

政策的边际影响探讨 ——2023年9月宏观利率策略

2023年9月6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

- **8月美联储发表鹰派言论，国内降息及一揽子政策官宣。** 8月美国花旗经济意外指数见顶回落，但美联储在年会中释放鹰派言论，资产价格多数回落，美元一枝独秀。8月继政治局会议后，超预期降息及关乎地产、股市在内的一揽子政策官宣，风险资产大幅下跌后于月底企稳。全月曲线平坦化并呈现分化：短端由于资金偏紧有所上行，长端及超长债下行5-10BP，低于降息幅度；信用债走势高于利率债。全市场降杠杆，公募先进攻后防守，理财需求相对平稳。
- **地产新政和外需共振带来温和修复。** (1) 8月末地产优化政策密集出台，首套房认定标准、首付比例下调和房贷利率下调的幅度低于14-15年，同时缺乏直接的增量需求。参考历史时期及杭州放开“认房不认贷”后的楼市表现，预计地产销售将持续1个季度左右的温和上行。长期来看，当前的新开工、销售没有明显低于潜在增速水平，未来可能需要政策利率进一步下调或调整房价的灵活性加速出清。(2) 海外影响国内债市有两条线索，第一是政策利率的终点何时来临，当前美联储的表态是数据依赖的，8月以来零售数据有所改善，市场提升了11月加息的概率。一个观察节点是9月末超额储蓄消耗结束以后，消费是否明显走弱。第二个线索是当前美国制造业似有补库迹象，本轮全市场整体库存并不低，补库或集中在房、车板块。高利率抑制需求，局部补库的持续性存疑，对我国出口的提振可能是阶段性且温和的。
- **9月是观望等待期，跟踪赔率好的部位，等待入场信号。** 9月地方债供给和季末信贷发力对资金形成一定扰动，有一定降准概率，资金中枢稳定或较8月小幅上行。长端受到政策落地和潜在增量政策官宣的双重压制，且赔率一般，暂时不建议参与，后续路标关注基建政策是否超预期及实体信用修复的量价。赔率方面，短端利率债和二永较好，关注资金面和二永供给见顶等信号带来更确定的入场机会。
- **风险提示：** 政策力度超预期、机构行为引起的市场调整、海外加息力度超预期



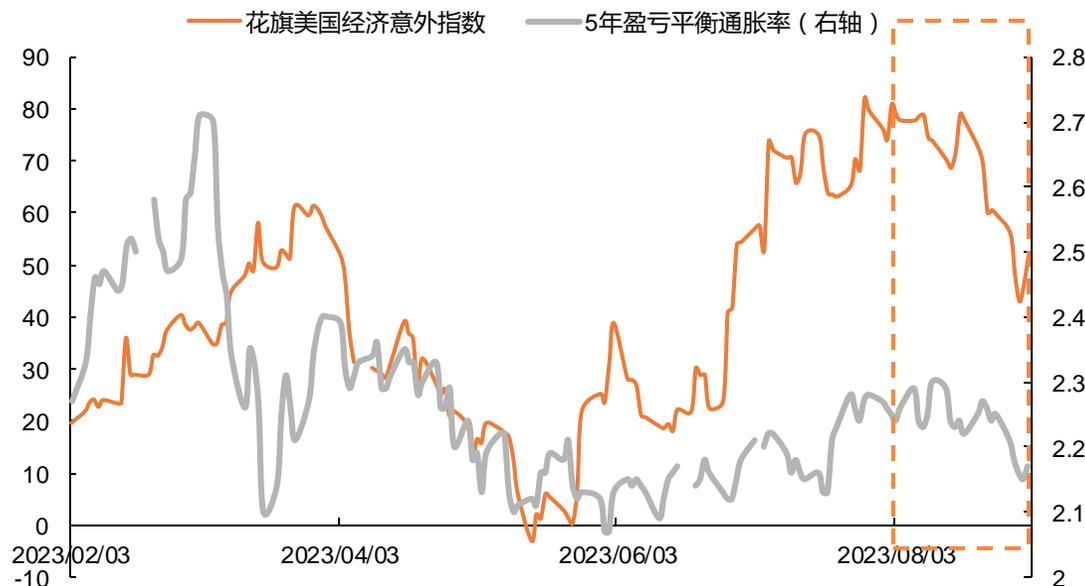
目录CONTENTS

- 市场回顾：海外放鹰，国内官宣一揽子政策
- 宏观与政策：地产新政与外需共振带来温和修复
- 策略展望：跟踪赔率好的部位，等待入场信号
- 风险提示

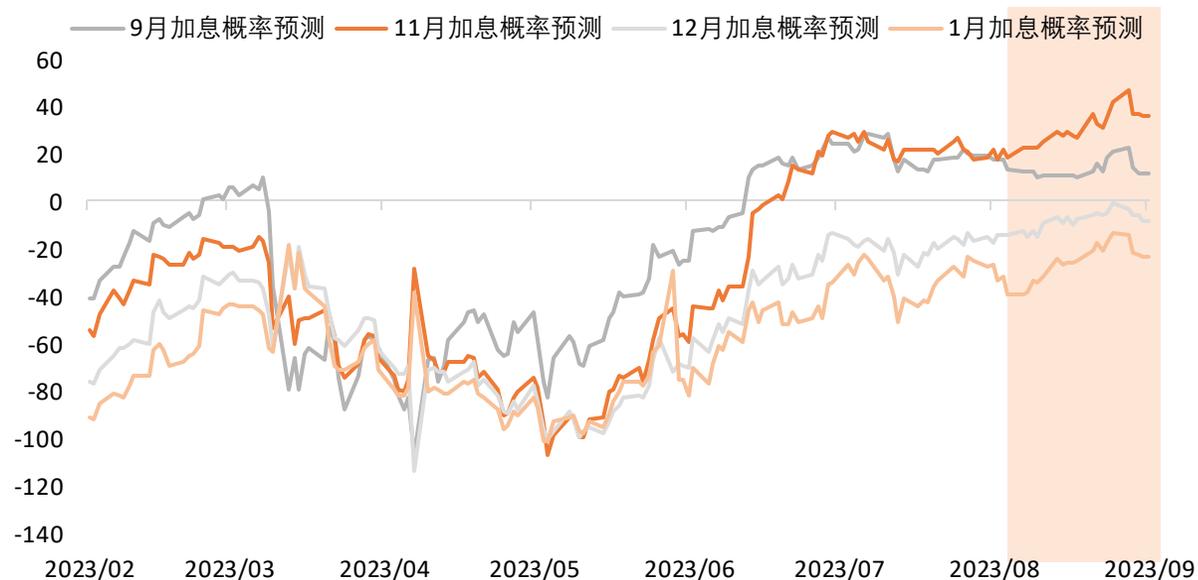
1.1 海外：通胀继续回落，但美联储态度偏鹰

8月美国通胀预期继续回落，花旗经济意外指数见顶，主要因下旬公布的就业数据（ADP就业、JOLTS职位空缺）低于预期。不过美联储在8月年会上的发言整体偏鹰。

8月美国经济意外指数见顶回落 (%)



8月海外加息预期提升 (%)



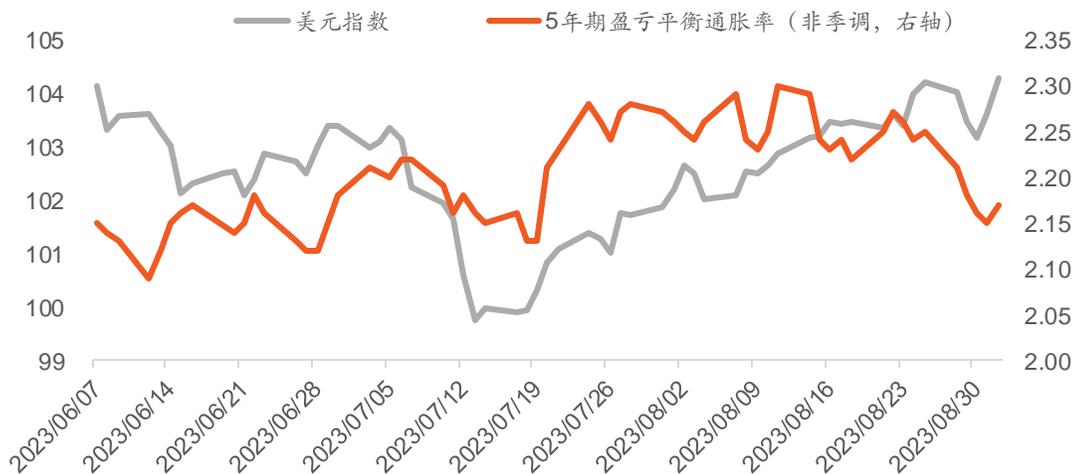
1.1 海外：美元一枝独秀

交易12月加息概率，多数资产调整：标普500指数下跌1.6%、除原油外大宗商品普遍录得负收益；避险资产中，10Y债券因供给扰动上行21BP，黄金下跌1.9%。

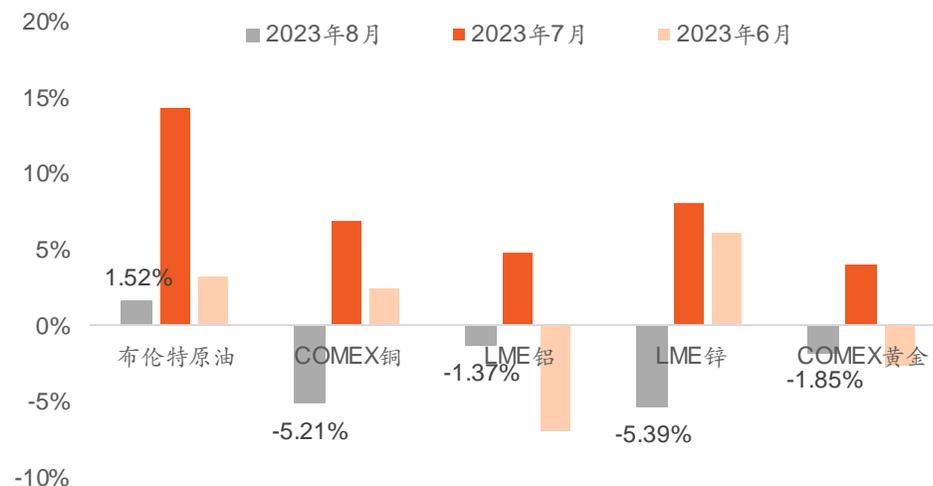
股债双双调整（点，%）



美元维持强势表现（点，%）



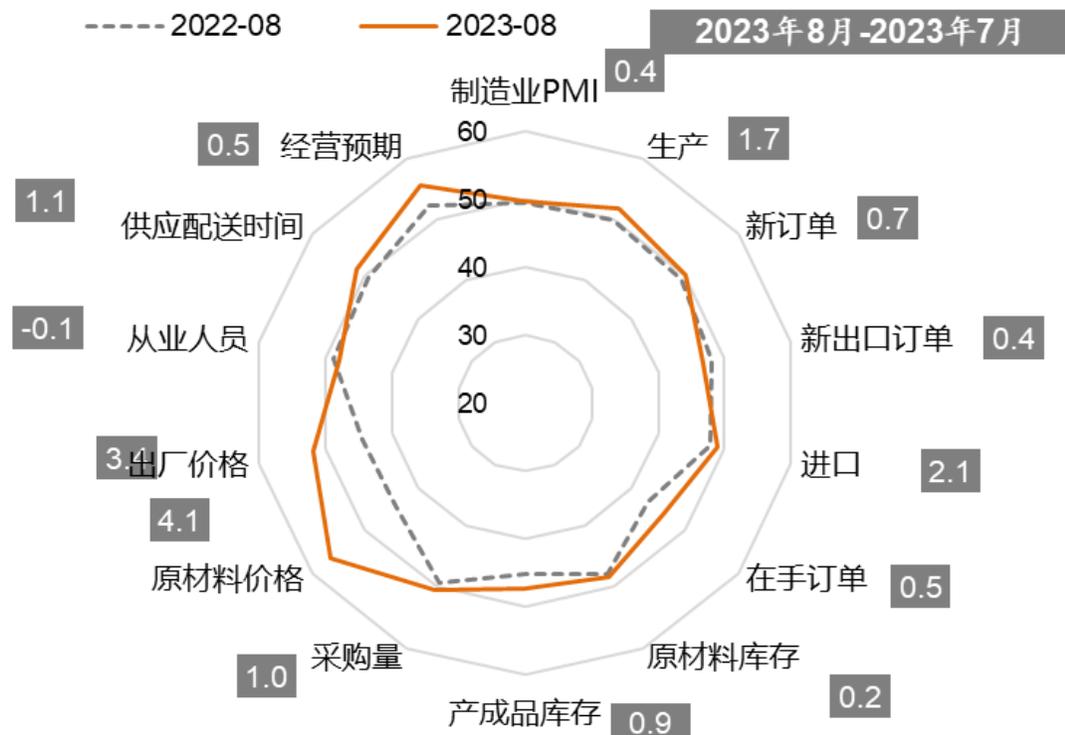
大宗商品多数下跌



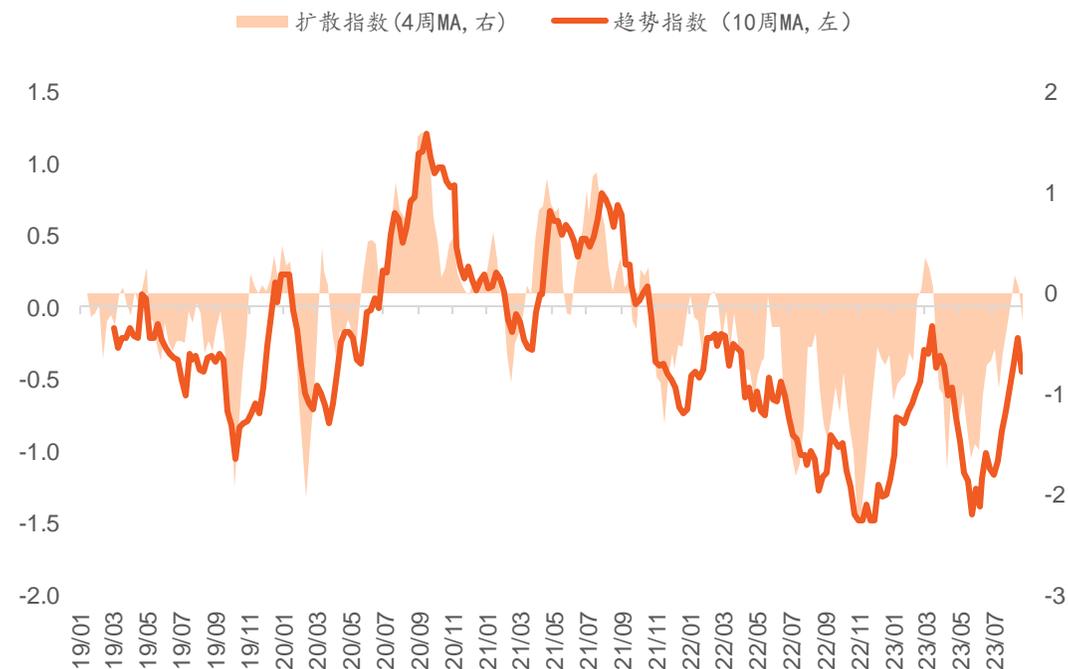
1.2 国内：8月高频数据继续修复

8月中采制造业PMI为49.7%，环比回升0.4个百分点。3月以来PMI保持回落，6-7月探明底部，8月进入回升通道。

8月PMI环比小幅回升 (%)



7-8月平安证券高频经济指数边际修复 (%)



1.2 国内：8月以地产政策为代表的“一揽子”政策官宣

8月，一批实质性政策利好官宣落地。



货币政策

非对称降息。1年期MLF利率下调15BP，7天OMO利率下调10BP，LPR利率未作调整。9月1日起，1年、2年、3年和5年期存款利率分别调降10BP、20BP、25BP和25BP。



财政政策

再融资债券置换存量隐性债务。据财新报道，规模约1.5万亿的再融资债券计划即将公布。涉及12个债务压力较大的省份和地区，包括天津、贵州、云南、陕西、重庆等。同时，央行或设立SPV为部分城投平台提供流动性支持。



房地产

全面放开认房不认贷。8月末一线城市官宣。
全国统一首付比例及房贷利率下限。首付比例首套房贷不低于20%，利率不低于LPR-20BP，二套房贷不低于30%，利率不低于LPR+20BP。
调降存量首套房贷利率，居民可自行申请贷款置换，不低于贷款发放时当地房贷利率下限。



活跃资本市场

股东减持新规。控股股东与实控人减持与近三年分红挂钩。
下调印花税。印花税率减半。
调降融资保证金比例。从100%下调至80%。



改善实体收入

减税。个人所得税专项抵扣额度提升。
住房公积金提取政策优化。北京、深圳等城市提升租房公积金提取标准。
支持解决政策拖欠企业账款。

1.2 国内：风险资产下行，在政策官宣后开始企稳

8月超预期降息及一揽子政策官宣后，风险资产开始企稳：

8月中上旬股市继续调整，债券走势较强，市场情绪相对悲观。月底地产政策落地，风险情绪开始修复。

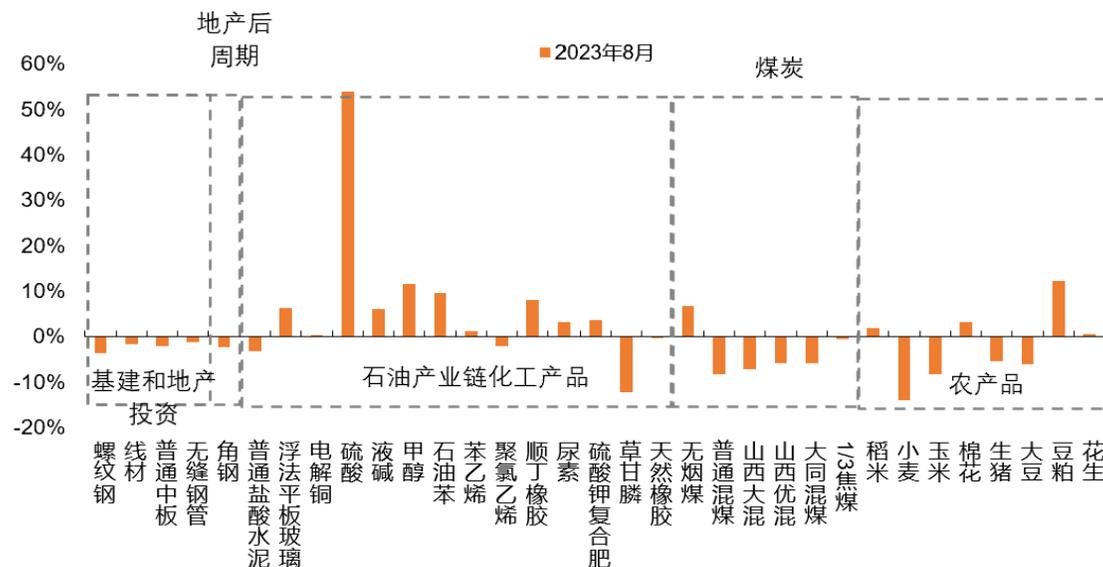
8月权益继续下行并突破技术点位，月底政策官宣后企稳（点，%）



7-8月人民币兑美元汇率保持平稳（元，亿元）



8月在油价带动下石化产业链继续上涨，其余板块未见明显起色



1.3 债券：资金及存单底部企稳，曲线平坦化，信用利差压缩

(1) 资金及存单利率基本平稳：虽有超力度降息，但资金价格和存单中枢维持平稳。

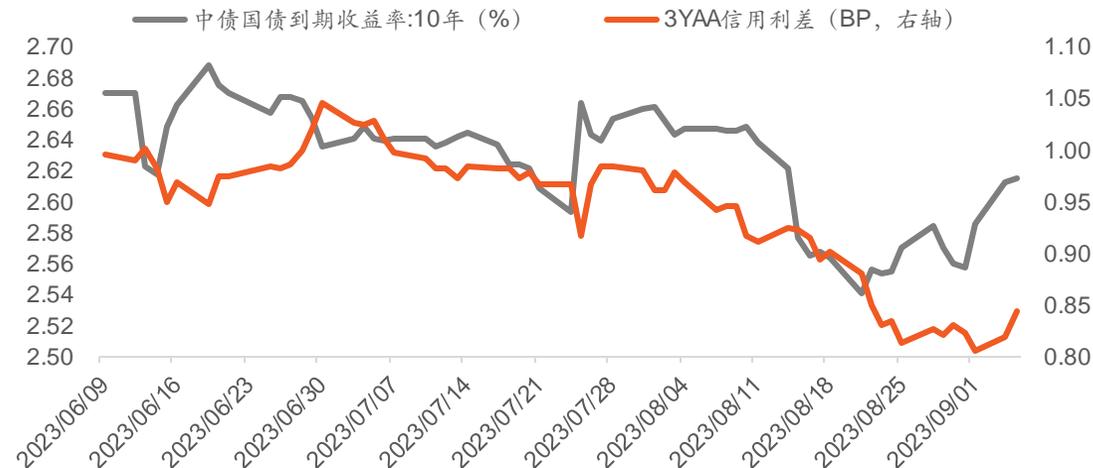
(2) 国债曲线平坦化：短端先下后上，长端利率受益于降息进一步回落。

(3) 信用债表现较强：长端利率债相较降息幅度下行较为克制，信用利差继续压缩。

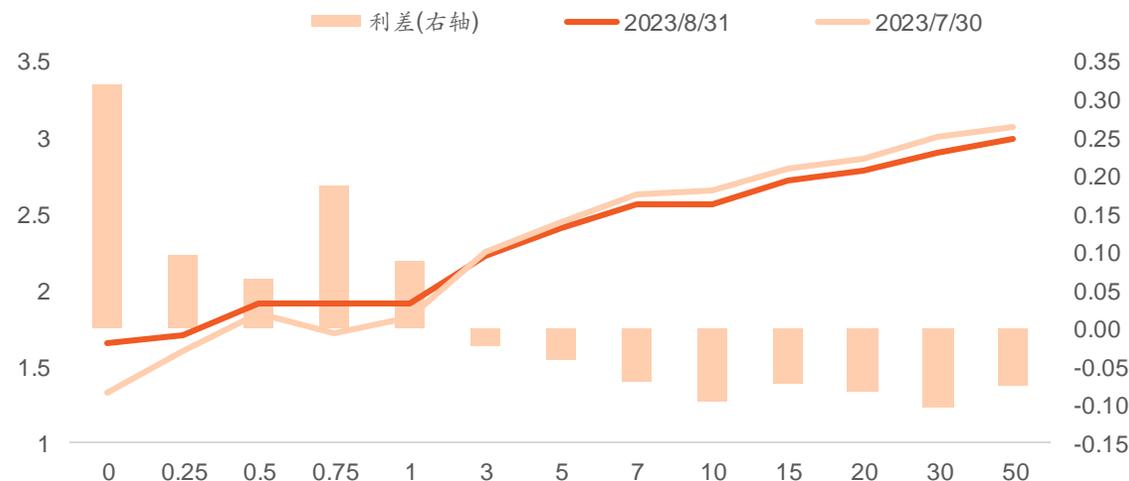
8月虽有降息，资金和存单价格表现克制，约束了短端利率债表现(%)



8月3年期AA利差大幅压缩18BP

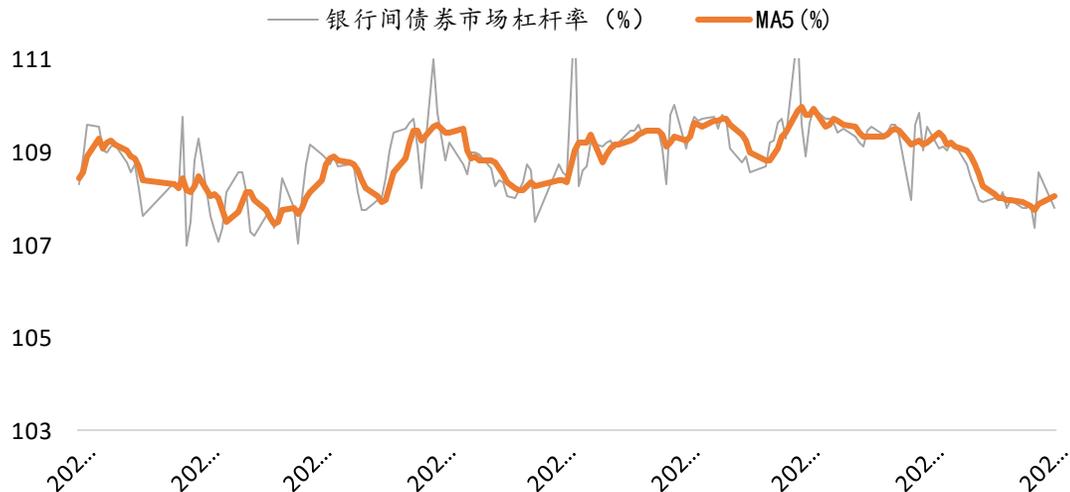


8月国债曲线平坦化，主要由于资金偏紧(%)

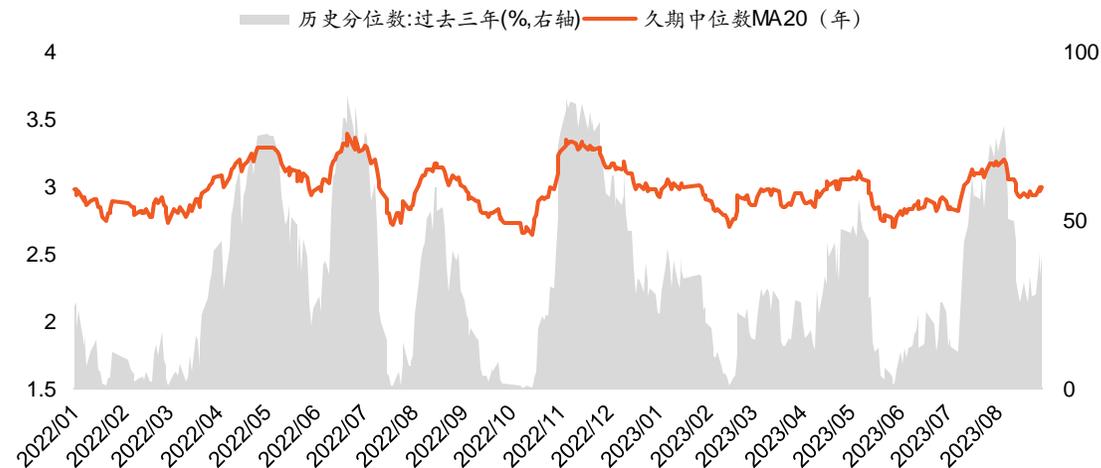


1.4 机构行为：8月市场降杠杆，公募先进攻后防守，理财需求平稳

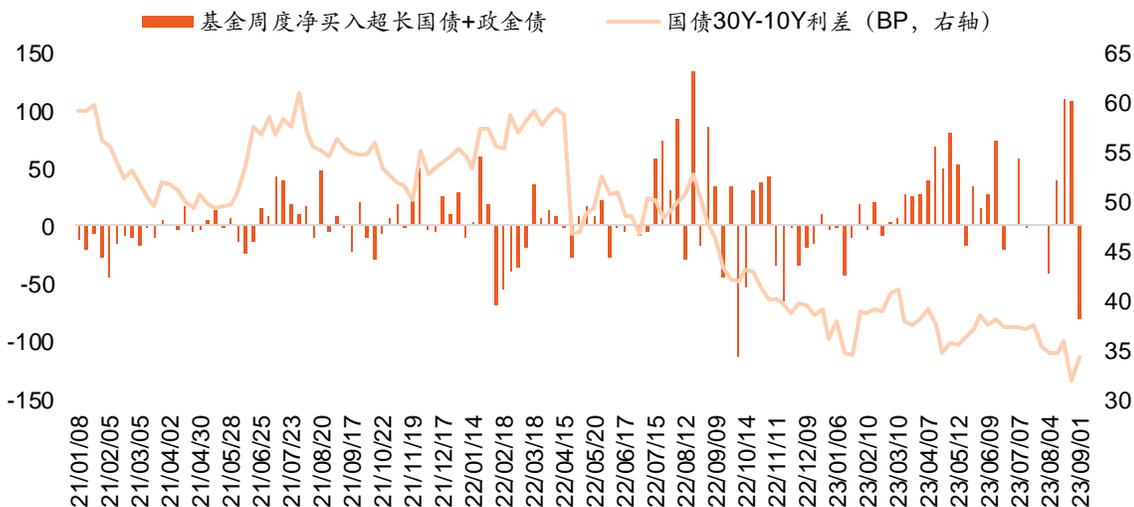
8月全市场降杠杆



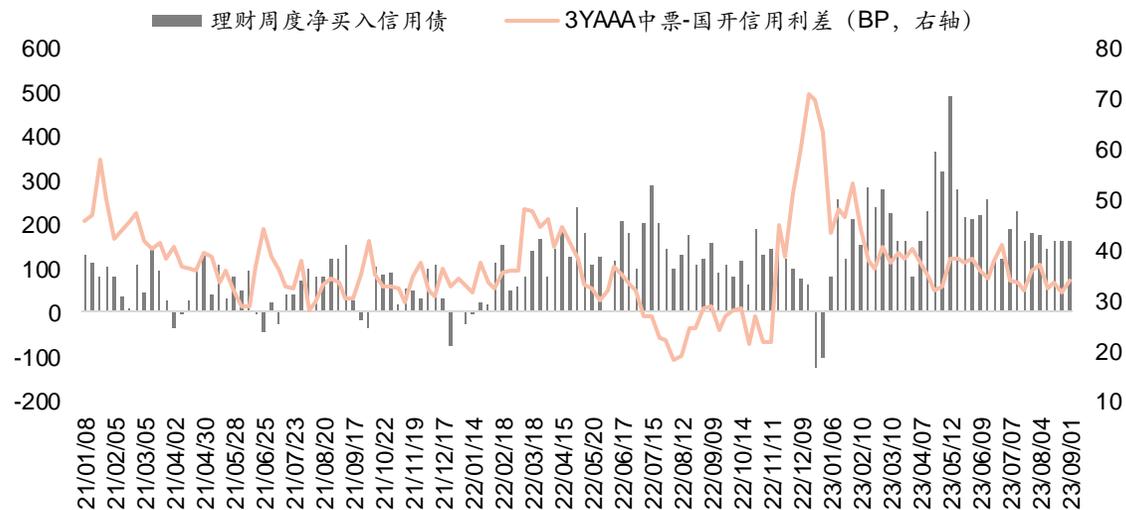
8月公募基金降久期



8月基金对超长及政金债先买入后卖出(亿元)



8月理财子的信用债净买入保持平稳(亿元)





目录CONTENTS

● 市场回顾：海外放鹰，国内官宣一揽子政策

● 宏观与政策：地产新政与外需共振带来温和修复

● 策略展望：跟踪赔率好的部位，等待入场信号

● 风险提示

Part 1：地产政策的边际影响有多大？

2.1 8月末地产优化政策密集出台

全国层面主要涉及三个维度：（1）松绑贷款：调整为“认房不认贷”；（2）降低购房成本：全国统一降低首套房和二套房首付比例。二套房政策利率下限由LPR+60BP下降至LPR+20BP；（3）降低存量房贷成本。



“认房不认贷”

8月25日，住建部、央行、金融监管总局联合发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，明确居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。随后广州、北京、上海等一线城市官宣。



首付及利率变动

8月31日，中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》指出：（1）对于贷款购买商品住房的居民家庭，首付款比例统一为首套不低于20%，二套不低于30%。（2）将住房利率政策下限调整为二套不低于相应期限贷款市场报价利率LPR+20个基点，首套仍为不低于相应期限LPR-20个基点。



降低存量首套住房贷款利率

8月31日，中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。存量首套房贷（8月31日前签订）的借款人，可于9月25日起可向承贷金融机构提出申请，调降贷款利率。

2.1 对比14-15年：首套房认定标准变化对全国的影响程度更小



从“认房又认贷”到“认房不认贷”是全国性放开

- 2010年5月，住建部等三部门出台《关于规范商业性个人住房贷款中第二套住房认定标准的通知》，明确二套房以家庭为单位执行“认房又认贷”原则。
- 2014年9月30日，央行、银监会发文，放松首套房贷认定标准，二套房由“认房又认贷”改成“认贷不认房”，即“鼓励有钱人买二套房”，其影响是全国性的。



本次“认贷不认房”影响局部市场，占全国的2成左右

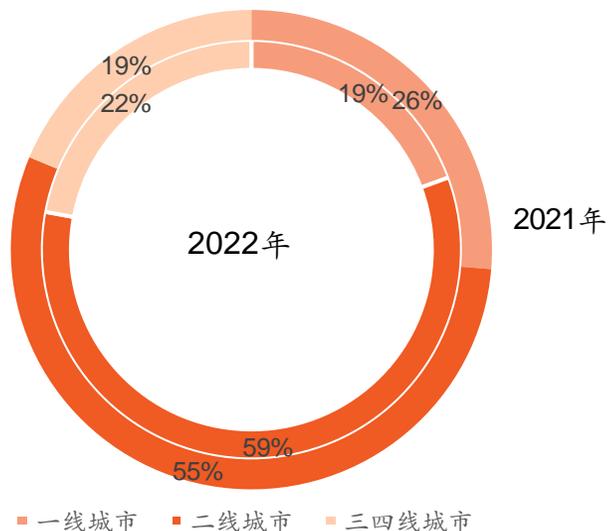
- 2015年“因城施政”，部分一二线城市政策在2016年下半年以后重新收紧。
- 本次二套房回到“认房不认贷”，即“鼓励没房人买首套房”。
- 从影响上看，23年9月以前大部分城市已经在“因城施政”框架内打开限制。
- 截至23年8月前仅16城未放开，大约占销售额的2成左右。

2.1 对比14-15年：首付比例下调影响的范围更小

14-15年二套房首付比例下调20%，影响是全国性的。14年之前参考10年住建部标准，首套房首付比例为20%-30%，二套房首付比例为60%。15年330新政，二套房首付比例降至40%。

本轮首付比例下调10%，主要松绑限购地区。经历14-15年全国性松绑+因城施政的调整，本轮调整前执行非限购地区首套25%（可向下浮动5%）、二套30%，限购地区首套30%、二套40%。本轮主要将限购地区的首付比例下调至全国统一标准。初步估计一二线城市普遍受影响，参照21-22年的销售情况，大约80%的楼盘受益于新政。

◎ 百亿销售额房企的销售分布



◎ 核心城市首付比例下限政策（数据截至23年8月末）

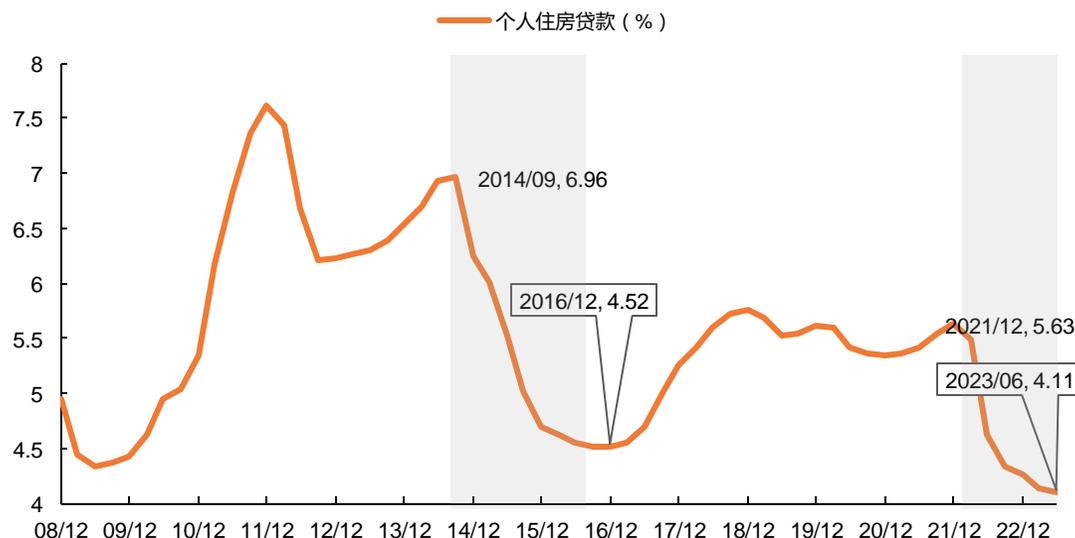
城市	首套房	二套房
北京	35%	60%(普宅)/80%
上海	35%	50%/70%
广州	30%	50%/70%
深圳	30%	70%/80%
成都	20%-30%	分圈层30%-50%
杭州	30%	40%
厦门	30%	40%
南京	30%	40%
苏州	30%	40%
济南	30%	40%
重庆	30%	40%
天津	30%	40%
长沙	30%	35%/40%
合肥	非限购区 20%/限购 30%	非限购区 30%/限购区 40%
青岛	非限购区 20%/限购 30%	非限购区 30%/限购区 40%

2.1 对比14-15年：本轮房贷利率下行的幅度更小一些

从幅度看，本轮房贷利率下行更小，主要是无风险利率的差异。14-16年房贷利率累计下行244BP，其中降息150BP，风险溢价压缩94BP。本轮21年末至今房贷利率下行152BP，其中降息50BP，风险溢价压缩102BP。

本轮房贷利率调整的幅度低于预期。新增二套房贷利率下限下调40BP，据《全国住房公积金2022年年度报告》，2022年新增房贷中80%为首套房贷，如果未来均采用政策下限，则新增房贷加权利率为4.08%，进一步下行的空间有限。存量房贷利率细则在制定中，极端情况下全部存量利率调整至新增房贷利率水平，影响约为70BP。

本轮房贷利率下行的幅度较上一轮下行的幅度低约100BP



08年以来房贷利率下限变动

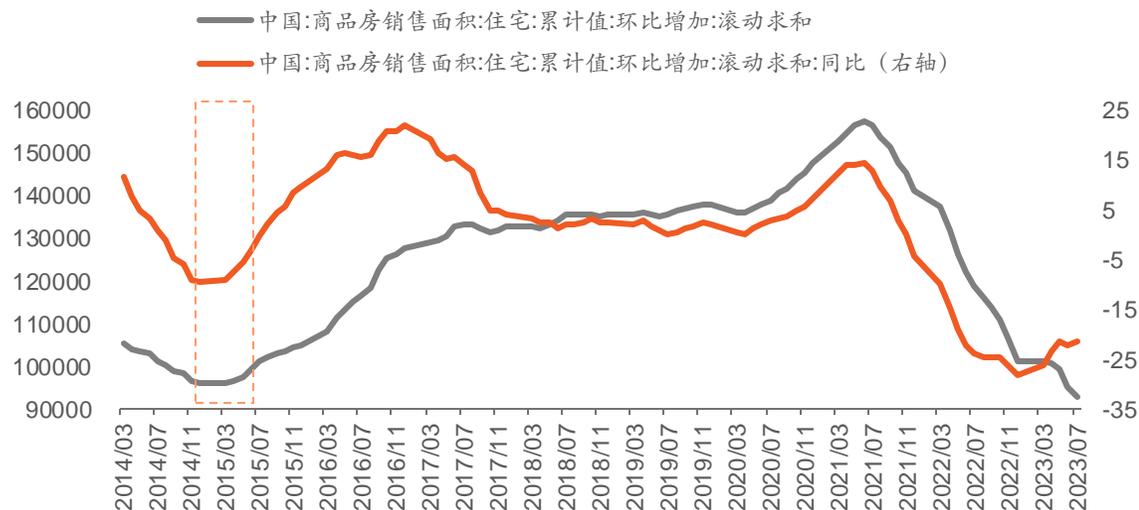
时间	首套房按揭利率下限	二套房按揭利率下限
2008年10月 - 2019年10月	0.7倍基准利率	1.1倍基准利率
2019年10月 - 2022年5月	LPR	LPR+60BP
2022年5月 - 2023年8月末	LPR-20BP	LPR+60BP
2023年9月之后	LPR-20BP	LPR+20BP

2.1 初步结论：预计地产销售温和修复持续1个季度

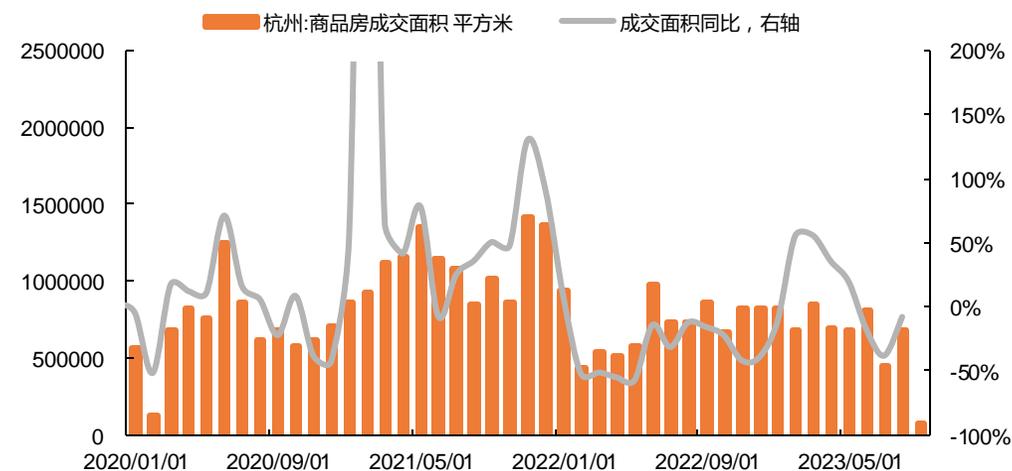
本轮缺少直接的增量需求：15年8月棚改货币化安置政策出台，当年新增投放PSL贷款3300亿元，16年投放近9000亿元，为居民购房提供了“种子资金”。

地产销售可能有多大起色？14年930以后全国销售一个季度见底，随后2个季度销量增长了5%。参考杭州近期表现，22年11月放开认房不认贷后，销售回暖一个季度左右。

14年底销售面积见底，15年年中销量较14年末增长5%（万平米，%）



杭州22年11月以来放开认房不认贷后，销售上行了1个季度

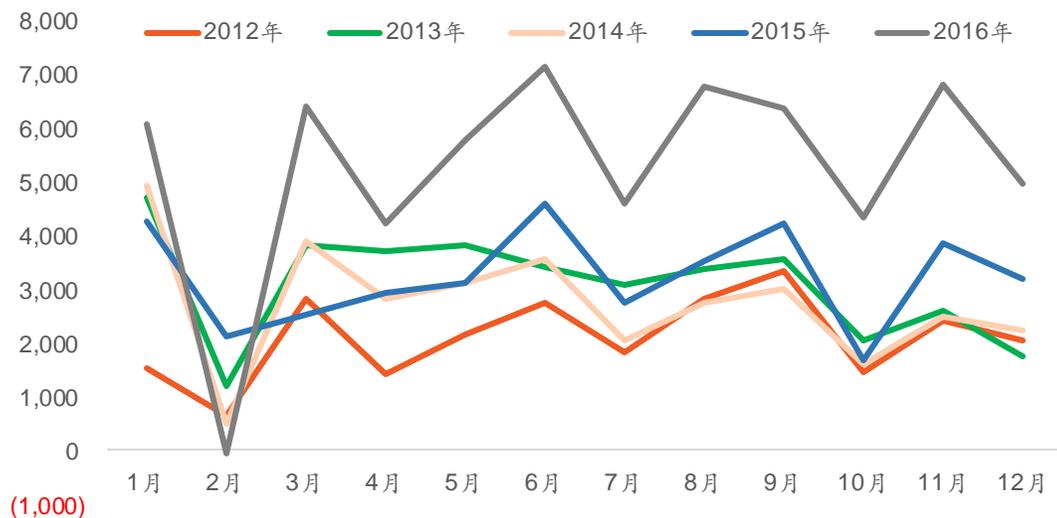


2.1 初步结论：预计居民贷款不会大幅改善，利率面临的压力不大

棚改政策出台前，居民贷款在三个季度内均保持同比少增，同期社融持续回落：14年930至15年年中，首套房及房贷利率政策均已出台，但信用改善不明显。

如果没有快速加杠杆的主体/机制，利率长短端都不会有太大问题。14年四季度到15年年中，长债趋势下行，资金价格迎来半年的近100BP大幅上行，主要因为股市通过场外配资加杠杆，从银行间大幅吸收流动性。

14年930到15年年中，居民新增贷款维持同比少增（亿元）



14年930到15年年中，长债震荡下行，短端先上后下（%）

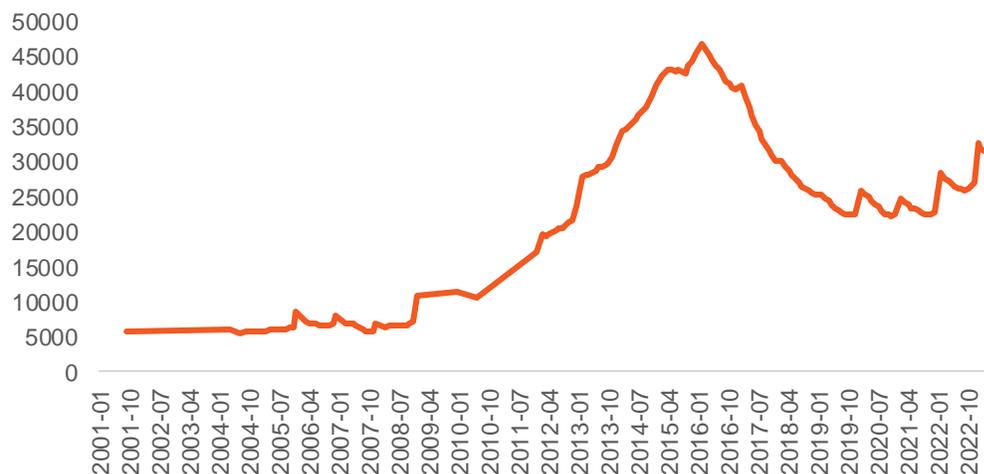


2.1 长期视角：一揽子政策短期内释放刚需，但地产销售没有明显偏低

从人口和库存看，当前的地产销售水平没有明显偏低。当前人口低于05-06年，但库存、新开工和销售面积仍高于当时。

当前库存水平高于05-06年

中国:商品房待售面积:住宅:累计值 (万平)



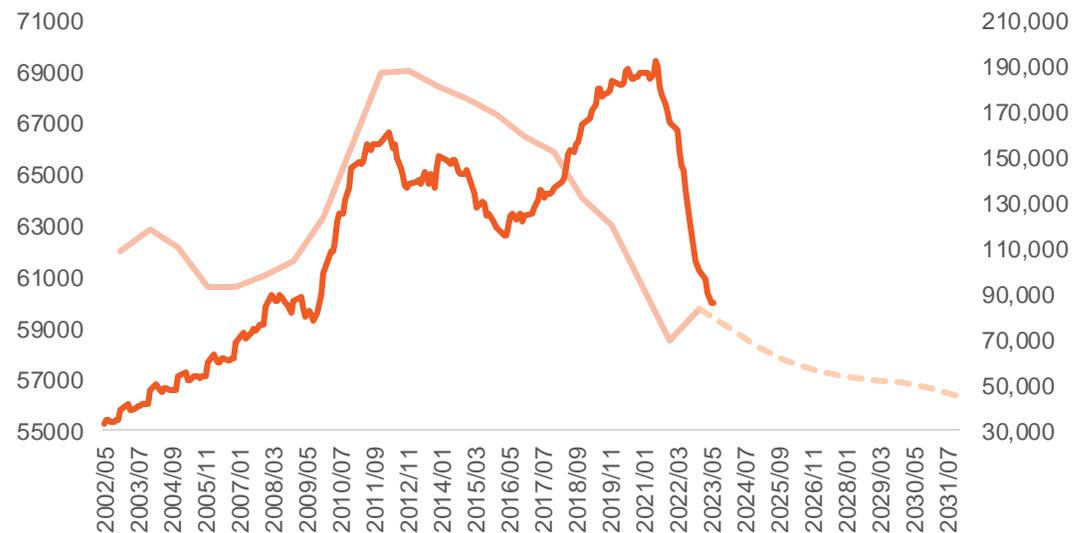
和人口相比，当前销售水平高于05-06年

— 我国20-49岁人口 (万人) — 中国:商品房销售面积:12MA (万平, 右轴)



和人口相比，当前新开工水平高于05-06年

— 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)

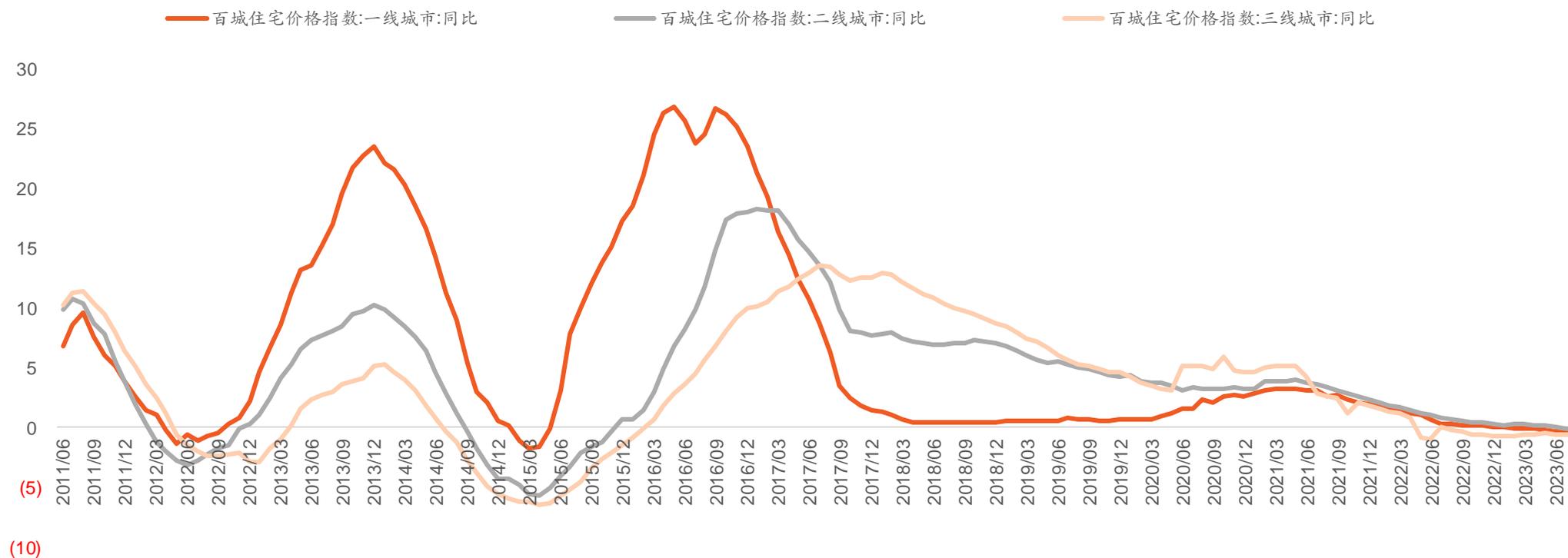


2.1 长期视角：增量政策可能在限购以及增加房价的灵活性

展望未来，进一步增量政策可能需要货币政策、限购政策放开等。

此外，提升房价灵活性也能够加速出清过程。

⊙ 本轮房价下行的幅度不及往年，或延长出清过程 (%)



Part 2: 美国影响国内债市的两条线索

2.2 海外利率：higher for longer VS high for longer

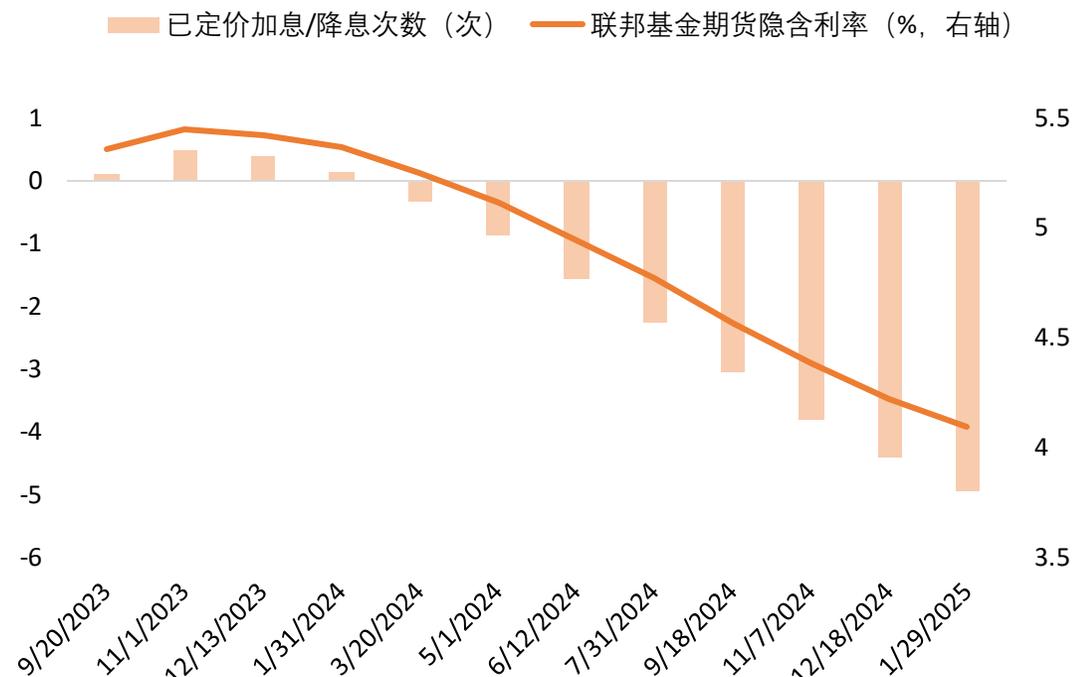
- 鲍威尔在Jackson Hole会议上的发言总体是数据依赖的，保留了四季度加息的可能性：鲍威尔提出了除通胀回落速度外，货币政策可能再次收紧的触发条件：1) GDP增速持续高于1.8%潜在增速；2) 劳动力市场没有持续性降温。鲍威尔试图平衡加息过度和不足的风险，称将谨慎行事，9月加息概率可能不高。
- 市场预期小幅修正：11月加息预期从18%提升至36%，同时对明年的降息定价回落。

鲍威尔 Jackson Hole 会议讲话偏鹰

市场定价额外紧缩，但定价程度不高

讲话要点

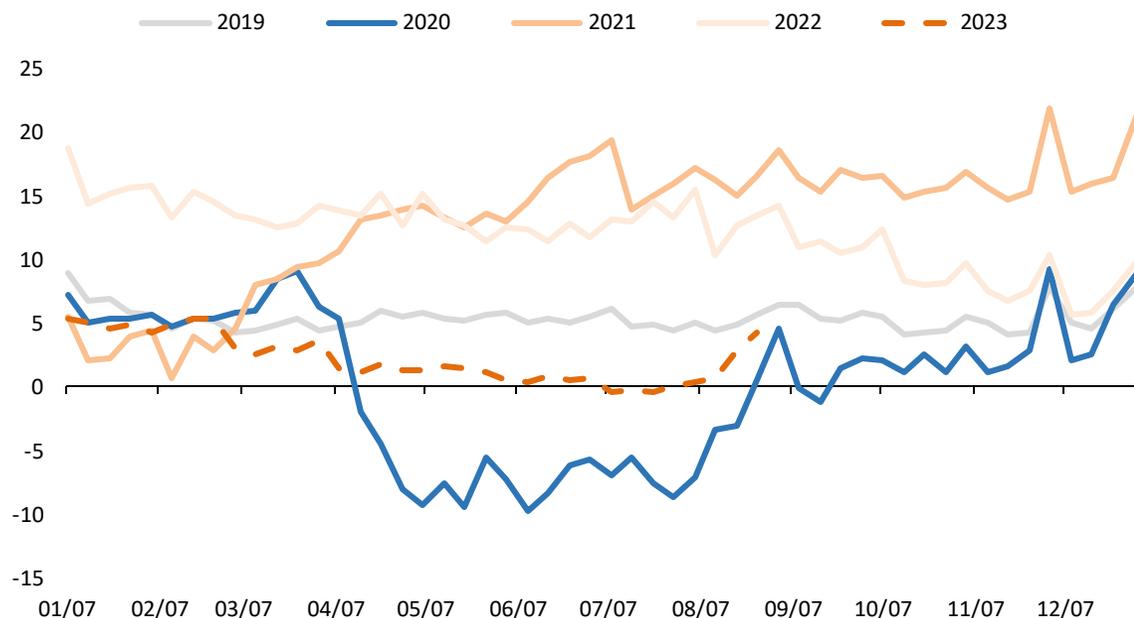
经济增长	我们对经济是否会继续降温保持关注。今年到目前为止，GDP增长超出预期，也高于长期趋势，最近的消费者支出数据尤其强劲，房地产行业也显示出回升的迹象。如果经济增长持续高于潜在水平，可能会增加通胀风险，并成为进一步收紧货币政策的理由。
劳动力市场	名义工资增长最终必须放缓到与2%的通胀率一致的水平，更重要的是实际工资增长，目前尽管名义工资增长放缓，但随着通胀下降，实际工资增长在加速。如果劳动力市场不再持续降温，可能也需要货币政策进一步收紧。
通胀目标	2%是并将持续是我们的通胀目标。
中性利率	目前实际利率为正，远高于中性利率的主流估计，但我们无法确定中性利率的具体水平。
政策不确定性来源	<ol style="list-style-type: none"> 无法准确衡量中性利率，因此不确定目前货币政策的约束力度强弱。 货币政策收紧的滞后时间具有不确定性。 新的不确定性：与此前相比，通货膨胀对劳动力市场情况更加敏感，这种特性可能持续，也可能不会持续，需要货币政策更加地灵活应对。
政策展望	在即将举行的会议上，将根据总体数据以及不断变化的前景和风险进行评估，将谨慎行事，决定是进一步收紧货币政策，还是保持政策利率不变并等待进一步的数据。



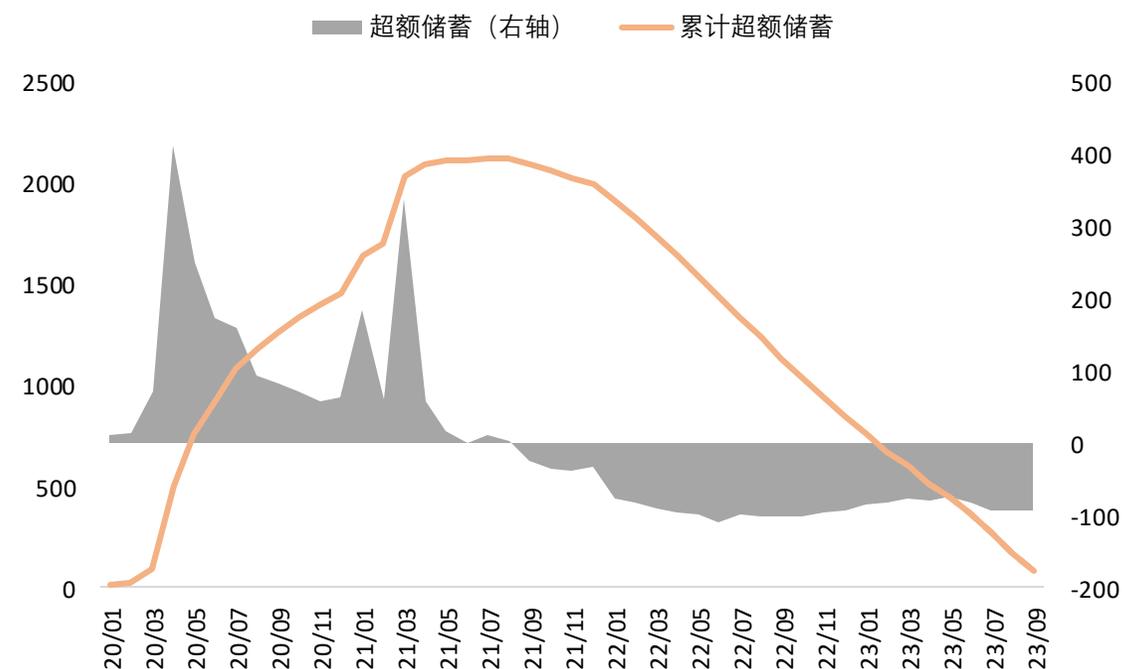
2.2 海外利率：尽管通胀保持回落，但消费表现有一定韧性

市场预期9月利率将维持，但11月是否有再一次加息存在分歧。我们预计超额储蓄将在9月底耗尽，观察其能否触发消费走弱。高频数据显示美国8月以来零售略好于季节性。若能够维持在略低于19年同期的水平，那么11月加息的概率可能会上升。

美国红皮书商业零售数据8月以来呈现季节性修复 (%)



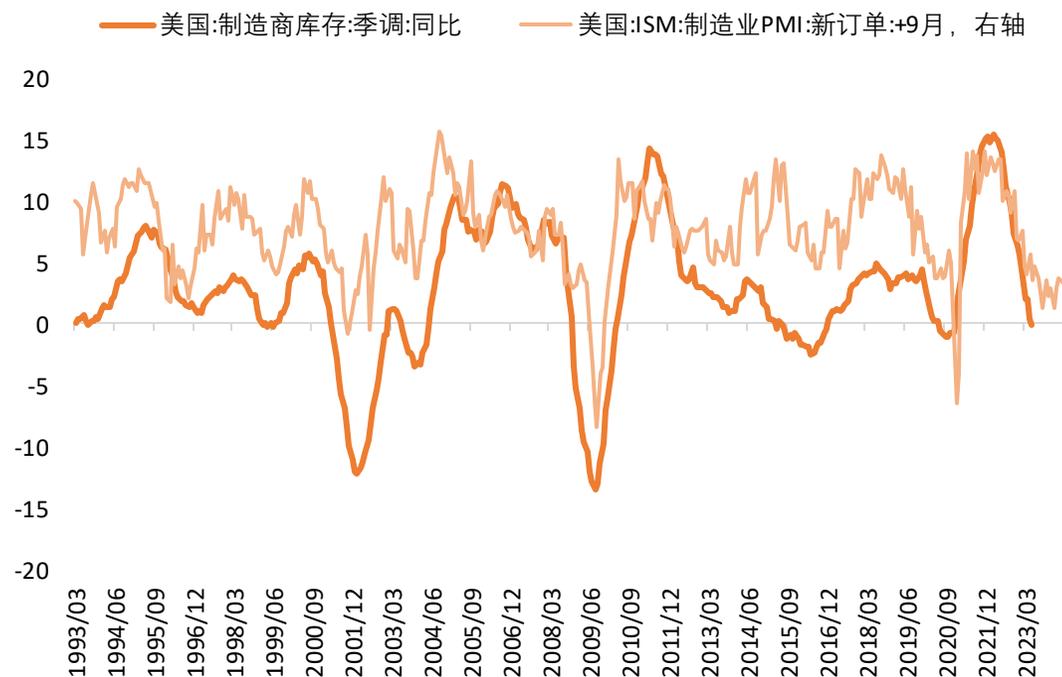
我们预计超额储蓄9月底耗尽 (十亿美元)



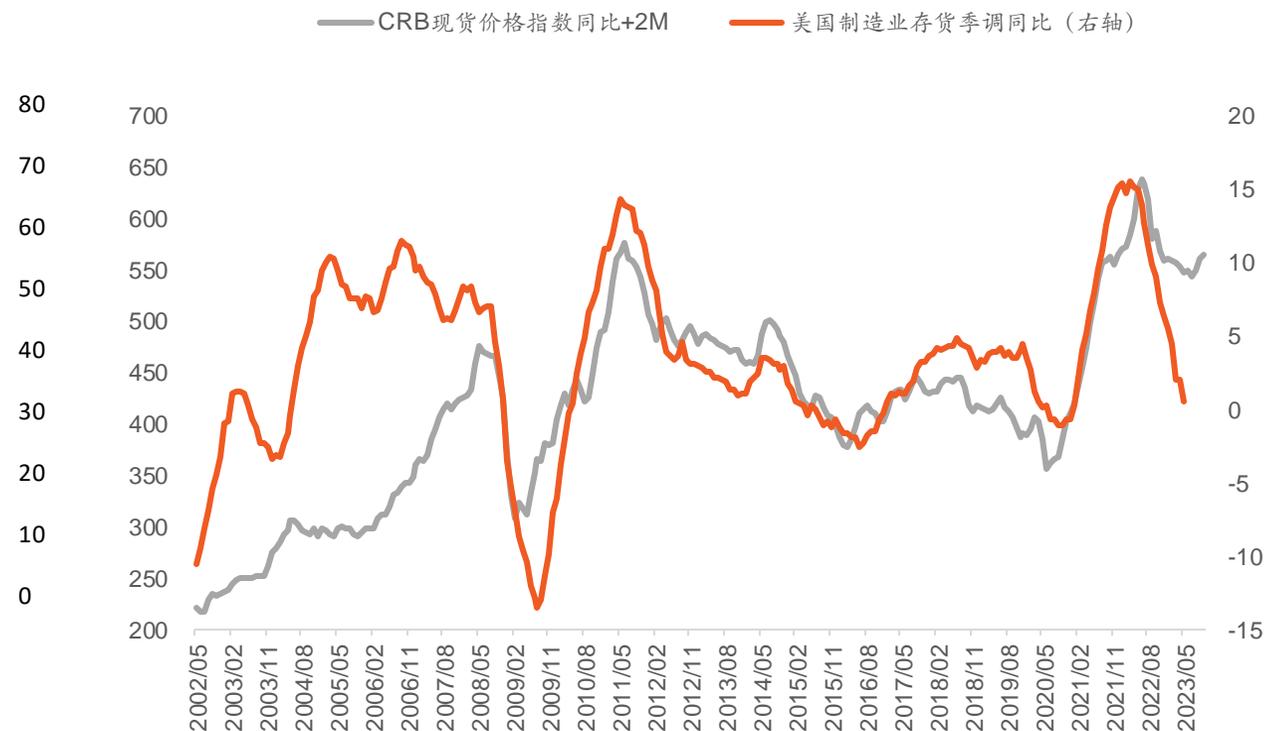
2.2 近几个月，美国制造业订单企稳，似有补库迹象

近几月制造业PMI新订单指数呈现低位企稳的迹象，订单需求回升或增加制造商补库意愿。

● 制造业新订单指数有所企稳 (%)



● 领先指标CRB价格企稳 (%)

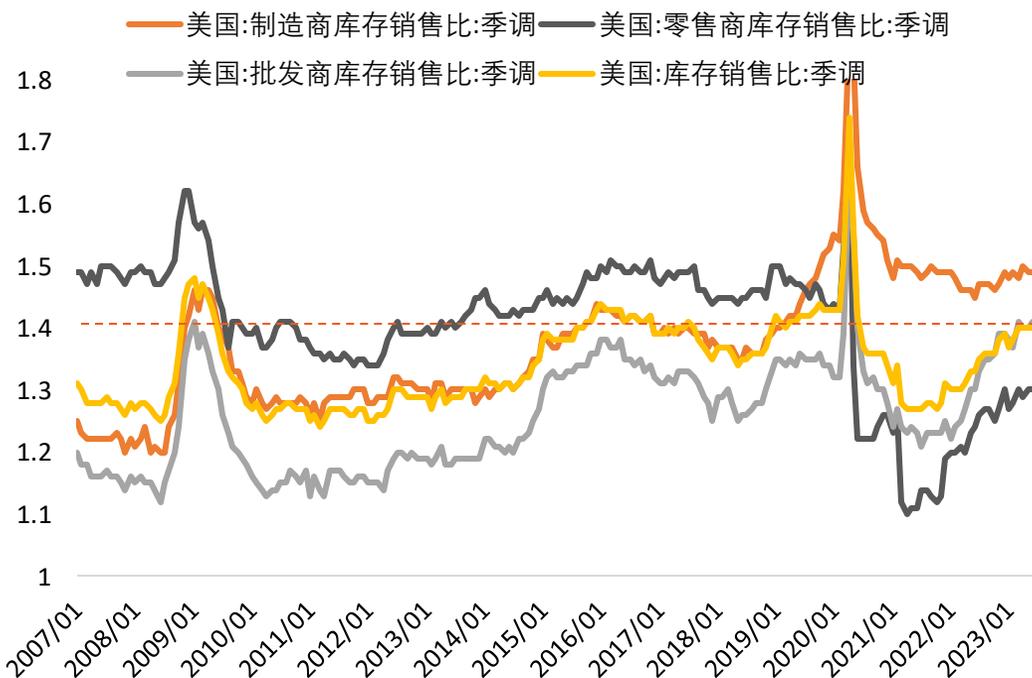


2.2 美国整体库存并不算低，补库力量集中在房和车

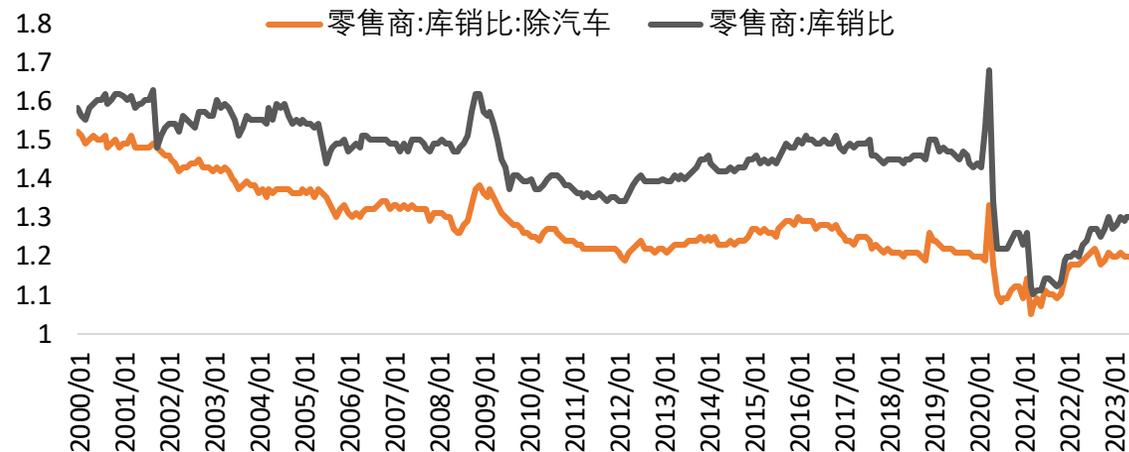
美国整体库存并不算低，结构上看，1) 低库存主要集中在零售商。

制造商和批发商库存偏高。2) 低库存集中在房和车。

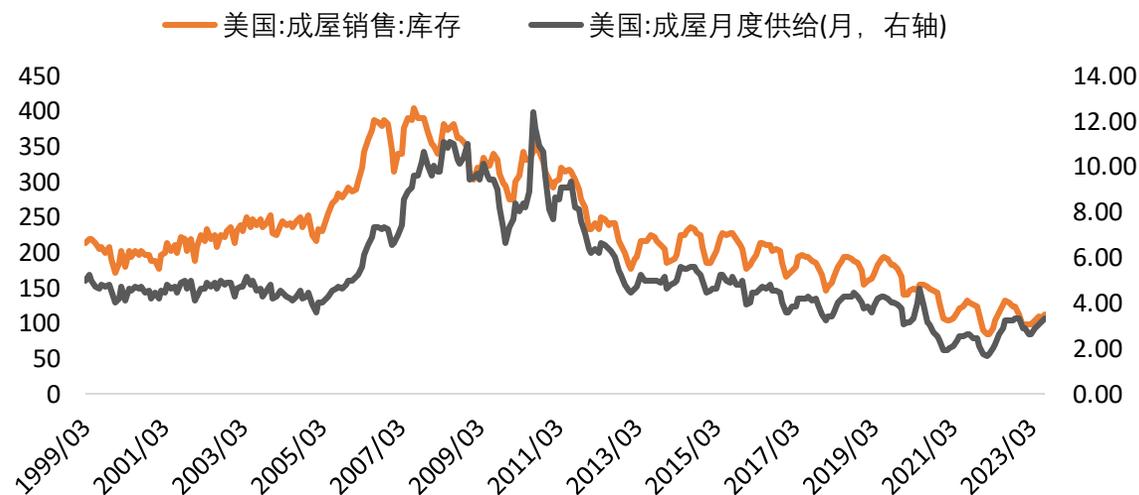
美国总库存销售比仍在高位



除汽车外，零售商的库销比实际处于近年高位



美国成屋库存仍未修复至疫情前 (万套)

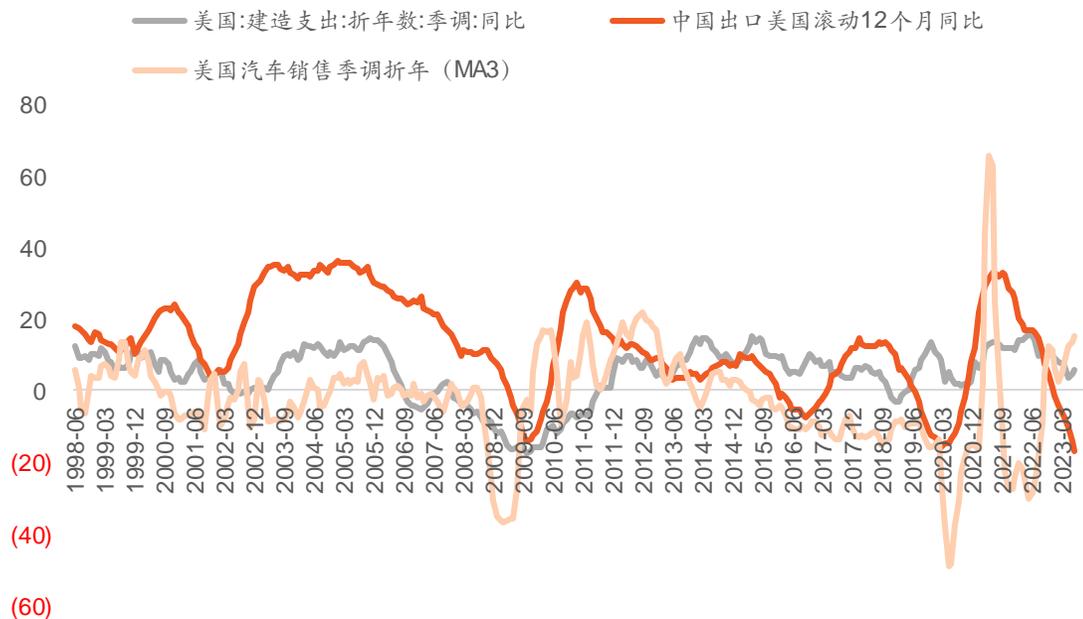


2.2 房、车补库对我国出口会有小幅拉动

从历史上看，房地产投资与汽车销售景气会对同期美国对中国进口产生一定的正向拉动

从结构上看，当前地产与汽车相关产品在美国对中国出口产品中占比可能在10%-20%区间。

以往我国对美出口与美国地产投资及汽车销售表现有一定相关性 (%)



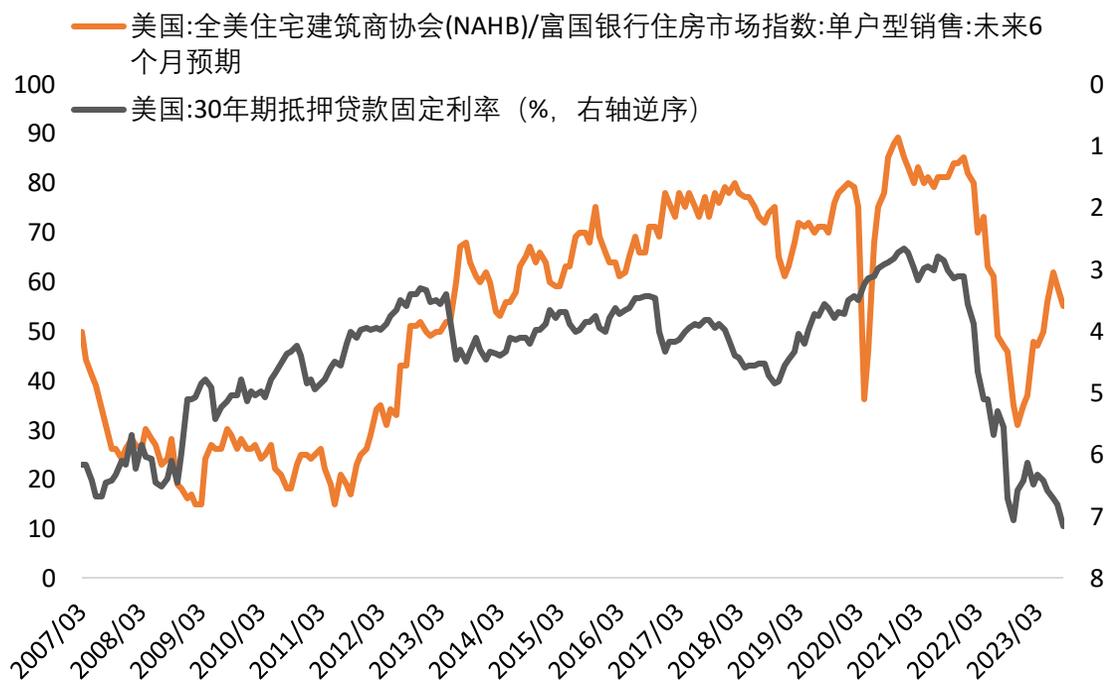
2023年6月美国进口中国产品中与房地产和汽车相关的产品

	规模 (千美元)	占比 (%)
金属矿及金属屑	8,021	0.02%
软木及木材制品(不含家具)	167,010	0.49%
钢铁	173,130	0.50%
有色金属	127,780	0.37%
动力机械及设备	469,096	1.37%
特种工业专用机械	530,726	1.55%
未另列明的通用工业机械和设备及其未另列明的机器零件	1,911,748	5.57%
道路车辆(含气垫车辆)	1,215,109	3.54%
合计	-	13.41%

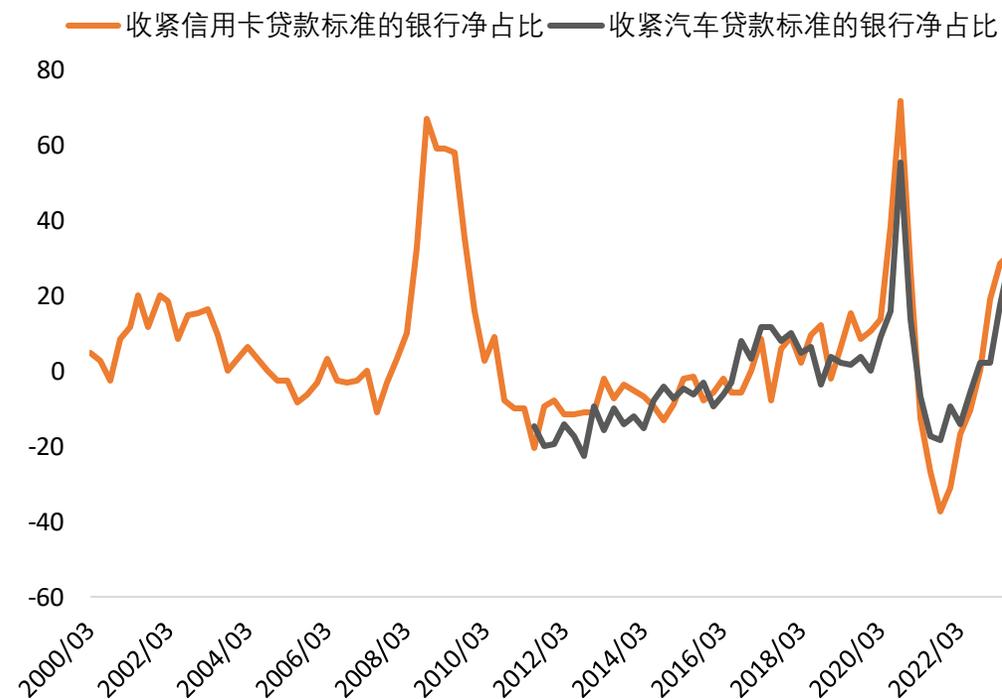
2.2 美国补库周期是否即将开启？

高利率持续抑制房车的的需求，对我国出口的提振可能是阶段性且温和的。趋势性的拐点大概率出现在美联储暂停加息以后。

抵押贷款利率对住房消费需求形成压制 (%)



银行大幅收紧汽车贷款标准 (%)





目录CONTENTS

- 市场回顾：海外放鹰，国内官宣一揽子政策
- 宏观与政策：地产新政与外需共振带来温和修复
- 策略展望：跟踪赔率好的部位，等待入场信号
- 风险提示

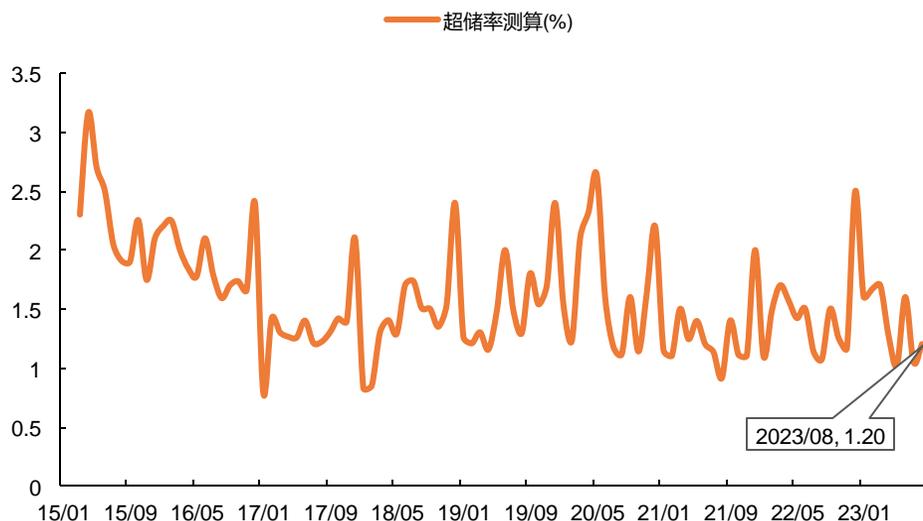
3.1 8月末超储率仍处于历史偏低水平，当前仍是降准窗口期

我们预计8月底的超储率约为1.2%，仍在历史偏低水平。20-22年超储率低于当前水平，20年8月经济处于上行期，央行并未投放。21年7月和12月央行两次降准，22年8月央行降息未额外投放流动性，背景是8-9月地方债供给很少。因此当前仍是降准的窗口期。

如果9月不降准，超储率较8月末回升的幅度也相对有限。因为政府债供给攀升，预计财政存款持平，那么9月超储率将明显低于往年水平。

● 预计8月超储率在1.2%，位于历史偏低水平

● 历史上9月超储率相对8月有明显回升(%)



	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2016	2.20	2.25	2.00	1.84	1.78	2.10	1.79	1.59	1.70	1.73	1.66	2.40
2017	0.78	1.42	1.30	1.26	1.26	1.40	1.21	1.22	1.30	1.42	1.39	2.10
2018	0.83	0.84	1.30	1.40	1.29	1.70	1.74	1.50	1.50	1.35	1.54	2.40
2019	1.26	1.21	1.30	1.15	1.48	2.00	1.48	1.29	1.80	1.54	1.70	2.40
2020	1.53	1.23	2.10	2.32	2.64	1.60	1.18	1.12	1.60	1.14	1.64	2.20
2021	1.15	1.10	1.50	1.24	1.40	1.20	1.13	0.91	1.40	1.11	1.10	2.00
2022	1.09	1.48	1.70	1.57	1.42	1.50	1.14	1.07	1.50	1.25	1.17	2.50
2023	1.60	1.67	1.70	1.27	1.02	1.60	1.04	预测: 1.2				

3.1 9月资金面的扰动因素是地方债及信贷冲量

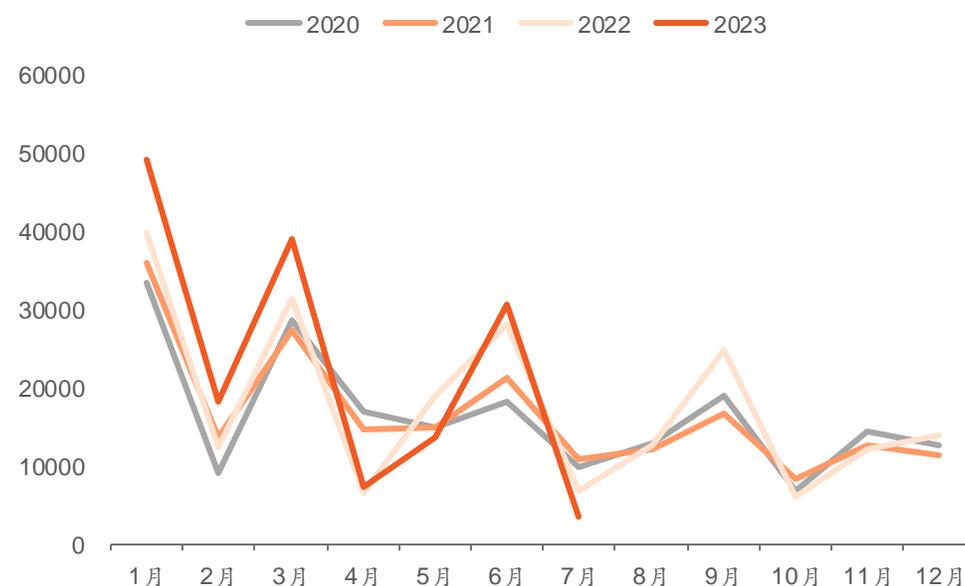
9月资金面的扰动项有政府债供给。今年以来地方债发行速度整体偏慢。9-12月国债剩余1.6万亿额度，预计9月发行5300亿元。据21世纪经济报道，23年新增专项债需要在9月底前发行完毕，预计9月新增专项债预计5,600亿元、一般债预计978亿元，国债+地方债供给约为1.2万亿。

9月资金面的另一扰动因素是季末信贷冲量。22年以来，信贷投放呈现季初月较低，季末月冲量的特征。

1-8月新增地方债整体发行节奏

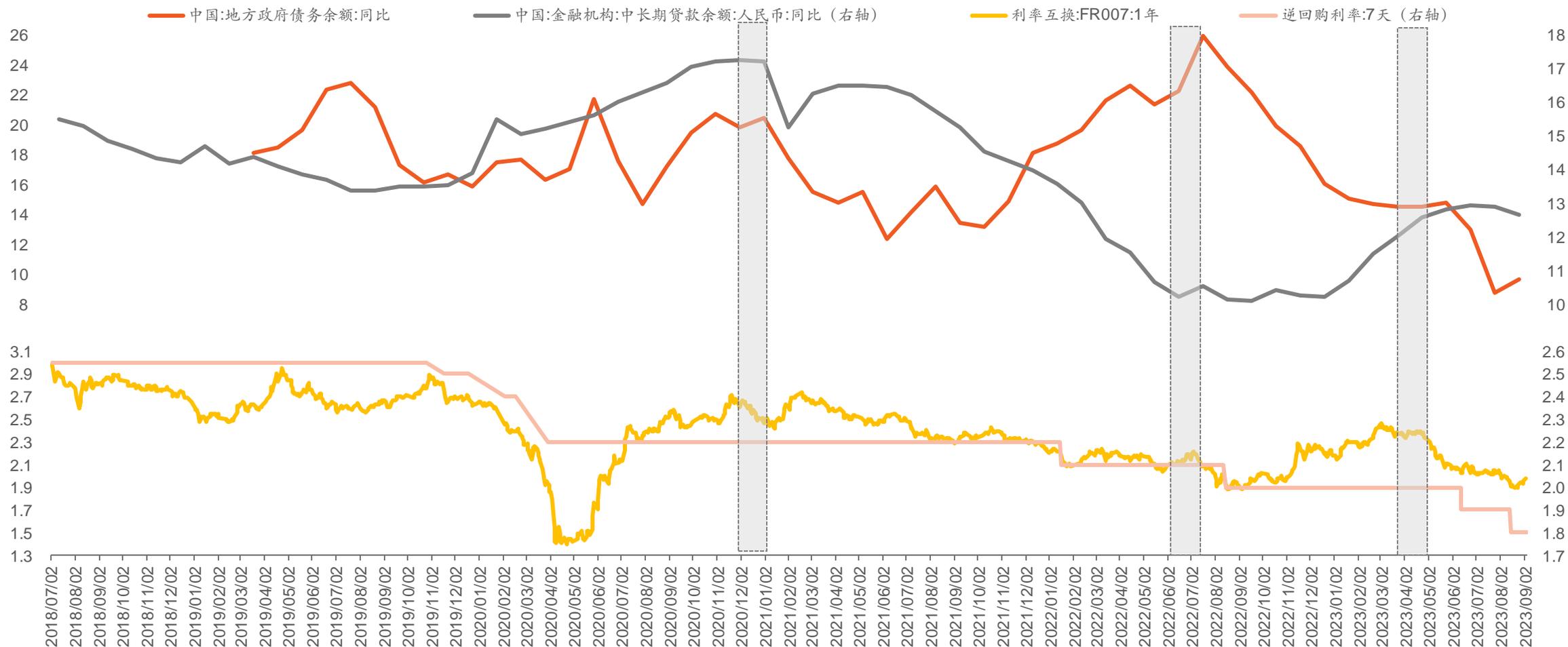
	2019	2020	2021	2022	2023	19-22年平均水平
新增一般债发行量（亿元）	8896.00	8530.41	6333.30	6909.44	5861.90	--
新增专项债发行量（亿元）	20056.98	28968.66	18430.30	35191.03	30917.16	--
新增政府债发行量（亿元）	21683.48	37499.07	24763.60	42100.47	36779.06	--
新增一般债发行占比（%）	95.66%	87.05%	77.24%	95.96%	81.42%	88.98%
新增专项债发行占比（%）	93.29%	77.25%	50.49%	84.80%	81.36%	76.46%
新增政府债发行占比（%）	70.40%	79.28%	55.40%	86.45%	81.37%	72.88%

季末月信贷冲量可能影响资金价格（月度信贷投放，亿元）



3.1 地方债供给与信贷同步上升时期，资金面表现并不绝对

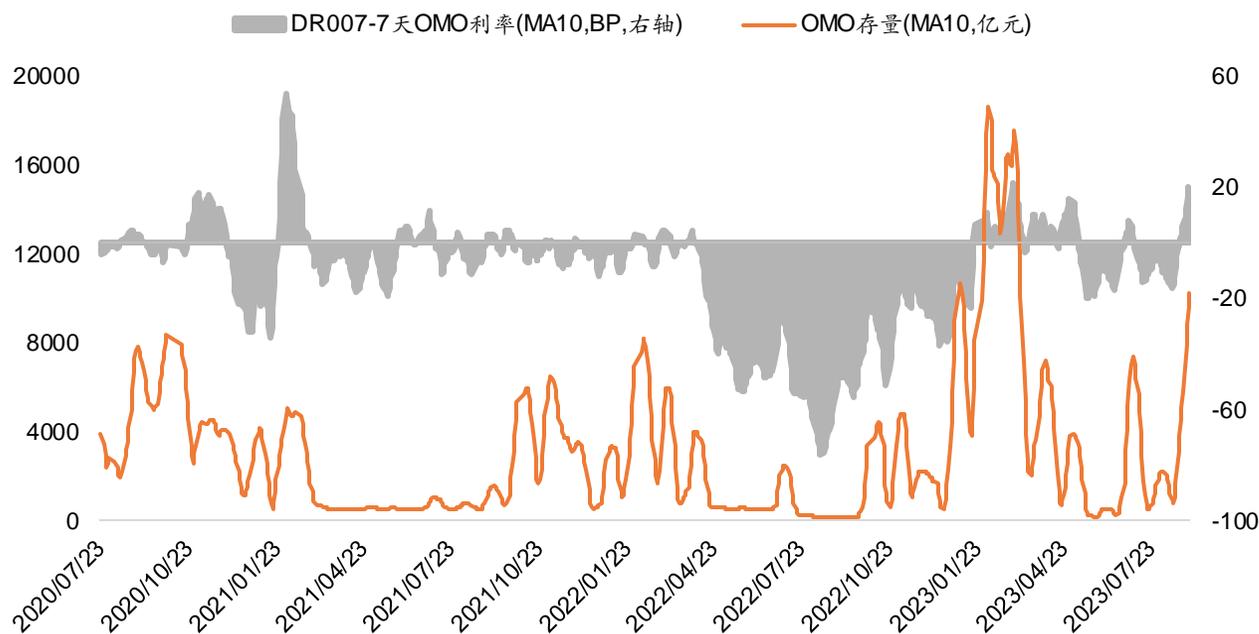
地方债供给与信贷同步上升时期，资金价格表现没有必然规律 (%)



3.1 9月资金中枢持平或小幅上行，5-8月水平可作为大致参考

9月资金中枢看央行操作。当前政策合意资金价格在政策利率1.8%的水平，考虑到9月经济可能延续修复态势，资金价格或略有抬升压力。若降准落地，则资金中枢可能维持平稳。整体来看，资金中枢在1.8%-1.9%水平。

8月末OMO余额在1月水平，但资金价格更高，主要因为超储率偏低



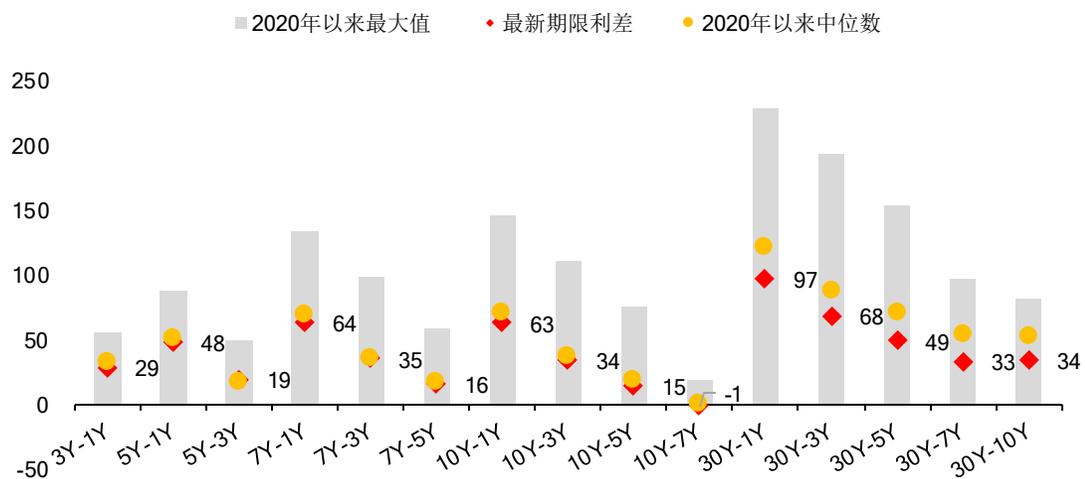
9月DR007价格中枢或较8月持平或小幅上行 (%)

	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	1.86	?			

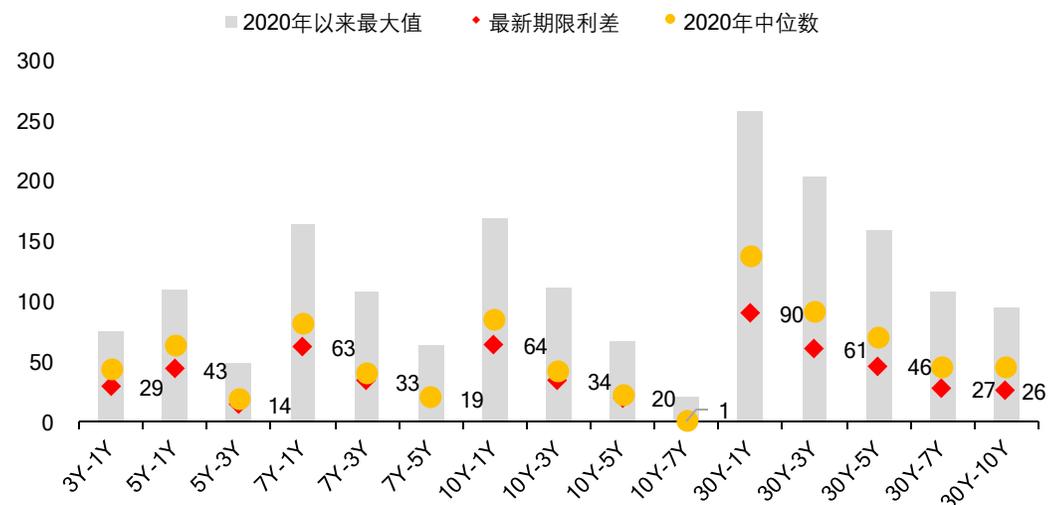
3.2 曲线较平，中短端赔率相对较好

- 目前国债好于国开债，3-5年品种较好。待资金稳定后可参与。

◎ 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)

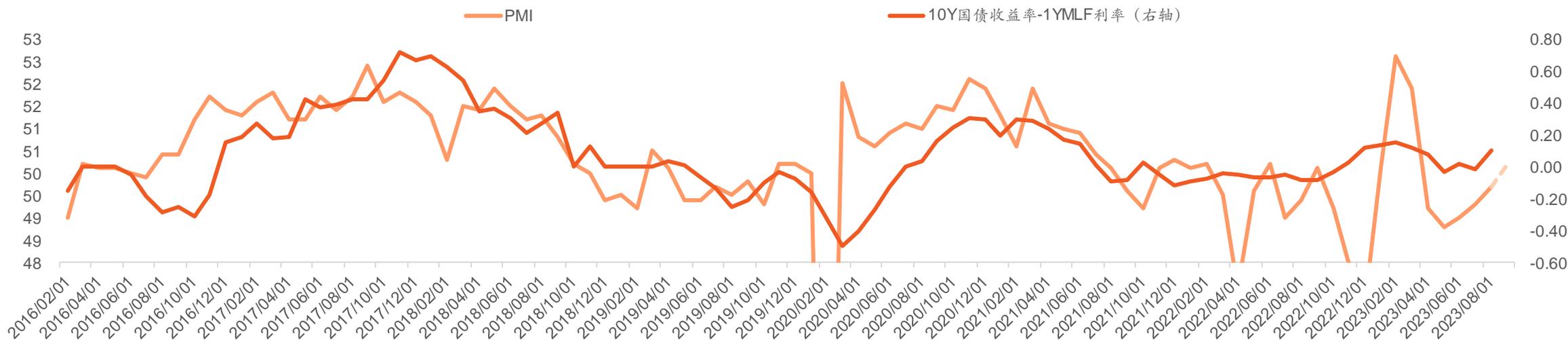


3.2 9月长端中枢是否上行取决于基建政策是否超预期

8月一揽子政策官宣，长端调整幅度有多大？年初场景可能接近上限。年初防疫政策放开+信贷超级开门红，长端最大上行30BP。本轮地产政策优化的影响相对可控，基建和信贷政策仍在制定中，可能持续在官宣的窗口期。合计的影响力度可以跟年初比较，不超预期的话10年国债参考1年MLF利率+15-20BP。

跟踪的路标：1、基建方面的政策组合。2、资金面和实体信用。

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 信用债：短期由于资金面的扰动，利差难以继续压缩

- 信用债：由于资金面可能小幅承压，信用利差压缩的行情可能暂时中断。但是，由于存量房贷利率调降，信用利差调整的空间可能也不大。本月看信用利差持平，目前信用债估值没有明显好于利率债，建议观望。

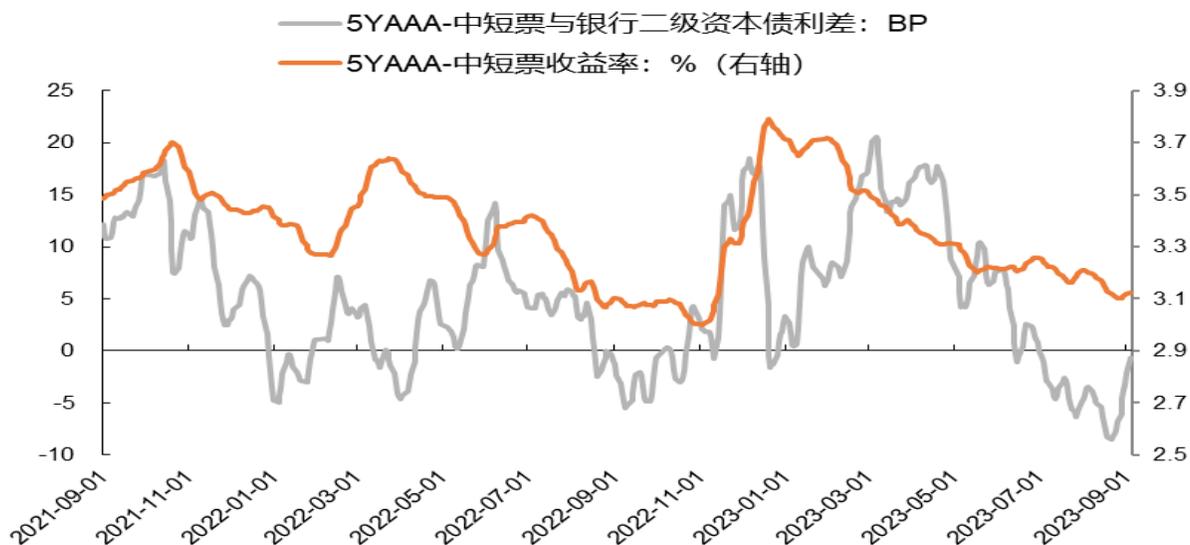
信用债收益率及历史分位数

	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	2.41	2.57	2.71	10.9	8.4	8.1	15.3	17.6	20.2	31.7	21.6	50.1	36.2	23.1	17.1	0.4	0.3	0.2
	AAA-	2.46	2.63	2.85	11.0	8.4	8.3	13.6	15.3	35.9	48.1	19.3	79.9	36.1	20.0	22.1	0.4	0.3	0.3
	AA+	2.51	2.68	2.90	10.8	8.1	7.3	11.0	11.9	23.4	44.7	20.1	68.6	34.7	17.9	17.1	0.4	0.2	0.2
	AA	2.55	2.86	3.18	9.4	7.2	6.4	5.5	12.6	22.0	57.1	51.6	69.9	28.6	22.2	27.4	0.3	0.3	0.4
	AA-	4.97	5.28	5.60	14.5	9.4	10.2	43.7	62.4	64.8	48.9	41.7	66.6	31.6	25.4	30.1	0.7	0.6	0.7
城投债	AAA	2.41	2.57	2.72	10.2	8.4	7.6	10.0	14.5	13.5	38.3	33.0	47.2	38.8	21.3	14.8	0.4	0.3	0.2
	AA+	2.48	2.70	2.89	9.8	8.3	7.2	8.5	16.5	21.4	49.6	44.3	58.2	37.7	25.2	19.2	0.4	0.3	0.3
	AA	2.56	2.82	3.05	9.4	7.8	6.6	6.7	15.5	19.3	55.1	47.4	62.6	36.7	28.2	22.7	0.4	0.3	0.3
	AA(2)	2.66	3.10	3.45	7.9	10.0	9.0	5.1	25.3	39.6	85.2	87.2	72.8	37.7	44.9	46.8	0.4	0.5	0.5
	AA-	3.61	5.21	5.63	0.1	24.8	24.9	17.0	64.3	71.3	97.3	99.2	65.7	-46.2	36.3	39.8	-0.7	0.6	0.7
银行永续国开债		1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	3-1Y	5-1Y	5-3Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
	AAA-	2.59	3.06	3.32	12.3	11.0	7.0	12.0	31.3	39.6	58.5	50.8	47.1	45.4	41.6	28.4	0.5	0.5	0.4
	AA+	2.61	3.09	3.40	10.9	9.9	5.7	8.5	25.2	25.2	59.0	49.6	42.3	42.9	39.6	31.4	0.5	0.5	0.4
	AA	2.76	3.39	3.96	6.1	9.0	10.8	4.4	13.1	15.5	77.3	93.9	93.7	35.9	46.6	50.4	0.4	0.5	0.6
	AA-	3.94	4.90	5.50	12.8	31.6	43.1	58.6	90.8	92.6	99.8	99.8	82.3	49.4	88.6	94.4	0.8	1.6	1.7
国开债	2.09	2.38	2.52	15.9	7.6	4.2				13.2	13.8	27.1	39.5	9.2	6.6	0.5	0.1	0.1	

3.2 二永债：赔率有所修复

- 银行二永债8月以来有所调整，赔率改善。年内供给力度可能相对平稳，待资金平稳后可以考虑交易。

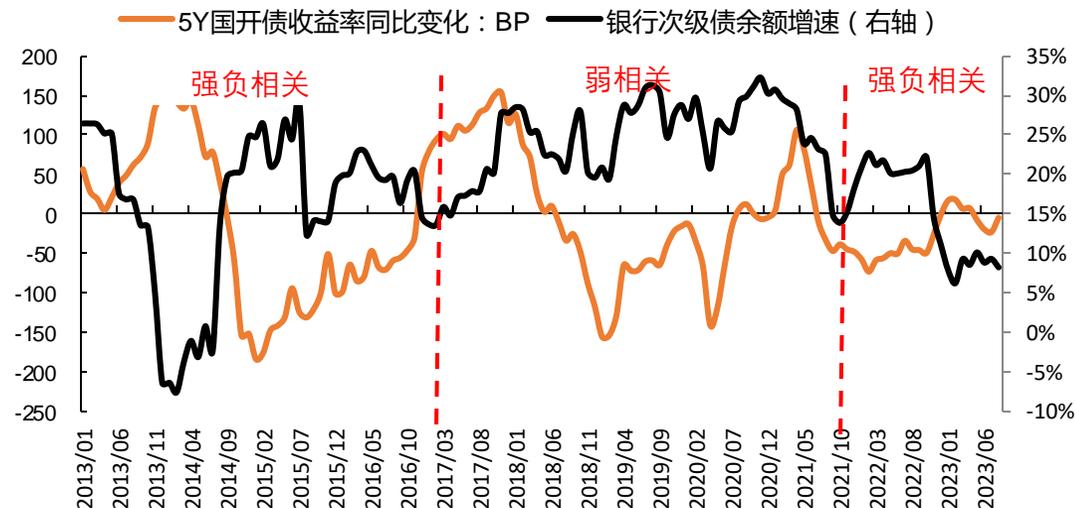
5YAAA-二级资本债利差有一定修复，但位置仍在低点



5YAAA-银行永续债利差处于21年以来中性偏低水平



23年以来银行次级债余额增速较低，但近两个月有所提速



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。