

研报精选

2024年8月10日 第183期

宏观专栏

台风对出口的影响较大——2024年7月进出口数据点评

2024年7月以美元计价出口同比增长7.0%、进口同比增长7.2%。报告认为，台风对出口有短期扰动，同时海外需求环比走弱。进口同比改善的主要因素可能是季节性错位，但内需整体仍然偏弱。展望未来，下半年出口环比或弱于上半年。

衰退概率低，但市场波动或持续

报告认为，由于美元流动性趋紧、地缘政治风险等因素叠加，市场在短期出现持续高波动的概率较大。从基本面来看，美国经济韧性较强，出现经济衰退的可能性仍然较低。

专题聚焦

海外央行公开市场操作的经验与启示

近期，我国央行进一步优化了公开市场操作机制。报告梳理了海外主要央行公开市场操作经验，并在此基础上分析了我国央行公开市场操作机制优化的意义与影响。

日元套息交易平仓风波暂时缓和

报告认为，近期全球资产经历大幅波动，日元套息交易逆转或平仓是背后重要的资金力量。往前看，日元套息交易逆转带来的风波或暂时缓和，但其风险可能并未完全解除。

宏观专栏

台风对出口的影响较大——2024年7月进出口数据点评

2024年7月以美元计价出口同比+7.0% (2024年6月为8.6%)、进口同比+7.2% (2024年6月为+7.2%)，出口低于市场预期、进口高于市场预期 (Bloomberg 出口、进口市场预期分别为+9.6%、+3.0%)。台风对出口有短期扰动，海外需求环比走弱。进口同比改善或主因季节性错位，内需整体仍然偏弱。展望未来，我们预计下半年出口环比或弱于上半年，基数下降支撑同比增速，整体呈现稳步增长态势，维持全年出口同比增速5%左右的预测。

台风对出口有短期扰动。7月出口环比下降73亿美元，结束了此前连续四个月的环比上升。7月下旬的台风“格美”对东南沿海部分地区造成了一定影响，或导致出口临时性下降。从数据来看，7月22-28日，交通运输部监测港口完成集装箱吞吐量556.8万标箱，而7月15-21日、7月29日-8月4日的数据分别为631.3、610.5万标箱，或主要反映了台风的短期影响。类似情形也在历年夏季台风多发期出现，例如2021年7月台风“烟花”对于出口也造成了短期影响。

从主要出口产品来看，劳动密集型产品出口同比-2.4% (6月为+1.7%)，塑料制品、箱包、纺织服装、家具等出口同比较6月下行较多，而机电产品、高新技术产品出口同比分别为10.0%、11.5% (6月为7.5%、6.3%)，均较6月改善。我们认为这种产品分化或有台风等天气因素贡献，例如受台风影响较大的福建省主要出口产品就包括了上述7月出口增速下行较多的品类。2023年福建省服装、家具、塑料制品、皮革制品占整体出口比重分别为8.1%、4.6%、4.3%、2.0%，皆高于全国的4.5%、3.6%、3.9%、1.1%。

海外需求环比走弱。近期美国制造业PMI、非农数据等海外数据皆明显走弱，也带动了7月发达经济体制造业PMI环比下降0.9个百分点至48.8%，显示海外需求环比走弱。但整体来看，海外需求仍有韧性，7月海外制造业三个月移动平均值为49.5%，高于6月的49.4%。7月越南出口同比19% (6月为12%)，韩国日均出口同比7.0% (6月为12.3%)，中采制造业PMI新出口订单环比上升0.2

个百分点至48.5%。而从趋势来看，7月三个月移动平均的中国出口同比增速为7.8%，高于6月的5.8%。

对主要地区来看，7月对美欧出口同比上升，对日韩和新兴市场出口同比回落。7月对美国、欧盟出口同比分别为8.1%、8.0%（6月分别为6.6%、4.1%），其中对美国出口同比改善或有部分受关税影响产品出口前置因素的支撑。7月对日本、韩国、东盟出口同比分别为-6.0%、0.8%、12.2%（6月分别为0.9%、4.1%、15.0%），皆有所回落。

进口同比改善或主因季节性错位。2024年6、7月进口环比-109、+71亿美元，而2023年6、7月进口环比-19、-124亿美元，呈现季节性错位。如果趋势来看，7月三个月移动平均的进口同比增速为2.1%，低于6月的2.5%，内需整体或仍然偏弱。台风对于进口的影响或小于出口，受台风影响较大的福建、浙江2023年进口与出口之比分别为67.9%、37.4%，低于全国的75.7%。主要进口商品数量同比来看，铁矿石、原油、煤、集成电路等边际改善较多，而大豆、铜等边际改善变化排名靠后。

下半年出口环比或弱于上半年，基数下降支撑同比增速，整体呈现稳步增长态势，维持全年出口同比增速5%左右的预测。展望未来，我们预计美国经济基准情形或仍是软着陆，在此背景下，下半年出口环比或弱于上半年，但由于基数整体偏低，下半年出口同比或仍呈现稳健增长态势。全年来看，我们仍然维持5%左右的出口同比增速预测。

以上观点来自：2024年8月8日中金公司研究部已发布的《台风对出口的影响较大——2024年7月进出口数据点评》

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

衰退概率低，但市场波动或持续

受基本面数据下行影响，美国市场自7月下旬开启了一段“衰退交易”，7月ISM制造业PMI逊于预期，失业率超预期攀升至4.3%后，衰退交易的逻辑快速发酵。通过梳理历史上衰退交易时段，我们发现，衰退交易开启后，后市的表现更多取决于经济是否真的兑现衰退。而站在当下，我们重申美国经济基本面韧性仍在，且近期受金融条件放宽的刺激，消费、投资热度不减。往前看，随着美联储降息缓解短端高利率对小企业的压制，经济陷入衰退的概率较低。但我们提示，由于日元套利交易平仓（unwinding）、地缘政治风险、美国大选、美元流动性趋紧等因素叠加在一起，市场出现持续高波动的概率较大。短期来看，在日元套利交易平仓未见平息和大选结果确认前，无需与市场情绪作对。而大选之后，当不确定性褪去，市场更多回归基本面，经济韧性仍然支撑顺周期资产的绽放。

历史上衰退交易证实vs证伪？

在经济衰退的预期下，市场认为企业盈利可能下滑，雇佣收紧，失业率上升，投资者则远离股市而转入避险的国债，表现为股跌债涨的特征。基于此，我们在历史上失业率从低位开始上行阶段中，寻找金融市场连续两周及以上出现股跌债涨的时段，作为衰退交易的开启时间。按此规则，从1960年代以来，我们发现了15次类似的衰退交易开启，其中7次真的发生了经济衰退，而8次并未衰退。以这十五次衰退交易开启的时间为基准，我们对比之后3、6、12个月各类资产的表现¹。总结来看，当衰退交易开启后，后市的表现将更多取决于经济衰退能否真正兑现。

股市方面，平均来看，无论衰退证实还是证伪，交易开启后3个月大盘（标普500）、小盘（罗素2000）、价值股、纳斯达克指数均有所反弹，但成长股在衰退证实的情况下短期内反弹乏力。若衰退交易开启后衰退证实，那么相比于

¹ 由于数据长度问题，除标普500外其他资产均无法覆盖所有15次衰退交易

大盘股，3个月、6个月和1年节点内小盘股往往有更高的年化收益率和胜率；相比于成长股，在3个月和半年内价值股收益率和胜率均更高，但在一年来看价值股优势不明显。若衰退交易后衰退验伪，平均来看各风格股指在3个月、6个月和12个月内均可获得正收益率；同期来看，大盘股平均表现好于小盘股、成长股平均表现好于价值股。

债券市场方面受时代特征影响较明显。在1984年之前，通胀高企的大背景下美债利率趋势性上行，即便衰退交易后衰退证实美债收益率仍然大概率上涨；而1980年代后，随着通胀压力逐渐减弱，无论衰退证实还是验伪，在经济走弱的背景下，降息交易后往往迎来美债收益率的下滑。

美元方面，衰退证实的时期，美元指数平均年化收益率（全文同）在衰退交易开启后3个月回报率-0.6%。而在没有衰退的时期，美元指数的平均年化收益率在衰退交易开启日期的后3个月为正。

大宗商品中，黄金作为避险资产，在真正发生衰退中表现更好，回报在衰退交易发生后大幅上升，并持续保持其上升趋势至交易开启后12个月的29.9%。而如果经济没有衰退，黄金涨幅则会较窄，交易开启后3个月仅有18.9%，并逐步回落到交易发生后12个月7.3%的水平。这与黄金在衰退期市场波动的加剧以及不确定性的抬升中避险逻辑加强有关。

油和铜作为顺周期资产，受经济是否衰退的影响较大。若出现衰退，布伦特原油在衰退交易开启后3个月平均收益率为21.0%，交易后12个月为7.7%。而如果经济没有进入衰退，油价在交易开启后3个月收益率达到124.2%，12个月为38.3%。铜价方面，在出现衰退的情况下，铜在衰退交易开启后的3个月下跌-17.3%，并保持其跌幅至交易开启后6个月（年化回报率-14.1%）。而在经济没有进入衰退的情况下，衰退交易开启后3个月的收益率为5.1%。

衰退概率低，但高波动短期恐延续

美国经济衰退的可能性仍然较低，经济基本面韧性强，边际放缓主要由于短端利率高位对相关利率敏感部门的压制，而最主要的压力来自小企业（参见

《“浅降息”的经济逻辑和资产主线》)。

一方面，在短端利率不降的情况下，经济存在降温压力。小企业的融资利率仍然在9%以上，持续压制经营情况。50人以下的小企业雇佣自去年8月基本停滞，10人以下的微型企业雇佣量较去年年底下滑59万。雇佣需求不足，叠加劳动参与率回升和新移民带来更多供给，促使劳动力市场转冷。3月以来，失业率从3.8%逐步抬升，并在7月跳涨至4.3%，符合我们之前对劳动力市场明显走弱至非线性拐点（“inflection point”）的判断（详见《[美国劳动力市场拐点的政策和资产含义](#)》）。

另一方面，经济韧性的基石整体稳健，家庭部门的债务负担并没有出现快速上行，杠杆率反而进一步下滑。在此基础上，家庭房产净值已超过2022年高位，推动消费持续扩张。财政依然对经济起到强支撑。据CBO、OMB等权威机构的一致预期，以及三季度财政部的预计净融资量，我们预计7-9月三个月赤字规模可能超过6000亿美元（之前两个财年均值为5800亿美元）。正如我们在《[CBO上调赤字率，美国财政再发力](#)》中所述，虽然今年个税、企税等收入过高严重拖累赤字扩张，但拜登政府仍旧通过对外援助、扩张学生贷、延长福利政策执行期限等方式加大财政投入。强力的财政刺激对经济增速和通胀均起到支撑作用。

从近期来看，**美国消费、投资均呈现偏强态势**。二季度耐用品消费环比增速几乎全线恢复，地产链相关的家具、家具陈设表现尤其亮眼。新一轮投资周期也有开启迹象，GDP框架下的私人投资在设备投资的推动下上行，特别是工业设备投资的回升或说明制造业生产周期开启。从企业层面看，标普500销售环比第二个季度上行，引领资本开支上升。**金融条件的放宽促进消费与投资韧性**。自去年四季度至今，银行逐步放宽工商、消费、住宅等贷款标准，刺激消费与投资需求回升，从8月最新公布的数据来看，各类贷款需求呈现同步快速回升的态势。

往前看，如果降息兑现，实质降低短期融资成本，我们预计经济仍有较大的可能“软着陆”并实现经济周期的重启。7月中旬以来“衰退交易”很难得

到经济基本面的支撑，市场更有可能朝着历史上衰退交易被证伪的情况发展。但我们同时提醒，近期扰动全球市场的外生事件频发，日元套利交易平仓、地缘政治风险、美国大选等事件叠加在一起，不确定性加剧。再加上持续缩表导致美元狭义流动性下滑，对股市起到压制作用，市场容易出现“惊弓之鸟”的反应。

依据我们在《[美国选举年的大类资产：不确定性中寻找确定性](#)》中的梳理，选前三个月的焦灼期，股市平均回报与胜率均显著下滑，大宗商品（特别是铜）价格徘徊不前，而这种压制将在选后快速消解。在高波动时期，无需与市场情绪作对；而从长期来看，我们仍坚持在《[“浅降息”的经济逻辑和资产主线](#)》中的观点，随着降息后以小企业为代表的终端需求再次提振，经济周期有望重启，不确定性在大选后褪去，经济韧性支撑下顺周期资产将逐渐绽放。落到利率上，我们预计降息前十年期美债利率将在3.7%-4.1%中枢震荡，取决于避险情绪和关键经济数据（尤其关注八月底九月初经济数据改善或向上超预期对于利率的向上提振），降息后伴随经济好转，叠加通胀基数效应，通胀同比或回升。我们预计十年期美债利率的中枢为4.5%（即约3%的通胀中枢+1.5%的实际经济增速）。

以上观点来自：2024年8月7日中金公司研究部已发布的《[衰退概率低，但市场波动或持续](#)》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

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

专题聚焦

海外央行公开市场操作的经验与启示

去年中央金融工作会议上提出，“要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。”之后，关于我国央行如何实施国债买卖，市场有诸多讨论。近期，央行进一步优化了公开市场操作机制，将以往的价格招标改变为固定利率、数量招标。许多投资者期待借鉴海外央行公开市场操作经验，来理解我国央行OMO机制优化后的实施效果。我们梳理了其中市场关注的几个方面的内容，希望供投资者参考。

报告讨论主要围绕以下几个问题：

1. 央行国债买卖仅仅是非常规货币政策工具吗？常规货币政策时期如何应用国债买卖和逆回购工具？
2. 买卖国债与逆回购作为流动性投放的数量工具，两者之间孰优孰劣？海外央行如何选择？
3. 央行公开市场操作，如何招标？价格型招标和数量型招标如何选择？
4. 央行加大国债买卖能增加国债流动性吗？
5. 央行买卖国债如何选择操作的期限？
6. 海外央行历史上国债卖出操作有哪些？
7. 央行买卖国债对市场收益率曲线的影响如何？

通过梳理海外主要央行常规货币政策工具的实践经验，对于我国央行近期货币政策框架的转变，我们有如下思考：

一、历史上我国央行曾经应用国债买卖作为公开市场操作工具，兼具数量工具和利率工具职能。

二、未来有望逐步重新将国债买卖纳入公开市场操作工具箱，货币政策框架中，利率型工具和数量型工具或将有所分离。

三、如果我国开始逐步引入国债买卖操作，我们预计可能会有如下变化：未来可能会形成7天逆回购、MLF和买卖国债同时并存的格局，国债买卖更多以收益率曲线引导为目的。

四、央行买卖国债对利率的影响，还需要取决于市场预期、债券供给等因素。

五、展望我国国债市场流动性来看，我们认为引入央行国债买卖工具对于提升国债市场的流动性存在不确定性。



以上观点来自：2024年8月6日中金公司研究部已发布的《海外央行公开市场操作的经验与启示》

韦璐璐 分析员 SAC 执证编号：S0080519080001 SFC CE Ref: BOM881

薛丰昀 分析员 SAC 执证编号：S0080524080002 SFC CE Ref: BUT563

陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220

专题聚焦

日元套息交易平仓风波暂时缓和

近日，全球资产经历大幅波动，日元套息交易逆转或平仓（unwinding）是背后重要的资金力量。北京时间8月7日，日本央行副行长内田真一称不会在市场不稳定的时候加息²；叠加我们美国经济基本面不支持目前“衰退交易”的定价（详见《[衰退概率低，但市场波动或持续](#)》），日元套息交易逆转带来的风波暂时缓和，但参照历史规律，我们认为其风险可能并未完全解除。

从历史上看，日元是全球套息交易重要的融资货币，套息交易与日元汇率正相关，套息交易逆转普遍伴随着日元快速升值。文献显示³，日本外资银行内部往来账户资产是较为准确的日元套息交易规模衡量指标。90年代中后期，日元成为套息交易融资货币以来，共经历5轮（1998年、2002年、2007年、2015年和2022年）较为明显的套息交易逆转和日元快速升值的情况，日元套息交易逆转周期与日元升值周期高度重合。

从原因上看，日元套息交易呈现出“美日利差收窄-套息交易逆转-日元升值”的逻辑链条。具体来看，1998年、2002年和2007年三轮日元快速升值时期，伴随着美联储和日本央行降息周期。但由于日本央行货币政策幅度不及美联储，因此美联储降息占主导影响，美日利差收窄，日元套息交易规模下降，推动日元进一步升值。2015年与2022年两轮日元快速升值周期则更多是由于美联储货币紧缩不及预期或接近尾声，美日利差预期收窄的影响。

历史规律显示套息交易逆转普遍在3至5个月内企稳，同时，美日长端利差对日元套息交易有较好的领先性。日本外资银行内部往来账户资产和芝加哥商品交易所（CME）日元非商业持仓净头寸分别可作为衡量日元套息活动的低频（月度）和高频（周度）指标，两者均显示，此前5轮套息交易逆转平均在3至5个月内企稳。同时，高频数据显示，2024年7月初以来，日元兑美元汇率与CME日元非商业持仓净头寸同步回落，显示日元套息交易出现逆转迹象。与此前5

² https://m.gmw.cn/2024-08/07/content_1303814577.htm

³ Hattori, M., & Shin, H. S. (2009). Yen carry trade and the subprime crisis. IMF Staff Papers, 56(2), 384-409.

轮套息交易逆转过程相比，我们认为当前日元套息交易逆转进程恐刚刚过半。同时，美日长端利差与日本外资银行内部往来账户资产历史月度数据显示，美日长端利差是套息交易活动较好的领先指标，领先日本外资银行内部往来账户资产9个月左右。目前，美日长端利差从前期的高点3.98%左右已降至2.9%附近，美日利差收窄暗示未来日元套息交易逆转的风波虽然暂时放缓，但其风险或仍将持续。

从对资产的影响上看，套息交易逆转本身是结果而非原因，需要具体分析套息交易逆转背后的基本面原因。套息交易逆转直接的影响可能仅限于日元汇率，而与其他资产的表现更多呈现相关关系而非因果关系。除利好日元、全球国债和黄金外，其它资产并没有较为稳定的反应规律，大宗商品和股市不同时期内部分化较大，市场波动性（VIX）整体上升。比如，在1998年全球降息周期和2022年末日本调整YCC两段日元升值时期，全球股市表现较好；在2002年、2007年和2015年三轮由避险情绪驱动的日元升值周期中，全球股市整体承压。然而，无论是美国经济衰退（2002年、2007年）、市场避险情绪升温（2015年）、还是美联储紧缩政策放缓（2015年、2022年）推动的套息交易逆转和日元升值，黄金均表现较好。

以上观点来自：2024年8月8日中金公司研究部已发布的《日元套息交易平仓风波暂时缓和》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

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

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.8.5 中国宏观简评：低基数提振增速，财政支撑社融——7月经济数据前瞻
- 2024.8.6 中国宏观专题报告：图说中国：2024年三季度
- 2024.8.7 海外宏观简评：衰退概率低，但市场波动或持续
- 2024.8.8 中国宏观热点速评：台风对出口的影响较大——2024年7月进出口数据点评
- 2024.8.8 其他宏观热点速评：日元套息交易平仓风波暂时缓和
- 2024.8.10 中国宏观热点速评：除去菜肉，依然偏弱——2024年7月物价数据点评

策略及大宗商品

- 2024.8.5 海外策略：套息交易与流动性冲击的新问题
- 2024.8.6 A股和港股行业首选：2024年8月
- 2024.8.7 有色金属：聚焦：铜：基本面稳健指向软着陆
- 2024.8.8 大类资产观察：如何对冲美国衰退风险？

固定收益

- 2024.8.5 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.8.5 招投标备忘录：24年国开债第8、15期增发——利率债招标分析
- 2024.8.6 简评：汇成股份转债投资价值分析
- 2024.8.6 简评：地产债表现亮眼，城投债仅余AA-评级超额行情相对显著——2024年7月行业利差跟踪
- 2024.8.6 招投标备忘录：24年贴现国债第44、45期新发，付息国债第12、14期续发，农发债第20、21期增发——利率债招标分析
- 2024.8.6 专题研究：海外央行公开市场操作的经验与启示
- 2024.8.7 简评：出口走弱，但未来顺差结汇可能上升支撑汇率——7月贸易数据分析
- 2024.8.7 招投标备忘录：24年国开债第14、15期增发——利率债招标分析
- 2024.8.7 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.8.8 中国城投债券月报：再提财税体制改革，化债政策边际变化——7月城投债券月报
- 2024.8.8 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报

- 2024.8.9 简评：核心CPI走弱，仍待政策刺激力度提升——7月通胀数据分析
 2024.8.9 固收+：交易实现固收+：XGBoost与N-S模型的碰撞

行业

- 2024.8.5 公用事业：节能降碳系列举措：消纳责任权重大幅提高，压实责任主体；首次纳入电解铝
- 2024.8.5 REITs：公募REITs月报（2024-7）：市场延续稳健表现，经营确定性主导分化行情
- 2024.8.5 造纸：造纸2024下半年展望：更短的浆周期，更重要的安全边际
- 2024.8.5 电力电气设备：电新周报：全球储能中标容量环比上升，7月二线工控设备厂商经营仍有韧性
- 2024.8.5 科技硬件：云计算资本开支观察（2Q24）：AI商业价值有望稳步呈现，积极投资尚具可持续性
- 2024.8.5 旅游酒店及餐饮：预计餐企业绩分化，环境压力倒逼调整创新
- 2024.8.5 机械：氢储运专题：发展液氢装备正当时
- 2024.8.6 科技硬件：全球硬科技巡礼（二）：观史思今，日本半导体材料创新何以屹立潮头
- 2024.8.6 机械：通用&自动化周主题：中国市场制造业需求整体承压，机床需求好于机器人
- 2024.8.6 不动产与空间服务：周评#401：上周新房销售环比略增
- 2024.8.6 交通运输物流：双周报#394：海运价格回落，关注航空暑运高峰票价
- 2024.8.6 主题研究：2Q24光伏公募持仓回顾：减仓幅度拉大，剔除逆变器已经低配
- 2024.8.6 电力电气设备：新型电力系统建设再提速，关注九大方向
- 2024.8.6 公用事业：2Q24基金持仓追踪：水核获得大幅加仓；香港本地公用事业关注度渐起
- 2024.8.7 汽车及零部件：鸿蒙智行再落一子；看好华为+赋能车企
- 2024.8.7 主题研究：Figure 02产品新发布，硬件能力再升级
- 2024.8.7 建筑与工程：建筑2024下半年展望：央企仍是较稳健选择
- 2024.8.7 银行：美国银行追踪：经济数据催化衰退交易，衰退交易放大金融风险，关注政策对冲
- 2024.8.7 传媒互联网：游戏出海之小游戏模式：中腰部厂商的轻量化出海新路径
- 2024.8.8 银行：7月金融数据前瞻
- 2024.8.8 房地产：美国住宅市场：仍需静候周期再启动

- 2024.8.8 机械：海外高空作业平台季度跟踪（5）：北美市场景气延续
- 2024.8.8 基础材料：全球核电需求向好+低成本铀矿资源有限，铀矿价格中枢有望抬升
- 2024.8.8 公用事业：风光公用环保8月月报：电力调整后再现投资机会，光伏价格及市场双底初现
- 2024.8.9 汽车及零部件：7月价格体系趋稳；新能源渗透率首超50%
- 2024.8.10 钢铁：钢铁2024下半年展望：聚焦被低估的制造业核心资产



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