

从资产轮动中宏观预期管理的角度谈——

---

# 当前宏观经济的几个热点问题

程强 博士 CFA CPA

首席宏观分析师

2021年6月1日

# CONTENTS

## 目录

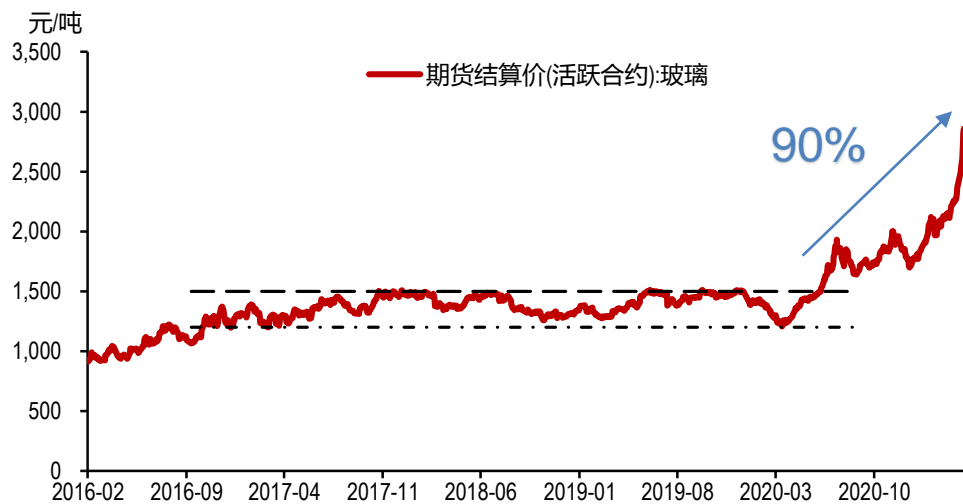
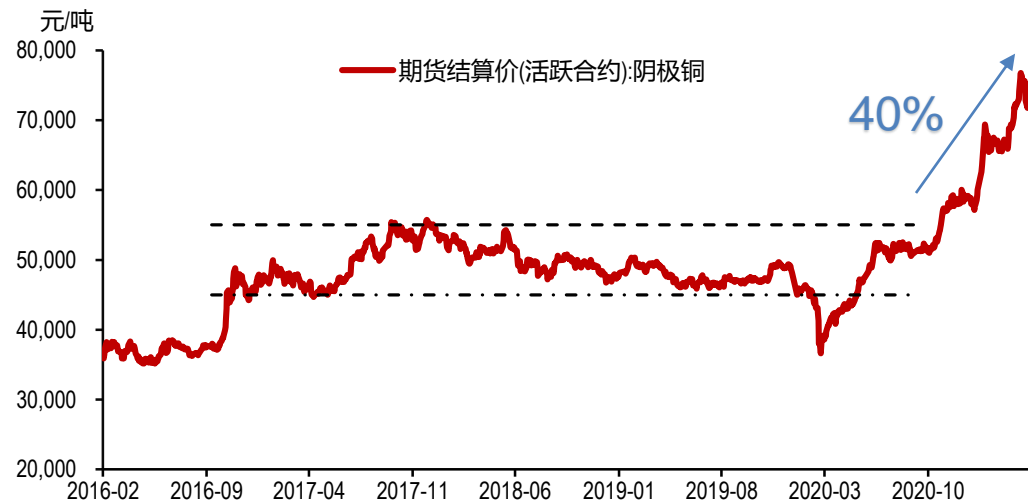
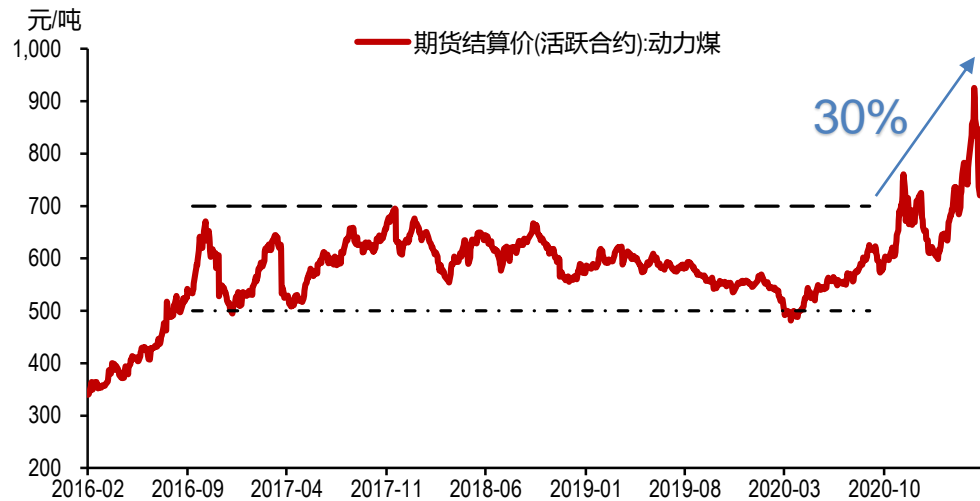
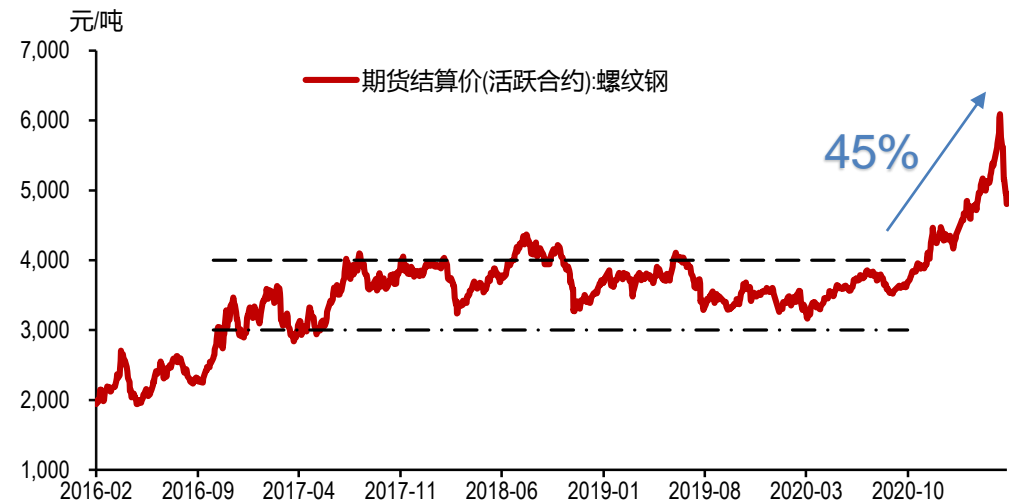
---

1. 大宗商品价格的“快涨快跌”
2. 债券市场利率的“持续下行”
3. 人民币汇率的“再走强”
4. 如何管理下半年的宏观预期？

# 1、大宗商品价格的“快涨快跌”

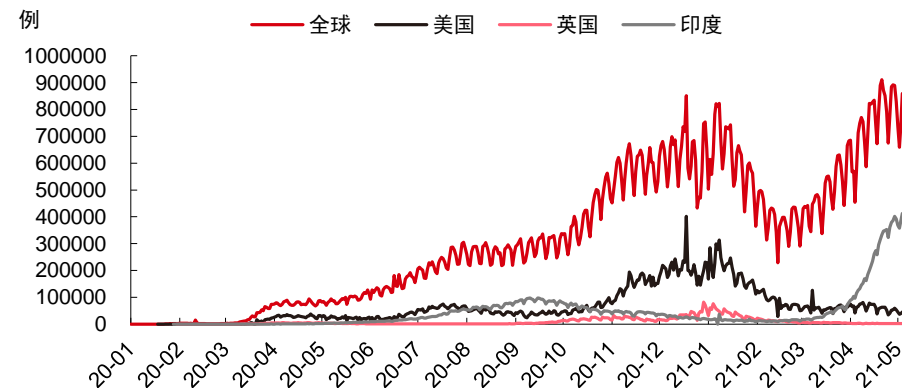
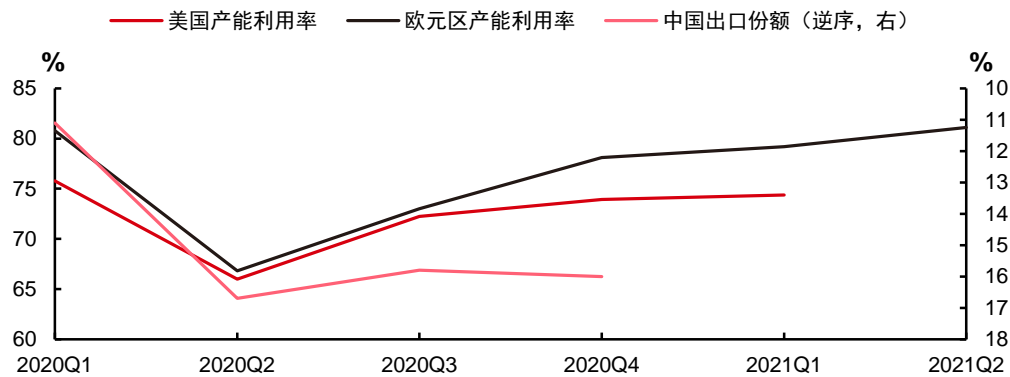
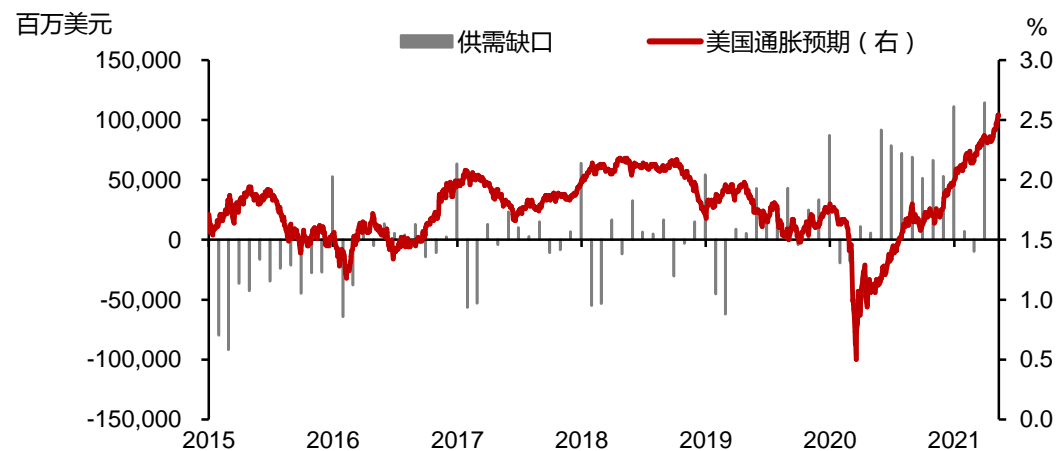
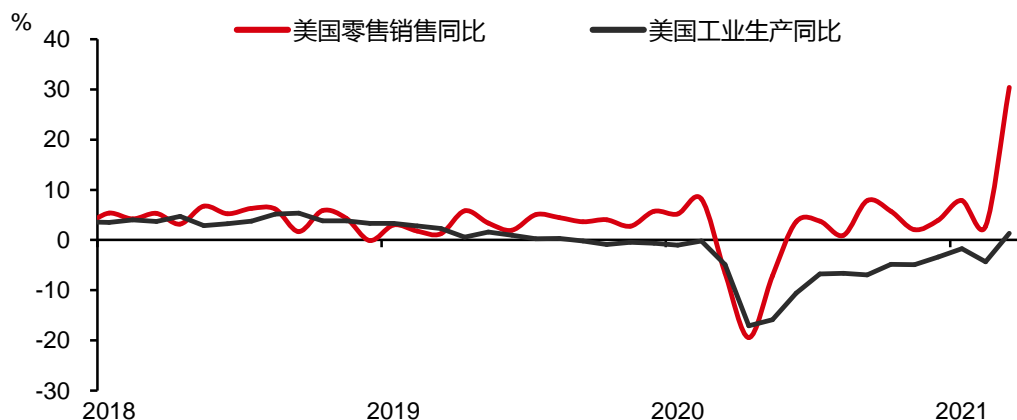
---

# 主要大宗商品价格自去年四季度趋势性大幅上涨

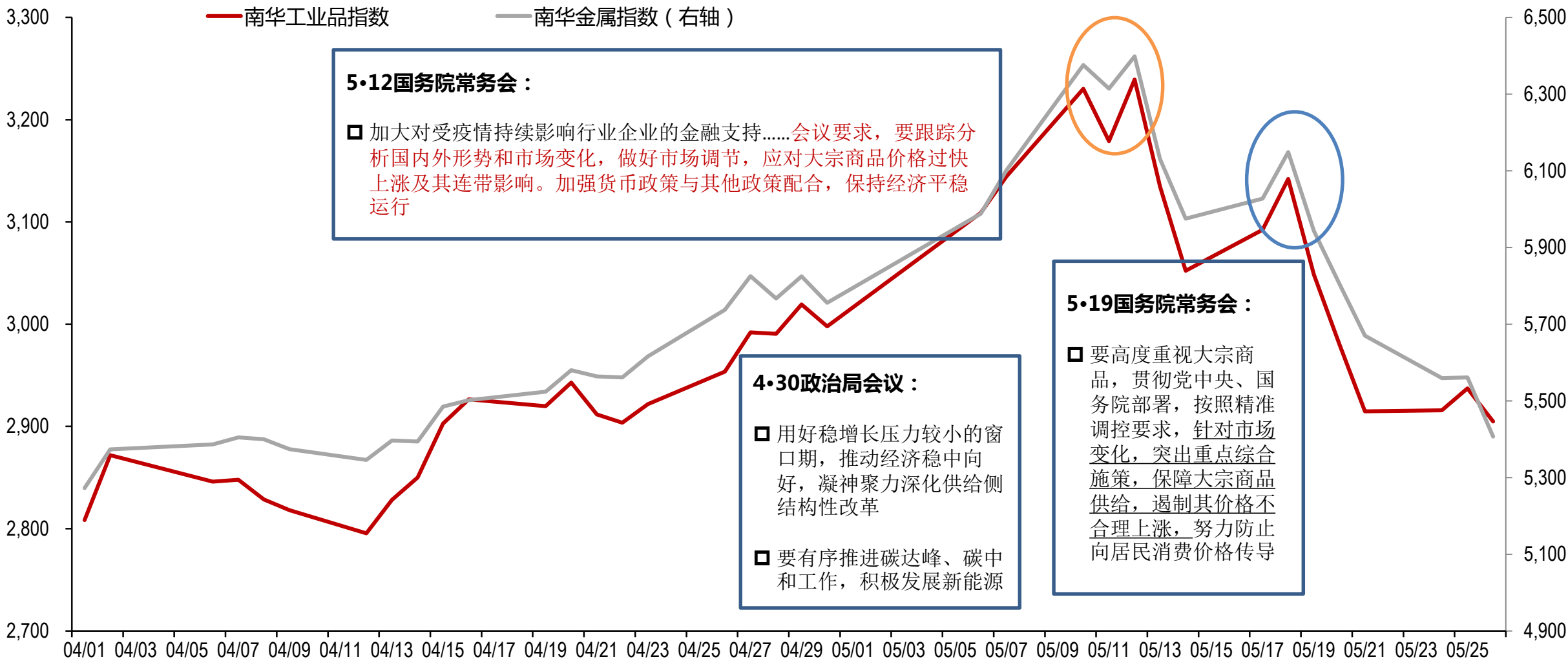


# 涨价之因：全球产出缺口和国内限产预期

- 1-4月，国内粗钢产量3.75亿吨，同比增加5500万吨，同比增速为15.8%，在限产预期下，上半年产量增加越多，下半年就预期减少越多，进一步助推了涨价预期
- 全球生产开始恢复，但是产出缺口仍在（新兴市场国家疫情反复、发达国家企业退出），我国出口数据是一个典型例证



# 5月中旬后大宗商品价格经历了快速回落



# 从宏观角度理解“价格”与“需求”的关系

- 上游价格涨得过快，一方面可能会向下游传导，另一方面也将减少下游需求
  - CPI调查项目中的电冰箱、洗衣机、电视机、笔记本电脑和自行车等工业消费品的价格普遍环比上涨，涨幅在0.6%-1.0%之间。从微观调研来看，生产过程中使用了较多钢和铜等原材料的下游企业，由于可以进一步挤压的利润空间相对有限，因此陆续开始上调产品的出厂价格，上调幅度普遍在8%~12%之间
  - 短期内部分上游行业原材料价格快速上涨，可能会对下游一些企业的生产经营带来一定压力
- 对价格的调控手段
  - 多措并举加强供需双向调节，更好利用两个市场、两种资源，增强保供稳价能力
  - 加强市场监管，依法严厉查处达成实施垄断协议、散播虚假信息、哄抬价格特别是囤积居奇等行为并公开曝光
  - 保持货币政策稳定性和人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，合理引导市场预期

2014年-2018年全球及前5个国家精炼铜消费量

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
中国	979.82	1017.87	1064.24	1120.78	1172.72
美国	163.38	160.15	162.63	162.21	164.92
德国	109.72	111.06	114.87	110.39	113.49
日本	105.76	100.58	98.63	99.07	102.20
韩国	73.71	73.12	73.56	77.06	72.01
全球	2155.78	2178.37	2235.42	2295.44	2359.82

数据来源：CRU；单位：万吨

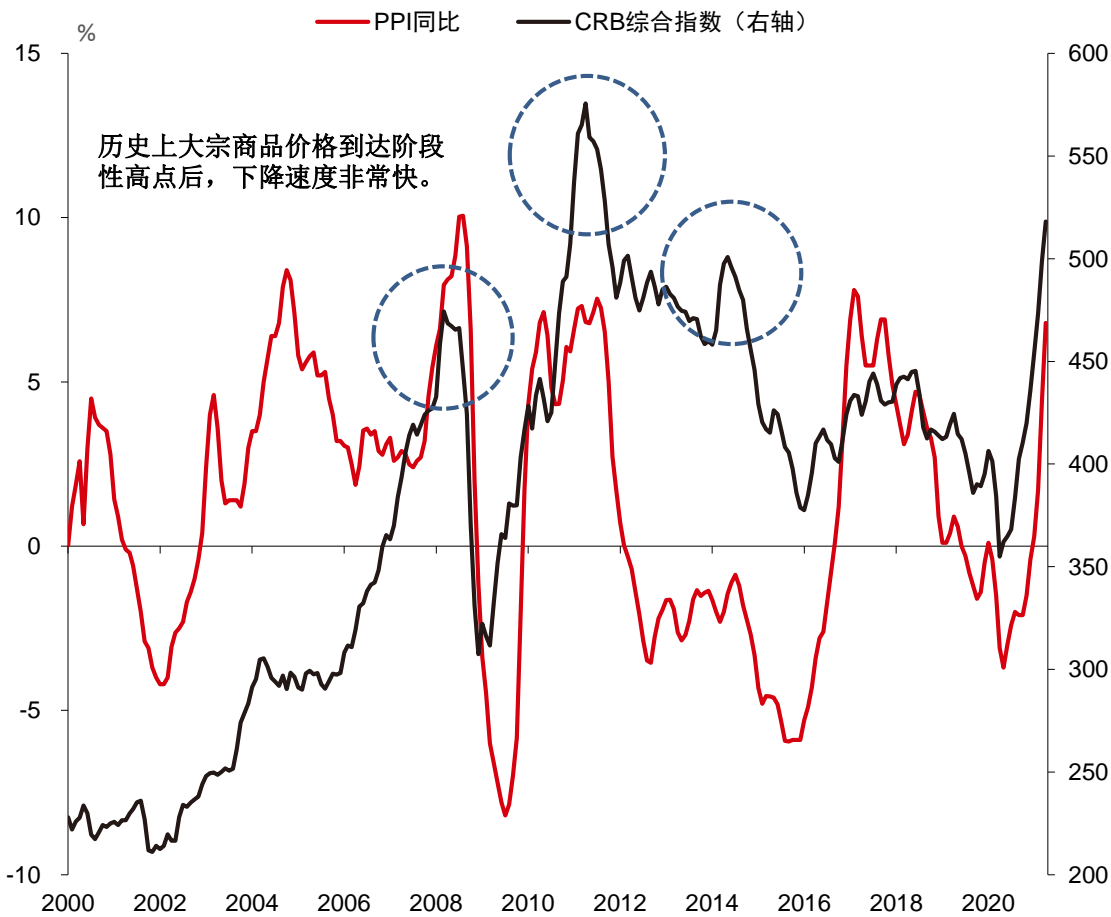
2014年-2018年全球及前5个国家精炼铜产量

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
中国	711.53	743.87	823.14	880.13	940.50
智利	274.42	267.66	263.45	244.58	249.87
日本	156.00	149.10	159.30	153.00	155.60
俄罗斯	88.50	87.77	87.86	93.97	99.65
美国	103.73	112.73	115.80	102.15	99.49
全球	2175.31	2218.24	2275.35	2317.56	2388.26

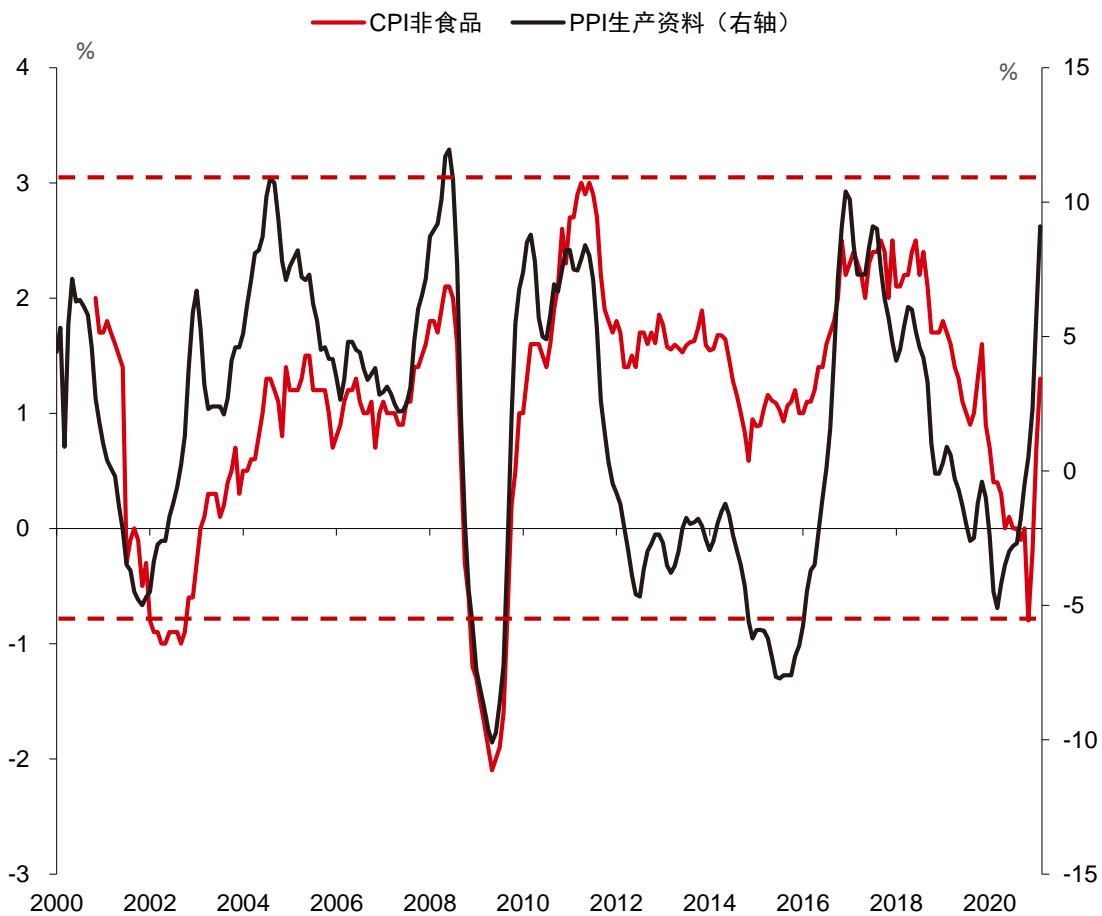
数据来源：CRU；单位：万吨

# 通胀压力最大的时候即将过去

预计PPI环比增速将在年中开始转负，下半年同比增速逐步下行，年末降至4%左右。



尽管部分下游耐用消费品出现涨价，但历史来看，CPI和PPI的波幅相差较大，因此工业品价格向居民消费价格全面传导的可能性不大。



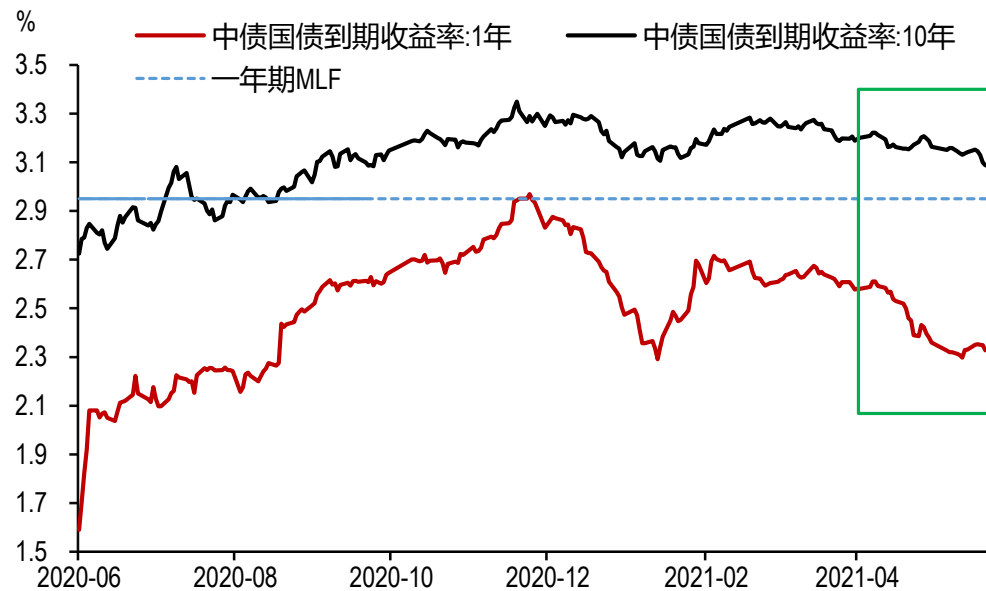
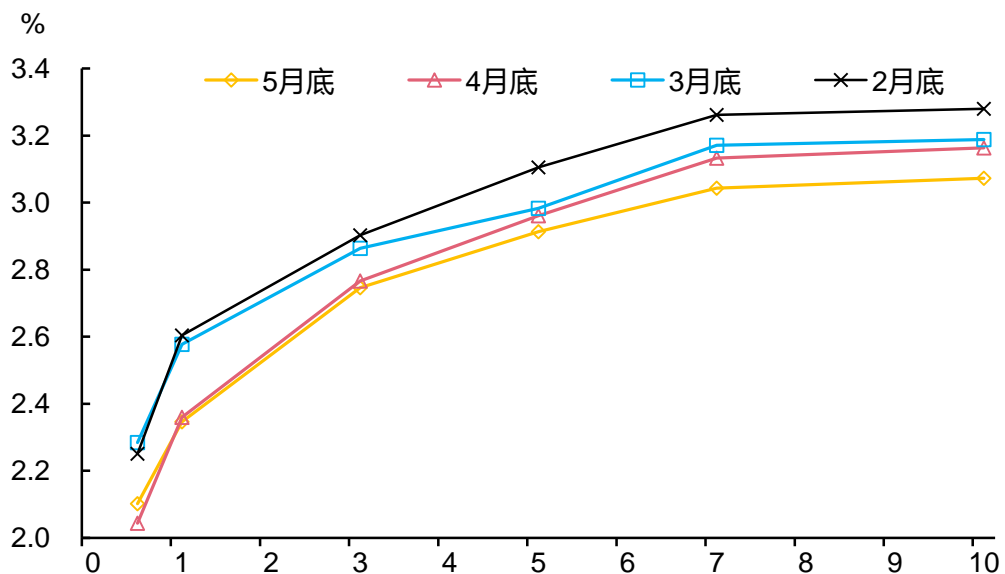


## 2、债券市场利率的“持续下行”

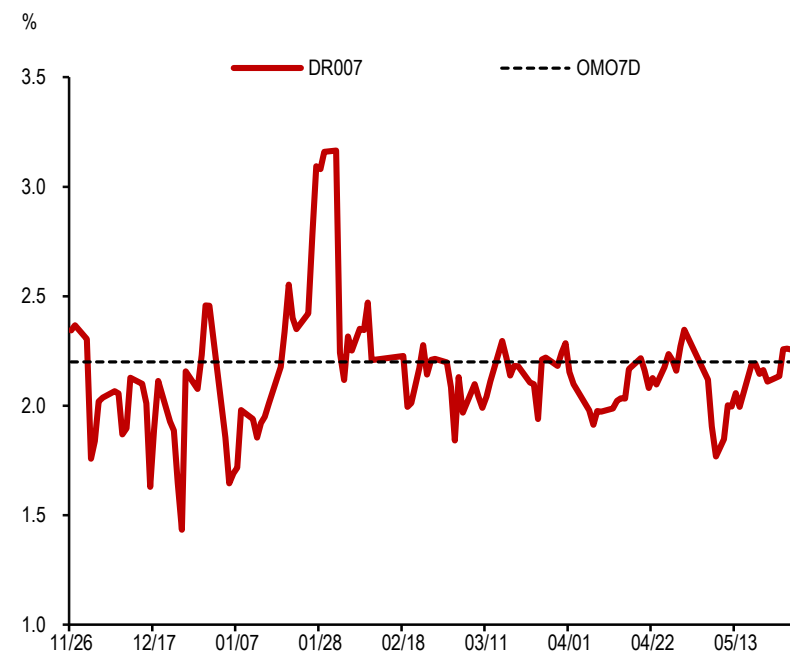
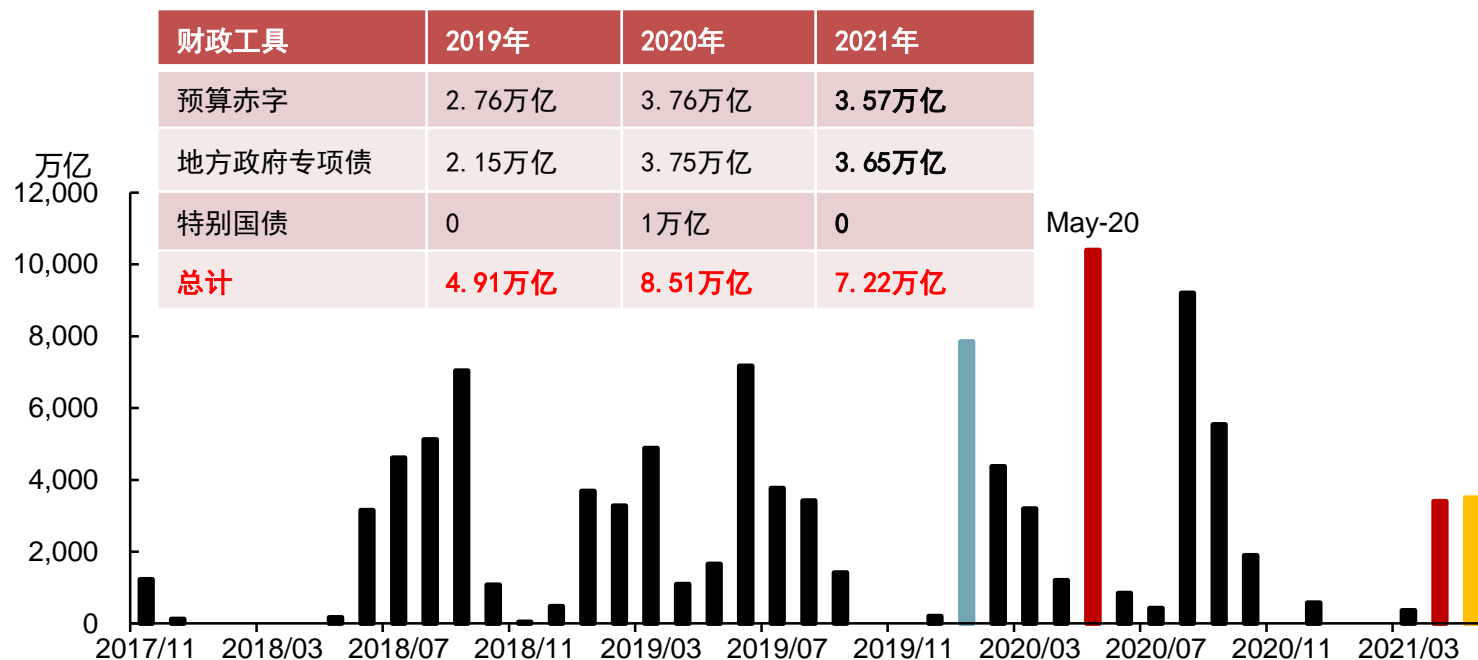
---

# 春节后债券市场和商品市场出现了明显“背离”

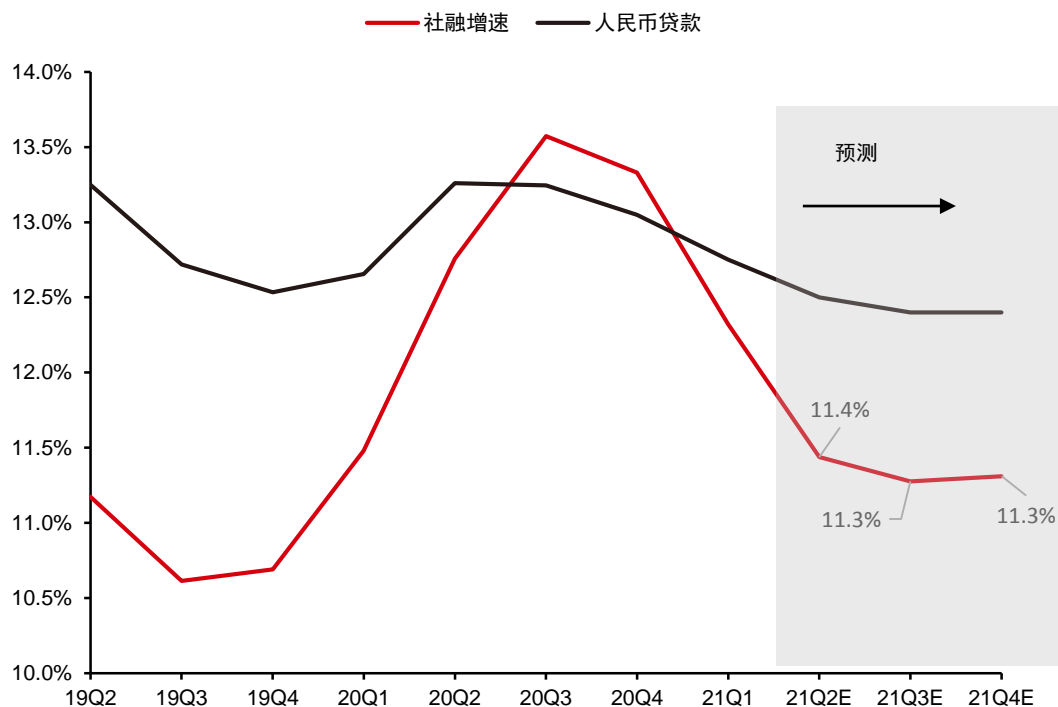
- 在大宗商品价格持续上涨的同时，利率却不断下降，一边的交易结果是“宏观经济表现超预期”，而另一边的交易结果是“宏观经济表现不及预期”
- 从利率曲线变化可以看出，过去三个月基本是平移下降，但长短端下降是交替的，短端利率在4月出现了明显下降
- 大宗商品市场的交易中，基本面逻辑是供需缺口，一定程度上也有“流动性宽松预期”的因素，而债券市场的交易结果更反映了流动性宽松的结果



- 2021 年 1-5 月国债净发行占中央赤字的比例仅 10%左右，地方新增一般债占地方赤字的比例、地方新增专项债占新增专项债限额的比例分别为 45%左右和 15%左右，显著低于 2019 和 2020 年同期的比例
- 如果按照以往发行节奏（9月底前发完地方政府专项债），剩余月份月均新增地方政府债发行额超过7000亿，个别月份发行压力很大
- 利率债发行陷入了与“限产预期”类似的逻辑，前面发的少，后面一定发的多，然而市场并未基于这个预期交易，而是在“机构欠配”和“流动性宽裕”的逻辑下推动利率下行

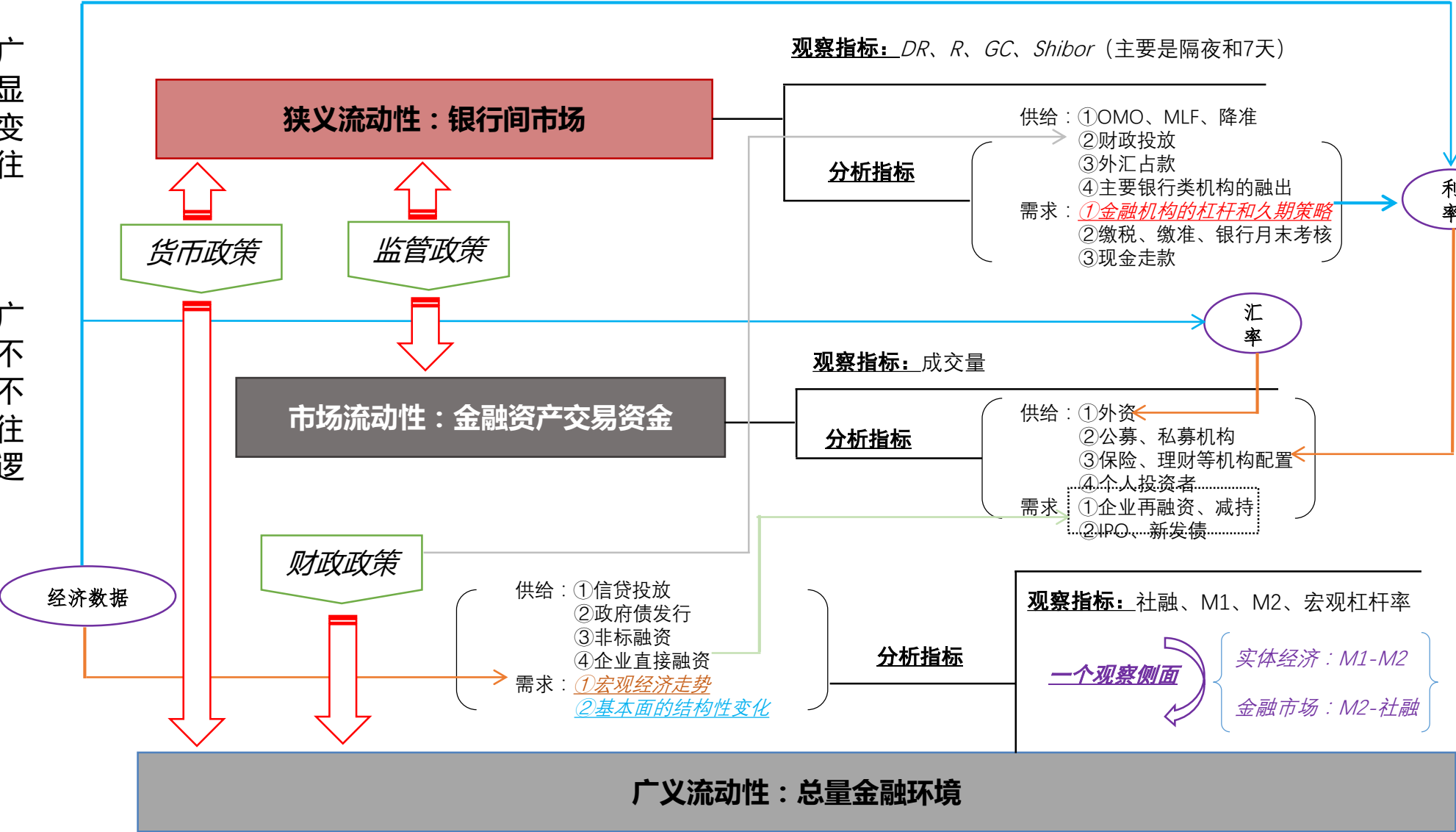


- 预计2021年OMO/MLF/LPR/RRR等主要工具均维持不变，12月的中央经济工作会议前后或是下一个观察时点。
- 伴随后续政府债的加快发行，预计社融增速在下半年将企稳，而保持宏观杠杆率稳定的目标在今年高GDP增速下也将减少对社融增速过快回落的担忧，维持社融增速全年回落2个百分点左右的判断不变。
- 在此情形下，尽管信用周期开始趋于回落，但以社融占GDP比重的净变化衡量，预计2021年末的相对水平仍将高于2018-2019年时期，因此亦不必过于担忧这一回落力度对经济的过高冲击。



# 总量流动性与市场流动性的关系

- 如果狭义流动性和广义流动性出现了明显的、一致性的趋势变动时，市场流动性往往受到明显影响
- 如果狭义流动性和广义流动性变化趋势不完全一致，或幅度不大时，市场流动性往往取决于自身运行逻辑

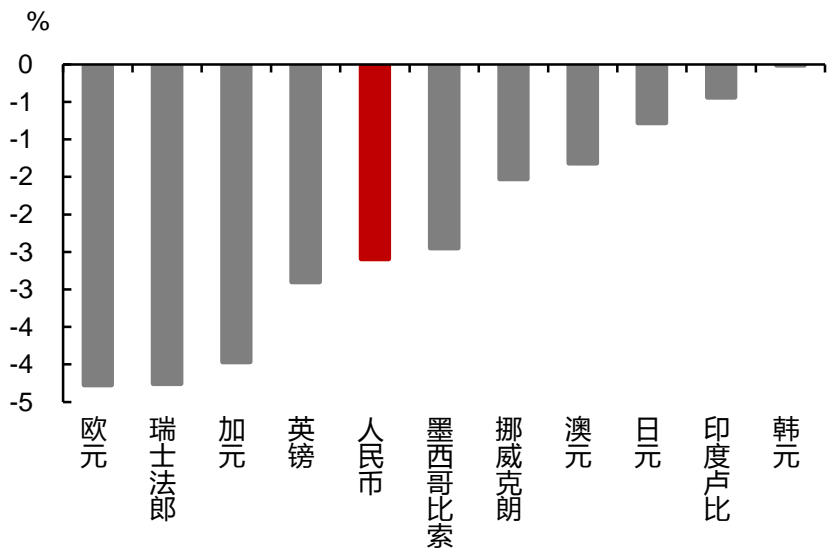
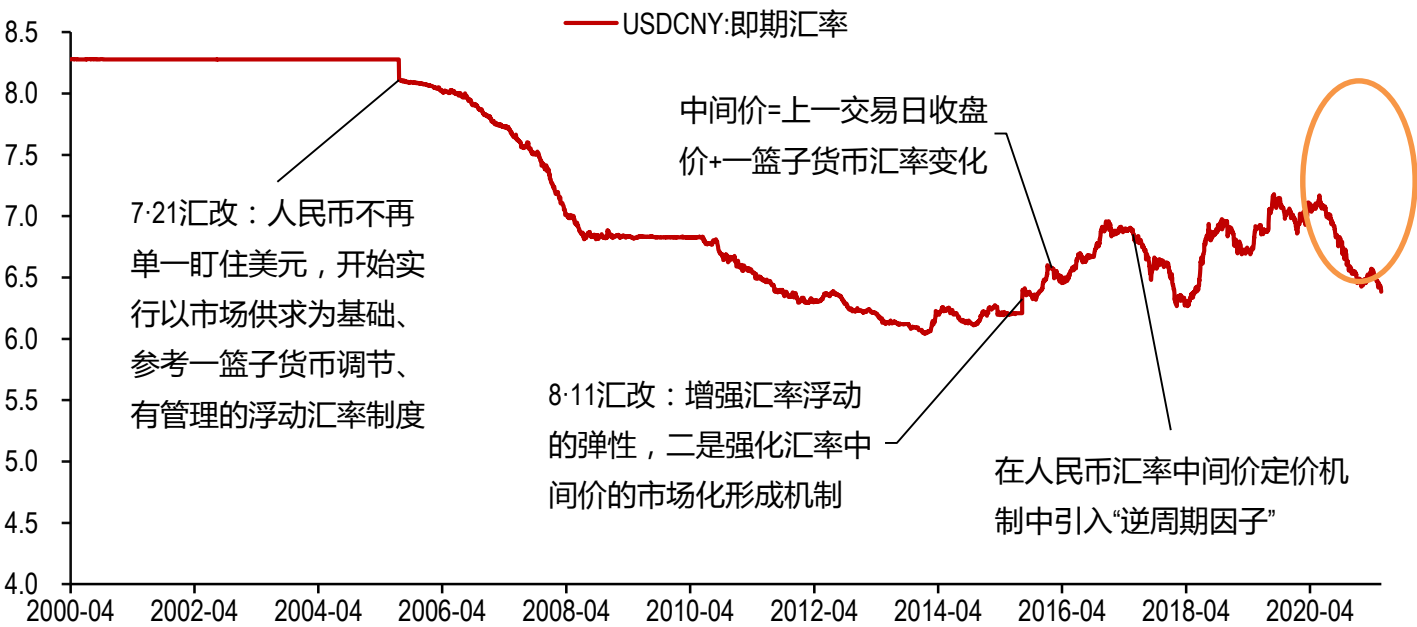


### 3、人民币汇率的“再走强”

---

# 从历史视角审视人民币汇率变化

- 人民币汇率制度从固定汇率逐步演进至现在有管理的浮动汇率制度，主要经历了1994年汇改、2005年“7.21汇改”和2015年“8.11汇改”这三次重要的改革
- 过去20年，人民币的升值贬值受“美元周期”影响很大
- 近期美元兑所有货币均有所贬值
- 5月31日，中国人民银行决定，自2021年6月15日起，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的5%提高到7%



# 汇率变化背后的基本面对比

- 根据IMF最新预测，今年全球实际GDP同比增速将从去年的-3.5%大幅反弹至6.0%。
- 其中美国、欧元区的2021年经济增速预计为6.4%和4.4%，海外主要经济体GDP增速相对去年均出现了显著回升。
- 我们预计中国实际GDP季度增速在Q2-Q4分别为8.3%/6.7%/5.3%，全年增速在9%左右。

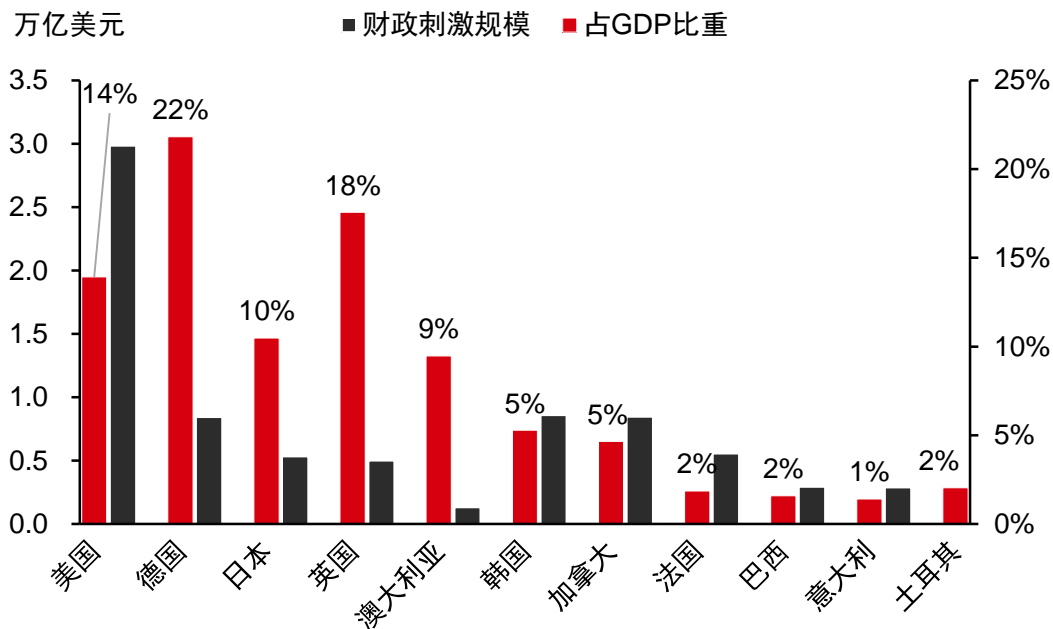
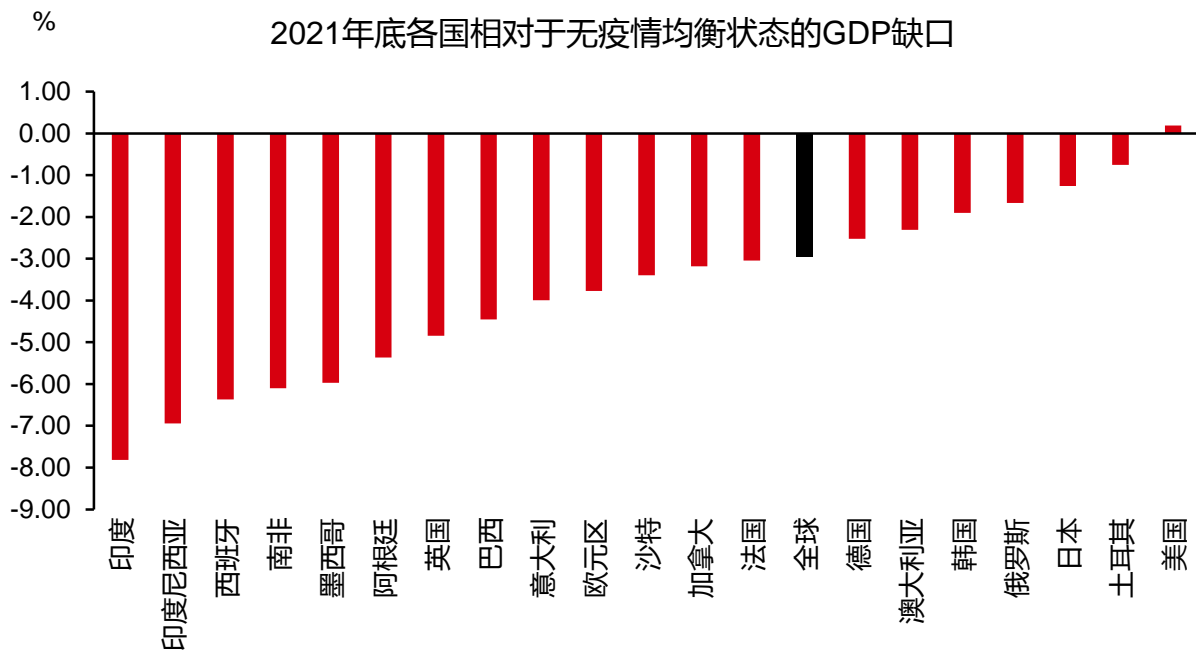
IMF全球经济增长预测										
实际GDP同比 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E (2020. 10 预测)	2021E (2021. 04 预测)	预测调整 (百分点)	2020-2021年均增长 (几何平均)
全球	3.2	3.2	3.8	3.6	2.8	-3.5	5.2	6.0	0.8	1.14
发达经济体	2.1	1.7	2.4	2.2	1.6	-4.9	3.9	5.1	1.2	-0.02
美国	2.6	1.5	2.2	2.9	2.2	-3.4	3.1	6.4	3.3	1.38
欧元区	2.0	1.8	2.4	1.9	1.3	-7.2	5.2	4.4	-0.8	-1.57
德国	1.5	1.9	2.5	1.5	0.6	-5.4	4.2	3.6	-0.6	-1.00
法国	1.3	1.2	2.3	1.7	1.5	-9.0	6.0	5.8	-0.2	-1.88
意大利	0.7	0.9	1.6	0.8	0.3	-9.2	5.2	4.2	-1.0	-2.73
西班牙	3.2	3.3	3.0	2.4	2.0	-11.1	7.2	6.4	-0.8	-2.74
日本	1.2	0.9	1.9	0.3	0.3	-5.1	2.3	3.3	1.0	-0.99
英国	2.2	1.9	1.8	1.3	1.4	-10.0	5.9	5.3	-0.6	-2.65
加拿大	0.9	1.4	3.0	2.0	1.9	-5.5	5.2	5.0	-0.2	-0.39
新兴市场和发展中经济体	4.1	4.4	4.7	4.5	3.6	-2.4	6.0	6.7	0.7	2.05
中国	6.9	6.7	6.9	6.7	6.0	2.3	8.2	8.4	0.2	5.31
俄罗斯	-3.7	-0.2	1.5	2.5	1.3	-3.6	2.8	3.8	1.0	0.03
巴西	-3.8	-3.5	1.1	1.3	1.4	-4.5	2.8	3.7	0.9	-0.48
南非	1.3	0.3	1.3	0.8	0.2	-7.5	3.0	3.1	0.1	-2.34
印度	7.6	7.1	6.7	6.1	4.2	-8.0	8.8	12.5	3.7	1.73

注：几何平均根据2021年4月份预测数据计算



# 美国经济不差，但美元也不强

- 根据OECD的预测，到2021年Q4大部分发展中国家相距疫情前的GDP缺口仍然较大，而美国GDP缺口有望在年底接近转正，日本、德国的缺口也好于全球平均水平，而印度、西班牙、英国等表现相对较弱
- 当前美国有大量的疫苗储备、疫苗接种进度也较快，预计在6月底-7月就能接近群体免疫
- 欧洲：欧洲复苏基金很可能将于今年7月正式开始发放，但长期的债务和负利率问题使得欧元区经济缺乏明显内生性增长动能，特别是南欧国家的负债较高、产业优势较弱，疫情加剧了这些脆弱经济体的衰退和债务风险
- 美元的国际货币地位强弱决定了美元的中长期走势

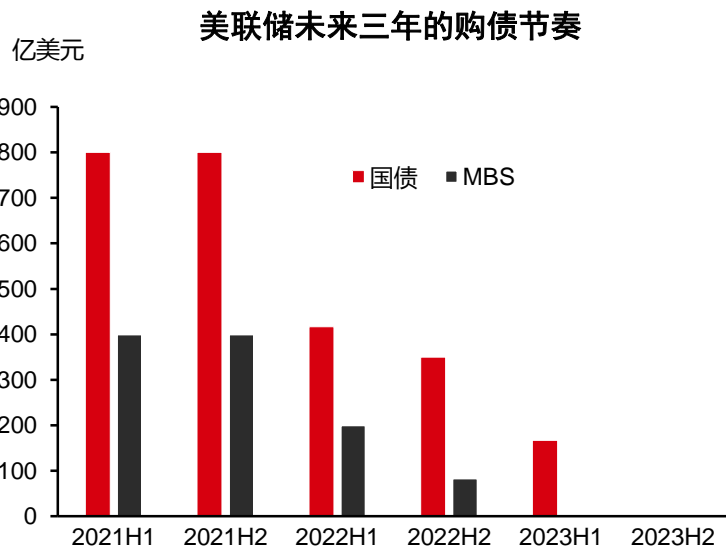
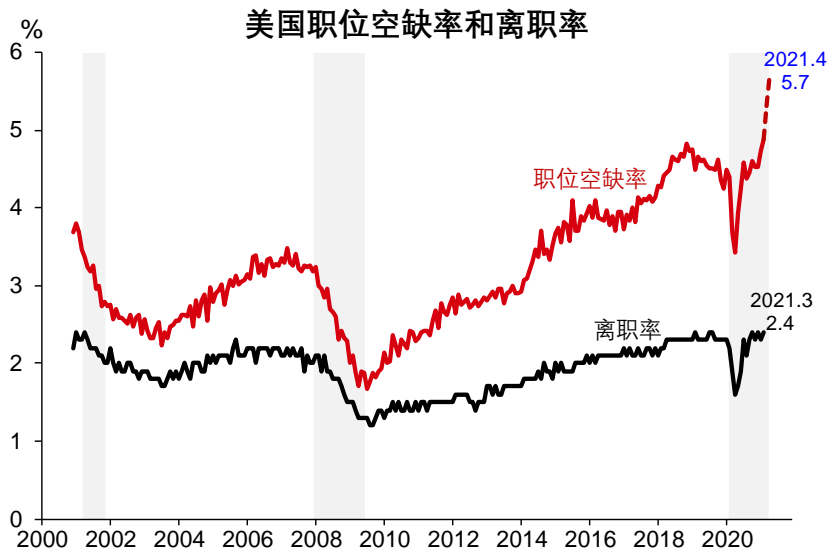
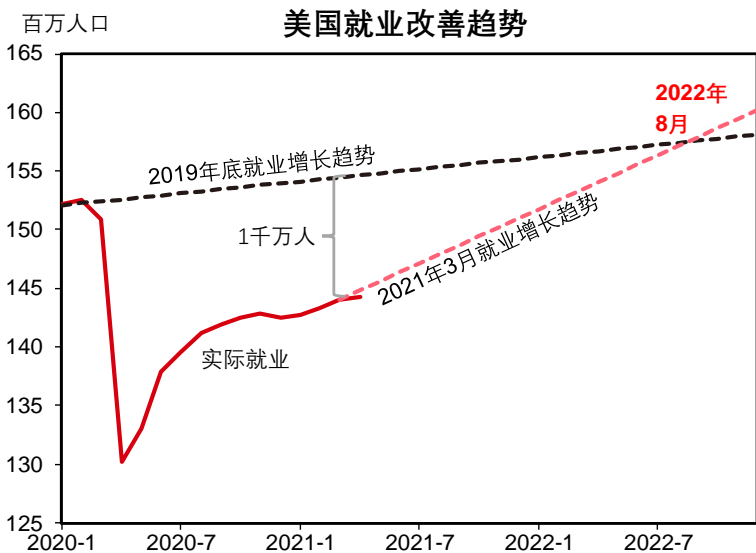


# 汇率变化背后的全球货币政策走向——聚焦美联储

工具	操作时间	最终规模	购买/抵押/贴现资产条件	执行方式
QE1	2008.11.25	20000亿	购买机构债、MBS、中长期国债	2008年11月25日，美联储直接购买1000亿美元房利美、房地美以及联邦住房贷款银行债务以及5000亿美元抵押贷款支持证券（MBS）。2009年3月18日，联邦住房贷款机构直接债务购买规模从1000亿美元扩大至2000亿美元；机构MBS购买规模从5000亿美元扩大至1.25万亿美元；3000亿美元中长期美国国债。
QE2	2010.11.4	12670亿	购买美国中长期国债	2010年11月4日，美联储发货币购买6000亿美元美国长期国债，每个月购买额为750亿美元，直到2011年第二季度。2011年9月21日，“扭曲操作”（Operation Twist），在2012年6月底之前购买4000亿美元6-30年期中长期债券，同一时间段内出售规模相当的3年期或更短期国债。2012年6月20日，延长“扭曲操作”，2012年年底前购买2670亿美元长期国债，同一时间段内出售规模相当的3年期或更短期国债。
QE3	2012.9.13	9000亿	购买美国中长期国债	2012年9月13日，每月400亿美元MBS；2013年1月起，在原有每月400亿美元MBS的基础上，增加每月450亿美元的长期美国国债。从2014年1月开始，每个月购买美国国债的规模将从450亿美元削减至400亿美元，象征退出量化宽松。
退出QE	<p>QE3退出节奏回顾：</p> <p>1）Taper Talk（<a href="#">2013.5</a>）：2013年5月22日时任美联储主席伯南克讲话首次提到，美联储可能会在未来的议息回会议商开始考虑削减债券购买量。</p> <p>2）开始Tapering（削减QE）：<a href="#">从2014年1月开始</a>，每月购买美国国债规模从450亿美元削减至400亿美元，此后按每月缩减100亿美元的购债节奏逐步退出。</p> <p>3）结束QE：2014年10月结束资产购买，正式结束第三轮量化宽松。</p> <p><a href="#">2015年12月宣布第一次加息</a></p> <p>从历史经验来看，美联储收紧货币政策的路径大致会经历“提前表态——缩减QE——结束QE——加息”的过程。按照第三轮QE的经验，美联储会在加息前2年左右的时间提前释放缩减QE的信号，从结束QE到加息一般也会间隔1年左右。</p>			

# 汇率变化背后的全球货币政策走向——美联储的关注点

- 鲍威尔在4月份的FOMC议息会议的新闻发布会上提到Tapering的触发条件是美国经济取得较大进展（substantial further progress），相对于加息条件——“通胀和就业取得实质性进展”来说门槛更低
  - 美国劳动力市场总体就业缺口修复尚需时日：相对疫情前目前有约8百万就业缺口，相对2019年底趋势有约1千万就业缺口。
  - 美国就业需求旺盛：职位空缺率创有记录以来新高；离职率反映对就业前景的乐观程度接近2017-2018年；每个职位空缺对应的失业人口数已经从去年的高峰水平5.0大幅下降至1.1左右，预示未来就业趋势向好
- 预计年内在8-9月份美联储会逐步向市场释放未来缩减QE（Tapering）的预期；Q4公布相关细节计划，年底或明年初执行Tapering，预计美联储用6-12个月时间完成缩减后，再通过到期债券再投资维持一段时间资产负债表规模不变，而后到2023年初再考虑加息事宜。对比来看，预计欧央行下半年维持宽松政策，边际收紧最早可能在2022年中期，货币正常化的时点将滞后于美联储

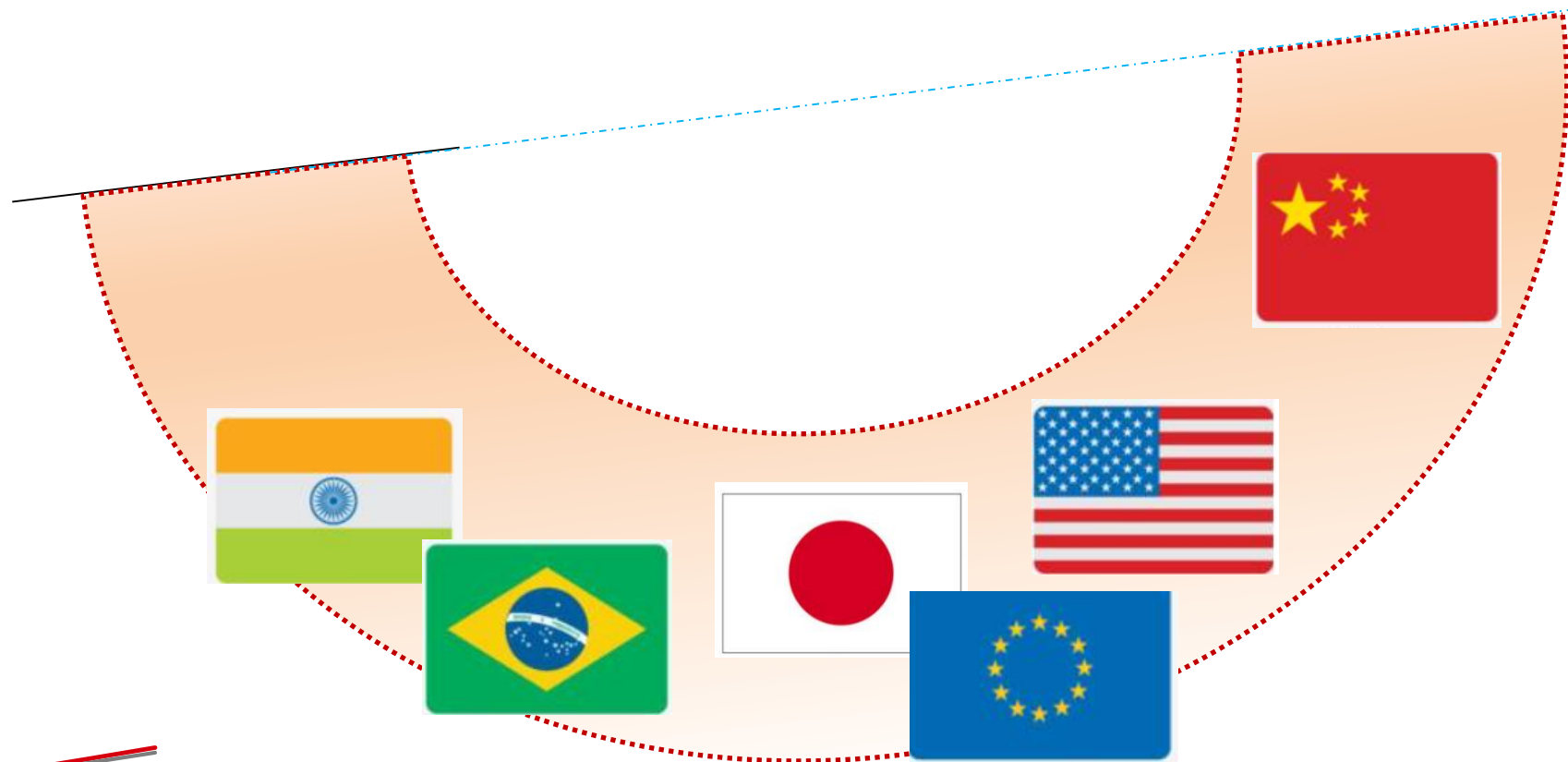
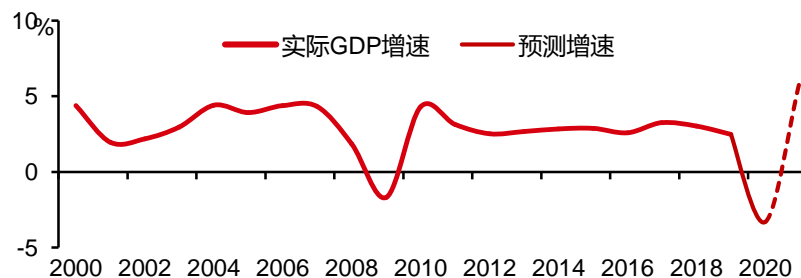
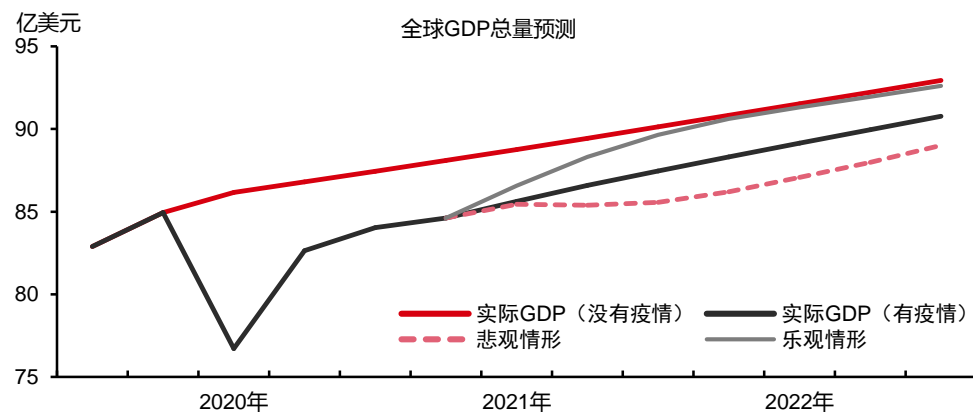


## 4、如何管理下半年的宏观预期？

---

# (1) 全球各国经济渐次恢复的态势没有变

- 基准情形下，预计2021年全球经济增速将达到6%左右。
- 对应的假设是疫苗将在今年的二三季度逐步普及，欧美主要发达国家在今年下半年有望实现群体免疫，新兴市场滞后一年时间（2022年）实现群体免疫。
- 预计到2021年年底，全球经济修复后的GDP缺口（相对于疫情前趋势值）在2万亿美元左右，完全恢复正常至少要到2022年之后。



## (2) 中国经济稳中加固、增速不会大起大落的趋势没有变

### 投资：内生需求改善成为亮点

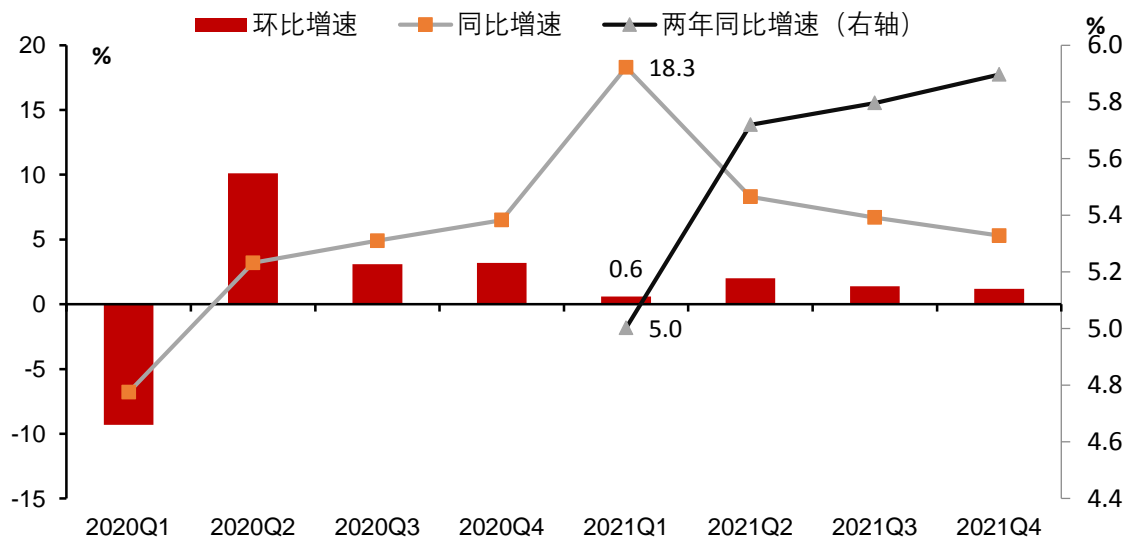
- 受益于企业盈利改善、产能利用率较高、经济活动预期向好，制造业投资预计将明显回升，成为2021年投资中的明显动力支撑
- 逆周期发力必要性回落，基建投资增速预计将保持相对较低水平
- 地产融资政策仍有边际影响，预计地产投资较去年将小幅回落，但整体增速预计仍趋于平稳

### 消费：服务业消费进入快速恢复期

- 服务业消费恢复将有所加快
- 随着先前受疫情冲击较大的行业和地产相关板块的消费支出占比重新回升，餐饮、旅游、酒店、航空、汽车、家电、服装等相关行业的消费增长将表现亮眼。
- 服务贸易逆差也有望加速回流国内，预计2021年社消增速将维持高两位数增长

### 进出口：外需高景气，年内前高后低

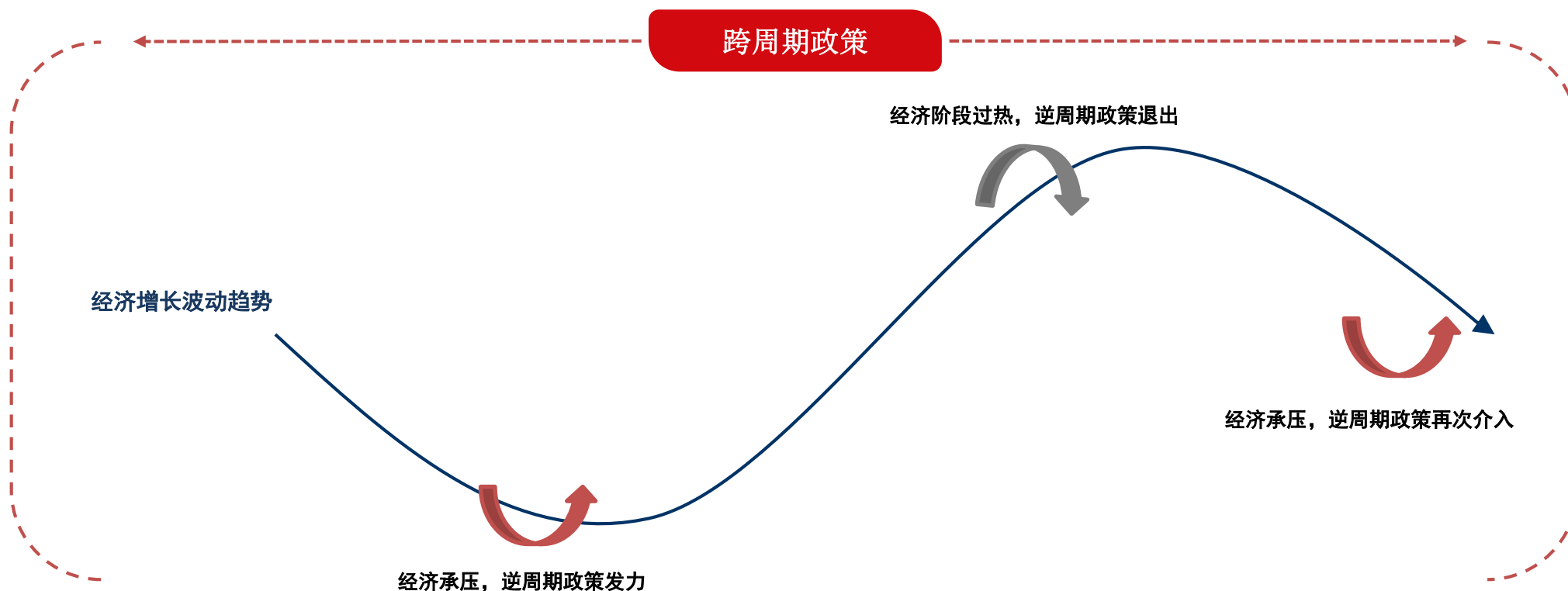
- 伴随疫苗接种的加快，2021年全球需求将出现比较明显的同比增长，这将对出口需求产生较强的拉动，叠加疫苗接种时期我国出口对海外主要出口国的“替代效应”，预计全年出口增速将在20%以上
- 风险层面，需密切关注中美经贸协定的可能变化



	2019		2020					2021			
指标	全年	一季度	二季度	三季度	四季度	全年	一季度	二季度 E	三季度 E	四季度 E	全年 E
<b><u>实际 GDP</u></b>											
同比读数	6.0	-6.8	3.2	4.9	6.5	2.3	18.3	8.3	6.7	5.3	9.0
相对于 2019 年的两年平均复合增速							5.0	5.7	5.8	5.9	5.6
<b><u>工业增加值</u></b>											
同比读数	5.7	-8.4	4.4	5.8	7.1	2.8	24.5	9.3	7.2	4.9	10.5
相对于 2019 年的两年平均复合增速							6.8	6.8	6.5	6.0	6.6
<b><u>社会消费品零售总额</u></b>											
同比读数	8.0	-16.6	-3.8	-0.4	3.2	-3.9	33.9	15.7	14.5	11.4	17.8
相对于 2019 年的两年平均复合增速							5.7	5.5	6.8	7.2	6.4
<b><u>名义固定资产投资</u></b>											
同比读数	5.4	-16.1	3.6	7.1	8.4	2.9	25.6	6.5	1.9	1.0	5.9
相对于 2019 年的两年平均复合增速							2.7	5.0	4.5	4.6	4.4
<b><u>房地产</u></b>											
同比读数	9.9	-7.7	8.0	11.9	11.0	7.0	25.6	10.2	2.3	1.2	7.9
相对于 2019 年的两年平均复合增速							7.7	9.1	7.0	6.0	7.4
<b><u>基建</u></b>											
同比读数	3.3	-16.4	8.1	6.4	5.8	3.4	26.8	-1.4	0.3	1.2	3.2
相对于 2019 年的两年平均复合增速							3.0	3.2	3.3	3.5	3.3
<b><u>制造业</u></b>											
同比读数	3.1	-25.2	-5.0	1.6	8.7	-2.2	29.8	14.4	8.5	3.3	10.9
相对于 2019 年的两年平均复合增速							-1.5	4.3	5.0	6.0	4.1
<b><u>出口（以美元计）</u></b>											
同比读数	0.5	-13.3	0.1	8.8	16.7	3.6	49.0	30.0	23.0	8.0	25.0
相对于 2019 年的两年平均复合增速							13.7	14.1	15.7	12.3	13.8
<b><u>进口（以美元计）</u></b>											
同比读数	-2.7	-2.9	-9.7	3.2	5.0	-0.8	28.0	41.6	25.4	23.0	29.0
相对于 2019 年的两年平均复合增速							11.5	13.1	13.8	13.6	13.1
<b><u>CPI</u></b>	2.9	5.0	2.7	2.3	0.1	2.5	0.0	1.5	1.6	2.5	1.4
<b><u>PPI</u></b>	-0.3	-0.6	-3.3	-2.2	-1.3	-1.8	2.1	7.4	5.8	4.2	4.9

### (3) 国内维持稳定的货币财政政策环境不会改变

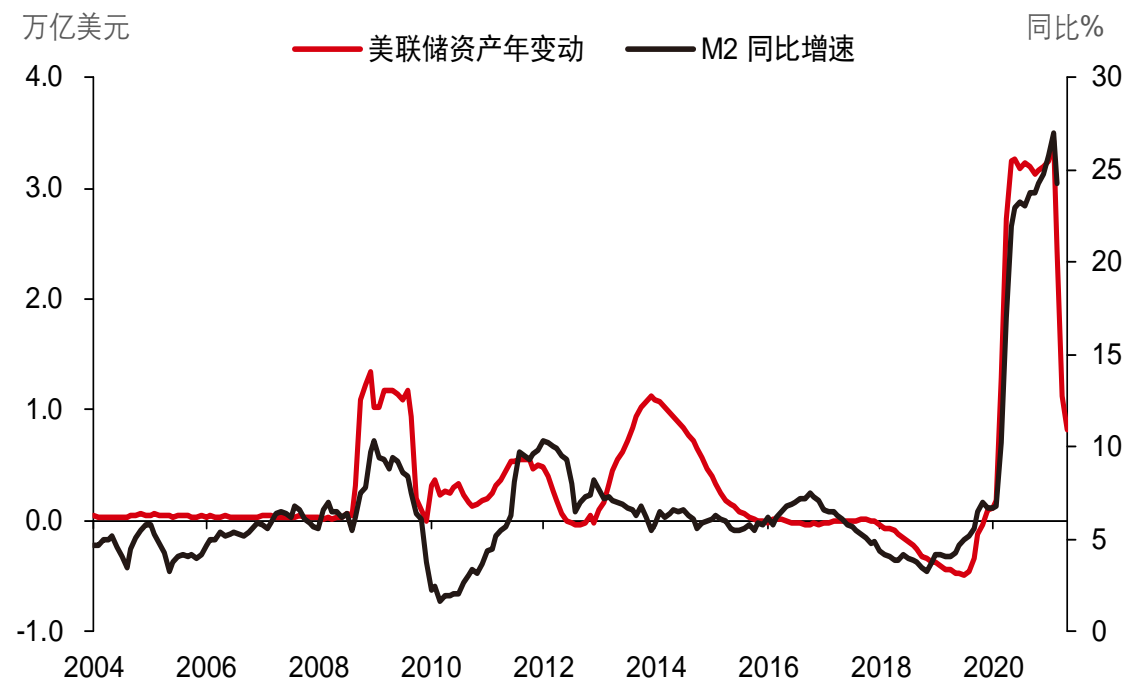
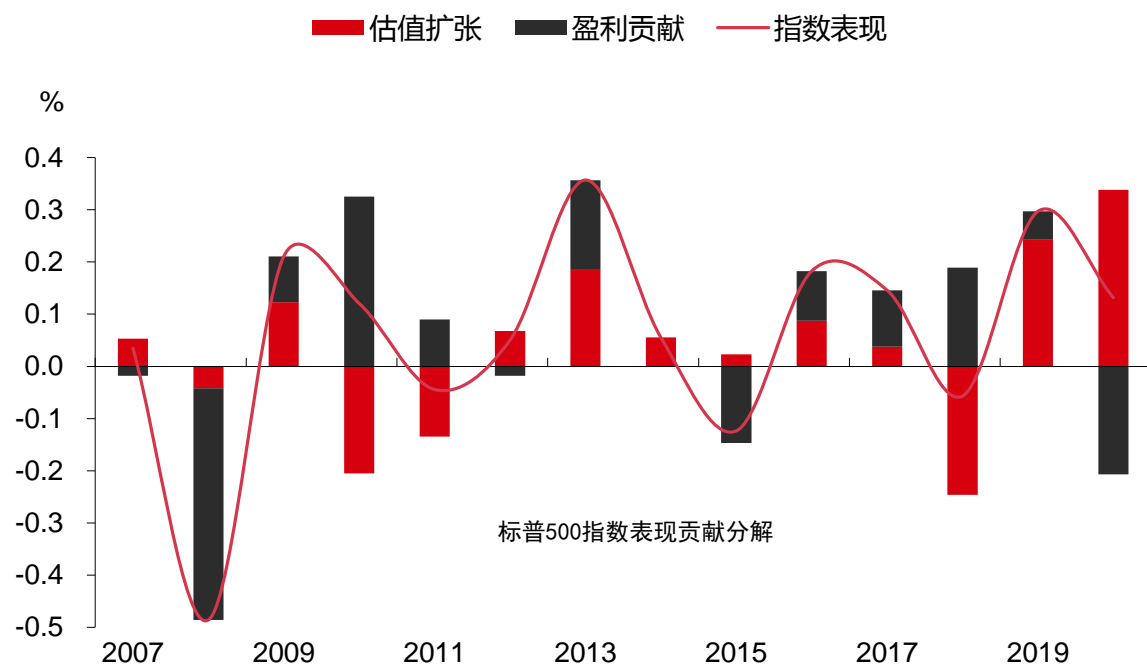
- “跨周期”蕴含了政策“**稳定、连贯、更可持续**”的特征，更注重中长期、更偏向结构性。
- “跨周期”的宏观调控更进一步，是对“逆周期”的完善与升级：通过以财政政策和货币政策为主要手段，叠合与就业、产业、投资、消费、区域等政策的协同发力，更全面的宏观政策部署和设计将加强对经济结构的调整与优化，推动经济高质量发展，服务于我国实现社会主义现代化的中长期发展目标。





## (4) 需要管理好海外因素在未来的某一时刻可能发生变化的宏观预期

- 在经济和政策预期比较稳定的条件下，投资方向就是挖掘结构亮点
- 2021年H2全球经济面临的主要风险集中在全球新冠疫情的反复和美国政策的不确定性
  - 拉美、非洲和东南亚新兴市场国家疫情进一步蔓延，全球供应链修复的缓慢可能带来通胀超预期上行
  - 鲍威尔面对美联储政策转向的呼声是否能保持耐心有不确定性
  - 部分资产泡沫冲高后快速调整的负向溢出效应







# 感谢您的信任与支持！

THANK YOU

程强 博士 CFA CPA

中信证券首席宏观分析师  
执业证书编号：S1010520010002

# 免责声明



证券研究报告 2021年6月1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

		评级	说明
投资建议的评级标准	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者保护基金会会员）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II》，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) 受澳大利亚证券和投资委员会监管，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。