

宏观与政策的三条线索

——2023年8月宏观利率策略

2023年8月5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

- **7月风险资产占优，但债市投资者并不悲观。** 6-7月美国花旗经济意外指数连续攀升，通胀环比回落至疫情前，市场预期9月及11月加息概率不高，大类资产交易Fed Pivot，风险资产普涨，避险资产震荡。7月国内基本面筑底，政治局会议提前召开，重提逆周期调节。积极的预期支撑风险资产和人民币汇率小幅企稳，不过债市调整不多，债市投资者并不悲观：资金及存单价格平稳，超长债和短端下行。全市场杠杆维持高位，公募基金拉久期，理财配置信用债维持较高水平。
- **宏观与政策的三条线索。** (1) 工业企业库存可能在年底见底，能驱动利率上行吗？库存周期有时与总需求脱锚，例如21年主动补库、债市不能，背后的原因是实体融资结构优化，缺乏承担高利率主体。制造业不缺现金流，即便补库也难以驱动利率上行。(2) 放开地产政策对债市意味着什么？首先，降低存量房贷利率相当于以银行利润一次性补贴居民，可能带来居民轻量子消费的改善，难以推动大件消费；同时，由于当前地产销售并没有大幅低于长期潜在水平，降房贷利率、放开认房不认贷限制等短期可能释放刚需，幅度需要观察。其次，通过银行让利补贴居民和财政（化债），侵蚀银行利润，影响银行扩表动力，央行有必要通过降准/降息/结构化等方式降低银行负债端压力。(3) 部分投资者认为当前美国企业开启补库周期，我们倾向于短期的插曲，实际利率上行见顶以前说软着陆为时尚早，库存周期滞后于耐用品消费，预计在24年Q3见底。
- **8月利率中枢可能小幅上行10BP，仍以票息策略为主。** 8月地方债供给上量，降准概率在上升，预计资金中枢较7月小幅提升10BP。短端票息资产套利仍能持续，估值好的部分有利率债中3-5年国债，信用债2年左右隐含AA（2）城投债、3年左右隐含AA+到AAA-产业债。二永相对偏贵，供给抬升，建议谨慎。长端10Y国债震荡中枢或小幅上行至2.70%-2.80%。
- **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；机构行为调整；海外货币政策收紧持续性超预期。



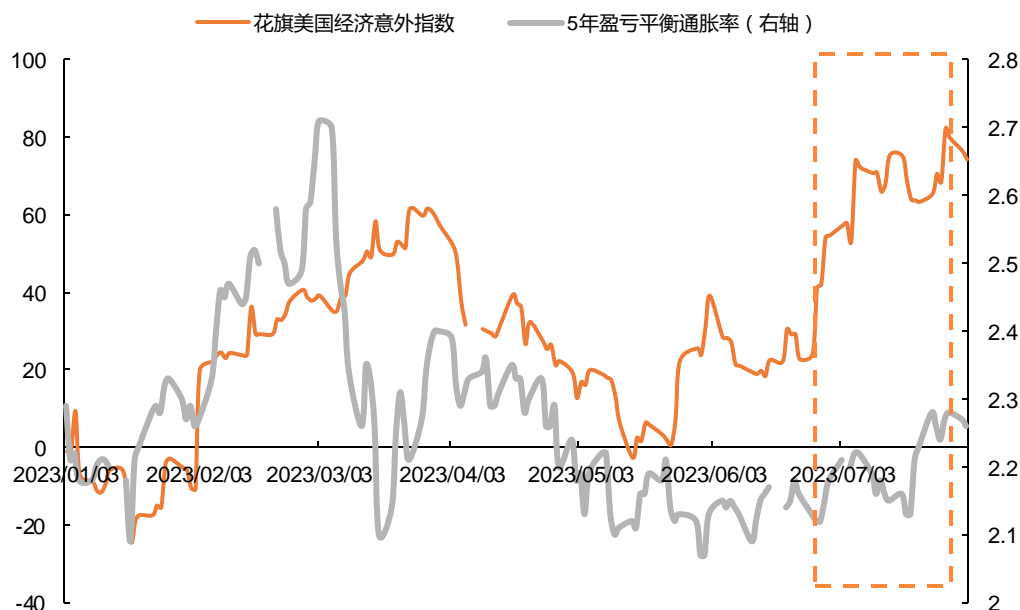
目录CONTENTS

- 市场回顾：7月风险资产略占优，但债市投资者并不悲观
- 宏观与政策：三条线索
- 策略展望：8月利率中枢可能小幅上行，优先票息策略
- 风险提示

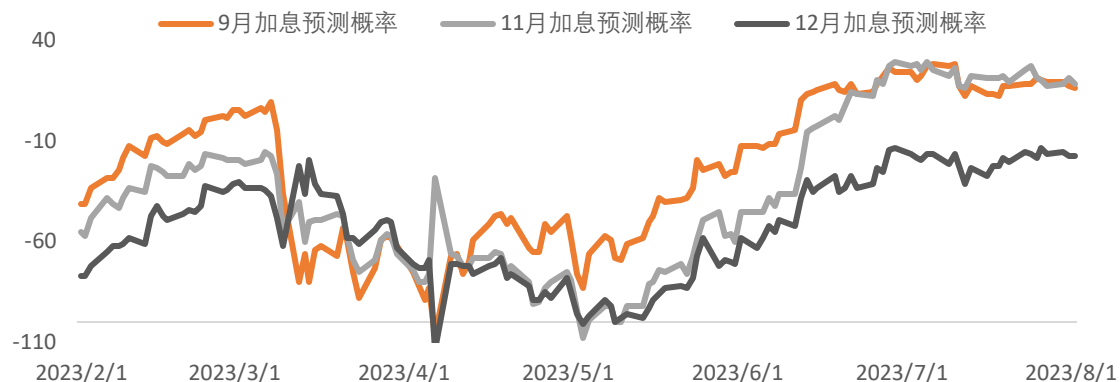
1.1 海外：经济数据强于预期，通胀见顶回落

6-7月美国经济意外指数连续攀升，通胀环比快速回落至疫情前、同比继续回落，市场对9月或11月加息概率预期不高。

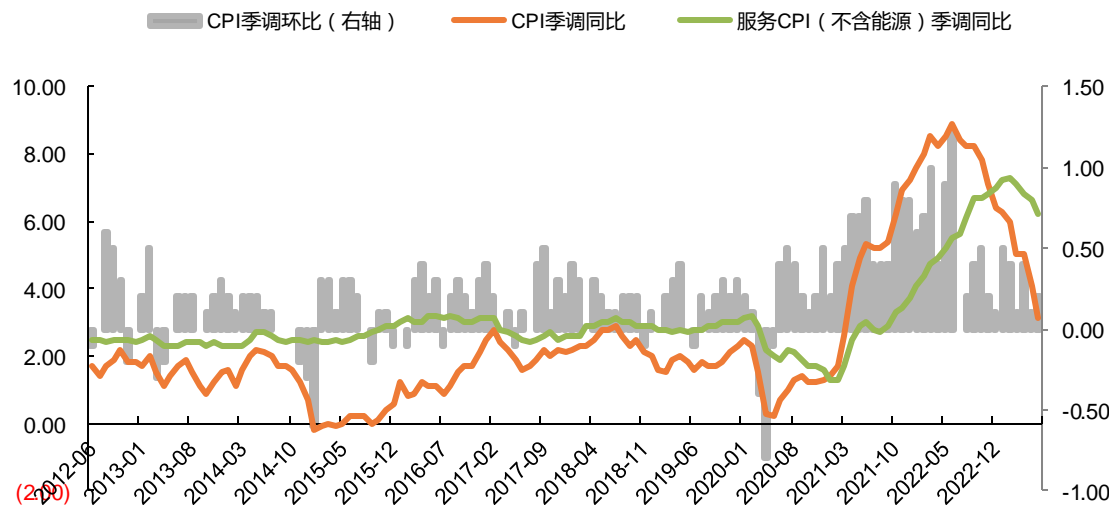
○ 6-7月美国经济数据继续强于预期 (%)



○ 市场对9月和11月加息概率预期不高，12月可能降息 (%)



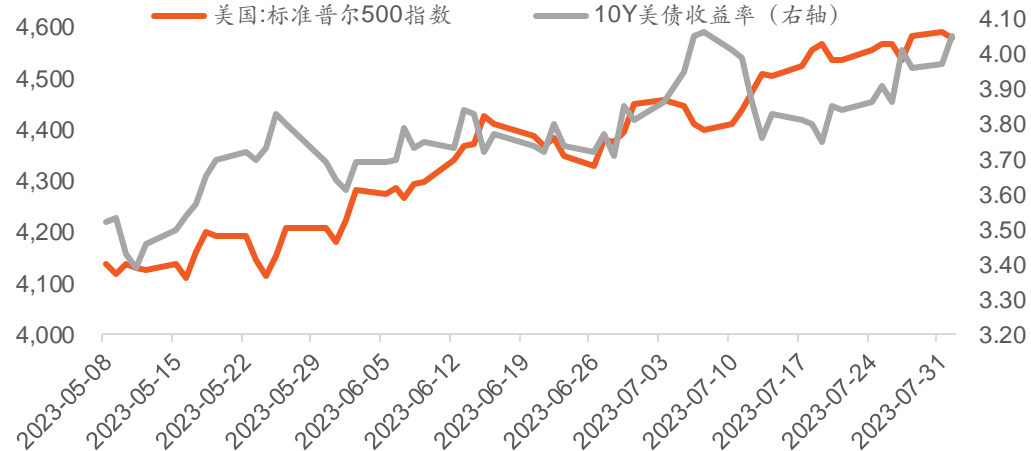
● 6-7月CPI快速回落，通胀环比回归至疫情前水平 (%)



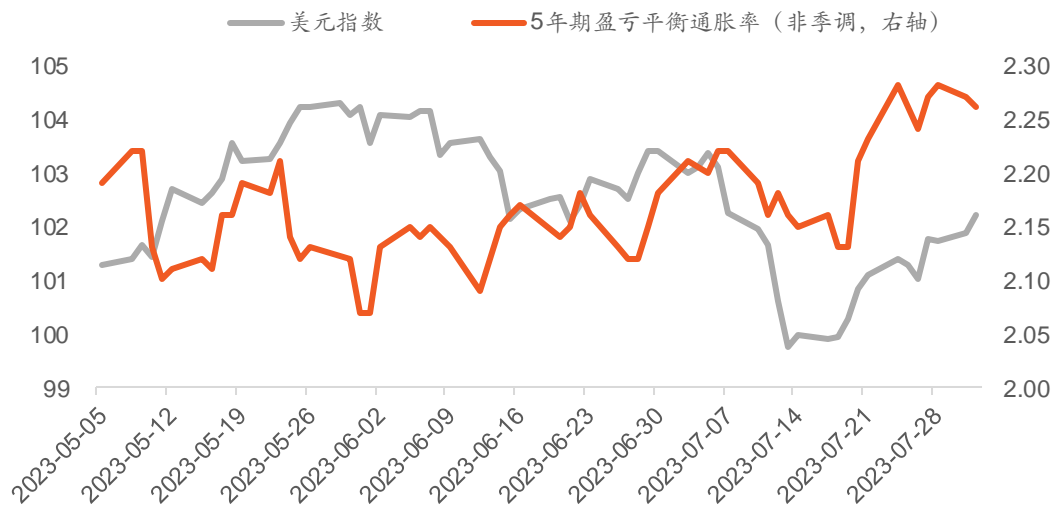
1.1 海外：Fed Pivot交易，风险资产好于避险资产

风险资产普涨，避险资产震荡：标普500指数上涨2.8%、锌、铜、原油价格上涨4%-15%；避险资产表现不及风险资产，10Y美债利率和美元指数先下后上，黄金小幅上涨3.9%。

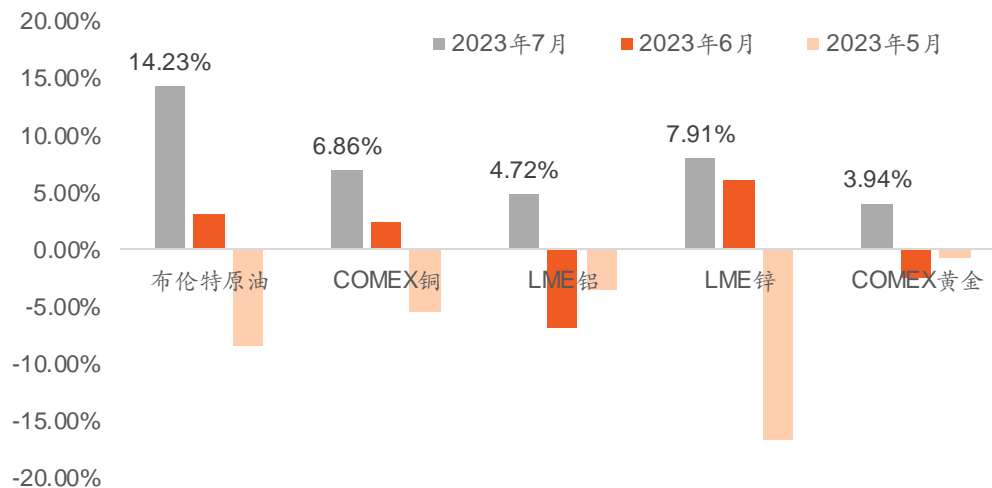
● 美股上涨2.8%，10Y美债利率“V”型震荡（点，%）



○ 美元指数震荡下行（点，%）



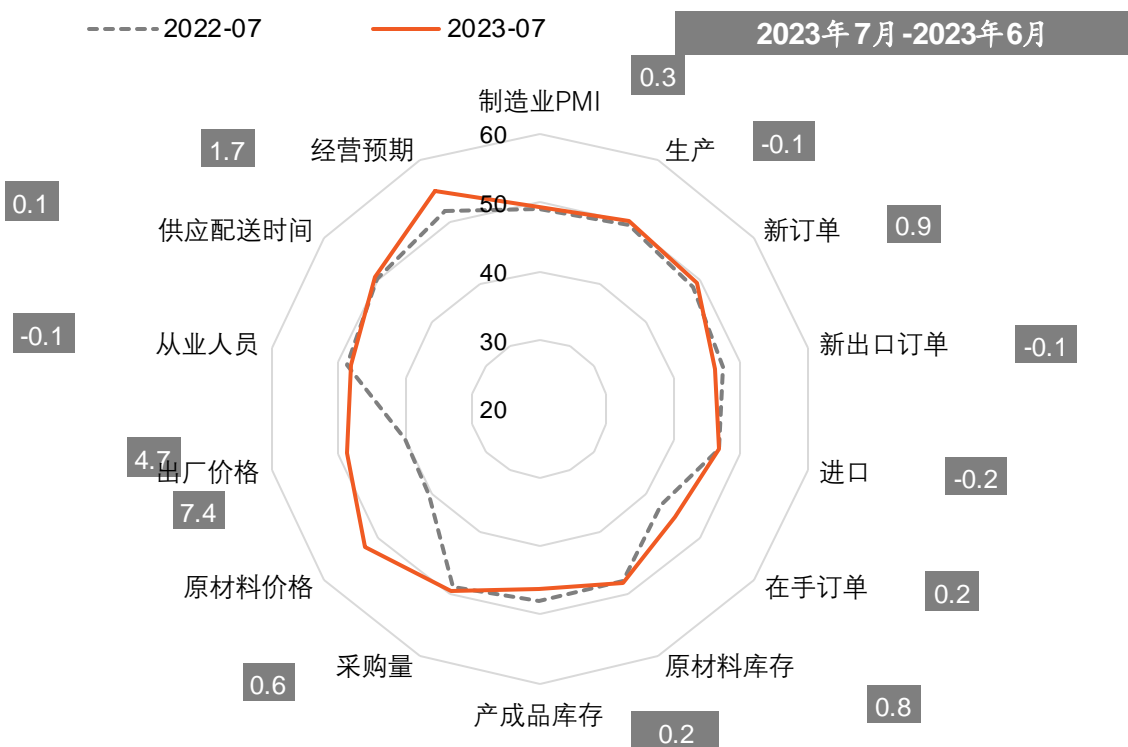
● 大宗商品普遍上涨（%）



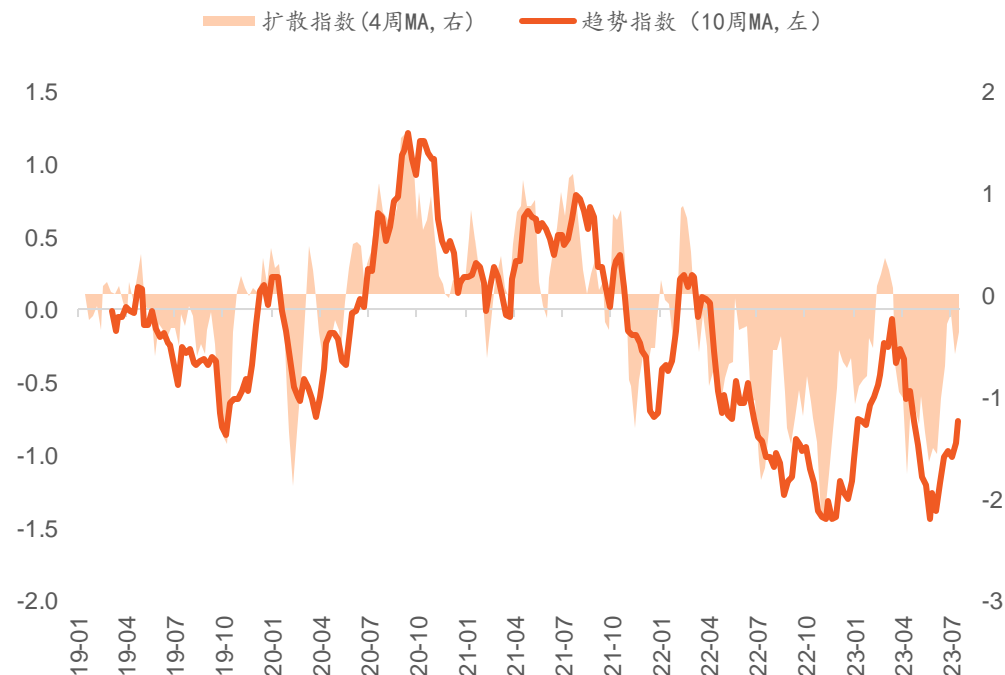
1.2 国内：淡季经济底部确认

7月中采制造业PMI为49.3%，环比回升0.3个百分点。3月以来PMI保持回落，6-7月底部探明。

7月PMI环比小幅回升 (%)



6-7月平安证券高频经济指数确认底部回升



1.2 国内：7月政治局会议召开，稳增长政策趋于积极

7月24日，政治局会议召开时间早于往年。对经济当前的问题做了清晰的判断，政策基调趋于积极，在具体的政策部署层面未有超预期的内容。

经济评价与政策基调

经济持续恢复、总体回升向好，面临新的困难挑战，主要是内需不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多，外部环境复杂。加大宏观调控力度，着力扩大内需，加强逆周期调节和政策储备。

积极的财政政策和稳健的货币政策

财政的重点是延续减税降费和加快地方政府专项债发行使用，未提及准财政。预计新增专项债9月底前发完。
发挥总量和结构性货币政策工具的使用，预计降准和结构性货币政策工具在三季度会有落地。

房地产

删除房住不炒，首次提出我国房地产市场供求关系发生重大变化，需要优化房地产政策，通过因城施政满足居民刚性和改善性住房需求，加大保障房供给。盘活存量房产等。

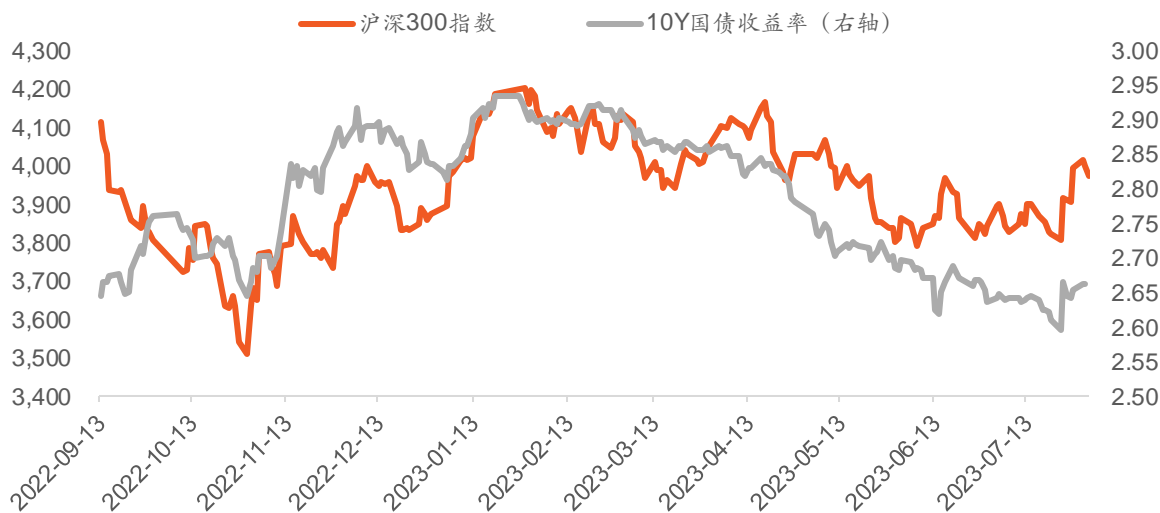
新提法

活跃资本市场，提升投资者信心。
稳就业提升到战略高度，通盘考虑。

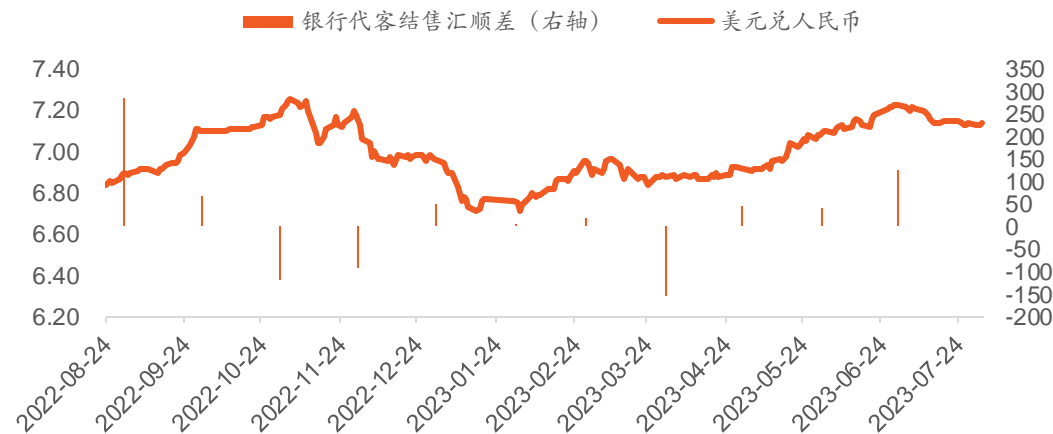
1.2 国内：预期支撑风险资产小幅企稳

7月重磅会议定调，基本面触底，风险资产小幅企稳：股市先跌后涨，全月上涨4%；10Y国债收益率上行2BP至2.66%；大宗商品表现略有起色，石化产业链和煤炭价格上涨，建筑产业链相对偏弱。人民币兑美元企稳。

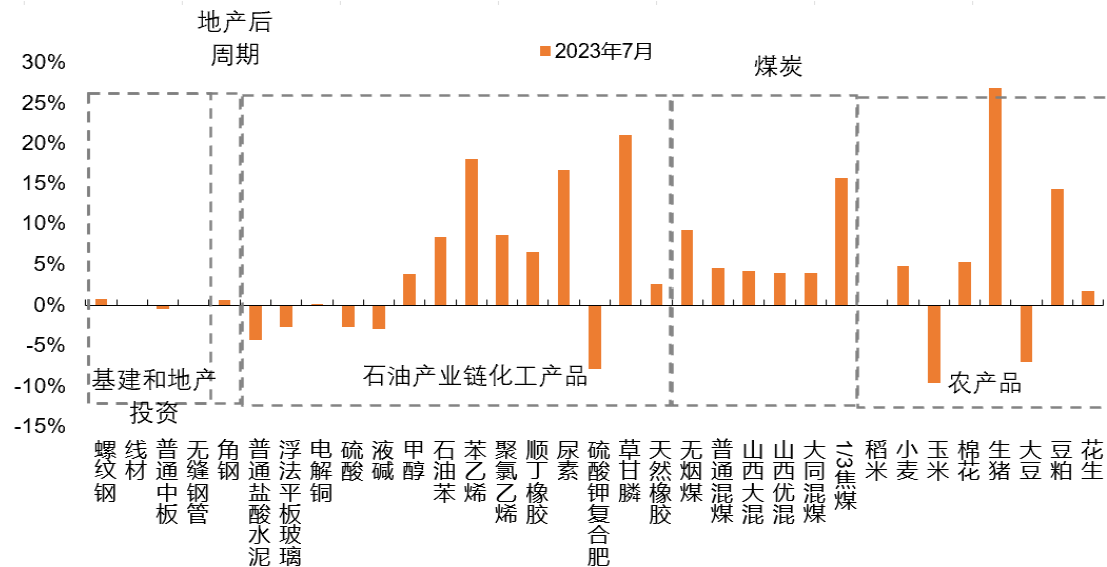
7月风险偏好有所提振（点，%）



7月人民币兑美元企稳（元，亿元）



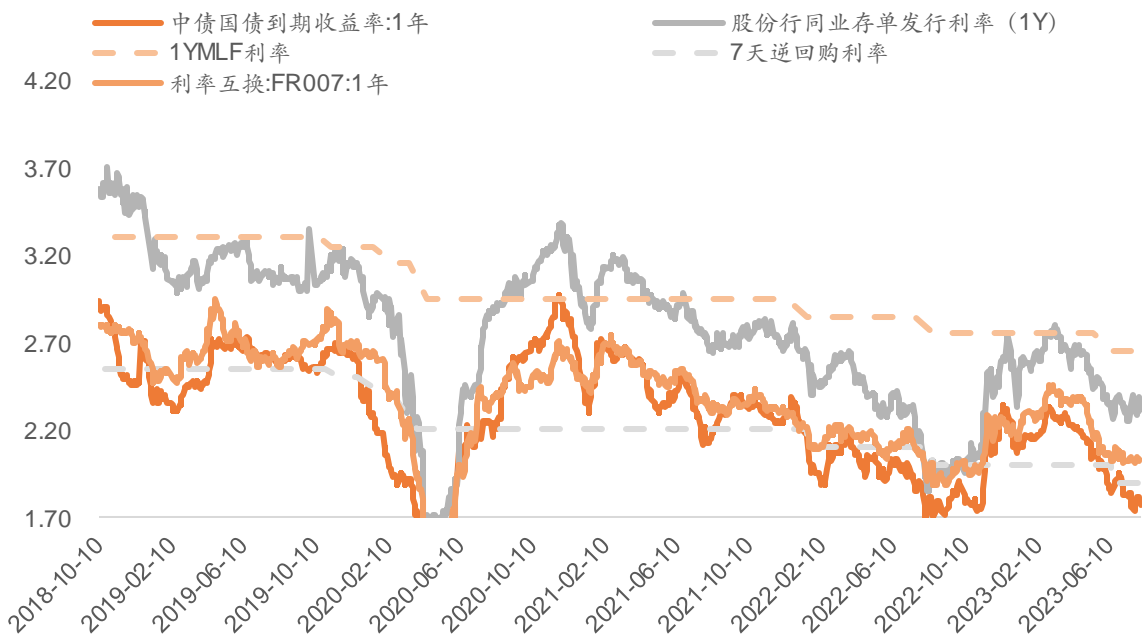
7月石化产业链和煤炭价格上涨，建筑产业链相对低迷（%）



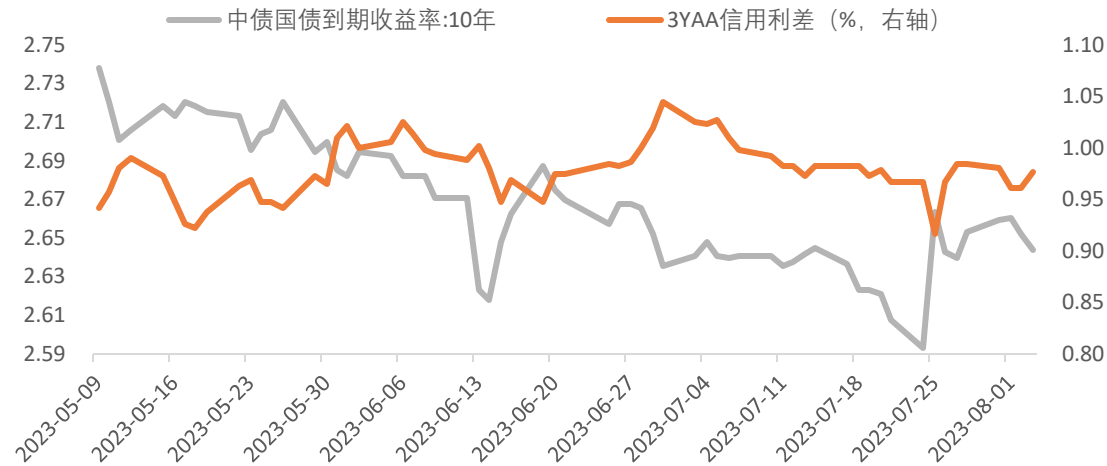
1.3 债券：资金及存单底部平稳，中短端品种较强，信用利差压缩

- (1) 资金及存单利率底部震荡：资金和存单利率底部震荡。1Y国债收益率在情绪和杠杆交易带动下进一步下行。
- (2) 曲线凸度上升：1Y以内和50年表现更好。
- (3) 信用利差小幅压缩。

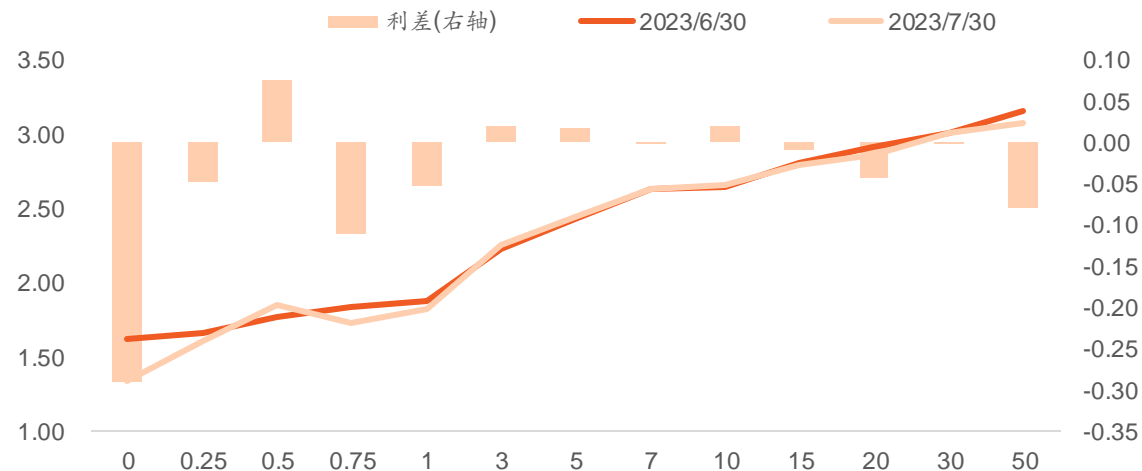
○ 资金及存单利率筑底(%)



● 7月3YAA信用利差压缩7BP (%)

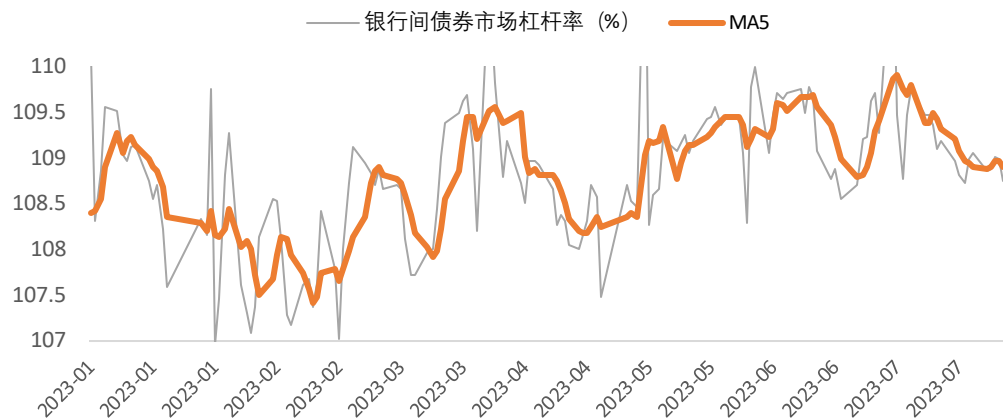


● 7月曲线变凸(国债)，短端和超长债表现更好(%)

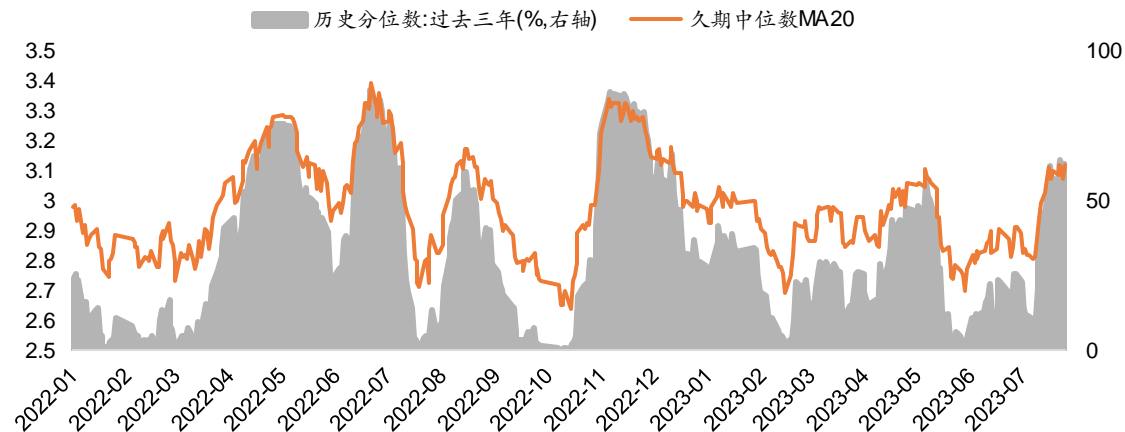


1.4 机构行为：7月市场维持高杠杆，公募加久期

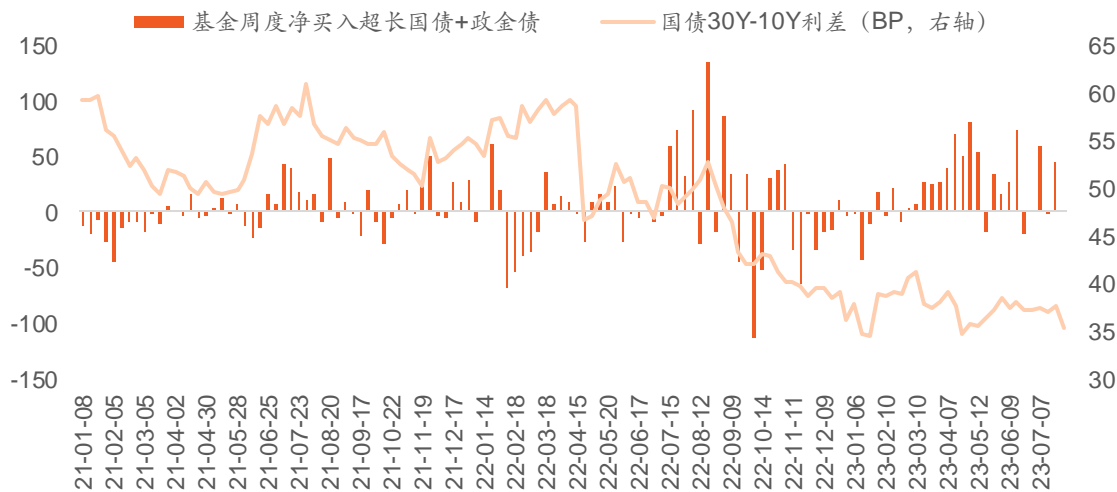
○ 7月全市场杠杆率维持高位 (%)



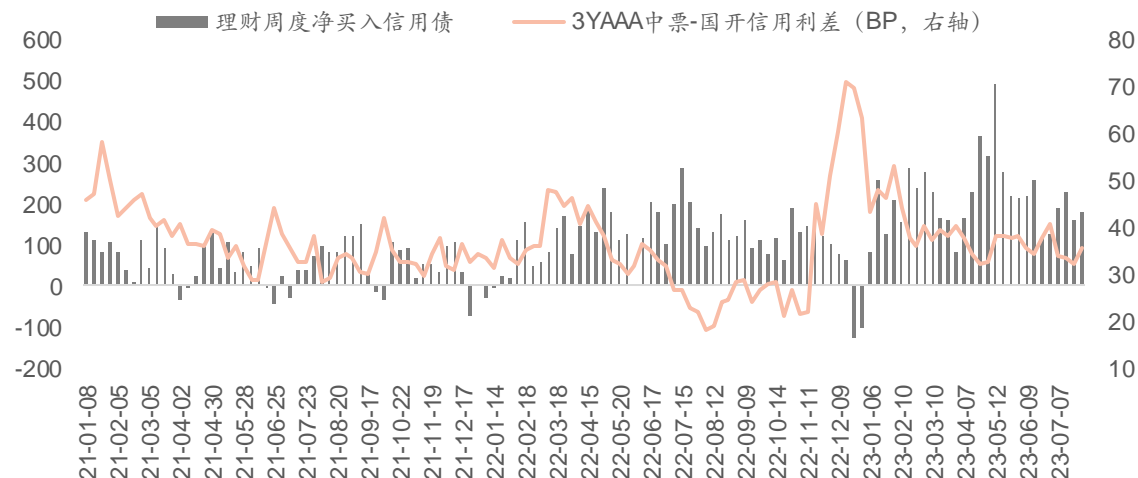
● 7月公募基金加久期(%)



● 7月基金买入超长债仍相对积极(%)



● 7月理财子的信用债净买入也保持偏高水平(%)





目录CONTENTS

● 市场回顾：7月风险资产略占优，但债市投资者并不悲观

○ 宏观与政策：三条线索

● 策略展望：8月利率中枢可能小幅上行，优先票息策略

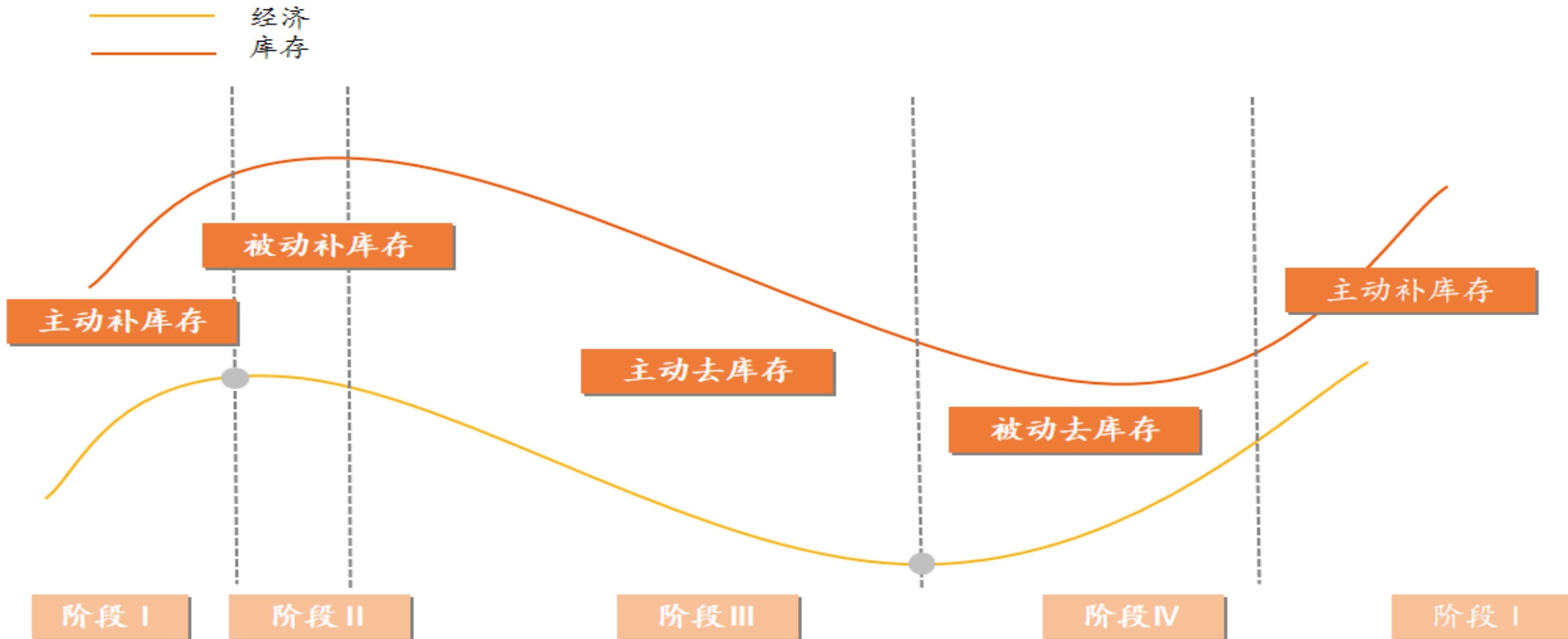
● 风险提示

Part 1 : 工业企业补库存，能驱动利率上行吗？

2.1 常规情况下，工业企业库存周期能够解释需求周期

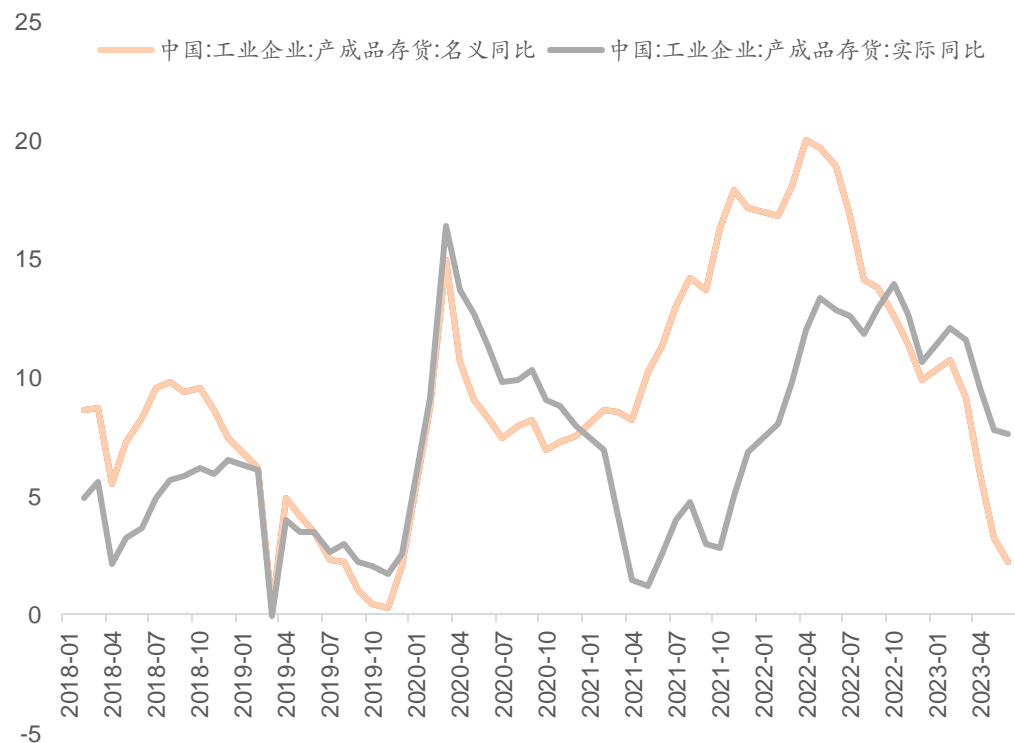
常规情况下，被动去库和主动补库期，经济上行，债市为熊市；被动补库和主动去库期，经济下行，债市为牛市。

○ 债券牛市在被动补库和主动去库期

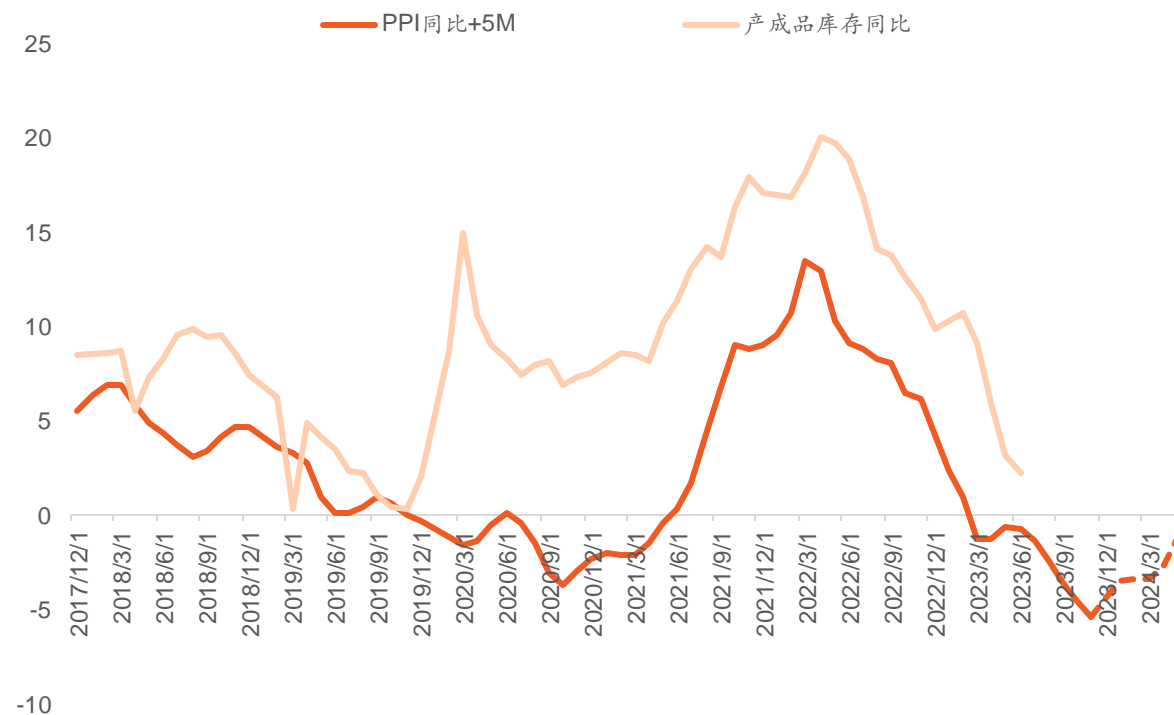


2.1 市场普遍认为年底经济大概率步入主动补库阶段

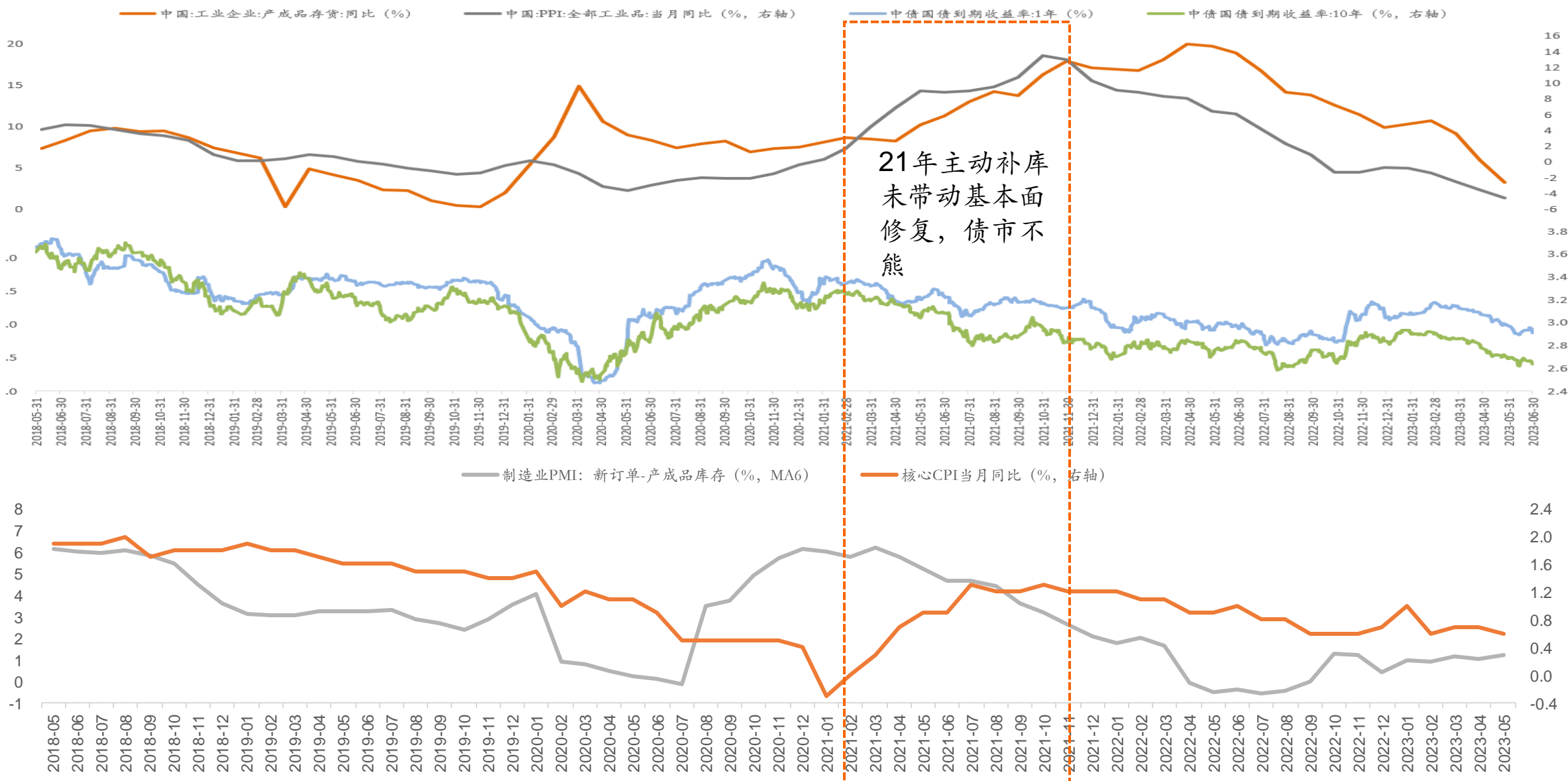
○ 实际库存不低，因此市场普遍认为去库仍会延续 (%)



● 从价格领先规律看，年底左右产成品库存见底 (%)



2.1 不过库存周期有时与总需求“脱锚”，例如21年主动补库、债市不能



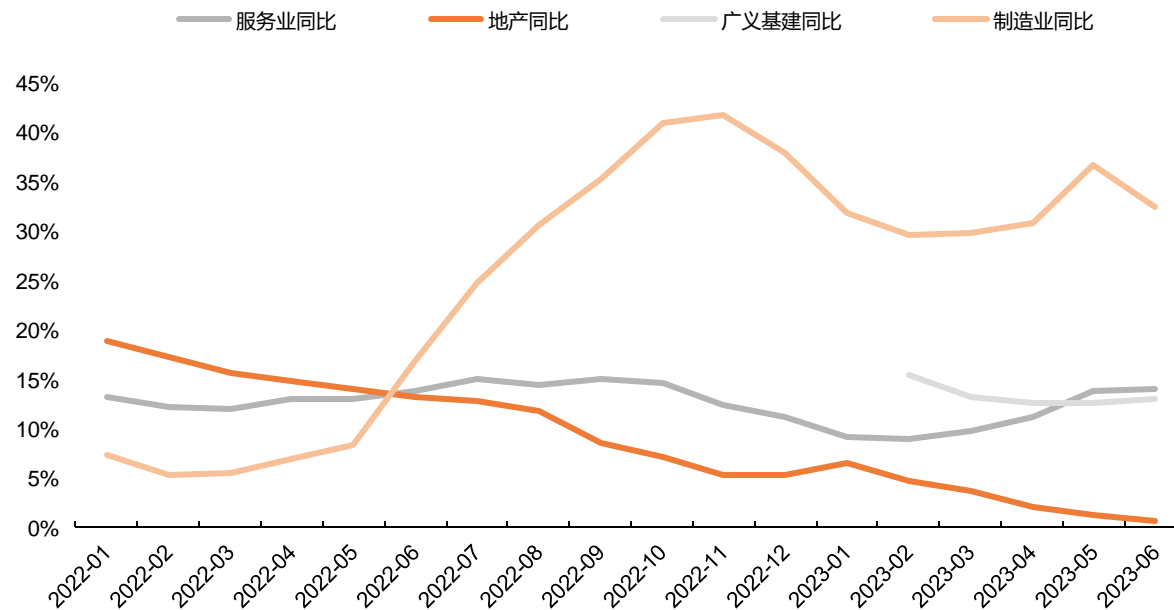
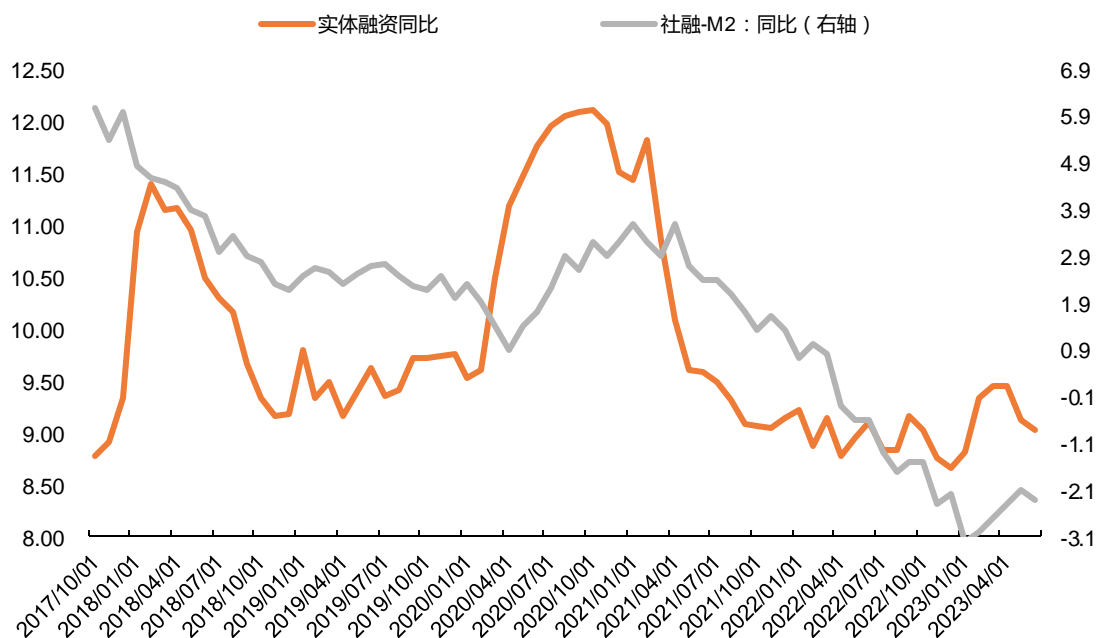
2.1 量、价背离反映出高质量增长的要求下，市场缺少承受高利率的主体

截至23年6月末，存量制造业中长贷占比为13%，地产中长贷占比为35%，二者体量不匹配，因此整体实体的风险利率因为结构调整呈现回落的状态，风险溢价在压缩。

无风险利率（国债）处于政策利率和风险利率之间，因此这两年的情形是政策利率和风险利率都下降，前者降得少；利率债和信用债收益率都下降，前者降得少。

○ 年初信贷脉冲比较强劲 (%)

● 但以批发低价大量投喂给制造业 (%)

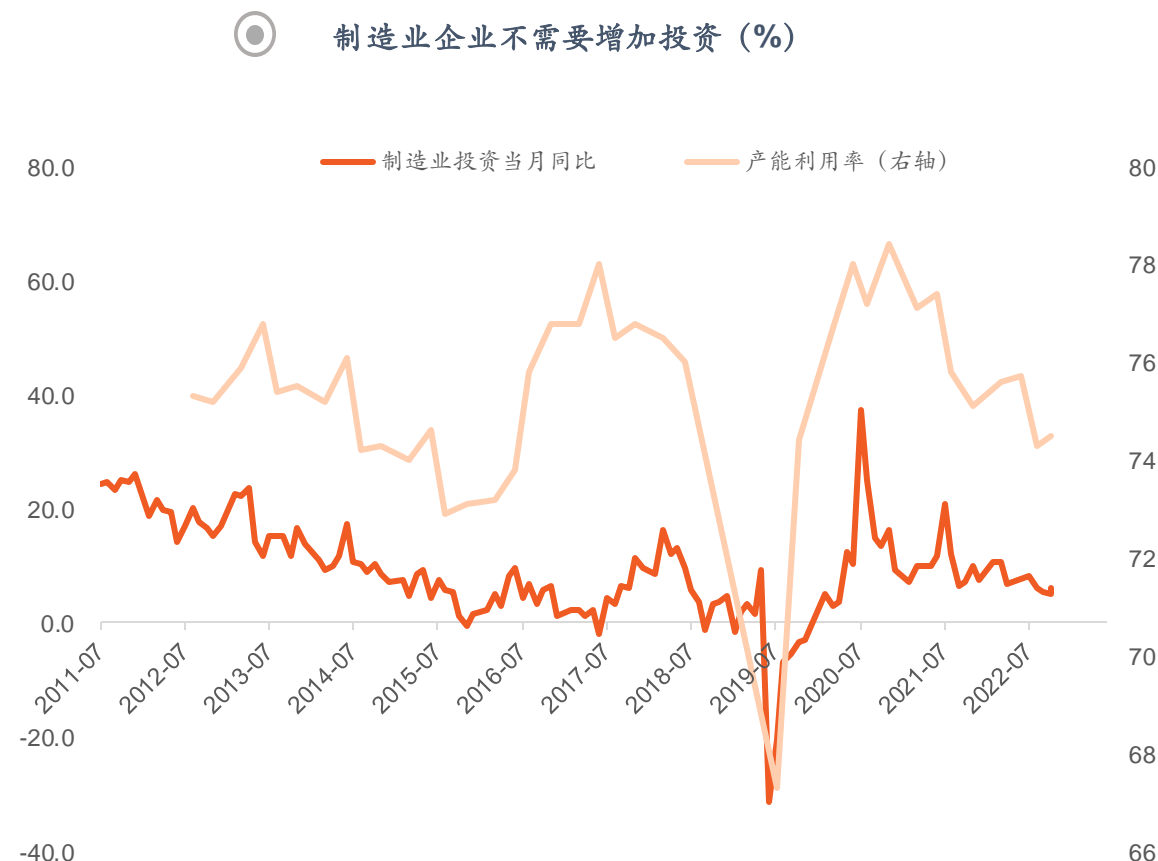
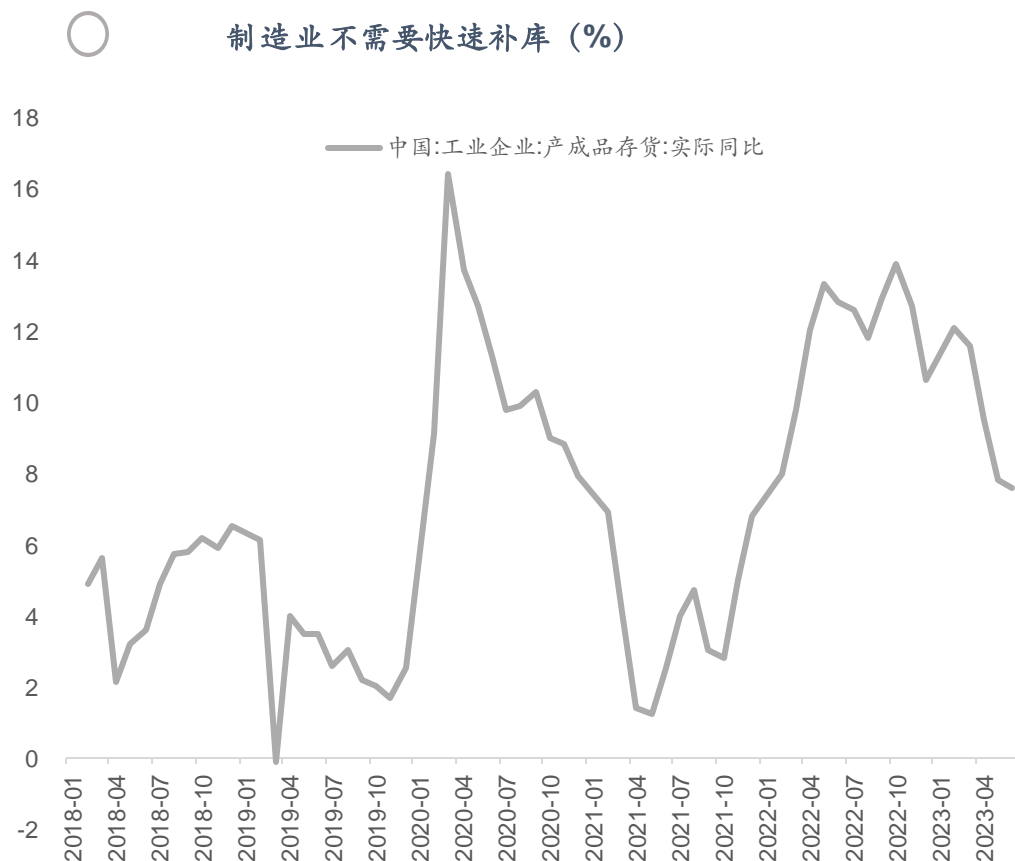


资料来源：Wind，右图是中长期贷款余额同比，平安证券研究所

2.1 制造业企业不缺现金流，即便补库也难以驱动利率快速上行

制造业企业库存处于中性水平，产能利用率处于低位，供给偏过剩。

制造业企业不缺现金流，即便补库也难以驱动利率快速上行。



Part 2：放开地产政策意味着什么？

- 1、需要降息降准给银行减负
- 2、消费不会有太大起色
- 3、认房不认贷放开，短期内可能释放一些刚性需求，但空间不大

2.2 调降存量房贷利率在路上，对消费的提振相对有限

存量房贷利率比新增房贷利率高出**70BP**。22年末五大行存量房贷利率均值为4.78%，23年5月全国首套新发平均房贷利率为4.06%。

极端情况下，银行一次性调降存量房贷利率**70BP**，相当于一年给居民节约利息**2700亿元**，对应现值**3万亿**。23年3月个人购房贷款存量**38.9万亿**，按照**70BP**估算，相当于一年节约利息约**2700亿**。按照房贷平均存续期为**15年**，折现率为**4%**估算，相当于一次性补贴居民**3万亿**的现值。

居民得到的补贴规模可能有助于“吃喝玩乐”消费，对房、车等大件支出的提振力量有限。



存量房贷利率比新增房贷利率高**70BP**左右 (%)

	2022年末个人贷款平均利率	2022年末个人贷款平均余额 (亿元)
工商银行	4.69%	97222
中国银行	4.84%	55545
建设银行	4.86%	80696
农业银行	4.64%	74006
交通银行	4.87%	22879
均值	4.78%	-
合计值	-	330349



降低房贷利率补贴居民量级对比 (万亿)

	规模
2021居民可支配收入	68万亿
2022年社会零售总额	44万亿
23年6月末M1余额	70万亿
2022年新增社融	30万亿
调降存量房贷利率补贴居民	3万亿现值，每年2700亿流量

2.2 银行利润被侵蚀，调降房贷利率的动力不足

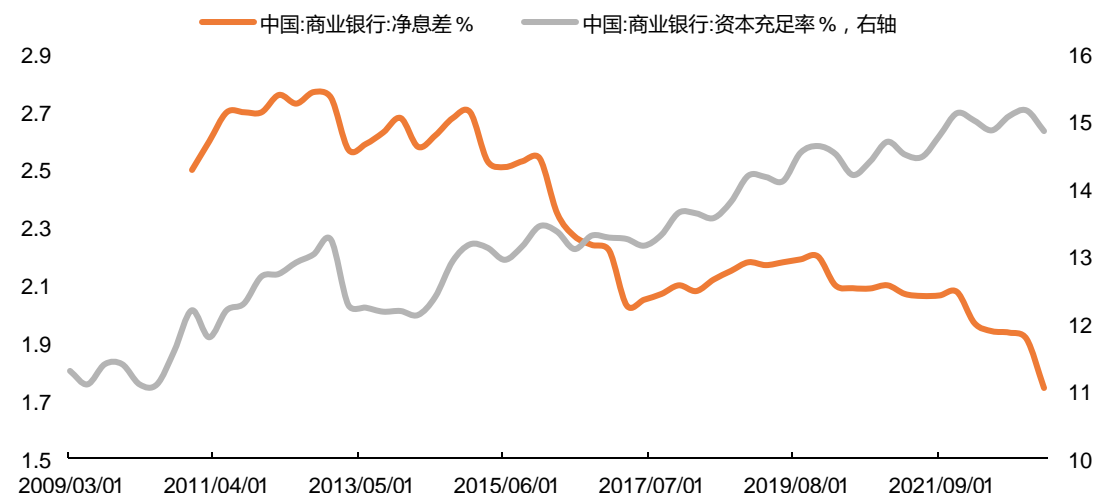
参考历史，银行不愿意主动调降利率。2008-2009年，五大行存量个人贷款利率调降约190BP，估算大行主动置换存量贷款的比重不足10%。

目前银行资本相对充足，但是净息差会再创新低。调降70BP折算成现值，将影响资本充足率1.5%，使之回到15-16年水平。不过净息差会压缩20BP，并创新低至1.53%。

○ 2008-2009年五大行存量个人贷款利率调降约190BP (%)

	2008	2009
工商银行	7.13%	4.93%
中国银行	6.92%	5.18%
建设银行	7.04%	4.98%
农业银行	7.21%	5.29%
交通银行	7.27%	5.71%
均值	7.11%	5.22%

● 调降存款利率以后，净息差会压缩20BP (%)



2.2 除了房贷利率下调，化解隐债的一揽子方案可能也涉及展期将利息

化债方案中贷款降息及展期也会侵蚀银行利润空间。一揽子化债核心包括两部分，第一部分是地方债限额储备规模置换城投债，估计是1万亿，本质是杠杆从地方腾挪到中央。第二部分是参照遵义案例，贷款展期，贷款利率下调，在考核层面不计入坏账。本质是杠杆在时间和空间上腾挪，地方未来担一部分，银行担一部分。



一揽子化债方案的可能选项

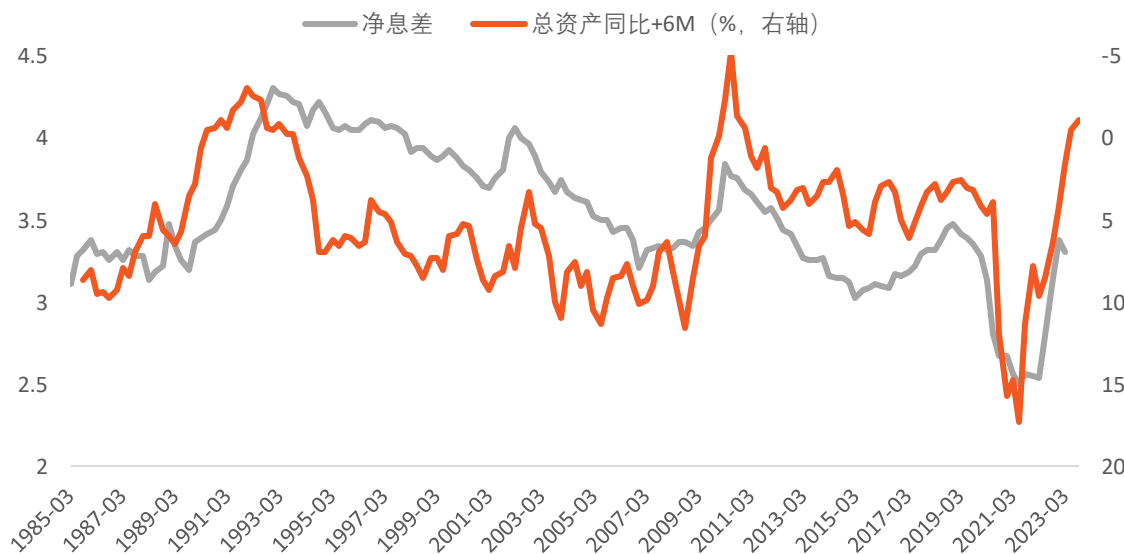
政策类型		政策解释
首先解决流动性风险	给予隐性债务展期降息更多的支持	1、适当将隐债化解的最后日期后移，这样更能够平滑每年的还本压力，有利于银行帮做展期。 2、参考房地产金融 17 条措施，允许隐性债务展期后不下调贷款分类。 3、央行通过再贷款等工具为银行置换高成本隐性债务提供低成本负债。
	升级扩面建制县试点	1、利用地方政府债结存限额发行再融资债对更多的建制县乃至建制市的隐性债务进行置换，22 年末各省合计还有 2.3 万亿结存限额。 2、各地结存限额差异较大，可以收回各省一定比例的地方债额度进行全国统筹，给予债务压力地区更多置换隐债的额度，给予发达地区更多新增额度（该新增额度可以视经济状况而决定在 23 年还是 24 年投放）。
	激活资产尤其是土地	1、继续通过 REITs 等方式盘活地方政府存量资产，但更重要的是避免地方政府手中的土地资产进一步贬值。 2、可以在优化热门城市地产四限政策的同时，上收一部分卖地收入作为中央加大向落后地区转移支付的资金来源。
	短期内继续优先呵护债券	债券涉及投资者众多，透明度高，风险传染性强，因此预计仍会优先安排兑付。
	追赃挽损	继续深挖地方政府项目建设和城投融资领域的腐败案件，从涉案人员中追回部分损失。
其次加强长期制度建设	在全国复制江苏模式	对城投全口径债务增速、结构和成本进行管控，匹配名义 GDP 增速和项目现金流。
	压降弱主体债券存量	继续压降弱主体发债规模以及在有息负债的占比，使得其债券占比与信用资质相匹配。

2.2 需要降息/降低存款利率，以支持银行调降资产端利率

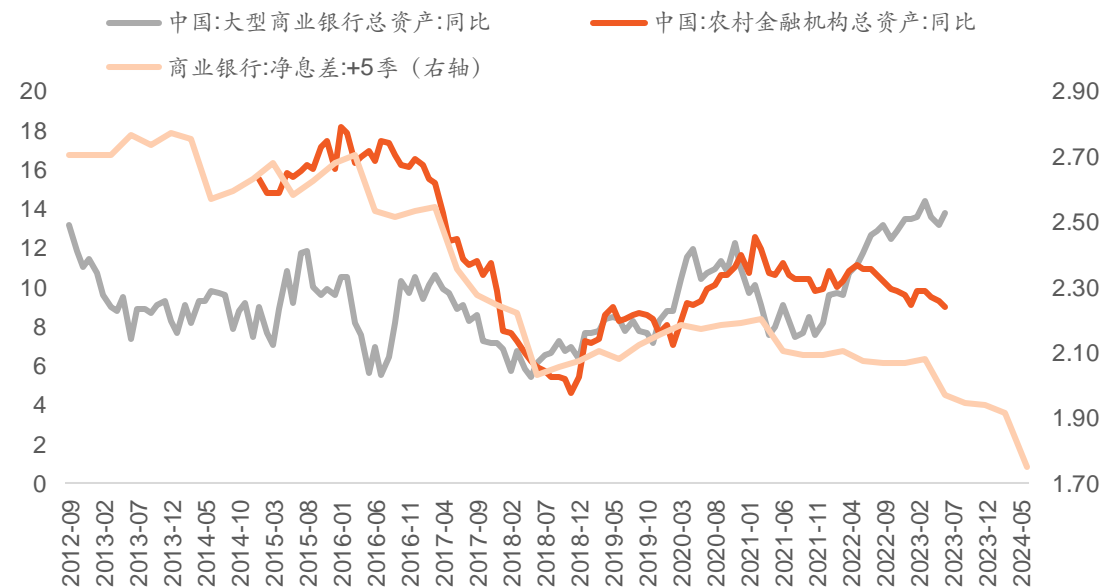
由于银行资产端利率降幅远大于负债端，结果是银行稳健性下降、银行扩表意愿下降。在美国，银行缩表大约领先净息差走阔6个月，意味着银行扩表到净息差大幅收窄以后，继续扩张不具备经济价值，会缩表（紧信用）来调节利润（净息差）。

要实现“宽信用”，需要降低存款利率/降息/降准等方式保护银行利益。在我国，银行的扩表、特别是大行有一定的行政色彩，实际上中小行21年以来的缩表已经反映出净息差压缩的影响。因此，如果需要“宽信用”，一方面银行的利益不能过度受损，另一方面也要兼顾实体的加杠杆需求。即金融与实体两个部门都不能走入“资产负债表衰退”的状态。

○ 美国银行缩表领先净息差走阔6个月 (%)



⊙ 净息差压缩增加银行扩表压力 (%)



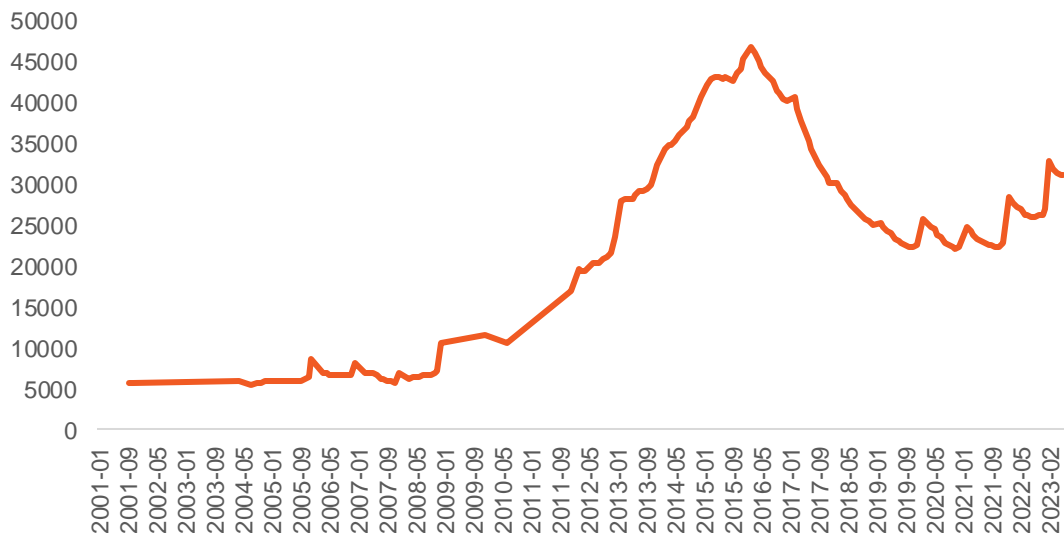
2.2 “认房不认贷” 放开短期内能释放刚性需求，长期仍然不乐观

从人口和库存看，当前的地产销售水平没有明显偏低。当前“认房不认贷”政策已经频频传出声音，大概率可以在因城施政框架下在一线城市实施。短期能够释放一些刚性需求，不过空间可能相对有限：当前20-49岁人口低于05-06年，但库存远高于当时，新开工面积可以比05-06年更低。



从人口和库存看，当前的地产销售水平没有明显低于潜在值（万平、万人）

中国:商品房待售面积:住宅:累计值 (万平方米)



我国20-49岁人口 (万人) 月房屋新开工面积12M滚动求和 (万平, 右轴)

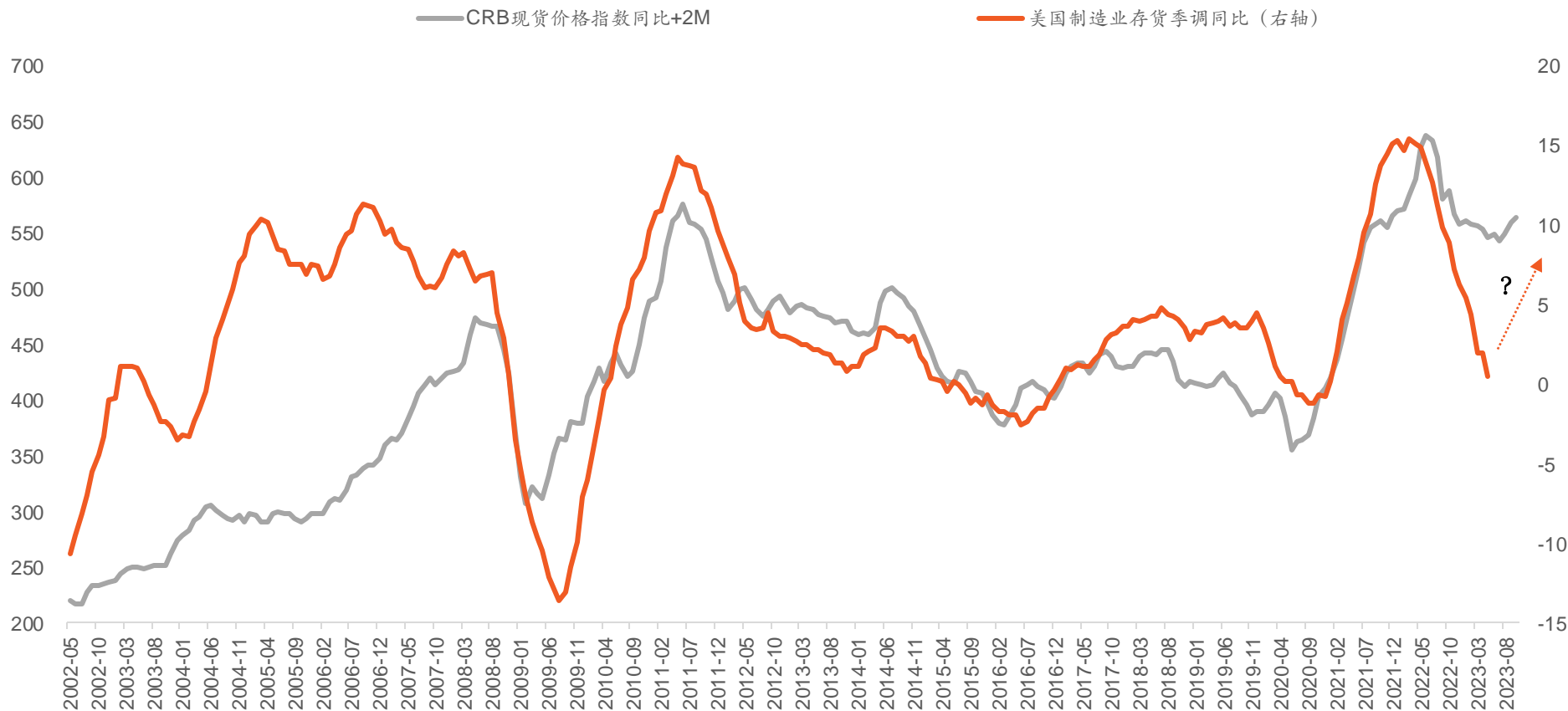


Part 3: 美国库存周期见底了吗?

- 1、可能是个短期的水花，三季度同国内政策共振带动risk on
- 2、美国库存周期真正见底可能要到24年三季度

2.3 近期，市场开始关注美国制造业补库，甚至认为美国将免于衰退

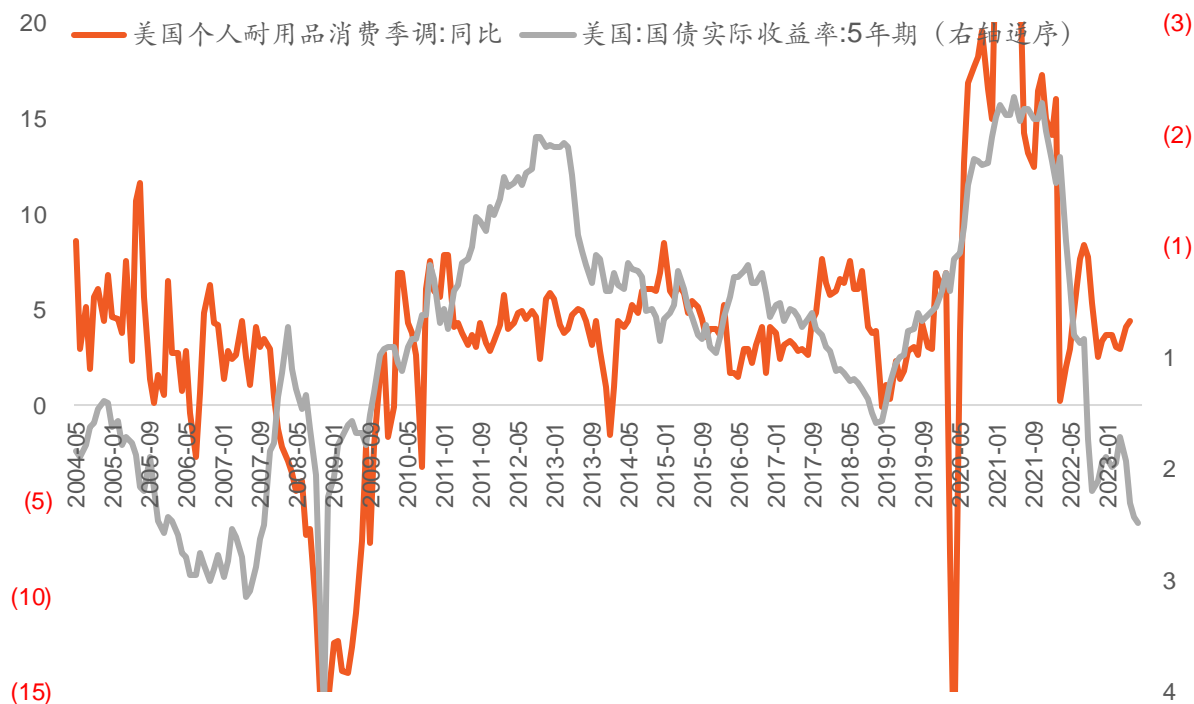
○ 部分投资者观察到领先指标CRB价格企稳，认为美国制造业补库即将启动 (%)



2.3 我们认为这个补库可能有，但不会持续

实际利率决定居民耐用品消费，耐用品消费领先库存2-3个季度。

○ 美国耐用品消费由实际利率决定，即便停止加息，实际利率仍会延续上行 (%)



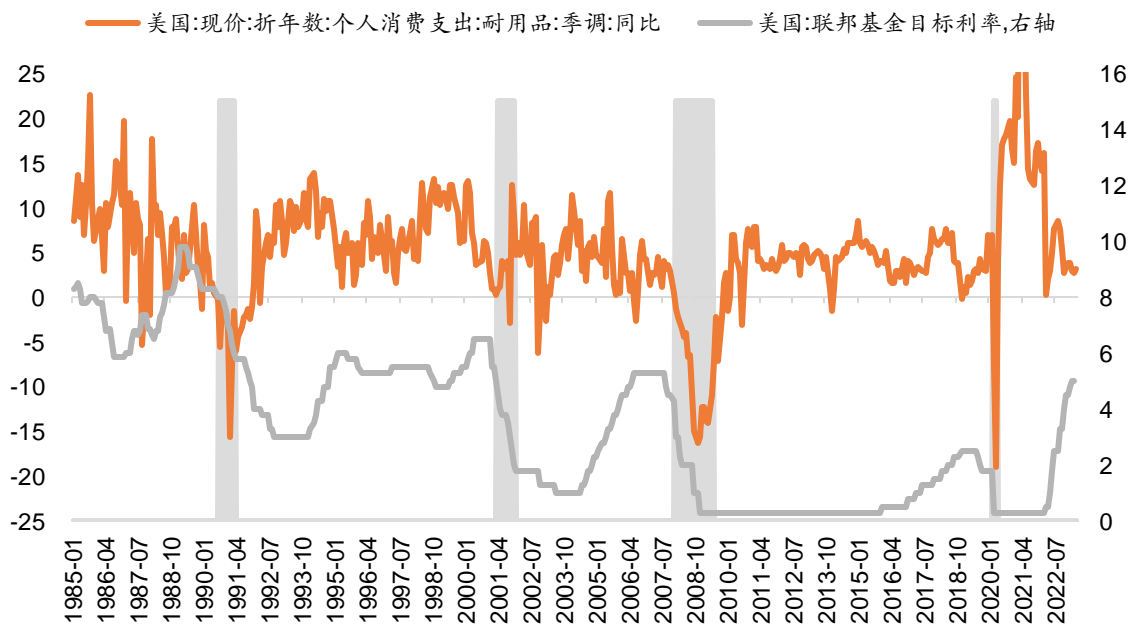
● 耐用品消费领先库存2-3季度，目前消费尚未见底 (%)



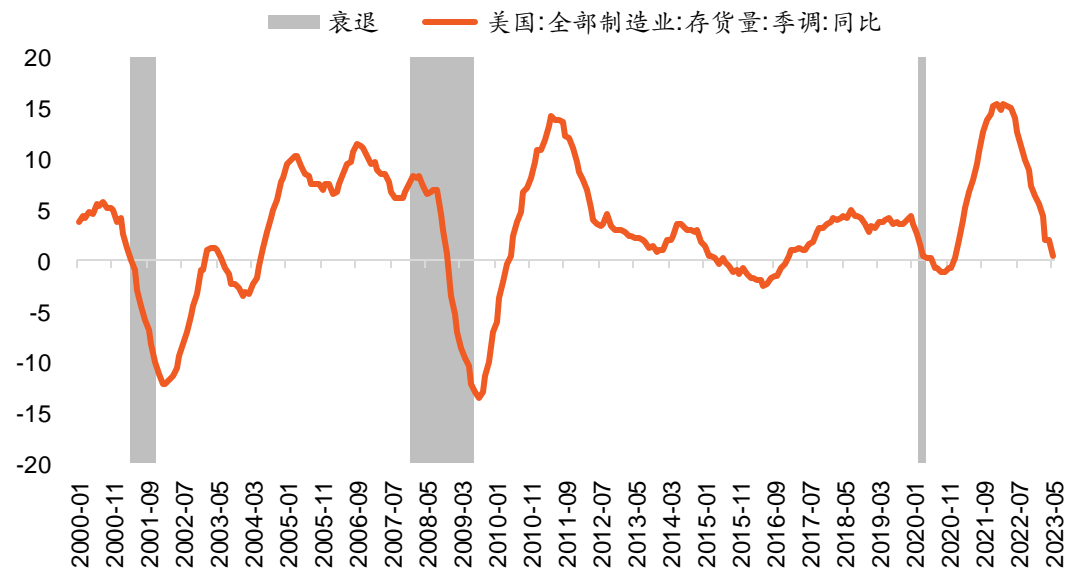
2.3 消费见底出现在衰退中后期，库存见底在衰退结束后

消费见底多出现在衰退的中后期，库存周期见底出现在衰退结束后。

○ 消费见底多出现在衰退中后期 (%)

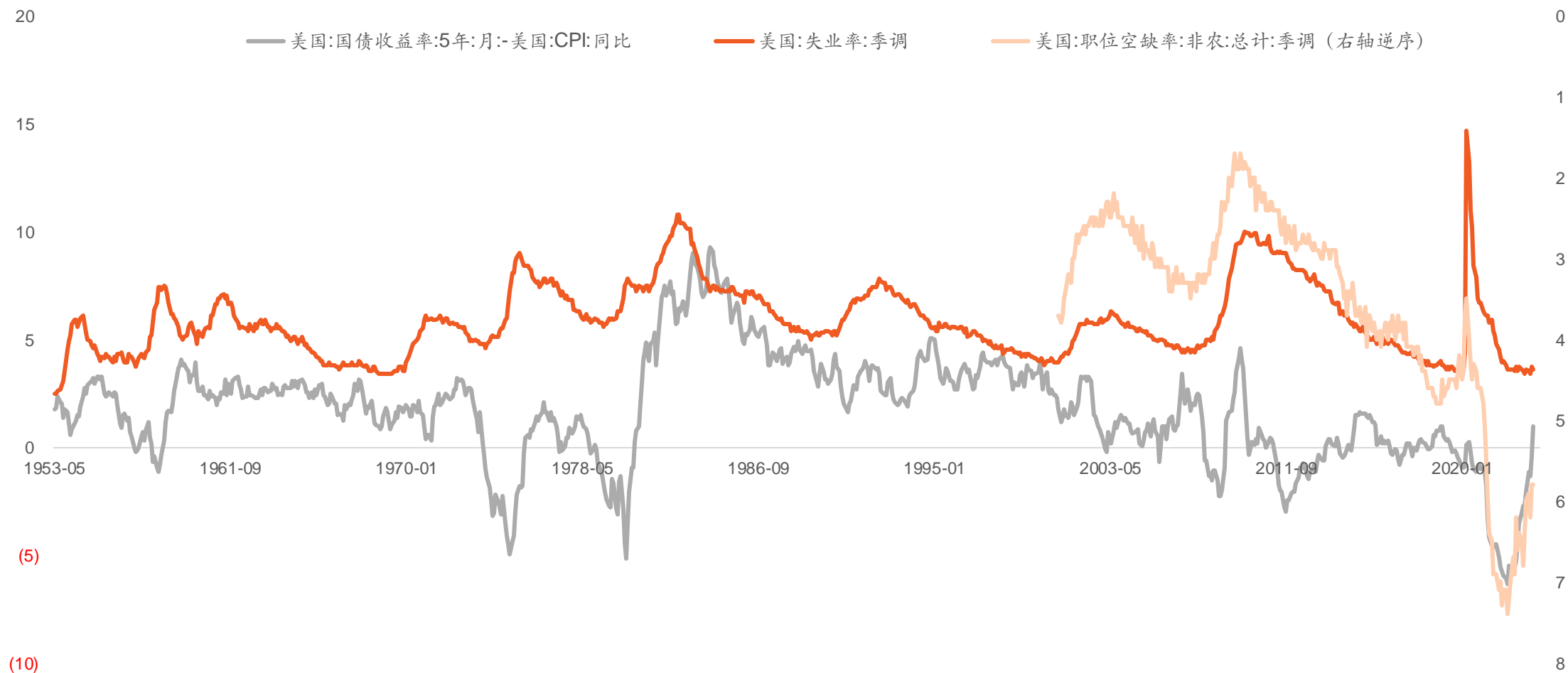


● 美国库存周期多于衰退结束后见底 (%)



2.3 只要实际利率持续上行，说软着陆就为时尚早

○ 目前说软着陆可能为时尚早 (%)





目录CONTENTS

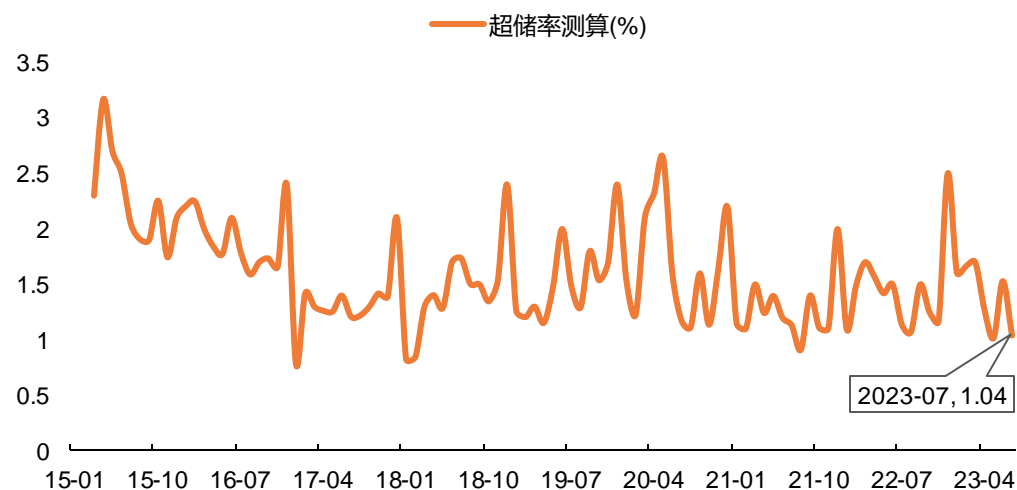
- 市场回顾：7月风险资产略占优，但债市投资者并不悲观
- 宏观与政策：三条线索
- 策略展望：8月利率中枢可能小幅上行，优先票息策略
- 风险提示

3.1 当前超储率在历史偏低水平

考虑到7月央行OMO整体回笼、季初月政府存款往往上升等因素，我们测算7月底的超储率约1.04%，已在历史偏低水平。

8月不是传统意义上的财政收入或支出大月，但整体对资金面也没有额外的支撑因素，8月超储率相比7月往往有下降。

○ 预计7月超储率在1.04%，位于历史偏低水平 (%)



⊙ 历史上8月超储率相对7月往往有回落 (%)

	6月	7月	8月	9月
2018	1.70	1.74	1.50	1.50
2019	2.00	1.48	1.29	1.80
2020	1.60	1.18	1.12	1.60
2021	1.20	1.13	0.91	1.40
2022	1.50	1.14	1.07	1.50
2023	1.53	1.04		

3.1 8月资金面可能是需要关注的扰动因素，降准的可能性较高

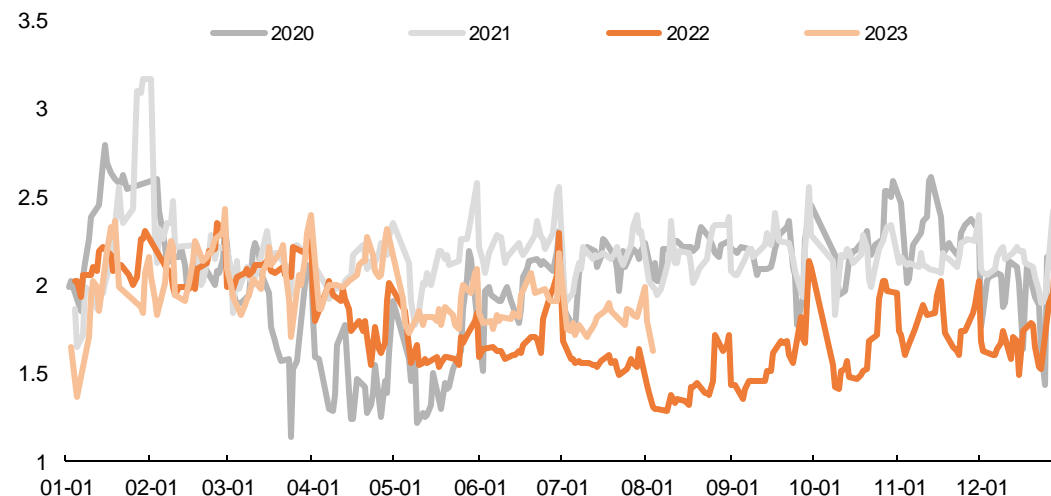
8月政府债的供给压力较大。今年以来地方债发行速度整体偏慢。1-7月国债发行进度约33%，地方债约65%，发行进度整体慢于22年的42%和91%。7月的政治局会议中提到加快地方政府专项债券的发行和使用；此外据21世纪经济报道，23年新增专项债需要在9月底前发行完毕，意味着这部分对应至少每月6500亿的净融资，国债+地方债供给可能超过1万亿。

供给压力下，资金面可能是需要关注的扰动因素。8月地方债供给放量，超储率偏低，央行可能配合降准平抑资金面。

○ 今年以来政府债发行速度整体偏慢，8-12月预计还有3.7万亿额度

	1-7月发行量 (亿元)	全年额度 (亿元)	发行占比	剩余额度 (亿元)
国债	10445	31600	33.05%	21155
地方债	29581	45200	65.44%	15619
其中：专项债	24936	38000	65.62%	13064

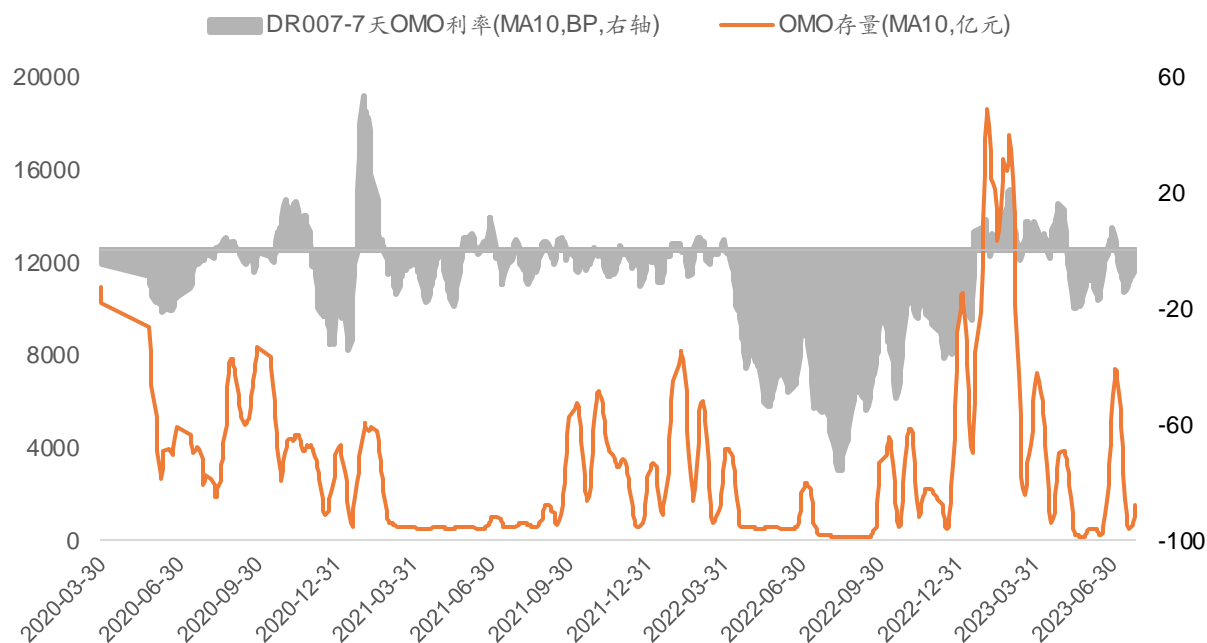
● 当前资金价格（DR007）处在偏低水平，向后看资金面是需要关注的扰动因素（%）



3.1 资金中枢较7月小幅上行

7月末时点流动性充裕，8月资金面是债券供给上升与央行流动性投放的合力。如果降准且国债+地方债净供给达到1万亿，DR中枢可能上行10BP在1.9%左右（7天逆回购利率）。

○ 7月末OMO余额回到低位，时点流动性宽松（亿元，BP）



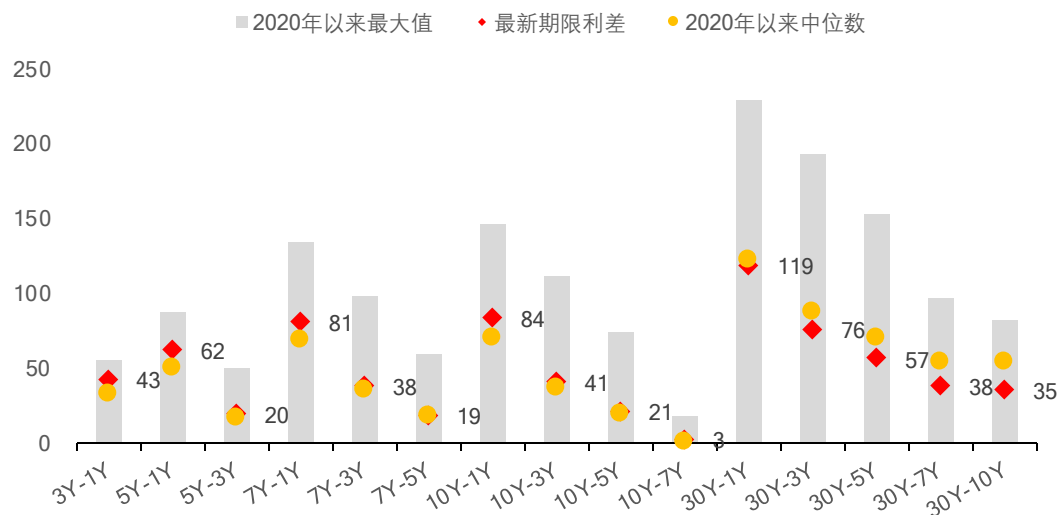
◎ 8月DR007价格中枢或较7月小幅上行10BP，回到6月水平（%）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2019	2.51	2.44	2.59	2.62	2.58	2.41	2.50	2.64	2.63	2.65	2.53	2.34
2020	2.40	2.17	1.84	1.46	1.54	1.98	2.10	2.19	2.17	2.24	2.29	1.99
2021	2.25	2.28	2.12	2.11	2.12	2.25	2.16	2.15	2.18	2.17	2.16	2.16
2022	2.10	2.09	2.09	1.82	1.63	1.72	1.56	1.42	1.60	1.65	1.78	1.76
2023	1.91	2.11	2.05	2.06	1.85	1.89	1.80	?				

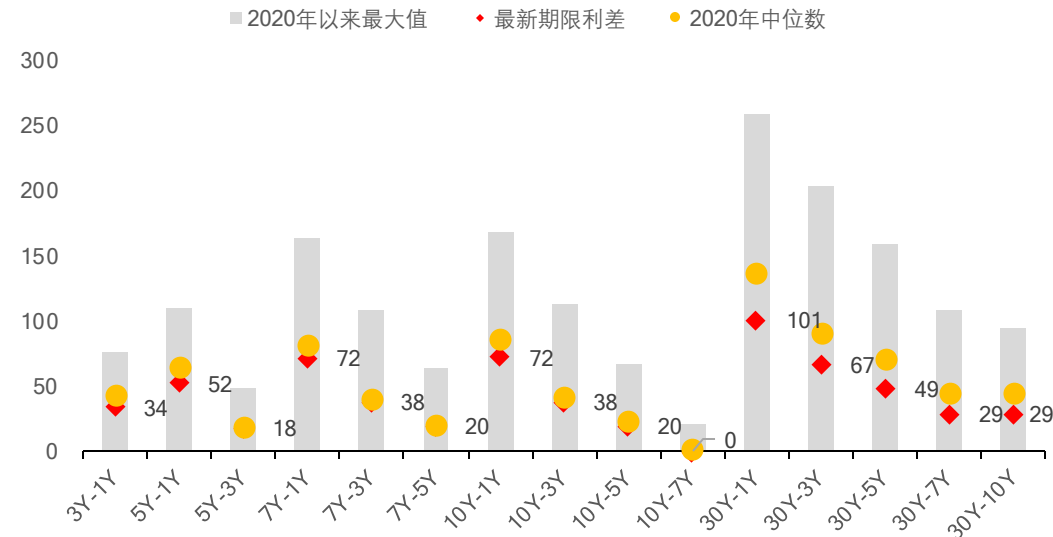
3.2 8月中短端杠杆套息为主，3-5Y国债相对性价比提升

- 中短端套息策略仍能维持，其中资产端**3-5Y**国债性价比提升；
- 资金端因为月初资金价格较低，可考虑拉长期限。

● 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 8月长端震荡中枢或有小幅上行

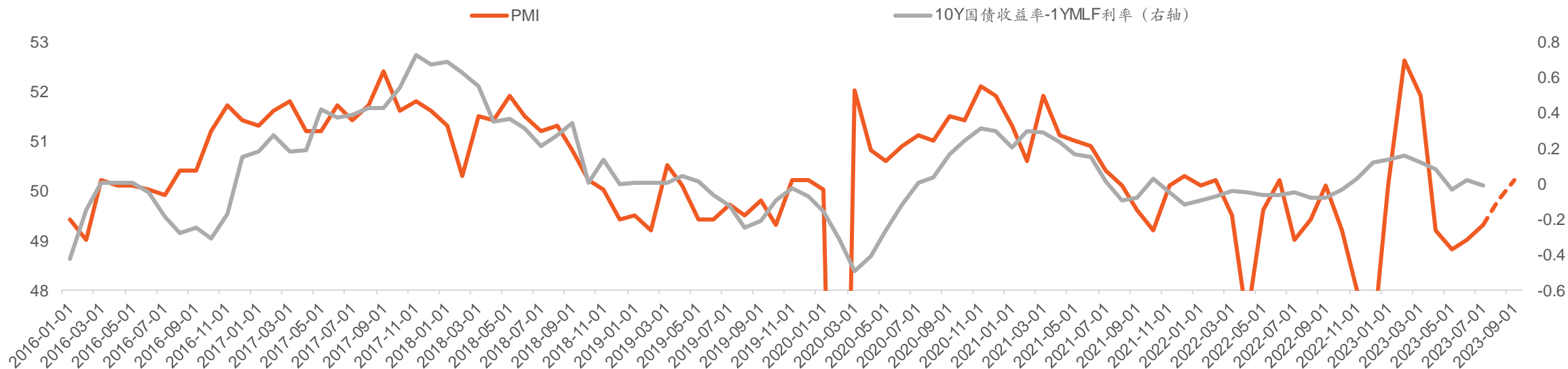
- 8-10月长端预计定价政策效果，可能有小幅调整压力。

- 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，区间可能上行至2.70%-2.80%。

(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。

○ 8-10月实物工作量落地，增量政策细则落地，基本面修复带动长端调整 (%)



3.2 品种建议

- 信用债：整体估值好于利率债。估值优势部位有2年左右隐含AA（2）城投债，3年左右隐含AA+到AAA-产业债。

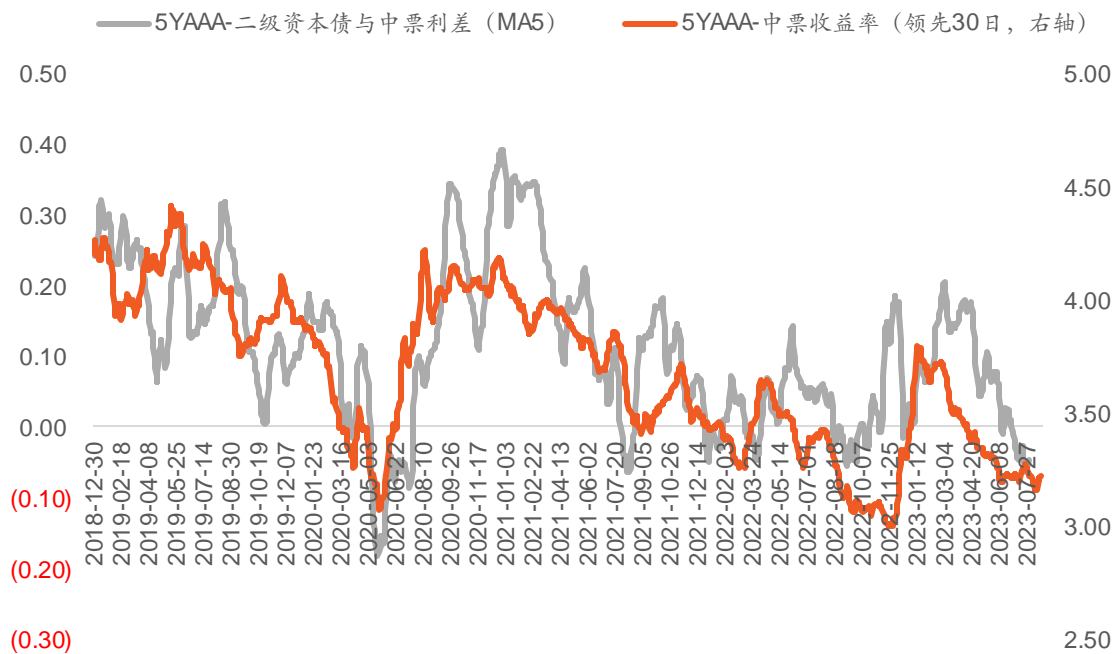
○ 信用债收益率及历史分位数(%, BP)

		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		
					收益率			信用利差			期限利差								
		1Y	2Y	3Y	1Y	2Y	3Y	1Y	2Y	3Y	3-1Y	2-1Y	3-2Y	1Y	2Y	3Y	1Y	2Y	3Y
中短票	AAA	2.44	2.66	2.77	11.7	10.6	8.8	39.2	35.6	32.4	38.0	48.4	31.2	39.9	32.2	22.6	0.5	0.4	0.3
	AAA-	2.49	2.71	2.92	11.3	10.1	10.0	32.6	27.1	49.7	57.4	46.8	73.1	38.8	28.2	28.6	0.5	0.4	0.4
	AA+	2.54	2.76	2.99	10.8	9.5	9.5	28.6	21.4	38.2	57.7	46.7	70.2	37.4	26.1	25.7	0.4	0.3	0.3
	AA	2.59	3.02	3.38	9.5	13.6	13.2	14.3	31.9	53.4	91.4	90.0	75.9	32.3	38.4	46.9	0.4	0.5	0.6
	AA-	5.01	5.44	5.80	16.2	17.3	18.1	65.3	81.8	88.6	85.6	82.0	74.7	35.3	41.6	49.6	0.7	0.9	1.2
城投债	AAA	2.47	2.67	2.79	12.3	9.9	8.3	39.4	31.6	28.9	41.3	46.7	35.7	45.5	30.7	22.2	0.5	0.4	0.3
	AA+	2.55	2.82	3.02	11.8	11.0	10.5	34.6	39.9	54.0	64.9	62.6	63.2	44.4	37.7	32.7	0.5	0.5	0.4
	AA	2.64	3.06	3.27	11.3	14.3	12.9	28.6	49.5	58.2	83.9	95.9	46.3	44.4	52.7	44.2	0.5	0.6	0.5
	AA(2)	2.82	3.34	3.68	11.5	18.9	19.1	26.9	52.3	62.6	93.9	96.4	67.0	53.4	69.4	69.3	0.6	0.7	0.8
	AA-	3.89	5.44	6.00	3.0	42.8	58.9	27.6	87.2	93.6	99.8	99.7	90.1	-18.5	59.8	76.4	-0.3	1.0	1.4
银行永续国开债																			
	AAA-	2.63	3.14	3.39	12.2	13.7	8.5	23.1	35.8	41.2	68.8	57.3	42.8	49.0	49.6	35.1	0.5	0.6	0.5
	AA+	2.67	3.19	3.49	12.3	13.8	8.3	21.5	32.5	29.7	67.7	54.7	37.9	49.4	49.6	40.1	0.5	0.6	0.5
	AA	3.10	3.61	3.98	15.6	14.6	10.0	18.7	19.1	14.0	54.4	44.6	52.7	70.4	68.6	52.1	0.7	0.8	0.7
	AA-	4.28	5.00	5.49	23.6	37.8	40.1	94.1	95.4	91.7	85.0	82.2	49.2	84.0	98.6	93.1	1.3	1.8	1.7
国开债	2.03	2.40	2.58	10.7	7.6	6.5				29.8	30.4	44.4	34.0	11.2	12.5	0.5	0.2	0.2	

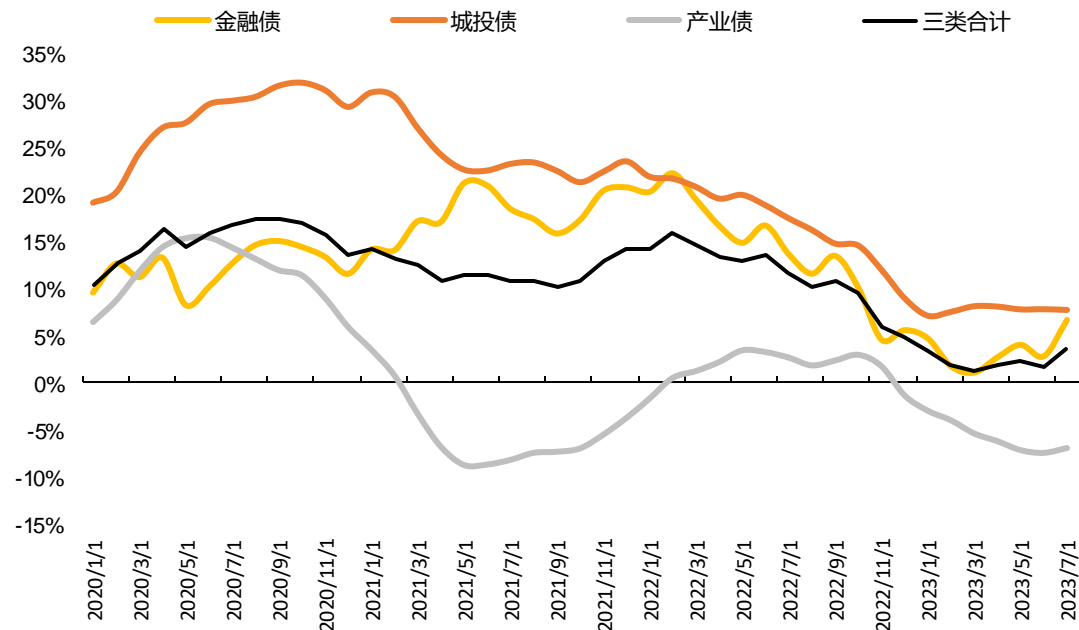
3.2 品种建议

- 银行二永债供给放量，估值达到极致水平，利率或有上行压力。

○ 5YAAA-二级资本债利差已经达到21年以来的-5BP底部区域(%)



● 金融债余额同比攀升 (%)





目录CONTENTS

- 市场回顾：7月风险资产略占优，但债市投资者并不悲观
 - 宏观与政策：三条线索
 - 策略展望：8月利率中枢可能小幅上行，优先票息策略
- 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。