

研报精选

2022年8月15日 第84期

宏观专栏

汇率向能源看齐

今年以来，美元有效汇率升值，日元、欧元均明显贬值，但人民币汇率保持相对稳定。报告认为，2022年汇率在向能源看齐，一国对外能源依赖度越低，汇率韧性就越强。我国稳定的能源生产也是人民币汇率的重要支撑。往前看，人民币汇率变化仍将与全球能源供给格局密切相关。

勿因单月降幅而低估通胀韧性

报告认为，虽然美国7月通胀有所放缓，但疫情后消费者通胀预期上升，自然失业率抬高，菲利普斯曲线重新陡峭化，须重视劳动力市场对通胀的前瞻指向作用。在就业很强的背景下，勿因单月降幅而低估通胀韧性。

专题聚焦

元宇宙系列研究之算力网络：数字经济新型信息基础设施

报告将算力网络定义为云、网、端结合，一体化调度算力资源的基础设施。报告认为，算力网络建设可为元宇宙及垂直行业应用发展提供更为灵活、低成本的算力服务，运营商在构建算力网络生态上具有天然优势。

企业集团财务公司“去金融化”的启示

报告认为，个别财务公司过度金融化、偏离主业、违规开具承兑票据可能是风险扩散的重要原因。7月29日银保监会发布监管新规，体现了“去金融化”、回归主业的政策导向，产融适度分离有利于维护金融稳定。

宏观专栏

汇率向能源看齐

今年以来，美元有效汇率升值，日元、欧元均明显贬值，但是人民币一篮子汇率保持了相对稳定。事实上，2022年汇率的变动在向能源看齐，对外能源依赖度越低的国家，其汇率韧性就越强，人民币的汇率的重要支撑也是国内稳定的能源生产。向前看，人民币汇率的变化仍将与全球能源供给格局密切相关。

在全球通胀的背景下分析汇率，必须要关注贸易条件的变化。今年一个突出的背景是石油等大宗商品价格的上涨、发达国家劳动力市场的持续紧张以及地缘政治的不确定性。宏观上的一个直接体现是持续走高的通胀。通胀本身具有很强的结构特征，同时也会带来再分配效应，在国际贸易格局中，谁受益于通胀，谁受损于通胀，一个直接的观察角度就是看贸易条件的变化。贸易条件是指一个国家出口商品价格与该国进口商品价格之比，出口价格的上升比进口商品价格的上升更快，则说明一个国家受益于通胀，反之则说明这个国家受损于通胀。

通过跨国比较可以看出，贸易条件是今年决定汇率的重要因素。从近半年来主要发达与发展中国家贸易条件来看，今年上半年中国贸易条件小幅改善0.6%，日本、欧洲则明显恶化10%以上，美国的贸易条件则出现了6.5%的改善。与此同时，贸易条件改善越多的国家，其汇率升值越多；贸易条件这一个变量，可以解释今年以来不同国家汇率变化差异的44%。

各国贸易条件变化的差异，与其能源对外依赖度有直接的关系。一个国家的能源净进口等于一个国家的能源进口量减去其出口量，我们用能源净进口占一个国家能源总消耗的比例来衡量其能源的对外依赖度。如果一个国家能源出口大于进口，那么这一比例为负值，反之则为正值。2021年，中国能源净进口占全部能耗的比例为21%，这一比例虽然明显高于一些能源出口国（美国-3.9%），但是明显低于其他重要的制造业竞争者（欧元区57.5%，日本93.0%，韩国81.4%）。能源对外依赖度解释了贸易条件变化的73%，是决定今年上半年贸易条件变化最重要的变量。

传统能源稳定了国内能源供给的基本盘，新能源的国际优势逐步显现。根据2021年数据，中国有56%的能源由煤炭供给，而我国煤炭自给率达到93%，2022年上半年累计产量21.9亿吨，同比增长11.0%，是中国能源基本盘的基本保障。今年上半年，可再生能源发电量实现稳步增长，全国可再生能源发电量达1.25万亿千瓦时，水电发电量同比增长17.5%，风电发电量同比增长5.6%，太阳能发电同比增长12.9%。与此同时，中国在新能源产业链上的优势也在出口中得到体现，2022年上半年组件出口量达78.6GW，同比增长74.3%；光伏产品出口总额约259亿美元，同比增长113.1%。

向前看，人民币汇率仍将与国际供给格局密切相关。汇率向能源看齐不仅是人民币的主要特征，也是全球汇率变化的主要特征。在全球大通胀、国际能源供给格局受到明显冲击的背景下，必须将贸易条件提到分析汇率的一个重要位置上，而不应该仅仅注意中外利差以及海外的总需求。决定贸易条件的重要因素，如前文分析，是各个国家的能源自给水平。考虑到能源自给率短期内难以发生实质性的变化，那么国际能源供应链的变化就成为决定汇率的重要因素。如果能源供应链继续恶化，国际能源价格持续走高，能源自给率越高的国家，贸易条件越可能改善，汇率越可能继续维持强势，中国将继续依赖自己的能源自给优势与制造业优势保持相对较强的人民币汇率。反之，如果国际能源供应得到缓解，能源价格下降，那么能源自给率高的国家的贸易条件可能会有所恶化，人民币汇率可能面临贬值压力。

以上观点来自：2022年8月7日中金公司研究部已发布的《汇率向能源看齐》

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

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

段玉柱 SAC 执证编号：S0080521080004

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

勿因单月降幅而低估通胀韧性

美国7月CPI同比增速降至8.5%（上月9.1%），环比增速降至零；核心CPI同比增长持平于5.9%，环比增长0.3%。从分项看，通胀回落主要受油价下跌影响，夏季过后机票与酒店价格下降也有所贡献。食品价格以及房租仍在上行，我们认为，这将增加通胀的粘性。总体上，虽然通胀有所放缓，但从分项数据中很难得到通胀风险解除的有力证据，而上周公布的非农就业数据异常强劲，或意味着降低通胀还有很长的路。这次疫情后消费者通胀预期抬升，加之疫情影响推高自然失业率，菲利普斯曲线重新陡峭化。我们务必重视劳动力市场对通胀的前瞻指向作用，在就业仍很强的背景下，勿因单月降幅而低估通胀韧性。

7月CPI增速低于市场的预期，从分项看，通胀回落主要受到能源以及出行项目的影 响。能源方面，受油价下跌影响，7月以来汽油零售价格持续下跌，带动CPI中的汽油价格环比下降7.7%。进入8月以来，汽油零售价格继续回落，截至8月8日最新数据，油价已从6月中旬5.11美元/加仑的高点回落至4.15美元/加仑，若按照此趋势外推，能源可能继续对8月通胀形成下行压力。出行方面，7月酒店宾馆价格环比下降3.2%，机票价格环比下降7.8%。我们认为这或与夏天过后旅行出行需求边际减少有关，因为去年三季度也出现过出行商品和服务价格环比下降情况。因此，这些价格的下降还不能被视为通胀降温的有力证据。

7月价格依旧坚挺的项目主要是食品价格和房租。食品总价格指数于7月环比上涨1.1%，增幅连续第11个月达到0.9%或以上。环比增速最高的食品分项包括面粉（3.2%）、麦片与烘焙制品（1.8%）、蛋类（4.3%）、咖啡（3.5%）、奶制品（1.7%），水果与菜价（0.5%）也有所上涨。

房租方面，业主等价租金（0.6%）和主要居所租金（0.7%）环比涨幅仍保持高位。这与我们一直强调的下半年美国房租将继续上涨的判断一致。事实上，房租与房价存在一定的替代关系，随着利率上升，居民购房能力下降，一部分购房需求可能会转化为租房需求，从而支持租金继续上涨。

其他产品方面，前期对通胀贡献大的新车（0.67%）价格依旧坚挺，家具和床具（0.9%）、家用纸类用品（3.1%）环比增速也较高，显示部分居家类商品需求仍有韧性。但大件家电（-2.2%）、电视（-0.8%）、电脑等智能家电（-1.8%）、电脑软件配件（-1.9%）等价格继续回落，说明消费者对这些商品的需求降温。由于工资增速居高不下，劳动密集型服务业的价格继续“水涨船高”。此外，医疗服务（0.4%）和娱乐服务（0.4%）价格均表现坚挺。

总的来看，尽管7月CPI通胀有所放缓，但从上述分项中还看不到价格全面放缓的有力证据，另外由于劳动力市场依旧强劲，未来通胀回落的速度或不会很快。劳动力市场与通胀的关系建立在菲利普斯曲线之上，许多研究表明，菲利普斯曲线仍然有效，过去30年持续“扁平化”可能更多与通胀预期被锚定有关，并不意味着失业率与通胀的关系就不存在了。这次疫情后美国消费者通胀预期已经显著抬升，意味着过去关于通胀预期被锚定的假设可能已不再成立，再加上劳动力短缺推高自然失业率，菲利普斯曲线或重新“陡峭化”。在这种情况下，我们务必重视劳动力市场对通胀的前瞻指向作用。

上周美国公布的非农数据大超预期，不仅新增就业人数达到52万，小时工资增速也保持在5%以上的高水平。虽然本周公布的CPI数据下行幅度超过预期，工资-通胀螺旋也从6月15.5%回落至14.7%，但仍处于历史高位，与70年代“遥相呼应”。另外最新公布的非农劳动生产率增速呈现下滑态势，而单位劳动力成本则进一步上升，根据历史经验，这也预示着通胀仍会较为顽固。我们假设不同情形下简单环比外推，若接下来到年底每个月CPI环比增速全部是0，年底CPI同比增速也有6.3%；若环比为0.2%，年底同比将会是7.3%；若环比为0.3%，年底CPI同比将还有8%。总而言之，想要通胀放缓可能需要看到劳动力市场进一步走弱，在就业仍然很强的背景下，勿因单月降幅而低估通胀韧性。

以上观点来自：2022年8月11日中金公司研究部已发布的《勿因单月降幅而低估通胀韧性》

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

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

肖捷文 SAC 执证编号：S0080121070451

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

专题聚焦

元宇宙系列研究之算力网络：数字经济新型信息基础设施

算力网络是数字经济建设的关键基础设施。我们将算力网络定义为将云-网-端相结合，一体化调度算力资源的基础设施。传统的网络设施仅仅承担信息传递的基础功能，是连接用户与计算资源的“数据通道”；而算力网络可以构建数据、计算资源、网络的一体化服务。

随着数字经济的发展，数据快速增长带来算力规模的扩张。算力网络能够调度区域间不均衡分布的算力资源，直接通过网络提供算力服务。我们认为5G网络的建设已经为算力网络奠定了云和网融合的底层技术基础，算力网络建设可为元宇宙及垂直行业的应用发展提供更为灵活、低成本的算力服务。我们认为算力网络是元宇宙发展前期的重要基础设施，也是数字经济发展的一个重要推手。

►从协同走向融合，东数西算推动算网发展

算力网络从架构上分为基础设施、编排管理和运营服务层，其中编排管理层向下进行算力管理、控制网络调度，向上提供算网调度能力接口，是算力网络架构中关键的“大脑”。目前，算力网络建设尚处于从基础设施泛在协同的起步阶段到算网资源融合统一的发展阶段间，三大运营商有序推进算力网络建设。

我们认为，东数西算政策的实施能有效解决算力资源区域性分布不均衡的问题，通过建设直联通道将东部需求与西部算力资源相匹配，实现算力和数据的协同调度。2021年12月和2022年2月，国家发改委等四部门先后发布关于同意宁夏、贵州、甘肃、内蒙古等西部四地区和粤港澳大湾区、成渝地区、长三角地区、京津冀地区东部四地区启动建设全国一体化算力网络国家枢纽节点的复函。自此，“东数西算”工程中全国八大枢纽节点及十个数据中心集群均已启动建设。我们认为东数西算工程是算力网络建设的前期关键环节，可实现全国算力、网络、数据、能源的统筹规划和合理调度，为后续的算网融合及产业服务打好了坚实基础。

►运营商主导，多方参与共创产业生态

算力网络是由多个数字化基础设施行业所构成的有机整体。我们认为运营商是算力网络产业链中的牵头参与方，联合上下游云厂商、IDC厂商等诸多参与者，构筑数字经济的新型底层设施。

我们认为，运营商在构建算力网络生态上具有天然优势：1) **连接方面**，运营商网络接入了数量众多且种类丰富的终端设备，依靠网络资源抓住终端连接入口；2) **传输方面**，5G网络的高带宽、大连接、低时延的特性是算力网络数据传输的前提条件；3) **算力资源方面**，运营商自身的IDC和云计算布局提供基础设施资源，西部IDC布局有效降低算力成本；4) **市场方面**，运营商海量个人用户和政企用户是推广算力服务的关键用户入口；5) **生态方面**，产业链资源丰富，协同多方力量推进算力网络生态建设。云计算和IDC厂商等同样是算力网络产业链的关键参与者。

►赋能元宇宙及垂直行业应用，算力推动社会数字化转型

算力网络具备一体化的服务能力和技术优势，可解决元宇宙和垂直行业应用场景下的算力需求痛点。随着算力网络向算网融合阶段迈进，我们认为算力网络将进一步在工业、能源、交通、建筑等多个行业得到广泛应用，推动我国数字经济产业的蓬勃发展。

以上观点来自：2022年8月9日中金公司研究部已发布的《元宇宙系列研究之算力网络：数字经济新型信息基础设施》

于明洋 SAC 执证编号：S0080121060043

钱凯 SAC 执证编号：S0080513050004 SFC CE Ref: AZA933

童思艺 SAC 执证编号：S0080122070064

专题聚焦

企业集团财务公司“去金融化”的启示

7月29日银保监会发布《企业集团财务公司管理办法（征求意见稿）》，时隔16年再次对财务公司管理规则进行修订。我们认为《征求意见稿》体现出避免财务公司过度金融化、强调回归主业和防范风险的导向，有助于抑制产业风险向金融风险传导，维护金融稳定。

► 关注企业“内部银行”过度金融化的风险

财务公司是为企业集团成员单位提供金融服务的非银行金融机构。据财务公司协会和银保监会，截至2021年末，我国共有财务公司数量255家。其总资产规模在2014-2021年年化增速15.3%，截至2021年末规模达到8.6万亿元，占银行业金融机构总资产规模的2.5%。近年来，企业集团经营风险向财务公司传导问题显现，个别企业集团利用财务公司违规开具票据，集团出现经营危机后财务公司承兑票据逾期；财务公司行业不良资产率从2017年的0.03%显著上升至2021年的0.79%。我们认为，个别财务公司过度金融化、偏离主业、违规开具承兑票据可能是风险扩散的重要原因。

► 监管新规体现“去金融化”、回归主业的政策导向

1. **缩减非核心金融业务。**《征求意见稿》提出，缩减财务公司“发行债券、股权投资、担保、信贷资产证券化、衍生产品交易、融资租赁、保险代理、委托投资”等业务，严格限制财务公司的集团外融资和非核心功能业务。此外，将具有一定风险外延性的同业拆借、票据承兑等作为专项业务，财务公司须具备相关条件方可开展。

2. **增加票据业务监管指标。**《征求意见稿》新增“票据承兑余额不超过资产的15%、承兑汇票保证金余额不超过存款的10%、票据承兑和转贴现总额不得高于资本净额”等监管指标；将原监测指标“票据承兑余额不超过存放同业余额的3倍、贷款余额不得高于存款余额与实收资本的80%”规范为监管指标，旨在控制财务公司对外业务总额。

3. **提高准入门槛。**《征求意见稿》提高了企业集团申设财务公司的资产、营业收入、税前利润、实收资本、货币资金、成员单位数量等资质标准、以及控股股东盈利、财务公司注册资本等要求，体现了“严格准入、优中选优”的监管导向。另外，《征求意见稿》明确外资跨国集团可直接发起设立外资财务公司，落实对外开放政策要求

4. **新增公司治理监管和股东监管要求。**《征求意见稿》新增“公司治理”章节，要求财务公司加强风险管理、股东股权管理和关联交易管理，明确股东、实际控制人和集团不得干预财务公司业务经营，增加财务公司向监管部门报送集团数据和经营状况等股东监管要求。

5. **完善风险处置机制。**《征求意见稿》新增了财务公司接管重组、破产、恢复处置相关条款。

► 产融适度分离有利于维护金融稳定

《征求意见稿》可能对财务公司带来三方面影响：压降非核心金融业务、限制票据承兑业务规模、更严格的股东监管和公司治理。不过，据银保监会，由于本次新规缩减的业务余额占行业资产总额比例均不超过3%，并设置了过渡期，压降上述非核心金融业务不会对行业造成较大冲击，但对于个别上述业务占比较高的公司可能需要主动压降相关敞口。限制票据承兑等对外业务规模，以及强化财务公司股东监管、公司治理的要求，有利于防止大股东不当干预、减少产业风险向金融风险的扩散。从金融和实体经济的关系角度，我们认为产业和金融适度分离、保持相对独立性和专业性有利于维护金融稳定。

以上观点来自：2022年8月10日中金公司研究部已发布的《企业集团财务公司“去金融化”的启示》

林英奇 SAC 执证编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

许鸿明 SAC 执证编号：S0080121080063

张帅帅 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.8.11 中国宏观热点速评：三个拖累或短暂，CPI易上难下——2022年7月物价数据点评
- 2022.8.11 海外宏观热点速评：勿因单月降幅而低估通胀韧性
- 2022.8.11 中国宏观热点速评：通胀隐忧，注重宽松“性价比”——2022年2季度货币政策执行报告点评
- 2022.8.13 中国宏观热点速评：流动性淤积 | 7月金融数据点评

策略及大宗商品

- 2022.8.8 主题策略：CDR解析：制度、结构、发行、交易 ——存托凭证互联互通研究系列（5）
- 2022.8.8 海外策略：现金短期或再度跑赢 海外资产配置月报（2022-08）
- 2022.8.10 大宗商品：全球煤炭：风险犹存，今冬或再趋紧
- 2022.8.12 中国策略简评：MSCI中国季度调整：新增7只、剔除2只
- 2022.8.13 全球资金流向监测：主动外资继续流出，北向重回流入
- 2022.8.14 海外市场观察：美国主动去库存的资产含义 2022年8月8日~14日
- 2022.8.14 A股策略周报：静待政策发力向基本面传导
- 2022.8.14 海外中资股策略周报：市场情绪可能依然偏低迷
- 2022.8.14 中国策略简评：沪深港通机制进一步优化，交易日安排将有调整
- 2022.8.14 大宗商品：图说大宗：全球天气干扰再现

固定收益

- 2022.8.8 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.8.8 中资美元债周报：供给继续聚焦城投，地产美元债再度走弱
- 2022.8.9 招投标备忘录：国开债22年第2、4、8、11期增发——利率债招标分析
- 2022.8.9 招投标备忘录：付息国债22年第13、16期续发，农发债22年第4、5期增发——利率债招标分析
- 2022.8.10 简评：核心CPI和PPI回落，债牛延续——7月通胀数据分析
- 2022.8.10 简评：润禾转债上市定价分析
- 2022.8.10 简评：英力转债上市定价分析
- 2022.8.10 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.8.10 简评：流动性仍将合理充裕，利率水平仍有走低空间 ——二季度货币政策执行报告点评
- 2022.8.12 招投标备忘录：贴现国债22年第43期新发，付息国债22年第17期新发 ——利率债招标分析

- 2022.8.12 中国可转债策略周报：转债量化策略框架2.0与Python实现
- 2022.8.12 资产证券化分析周报：怎么看车贷ABS的流动性
- 2022.8.12 离岸中资信用债月报：波动盘整可能延续：7月中资美元债月报
- 2022.8.12 简评：M2和社融剪刀差继续扩大，资金供给大于融资需求，利率或将继续下行——7月金融数据点评
- 2022.8.13 专题研究：利率下行结束还是没结束——中金债券市场调查2022年8月期

行业

- 2022.8.8 造纸：造纸：纸浆供给扰动持续，关注两条投资主线
- 2022.8.8 主题研究：光伏：硅料价格突破300元，下游价格持稳
- 2022.8.8 旅游酒店及餐饮：全球观察-万豪国际：6月全球RevPAR已超19年同期，ADR恢复趋势显著
- 2022.8.8 日常消费：周思考：白酒消费逐步恢复，大众品关注疫情复苏及成本压力趋缓
- 2022.8.8 节能环保：城镇基础设施建设持续推进，环保多板块受益
- 2022.8.8 汽车及零部件：周报：月末上险数据超预期；关注特斯拉股东大会指引
- 2022.8.8 旅游酒店及餐饮：短期疫情不改长期趋势，复苏弹性可期
- 2022.8.8 石油天然气：综合能源：城燃运营商的“第二增长极”
- 2022.8.8 金融：中国财富管理2030三部曲之渠道篇：拥抱百舸争流黄金时代
- 2022.8.9 轻工日化：政策推动助力家居高质量发展，看好龙头强者愈强
- 2022.8.9 不动产与空间服务：周报#304：8月首周新房销售同比仍降三成
- 2022.8.9 纺织服装珠宝：专精特新：聚焦纺织服装中小企业创新势能
- 2022.8.9 航空航天科技：行业持续高景气，关注新兴产业投资机会
- 2022.8.9 化工：从LiFSI行业发展看精细化工企业进入新能源材料赛道
- 2022.8.9 元宇宙系列研究：元宇宙系列研究之算力网络：数字经济新型信息基础设施
- 2022.8.9 元宇宙系列研究：元宇宙系列之DeFi：信任重塑，生态共筑
- 2022.8.9 家电及相关：节能环保驱动下，全球采暖市场机会
- 2022.8.10 电力电气设备：锂电中游6月回顾：材料稳中有降，排产持续向好
- 2022.8.10 汽车及零部件：7月产销淡季不淡；看好2H高增
- 2022.8.10 机械：7月挖机销量同比回正，关注货币延续性与地产开工
- 2022.8.10 银行：企业集团财务公司“去金融化”的启示
- 2022.8.11 科技：迈向800V时代系列一：半导体及电子元器件单车价值量增长显著
- 2022.8.11 消费赛道研究：家电零售渠道复盘：四十余载千帆尽，大浪淘沙始见金

- 2022.8.11 农业：宠物线上月报：7月销售额回落，品质型、年轻态助力发展
- 2022.8.11 银行：货币政策报告关注信贷长周期“新常态”
- 2022.8.11 有色金属：钴：收储预期渐起，钴板块Q3有望否极泰来
- 2022.8.11 交通运输物流：美国航司2Q22业绩回顾：客收提升，业绩改善
- 2022.8.11 半导体：复盘半导体周期，我们有何启示？
- 2022.8.11 不动产与空间服务：7月存量房量稳价降，景气度修复仍须时间
- 2022.8.12 银行：【理财月刊】关注理财季节性购债行为
- 2022.8.12 汽车及零部件：800V高压架构蓄势待发，车桩两端同步升级
- 2022.8.12 传媒互联网：广告6月：大盘环比正增长，需求持续恢复
- 2022.8.12 金融：数字金融月报：支付宝MAU突破8亿；期货交易、财险公司用户活跃度环比提升
- 2022.8.13 传媒互联网：线上平台月报：线上时长重回环比增长
- 2022.8.13 新能源汽车：Rivian 2Q22业绩追踪：营收超市场预期，维持2022年产量指引
- 2022.8.13 医疗健康：眼科连锁风云再起，一超多强共享行业红利
- 2022.8.13 银行：社融和货币增速背离的背后
- 2022.8.13 保险：保险公司无固定期限资本债券规则落地，有助于上市险企保证分红水平
- 2022.8.13 科技硬件：全球观察-鸿海：2Q22业绩好于公司预期，EV多车种量产在即
- 2022.8.13 银行：养老金融产品月报：全景回顾与行业展望
- 2022.8.13 传媒互联网：数据月报：7月暑期流量效应显现，优质内容供给积极
- 2022.8.14 传媒互联网：周报：暑期效应显现，行业环比回暖
- 2022.8.14 金融：周报：央行将稳妥推进非金融企业申设金控公司

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：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn