



中信证券研究部

核心观点



明明  
首席 FICC 分析师  
S1010517100001



章立聪  
首席资管与利率债  
分析师  
S1010514110002

非标资产不断压降、现金理财整改加速叠加海内外风险事件频发持续压低风险偏好，银行理财面临“资产荒”，欠配压力有所增大。为应对“资产荒”，银行理财资产配置上具体有哪些变化？金融债能否成为理财缓解“资产荒”的增配方向？金融债的供给近况如何？未来又会如何发展？本文将进行详细分析。

- **“资产荒”下银行理财欠配压力加大：**非标资产不断压降、现金理财整改提速，投资者刚兑预期短期难以扭转的局面下，银行理财面临“资产荒”，欠配压力有所加大。另外海外俄乌冲突长期化、美联储加息缩表进程持续推进，叠加国内局部疫情频繁扰动和房地产行业风险暴露，极大压低了银行理财的风险偏好，在标准资产的信用下沉和非标资产的选择范围上更趋谨慎，也在一定程度上加剧了“资产荒”。在这样的背景下，银行理财整体在 2022 年上半年减配了债券和非标资产，增配了同业存单和现金及银行存款。
- **金融债或是银行理财缓解“资产荒”的重要配置方向：**受到整改加速影响，从样本数据来看，现金理财 2022 年一季度减配金融债趋势明显，配置比例较 2021 年 6 月底下降 12.94%。就 2022 年二季度而言，现金理财对非政策性金融债继续减配，政金债有所增配。从普益标准收录的所有银行理财产品前十大持仓资产来看，在现金理财大幅减配金融债的趋势下，银行理财整体对金融债的配置比例反而从 2021 年底的 11.72% 上升至 22Q2 的 12.25%，显示金融债或是银行理财缓解“资产荒”重要的配置方向。另外，从托管量入手测算的结果来看，截至 2022 年 7 月，银行理财配置政金债和商业银行债的规模分别较 2021 年底增长 4.21% 和 11.04%。此外近期金融债成交额不断增长，2022 年 7-8 月换手率达 75%，显示需求旺盛，结合银行理财托管数据的变化，判断其配置金融债比例或有一定幅度的上升。
- **金融债供给提速，有助于缓解理财“资产荒”。**债券资产供给上，信用债发行量略有回升，2022 年 8 月达到 17672 亿元，但净融资额仍较低，仅为 2231 亿元。而金融债供给出现明显的提速，进入 6 月后，金融债发行量和净融资额均显著提升，8 月分别已经达到 10116 亿元和 5850 亿元，为今年以来的最高水平，其中的非政策性金融债在供给量上的提升也十分明显，可在一定程度上缓解银行理财的欠配压力。同时，次级债供给也实现了反弹，8 月商业银行次级债发行量和净融资额分别达到 1883 和 1599 亿元，创年内新高，为银行理财提供了更多的合意资产。
- **未来发展展望：**为满足 TLAC 监管中的资本充足率等的要求，未来次级债发行规模或仍将有所增长，可进一步缓解银行理财的欠配压力，同时非资本 TLAC 债务工具有发行成本上的优势，有望为银行理财带来新的资产配置类别。此前现金理财的整改过程持续压制银行理财对金融债的配置力量，整改到一定阶段后，在“资产荒”叠加风险偏好整体下行的大背景下，违约率最低的金融债仍是最佳增配品种之一，未来银行理财预计将继续增配金融债。
- **债市策略：**目前二级资本债收益率已经处于历史 0.6% 分位数以下，因此短期内我们建议以持有为主，不宜过度追涨，可在适度回调后寻找参与机会，长期来看，农商行与城商行资本充足率压力较大，尤其是农商行的资本充足率一直处于同业最低，因此在发行资本工具成本提升的背景下，为满足资本充足率要求，部分低资质农商行或将选择不赎回存续的二级资本债和永续债，会带来一定风险。

## 目录

<b>“资产荒”下银行理财欠配压力加大</b> .....	<b>5</b>
银行理财面临“资产荒” .....	5
银行理财面对“资产荒”的资产配置变化 .....	6
<b>金融债或是银行理财缓解“资产荒”的重要配置方向</b> .....	<b>7</b>
现金理财受整改影响减配金融债趋势明显，但二季度对政金债有所增配 .....	7
从银行理财整体前十大持仓来看，2022 年对金融债有所增配 .....	9
从托管量和成交情况来看银行理财对金融债的配置变化 .....	9
<b>金融债供给提速，有助于缓解理财“资产荒”</b> .....	<b>11</b>
<b>未来发展展望</b> .....	<b>13</b>
次级债发行量或继续增加 .....	13
银行理财预计仍将继续增配金融债 .....	13
债市策略 .....	14
<b>国内宏观</b> .....	<b>15</b>
总量数据 .....	15
高频数据 .....	15
通货膨胀：猪肉价格大幅上升，鸡蛋价格大幅上涨，工业品价格全面下行 .....	17
<b>重大事件回顾</b> .....	<b>19</b>
<b>国际宏观：8 月美国失业率回升</b> .....	<b>20</b>
美国方面： .....	20
欧洲方面： .....	20
<b>流动性监测：银质押利率全面下行，SHIBOR 利率大体下行</b> .....	<b>21</b>
公开市场操作 .....	21
<b>国际金融市场：美股全线下跌，欧股涨跌互现</b> .....	<b>22</b>
美国市场：美股全线下跌 .....	22
欧洲市场：欧股涨跌互现 .....	23
<b>债市数据盘点：利率债收益率全面下行</b> .....	<b>24</b>
一级市场：本周计划发行 7 只利率债 .....	24
二级市场：利率债收益率全面下行 .....	25

## 插图目录

图 1：银行理财配置非标资产比例变化 .....	5
图 2：银行理财破净产品数量 .....	6
图 3：银行理财资产配置变化 .....	6
图 4：理财子公司资产配置变化情况 .....	7
图 5：理财子公司不同产品资产配置变化情况 .....	7
图 6：2022 年 3 月底 10 个样本前十大持仓的资产配置比例变化 .....	8
图 7：2022 年 6 月底 5 个样本前十大持仓的资产配置比例变化 .....	8
图 8：普益标准收录的所有银行理财产品前十大持仓资产配置金融债比例变化 .....	9
图 9：2020 到 2021 年 2 月银行理财持有政金债和商业银行债占非法人产品持有两者的比例变化 .....	10
图 10：2022 年银行理财持有政金债和商业银行债的测算 .....	10
图 11：金融债成交额和换手率情况 .....	10
图 12：次级债成交额和换手率情况 .....	10
图 13：信用债发行与到期情况 .....	11
图 14：金融债发行与到期情况 .....	12
图 15：非政策性金融债发行与到期情况 .....	12
图 16：次级债发行与到期情况 .....	12
图 17：各类银行资本充足率情况 .....	15
图 18：房地产成交量同比增速 .....	16
图 19：住宅价格环比增速 .....	16
图 20：主要航运指数 .....	16
图 21：CCBFI 同比与出口同比 .....	16
图 22：PMI .....	17
图 23：发电量及同比增速 .....	17
图 24：三大高频物价指数 .....	18
图 25：商务部农产品价格 .....	18
图 26：猪肉价格 .....	18
图 27：大宗商品价格 .....	18
图 28：CRB 指数同比领先 PPI 同比 .....	18
图 29：银行间回购加权利率 .....	21
图 30：银行间回购加权利率周变动 .....	21
图 31：标普 500 和标普 500 波动率(VIX) .....	22
图 32：美国国债收益率 .....	22
图 33：欧洲交易所指数 .....	23
图 34：欧元区公债收益率 .....	23
图 35：利率债发行到期 .....	24
图 36：国债中标利率与二级市场水平 .....	24
图 37：国开债中标利率与二级市场水平 .....	24
图 38：进出口债中标利率与二级市场水平 .....	24
图 39：农发债中标利率与二级市场水平 .....	25
图 40：主要利率债产品上周变动 .....	25
图 41：银行间国债收益率走势 .....	26
图 42：银行间国债每日变动（相较上周） .....	26

图 43: 银行间国开行金融债收益率走势 .....	26
图 44: 银行间国开债每日变动 (相较上周) .....	26
图 45: 银行间国开行定存浮息债扯平利率走势 .....	26
图 46: 国开定存浮息债每日变动 (相较上周) .....	26
图 47: 银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率 .....	27
图 48: 国开 SHIBOR 浮息债每日变动 (相较上周) .....	27

## 表格目录

表 1: 选取的十个现金理财产品 .....	7
表 2: 截至 2021 年末四大国有银行 TLAC 缺口情况 .....	13
表 3: 各行业债券违约情况 (截至 2022 年 9 月 2 日) .....	14
表 4: 二级资本债收益率历史分位数情况 .....	14
表 5: 上周公开市场操作情况 .....	21
表 6: 本周计划发行利率债产品 .....	25

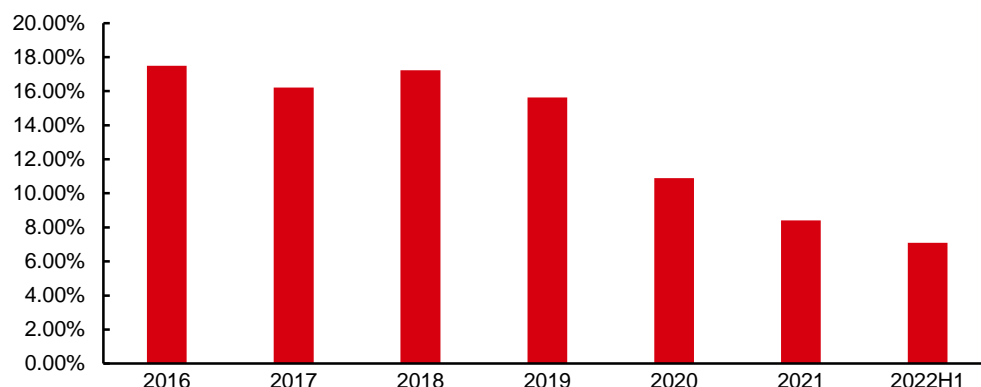
非标资产不断压降、现金理财整改加速叠加海内外风险事件频发持续压低风险偏好，银行理财面临“资产荒”，欠配压力有所增大。为应对“资产荒”，银行理财资产配置上具体有哪些变化？金融债能否成为理财缓解“资产荒”的增配方向？金融债的供给近况如何？未来又会如何发展？本文将进行详细分析。

## ■ “资产荒”下银行理财欠配压力加大

### 银行理财面临“资产荒”

非标资产规模不断压降、现金理财整改提速，投资者刚兑预期短期难以扭转的局面下，银行理财面临“资产荒”，欠配压力有所加大。资管新规出台以来，非标资产受到严格监管，银行理财配置非标资产的比例不断下行，从2017年的17.49%下行至2022年6月底的7.10%。2022年底现金理财新规过渡期将满，各大理财子整改进程提速，资产配置发生较大变化，不合规资产加速出清。且债市收益率处于相对低位，而银行理财又追求绝对收益，投资者的刚兑预期在短期内也难以扭转，因此满足理财要求的合意资产相对稀缺，银行理财面临“资产荒”，欠配压力有所加大。

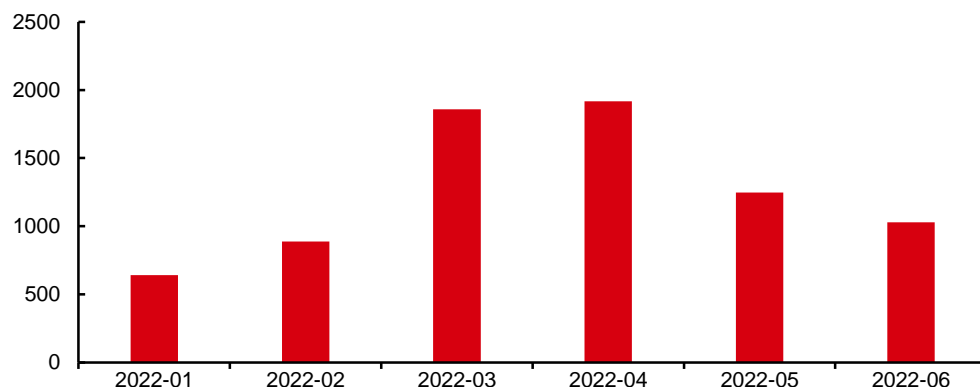
图1：银行理财配置非标资产比例变化



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

海外俄乌冲突长期化、美联储加息缩表进程持续推进，叠加国内局部疫情频繁扰动和部分房地产项目风险暴露，极大压低了银行理财的风险偏好，在标准资产的信用下沉和非标资产的选择范围上更趋谨慎，一定程度上加剧了“资产荒”。年初以来，俄乌危机愈演愈烈，长期化趋势明显，而欧洲能源严重依赖俄罗斯供给，冲突后能源价格大幅上涨，经济增长压力加大。而美国通胀读数持续维持高位，美联储加息缩表进程不改，持续推进过程中对我国出口具有一定压制。国内局部疫情自3月以来持续频繁扰动，对消费影响较大，同时房地产行业风险不断暴露，短期来看，风险尚未全面出清。在此情况下，股市表现不佳，带动理财产品破净数量在4月一度达到近2000只，一度引发“赎回潮”。受此影响，银行理财风险偏好持续下行，在标准资产的信用下沉和非标资产的选择范围上更趋谨慎，一定程度上加剧了“资产荒”。

图 2：银行理财破净产品数量（只）

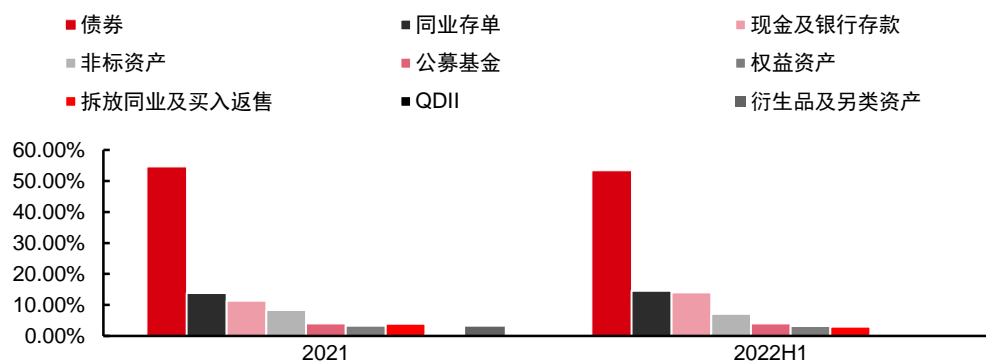


资料来源：Wind，中信证券研究部

### 银行理财面对“资产荒”的资产配置变化

受到“资产荒”的影响，2022 年银行理财整体减配了债券和非标资产，增配了同业存单和现金及银行存款。截至 2022 年 6 月底，银行理财整体配置债券比例为 53.3%，相比 2021 年底下降 1.2pcts，非标资产配置比例比例为 7.1%，相比 2021 年底下降 1.3pcts，此外配置同业存单比例相比 2021 年底上升 0.7pct 至 14.60%，配置现金及银行存款相比 21 年底上升 2.7pcts 至 14.10%。

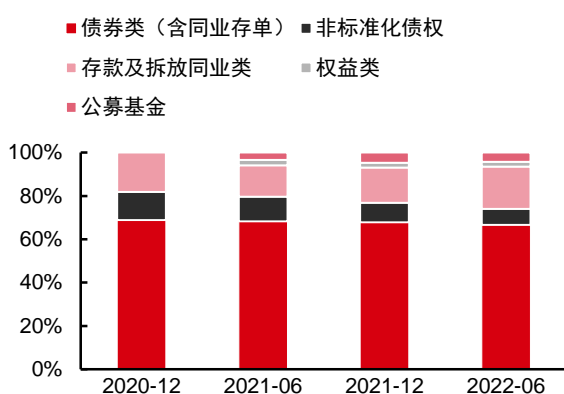
图 3：银行理财资产配置变化



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

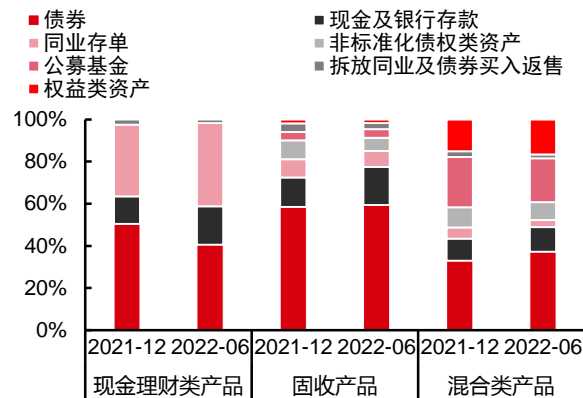
就理财子而言，其配置债券及同业存单和非标资产的比例分别为 66.20%和 7.4%，同比分别下降 2、4.1pcts，相比 2021 年底分别下降 1.3、1.6pcts，配置存款及拆放同业类资产比例为 19.4%，同比上升 5pcts，相比 2021 年底上升 3pcts。从不同产品看，截至 2022 年 6 月底，现金理财类产品配置债券资产的比例较 2021 年底下降 9.92pcts 至 40.38%，配置同业存单的比例较 2021 年底上升 5.27pcts 至 39.2%，固收类产品配置债券和同业存单的比例变化不大，而体量较小的混合类产品配置债券比例略上升 4.16pcts 至 36.91%。整体来看，在“资产荒”影响之下，理财子公司配置债券及同业存单和非标资产比例整体下降，转为配置存款及拆放同业资产。

图 4：理财子公司资产配置变化情况（%）



资料来源：银行业理财登记托管中心，Wind，中信证券研究部

图 5：理财子公司不同产品资产配置变化情况（%）



资料来源：银行业理财登记托管中心，Wind，中信证券研究部

## 金融债或是银行理财缓解“资产荒”的重要配置方向

### 现金理财受整改影响减配金融债趋势明显，但二季度对政金债有所增配

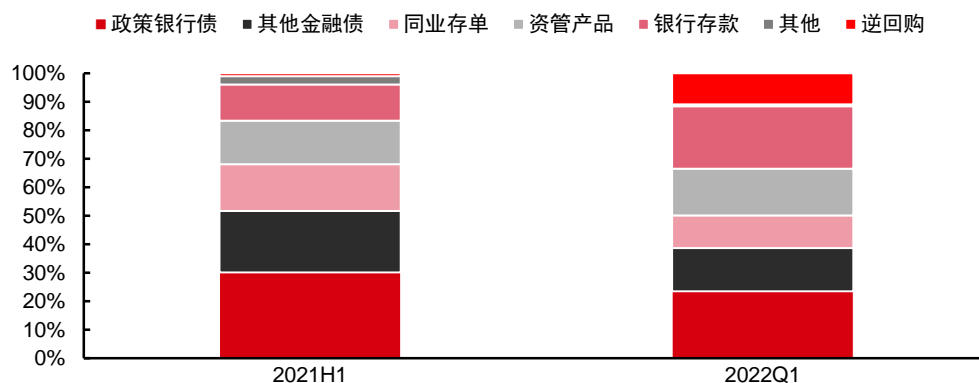
受到现金理财产品整改加速影响，从 10 个样本前十大持仓资产配置来看，其 2022 年一季度减配金融债趋势明显，配置比例从 2021 年 6 月底的 51.68% 降低至 2022 年 3 月底的 38.74%。对于现金理财产品，我们通过选取中银理财、农银理财、工银理财、建信理财、中邮理财、兴银理财、招银理财、光大理财、信银理财、交银理财中规模较大的十个理财产品，并对其一季度前十大持仓资产进行汇总分析，来进一步拆解现金管理类产品 2022 年一季度在具体券种配置上的变化。2022 年 3 月底，现金管理类理财产品配置银行存款的比例为 21.84%，较 2021 年 6 月底上升 9.06pcts，参与逆回购的比例为 10.89%，较 2021 年 6 月底上升 9.95pcts；而配置政策性金融债的比例为 23.49%，较 2021 年 6 月底下降 6.62pcts，配置非政策性金融债比例为 15.27%，较 2021 年 6 月底下降 6.63pcts，对金融债整体配置比例的下降主要是由于现金理财新规在投资范围、杠杆率、久期上的限制要求，同时“资产荒”也使得现金管理类产品可选的合意资产有一定减少，对现金管理类产品的资产配置结构也产生了一定影响。

表 1：选取的十个现金理财产品

理财子公司	理财产品名称
中银理财	中银理财-乐享天天
农银理财	农银理财“农银时时付”开放式人民币理财产品
工银理财	添利宝净值型理财产品 XLT1801
建信理财	建信理财“乾元-龙宝”(按日)开放式净值型人民币理财产品
中邮理财	中邮理财财富月月升人民币理财产品
招银理财	招银理财招赢聚宝盆 5 号现金管理类理财产品
兴银理财	兴银理财添利新私享净值型理财产品
信银理财	信银理财日盈象天天利 3 号现金管理类理财产品
光大理财	光银现金
交银理财	交银理财稳享现金添利理财产品（法人版）

资料来源：普益标准，中信证券研究部

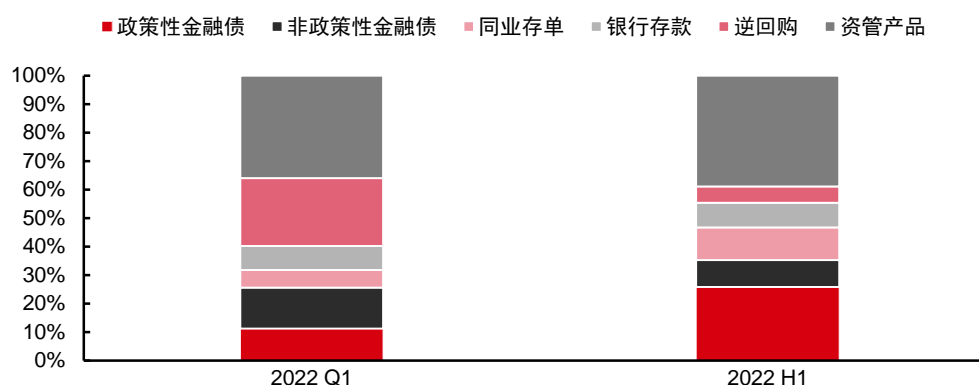
图 6：2022 年 3 月底 10 个样本前十大持仓的资产配置比例变化（%）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

就 2022 年二季度而言，从披露二季报的 5 个样本来看，相比一季度继续减配非政策性金融债，政金债有所增配。截至 2022 年 9 月 2 日，上述 10 个样本中仅中邮理财、交银理财、兴银理财、招银理财和光大理财等 5 家理财子旗下的现金理财产品披露了二季报，因此我们选取这 5 个样本来对 2022 年二季度相对一季度前十大持仓资产配置的变化情况进行分析。相比一季度，二季度 5 个样本前十大持仓配置非政策性金融债比例由 14.38% 下降 4.95pcts 至 9.43%；配置政金债比例由 11.19% 提高至 25.87%，但提升比例较大主要是由于中邮理财的“财富月月升人民币理财”产品增配新发的一年期政金债较多导致，若仅考虑其他四个样本，则二季度配置政金债比例仅由一季度的 7.15% 升至二季度的 9.66%，整体来看，配置金融债比例仍呈现下降趋势。

图 7：2022 年 6 月底 5 个样本前十大持仓的资产配置比例变化（%）



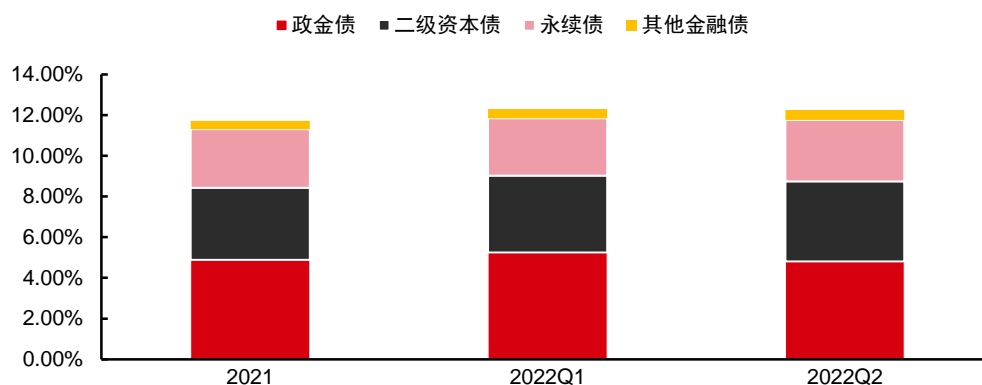
资料来源：普益标准，中信证券研究部



## 从银行理财整体前十大持仓来看，2022 年对金融债有所增配

从普益标准收录的所有银行理财产品前十大持仓资产来看，在占银行理财 32%规模的现金理财大幅减配金融债的趋势下，银行理财整体在 2022 年 H1 对金融债反而有所增配，配置比例从 11.72% 上升至 12.25%，显示金融债或是理财缓解“资产荒”重要的配置方向之一。我们从普益标准收录的所有银行理财产品披露的 2021 年底、2022Q1 和 2022Q2 三个不同时间段理财定期报告中前十大持仓的资产配置情况进行分析。其中 2022Q2 的定期报告尚未披露完全，仅就目前披露的情况来进行分析。我们发现，在占据银行理财 32% 规模的现金理财受到整改影响大幅减配金融债的情况下，银行理财整体对金融债反而有所增配，配置比例由 2021 年底的 11.72% 上升至 2022Q1 的 12.30%，又小幅回落至 2022Q2 的 12.25%。其中政金债、二级资本债、永续债分别由 2021 年底 4.90%、3.53%、2.89% 变为 2022Q2 的 4.81%、3.93%、3.02%，变化幅度分别为-0.08、0.4、0.13pcts。

图 8：普益标准收录的所有银行理财产品前十大持仓资产配置金融债比例变化（%）

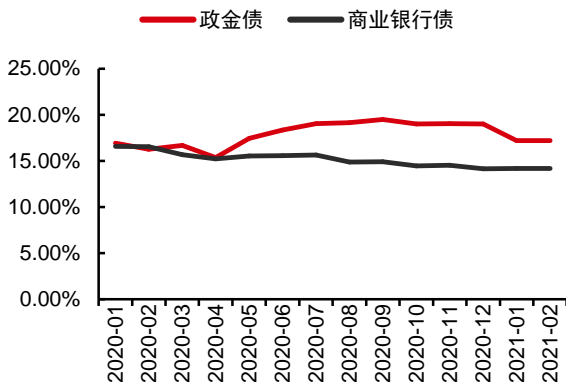


资料来源：普益标准，中信证券研究部

## 从托管量和成交情况来看银行理财对金融债的配置变化

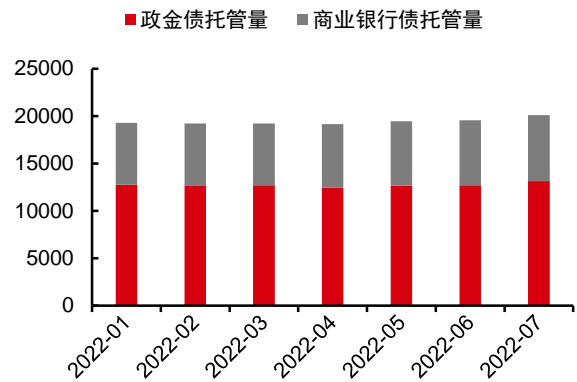
从测算结果来看，截至 2022 年 7 月，银行理财配置政金债和商业银行债的规模分别较 2021 年底增长 4.21% 和 11.04%，较 6 月底增长 3.5% 和 1.33%。我们从中债非法人产品对政金债和商业银行债的托管量来测算银行理财对两者配置的变化情况。商业银行理财产品持有政金债和商业银行债的比例占非法人产品持有两者的比例在 2020 到 2021 年 2 月大概分别维持在 16.28%-19.5% 和 14.15%-16.59%，此后中债不再披露此数据。考虑到趋势变化、银行理财规模的增长和理财配置债券比例的增长，我们假设 2022 年这一比例分别为 19% 和 15%。则通过 2022 年非法人产品对政金债和商业银行债的托管量可以测算得到银行理财对两者的托管量。测算结果显示，截至 2022 年 7 月，银行理财配置政金债和商业银行债的规模分别较 2021 年底增长 4.21% 和 11.04%，较 6 月底增长 3.5% 和 1.33%。

图 9：2020 到 2021 年 2 月银行理财持有政金债和商业银行债占非法人产品持有两者的比例变化



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

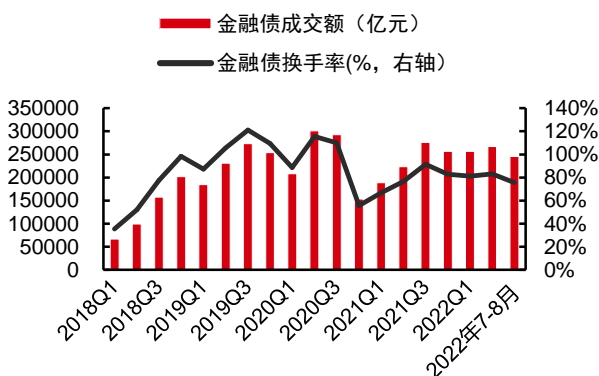
图 10：2022 年银行理财持有政金债和商业银行债的测算 (亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

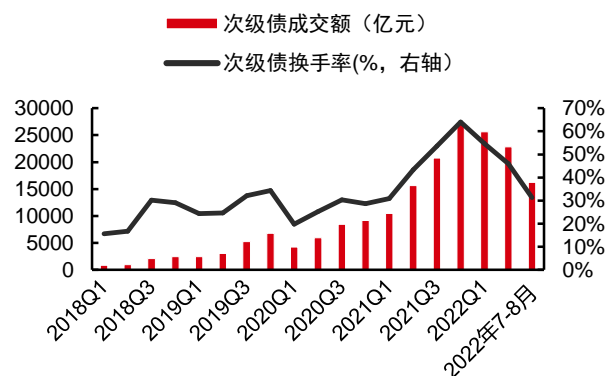
**近期金融债成交额不断增长，2022 年 7-8 月换手率达 75%，显示需求旺盛，结合银行理财托管数据的变化，猜测其配置金融债比例或有一定幅度的上升。**金融债成交额和换手率 2021 年开始重回上升态势，但 2022 年上半年增长停滞，而 2022 年 7-8 月仅两个月时间，金融债成交额已达到了 24.54 万亿元，仅较 2022 年 Q2 三个月的成交额减少 8.09%，换手率也达到 75%，略低于前两个季度，但仍处于相对高位。其中，商业银行次级债成交额在 2022 年上半年也处于下滑态势，但 2022 年 7-8 月成交额达到了 1.62 万亿元，仅较 2022Q2 三个月的时间减少 28.81%，显示成交额有所回升，换手率相比 2021Q4 虽然大幅下滑，但也达到了 31%，处于历史相对高位。整体来看，7-8 月市场对金融债需求旺盛，三季度整体的成交量较前两个季度或将大幅增长，结合银行理财托管数据的测算来看，其配置金融债的比例或有一定幅度的增长。

图 11：金融债成交额和换手率情况 (亿元，%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：次级债成交额和换手率情况 (亿元，%)

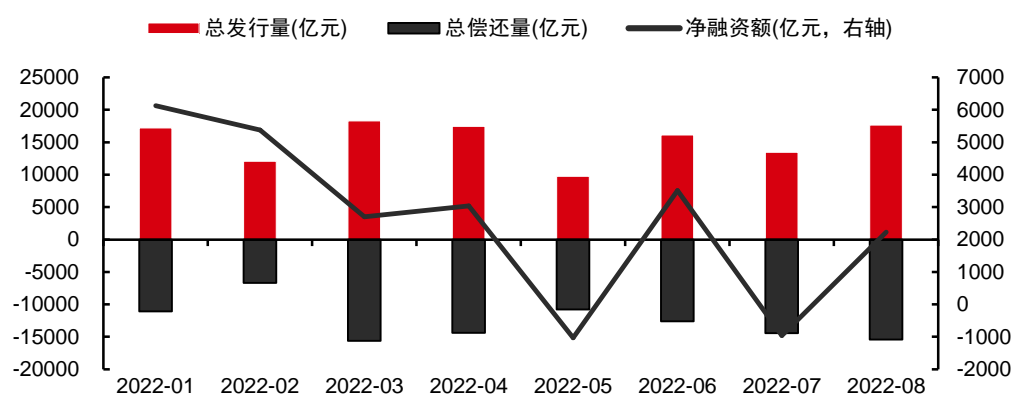


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 金融债供给提速，有助于缓解理财“资产荒”

债券资产供给上，信用债发行量略有回升，2022年8月达到17672亿元，净融资额仍较低，仅为2231亿元。2022年1-5月信用债总发行额先增后降，5月发行额仅为9769亿元，进入6月后，信用债发行量又略有回升，8月发行总量达到17672亿元，但自3月开始每月的到期偿还量均较大，导致信用债净融资额表现仍然不佳，7月净融资额甚至为负，8月净融资额略有增加，但也仅为2231亿元，信用债市场“资产荒”缓解或仍需时日。

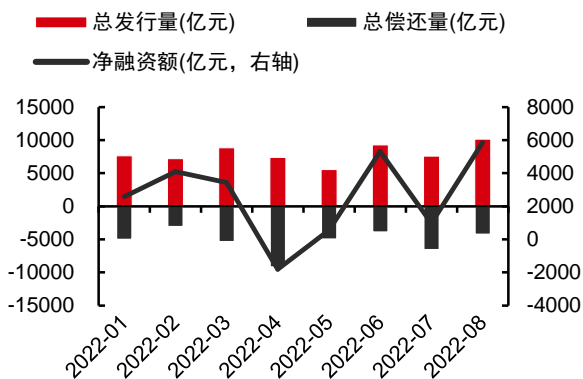
图 13：信用债发行与到期情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

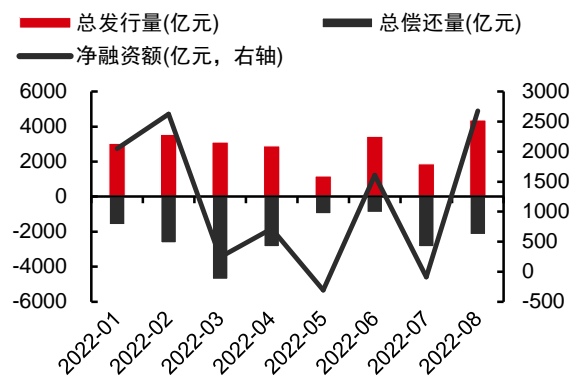
2022年6月后，金融债发行量和净融资额均有明显回升，8月分别达到10116亿元和5850亿元，为今年以来最高水平，其中，非政策性金融债的供给量提升也较为明显，可在一定程度上缓解银行理财的欠配压力。2022年1-5月，金融债发行量和净融资额也呈现先升后降的趋势，而进入6月后，金融债的发行量和净融资额都有一定的回升，8月发行量和净融资额分别为10116和5850亿元，为今年以来的最高水平。其中非政策性金融债也呈现相同的变化趋势，虽然在7月由于发行减少且到期量较大净融资额降为-90亿元，但8月发行量和净融资额分别达到4371和2677亿元，有很大程度的提升。

图 14: 金融债发行与到期情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

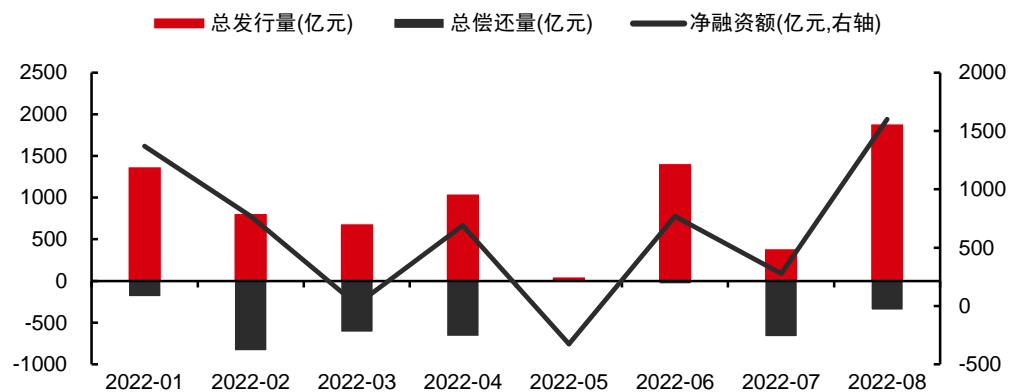
图 15: 非政策性金融债发行与到期情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

上半年次级债发行量也较为低迷, 但 8 月商业银行次级债发行量和净融资额分别达到 1883 和 1599 亿元, 创年内新高, 次级债供给提速, 为银行理财提供了更多的合意资产。次级债的发行量和净融资额在 1-5 月也呈现先升后降的趋势, 5 月甚至仅发行了次级债 1 只, 发行量为 50 亿元。而进入 6 月后, 次级债的发行额和净融资额也有明显提升, 在 8 月银行资本债发行量和净融资额分别达到 1883 和 1599 亿元, 其中新发行的永续债为 4 只, 二级资本债为 11 只, 为银行理财提供了更多的合意资产。

图 16: 次级债发行与到期情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## ■ 未来发展展望

### 次级债发行量或继续增加

为满足 TLAC 监管中的资本充足率等的要求，未来次级债发行规模或仍将有所增长，进一步缓解银行理财的欠配压力，非资本 TLAC 工具也有望落地，为银行理财带来新的资产配置类别。2022 年 4 月 29 日，央行、银保监会发布《关于全球系统重要性银行发行总损失吸收能力非资本债券有关事项的通知》，协助落实 2021 年 10 月发布的《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》（以下简称《办法》），要求我国全球系统重要性银行的风险加权比率应于 2025 年初达到 16%、2028 年初达到 18%，2021 年底相关银行 TLAC 缺口达到约 1.8 万亿，2025 年前缺口可能扩大至 2.2 万亿，银行距离达标仍有较大差距。为达到《办法》中规定的资本充足率、杠杆率等要求，预计二级资本债发行规模和数量仍会有所增长，同时非资本 TLAC 债务工具有发行成本上的优势，风险可控，且具有一定利差，对于银行理财来说也有一定的配置价值。

表 2：截至 2021 年末四大国有银行 TLAC 缺口情况（亿元）

	工商银行	中国银行	建设银行	农业银行
资本充足率	18.02%	16.53%	17.85%	17.13%
风险加权资产	216,903.49	163,237.13	182,158.93	178,495.66
-资本留存缓冲	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
-附加资本要求	1.50%	1.50%	1.50%	1.00%
外部总损失吸收能力风险加权比率	14.02%	12.53%	13.85%	13.63%
总损失吸收能力（亿元）	30,409.87	20,453.61	25,229.01	24,328.96
TLAC 要求下总损失吸收能力（亿元）	34,704.56	26,117.94	29,145.43	28,559.31
缺口（亿元）	4,294.69	5,664.33	3,916.42	4,230.35

资料来源：Wind，中信证券研究部

### 银行理财预计仍将继续增配金融债

现金理财的整改过程持续压制银行理财对金融债的配置力量，整改到一定阶段后，在“资产荒”叠加风险偏好整体下行的大背景下，违约率最低的金融债仍是最佳增配品种之一。由于现金理财在新规之前配置了大量长期限的金融债以增厚收益，且现金理财规模占理财整体规模的 32%，因此在整改过程中，会持续压制银行理财对金融债的配置比例。但由于目前信用债供给有限，且受到海内外风险因素影响，银行理财投资的风险偏好显著下降，因此违约率仅为 0.15% 的金融债仍将成为理财增配的最佳品种之一。预计现金理财整改到一定阶段后，理财整体配置金融债的比例仍将有一度幅度的增长。

表 3：各行业债券违约情况（截至 2022 年 9 月 2 日）

行业	违约债券只数	违约债券余额 (亿元)	余额违约率 (%)	违约发行人个数	发行人个数 违约比率(%)
信息技术业	36	423.72	20.86	4	10.81
房地产业	99	1270.24	10.53	29	11.24
批发和零售贸易	71	749.09	8.92	15	8.43
制造业	174	1208.90	8.49	59	20.56
农、林、牧、渔	2	11.50	2.50	2	9.09
综合类	77	725.08	1.16	20	2.40
交运仓储业	35	377.60	0.97	13	5.42
采掘业	16	82.11	0.80	5	8.20
建筑业	45	465.44	0.62	11	0.53
传播与文化产业	1	3.00	0.59	1	3.45
社会服务业	18	94.45	0.47	10	2.09
公共事业	5	37.98	0.20	3	1.15
金融、保险业	13	72.57	0.15	7	1.02
合计	592	5521.69	1.76	179	3.30

资料来源：Wind，中信证券研究部

## 债市策略

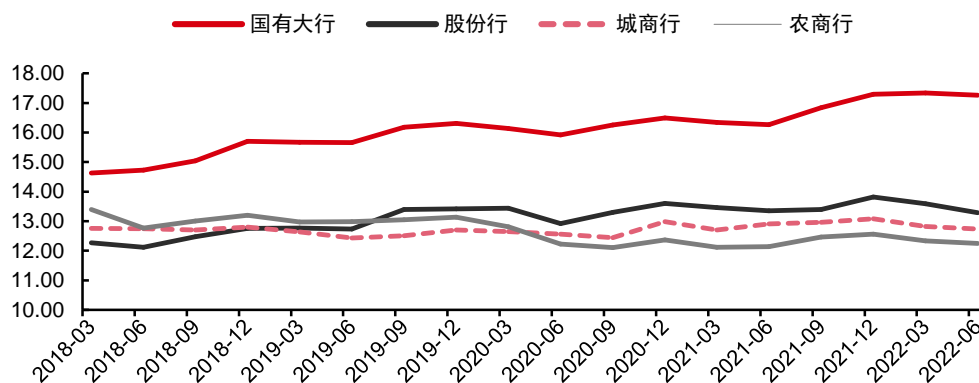
目前二级资本债收益率已经处于历史 0.6%分位数以下，短期内我们建议以持有为主，不宜过度追涨，可在适度回调后寻找参与机会；长期来看，农商行与城商行资本充足率压力较大，不赎回数量或增多，可能会带来一定风险。当前的二级资本债收益率基本位于历史最低位，处于 0.6%以下历史分位数水平，因此不建议过度追涨，可在适度回调后寻找参与机会。资本充足率方面，国有大行最高，股份制略高，城商行、农商行整体缓冲厚度有限，尤其是农商行的资本充足率一直处于同业最低，补充资本压力最大，低资质农商行在短期内较难通过发行永续债补充一级资本，因此在发行资本工具成本提升的背景下，为满足资本充足率要求，部分低资质农商行或将选择不赎回存续的二级资本债和永续债，可能带来一定风险。

表 4：二级资本债收益率历史分位数情况

	AAA-		AA+		AA-	
	5Y	10Y	5Y	10Y	5Y	10Y
收益率现值	3.05%	3.31%	3.09%	3.35%	3.21%	3.47%
现值分位数	0.30%	0.30%	0.60%	0.30%	0.10%	0.30%

资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：各类银行资本充足率情况（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 国内宏观

### 总量数据

**8月PMI的表现依旧偏弱。**8月份制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，比上月上升0.4个百分点，非制造业商务活动指数为52.6%，比7月下降1.2个百分点。原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为44.3%和44.5%，较7月上升3.9pcts和4.4pcts。原材料库存指数和产成品库存指数分别为48%和45.2%，分别较上月上升0.1pct和下降2.8pcts。服务业商务活动指数为51.9%，继续保持在扩张区间。

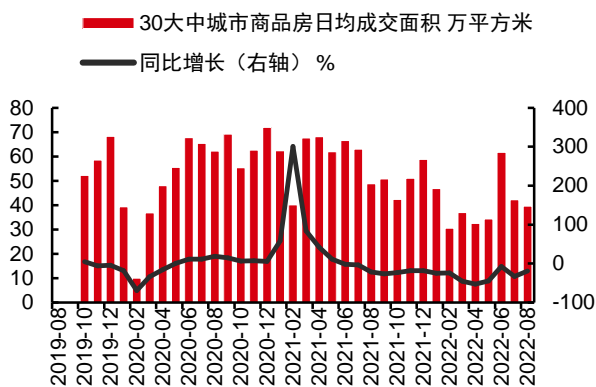
尽管8月PMI的表现依旧偏弱，但近期政策发力以及经济韧性在一定程度上对冲了局部疫情扰动和限产限电的负面影响。企业经营预期仍然偏弱。受限电限产导致生产能力下滑影响，同时制造业需求可能有所回暖，产成品库存指数大幅下行超预期。8月份国际大宗商品价格反弹带动原材料购进价格上涨，叠加国内限电限产，去库存加快，产成品价格指数有所改善。在局部疫情反复以及高温天气影响下，服务业复苏进程有所放缓，不同行业之间分化较大，住宿、餐饮等行业仍保持较快增长。

### 高频数据

**房地产市场方面，截至9月2日，30大中城市商品房成交面积累计同比下降32.21%，其中一线城市累计同比下降28.50%，二线城市累计同比下降28.88%，三线城市累计同比下降42.79%。**上周整体成交面积较前一周上升14.93%，一、二、三线城市周环比分别为-4.62%、25.34%、16.35%。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-24.52%、-27.54%、-23.79%，周环比涨跌幅分别为-2.42%、-14.04%、174.25%。8月31日，广东省人民政府办公厅印发《广东省加大力度持续促进消费若干措施的通知》。通知提出促进住房消费健康发展的举措：（1）扩大保障性租赁住房供给，鼓励机关事业单位、国有企业等单位对现有符合安全要求物业改造为租赁住房，简化利用存量土地和房屋改建保障性租赁住房调整规划的手续，盘活存量资源；（2）进一步优化住房公积金使用范围，支持有条件的地市结合实际提高租房提取额度，简化提取流程；（3）支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求。

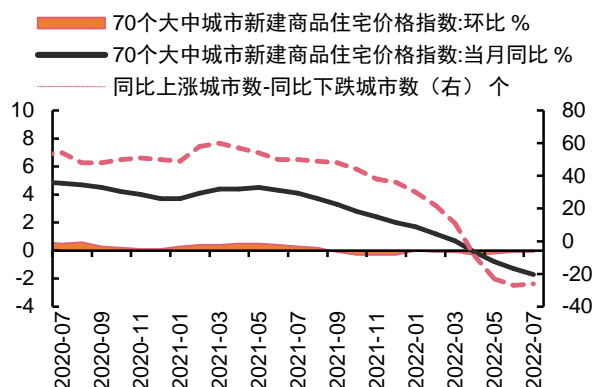
航运指数方面，截至 9 月 2 日，BDI 指数上升 0.37%，收 1086 点。CDFI 指数下降 0.63%。其中，海岬型船运价指数本周上涨 78.35%至 733 点，为 2020 年 6 月 19 日以来最佳周度表现。受海岬型船运价大涨带动，波罗的海干散货指数有所反弹。

图 18: 房地产成交量同比增速



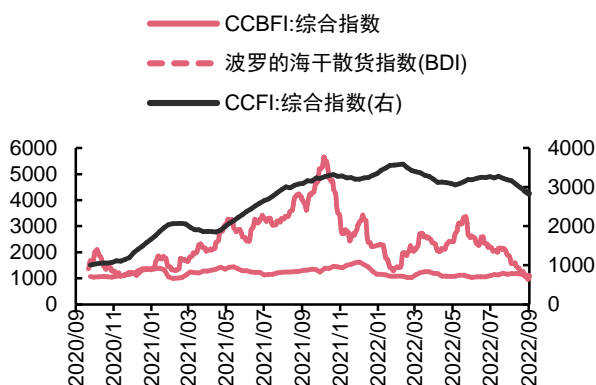
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 住宅价格环比增速



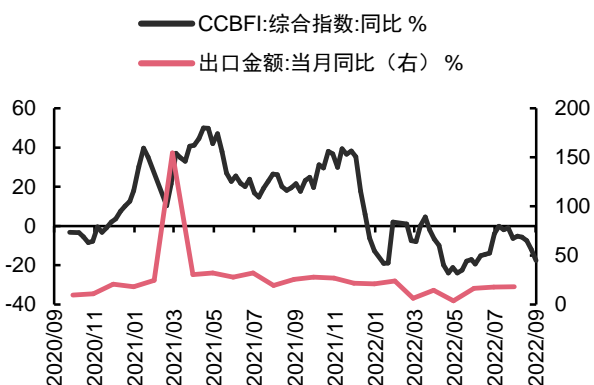
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 20: 主要航运指数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

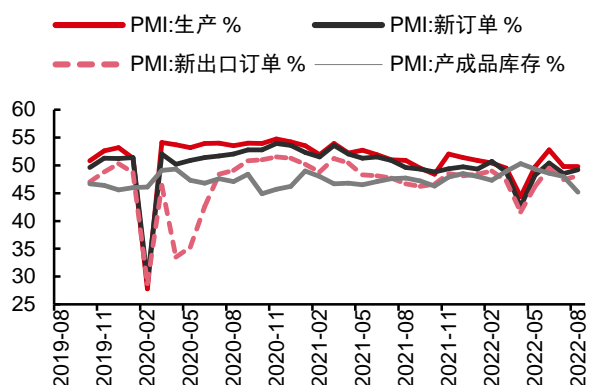
图 21: CCBFI 同比与出口同比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

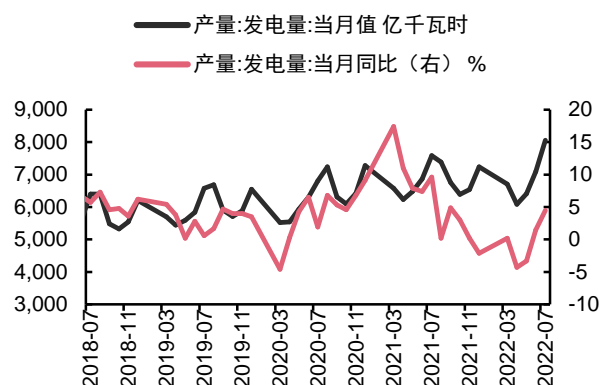


图 22: PMI



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 23: 发电量及同比增速



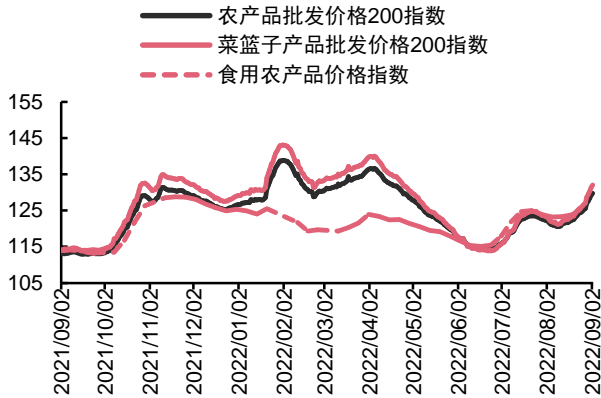
资料来源: Wind, 中信证券研究部

### 通货膨胀: 猪肉价格大幅上升, 鸡蛋价格大幅上涨, 工业品价格全面下行

截至 9 月 2 日, 农业农村部 28 种重点监测蔬菜平均批发价较前周上涨 10.08%。从主要农产品来看, 生意社公布的外三元猪肉价格为 23.02 元/千克, 较前周上涨 4.87%; 鸡蛋价格为 11.80 元/千克, 较前周上涨 10.90%。本周猪肉价格大幅上升。随着北方天气转凉, 佳节临近, 学校开学, 终端肉类市场需求整体回升, 叠加养殖端后市看涨情绪高, 生猪出栏不积极, 多重利多因素支撑猪肉价格上涨。但 9 月国家开始投放储备冻猪肉, 居民对于当前高价猪肉抵触情绪升温, 预计猪肉价格将呈震荡走势。本周鸡蛋价格大幅上涨。随着消费旺季到来, 中秋、国庆佳节临近, 消费需求进一步走高, 但 8 月新开产蛋鸡数量相对有限, 在产蛋鸡高峰期月均产蛋率仍处在低位, 鸡蛋市场整体延续供不应求的形势。预计鸡蛋价格或呈高位震荡。

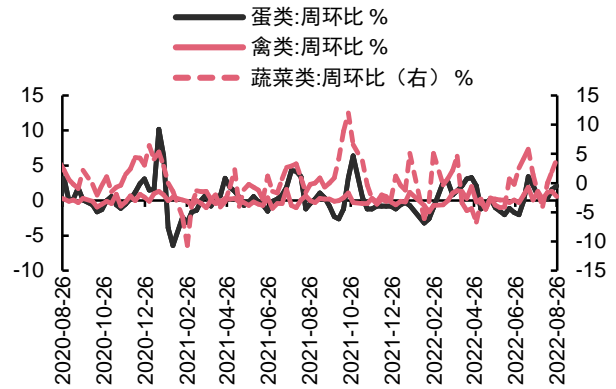
截至 9 月 2 日, 南华工业品指数较前一周下降 4.99%。能源价格方面, WTI 原油期货价报收 86.87 美元/桶, 较前周下降 6.65%。钢铁产业链方面, Myspic 综合钢价指数为 149.14, 较前周下降 2.90%。经销商螺纹钢价格为 3918.89 元/吨, 较前周下降 5.64%, 上游澳洲铁矿石价格为 740.44 元/吨, 较前周下降 4.76%。建材价格方面, 水泥价格为 390.00 元/吨, 与前周持平。本周经销商螺纹钢价格大幅下跌。随着限电限产影响减弱, 生产企业复产积极性有所提高, 螺纹钢供应边际增加。原材料焦炭和铁矿石面临供应增加导致价格走弱的压力, 螺纹钢成本端的支撑在弱化。地产用钢需求不佳短期内难以改变, 整体保持不温不火状态, 市场情绪转向悲观。预计短期内螺纹钢价格仍维持回落趋势。

图 24：三大高频物价指数



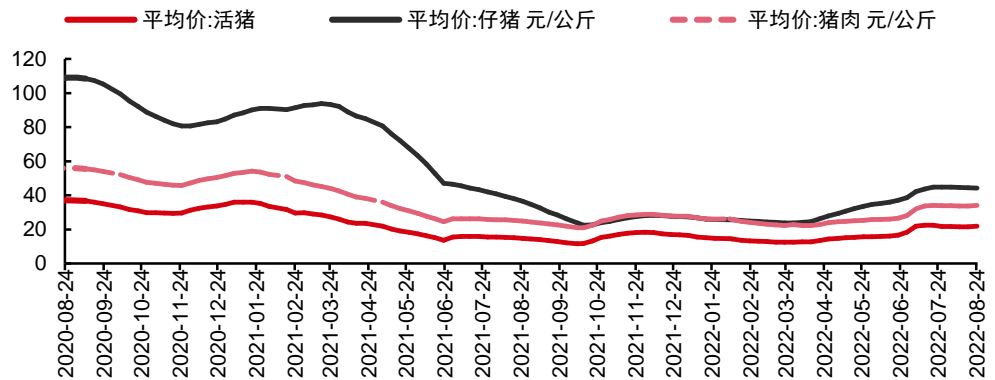
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 25：商务部农产品价格



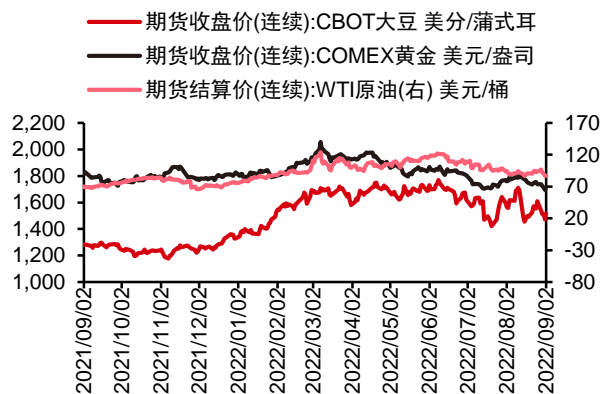
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26：猪肉价格



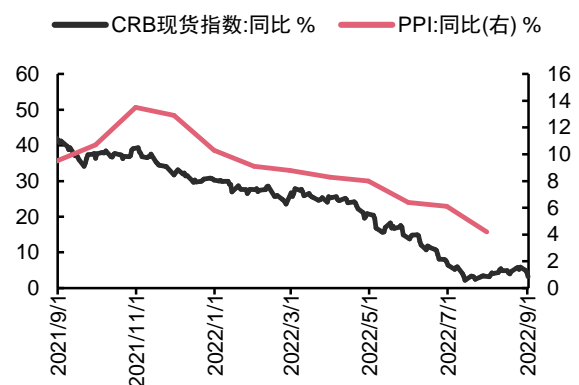
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：大宗商品价格



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28：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29日，工信部等五部门联合印发加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划：通过5-8年时间，电力装备供给结构显著改善，保障电网输配效率明显提升，高端智能化绿色化发展及示范应用不断加快，国际竞争力进一步增强，基本满足适应非化石能源高比例、大规模接入的新型电力系统建设需要。煤电机组灵活性改造能力累计超过2亿千瓦，可再生能源发电装备供给能力不断提高，风电和太阳能发电装备满足12亿千瓦以上装机需求，核电装备满足7000万千瓦装机需求。（资料来源：中华人民共和国工业和信息化部官网）

8月30日，财政部发布上半年中国财政政策执行情况报告，下一步将加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具。《报告》提出，下一步将加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具，靠前安排、加快节奏、适时加力，继续做好“六稳”“六保”工作，持续保障改善民生，保持经济运行在合理区间。继续实施好各项组合式税费支持政策，持续释放政策红利。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。压实主管部门和项目单位责任，实施支出进度通报预警机制，推动尽快形成实物工作量。加强财政与货币政策联动，支持政策性开发性金融工具落地。（资料来源：中华人民共和国财政部官网）

8月31日，国务院常务会议部署部署充分释放政策效能，加快扩大有效需求；确定进一步优化营商环境、降低制度性交易成本的措施，持续为市场主体减负激活力。会议指出，要用“放管服”改革办法再推进稳经济一揽子政策发挥效能，细化实化接续政策、9月上旬实施细则应出尽出，着力扩大有效需求，巩固经济恢复基础。引导商业银行扩大中长期贷款投放，为重点项目建设、设备更新改造配足融资。支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。促进汽车等大宗消费。（资料来源：中国政府网）

9月1日，国家指导各地9月份加大猪肉储备投放力度。为切实保障中秋、国庆节日猪肉市场供应和价格稳定，近日国家发展改革委价格司指导各地发展改革委抓紧部署，9月份加大政府猪肉储备投放力度，与国家投放中央猪肉储备工作形成合力。目前各地正按照工作部署，积极准备投放猪肉储备。今后一段时间，国家发展改革委将会同有关部门分批次持续投放中央猪肉储备，并指导各地联动投放地方猪肉储备。（资料来源：国家发展改革委官网）

9月2日，中国人民银行调查统计司司长、新闻发言人阮健弘在“2022年中国国际金融年度论坛”上表示，中国实施正常的货币政策没有过度刺激，为后续的货币成本、货币政策调控预留了空间。阮健弘表示，当前消费价格上涨相对均衡，也为货币政策的调控创造了良好的条件。货币政策要进一步做好跨周期的调节，保持货币信贷平稳适度增长，保持流动性合理充裕，助力经济发展，同时也密切关注国内外的通胀走势，不搞大水漫灌，不超发货币，保持物价水平基本稳定。（资料来源：中国证券报·中证网）

## ■ 国际宏观：8月美国失业率回升

### 美国方面：

8月30日，美国公布8月谘商会消费者信心指数103.2，预期97.9，前值95.7。（数据来源：美国经济谘商会）

8月31日，美国公布截至8月26日当周EIA原油库存变动-332.60万桶，预期值-148.30万桶，前值-328.20万桶（数据来源：EIA官网）

9月1日，美国公布8月ISM制造业指数52.8，前值（7月份）为52.8。至8月27日当周初请失业金人数录得23.2万人，为2022年6月25日当周以来新低。预期24.8万人，前值24.3万人；当周续请失业金人数为143.8万，与预期一致，前值141.5万。（数据来源：美国供应管理协会、美国劳工部）

9月2日，美国公布8月失业率为3.7%，环比上升0.2个百分点。8月季调后非农就业人口增加量为31.5万人，前值（7月份）为52.8万人。（数据来源：美国劳工部）

### 欧洲方面：

8月31日，欧盟公布欧元区8月调和CPI同比上升9.1%，续创历史新高，并高于预期的9%，前值为8.9%。调和CPI环比上升0.5%，高于预期的0.4%，前值为0.1%。剔除波动较大的食品和能源，欧元区8月核心调和CPI同比上升4.3%，高于预期的4.1%，以及前值4%。（数据来源：欧盟统计局）

9月1日，欧盟公布8月欧元区制造业PMI终值录得49.6，为2020年6月以来新低，初值为49.7。（数据来源：Markit）

9月1日，英国公布8月制造业PMI为47.3，预期46，前值46。（数据来源：Markit）

9月2日，欧盟公布7月欧元区PPI同比上升37.9%，高于市场预期的37.3%，前值35.8%；环比增速为4%，超过市场预期的3.7%，前值由1.1%上修为1.3%。（数据来源：欧盟统计局）

## 流动性监测：银质押利率全面下行，SHIBOR 利率大体下行

### 公开市场操作

上周（8月29日-9月2日）有100亿元逆回购投放，100亿元逆回购到期，流动性净投放0亿元。本周（9月5日-9月9日）有100亿元逆回购资金自然到期。

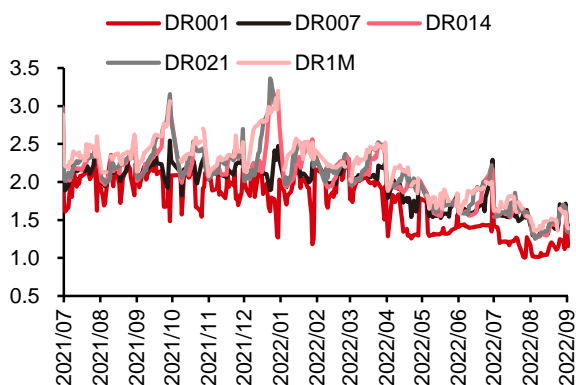
表 5：上周公开市场操作情况（亿元）

	2022-8-29		2022-8-30		2022-8-31		2022-9-1		2022-9-2	
	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	-20	20	-20	20	-20	20	-20	20	-20
14天逆回购										
28天逆回购										
6个月MLF										
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		100								
净投放	0									

资料来源：Wind，中信证券研究部

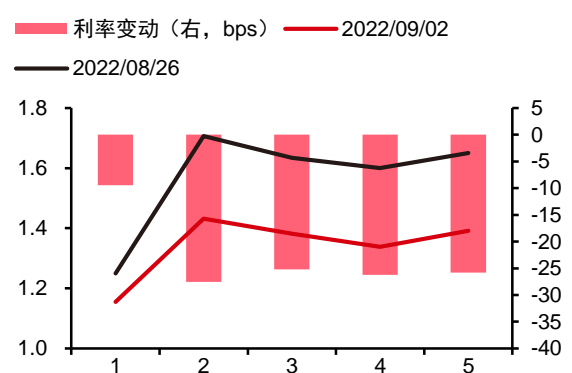
**货币市场：银质押利率全线下行，SHIBOR 利率大体下行。** DR001 加权平均利率为 1.16%，较上周变动-9.42bps；DR007 加权平均利率为 1.43%，较上周变动-27.53bps；DR014 加权平均利率为 1.38%，较上周变动-25.23bps；DR021 加权平均利率为 1.34%，较上周变动-26.21bps；DR1M 加权平均利率为 1.65%，较上周变动-25.83bps。截至 9 月 2 日，SHIBOR 方面，隔夜、7 天、1 个月、3 个月对比上周分别变动-8.3bps、-23.5bps、-22.1bps、0.5bp 至 1.18%、1.51%、1.43%、1.50%。

图 29：银行间回购加权利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：银行间回购加权利率周变动



资料来源：Wind，中信证券研究部

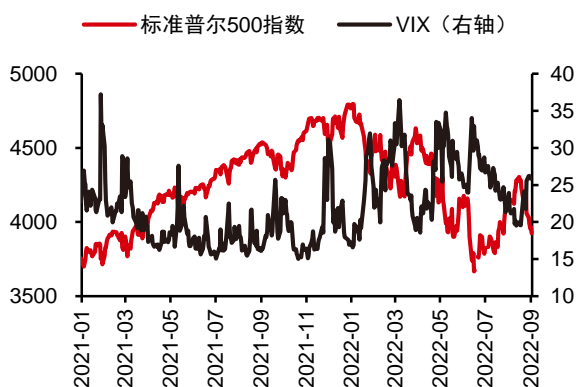
## ■ 国际金融市场：美股全线下跌，欧股涨跌互现

### 美国市场：美股全线下跌

8月29日-9月2日：美国三大股指全线下跌，道指跌2.99%，标普500指数跌3.29%，纳指跌4.21%。

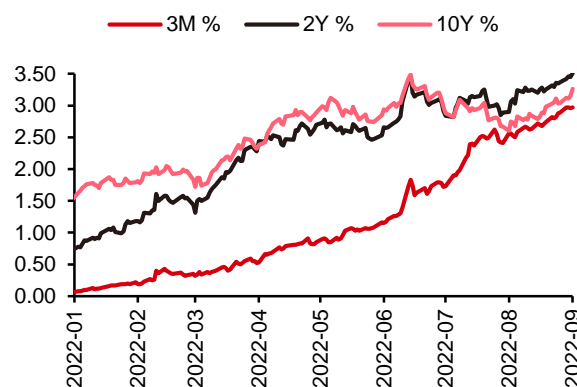
周一，市场对美联储激进加息的担忧犹存，上周五鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表鹰派讲话，表示美联储将继续采取强力措施抗击通胀，周一美国三大股指延续下跌趋势，道指跌0.57%，标普500指数跌0.67%，纳指跌1.02%。周二，美国8月谘商会消费者信心指数103.2，预期97.9，前值95.7。美联储官员博斯蒂克称，需要采取限制性政策以应对过高的通胀，当天美国三大股指全线收跌，道指跌0.96%，标普500指数跌1.10%，纳指跌1.12%。周三，克利夫兰联邦储备银行行长梅斯特预计基准利率将在未来几个月升至4%以上，保持在远高于目前联邦基金利率目标区间的水平，以便使通胀率回落，当天美国三大股指全线收跌，道指跌0.88%，标普500指数跌0.78%，纳指跌0.56%。周四，美国8月ISM制造业指数52.8，当周初请失业金人数创下2022年6月25日当周以来新低，经济数据反映韧性犹存，为美联储后续进一步激进加息遏制通胀留下空间，投资者关注点聚焦于当晚公布的非农就业数据，当天美国三大股指涨跌互现，道指涨0.46%，标普500指数涨0.30%，纳指跌0.26%。周五，美国劳工部发布的数据显示，美国8月份非农就业人口增加量为31.5万人，略低于市场预期的31.8万人，未能缓解市场对美联储激进加息的担忧，当天美国三大股指全线收跌，道指跌1.07%，纳指跌1.31%，标普500指数跌1.07%。

图 31：标普 500 和标普 500 波动率(VIX)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 32：美国国债收益率



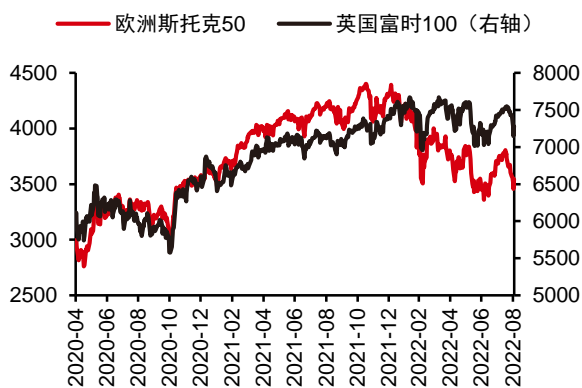
资料来源：Wind，中信证券研究部

## 欧洲市场：欧股涨跌互现

8月29日-9月2日：欧洲三大股指涨跌互现，德国DAX指数涨0.61%，法国CAC40指数跌1.7%，英国富时100指数跌1.97%。

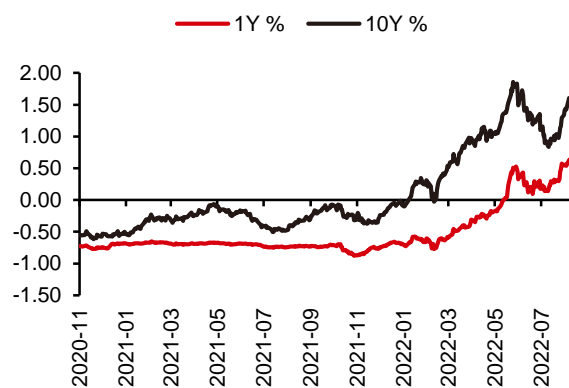
周一，欧盟准备于9月9日召开能源紧急会议，对电力市场进行紧急干预。欧盟委员会主席冯德莱恩表示，欧盟应该将电力价格与天然气价格脱钩，在明年初以适当的和技术性的方式进行电力市场的全面改革。当日英国伦敦股市休市，欧洲其他两大主要股指收跌，法国CAC40指数跌0.83%，德国DAX30指数跌0.61%。周二，欧央行首席经济学家连恩称，应逐步提高利率，欧洲央行管委穆勒称，欧央行应讨论9月加息75个基点，当天欧股主要指数全线下跌，德国DAX指数跌0.97%，法国CAC40指数跌1.37%，英国富时100指数跌1.05%。周三，欧盟统计局公布的数据显示，欧元区8月CPI同比增幅为9.1%，高于市场预期的9%和7月的8.9%，当天欧股主要指数全线下跌，德国DAX指数跌1.6%，法国CAC40指数跌1.48%，英国富时100指数跌1.86%。周四，欧元区通货膨胀率创新高加剧了市场对欧洲央行下周大幅加息的担忧，另有消息称桥水基金再次增加做空欧股的押注，当日欧股主要指数全线大跌，英国富时100指数跌1.86%，德国DAX30指数跌1.60%，法国CAC40指数跌1.48%。周五，欧盟统计局公布的数据显示，7月欧元区PPI同比上升37.9%，超过预期值37.3%，前值35.8%；环比增速4%，超过预期值3.7%，前值由1.1%上修为1.3%。欧股主要指数全线上涨，英国富时100指数涨1.86%；法国CAC40指数涨2.21%，德国DAX30指数涨3.33%。

图 33：欧洲交易所指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 34：欧元区国债收益率 (%)



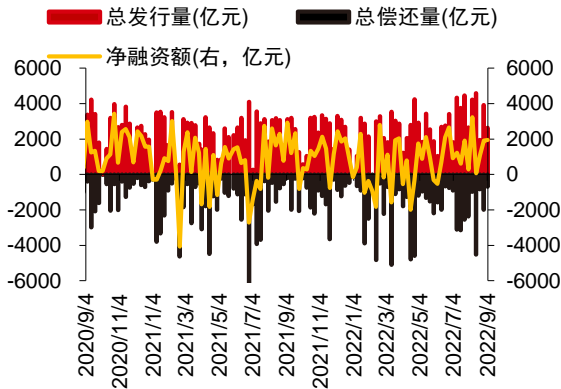
资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 债市数据盘点：利率债收益率全面下行

### 一级市场：本周计划发行 7 只利率债

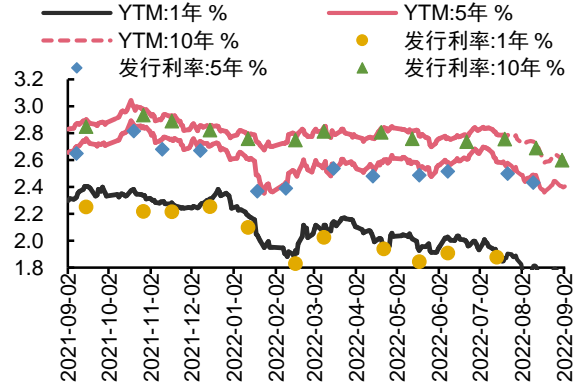
上周（8月29日-9月2日）一级市场共发行 22 只利率债。本周（9月5日-9月9日）计划发行 7 只利率债，计划发行总额 2560.00 亿元。

图 35：利率债发行到期



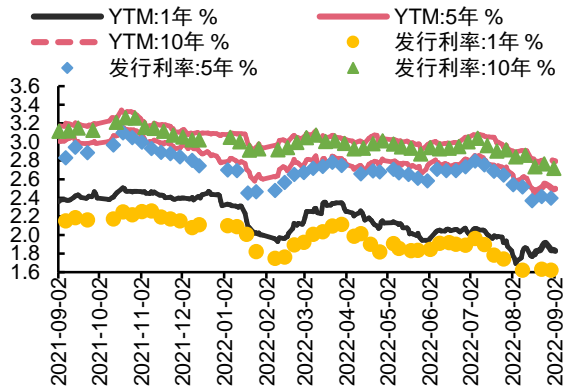
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 36：国债中标利率与二级市场水平



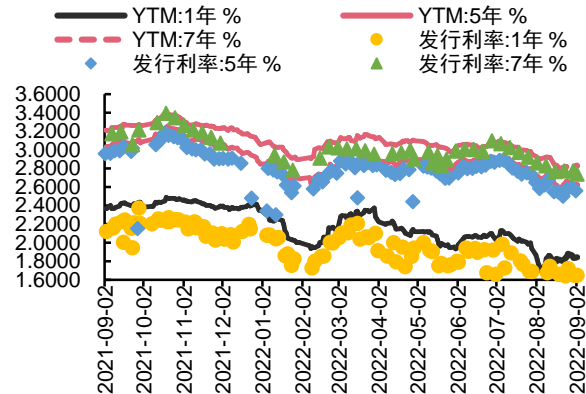
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 37：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

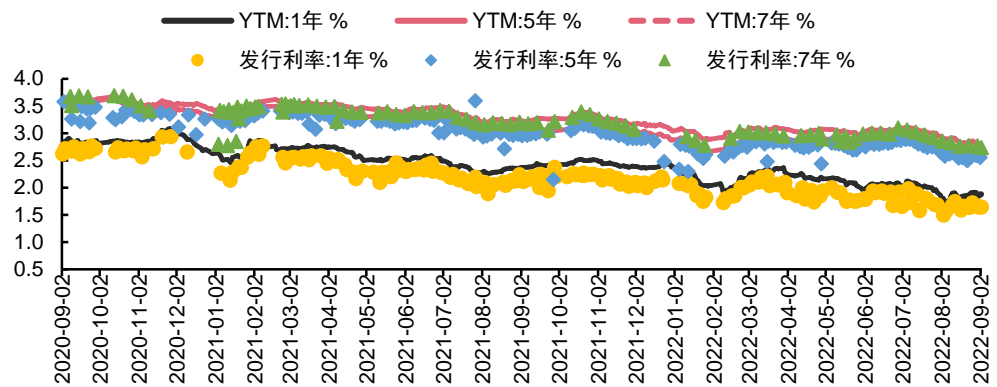
图 38：进出口债中标利率与二级市场水平



资料来源：Wind，中信证券研究部



图 39: 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 6: 本周计划发行利率债产品

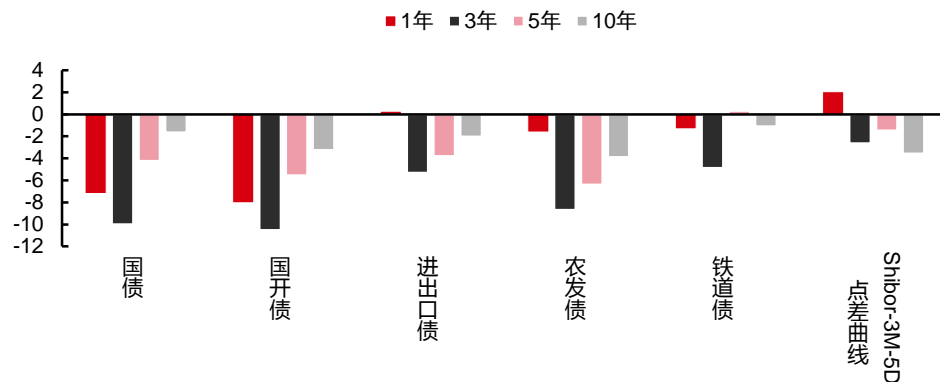
交易代码	债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)	Wind 债券类型(二级)
220407Z2.IB	22 农发 07(增 2)	2022-09-05	70.0000	5.0000	政策银行债
220406Z5.IB	22 农发 06(增 5)	2022-09-05	60.0000	3.0000	政策银行债
092218003Z11.IB	22 农发清发 03(增发 11)	2022-09-06	40.0000	2.0000	政策银行债
092218004Z04.IB	22 农发清发 04(增发 4)	2022-09-06	40.0000	7.0000	政策银行债
220014X2.IB	22 付息国债 14(续 2)	2022-09-07	850.0000	1.0000	国债
220016X2.IB	22 付息国债 16(续 2)	2022-09-07	850.0000	5.0000	国债
229950.IB	22 贴现国债 50	2022-09-09	650.0000	0.4986	国债
合计			2560.00		

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

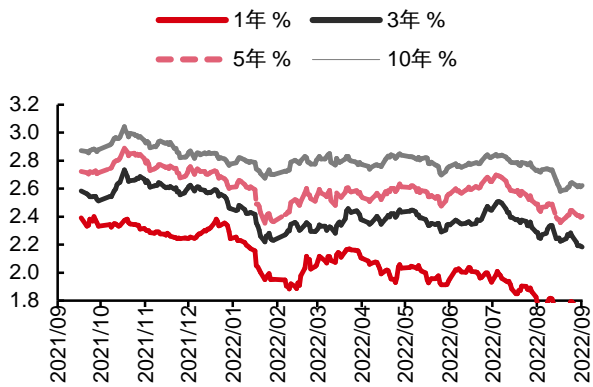
上周利率债收益率全面下行。截至 9 月 2 日, 国债方面, 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动-7.19bps、-9.99bps、-4.24bps、-1.64bps。国开债方面, 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动-8.03bps、-10.51bps、-5.55bps、-3.24bps。

图 40: 主要利率债产品上周变动



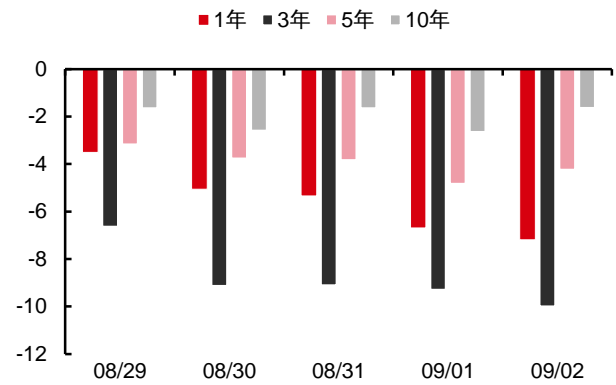
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 41：银行间国债收益率走势



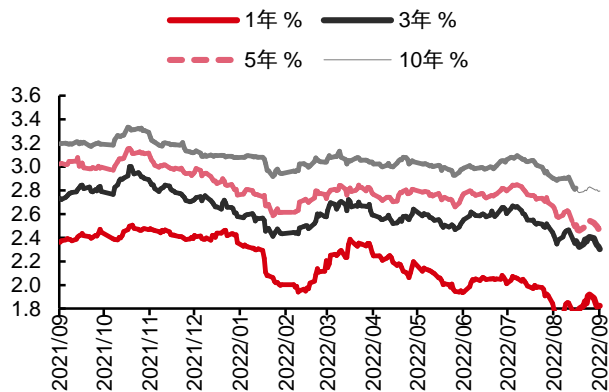
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 42：银行间国债每日变动（相较上周）



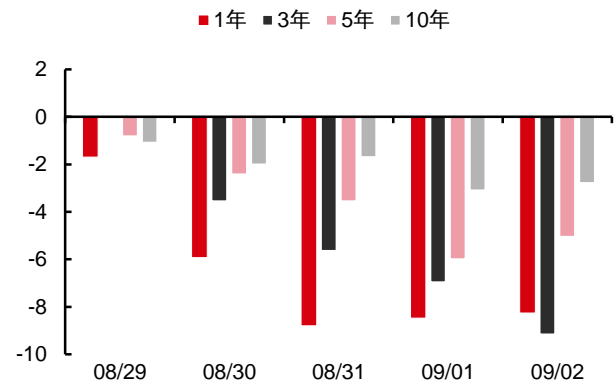
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 43：银行间国开行金融债收益率走势



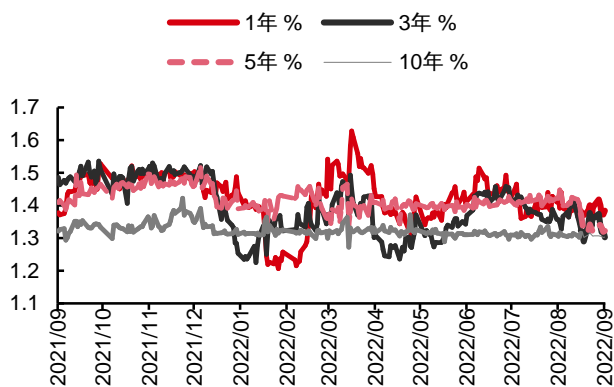
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 44：银行间国开债每日变动（相较上周）



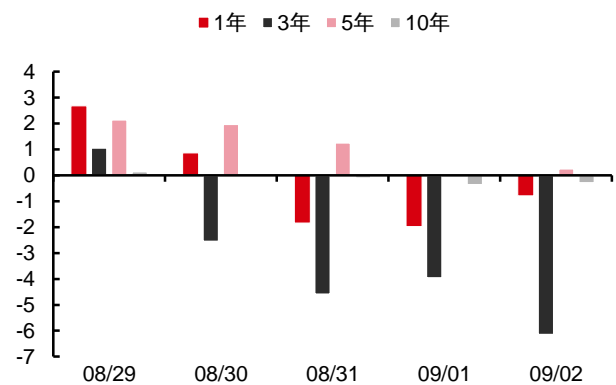
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 45：银行间国开行定存浮息债扯平利率走势



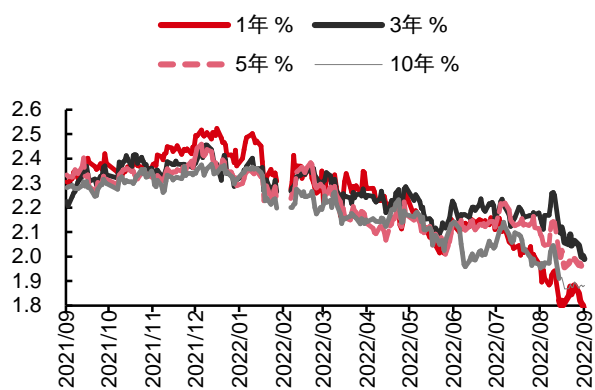
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 46：国开定存浮息债每日变动（相较上周）



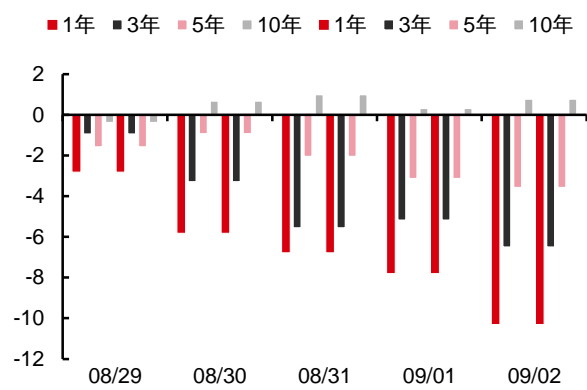
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 47: 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 48: 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@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。