

研报精选

2024年10月13日 第191期

宏观专栏

信号积极，期待落实

10月12日财政部召开新闻发布会。报告认为，会议表示将加大对地方化债支持力度，此举有望缓解既有化债模式对地方财力的挤占。中央财政加杠杆空间仍足，预计生育鼓励、消费、中低收入群体社会保障程度改善等或是未来增量政策支持的重点领域。

美国就业市场的真实情况

报告认为，美国9月非农数据大超预期，背后原因在于飓风等临时性因素消退，同时招聘数据表明9月美国劳动力需求增长超过了供给。除非农以外的其它数据显示美国就业和经济活动仍然稳健。

专题聚焦

全球绿色转型新烦恼：上升的投资成本

报告认为，多重供给约束提升了全球绿色转型成本。应对新挑战，各国需增强绿色投资能力，从实体层面是提高储蓄率，从金融层面是匹配恰当的融资形式。

降息后，美国经济多快反弹？

报告认为，在本轮美联储降息开启前，美国居民现金多、负债低、地产空置率低、金融周期上行，这些因素或将加速本轮经济复苏的节奏，估计美国经济会在本轮降息后4-5个月左右反弹。

宏观专栏

信号积极，期待落实

10月12日国新办举行新闻发布会，由财政部介绍“加大财政政策逆周期调节力度，推动经济高质量发展”有关情况，并答记者问¹。我们认为，财政政策更加积极的信号非常明确，指出中央仍有较大举债空间，并加大对地方化债支持力度，以及多举措缓解年内财政收支压力等，反映财政在稳增长与防风险的力度双加码。我们一直强调，金融周期下半场的理想政策组合是“紧信用、松货币、宽财政”，其中财政的作用尤为重要。后续关注财政政策具体的力度、节奏以及支出方向。

支持地方化债的政策加码，置换债工具有望大幅缓解既有化债模式对地方财力的挤压。财政部指出2024年已安排1.2万亿元支持地方化债（4000亿元地方债结存限额+8000亿元地方新增债券），未来除每年在新增专项债限额中安排一定化债额度外，拟一次性增加较大规模债务限额用于置换隐债，相关政策待履行法定程序后向社会作详尽说明。税收增长乏力和卖地收入收缩，叠加发债城投再融资难度加大，若继续按照原定地方化债路径执行，财政原本用于民生和投资等领域的支出会继续受到挤压。若能一次性增加较大规模置换债额度，我们认为表外化债对地方财力的挤占将会得到一定程度的缓解。

中央财政加杠杆空间仍足。财政部强调“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”。从学术上来看，财政空间大小和政府债务的可持续性并没有固定的定义，一般认为，政府债务可持续性主要取决于负债成本（债务利率）与名义GDP增长率的高低。若前者持续低于后者，则债务基本上可持续。我国的国债利率长期低于名义增长率，这个情况短期可能不会改变，为政府债务的可持续性创造了条件。在资金支持去向方面，除了财政部指出的将安排特别国债用于补充银行资本金外，财政部提出“下一步将顺应我国人口发展变化形势和人民多层次多样化需求，进一步加大相关领域的支出力度，更好惠及民生”，

¹ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34941/index.html>

我们预计生育鼓励、消费、中低收入群体社会保障程度改善等或是未来增量政策支持的重点领域。

三方面增量政策支持房地产。一是专项债重启土储债，可用于回收闲置土地、新增土储，缓解房企和地方政府资金压力；二是专项债可用于收购已建待售的存量房用作保障房，保障性安居工程补助资金更多支持存量收购而非新建，在3000亿元保障性住房再贷款（国新会将央行资金支持比例由60%提高至100%）之外起到补充作用，三是研究取消非普住宅标准后的降低增值税和土地增值税政策。

特别国债支持国有大行补充核心一级资本，推动金融更好服务实体经济。由于存款利率（定期化、无重定价）较贷款利率（重定价快）调降慢，降息对息差收窄有非线性的影响。我国银行由于资产中贷款占比高、按揭敞口大（美国金融机构按揭多通过MBS等出表），但是负债端债券占比低、存款占比高，银行息差在降息周期中更容易收窄而非扩大。国有大行补充资本有助于推动存量房贷利率下调、地方隐债重组与置换。

就年内财政收支目标而言，财政部将通过多渠道筹措资金保障必要财政开支。今年前8月一般公共预算收入同比-2.6%（全年预算收入目标为3.3%），我们估算今年一般公共预算账户短收约1万亿元，由于该账户对应较多的民生领域支出，刚性特征较强。政府将通过利用地方债结存限额、预算稳定调节基金、盘活闲置资产等补充一般预算账户，努力完成全年收支目标，我们认为这些举措将为4季度财政保持必要的支出强度提供有力资金保障。

以上观点来自：**2024年10月12中金公司研究部已发布的《信号积极，期待落实》**

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

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

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

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

宏观专栏

美国就业市场的真实情况

美国9月份非农就业报告大超预期。新增非农就业25.4万人，远高于预期的15万人。前两个月的就业人数累计上修了7.2万人。失业率4.1%，低于预期的4.2%，连续第二个月下降。平均工资环比增速0.4%，亦高于预期的0.3%。这份非农数据引发了市场热烈讨论，对资产价格也带来较大波动。在本篇报告中，我们针对投资者关心的几个问题进行解读，希望能够答疑解惑。

问题一：失业率为何连续第二个月下降？

答：此前导致失业率上升的临时性因素消退，同时9月劳动力需求增长超过了供给。两个月前，市场曾因为7月失业率跳升至4.3%并触发萨姆法则而担心经济衰退。但我们当时就指出，失业率跳升部分来自暂时性失业的增多，这是由临时性因素所致，如德克萨斯州的飓风“贝里尔”和汽车销售软件故障导致的工厂和经销商停工，不可持续，未来会消退（请参考报告《[萨姆法则不等于衰退](#)》）。根据最新的非农报告，暂时性失业人数在7月上升至106万人的高点后，现在又下降至9月的89万人，两个月减少了17万人，降低了失业率约0.1个百分点。

在此基础上，企业在9月加快招聘，这大约又削减了0.1个百分点的失业率。与上个月相比，9月企业调查的非农就业人数增加了25.4万人，家庭调查的就业人数增加了43万人，两者均超过了劳动力人口15万人的增加幅度。这表明，9月劳动力需求的增长超过了供给的增加，帮助推动了失业率下降。

问题二：后续失业率会再次上升吗？

答：这取决于新创造的就业能否消化移民流入带来的劳动力供给增加。根据美国国会预算办公室(CBO)的测算，过去三年中有大量移民进入美国，2022、2023和2024年净增加的移民人数分别预计为220、330和330万人，远高于疫情前每年的90万人。移民的进入增加了劳动力供给，也使维持失业率不变的盈亏平衡(breakeven)的就业增长人数上升。

我们的计算显示，考虑移民因素，未来12个月企业调查的平均每月新增非农就业人数需要约18万人，才能让失业率保持在当前水平不变。疫情前这一数

值大约为7-9万人。也就是说，如果企业招聘人数持续低于18万人，失业率将会上升，反之，失业率将下降。考虑到美国经济处于后周期阶段，而且就业是滞后指标，每月保持18万人的新增就业有一定挑战，这意味着失业率存在再次上升的可能性。

但失业率或不会“非线性”上升，由劳动力供给增加导致的失业危害性较小。历史表明，失业率“非线性”上升的主要原因是企业裁员。裁员导致劳动者收入下降，消费能力降低，进而导致总需求萎缩。需求萎缩又会导致更多企业裁员，形成“裁员—需求萎缩—裁员”的恶性循环。然而，目前美国并没有大规模裁员的迹象，初次申请失业金人数仍然较低，企业空缺职位数和流动性调查（JOLTS）报告中的企业裁员率也处于低位。美联储褐皮书和供应商协会的调查也报告称，裁员现象并不多见。因此，这次失业率是“非典型”上升，主要是由劳动力供给增加导致。这与历史上的快速上升不一样，很可能不会带来衰退（请参考报告《[非典型失业率上升](#)》）。

问题三：非农就业为何大超预期？其中有“水分”吗？

答：9月新增非农就业主要集中在私人部门，与ADP“小非农”就业反弹一致，很难说有“水分”。9月份25.4万的新增非农就业人数为四个月来最高值，其中，有22.3万人来自私人部门，政府部门新增就业为3.1万人。而在非农报告之前公布的ADP“小非农”数据显示，私人企业9月份增加就业14.3万人，较上个月的10.3万人增加，并且是三个月来最高值。“大小非农”两组数据在9月的走势一致，很可能说明在之前各种临时性干扰因素消退后，企业部门增加了招聘。

除非农以外的其它数据显示就业和经济活动仍然稳健。9月最后一周的初次申请失业金人数为22.5万人，仍然很低。在这之前公布的8月份职位空缺数也反弹至3个月高点。9月ISM服务业PMI从上月的51.5跃升至54.9的一年半高位，标普美国服务业PMI也保持在55.1的两年来高位。这些数据表明，制造业的疲软并未对以服务业为主的美国经济构成系统性威胁，第三季度美国GDP增长有望保持强劲。

问题四：非农数据为何频繁修正？就业被系统性高估了吗？

答：数据修正是正常现象，不宜过度解读。非农报告的数据来自两个不同

的调查，分别是家庭调查（CPS）和企业调查（CES）。其中，新增非农就业人数来自企业调查，初步估计值会在每月调查期后约3周公布。此后会进行两次修订，第一次在初值发布后的下一个月，第二次在初值发布的2个月后。2024年7月，企业调查数据在修正前的反馈率为56.9%，修正后的反馈率上升至88.2%。这意味着修正后的非农数据或更能反映就业的真实情况，准确性更高。相比之下，家庭调查数据不会进行月度修正，该调查目前的反馈率为70.2%，而且家庭调查的样本量比企业调查更小，理论上准确性可能更低。

但此前年度非农数据的大幅下修受到移民影响，反而可能低估了实际就业人数。美国劳工部于8月21日公布了2024年第一季度《就业与工资季度调查》（QCEW）报告，并基于此对2023年3月至2024年3月的非农就业人数进行了修正。修正后的数据较最初报告的就业人数减少了81.8万人，为2009年以来最大幅度下修。但我们认为，这次下修很有可能低估了由非法移民带来的就业，这是因为QCEW调查中90%的数据来自于各州的失业保险数据库，失业保险由企业缴纳，通常只针对合法雇员，不包含非法移民。这意味着，被雇佣的非法移民不会出现在QCEW调查中，从而可能导致调整后的就业人数低估了实际的就业。

我们基于CBO预测的移民人数进行了简单估算，结果显示，在比较保守的假设条件下，2023年由非法移民带来的新增就业人数约为51.8万人，而在比较激进的假设下，新增就业人数约为86.4万人。当然，我们并不是说数据的下修完全因为移民，因为劳工部每年对企业的出生和死亡模型进行调整也会导致数据修正，但移民因素至少可以部分解释数据的下修，这一点需要关注（详细计算请参考报告《[通向软着陆的经济与政策](#)》）。

问题五：美国就业市场的真实状态是怎样的？

答：就业增长的势头在减弱，但就业市场本身并不弱（weakening but not weak）。增长势头减弱体现为新增非农就业人数从2022年的平均37.7万人下降至2023年的平均25.1万人，2024年1-9月进一步下降至平均20万人。与此同时，非农职位空缺率也从2022年高点下降至2019年疫情前水平。这些现象表明劳动力市场逐步从疫情期间的供不应求恢复到供需平衡状态，企业在这一过程中放缓招聘，这是正常现象。此外，随着劳动力供给充足，企业越来越关注劳动生

产率的提升，特别是在人工智能等新技术出现后，更愿意增加对技术和资本的投入，从而降低了对劳动力的需求。

就业市场本身不弱是因为企业没有大幅裁员，劳动者失业压力不大。一个证据是初次和连续申请失业金人数都处于历史低位，没有上升迹象。如前所述，企业裁员是劳动力市场从稳定转向恶化的关键一步，但现在我们还没有看到这方面迹象。一个原因是当前经济总需求仍然强劲，企业利润仍在稳定增长，没有大幅裁员的动机。另一个原因是疫情期间的劳动力短缺让一些企业害怕劳动力流失，因此可能继续存在“劳动力囤积”的行为。

总体上，美国劳动力市场处于“放缓招聘、较少裁员”的状态。这种状态更像一种中间状态，下一步可能是企业开始裁员，但也可能是企业重新加快招聘。

问题六：非农强于预期对美联储政策有何影响？

答：美联储再次降息50个基点的必要性下降，我们预计11月将降息25个基点。美联储在9月会议采取了大胆的降息50个基点的决策，当时的一个考虑是为了防止就业市场过快冷却。然而，9月的非农数据显示这种情况并未发生，这意味着美联储可以“喘一口气”，不需要再大踏步降息。整体上，我们认为美联储货币政策没有“落后于曲线”，下一次会议降息25个基点是合适的。

非农数据公布后，两年期美国国债收益率暴涨20个基点，创下4月份以来最大单日涨幅。10年期美债收益率在两个交易日内持续攀升，两个月来首次突破4%关口。交易员削减了美联储11月降息50个基点的定价，目前的可能性接近于零，而降息25个基点的可能性约为85%，另有15%的可能性是不降息。可以说，投资者重新评估了美联储的降息路径，此前对于美联储大幅降息的定价过于激进了。

以上观点来自：2024年10月8日中金公司研究部已发布的《美国就业市场的真实情况》

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

全球绿色转型新烦恼：上升的投资成本

2021~2030年被普遍认为是全球绿色转型关键十年。但投资这十年的转型却面临新烦恼。当前，绿色产业正处于产业周期中资本开支较高的阶段，清洁能源技术的进一步渗透会带来配套基础设施投资需求的快速上升，进一步增加转型成本。而在宏观周期视角下，多重供给约束或使全球进入高利率时代，当上升的绿色产业资本开支需求遇上上升的融资成本，投资全球绿色转型意味着更大的成本。

应对新挑战，各国需增强绿色投资能力，从实体层面是提高储蓄率，从金融层面是匹配恰当的融资形式。给定储蓄率，由于外部性下仅依靠市场机制难以实现绿色投资的社会最优水平，需要政策性金融工具（准财政）和财政政策予以纠正。对于欧美发达经济体，绿色主权债以及财政补贴等手段或将越来越多地用于强化本土新能源供给；中国金融周期错位下的低利率有利于低成本地供给绿色产品，但我们认为未来需注重提振最终需求，刺激绿色产品消费的财政手段是关键；大量新兴经济体则较为依赖境外融资，开发性金融机构需要发挥更重要作用。

以上观点来自：2024年10月10日中金研究院已发布的《全球绿色转型新烦恼：上升的投资成本》

陈济 分析员 SAC 执证编号：S0080524070012

王帅 分析员 SAC 执证编号：S0080524060002

专题聚焦

降息后，美国经济多快反弹？

美联储已开启本轮降息，那么经济多久复苏，资产将如何演绎？

历史上来看，良好的开端往往对应较快的复苏。本轮降息开启前，居民现金多、负债低、地产空置率低、金融周期上行，这些因素或将加速本轮经济复苏的节奏。基于1965年起美国全部17次降息周期样本的量化分析结果，我们估计美国经济会在本轮降息后4-5个月左右反弹。而事实上，在还没有开始降息前，受降息预期和财政发力的影响，美国消费、地产、设备投资、企业资本开支与库存周期便已有企稳迹象，劳动力市场高频数据也显露出一积极信号。

我们认为，较强的经济韧性，叠加财政货币双宽松，将带来较快的复苏，导致降息周期偏短促，主要利好企业盈利，而对估值的拉动相对有限，资产将呈现更多的顺周期特征（参见《[“浅降息”的经济逻辑与资产主线](#)》）。美股大概率延续上行趋势，但风格上有望从大盘成长切换至顺周期，两条主线值得关注：1) 消费韧性相关的可选消费板块；2) 投资和制造业周期上行相关的工业板块及上游的原材料与能源板块。美债将持续陡峭化，长端利率上行，10年期美债利率可能在年底至明年二季度升至4.2%附近，节奏受经济数据影响。大宗商品中，铜和油或同步于经济复苏情况，且受中国经济复苏情况影响较大。黄金或延续上行，但降息前实际利率下行推动的金融性投资增量减缓，需求主要受地缘政治风波刺激的央行购金支撑。

以上观点来自：2024年10月8日中金公司研究部已发布的《降息后，美国经济多快反弹？》

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

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.10.8 海外宏观专题报告：降息后，美国经济多快反弹？
- 2024.10.8 中国宏观专题报告：出口继续提升，高息影响减弱——香港经济金融季报
- 2024.10.8 海外宏观简评：美国就业市场的真实情况
- 2024.10.11 海外宏观简评：通胀反复，联储或谨慎降息
- 2024.10.12 联合解读：解读财政政策（简版）
- 2024.10.12 联合解读：解读财政政策
- 2024.10.12 中国宏观热点速评：信号积极，期待落实

策略及大宗商品

- 2024.10.7 主题策略：低位放量大涨的历史复盘与配置启示
- 2024.10.7 中国策略简评：长假期间，投资者在关注哪些热点？
- 2024.10.7 大宗商品：图说大宗：预期驱动的上漲
- 2024.10.8 主题策略：大涨后还有多少空间？
- 2024.10.9 大类资产观察：降息交易或迎通胀考验
- 2024.10.9 主题策略：中美周期“拐点”的交易策略
- 2024.10.10 中国策略简评：调整之后，何去何从？
- 2024.10.12 全球资金流向监测：市场起伏后的外资动向

固定收益

- 2024.10.8 离岸中资信用债月报：8-9月中资美元债月报：美联储降息落地，交易风格长短切换
- 2024.10.9 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.10.10 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.10.11 中国可转债策略周报：转债价格中仍隐含着谨慎的预期
- 2024.10.12 简评：债市波动，行业及区域利差空间有所打开——2024年9月及三季度行业利差跟踪
- 2024.10.12 信用债收益率跟踪周报：收益率先上后下波动加大，低等级中长端信用利差明显走扩
- 2024.10.12 中国利率策略周报：债牛是否会受股市波动影响？
- 2024.10.12 简评：财政政策积极化解存量问题，债牛未尽，更利好信用债

行业

- 2024.10.7 农业：农业周报：国庆猪价、水产价格震荡回落，消费需求平稳释放
- 2024.10.7 金融：推荐低估值+高弹性的港美股信贷科技板块
- 2024.10.7 航空航天科技：行业需求渐进恢复，关注低估绩优标的的机会
- 2024.10.7 传媒互联网：周报：情绪全面回暖，优选质优弹性标的
- 2024.10.7 农业：消费复苏预期提升，看好农业龙头价值修复
- 2024.10.7 家电及相关：三季报预览：预期见底，未来有望更好
- 2024.10.7 旅游酒店及餐饮：国庆量价走势延续，错峰出行/多元趋势凸显
- 2024.10.7 化工：市场持续回暖，新增投资主线—低P/B和回购增持化工上市公司
- 2024.10.7 金融：全面上调资本市场行业公司的盈利及估值：当“中国资产”交易活跃度提升
- 2024.10.8 可选消费：十一黄金周数据高景气，政策引领消费信心修复
- 2024.10.8 交通运输物流：国庆假期出行数据：民航铁路表现更佳，长途游需求旺盛
- 2024.10.8 软件及服务：泛国产化软件：看好全面估值重估和业绩边际修复双击
- 2024.10.8 传媒互联网：2024年国庆档回顾：票房表现平淡
- 2024.10.8 REITs：公募REITs月报（2024-9）：短期或有波动，把握配置良机
- 2024.10.8 电力电气设备：2024工博会观察：本土工控品牌推陈出新，竞争力持续升级
- 2024.10.8 旅游酒店及餐饮：中金看海外 比较 | 中外酒店对比（1）：规模增速领先；档次及国际化仍有差距
- 2024.10.9 有色金属：宏观预期改善，铝板块迎来配置机遇
- 2024.10.9 传媒互联网：云2Q24回顾：AI驱动云厂商增长加速
- 2024.10.9 传媒互联网：2024十一OTA数据一览：国内旅游稳健增长，出入境旅游超预期
- 2024.10.9 保险：短期谨慎追高，长期仍然看好优质标的的修复机会
- 2024.10.9 农业：农业板块估值走到哪儿了？
- 2024.10.9 旅游酒店及餐饮：中金看海外 比较 | 中外酒店对比（2）：加盟利润率有差距，提升或依赖费用摊薄
- 2024.10.9 电力电气设备：电新双周报：电网投资景气度持续上行，乘联会发布9月零售销量预测
- 2024.10.9 软件及服务：数据要素标准指南发布，关注板块投资机遇
- 2024.10.9 房地产：地产板块或仍在布局期内

- 2024.10.9 REITs: 中金REITs年度市场调查报告(2025)
- 2024.10.9 旅游酒店及餐饮: 中金看海外 比较 | 中外酒店对比(3): 从洲际费改看模式差异
- 2024.10.9 旅游酒店及餐饮: 中金看海外 比较 | 中外酒店对比(4): 净负债增加提升海外酒管股东回报
- 2024.10.9 传媒互联网: 3Q24业绩前瞻: 平淡或有预期, 估值受情绪提振
- 2024.10.9 传媒互联网: 长视频3Q24: 剧集播放量同降, 关注四季度平台片单发布
- 2024.10.10 金融: 理财委外市场空间扩容——2Q24回顾
- 2024.10.10 金融: 国君海通合并预案公布、行业供给侧改革迎来范本
- 2024.10.10 房地产: 9月二手房量价均弱, 待观察新政效果
- 2024.10.10 传媒互联网: OTA和网约车月报: 暑期后半段企稳
- 2024.10.10 交通运输物流: 全球视角看GDS: 分销业务为基石, 信息技术解决方案蓄力增长
- 2024.10.10 家电及相关: 以旧换新效果跟踪, 补贴红利持续释放
- 2024.10.10 传媒互联网: 字节发布Ola Friend, 探索AI硬件新方向
- 2024.10.10 银行: 9月金融数据前瞻
- 2024.10.11 电力电气设备: 新能源车月度观察: 8月中国市场维持稳健增长, 中游排产环比稳中有升
- 2024.10.11 主题研究: 新版分布式光伏管理办法意见稿发布, “入市”节奏或相对平稳
- 2024.10.12 银行: 债务置换和大行注资的影响
- 2024.10.12 汽车及零部件: “金九银十”初步兑现, 看好4Q内需增长

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