

中信证券研究部



诸建芳

首席经济学家
S1010510120003



程强

宏观分析师
S1010520010002

核心观点

我国货币政策采用多目标制，很多时候难以用“松”或“紧”对政策取向简单描述，受疫情冲击货币政策作为一揽子逆周期政策的内容之一发力促进复工复产和经济增长。当前货币政策的“不变”之处在于以宽信用支持经济增长，“变”之处在于要防范金融风险累积形成后遗症。未来料将越来越需要依靠一些创新型货币政策工具直达实体经济，绕过“宽货币”，直达“宽信用”。

■ 我国央行实行多目标制货币政策。大体上，央行的政策目标体系可以划分为“3+1”个维度。前3个维度主要是与实体经济相关的，包括1) 经济增长，和以经济增长促进充分就业；2) 物价稳定；3) 国际收支平衡和人民币汇率合理波动；后1个维度主要是与金融市场相关的，包括改革与发展金融市场的内容，也包括了宏观审慎监管和防范金融风险的内容。我们不容易简单地形容多目标制的货币政策“松”还是“紧”，需要从不同的维度去解读。

■ 当前货币政策不变之处是继续以宽信用支持经济增长。伴随着复工复产、复商复市的有序进行，4月以来各项经济数据呈现回暖迹象，二季度经济实现了企稳复苏。生产、需求、企业财务三个维度的数据指标全面回暖，但上半年累计来看，预计经济仍是负增长的。这也就意味着，政策仍然需要持续努力推动经济增长，以完成“六保”等重要目标任务。考虑到后续信贷投放、政府和企业债发行等因素，我们预计全年社融增速能够达到12.9%。

■ 当前货币政策变化之处是更注重防范金融风险累积形成后遗症。疫情期间需要充裕的流动性稳定市场预期，但最危险的时候已经过去，流动性最宽松的时候也已经过去。目前收益率曲线的特点以及长债利率上行趋势已经表现出经济企稳向好的市场预期，如果金融市场利率水平过低，反而可能助长金融套利和资金空转。疫情发生以来宽松的流动性环境降低了企业发债融资成本，但少部分企业并非完全把融资金用于实体经济的生产活动，而是通过购买结构性存款高息产品获取套利空间。从一些重要的政策信号来看，货币政策已经非常关注金融空转风险，尽可能避免政策产生“后遗症”，从这一点来说，货币政策已经发生了变化。

■ “宽信用”不再过度依赖“宽货币”。以“宽货币”引导“宽信用”的副产物就是可能的金融空转和脱实向虚，因此目前越来越需要依靠一些创新型货币政策工具直达实体经济，支持中小微、民营企业融资，在一定程度上绕过“宽货币”，直达“宽信用”。近期央行的政策操作本质上是围绕着再贷款展开的，力求减少支持实体经济信用扩张对宽松流动性环境的依赖，实际也是在统筹兼顾稳增长和防风险的目标，落实二季度货币政策委员会例会精神。

目录

我国的货币政策采用多目标制，很多时候难以用“松”或“紧”对政策取向简单描述 ...	1
当前货币政策不变之处：以宽信用支持经济增长.....	2
当前货币政策变化之处：防范金融风险累积形成后遗症.....	4
“宽信用”不再过度依赖“宽货币”	6

插图目录

图 1：我国目前的货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架	1
图 2：4 月以来各项指标全面回暖，但累计数据显示全年仍需继续努力	2
图 3：6 月 PMI 中各个细项均较 5 月份改善	2
图 4：6 月非制造业 PMI 边际改善	2
图 5：5 月工业企业利润当月增速达 6%重新回归正增长	3
图 6：5 月固定资产投资数据延续修复趋势.....	3
图 7：5 月社融同比增速 12.5%，主要源自政府信用扩张.....	3
图 8：年初以来 DR007 持续低于 OMO（7D）的政策利率	4
图 9：5 月以来收益率曲线整体呈现熊平	4
图 10：5 月至今十年期国债收益率持续上行.....	4
图 11：四大行的单位结构性存款/单位存款年初以来上升明显.....	5
图 12：2016 年流动性非常充裕，当年的理财规模快速扩张.....	5
图 13：2018 年以来中国人民银行 12 次降准梳理	6
图 14：最新的人民币存款准备金率水平	7
图 15：MLF 及 LPR 年初以来两次下行	7

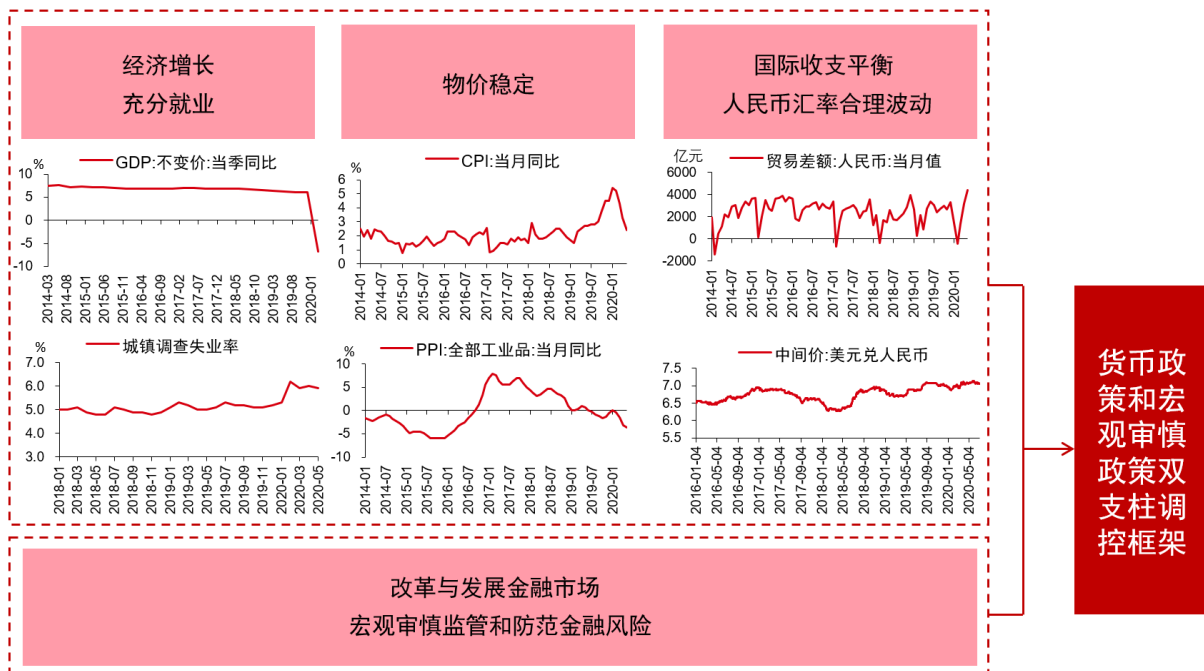
■ 我国的货币政策采用多目标制，很多时候难以用“松”或“紧”对政策取向简单描述

我国央行实行多目标制货币政策。《中国人民银行法》对于货币政策目标的表述是“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”，前任行长周小川 2016 年 6 月 24 日在华盛顿参加国际货币基金组织中央银行政策研讨上指出：“中国央行采取的多目标制，既包含价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡等四大年度目标，也包含金融改革和开放、发展金融市场这两个动态目标。”2016 年央行将差别准备金动态调整和合意贷款管理机制升级为宏观审慎评估体系（MPA），2017 年十九大报告亦明确“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”，“双支柱”调控框架的确立，让保持金融稳定、防范金融风险也成为货币政策的重要目标。

大体上，央行的政策目标体系可以划分为“3+1”个维度。前 3 个维度主要是与实体经济相关的，包括 1) 经济增长，和以经济增长促进充分就业；2) 物价稳定；3) 国际收支平衡和人民币汇率合理波动；后 1 个维度主要是与金融市场相关的，包括改革与发展金融市场的内容，也包括了宏观审慎监管和防范金融风险的内容。

多目标制的货币政策执行，需要一些结构性工具来精准施策，有时会把一个或几个目标放在优先级比较高的位置，有时也会统筹安排力求把握多个目标之间的平衡。正是如此，我们不容易简单地形容货币政策的“松”还是“紧”，需要从不同的维度去解读。

图 1：我国目前的货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架



资料来源：Wind，中信证券研究部

当前货币政策不变之处：以宽信用支持经济增长

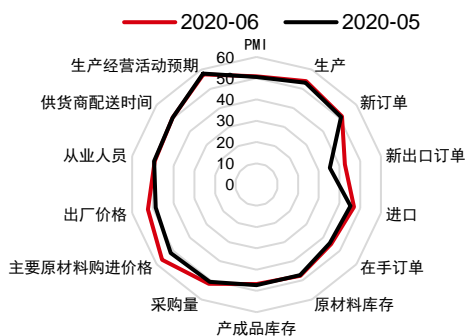
目前政策的整体定调仍然是以一揽子逆周期措施促进经济增长，二季度已经产生较为明显的效果。伴随着复产复工、复商复市的有序进行，4月以来各项经济数据呈现回暖迹象，二季度经济实现了企稳复苏。从实体经济的数据来看，5月各类经济指标出现了边际改善，规模以上工业增加值同比增长4.4%，其中表现较好的专用设备制造业同比增长16.4%、汽车制造业同比增长12.2%。5月工业企业利润当月增速达6%，当月重新回归正增长。5月全社会固定资产投资累计同比跌幅收窄至-6.3%，其中全口径基建投资单月同比重回两位数区间。消费缓慢修复，汽车消费由于得到了政策扶持回补明显；在5月的限额以上的消费数据中，除服装、金银珠宝和石油制品类外，其余11个种类的商品均实现正增长，约占八成左右。中采制造业PMI连续4个月保持在荣枯线上方，最新公布的6月数据中各个细项的PMI均较5月份改善，整体录得50.9超出市场预期，显示实体经济景气度好转，但PMI的从业人员指数小幅下滑，需持续关注未来一段时间毕业季到来造成的高校应届生就业压力。

图2：4月以来各项指标全面回暖，但累计数据显示全年仍需继续努力

宏观经济指标累计同比 (%)		2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	趋势
生产	工业增加值	5.6	5.6	5.6	5.7	-4.3	-13.5	-8.4	-4.9	-2.8	
	固定资产投资	5.4	5.2	5.2	5.4	—	-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	
需求	房地产开发投资	10.5	10.3	10.2	9.9	—	-16.3	-7.7	-3.3	-0.3	
	制造业投资	2.5	2.6	2.5	3.1	—	-31.5	-25.2	-18.8	-14.8	
	基础设施建设投资	3.4	3.3	3.5	3.3	—	-26.9	-16.4	-8.8	-3.3	
	进出口	-2.2	-2.3	-2.1	-1.0	—	-10.9	-8.5	-7.6	-8.0	
	出口	0.0	-0.1	-0.2	0.5	—	-17.1	-13.3	-9.0	-7.7	
	进口	-4.7	-4.8	-4.3	-2.7	—	-3.9	-2.9	-6.0	-8.2	
	社会消费品零售总额	8.2	8.1	8.0	8.0	—	-20.5	-19.0	-16.2	-13.5	
企业财务	工业企业利润总额	-2.1	-2.9	-2.1	-3.3	—	-38.3	-36.7	-27.4	-19.3	
	工业企业产成品存货	1.0	0.4	0.3	2.0	—	8.7	14.9	10.6	9.0	

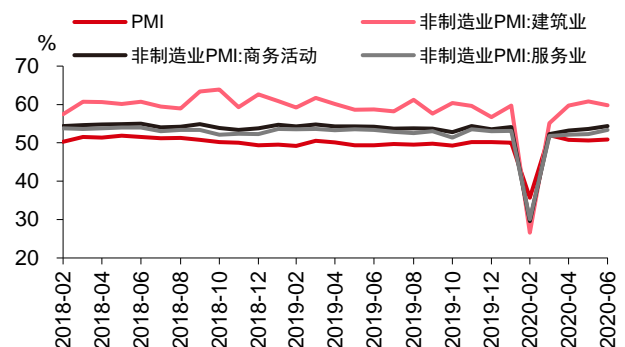
资料来源：Wind，中信证券研究部

图3：6月PMI中各个细项均较5月份改善



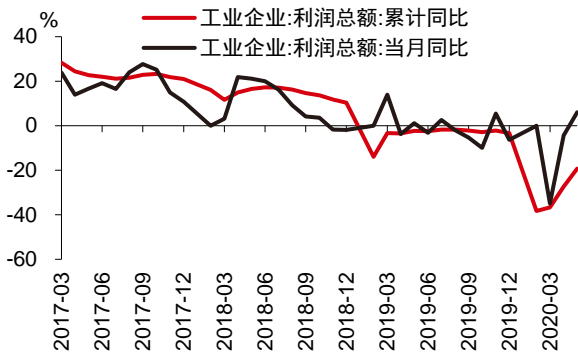
资料来源：Wind，中信证券研究部

图4：6月非制造业PMI边际改善



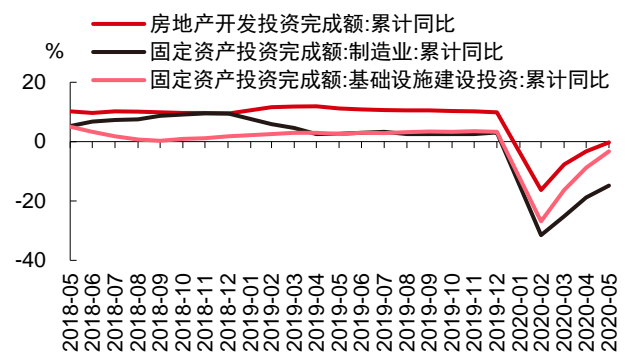
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：5 月工业企业利润当月增速达 6%重新回归正增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：5 月固定资产投资数据延续修复趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部

7 月政治局会议预计仍会维持当前政策定调。根据惯例，党中央将于 7 月下旬召开政治局会议，分析回顾上半年经济形势并对下半年的经济工作作出指导。虽然目前经济恢复态势非常明确，但上半年累计来看，预计经济仍是负增长的。这也就意味着，完成全年主要目标任务，政策仍然需要持续努力继续推动经济增长。我们在《宏观经济每周聚焦——两会精神学习体会：以保促稳、着眼长远》（20200523）中测算：“实际 GDP 增速的内含要求可能在 3%-3.5%之间”。李克强总理在两会后的答记者问中也提出：“如果统算一下，实现了‘六保’的任务，特别是前‘三保’，我们会实现今年中国经济正增长，而且要力争有一定的幅度。”基于当前的经济运行状态，完成保就业、脱贫攻坚、防范化解风险等重要的目标任务，仍然需要继续推动经济增长，维持当前逆周期政策的总体取向。

从这个角度来说，货币政策仍然要支持信用扩张，促进经济增长。央行行长易纲在陆家嘴金融论坛上预计今年一揽子逆周期货币政策将带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元。按照政府工作报告的部署，今年 M2 和社融增速预计要明显高于去年。这些都是货币政策不变的内容，我们预计考虑到后续信贷投放、政府和企业债发行等因素，全年社融增速能够达到 12.9%。

图 7：5 月社融同比增速 12.5%，主要源自政府信用扩张

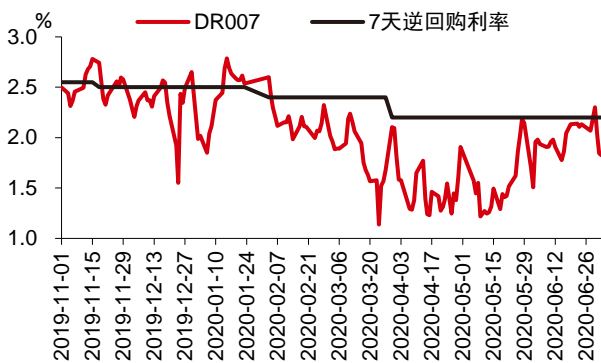
当月新增社融分项 (亿元)		2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	趋势
表内	新增人民币贷款	1.36	1.08	3.49	0.72	3.04	1.62	1.55	~
	新增外币贷款	-0.02	-0.02	0.05	0.03	0.11	0.09	0.05	
	新增委托贷款	-0.10	-0.13	0.00	-0.04	-0.06	-0.06	-0.03	
表外	新增信托贷款	-0.07	-0.11	0.04	-0.05	0.00	0.00	-0.03	~
	新增未贴现银行承兑汇票	0.06	0.10	0.14	-0.40	0.28	0.06	0.08	
直接	企业债券融资	0.33	0.26	0.40	0.39	0.99	0.93	0.30	~
	非金融企业境内股票融资	0.05	0.04	0.06	0.04	0.02	0.03	0.04	
	政府债券	0.17	0.37	0.76	0.18	0.63	0.34	1.14	
其他	存款类金融机构资产支持证券	0.07	0.09	0.05	-0.05	-0.02	-0.02	-0.01	~
	贷款核销	0.06	0.30	0.02	0.03	0.11	0.05	0.04	

资料来源：Wind，中信证券研究部

当前货币政策变化之处：防范金融风险累积形成后遗症

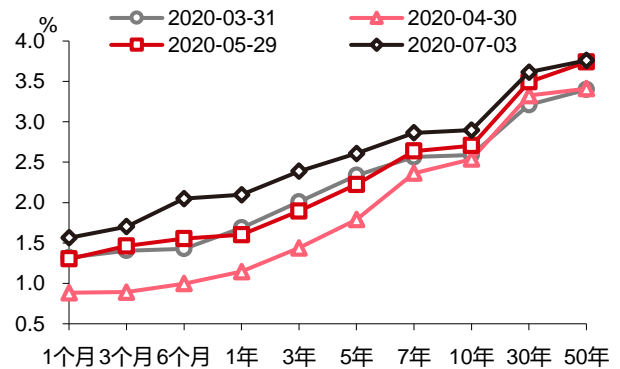
疫情期间需要充裕的流动性稳定市场预期，但最危险的时候已经过去，流动性最宽松的时候也已经过去。在2-3月疫情爆发期间，货币政策一个很重要的任务是稳定市场预期，这就需要保持流动性充裕，所以央行3次降低存款准备金率，向金融机构释放长期资金约1.75万亿元，并且通过量价组合的公开市场操作，引导利率下行。DR007从年初到5月份持续维持低位，并且持续低于OMO（7D）的政策利率。然而目前，从收益率曲线的特点以及长债利率上行趋势中已经表现出经济企稳向好的市场预期，当经济基本面已经出现了明显恢复的时候，再大量投放流动性已经没有过多必要。

图8：年初以来DR007持续低于OMO（7D）的政策利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图9：5月以来收益率曲线整体呈现熊平



资料来源：Wind，中信证券研究部

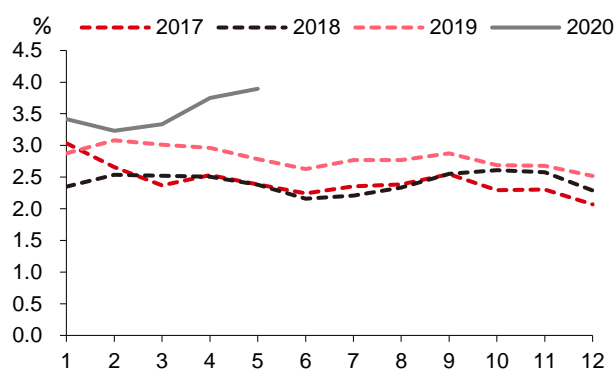
图10：5月至今十年期国债收益率持续上行



资料来源：Wind，中信证券研究部

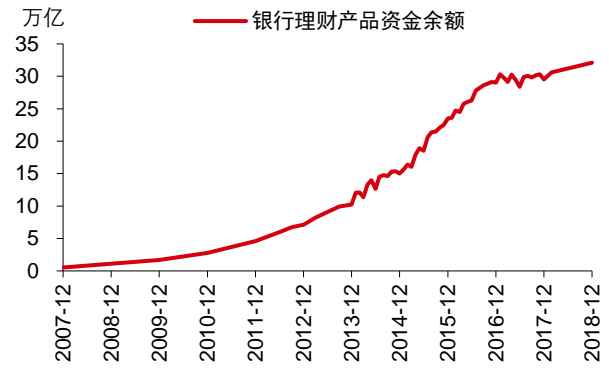
如果金融市场利率水平过低，反而可能助长金融套利和资金空转。从四大行的单位结构性存款/单位存款这一指标来看，今年年初以来该指标上升明显，5月已经高达3.9%，远高于2019年同期水平，反映了疫情发生以来宽松的流动性环境降低了企业发债融资成本，但由于实体投资回报率未见明显改善，企业并非完全把融资资金用于实体经济的生产活动，部分企业选择通过购买结构性存款高息产品获取套利空间。从历史上看，如果任由流动性环境过度宽松，金融市场利率过低，可能会逐渐累积形成金融风险。比如2016年流动性非常充裕，M1增速处于历史高位，当年的银行理财规模快速扩张，为后期资管行业格局的重塑和宏观审慎监管带来了一定的难度。

图 11：四大行的单位结构性存款/单位存款年初以来上升明显



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：2016 年流动性非常充裕，当年的理财规模快速扩张



资料来源：Wind，中信证券研究部

从一些重要的政策信号来看，货币政策已经非常关注金融空转风险，尽可能避免政策产生“后遗症”，从这一点来说，货币政策已经发生了变化。资深学者余初心继 5 月 19 日发表《央行与财政关系的转型与现代化》后，又发表第二篇文章《正确认识应对非常事件的货币政策》，提出：刺激政策的力度是否需要提前做好调整，避免相关后遗症影响今后经济稳定运行成为重要考虑；“适时退出”并不意味着“急踩刹车”收紧货币，目的是为了“退空转”，更好服务实体经济；市场各方应当做好预期管理和信息沟通，正确看待特殊时期的货币政策，专业应对市场波动，这些内容充分体现了货币政策不应再过度投放流动性从而避免金融空转风险继续累积这个意思。事实上，在此前的陆家嘴金融论坛上，国务院副总理刘鹤指出：“形势正逐步向好的方向转变”，“车市和楼市均在回暖”，“风险应对要走在市场曲线前面”；央行行长易纲指出：“要关注政策的‘后遗症’，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出”，都释放了货币政策的新信号。

“宽信用”不再过度依赖“宽货币”

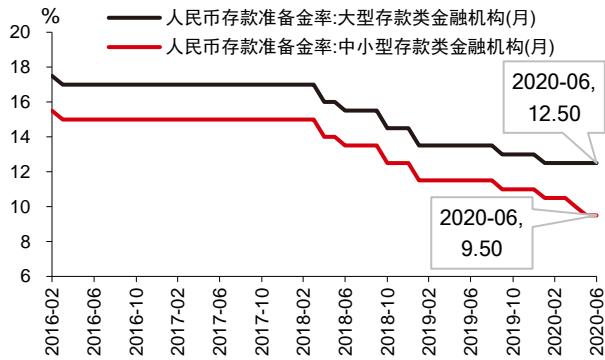
以往的货币政策操作，“宽货币”是作为“宽信用”前提存在的。也就是说，每一轮宽松周期，往往都是先营造一个充裕的流动性环境，然后依靠金融系统把大量的流动性转化为对实体经济的信用支持，价格层面也是通过降低 OMO、MLF 利率，通过利率传导机制引导 LPR 以及平均贷款利率的下降。这个过程中，非常依靠的就是降准和降息这种传统工具的运用。以降准为例，2018 年以来中国人民银行 12 次降准，共释放长期资金约 8 万亿元；其中，2018 年 4 次降准释放资金 3.65 万亿元，2019 年 5 次降准释放资金 2.7 万亿元，2020 年初至 5 月 3 次降准释放资金 1.75 万亿元。降准满足了银行体系特殊时点的流动性需求，加大了对中小微企业的支持力度，降低了社会融资成本，发挥了支持实体经济的积极作用。

图 13：2018 年以来中国人民银行 12 次降准梳理

序号	时间	金融机构	降准幅度
1	2018 年 1 月 25 日	普惠金融领域贷款达到一定标准的金融机构	—
2	2018 年 4 月 25 日	大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行	1.0%
3	2018 年 7 月 5 日	国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币	0.5%
4	2018 年 10 月 15 日	大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行	1.0%
5	2019 年 1 月 15 日	金融机构	0.5%
6	2019 年 1 月 25 日	金融机构	0.5%
7	2019 年 5 月 15 日	县域农村商业银行	至农信社水平
8	2019 年 9 月 16 日	金融机构（除财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）	1.0%
9	2019 年 10 月 15 日	仅在省级行政区域内经营的城市商业银行	1.0%
10	2020 年 1 月 6 日	金融机构（除财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）	0.5%
11	2020 年 3 月 16 日	普惠金融领域贷款达到一定标准的金融机构	0.5%或 1%
12	2020 年 4 月 15 日	农村商业银行、农村合作银行、农村信用社、村镇银行和仅在本省级行政区域内经营的城市商业银行	1.0%

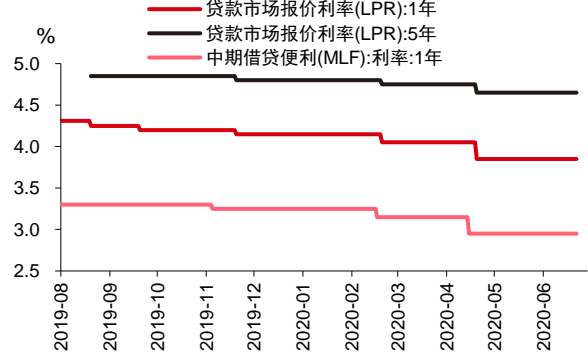
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：最新的人民币存款准备金率水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：MLF 及 LPR 年初以来两次下行



资料来源：Wind，中信证券研究部

以“宽货币”引导“宽信用”的副产物就是可能的金融空转和脱实向虚，因此，目前越来越需要依靠一些创新型货币政策工具直达实体经济，支持中小微、民营企业融资，一定程度上绕过“宽货币”，直达“宽信用”。今年的政府工作报告提出“创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”；并且政府工作报告亦明确提出“大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%”，相比银保监会此前对于大型商业银行在今年上半年的普惠性小微企业贷款增速要求提高了 10 个百分点。央行于 6 月 1 日创设普惠小微企业贷款延期支持工具、信用贷款支持计划这两个直达实体经济的货币政策工具，并且央行决定于 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率、金融稳定再贷款利率，是继 2010 年以来央行首次调降再贴现利率。这些政策操作本质上是围绕着再贷款展开的，力求减少支持实体经济信用扩张对宽松流动性环境的依赖。实际也是在统筹兼顾稳增长和防风险的目标，落实二季度货币政策委员会例会精神。

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。

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。	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
	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

其他声明

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 CLSAGroupofcompanies），统称为“中信证券”。

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 CLSALimited 分发；在中国台湾由 CLSecuritiesTaiwanCo.,Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSAGroupofcompanies（CLSAAmericas,LLC（下称“CLSAAmericas”）除外）分发；在新加坡由 CLSASingaporePteLtd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSAEuropeBV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSALndiaPrivateLimited 分发（地址：孟买（400021）NarimanPoint 的 DalamalHouse8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PTCLSAsecuritiesIndonesia 分发；在日本由 CLSASecuritiesJapanCo.,Ltd. 分发；在韩国由 CLSASecuritiesKoreaLtd. 分发；在马来西亚由 CLSASecuritiesMalaysiaSdnBhd 分发；在菲律宾由 CLSAPhilippinesInc.（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 CLSASecurities(Thailand)Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSAGroupofcompanies（CLSAAmericas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSAAmericas 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载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSAGroupofcompanies 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 CLSAAmericas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSASingaporePteLtd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSASingaporePteLtd.（电话：+6564167888）。MCI(P)086/12/2019。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，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。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSAEuropeBV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSAEuropeBV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告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，且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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSAEuropeBV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

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）受澳大利亚证券和投资委员会监管，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。

一般性声明

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。

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所包含的材料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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。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。

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 2020 版权所有。保留一切权利。