



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

2022年7月11日，首批8个政策性金融债交易型开放式指数证券投资基金（以下简称政金债ETF）正式获批，近日陆续开启认购，其中华安仅用两天募集规模即达到上限80亿，提前结束认购，深受市场追捧。政金债ETF有什么特点？我国债券ETF相比美国又有哪些不足？未来会如何发展？政金债ETF的发行又会给市场带来什么影响？本文将进行详细分析。

■ **政金债ETF正式获批起售，深受市场追捧。**2022年7月11日，首批八个政金债ETF正式获批，丰富了债券ETF产品序列。7月26日起至今，已经有3只基金陆续开启认购，募集规模上限均为80亿份，其中华安中债1-5年国开债ETF仅2日募集份额已超80亿上限，提前结束募集，深受市场追捧。

■ **政金债ETF的特点：**政金债ETF属于被动型指数型债券基金，运营成本较低，费率低廉，加总费率仅0.35%-0.5%，与货币基金和同业存单指数基金接近，远低于场外政金债指数基金和短债基金。相比此前的债券ETF，本次的政金债ETF采用现金申赎模式，同时以ETF模式运作，相比场外政金债指数基金可提高整体的资金使用效率和投资者的申赎体验。政金债ETF为《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》发布以来首批跨市场债券ETF，突破挂钩标的在交易所市场的局限，有利于促进银行间和交易所市场互联互通，银行间市场巨大的债券体量也将为政金债ETF发展提供支撑。

■ **政金债ETF的风险收益特征：**对比同业存单AAA指数和短债基金指数的收益率和波动率情况，政金债指数的收益表现较优，但波动也相对较大。由于被动跟踪的指数相同，政金债ETF风险收益特征或趋向于场外政金债指数基金，在3.6%左右，但由于ETF的交易较为频繁，波动率和最大回撤可能略高于场外政金债指数基金。

■ **他山之石：美国债券ETF发展历程借鉴：**美国债券ETF规模不断扩张，2021年达到1.23万亿美元，成为一种重要的大类资产配置工具。其市场集中度高，管理资产规模前十大的基金公司占全市场份额的95.62%，规模前十的债券ETF产品资产规模占市场全部产品规模的36.11%。美国债券ETF依靠授权参与者（AP）在一级市场申赎，二级市场也有成熟的做市商制度，提供充足的流动性。费率低廉推动了美国债券ETF发展，吸引了大量个人投资者。

■ **国内债券ETF市场现状：**债券指数类产品发展较晚，直到2019年国内债券指数基金才出现爆发式发展，但规模占比仍然较低，仅1.44%。从跟踪指数标的看，跟踪政金债的债券指数基金较多，达到257只，占比为87.7%。国内债券ETF的发展相对债券指数基金而言，起步更晚、发展更缓，目前债券型ETF仅13只，规模仅317亿元且规模不稳定，受债市波动影响大。

■ **未来发展展望：**参考美国经验来看，债券ETF运行机制可考虑引入中间人参与提高市场运行效率，另外推动二级市场上做市商制度的不断成熟或可弥补一定的流动性缺陷。《暂行规定》也有望持续催化债券ETF市场的成熟，未来全债ETF、信用债ETF或将登上舞台，受到市场追捧。参考美国债券ETF的发展，低费率、流动性优势之下，个人投资者占比也将有所增加。

■ **对债市的影响：**华安中债1-5年国开债ETF仅2日募集份额已超80亿的募集上限，若待发行及正处于申报流程的14只基金全部进入市场，按平均份额为60亿份来看，或推动非法人产品增持政策性金融债1.2%以上。期限结构上，跟踪5年以下期限指数的ETF数量相对略多，或推动政金债期限利差有所走阔；具体券种上，国开债的配置力量相对最强，或拉动国开债收益率有所下行。

目录

政金债 ETF 正式获批起售，深受市场追捧	5
政金债 ETF 的特点	6
被动跟踪政金债指数，费用低廉	6
采用现金申赎，流动性优势凸显	6
具备跨市场属性，便利投资者参与银行间市场投资	7
政金债 ETF 的风险收益特征	8
他山之石：美国债券 ETF 发展历程借鉴	11
美国债券 ETF 市场发展情况	11
美国债券 ETF 运作机制	14
费率低廉推动美国债券 ETF 发展，吸引大量个人投资者	15
规模最大的全债 ETF：iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	16
国内债券 ETF 市场现状	17
债券指数基金市场现状	17
债券 EFT 市场现状	18
未来发展展望及对债市的影响	20
债券 EFT 市场发展展望	20
政金债 ETF 或将推动非法人产品增持政策性金融债 1.2% 以上	21
国内宏观	22
总量数据	22
高频数据	22
通货膨胀：猪肉价格小幅上涨，鸡蛋价格持续上涨，工业品价格涨跌互现	24
重大事件回顾	26
国际宏观：美国 7 月新增非农就业人数超预期	27
美国方面：	27
欧洲方面：	27
流动性监测：银质押利率与 SHIBOR 利率全面下行	27
公开市场操作：流动性净回笼 60 亿元	27
国际金融市场：美股涨跌互现、欧股全线上涨	28
美国市场：美股涨跌互现	28
欧洲市场：欧股全线上涨	29
债市数据盘点：利率债收益率全面下行	30
一级市场：本周计划发行 9 只利率债	30
二级市场：利率债收益率全面下行	32

插图目录

图 1：传统债券 ETF 运作模式	7
图 2：互联互通结构图	7

图 3: 银行间市场和交易所市场政金债存续数量及规模	8
图 4: 四类指数收益率变化 (以 2016 年年初为基期=100)	9
图 5: 四类指数波动率变化	10
图 6: 各基金成立以来算术平均年化收益率对比	10
图 7: 各基金成立以来算术平均年化波动率和最大回撤对比	11
图 8: 美国 ETF 规模变化	11
图 9: 美国不同类别 ETF 规模变化	12
图 10: 美国 2021 不同跟踪标的 ETF 占比情况	12
图 11: 美国债券 ETF 规模与占比变化	12
图 12: 美国债券 ETF 跟踪券种分布	13
图 13: 美国债券 ETF 各类券种收益费用情况	13
图 14: 美国 ETF 市场运作机制	14
图 15: 2020 年每个 ETF 产品日均活跃 AP 个数	15
图 16: 2021 年 ETF 产品二级市场流动性占比	15
图 17: 美国债券 ETF 费率变化	15
图 18: AGG 跟踪指数成分券占比情况	16
图 19: AGG 跟踪指数成分券评级情况	16
图 20: AGG 跟踪指数成分券期限	16
图 21: AGG 总回报率与基准收益率对比	17
图 22: 债券指数基金数量变化	18
图 23: 债券指数基金规模变化情况	18
图 24: 被动指数型债券基金投资者结构	18
图 25: ETF 市场规模变化情况	19
图 26: ETF 不同类占比情况	19
图 27: 债券 ETF 净资产规模变化情况	19
图 28: 非法人机构政金债托管量	21
图 29: 政金债 ETF 期限结构	22
图 30: 政金债 ETF 跟踪标的情况	22
图 31: 房地产成交量同比增速	23
图 32: 住宅价格环比增速	23
图 33: 主要航运指数	23
图 34: CCBFI 同比与出口同比	23
图 35: PMI	24
图 36: 发电量及同比增速	24
图 37: 三大高频物价指数	25
图 38: 商务部农产品价格	25
图 39: 猪肉价格	25
图 40: 大宗商品价格	25
图 41: CRB 指数同比领先 PPI 同比	25
图 42: 银行间回购加权利率	28
图 43: 银行间回购加权利率周变动	28
图 44: 标普 500 和标普 500 波动率	29
图 45: 美国国债收益率	29
图 46: 欧洲交易所指数	30
图 47: 欧元区公债收益率	30
图 48: 利率债发行到期	30

图 49: 国债中标利率与二级市场水平.....	30
图 50: 国开债中标利率与二级市场水平	31
图 51: 进出口债中标利率与二级市场水平	31
图 52: 农发债中标利率与二级市场水平	31
图 53: 主要利率债产品上周变动.....	32
图 54: 银行间国债收益率走势.....	32
图 55: 银行间国债每日变动（相较上周）	32
图 56: 银行间国开行金融债收益率走势	32
图 57: 银行间国开债每日变动（相较上周）	32
图 58: 银行间国开行定存浮息债扯平利率走势	33
图 59: 国开定存浮息债每日变动（相较上周）	33
图 60: 银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率	33
图 61: 国开 SHIBOR 浮息债每日变动（相较上周）	33

表格目录

表 1: 政金债 ETF 发行情况.....	5
表 2: 政金债 ETF 费率与其他产品对比情况	6
表 3: 银行间市场与交易所市场交易及结算差异点	8
表 4: 政金债 ETF 投资标的和期限情况.....	9
表 5: 美国市场前十大债券 ETF 管理公司	13
表 6: 美国市场前十大债券 ETF 产品.....	13
表 7: ICI 关于 ETF 个人投资者的调查	16
表 8: 13 只债券型 ETF 明细情况	20
表 9: 上周公开市场操作情况.....	27
表 10: 本周计划发行利率债产品	31

2022年7月11日，首批8个政策性金融债交易型开放式指数证券投资基金（以下简称政金债ETF）正式获批，近日陆续开启认购，其中华安仅用两天募集规模即达到上限80亿，提前结束认购，深受市场追捧。政金债ETF有什么特点？我国债券ETF相比美国又有哪些不足？未来又会如何发展？政金债ETF的发行又会对债券ETF市场带来什么影响？本文将进行详细分析。

■ 政金债ETF正式获批起售，深受市场追捧

2022年7月11日，首批八个政金债ETF正式获批，丰富了债券ETF产品序列。今年4月份以来，公募市场迎来政金债ETF申报潮，4月22日，南方、华安、富国、国泰、招商、建信和博时6家基金公司首批申报政金债ETF获受理，此后，相继有其他基金公司递交材料获得受理。7月11日，首批共8个政策性金融债交易型开放式指数证券投资基金正式获批，近日陆续开启认购。截至2022年8月3日，仍有9个政金债ETF产品的申报材料处于审理中。

表 1：政金债ETF发行情况

	基金管理人	基金名称
已通过审批	平安基金管理有限公司	中债0-3年国开行债券交易型开放式指数基金
	招商基金管理有限公司	中证政策性金融债3-5年交易型开放式指数基金
	国泰基金管理有限公司	中债1-3年政策性金融债交易型开放式指数基金
	华安基金管理有限公司	中债1-5年国开行债券交易型开放式指数基金
	博时基金管理有限公司	中债0-3年国开行债券交易型开放式指数基金
	建信基金管理有限责任公司	中债7-10年政策性金融债交易型开放式指数基金
	富国基金管理有限公司	中债7-10年政策性金融债交易型开放式指数基金
	广发基金管理有限公司	中债农发行债券交易型开放式指数基金
材料受理中	西部利得基金管理有限公司	中债1-5年政策性金融债交易型开放式指数基金
	大成基金管理有限公司	中债1-5年政策性金融债交易型开放式指数基金
	工银瑞信基金管理有限公司	中债7-10年政策性金融债交易型开放式指数基金
	华夏基金管理有限公司	中债7-10年政策性金融债交易型开放式指数基金
	浦银安盛基金管理有限公司	中证政策性金融债1-3年交易型开放式指数基金
	华富基金管理有限公司	中证5年恒定久期国开债交易型开放式指数基金
	汇添富基金管理股份有限公司	中债1-5年政策性金融债交易型开放式指数基金
	华泰柏瑞基金管理有限公司	中债1-3年国开行债券交易型开放式指数基金
	南方基金管理股份有限公司	上海清算所0-5年政策性金融债交易型开放式指数基金

资料来源：Wind，中信证券研究部

7月26日起至今，已经有3只跟踪政金债的ETF基金陆续开启认购，募集规模上限均为80亿份，其中华安中债1-5年国开债ETF仅2日募集份额已超80亿上限，提前结束募集，深受市场欢追捧。7月26日、27日和29日，博时中债0-3年国开行债券ETF、华安中债1-5年国开行债券ETF、富国中债7-10年政策性金融债ETF分别发行公告宣布在八月初开启认购，募集目标均为80亿份，其中华安中债1-5年国开行债券ETF在8月1日开启认购后仅2日募集份数已超目标额，在8月3日已结束认购，火爆程度超预期。

■ 政金债 ETF 的特点

被动跟踪政金债指数，费用低廉

政金债 ETF 属于被动型指数型债券基金，运营成本较低，费率低廉，**加总费率仅 0.35%-0.5%**，与货币基金和同业存单指数基金接近，远低于场外政金债指数基金和短债基金。政金债 ETF 为被动型指数基金，管理难度较小，运营成本低，另外目前已开启认购的三只基金均采用抽样复制策略，投资于标的指数中具有代表性和流动性的成份券和备选成份券，或选择非成份券作为替代，以最低的交易成本构建与指数涨跌基本一致的样本组合，因此费率本身较为低廉，相比非公募基金还具有税收优势。通过与场外政金债指数基金、其他债券 ETF、货币基金、同业存单指数基金和短债基金的费率对比之下发现，政金债 ETF 不收取申赎费用，加总费率仅为 0.35%-0.5%，与货币基金和同业存单指数基金接近，而场外政金债指数基金需要收取管理费、托管费、认购费用、申赎费用、销售交易费用等，总费率较高，此前存续的 13 只债券 ETF 中也有 8 只 ETF 的总费率高于政金债 ETF。相比之下，政金债 ETF 在费率方面具有较大优势。

表 2：政金债 ETF 费率与其他产品对比情况（%）

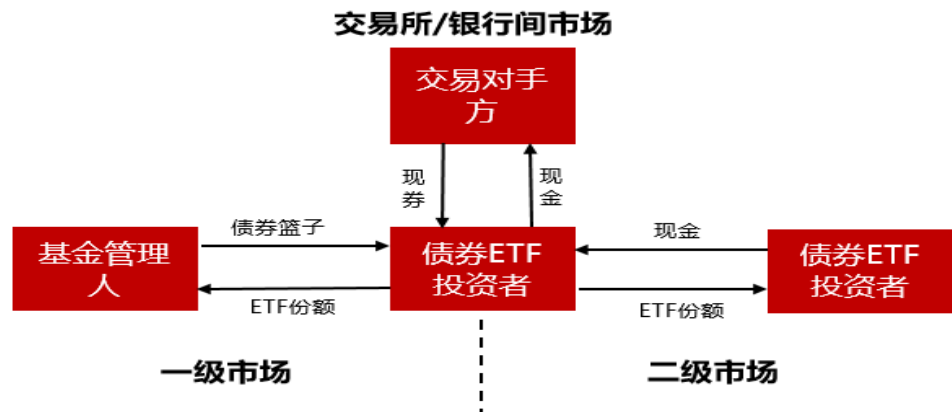
	管理费率	托管费率	认购费率	销售交易费率	申购费率	赎回费率	总费率
政金债 ETF	0.15	0.05	0.15-0.3				0.35-0.5
其他债券 ETF	0.22	0.07	0.2-0.4				0.5-0.7
场外政金债指数基金	0.16	0.05	0.15-0.8	0.11	0-0.8	0-1.5	
同业存单指数基金	0.2	0.05		0.2			0.45
货币基金	0.25	0.07		0.14			0.45
短债基金	0.28	0.08	0-1.2	0.21	0-0.6	0-1.5	

资料来源：Wind，中信证券研究部

采用现金申赎，流动性优势凸显

相比此前的债券 ETF，本次的政金债 ETF 采用现金申赎模式，同时以 ETF 模式运作，相比场外政金债指数基金可提高整体的资金使用效率和投资者的申赎体验。普通政金债指数基金可通过场外以现金进行申购赎回，赎回到账一般需要 T+3 或更长时间，而 ETF 模式之下，投资者可以通过在一级市场认申购 ETF 基金份额，在二级市场买卖基金份额，资金最快可以实现在卖出当天可用，投资者投资更加灵活便捷，信息也更加透明。对比部分债券 ETF 采用的实物申赎模式，由于此前互联互通还未完全落地，实物申赎模式下债券 ETF 只能持有沪深两市的债券标的，投资者赎回得到的一篮子债券也可能存在流动性较低、信用质量差的问题，而现金申赎模式可以同时覆盖交易所市场和银行间市场，ETF 赎回也可直接变现，申赎体验和效率都更具优势。

图 1：传统债券 ETF 运作模式

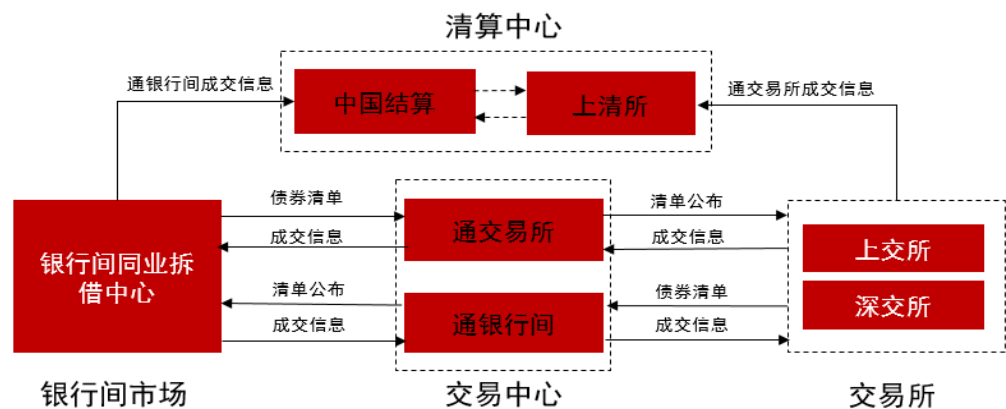


资料来源：证监会，中信证券研究部

具备跨市场属性，便利投资者参与银行间市场投资

年初《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》(以下简称《暂行办法》)发布，规则条文实现了对业务范围和业务环节的全面覆盖，形成统一市场和统一价格，境内互联互通机制建设取得重大进展。境内债券市场融合是大势所趋，早在 2019 年《关于做好开放式债券指数证券投资基金创新试点工作的通知》就明确提出“拟推出跨市场债券品种为投资标的，可在交易所上市交易或在银行间市场协议转让的债券指数公募基金”，但是由于两个市场在交易、清算等规则上差异较大，跨市场债券 ETF 始终没有落地。2022 年 1 月 20 日，上海证券交易所、深圳证券交易所、全国银行间同业拆借中心、中国证券登记结算有限责任公司、银行间市场清算所股份有限公司联合发布了《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》，构建了银行间债券市场与交易所债券市场互联互通规则基础，为跨市场投资提供了有力保障，也为跨境债券 ETF 产品推出创造了基础设施。

图 2：互联互通结构图



资料来源：证监会，中信证券研究部

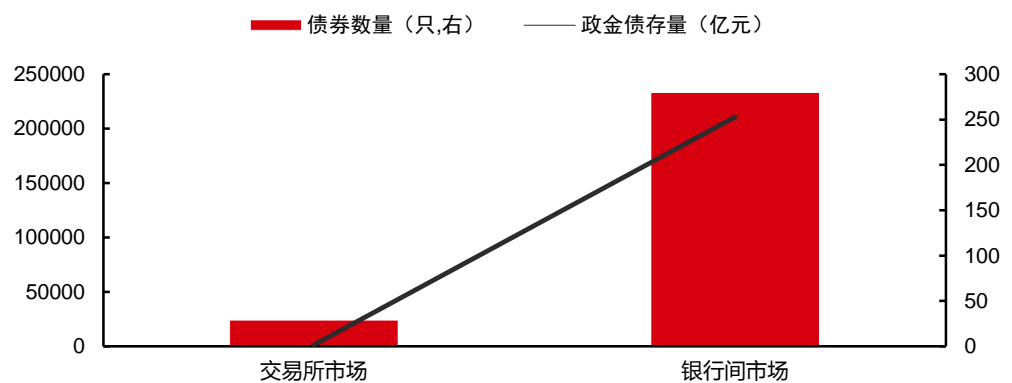
表 3：银行间市场与交易所市场交易及结算差异点

	银行间市场	交易所市场
交易场所	全国银行间同业拆借中心	上交所、深交所
交易方式	询价交易	集中竞价交易
结算、清算制度	实时全额逐笔结算机制	中央对手方的净额结算机制
托管机构	二级托管制度，中央结算公司为一 级托管机构，柜台业务开办机构为二级托管	二级托管制度，中央结算公司为一 级托管机构，中债登为二级托管

资料来源：证监会，银保监会，中信证券研究部

政金债 ETF 为《暂行办法》发布以来首批跨市场债券 ETF，突破挂钩标的在交易所市场的局限，有利于促进银行间和交易所市场互联互通，银行间市场巨大的债券体量也将为政金债 ETF 发展提供支撑。一直以来，银行间市场进入门槛较高，根据《有关调节银行间债市非金融企业达标投资者准入条件规定的通告》有关规定，非金融企业参与银行间市场投资需满足“依规在相关监管机构或其授权的领域自我约束机构进行备案的投资管理公司或是别的组织拥有或监管的金融业净资产总额不低于 1000 万余元，其他组织资产总额不低于 1000 万余元”的要求，高门槛使得很多投资无法参与到银行间市场债券市场投资中，交易所市场要求相对宽松，但市场规模较银行间市场小。根据 wind 数据，截止 2022 年 8 月 4 日，银行间债券市场共存续政策性银行债 280 只，债券余额总计为 21.06 万亿元，上海和深圳证券交易所共存续政策性银行债 29 只，债券余额总计为 1421.10 亿元。本次获批的政金债 ETF 为《暂行办法》发布以来首批跨市场债券 ETF，具有一定的开创性。其跨市场主要体现在，不同于单市场 ETF，在投资标的上政金债 ETF 可跟踪银行间市场政金债、国开债等，交易所市场、银行间市场可一同参与申赎与交易，叠加使用灵活度更高的现金赎回模式，可以促进银行间、交易所市场互联互通。同时，银行间债券市场庞大的体量也将为政金债 ETF 发展提坚定支撑。

图 3：银行间市场和交易所市场政金债存续数量及规模（亿元，只）



资料来源：Wind，中信证券研究部

政金债 ETF 的风险收益特征

相比其他债券 ETF，政金债 ETF 主要跟踪信用风险极低的政策性金融债，同时覆盖了不同期限产品，丰富了低风险基金产品序列。八只政金债 ETF 中，3 只跟踪国开债，4

只跟踪政策性金融债，1 只跟踪农发债，均为信用风险较低的品种，覆盖了 0-3、3-5、7-10 等不同期限的品种，相比其他地方债、可转债 ETF 等来说风险更小。指数标的优势与 ETF 模式优势叠加，有望吸引低风险偏好的资金进入。

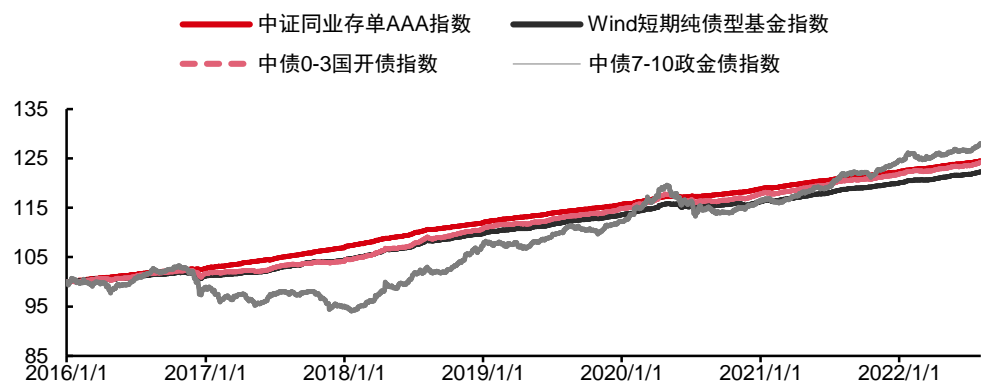
表 4：政金债 ETF 投资标的和期限情况

基金名称	指数分类	期限
平安中债 0-3 年国开行债券交易型开放式指数基金	国开债	0-3
招商中证政策性金融债 3-5 年交易型开放式指数基金	政金债	3-5
国泰中债 1-3 年政策性金融债交易型开放式指数基金	政金债	1-3
华安中债 1-5 年国开行债券交易型开放式指数基金	国开债	1-5
博时中债 0-3 年国开行债券交易型开放式指数基金	国开债	0-3
建信中债 7-10 年政策性金融债交易型开放式指数基金	政金债	7-10
富国中债 7-10 年政策性金融债交易型开放式指数基金	政金债	7-10
广发中债农发行债券交易型开放式指数基金	农发债	

资料来源：Wind，中信证券研究部

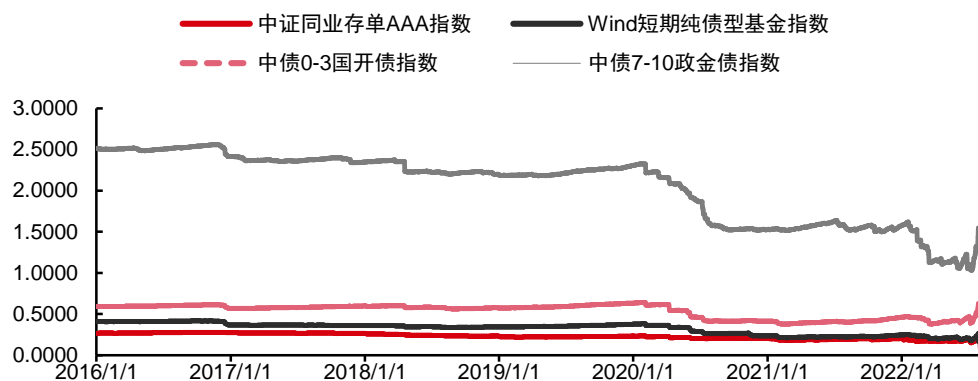
对比同业存单 AAA 指数和短债基金指数的收益率和波动率情况，政金债指数的收益表现较优，但波动也相对较大。选取通过审批的政金债 ETF 跟踪较多的 7-10 年政策性金融债指数和 0-3 年国开行债指数，与大部分同业存单指数基金跟踪的中证同业存单 AAA 指数和 wind 短债基金指数对比，0-3 年国开行债指数收益表现与同业存单指数基金和短债基金指数较为相似，期限更长的 7-10 年政策性金融债指数近一年的表现更为突出。从波动率上看，两个政策性金融债指数的波动率虽然在近两年有所减小，但也仍较同业存单指数和短债指数更高，尤其是收益率更突出的 7-10 年政策性金融债指数，其波动率甚至高于 0-3 年国开行债指数。总体来说，政金债在收益率表现上具有一定的优势，但同时也需要承受更高的风险。

图 4：四类指数收益率变化（以 2016 年年初为基数=100）



资料来源：Wind，中信证券研究部

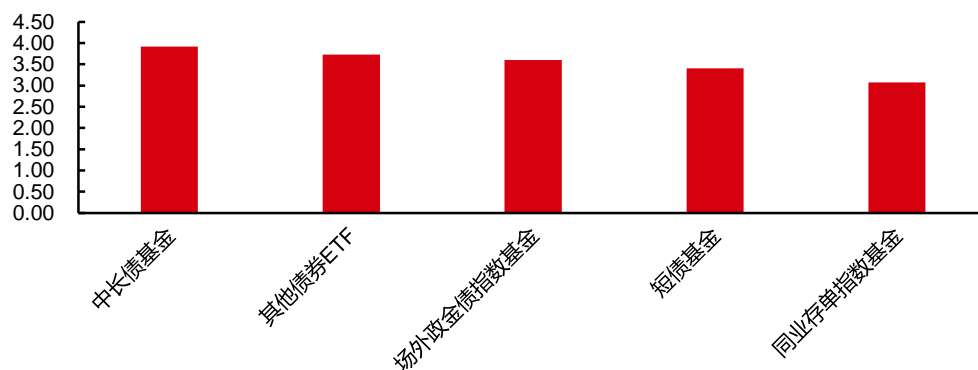
图 5：四类指数波动率变化（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

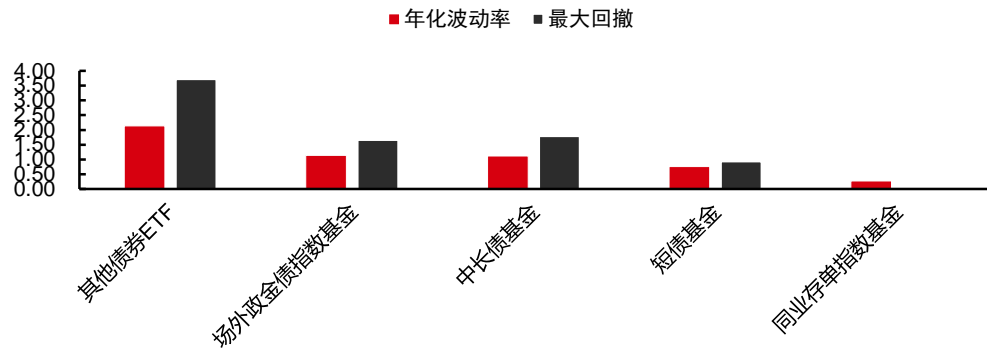
由于被动跟踪的指数相同，政金债 ETF 风险收益特征或趋向于场外政金债指数基金，年化收益率在 3.6%左右，但由于 ETF 的交易较为频繁，波动率和最大回撤可能略高于场外政金债指数基金。截至 2022 年 8 月 3 日，场外政金债指数基金成立以来算术平均年化收益率为 3.6%，低于中长债基金和其他 ETF，高于短债基金和同业存单指数基金。由于政金债 ETF 交易相对更加频繁，最大回撤和年化波动率可能略高于场外政金债指数基金均值-1.65%和 1.14%，但预计不会高出太多，目前已开启认购的政金债 ETF 在募集说明书中也提到，在正常市场情况下，本基金的日均跟踪偏离度的绝对值争取不超过 0.25%，年跟踪误差争取不超过 3%。

图 6：各基金成立以来算术平均年化收益率对比（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：各基金成立以来算术平均年化波动率和最大回撤对比（%）



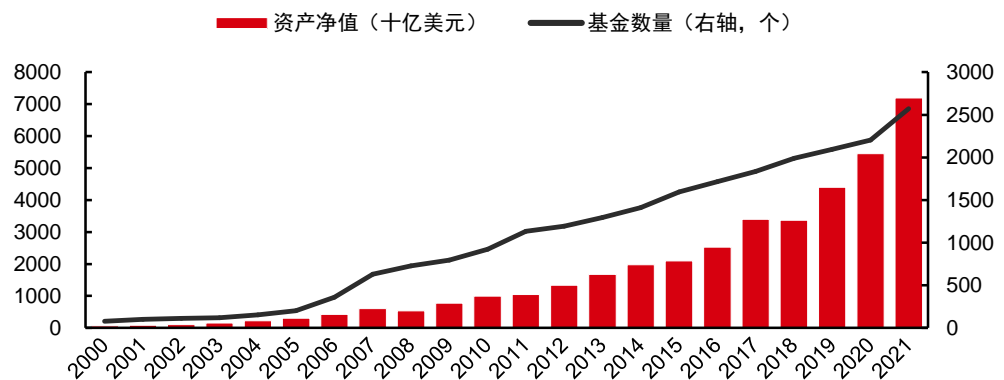
资料来源：Wind，中信证券研究部

他山之石：美国债券 ETF 发展历程借鉴

美国债券 ETF 市场发展情况

美国 ETF 自 2000 至 2021 年规模增长超过 100 倍，资产总额已达到 7.19 万亿美元。1993 年，美国的第一支 ETF——标准普尔存托凭证(SPDs)诞生，此后 ETF 在美国开始获得迅速发展。根据 ICI 报告显示，2000 年至今，美国 ETF 规模稳步扩张，进入 2018 年后 ETF 规模扩张速度有所加快，至 2021 年 ETF 资产净值总额已达 7.19 万亿美元，相比 2000 年增长超过 100 倍。

图 8：美国 ETF 规模变化（十亿美元，个）

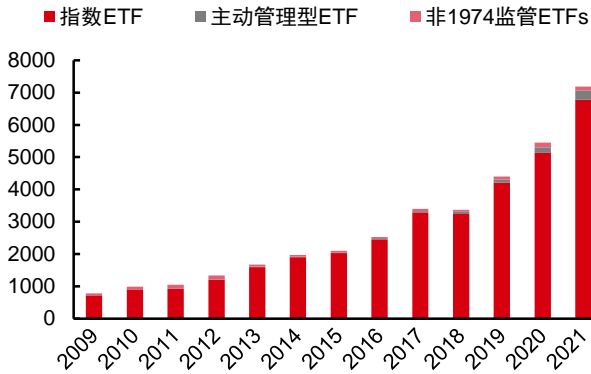


资料来源：ICI，中信证券研究部

从类别看，美国 ETF 市场以指数型 ETF 为主；从投资标的看，股票 ETF 占比最高，但债券 ETF 规模不断扩张，占比已达 17%，成为一种重要的大类资产配置工具。指数 ETF 一直是美国 ETF 市场的中坚力量，2009 年至今占总 ETF 资产比例一直在 89% 以上，截至 2021 年，指数 ETF 净资产总额达到 6.78 万亿美元，占比 94% 左右，但 2015 年以来，主动管理型指数基金规模也在不断扩张，至 2021 年占比已达 4%，发展势头不容小觑。从投资标的来看，跟踪股票的 ETF 占比最高，2021 年达到总 ETF 资产的 80%，而债券 ETF

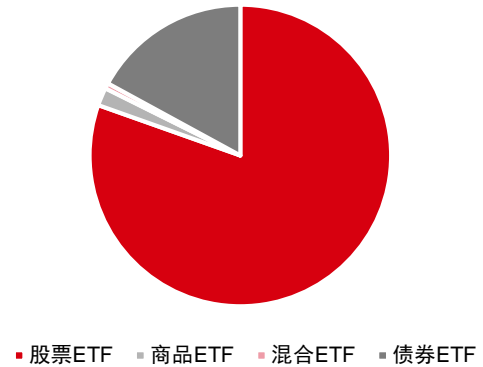
规模稳定扩张，至 2021 年资产总额已达到 1.23 万亿美元，占全体 ETF 净资产总额比例为 17%，债券 ETF 已成为美国投资市场中一类重要的大类资产配置工具。

图 9：美国不同类别 ETF 规模变化（十亿美元）



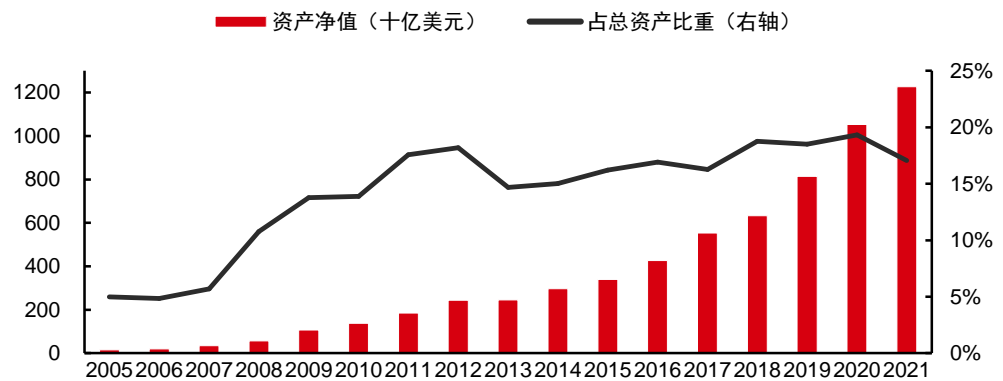
资料来源：ICI，中信证券研究部

图 10：美国 2021 不同跟踪标的 ETF 占比情况（%）



资料来源：ICI，中信证券研究部

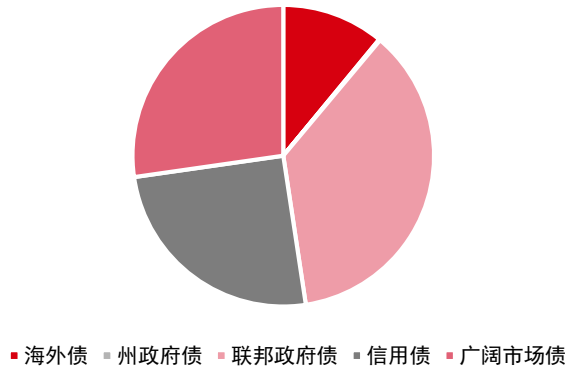
图 11：美国债券 ETF 规模与占比变化（十亿美元，%）



资料来源：ICI，中信证券研究部

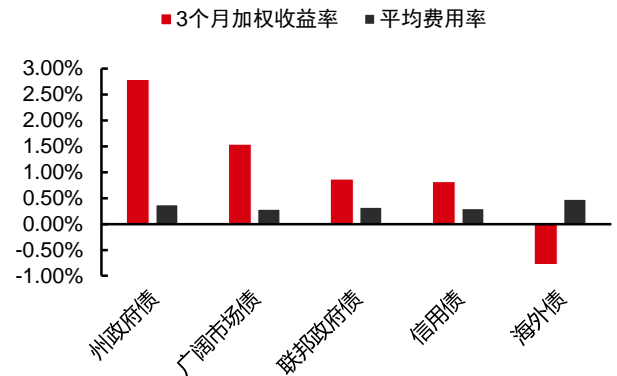
进一步区分债券 ETF 跟踪指数的类型，最受欢迎的前三类为国债指数、宽基债券指数和信用债指数。根据 ETF.com 的一级分类标准，截止 2022 年 7 月 26 日，美国债券 ETF 中联邦政府债 ETF 占比最高，为 36.51%，其次为宽基债券指数和信用债指数，分别占比 27.27%和 25.12%。对比各类指数的收益和费率，州政府债指数规模较小，近三个月来表现最好，海外债指数包含新兴市场国家债，收益表现最差。

图 12: 美国债券 ETF 跟踪券种分布 (%)



资料来源: ETF.com, 中信证券研究部 数据截至 2022 年 7 月 26 日

图 13: 美国债券 ETF 各类券种收益费用情况 (%)



资料来源: ETF.com, 中信证券研究部 数据截至 2022 年 7 月 26 日

美国债券 ETF 市场发行集中度高, 管理资产规模前十大的基金公司发行产品资产规模占全市场份额的 95.62%。根据 ETF.com 数据, 截止 2022 年 7 月 26 日, 美国债券 ETF 市场上资产管理规模前三的基金公司市场份额超过 80%, 前十大的基金公司旗下债券 ETF 产品的资产合计为 12162.3 亿美元, 占全部市场份额的 95.62%, 其中管理资产规模最大的机构为黑石, 市场份额超过四成, 发行市场集中度高。

表 5: 美国市场前十大债券 ETF 管理公司

序号	基金公司	管理资产规模(十亿美元)	市场份额
1	Blackrock	549.88	43.23%
2	Vanguard	367.18	28.87%
3	State Street Global Advisors	109.07	8.58%
4	Charles Schwab	42.31	3.33%
5	Invesco	40.78	3.21%
6	First Trust	32.04	2.52%
7	JPMorgan Chase	27.67	2.18%
8	PIMCO	22.43	1.76%
9	VanEck	15.33	1.21%
10	WisdomTree	9.54	0.75%
	合计	1216.23	95.62%

数据来源: ETF.com, 中信证券研究部 数据截至 2022 年 7 月 26 日

美国债券 ETF 市场头部效应明显, 规模前十的债券 ETF 产品资产规模合计 4592.7 亿美元, 占市场全部产品的 36.11%。根据 ETF.com 数据, 截止 2022 年 7 月 26 日, 美国债券 ETF 市场上规模前十的产品资产总计达 4592.7 亿美元, 市场份额 36.11%, 前十大债券 ETF 产品中黑石和先锋各占一半, 头部效应显著。

表 6: 美国市场前十大债券 ETF 产品

基金名称	管理人	资产管理规模	市场份额
iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	Blackrock	\$83.64B	6.58%

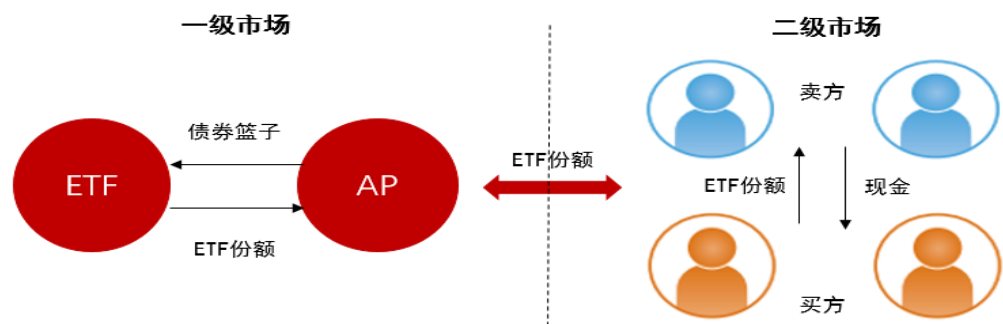
Vanguard Total Bond Market ETF	Vanguard	\$83.45B	6.56%
Vanguard Total International Bond ETF	Vanguard	\$45.83B	3.60%
Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF	Vanguard	\$42.47B	3.34%
Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF	Vanguard	\$42.24B	3.32%
Vanguard Short-Term Bond ETF	Vanguard	\$39.19B	3.08%
iShares iBoxx USD Investment Grade Corporate Bond ETF	Blackrock	\$36.11B	2.84%
iShares TIPS Bond ETF	Blackrock	\$30.46B	2.39%
iShares National Muni Bond ETF	Blackrock	\$29.68B	2.33%
iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	Blackrock	\$26.20B	2.06%
合计		\$459.27B	36.11%

数据来源：ETF.com，中信证券研究部 数据截至 2022 年 7 月 26 日

美国债券 ETF 运作机制

美国债券 ETF 依靠授权参与者（AP）在一级市场申赎，AP 一方面通过 ETF 的买卖差价获取收益，另一方面也会捕捉一二级市场的套利机会，促进二级市场定价的稳定。美国的 ETF 市场存在一个重要的角色，即授权参与者（AP），只有 AP 被允许可以直接介入 ETF 的一级市场申赎。AP 通常为大型金融机构，与 ETF 分销商签订法律合同以创建和赎回基金份额。AP 根据指令完成一篮子证券的购买并提交给 ETF 发行方，当指定的一篮子证券转移到 ETF 基金组合中时，ETF 份额将交付给 AP，即完成 ETF 的创建。AP 可以保留该 ETF 份额，也可以在交易场所将其全部或部分出售给其客户或其他投资者。反之，当 AP 将 ETF 份额交还给 ETF 发行方，以换取同等价值的一篮子证券，即完成赎回。AP 通过这样的方式买卖 ETF 份额赚取差价收益，另外当二级市场的出现明显的折溢价时，AP 也会参与套利以促进 ETF 价格的稳定，维持整个市场在运行和定价上的稳定。

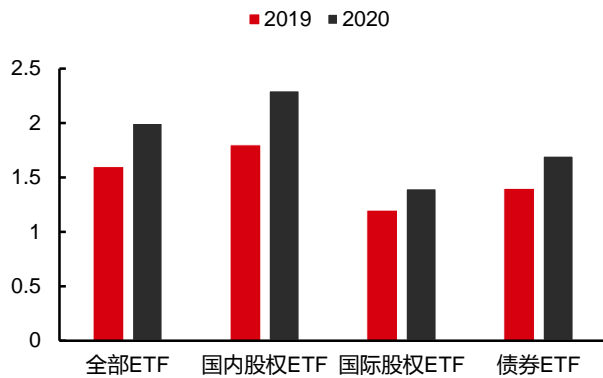
图 14：美国 ETF 市场运作机制



资料来源：ICI，中信证券研究部

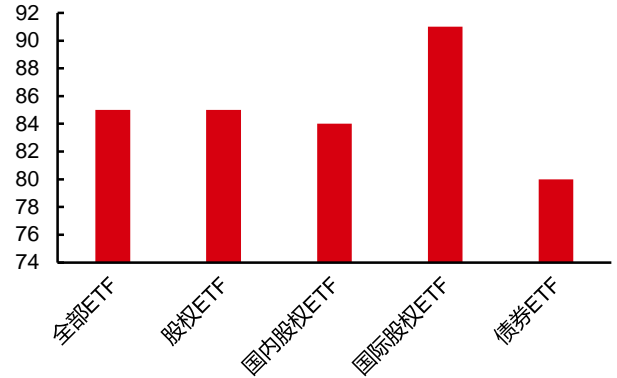
二级市场有成熟的做市商制度，部分 AP 也会承担做市商职能，提供充足的流动性。根据 ICI 统计，2021 年 ETF 总活动的 85% 发生在二级市场，成熟的做市商制度显得更为重要。另外，部分授权参与者还会承担“做市商”的职能，与其他流动性提供商共同为 ETF 提供双边报价，为二级市场提供充足的流动性。

图 15: 2020 年每个 ETF 产品日均活跃 AP 个数 (个)



资料来源: ICI, 中信证券研究部

图 16: 2021 年 ETF 产品二级市场流动性占比 (%)

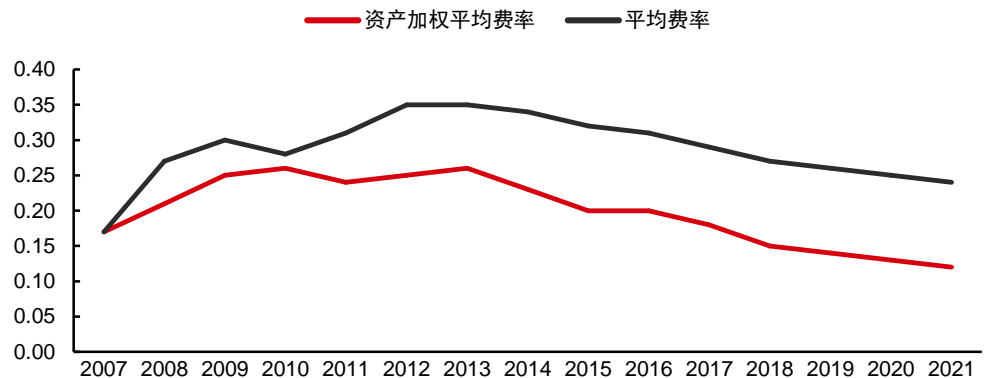


资料来源: ICI, 中信证券研究部

费率低廉推动美国债券 ETF 发展, 吸引大量个人投资者

低费率驱动资金进入, 形成规模效应导致费率进一步下降, 出现良性循环, 拉动美国债券 ETF 规模不断扩张。由于 ETF 通常是指数基金, 具有较低的费用比率, 而低费率优势或是美国 ETF 基金热度不断走高的重要原因。同时, 随着规模扩张, ETF 市场逐步形成规模效应, 运营成本又能有所下降, 形成良性循环, 可以看到美国债券 ETF 从 2012 年开始费率持续下降, 2021 年平均费率为 0.24%, 资产加权平均费率为 0.12%, 持续走低的费率驱动规模快速走阔。

图 17: 美国债券 ETF 费率变化 (%)



资料来源: ICI, 中信证券研究部

2021 年美国有 11% 的家庭投资了 ETF, 数量达到 153 万, 个人投资者规模较大, 且调查统计显示, 投资 ETF 的家庭通常经济更为富裕。根据 ICI 的统计, 投资 ETF 的家庭数量达到 153 万, ETF 已经成为美国家庭进行大类资产配置的重要选择。另外, 其抽样调查表示, 通常 98% 持有 ETF 的家庭还同时持有股票共同基金、个股, 且投资 ETF 的家庭收入达到 125000 美元, 高于全国家庭收入的平均值, 也高于持有共同基金家庭的收入水平, 与持有个股的家庭收入情况最为相似。家庭也更为年轻, 家庭财务掌权者的平均年龄仅为 45 岁。ETF 的目标客户或为家庭经济更为富裕、风险偏好更高的群体。

表 7: ICI 关于 ETF 个人投资者的调查

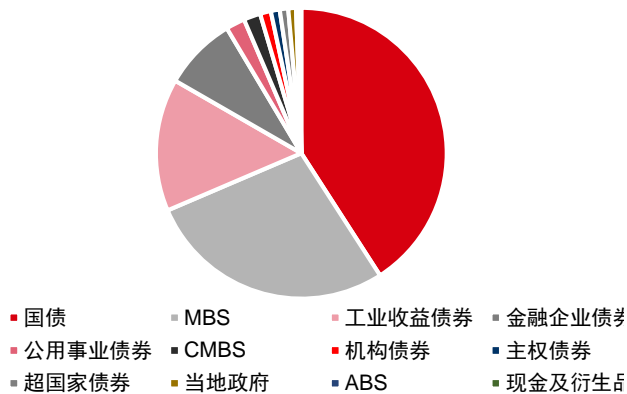
家庭类型	所有家庭	投资 ETF 的家庭	投资共同基金的家庭	投资个股的家庭
家庭财务掌权者年龄 (岁)	52	45	51	49
家庭收入 (美元)	65000	125000	104900	113000
家庭金融资产 (美元)	100000	375000	320000	375000

资料来源: ICI, 中信证券研究部

规模最大的全债 ETF: iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF

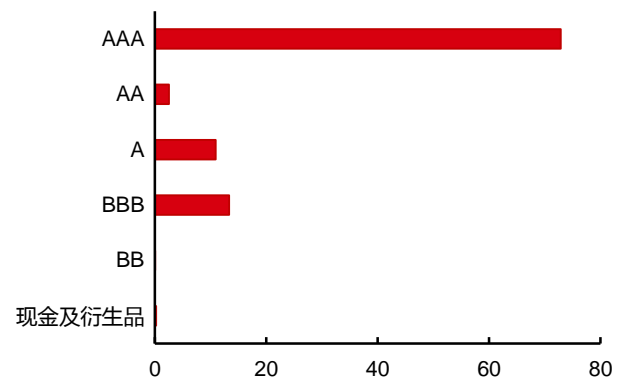
选取规模最大的债券 ETF—— iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF 进行分析, AGG 属于全债 ETF, 截止 2022 年 8 月 2 日, 其成分券高达 10338 个, 其中配置国债比例最高, 达到 41.88%。全债 ETF 旨在追踪由整个美国投资级债券市场组成的指数, 以达到分散风险的目的, 总的跟踪指数成分券数量高达 10338。从跟踪指数成分券来看, 国债为主要类别, 占比达到 41%, 其次为 MBS, 占比为 28%。从债券评级来看, AAA 等级资产占比最高, 高达 73%, 整体信用评级较高。从期限结构来看, 其跟踪的指数成分券期限较为平均, 相对来说 7-10、5-7、3-5 的成分券占比更高, 分别为 23%、16%、16%。

图 18: AGG 跟踪指数成分券占比情况



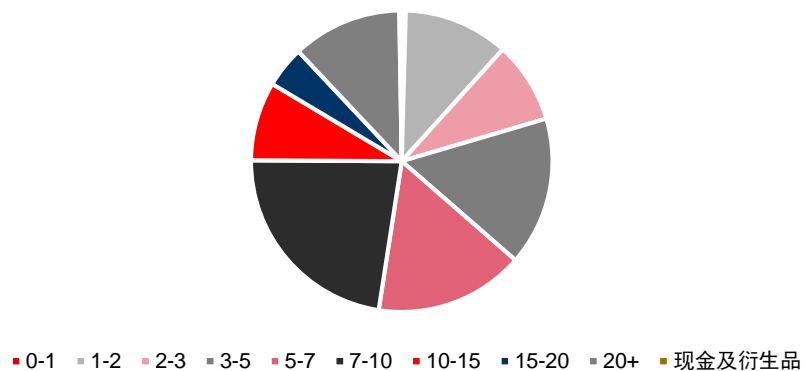
资料来源: ishares, 中信证券研究部 (截至 2022 年 8 月 2 日)

图 19: AGG 跟踪指数成分券评级情况



资料来源: ishares, 中信证券研究部 (截至 2022 年 8 月 2 日)

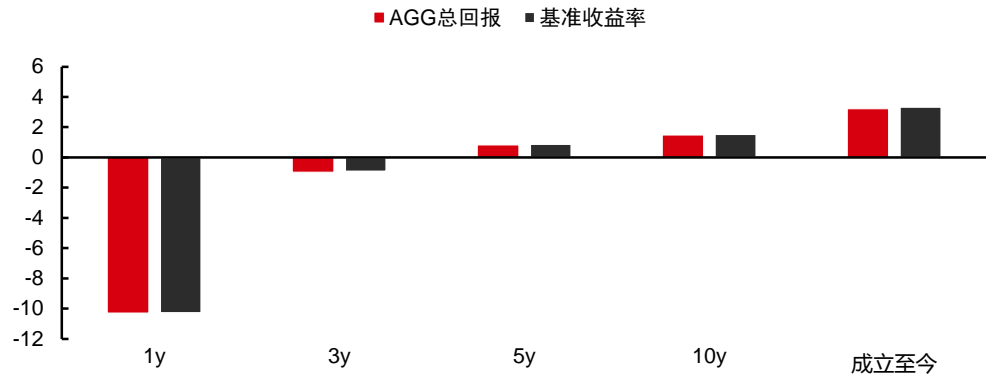
图 20: AGG 跟踪指数成分券期限



资料来源: ishares, 中信证券研究部

AGG 收益率为 3.21%，对比彭博美国综合债券指数来说并不突出，但费率仅 0.03%，远低于市场平均，低费率之下的高性价比或为债券 ETF 的最大特色。截止 2022 年上半年，AGG 的总回报为 3.21%，彭博美国综合债券指数上半年回报为 3.34%，另外贝莱德在产品介绍中提到，AGG 过去五年跑赢晨星统计口径中 53% 的核心基金，整体收益率优势并不突出。但其费率仅为 0.03%，远低于晨星统计口径下中基金的 0.59% 的平均费率，性价比上的优势成为 AGG 吸引投资者进入的重要原因。

图 21：AGG 总回报率与基准收益率对比（%）



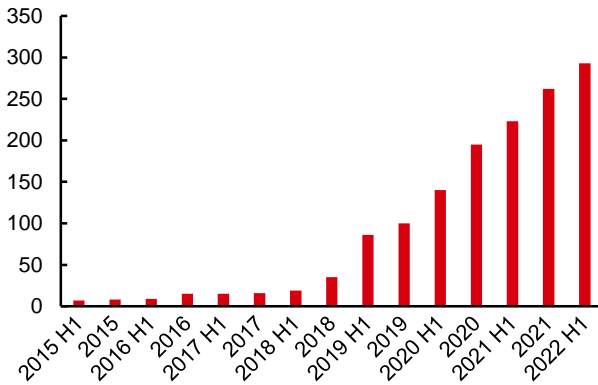
资料来源：ishares，中信证券研究部（截至 2022 年 8 月 2 日）

国内债券 ETF 市场现状

债券指数基金市场现状

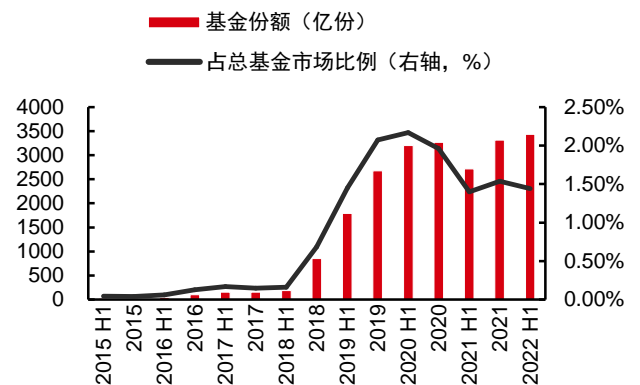
债券指数类产品发展较晚，直到 2019 年国内债券指数基金才出现爆发式发展，但规模占比仍然较低，目前仅 1.44%。2003 年 10 月，长盛基金推出市场上首只债券指数基金-长盛全债指数增强基金，此后市场发展一直较为缓慢，直至 2015 年市场上也仅有 8 只债券指数基金，债券指数基金份额占总基金市场比重仅为 0.04%。进入 2019 年，债券指数基金开始出现大幅扩张，占比一度在 2020 年第二季度达到 2.17%，后规模又有所回落，并持续处于震荡状态。截至 2022 年 6 月 30 日，市场共 293 只债券指数基金（包含债券 ETF），合计 3432 亿份，占总基金市场份额比重仅 1.44%，规模占比仍然较低。

图 22: 债券指数基金数量变化 (个)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

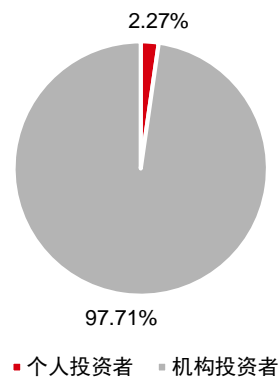
图 23: 债券指数基金规模变化情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

从类别看，被动型指数基金数量占比达到 99.7%；从跟踪指数标的看，跟踪政金债的债券指数基金较多，达到 257 只，占比为 87.7%；从投资者结构看，被动指数型债券基金的机构投资者占比更高，达到 97.71%。截止 2022 年 6 月 30 日，市场上共 292 只被动指数型债券基金，1 只增强指数型债券基金，其中跟踪政金债的债券指数基金数量最多，为 257 只，占比 87.7%。投资者结构上，截止 2021 年年底，被动指数型债券基金的机构投资者占比为 97.71%，个人投资者占比仅 2.27%，增强指数型债券基金的个人投资者占比更高，达到 96.38%。

图 24: 被动指数型债券基金投资者结构



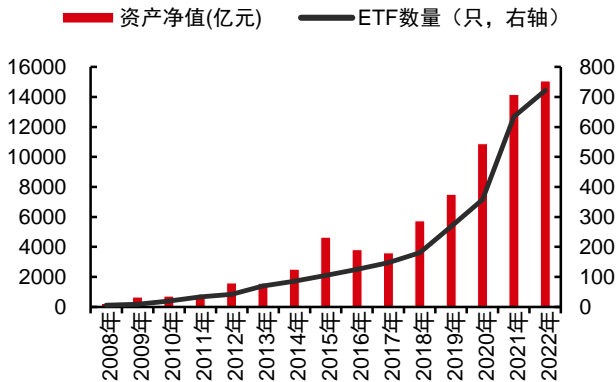
资料来源: Wind, 中信证券研究部

债券 EFT 市场现状

截止 2022 年 8 月 3 日，市场共 722 只 ETF 基金，规模达到 15064 亿元，其中，股票型 ETF 占比最高，达到 66%。2004 年华夏基金管理公司发行上证 50 交易型开放式指数证券投资基金（上证 50ETF），为我国首支 ETF，此后 ETF 市场扩张较为缓慢。从 2018 年开始，ETF 市场扩张速度加快，至 2022 年 8 月 3 日 ETF 数量已超过 700 个，规模达到 15064 亿元。从类别看，股票型 ETF 是市场的主要交易力量，截止 8 月 3 日，股票 ETF 数量达到 590 只，占市场总数的 81.49%，规模达到 9887 亿元，占 ETF 市场比例为 66%，

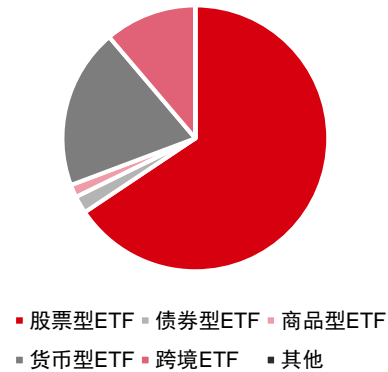
其次为货币性 ETF、跨境型 ETF，占比分别为 20%和 11%。

图 25: ETF 市场规模变化情况 (亿元, 只)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 (2022 年数据截至 8 月 3 日)

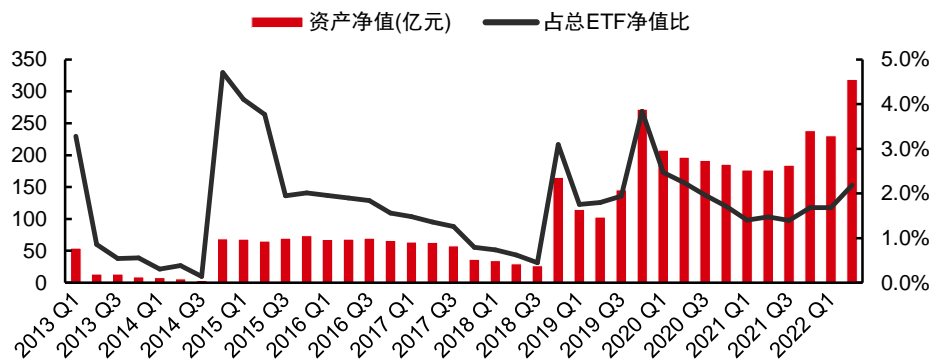
图 26: ETF 不同类占比情况 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 (截至 2022 年 8 月 3 日数据)

国内债券 ETF 的发展相对债券指数基金而言起步更晚、发展更缓，目前债券型 ETF 仅 13 只，且其规模变化不稳定，受债市波动影响大。2013 年，国泰上证 5 年期国债 ETF 发行，为国内首支债券 ETF，后债券 ETF 发展仍然较为缓慢。直到 2018 年我国债券 ETF 数量才出现显著增长，当年度共发行了 4 只债券 ETF，年底债券 ETF 基金份额达到 63.39 亿份，净资产总额达到 165.39 亿元。截至 2022 年 6 月 30 日，市场上共 13 只债券 ETF，基金总份额为 8.26 亿份，净资产总额为 318.68 亿元，占总 ETF 比例仅 2.19%。此外，2018 年至今，债券 ETF 仍处于规模较小的发展初期，投资者行为偏交易性，净资产规模受债市波动影响较大，始终处于反复波动的不稳定状态。

图 27: 债券 ETF 净资产规模变化情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

此前债券型 ETF 局限在交易所市场，品种较为单一，主要跟踪国债、城投债、地方债、信用债和可转债。受制于《暂行规定》未落地前割裂的交易所市场和银行间市场，债券 ETF 可跟踪的债券指数有限，存量债券 ETF 主要跟踪国债、政府债、地方债、信用债。截至 2022 年 6 月 30 日，规模最大的两个 ETF 为跟踪信用债指数的海富通中证短融 ETF 和平安中债-中高等级公司债利差因子 ETF，净资产分别达到 149.25 和 52.66 亿元，其次为跟踪地方政府债的鹏华中证 5 年期地方政府债 ETF 和鹏华中证 0-4 年期地方政府债 ETF，

跟踪国债和可转债的 ETF 规模均较小。

表 8：13 只债券型 ETF 明细情况

管理公司	名称	跟踪标的	基金规模（亿元）
鹏华基金管理有限公司	鹏华中证 0-4 年期地方政府债 ETF	地方政府债	16.90
鹏华基金管理有限公司	鹏华中证 5 年期地方政府债 ETF	地方政府债	39.29
国泰基金管理有限公司	国泰上证 5 年期国债 ETF	国债	8.06
平安基金管理有限公司	平安 5-10 年期国债活跃券 ETF	国债	11.82
平安基金管理有限公司	平安中债-中高等级公司债利差因子 ETF	信用债	52.66
海富通基金管理有限公司	海富通上证 5 年期地方政府债 ETF	地方政府债	5.62
海富通基金管理有限公司	海富通上证投资级可转债 ETF	可转债	1.22
海富通基金管理有限公司	海富通上证城投债 ETF	城投债	12.50
国泰基金管理有限公司	国泰上证 10 年期国债 ETF	国债	7.46
海富通基金管理有限公司	海富通上证 10 年期地方政府债 ETF	地方政府债	7.09
富国基金管理有限公司	富国中证 10 年期国债 ETF	国债	0.30
海富通基金管理有限公司	海富通中证短融 ETF	信用债	148.25
博时基金管理有限公司	博时中证可转债及可交换债券 ETF	可转债	7.50

资料来源：Wind，中信证券研究部（截至 2022 年 6 月 30 日）

■ 未来发展展望及对债市的影响

债券 EFT 市场发展展望

运行机制上，参考美国来看，AP 的缺位一定程度影响国内债券 ETF 市场的流动性和价格稳定性，可考虑引入中间人参与提高市场运行效率，另外推动二级市场上做市商制度的不断成熟或可弥补一定的流动性缺陷。我国一级市场申赎上，投资者主要通过一篮子债券或者对应的现金等价物，直接向基金管理人申购债券 ETF 份额，反之亦然，对比美国采用 AP 作为中间人，大大提高了申赎的效率，拉高市场的活跃度。同时投资者直接进行申赎的模式下，当二级市场上 ETF 发生折溢价时，个体投资者对应的套利行为会不及 AP 及时且活跃，导致目前我国二级市场定价不及美国有效，因此我国市场或可考虑引入类似 AP 的中间机构提高市场的运行效率、提高二级市场定价的稳定性。二级市场交易上，虽然目前国泰、海富通、平安、博时、招商等基金公司的债券 ETF 产品均有做市商参与，但做市商制度仍然不成熟，未来需要重视二级市场的做市商制度建设，弥补市场存在的流动性缺陷。

此前，由于银行间市场和交易所市场差异，债券 ETF 设计受到制约，目前《暂行规定》的出台正式打通原本割裂的两个市场，政金债 ETF 已迈出跨市场第一步，未来产品设计或更趋多样化，有望催化债券 ETF 市场的成熟。根据对比，我国银行间市场发行数量和份额明显高于交易所市场，此前互联互通未有实质性进展时，债券 ETF 跟踪的债券指数只能局限于规模较小的交易所市场，品种单一且交易活跃度低，制约了债券 ETF 的规模扩张。目前《暂行规定》在年初出台，对于打通两大市场做出了详细的规定和指导，互联互通的基础设施建立也将不断完善，叠加政金债 ETF 的发行开启了互联互通的正式实践，未来债券 ETF 品种或将更趋多样化。

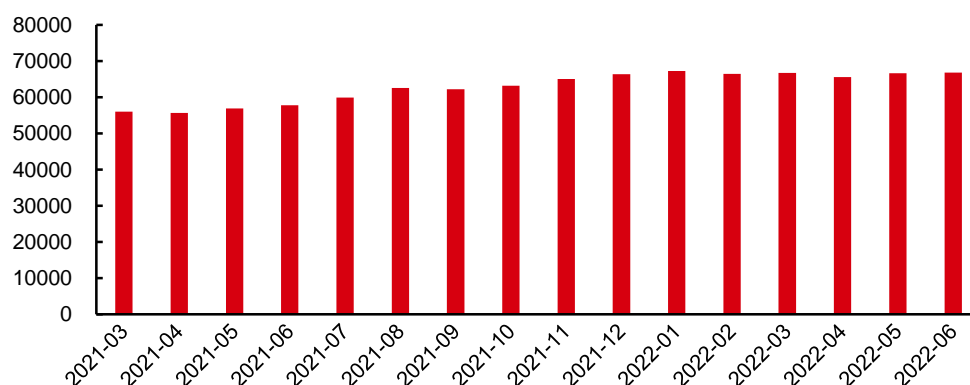
结合美国债券 ETF 的发展情况以及我国债券 ETF 发展现状，跨市场 ETF 发展逐渐成熟之后，全债 ETF、信用债 ETF 或将登上舞台，受到市场追捧。由于此前两个市场未达成互联互通带来的限制，市场还未出现全债 ETF，而在美国债券 ETF 市场上，全债 ETF 是较受欢迎的品种，通过跟踪全部债券市场指数以达到分散风险的目的。随着互联互通的落地，全债 ETF 出现的条件满足了，未来或成为债券 ETF 市场重要的组成部分。另外，信用债 ETF 是目前我国债券 ETF 市场上规模最大的品种，未来随着可跟踪的指数的增加，信用债 ETF 设计或也将有较大的发挥空间，规模可能会进一步扩张。此外，参考美国规模最大的债券 ETF AGG 的费率仅 0.03%，未来各 ETF 产品中最为费率优势的产品可能将更受欢迎。

参考美国债券 ETF 的发展，低费率、流动性优势之下，随着互联互通的推进和做市商制度的逐步成熟，个人投资者占比或有所增加，助推市场的自然扩张。美国有很大比例的个人投资者将 ETF 纳入家庭资产配置计划，支撑了 ETF 市场的自然扩张，而我国被动型债券指数基金（包含 ETF）的个人投资者占比仅 2.27%，且 ETF 整体规模较小，市场相对不稳定。未来随着互联互通基础设施和做市商制度的成熟，我国债券 ETF 市场的运行效率或将提高，可发行产品也会有所增加，在这样的背景下，预计债券 ETF 低费率、高交易灵活性的优势将会凸显，吸引个人投资者的闲散资金进入，助推市场的自然扩张。

政金债 ETF 或将推动非法人产品增持政策性金融债 1.2%以上

华安中债 1-5 年国开债 ETF 仅 2 日募集份数已超 80 亿的募集上限，若待发行及正处于申报流程的 14 只基金全部进入市场，按平均份额为 60 亿份来计算，或推动非法人产品增持政策性金融债 1.2%以上。政金债 ETF 具有低费率优势，跟踪信用风险较低的政金债，同时采用了灵活度较高的现金申赎模式，作为首个跨市场 ETF 或可打通原本割裂的市场，减小政金债 ETF 的折溢价率，是极具性价比的投资选择。根据目前华安中债 1-5 年国开债 ETF 仅 2 日募集份数已超 80 亿的募集上限的火爆程度来看。目前还未开启认购的政金债 ETF 共 5 只，处于申报环节的政金债 ETF 共 9 只，若全部顺利进入市场，政金债 ETF 市场规模或超 1000 亿（以平均份额 60 亿来计算），按照已开启认购的 3 只基金的投资比例来预测，政金债 ETF 持有政策性金融债规模或将超过 800 亿，占全部非法人产品金融债持有量 66783 亿（截至 2022 年 6 月）的 1.2%以上。

图 28：非法人机构政金债托管量（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

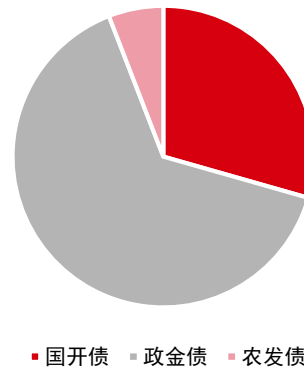
期限结构上，目前跟踪 5 年以下期限指数的 ETF 数量相对略多，或推动政金债期限利差有所走阔；具体券种上，国开债的配置力量或相对最强，拉动国开债收益率有所下行。我们对目前已获批发行的 8 只债券和正在审批中的 9 只债券进行初步统计。期限结构上，各 ETF 的跟踪指数的期限结构较均衡，相对来说跟踪 5 年以下的指数数量略多，达 12 只，或推动短期券种收益率下行，拉动政金债期限利差有所走阔。指数标的上，有 11 只 ETF 跟踪政金债指数，5 只仅跟踪国开债指数，1 只仅跟踪农发债指数，整体来看对于国开债的配置量可能会相对较强，随着政金债 ETF 规模的不断增加，国开债的收益率或有一定下行。

图 29：政金债 ETF 期限结构



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：政金债 ETF 跟踪标的情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

国内宏观

总量数据

7 月份制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比上月下降 1.2pcts，位于临界点以下。生产指数和新订单指数分别为 49.8%和 48.5%，分别比上月下降 3.0pcts 和 1.9pcts。原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 40.4%和 40.1%，较 6 月有 11.6pcts 和 6.2pcts 的下降。建筑业商务活动指数为 59.2%，高于上月 2.6pcts。服务业商务活动指数为 52.8%，延续 6 月恢复态势。

除了外生政策刺激的几个主要方向外，地产和消费需求修复的内生动力不足，外需的不确定性增大，制造业产需疲软，服务业复苏斜率有所放缓。受国际大宗商品价格波动等因素影响，原材料和产成品价格回落，产成品价格指数在荣枯线以下继续下行，但由于原材料价格的下行幅度更大，中游企业的成本压力有所减轻。随着基础设施项目建设加快推进，市场需求有所回升，建筑业生产活动有所加快，但行业预期略有收缩。稳增长促消费政策措施给部分消费和服务业带来实质性的利好，伴随着行业分化现象，居民消费意愿逐渐修复。

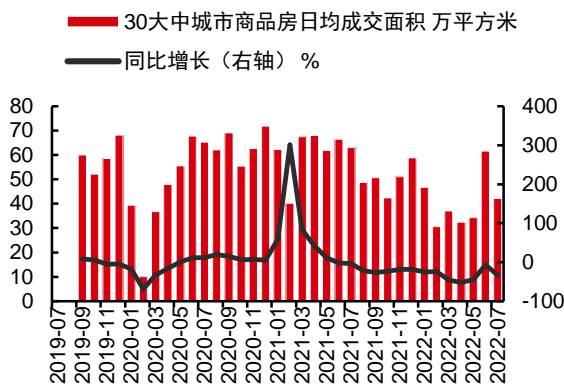
高频数据

房地产市场方面，截至 8 月 5 日，30 大中城市商品房成交面积累计同比下降 36.09%，

其中一线城市累计同比下降 32.41%，二线城市累计同比下降 32.54%，三线城市累计同比下降 46.50%。上周整体成交面积较前一周下降 7.49%，一、二、三线城市周环比分别为 4.02%、-12.06%、-6.86%。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-27.12%、-34.90%、-20.03%，周环比涨跌幅分别为-17.87%、6.59%、159.75%。8月3日，长沙市委、市政府印发《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的工作方案》，对依法生育两个及以上子女的本地户籍家庭，增加 1 套购房指标。

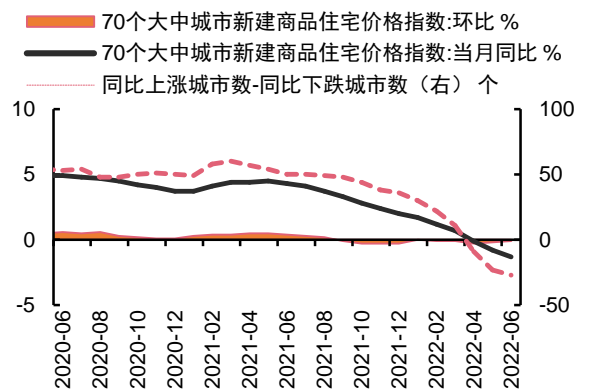
航运指数方面，截至 8 月 5 日，BDI 指数下降 17.68%，收 1560 点。CDFI 指数下降 10.78%。其中，通常用于运输煤炭或谷物的巴拿马型货轮的日均盈利下降，巴拿马型船运价指数下跌 4.1%至 1967 点；海岬型船运价指数下跌至 1411 点，为 4 月 20 日以来最低水平，海岬型船日均获利下降。

图 31：房地产成交量同比增速



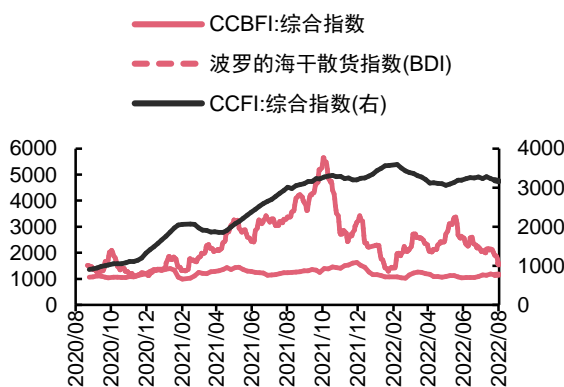
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 32：住宅价格环比增速



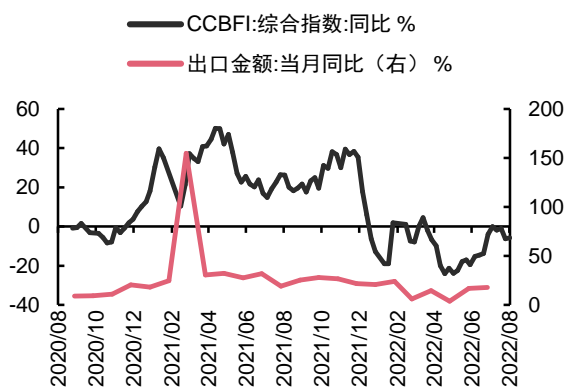
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 33：主要航运指数



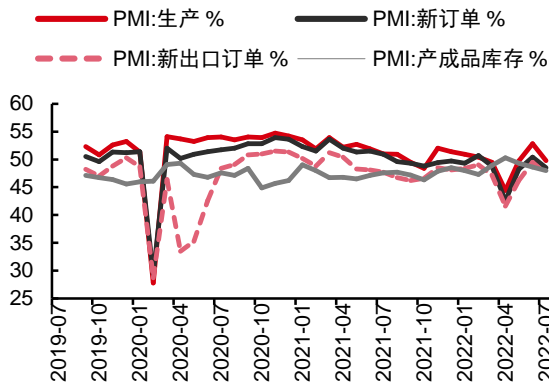
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 34：CCBFI 同比与出口同比



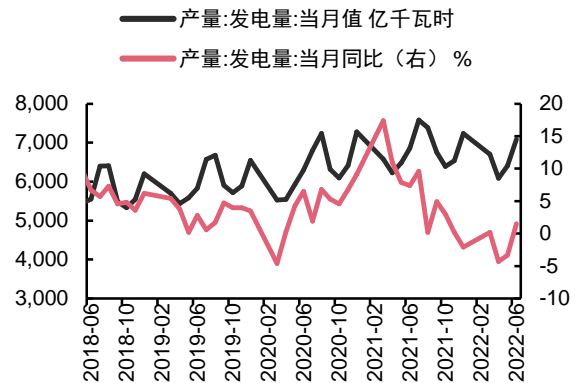
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35: PMI



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 36: 发电量及同比增速



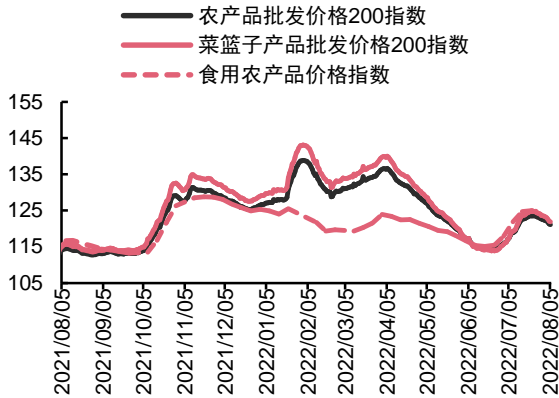
资料来源: Wind, 中信证券研究部

通货膨胀：猪肉价格小幅上涨，鸡蛋价格持续上涨，工业品价格涨跌互现

截至 8 月 5 日，农业农村部 28 种重点监测蔬菜平均批发价较前周下跌 4.65%。从主要农产品来看，生意社公布的外三元猪肉价格为 21.57 元/千克，较前周上涨 1.75%；鸡蛋价格为 9.98 元/千克，较上周上涨 0.40%。本周猪肉价格小幅上涨。受天气炎热及多地降雨影响，生猪市场供应小幅下降，终端肉类市场需求持续疲软。在市场多空博弈下，养殖户惜售挺价心态不减，屠宰企业压价收购意图不减，本周国内猪价整体小幅震荡前行。由于短期并无实质性利好支撑终端需求全面回升，预计猪肉价格稳中偏弱运行为主。本周鸡蛋价格小幅上涨。销售旺季，下游经销商积极备货，但受高温天气影响，蛋鸡处于“歇伏期”，产蛋率持续低于正常水平，鸡蛋供给紧张情况依旧，鸡蛋市场整体延续供不应求的形势，蛋价的上涨趋势仍遵循季节性变化规律。预计后续鸡蛋价格以震荡偏强走势为主。

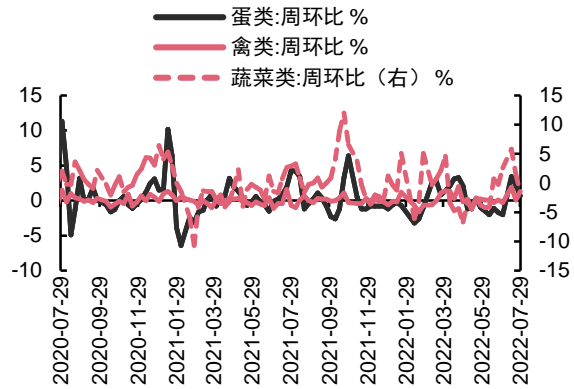
截至 8 月 5 日，南华工业品指数较前一周下降 1.18%。能源价格方面，WTI 原油期货价报收 89.01 美元/桶，较前周下降 9.74%。钢铁产业链方面，Myspic 综合钢价指数为 153.57，较前周上升 1.55%。经销商螺纹钢价格为 4103.33 元/吨，较前周上升 1.99%，上游澳洲铁矿石价格为 764.78 元/吨，较前周下降 4.56%。建材价格方面，水泥价格为 386.00 元/吨，较前周上升 1.05%。本周水泥价格小幅上涨。由于南方雨水天气有所减少，部分地区建筑工地施工时间缩短，市场需求较前期略有回升，且随着熟料价格上调，企业调价意愿强烈，主导水泥价格上调。预计短时间内水泥市场行情以上涨为主。

图 37: 三大高频物价指数



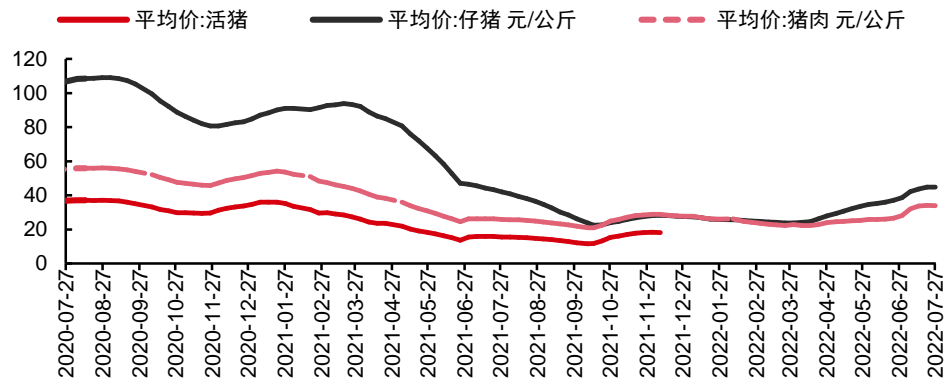
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 38: 商务部农产品价格



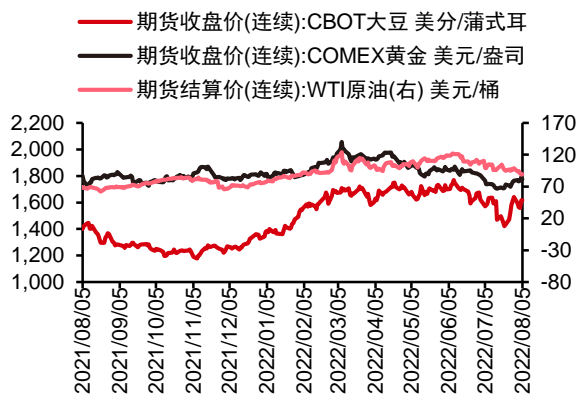
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 39: 猪肉价格



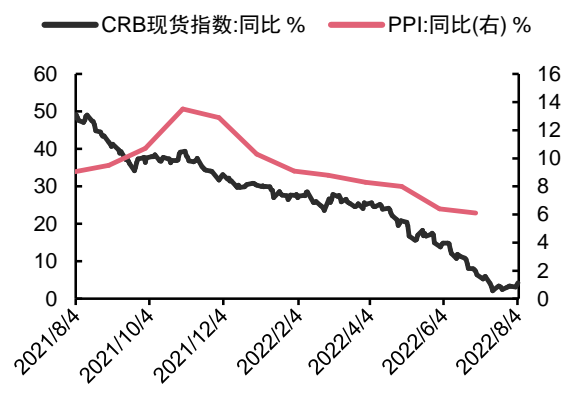
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 40: 大宗商品价格



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 41: 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

8月1日，央行召开2022年下半年工作会议，强调要保持货币信贷平稳适度增长，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕；引导金融机构增加对实体经济的贷款投放，保持贷款持续平稳增长；引导实际贷款利率稳中有降。稳妥化解重点领域风险，因城施策实施好差别化住房信贷政策；保持房地产信贷、债券等融资渠道稳定，加快探索房地产新发展模式。开展宏观审慎压力测试，出台系统重要性保险公司评估办法，对金融控股公司开展全方位监管。加快推动柜台债券市场发展，统一银行间和交易所债券市场对外开放资金管理政策。稳步提升人民币国际化水平，夯实贸易投资人民币结算的市场基础；支持境外主体发行“熊猫债”，稳步推动“互换通”启动工作，提高人民币金融资产的流动性。（资料来源：中国人民银行）

8月2日，国家发改委召开上半年发展改革形势通报会强调，要推动稳增长各项政策效应加快释放，充分发挥投资关键作用，加快政策性开发性金融工具资金投放并尽快形成实物工作量。促进重点领域消费加快恢复，大力提升能源供应保障能力，保持产业链供应链安全稳定，稳步推动经济社会发展全面绿色转型，做好重要民生商品保供稳价，保持经济社会大局稳定，保持经济运行在合理区间，努力争取全年经济发展达到较好水平。（资料来源：中华人民共和国国家发展和改革委员会）

8月3日，国家电网公司重大建设项目公布，年内将再开工建设“四交四直”特高压工程，加快推进“一交五直”等特高压工程前期工作。国家电网目前在建项目总投资8832亿元，预计到年底前再开工一大批重大工程，项目总投资4169亿元，届时在建项目总投资有望创历史新高，达到1.3万亿元，带动上下游产业投资超过2.6万亿元。（资料来源：国家电网有限公司）

8月4日，央行上海总部强调，引导地方法人金融机构合理把控信贷投放节奏，推动企业融资成本稳中有降。引导金融机构用好用足各类专项再贷款政策，强化重点领域金融支持。持续引导商业银行平稳有序投放房地产信贷，更好地满足刚需和改善性住房需求。（资料来源：中国人民银行）

8月5日，为进一步深化金融供给侧结构性改革，强化保险资产管理公司监管，促进保险资产管理行业高质量发展，中国银保监会发布《保险资产管理公司管理规定》。《规定》是贯彻落实党中央国务院关于深化金融供给侧结构性改革有关精神和扩大对外开放决策部署的重要举措，统筹考虑了保险资产管理公司当前发展存在的问题和未来一段时期的发展方向，形成了体系相对完备、特色更加鲜明的机构监管制度框架，为保险资产管理公司市场化运作和差异化发展提供了空间，有利于引导和促进保险资产管理公司规范化运作和高质量发展，有利于更好满足保险资金等长期资金的保值增值需求，有利于为资本市场平稳健康运行和实体经济高质量发展培育更多稳健型的机构投资者。（资料来源：中国银行保险监督管理委员会）

■ 国际宏观：美国 7 月新增非农就业人数超预期

美国方面：

8 月 1 日，美国公布 7 月制造业 PMI 为 52.80，预期 52.00，前值为 53.00。（数据来源：ISM）

8 月 3 日，美国公布 7 月 29 日当周 EIA 商业原油增量为 446.7 万桶，前值为-452.3 万桶；7 月非制造业 PMI 为 56.70，预期是 53.50，前值为 55.30；6 月耐用品新增订单环比上升 1.87%，前值为 0.83%。（数据来源：ISM、EIA 美国能源信息署、美国人口普查局）

8 月 4 日，美国公布 7 月 30 日当周初次申请失业金人数，今值为 26.0 万人，前值为 25.4 万人；7 月 29 日当周 EIA 成品汽油库存为 1726.6 万桶，前值为 1715.8 万桶；7 月 29 日商业原油库存为 4.26553 亿桶，前值为 4.22086 亿桶。（数据来源：美国劳工部、EIA 官网）

8 月 5 日，美国公布 7 月新增非农就业人数为 52.8 万人，预期为 25 万人，前值为 39.8 万人；7 月失业率为 3.50%，预期为 3.60%，前值为 3.60%。（数据来源：美国劳工部）

欧洲方面：

8 月 1 日，欧盟公布 7 月欧元区制造业 PMI 为 49.80，预期为 49.60，前值为 52.10；6 月欧盟失业率今值为 6.00%，前值为 6.00%；6 月欧元区失业率今值为 6.60%，预期为 6.60%，前值为 6.60%。（数据来源：Markit、欧盟统计局）

8 月 1 日，英国公布 7 月制造业 PMI 为 52.10，预期为 53.40，前值为 52.80。（数据来源：Markit）

8 月 3 日，欧盟公布 6 月 PPI 同比上升 36.1%，前值为 36.3%。（数据来源：欧盟统计局）

■ 流动性监测：银质押利率与 SHIBOR 利率全面下行

公开市场操作：流动性净回笼 60 亿元

上周（8 月 1 日-8 月 5 日）有 100 亿元逆回购投放，160 亿元逆回购到期，净回笼 60 亿元。本周（8 月 8 日-8 月 12 日）有 100 亿元逆回购资金自然到期。

表 9：上周公开市场操作情况（亿元）

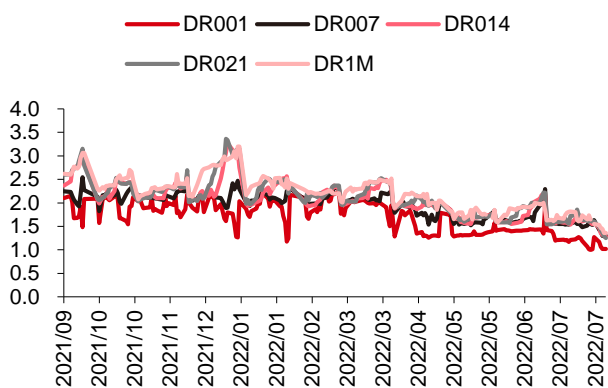
	2022-8-1		2022-8-2		2022-8-3		2022-8-4		2022-8-5	
	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼
7 天逆回购	20	-50	20	-50	20	-20	20	-20	20	-20
14 天逆回购										
28 天逆回购										
6 个月 MLF										

	2022-8-1	2022-8-2	2022-8-3	2022-8-4	2022-8-5
1 年期 MLF					
1 年期 TMLF					
降准					
国库现金定存					
投放总计	100				
到期总计	-160				
净投放	-60				

资料来源: Wind, 中信证券研究部

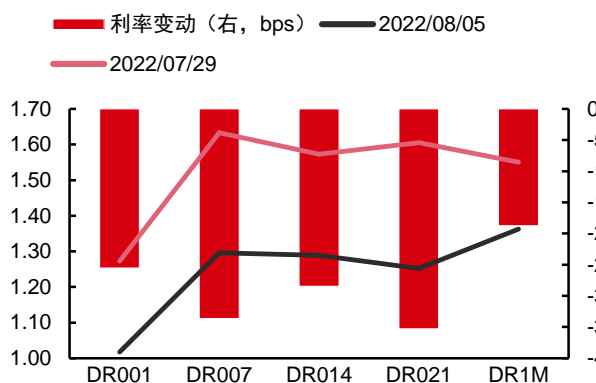
货币市场：银质押利率全面下行，SHIBOR 利率全面下行。DR001 加权平均利率为 1.02%，较上周变动-25.52bps；DR007 加权平均利率为 1.30%，较上周变动-33.66bps；DR014 加权平均利率为 1.29%，较上周变动-28.43bps；DR021 加权平均利率为 1.25%，较上周变动-35.29bps；DR1M 加权平均利率为 1.36%，较上周变动-18.75bps。截至 8 月 5 日，SHIBOR 方面，隔夜、7 天、1 个月、3 个月对比上周分别变动-23.5bps、-32.1bps、-14.3bps、-14.7bps 至 1.02%、1.38%、1.59%、1.70%。

图 42：银行间回购加权利率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 43：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：美股涨跌互现、欧股全线上涨

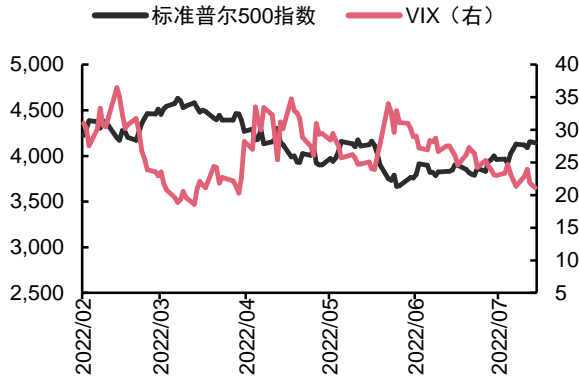
美国市场：美股涨跌互现

8 月 1 日-8 月 5 日：美国三大股指涨跌互现，道指跌 0.13%，标普 500 指数涨 0.36%，纳指涨 2.15%。

周一，美国 7 月 ISM 制造业 PMI 为 52.8，创 2020 年 6 月以来新低，预期为 52，前值为 53，当天美国三大股指全线收跌，道指跌 0.14%，标普 500 指数涨 0.28%，纳指跌 0.18%。周二，美国劳工部调查显示，6 月份职位空缺数从 1130 万下降至 1070 万，创 9 个月新低，当天美国三大股指全线收跌，道指跌 1.23%，标普 500 指数跌 0.67%，纳指跌 0.16%。周三，美国 7 月 ISM 非制造业 PMI 为 56.7，创最近三个月新高，预期为 53.5，前值为 55.3，当天美国三大股指全线收涨，道指涨 1.29%，标普 500 指数涨 1.56%，纳

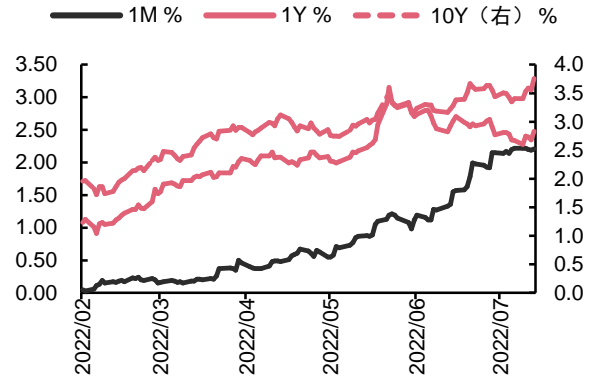
指涨 2.59%。周四，美国上周初次申请失业金人数增加 6000 人至 26 万人，接近去年 11 月以来的最高水平，当天美国三大股指收盘涨跌不一，道指跌 0.26%，标普 500 指数跌 0.08%，纳指涨 0.41%。周五，美国 7 月非农就业新增 52.8 万人，创 2 月以来最大增幅，当天美国三大股指收盘涨跌不一，道指涨 0.23%，标普 500 指数跌 0.16%，纳指跌 0.50%。

图 44：标普 500 和标普 500 波动率(VIX)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 45：美国国债收益率



资料来源：Wind，中信证券研究部

欧洲市场：欧股全线上涨

8 月 1 日-8 月 5 日：欧洲三大股指全线收涨，德国 DAX 指数涨 0.67%，法国 CAC40 指数涨 0.37%，英国富时 100 指数涨 0.22%。

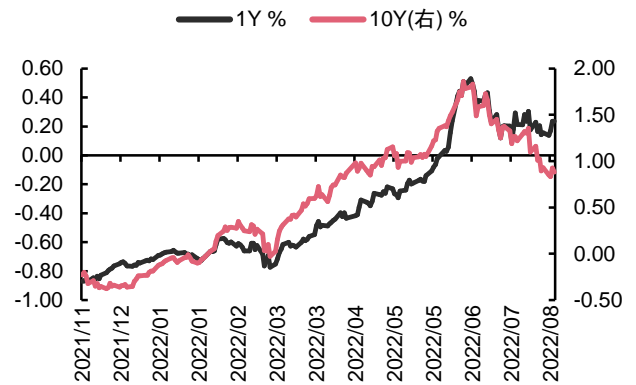
周一，德国 6 月实际零售销售同比降 8.8%，预期降 8%，前值降 3.6%，当天欧股三大股指收盘全线下跌，德国 DAX 指数跌 0.03%，法国 CAC40 指数跌 0.18%，英国富时 100 指数跌 0.13%。周二，英国 7 月 Nationwide 房价指数同比增 11%，预期增 11.5%，前值增 10.7%，当天欧股三大股指收盘全线下跌，德国 DAX 指数跌 0.23%，法国 CAC40 指数跌 0.42%，英国富时 100 指数跌 0.06%。周三，欧元区 6 月 PPI 环比上涨 1.1%，预期上涨 1.0%，前值由 0.7% 下修至 0.5%，当天欧洲三大股指收盘全线上涨，德国 DAX 指数涨 1.03%，法国 CAC40 指数涨 0.97%，英国富时 100 指数涨 0.49%。周四，英国央行宣布加息 50 个基点至 1.75%，为自 1995 年以来最大幅加息，也是 2008 年 12 月以来的最高利率，当天欧股三大股指收盘全线上涨，德国 DAX 指数涨 0.55%，法国 CAC40 指数涨 0.64%，英国富时 100 指数跌 0.03%。周五，英国央行行长贝利否认央行行动过于迟缓，进而导致通胀失控，并称如果一年前加息，会影响经济在疫情之后实现复苏，当天欧股三大股指收盘全线下跌，德国 DAX 指数跌 0.65%，法国 CAC40 指数跌 0.63%，英国富时 100 指数跌 0.11%。

图 46: 欧洲交易所指数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 47: 欧元区公债收益率 (%)



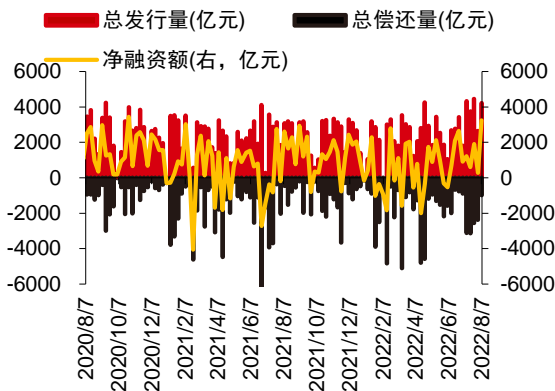
资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 债市数据盘点：利率债收益率全面下行

一级市场：本周计划发行 9 只利率债

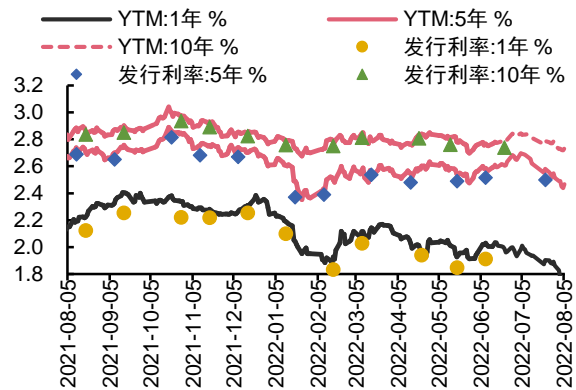
上周(8月1日-8月5日)一级市场共发行 24 只利率债。本周(8月8日-8月12日)计划发行 9 只利率债, 计划发行总额 3130.00 亿元。

图 48: 利率债发行到期



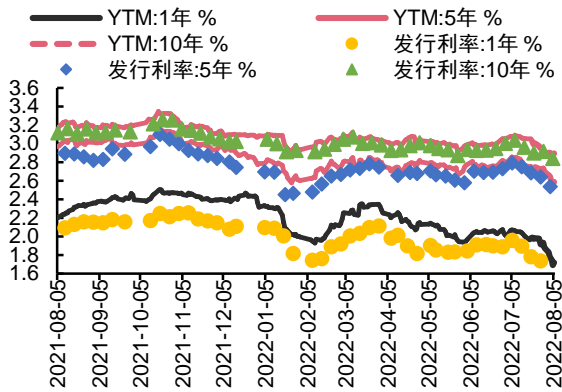
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 49: 国债中标利率与二级市场水平



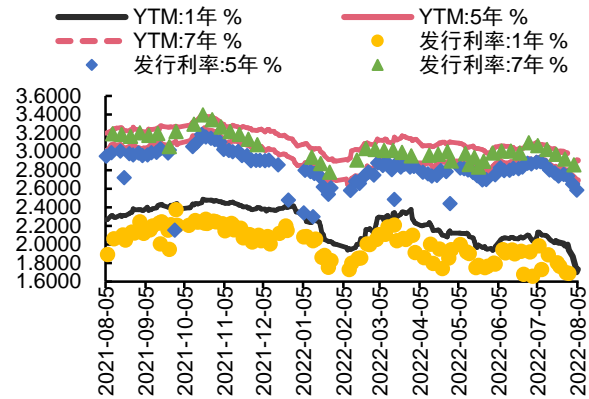
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 50: 国开债中标利率与二级市场水平



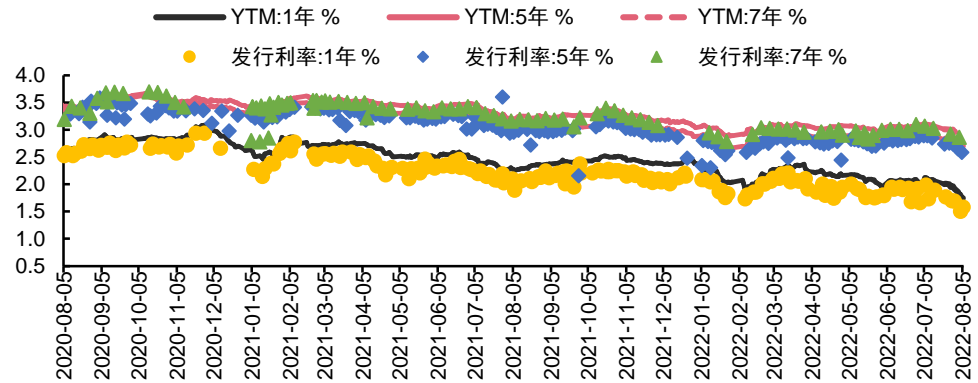
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 51: 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 52: 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 10: 本周计划发行利率债产品

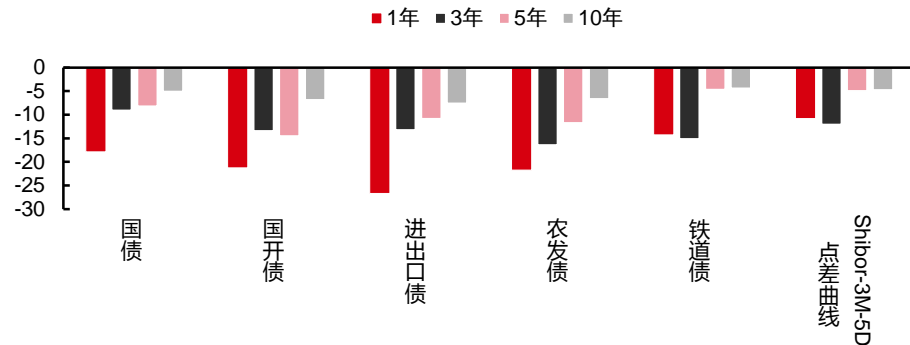
交易代码	债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)	Wind 债券类型(二级)
220406Z2. IB	22 农发 06(增 2)	2022-08-08	50.0000	3.0000	政策银行债
220402Z21. IB	22 农发 02(增 21)	2022-08-08	50.0000	5.0000	政策银行债
092218003Z07. IB	22 农发清发 03(增发 7)	2022-08-09	40.0000	2.0000	政策银行债
092218004. IB	22 农发清发 04	2022-08-09	40.0000	7.0000	政策银行债
221705. BC	22 储蓄 05	2022-08-10	200.0000	3.0000	国债
221706. BC	22 储蓄 06	2022-08-10	200.0000	5.0000	国债
220013X2. IB	22 付息国债 13(续 2)	2022-08-10	850.0000	2.0000	国债
220016X. IB	22 付息国债 16(续发)	2022-08-10	850.0000	5.0000	国债
220017. IB	22 付息国债 17	2022-08-12	850.0000	10.0000	国债
合计			3130.00		

资料来源: Wind, 中信证券研究部

二级市场：利率债收益率全面下行

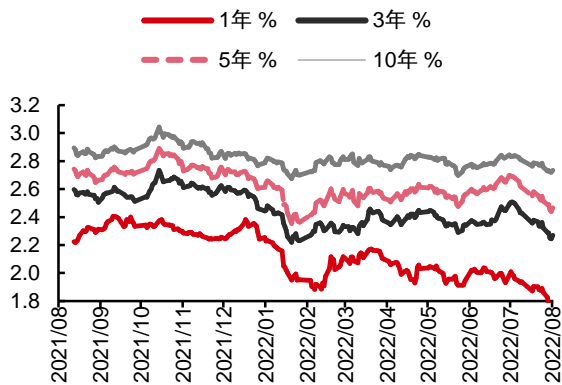
上周利率债收益率全面下行。截至 8 月 5 日，国债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动-17.89bps、-9.13bps、-8.26bps、-5.11bps。国开债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动-21.26bps、-13.48bps、-14.52bps、-6.89bps。

图 53：主要利率债产品上周变动



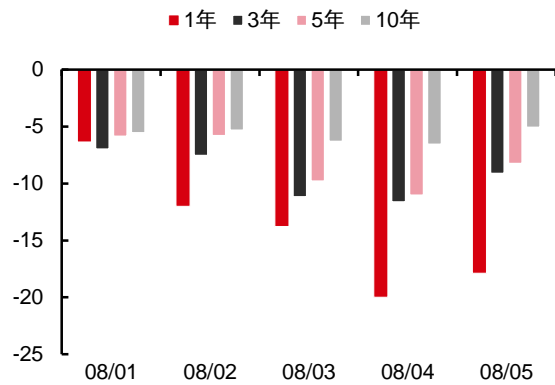
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 54：银行间国债收益率走势



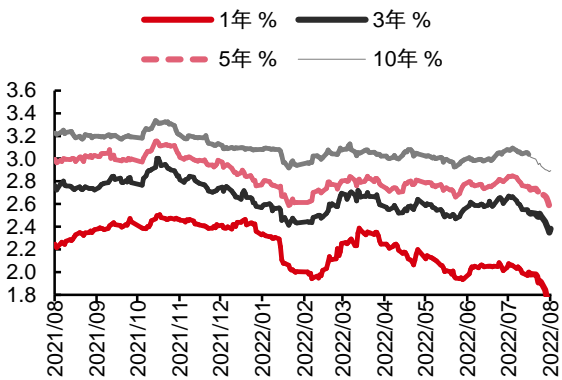
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 55：银行间国债每日变动（相较上周）



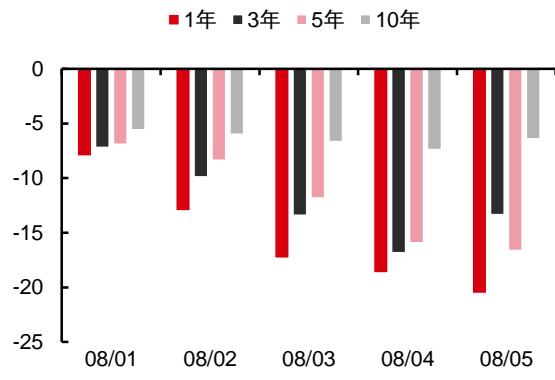
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 56：银行间国开行金融债收益率走势



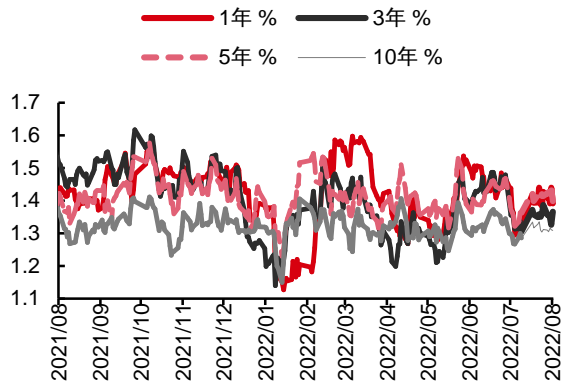
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 57：银行间国开债每日变动（相较上周）



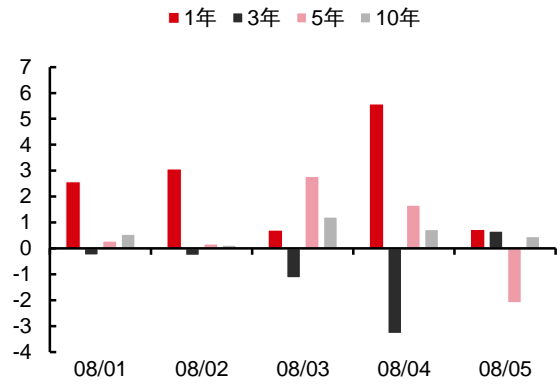
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 58：银行间国开行定存浮息债扯平利率走势



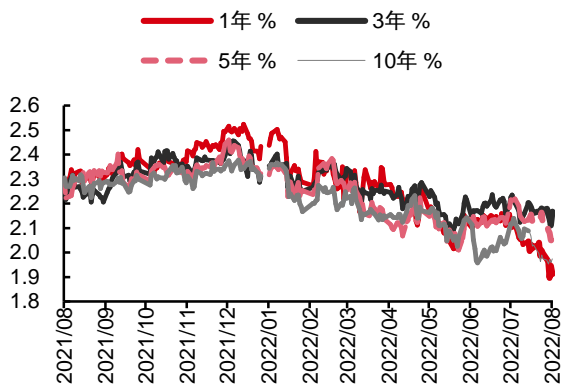
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 59：国开定存浮息债每日变动（相较上周）



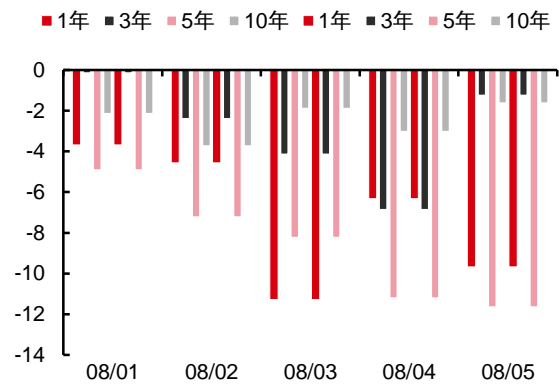
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 60：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 61：国开 SHIBOR 浮息债每日变动（相较上周）



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）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。

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@cls.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。