

美国推迟养老金投资中国影响多大？ ——海外资金配置中国（5）

海外中资股专题 | 2020.5.28

中信证券研究部



杨灵修
首席海外策略师
S1010515110003



秦培景
首席策略师
S1010512050004



钱翔
策略分析师
S1010518080002



联系人：徐广鸿

核心观点

随着中美博弈加剧，美国联邦退休储蓄投资委员会（FRTIB）宣布将推迟“节俭储蓄计划”（TSP）旗下 I 基金转投 MSCI 所有国家（除美国外）可投资市场指数（MSCI ACWI ex-US IMI）的进程。我们详细拆解了美国养老金体系中各部分资金规模，及本次事件对投资中国的潜在影响。美国养老金体资产规模超过 30 万亿美元，由 3 大支柱构成，其中第二支柱中的 DC 计划和第三支柱 IRA 是海外股票投资的核心。目前 FRTIB 限制仅影响其第二支柱 DC 计划的 TSP 部分，延迟转投进程对 A 股和离岸市场的港股及中概股（A 股对应 6.5 亿，离岸的港股和中概股对应 30 亿）增量资金的影响预计分别为 6.5 亿/30 亿美元，整体影响较小。

■ 随着中美博弈加剧，美国延迟 I 基金转投进程将对中国产生多大影响？美东时间 5 月 13 日，FRTIB 发布声明称将押后 TSP 计划旗下 I 基金转投 MSCI ACWI ex-US IMI 的进程。我们详细拆解了美国养老金体系中各部分资金规模。美国养老金体系资产总规模超过 30 万亿美元，由 3 大支柱构成。其中第一支柱为社会保障计划，全名为老年、遗属及残障保障计划（OASDI），金额约为 2.9 万亿美元（截至 2019 年，下同）。OASDI 资金占比不高，但在覆盖范围非常大，起到托底作用，因而对资产安全性的要求也非常高，只允许投资于无风险债券，并不涉及股票。

■ 与股票投资直接相关的是第二支柱雇主养老金计划，和第三支柱个人储蓄养老（个人储蓄账户，IRA）。第二支柱整体规模体量约 19 万亿，是美国养老金计划的核心支柱，其中公共部门和私人部门分开，并分别有 DB（Defined Benefit）和 DC（Defined Contribution）两种类型的计划。2019 年美国公共部门 DB 计划 6.7 万亿美元，但没有明确的投资于美国以外市场股票的比例。

■ 第二支柱中的 DC 计划是投资海外股票的重心。公共部门 DC 计划体量约为 2.1 万亿，通过共同基金可间接投资于股票，其中的 TSP 主要针对联邦政府雇员，合计总规模达到约 6540 亿美元，旗下共 5 只基金，其中海外股票（I 基金）可直接投资与海外股票，由 FRTIB 管理。私人部门的 DC 计划总规模约为 6.8 万亿美元，其中主导的就是 401k 计划，规模达到 6.2 万亿美元，约 2.2 万亿美元资金通过共同基金投向股票，其中 5700 亿美元投资于美国市场以外的股票。

■ 第三支柱 IRA 总规模达到 11 万亿美元。IRA 相比第一、第二支柱更为庞大，以灵活的方式直接持股、或通过共同基金间接投资。截至 2019 年底，2.4 万亿美元投资于股票资产，其中 5740 亿美元投资于美国以外市场的股票。

■ 本次 FRTIB 宣布将推迟转投 MSCI ACWI ex-US IMI 的进程，主要影响第二支柱 DC 计划中的 TSP 的 I 基金，对 A 股和离岸市场直接影响不大。当前，I 基金为整体追踪 MSCI 欧洲、大洋洲和远东指数（MSCI EAFE）的被动型指数基金，其对中国股票投资的押后对 A 股和离岸市场（含港股和中概股）增量资金的影响预计分别为 6.5 亿/30 亿美元，整体影响较小。我们测算美国养老金中明确用于投资美国以外股票的资金至少为 1.2 万亿美元（美国公共部门及私人部门 DB 计划暂不统计），以 MSCI ex-US ACWI IMI 指数中中国占比估计，投资于中国股票的资金量预计超过 1000 亿美元（其中 88% 为离岸中资股票，12% 为 A 股）。但值得注意的是，美国养老金绝大部分管理分散，运营机制相对市场化，美国政府进一步通过限制养老金来影响美国资金对中国股票的投资的难度很高。

■ 风险因素：中美冲突进一步激化；中概股监管趋严；海外资金流出中国股票。

目录

美国养老金规模，及投资方向拆解	1
美国联邦雇员退休基金延迟转投的影响	4
FRTIB 推迟转投计划直接冲击不大	4
美国养老金整体投资中国资金量不小，但进一步影响我们将持续观察	6
风险因素	7

插图目录

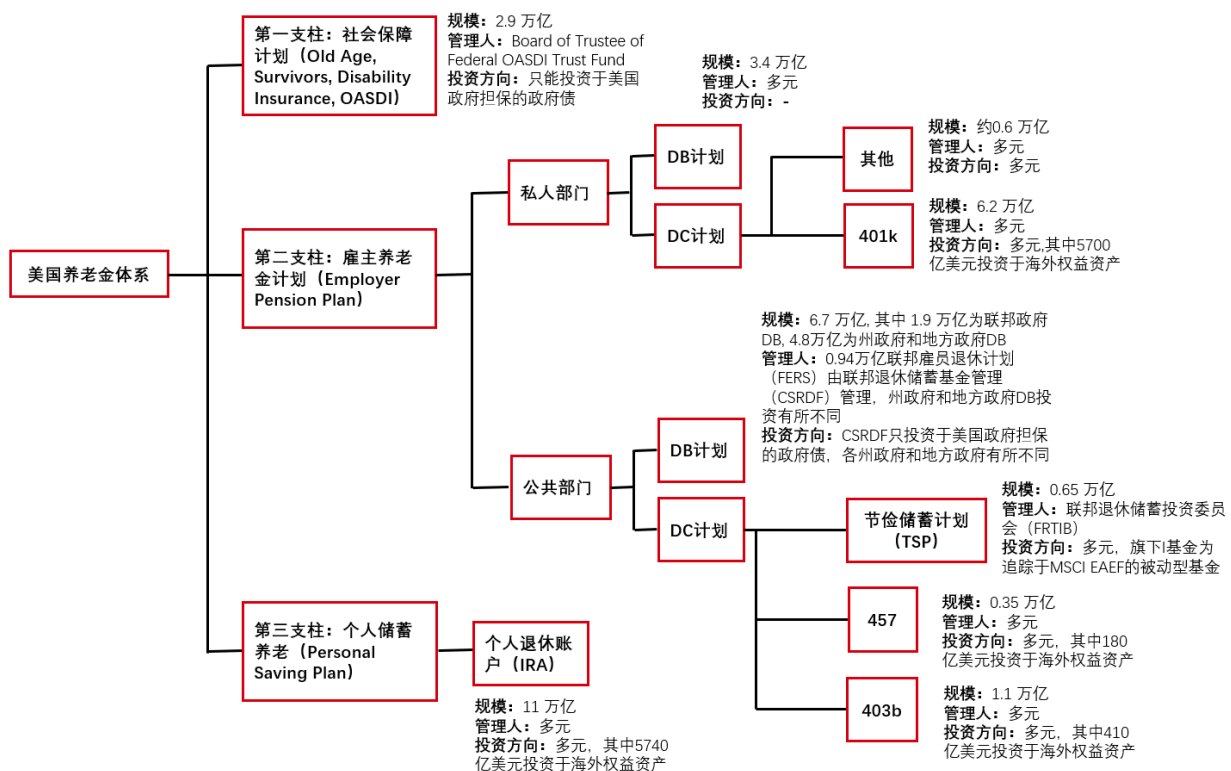
图 1：美国养老金体系规模及投资拆分	1
图 2：联邦政府及州地方政府 DB 计划规模	2
图 3：2018 年州地方政府 DB 计划投资方向	2
图 4：美国公共部门 DC 计划总规模变化	3
图 5：TSP 计划各部分规模	3
图 6：403（b）计划通过共同基金的投资方向	3
图 7：457 计划通过共同基金的投资方向	3
图 8：美国私人部门养老金资产规模	4
图 9：401k 计划通过共同基金的投资方向	4
图 10：美国个人储蓄养老金规模及投资方向	4
图 11：IRA 通过共同基金的投资方向	4
图 12：TSP 旗下 L 基金截至 2020 年 3 月投资方向	5
图 13：MSCI EAFE 股票指数分地区构成	5
图 14：MSCI ex-US ACWI IMI 分地区占比	5
图 15：MSCI China 股票指数分地区权重	6

美国养老金规模，及投资方向拆解

近期，随着中美博弈加剧，美国联邦退休储蓄投资委员会（FRTIB）美东时间 5 月 13 日发布声明称将推迟 TSP 计划旗下 I 基金转投 MSCI ACWI ex-US IMI 的进程(... the FRTIB Board is delaying the implementation of the I Fund Benchmark change to the MSCI ACWI ex-U.S. Investible Market index from the MSCI EAFE index)。根据美国福克斯新闻报道，美国国家安全事务助理罗伯特·欧布莱恩和白宫首席经济顾问拉里·库德洛联合致信美国劳工部长尤金·斯卡利亚，称白宫不希望将联邦雇员退休基金节俭储蓄计划（TSP）中的资金投资在中国相关股票上。

在本专题中，我们详细拆解了美国养老金体系中各部分资金规模，管理人和投资方向以明确本次事件对中国市场的直接影响和未来潜在的影响。

图 1：美国养老金体系规模及投资拆分（美元）



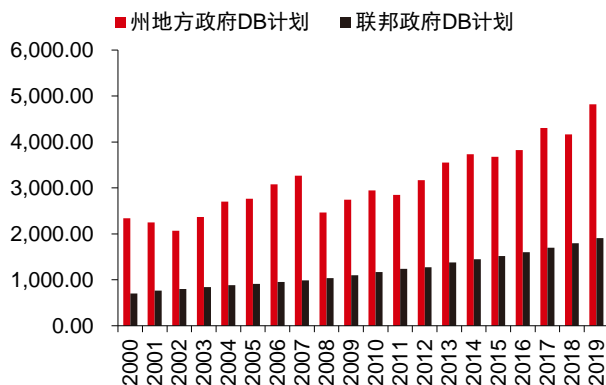
资料来源：Social Security Administration, ICI, OASDI 年报, TSP 官网, OPM, 中信证券研究部绘制 注：以上数据均为截至 2019 年年末数据

据 ICI 估计，截至 2019 年底，美国养老金体系资产总规模已超过 30 万亿美元。其中第一支柱为社会保障计划，全名老年、遗属及残障保障计划（OASDI），虽然 OASDI 资金占比不高，但在美国社保体系中覆盖范围非常大，起到托底作用，因而 OASDI 的投资对资产安全性的要求也非常高。根据 2020 年年报数据，截至 2019 年，OASDI 覆盖美国约 1.8 亿人，资金由联邦老年、遗属及残障保障计划信托基金专门管理，2019 年账户余额为约 2.9 万亿美元，OASDI 资金只允许投资于无风险债券。

美国养老体系的第二支柱是雇主养老金计划，整体规模体量约 19 万亿，是美国养老金计划的核心支柱。雇主养老金享受递延税收优惠，公共部门和私人部门分开，并分别有 DB（Defined Benefit）和 DC（Defined Contribution）两种类型的计划。雇主养老金管理人和投资方向相比于第一支柱社会保障计划更为多元。DB 型计划不设置个人账户，雇主直接选择投资方向并承担投资风险，直接投资于股票、债券、银行存款等。DC 型计划为每个雇员设置个人账户，由雇员选择投资方向并承担风险，通过共同基金间接投资于股票、债券等资产是最常见的投资方式。

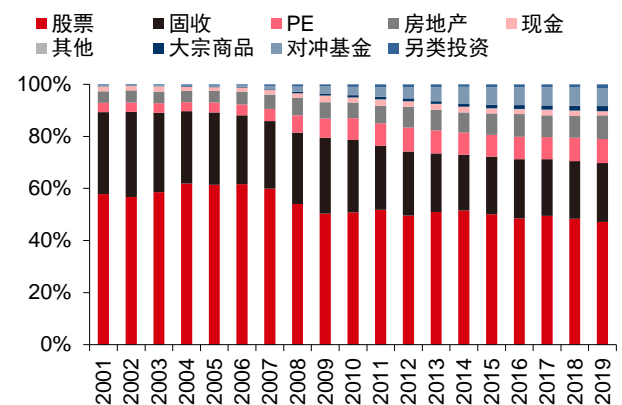
公共部门以 DB 型计划为主，2019 年公共部门 DB 型计划总规模达到 6.7 万亿美元，其中 1.9 万亿为联邦政府 DB 型计划，4.8 万亿为州政府和地方政府 DB 计划。其中约 9400 亿的联邦雇员退休计划（FERS）由联邦退休储蓄基金（CSRS）管理，主要投资于无风险债券。而各州政府和地方政府 DB 计划管理人和投资方向相对多元。2019 年州、地方政府 DB 计划中有约 47% 的资产投资于股票。

图 2：联邦政府及州地方政府 DB 计划规模（十亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部

图 3：2018 年州地方政府 DB 计划投资方向

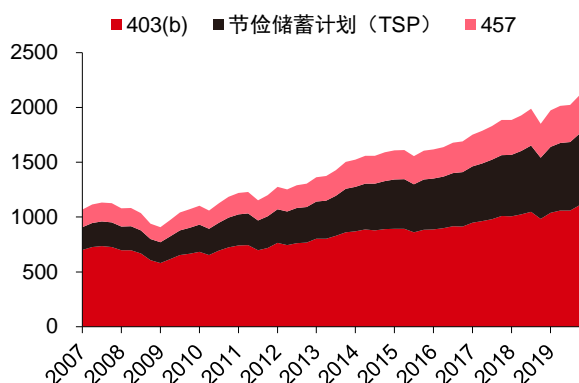


资料来源：Public Plans Data，中信证券研究部

公共部门 DC 计划体量约为 2.1 万亿，主要有三个部分，通过共同基金可间接投资于股票、债券等资产。具体来看：

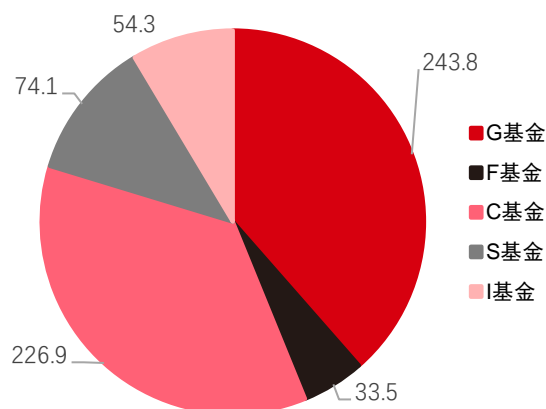
节俭储蓄计划（TSP），主要针对联邦政府雇员，2019 年合计总规模约 6540 亿美元。旗下共 5 只基金，分别投资于政府债（G 基金）、固收（F 基金）、标普 500 指数（C 基金）、中小盘股票（S 基金）以及海外股票（I 基金），另有 L 基金按一定比例分别投资于以上 5 只基金。节俭储蓄计划由联邦退休储蓄投资委员会（FRTIB）管理。

图 4：美国公共部门 DC 计划总规模变化（十亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部

图 5：TSP 计划各部分规模（十亿美元）

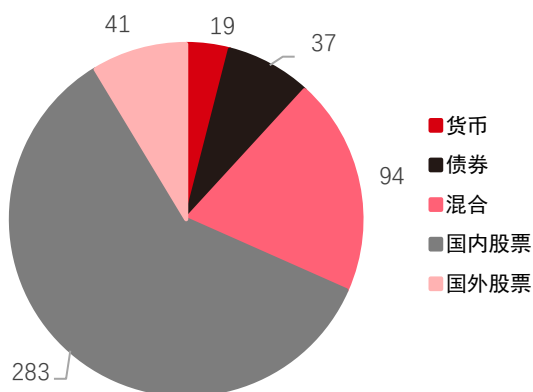


资料来源：TSP 官网，中信证券研究部 注：L 基金总规模为 1365 亿美元，分别投资于上图 5 只基金 注：数据截至 2019 年末

457 计划，主要针对州政府、地方政府雇员和免税的非教育机构雇员，2019 年底，457 计划规模达到 3510 亿美元，各州地方政府的 457 计划资金的管理和投资方向均有不同。根据 ICI 统计，截至 2019 年 3 月，403（b）计划共有 3240 亿美元通过共同基金投资于股票类资产，其中 410 亿美元投资于美国市场以外的股票。

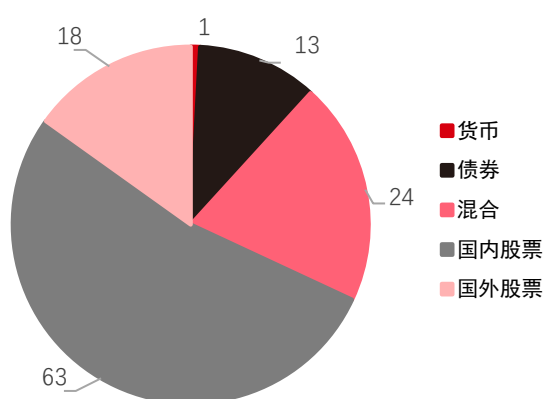
403（b）计划，主要针对非盈利机构、公立学校、特定免税组织的雇员以及特定的牧师群体，截至 2019 年底，403（b）总规模达到 1.1 万亿美元，不同机构资金的管理人和投资方向均有所不同。根据 ICI 统计，截至 2019 年 3 月，457 计划共有 810 亿美元通过共同基金投资于股票类资产，其中 180 亿美元投资于美国市场以外的股票。

图 6：403（b）计划通过共同基金的投资方向（十亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部 注：数据截至 2019 年 3 月

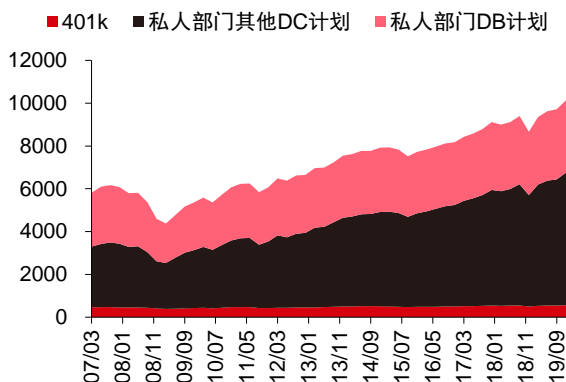
图 7：457 计划通过共同基金的投资方向（十亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部 注：数据截至 2019 年 3 月

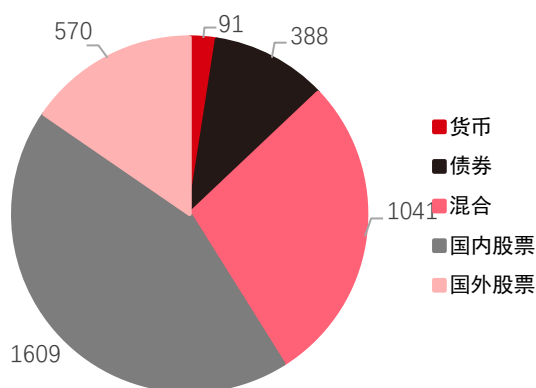
私人部门以 DC 计划为主，2019 年私人部门 DC 计划总规模达到约 6.8 万亿美元，其中 401k 计划占据主导地位，规模达到 6.2 万亿美元。401k 计划由雇员自主选择投资方向，其管理机构和投资方向相对多元。此外，私人部门 DB 计划 2019 年规模约 3.4 万亿美元。401k 计划是美国私人部门养老金的主要构成部分，截至 2019 年 3 月，401k 计划共有约 2.2 万亿美元资金通过共同基金投向股票市场，其中 5700 亿美元投资于美国市场以外的股票。

图 8：美国私人部门养老金资产规模



资料来源：ICI，中信证券研究部

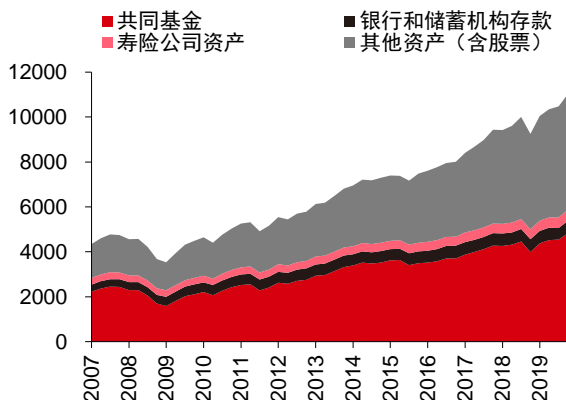
图 9：401k 计划通过共同基金的投资方向（十亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部 注：数据截至 2019 年 3 月

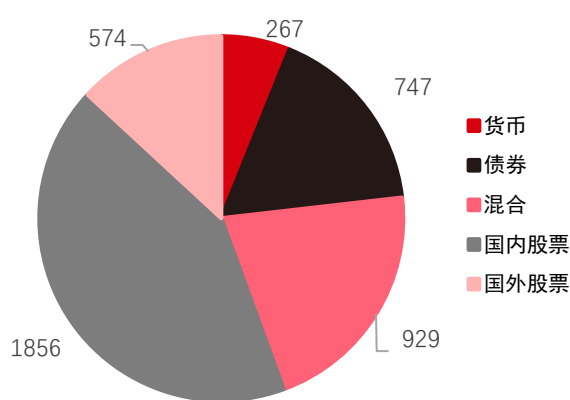
个人储蓄养老（个人储蓄账户，IRA）是美国养老金体系的第三支柱，其规模相比第一、第二支柱更为庞大，以投资形式更为灵活，广泛的以直接持股、或通过共同基金间接持股的形式参与股票持仓投资。截至 2019 年底，IRA 总规模达到 11 万亿美元，2.4 万亿美元通过共同基金间接投资于股票资产，其中 5740 亿美元投资于美国以外市场的股票。

图 10：美国个人储蓄养老金规模及投资方向（十亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部

图 11：IRA 通过共同基金的投资方向（十亿美元）



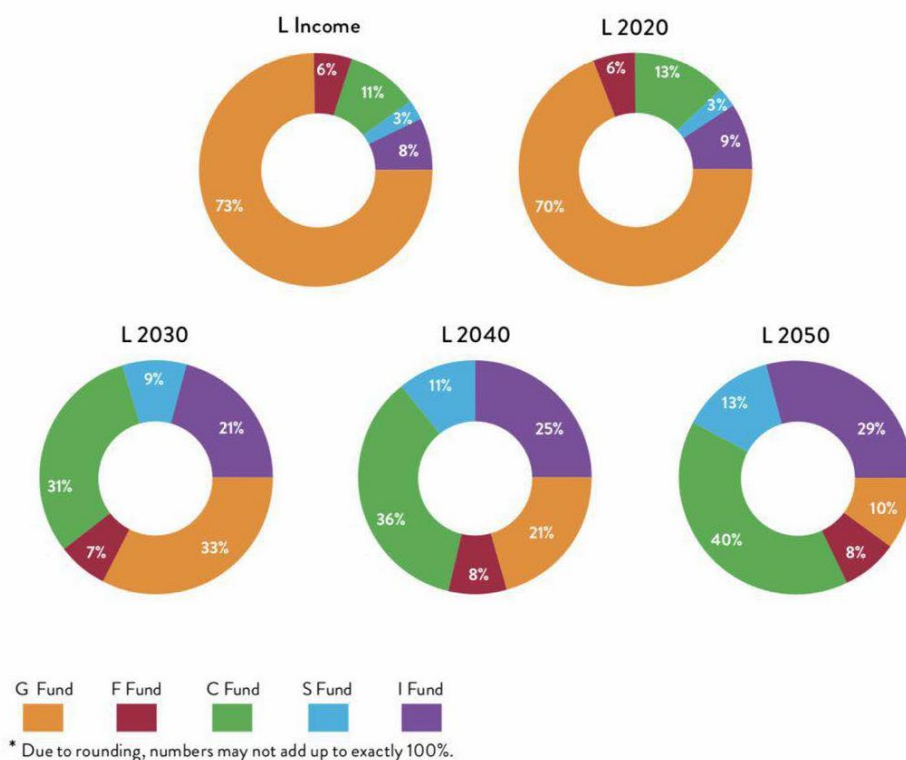
资料来源：ICI，中信证券研究部 注：数据截至 2019 年 3 月

美国联邦雇员退休基金延迟转投的影响

FRTIB 推迟转投计划直接冲击不大

仅考虑本次美国联邦退休储蓄投资委员会（FRTIB）宣布将推迟 TSP 计划旗下 I 基金转投 MSCI ACWI ex-US IMI 的进程，我们认为整体直接影响偏弱。当前涉及的资金仅为联邦雇员退休基金节俭储蓄计划（TSP）中规模较小的 I 基金（含 L 基金投资于 I 基金部分资金，总规模为 543 亿美元）。

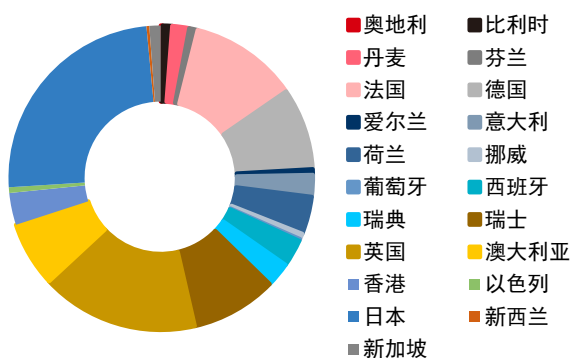
图 12: TSP 旗下 L 基金截至 2020 年 3 月投资方向



资料来源: TSP 官网, 中信证券研究部

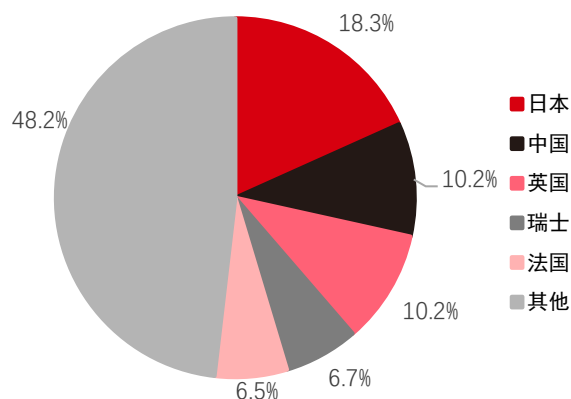
当前, I 基金整体为追踪 MSCI EAFE 指数的被动型指数基金, 由 BlackRock 直接管理。MSCI EAFE 指数追踪 21 个发达市场的大中型股票表现, 不直接投资于 A 股股票, 其中与中国相关的资产仅为占比约 3.4% 的香港市场股票。2017 年, 美国联邦退休储蓄投资委员会 (FRTIB) 决定在 2020 年下半年将 I 基金追踪指数转换为 MSCI ex-US ACWI IMI, 这其中中国股票占比达到 10.2%, 即其中涉及中国市场的资金总量约为 54 亿美元。剔除原先追踪的 MSCI EAFE 指数中香港股票的占比, 整体影响中国股票资金增量约在 37 亿美元左右。

图 13: MSCI EAFE 股票指数分地区构成



资料来源: BlackRock, 中信证券研究部 注: 数据截至 2019 年末

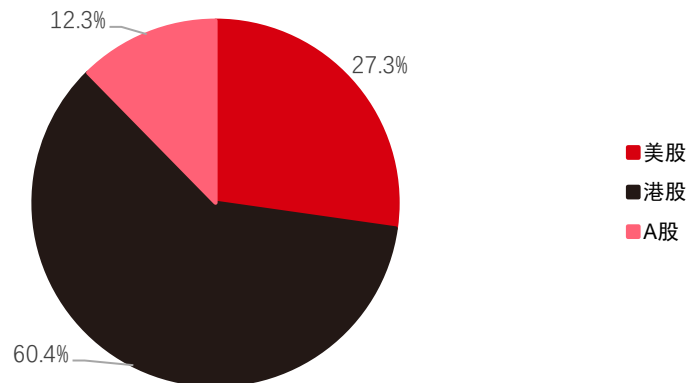
图 14: MSCI ex-US ACWI IMI 分地区占比



资料来源: MSCI, 中信证券研究部 注: 数据截至 2019 年末

I 基金对中国股票投资的押后对 A 股和离岸市场的港股及离岸中概股 2020 年增量资金影响预计分别为 6.5 亿/30 亿美元，整体影响较小。首先，本次 I 基金延迟转投对中国股票的投资影响的仅是增量资金部分，并不涉及原有投资撤离。其次，以 MSCI China 指数构成拆解对各部分中国股票的影响，截至 5 月，MSCI China 指数中离岸市场股票权重达到 87.7%，其中港股权重占比为 60.4%，中概股权重为 27.3%。A 股市场在当前按纳入因子仅为 20%的情况下，权重占比仅为 12.3%。因此，对 A 股而言，若政策严格实施预计对 2020 年增量资金的影响在 6.5 亿美元左右，整体影响比较微弱。对港股和离岸中概股而言，减少增量资金规模约为 30 亿美元，整体影响不大。

图 15：MSCI China 股票指数分地区权重



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：数据截至 2020 年 5 月

美国养老金整体投资中国资金量不小，但进一步影响我们将持续观察

美国养老金整体投资于中国股票的资金量或超过 1000 亿美元。截至 2019 年，美国养老金市场总规模超过 30 万亿美元，其中明确用于美国以外股票市场投资的资金总量至少为 1.2 万亿美元（美国公共部门及私人部门 DB 计划没有明确的投资于美国以外市场股票的比例，暂不统计），除了 TSP 计划的 I 基金以外，至少还有 1.1 万亿美元资金投资于美国以外的股票市场。除联邦雇员退休基金节俭储蓄计划的 I 基金贡献 543 亿美元（含 L 基金投资于 I 基金部分）以外，403（b）计划通过共同基金贡献 410 亿美元，457 计划通过共同基金贡献 180 亿美元，401k 计划通过共同基金贡献 5700 亿美元，IRA 通过共同基金贡献 5740 亿美元，此外还有美国养老金第二支柱中公共部门和私人部门的 DB 计划对海外股票的投资尚未计入统计。

若同样以 MSCI ex-US ACWI IMI 指数中中国市场占比简单估计，美国养老金体系中，剩余 1.1 万亿美元投资于美国以外市场的股票的资金真正投资于中国股票的资金规模总量预计超过 1000 亿美元，若叠加美国养老金第二支柱中公共部门和私人部门 DB 计划对海外股票的投资，这一资金规模将进一步扩大。

但值得注意的是，美国养老金绝大部分管理分散，运营机制相对市场，政府进一步通过限制养老金来影响美国资金对中国股票的投资的难度很高。从美国养老金体系中 DC 计划资金的情况来看，美国政府想对这部分资金投向施加影响的难度很高。公共部门的 403

(b) 计划, 457 计划, 作为典型的 DC 计划, 需要通过不同共同基金间接投资于股票市场, 而共同基金的投资管理分散、运作机制市场化, 同时也很难单独区分公共部门 DC 计划资金和其他资金, 政府要施加影响的难度很大。而对私人部门的 401k 计划和 IRA 账户的投资管控则更加困难, 一方面 401k 计划和 IRA 资金的投资方向由雇员个人决定, 政府很难施加影响; 另一方面, 401k 计划同样需要通过共同基金投资于股票市场, IRA 账户资金投资于共同基金的比例也占到约 44%。而对公共部门和私人部门的 DB 计划资金而言, 其管理机构也相对复杂, 不同州地方政府以及机构所采用的管理方式、投资方向均有所不同, 因而干预难度实际上也很大。

■ 风险因素

中美冲突进一步激化; 中概股监管趋严; 海外资金流出中国股票。

■ 相关研究

- A 股市场投资者行为专题—如何根据北上资金定量择时与因子选股? (2020-05-26)
- A 股市场策略专题—北上外资交易行为深度解析 (2020-05-25)
- A 股市场投资者行为与资金流监控 20200522—机构交易情绪不佳, 资金流集中于权重股 (2020-05-25)
- 【中信证券策略】北向资金拆解周跟踪 (2020 年 5 月 18 日-5 月 22 日) (2020-05-25)
- 海外中资股点评 20200524—“港版国安法”: 长期有利市场长治久安 (2020-05-24)
- A 股策略聚焦 20200524—政策目标仍在, 外部风险有限 (2020-05-24)
- 海外策略—恒生指数及国企指数纳入规则更变点评: 阿里有望纳入恒指, 但二次上市公司预计短期不会进入港股通 (2020-05-18)
- 中信证券亮马组合半月报 20200517—经济如期企稳, 5 月慢涨延续 (2020-05-17)
- 【中信证券策略】北向资金拆解周跟踪 (2020 年 5 月 11 日-5 月 15 日) (2020-05-17)
- A 股策略聚焦 20200517—A 股仍在慢涨窗口 (2020-05-17)
- A 股市场投资者行为专题—A 股投资者结构全景扫描 (2020-05-15)
- 海外中资股专题—从 ETF 看外资流入—海外资金配置中国 (4) (2020-05-13)
- A 股市场投资者行为与资金流监控 20200508—个人、机构分歧减小, 北上资金流入放缓 (2020-05-11)
- A 股策略聚焦 20200510—共识凝聚, 5 月慢涨延续 (2020-05-10)
- 【中信证券策略】北向资金拆解周跟踪 (2020 年 5 月 6 日-5 月 8 日) (2020-05-10)
- 海外中资股专题—海外对中国的盈利下修到哪了? (2020-05-07)
- 海外中资股定期报告—海外“全中国组合”—2020 年 5 月 (2020-05-07)

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. 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。

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。