



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

从 2017 年以来，监管重点强调去通道、去杠杆，在金融严监管下，委外规模近年来一直处于下行区间。目前上市商业银行的 2022 年半年报公布完毕，本文将通过采集上市银行半年报等数据估算 2022 年上半年银行委外的规模，深入分析 2022 年上半年委外业务模式的变化趋势，探索资管新规过渡期到期后半年来委外整改的进度，并根据经济大环境、金融监管、金融机构改革等方面分析银行委外业务和银行、基金未来全面合作情况的发展趋势。

■ 我们根据委外资金是否来自表外理财（即非保本理财）而将委外分为表外理财委外和表内委外。对于表内委外，我们根据投向的不同将其分为三类：基金、信托计划+资管计划（通道类）、同业理财。对于表外理财委外，我们在这里主要引用中国理财网披露的理财产品存续规模和普益标准披露的委外余额占理财余额的比例数据。

■ 基金类委外的比例继续上升，2022 年 6 月底占比已达 57.57%，已成为银行委外的绝对主体。基金类委外投资的占比持续上升主要有以下三方面的原因：第一，基金类委外投资遇到的监管政策阻力相对较小；第二，公募基金拥有“节税”的优势；第三，基金公司相比于商业银行拥有更好的投研实力。以往占表内委外大头的通道类委外在规模和占比方面继续下降，这体现出监管对于通道类委外的管控仍然较紧，2022 年监管层继续维持对于信托通道业务的监管力度。表外理财委外规模和委外余额占理财余额比重自 2017 年初至 2020 年底基本上处于下降通道。但 2022 年 6 月底银行表外理财规模达到 29.15 万亿，带动表外理财委外规模达到 2.18 万亿，较 21 年底增长 3.32%。

■ 从委外总规模来看，可以看到 2022 年 6 月底末委外总规模大概在 12.24 万亿左右，相比去年同期增长 0.62%。从结构来看，我们认为基金投资类委外占比会持续上升，参考美国养老金资产配置多采用 FOF 模式，长期来看，我国个人养老金的发展将大幅推动养老理财规模扩张，从而推动商业银行基金类委外持续发展。预计通道类委外占比将继续下降，同业理财类委外占比应该会维持在 3%以下的水平。就短期来看，我们预计委外规模将会下行，但并无大的下行空间。预计委外规模在未来一两年内将维持 8-12 万亿左右的规模。

■ 银行、基金合作开启全新篇章。资管新规全面落地后，行业格局重塑，银行与基金竞合关系越发紧密，除委外业务外，在产品代销、基金投顾、投资者教育等方面都具有广阔的合作空间。在基金产品代销方面，独立基金销售机构凭借互联网资源禀赋优势，异军突起，22 年 6 月底非货基保有量占比已达 34.43%，而银行占比则跌破 50%，仅为 48.47%，绝对优势地位受到巨大威胁，未来亟需加强和基金公司的合作，稳固竞争优势。在投顾业务方面，基金公司在投研方面优势明显，重点在“投”，而银行拥有最多的网点和最多的客户资源，重点在“顾”，两者强强联合，有望实现双赢。此外，银行作为财富管理市场最重要的参与者，未来可以加强与公募基金的合作，共同发力投资者教育，一方面可以加强银行固有客户资源的粘性，一方面也可以帮助基金实现负债端的相对稳定。

目录

引言	5
银行委外规模测算	5
表内委外情况	6
表外理财委外观测和业务情况分析	11
委外总体规模走势及银、基合作展望	11
委外总体规模走势	11
银行、基金合作开启全新篇章	12
国内宏观	15
总量数据	15
高频数据	16
通货膨胀：猪肉价格小幅上涨，鸡蛋价格小幅下跌，工业品价格大体上行	17
重大事件回顾	19
国际宏观：欧洲央行加息	20
美国方面：	20
欧洲方面：	20
日本方面：	20
流动性监测：银质押利率全面上行，SHIBOR 利率大体下行	21
公开市场操作	21
国际金融市场：美股、欧股全线上涨	22
美国市场：美股全线上涨	22
欧洲市场：欧股全线上涨	23
债市数据盘点：利率债收益涨跌互现	24
一级市场：本周计划发行 12 只利率债	24
二级市场：利率债收益率涨跌互现	26

插图目录

图 1: 39 家上市商业银行非表外委外规模	6
图 2: 39 家上市商业银行表内资金对委外的依赖程度	7
图 3: 39 家上市商业银行表内委外总规模及表内资金对委外的依赖程度	7
图 4: 39 家上市商业银行基金类委外规模变化	8
图 5: 39 家上市商业银行通道类委外规模变化	8
图 6: 39 家上市商业银行同业理财类委外规模变化	8
图 7: 39 家上市商业银行表内委外构成变化	9
图 8: 近年来事务管理类信托规模和占比变化趋势	10
图 9: 近年来券商资管定向资管计划规模变化	10
图 10: 表外理财委外规模和委外余额占理财余额比重	11
图 11: 委外总规模及环比增速走势分析	12
图 12: 银行理财投资基金规模及占比变化	13
图 13: 基金代销各渠道保有量占比变化	13
图 14: 房地产成交量同比增速	16
图 15: 住宅价格环比增速	16
图 16: 主要航运指数	17
图 17: CCBFI 同比与出口同比	17
图 18: PMI	17
图 19: 发电量及同比增速	17
图 20: 三大高频物价指数	18
图 21: 商务部农产品价格	18
图 22: 猪肉价格	18
图 23: 大宗商品价格	18
图 24: CRB 指数同比领先 PPI 同比	18
图 25: 银行间回购加权利率	22
图 26: 银行间回购加权利率周变动	22
图 27: 标普 500 和标普 500 波动率(VIX)	23
图 28: 美国国债收益率	23
图 29: 欧洲交易所指数	24
图 30: 欧元区公债收益率	24
图 31: 利率债发行到期	24
图 32: 国债中标利率与二级市场水平	24
图 33: 国开债中标利率与二级市场水平	25
图 34: 进出口债中标利率与二级市场水平	25
图 35: 农发债中标利率与二级市场水平	25
图 36: 主要利率债产品上周变动	26
图 37: 银行间国债收益率走势	26
图 38: 银行间国债每日变动（相较上周）	26
图 39: 银行间国开行金融债收益率走势	27
图 40: 银行间国开债每日变动（相较上周）	27
图 41: 银行间国开行定存浮息债扯平利率走势	27
图 42: 国开定存浮息债每日变动（相较上周）	27
图 43: 银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率	27
图 44: 国开 SHIBOR 浮息债每日变动（相较上周）	27

表格目录

表 1：基金投顾牌照获批情况.....	14
表 2：上周公开市场操作情况.....	21
表 3：本周计划发行利率债产品	25

■ 引言

委外业务是指银行将资金委托给信托、证券、基金等其他金融机构进行投资的业务模式。这当中既包括银行发行理财产品后委托外部投资，也包括银行将自有资金委托给非银机构（基金、券商资管、信托）和其他银行机构（同业理财）。在实际的业务模式中，受托方多以券商资管、基金公司或基金子公司专户等方式进行运作。

委外业务模式的建立初衷是为了借助受托人较高水平的主动管理能力和投资经验，弥补商业银行在资金投资方面的投研短板，提高收益率。但是由于银行机构受制于监管，不能任意扩张资产与负债，为摆脱制约，部分商业银行通过委外对资产负债表进行拓展，加杠杆、加久期，使得委外成为寻求监管套利的工具。委外的过热发展为金融系统的稳定发展带来较大的风险隐患，自营资金与理财资金通过委外的模式流出银行体系，在多层嵌套下，使得监管难度大幅提升，一些原本受到限制的投资标的成为可以操作的对象，宏观调控的力度被弱化。伴随而来的还有高杠杆风险、流动性风险以及信用风险。因此从 2017 年以来，监管重点强调去通道、去杠杆，在金融严监管下，委外规模近年来一直处于下行区间。2020 年，受疫情影响，监管部门结合银行理财转型的实际进度，将资管新规的过渡期延长一年，于 2021 年底正式结束。

上市商业银行的 2022 年半年报公布完毕，本文将通过采集上市银行财报等数据估算 2022 年上半年银行委外的规模，深入分析 2022 年上半年委外业务模式的变化趋势，探索资管新规过渡期到期后半年来委外整改的进度，并根据经济大环境、金融监管、金融机构改革等方面分析银行委外业务及与基金合作方面的发展趋势。

■ 银行委外规模测算

为了测算银行委外的整体规模，我们可以根据委外资金是否来自表外理财（即非保本理财）而将委外分为**表外理财委外**和**表内委外**。

在对表内委外的测算上，我们重点关注“在第三方机构发起设立的结构化主体中享有的权益”。根据我们对委外的定义——“委托方将资金委托给外部机构（管理方）主动管理的投资业务”，我们取“在第三方机构发起设立的结构化主体中享有的权益”来近似测算表内委外规模。考虑到结构化主体中的 ABS 和 ABN 等资产证券化产品是以基础资产所产生的现金流作为还款支持而较少依赖受托人的主动管理，因此我们还需将 ABS 和 ABN 等资产证券化产品剔除在外。即商业银行的表内委外规模=投资第三方机构发起设立的结构化主体而形成的资产的账面价值-投资于资产证券化产品而形成的资产的账面价值。在对委外的分类上，我们根据委外投向的不同，将委外分为三类：基金、信托计划+资管计划、同业理财。将信托计划和资管计划合并的原因在于这两者都属于通道类业务。需要指出的是，部分商业银行未将在第三方机构发起设立的结构化主体中享有的权益根据结构化主体的不同而分开列示，这就使得委外投资的资产证券化产品无法被完全剔除，所以表内委外规模的计算结果可能存在一定的高估风险。

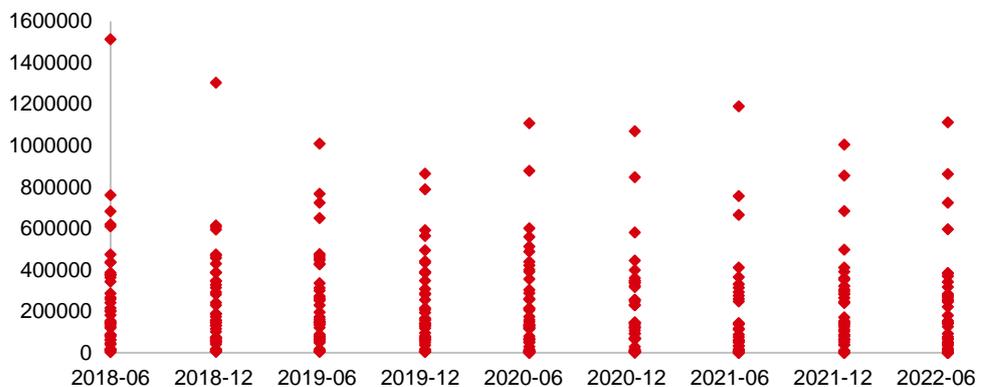
对于表外理财委外，由于表外理财不被纳入资产负债表，因此难以基于公开信息准确测算，需要借助第三方数据。我们在这里利用中国理财网取得的非保本理财存续规模和普益标准披露的委外余额占理财余额的比例数据，二者的乘积即为银行业表外理财委外的估计规模。

表内委外情况

截至 2022 年中，共有 56 家商业银行在 A 股和 H 股市场上市。考虑到部分公司未在财报中披露相关数据，以及部分银行上市时间较短、数据年限不够，我们选择了 39 家上市银行作为统计样本。本文统计了从 2015 年 12 月 31 日至 2022 年 6 月 30 日在 A 股或 H 股上市的 39 家国内商业银行的表内委外规模，如图 1 所示。根据银保监会披露的商业银行总资产数据，截至 2022 年 6 月，银行业总资产规模达到 303.45 万亿元，我们选取的这 39 家上市商业银行的总资产占有所有商业银行总资产的比例为 81.94%。考虑到数据的可获得性和代表性，这 39 家上市商业银行在一定程度上可代表整个银行业，我们可以将其委外业务分析的结论外延至全银行业。

图 1 中的散点对应 39 家上市商业银行，散点的高度对应其表内委外规模。从图 1 可以明显地看到，**表内委外规模呈现出逐年下降的趋势**。2022 年中报的数据中，有三家银行委外规模较大，其余的数据相较于之前来说集中度更高。这体现了以 2017 年初“三三四十”专项整治为开端的去通道、去杠杆、严监管的政策走向，反映了近年来监管政策收紧对同业套利和委外规模的打击。

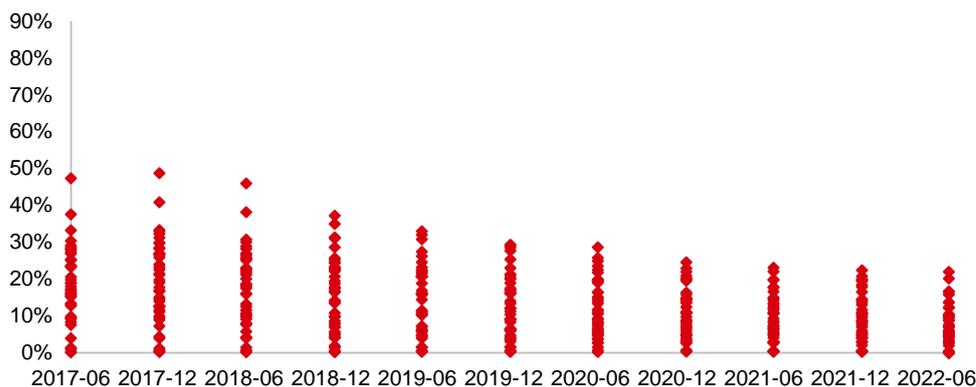
图 1：39 家上市商业银行非表外委外规模（百万元）



资料来源：相关上市银行年报、半年报，中信证券研究部

我们使用表内委外规模/总资产来表示商业银行表内资金对委外的依赖程度。表内委外占商业银行总资产的比重越大，说明商业银行在表内资产配置上越依赖委外。则由图 2 可以看出，自 2017 年以来，商业银行表内资金对委外的依赖程度逐渐降低。

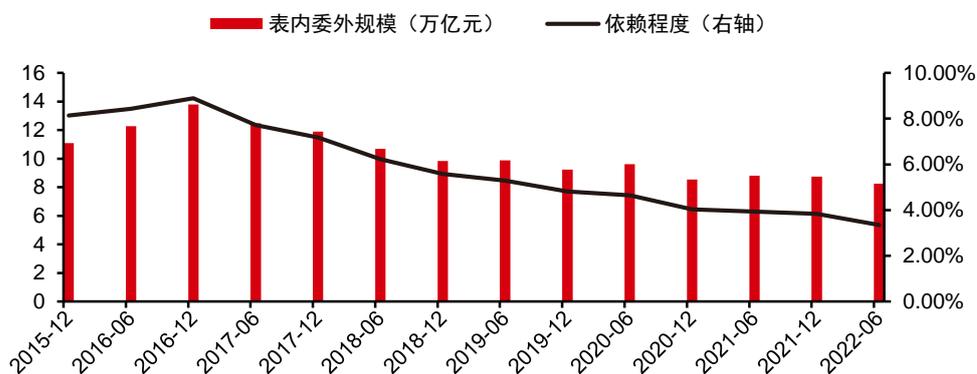
图 2：39 家上市商业银行表内资金对委外的依赖程度



资料来源：相关上市银行年报、半年报，中信证券研究部

我们将 39 家上市商业银行的表内委外规模相加，来计算总的表内委外规模及表内资金对委外的依赖程度，如图 3 所示，可以看到样本银行的表内委外规模水平逐渐下降，表内资金对委外的依赖程度从 2017 年开始也是处于不断下降的趋势，2022 年 6 月底，委外资金在总资产中的占比为 3.34%。

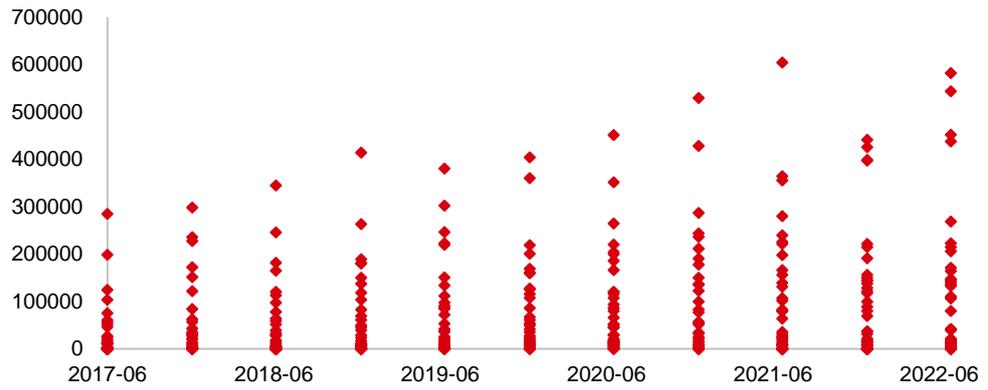
图 3：39 家上市商业银行表内委外总规模及表内资金对委外的依赖程度



资料来源：相关上市银行年报、半年报，中信证券研究部

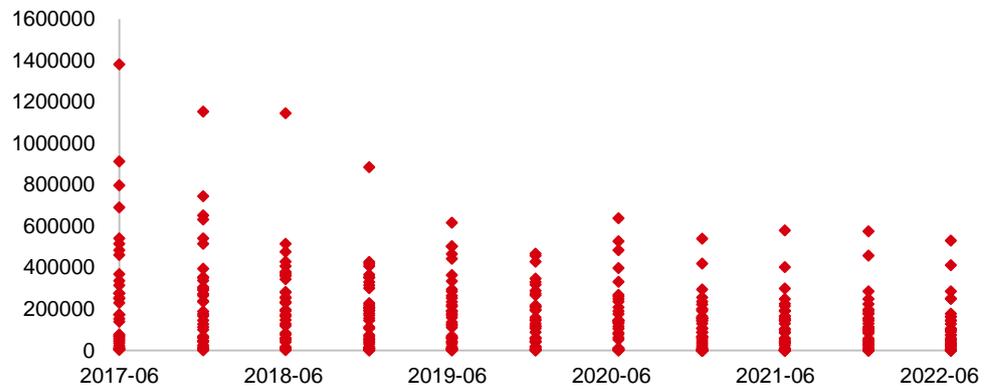
从委外构成来看，基于商业银行个体的角度，由图 4-6 可以看到，自 2017 年以来，基金类委外的规模持续上升，2022 年 6 月底基金类委外规模达 4.71 万亿，同比增长 19.90%，相比 2021 年底增长 15.51%。通道类委外和同业理财类委外呈持续下降态势。

图 4：39 家上市商业银行基金类委外规模变化（百万元）



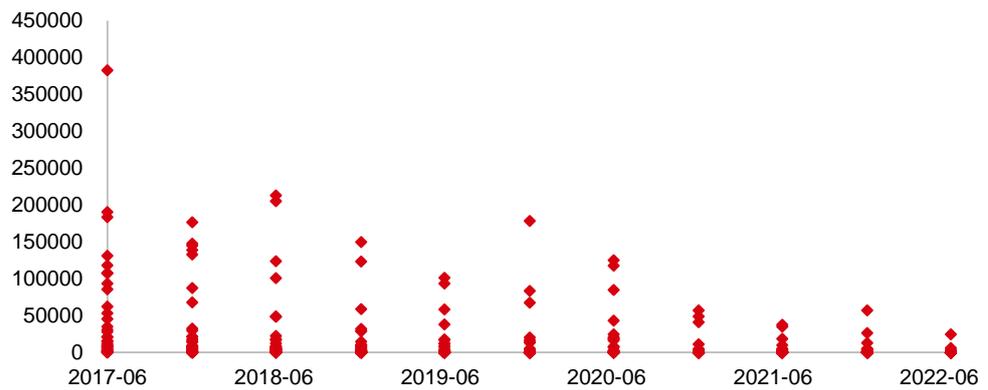
资料来源：相关上市银行年报、半年报，中信证券研究部

图 5：39 家上市商业银行通道类委外规模变化（百万元）



资料来源：相关上市银行年报、半年报，中信证券研究部

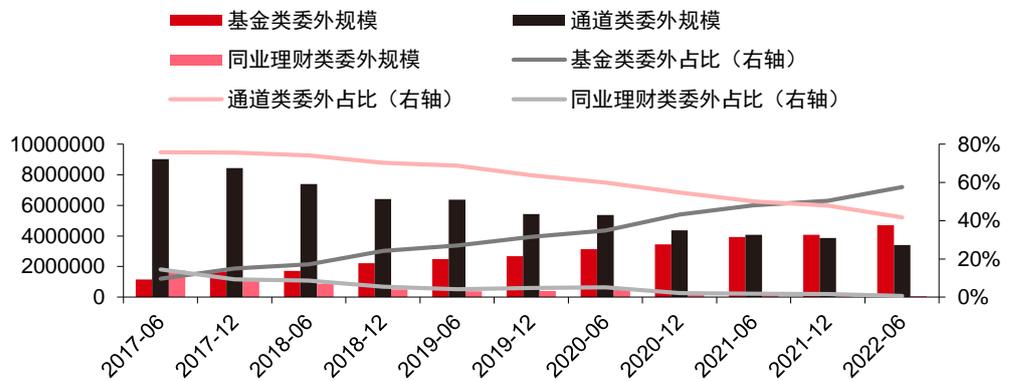
图 6：39 家上市商业银行同业理财类委外规模变化（百万元）



资料来源：相关上市银行年报、半年报，中信证券研究部

从总体规模的角度，由图 7 可以明显看到，基金类委外的比例逐年上升，通道类委外的比例在下降，截至 2022 年 6 月底，基金类委外比例已经达到 57.57%，实现了对通道类委外规模上的超越，预计未来占比仍将持续扩大，成为银行委外的绝对主体。

图 7：39 家上市商业银行表内委外构成变化（百万元）

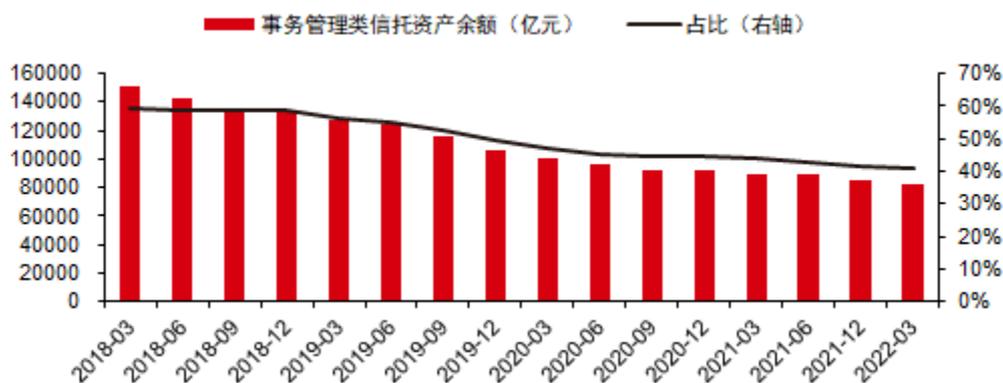


资料来源：相关上市银行年报、半年报，中信证券研究部

基金类委外投资的占比持续上升主要有以下三方面的原因：第一，相比于通道类委外和同业理财类委外面对的严监管，基金类委外投资遇到的监管政策阻力相对较小；第二，公募基金与资管计划的其他产品相比，拥有“节税”的优势。公募基金运营按照简易征税办法调低税率至 3%，且买卖价差免征增值税、所得收益免征所得税，银行可以通过委托基金公司投资节约纳税；第三，基金公司相比于商业银行拥有更好的投研实力，通过基金类委外商业银行可以很好地利用基金公司的投研能力，弥补弱势，近年来银行理财子展业将 FOF 产品作为重要的抓手也将持续带动基金类委外投资占比持续提升。

值得注意的是，以往占表内委外大头的通道类委外在规模和占比方面继续下降，这体现出监管对于通道类委外的管控仍然较紧。从信托角度来看，2022 年监管层继续维持对于信托通道业务的监管力度。这一点可以从信托业协会的数据中可以看出，从信托功能角度划分，信托资产可以分为事务管理类信托、融资类信托和投资类信托，通道业务通常是事务管理类信托。2022 年事务管理类信托的规模呈现持续下降的趋势，这也使得委外资金流向信托的存量减少。

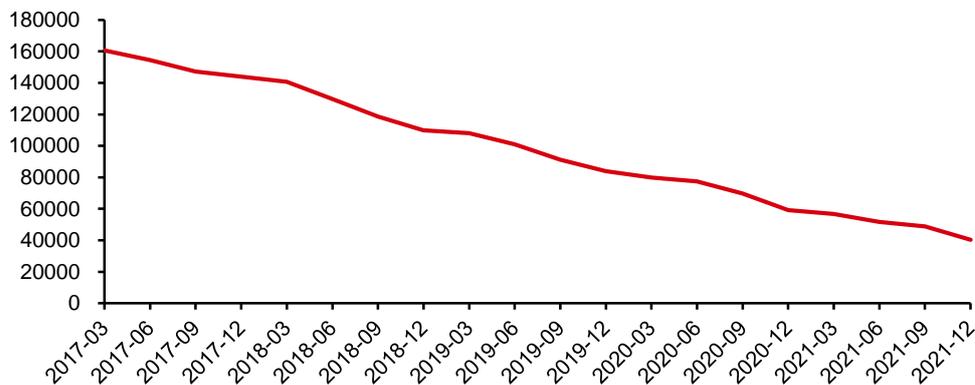
图 8：近年来事务管理类信托规模和占比变化趋势（亿元）



资料来源：中国信托业协会，Wind，中信证券研究部

从券商资管角度来看，券商资管产品一般可分为单一（定向）资管计划、集合资管计划、证券公司私募子公司私募基金和专项资管计划 4 类，其中以通道业务为主的单一资管计划规模占比最大。根据基金业协会的数据来看，从 2017 年年初开始券商定向资管计划的规模就处于不断下行的区间，截至 2022 年 3 月底，定向资管计划规模为 3.71 万亿元，仅为 2017 年年初峰值（16.06 万亿元）的 23.11%。券商资管的去通道趋势在 2022 年仍然明显，影响了银行委外资金投资券商资管计划的规模，2022 年资管新规全面落地之后，这一趋势仍然在持续。

图 9：近年来券商资管定向资管计划规模变化（亿元）



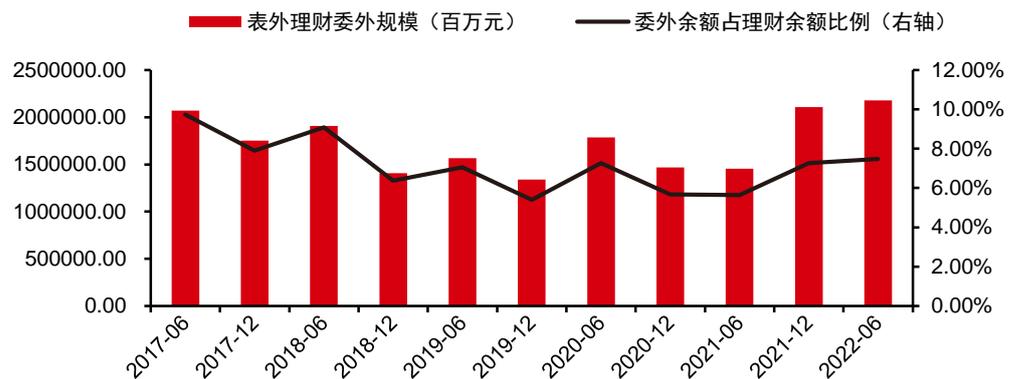
资料来源：中国证券投资基金业协会，Wind，中信证券研究部

同业理财的占比在监管层近年来对同业业务的严监管下不断下降，尤其是 2019 年同业理财规模迅速下降，2020 年整体规模又减半。截至 2022 年 6 月底，同业理财类委外规模仅有 579 亿元，相比 2021 年底减少 57%，是 2016 年末规模（2.65 万亿元）的 2.19%，占委外总规模的比例从 2016 年末的最高值 20.30% 下降到 2022 年 6 月的 0.71%。

表外理财委外观测和业务情况分析

根据非保本理财存续规模（中国理财网）和委外余额占理财余额的比例（普益标准，2020 年以后数据为我们的测算数据），我们可以计算出表外理财委外的规模，如图 10 所示。可以看出，表外理财委外规模和委外余额占理财余额比重自 2017 年初至 2020 年底基本上处于下降通道，但在之后又有所回升，叠加银行理财规模在 21 年 6 月后大幅增长，2022 年 6 月底规模达到 29.15 万亿，带动表外理财委外规模达到 2.18 万亿，较 21 年底增长 3.32%。

图 10：表外理财委外规模和委外余额占理财余额比重（百万元）



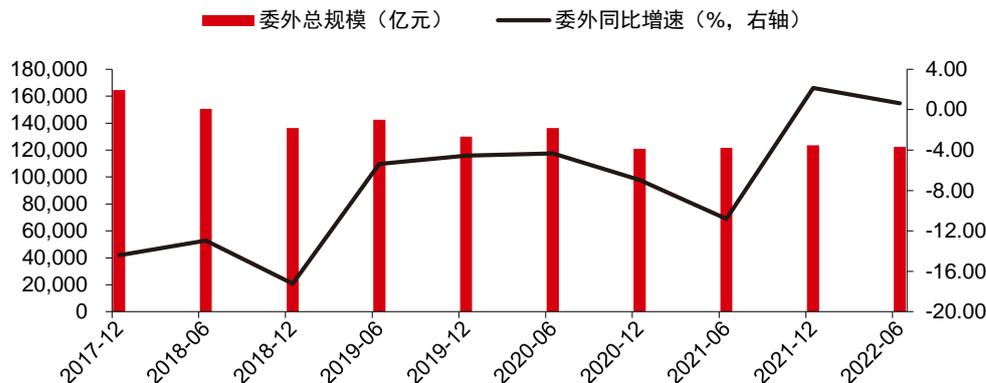
资料来源：Wind，普益标准，中国理财网，中信证券研究部测算 注：2020 年以后占比数据为中信证券研究部测算

委外总体规模走势及银、基合作展望

委外总体规模走势

前文讨论了表内委外和理财委外。为了把握委外的整体变化趋势，有必要对委外总规模加以测算。对于表内委外，由于我们只能获得已上市的 43 家（此处相较于前文增加了 4 家，是因为这 4 家未披露具体分项，故未纳入前文分析）上市商业银行的数据，因此需要做适当假设才能对整个银行业的委外规模进行估计。我们在这里假设，平均意义上，已上市商业银行与未上市商业银行的表内资金对委外投资的依赖程度相同。我们可以根据委外总规模=表内委外规模+表外理财委外规模=上市商业银行样本表内委外规模*所有商业银行总资产之和/上市商业银行样本总资产之和+非保本理财存续规模*委外余额占理财余额的比例的公式来估计委外规模。委外总规模如图 11 所示，可以看到 2022 年 6 月底末委外总规模大概在 12.24 万亿左右，相比去年同期增长 0.62%。

图 11：委外总规模及环比增速走势分析（亿元，%）



资料来源：Wind，普益标准，中信证券研究部测算

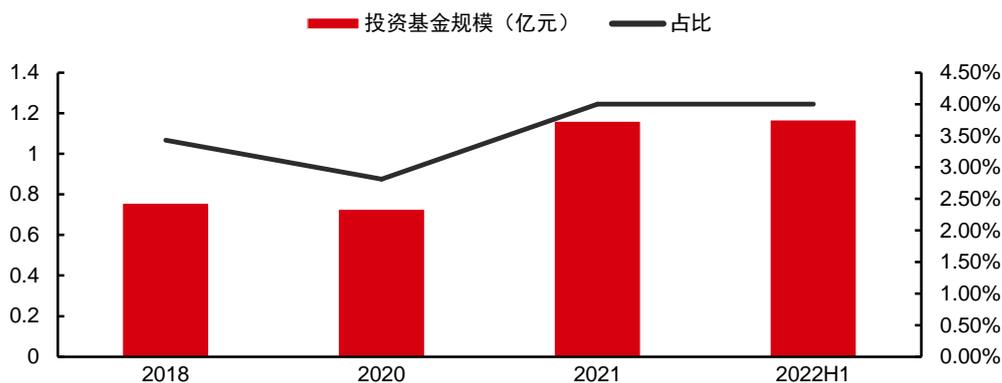
从结构来看，我们认为基金投资类委外占比会持续上升，通道类委外占比继续下降，同业理财类委外占比应该会维持在 1%以下的水平。一方面，去通道、去杠杆的政策导向并未发生根本转变，所以通道类委外的规模仍有继续下降的空间。另一方面，委外模式是银行机构提高收益率的一种可行途径，由于公募基金具有出色的投研能力和免税优势，资管新规也豁免了公募基金“只能加一层委外”的限制，在个人养老金长期发展的助推之下，未来基金投资在委外投向中的占比很可能将持续扩大。

就短期来看，我们预计委外规模还将维持下行，但并无大的下行空间。委外是流动性基于同业链条从商业银行向实体经济扩散的重要渠道，既是信用扩张/收缩的一个原因，也是信用扩张/收缩的一种反映。我们认为监管的核心是控制同业业务带来的风险，约束委外本身是达成这个目的的方式，并不是彻底根绝委外业务。预计未来委外的发展趋势是“重质量轻规模”，有助于优化资金配置效率的委外将获得更良好的市场发展空间，从而达成获取投资能力、缓解运营压力以及拓宽产品谱系等目标。预计委外规模在未来一两年内将维持 8-12 万亿左右的规模。

银行、基金合作开启全新篇章

资管新规全面落地后，行业格局重塑，银行与基金竞合关系越发紧密，除委外业务外，在产品代销、基金投顾、投资者教育等方面都具有广阔的合作空间。资管新规之前，为规避监管，银行表内委外多通过券商和信托作为通道进行类信贷业务，实质是“影子银行”。表外理财多为保本刚兑产品，通过体内外资金池滚动运作支付投资者固定收益，投资标的多为非标和通道类资产，与公募基金差异明显，客群画像大相径庭。但资管新规全面落地后，理财全面净值化时代到来，监管标准与公募基金拉齐，在此情况下，竞争有所加剧。但竞争加剧的背后合作也更加紧密，银行表内基金类委外占比从 2021 年底的 14.93% 提高到 2022 年 6 月底的 57.57%，增长迅速，未来仍有较大的提升空间。截至 2022 年 6 月底，表外理财投资基金类资产占比达到 4%，预计仍将不断上升。未来银行与基金合作不仅限于委外，在产品代销、基金投顾、投资者教育等方面都具有广阔的合作空间。

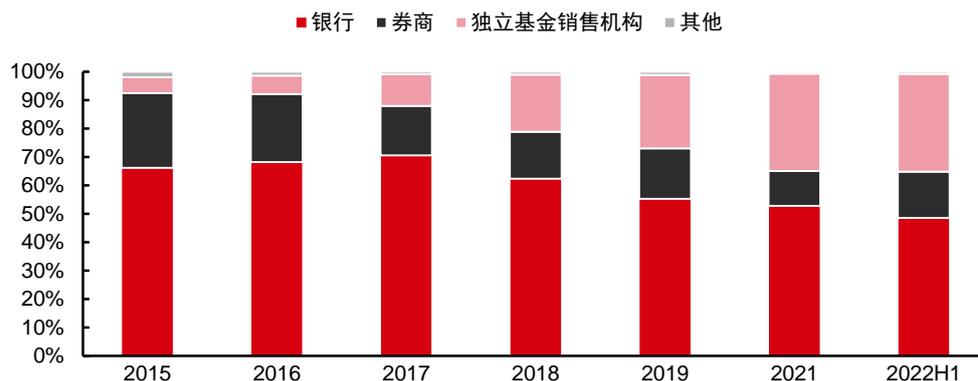
图 12：银行理财投资基金规模及占比变化



资料来源：中国理财网，中信证券研究部

在基金产品代销方面，独立基金销售机构凭借互联网资源禀赋优势，异军突起，22年6月底非货基保有量占比已达34.43%，而银行占比则跌破50%，仅为48.47%，绝对优势地位受到巨大威胁，未来亟需加强和基金公司的合作，稳固竞争优势。2015年，在剔除基金公司直销的部分后，银行非货基保有量占比为66.19%，独立基金销售机构占比仅为5.62%。而2022年6月底，非货基保有量前100名中（2020年之后仅公布前百强数据），银行占比已经萎缩至48.47%，而独立基金销售机构凭借互联网资源禀赋优势异军突起，占比已经达到了34.43%，券商份额由26.27%一度萎缩至12.20%，又反弹至16.31%。银行面对独立基金销售机构的强势出击和券商的绝地反弹，有必要进一步加强与基金公司在代销产品方面的合作，降低费率，优化用户体验，利用自身的渠道优势，提高客户粘性，巩固自身的优势地位。

图 13：基金代销各渠道保有量占比变化



资料来源：中国基金业协会（2020年后为前100强数据），中信证券研究部

此外，代销与投顾业务密不可分，基金公司在投研方面优势明显，重点在“投”，而银行拥有最多的网点和最多的客户资源，重点在“顾”，两者强强联合，有望实现双赢。2019年10月，《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》推出，基金投顾发展正式起步，其核心在于在客户需求为中心，通过多样化的配置和解决方案，为客户创造合意的收益，规避客户不专业投资行为带来的损失和风险。目前来看，银行投

顾业务处于起步阶段，大多为线上开展的智能投顾，但由于没有投顾牌照或者组合配置不符合监管要求，自 2021 年底开始普遍下架整改，暂停服务。在整改完毕后，银行可以利用其积累的大量客户、数据资源，为投资者精准画像，同时加大与基金公司的合作，利用其在投研资源方面的优势，“投”、“顾”结合，或是发展基金投顾业务的破局之道。

表 1：基金投顾牌照获批情况

获批时间	机构类型	机构名单
2019.1	基金公司	易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富、中欧财富
2019.12	独立基金销售机构	先锋领航投顾（蚂蚁集团）、腾安基金（腾讯旗下）、盈米基金
	银行	工商银行、招商银行、平安银行
2020	券商	国泰君安证券、华泰证券、申万宏源证券、中信建投证券、中金公司、银河证券、国联证券、华创证券
	基金公司	工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金
2022	券商	兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、安信证券、浙商证券
	基金公司	华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、富国基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金
2022	券商	光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、华安证券、国金证券、东方财富、财通证券、中金财富
	基金公司	国海富兰克林基金、国泰基金
2022	券商	华宝证券、华西证券
	券商	渤海证券
2021.1	基金公司	鹏华基金
2021.11	基金公司	农银汇理基金

资料来源：资本市场标准网，中信证券研究部

银行作为财富管理市场最重要的参与者，未来可以加强与公募基金的合作，共同发力投资者教育，一方面可以加强银行固有客户资源的粘性，一方面也可以帮助基金实现负债端的相对稳定。我国金融市场起步较晚，居民相关知识相对匮乏，总体风险偏好较低，在此情况下，大力发展投资者教育至关重要，有助于形成成熟的资本市场，避免过多短期行为造成剧烈波动，损害投资者利益。2022 年初，基金业协会发布《全国公募基金市场投资者状况调查报告(2020 年度)》，报告显示，我国投资者接近 70% 主要看行情买卖，缺乏对资本市场的有效认知，同时，投资者对于基金收益要求和回撤要求无法匹配，显示缺乏对风险收益的正确认知，投资者教育工作任重道远。银行作为财富管理市场最重要的参与者，未来可加强与基金公司的合作，利用其对投资的认知深度和资源禀赋，大力发力投教工作。投资者教育工作大力发展一方面可以加强银行固有客户资源的粘性，在“顾”的方向取得巨大进步，一方面也可以帮助基金实现负债端的相对稳定，避免因投资者的频繁申赎被迫改变投资策略，损害投资者的长期利益。

国内宏观

总量数据

8月，“出口超预期回落，但进口增长乏力”的组合之下，贸易顺差规模虽有收敛，但绝对数值上仍是近年来的较高水平。海关总署公布数据显示，按美元计价，8月我国进出口总值5504.5亿美元，同比增长4.1%。其中，出口3149.2亿美元，同比增长7.1%，Wind一致预期增13.5%；进口2355.3亿美元，同比增长0.3%，Wind一致预期增0.3%；贸易顺差793.9亿美元，同比增长34%。

尽管高基数对于出口形成一定拖累，但本次出口回落的原因更多在于外需放缓以及国内供应链再受疫情扰动。8月，中国大陆对主要贸易伙伴出口同比增速均出现不同程度的回落，其中对美出口增速转负。由于义乌市的生产生活活动在8月受到了疫情冲击，与义乌市出口重叠度较高的商品的出口金额同比增速较7月下行明显。进口方面，数量支撑转负，价格支撑趋弱，预计下半年我国进口增速或维持在较低水平。

8月份金融数据在总量层面难言明显好转，但在结构上却有亮眼之处，尤其是企业中长贷的明显提振增大了市场对于后续政策效果的信心与期待。8月新增人民币贷款1.25万亿元，同比多增390亿元；社会融资规模增量2.43万亿元，同比少增5571亿元；8月M2同比12.2%，前值12%，M1货币供应同比6.1%，前值6.7%，M0货币供应同比14.3%。

8月企业信贷好转，居民部门仍显疲弱。伴随信贷数据波动的消除以及部分地区促消费政策作用下，居民短贷有所好转；政策支撑下，企业部门贷款成为8月数据亮点。表外融资明显好转，政府债发行错位效应显现。表外融资总规模由负转正，一方面是“稳增长”目标以及部分地产等企业现金流问题影响下，非标压降力度维持偏弱的水平，另一方面，此前表外融资的拖累项——未贴现银行承兑汇票——8月表现较好，同时实体企业融资需求好转导致开票意愿增强。M2持续创新高，背后的原因主要是货币环境宽松、财政投放加速，同时实体的储蓄意愿依然较强。

8月通胀回踩，结构分化。8月CPI同比上涨2.5%，涨幅较7月回落0.2pct，环比由7月的上涨0.5%转为下降0.1%；PPI同比上涨2.3%，涨幅较7月缩小1.9pcts，环比持续下降1.2%。8月食品项同比上涨6.1%，涨幅较7月回落0.2pct，影响CPI同比上涨约1.09pct，环比上涨0.5%；非食品项同比上涨1.7%，降幅较7月回落0.2pct，影响CPI同比上涨约1.38pct，环比下跌0.3%。

由于8月猪价均值与7月基本持平、鲜菜维持季节性涨价趋势但幅度有限、鲜果价格小幅回落，食品项通胀放缓，同环比涨幅均回落。国际油价回落叠加浙江、海南等地疫情扰动压制出行需求，非食品项CPI同比涨幅回落，环比跌幅进一步扩大。8月PPI-CPI剪刀差持续收窄，内需偏弱格局延续。CPI方面，食品通胀、非食品通缩的通胀结构进一步显现。总体而言，供给扰动较大的食品和能源预计将继续主导通胀走势。

8月融资需求修复，宏观杠杆回升。据我们测算，8月社科院口径宏观杠杆率约为266.32%。分部门来看，非金融企业、政府和居民部门杠杆率经测算分别环比上升+0.42、+0.02和+0.09 pcts。

分子端，8月，地产风波、异常气候等突发因素对生产生活的扰动弱化，增量政策空间再次打开；分母端，经济复苏速度尚未恢复至最佳状态，且三季度以来通胀压力整体可控，压制较为有限。融资需求大幅下行之后迎来反弹，带动杠杆率环比上行0.52 pcts。企业和居民部门杠杆率环比均出现回升，但未来走势可能会有所差异。展望未来，随着稳增长政策改善私人部门预期，与经济复苏带动融资需求修复，宏观杠杆率或还将延续曲折上升趋势。

高频数据

房地产市场方面，截至9月9日，30大中城市商品房成交面积累计同比下降32.29%，其中一线城市累计同比下降27.56%，二线城市累计同比下降29.55%，三线城市累计同比下降42.46%。上周整体成交面积较前一周下降31.75%，一、二、三线城市周环比分别为3.49%、-49.09%、-27.30%。重点城市方面，北京、上海、深圳商品房成交面积累计同比涨跌幅分别为-22.84%、-26.41%、-23.89%，周环比涨跌幅分别为41.10%、-11.92%、-37.69%。德州市住房公积金管理中心近日发布《关于调整住房公积金使用政策的通知》称，自9月7日起，购房提取住房公积金无房屋套数限制。购买德州市行政区域内自住住房提取公积金时，提取人及配偶名下不受房屋套数限制。此外，首次结清公积金贷款后，再次申请住房公积金贷款无间隔时间。京津冀、山东省缴存人在德州申请公积金贷款不受户籍限制。

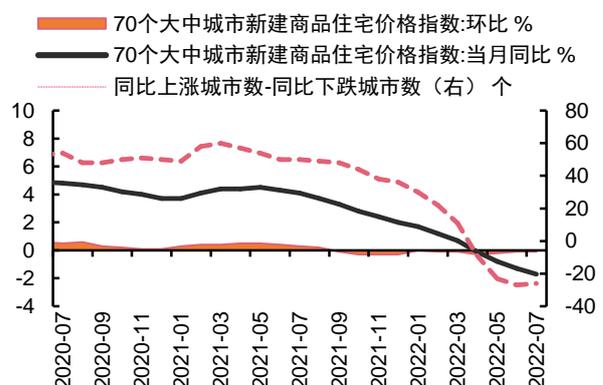
航运指数方面，截至9月9日，BDI指数上升11.69%，收1213点。CDFI指数下降0.49%。其中，通常用于运输煤炭或谷物的巴拿马型船运价指数本周上涨46.73%至1865点。受巴拿马型船运价大涨带动，波罗的海干散货指数继续反弹。

图 14：房地产成交量同比增速



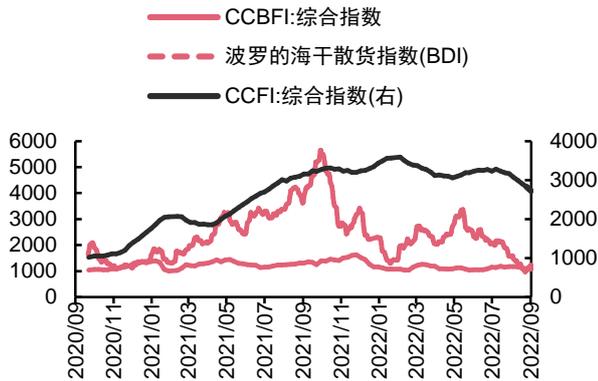
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：住宅价格环比增速



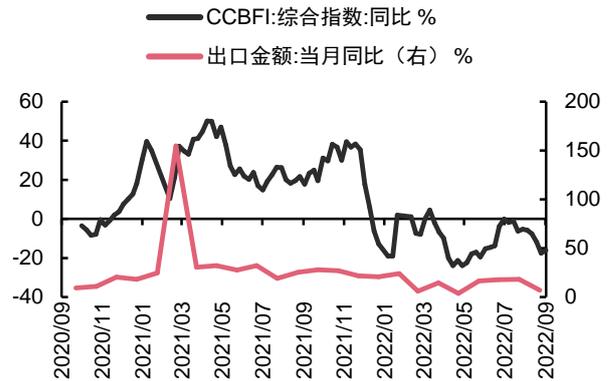
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16: 主要航运指数



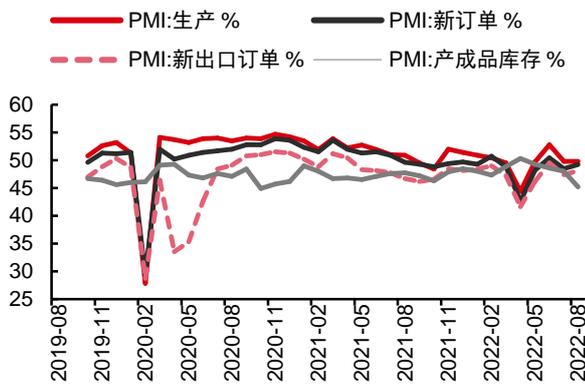
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 17: CCBFI 同比与出口同比



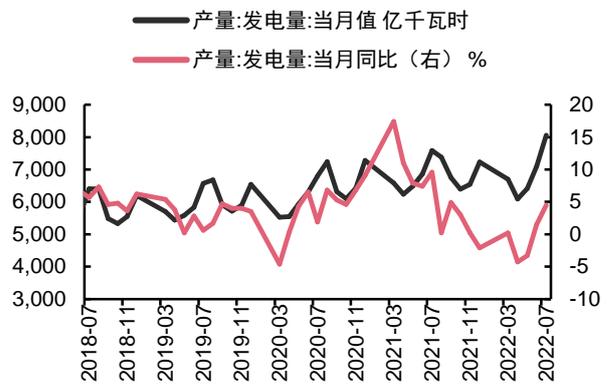
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 18: PMI



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 发电量及同比增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

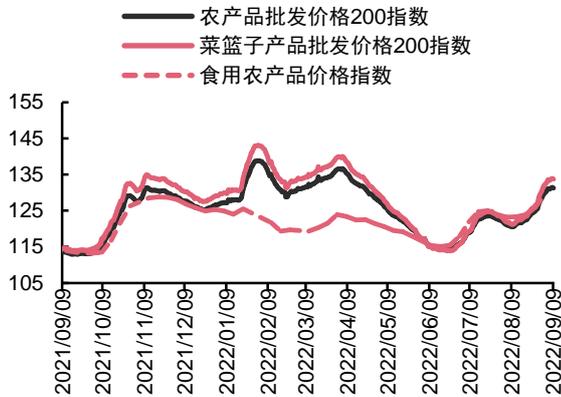
通货膨胀: 猪肉价格小幅上涨, 鸡蛋价格小幅下跌, 工业品价格大体上行

截至 9 月 9 日, 农业农村部 28 种重点监测蔬菜平均批发价较前周上涨 0.78%。从主要农产品来看, 生意社公布的外三元猪肉价格为 23.20 元/千克, 较前周上涨 0.78%; 鸡蛋价格为 11.46 元/千克, 较前周下跌 2.88%。上周猪肉价格小幅上涨。进入 9 月, 在终端需求持续回升支撑下, 国内生猪市场价格整体稳中偏强运行。但随着国储冷冻肉投放市场, 政策保供稳价启动, 集团化养殖企业出栏控量出现松动, 预计后市猪肉价格继续上行空间有限, 或仍将呈震荡走势。上周鸡蛋价格小幅下跌。随着消费旺季到来, 消费需求提振明显, 叠加 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, 鸡蛋市场整体维持供不应求的形势, 蛋价不断创年内新高。预计鸡蛋价格或呈高位震荡。

截至 9 月 9 日, 南华工业品指数较前一周上升 3.89%。能源价格方面, WTI 原油期货价报收 86.79 美元/桶, 较前周下降 0.09%。钢铁产业链方面, Myspic 综合钢价指数为 150.31, 较前周上升 0.78%。经销商螺纹钢价格为 3965.56 元/吨, 较前周上升 1.19%, 上游澳洲铁矿石价格为 774.44 元/吨, 较前周上升 4.59%。建材价格方面, 水泥价格为 394.00 元/吨, 较前周上升 1.03%。上周上游澳洲铁矿石价格大幅上涨。受天气影响, 铁矿到港量下

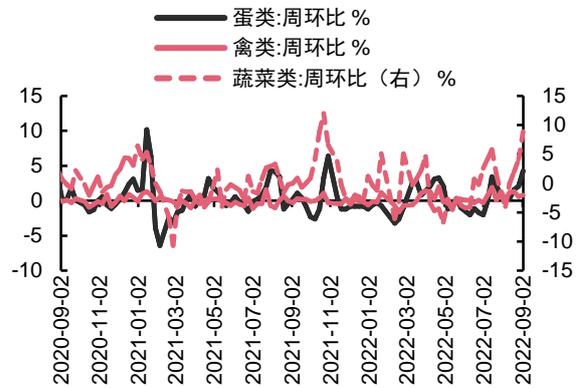
降，钢厂复工生产以消耗自身库存为主。即使钢厂受盈利面边际转弱和压产政策影响，自身库存偏低叠加国庆补库需求预期，铁矿需求仍旧释放。预计短期内铁矿石价格仍有小幅反弹机会。

图 20：三大高频物价指数



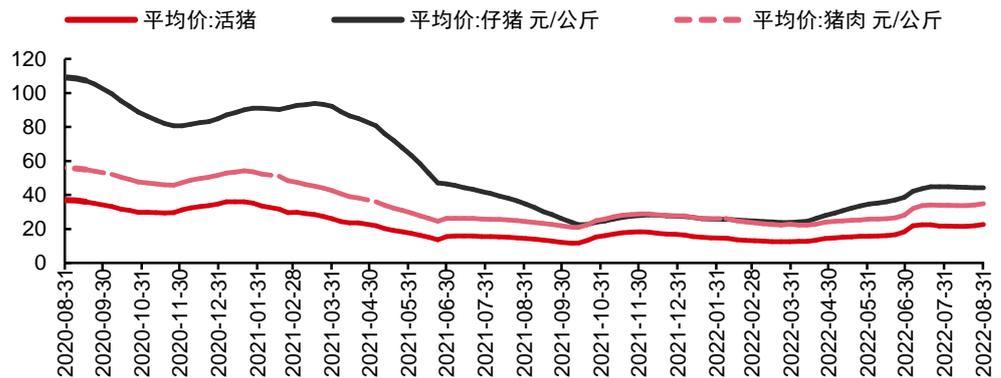
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 21：商务部农产品价格



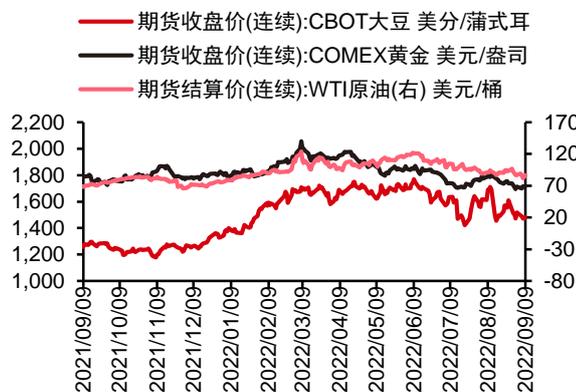
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：猪肉价格



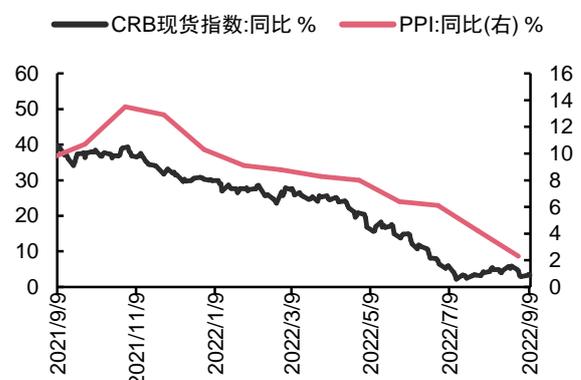
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：大宗商品价格



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：CRB 指数同比领先 PPI 同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

重大事件回顾

9月5日，中国人民银行决定下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点：为提升金融机构外汇资金运用能力，中国人民银行决定，自2022年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行8%下调至6%。（资料来源：中国人民银行）

9月6日，国家发展改革委表示，为切实保障中秋、国庆等节日猪肉市场供应和价格稳定，国家发展改革委同有关部门将于9月8日投放今年第一批中央冻猪肉储备，并指导各地近期加大猪肉储备投放力度。目前，广西、四川、吉林、宁夏、湖南等地已启动地方猪肉储备投放工作，其他省份也正抓紧开展猪肉储备投放准备工作。下一步，国家将密切关注生猪市场动态，必要时进一步加大储备投放力度。建议养殖（场）户保持正常出栏节奏，相关企业有序释放猪肉商业库存，保障市场需求。（资料来源：国家发展改革委）

9月7日，李克强主持召开国务院常务会议，确定依法盘活地方专项债结存限额的举措，更好发挥有效投资一举多得作用。会议指出，需求不足是突出矛盾，要以消费和投资拉需求、促进社会投资、以投资带消费。对高校、职业院校和实训基地、医院、新型基础设施和中小微企业、个体工商户等设备购置与更新新增贷款，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息2.5个百分点，期限2年。申请贴息截至年底。相应增加货币政策对商业银行配套融资的支持。同时，加大对社会服务业信贷支持，以扩消费。要实施阶段性减税政策支持创新，期限截至年底。基础设施等事关发展和民生，要继续用好专项债补短板。依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，10月底前发行完毕，优先支持在建项目。（资料来源：央视网）

9月8日，在北京市地方金融监督管理局指导下，二十余家机构在2022中国(北京)数字金融论坛上联合发起成立“数字金融创新发展联盟”。首批加入联盟的机构包括：中国农业再保险、中国广电、中国通信服务、中国邮储银行、北京银行、农信银资金清算中心、银河证券、中华保险、嘉实基金、华为、通用技术财务公司、建信金科、国信优易、金证金科、恒宝股份、同盾科技、金科览智、楚天龙、德生科技、Thunes、路孚特等。联盟组建和运作以“政府引导、企业主导、自愿参与、合作互助、行业自律、自建自营、自主发展”为原则，联盟成员机构将共同加强数字金融领域的资源协同、数据共享，强化风险防范，推动成员单位共同探索数字化金融综合解决方案，实现业务链和服务链拓展，从而促进数字金融上下游资源集聚，构建友好的产业生态。（资料来源：中国产业经济信息网）

9月9日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布2022年我国系统重要性银行名单。为加强宏观审慎管理，强化系统重要性银行监管，根据《系统重要性银行评估办法》，近期中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会开展了2022年度我国系统重要性银行评估，认定19家国内系统重要性银行，其中国有商业银行6家，股份制商业银行9家，城市商业银行4家。按系统重要性得分从低到高分分为五组：第一组9家，包括中国民生银行、中国光大银行、平安银行、华夏银行、宁波银行、广发银行、江苏银行、上海银行、北京银行；第二组3家，包括中信银行、中国邮政储蓄银行、浦发银行；第三组3家，包括交通银行、招商银行、兴业银行；第四组4家，包括中国工商银行、中国银行、

中国建设银行、中国农业银行；第五组暂无银行进入。（资料来源：中国人民银行）

■ 国际宏观：欧洲央行加息

美国方面：

9月6日，美国公布8月ISM非制造业PMI为56.9，预期55.1，前值56.7。（数据来源：美国供应商管理协会）

9月7日，美国公布7月贸易帐-706亿美元，预期-703亿美元，前值-796亿美元。（数据来源：美国经济分析局）

9月8日，美国公布至9月2日当周EIA原油库存增加884.5万桶，预期减少25万桶，前值减少332.6万桶；至9月3日当周首次申请失业救济人数22.2万人，预期23.5万人，前值23.2万人。（数据来源：美国供应管理协会、美国劳工部）

9月9日，美国公布7月消费信贷变动238.11亿美元，预期320亿美元，前值401.54亿美元；7月批发库存环比终值0.6%，预期0.8%，初值0.8%。（数据来源：美联储、美国人口调查局）

欧洲方面：

9月5日，欧盟公布欧元区7月零售销售同比-0.9%，预期-0.7%，前值-3.70%；环比增长0.3%，预期0.40%，前值-1.20%。（数据来源：欧盟统计局）

9月5日，英国公布8月Markit服务业PMI初值52.50，预期值52，前值52.60。（数据来源：Markit）

9月7日，欧盟公布欧元区第二季度GDP同比增长终值为4.1%，预期3.90%，前值3.90%；环比增长终值0.8%，预期0.60%，前值0.60%。（数据来源：欧盟统计局）

9月8日，欧洲中央银行宣布，主要再融资利率、边际贷款利率、存款便利利率分别提升75个基点至1.25%、1.5%、0.75%，欧洲央行存款机制利率预期值0.50%，前值0%，欧洲央行边际借贷利率预期值1.50%，前值0.75%，欧洲央行主要再融资利率预期1.25%，前值0.50%。（数据来源：欧洲中央银行）

日本方面：

9月8日，日本公布二季度实际GDP季环比终值0.9%，预期0.7%，初值0.5%，前值0%；二季度实际GDP年化季环比终值3.5%，预期2.9%，初值2.2%，前值-0.5%。（数据来源：日本内阁府）

■ 流动性监测：银质押利率全面上行，SHIBOR 利率大体下行

公开市场操作

上周（9月5日-9月9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12日-9月16日）有100亿元逆回购资金和6000亿元MLF自然到期。

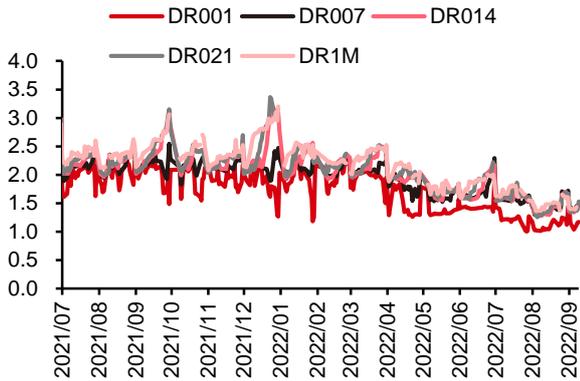
表2：上周公开市场操作情况（亿元）

	2022-9-5		2022-9-6		2022-9-7		2022-9-8		2022-9-9	
	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

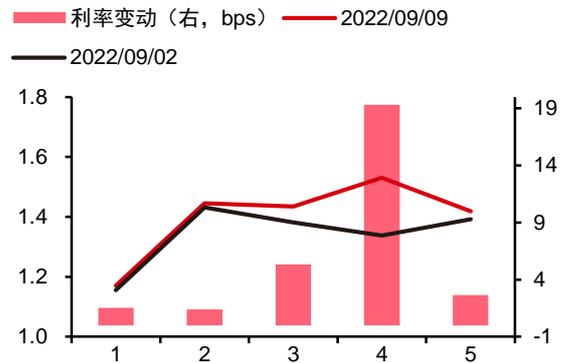
货币市场：银质押利率全线上行，SHIBOR 利率大体下行。DR001 加权平均利率为1.17%，较上周变动1.52bp；DR007 加权平均利率为1.45%，较上周变动1.4bp；DR014 加权平均利率为1.44%，较上周变动5.33bps；DR021 加权平均利率为1.53%，较上周变动19.31bps；DR1M 加权平均利率为1.42%，较上周变动2.65bps。截至9月9日，SHIBOR 方面，隔夜、7天、1个月、3个月对比上周分别变动-0.2bp、-3.4bps、-1.9bps、0bp 至1.18%、1.51%、1.43%、1.60%。

图 25: 银行间回购加权利率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 26: 银行间回购加权利率周变动



资料来源: Wind, 中信证券研究部

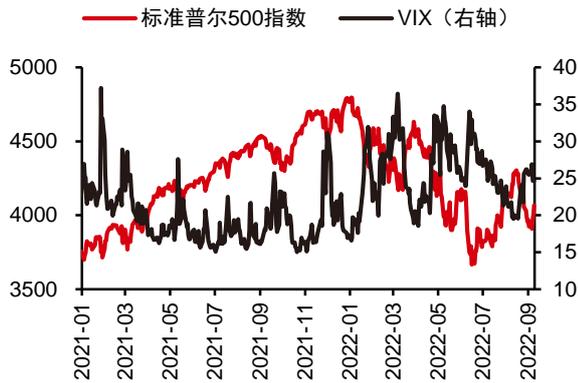
国际金融市场：美股、欧股全线上涨

美国市场：美股全线上涨

9月5日-9月9日:美国三大股指全线上涨,道指涨 2.66%,标普 500 指数涨 3.65%,纳指涨 4.14%。

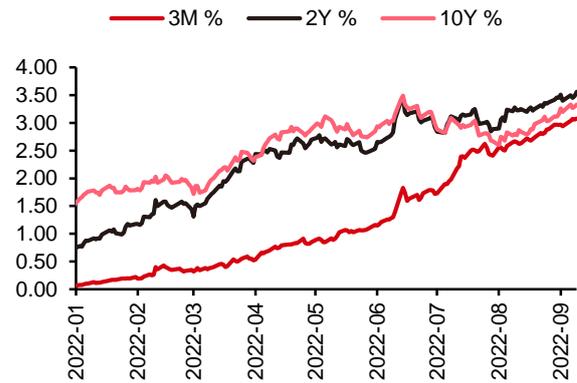
周一因美国劳动节假期,美股休市。周二,美国公布 8 月 ISM 非制造业 PMI 为 56.9, 高于 7 月的前值 56.7, 稳健的经济数据强化了市场对美联储延续激进加息的预期, 当天美国三大股指全线收跌, 道指跌 0.55%, 标普 500 指数跌 0.41%, 纳指跌 0.74%。周三, 国际两大原油基准美油和布油跌超 5%, 有望减轻美联储平抑通胀的压力, 当天美国三大指数集体收涨, 纳指涨 2.14%, 标普 500 指数涨 1.84%, 道指涨 1.4%。周四, 美联储主席鲍威尔在货币政策讨论会上重申了遏制通胀的决心, 他表示央行将继续采取强硬措施, 不要过早放松政策, 但市场或已过度消化了央行将继续大幅加息的预期, 当天美国三大股指全线上涨, 道指涨 0.61%, 标普 500 指数涨 0.66%, 纳指涨 0.60%。周五, 美国公布 7 月批发库存上涨 0.6%, 低于预期的 0.8%, 7 月消费信贷变动 238.11 亿美元, 低于预期的 320 亿美元, 市场已消化美联储主席鲍威尔“鹰派”讲话, 当天美国三大股指全线上涨, 标普涨 1.53%, 纳指涨 2.11%, 道指涨 1.19%。

图 27: 标普 500 和标普 500 波动率(VIX)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 28: 美国国债收益率



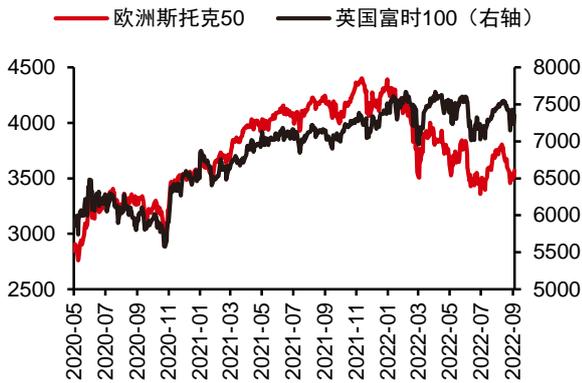
资料来源: Wind, 中信证券研究部

欧洲市场：欧股全线上涨

9月5日-9月9日：欧洲三大股指全线上涨，德国 DAX 指数涨 0.29%，法国 CAC40 指数涨 0.73%，英国富时 100 指数涨 0.96%。

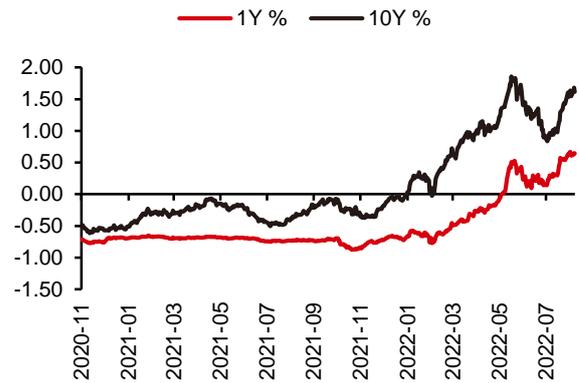
周一，英国外交大臣特拉斯赢得英国首相竞选，提出将实施减税计划，并解决能源和生活成本危机，俄罗斯完全停止“北溪-1”天然气管道输气，欧元区 8 月服务业和制造业综合 PMI 终值降至 48.9，低于预期，德国 8 月服务业 PMI 创去年 2 月以来新低，当日欧洲三大股指涨跌不一，英国富时 100 指数涨 0.09%，法国 CAC40 指数跌 1.20%，德国 DAX30 指数跌 2.22%。周二，欧盟计划对能源公司暴增的利润征收暴利税，以应对高额能源账单，英国新首相特拉斯发表就职演讲，表示首要任务是就业、减税和改革，当天欧洲三大股指全线上涨，德国 DAX 指数涨 0.87%，法国 CAC40 指数涨 0.19%，英国富时 100 指数涨 0.18%。周三，欧盟称将对俄罗斯天然气价格设定上限，将提出强制性目标减少高峰时段用电，并准备采取措施缓解能源市场因抵押品要求飙升而加剧的流动性压力，英国央行行长贝利表示，应对能源危机的举措可能带来经济衰退，当天欧洲主要股指多数收涨，德国 DAX30 指数涨 0.33%，英国富时 100 指数跌 0.84%，法国 CAC40 指数涨 0.02%。周四，欧央行将三大主要利率均上调 75 个基点至 1.25%，并强调后续仍将进一步加息，同时显著上调了通胀预期，大幅下修 2023 年的经济增长预期，英国女王伊丽莎白二世去世。当日欧股主要指数涨跌不一，英国富时 100 指数涨 0.34%，法国 CAC40 指数涨 0.33%，德国 DAX30 指数跌 0.09%。周五，欧盟能源部长特别会议举行，决定尽快制定紧急措施缓解持续攀升的能源价格，当天欧股主要指数全线上涨，英国富时 100 指数涨 1.23%，法国 CAC40 指数涨 1.41%，德国 DAX30 指数涨 1.43%。

图 29: 欧洲交易所指数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 30: 欧元区公债收益率 (%)



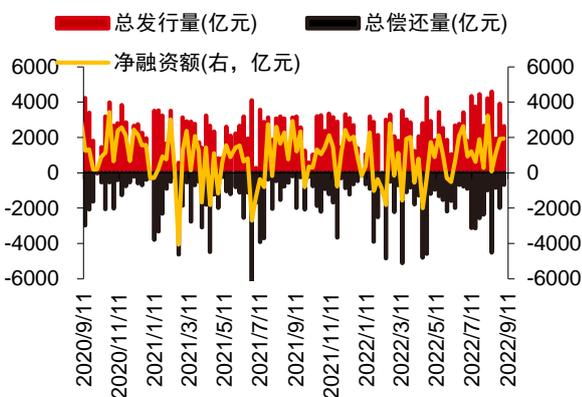
资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 债市数据盘点：利率债收益涨跌互现

一级市场：本周计划发行 12 只利率债

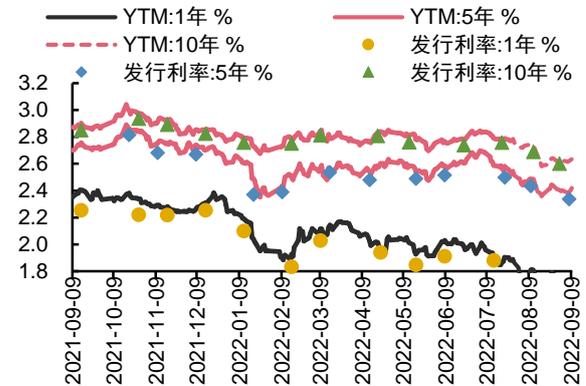
上周（9月5日-9月9日）一级市场共发行 29 只利率债。本周（9月12日-9月16日）计划发行 12 只利率债，计划发行总额 2630.00 亿元。

图 31: 利率债发行到期



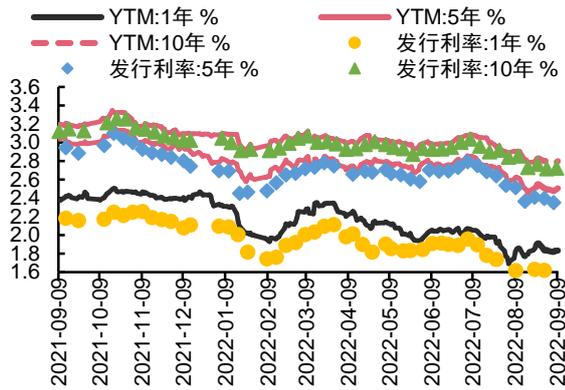
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 32: 国债中标利率与二级市场水平



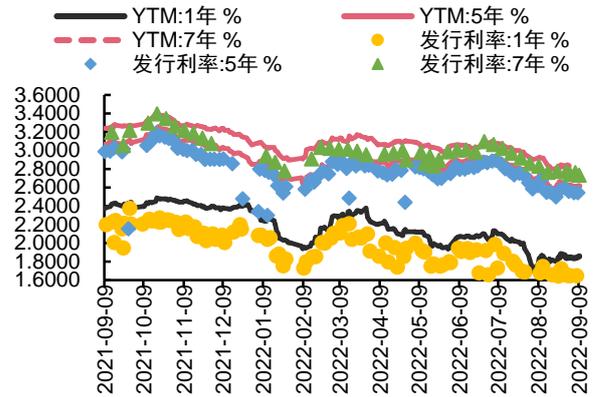
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 33: 国开债中标利率与二级市场水平



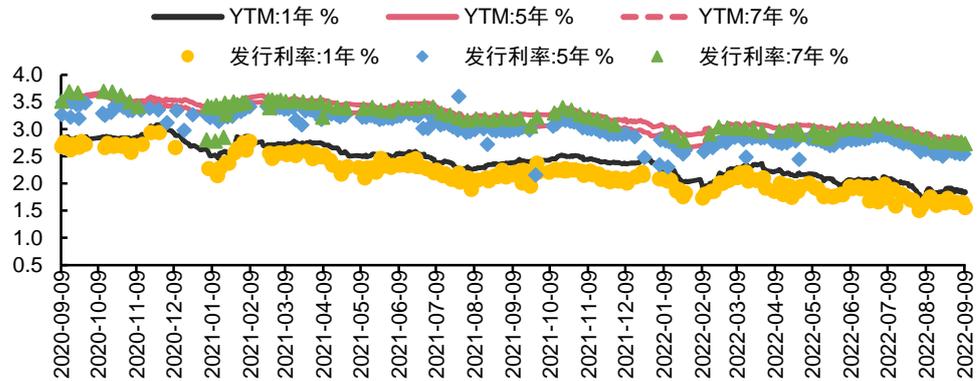
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 34: 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 35: 农发债中标利率与二级市场水平



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 3: 本周计划发行利率债产品

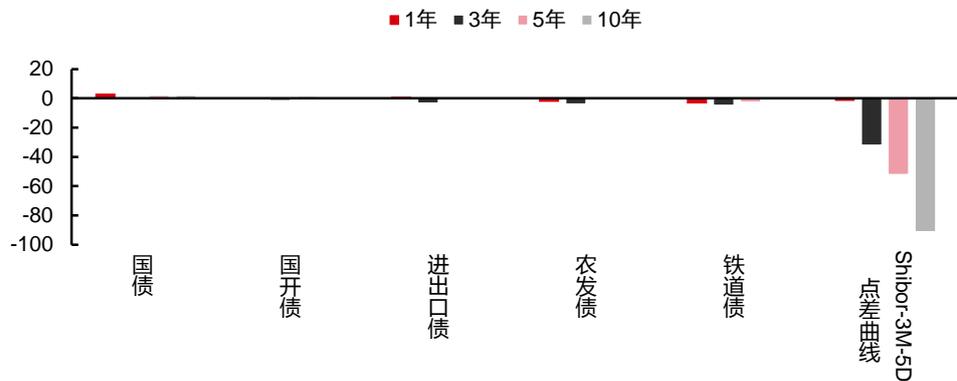
交易代码	债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)	Wind 债券类型(二级)
092218004Z05.IB	22 农发清发 04(增发 5)	2022-09-13	40.0000	7.0000	政策银行债
220211Z7.IB	22 国开 11(增 7)	2022-09-13	120.0000	1.0000	政策银行债
220208Z13.IB	22 国开 08(增 13)	2022-09-13	110.0000	5.0000	政策银行债
092218003Z12.IB	22 农发清发 03(增发 12)	2022-09-13	40.0000	2.0000	政策银行债
220207Z3.IB	22 国开 07(增 3)	2022-09-13	60.0000	3.0000	政策银行债
220017X.IB	22 付息国债 17(续发)	2022-09-14	850.0000	10.0000	国债
220020.IB	22 付息国债 20	2022-09-14	850.0000	2.0000	国债
2204102.IB	22 农发贴现 02	2022-09-14	30.0000	0.5000	政策银行债
220408Z2.IB	22 农发 08(增 2)	2022-09-14	90.0000	1.0000	政策银行债
018065.SH	进出 2201	2022-09-14	20.0000	1.0000	政策银行债
220405Z15.IB	22 农发 05(增 15)	2022-09-14	120.0000	10.0000	政策银行债
220015X.IB	22 付息国债 15(续发)	2022-09-16	300.0000	50.0000	国债
合计			2630.00		

资料来源: Wind, 中信证券研究部

二级市场：利率债收益率涨跌互现

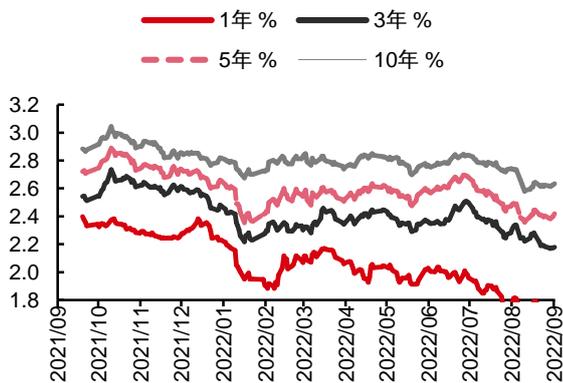
上周利率债收益率涨跌互现。截至9月9日，国债方面，1年期、3年期、5年期、10年期分别变动3.54bps、-1.21bps、2.19bps、2.25bps。国开债方面，1年期、3年期、5年期、10年期分别变动-0.48bps、-1.58bps、1.56bps、0.81bps。

图 36：主要利率债产品上周变动



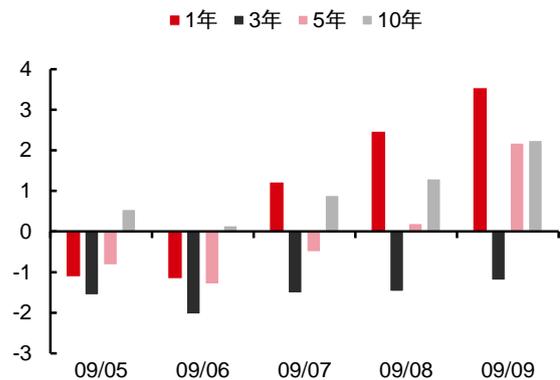
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 37：银行间国债收益率走势



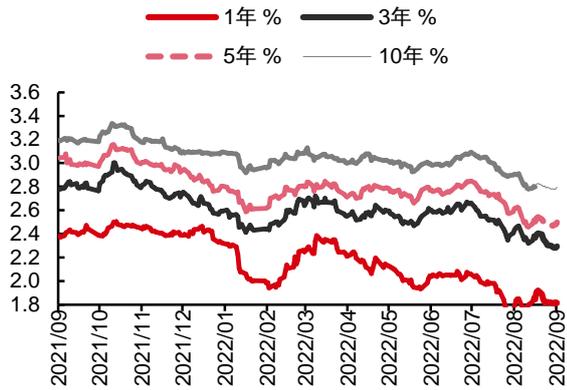
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：银行间国债每日变动（相较上周）



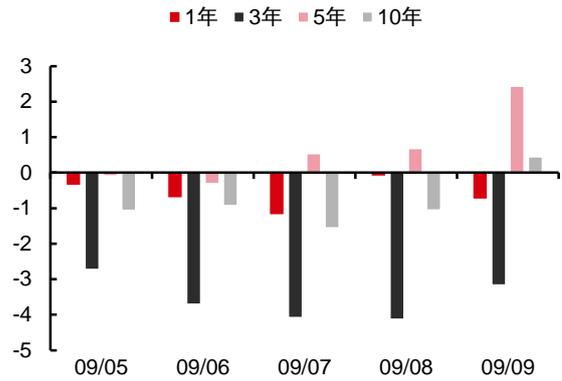
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 39: 银行间国开行金融债收益率走势



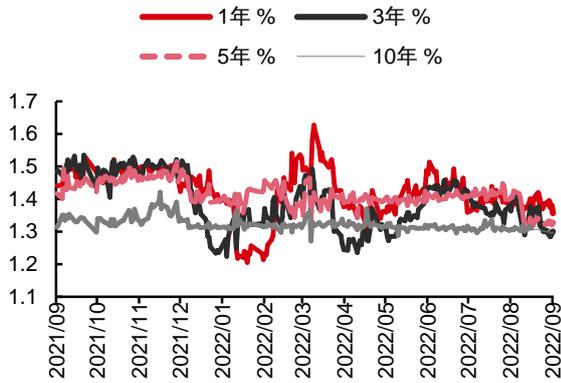
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 40: 银行间国开债每日变动(相较于上周)



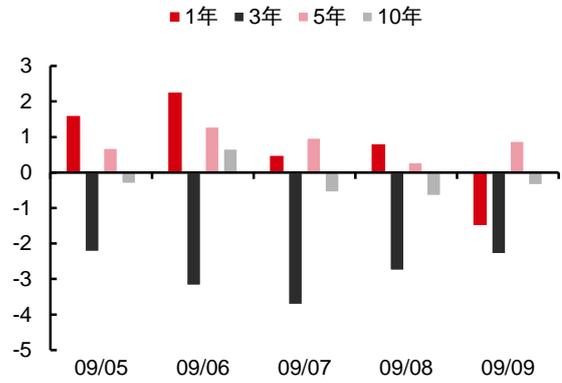
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 41: 银行间国开行定存浮息债扯平利率走势



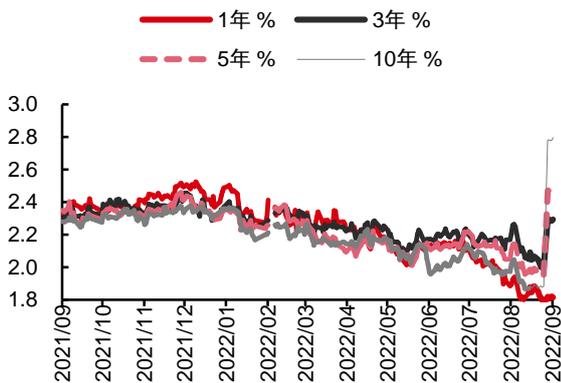
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 42: 国开定存浮息债每日变动(相较于上周)



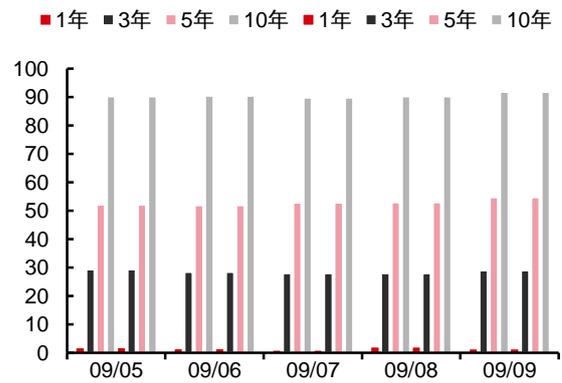
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 43: 银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 44: 国开 SHIBOR 浮息债每日变动(相较于上周)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。