

# 下半年宏观政策与资本市场展望

中信证券研究部

程 强 首席宏观分析师

博士 CPA CFA

(执业证书编号: S1010520010002)

2023年6月26日

## 核心观点



- 过去一段时间,我国宏观经济复苏过程中确实出现了相对比较严重的分化。但我们认为,当前仍属于一轮经济复苏周期的前 期,在复苏周期中,经济修复的节奏会有强弱变化,但是总的趋势仍然会是逐渐变好的。
- 外部环境方面,预计2023年海外衰退逻辑不改,程度好于预期。国内方面,预计2023年国内经济有望实现5.9%的增长。预 计固定资产投资增长5.6%,其中基础设施投资将占主导地位,消费增长约为8%,出口年内有望实现1%的小幅正增长。
- 国内政策方面,预计政策层将保持定力,强调以改革促发展。金融监管是机构改革重点,建议高度关注第六次全国金融工作 会议,预计将聚焦风险防范、强化反腐治理。
- 股票市场方面,预计当前市场情绪和经济预期正处谷底,配置上建议以业绩为纲,兼顾政策主线。债券市场方面,预计降息 后利率短期或面临一定扰动,中长期利率仍有下行空间。
- 风险因素:美国经济衰退过快;国际地缘局势升温;国内消费提升面临瓶颈;国内政策落地不及预期;国内民间投资持续不振;疫情影响超预期。



## **CONTENTS**

## 目录

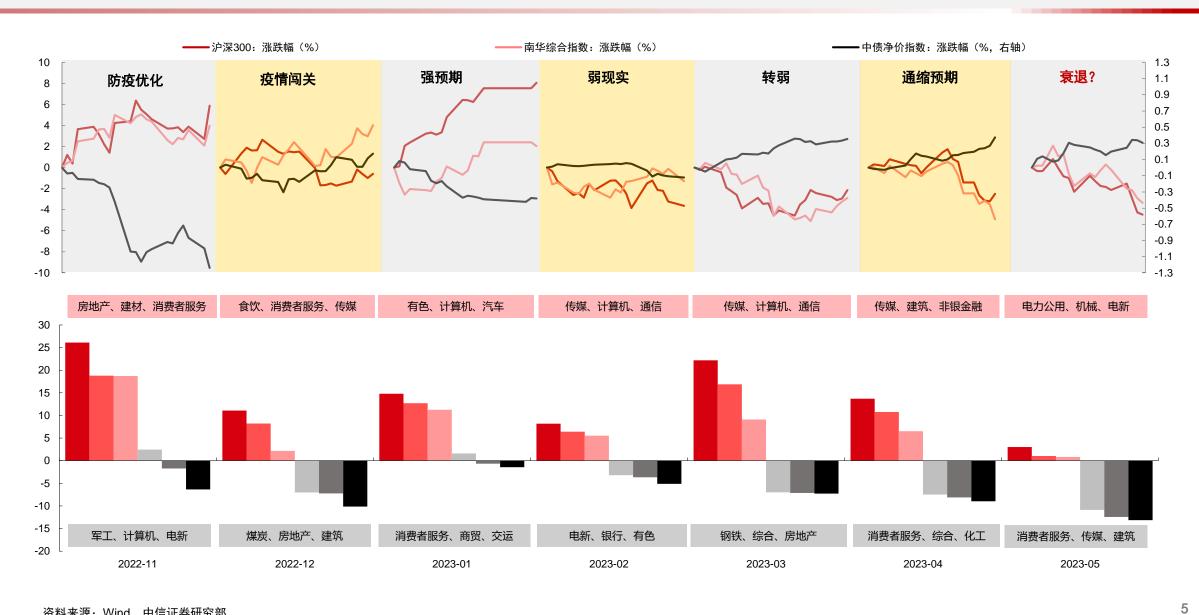
- 一、宏观经济分析与展望
- 二、国内政策走向
- 三、资本市场展望



# 一、宏观经济分析与展望

## 过去7个月市场交易的宏观主线





## 客观地说,经济复苏过程确实出现了比较严重的分化



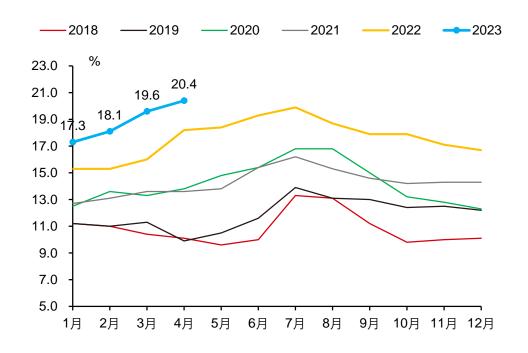
- 分化①: 年轻人就业情况与整体就业情况之间的分化
  - ▶ 年轻人失业率持续走高,一方面是因为近年来大中专毕业生人数持续创新高,且与就业市场需求的专业匹配性不强;另一方面也反映出能够较大体量带动年轻人就业的相关行业复苏偏慢、甚至还略有萎缩。

#### 16-24岁青年失业率持续走高

—16-24岁青年失业率 ----总体失业率(右轴) 6.5 21 20.4 6.0 19 17 15 5.0 13 4.5 11 2019-08 2020-05 2020-08 2021-02 2021-08 2022-08 2023-02 2021-11 2019-05 2021-05 2018-11 2019-02 2019-11 2020-02 2020-11 2022-02 2022-05

Wind,中信证券研究部

#### 16-24岁青年失业率历年的季节性情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 客观地说,经济复苏过程确实出现了比较严重的分化



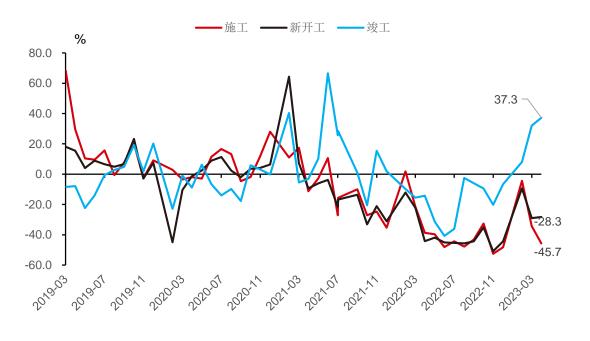
- 分化②:基建制造业投资与地产投资之间的分化
  - ▶ 地产投资从2022Q2度实质性转负以来,至今没有修复到正增长区间,而且2023年4月之后跌幅反而有所扩大。
  - ▶ 虽然竣工增速较高,但是施工增速和新开工增速均仍处于大幅负增长区间,这也反映出开发商的长期信心不足。

#### 明显拖累固定资产投资的分项仍然是地产

#### ─投资 ──房地产 ──制造业 ──基建 % 25.0 20.0 15.0 10.0 5.0 0.0 -5.0 -10.0 -15.0 -20.0 -16.2 -25.0 2021-01 2021-05 2021-09 2022-01 2022-05 2022-09 2023-01

资料来源: Wind, 中信证券研究部

#### 地产开工较差体现了开发商的谨慎



资料来源: Wind ,中信证券研究部

## 客观地说,经济复苏过程确实出现了比较严重的分化



#### 分化③: 商品消费和服务消费的分化

- ▶包括汽车、家具建材、消费电子等大件消费品景气度还不高,这背后有居民边际消费倾向改善缓慢的因素。
- ▶ 从旅游出行的数据来看,以五一假期为例,人次、总收入、日均收入都高于疫情前的2019年,但是人均消费支出还不及。
- > 映射到生产领域,就是工业和服务业的分化;映射到价格领域,就是服务业的通胀与工业制成品的通缩并存。

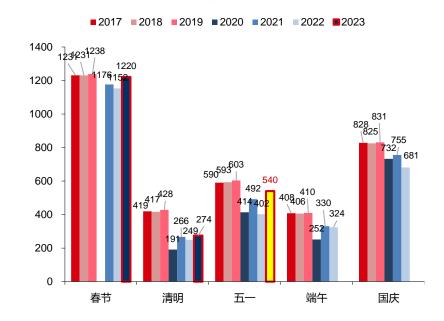
#### 边际消费倾向改善缓慢

全国居民人均消费支出在人均可支配收入中的占比(%)



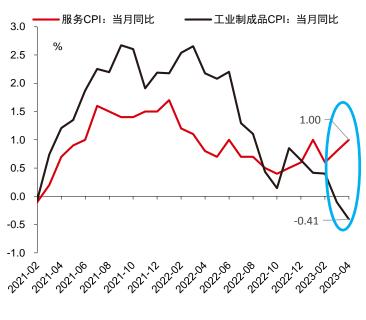
#### 五一假日数据反映的问题

人均旅游消费(元/人)



#### 资料来源: Wind, 中信证券研究部

#### 服务业通胀与工业制成品通缩



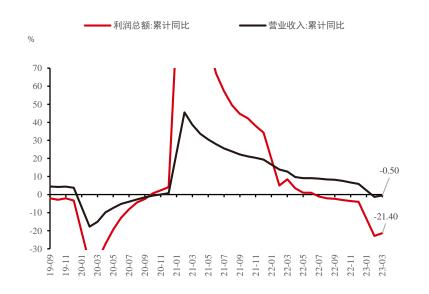
资料来源: Wind. 中信证券研究部

## 客观地说,经济复苏过程确实出现了相对比较严重的分化

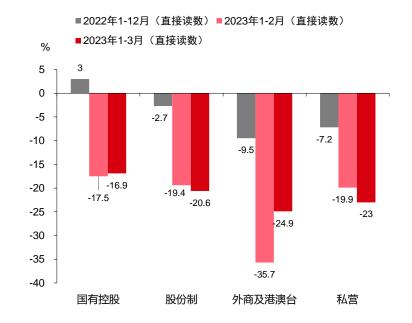


- 分化④:不同行业和所有制企业类型经营情况的分化
  - ▶ 从盈利情况看,不少工业企业出现增收不增利现象,外资和私营企业的盈利情况相对更差。
  - ▶ 民间投资下滑更快,反映出民营企业信心不足、预期不稳。

#### 不少工业企业出现增收不增利现象



#### 外资和私营企业的盈利情况相对更差



资料来源: Wind, 中信证券研究部

#### 民间投资反映信心不足、预期不稳



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 国内宏观经济: 在稳步修复中走向均衡



- 分化加剧确实反映了经济复苏动能减弱,尤其是进入4月以来,各项高频指标下行压力加大。
- 但我们认为,当前仍属于一轮经济复苏周期的前期,在复苏周期中,经济修复的节奏会有强弱变化,但是总的趋势仍然会 逐渐变好。
- 预计2023年经济同比增长5.9%,明显超额完成目标且为明年增长留下空间、打下更好基础。

#### GDP同比增速预测 **─**GDP(当季直接同比,%) GDP(累计同比,%) ·GDP(当季同比,2021、2023年两年平均,%) 20.0 15.0 10.0 5.0 0.0 -5.0 -10.0 2020-03 2020-06 2021-03 2021-06 2022-06 2022-09 2023-03 2023-06 2023-09 2020-09 2021-09 2021-12 2022-03 2023-12

#### 支出法衡量的GDP累计同比拉动(个百分点)

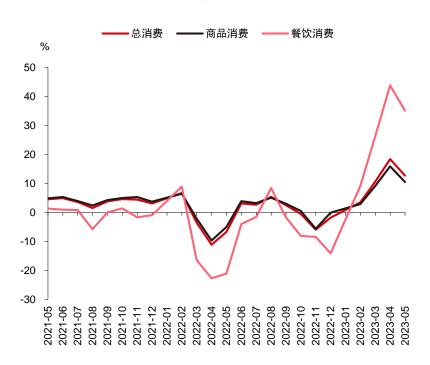


## 消费: 复苏动能较上月有所改善

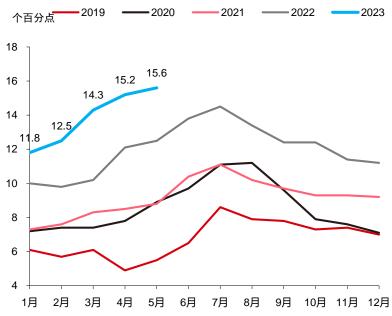


- 消费方面,5月当月社会消费品零售总额同比增长12.7%(Wind一致预期13.6%),5月社消环比季调增速为0.42%,较4月回升了0.22个百分点。分类别来看:5月消费中商品消费同比增速为10.5%,两年平均增速为2.5%,较4月回升了0.2个百分点;餐饮消费同比增速为35.1%,两年平均增速为3.2%,较4月下降2.2个百分点。
- 消费复苏逐渐从服务扩散到商品,预计全年社零增长8%。随着服务需求积压效应逐步释放,可支配收入更多侧重商品消费,建议关注地产链、汽车消费边际改善趋势。

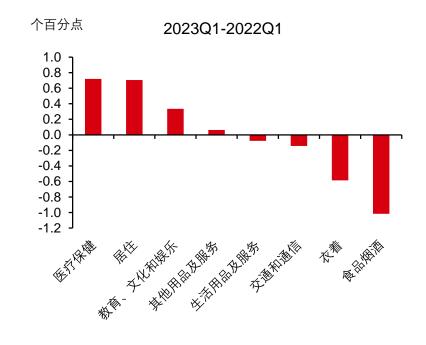
#### 5月总消费持续弱复苏



#### 16-24岁青年失业率与总失业率间的差额仍在扩大



#### 一季度居民支出服务明显好于商品



数据来源: Wind; 2021年为两年复合增速, 中信证券研究部

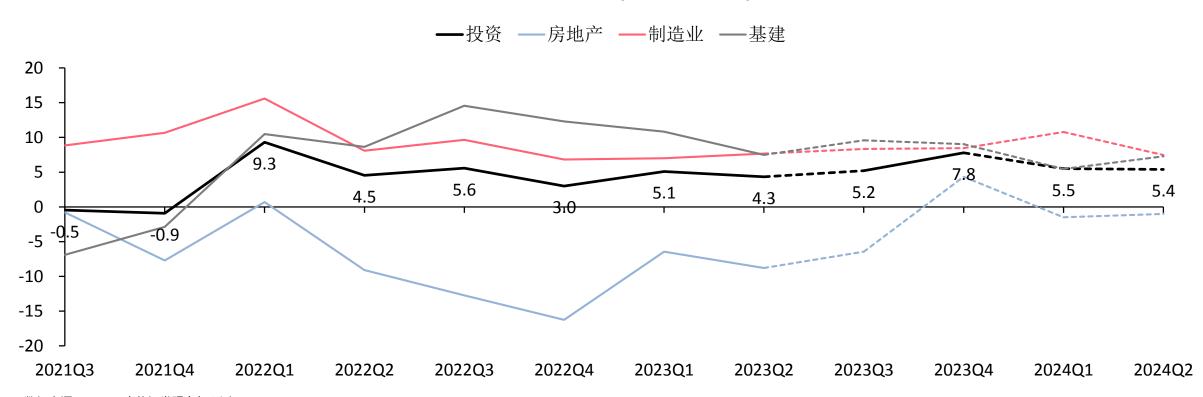
数据来源: Wind, 中信证券研究部

## 投资:基建改善、制造业持稳、地产下行



- 投资基本持平GDP名义增速水平起到支撑作用。综合今年基建、制造业、房地产和新基建投资的特点,预计2023年固定 资产投资增速为5.6%。考虑今年物价相对温和、全年GDP平减指数预测可能在0附近,因此投资可起到持平GDP名义增 速的支撑作用。
- 我们测算、预计,今年4个季度投资单季同比增速分别为5.1%、4.3%、5.2%、7.8%。

#### 固定资产投资(当月同比,%)



数据来源: Wind, 中信证券研究部预测

## ① 基建投资力度持续,预计2023年基建投资增速9.0%



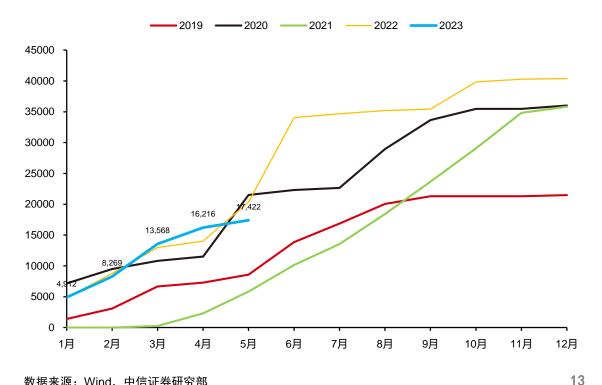
- 作为政府可控性最强抓手,在今年稳增长促进分化回归均衡的诉求下,在去年以来大批中长期基建项目启动背景下,预计 今年基建投资还将贡献较多增量。
- 部分声音担心当前经济增速高于经济目标之后,政府即会退出基建逆周期措施,对此我们以2004年以来的季度数据进行 分析。分析结果表明,除个别大起大落年份外,多数年份时,即使1季度或前两季度经济增速高于目标,后续季度的基建 投资累计增速还可能进一步攀升。

#### GDP增速与基建投资增速

## ● 同Q1情况相比 ● 同前2季情况相比 30.0 20.0 10.0 -10.0 -20.0 -30.0 -15.0 10.0 15.0 Q1或前2季GDP增速高于当年GDP目标幅度(个百分点)

数据来源: Wind, 中信证券研究部

#### 地方新增专项债发行额情况(截至2023-05-15,亿元)



数据来源: Wind, 中信证券研究部

## ② 制造业投资聚焦技术升级,预计2023年制造业投资增速8.0%

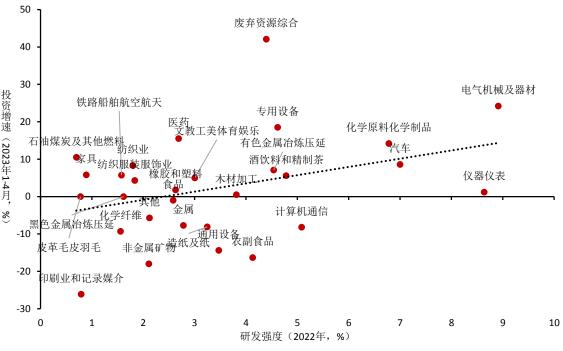


- **当前制造业投资主体可能以国央企和高技术领域民企为主,传统制造业投资略为乏力。**我们梳理当前制造业细分行业投资和各行业研发强度可发现,具有研发强度较高属性的行业,今年1-4月投资增速相对较快,预示制造业投资主要围绕技术升级主线推进。
- 预计今年制造业投资资金来源可从资本市场融资、银行信贷得到较好满足。继2022年金融机构制造业中长期贷款同比增长37%以后,今年1季度延续高达41%的增速,为科技创新转型提供了充足支撑。

#### 制造业各类投资增速情况

## 

#### 制造业有退有进、转型升级,高研发强度行业投资增速快



数据来源: Wind, 中信证券研究部

## ③ 房地产投资逐步企稳,预计2023年地产投资降幅约5%

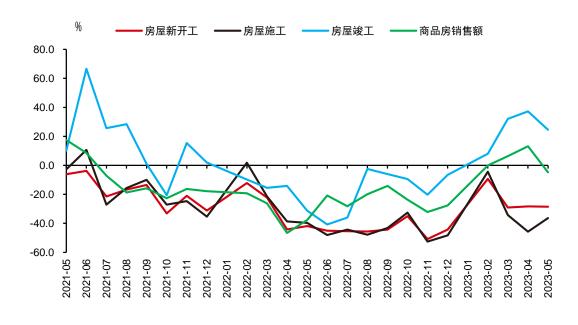


- 相比于过去人口大规模高速城镇化时期,当前地产进入减量提质、瘦体强身阶段。2022年,拿地、新开工出现大幅下行,商品房销售下行,实现了低量均衡,整体行业供给端疲弱;2023年地产市场可能强化"拿地、新开工、施工、竣工、销售"环节后移特征,即继续少拿地、去库存,地产企业基于既有土地精耕细作、既有资产转型发展可能是中长期趋势。
- 考虑去年低基数和今年地产缓慢修复特点,从同比增速上预期后续逐季改善并在年末实现小幅正增长。

#### 地产销售领先于投资,2009年以来销售反弹力度渐次回落



#### 地产新开工仍然低迷(单月同比,%)



## 出口: "一带一路"国家为亮点

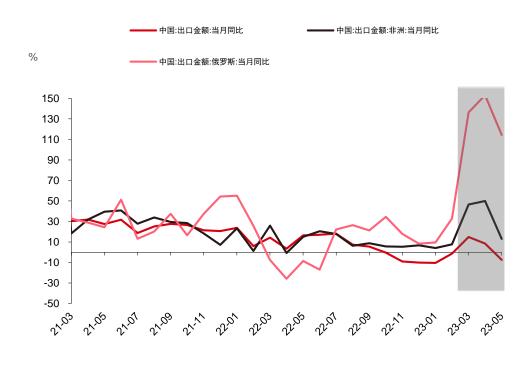


- 2023年5月份,中国出口金额(美元口径)同比下降7.5%(Wind一致预期为增长0.1%),4月同比增长8.5%;进口金额(美元口径)同比下降4.5%(Wind一致预期为下降7.5%),4月同比下降7.9%。
- 出口增长有一定支撑,"一带一路"国家为亮点。预计美欧需求还将放缓进入衰退状态,但"一带一路"新兴国家对我国出口提振明显,预计年内出口有望实现小幅正增长(1%),进口可能负增长。

#### 中国全球顺差占比提升,非美主要贸易体逆差占比提升

#### 

#### 5月中国对俄罗斯和非洲的出口继续保持较快增速



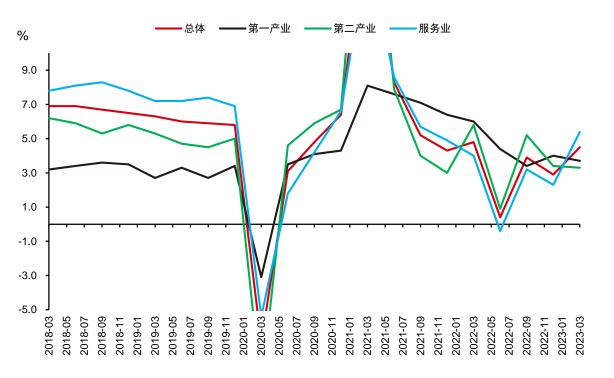
数据来源:Wind,中信证券研究部 数据来源:Wind,中信证券研究部

## 服务业:接触型聚集型服务业延续快速复苏

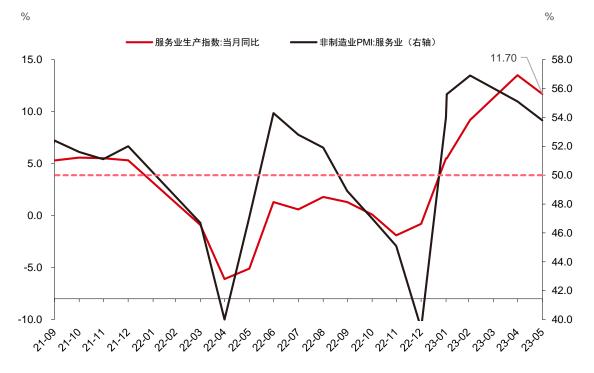


- 服务业实现较明显复苏,接触型聚集型服务业表现更佳,预计2023年全年服务业增加值增速在8%左右。
- 直接同比看,服务业持续回升,接触型聚集型服务业明显改善。2023年5月份服务业生产指数同比增长11.7%,较前值下降1.8个百分点。服务业最快反弹修复的时间已然过去。在具体细分领域上,还可以关注铁路、航空运输、住宿、电信广播电视、文体娱等处于高景气的行业(商务活动指数>60%)。

#### 三次产业GDP增速(%)



#### 服务业生产指数

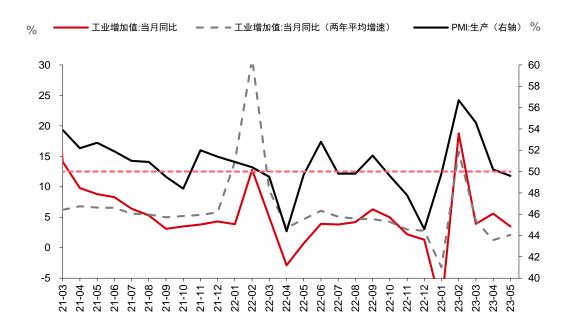


## 工业: 表现预计相对偏弱, 坚定推进产业升级

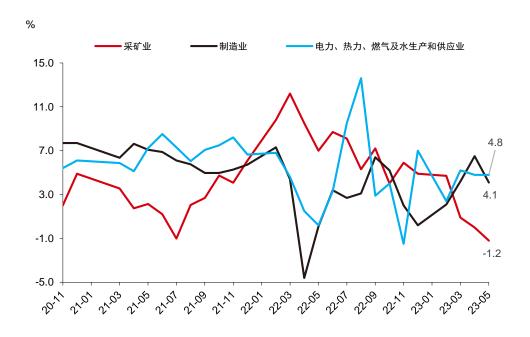


- 5月份规模以上工业增加值同比增长3.5%,两年平均增速为2.1%,两年平均增速较4月上升0.8个百分点。从环比看,5月 份规模以上工业增加值较4月增长0.63%。
- 工业生产总体保持稳定,新动能引领作用持续加强。本轮去库存阶段已持续约13个月,预计补库阶段最早3季度到来,年内工业生产稳定复苏趋势,工业增加值有望增长4.3%。

#### 5月工业增加值增速



#### 分行业看工业增加值

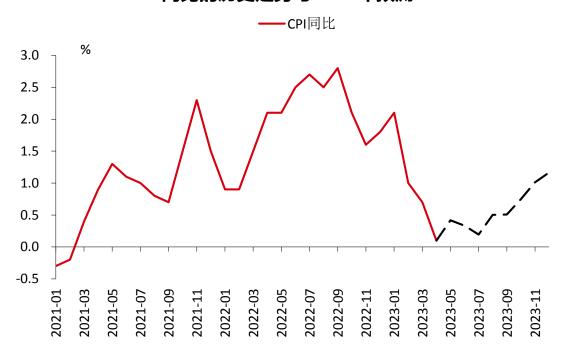


## 物价: 预计年内维持相对低位

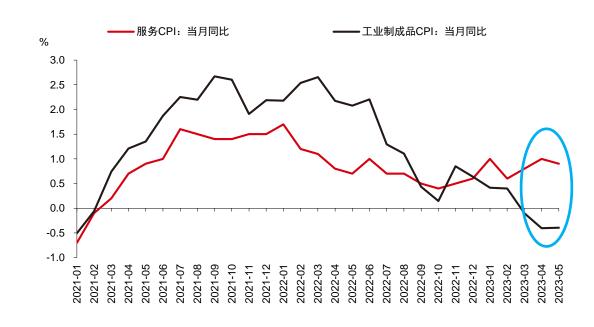


- 年内CPI、PPI同比读数或维持相对低位。预计CPI、PPI全年同比均值分别为0.7%、-2.1%,节奏上看CPI、PPI下半年将 开始企稳回升。
  - ▶ 前期存栏陆续出清叠加23Q1疫病对生猪产能去化影响或将驱动猪价止跌回升,服务价格上行与工业制成品价格下行使年内核心CPI回升幅度受限,8月开始去年高基数回落。预计CPI同比自23Q3平稳回升,但全年均值或仅落于0.7%附近。
  - 外需定价的大宗商品价格在海外衰退渐行渐近和供给偏紧的博弈中或维持相对平稳,内需定价的工业品价格或将随着年内经济的逐步修 复而在下半年企稳上行。预计年内PPI同比将于23Q2见底,并于下半年开始逐步回升,但全年同比读数可能都在0%以下。

#### CPI同比的历史走势与2023年预测



#### 今年核心CPI中服务价格与工业制成品价格高度分化

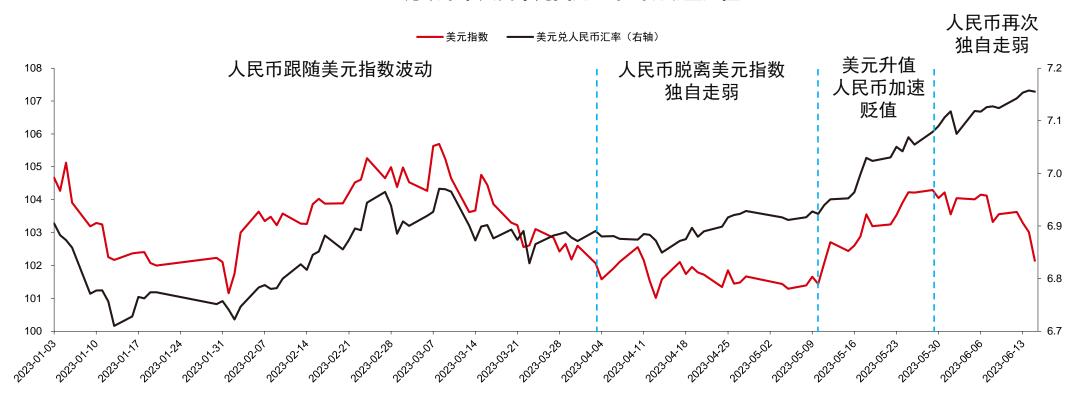


## 汇率:未来走势取决于三季度的政策



- **近期人民币汇率偏弱。**今年一季度的经济恢复情况相对较好,疫情防控政策优化带来服务业的显著修复。不过,4月以来 多项经济数据出现转弱迹象,人民币兑美元汇率快速走弱。
- **汇率的走势取决于后续地产和基建政策是否会超预期。**经济连续转弱数月后,三季度可能是政策下一轮发力的窗口期。 降息落地为人民币带来贬值压力,但后续的地产宽松和基建发力或将推动人民币升值。

#### 4月以来,人民币兑美元汇率出现明显贬值



## 上市民企资本开支的视角:并非所有行业都在减少,不少行业在扩大



#### ■ 基于上市民企的资本开支数据,我们发现四个突出特征:

- ▶ 第一,民企集中的地产业拖累较大,扣除地产投资后,2023Q1民企上市公司资本开支温和增长4.6%,高于国家统计局口径的民间投资增速。
- ▶ 第二,产业周期对民企资本开支影响较大,行业景气度较高的电动车和光伏产业链资本开支高增,但周期低点的电子、 医药和养殖业资本开支明显下滑。
- > 第三,接触性服务业资本开支报复性反弹。
- > 第四,下游企业成本压力较大,利润遭受挤压,资本开支意愿较低。

#### 电动车和光伏产业处于高速发展阶段



#### 消费电子行业处于低谷期



#### 资料来源: Wind, 中信证券研究部

#### 5月服务业生产指数增速保持在高位区间



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 库存周期的视角: 预计今年三季度见底



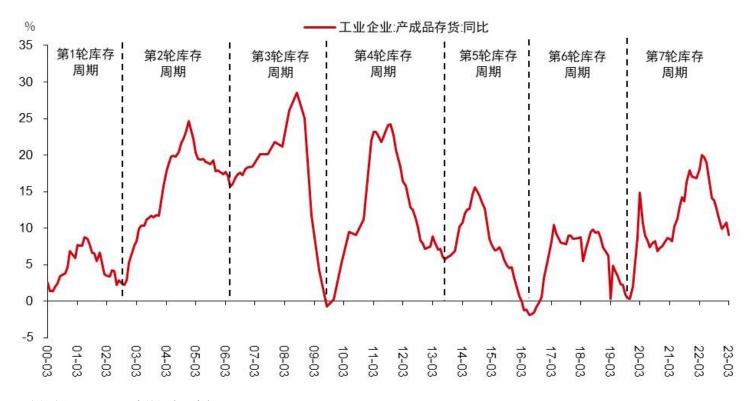
- 2000年至今,中国总共经历了7轮库存周期。
- 根据工业企业产成品存货增速、PMI产成品库存指数以及PPI与库存周期领先关系,我们推算得到,本轮库存周期将最早于2023年3季度见底。

## 2000年以来前6轮库存周期平均去库存阶段 持续时间为17个月

	去库存阶段	持续时间
第一轮	2001年6月到2002年10月	16个月
第二轮	2004年12月到2006年5月	17个月
第三轮	2008年8月到2009年8月	12个月
第四轮	2011年10月到2013年8月	22个月
第五轮	2014年8月到2016年6月	22个月
第六轮	2018年9月到2019年11月	14个月
第七轮	2022 年4月至今	13个月

资料来源: Wind, 中信证券研究部

#### 2000年以来中国共经历了7轮库存周期



## 凝聚共识:中国未来仍有较大的发展潜力



- 当前市场对于中国经济增速有逐级下台阶的悲观预期,但这只是依赖过去经济运行趋势形成的一种"适应性预期"。
  - 从政策面上看,历史上党中央设置的经济增速目标基本均得以很好地完成,因此本次设置的到2035年实现经济总量或人均收入翻番的目标有较大的概率实现。
  - 从必要性上看,在当前国际形势多变的新格局下,我国想在国际竞争中突围,需要经济保持较高增速水平。
  - ▶ 从可行性上看,我们无论是对供给侧基于生产要素的测算还是就需求侧对人均资本存量和人均消费支出进行的国际比较,均表明我国未来的经济增长仍有较大空间。

#### 各国人均资本存量变化路径

## 

#### 党中央历次设定的经济增速目标和实际完成情况

目标出处	目标内容	截止年份	实现与否	实现时间
八五规划	2000年实际GDP比1980年翻两番;到2000年,以1990年价格计算的国 民生产总值达到31100亿元,10年平均每年增长6%	2000年	实现	1995年
九五规划和2010年远景目标	(1) 在2000年实现人均国民生产总值比1980年翻两番;到2000年,按 1995年价格计算的国民生产总值从5.76万亿元增加到8.5万亿元	2000年	实现	1997年
	(2)2010年的目标是,实现国民生产总值比2000年翻一番	2010年	实现	2007年
十五规划	国民经济保持较快发展速度,为到2010年国内生产总值比2000年翻一番 奠定坚实基础	2010年	实现	2007年
十一五规划	国内生产总值年均增长7.5%,人均国内生产总值比2000年翻一番	2010年	实现	2008年
十二五规划	经济平稳较快发展,国内生产总值年均增长7%	各年年底	实现	各年年底
十三五规划	到2020年国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番	2020年	未实现	未实现

资料来源: 中国政府网,中信证券研究部估算(实现时间为估算)

## 凝聚共识:中国未来仍有较大的发展潜力



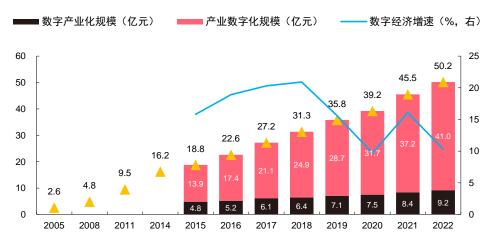
- 全要素生产率A和资本要素K是保持未来经济增长的两个最关键的要素。
  - ▶ 假设我国全要素生产率和固定资本形成额在2023-2035年的年均增速仅能恢复到疫情前几年的水平(取2017-2019年的平均值),并未取得额外增长,我国未来潜在经济增速水平或仅能达到4.1%。
  - ▶ 但是我们有条件从A和K两个角度提高潜在增速,而且行动已经在路上。

#### 基于对全要素生产率和资本投入增速预测的敏感性分析

	方案1	方案2	方案3	方案4	方案5	方案6	方案7
全要素生产率增速年均变化量(个百分点)	0.06	0.05	0.04	0.03	0.02	0.01	0
2035年全要素生产率增速	2.57%	2.43%	2.29%	2.15%	2.01%	1.87%	1.73%
固定资本形成额增速变化量(个百分点)	0	0.44	0.94	1.34	1.74	2.14	2.54
2023-2035年年均资本要素投入增速	5.46%	5.90%	6.40%	6.80%	7.20%	7.60%	8%
2023-2035年年均潜在GDP增速				4.59%			

资料来源:中信证券研究部假设、预测

#### 我国数字经济规模快速提升



#### 电源投资增速高增



资料来源: Wind, 中信证券研究部

24



# 二、国内政策走向

## 今年后续的稳增长政策展望



#### 01

#### 降息+促消费+地方债发行节奏调整



- · 上周降息已经落地,后续LPR下调、降准、结构性工具等预计还有空间。
- 短期消费政策还在研究推动中,预计可能围绕汽车、家居、品牌消费和餐饮业高质量 发展等展开,消费券仍是可能方式。
- 财政减税降费政策延续,地方专项债发行节奏有望加速,尽早形成实物工作量。

#### 02

#### 地产+财政/准财政+产业政策

- 地产在现有政策框架下有加码的空间,具体可能包括:继续推进第二、三支 箭、引导房企实质性并购重组、因城施策灵活调整、5年期LPR进一步下调等。
- 财政政策方面,可能的增量工具包括政策性金融等"准财政"工具等。
- 产业政策方面,储能、新能源车下乡、科技创新等政策会否出台值得关注。

#### 特别国债+一线城市地产放松+地产和地方债务货币化

· 这些政策的特征是约束多、影响大,还需要更强触发剂才有可能推出。

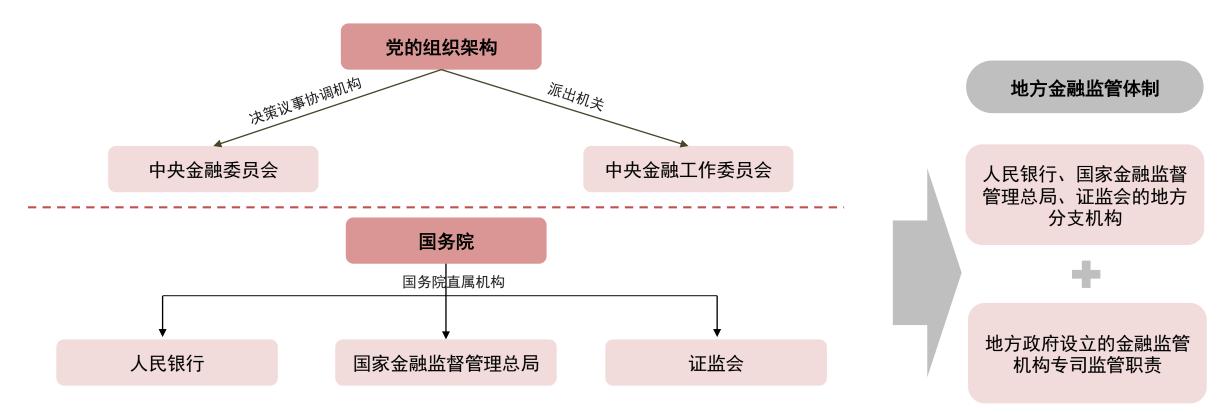
资料来源:中信证券研究部

## 机构改革大幕拉开, 重点聚焦金融监管



- 2023年3月16日,新一轮《党和国家机构改革方案》出台,金融监管体制迎来大变革,涉及篇幅过半
- 中央/地方层面机构改革方案调整分别将于2023/2024年底前完成
- 此次改革坚持问题导向,加强了对薄弱环节的金融监管,呈现出三大改革思路

#### 此次机构改革确立了中央金融委和中央金融工委领导下的"一行一局一会"监管格局



## 关注第六次全国金融工作会议,新一轮金融监管改革可能即将开启

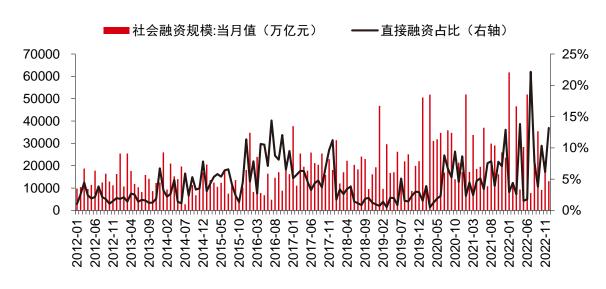


- 第六次全国金融工作会议或于2023年召开,这是我国金融系统最高规格会议,定调下一步金融监管和改革的重要方向
- 全国金融工作会议的内容覆盖面通常是广而全的,但机构职能的调整通常带来政策机制的完善
  - 此次机构改革方案于全国金融工作会议召开前公布,为前瞻会议重点内容提供了宝贵线索
- 结合上述讨论的机构改革三大思路,预计推进金融反腐、完善金控监管、突出中小银行改革化险或是会议重点内容。
- 此外,会议或仍将提及其他还需常态化推进的工作,包括化解房地产领域金融风险、推动多层次资本市场体系建设等

#### 第五次金融工作会议的重点内容

# 时间 内容 D 加强党对金融工作的领导,提高领导干部的金融工作水平 D 成立原国务院金融委 2017年7月14日 强化金融监管的专业性、统一性、穿透性,所有金融业务都要纳入监管 A 严控地方政府债务增量,终身问责 D 把发展直接融资放在重要位置,形成多层次资本市场体系

#### 我国直接融资占比仍然较低



资料来源: Wind, 中信证券研究部;注:直接融资占比计算方式为: 社融分项中的非金融企业境内股票融资/(人民币信贷+股票融资+企业债融资)

## 产业政策短期高度关注经济修复的内生动能,聚焦汽车与新基建

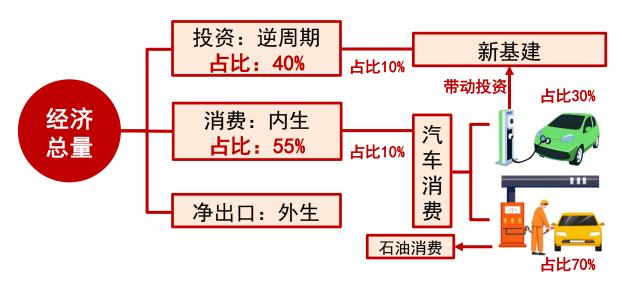


- 产业政策近期高度关注经济恢复的内生动能,目前中央层面已出台支持新能源汽车下乡及配套新基建建设政策
  - 新能源汽车由于此前刺激政策退坡导致需求出现短暂透支后回落,新能源汽车下乡有望为其打开新市场
  - 新能源汽车下乡和推广也能更有效地推动各地区配套新基建的建设,预计将带动投资中大型充电站1300个以上,小型充电站或配建充电桩的停车场地3万个以上
- 下半年,我们预计中央或继续出台燃油车相关的支持配套政策接力新能源汽车下乡政策
  - 燃油车占汽车消费比例接近70%且还能带动地方石油消费,部分地方通过放松牌照管理支持燃油车消费

#### 新能源汽车累计零售销量及增速

#### ---2023年同比增速 2019 2021 2022 2023 600 40% 35% 500 30% 25% 400 20% 300 15% 10% 200 5% 100 4月 7月 8月 9月 10月 11月 12月 3月 5月 6月

#### 短期新能源汽车、新基建与燃油车政策或将一齐发力

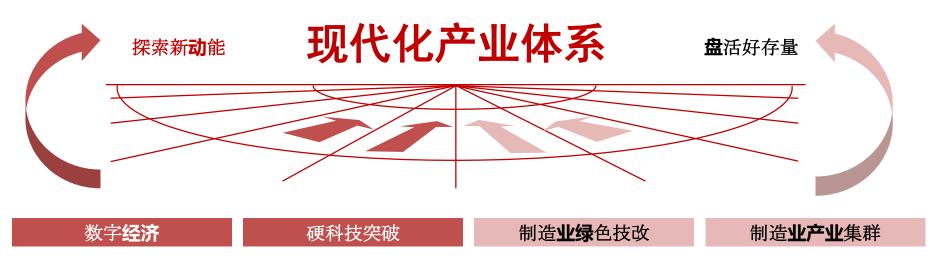


## 长期产业政策将围绕现代化产业体系展开



- 长期来看,现代化产业体系是现代化国家的物质支撑,是实现经济现代化的重要标志
- 最近党中央和国务院均有提及构建现代化产业体系:
  - ▶ **2023.5.5中财委会议**:对人工智能、产业安全、产业绿色做了专门强调,其中产业安全把关键核心技术放在首位;同时对于今年部分简单一刀切淘汰"低端产业"的做法进行了纠偏,这也体现了短期产业政策关注支持经济的修复
  - ▶ **2023.5.5国常会**:要求把发展"先进制造业集群"摆到更加突出位置;下一阶段供给侧改革和创新驱动战略的重要抓手即"先进制造业集群",相比零散的先进制造业环节、供应链等提法而言更具系统性和安全韧性
- 我们判断:数字经济、硬科技突破、制造业绿色技改和构建制造业产业集群或是政策立足长远发力的四个方向

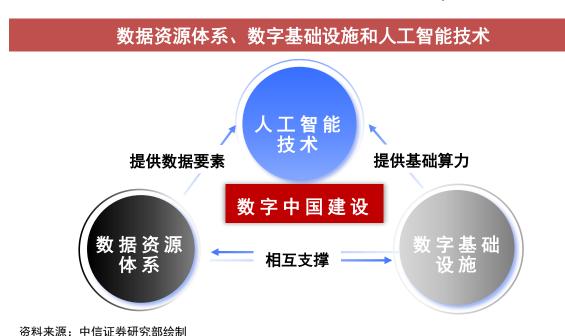
#### 下半年现代化产业体系相关政策的发力点



## 探索新动能:数据局成立利好数字经济,高层密集调研硬科技领域



- 国家数据局将在年底前挂牌成立,数据资源体系和数字基础设施以及人工智能技术将是政策重点发力点:
  - ▶ 2023年2月出台的《数字中国建设整体布局规划》提到要夯实数字基础设施和数据资源体系"两大基础"
  - > 2023年5月召开的中财委会议提出要把握人工智能等新科技革命浪潮
  - > 数字基础设施是物质基础,数据资源体系是要素基础,人工智能技术是重要工具,三者缺一不可
- 年初以来新领导班子密集调研以集成电路为代表的硬科技领域,年底前或根据调研结果出台支持政策:
  - > 年初以来中央各部委领导广泛调研了科技创新类企业,包括**集成电路、人工智能、先进制造、工业母机**等领域,并在重要会议上提出要"加强核心技术攻关","加快推动科技创新"以及"加快芯片研发制造等关键核心技术攻关"



	年初以来高层关于芯片产业的调研和表态					
时间	事件/会议	表态				
3.2	刘鹤调研集成电路企业并 主持召开座谈会	发展 <b>集成电路</b> 产业必须发挥新型举国体制优势,用好政府和市场两方面力 量				
4.6	国资委主任张玉卓到华大 九天调研	国资委将进一步精准施策,在人才、资金等方面加大政策支持力度,完善配套措施,支持中央企业在集成电路产业链发展的完整性、先进性上攻坚克难、勇往直前,更好促进 <mark>集成电路</mark> 产业高质量发展				
4.12	李强在北京市调研独角兽 企业发展情况	加快 <mark>芯片研发制造</mark> 等关键核心技术攻关,着力稳定产业链供应链,打造更 多具有话语权的产品和技术				
4.19	工信部副部长辛国斌赴上 海重点企业调研	开展 <mark>车用芯片</mark> 、固态电池、操作系统、高精度传感器等技术攻关				
5.5	中央财经委会议	要把握 <mark>人工智能等新科技革命</mark> 浪潮,适应人与自然和谐共生的要求,保持 并增强产业体系完备和配套能力强的优势,高效集聚全球创新要素				
5.11	国资委党委召开扩大会议	要指导推动中央企业加大在新一代信息技术、人工智能、 <b>集成电路</b> 、工业 母机等战略性新兴产业布局力度,推动传统产业数字化、智能化、绿色化 转型升级,引领带动我国产业体系加快向产业链、价值链高端迈进				
5.12	习近平在中国电科调研	走进生产车间察看 <mark>芯片生产流程</mark> ,提出要瞄准国家战略需求,系统布局关 键创新资源,发挥产学研深度融合优势,不断在关键核心技术上取得突破				

资料来源:中国政府网,国家发改委,国务院国资委,工信部,中信证券研究部

## 盘活好存量:制造业技改支撑投资,制造业产业集群或是未来重要抓手



- 制造业技改是制造业中长期投资的重要支撑,政策层或将持续支持且更侧重于绿色技改:
  - ▶ 2023年5月国家发改委表示将继续加大制造业中长期贷款投放力度,扩大工业和技术改造投资
  - > 2023年一季度央行货币政策例会提出结构性货币政策要有进有退,延续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具
- 从地方层面来看,制造业产业集群政策将会是各地未来供给侧改革和创新驱动战略的重要抓手:
  - ▶目前我国共有45个国家级制造业集群,包括新一代信息技术(13)、高端装备(13)、新材料(7)等
  - ▶ 2023年5月5日国常会要求引导各地发挥比较优势,在专业化、差异化、特色化上下功夫,做到有所为、有所不为



45个国家先进制造业集群(2022年11月发布)						
第一批(15个)	第二批(10个)	第三批(20个)				
广东省深圳市新一代信息通信集群	浙江省杭州市数字安防集群	武汉市光电子信息集群	赣州市稀土材料及应用集群			
江苏省无锡市物联网集群	山东省青岛市智能家电集群	长沙市新一代自主安全计算系统集群	苏州市生物医药及高端医疗器械 集群			
广东省深圳市先进电池材料集群	浙江省宁波市磁性材料集群	成渝地区电子信息先进制造业集群	泰州市、连云港市、无锡市生物 医药集群			
上海市集成电路集群	广东省广深佛莞智能装备集群	株洲市中小航空发动机集群	京津冀生命健康集群			
广东省广佛惠超高清视频和智能家电 集群	山东省青岛市轨道交通装备集群	南通市、泰州市、扬州市海工装备和高技 术船舶集群	上海市新能源汽车集群			
江苏省南京市软件和信息服务集群	江苏省常州市新型碳材料集群	潍坊市动力装备集群	"武襄十随"汽车集群			
广东省东莞市智能移动终端集群	广东省深广高端医疗器械集群	保定市电力及新能源高端装备集群	长春市汽车集群			
江苏省南京市新型电力(智能电网) 装备集群	浙江省温州市乐清电气集群	沈阳市机器人及智能制造集群	呼和浩特市乳制品集群			
湖南省株洲市先进轨道交通装备集群	四川省成都市软件和信息服务集 群	宁德市动力电池集群	佛山市、东莞市泛家居集群			
湖南省长沙市工程机械集群	四川省成都市、德阳市高端能源 装备集群	宁波市绿色石化集群	苏州市、无锡市、南通市高端纺织集群			
江苏省苏州市纳米新材料集群						
江苏省徐州市工程机械集群						
安徽省合肥市智能语音集群						
上海市张江生物医药集群						
陕西省西安市航空集群						

资料来源:工信部官网,中信证券研究部

资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 社会民生: 稳预期



- 二十大后,通过两会、中央深改委会议等多个场合,政策层传达了鼓励支持民营经济、扩大开放等极为鲜明的信号,反 垄断与防止资本无序扩张已经进入了常态化监管阶段
- 通过高层外交互动、中国发展高层论坛、博鳌亚洲论坛等多个场合,持续扩大市场准入,全面优化营商环境,更大力度 吸引和利用外资也是极为明确的政策指引
- 此外,《促进共同富裕行动纲要》有望在下半年发布,但不宜悲观曲解

#### 二十大后关于支持民营经济和扩大开放的政策表述

2023.3.6

2023.3.30

2023.3.26

2023.4.21

习近平看望民建 工商联界委员 2023年博鳌亚洲 论坛开幕式 中国发展高层论 坛2023年会 二十届中央深改 委第一次会议

强调正确引导民营 经济健康高质量发 展,始终把民营企 业和民营企业家当 作自己人 要深入推进区域经 济一体化、构建开 放型世界经济,高 质量共建"一带一 路"等 国务院副总理丁薛 祥发表主旨演讲提 到,对外开放是中 国的基本国策,是 当代中国的鲜明标 识等 通过了《关于促进 民营经济发展壮大 的意见》,**指出支 持民营经济发展是 党中央的一贯方针** 

#### 预计鼓励民营经济的政策重心

#### 减税 降费

- 2022年全年我国新增 减税降费及退税缓税 缓费超过4.2万亿元
- 后续,减税降费重点 在于优化实施,精准 扶持小微企业、个体 工商户

#### 优化 营商 环境

- 优化涉企服务,降低 市场办事成本
- 完善产权制度,保护 知识产权与数据产权

# 全国统一大市场。

2023年5月国常会指出,加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场,促进商品要素资源在更大范围畅通流动

33

## 社会民生: 稳就业



- 就业总量压力依然巨大,确保就业大局稳定至关重要
  - ▶ 2023年《政府工作报告》确定了"城镇新增就业1200万人左右,城镇调查失业率5.5%左右"的目标
  - ▶ 当前16—24岁人口的调查失业率明显偏高,因此稳就业的重点难点在于稳青年,特别是稳高校毕业生就业
- 就业政策需积极有为,扎实做好高校毕业生就业创业工作是重中之重
  - > 2023年4月底, 国务院办公厅印发《关于优化调整稳就业政策措施 全力促发展惠民生的通知》
  - > 2023年5月11日,全国普通高校毕业生等青年就业创业工作电视电话会议在京举行

#### 就业政策需积极有为

#### 2023.4

《关于优化调整稳就业政策措施 全力促发展惠民生的通

- 扩大就业容量
- 拓宽就业渠道
- 兜牢民生底线

#### 2023.5.11

全国普通高校毕业生就业创业 工作电视电话会议

- 确保央企国企接收高校毕业 生人数不低于去年。
- 一揽子兑现社会保险补贴、 吸纳就业补贴、职业培训补 贴等政策
- 稳定扩大"特岗计划"、" 三支一扶"、"西部计划" 等招募规模

#### 预计稳就业的政策重心

- 建立岗位收集、 技能培训、送工 上岗联动机制, 加大带动就业能 力强的行业企业 扩岗激励
- 搞好民营企业服 务月、百日千万 招聘等服务活 动,抓紧实施青 年就业创业推进 计划,组织好公 共就业服务进校 园等十项行动
- 继续大规模开展 职业技能培训和 见习行动,稳住 脱贫人口务工规 模和收入水平



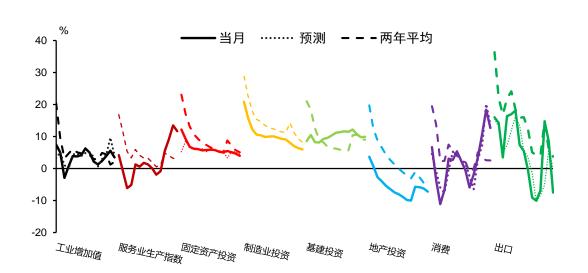
# 三、资本市场展望

## 股票: 市场情绪和经济预期正处谷底



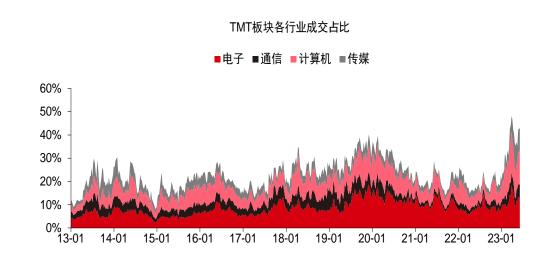
- 6月来市场主要由政策预期和中美关系主导,市场情绪和经济预期正处于谷底,对经济数据反应钝化。5月国内实体经济数据显示各指标走弱有所放缓、分化情况收敛。经济拖累因素主要在房地产、民间投资、出口等方面,内生恢复动力不足,对政策的依赖度高,年中A股围绕政策的博弈不断。
- 政策落地难达激进的预期,中美关系短暂缓和,宏观流动性环境好转,市场正处于下半年波动区间的谷底。6月来国内超 预期降息强化了市场的政策预期,降息落地后,普遍预期财政、产业、消费等一揽子政策渐行渐近,对政策博弈强化。我 们预计,未来政策不会缺席,但落地或难超激进的市场预期,政策博弈或将持续至7月下旬。

#### 主要经济指标运行情况概览(2022.2—2023.5,单月同比)



### 资料来源: Wind,中信证券研究部。注:图示均为单月同比增速,投资单月增速为中信证券研究部测算,出口按美元计价。工业增加值、出口使用1-2月合并的同比增速。

#### TMT板块成交额占全部A股的比重(%)



## 股票:市场上其实并不缺钱



- 经济周期主导资产价格的时期,股债价格容易呈现负相关,而货币政策主导资产价格的时期,股债价格容易呈现正相关。
  - ▶ 看起来是"股债跷跷板",不同市场之间资金轮动,但这并不是总体资金量较低,只是因为当前资产价格是"经济周期主导"型交易, 实际上总的资金量仍然是比较充裕的。
- 从M2-M1的增速剪刀差就可以看出来,当前市场上并不缺钱,只是没有汇聚到权益市场上来。

#### 2020-2022年国内外股债相关性

	国内股票	国内债券	全球股票	全球债券
国内股票	1	-0.064***	1.288***	0.300**
国内债券		1	-3.585	-3.79***
全球股票			1	-0.054
全球债券				1

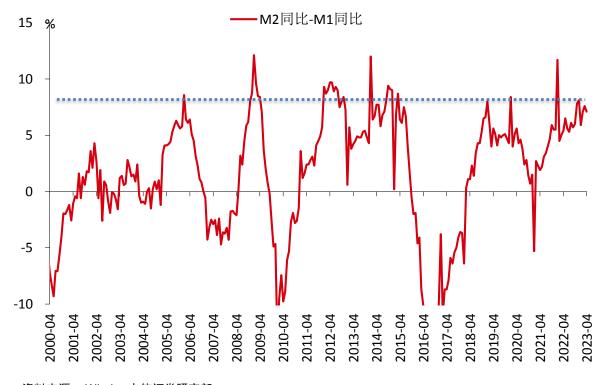
#### 2010-2019年国内外股债相关性

	国内股票	国内债券	全球股票	全球债券
国内股票	1	0.035***	0.732***	0.106***
国内债券		1	0.013	1.316***
全球股票			1	0.106***
全球债券				1

注:此处使用中债净价指数、中证800指数表征国内债券和股票价格;使用主要经济体货币在外汇储备中的比重加权计算各经济体加权政府收益率,然后再计算全球债券净价指数表征全球债券价格;使用MSCI全球股票价格指数表征全球股票价格。为保证回归系数的可比性,我们先对各价格指数标准化后再进行回归。"\*\*\*、\*\*、\*"分别表示在1%、5%、10%水平上显著

资料来源: Wind, 中信证券研究部

#### M2-M1增速的剪刀差



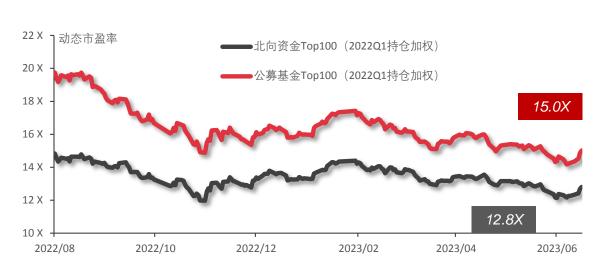
资料来源: Wind ,中信证券研究部

## 股票:坚持业绩为纲,兼顾政策主线

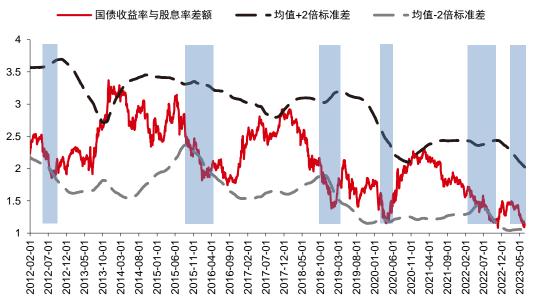


- 季末机构调仓、政策博弈和主题交易轮动共振下,预计年中市场波动依然较大,业绩的重要性将逐渐提升。
- 配置上建议以业绩为纲,兼顾政策主线。①科技安全领域:重点关注运营商、信创、AI芯片、服务器、光模块等方向; ②能源资源安全领域:传统能源推荐油气、煤炭等年内价格有支撑的品种,新能源方面建议关注储能、充电桩、电力装 备;③国防安全领域:推荐军用通信、战场感知、航空发动机。另外,建议持续关注医药产业在新周期的盈利兑现能力, 看好生物医药板块的触底反弹机会,建议关注围绕国产自主化、国际化、高端制造、普惠医疗等优势赛道布局的优秀企 业。

#### 机构重仓股估值还有修复空间



#### 股债性价比不断提高,股票处于相对配置性价比较高的区间



## 债券: 降息后利率短期或面临一定扰动, 中长期利率仍有下行空间



- **降息后10Y国债收益率中枢下移,但2.58%仍构成较坚实底部。**逆回购降息以来,市场做多同时仍抱有疑虑。6月13日降息 当日10Y国债收益率下行较多,但次日在2.58%附近触底后回升,而15日MLF降息落地后10Y国债收益率回调至2.65%左右。
- **逆周期调节窗口或已打开,短期上国债利率可能面临底部约束。**后续财政、货币、产业等稳增长工具或协同发力。
- **中长期视角下,国债利率中枢下行趋势仍未结束。**今年来经济修复呈现供给强于需求的趋势,而二季度以来消费、投资、出口三驾马车修复斜率均有所放缓,基本面内生动能修复仍待时日。

#### 本轮降息后利率先下后上(%,%)

#### ·利差: 10Y-1Y(右轴) 3.0 2.8 0.77 2.6 0.72 2.4 0.67 2.2 0.62 2.0 1.8 2023-03 2023-06 2023-02 2023-02 2023-02 2023-02 2023-03 2023-03 2023-03 2023-04 2023-04 2023-04 2023-04 2023-05 2023-05 2023-05 2023-05 2023-05

#### 历史上降息后债市走势(%,%)



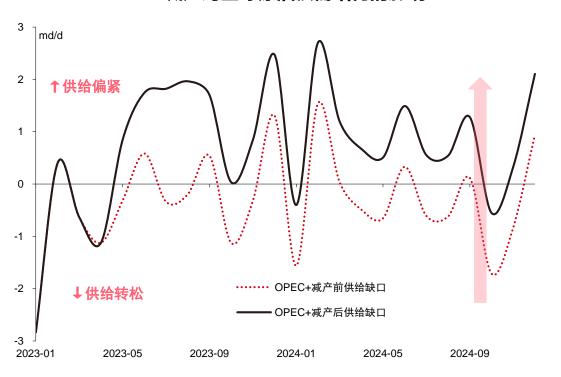
资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 原油:预计当前油价仍然以震荡偏空为主

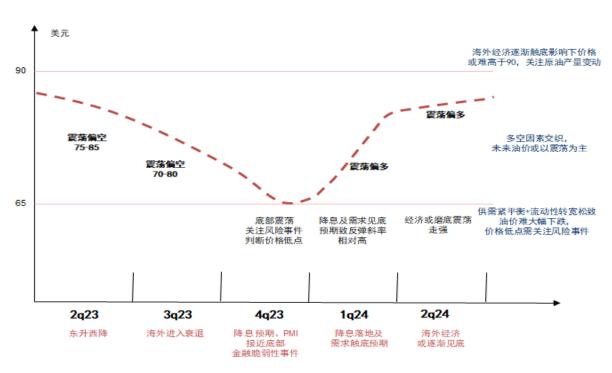


- 我们认为金融属性仍然是2023年主导油价的核心因素。
- 预计二三季度油价仍震荡偏空,波动中枢为70-85美元/桶。
- 预计四季度特别是年底可能上行的降息预期或令金融属性对油价的压制作用边际转小,海外经济逐渐陷入衰退或较大程度 上对冲中国经济结构性复苏的带动作用,关注欧美经济衰退周期的金融脆弱性。

#### OPEC+减产对全球原油供需结构的影响



#### 国际油价走势分析研判



## 铜: 预计远期供需错配将提供价格支撑



- **供给端:**预计年内全球铜精矿增量较高。但长期来看,新发现矿山数量锐减叠加品位下滑,铜矿供应前景乏力。
- **需求端**:短期来看,国内需求偏弱影响铜行业开工率有所回落,近期行业需求料将承压。但作为能源转型关键金属,长期铜需求增长具备高确定性。
- **价格预测**:预计供需格局偏弱使得年内铜价将阶段性承压,2023年下半年铜价运行区间为8000-9500美元/吨。

#### 新发现主要铜矿资源储量及勘探预算

#### ——勘探预算(百万美元,右轴) 资源量及储量(百万吨,左轴)

## 资料来源: S&P Global,中信证券研究部。注:主要铜矿指资源储量及历史产量合计超过50万吨的铜矿

#### 近期铜杆企业开工率较弱



## 铁矿石: 2023年呈现供强需弱格局

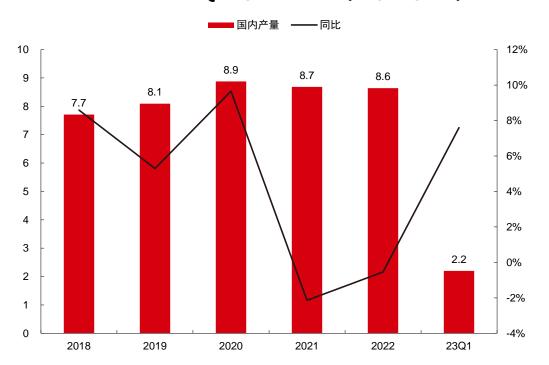


■ 供给端:海外矿山产量指引乐观,国产矿加快开发后劲十足。

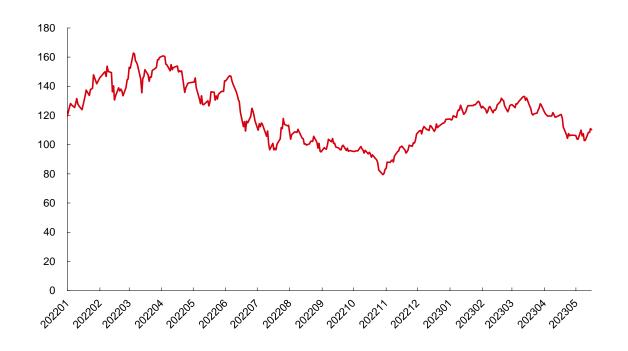
■ **需求端**:内需关注钢企盈利和平控政策,外需下行态势未改粗钢增产有限。

■ **价格预测:** 供需格局逐渐走向过剩,预计2023年下半年铁矿石走势将偏弱震荡运行,全年价格波动区间将在75-140美元, 价格中枢将在2022年120美元的基础上下移10-20美元。

#### 2018-2023Q1国内生铁产量(单位:亿吨)



#### 2022-2023Q1 62%铁矿石加权价格指数



## 锂:或将迎来阶段性止跌,但预计明后年仍有下行压力

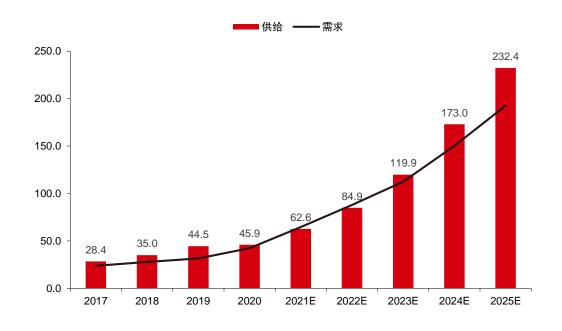


- 本轮锂价下跌超预期,主要与下游去库存、供应过剩,以及电池企业给出价格指引等因素有关。
- **锂矿价格坚挺导致行业成本下行缓慢,锂价跌至关键成本支撑位**。结合海外锂矿成本以及国内中低品位云母矿的提锂成本,我们预计锂价阶段性支撑位在12-15万元/吨。
- **供应过剩状态延续,锂价后续仍有下跌空间。**我们预计2023年全球锂新增供应将达到35万吨且呈现逐季增加态势,锂供 应端压力或逐渐增大。综上,预计锂价在阶段性止跌后存在进一步下跌风险。

#### 国内碳酸锂及氢氧化锂产量呈现下滑态势(单位:吨)

#### 碳酸钾 —— 氢氧化钾 40000 35000 30000 25000 20000 15000 10000 5000 2018-01 2018-10 2019-07 2020-04 2021-01 2021-10 2022-07 2023-04

#### 全球锂供需平衡表(单位:万吨LCE)



资料来源:上海钢联(含预测),中信证券研究部注:2023年4月为上海钢联预测值

## 风险因素



- 美国经济衰退过快;
- 国际地缘局势升温;
- 国内消费提升面临瓶颈;
- 国内政策落地不及预期;
- 国内民间投资持续不振;
- 疫情反影响超预期。



# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

#### 程 强 (宏观经济首席分析师)

执业证书编号: S1010520010002

## 免责声明



证券研究报告 2023年6月26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。

#### 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构(仅就本研究报告免责条款而言,不含CLSA group of companies),统称为"中信证券"。

本研究报告对于收件人而言属高度机密,只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约 或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具, 本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断,可以在不发出通知的情况下做出更改,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他 材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬 由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定,但是,分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议,中信证券以及 中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为(前述金融机构之客户)因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

#### 评级说明

71 42.00-73				
投资建议的评级标准		评级	说明	
		买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上	
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	股票评级	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	
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:		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	
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	,	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上	
国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。		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	

## 免责声明



#### 特别声明

在法律许可的情况下,中信证券可能(1)与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系,(2)参与或投资本报告所提到的公司的金融交易,及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易,因此,投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息,请访问https://research.citicsinfo.com/disclosure。

#### 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国(香港、澳门、台湾除外)由中信证券股份有限公司(受中国证券监督管理委员会监管,经营证券业务许可证编号:Z20374000)分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发:在中国香港由CLSA Limited (于中国香港注册成立的有限公司)分发;在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发;在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.(商业编号:53 139 992 331/金融服务牌照编号:350159)分发;在美国由CLSA(CLSA Americas, LLC除外)分发;在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.(公司注册编号:198703750W)分发;在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发;在英国由CLSA(UK)分发;在印度由CLSA India Private Limited分发(地址:8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021;电话:+91-22-66505050;传真:+91-22-22840271;公司识别号:U67120MH1994PLC083118);在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发;在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发;在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发;在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发;在菲律宾由CLSA Philippines Inc.(菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员)分发;在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

#### 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆**:根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可,中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港:本研究报告由CLSA Limited分发。 本研究报告在香港仅分发给专业投资者(《证券及期货条例》(香港法例第571 章)及其下颁布的任何规则界定的),不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜,CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎,电话:+852 2600 7233。

**美国:**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA(CLSA Americas, LLC除外)仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的"主要美国机构投资者"分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC(在美国证券交易委员会注册的经纪交易商),以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡:** 本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.,仅向(新加坡《财务顾问规例》界定的)"机构投资者、认可投资者及专业投资者"分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜,新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd, 地址: 80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624,电话: +65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份,就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务,CLSA Singapore Pte Ltd豁免遵守《财务顾问法》(第110章)、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引(CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露)的某些要求。MCI(P)085/11/2021。

**加拿大**:本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国:**本研究报告归属于营销文件,其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写,亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA(UK)分发,且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的 人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验,请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料,其由CLSA(UK)制作并发布。就英国的金融行业准则,该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA(UK)由(英 国)金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区: 本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚:**CLSA Australia Pty Ltd("CAPL")(商业编号:53 139 992 331/金融服务牌照编号:350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管,且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向"批发客户"发布及分发。 本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意,本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的"批发客户"适用于《公司法(2001)》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层 不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度:**CLSA India Private Limited,成立于 1994 年 11 月,为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务(印度证券交易委员会注册编号:INZ000001735)、研究服务(印度证券交易委员会注册编号:INH00001113)和商人银行服务(印度证券交易委员会注册编号:INM000010619)。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外,CLSA及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。 如需了解CLSA India "关联方"的更多详情,请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权,任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2023版权所有。保留一切权利。