

研报精选

2024年1月7日 第153期

宏观专栏

需求缺口有所扩大——12月PMI点评

2023年12月中采制造业PMI环比下降0.4ppt至49.0%，非制造业商务活动指数环比上升0.2ppt至50.4%。从分项来看，制造业PMI新订单回落幅度高于生产，反映需求缺口有所扩大。从需求结构来看，内外需皆边际走弱。需求弱于供给也带动了库存的再度走弱和价格下降的压力。

美联储降息的逻辑、变数与风险

美联储主席鲍威尔在2023年12月FOMC会议后发出“鸽派”信号。报告认为，美联储或希望在2024年二季度降息。需要注意的是，提前降息可能会带来经济“不着陆”和“二次通胀”风险，加剧市场波动。

专题聚焦

服务业助力经济复苏，高利率影响金融活动——香港经济金融季报

2023年三季度中国香港GDP同比上升4.1%，环比上升0.1%。报告认为，内需方面，消费增速边际放缓；投资在低基数下复苏。外需方面，货物贸易降幅收窄，服务贸易由于访港旅客增加，继续复苏。

美元的弱势能否持续？

美元指数在2023年11月下跌近3%的基础上，在2023年12月继续下跌超过2%。报告认为，美联储在2023年12月会议的意外转向是美元走弱的重要原因。美元和美债的下行速率可能会在通胀数据公布后有所变化。

宏观专栏

需求缺口有所扩大——12月PMI点评

12月中采制造业PMI环比下降0.4ppt至49.0%，低于Bloomberg预测中值（49.6%）；12月非制造业商务活动指数环比上升0.2ppt至50.4%。制造业PMI新订单回落幅度高于生产，需求缺口有所扩大。拆分需求结构，内外需皆边际走弱。需求弱于供给也带动了库存的再度走弱和价格下降的压力。政策逐渐落地，基建带动建筑业改善。不利天气等因素扰动，服务业连续第二个月处于收缩区间。

需求缺口有所扩大。12月制造业PMI环比回落0.4ppt至49.0%，且连续第三个月处于收缩区间。环比弱于2013-2019年11月的季节性（-0.2ppt）。从分项来看，需求走弱幅度高于供给。12月新订单分项环比回落0.7ppt至48.7%，而生产分项环比回落0.5ppt至50.2%，仍然维持在扩张区间。需求缺口，即新订单分项与生产分项之间的差异，由11月的-1.3ppt进一步下降至-1.5ppt。从行业来看，12月需求缺口较11月扩大幅度靠前的行业包括：金属制品业（-13.5ppt）、有色金属冶炼及压延加工业（-11.0ppt）、纺织服装服饰业（-9.4ppt）。拆分需求结构，内外需皆边际走弱。12月新出口订单环比下降0.5ppt至45.8%。海外制造业恢复仍有波折，12月主要发达经济体制造业PMI初值中，仅欧元区持平于11月，为44.2%，而美国、日本分别环比下降1.2ppt、0.6ppt至48.2%、47.7%。从高频数据来看，虽然面临低基数，但是12月前20天韩国从中国日均进口同比降幅有所扩大，为-4.5%（11月为-0.5%）。

高耗能行业仍处低位，而装备制造业边际走弱较多。从大类行业来看，12月高耗能行业PMI虽然环比上升0.1ppt，但是47.4%的读数仍然处于较低水平；装备制造业PMI环比下降1.4ppt至50.2%，边际降幅较大。从细分行业来看，电气机械及器材制造业（-10.5ppt）、专用设备制造业（-7.9ppt）、通用设备制造业（-6.1ppt）环比走弱幅度较大。

需求缺口有所扩大也带动了库存的再度走弱和价格下降的压力。虽然工业企业库存已经去化到了较低水平，但是在需求仍然偏弱的背景下，近两个月

以来库存再度有所走弱。12月原材料和产成品库存分别环比下降0.3ppt和0.4ppt至47.7%和47.8%，分别为连续第三和第二个月环比回落。价格方面也展现了出厂价格弱于原材料购进价格的分化走势，主要原材料购进价格虽然环比上升0.8ppt至51.5%，而出厂价格环比下降0.5ppt至47.7%。

政策逐渐落地，基建带动建筑业改善。虽然不利天气对基建施工带来了一定干扰，但是随着1万亿元国债等支撑政策逐渐落地，12月土木工程建筑业商务活动指数环比上升10.0ppt，带动建筑业商务活动指数环比上升1.9ppt至56.9%。房地产方面，房地产业和房屋建筑业商务活动指数分别环比上升0.1ppt和0.6ppt。虽然当前需求仍然偏弱，但是政策对冲效应也在逐渐显现，这或许也是制造业生产经营活动预期指数连续三个月边际改善的主要支撑因素。

不利天气等因素扰动，服务业环比持平，连续第二个月处于收缩区间。12月服务业商务活动指数环比持平11月，为49.3%，连续第二个月处于收缩区间。服务业环比偏弱一方面可能受到了不利天气、流感等因素的扰动，另一方面也可能与整体需求偏弱有关。分行业来看，水上运输业（-13.1ppt）、航空运输业（-5.6ppt）、住宿业（-3.5ppt）等与跨区域人口流动相关的行业环比降幅较大，而餐饮业（+4.4ppt）、电信广播电视和卫星传输服务业（+3.8ppt）、租赁及商务服务业（+3.7ppt）环比改善幅度排名靠前。

以上观点来自：2023年12月31日中金公司研究部已发布的《需求缺口有所扩大——12月PMI点评》

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

美联储降息的逻辑、变数与风险

过去一个月美联储降息预期大幅升温，根本原因在于美联储主席鲍威尔在12月FOMC会议后发出“鸽派”信号。鲍威尔提到美联储官员们已就降息进行讨论，且在未来的会议上还会有更多类似的讨论¹。与此同时，最新的点阵图暗示2024年或降息三次，一些官员讲话也表明，美联储的政策目标或已从单边抗通胀转向防止货币过度紧缩。例如，旧金山联储主席戴利最近称，美联储不会为了降低通胀而制造失业²。

结合最新进展，我们认为美联储或希望在2024年二季度降息，这比我们的预期提早一个季度。美国货币政策的潜在变化一定程度上反映了我们早前一直强调的观点，就是美联储大概率为了增长而提高通胀容忍度。不过要注意的是，提前降息可能会带来经济“不着陆”和“二次通胀”风险，加剧市场波动。

首先，提前降息的基本逻辑是通胀持续并显著地放缓。由于10月和11月的核心PCE物价指数（季调）环比分别只有0.2%和0.1%，整体PCE指数（季调）环比均为0%，这不仅使美国通胀放缓的速度快于预期，也给提前降息提供了一个理论基础。美联储理事沃勒此前说过，如果通胀回落能够持续数月，如3个月、4个月、5个月，美联储就可以降息³。根据我们的计算，如果未来数月核心PCE环比增速能够保持在0.1%或更低，那么到2024年3月其同比增速将降至2.2%或更低，或支持美联储在3月降息。如果环比增速保持在0.2%，那么到5月同比增速或将为2.1%，届时降息或也是合适的。

然而，通胀能否快速下降还有待观察。近期通胀放缓主要因为能源价格下跌和核心商品价格疲软。能源价格波动大，很难判断未来数月是否会继续线性下跌。核心商品价格疲软与商家在圣诞购物季到来之前提前打折促销有关，但

¹ <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20231213.pdf>

² “The Fed must make sure ‘we don't give people price stability but take away jobs,’ Daly told the Journal in an interview.” <https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/feds-daly-rate-cuts-may-be-needed-next-year-prevent-overtightening-wsj-2023-12-18/>

³ <https://www.aei.org/op-eds/fed-governor-waller-says-hes-confident-inflation-is-headed-back-to-2-percent/>

打折行为具有季节性，不一定持续。此外，美国商业库存也已下降，未来因为去库存而打折的压力降低，而一些供应链风险仍然存在，可能给反通胀带来挑战。根据华盛顿邮报的报道，最近红海海域的安全事件导致航运公司绕道南非或巴拿马运河，这会提高从亚洲到美国东海岸的货运价格⁴。而根据纽约联储的计算，全球供应链压力指数已触底反弹，美国进口价格指数的同比增速也处于触底回升过程中，这些都与2019年中美贸易摩擦后供给压力下降、进口价格同比增速向下、美联储降息的情况不一样。

但正如我们一直强调的，美联储大概率为了增长而提高通胀容忍度。根据美联储最新的SEP经济预测表，官员们预计至2024年年末，PCE与核心PCE通胀同比增速仍有2.4%，均高于2%的通胀目标。如果依据2020年开始实施的平均通胀目标制，那么由于过去两年通胀大幅上升，平均来看2024年更加不可能达到目标。也就是说，美联储要在通胀目标达成之前就开始降息，在我们看来，这已经是在实质上提高了对通胀的容忍度。正如我们过去两年来一直强调，美联储要想避免衰退，最终可能需要接受一个更高的通胀（详情参见报告《[如果美联储提高通胀目标](#)》）。2024年美联储希望引导经济软着陆，不想为了降低通胀而人为制造一场衰退，这正是容忍通胀的一种表现。

与此同时，大选年的政策变化可能更为复杂。回顾美国历史，自1900年以来，只有一位总统一一威廉·麦金利（1900年）——在其第一任期的最后两年内发生经济衰退时成功连任，此后四位在经济衰退期间寻求连任的总统一一威廉·塔夫特（1912年）、赫伯特·胡佛（1932年）、吉米·卡特（1980年）和乔治·H·W·布什（1992年）——均未能成功⁵。当前美国总统拜登的民调支持率疲软，许多民众对于“拜登经济学”带来的高物价、高利率不满，如果再出现衰退，那么2024年连任的概率或将大幅下降。与此同时，由于利率上升，美国政府利息支出显著增加，财政可持续性面临挑战（详情参见报告《[美国评级](#)

⁴ <https://www.washingtonpost.com/business/2023/12/28/red-sea-attacks-shipping-houthis/>

⁵ <https://www.newsweek.com/heres-all-presidents-re-elected-during-recessions-1493467> 其他违背“大选年衰退无法连任”这一规则的还有1948年的民主党人哈里·S·杜鲁门，但是，当年的经济衰退仅在11月份开始，与美国人投票的同一月份。规则的其他例外情况包括西奥多·罗斯福和卡尔文·柯立芝，他们两人此前都是副总统，因总统去世而升任总统。尽管面临经济衰退，他们都成功赢得了下一次的选举。

[下调，美债利率或结构性上升》](#))。降息有助于压低美债利率，进而降低财政压力，第二次世界大战后美联储也曾为帮助美国政府“化债”而压低利率。

尽管降息有诸多理由，但提前降息可能带来经济“不着陆”和“二次通胀”风险，加剧市场波动。自美联储主席鲍威尔12月意外“转鸽”以来，美债利率大幅下降，美股大涨，金融条件显著放松。这是因为市场认定美联储大概率会保就业、保增长、保债务，因此可以积极做多风险资产，相当于美联储给市场提供了一个看跌期权（Fed put）。但是，金融条件放松具有反生性，它可能增加经济扩张的持续性，带来“不着陆”和二次通胀风险。美联储此前的研究也表明，加息或降息的影响并不需要等到发生的那一刻，而是在市场开始预期的时间就已经产生影响。我们认为，如果后续美国经济因为宽松预期再现韧性，美联储的降息决策将会更加艰难，如果最终降息的时点推迟或是降息幅度减少，那么市场将会感到失望，资金价格波动或将加剧（详情参见《[美国货币政策变数或加剧市场波动](#)》）。

以上观点来自：2024年1月1日中金公司研究部已发布的《美联储降息的逻辑、变数与风险》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

服务业助力经济复苏，高利率影响金融活动——香港经济金融季报

经济方面：2023年三季度中国香港GDP同比上升4.1%，环比上升0.1%。内需方面，消费增速边际放缓；投资在低基数下复苏。2023年三季度，私人消费开支同比增长6.3%，较2023年二季度增速下降1.4个百分点。政府消费开支同比下降4.5%，较2023年二季度降幅收窄5.3个百分点。投资同比增长18.4%，较2023年二季度增速上升18.9个百分点，主要受低基数影响。外需方面，货物贸易降幅收窄，服务贸易由于访港旅客增加，继续复苏。2023年三季度整体货物出口同比下降8.6%，较2023年二季度降幅收窄6.5个百分点。2023年三季度货物进口同比下降5.9%，较2023年二季度降幅收窄9.9个百分点。服务出口同比上升23.9%，较2023年二季度增速上升1.1个百分点。服务进口三季度同比增长28.3%，较2023年二季度增速上升2.9个百分点。**就业方面，**劳动力市场保持良好态势。从2023年7月至2023年11月，中国香港的季调失业率从2.8%小幅上升至2.9%。**通胀整体处于温和水平，近期小幅上升。**2023年三季度，中国香港整体消费物价指数同比增长1.9%，较二季度回落0.1个百分点。2023年10月、11月，中国香港整体综合消费物价指数分别上涨2.8%、2.5%，边际有所上升。

利率方面，美联储在2023年7月再次加息25基点，中国香港随之上调贴现窗基本利率，利率处于高位水平。**汇率方面，**美元指数回落，港元汇率回升。由于美元兑英镑、日元、欧元等走强，名义港汇指数和实质港汇指数上升。**股市方面，**三季度港股总体承压，交投活动进一步收缩。**资金流动方面，**2023年三季度以来北向资金净流出、南向资金净流入、海外资金净流入。

房地产方面：受持续高息和需求疲软影响，2023年三季度香港楼市销售量价延续承压态势，成交量整体同环比跌幅有所走阔（同比跌21%、环比跌25%），楼价亦处环比下行通道；新批出与新取用住宅按揭贷款亦呈同环比下行趋势。供给端，前三季度住宅批准开工与竣工单位数相比于2020-2022年均处于低位水平，前三季度竣工单位数相比全年目标完成度约为51%。

银行业方面: 三季度末中国香港银行业贷款、存款较年初分别变动-2.6%、2.3%，受高利率环境影响，本地信贷需求仍然不佳，尤其是对公贷款，住房按揭贷款则继续环比增长。CASA存款三季度环比下降2.9ppt至42.0%，存款定期化趋势持续。利率方面，三季度中国香港银行间总结余在低位保持稳定，1M HIBOR均值环比上升80bp至4.85%，港元美元利差进一步收窄。银行业资产质量仍有压力，不良贷款、逾期3个月贷款及重组贷款占比环比均有上行，关注类贷款占比回落，银行业拨备计提水平呈上升趋势。



以上观点来自：2024年1月2日中金公司研究部已发布的《服务业助力经济复苏，高利率影响金融活动——香港经济金融季报》

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091
张宇 分析员 SAC 执证编号：S0080512070004 SFC CE Ref: AZB713
张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055
张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988
侯德凯 分析员 SAC 执证编号：S0080523110001 SFC CE Ref: BTC909
裴佳敏 分析员 SAC 执证编号：S0080523050004 SFC CE Ref: BRY581
孙元祺 分析员 SAC 执证编号：S0080521050008 SFC CE Ref: BOW951
李佳璠 分析员 SAC 执证编号：S0080523120001 SFC CE Ref: BTL933

专题聚焦

美元的弱势能否持续？

1月重要事件展望

美、日、欧央行会议。美元指数在2023年11月下跌近3%的基础上，在2023年12月继续下跌超过2%。美联储在12月会议的意外转向是美元走弱的重要原因。美联储主席鲍威尔在会后发布会中放弃了原本“更高更久”的预期管理说辞，并且提示不必等到通胀回到2%就可以开始降息⁶。这些变化令市场重新定价美联储降息的起始时点和幅度，美债收益率在12月进一步显著下跌并带动风险资产走高。美元指数则一度逼近2022年7月的低点。在新年的首月，主要央行将会在下旬举行新年的首次政策会议。市场将重点观察央行对于转向交易的态度变化。其中，美联储的会议将在月末召开，市场将观察其是否会否认市场对于3月降息的猜测。而欧、日央行的会议观察点则是他们是否会向市场沟通潜在的政策调整。我们预计欧洲央行或在通胀同比反弹的背景下继续拒绝谈论降息，而日本央行则可能开始进行正常化沟通。这些变化或将为1季度剩余时间的外汇走向定调。

美欧通胀能否延续下行态势。由于主要央行会议集中在2024年1月下旬，在1月的前半，我们认为市场或根据经济数据来调整对于央行货币政策的定价。2023年12月美欧通胀的超预期回落或是央行转向交易的重要驱动力之一。而进入新年之后，通胀回落的速率或将成为转向交易能否更进一步推进的重要决定因素。考虑到基数和油价反弹等因素，我们认为2023年12月美、欧通胀同比数都有一定可能有所反弹。因此，美元和美债的下行速率可能会在通胀数据公布后有所变化。

欧洲和中国的经济情况。2023年最后两个月的美债利率和美元指数的下跌让人回忆起1年前的情形。不过，2023年末与2022年末有一个重要的不同点，

⁶ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20231213.htm>

那就是美国以外经济并未显示出1年前那样的强劲复苏势头。欧洲经济目前仍存在一定的停滞风险，市场一致预期欧洲央行在2024年的降息幅度或与美联储相当，我们认为这或将限制欧元上行的高度。而在中国这边，制造业PMI在2023年第四季度有所回落，显示经济复苏仍待财政发力的进一步落地。因此，在新年中，我们认为美元的下行空间在某种程度上将取决于欧洲和中国的经济修复成色。



以上观点来自：2024年1月1日中金公司研究部已发布的《美元的弱势能否持续？》

李刘阳 分析员 SAC 执证编号：S0080523110005 SFC CE Ref: BSB843

丁瑞 分析员 SAC 执证编号：S0080523120007 SFC CE Ref: BRO301

王冠 分析员 SAC 执证编号：S0080523100003

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.1.1 海外宏观周报：美联储降息的逻辑、变数与风险
- 2024.1.2 海外宏观简评：提前降息，低利率时代的确认终结
- 2024.1.2 中国宏观专题报告：服务业助力经济复苏，高利率影响金融活动——香港经济金融季报

策略及大宗商品

- 2024.1.1 大宗商品：图说大宗：海外供应扰动再起
- 2024.1.1 海外市场观察：2023年，美股靠什么新高？2023年12月25日~31日
- 2024.1.1 A股策略周报：信心修复进行时
- 2024.1.2 全球资金流向监测：北向转为流入，南向流入扩大
- 2024.1.2 海外中资股策略周报：2023年，港股何以再跑输？
- 2024.1.2 主题策略：行业配置月报：以科技成长为主线
- 2024.1.2 大类资产观察：黄金还能买吗？
- 2024.1.3 A股和港股行业首选：2024年1月
- 2024.1.4 海外市场观察：中金公司全球研究-全球区域行业市场动态

固定收益

- 2024.1.2 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.1.3 简评：东南网架转债投资价值分析
- 2024.1.3 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.1.3 招投标备忘录：国开债24年第5、13期新发——利率债招标分析
- 2024.1.4 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.1.5 简评：佳禾智能转债投资价值分析
- 2024.1.6 中国可转债策略周报：为何“不是在选股”——2023年转债市场及十大转债复盘

行业

- 2024.1.1 农业：农业周报：旺季猪价回调，能繁加速去化
- 2024.1.2 传媒互联网：周报：引入2025年盈利预测，关注行业高质量发展

- 2024.1.2 公用事业：电力运营11月月报：累计用电增速超预期；风光装机高增，资源大幅好转
- 2024.1.2 新能源汽车：新能源月度销量跟踪：多款重磅车型亮相发布；智驾补能交年底答卷
- 2024.1.2 公用事业：风光公用环保周报：板块反弹或部分反映拐点预期，核电连续两年十台核准
- 2024.1.2 博彩及奢侈品：12月总博彩收入超出预期；恢复度高达2019同期水平的81%
- 2024.1.2 交通运输物流：2024元旦：航空量价表现亮眼，铁路客流超2019年近四成
- 2024.1.2 主题研究：光伏北向资金监测（8）：多重因素催化下板块反弹，北向持续加仓
- 2024.1.2 电力电气设备：电新周报：年底储能并网放量，关注人形机器人进展
- 2024.1.2 传媒互联网：2023年及元旦档回顾：元旦档票房创历史新高，优质内容驱动票房复苏
- 2024.1.2 传媒互联网：2024元旦OTA数据一览
- 2024.1.2 机械：北交所系列：感知到执行，专精特新公司赋能人形机器人迈步前行
- 2024.1.2 机械：中金通用自动化周报：12月PMI向下，建议关注春节后制造业开工情况
- 2024.1.2 机械：2023年核电审批再达10台，关注设备弹性机会
- 2024.1.3 交通运输物流：在不确定性中拥抱确定（2）：从风险溢价角度看待交运高股息标的的确定性
- 2024.1.3 不动产与空间服务：周报#372：全年新房销售疲弱，二手房增三成
- 2024.1.3 交通运输物流：双周报#381：元旦出行表现亮眼
- 2024.1.3 家电及相关：行业盈利确定性强，关注跨年估值切换行情
- 2024.1.4 科技：政策指引传统制造业转型升级，关注企业数智化进展
- 2024.1.4 电力电气设备：海外电网投资景气度上行，中国电力设备出海步伐加速
- 2024.1.4 机械：五金工具月报：终端消费需求降幅收窄，去库存接近尾声
- 2024.1.4 有色金属：哲锂系列之四：底部预期下锂板块如何配置？
- 2024.1.4 科技：通信技术10年展望系列——迈向5G-A
- 2024.1.4 REITs：公募REITs月报（2023-12）：12月市场有所回暖，高分红品种配置价值有望显现

- 2024.1.5 汽车及零部件：智能汽车跟踪月报：代客泊车AVP热度再现，下一代座舱SoC上车或带动体验升级
- 2024.1.5 交通运输物流：若红海事件长期化，对航运市场有何影响？
- 2024.1.5 电力电气设备：可控核聚变（二）：技术路线百花齐放，民用重点关注托卡马克和场反位形
- 2024.1.5 汽车及零部件：汽车及零部件2024年展望：跨越式发展，创新式机遇



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及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文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn