



中信证券研究部

核心观点



明明
FICC 首席分析师
S1010517100001



章立聪
资管与利率债首席
分析师
S1010514110002

近期固收+基金发展走出低谷，8月新发规模超过4月的3倍，银行理财固收+产品存续数量也在4月低谷后再创新高，据我们测算，截至9月16日，银行理财固收+产品存续规模已经达到14.25万亿元，占全部理财产品规模的比例接近50%。固收+产品为何能够全面回暖？后续又将如何发展？本文将作出全面分析。

■ **市场有所回暖，固收+产品全面走出低谷。**5月开始，权益市场逐步回暖，固收+基金在原口径下新发规模6月开始逐步走出低谷，单只平均发行规模更是全面恢复至2021年的平均水平。固收+理财产品存续数量4月月度环比减少8.97%，降幅创近几年新高，但5月开始强势反弹，6月存续数量和新发数量均创新高，根据我们测算，截至9月16日，其存续规模达到14.25万亿元，占全部理财产品规模比例达到48.94%。

■ **2022年上半年固收+产品发展回顾：受市场不振影响，二季度规模一度转缩。**2022年初以来，受到海外俄乌冲突和美联储加息缩表进程影响，全球权益市场负向共振，叠加我国局部地区散点疫情频繁扰动，A股市场亦表现不佳，上证指数4月底一度跌破3000点。在此情况下，固收+产品业绩表现不佳，风险收益与投资者预期不符，一度造成“赎回潮”，引发“股债双杀”，恶性循环之下，“固收+”基金净申购额创历史新低。固收+基金在“赎回潮”下规模不断收缩，按照可转债归为权益资产口径下测算固收+基金规模在2季度环比下降7.72%。

■ **权益市场有所反弹、固收+产品业绩回暖是主因。**2022年7月5日，上证综指一度较4月26日最低点反弹17.93%，随后又开始震荡行情。同时为提振实体经济，央行货币政策持续宽松，8月MLF调降10bps，存款利率机制改革、结构性货币政策工具等措施持续降低银行负债端压力，但各类政策传递到实体经济存在时滞，信贷数据恢复较慢助推银行“资产荒”，债市景气度维持高位。两者共同推动了固收+产品净值大幅反弹，银行理财破净产品数量大幅减少，固收+基金业绩持续回暖，带动了投资者信心回升，银行理财和基金公司也借机布局，推动固收+产品走出低谷。

■ **其他原因：**目前A股估值处于2015年以来相对低位，沪深300市盈率仅14.03倍，处于2015年以来17%的历史分位数，此外，沪深300指数相较2022年4月26日的年内最低点仅增长3.93%，具有较大的安全边际，逢低布局固收+产品正当其时。此外，现金理财整改过渡期仅余三个多月，整改过程中规模承压，为维持银行理财整体规模增长，必须大力发展固收+产品。银行理财固定管理费收取标准较低，但超出业绩基准后的超额收益业绩报酬远高于公募和私募基金，因此理财有足够动力发行固收+产品以增厚收入。

■ **未来发展展望：**短期来看，在全面净值化时代，纯固收产品乃至现金理财产品也要面临净值波动和回撤的情况下，部分投资者或更加青睐潜在收益相对更高的固收+产品。同时，“固收+”产品通过多资产配置、低相关性策略进一步增加了产品的稳定性，未来预计将吸引更多中低风险偏好投资者进入。长期来看，从发达国家和中国目前利率的走势来看，低利率环境是大势所趋，理财产品收益率持续走低，权益类资产成为增厚收益的重要来源，“固收+”产品大有可为。居民财富不断积累，理财意识持续提升，对于金融产品的需求逐步提高，“固收+”产品的规模也有望随着市场的壮大而迎来自然扩张。房住不炒常态化也将驱动居民资产配置进一步转移，参考美国居民的资产配置变化来看，金融资产在居民总资产配置中的占比还有一定上升空间，为固收+产品带来长期的趋势性机会。

目录

| | |
|--|-----------|
| 固收+产品全面走出低谷 | 5 |
| 市场回暖，固收+产品全面走出低谷..... | 5 |
| 上半年固收+产品发展历程回顾：受市场不振影响，二季度规模一度转缩..... | 6 |
| 固收+产品回暖原因分析 | 9 |
| 权益市场有所反弹，固收+产品业绩回暖是主因 | 9 |
| A 股估值处于相对低位，布局固收+产品正当其时 | 10 |
| 现金理财整改压力较大，发力固收+产品可助推理财整体规模扩张 | 11 |
| 未来发展展望 | 11 |
| 国内宏观 | 14 |
| 总量数据..... | 14 |
| 高频数据..... | 14 |
| 通货膨胀：猪肉价格小幅上涨，鸡蛋价格大幅下跌，工业品价格大体下行 | 16 |
| 重大事件回顾 | 18 |
| 国际宏观：美国 CPI 高于预期 | 19 |
| 美国方面： | 19 |
| 欧洲方面： | 19 |
| 流动性监测：银质押利率全面上行，SHIBOR 利率大体上行 | 20 |
| 公开市场操作 | 20 |
| 国际金融市场：美股、欧股全线下跌 | 21 |
| 美国市场：美股全线下跌 | 21 |
| 欧洲市场：欧股全线下跌 | 22 |
| 债市数据盘点：利率债收益全面上行 | 23 |
| 一级市场：本周计划发行 7 只利率债..... | 23 |
| 二级市场：利率债收益率全面上行..... | 24 |

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 2022 年固收+基金新发规模变化 | 5 |
| 图 2: 固收+理财产品存续及新发数量变化 | 6 |
| 图 3: 美国 CPI 持续超预期 | 6 |
| 图 4: 2022 年以来 A 股持续震荡 | 6 |
| 图 5: 3、4 月赎回潮引发“股债双杀”现象 | 7 |
| 图 6: “固收+”基金净申购量（亿份） | 7 |
| 图 7: 固收+基金规模变化（可转债不算权益资产） | 8 |
| 图 8: “固收+”基金净规模变化（可转债算作权益资产） | 8 |
| 图 9: 银行理财破净数量变化 | 10 |
| 图 10: 固收+基金平均年化收益率变化 | 10 |
| 图 11: 沪深 300 和标普 500 指数市盈率 2015 年以来历史分位数 | 10 |
| 图 12: 现金理财规模变化 | 11 |
| 图 13: 股债跷跷板效应较强 | 12 |
| 图 14: 10 年期国债和国开债到期收益率总体呈下降态势 | 13 |
| 图 15: 银行理财收益率下降明显 | 13 |
| 图 16: 城镇居民人均可支配收入及增速 | 13 |
| 图 17: 持有理财产品的投资者数量变化趋势 | 13 |
| 图 18: 中国居民总资产配置情况 | 14 |
| 图 19: 美国居民及非营利机构总资产配置情况 | 14 |
| 图 20: 房地产成交量同比增速 | 15 |
| 图 21: 住宅价格环比增速 | 15 |
| 图 22: 主要航运指数 | 15 |
| 图 23: CCBFI 同比与出口同比 | 15 |
| 图 24: PMI | 16 |
| 图 25: 发电量及同比增速 | 16 |
| 图 26: 三大高频物价指数 | 17 |
| 图 27: 商务部农产品价格 | 17 |
| 图 28: 猪肉价格 | 17 |
| 图 29: 大宗商品价格 | 17 |
| 图 30: CRB 指数同比领先 PPI 同比 | 17 |
| 图 31: 银行间回购加权利率 | 21 |
| 图 32: 银行间回购加权利率周变动 | 21 |
| 图 33: 标普 500 和标普 500 波动率(VIX) | 22 |
| 图 34: 美国国债收益率 | 22 |
| 图 35: 欧洲交易所指数 | 23 |
| 图 36: 欧元区公债收益率 | 23 |
| 图 37: 利率债发行到期 | 23 |
| 图 38: 国债中标利率与二级市场水平 | 23 |
| 图 39: 国开债中标利率与二级市场水平 | 24 |
| 图 40: 进出口债中标利率与二级市场水平 | 24 |
| 图 41: 农发债中标利率与二级市场水平 | 24 |
| 图 42: 主要利率债产品上周变动 | 25 |
| 图 43: 银行间国债收益率走势 | 25 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 44: 银行间国债每日变动 (相较上周) | 25 |
| 图 45: 银行间国开行金融债收益率走势 | 25 |
| 图 46: 银行间国开债每日变动 (相较上周) | 25 |
| 图 47: 银行间国开行定存浮息债扯平利率走势 | 26 |
| 图 48: 国开定存浮息债每日变动 (相较上周) | 26 |
| 图 49: 银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率 | 26 |
| 图 50: 国开 SHIBOR 浮息债每日变动 (相较上周) | 26 |

表格目录

| | |
|------------------------------|----|
| 表 1: 不同口径下固收+基金二季度末的规模 | 8 |
| 表 2: 上周公开市场操作情况 | 20 |
| 表 3: 本周计划发行利率债产品 | 24 |

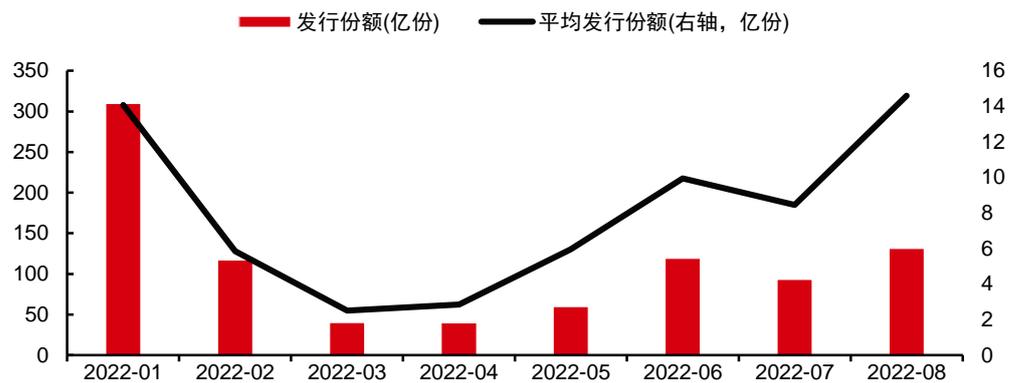
近期固收+基金发展走出低谷，8月新发规模超过4月的3倍，银行理财固收+产品存续数量也在4月低谷后再创新高，据我们测算，截至9月16日，银行理财固收+产品存续规模已经达到14.25万亿元，占全部理财产品规模接近50%。固收+产品为何能够全面回暖？后续又将如何发展？本文将作出全面分析。

■ 固收+产品全面走出低谷

市场回暖，固收+产品全面走出低谷

5月开始，权益市场逐步回暖，固收+基金在原口径下新发规模6月开始逐步走出低谷，单只平均发行规模更是全面恢复至2021年的平均水平。在权益市场表现不佳带动下，原口径下（指全部偏债混合、灵活配置、一级债基、二级债基）固收+基金新发规模在3、4、5月分别仅为40.16、39.78、59.57亿份，同比分别下降92.03%、92.44%、87.67%，单只基金平均新发规模分别仅为2.51、2.84、5.96亿份，市场信心跌至冰点。但在权益市场回暖，债券市场走牛之后，6月新发总规模达到119.23亿份，开始逐渐回暖，8月单只平均新发规模增长到14.59亿份，基本恢复到2021年的平均水平。

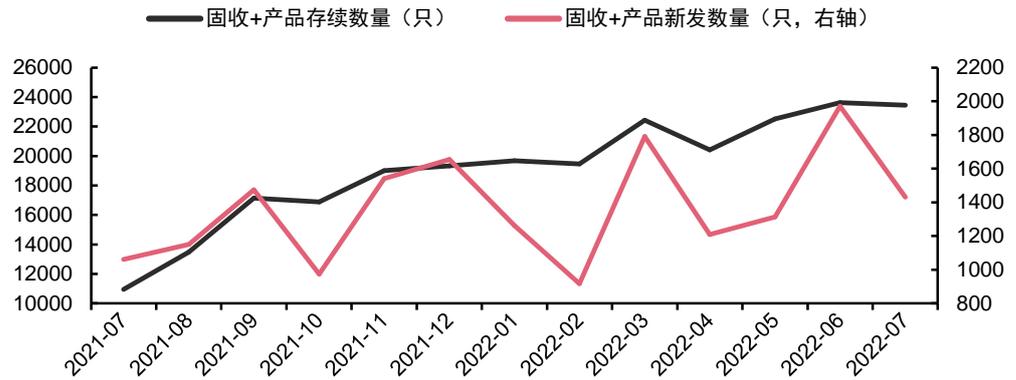
图1：2022年固收+基金新发规模变化（亿份）



资料来源：Wind，中信证券研究部

固收+理财产品存续数量4月月度环比减少8.97%，降幅创近几年新高，但5月开始强势反弹，6月存续数量和新发数量均创新高，根据我们测算，截至9月18日其存续规模达到14.25万亿元。2022年是银行理财全面净值化元年，刚兑已经成为历史，但投资者心态短时间内难以转变，对于净值未能达到业绩基准的情况短期尚可接受，但若是跌破净值仍然会打破客户的心理防线，引发赎回行为。4月底银行理财产品破净数量一度达到2076只，受此影响4月固收+产品存续数量环比降低8.97%。但在市场回暖之后，固收+产品仍然是银行全面净值化转型后最重要的发力方向之一，根据我们测算，截至9月18日，固收+理财产品存续规模达到14.25万亿元，占全部理财产品规模比例达到48.94%。

图 2: 固收+理财产品存续及新发数量变化

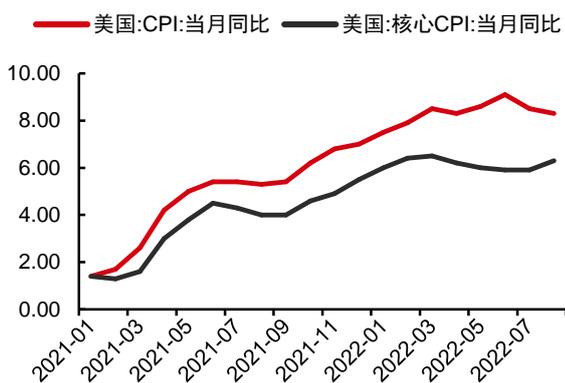


资料来源: 普益标准, 中信证券研究部

上半年固收+产品发展历程回顾: 受市场不振影响, 二季度规模一度转缩

2022 年初以来, 受到海外俄乌冲突和美联储加息缩表进程影响, 全球权益市场负向共振, 叠加我国局部地区散点疫情频繁扰动, A 股市场亦表现不佳, 上证指数 4 月底一度跌破 3000 点。2022 年以来, 海外地缘政治黑天鹅事件超出市场预期, 俄乌冲突愈演愈烈, 目前来看长期化趋势明显, 短期难以恢复和平状态, 欧洲能源与食品供应因此遭到严重冲击, 通胀压力加剧, 经济增长蒙上了一层阴影。同时, 美联储为应对连续超预期的 CPI 读数, 加息缩表进程有所加速, 中美利差倒挂, 外资流出压力渐重。叠加我国局部地区散点疫情频繁扰动, 消费复苏进程缓慢, 同时在加息进程下美国消费不振, 我国出口因此承压, 信贷数据也持续低迷, 带动 A 股市场表现不佳, 沪深 300、上证指数、创业板指数最低曾在 4 月 26 日分别较年初下跌 23.4%、26.3%和 35.3%。

图 3: 美国 CPI 持续超预期



资料来源: Wind, 中信证券研究部

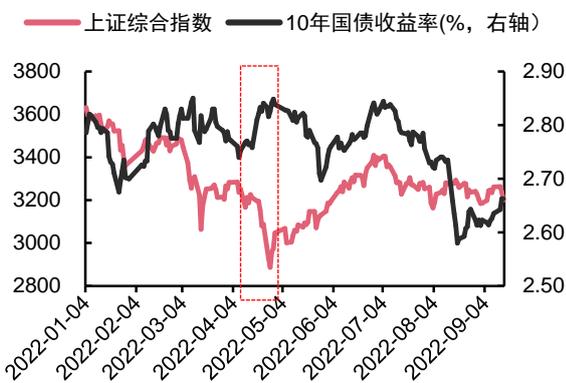
图 4: 2022 年以来 A 股持续震荡



资料来源: Wind, 中信证券研究部

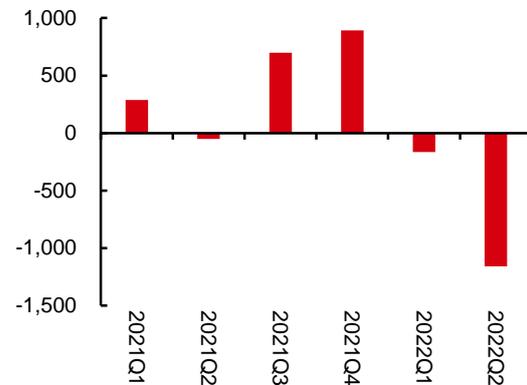
在此情况下，上半年固收+产品业绩表现不佳，风险收益与投资者预期不符，一度造成“赎回潮”，引发“股债双杀”，恶性循环之下，“固收+”基金净申购额创历史新低。在权益市场震荡之下，固收+产品回撤严重，引发投资者赎回，此时产品所配置的债券和权益资产存在较大的抛售压力，一方面导致债市收益率有所上行，另一方面股票市场中的前期累积收益已较高的赛道品种遭到优先抛售，赛道股的表现不佳打击了股票市场信心，带动股市进一步下探，一度引发“股债双杀”现象，继而进一步推动净值下跌，加剧了投资者的赎回行为，陷入恶性循环。Wind 数据显示，二季度“固收+”基金的净申购量-1159 亿份，创历史新低，银行固收+产品存续数量 4 月底环比减少 8.97%，最终导致“固收+”基金和理财产品市场规模转缩，发行遇冷。

图 5：3、4 月赎回潮引发“股债双杀”现象



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：“固收+”基金净申购量 (亿份)



资料来源：Wind，中信证券研究部

据中国基金报报道，近期部分基金公司接到窗口指导，要求对于基金合同定义的投资组合中权益资产占比上限超过 30%的产品，不能在宣传时将其称作“固收+”基金，且申报时可转债纳入权益资产范围。根据财联社报道，近期多家基金公司已收到监管窗口指导，未来将对“固收+”新产品的权益投资比例做进一步限制，其中，权益投资比例超过 30%的产品将不能被定义为“固收+”，二级债基与权益资产比例在 10-30%范围内的偏债混合型基金，才能称之为“固收+”产品，权益资产在该范畴之外的偏债混合型新基金，则不得以“固收+”的名义进行宣传，也不能按照“固收+”基金的特征对其进行推广。中国基金报也报道称，经多位公募人士证实，部分基金公司已接到窗口指导，要求对于基金合同定义的投资组合中权益资产占比上限超过 30%的产品，不能在宣传时将其称作“固收+”基金，也不能按照“固收+”基金的特征对其进行推广，且基金公司申报“固收+”基金产品时，会收到证监会提醒，基金投资范围中的可转债算入权益资产范围。

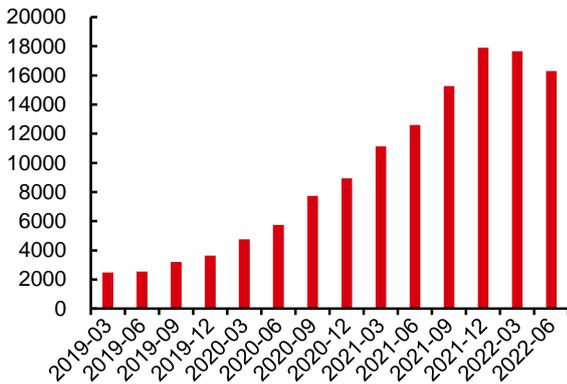
2022 年二季度固收+基金在“赎回潮”下规模不断收缩，按照可转债归为权益资产口径下测算，固收+基金规模 2 季度更是环比下降 7.72%。按照监管要求，我们按可转债归为固收类资产和可转债归为权益类资产两个口径分别测算了固收+基金二季度末的规模，显示 2022 年二季度在“赎回潮”下其规模不断收缩，两个口径下测算得到二季度环比下降幅度分别为 7.75%和 7.72%。

表 1：不同口径下固收+基金二季度末的规模

| 基金类型 | | 数量 | 份额（亿份） | 净资产（亿元） |
|---------|----------------------|------|----------|----------|
| 二级债基 | 总体 | 435 | 7922.45 | 10258.5 |
| | 符合“固收+”要求（可转债不算权益资产） | 294 | 6156.63 | 8296.69 |
| | 符合“固收+”要求（可转债算权益资产） | 224 | 5169.49 | 6637.29 |
| 一级债基 | 总体 | 401 | 6131.19 | 7183.9 |
| | 符合“固收+”要求（可转债不算权益资产） | 1 | 191.91 | 264.13 |
| | 符合“固收+”要求（可转债算权益资产） | 64 | 1064.24 | 1330.17 |
| 偏债混合 | 总体 | 721 | 6876.74 | 7433.59 |
| | 符合“固收+”要求（可转债不算权益资产） | 489 | 4975.93 | 5496.18 |
| | 符合“固收+”要求（可转债算权益资产） | 436 | 4397.87 | 4820.17 |
| 灵活配置 | 总体 | 1492 | 8923.46 | 15369.97 |
| | 符合“固收+”要求（可转债不算权益资产） | 261 | 1567.88 | 2234.5 |
| | 符合“固收+”要求（可转债算权益资产） | 252 | 1394.26 | 1979.47 |
| 固收+基金合计 | 符合“固收+”要求（可转债不算权益资产） | 1045 | 12892.35 | 16291.5 |
| | 符合“固收+”要求（可转债算权益资产） | 976 | 12025.86 | 14767.10 |

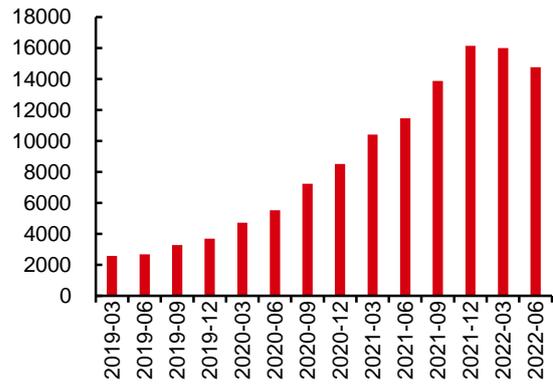
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 7：固收+基金规模变化（可转债不算权益资产，亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 8：“固收+”基金净规模变化（可转债算作权益资产，亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

■ 固收+产品回暖原因分析

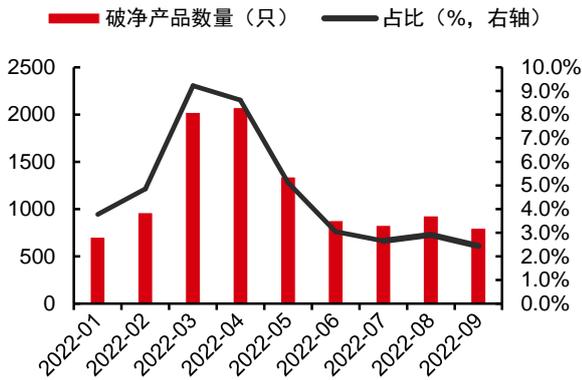
权益市场有所反弹，固收+产品业绩回暖是主因

2022年7月5日，上证综指一度较4月26日最低点反弹17.93%，随后虽又开始震荡行情，但在此过程中投资者对于固收+产品的信心回暖，银行理财和基金公司也借机布局，推动固收+产品走出低谷。今年以来权益市场的震荡造成固收+产品净值回撤，对投资者的心理冲击大于实质影响，在市场有所回暖后的调整期，前期在底部不舍得“割肉”的资金也逐步出清。银行理财和基金公司在市场信心回暖之后趁机加大布局，叠加投资者信心有所恢复，固收+产品作为全面净值化时代下的重要抓手走出低谷，逐步回暖。

为提振实体经济，央行货币政策持续宽松，8月MLF调降10bps，存款利率机制改革、结构性货币政策工具等措施持续降低银行负债端压力，但各类政策传递到实体经济存在时滞，信贷数据恢复较慢助推银行“资产荒”，债市景气度维持高位，也推动了固收+产品走出低谷。今年我国经济受到海内外各类不利因素影响，发展一度承压，央行为提振实体经济，一直维持了宽松的货币政策和积极的财政政策，8月MLF调降10bps，存款利率机制改革叠加结构性货币政策工具的精准滴灌，持续给银行负债端减压，同时，地方政府专项债发行、政策性金融工具等政策传导到实体经济存在一定时滞，因此信贷数据恢复较为缓慢，实体经济提振需要一定时间，而资金冗余在银行间市场，助推“资产荒”愈演愈烈。为提振收益，债市涌入大量资金，持续维持着较高的景气度，助推了固收+产品走出低谷，同时也为固收+产品提高了丰厚的打底收益，方便其进行更为积极的权益资产投资，为投资者赢得更多收益。

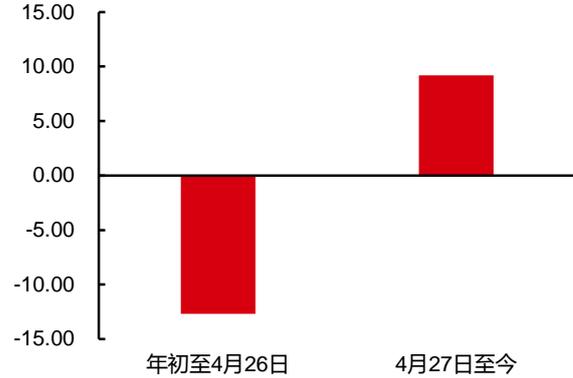
权益市场的反弹和债市景气度上行推动了固收+产品净值大幅反弹，银行理财破净产品数量大幅减少，固收+基金业绩持续反弹，带动了投资者信心回升。银行理财作为绝对收益产品，投资者风险偏好普遍较低，保本思维根深蒂固，因此破净数量大幅上行会打击投资者信心，但随着市场回暖，银行理财破净产品数量大幅减少，收益稳步上行，投资者信心回暖。固收+基金在4月26日后业绩也大幅反弹，年初至4月26日，固收+基金平均年化收益率为-12.69%，但4月26日至9月16日平均年化收益率达到了9.18%，带动固收+基金走出低谷。

图 9：银行理财破净数量变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：固收+基金平均年化收益率变化（%）



资料来源：Wind（可转债计入权益资产口径），中信证券研究部

A 股估值处于相对低位，布局固收+产品正当其时

目前 A 股估值处于 2015 年以来相对低位，沪深 300 市盈率仅 14.03 倍，处于 2015 年以来 17% 的历史分位数，此外，沪深 300 指数相较 2022 年 4 月 26 日的年内最低点仅增长 3.93%，具有较大的安全边际，逢低布局固收+产品正当其时。固收+产品将债券类资产作为打底收益，权益类资产用来增厚收益，目前来看，债市短期趋势不会扭转，且票息收益也足以支撑固收+产品前期收益积累，而目前 A 股估值处于相对低位，沪深 300 市盈率仅 14.03 倍，低于美国标普 500 指数的 19.81 倍，处于 2015 年以来 17% 的历史分位数，此外，近期 A 股有一定回撤，上证综指、沪深 300、创业板指相比 4 月 26 日年内最低点分别仅增长 8.31%、3.93%、10.09%，具有较大的安全边际。长期来看，此时配置具备较高的性价比，机构趁机推出固收+产品的动机较为强烈，投资者此时布局长期来看也是不错的配置时点，因此推动了新发产品持续回暖，市场情绪不断升温。

图 11：沪深 300 和标普 500 指数市盈率 2015 年以来历史分位数

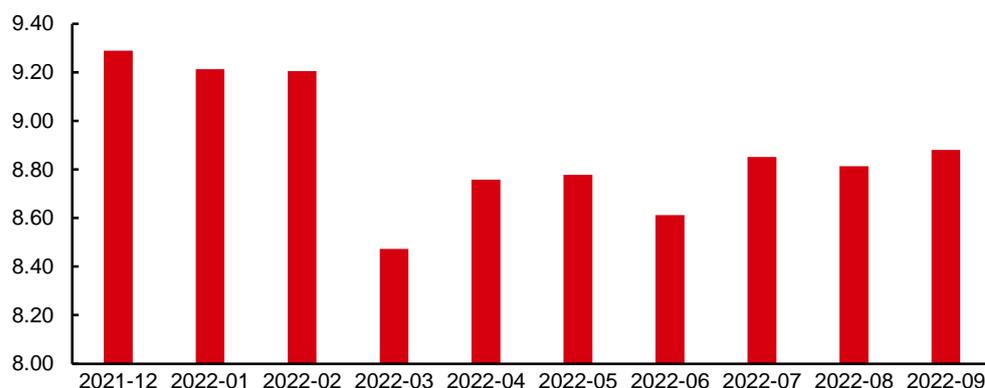


资料来源：Wind，中信证券研究部

现金理财整改压力较大，发力固收+产品可助推理财整体规模扩张

现金理财整改过渡期仅余三个多月，整改过程中规模承压，为维持银行理财整体规模增长，提高盈利能力，必须大力发展固收+产品。现金管理类理财新规发布后，监管标准逐步向货币基金看齐，整改过渡期截至 2022 年底，目前仅余三个多月，整体压力较大。同时现金理财收益率随整改进程推进不断下滑，对投资者吸引力不断减弱，因此现金理财规模不断收缩，据我们测算，截至 9 月 16 日，现金理财规模仅为 8.88 万亿，相比去年底降低 4.4%，为维持理财规模整体增长，必须加大固收+产品的发行力度，来承接部分对收益率要求较高的溢出资金。

图 12：现金理财规模变化（万亿元）



资料来源：普益标准，中信证券研究部测算 注：2022 年 9 月截至 16 日

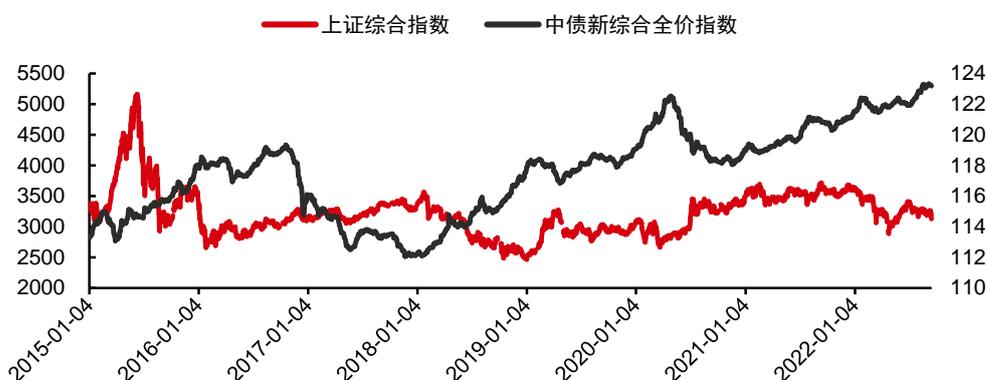
银行理财固定管理费收取标准较低，但超出基准的超额收益业绩报酬远高于公募和私募基金，因此理财有足够动力发行固收+产品以增厚收入。银行理财作为最普惠的金融产品，管理费收取标准较低，一方面是通过低费率扩大规模，一方面也是因为投资者对固定收费较为敏感。但在达到业绩基准后，客户对于理财提取高额业绩报酬接受度较高，理财产品的业绩报酬远高于公募和私募基金产品。就此来看，银行发行潜在收益较高、风险相对权益类产品更为可控的固收+产品动机较大，这也推动了市场回暖后，银行固收+理财产品新发数量快速冲高。

■ 未来发展展望

在全面净值化时代，纯固收产品乃至现金理财产品也要面临净值波动和回撤的情况下，部分投资者或更加青睐潜在收益相对更高的固收+产品，因此长期来看，固收+产品仍旧会成为“市场宠儿”。2022 年资管新规过渡期结束，在全面净值化时代下，一方面，纯固收产品乃至现金理财产品也要面临净值波动和回撤，另一方面，净值化转型打破刚兑之后，银行其他理财产品的收益率也有一定下行。在这样的背景之下，“固收+”产品在风险收益特征上的优势会更加凸显，兼具回撤相对较小、增长更稳健的特点。此外，过去重点投资银行理财的投资者一般为稳健型投资者，风险厌恶的同时又对收益率有一定要求，“固收+”产品或承接部分稳健型资金，驱动规模持续扩张。

“固收+”产品通过多资产配置、低相关性策略进一步增加了产品的稳定性，未来将吸引更多中低风险偏好投资者进入。2015年以来，股债跷跷板效应较强，上证综合指数与中债新综合全价指数反向变动特征明显，而“固收+”产品以债券资产作为基石追求绝对收益，同时在“+”部分增配权益类资产以增厚收益，在两种资产上均有敞口，可以通过调整配置比例灵活应对股债双牛、股强债弱、股弱债强、股债双熊等不同的市场环境，达到对冲风险、提高收益稳定性的目的。此外，打新、定增等带有制度特色的策略在获取主动收益的同时与传统资产相关性较低，有助于提高“固收+”产品的单位风险报酬，叠加宣传口径收紧后原本模糊了“固收+”产品稳定性特征的因素会受到约束，“固收+”产品或将吸引更多中低风险偏好投资者进入。

图 13：股债跷跷板效应较强



资料来源：Wind，中信证券研究部 数据截至 2022 年 9 月 16 日

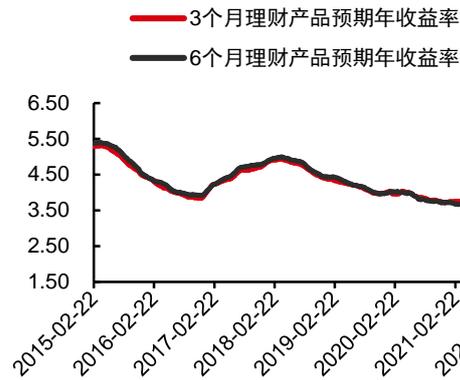
从发达国家和中国目前利率的长期走势来看，低利率环境是大势所趋，理财产品收益率持续走低。权益类资产成为增厚收益的重要来源，“固收+”产品大有可为。次贷危机后，全球普遍进入低利率时代。同时，我国经济由高速发展向高质量发展转型、地产城投等高收益资产供给减少，叠加人口增速降低、人口老龄化加剧以及技术进步放缓等因素，从长期来看，中国经济将逐步迈入低利率环境。在这样的环境之下，预计理财产品及部分基金的收益率都将有所下行，为了提高产品的投资回报，在确保产品安全性的前提下增配以权益类资产和另类资产为代表的风险资产成为了普遍的解决方案，也是未来理财产品和基金将会深入布局的方向，“固收+”产品可以在打底资产的基础上通过“+”来增厚收益，预计将成为各资管机构持续发力的方向。

图 14: 10 年期国债和国开债到期收益率总体呈下降态势 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 数据截至 2022 年 9 月 16 日

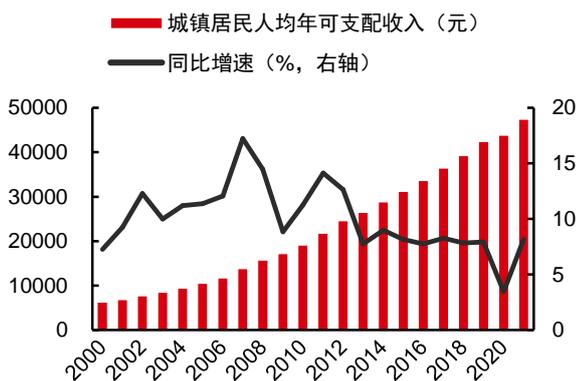
图 15: 银行理财收益率下降明显 (%)



资料来源: Wind (2 个月 MA), 中信证券研究部 数据截至 2022 年 9 月 16 日

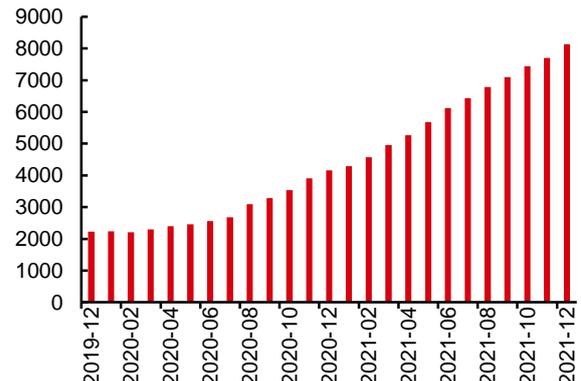
居民财富不断积累, 理财意识持续提升, 对于金融产品的需求逐步提高, “固收+”产品的规模也有望随着市场的壮大而迎来自然扩张。近 20 年来, 城镇居民人均可支配收入保持 10.15% 的复合平均增速, 截至 2021 年底, 城镇居民人均可支配收入已达 47412 元, 居民财富累积上升。且理财新规发布以来, 投资准入门槛有所降低, 理财投资者队伍逐步壮大, 理财投资者数量再创新高, 根据中国理财网数据, 2021 年底持有理财产品的投资者数量为 8129.90 万个, 相比 2020 年底增长 3967.42 万, 同比增长 95.31%, 其中, 个人投资者新增 3919.13 万人, 同比增长 94.48%; 机构投资者新增 48.29 万个, 同比增长 3 倍。居民财富累积叠加理财意识的提升拉动了投资需求上升, 为基金和理财行业的持续扩张奠定了基础, “固收+”产品的规模也有望随着市场的壮大而自然扩张。

图 16: 城镇居民人均可支配收入及增速 (元, %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 17: 持有理财产品的投资者数量变化趋势 (万个)

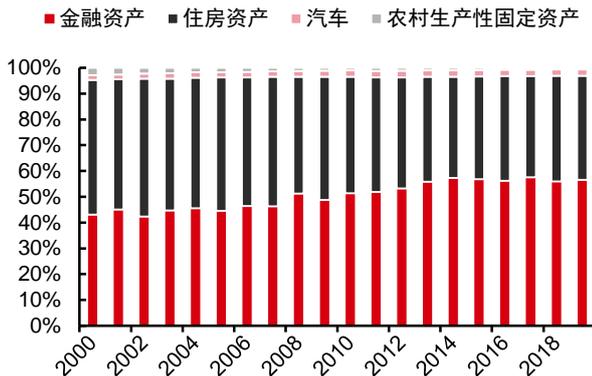


资料来源: 中国理财网, 中信证券研究部

房住不炒常态化可能驱动居民资产配置进一步转移, 参考美国居民的资产配置变化来看, 金融资产在居民总资产配置中的占比还有一定上升空间, 为固收+产品带来长期的趋势性机会。“房住不炒”自 2016 年在中央经济工作会议中首次提出以来, 已经连续 4 年成为中央经济工作会议对房地产市场的基本定调, 7 月 28 日中央政治局会议再次明确“要稳定房地产市场, 坚持房子是用来住的、不是用来炒的”定位。去年下半年以来地产监管收

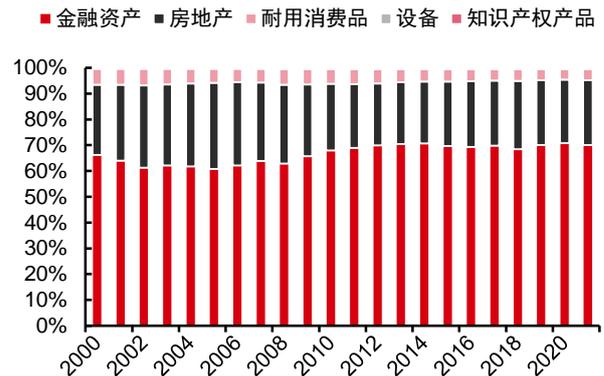
紧，房地产投资完成额和商品销售额增速均明显下行，二手房价格指数出现趋势性下滑，住房资产作为居民投资资产的性价比下降。根据中国社科院数据，截止 2019 年，中国居民资产中占比最大的资产项目为住房资产，达 232.46 万亿元，占居民总资产的 40%，参考美国居民和非营利机构资产配置情况，住房资产占比不足 25%，金融资产比重近七成，未来我国居民资产配置或加速向金融资产倾斜，居民资产在结构上的调整也会为“固收+”产品带来一定的发展机会。

图 18：中国居民总资产配置情况（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 19：美国居民及非营利机构总资产配置情况（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

国内宏观

总量数据

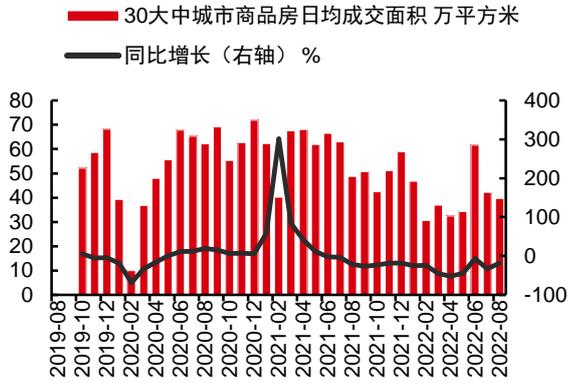
8 月经济改善总体略超预期。1-8 月全国固定资产投资同比增长 5.8%，wind 一致预期 5.3%，前值为 5.7%；8 月社会消费品零售总额同比增长 5.4%，wind 一致预期 4.2%，前值为 2.7%。8 月工业增加值同比增长 4.2%，增速较 7 月小幅回升 0.4 个百分点；老口径基建投资同比增长 15.4%，较 7 月加快 3.9 个百分点；制造业投资同比增长 10.6%，较 7 月增长 3.0 个百分点；地产投资同比下滑 13.8%，较前值降幅扩大 1.5 个百分点。

高频数据

房地产市场方面，截至 9 月 16 日，30 大中城市商品房成交面积累计同比下降 32.67%，其中一线城市累计同比下降 27.28%，二线城市累计同比下降 30.43%，三线城市累计同比下降 42.32%。上周整体成交面积较前一周下降 11.05%，一、二、三线城市周环比分别为 -21.34%、4.56%、-20.72%。重点城市方面，北京、上海、深圳商品房成交面积累计同比涨跌幅分别为 -22.71%、-25.85%、-23.51%，周环比涨跌幅分别为 -33.58%、-17.83%、-2.86%。9 月 14 日，在“中国这十年”系列主题新闻发布会上，住建部发言人称将继续扎实做好促进房地产市场平稳健康发展各项工作：一是，坚持一个定位，即房子是用来住的、不是用来炒的，这是做好房地产工作的根本遵循；二是，健全两个体系，一个是住房市场体系，一个是住房保障体系，两者缺一不可；三是，努力实现稳地价、稳房价、稳预期的目标；四是，完善人房地钱四个要素联动机制，以人定房、以房定地、以房定钱。

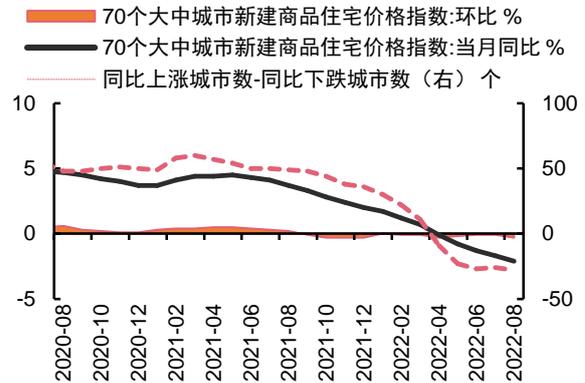
航运指数方面，截至9月16日，BDI指数上升28.03%，收1553点。CDFI指数上升10.02%。其中，海岬型船运费指数上周上涨126.04%至1519点。受欧洲能源危机和多地电力供应短缺推高煤炭需求影响，海岬型船运价大涨带动波罗的海干散货指数大幅上升。

图 20：房地产成交量同比增速



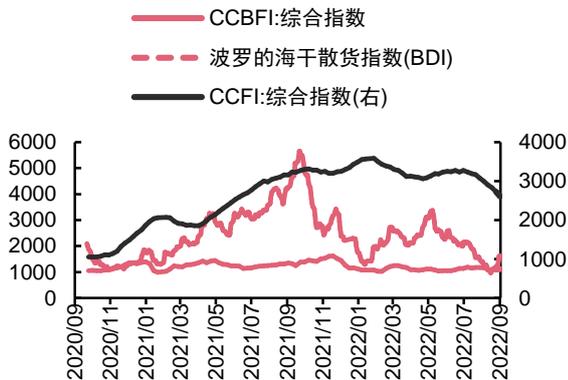
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 21：住宅价格环比增速



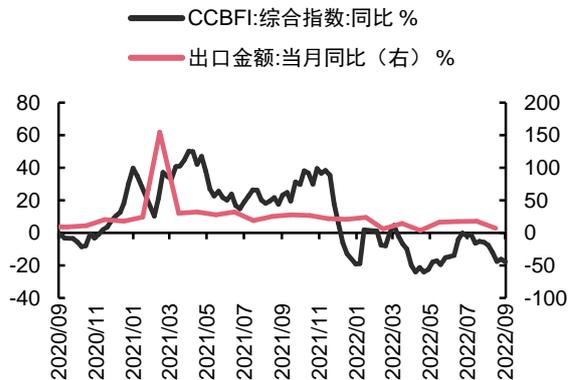
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：主要航运指数



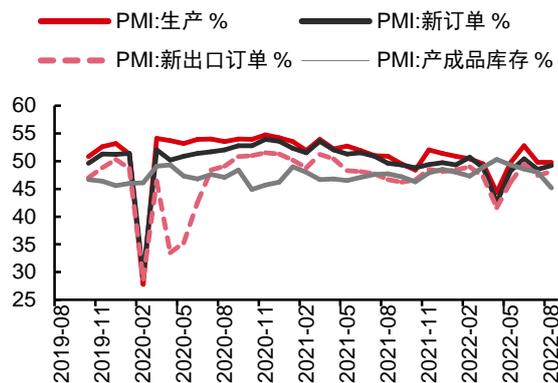
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：CCBFI 同比与出口同比



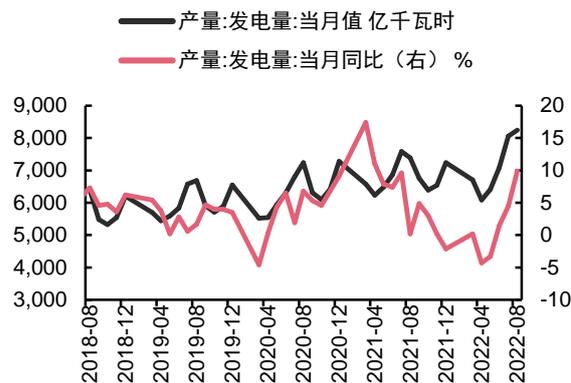
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24: PMI



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 25: 发电量及同比增速



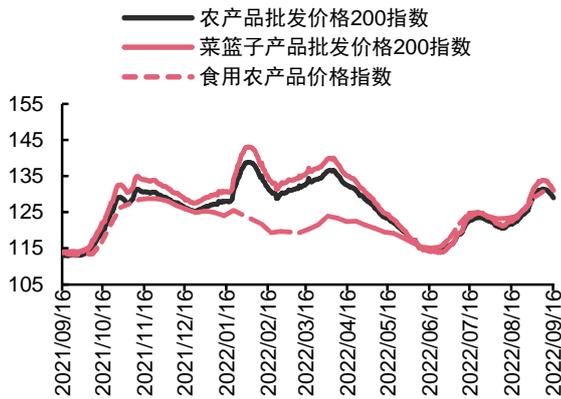
资料来源: Wind, 中信证券研究部

通货膨胀: 猪肉价格小幅上涨, 鸡蛋价格大幅下跌, 工业品价格大体下行

截至 9 月 16 日, 农业农村部 28 种重点监测蔬菜平均批发价较前周下跌 6.10%。从主要农产品来看, 生意社公布的外三元猪肉价格为 23.35 元/千克, 较前周上涨 0.65%; 鸡蛋价格为 10.38 元/千克, 较上周下跌 9.42%。本周猪肉价格小幅上涨。国内生猪市场供需博弈依旧剧烈, 生猪价格整体小幅震荡前行。一方面, 进入 9 月, 终端需求回升支撑猪价持续偏强运行; 另一方面, 国家储备冷冻肉适时投放, 政策保供稳价启动, 叠加养殖户出栏节奏总体正常, 猪肉价格不具备大幅上涨基础。预计后市猪肉价格仍将呈震荡走势。本周鸡蛋价大幅下跌。目前产蛋鸡存栏延续低位, 鸡蛋供应新增有限, 供给端维持偏紧局面。但中秋节前蛋价已处于高位, 而随着佳节备货结束, 市场需求由强转弱, 需求端无明显支撑, 蛋价持续回落。预计后市鸡蛋价格以偏弱运行为主。

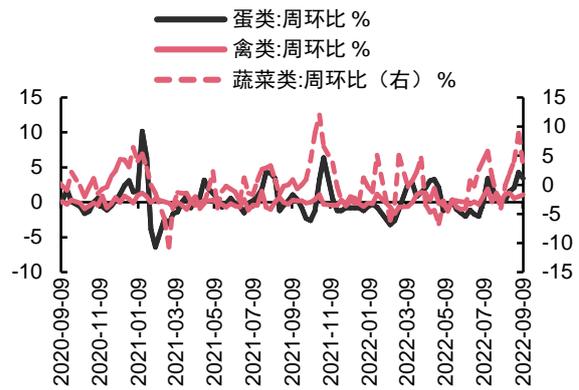
截至 9 月 16 日, 南华工业品指数较前一周上升 0.38%。能源价格方面, WTI 原油期货价报收 85.11 美元/桶, 较前周下降 1.94%。钢铁产业链方面, Myspic 综合钢价指数为 149.60, 较前周下降 0.47%。经销商螺纹钢价格为 3938.89 元/吨, 较前周下降 0.67%, 上游澳洲铁矿石价格为 772.44 元/吨, 较前周下降 0.26%。建材价格方面, 水泥价格为 394.00 元/吨, 与前周持平。本周上游澳洲铁矿石价格小幅下跌。随着天气好转, 先前发运船陆续到港, 同时澳洲发运量小幅增长, 到港预期增量明显, 铁矿石供给整体呈增长趋势。目前铁矿基本面相对平稳, 即使钢厂受盈利面边际转弱影响, 但钢厂自身库存偏低叠加国庆节前补库预期, 铁矿仍有需求释放。预计短期内铁矿石价格有小幅反弹机会。

图 26: 三大高频物价指数



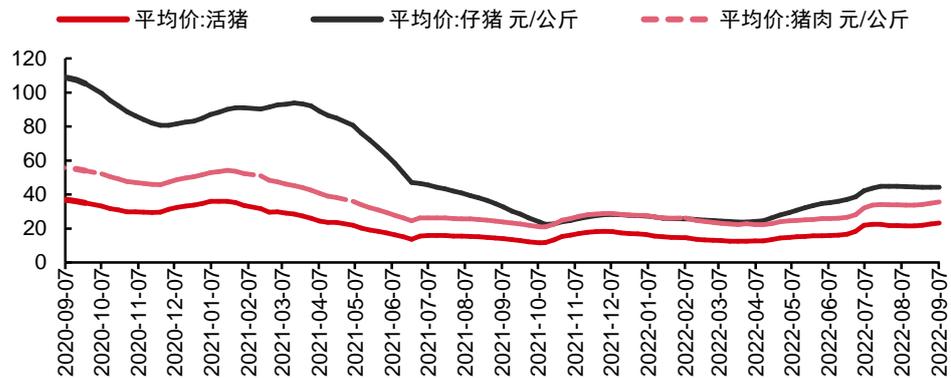
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 27: 商务部农产品价格



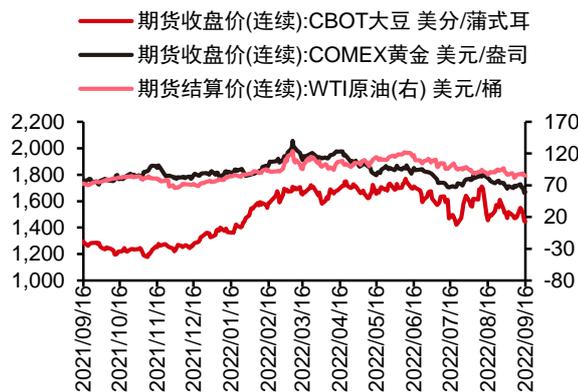
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 28: 猪肉价格



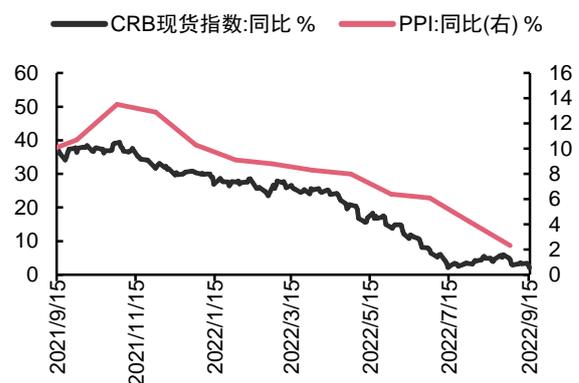
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 29: 大宗商品价格



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 30: 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12日，国务院总理李克强主持召开国务院专题会议。会议提出，稳经济要靠市场主体，要在助企纾困同时，促进消费恢复成为主拉动力、更大力度扩有效投资，为市场主体创造需求、提振信心。运用阶段性财政贴息、研发费用加计扣除、政策性金融工具等，支持薄弱领域设备更新改造。这几年保持宏观政策可持续性，没有大幅增加财政赤字、超发货币，正因为如此物价保持了平稳，为今年预留下政策工具。要继续出台稳经济阶段性政策，能用尽用、快出快落地。（资料来源：新华社）

9月13日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，决定进一步延长制造业缓税补缴期限，确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，部署进一步稳外贸稳外资举措。会议决定，对制造业中小微企业、个体工商户缓缴的所得税等五税两费，9月1日起再延迟4个月补缴，涉及缓税4400亿元。同时对制造业新增留抵税额即申即退，2个工作日到账，今年后4个月再为制造业退税320亿元。对制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等第四季度更新改造设备，支持银行以不高于3.2%利率投放中长期贷款。人民银行按贷款本金的100%予以专项再贷款。再贷款额度2000亿元，期限1年、可展期两次。落实已定中央财政贴息2.5%政策，今年第四季度内更新改造设备的贷款主体实际贷款成本不高于0.7%。保障外贸企业用能、物流等，必要时全力予以支持。抓紧新设一批跨境电商综试区，更大力度支持海外仓。确定优化电子电器行业管理措施，并核准福建漳州二期和广东廉江一期核电项目。（资料来源：郑州市金融工作局官网）

9月14日，中共中央宣传部举行“中国这十年”系列主题新闻发布会。住房和城乡建设部新闻发言人、住房改革与发展司司长王胜军表示，保交楼专项工作正在紧张有序的进行当中，将会同有关部门，继续扎实做好促进房地产市场平稳健康发展各项工作。一是坚持一个定位，也就是房子是用来住的、不是用来炒的。这是做好房地产工作的根本遵循。二是健全两个体系，一个是住房市场体系，一个是住房保障体系，这两者缺一不可。三是努力实现稳地价、稳房价、稳预期的目标。四是完善人房地钱四个要素联动机制，以人定房、以房定地、以房定钱。关于保交楼，上个月住建部会同财政部、人民银行等有关部门出台了专门措施，以政策性银行专项借款的方式，支持有需要的城市推进已售逾期难交付的住宅项目建设交付，目前专项工作正在紧张有序的进行当中。（资料来源：国务院新闻办公室网站）

9月15日，六大国有银行下调部分存款利率。工行、农行、中行、建行、交通银行和邮储银行将从9月15日起调整个人存款利率，包括活期存款和定期存款在内的多个品种利率有不同幅度的微调。其中，三年期定期存款和大额存单利率下调15个基点，一年期和五年期定期存款利率下调10个基点，活期存款利率下调0.5个基点。目前，这六大银行挂牌的活期存款年利率为0.25%；一年期定期存款利率为1.65%；三年期定期存款年利率为2.6%；五年期定期存款年利率也是2.65%。（资料来源：央视新闻）

9月16日，中国人民银行货币政策司在人民银行网站刊发题为《创新和完善货币政策调控 促进经济运行在合理区间》的文章。文章指出，当前我国面临的外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固。但我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持较强韧性，我国货币政策空间充足，政策工具丰富，促进经济保持在合理区间具备诸多有利条件。从国际看，全球经济放缓、通胀高位运行、地缘政治风险持续，主要发达经济体加快收紧货币政策，给全球带来的溢出影响明显加大。从国内看，我国经济延续恢复态势，但仍有小幅波动，正处于经济回稳最吃劲的节点。下一步，人民银行将按照党中央、国务院部署，实施好稳健的货币政策，坚持以我为主、稳中求进，兼顾稳就业和稳物价、内部均衡和外部均衡，加力巩固经济恢复发展基础，不搞大水漫灌、不透支未来，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。（资料来源：中国人民银行网站）

■ 国际宏观：美国 CPI 高于预期

美国方面：

9月13日，美国公布8月CPI环比上涨0.1%，高于预期值-0.1%，前值为0.0%，同比上涨8.3%，高于预期值8.0%，前值为8.5%；8月核心CPI环比上涨0.6%，高于预期值和前值0.3%，同比上涨6.3%，高于预期值6.0%，前值为5.9%。（数据来源：美国劳工部）

9月14日，美国公布8月PPI同比增长8.7%，预期值为8.8%，前值为9.8%，环比-0.1%，预期值-0.1%，前值-0.5%；8月核心PPI同比上升7.3%，前值7.6%，预期值7.1%，环比上升0.4%，高于预期和前值的0.3%；至9月9日当周EIA原油库存增加244.2万桶，预期增加83.3万桶，前值增加884.5万桶。（数据来源：美国劳工统计局、美国供应管理协会）

9月15日，美国公布至9月10日当周首次申请失业救济人数21.3万人，预期值22.7万人，前值22.2万人；8月零售销售环比上升0.3%，预期值-0.1%，7月前值0%。（数据来源：美国劳工部、美国商务部）

9月16日，美国公布密歇根大学消费者信心指数初值为59.5，预期值为60.0，8月的终值为58.2。（数据来源：密歇根大学）

欧洲方面：

9月12日，英国公布7月GDP环比增长0.2%，预期值0.3%，前值-0.6%。（数据来源：英国国家统计局）

9月13日，英国公布8月失业率3.9%，前值3.90%；7月三个月ILO失业率3.6%，为1974年7月以来新低，预期值3.80%，前值3.80%。（数据来源：英国国家统计局）

9月14日，英国公布8月CPI同比上涨9.9%，预期值10%，前值10.1%，环比上涨0.5%，预期值0.6%，前值0.6%。（数据来源：英国国家统计局）

9月16日，欧盟公布8月欧元区调和CPI同比终值9.1%，预期9.1%，前值8.9%，8月调和CPI环比终值为0.6%，预期0.5%，前值0.5%。（数据来源：欧盟统计局）

■ 流动性监测：银质押利率全面上行，SHIBOR 利率大体上行

公开市场操作

上周（9月12日-9月16日）有80亿元逆回购和4000亿元MLF投放，100亿元逆回购和6000亿元MLF到期，流动性净回笼2020亿元。本周（9月19日-9月23日）有80亿元逆回购资金和400亿元国库现金定存自然到期。

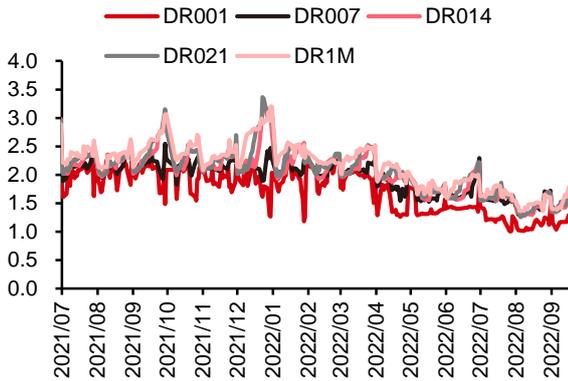
表 2：上周公开市场操作情况（亿元）

| | 2022-9-12 | | 2022-9-13 | | 2022-9-14 | | 2022-9-15 | | 2022-9-16 | |
|---------|-----------|------|-----------|-----|-----------|-----|-----------|-------|-----------|-----|
| | 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 | | | 20 | -40 | 20 | -20 | 20 | -20 | 20 | -20 |
| 14天逆回购 | | | | | | | | | | |
| 28天逆回购 | | | | | | | | | | |
| 6个月MLF | | | | | | | | | | |
| 1年期MLF | | | | | | | 4000 | -6000 | | |
| 1年期TMLF | | | | | | | | | | |
| 降准 | | | | | | | | | | |
| 国库现金定存 | | | | | | | | | | |
| 投放总计 | 4080 | | | | | | | | | |
| 到期总计 | | 6100 | | | | | | | | |
| 净投放 | -2020 | | | | | | | | | |

资料来源：Wind，中信证券研究部

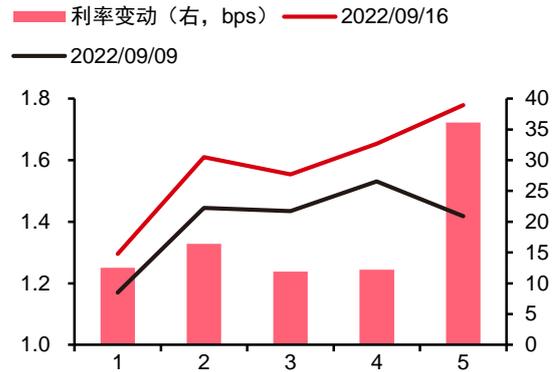
货币市场：银质押利率全线上行，SHIBOR 利率大体上行。DR001 加权平均利率为 1.30%，较上周变动 12.53bps；DR007 加权平均利率为 1.61%，较上周变动 16.43bps；DR014 加权平均利率为 1.55%，较上周变动 11.92bps；DR021 加权平均利率为 1.65%，较上周变动 19.31bps；DR1M 加权平均利率为 1.78%，较上周变动 36.12bps。截至 9 月 16 日，SHIBOR 方面，隔夜、7 天、1 个月、3 个月对比上周分别变动 12.1bps、16.7bps、0.8bp、-0.1bp 至 1.29%、1.64%、1.51%、1.60%。

图 31: 银行间回购加权利率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 32: 银行间回购加权利率周变动



资料来源: Wind, 中信证券研究部

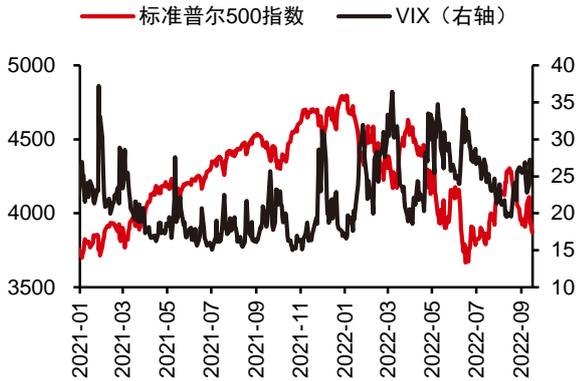
■ 国际金融市场：美股、欧股全线下跌

美国市场：美股全线下跌

9月12日-9月16日：美国三大股指全线下跌，纳指跌5.48%，标普500指数跌4.77%，道指跌4.14%。

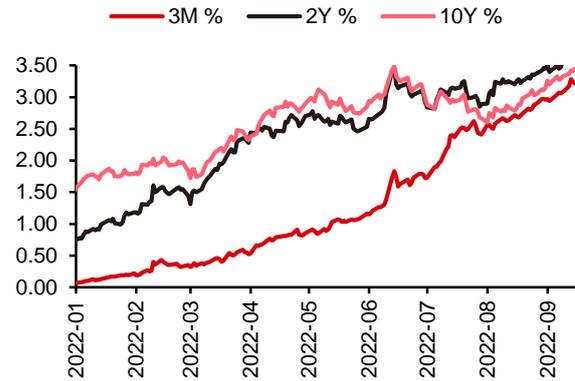
周一，市场已充分预期9月加息75个基点，市场关注本周二即将公布的8月CPI数据，并乐观预期通胀将会走软，当日美国三大股指全线上涨，道指涨0.71%，标普500指数涨1.06%，纳指涨1.27%。周二，美国劳工统计局公布8月CPI超预期上涨，再度强化市场对美联储激进加息的预期，当天美国三大股指全线收跌，道指跌3.94%，标普500指数跌4.32%，纳指跌5.16%。周三，美国劳工部公布8月PPI基本符合预期，暂时停止了周二抛售潮，当天美股三大指数集体收涨，纳指涨0.74%，标普500指数涨0.34%，道指涨0.1%。周四，8月零售数据高于预期，初请失业救济人数连续五周下降，数据显示美国经济依然强劲，为美联储激进加息提供空间，当天美国三大股指全线下跌，标普500指数跌1.13%，纳指跌1.43%，道指跌0.56%。周五，美国物流巨头联邦快递在前日盘后预披露截至8月底的第一财季数据全面不及预期，同时撤回2023财年的指引，引发市场对于经济衰退的担忧，当天美国三大股指全线下跌，道指跌0.45%，纳指跌0.90%，标普500指数跌0.72%。

图 33: 标普 500 和标普 500 波动率(VIX)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 34: 美国国债收益率



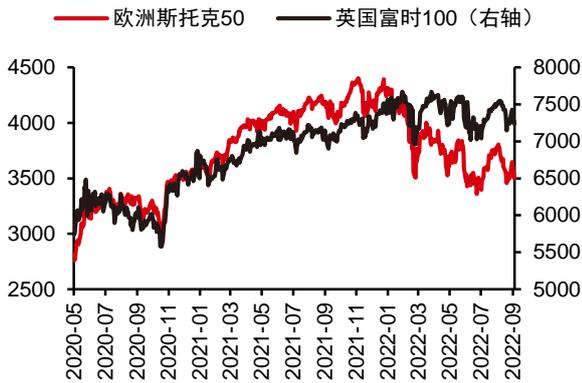
资料来源: Wind, 中信证券研究部

欧洲市场：欧股全线下跌

9月12日-9月16日：欧洲三大股指全线下跌，德国DAX30指数跌2.65%，英国富时100指数跌1.56%，法国CAC40指数跌2.17%。

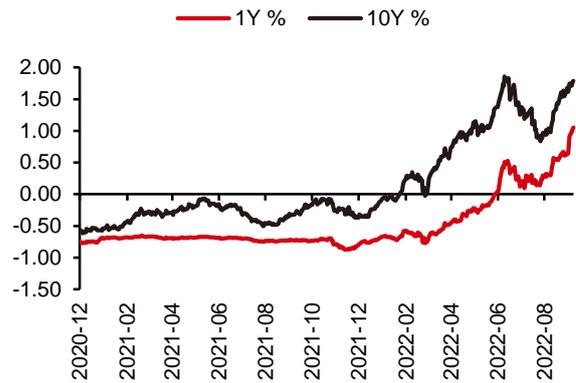
周一，消息称欧盟能源干预计划提出减少电力需求的目标，并对能源公司征收“特殊和临时”税以重新分配其部分利润，当日欧洲三大股指全线上涨，英国富时100指数涨1.66%，德国DAX30指数涨2.4%，法国CAC40指数涨1.95%。周二，美国劳工部公布的8月通胀数据超预期使得欧美股市集体遭受重挫，当天欧洲三大股指全线下跌，德国DAX指数跌1.59%，法国CAC40指数跌1.39%，英国富时100指数跌1.17%。周三，欧盟委员会公布紧急干预市场以降低电价的一系列措施，欧洲央行首席经济学家连恩表示，通胀仍然过高，预计这将要求欧洲央行在未来几次会议上继续加息，当天欧洲主要股指全线下跌，德国DAX指数跌1.22%，法国CAC40指数跌0.37%，英国富时100指数跌1.47%。周四，欧洲央行副行长Guindos表示要采取坚决行动以实现价格稳定，预计欧元区产出增长将放缓，当日欧股主要指数涨跌不一，英国富时100指数涨0.07%，法国CAC40指数跌1.04%，德国DAX30指数跌0.55%。周五，欧盟统计局公布欧元区8月CPI年率终值9.1%，创历史新高，欧央行行长拉加德发表讲话表示，绝对希望避开第二轮通胀的影响，央行行动可能会影响经济增长，但价格稳定是首要任务，欧洲央行管委雷恩主张提前启动紧缩周期，当天欧股主要指数全线下跌，英国富时100指数跌0.62%，法国CAC40指数跌1.31%，德国DAX30指数跌1.66%。

图 35: 欧洲交易所指数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 36: 欧元区国债收益率 (%)



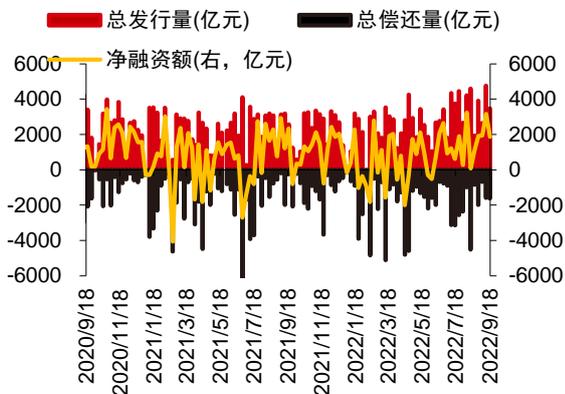
资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 债市数据盘点：利率债收益全面上行

一级市场：本周计划发行 7 只利率债

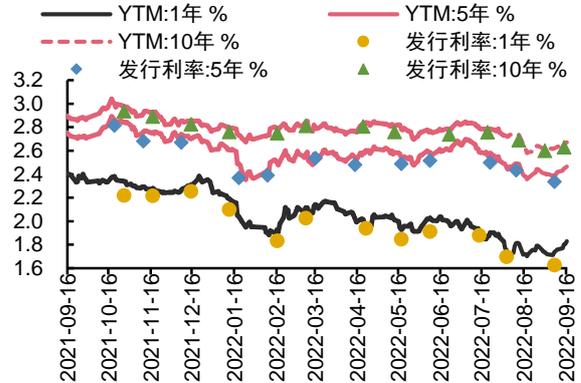
上周（9月12日-9月16日）一级市场共发行 24 只利率债。本周（9月19日-9月23日）计划发行 7 只利率债，计划发行总额 2570.00 亿元。

图 37: 利率债发行到期



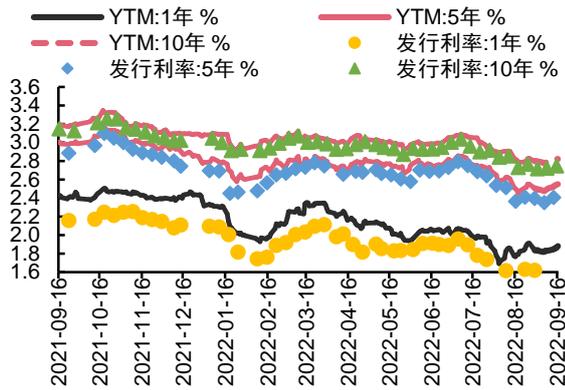
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 38: 国债中标利率与二级市场水平



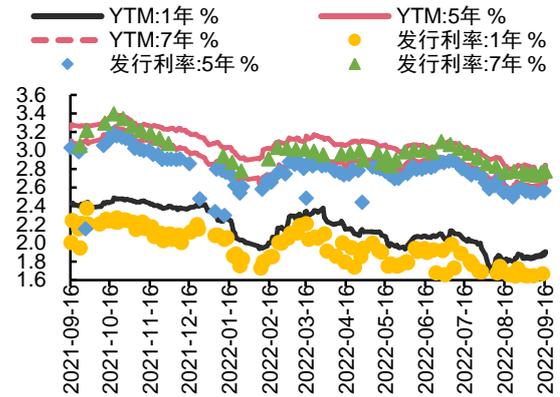
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 39：国开债中标利率与二级市场水平



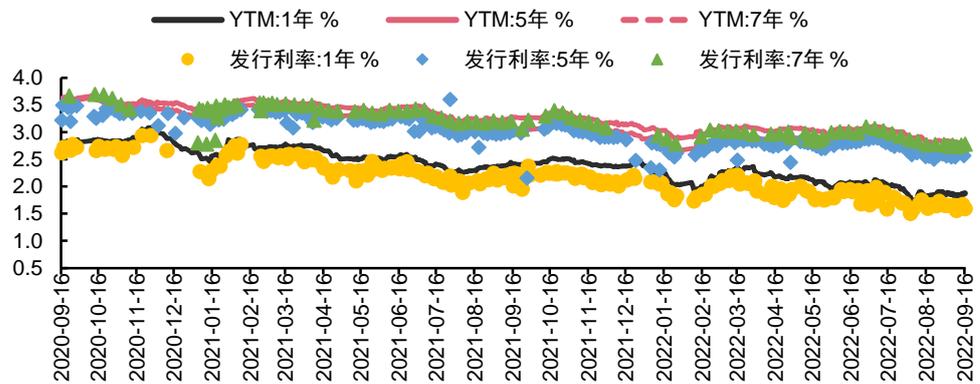
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 40：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 41：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 3：本周计划发行利率债产品

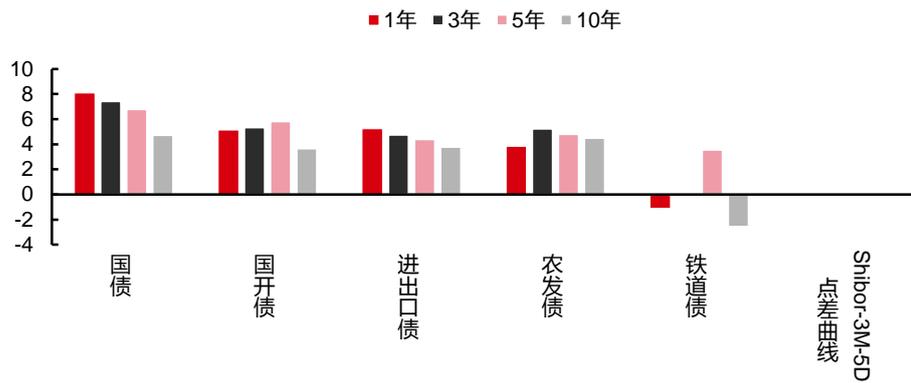
| 交易代码 | 债券简称 | 发行起始日 | 发行规模 (亿) | 发行期限(年) | Wind 债券类型 (二级) |
|-----------------|-------------------|------------|----------|---------|----------------|
| 220406Z6.IB | 22 农发 06(增6) | 2022-09-19 | 78.2000 | 3.0000 | 政策银行债 |
| 220407Z3.IB | 22 农发 07(增3) | 2022-09-19 | 71.8000 | 5.0000 | 政策银行债 |
| 092218004Z06.IB | 22 农发清发 04(增发 6) | 2022-09-20 | 20.0000 | 7.0000 | 政策银行债 |
| 092218003Z13.IB | 22 农发清发 03(增发 13) | 2022-09-20 | 50.0000 | 2.0000 | 政策银行债 |
| 220018X.IB | 22 附息国债 18(续发) | 2022-09-21 | 850.0000 | 3.0000 | 国债 |
| 220021.IB | 22 附息国债 21 | 2022-09-23 | 850.0000 | 7.0000 | 国债 |
| 229953.IB | 22 贴现国债 53 | 2022-09-23 | 650.0000 | 0.4986 | 国债 |
| 合计 | | | 2570.00 | | |

资料来源：Wind，中信证券研究部

二级市场：利率债收益率全面上行

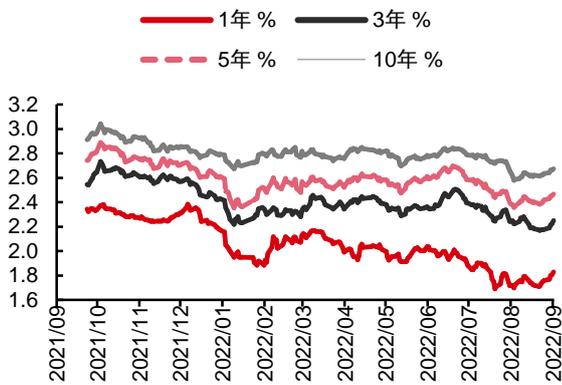
上周利率债收益率全面上行。截至 9 月 16 日，国债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动 8.08bps、7.44bps、6.80bps、4.74bps。国开债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动 5.15bps、5.33bps、5.83bps、3.66bps。

图 42：主要利率债产品上周变动



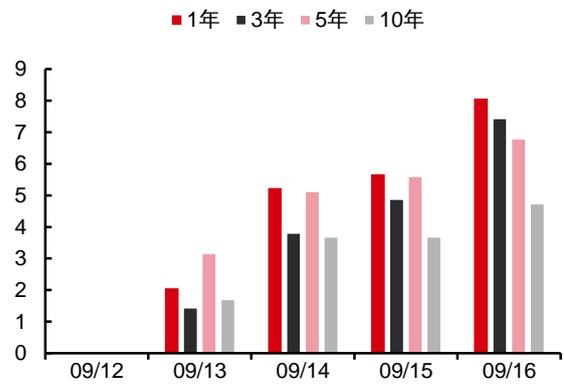
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 43：银行间国债收益率走势



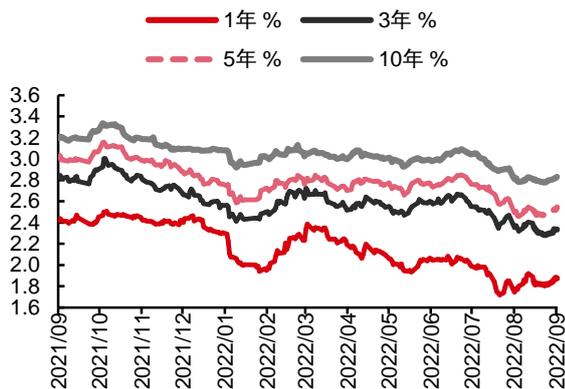
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 44：银行间国债每日变动（相较上周）



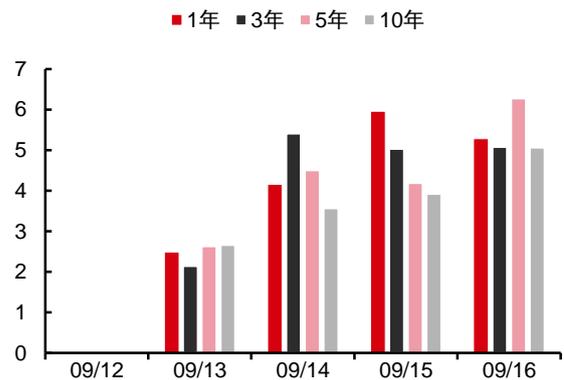
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 45：银行间国开行金融债收益率走势



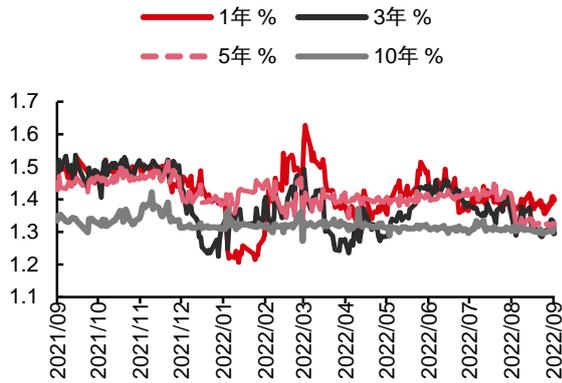
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 46：银行间国开债每日变动（相较上周）



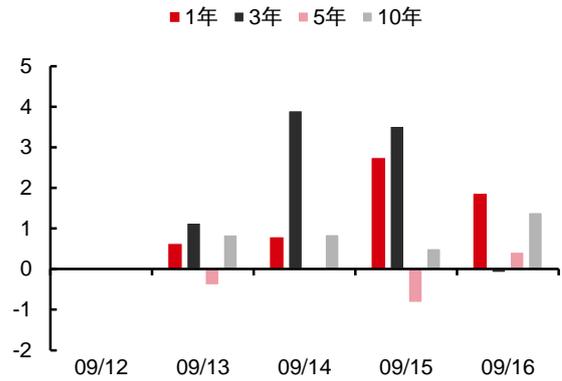
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 47: 银行间国开行定存浮息债扯平利率走势



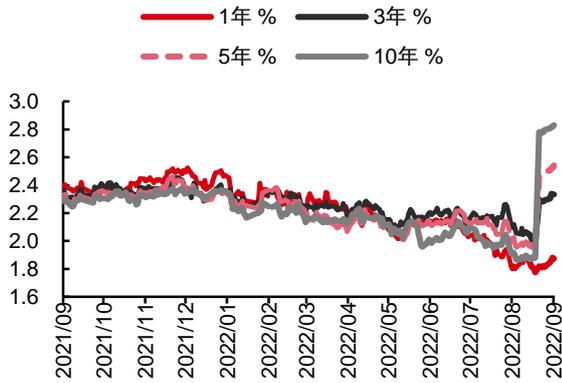
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 48: 国开定存浮息债每日变动(相较于上周)



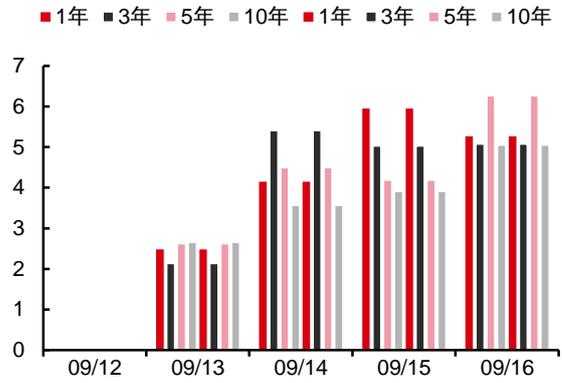
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 49: 银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 50: 国开 SHIBOR 浮息债每日变动(相较于上周)



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。

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。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持任何观点的背书。

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。

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 2022 版权所有。保留一切权利。