

海外宏观专题

海外宏观、地缘政治及大类资产配置展望

崔嵘 李翀

中信证券研究部 宏观组

2023年11月27日

- 全球经济形势
- 大类资产配置
- 地缘政治
- 总结及风险因素

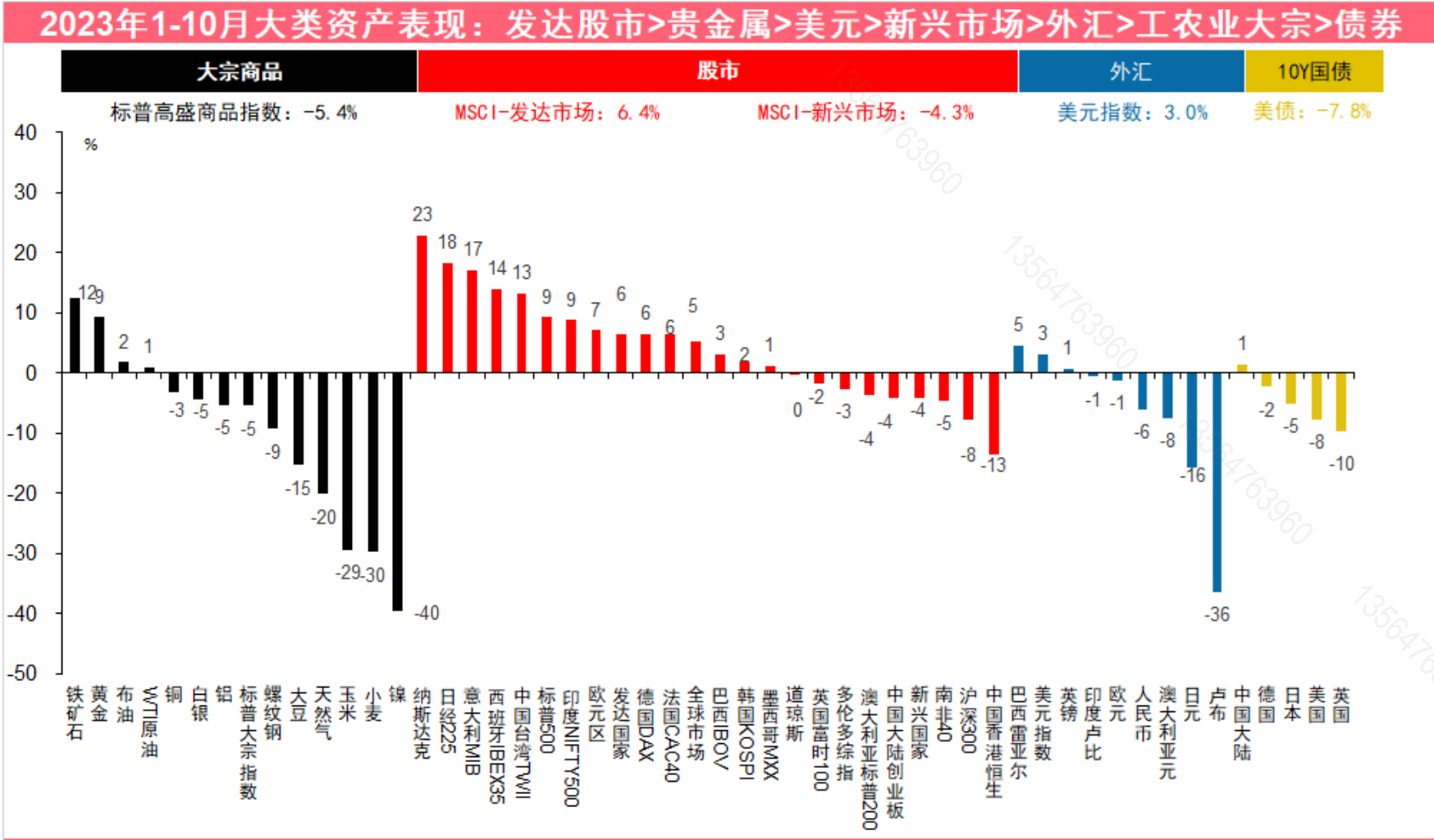
13564763960

13564763960

13564763960

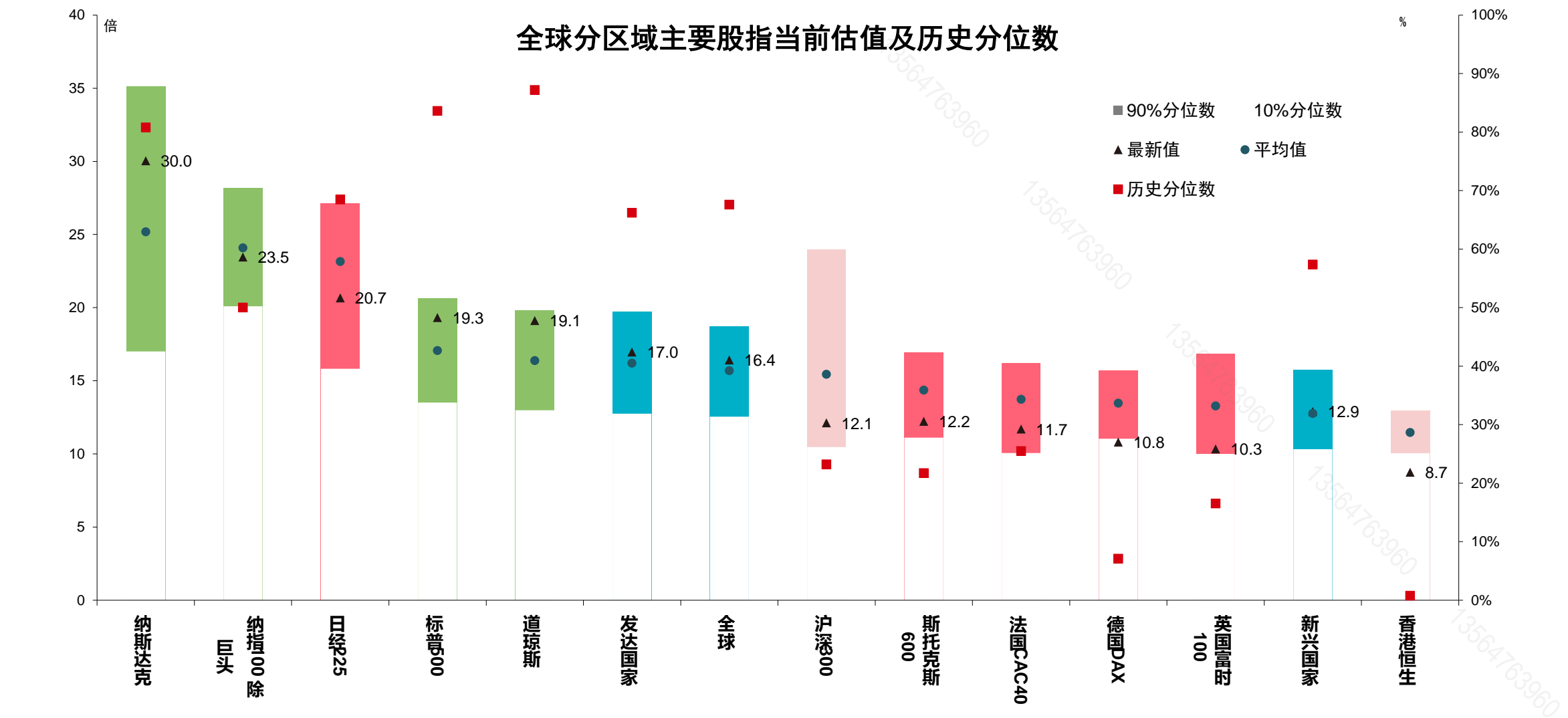
13564763960

13564763960



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

估值分位数反映市场情绪及分地区宏观经济表现



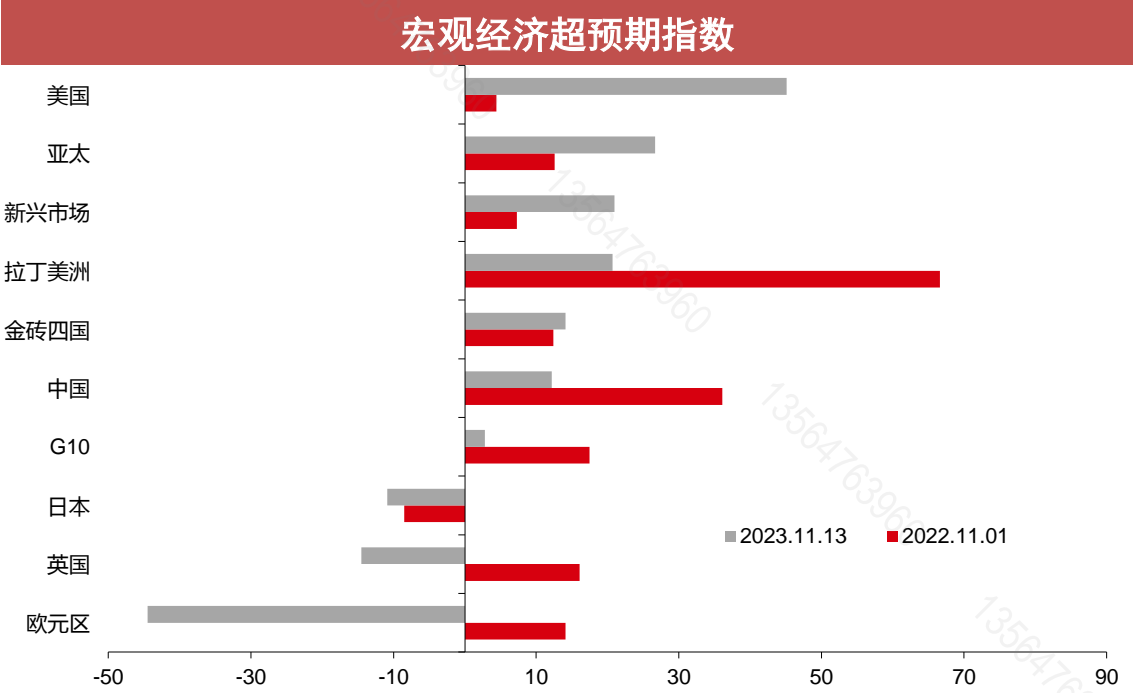
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

全球经济分化加剧，不过仍较为疲软

- “中国调整、新兴回落、欧洲低迷、美国疲软、东南亚转冷、印度亮丽”。
- 非美西方：欧洲见底略有回升，但底部震荡；日韩收缩。
- 中国：10月经济相对9月略有反复，复苏仍需定力和政策支持。
- 新兴国家：分化明显，东南亚转冷收缩，印度较为景气。

		2023年												2022年											
年份																									
区域	国家或地区	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月
全球及区域	全球	49	49	49	49	49	50	50	50	49	49	49	49	49	50	50	51	52	52	52	53	54	53	49	49
	欧元区	43	43	44	43	43	45	46	47	49	49	48	47	46	48	50	50	52	55	56	57	58	59	43	43
	欧盟	43	43	43	43	43	45	46	47	48	49	48	47	46	48	49	49	52	54	55	56	58	59	43	43
	新兴国家	50	51	51	50	51	51	51	52	50	50	50	50	49	50	51	52	50	48	49	51	50	49	50	50
亚洲	中国	50	50	51	51	51	51	53	52	51	50	51	52	54	52	52	52	52	53	52	53	53	53	50	50
	中国大陆	50	51	51	49	51	51	50	52	49	49	49	49	49	48	50	50	52	48	46	48	50	49	50	50
	日本	49	49	50	50	50	51	50	49	48	49	49	49	51	51	52	52	53	53	54	54	53	55	49	49
	韩国	50	49	49	49	48	48	48	48	49	49	48	49	48	47	48	50	51	52	52	51	54	53	50	50
	中国台湾	48	46	44	44	45	44	47	49	49	44	45	42	42	42	43	45	50	50	52	54	54	55	48	48
	马来西亚	47	47	48	48	48	48	49	49	48	47	48	48	49	49	50	51	50	50	52	50	51	51	48	48
	泰国	48	48	49	51	53	58	60	53	55	55	53	51	52	56	54	52	51	52	52	52	53	52	48	48
	越南	50	50	51	49	46	45	47	48	51	47	46	47	51	53	53	51	54	55	52	52	54	54	50	50
	菲律宾	52	51	50	52	51	52	51	53	53	54	53	53	53	53	51	51	54	54	54	53	53	50	50	50
	缅甸	49	50	53	51	50	53	57	56	51	50	42	45	46	43	47	47	48	50	50	47	47	49	49	49
	印度	56	58	59	58	58	59	57	56	55	55	58	56	55	55	56	56	54	55	55	54	55	54	54	54
	印尼	52	52	54	53	53	50	53	52	51	51	51	50	52	54	52	51	50	51	52	51	51	54	50	50
欧洲	德国	41	40	39	39	41	43	45	45	46	47	47	46	45	48	49	49	52	55	55	57	58	60	41	41
	英国	45	44	43	45	47	47	48	48	49	47	45	47	46	48	47	52	53	55	56	55	58	57	45	45
	法国	43	44	46	45	46	46	46	47	47	51	49	48	47	48	51	50	51	55	56	55	57	56	43	43
	意大利	45	47	45	45	44	46	47	51	52	50	49	48	47	48	48	49	51	52	55	56	58	58	45	45
	西班牙	45	48	47	48	48	48	49	51	51	48	46	46	45	49	50	49	53	54	53	54	57	56	45	45
	俄罗斯	54	55	53	52	53	54	53	53	54	53	53	53	51	52	52	50	51	51	48	44	49	52	54	54
	土耳其	48	50	49	50	52	52	52	51	50	50	48	46	46	47	47	47	48	49	49	49	50	51	48	48
	波兰	45	44	43	44	45	47	47	48	49	48	46	43	42	43	41	42	44	49	52	53	55	55	45	45
	捷克	42	42	43	41	41	43	43	44	44	45	43	42	42	45	47	47	49	52	54	55	57	59	42	42
	希腊	51	50	53	54	52	52	52	53	52	49	47	48	48	50	49	49	51	54	55	55	58	58	51	51
	奥地利	42	40	41	39	39	40	42	45	47	48	47	47	47	49	49	52	51	57	58	59	58	62	42	42
大洋洲	荷兰	44	44	46	45	44	44	45	46	49	50	49	48	49	49	53	55	56	58	60	58	61	60	44	44
	爱尔兰	48	50	51	47	47	48	49	50	51	50	49	49	51	52	51	52	53	56	59	59	58	59	48	48
	澳大利亚	48	49	50	50	48	48	48	49	51	50	50	51	53	54	56	56	56	59	58	57	55	55	48	48
	美国	50	50	48	49	46	48	50	49	47	47	46	48	50	52	52	52	53	57	59	59	57	56	50	50
美洲	加拿大	49	48	48	50	49	49	50	49	52	51	49	50	49	50	49	52	53	55	57	56	59	57	49	49
	墨西哥	52	50	51	53	51	51	51	51	51	49	51	51	50	50	49	49	52	51	49	49	48	46	52	52
	巴西	49	49	50	48	47	47	44	47	49	48	44	44	51	51	52	54	54	54	52	52	50	48	48	48
	哥伦比亚	48	48	47	48	50	50	53	52	50	49	51	47	50	53	52	50	56	54	54	52	52	53	48	48

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

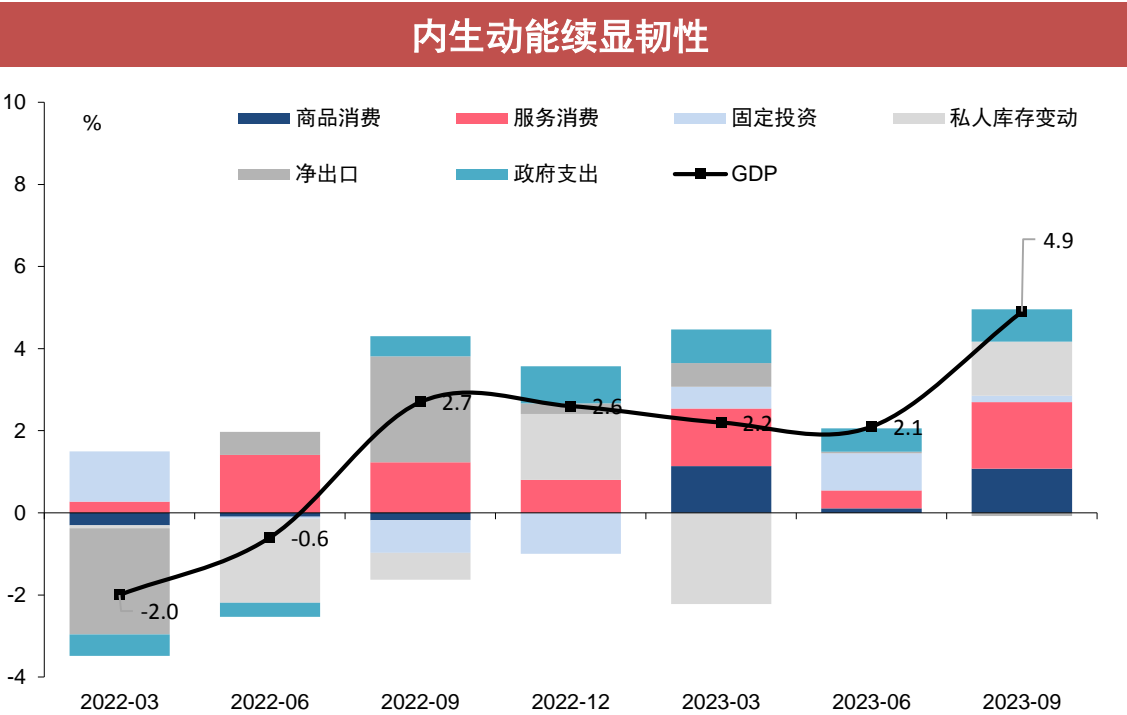


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

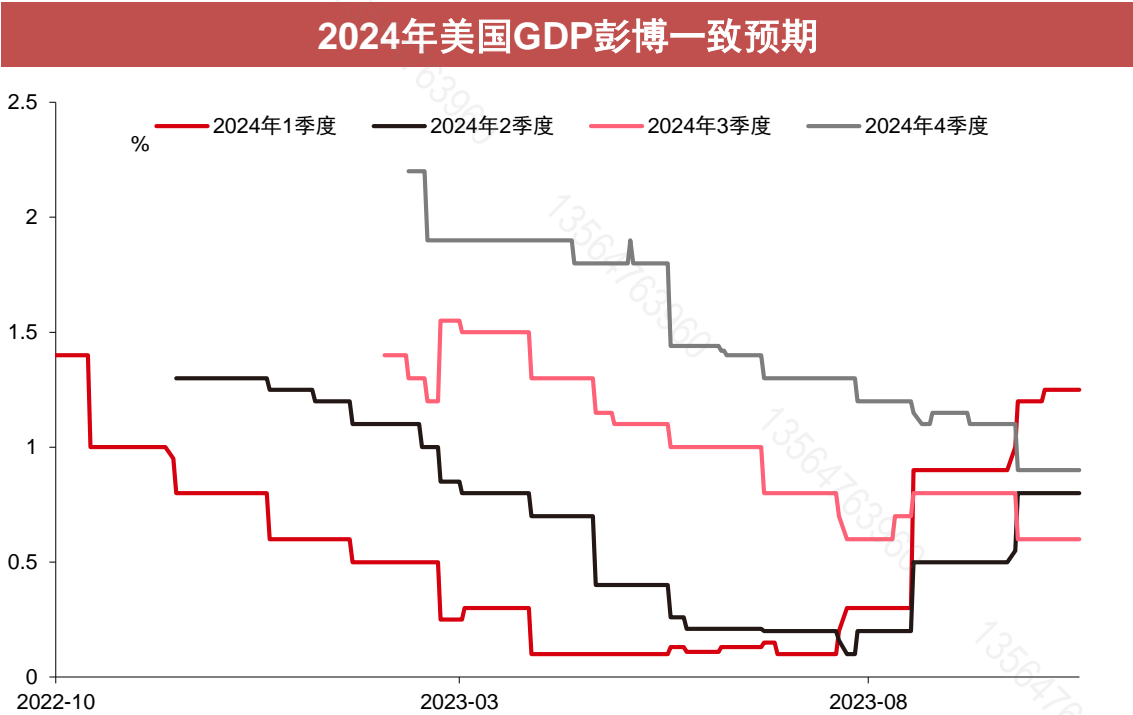


资料来源：中信证券研究部

- 内生动能继续显现韧性：
 - 居民消费需求旺盛，服务消费强于商品消费。
 - 库存变动致私人投资需求在表观上回暖，但固定资产投资增速明显下滑。



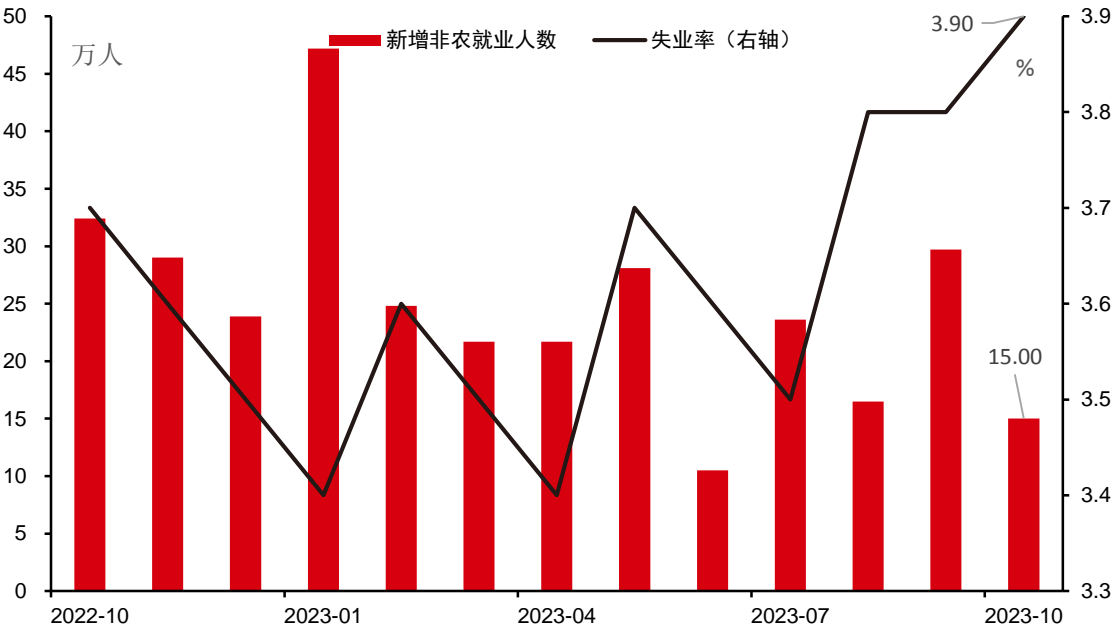
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部



资料来源：Bloomberg一致预期，中信证券研究部

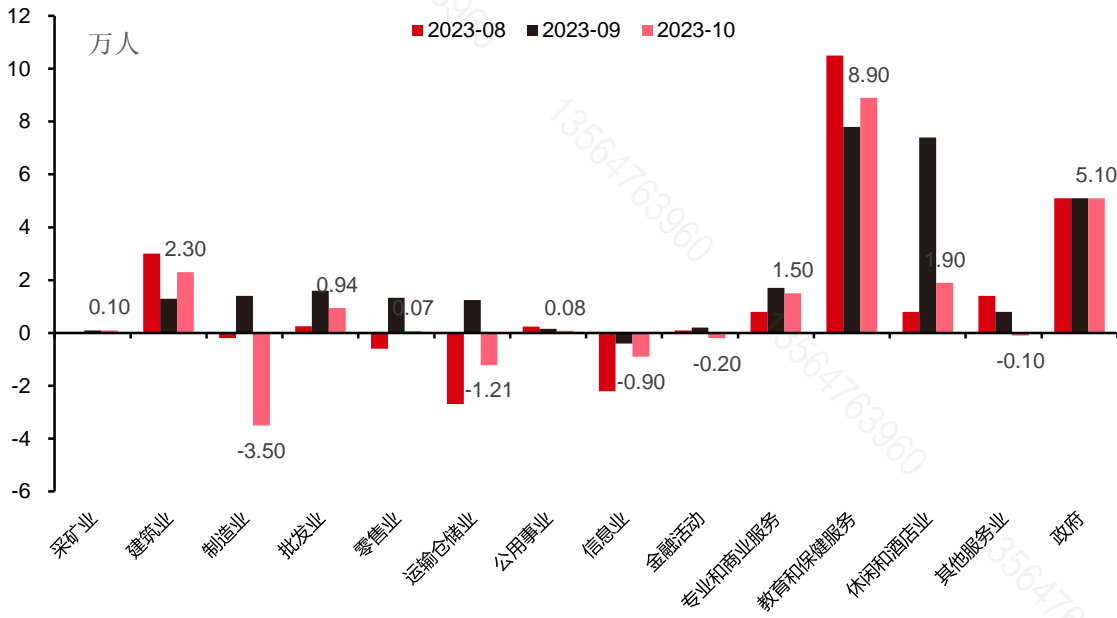
- 美国2023年10月失业率为3.9%，新增非农就业15万人，均弱于市场预期。
- 美国就业市场继续降温，当前呈现多行业走弱特征。美国失业率或将迎来加速上行期。从10月非农分行业就业数据看，制造业、运输仓储业、信息业、金融活动、其他服务业均出现非农就业人数的负增长，而此前吸引大量新增就业的休闲和酒店业仅新增1.9万就业。就业行业结构显示就业景气已经明显走弱。

美国新增非农就业人数与失业率



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

美国分行业新增非农就业人数

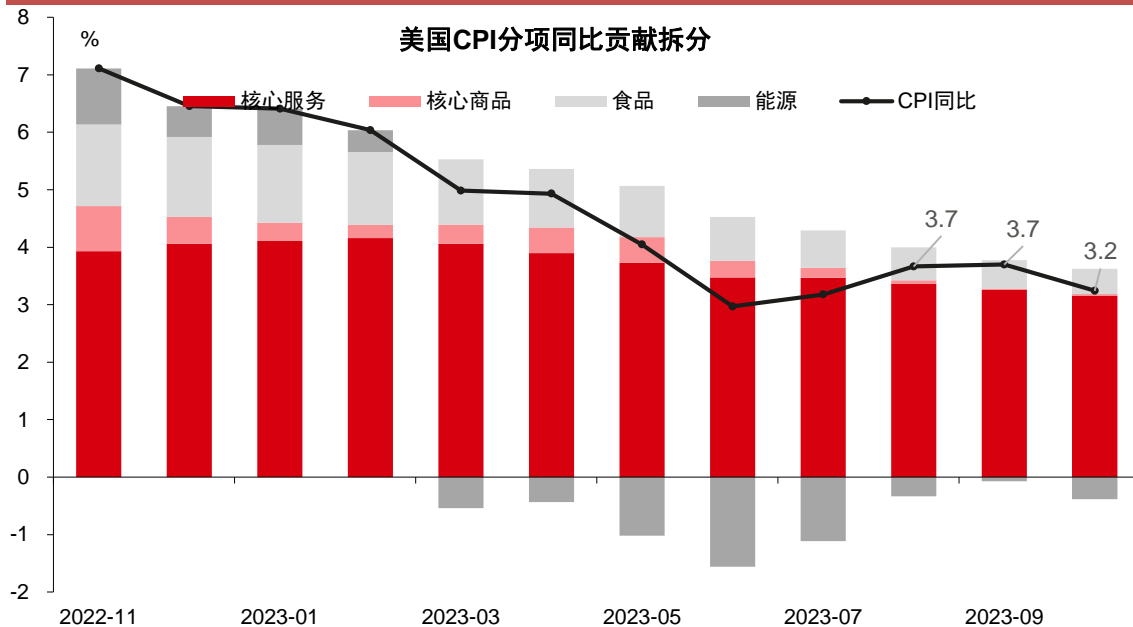


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

美国通胀：通胀读数意外走低，美联储或已完成本轮加息

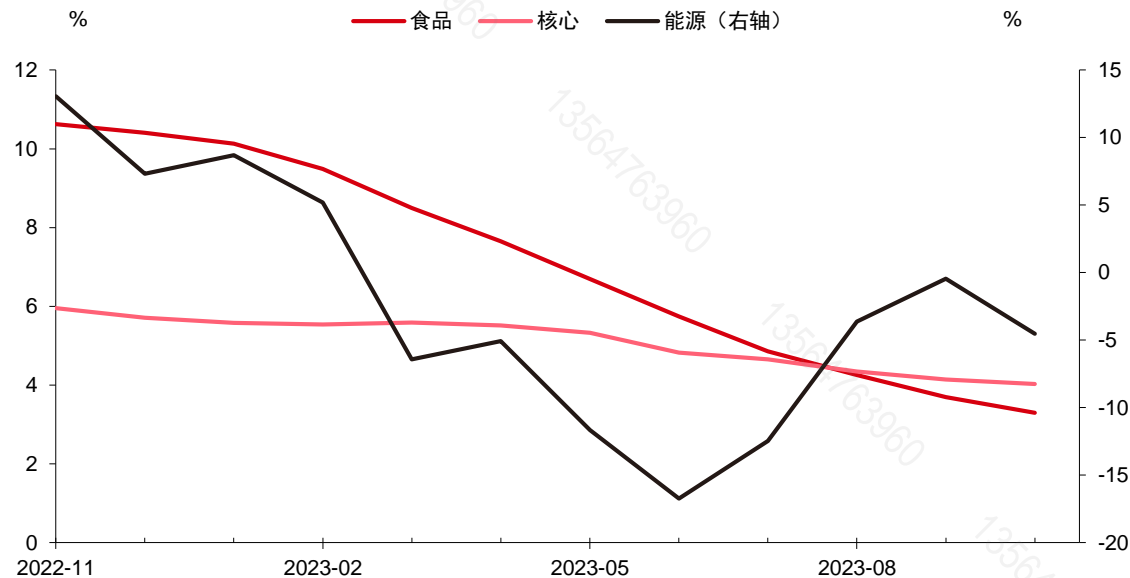
- 美国10月通胀数据全面低于预期，通胀降温步伐喜人。食品价格环比增速较前值上升0.1ppt至0.3%，能源价格环比增速时隔四个月再度由正转负至-2.5%，核心商品价格环比跌幅由前值0.4%缩窄至0.1%，核心服务价格环比增速由前值0.6%降至0.3%。
- 美国通胀中枢难以明显反弹，美联储或已完成本轮加息。

美国通胀CPI同比分项贡献



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

三分法下美国CPI分项同比



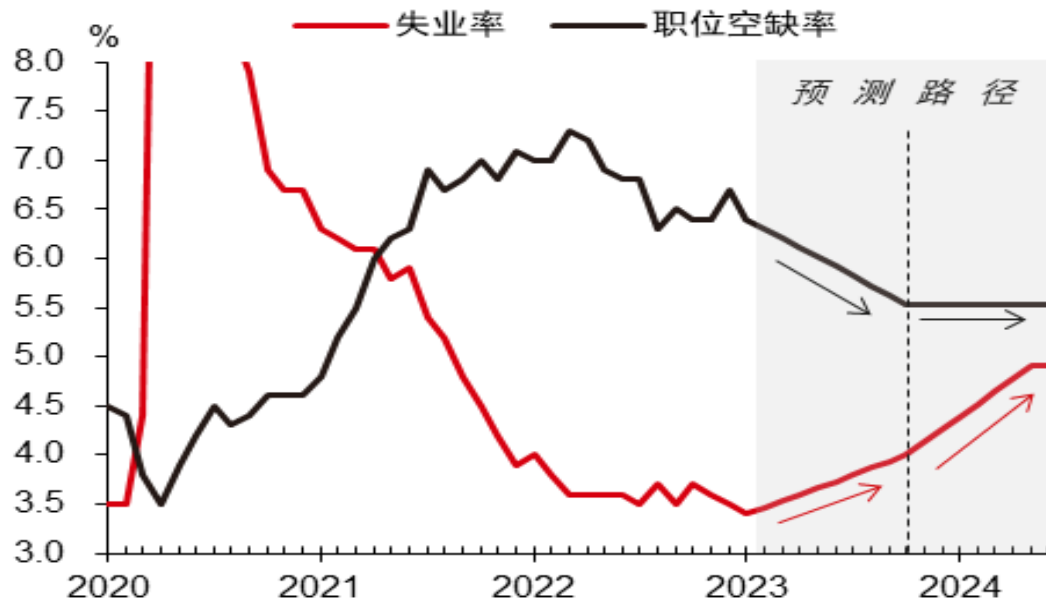
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

消费端：支撑居民消费的核心因素逐渐消失

■ 消费端：支撑居民消费的核心原因：非农强劲+超额储蓄。

- 就业市场：预计失业率的上升路径将呈现先慢后快的非线性特征，在基准情形下以2023年10月前后为加速转折点，在年末超过自然失业率4.4%，并在2024年5月前后达到本轮5.0%左右的高点位置。
- 超额储蓄：居民超额储蓄或接近耗尽。

美国失业率及职位空缺预测



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部预测

美国超额储蓄表现



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部预测

美联储货币政策：12月不加息概率大，首次降息在明年年中前后

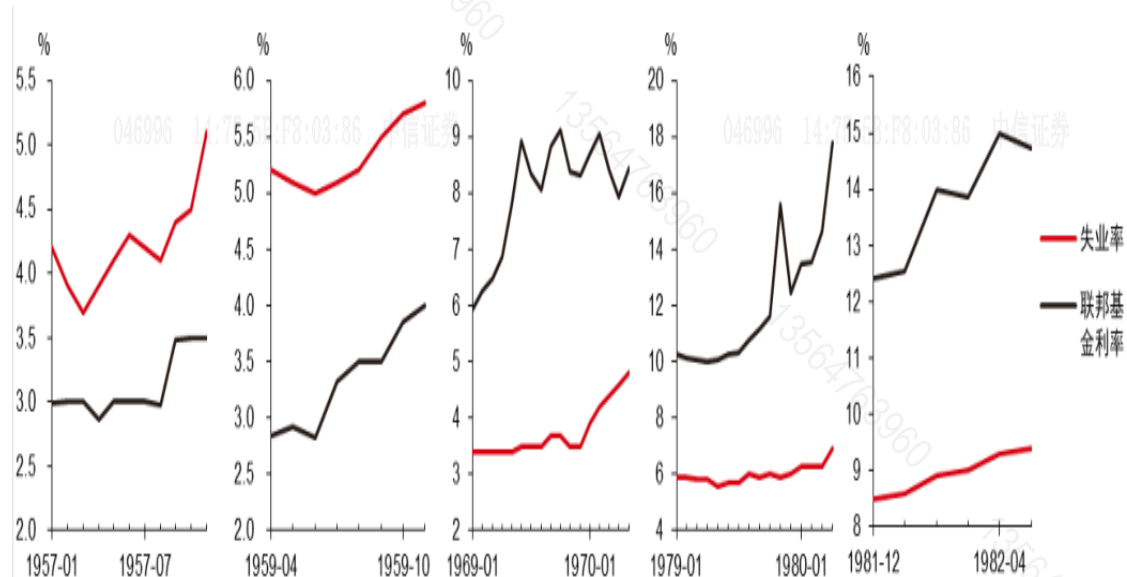
- **加息终止：**美联储11月议息会议维持利率不变，符合市场预期。12月不加息的概率仍较大。
- **降息落地：**预计24年年中前后（前提1：短期通胀预期回落至3%以下；前提2：通胀环比增速维持在0.2%以下）。
- **降息的基本面触发因素：**失业率至少突破4.4%。沃尔克经验：自然失业率6.2%，利率下行时点失业率6.9%。当前自然失业率水平4.42%-4.43%，我们预测失业率将在2024年一季度达到自然失业率水平，降息最早在明年年中前后。

美国政策利率和实际利率均接近次贷危机前夕水平



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

历史上美国失业率上升而美联储不降息的情形曾多次出现



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

美债利率：下行区间逐渐打开，全年中枢或在3.5%左右



- 经济韧性、通胀韧性、美债增发和政策不确定性将对利率水平产生支撑，利率下行仍需美国经济数据大幅走弱：
 - 当前加息定价相对合理，4.5%以上为较好配置点位。
 - 后续趋势：美国实际利率或将总体下行、通胀预期维持震荡。
 - 总结：预计短期高位震荡，大幅下行或在年底开启，总体下行空间可能有限，可先配置短端美债再增加长端美债配置。

美联储加息预期									
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%	0.2%	99.8%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	97.8%	2.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	31.4%	67.1%	1.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	48.4%	35.9%	0.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	34.2%	41.2%	15.7%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	23.7%	38.3%	26.2%	6.6%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	3.3%	17.2%	33.2%	30.4%	13.5%	2.4%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.8%	10.8%	25.8%	31.7%	21.2%	7.5%	1.1%	0.0%
2024/12/18	1.3%	8.4%	21.8%	30.1%	24.1%	11.2%	2.8%	0.3%	0.0%

资料来源：Fedwatch，中信证券研究部

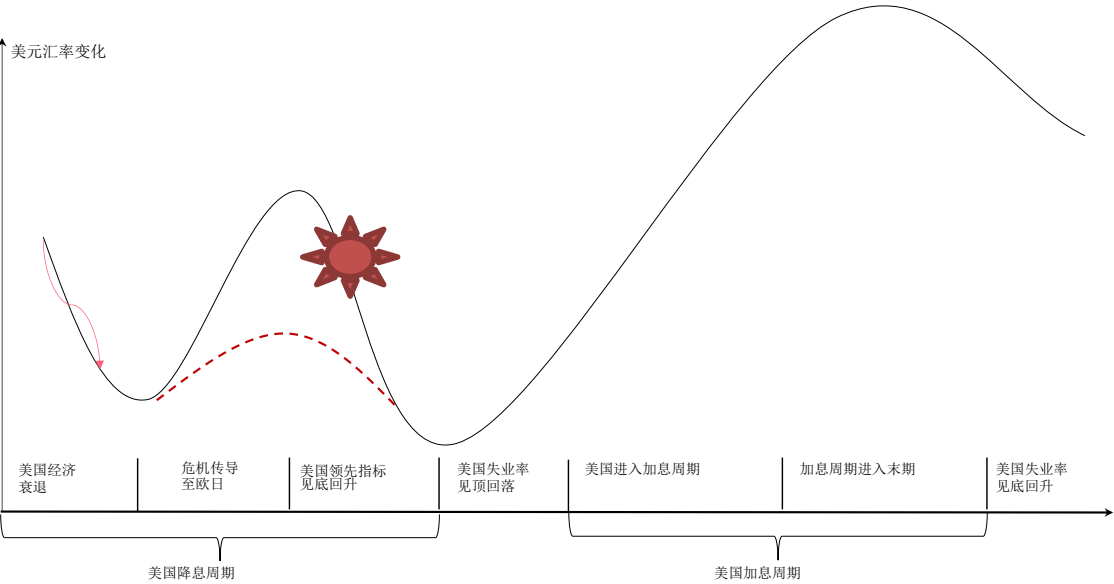
历史加息尾声阶段各关键期限美债利率下行幅度（bps）								
加息周期	最后一次加息至加息确认停止				加息确认停止至首次降息			
	2年	5年	10年	30年	2年	5年	10年	30年
1988年3月~1989年5月	-14	-22	-20	-21	-37	-30	-24	-19
1994年2月~1995年2月	-50	-49	-43	-29	-127	-132	-118	-95
1999年6月~2000年5月	-39	-43	-33	-17	-158	-135	-96	-46
2004年6月~2006年6月	-30	-32	-29	-24	-91	-66	-43	-25
2015年12月~2018年12月	-15	-16	-9	4	-79	-81	-80	-62

资料来源：Wind，中信证券研究部

美元指数：短期105左右高位震荡，后续难显著低于100

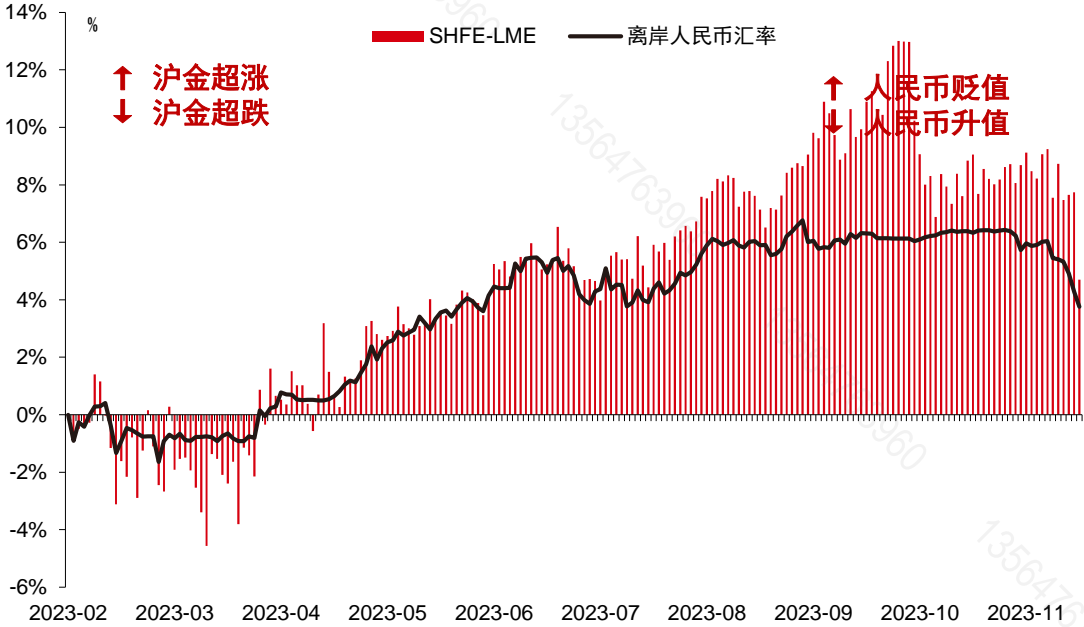
- 短期欧洲经济疲弱、日本央行维持宽松对美元形成显著支撑。
- 后续基本面+利差因素：美国经济走弱+美联储加息停止，日本央行存在边际变化可能，基本面和利差因素利空美元指数。
- 后续避险因素：欧洲经济衰退、可能的风险事件（美国商业地产、美国银行业、新兴市场资本流出、美国企业债务、欧洲债务等）导致全球风险偏好走弱仍将对美元指数产生支撑，预计美元指数难以显著低于100。

美国经济周期和货币周期下的美元指数典型走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

2023年3月以来沪金与伦金涨幅差异（相对2023年2月28日）

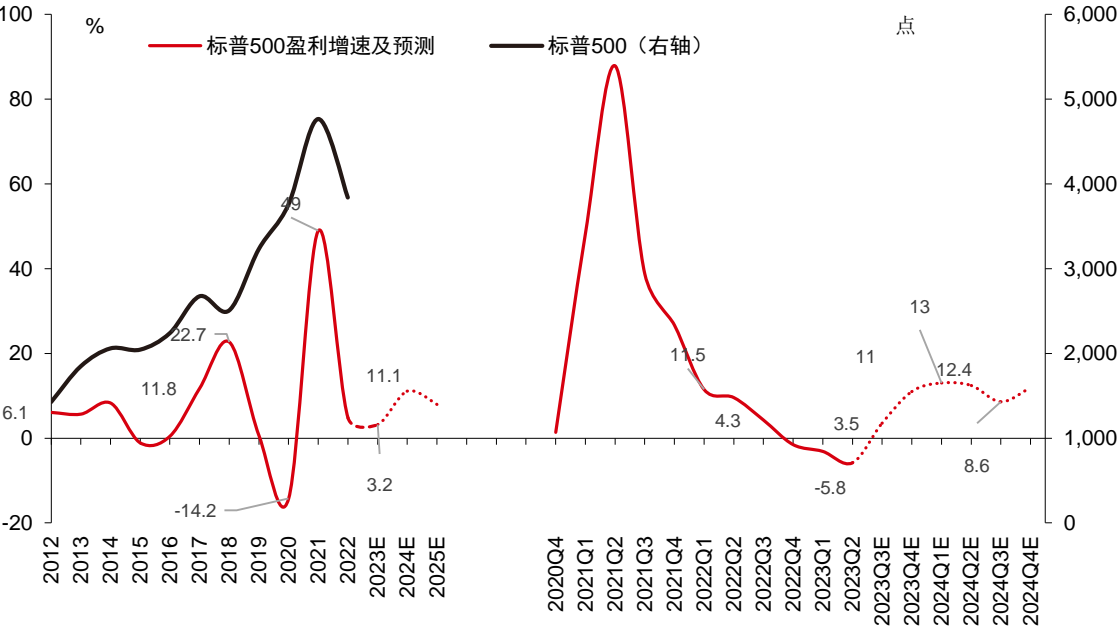


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

美股：盈利下修或拖累美股，降息后或存在估值反弹行情

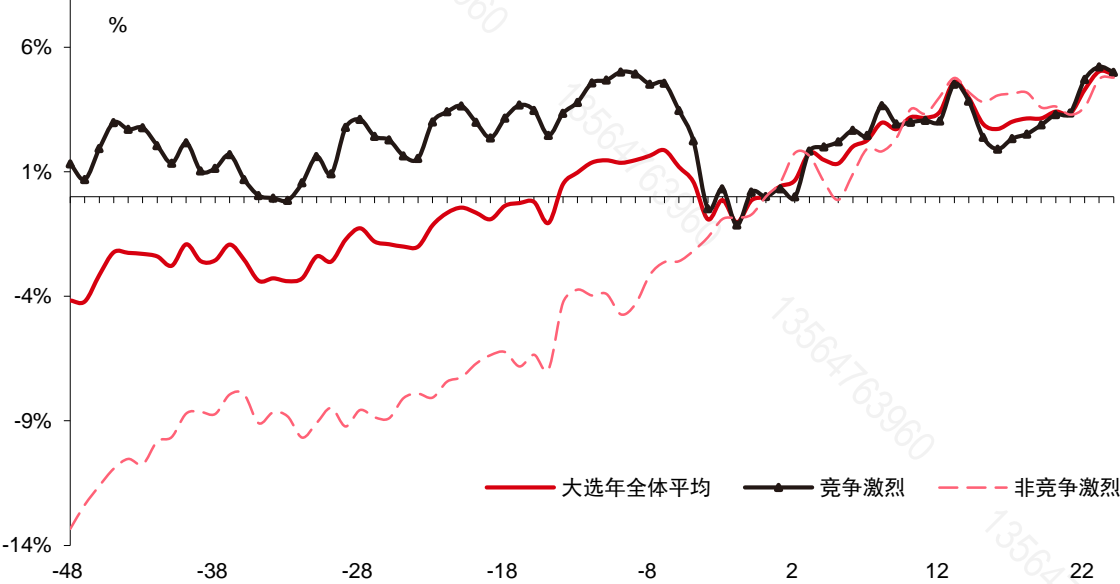
- 美股：盈利下修或拖累美股，降息后或存在估值反弹行情。
 - 从估值的角度看，非美股市估值相对美股更具吸引力。
 - 从盈利的角度看，经济下行周期可能拖累盈利增速下修。
 - 从风险偏好角度看，美国大选的不确定性可能扰动美股。

标普500指数与盈利预测



资料来源：Bloomberg（含一致预期），中信证券研究部

1960年两党博弈激烈的大选年相对其他年份的涨幅及波动



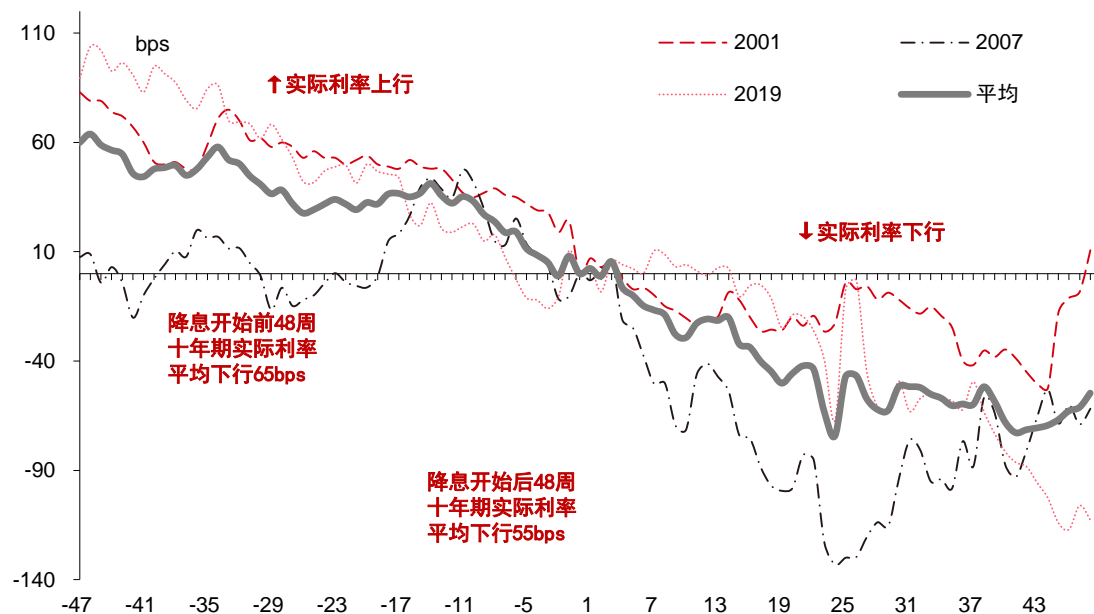
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部（横轴时间代表距离大选日的周数。注：按照两党最终得票率的接近程度进行划分，支持率差小于平均的定义为“竞争激烈”，大于平均的定义为“非竞争激烈”）

贵金属：黄金仍有较好配置价值

■ 黄金：年底至明年上半年维持超配建议。

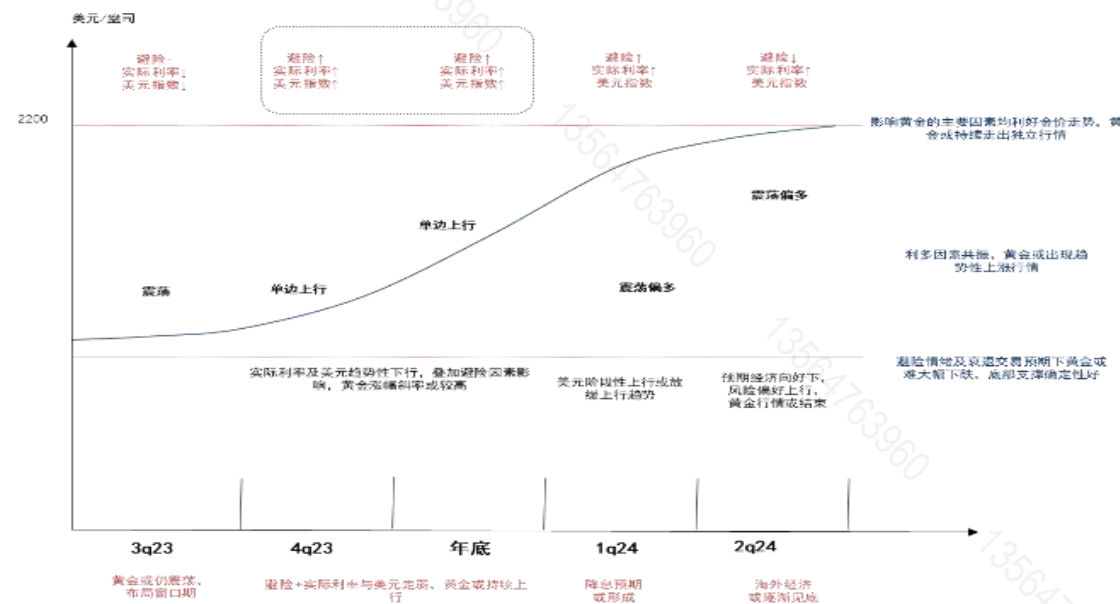
- 实际利率：美债回落利好黄金行情。
- 美元指数：美元回落利好黄金行情。
- 风险事件：后续风险事件可能带来黄金避险需求。

降息开启时点前后10年期美债实际利率上（下）行幅度



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

黄金价格走势及预测



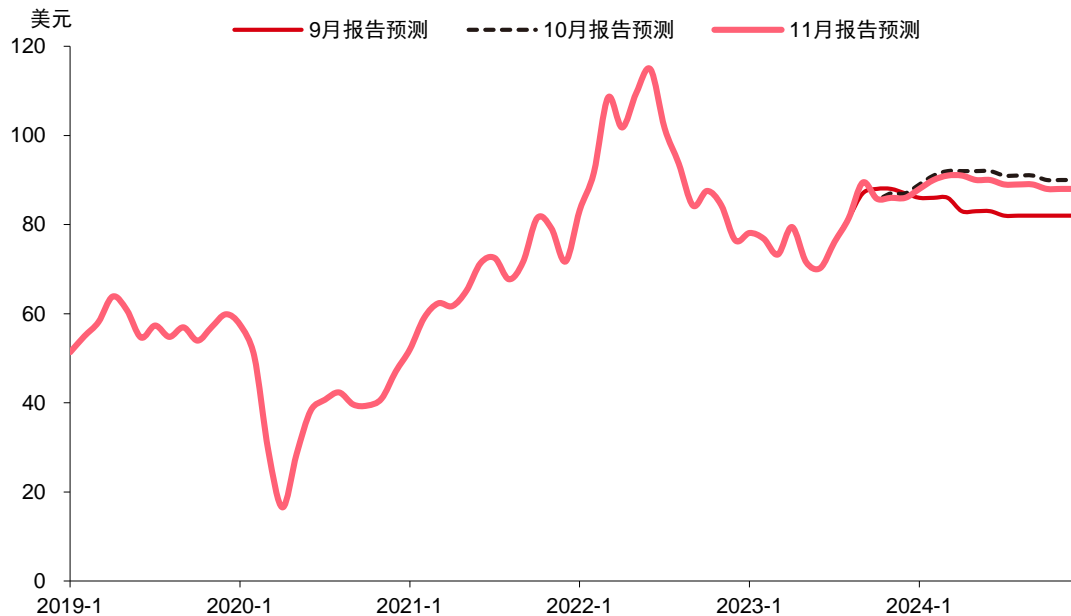
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部预测

能源：24年油价波动中枢或仍为80-90美元/桶左右

■ 能源：24年油价波动中枢或仍为80-90美元/桶左右。

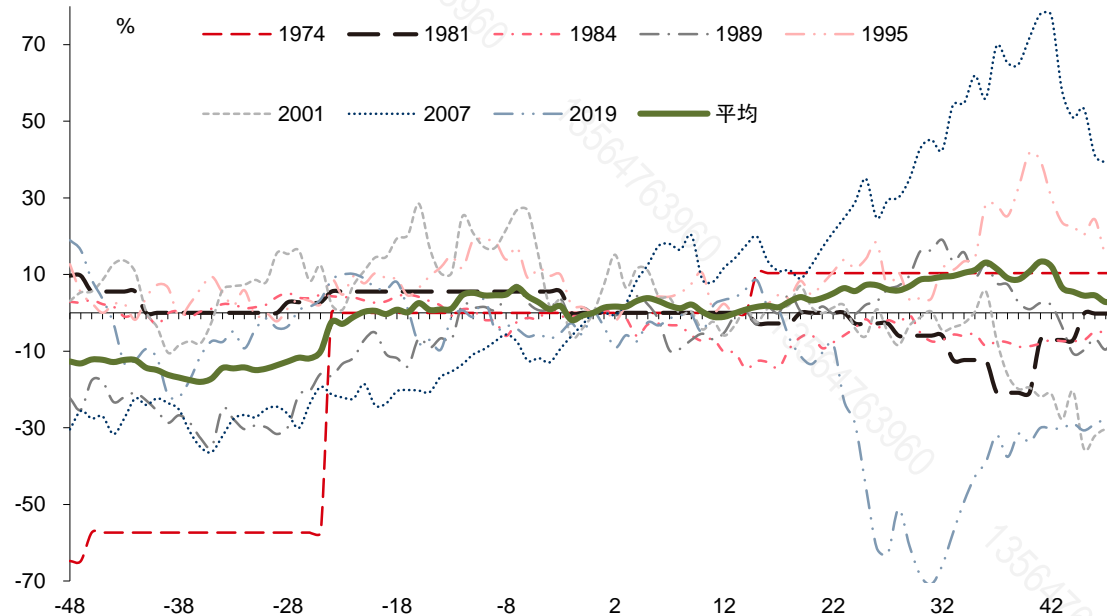
- 金融属性：降息或将提振油价。
- 供给端：预计供需紧平衡维持至24年底，关注OPEC+会议的政策变化。
- 需求端：美联储降息后或改善海外需求状况。

EIA对油价预测



资料来源：EIA（含预测），中信证券研究部

1970年代以来降息周期时点开启前后油价走势（周度数据）

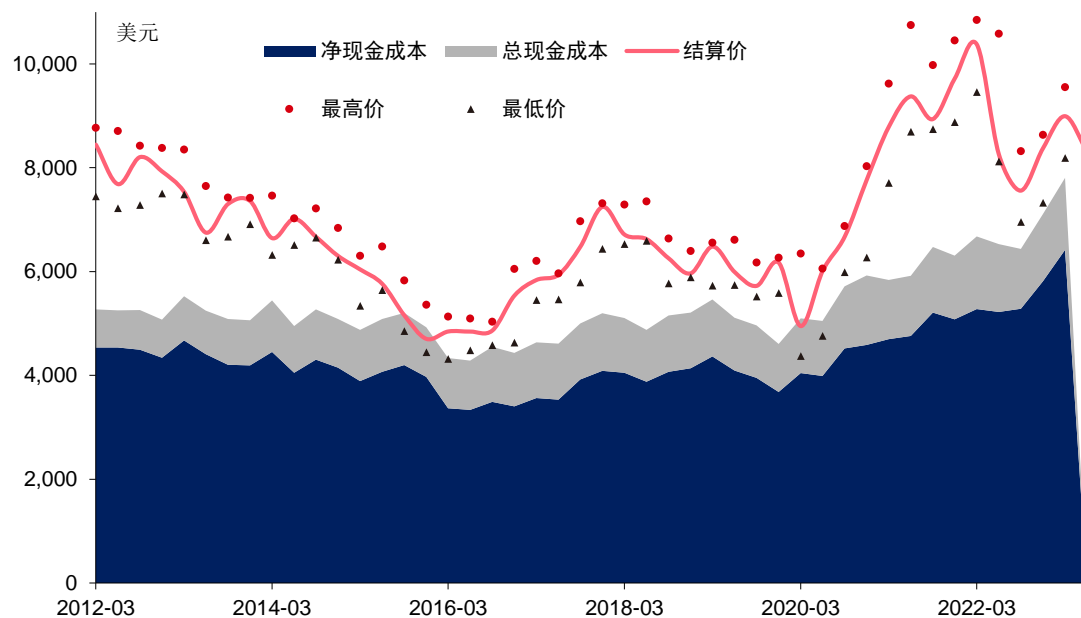


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

伦铜波动中枢或仍为7500-8500美元

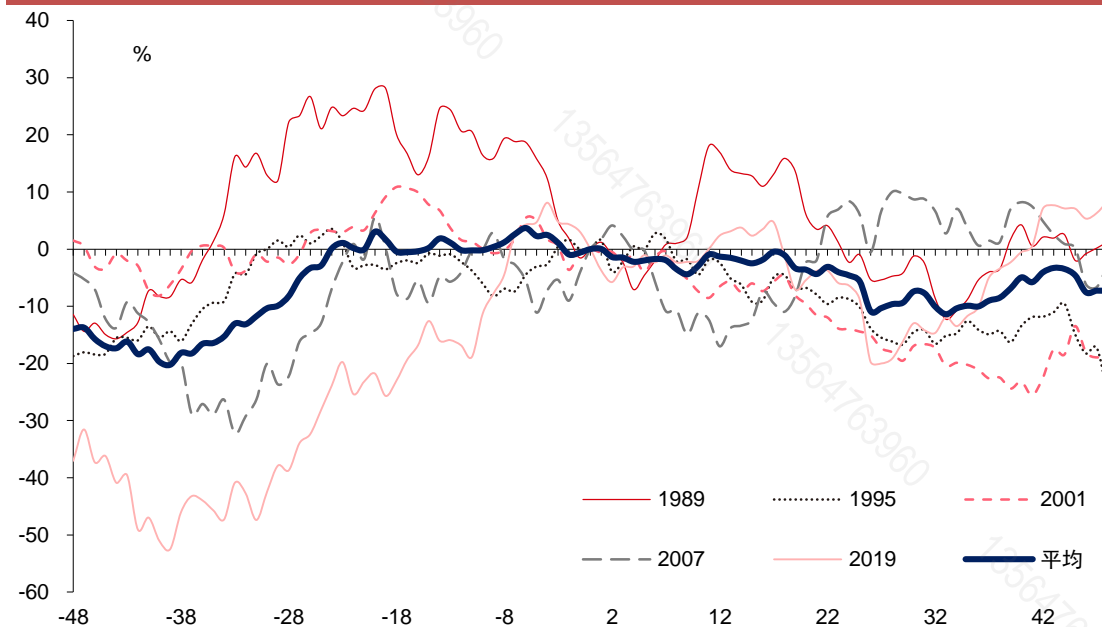
- 铜：2024年或以震荡为主，预计上半年存在阶段性行情。
 - 商品属性：核心定价因素仍为地产销售及投资的表现和政策预期。
 - 金融属性：美元指数下行和降息预期带动边际利好铜价走势。
- 地产周期仍然是铜等工业金属价格走势的核心因素，金融属性的带动作用难以成为主导因素。

铜C1成本曲线



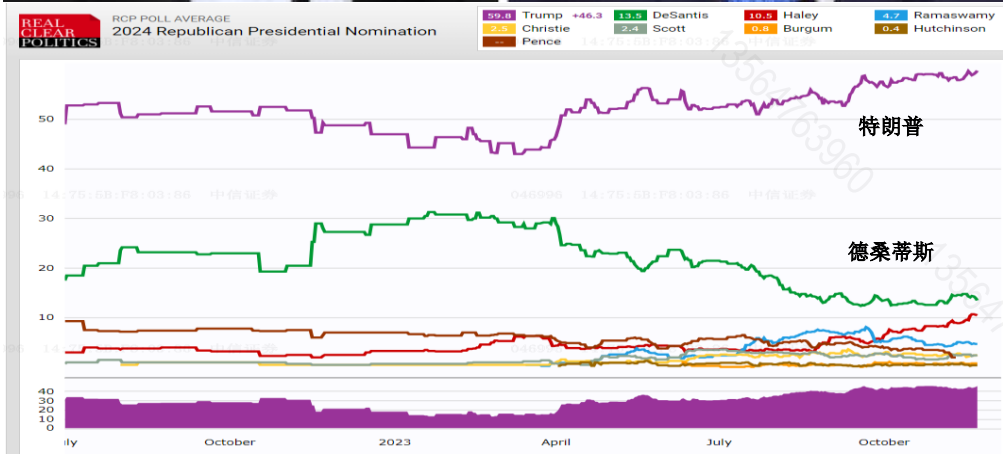
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

历次美联储降息周期开启时点前后铜价走势（周度数据）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

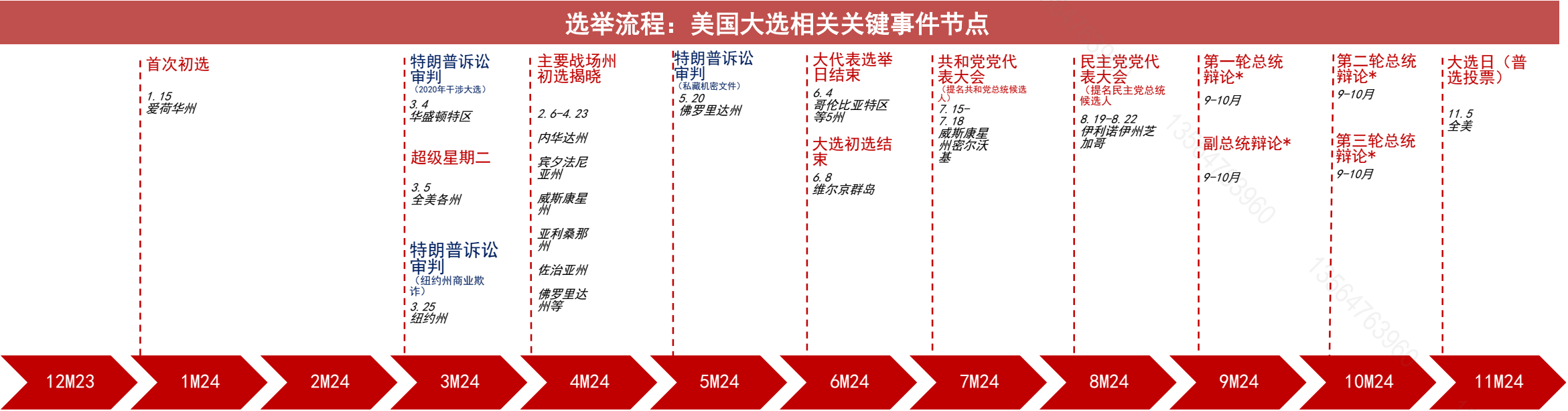
2024年美国大选或重现拜登VS特朗普的竞选结果



资料来源：RealClearPolitics，中信证券研究部

选举流程：明年初迎来初选

- 选举流程：明年初迎来初选。
 - 流程：各州提名、党内提名（初选、党代表大会）、候选人辩论、普选投票。当前仍位于党内初选阶段。
 - 超级星期二：2024年的3月5日“超级星期二”的选举结果一定程度上决定了最终的总统提名人。
 - 竞选阶段：重点关注内华达州、宾夕法尼亚州、威斯康星州、亚利桑那州、佐治亚州5个关键摇摆州的选举结果。



资料来源：新华社，环球时报，Bloomberg，中信证券研究部（注：民主党本次大选不举行党内初选辩论；“/”表示目前时间暂不确定；特朗普诉讼审判日期标记深蓝色；标注星号为尚未确定时间以及是否举行）

中美关系：关注两党在关注领域、政策思路的差异

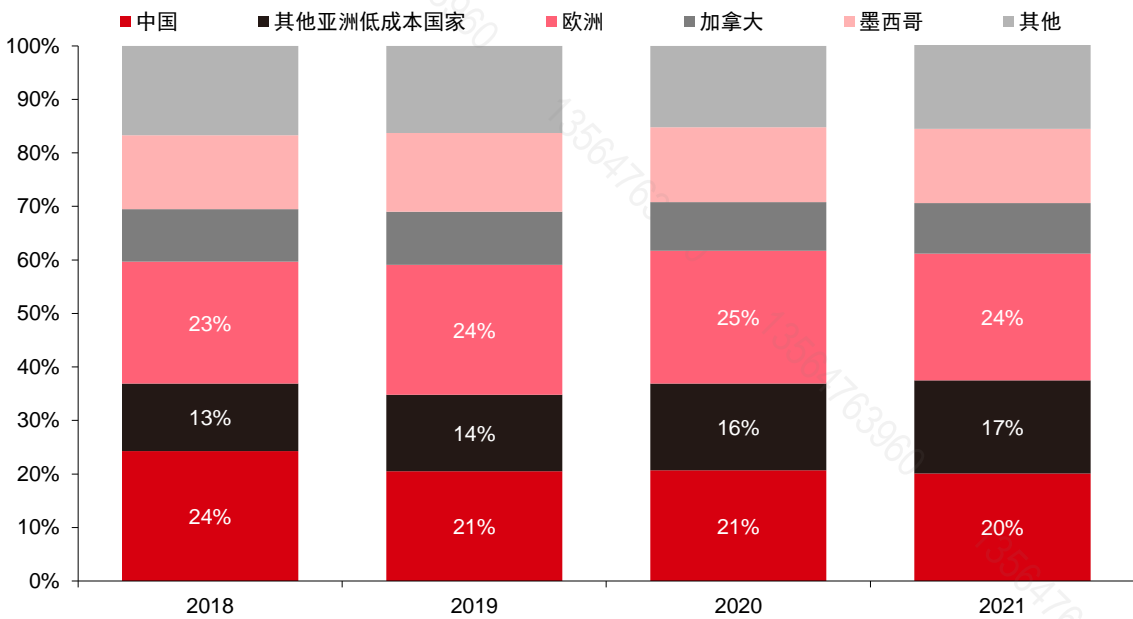
- 民主党对华政策特点：理由主要集中在与所谓“不友好国家”贸易、“国家安全”和意识形态；强调与盟友合作以及政策的组合推出。
- 共和党对华政策特点：重点关注对华贸易逆差以及跨境投资审查和监管方面；部分政策同时针对所谓的盟友。
- 预计中美关系或仍在曲折中前进，地缘博弈或具有长期性。

美国大选对全球主要地缘政治问题的影响



资料来源：中信证券研究部

美国制成品进口来源国家或地区



资料来源：美国国际贸易委员会，科尔尼咨询，中信证券研究部

美俄&美欧关系：若共和党主政或加快俄乌冲突结束，美欧关系或转冷

- 美俄&美欧关系：若共和党主政或加快俄乌冲突结束，美欧关系或转冷。
 - 美俄关系：如若共和党执政或一定程度上加速俄乌冲突的解决。不过仍需关注共和党边际改善美俄关系的举措。
 - 美欧关系：如若共和党执政或一定程度上令美欧关系边际转冷。北约军费问题、与盟友的贸易摩擦。
- 中欧关系：如若共和党执政或影响美欧关系，中欧关系或出现新的改善契机。

对英国与北约政见差异



恢复美国与北约成员国友好关系，维护美英特殊关系

北约已经过时，应提高能力打击恐怖主义，北约军费开支应当超过GDP的2%



资料来源：新华社、环球网、白宫、CNN、AP News、ABC News、NBC News，538、Ballotpedia，中信证券研究部

对俄关系与俄乌冲突政见差异



遏制俄罗斯、积极对乌克兰援助

特：否认俄干预大选，但反对对乌援助
德：谴责，但对乌援助表示怀疑和犹豫



资料来源：新华社、环球网、白宫、CNN、AP News、ABC News、NBC News，538、Ballotpedia，中信证券研究部

中东问题：大选无碍美国战略收缩和沙以关系正常化

- 中东问题：把握大选背景下美国在中东问题上的“变”与“不变”。
 - 大选视角下的变化：若共和党主政，巴以冲突更加偏向以色列，美伊关系转僵，与沙特关系转密切。
 - 大选视角下的不变：中东战略收缩趋势不变、支持沙特与以色列关系正常化趋势不变。

美国大选对全球主要地缘政治问题的影响



资料来源：中信证券研究部

对中东、巴以与伊核问题政见差异



战略收缩，支持沙以关系正常化，
支持以色列，与伊朗展开接触和对话

战略收缩，支持沙以关系正常化，更加偏
向以色列，制裁伊朗，改善与沙特的关系



资料来源：新华社、环球网、白宫、CNN、AP News、ABC News、NBC News、538、Ballotpedia，中信证券研究部

- **全球经济形势：**2024年全球经济应是向新均衡回归的一年。预计发达经济在“高利率”环境下将温和走弱，但经济的“韧性”可能意味着更高水平的均衡利率，而新兴国家相对发达国家利差优势的“稳态”也将有所改变。
- **大类资产配置：**资金流向和资产估值相应的调整可能尚未结束。考虑到全球经济下行周期企业盈利难大超预期、高利率环境下估值修复有限，仍倾向于债券 > 股票 > 大宗的资产配置优先顺序。
- **地缘政治：**美国大选或阶段性影响资产价格，中美博弈具有长期性
- **风险因素：**欧美劳动力市场需求超预期；美国地产供给偏紧可能刺激房价上涨预期；能源商品等供给冲击致通胀超预期反弹，从而促使美联储超预期再度收紧货币政策；中美关系不确定性；地缘政治持续发酵风险。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

崔嵘（海外宏观经济首席分析师）

执业证书编号：S1010517040001

李翀（海外宏观经济分析师）

执业证书编号：S1010522100001

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。