



## 宏观专题

# 居民“超额储蓄”会持续释放吗？

## ——流动性创造系列专题之十三

### 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

《居民部门有多少超额储蓄转化为消费？——流动性创造系列专题之十二》

《分化后如何收敛？居民部门或“拉低”企业部门贷款》

### 投资要点：

- **4月份居民部门“超额储蓄”出现下降。**一季度居民部门“超额储蓄”在贷款前置投放、理财资金“回表”和春节因素等影响下出现2020年以来单季最大幅度增加，但是4月份居民存款总量减少1.2万亿，居民部门超额储蓄也在4月份始现规模下滑：以2006年至2019年作为设定储蓄增长趋势的样本，4月份超额储蓄下滑近1.60万亿；以2016年至2019年作为设定储蓄增长趋势的样本进行线性外推，4月份超额储蓄规模边际回落1.73万亿。4月份居民部门“超额储蓄”是否会持续释放？
  - **“超额储蓄”哪一部分出现回落？**居民部门主要腾挪活期存款，但是定期存款则基本稳定，4月份居民释放“超额活期存款”1.65万亿，但“超额定期存款”仅仅下滑856.86亿元。居民在4月份动用活期存款来进行补偿性消费、定期存款在银行调降存款产品利率的影响下新增幅度减弱，但是定期存款规模相对稳定，居民部门风险偏好继续处于低位，“超额储蓄”在4月份之后延续大规模释放的概率较低。假设2020年以来的“超额活期存款”平均值降为零，那么4月份之后可供释放的“剩余”规模为1.61万亿，和4月份单月降幅基本匹配。
  - 不宜高估“超额储蓄”释放对消费损失的回补，也谨慎看待4月份“超额储蓄”释放的信号。在居民部门基于应对收入不确定风险的“预防性储蓄”意愿居高不下、“超额储蓄”依旧存在存款定期化等资产配置倾向的情形下，4月份居民部门“超额储蓄”的释放主要源自活期存款的下滑，居民消费的持续回暖还是需要依靠收入缺口的修复、收入增长预期的改善。
- **疫后复苏的“疤痕效应”：收入增长缺口“长新冠”、消费缺口已出现修复。**(1) 收入端，疫情导致微观主体盈利能力下降、负债比率上升，微观主体资产负债表修复相对较慢，疫情对居民收入的影响有趋于长期化的风险，也就是人民银行所称的疫情“疤痕效应”；(2) 消费端，在防疫政策优化、线下消费场景恢复之后，居民消费确实出现一次补偿性修复，但是这种修复是在收入没有显著修复基础上的补偿，补偿性消费对消费倾向提升的带动作用，但是仍然低于疫情前同期，表明疫后居民消费倾向或趋于达到阶段性稳态，但是在收入增长依旧存在缺口的情况下，或较难恢复至疫情之前。
- **风险提示：**(1) 疫情防控政策动态优化以来，第二波新冠疫情高峰或在二季度来到，警惕“复阳”达峰对经济活动的冲击；(2) 警惕宏观经济政策有序退出的风险；(3) 警惕居民部门“去杠杆”风险，一季度以来居民部门已经显现“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. “超额储蓄”：始现释放信号？ .....	4
1.1. 2023 年“超额储蓄”的新变化 .....	4
1.2. “超额储蓄”哪一部分出现回落？ .....	7
2. “疤痕效应”：收入增长缺口“长新冠”？ .....	8
2.1. 收入下滑：工资和财产性分项修复滞后 .....	9
2.2. 消费支出减少：房屋租赁支出下滑影响最显著 .....	11
2.3. 对“超额储蓄”释放乐观吗？ .....	11
3. 风险提示 .....	13

## 图表目录

图 1: 基于 2006 年-2019 年居民存款存量线性趋势外推“超额储蓄”	5
图 2: 基于 2016 年-2019 年居民存款存量线性趋势外推“超额储蓄”	5
图 3: 住户部门存款: “超额储蓄”拐点同样出现在 2019 年	6
图 4: 住户部门贷款: 住户部门贷款余额增长平稳	6
图 5: 基于 2006 年-2019 年估算居民部门“超额净储蓄”	6
图 6: 居民部门“超额”活期储蓄: 基本符合趋势值	7
图 7: 居民部门“超额”定期储蓄: “超额储蓄”主要增量	7
图 8: 疫情后微观主体盈利能力下降	8
图 9: 疫情后微观主体负债比率上升	8
图 10: 居民部门可支配收入增速缺口或“长期化”	9
图 11: 居民部门人均消费支出尚余增速缺口 1.86 个百分点	9
图 12: 居民人均工资性收入: 占比最高且下滑最深	9
图 13: 居民人均经营性收入: 个体工商户受疫情影响较大	9
图 14: 居民人均财产性收入: 受金融市场波动较大	10
图 15: 居民人均转移性收入: 唯一高于趋势值分项	10
图 16: 2020 年-2023 年一季度末居民人均可支配收入分项与趋势值累计缺口	10
图 17: 2020 年-2023 年一季度末居民人均消费支出分项与趋势值累计缺口	11
图 18: 消费倾向或趋于达到稳态水平	12
图 19: 人均可支配收入和人均消费支出对数增速基本匹配	12
图 20: 2022 年下半年以来房屋租赁价格有所下行	12
图 21: 地产销售阶段性好转后再度回落至近年同期较低水平	12

我们在 2022 年 12 月发布的报告《居民部门有多少超额储蓄转化为消费？——流动性创造系列专题之十二》中，通过设定居民部门储蓄存款的线性增长，测算 2020 年以来居民部门偏离增长趋势的“超额储蓄”规模，从定量和定性两个方面给出过我们的判断：

- ▶ **定量“超额储蓄”**：测度超额储蓄的规模取决于采用哪个口径的存款余额、采用哪个时间段作为无疫情状态下的潜在趋势值，不同样本时段和不同口径存款余额计算而来的超额规模有较大分别；
- ▶ **定性“超额储蓄”**：我们认为因为消费场景缺失导致居民部门被动增加储蓄，这一部分可称为“超额储蓄”；如果居民部门是为了应对可支配收入增长的不确定性，这部分储蓄增长即是“预防性储蓄”，并且基于不确定性增长而增加的储蓄或较难随着消费场景恢复而下降。“超额储蓄”本身不能修复因为居民部门对收入增长预期下滑而压缩的消费空间，不宜高估“超额储蓄”对消费损失的回补能力。

从 2022 年 11 月疫情防控政策优化至今已过半载，2023 年 4 月份居民部门存款减少 1.2 万亿，由此联想到此前市场聚焦的“超额储蓄”是否开始释放？本文基于上一篇文章报告的方法和结构进行更新，推测今年居民部门储蓄的变化方向。

## 1. “超额储蓄”：始现释放信号？

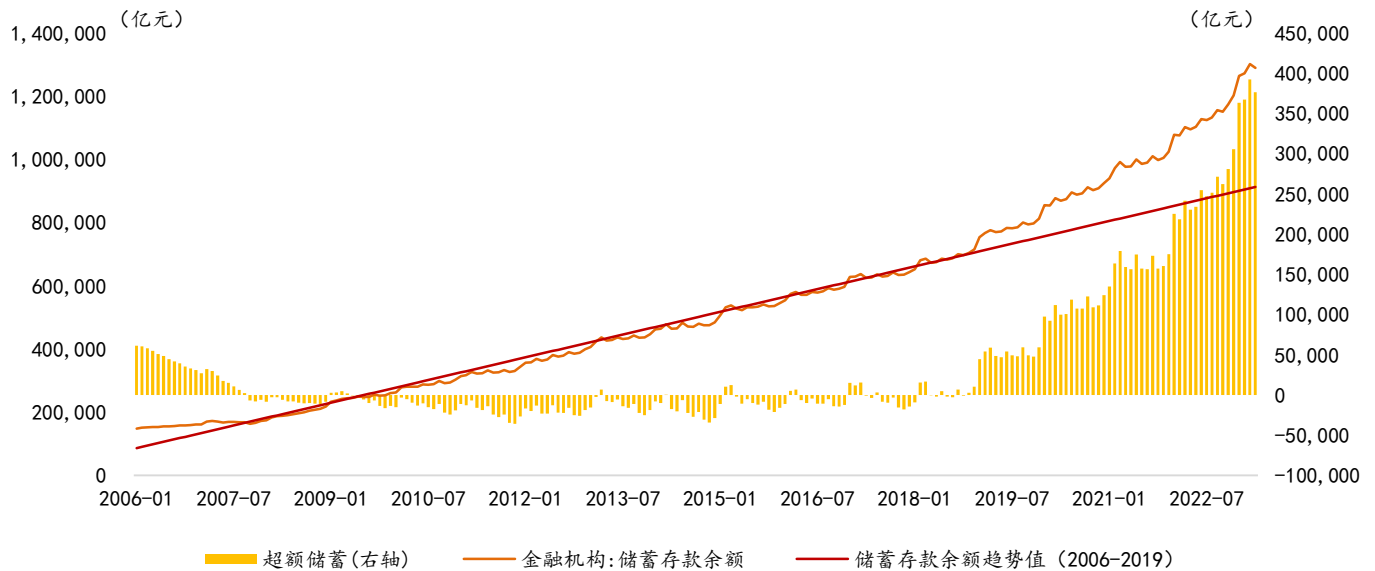
测算超额储蓄的方法上，我们沿用上一篇文章报告通过设定潜在线性增长趋势来判断实际值相对趋势值偏离的部分<sup>1</sup>；统计口径上依旧采用其他存款性公司纳入广义货币统计的个人存款作为住户部门储蓄存款的存量指标，经过更新测度 2023 年以来居民部门“超额储蓄”规模，我们发现一季度“超额储蓄”高增之后，4 月份“超额储蓄”始现释放的信号。

### 1.1. 2023 年“超额储蓄”的新变化

**2023 年 4 月份居民部门“超额储蓄”规模边际回落。**2023 年一季度，居民部门“超额储蓄”在贷款前置投放、理财资金“回表”和春节因素等影响下出现 2020 年以来单季最大幅度增加。以 2006 年-2019 年设定储蓄增长的趋势值并进行线性外推，截至 2023 年 4 月底居民部门拥有 37.68 万亿“超额储蓄”，2020 年以来累计增长 31.75 万亿，2023 年一季度单季度增长 8.69 万亿，但是 4 月份超额储蓄边际回落，相较一季度末滑落近 1.60 万亿；以 2016 年至 2019 年作为设定储蓄增长趋势的样本进行线性外推，截止 2023 年 4 月底，居民部门超额储蓄规模为 27.85 万亿，2020 年以来累计增长 17.95 万亿，相较 2022 年底增加 8.28 万亿，同样的 4 月份超额储蓄规模边际回落，下滑 1.73 万亿。与 2023 年 4 月份居民存款总量减少 1.2 万亿一致，居民部门超额储蓄也在 4 月份始现规模下滑。

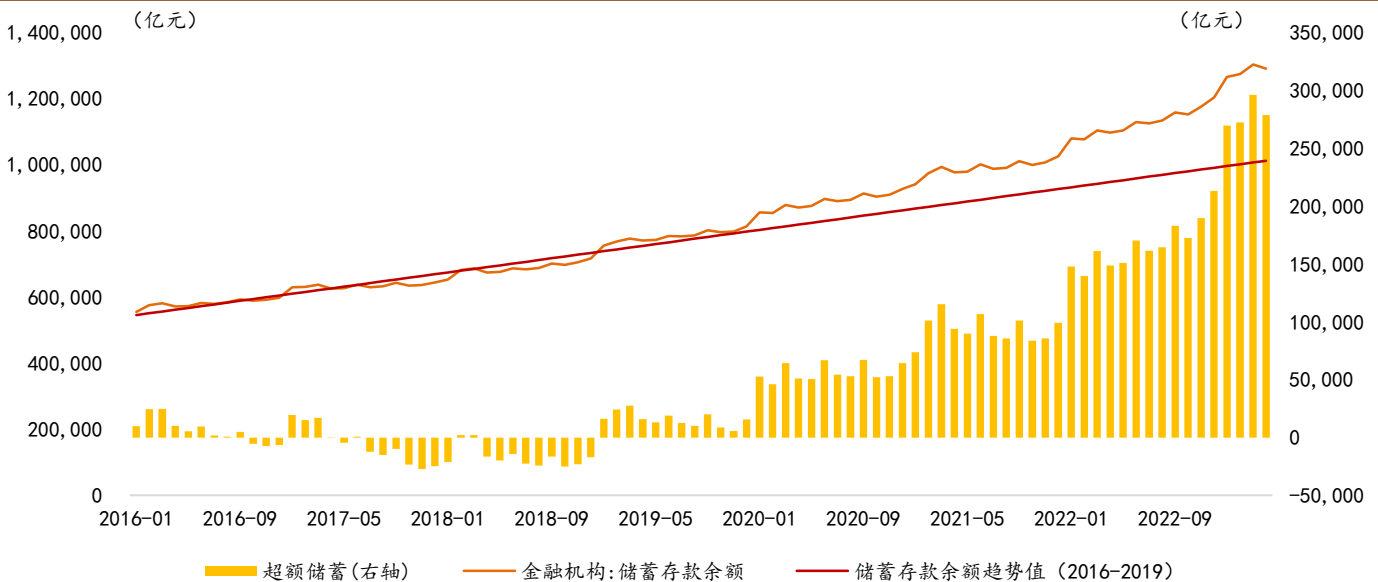
<sup>1</sup> 详见 2022 年 12 月 28 日外发报告《居民部门有多少超额储蓄转化为消费？——流动性创造系列专题之十二》。

图 1：基于 2006 年-2019 年居民存款存量线性趋势外推“超额储蓄”



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：基于 2016 年-2019 年居民存款存量线性趋势外推“超额储蓄”

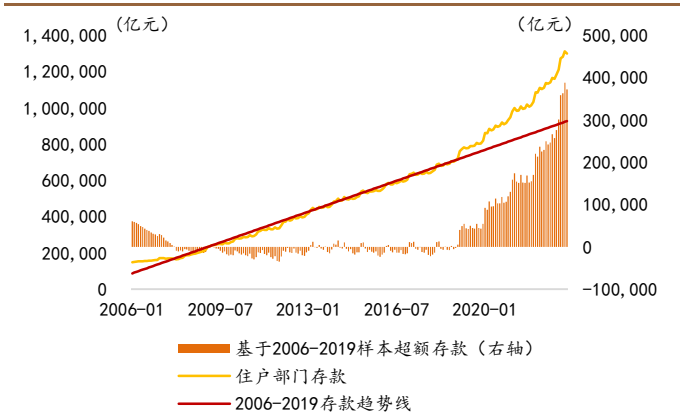


资料来源：Wind，德邦研究所

我们在上一篇报告中单独提出过“超额净储蓄”的概念，意在观察居民部门在剔除贷款余额的增长之后净储蓄存款超额增长的规模。从其他存款性公司资产负债表当中的“纳入广义货币的存款：个人存款”和“对其他居民部门债权”分别作为居民部门存款和贷款存量的指标，以 2006 年-2019 年作为样本区间设置趋势值来测度居民部门“超额净储蓄”规模：截至 2023 年 4 月底，居民部门“超额净储蓄”达到 18.43 万亿元。与“超额储蓄”的增长起点早在 2019 年不同，居民部门“超额净储蓄”的增长是在 2022 年才开始显现，在 2022 年出现一次规模跃升之后，“超额净储蓄”在 2023 年 1 月出现第二次跳升：从 2022 年底的 11.56 万亿元增长至 2023 年 3 月底的 19.48 万亿元规模。与“超额储蓄”释放的信号一致，4 月份居民部门“超额净储蓄”规模回落至 18.43 万亿元，边际下滑 1.05 万

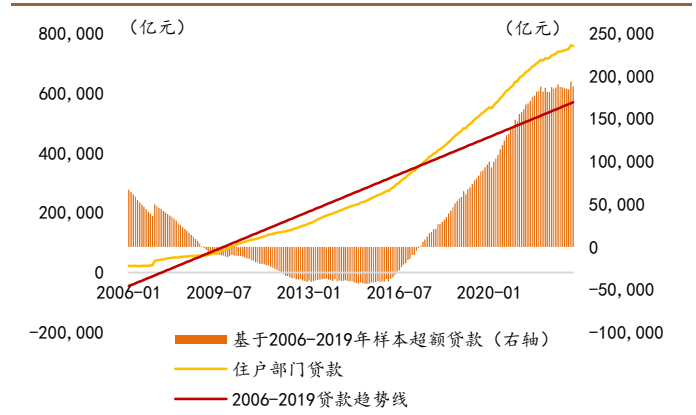
亿。而从存贷差的角度来看，今年一季度居民存款增长显著，单季存款增长达 7.10 万亿，贷款增长较少，单季贷款增长仅 2275 亿，存贷差扩张继续与“超额净储蓄”的趋势保持一致。

图 3：住户部门存款：“超额储蓄”拐点同样出现在 2019 年



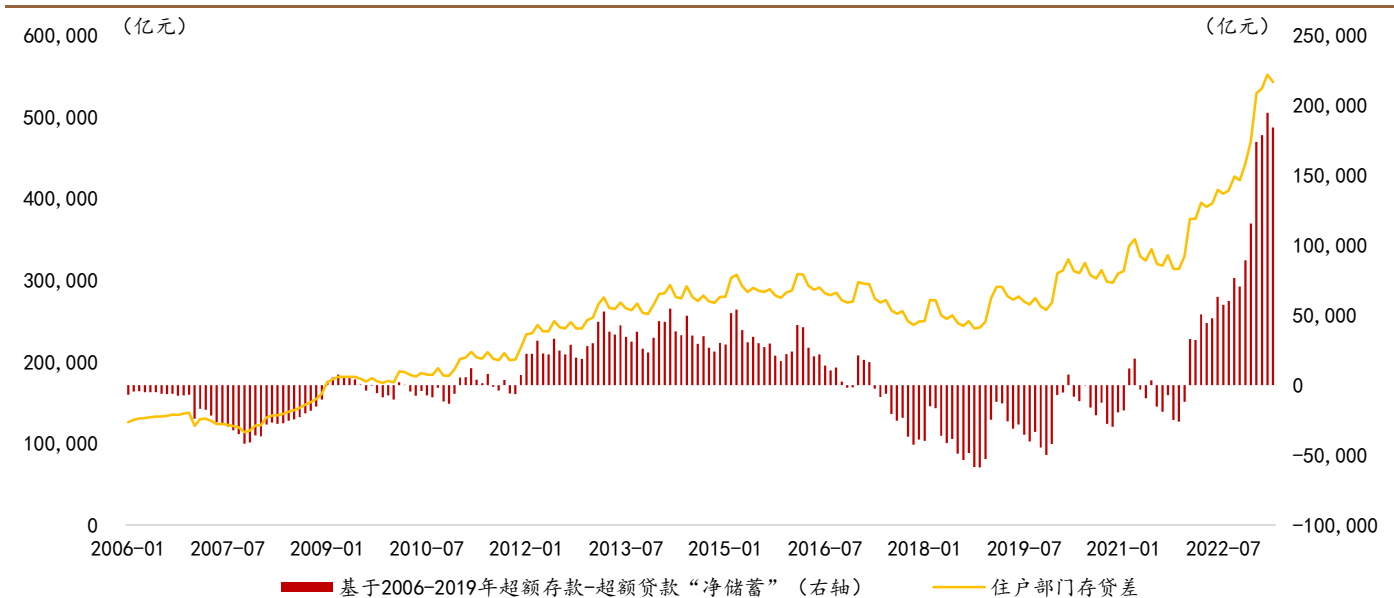
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：住户部门贷款：住户部门贷款余额增长平稳



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：基于 2006 年-2019 年估算居民部门“超额净储蓄”



资料来源：Wind，德邦研究所

超额储蓄和“超额净储蓄”高增长之后，规模或趋于平稳。我们在之前的报告中总结过：2019 年以来超额储蓄出现 5 次“跳跃”：2019 年 1 月-3 月、2020 年 1 月-3 月、2021 年 2 月-3 月、2021 年 12 月-2022 年 9 月和 2022 年 12 月-2023 年 3 月。但是 2022 年超额储蓄第四次“跳跃”后走势与前 3 次有明显变化，前 3 次超额储蓄短暂高增长“跳跃”之后即开始进入稳定的平台期，但是 2022 年以来的超额储蓄高增长直至 2023 年 3 月份还保持较快的速度，2023 年 4 月份超额储蓄的释放或是总规模边际企稳的信号。

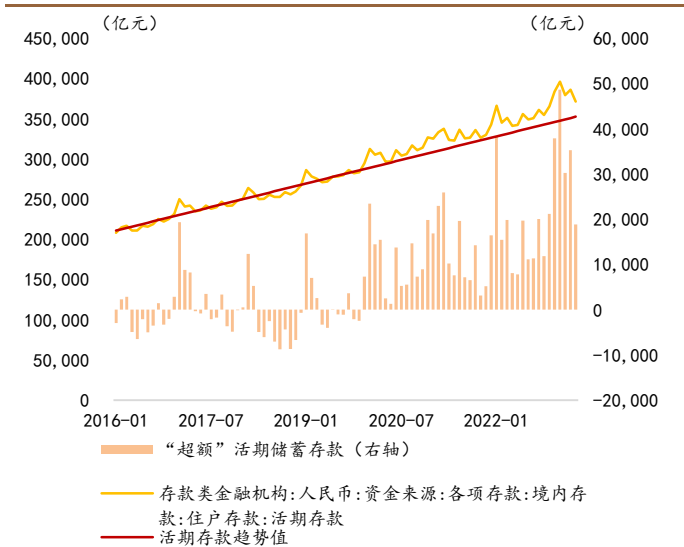


## 1.2. “超额储蓄”哪一部分出现回落?

超额储蓄规模边际下滑主要源自“超额活期存款”释放。我们采用 2016 年-2019 年测度的“超额储蓄”数据：截至 2023 年 4 月底，这一口径的超额储蓄规模为 27.85 万亿，2023 年前 4 个月增长 8.28 万亿，4 月份超额储蓄规模下滑 1.73 万亿。在“超额储蓄”进一步拆分为“超额活期存款”和“超额定期存款”之后：

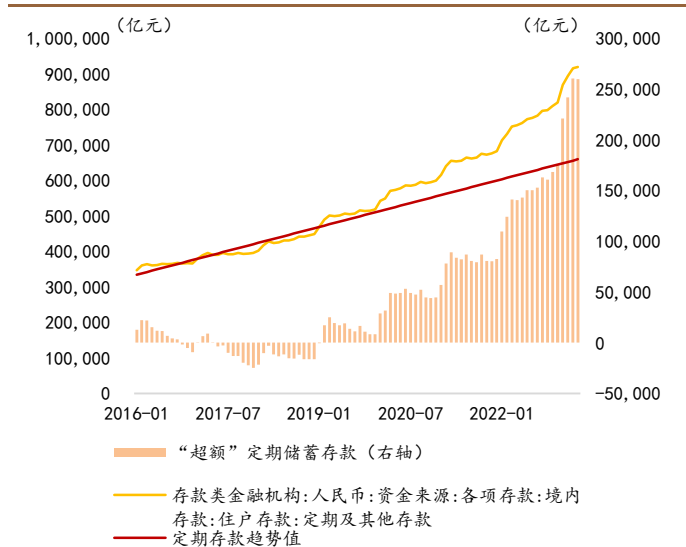
截至 2023 年 4 月底，住户部门“超额活期存款”余额为 1.88 万亿，相比于 2023 年 3 月末 3.53 万亿规模，4 月份当月居民释放“超额活期存款”达到 1.65 万亿的规模；与之不同的是，同期住户部门“超额定期存款”余额为 26.0 万亿元，一季度增长 8.54 万亿，4 月份当月仅仅释放 856.86 亿元。我们在此前的报告中分析过，住户部门储蓄存款定期化是“超额储蓄”形成的主要原因，并且“超额储蓄”也不是来自活期存款向定期存款的转化，收入预期不稳定压制消费倾向、资产价格波动引致资产迁移等原因是居民部门多存款多储蓄、少消费少投资、存款定期化的主要原因。相比反映风险偏好持续压降的“超额定期存款”，活期存款的波动性和灵活性更强，而且活期存款变化往往出现较强的季节性：年初春节取现需求下易容易季节性高增，从线性增长趋势线上看，2020 年以来未曾显著偏离趋势值，2022 年 12 月至 2023 年 1 月居民部门超额活期存款出现高增，随后即开始进入下行通道，今年一季度末较 2022 年底下降了 2564 亿，4 月份当月环比大幅下滑 1.65 万亿。

图 6：居民部门“超额”活期储蓄：基本符合趋势值



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：居民部门“超额”定期储蓄：“超额储蓄”主要增量



资料来源：Wind，德邦研究所

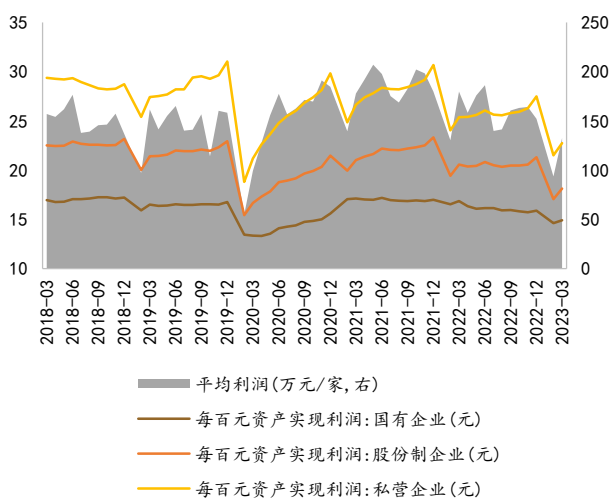
居民部门延续“存款定期化”倾向、风险偏好继续处于低位。2023 年一季度居民部门资产端的再配置延续 Risk-aversion 风格，从地产、理财等资产端腾挪至存款端带有一定滞后性，2022 年四季度至 2023 年一季度理财产品回流至存款，造成“超额定期存款”和“超额储蓄”的高增长。并且由于今年一季度末前，中小银行尚未“补降”定期存款利率，部分关键期限定期存款利率相对理财产品等金融资产的性价比较高，4 月份以来存款产品利率调整尚没有对存款流出产生效应。

从4月份“超额储蓄”释放的构成来看，居民部门主要腾挪活期存款，定期存款则基本稳定，存款类金融机构资产负债表同样显示：4月份住户活期存款下降1.49万亿、定期存款反而增长2878亿元。超额活期存款和超额定期存款的变化显示：居民在4月份动用活期存款来进行补偿性消费、定期存款在银行调降存款产品利率的影响下新增幅度减弱，但是定期存款规模相对稳定，居民部门风险偏好继续处于低位，“超额储蓄”在4月份之后延续大规模释放的概率较低。假设2020年以来的“超额活期存款”平均值降为零，那么4月份之后可供释放的“剩余”规模为1.61万亿，和4月份单月降幅基本匹配。

## 2. “疤痕效应”：收入增长缺口“长新冠”？

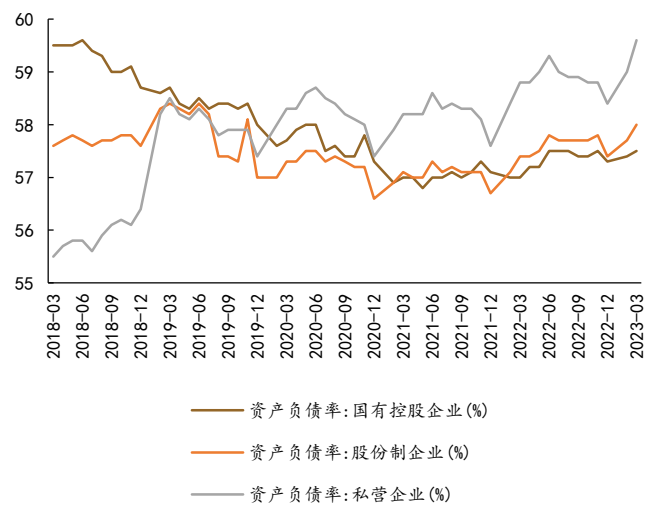
**收入增长缺口“长新冠”、消费缺口已出现修复。**继续采用2016年-2019年作为无疫情期间的的时间样本设定可支配收入和消费支出增长的趋势线，来测算2020年疫情以来居民部门人均可支配收入和人均消费支出的累计变化。从人均可支配收入和人均消费支出的累计同比增速的变化来看，截至2023年一季度末，居民部门人均可支配收入累计同比增速和线性外推的趋势值之间的增速缺口还有3.92个百分点，2022年底这一缺口为3.98%，这部分缺口在2022年二季度以来较为稳定，疫情导致微观主体盈利能力下降、负债比率上升，微观主体资产负债表修复相对较慢，疫情对居民收入的影响有趋于长期化的风险，也就是人民银行所称的疫情“疤痕效应”。和收入增长缺口相比，人均消费支出累计同比增速和线性外推的趋势值之间仅剩1.86个百分点的缺口，相较于2022年底，消费缺口已补回3.62个百分点，表明在防疫政策优化、线下消费场景恢复之后，居民消费确实出现一次补偿性修复，但是这种修复是在收入没有显著修复基础上的补偿，也就说明消费支出修复的3.62个百分点是疫情期间挤压需求的一次性释放。

图8：疫情后微观主体盈利能力下降



资料来源：Wind，德邦研究所

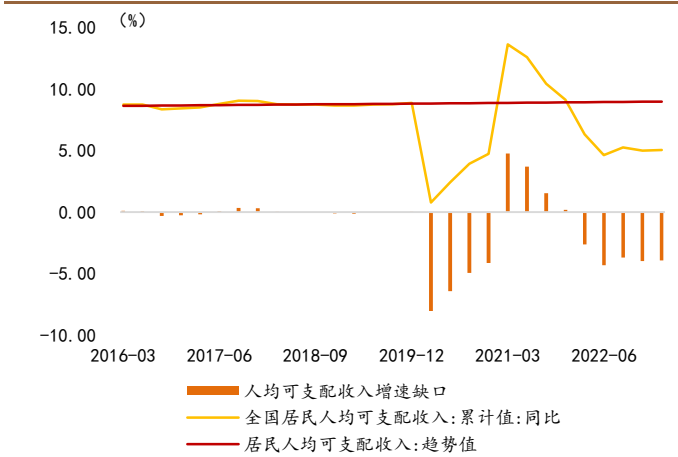
图9：疫情后微观主体负债比率上升



资料来源：Wind，德邦研究所

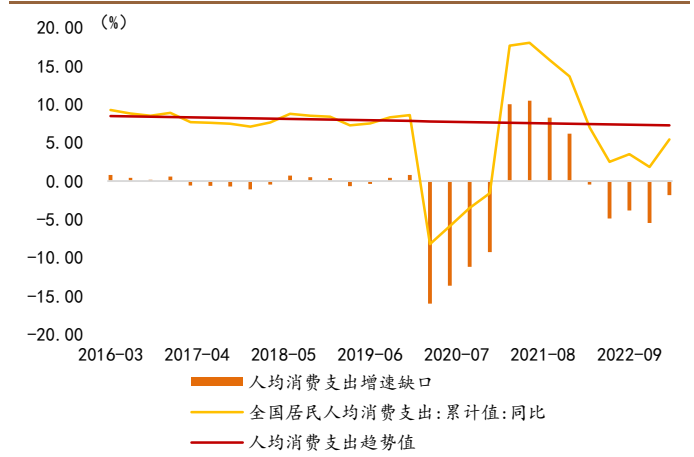


图 10: 居民部门可支配收入增速缺口或“长期化”



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 11: 居民部门人均消费支出尚余增速缺口 1.86 个百分点



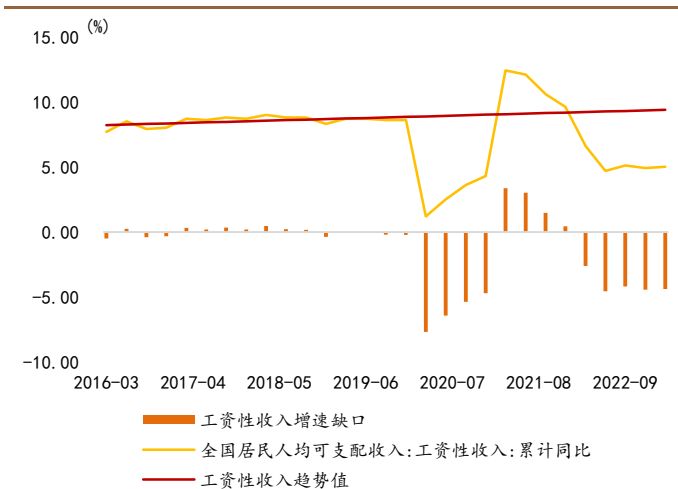
资料来源: Wind, 德邦研究所

如果将增速缺口折算为绝对值: (1) 2023 年一季度居民部门人均消费实际支出低于 2016 年-2019 年线性外推的趋势值 661.90 元, 从累计值差额来看, 2020 年-2023 年一季度末合计人均消费支出少增 5726.90 元; (2) 2023 年一季度居民部门人均可支配收入低于 2016-2019 年线性外推的趋势值 1080.92 元, 从累计值差额来看, 2020 年-2023 年一季度末, 人均可支配收入少增 6508.96 元。居民人均可支配收入和人均消费支出近乎等比例下滑, 一季度收入增长的预期不稳定, 以人均消费支出和可支配收入之比表示的消费倾向低于 2016-2019 年一季度均值 4.34 个百分点, 这一缺口在 2022 年三季度以来反而扩大, 基于收入增长不稳定的“预防性储蓄”或是导致居民储蓄居高不下的更重要原因。

### 2.1. 收入下滑: 工资和财产性分项修复滞后

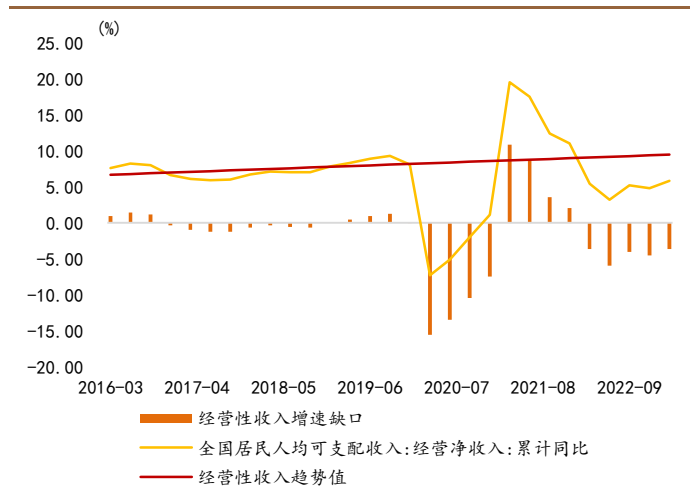
从居民部门人均可支配收入的构成来看, 居民部门人均可支配收入分为工资性收入、经营性收入、财产性收入和转移性收入等四个主要项目。其中工资性收入在可支配收入的占比最高, 在居民可支配收入中下滑幅度也最高。

图 12: 居民人均工资性收入: 占比最高且下滑最深



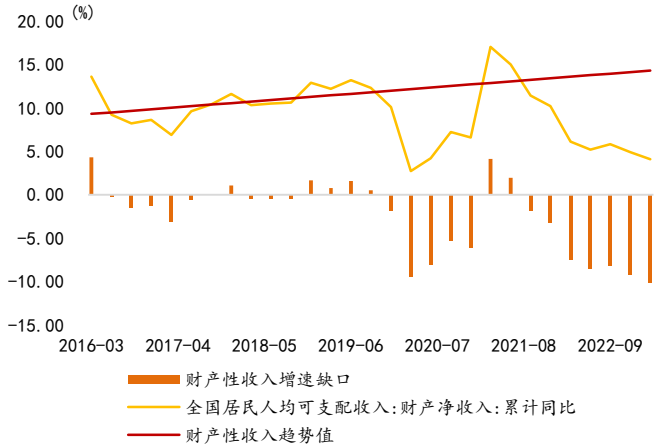
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 居民人均经营性收入: 个体工商户受疫情影响较大



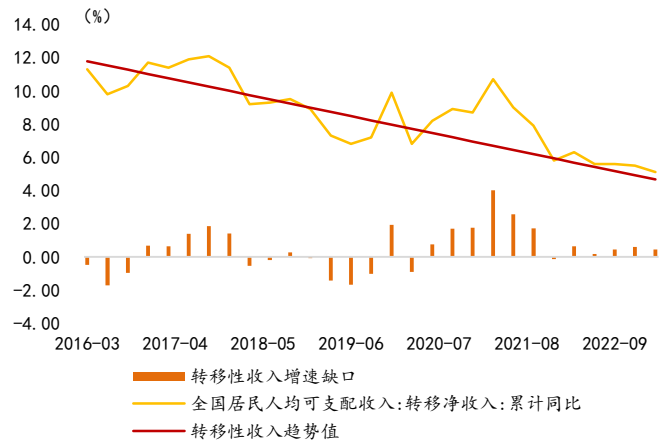
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 居民人均财产性收入: 受金融市场波动较大



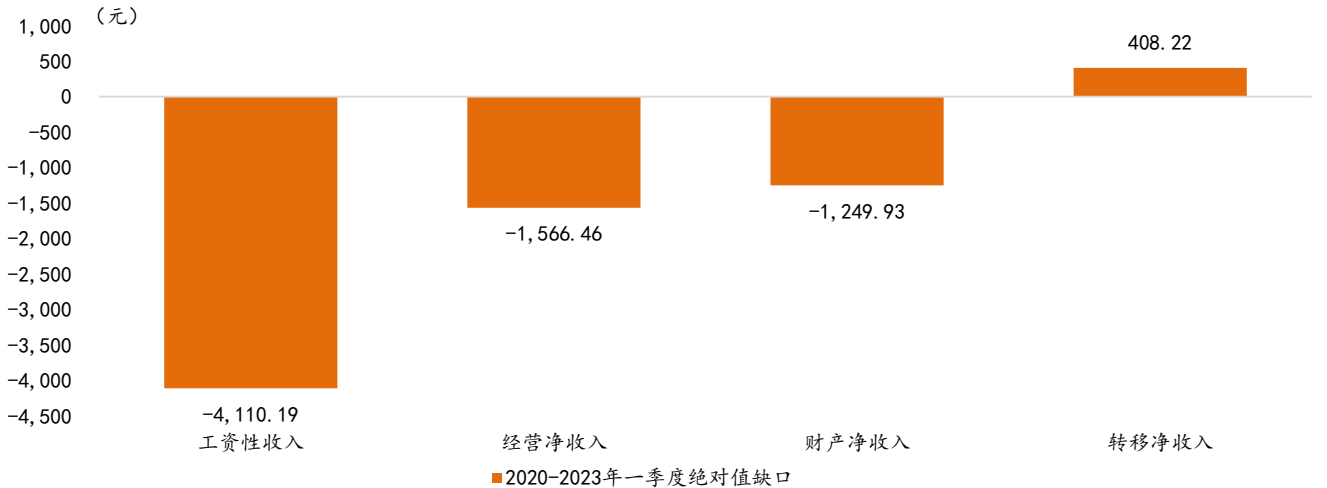
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 15: 居民人均转移性收入: 唯一高于趋势值分项



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 2020 年-2023 年一季度末居民人均可支配收入分项与趋势值累计缺口



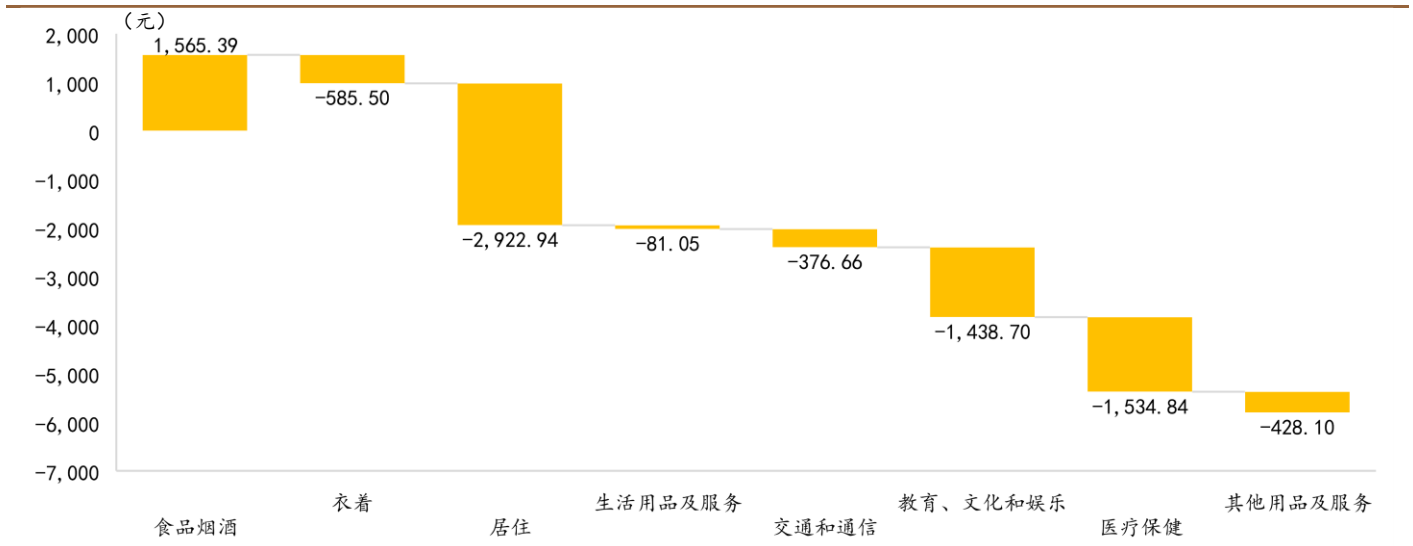
资料来源: Wind, 德邦研究所

从人均可支配收入的 4 个主要分项来看, 同样以 2016 年-2019 年作为时间样本设定增长趋势, 线性外推 2020 年-2023 年一季度末各分项的增长情况及缺口的情况, 2020 年疫情以来, 居民人均收入中仅有转移净收入出现正增长, 实际值超出趋势值人均 408.22 元, 2023 年一季度转移净收入继续高于趋势值, 相对趋势值多增人均 73.25 元, 比 2022 年一季度多增人均 62.25 元, 多增规模还有所扩大, 2022 年留抵退税等转移支付在资产负债表修复方面发挥了重要作用, 但是 2023 年对住户部门转移支付的优惠措施预计逐步退坡。而在可支配收入占比最高的工资性收入, 2020 年-2023 年一季度末合计减少 4110.19 元, 2023 年一季度相对趋势值尚有人均 698.51 元的缺口, 和 2022 年一季度人均 402.03 元的缺口反而有所扩大, 和 2023 年以来青年人失业率攀升相映衬, 就业问题是阻碍工资收入修复的主要原因; 受疫情影响较重的个体工商户等经营性净收入, 2020 年以来合计减少 1566.46 元, 2023 年一季度相比趋势值还有人均 251.95 元缺口, 这一规模也较 2022 年同期扩大; 最后是受金融市场影响的财产净收入, 2020 年以来合计减少 1249.93 元, 2023 年一季度缺口为人均 226.81 元, 和 2022 年同期相比财产性收入的人均缺口值人均 116.66 元相比也有扩张。

## 2.2. 消费支出减少：房屋租赁支出下滑影响最显著

从人均消费支出的分项来看，同样以 2016 年-2019 年作为时间样本设定增长趋势，线性外推 2020 年-2023 年一季度末各分项的增长情况及缺口，疫情以来，食品烟酒项目出现正增长，实际消费支出比趋势线高出 1565.39 元，今年一季度人均消费支出比趋势值高 188.52 元。

图 17：2020 年-2023 年一季度末居民人均消费支出分项与趋势值累计缺口



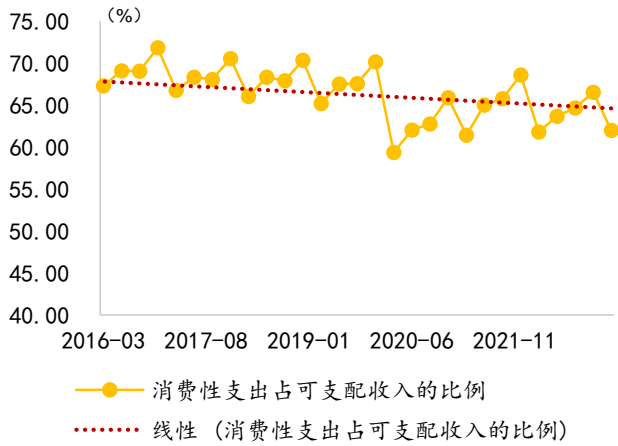
资料来源：Wind，德邦研究所

在实际消费支出低于趋势线的项目中，居住、医疗保健、以及教育文化和娱乐等 3 个项目分列前三，居住分项实际支出低于趋势线 2922.94 元；医疗保健分项低于趋势线 1534.84 元；教育文化和娱乐分项实际支出低于趋势线 1438.70 元。从实际支出与趋势值的偏离幅度看，居住项和医疗保健项偏离幅度仍在扩大，今年一季度居住项人均支出低于趋势值 382.46 元，医疗保健项人均支出低于趋势值 174.68 元，均较前三年一季度偏离幅度更大，在收入不确定性较高情况下，居民对于租房这一大额支出项目相对谨慎，且去年下半年起房屋租赁价格有所下行，今年一季度依然处于同比下降区间；教育、文化和娱乐项人均支出低于趋势值 52.76 元，偏离幅度大幅收窄，得益于线下消费场景恢复，今年一季度以旅游业为代表的服务业恢复较好，居民娱乐消费支出恢复领先于其他支出。

## 2.3. 对“超额储蓄”释放乐观吗？

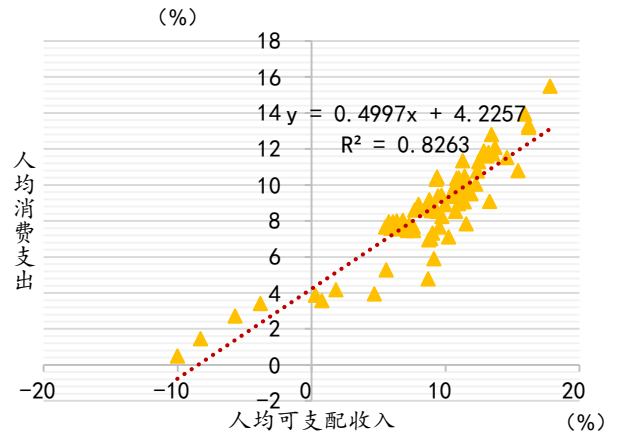
**消费倾向或趋于新稳态、较难恢复至疫情之前。**2016 年以来消费支出占可支配收入比在季节性波动之余呈现整体趋势下行，2020 年至 2022 年期间由于疫情频发的扰动，消费倾向下滑的幅度阶段性放大，截至 2023 年一季度，全国人均消费支出占人均可支配收入的比例接近 62%，高于 2020 年至 2022 年各年度同期，显示补偿性消费对消费倾向提升的带动作用，但是仍然低于 2016 年至 2019 年一季度平均 66.32% 的比例，疫情防控政策优化之后，居民消费倾向或趋于达到阶段性稳态，但是在收入增长依旧存在缺口的情况下，或较难恢复至疫情之前。

图 18：消费倾向或趋于达到稳态水平



资料来源：Wind，德邦研究所

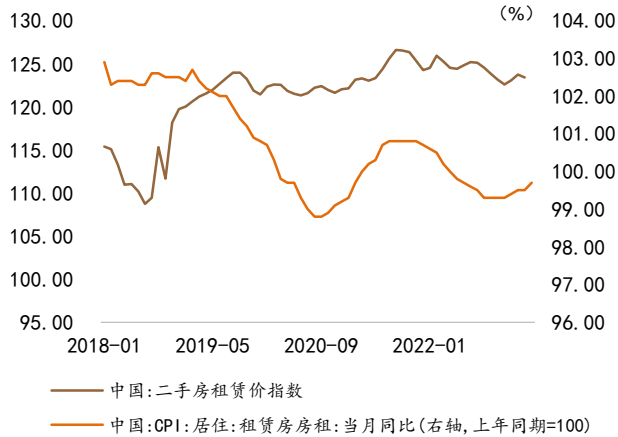
图 19：人均可支配收入和人均消费支出对数增速基本匹配



资料来源：Wind，德邦研究所

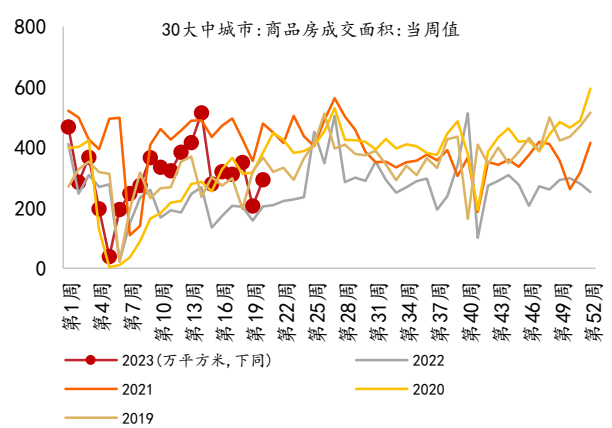
政策层面已经冷静客观认识到超额储蓄向消费转化迟缓的问题，人民银行在《2023 年第一季度货币政策执行报告》也认为“居民超额储蓄向消费的转化受收入分配分化、收入预期不稳等制约”，汽车和住房等大宗消费需求偏弱、居民部门去杠杆等均是制约因素。仅仅从住房来看：在居民消费性支出分项中，住房租赁支出是修复最迟缓的分项，而地产销售也仅仅经过一季度阶段性好转之后再度回落至近年来同期较低水平。低风险偏好、慎加杠杆或已经是居民部门的惯性行为。

图 20：2022 年下半年以来房屋租赁价格有所下行



资料来源：Wind，德邦研究所

图 21：地产销售阶段性好转后再度回落至近年同期较低水平



资料来源：Wind，德邦研究所

基于前面的分析，我们重申在上一篇报告中提出的观点：不宜高估“超额储蓄”释放对消费损失的回补，也谨慎看待 4 月份“超额储蓄”释放的信号。在居民部门基于应对收入不确定风险的“预防性储蓄”意愿居高不下、“超额储蓄”依旧存在存款定期化等资产再配置倾向的情形下，4 月份居民部门“超额储蓄”的释放主要源自活期存款的下滑，居民消费的持续回暖还是需要依靠收入缺口的修复、收入增长预期的改善。

### 3. 风险提示

- (1) 疫情防控政策动态优化以来，第二波新冠疫情高峰或在二季度来到，警惕“复阳”达峰对经济活动的冲击；
- (2) 警惕宏观经济政策有序退出的风险，由于 2023 年经济总体方向处于复苏阶段，前期加码的宽松财政和货币政策或倾向于有序退出，政策效应减弱或导致短期经济增长承压；
- (3) 警惕居民部门“去杠杆”风险，一季度以来居民部门已经显现“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范围包括证券投资咨询业务。