

中信证券2021年下半年固定收益投资策略

持盈保泰

中信证券研究部 首席FICC分析师
明明（执业证书编号：S1010517100001）

2021年5月31日

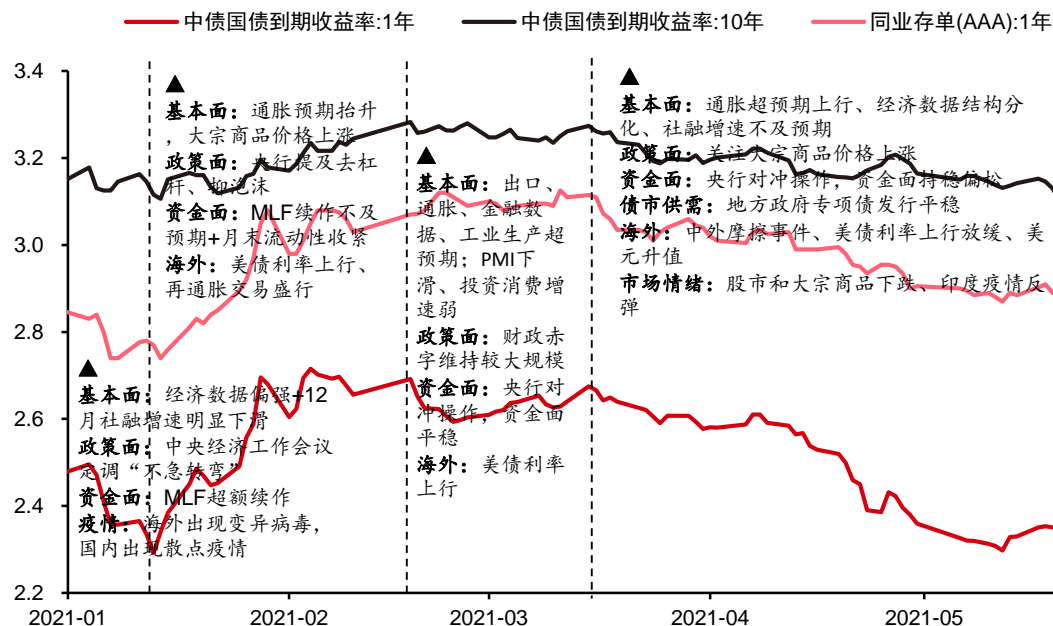
- 疫情后供需缺口或导致通胀波动加大，全球低通胀格局扭转或成为未来全球资本市场最大变量
- 国内经济：债务周期去年四季度见顶，经济周期或将于今年二三季度见顶
 - 出口+地产的双轮驱动继续推动二三季度经济稳健回升，经济周期或在债务周期见顶后于二三季度见顶。
 - 预计国内通胀周期二季度见顶，国内商品震荡，海外商品高点延后，关注核心通胀。
- 海外环境：通胀趋于上行，预计财政法案落地，宽松货币退出
- 政策组合：去杠杆转向债务周期见底与稳增长
- 持盈保泰：利率低位震荡，警惕四季度债务周期见底和海外政策收紧预期，预计十年国债到期收益率区间为3.0%~3.4%。

利率复盘：资金松+资产荒

■ 资金松+资产荒，利率下行突破3.1%关口

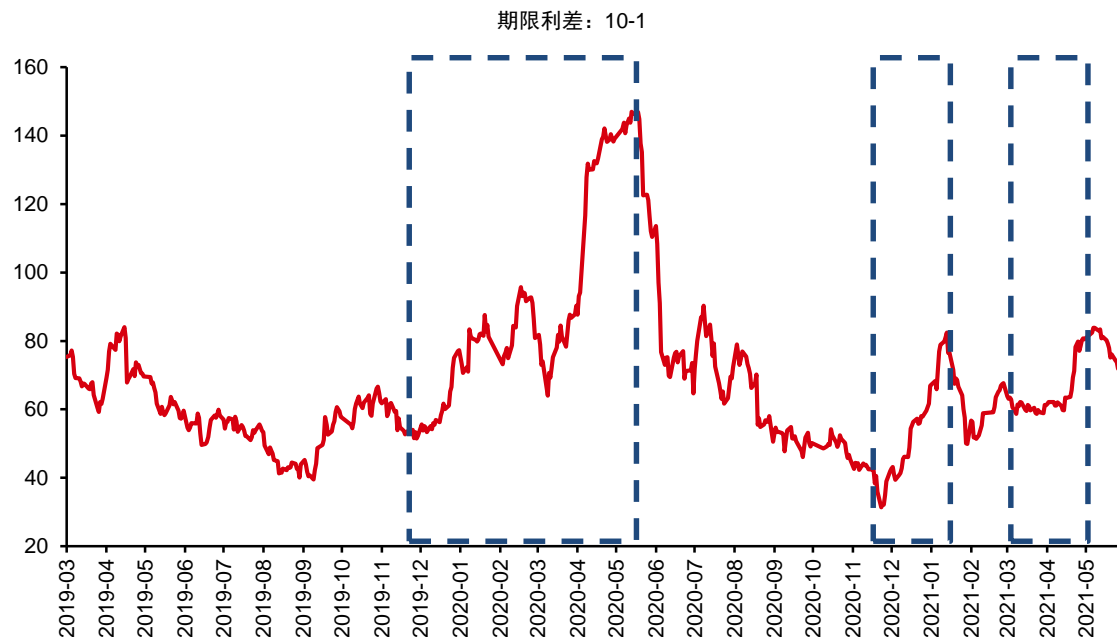
- 春节前“钱荒式”纠偏，资金面超预期波动主导利率上行
- 春节后资金面平复、基本面短期利空和长期利多交织，债券市场对利空钝化、利率横盘
- 二季度资金面偏松+紧信用，资产荒促成债券利率持续下行突破3.1%关口

上半年利率倒V形走势（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

期限利差整体走阔（bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部

CONTENTS

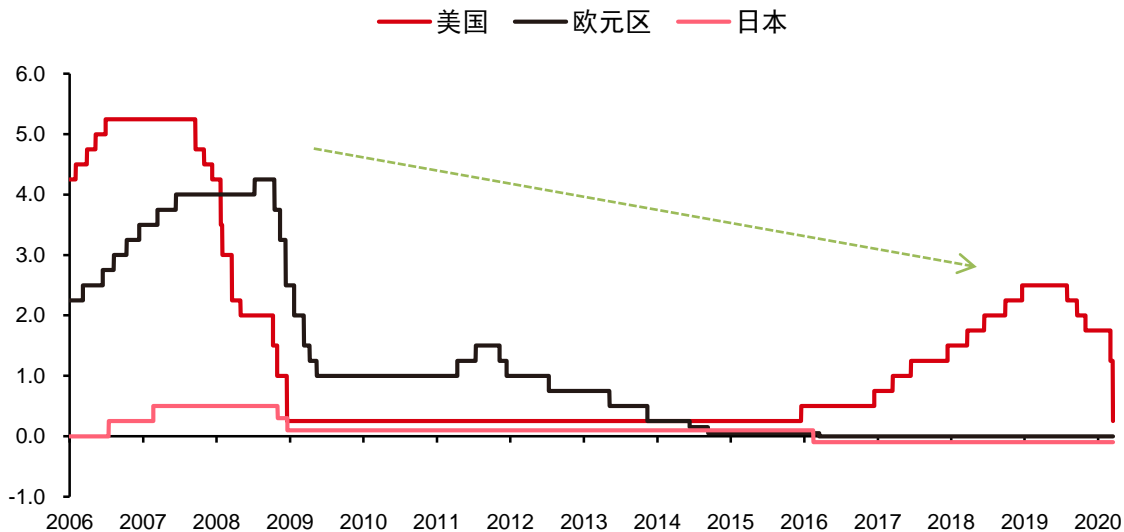
目录

1. **全球通胀：供需缺口下，波动或加大**
2. **国内经济：双轮驱动稳增长，通胀压力仍需关注**
3. **金融数据：信用增速下行放缓，年底债务周期重回扩张**
4. **海外环境：通胀趋于上行，宽松逐步退出**
5. **政策组合：去杠杆与稳增长的切换**
6. **债券投资策略：持盈保泰**

金融危机后全球低通胀成为常态

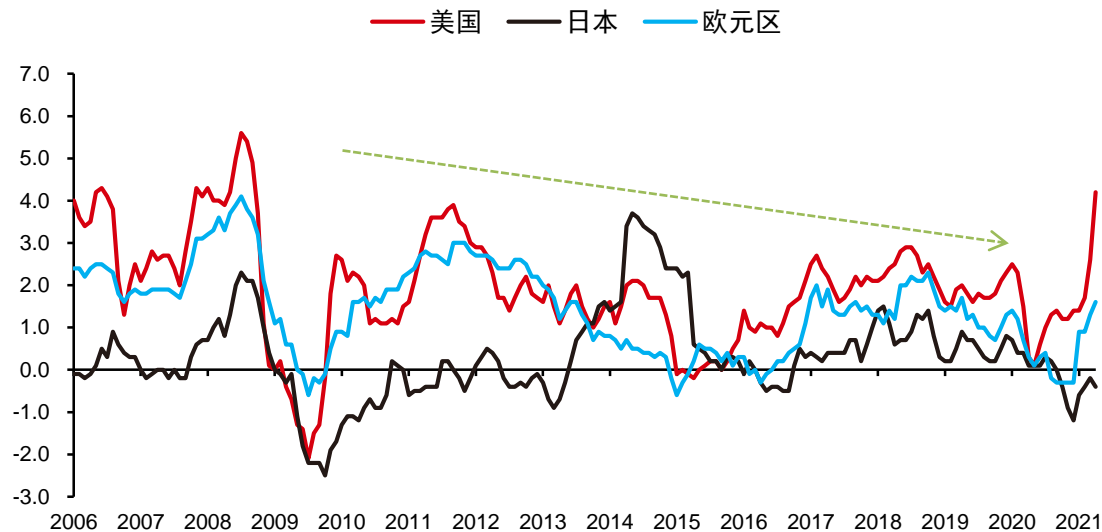
- 金融危机后，全球经济和金融市场呈现“三低一高”的特征：低增长、低通胀、低利率、高资产价格
 - 2008年金融危机之后，各发达国家为了缓冲金融危机对经济的冲击，大幅度降低利率。
 - 危机后部分经济体复苏速度低于预期，政策利率一直维持在低位而且多次实施QE。宽松政策对于通胀只存在短期刺激，长期通胀依旧维持在低位。
 - 宽松政策推升资产价格，发达市场股债均长期走牛。
- 造成全球长期低通胀的核心因素可以归纳为中长期的收入和人口结构因素以及短期的供需缺口因素。

次贷危机后海外基准利率大幅走低（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

次贷危机后海外通胀中枢下移（%）



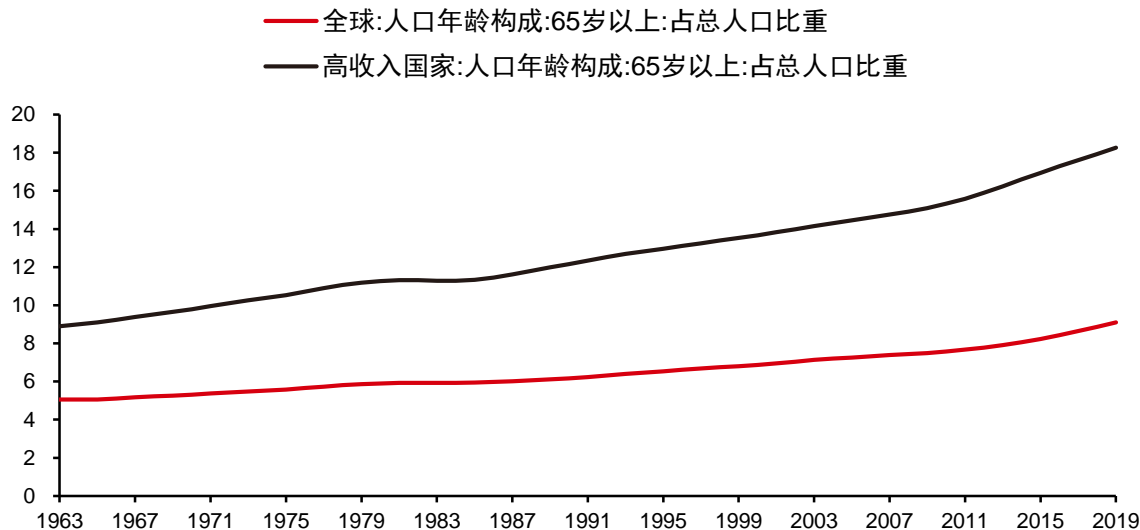
资料来源：Wind，中信证券研究部

次贷危机后全球低通胀的成因：人口老龄化

■ 人口老龄化对应高储蓄和低需求

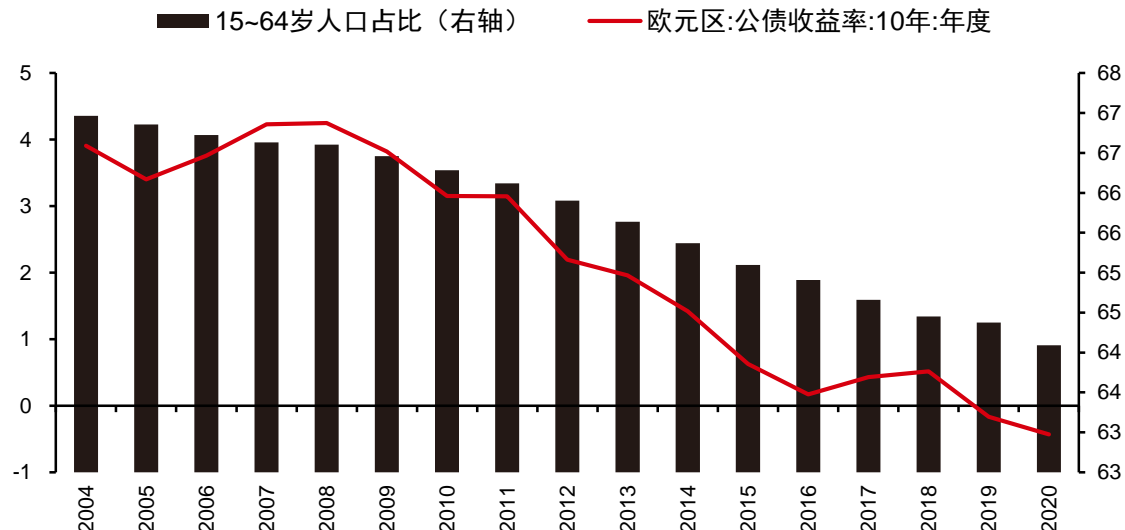
- 以日本、欧洲为代表的发达国家带领全球步入老龄化社会，且随着医疗技术的进步，老龄化的进程或将提速。
- 老龄化往往伴随着居民的高储蓄和企业融资的低需求，推动利率中枢下行。
- 老龄化社会风险偏好下降，更加青睐低风险资产，无风险利率下降幅度大于风险资产。
- 2004-2020年，欧元区15-64岁所占人口比例从67%下滑至64%，带动欧元区长端利率中枢的下行。

高收入国家带领全球步入老龄化社会（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

欧元区人口老龄化推动利率中枢下行（%， %）



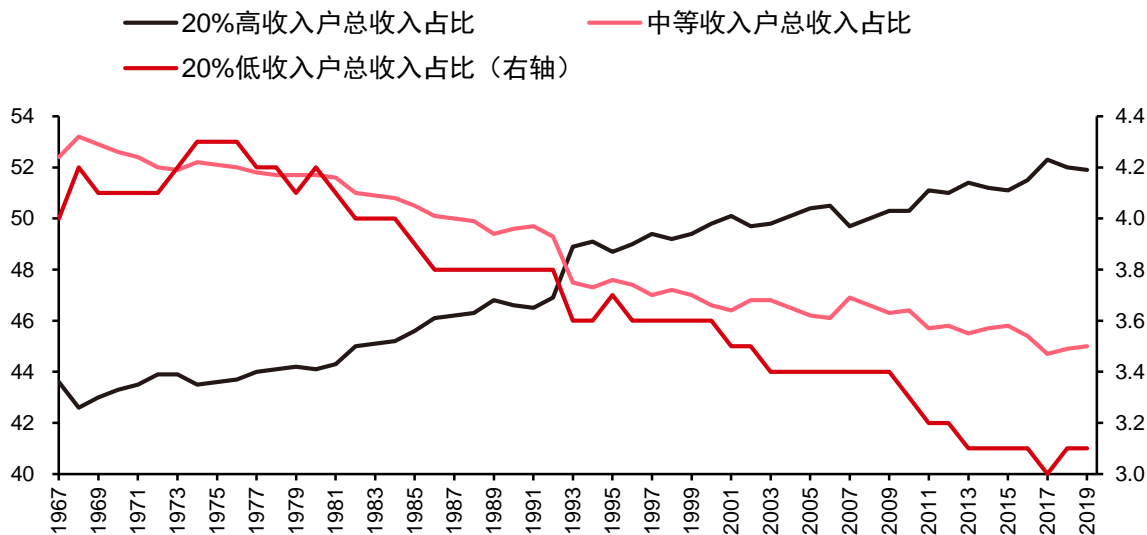
资料来源：Wind，中信证券研究部

次贷危机后全球低通胀的成因：收入差距扩大

■ 贫富差距扩大，实际需求降低，低通胀和高资产价格并存

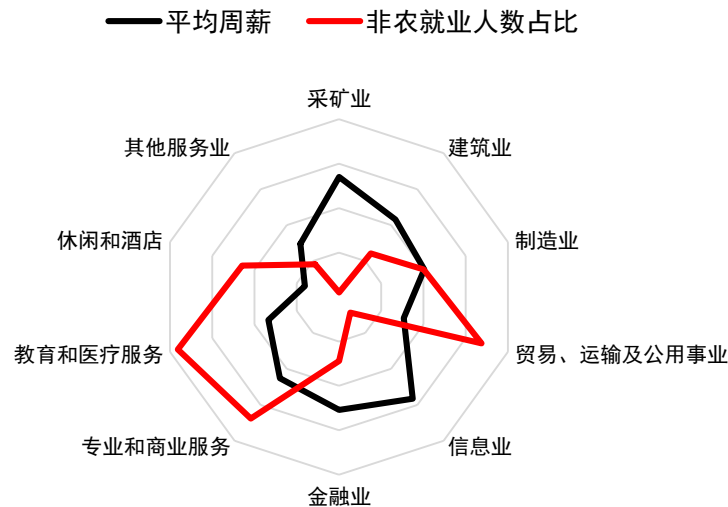
- 贫富差距逐渐增大，富人边际消费倾向低。
- 以美国为例，从上世纪以来，20%高收入户总收入占比越来越高，而中等收入和低收入户的收入占比越来越低；分行业看，就业人数较少的金融和信息业工资也更高。
- 富人的边际消费倾向（MPC）显著低于普通人，而将大部分资产投资于金融资产。贫富差距越大，实际消费需求就越少，而购买金融资产的资金供给会增加，反而推升资产价格，带来低通胀+资产价格上行的倾向。

美国贫富差距逐渐拉大（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国非农就业人数与收入的行业分布



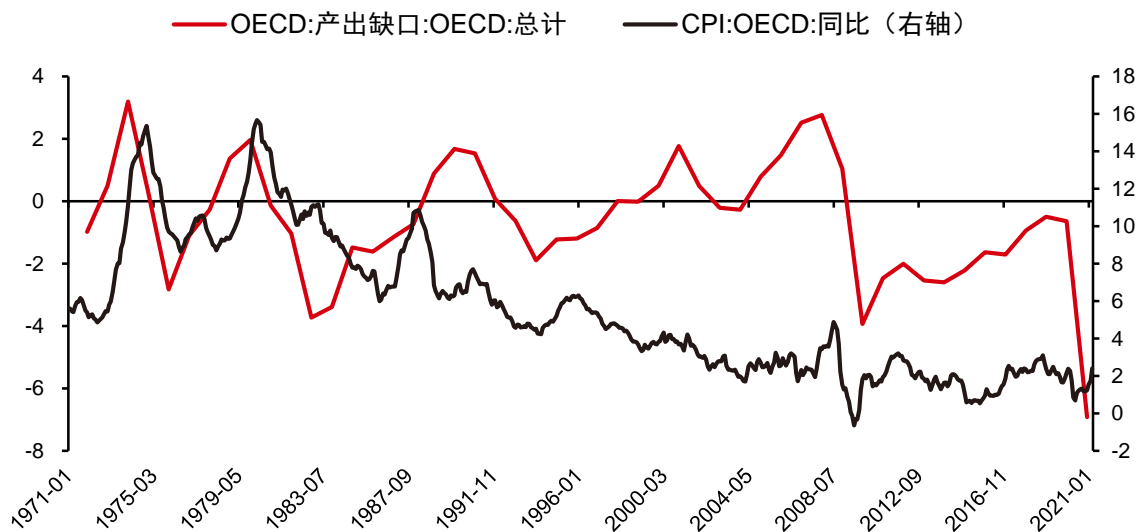
资料来源：Wind，中信证券研究部

次贷危机后全球低通胀的成因：产出缺口和供给过剩

■ 产出缺口持续为负，产能过剩普遍存在。

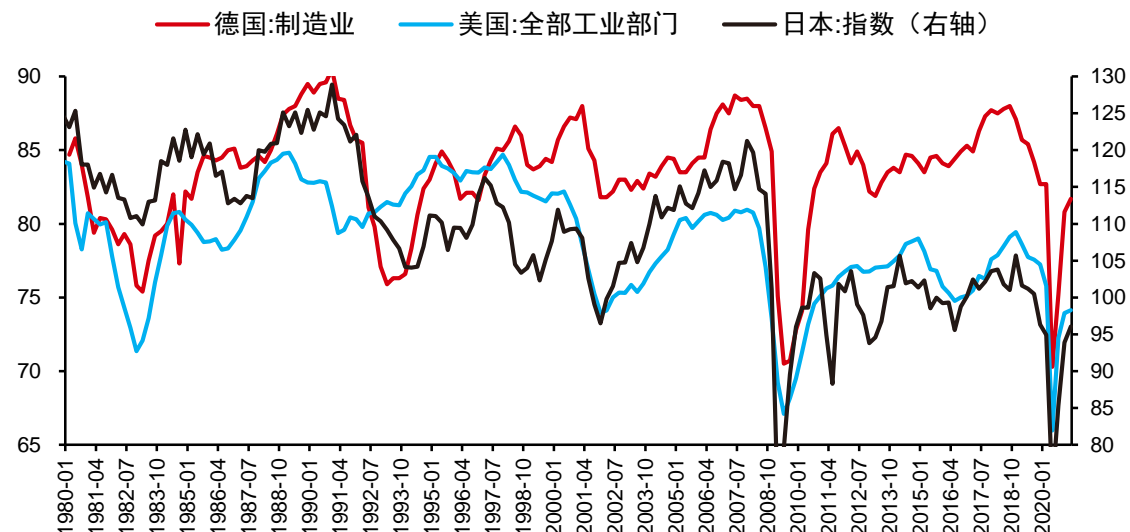
- 2008年后各国央行大规模QE和负利率刺激对通胀而言收效甚微，说明有效需求明显不足。同时期OECD国家产出缺口持续为负，长期存在产能过剩的现象。本轮产出缺口维持在负区间的时间超过了1970年以来的各轮周期。
- 2020年新冠疫情再次打断了产出缺口的收敛过程，随着疫情之下的全球经济走弱，产能过剩的状况在2020年明显走阔。21世纪前二十年相比于20世纪最后二十年，美国和日本的产能利用率中枢明显下了一个台阶。

发达国家产出缺口与通胀（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

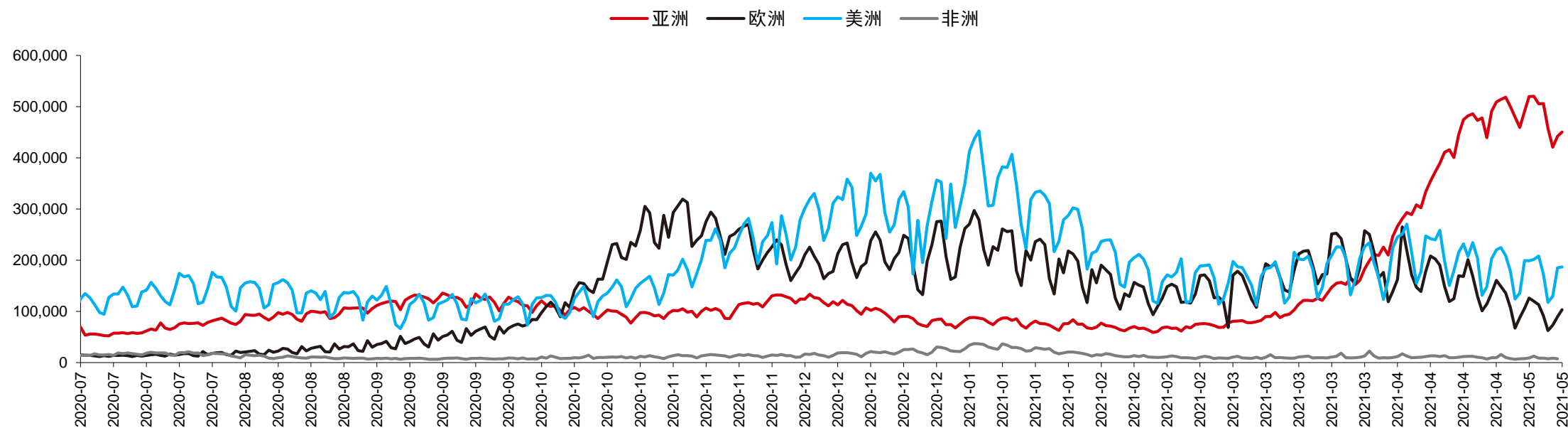
发达经济体工业产能利用率下滑（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 发达经济体与新兴市场的免疫落差将成为通胀的重要推动因素，产能将由过剩转向短期的产能不足。
 - 发展中经济体往往是工业原材料和中间品的主要生产国，免疫的不平衡将带来全球层面的供需缺口。
 - 次贷危机后原材料生产领域长期产能过剩导致的投资不足也约束了基础工业品的产量弹性。
 - 新兴市场国家作为供给方产能仍然受疫情影响较大，而发达国家经济幅度较好、需求修复较快。

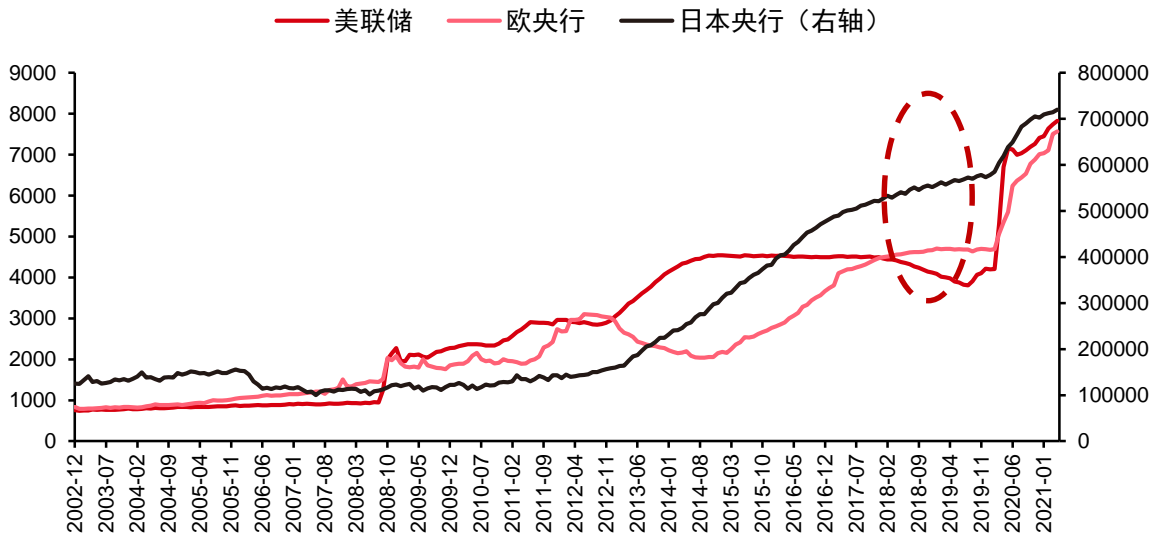
新兴市场国家疫情仍在快速扩张（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

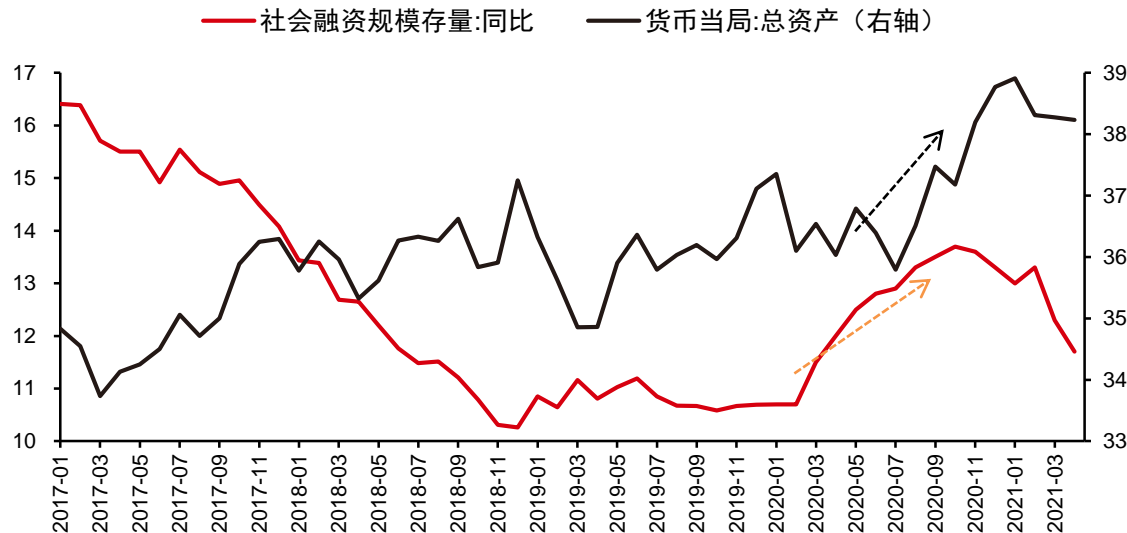
- 超大规模政策刺激后遗症：通胀同时具备需求拉动和成本推动两种逻辑，就业和通胀的分歧开始显现。
 - 以美国为首的发达经济体普遍采取了远超以往的财政和货币刺激。
 - 直接的支票救助降低了失业人口再就业的意愿，导致当前美国企业面临招工困难、工资成本上升的现象，形成成本推动型通胀的动力。
 - 超额的财政支出和极度宽松的货币环境，在经济复苏的过程中，也以需求拉动的形式在支撑通胀的上行，美联储的平均通胀目标制也助长了通胀预期的自我实现。

海外主要央行扩表规模超过次贷危机后 (十亿美元, 十亿欧元, 十亿日元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

国内疫情期间释放较多流动性 (% , 万亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

低碳转型成为推升通胀的X因素

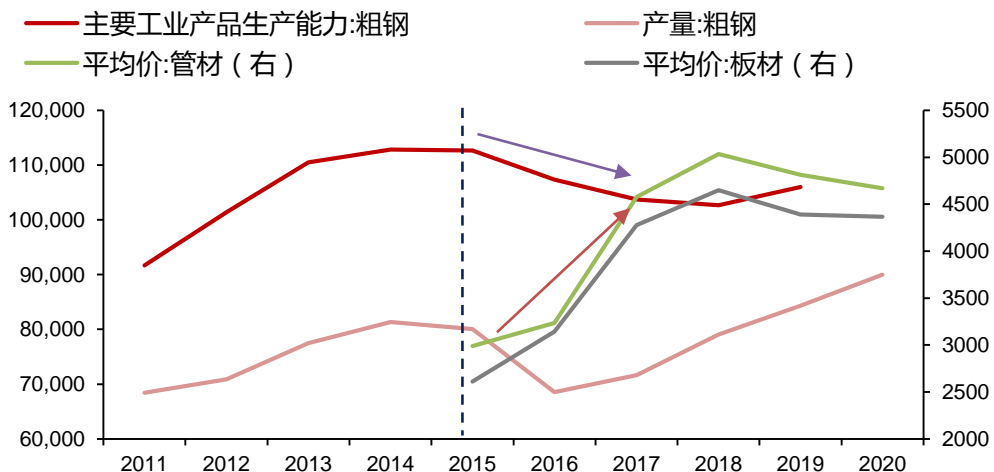
■ 2021年全球前两大经济体在低碳领域的步伐将明显加快。

- 美国方面，拜登当选新一任总统后，在气候方面的政策360度大转弯，重新加入巴黎气候协定，积极开展国际气候合作。
- 中国方面，提出碳达峰、碳中和“30·60”的宏伟目标。尽管短期内为应对国内市场的投机行为，预计限产政策边际放松，但碳中和与中国低碳转型的决心和政策的连续性不容置疑。

■ 全球低碳转型是确定的方向，但节奏上的不确定性可能使其成为推升通胀的X因素。

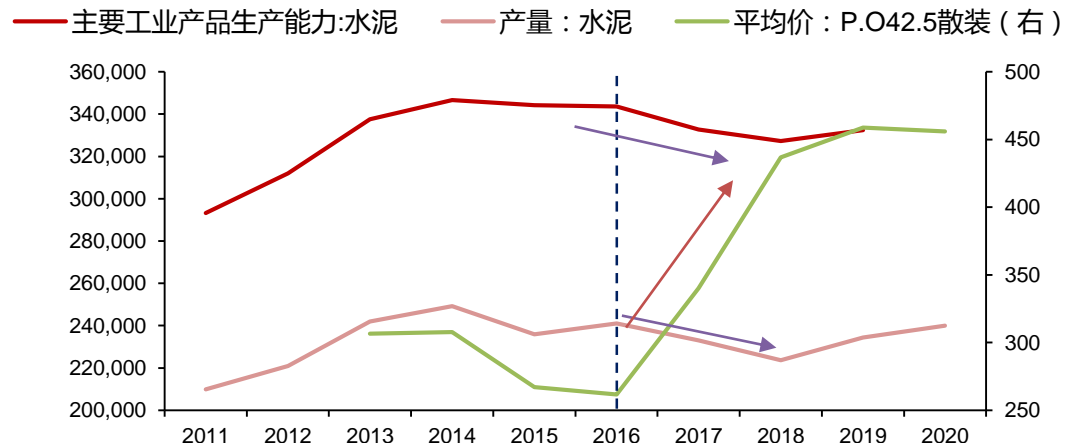
- 全球低碳转型的需求，将导致部分工业品的需求大幅上升，比如铜；也可能使得部分工业品出现结构上的供应缺口，比如国内的钢铁，美国的页岩油等。

供给侧改革下的粗钢产能、产量和价格（万吨，元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

供给侧改革下的水泥产能、产量和价格（万吨，元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

CONTENTS

目录

1. 全球通胀：供需缺口下，波动或加大
2. 国内经济：双轮驱动稳增长，通胀压力仍需关注
3. 金融数据：信用增速下行放缓，年底债务周期重回扩张
4. 海外环境：通胀趋于上行，宽松逐步退出
5. 政策组合：去杠杆与稳增长的切换
6. 债券投资策略：持盈保泰

■ 疫情之后的中国经济呈现地产、出口“双轮驱动”的特征

- 二者在4月的两年平均同比增速均超过10%，在整个疫后复苏的过程中也是支撑中国经济最核心的驱动力。
- 地产投资波动增加但短期仍有支撑，外需的强势在二三季度有望延续。二三季度“双轮驱动”的格局有望维持。同时，制造业投资、商品消费稳步向好也会为经济贡献边际增量。

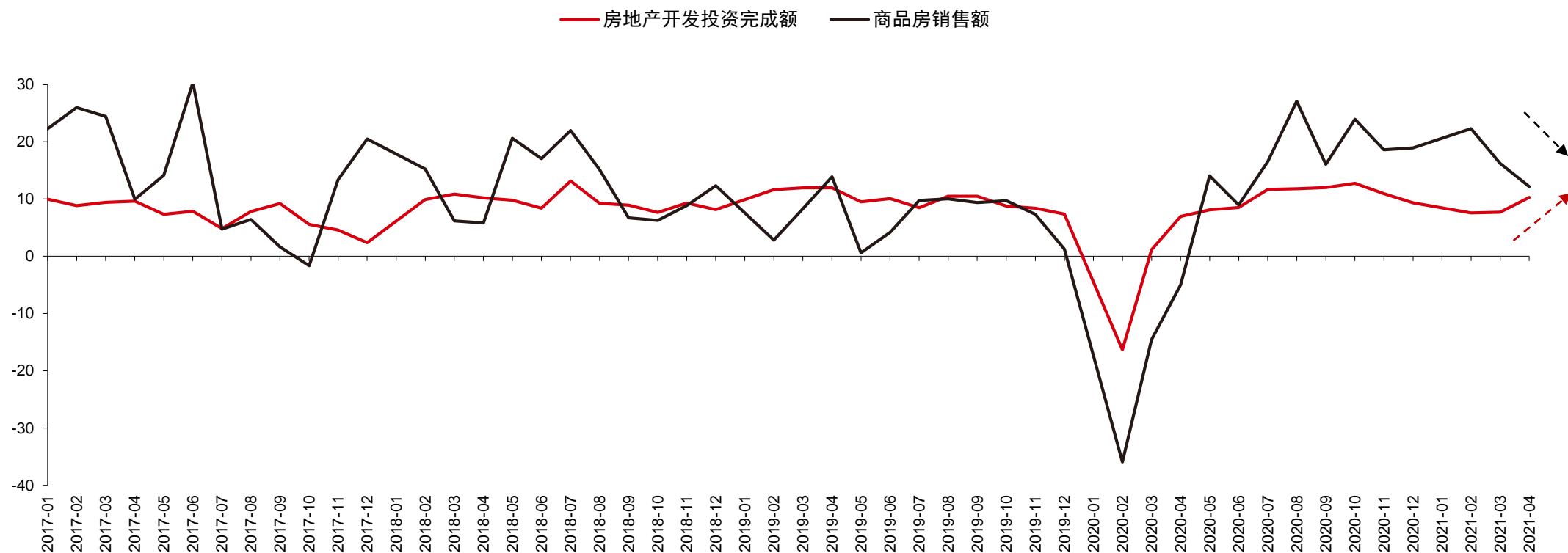
“双轮驱动”的经济增长 (%)							
宏观经济指标	2021年4月	2021年3月	2021年1-2月	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
工业增加值	6.8	6.2	8.1	7.1	5.8	4.4	-8.6
制造业投资	3.4	-0.3	-3.4	8.7	1.6	-4.9	-25.2
地产投资	10.3	7.7	7.6	11	11.8	8	-7.7
基建投资	3.8	5.8	-1.6	5.8	6.4	8.1	-16.4
社零	4.3	6.3	2.7	3.2	-0.4	-3.8	-19.6
出口	16.8	10.3	15.2	16.7	8.4	-0.2	-13.6
进口	10.7	16.7	8.2	4.9	3.1	-9.7	-3.2
社融	11.7	12.3	13.3	13.3	13.5	12.7	11.5

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理

■ 地产投资和销售的分化

- 4月地产投资增速继续冲高，地产作为当前中国经济的重要引擎之一，短期内仍处在景气高位。
- 4月房地产销售额两年几何平均增速继续回落至12%，与地产投资形成分化。

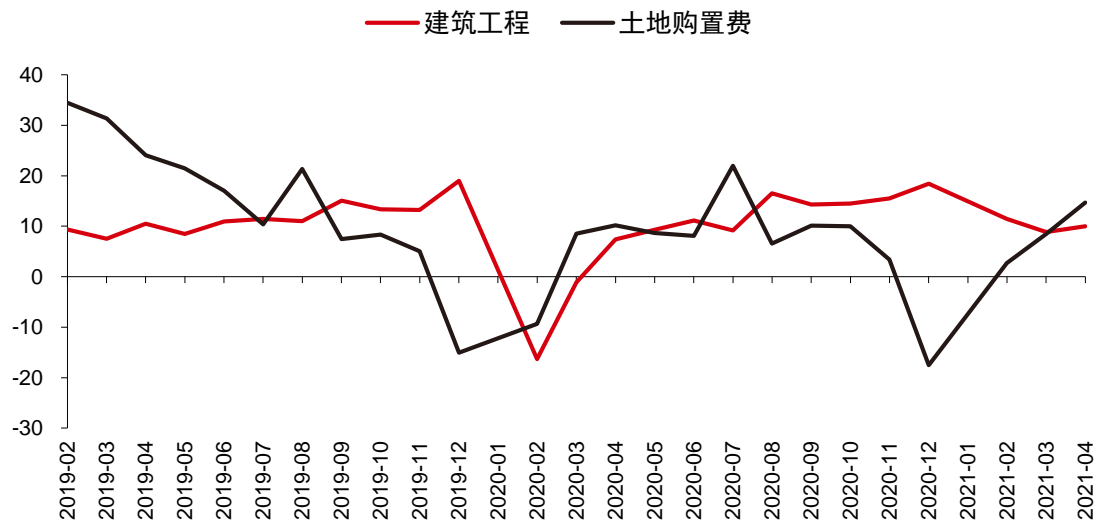
房地产投资与销售分化 (%)



■ 二三季度地产投资或将继续强势运行

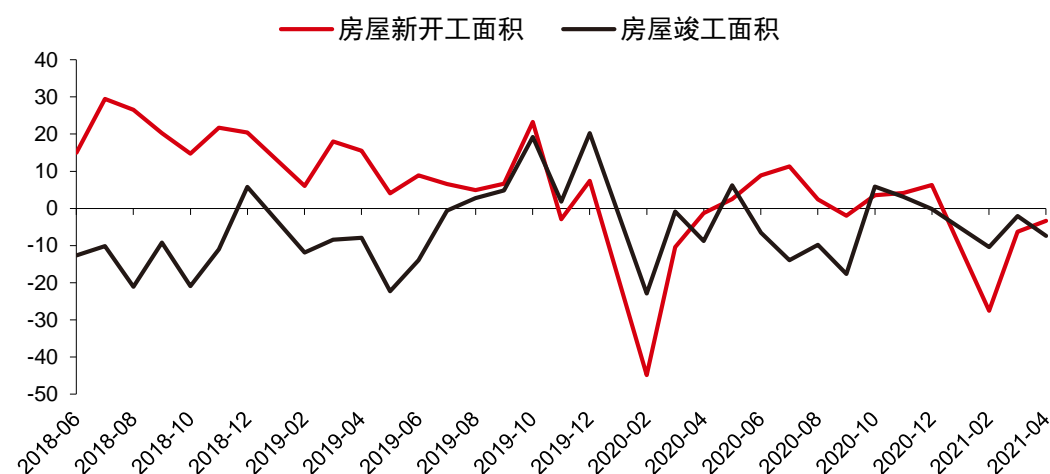
- 近期土地市场较为火热，集中供地并未对房企的拿地热情和规模产生实质性的影响，开工和施工可能会在二季度加速展开，预计届时建筑工程投资增速或将有所上行。
- 在集中供地政策的影响下，地产投资数据的同比波动会有所增加，通过拉长时间维度，使用季度数据来观察地产投资会得到更加合理的判断。
- 我们预计，建安投资和土地投资的热度仍将继续支撑二季度的地产投资需求。

建筑工程投资稳定增长，土地购置费反弹（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理

新开工面积波动增加(%)

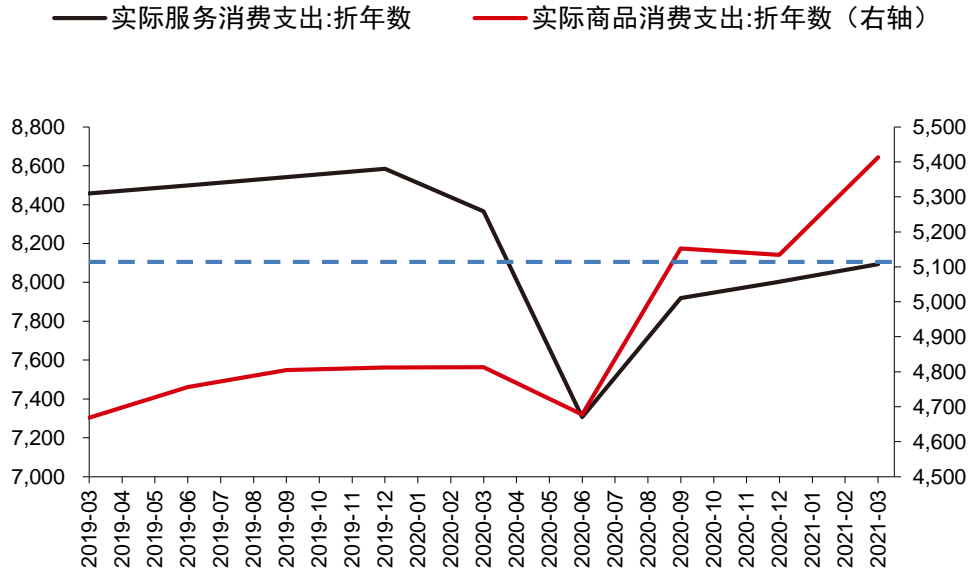


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理

出口：外需仍强，支撑出口

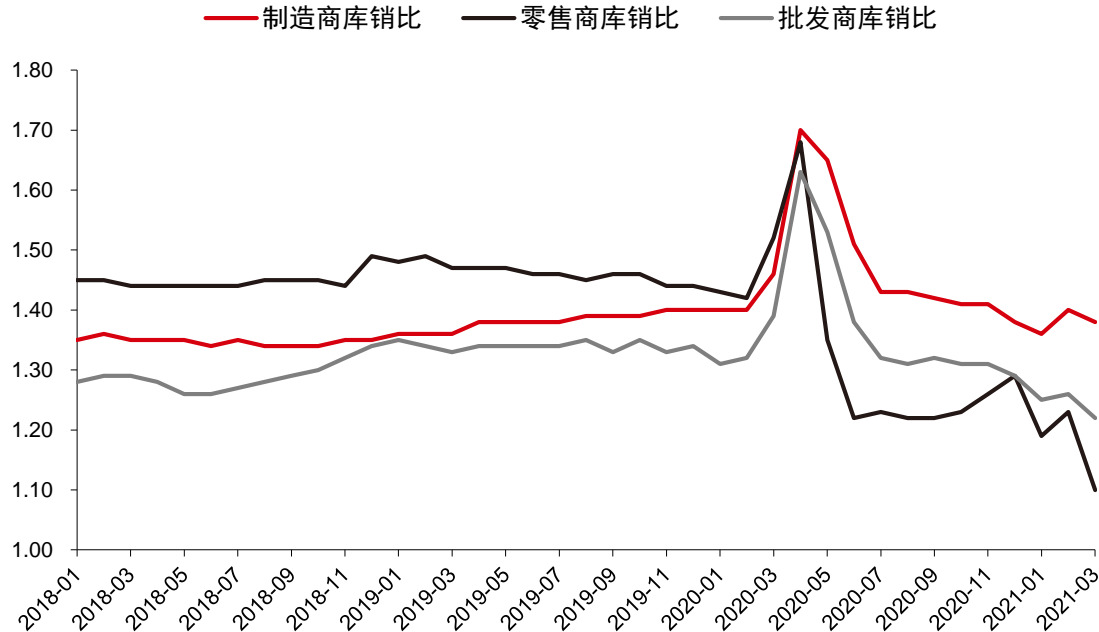
- 随着疫苗接种率的提升、疫情隔离的逐渐解除，美欧两大经济体或将在二三季度相继迎来第二波修复高峰
 - 除了制造商以外，批发商和零售商被动去库，其中零售商的库销比不断创下历史最低水平，预计美国零售商的低库存和可以预见的补库行为将继续支撑我国消费品出口。
 - 相比于美国，欧盟在疫情防控 and 疫苗接种方面相对迟缓，但仍整体好于新兴市场，景气指数和信心指数显示其边际复苏较快，二三季度可能也会迎来经济修复速度的反弹。

美国服务消费较疫情前仍具备较大的修复空间（十亿美元，十亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：2021年数据为两年复合增长率。

美国批发和零售商库销比大幅下降（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

出口：南亚、东南亚疫情爆发，利多我国出口

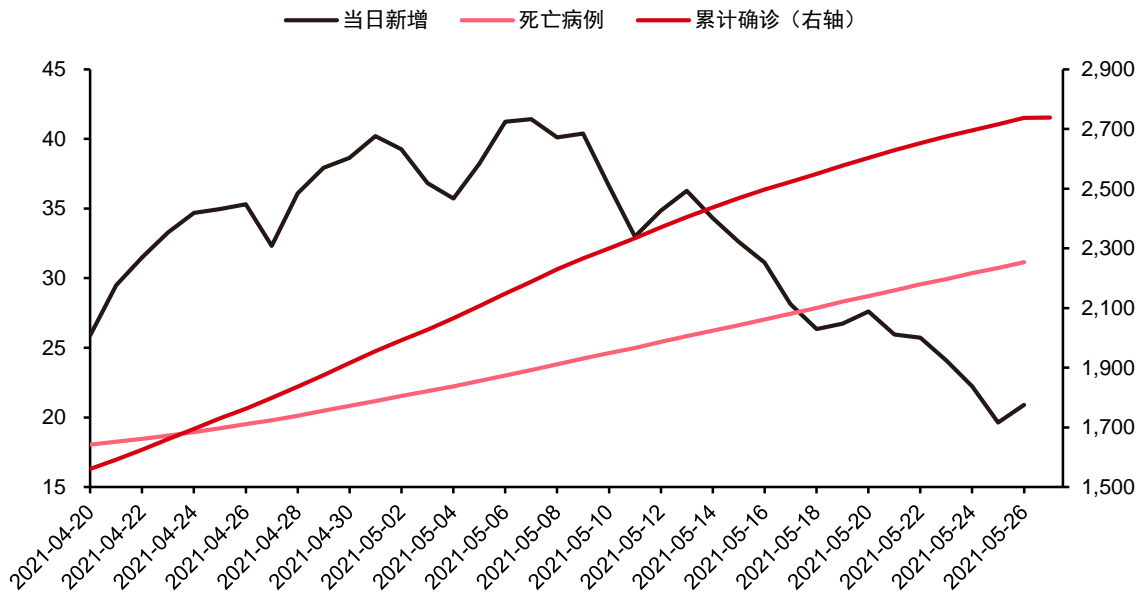
■ 南亚、东南亚疫情爆发

- 4月中旬以来，印度疫情爆发，并不断向周边国家扩散。
- 5月下旬起，东南亚疫情爆发，马来西亚、越南、泰国等国感染病例迅速增加。

■ 南亚、东南亚疫情或导致制造业订单及产能流入中国

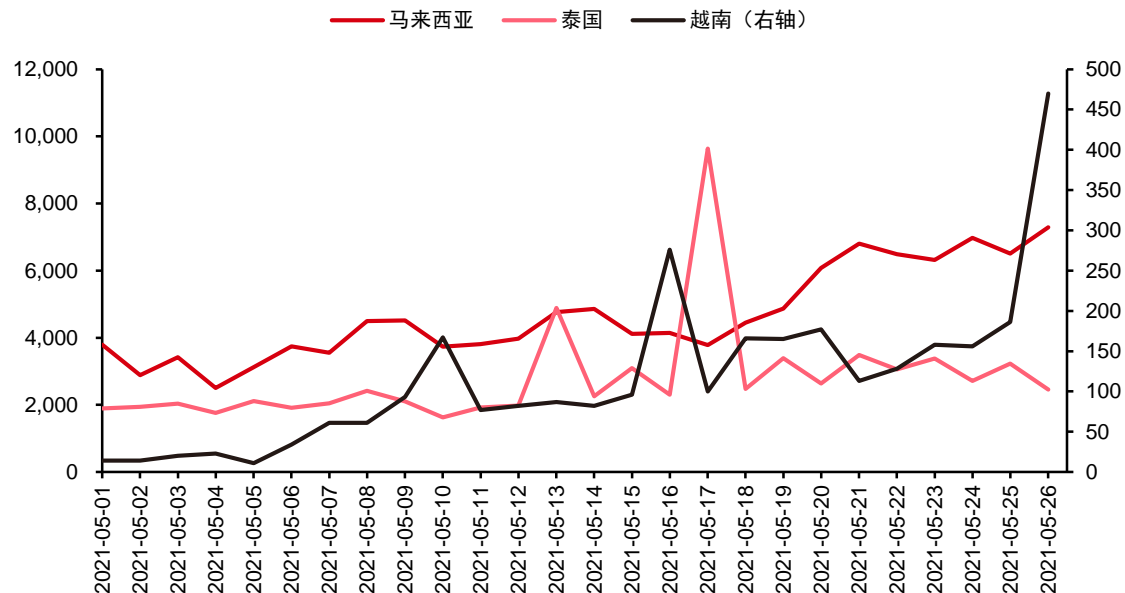
- 此前诸多制造业公司落户东南亚，当前为防止疫情影响生产，部分企业和厂家正计划重新将生产线移回中国。

印度疫情情况（万例，万例）



资料来源：Wind，中信证券研究部

东南亚国家新增病例快速上升（例，例）

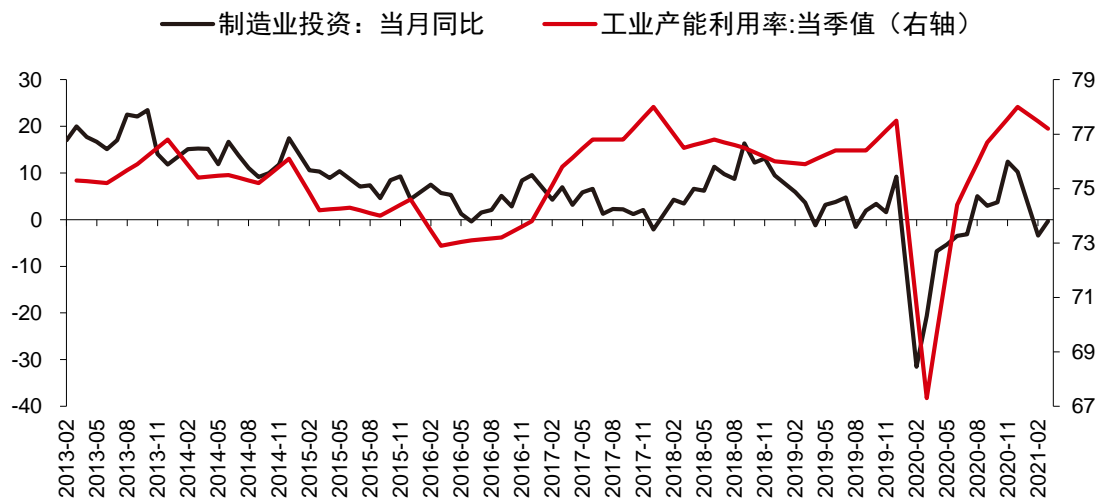


资料来源：Wind，中信证券研究部

制造业：迟到但不会缺席

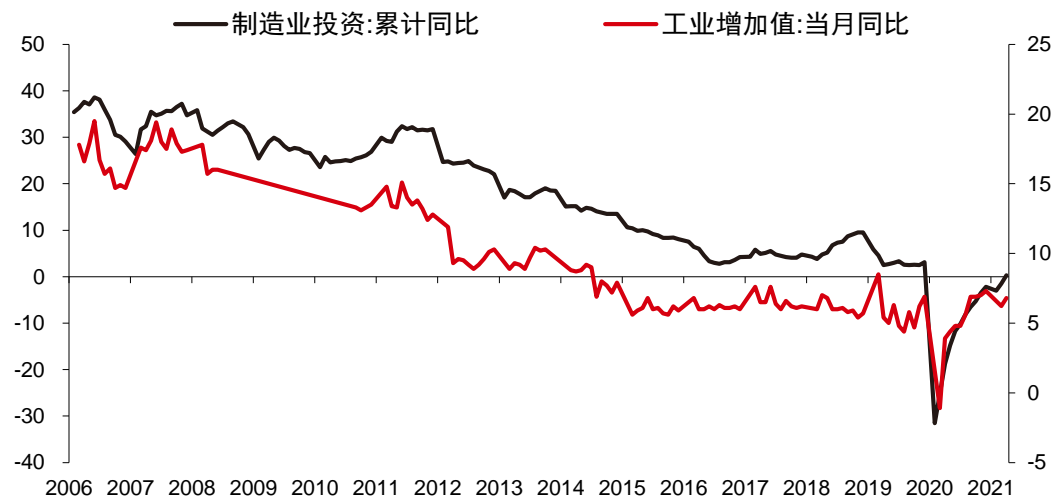
- 一季度制造业投资较2019年同期小幅下滑，较去年四季度形成明显断点，今年制造业投资高光时刻虽迟但不缺
 - 投资与生产密切相关，生产向好的情况下投资往往滞后反应。
 - 工业产能利用率运行在过去十年的最高水平附近。
 - 制造业利润对投资的领先性。
- 产能利用率和利润的维度看，周期行业在宏观意义上的景气度有望延续

工业产能利用率高位运行（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年制造业投资增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理

工业生产和投资往往一脉相承（%， %）

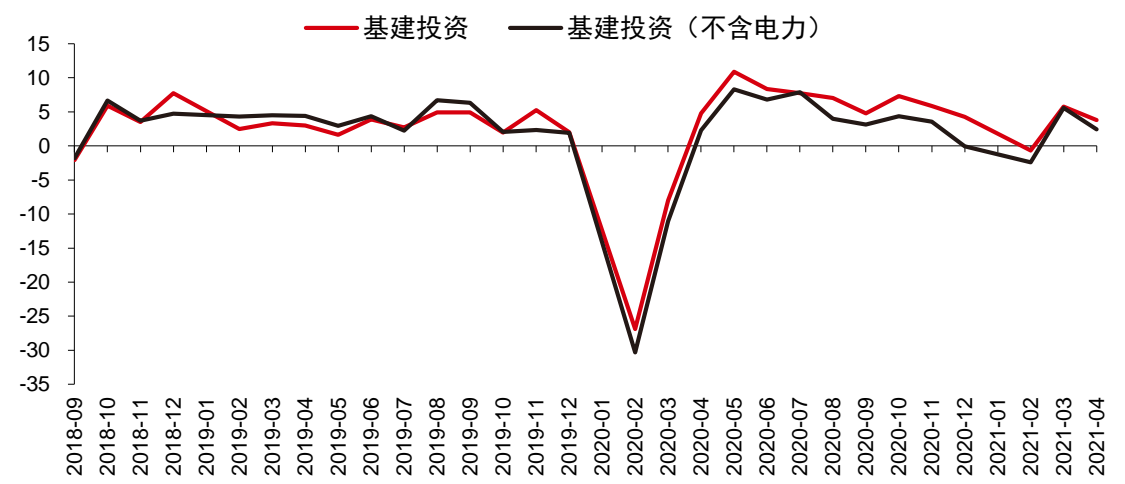


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：工业增加值同比数据剔除了每年1-2月以及08年金融危机爆发后2年内的数字，以排除基数效应导致的较大扰动。2021年的同比增速均采用两年几何平均增速

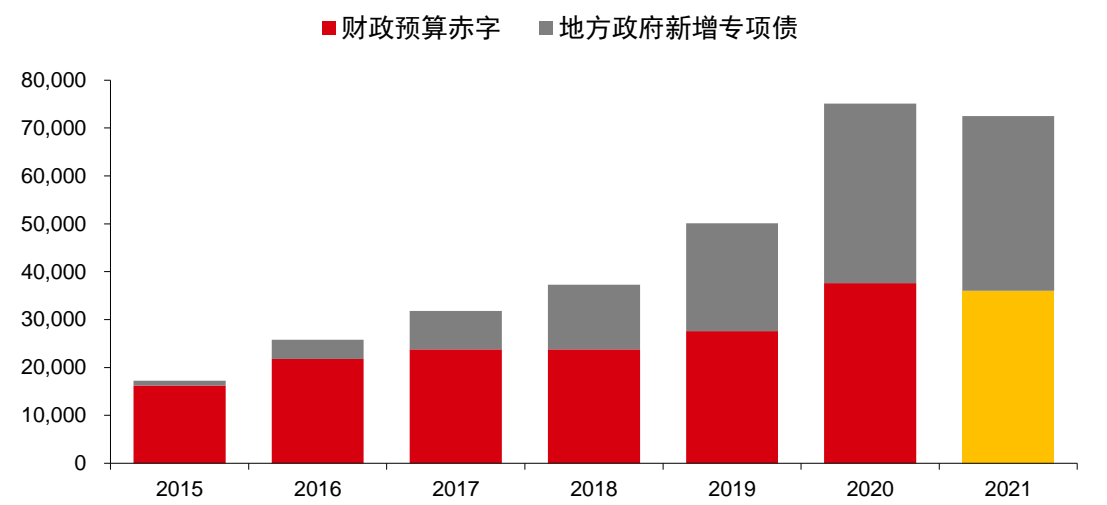
基建投资：低增速、稳健增长

- 今年基建投资上行有顶，下行有底，预计全年低速增长
 - 近年来基建的表现都相对中性，背后也是中央财政对于地方政府基建投资的态度有保有压。
 - 支持因素：逆周期调控的需要，基建资金充足。
 - 约束因素：中央对地方政府隐性债务的关注，专项债投向监管的趋严。
 - 中性预期下，或保持3%-4%的增速区间，维持低速、稳定增长。

基建投资小幅回落（%）



今年预算赤字规模和新增专项债额度与去年大致相当



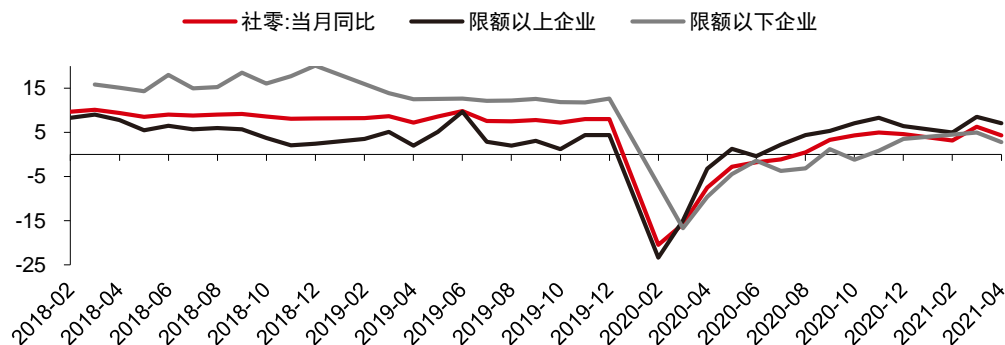
资料来源：Wind，中信证券研究部

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：图中标黄为预算赤字率乘以中信证券研究部预测的今年名义GDP得出预算赤字的估计值

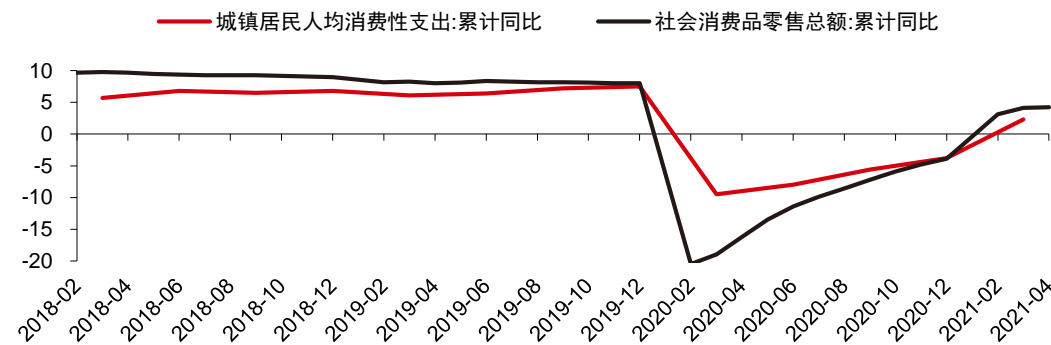
居民消费：道阻且长，持续贡献边际增量

- 社零消费和居民消费的修复可能并不一致，两个分化将在一定程度上制约消费的增长
 - 限额以上和限额以下企业分化。
 - 居民和非居民部门分化，居民消费弱于非居民部门。
- 上述两个分化都可以追根溯源到居民的收入端：居民收入回暖不充分；收入分化制约总体居民消费

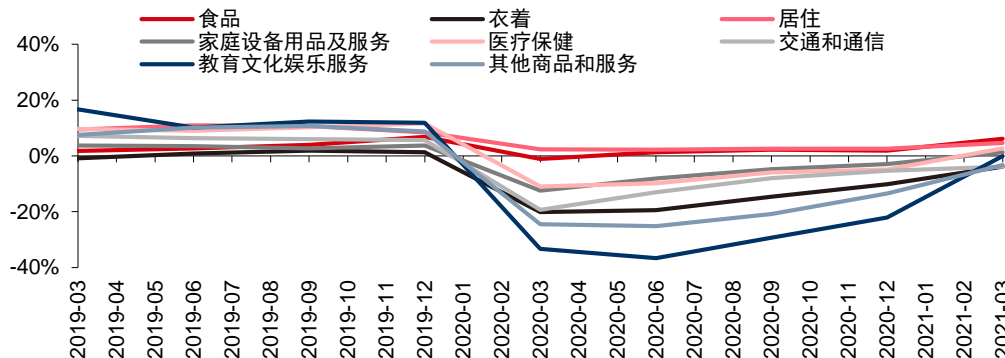
限额以上企业和限额以下企业社零的分化（%）



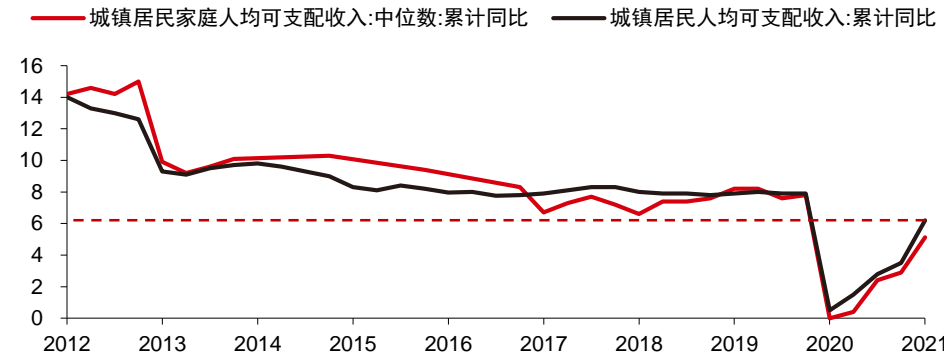
居民和非居民消费的分化（%）



居民多数消费支出增速尚未回归正常（%）



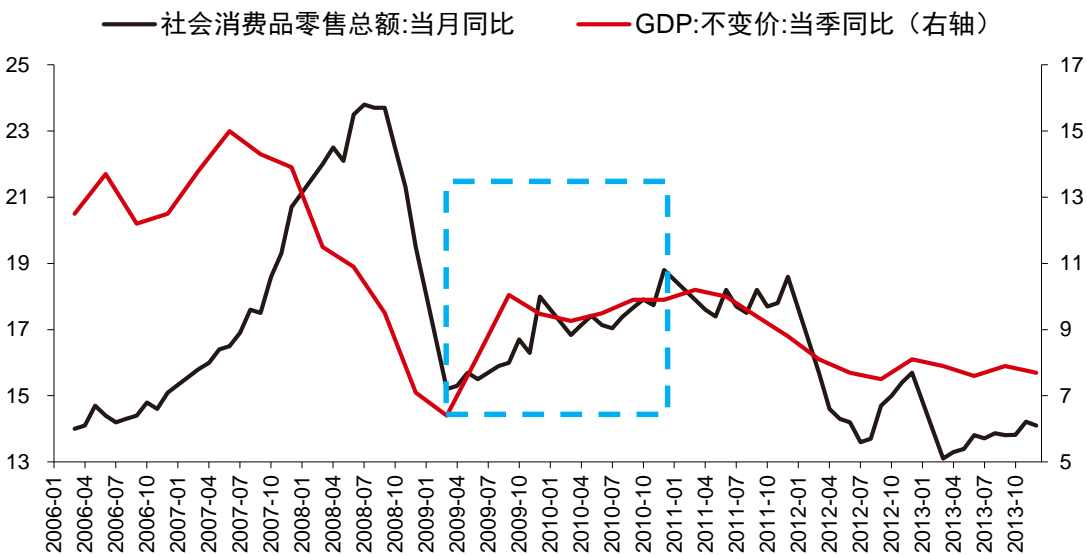
居民收入增速尚未回到疫情前水平（%）



居民消费：道阻且长，持续贡献边际增量

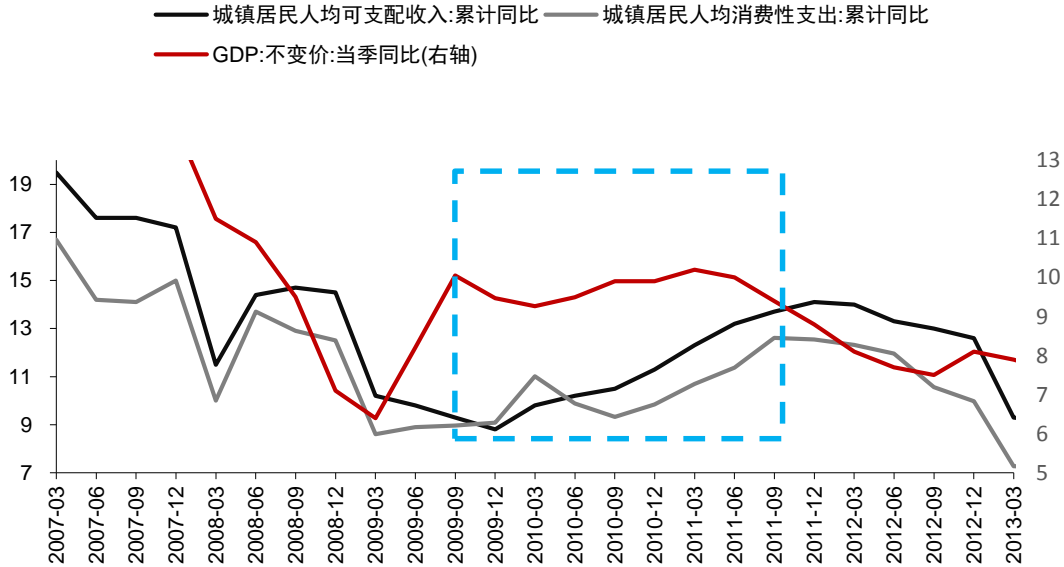
- 社零消费或将在今年年底回到略低于疫情前的水平
- 居民消费的修复可能慢于社零，还需要进一步观察居民收入变化
- 国内需求将在二三季度继续向上，关注四季度或年底的拐点

08年金融危机时期社零高点滞后于经济复苏1年左右（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2009年三季度到2010年二季度的GDP增速均采用两年几何平均，2010年3月-2010年12月社零增速采用两年几何平均，历年均剔除1月和2月，以剔除春节错期的扰动

08年金融危机时期居民收入和支出高点滞后于经济复苏的高点2年左右（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2009年三季度到2010年二季度的GDP增速均采用两年平均

通胀：供给侧碳中和的“有序”和“连续”

■ 碳中和相关的环保政策或对供给端产生一定影响

➢ 年初以来以煤、钢为代表的部分高耗能污染行业受到限产的一定影响，4月工业增加值季调环比增速小幅回落至0.52%

■ 预计碳中和相关的环保政策将在“有序”和“连续”之间寻找平衡

➢ 从央行Q1货政执行报告对通胀担忧并不强烈，到4-5月金稳委、国常会多次点名大宗价格，通胀愈发深入决策层视野。

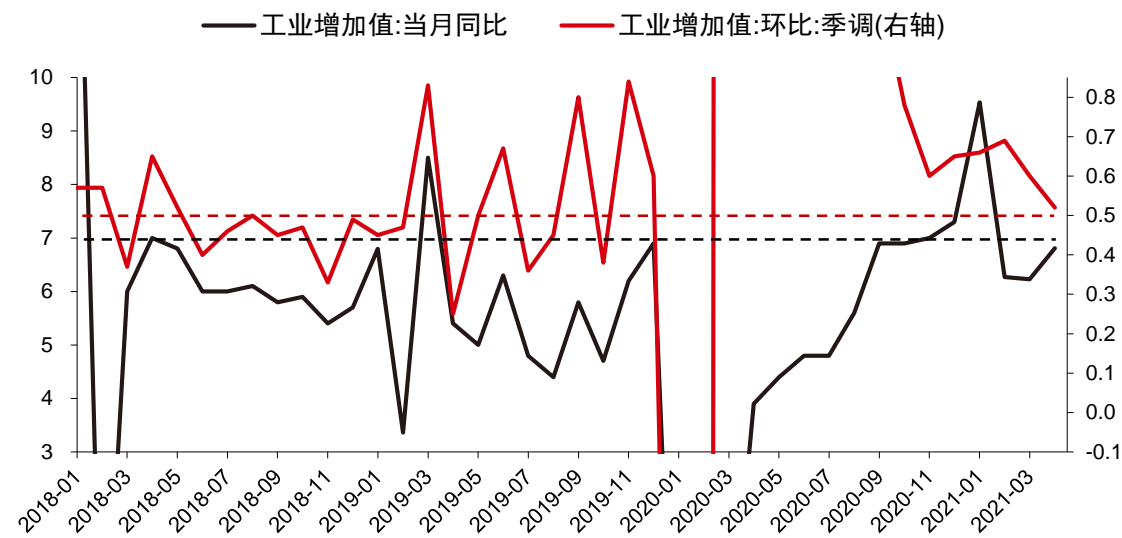
➢ 预计碳中和相关的环保政策将在“有序”和“连续”之间寻找平衡，供给端的约束将成为一个长期趋势。

国内煤、钢产能受到约束（%，万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

工业增加值环比增速放缓（%，%）

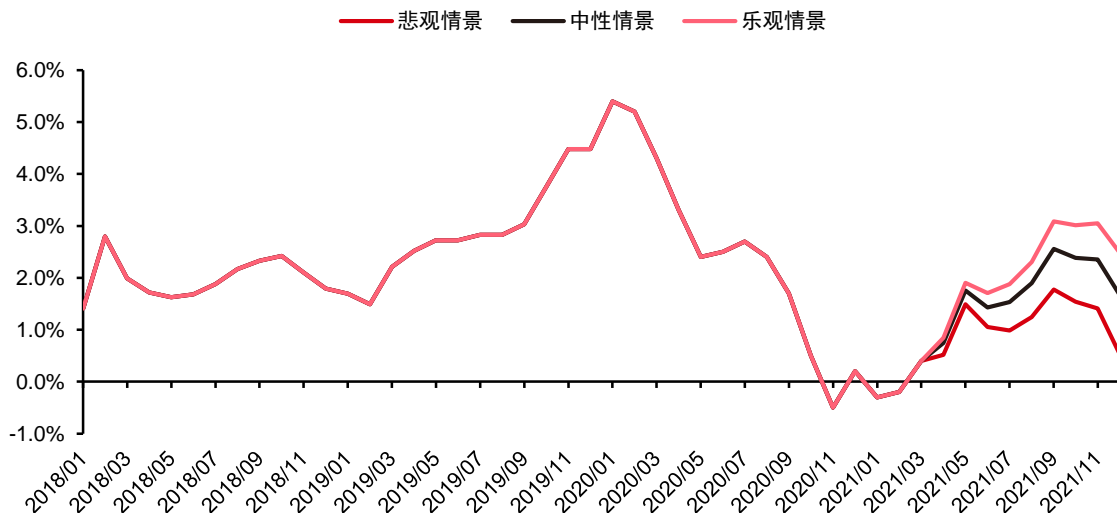


资料来源：Wind，中信证券研究部

通胀：供需缺口的结构性压力仍然存在

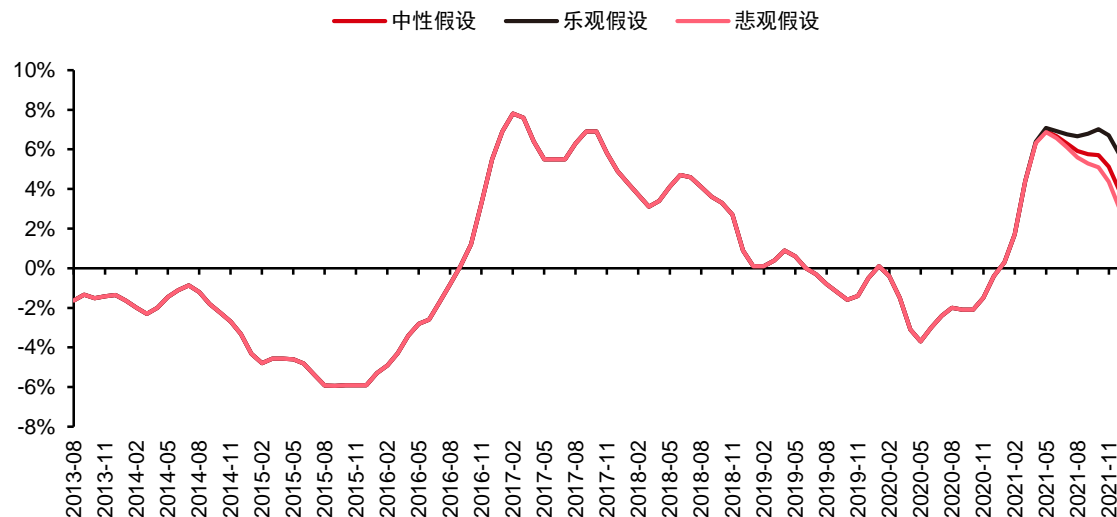
- 未来工业品价格的波动将会受到国内、国外两个供需缺口的影响
 - 国内供需缺口：能源金属价格上涨引发决策层关注，限产力度可能放松，但随经济回暖供需缺口难以消除。
 - 海外免疫落差形成全球供需缺口，输入性通胀压力上升：全球疫情恢复分化，供应链复苏不均，海外大宗可能上行。
- 预计二季度PPI同比高点过后回落速度慢，年内仍将高于3%，CPI同比持续上行
 - 前期对PPI同比或定基指数尖顶形态的预期需调整：参考供给侧改革持续时间和强度短期无法确认通胀拐点，本次PPI大概率是圆顶。
 - 中性假设下PPI同比将在Q2触顶；乐观假设下PPI同比Q2/3将维持高位，Q4后迎来拐点。
 - 猪周期下行带动食品项CPI同比持续回落，非食品项价格的回升和低基数将推动CPI同比季度均值持续上行，月度高点预计出现在Q3。

CPI同比情景测算



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

PPI同比情景测算



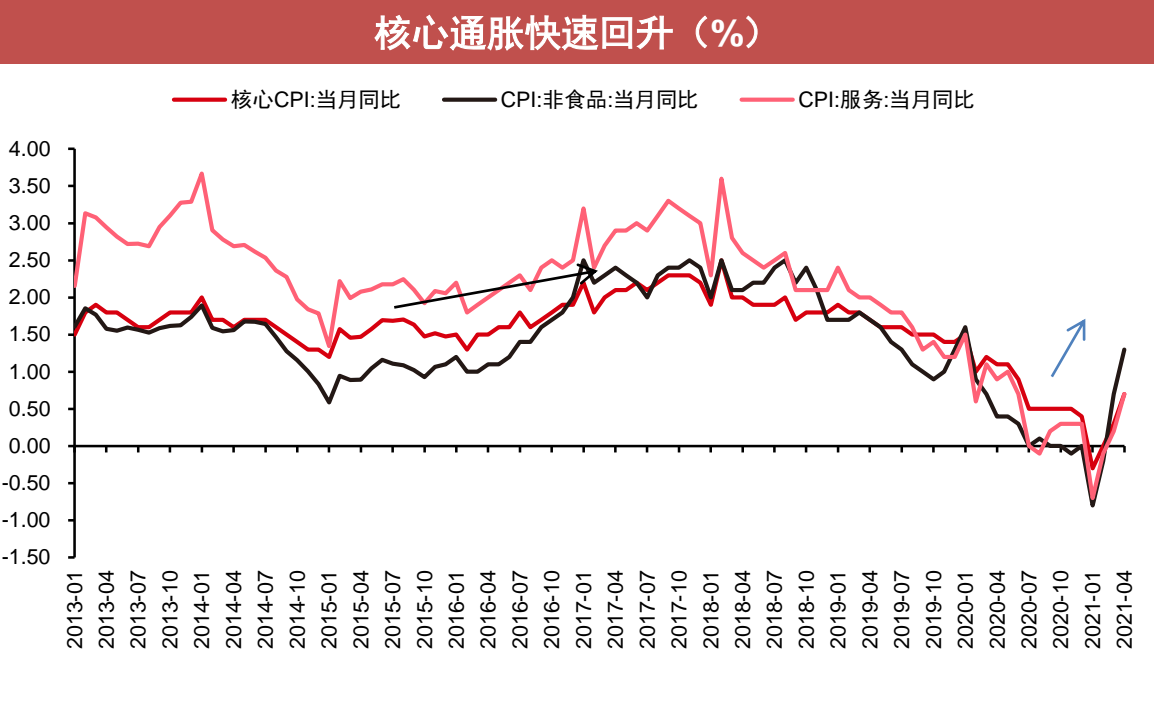
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

通胀：涨价存在扩散和传导迹象，关注通胀传导

- 疫情防控形势较好的背景下服务消费需求回升
- 4月CPI环比出现反弹，除了服务价格普遍上涨之外，前期上游原材料价格持续上涨也出现逐步向下游传导的迹象。
- 4月上游工业品涨价的主力从石油石化产业链转向煤炭、黑色金属产业链
- 除CPI和PPI外，后续应更全面关注核心通胀
 - 人口数据中长期下降和老龄化的深化，将逐步推动劳动力成本和服务价格，而服务价格的普遍上涨将推动核心通胀持续回升。

工业品涨价品种有所扩散 (%)										
指标名称	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07
PPI:煤炭开采和洗选业:环比	2.80	-3.10	1.60	6.40	3.50	2.20	2.10	0.30	-0.90	0.60
PPI:石油和天然气开采业:环比	0.40	9.80	7.50	8.20	7.90	0.90	-4.90	-2.30	3.60	12.00
PPI:黑色金属矿采选业:环比	2.20	4.40	5.90	4.90	3.30	0.00	0.70	3.10	4.30	2.70
PPI:有色金属矿采选业:环比	1.40	1.10	0.30	1.80	0.70	-0.40	-0.30	0.60	3.10	2.50
PPI:非金属矿采选业:环比	0.70	0.00	0.10	0.40	0.30	0.30	0.10	0.70	-0.30	-0.30
PPI:木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业:环比	-1.10	0.00	0.30	0.40	0.20	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00
PPI:造纸及纸制品业:环比	-0.30	2.30	1.60	0.80	0.20	0.50	0.30	0.10	0.40	0.80
PPI:石油、煤炭及其他燃料加工业:环比	-0.90	5.70	4.90	5.30	5.30	1.70	-1.60	-0.50	1.20	3.40
PPI:化学原料及化学制品制造业:环比	2.10	5.30	2.10	1.00	2.30	2.20	1.10	0.90	-0.20	-0.10
PPI:化学纤维制造业:环比	1.00	3.70	3.60	3.60	1.50	1.90	1.00	-1.20	-1.20	-1.60
PPI:橡胶和塑料制品业:环比	0.70	1.10	0.30	0.40	0.80	0.30	0.00	-0.10	-0.20	-0.30
PPI:非金属矿物制品业:环比	1.00	-0.10	-0.40	0.00	0.40	0.70	0.30	0.40	-0.40	-0.80
PPI:黑色金属冶炼及压延加工业:环比	5.60	4.70	2.30	3.80	3.30	1.50	-0.10	1.30	1.50	1.10
PPI:有色金属冶炼及压延加工业:环比	2.10	1.50	1.50	0.90	3.90	1.10	-0.30	0.70	3.00	3.10
PPI:金属制品业:环比	1.40	1.20	0.60	0.60	0.60	0.10	0.10	0.20	0.10	0.10
PPI:通用设备制造业:环比	0.40	0.40	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00	-0.20	-0.10	0.00
PPI:铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业:环比	0.20	0.10	-0.10	0.00	0.00	0.20	-0.30	-0.10	0.10	0.00
PPI:电气机械及器材制造业:环比	0.90	0.80	0.20	0.20	0.60	0.00	0.00	0.00	0.40	0.20
PPI:农副食品加工业:环比	-0.90	0.20	0.90	1.60	1.00	0.80	-0.10	0.20	0.60	1.00
PPI:食品制造业:环比	0.50	0.40	0.20	0.10	0.00	0.40	0.00	0.00	0.00	0.00
PPI:酒、饮料和精制茶制造业:环比	-0.10	0.30	0.40	0.20	0.20	0.30	-0.10	0.10	0.40	0.20
PPI:烟草制品业:环比	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10
PPI:纺织业:环比	0.60	1.90	0.80	0.50	0.20	0.50	0.30	-0.50	-0.40	-0.70
PPI:纺织服装、服饰业:环比	0.00	0.30	0.00	-0.30	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.20	-0.20
PPI:印刷业和记录媒介的复制:环比	0.10	0.50	0.10	-0.10	0.00	-0.30	-0.20	0.00	0.10	-0.40
PPI:医药制造业:环比	0.00	-0.10	0.10	-0.10	0.10	0.10	-0.10	-0.10	0.00	-0.10
PPI:专用设备制造业:环比	0.00	0.20	0.00	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
PPI:汽车制造业:环比	-0.10	0.00	-0.20	0.00	-0.20	-0.10	-0.10	0.10	-0.10	0.10
PPI:计算机、通信和其他电子设备制造业:环比	0.70	0.40	-0.30	-0.20	-0.10	-0.40	-0.20	-0.70	-0.40	-0.30
PPI:电力、热力的生产和供应业:环比	-0.20	0.20	0.20	-0.20	0.70	0.30	0.00	-0.20	-0.30	-0.30
PPI:燃气生产和供应业:环比	-3.30	-1.60	-0.70	3.90	4.10	2.80	0.40	-0.20	-0.20	0.20
PPI:水的生产和供应业:环比	0.00	0.00	0.30	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.10

资料来源: Wind, 中信证券研究部



CONTENTS

目录

1. 全球通胀：供需缺口下，波动或加大
2. 国内经济：双轮驱动稳增长，通胀压力仍需关注
3. 金融数据：信用增速下行放缓，年底债务周期重回扩张
4. 海外环境：通胀趋于上行，宽松逐步退出
5. 政策组合：去杠杆与稳增长的切换
6. 债券投资策略：持盈保泰

信贷需求维持不减

■ 同比受基数影响下滑，但增量绝对值依然较好

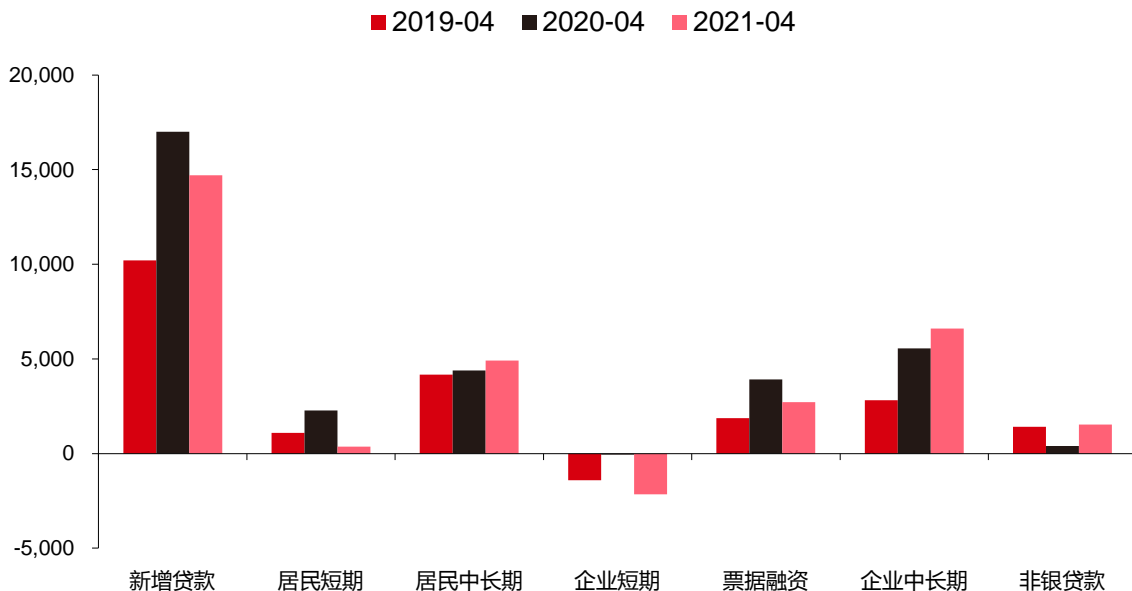
➢ 4月人民币贷款增加14700亿元，去年的基数效应拉低了同比，同比少增2293亿元，但与2019年对比多增4500亿元。

■ 融资需求仍处于高位

➢ 从企业中长贷角度来看，融资需求依然强劲，较2019年多增3782亿元。

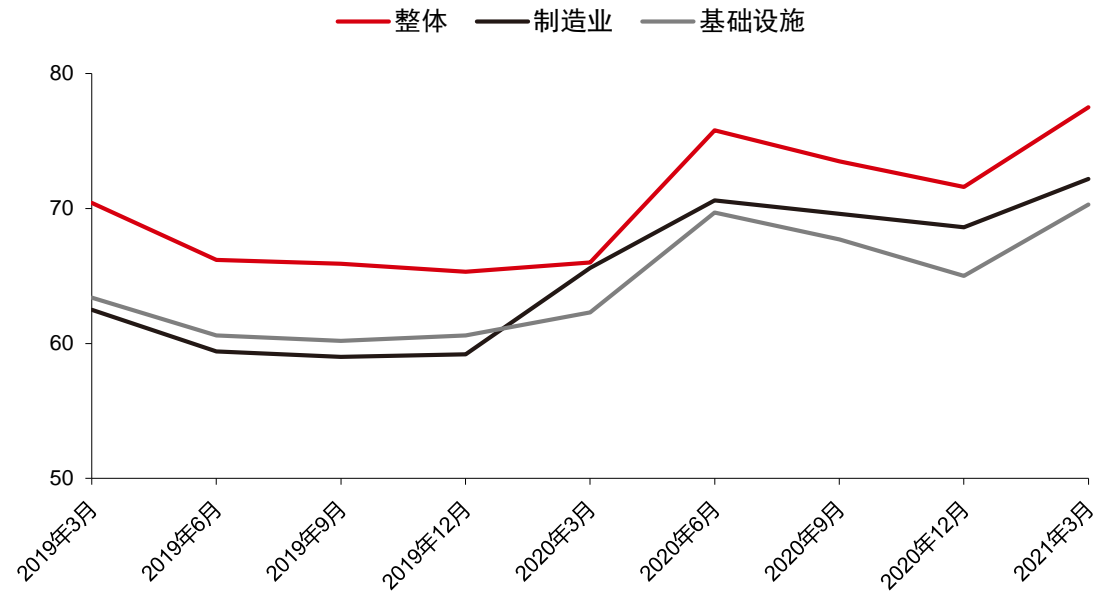
➢ 贷款需求指数从今年一季度开始显著上升。

信贷增长结构比较（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

贷款需求指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

社融增速印证紧信用逻辑

■ 4月社融社融增速下降幅度超预期

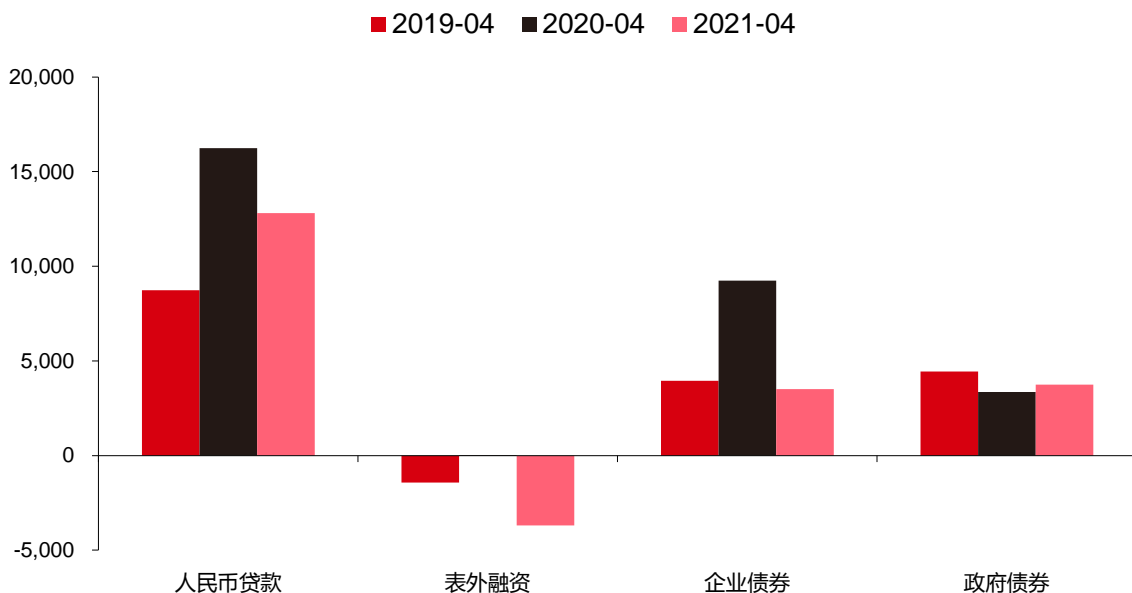
➢ 4月社融增量为18500亿元，同比少增12500亿元，增速回落至11.7%，呈紧信用特征。

■ 表外融资增量同比降3714亿元，年内非标融资的压降规模值得持续关注

➢ 监管对于融资类信托的压降力度不减，短期内信托贷款难以支持社融增长。

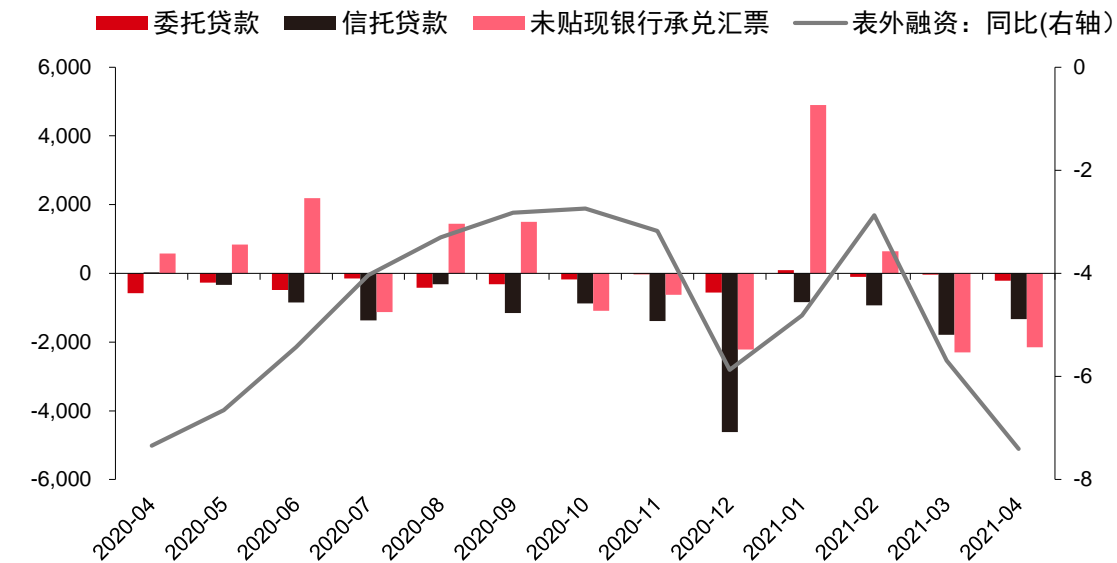
➢ 未贴现银行承兑汇票项明显多减，主要系银票到期量和贴现量较大所致。

社会融资规模主要部分增量（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

表外融资部分增量（亿元，%）

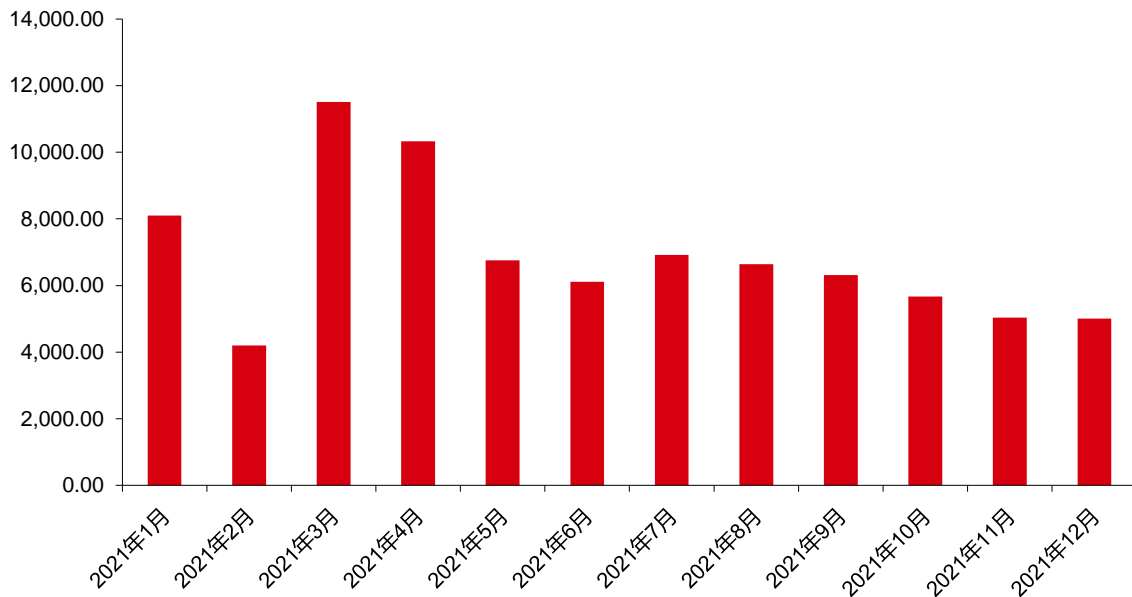


资料来源：Wind，中信证券研究部

政府债将缓解社融下滑压力

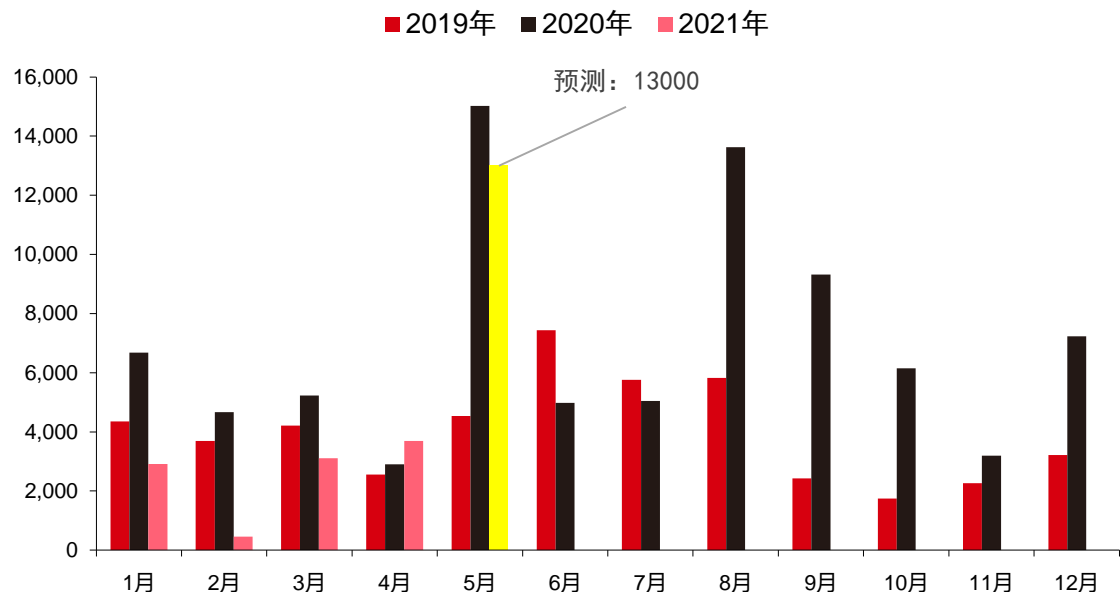
- 4月读数较低有信用债和政府债券净融资节奏的拖累，5月可能转为正向拉动
 - 4月信用债到期高峰拉低了企业债净融资额，政府债发行节奏与力度低于预期。
 - 未来地方债发行或将提速，政府债券净融资有望回暖，预计5月地方债净融资8000-10000亿元，国债净融资4000亿元左右。

各月债券总到期量（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

政府债净融资额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

居民与企业存款明显多减

■ 4月M2 增速下滑明显

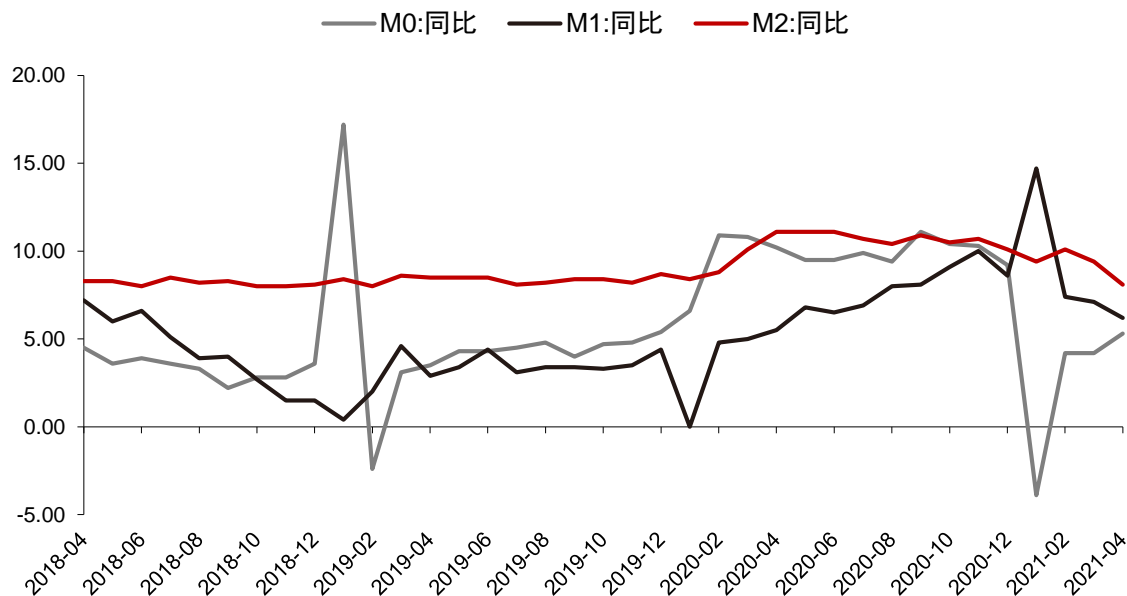
➢ 4月M2同比增速录得8.1%，同比降3%；M1同比增速录得6.2%；M0同比增速录得5.3%。

■ 居民与企业存款明显多减

➢ 居民存款减少15700亿元，企业存款减少3556亿元，均创近5年最大降幅。

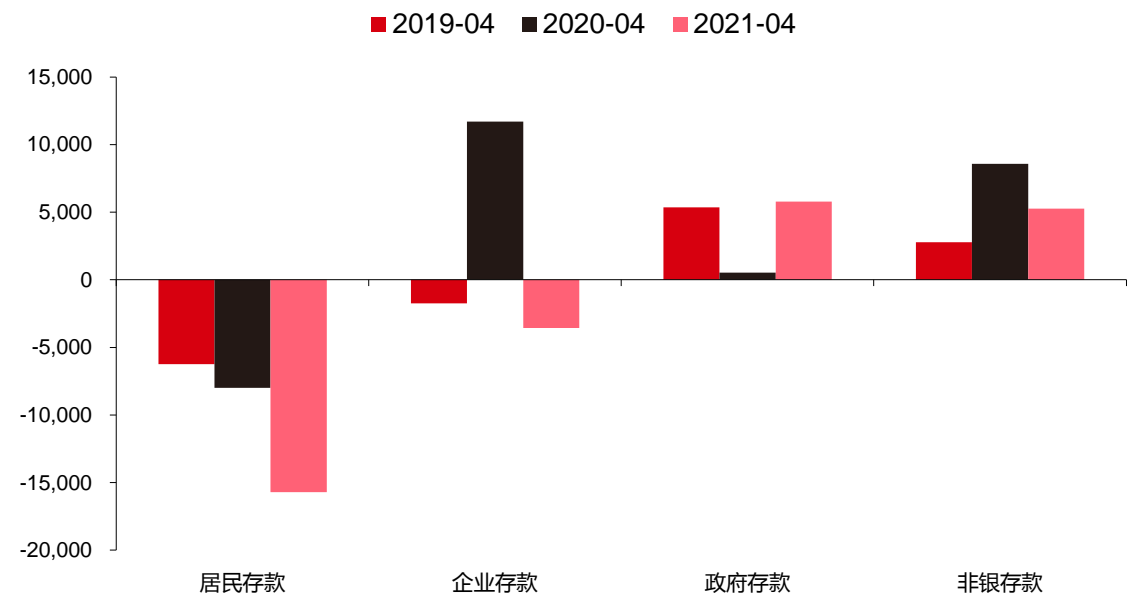
➢ 信用派生力度减弱，导致创造出的新增存款偏少。

M2同比增速显著回落（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

居民、企业存款多减（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

CONTENTS

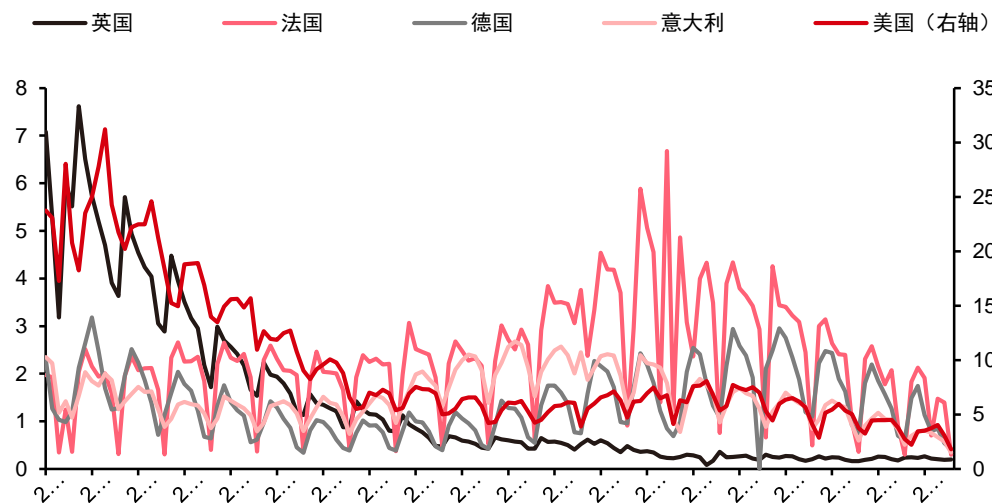
目录

1. 全球通胀：供需缺口下，波动或加大
2. 国内经济：双轮驱动稳增长，通胀压力仍需关注
3. 金融数据：信用增速下行放缓，年底债务周期重回扩张
4. 海外环境：通胀趋于上行，宽松逐步退出
5. 政策组合：去杠杆与稳增长的切换
6. 债券投资策略：持盈保泰

■ 随全球疫苗研发和接种进度加快，欧美国家疫情保持稳定

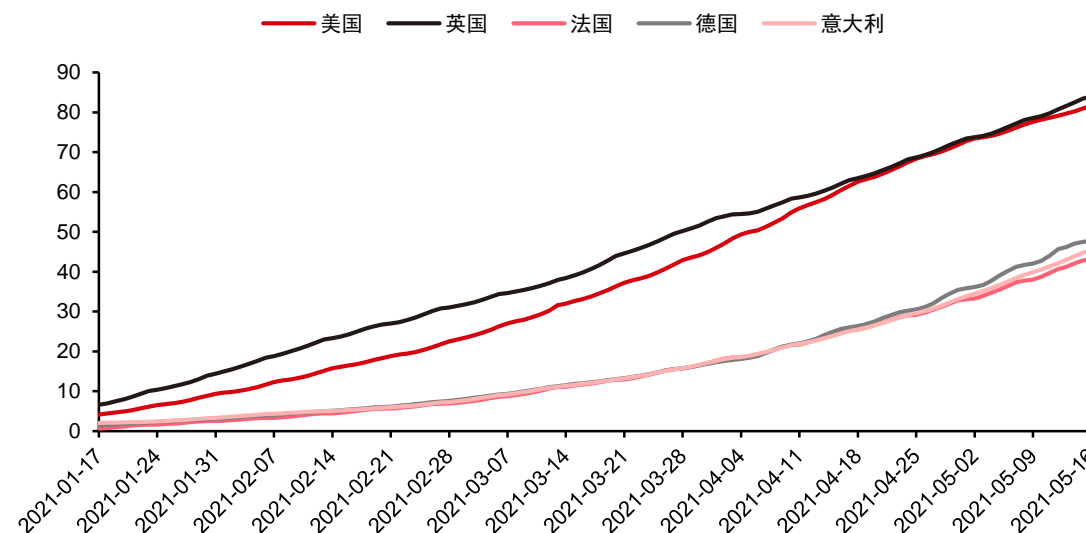
- 今年以来，主要经济体疫苗接种率不断提高，美、英两国保持高接种速度。截至5月18日，美、英两国每百人新冠疫苗接种量均超80人次。
- 在此前相对严格的封锁管控以及快速的疫苗接种下，主要经济体新增确诊病例人数大幅降低，疫情保持稳定。

海外主要经济体当日新增病例（万人，万人）



资料来源：Wind，中信证券研究部

海外主要经济体每百人新冠疫苗接种量（剂次）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国：一季度经济复苏加速

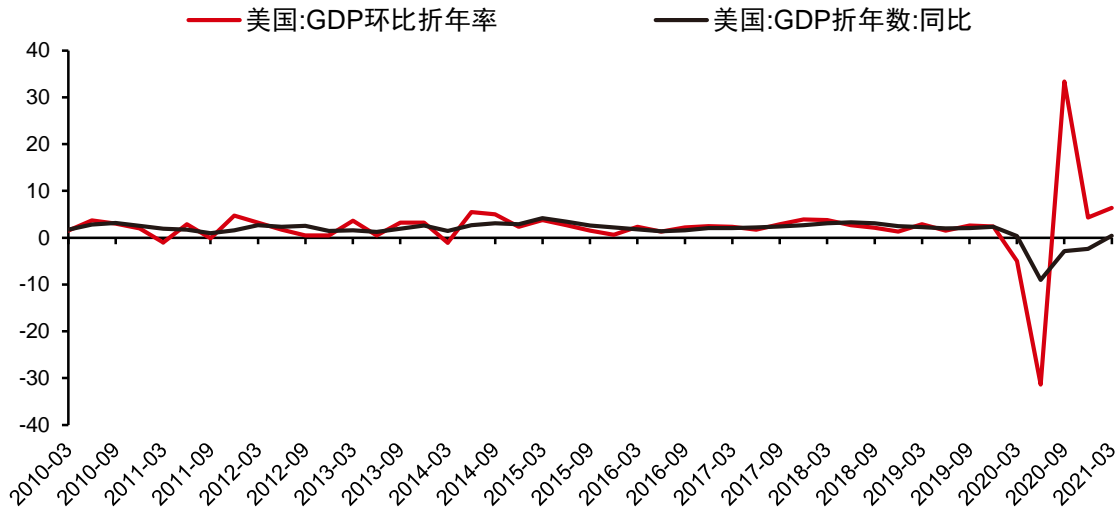
■ 美国经济一季度复苏加速

- 经历了去年二季度的大幅回落、三季度的快速修复和四季度的修复放缓之后，美国今年一季度GDP环比折年率初值为6.4%，同比增长0.4%。

■ 2021年以来就业保持高增，4月就业状况意外显现疲弱

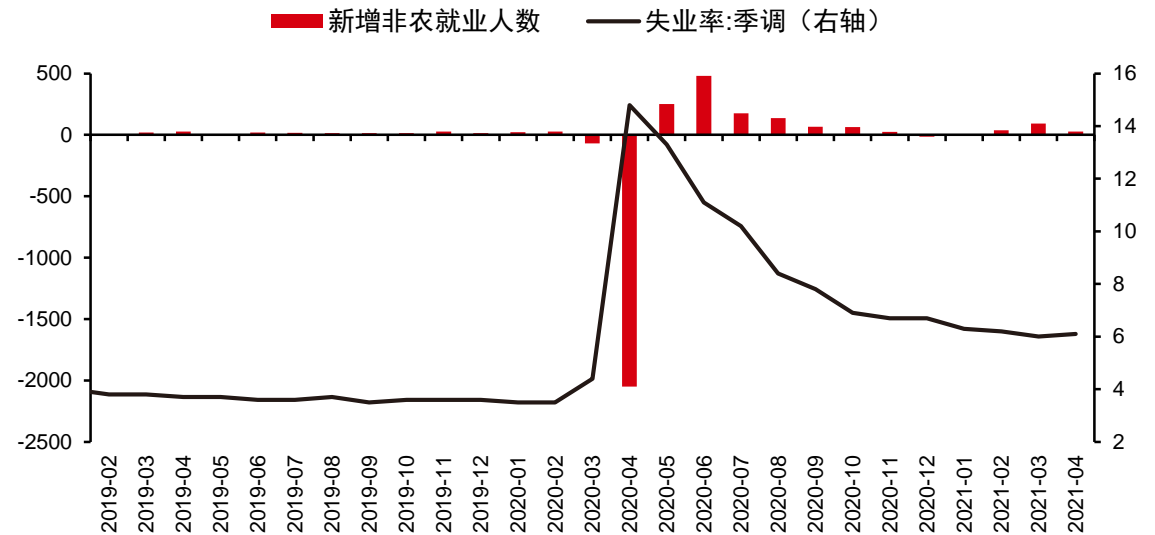
- 4月非农新增就业人数远低于预期和前值，仅增加26.6万人，失业率提升至6.1%。
- 休闲酒店业延续回暖，专业服务及运输业拖累增长。

美国经济复苏加速 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国就业延续修复，4月意外疲弱 (万人, %)



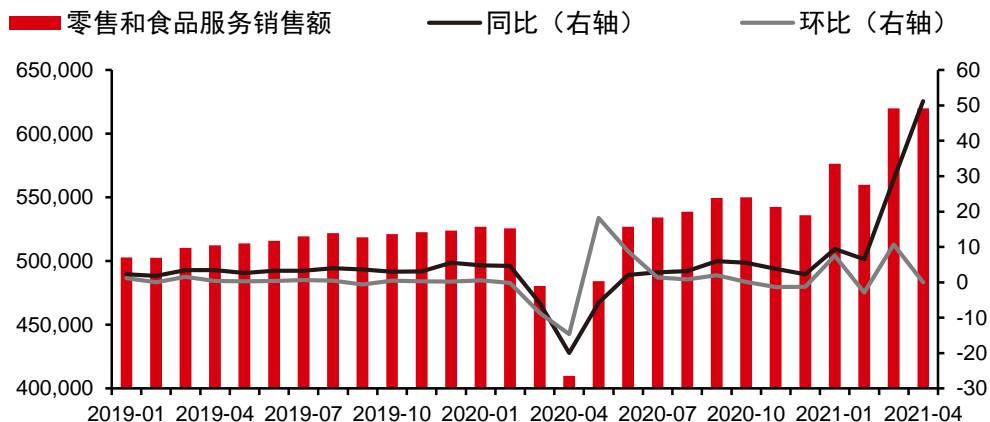
资料来源：Wind，中信证券研究部

美国：消费快速修复，信心回暖但仍有改善空间

■ 财政刺激和疫情趋稳共同推动美国消费表现亮眼，消费者信心逐步回暖但仍有改善空间

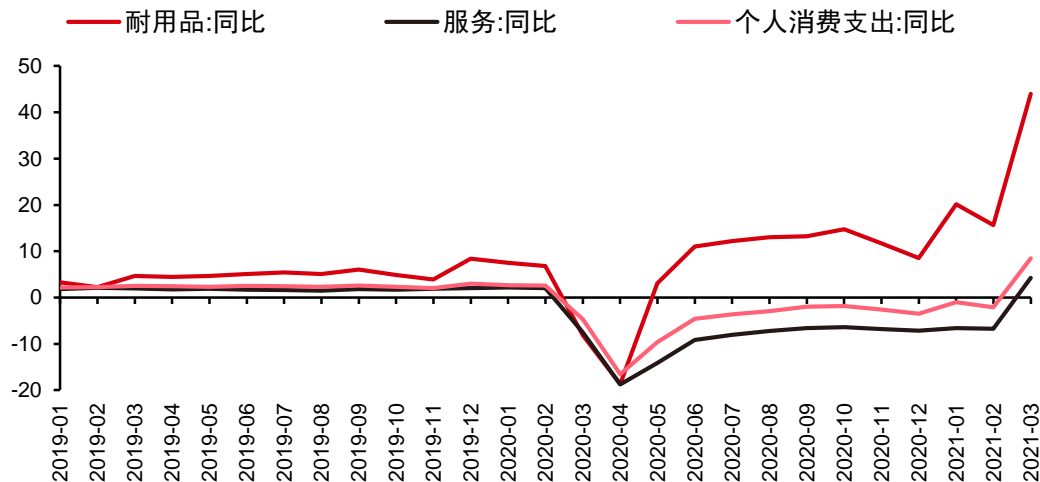
- 4月季调后零售和食品服务销售额录得6199亿美元，再创历史新高，同比增长51.22%，由于3月消费同样表现抢眼，环比增长0.02%。
- 3月耐用品消费呈现高速增长态势，同比增长高达44.01%，服务消费由负转正。
- 高频数据显示美国消费者信心正在逐步回暖，但绝对水平相较疫情发生前仍有较大的改善空间。

美国消费快速修复（百万美元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

耐用品消费高增，服务消费转正（%）

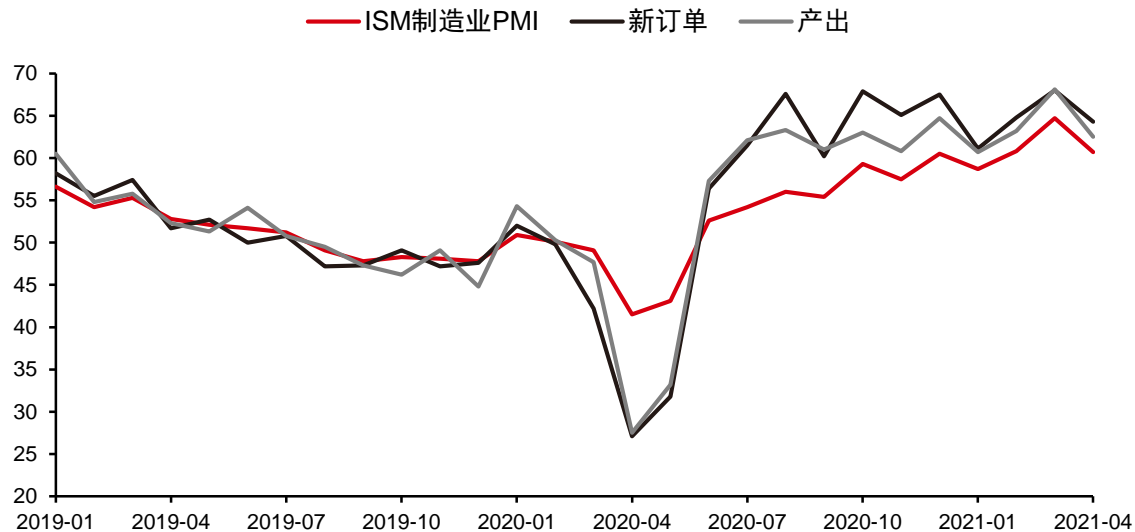


资料来源：Wind，中信证券研究部

美国：PMI边际回落，经济景气仍延续回升

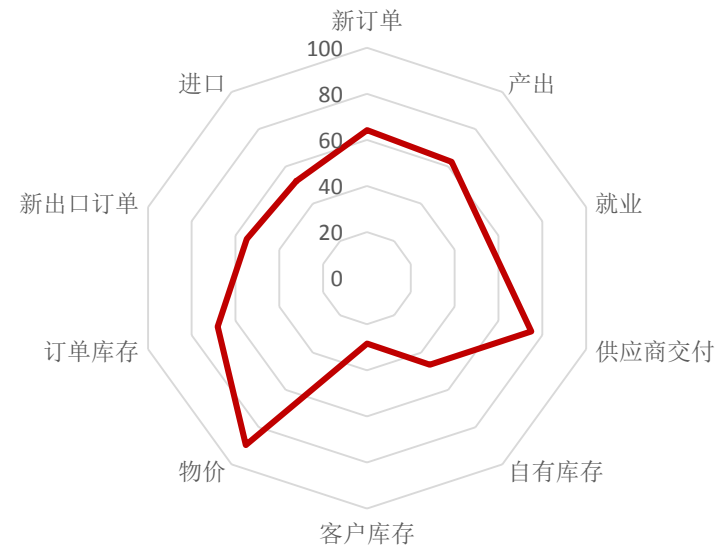
- 4月制造业和非制造业PMI均低于预期，但仍处历史相对高位，反映当前经济仍快速修复，但速度有所放缓
 - 4月制造业PMI录得60.7，非制造业PMI录得62.7，较上月高点分别回落4%和1%。
 - 自有库存和客户库存消耗殆尽，供给不足导致工业生产景气下降：一方面，零件短缺造成工厂间歇性停工；另一方面，劳动力短缺也是限制生产的因素之一。
 - 尽管4月PMI边际回落，但制造业和非制造业PMI均长期保持在荣枯线以上，制造业PMI连续3个月保持在60以上的高位，而非制造业PMI也连续2个月保持在60以上。

美国制造业PMI (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国4月制造业PMI分项 (%)



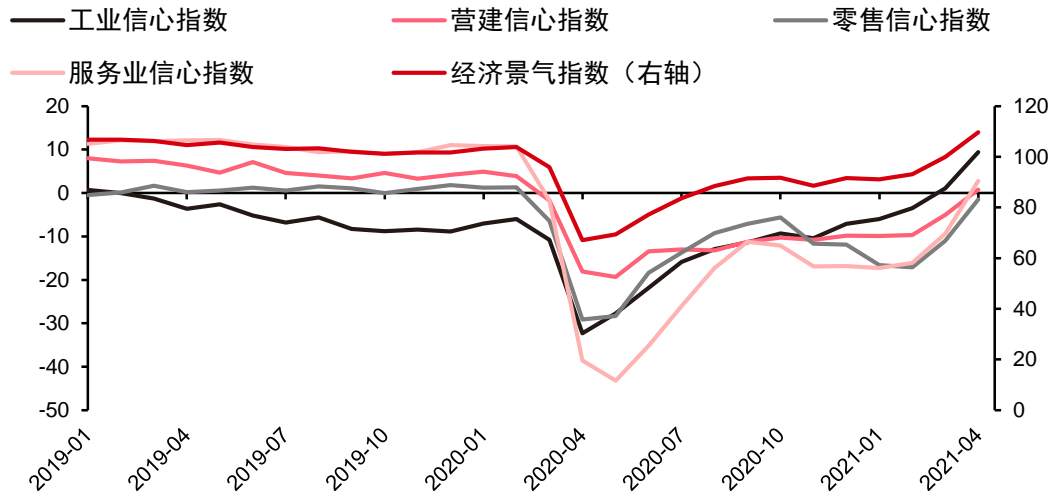
资料来源：Wind，中信证券研究部

欧元区：经济景气逐步回升

■ 部分行业景气程度已接近疫情前水平，制造业和服务业复苏有所分化

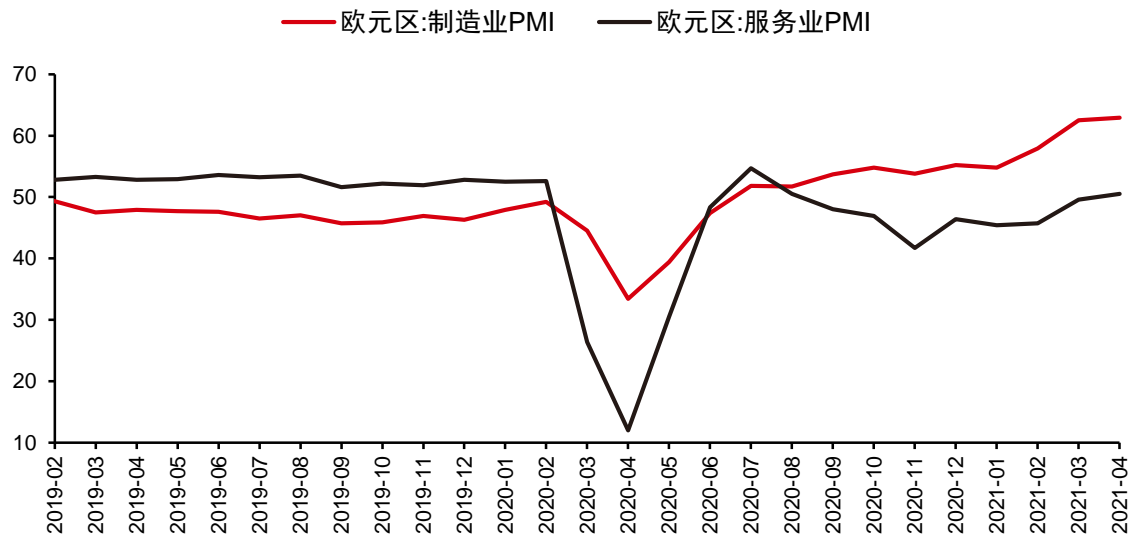
- 从经济景气程度来看，欧元区经济景气程度回升速度较快，部分行业已接近甚至超过疫情前水平。
- 从行业信心情况来看，工业信心指数已超越疫情前水平，营建、零售信心指数已接近疫情前水平，而服务业信心指数与疫情前仍有一定差距。
- 从PMI指数来看，制造业PMI在经历4月份的低点以后开始回升，呈现出边际改善的特征，今年以来修复速度有所加快；受第二、三轮疫情的影响，非制造业PMI在出现底部反弹之后又再度走弱，去年9月以来基本维持在荣枯线以下水平。

欧元区经济景气回升接近疫情前水平（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

欧元区制造业服务业复苏分化（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

印度疫情扩散影响全球经济复苏

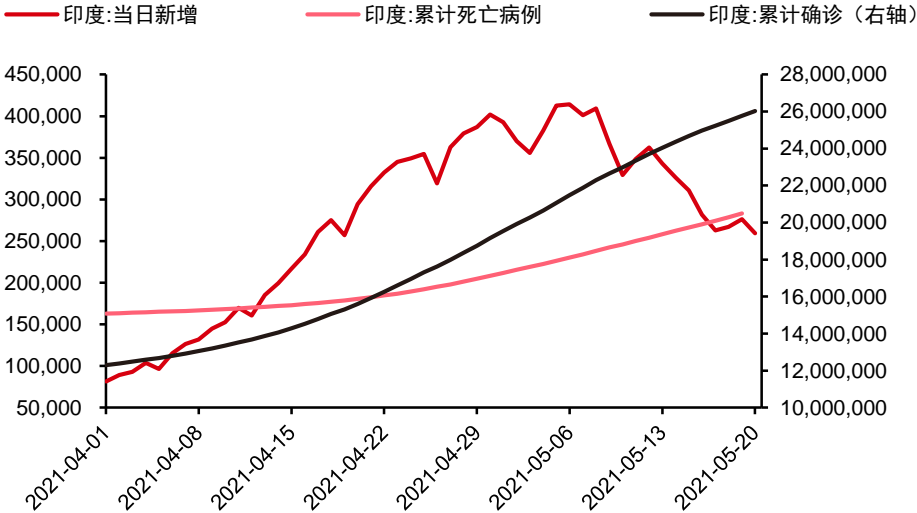
■ 疫情爆发，新增确诊人数和死亡人数急剧增加

- 4月中下旬开始，印度疫情突然急速爆发，单日新增确诊病例自4月20日至5月中旬连续近一个月保持在30万例以上。
- 尽管最近一周有所下降，但是死亡人数却不断攀升，5月19日，印度单日死亡病例4529例，创全球单日死亡病例记录。

■ 印度疫情成为未来全球经济走势的关键风险

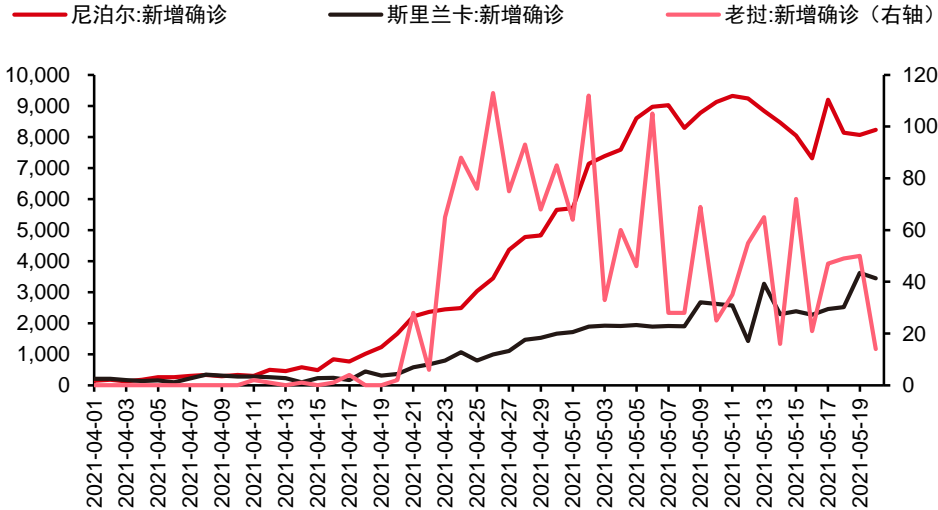
- 印度疫情不断外扩，周边南亚和东南亚国家输入性疫情风险攀升，尼泊尔、老挝、斯里兰卡等国家疫情再度反弹。
- 印度在全球产业链和供应链中具有重要作用：一方面，印度是全球主要生产国，印度疫情使纺织品等产业链受到扰动；另一方面，印度工人还是全球IT外包和贸易船运的主力军。

印度疫情情况（例，例）



资料来源：Wind，中信证券研究部

印度周边南亚、东南亚国家疫情反弹（例，例）

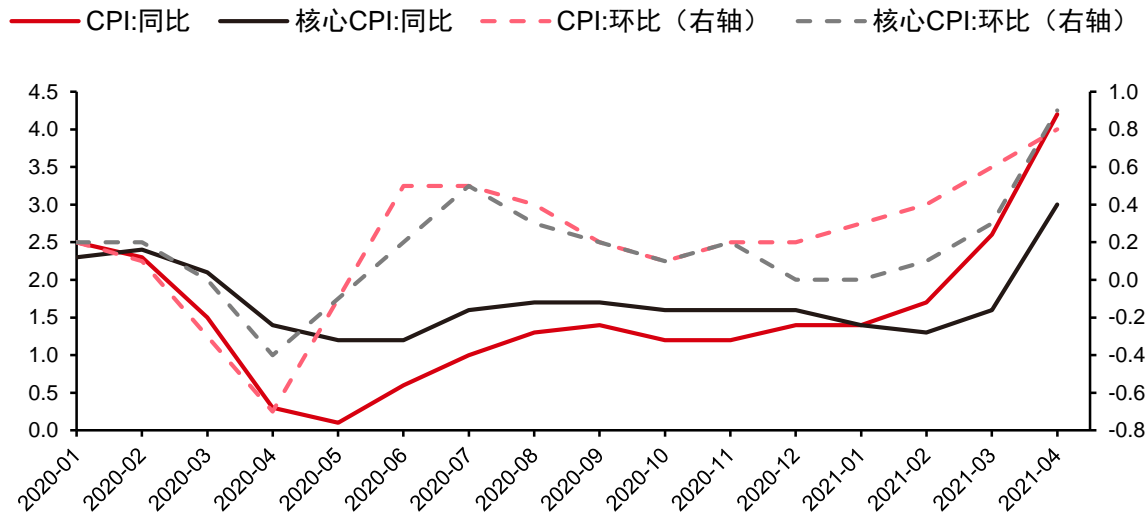


资料来源：Wind，中信证券研究部

美国通胀：周期错位叠加政策宽松，助力通胀走高

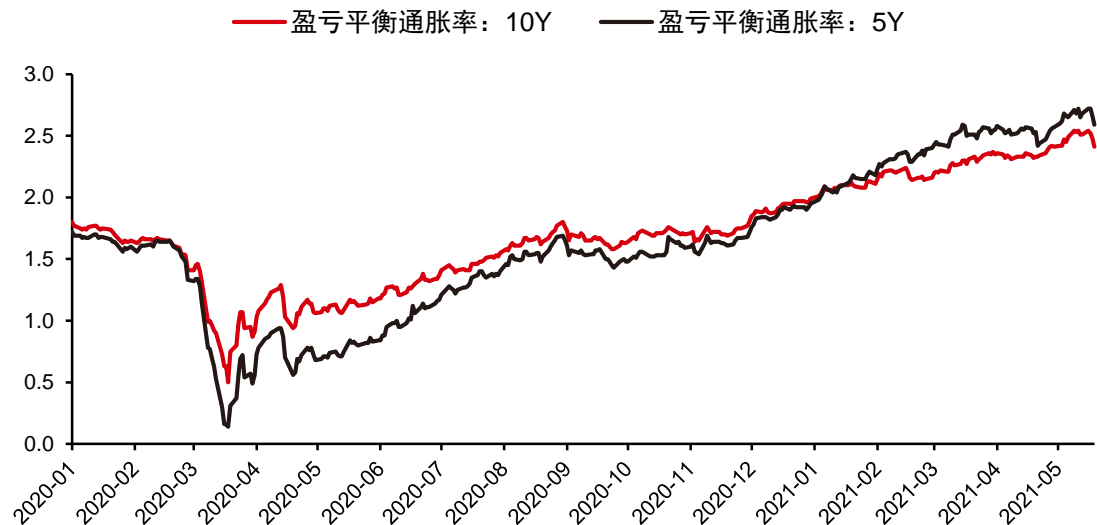
- 今年以来在疫情后全球周期错位和主要发达国家宽松政策刺激下，大宗商品价格上行
 - 需求端：疫情在全球范围整体得到有效的控制使需求出现爆发式回升；强力宽松政策刺激抬升价格、扩大需求。
 - 供给端：全球产业链高度共生背景下复苏需要更久；另一方面作为主要生产国的新兴市场国家疫情有加剧可能。
- 美国通胀快速上行
 - 4月CPI增速大超市场预期达4.2%。
 - 通胀预期快速上行，5年期盈亏平衡通胀率于5月12日升破2.8%，为2005年以来最高水平。

美国CPI和核心CPI快速上行（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国通胀预期快速上行（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国财政：计划有望落地，关注债务风险

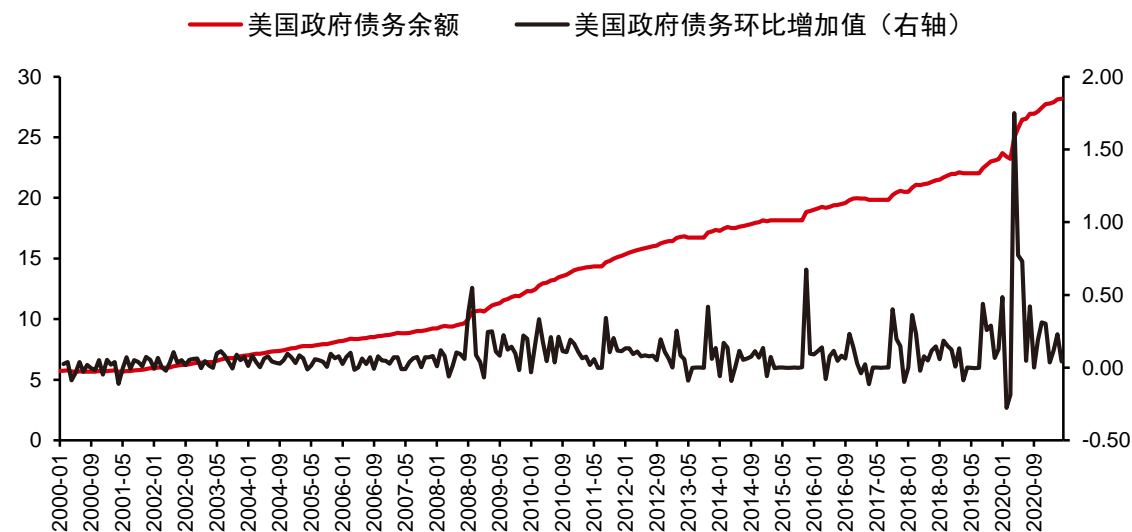
- 拜登倾向于宽财政的执政风格，上任100天时间里，提出的财政支出计划总规模已超6万亿美元
 - 通过刺激计划对公司以及富人加税，一方面改善美国薄弱的基础设施，另一方面深化对科技、教育及医疗的支持，同时增加疫情之下的劳动人口就业，减小贫富差距。
- 民主党拿下参众两院，拜登政府推进计划落地的概率较大
 - 两党就基建计划规模产生了较大争论，拜登大概率会借助预算调和程序通过预算法案，落地时间或在10月之前。
 - 尽管基建计划规模大，但因分8-10年实施，短期刺激或有限，长期影响显著；同时也将加大美国债务风险。

拜登政府财政刺激计划

时间	事件
3月11日	签署《2021美国救援计划法案（ARP）》，规模约1.9万亿美元。
3月31日	公布《美国就业计划》，为期八年，规模约2.3万亿美元。
4月28日	公布《美国家庭计划》，规模约1.8万亿元。

资料来源：Wind，中信证券研究部

美国政府债务规模（万亿美元，万亿美元）

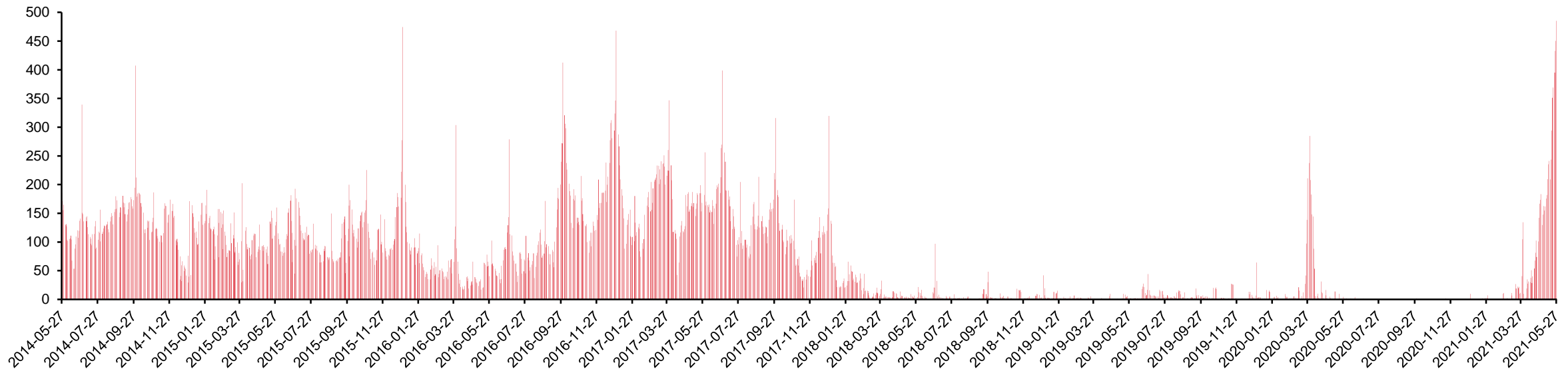


资料来源：Wind，中信证券研究部

美联储：宽松政策预计逐步退出

- 4月议息会议利率工具、资产购买维持不变，通胀上升反映暂时性因素
- 会议纪要首提讨论调整购债速度
 - 许多与会者建议，如果经济继续朝着委员会的目标迅速发展，那么在即将举行的几次会议的某个时点开始讨论调整资产购买速度的计划是适当的。
- 近期美联储隔夜逆回购用量激增，或预示Taper临近。
- 预计可能于年底前后采取减少购债规模的行动，但会更早发出减少购债规模的信号。6月的议息会议是重要时点。如果通胀数据连续大幅超预期，或隔夜逆回购用量持续创新高，缩减QE的行动或将有所提前。

美联储隔夜逆回购用量激增，或预示Taper临近（十亿美元）



美债利率年内或达2%

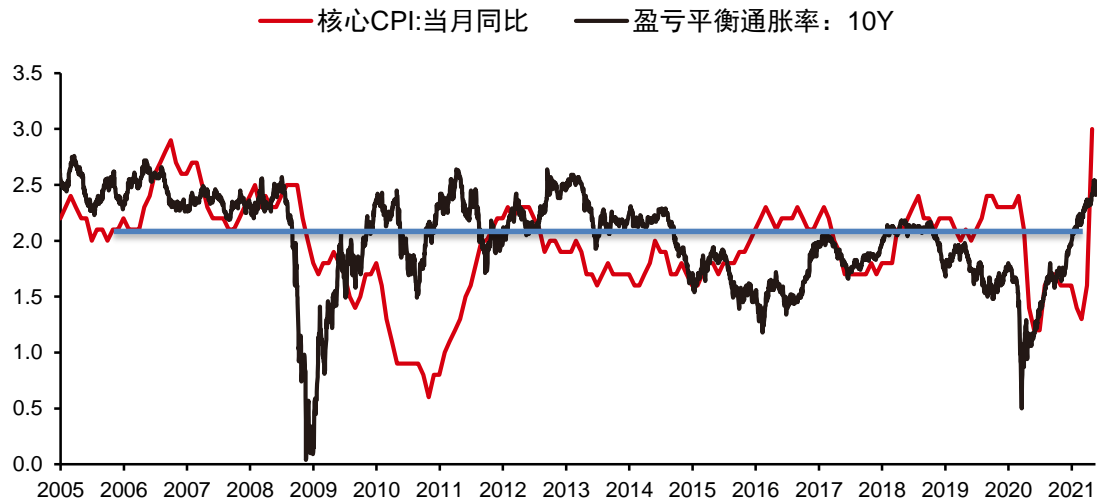
- **综合实际利率和通胀预期，2%对于10年期美债利率而言可能是比较中性的参考点位**
 - **实际利率0%点位：**从上轮大规模宽松周期来看，10年期TIPS突破0%发生在缩减QE信号后，而此信号目前尚未出现。
 - **通胀目标2%点位：**通胀预期的参考点位在2%附近，从10年期国债和TIPS所反映的通胀预期、CPI近年来的平均水平以及美联储的态度来看，这个点位都是相对中性的。
 - **同时，从名义利率的绝对水平上看，10年期美债的收益率去年已经运行在了历史最低的区间，向上看到2%都没有比较明显的阻力位。从期限溢价的角度，历史上0%附近的短端利率并不会对长端利率的上行形成太大约束，只要经济和通胀预期足够强，10Y美债收益率回到2%甚至以上仍是大概率事件。**

美国10Y TIPS以0为分界 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国过去10年核心CPI和通胀预期均在2%左右 (%)

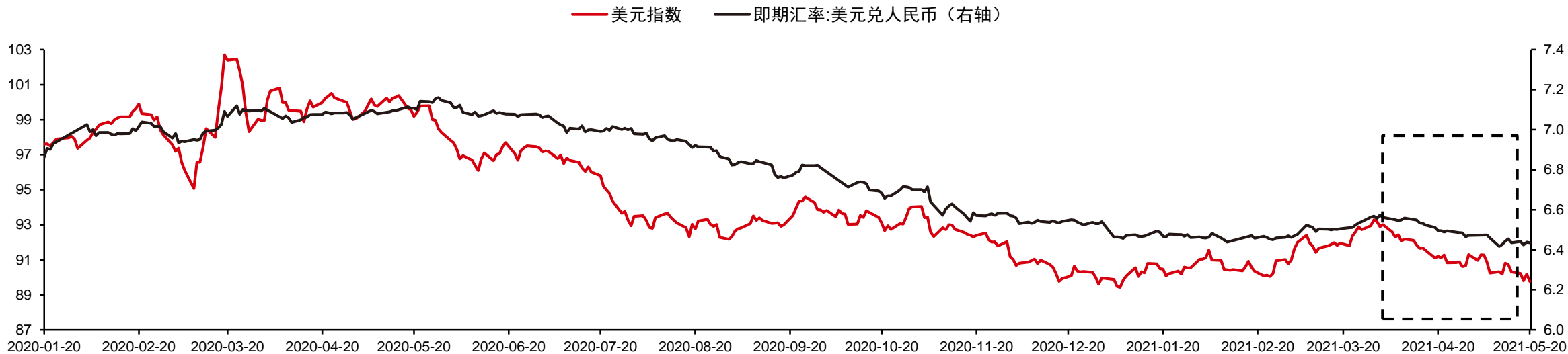


资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 在对美出口保持强劲的基础上，人民币汇率仍有升值空间

- 考虑到全球其他地区疫情的反复，以及美国内需的修复，预计短期内中国对美出口将保持强劲，贸易顺差或继续走高，拉动人民币继续升值。
- 中国央行金融研究所所长周诚君在莫干山会议上表示“人民币在中长期内将持续对美元升值，既是中国经济持续增长、人民币相对购买力不断提高的结果，也是美联储搞量化宽松和不断扩表的后果之一。”

本轮人民币升值走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 全球经济：延续复苏趋势，警惕印度疫情

- 全球发达经济体在疫苗接种率不断提高的背景下或仍将延续复苏趋势，需求提升，经济景气度回升。
- 美国经济可能出现过热迹象，在疫苗快速推进、出行和消费约束放松的条件下，消费和服务业或将迎来明显回升。
- 警惕印度疫情风险，或将影响全球产业链、供应链恢复。

■ 美国通胀：周期错位+政策宽松，助力通胀走高

- 全球周期错位和供不应求的现状很难在短期内发生实质性改变，供给恢复和全球产业链重构都需要较长时间。
- 全球绿色经济、碳达峰以及碳中和政策诉求，对于供给的扰动或将持续，通胀水平或保持高位。

■ 美国财政：刺激法案大概率落地，关注债务风险

- 民主党拥有额外预算调和程序，考虑到国会2022年中期选举，拜登大概率选择10月前使用预算调和程序通过法案。
- 基建计划支出需分8-10年实施，长期具有显著影响，短期刺激或有限，同时也将进一步加大美国债务风险。

■ 美国货币：宽松政策逐渐退出

- 5月下旬发布的4月议息会议纪要“鸽”声减弱。
- 预计美联储可能于年底前后采取减少购债规模的行动，但会更早发出减少购债规模的信号，6月或7月的议息会议将是重要时点。

CONTENTS

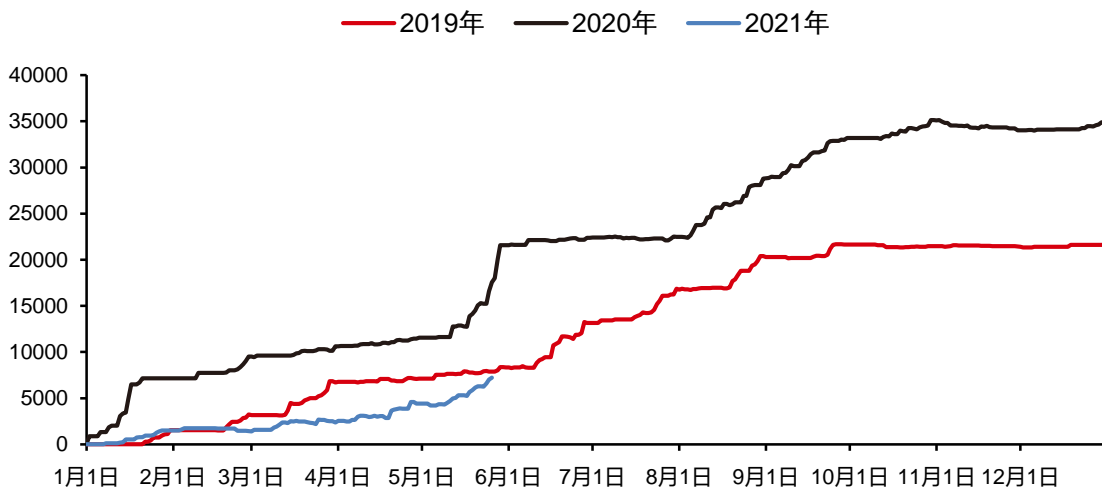
目录

1. 全球通胀：供需缺口下，波动或加大
2. 国内经济：双轮驱动稳增长，通胀压力仍需关注
3. 金融数据：信用增速下行放缓，年底债务周期重回扩张
4. 海外环境：通胀趋于上行，宽松逐步退出
5. 政策组合：去杠杆与稳增长的切换
6. 债券投资策略：持盈保泰

政策重心：上半年稳增长向去杠杆切换

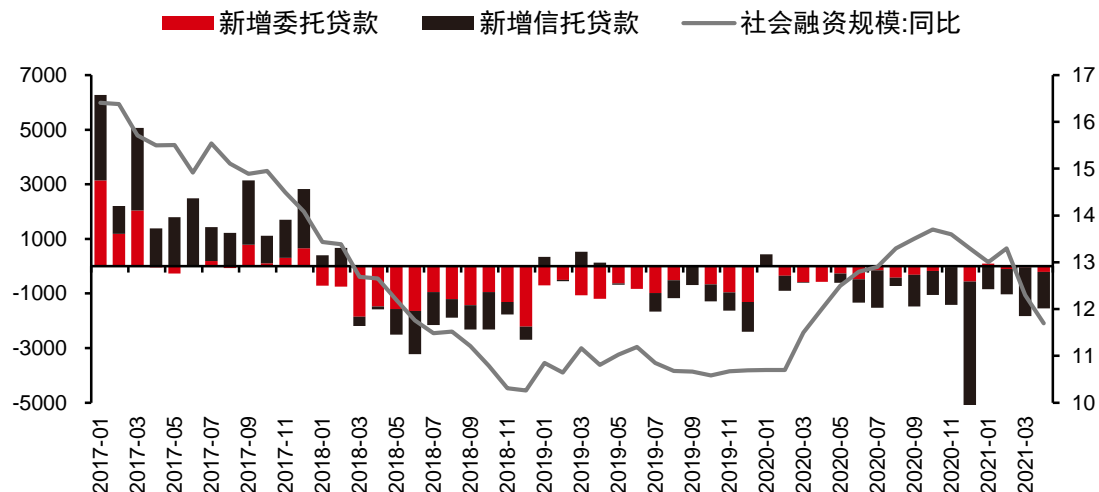
- 经济增长不弱，政策目标重心偏向去杠杆和防风险
 - 政策关注政府债务问题，地方债发行节奏慢。
 - 社融增速下行，非标持续压缩。
- 2020年稳增长目标下：紧货币+宽信用→2021年上半年防风险目标下：稳货币+紧信用
 - 稳货币+紧信用→资金面平稳+资产荒

地方债发行节奏慢（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

社融增速下滑，非标持续压缩（亿元）



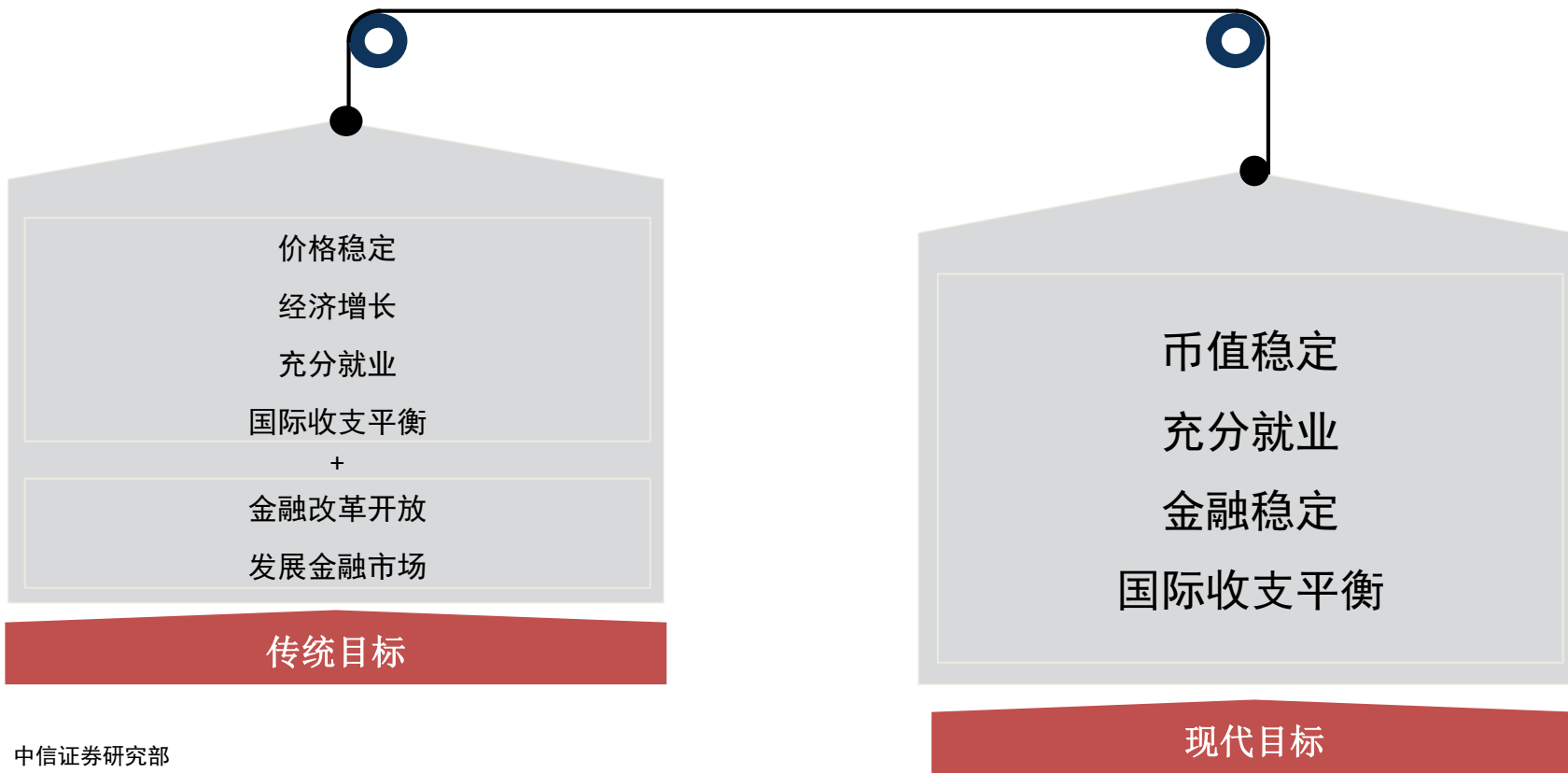
资料来源：Wind，中信证券研究部

现代货币政策框架：最终目标

■ 最终目标：币值稳定为首，更加重视就业

- 现代货币政策的最终目标较传统货币政策的最终目标在同样强调币值稳定的基础上，以服务实体经济为导向，更加重视就业，同时兼顾金融稳定。
- 此前中国货币政策采取的是“4+2”多目标制，现代货币政策的目标为币值稳定、充分就业、金融稳定和国际收支平衡。

现代货币政策最终目标：币值稳定为首，更加重视就业



现代货币政策框架：操作目标——利率合一

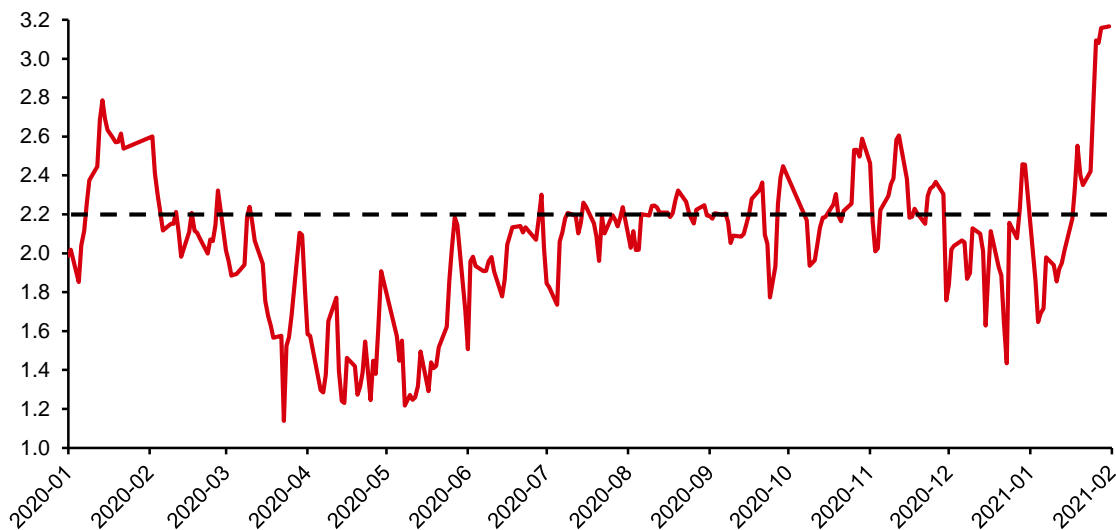
■ 操作目标、政策利率、货币政策工具利率合而为一

- 货币市场利率围绕公开市场操作利率波动，即DR007围绕OMO7天利率波动。
- 中长期市场利率围绕中期借贷便利利率波动，即存单利率和中长期国债收益率围绕MLF利率波动。

■ 未来，MLF利率或将成为10年期国债收益率的定价基准

- 中期政策利率可以显著影响货币市场和债券市场利率。
——孙国峰《中期政策利率传导机制研究——基于商业银行两部门决策模型的分析》

DR007围绕OMO7天利率波动（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

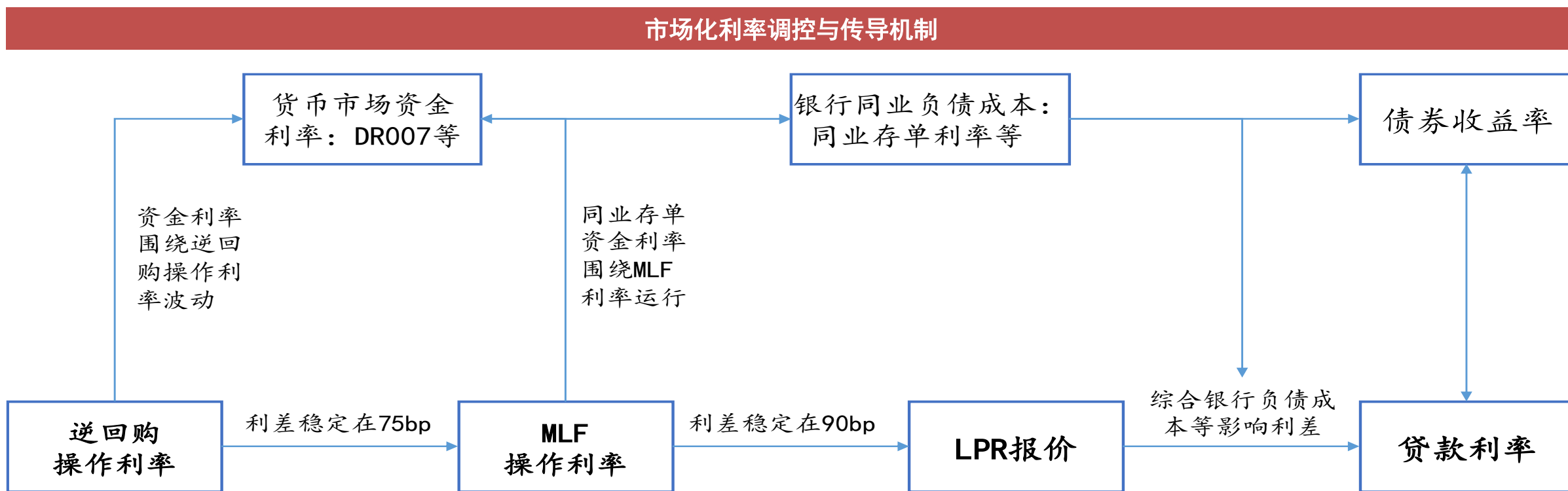
10年期国债收益率与MLF利率的利差逐渐缩窄（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 市场化利率形成和传导机制：曲线调控、利率走廊与LPR

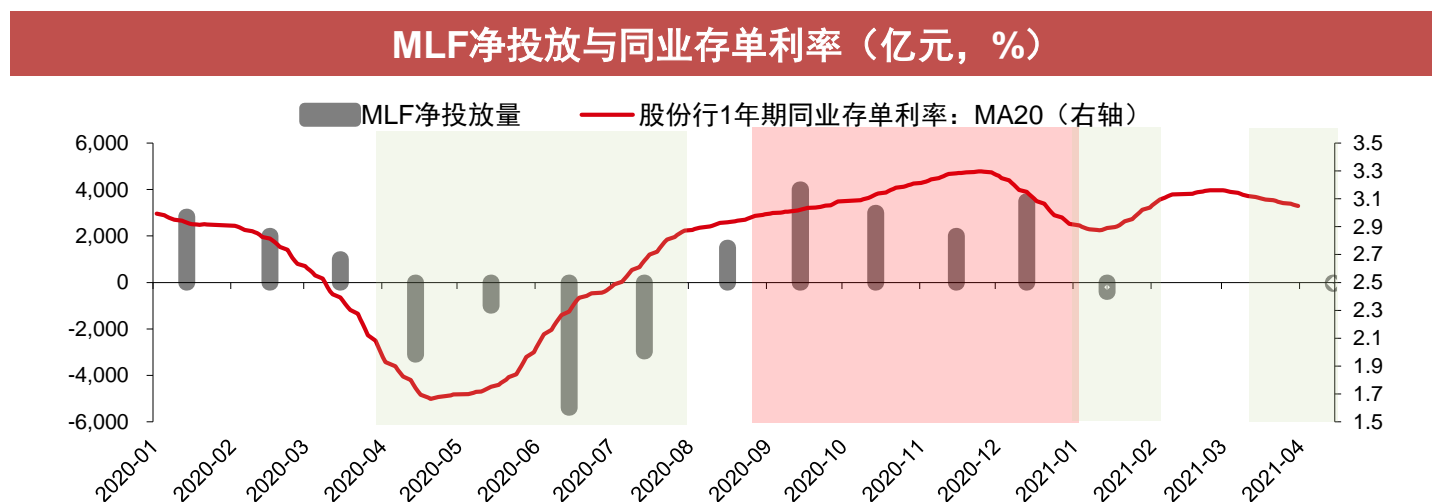
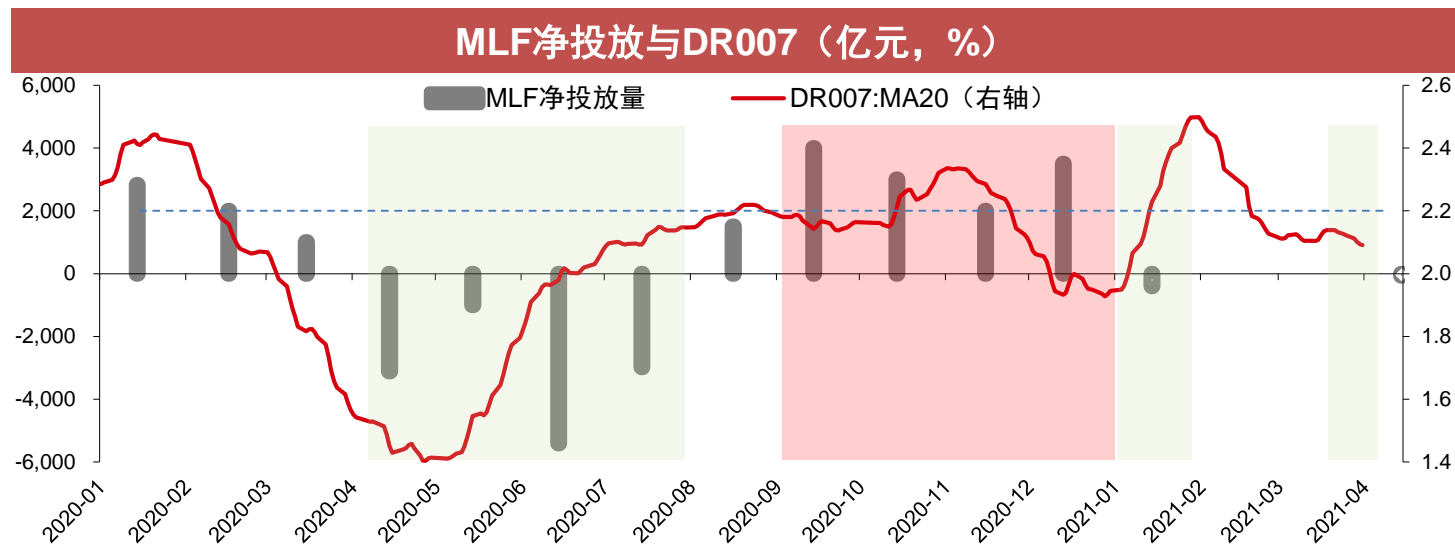
- 深化贷款市场报价利率改革，发挥LPR的重要作用。
- “MLF利率-LPR-贷款利率/存款利率”的传导机制是市场化利率调控的重要传导路径。



资料来源：Wind，中国人民银行，中信证券研究部

■ MLF投放往往能够表明央行的操作态度

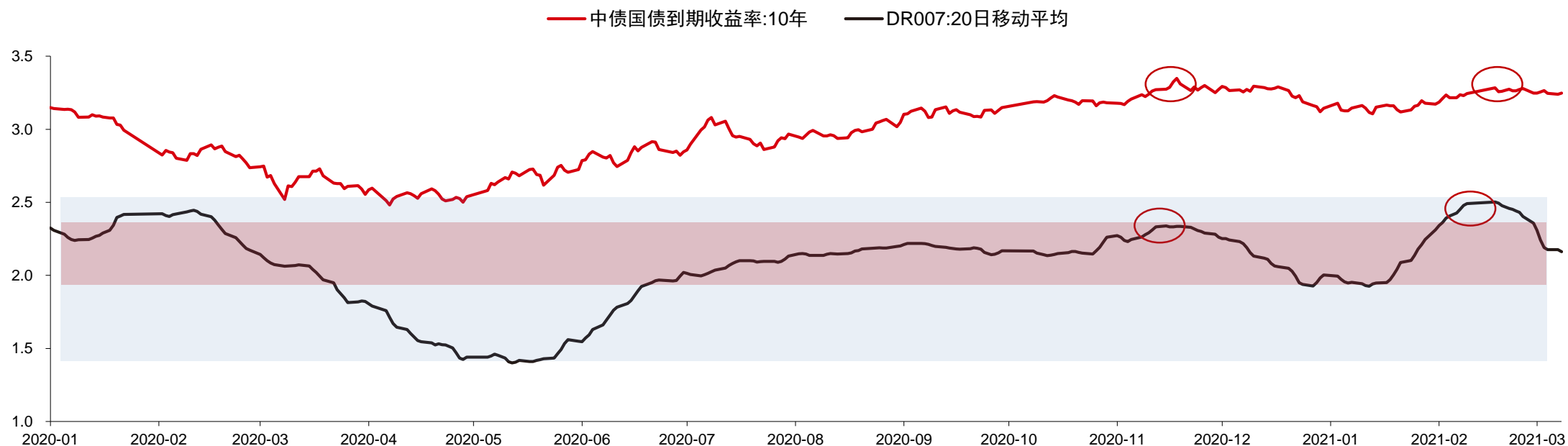
- 去年5-7月，MLF持续缩量续做，推动资金利率上行。
- 去年三季度之后，MLF超量续做补充银行长期负债缺口，资金利率见顶回落。
- 今年春节前MLF缩量对冲，收紧春节流动性，资金利率大幅冲高。
- 4月央行小幅缩量61亿续做MLF，考虑到后续的债券供给压力，资金面或重回紧平衡。



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 在观察市场利率时重点看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平，以及DR007在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值。——2020年四季度货政报告
 - 历史上，DR007均值1.5%是央行容忍的下限，2.5%是央行容忍的上限。
 - DR007多数时间运行在1.9%-2.4%区间，近期长端利率的顶部一般略微滞后于短端流动性的高点。

央行对DR007的容忍程度（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 财政收入有所增加，赤字融资力度不弱，但上半年支出节奏较慢

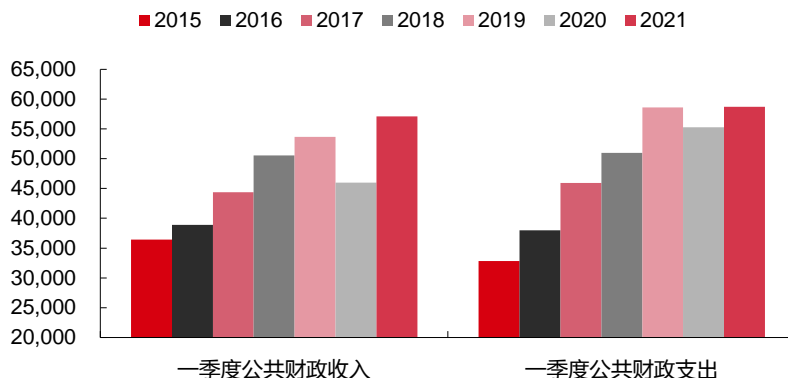
- 预算赤字率3.2%，预计赤字规模约3.58万亿，新增专项债额度3.65万亿

- 财政支出有望加速

- 4月的支出已经出现反弹迹象，后续有望加速回升，财政支出发力节奏的延后料将支撑二三季度国内需求进一步向好

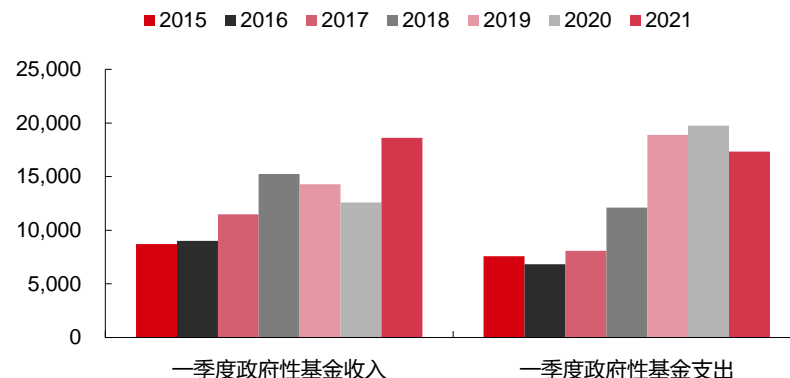
- 地方政府专项债净融资额发行节奏慢，三、四季度面临大额投放

公共财政支出偏慢（亿元）



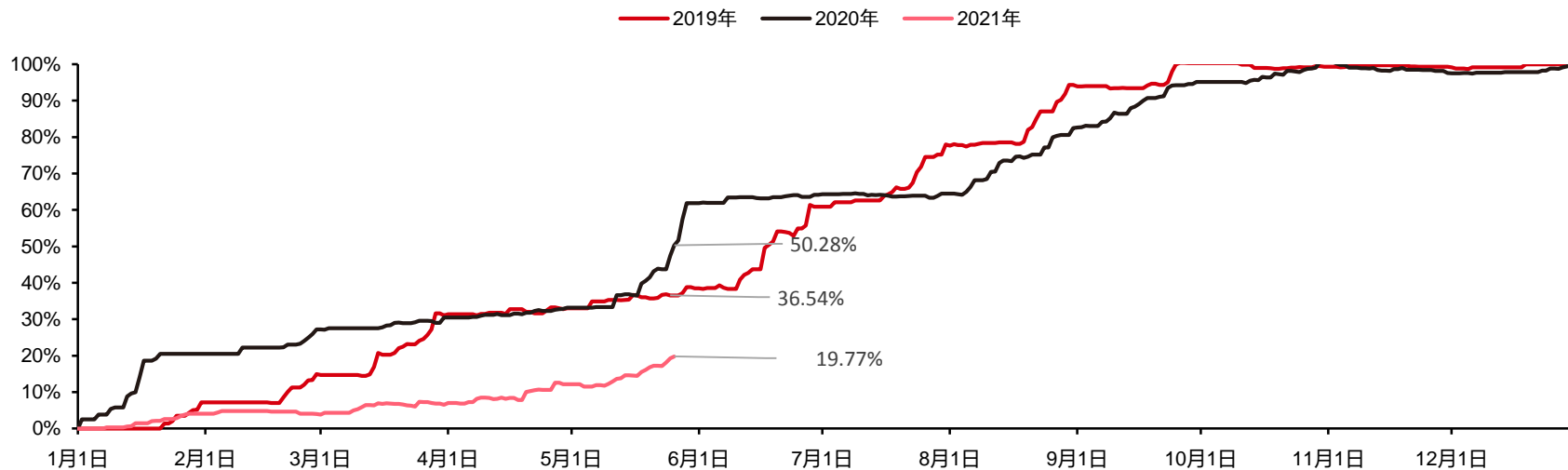
资料来源：Wind，中信证券研究部

政府性基金收多支少（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

2021年地方政府专项债发行压力延后

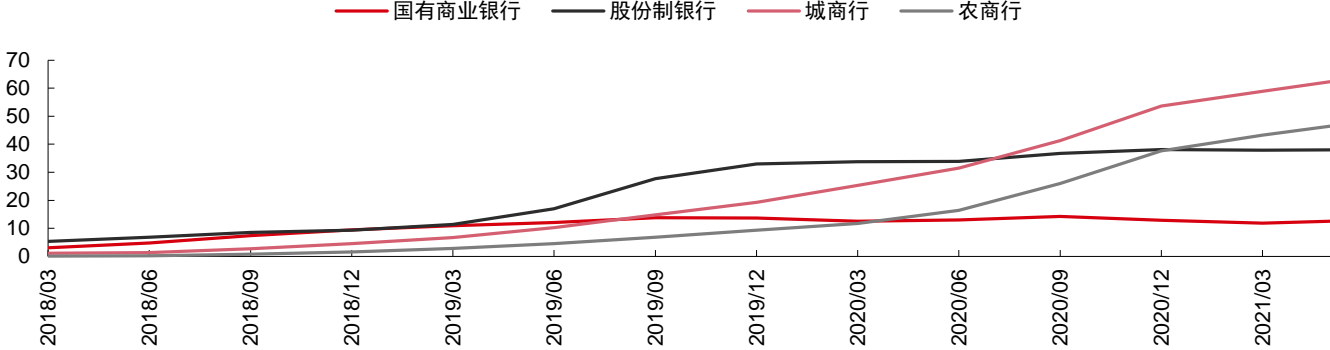


资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2021年5月26日

■ 重点关注资管新规过渡期到期影响

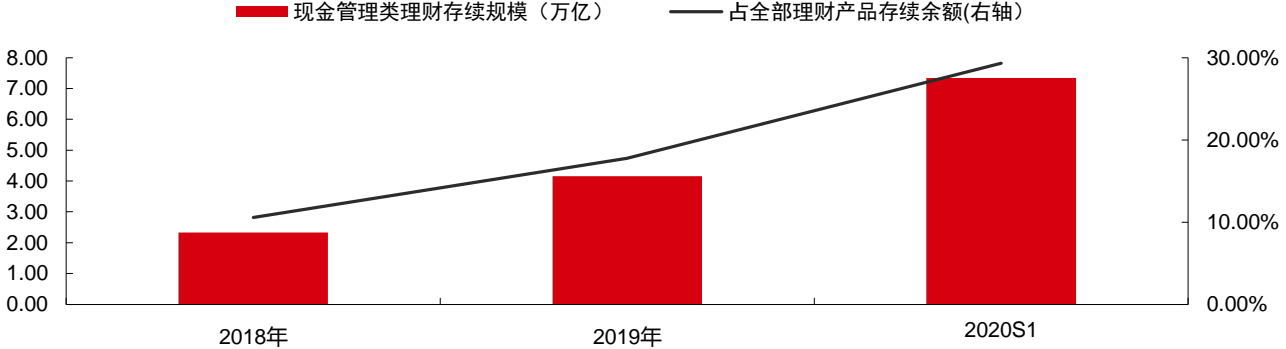
- 大多数金融机构基本已经安排好整改节奏；城农商行表现较好，国有行和股份行转型进度有所停滞
 - (1) 表外理财回表对应高风险资本计提和拨备；(2) 产品过渡阶段可能出现抛售资产；(3) 长期限、与实体经济融资相关的底层资产难以与期限较短的资管产品资金对接，造成紧信用
- ## ■ 规范现金管理类理财的正式稿及其后续影响值得持续关注
- 在统一监管的思路下，货币基金面临竞争压力
 - 理财调整资产配置后将利空中长期利率债和低评级信用债，对短期限利率债和高等级信用债配置需求上升

各类银行理财净值型产品占比 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

现金管理类理财规模明显上升，占比持续增大

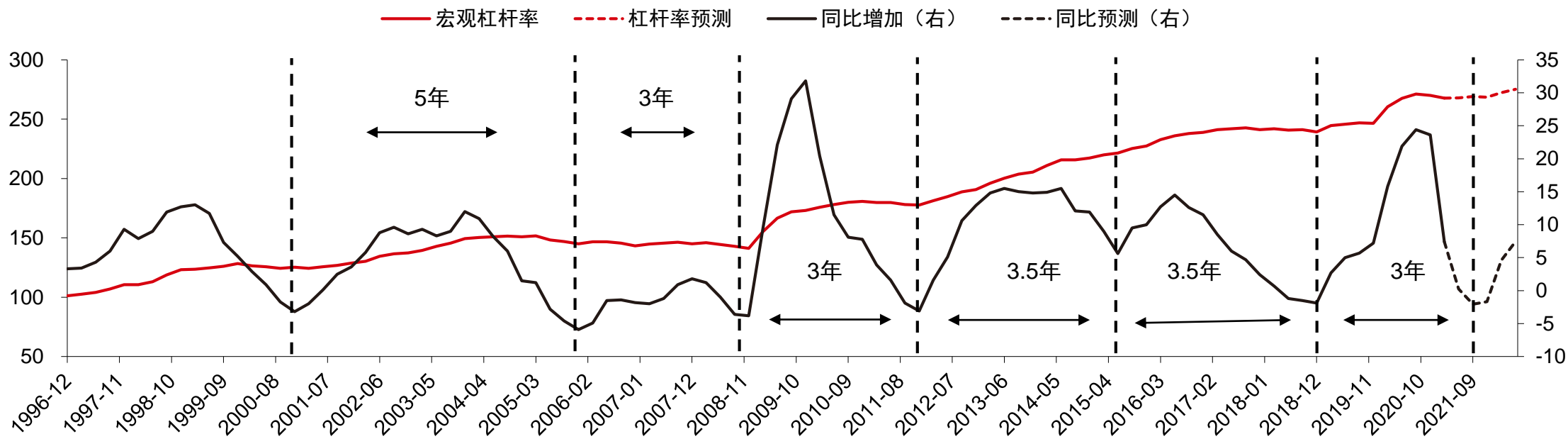


资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

政策重心：下半年去杠杆向稳增长切换

- 本轮债务周期进入下半场，债务周期下行最快阶段已过
 - 下半年有望从紧信用过渡至稳信用，社融增速下行斜率放缓，GDP回归平稳。
 - 社科院宏观杠杆率去年底为270.1%，今年年底或降至268.4%。
- 政策重心由去杠杆向稳增长切换，新一轮债务周期有望在年底重启
 - 财政和信贷政策年底或由收缩转为扩张。
 - 明年一季度的宏观杠杆率或将再度上行，预计升至272.4%。

2021下半年对应本轮债务周期下行阶段的下半场（%， %）



CONTENTS

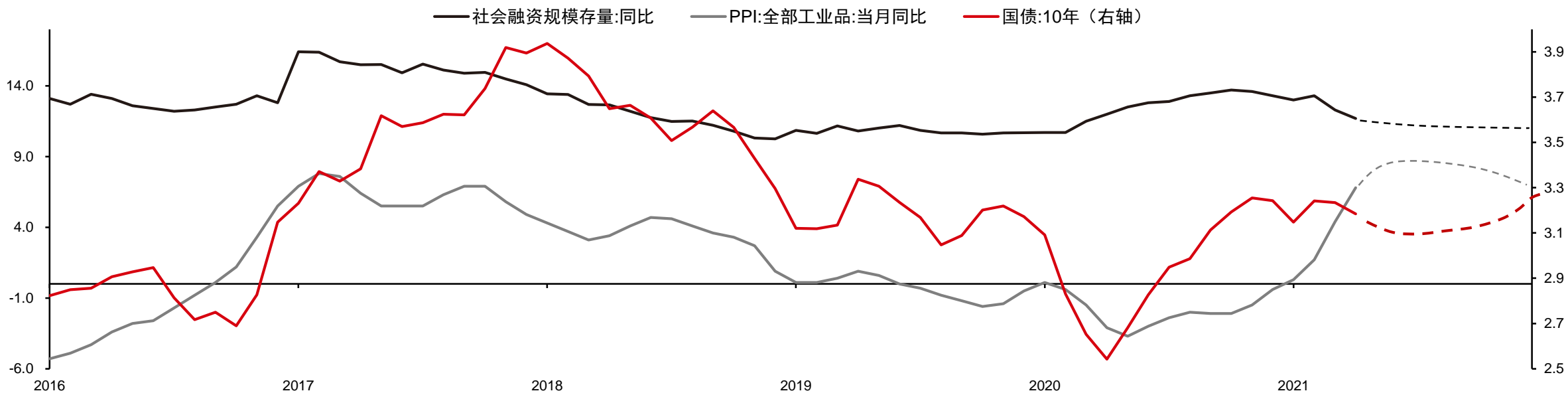
目录

1. 全球通胀：供需缺口下，波动或加大
2. 国内经济：双轮驱动稳增长，通胀压力仍需关注
3. 金融数据：信用增速下行放缓，年底债务周期重回扩张
4. 海外环境：通胀趋于上行，宽松逐步退出
5. 政策组合：去杠杆与稳增长的切换
6. 债券投资策略：持盈保泰

■ 四季度债务周期有望见底回升，利率或将面临上行压力

- 债务周期去年四季度见顶，预计今年前三季度下行，“紧信用+稳货币”的组合对债券有利，利率或在3.1%附近低位震荡。
- 经济周期滞后于债务周期，或在今年二三季度见顶，四季度经济动能可能面临下行压力。四季度财政、信贷政策有望转收缩为扩张，新一轮债务周期或将在年底或明年年初重启。
- 叠加海外货币政策收紧预期，年底国内货币政策或转为“宽信用+紧货币”，利率将面临上行压力。

债务周期见底后，利率或面临上行压力（%，%）

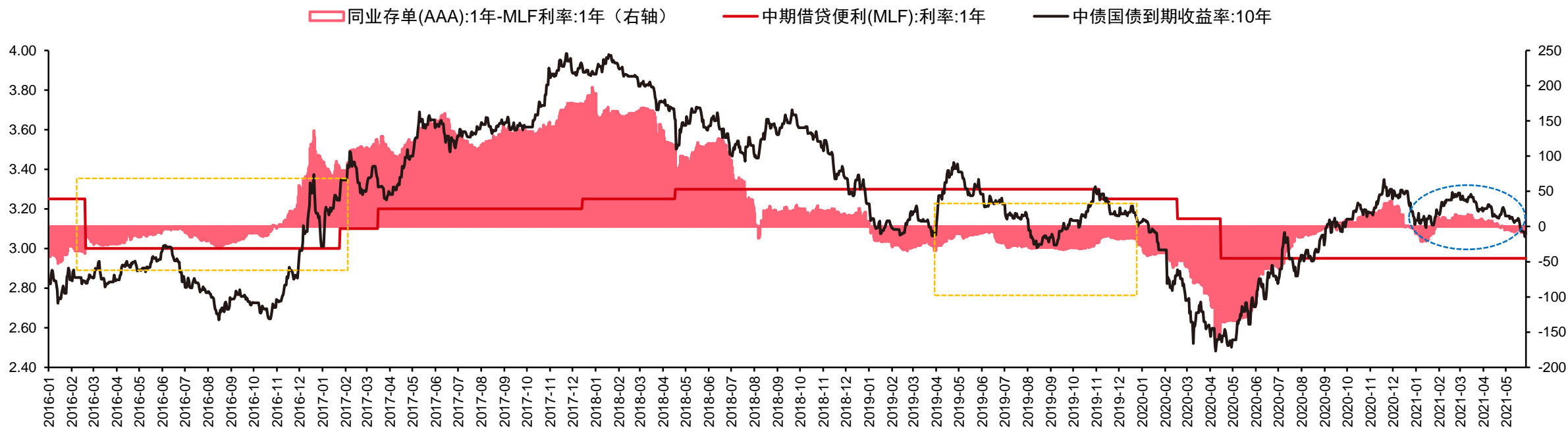


■ 国债3.0%底部约束仍存

- 超额流动性逐步消耗，资金面难以出现明显宽松。
- 同业存单利率继续下行空间有限。
- 国债利率围绕政策利率运行，MLF利率是国债利率底部约束。

■ 预期十年国债到期收益率区间为3.0%~3.4%。

国债3.0%的底部约束（%， bps）



■ 多空博弈下的拉锯行情，期待中短久期骑乘效应

- 中高等级信用利差基本低于20%以下历史分位数水平；中低等级利差分化巨大，资金投向低等级信用债规模极为有限。
- 曲线结构有所变化，3Y左右品种表现突出，在票息策略进退维谷的场景下性价比显现。

■ 在分化行情中博取收益

- 不宜进行过度下沉，也不适合向盈利尚待修复的主体掉头。
- 2021年板块性行情渐行渐远，下半年更需要关注高等级债稳配置行情或情绪错杀下估值分化的机遇。

各类债券国开利差对比（单位：bps）





感谢您的信任与支持！

THANK YOU

明明（首席FICC分析师）

执业证书编号：S1010517100001

免责声明



证券研究报告 2021年5月31日

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。

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

其他声明

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”。

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.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或 CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalamal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；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保护基金会员）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：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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas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载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies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。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，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。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告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，且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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

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。

一般性声明

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。

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所包含的材料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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。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。

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2021版权所有。保留一切权利。