

中信证券研究部FICC

---

# 下半年宏观经济和政策解读

明明

中信证券研究部 联席首席经济学家

2022年8月24日

- **全球经济滞胀风险**
  - **通胀**
    - 高通胀的成因：逆全球化、地缘冲突、供应链约束、气候变化和能源革命、老龄化等等。
    - 美国通胀压力难以快速回落，工资、核心通胀上行较快；国内核心通胀偏弱，主要关注猪价上涨的节奏。
  - **经济**
    - 美国：联储紧缩压力不减，美国经济或在明年年初陷入实质性衰退。
    - 国内：地产、金融周期的底部，基建发挥逆周期调节作用。
- **政策和经济的博弈**
  - 财政政策成为主要的发力方向，上半年退税为主，下半年“用好专项债限额”，推动重大项目建设。
  - 央行降息之后，LPR下调降低实体经济融资成本，同时进一步发挥政策性金融和结构性工具的作用。
- **大类资产展望**
  - 股票：随着流动性回归，中性和小股票溢价过高，市场风格可能切换回大盘蓝筹，关注消费、基建板块。
  - 债券：超预期降息之后的补涨行情过后，警惕资金利率向政策利率回归。信用债珍惜“中游品种”。
  - 商品：地缘扰动、加速紧缩和衰退预期之间的博弈。
  - 汇率：中美政策周期已经分化，未来出口不确定性仍然存在，人民币汇率或将弱势震荡。
- **风险因素：地缘冲突、气候变化、国内外疫情扰动。**

# CONTENTS

## 目录

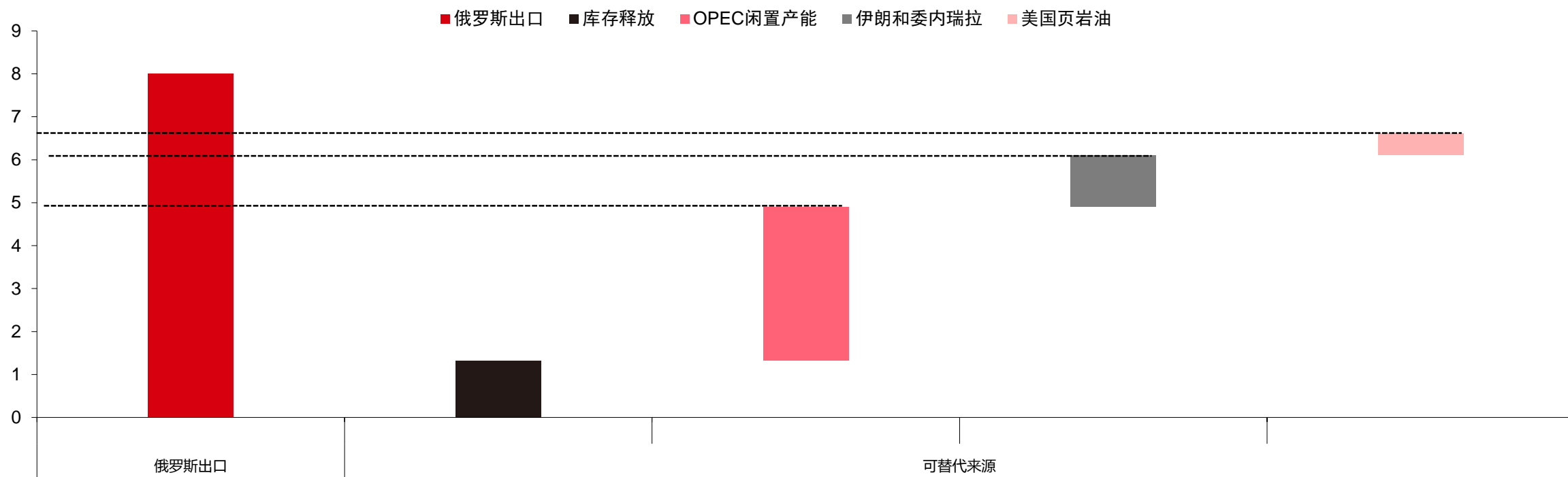
---

1. 全球经济滞胀风险
2. 政策和经济的博弈
3. 大类资产展望
4. 风险因素

# 高通胀（1）地缘冲突导致能源价格大幅波动

- OPEC处于增产的末期，实际可增加的产能有限，对俄罗斯出口石油的替代规模有限。
- 全球经济今年衰退的风险较低，即使货币紧缩，能源需求端预计较难大幅回落。
- 欧美对俄罗斯的能源制裁短期可能较难实质性地缓和。

俄罗斯石油和石油产品出口的可替代来源规模有限（百万桶/天）

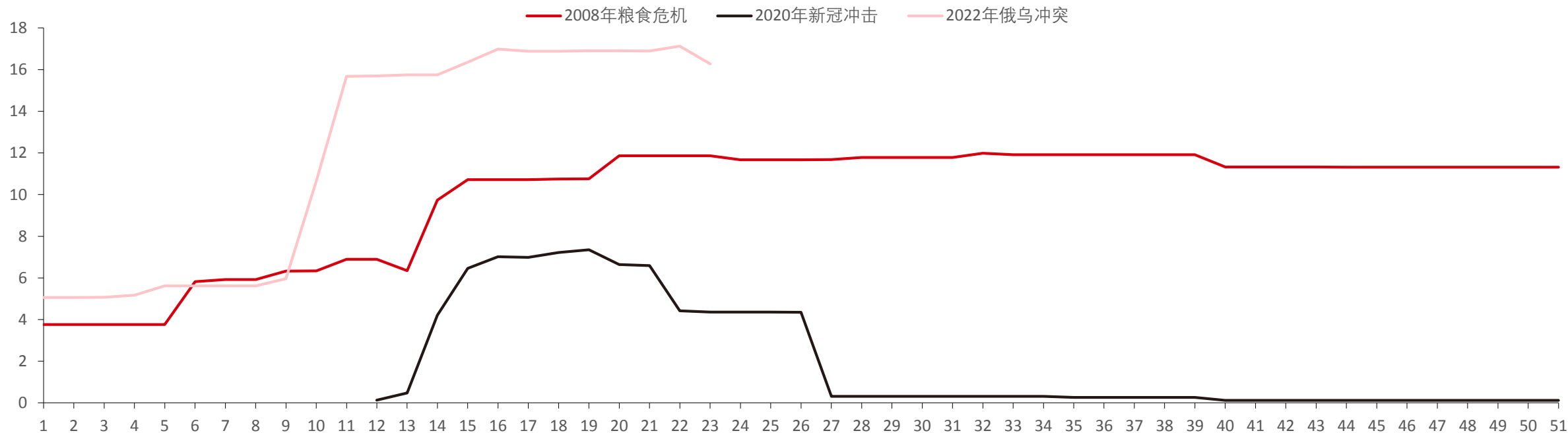


资料来源：世界银行集团，中信证券研究部 注：库存释放是指包括美国在内的 IEA 成员当前宣布的石油释放量；OPEC剩余产能仅指伊拉克、沙特阿拉伯和阿联酋

# 高通胀（1）地缘冲突导致粮食冲击扩大

- 俄罗斯和乌克兰是粮食和化肥的主要出口国。俄罗斯与乌克兰分别作为世界上最大和第五大小麦出口国，2021年二者小麦出口量合计占世界小麦出口量的32.5%（俄罗斯22%，乌克兰10.5%），并且俄罗斯也是葵花籽油、化肥等商品的重要出口国家，乌克兰也是世界葵花籽油、玉米等商品的重要出口国家。
- 越来越多国家禁止小麦等粮食出口，粮食危机持续恶化。

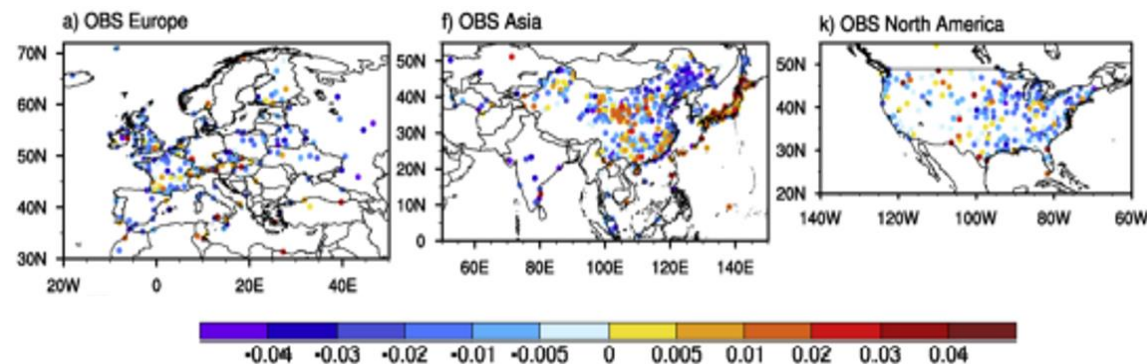
2008年以来三次粮食危机中实施粮食出口限制的国家占全球贸易的份额（%）



资料来源：IFPRI，中信证券研究部 注：以卡路里计算占比；X轴表示为当年中的第几周，1表示为当年的第一周；数据截止至2022年6月8日

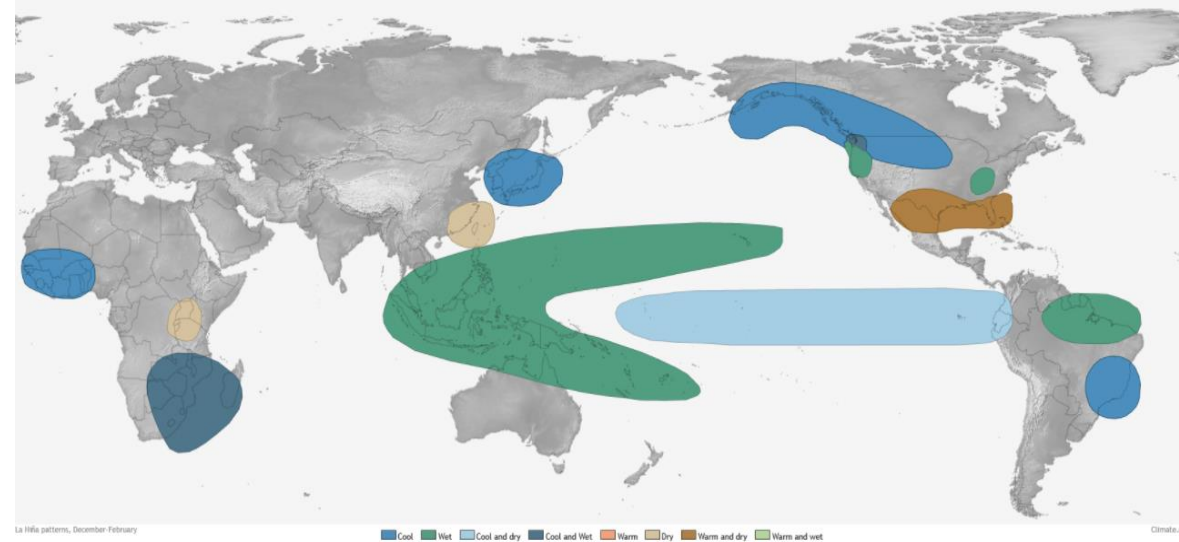
- 北半球风能资源呈现减弱趋势
- 人类活动导致极端天气增多，形成新能源的供需错配
  - 光伏、风电等新能源发电在一定程度上取决于天气，发电量会有所波动。
  - 极端天气可能导致能源需求增加。
- 今年是罕见的连续第三个拉尼娜年
  - 7、8月份副热带高压偏强导致南方地区干旱少雨、汛期反枯。

### 1980-2016年北半球表面风速变化情况 (m/s/年)



资料来源: Miao等《Evaluation of Northern Hemisphere surface wind speed and wind power density in multiple reanalysis datasets》(2020)

### 拉尼娜事件的影响

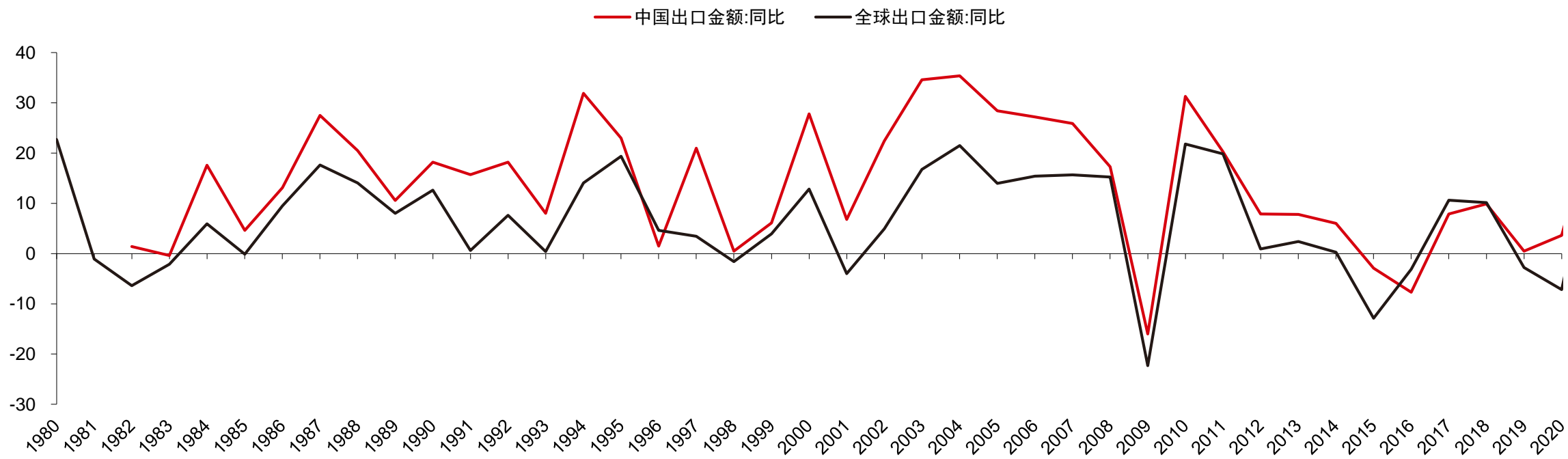


资料来源: climate.gov

# 高通胀（3）逆全球化和供应链问题

- 近年来逆全球化趋势愈演愈烈，贸易摩擦不断，各国鼓励产业链回流。
- 短期来看，疫情冲击和俄乌冲突导致供应端持续受限，推升商品项通胀。
- 长期来看，全球分工下的成本优势逐渐丧失，是推升通胀的长期因素之一。

逆全球化趋势，全球贸易增速下行（%）

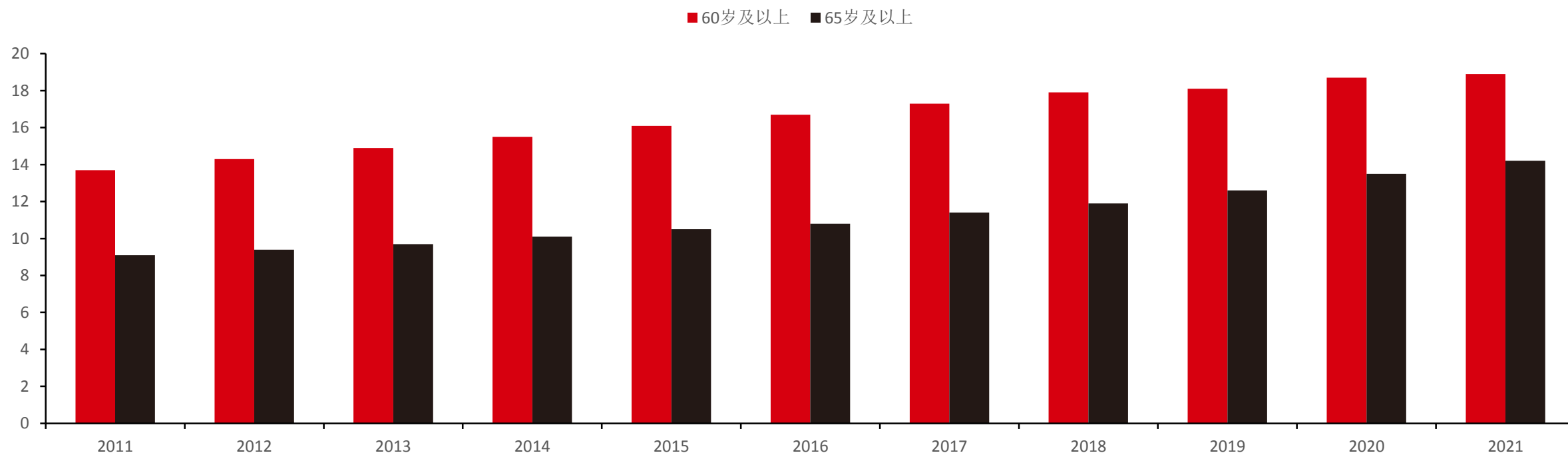


资料来源：Wind，中信证券研究

# 高通胀（4）老龄化导致赤字上升，推升通胀

- 中国老龄化率逐年上升：2021年最新数据显示，60岁以上人口占比18.9%而65岁以上人口占比14.2%，均为历史高位。人口老龄化问题日趋严峻。
- 老龄社会意味着更高的财政负担和财政赤字，起到推升通胀的作用。

### 中国人口老龄化日趋严峻（%）

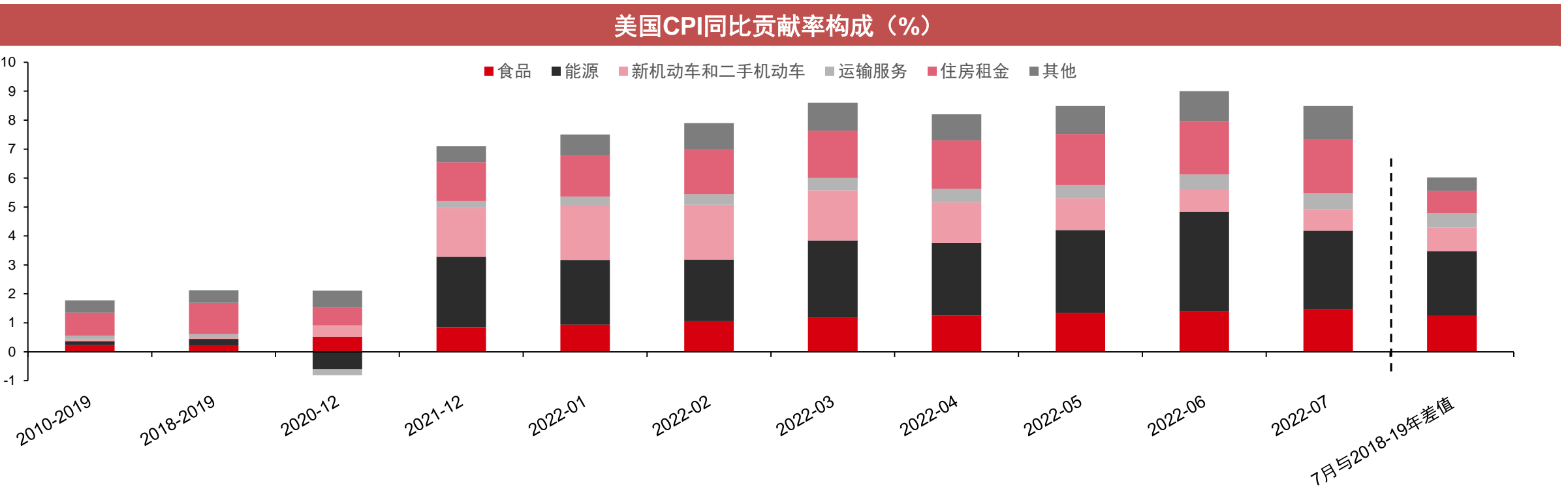


资料来源：Wind，中信证券研究部



# 美国通胀：核心通胀的压力仍未下降

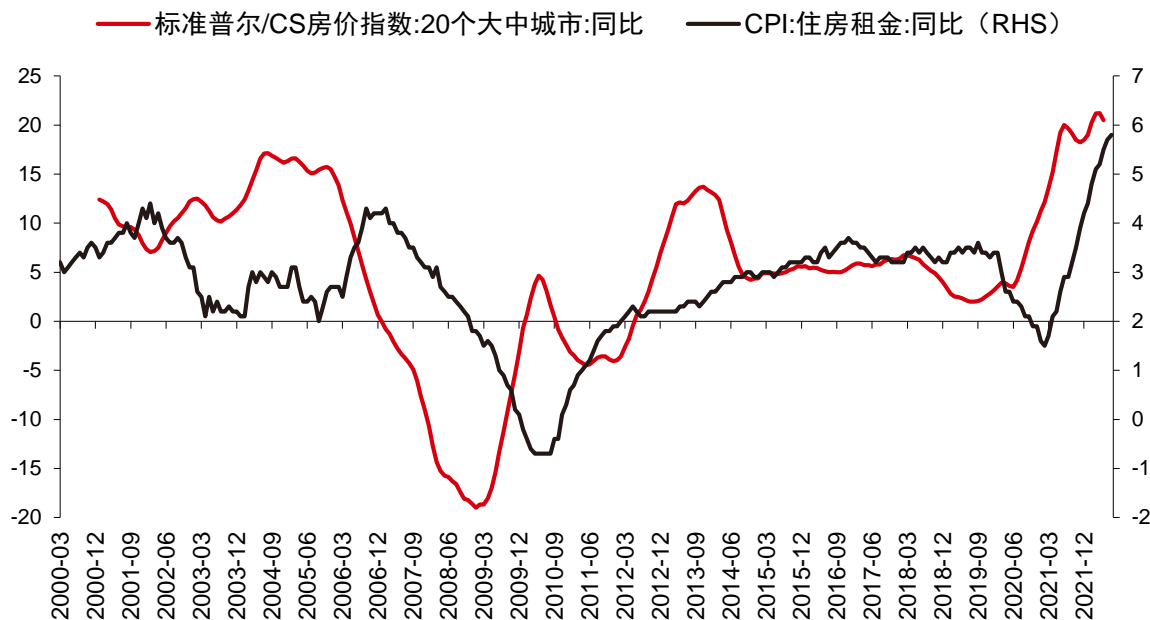
- **能源项**：7月能源项同比增速为32.9%，环比增速转为下降，录得-4.6%，能源项总环比贡献率为-0.42%。
- **住房项**：7月住房项粘性仍较高，环比增速小幅放缓至0.5%，同比录得5.7%，住房供给的缓解以及利率上升导致的住房需求下降推动住房项增速小幅放缓，但预计住房项未来仍将保持较高的粘性，该项环比上升或将持续至明年。
- **食品项**：7月食品项同比增速为10.9%，环比增速为1.1%，同比增速贡献率为1.46%，环比贡献率为0.15%。在全球粮食供应紧张的背景下，即使能源价格下降，食品价格增速预计将继续上升。



## ■ 通胀支撑因素：

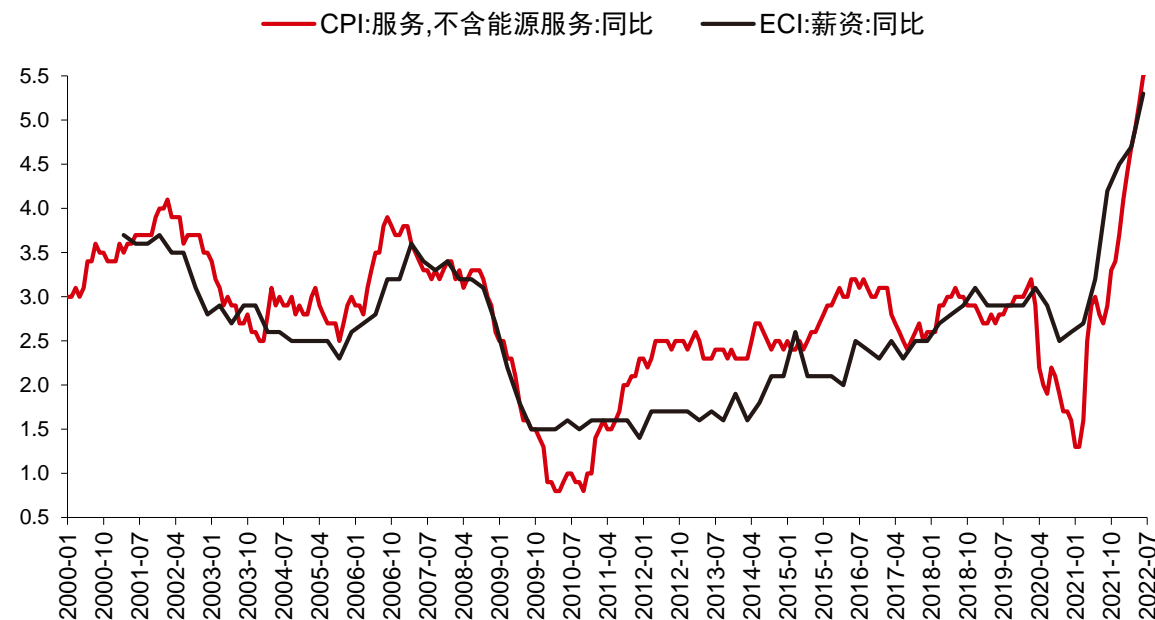
- 在劳动力市场持续保持紧俏的背景下，薪资增长预计持续高位运行。
- 房价持续上涨将继续传导至租金价格，租金增速或将高位运行并持续至明年。
- 粮食紧缺以及需求刚性导致食品项或在年内保持较高的增速。

### 租金CPI滞后房价变动18个月（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 薪资增速与CPI服务（不含能源服务）增速较为一致（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 关注CPI上行的风险

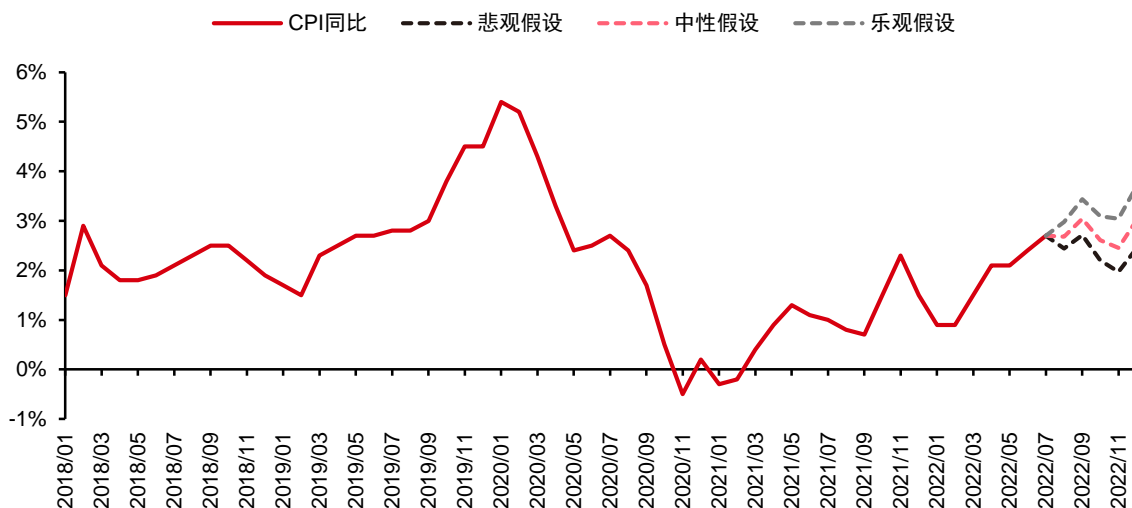
➢ 新一轮猪周期或将维持食品项的上行趋势，三季度CPI有向上突破3%的风险，高点可能在明年。

## ■ 地缘政治危机影响力逐步消化，预计PPI将保持震荡下行趋势

➢ 近期国际能源等大宗商品价格的下降一定程度上缓和了PPI的压力。

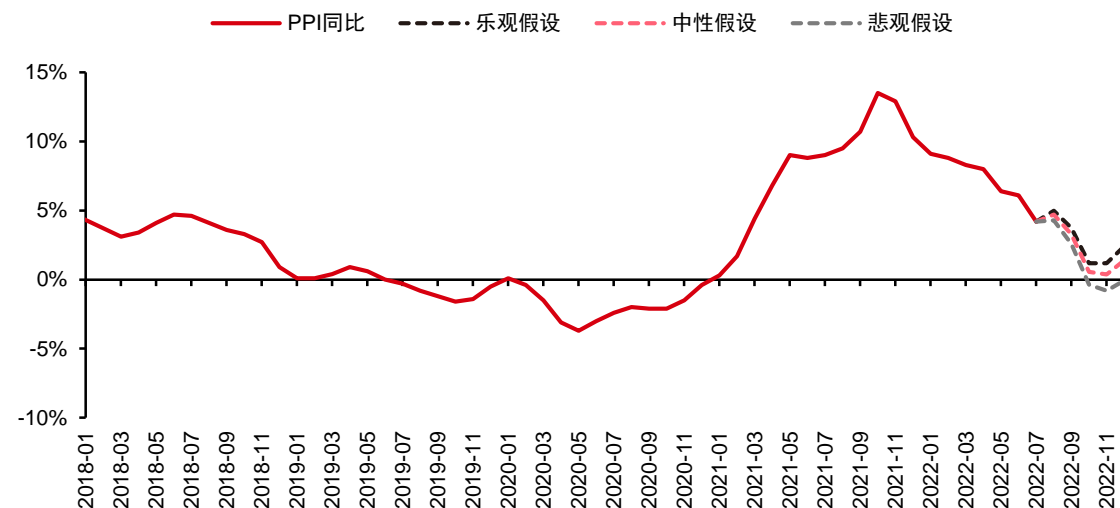
➢ 国内PPI回落的趋势不变，预计年底回落至0附近。

### 预计我国CPI将逐步上行（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：虚线部分为预测数据

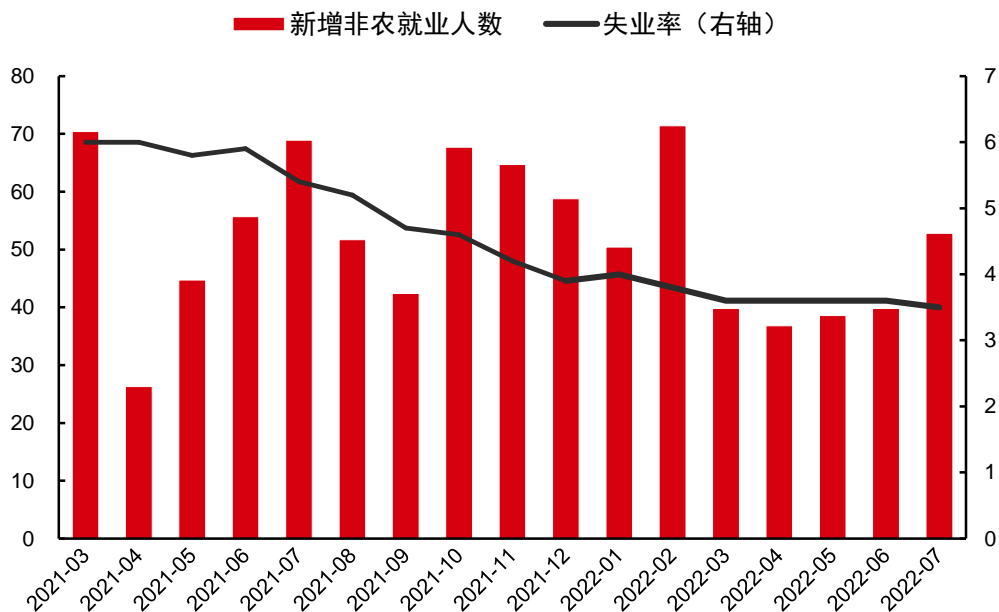
### 预计我国PPI将震荡下行（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：虚线部分为预测数据

- 7月就业市场强劲增长，美国经济当前难言步入实质性衰退，给予了美联储继续大幅加息的操作空间。
- 薪资增速提升增加了美国通胀风险，若美国核心CPI持续上行，美联储需在两难中抉择。
- 美联储加息节奏较大程度取决于未来通胀与就业数据。

### 美国新增非农就业人数及失业率（万人，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 美联储加息预期

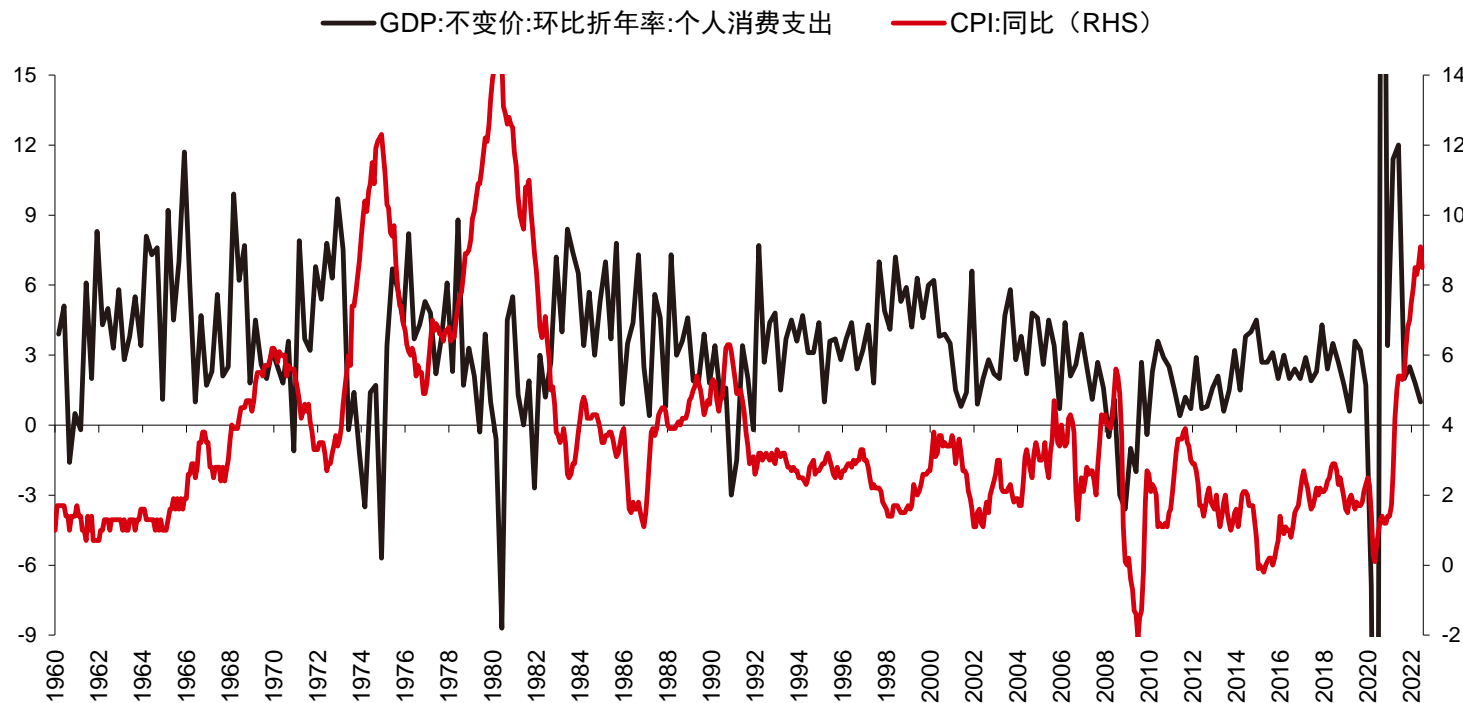
MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/9/21	0.0%	61.5%	38.5%	0.0%	0.0%			
2022/11/2	0.0%	0.0%	30.2%	50.2%	19.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	5.7%	34.0%	44.4%	15.9%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	4.2%	26.3%	41.6%	23.7%	4.3%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	3.4%	22.3%	38.9%	26.8%	7.8%	0.8%
2023/5/3	0.0%	0.2%	4.6%	23.3%	38.1%	25.7%	7.3%	0.7%
2023/6/14	0.1%	1.6%	10.5%	28.0%	34.2%	19.9%	5.2%	0.5%
2023/7/26	0.5%	4.0%	15.3%	29.7%	30.3%	15.9%	3.9%	0.4%

资料来源：CME，2022年8月12日

## ■ 储蓄或仅可支撑美国消费韧性至第三季度

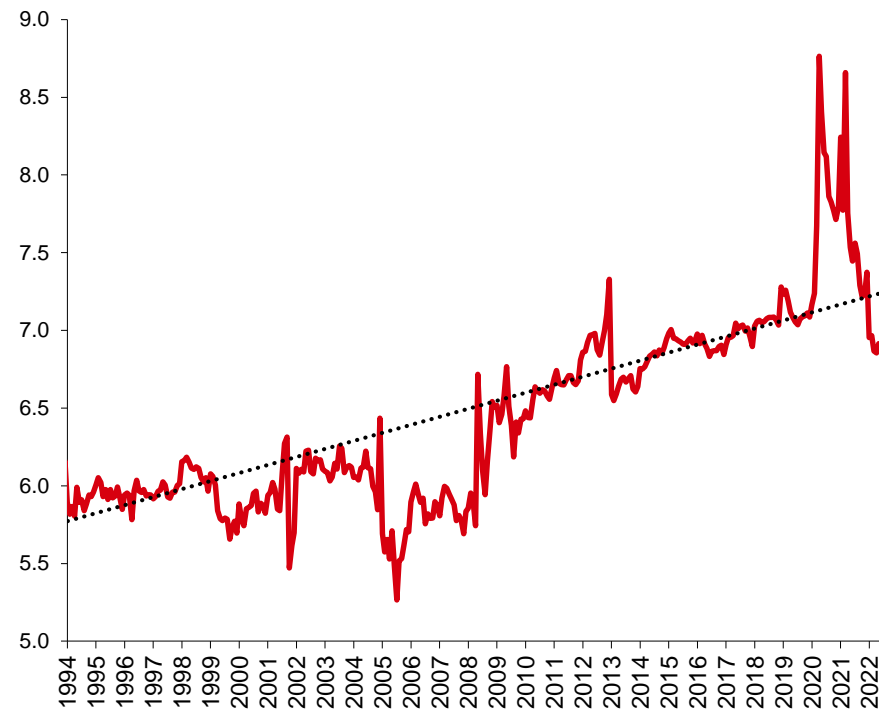
- 虽然由于居民杠杆水平较低，利率上升对于消费的抑制作用有限，但或通过影响资产价格抑制消费。
- 基于我们的测算，在高通胀背景下，超额储蓄对消费的支撑作用或仅可持续至今年第三季度。
- 若通胀持续磨顶、保持较高粘性，将进一步抑制消费意愿，或导致美国消费在今年第四季度下行压力较大。

通胀水平与消费负相关关系较明显，尤其是高通胀时期（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

疫情冲击后美国居民超额储蓄（十亿美元）

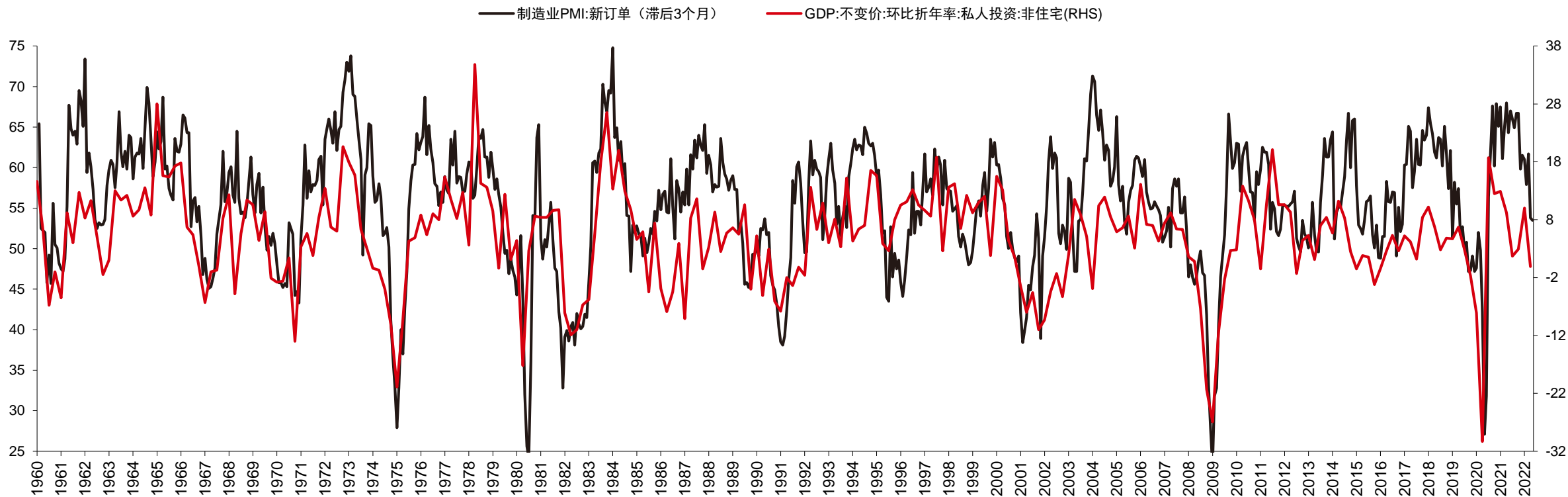


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：指标为美国个人储蓄存款（折年数）取自然对数后数值

# 美国经济：企业投资下行压力增加

- 高通胀导致美国需求快速回落，制造业PMI快速回落至52.8，PMI新订单已下降至48。
- 企业投资减少或是由于流动性、贷款收紧，需求放缓导致企业对于未来经济恶化的担忧加剧。
- 预计未来非住宅投资的放缓趋势在美联储继续紧缩、需求持续下降的背景下较难改变。

美国制造业PMI领先实际非住宅投资环比增速3个月左右 (I, %)



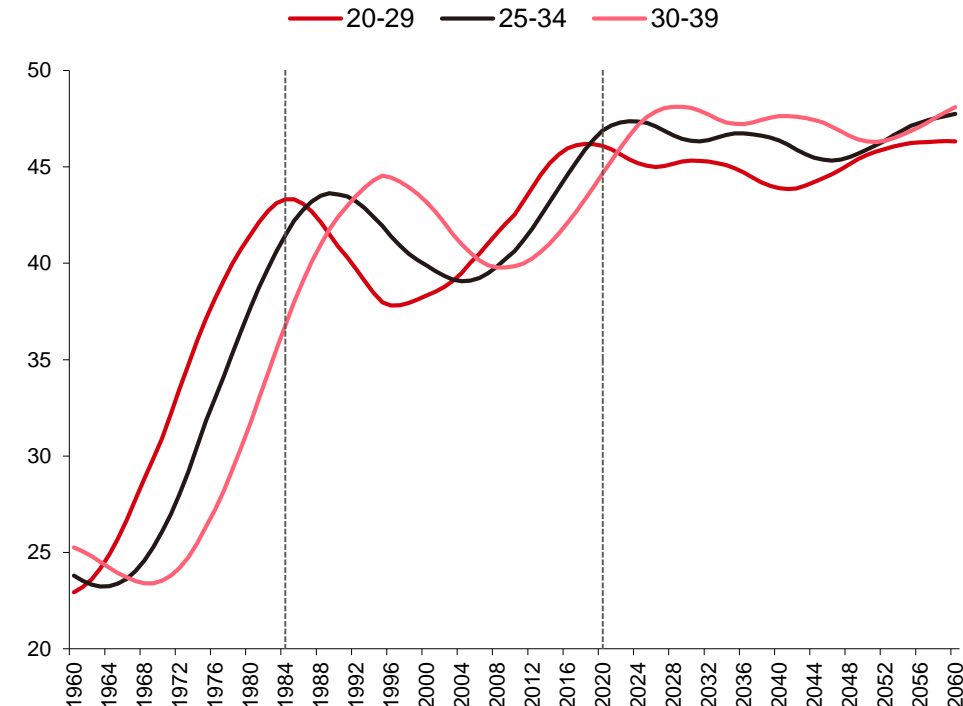
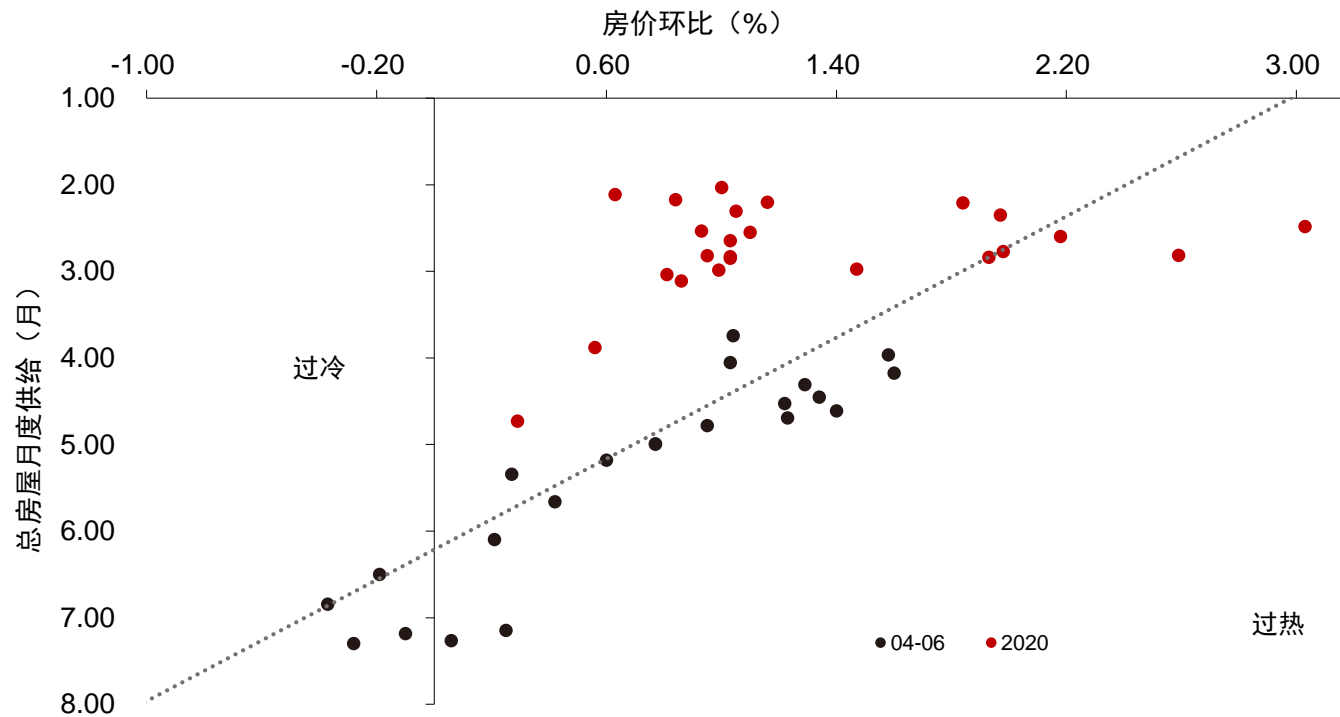
资料来源：Wind，中信证券研究部

# 美国经济：此轮紧缩不会造成房地产深度衰退

- 以总房屋库存角度衡量，此轮房价上涨较上一轮以及历史平均水平均较为克制。
- 人口7200万的千禧一代是现在美国人口最大的组成部分，正处于首次购房的高峰年龄阶段，真实购房需求构成需求的韧性。
- 随着美联储紧缩，利率大幅上行，预计住宅项增速将继续负增长态势，但深度衰退概率较低。

此轮总房屋月度供给受限背景下，价格涨幅较为合理，涨幅甚至存在偏低的情形

与上世纪70年代末和80年代初房市上升期较为相似，此轮房价上涨背后原因之一为人口结构优势（百万人）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：虚线为1999年1月至今所有数据的趋势线，虚线左上方意味房价上涨幅度超出供需不平衡所支撑的水平，虚线右下方则反之

资料来源：美国人口普查局，中信证券研究部

# 美国经济：是否会陷入衰退？

- 历史上，美联储加息后经济实现软着陆的情形较少，自1960年以来仅四次（包括上一轮2015年-2018年加息周期，因为随后2020年衰退为疫情冲击导致而非加息）。
- 俄乌冲突局势下，今年美国经济相对于其他经济体而言仍然偏强，但快节奏加息叠加高通胀持续的背景下，经济承压，衰退的可能性上升。

美联储加息后经济实现软着陆的情形较少 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：阴影表示为NBER定义的经济衰退期；绿色箭头表示实现软着陆的加息周期，红色箭头表示没有实现软着陆的加息周期，白色箭头表示为经济衰退并非由加息周期而是外部冲击引起

IMF对全球经济体GDP增速预测(%)

	2021	预测	
		2022	2023
世界产出	6.1	3.6	3.6
发达经济体	5.2	3.3	2.4
美国	5.7	3.7	2.3
欧元区	5.3	2.8	2.3
德国	2.8	2.1	2.7
法国	7	2.9	1.4
意大利	6.6	2.3	1.7
西班牙	5.1	4.8	3.3
日本	1.6	2.4	2.3
英国	7.4	3.7	1.2
加拿大	4.6	3.9	2.8
其他发达经济体	5	3.1	3
新兴市场和发展中经济体	6.8	3.8	4.4
亚洲新兴和发展中经济体	7.3	5.4	5.6
中国	8.1	4.4	5.1
印度	8.9	8.2	6.9
东盟	3.4	5.3	5.9
欧洲新兴和发展中经济体	6.7	-2.9	1.3
俄罗斯	4.7	-8.5	-2.3
拉丁美洲和加勒比	6.8	2.5	2.5
巴西	4.6	0.8	1.4
墨西哥	4.8	2	2.5
中东和中亚	5.7	4.6	3.7
沙特阿拉伯	3.2	7.6	3.6
撒哈拉以南非洲	4.5	3.8	4
尼日利亚	3.6	3.4	3.1
南非	4.9	1.9	1.4

资料来源：IMF（含预测），中信证券研究部

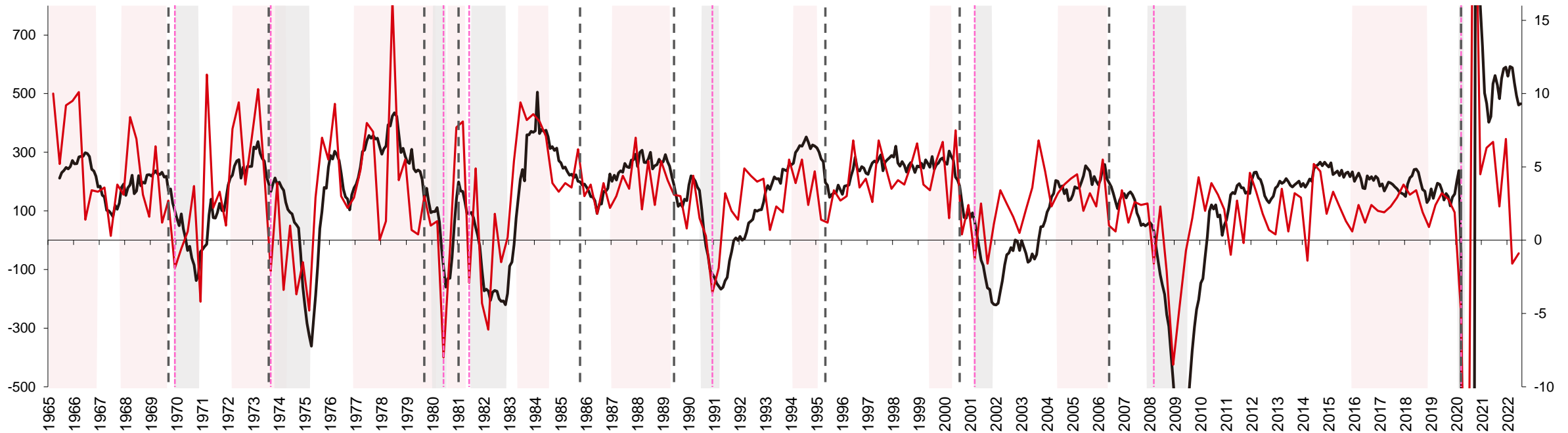


# 美国经济：或在明年上半年进入实质性衰退

- 经济已步入技术性衰退，但美国就业市场仍强劲的原因：
  - 非农就业人数刚刚恢复至疫情水平，劳动力仍十分紧缺，以及服务业需求上升。
- 未来美联储紧缩影响料将导致GDP进一步下行，预计将导致就业市场趋弱，就业市场明显恶化或将出现于明年上半年，届时或将导致失业率开始上升，经济或将步入实质性衰退。

美国新增非农就业人数下滑深度取决于GDP的下行幅度（千人，%）

— 新增非农就业人数:总计:6个月平均      — GDP:不变价:环比折年率(RHS)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：粉色阴影为加息周期，灰色阴影为NBER定义的经济衰退周期；粉色虚线代表GDP首次转为负增长的时点，黑色虚线代表新增非农就业人数（6个月平均水平）首次向下突破20万人的时点

# 中国经济：7月经济修复斜率放缓

- 7月数据显示我国经济修复斜率放缓，私人部门有效需求不足
  - 地产市场面临突出困难、居民消费表现偏弱之下，私人部门有效需求不足。
  - 基建和制造业领域投资较高增速下难改7月总需求偏弱态势。
- 政府对于经济波动容忍存在底线，降息只是政策组合拳的第一步，后续增量政策仍可期待

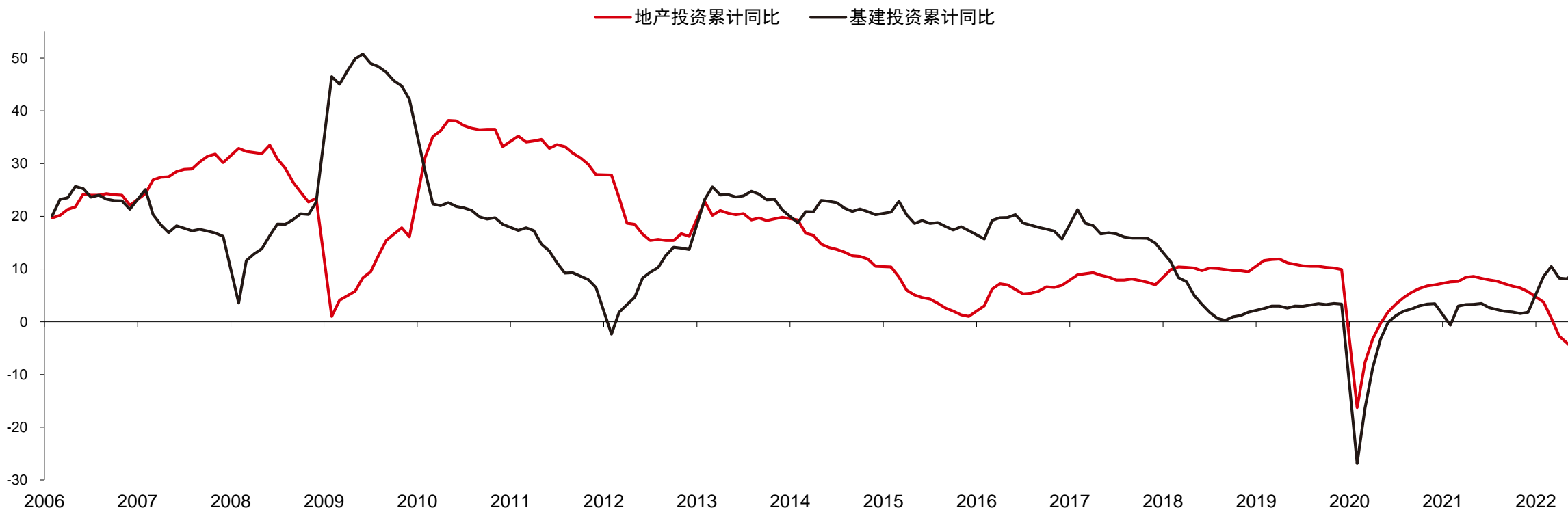
7月经济修复斜率较6月放缓，多数经济指标读数疲弱（%）

宏观经济指标	2022年						2021年					
	7月	6月	5月	4月	3月	1-2月	12月	11月	10月	9月	8月	7月
工业增加值	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0	7.6	5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6
制造业投资	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9	20.9	11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	3.1
地产投资	-12.3	-9.4	-7.8	-10.1	-2.4	3.7	-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	6.4
基建投资	11.5	12.0	7.9	4.3	11.8	8.1	4.0	-0.9	1.1	0.0	0.0	-1.6
社零	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6
出口	18.0	17.9	16.9	3.9	14.6	16.3	19.5	21.3	18.7	18.4	17.0	12.9
进口	2.3	1.0	4.1	-0.1	0.1	15.5	13.4	17.3	12.4	15.5	14.4	12.8
社融	10.7	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3	10.7

资料来源：Wind，中信证券研究部

- 中国的经济、金融周期和地产周期高度相关，基建和地产则往往此消彼长
  - 地产在中国实体经济和信用创造中的地位举足轻重，与地产周期下行相伴随的是经济周期和金融周期的下行。
  - 在经济下行周期当中，基建往往扮演逆周期调节的角色。

### 地产和基建投资此消彼长 (%)

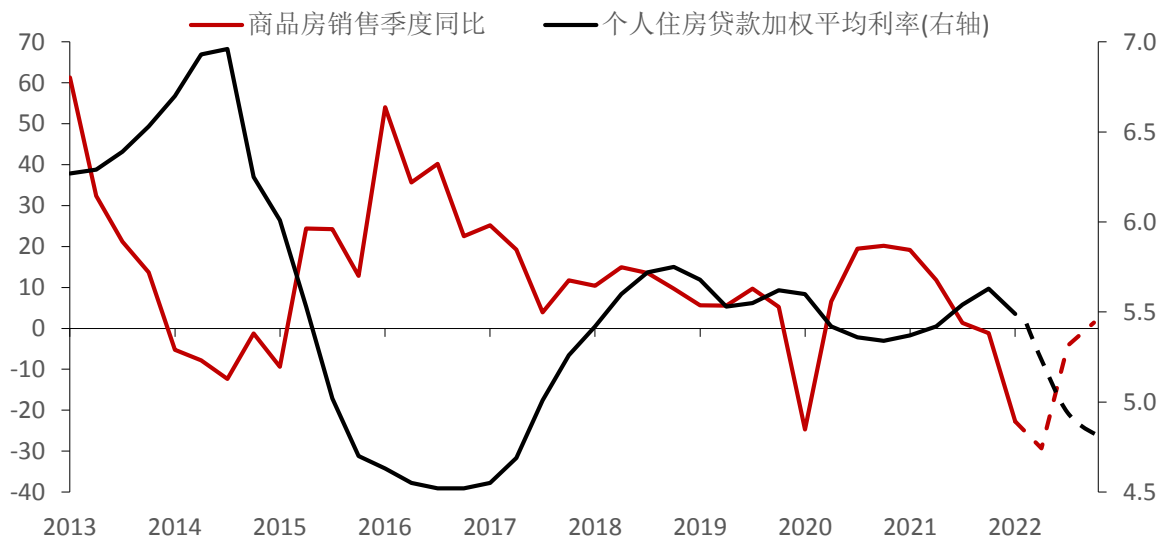


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年各月增速均为两年平均

# 中国经济：房地产周期见底，回升需等待

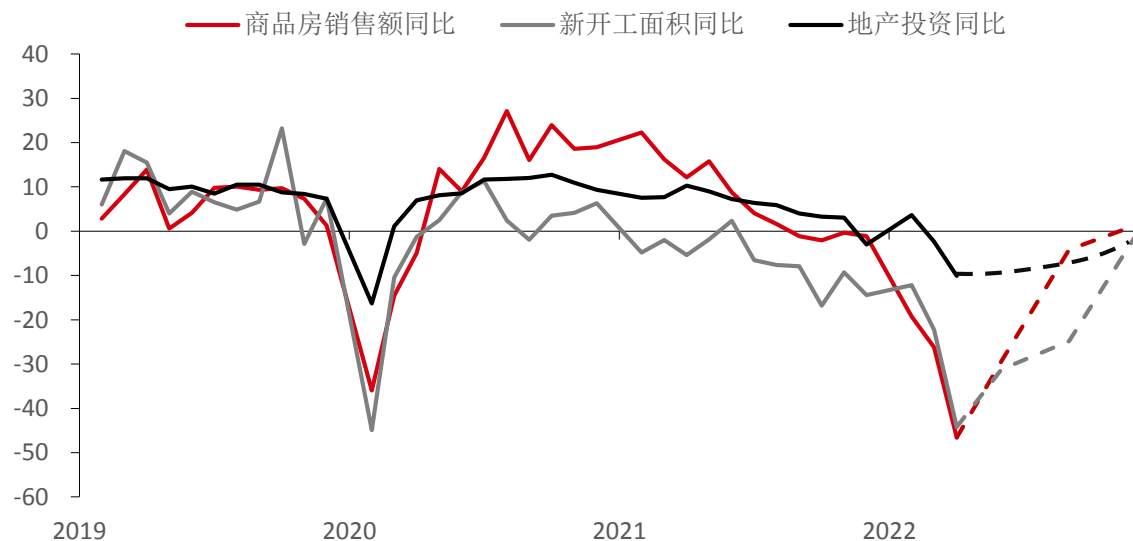
- 因城施策的放松全面铺开，部分城市尝试全面取消限购。
- 商品房销售：销售的底部可能已经出现，但预计反弹幅度将低于上一轮周期。
- 房地产开发：融资约束还未放松、叠加房企信用问题，房地产开发投资的回暖预计至少要等到2023年。

### 贷款利率的下行幅度仍显不足（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2021年增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理；虚线部分为中信证券研究部房地产组预测数据

### 商品房销售对房企拿地、开工的领先关系（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2021年增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理；虚线部分为中信证券研究部房地产组预测数据

# 中国经济：基建投资逆周期调节的确定性较强

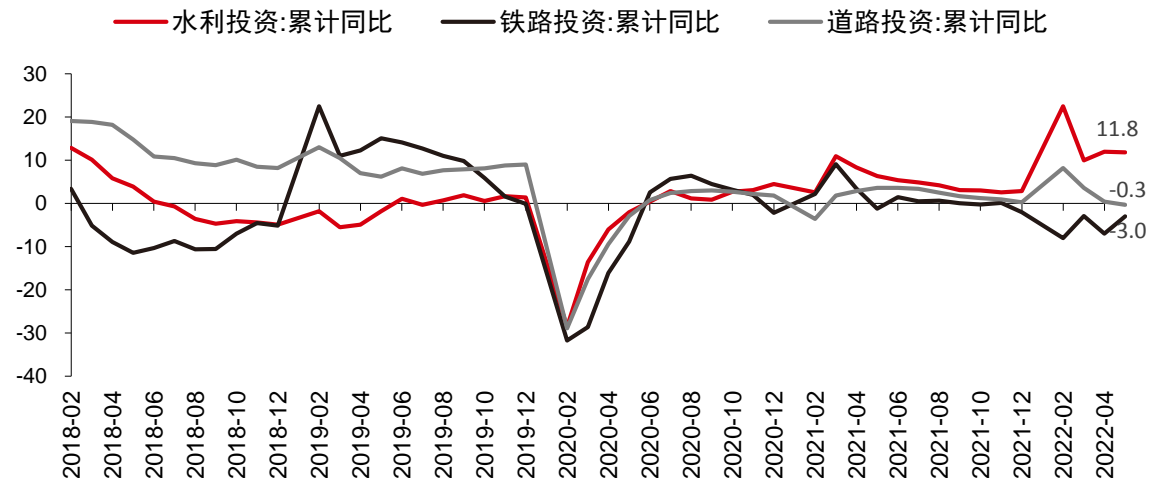
- **地方政府专项债：**据我们估算，三季度专项债投入基建的同比增量约6700亿，略低于一季度的8700亿。
- **准财政支持：**调增政策性银行8000亿元信贷额度和3000亿元政策性金融债用作项目资本金以支持基建，撬动1万亿以上。
- **政府基建计划持续加码：**
  - 以水利为例，年度水利投资计划由两会的8000亿上升到1万亿，对应30%的年增速。
  - 网络基础设施是财经委会议的第一条，发改委开会介绍《国家公路网规划》：下半年钢铁、水泥的需求弹性可能较大。
- **基建投资：**预计三季度是全年基建投资的高峰期，基建投资增速的峰值或可达到15%左右，全年10%左右。

专项债投向基建的资金测算（亿元）

同比增量测算	2022年一季度	2022年二季度	2022年三季度
当季专项债投向基建的规模	8798	7064	16264
去年同期专项债投向基建的规模	21	2508	9593
同比增量	8777	4556	6672
老口径基建投资增速	10.5	-	-

资料来源：Wind，中信证券研究部测算 测算假设：当月发行的专项债，会滞后2个月投入实际使用。比如今年一季度专项债投入基建规模的测算，是根据去年11、12月和今年1月的发行情况估算的。

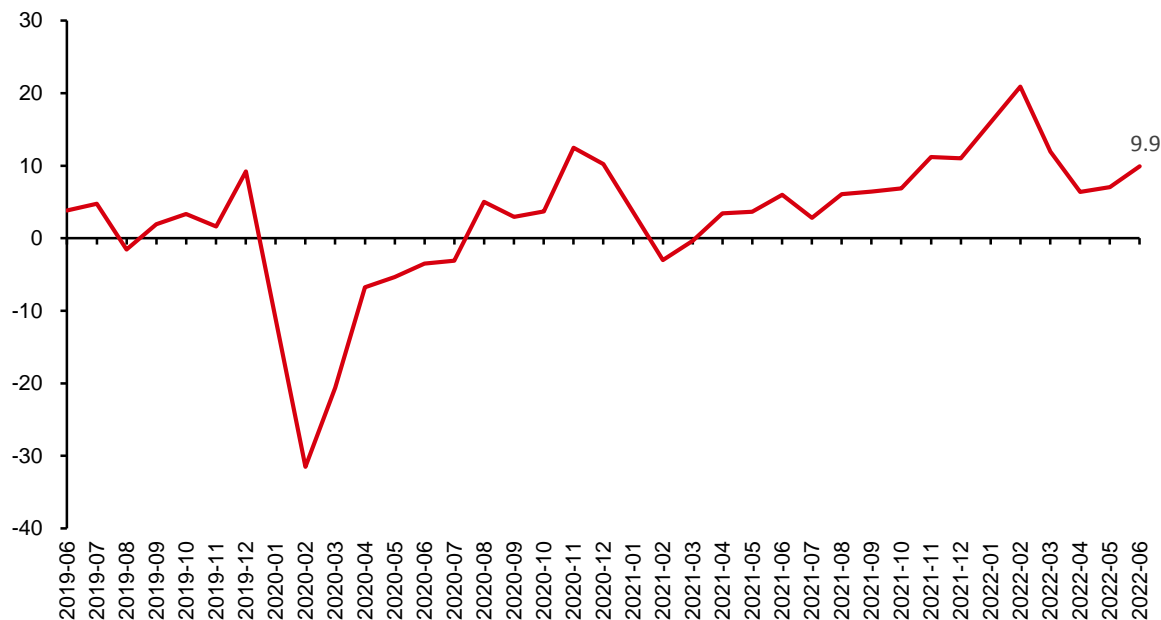
基建投资的几个分项（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

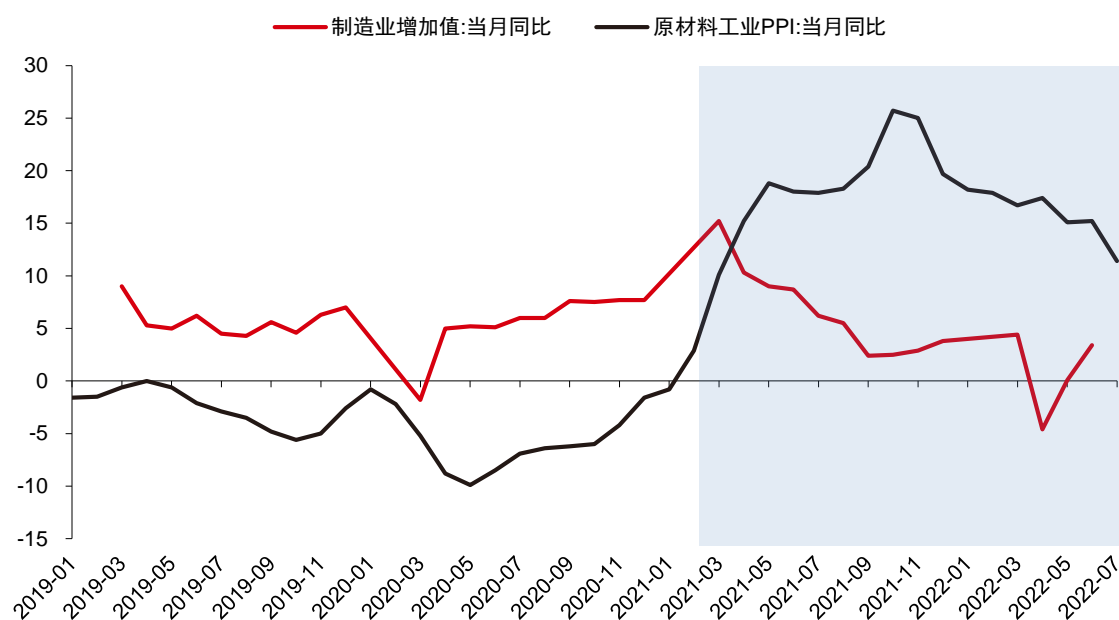
- 宏观面的压力有所缓解：上游成本压力和下游需求均有所好转。
- 结构性的机会：政策鼓励电力和新能源投资、新基建以及对汽车进行消费补贴，给高技术制造业和部分传统制造业带来机会。
- 制造业投资：高基数的影响下，下半年制造业投资增速的读数预计会有所下降，预计整个下半年的增速会降到5%左右。

### 制造业投资同比 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：2021年各月为两年平均增速

### 上游成本压力和下游需求均有好转 (%)

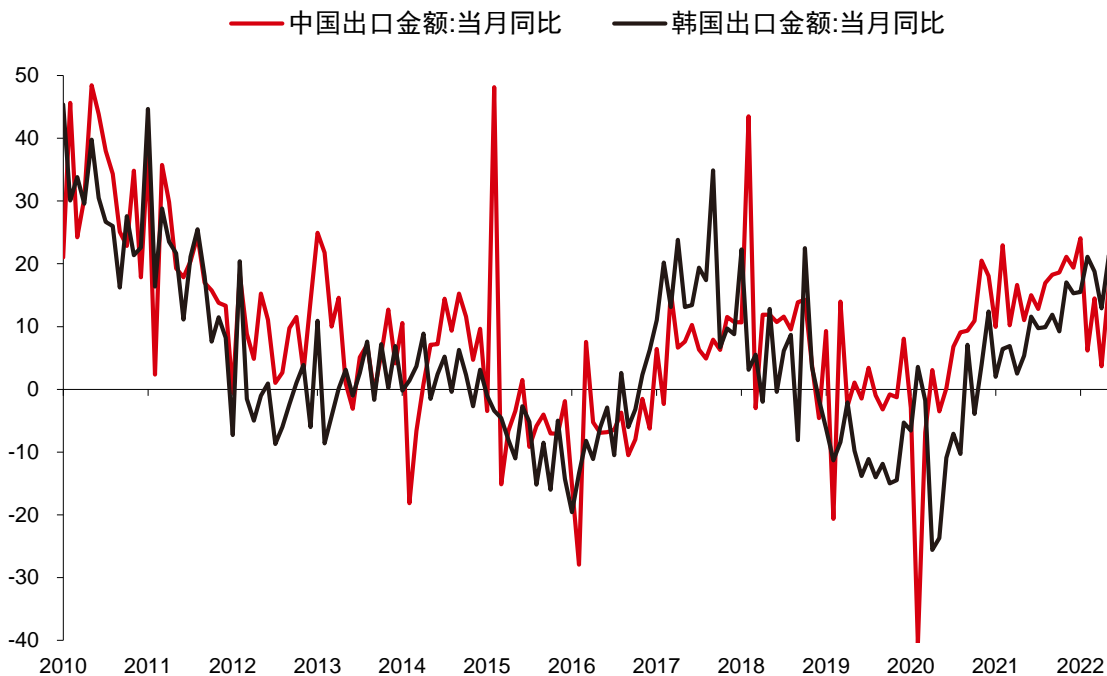


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 出口多空交织，是下半年宏观经济相对不确定的变量

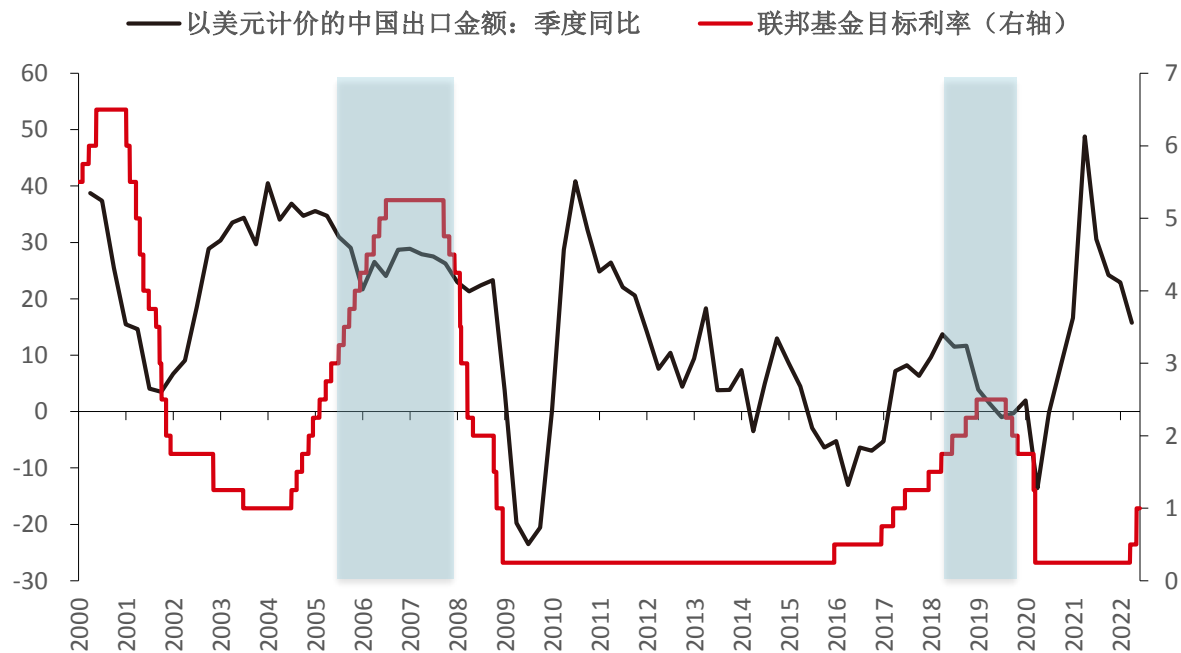
- **利空：**海外主要发达国家加息周期与高通胀的环境下，需求受到一定抑制，同时以越南为代表的东盟国家对我国部分轻工产品的出口市场形成替代。
- **利多：**人民币汇率已经下降到对出口比较有利的水平，美国高通胀压力下中美贸易关系出现缓和信号。

### 韩国出口增速已经开始回落（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年各月增速均为两年平均增速

### 海外宏观政策紧缩往往会致外需下降（%，%）



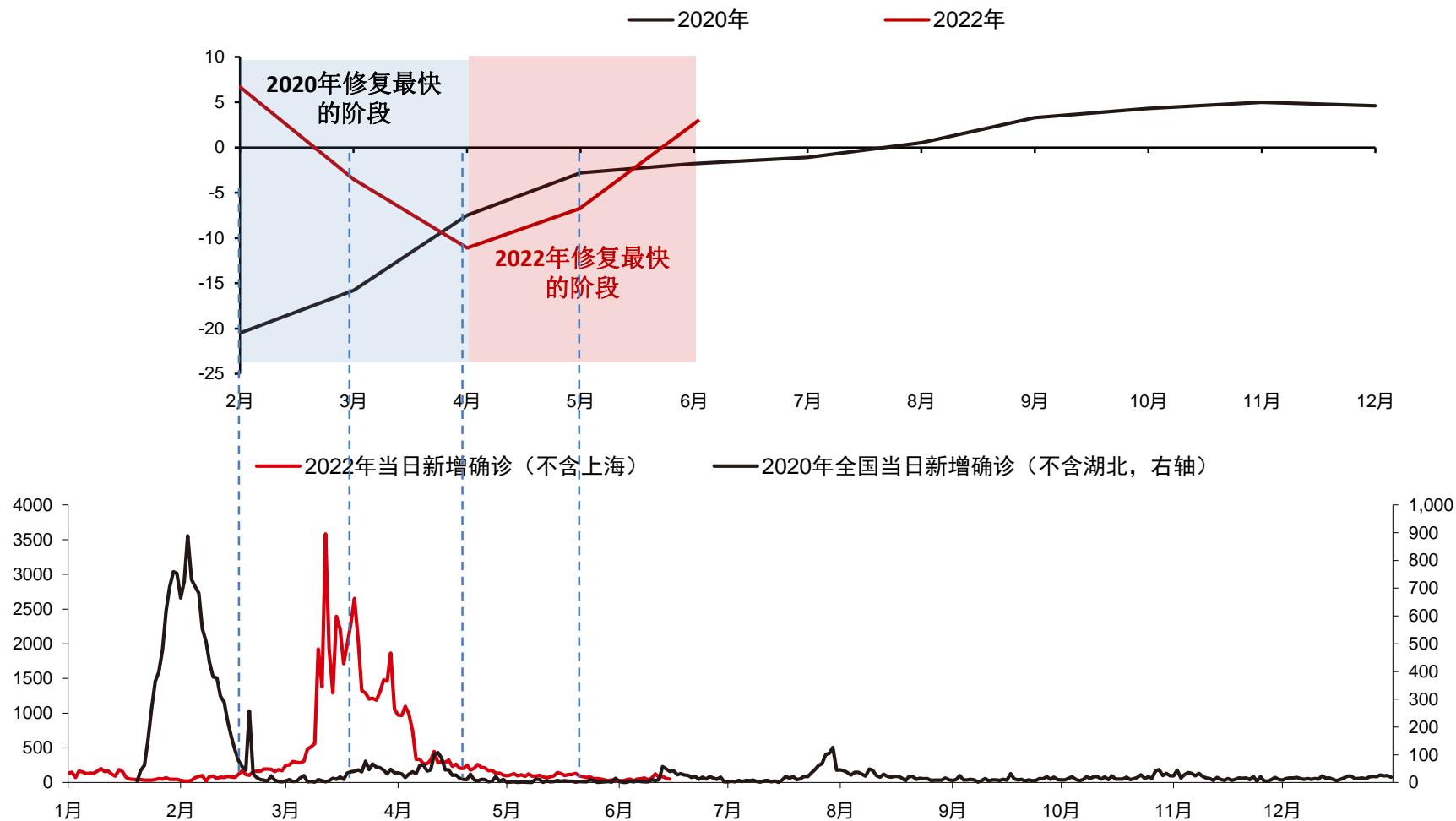
资料来源：Wind，中信证券研究部

# 中国经济：预计消费的修复快于2020年，但幅度可能略低

## ■ 消费的回弹可能更快，但下半年反弹的幅度会受到一些因素的约束

- 考虑到政府防疫经验的积累和一揽子稳增长政策的出台，今年消费回弹的速度可能比2020年要快。
- 经济主体增长的放缓、失业率上升、居民收入和消费意愿下降的局面难以迅速扭转，或将对消费反弹的幅度有所抑制。

2022与2020的对标：消费反弹的速度可能更快，但幅度更为有限（%）

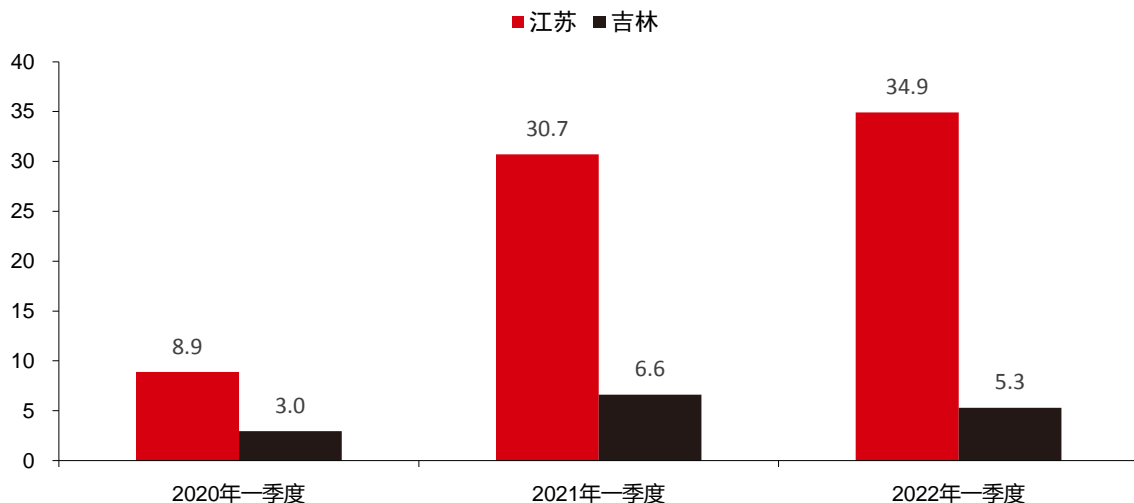


资料来源：Wind，中信证券研究部



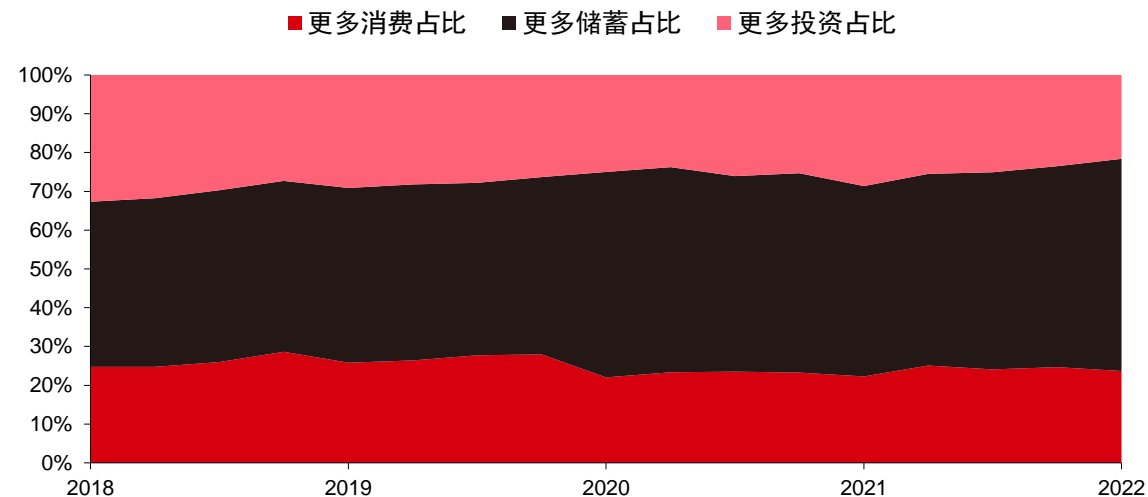
- 2021年开始，市场主体退出情况明显增多，而今年疫情或加剧这一现象
  - 市场主体的退出滞后于经济的变化：2020年疫情爆发后的一段时间，市场主体的退出并不多。
  - 但从2020年下半年到2021年，不少行业的经营困难持续存在，这一数字有所增大。
- 居民的储蓄倾向上升
  - 为了应对未来的不确定性，愿意增加储蓄的居民占比显著上升。
  - 愿意增加消费和增加投资的居民占比均有所下降。

### 近两年来市场主体退出的情况明显增多（万户）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 央行调查问卷反映的居民储蓄和消费倾向（%）

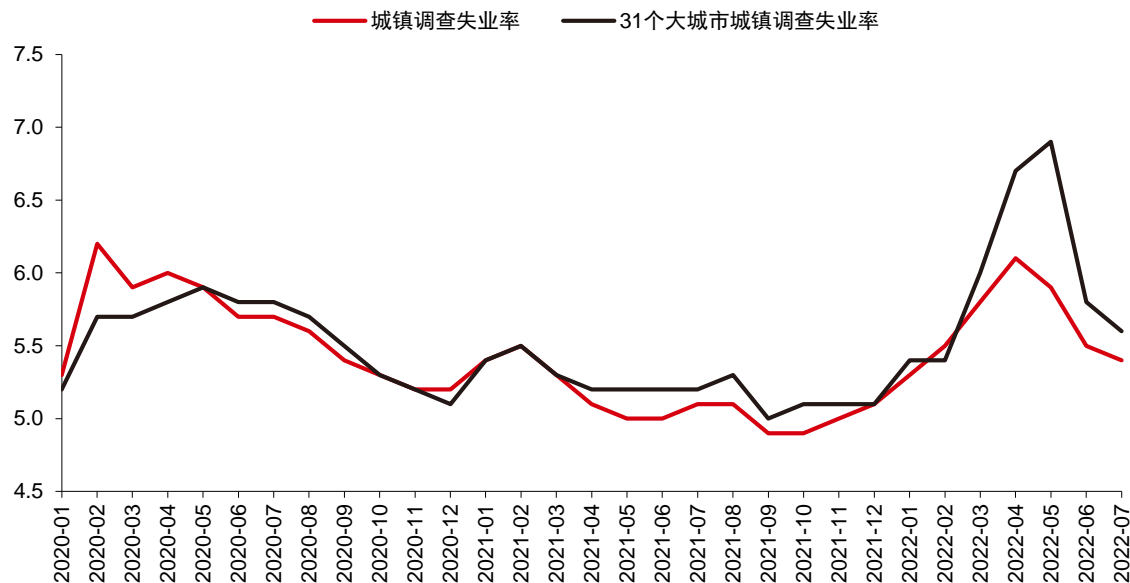


资料来源：中国人民银行，Wind，中信证券研究部

## ■ 总体失业率有所回落，但年轻人就业问题相对较为突出

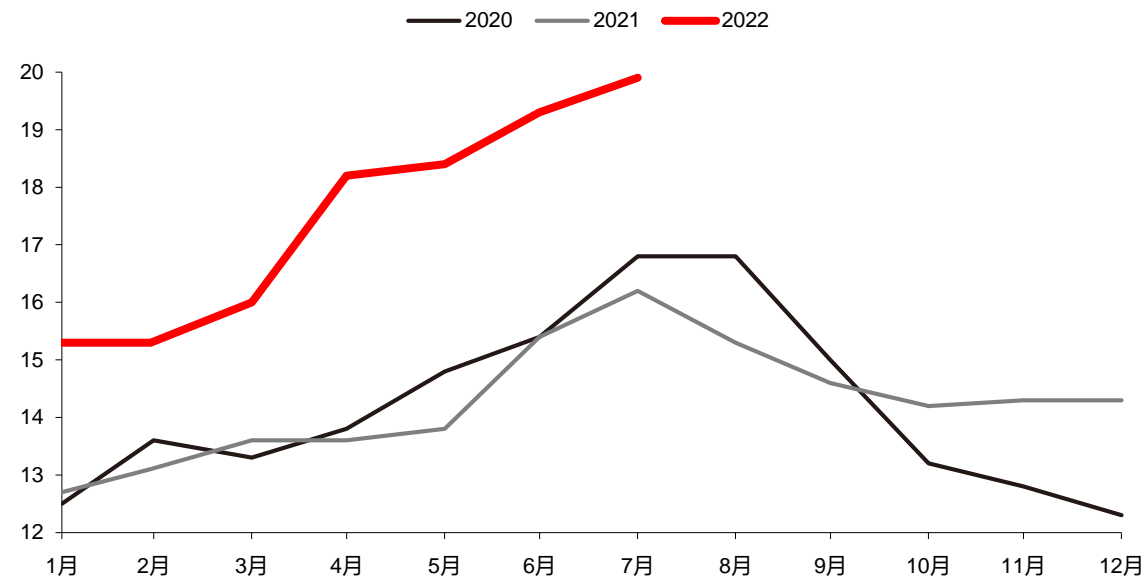
- 7月城镇调查失业率为5.4%，31个大城市城镇调查失业率为5.6%，比上月小幅下降。
- 大量大学生集中毕业使得7月摩擦性失业出现季节性上升，16-24岁人口调查失业率在7月上升到19.9%。
- 失业率上行将从多个方面对宏观经济造成伤害：社会生产力闲置、消费需求下降等。

### 城镇调查失业率显著回落（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 16-24岁人口失业率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

# CONTENTS

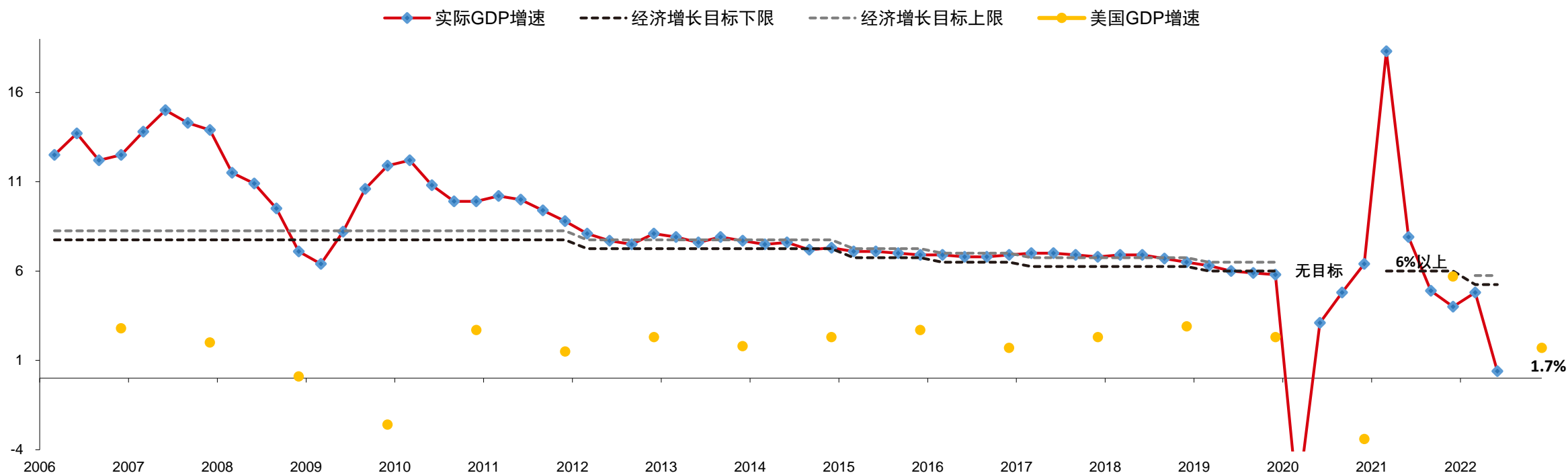
## 目录

---

1. 全球经济滞胀风险
2. 政策和经济的博弈
3. 大类资产展望
4. 风险因素

- 政治局会议提出“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”，全年“5.5%左右”的增速目标有所放松
- 但是，7、8月份经济形势变化再次引起政策层的关注：
  - 参考2035年实际GDP翻一番的目标，期间年化经济增速仍需要保持4.8%以上。
  - 与美国的对比：今年美国经济增速大概率也会放缓，美联储6月的最新预测为1.7%。

### 历年经济增长目标与实际经济增速 (%)

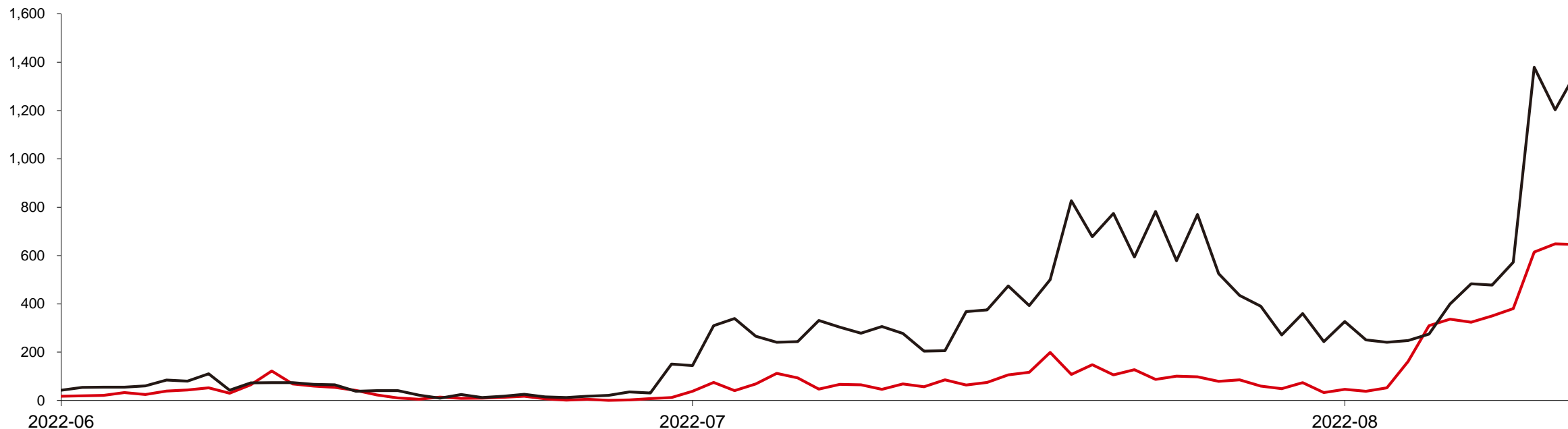


资料来源：Wind，历年政府工作报告，中信证券研究部 注1：历史上经济增长目标的上限和下限之间的间隔往往是0.5个百分点，也有目标为某个数字的“左右”，如果“5.5%左右”，如果是后者，那么上下限假定为该数字±0.25个百分点。注2：美国2022年经济增速为美联储2022年6月的预测值

- 7月28日政治局会议强调坚持动态清零，统筹疫情防控与经济社会发展。
- 近期全球疫情仍处于高位，奥密克戎BA.5亚分支已蔓延至全球100多个国家和地区，我国外防输入、内防反弹的任务依然艰巨。

## 国外防输入、内防反弹的任务依然艰巨（例）

— 本土确诊病例：当日新增      — 本土无症状感染者：当日新增

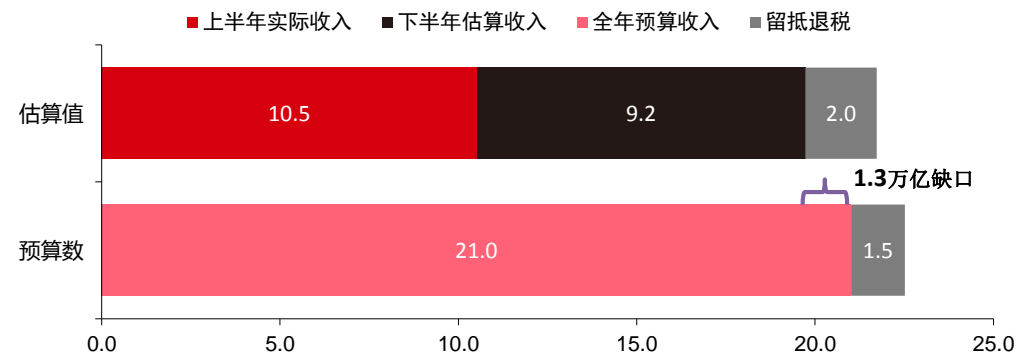


资料来源：Wind，中信证券研究部

# 财政政策：是否需要增发政府债？

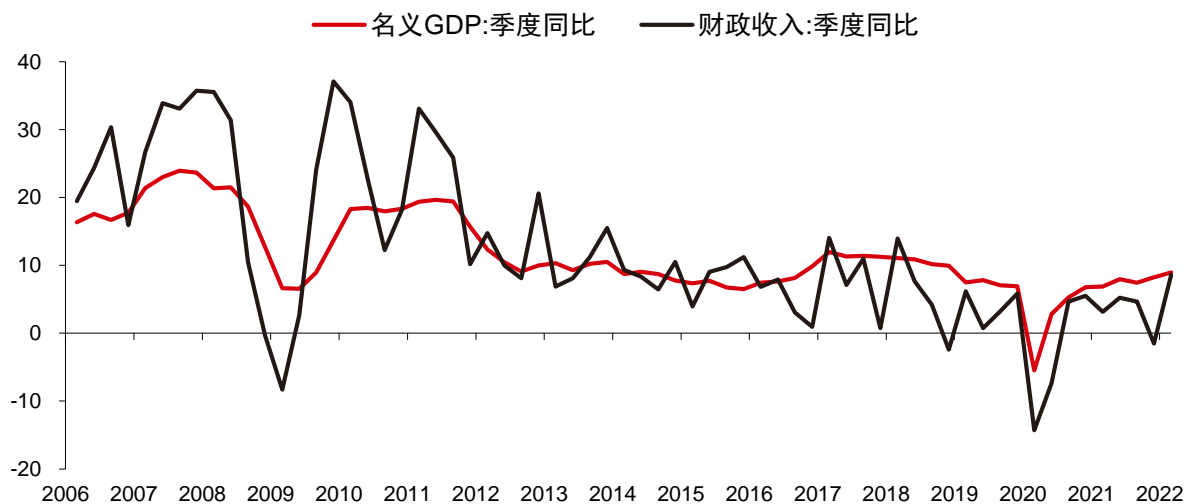
- 今年财政的缺口有多大？
  - 1.3万亿公共财政缺口+2.5万亿政府性基金缺口。
- 财政存款安全垫：1万亿左右
- 准财政起到一定的缓冲作用：
  - 8000亿政策性银行贷款额度+3000亿金融债用作资本金。
- “用好专项债限额” 对应1.3万亿项目建设资金

## 全年公共财政收入估算（万亿）



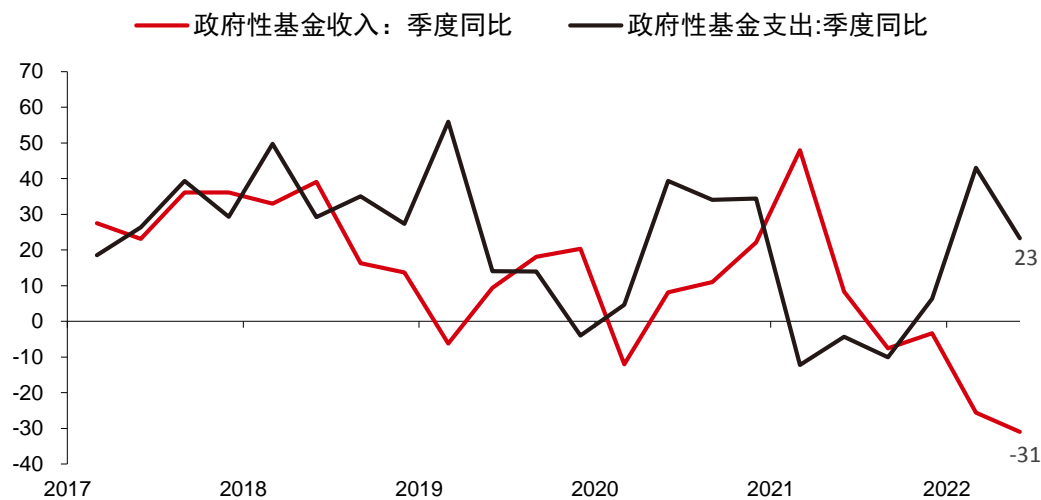
资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：8-12月财政收入增速假设为6%。

## 公共财政收入和经济增长的关系（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 政府性基金收支矛盾扩大，短期难以改善（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

# 财政政策：专项债存在增发空间，存量限额集中在经济发达省份

## 2019年以来全国地方债限额、余额情况（亿元）

地区	地方政府债务限额			地方政府债务余额			地方政府债务存量限额（限额-余额）		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
北京	9119.4	10266.4	11277.0	4964.1	6063.6	8770.8	4155.3	4202.8	2506.2
天津	5054.0	6841.1	7982.1	4959.3	6368.2	7882.0	94.7	472.9	100.1
河北	10208.1	12442.1	14842.0	8753.9	11016.4	13226.5	1454.2	1425.7	1615.6
山西	3799.0	4833.0	5692.0	3511.9	4612.0	5413.7	287.2	221.0	278.4
内蒙古	7764.2	16718.4	9498.2	7307.5	8268.7	8900.5	456.7	8449.7	597.7
辽宁	9835.5	10637.5	11264.0	8885.1	9261.5	10252.5	950.4	1376.0	1011.5
吉林	4822.7	5782.1	6668.1	4344.8	5221.4	6259.4	477.9	560.6	408.7
黑龙江	4939.6	5899.6	6673.6	4748.6	5684.5	6534.5	191.0	215.1	139.1
上海	8577.1	9723.1	10603.1	5722.1	6891.5	7356.8	2855.0	2831.6	3246.3
江苏	16525.1	19007.1	20823.1	14878.4	17227.7	18963.8	1646.8	1779.5	1859.4
浙江	13168.0	15380.4	18033.0	12309.3	14641.7	17427.1	858.7	738.7	605.9
安徽	8913.0	10691.0	12548.0	7936.4	9600.1	11576.3	976.6	1090.9	971.7
福建	7799.2	9639.2	11288.0	7033.9	8338.7	10091.5	765.3	1300.5	1196.5
江西	6276.4	8299.4	10041.4	5351.0	7149.1	9013.3	925.4	1150.3	1028.1
山东	14307.6	17899.6	21143.6	13127.5	16591.8	19992.3	1180.1	1307.8	1151.3
河南	9729.0	11851.0	14259.0	7910.1	9822.5	12390.2	1818.9	2028.5	1862.7
湖北	8416.3	10500.3	12538.0	8040.0	10078.7	11932.2	376.3	421.6	605.8
湖南	10228.9	12160.9	13838.9	10174.6	11814.1	13605.4	54.4	346.9	233.5
广东	14198.1	17506.1	21645.0	11949.0	15316.2	20414.8	2249.1	2189.9	1230.2
广西	6866.2	7946.3	9057.3	6328.4	7614.8	8560.7	537.8	331.5	496.5
海南	2426.4	2811.4	3257.4	2230.7	2623.5	3007.9	195.7	187.9	249.5
重庆	6049.4	7542.4	8903.0	5603.7	6799.2	8610.0	445.7	743.2	293.0
四川	11731.0	13987.0	16293.0	10577.0	12743.0	15237.5	1154.0	1244.0	1055.5
贵州	10193.3	11658.4	12365.4	9673.4	10989.0	11873.9	520.0	669.3	491.4
云南	9341.1	10784.1	12266.0	8108.0	9634.0	10951.7	1233.1	1150.1	1314.3
西藏	326.3	454.3	554.0	251.4	375.0	495.7	74.9	79.3	58.3
陕西	7228.0	8455.2	9578.2	6532.0	7432.5	8687.5	696.1	1022.7	890.6
甘肃	3406.8	4351.8	5222.0	3116.6	3941.9	4896.1	290.2	409.9	325.9
青海	2284.7	2656.7	3075.0	2102.1	2454.3	2787.2	182.5	202.3	287.8
宁夏	1866.9	2040.9	2149.0	1658.6	1858.9	1922.2	208.3	182.0	226.8
新疆	4978.3	6987.9	7168.0	4594.5	5634.7	6633.3	383.8	1353.2	534.7
全国	240379.7	295754.4	330546.4	212683.7	256069.1	303673.3	27696.0	39685.4	26873.1

资料来源：Wind，财政部官网

## ■ 政治局会议支持用足用好专项债限额

➢ 7月28日，中共中央政治局召开会议，部署下半年经济工作。会议强调，宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。

## ■ 全国专项债存量限额约为1.55万亿元

➢ 根据财政部预算司统计，2022年全国地方政府专项债务限额为21.82万亿元，截至6月末的债务余额为20.26万亿元。

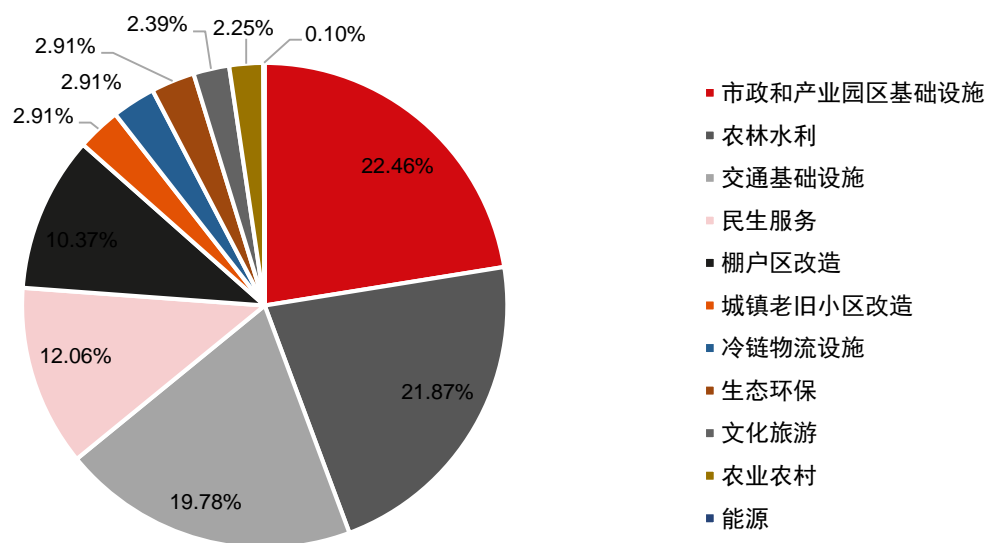
## ■ 经济发达省份或有更大增发空间

➢ 目前1.55亿专项债存量限额分布不均，主要集中在北京、上海等经济发达省份。

➢ 政治局会议提到，“经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”。

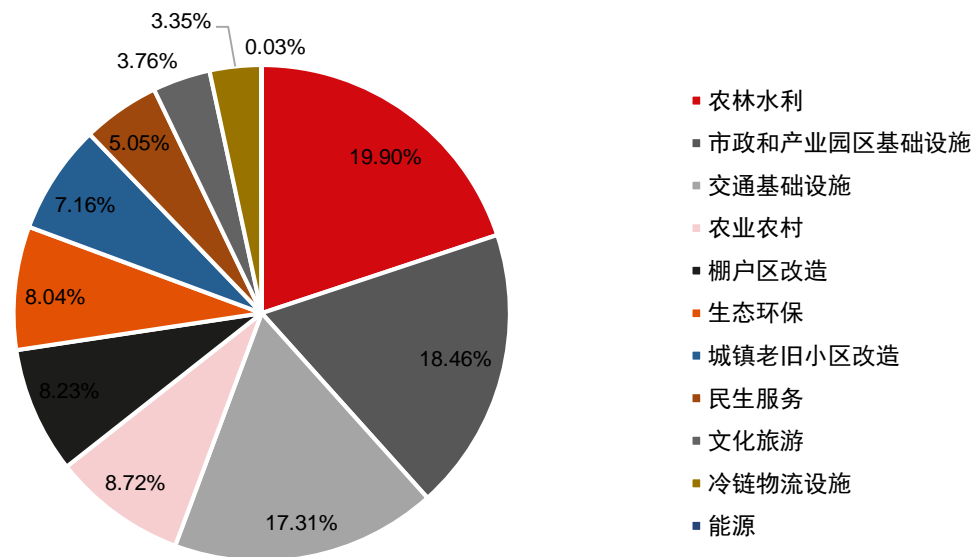
- 专项债募集资金用途：以基础设施建设为主，流向基建占比为83.79%
  - 2022年Q1地方债募集资金用途流入市政和产业园区基础设施最多，其次为农林水利、交通设施和民生类。
  - 2022年Q2地方债募集资金用途流入农林水利占比最大，其次为市政和产业园区基础设施以及交通基础设施。
  - 地方债资金用途主要投向仍为基建和民生类项目。

2022Q1地方债募集资金用途（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

2022Q2地方债募集资金用途（%）



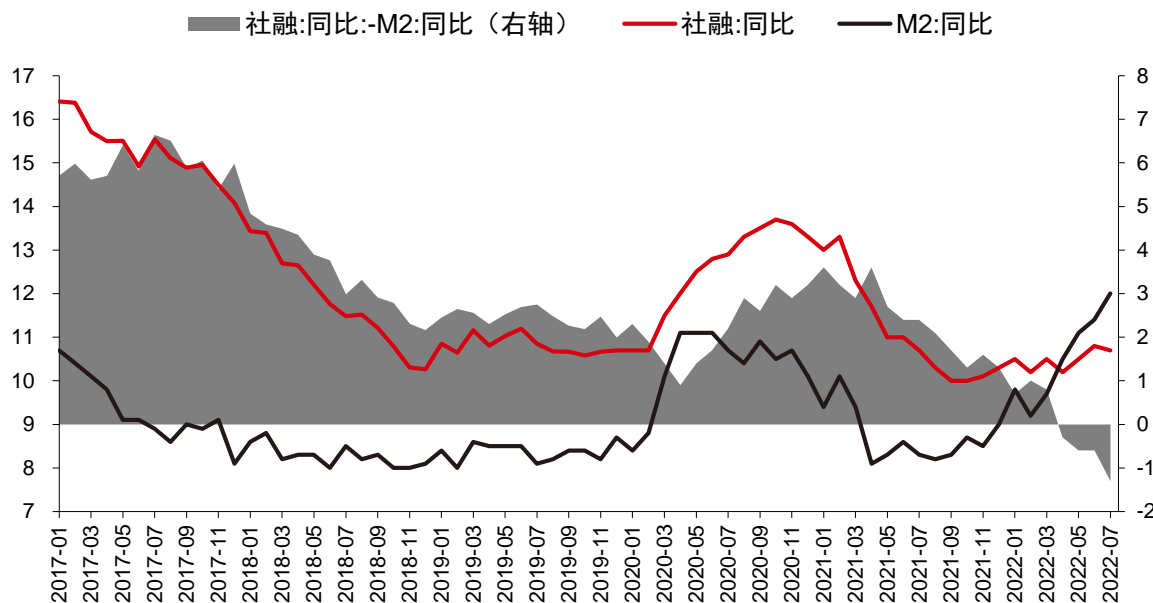
资料来源：Wind，中信证券研究部



## ■ 银行负债充足，但私人部门融资需求不足

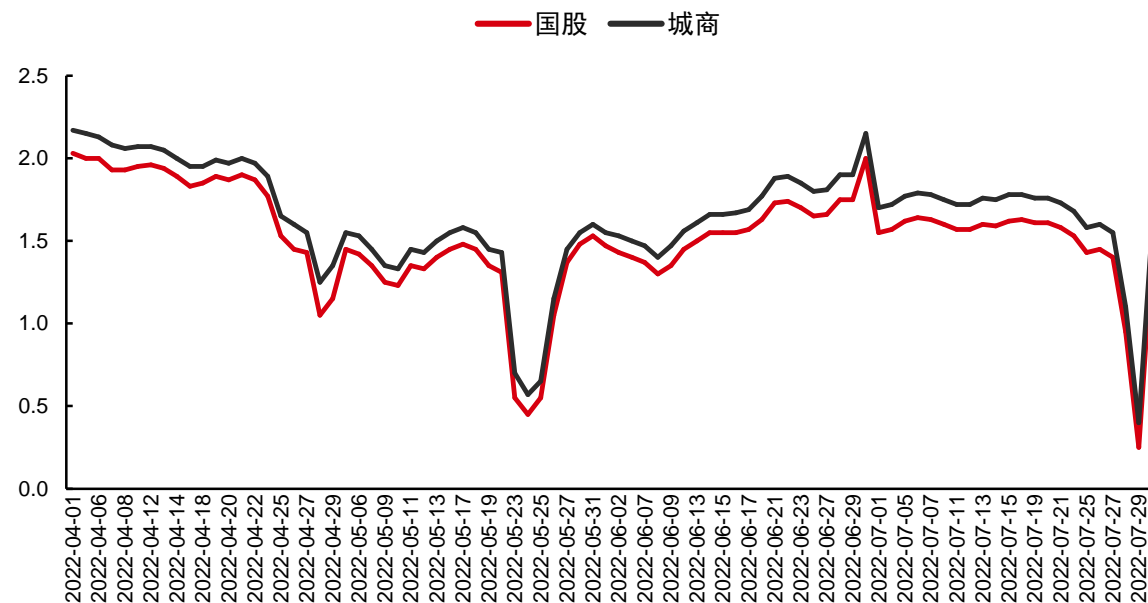
- 私人部门的融资需求疲软：房地产、消费信贷偏弱。
- M2增速近年来首次超过社融增速，二者的剪刀差仍在逐渐扩大。
- 银行季末不得不依靠票据实现信贷冲量，以应对考核，票据利率大幅下降至0附近。

### 实体融资需求不足 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 半年期票据转贴利率 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

# 货币政策：降息目的在于宽信用

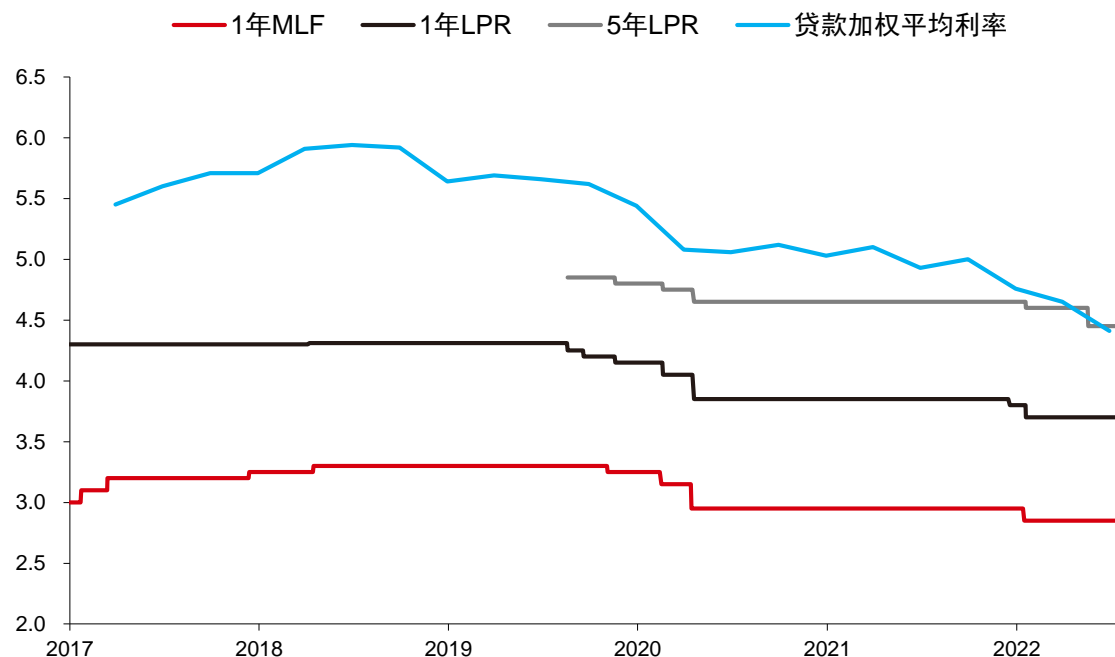
- **MLF和OMO同步降息10bps**：1年期和5年期LPR均存在下调空间，继续引导实际贷款利率下行，为实体融资降成本。
- **MLF缩量2000亿**：近期DR007降至1.5%以下，远低于政策利率，预计未来央行将引导其向7天逆回购利率回归，目标可能是1.7%-1.8%的水平。

### DR007与7天OMO利率之差仅次于2020年（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

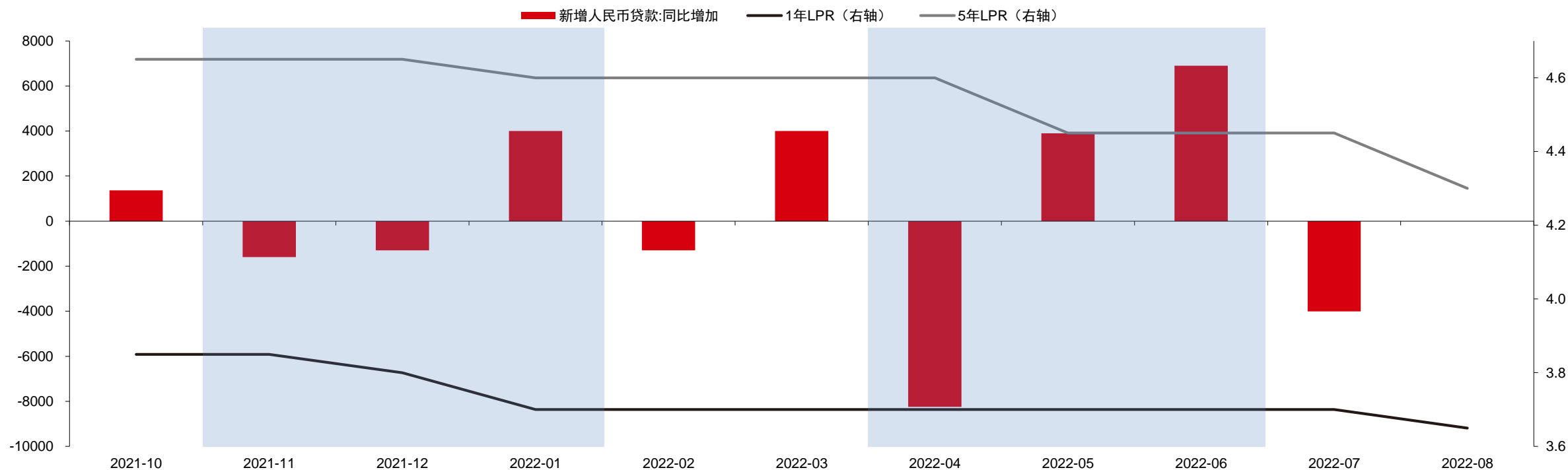
### MLF、LPR和贷款加权平均利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 过去几次降息和LPR下行均发生在实体信贷需求偏弱的时期，且降息之后的月份信贷显著回升
  - 2021年11、12月信贷偏弱，12月降息之后，1月信贷同比多增4000亿。
  - 今年4月信贷大幅少增超过8000亿，5月下调LPR后，5月、6月信贷均有同比多增。

降息与信贷的关系（亿元，%）



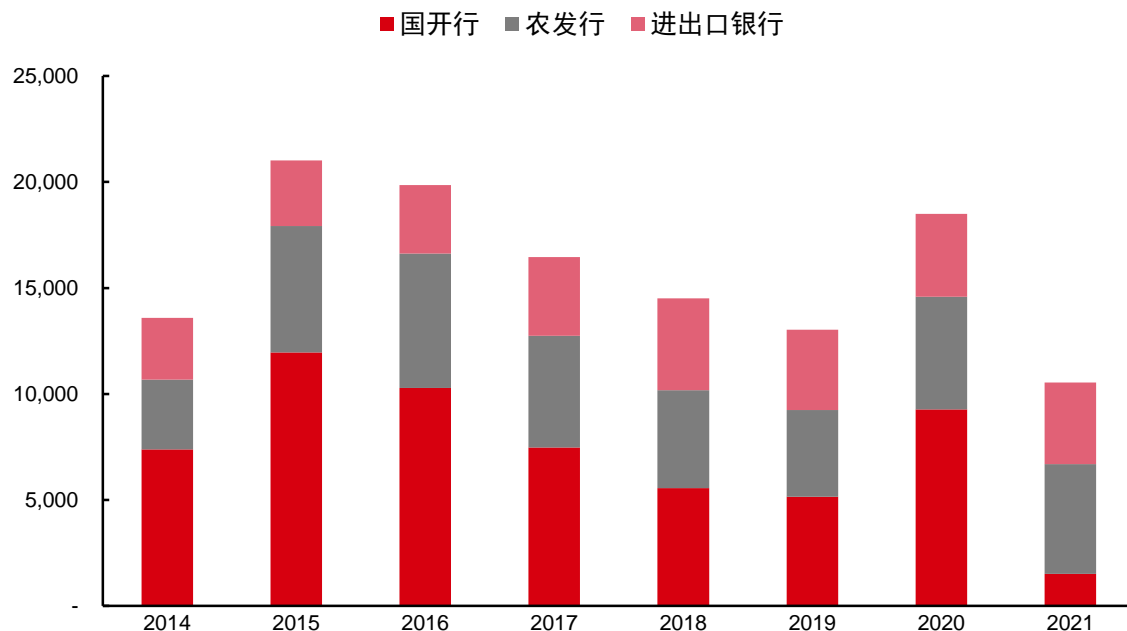
资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 政策性金融工具：

- (1) 政策性银行新增8000亿信贷额度，有助于在信贷表现相对疲弱的阶段，发挥宽信用、稳增长的作用。(2) 3000亿元金融工具指向项目资本金，通过基础设施建设投资基金对项目资本金筹集渠道进行了拓展。
- 不排除进一步增加政策性金融工具支持力度的可能性。

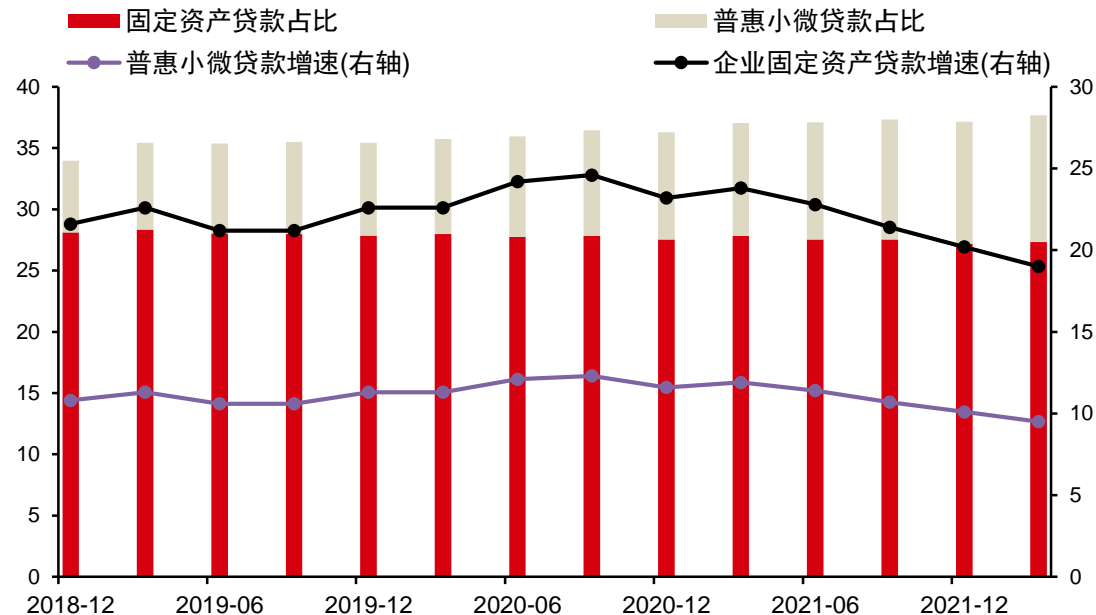
## ■ 制造业贷款和普惠小微贷款是未来信贷政策关注重点

### 政策行每年新增贷款及垫款规模(亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 普惠小微贷款余额占比仍有进一步提升空间(%, %)



资料来源：Wind，中信证券研究部

# CONTENTS

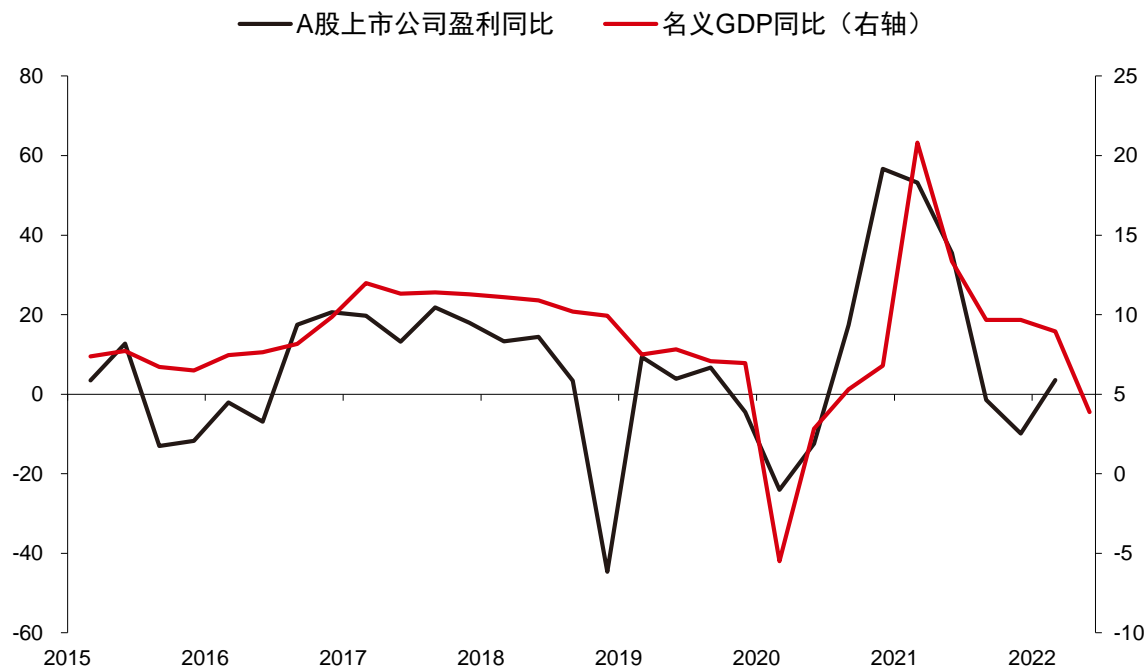
## 目录

---

1. 全球经济滞胀风险
2. 政策和经济的博弈
3. 大类资产展望
4. 风险因素

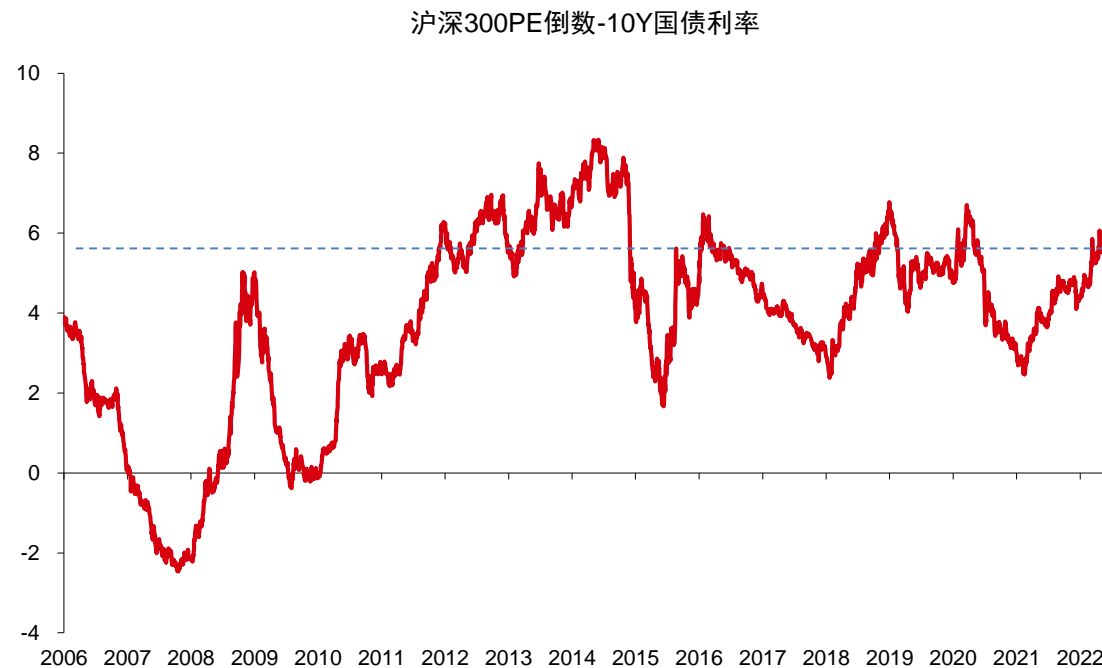
- 预计A股上市公司整体盈利增速将在二季度见底，但未来的弹性还需要宏观数据验证。
- 当前股债性价比偏向权益。

### A股盈利和宏观经济的关系（%， %）



数据来源：Wind，中信证券研究部

### 股债性价比偏向权益（%）

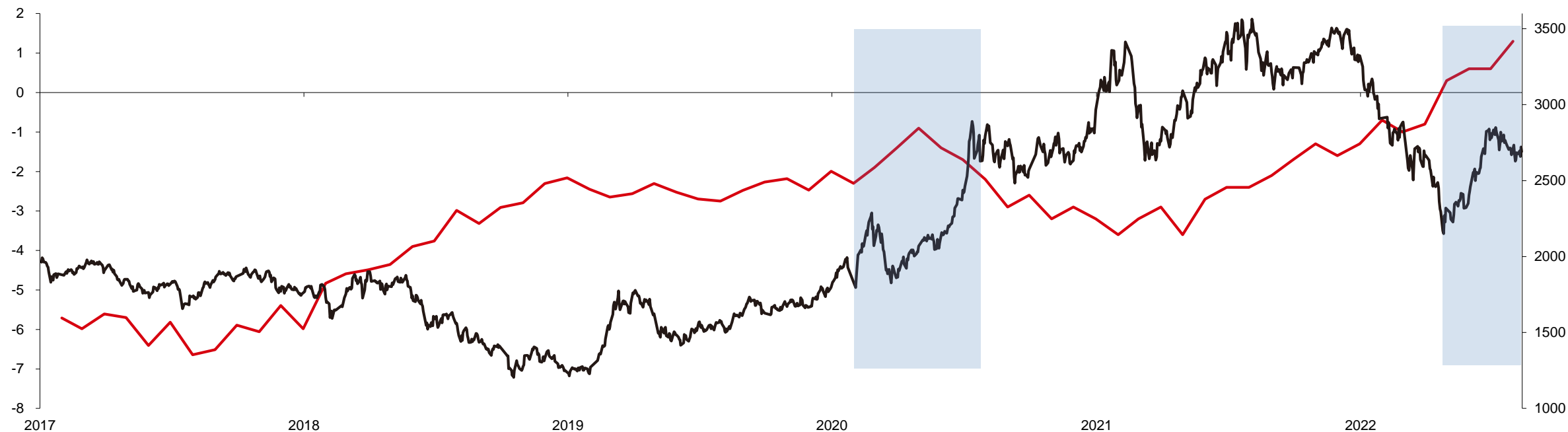


资料来源：Wind，中信证券研究部

- M2和社融分别对应金融系统的资产端和负债端，二者差值走阔利好阶段性利好中小盘
  - 当前M2与社融增速的差值快速收敛并倒挂，说明货币供给充足，但实体需求不足，多余的流动性进入金融市场。
  - 历史上流动性明显溢出的时期，都会推动股票市场短期上涨，中小盘的表现往往更好。

### 流动性环境对股市有利 (%)

— M2:同比-:社会融资规模存量:同比    — 创业板指数

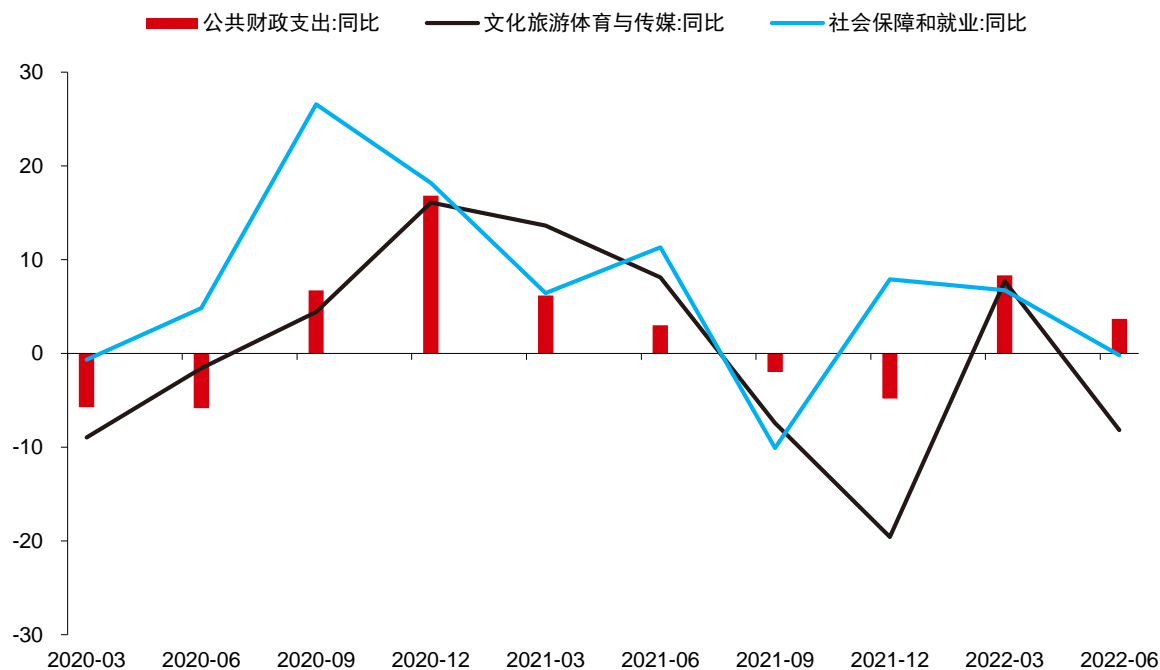


资料来源：Wind，中信证券研究部

# 股票：未来要更加关注大盘蓝筹

- 随着流动性回归中性和小股票溢价过高，市场风格可能切换回大盘蓝筹
  - 财政支出发力，补贴、增加居民收入，对消费的提振值得关注，参考2020年下半年。
  - 基建投资的高增长今年确定性很高的事件。

### 财政支出增速 (%)



数据来源：Wind，中信证券研究部

### 2020年以来消费板块走势



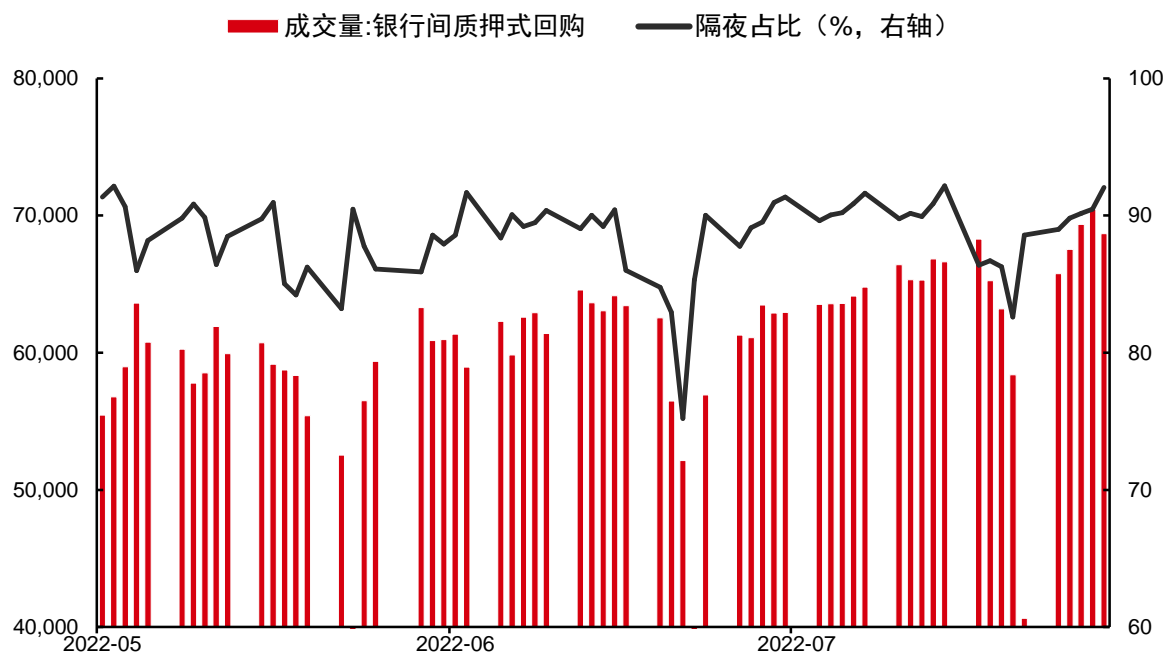
资料来源：Wind，中信证券研究部



# 利率债：杠杆套息交易已十分拥挤

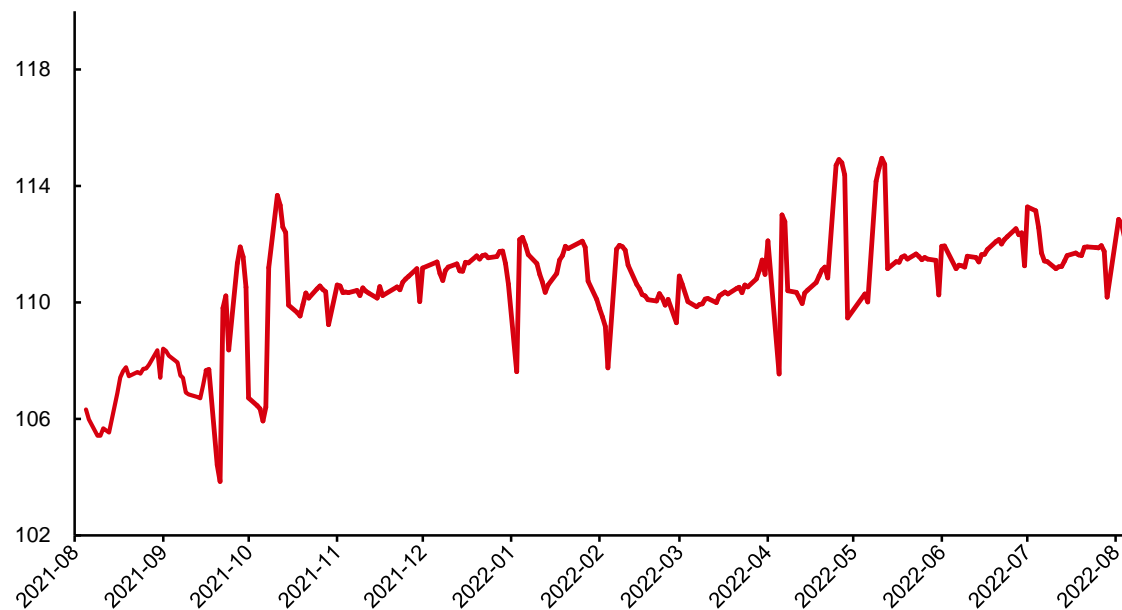
- 质押式回购日成交量自4月以来上行趋势明显，8月4日突破了7万亿元日成交额，市场加杠杆的情绪较为高涨。
- 过低的资金利率可能加剧空转套利的现象，资金的体内循环伴随负债久期的缩短，市场的脆弱性有所上升。

### 质押式回购成交量与隔夜占比（亿元，%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

### 银行间市场杠杆率测算（%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

# 利率债：降息之后长债补涨，未来需观察货币政策效果

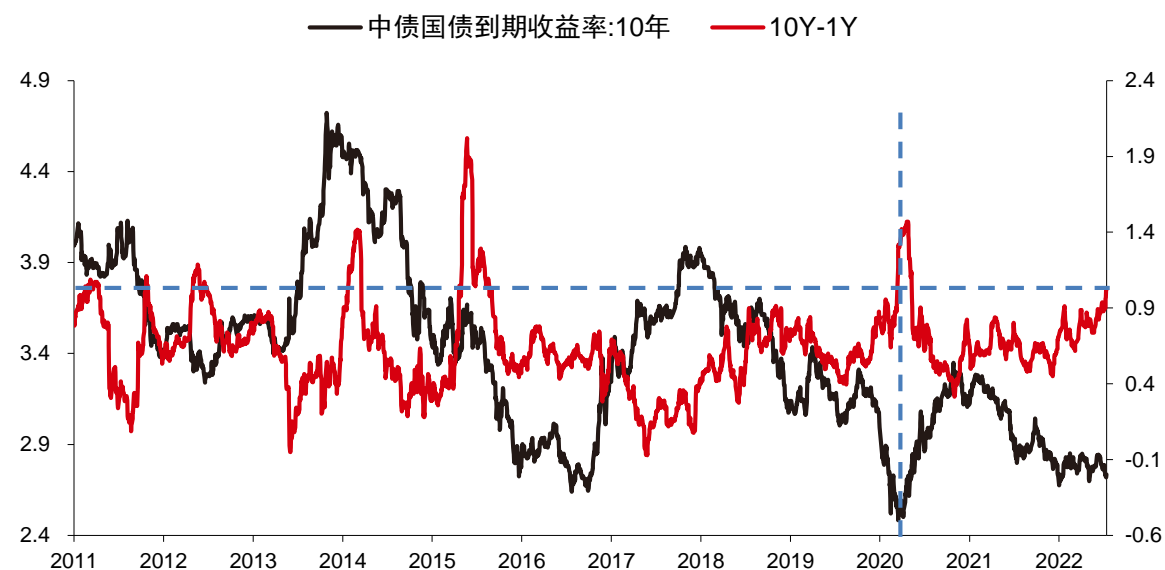
- 前期短债利率大幅下行，长债利率表现谨慎，降息之后补涨。
- 但是，期限利差走阔并不一定意味着长债成为价值洼地，反而可能是陷阱，2020年是前车之鉴。
- 长债补涨的短期行情过后，未来收益率曲线熊平的概率较大。

### 10年国债利率围绕MLF利率波动 (%)



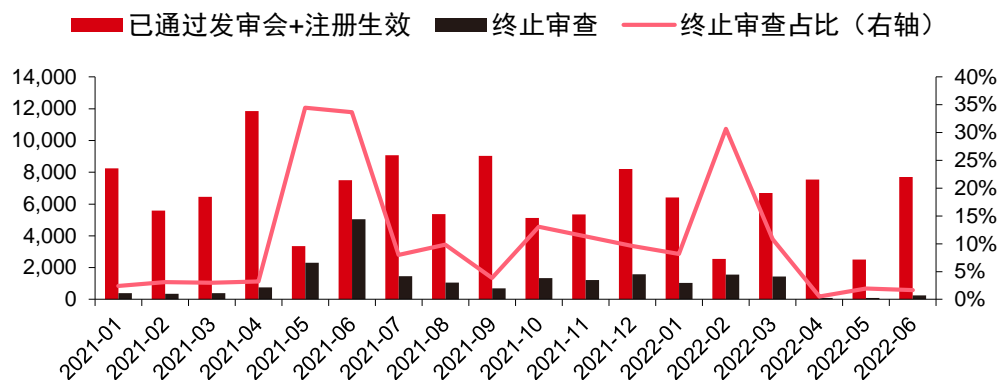
资料来源：Wind，中信证券研究部

### 历史上期限利差的扩大未必意味着价值洼地 (%，%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 全口径下信用债计划发行情况（亿元）



- 2022年以来信用债净融资规模逐月下降

- 各等级不同期限信用债利差均处于历史较低分位

- 5年期AA+信用债与3年期AA信用债利差相对更低，处于1%历史分位水平。
- 5年期AAA信用债利差则相对较高，处于历史6.4%分位水平。

## 信用利差水平（bps）

	当前水平			较月初变动(bp)			历史中位数			当前水平历史分位		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA+	41.05	39.62	54.78	3.43	0.70	-1.8	93.04	98.65	104.55	3.80%	2.00%	2.80%
AAA	46.67	50.28	67.80	3.23	2.20	-0.29	99.82	108.34	114.45	4.70%	3.80%	6.40%
AA+	57.41	67.14	84.72	3.21	3.22	0.7	123.83	141.08	155.76	2.80%	3.10%	1.00%
AA	66.41	86.14	134.72	7.21	-0.78	-5.3	147.93	172.60	198.02	1.90%	1.00%	3.10%

# 城投债：安全性相对较高

- 2022年上半年城投债发行增速明显下滑，城投政策尚未呈现放松态势，城投供给短期存在制约
  - 市场参与度较高、传统资源型企业占比不大、区域金融及信用环境优良的区域值得继续关注。
  - 对直融不畅、违约频发、金融资源不足或显著弱化的区域需更谨慎。

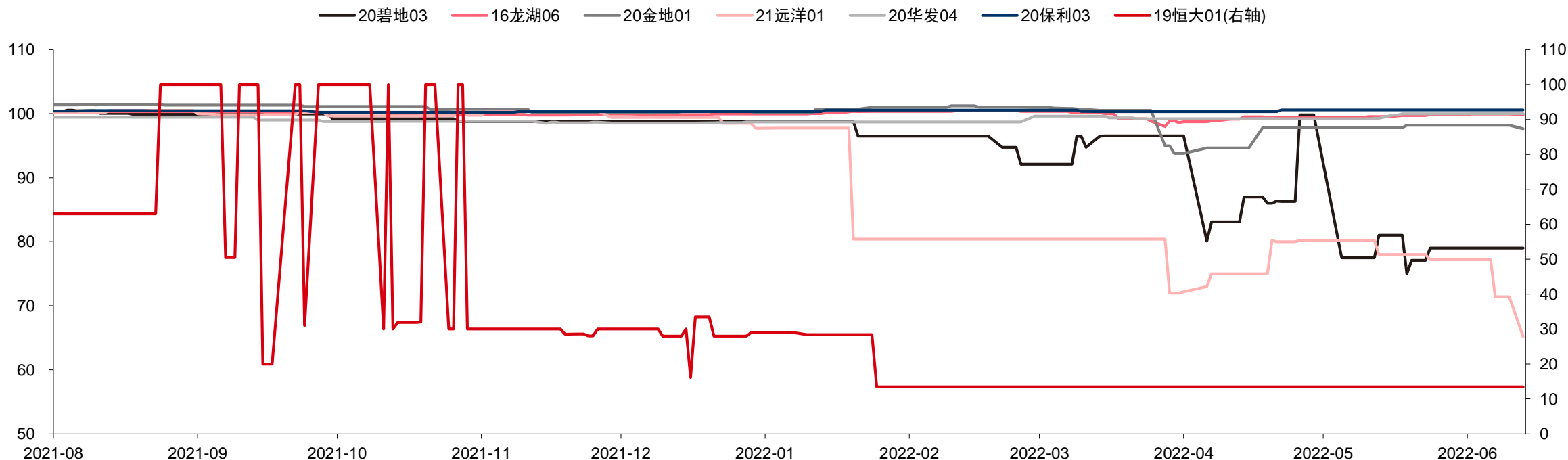
各地区上半年经济与财力情况（亿元）

	一般公共预算收入	自然增长	同口径增长	政府性基金收入	增速
广东	6730	-11.4%	-0.5%	-	-
浙江	4984	-6.2%	4.2%	3073.72	-20.6%
江苏	4639	-17.9%	-5.8%	21948	-26.1%
山东	3950	-8.2%	6.3%	-	-
上海	3795	-19.8%	-12.9%	-	-
北京	2991	-8.1%	0.5%	-	-
四川	2479	-3.8%	9.6%	-	-
河北	2381	-6.7%	6.5%	871.2	-24.6%
河南	2362	-3.5%	12.5%	-	-
福建	1960	-4.1%	6.7%	764.21	-35.0%
安徽	1934	-1.2%	11.2%	-	-
山西	1823	28.6%	44.0%	-	-
湖北	1787	-10.6%	3.5%	1204	-26.9%
江西	1752	2.6%	11.3%	842.7	-27.2%
陕西	1719	19.4%	34.7%	641.58	-1.8%
湖南	1590	-7.2%	7.3%	-	-
内蒙古	1576	36.6%	49.4%	118.3	-36.0%
辽宁	1335	-9.2%	1.7%	-	-
重庆	1019	-16.2%	-6.1%	432.3	-46.8%
新疆	911	17.8%	40.9%	-	-
贵州	889	-12.9%	6.4%	-	-
天津	869	-29.3%	-17.7%	217.5	-56.7%
云南	868	-22.5%	7.8%	218	-63.7%
广西	858	-16.6%	-0.6%	323.14	-44.4%
黑龙江	655	-1.4%	9.9%	-	-
甘肃	446	-5.7%	15.9%	152.6	-41.8%
海南	439	-8.5%	3.8%	192.8	1.4%
吉林	379	-42.8%	-28.6%	28.6	-62.8%
宁夏	232	-0.8%	23.6%	-	-
青海	133	-20.9%	16.5%	-	-
西藏	76	-24.2%	7.2%	-	-

# 地产债：国央企坚守阵地，民企信用未修复

- 企业性质的信仰仍在，但是一定要纯粹的国企和央企
- 民企信用并未缓解：销售回暖不及预期，市场信心更加脆弱，买卖盘力量失衡。
- 违约事件频发：2021年下半年以来，以实质违约方式暴雷的地产债共65只，房企包括重庆协信、正源地产、阳光城、天房集团、泰禾、蓝光、三盛宏业、华业资本、鸿坤等。

### 各类典型房企债券收盘净价走势（元）

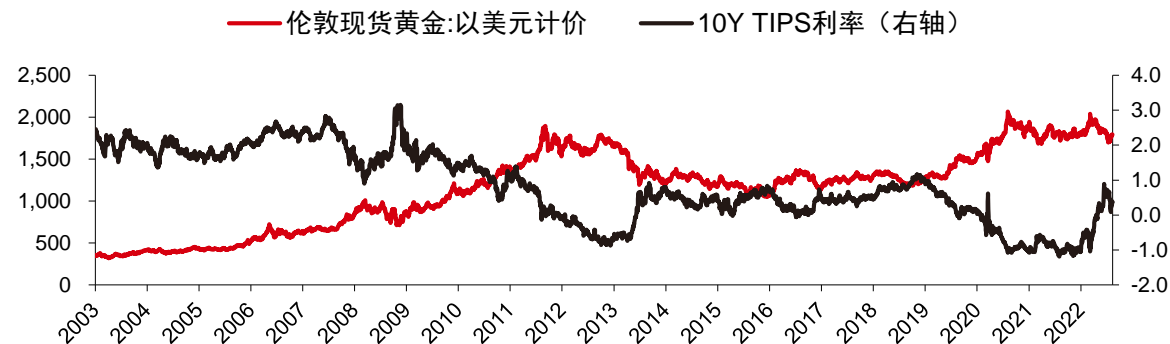


资料来源：上证固收平台，中信证券研究部

# 大宗商品：地缘扰动、加速紧缩和衰退预期

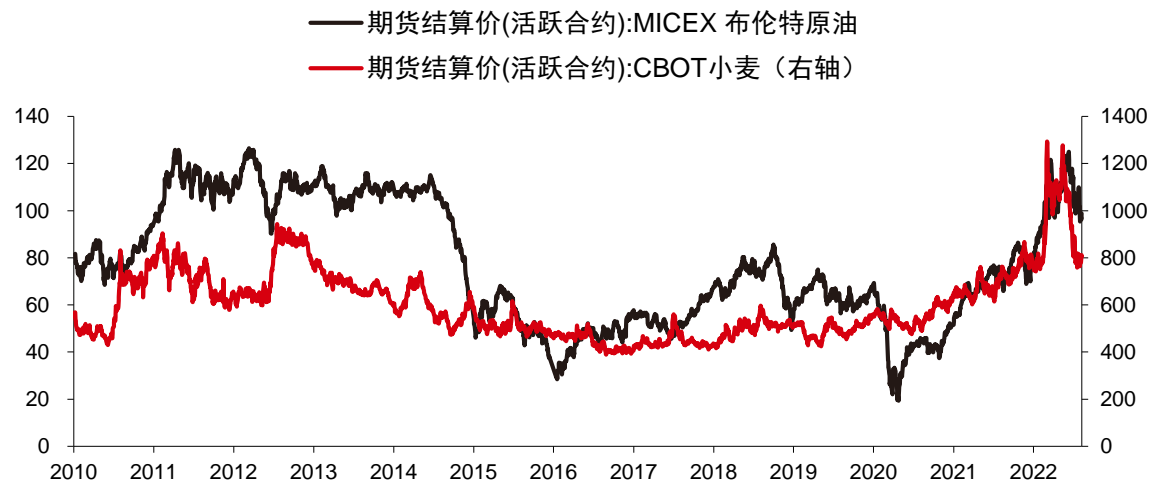
- **能源和粮食：**俄乌冲突推升能源和农产品价格，粮食安全引发政府关注，原油供需缺口短期难以抹平。
- **基本金属：**铜、铝等基本金属已经在反映衰退预期。
- **贵金属：**尽管通胀和衰退利好贵金属，但在美联储快速加息背景下，贵金属价值相对有限。

## 贵金属的价值相对有限（美元/盎司，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 关注能源和粮食价格（美元/桶，美分/蒲式耳）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 铜铝价格均有所回落（元/吨，元/吨）

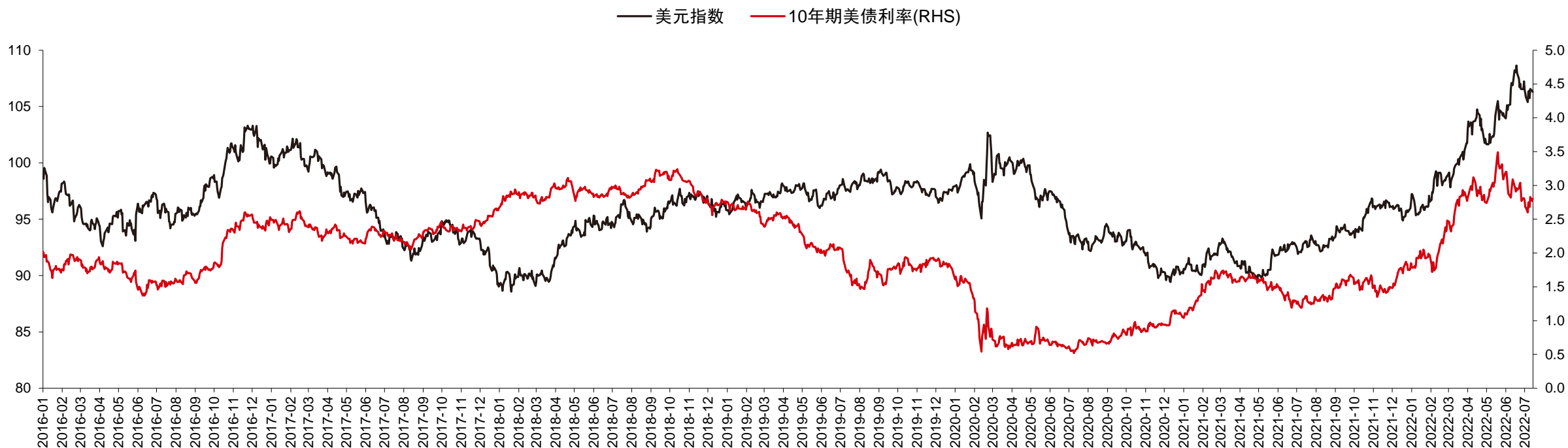


资料来源：Wind，中信证券研究部

# 美元、美债利率仍有上行压力

- **美元：**欧洲能源供给担忧加剧，欧元在欧央行加息和经济基本面衰退的博弈下难显强势，叠加日元依旧疲软，美元或将持续强势。
- **美债：**就业市场强劲增长，通胀粘性较高，美联储快节奏紧缩料将继续，中长期而言，预计美债利率年内将继续上行。
- **美股：**滞胀+快速紧缩的周期中，美股上升动力趋弱，存在下跌风险。

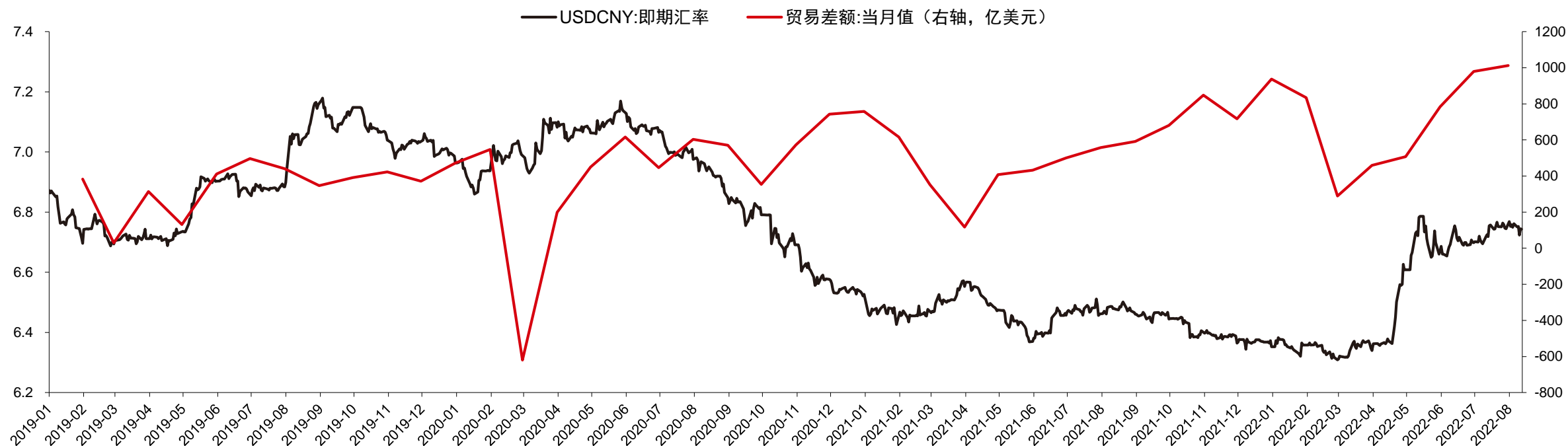
短期美元指数走势或为震荡偏强，美债或将继续震荡（/，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 导致人民币快速贬值的因素有所缓解：国内疫情冲击、美联储紧缩预期
- 人民币汇率保持低位震荡
  - 中美政策周期已经分化——名义利差倒挂、通胀差收窄将是一年以上的趋势。
  - 未来出口不确定性仍然存在，贸易顺差可能见顶回落。

### 人民币汇率和贸易顺差





- 地缘冲突、
- 气候变化、
- 国内外疫情扰动



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

明明（联席首席经济学家）

执业证书编号：S1010517100001

## 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；韩国市场以科斯塔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。