

经济的弹性可能来自哪里？ ——2023年7月宏观利率策略

2023年7月9日

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号：S1060519060001

邮箱：liulu979@pingan.com.cn

0 摘要

- **海外通胀再超预期，国内处于等待期。** 6月美国经济意外指数攀升，通胀依旧呈现黏性，点阵图暗示年内还将加息2次。在此背景下，风险资产明显修复：美股和工业金属上涨，美元震荡，美债与黄金调整。6月国内超预期降息，基本面呈现筑底状态，降息后市场迎来短暂的技术性止盈，随后对基本面定价趋于一致，继续博弈政策。大类资产中，股票先涨后跌，债券利率下行，人民币快速贬值突破7.2，工业品种螺纹钢为代表的少数品种有所上涨。债市中，资金价格修复带动曲线牛陡，利率好于信用，超长债和短端表现较好。基金、理财配债力度较5月有所放缓。
- **经济的弹性可能来自哪里？** 国内方面，疫情以来地产承压打破了以往的库存周期规律，表现为21年主动补库未带动基本面修复，债市不熊；22年8月-23年2月被动去库以后经济修复后劲不足，没能进入主动补库，再次回到主动去库阶段，推动债牛。从三驾马车看，我国疫后消费修复达峰更早，消费两年复合增速及居民收入低于疫情前，超额储蓄转化需要信心的进一步提振，目前消费环比已修复见顶。投资方面，地产继续承压，政府及基建板块近期或将迎来化解隐债政策托底，但预计城投和准财政合并口径加杠杆空间有限。外需可能是下一步经济企稳的线索。我国出口与美欧库存周期同步，美国库存见底一般在衰退结束后，欧洲本轮预计与美国同步，对应24年下半年库存见底。动态跟踪指标是美国耐用品消费，其领先库存2-3个季度。预计7月资金面至少维持平稳，若不降准则资金中枢难以继续回落。
- **杠杆套息，做好应对政策的准备。** 长端延续震荡，其中7月小区间波动，8-10月交易稳增长落地的现实是否超预期，年底关注24年政策动向。短端在7月维持杠杆套息，小仓位博弈降准可能性。信用债的仓位维持杠杆套息。
- **风险提示：** 出现增量政策大概率引发市场调整，观察路标是居民杠杆能否稳住及企业信用回落节奏。



目录CONTENTS

● 市场回顾：海外通胀再超预期，国内处于等待期

● 宏观与政策：经济的弹性可能来自哪里？

● 策略展望：杠杆套息，做好应对政策的准备

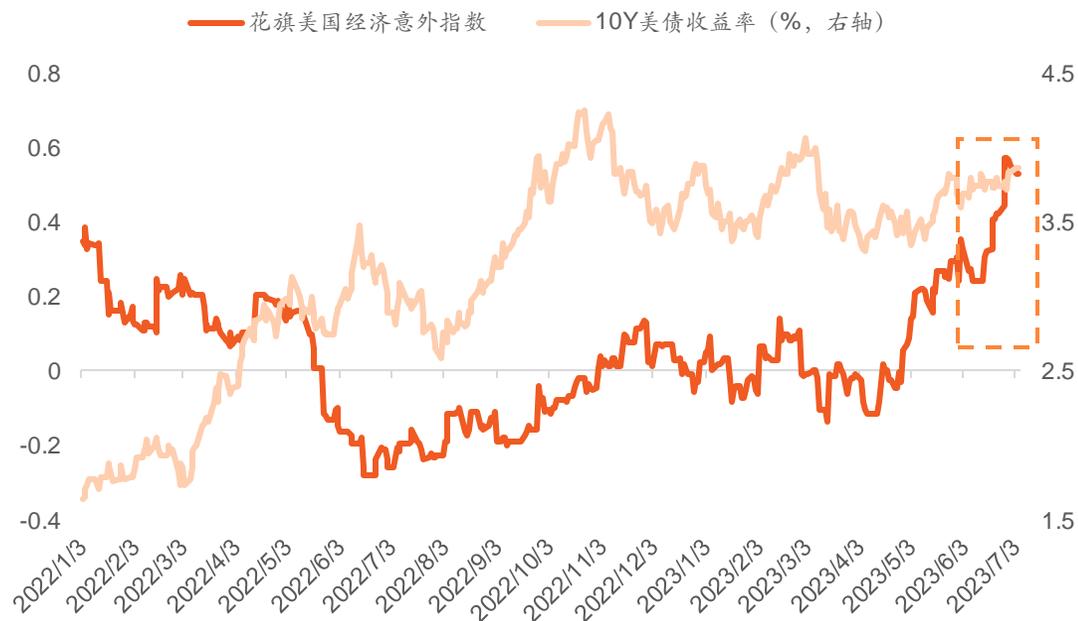
● 风险提示

1.1 海外：经济数据强于预期，市场缓慢消化美联储加息指引

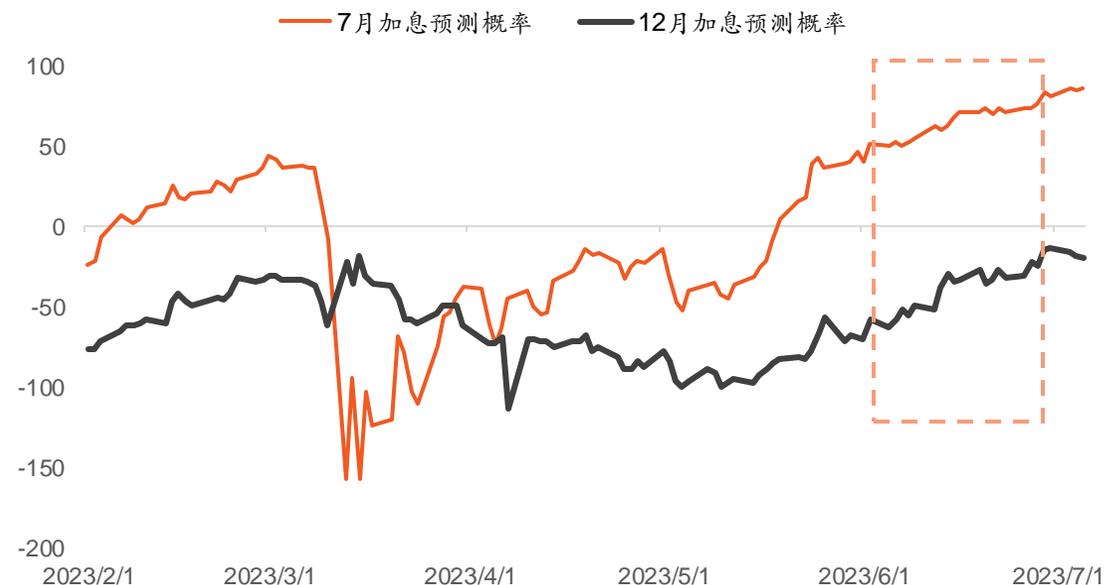
美国经济意外指数攀升，6月公布的多数经济数据强于预期，市场风险偏好抬升。5月核心通胀从5.5%回落至5.3%，依旧显示粘性。

6月中旬美联储议息会议宣布本月不加息，但通过点阵图暗示年内剩余两次加息。市场缓慢消化加息指引，美债收益率随之小幅上行。但目前市场依旧仅定价一次加息。

6月公布的美国经济数据多强于预期 (%)



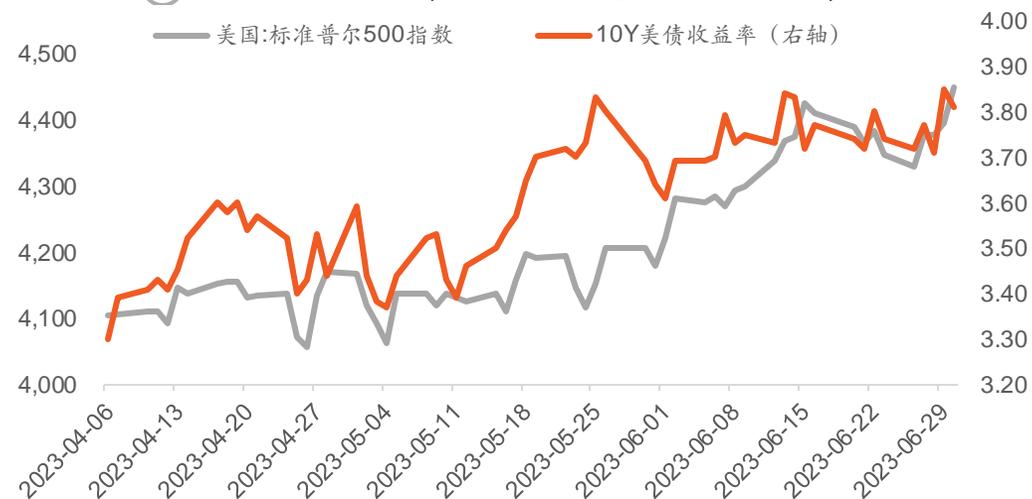
6月市场price in更多加息预期 (%)



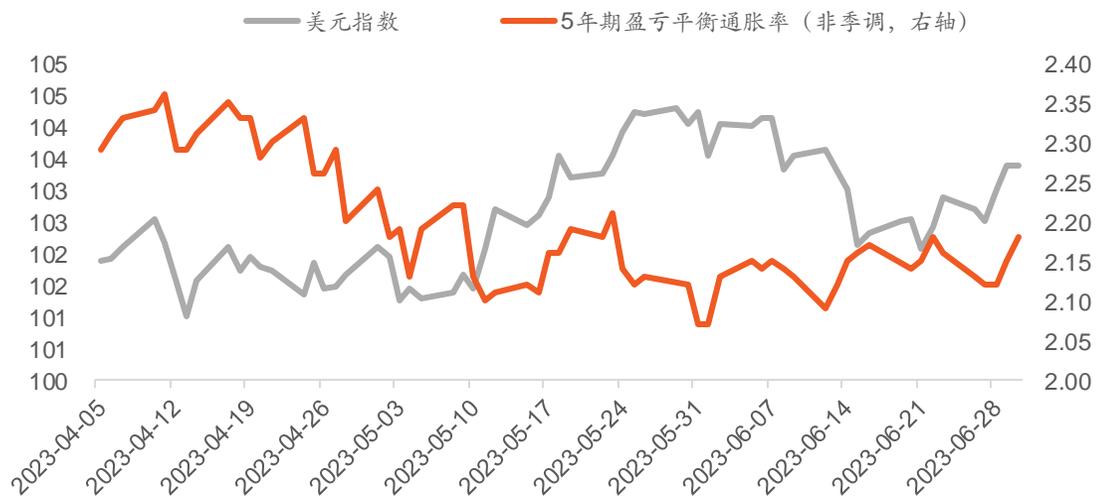
1.1 海外：风险资产明显修复

风险资产修复：标普500指数上涨6.4%、10Y美债收益率上行17BP、锌、铜、原油价格上涨，黄金下跌，美元指数先下后上。

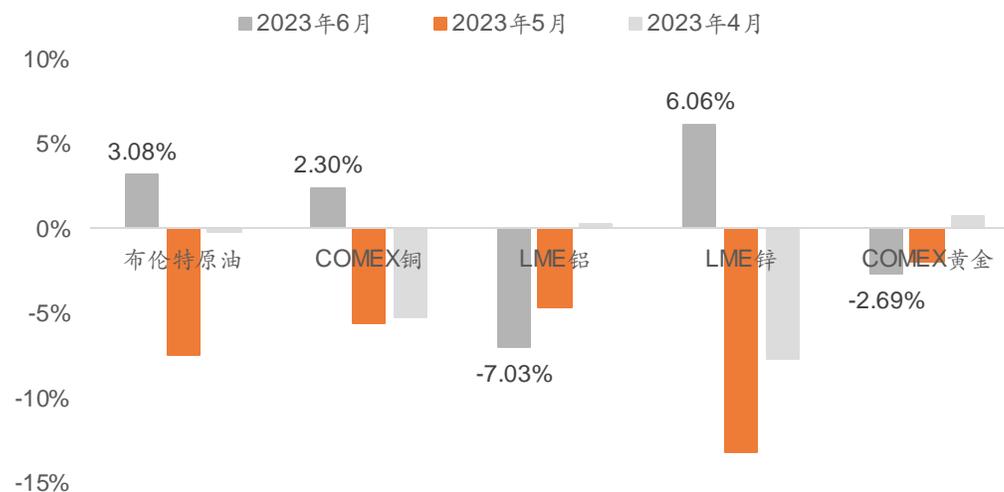
● 美股上涨6.4%，10Y美债利率上行17BP（点，%）



● 美元指数先下后上（点，%）



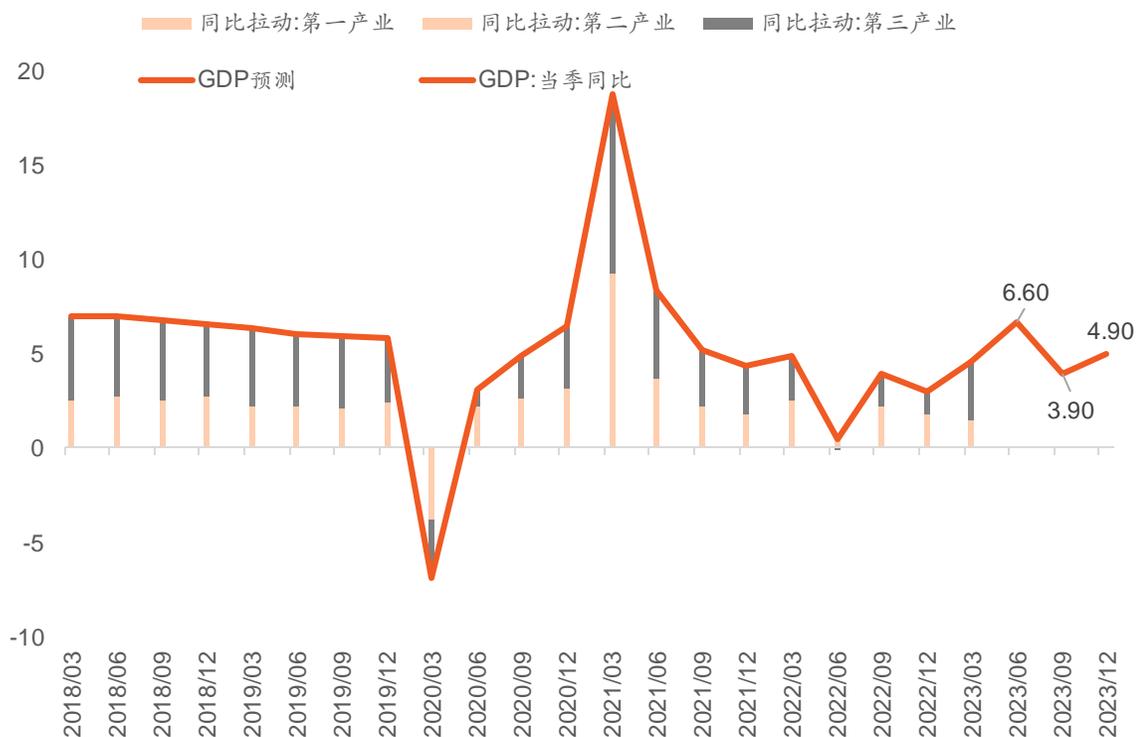
● 工业金属价格上涨，黄金下跌（%）



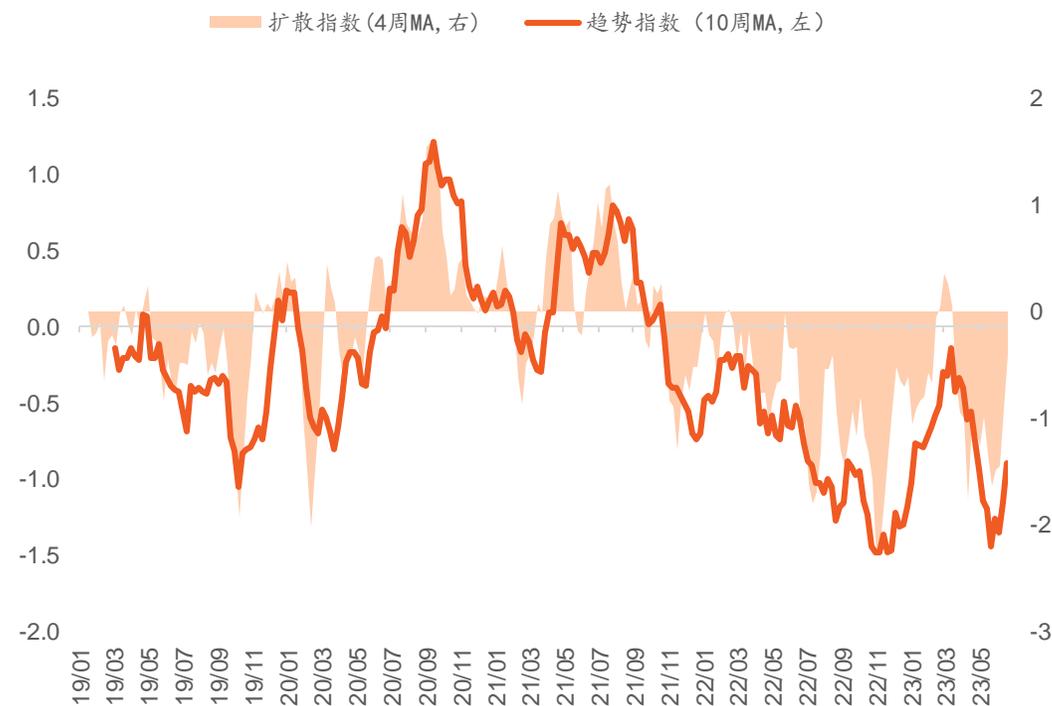
1.2 国内：经济低位筑底

6月财新制造业PMI为49%：基本面呈现低位筑底状态。

预计二季度GDP同比增速为6.6%，两年复合增速为3.5%
(%)



6月平安证券高频经济指数筑底回升 (%)



1.2 国内：超预期降息后市场再次进入震荡

6月超预期降息，股债震荡，人民币弱势：股市先涨后跌，全月上涨1.2%；10Y国债收益率下行4BP至2.64%；大宗商品中，螺纹钢加速去库推动价格上涨，石化产业链涨跌互现。人民币兑美元跌幅7.2。

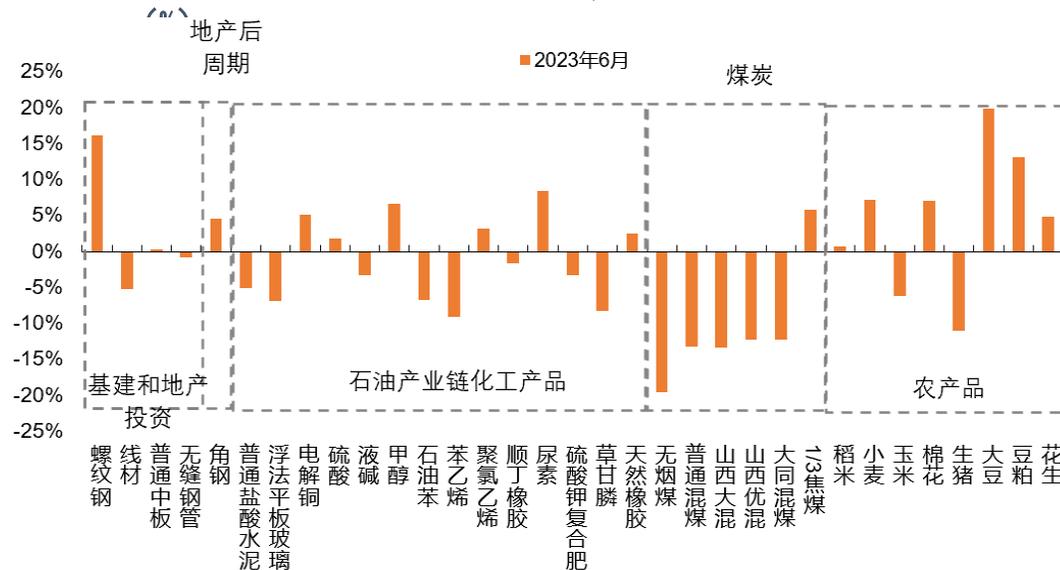
6月股债震荡 (点, %)



6月人民币兑美元贬值跌破7.2 (元, 亿元)



6月螺纹钢加速去库推动价格上涨，石化产业链也略有起色



1.3 债券：资金及存单筑底，短端利率好于信用

(1) 资金及存单利率筑底：资金价格处于22年二季度水平，存单及1Y国债利率高于22年二季度。

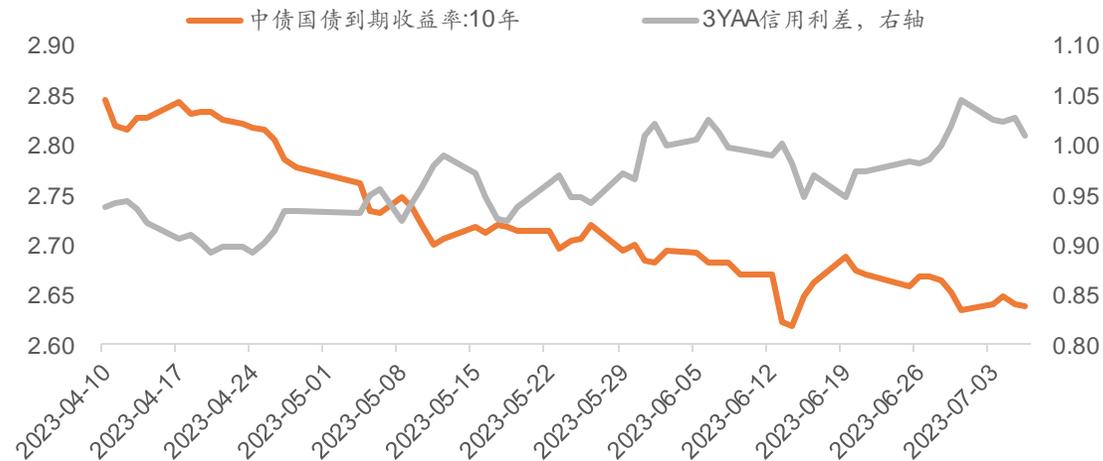
(2) 曲线牛陡下行：1Y下行11BP。

(3) 品种：6月信用利差先下后上并突破4月以来新高，超长债下行6BP，表现强于10Y。

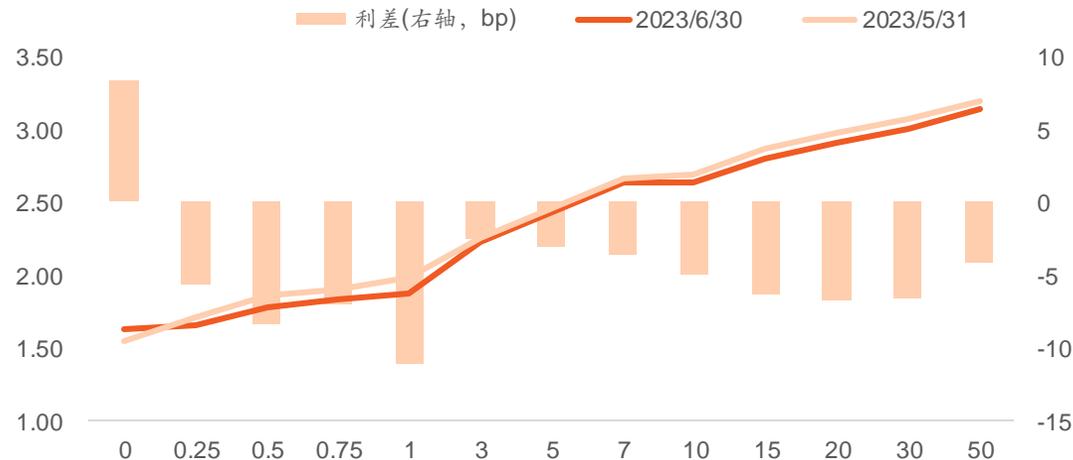
资金及存单利率筑底(%)



6月信用利差先下后上(%)

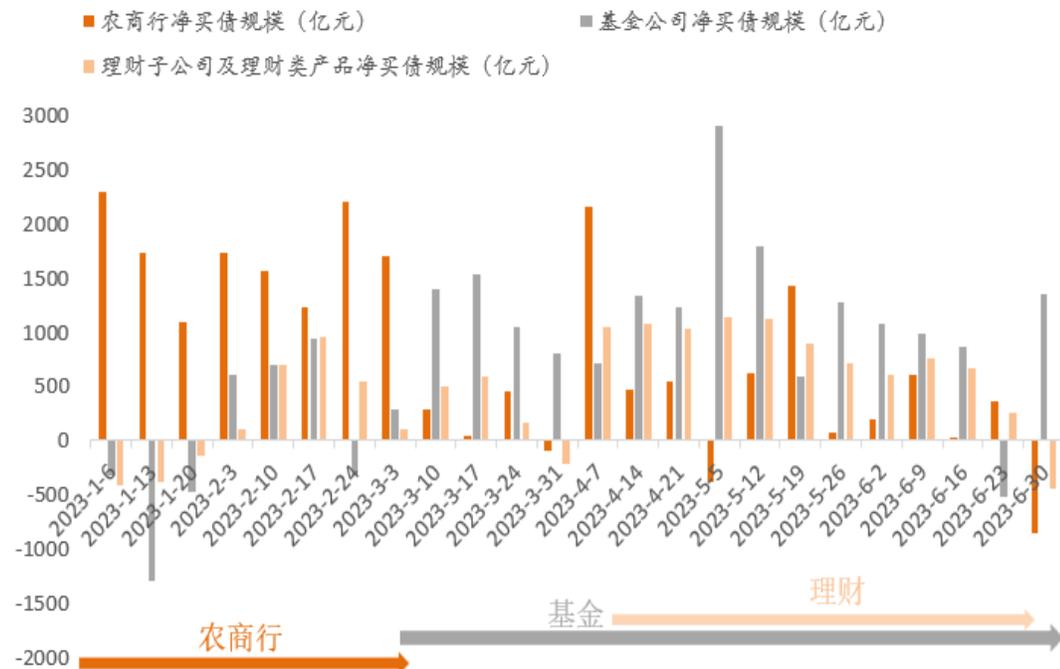


6月曲线陡峭下行(%)

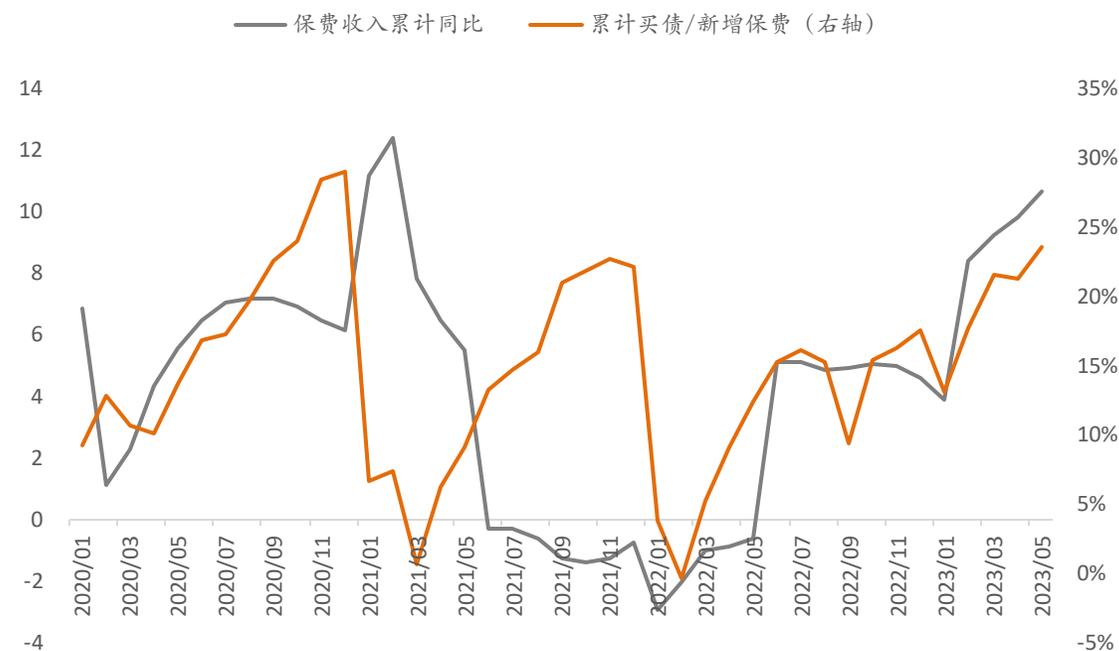


1.4 机构行为：6月基金、理财二级买债力度较5月有所降低

6月基金、理财买债力度有所下降 (亿元)



保险配债情绪仍然较高(%)





目录CONTENTS

● 市场回顾：海外通胀再超预期，国内处于等待期

● 宏观与政策：经济的弹性可能来自哪里？

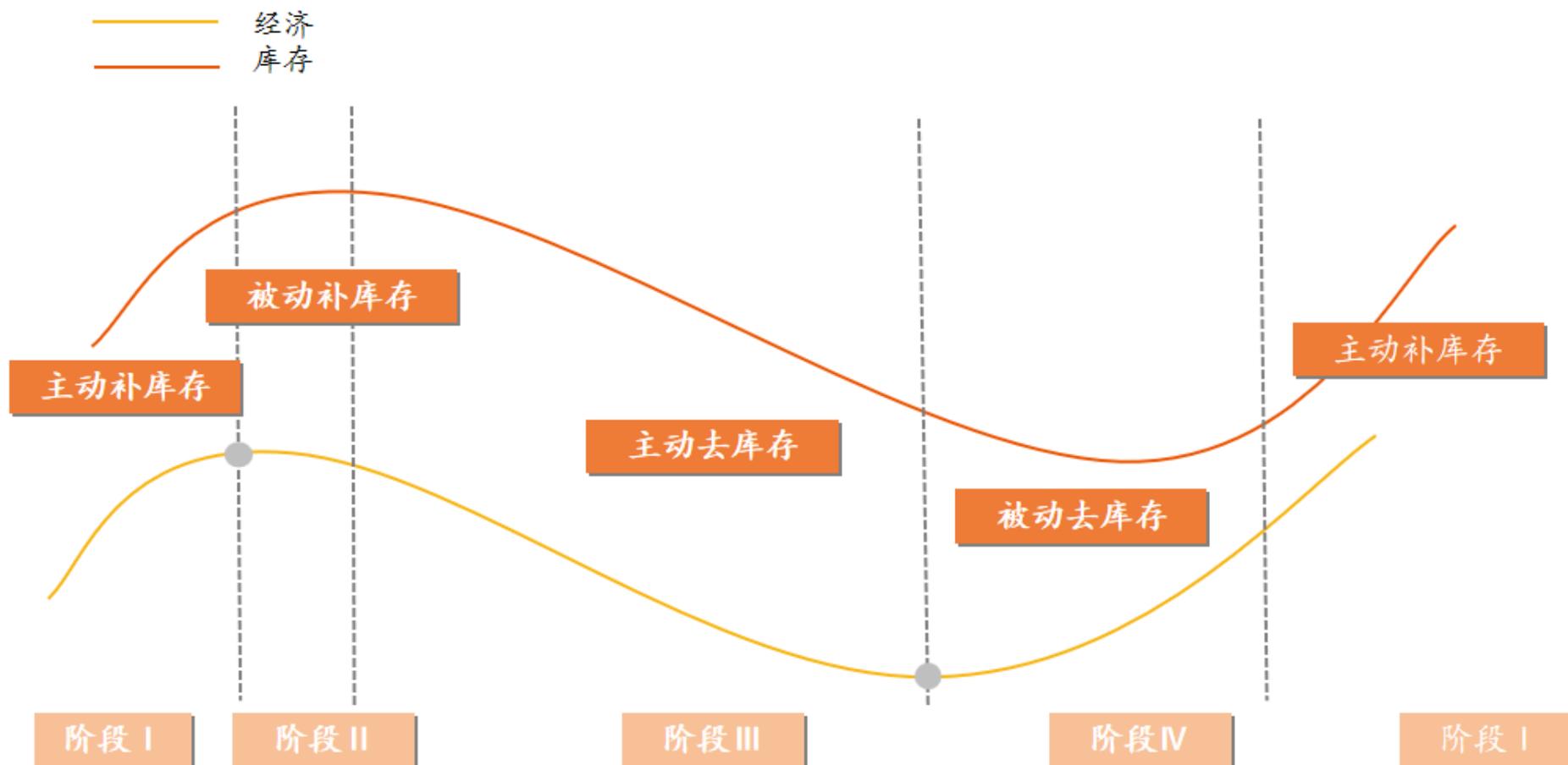
● 策略展望：杠杆套息，做好应对政策的准备

● 风险提示

2.1 地产产业链延续压制基本面表现，打破以往周期规律

常规情况下，被动去库存和主动补库存期，经济上行，债市为熊市；被动补库存和主动去库存期，经济下行，债市为牛市。

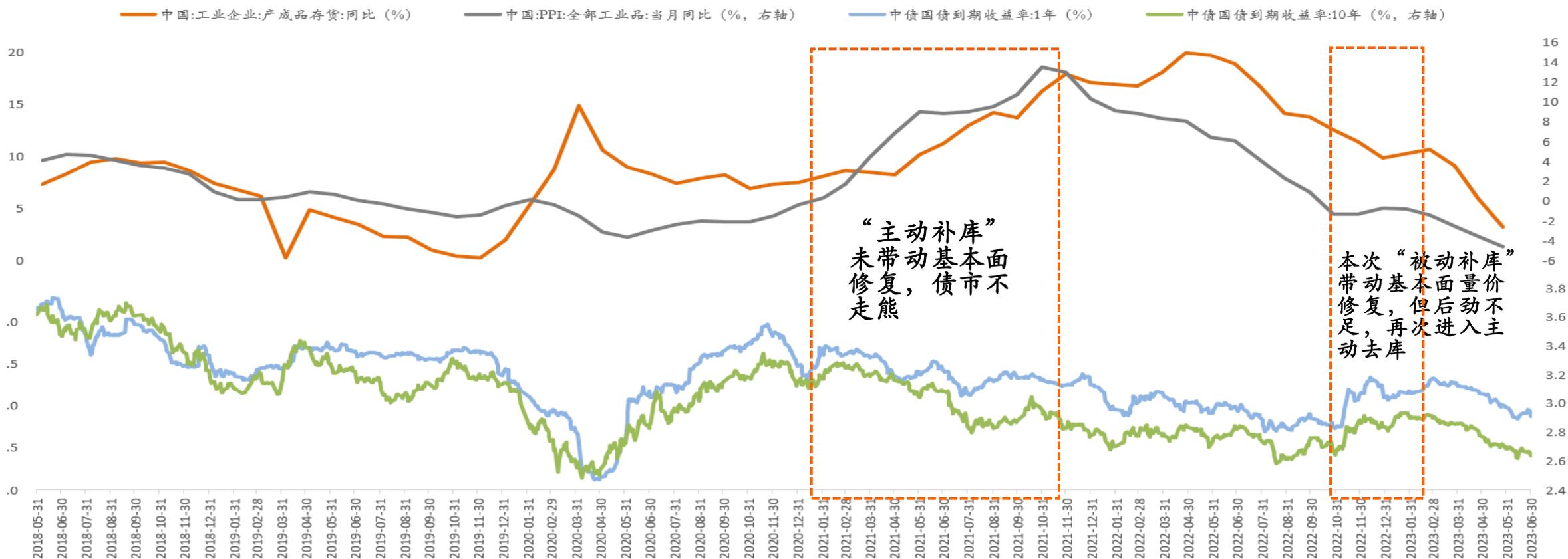
● 债券牛市在被动补库存和主动去库存期



2.1 地产产业链延续压制基本面表现，打破以往周期规律

(1) 2021年主动补库未带动基本面量的修复，债市不熊：从量的方面观察，2021年“主动补库未带动基本面同步修复；从价的方面看，核心CPI虽有上行，但中枢很低。

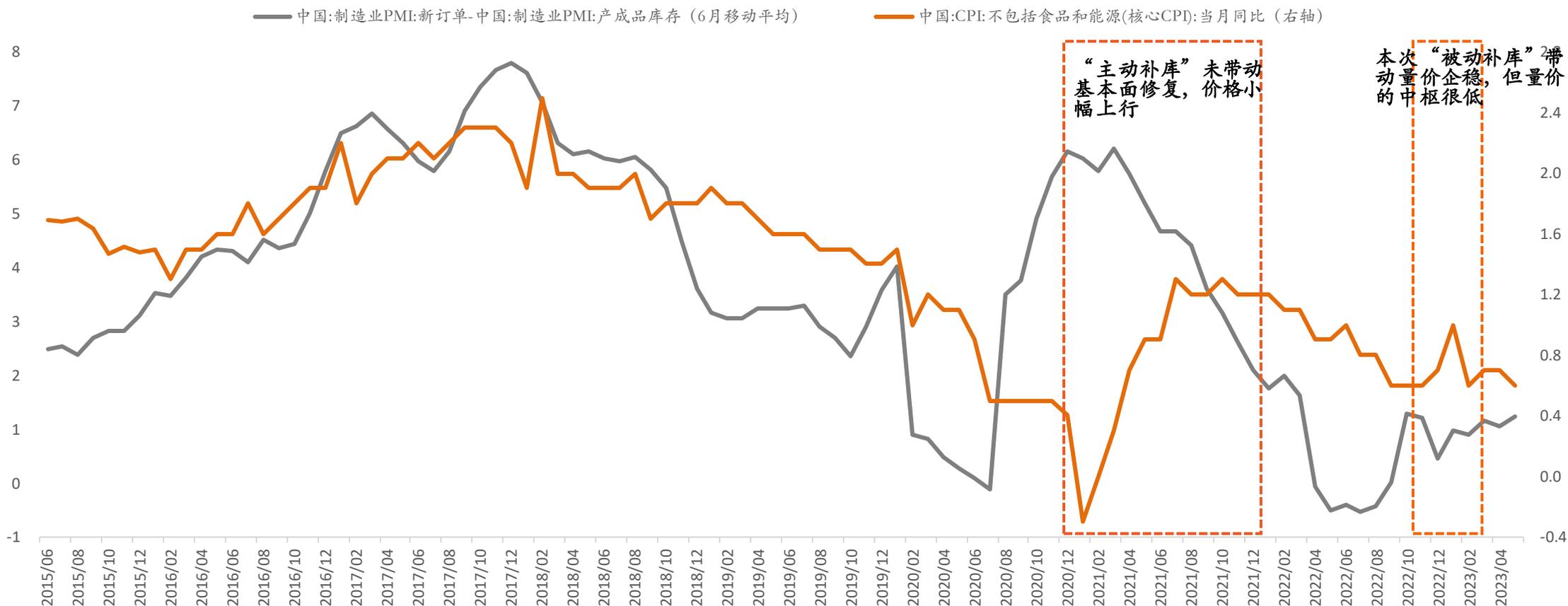
“三道红线”政策以后，地产持续影响基本面表现 (%)



2.1 地产产业链延续压制基本面表现，打破以往周期规律

(2) 22年8月-23年2月“被动去库”后劲不足，没有进入主动补库。从量的方面观察，“被动补库”带动基本面修复，但中枢很低；从价的方面看，核心CPI小幅上行未突破前高。短暂修复后，经济再度进入主动去库。

疫情以后基本面量价表现 (%)

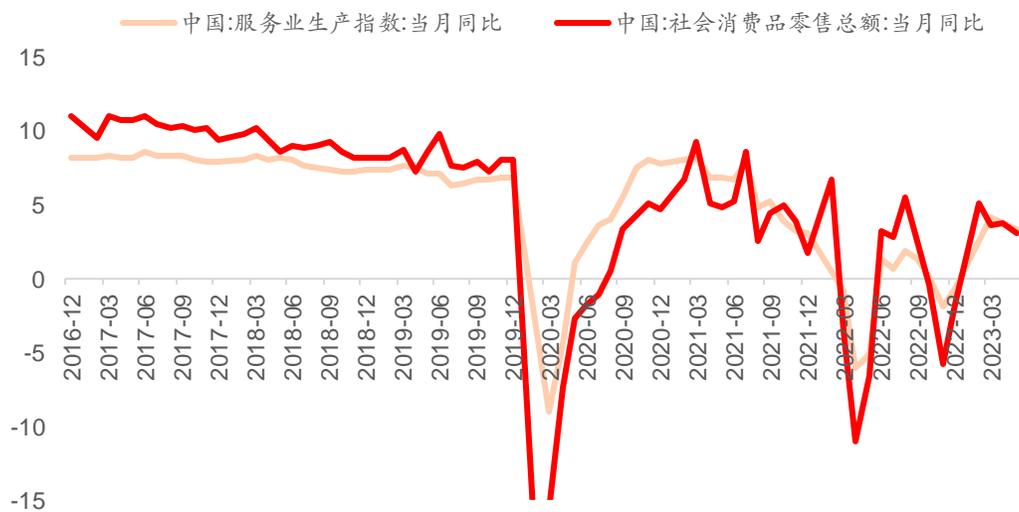


2.1 从三驾马车看，居民消费修复已经见顶

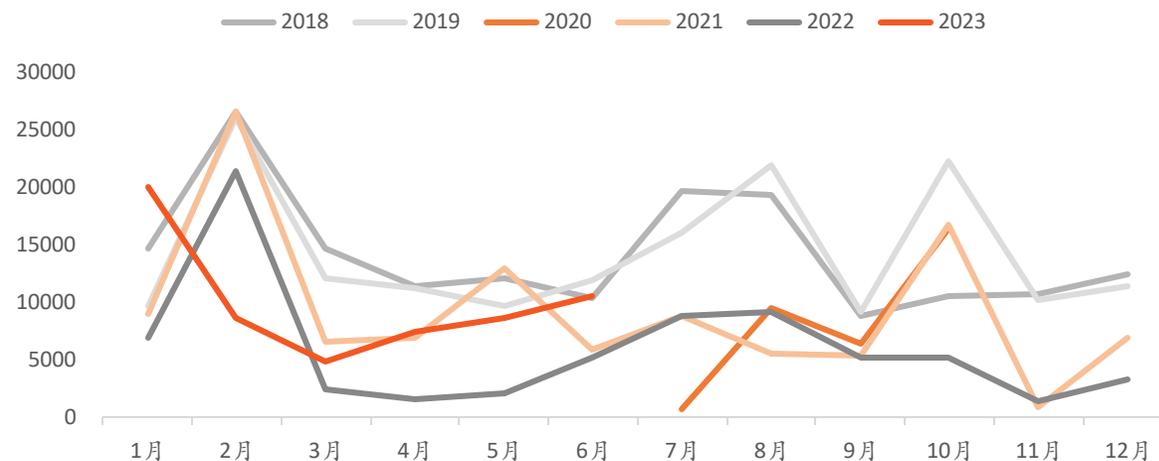
防疫政策放开后，我国消费更快达峰，强度降台阶：海外一般在防控放松半年左右，两年复合的消费当月同比达到峰值。我国消费经历3-4个月达峰，中枢较疫情前有所下降。

服务类消费数据可能见顶。观影人数并未较疫情前明显改善。航班起落架次距离21年4月高点仍有20%的差距，环比回落。

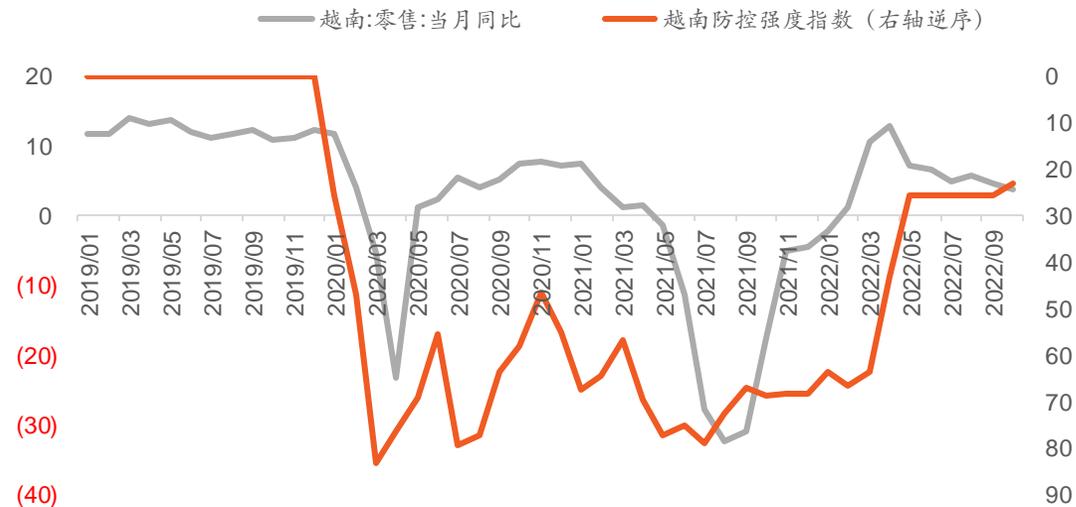
我国消费经历3-4个月达峰，中枢较疫情前下降（%）



观影情况并未明显好于疫情期间（万人次）



越南消费经历半年达峰，峰值与疫情前类似（%）

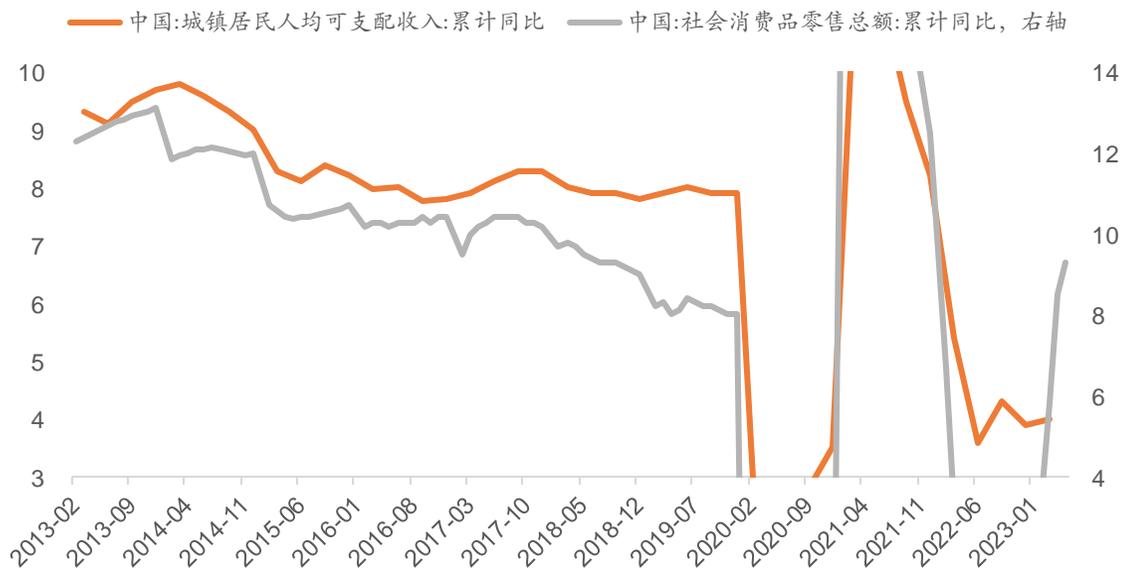


2.1 居民储蓄转化为消费，需要收入的配合

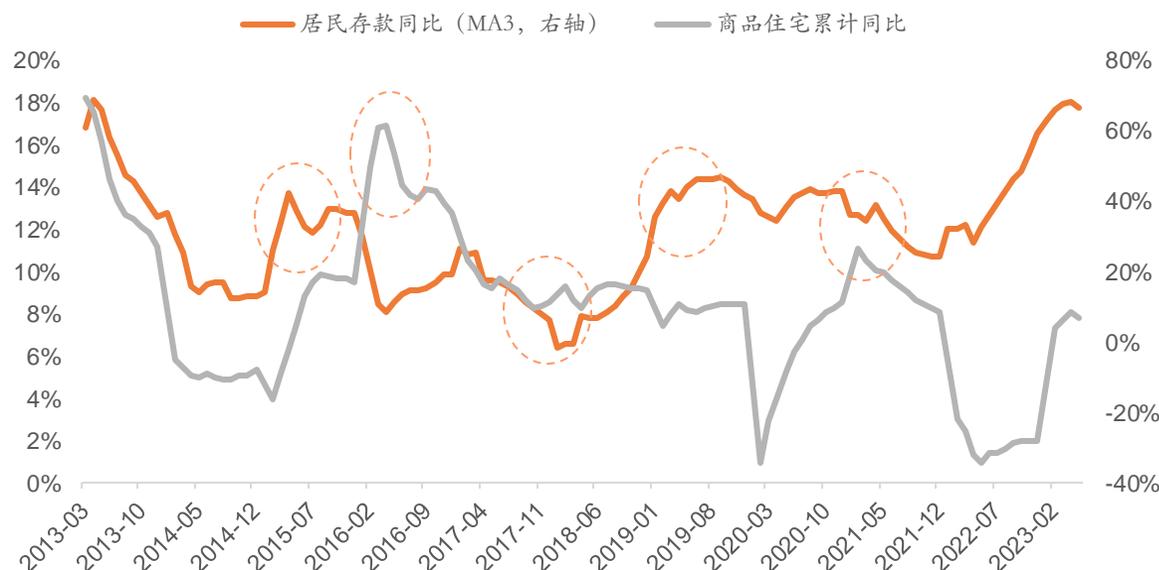
目前居民储蓄在高位，收入在低位。5月居民储蓄增速为17.7%，其与社融的差距创历史新高。3月城镇居民人均可支配收入累计同比为4%，约为疫情前的一半。

以往居民的收入与储蓄对应不同用途，大致为流量对应消费，存量对应投资。（1）流量的收入与居民消费同步，因此收入修复缓慢可能压制后续消费表现。（2）存量的储蓄消耗与购房一致，居民不会随使用储蓄来消费，储蓄的出口是投资。

居民收入与消费基本同步，目前居民收入仅恢复到疫情前的一半（%）



居民储蓄的消耗一般去买房，所以储蓄高增是因为没有了地产这个蓄水池（%）



2.2 投资方面，7月增量政策有望化解政府债务风险问题

2023年化解地方政府债务是重点工作。23年财政预算报告显示地方政府债务管控将加强，5月的中央会议已经将地方政府债务风险提升为首要关注的风险点。6月5日，财政部相关负责人通过新华社文章《如何看待当前地方财政运行态势》表示“有的地方债务风险较高，还本付息压力较大。我们已督促有关地方切实承担主体责任”。

预计中央会给一定政策支持，不排除下半年重启隐债置换。今年以来多个地方表态要争取财政部隐债化解试点，另外金融机构债务展期也是可能方案。

参考20年以来“全域无隐债试点政策”的节奏，估计隐债置换的规模在每年5000亿-1万亿。22年末地方债结存限额有2.6万亿。

政策强调防风险底线思维，地方政府债务风险排序提前

中央级别会议/政策文件对风险的表述

2023年2月15日	习总书记发表《当前经济工作的几个重大问题》讲话，关于防范化解重大经济金融风险中排序是 房地产、金融和地方政府债务 风险
2023年4月28日	4月政治局会议，风险部分的排序是 金融、房地产和地方政府债务 ，金融领域强调统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作，地产强调长效机制。
2023年5月24日	习近平主持召开二十届中央审计委员会第一次会议，密切关注 地方政府债务、金融、房地产、粮食、能源 等重点领域，牢牢守住不发生系统性风险底线。

今年多地提出争取隐性债务化解试点

地方政府表态

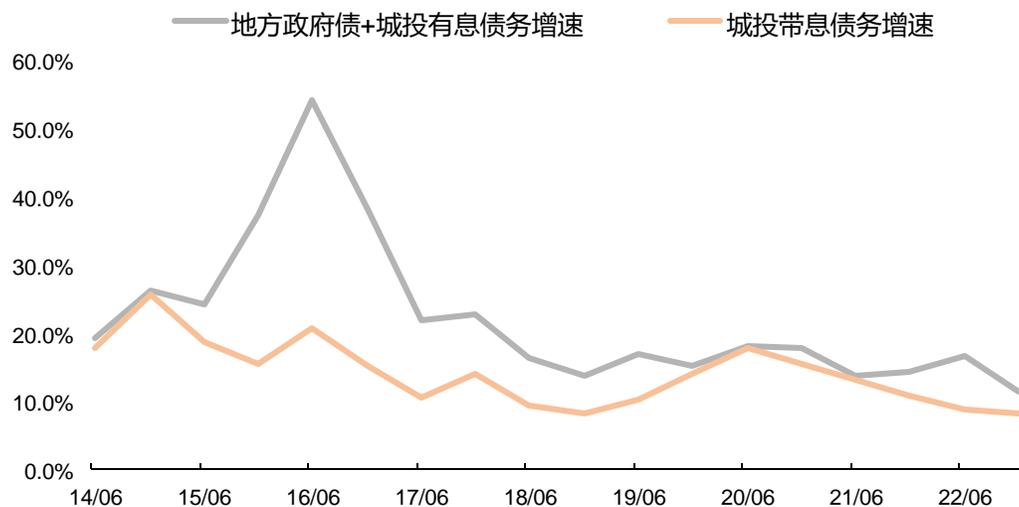
23年1月	贵州省预算报告： 争取高风险建制市县降低债务风险试点 等政策支持，通过发行政府债券置换隐性债务
23年2月	中部省份某地市财政局公布的《2023年财政工作计划》： 严禁新增隐性债务，争取隐性债务化解试点 ，稳妥有序化解隐性债务存量
23年5月	山西省某县印发的《2023年县政府重点工作任务责任分解》： 积极争取财政部隐性债务化解试点政策

2.2 不过财政及准财政加杠杆的空间可能不大

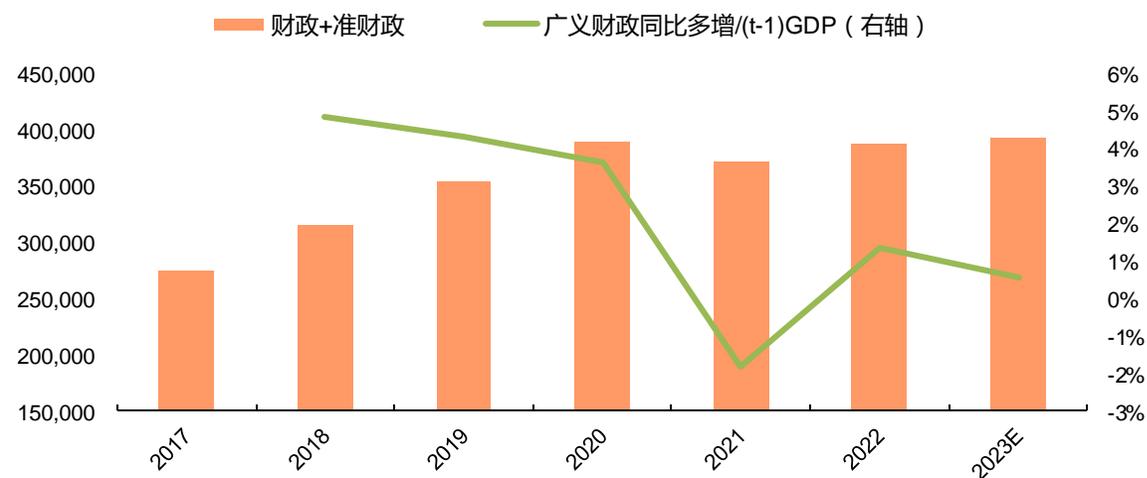
准财政方面，可能会有1万亿左右的增量弥补准财政缺口：2022年，政府性基金实际收入较预算收入存在2.08万亿缺口，最终通过1.54万亿准财政及5000多亿专项债弥补缺口。2023年政府性基金支出的计划要求土地财政同比转正，目前缺口可能为1万亿，准财政同比减少5400亿元。

化解隐债是杠杆的腾挪，不能看做中央支持财政及准财政加杠杆。从目前政策力度看，财政及准财政迫切性低于市场预期。（1）截至6月末今年尚未发行的新增地方债还有1.86万亿，发行节奏慢于去年，特别国债更难说提上日程。（2）大行为城投提供增量长期限贷款的传闻被证伪。（3）即便自上而下推动部分地区债务展期或置换，在信贷途径此类地区会受到银行惩罚，难有增量规模；发债途径城投融资标准或难以放松。（4）如果隐债置换规模为5000亿-1万亿，占全部隐性债务（40万亿以上）的比重偏低，即便考虑新增准财政1万亿的规模，估计只能解决救急，不支持大幅加杠杆。

15-18年大规模债务置换带动城投带息债务增速下降 (%)



2023年预期广义财政力度下降 (亿元, %)

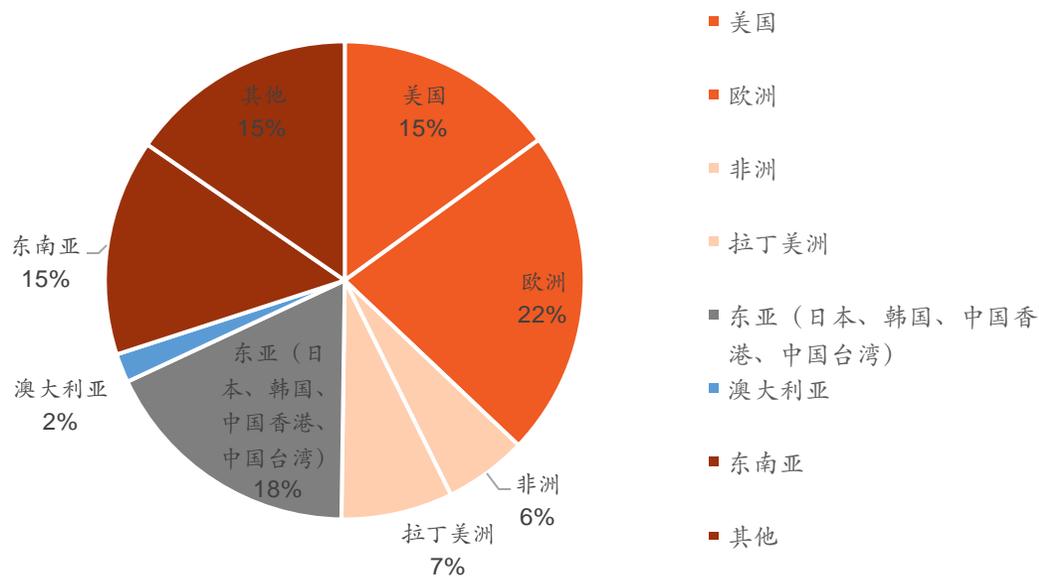


2.3 外需可能是接下来经济企稳的关键线索

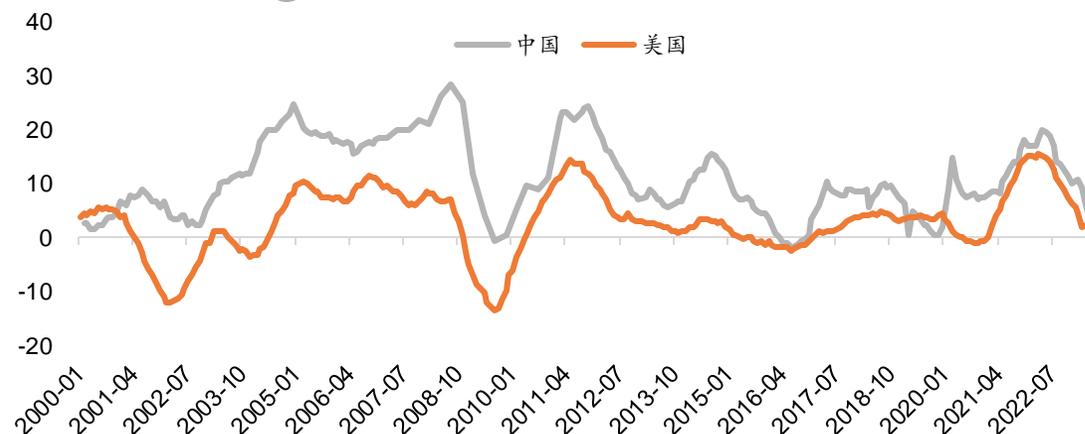
我国出口表现主要看美国或欧洲的库存周期。欧洲、美国和东亚是我国最重要的三个出口市场，2023年5月合计份额为45%。

从历史规律看，中美库存周期相关性最强，基本是同步关系。

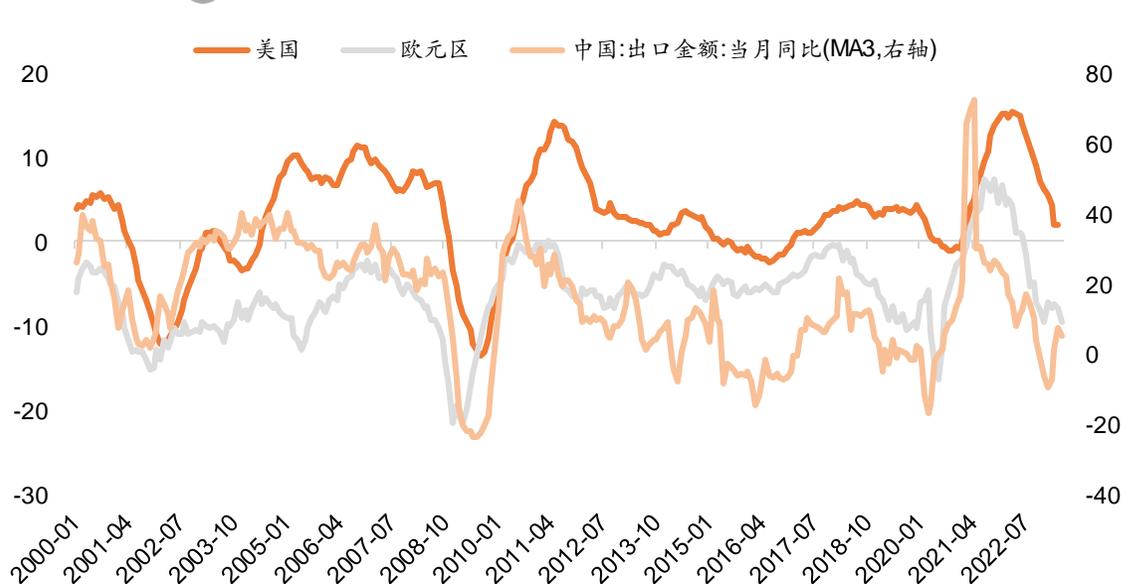
2023年5月中国主要出口对象为欧洲、美国和东亚 (%)



中国与美国库存周期基本一致 (%)



欧元区库存同比领先于我国出口，领先于美国库存 (%)



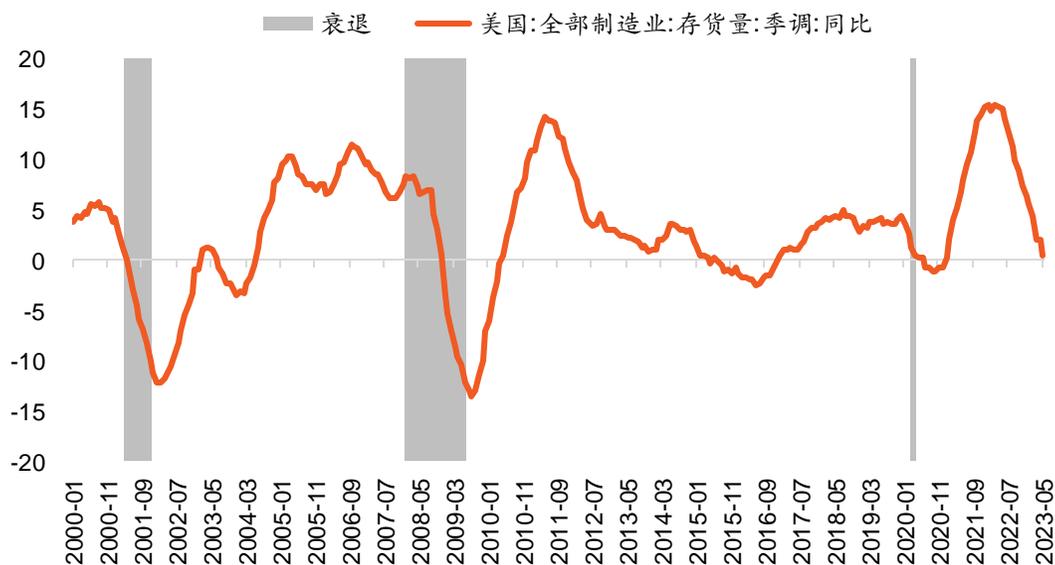
2.3 美国库存周期多于衰退结束后见底

截至今年5月，美国的制造业库存位于2000年以来40.8%分位数水平，尚未见底、未达到衰退水平，上一轮库存高点在22年3月。

美国库存周期多于衰退结束后见底：除2020年疫情冲击外，美国库存周期多于衰退后2-3个月见底。

- 1) 一般情形：美国温和衰退持续时间多在8-10个月，若如美联储预计，美国四季度开始进入温和衰退，则美国库存预计于24年三季度见底。
- 2) 悲观情形：美国通胀异常顽固，美联储迟迟不降息，美国经济硬着陆，衰退程度加深、时间持续一年以上，则美国库存预计于24年底见底。

美国库存周期多于衰退结束后见底 (%)



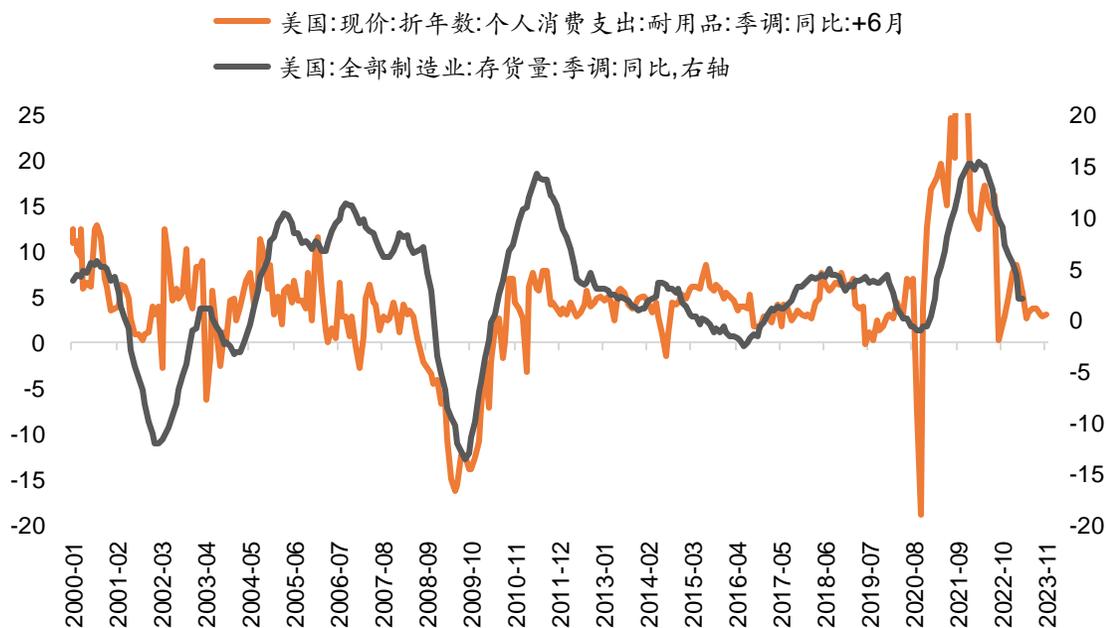
美国历次衰退梳理

衰退开始	衰退结束	原因	持续时间 (月)	衰退期间失业率变化 (%)
1929Q3	1933Q1	股市崩盘引发大萧条	43	
1937Q2	1938Q2	罗斯福试图平衡预算，削减政府开支	13	
1945Q1	1945Q4	二战结束军人复员，财政支出削减	8	
1948Q4	1949Q4	美联储紧缩	11	2.9
1953Q2	1954Q2	朝鲜战争后过快收紧货币政策	10	3.4
1957Q3	1958Q2	美联储紧缩	8	2.5
1960Q2	1961Q1	美联储紧缩	10	1.2
1969Q4	1970Q4	越南战争后政府支出缩减	11	2
1973Q4	1975Q1	欧佩克石油禁运	16	3.5
1980Q1	1980Q3	伊朗石油禁运，美联储紧缩	6	1.6
1981Q3	1982Q4	沃尔克再度收紧货币政策	16	2.9
1990Q3	1991Q1	储贷危机	8	1.4
2001Q1	2001Q4	互联网泡沫破裂	8	1.1
2007Q4	2009Q2	次贷危机	18	4.7
2019Q4	2020Q2	新冠肺炎疫情	2	11.2

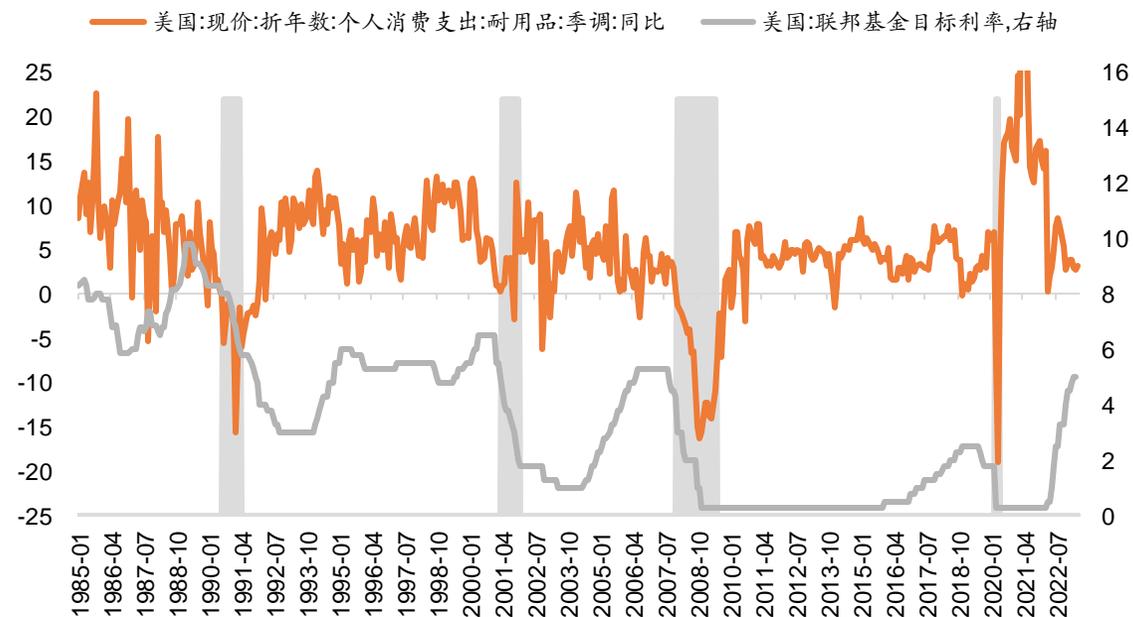
2.3 美国库存周期的领先指标是消费

短期领先指标看：美国耐用品消费多领先于制造业库存2-3个季度，短期可据此推测美国库存周期走势。

耐用消费品领先库存周期2-3季度，目前消费尚未见底 (%)



消费见底多出现在衰退中后期 (%)



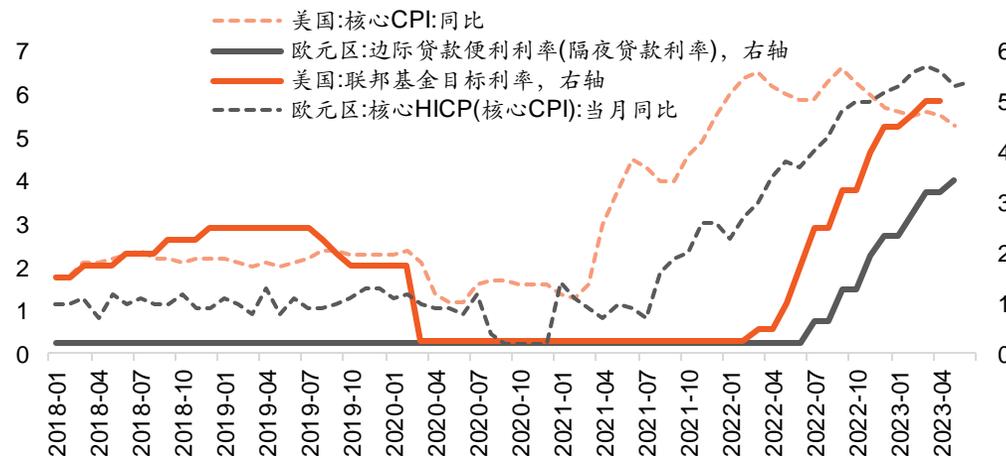
2.3 欧元区或与美国同期步入衰退，但衰退程度较深

欧元区国家既是消费国，也是高端制造业大国，从我国进口工业半成品。截至今年5月，欧元区的制造业库存位于2000年以来19.2%分位数水平。

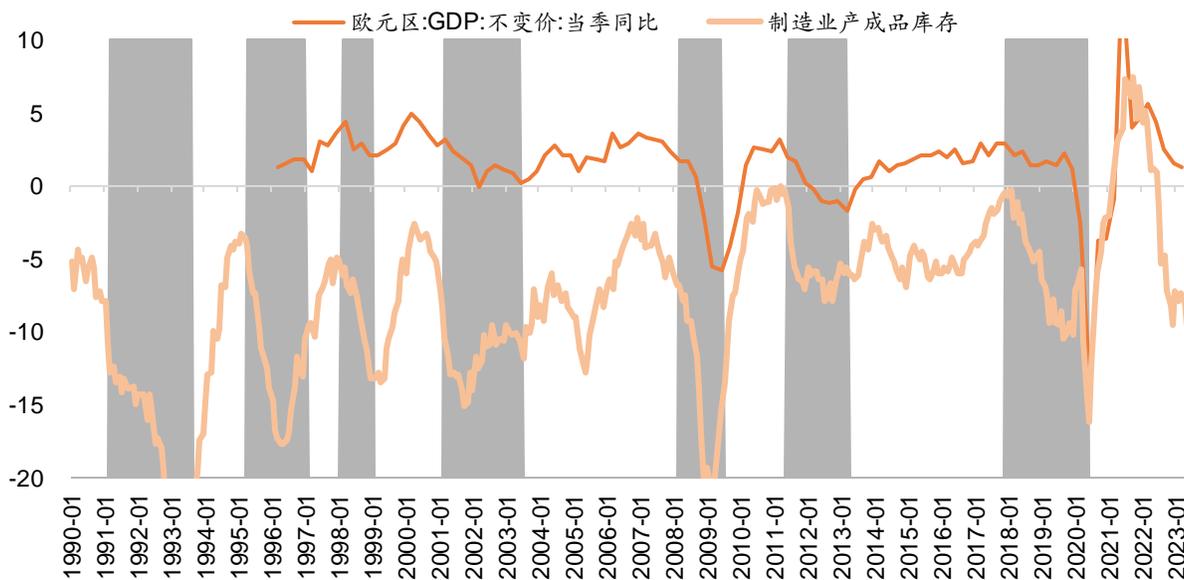
欧元区加息周期滞后于美国，但经济回落速度较快，叠加经济贸易关联，历史经验看二者或同期进入衰退。

欧元区通胀粘性高于美国，其加息后9个月后核心CPI才开始下行，为通胀回落付出的经济代价（衰退程度）也将大于美国。

欧元区加息晚于美国，核心通胀今年才开始下滑 (%)



欧元区制造业库存周期性较强 (%)



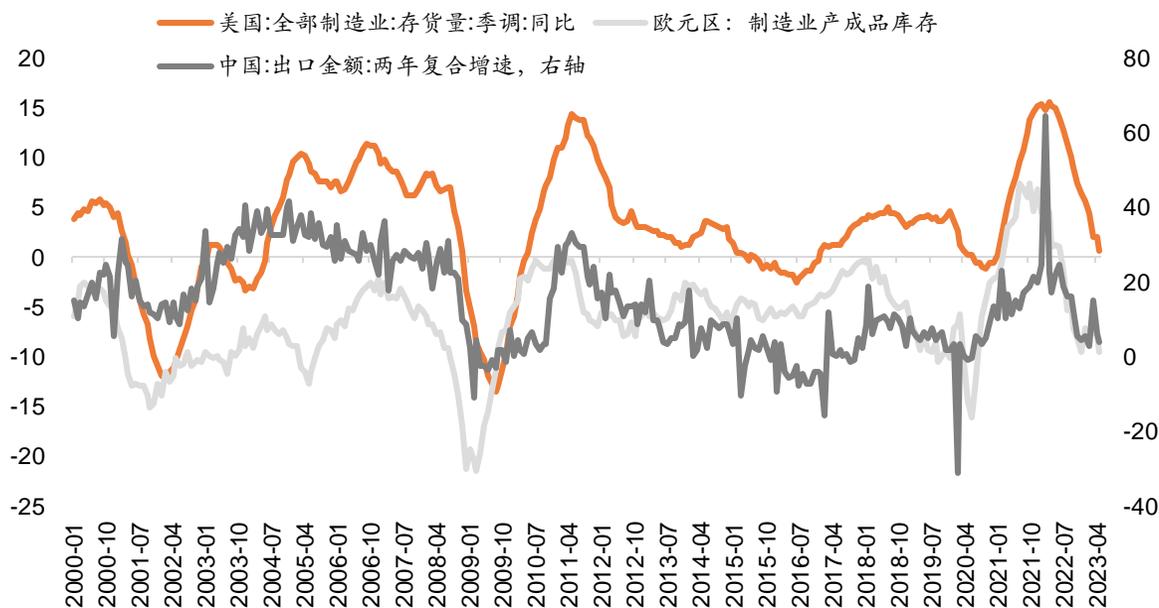
历史上美国衰退时期，欧元区同步进入衰退 (%)



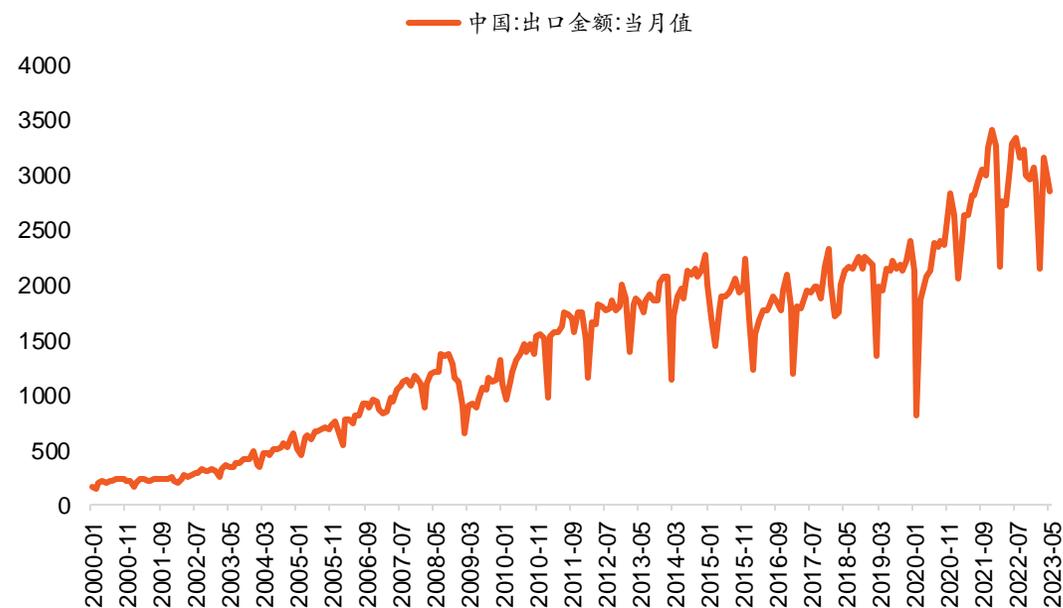
2.3 那么出口能够给我国经济带来多大的弹性?

- (1) 目前美国劳动力市场仍然有缺口，22年以来的加息在带动通胀回落的同时，并没有带来失业率的明显攀升，预计仅需温和衰退就可使通胀回落到2%，对应消费的砸坑幅度可能与01年类似。
- (2) 欧洲通胀相对顽固，预计衰退程度大于美国，且欧洲在我国出口中占比较高。因此综合来看，预计明年我国出口修复弹性预计大于01年。

预计明年我国出口修复弹性预计大于01年 (%)



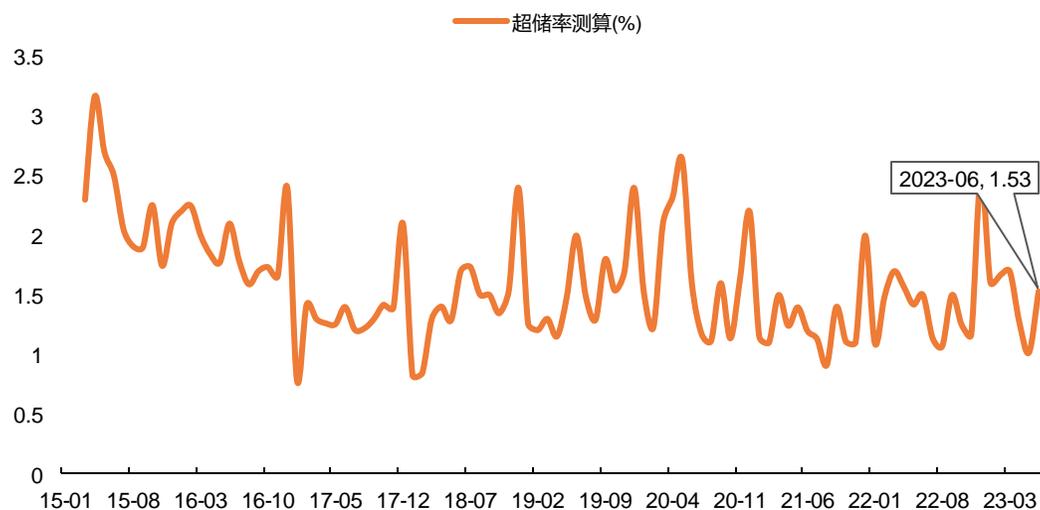
2021年我国出口高增 (亿美元)



2.4 从超储率看，央行似乎没有降准的必要性

从超储率看，跟常规时期相比，7月央行没有强制降准的必要性。由于7月财政一般收大于支带来资金回笼，过去5年7月超储率相对6月平均回落0.3%。近几年7月的超储率在1.1%-1.2%，我们预计在不降准的情形下，7月的流动性缺口约3000亿，对应超储率大致回到1.2%-1.3%之间。

① 预计6月超储率在1.5%附近 (%)



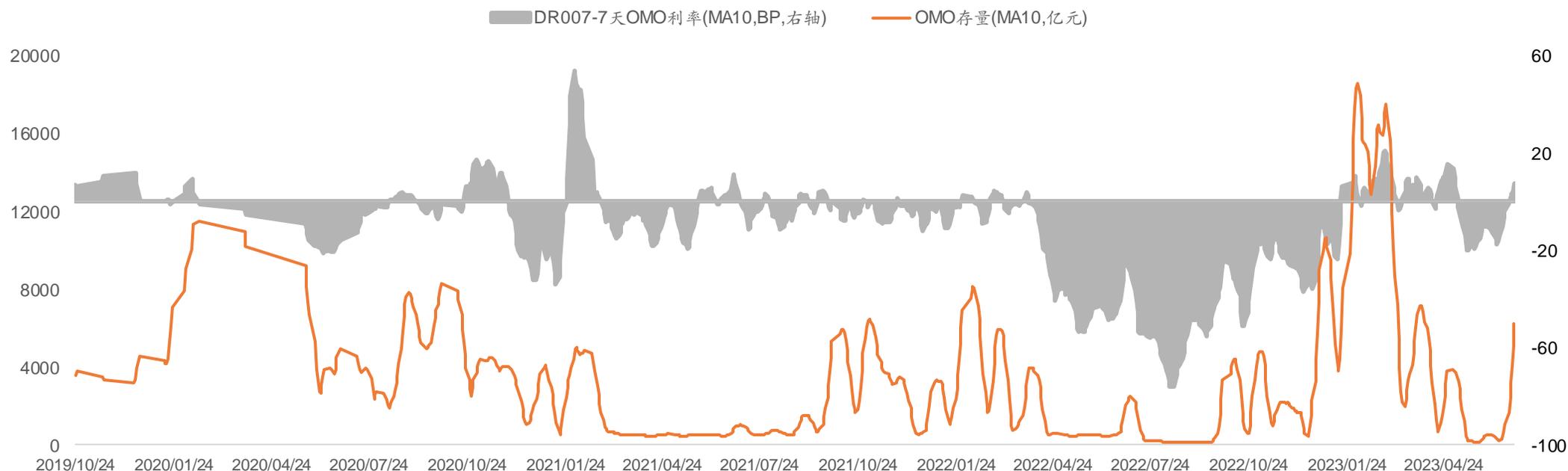
② 流动性缺口的主要影响分项估算 (亿元)

	7月预计值 (根据过去5年季节性估算, 亿元)
△外汇占款	18
△政府存款	3500
△法定存款准备金	-790
△M0	265
流动性缺口	约-3000亿

2.4 支持降准的因素可能来自金融数据偏弱以及支持财政发力

当前支持7月降准的因素是金融数据及配合财政。(1) 参照2018年年中，若信用违约预期上行、金融数据快速回落，可能触发央行降准。2018年实体经济去杠杆、经济下行压力增大。7月MLF净投放3305亿，央行释放大量流动性提振经济。6月票据利率持续回落，或预示信贷投放偏弱，我们预计6月新增贷款为2.2万亿，社融在2.5万亿，对应社融同比增速回落至9%。(2) 今年上半年，地方债发行节奏慢于去年，若7月地方债供给开始放量，或也需要货币的配合。

◎ 6月末OMO余额较21-22年同期偏高，说明银行间流动性不算特别充裕（亿元，BP）

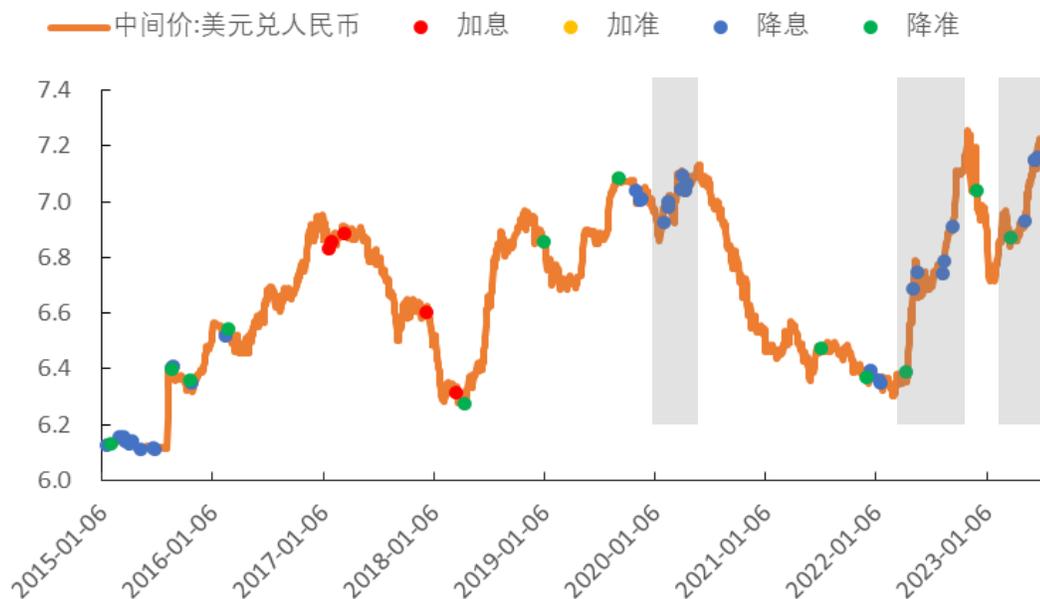


2.4 降准的掣肘因素可能来自汇率

过去的人民币贬值一般不构成央行宽松操作的掣肘。15年汇改以来，尚未出现人民币快速贬值且美元兑人民币的绝对水平较高的阶段，因此，历史上的人民币贬值一般不构成央行宽松操作的掣肘。如22年8-9月人民币处在快速贬值的通道上，但绝对水平尚未破7，央行接连调降MLF、OMO、LPR利率。

但近期央行对汇率波动的关注度在上升。当前美元兑人民币突破7.2，位于历史极高水平，且人民币贬值速度较快，5-6月的2个月内调贬3018个基点。23年2季度的货币政策例会上，央行罕见提到“坚决防范汇率大起大落风险”，对汇率波动的关注度在上升。

历史上人民币贬值，对央行宽松操作一般不构成明显掣肘



6月28日召开的23年2季度央行货币政策例会上，首次出现“防范汇率大起大落风险”的表述

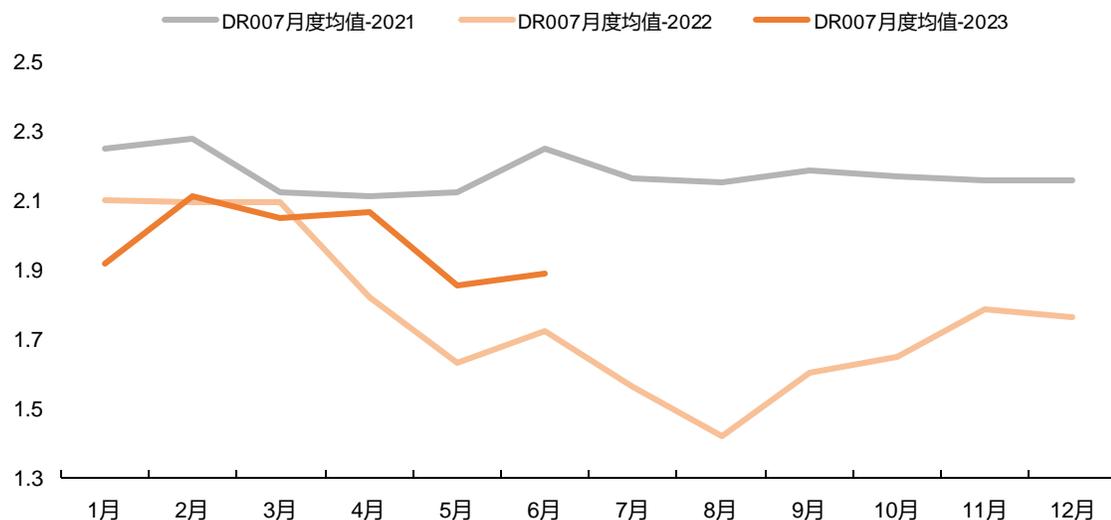
2023Q2	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，综合施策、稳定预期，坚决防范汇率大起大落风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2023Q1	深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2022Q4	深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2022Q3	深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

2.4 不降准的情境下，预计资金中枢平稳，难以继续向下

季节性规律看，7月超储率虽有回落，但资金价格总体下行居多。

若不降准且财政支出节奏没有超预期的大幅投放，那么央行或需要以OMO维护资金面，对应资金中枢与6月前半月持平，难以继续下行。7月为财政支出小月，如果没有超预期的大幅支出且央行不降准，则可能需要通过7天逆回购工具增加资金供给，DR中枢可能维持在1.7%左右（7天逆回购利率-20BP）。

近年来7月资金价格多回落 (%)



若不降准，可能对应OMO余额上行 (亿元, BP)

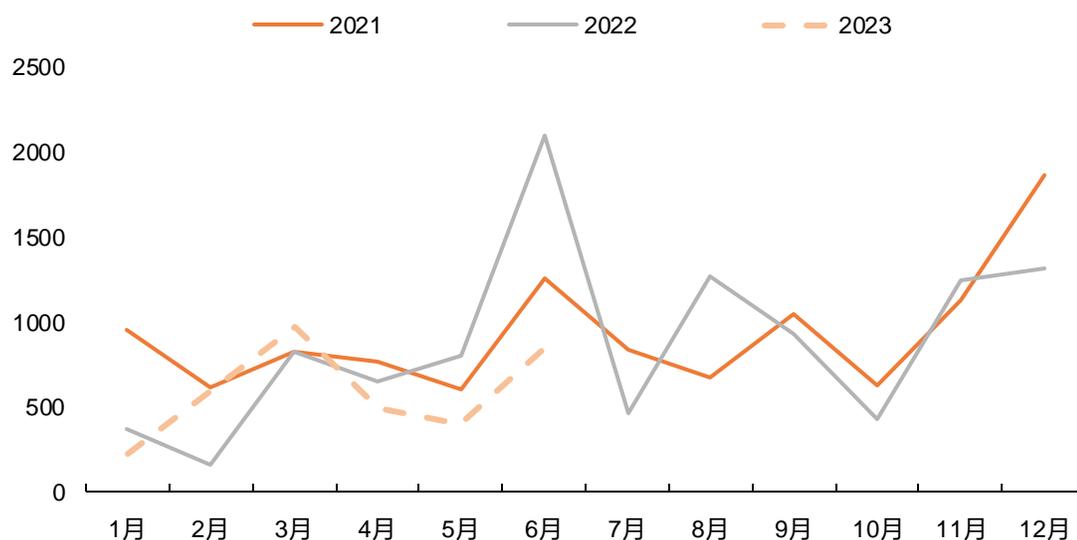
时间	OMO平均存量	DR007-7天OMO利率 (MA10)	
2021Q2-Q3	781亿元	DR007低于7天OMO利率	
		波动范围	-19BP至1BP
		中枢	-4BP
2021Q4-2022Q1	3449亿元	DR007围绕7天OMO利率上下波动	
		波动范围	-12BP至4BP
		中枢	-3BP
2022Q2-Q3	783亿元	DR007大幅低于7天OMO利率	
		波动范围	-76BP至3BP
		中枢	-44BP
2022Q4	2612亿元	DR007低于7天OMO利率	
		波动范围	-51BP至-10BP
		中枢	-28BP
2023Q1	10568亿元	DR007高于7天OMO利率	
		波动范围	-24BP至21BP
		中枢	2BP
2023Q2	1894亿元	DR007围绕7天OMO利率上下波动	
		波动范围	-20BP至16BP
		中枢	-5BP

2.4 表外流动性方面，资管户的新增流动性一般

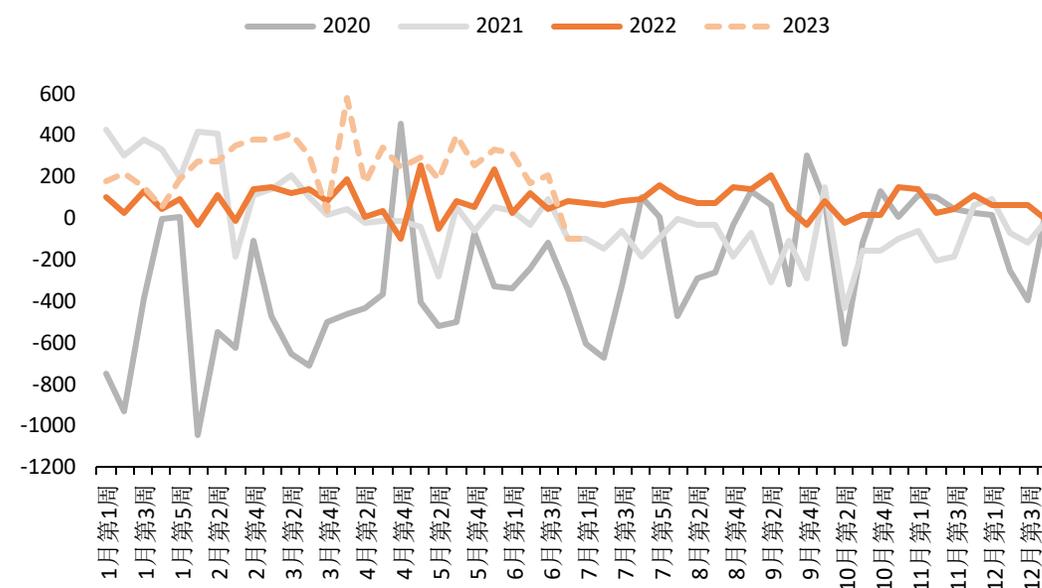
债券类基金发行规模6月环比上升，但不及往年季节性。6月新成立的债券类基金发行规模约834亿元，低于22年（2090亿）和21年（1254亿）的同期水平。

近期理财净发行只数有所回落。6月净发行理财个数579只，相较5月的1459只和4月的1329只有明显回落。

债券类基金发行规模6月环比上升，但不及往年季节性（亿元）



近期理财净发行只数有所回落（只数）



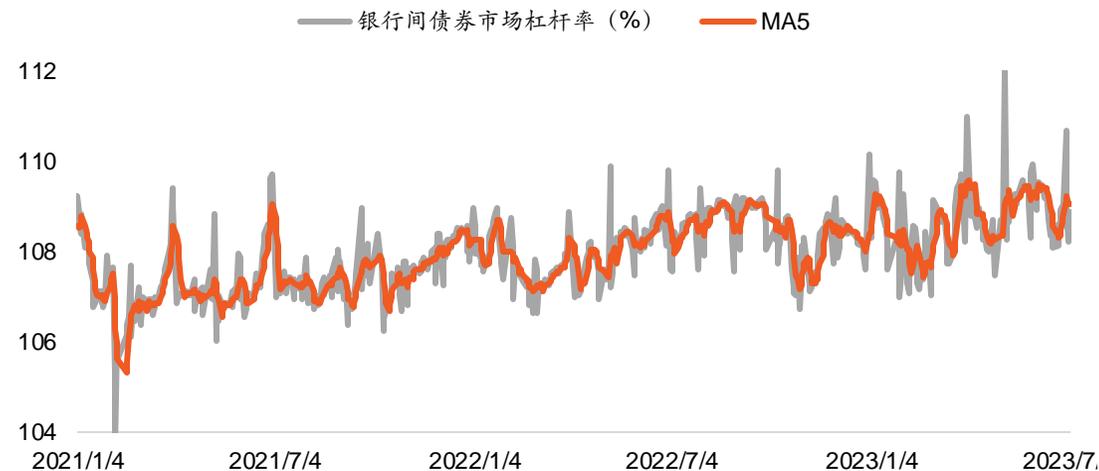
2.4 资管户的久期仓位不高，杠杆已经相对偏高

- 资管户仍主要通过加杠杆的方式增加仓位，久期仓位偏低，且久期仓位的标准差也处在历史较低水平，反映市场对未来的观望情绪相对一致。

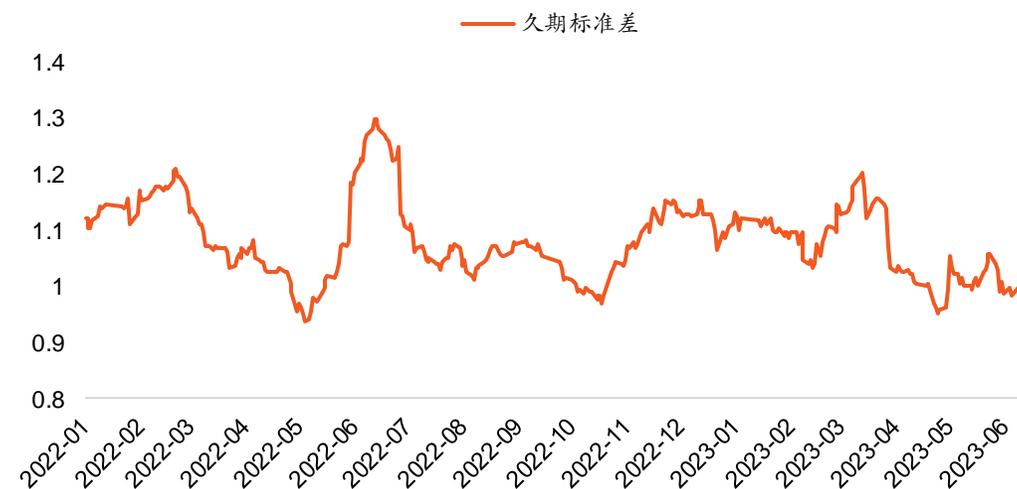
基金久期中位数仍处在历史较低水平（年）



全市场银行间杠杆率仍处在较高水平（%）



基金久期标准差处在历史较低水平





目录CONTENTS

● 市场回顾：海外通胀再超预期，国内处于等待期

● 宏观与政策：经济的弹性可能来自哪里？

● 策略展望：杠杆套息，做好应对政策的准备

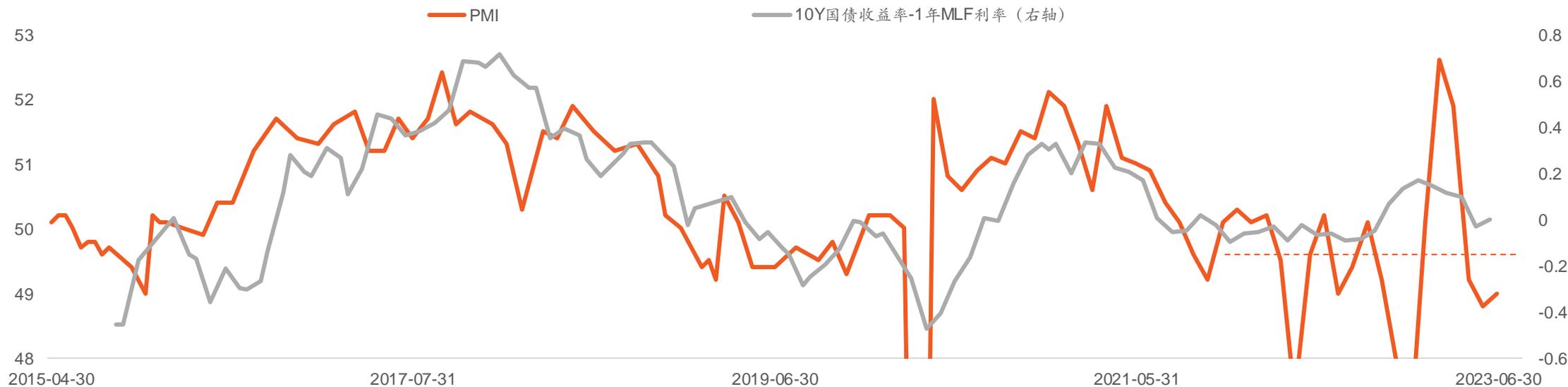
● 风险提示

3.1 7月长端或延续窄幅震荡

- 短期内，利率在定价稳增长政策预期能否兑现或证伪，长端预计在7月窄幅震荡。当前基本面对应中枢水平大约为2.55%-2.65%，投资者预期的大概率情景是托底政策更专注长期目标，托而不举。中期看当前和年底政策组合如何解决地产问题及出口何时见底。

- (1) 从当前到7月政治局会议，10Y国债预计以2.6%-2.7%区间窄幅震荡。
- (2) 政治局会议到形成实物工作量期间，预计8-10月随着基本面环比修复而继续小幅调整。
- (3) 四季度若确认经济环比见顶，则开始关注年底中央经济工作会议对24年经济的目标。

长端利率债定价给的赔率空间较小 (%)



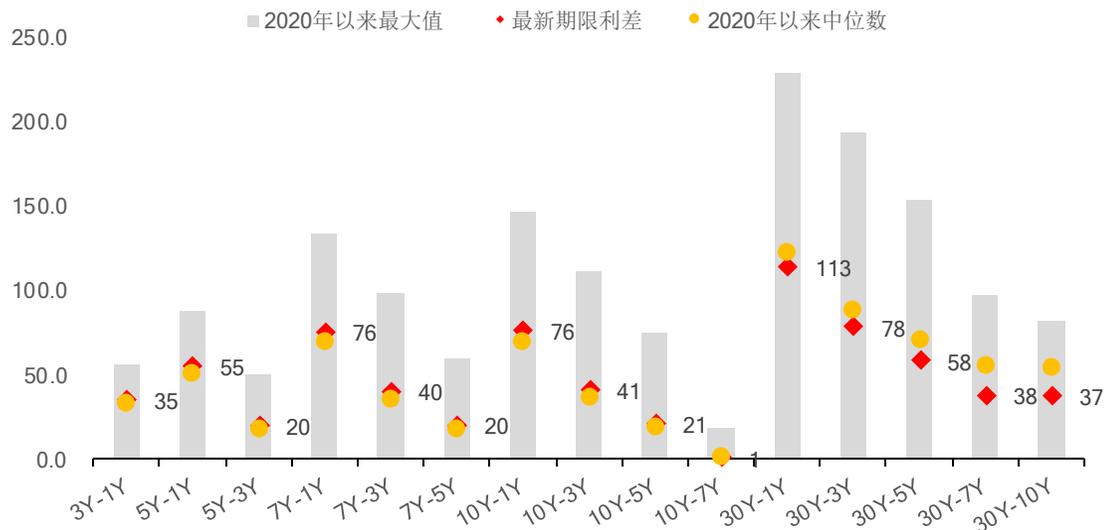
3.1 7月中短端杠杆套息策略相对有效

- 短端主要关注央行是否启动降准。

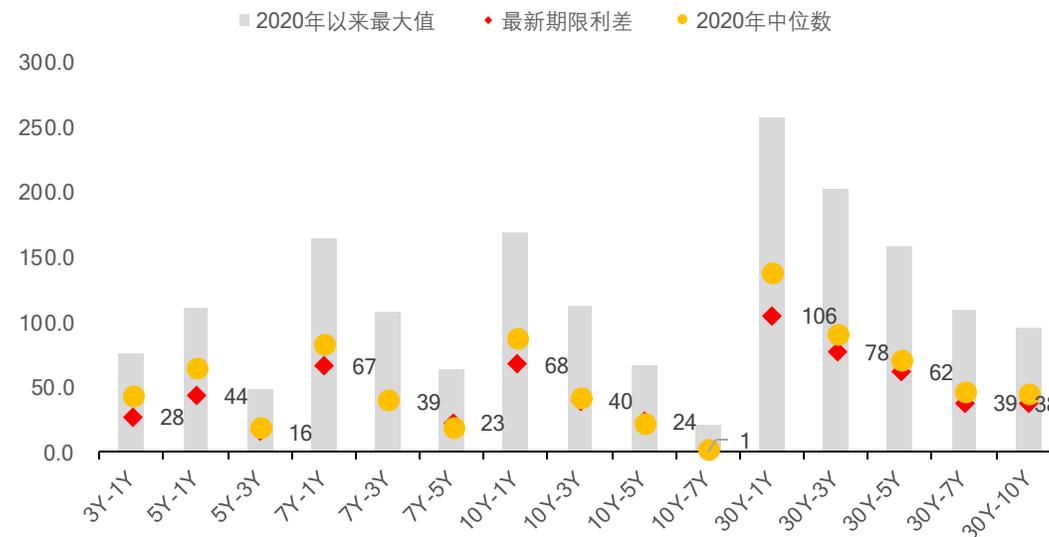
(1) 若央行考虑汇率等影响暂不降准，则超储率按照季节性回落，资金中枢预计与6月持平，杠杆策略相对有效。当前3-5年国债套息空间在35-55BP左右，处于20年以来的中位数水平。

(2) 可以留小部分仓位博弈降准概率，参考2018年年中。

国债期限利差(BP, 数值为当前利差)



国开债期限利差(BP, 数值为当前利差)



3.2 品种推荐

- 利率债：3-5年国债好于国开债。
- 信用债：信用债整体估值好于利率债。4-5年银行永续和2年左右城投债有相对价值。

信用债收益率及历史分位数(%, BP)

	收益率绝对水平：%			历史分位数：%									较22年8-10月低点的收益率变化：BP			收益率变化/标准差			
	1Y	2Y	3Y	收益率			信用利差			期限利差			1Y	2Y	3Y	1Y	2Y	3Y	
				1Y	2Y	3Y	1Y	2Y	3Y	3-1Y	2-1Y	3-2Y							
中短票	AAA	2.47	2.64	2.78	11.8	8.8	8.2	28.3	32.1	45.2	33.2	26.5	45.8	42.6	30.6	23.9	0.5	0.4	0.3
	AAA-	2.52	2.69	2.96	11.2	8.6	10.6	24.0	23.0	71.0	61.9	25.2	94.3	41.5	26.6	33.0	0.5	0.3	0.4
	AA+	2.57	2.77	3.04	11.0	8.9	10.2	20.7	24.2	59.8	61.9	37.9	87.1	41	27.4	31.0	0.5	0.3	0.4
	AA	2.65	3.03	3.42	11.0	12.9	13.9	12.6	35.1	66.0	89.2	81.8	82.3	38.0	39.8	51.2	0.4	0.5	0.7
	AA-	5.05	5.43	5.82	17.5	16.1	18.8	58.2	81.8	94.7	83.6	72.7	82.2	39.0	41.0	52.0	0.8	0.9	1.2
城投债	AAA	2.52	2.67	2.83	12.7	8.9	8.7	33.7	32.7	44.0	38.7	27.9	53.9	49.9	31.0	26.1	0.6	0.4	0.3
	AA+	2.62	2.87	3.04	13.6	13.4	10.2	35.5	51.6	65.4	53.4	55.4	47.6	51.9	42.9	34.6	0.6	0.5	0.5
	AA	2.74	3.17	3.37	13.5	22.9	21.5	34.5	71.6	76.3	85.1	96.8	44.8	54.9	63.9	55.1	0.6	0.7	0.7
	AA(2)	2.97	3.43	3.71	16.8	24.7	21.4	34.5	62.6	67.3	80.1	93.2	50.1	68.9	78.7	73.2	0.7	0.8	0.8
	AA-	3.96	5.50	6.03	2.6	47.0	61.9	27.2	92.4	94.7	99.8	99.8	89.5	-11.1	66.0	80.2	-0.2	1.2	1.5
银行永续		1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	3-1Y	5-1Y	5-3Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
	AAA-	2.63	3.04	3.33	11.0	8.4	5.4	13.4	27.8	36.8	47.0	48.7	57.1	48.9	39.5	29.2	0.5	0.5	0.4
	AA+	2.66	3.10	3.44	11.0	8.4	5.0	12.5	25.2	28.1	50.5	48.6	54.8	48.4	40.5	35.2	0.5	0.5	0.5
	AA	3.16	3.60	4.04	16.6	13.4	12.7	17.6	18.5	18.9	39.0	45.3	70.1	76.4	67.5	58.2	0.8	0.8	0.7
	AA-	4.37	4.92	5.52	27.9	33.8	43.2	95.3	93.9	93.3	56.3	72.1	81.8	92.9	90.5	96.2	1.5	1.7	1.7
国开债	2.09	2.37	2.53	14.3	5.7	3.6					11.5	14.5	32.1	40.4	9.0	7.9	0.6	0.1	0.1



目录CONTENTS

- 市场回顾：海外通胀再超预期，国内处于等待期
- 宏观与政策：经济的弹性可能来自哪里？
- 策略展望：杠杆套息，做好应对政策的准备
- 风险提示

4 风险提示

1 居民杠杆失速引发政策加码

- 若出现增量政策，大概率引发市场调整，观察路标是居民杠杆能否稳住及企业信用回落节奏。

2 机构行为调整引发的风险

- 若股市大幅调整，可能引发流动性担忧。

3 海外货币政策收紧持续性超预期

- 若海外通胀回落不及预期，货币政策收紧持续性可能超预期。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。