



宏观专题

三季度 GDP 增速预计为 4.7%左右 9 月经济金融数据前瞻

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

王洋

资格编号: S0120523090001

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

研究助理

占烁

资格编号: S0120122070060

邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- **核心观点:** 稳增长组合拳效能持续释放, 预计三季度 GDP 增速为 4.7%左右, 全年经济增速在 5%以上。从生产端来看, 三季度工业增加值预计在 4.3%左右, 服务业生产指数预计在 6%以上, 综合来看季度 GDP 增速大概在 4.7%左右, 全年经济增速可达 5.1%上下, 有望完成年初两会所确定的 5%的经济目标。四季度可能开启新一轮稳增长蓄力。明年一季度经济总需求可能仍然偏弱, 房地产和出口两方面的压力仍然存在。因此四季度可能是新一轮稳增长政策蓄力的时间窗口, 特别是基建投资、房地产、居民收入等方面的宏观政策可能要开始储备, 为明年一季度的经济增长保驾护航。
- **9 月经济数据前瞻:** (1) **工业生产:** 工业产需环比确定性改善。9 月官方制造业 PMI 指数回升至 50.2%的扩张区间, 随着地产政策逐步落地、稳增长组合拳持续见效, 需求端得到有效稳定, 生产景气指标持续上升, 制造业 PMI 回升至扩张区间意味着 9 月工业产需环比确定性改善。预计 9 月工业增加值增速可能为 4.8%左右。
- (2) **消费:** **商品消费方面,** 小商品价格坚挺或反映内需恢复较好, 降价潮驱动汽车零售高基数基础上依然多增。**服务消费方面,** 暑期过后人口流动下降, 单季度票房收入超过 2019 年同期, 快递量同比增加。预计 9 月社零增速可能为 5.0%左右。
- (3) **投资:** ①**基建投资:** 9 月专项债发行放缓, 剩余额度或将延至四季度使用, 专项债发行放缓或带动基建投资增速放缓, 预计 9 月广义基建累计增速 8.7%左右。②**房地产投资:** 主要城市商品房销售在 7-8 月“二次探底”后, 至 9 月出现边际好转, 在前期多城市“认房不认贷”、放款限购资格等措施推动下地产销售初现曙光。预计 9 月房地产投资累计同比增速从上月的-8.8%小幅扩大至-9%左右。③**制造业投资:** 制造业企业投资意愿持续改善。PMI 生产经营活动预期指数小幅回落至 55.5%, BCI 企业投资前瞻指数环比也在 8 月明显回升后继续上升至 57.60%, 政策催化下企业预期持续改善。预计制造业投资累计增速 5.9%左右, 与上月持平。
- (4) **外贸:** 外需下行边际放缓, 但 9 月出口压力仍存。韩越 9 月出口增速双双回升, 全球需求下行边际放缓, 8 月全球制造业 PMI 回升至 49%, 仍处于收缩区间; 全球需求下行边际放缓, 9 月全球制造业 PMI 指数与全球 PMI 新订单指数均在 8 月边际回升后继续小幅上升, 但仍处于收缩区间。中国 9 月 PMI 新出口订单指数在荣枯线下继续回升。预计 9 月出口同比增速为-6.8%左右。

- **(5) 物价：9月猪肉价格环比止升转跌，CPI同比上升动能趋弱。**8月食品价格分化，猪价环比止升转跌或意味着CPI上升动能趋弱。PMI服务业销售价格指数环比上升0.1个百分点至50.0%到达临界点，预计服务价格环比基本企稳。商务部监测的生产资料价格指数环比上升2.3%，连续三个月回升。预计9月CPI同比为0.1%，PPI同比为-2.4%。
- **金融数据前瞻：9月贷款和社融同环比或均有改善。**8月18日央行等三部委联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议上提出“要注重保持好贷款平稳增长的节奏，适当引导平缓信贷波动，增强金融支持实体经济力度的稳定性”，9月20日央行在经济形势和政策国务院政策例行吹风会上表示“发挥国有大行的支柱作用，增强信贷增长的稳定性”，明确提到国有大行或意味着央行对提振9月信贷意愿更强。9月份，票据利率月均值、月底均明显上升意味着9月银行放贷意愿明显提高，央行提振信贷投放的意愿或较明显地反映在9月金融数据中。预计2023年9月份金融机构口径贷款新增2.55万亿左右，较2022年同期同比多增约800亿，对应贷款余额增速或回升至11.40%；预计2023年9月份社会融资规模新增3.8万亿左右，对应社融存量同比增速回升至9.30%。
- **风险提示：**政策不及预期；房地产下行程度和长度超预期；外需快速回落，出口下降速度超预期。

内容目录

1. 工业生产：工业产需环比继续改善	6
2. 消费：同比增速预计 5%左右	8
3. 投资：专项债发行放缓或带动基建投资增速放缓	9
3.1. 基建：专项债发行放缓，发运率边际上升	9
3.2. 房地产：商品房销售“二次探底”后初见曙光	10
3.3. 制造业：企业预期和投资信心均处于较高水平	11
4. 外贸：出口降幅预计收窄	12
5. 通胀：9 月 CPI 同比或上升 0.1%	13
6. 金融：同环比或均有改善	14
7. 风险提示	16

图表目录

图 1: 官方 PMI 回升至扩张区间	7
图 2: 官方制造业 PMI 及主要分项 (%)	7
图 3: 南方八省发电耗煤量	7
图 4: 整车货运物流指数	7
图 5: 预估日均产量:粗钢:全国(旬)	7
图 6: 汽车半钢胎开工率	7
图 7: 义乌小商品价格指数: 首饰类	8
图 8: 义乌小商品价格指数: 电子电器类	8
图 9: 各月汽车零售	9
图 10: 29 城地铁日均客运量	9
图 11: 电影票房收入	9
图 12: 邮政快递投递量	9
图 13: 水泥发运率	10
图 14: 开工率:石油沥青装置	10
图 15: 30 城商品房销售面积 (7DMA)	10
图 16: 14 城二手房销售面积 (7DMA)	11
图 17: 9 月投资前瞻指数延续回升	11
图 18: 韩国越南 9 月出口增速双双回升	12
图 19: 中国 PMI 新出口订单指数边际回升但仍处于收缩区间	12
图 20: 全球 PMI 新订单指数边际回升但仍处于收缩区间	12
图 21: 9 月猪价、水果价格上涨, 蔬菜价格上涨	13
图 22: 生产资料价格指数环比继续回升	13
图 23: 2023 年 9 月票据利率与 CD 利差持续攀升	15
图 24: 2023 年 9 月份政府债融资环比下降	15
表 1: 9 月经济金融数据前瞻	5

稳增长组合拳效能持续释放，预计三季度 GDP 增速为 4.7% 左右，全年经济增速在 5% 以上。9 月 PMI 回升至扩张区间，为 4 月以来首次，各项主要指标多数回升，其中新订单指数继续上升 0.3 个点至 50.5%，在扩张区间继续上行；生产指数在 8 月 51.9% 的较高水平基础上进一步上升至 52.7%，需求改善带动生产持续加速。7 月政治局会议后稳增长组合拳政策效能持续释放，8-9 月经济动能明显提振，三季度环比增速将显著高于二季度。从生产端来看，三季度工业增加值同比增速预计在 4.3% 左右，服务业生产指数在 6% 以上，综合来看季度 GDP 增速预计在 4.7% 左右，全年经济增速可达 5.1% 上下，有望完成年初两会所确定的 5% 的经济目标。

四季度可能开启新一轮稳增长蓄力。明年一季度经济总需求可能仍然偏弱，房地产和出口两方面的压力仍然存在。因此四季度可能开启新一轮的稳增长蓄力，特别是在基建投资、房地产、居民收入等方面的稳增长政策可能要开始储备，为明年一季度的经济增长保驾护航。

表 1：9 月经济金融数据前瞻

	23M9E	23M8	23M7	23M6	23M5	23M4
GDP: 当季(%)	4.7			6.3		
GDP: 累计 (%)	5.2			5.5		
CPI(%)	0.1	0.1	-0.3	0.0	0.2	0.1
PPI(%)	-2.4	-3.0	-4.4	-5.4	-4.6	-3.6
工业增加值(%)	4.8	4.5	3.7	4.4	3.5	5.6
固定资产投资:累计(%)	3.1	3.2	3.4	3.8	4	4.7
基建	8.7	9.0	9.4	10.2	9.5	9.8
房地产	-9.0	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2
制造业	5.9	5.9	5.7	6.0	6	6.4
社会消费品零售(%)	5.0	4.6	2.5	3.1	12.7	18.4
进口(%)	-4.6	-7.3	-12.4	-6.8	-4.5	-7.9
出口(%)	-6.8	-8.8	-14.5	-12.4	-7.1	7.3
人民币贷款:新增(亿元)	25500	13600	3459	30500	13600	7188
社会融资规模:新增(亿元)	38000	31237	5282	42241	15556	12171

资料来源：Wind，德邦研究所测算

1. 工业生产：工业产需环比继续改善

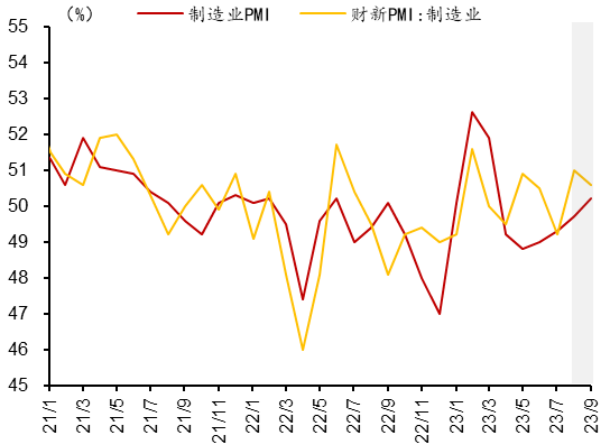
工业产需环比继续改善。9月官方制造业PMI指数回升至50.2%的扩张区间，较上月上升0.5个点；财新制造业PMI较上月回落0.4个点至50.6%，仍在扩张区间。官方制造业PMI连续四个月回升，自4月以来首次回到扩张区间。具体来看，9月工业生产环比继续改善，PMI生产指数上升0.8个百分点至52.7%，新订单指数在扩张区间继续上行，新出口订单指数在荣枯线下加速回升，随着地产政策逐步落地、稳增长组合拳持续见效，需求端得到有效稳定，生产景气指标持续上升，制造业PMI回升至扩张区间意味着9月工业产需环比确定性改善。

公路货运指数稳定运行，持续高于去年同期。9月南方八省电厂日耗煤量均值为210.3万吨，略高于去年同期，环比小幅下降，但9月环比降幅明显低于2019-2022年同期降幅。一方面，今夏气温较高，空调等耗电量较大；另一方面，在稳增长效能体现影响下，8-9月工业生产节奏持续提高，生产活动支撑电力需求。从G7的公路货运指数来看，今年9月均值为116.5，较去年同期增加12.8%，比2021年同期则低10.3%，较2021年降幅与7-8月基本持平，环比继续小幅上升，在8月环比上升1.4%后继续上升2.8%，7-8月稳增长组合拳逐步落地，9月工业生产活跃度继续上升，对工业生产活跃度有所体现的公路货运指数自7月升上110点后8-9月持续稳步攀升，2020年以来首次7-9月环比持续上升，三季度公路货运指数仅低于2021年，生产端恢复动能较为稳定。

从重点行业来看，汽车、钢铁等行业生产均处于2020年以来较高水平。汽车半钢胎开工率9月均值为72.12%，环比上升0.05个百分点；9月前20天日均粗钢产量为285.5万吨，略低于8月，高于去年同期的283.8万吨。虽然9月前20天日均粗钢产量环比有所下降，但仍处于近年来较高水平，仅低于2020年同期；而汽车半钢胎开工率则在6月上升至近年同期高位以后继续攀升，持续高于2020-2022年同期。

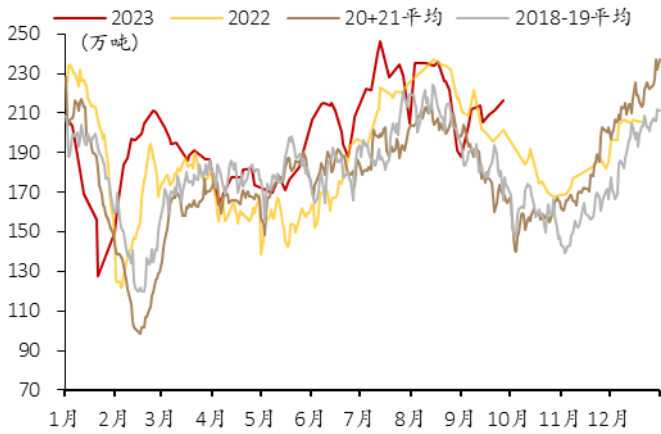
工业生产环比持续改善，预计同比增速为4.8%左右。

图 1: 官方 PMI 回升至扩张区间



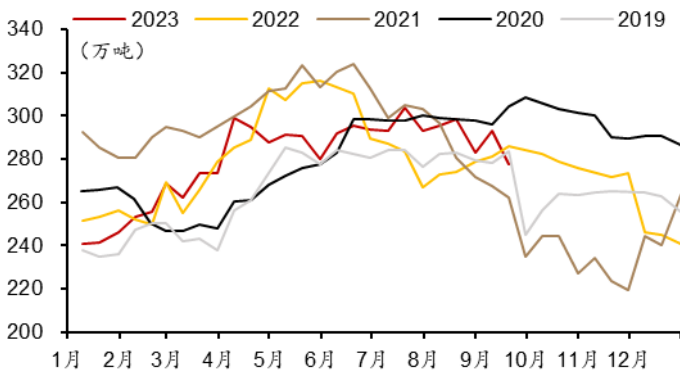
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 南方八省发电耗煤量



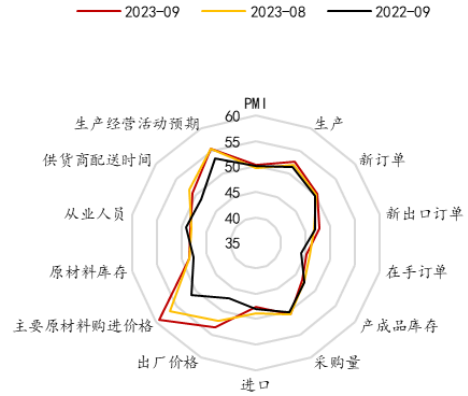
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 预估日均产量:粗钢:全国(旬)



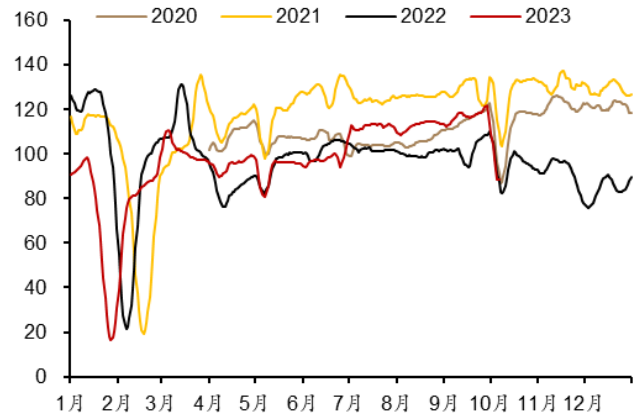
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 官方制造业 PMI 及主要分项 (%)



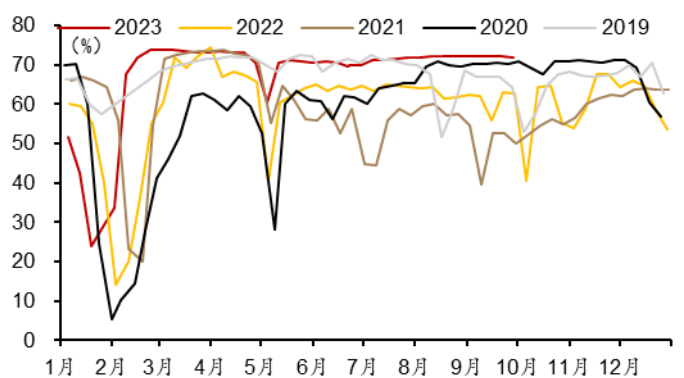
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 整车货运物流指数



资料来源: G7, 德邦研究所

图 6: 汽车半钢胎开工率



资料来源: Wind, 德邦研究所

2. 消费：同比增速预计 5%左右

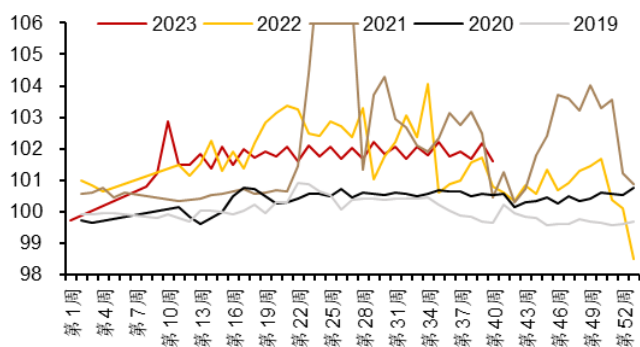
商品消费方面，小商品价格坚挺或反映内需恢复较好。从义乌中国小商品价格指数看，9月首饰类价格指数月均值为101.88，环比下降0.06点，同比高于去年同期0.62点；9月电子电器类价格指数月均值为105.05，环比上升0.12点，同比高于去年同期1.38点。9月义乌首饰类小商品价格指数持续位于近年较高水平，仅低于2021年同期，首饰类消费热度持续较高；义乌电子电器类小商品价格指数在《关于促进电子产品消费的若干措施》发布后逐步走高，9月初达到高点后虽有边际回落但仍高于2019-2022年同期。另一方面，9月PMI新出口订单指数仍在荣枯线以下，在外需仍较疲软的前提下，小商品价格坚挺或体现出内需恢复较好。

降价潮驱动汽车零售高基数基础上依然多增。根据乘联会的周度零售数据，9月前三周乘用车日均销量约为5.35万辆，较上月排除最后一周相比上升7.9%，较去年9月排除最后一周相比上升0.3%。去年7月商务部等17部门发布《关于搞活汽车流通 扩大汽车消费若干措施的通知》，重点提及新能源汽车消费与活跃二手车市场，规定各地区不得设定本地新能源汽车车型备案目录，取消二手车限迁政策，政策驱动下去年7-9月汽车零售销量明显提高，在高基数因素影响下今年8月汽车销量同比依然录得12.8%的高增，而9月排除尚未发布数据的最高一周，汽车销量同比依然录得0.3%的增幅，环比更是录得7.9%的增幅，9月汽车销售或仍较为火热。一方面，7月下旬发布的《关于促进汽车消费的若干措施》或起到一定效果，但今年的政策措施以延续前期激励方式为主，主要关注点分别为新能源汽车配套设施与落实取消二手车限迁，并无显著增量措施，《关于促进汽车消费的若干措施》或难以构成汽车销量高基数基础上多增的强动力，8-9月汽车销量表现较好或主要由于车企降价影响，7月以来，特斯拉、上汽大众、东风日产、奇瑞新能源、零跑汽车、蔚来汽车等均通过不同方式实施购车优惠或降价，对8-9月汽车销售提振作用较为明确。

服务消费方面，暑期过后人口流动下降，单季度票房收入超过2019年同期，快递量同比增加。9月，29城地铁日均客运量为260.5万，较8月减少15.4万，7-8月往往是暑期出行高峰，旅游需求和假期观影等休闲娱乐需求旺盛带动人口流动达到年内高点，9月暑期已经结束，出行量通常季节性低于7-8月。从票房收入和邮政快递投递量也可以佐证8月服务消费环比弱于7月，9月电影票房收入总计22.10亿元，显著低于8月的75.28亿元，也低于疫情前的2019年同期，但排除电影上映时点等影响，从三季度整体来看，今年三季度电影票房总收入明显高于疫情以来的三年，也高于2019年三季度，是2020年以来电影票房单季度收入首度高于2019年同期，电影行业明显改善。从快递业务量来看，9月邮政快递投递量总计109.63亿件，同环比都有所增加，服务消费虽然在暑期过后降温但仍具有一定韧性。

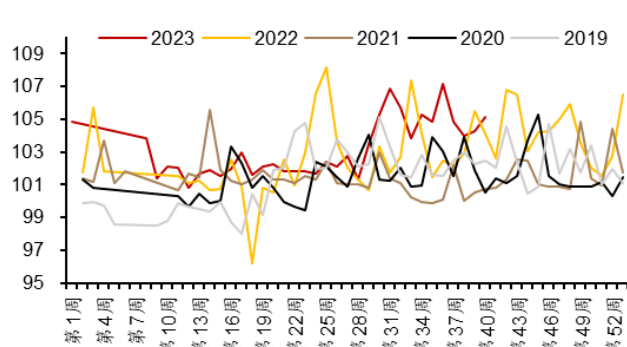
预计9月社零增速可能为5%左右。

图7：义乌小商品价格指数：首饰类



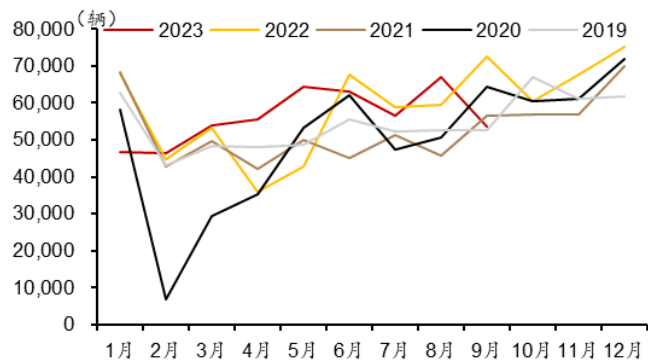
资料来源：Wind，德邦研究所

图8：义乌小商品价格指数：电子电器类



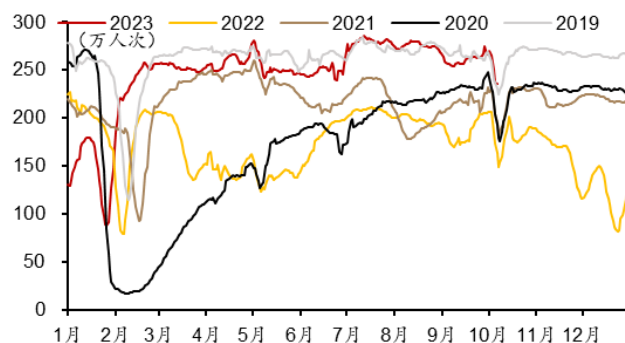
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：各月汽车零售



资料来源：Wind，德邦研究所

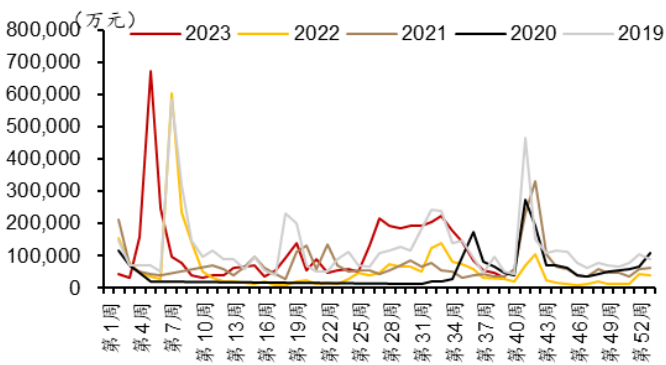
图 10：29 城地铁日均客运量



资料来源：Wind，德邦研究所

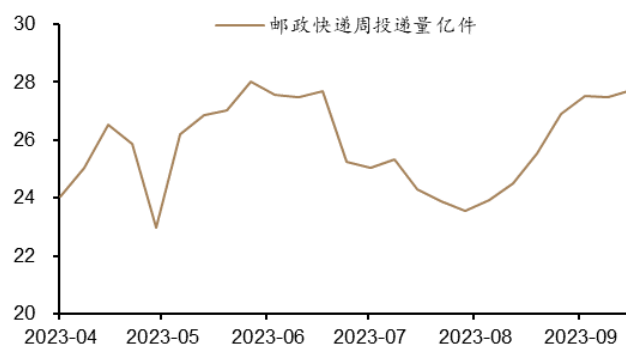
注：各年份 8 月汽车零售周度数据日均值，截至 8 月 27 日当周

图 11：电影票房收入



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：邮政快递投递量



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 投资：专项债发行放缓或带动基建投资增速放缓

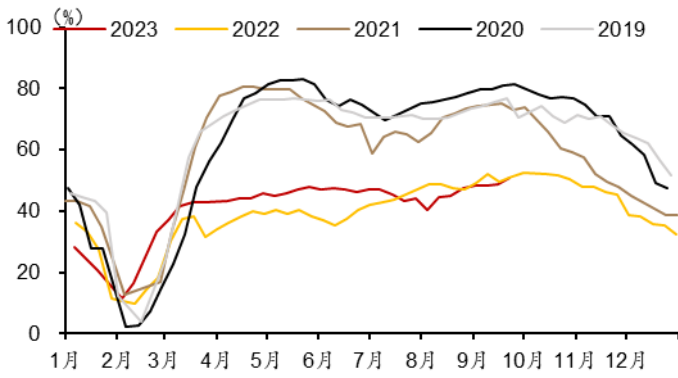
3.1. 基建：专项债发行放缓，发运率边际上升

9 月专项债发行放缓，剩余额度或将延至四季度使用。8 月 28 日国务院关于今年以来预算执行情况的报告中明确提出今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕。根据全国人大批准的预算报告，2023 年全年新增专项债额度在 3.8 万亿，1-8 月总计发行了 3.09 万亿，也就意味着 9 月需要发行新增专项债 7083 亿，但 9 月实际发行新增专项债 3569 亿元，距限额仍有 3513 亿元缺口，剩余新增专项债限额或将延后至四季度发行，基建投资增速或维持平稳。

以开工数据来看，专项债发行放缓下原材料开工率有所下降，但发运率明显上升或印证需求回暖。9 月水泥发运率 49.1%，比去年同期低 1.9 个百分点，也低于 2018-2021 年同期均值的 75.8% 左右，环比上升 4.9 个百分点，原材料发运率上升从另一侧面印证需求回暖；石油沥青装置开工率 44.1%，比去年同期高 0.4 个百分点，接近 2018-2021 年同期均值的 47.1%，环比下降 0.9 个百分点，或受专项债发行环比明显放缓影响。

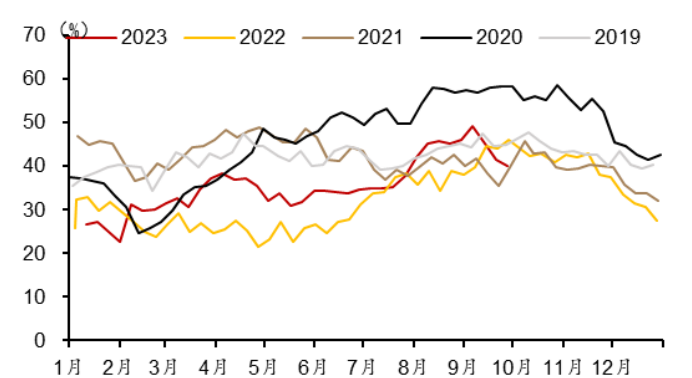
预计 9 月广义基建累计增速 8.7% 左右。

图 13: 水泥发运率



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 开工率:石油沥青装置



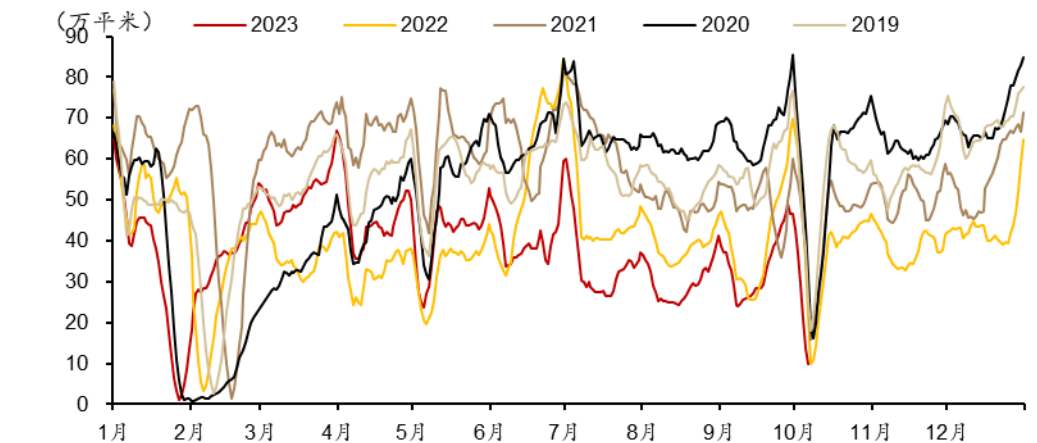
资料来源: Wind, 德邦研究所

3.2. 房地产: 商品房销售“二次探底”后初见曙光

从高频数据来看, 9月主要城市商品房销售边际回升。30个大中城市新房日均销售面积约为34.1万平, 在7-8月环比连续下降后边际回升3.5万平, 环比涨幅11.3%, 比2019-2021年同期均值低25.9万平, 同比降幅继续收窄至22.4%。二手房方面, 9月14个城市的日均成交面积为22.7万平, 与8月基本持平, 比2019-2021年同期均值低0.6万平左右。主要城市商品房销售在7-8月“二次探底”后, 至9月出现边际好转, 在前期多城市“认房不认贷”、放款限购资格等措施推动下地产销售初见曙光, 二手房销售面积接近2019年-2021年同期、新房销售面积仍明显低于2019-2021年同期的结构性差异仍反映出居民对开发企业的信心不足, 更倾向于购置更为稳健的二手房。预计9月房开发商到位资金小幅改善, 但销售传导至投资仍有时滞。

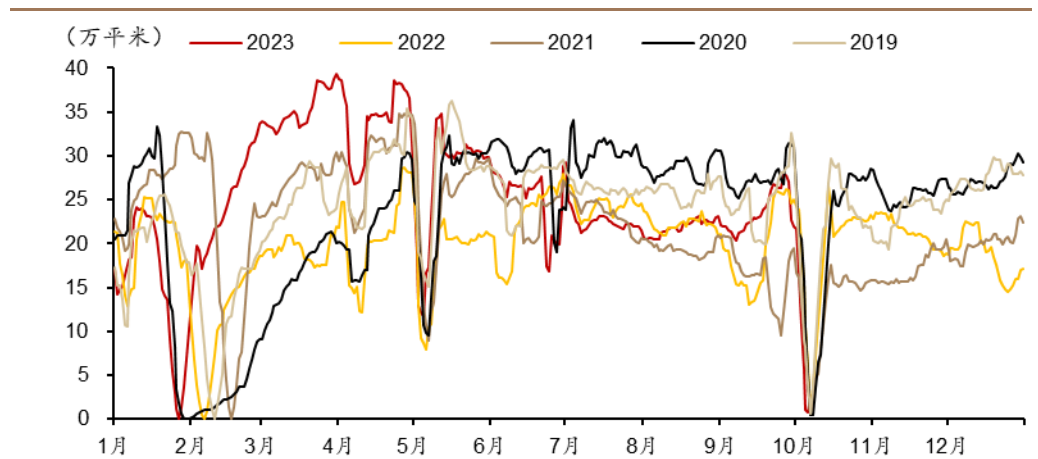
预计9月房地产投资累计同比增速从上月的-8.8%小幅扩大至-9%左右。

图 15: 30城商品房销售面积(7DMA)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 14 城二手房销售面积 (7DMA)



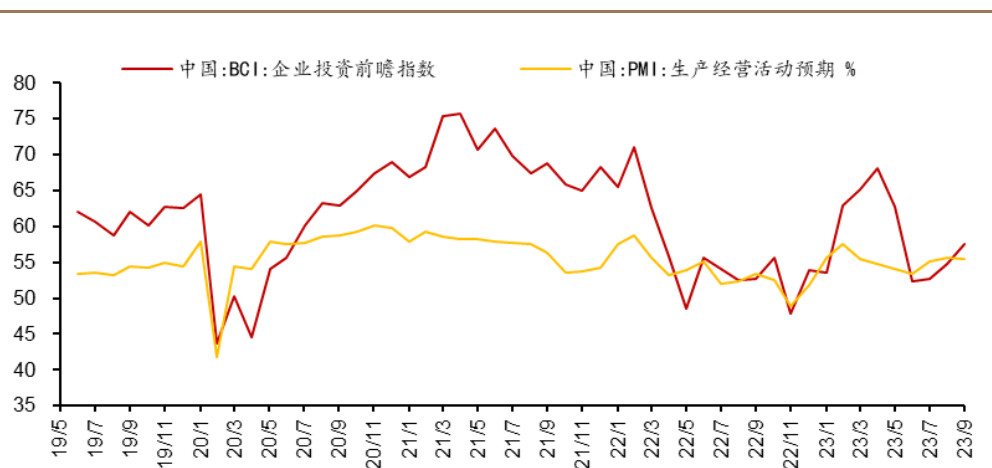
资料来源: Wind, 德邦研究所

3.3. 制造业: 企业预期和投资信心均处于较高水平

制造业企业投资意愿持续改善。9月PMI回升至50%以上的扩张区间,其中,生产经营活动预期指数小幅回落0.1个百分点至55.5%,仍处于较高水平,前期促进民营经济发展和扩内需一系列政策密集落地后企业信心持续较好。BCI企业投资前瞻指数环比也在8月明显回升后继续上升至57.60%,9月BCI企业投资前瞻指数和PMI生产经营活动预期指数均处于较高水平,7-8月稳增长组合拳逐步落地后企业预期有所改善,但考虑到9月PMI数据中大中小企业的结构差异,在稳增长“爬坡期”中小企业预期和投资信心仍需更多细分行业政策支持。

预计制造业投资累计增速5.9%左右,与上月持平。

图 17: 9 月投资前瞻指数延续回升



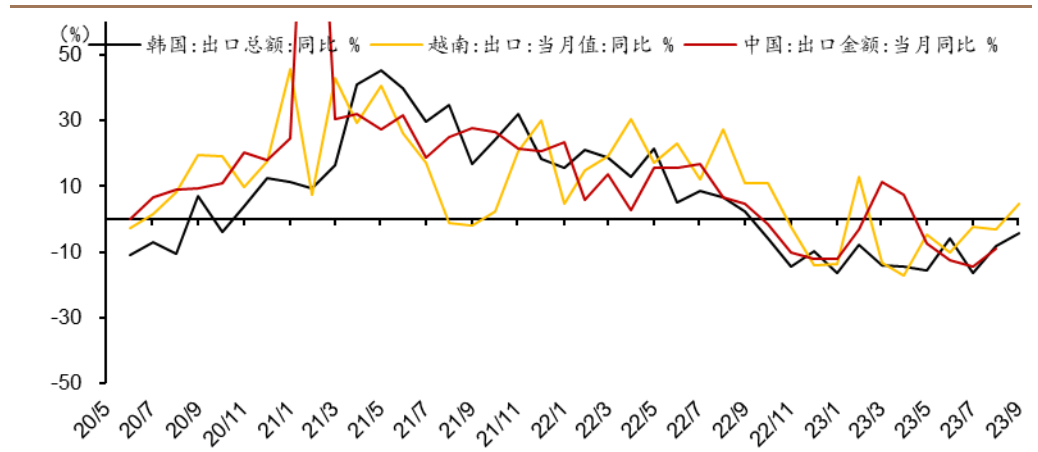
资料来源: Wind, 德邦研究所

4. 外贸：出口降幅预计收窄

外需下行边际放缓，出口降幅预计进一步收窄。韩越9月出口增速双双回升，韩国9月出口同比下降4.4%，降幅缩小3.9个百分点，越南同比上升4.91%，3月以来首次同比增长。全球需求下行边际放缓，9月全球制造业PMI回升至49.1%，全球PMI新订单指数回升至48.4%，二者均在8月边际回升后继续小幅上升，但仍处于收缩区间。中国9月PMI新出口订单指数在荣枯线下继续回升，结构上看中型和小型企业新出口订单指数回升，大型企业新出口订单指数维持不变，外需仍相对较弱，且仍有不确定性。

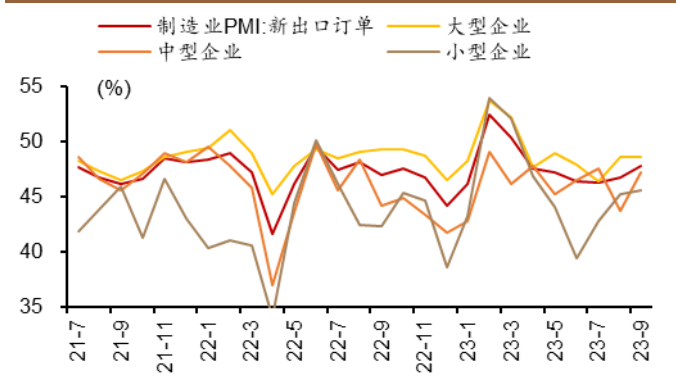
出口降幅预计从上月8.8%收窄至6.8%左右。

图 18：韩国越南 9 月出口增速双双回升



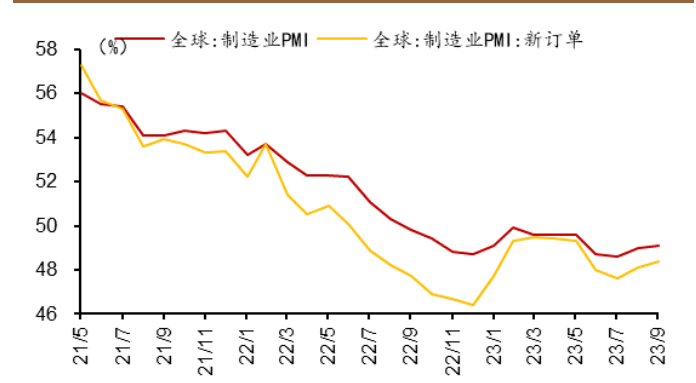
资料来源：Wind，德邦研究所

图 19：中国 PMI 新出口订单指数边际回升但仍处于收缩区间



资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：全球 PMI 新订单指数边际回升但仍处于收缩区间



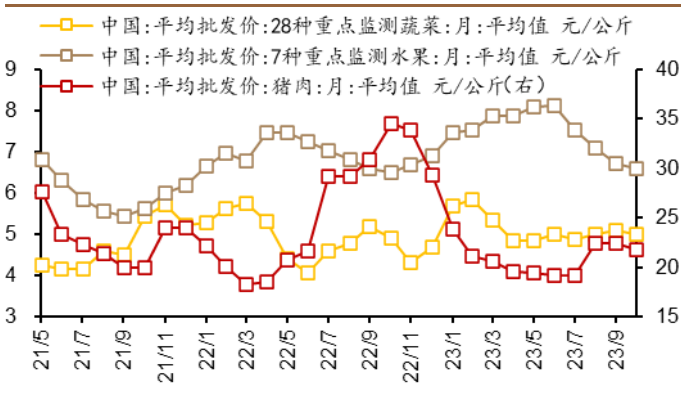
资料来源：Wind，德邦研究所

5. 通胀：9月CPI同比或上升0.1%

9月猪肉价格环比转跌，CPI同比上升动能趋弱。9月猪肉平均批发价为22.36元/公斤，较8月环比下跌0.44%；重点监测的28种蔬菜价格环比上涨2.09%，重点监测的7种水果价格环比下跌5.22%，食品价格分化，猪价环比转跌或意味着CPI上升动能趋弱。PMI服务业销售价格较能反映CPI服务项的变化，9月该指标环比上升0.1个百分点至50.0%，到达临界点，预计服务价格环比大致持平。此外，商务部监测的生产资料价格指数环比上升2.3%，连续三个月回升，指向PPI环比继续改善。

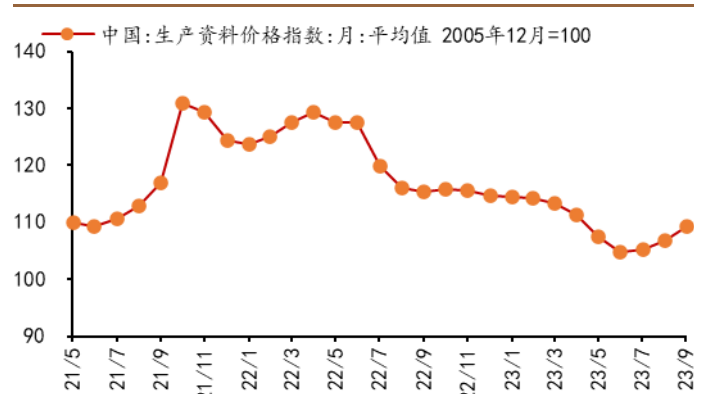
综合来看，预计9月CPI同比为0.1%，PPI同比为-2.4%。

图 21：9月猪价、水果价格上涨，蔬菜价格上涨



资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：生产资料价格指数环比继续回升



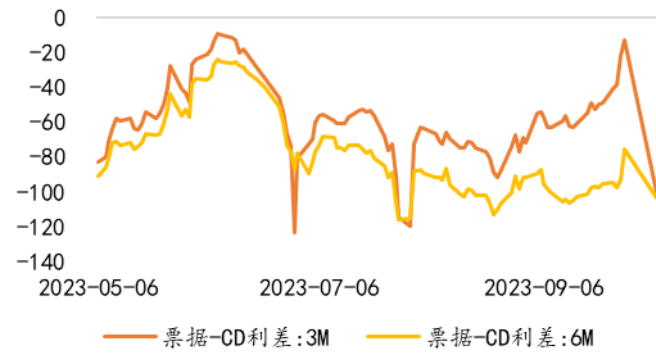
资料来源：Wind，德邦研究所

6. 金融：同环比或均有改善

9月贷款和社融同环比或均有改善。在2022年8月22日央行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会确立“保持贷款总量增长的稳定性”的贷款工作基调、8月24日国常会增加3000亿元以上额度政策性开发性金融工具、9月央行创设设备更新改造专项再贷款等新型政策工具以及2022年8月央行“降息”等多项因素加持下，去年9月起中长期贷款投放明显加速。对比今年，8月18日央行等三部委联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议上提出“要注重保持好贷款平稳增长的节奏，适当引导平缓信贷波动，增强金融支持实体经济力度的稳定性”，9月20日央行在经济形势和政策国务院政策例行吹风会上表示“发挥国有大行的支柱作用，增强信贷增长的稳定性”，明确提到国有大行或意味着央行对提振9月信贷意愿更强，基于此：（1）从指征贷款投放景气度的票据利率走势来看，9月份，3个月期和6个月期国股银票转贴现利率月度均值上升，3个月期国股银票转贴现利率从8月份平均值1.2565%上升至9月份平均值1.7320%，6个月期国股银票转贴现利率则从8月份的平均值1.1565%上升至9月份平均值1.3960%，从月末来看，9月最后一周，6M和3M国股银票转贴现利率分别从8月最后一周的1.2425%和1.3675%上升至1.5475%和2.0775%，3M和6M票据利率月均值、月底均明显上升意味着9月银行放贷意愿明显提高，以银票转贴现利率作为银行资产端、以同业存单收益率作为银行负债端，9月份票据融资利率和同业存单收益率之差月均值同样回升，从利差的月末最后一周来看，3个月期和6个月期票据与同业存单利差平均值分别从-71.82bp和-95.16bp扩张至9月份的-28.77bp和-90.23bp，央行提振信贷投放的意愿或较明显地反映在9月金融数据中。

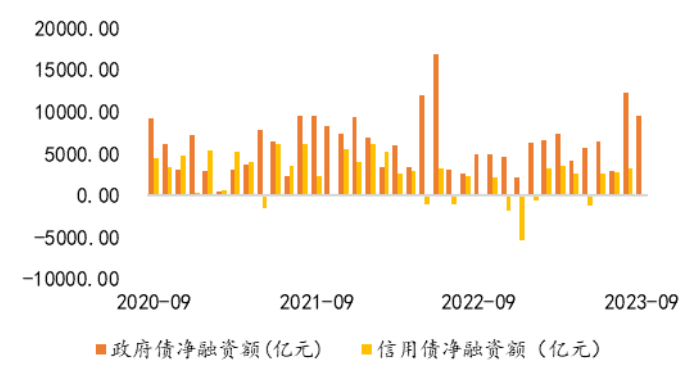
预计2023年9月份金融机构口径贷款新增2.55万亿左右，较2022年同期同比多增约800亿，对应贷款余额增速或回升至11.40%；（2）预计2023年9月份社会融资规模新增3.8万亿左右，对应社融存量同比增速回升至9.30%，从Wind统计数据看，2023年9月份政府债券净融资约为9535.96亿元，较2022年同期同比大幅多增4570亿，企业债净融资规模约为-129.69亿元，较2022年同期少增179.69亿元。

图 23：2023 年 9 月票据利率与 CD 利差持续攀升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 24：2023 年 9 月份政府债融资环比下降



资料来源：Wind，德邦研究所

7. 风险提示

- (1) 政策不及预期；
- (2) 房地产下行程度和长度超预期；
- (3) 外需快速回落，出口下降速度超预期。

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。曾任职于世界银行（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，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。