

研报精选

2024年9月16日 第188期

宏观专栏

内需续走弱，政策待加码——8月经济数据点评

报告认为，8月经济数据显示内需仍然偏弱。生产端，8月工业和服务业同比增速均下降。需求端，外需仍有韧性，内需中消费和投资同比增速皆有所放缓。细分投资结构中，房地产开发投资仍然偏弱。8月价格和金融数据也反映需求待改善。

通胀粘性不支持美联储大幅宽松

美国8月CPI环比上涨0.2%，同比增长2.5%。报告认为，虽然总体CPI继续放缓，但核心CPI环比连续第二个月反弹，显示通胀粘性仍在。当前市场对于美联储大幅降息的定价可能过于激进。

专题聚焦

新保险“国十条”：迈向高质量发展

报告认为，新保险“国十条”提出了今后保险行业的改革目标和政策方向。“强监管、防风险”政策将是推动保险行业高质量发展的重要抓手，也有助于支持资本市场发展。

一线解读美国大选辩论的影响

报告指出，从辩论表现来看，市场认为哈里斯表现超出预期，特朗普的表现则略显逊色。展望未来，市场焦点将转向三个方面，分别是民调的走势，经济的变化，以及财政的前景。

宏观专栏

内需续走弱，政策待加码——8月经济数据点评

8月经济数据显示内需仍然偏弱，边际上较7月放缓。生产端工业和服务业同比增速均下降，而需求端外需仍有韧性，内需中消费和投资同比增速皆放缓。细分投资结构来看，房地产开发投资仍然偏弱，降幅持平于1-7月，基建和制造业投资增速亦均放缓。8月价格和金融数据也反映需求待改善。内生动能一方面取决于现有政策落地节奏（政府债券发行、项目建设、消费品以旧换新等），另一方面更待新增政策加码。

8月工业增加值季调环比+0.32%，低于7月的0.35%，同比增速由7月的5.1%下降至4.5%。从行业构成来看有三个特点：一是受高温天气影响，公用事业增速较高。8月电力燃气及水的生产和供应业增加值同比+6.8%（7月为+4.0%），规模以上工业发电量同比+5.8%（7月为+2.5%）。二是房地产偏弱背景下，部分原材料制造业同比降幅扩大。8月非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业增加值同比-5.5%、-2.1%（7月为-2.9%、-1.5%）。三是出口和库存仍有支撑作用，对高技术制造业仍有支撑。8月出口交货值同比+6.4%，持平7月，产销率同比下降0.8ppt，8月高技术制造业增加值同比+8.6%，虽然在基数上升背景下低于7月的+10%，但是仍然高于整体增速。服务业方面，虽有暑期出行的带动，但是整体同比增速较7月有所放缓，8月服务业生产指数同比+4.6%（7月为+4.8%）。

内需偏弱。从环比来看，8月社会消费品零售总额为-0.01%，低于7月的+0.27%。8月社零同比增速回落，汽车、家居等分项拖累较大。8月社零总额同比增长2.1%，增速较7月下es滑0.6个百分点，为年初以来次低值。其中，汽车零售额同比降幅达7.3%，为年初以来的新低，是限额以上零售中降幅最大的分项。建筑及装潢材料、家具等家居相关零售额同比降幅也有所扩大。家电类零售额增速改善5.8个百分点至3.4%，但总体而言，消费品“以旧换新”政策仍待进一步落地见效。目前（最新数据截至7月）消费者信心指数处于2023年以来的低位，主要是就业和收入信心指数偏弱。展望年内剩余时间，如果“以旧换新”政策能够集中落地，消费可能有脉冲式提速。

8月固定资产投资环比为+0.16%（7月为-0.07%），虽然边际有所改善，但仍然低于正常水平。1-8月固定资产投资同比+3.4%（1-7月为+3.6%）。其中房地产开发投资仍然偏弱，降幅与1-7月持平。而基建和制造业投资仍然支撑整体投资增速，但边际上皆放缓。

8月房地产拿地、销售与投资仍较弱。全国商品房销售面积与金额同比降幅从7月-15.4%和-18.5%分别收窄至-12.6%和-17.2%。样本城市二手房成交面积同比从30%收窄至13%，70城新房和二手住房价格同比降幅分别下滑至-5.7%和-8.6%。拿地仍偏谨慎，300城土地成交建面和价款同比降幅由7月的-38%和-42%分别下降至-45%和-56%。投资跌幅仍超一成，住宅新开工降幅收窄（8月同比-17.3%，7月-24.4%）、竣工降幅走扩（8月同比-33.4%，7月同比-22.5%），施工降幅基本持平（8月同比-12.0%，7月-12.1%）。开发资金来源降幅由-11.8%收窄至-10.6%，其中开发和按揭贷款边际改善，但定金及预收款降幅走扩，房地产开发投资同比降幅从-10.8%小幅收窄至-10.2%。

1-8月广义基建同比增长7.9%，较1-7月的8.1%小幅放缓。从分项上看，1-8月公用事业、交通运输、水利环境和公共设施管理业投资同比增速分别为23.5%、6.7%和1.2%（1-7月分别为23.8%、8.2%和0.7%），道路运输业投资回落带来的影响最大，水利业投资则保持30%以上增长。展望年内，因前期发行的专项债加快使用，我们认为基建投资景气度仍有望改善。

1-8月制造业投资累计同比+9.1%，虽然较1-7月的+9.3%有所放缓，但仍然较快，一方面受益于外需，另一方面受益于大规模设备更新改造政策。1-8月整体固定资产投资中设备工器具购置累计同比+16.8%（1-7月为17.0%），仍然维持较高增速。我们预计年内制造业投资或仍然保持相对较高的增速。

以上观点来自：2024年9月14中金公司研究部已发布的《内需续走弱，政策待加码——8月经济数据点评》

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

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

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

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

宏观专栏

通胀粘性不支持美联储大幅宽松

美国8月总CPI季调环比上涨0.2%（前值0.2%），同比增速回落至2.5%（前值2.9%），低于市场预期；核心CPI环比上涨0.3%（前值0.2%），同比增长持平于3.2%，符合市场预期。虽然总CPI继续放缓，但核心CPI环比连续第二个月反弹、特别是房租和核心服务通胀（supercore）仍引起了市场关注。我们认为，这份通胀数据基本锁定美联储在9月降息25个基点，但不支持大幅宽松。我们的基准情形仍是美国经济软着陆，只不过这次伴随通胀粘性，可能导致美联储降息“走走停停”。这也意味着当前市场对于大幅降息的定价可能过度激进，未来存在调整风险。

美国8月总体CPI放缓，但核心CPI环比连续第二个月反弹，显示通胀粘性仍在。从分项来看，8月份通胀粘性的主要来源有两个，一是房租分项涨幅从上月的0.3%反弹至0.5%。其中，主要居所租金季调上涨0.4%（前值0.5%），业主等价租金上涨0.5%（前值0.4%），酒店价格增速从上月的上涨0.2%大幅反弹至2.0%。房租通胀的粘性符合我们上月点评《[通胀放缓支持美联储在9月降息](#)》中所预测，即如果按照Zillow房租指数环比趋势前瞻判断，未来6个月CPI房租通胀环比很可能较难保持在低于0.2%的水平。这意味着来自于房租放缓的反通胀作用可能比较有限。

另一个来源是美联储最关注的非房租核心服务通胀（supercore）。该指标环比增幅由上月0.2%扩大至0.3%。其中，机票价格在此前持续大幅下跌后于8月强势反弹，环比增幅达3.9%，带动整体交通服务环比增速从上月0.4%反弹至0.9%。医疗服务价格环比下跌0.1%，其中医院与相关服务环比上涨0.4%，但牙科医疗服务（-0.6%）、眼科医疗服务（-0.5%）、以及家庭老人护理服务（-0.2%）环比下跌。

好消息是，核心商品通胀仍然低迷，环比下跌0.2%，尽管跌幅较上月的0.3%收窄。正如我们报告《[通向软着陆的经济与政策](#)》中所讲，持续修复的供应链与中国向美国出口便宜的商品等供给侧因素压降了美国商品通胀，为软着陆带

来希望。进一步看，电视（-2.8%）、智能手机（-1.4%）、电脑（-0.4%）、家具与床具（-1.0%）、医疗器械（-0.6%）等商品价格都延续了下跌的趋势，这其中很多都是中国优势出口项目，或受益于中国充沛的供给能力。二手车价格下跌1%，跌幅较上月的2.3%收窄。新车价格上涨0.1%，较上月的下跌0.3%反弹。在经历了6月份汽车销售软件故障后，二手车和新车库存有所紧张，这可能导致未来几个月价格小幅回暖。

我们认为，这份通胀数据基本锁定美联储在9月降息25个基点，但不支持大幅宽松。虽然8月核心CPI环比增幅有所反弹，但核心CPI三个月环比年化增速目前为2.4%，六个月环比年化只有2.0%，整体仍然呈现下行趋势。此外，我们预计近期油价持续大跌可能对第四季度的能源价格带来拖累，而中国继续出口便宜商品，移民流入增加劳动力供给等因素将继续带来供给改善，缓解涨价压力。因此，我们的基准情形仍是美国有望实现软着陆，只不过这次伴随通胀粘性，导致通胀可能在3%左右稳定下来。这意味着美联储仍可以开启降息，但降息的幅度不会过大，速度也不会太快。目前市场对美联储今年年底前降息幅度的定价约100个基点，我们认为这可能过度激进了。

以上观点来自：2024年9月12日中金公司研究部已发布的《通胀粘性不支持美联储大幅宽松》

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

新保险“国十条”：迈向高质量发展

2024年9月11日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》¹（简称“《意见》”），业内称为新保险“国十条”，我们认为《意见》为今后一个时期行业发展指明方向，助力行业高质量发展。

保险新“国十条”的背景：本次《意见》被业界称为新版保险“国十条”，此前两版分别为2006年《国务院关于保险业改革发展的若干意见》（国发〔2006〕23号）、2014年《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（国发〔2014〕29号），2006年版“国十条”首次把加快保险业改革发展定位于经济社会发展全局的高度，2014年版更加关注保险在社会管理领域职能的发展，强调保险业与相关领域改革的互动，此前两份文件基于当时保险行业和经济、社会发展的特征，对行业发展指引方向，并且对行业后续发展起到了重要的促进作用。为深入贯彻中央金融工作会议精神，当前有必要基于新形势提出今后保险行业的改革目标和政策方向，以新“国十条”推动行业强监管、防风险、迈向高质量发展。

“发展”与“强监管、防风险”不矛盾，“强监管、防风险”是高质量发展的重要推动。过往市场往往通过政策的“松”和“紧”来评估监管对于行业发展的影响，我们认为更为合理的是从政策对于行业经营的理解程度以及专业度看待其影响。金融监管总局成立以来，“报行合一”、下调定价利率等多项政策及时、有效地改善行业不当竞争、化解潜在利率风险，基于行业在一段时期的快速发展过后所面临的内部环境和外部环境变化，当前“强监管、防风险”的相关政策将是行业迈向高质量发展的重要推动。

正确理解发展保险业当前对于经济、社会发展的重要意义：1）保险负债端承担风险保障、健康保障、养老保障等责任：保险产品的基本原理是“我为人人，人人为我”，保险行业在保障和改善民生、防灾减损、服务实体经济等

¹ https://www.gov.cn/zhengce/content/202409/content_6973834.htm

方面具有重要作用，具备较强的政治性和人民性；2) 保险资产端具备耐心资本、长期资金特征：长期保险产品久期较长，引导资金流入保险行业，可以增加长期资金来源，有助于支持资本市场发展、科技创新以及支持国家战略。整体来看，我们认为当前推动保险行业的高质量发展与我国经济社会发展的需要和目标相契合。



以上观点来自：2024年9月12日中金公司研究部已发布的《新保险“国十条”：迈向高质量发展》

毛晴晴 分析员 SAC 执证编号：S0080522040002 SFC CE Ref: BRI453

郭瑞 联系人 SAC 执证编号：S0080122110007

姚泽宇 分析员 SAC 执证编号：S0080518090001 SFC CE Ref: BIJ003

专题聚焦

一线解读美国大选辩论的影响

9月10日进行的美国总统候选人辩论备受关注。上一次特朗普和拜登的辩论成为了拜登退选的导火索，大选局势因此而改变。市场想知道这次辩论会产生怎样的效果，哈里斯将如何向不熟悉她的人介绍自己，以及她将如何应对来自特朗普的压力和挑战。

从辩论表现来看，市场认为哈里斯可圈可点，表现超出预期。哈里斯较为清晰地阐述了自己的政策主张，她的演说能力出色，没有像市场此前担心的那样被特朗普所压制。她还多次反问特朗普的立场，充分展现了自己的辩论能力。辩论结束后，著名歌手泰勒·斯威夫特表态将投票支持哈里斯。特朗普的坚定支持者伊隆·马斯克发表评论称，哈里斯在辩论中的表现“超过了大多数人的期望”。

具体来看，哈里斯在以下几个问题上表现突出：一是在堕胎议题上直面女性选民的诉求，展现了共情能力和同理心。二是在种族问题上以自身经历表达了对少数族裔的同情。三是重点强调着眼于未来的计划，给人以新鲜血液和带来变革的希望感。哈里斯还反复强调了自己的经济政策，包括：将小企业的税收抵免额度扩大十倍；提高儿童税收抵扣，为新生儿提供税收减免；为首次购房者提供“首付补贴”等。这些新提法有助于回应民众对于当前经济问题的关切。

相比之下，特朗普在本次辩论中的表现则略显逊色。他将论述的重点放在了反对非法移民、加征关税、以及促进化石能源供给方面。这些议题固然重要，但是他的表述缺乏新意，可能难以打动中间选民。在移民问题上，特朗普的一些不准确表述可能会削弱自己的竞争力。在关税问题上，他并未消除公众与市场对于关税负面影响的担忧。在通胀问题上，他强调增加能源供给来降低成本，但能源并非当前通胀的主要原因，房价与房租过高才是通胀的最大来源。此外，辩论主持人的“事实核查”行为也对特朗普不利。主持人在女性议题、移民等问题上反驳了特朗普的不准确表述，这可能会削弱他的可信度。

从市场反应来看，哈里斯可以说是“赢得了辩论”。辩论结束后，博彩市场变化立竿见影，哈里斯当选的博彩合约价格上升，与特朗普之间的差距拉大。资产价格方面，“特朗普交易”呈现退潮的迹象：比特币价格下跌，特朗普旗下的媒体公司股票也同时下跌。私人监狱股票下跌，油气开采商下跌，金融和医疗保险股下跌。新能源股票上涨。美元汇率和10年期美债收益率在美国8月通胀数据超预期后未明显走高。原油价格上涨。

展望未来，市场焦点将转向三个方面，分别是民调的走势，经济的变化，以及财政的前景。尽管市场认为哈里斯“赢下”了这次辩论，但真正的问题在于民众的意愿有没有被改变。辩论前的民调显示两位候选人不分伯仲，如果后续哈里斯的支持率进一步上升，那么市场将确认她在辩论中的表现起了足够积极的作用，“特朗普交易”或进一步退坡。如果哈里斯优势扩大，企业对关税的担忧可能降低，小企业和消费者信心可能改善，风险偏好或提升。财政方面，哈里斯和特朗普的政策都或将导致财政赤字进一步扩大。但相较于特朗普，哈里斯带来的赤字可能会更小，财政扩张力度也可能会更温和。

以上观点来自：2024年9月12日中金公司研究部已发布的《一线解读美国大选辩论的影响》

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

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.9.9 中国宏观热点速评：需求不足仍是主要矛盾——2024年8月物价点评
- 2024.9.10 中国宏观热点速评：短期扰动后出口回归稳健增长——2024年8月进出口点评
- 2024.9.12 海外宏观简评：通胀粘性不支持美联储大幅宽松
- 2024.9.12 海外宏观专题报告：一线解读美国大选辩论的影响
- 2024.9.14 中国宏观热点速评：内生融资减速，财政扩张待落地——8月金融数据点评
- 2024.9.14 联合解读：中金9月数说资产（简版）
- 2024.9.14 中国宏观热点速评：内需续走弱，政策待加码——8月经济数据点评
- 2024.9.14 联合解读：中金9月数说资产

策略及大宗商品

- 2024.9.9 大类资产观察：交易衰退还是交易降息？
- 2024.9.10 港股策略专题：寻找行业中的景气与亮点——2024港股中报里的线索
- 2024.9.10 海外策略专题：哈里斯与特朗普的异同与影响——2024年美国大选追踪（五）
- 2024.9.14 全球资金流向监测：外资加速流出，南向流入扩大
- 2024.9.14 大宗商品：数据观察：8月数据点评：有效需求仍亟待提振
- 2024.9.15 港股策略：降息如何影响港股？

固定收益

- 2024.9.9 简评：核心CPI和PPI放缓，债牛延续——8月通胀数据分析
- 2024.9.9 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.9.10 中国城投债券月报：关于化债，各地财政预算执行情况报告谈论了什么？——8月城投债券月报
- 2024.9.10 简评：顺差维持高位，关注后续结汇需求——8月贸易数据分析
- 2024.9.10 专题研究：盈利和融资有待改善——债券发行人2024年半年报点评
- 2024.9.11 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.9.12 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.9.13 简评：理财偏好何种基金产品？
- 2024.9.14 信用债收益率跟踪周报：债市继续走强，信用表现弱于利率

- 2024.9.14 简评：需求减弱下的去库存，货币和财政仍有发力空间——2024年8月经济数据分析
- 2024.9.14 简评：融资需求待提振，债牛格局未改——8月金融数据点评
- 2024.9.14 中国利率策略周报：美国经济放缓日益明显，降息预期将推动美债利率继续下降

行业

- 2024.9.9 航空航天科技：大飞机：国之重器，引领航空产业升级
- 2024.9.9 交通运输物流：高速1H24业绩综述：通行费收入增长承压，关注行业政策积极变化
- 2024.9.9 银行：8月金融数据前瞻
- 2024.9.9 不动产与空间服务：中金看海外 主题 | 历轮降息周期中美国住房市场表现复盘
- 2024.9.9 REITs：公募REITs周报（9.2-9.6）：缩量回调延续，市场情绪有待进一步催化
- 2024.9.9 科技硬件：通信安防设备2Q24业绩回顾：国内AI需求加速起量，多家企业实现盈利能力改善
- 2024.9.9 交通运输物流：航运1H24业绩综述：业绩受运价影响分化，关注四季度旺季
- 2024.9.9 主题研究：新能源车中游2Q24业绩回顾：基本面底部逐步清晰，分化持续
- 2024.9.9 煤炭：煤炭周度观察：动力煤价企稳小幅反弹；关注炼焦煤左侧布局机会
- 2024.9.9 不动产与空间服务：周评#406：一二手房销售较8月周均降近一成
- 2024.9.10 汽车及零部件：以旧换新政策效果显现；供需共振促增长
- 2024.9.10 建材：水泥将纳入全国碳交易，关注供给深远变化
- 2024.9.10 电力电气设备：工控1H24业绩回顾：结构性特征鲜明
- 2024.9.10 传媒互联网：线上平台2Q24回顾及展望：估值具有吸引力
- 2024.9.10 金融：关注结构因素与能力建设——1H24财富管理业务回顾
- 2024.9.10 交通运输物流：快递公司1H24业绩综述：需求向好、成本持续优化，关注旺季行业价格改善
- 2024.9.10 科技硬件：苹果发布手机及可穿戴新品，加码AI终端
- 2024.9.10 主题研究：光伏辅材1H24业绩回顾：逆变器表现稳健，辅材盈利差距拉大

- 2024.9.10 公用事业：电碳7月月报：需求增速企稳但结构调整；云南来水改善，光伏消纳承压
- 2024.9.10 不动产与空间服务：中金看海外 主题 | 海外房地产下行期如何调整房贷政策？
- 2024.9.11 传媒互联网：OTA 2Q24回顾与展望：国内平台好于预期
- 2024.9.11 软件及服务：人工智能十年展望（二十）：细数2024大模型底层变化，推理优化、工程为王
- 2024.9.11 传媒互联网：线上交易平台2Q24回顾及展望：收入承压，盈利向好
- 2024.9.11 建材：建筑建材1H24回顾：增长降速，质量为先
- 2024.9.11 不动产与空间服务：开发商1H24业绩回顾：业绩释压未尽，审慎经营以待时机
- 2024.9.11 零售：1H24回顾：分化加剧，潮玩高景气；降本推进，调改进行时
- 2024.9.12 保险：新保险“国十条”：迈向高质量发展
- 2024.9.12 轻工日化：1H24轻工板块业绩回顾：出口龙头表现较优，政策支撑有望带动内销向好
- 2024.9.12 房地产：8月房价跌幅走阔，租赁步入淡季
- 2024.9.12 银行：保持合理利润的经验——走出负利率的日本银行业（2）
- 2024.9.12 银行：处理坏账的经验——走出负利率的日本银行业（3）
- 2024.9.12 银行：日本银行股投资指南——走出负利率的日本银行业（4）
- 2024.9.13 传媒互联网：数据月报：8月中报业绩落地，关注低估值标的的新内容与主题催化
- 2024.9.13 家电及相关：当下加大白电配置
- 2024.9.13 科技硬件：智算未来系列十二：高速通信时代，AI服务器连接器及线缆厂商迎发展机遇
- 2024.9.13 可选消费：1H24美护板块业绩回顾：大盘趋缓、分化加剧，优质国货龙头逆势高增
- 2024.9.14 房地产：8月楼市量价表现承压，房地产投资仍弱
- 2024.9.14 软件及服务：漫谈AI应用：AI+代码，生产力领域的应用先锋
- 2024.9.14 钢铁：8月数据点评：预期和现实的谷底，不悲观
- 2024.9.14 公用事业：1H24电力板块回顾（新能源篇）：消纳电价风险持续释放中，区域分化加剧
- 2024.9.15 金融：客群与货架匹配特征更加明显——2Q24基金保有量点评
- 2024.9.15 传媒互联网：周报：板块回调，关注中秋国庆档内容催化
- 2024.9.15 农业：农业周报：猪价高位震荡，农业科技企业座谈会召开
- 2024.9.15 可选消费：8月社零同比+2.1%，关注促消费政策发力

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