

固定收益研究/动态点评

2020年07月30日

行稳后谋志远

7月政治局会议点评

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

张亮 执业证书编号：S0570518110005
研究员 021-28972035
zhangliang014597@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1 《固定收益研究：20200729 信用债日常跟踪》2020.07
- 2 《固定收益研究：供给压力仍待解，利率下行存约束》2020.07
- 3 《固定收益研究：20200728 信用债日常跟踪》2020.07

核心观点

疫情和经济好转之后的7月份政治局会议备受关注。本次会议肯定了疫情防控和修复成效，但也强调国际环境日趋复杂，和平与发展仍是时代主题。“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”成为后续统领全局的政策基调和大致方针，扩大内需成为未来的战略基点。货币政策强调精准导向，宽信用力度弱化，财政政策更注重实效，资金投放有望加快，房地产坚持“房住不炒”不动摇。债市的好消息不多，但市场已有充分预期，而股市面临的宏观环境和政策导向略偏暖。

防疫及经济修复取得积极成效，内外部环境均进入新阶段

今年2、3月份的政治局会议，主题都围绕疫情展开，在抗疫前提下统筹经济工作。4月政治局会议在承认“困难、风险和不确定性”的基础上，强调逆周期调整的重要性，加大“六稳”，提出“六保”。7月政治局会议肯定了“二季度经济增长明显好于预期”，但同时强调“国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强”，对总体形势依然保持谨慎态度。

“双循环”将是新形势下的长期发展战略

“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”首次写入政治局会议文件，或将成为后续统领全局的大政方针。会议强调，我国当前的很多问题是中长期的，需要坚持持久战，扩大内需成为未来的战略基点。会议强调和平与发展仍然是时代主题，但对“安全”着墨增多。经济工作以及谋求发展仍是重心，改革与对外开放仍是更好的应对不确定性的思路。在较大不确定性下，国防安全、产业链安全都将提到更高的地位。

货币政策更加灵活适度，但宽信用力度弱化，金融继续让利实体

首先“更加灵活适度”的基调不变，但可能更多强调“适度”；其次，未提及降准降息，更加注重“精准导向”确认了货币政策向常态化回归的基调；第三，“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”意味着信用扩张力度将减弱，更加重视效率，宽松力度边际减弱；第四，“推动综合融资成本明显下降”替代此前的“引导信贷利率下行”，银行等让利实体仍将继续得到贯彻。会议提出“完善宏观调控跨周期设计和调节”。鉴于外部环境的复杂性，在可持续发展的要求下，货币政策及财政政策均需要为未来留有余地。

财政政策更注重实效，资金投放有望加快

财政政策表述集中在资金的使用要求上，一是，落地见效、注重实效，即财政资金要加快投到项目上，形成实物工作量，讲求的是效率。根据预算安排下半年一般公共预算支出同比将达14%、政府性基金支出同比49%，资金投放可能明显加快。二是，注重项目质量和效益，即优化支出结构，不因时间仓促而盲目上项目，讲求的是质量。会议特别提到“要实现稳增长和防风险长期均衡”，但或需要与效率之间做出平衡。三是，政策协同，即财政资金要服务于保就业、产业转型升级、新型城镇化等目标任务。

市场启示

债市的好消息不多，但市场已有充分预期。本次政治局会议重提“防风险”，继续传递货币政策向常态回归的信号，宽信用力度边际弱化，不过市场已有较为充分的预期。而“降低成本”等要求意味着货币政策短期也不会紧，仍然需要维持流动性的合理充裕。宽信用力度的下降导致债市的中长期风险降低，利率上下空间都有限。股市面临的宏观环境和政策导向略偏暖。宏观经济大概率继续逐季改善，对资本市场的政策导向仍是“健康慢牛”，内需、国企改革、新基建等题材值得关注。但宽信用力度弱化，可能引发对流动性支撑的隐忧。银行仍将继续让利实体，盈利预期制约中期表现。

风险提示：政策超预期收紧、中美冲突升级。

事件

2020年7月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。在疫情和经济取得一定成效之后，本次政治局如何为后续政策定调备受瞩目。

点评

要点一：防疫及经济修复取得积极成效，内外部环境均进入新阶段

2020年2月和3月的政治局会议，核心主题都围绕“疫情”展开，在“抗疫”的前提下统筹经济工作。强调疫情带来的负面影响和艰巨形势，要求统筹做好疫情防控和经济社会发展工作，努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务。

2020年4月政治局会议，对经济基本形势的判断开始转向“复工复产正在逐步接近或达到正常水平”，在承认“困难、风险和不确定性”的基础上，强调逆周期调整的重要性，提出要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，加大“六稳”，提出“六保”，成为了二季度至今经济和社会工作的指导思想。

本次7月政治局会议，基于3.2%的GDP增速肯定了“二季度经济增长明显好于预期”。对防疫及经济恢复给予积极肯定。经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期。尤其是这种来之不易的成效放眼全球来看，更显弥足珍贵。习主席在7月28日党外人士座谈会中指出，“三四季度要乘势而上、巩固成果、努力弥补上半年的损失”。

但同时强调“国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强”，因而对总体形势依然要保持谨慎态度，加上经济修复程度还没有到常态，其经济政策思路基本也延续4月政治局会议的基调，要求扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展，维护社会稳定大局，努力完成全年经济社会发展目标任务，体现了政策的连贯性。

要点二：“双循环”将是新形势下的长期发展战略

“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”首次写入政治局会议文件，意味着发展思路的革新，其将成为后续统领全局的政策基调和大致方针。

会议强调，国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强，我国当前的很多问题是中长期的，需要坚持持久战。我们认为这种问题突出表现为，旧的经济和贸易体系正在重建的过程中，全球保护主义、逆全球化倾向出现，各国都在加紧建设新的供应链体系的过程中，而中国原材料和市场“两头在外”的发展模式面临更大的不确定性。在这种情况下，扩大内需，培育国内市场，降低经济增长对外部的依存度，加快补齐产业链条短板、加强产业链的稳定性，进而加快形成国内大循环为主体，国内国际双循环互促的新发展格局更为急迫。其中，要素流动、人才培养、科技创新、资本市场制度设计、国企改革等都是促进内部大循环的重要环节。而这其中，扩大内需成为未来的战略基点。

会议强调和平与发展仍然是时代主题，但对“安全”的着墨明显增多。在这一主题的判断下，经济工作以及谋求发展仍是工作重心，改革与对外开放仍是更好的应对不确定性的思路。在当下较大的不确定性下，对国防安全、产业链安全都将提到更高的地位，同时平衡稳增长和防风险的关系。

要点三：扩大内需成为未来的战略基点

会议在要求继续“六稳六保”的同时，着重指出要将扩大内需作为战略基点，我们认为完善内部循环的基础是培育国内市场，需求侧动能结构将进一步重构，消费的基础地位进一步巩固、持续推动消费升级，投资强调提效率和补短板，而降低外贸顺差的过度依赖。扩大内需未来可能包含几层含义：短期促进可选消费的尽快恢复，新基建等是重要抓手，新型城镇化带动投资和消费需求。中期看，海外旅游及消费有望回流国内，5G等创造新的消费模式。

要点四：货币政策更加灵活适度，但宽信用力度弱化，金融继续让利实体

会议指出，货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

首先，“更加灵活适度”的基调与前几次政治局会议保持一致。本次会议指出，“当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大”，但“六稳、六保”的要求意味着完成全年经济目标的任务依旧很重。在此背景下，货币政策仍需要保持一定的灵活性，以应对可能的外部冲击和疫情反复风险等。但如6月金融数据发布会所说，当前的“灵活适度”可能更多的强调“适度”二字。

其次，未提及降准降息，更加注重“精准导向”。4月17日的政治局会议点名降准降息，传达了非常明确的宽松信号。而本次会议则没有降准的相关表述，更加强调“精准导向”，“确保新增融资重点流向制造业、中小微企业”。3、4月份货币政策处于救急模式，大规模的宽松带来的副作用就是资金空转套利和房价上涨，而6月以来，货币政策更追求效率和投放的精准度，尤其是“创新直达实体的货币政策工具”能够更有效地保住市场主体，对降准降息形成了一定的替代，因此降准的必要性已经有所下降。另一方面，货币与财政、区域等政策协调配合发挥最大合力，也是内部大循环的客观要求。总体来看，本次会议进一步确认了货币政策向常态化回归的基调，市场对此预期可能也比较充分。

第三，“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”意味着信用扩张力度将减弱，更加重视效率，宽松力度边际减弱。5月底的两会上，政府工作报告对M2和社融的要求是“增速要明显高于去年”。而本次政治局会议提出的是“合理增长”，我们认为这一措辞的变化可能是源于前期的套利问题，如部分企业用低息贷款购买结构性存款，以及纾困贷款违规流入楼市等。“合理增长”要求社融不再追求高速增长，而是要与实际经济需求相匹配，尤其是不能因为过度宽松带来空转套利、房价上等问题。这也意味着以宽货币来支持宽信用的必要性在下降。

第四，“推动综合融资成本明显下降”替代此前的“引导信贷利率下行”。在此前的记者会上，央行相关领导解释了1.5万亿实体让利的简单构成，不仅仅局限于信贷利率下行。我们认为，银行等让利实体仍将继续得到贯彻。

需要指出，会议提出“完善宏观调控跨周期设计和调节”。鉴于外部环境的复杂性，在可持续发展的要求下，货币政策及财政政策均需要为未来留有余地。

要点五：财政政策更注重实效，资金投放有望加快

会议指出，要确保宏观政策落地见效。财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。要与稳就业、产业、区域等政策形成集成效应。相较于前几次政治局会议、两会等重点提出应对方案，本次财政政策的表述集中在财政资金的使用要求上，突出三个关键点。

一是，落地见效、注重实效，即财政资金要加快投到项目上，形成实物工作量，讲求的是效率。两会之前，财政关注点更多在各种债务工具的规模安排，随着8.51万亿新增债务得到明确、专项债与特别国债的相继发行，宽财政进入到了“落地阶段”，下半年更重要的是把资金尽快用出去，形成对经济的有效拉动。根据《2020年中央和地方预算草案》要求与上半年财政支出实际进度看，要实现全年财政预算支出目标，对应今年下半年一般公共预算支出13.2万亿（同比14%）、政府性基金支出8.1万亿（同比49%），财政资金投放可能明显加快。

二是，注重项目质量和效益，即优化支出结构，不因时间仓促而盲目上项目，讲求的是质量。专项债与特别国债，地方政府都还背负有偿还责任，虽然对冲疫情影响的需求迫切，但不考虑项目收益的后果是未来财政风险的积累。会议还特别提到“要实现稳增长和防风险长期均衡”，这体现在财政上就是要注重投资项目质量，但或需要与效率之间做出平衡。三是，政策协同，即财政资金要服务于保就业、产业转型升级、新型城镇化等目标任务。

要点六：房地产坚持“房住不炒”不动摇

会议指出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。与4月17日会议上的表述完全一致。我们认为在房地产市场局部走热的当下，“不提及或者说软话”可能会助长市场乐观情绪，但由于更多政策信号已在此前724房地产座谈会上明确，此次会议再说硬话也没有必要，反而可能会令市场加速冷却、甚至触发房价下跌等系列风险。因此，重申“房住不炒”或出于促进市场平稳的考虑，政策把握仍需细品房地产座谈会透露的细节。

回顾724房地产座谈会的几个要点。一是，高度重视当前房地产市场出现的新情况新问题，或暗指疫情后流动性宽松导致的房地产领域融资膨胀，其中不乏违规流入资金，因此也明确了要实施好房地产金融审慎管理制度，稳住存量、严控增量，防止资金违规流入房地产市场；二是要发挥财税政策作用，有效调节住房需求，我们认为更多是调整房地产交易环节税费，如提高增值税免征年限等，但保有环节的税法也有可能要逐步提上日程；三是加强市场监测，对市场异动及时提示、指导和预警，我们认为房价和地价都将是远比通胀更重要的政策敏感变量，尤其会成为影响货币政策取向的关键。

要点七：政策导向仍是资本市场“健康慢牛”

会议提出要推进资本市场基础制度建设，依法从严打击证券违法活动，促进资本市场平稳健康发展。可作对比的是，今年4月份政治局会议对资本市场未做提及，因此本次提资本市场本身就是重视的体现。尤其是，未来的资本市场是联结产业升级-居民财富的关键环节。以银行体系为代表的间接融资很难承担推动轻资产科技企业创新的重任，资本市场将提供更强大的金融支持。而资本市场也联结着居民财富，过度炒作不但不利于助力产业升级，而且也可能孕育类似2015年的股市风险。

要点八：关注国企改革等题材

本次会议提出更大力度推进改革开放，实施好国有企业改革三年行动方案，继续扩大开放。

市场启示

第一，债市的好消息不多，但市场已经有充分预期。本次政治局会议重提“防风险”，继续传递货币政策向常态回归的信号，宽信用力度边际弱化，也更加强调直达性和精准性，不过市场对货币政策向常态回归已经有了较为充分的预期。而本次政治局会议强调“宏观经济政策要加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应”，仍要求“降低成本”，这意味着货币政策短期也不会紧，仍然需要维持流动性的合理充裕。宽信用力度的下降导致债市的中长期风险降低，利率上下空间都有限。

第二，股市面临的宏观环境和政策导向略偏暖。宏观经济大概率继续逐季改善，对资本市场的政策导向仍是“健康慢牛”，内需、国企改革、新基建等题材值得关注。但宽信用力度弱化，可能引发对流动性支撑的隐忧。银行仍将继续让利实体，盈利预期制约中期表现。

图表1：政治局会议内容对比

	2020年7月30日	2020年4月17日	2020年3月27日
经济形势	当前和今后一个时期，我国发展仍然处于战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。当今世界正经历百年未有之大变局，和平与发展仍然是时代主题，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强。…发展不平衡不充分问题仍然突出。…增强机遇意识和风险意识。 今年以来，统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大成果。经济稳步恢复，复工复产逐月好转， 二季度经济增长明显好于预期 ，……。	今年一季度极不寻常 ，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。……，生产生活秩序加快恢复。我国经济展现出巨大韧性， 复工复产正在逐步接近或达到正常水平 ，应对疫情催生并推动了许多 新产业新业态快速发展 。	国内外疫情防控和经济形势正在发生新的重大变化， 境外疫情呈加速扩散蔓延态势，世界经济贸易增长受到严重冲击 ，我国疫情输入压力持续加大，经济发展特别是 产业链恢复面临新的挑战 。
形势认识	当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的 很多问题都是中长期的，必须从持久战的角度加以认识 。	当前经济发展面临的 挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性 ，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作。	要在 疫情防控常态化 条件下加快恢复生产生活秩序。
总体要求	加快形成以 国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进 的新发展格局，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制， 坚持结构调整的战略方向 ，更多依靠科技创新，完善 宏观调控跨周期设计和调节 ，实现 稳增长和防风险长期均衡 。 要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，更好统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放， 牢牢把握扩大内需这个战略基点 ，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展，维护社会稳定大局， 努力完成全年经济社会发展目标任务 。	在 疫情防控常态化 前提下，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力推动高质量发展，坚决打好三大攻坚战，加大“六稳”工作力度， 保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转 ，坚定实施 扩大内需战略 ，维护经济发展和社会稳定大局， 确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会 。 要坚持稳中求进工作总基调。稳是大局，必须确保疫情不反弹，稳住经济基本盘，兜住民生底线。 要在稳的基础上积极进取，在常态化疫情防控中全面推进复工复产达产，恢复正常经济社会秩序，培育壮大新的增长点增长极，牢牢把握发展主动权。	各地区各部门要 坚定信心、迎难而上、主动作为 ，统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，坚定不移贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，坚决打好三大攻坚战， 加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需 ，全面做好“六稳”工作，动态优化完善复工复产疫情防控措施指南，力争把疫情造成的损失降到最低限度， 努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务 。
政策基调	要确保宏观政策落地见效 。宏观经济政策要加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策 形成集成效应 。	要以 更大的宏观政策力度对冲疫情影响 。	要加大宏观政策调节和实施力度。要抓紧研究提出 积极应对的一揽子宏观政策措施 。
财政政策	财政政策要更加积极有为、 注重实效 。要 保障重大项目建设资金，注重质量和效益 。	积极的财政政策要更加积极有为， 提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券 ，提高资金使用效率，真正发挥 稳定经济的关键作用 。	积极的财政政策要更加积极有为， 适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模 ，要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设。
货币政策	货币政策要更加灵活适度、 精准导向 。要保持 货币供应量和社融规模合理增长 ，推动 综合融资成本明显下降 。要 确保新增融资重点流向制造业、中小微企业 。	稳健的货币政策要更加灵活适度， 运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行 ，把资金用到支持实体经济特别是 中小微企业上 。	稳健的货币政策要更加灵活适度， 引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕 。要充分发挥 再贷款再贴现、贷款延期还本付息 等金融政策的牵引带动作用，疏通传导机制，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。
房地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。	要坚持 房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，促进房地产市场平稳健康发展。	无
扩大内需	持续扩大国内需求，克服疫情影响， 【消费】扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。【投资】 要着眼长远，积极扩大有效投资，鼓励社会资本参与。 要加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐。【新型城镇化】 要以 新型城镇化带动投资和消费需求 。推动 城市群、都市圈 一体化发展体制机制创新。	要 积极扩大国内需求 【消费】 要释放消费潜力，做好复工复产、复商复市，扩大居民消费， 适当增加公共消费 。 【投资】 要 积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资 。要调动民间投资积极性。	要 加快释放国内市场需求 【消费】 在防控措施到位前提下，要有序推动各类商场、市场复工复产，生活服务业正常经营。 要扩大居民消费，合理增加公共消费，启动实体商店消费，保持线上新型消费热度不减 。
产业链	要 提高产业链供应链稳定性和竞争力 ，更加 注重补短板 和 锻长板 。	要 保持我国产业链供应链的稳定性 和 竞争力 ，促进产业链协同复工复产达产。	对地方和企业反映的难点堵点问题，要抓紧梳理分析，及时加以解决， 推动产业链协同复工复产达产 。
改革开放	要更大力度推进改革开放，用深化改革的办法优化营商环境，实施好 国有企业改革三年行动方案 ，继续扩大开放。	不失时机推动改革，善于用改革的办法解决发展中的问题， 完善要素市场化配置体制机制 。	无
资本市场	要推进资本市场基础制度建设，依法 严厉打击证券违法活动 ，促进资本市场平稳健康发展。	无	无

资料来源：新华社，华泰证券研究所

风险提示

- 1、政策超预期收紧。**随着经济好转、部分政策后遗症显露，下半年政策重心或开始回归，货币政策、房地产调控等存在超预期收紧的风险。
- 2、中美冲突升级。**近期美国在疫情、华为、南海、香港、大使馆等多个维度对华制造摩擦，随着美国大选临近，中美冲突仍有升级风险。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲、朱洵、张亮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张继强、芦哲、朱洵、张亮本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司