



明明
首席 FICC 分析师
S1010517100001



章立聪
固定收益分析师
S1010514110002

聆听上半年银行委外规模反弹的弦外之音

利率债周报 | 2020.9.21

投资要点

随着八月结束，各大上市银行的 2020 半年报基本公布完成。回看上半年，为了应对疫情冲击，货币政策与金融监管边际宽松，政策鼓励金融支持实体，对抗经济增速下行压力。委外作为流动性基于同业链条从商业银行向实体经济扩散的重要渠道，在严监管和宽信用之间，业务发展将呈现出何种态势，银行资金的流向对于市场又将有什么影响呢？本文将委外分为理财委外（资金来源是商业银行发行的理财产品）和非理财委外（资金来源是商业银行的自有资金），分别进行总额和结构上的分析。

■ 先看表内资金委外。从总量上看：根据 32 家已经披露了半年报的上市银行的公告，2020 年以来，银行表内资金委外规模有所上升。我们认为这是因为上半年银行传统信贷业务盈利空间降低，且市场出现明显的资产荒，促使银行产生新一轮的委外扩张需求。此外，受限于业务规模及种类、信息获取和研究能力，中小银行本身在大资管时代就处于弱势地位，更可能倾向于采取委外形式。尽管委外规模有所扩张，但上市商业银行表内资金对委外的依赖程度下降。我们认为主要原因是上半年疫情期间，央行释放流动性，政策引导下银行加大对实体经济支持力度，银行总资产规模扩张稀释了委外份额。再从结构来看：基金类委外规模维持增长趋势，短期因素是今年二季度后期权益市场涨幅显著，吸引银行委外配置公募基金，以获取较高的收益回报。长期角度来看，基金委外持续增长主要是因为：基金类委外投资遇到的监管政策阻力相对较小，拥有“节税”的优势以及基金公司更好的投研实力；通道类委外规模亦有所回升，主要是资管计划委外的上升规模弥补了信托委外的萎缩；同业理财类委外压降速度明显放缓，此现象或源于严监管实施后，同业理财规模可压缩空间已大幅减少，未来规模及占比或将趋于稳定。

■ 再看表外理财委外及委外总规模。根据银保监会以及普益标准所披露的数据，计算得出表外理财委外规模在上半年也有所上升，而这主要是源于上半年商业银行理财余额中更大比例配置于委外投资。由于银行表内资金和表外理财对委外配置规模同时上升，上半年银行委外总规模提升较快，环比增速接近 15%。

■ 经过分析我们认为，在政策利好的背景下，公募基金行业会有较快发展，公募基金规模的提高也会带动基金类委外规模持续提升，未来银基合作空间仍然十分广阔，深度和黏度有望进一步提升。在“固收+”策略上，银行把握好固定收益的特性，通过委外投资风险资产来增厚收益，我们预计拥有较强投研能力的机构将获得更多银行的青睐，委外市场“头部化”趋势或将显现。另一方面，通道类和同业理财类上升空间预计不大，甚至可能继续压缩，未来委外的规模变化很大程度上取决于基金类委外的增长能够抵消多少通道类委外的减少。整体来看，目前商业银行对委外投资的需求不减，委外将流动性基于同业链条向实体经济扩散是目前应对经济增速下行压力的一个重要途径，因此金融监管持续加码的可能性并不大。预计未来委外整体规模会保持较为稳定的状态，缩减压力将明显放缓，银行资金依然可以通过委外的方式进行投资，为固定收益以及权益市场提供较为稳定的资金支持。

目录

引言.....	1
委外的测算方法.....	1
表内资金委外详情及分析.....	2
总规模：需求扩张，依赖度降低，细分项目持续分化.....	2
基金类：政策利好下规模持续增长.....	4
通道类：信托压降，资管产品发现反弹.....	5
同业理财：压降放缓，规模都趋于稳定.....	6
委外总规模情况变化.....	7
表外理财委外观测.....	7
总规模观测.....	7
展望：银基合作前景广阔，委外缩减压力缓降.....	8
国内宏观：总量修复，结构改善.....	9
总量数据.....	9
高频数据.....	9
通货膨胀：猪肉价格下降、鸡蛋和工业品价格上涨.....	11
重大事件回顾.....	12
国际宏观：消费回暖受阻，就业持续低迷.....	13
美国方面.....	13
欧洲方面.....	13
日本方面.....	13
流动性监测：银质押利率全面上行.....	14
公开市场操作：净投放流动性 2100 亿元.....	14
国际金融市场：欧美市场全面下行.....	15
美国市场：美股上周全面下行.....	15
欧洲市场：欧股上周全面下行.....	16
债市数据盘点：利率债收益率大体下行.....	17
一级市场：本周预计发行 3 只利率债.....	17
二级市场：利率债收益率大体下行.....	19

插图目录

图 1: 商业银行表内资金委外规模有所上升 (百万元)	2
图 2: 上半年银行净息差、利润率下降 (%)	3
图 3: 债券收益率在上半年明显下降 (%)	3
图 4: 商业银行表内资金对委外的依赖程度	3
图 5: 商业银行总资产提高 (亿元)	3
图 6: 商业银行表内资金委外构成变化 (百万元) (%)	4
图 7: 基金类委外规模持续增长 (百万元)	4
图 8: 上半年公募基金规模扩张	4
图 9: 通道类委外规模反弹 (百万元)	5
图 10: 资管与信托走势相背 (百万元)	5
图 11: 事务管理类信托资产余额下降势头不减 (万亿元)	5
图 12: 券商资管计划规模 (亿元)	6
图 13: 保险资管计划规模 (亿元)	6
图 14: 同业理财类委外压降放缓 (百万元)	6
图 15: 金融同业类产品存续余额与占比情况	6
图 16: 上半年表外理财委外规模提升, 在二季度有所回落 (万亿元)	7
图 17: 上半年银行委外总规模上升 (亿元)	8
图 18: 房地产成交量同比增速	10
图 19: 住宅价格环比增速	10
图 20: 主要航运指数	10
图 21: CCBFI 同比与出口同比	10
图 22: PMI	10
图 23: 发电量及同比增速	10
图 24: 三大高频物价指数	11
图 25: 商务部农产品价格	11
图 26: 猪肉价格	12
图 27: 大宗商品价格	12
图 28: CRB 指数同比领先 PPI 同比	12
图 29: 银行间回购加权利率	15
图 30: 银行间回购加权利率周变动	15
图 31: 标普 500 和标普 500 波动率(VIX)	16
图 32: 美国国债收益率	16
图 33: 欧洲交易所指数	16
图 34: 欧元区公债收益率 (%)	16
图 35: 利率债发行到期	17
图 36: 国债中标利率与二级市场水平	17
图 37: 国开债中标利率与二级市场水平	17
图 38: 进出口债中标利率与二级市场水平	17
图 39: 农发债中标利率与二级市场水平	18
图 40: 主要利率债产品上周变动	19
图 41: 银行间国债收益率走势	19
图 42: 银行间国债每日变动 (相较于上周末)	19
图 43: 银行间国开行金融债收益率走势	20

图 44：银行间国开债每日变动（相较上周末）	20
图 45：银行间国开行定存浮息债扯平利率走势	20
图 46：国开定存浮息债每日变动（相较上周末）	20
图 47：银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率	20
图 48：国开 SHIBOR 浮息债每日变动（较上周末）	20

表格目录

表 1：上周公开市场操作情况（亿元）	14
表 2：上周发行利率债产品	18
表 3：本周计划发行利率债产品	19

■ 引言

随着八月结束，各大上市银行的 2020 半年报基本公布完成。回看上半年，为了应对疫情冲击，货币政策与金融监管边际宽松，鼓励金融支持实体，对抗经济增速下行压力。然而落实“宽信用”并非易事：信贷利率下行、金融机构风险偏好难以回暖、优质投资资产不足等因素，都会削弱商业银行发放表内信贷、配置中低评级信用债的意愿。面对这一情形，委外作为流动性基于同业链条从商业银行向实体经济扩散的重要渠道，既是信用扩张/收缩的一个原因，也是信用扩张/收缩的一种反映。

委外是委托方将通过自营或代客等途径获取的资金以约定的方式委托给外部机构进行主动管理的业务模式。通常，资金方多为商业银行，受托方以券商资管、基金公司与基金子公司专户为主。在运作模式上，多为商业银行将自营或代客资金委托给受托人，受托人在约定的投资领域、业绩比较基准等范围内进行主动管理，委托人借助受托人较高水平的主动管理能力和投机经验获取收益，甚至曾经有部分商业银行通过委外对资产负债表进行拓展，绕开监管，加杠杆、加久期，实现套利。然而，委外的过热发展也会带来一定的问题，在多层嵌套下，使得监管难度大幅提升，宏观调控的力度被弱化。伴随而来的还有高杠杆风险、流动性风险以及信用风险。因此监管提出委外重点去通道、去杠杆的要求。那么 2020 年以来，在严监管和宽信用之间，委外业务何去何从？接下来，本文将通过观测商业银行委外业务的发展进行深入分析。

■ 委外的测算方法

根据 2014 年的银监会 35 号文：实行自营业务与代客业务相分离；理财业务操作与银行其他业务操作相分离。因此我们通常把委外分为理财委外（资金来源是商业银行发行的理财产品）和非理财委外（资金来源是商业银行的自有资金）。

由于委外实质是委托方将资金委托给外部机构（管理方）主动管理的投资业务，因此在对表内资金委外的测算上，我们重点关注通常出现在合并财务报表项目注释下的“在第三方机构发起设立的结构化主体中享有的权益”。考虑到结构化主体中的 ABS 和 ABN 等资产证券化产品并不满足主动管理的要求，故将其剔除在外。即商业银行的表内资金委外规模=投资第三方机构发起设立的结构化主体而形成的资产的账面价值-投资的资产证券化产品的账面价值。在整理所有上市银行的年报信息过程中，部分银行仅披露了最大风险敞口而非账面价值，但由于最大风险敞口在数值上通常与账面价值相等，因此我们将其等同视之；此外，部分商业银行仅列出了“在未纳入合并财务报表范围的结构化主体中的权益”，未将这部分权益根据结构化主体的不同而分开列示，使得委外投资的资产证券化产品无法被完全剔除，因而测算存在一定的高估风险。

对于表外理财委外，由于表外理财不被纳入资产负债表，因此难以基于公开信息准确测算，需要借助第三方数据。我们在这里引用普益标准提供的银行理财产品存续规模和委外余额占理财余额的比例数据计算理财委外规模，我们可以合理地假设银行理财投向中的委外占比与表外理财投向中的委外占比相同。在处理早期数据时，根据历史经验，我们假

设表外理财占银行理财的 75%，用 $75\% \times \text{银行理财产品存续规模} \times \text{委外余额占理财余额的比例}$ 计算商业银行的表外理财委外规模。由于 2017 年末开始，银保监会直接披露非保本理财的存续规模，因而 2017 年末起对表外理财委外的估算过程中，可以直接以非保本理财规模取代 $75\% \times \text{理财规模}$ ，结果将更加精确。银保监会披露的最新非保本理财数据为 2020 年 4 月末数据，因此我们将该数据近似代表 2020 年 3 月及 6 月的非保本理财规模。

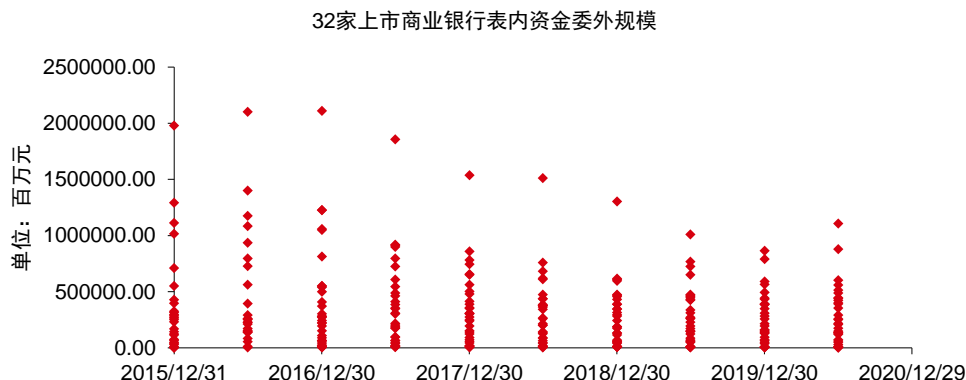
在对委外的分类上，我们根据委外投向的不同，将委外分为三类：基金、信托计划+资管计划、同业理财。将信托计划和资管计划合并的原因在于这两者都属于通道类业务。在具体统计中，我们将资产收益权、债/股权投资计划都归入信托计划+资管计划，将银行间市场资金联合项目归入基金，不计“其他”

■ 表内资金委外详情及分析

总规模：需求扩张，依赖度降低，细分项目持续分化

由于商业银行仅在半年报和年报上披露“在第三方机构发起设立的结构化主体中享有的权益”这一数据，因此我们以半年为间隔，统计了 2015 年 12 月 31 日至 2020 年 6 月 30 日期间，32 家在 A 股或 H 股上市的国内商业银行的表内资金委外规模（因 H 股中报公布较晚，本报告仅纳入 1 家 H 股上市银行）。图 1 中每一组散点对应 32 家上市商业银行在当期的表内资金委外规模（下同）。由图可知，2020 年以来，32 家上市商业银行表内资金委外规模有所上升。

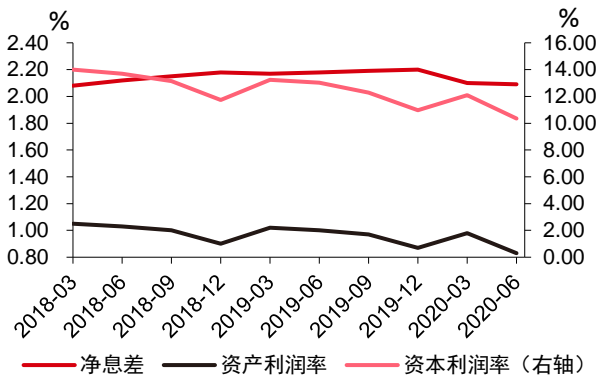
图 1：商业银行表内资金委外规模有所上升（百万元）



资料来源：上市银行年报半年报，中信证券研究部

上半年经济受到疫情冲击，银行传统信贷业务盈利空间降低，且市场出现明显的资产荒，这可能促使银行产生新一轮的委外扩张需求。受疫情影响，经济发展放缓，央行通过定向降准、再贴现等方式释放了大量的流动性，并且指导银行降低信贷利率，让利实体经济以支持经济复苏；同时市场风险偏好降低，大量资金涌入债券市场，推低债券收益率。受限于业务规模及种类、信息获取和研究能力，中小银行本身在大资管时代就处于弱势地位，在此背景下，更可能倾向于采取委外形式。

图 2：上半年银行净息差、利润率下降（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

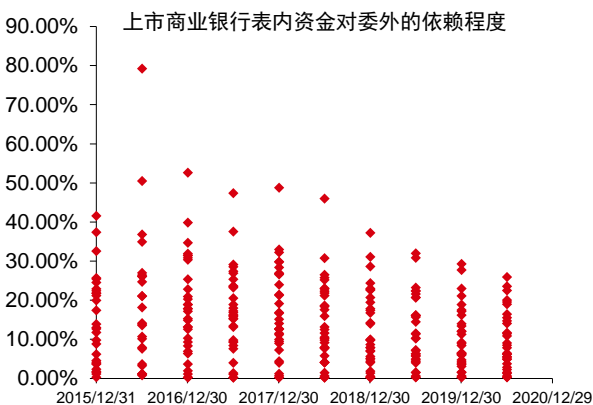
图 3：债券收益率在上半年明显下降（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

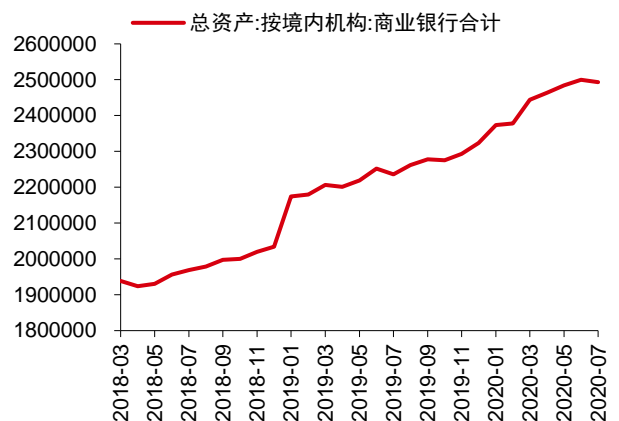
我们使用银行表内资金委外总额/银行总资产计算商业银行表内资金对委外的依赖程度，下图表明，**尽管委外规模有所扩张，但上市商业银行表内资金对委外的依赖程度下降。**我们认为主要原因是上半年疫情期间，央行释放流动性，政策引导下银行加大对实体经济支持力度，银行总资产规模扩张稀释了委外份额。

图 4：商业银行表内资金对委外的依赖程度



资料来源：Wind，中信证券研究部

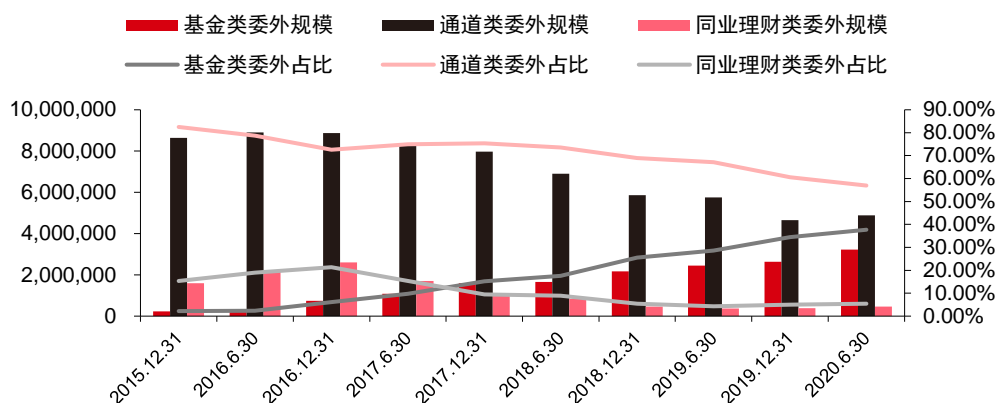
图 5：商业银行总资产提高（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

从表内资金委外细分项目来看看，基金类、通道类、同业理财类委外规模在今年上半年均有所上升，环比增速分别为 22.2%、5.0%和 19%。通道类委外占比下降 3.59 个百分点，基金类委外和同业理财类委外占比分别上升 3.26 和 0.33 个百分点。

图 6：商业银行表内资金委外构成变化（百万元）（%）



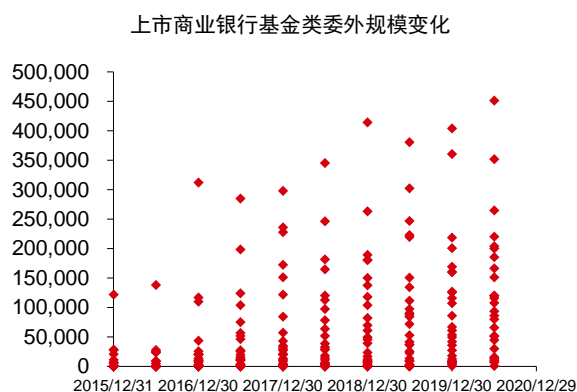
资料来源：上市银行年报半年报，中信证券研究部

基金类：政策利好下规模持续增长

今年上半年基金类委外规模维持增长趋势。今年上半年公募基金数量和净值较去年同期分别上升 16.22% 和 21.33%。

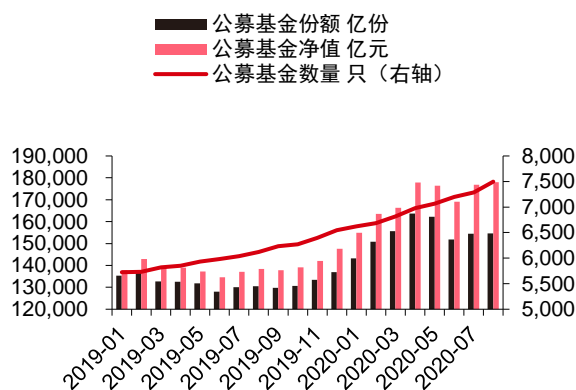
短期来看，今年二季度后期权益市场涨幅显著，公募基金业绩表现也显著提升，吸引了银行委外配置公募基金以获取较高的收益回报。而从长期角度来看，基金委外持续增长主要有以下三方面的原因：第一，相比于通道类委外和同业理财类委外面面对应的严监管，基金类委外投资遇到的监管政策阻力相对较小，特别是央行 7 月发布的《标准化债权类资产认定规则》后，在答记者问中明确固收类公募基金为标债资产，不受非标资产期限匹配等要求限制，也提升了商业银行委外的意愿；第二，公募基金与资管计划的其他产品相比，拥有“节税”的优势。公募基金运营按照简易征税办法调低税率至 3%，且买卖价差免征增值税、所得收益免征所得税，银行可以通过委托基金公司投资节约纳税；第三，基金公司相比于商业银行拥有更好的投研实力，通过基金类委外商业银行可以很好地利用基金公司的投研能力，弥补弱势。

图 7：基金类委外规模持续增长（百万元）



资料来源：上市银行年报半年报，中信证券研究部

图 8：上半年公募基金规模扩张

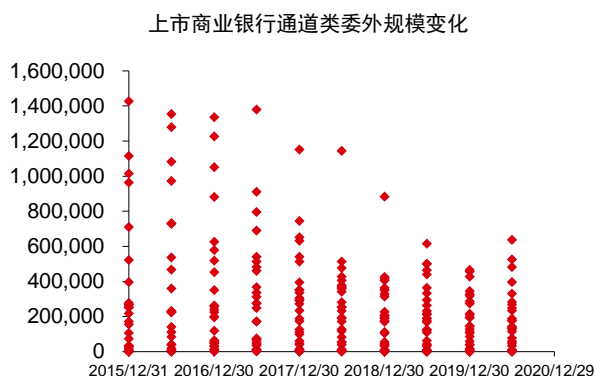


资料来源：上市银行年报半年报，中信证券研究部

通道类：信托压降，资管产品发现反弹

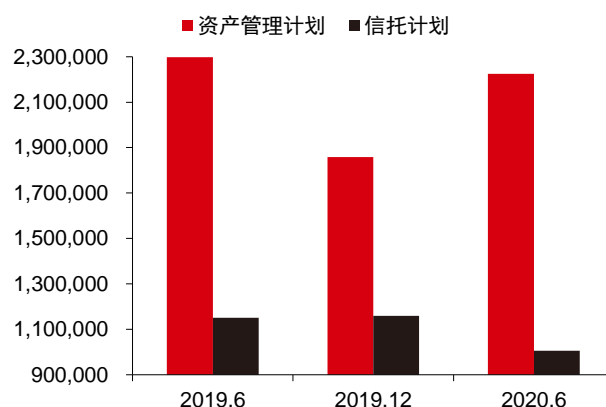
2020 上半年的通道类委外规模亦有所回升，然而背后具体的驱动因素需要将通道业务剖析开来看。在 32 家上市银行半年报中，共计 14 家明确披露了信托计划和资管计划的具体规模，以此 14 家银行为代表。如图所示，今年上半年信托委外环比下降 13.22%，而资管委外环比上升 19.76%，资管计划委外的上升规模弥补了信托委外的萎缩。

图 9：通道类委外规模反弹（百万元）



资料来源：上市银行年报半年报，中信证券研究部

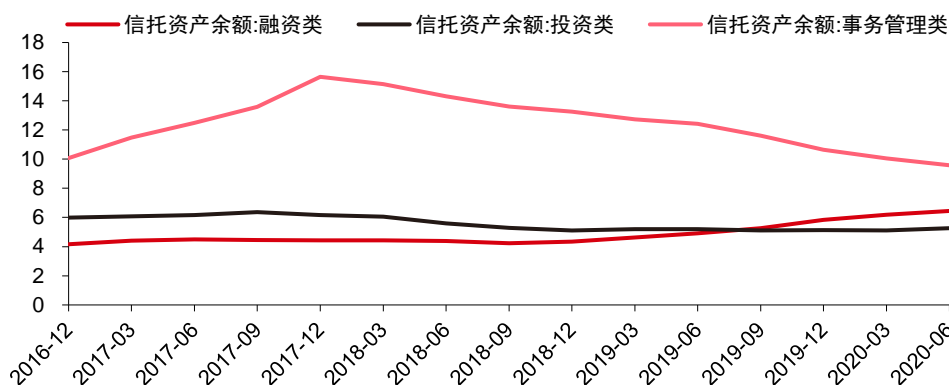
图 10：资管与信托走势相背（百万元）



资料来源：上市银行年报半年报，中信证券研究部

信托方面，监管力度依旧较强。事务管理类信托大多作为银信合作的通道类业务，2018 年《资管新规》出台之后，监管部门实行全面降杠杆、去通道政策，监管套利的通道类业务被禁止，该业务规模也持续下降。今年 6 月银保监会发布的《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》，要求各信托公司制定年度去通道计划，监管力度再次加强。预计下半年信托通道类业务规模将继续下降。

图 11：事务管理类信托资产余额下降势头不减（万亿元）

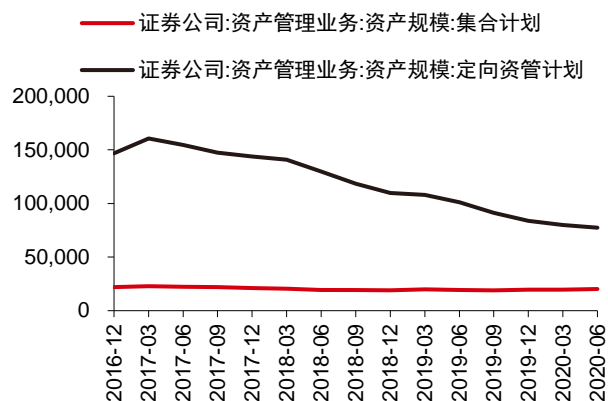


资料来源：Wind，中信证券研究部

资管计划方面，券商资管中的定向资管计划作为通道类业务，是银行资管委外资金的主要流向。《资管新规》出台至今，券商资管业务也向“去通道”方向发展，定向资管计划规模也不断下降。今年上半年资管委外规模却大幅提升，推测有两种可能原因，一是资金流向变化，例如保险资管。从下图可以看出保险资管注册规模近几年也在震荡中呈现上

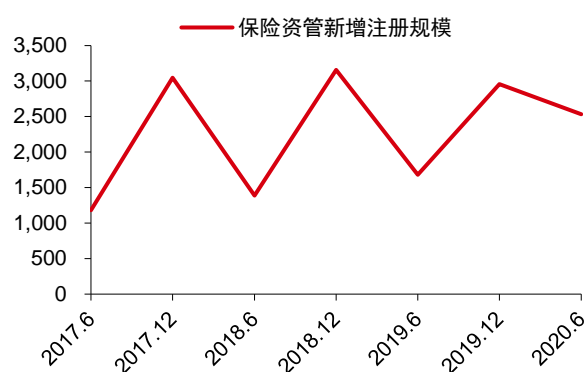
升趋势；二是今年券商资管产品公募化改造提速，中金公司、广发资管等机构已发行转型产品，一定程度上带动券商资管产品回暖。

图 12：券商资管计划规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：保险资管计划规模（亿元）

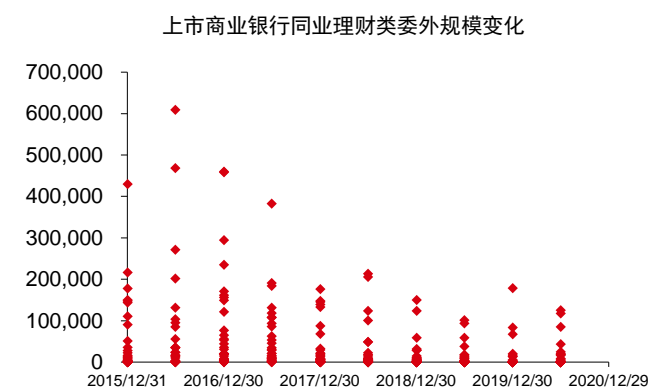


资料来源：Wind，中信证券研究部

同业理财：压降放缓，规模都趋于稳定

同业理财委外规模压降速度明显放缓，未来或趋于稳定。事实上，同业理财委外自 2017 年起经历了两年多的大幅下降，2019 年下半年就开始出现一定程度回调。根据银行业理财登记托管中心和中国银行业协会联合发布的《中国银行业理财市场报告（2019 年）》，金融同业类产品规模在严格的去杠杆、减少资金空转的监管要求下，在 2017-2018 年大幅下降。但 2019 年降幅较小，当年年底就出现了企稳的迹象。此现象或源于严监管实施后，同业理财规模可压缩空间已大幅减少，那么同业理财委外近一年的反弹也可能源于同业理财产品规模的企稳。

图 14：同业理财类委外压降放缓（百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：金融同业类产品存续余额与占比情况



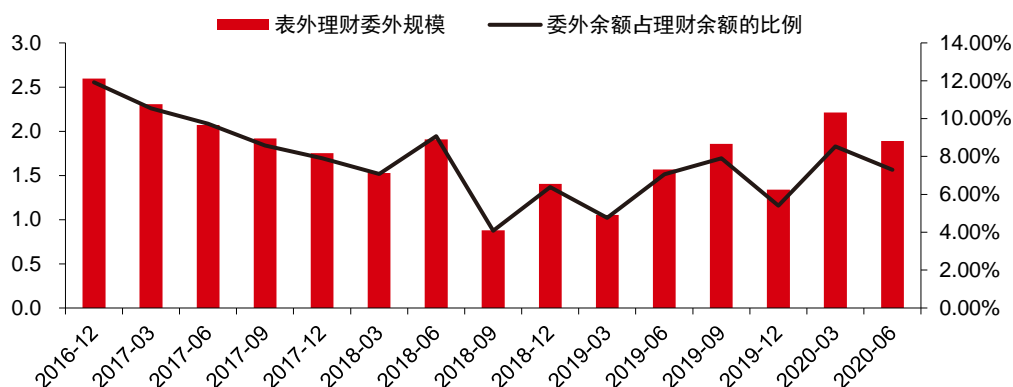
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 委外总规模情况变化

表外理财委外观测

计算委外总规模，除了需要表内资金的委外规模，还需要知道表外理财资金委外的情况。我们根据银保监会公布的银行非保本理财规模，以及普益标准所披露的委外余额占理财余额的比重，计算得出理财委外的总体规模。如图所示，上半年商业银行理财余额中更大比例配置于委外投资，使我们估算的表外理财委外规模有所上升。

图 16：上半年表外理财委外规模提升，在二季度有所回落（万亿元）



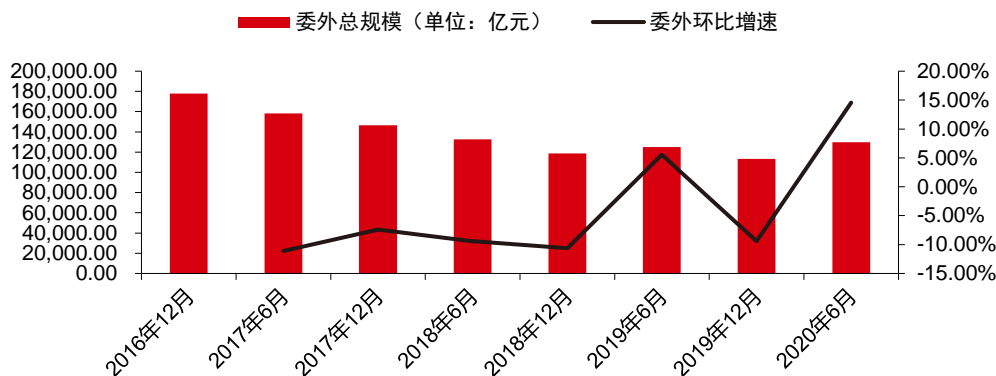
资料来源：银保监会官网，普益标准，中信证券研究部

总规模观测

根据之前的分析，我们可以根据委外总规模=表内资金委外规模+表外理财委外规模=上市商业银行样本表内资金委外规模*所有商业银行总资产之和/上市商业银行样本总资产之和+75%*银行理财产品存续规模*委外余额占理财余额的比例的公式来估计委外规模。

从 2017 年开始，银保监会披露非保本理财存续金额的数据，利用该数据计算的委外规模更加准确，即委外总规模=表内资金委外规模+表外理财委外规模=上市商业银行样本表内资金委外规模*所有商业银行总资产之和/上市商业银行样本总资产之和+非保本理财存续金额*委外余额占理财余额的比例。计算发现，由于银行表内资金和表外理财对委外配置规模的同时上升，上半年银行委外总规模提升较快，环比增速接近 15%。

图 17：上半年银行委外总规模上升（亿元）



资料来源：相关上市银行财报、招股说明书，银保监会官网，中信证券研究部

■ 展望：银基合作前景广阔，委外缩减压力缓降

在政策利好的背景下，公募基金行业会有较快发展，公募基金规模的提高也会带动基金类委外规模持续提升，未来银基合作空间仍然十分广阔，深度和黏度有望进一步提升。特别是“固收+”策略在固收打底的基础上，适当配置一些股票、股权、可转债、基金、金融衍生品等风险类资产，在较低的风险水平上兼顾弹性收益，更能满足投资需求。但这种策略非常考验产品设计、资产配置和风险管理能力，银行的传统强项在于固收投资、客户优势和渠道优势，短板是风险资产的主动投研能力。基金公司优秀的基金管理人和投研团队，在权益市场具有持续沉淀和积累。双方在“固收+”策略上可以优势互补，银行在把握好绝对收益的特性上，通过委外投资风险资产的方式增厚产品收益。在此背景下，银行与基金公司的合作有了进一步增强新趋势，我们预计拥有较强投研能力的机构将获得更多银行的青睐，委外市场“头部化”趋势或将显现。

对比前景广阔的基金类委外，通道类和同业理财类的情况却有所不同。尽管同业理财委外规模在上半年有所提升，但目前同业理财的监管政策并未放松，因此上升空间预计不大。而通道类委外虽然今年有所增加，但从细分情况来看，监管实质上并未放松，特别是信托，反而有所加强。考虑到通道类委外仍占委外投资的主要部分，基金投资类委外虽然呈持续增长趋势，但占比上仍比通道类委外小很多，承接作用较为有限，未来委外的规模变化很大程度上取决于基金类委外的增长能够抵消多少通道类委外的减少。

整体来看，目前银行委外投资并未找到创新的替代模式，上半年疫情冲击下商业银行理财资金中的委外占比也有较为明显的提高，可以看出：一方面商业银行对委外投资的需求不减，另一方面，通过委外将流动性基于同业链条向实体经济扩散是目前应对经济增速下行压力的一个重要途径，因此金融监管持续加码的可能性并不大。而在近些年的严监管之后，委外可压缩空间也已减小，预计未来委外整体规模会保持较为稳定的状态，缩减压力将明显放缓，银行资金依然可以通过委外的方式进行投资，为固定收益以及权益市场提供较为稳定的资金支持。

国内宏观：总量修复，结构改善

总量数据

工业生产超预期。8月份，规模以上工业增加值同比增长5.6%，比7月份增加0.8个百分点，超出市场预期。第一，近期工业企业利润、固定资产投资同比改善明显，地产投资保持强势增长，基建投资需求稳定，支撑工业生产加速。第二，7月份雨水天气的影响也使得8月生产有一定回补。第三，出口维持超预期增长，中国在全球疫情期间作为全球供给中心的角色没有改变。

制造业投资大幅回暖，地产投资延续回暖，基建投资修复放缓。8月制造业投资表现最为亮眼，单月投资增速升至5%，较上月回升8.1pcts。全国房地产开发投资当月同比增速升至12.1%（+0.5pct），房企到位资金增速持续提高（3.0%，+2.2pcts）。基础设施投资当月同比增速回落至4.0%（-3.9pcts），考虑到9月以来高温、降雨等气候影响逐渐消退，预计基建投资增速将在政府债券发行的带动之下延续回温步伐。

社零由负转正，可选消费复苏，失业率边际回落。8月社会消费品零售总额同比增速继续回升，是今年疫情以来首次正增长，增速高于预期（0.5%，+1.6pcts），限额以上企业商品零售总额同比增速再次提升（5.1%，+2.1pcts），处于缓慢修复通道，可选消费商品零售向好。8月全国城镇调查失业率5.6%，31个大城市城镇调查失业率5.7%，较前值均回落0.1pct。随着制造业投资和居民消费逐渐回升，就业环境有望边际改善，但仍需警惕中美关系、全球经济风险等灰犀牛事件对就业前景的影响，后续仍需做好稳就业工作。

高频数据

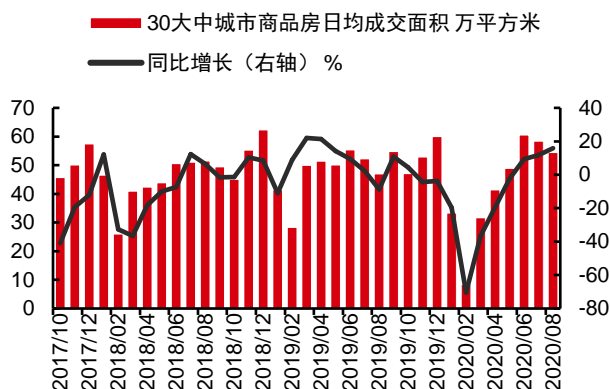
房地产市场方面，截至9月18日，30大中城市商品房成交面积累计同比减少8.20%，其中一线城市累计同比下降4.00%，二线城市累计同比下降11.67%，三线城市累计同比下降5.56%。上周整体成交面积较前一周上升2.55个百分点，一、二、三线城市周环比分别变动40.23%、-11.15%、-5.36%。重点城市方面，截至9月18日，北京、上海、广州、深圳商品房成交面积累计同比涨跌幅分别为-0.23%、-10.68%、-5.77%、-1.00%，周环比分别变动-32.69%、-16.65%、37.95%、11.98%。9月14日，成都市政府办公厅发布《成都市人民政府办公厅关于保持我市房地产市场平稳健康发展的通知》，提出要继续执行好差别化信贷政策，严防消费贷款、个人经营性贷款等违规挪用于购房；严格执行住房限购政策，提高公证摇号中棚改、无房居民家庭优先的比例；发挥税收调节作用，个人住房转让增值税征免年限由2年调整到5年。

高炉开工方面，截至9月18日，全国高炉开工率为69.89%，较上周下降0.28个百分点。上周钢材市场方面，钢价整体走势依然偏弱，下游建筑钢材震荡下行，需求不及市场预期，价格缺乏有力的上涨支撑，影响钢企开工积极性，短期内高炉开工率或依然偏弱运行。

航运指数方面，截至9月18日，BDI指数上涨2.29%，CDFI指数上涨0.96%。上周BDI指数略微上行，涨幅约2%，报收1296点，此前大幅下行趋势有所缓解，上涨主

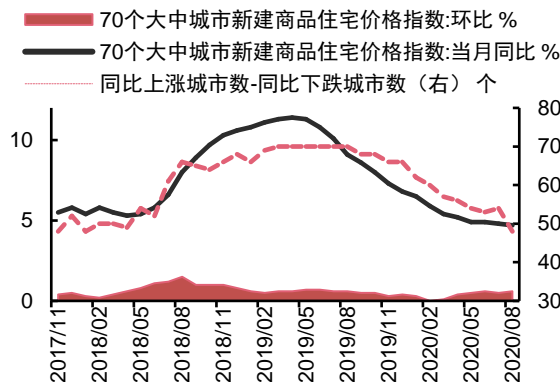
要源于运费上行，三大船运价指数均微涨。

图 18: 房地产成交量同比增速



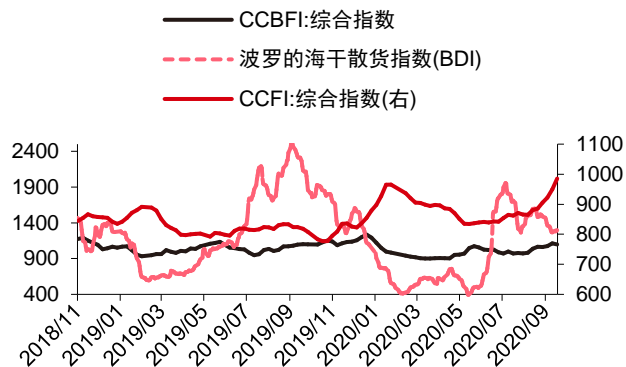
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 住宅价格环比增速



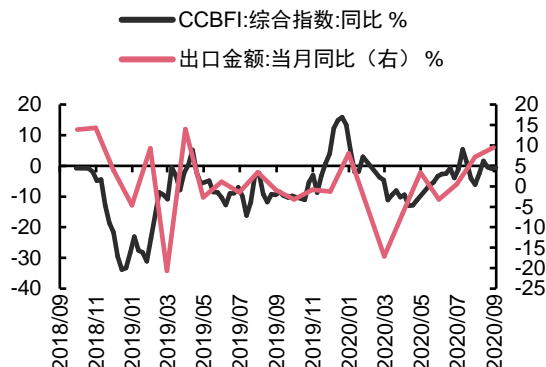
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 20: 主要航运指数



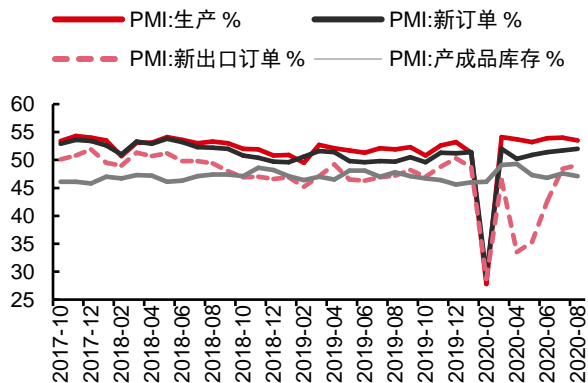
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: CCBFI 同比与出口同比



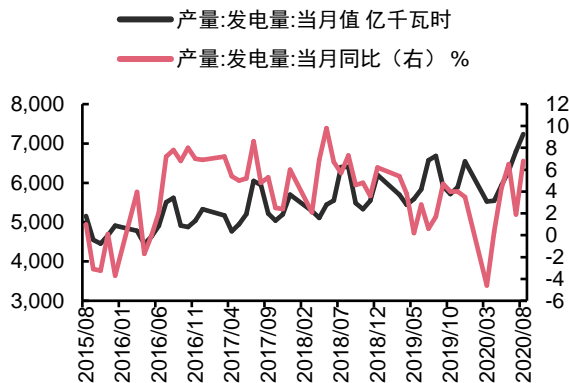
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 22: PMI



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 23: 发电量及同比增速



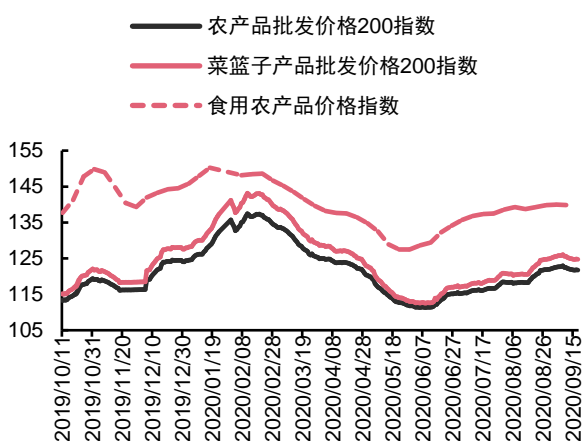
资料来源: Wind, 中信证券研究部

通货膨胀：猪肉价格下降、鸡蛋和工业品价格上涨

截至 9 月 18 日,农业农村部 28 种重点监测蔬菜平均批发价较前周环比下降 2.30%。从主要农产品来看,生意社公布的外三元猪肉价格为 35.40 元/千克, 相较上周五下降 1.99%; 鸡蛋价格为 8.13 元/千克, 相较上周五上涨 2.78%。猪肉价格方面, 上周猪价继续下跌, 九月以来的连续下行, 主要源于生产持续较快恢复, 生猪存栏和出栏均呈连续上升态势, 市场供给得到改善, 同时叠加非洲猪瘟常态化防控举措与政府稳定猪价的政策措施, 预计猪肉价格在长期或将缓慢下行, 而国庆节和中秋节假期可能会对下行趋势形成短暂扰动。鸡蛋价格方面, 上周蛋价继续小幅走强, 当前的继续上行主要源于前期蛋鸡存栏不高以及夏季产蛋率低带来的供给不足, 同时叠加国庆节和中秋节以及开学季带来的需求上涨, 预计短期内蛋价或将继续保持小幅上行态势。

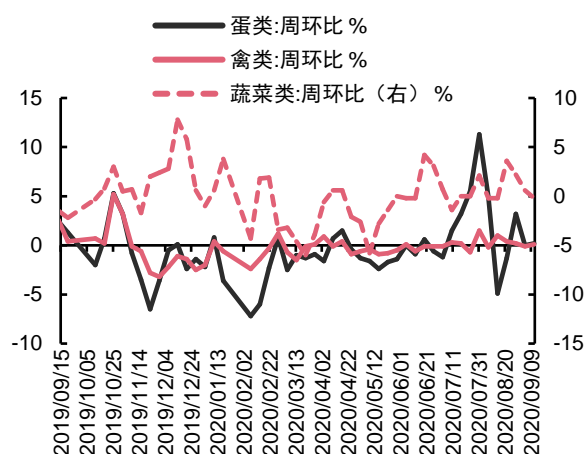
截至 9 月 18 日, 南华工业品指数较前一周上涨 1.30%。能源价格方面, 截至 9 月 18 日, WTI 原油期货价格报收 41.11 美元/桶, 较前一周上涨 10.13%。钢铁产业链方面, 截至 9 月 18 日, Myspic 综合钢价指数为 142.60, 较前一周下降 0.79%。截至 9 月 18 日, 经销商螺纹钢价格为 3659 元/吨, 较 9 月 11 日下降 0.52%, 上游澳洲铁矿石价格为 930.89 元/吨, 较 9 月 11 日下降 1.79%。建材价格方面, 水泥价格为 465.40 元/吨, 较 9 月 11 日上涨 3.19%。本月水泥行业进入旺季, 上周水泥价格继续上涨, 前期需求持续释放, 华东地区水泥价格连续上调。在地产和基建持续回暖以及政府发行专项债的推动下, 预计后市水泥价格涨势仍将延续。

图 24: 三大高频物价指数



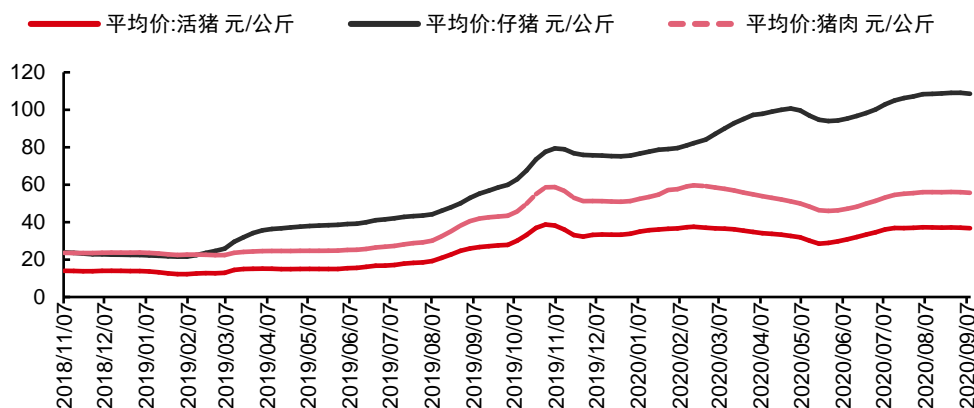
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 25: 商务部农产品价格



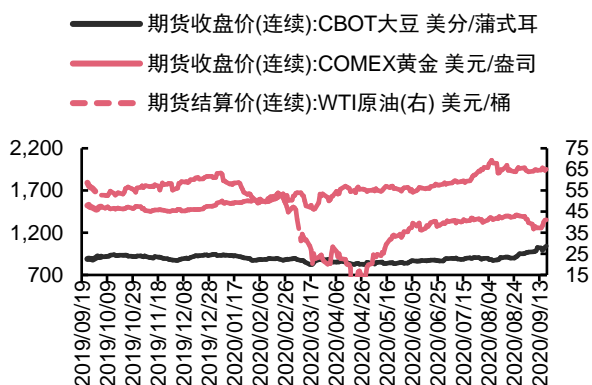
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 26：猪肉价格



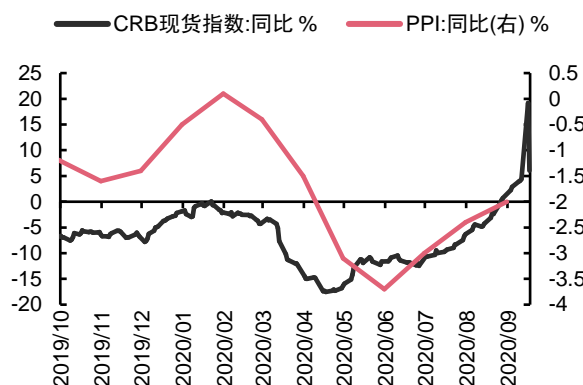
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：大宗商品价格



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28：CRB 指数同比领先 PPI 同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

重大事件回顾

9月15日，国务院办公厅印发《关于坚决制止耕地“非农化”行为的通知》。《通知》指出严禁违规占用耕地绿化造林、严禁超标准建设绿色通道、严禁违规占用耕地挖湖造景、严禁违规占用耕地从事非农建设、严禁违法违规批地用地等六种严禁的耕地“非农化”行为，要求采取有力措施，强化监督管理，落实好最严格的耕地保护制度，坚决制止各类耕地“非农化”行为，坚决守住耕地红线。（新闻来源：中国政府网）

9月15日，央行发布《中国货币政策执行报告》增刊——“有序推进贷款市场报价利率改革”。报告称，央行将继续深化 LPR 改革，推动实现利率“两轨合一轨”，完善货币政策调控和传导机制，健全基准利率和市场化利率体系；中国金融体系以银行为主导，不宜以国债收益作为贷款利率参考基准，LPR 较为适宜。（新闻来源：中国证券报）

9月17日，国务院领导人主持召开国务院常务会议。会议确定政务服务“跨省通办”和提升“获得电力”服务水平的措施，持续优化企业和群众办事创业环境；要求按照“两个毫不动摇”支持国有企业和民营企业改革发展。（新闻来源：中国政府网）

9月19日，商务部公布《不可靠实体清单规定》。《规定》明确，对列入不可靠实体清单的外国实体可采取限制或者禁止其从事与中国有关的进出口活动、限制或者禁止其在中国境内投资、限制或者取消其相关人员在中国境内工作许可、停留或者居留资格等措施。（新闻来源：商务部）

■ 国际宏观：消费回暖受阻，就业持续低迷

美国方面

9月15日，美国公布9月纽约制造业指数为17，预期6.8，前值3.7；8月进口价格指数同比-1.4%，预期-2.1%，前值-3.3%；上周红皮书商业零售销售年率为-1.2%，前值-0.1%。（数据来源：纽约联储，美国劳工部，美国红皮书研究机构）

9月16日，美国公布8月零售销售环比为0.6%，预期1%，前值1.2%；当周EIA原油库存变动为降438.9万桶，预期增207.4万，前值增203.3万。（数据来源：美国商务部，美国能源信息署）

9月17日，美国公布联邦基金目标利率上限为0.25%，预期0.25%，前值0.25%；当周初请失业金人数86万，预期85万，前值88.4万；8月营建许可数147万户，预期151.2万，前值149.5万；8月新屋开工数141.6万户，预期148.3万，前值149.6万（数据来源：美联储，美国劳工部，美国商务部）

9月18日，美国公布9月密歇根大学消费者信心指数78.9，预期75，前值74.1。（数据来源：密歇根大学）

欧洲方面

9月14日，欧盟公布7月工业产出同比为-7.7%，预期-8.1%，前值-12.3%。（数据来源：欧盟统计局）

9月15日，英国公布8月失业金申请人数变动为增7.37万人，前值为增9.44万。（数据来源：英国国家统计局）

9月16日，英国公布8月CPI同比为0.2%，预期为0%，前值为1%；8月CPI环比为-0.4%，预期为-0.6%，前值为0.4%。（数据来源：英国国家统计局）

9月17日，欧盟公布8月调和CPI同比终值为-0.2%，预期-0.2%，前值-0.2%。（数据来源：欧盟统计局）

日本方面

9月14日，日本公布7月工业产出同比终值为-15.5%，前值-16.1%；7月工业产出环比终值为8.7%，前值8%。（数据来源：日本经济产业省）

9月16日，日本公布8月进口同比为-20.8%，预期-17.8%，前值-22.3%；8月出口同比为-14.8%，预期-16.1%，前值-19.2%。（数据来源：日本财务省）

9月17日，日本公布10年期国债收益率目标为0%，预期0%，前值0%；央行政策利率为-0.1%，预期-0.1%，前值-0.1%。（数据来源：日本央行）

9月18日，日本公布8月CPI同比为0.2%，前值0.3%；8月CPI环比0.2%，前值0.1%。（数据来源：日本总务省）

■ 流动性监测：银质押利率全面上行

公开市场操作：净投放流动性 2100 亿元

上周（9月14日-9月18日）有4800亿元逆回购投放，6200亿元逆回购到期，上周二有6000亿元MLF投放，上周四有2000亿元MLF到期，上周五有500亿元国库现金定存到期，单周实现流动性净投放2100亿元。本周（9月21日-9月25日）有4800亿元逆回购资金自然到期。

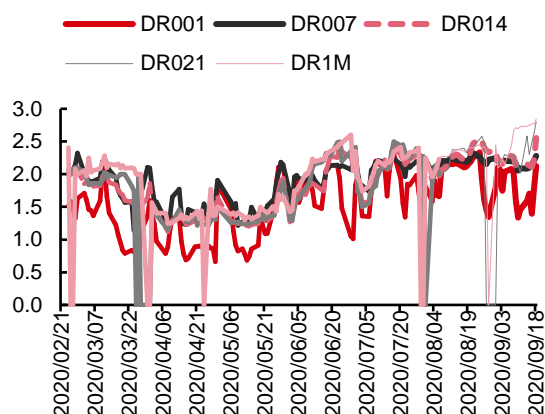
表1：上周公开市场操作情况（亿元）

	2020-9-14		2020-9-15		2020-9-16		2020-9-17		2020-9-18	
	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼
7天逆回购	800	-1000		-1700	1200	-1200	1100	-1400	1100	-900
14天逆回购									600	
28天逆回购										
6个月MLF										
1年期MLF			6000				-2000			
1年期TMLF										
降准										
国库现金定存										-500
投放总计	10800									
到期总计		-8700								
净投放	2100									

资料来源：Wind，中信证券研究部

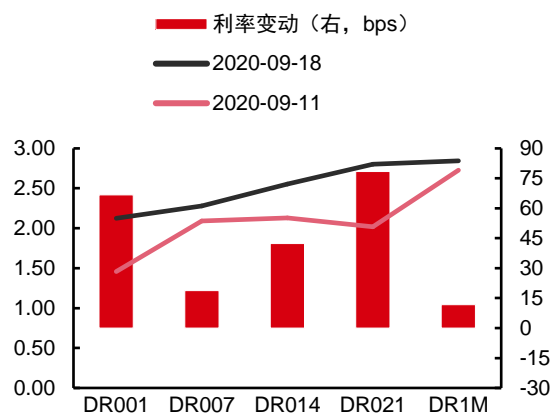
货币市场：银质押全面上行，SHIBOR 大体上行。DR001 加权平均利率为 2.12%，较上周变动 66.68bps；DR007 加权平均利率为 2.28%，较上周变动 18.82bps；DR014 加权平均利率为 2.55%，较上周变动 42.38bps；DR021 加权平均利率为 2.80%，较前一周变动 78.35bps；DR1M 加权平均利率为 2.84%，较前一周变动 11.73bps。截至 9 月 18 日，SHIBOR 方面，隔夜、7 天、1 个月、3 个月分别变动 63.7bps、7.1bps、4.5bps、-1.8bps 至 2.10%、2.23%、2.61%、2.68%。

图 29：银行间回购加权利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：银行间回购加权利率周变动



资料来源：Wind，中信证券研究部

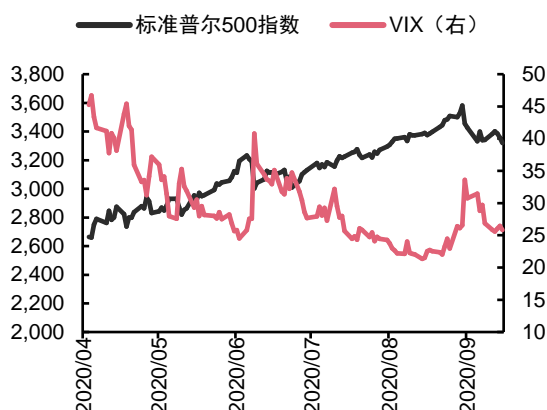
■ 国际金融市场：欧美市场全面下行

美国市场：美股上周全面下行

上周美国三大股指全面上涨。道指周涨幅 0.03%，纳指周涨幅 0.56%，标普 500 指数周涨幅 0.64%。

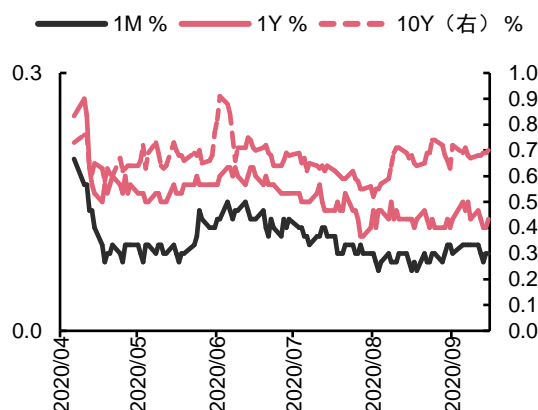
周一，辉瑞 CEO 发言称美国民众或可在年底前获得新冠疫苗，道指收涨 1.18%，纳指收涨 1.87%，标普 500 指数收涨 1.27%。周二，9 月纽约制造业指数大超预期，众议院两党的温和派发布 1.52 万亿美元的抗疫刺激计划、尝试经济纾困僵局，三大股指延续上涨，道指收涨 0.01%，纳指收涨 1.21%，标普 500 指数收涨 0.52%。周三，美联储维持零利率和资产购买计划，鲍威尔表示不确定目前快于预期的经济复苏是否会持续，当日道指收涨 0.13%，纳指收跌 1.25%，标普 500 指数收跌 0.46%。周四，美国初请失业金人数略超预期，道指收跌 0.47%，纳指收跌 1.27%，标普 500 指数收跌 0.84%，科技股领跌。周五，三大股指齐跌，道指收跌 0.88%，纳指收跌 1.07%，标普 500 指数收跌 1.12%，美国密歇根大学消费者信心指数略超预期。

图 31: 标普 500 和标普 500 波动率(VIX)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 32: 美国国债收益率



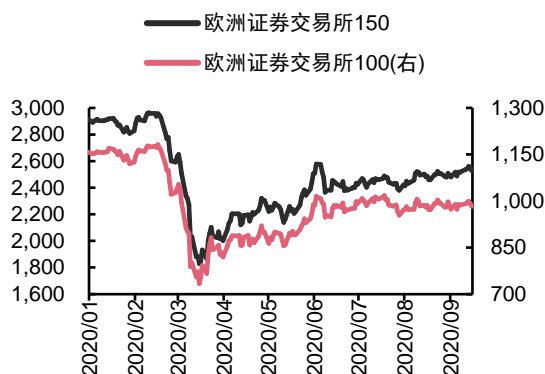
资料来源: Wind, 中信证券研究部

欧洲市场：欧股上周全面下行

上周欧洲股市全面下行，英国富时 100 指数周跌幅 0.42%，德国 DAX 指数周跌幅 0.66%，法国 CAC40 指数周跌幅 1.11%。

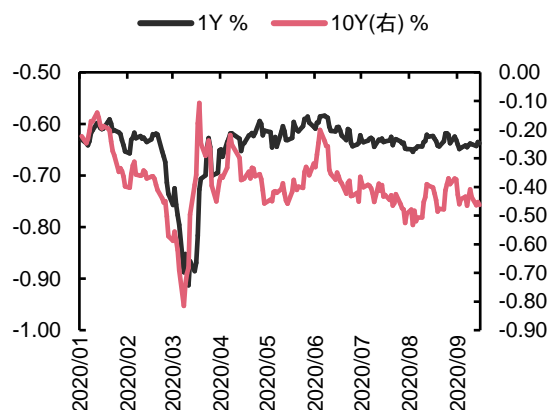
周一，英国富时 100 指数收跌 0.10%，德国 DAX 指数收跌 0.07%，法国 CAC40 指数收涨 0.35%。周二，欧盟将把英国清算所的接入期限延长至 2022 年 6 月末，缓解了欧洲金融业的担忧，英国富时 100 指数收涨 1.32%，德国 DAX 指数收涨 0.18%，法国 CAC40 指数收涨 0.32%。周三，英国富时 100 指数收跌 0.44%，德国 DAX 指数收涨 0.29%，法国 CAC40 指数收涨 0.13%，英国首相约翰逊与保守党内反对人士就修改内部市场法案达成协议。周四，欧洲央行副行长表示：欧元汇率重要，但央行的货币政策将取决于欧元区的通胀前景，当日英国富时 100 指数收跌 0.47%，德国 DAX 指数收跌 0.36%，法国 CAC40 指数收跌 0.69%。周五，受美股拖累，欧洲股市集体走软，当日英国富时 100 指数收跌 0.71%，德国 DAX 指数收跌 0.70%，法国 CAC40 指数收跌 1.22%。

图 33: 欧洲交易所指数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 34: 欧元区国债收益率 (%)



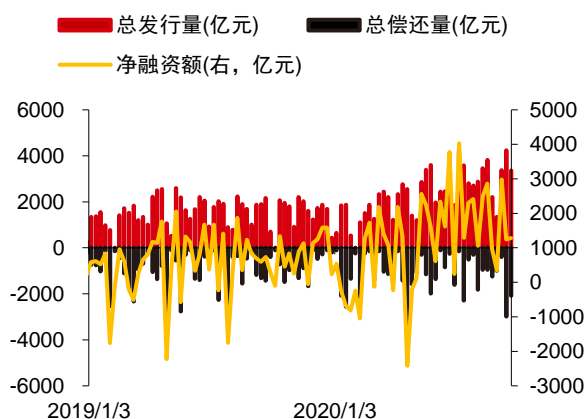
资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 债市数据盘点：利率债收益率大体下行

一级市场：本周预计发行 3 只利率债

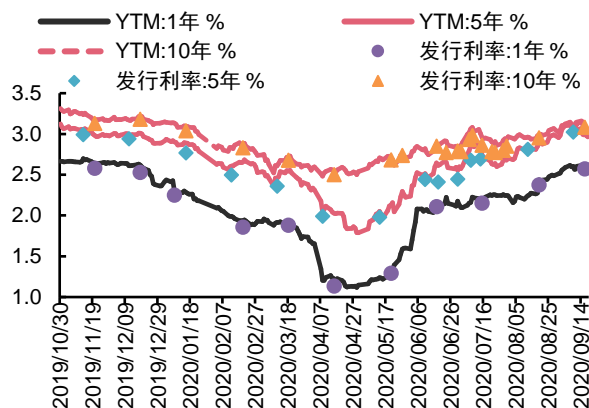
上周（9 月 14 日-9 月 18 日）一级市场共发行 27 只利率债，实际发行总额 3156.0 亿元。一级市场本周（9 月 21 日-9 月 25 日）计划发行 3 只利率债，计划发行总额 470.0 亿元。

图 35：利率债发行到期



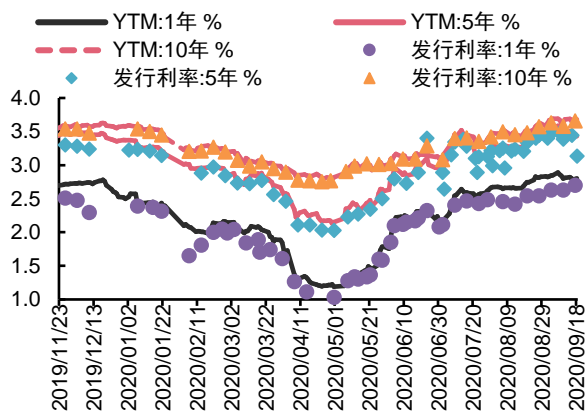
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 36：国债中标利率与二级市场水平



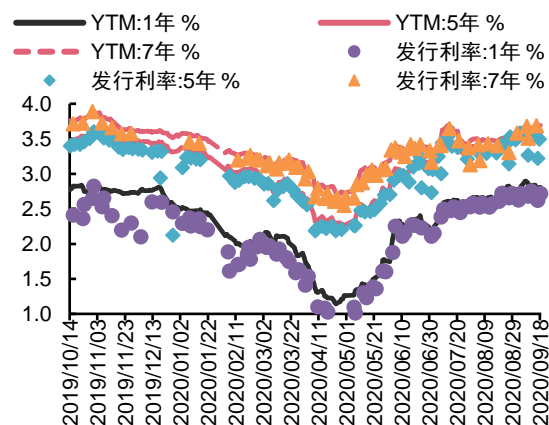
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 37：国开债中标利率与二级市场水平



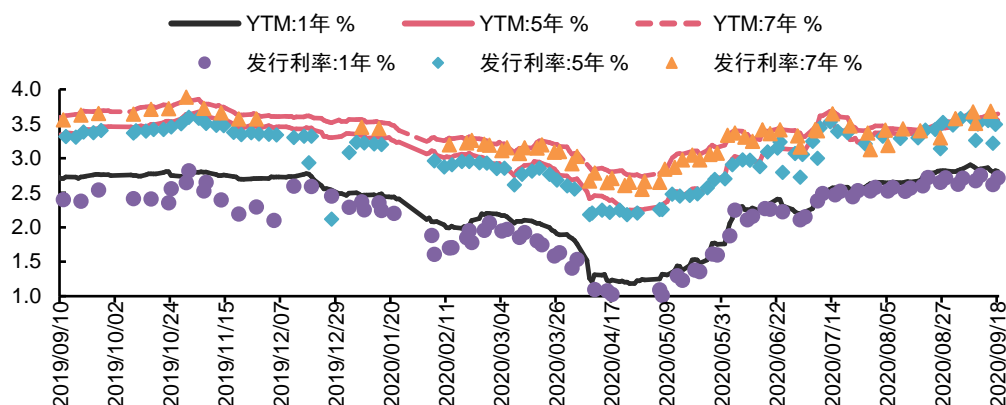
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：进出口债中标利率与二级市场水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 39：农发债中标利率与二级市场水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 2：上周发行利率债产品

交易代码	债券简称	发行起始日	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	Wind 债券类 型(二级)
108605Z2.SZ	国开 1901(增 2)	2020-09-18		3.0000	政策银行债
108612.SZ	国开 2010	2020-09-18		3.0000	政策银行债
108610Z.SZ	国开 2008(增发)	2020-09-18		5.0000	政策银行债
200309Z8.IB	20 进出 09(增 8)	2020-09-18		1.0000	政策银行债
200312Z6.IB	20 进出 12(增 6)	2020-09-18		2.0000	政策银行债
150314Z21.IB	15 进出 14(增 21)	2020-09-18		10.0000	政策银行债
209945.IB	20 贴现国债 45	2020-09-18	301.9000	0.2493	国债
200007X.IB	20 附息国债 07(续发)	2020-09-18	503.0000	50.0000	国债
2003673.IB	20 进出 673	2020-09-17	40.0000	0.2500	政策银行债
200313Z2.IB	20 进出 13(增 2)	2020-09-17	50.0000	3.0000	政策银行债
200305Z24.IB	20 进出 05(增 24)	2020-09-17	50.0000	5.0000	政策银行债
200310Z25.IB	20 进出 10(增 25)	2020-09-17	70.0000	10.0000	政策银行债
200216.IB	20 国开 16	2020-09-17	78.8000	1.0000	政策银行债
200210Z13.IB	20 国开 10(增 13)	2020-09-17	180.6000	10.0000	政策银行债
200010X2.IB	20 附息国债 10(续 2)	2020-09-16	636.3000	1.0000	国债
200006X4.IB	20 附息国债 06(续 4)	2020-09-16	671.0000	10.0000	国债
200406Z11.IB	20 农发 06(增 11)	2020-09-16	30.9000	1.0000	政策银行债
180413Z14.IB	18 农发 13(增 14)	2020-09-16	80.0000	5.0000	政策银行债
200404Z22.IB	20 农发 04(增 22)	2020-09-16	90.0000	10.0000	政策银行债
200207Z6.IB	20 国开 07(增 6)	2020-09-15	72.3000	3.0000	政策银行债
200212Z10.IB	20 国开 12(增 10)	2020-09-15	90.5000	5.0000	政策银行债
200209Z10.IB	20 国开 09(增 10)	2020-09-15	40.5000	7.0000	政策银行债
200220Z6.IB	20 国开 20(增 6)	2020-09-15	20.0000	20.0000	政策银行债
092018003Z01.IB	20 农发清发 03(增发 1)	2020-09-15	20.0000	2.0000	政策银行债
092018002Z17.IB	20 农发清发 02(增发 17)	2020-09-15	40.0000	7.0000	政策银行债
200407Z6.IB	20 农发 07(增 6)	2020-09-14	20.2000	3.0000	政策银行债
200405Z21.IB	20 农发 05(增 21)	2020-09-14	70.0000	5.0000	政策银行债
合计			3, 156. 0000		

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 3: 本周计划发行利率债产品

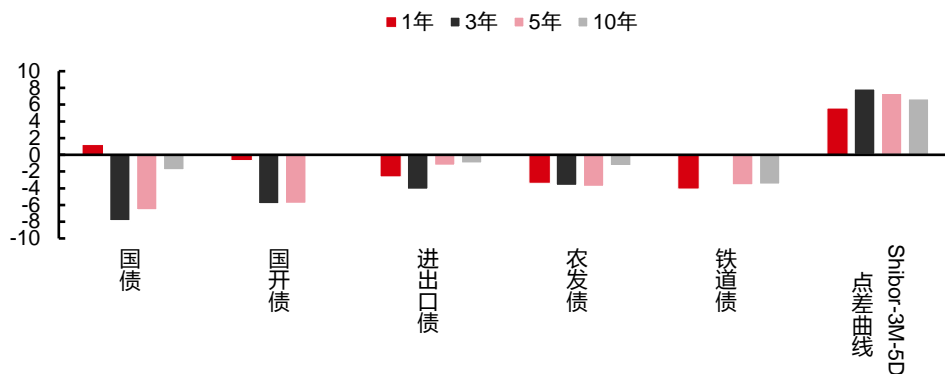
交易代码	债券简称	发行起始日	计划发行规模(亿)	发行期限(年)	Wind 债券类型(二级)
209947.IB	20 贴现国债 47	2020-09-25	400.0000	0.4986	国债
200407Z7.IB	20 农发 07(增 7)	2020-09-21	30.0000	3.0000	政策银行债
200408.IB	20 农发 08	2020-09-21	40.0000	5.0000	政策银行债
合计			470.0000		

资料来源: Wind, 中信证券研究部

二级市场: 利率债收益率大体下行

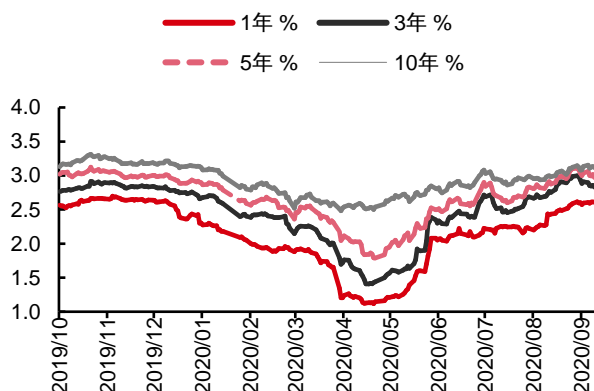
上周利率债收益率大体下行。截至 9 月 18 日, 国债方面, 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动 1.24bps、-7.92bps、-6.61bps、-1.84bps。国开债方面, 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动-0.68bps、-5.89bps、-5.84bps、0.02bps。

图 40: 主要利率债产品上周变动



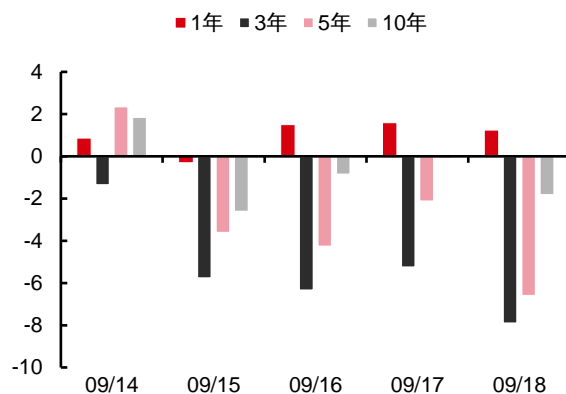
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 41: 银行间国债收益率走势



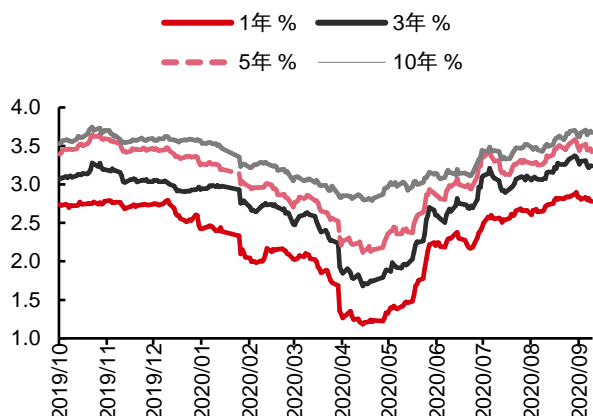
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 42: 银行间国债每日变动 (相较于周末)



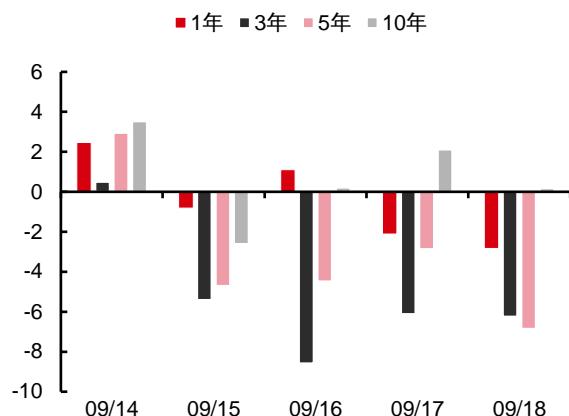
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 43: 银行间国开行金融债收益率走势



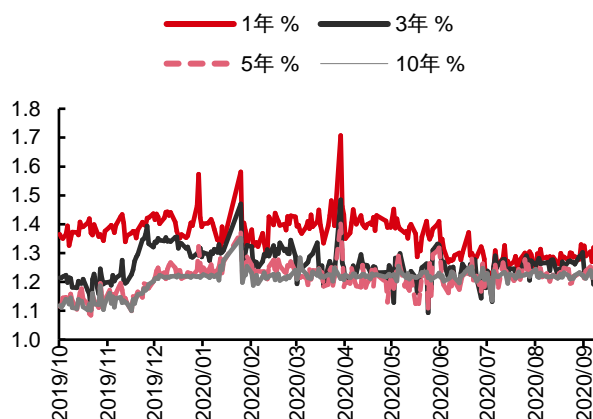
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 44: 银行间国开债每日变动(相较于周末)



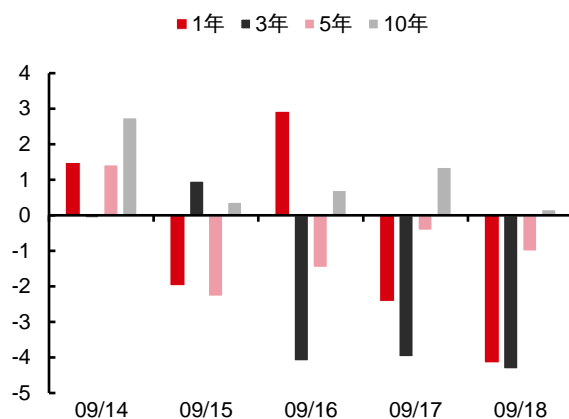
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 45: 银行间国开行定存付息债利率走势



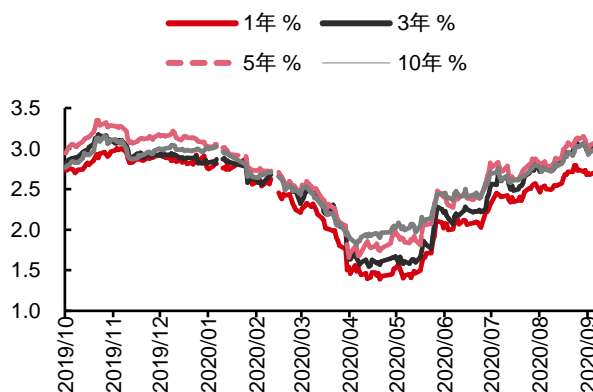
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 46: 国开定存付息债每日变动(相较于周末)



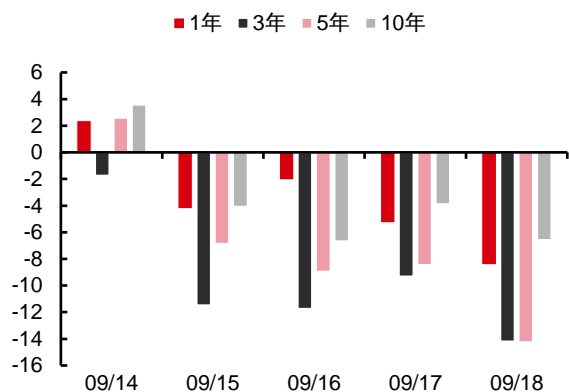
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 47: 银行间国开行 SHIBOR 付息债利率走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 48: 国开 SHIBOR 付息债每日变动(较上周末)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

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 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）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.。如对本报告有任何疑问，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（2011）》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。