

# 研报精选

2024年10月26日 第193期

## 宏观专栏

### 9月出口同比增速下滑的背后原因

9月出口同比增速较8月回落6.3个百分点。报告认为，9月出口同比下降或主要源于台风、提前发货和基数偏高等短期因素，而非基本面变化。其中，台风对9月出口同比增速的负面影响约2.4个百分点，提前发货和基数因素的负面影响约2.5个百分点。

### 布局美国设备投资重启：总量篇

报告认为，逆全球化及地缘政治冲突加速产业链在区域内重构，美国本身的再工业化进程也面临着基础设施老化等问题。在此背景下，报告预计美国有望开启新一轮的设备投资周期。

## 专题聚焦

### 新能源全面入市的挑战与选择

报告认为，新能源全面入市面临两大挑战，分别是自身收益不确定性增加和对其他市场主体造成冲击。因此需要完善相关市场机制，按项目类别推进新能源有序入市。

### 谁能赢得美国大选？——金融市场交易的信号

报告认为，金融市场对美国大选有指示意义，近期海外资产集中交易特朗普胜选。资产交易的博弈与候选人政策取向紧密相关，特朗普和哈里斯的政策分歧主要体现在贸易、产业和监管等方面。

## 宏观专栏

### 估算9月出口同比下降的大部分或源于非基本面变化

9月出口同比增速为2.4%，较8月的8.7%回落6.3个百分点。海关总署<sup>1</sup>对此给出了一个解释：“首先，跟9月份的极端天气有一定的关系，9月两次台风接连在长三角地区登陆，历史数据也显示，台风对出口的影响持续时间比较长，台风过后船队的排期往往会顺延，出口有所滞后。其次，前段时间受全球航运不畅、集装箱短缺，以及美国东海岸码头工人合同到期谈判预期等的影响，企业的出货、物流节奏有所调整，数据也显示，部分产品往年出口旺季是在三季度，今年提前了一个多月。此外，去年9月出口规模基数是比较高的，是年内的次高，仅次于12月份，基数偏高也制约了今年9月的同比增速。”我们已经在《[短期因素再度扰动出口——2024年9月进出口点评](#)》中对以上因素进行了定性分析，而随着9月出口细项数据的发布，我们进一步定量测算了以上短期因素对9月出口的影响。

我们估算台风对2024年9月出口同比增速的负面影响约2.4个百分点。由于台风会造成港口、公路、铁路等运输方式短期受阻，甚至也会造成部分工厂短期停工，并通过供应链传导、放大这种效应，因此台风对出口会造成一定短期负面影响。许多研究也提供了实证证据<sup>2</sup>。9月台风主要影响了长三角地区，而从分地区数据来看，9月江浙沪地区海关出口1152亿美元，较8月环比下降8.3%，而9月其他地区海关出口1885亿美元，较8月环比上升3.0%，或主要体现了台风的负面影响。如果9月长三角地区没有受到台风影响，那么我们假设9月江浙沪海关出口环比增速与其他海关相同，9月江浙沪海关出口应为1224亿美元，较现值提升72亿美元，可以提升整体出口增速2.4个百分点。此外，9月发货地为江浙沪地区的出口环比8月下降6.6%，而发货地为其他地区的出口环比8月上升1.5%，程度皆弱于江浙沪海关和其他地区海关。我们认为，这主要是由于台风

<sup>1</sup> <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34950/index.html>

<sup>2</sup> Osberghaus D. The effects of natural disasters and weather variations on international trade and financial flows: a review of the empirical literature[J]. *Economics of Disasters and Climate Change*, 2019, 3(3): 305-325.

对于港口运输的影响要大于其他运输方式和生产。

我们估算提前发货和基数因素对2024年9月出口同比增速的负面影响约2.5个百分点。由于全球供应链、台风的扰动主要集中于6-9月，因此我们以2024年5月数据为基础，并采用2023年9月相对于2023年5月的增速来外推2024年9月的出口金额，可以得出2024年9月出口应为3184亿美元，较考虑台风因素后的出口增速再提升2.5个百分点。

我们估算外需边际回落对9月出口同比增速的负面影响约1.4个百分点。9月出口同比增速相较于8月的剩余1.4个百分点的降幅或可归因于外需的边际回落。海外制造业PMI已经连续4个月回落，显示外需边际放缓，或边际拖累中国出口增速。但若美国经济软着陆，外需或仍有一定韧性。从10月高频数据来看，韩国前10天日均出口同比+9.0%（9月为13.1%），越南前两周出口同比+13.9%（9月为+10.8%），呈现分化走势。我们预计10月出口季调环比、同比或较9月改善，全年出口同比增速或仍为5%左右。分行业来看，1-9月出口同比增量排名靠前的细分产品包括集成电路（191亿美元）、船舶（138亿美元）、小客车（128亿美元），我们预计这种增长趋势或仍有望在年内延续。

---

以上观点来自：2024年10月21日中金公司研究部已发布的《估算9月出口同比下降的大部分或源于非基本面变化》

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

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

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

## 宏观专栏

### 布局美国设备投资重启：总量篇

长期来看，结构性的正向需求冲击，是推动投资周期上行的稳定支撑。近年来，逆全球化及地缘政治冲突加速产业链在区域内重构，带来较大的投资需求，美国本身的再工业化进程也面临着基础设施老化等长期结构性问题，亟需扩产能和购置设备。短期来看，随着美联储开启降息，财政、货币双宽松的环境已经形成，叠加经济本身的底层韧性，或将促使美国经济较快回暖（详见[《降息后，美国经济多快反弹？》](#)）。消费、地产、库存等多维度企稳回升，将刺激产能扩张和设备投资增加。此外，延续大财政和旨在振兴美国制造业的一系列产业政策从特朗普政府到拜登政府，已逐渐成为两党共识，政策延续性将助力上述结构性和周期性因素（详见[《美国选举年的大类资产：不确定性中寻找确定性》](#)）。

随着销售的企稳回升，标普企业资本开支环比已于二季度触底回升。行业层面的资本开支呈现明显顺周期特征。基于此，我们再次提示三条市场主线：1) 家庭消费韧性相关的可选消费板块；2) 地产韧性相关的地产链，如五金水暖、家居家具等；3) 设备投资与制造业相关板块，包括原材料和能源、装备制造、电力设备等工业基础设施。相关板块涉及的国内出口行业也有望得到提振。

在“布局美国设备投资重启”系列报告中，我们重点分析了机械和电力设备的行业基本面及投资机会与风险。我们预计机械将更多受益于美国货币财政双宽松刺激下的美国经济周期重启，金融地产周期上半场以及健康的居民资产负债表。电力设备更多受益于美国再工业化带来的趋势性电力需求增量和本土的结构性供给瓶颈。

---

以上观点来自：2024年10月21日中金公司研究部已发布的《布局美国设备投资重启：总量篇》

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

### 新能源全面入市的挑战与选择

大力发展新能源已成为全球绿色转型趋势下的基本共识，迎接新能源逐步全面入市也成为我国下一阶段电力体制改革的主要目标与重点工作。然而，新能源在入市过程中，可能会对其自身及其他主体原有的生产或盈利模式带来冲击，阶段性的“阵痛”也许无法避免，关键是要准确识别痛点并“对症下药”。

在充分考虑我国新能源入市面临的各方面挑战及特殊性的基础上，我们研究提出按项目类别推进入市节奏的探索路径：先增量后存量、分布式先聚合再入市、有效利用政府授权差价合约（CfD）或中长期购电协议（PPA）等金融合约，稳妥有序推进不同类型新能源项目全面入市。同时，从稳定新能源环境价值变现渠道、完善容量补偿机制、衔接好辅助服务与现货及容量市场、探索建立电力金融衍生品市场等方面完善适应高比例新能源参与的电力市场机制。最后，针对改革落地过程中的不同主体提出相关建议：政府端，加强政策引导，增强新能源投资信心；市场端，加快构建适应高比例新能源参与的市场交易机制；企业端，练好内功，建立适用于市场环境下的经营模式；金融机构，创新电力金融衍生品，为新能源入市提供丰富有效的避险工具。

► 鼓励新能源参与市场交易，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，成为“后补贴时代”新能源高质量发展的重要前提，我国也已明确提出2030年新能源全面进入市场的改革目标。在这一过程中，各方主要面临两大痛点：一是新能源自身收益不确定性增加或影响投资积极性；二是新能源入市过程可能会对其他市场主体造成冲击。

► 针对痛点一，亟需重新稳定新能源的收益锚，按照项目类别推进新能源有序全面入市：延续增量项目的入市节奏，重点鼓励新增项目签订中长期购电协议（PPA）或参与政府授权差价合约（CfD）竞标，并加强PPA/CfD与现有中长期市场及现货市场的衔接；逐步引导存量项目进入市场，重点探索政府授权CfD等方式与市场化定价模式有效衔接；随着负荷聚合商、虚拟电厂等模式的成熟，鼓励分布式新能源先聚合，再参照集中式项目入市方式参与市场交易。

同时，增加新能源环境价值变现渠道，放大其确定性收益。

► 针对痛点二，关键是处理好新能源入市过程中及入市后不同主体的责权利公平分配问题：一是完善容量补偿机制，推动新能源与煤电完成市场新老主体的平稳过渡；二是衔接好辅助服务市场与现货及容量市场，有效激活储能、虚拟电厂等灵活调节主体的积极性；三是积极探索建立电力期货、期权等金融衍生品市场，持续丰富市场避险工具体系。

► 在改革实践过程中，需要政府、企业及其他市场机构协同发力：政府端，加强政策引导作用，弥补市场波动可能引发的投资信心不足；市场端，加快构建适应高比例新能源参与的市场交易机制，用好“无形的手”来平衡市场各主体的责权利；企业端，练好内功，准确研判各自在高比例新能源市场交易体系下的功能定位，建立适用于新市场环境下的经营模式；金融机构，创新电力金融衍生品，为各主体参与市场交易丰富避险手段。

---

以上观点来自：2024年10月18日中金研究院已发布的《新能源全面入市的挑战与选择》

郑宽 分析员 SAC 执证编号：S0080524070002

陈济 分析员 SAC 执证编号：S0080524070012

## 专题聚焦

### 谁能赢得美国大选？——金融市场交易的信号

本次美国大选异常胶着，过程中还出现了特朗普枪击事件、民主党临时换帅等罕见的情况，选情也伴随这些事件数次反转。从民调和博彩赔率看，特朗普近期再度领先，这是否意味着特朗普一定能够胜选？在2016年特朗普黑马得胜后，民调响应率和准确性多受质疑，是否有其他方式能让我们交叉验证当前民众对大选的判断？资产又计入了怎样的预期？

#### 常用的大选观测手段：摇摆州民调数据和博彩赔率均表明特朗普领先

相比全国民调数据反映全民普选下的支持率，摇摆州民调在美国“选举人团”制度下比普选民调更为关键，博彩赔率是大选的高频观测指标。近期，特朗普在关键摇摆州和博彩赔率都反超了哈里斯。

► **特朗普在摇摆州重获领先优势。**全国民调中哈里斯保持1.6%的领先，但是从选举人票看，近期特朗普在多个摇摆州的支持率明显回升，重新在宾夕法尼亚州等关键摇摆州反超哈里斯。如果以当前各州民调情形投票，特朗普和哈里斯分别锁定了己方阵营的219票和215票，考虑特朗普在摇摆州或再获得93票，合计312票，已经超过270票获胜条件。

► **特朗普博彩赔率反超哈里斯。**根据PredictIt数据，截至2024年10月22日，特朗普以59%的博彩赔率反超哈里斯，也是本次大选的第2次重要反转：7月下旬，哈里斯接任拜登后支持率迅速反超特朗普，10月10日再度反转。

民调是大选的重要观测工具，但由于调查样本、投票选择和选举人制度等原因，过去大选中也存在过偏差。例如2016年大选中民调未对学历因素进行关注，低学历选民更支持特朗普，但却不太愿意对民调做出回应，成为“隐藏选民”。1948年杜威输给杜鲁门的大选中，部分杜威的支持者就曾因为前期民调大幅领先，而没有在大选日投票，最终杜鲁门以4.5%的优势赢下大选。因此，除民调之外，从别的角度再做补充也非常重要。

#### 金融市场：对大选有指示意义，近期海外资产集中交易特朗普胜选

市场没有水晶球，但市场也并非一无所知。2016年的大选同样胶着，民调数据显示希拉里领先，最后看似特朗普黑马获胜，但金融市场中俄罗斯卢布对墨西哥比索在2016年全年趋势性升值了40.4%，似乎早就预示了这点。1980年，喊出第一版MAGA（Make America Great Again）口号的里根总统在胶着选情中获胜时，在弱化政府干预和大幅减税等的自由主义政策预期下，美股扭转前三年颓势，1980年仅一年就贡献了卡特总统任期四年的几乎全部涨幅（1977年至1979年上涨0.45%，1980年上涨25.8%），即便背景是美国失业率在当年7月达到7.8%的区间高点。

资产交易的博弈与两者政策取向紧密相关，在临近大选时尤为如此。特朗普和哈里斯的政策分歧主要在：

► **对外政策：特朗普关税政策更激进，哈里斯政策对盟友更友善。** 特朗普坚持美国优先原则，宣称可能对进入美国的所有商品征收无差别的10%基准关税<sup>3</sup>，并对中国加征60%或更高的关税<sup>4</sup>，且称在贸易问题上也因为墨西哥、加拿大和欧盟受损（screwed）；对目前俄乌地缘局势和美国移民问题特朗普都与民主党持不同看法。在其上一轮任期中，美国不仅将中国进口关税从2018年初的3.1%左右增加至20%以上（PIIE统计测算），全球其他国家的关税也从2.2%加征至3%。上一轮加关税的行为对欧洲、韩国等市场也造成了负面影响。哈里斯则明确反对特朗普全面加征关税，并抨击特朗普全面关税政策实际为消费税，会“摧毁美国人”<sup>5</sup>，其贸易手段可能更类似拜登政府，加征中国部分行业的进口关税，但对美墨加联盟等盟友更加友善。

人民币、墨西哥和越南汇率走弱，或在交易特朗普胜率上升。2016年特朗普参选时提议修建墨西哥边境墙，并宣称将收取“惩罚性关税”。2020年10月，美国对越南启动了两项301条款调查，并在特朗普即将卸任的12月把越南列为了汇率操纵国。受到这些政策预期影响，人民币和墨西哥比索在2016年，尤其

<sup>3</sup> <https://www.donaldjtrump.com/agenda47/agenda47-cementing-fair-and-reciprocal-trade-with-the-trump-reciprocal-trade-act>

<sup>4</sup> <https://www.cnbc.com/2024/02/04/trump-floats-more-than-60percent-tariffs-on-chinese-imports.html>

<sup>5</sup> <https://www.facebook.com/msnbc/videos/vp-harris-says-trumps-policies-will-make-high-prices-higher/1176168236829649/>

是11月大选结果出炉后贬值，在2020年大选升值。今年墨西哥比索从年中再度开始趋势性贬值，9月底人民币转为贬值，从7.01贬值至7.12，9月中至今越南盾贬值3.4%。

► **产业：特朗普更加支持传统能源，哈里斯支持清洁能源。**特朗普称“美国脚下的液态黄金比任何其他国家都要多”，支持加快发放石油、天然气勘探许可，并宣称要再度退出巴黎协定。哈里斯更加支持发展清洁能源，多次明确表示发展清洁能源和维护环境正义是优先事项，曾称气候变化是“生存威胁”。

近期美股油气指数相对清洁能源跑赢是为印证。我们提取标普500指数中油气能源指数和清洁能源公司指数来计算相对表现，油气能源在2016年大选时趋势性跑赢清洁能源，2020年大选则趋势性跑输。在2024年大选时，7月哈里斯“蜜月行情”阶段油气能源再度跑输，但9月底转为强势上涨。9月26日以来，油气能源大涨5.8%，清洁能源指数则大跌9.4%。

► **监管：相比拜登和哈里斯政府，特朗普更倾向于放松监管。**特朗普致力于恢复其任期内放松管制的政策，例如任期内出台的《放松监管法案》来放松《多德-弗兰克法案》，希望减少阻碍就业、自由和创新的监管。哈里斯并未对金融监管明确表态，但根据拜登及民主党政策一贯取向和其过往经历，哈里斯对普通民众权益、风险以及隐私权等非常重视，可能会维持强监管。

受监管强度影响较大的金融行业在9月底开始大幅跑赢指数。2016年标普金融行业相对大盘指数跑赢，2020年转为跑输，2024年9月25日开始，金融行业再度快速且大幅上涨5.3%（同期标普500指数上涨2.3%），反映了宽松监管预期对该行业股价的提振。

► **加密货币：特朗普对比特币等加密货币持更开放的态度，其竞选纲领称共和党将结束民主党的加密货币打击行动，反对创建中央银行数字货币；将捍卫挖掘比特币的权利，确保每个美国人都拥有权自行保管其数字资产，并在不受政府监视和控制的情况下进行交易。这种态度的转变起始于2024年，2024年大选之前的特朗普对比特币并不支持。比特币近期也伴随特朗普胜率上升应声大涨。**

► **社交媒体：**特朗普传媒科技集团（DJT）自9月23日以来涨幅更是高达惊人的183.5%。

因此，总体来看，大多数与大选政策紧密相关的金融资产自9月底开始伴随选情变化共同转向“特朗普交易”。

### 经济和资产影响：美元偏强，黄金中性、利率上行

我们在《[2024年美国大选追踪](#)》系列报告中阐述了特朗普和哈里斯不同组合下可能产生的影响。

从经济影响看，哈里斯政策框架下的美国经济更类似拜登政府任期下的延续，即“不温不火”维持现有路径：需求增量的刺激力度不大，但影响供给的关税和移民政策也更温和。特朗普有可能带来“大开大合”的变化：需求侧大规模减税提振美国经济增长，但大幅加关税、限制移民也可能造成供给侧的通胀风险。在特朗普胜选情境下，“共和党全胜”对增长和通胀提振最大；“特朗普+民主党众议院”可能是“最差”情形，即需求刺激受阻，但通胀扰动增加（《[美国大选的四种情景推演](#)》）。

对资产来说，无论是“共和党全胜”还是“特朗普+民主党众议院”的情境下，都更可能导致美债利率上升，美元走强（但需要关注行政干预推动美元竞争性贬值），且即便由于高利率压制，黄金也会因为避险显示出配置价值。差异在于，“共和党全胜”情境下，经济增长更好，美股盈利提振幅度更大，美债利率上升的幅度可能也会更高。

对中国而言，美国大选的影响除了体现在情绪上外，最为直接的就是贸易与产业政策。若特朗普当选，加征关税在情绪上影响中国市场，或压制相关风险资产表现，尤其是出口链；但边际上更弱的出口和可能更大的外围政治不确定性，可能需要政策为实体经济提供更多支撑。对美出口占比低+对华进口占比高的行业或具备相对韧性（《[大选如何影响中国市场？](#)》）。另需关注的是，相比海外资产，中国出口链可能尚未明显反应选情变化。我们筛选了沪深300指数中美国收入占比超过20%和低于1%的公司来对比。对美出口更低的公司

在2016年大选时和2018年贸易摩擦阶段都更有韧性，但2020年大选表现更疲软。这种差异都在接近选举年中才出现，可能是因为国内资产对美国大选信息的定价更滞后。在今年7月枪击事件发生后，低美国收入占比的公司短暂跑赢，但近期分化不明显，或意味着在国内政策和预期有较大变化的当下，投资者对海外信息计入尚未充分。



---

以上观点来自：2024年10月23日中金公司研究部已发布的《谁能赢得美国大选？——金融市场交易的信号》

李雨婕 分析员 SAC 执证编号：S0080523030005 SFC CE Ref: BRG962

缪延亮 联系人 SAC 执证编号：S0080123070015 SFC CE Ref: BTS724

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2024.10.21 中国图说中国宏观周报：估算9月出口同比下降的大部分或源于非基本面变化
- 2024.10.21 海外宏观探市：布局美国设备投资重启：总量篇
- 2024.10.25 中国宏观专题报告：图说中国：2024年四季度

### 策略及大宗商品

- 2024.10.21 A股策略周报：科技成长风格能否继续占优？
- 2024.10.22 海外策略专题：大选如何影响中国市场？——2024年美国大选追踪（七）
- 2024.10.23 主题策略：谁能赢得美国大选？——金融市场交易的信号

### 固定收益

- 2024.10.21 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.10.23 简评：豪24转债投资价值分析
- 2024.10.23 简评：天润转债投资价值分析
- 2024.10.23 简评：英搏转债投资价值分析
- 2024.10.23 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.10.24 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.10.25 中国可转债策略周报：转债语境中一些“难回答”的问题

### 行业

- 2024.10.21 不动产与空间服务：一线城市调研：信心边际修复，持续行情仍需增量政策
- 2024.10.21 家电及相关：国补带动扫地机弹性，石头份额明显领先
- 2024.10.21 煤炭：9月点评：供给边际恢复，静待需求旺季
- 2024.10.21 REITs：公募REITs周报（10.14-10.18）：市场缩量震荡，关注配置机会
- 2024.10.21 公募洞察系列：渠道视角：基民需求愈发多元、销售格局分化加大——数说基金#2
- 2024.10.21 电力电气设备：电新双周报：AI服务器电源增量弹性十足，全球储能招标容量环比上升
- 2024.10.21 家电及相关：线上家电补贴重大变化，更多品类受益

- 2024.10.21 公募洞察系列：券商分仓视角：公募降佣大幕拉开、卖方市场将迎变局——数说基金#3
- 2024.10.21 机械：布局美国设备投资重启：机械篇
- 2024.10.21 交通运输物流：机场：合资模式委托经营商业业务持续开展
- 2024.10.21 博彩及奢侈品：十一黄金周强劲表现有望驱动行业4Q24基本面
- 2024.10.22 不动产与空间服务：周评#411：上周新房销售面积同环比均增逾一成
- 2024.10.22 汽车及零部件：特斯拉人形机器人追踪（三）：软件能力持续升级；后续关注方案冻结与定点落地
- 2024.10.22 传媒互联网：游戏板块：新游测试密集，关注估值提升
- 2024.10.22 传媒互联网：9月电商数据：以旧换新带动线上消费复苏
- 2024.10.22 农业：宠物经济专题#2：国货宠物动保破冰启航
- 2024.10.23 汽车及零部件：重卡跟踪月报：9月新能源及出口创历史新高，期待政策支持下4Q24销量同环比增长
- 2024.10.23 博彩及奢侈品：2024年9月全球瑞士表出口额同比下滑12.4%
- 2024.10.24 化工：9月油价震荡向下，静待政策持续驱动需求回暖
- 2024.10.24 可选消费：美妆医美月报：9月淡季美妆大盘稳健增长，关注龙头三季报及双11大促表现
- 2024.10.24 电力电气设备：布局美国设备投资重启：电力设备篇
- 2024.10.24 传媒互联网：AI视频应用（一）：进化进行时，关注B端升级及C端内容破圈
- 2024.10.25 传媒互联网：基金3Q24传媒持仓分析：维持低配，游戏板块偏好环比提升

## **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