

研报精选

2024年2月3日 第157期

宏观专栏

增速目标稳健，部署重点领域——2024年地方两会总结

截至1月30日，各省两会皆已召开。从已经公布的信息来看，2024年加权分省GDP增速目标约为5.5%，高于2023年全国实际GDP增速（5.2%）和加权分省实际GDP增速（5.3%）。各地对于2024年的重点项目建设、三大工程、房地产、地方政府隐性债务、消费等方面也做出了具体部署。

美联储不急于在三月降息

美联储1月会议维持政策利率不变，符合预期。报告认为，近期强劲的经济数据，以及红海航运中断带来的供应链风险，是导致美联储维持政策利率不变的主要原因。报告预计美联储将在今年二季度开始降息。

专题聚焦

新品种将至——TLAC非资本债券投资价值展望

2025年初，我国全球系统重要性银行需满足第一阶段的总损失吸收能力（TLAC）监管。从达标角度看，TLAC非资本债券的潜在市场规模大。报告预计，2025至2027年TLAC非资本债券供给将放量。

活跃资本市场系列：优化融券机制，助力信心回稳

1月28日，证监会进一步优化融券机制。一是全面暂停限售股出借；二是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。报告认为，本次优化调整有助于提振投资者信心。

宏观专栏

增速目标稳健，部署重点领域——2024年地方两会总结

截至1月30日，各省两会皆已召开。从已经公布的信息来看，2024年加权分省GDP增速目标约为5.5%，高于2023年全国实际GDP增速（5.2%）和加权分省实际GDP增速（5.3%），以及两者对应的两年复合增速（4.1%）。固定资产投资增速目标也多数高于2023年实际增速。各地对于2024年的重点项目建设、三大工程、房地产、地方政府隐性债务、消费等方面也做出了具体部署。

从分布来看，31个地区中，有19个地区2024年GDP增速目标高于或等于2023年实际增速。所有31个省市2024年GDP增速目标都要高于各自2023年相对于2021年的两年复合增速。从措辞来看，31个地区中有24个在设定增速目标时使用“左右”的措辞。中央经济工作会议¹提出：“经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献”。从主要经济大省来看，广东、江苏、山东、浙江、河南分别为5.0%、5%以上、5%以上、5.5%左右、5.5%。而北京、上海皆为5%左右。

固定资产投资增速目标多数高于2023年实际增速。从已经公布2024年固定资产投资增速目标的20个地区来看，有15个地区高于2023年实际的固定资产投资增速。例如广东2024年固投增速目标为4%，而2023年实际增长2.5%；河南2024年固投增速目标为7%，而2023年实际增长2.1%；福建2024年固投增速目标为5%左右，而2023年实际增长2.5%。

各地对于2024年的重点项目建设、三大工程、房地产、地方政府隐性债务、消费等方面也做出了具体部署。

►对于重点项目建设，各地政府在产业发展上注重高质量发展，以产业调结构、转功能、提质量为目标。贵州、云南、青海等省份提出要做强现代能源产业；江西计划完成省大中型项目投资1万亿元，低于2023年1.68万亿元的实际

¹ https://www.gov.cn/govweb/yaowen/liebiao/202312/content_6919834.htm

完成值；浙江安排“千项万亿”重大项目年度投资1万亿元以上，而2023年的实际完成值为12976亿元。

►对于三大工程，多数省份设定了关于保障性安居工程、改造老旧小区、完善城区建设的目标，如北京计划老旧小区综合整治新开工300个、完工200个，略高于2023年183个的实际完成值，计划建设筹集保障性租赁住房7万套，竣工各类保障性住房8万套，略低于2023年建设8.2万套，竣工9.3万套的实际完成值；广西提出推进完整社区、“一老一幼”设施、排水防涝等一批项目；上海提出大力推进“两旧一村”改造，计划启动10个城中村改造项目，与2023年的实际完成值持平，建设筹措7万套(间)保障性租赁住房。

►对于房地产，湖南、河北、重庆、四川、广东等省份提出要抓好保交楼工作，完成保交楼任务；广西、辽宁提出要加快构建房地产发展新模式，山西则提出加强在建项目预售资金监管，有序推进商品房现房销售，大力推进灵活就业人员参加住房公积金制度。

►对于地方政府隐性债务，河南提出集中力量化解高风险地区债务，清理拖欠企业账款；湖南提出加快平台公司转型，坚决完成年度化债任务；云南则提出要加强全口径地方债务风险动态监测预警和处置。

►对于促消费，安徽、吉林提出发放消费券推动消费；广西则提到办好“33消费节”等活动，开展“放心消费行动”；浙江关注积极培育智能家居、文旅旅游、体育赛事、国货“潮品”、银发经济等新的消费增长点；山西提出加快培育城市多层次消费中心，建设“星级一刻钟便民生活圈”，辽宁、吉林、黑龙江则提到要发展特色旅游，做优做强冰雪经济。

以上观点来自：2024年1月31日中金公司研究部已发布的《增速目标稳健，部署重点领域——2024年地方两会总结》

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

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

宏观专栏

美联储不急于在三月降息

美联储1月会议维持政策利率不变，符合预期。货币政策声明暗示，官员们对通胀回到2%目标仍缺乏信心，因此希望保留选择余地，而不是急于在3月降息。我们认为，近期强劲的经济数据，以及红海航运中断带来的供应链风险，是导致美联储更为谨慎的主要原因。如果经济基础还很强劲，且供给风险并未彻底解除，那么通胀压力重现的风险就不容忽视。我们预计的基准情形仍是美联储或于二季度降息，但全年降息的幅度或没有市场预测的那么多。

本次会议是2024年的第一次会议，市场普遍预计美联储将维持现有的政策利率不变，但真正的问题是何时降息，以及官员们如何看待市场对于快速降息的乐观预期。

对于市场的期待，美联储在货币政策声明中给出了略偏鹰派的回应。声明指出：“委员会认为，在更加确信通胀率以可持续的方式迈向2%迈进之前，不宜降息”（The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until it has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent²）。我们认为这句话的意思是，美联储对通胀迈向2%有了一定信心，但是信心还不够大，不足以触发降息，美联储还要再等等看。等什么呢？一是通胀数据是否能够像过去几个月那样持续下行，二是经济与劳动力市场的再平衡能否保证通胀不会死灰复燃。

过去数月，美国通胀放缓的速度快于美联储此前的预期，但通胀放缓与供给改善有很大关系，特别是供应链的修复。然而，随着红海航运中断事件不断发酵，供应链的逆风因素开始增多，这增加了商品通胀的不确定性。与此同时，美国经济数据强劲，上周公布的2024年第四季度GDP和私人消费支出数据均远超市场预期，昨天公布的12月份空缺职位数也意外反弹，表明经济总需求仍有韧性，劳动力市场的弹性还很强。可以说，到目前为止，美国经济很好地应对了高利率环境，这使得美联储在降低利率方面不敢轻易冒进。如果经济基础还

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20240131a.htm>

很强劲，且供给风险并未彻底解除，那么通胀压力重现的风险就不容忽视。

基于美联储的最新表态，我们维持此前的判断：美联储或于二季度降低利率，但全年降息的幅度或没有市场预测的那么多（详情参见《[美联储降息的逻辑、变数与风险](#)》）。美联储主席鲍威尔在记者会上提到，3月份降息并非他的基准情形³，我们认为这是一个比较明确的信号，表明官员们尚未就降息做好准备。此前美联储理事沃勒也曾提到，在本轮周期中，由于经济和劳动力市场状况良好，美联储没有理由像过去那样快速降息（I see no reason to move as quickly or cut as rapidly as in the past⁴）。美联储会议结束后，联邦基金期货显示3月份降息的概率降至35%，但交易员们预测2024年美联储仍将降息6次，累计降息幅度达到150个基点。考虑到市场此前持续低估了美国经济的韧性，我们认为最终降息的幅度也可能没有市场预测的那么乐观。



以上观点来自：2024年2月1日中金公司研究部已发布的《美联储不急于在三月降息》

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

³ <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20240131.pdf>

⁴ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20240116a.htm>

专题聚焦

新品种将至——TLAC非资本债券投资价值展望

根据人民银行、金融监管总局和财政部的监管要求，2025年初，我国全球系统重要性银行（Global Systemically Important Bank, “G-SIB”）需满足第一阶段的总损失吸收能力（Total Loss-absorbing Capacity, “TLAC”）监管。2024年1月26日，中国银行公告称，不超过1500亿元的减记型TLAC非资本债务工具发行计划通过董事会决议。如何看待TLAC非资本债券这一新品种的投资价值？TLAC非资本债券的落地对已有银行二永债的影响几何？本文将重点分析。

TLAC监管框架与TLAC非资本债券的条款特征

2008年国际金融危机之后，为防范“大而不能倒”风险、避免严重系统性负面影响及纳税人损失，金融稳定理事会（Financial Stability Board, “FSB”）提出金融机构应采取“内部纾困”（bail-in）的方式应对危机，并于2015年发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力条款》，要求G-SIB除了最低监管资本要求之外，还需满足最低外部总损失吸收能力要求。2021年10月，人民银行、原银保监会、财政部发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》，要求我国G-SIB的TLAC风险加权比率和杠杆比率自2025年初分别不得低于16%和6%，自2028年初分别不得低于18%和6.75%，在TLAC风险加权比率要求的基础上，我国G-SIB还应满足缓冲资本要求。剩余期限在一年以上（或无到期日）的监管资本和TLAC非资本债券可全额计入外部总损失吸收能力，存款保险基金可计入规模存在上限要求，除外负债不可计入。

TLAC非资本债券具有吸收损失功能但不属于银行资本，包含清偿顺序劣后、有条件赎回权、减记或转股等特殊条款，次级属性弱于二级资本债和永续债，但强于商金债。与二级资本债和永续债相同，我国G-SIB发行TLAC非资本债券需获得金融监管总局的事先额度批复，人民银行将其纳入对发行人的金融债余额管理范畴。

他山之石：海外G-SIB的TLAC实践

海外G-SIB主要通过结构式次级、合同式次级和法定式次级三种途径满足TLAC要求。在海外G-SIB的TLAC达标过程中，TLAC非资本债务工具为其主要发行品种，其他一级资本工具和二级资本工具发行规模相对较小。截至2024年1月25日，全球TLAC非资本债务工具存量规模为2.41万亿美元，存续体量明显超过其他一级资本工具和二级资本工具，发行期限多为5年以上的较长期限。TLAC非资本债务工具的持有者结构中资管产品占比在八成以上。定价上看，TLAC非资本债务工具平均发行利率整体与长期限美国国债收益率同步变动，2021年以来利差多位于50-150bp之间。

我国TLAC非资本债券的发展展望

供给端：从TLAC达标角度来看，基于2023年9月末资本充足率数据静态测算，五大行距离16%和18%的TLAC风险加权比率监管要求尚分别存在2.51万亿元和4.44万亿元的合计缺口，今年资本新规的实施或带来一次性利好，但中长期维度上风险加权资产和内生资本积累增速的不匹配可能导致银行TLAC补充压力上升，TLAC非资本债券的潜在市场规模可观。不过2022年末我国存款保险基金规模远未达到可计入TLAC上限水平，后续可能存在一定补充空间。从银行次级债品种的供给结构来看，当前五大行资本充足率远超出监管要求，如未来用TLAC非资本债券部分替代存续二级资本债和永续债将带来TLAC非资本债券的增量供给。事实上，五大行的TLAC监管指标要求明显高出资本监管指标要求，同时五大行资产在我国商业银行体系中占比较高，这导致TLAC非资本债券的潜在市场容量或超过二级资本债和永续债。

展望未来几年TLAC非资本债券的供给，我们认为主要取决于以下几方面因素：（1）资本新规对银行资本充足率的利好程度；（2）银行风险加权资产与内生资本积累增速的差异；（3）存款保险基金的规模；（4）TLAC非资本债券对存续二永债的替代效应；（5）五大行的G-SIB分档是否会有调整以及是否会有国内银行新入选G-SIB。我们认为，如TLAC非资本债券年内开始发行，今年发行体量或相对不高，主要系存在资本新规的利好因素、国有行存量二永债批文仍相对充裕、以及新品种或仍需市场培育过程。2028年TLAC风险加权比率

的监管要求将达到18%，叠加银行风险加权资产的扩张及TLAC非资本债券对二永债的替代效应，2025-2027年TLAC非资本债券供给或将放量。

需求端：TLAC非资本债券属于次级债券，银行自营持有需采用150%风险权重，与二级资本债相同。因此，我们预计TLAC非资本债券的持有者结构或与二级资本债相似，主要集中在广义基金等非银机构，这或将导致TLAC非资本债券存在与二永债类似的估值波动性。不过，我们预计TLAC非资本债券发行期限较为灵活，或短于二永债，一方面更加匹配广义基金的久期偏好，另一方面受到利率波动的影响或较小。

我们认为，TLAC非资本债券具有潜在市场容量大、期限相对灵活、信用风险可控的优势，如推出后，随着其市场接受度的逐步提高，可能会发展成与国有行二永债相似的类利率交易型品种。TLAC非资本债券的收益率及利差水平应介于商金债和二级资本债之间。如TLAC非资本债券推出，国有行二永债的稀缺性可能上升，同时银行次级债的期限中枢可能会缩短。

总体而言，TLAC非资本债券是一种具备较好安全性且发行期限可能较短的新型银行次级债品种，如推出后可能会导致银行次级债品种结构及期限结构的变化。

以上观点来自：2024年1月29日中金研究院已发布的《新品种将至——TLAC非资本债券投资价值展望》

李思婕 分析员 SAC 执证编号：S0080521110001

王若阳 分析员 SAC 执证编号：S0080523050006

许艳 分析员 SAC 执证编号：S0080511030007 SFC CE Ref: BBP876

专题聚焦

活跃资本市场系列：优化融券机制，助力信心回稳

证监会及交易所拟调整现有融券机制，暂停限售股融券

1月28日，证监会官网发文⁵，进一步优化融券机制。具体包括：一是全面暂停限售股出借；二是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。因涉及系统调整等因素，第一项措施自1月29日起实施，第二项措施自3月18日起实施。同日，中证金融公司相应发布《关于暂停转融通借入证券实时可用的通知⁶》，沪深交易所发布关于暂停战略投资者在承诺的持有期限内出借获配股票的通知⁷。

本次规定是在2023年10月融券制度调整基础上的进一步优化。2023年10月14日，证监会官网发文⁹，为进一步加强融券业务逆周期调节，根据当前市场情况，取消上市公司高管及核心员工通过参与战略配售设立的专项资产管理计划出借，并限制其他战略投资者在上市初期的出借方式和比例。同时要求证券公司应当按照穿透原则核查投资者情况，对投资者的相关交易行为进行前端控制，严禁参与违规或为违规提供便利（详见《[优化融券制度，发挥逆周期调节作用](#)》）。根据证监会披露¹⁰，监管部门和行业协会通过发布通知、现场检查、行业培训等多种方式，督促证券公司落实新规要求。整体来看，多数证券公司在落实新规要求上基本到位。新规实施以来，战略投资者出借余额降幅近四成。截至2024年1月26日，转融券余额953亿元，较2023年阶段高点1,400亿元左右明显下降。我们统计目前沪深两市限售股出借个股190只，按1月26日收盘价测算总规模约为41.46亿元（个股名单请见下文）。本次调整是在前期调整融券机制安排经验的基础上，按照“稳妥推进、分步实施”的思路，进一步优化融券机制。

⁵ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7459730/content.shtml>

⁶ <http://www.csf.com.cn/publish/main/1009/1010/20240128142411090287487/index.html>

⁷ https://www.szse.cn/disclosure/notice/t20240128_605765.html

⁸ http://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/trade/specific/refinancing/c/c_20240128_5735048.shtml

⁹ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7437244/content.shtml>

¹⁰ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7452480/content.shtml>

贯彻以投资者为本的监管理念，突出公平合理与从严监管

证监会于近日召开的2024年系统工作会议¹¹强调“要突出以投资者为本的理念。从维护市场公平性出发，系统梳理评估资本市场关键制度安排，重点完善发行定价、量化交易、融券等监管规则，旗帜鲜明地体现优先保护投资者特别是中小投资者的合法权益”、“突出强监管、防风险与促发展一体推进”。证监会副主席王建军接受媒体采访¹²时亦表示要“优化完善减持、融券、转融通等制度规则”。本次融券机制调整也体现了监管当前工作思路，具体而言：

一方面，**限制融券效率，突出公平合理性**。旧有规则下，中证金融公司按照一一对应原则，对转融券约定申报实时撮合成交，生成转融券约定申报成交数据，并实时发送证券交易所。同时，中证金融公司接受证券交易所发送的证券公司账户可交易余额调整结果后，实时向证券公司发送转融券约定申报成交结果和账户可交易余额调整结果。本次优化后，转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，平衡了部分机构在信息、工具运用方面的应用，给各类投资者更充足的时间消化市场信息，营造更加公平的市场秩序。

另一方面，**全面暂停限售股出借，突出从严监管**。在2023年10月取消上市公司高管及核心员工通过参与战略配售设立的专项资产管理计划出借后，证监会督促证券公司加强对客户交易行为和交易目的的穿透式管理，同时建立健全穿透式监管的工作机制，对通过多层嵌套、合谋交易、串联套利等方式违反“限售股不得融券”等要求的行为从严打击。本次调整为阶段性限制所有限售股出借，进一步加强了对限售股融券监管。同时，坚决打击借融券之名行绕道减持、套现之实的违法违规行为，体现全面强化监管。

整体来看，有助于完善以投资者为本的资本市场，提升广大投资者的获得感，提振投资者信心。本次优化调整后，证监会表示将持续强化监管，将制度的公平性放在更加突出位置，及时总结评估运行效果，依法维护市场秩序，切实保护广大投资者的合法权益。作为资本市场基础交易制度之一，融资融券制度在完善价格发现机制、提高市场定价效率等方面发挥了积极作用，伴随着相

¹¹ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7459642/content.shtml>

¹² <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7459033/content.shtml>

关制度规则的不断完善优化，更加突出以投资者为本的理念，贴合资本市场的实际运行情况，有助于提升投资者回报及获得感。本次融券制度调整结合近期各部门针对资本市场积极发声并采取行动支持，有助于提振投资者信心。我们认为，伴随短期流动性风险逐步得到化解，指数具备一定的修复动能，对后续市场表现不必过于悲观。



以上观点来自：2024年1月29日中金公司研究部已发布的《活跃资本市场系列：优化融券机制，助力信心回稳》

李佩凤 分析员 SAC 执证编号：S0080521070004 SFC CE Ref: BTO526

李求索 分析员 SAC 执证编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.1.30 海外宏观热点速评：发债减缓，但仍需提前结束缩表
- 2024.1.31 中国宏观热点速评：增速目标稳健，部署重点领域 ——2024年地方两会总结
- 2024.1.31 中国宏观热点速评：需求收缩边际缓解 ——1月PMI点评
- 2024.2.1 海外央行观察：美联储不急于在三月降息

策略及大宗商品

- 2024.1.29 中国策略简评：活跃资本市场系列：优化融券机制，助力信心回稳
- 2024.1.29 主题策略：近期A股资金面的全景动向
- 2024.2.1 主题策略：行业配置月报：以政策引领为主线
- 2024.2.1 海外策略：美联储降息：3月过早，5月不迟
- 2024.2.2 大类资产观察：降息交易仍是市场主线

固定收益

- 2024.1.29 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.1.29 专题研究：新品种将至——TLAC非资本债券投资价值展望
- 2024.1.29 简评：卡倍转02上市定价分析
- 2024.1.30 招投标备忘录：国开债23年第8期、24年第2期增发——利率债招标分析
- 2024.1.30 简评：基本面未见明显提振，降准推动债市走强 ——中金固收高频数据跟踪
- 2024.1.30 招投标备忘录：农发债23年第9、20、31期增发——利率债招标分析
- 2024.1.31 简评：PMI仍偏弱，债牛未尽——1月PMI数据分析
- 2024.1.31 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.2.1 招投标备忘录：国开债24年第5、13期增发——利率债招标分析
- 2024.2.2 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报

2024.2.2 招投标备忘录：贴现国债24年第6、7期新发，付息国债23年23期续发——利率债招标分析

行业

2024.1.29 化工：2023年尿素市场回顾：产能投放加速，农业需求大幅增长

2024.1.29 保险：保险：4Q23公募持仓及板块表现复盘

2024.1.29 金融：响应机构改革方案，三家国有AMC或于近期划至中投

2024.1.29 软件及服务：探微智驾（一）：拆解智能驾驶技术栈

2024.1.29 REITs：公募REITs周报（1.22-1.26）：关注息差、政策及公募FOF持仓情况

2024.1.29 医疗健康：公募基金4Q23医药持仓分析：持续提升

2024.1.29 银行：区域行观察：“新重庆”跟踪

2024.1.29 机械：中金通用自动化周报：制造业需求低迷，建议关注春节后开工情况

2024.1.29 机械：关注出口链机会与新技术变革

2024.1.30 不动产与空间服务：周评#376：1月新房销售仍低迷

2024.1.30 交通运输物流：双周报#383：春运开启，航空量价表现亮眼

2024.1.30 家电及相关：iRobot之困境折射中国品牌的崛起

2024.1.30 旅游酒店及餐饮：全球观察-新罗免税：四季度机场租金回升与产品结构调整共同导致业绩不及市场预期

2024.1.31 机械：中特估系列之通用自动化：高股息还是高增长？

2024.1.31 旅游酒店及餐饮：旅企预告减值落地；春节文旅消费亮点可期

2024.1.31 汽车及零部件：重卡跟踪月报：2023年重卡行业销量收官超90万辆，预计1月同环比高增

2024.1.31 交通运输物流：出行月报第6期：航空供求企稳改善，网约车延续高增长

2024.1.31 电力电气设备：新能源车月度观察：中国23年12月销量环比提升，1月排产环比降幅收窄

2024.1.31 机械：复合集流体月报：降本增效，新技术突围

2024.1.31 软件及服务：探微智驾（二）：AI大模型浪潮赋能智能驾驶

2024.2.1 博彩及奢侈品：2023全年瑞士表全球出口额同比增长8%

- 2024.2.2 主题研究：光伏北向资金监测（10）：资金流向分化，4Q预告业绩承压致板块普跌
- 2024.2.2 传媒互联网：互联网月报：内外因素影响下市场情绪波动
- 2024.2.2 主题研究：4Q23公募光伏超配幅度回落至历史低位，关注春节后基本面边际变化
- 2024.2.2 传媒互联网：娱乐新体验系列（一）：MR内容应用，挖掘体验升维的新价值
- 2024.2.2 新能源汽车：新能源月度销量跟踪：期待3月边际改善将至，关注车企新车周期



CICCC
中金公司

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