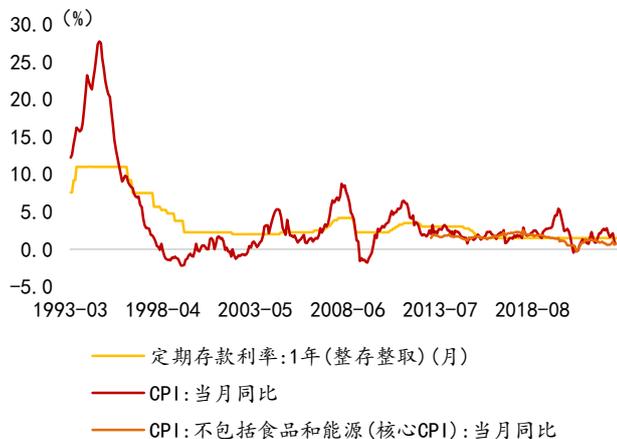
图 1: 1 年期存款基准利率和通胀率基本匹配 .....	3
图 2: 存款基准利率为基础的 Break-even 通胀预期长期平稳 .....	3
图 3: 存款基准利率是利率体系的“压舱石” .....	4
图 4: 存款利率渐渐成为同业存单利率的下限 .....	4
图 5: 理财产品净值化之后理财利率和存款利率形成替代品 .....	5
图 6: 商业银行净息差与“贷款基准-存款基准”利差 .....	5
图 7: 2023 年一季度上市商业银行平均净息差逼近 1.80% .....	7
图 8: 2022 年上市商业银行平均计息负债成本率持续下行 .....	7
图 9: 2018 年以来上市商业银行存款平均成本率渐进抬高 .....	7
图 10: 2018 年以来上市商业银行分类存款平均成本率 .....	7
图 11: 商业银行负债端“降息”成为驱动 10 年期国债收益率破位下行和银行股上涨行情的引线 .....	10
图 12: 持续走低的市场利率系统性提升风险资产估值 .....	10
图 13: 上证 50ETF 期权和沪深 300ETF 期权隐含波动率处于 2020 年新冠疫情以来的较低水平 .....	11
表 1: 2021 年存款自律机制改革以来新发生定期存款加权平均利率变动 .....	4
表 2: 2023 年一季度上市商业银行存款成本率 (%) .....	8

中小银行下调存款利率报价在过去 2 个月成为市场的聚焦点，以中小银行调降关键期限定期存款利率为契机，金融机构释放出来的杠杆空间迅速填补了此前由于高负债成本形成的收益率曲线利差“洼地”，驱动 10 年期国债收益率势如破竹跌破 2.80%-2.75% 区间。在五一假期之后，渤海银行、浙商银行和恒丰银行也宣布调降关键期限定期存款利率报价，这三家股份制银行当前 1 年期整存整取存款利率报价为 1.85%，预示着商业银行降负债成本、修复息差驱动的无风险利率中枢下沉仍在继续。但是银行负债端成本“降息”有没有界限？大行 1.65% 和中小银行 1.85% 的 1 年期定期存款利率距离当前 1 年期存款基准利率 1.50% 仅剩 15-35 个 bp，不触动基准利率体系的“降息”依旧面临下限约束。

## 1. “利率双轨制”凸显存款利率的基准性

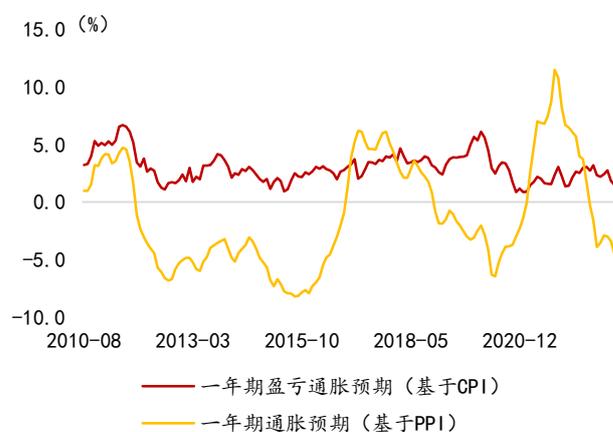
“利率双轨制”体系下的“压舱石”：存款基准利率。我们在 8 月 30 日发布的专题报告《存款基准利率或是短暂的“利率锚”》中已经提到，中国利率体系一直存在着“利率双轨制”的矛盾，也就是在中国的利率体系内部“市场化的回购利率与传统存贷款基准利率并行”，并在适当时候出现市场利率和政策利率的矛盾：2017 年金融去杠杆期间市场化利率上破贷款利率、2020 年以来市场利率屡屡逼近政策利率，即是“利率双轨制”矛盾的具体表现，从过去 2 年多的演化看，存款基准利率在利率体系中愈加显现“基准”的属性：

图 1：1 年期存款基准利率和通胀率基本匹配



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：存款基准利率为基础的 Break-even 通胀预期长期平稳

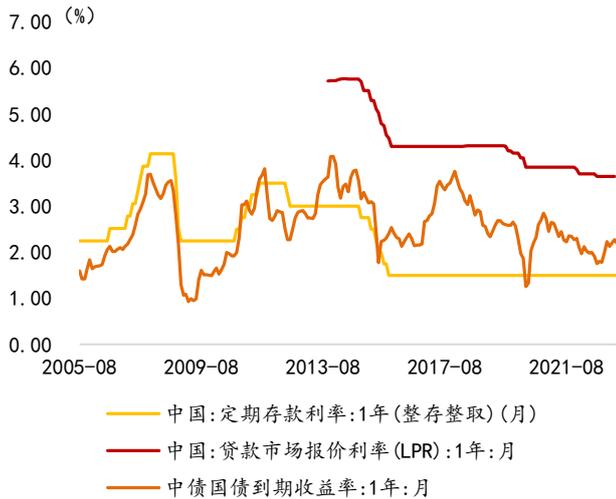


资料来源：Wind，德邦研究所

◇ **1 年期存款基准利率和中国经济基本面基本匹配。**2023 年之前的文献我们不再追溯，2023 年 4 月份最新的一次论述再给 1 年期存款基准利率做了定位。中国人民银行行长易纲 4 月 4 日在 2023 中国金融学会学术年会上发表讲话《建设现代中央银行制度 更好服务中国式现代化》，再一次提及 1 年期存款基准利率：“我国的一年期存款基准利率是 1.5%，银行通常还会有一定上浮，达到 2% 左右，使老百姓的存款有一个合适的收益”，也就是说即便在 2015 年 10 月份之后存款基准利率没有再调整过、貌似在淡出使用，但是存款自律机制依然以基准利率为“锚”。从中国经

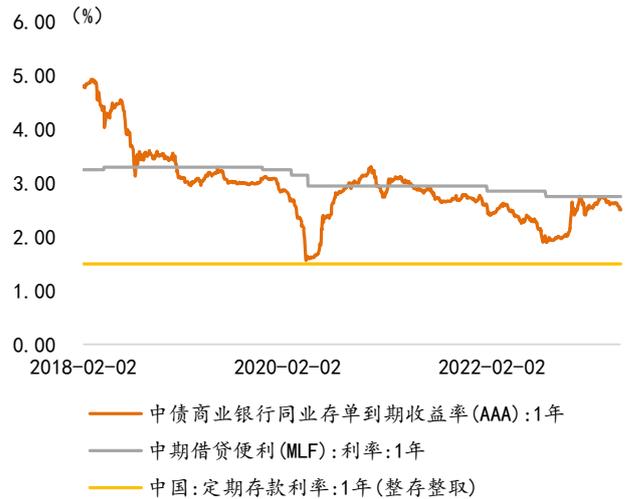
济基本面看，“从过去二十年的数据看，我国实际利率总体保持在略低于潜在经济增速这一“黄金法则”水平上，与潜在经济增长水平基本匹配，符合保持物价基本稳定的要求”。经济基本面和存款基准利率的水平基本匹配，既体现在 CPI 通胀率长期和 1 年期存款基准利率之间基本匹配，也体现在以 CPI 和存款利率计算拟合而来的 1 年期 Break-even 通胀预期保持平稳，2018 年以来保持在平均值 3.0% 上下波动，而 3.0% 也恰是我国政府工作报告对 CPI 涨幅的预期目标值。

图 3：存款基准利率是利率体系的“压舱石”



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：存款利率渐渐成为同业存单利率的下限



资料来源：Wind，德邦研究所

表 1：2021 年存款自律机制改革以来新发生定期存款加权平均利率变动

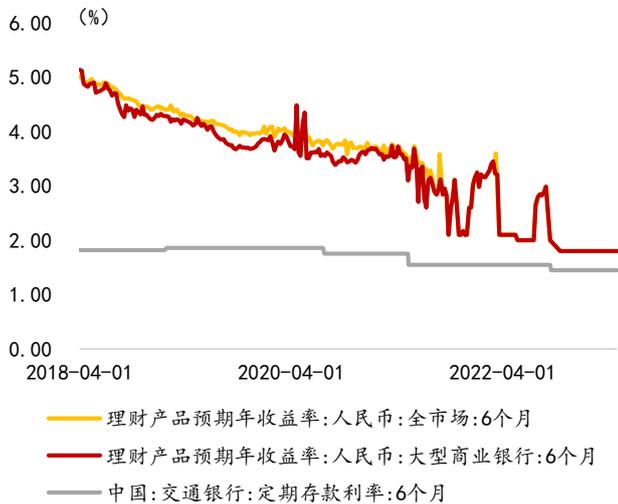
	新发生定期存款加权平均利率	1Y 同业存单到期收益率	同业存单收益率-存款利率利差
2021-03	2.45%	2.9933%	0.5433%
2021-05	2.49%	2.9138%	0.4238%
2021-06	2.66%	2.9138%	0.2538%
2021-09	2.21%	2.7041%	0.4941%
2022-03	2.37%	2.5356%	0.1656%
2022-04	2.44%	2.3710%	(0.0690) %
2022-06	2.50%	2.3710%	(0.1290) %
2022-09	2.30%	2.0350%	(0.2650) %
2023-03	2.28%	2.6281%	0.3481%

资料来源：中国人民银行，德邦研究所

◇ 存款利率体系和 1 年期 MLF 政策利率构成同业存单利率的“利率走廊”。当 2022 年由于留抵退税和央行上缴利润等泛财政因素推动流动性宽松时，我们即已经注意到同业存单利率已经偏离了 1 年期 MLF 操作利率，

从金融机构负债成本来说，如果我们将同业存单利率作为商业银行主动负债的成本，那么主动负债是否具有性价比，应是在与被动负债成本的比较中显现而来，商业银行被动负债的主要来源即是存款，如此同业存单利率作为潜在的中期政策目标利率，从 2022 年三季度以来渐渐形成一条新的“利率走廊”：波动下限是被动负债的成本，也即存款利率，在 2021 年 4 月份存款自律机制改革以来，存款加权平均利率以及存款基准利率逐渐成为同业存单利率波动的下限；波动上限则是 1 年期 MLF 政策利率 2.75%。而存款自律机制改革之后，新吸收存款加权平均利率或正在成为同业存单“利率走廊”的中枢，根据央行发布的数据，2023 年 3 月份新发生定期存款加权平均利率为 2.28%，而 1 年期国有大行 AAA 同业存单发行利率已经跌破 2.50%，正在向存款利率体系逼近，这一情景在 2022 年二季度至三季度也曾经发生。

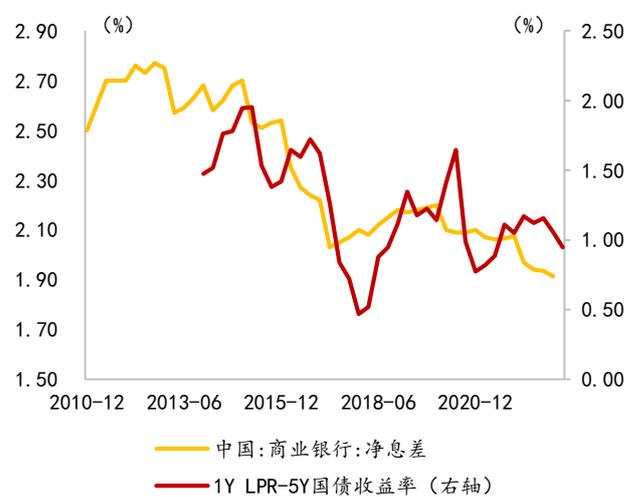
图 5：理财产品净值化之后理财利率和存款利率形成替代品



资料来源：Wind，德邦研究所

注：由于数据可得性原因，工商银行、建设银行、中国银行和农业银行的定期存款利率时间序列偏短，从历史对比角度，在此仅选择交通银行作为国有大行的代表。

图 6：商业银行净息差与“贷款基准-存款基准”利差



资料来源：Wind，德邦研究所

◇ **金融产品“替代效应”拉动理财产品预期收益率和存款利率。**在一季度金融统计数据新闻发布会上，央行官员在谈到存款利率下调时认为“近年来市场利率整体是下行的，比如说，近期 6 个月期的理财产品预期收益率和去年 4 月相比下降了 0.3 个百分点。去年以来存款增长较为明显，市场供求关系发生了变化。在这个新的机制下，就带动了存款利率下降”，并且新发生定期存款加权平均利率的降幅还是小于理财产品收益率的。金融产品之间替代效应造成理财产品收益率和存款产品利率之间同向共振。也正如我们在专题报告《调整存款基准利率的时点或到来》中判断的，存款利率和无风险利率之间的联动关系会继续增强：“3 年期、5 年期的存款加权平均利率分别在 3.1% 和 3.5% 左右，这个水平仍然是高于流动性更好的同期限国债收益率近 0.6 个和 0.8 个百分点”，在“利率双轨制”并轨导致存款利率波动和国债收益率相互参考、紧密联动的趋向，商业银行存贷款利差的变动或与企业债信用利差相互作用，后者或

与商业银行存贷款利差、净息差的走向更加紧密。人民银行在一季度金融统计数据新闻发布会上对利率价差的阐述，基本符合“利率双轨制”并轨下各种利率“锚”的走向。

从货币政策的角度来看，我们在 2022 年流动性专题报告《调整存款基准利率的时点或到来》以及 2023 年度货币政策展望报告《总量宽松狭窄、财政属性鲜明》中判断，**2023 年调降政策利率受到“隐性下限”，也就是存款基准利率的约束**。尽管 2019 年人民银行分步进行贷款利率和存款利率市场化改革，尤其是 2021 年 6 月和 2022 年 4 月两次存款定价机制改革之后，建立了存款利率市场化调节机制，但是从 2015 年 10 月之后即保留下来并未调整过的存款基准利率依旧是居民存款储蓄的定价基准、是人民银行在“利率双轨制”下实施货币政策的重要工具。

根据 2021 年 4 月到 2022 年 4 月期间逐步建立起来的“市场利率+央行指导→LPR 报价→贷款利率”的贷款利率传导机制，以及“MLF 政策利率→LPR 报价+债券利率→存款利率”的存款利率市场化机制，存款利率系统性下行本应是市场利率和政策利率下行的结果，而 2022 年 8 月份“降息”的余波影响直至今年 4 月份仍在传导：2022 年 8 月央行调降 MLF 利率 10 个 bp，带动当月 1 年期 LPR 和 5 年期以上 LPR 报价分别下调 5bps 和 15bps；在存款利率市场化机制的传导下，2022 年 9 月国有 5 家大行调降全期限存款利率 0.1 个百分点左右，2022 年 9 月仍有部分银行没有跟进这一行为，直至 2023 年 3 月至 4 月，“上次没有调整的中小银行补充下调，也有一些银行是在春节前后存款利率上调后的回调”，而选择在这个时点跟进补降利率，则是由于根据自律机制发布的《合格审慎评估实施办法（2023 年修订版）》，利率调整的幅度低于合意调整幅度的，将在“定价行为”中将被扣分，基于此在一季度末 MPA 考核期“补降”存款利率，“保持与大型银行的存款利率差相对稳定……保持合理息差”<sup>1</sup>。因此 2023 年 3 月-4 月存款利率下调仍是 2022 年 8 月政策利率“降息”的余波，是其必要而非充分条件。但是当前市场所想象的不止于此，更是认为当商业银行通过管理负债端成本适当“拉开”净息差水平时，是否意味着会有继续“降息”的空间，我们依旧认为当前“降息”空间受到存款基准利率的约束，体现的是“利率双轨制”的内在矛盾。

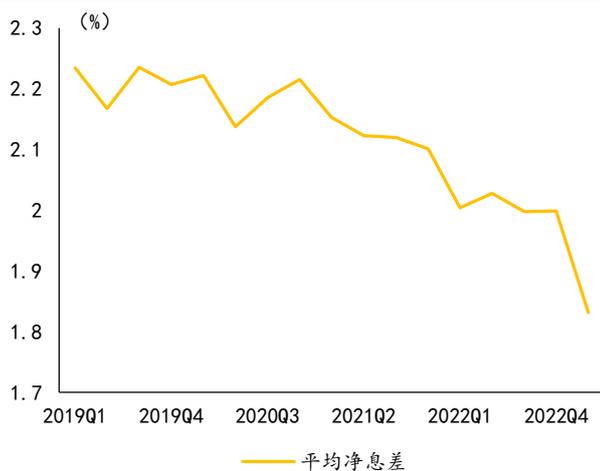
如果未来能够打破 1.50%这一定期存款基准利率的隐性约束、继续深化存款利率市场化改革，那么政策利率的“降息”空间或再次被打开。2022 年 8 月-9 月国有大行和股份行率先调降存款利率之后，1 年期定期存款报价利率为 1.65%，2023 年 4 月-5 月中小银行跟进补降存款利率之后，1 年期定期存款报价利率为 1.85%，距离 1 年期定期存款基准利率各有 15 个 bp 和 35 个 bp 的差距，基准利率和报价利率之间的空间或还不足以支撑一次新的“降息”周期。

<sup>1</sup> 本段引文均引用自“2023 年一季度金融统计数据新闻发布会文字实录”，2023-04-20。

## 2. 商业银行负债端“降息”的方向

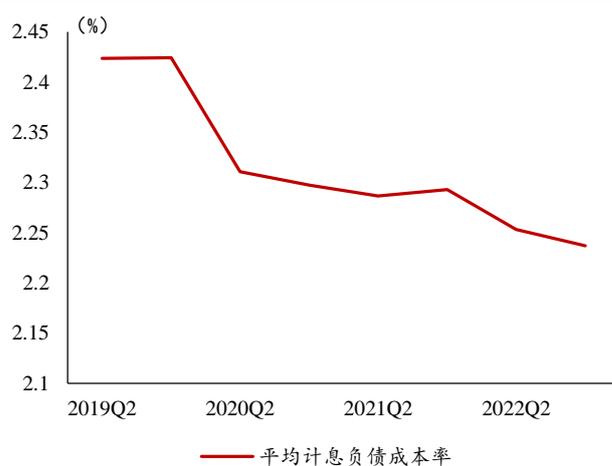
在政策利率“降息”和一季度存量贷款“重定价”的压力下，商业银行净息差面临持续收窄的压力。根据 2023 年一季度上市银行公布的财报，上市商业银行一季度平均净息差已经下滑至 1.83%，和 2022 年末披露的 2.0% 相比，环比下行了 17 个 bp。分商业银行类型来看，国有大行净息差平均值下滑至 1.74%、股份制商业银行平均净息差为 1.94%、城市商业银行平均净息差为 1.74%、农村商业银行平均净息差为 1.93%。

图 7：2023 年一季度上市商业银行平均净息差逼近 1.80%



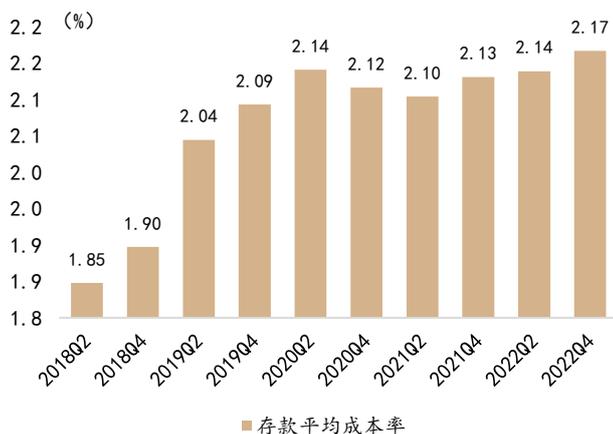
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：2022 年上市商业银行平均计息负债成本率持续下行



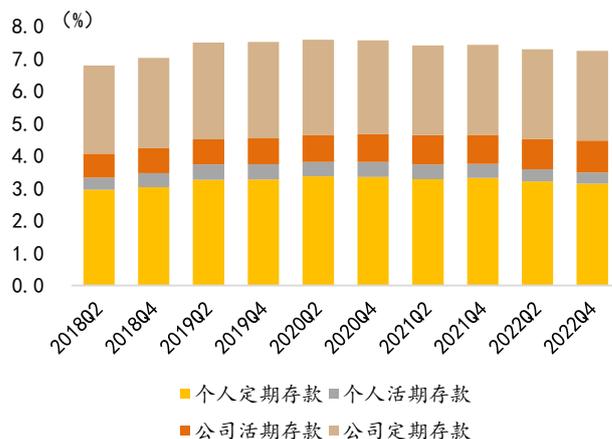
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：2018 年以来上市商业银行存款平均成本率渐进抬高



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：2018 年以来上市商业银行分类存款平均成本率



资料来源：Wind，德邦研究所

从上市商业银行财报数据来看：（1）尽管上市银行计息负债成本率在过去几年不断下滑，但是主要源自市场利率定价的负债优化，上市银行的存款平均成本率则在渐进抬高，截至 2022 年底上市商业银行存款平均成本率达到 2.17%，由于一季报披露存款平均成本率的银行较小，从数据序列最完整的平安银行来看，2023 年一季度存款平均成本率回升至 2.20%，比 2022 年底 2.09% 的水平环比抬升，这反映出由于存款定期化等原因，商业银行存款成本反而有所抬高。

**表 2：2023 年一季度上市商业银行存款成本率（%）**

	存款总额	个人定期存款	个人活期存款	公司定期存款	公司活期存款	储蓄存款	企业存款	其它存款
农业银行	1.70	2.80	0.29	2.56	1.08	1.72	1.66	
交通银行	2.19	3.13	0.30	2.90	0.97	2.29	2.13	
工商银行	1.75	2.89	0.31	2.59	0.92	1.83	1.65	2.13
邮储银行	1.61	2.17	0.28	2.32	0.84	1.65	1.33	
建设银行	1.73	2.88	0.29	2.76	0.93	1.83	1.66	0.67
平安银行	2.09	3.10	0.27	2.67	0.90	2.33	2.00	
浦发银行	2.10	3.13	0.27	2.63	1.43			
华夏银行	2.03	2.94	0.28	2.55	1.07			
民生银行	2.29	3.08	0.33	2.83	1.36	2.30	2.29	
招商银行	1.52	2.77	0.37	2.66	1.05	1.22	1.70	
兴业银行	2.26	3.38	0.28	3.00	1.31	2.23	2.27	
光大银行	2.30	3.10	0.41	2.78	1.04	2.42	2.26	
浙商银行	2.29	3.43	0.60	2.69	1.57	2.54	2.25	
中信银行	2.06	2.90	0.28	2.74	1.36	2.17	2.03	
兰州银行	3.09					3.69	1.97	
宁波银行	1.77	3.15	0.29	2.18	0.87	2.22	1.66	
郑州银行	2.37	3.87	0.66	3.21	0.84	3.08	1.97	1.63
青岛银行	2.21	3.37	0.29	2.81	0.92	2.72	1.88	
苏州银行	2.22	3.32	0.35	3.16	0.79	2.56	1.98	
南京银行	2.37	3.44	0.30	2.75	0.88			
上海银行	2.12	3.22	0.27	2.68	0.87			
长沙银行	2.12	3.31	0.46	3.30	0.76	2.36	1.93	
齐鲁银行	2.17	3.27	0.47	2.54	0.82	2.70	1.74	
成都银行	2.15	3.37	0.39	2.69	0.95			
重庆银行	2.88	3.80	0.34	3.33	1.16	3.40	2.53	1.81
青农商行	2.09	2.99	0.30	2.40	0.65	2.47	1.34	
无锡银行	2.30	3.23	0.31	2.68	0.85			1.49
渝农商行	1.97	2.57	0.29	2.96	0.65	2.11	1.41	
常熟银行	2.31	3.24	0.23	2.61	0.58			1.48
瑞丰银行	2.29	2.97	0.49	2.67	1.59			1.77
沪农商行	2.01	3.04	0.28	2.58	0.66			
苏农银行	2.01	3.21	0.29	2.74	0.71			1.07
	存款总额	个人定期存款	个人活期存款	公司定期存款	公司活期存款	储蓄存款	企业存款	其它存款
<b>国有行中位</b>	<b>1.72</b>	<b>2.88</b>	<b>0.29</b>	<b>2.59</b>	<b>0.93</b>	<b>1.83</b>	<b>1.66</b>	<b>1.40</b>
<b>股份行中位</b>	<b>2.10</b>	<b>3.10</b>	<b>0.28</b>	<b>2.69</b>	<b>1.31</b>	<b>2.30</b>	<b>2.25</b>	
<b>城商行中位</b>	<b>2.26</b>	<b>3.37</b>	<b>0.35</b>	<b>2.81</b>	<b>0.87</b>	<b>2.71</b>	<b>1.95</b>	<b>1.72</b>
<b>农商行中位</b>	<b>2.13</b>	<b>3.04</b>	<b>0.29</b>	<b>2.67</b>	<b>0.66</b>	<b>2.29</b>	<b>1.38</b>	<b>1.49</b>

资料来源：Wind，德邦研究所

(2) 商业银行负债端成本“降息”的方向：公司活期>个人活期；个人定期>公司定期。从分类存款平均成本率来看，首先，公司活期存款平均成本率从 2018 年以来处于渐进回升的趋势，截至 2022 年底上市商业银行的公司活期存款平均成本率为 0.99%，较 2021 年底抬升 0.09 个百分点，其次，个人定期存款平均成本率高于公司定期存款平均成本率，并且与后者从 2018 年以来基本稳定在 2.80% 左右相比，个人定期存款平均成本率的下行具有一定“黏性”，2022 年以来存款定期化导致存款付息成本提高，是压降银行净息差的一个重要因素。从存款结构的分类对比来看，商业银行负债端“降息”的方向或主要从个人定期存款和公司活期存款发力。2023 年 4 月至 5 月，部分银行调降大额定期存单利率与 1 年、3 年、5 年等关键期限定期存款利率反映“个人定期存款”这一项目的计息成本正在努力调降，而“公司活期存款”或与协定存款等自律机制看来可能影响存款市场秩序的活期存款产品有关。

综合上市商业银行的存款成本率以及存款结构，2023 年 4 月至 5 月以来，商业银行处于存款利率有重点、有方向、非系统性调降的过程，针对部分和存款利率市场化、利率自律机制相悖的存款行为进行针对性矫正，这一过程从货币政策层面来看，提振商业银行净息差水平，稳定贷款投放节奏，还为下一次压降资产端利率以为实体经济让利提供了空间；从宏观审慎角度来看，则是存款市场竞争秩序得到维护，继续释放存款利率市场化调整机制的改革红利。

### 3. 商业银行负债端“降息”的比价效应

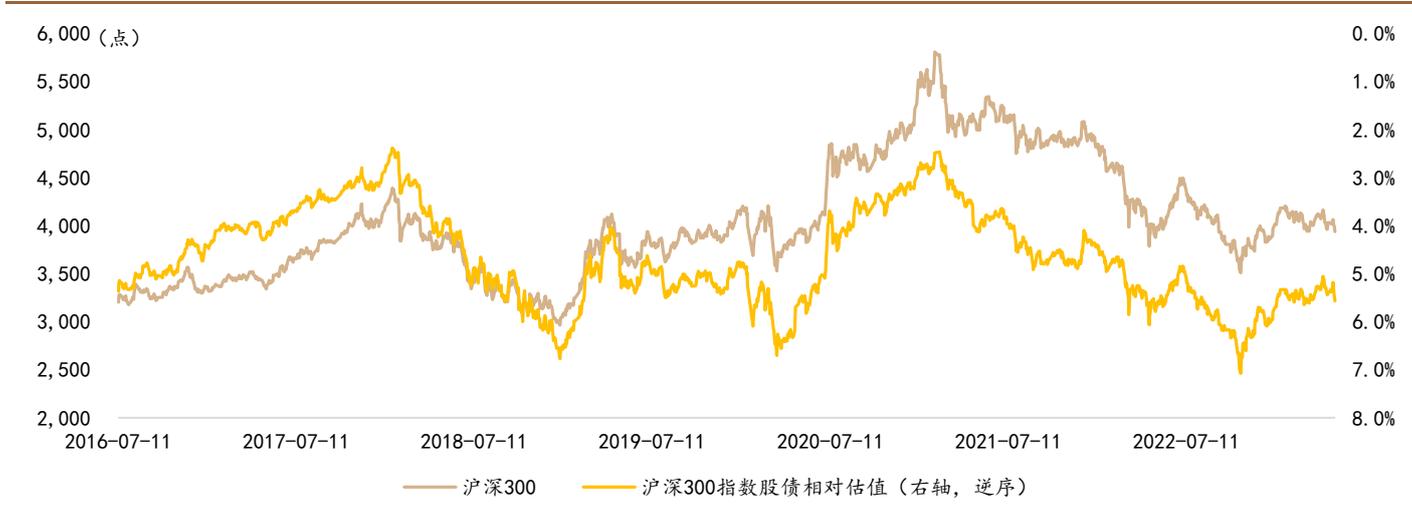
银行负债端“降息”的比价效应驱动国债收益率破位下行。在商业银行负债端成本“降息”的驱动下，2023年4月份以来，上市银行股价上涨和10年期国债收益率破位下行同时发生：

图 11：商业银行负债端“降息”成为驱动 10 年期国债收益率破位下行和银行股上涨行情的引线



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：持续走低的市场利率系统性提升风险资产估值

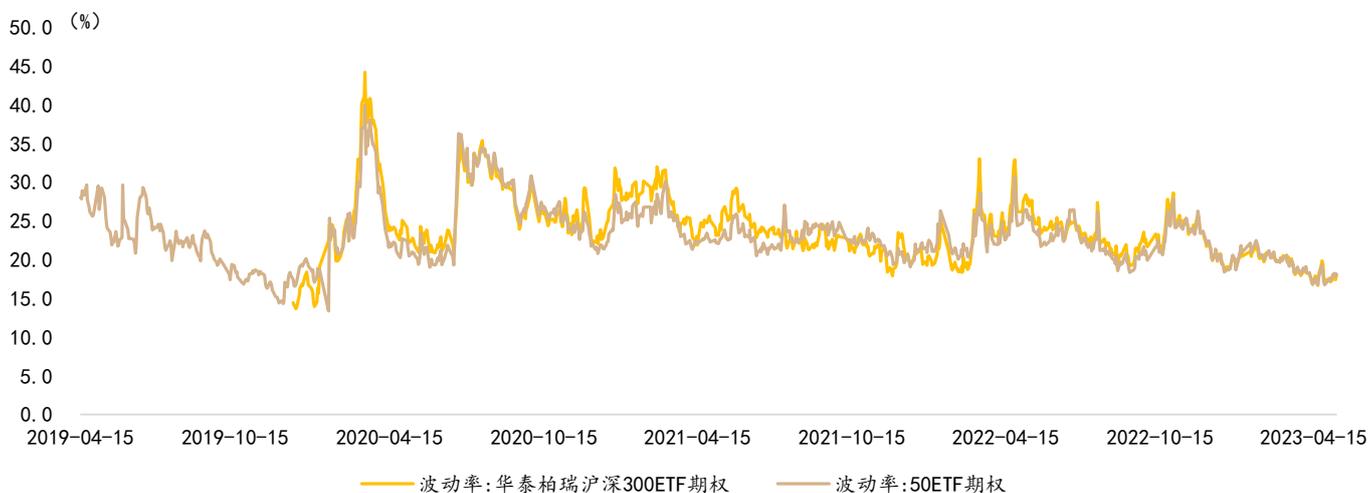


资料来源：Wind，德邦研究所

- ◇ 从银行股的定价逻辑来看，经过年初存量贷款“利率重定价”和负债成本抬升对净息差的挤兑，一季度或是净息差和盈利的“底部”，银行股盈利基本面改善预期，与“中特估”重塑估值体系形成联动效应，驱动银行股板块上涨。
- ◇ 债券“表内加杠杆”模式驱动利率破位下行。过去银行的表外资产池是驱动数次利率破低点的行为力量，而表外资产池本质上则是金融机构表内资金的杠杆力量，“欠配”压力的释放即等同于机构表内加杠杆模式的

延续，一季度之后在存款利率持续下调的推动下，一方面持债的机会成本下降，释放出利率的买入空间，另一方面为表内加杠杆的表外资金持续买入，形成买入的力量。在银行负债端“降息”趋势下，金融机构表内和表外资金具备了“买入空间+买入力量”，与下调的存款利率相比，债券收益率的“比价效应”导致表内加杠杆的模式延续，成为4月份以来驱动10年期国债收益率跌破2.75%-2.70%的关键力量。在商业银行负债端“降息”趋势还未结束之前，债券投资“表内加杠杆”的模式或会持续被强化，居民资产配置端的理财产品收益率和存款利率、理财产品资产配置端的协议存款和债券之间的“比价效应”或愈加明显，互为替代产品的关系或驱动市场利率体系中枢不断下移，此时虽然政策利率并未调整，但是市场利率体系已经出现了“降息”的效应。

图 13：上证 50ETF 期权和沪深 300ETF 期权隐含波动率处于 2020 年新冠疫情以来的较低水平



资料来源：Wind，德邦研究所

- ◇ 从利率下行对应的宏观基本面来看，当前债券资产面临的组合是“宏观弱现实+货币持续宽松+信用内生收敛+市场低波动”的搭配，债券收益率的下行和大宗商品的下跌同步发生兑现的是“宏观弱现实”、市场利率体系中枢下沉兑现“货币持续宽松”、4月份新增贷款同比增幅收窄兑现“信用内生收敛”、2023年以来10年期收益率波动区间保持在20个bp的范围兑现“市场低波动”，在这种宏观组合下，“低波动率+低利率”有利于具有债券属性的资产：大宗商品市场对利率更敏感的黄金、股票市场上高股息属性的红利指数。不断走低的利率系统性提升风险资产的估值、宏观和金融市场波动率走低则使得具有“期权”属性的成长股暂时沉寂，在市场波动率回升、增长的宏观图景形成新共识之前，短期内宏观组合和市场结构或继续有利于高股息红利指数。

## 4. 风险提示

- (1) 一季度“通货紧缩”风险被广泛提及，CPI 同比增速在二季度有破零的风险；
- (2) 当前市场已经接受“弱预期、弱现实”的经济复苏格局，警惕宏观经济政策重新提振经济增长的可能；
- (3) 居民部门“去杠杆”显现“资产负债表衰退风险”，或导致总需求在相当长时间内处于低位。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家、中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员、中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇，第五届邓子基财经研究奖得主。荣获 2019 和 2020 “新财富” 固定收益研究第一名，2021 ISI Emerging Markets Group 杰出成就分析师，2022 “水晶球”（公募）宏观研究第一名。兼任清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师，上财 EMBA 讲师。

王洋，德邦证券研究所高级宏观经济研究员。复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益、衍生品等领域，2021 年加入德邦证券研究所，侧重货币理论、宏观流动性等方面的研究，秉承从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。