



存款利率上限下调等利多下债市延续走牛

每周债市复盘 | 2023.5.13

中信证券研究部

核心观点



明明
中信证券首席
经济学家
S1010517100001



周成华
FICC 分析师
S1010519100001



丘远航
FICC 分析师
S1010521090001

本周长债利率以走牛为主，部分银行公告称即将下调协定和通知存款利率上限、基本面修复“弱现实”、资产荒下的“钱多”环境及股市偏弱表现为主要利多催化，而周五市场呈现出一定利多出尽后的调整。下周 MLF 续作决议、4 月经济数据落地，债市环境中性偏多，但利率进一步大幅下行的阻力可能较大，预计后续长债利率以偏强震荡为主。

■ 本周债市以走牛为主，10Y 国债活跃利率收于 2.7025%。周一，股市走强叠加资金趋紧，长债利率止盈回升，收于 2.7450%；周二，股市午后翻绿促使债市情绪好转，长债利率下行至 2.7350%；周三，股债跷跷板效应延续，长债利率收于 2.7125%；周四，弱通胀格局延续，金融数据预期内回摆后债市交易了短期的利多出尽，收盘报 2.7010%。周五，止盈情绪发酵而降息预期升温，长债利率边际抬升至 2.7025%。

■ 资产荒环境放大了各利多因素对债市的支撑，但进一步下行动能或有限。周一 A 股大涨和资金面偏紧促使长债利率止盈回升，但周中债市全面走牛。4 月通胀延续走低、信贷高增节奏放缓，商业银行缺资产格局深化，资产荒问题的延续叠加股市走弱对债市形成较强支撑。周四通胀和金融数据落地后，长债利率在 2.7% 遭遇较大阻力，债市出现一定利多出尽后的调整趋势。

■ 基本面弱现实、资产荒对于债市形成了较强支撑。本周公布的 4 月进出口、通胀和金融数据总体呈现“预期内的弱”格局，对债市的影响被提前定价。长债利率走牛的决定因素并非基本面修复的“弱现实”，而是资产荒下的“钱多”。4 月信贷增长放缓意味着商业银行缺资产格局进一步深化，资产荒问题延续，“钱多”环境或对债市存在一定支撑。

■ MLF 续作节点临近，围绕宽货币预期的定价或迎来新一轮调整。5 月到量为 1000 亿元的 MLF 将在下周一迎来续作决议。在流动性相对充足的情况下，由于 1 年期同业存单利率与 MLF 利差较大，预计商业银行对 MLF 的申购意愿不强。此外，一季度信贷高增节奏放缓，叠加部分银行存款利率上限即将调整，银行缺负债格局改善，而经济弱复苏的背景下货币政策收紧的可能性不高。因此，在稳健政策基调下，预计本次 MLF 操作等额续作的可能性较高。

■ 银行间流动性相对充裕，但仍需关注税期冲击。在货币政策宽松、部分银行存款利率上限降低及资产荒的背景下，4 月下旬资金面持续宽松，隔夜和 7 天利率中枢较一季度明显回落。预计下周 MLF 决议相对保守，叠加税期临近，资金利率或将波动回升，但基于央行今年“削峰填谷”动态调整 OMO 放量规模的操作模式，预计在紧资金阶段仍会有意呵护，资金利率大幅收紧的可能性不高。

■ 信用方面，收益率下行幅度增大，等级利差持续走扩。本周信用债收益率曲线整体下行，其中短融和 5Y 中票下行幅度较大。信用利差方面，3Y 中票有 3~5bps 的上行，其余均小幅下行。期限利差方面，3Y-1Y 有所上行，5Y-3Y 有所下行。从分位数来看，当前 3 年期中高等级信用债性价比比较高。

■ 债市策略：下周 MLF 续作决议和 4 月经济数据将落地，债市利多环境或延续，但利率下行动能可能边际减弱。在资产荒和债市高杠杆环境下，下周 MLF 操作或将趋向中性。尽管低基数影响下 4 月经济数据增速可能同比较高，但撇开基数效应，4 月经济恢复动能可能弱于一季度。总体而言，债市环境中性偏多，但进一步大幅下行的阻力可能较大，预计长债利率将以偏强震荡为主。

■ 品种选择上，二级债利差有所修复，城投债利差分化加剧。本周二级债利差有所修复，3 年期和 5 年期 AAA-国开利差分别变动 10bps 和 5bps，当前分别为

53bps 和 64bps，分别处于 2019 年以来的 41%和 35%分位数，短期内仍有博弈的机会，但随时需警惕行情的反转。城投债方面，本周城投债分化加剧，其中 3 年期城投债利差有所修复，1 年期和 5 年期整体利差有所下行。

■ **风险因素：**货币政策、财政政策超预期；央行公开市场操作投放超预期；信用违约事件频发等。

目录

本周（2023 年 5 月 8 日至 5 月 12 日，下同）债市复盘	4
下周债市展望	8
风险因素	11

插图目录

图 1：本周利率债收益率变化：国债（%，bps）	4
图 2：本周利率债收益率变化：国开债（%，bps）	4
图 3：10 年期国债期限利差本周变化（%，bps）	4
图 4：10 年期国债期限利差历史走势（bps）	4
图 5：本周中债 10Y 国债与国开债收益率变动以及重要事件梳理（bps）	6
图 6：2023 年以来债市重要事件回顾（%）	6
图 7：需关注下周公开市场操作情况（亿元）	9
图 8：资金面：DR007 与逆回购利率历史走势（%）	9
图 9：资金面：本周各品种利率变化（%，bps）	9
图 10：资金面：银行间质押式回购成交量与 R001 占比（百万元，%）	10
图 11：资金面：交易所回购成交量与 GC001 占比（百万手，%）	10
图 12：重要利差：国债、地方政府债与资金利率边际抬升（%）	10
图 13：期限利差：10 年期与 1 年期国债期限利差边际抬升（%）	10
图 14：AAA-二级债国开利差走势（bps）	11
图 15：城投债国开利差及分位数	11

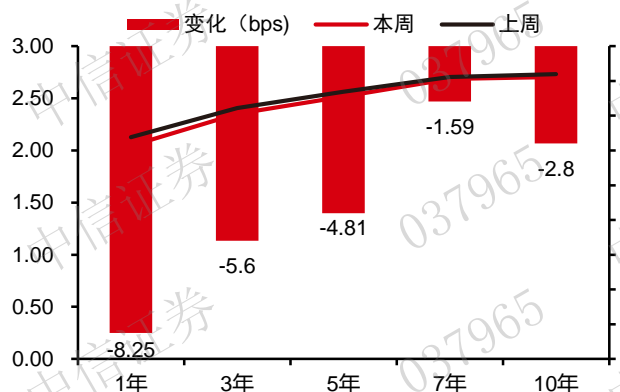
表格目录

表 1：信用债收益率变动情况	7
表 2：信用利差（国开债）变动情况	7
表 3：期限利差变动情况	7
表 4：下周债市重要信息梳理	8

2023年5月8日至5月12日,债市以走牛为主。10年期国债收益率从上周五的2.7338%下行2.8bps至2.7058%;10年期国开债收益率从上周五的2.8953%下行2.49bp至2.8704%;国债期货主力合约收盘价从101.68元上行0.075元至周五101.755元。

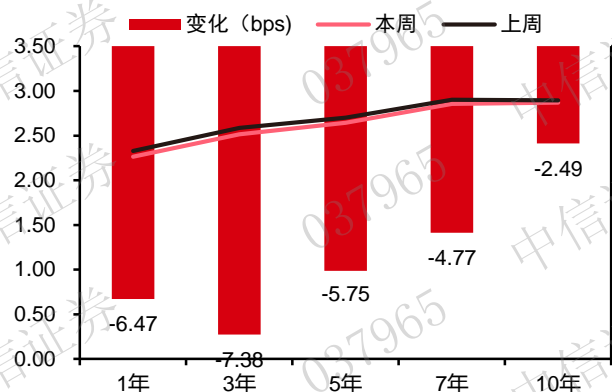
■ 本周（2023年5月8日至5月12日，下同）债市复盘

图 1: 本周利率债收益率变化: 国债 (% , bps)



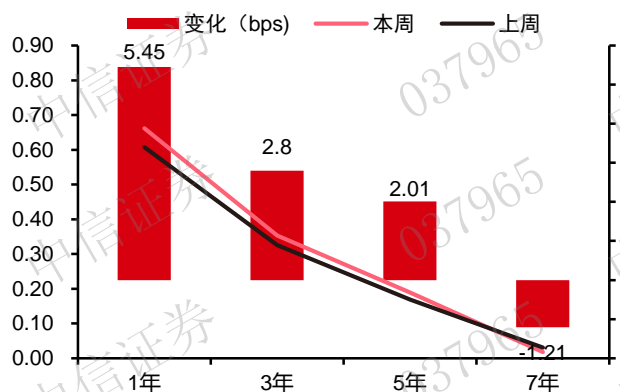
资料来源: Wind, 中信证券研究部 (本周和上周为左轴, 变化为右轴)

图 2: 本周利率债收益率变化: 国开债 (% , bps)



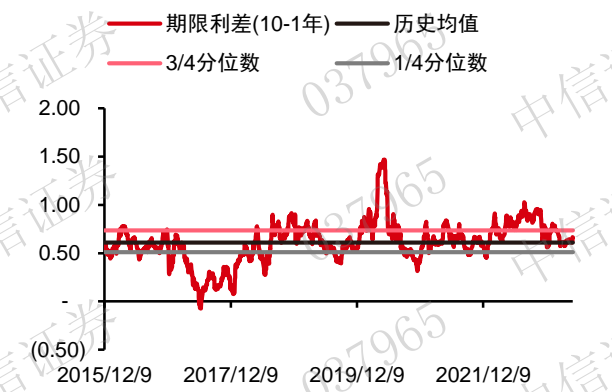
资料来源: Wind, 中信证券研究部 (本周和上周为左轴, 变化为右轴)

图 3: 10 年期国债期限利差本周变化 (% , bps)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 (本周和上周为左轴, 变化为右轴)

图 4: 10 年期国债期限利差历史走势 (bps)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

周一, 股市走强、资金趋紧, 长债利率止盈回升。当日10年期国债收益率开于2.7300%, 然后快速上行至2.7425%, 9:18震荡下行至2.7375%并在该点位附近窄幅波动约2小时18分钟。午后开盘长债利率震荡上行至2.7475%, 随后边际下行至2.7450%。

上周利率连续走强并下破2.75%后, 在本周第一个交易日迎来了调整, 其触发点或在于股债跷跷板与资金面的收紧。当天A股大涨, 沪指上涨1.81%并接近3400点, 引起市场风险偏好回升。同时或由于税期临近, 资金面短暂结束了前期宽松的走势, 隔夜和7天利率早盘均大幅走高, 对债市情绪引起了不小的扰动。另一方面, 上周五中央财经委会议提及防止“脱实向虚”, 而针对近期信贷向实体转化渠道不畅、银行间流动性市场杠杆高

企的情况，后续监管机构推出更加严格的政策要求的可能性不低，债市焦虑程度抬升。总体而言，基本面的内生影响因素并未较上周出现太大变化，当天调整主要是多头止盈情绪在政策面、资金面以及股市等外围利空因素影响下被触发，长债利率也向 2.75% 回归。

周二，权益市场牛市行情反转，长债利率再下探。当日 10 年国债收益率开于 2.7460%，随后震荡下行至 2.7390% 并在该点位附近窄幅震荡约 1 小时 21 分钟。午后开盘长债利率边际上行至 2.7400%，随后快速下行至全天最低点 2.7330%，16:19（属于债市交易时间）震荡回升至 2.7400% 后边际下行至 2.7350%，并以此收盘。全天来看，长债利率下行 1.25BPS。

早盘债市情绪相对较好，或是由于前日短暂止盈行情后，多头判断这轮调整的幅度已经相对充分，长端利率快速下行 1bp 左右。当日 A 股上午走强，但是午后翻绿走弱，促使债市情绪进一步好转，长债利率在 1 点后明显下行了一波。此外，央行延续 20 亿元的散量 OMO 投放，资金面持续前紧后松格局，隔夜与 7 天利率走势分化，总体仍然较为宽松。当天公布了 4 月进出口数据，出口同比涨幅较 3 月大幅回落，而汽车出口为当月的主要拉动项。尽管出口数据体现对东盟贸易一定程度上对冲了海外衰退风险下外需回落的压力，但对债市而言并未形成太大的增量利空。

周三，股债跷跷板效应延续，监管严格化预期边际扰动，长债利率延续走牛。当日 10 年国债收益率开于 2.7350%，随后快速下行至 2.7250% 并在 2.7250% 与 2.7275% 点位间反复波动。11:55 继续震荡下行至 2.7175%。午后开盘长债利率快速反弹至 2.7230% 后再次回落至 2.7150%，15:02 边际上行至 2.7225% 后在该点位附近窄幅震荡约 2 小时 20 分钟，随后快速下行至 2.7125% 并以此收盘。全天来看，长债利率大幅下行 2.5BPS。

当天股市再度走弱无疑对债市形成了较大的支撑，长端利率早盘便快速下行，午盘后基本稳定。当天中国银保监会发布通告称李云泽同志任国家金融监督管理总局党委书记，虽然并未释放后续监管政策基调的相关信号，但也对债市情绪形成了边际扰动。此外，当天市场对于后续存款利率定价机制进一步严格化存在一定预期，下午四点左右利率存在一定调整。不过全天来看仍是利多为主，长债利率继续向 2.7% 运行。

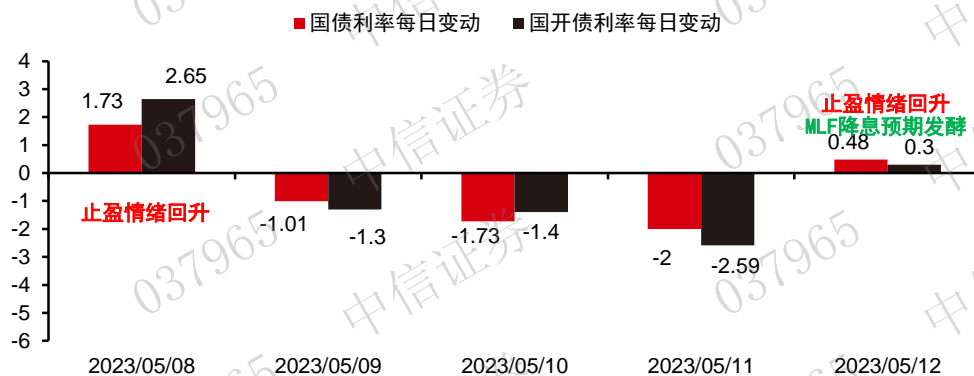
周四，弱通胀格局延续、金融数据预期内回摆，利率延续走牛但尾盘回升。当日 10 年国债收益率开于 2.705%，随后阶梯式下行至 2.695%，8:40 反弹至 2.7% 后开始在 2.7% 与 2.6975% 间反复波动，9:20 再次震荡下行至 2.6925% 并在该点位短暂停留 31 分钟，然后震荡上行至 2.6975%。午后开盘长债利率小幅上行至 2.7%，随后震荡下行至全天最低点 2.69%，18:33 震荡上行至 2.701% 并以此收盘。

早盘在 4 月通胀延续回踩的利好下长债利率快速下行了一波，在 10 点后却出现了逐步企稳回升的迹象。尽管在金融数据落地前再度下行了一段，但偏弱的信贷数据落地后利率反而反弹回调，总体上呈现数据落地前走牛、落地后回调的格局。通胀和金融数据偏弱均属于预期内，高频数据方面，猪价持续磨底、高炉开工率边际回落指向了 CPI 与 PPI 涨价支撑不足，而票据利率中枢下行也已包含了金融数据走弱的预期。总体而言，今年以来往往是强金融数据落地后债市交易利空出尽，而当下弱金融数据落地后，债市又部分交易了短期的利多出尽，当天长债利率下破 2.7% 后又回升，可见下行动能已呈现出一定疲态。

周五，利多出尽但降息预期发酵，长债利率倒 U 调整。当日 10 年国债收益率开于 2.7050%，小幅上升至 2.7100%后在 2.7100%与 2.7075%间反复波动，11:57 震荡上行至 2.7150%。午后开盘长债利率边际下行至 2.7100%，14:52 震荡上行至全天最高点 2.7175%，随后经历两波“V”型走势下行至 2.7050%，17:10 边际下行至 2.7025%企稳，并以此收盘。

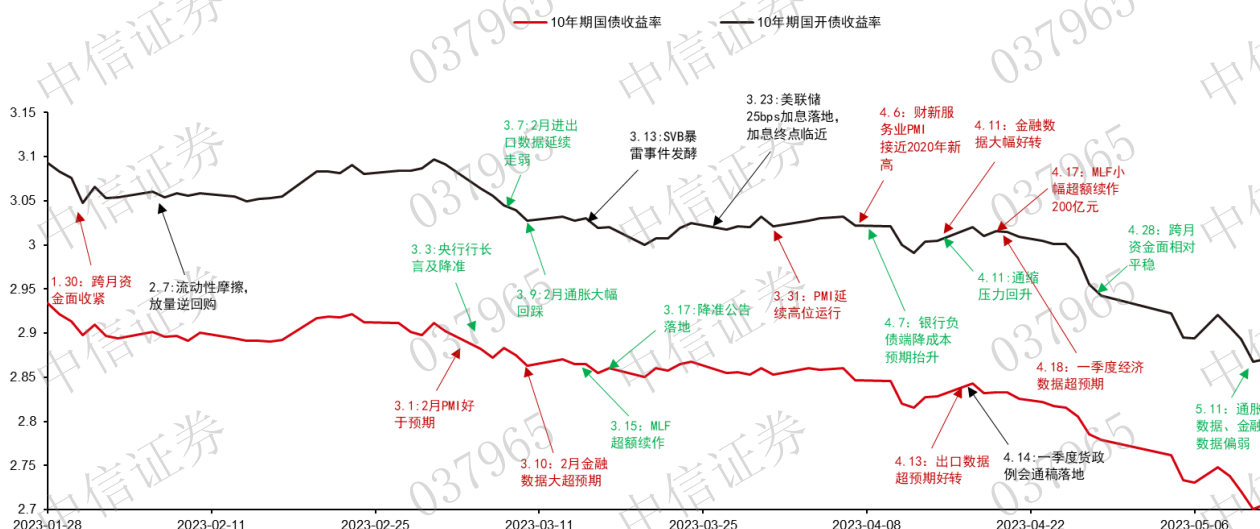
随着当周偏弱基本面数据的利多出尽，而长债利率下触 2.7%，债市止盈情绪回温，利率持续调整直至下午两点。然而随着市场对于下周 MLF 操作降息的预期升温，债市情绪大幅好转长债利率收回日内涨幅并以 0.25bp 的微幅上涨收盘。总体而言，资产荒和“钱多”的格局仍在延续，以至于利多因素对债市的影响容易被放大，而对后续宽货币预期较为积极也是这一逻辑下的产物。

图 5：本周中债 10Y 国债与国开债收益率变动以及重要事件梳理 (bps)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：2023 年以来债市重要事件回顾 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部；数据截至 2023 年 5 月 12 日

信用方面，收益率下行幅度增大，等级利差持续走扩。本周信用债收益率曲线整体下行，其中短融和 5Y 中票下行幅度较大。信用利差方面，3Y 中票有 3~5bps 的上行，其余均小幅下行。期限利差方面，3Y-1Y 有所上行，5Y-3Y 有所下行。从分位数来看，当前 3 年期中高等级信用债性价比比较高。

表 1：信用债收益率变动情况

YTM	短融				中票 3Y				中票 5Y			
(%)	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
2023/5/12	2.55	2.67	2.74	5.15	2.90	3.04	3.50	5.91	3.10	3.29	3.77	6.18
2023/5/6	2.64	2.75	2.82	5.23	2.92	3.06	3.54	5.95	3.15	3.37	3.85	6.26
2023/1/3	2.65	2.95	3.40	5.77	3.14	3.52	3.97	6.36	3.50	3.92	4.37	6.74
周度变化 (bps)	-8	-8	-8	-8	-3	-2	-4	-4	-6	-8	-8	-8
较年初变化 (bps)	-10.0	-28.0	-66.0	-62.0	-24.1	-47.1	-46.1	-44.1	-40.8	-62.8	-59.8	-55.8
最小值	1.49	1.72	1.89	2.28	2.33	2.58	2.64	3.88	2.88	3.13	3.43	4.59
1/4 位置	2.82	3.00	3.24	4.79	3.30	3.59	3.88	5.62	3.68	4.02	4.46	6.10
1/2 位置	3.39	3.72	3.84	5.37	3.89	4.20	4.46	6.07	4.23	4.65	5.06	6.55
3/4 位置	4.47	4.77	4.94	5.85	4.66	5.04	5.32	6.50	4.87	5.33	5.73	6.91
最大值	6.33	6.79	7.09	7.70	6.30	6.81	7.27	7.93	6.36	6.91	7.48	8.23
分位数水平	11%	10%	9%	38%	7%	5%	11%	38%	3%	2%	4%	27%

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 2：信用利差（国开债）变动情况

信用利差	短融				中票 3Y				中票 5Y			
(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
2023/5/12	29	41	48	289	38	53	99	340	45	65	113	354
2023/5/6	31	43	50	291	34	48	96	337	45	67	115	356
2023/1/3	42	72	117	354	60	97	142	381	68	109	154	391
周度变化 (bps)	-2	-2	-2	-2	4	5	3	3	0	-2	-2	-2
较年初变化 (bps)	-13	-31	-69	-65	-21	-44	-43	-41	-23	-45	-42	-38
最小值	4	25	32	42	12	34	32	121	13	34	51	134
1/4 位置	40	61	76	152	39	62	93	203	43	74	121	224
1/2 位置	51	78	101	220	49	81	118	269	54	95	142	293
3/4 位置	67	97	124	291	66	102	139	307	76	120	165	340
最大值	178	258	296	409	169	258	296	410	165	242	299	409
分位数水平	8%	5%	5%	73%	24%	13%	31%	92%	30%	12%	17%	85%

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 3：期限利差变动情况

期限利差	中票 3Y-1Y				中票 5Y-3Y				中票 5Y-1Y			
(BP)	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
2023/5/12	34	37	76	76	20	25	27	27	54	62	103	103
2023/5/6	29	31	72	72	23	30	30	30	52	61	102	102
2023/1/3	48	57	57	59	37	40	40	38	85	97	97	97
周度变化 (bps)	6	7	5	5	-3	-6	-4	-4	3	1	1	1

较年初变化 (bps)	-14	-19	20	18	-17	-16	-14	-12	-31	-35	6	6
最小值	-54	-52	-32	-23	-7	-4	0	4	-45	-38	-14	-7
1/4 位置	22	26	31	48	17	23	28	32	41	51	58	89
1/2 位置	39	44	56	68	27	34	44	47	67	80	104	119
3/4 位置	54	60	72	89	36	43	59	64	86	99	127	146
最大值	158	187	216	206	92	114	100	102	222	248	277	271
分位数水平	43%	41%	80%	62%	31%	27%	22%	15%	37%	31%	48%	35%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 下周债市展望

表 4: 下周债市重要信息梳理

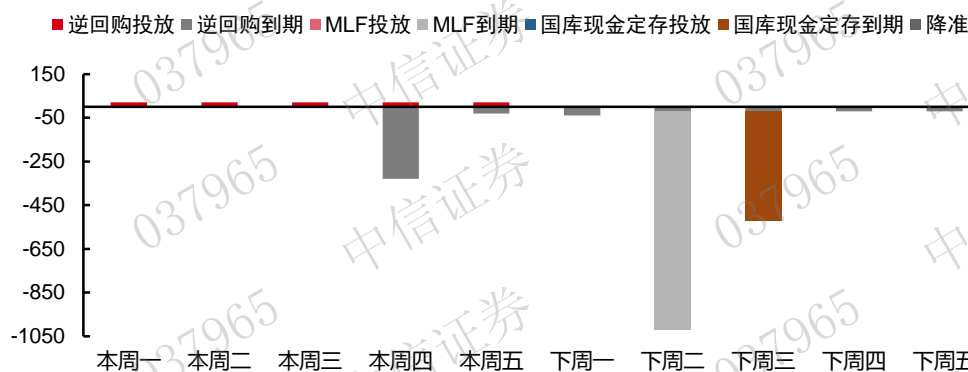
	5 月 15 日	5 月 16 日	5 月 17 日	5 月 18 日	5 月 19 日
	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
资金到期情况	☆逆回购到期 40.00 亿元	☆逆回购到期 20.00 亿元	☆逆回购到期 20.00 亿元	☆逆回购到期 20.00 亿元	☆逆回购到期 20.00 亿元
国债发行情况			★2Y 国债计划发行 850.00 亿元 ★7Y 国债计划发行 850.00 亿元		★30Y 国债计划发行 230.00 亿元
地方债发行情况		◎地方债计划发行 882.53 亿元	◎地方债计划发行 337.98 亿元	◎地方债计划发行 1,166.47 亿元	◎地方债计划发行 437.03 亿元
同业存单到期情况 (规模大于 1000 亿)		▲同业存单到期 1,141.50 亿元	▲同业存单到期 1,171.70 亿元		▲同业存单到期 1,706.30 亿元
国内重要事件	中国 1 年期 MLF 操作	中国 4 月经济数据			
国际重要事件			欧元区 4 月 CPI		

资料来源: Wind, 中信证券研究部; 注: 数据截至 2023 年 5 月 12 日

基本面弱现实、资产荒对于债市形成了较强支撑。本周公布了 4 月进出口数据、通胀数据和金融数据, 总体上呈现“预期内的弱”的格局, 对债市而言, 出口同比转正的冲击在 4 月已被定价、通胀持续回踩的利好也属于预期内, 而信贷高增节奏放缓在 4 月中枢持续回落的票据利率中被提前 price in, 在 3 项数据落地后长债利率反而出现了一定反弹。尽管周四尾盘到周五的行情疑似呈现出一定的利多出尽, 但今年长债利率走牛的决定性因素并非基本面修复“弱现实”, 而是资产荒下的“钱多”。4 月信贷增长节奏放缓, 意味着商业银行缺资产的格局进一步深化, 资产荒的问题仍在延续, 进而对债市可能仍然存在一定支撑。

MLF 续作节点临近, 围绕宽货币预期的定价或迎来新一轮调整。5 月 1000 亿元的 MLF 到期量将在下周一迎来续作决议。而当下流动性水位相对充裕, 1 年期同业存单利率下行至 2.4% 附近, 与 MLF 利差较大, 预计商业银行对 MLF 的申购意愿不强。另一方面, 一季度信贷高增节奏放缓, 而近期部分商业银行公告称即将下调通知和协定存款利率上限, 银行负债贵格局进一步改善。同时, 经济弱修复节奏下, 货币政策取向转向收紧的可能性不高。总体而言, 在稳健政策基调下, 预计本次 MLF 操作等额续作的可能性较高。

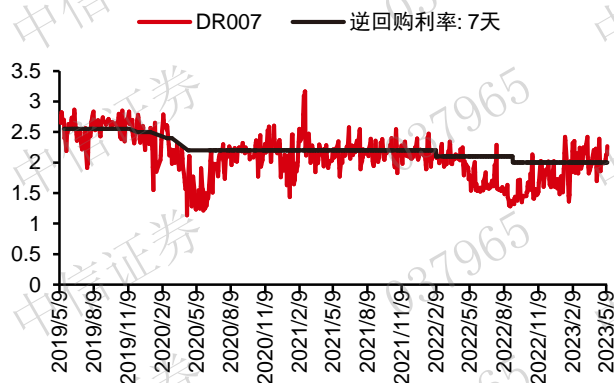
图 7：需关注下周公开市场操作情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：数据截至 2023 年 5 月 12 日

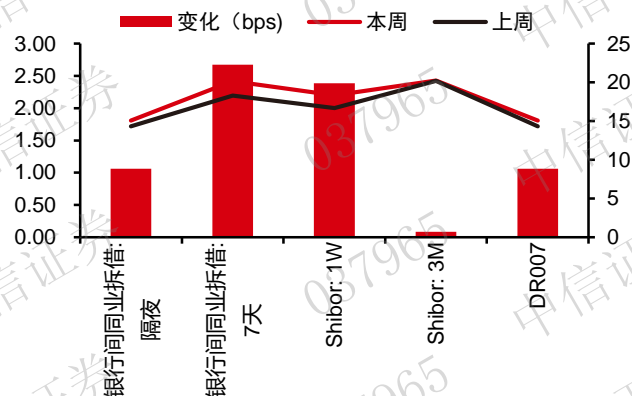
银行间流动性相对充裕，但仍需关注税期冲击。前期宽货币发力较多、部分银行存款利率上限下调、资产荒的背景下资金面在 4 月下旬来持续处于相对宽松的格局，当下隔夜利率中枢回落至 1.1% 附近，7 天利率回落至 1.7% 到 1.8% 之间，相较于一季度隔夜 1.4% 与 7 天 2.0% 的中枢明显回落。本周央行延续了每天 20 亿元的逆回购投放，预计下周 MLF 续作决议也相对保守，叠加税期临近，后续资金利率或存在波动回升的可能性。但考虑到央行近年来“削峰填谷”动态调整 OMO 放量规模的操作模式，预计在紧资金阶段仍会有意呵护，资金利率大幅收紧的可能性不高。

图 8：资金面：DR007 与逆回购利率历史走势（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

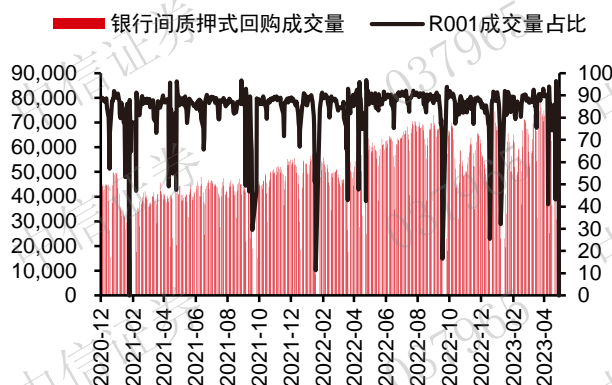
图 9：资金面：本周各品种利率变化（%，bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部（本周和上周为左轴，变化为右轴）

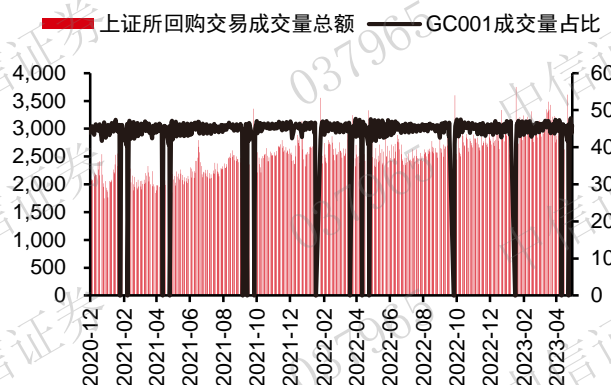
债市策略：下周 MLF 续作决议、4 月经济数据落地，债市利多环境或延续，但利率较高下行动能难以延续。资产荒背景下资金面相对宽松、债市杠杆较高的环境下预计下周 MLF 操作取向偏中性，4 月基本面数据在低基数效应下同比或较高，但撇开基数效应的经济修复动能或弱于一季度的各月份。总体而言，债市环境中性偏多，但利率下触 2.7% 的点位后呈现较高的阻力，进一步宽幅下行的强烈催化尚未出现，预计后续长债利率以偏强震荡为主。

图 10: 资金面: 银行间质押式回购成交量与 R001 占比 (百万元, %)



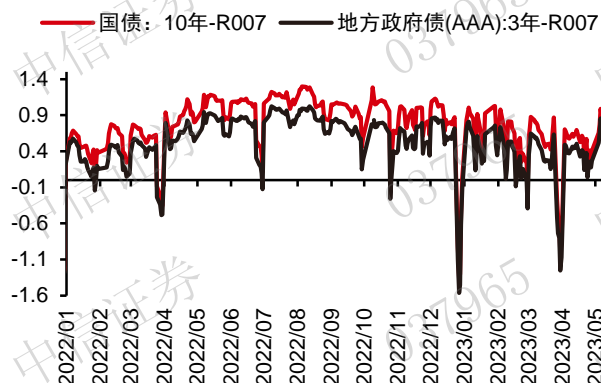
资料来源: Wind, 中信证券研究部 (成交量为左轴, 占比为右轴)

图 11: 资金面: 交易所回购成交量与 GC001 占比 (百万手, %)



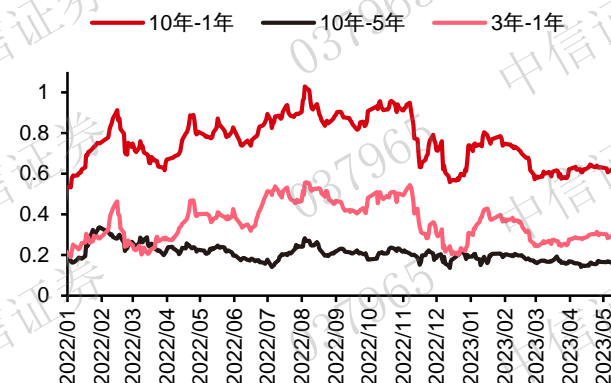
资料来源: Wind, 中信证券研究部 (成交量为左轴, 占比为右轴)

图 12: 重要利差: 国债、地方政府债与资金利率边际抬升 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

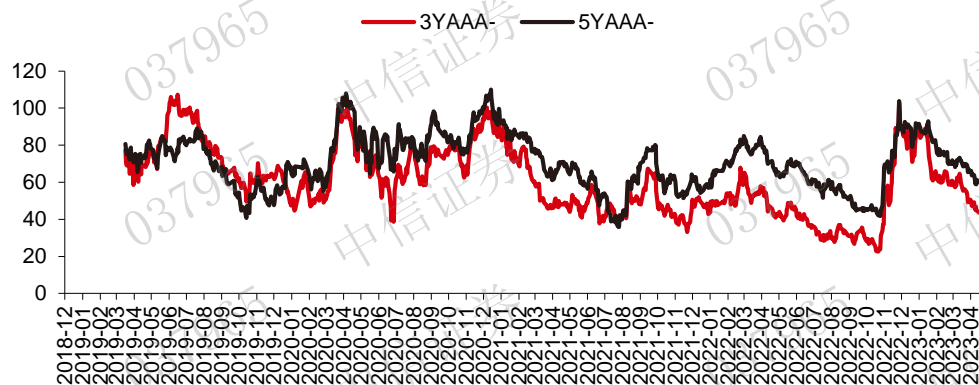
图 13: 期限利差: 10 年期与 1 年期国债期限利差边际抬升 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

品种选择上, 二级债利差有所修复, 城投债利差分化加剧。本周二级债利差有所修复, 3年期和5年期AAA-国开利差分别变动10bps和5bps, 当前分别为53bps和64bps, 分别处于2019年以来的41%和35%分位数, 短期内仍有博弈的机会, 但随时需警惕行情的反转。城投债方面, 本周城投债分化加剧, 其中3年期城投债利差有所修复, 1年期和5年期整体利差有所下行。

图 14: AAA-二级债国开利差走势 (bps)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 15: 城投债国开利差及分位数

2023-05-12		AAA	AA+	AA	AA (2)	AA-
国开利差 (bps)	1Y	34	41	52	66	208
	3Y	40	54	75	124	354
	5Y	49	67	106	160	392
周度变化 (bps)	1Y	0	-1	0	3	-13
	3Y	8	5	6	5	3
	5Y	-1	-3	-2	-6	-6
当前分位数	1Y	6%	5%	6%	7%	45%
	3Y	20%	19%	21%	35%	93%
	5Y	23%	21%	30%	36%	91%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 风险因素

货币政策、财政政策超预期；央行公开市场操作投放超预期；信用违约事件频发等。



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

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



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持任何观点的背书。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：INH000001113）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。