



## 结存规模逆势高增，背后原因为何？

债市聚焦系列 | 2023.4.17

中信证券研究部



明明

中信证券首席经济学家

S1010517100001



章立聪

资管与利率债首席分析师

S1010514110002

### 核心观点

**结构性存款是由银行通过在普通存款的基础上嵌入金融衍生工具的高息存款。2023 年 1-2 月，全国银行结存规模结束 11 连降，环比大幅上涨，其一方面源于季节性因素，同时也受到年末理财赎回、居民资金回表的客观影响。但我们认为目前银行结存压降的趋势并未改变，且结存规模变动的背后实际反映了不同银行对自身负债压力的综合考量。本文将结合近期银行结存规模变动以及负债成本，具体分析其中所反映的深层逻辑。**

■ **银行结存规模结束十一连降，环比大幅增长。**截至 2023 年 2 月，全国中资银行结构性存款余额约 5.12 万亿元，结束了 2022 年 2-12 月的十一连降，1-2 月累计增加 5585.04 亿元，较 2022 年末环比上涨 12.24%。结构上，银行结存以中小银行及单位存款为主，但 1-2 月数据显示新增规模中大行零售结存占比显著上升。2020 年后银行结存利率持续回落，而近期大型银行较中小银行收益及期限走势有所分化，城商行结存收益降幅有限且期限上升，一定程度上反映其结存发行意愿相较于大型银行更强。

■ **如何看待近期银行结存款规模的增加？**零售端，居民岁末年初收入集聚完成，开年后储蓄再配置意愿上升，推动个人结存规模季节性上涨；对公端，开年信贷的密集投放与企业实际生产周期形成错位，融资款项在尚未投入生产时积聚于企业银行账户，推动企业对中短期结存需求上升。同时，1-2 月也是银行每年重新批量释放结存额度的时间，考虑到近年来银行供给结存的意愿持续回落，高息结存产品往往需要抢购，一定程度上推动了结存规模的环比增长。此外，赎回潮的尾部效应也加速了 2023 年初结存规模的上涨，大行零售端涨幅超出季节性，一方面源于其本身吸纳储蓄的能力更强，同时大部分理财资金本就积聚于大行理财子，赎回潮后也会优先回流大行表内进行储蓄再配置。

■ **未来结存规模会继续上升吗？**监管环境上，为杜绝资金空转套利结存的违规行为，近年来监管思路持续引导银行压降结存规模。近期各机构结存规模环比虽有所上涨，但同比仍显著压降，显示整改趋势并未转变；投资者意愿上，居民风险偏好逐步改善，超额储蓄初显回流迹象，地产小幅改善伴随理财逐步修复，结存收益率持续回落，居民对结存的配置意愿边际降低；银行需求方面，2022 年，居民部门超额储蓄大幅上涨，银行负债端已经积累了大量的储蓄存款，且定期化趋势明显，稳定性存款比例也从 2022 年初的 31.85% 上升至 2023 年 2 月的 34.50%，由此可见，银行负债端压力的核心在价而非量，经我们测算，2022 年三四季度开始，各类型银行负债端成本均有所上行。净息差和存贷比等指标也显示目前银行负债端压力较大，而结存产品的利率较大额存单和定存利率更高，银行通过结存来“高息揽储”的必要性不再。因此我们判断未来结存规模不会继续上行，长期来看可能走向量稳价降的格局。

■ **债市未来展望：**中小银行由于背负更大的负债压力，在信贷投放中的竞争力远小于大行，导致信贷分化较为严重。为缓解负债端压力，客观的“资产荒”导致中小银行信贷投放或降低期限减少收益，或进行风险下沉，而投资债券收取票息则是兼具收益和稳健的选择。农商行等中小银行 3 月现券净买入规模虽然环比降低 63.31%，显示其 3 月信贷投放或边际好转，但 4 月截至 14 日，净买入规模已经达到了 2605 亿元，超过了 3 月全月的 2395 亿元，表明其信贷投放持续性或存疑，未来对债券市场的投资力度或仍将保持。

■ **风险因素：**央行货币政策不及预期；银行负债端压力超预期；基本面、信贷需求出现超预期修复。

## 目录

银行结存规模结束十一连降，环比大幅增长 .....	5
如何看待近期银行结存款规模的增加？ .....	7
未来结存款规模会继续上升吗？ .....	9
监管环境：压降趋势保持不变 .....	9
投资者意愿：风险偏好有所修复，储蓄出表迹象显现 .....	10
银行负债端压力在价而非量，“高息揽储”必要性不再 .....	12
债市未来展望 .....	15
风险因素 .....	17
国内宏观 .....	17
总量数据 .....	17
高频数据 .....	17
通货膨胀：猪价下降、蛋价上涨，工业品价格全面下跌 .....	19
重大事件回顾 .....	20
国际宏观：美国 3 月 CPI 同比小幅回升 .....	21
美国方面 .....	21
欧盟和英国方面 .....	21
流动性监测：银行质押利率大体上行、SHIBOR 利率涨跌互现 .....	21
公开市场操作 .....	21
国际金融市场：美股欧股全线上涨 .....	22
美国市场：美股全线上涨 .....	22
欧洲市场：欧股全线上涨 .....	23
债市数据盘点：利率债收益大体下行 .....	24
一级市场：本周计划发行 5 只利率债 .....	24
二级市场：利率债收益率大体下行 .....	25

## 插图目录

图 1：银行结构性存款及环比增速 .....	5
图 2：银行结构性存款部门结构 .....	6
图 3：银行结构性存款净变动规模（亿元） .....	6
图 4：银行结构性存款平均最高预期收益率 .....	6
图 5：不同类型银行结构性存款平均期限和平均预期最高收益率 .....	7
图 6：零售端银行结构性存款规模及环比增速 .....	7
图 7：居民人均可支配收入（元） .....	7
图 8：对公端银行结构性存款规模及环比增速 .....	8
图 9：企业新增中长期贷款及全国高炉开工率 .....	8
图 10：12 月及 1-2 月银行结构性存款变动情况 .....	8
图 11：不同机构银行理财规模（亿元） .....	9
图 12：不同机构 2022Q4-2023Q1 银行理财规模净变动（亿元） .....	9
图 13：银行结构性存款规模及大型银行占比 .....	10
图 14：大型银行和中小银行结构性存款规模增速 .....	10
图 15：新增住户部门人民币存款同比增速 .....	11
图 16：居民消费、储蓄、投资的倾向比例 .....	11
图 17：餐饮收入和商品零售累计同比 .....	11
图 18：商品房销售面积和住宅价格增速分位数 .....	11
图 19：理财规模变化 .....	12
图 20：沪深 300 指数 .....	12
图 21：不同部门新增人民币存款 .....	12
图 22：居民部门人民币存款结构 .....	12
图 23：银行稳定性存款结构及占比 .....	13
图 24：同业存单净融资规模 .....	13
图 25：不同类型银行负债成本 .....	13
图 26：商业银行净息差 .....	14
图 27：商业银行存贷比和成本收入比 .....	14
图 28：不同类型银行大额存单和结构性存款收益率对比 .....	14
图 29：不同类型银行净息差 .....	15
图 30：2022 年 11-12 月各地区新增贷款规模 .....	16
图 31：不同类型银行新增中长期贷款规模 .....	16
图 32：不同类型银行不良贷款率 .....	16
图 33：农商行现券交易规模（亿元） .....	16
图 34：房地产成交量同比增速 .....	18
图 35：住宅价格环比增速 .....	18
图 36：主要航运指数 .....	18
图 37：CCBFI 同比与出口同比 .....	18
图 38：PMI .....	18
图 39：发电量及同比增速 .....	18
图 40：三大高频物价指数 .....	19
图 41：猪肉价格 .....	19
图 42：大宗商品价格 .....	19
图 43：CRB 指数同比与 PPI 同比 .....	19
图 44：银行间回购加权利率 .....	22



图 45: 银行间回购加权利率周变动 .....	22
图 46: 标普 500 和标普 500 波动率(VIX) .....	23
图 47: 美国国债收益率 .....	23
图 48: 欧洲交易所指数 .....	24
图 49: 欧元区公债收益率 (%) .....	24
图 50: 利率债发行到期 .....	24
图 51: 国债中标利率与二级市场水平 .....	24
图 52: 主要利率债产品上周变动 .....	25
图 53: 银行间国债收益率走势 .....	25

## 表格目录

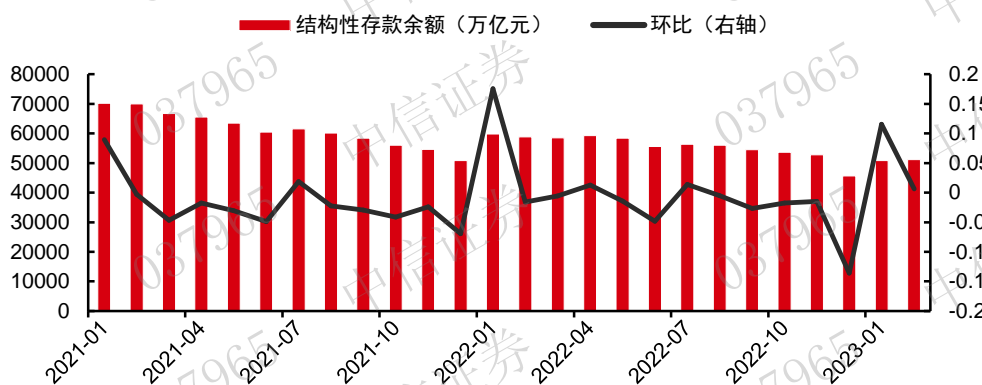
表 1: 上周公开市场操作情况 (亿元) .....	21
表 2: 本周计划发行利率债产品 .....	25

结构性存款是由银行通过在普通存款的基础上嵌入金融衍生工具的高息存款。2023 年 1-2 月，全国银行结存规模结束 11 连降，环比大幅上涨，其一方面源于季节性因素，同时也受到年末理财赎回、居民资金回表的客观影响。但我们认为目前银行结存压降的趋势并未改变，且结存规模变动的背后实际反映了不同银行对自身负债压力的综合考量。本文将结合近期银行结存规模变动以及负债成本，具体分析其中所反映的深层逻辑。

## ■ 银行结存规模结束十一连降，环比大幅增长

截至 2023 年 2 月，全国中资银行结构性存款余额约 5.12 万亿元，结束了 2022 年 2-12 月的十一连降，1-2 月累计增加 5585.04 亿元，较 2022 年末环比上涨 12.24%。受监管因素影响，银行结构性存款自 2020 年下半年起持续压降，2021-2022 两年规模同比分别回落 17.11%和 10.29%。2022 年 2-12 月更是迎来了十一连降，然而 2023 年开年以来，结构性存款规模出现明显的上涨，截至 2023 年 2 月，全国中资银行结构性存款余额约 5.12 万亿元，较 2022 年末累计增加 5585.04 亿元，环比上涨 12.24%。

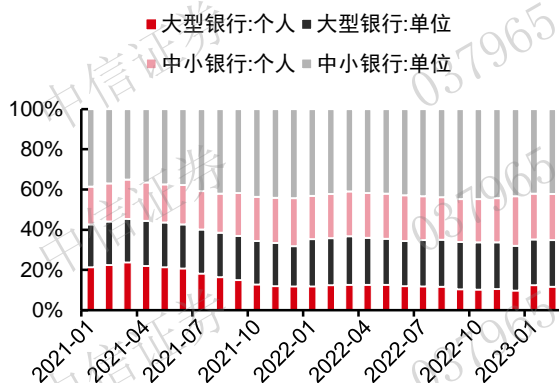
图 1：银行结构性存款及环比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

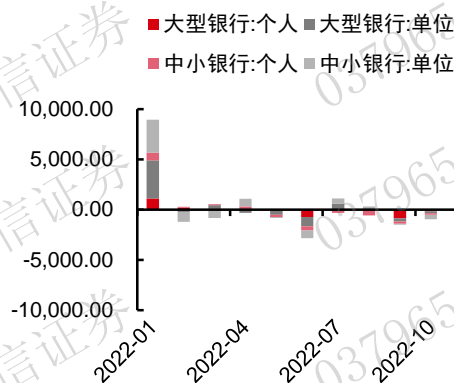
结构上，银行结存以中小银行及单位存款为主，但 1-2 月数据显示新增规模中大行零售结存占比显著上升。供给端，资质较低的中小银行揽储能力相对较差，因此往往倾向于发行高息的结存产品以缓解负债端压力；需求端，灵活性较低但具备规模效应的单位资金较个人资金对中长期限的结存产品需求更高。因此，结构上银行结存天然以中小银行及单位存款为主，2022 年末银行结存中大行零售、大行对公、中小零售及中小对公占比分别为 9.71%、22.19%、24.79%和 43.31%。然而数据显示大行零售的结存规模近期显著上升，占 2023 年 1 月结存净增总规模的 36.09%，而 2021 及 2022 年的同期比例仅为 16.76%和 12.21%。

图 2：银行结构性存款部门结构



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：银行结构性存款净变动规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

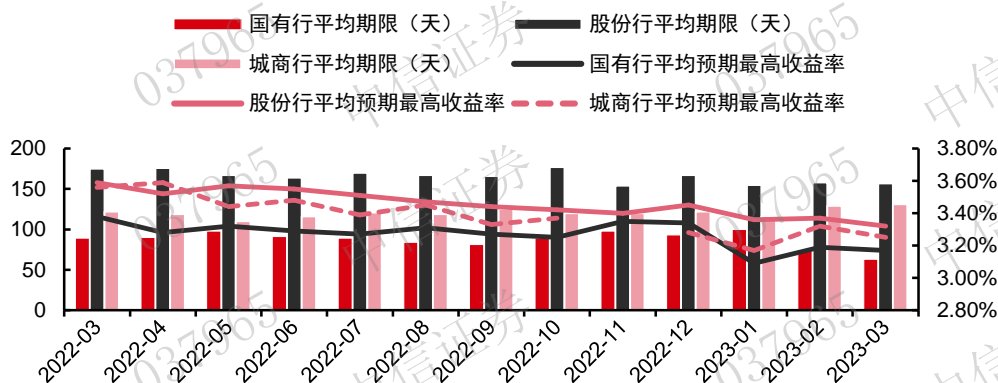
**2020 年后银行结存预期收益率持续回落，而近期大型银行较中小银行收益及期限走势有所分化。**根据融 360 数字科技研究院的不完全统计，截至 2023 年 3 月，全国银行发行的结存平均预期最高收益率为 3.40%，较 2022 年末小幅回落。从机构来看，大型银行较中小银行收益及期限走势有所分化。截至 2023 年 3 月，国有行及股份行平均预期最高收益率较 2022 年末分别下降 17bps 和 13bps，城商行则回落 3bps，需要注意的是预期收益率与实际收益率可能存在一定差距；期限上，国有行及股份行平均期限较 2022 年末分别减少 30 天和 10 天，城商行则上升 9 天。城商行结存收益降幅有限且期限上升，一定程度上反映其结存发行意愿相较于大型银行更强。

图 4：银行结构性存款平均最高预期收益率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：不同类型银行结构性存款平均期限和平均预期最高收益率

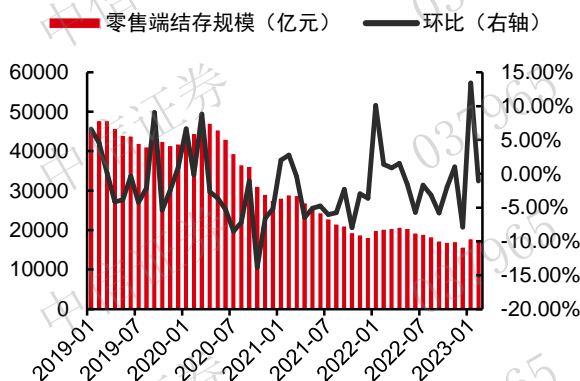


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 如何看待近期银行结存款规模的增加？

**零售端**，居民岁末年初收入集聚完成，开年后储蓄再配置意愿上升，推动个人结存规模季节性上涨。由于大部分企业会在岁末发放年终奖，1-2 月是居民取得所有奖金收入，并实现可支配资金年度集聚的时间，体现为一季度居民新增可支配收入出现明显增长。另一方面，岁末年初居民理财资产也往往迎来集中到期，叠加年度闲置资金完成集聚，开年后居民储蓄再配置意愿上升，推动零售端结存规模出现季节性净增。

图 6：零售端银行结构性存款规模及环比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：居民人均可支配收入（元）

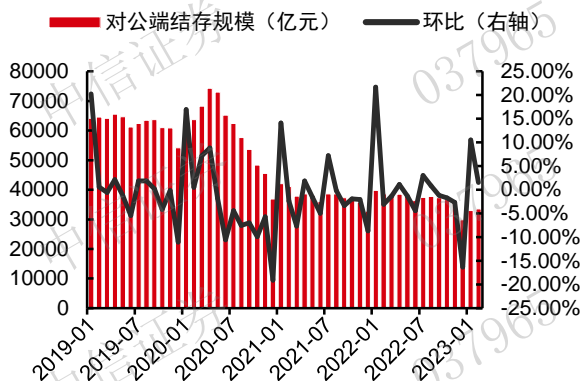


资料来源：Wind，中信证券研究部

**对公端**，开年信贷的密集投放与企业实际生产周期形成错位，融资款项在尚未投入生产时积聚于企业银行账户，推动企业对中短期结存需求上升。每年一季度往往是银行信贷发力的时间，体现为企业部门新增中长期贷款在 1-3 月出现高增。但从生产角度看，企业在年初完成税款和工资结算后，春节因素导致企业开工滞后，生产周期与信贷投放形成实质错位，企业获得的融资并未投入扩大生产，而是积聚于银行账户。为降低机会成本的损失，企业对中短期高息存款类产品需求上升，最终导致对公端结存规模同样出现季节性净增。



图 8：对公端银行结构性存款规模及环比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

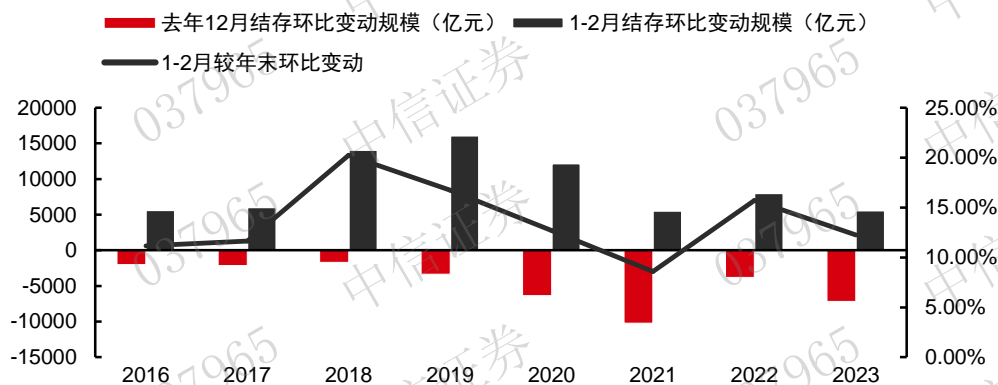
图 9：企业新增中长期贷款及全国高炉开工率



资料来源：Wind，中信证券研究部

1-2 月也是银行每年重新批量释放结存额度的时间，考虑到近年来银行供给结存的意愿持续回落，高息结存产品往往需要抢购，一定程度上推动了结存规模的环比增长。监管思路在 2020 年后持续压缩结存空间，同时高息的结存产品对银行负债端也会造成一定压力，因此近年来银行发行结存的意愿边际回落。而伴随年末上一批结存产品的集中到期（12 月银行结存规模环比净减 13.60%），银行负债端发放结存的额度空间扩张，因此其会选择在 1-2 月集中新发一批结存产品。由于高利息、短期限的结存产品对居民和企业都具备较大的吸引力，考虑到近年来份额逐渐减少的客观因素，新发结存产品往往迎来大规模抢购，推动结存规模的环比增长。

图 10：12 月及 1-2 月银行结构性存款变动情况



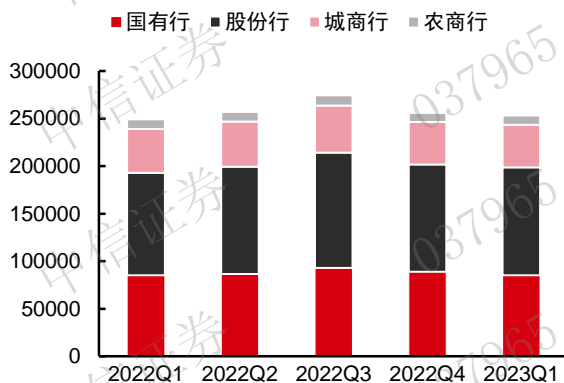
资料来源：Wind，中信证券研究部

赎回潮的尾部效应也加速了 2023 年初结存规模的上涨，大行零售端涨幅超出季节性规律，一方面源于其本身吸纳储蓄的能力更强，同时大部分理财资金本就积聚于大行理财子，赎回潮后也会优先回流大行表内进行储蓄再配置。2023 年初，赎回潮的尾部效应仍未消除，居民配置理财的意愿尚未修复，以大行及其理财子为主理财资金持续回流银行表内，体现为大行理财资金不仅整体占比更高，在赎回潮中实际受损的规模也更大。而这部分回流的资金会优先进入对应大行的表内进行储蓄再配置，一定程度上解释了为



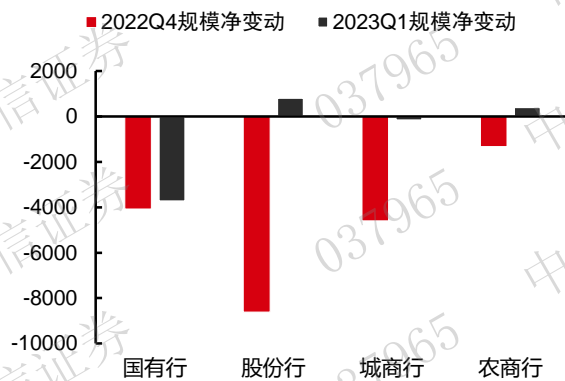
何 1-2 月大行零售端的结存净增会大幅超出往年季节性。此外，由于大行本身公信资质更佳，尤其在市场风险波动中具备更强的揽储能力，这也导致其结存规模显著上涨。

图 11：不同机构银行理财规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 12：不同机构 2022Q4-2023Q1 银行理财规模净变动（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

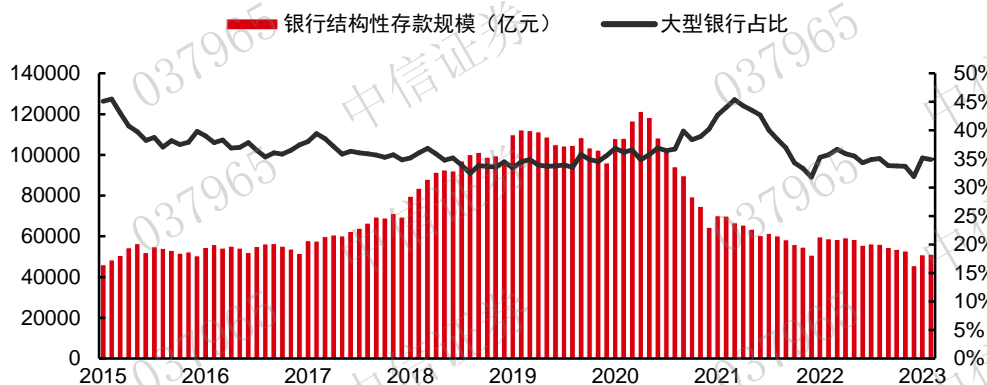
## ■ 未来结存款规模会继续上升吗？

### 监管环境：压降趋势保持不变

为杜绝资金空转套利结存的违规行为，近年来监管思路持续引导银行压降结存规模。金融市场作为提供价格发现和资源再分配的场所，其应坚持以服务实体经济为核心导向。而结存作为高息产品，其规模的无序扩张会导致银行负债端压力增加，给信贷投放造成压力。此外，结存利率过高可能引发资金套利，银行融出资金回表配置结存产品，违背了金融体系支持实体经济发展的初衷，还可能诱发金融泡沫、脱实向虚的风险。因此，2019 年 10 月，银保监会发布实施《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，一方面规范银行结存发行条款，同时严格打击资金空转套利结存的违规行为。

资管行业的强监管和 2020 年初的新冠疫情推动结存规模于 2020 年上半年达到峰值，此后开始逐步回落，其中大型银行由于具备更强的揽储能力，对结存的需求相对更低，成为了银行业结存整改的示范先锋。2019 年监管文件出台后，结存规模并未出现立竿见影的回落，主要原因是当时正值资管行业的强监管周期，以银行理财为首的大量表外资金回流表内，各家银行纷纷布局高息结存产品以增加对回流资金的吸引力。此外，2020 年初的新冠疫情导致居民避险需求增加，同时为支持经济复苏，银行信贷投放压力增加，负债端揽储需求也大幅上涨，供需两端因素共同推动了当时结存规模的持续扩张。2020 年上半年，全国银行业结存总规模达到 12.14 万亿元峰值，此后伴随疫情和资管风险企稳，监管思路正式回归压降管控，银行结存规模也持续回落。从结构上看，大型银行由于具备更强的揽储能力，对结存的需求也相对更低，近年来成为了银行业结存整改的示范先锋。2021 年初，银行结存中大型银行占比最高达 45.37%，截至 2022 年末已回落至 31.90%。

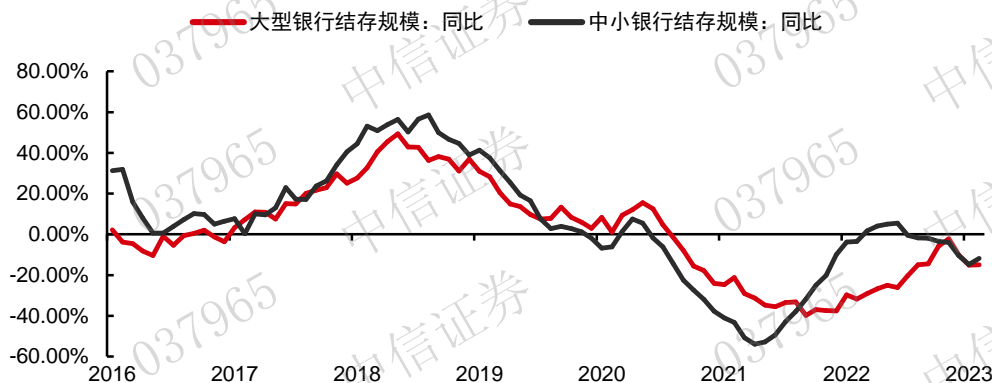
图 13：银行结构性存款规模及大型银行占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

近期各机构结存规模环比虽有所上涨，但剔除季节性后同比仍显著压降，显示整改趋势并未转变。截至 2023 年 2 月，大型银行和中小银行结存规模同比分别回落 15.11% 和 11.84%，整体趋势上保持回落，显示监管压降的思路仍未转向。但也需要注意，2021 年下半年起中小银行的结存收缩速率远低于大型银行，尤其在 2022 年上半年曾出现同比转正，这反映中小银行负债端仍尚有一定压力，仍未彻底摆脱通过结存实现高息揽储的需求。

图 14：大型银行和中小银行结构性存款规模增速

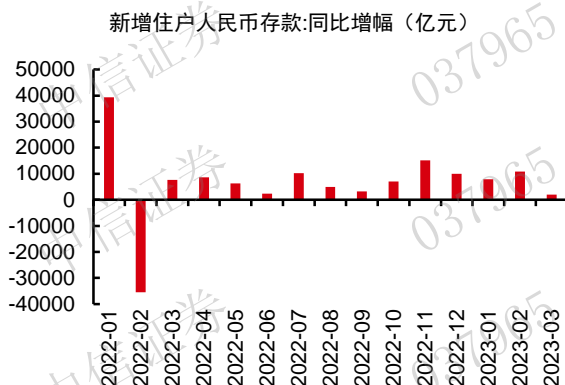


资料来源：Wind，中信证券研究部

### 投资者意愿：风险偏好有所修复，储蓄出表迹象显现

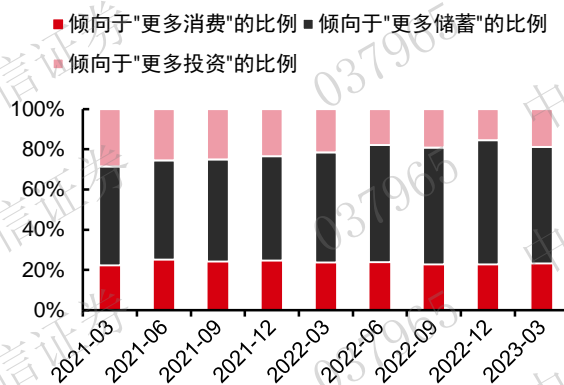
居民风险偏好逐步改善，超额储蓄初显回流迹象。2023 年 3 月，住户部门新增人民币存款约 2.91 万亿元，虽然同比延续多增，但增幅收束至 2051 亿元，较前值大幅回落。此外，央行一季度调查显示居民中倾向于“更多储蓄”的比例自去年年末的 61.80% 回落至 58.00%。上述指标显示居民风险偏好正逐步改善，超额储蓄初显回流迹象，对高息结存产品的需求也将有所回落。

图 15: 新增住户部门人民币存款同比增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

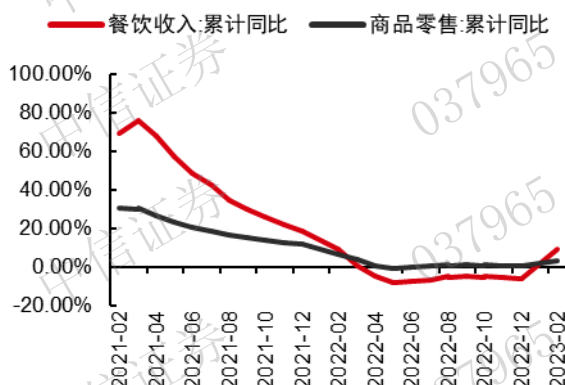
图 16: 居民消费、储蓄、投资的倾向比例



资料来源: Wind, 中信证券研究部

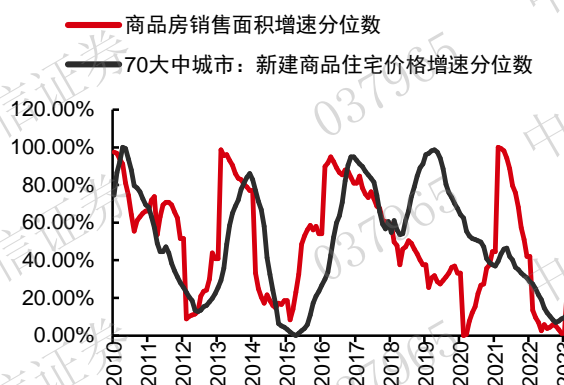
**地产小幅改善伴随理财逐步修复，结存收益率持续回落，居民对结存的配置意愿边际降低。**居民储蓄出表无非流向消费、地产和投资。1-2 月数据显示消费端需求小幅回暖，地产价量周期有所上行。而投资方面，伴随赎回风险企稳，银行理财规模预计在 4 月环比增速将回正，同时二季度权益市场或仍有弹性空间。伴随居民风险偏好的持续改善，积累的超额储蓄重新出表将是大概率事件，进一步推动结存产品的需求下移。

图 17: 餐饮收入和商品零售累计同比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

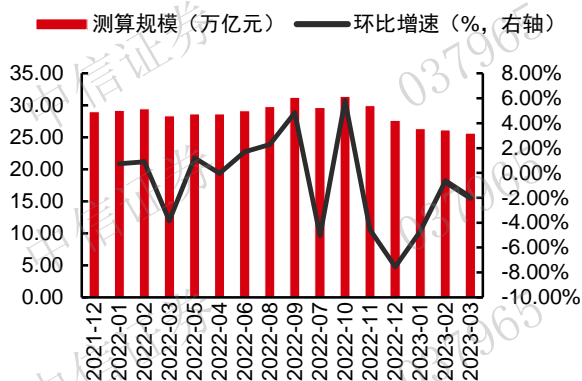
图 18: 商品房销售面积和住宅价格增速分位数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

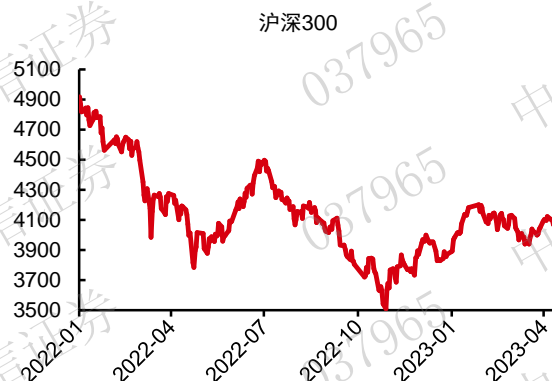


图 19：理财规模变化



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 20：沪深 300 指数

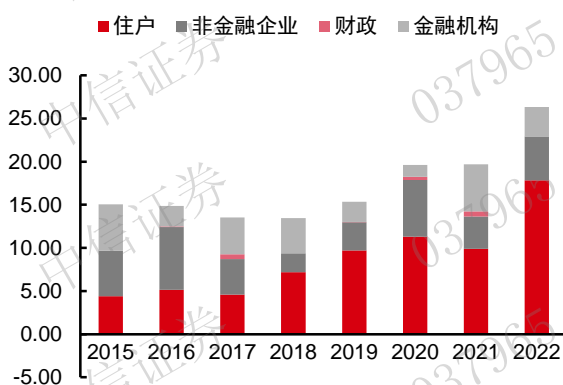


资料来源：Wind，中信证券研究部

### 银行负债端压力在价而非量，“高息揽储”必要性不再

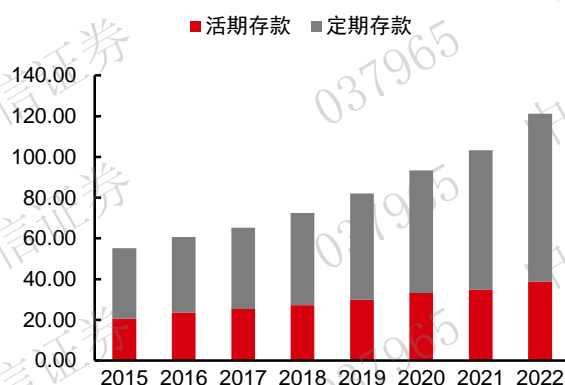
2022 年，居民部门超额储蓄大幅上涨，银行负债端已经积累了大量的储蓄存款，且定期化趋势明显。2022 年，经济回落伴随资本市场波动导致居民风险偏好大幅回落，收入水平的不确定性导致居民预防性储蓄需求上升，大量资金回流银行表内。2022 年，中国金融机构新增人民币存款总规模达 26.27 万亿元，而居民部门是主要增加项，全年实现人民币存款净增 17.84 万亿元，较去年 9.90 万亿元同比上涨 80.20%，其中定期存款占比高达 77.41%。银行部门过去一年内在负债端已经积累了大量的储蓄存款，且定期化趋势明显。

图 21：不同部门新增人民币存款



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：居民部门人民币存款结构

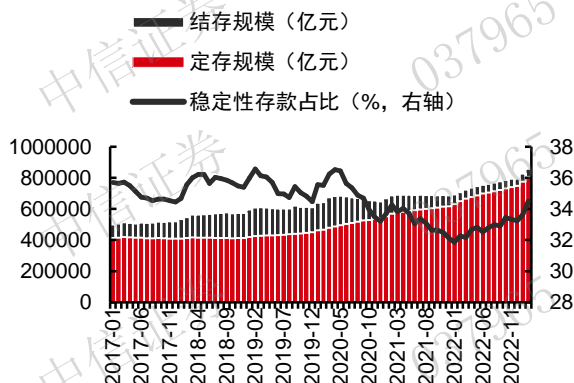


资料来源：Wind，中信证券研究部

银行稳定性存款比例从 2022 年初的 31.85% 上升至 2023 年 2 月的 34.50%，目前银行负债端供给充足，“高息揽储”必要性不再。银行承担着社会信贷供给的责任，而大部分支持中小微企业及产业发展的贷款都有较长的期限，因此在负债端银行也倾向于持有活性较低、期限较长的稳定资金，以实现资产负债两端的久期匹配，扩充内部资金周转的流动性安全边界。以定存和结存作为银行稳定性存款，虽然结存规模持续回落，但银行稳定性存款规模及占比自 2022 年以来却逆势上涨，截至 2023 年 2 月，全国银行稳

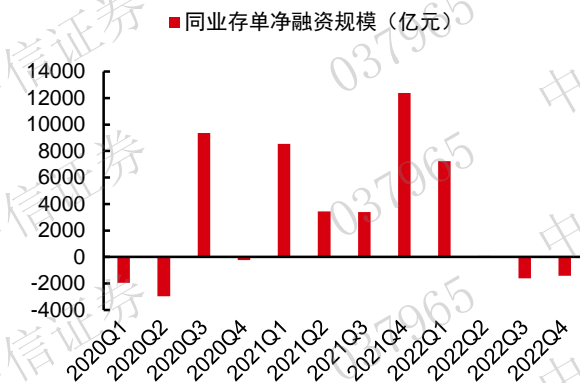
定性存款占比为 34.50%，相比 2022 年初的 31.85% 上升了 2.65pcts。此外，对于部分资质较好的大型银行，如果存款端增量有限，那么同业融资是另一种实现负债端扩容较为稳定且便利的方式。观察到银行结存规模和稳定性存款占比在 2021 年均出现明显回落，而此时对应负债端同业融资规模大幅上升，反映同业负债与稳定存款之间存在明显的替代效应。目前银行同业存单融资规模持续收缩，而稳定存款占比却处于相对高位，反映银行负债端供给充足，结存规模进一步扩张必要性缺失。

图 23：银行稳定性存款结构及占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

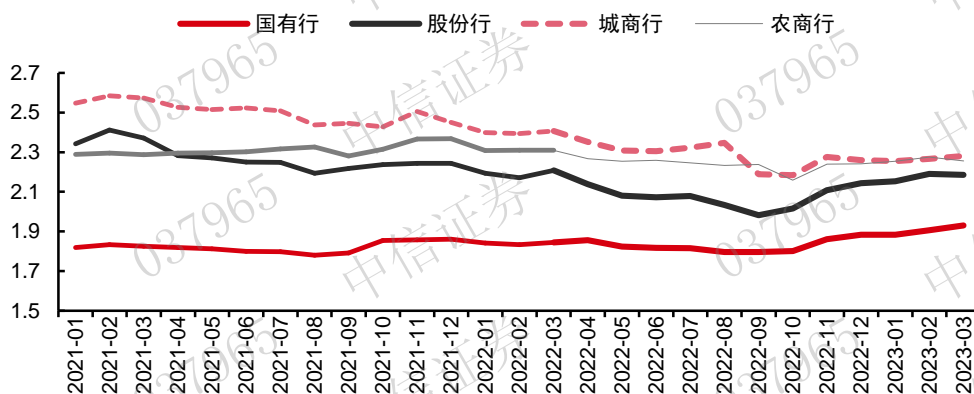
图 24：同业存单净融资规模



资料来源：Wind，中信证券研究部

由此可见，银行负债端压力的核心在价而非量，经我们测算，2022 年三四季度开始，各类型银行负债端成本均有所上行，截至今年 3 月底国有行、股份行城商行、农商行分别较去年最低点增长 13、20、10、10bps。根据上市银行财报所披露的负债结构，经我们测算，国有行、股份行、城商行、农商行 2022 年全年负债成本分别变动 2.24、-9.93、-19.03、-12.63bps。负债成本的回落与结构性存款量价齐跌的情况相适配，同时也是货币政策和存款利率市场化调整不断推进的结果。但是，自去年三季度开始，各类型银行负债端成本均有所上行，截至 2023 年 3 月底，国有行、股份行城商行、农商行分别较去年最低点增长 13、20、10、10bps。显示在存款定期化趋势之下各类型银行负债端成本均面临着较大的压力。

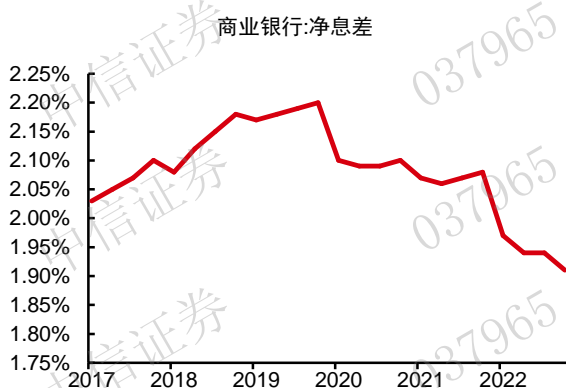
图 25：不同类型银行负债成本



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

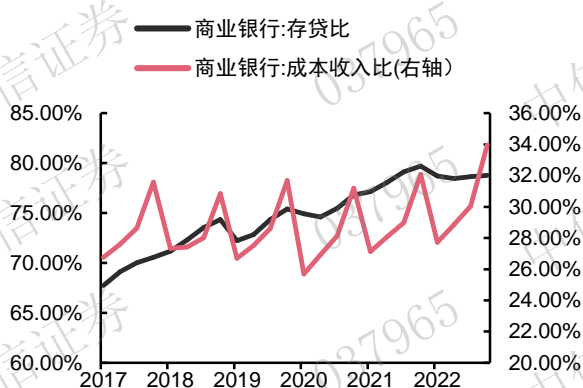
净息差和存贷比等指标也显示目前银行负债端压力较大，而结存产品的利率较大额存单和定存利率更高，导致近年来银行结存供给意愿也相对有限。近年来 LPR 不断调降，央行逐步通过引导商业银行贷款定价行为的方式，推动实体经济和企业融资成本下移，新发贷款加权平均利率降至历史极低水平。但在实体部门融资便利性抬升的同时，银行经营的压力也随之增大。尤其是在银行负债成本保持相对刚性的背景下，贷款利率的降低客观上压缩了银行的息差空间。截至 2022 年末，商业银行净息差已跌至 1.91%，存贷比和成本收入比分别升至 78.76% 和 33.97%。而目前结存产品的利率较大额存单和普通定存更高，负债端的压力导致银行发行结存产品的意愿有限，因此未来结存规模或将持续回落。

图 26：商业银行净息差



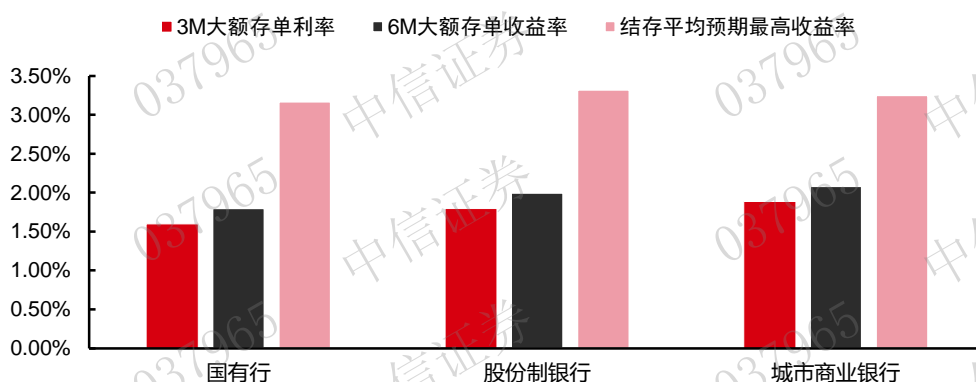
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：商业银行存贷比和成本收入比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28：不同类型银行大额存单和结构性存款收益率对比



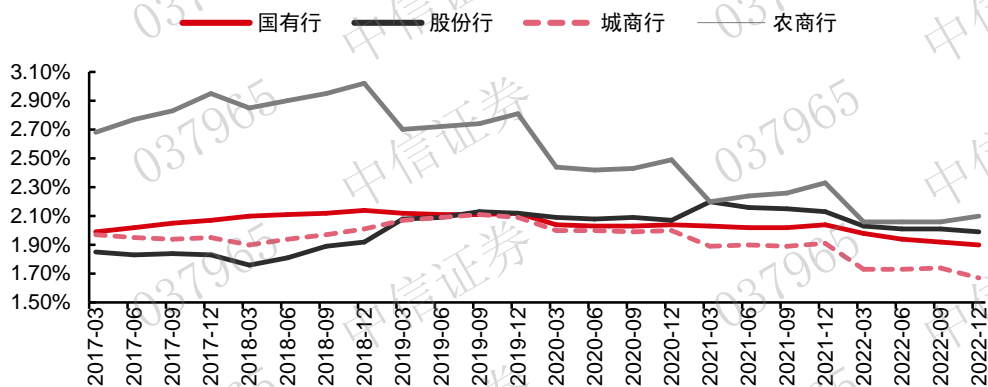
资料来源：Wind，中信证券研究部

分结构来看，相较于大型银行，农商行净息差压降幅度最大，4 月以来已有多家中小银行主动下调存款利率，显示目前中小银行面临更大的负债端压力。此前其对结存产品需求较大，但在负债压力影响下中小银行未来结存规模扩张的可能性较低。截至 2022 年末，国有行、股份行、城商行、农商行净息差分别为 1.90%、1.99%、1.67% 和 2.10%。其中城商行净息差近年来持续最低，而农商行近年来压降幅度最大，国有行和股份行则相对平稳。目前我国实行存款利率市场化调整机制，银行存款利率以国债利率和 1 年期



LPR 利率为基准，因此过去存款利率变动一般对应同期贷款利率的调整。2023 年 4 月以来，河南、广东、湖北等省市多家城农商行纷纷下调存款利率，一方面是对去年 9 月全国银行存款利率集中调整的补降，另一方面也反映目前中小银行负债端压力多于供给紧缺，未来中小银行的结存规模延续扩张的可能性较低。

图 29：不同类型银行净息差

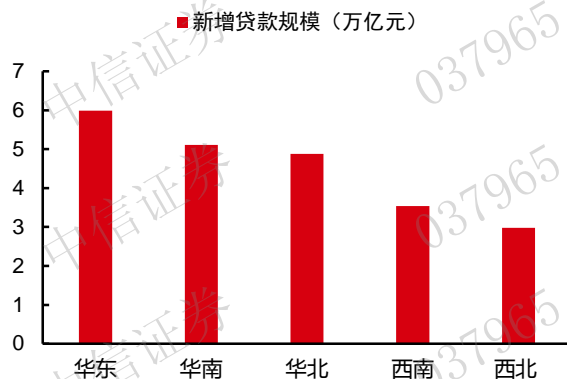


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 债市未来展望

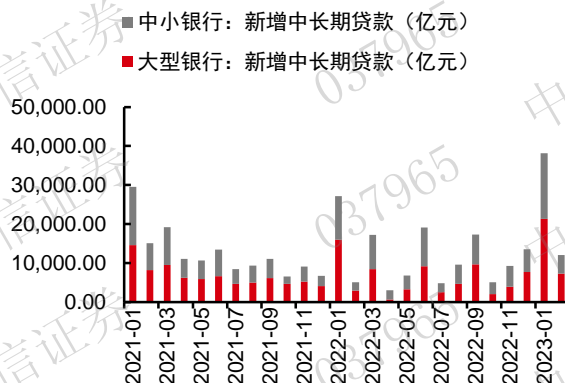
中小银行由于背负更大的负债压力，在信贷投放中的竞争力远小于大行，导致信贷分化较为严重。结合前述分析，目前中小银行在负债端面临更大的压力，这使其不得不在资产端设置更高的贷款利率。这导致信用较好的优质企业会更倾向于在大行进行融资以获得更低的贷款利率，而向信用较差的企业融资则会使得中小银行在资产端承担更高的风险。这种负债端存款压力与资产端信贷式微的失衡，最终的结果即导致社会整体信贷出现明显的地域性和分级性。体现为华东和华南作为经济较好、大行集中的地区在信贷投放中占据更高的比重；而一季度作为明显的信贷大月，大型银行的信贷投放表现显著超出中小银行，考虑到目前中国大型银行和中小银行的负债端存量和规模大致相当，资产负债两端的失衡导致中小银行实则面临“资产荒”的难题。（2023 年 1-2 月中小银行占新增存款总规模的 51.35%，占新增贷款总规模的 45.39%，占新增中长期贷款总规模的 43.01%）

图 30：2022 年 11-12 月各地区新增贷款规模



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 31：不同类型银行新增中长期贷款规模

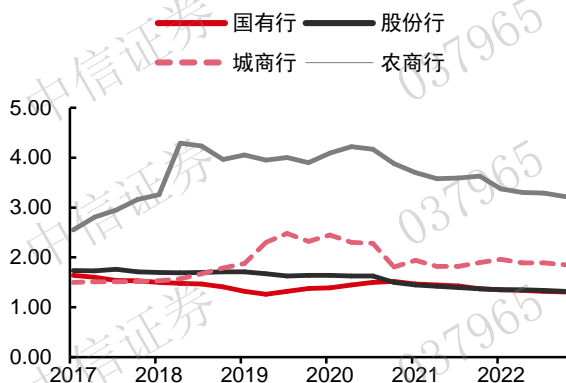


资料来源：Wind，中信证券研究部

为缓解负债端压力，客观的“资产荒”导致中小银行信贷投放或降低期限减少收益，或进行风险下沉，而投资债券收取票息则成为兼具收益和稳健的选择，一定程度上利好债市修复。中小银行资产端信贷投放缺少优质资产，其唯二的选择是降低久期进行短贷供给，但这也导致息差空间进一步收缩；或者选择风险下沉对资质较差的企业进行融资，但这也导致其不良贷款率和信用风险加速扩张。此时，债券投资成为中小银行兼具收益与风险的选择。

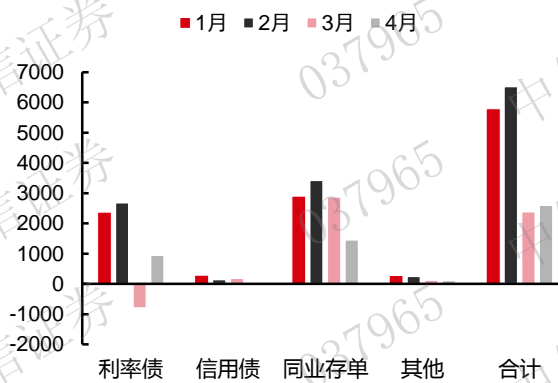
农商行等中小银行 3 月现券净买入规模虽然环比降低 63.31%，显示其 3 月信贷投放或边际好转，但 4 月截至 14 日，净买入规模已经达到了 2605 亿元，超过了 3 月全月的 2395 亿元，显示其信贷投放持续性或存疑，预计未来对债券市场的投资力度仍将保持。现券交易数据显示自 2023 年 1 月以来，农商行作为中小银行的主力在债市持续净买入，1-3 月利率债、信用债、同业存单净买入规模分别为 5139.66、682.37、10348.89 亿元。其中，3 月净买入规模 2395 亿元，环比降低了 63.31%，利率债更是净卖出了 804 亿元，显示其 3 月信贷投放力度或边际好转。但是 4 月截至 14 日，农商行净买入规模就达到了 2605 亿元，超过了 3 月全月，其中利率债净买入更是达到了 960 亿元。显示其信贷投放持续性或存疑，未来债券市场投资力度或仍将保持。

图 32：不同类型银行不良贷款率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 33：农商行现券交易规模 (亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：4月截止 14 日

## ■ 风险因素

央行货币政策不及预期；银行负债端压力超预期；基本面、信贷需求出现超预期修复。

## ■ 国内宏观

### 总量数据

3 月份，中国新增人民币贷款 3.89 万亿元，同比多增 7600 亿元；新增社会融资规模 5.38 万亿元，同比增速 10.0%，较前值上升 0.1 个百分点；M2 同比 12.7%，前值 12.9%，M1 货币供应同比 5.1%，前值 5.8%，M0 货币供应同比 11%。

信贷总量保持强势，政府继续强调积极财政前向发力和适度扩张，央行 3 月超预期降准也为银行信贷投放“填充弹药”。实体经济融资需求持续改善，企业节后复工的生产计划扩张也推动银行信贷投放表现较好，“票据冲量”行为进一步减少。3 月财政性存款减少，反映财政政策加力支持实体经济复苏；非银存款增长显著，或与资金回流金融市场有关。

3 月我国进出口总值按美元计价 5429.9 亿美元，同比增长 7.4%。其中，出口 3155.9 亿美元，同比上涨 14.8%，Wind 一致预期降 5.0%；进口 2274.0 亿美元，同比下跌 1.4%，Wind 一致预期降 5.2%；贸易顺差 881.9 亿美元，同比上涨 98.8%。

中国大陆对多数主要贸易伙伴的出口表现均有所修复，对东盟等新兴市场的高增成为我国出口亮眼表现的重要支撑，中间品和消费品等贸易产品的出口也有所改善。进口方面，内需的持续修复推动我国大宗商品进口数量有所增长，但对应的进口价格出现回落导致大宗商品的进口金额对于整体进口的影响较为中性。同时，地缘政治因素的扰动使得机电产品与高新技术产品的进口延续大幅收缩，压制了我国大陆的整体进口表现。

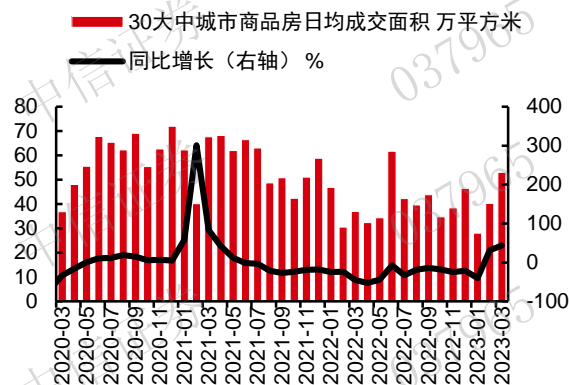
### 高频数据

房地产市场方面，截至 4 月 14 日，30 大中城市商品房成交面积累计同比上升 9.55%，其中一线城市累计同比上升 16.64%，二线城市累计同比上升 2.51%，三线城市累计同比上升 21.77%。上周整体成交面积较前一周上升 11.45%，一、二、三线城市周环比分别为 5.66%、7.25%、28.96%。重点城市方面，北京、上海、深圳商品房成交面积累计同比涨跌幅分别为 23.91%、26.38%、-4.30%。自今年 3 月《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》发布以来，截止 4 月 14 日，已有 15 个省份 100 多个地市开展“带押过户”服务，多地陆续明确“带押过户”具体流程，多家银行也宣布“首单”落地。

航运指数方面，截至 4 月 14 日，BDI 指数下降 8.01%，收 1435 点。CDFI 指数下降 1.96%。波罗的海干散货运价指数下跌 28 点，至 1435 点，录得 2 月中旬以来最差周度表现，因所有船型的需求减弱。海岬型船日均获利减少 313 美元，至 15344 美元。

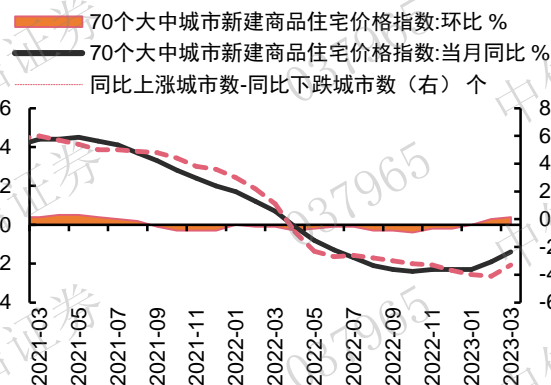


图 34：房地产成交量同比增速



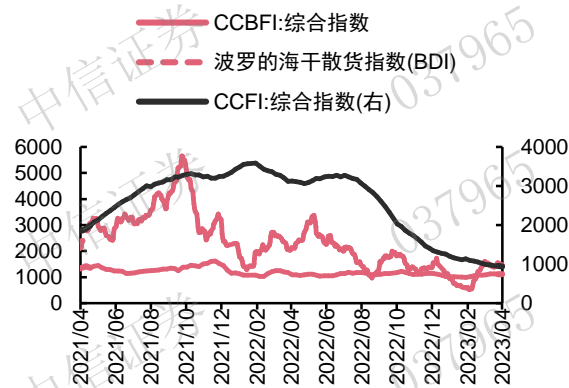
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35：住宅价格环比增速



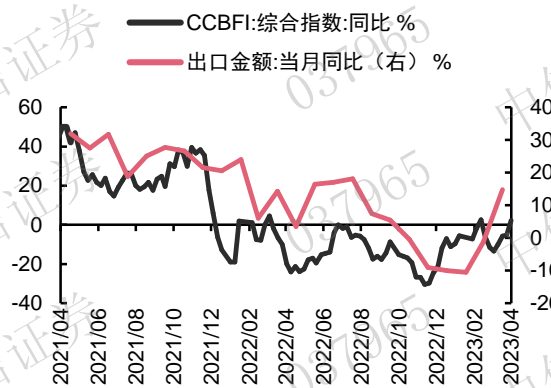
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 36：主要航运指数



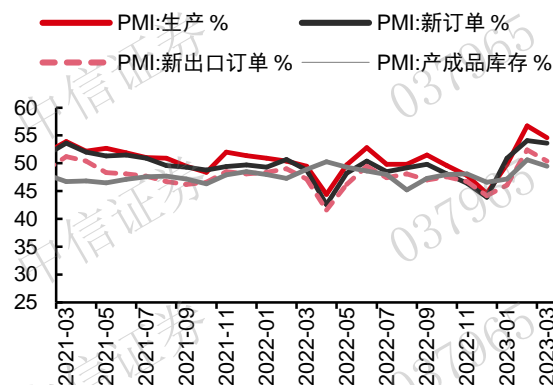
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 37：CCBFI 同比与出口同比



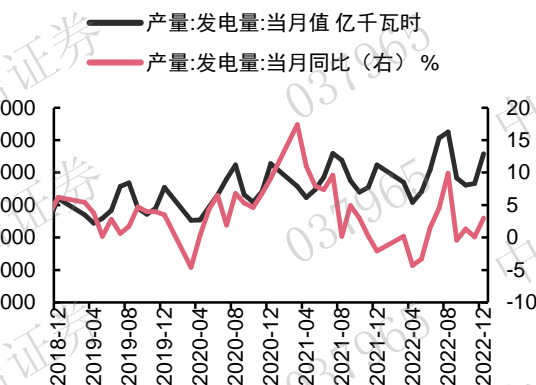
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：PMI



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 39：发电量及同比增速



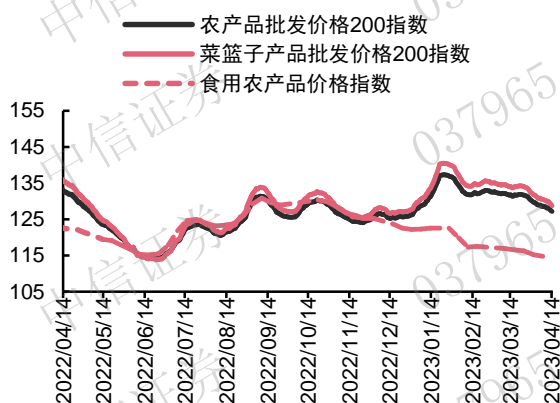
资料来源：Wind，中信证券研究部

## 通货膨胀：猪价下降、蛋价上涨，工业品价格全面下跌

截至 4 月 14 日，农业农村部 28 种重点监测蔬菜平均批发价较前周下降 1.99%。从主要农产品来看，生意社公布的外三元猪肉价格为 14.12 元/千克，较前周下降 1.94%；鸡蛋价格为 9.60 元/千克，较前周上涨 1.05%。猪肉终端市场需求持续疲软，生猪市场供需失衡，屠宰企业压价收购，生猪供应增加，导致国内猪价持续走低。鸡蛋本周上涨，二季度在产蛋鸡存栏量略有增加，但仍维持低位；饲料成本下行对蛋价支撑减弱。需求方面，五一假期带动鸡蛋需求增加，淘汰鸡出栏量变化不大，养殖户淘汰意愿不强。

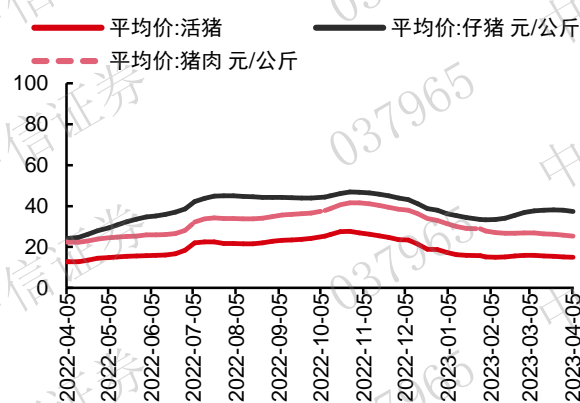
截至 4 月 14 日，南华工业品指数较前一周上升 0.16%。能源价格方面，WTI 原油期货价报收 82.52 美元/桶，较前周上升 2.26%。钢铁产业链方面，Myspic 综合钢价指数为 153.76。经销商螺纹钢价格为 4016.67 元/吨，较上周下跌 1.69%，上游澳洲铁矿石价格为 901.78 元/吨，较前周下跌 0.14%。建材价格方面，水泥价格为 422.00 元/吨，较上周下跌 0.24%。本周螺纹钢上游市场表现稳定，钢厂检修减产，库存压力较小。商家心态好转，需求释放缓慢。预计短期内国内线螺价格将维持低位震荡运行。

图 40：三大高频物价指数



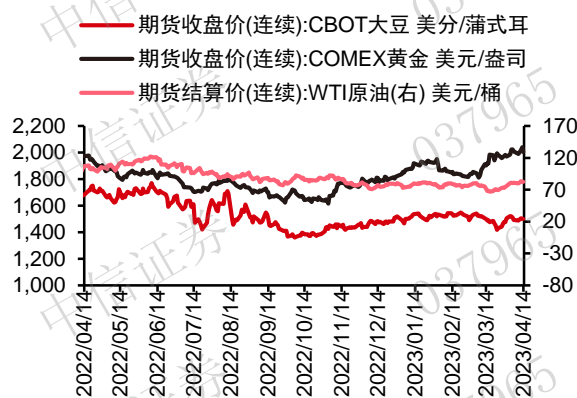
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 41：猪肉价格



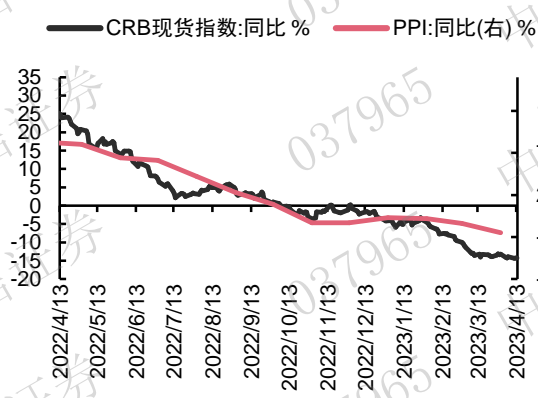
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 42：大宗商品价格



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 43：CRB 指数同比与 PPI 同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 重大事件回顾

4月10日，沪深交易所主板注册制首批企业上市交易，股票发行注册制改革全面落地。证监会主席易会满表示，注册制改革带来的变化是全方位的、根本性的，给市场参与各方带来了实实在在的获得感。注册制改革是一场触及监管底层逻辑的变革、刀刃向内的变革、牵动资本市场全局的变革，影响深远。沪深交易所主板注册制首批企业上市，标志着股票发行注册制改革全面落地，这是中国资本市场改革发展进程中的又一个重要里程碑。（资料来源：中国证监会网）

4月11日国际货币基金组织（IMF）发布最新《世界经济展望》报告，下调全球经济增速。报告预计2023年全球经济将增长2.8%，然后在2024年上升至3%，较此前预测均下调0.1个百分点。今年的经济放缓主要集中在发达经济体，美国、欧元区、英国今年经济增速预计分别为1.6%、0.8%和-0.3%。预计新兴市场和发展中经济体经济今年将增长3.9%，中国经济增速将达到5.2%。预计全球通胀将从去年的8.7%下降到今年的7%。（来源：国际货币基金组织）

4月12日，银保监会召开专题会议，会议指出要**聚焦防范化解金融风险、服务实体经济、推进机构改革、提升监管能力等重点问题**，深入开展解剖式调查研究，集中解决一批金融监管领域突出问题。要全力推动高质量发展，加快推进中小金融机构改革化险，有效防范重点领域金融风险，积极引导金融服务业支持经济高质量发展。（资料来源：中国银保监会官网）

4月13日，国务院总理李强在北京市调研独角兽企业发展情况。他强调，要坚定信心，锐意创新，着力开辟发展新领域新赛道，塑造发展新动能新优势，为实现经济运行整体好转、推动高质量发展注入强劲动力。独角兽企业具有高成长性，一定程度上代表了经济转型升级的方向。各级政府要针对科技型企业的成长特点，从企业实际需求出发，为企业发展营造更好的环境和创新生态，促进企业做强做优做大。（资料来源：新华社）

4月14日，央行货币政策委员会召开2023年第一季度例会指出，**要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节。要进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳**，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资。在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。（资料来源：中国人民银行官网）



## 国际宏观：美国 3 月 CPI 同比小幅回升

### 美国方面

4 月 12 日，美国 3 月核心 CPI 同比今值 5.6%，预期 5.6%，前值 5.5%。美国 3 月 CPI 同比今值 5%，预期 5.1%，前值 6%。美国 3 月核心 CPI 环比今值 0.4%，预期 0.4%，前值 0.5%。美国 3 月 CPI 环比今值 0.1%，预期 0.2%，前值 0.4%。美国 4 月 7 日当周 EIA 原油库存变动(万桶) 今值 59.7，预期 59.7，前值-373.9。（数据来源：美国劳工统计局、美国能源信息署）

4 月 13 日，美国 3 月核心 PPI 同比今值 3.4%，预期 3.4%，前值 4.8%。美国 3 月 PPI 同比今值 2.7%，预期 3%，前值 4.9%。美国 3 月核心 PPI 环比今值-0.1%，预期 0.2%，前值 0.2%。美国 3 月 PPI 环比今值-0.5%，预期 0%，前值 0%。美国 4 月 8 日当周首次申请失业救济人数(万人)今值 23.9，预期 23.5，前值 22.8。（数据来源：美国劳工统计局、美国劳工部）

4 月 14 日，美国 3 月零售销售环比今值-0.1%，预期-0.4%，前值-0.2%。美国 4 月密歇根大学消费者信心指数初值当前 63.5，预期 62，前值 62。（数据来源：美国人口调查局、密歇根大学）

### 欧盟和英国方面

无。

## 流动性监测：银行质押利率大体上行、SHIBOR 利率涨跌互现

### 公开市场操作

上周（4 月 10 日-4 月 14 日）有 540 亿元逆回购投放，290 亿元逆回购到期；流动性净投放 250 亿元。本周（4 月 17 日-4 月 21 日）有 540 亿元逆回购自然到期。

表 1：上周公开市场操作情况（亿元）

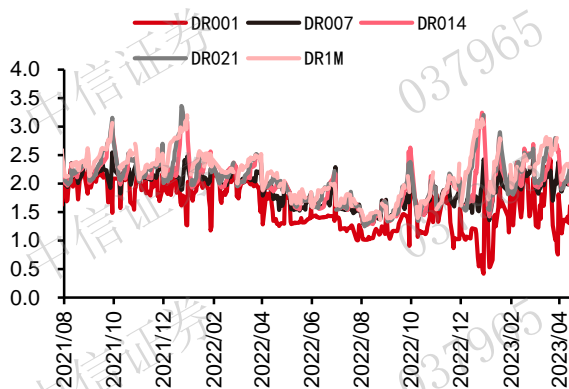
	2023-04-10		2023-04-11		2023-04-12		2023-04-13		2023-04-14	
	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼
7 天逆回购	180	20	50	20	70	0	90	80	150	170
14 天逆回购										
28 天逆回购										
6 个月 MLF										
1 年期 MLF										
1 年期 TMLF										
降准										
国库现金定存										

	2023-04-10	2023-04-11	2023-04-12	2023-04-13	2023-04-14
投放总计	540				
到期总计	-290				
净投放	250				

资料来源：Wind，中信证券研究部

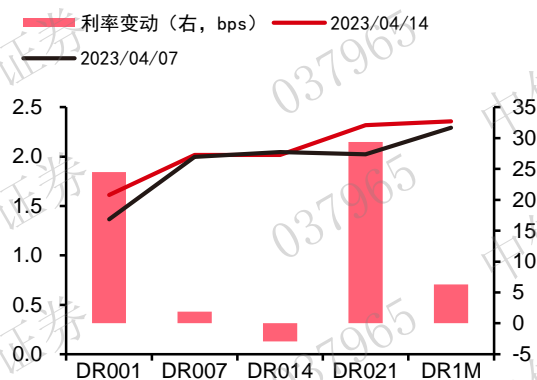
**货币市场：银行质押利率大体上行、SHIBOR 利率涨跌互现。**截至 4 月 14 日，DR001 加权平均利率为 1.6113%，较上周变动 24.47bps；DR007 加权平均利率为 2.0154%，较上周变动 1.89bps；DR014 加权平均利率为 2.0172%，较上周变动 -2.91bps；DR021 加权平均利率为 2.3176%，较上周变动 29.38bps；DR1M 加权平均利率为 2.3559%，较上周变动 6.31bps。截至 4 月 14 日，SHIBOR 方面，隔夜、7 天、14 天、1 个月、3 个月对比上周分别变动 23.1bps、0.3bps、-3.1bps、-1.6bps、1.2bps 至 1.6050%、2.0000%、2.0150%、2.3060%、2.4220%。

图 44：银行间回购加权利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 45：银行间回购加权利率周变动



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 国际金融市场：美股欧股全线上涨

### 美国市场：美股全线上涨

**4 月 10 日-4 月 14 日：本周，道指涨 1.2%，标普 500 指数涨 0.79%，纳指涨 0.29%。**

周一，美联储威廉姆斯：预计今年经济增长将低于 1%；通胀前景存在很多不确定性；预计今年的通胀率将在 3.75%左右；预计到 2025 年实现 2%的通胀目标；失业率稳定是一个引人注目的发展趋势；预计失业率将逐渐上升至 4%-4.5%；美联储加息并不是引发最近银行问题压力的推手；重要的是美联储能够采取措施降低通胀；尚未看到信贷紧缩的明显迹象。美国三大股指收盘涨跌不一，道指涨 0.3%报 33586.52 点，标普 500 指数涨 0.1%报 4109.11 点，纳指跌 0.03%报 12084.36 点。周二，美国政府正研究是否需要 ChatGPT 等人工智能工具进行审查，美国商务部已正式公开征求意见，就其所谓的问责措施发表意见，包括有潜在风险的新人工智能模型在发布前是否应该通过认证程序。美国财长耶伦表示，美国通胀仍然过高，但在过去 6 个月有所缓和。鉴于俄乌冲突和最

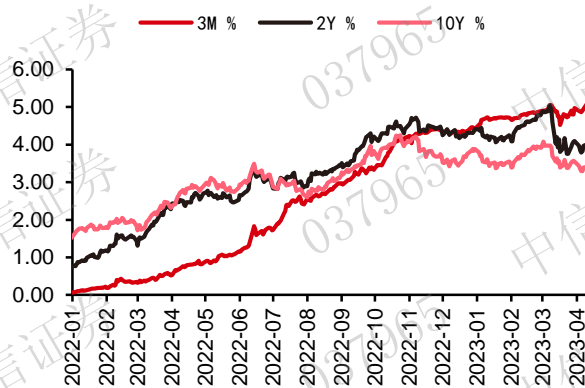
近银行系统受到的压力，仍然对下行风险保持警惕。美国三大股指收盘涨跌不一，道指涨 0.29% 报 33684.79 点，录得连续第四个交易日上涨，标普 500 指数持平报 4108.94 点，纳指跌 0.43% 报 12031.88 点。周三，美国环境保护署发布史上最严排放标准，计划到 2032 年乘用车和轻型卡车碳排放减少 56%，新销售的汽车和卡车中电动汽车覆盖率将达到 67%。美国三大股指全线收跌，道指跌 0.11% 报 33646.5 点，道指终结四连阳走势，标普 500 指数跌 0.41% 报 4091.95 点，纳指跌 0.85% 报 11929.34 点。周四，美国三大股指全线收涨，道指涨 1.14% 报 34029.69 点，标普 500 指数涨 1.33% 报 4146.22 点，纳指涨 1.99% 报 12166.27 点。周五，美联储理事沃勒表示，他倾向于进一步收紧货币政策来降低持续高企的通胀，但如果信贷收缩超出预期，会在必要时调整该立场。美联储博斯蒂克认为，再加息 25 个基点后，美联储可以暂停加息并评估经济和通胀路径。美国三大股指全线收跌，道指跌 0.42% 报 33886.47 点，标普 500 指数跌 0.21% 报 4137.64 点，纳指跌 0.35% 报 12123.47 点。

图 46：标普 500 和标普 500 波动率(VIX)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 47：美国国债收益率



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 欧洲市场：欧股全线上涨

**4 月 10 日-4 月 14 日：本周，德国 DAX 指数涨 1.34%，法国 CAC40 指数涨 2.66%，英国富时 100 指数涨 1.68%。**

周一，因复活节星期一假期，德国、法国、英国、意大利等欧洲主要市场以及澳大利亚、新西兰市场周一休市。周二，欧洲三大股指收盘全线上涨，德国 DAX 指数涨 0.37% 报 15655.17 点，法国 CAC40 指数涨 0.89% 报 7390.28 点，英国富时 100 指数涨 0.57% 报 7785.72 点。周三，欧洲央行副行长金多斯：初步数据显示欧元区第一季度经济增长率为正，欧元区最近的核心通胀数据仍然较为稳定，潜在的通货膨胀比预期的要严重。欧洲央行管委霍尔茨曼：欧洲央行应该在 5 月份加息 50 个基点，赞成从 7 月起加快量化紧缩步伐。欧洲三大股指收盘小幅走高，德国 DAX 指数涨 0.31% 报 15703.6 点，法国 CAC40 指数涨 0.09% 报 7396.94 点，英国富时 100 指数涨 0.5% 报 7824.84 点。周四，欧洲央行管委内格尔表示，核心通胀仍处于很高水平，有必要进一步收紧货币政策。欧洲央行管委瓦斯列和温施均认为，5 月份可能加息 50 个基点或 25 个基点。奥地利央行行长霍尔兹曼则支持较大幅度的加息。英国央行首席经济学家 How Pill 表示，尽管上个月



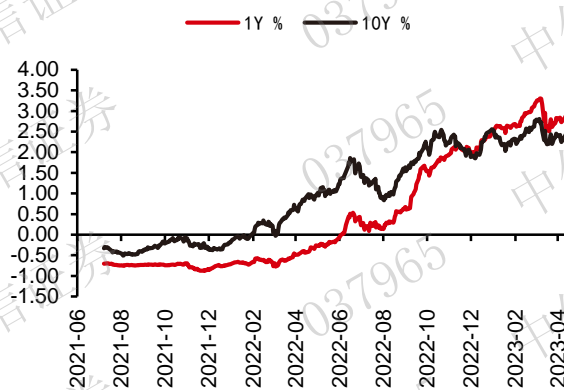
数据“显著超出预期”，但英国通胀率今年可能会大幅下降。欧洲三大股指收盘全线上涨，德国 DAX 指数涨 0.16% 报 15729.46 点，法国 CAC40 指数涨 1.13% 报 7480.83 点，英国富时 100 指数涨 0.24% 报 7843.38 点。周五，欧洲央行管委内格尔表示，欧洲央行的工作并没有完成或者大部分工作还没有完成，需要进行更多的利率上调。欧元区通胀风险向上倾斜；通胀在中期内回归目标水平并非必然。现在停止加息肯定为时过早。欧洲三大股指收盘全线上涨，德国 DAX 指数涨 0.5% 报 15807.5 点，法国 CAC40 指数涨 0.52% 报 7519.61 点，英国富时 100 指数涨 0.36% 报 7871.91 点。

图 48：欧洲交易所指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 49：欧元区国债收益率（%）



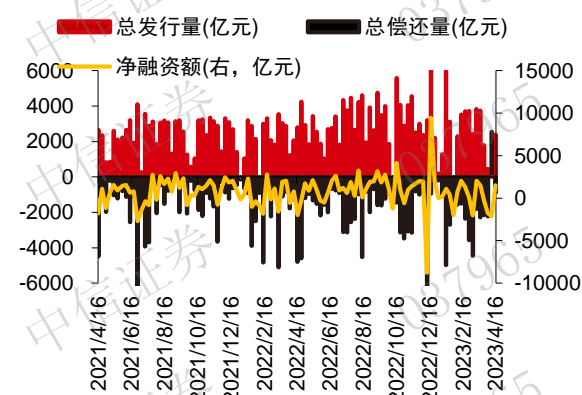
资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 债市数据盘点：利率债收益大体下行

### 一级市场：本周计划发行 5 只利率债

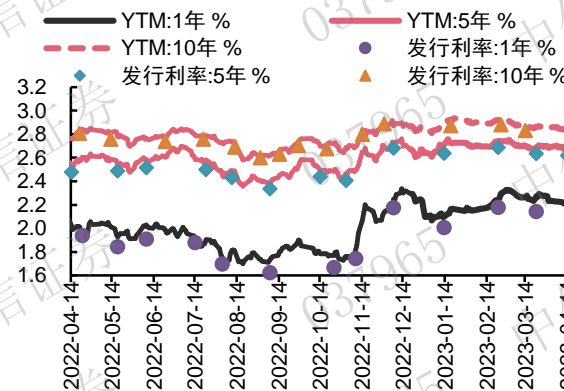
上周（4 月 10 日-4 月 14 日）一级市场共发行 30 只利率债。本周（4 月 17 日-4 月 21 日）计划发行 5 只利率债，计划发行总额 2170.0 亿元。

图 50：利率债发行到期



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 51：国债中标利率与二级市场水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 2：本周计划发行利率债产品

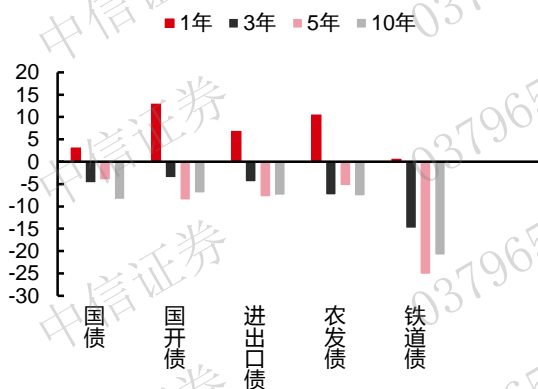
交易代码	债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)	Wind 债券类型(二级)
239923.IB	23 贴现国债 23	2023-04-21	350	0.5	国债
230003X2.IB	23 附息国债 03(续 2)	2023-04-19	840	3	国债
230006X.IB	23 附息国债 06(续发)	2023-04-19	830	7	国债
230404Z5.IB	23 农发 04(增 5)	2023-04-17	76	3	政策银行债
230403Z6.IB	23 农发 03(增 6)	2023-04-17	74	5	政策银行债
合计			2170		

资料来源：Wind，中信证券研究部

## 二级市场：利率债收益率大体下行

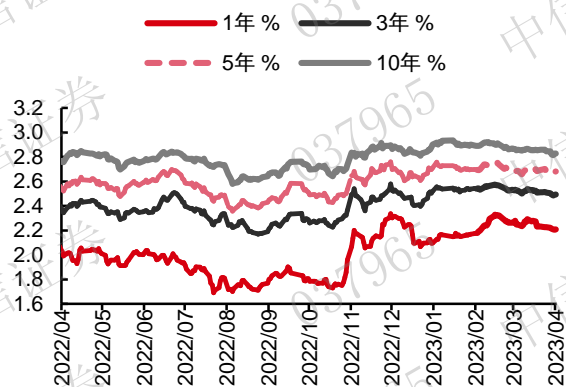
利率债收益率大体下行。截至 4 月 14 日，国债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动 3.31bps、-4.83bps、-4.12bps、-8.52bps。国开债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动 13.11bps、-3.64bps、-8.69bps、-7.09bps。

图 52：主要利率债产品上周变动



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 53：银行间国债收益率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 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；韩国市场以科斯达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.citicsinfo.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所述任何观点的背书。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。