

中信证券研究部



杨灵修
首席海外策略师
S1010515110003



联系人：徐广鸿

核心观点

在“平均通胀跟踪制”框架下，恢复就业比维持价格稳定更重要，下一轮美联储加息时间点预计将延迟到 2026 年。通胀预期的反弹有望带动名义利率上行，至今年年底，美国 10 年期国债收益率预计将反弹至 1% 左右的水平。3 月下旬至 8 月底，美元指数经历“完美风暴”，贬值超过 10%。但从疫情、通胀、利差、基本面、债务、货币供给和外储等方面看，美元指数有望向贸易加权美元指数“回归”。近期美股的下跌主要是前期强势的科技巨头暴跌和风格切换所触发，并非基本面发生重大变化。此轮回调不仅短期有助市场回归理性，缓解估值泡沫和抑制投机性交易，中长期也能减少高度集中的头寸结构、带动市场未来更为均衡的上涨。超低利率环境下，建议关注三条主线：1) 短期，受益于经济重启预期迎来估值修复的周期、工业、旅游交运等；2) 中长期，受益于长期低利率的成长股，特别是现金流持续快速增长的科技巨头；3) 通胀预期反弹预计会带动收益率曲线继续“陡峭化”，利好银行的净息差；经济重启也有助于减少拨备，增厚银行利润。

■ **美联储货币政策框架转向“平均通胀跟踪制”**。新框架体系下，恢复就业比维持价格稳定更为重要，但短期预计美联储不会给出精准的就业和通胀目标，以便于联邦公开市场委员会（FOMC）委员对货币政策的决定达成共识。当前，低迷的通胀仍是美联储面对的最大“问题”，除了短期疫情冲击以外，中长期低通胀的根源是人口老龄化，科技革命带动的 CAPEX 下降，以及储蓄率上升叠加所形成。因此，将长期通胀预期“锚定”在 2% 的水平对未来货币政策的执行至关重要。假设“实际失业率低于自然失业率”为加息的先决条件，那下一轮美联储开启加息的时间点预计将从此前市场预期的 2023 年延迟至 2026 年。

■ **美债收益率曲线预计“陡峭化”**。2020 年美国杠杆率预计上升至 126%，而 CBO 预测 2020 财年美国财政赤字将达 3.3 万亿美元，鉴于本财年的前 10 个月累计赤字已达 2.8 万亿美元，预计剩余两个月国债融资压力不大，但财政赤字真正出现缓解则要等到 2023 年之后。综合考虑美国财政、国债市场以及美联储的扩表操作，预计未来美国国债发行不会对长端收益率造成过大的上行压力。但货币政策框架换锚后，通胀预期的反弹有望带动名义利率上行，在政策利率维持在零界点的判断下，预计美国国债收益率曲线将继续“陡峭化”。若疫苗研发如期推进，至今年年底，美国 10 年期国债收益率预计将反弹至 1% 左右的水平。

■ **美元指数预计延续低位反弹**。3 月下旬至 8 月底，美元指数经历“完美风暴”，贬值超过 10%。但从今年美元汇率实际表现看，虽然年初至 9 月 4 日美元指数下跌 3.8%，但贸易加权的美元指数却上涨 1.4%。此外，贸易加权美元对新兴市场货币升值高达 5.2%，而相对发达国家却出现 3.8% 的贬值。从疫情发展趋势、通胀、利差、基本面、债务状况、货币供给和外储等方面看，美元指数有望逐步向贸易加权美元指数“回归”，特别是在 7500 亿欧元援助计划的实际执行或存在诸多矛盾以及英国无协议脱欧的概率持续升温背景下。

■ **长期低利率环境利好风险资产**。9 月 3 日至今美股的下跌主要是前期强势的科技巨头暴跌和风格切换所触发，并非基本面发生重大变化。在货币政策换锚、第四轮财政刺激近期有望推出的假设下，我们认为美股大幅持续下跌的可能性较小。此轮回调不仅短期有助市场回归理性、缓解估值泡沫和减少投机性交易；中长期预计也能减少高度集中的头寸结构、带动市场未来更为均衡的上涨。在超低利率环境下，建议投资者关注三条主线：1) 短期，经济重启预期推动的周期、工业、旅游交运行业的估值修复；2) 中长期，受益于长期低利率的成长股，特别是现金流持续快速增长的科技巨头；3) 美联储货币政策“换锚”预计将导致通胀预期反弹，带动名义利率回升，收益率曲线的“陡峭化”料将抬升银行的净息差。此外，经济重启也有助于减少拨备，增厚银行的利润。

■ **风险因素**：1) 疫情超预期；2) 美元大幅贬值；3) 美国大选不确定性；4) 中美关系超预期恶化。

目录

| | |
|--------------------------|----|
| 美联储新框架下，恢复就业是头号目标 | 1 |
| 美联储货币政策框架“换锚” | 1 |
| 低迷的通胀仍是美联储最大的“问题” | 2 |
| 恢复就业成为美联储货币政策的头号目标 | 3 |
| 美债和美元指数展望 | 5 |
| 美债收益率曲线预计“陡峭化” | 5 |
| 美元指数预计延续低位反弹 | 7 |
| 长期低利率环境利好风险资产 | 12 |
| 科技巨头带动美股持续反弹 | 12 |
| 更长久的超低利率环境利好股市流动性 | 15 |
| 超低利率环境下美股配置建议 | 17 |
| 风险因素 | 20 |

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 过去十年美国实际通胀持续低于政策目标..... | 2 |
| 图 2: 年初以来美国通胀预期走势 | 2 |
| 图 3: 美国人口年龄结构, 老龄占比逐渐增加 | 2 |
| 图 4: 美国人口平均预期寿命上升 | 2 |
| 图 5: 科技进步推动全要素生产率上行 | 3 |
| 图 6: 非金融企业资本支出/名义 GDP 呈现周期性 | 3 |
| 图 7: 美日储蓄率近些年呈回升趋势 | 3 |
| 图 8: 美国家庭储蓄呈上升趋势 | 3 |
| 图 9: 通胀预期与薪资增速出现明显“脱钩”现象 | 4 |
| 图 10: 美国通胀、失业率和基准利率走势 | 4 |
| 图 11: CBO 预测 2030 年以前实际失业率都将高于自然失业率 | 5 |
| 图 12: 美国少数族裔失业率在经济上行后周期才明显收敛 | 5 |
| 图 13: 预计美国 2020 年政府债务率将突破二战后高点 | 5 |
| 图 14: CBO 预测 2020 财年美国财政赤字率将达 16% | 5 |
| 图 15: 今年前 7 个月美国财政赤字近 2.5 万亿美元 | 6 |
| 图 16: 年初以来美国国债发行金额 | 6 |
| 图 17: 美国国债未偿余额及利息支出占政府经常性收入比例 | 6 |
| 图 18: 年初以来美联储持有的各项资产规模变化 | 7 |
| 图 19: 年初以来美国国债收益率曲线变化 | 7 |
| 图 20: 美元指数年初以来表现 | 8 |
| 图 21: 美元指数中六大货币权重 | 8 |
| 图 22: 美国和欧洲日新增 COVID-19 病例走势 | 8 |
| 图 23: 欧元对美元升值将对欧元区带来通缩效应 | 9 |
| 图 24: 欧洲出口占比远高于美国 | 9 |
| 图 25: 年初以来各国通胀走势 | 9 |
| 图 26: IMF 预测各国未来 CPI 增速 | 9 |
| 图 27: 美国与德国/欧洲/日本 10 年期国债息差已企稳 | 10 |
| 图 28: IMF 预测美国/欧元区/日本实际 GDP 增速 | 10 |
| 图 29: 部分欧洲国家债务率处于较高水平 | 10 |
| 图 30: IMF 预测各国的债务比例 | 10 |
| 图 31: 年初以来三大央行资产总资产都大幅上升 | 11 |
| 图 32: 年初以来美国/欧元区/日本 M2 增速 | 11 |
| 图 33: 全球央行外汇储备中美元占比仍维持在 60% 以上 | 11 |
| 图 34: 美元在全球外汇储备中占比和美元对欧元汇率 | 11 |
| 图 35: 年初至 8 月底美股走势的五个阶段 | 13 |
| 图 36: 2 月 20 日至 3 月 23 日 FAAMNG 表现 | 13 |
| 图 37: 2 月 20 日至 3 月 23 日 SPX 各行业表现 | 13 |
| 图 38: 年初至 8 月底 SPX 中 FAAMNG 占比持续扩大 | 14 |
| 图 39: 年初至 8 月底 IXIC 中 FAAMNNGT 占比持续扩大 | 14 |
| 图 40: 年初至 8 月底 SPX 剔除 FAAMNG 仍下跌 | 14 |
| 图 41: 3 月 23 日至 8 月底 SPX 剔除 FAAMNG 仅上涨 36.4% | 14 |
| 图 42: 年初以来 EPS 和 PE 变化对 SPX 的贡献拆解 | 15 |

| | |
|---|----|
| 图 43: 年初以来 EPS 和 PE 变化对 IXIC 的贡献拆解 | 15 |
| 图 44: 过去五年上市公司回购是美股市场最大的增量资金来源 | 15 |
| 图 45: 今年 1 至 7 月美国国内股票基金资金流向 | 16 |
| 图 46: 今年 3 月后美国货基收益率大幅下降 | 16 |
| 图 47: 今年 1 至 7 月美国货基净流入和净资产规模 | 16 |
| 图 48: 今年 1-6 月 SPX 企业累计回购为 2842 亿美元 | 16 |
| 图 49: 2020 年标普 500 行业回购预测 | 17 |
| 图 50: 年初至 8 月底 SPX 各行业表现 | 18 |
| 图 51: SPX 各行业动态 PE 和 EPS 增速预测 | 18 |
| 图 52: 2011 至 2019 年 FAAMNG 和标普 500 指数收入 CAGR | 18 |
| 图 53: 2011 至 2019 年 FAAMNG 和标普 500 指数净利润 CAGR | 18 |
| 图 54: 科技行业回购金额和占比维持高位 | 19 |
| 图 55: 美国商业银行净息差和期限利差关系 (基点) | 19 |
| 图 56: 美国商业银行 1H2020 净利息收入并未明显下降 | 20 |
| 图 57: 美国商业银行 1H2020 拨备大幅上升 | 20 |
| 图 58: 疫情导致 1H2020 美国商业银行净利润骤降 | 20 |
| 图 59: 美国商业银行 1H2020 资本充足率大幅反弹 | 20 |

表格目录

| | |
|------------------------|---|
| 表 1: 美联储货币政策框架变动 | 1 |
|------------------------|---|

■ 美联储新框架下，恢复就业是头号目标

美联储货币政策框架“换锚”

8月27日，美联储主席鲍威尔在年度的 Jackson Hole 会议上宣布了新的货币政策框架，2012年以来的“通胀跟踪制”将转换为“平均通胀跟踪制”。鲍威尔表示过去八年经济基本面的四大变化是推动美联储货币政策框架“换锚”的主要动力：

- 1) 美国经济的长期增速下滑，FOMC 委员预测的潜在增速的中位数从 2.5%下滑至 1.8%。虽然增速下滑主要由人口增速放缓和老龄化所致，但生产率增速的下滑（1995年至2003年：3.4%；2004年至今仅 1.4%）将长期拖累生活水平的提升。
- 2) 在过去的 20 年里，全球利率水平大幅下降，r-star（美国中性利率）也下降 2-3 个百分点。中性的联邦基金利率的中位数预测自 2012 年的 4.25%降至目前的 2.5%。此现象大幅限制美联储在下行周期通过价格型工具刺激经济。
- 3) 2008 年金融危机后至 COVID-19 爆发前，美国劳动力市场持续修复，支持性的货币政策使得就业市场的回暖更具“普惠性”。
- 4) 强劲的就就业市场并未导致通胀出现显著上行，而 FOMC 委员预测的自然失业率的中位数从 5.5%也降至 4.1%。此外，低迷的长期通胀率预期以及全球范围的逆通胀压力对实际通胀水平的影响也超过市场预期。

从美联储同时公布的《长期目标和货币政策策略声明》（“Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy”）来看，此次货币政策框架的修正主要集中于针对就业、通胀和金融体系稳定性的三大方面。其中，将“达到充分就业”置于“维持价格稳定”之前意味着在更久的时间维度内美联储将维持当前的零利率政策不变。

而对于美联储愿意允许通胀的上行空间来看，虽然官方公告中并未明确表述，但根据达拉斯联储主席罗伯特·卡普兰（Robert Kaplan）等人的发言，我们判断在美国实现“充分就业”以及核心 PCE 增速接近、甚至达到 2.5%之前，美联储将不会重启加息周期。圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard）也表示，不制定一个“精准的公式”有利于 FOMC 委员对于货币政策的决定达成共识。

表 1：美联储货币政策框架变动

| 指标 | 原框架 | 新框架 |
|------|--------------------------------------|---|
| 就业 | 通胀目标比就业目标更重要 | 就业目标比通胀目标更重要 |
| | 跟踪实际就业水平与充分就业水平的偏离 | 充分就业是一个“宽范围、普惠性”的指标，跟踪实际就业水平低于充分就业水平的差值 |
| 通胀 | 维持 PCE 通胀水平在 2% | 通过维持一段时期内通胀均值为 2%的目标，将长期通胀预期“锚定”在 2%的水平 |
| 金融体系 | 美联储货币政策考量包含：长期目标，中期展望和风险评估，包括金融体系稳定性 | 持续达到充分就业和价格稳定的政策目标是基于金融体系的稳定 |

资料来源：美联储，中信证券研究部

低迷的通胀仍是美联储最大的“问题”

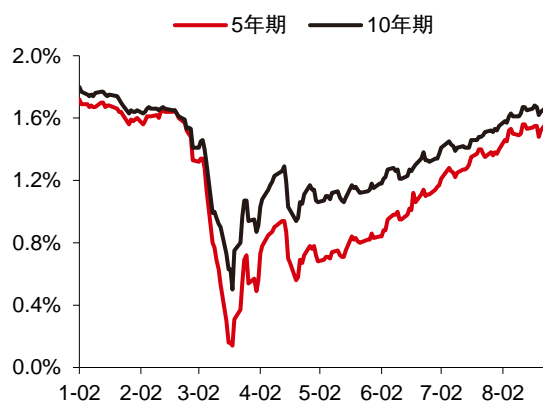
从鲍威尔的表述来看，“低通胀预期→低通胀”的恶性循环，仍是美联储面临的重大问题。长周期角度，美国上一轮经济扩张周期开启至今（2009年7月以来），美国核心PCE的年均增速仅为1.6%，除2011年12月至2012年4月以及2018年3月至12月以外，长期低于美联储2%的政策目标。短期，受疫情冲击，今年二季度美国核心PCE增速降至0.9%，为2010年四季度以来的新低，7月当月小幅反弹至1.3%。即便Jackson Hole会议后，截至8月底，美国的5年期和10年期平准通胀率也仅反弹至1.69%和1.80%。对于西方发达国家的央行来说，通胀高于目标是有政策和工具能解决的，但若通胀持续维持低位并导致通缩出现，则其可能无力扭转。

图1：过去十年美国实际通胀持续低于政策目标



资料来源：FRED，中信证券研究部

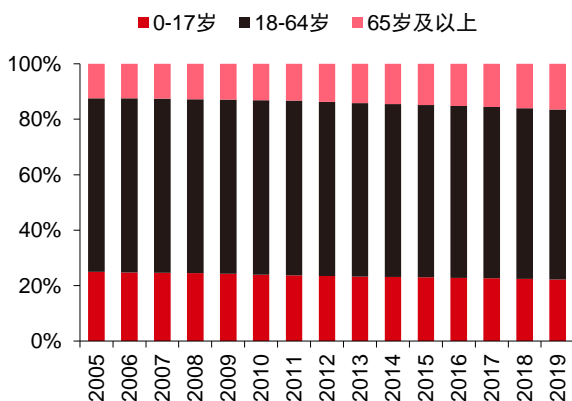
图2：年初以来美国通胀预期走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

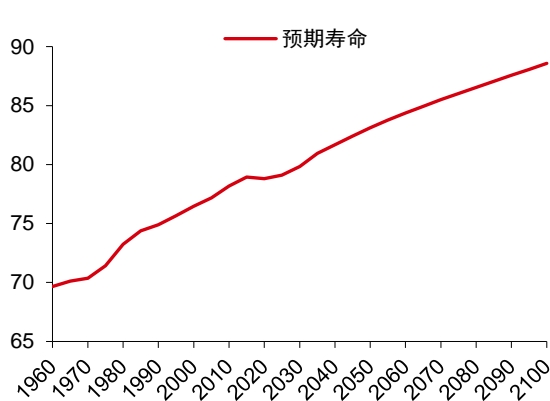
除了短期疫情冲击的因素以外，中长期看，低通胀导致的超低利率环境的根源是人口老龄化，科技革命带动的CAPEX下降以及储蓄率上升叠加所形成。其中，人口结构变化和技术进步是两个最重要的长期推动因素。从人口结构层面，美国65岁及以上人口占比逐年提升，从2005年的12.4%增加至2019年的16.5%。随着医疗卫生和生活条件的改善，美国人口的平均预期寿命也逐步延长。

图3：美国人口年龄结构，老龄占比逐渐增加



资料来源：Wind，中信证券研究部

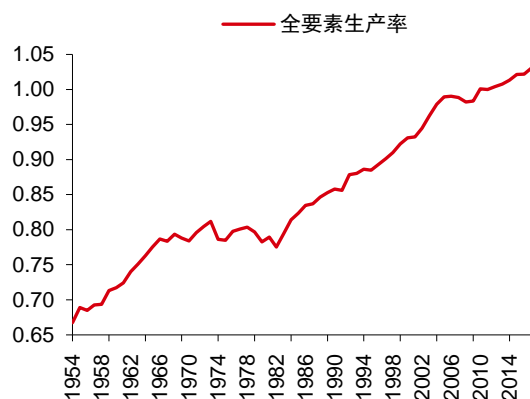
图4：美国人口平均预期寿命上升



资料来源：UNdata（含预测），中信证券研究部

科技进步作为推动全要素生产率（TFP）增长的一个重要因素，1950-1960 年代以及 1990 年代中期到 21 世纪初，美国经历了两次全要素生产率的快速提升，美国经济得益于此快速发展。而非金融企业资本支出与名义 GDP 的比值呈现周期性，其与全要素生产率变化（三年移动平均）呈现较大的相关性。寿命增加所需储蓄增加，同时技术进步带来的资本节约，投资需求下降推动利率长期下滑。

图 5：科技进步推动全要素生产率上行



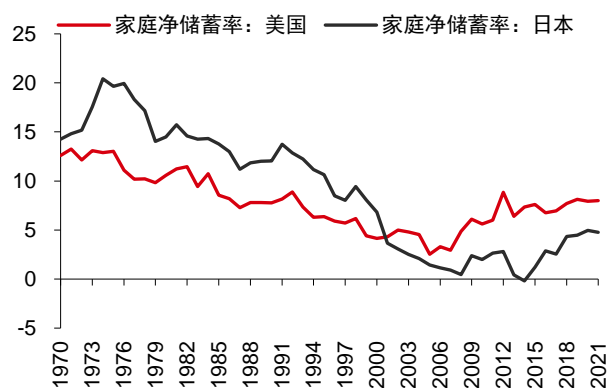
资料来源：FRED，中信证券研究部

图 6：非金融企业资本支出/名义 GDP 呈现周期性



资料来源：Wind，FRED，中信证券研究部

图 7：美日储蓄率近近年呈回升趋势（%）



资料来源：OECD（含预测），中信证券研究部

图 8：美国家庭储蓄呈上升趋势（十亿美元）

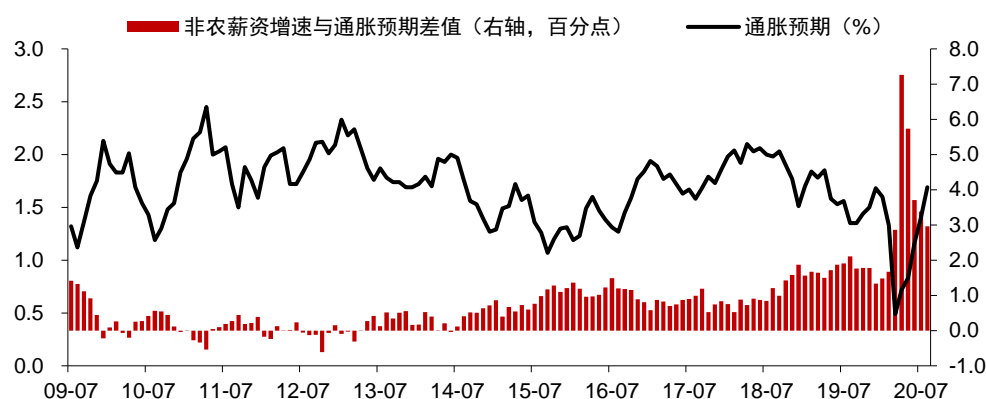


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

恢复就业成为美联储货币政策的头号目标

美联储此次将就业目标置于通胀目标之前，一大因素是因为菲利普斯曲线的“失效”。鲍威尔早在 2019 年 1 月便表示过“目前美国居民工资增速对于通胀传导的效应并不明显，其实从上世纪 90 年代末开始，两者之间的传导关系便开始弱化”。数据层面看，虽然 2018 年 8 月以来美国非农时薪同比增速始终维持在 3% 以上（至 2020 年 3 月均值为 3.3%），但由于上文所述的各种原因，较快的薪资增速并未传导至通胀层面。疫情爆发后，今年 4 至 7 月薪资增速与通胀预期的平均差值达 460bps，远高于 2009 年 7 月以来 82bps 均值。得益于两者明显的“脱钩”，美联储对就业市场过热进而推高通胀的担忧大幅减少。

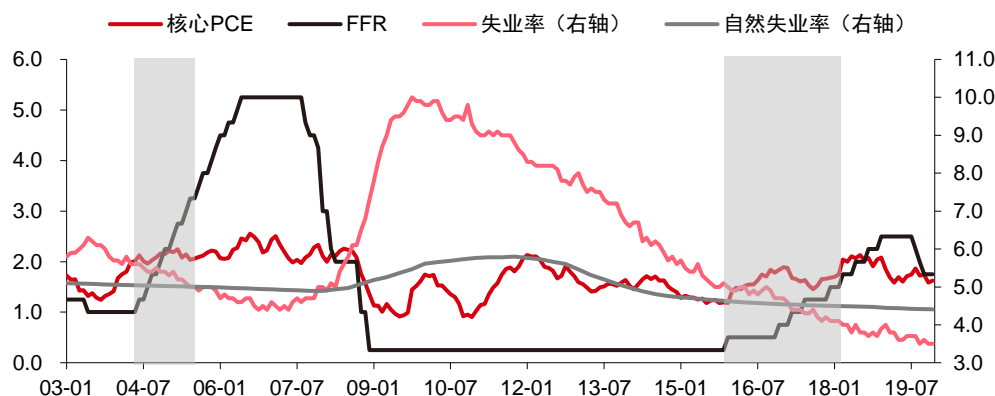
图 9：通胀预期与薪资增速出现明显“脱钩”现象



资料来源：Wind，中信证券研究部

此外，由于 70 年代石油危机导致的持续高通胀，老一辈的美联储主席（如沃尔克和格林斯潘等）和官员更侧重于控制通胀。而 1998 年和 2008 年的金融危机导致的经济萧条和失业对新一代的西方央行官员影响更为深刻，因此他们更加关注避免经济和金融危机、维护就业稳定。在美联储新的政策框架下，假设“实际失业率低于自然失业率”为加息的先决条件，那在过去 2000 年以来的两轮加息周期中，2004 年 6 月至 2005 年 6 月的九次 25bps 的加息以及 2015 年 12 月至 2017 年 12 月的五次 25bps 的加息都不会发生。

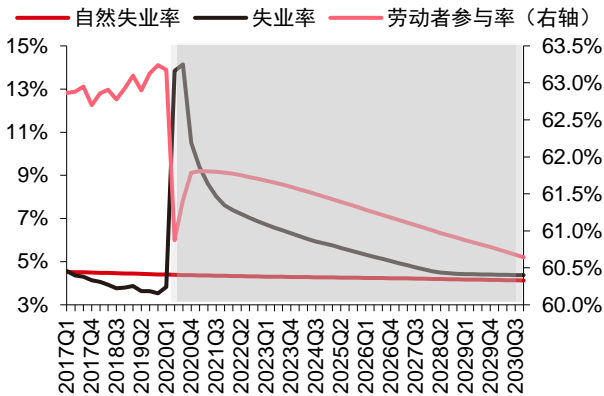
图 10：美国通胀、失业率和基准利率走势（%）



资料来源：Wind，FRED，中信证券研究部；注：灰色部分为新政策框架下无需加息的时间段

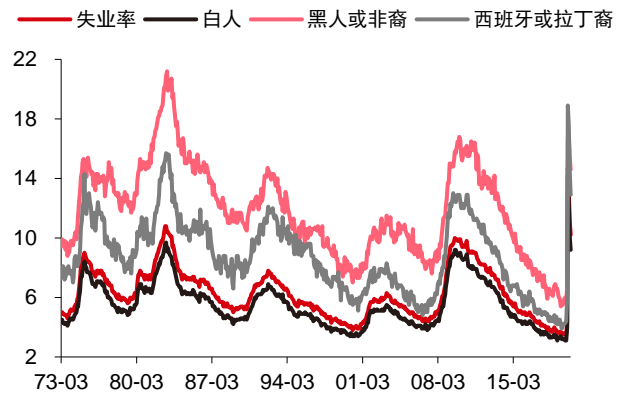
往前看，美联储货币政策框架的“换锚”意味着零利率政策环境将维持更久。根据美联储 6 月 FOMC 会议公布的点阵图看，2022 年以前不会重启加息周期。而基于 CBO 今年 7 月的预测，至 2030 年底，美国的实际失业率都将持续高于自然失业率（期末预测分别为 4.4%和 4.1%）；且预计美联储要等到 2026 年才开始缓慢加息。另外，从“充分就业是一个宽范围、普惠性的指标”看，鲍威尔和多位美联储官员也强调美国少数族裔失业率通常在经济增速上行的后周期才明显收敛，这也意味着货币宽松需要更长久才能达到缩减贫富差距、增加 GDP 中居民收入占比的政策目标。

图 11: CBO 预测 2030 年以前实际失业率都将高于自然失业率



资料来源: CBO, 中信证券研究部; 注 2020Q2 起为预测数据

图 12: 美国少数民族裔失业率在经济上行后周期才明显收敛 (%)



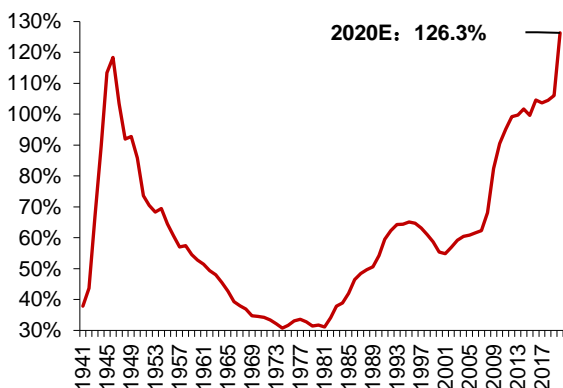
资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 美债和美元指数展望

美债收益率曲线预计“陡峭化”

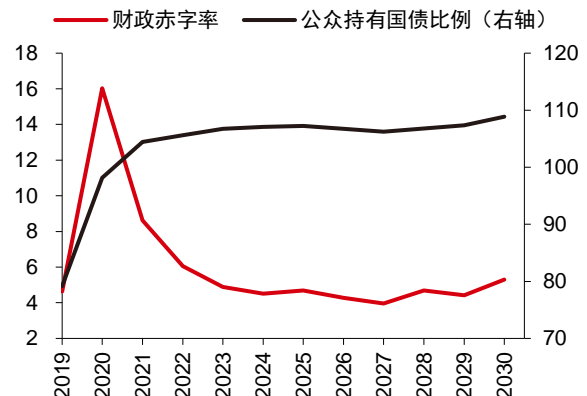
参考 IMF 对于美国最新的 2020 年 GDP 增速预测, 即便不考虑可能推出的第四轮财政刺激政策, 2020 年 (自然年) 美国政府债务率预计将上升至 126% 左右, 超过 1946 年 (二战后) 政府债务率高点的 118%。而 CBO 最新预测的 2020 财年美国财政赤字将达 3.3 万亿美元, 对应 16% 的 GDP。鉴于本财年的前 10 个月累计赤字已达 2.8 万亿美元, 剩余两个月的月新增规模料将较今年二季度显著下降。若今年秋冬季不出现疫情再次大规模爆发导致隔离政策重启, 明年起, 财政赤字率预计逐步下滑, 至 2027 年降至 4.0% 的低点。但由于联邦债务的激增, 公众持有国债占 GDP 比例也将从 2019 年的 79.2% 飙升至 2020 年底的 98.2%, 2022 年起增速放缓, 至 2025 年达到 107.2% 的高点。整体看, 今年美国联邦财政“最困难”的时刻已过, 但财政压力真正出现缓解则要预计等到 2023 年之后。

图 13: 预计美国 2020 年政府债务率将突破二战后高点



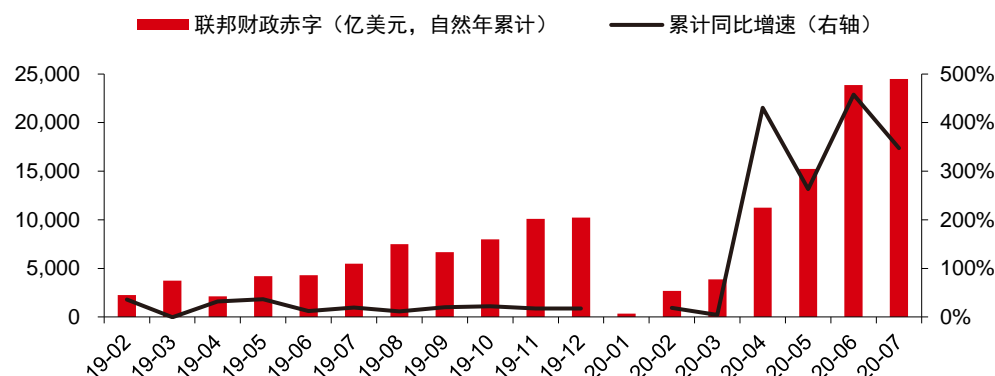
资料来源: Wind, CBO, Treasury Direct, 中信证券研究部预测

图 14: CBO 预测 2020 财年美国财政赤字率将达 16%



资料来源: CBO (含预测), 中信证券研究部

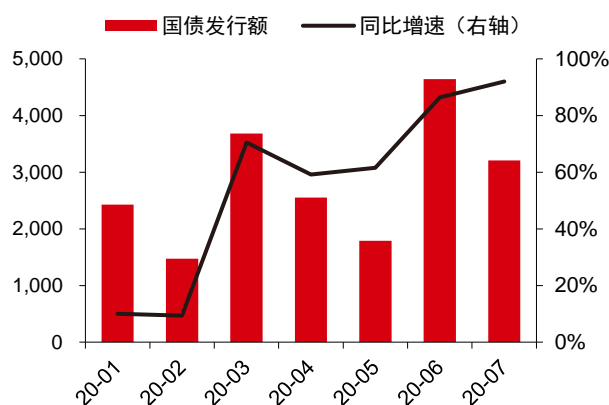
图 15: 今年前 7 个月美国财政赤字近 2.5 万亿美元



资料来源: Wind, 中信证券研究部

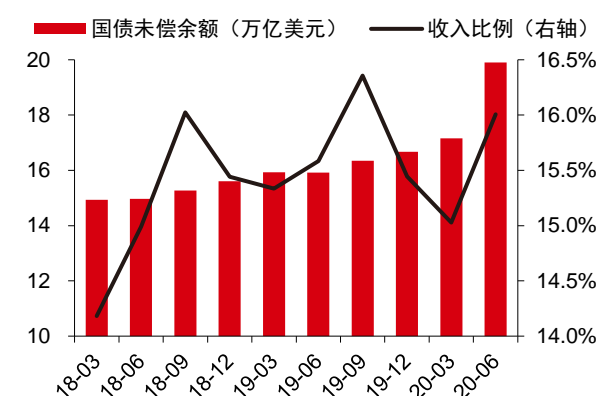
从国债发行角度，今年 6-7 月同比增速明显上行，而适销国债未偿余额也从一季度末的 17.2 万亿美元升至二季度末的 19.9 万亿美元。因此，虽然收益率大幅下降，但二季度美国联邦政府利息支出占经常性收入比例环比上升 1ppt 至 16%。虽然美国财政部可以通过拉长发行债券的期限来递延偿还本金的压力，但支付利息的压力仍需美联储通过压低长端利率来缓解。在此背景下，即便美联储不会实施负利率政策也暂未考虑收益率曲线控制措施，但在财政赤字压力缓解前，预计仍将维持至少每月 800 亿美元的中长期国债的购买计划，以达到减轻美国财政部国债利息支付的效应。

图 16: 年初以来美国国债发行金额（亿美元）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

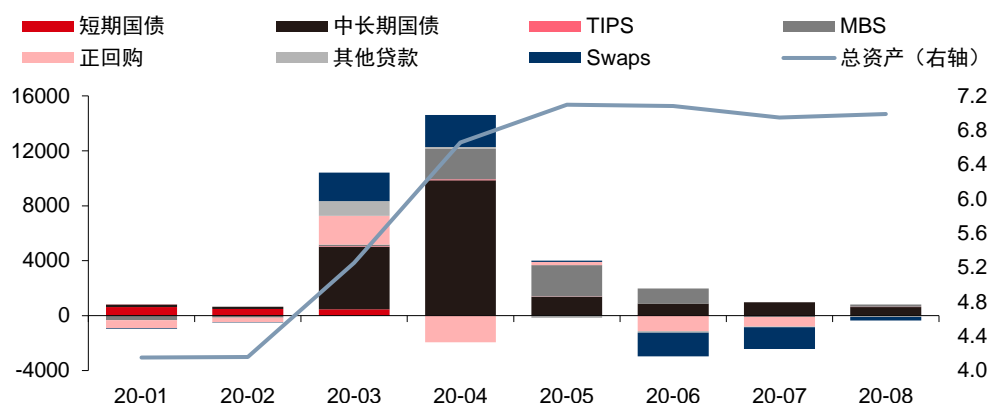
图 17: 美国国债未偿余额及利息支出占政府经常性收入比例



资料来源: Wind, 中信证券研究部

在经历了今年 3-5 月快速扩表后，8 月底美联储总资产规模达 7.0 万亿美元，较 2 月底增加约 2.8 万亿美元。此轮美联储扩表的操作展现出异常的“灵活性”，为 3-4 月稳定美国金融市场打下了基础。而今年 6-7 月看似的“缩表”实为巨量的正回购和流动性互换到期所致，并非刻意的回收流动性。往前看，我们预计至今年年底和 2021 年 6 月底，美联储总资产规模将分别达到 7.5 万亿美元的 8.2 万亿美元。鉴于扩表购买的资产主要为中长期国债和 MBS，未来美国利率和机构债市场的流动性预计将维持宽松。

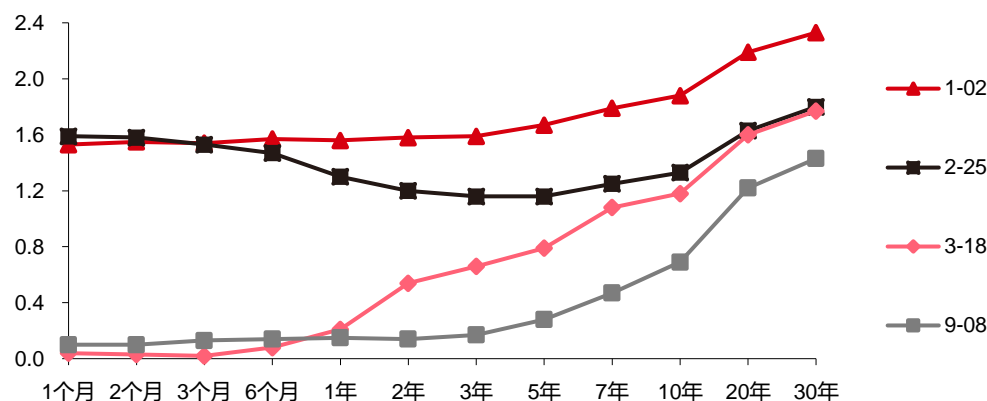
图 18: 年初以来美联储持有的各项资产规模变化 (亿美元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

综合考虑美国财政赤字、国债市场状况以及美联储的扩表操作，预计在未来的中短期国债的发行速度不会对长端收益率造成过大的上行压力。但货币政策框架换锚后，长期低利率环境有望抬升美国的通胀预期，带动名义利率上行，即便实际通胀水平预计仍将维持长期以来的低增速。因此，在政策利率维持在零界点的判断下，我们预计美国国债收益率曲线将继续“陡峭化”。若疫苗的研发和生产如期推进，经济重启带动通胀预期明显反弹，至今年年底美国 10 年期国债收益率预计将反弹至 1% 左右的水平。

图 19: 年初以来美国国债收益率曲线变化 (%)



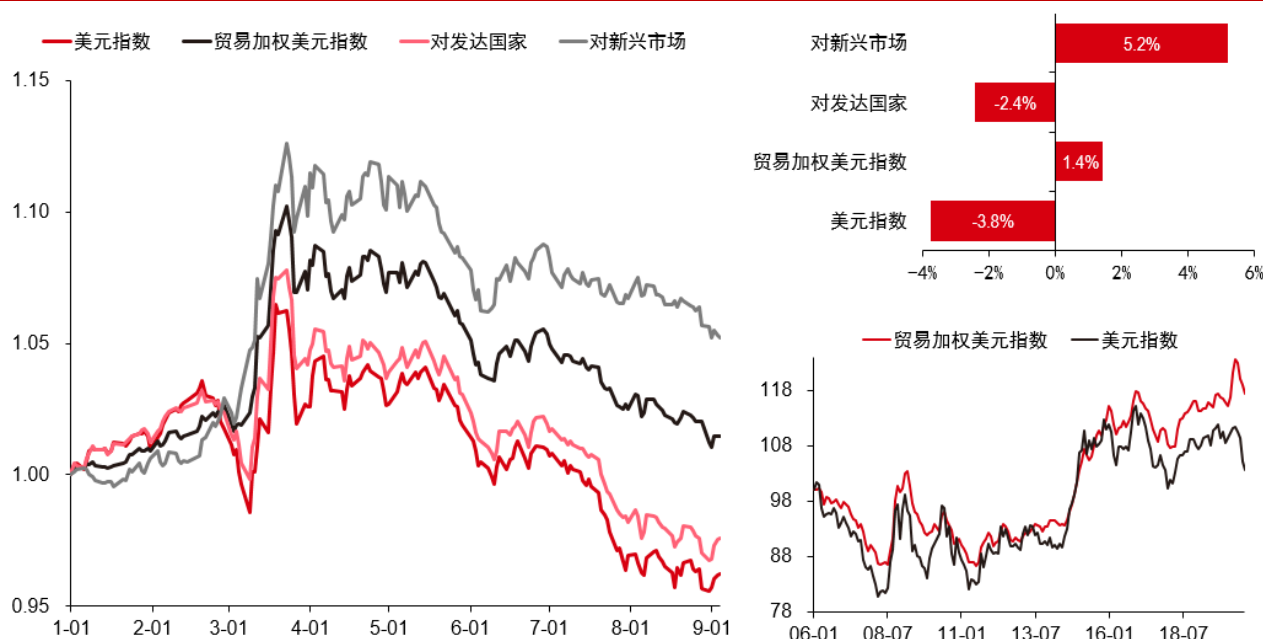
资料来源: Wind, 中信证券研究部

美元指数预计延续低位反弹

美联储今年 3 月两次紧急降息后，美元指数也从 3 月 19 日的高点至 8 月底贬值超过 10%，引发市场对于美元的担忧，特别是今年 7-8 月美元指数骤降 5.3% 后，触发投资者对于美国财政和货币快速宽松背景下，美元信用体系会“崩盘”的顾虑。但我们认为美元指数前期的下跌主要是因为美国与他国息差快速收窄、二次疫情爆发，财政刺激和大选的不确定性叠加所导致。同时，欧洲通过 7500 亿欧元的财政援助计划，而且是以发行公债的形式融资，为欧盟迈向财政共同体打下基础，从技术层面也会增加对于欧元的交易需求。因此，诸多因素引起的“完美风暴”导致美元指数暴跌，但我们判断除了大选结果的不确定性以外，其他负面因素已被逐步消化。

从今年以来美元汇率的实际表现看，虽然年初至 9 月 4 日美元指数下跌 3.8%，但贸易加权的美元指数却上涨 1.4%。此外，从贸易加权美元的结构性能表现看，年初以来美元相对新兴市场货币升值高达 5.2%，而相对发达国家却出现 3.8% 的贬值。因此，今年其实出现了“两个”美元指数。历史角度，美元指数相对贸易加权美元指数的波动率更大，且前者相对后者出现明显向下背离后也会出现回归的迹象。

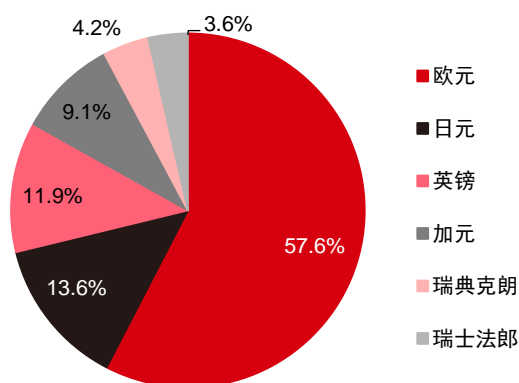
图 20：美元指数年初以来表现



资料来源：Wind, FRED, 中信证券研究部；注：截至 2020 年 9 月 4 日

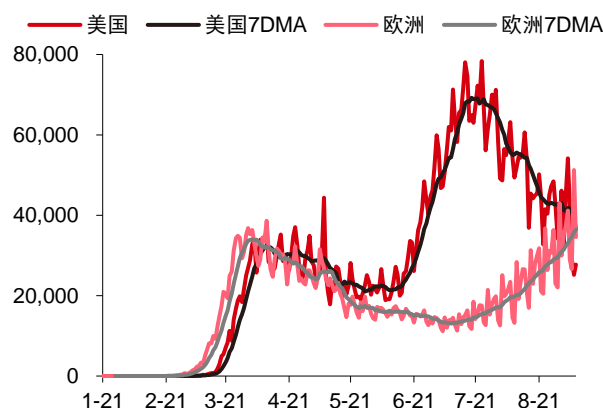
展望未来，我们试图从疫情发展趋势、通胀、利差、经济基本面和全球外汇储备这几个维度分析美元指数走势。首先，美元指数中欧洲货币合计权重达 77.3%，仅欧元的权重就高达 57.6%。美国 COVID-19 新增病例自 7 月中旬起趋势性下降，而同期欧洲却出现持续反弹。截至 9 月 8 日，美国和欧洲新增病例的 7 日移动平均分别为 36,475 和 36,395 例。

图 21：美元指数中六大货币权重



资料来源：ICE, 中信证券研究部

图 22：美国和欧洲日新增 COVID-19 病例走势



资料来源：Wind, 中信证券研究部

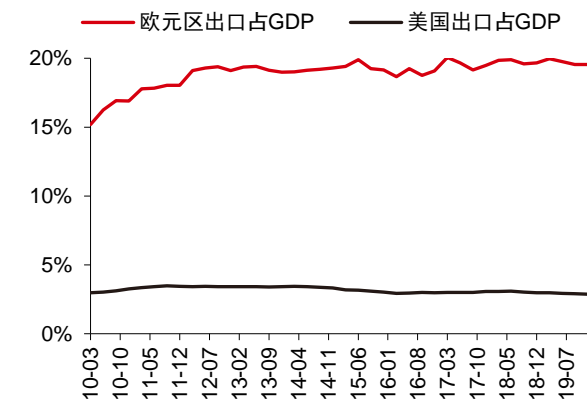
今年 5 月和 7 月欧元对美元的快速升值也引发了对于欧元区可能出现通缩风险以及减少欧洲国家出口竞争力的担忧，特别是 8 月底 EUR/USD 汇率短暂突破 1.2 后。目前看，欧元区和瑞士已陷入通缩的“泥潭”，而日本的通胀水平也长期维持在零附近。此外，IMF 的预测显示，自 2021 年起，美国的通胀增速将持续高于日本、加拿大和欧洲主要国家。在相关国家仍执行通胀跟踪制的货币政策以及对出口依存度较高背景下，一旦本币对美元出现大幅升值，各家央行可能都有动力直接或间接在外汇市场进行干预，从某种意义上来说这对美元指数也是等于“买入”看跌期权的一种保护。

图 23：欧元对美元升值将对欧元区带来通缩效应



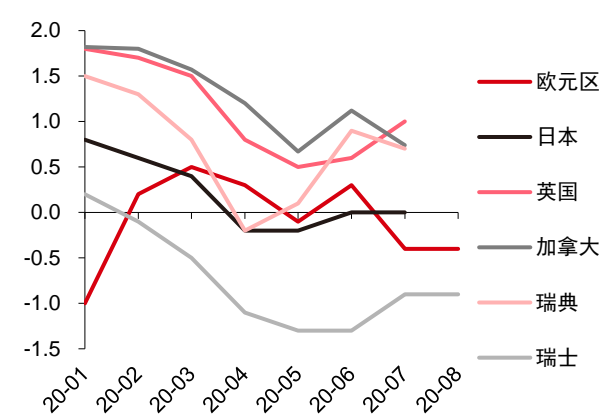
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：欧洲出口占比远高于美国



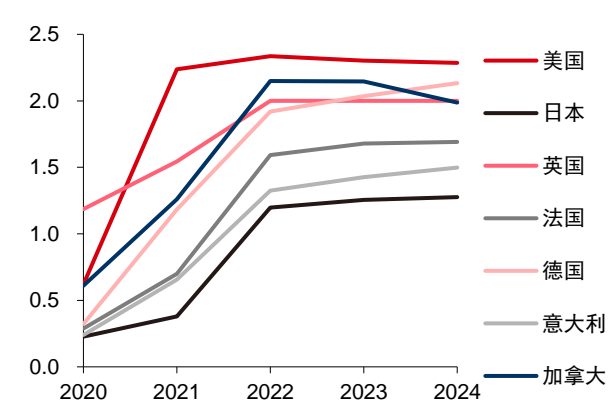
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 25：年初以来各国通胀走势（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

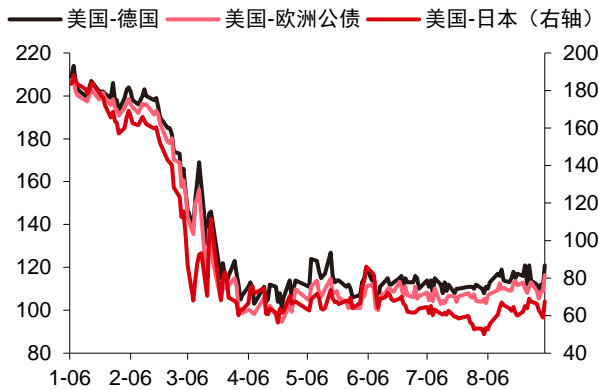
图 26：IMF 预测各国未来 CPI 增速（%）



资料来源：IMF（含预测），中信证券研究部

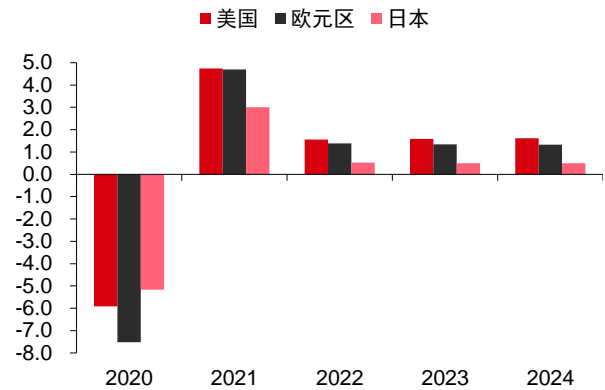
美联储 3 月紧急降息后，美国与日本和与德国的 10 年期国债收益率利差快速收窄，但 4 月以来已分别稳定在 70/120bps 左右的水平。在美联储不采用负利率政策前提下，与两大权重货币的息差料不会再次大幅收窄。中长期角度，IMF 预测 2020 年美国/欧元区/日本的 GDP 分别将负增长 5.9%/7.5%/5.2%，而从 2021 年至 2024 年，美国的 GDP 增速预计将再次超越欧元区和日本。因此，短期的利差和中长期的经济增长料都会对美元指数有支撑。

图 27：美国与德国/欧洲/日本 10 年期国债息差已企稳



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：截至 2020 年 9 月 4 日

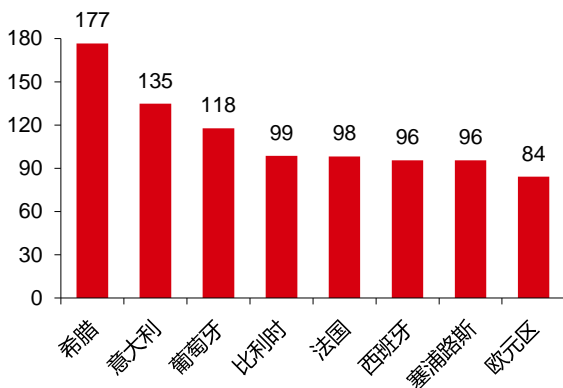
图 28：IMF 预测美国/欧元区/日本实际 GDP 增速 (%)



资料来源：IMF 预测，中信证券研究部

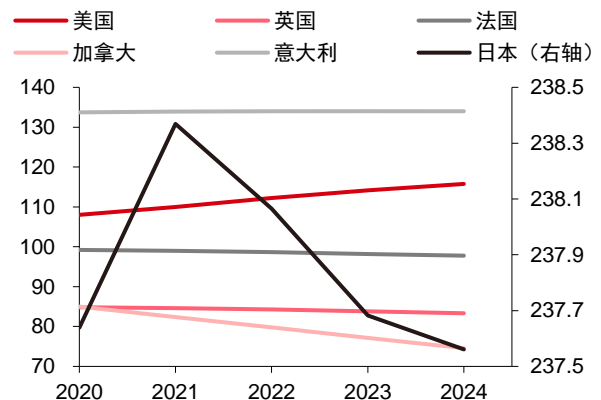
虽然疫情爆发后美联储和美国财政部为稳定金融市场和刺激经济的政策招来诸多美元信用体系“崩塌”的言论，但从相对角度看，传统的地中海国家希腊、意大利和葡萄牙的债务率远比美国要高，其他经济体量占比较大的法国和西班牙的债务杠杆率也都接近 100%。而日本更是自 2009 年后政府杠杆率都维持在 200% 以上。往前看，由于欧洲和日本老龄化率显著高于美国，两地区的债务问题也并非无忧。

图 29：部分欧洲国家债务率处于较高水平 (%)，截至 2019 年



资料来源：Wind，中信证券研究部

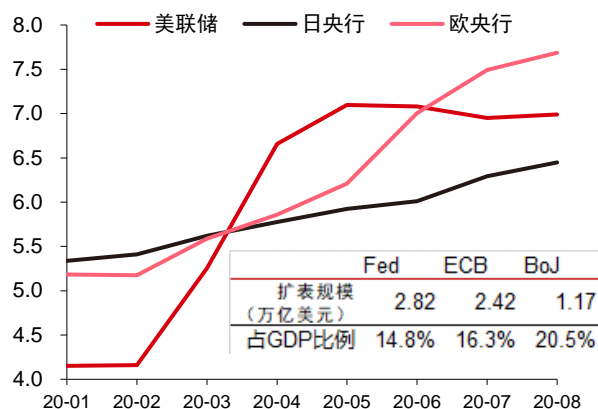
图 30：IMF 预测各国的债务比例 (%)



资料来源：IMF (含预测)，中信证券研究部

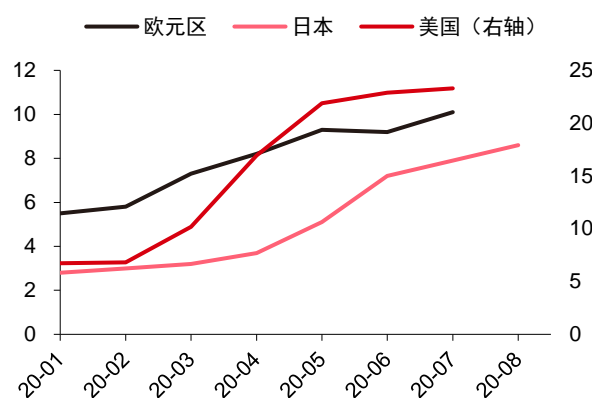
此外，美联储年初至 8 月底 2.82 万亿美元的扩表规模对应 2019 年 GDP 比例为 14.8%，欧洲央行 (ECB) 和日本央行 (BoJ) 同期扩表的规模分别达到 2.42 和 1.17 万亿美元，对应各自 GDP 比例分别为 16.3% 和 20.5%。更为重要的是，相对美联储扩表的“斜率”已大幅放缓，ECB 和 BoJ 的“斜率”仍然较为陡峭。各国的 M2 也呈现出同样的情况，虽然美国的增速仍显著高于欧元区和日本，但二阶导的方向已出现背离。

图 31：年初以来三大央行资产总资产都大幅上升（亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

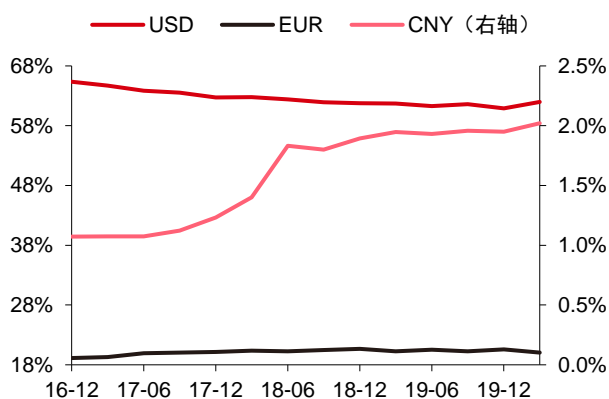
图 32：年初以来美国/欧元区/日本 M2 增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

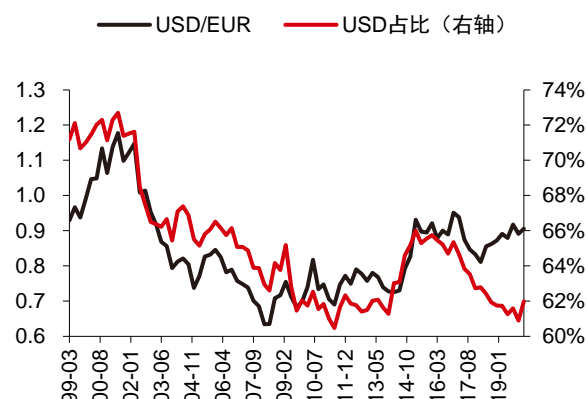
最后，从全球“去美元化”的角度，过去三年维度，美元在全球央行货币外汇储备中的占比始终维持在60%以上，今年一季度更是环比上升1.1ppts至62.0%，而欧元的占比始终在20%左右徘徊。人民币的占比虽然在2017-18年中有明显提升，但过去18个月也持续在2%左右的水平。基于中国的资本项尚未完全开放，未来中短期也很难看到美元占比大幅下降，欧元和人民币占比对应上升。而长期以来，USD/EUR的汇率走势与美元在全球外储占比的相关性也非常高，在没有明显“去美元化”的假设下，外储占比方面也不支持美元对欧元出现大幅贬值。

图 33：全球央行外汇储备中美元占比仍维持在60%以上



资料来源：IMF，中信证券研究部

图 34：美元在全球外储中占比和美元对欧元汇率



资料来源：IMF，Wind，中信证券研究部

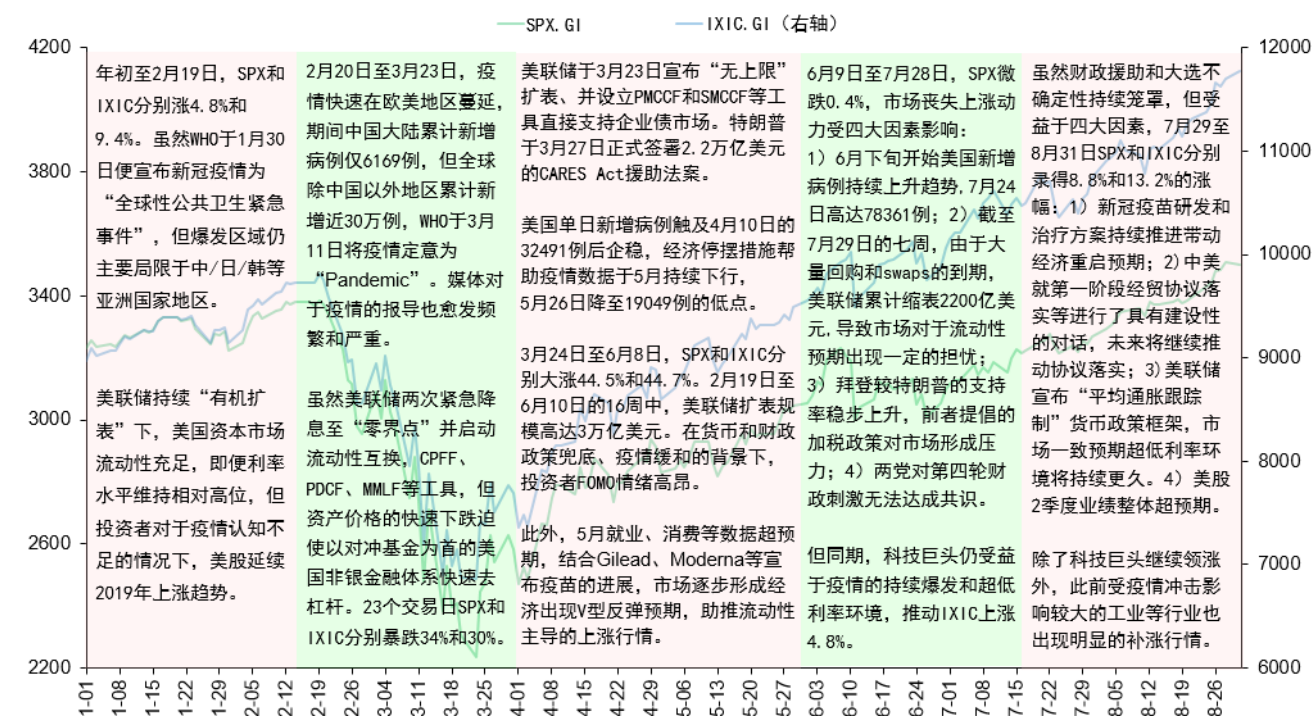
综合上述各个维度的分析，在全球经济逐步重启的背景下，美联储货币政策框架“锚”后，更长期的低利率环境有望带动新兴市场国家货币对美元升值。但从疫情发展趋势、通胀、利差、基本面、债务状况、货币供给和外储等方面看，美元指数有望逐步向贸易加权美元指数“回归”，特别是在欧洲7500亿欧元援助计划的实际执行或存在诸多矛盾以及英国无协议脱欧的概率持续升温背景下。我们维持至年底美元指数回升至98的判断。

■ 长期低利率环境利好风险资产

科技巨头带动美股持续反弹

得益于3月下旬以来的强势反弹，年初至8月底，标普500指数（SPX）上涨8.3%。结合新冠疫情的发展、政策对冲以及投资者行为，我们将年初至8月底SPX的走势归纳为五个阶段：1）年初至2月19日，疫情爆发初期，扩散仍主要局限于中/日/韩等亚洲地区，美联储去年10月开启的“有机扩表”带动SPX延续2019年的上涨趋势；2）2月20日至3月23日，疫情在欧美地区快速扩散，美国非银体系为首的快速去杠杆导致23个交易日SPX暴跌34%；3）3月23日美联储宣布“无上限”扩表，特朗普也于3月27日签署CARES Act，3月24日至6月8日，SPX大涨44%；4）此后，二次疫情爆发迹象、美联储“缩表”、拜登相对特朗普的支持率逐步扩大、两党对第四轮财政刺激无法达成共识，这四大因素结合导致6月9日至7月28日SPX呈区间震荡，微跌0.4%；5）疫苗研发持续推进、中美对第一阶段贸易评估较为积极的反馈、美联储货币政策“换锚”和二季度业绩超预期等因素叠加，8月SPX大涨7%。

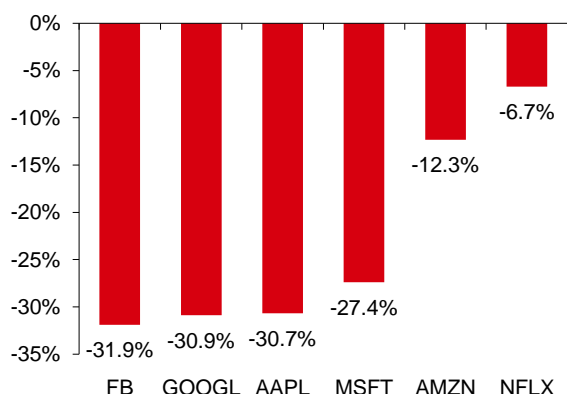
图 35：年初至 8 月底美股走势的五个阶段



资料来源：Wind，中信证券研究部

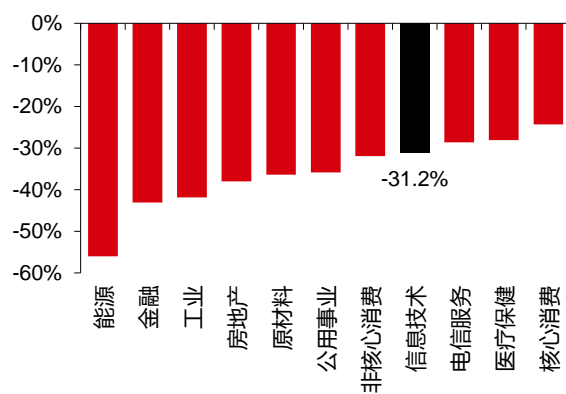
相比之下，信息技术行业占比更大的纳斯达克综合指数（IXIC）年初至 8 月底大涨 31.2%（截至 8 月底 IXIC 和 SPX 科技行业权重分别为 56.3% 和 36.8%），而且在上述的五大阶段中都跑赢 SPX，包括市场快速下跌阶段。这也反映了美股信息技术行业不仅具备持续的成长性，以 FAAMNG 为代表的科技巨头在疫情冲击下更是展现出优异的防御性，2 月 20 日至 3 月 23 日平均跌幅为 23.3%。同期，SPX 信息技术行业（-31.2%）的跌幅也小于传统的避险行业如公用事业（-35.9%）等。

图 36：2 月 20 日至 3 月 23 日 FAAMNG 表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 37：2 月 20 日至 3 月 23 日 SPX 各行业表现

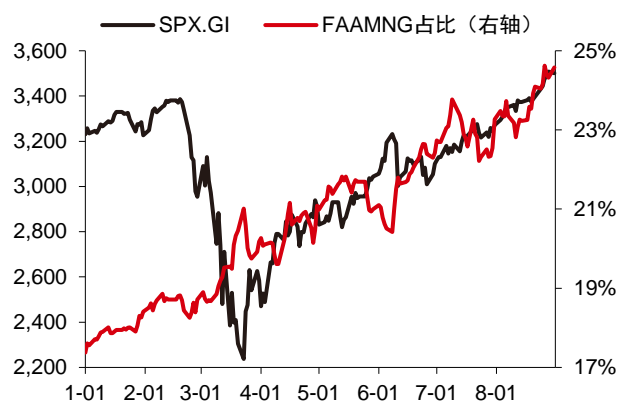


资料来源：Wind，中信证券研究部

年初以来科技巨头的强劲表现也充分反映在市值占比和对指数的贡献上。具体看，年初至 8 月底，SPX 中 FAAMNG 的市值占比由年初的 17.4% 升至 24.6%，而 IXIC 中

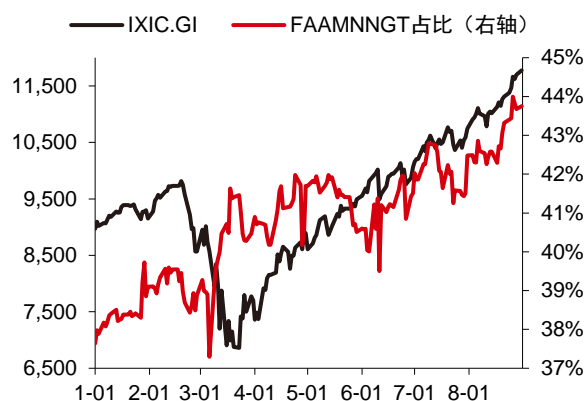
FAAMNNGT (FAAMNG+特斯拉和英伟达) 的占比也从 37.6% 升至 43.8%。更为直观的是: 1) 年初至 8 月底, SPX, SPX ex-FAAMNG, FAAMNG 的表现分别为: +8.3%, -2.2%, +91.1%; 2) 3 月 23 日至 8 月底, SPX, SPX ex-FAAMNG, FAAMNG 的表现分别为: +56.4%, +36.4%, +113.3%。

图 38: 年初至 8 月底 SPX 中 FAAMNG 占比持续扩大



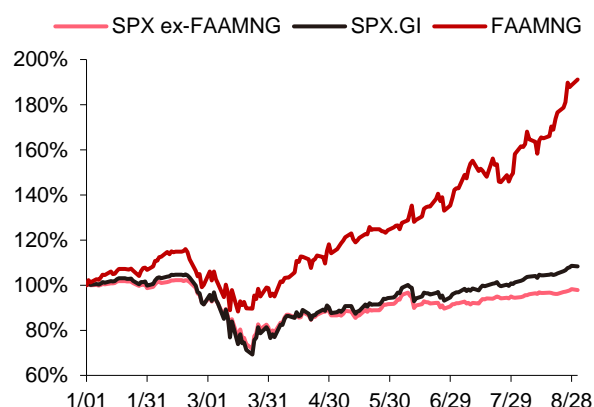
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 39: 年初至 8 月底 IXIC 中 FAAMNNGT 占比持续扩大



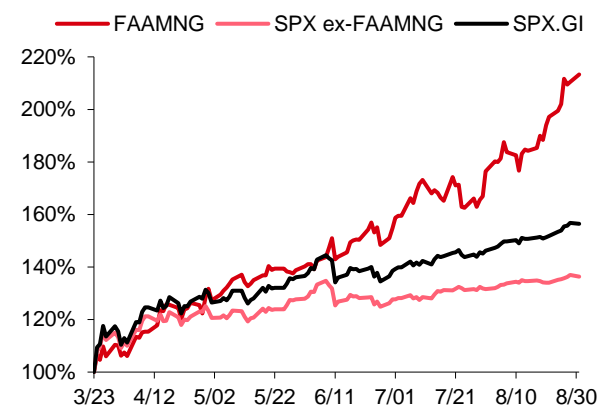
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 40: 年初至 8 月底 SPX 剔除 FAAMNG 仍下跌



资料来源: Wind, 中信证券研究部测算

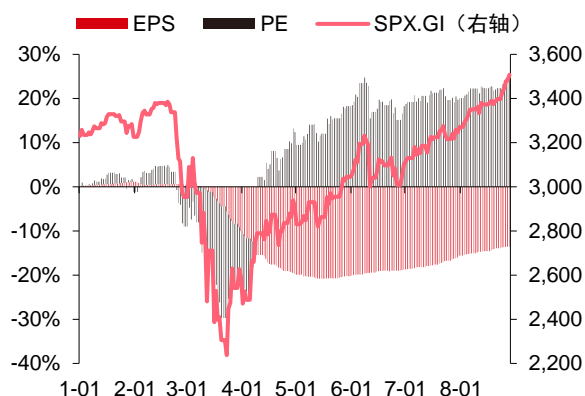
图 41: 3 月 23 日至 8 月底 SPX 剔除 FAAMNG 仅上涨 36.4%



资料来源: Wind, 中信证券研究部测算

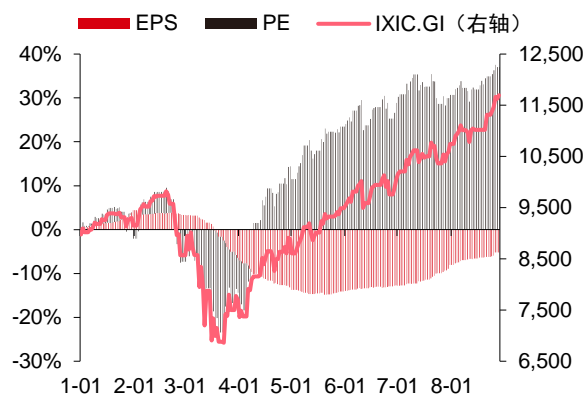
从年初至 8 月底 EPS 和 PE 估值变化对指数表现的贡献看: 1) SPX: EPS 和 PE 分别贡献了 -13.5 和 +24.9 个百分点; 2) IXIC: EPS 和 PE 分别贡献了 -5.2 和 +37.1 个百分点。时间维度, 3 月下旬的市场底部是估值变化对指数影响的转折点, 而 5 月下旬起盈利对指数表现影响也开始减弱, 部分反映了二季度业绩超预期后投资者上调盈利预测。

图 42: 年初以来 EPS 和 PE 变化对 SPX 的贡献拆解



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部; 注: 截至 8 月底

图 43: 年初以来 EPS 和 PE 变化对 IXIC 的贡献拆解

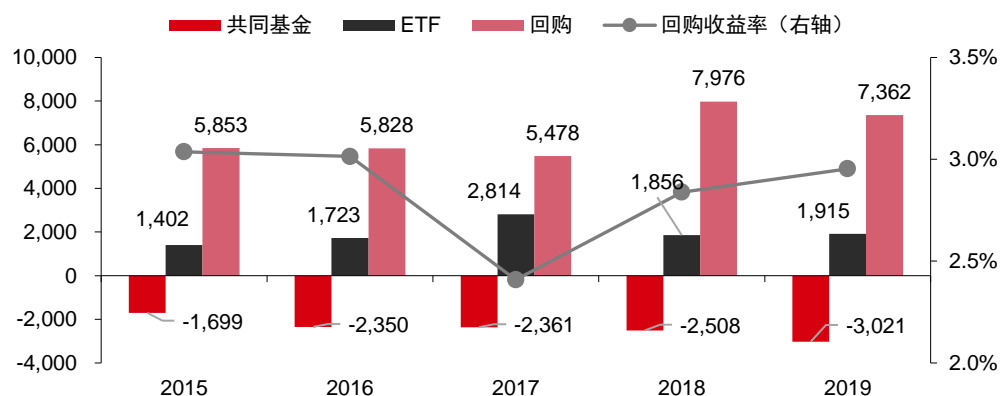


资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部; 注: 截至 8 月底

更长久的超低利率环境利好股市流动性

美联储货币政策“换锚”后，长期的低利率环境将从流动性层面给与风险资产支持，特别是美股预计将得到资金的增配。结构性层面，美股的增量资金来源可分为共同基金，ETF 和上市公司回购三大类。而从近五年的维度（2015-2019 年），由于人口老龄化加剧和美联储加息带动的资金流出股票、流入债券现象，国内股票型共同基金累计净流出近 1.2 万亿美元。同期，ETF 的资产管理规模（AUM）持续扩大则带动 9710 亿美元的净流入。相比之下，2011 年以来，SPX 中每年均有 80% 的企业进行股票回购。而 2015 年至 2019 年 SPX 公司累计回购金额高达 3.25 万亿美元，相对指数同期市值的 9.25 万亿美元的增幅比例高达 35%。此外，除 2017 年略低以外，过去五年里标普 500 的回购对指数涨幅的贡献都达到 3% 左右（回购收益率）。因此，ETF 和回购资金的流入对美股表现至关重要。

图 44: 过去五年上市公司回购是美股市场最大的增量资金来源（亿美元）



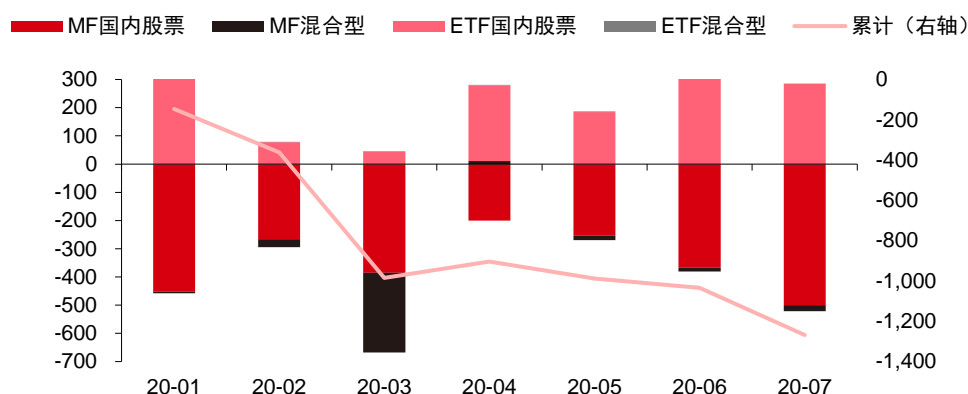
资料来源: Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

今年来看，年初至 7 月底，我们测算出的国内股票型共同基金净流出为 2782 亿美元（国内股票+混合型），而 ETF（国内股票+混合型）净流入约为 1513 亿美元。因此，今

年前七个月国内股票两大类基金合计流出约 1268 亿美元。同时，2-4 月避险情绪的飙升导致今年前七个月累计 9371 亿美元流入货币市场基金。

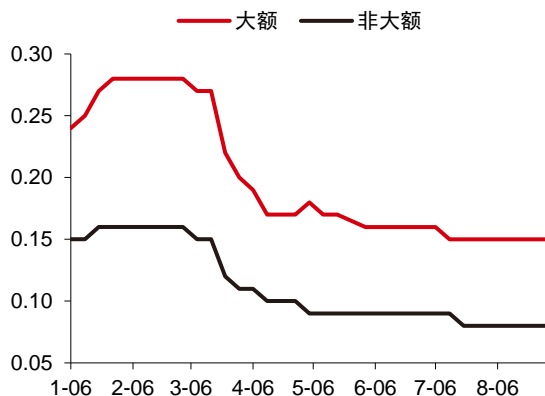
但美联储 3 月的两次紧急降息后，大额和非大额货基的收益率分别从 0.28% 和 0.16% 的高位降至 8 月底的 0.15% 和 0.08%，而避险情绪的消退也带动 6-7 月开始资金从货基流出。往前看，随着货基收益率受短端利率压制维持低位，预计投资者会持续将资金从仍高达 4.58 万亿美元的货基中转投向预计回报率更高的风险资产。

图 45：今年 1 至 7 月美国国内股票基金资金流向（亿美元）



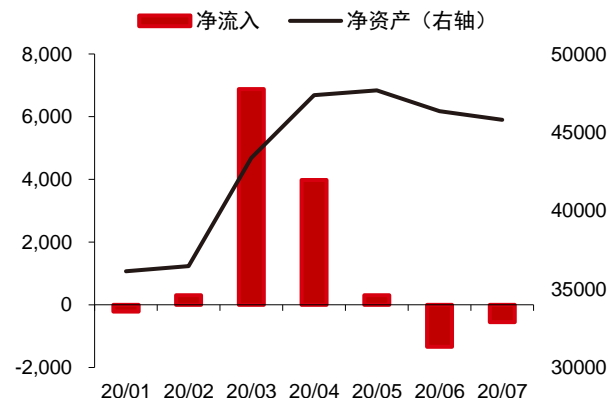
资料来源：ICI，中信证券研究部测算

图 46：今年 3 月后美国货基收益率大幅下降（%）



资料来源：FRED，中信证券研究部

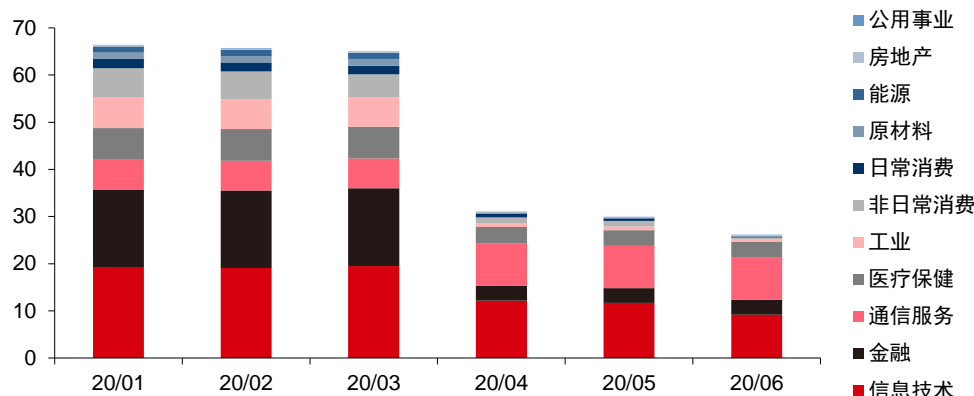
图 47：今年 1 至 7 月美国货基净流入和净资产规模（亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部

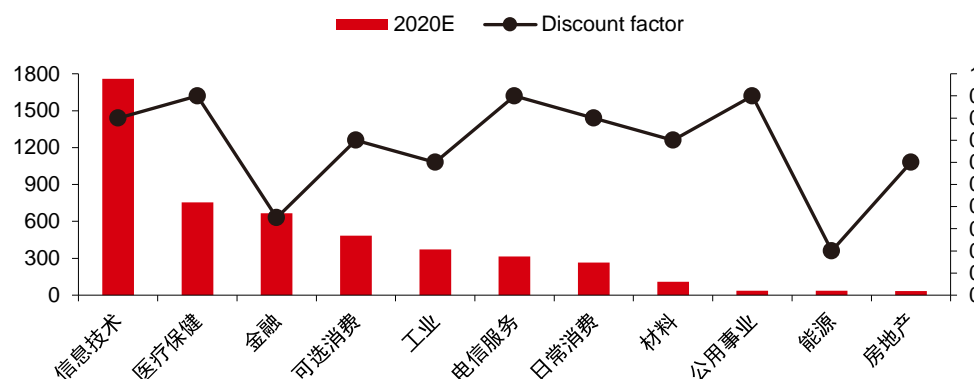
回购方面，今年上半年 SPX 公司累计回购仍达到 2842 亿美元。其中，信息技术（32.0%）、金融（20.7%）、通信服务（16.1%）和医疗保健（10.7%）占比最大。受疫情影响，二季度回购金额较一季度明显下滑（870 亿美元 vs. 1972 亿美元，-56% QoQ），但以科网股为代表的信息技术行业+通信服务行业合计回购的环比下滑幅度相对较小，仅 -22%。展望未来，宽松的货币政策环境也大幅利好上市公司回购，特别是部分通过举债进行回购的企业。我们维持今年 SPX 合计回购金额将达到 4800 亿美元的预测。

图 48：今年 1-6 月 SPX 企业累计回购为 2842 亿美元



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部; 注: 单位为十亿美元

图 49: 2020 年标普 500 行业回购预测 (亿美元)



资料来源: Wind, Bloomberg, 中信证券研究部预测

超低利率环境下美股配置建议

9月3至4日, SPX 和 IXIC 分别下跌 4.3%和 6.2%。我们认为此次美股的下跌主要是前期强势的科技巨头暴跌和风格切换所触发, 并非基本面发生重大变化。因此, 在货币政策兜底、第四轮财政刺激近期有望推出的假设下, 美股大幅持续下跌的可能性较小。短期的回调不仅帮助缓解成长股的高估值, 也为市场未来更为均衡的上涨打下基础。

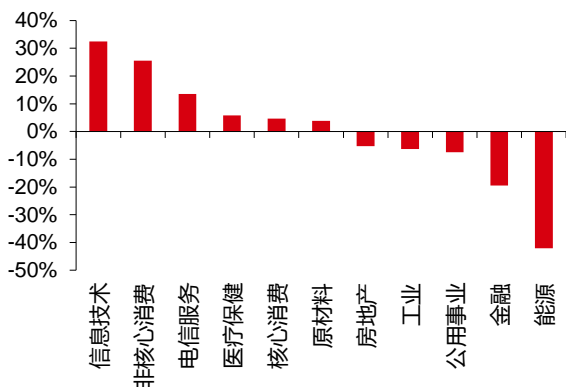
在超低利率环境下, 我们建议投资者关注三条主线: 1) 短期, 经济重启预期推动的周期、工业、旅游交运行业的估值修复; 2) 中长期, 受益于长期低利率的成长股, 特别是现金流持续快速增长的科技巨头; 3) 美联储货币政策“换锚”预计将导致通胀预期反弹, 带动名义利率回升, 收益率曲线的“陡峭化”料将抬升银行的净息差。此外, 经济重启也有助于减少拨备, 增厚银行的利润。

受益于经济重启的行业

受疫情冲击, 年初至 8 月底 SPX 成长股引领的结构性行情异常显著。但 8 月以来疫苗研发持续推进带动经济重启的预期, 特别是 9 月 2 日 CNBC 等媒体报导, 美国 CDC 已要求各州保证疫苗注射场所于 11 月 1 日前能投入使用。因此, 8 月美股的大涨也更具“普遍性”, 除信息技术 11.8%领涨外, 可选消费 (9.4%)、电信服务 (9.1%)、工业 (8.3%)

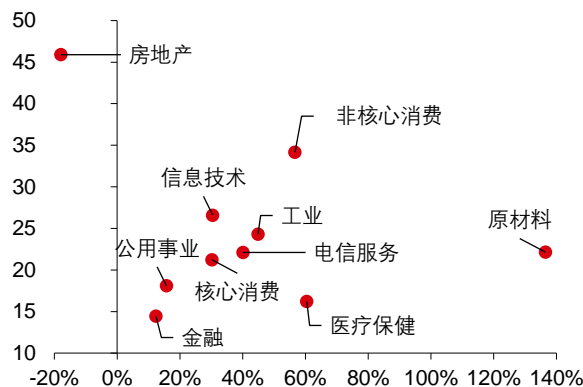
也显著跟涨。在疫苗进展的经济重启预期不断推动下，由成长股转向低估值、周期股的轮动料将继续。在此背景下，我们看好经济重启预期推动的金融、周期、工业、旅游交运行业的估值修复。

图 50：年初至 8 月底 SPX 各行业表现



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 51：SPX 各行业动态 PE 和 EPS 增速预测

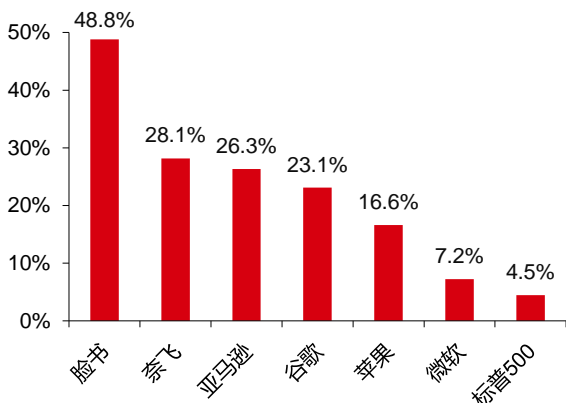


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部；注：纵轴为动态 PE，横轴为未来 12 个月 EPS 增速预测

现金流充沛+ETF 被动配置的科技巨头

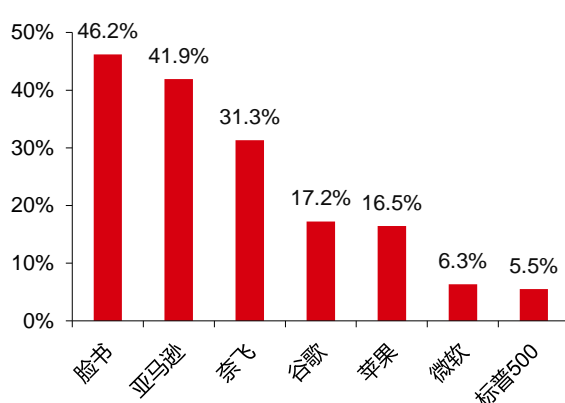
ETF 资金的被动配置是过去五年推动 FAAMNG 市值占比快速上升的重要原因之一，而支撑 ETF 资金的流入是美股科技巨头盈利持续的快速增长。具体看，2011 至 2019 年间，SPX 整体的收入和净利润 CAGR 分别为 4.5%和 5.5%，但脸书同期的收入和净利润 CAGR 分别高达 48.8%和 46.2%。除微软以外，奈飞、亚马逊、谷歌、苹果也都维持着双位数的收入和净利润增长。因此，“ETF 资金被动配置科技巨头，提升估值和市值，吸引更多增量被动资金配置”的正反馈效应，正是直接推动科技巨头市值占比上升，间接带动 SPX 持续上涨的主要动力之一。

图 52：2011 至 2019 年 FAAMNG 和标普 500 指数收入 CAGR



资料来源：Wind，Bloomberg，中信证券研究部

图 53：2011 至 2019 年 FAAMNG 和标普 500 指数净利润 CAGR

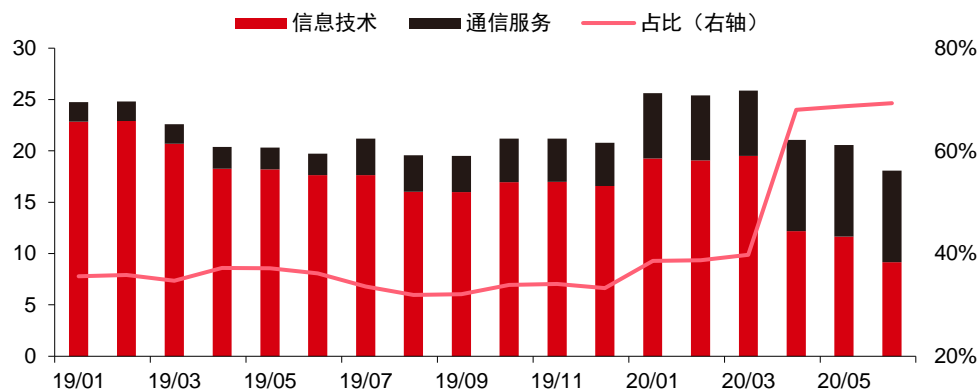


资料来源：Wind，Bloomberg，中信证券研究部

此外，上市公司回购是美股增量最大的来源。虽然标普 500 公司回购金额从 2019 年开始逐步下滑，但受益于行业较快的盈利增速以及健康的现金流，科技行业 2019 年合计

回购金额仍高达 2560 亿美元，且今年二季度每月占整体标普 500 回购金额的比例都维持在近 70 左右%的水平。因此，结合 ETF 的被动配置以及行业维持较大体量的回购，我们判断估值调整到位后，以 FAAMNG 为代表的美国科技巨头仍将吸引增量资金。

图 54：科技行业回购金额和占比维持高位（十亿美元）

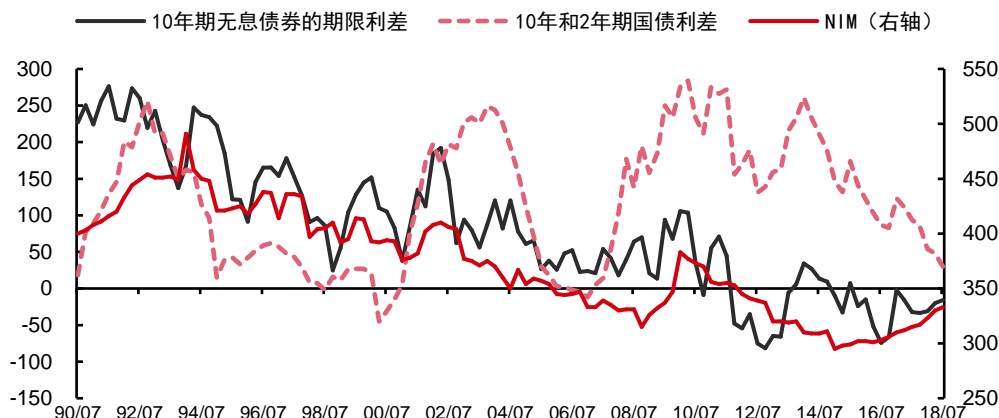


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

收益率曲线“陡峭化”+拨备减少利好银行

首先，由于政策利率将长期维持在零界点，而通胀预期的回升将逐步带动中长端利率上行，导致收益率曲线“陡峭化”。而从历史角度，期限利差的走扩毫无疑问有助于推升美国银行的净息差。这不仅增厚银行股的利息收入，也有利于规避因净息差下滑，银行拓展风险系数更高的非传统存贷业务的隐患。

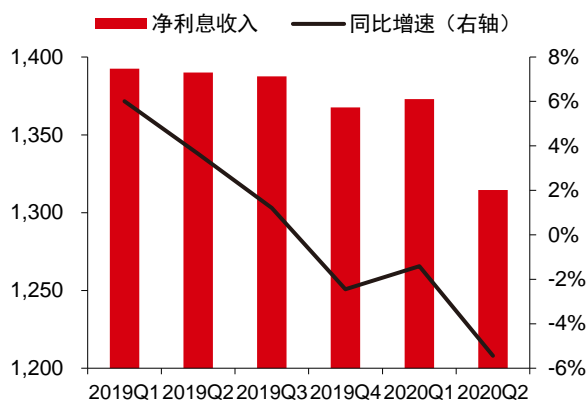
图 55：美国商业银行净息差和期限利差关系（基点）



资料来源：FRED，Wind，中信证券研究部

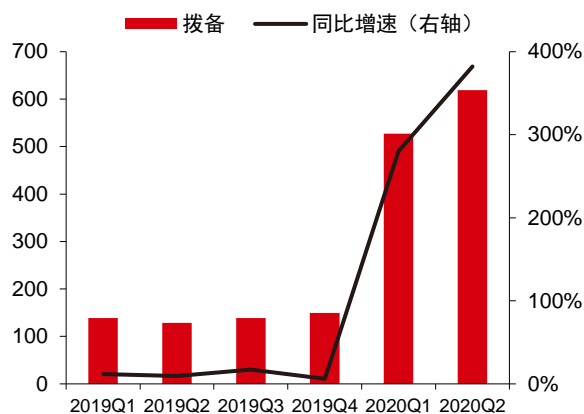
第二，2020H1 美国商业银行净利润的骤降（Q1: -72%，Q2: -73%）主要因为拨备的大幅上升（Q1: +280%，Q2: +382%），而不是净利息收入显著下滑导致（Q1: -1.4%，Q2: -5.4%）。随着经济逐步重启，拨备的减少有望提升银行净利润以及降低信用成本。此外，美国银行的资本充足率也从 Q1 的 12.9% 反弹至 Q2 的 13.5%，高于疫情爆发前的水平（13.3%）和过去十年的均值（13.1%），而风险加权的资产比例也从 2019Q4 的 70.1% 下降到 2020Q2 的 62.0%，显著低于疫情爆发前的水平（70.1%）和过去十年的均值（70.0%）。

图 56: 美国商业银行 1H2020 净利息收入并未明显下降 (亿美元)



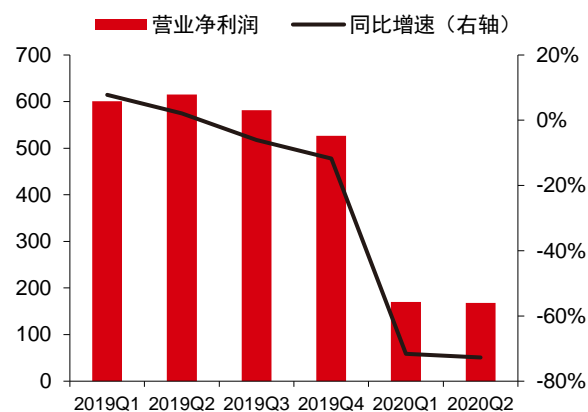
资料来源: FDIC, 中信证券研究部

图 57: 美国商业银行 1H2020 拨备大幅上升 (亿美元)



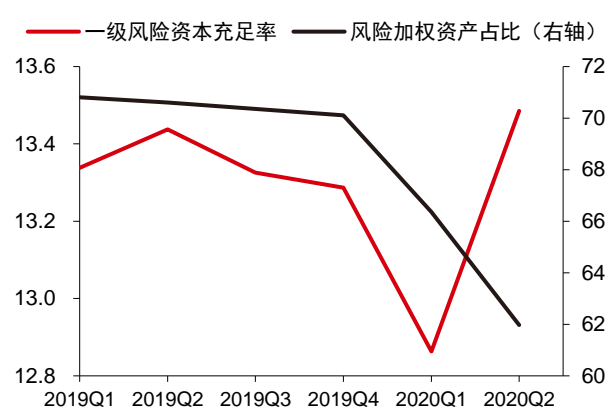
资料来源: FDIC, 中信证券研究部

图 58: 疫情导致 1H2020 美国商业银行净利润骤降 (亿美元)



资料来源: FDIC, 中信证券研究部

图 59: 美国商业银行 1H2020 资本充足率大幅反弹 (%)



资料来源: FDIC, 中信证券研究部

■ 风险因素

1) 疫情超预期; 2) 美元大幅贬值; 3) 美国大选不确定性; 4) 中美关系超预期恶化。

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 |

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 Dalalal 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）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) 086/12/2019。

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 2020 版权所有。保留一切权利。