

中信证券FICC研究

全球经济与市场展望

明明 中信证券首席经济学家

2023年11月

CONTENTS

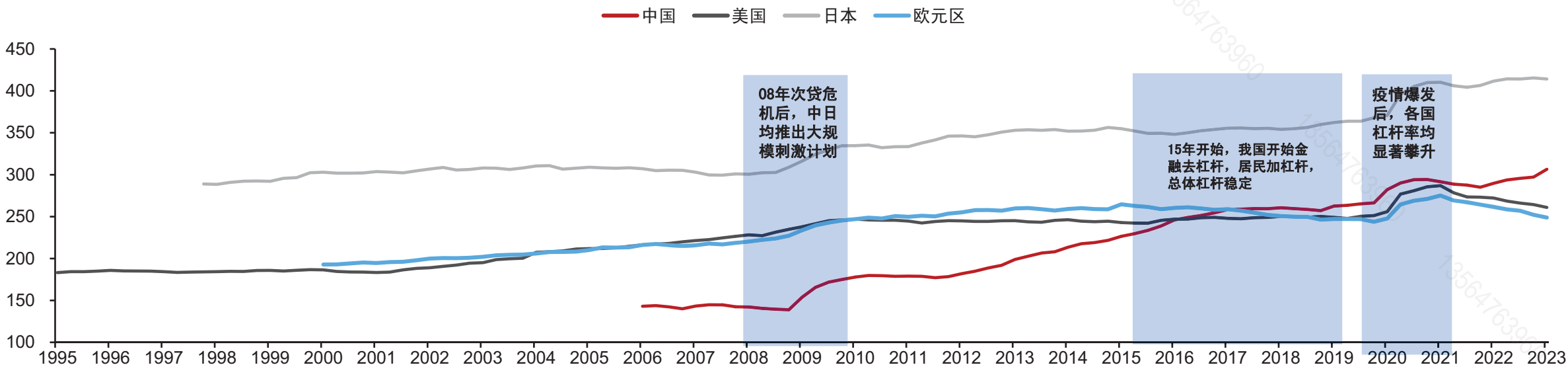
目录

1. 全球债务周期：财政、货币政策配合的经验
2. 国内经济：经济目标5%，节奏先上后下
3. 美国经济：经济放缓，降息可期
4. 政策组合：财政发力，货币宽松
5. 大类资产展望

全球债务率：次贷危机及新冠疫情后显著攀升

- 2008年前，全球债务率保持相对平缓的提升
- 2008年后，全球尤其是中日杠杆率大幅攀升
 - 次贷危机后，中国的4万亿计划以及日本政府的大肆举债推动杠杆率的显著攀升。
- 新冠疫情下，各国均加大财政刺激力度，带动杠杆率的新一轮攀升，随后有所回落
 - 新冠疫情对经济的冲击较大，各国均采取大规模的财政刺激以稳定经济，带动全球杠杆率的新一轮攀升，随着疫情影响的减弱，杠杆率此后有所回落。

各国实体经济杠杆率水平（%）

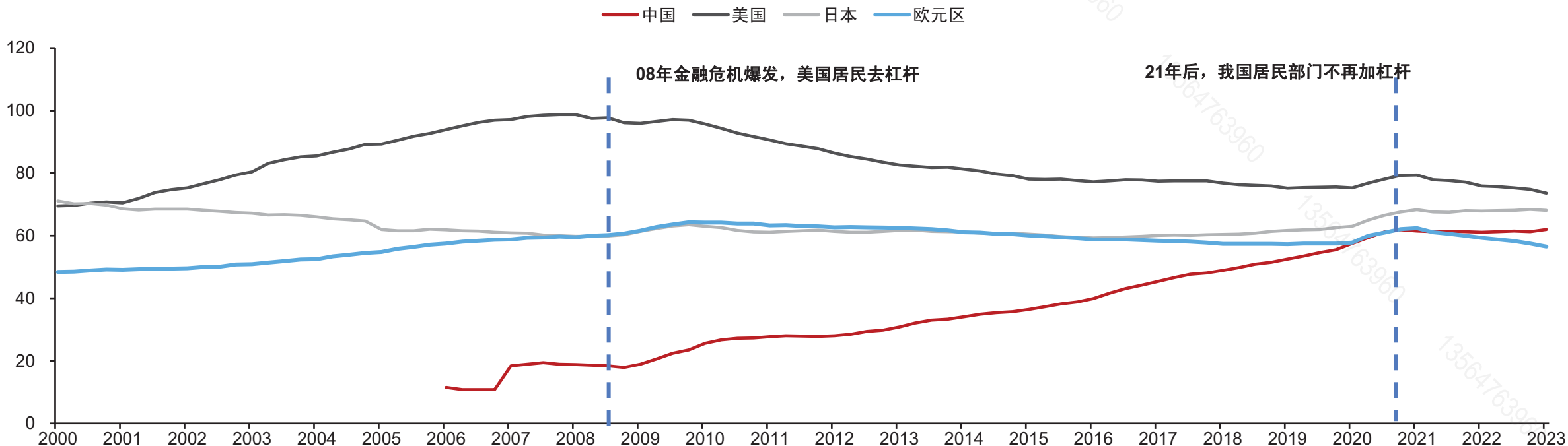


资料来源：BIS，中信证券研究部

居民杠杆率：加杠杆空间不足

- 2008年金融危机爆发前夕，美国居民杠杆率达到峰值，此后持续下降。
- 2015年后，我国居民部门成为加杠杆主力，这一趋势自2021年后难以延续，主要受疫情以来居民收入及预期下滑的影响。
- 日本居民部门杠杆在过去30年间未出现显著变化，居民加杠杆空间不足。

各国/地区实居民部门杠杆率水平（%）

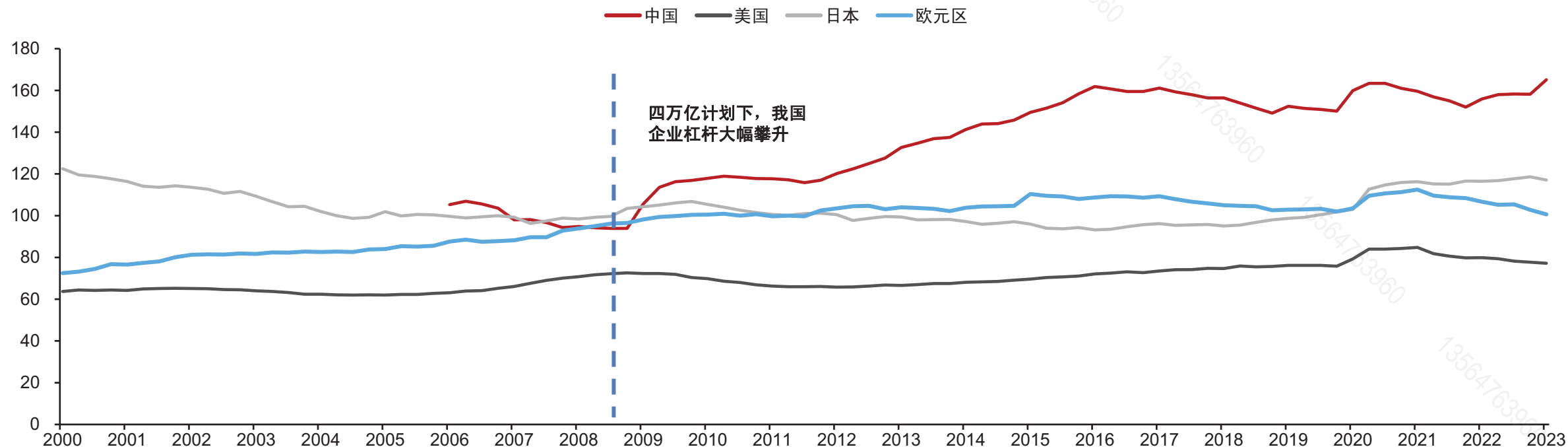


资料来源：BIS，中信证券研究部

企业杠杆率：08年后经历近8年的持续攀升

- 2008年金融危机爆发后，我国推出了四万亿计划，城投、制造业企业和房地产企业一同加杠杆
 - 四万亿计划下，我国非金融企业部门杠杆从2008年底的93.9%大幅提升至2014年底时的145.8%。
- 美国企业部门杠杆长期稳定在70%左右，2020年在疫情冲击后美国企业在低利率环境下增加杠杆

各国/地区非金融企业部门杠杆率水平（%）

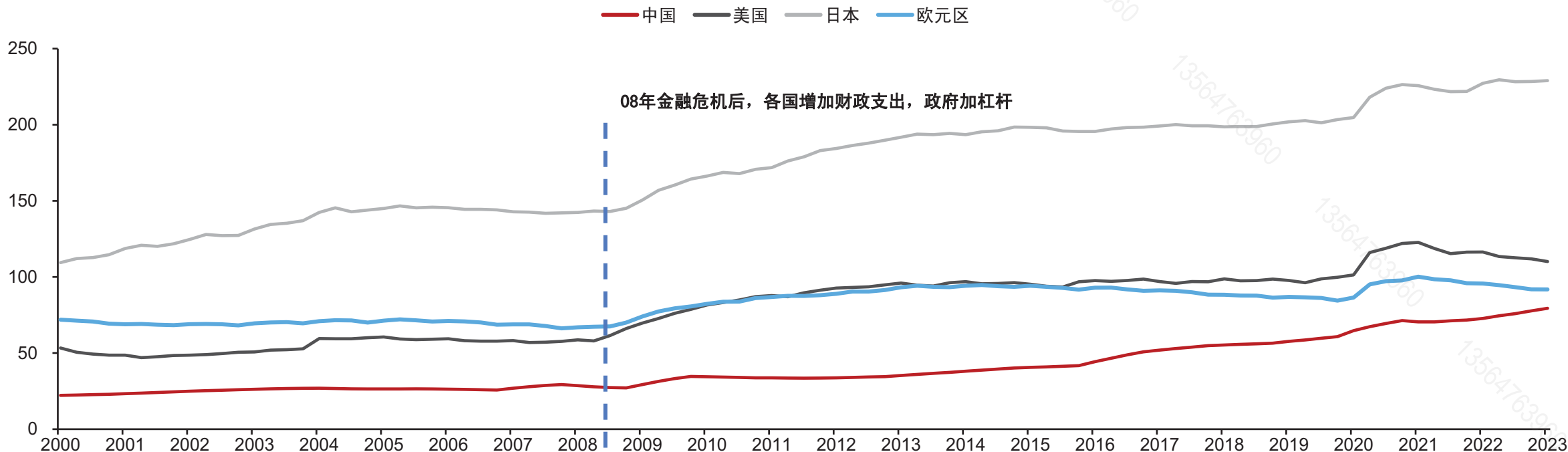


资料来源：BIS，中信证券研究部

政府杠杆率：我国长期位于较低水平

- 我国政府杠杆率长期保持较低水平，近几年有所提升，但仍低于其它主要经济体
 - 截至2023年3月末，我国政府部门杠杆率79.4%，低于美国和欧元区，大幅低于日本，尤其是中央政府杠杆率显著低于世界主要经济体。
- 中央政府存在加杠杆空间，因而今年年内出现了预算调整，增发1万亿国债后，中央政府杠杆率将有所提升

我国政府杠杆率低于其它主要经济体（%）



资料来源：BIS，中信证券研究部

债务与通胀：高债务下通胀低位运行的压力加大

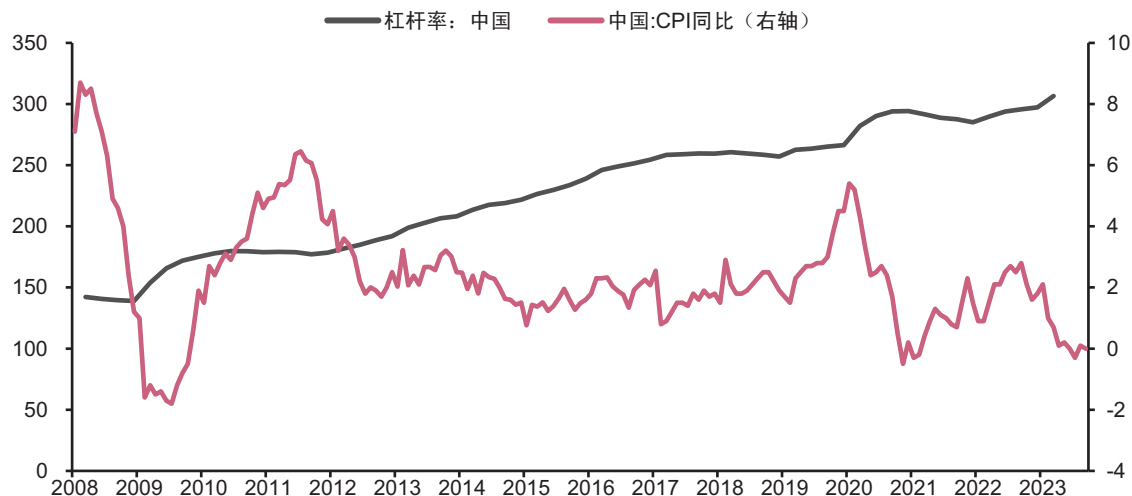
■ “债务—通缩理论”认为“过度负债”经历9个步骤后会发展成为“通货紧缩”

➢ 传导路径：过度负债的状况下，债务清偿廉价抛售→价格下跌→企业经营和财务状况恶化→企业破产，减产、裁员→信心丧失→储币行为，货币流通速度更进一步的下降，最终造成名义利率的下降和真实利率的上升。

■ 高债务下通胀低位运行的压力值得关注

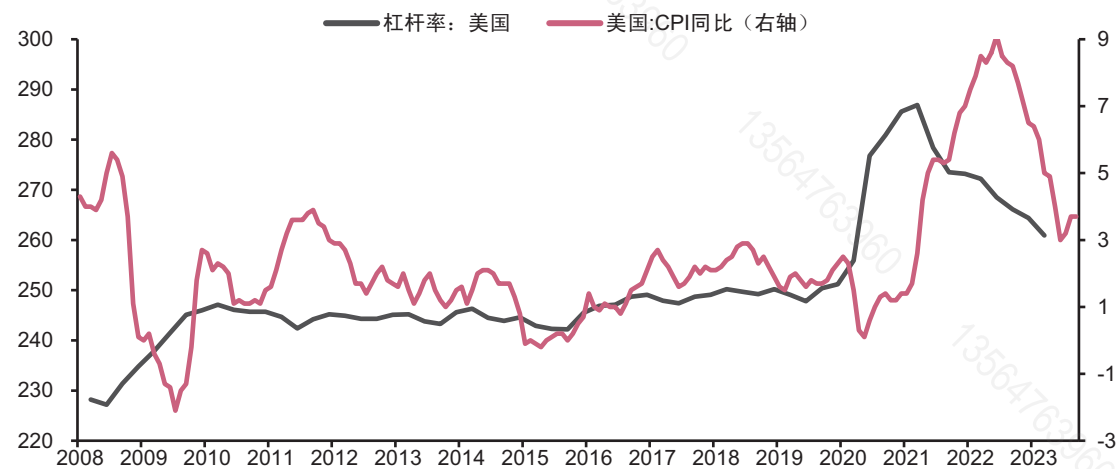
- 截至2023年3月末，根据国际清算银行（BIS）数据，我国宏观杠杆率已来到306.5%的历史高位，超过美国等发达经济体。
- 今年以来，通胀处于低位运行，8月CPI同比增速小幅回正至0.1%，9月回踩至0.0%，高债务下通胀低位运行的压力值得关注。

高债务下，我国通胀低位运行（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国在高债务阶段，通胀水平也较低（%）

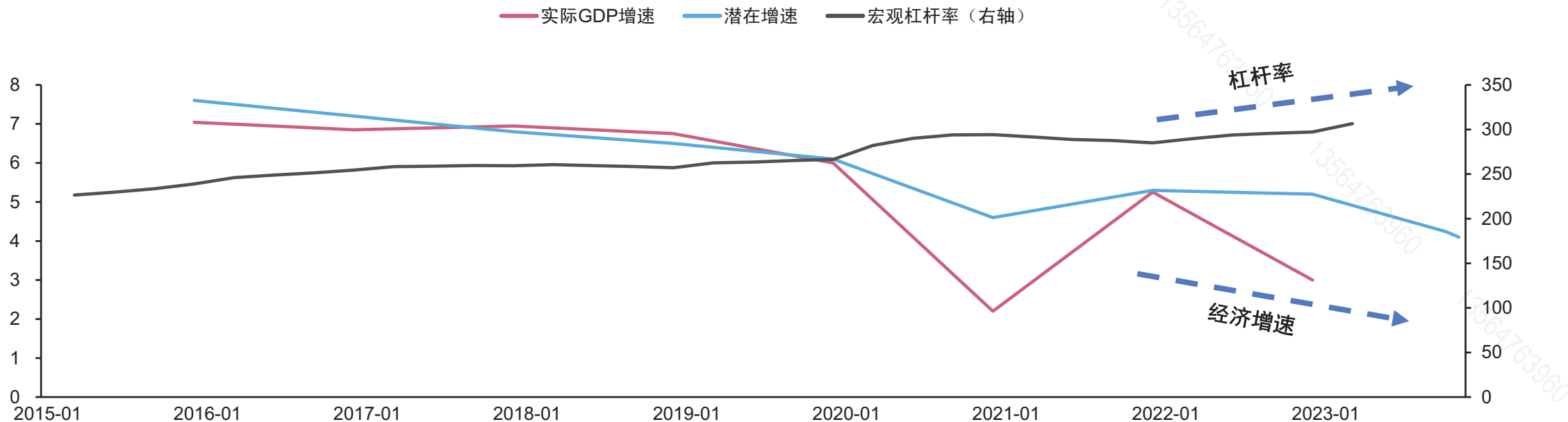


资料来源：Wind，中信证券研究部

债务率与潜在增速：债务上升初期有利增长，后期延缓增长

- 近些年来，多项研究发现，杠杆率对经济增长的提升存在边际递减效应，尤其是在到达特定阈值后
 - 综合张启迪、柯超、程晋鲁等人的多项研究结果，我们认为，居民杠杆的阈值大致在50%-60%之间，实体经济杠杆率的阈值大致在170%-200%之间。
 - 现阶段我国实体部门的宏观杠杆率已经超过了相应的阈值，因此当下继续提高杠杆对经济增长的边际收益是在递减的，化解债务可以更好地提高债务的效率。
- 债务上升初期有利增长，后期不利于增长，对于我国而言2018-2020年为临界点，此前债务上升利于增长，此后延缓增长

伴随着债务的持续上升，其对增长的不利影响逐渐显现（%）



■ 财政+货币1.0：绝对独立

- 财政部与央行**独立决策**，货币政策对财政政策形成制约。
- 案例：大萧条前期的美国，股债双杀的背景下，美联储选择加息来抑制美元抛售，以维持金本位制度。

■ 财政+货币2.0：相对独立

- 财政政策与货币政策相互**协调配合**，共同实现目标，同时又相对独立。

■ 财政+货币3.0：财政货币化（MMT）

- **以财政为主导**，央行货币发行沦为财政支出的工具。

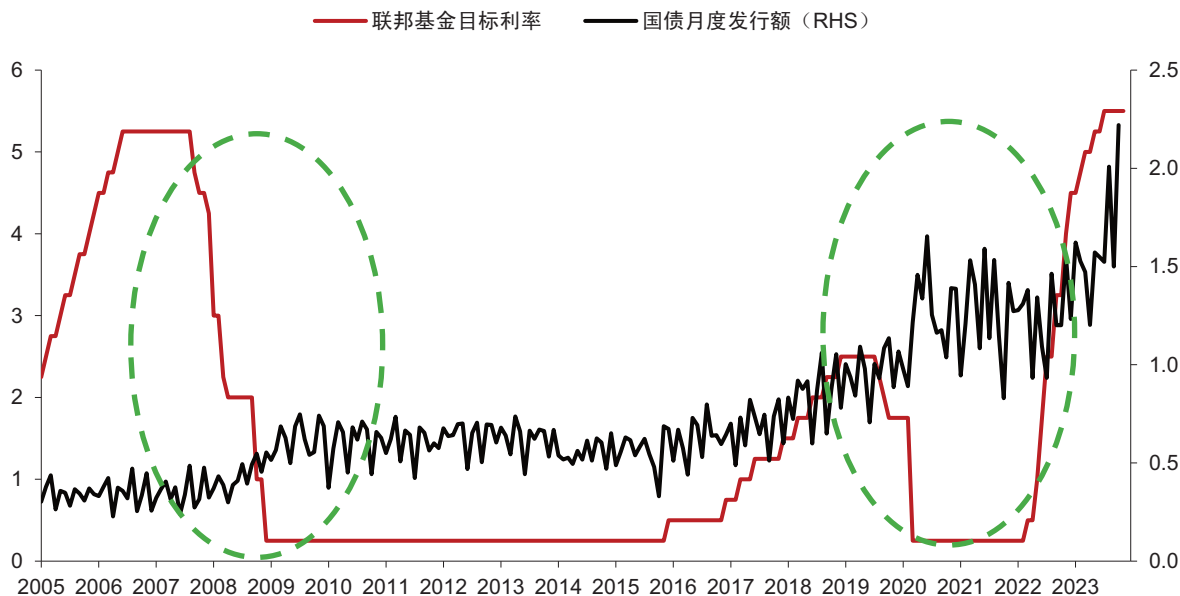
■ 美国QE、日本QQE：可以看做“财政+货币2.5”

- 财政和货币的协调配合，但已经有了财政货币化的倾向。
- 央行通过在二级市场购买国债间接为政府债务融资提供支持，同时为金融市场提供流动性支持。

美国：货币政策与财政政策配合的经验

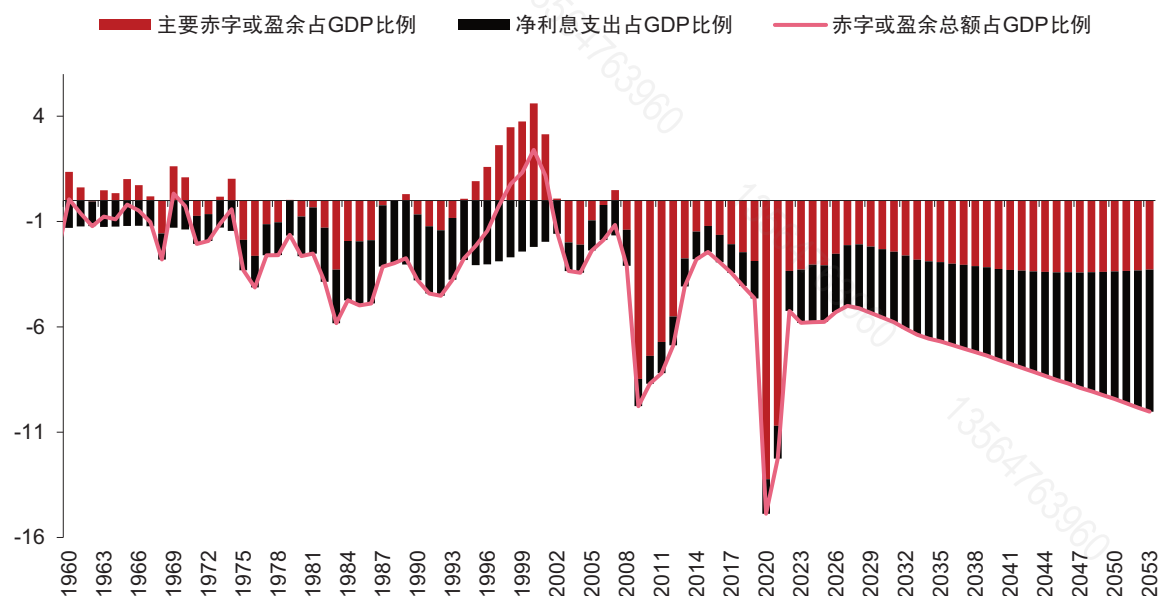
- 2008年后及2020年后一段时期内，财政扩张以刺激经济时，货币政策也保持宽松，利率始终在低位零水平附近
 - 美联储配合财政政策，维持低利率水平以减少财政扩张的挤出效应，降低居民部门融资成本。
 - 低位零水平的政策利率降低发债成本，减轻财政还本付息压力。

低利率以减少美债增发的挤出效应（万亿美元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

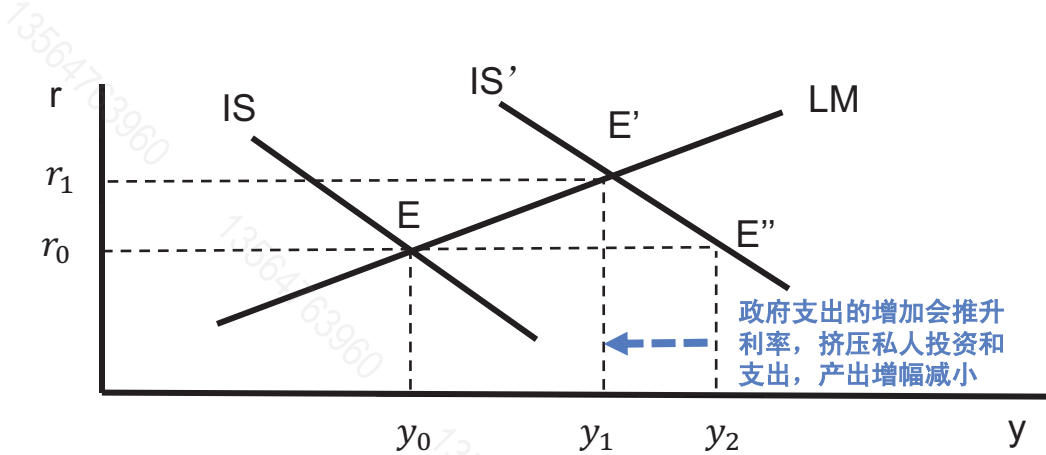
CBO预计2027年后美国赤字占GDP比例会逐年提高（%）



资料来源：CBO（含预测），中信证券研究部

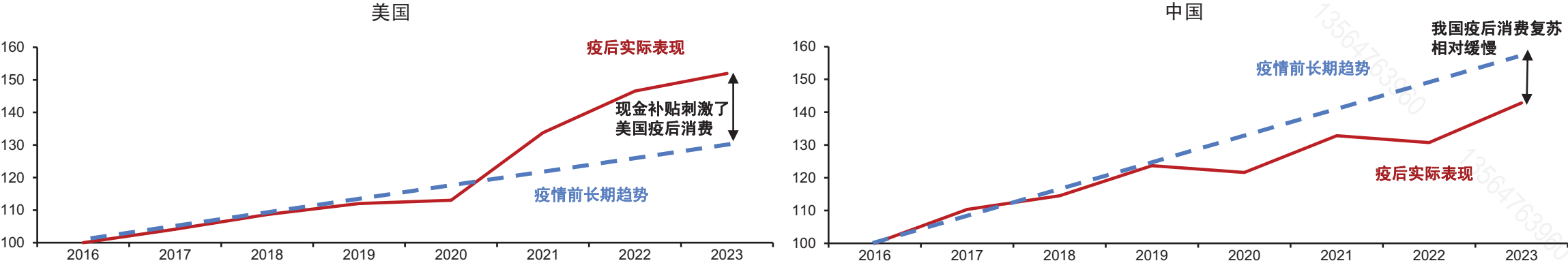
- 财政支出增加时，会推高利率，挤压私人投资和支出
 - 财政扩张时期，应降低利率，以避免挤出效应
- 财政支出的方向，要有效弥补居民需求缺口
 - 疫情期间，美国直接向居民发放现金补贴，有效刺激了消费需求，疫后消费表现远超疫前长期趋势
 - 我国并未采取发放现金等方式直接补贴居民，消费复苏相对缓慢
- 对汇率问题应保持一定的灵活度，不能因为汇率而牺牲货币政策

政府支出增加会引起私人投资和支出的降低，即“挤出效应”



资料来源：中信证券研究部绘制

中美社会零售总额定基指数

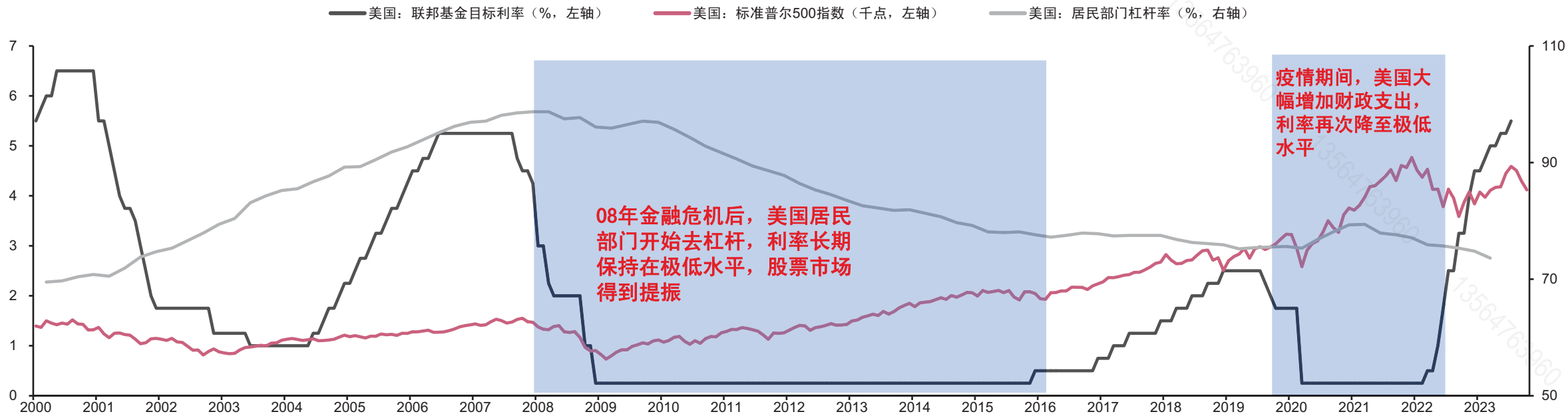


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：以2016年为基年，基值设定为100；2023年数据为2023年1-9月相较2016年1-9月计算得出

美国的经验：高债务下实行低利率，股市得到提振

- 2008年金融危机后，美国进入去杠杆周期，长期实行低利率，股市得到提振
 - 2008年金融危机爆发前，美国居民部门杠杆率达到峰值98.7%，联邦目标利率在5.25%的高位。
 - 2008年金融危机后，美国居民部门开始去杠杆，利率长期保持在0.25%的极低水平，标普500从2009年初735点的低点一路上涨至2018年初的2786点，股票市场得到提振。
- 疫情期间，美国大幅增加财政支出，美联储再次将利率降至0.25%的极低水平

2008年后，美国进入去杠杆周期，长期实行低利率，股市一路走高



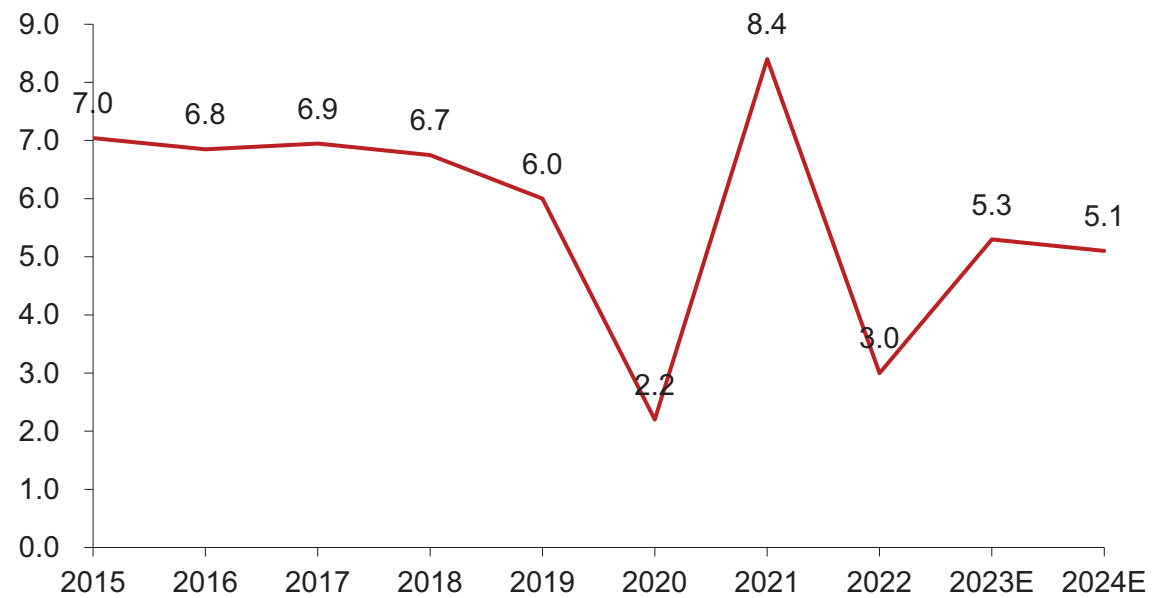
CONTENTS

目录

1. 全球债务周期：财政、货币政策配合的经验
- 2. 国内经济：经济目标5%，节奏先上后下**
3. 美国经济：经济放缓，降息可期
4. 政策组合：财政发力，货币宽松
5. 大类资产展望

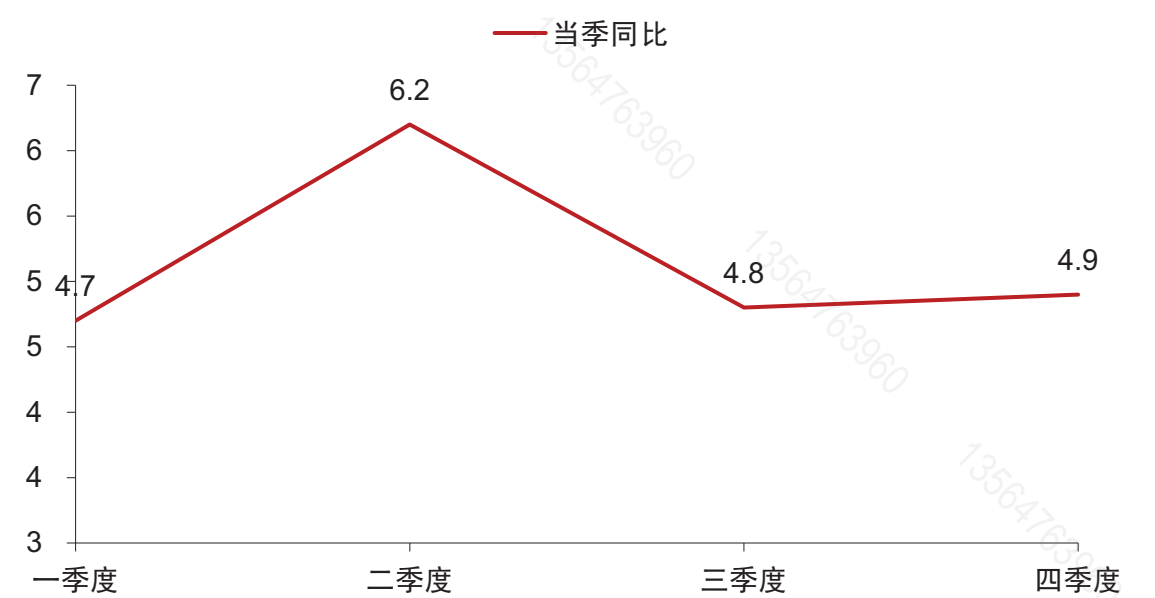
- 2024年GDP增长目标或在5%左右
 - 2023年底和2024年初政策集中发力，上半年经济动能回升，二季度在基数因素作用下增速可能达到6%左右。
 - 下半年政策刺激力度有所下降，经济内生动能小幅回升，经济表现相对温和。

历年GDP增速及预测（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部（含预测）

2024年GDP季度增速预测（%）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

如何实现2024年全年经济增长目标？

生产法

第一产业（权重7%）

4.0%

“三驾马车”

固定资产投资

第二产业（权重40%）

4.7%

经济增长目标
5%

5.2%

社会消费品零售总额

第三产业（权重53%）

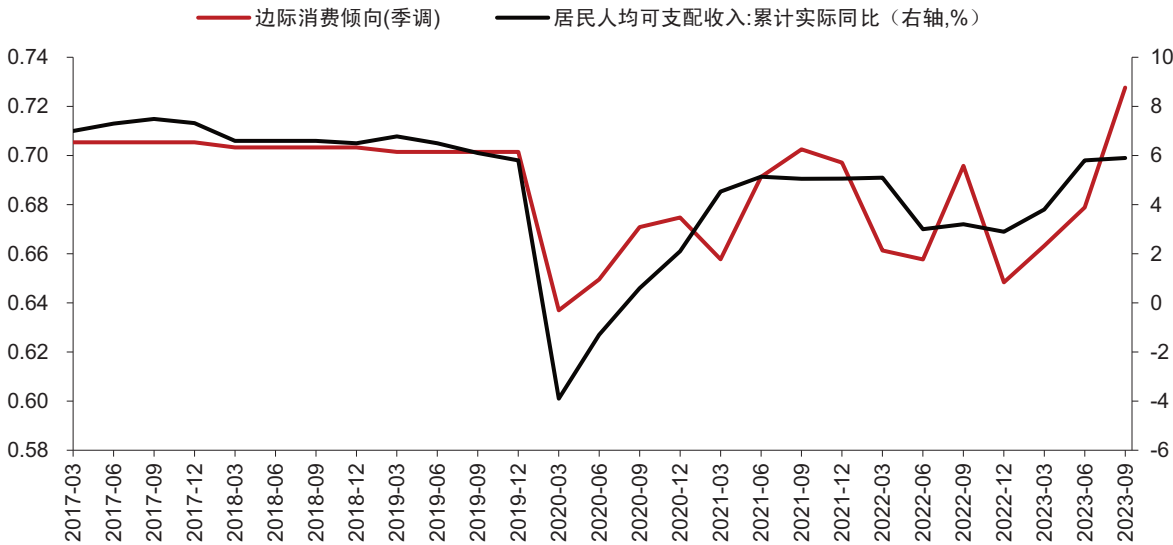
5.5%

2.0%

出口金额（美元）

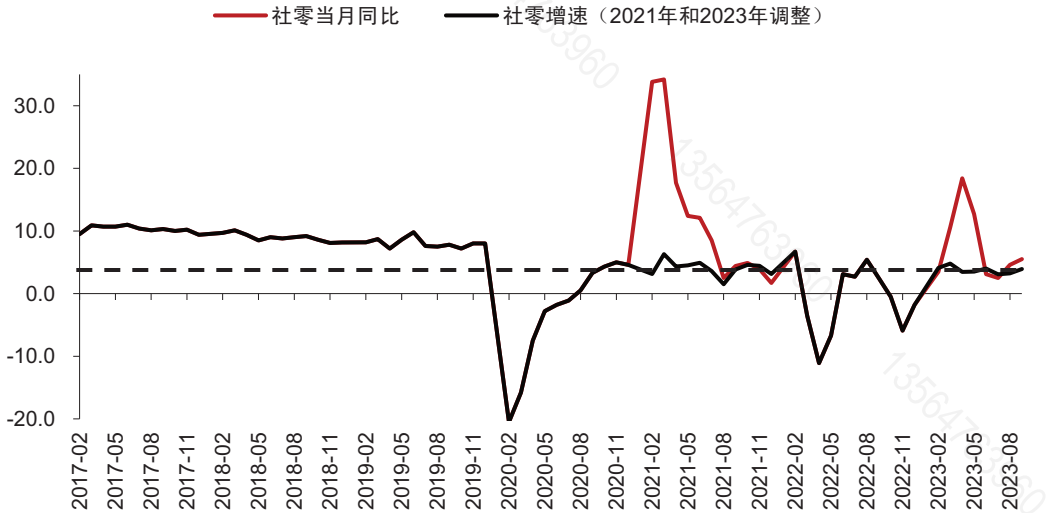
- 潜在水平：2023年三季度边际消费倾向已回归常态，居民实际收入增速也有所回升，参考2023年以来的消费表现，实际社零的潜在增速或许已经下降到3%-4%。
- 明年提振消费的因素可能来自财政支出和价格回升
 - 第一，财政有望通过减税降费和增加支出反哺实体，提振居民收入和消费。
 - 第二，2023年以来社零口径的通胀低于平均水平，明年有望小幅回升。
 - 2024年社零增速或在5%左右。

居民收入增速有所回升，边际消费倾向回归正常



资料来源：Wind，中信证券研究部估算 注：2021年各季度人均可支配收入增速为两年平均增速

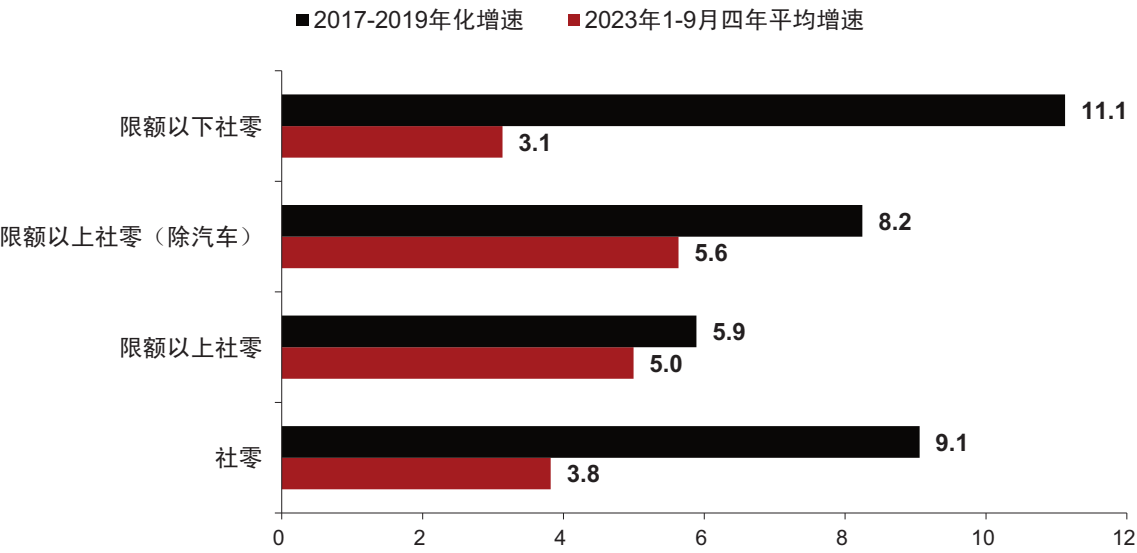
零售消费的趋势增速已经下降（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：黑线2021年各月增速经过两年平均调整，2023年各月增速经过四年平均调整。

- 关注2024年消费复苏能否更加平衡
 - 限额以下企业供给下滑可能是零售增速回落的重要原因。
 - 2023年以来不同类型的可选消费品复苏情况差异较大。
 - 地产的周期性压力持续压制相关消费品。

不同规模零售企业复苏的差异（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

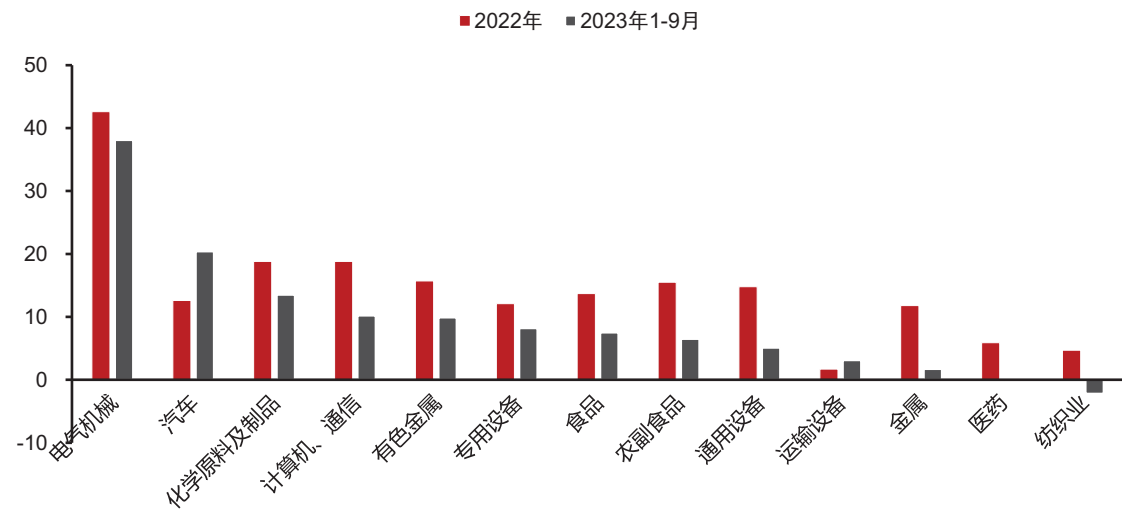
消费的结构性特征凸显（%）

大致分类		限额以上社零分项	① 2023年1-9月 四年平均增速	② 2017-2019年 年化增速	①-②
中高端可选		金银珠宝	9.2	4.4	4.7
		烟酒	10.0	7.6	2.4
		汽车	3.3	0.7	2.5
		通讯器材	7.0	9.1	-2.1
中低端可选		日用品	6.9	11.8	-4.9
		化妆品	6.4	11.9	-5.5
		家电音像	1.1	7.9	-6.8
		服装鞋帽针纺织品	2.9	6.2	-3.3
刚性		粮油食品	8.8	10.2	-1.4
		中西药品	8.7	10.3	-1.6
其他逻辑	地产	建筑装潢材料	0.3	7.0	-6.7
		家具	0.7	9.3	-8.6
	交通	石油及制品	5.0	7.8	-2.7
	场景	文化办公用品	5.9	5.3	0.6
		体育娱乐用品	10.8	6.7	4.1
		餐饮	2.8	9.9	-7.0

资料来源：Wind，中信证券研究部

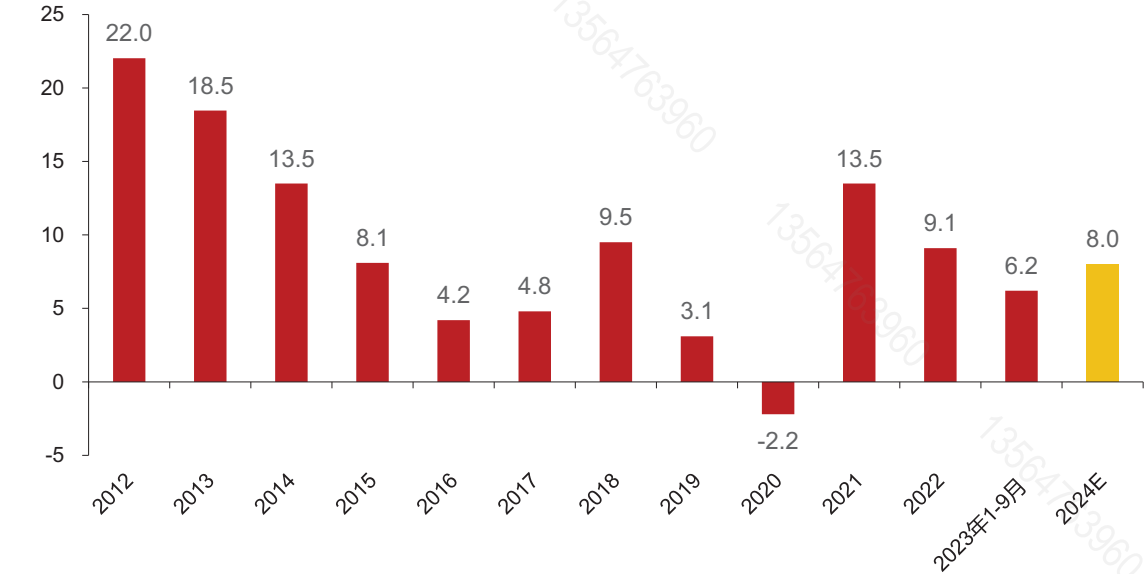
- 高技术制造业投资高速增长，2024年制造业投资有望保持8%左右的中高增速
 - 利润：2023年以来制造业利润加速回暖，三季度企业利润同比转正，有望支撑未来制造业投资。
 - 政策支持：财税优惠，信贷便利，资本市场支持。
 - 产业趋势：装备制造业、高技术制造业投资增速较快，是经济高质量发展的排头兵。

各行业制造业投资增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

历年制造业投资增速（%）

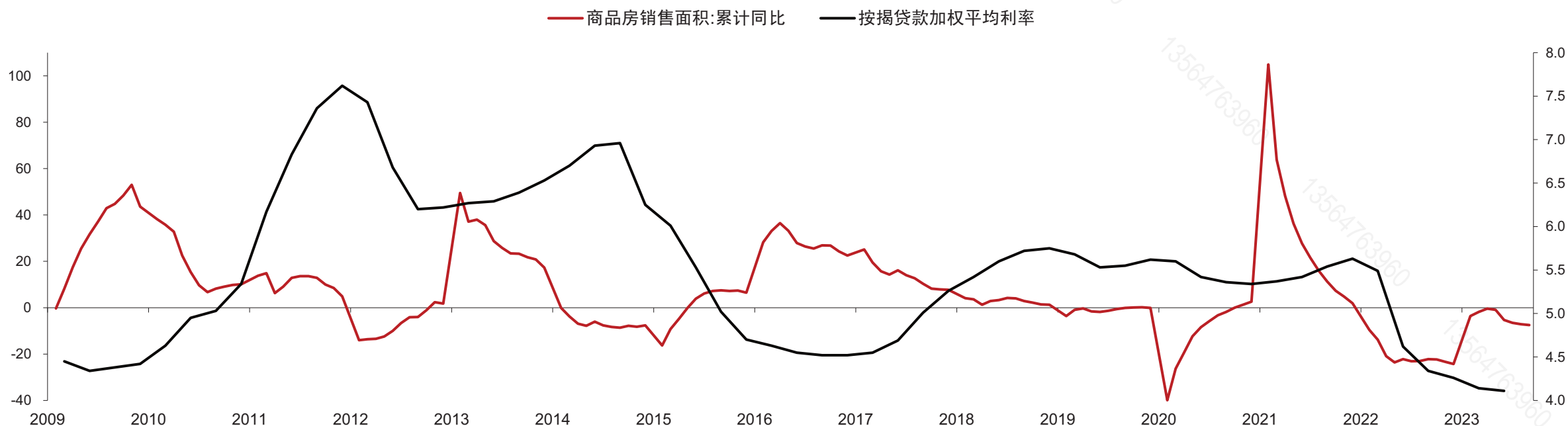


资料来源：Wind，中信证券研究部（含预测）

地产：按揭贷款利率下降并未扭转地产销售趋势

- **新发放和存量首套房按揭利率大幅下降：**新发放按揭贷款利率持续下降，逐步逼近4%；符合条件的存量首套房贷利率基本完成下调，调整后的加权平均利率为4.27%，平均降幅0.73个百分点。
- **地产销售的回升不显著：**2023年前三季度商品房销售面积仍然下滑7.5%，四季度高频数据仍然略低于去年同期水平。

地产销售和按揭贷款利率（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

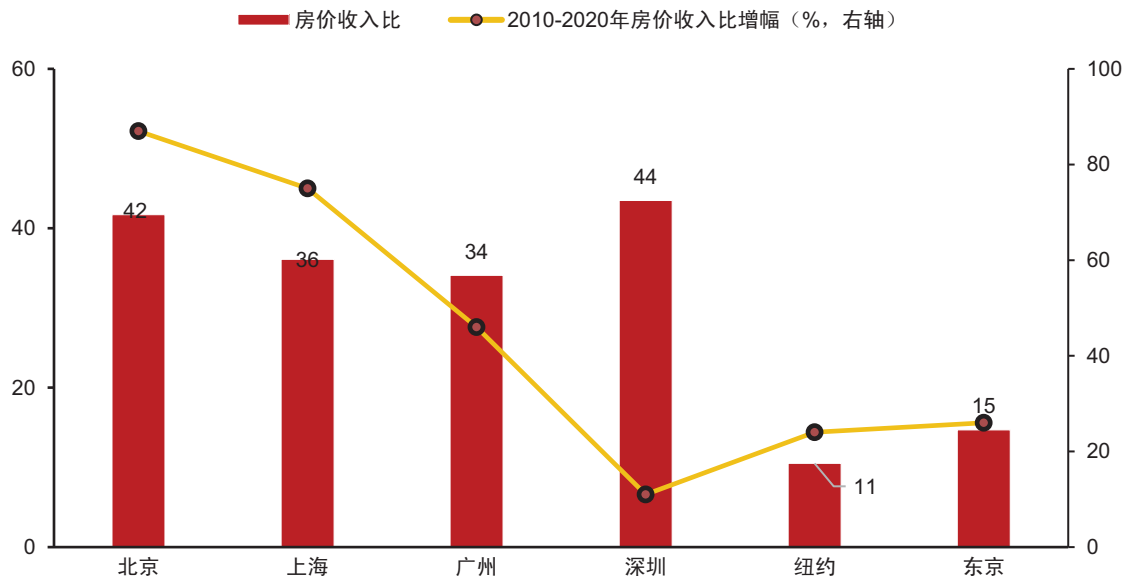
地产：房价收入比偏高，二手房价延续下跌

■ 我国一线城市房价收入比位居全球高位

- 2020年北上广深的房价收入比分别高达41.7、36.1、34.1以及43.5，远高于纽约的10.5和东京的14.7。
- 北上广在2010年-2020年间房价收入比增幅较高，分别达到87%、75%和46%，同样要高于纽约以及东京等主要城市。

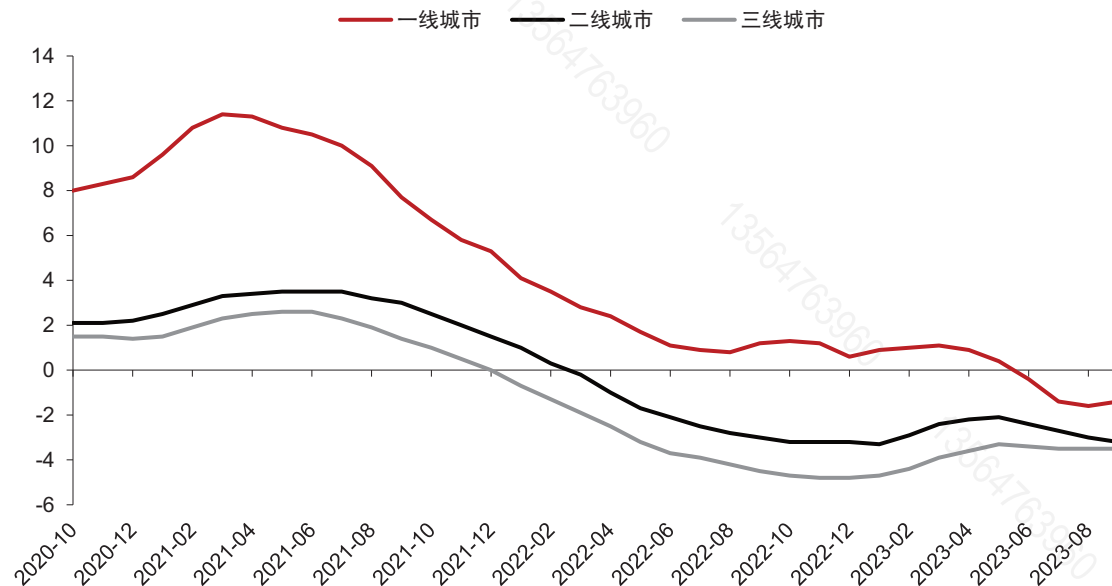
■ 各线城市二手房价均位于下跌区间：自6月以来，一线城市房价已连续4个月位于下跌区间。9月一、二、三线城市二手房销售价格增速降幅分别为1.4%、3.2%和3.5%。

我国一线城市房价收入比远超世界主要城市



资料来源：Numbeo，易居研究院，中信证券研究部

各线城市二手房价均位于下跌区间 (%)

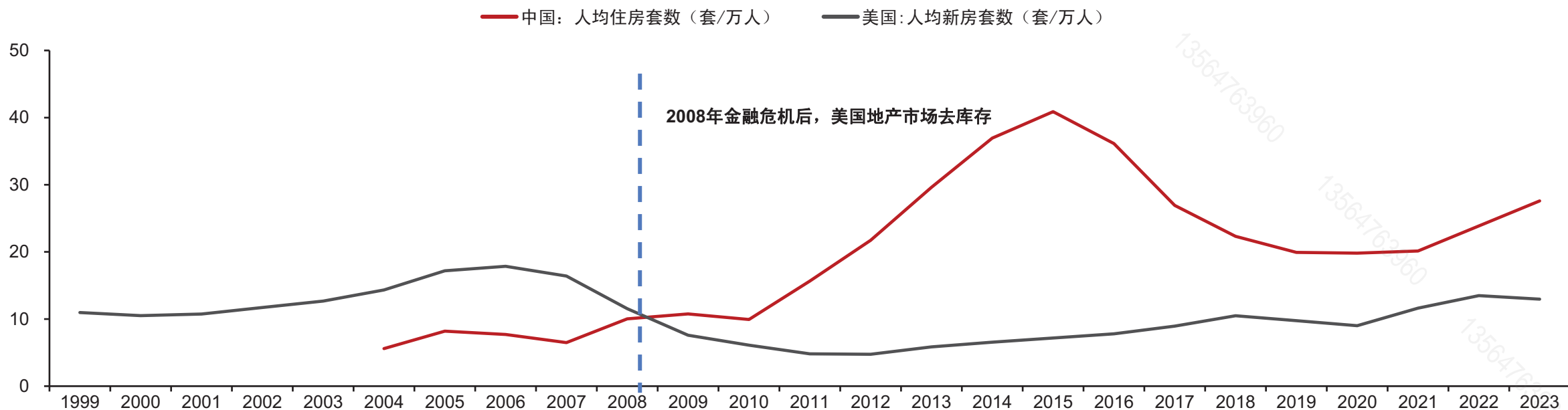


资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 地产库存：我国人均地产库存是美国的2倍

- 截至2023年9月末，我国商品住宅待售面积达3.1亿平方米，若按照套均80平米估算，地产库存达390万套，每亿人拥有的住房库存约为27.6万套。
- 截至2023年9月末，美国新建住房库存为43.5万套，每亿人拥有的新房库存约为13.0万套。

中美人均地产库存对比（%）

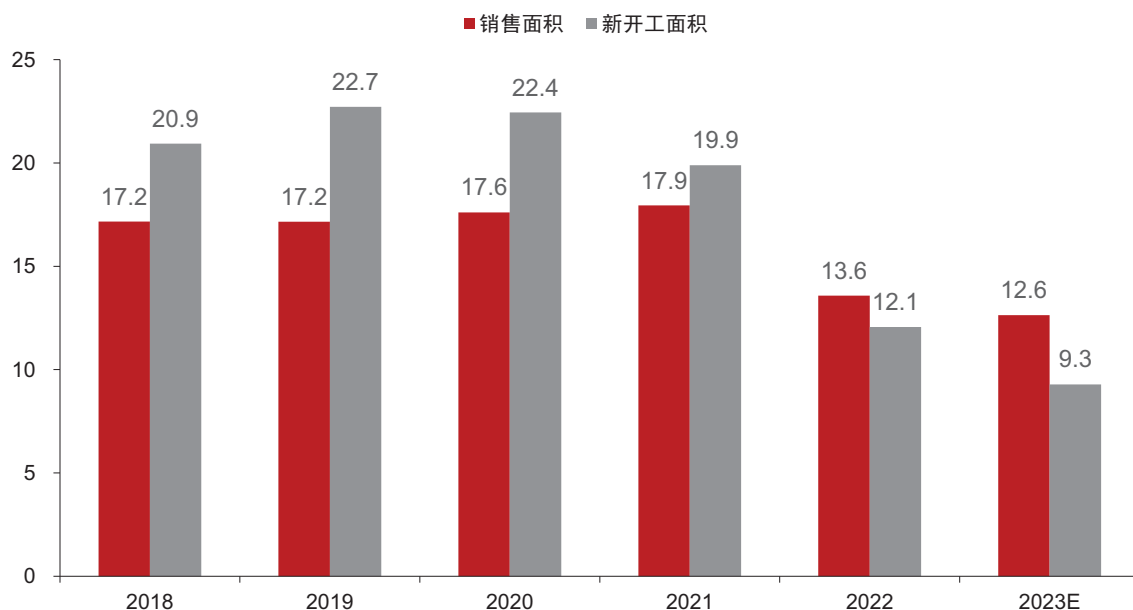


资料来源：Wind，中信证券研究部（含测算）注：我国仅公布面积数据，人均住房套数按照80平米/套估算

地产：销售和开工对投资形成滞后影响

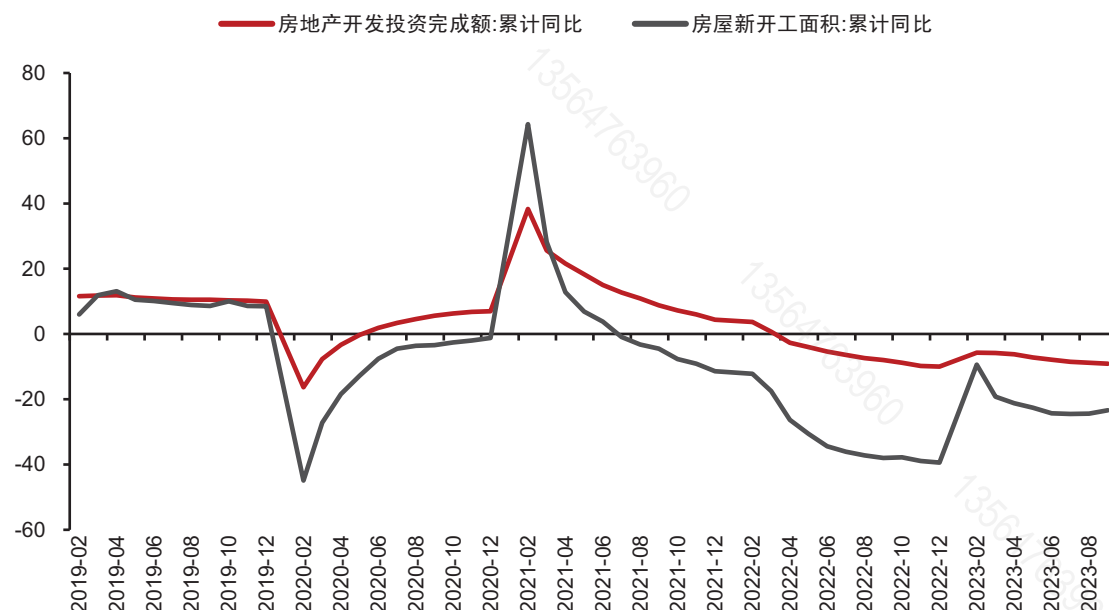
- **销售**：每年的地产销售面积已经由高点18亿平下滑到2022年的不足14亿平，明年能否稳住有待观察。
- **开工**：每年的新开工面积已不足高点一半，由超过20亿平下降至9亿平。
- **投资**：2023年至今地产投资较高点仅下滑20%，过去2年新开工面积的下滑将逐渐向投资端传导。
- **预计2024年地产投资的降幅将在9%左右。**

销售和新开工面积（亿平方米）



资料来源：Wind，中信证券研究部（含预测）

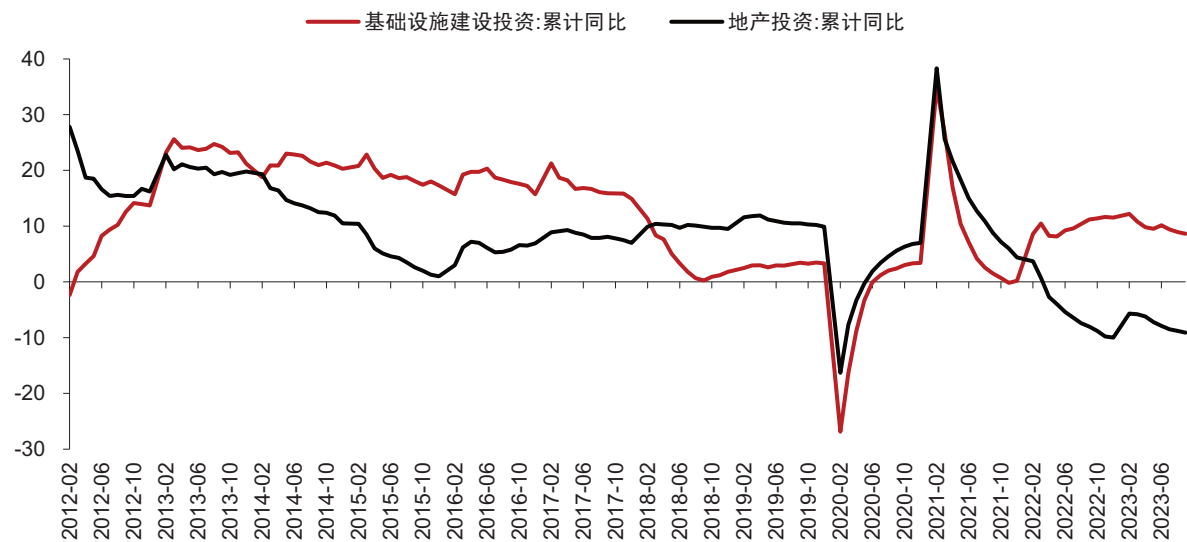
过去的新开工偏少将继续制约投资（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

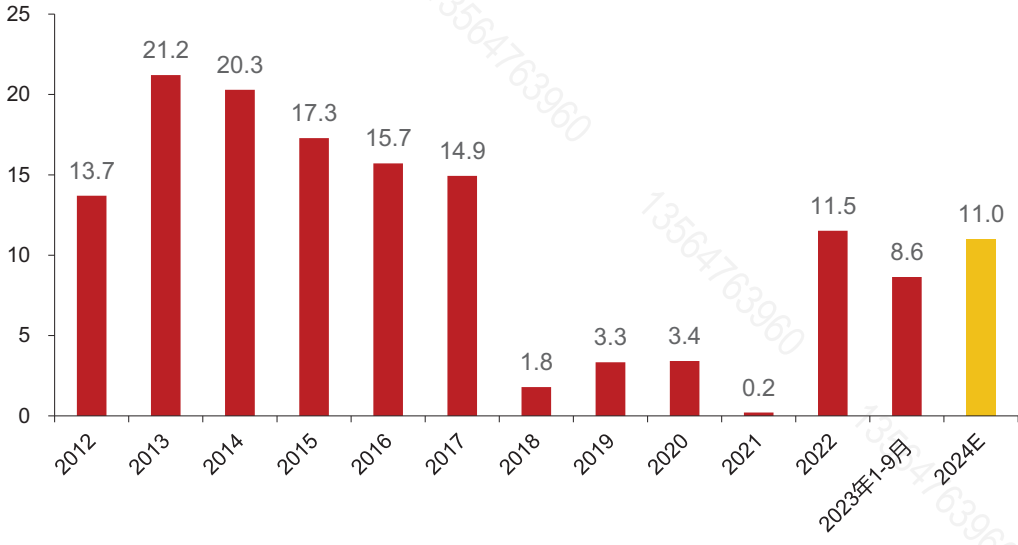
- 政策支持下基建投资有望持续发力，预计2024年仍保持10%左右增速
 - 历史上基建投资和地产投资之间往往呈现此消彼长的关系。
 - 城投化债背景下项目审批受到一定约束，2023年新开工项目计划投资额已经有所下降。1万亿特别国债有望再度拉动2024年基建投资。

地产投资和基建投资的负相关性（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

历年基建投资增速（%）

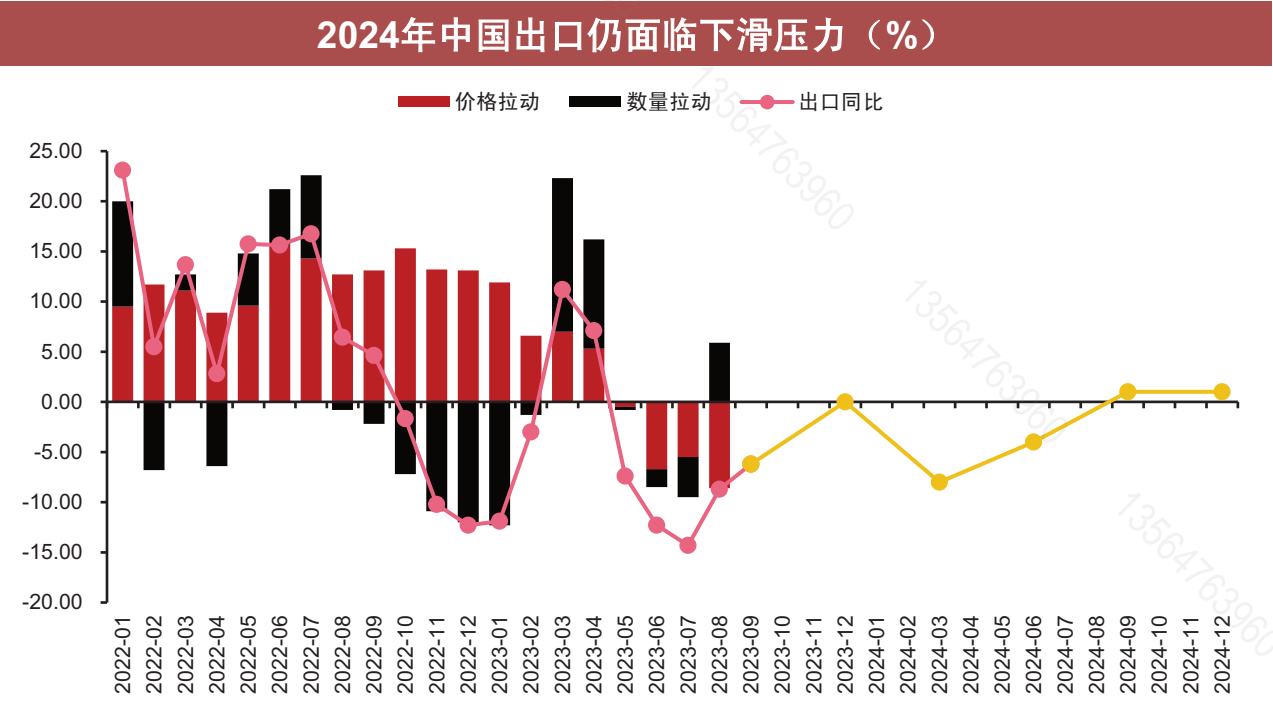


资料来源：Wind，中信证券研究部（含预测）

- 中国出口有望实现约2%左右的正增长
 - WTO认为低基数叠加海外通胀压力趋缓下全球经济的的增长，有望带动全球贸易量的增长。WTO预计2024年全球贸易量增长3.3%。
 - 高利率环境下，欧元区经济下滑压力增大，美国呈现走弱信号，全球经济下行趋势尚未结束，对我国出口仍有压制。
 - 考虑基数因素和全球经济节奏后，2024年国内出口有望实现约2%左右的正增长，节奏前低后高，下半年增速有望转正。

WTO对于2023年和2024的全球货物贸易量预测（%）						
	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
World merchandise trade volume ^b	0.4	-5.0	9.6	3.0	0.8	3.3
Exports						
North America	0.4	-8.9	6.5	4.2	3.6	2.7
South America ^c	-1.6	-4.9	6.5	2.2	1.7	0.6
Europe	0.4	-7.7	8.0	3.4	0.4	2.2
CIS ^d	0.0	-1.0	-1.8	-4.5	3.0	1.9
Africa	0.1	-6.8	5.2	-0.8	-1.5	4.1
Middle East	-1.0	-6.5	-0.4	7.7	2.0	3.8
Asia	0.8	0.6	13.1	0.4	0.6	5.1
Imports						
North America	-0.6	-5.9	12.5	6.0	-1.2	2.2
South America ^c	-2.0	-10.5	26.2	3.6	-1.0	3.3
Europe	0.2	-7.2	8.5	5.7	-0.7	1.6
CIS ^d	8.5	-5.4	10.3	-5.5	25.0	-4.0
Africa	4.4	-15.2	8.3	6.3	5.1	3.1
Middle East	11.4	-9.0	12.8	13.7	12.5	4.6
Asia	-0.5	-0.8	10.6	-0.5	-0.4	5.8

资料来源：WTO



出口：目的地更多元，不同产品延续分化

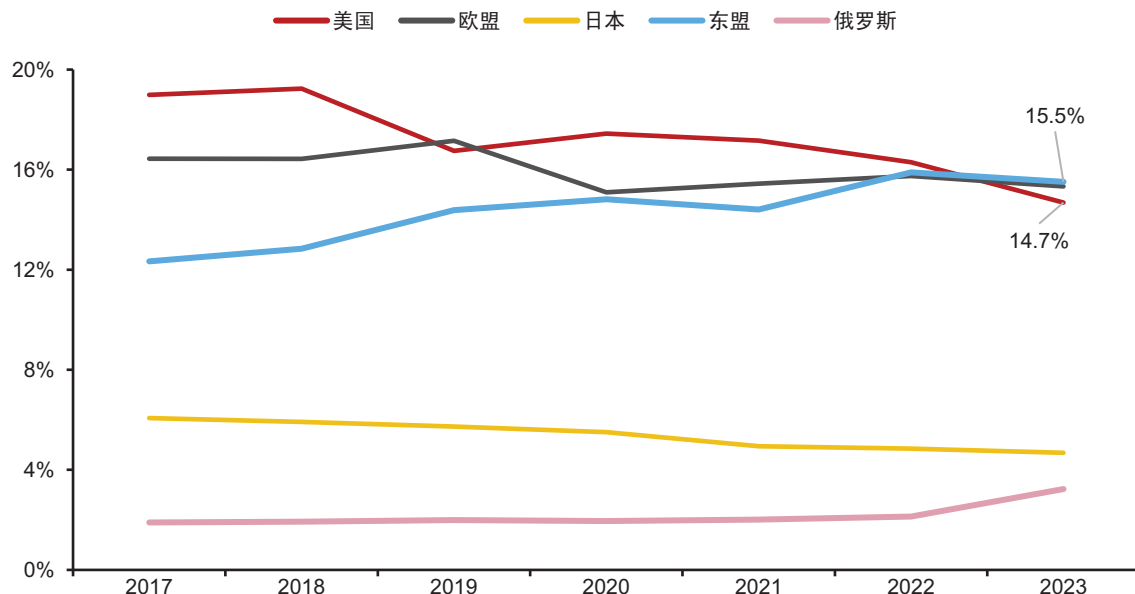
■ 出口目的地更加多元化，新兴经济体出口份额提升

- 今年以来，对东盟的出口超过了欧盟和美国，东盟成为了我国的第一大出口市场，对东盟和俄罗斯等新兴经济体的出口表现对我国今年的出口形成一定支撑。

■ 汽车是结构性亮点，服装纺织等依然较弱

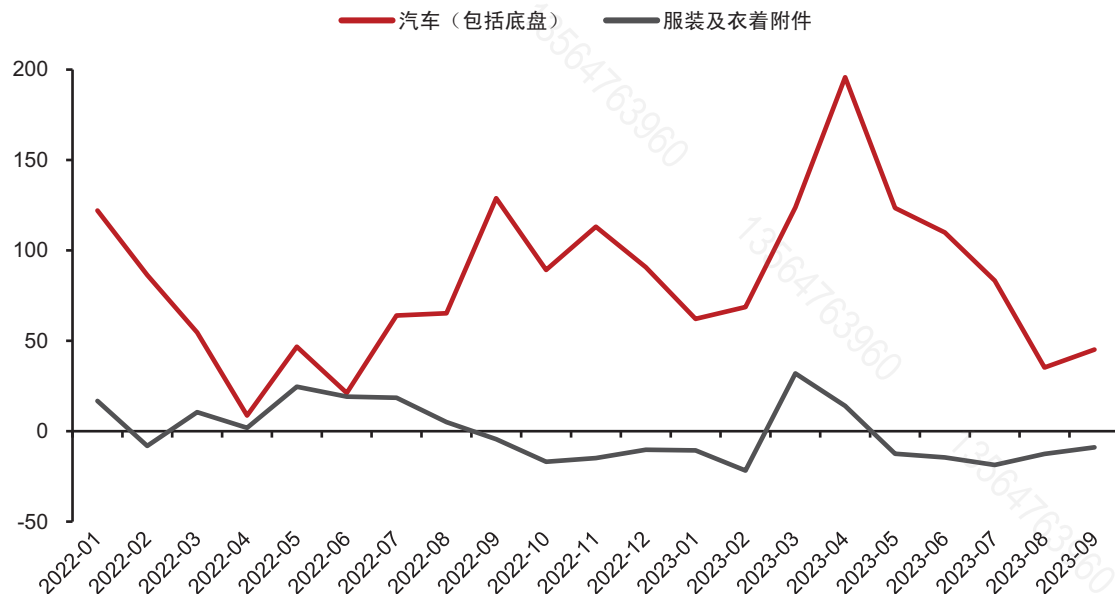
- 海外汽车库存处于低位，我国汽车出口增速延续高位，9月同比增长在45%；服装及衣着附件出口延续下降。

我国对主要国家的出口占比（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2023年为前8个月数据

汽车出口表现较好，服装仍较弱

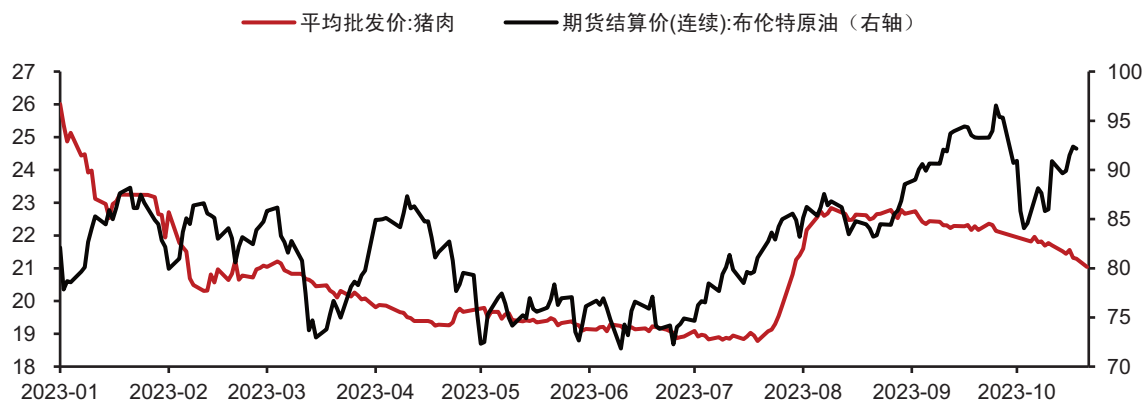


资料来源：Wind，中信证券研究部

预计2024年CPI持续回升，PPI或回正

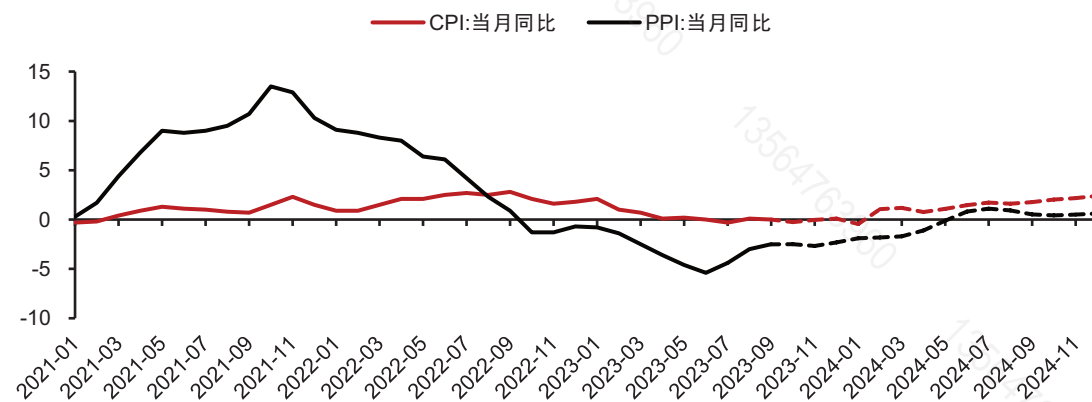
- 预计明年CPI同比在1月触底后持续回升，年末或回升至2.2%附近，全年均值约为1.3%
 - 猪价短期可能仍受压制，但在产能去化持续的假设下二季度猪价或边际回升，四季度回升斜率加大；
 - 随着内需逐步改善，非食品项环比涨价动能或较2023年存在边际改善。
- 预计明年PPI先上后下，年中左右回正，全年均值约为-0.1%
 - 国际地缘政治危机持续下预计油价仍有支撑，稳增长工具延续发力下基建投资增速或回升，带动建材、黑金等价格回升；
 - 全球衰退压力抬升环境下大宗商品涨价动能整体一般，预计2024年PPI同比将小幅回升。

猪价、油价对2024年通胀走势影响仍大（元/公斤、美元/桶）



资料来源: Wind, 中信证券研究部 数据截至2023年10月23日

2024年通胀预测 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 2023年10月及以后数据为预测

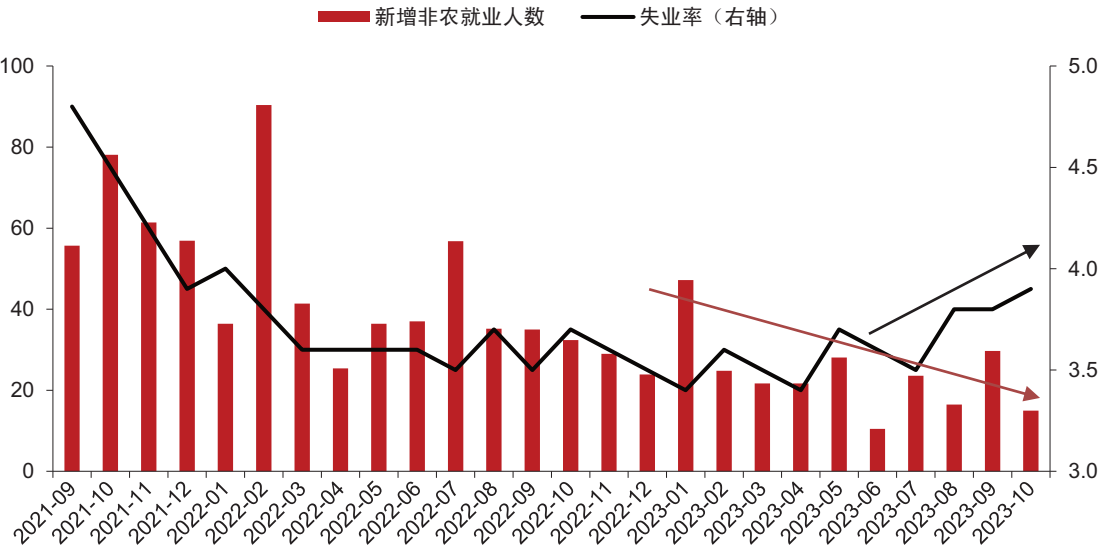
CONTENTS

目录

1. 全球债务周期：财政、货币政策配合的经验
2. 国内经济：经济目标5%，节奏先上后下
- 3. 美国经济：经济放缓，降息可期**
4. 政策组合：财政发力，货币宽松
5. 大类资产展望

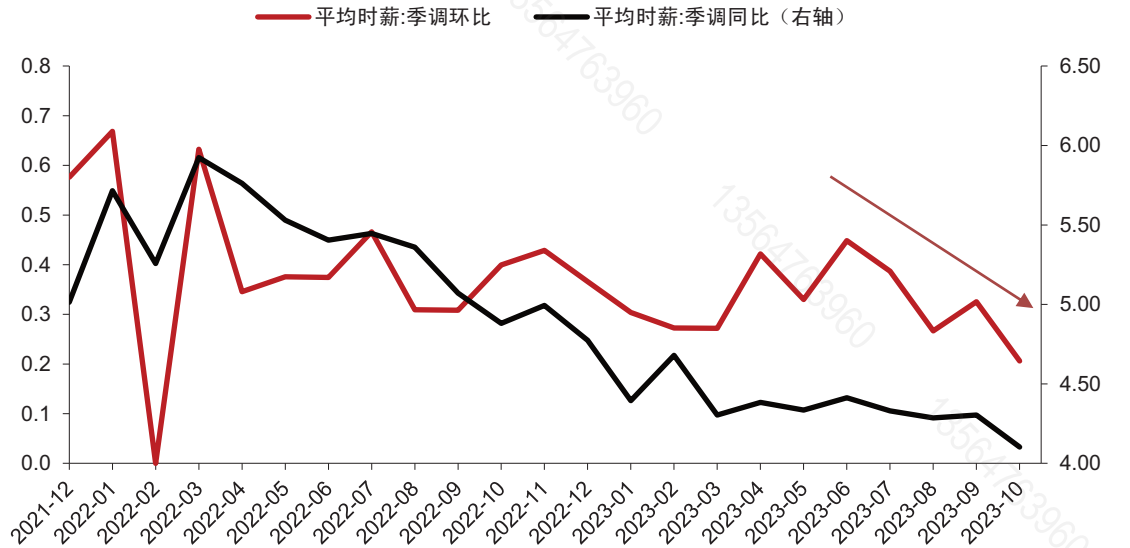
- 当前美国就业市场走弱，薪资压力也在进一步下降
 - 美国10月季调后非农就业人数增加15.0万人，低于预期的18.0万人，同时9月与8月新增非农就业人数也有所下调。
 - 10月失业率录得3.9%，高于预期，为2022年1月以来最高水平。
 - 细分来看，增长主要由教育和保健服务（+8.9万人）、政府部门（+5.1万人）、建筑业（+2.3万人）、休闲和酒店业（+1.9万人）、专业和商业服务（+1.5万人）、批发业（+0.9万人）推动。

美国新增非农就业人数及失业率（万人，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国平均时薪环比、同比增速呈下降趋势（%，%）

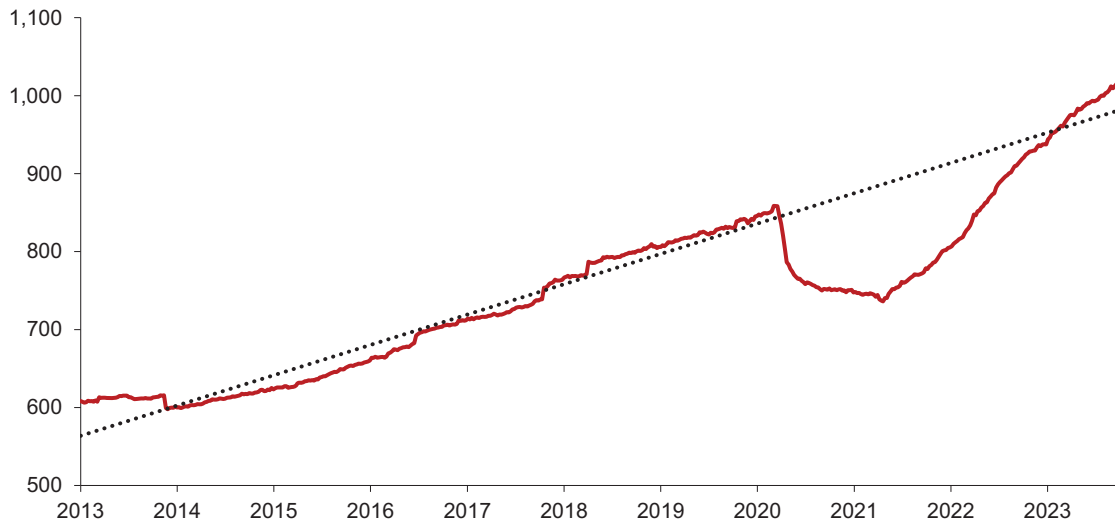


资料来源：Wind，中信证券研究部

美国消费支出未来存在较大逆风

- 三季度美国个人消费支出环比从0.8%（2023Q2）上升至4.0%（2023Q3），对GDP的贡献率为2.69%。
- 通胀粘性较高的背景下，美国消费未来面临一定下行压力
 - 美国信用卡借贷规模快速上升，未来储蓄对于消费的支撑料将逐步走弱，利率上升对于居民支出的负面影响或逐步显现。
 - 10月1日学生贷款恢复支付
 - 就业市场走弱叠加实际薪资增长预计将逐步停滞，这些因素将导致美国经济动能下降。

美国信用卡贷款规模已恢复至疫情前增长水平（十亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

实际可支配收入增长支撑美国消费支出（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

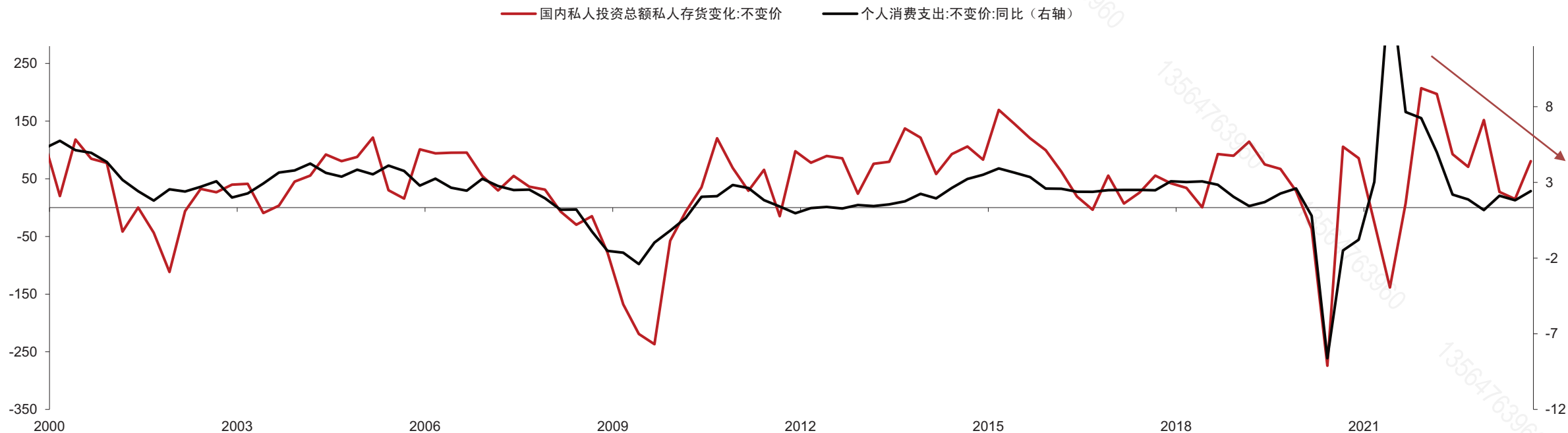
美国私人库存投资预计将跟随需求放缓而下降

■ 私人库存投资大幅增长主要由于此前需求回暖

➢ 第三季度，美国私人库存投资从149.3亿美元大幅上升至805.7亿美元，对于GDP环比折年率的贡献率为1.32%。

■ 但未来未来库存投资或随着美国消费放缓而再次进入去库阶段

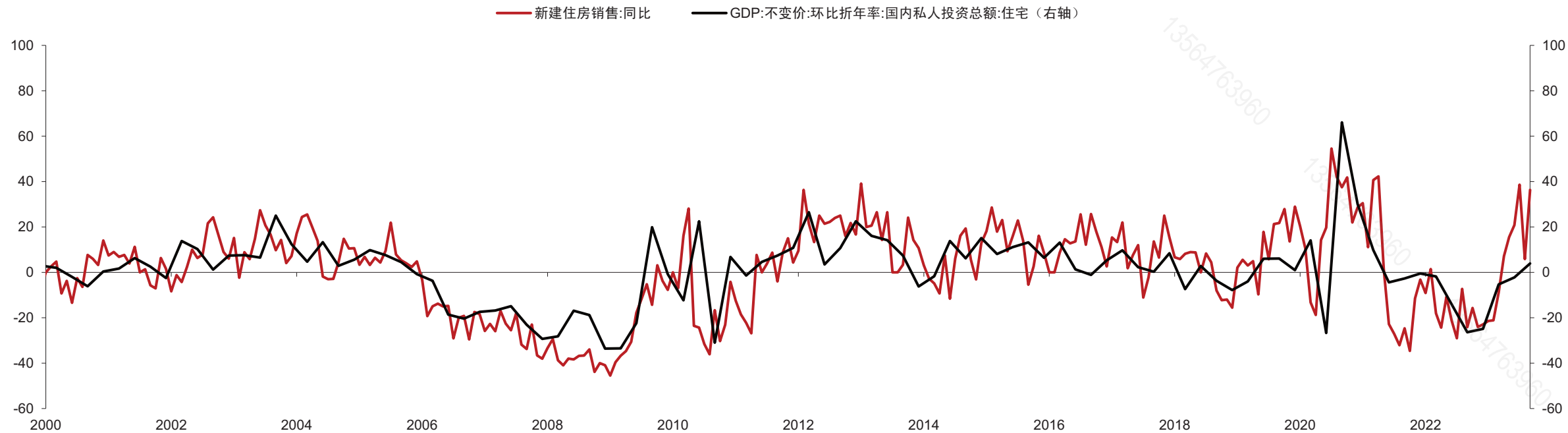
美国需求增长推动私人库存投资出现反弹（十亿美元，%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

- 美国住宅固定资产投资第三季度环比折年率由二季度-2.2%上升至3.9%，对三季度实际GDP环比折年率的贡献率为0.15%。
 - 由于美国房屋供给受限，新屋开工回暖推动住宅固定资产投资回升。
- 但在高利率以及收入增长放缓的背景下，若供给逐步恢复，预计住宅投资热度将逐渐降温
 - 明年住宅投资或转为负增长，一定程度拖累美国经济。

住房销售回暖推动住宅投资上升（%， %）

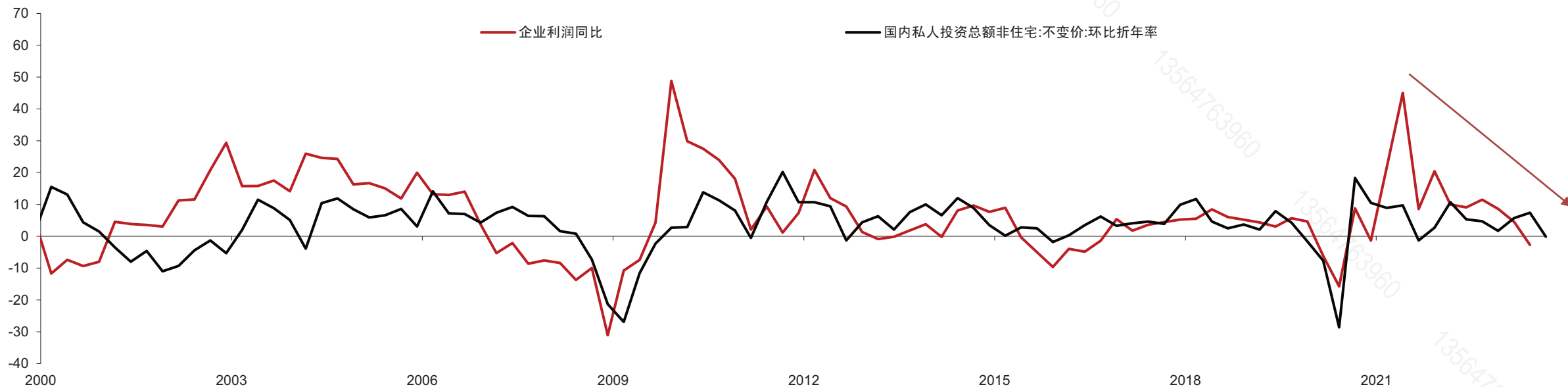


资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 未来美国非住宅投资或持续负增长

- 受业利润持续下滑、贷款收紧的影响，非住宅投资增长再度转负。
- 预计未来财政刺激对于企业投资的推动作用较为有限，需求放缓、利润增长下降将持续抑制非住宅投资。

利润下滑对企业投资构成一定下行压力（%）

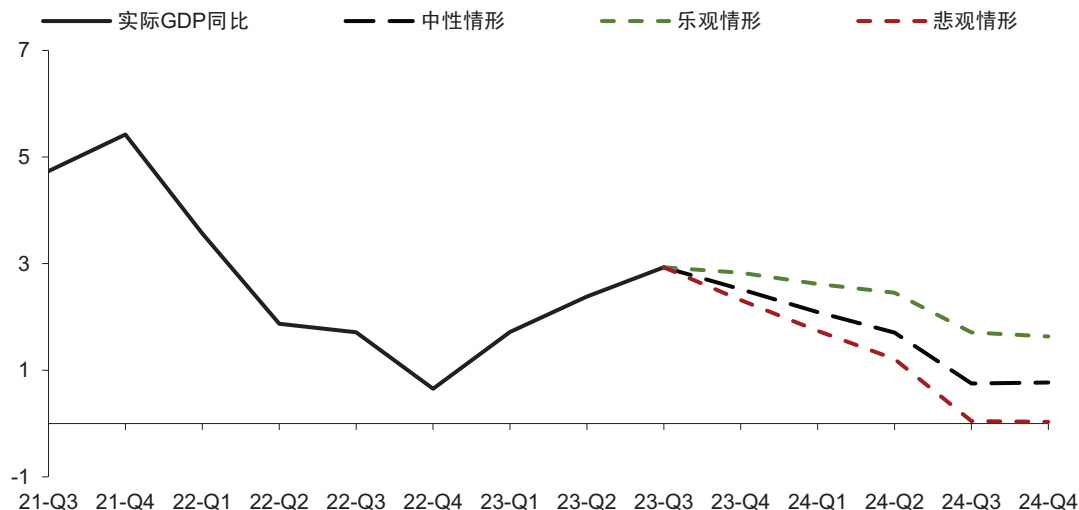


资料来源: Wind, 中信证券研究部

美国经济或于今年四季度开始逐步放缓

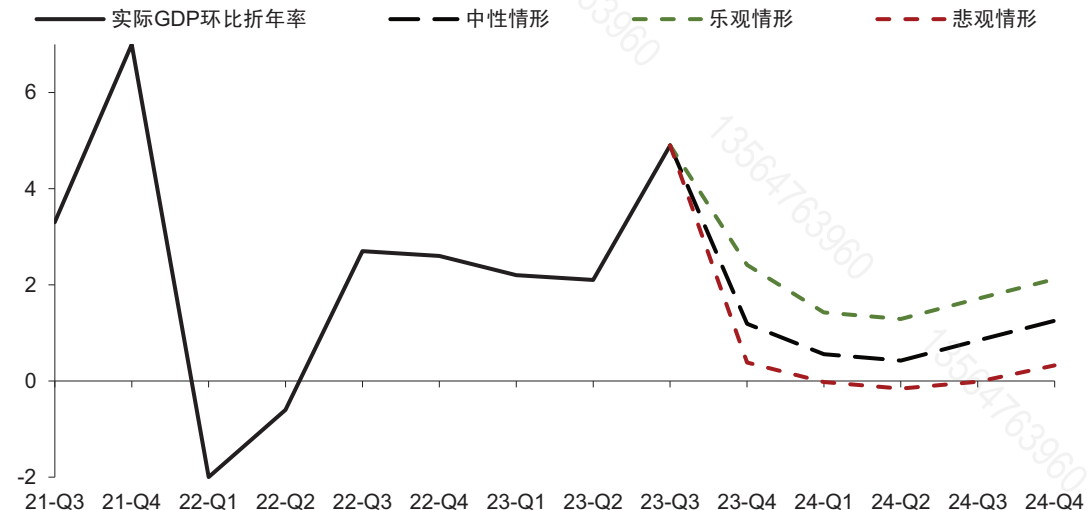
- 美国居民消费支出或在四季度再次回归走弱趋势
 - 预计就业市场以及实际薪资增长对于消费的支撑将有所走弱，超额储蓄的支撑也将进一步减弱。
- 固定投资难以支撑美国经济进一步增长
 - 住宅投资回暖较难持续，政策刺激对于企业投资的支撑或较难对冲企业利润下滑。
 - 私人库存投资热情或跟随消费需求降温而有所下降。
- 美国经济增长动能或将从四季度开始减弱，经济恶化时点或为明年年中

美国GDP同比未来走势 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

美国GDP环比折年率未来走势 (%)

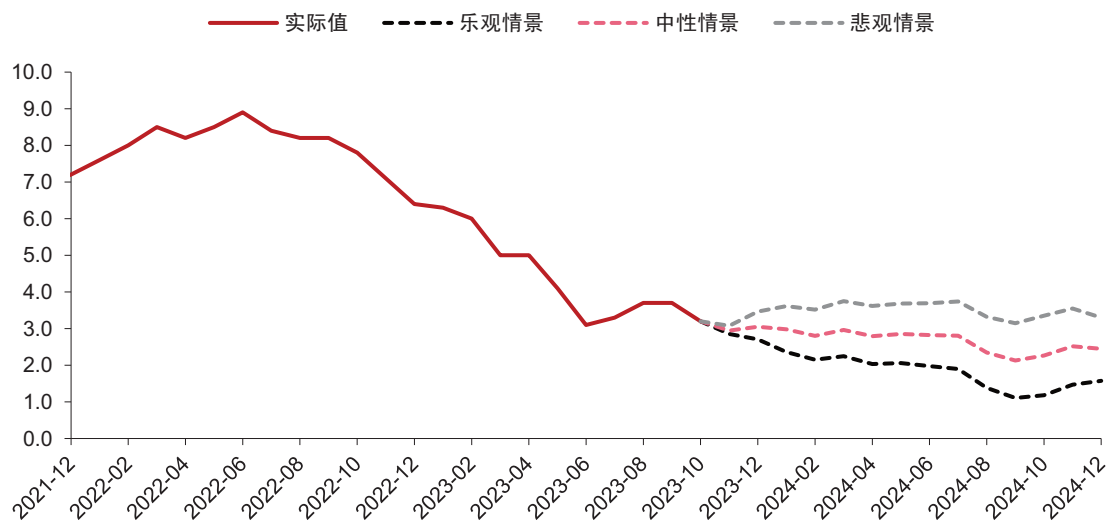


资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

未来美国通胀压力较为可控

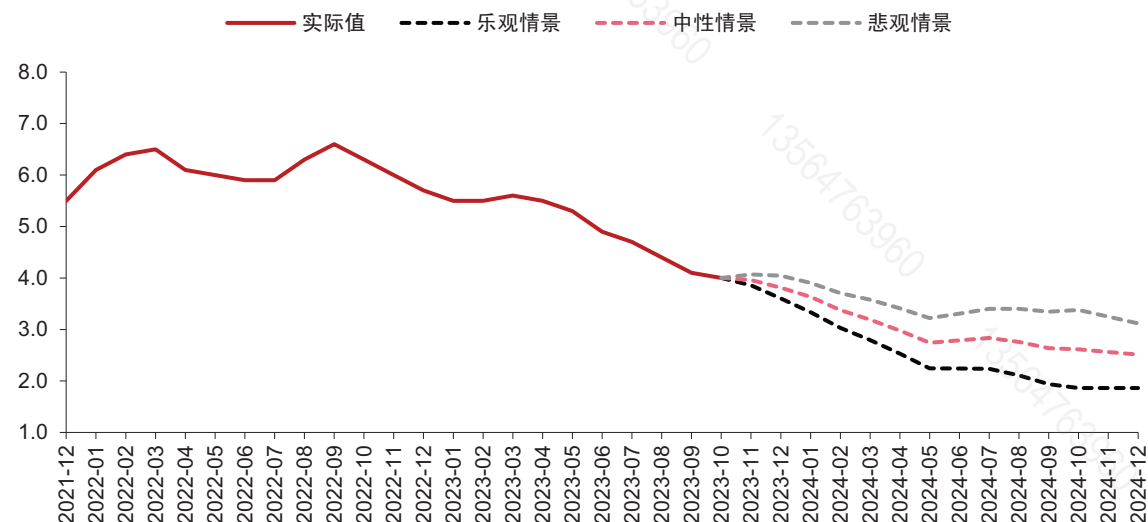
- 预计未来食品项或阶段性阻碍美国通胀下行，能源项对于美国通胀的扰动预计偏有限
- 当前美国通胀黏性出现一定减弱，未来美国整体通胀压力较为可控
 - 从核心商品项来看，二手汽车和卡车项通胀将持续环比负增长，超额储蓄对美国消费支撑减弱，预计未来核心商品项通胀对美国通胀的阻碍或较小。
 - 从核心服务项来看，住房项通胀环比下降，美国劳动力市场增长放缓有望缓解核心服务项通胀压力，整体核心服务项的黏性或逐步下降。

美国CPI未来走势（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

美国核心CPI未来走势（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

年内美联储再次加息的概率偏低

- 经济前景预测与政策利率预测：
 - 点阵图显示12名美联储官员认为2023年美联储或将继续加息25bps，并且降息将发生在2024年，降息幅度预测为50bps，较2023年6月降息幅度缩减了50bps。
- 此轮加息或已落幕，降息或于明年年中附近
 - 11月议息会议上鲍威尔表示名义工资增长已显示出一些放缓迹象，就业成本数据接近美联储预期。
 - 鲍威尔也表示美债收益率上升推动金融条件收紧，减轻加息压力；但经济强劲的额外证据或将支持加息。

2023年9月美联储经济预测（%）															
Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0		1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2		1.6-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6		3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9		3.5-4.4
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4		2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
June projection	3.9	2.6	2.2			3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4			3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1		2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6		2.4-3.6

资料来源：美联储官网

美联储货币政策预期									
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.8%	0.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	97.8%	0.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	32.7%	66.5%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	15.9%	48.8%	35.0%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	10.0%	36.4%	40.2%	13.2%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	6.7%	27.5%	38.9%	22.3%	4.5%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	4.3%	19.8%	34.7%	28.5%	11.1%	1.7%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.3%	12.4%	27.6%	31.4%	19.4%	6.2%	0.8%	0.0%
2024/12/18	1.5%	8.9%	22.4%	30.1%	23.5%	10.7%	2.6%	0.3%	0.0%

资料来源：CME，2023年11月15日

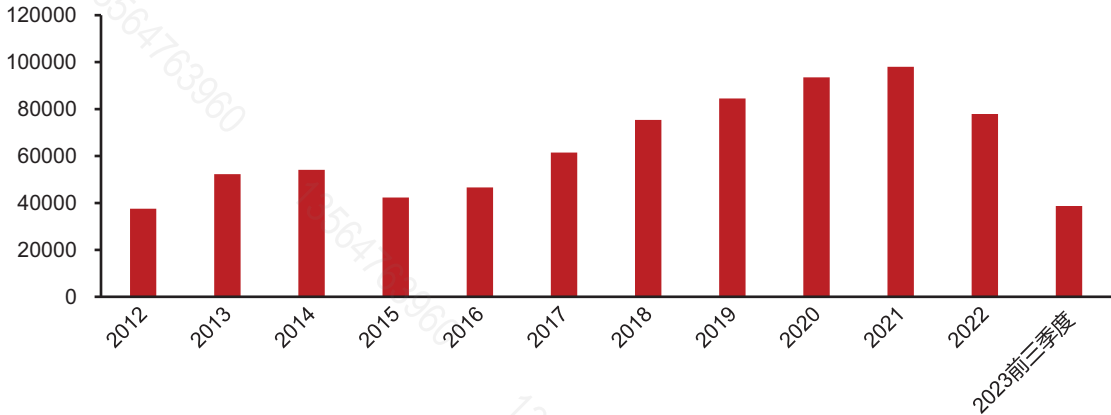
CONTENTS

目录

1. 全球债务周期：财政、货币政策配合的经验
2. 国内经济：经济目标5%，节奏先上后下
3. 美国经济：经济放缓，降息可期
- 4. 政策组合：财政发力，货币宽松**
5. 大类资产展望

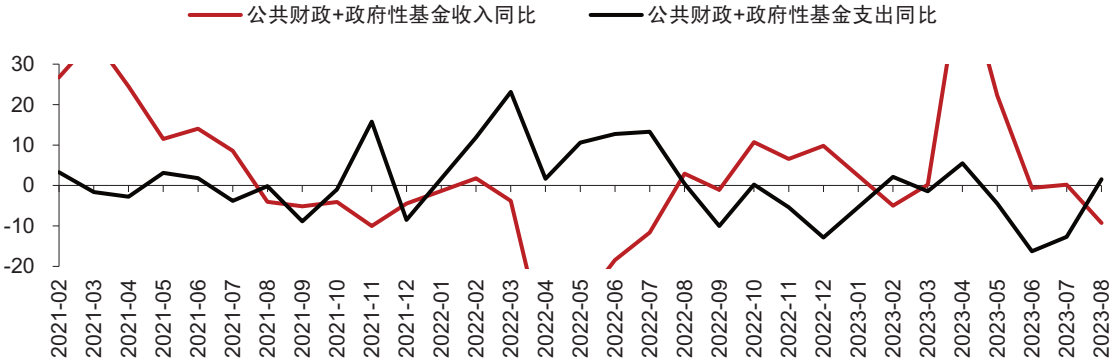
- 我国财政政策发力信号显现
 - 财政支出增速在收入增速下滑的背景下逆势上升。
 - 财政发债节奏加快：（1）9月底计划外发行一期1150亿元5年期国债。（2）四季度再融资债启动发行，预计1万亿以上。（3）四季度增发1万亿国债，支持灾后恢复重建、提升防灾减灾救灾能力。
- 土地财政收入下滑下，政府性基金收入较往年显著下降
- 预计2023年财政赤字率调整后将达到3.8%

受土地财政收入下降影响，政府性基金收入显著下降（亿元）



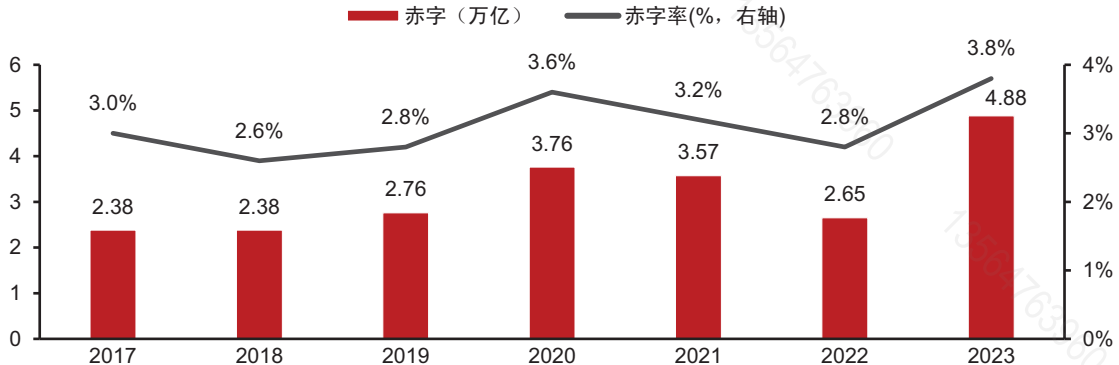
资料来源：Wind，中信证券研究部

公共财政+政府性基金收支增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

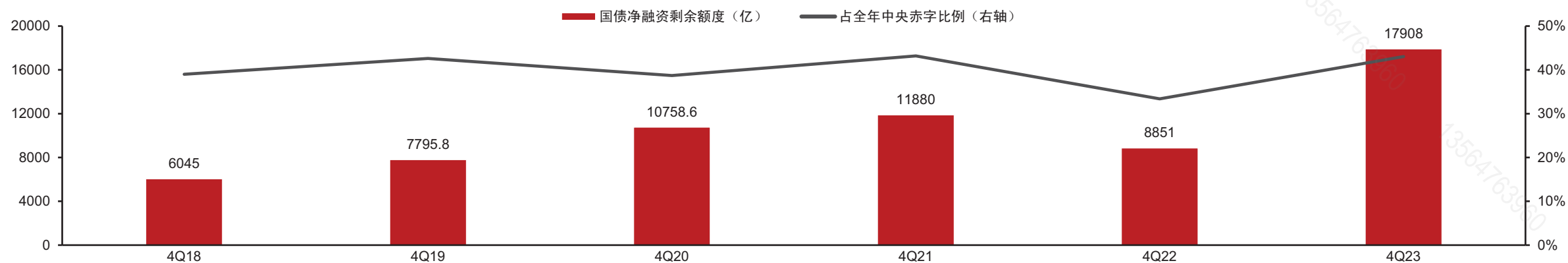
预算赤字和赤字率（万亿，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2023年赤字率及赤字规模为中信证券研究部预测

- **发行和使用节奏：**四季度新增发行1万亿，今年使用5000亿，结转明年使用5000亿。用于灾后重建的资金年内下达，其余资金预计明年下达。
- **对经济的影响：**
 - 四季度使用5000亿元国债募资，对应四季度名义GDP的1.4个百分点，但大部分效果可能延后到明年。明年投入使用的5000亿元，预计将直接带动明年全年名义GDP增速上升0.4个百分点。
- **我国增发1万亿国债 VS 美国QE、日本QQE**
 - 相同点：1. 增发国债、提高赤字率 2. 央行参与
 - 不同点：一、**央行通过货币政策工具配合，但不直接购买国债** VS 央行直接购买国债等政府债扩表，增加基础货币供给。
二、**主要用于灾后重建、补短板、惠民生** VS 主要用于应对金融或经济危机 三、**正利率** VS 零利率或负利率

历年四季度国债净融资额占比情况



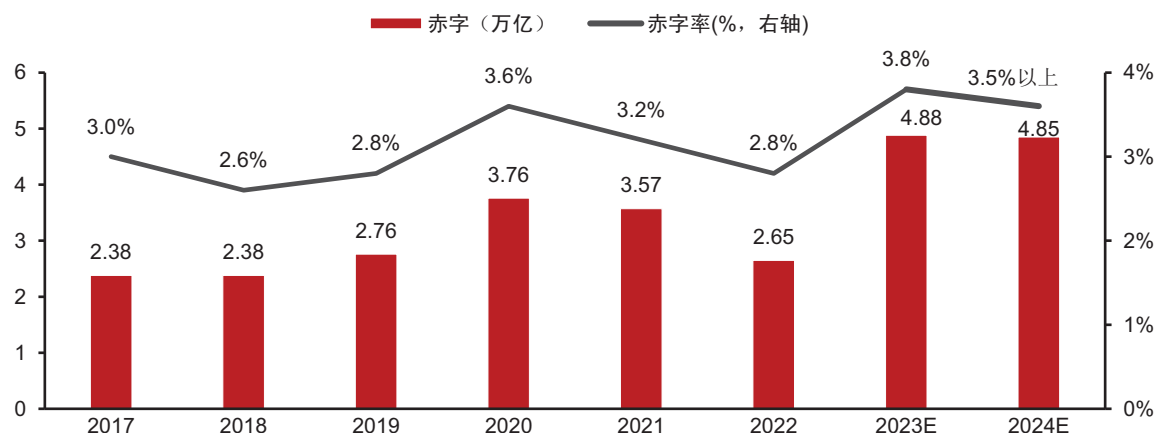
■ 预计我国明年赤字率在3.5%以上

- 年内决定增发1万亿国债后，预计今年财政赤字率将达3.8%左右，为历史最高水平，向上打开了赤字率突破3%的空间。
- 中央政府杠杆率较低，可以代替居民和企业部门加杠杆。

■ 预计明年新增专项债的规模将在3.6万亿左右

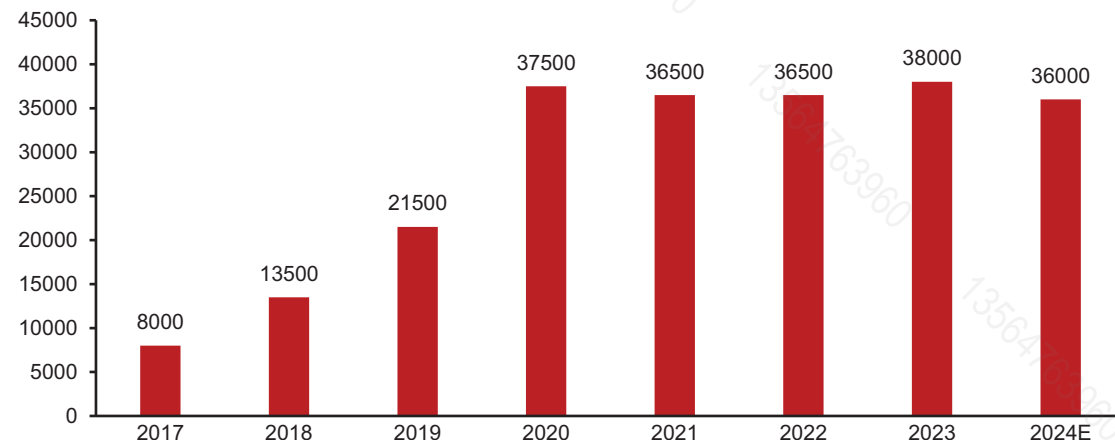
- 现阶段部分地区债务压力较大，在债务化解的背景下，地方政府举债的空间将受到一定约束。
- 今年以来，政府性基金收入大幅下滑15.7%。考虑到政府性基金收入是专项债本息的主要偿还来源之一，短期内政府性基金收入难言改善的背景下，将会对新增专项债规模形成一定约束。

赤字及赤字率预测



资料来源：Wind，中信证券研究部（含预测）

历年新增专项债规模和2024年预测（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部（含预测）

地方债务：“化债+管债”框架明朗

地方政府债务限额空间情况

地域	负债率(%)	地方政府债余额(亿)	地方政府债限额(亿)	
中国	28.97	350,651.00	376,474.30	25,823.3
地域	负债率(%)	地方政府债余额	地方政府债限额	限额-余额
上海	19.12	8,538.60	11,303.10	2,764.50
江苏	16.84	20,694.05	22,594.14	1,900.09
新疆	44.26	7,852.70	9,599.90	1,747.20
北京	25.39	10,565.33	12,202.40	1,637.07
河北	37.17	15,749.09	17,159.10	1,410.01
河南	24.62	15,103.80	16,434.00	1,330.20
广东	19.43	25,082.28	26,258.07	1,175.79
安徽	29.54	13,304.10	14,371.00	1,066.90
云南	41.78	12,098.30	13,165.05	1,066.75
福建	22.41	11,901.72	12,857.20	955.48
江西	33.86	10,859.50	11,794.44	934.94
山东	26.98	23,588.02	24,415.60	827.58
陕西	29.85	9,782.16	10,590.15	807.99
四川	31.20	17,705.40	18,507.00	801.60
辽宁	37.89	10,979.84	11,718.49	738.65
内蒙古	40.33	9,339.69	9,979.20	639.51
湖北	25.87	13,900.10	14,525.29	625.19
浙江	25.95	20,168.83	20,717.35	548.52
贵州	61.84	12,470.11	12,962.35	492.24
吉林	54.84	7,167.60	7,549.10	381.50
广西	36.93	9,714.16	10,084.25	370.09
甘肃	54.34	6,087.50	6,390.80	303.30
天津	53.00	8,645.54	8,890.13	244.59
宁夏	39.38	1,996.30	2,236.90	240.60
山西	24.51	6,285.79	6,506.04	220.25
海南	51.14	3,486.63	3,703.40	216.77
青海	84.33	3,044.30	3,260.70	216.40
重庆	34.57	10,071.00	10,281.00	210.00
湖南	31.65	15,405.08	15,591.91	186.83
黑龙江	45.85	7,290.90	7,410.60	119.70
西藏	26.29	560.70	645.30	84.60

“化债+管债”框架明朗

- 中央金融工作会议上强调“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”，地方“化债+管债”框架的再度确认。
- “金融系统要切实提高政治站位”，或与银行参与地方化债存在联系

各地方政府上报和收到的地方债额度有所分化

- 总额1-1.5万亿，限额空间总量2.58万亿。
- 根据各地方政府债务的限额空间情况进行分配；
- 负债率较高且有一定限额空间的省份偏向于拿到额度，比如贵州、吉林、甘肃、天津、新疆、云南、内蒙古、河北等。

地方化债：特殊再融资债发行超预期

- 特殊再融资债发行规模范围用途均超预期：
 - 发行额度截止2023年10月23日，共计9562.81亿元。
 - 发行范围不仅限于之前报道的12省份。
 - 募集资金用途来看，多数用于“偿还存量债务”，实际执行层面，优先用于偿还拖欠企业账款。
 - 发行节奏与额度均超先前市场预期。



资料来源：央行官网，中信证券研究部

2023年10月特殊再融资债发行情况	
省份	发行金额（亿元）
内蒙古	1067
天津	948.04
辽宁	870.42
重庆	421.90
云南	1076
广西	623
青海	96
吉林	690.23
江西	156
大连	135.58
福建	282
宁夏	80
甘肃	220
山东	282
贵州	882.38
湖南	643.26
湖北	92
陕西	100
黑龙江	303
江苏	261
新疆	56
河北	277

资料来源：Wind，中信证券研究部

- 应急流动性金融工具(SPV):
 - 据财新报道，央行或将设立应急流动性金融工具(SPV)，由主要银行参与，配合财政的再融资债券。
 - 关于应急流动性金融工具(SPV)，并非首次提出使用。2020年6月，为强化稳企业保就业支持政策，人民银行会同财政部推出支持小微企业的贷款延期支持工具和信用贷款支持计划。
- 美联储通过SPV货币政策工具扩大资产购买范围，向市场释放流动性。

2020年央行使用SPV情况

	设立时间	支持对象	内容
普惠小微企业贷款延期支持工具	2020-06	小微企业	央行提供400亿元再贷款资金，通过SPV与地方法人银行签订利率互换协议，向地方法人银行提供激励，以对普惠小微企业贷款“应延尽延”。
普惠小微企业信用贷款支持计划	2020-06	小微企业	央行提供4000亿元再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订信用贷款支持计划合同的方式，向地方法人银行提供优惠资金支持，提高小微企业信用贷款比重。

资料来源：央行官网，中信证券研究部

美联储使用SPV情况

工具	时期	内容
货币市场投资者融资便利(MMIF)	金融危机期间	通过特殊目的公司（SPV）从合格的货币市场投资者处购买商业票据等
商业票据信贷便利（CPFF）	金融危机期间	通过特殊目的公司（SPV）向合格的美国商业票据发行者提供流动性
定期资产支持证券信贷便利(TALF)	金融危机期间	通过特殊目的公司（SPV）向以消费贷款和小型企业贷款为抵押的ABS持有者发放贷款
商业票据融资工具（CPFF）	新冠疫情期间	财政部通过外汇平准基金（ESF）向美联储设立的SPV进行贷款，美联储设置SPV并向其提供贷款，SPV通过一级交易商在一级市场上购买商业票据。而SPV可以持有票据至到期，用偿还票据的现金流归还美联储的贷款。利用商业票据信贷支持CPFF，美联储以SPV和一级交易商为通道向企业提供了短期的融资。支持家庭和企业信用。美联储表示，商业票据市场可以向大量经济活动提供直接融资，提供增信、贷款和抵押以及企业日常的流动性需要。
一级市场企业信贷工具（PMCCF）	新冠疫情期间	1、美联储通过PMCCF，PMCCF意味着美联储将通过特殊目的载体（SPV）直接面向一级市场上投资级别的企业提供贷款，并且提供4年的过桥融资。 2、借款人可选择在贷款的前六个月推迟支付利息和本金，美联储可酌情延长。
二级市场公司信贷融资（SMCCF）	新冠疫情期间	美联储通过SMCCF在二级市场中购买投资级公司，影响的是资产的价格，通过市场传导为企业提供支持
定期资产支持证券贷款工具(TALF)	新冠疫情期间	美联储在此中增加了借款人和抵押品资格细节。最初将提供1000亿美元贷款。重启定期资产支持证券贷款工具，宣布将不限量按需买入美债和MBS，并将MBS的范围扩大至机构商业资产抵押债券

资料来源：Wind，中信证券研究部

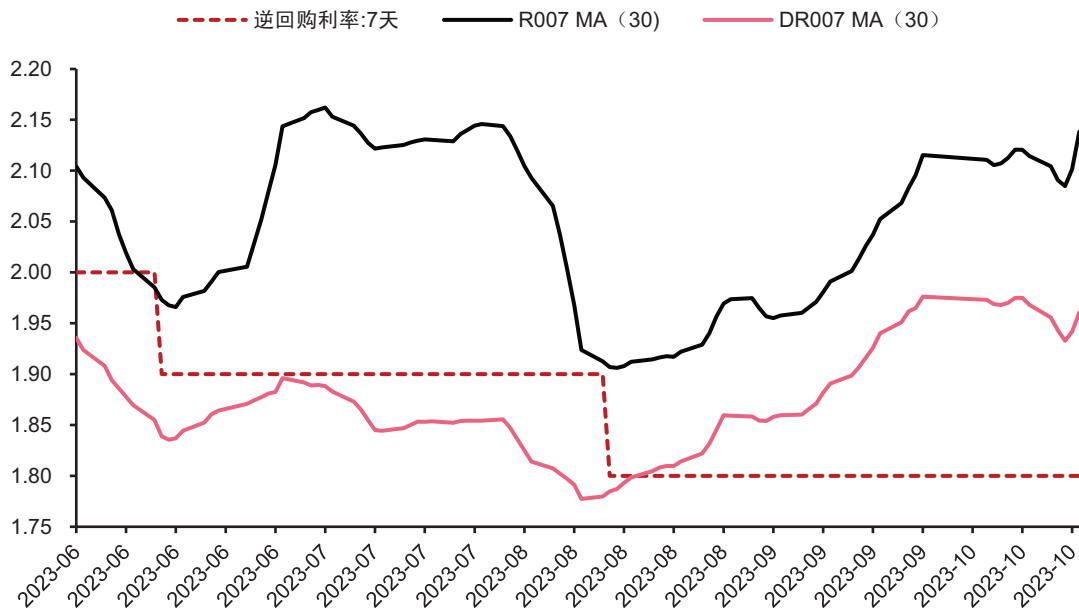
■ 资金面持续偏紧的原因：

➢ （1）政府债发行高峰；（2）央行“缩短放长”，控制债市杠杆；（3）月末、季末以及税期等季节性效应。

■ 2023年MLF到期高峰已至，NCD利率与MLF利率倒挂，银行间流动性市场整体吃紧，预计年底到明年年初将有一次降准。

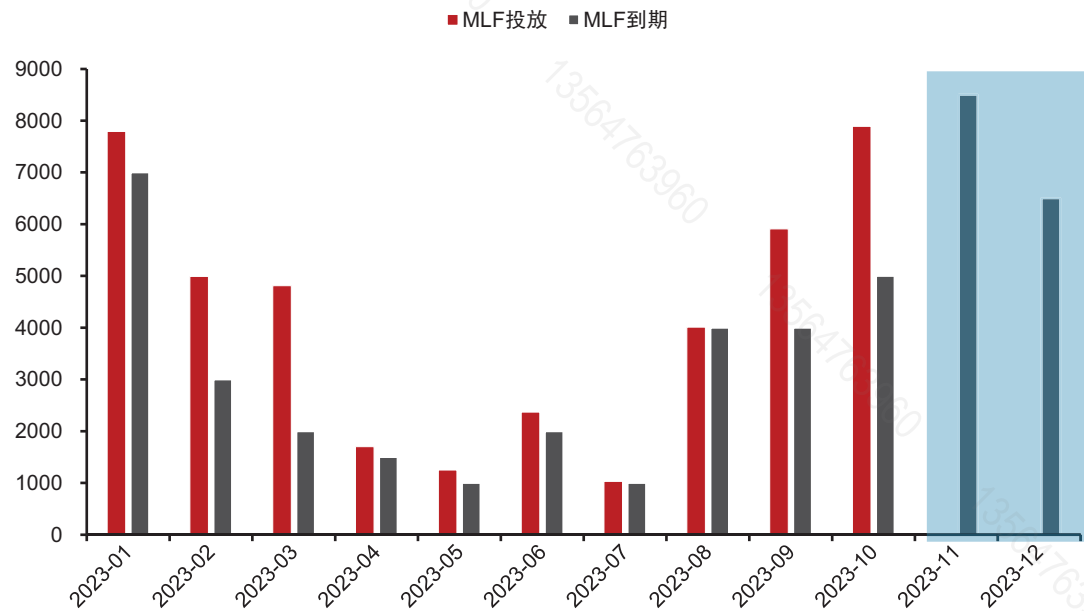
■ 支持信贷增长目标下，维持流动性市场持续合理宽松必要性仍高，预计2024年Q2或仍会有一次降准

8月降息后资金面持续收紧（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据更新至10月20日

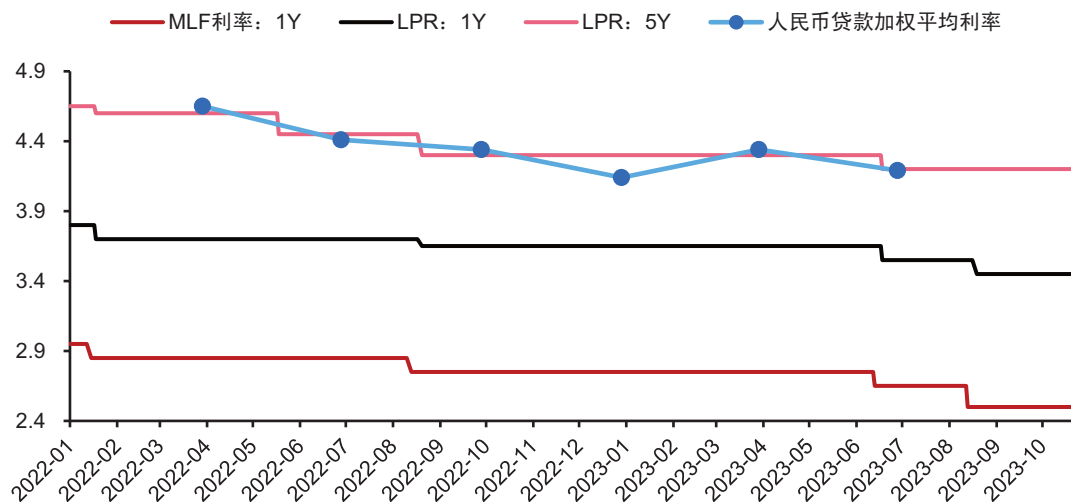
MLF投放量和到期量（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

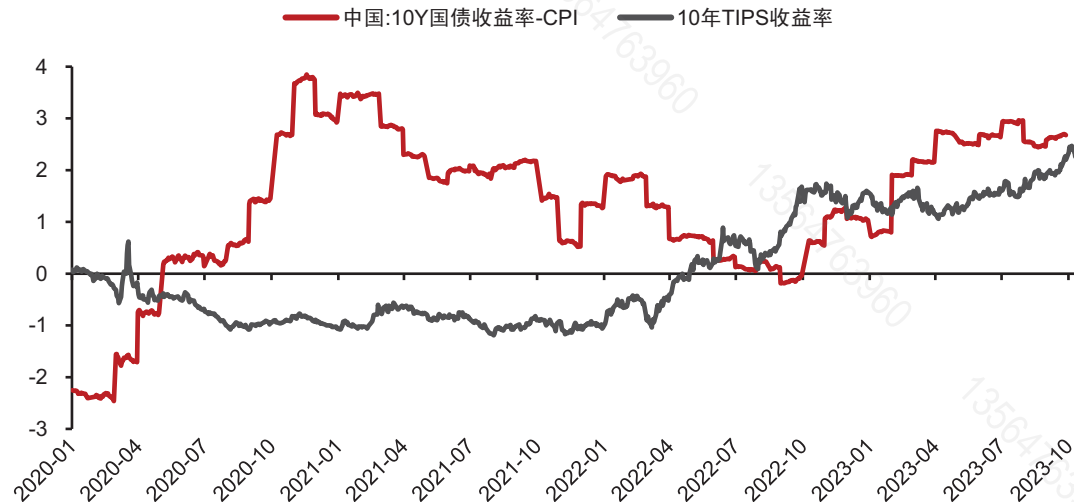
- 今年8月MLF降息15bps后，5年期LPR并未伴随下调
- 我国实际利率仍高于美国，降息是较为合理的选择
 - 我国实际利率仍高于美国，二者间有30-40bps的利差。
 - 压降实体经济融资成本目标下，MLF降息或仍有必要，预计明年一季度和三季度可能存在降息操作。

8月MLF降息后5年期LPR并未调降（%）



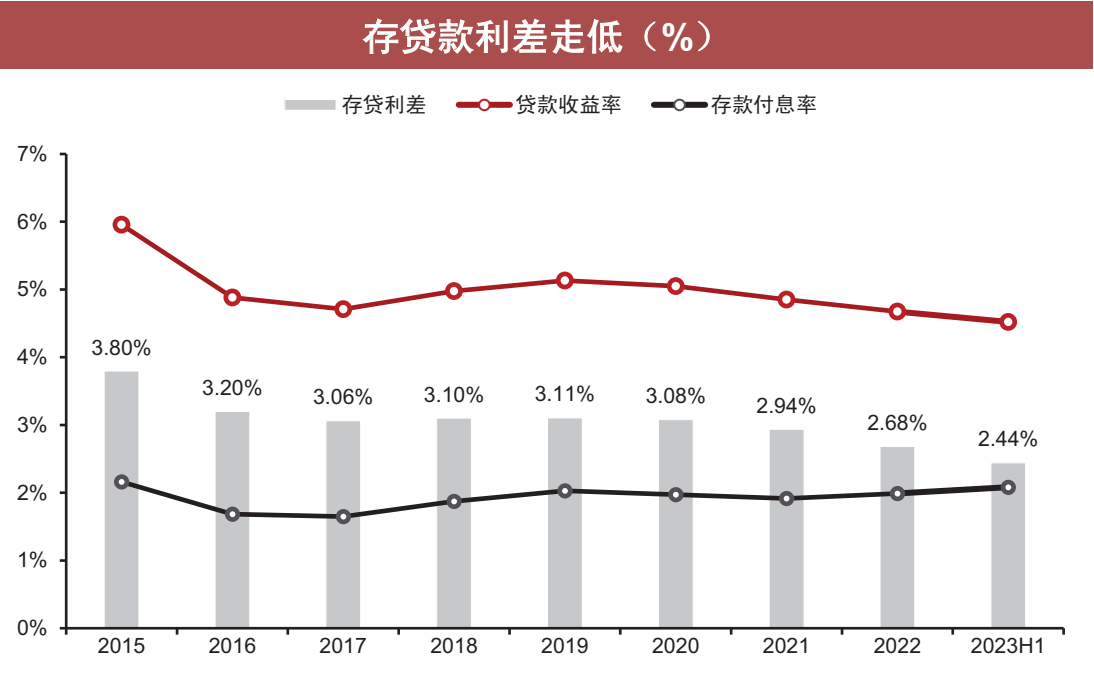
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

我国实际利率仍高于美国（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

- **稳定存贷款利差：**央行二季度货政报告专栏一中提及我国商业银行“净息差持续收窄，利润增速有所下降”以及“需保持合理利润和净息差水平”。2023年上半年，以16家上市银行数据平均后得出的存贷款利差下降至2.44%；国家金融监督管理总局公布的监管指标显示，2023年一、二季度，商业银行净息差下滑至1.74%。
- **2021年以来共进行过6次存款利率及机制相关的调整**
 - 2022年9月，国有大行率先下调各期限存款挂牌利率，股份行跟随下调，2023年4月，中小银行完成补降；2023年6月和9月，六大行两度下调存款挂牌利率。



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：存贷款数据均通过16家上市银行的平均值计算

历次存款利率调整（%）		
时间	事件	备注
2021.6	央行指导市场利率自律机制完善存款利率上限形成方式。	将存款利率自律上限由存款基准利率乘倍数改为加点确定
2022.4	建立存款利率市场化调整机制	
2022.9	国有大行率先下调了各期限存款挂牌利率，股份行跟随下调bp，其余期限下调10个bp	3年期整存整取利率下调15个bp
2023.4	多地中小银行下调了部分期限定期存款挂牌利率	作为2022年9月份的补降。
2023.6	六大行下调存款挂牌利率	活期存款利率下调5bp至0.2%，2年期定存利率下调10bp至2.05%，3年期定存利率下调15bp至2.45%，5年期定存利率下调15bp至2.5%
2023.9	六大行下调存款挂牌利率	1年期存款挂牌利率降到1.55%，2年期降到1.85%，3年期降到2.20%，5年期降到2.25%

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

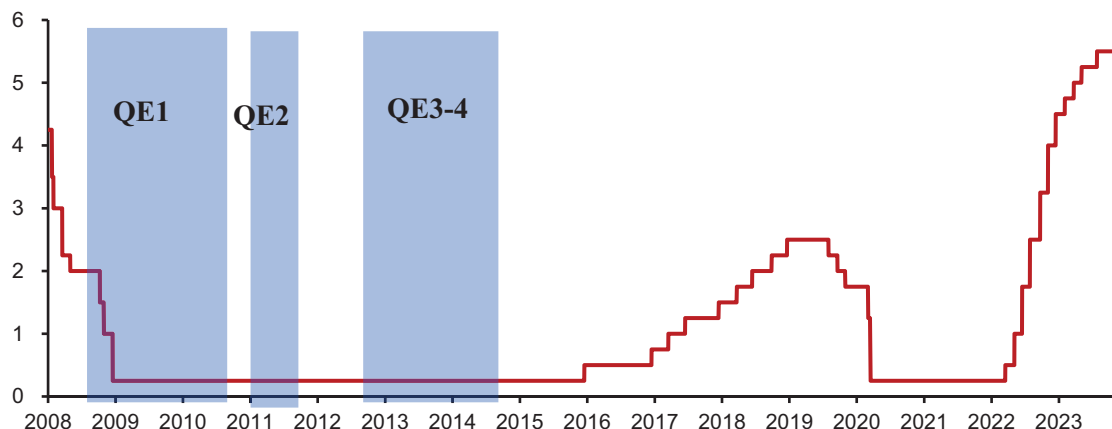
■ 美联储历史上四次QE是典型的货币配合财政手段

- 为遏制经济危机、刺激经济复苏，美联储在2008年11月、2010年11月、2012年9月以及2012年12月分别推行四轮量化宽松（QE），大量购买国债等中长期债券资产，注入大量流动性。

■ 我国宽财政较多发力，降准、降息等主流货币政策工具外还有哪些可能的增量？

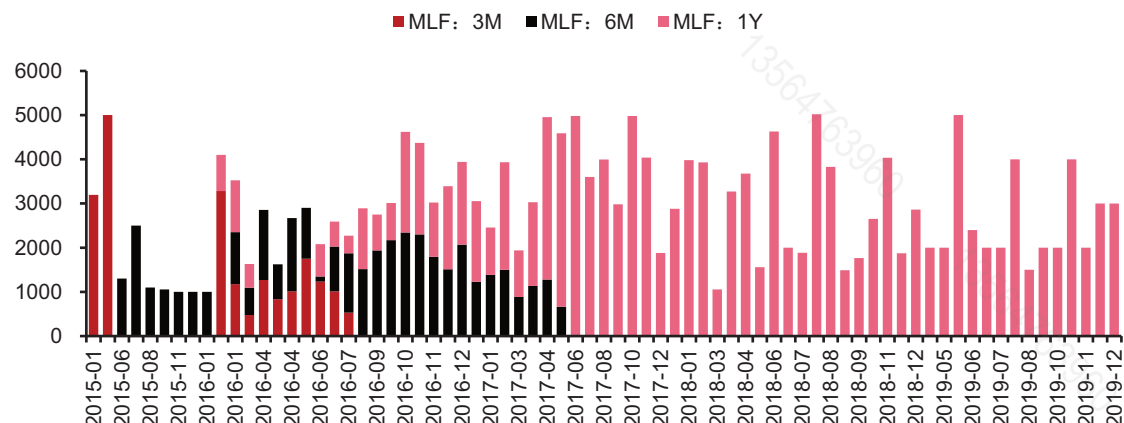
- 2022年3月后央行向财政部上缴万亿结存利润，并通过财政支出的形式流向实体经济；
- 设立结构性专项工具定向提供流动性；
- MLF单月多次投放，重启3M、6M期限MLF，TMLF等；
- 央行主动购买国债，增加货币供给。

美联储在极低利率环境下采取QE释放流动性（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

2015到2018年间MLF操作存在单月多次的情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

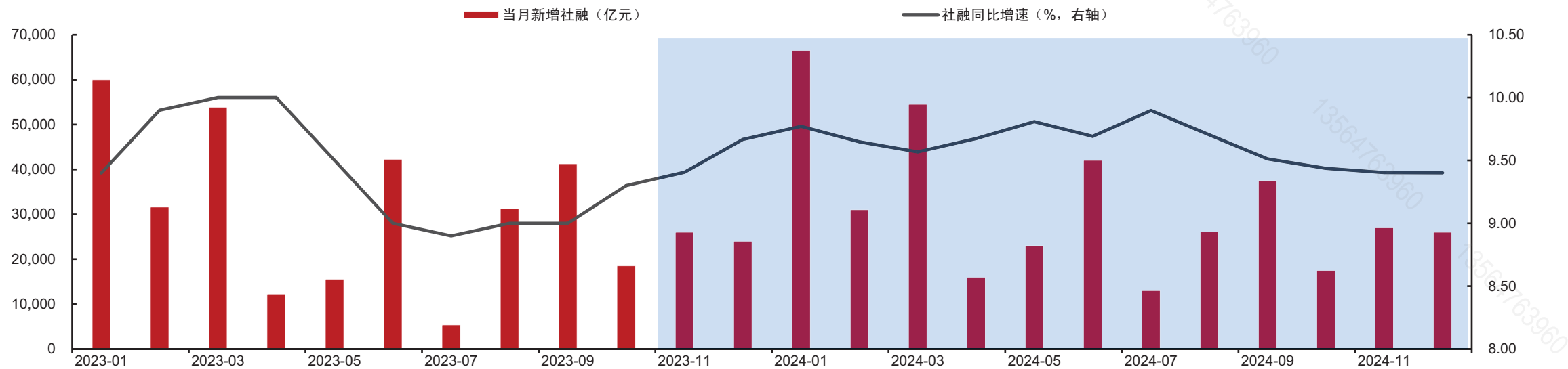
CONTENTS

目录

1. 全球债务周期：财政、货币政策配合的经验
2. 国内经济：经济目标5%，节奏先上后下
3. 美国经济：经济放缓，降息可期
4. 政策组合：财政发力，货币宽松
5. 大类资产展望

- 政策刺激配合经济回暖，实体融资需求将得到修复
 - 预计2024年新增人民币贷款将达到23-24万亿元区间，一季度仍然是信贷投放最高的季度。
 - 2024年全年新增社会融资规模可能在37-38亿元区间内。
- 受到基数效应影响，社融同比读数预计呈倒“N”形
 - 2023年一季度较高的信贷投放和四季度较高的政府债融资将会对2024年同期的社融同比增速形成一定干扰。
 - 预计2024年全年社融同比增长9.4%左右，高点可能出现在年中时点，读数或将突破9.7%。

新增社会融资规模及同比增速预测（亿元，%）

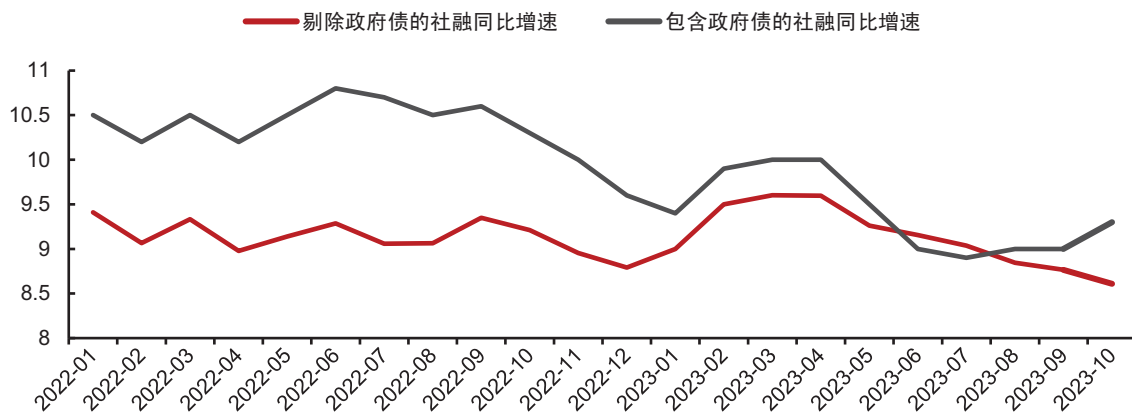


资料来源：Wind，中信证券研究部预测（2023年11月及以后部分为预测）

非政府部门融资需求仍待提振，M1、M2增速下行趋势亟待扭转

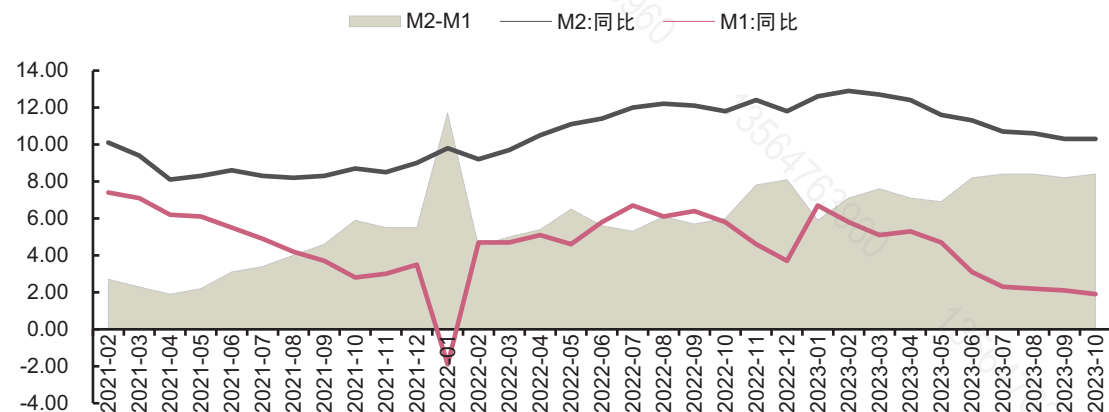
- 剔除政府债后观察社融增速，我们注意到同比读数自今年二季度开始持续下行
 - （1）居民和企业部门融资需求依然较弱。（2）受预期等因素影响，实体加杠杆的空间和意愿偏弱。
- M1同比延续回落，“M2-M1”剪刀差扩大。
 - M2同比增速结束下行态势，但M1增速持续走低。随着明年社融增速回升，M1和M2增速有望反转上行。
 - “M2-M1”剪刀差扩大，需警惕存款定期化现象，实体经济生产、消费的活跃度仍有待观察。

剔除政府债前后的社融同比增速对比（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

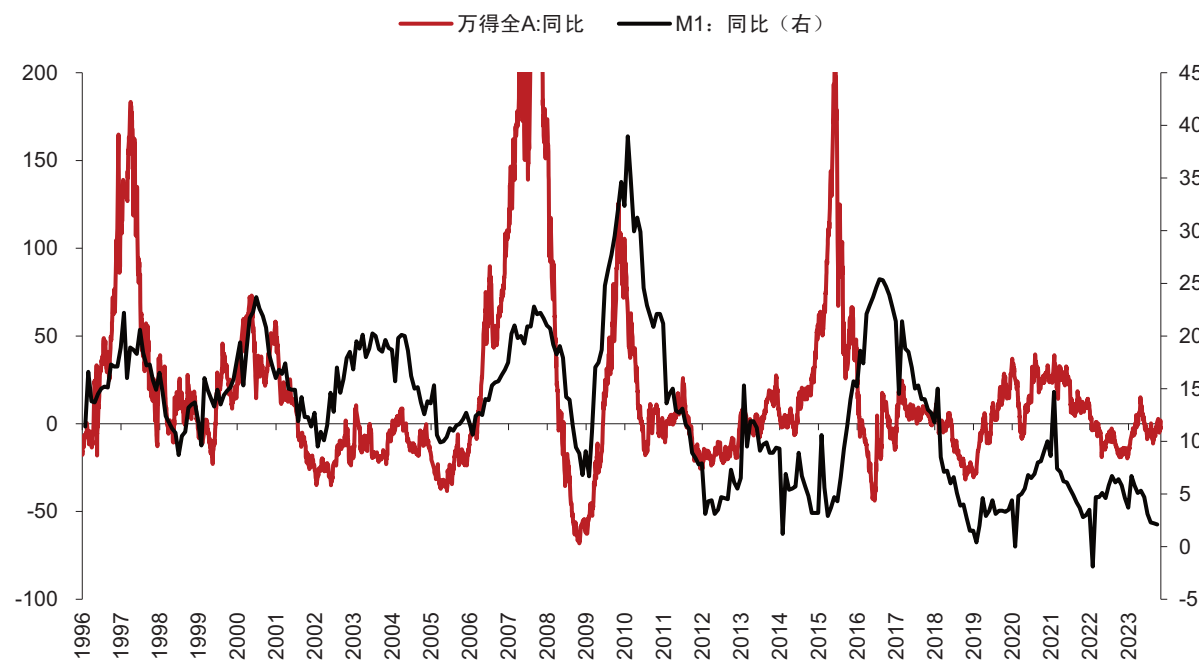
M1和M2同比有待观察（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

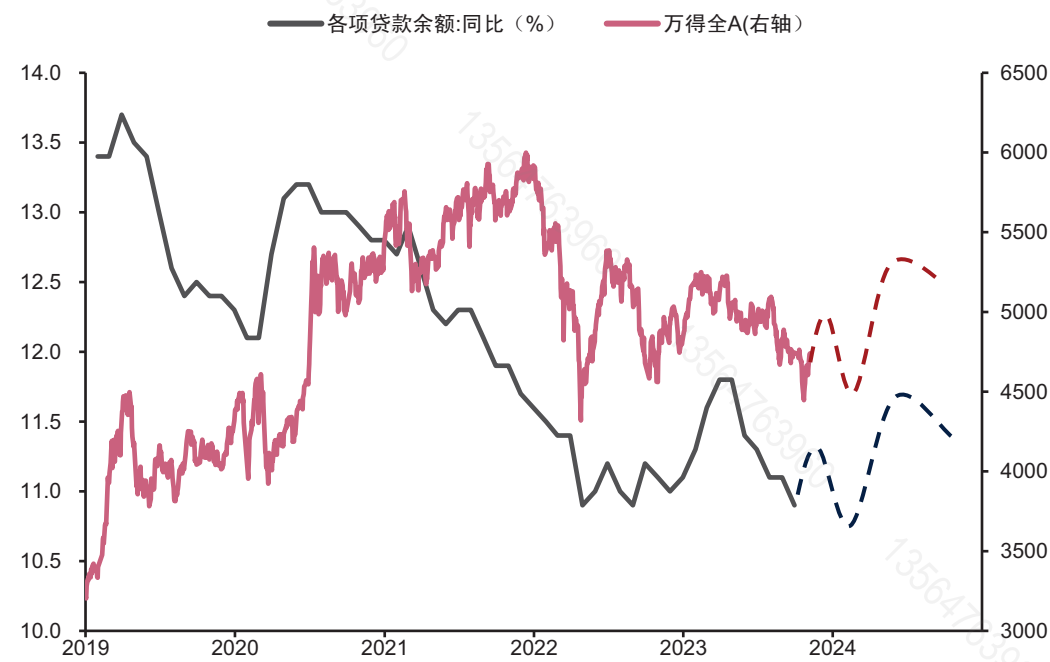
- 金融指标对股市走向具有指示意义：宽松的流动性是股市反弹的前提，宽信用阶段股市往往表现较好
- 关注未来基本面预期的变化：流动性推动的上涨需要经济基本面验证。

宽松的流动性是股市反弹的前提（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

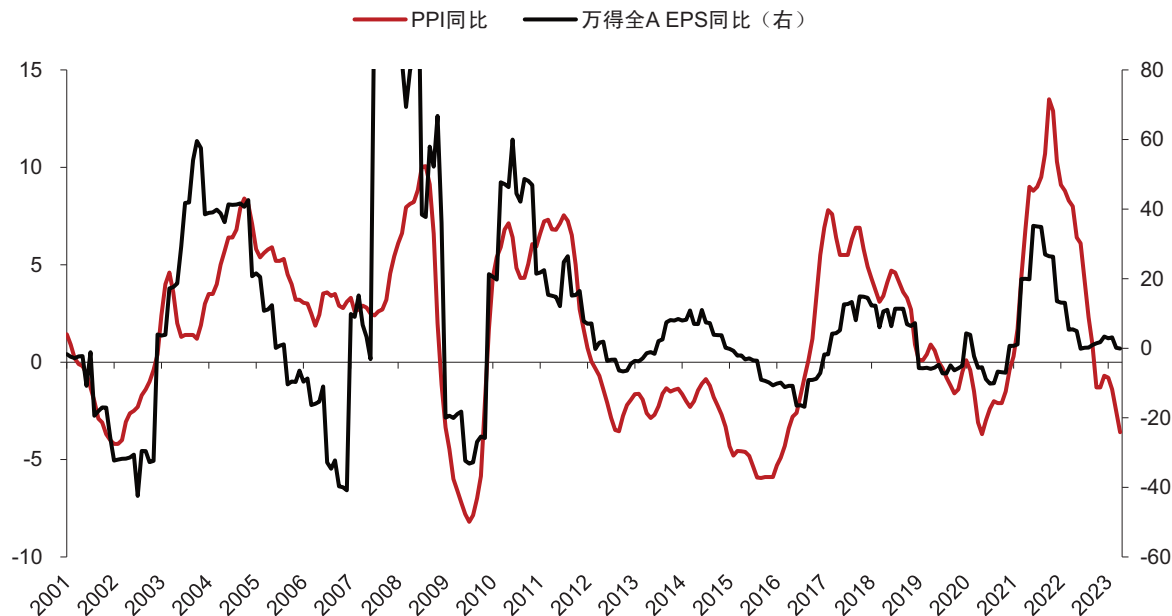
贷款余额增速和股市表现（%， 点）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2023年11月及以后趋势为中信证券研究部预测

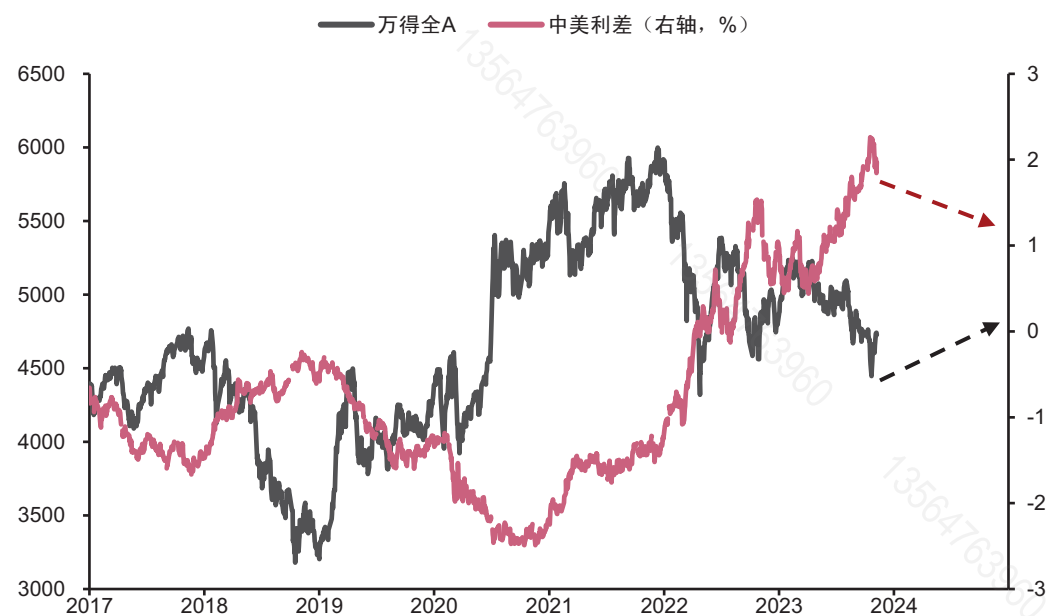
- 股债性价比接近均值以上两倍标准差的历史高位，权益资产性价比凸显
- 经济基本面由磨底转向复苏，通胀上行可能带动A股盈利周期触底回升，中长期来看，做多A股胜率占优
- 美联储降息周期开启前后，全球风险偏好回升和流动性扩张有望推动A股反弹进程加速

通胀上行有望带动EPS修复（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美联储降息落地后，A股反弹进程有望加速（点，%）

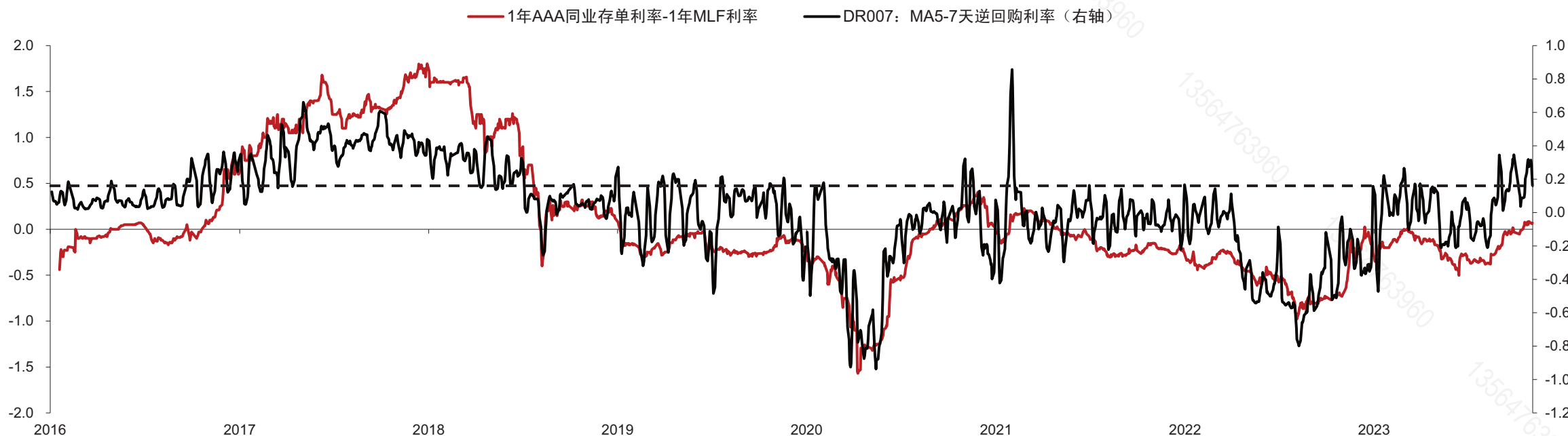


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2023年11月及以后趋势为中信证券研究部预测

■ 2019年以来，央行对资金利率和存单利率的上限有比较好的控制

- MLF利率大致是1年期AAA同业存单的顶部，目前已经接近MLF+10bp，性价比较高。
- DR007的顶部区域大致在7天OMO+20bp附近。

回购和存单利率的经验顶（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据截至2023年11月3日

- 2024年中央财政加杠杆、地方政府化债、货币政策宽松配合的预期下，资产荒格局或延续，利率中枢有望下行
 - 年初在财政政策落地、信贷开门红、经济动能回升，10年期国债到期收益率或将回升至2.7%以上。
 - 扩内需、宽信用政策落地后，债券市场利空出尽；海外经济可能的进一步走弱，10年期国债收益率有望下行至低位后保持震荡，利率低点或到2.5%左右。

利率和PMI的关系（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2023年11月及以后趋势为中信证券研究部预测

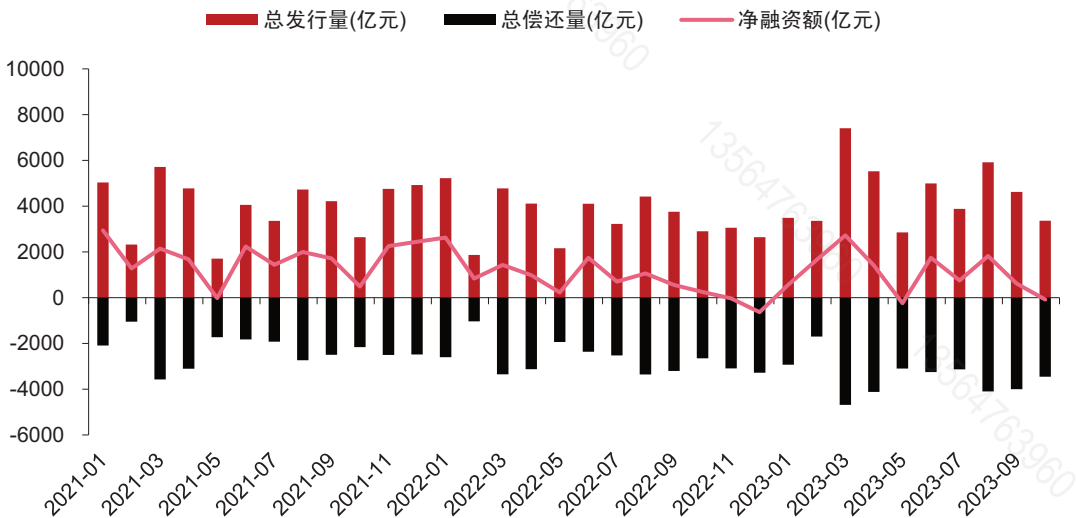
- 短端利差下行存压，中长端利差下行空间充足
 - 在短端博弈情绪的带动下，当前短端信用利差所处位置相对较低，进一步压缩存压，而中长端利差下行空间充足。
- 信用等级/行业择券逻辑：
 - 融资平台债：一揽子化债背景下，城投配置性价比较高，重点关注受化债资金倾斜度较高地区的配置价值。
 - 中资美元债：在美联储加息接近尾声的背景下，中资美元债收益率处于历史高位，或为机构出海增厚收益的好时机。
 - 企业属性债：民企融资政策加码保障民企债配置安全边际，而地方国企殷实的资质为国企债配置提供坚实保障。
 - 地产企业债：在地产行业修复的背景下，信用风险向国有房企进一步传递的可能性较低，而国有房企利差已行至2022年以来的较高水平，更具性价比。
 - 金融次级债：银行二永债流动性较好，仍为交易盘配债首选；对于风险偏好较高的机构，可关注经济发达地区AA+及以上等级的城农商行配置机会。

信用债各板块利差（bps）

品种	等级	所处历史分位水平		
		1Y	3Y	5Y
城投	AAA	14.80%	33.50%	43.70%
	AA	7.50%	37.00%	33.90%
地产	AAA	42.30%	95.20%	98.70%
	AA	16.50%	83.40%	90.80%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据截至2023年10月31日

城投债一级市场表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

商品：关注美联储降息和供给收缩下的做多机会

- 国内地产周期尚未迎来复苏、欧美发达国家衰退风险并未解除，商品市场恐难迎来需求上行所主导的牛市
- 建议关注金融属性较强或供给端存在收缩压力的品种
 - 1) 美联储降息前后，美债利率下行进程可能加速，金融属性较强的铜和黄金有望受益；
 - 2) 关注供给端存在收缩压力的品种：关注铜增产幅度不及预期的风险；若国际地缘政治形势进一步恶化，原油供应链可能受阻，原油也存在供给端收缩的风险。

黄金有望受益于美国实际利率下行（美元/盎司，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美联储降息后，金融属性较强的商品有望走强

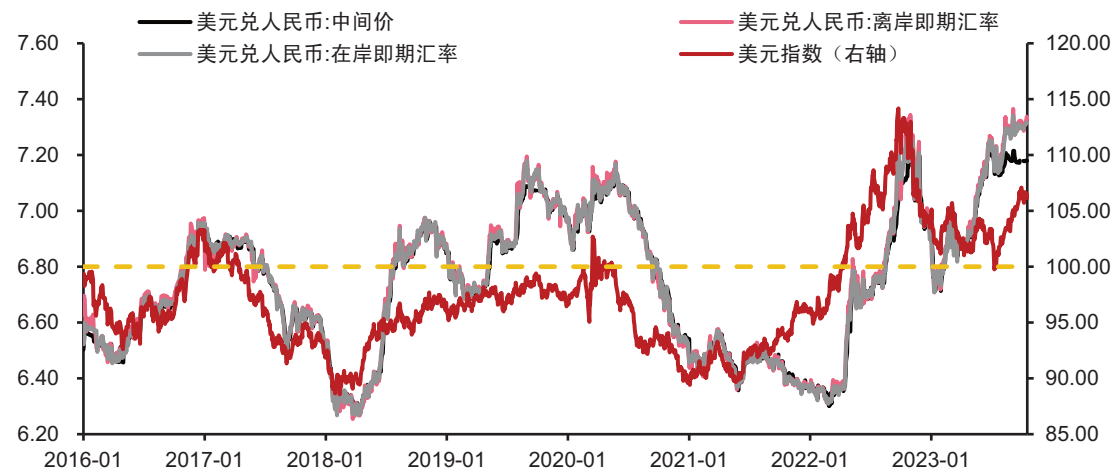


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：以2003-01-02为基准计算商品价格

汇率：人民币内外压力有所放缓

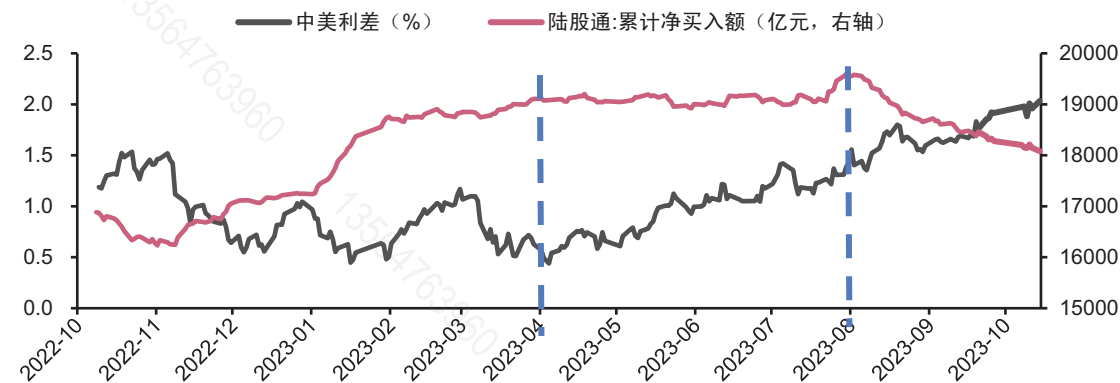
- 基本面对于汇率的支撑或逐步凸显：国内经济预期修复，但人民币实际需求仍偏弱，直接投资和证券投资的资本流入尚待时间修复。
- 美元指数带来的被动贬值压力趋缓：美联储 Higher for longer 但进一步紧缩的概率有限——美元指数虽高位运行，但难突破前高。
- 2024年，美元兑人民币汇率或处6.9-7.3区间宽幅震荡

美元兑人民币汇率与美元指数



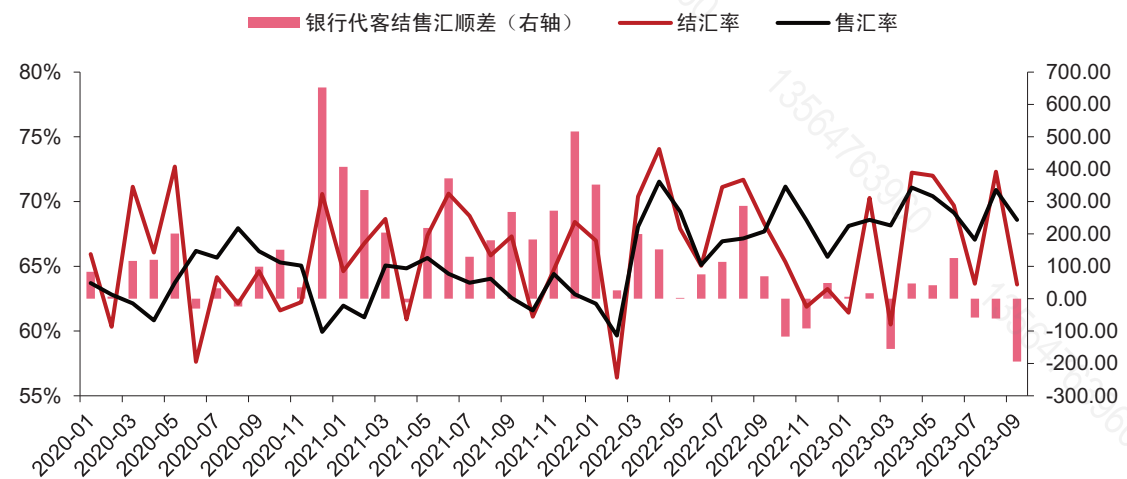
资料来源：Wind，中信证券研究部

当前，人民币实际需求仍偏弱（%，亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

当前，人民币实际需求仍偏弱（%，亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

- **全球债务周期：财政、货币政策配合的经验**
 - 次贷危机及新冠疫情后，全球债务率显著攀升
 - 财政货币政策配合的三个要点：财政扩张时期，应降低利率；要有效弥补居民需求缺口；不能因为汇率而牺牲货币政策
- **国内经济：经济目标5%，节奏先上后下**
 - 消费来到新的均衡；制造业专注高质量发展、基建逆周期发力、地产投资面临制约；外需前景具有不确定性
- **美国经济：经济放缓，降息可期**
 - 2024年美国经济各维度均将面临逆风，美国经济或从四季度开始放缓，美联储降息或于明年年中附近
- **政策组合：财政发力，货币宽松**
 - 财政：2024年赤字率有望在3.5%以上，新增专项债规模基本稳定
 - 货币：降准、降息空间仍存、货币政策工具箱有望扩充
- **大类资产展望**
 - 权益底部阶段，待内外共振
 - 利率先上后下，中枢下移；中长端信用利差下行空间充足
 - 商品关注金融属性较强或供给端存在收缩压力的品种
 - 美元兑人民币汇率或处6.9-7.3区间宽幅震荡
- **风险因素：内需不足对国内经济的制约；国内政策节奏超预期变化；地产信用风险频发；地缘政治因素；美国经济衰退风险**

- 内需不足对国内经济的制约
- 国内政策节奏超预期变化
- 地产信用风险频发
- 地缘政治因素
- 美国经济衰退风险

13564763960

13564763960

13564763960

13564763960

13564763960



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

明明（中信证券 首席经济学家）

执业证书编号：S1010517100001

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2023版权所有，保留一切权利。