

2024年01月08日

如何看待10年期国债收益率阶段新低？

——FICC&资产配置周观察(2024/01/01-2024/01/07)

证券分析师：

李沛 S0630520070001
lp@longone.com.cn

证券分析师：

谢建斌 S0630522020001
xjb@longone.com.cn

相关研究

- 《从油价、商品规律与经济周期，展望资产方向——FICC&资产配置深度报告》
- 《美联储加息及衰退预期下大宗商品研究框架》
- 《资产配置框架与行业比较复盘深度报告——资产联动下的周期规律》
- 《美债收益率曲线及中美债利差》
- 《存款利率下行，债牛或延续》
- 《多因素下债牛延续，关注降息预期》
- 《如何看待美元兑人民币汇率破“7”》
- 《贵金属或再迎配置窗口期》
- 《如何看待国内降息可能性》
- 《历轮降息前后债市如何演绎？》
- 《海外鹰派信号略有升温》
- 《人民币汇率有望于三季度企稳》
- 《如何看待美国地产景气度的反弹？》
- 《全球流动性拐点临近，股、商、汇共振回暖》
- 《央行释放稳外汇信号，30年国债期货创新高》
- 《日央行YCC政策微调，原油价格延续回暖》
- 《如何看待地产政策信号对债市影响？》
- 《信贷数据弱于季节性，债牛或未止》
- 《降息落地，如何看待人民币汇率波动？》
- 《美债收益率见顶了吗》
- 《如何看待外汇存款准备金率调降？》
- 《美元指数缘何再度上破105？》
- 《年内二次降准落地，沪金创历史新高》
- 《美债利率再度上行，与2022年10月有何异同？》
- 《“8-11”汇改以来人民币汇率周期复盘及展望》
- 《如何看待全球资产定价之锚——美债利率再新高？》
- 《复苏定价及供给扰动，债市或延续震荡》
- 《债市是否已处十字路口》
- 《海外流动性拐点初现》
- 《如何看待近期人民币汇率的走强？》

投资要点

- **PSL新增重启叠加宽货币预期博弈，国内利率曲线再度走平。** 本周初利率在元旦假期发布的12月PMI数据回落带动下有所下行，随后受PSL舆情影响，长短端表现分化。2023年12月三家政策性银行新增抵押补充贷款PSL3500亿元。从PSL操作利率来看，最初4.5%后一路下行2.4%，低于当前1年期MLF利率2.5%。从属性上看，PSL虽为央行基础货币投放工具，但实际具备宽货币及宽信用双重属性。但与专项债、国债增发等纯粹财政扩张政策不同，PSL涉及基础货币投放，而后者并不涉及，对债市影响偏中性。短端利率方面，叠加前期存款利率调降后获利了结意愿较强，1年期国债收益率上行4bp报收2.15%。长端利率则表现回落，10年期国债收益率下行近4bp并收于2.52%，10Y-1Y利差收窄近8bp至35bp。
- **10年期国债收益率2.52%为2020年4月以来新低。** 近期债市走强程度超出市场预期的。一方面主要源于前期国有行存款利率调降驱动，市场交易切换至2024年1月的降息或降准预期。2023年四季度货政例会提到“发挥央行政策利率引导作用”、“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”。考虑超储率已经连续四个季度下降，1年期LPR利率已连续4个月未出现调整，而5年期及以上LPR利率自6月调整之后已连续6个月按兵不动，宽货币动能有所蓄积，MLF操作前市场可能仍对此博弈。另一方面，经济复苏斜率仍偏弱，虽地产端稳定政策有所接续，但PMI数据连续三个季度回落且均低于荣枯线，指向国内有效需求或仍不足。展望而言，我们认为2024年1月或仍为博弈主导行情。“十债利率2.5%”仍为市场心理点位，具备一定支撑，且当前市场对债市利多因素已计价较为充分，可逢调整后再介入。
- **PSL推出的历史背景？** PSL创立于2014年4月，是央行补充基础货币的重要工具，一度成为央行向政策性银行补充资金的重要方式，PSL也是链接央行与房地产市场的重要纽带。最初PSL的对象只有国开行一家政策性银行，经国务院批准，从2015年10月起，中国人民银行将PSL的对象扩大至国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行，主要用于支持三家银行发放棚改贷款、重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等。
- **净新增PSL贷款的目的？** 本次单月新增3500亿元PSL贷款是抵押补充贷款单月新增的最高值。回溯来看，PSL余额曾经历三轮上升阶段。1) 第一轮：2015年5月-2018年12月，PSL余额从6000亿元升至3.6万亿元，主要以棚改货币化用于房地产托底救市。2) 第二轮：2022年9-11月曾有短暂三个月重启，但随后于12月回落。主要为2022年基建拉动及保交楼托底。3) 第三次则是2023年12月，我们认为主要用于稳定地产端“城中村改造”、“平急两用”等基础设施、保障性住房建设等三大项目工程，为其提供较低成本资金以提振经济。
- **非农数据提振美元，油价略有回暖，本币汇率小幅趋弱。** 本周美国2023年12月FOMC会议纪要发布且释放信号较市场偏鹰。叠加就业市场数据及PMI数据整体略超预期，美债利率在为期两个月的顺畅回落后近期表现反弹。数据上看，美国2023年12月ISM制造业PMI为47.4，强于预期；美国12月非农就业人口增21.6万人，高于预期；12月失业率为持平于前值为3.7%；12月平均时薪同比增4.1%，高于预期。美债10Y利率较低点回升25bp至4.04%，中美10Y名义利差倒挂深度走扩15bp至153bp，离岸汇率USDCNH运行至7.16。美债利率上限短期或对国内风险偏好形成约束。CME FedWatch对2024年降息节奏预期有所收敛，但联储5月开启降息的概率仍达92%。原油方面，美国原油库存大幅减少，但汽柴油库存均大幅增加；胡塞武装在红海的持续袭击及以色列和伊朗对峙加剧，油价有所反弹。
- **风险提示：美国通胀回落速度不及预期、海外银行业危机蔓延、国际地缘摩擦超预期。**

正文目录

1. 资产配置核心观点	5
2. 债券市场	9
2.1. 国内债市	9
2.2. 海外流动性观察	10
2.3. 基准利率及债市情绪	11
3. 商品市场	12
4. 外汇市场	14
5. 经济日历	15
6. 风险提示	15

图表目录

图 1 资产周度表现汇总	5
图 2 10Y-1Y 国债利差	6
图 3 国内制造业 PMI	7
图 4 PSL 抵押补充贷款情况	7
图 5 超储率连续三个季度回落, %	7
图 6 商业银行净息差回落至 1.73%	7
图 7 美国 12 月 ISM PMI 反弹	8
图 8 CME FedWatch 对联储降息概率预期	8
图 9 公开市场操作货币净投放[逆回购]	9
图 10 MLF+TMLF 合计净投放	9
图 11 银行间质押式回购总量	9
图 12 IRS 质押式回购定盘利率	9
图 13 新增国债及政金债发行规模	9
图 14 新增地方政府债券发行规模	9
图 15 国债期货收盘价	10
图 16 投资级中资美元债	10
图 17 美债收益率及期限利差走势	10
图 18 中美 10 年期国债利差	10
图 19 海外国债收益率	10
图 20 美联储总资产及联邦基金利率	11
图 21 美国成屋销售中位数及 30 年抵押贷款利率	11
图 22 美国个人消费在 GDP 中占比近 2/3	11
图 23 当前美国家庭部门杠杆率较 2008 年大幅下降	11
图 24 央行政策利率走廊	11
图 25 主要产品利率走势	12
图 26 隐含税率“牛市下行、熊市上行”	12
图 27 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数, 点	12
图 28 铁矿石与螺纹钢指数, 点	12
图 29 焦煤、焦炭价格, 点	13
图 30 原油价格指数	13
图 31 工业金属指数	13
图 32 农产品价格指数, 点	13
图 33 国产锂价	13
图 34 钴价	13
图 35 美元兑人民币、美元兑日元汇率	14
图 36 英镑兑美元、欧元兑美元汇率	14
图 37 外汇占款及银行结售汇差额	14
图 38 CNH-CNY 价差	14

图 39 下周主要经济事件及数据 15

1.资产配置核心观点

本周资产表现回顾：中债 > 原油 > 美元指数 > 铁矿石 > 人民币汇率 > 欧美股市 > 港股

图1 资产周度表现汇总

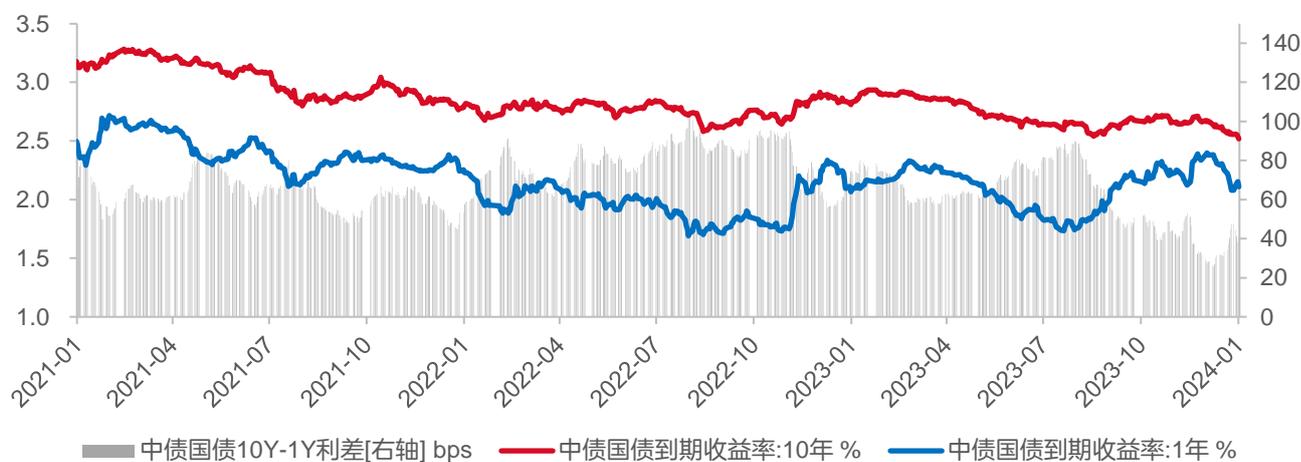
2024/1/5	指标名称	单位	现价	单位	本周涨跌幅
权益	上证指数	点	2929.18	%	-1.54
	深证综指	点	1773.42	%	-3.51
	创业板指	点	1775.58	%	-6.12
	沪深300	点	3329.11	%	-2.97
	恒生指数	点	16535.33	%	-3.00
	恒生科技	点	3592.33	%	-4.57
	日经225	点	33377.42	%	-0.26
	韩国综指	点	2578.08	%	-2.91
	道琼斯工业	点	37466.11	%	-0.59
	纳斯达克	点	14524.07	%	-3.25
	标普500	点	4697.24	%	-1.52
	欧元区STOXX50	点	4463.51	%	-1.29
	英国富时100	点	7689.61	%	-0.56
	德国DAX	点	6566.55	%	-0.94
法国CAC40	点	7420.69	%	-1.62	
债券	DR001	%	1.58	bp	-7.23
	DR007	%	1.78	bp	-12.46
	R001	%	1.73	bp	-10.11
	R007	%	2.18	bp	-7.51
	SHIBOR:隔夜	%	1.59	bp	-15.80
	SHIBOR:7天	%	1.77	bp	-9.70
	中债国债收益率:10Y	%	2.52	bp	-3.50
	国债期货收盘价格:10Y	%	102.95	bp	0.11
	FR007 IRS:1Y	%	2.05	bp	-0.63
	同业存单收益率AAA:1Y	%	2.46	bp	5.73
	中资地产美元债BBB:3Y	%	0.00	bp	1
	美国国债收益率:10Y	%	4.05	bp	17
	中美国债利差:10Y	bp	153	bp	15
	10s2s美债利差	bp	-35	bp	1
	10s3m美债利差	bp	-142	bp	10
	美国TED利差	bp	12	bp	-5
	英国国债收益率:10Y	%	3.76	bp	14
德国国债收益率:10Y	%	2.16	bp	14	
法国国债收益率:10Y	%	2.68	bp	12	
日本国债收益率:10Y	%	0.65	bp	1	
商品	ICE布油	美元/桶	78.76	%	2.23
	NYMEX WTI原油	美元/桶	73.81	%	3.01
	伦敦金现	美元/盎司	2045.36	%	-0.84
	COMEX黄金	美元/盎司	2052.60	%	-0.93
	COMEX白银	美元/盎司	23.40	%	-2.60
	LME铜	美元/吨	8415.00	%	-1.72
	SHFE螺纹钢	元/吨	3979.00	%	-0.57
	DCE铁矿石	元/吨	1000.00	%	2.15
	南华有色金属	点	1531.81	%	-1.14
	南华农产品	点	1049.79	%	-1.37
外汇	美元指数	点	102.4395	点	1.0617
	美元兑人民币	点	7.1566	点	0.0646
	港元兑人民币	点	0.9162	点	0.0066
	英镑兑美元	点	1.2718	点	-0.0017
	欧元兑美元	点	1.0953	点	-0.0097
美元兑日元	点	144.65	点	3.6215	

资料来源：Wind，东海证券研究所

周观察：如何看待 10 年期国债收益率阶段新低？

PSL 新增重启叠加宽货币预期博弈，国内利率曲线再度走平。本周初利率在元旦假期发布的 12 月 PMI 数据回落带动下有所下行，随后受 PSL 舆情影响，长短端表现分化。2023 年 12 月三家政策性银行新增抵押补充贷款 PSL3500 亿元。从 PSL 操作利率来看，最初 4.5% 后一路下行 2.4%，低于当前 1 年期 MLF 利率 2.5%。从属性上看，PSL 虽为央行基础货币投放工具，但实际具备宽货币及宽信用双重属性。但与专项债、国债增发等纯粹财政扩张政策不同，PSL 涉及基础货币投放，而后者并不涉及，对债市影响偏中性。短端利率方面，叠加前期存款利率调降后获利了结意愿较强，1 年期国债收益率上行 4bp 报收 2.15%。长端利率则表现回落，10 年期国债收益率下行近 4bp 并收于 2.52%，10Y-1Y 利差收窄近 8bp 至 35bp。

图2 10Y-1Y 国债利差



资料来源：Wind，东海证券研究所

10 年期国债收益率 2.52%为 2020 年 4 月以来新低。近期债市走强程度超出市场预期的。一方面主要源于前期国有行存款利率调降驱动，市场交易切换至 2024 年 1 月的降息或降准预期。2023 年四季度货政例会提到“发挥央行政策利率引导作用”、“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”。考虑超储率已经连续四个季度下降，1 年期 LPR 利率已连续 4 个月未出现调整，而 5 年期及以上 LPR 利率自 6 月调整之后已连续 6 个月按兵不动，宽货币动能有所蓄积，MLF 操作前市场可能仍对此博弈。另一方面，经济复苏斜率仍偏弱，虽地产端稳定政策有所接续，但 PMI 数据连续三个季度回落且均低于荣枯线，指向国内有效需求或仍不足。展望而言，我们认为 2024 年 1 月或仍为博弈主导行情。“十债利率 2.5%”仍为市场心理点位，具备一定支撑，且当前市场对债市利多因素已计价较为充分，可逢调整后再介入。

图3 国内制造业 PMI



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 PSL 抵押补充贷款情况



资料来源: Wind, 东海证券研究所

PSL 推出的历史背景? PSL 创立于 2014 年 4 月, 是央行补充基础货币的重要工具, 一度成为央行向政策性银行补充资金的重要方式, PSL 也是链接央行与房地产市场的重要纽带。最初 PSL 的对象只有国开行一家政策性银行, 经国务院批准, 从 2015 年 10 月起, 中国人民银行将 PSL 的对象扩大至国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行, 主要用于支持三家银行发放棚改贷款、重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等。

净新增 PSL 贷款的目的? 本次单月新增 3500 亿元 PSL 贷款是抵押补充贷款单月新增的最高值。回溯来看, PSL 余额曾经历三轮上升阶段。1) 第一轮: 2015 年 5 月-2018 年 12 月, PSL 余额从 6000 亿元升至 3.6 万亿元, 主要以棚改货币化用于房地产托底救市。2) 第二轮: 2022 年 9-11 月曾有短暂三个月重启, 但随后于 12 月回落。主要为 2022 年基建拉动及保交楼托底。3) 第三次则是 2023 年 12 月, 我们认为主要用于稳定地产端“城中村改造”、“平急两用”等基础设施、保障性住房建设等三大项目工程, 为其提供较低成本资金以提振经济。

图5 超储率连续三个季度回落, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 商业银行净息差回落至 1.73%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

非农数据提振美元，油价略有回暖，本币汇率小幅趋弱。本周美国 2023 年 12 月 FOMC 会议纪要发布且释放信号较市场偏鹰。叠加就业市场数据及 PMI 数据整体略超预期，美债利率在为期两个月的顺畅回落后近期表现反弹。数据上看，美国 2023 年 12 月 ISM 制造业 PMI 为 47.4，强于预期；美国 12 月非农就业人口增 21.6 万人，高于预期；12 月失业率为持平于前值为 3.7%；12 月平均时薪同比增 4.1%，高于预期。美债 10Y 利率较低点回升 25bp 至 4.04%，中美 10Y 名义利差倒挂深度走扩 15bp 至 153bp，离岸汇率 USDCNH 运行至 7.16。美债利率上限短期或对国内风险偏好形成约束。CME FedWatch 对 2024 年降息节奏预期有所收敛，但联储 5 月开启降息的概率仍达 92%。

图7 美国 12 月 ISM PMI 反弹



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 CME FedWatch 对联储降息概率预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	62.3%	33.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	48.9%	40.3%	7.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	47.2%	40.6%	9.0%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	40.4%	41.6%	13.8%	1.6%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.2%	35.9%	41.5%	17.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.4%	23.7%	39.4%	26.0%	8.2%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.1%	19.3%	36.3%	28.6%	11.7%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%

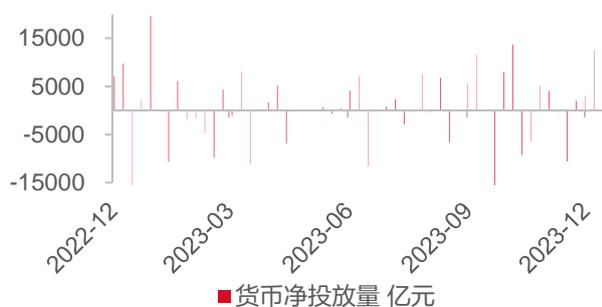
资料来源：Wind，东海证券研究所

原油价格略有回暖。原油方面，美国原油库存大幅减少，但汽柴油库存均大幅增加；胡塞武装在红海的持续袭击，以及以色列和伊朗对峙的加剧，限制了油价的下行空间。至 12 月 29 日当周，美国商业原油库存 4.311 亿桶，周下降 550 万桶；汽油库存 2.370 亿桶，周上升 1090 万桶；馏分油库存 1.259 亿桶，周上升 1009 万桶；美国原油产量 1320 万桶/天，周环比减少 10 万桶/天，较去年同期增加 110 万桶/天。至 2024 年 1 月 5 日，美国钻机数 621 台，周环比减少 1 台，较去年同期减少 151 台；其中采油钻机数 501 台，周环比增加 1 台，较去年同期减少 117 台

2.债券市场

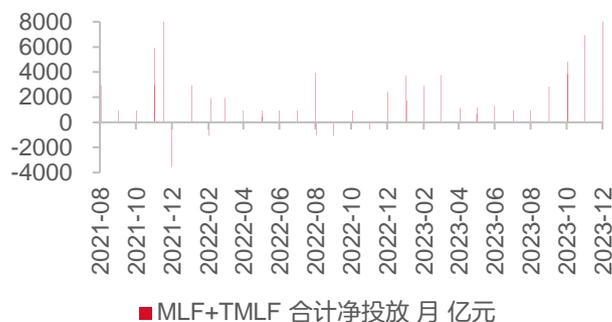
2.1.国内债市

图9 公开市场操作货币净投放[逆回购]



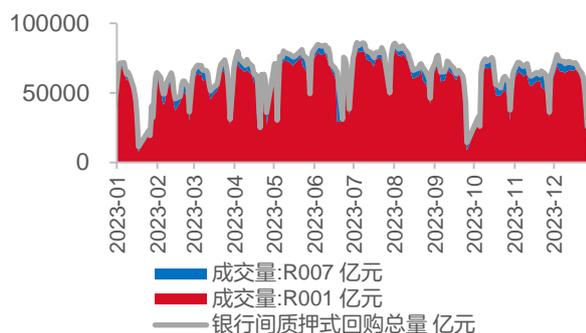
资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 MLF+TMLF 合计净投放



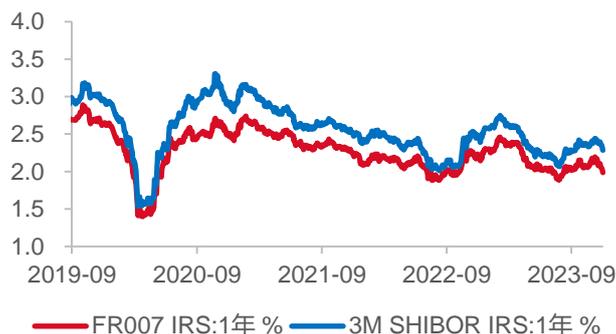
资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 银行间质押式回购总量



资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 IRS 质押式回购定盘利率



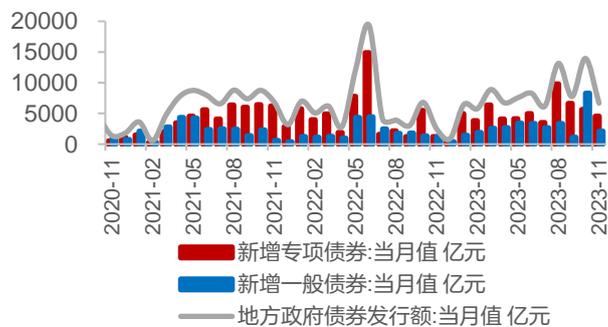
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 新增国债及政金债发行规模



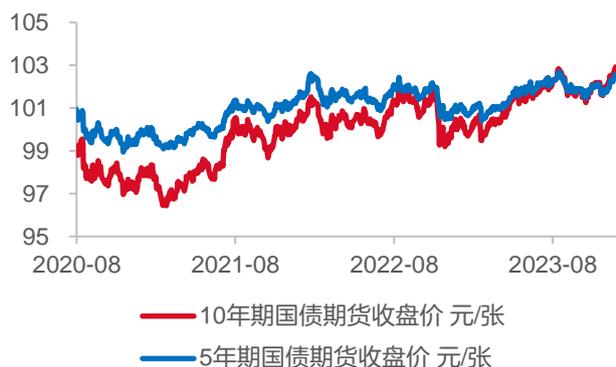
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 新增地方政府债券发行规模



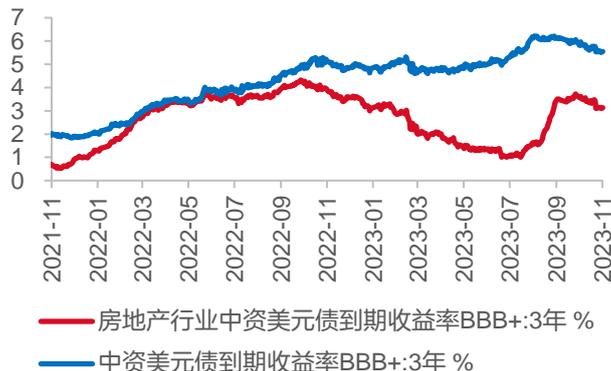
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 国债期货收盘价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

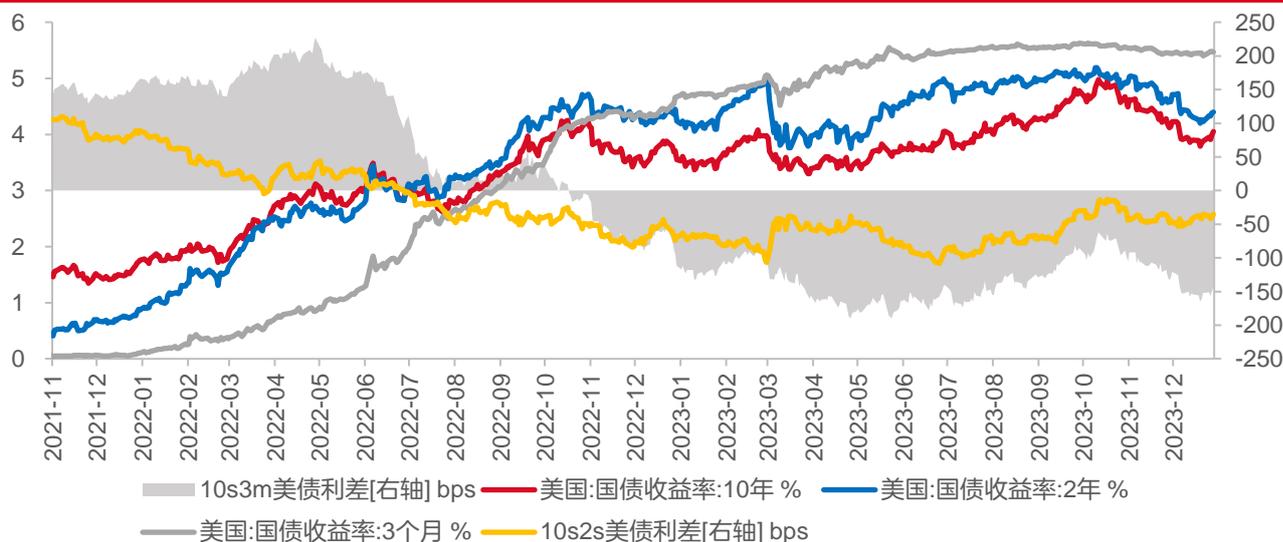
图16 投资级中资美元债



资料来源: Wind, 东海证券研究所

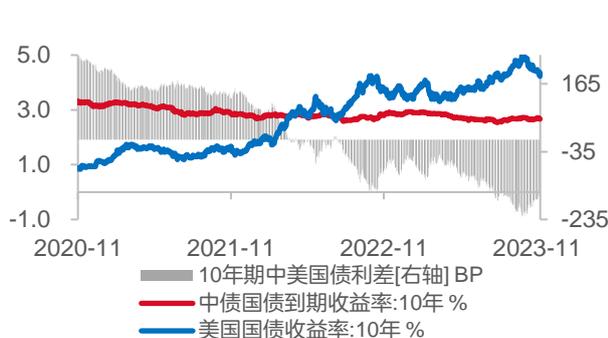
2.2.海外流动性观察

图17 美债收益率及期限利差走势



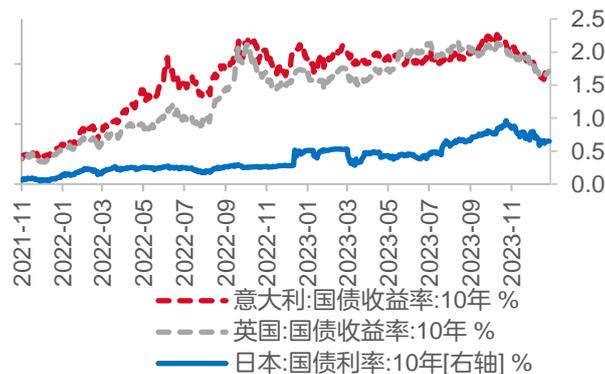
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图18 中美10年期国债利差



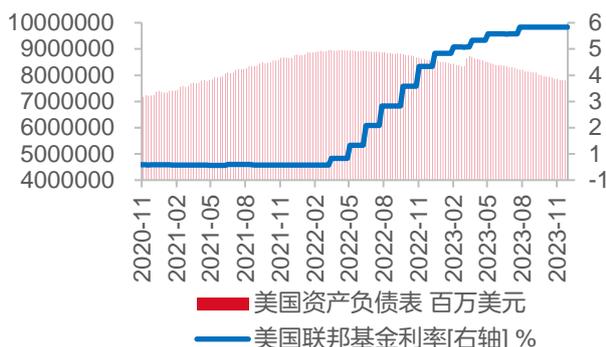
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图19 海外国债收益率



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图20 美联储总资产及联邦基金利率



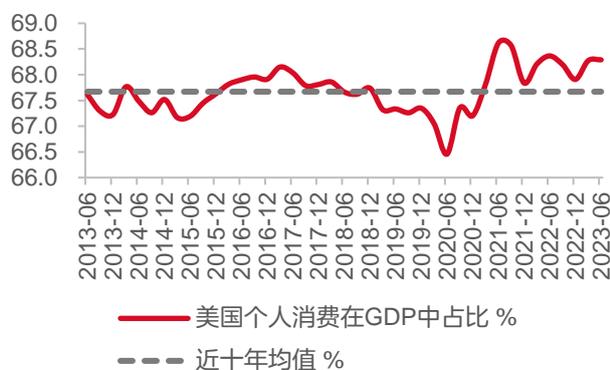
资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 美国成屋销售中位数及 30 年抵押贷款利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图22 美国个人消费在 GDP 中占比近 2/3



资料来源：Wind，东海证券研究所

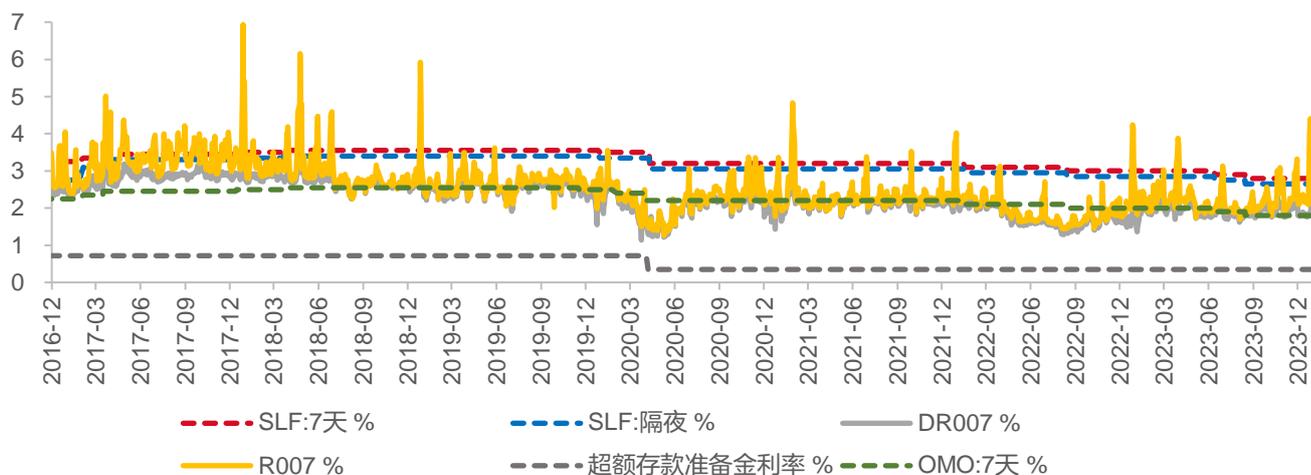
图23 当前美国家庭部门杠杆率较 2008 年大幅下降



资料来源：Wind，东海证券研究所

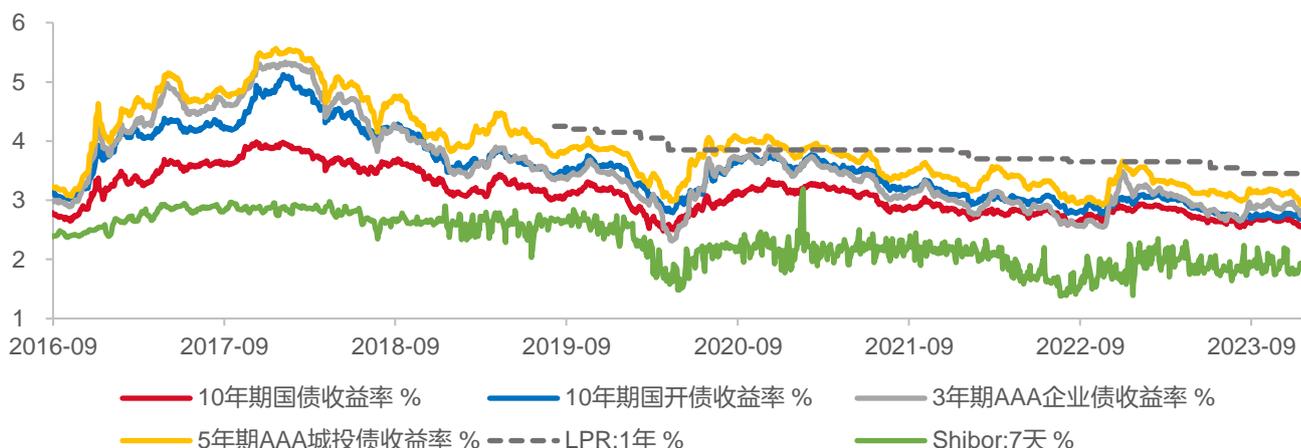
2.3.基准利率及债市情绪

图24 央行政策利率走廊



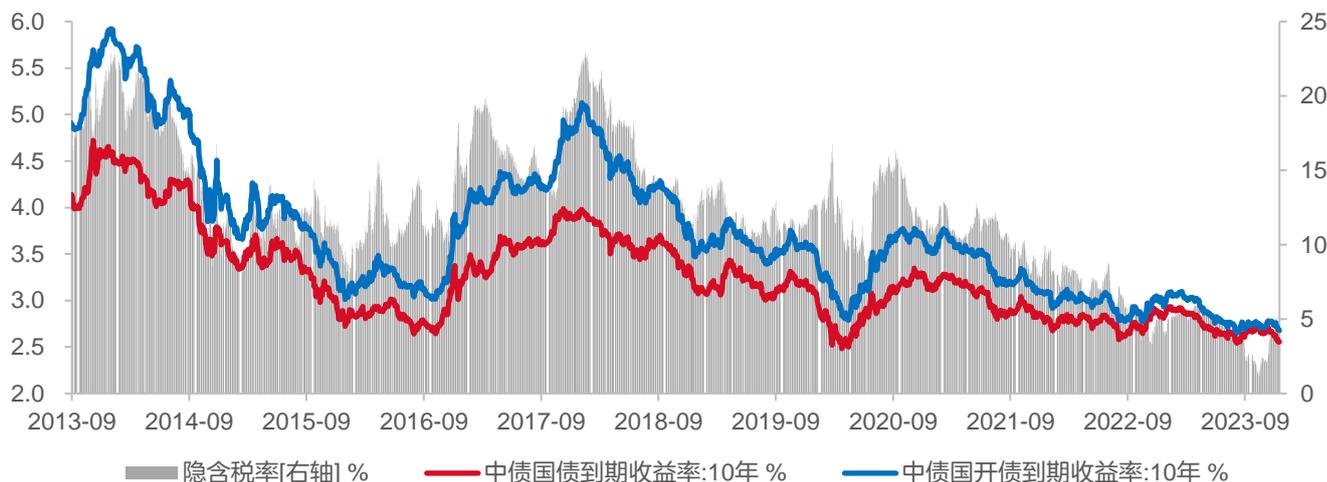
资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 主要产品利率走势



资料来源: Wind, 东海证券研究所

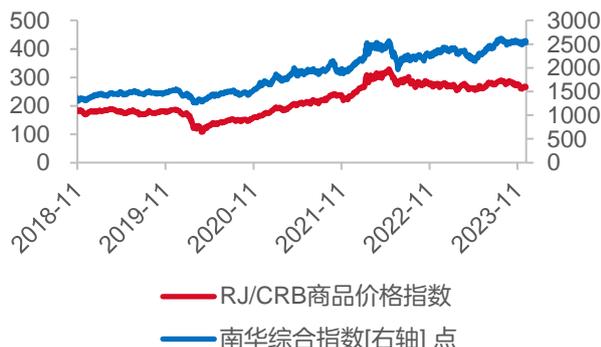
图26 隐含税率“牛市下行、熊市上行”



资料来源: Wind, 东海证券研究所

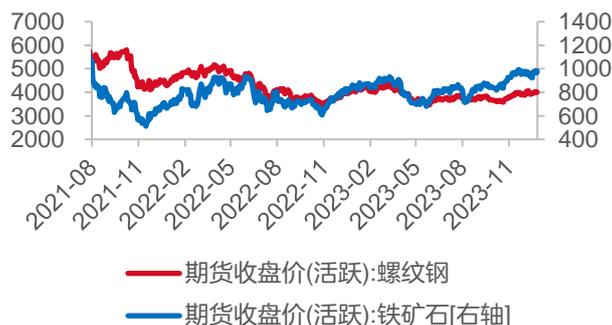
3.商品市场

图27 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数, 点



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图28 铁矿石与螺纹钢指数, 点



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图29 焦煤、焦炭价格，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图30 原油价格指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

图31 工业金属指数



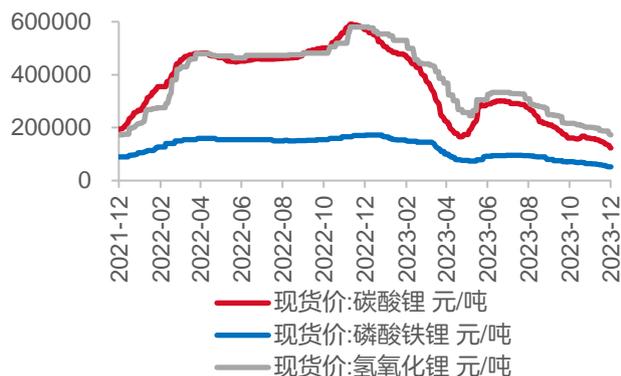
资料来源：Wind，东海证券研究所

图32 农产品价格指数，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图33 国产锂价



资料来源：Wind，东海证券研究所

图34 钴价



资料来源：Wind，东海证券研究所

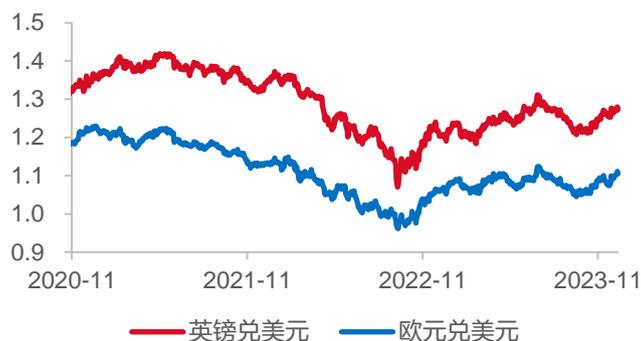
4. 外汇市场

图35 美元兑人民币、美元兑日元汇率



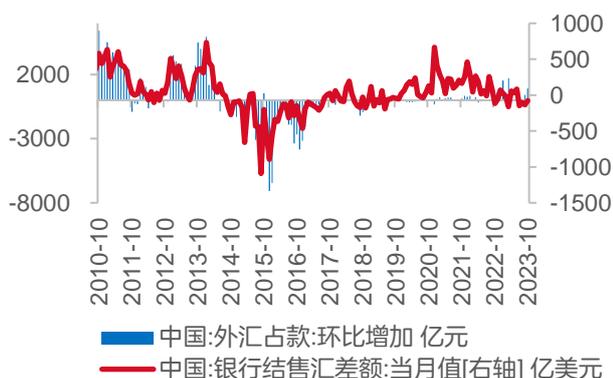
资料来源：Wind，东海证券研究所

图36 英镑兑美元、欧元兑美元汇率



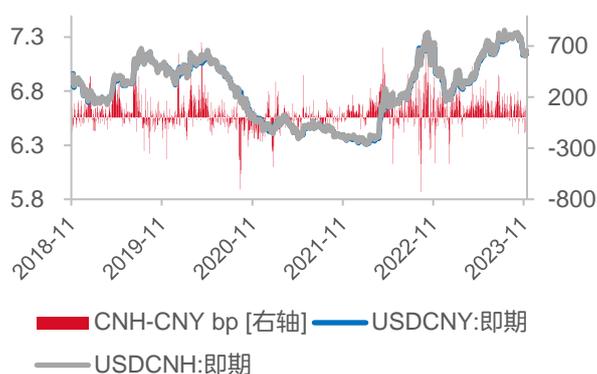
资料来源：Wind，东海证券研究所

图37 外汇占款及银行结售汇差额



资料来源：Wind，东海证券研究所

图38 CNH-CNY 价差



资料来源：Wind，东海证券研究所

表1 央行主要汇率管理工具最新使用情况，截至2023年12月

汇率管理工具	首推年限	RMB 贬值时	RMB 升值时	最新调整日	当前状态
外汇存款准备金率	2005年	下调↓	上调↑	20230915	下调2个百分点4%
远期售汇风险准备金率	2015年	上调↑	下调↓	20220928	由0%上调至20%
跨境融资宏观审慎调节参数	2016年	上调↑	下调↓	20230720	全口径上调至1.5
离岸央行票据发行	2018年	-	增发	20230919	滚动续作，增发100亿元
离岸掉期市场干预	2018年	提升离岸做空成本	-	-	-
口头干预	-	-	-	20231229	央行2023年Q4货币政策例会
逆周期调节因子	2017年	-	-	-	有所启用

资料来源：中国人民银行，外汇管理局，东海证券研究所

5.经济日历

图39 下周主要经济事件及数据

日期	时间	国家/地区	指标/事件	前值	预期值
2024-01-08	待定	中国	12月官方储备资产:其他储备资产(亿美元)	-	-
2024-01-08	待定	中国	12月外汇储备(亿美元)	31718.07	-
2024-01-11	待定	中国	12月M0:同比(%)	10.4	-
2024-01-11	待定	中国	12月M1:同比(%)	1.3	-
2024-01-11	待定	中国	12月M2:同比(%)	10	10.16
2024-01-11	待定	中国	12月社会融资规模:当月值(亿元)	24500	
2024-01-11	待定	中国	12月社会融资规模存量:同比	9.4	9.71
2024-01-11	待定	中国	12月新增人民币贷款(亿元)	10900	13011.11
2024-01-11	21:30	美国	12月CPI:季调:环比(%)	0.1	-
2024-01-11	21:30	美国	12月CPI:同比(%)	3.1	-
2024-01-11	21:30	美国	12月核心CPI:季调:环比	0.3	-
2024-01-11	21:30	美国	12月核心CPI:同比(%)	4	-
2024-01-11	21:30	美国	1月06日当周初次申请失业金人数:季调(人)	202000	-
2024-01-11	04:15	美国	1月纽约联储主席威廉姆斯发表讲话	-	-
2024-01-12	20:30	欧盟	1月欧洲央行首席经济学家连恩发表讲话	-	-
2024-01-12	待定	中国	12月出口金额:当月同比	0.5	2.35
2024-01-12	待定	中国	12月出口金额:人民币:当月同比	1.7	-
2024-01-12	待定	中国	12月进口金额:当月同比	-0.6	0.50
2024-01-12	待定	中国	12月进口金额:人民币:当月同比	0.6	-
2024-01-12	09:30	中国	12月CPI:同比(%)	-0.5	-0.28
2024-01-12	09:30	中国	12月PPI:同比(%)	-3	-2.59
2024-01-12	21:30	美国	12月PPI:最终需求:季调:环比(%)	0	-
2024-01-12	21:30	美国	12月PPI:最终需求:季调:同比(%)	0.8	-
2024-01-12	21:30	美国	12月核心PPI:季调:环比(%)	0.2	-
2024-01-12	21:30	美国	12月核心PPI:季调:同比(%)	1.8	-

资料来源: Wind, 东海证券研究所

6.风险提示

美国通胀回落速度不及预期: 美国当前劳动力市场依旧强劲, 通胀水平仍处高位, 若回落不及预期或引发美联储态度偏鹰, 中美国债利差进一步倒挂或使我国利率下行空间有限。

海外银行业危机蔓延: 部分海外银行资产端以长久期、低利率产品为主, 流动性相对较差。而全球多数发达经济体央行连续加息背景下, 银行负债端若集中于久期短且利率高的产品, 或使得资产负债期限错配、净息差压缩甚至倒挂, 引发一定流动性危机和挤兑风险。

国际地缘摩擦超预期: 俄乌冲突尚未结束, 地缘摩擦扰动或引发大宗价格大幅波动, 引发通胀上行。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089