

# 研报精选

2023年3月26日 第114期

## 宏观专栏

### **财政低收开局，3月或企稳——2M23财政数据点评**

报告认为，今年1-2月中国财政收入增速较低。按税收分项看，国内增值税和企业所得税有明显改善，但消费税、个人所得税等项目跌幅较大，部分体现了去年12月至今年1月疫情对经济活动的影响。随着经济逐步企稳和去年退税的基数效应突显，今年全年财政收入增速有望回升。

### **加息临近终点，未来或是“滞胀”**

美联储3月加息25个基点，货币政策声明暗示加息临近终点，但降息也不会很快到来。报告认为，尽管银行业风波会同时抑制经济增长和通胀，但美国由于仍面临诸多供给约束，其经济最终可能会走向“滞胀”格局。

## 专题聚焦

### **为推动创新，是否应该直接干预估值？**

报告认为，高估值有助于促进创新。在促进估值回升的过程中，一方面需避免杠杆资金入市，尽量降低泡沫破裂后经济面临的冲击；另一方面需要建立有效的反欺诈安排，以提升创新企业吸引与利用资金的效率。

### **瑞银瑞士信贷合并，市场仍有忧虑**

报告认为，瑞士信贷的风险暴露既是受外部经济环境的影响，也是其自身经营不善所致。若高利率环境持续，欧美银行业可能面临规模增速放缓、信用成本攀升等问题，短期内或仍有部分中小银行将出现风险事件。

## 宏观专栏

### 财政低收开局，3月或企稳——2M23财政数据点评

财政部发布今年前2月财政收支数据，收入增速较低。由于税收收入如增值税、企业所得税等是经济基本面的滞后变量，收入低迷部分体现去年12月至今年1月疫情对企业生产的影响；随着经济逐步企稳筑底和退税的基数效应突显，全年财政收入增速有望获得恢复性增长。

一般账户方面，前2月收入同比变动-1.2%（去年全年为0.6%），支出同比增长7.0%（去年全年为6.1%）：

► 税收分项上，国内增值税和企业所得税有明显改善，而消费税、个人所得税、进口环节增值税和消费税，以及车购税、土地增值税、印花税等小税种跌幅较大。如前所述，税收收入低迷部分体现去年12月至今年1月疫情对经济的影响，而消费税在去年下半年陡增，显著有悖于消费较弱走势，或有部分消费税征收前置，进而在今年年初自然回落；而土地增值税和契税同比负增长，反映土地一二级市场有待持续回暖。此外，今年增值税存量留抵退税进入尾声，但仍有针对增值税小规模纳税人和加计抵减的政策，且今年多数省份延续2022年的小微企业“六税两费”50%减免政策，系列政策将有助企业生产经营的稳定。

► 支出分项上，债务付息、卫生健康、农林水事务等增速较高，债务付息负担主要反映近年来政府存量债务规模增长较快；卫生健康支出高增，或与年初政府加大医疗重症救治、提升基层公共卫生服务能力等有关，年内有望逐步回落。

政府性基金账户方面，前2月收入同比变动-24%（去年全年为-20.6%），支出同比-11%（去年全年为-2.5%）。

其中国有土地使用权出让收入同比跌幅达29%，较去年12月的跌幅有所走阔。今年前2月全国土地成交价款同比跌幅已明显缩窄，考虑到土地成交价款存在延迟入库，我们认为年内土地使用权出让收入跌幅将持续收窄，全年或在-5%左右。卖地收入不振将继续抑制城投经营性现金流，2023-2025年城投债券

也迎来到期偿还高峰，但考虑到城投通常会预先制定再融资方案，随着债市融资功能逐步恢复，我们认为今年城投债券违约的风险仍较低。

今年年初至3月18日，地方政府新增专项债发行额1.2万亿元（1Q22新增发行1.3万亿元），这也将为2季度基建发力提供资金支撑。今年前2月基建投资增速达12.2%，延续了去年的高增长，考虑到今年疫情约束缓解、项目储备愈发常态化，将利好全年基建实物量的形成。



---

以上观点来自：2023年3月20日中金公司研究部已发布的《财政低收开局，3月或企稳——2M23财政数据点评》

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

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

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

## 宏观专栏

### 加息临近终点，未来或是“滞胀”

美联储3月加息25个基点，符合我们的预期。货币政策声明暗示加息临近终点，近期发生的银行业风波让未来进一步加息的必要性下降。但由于通胀有韧性，降息也不会很快到来，联储对于利率在高位停留较久（**high for longer**）的指引犹在。总体上，美联储认为年初以来强于预期的经济数据与最近发生的银行风波大致“功过相抵”，既不需要再加息太多，也没必要很快降息，最好先观望一下。

相比于美联储的“淡定”，市场并不认可，投资者认为美联储低估了本轮银行业风波的潜在影响，进而计入了更多降息预期。我们认为，银行业风波是需求冲击，对经济增长和通胀都会产生抑制作用，但考虑到美国还面临许多供给约束，这会降低需求冲击对通胀的影响，最终结果更可能是“滞胀”格局。历史表明“滞胀”环境对股票、债券、本币汇率都不友好，金融资产估值也将承压。

#### 1、会议释放了什么信号？

加息接近“终点线”，点阵图显示年内或还有一次加息。美联储在最新政策声明中修改了有关货币政策路径的表述<sup>1</sup>，将“持续提高利率目标区间是适当的”改为“一些（**some**）额外的政策收紧可能（**may**）是适当的”，暗示加息已接近目标利率。鲍威尔在记者会上也再次强调了“一些”和“可能”的措辞，表明美联储希望对于未来加息路径、尤其是下次会议的利率决议保持较大灵活性<sup>2</sup>。从点阵图来看，联储官员对2023年底的联邦基金利率中值预测保持在5.1%不变，由于目前利率已加至4.75-5.0%，这或意味着未来还有最后25个基点的加息。

近期发生的银行业风波让未来进一步加息的必要性下降。鲍威尔在3月7日国会听证时曾称<sup>3</sup>，利率终点可能要比去年底的预期更高，但本次会议却释放加息接近尾声的信号，中间的转折点在于近期一系列银行风险事件的发生。美

<sup>1</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230322a.htm>

<sup>2</sup> <https://www.federalreserve.gov/live-broadcast.htm>

<sup>3</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/powell20230307a.htm>

联储认为银行业风波会导致银行自发“紧信用”，这可以替代一部分加息的工作，从而让美联储不需要再加息更多。

但降息也不会很快到来，利率在高位停留更久（**high for longer**）的指引犹在。最新公布的点阵图与去年12月没有太大变化<sup>4</sup>，美联储官员对2023年底联邦基金利率中值预测保持在5.1%不变，对2024年底的利率预测甚至还上调至4.3%（前值4.1%），这说明美联储官员仍然没有在今年内降息的想法，对明年降息的幅度也比较克制。我们认为这主要因为经济与通胀仍有韧性。美联储在货币政策声明指出，近期数据显示“就业增长加快（**picked up**）”，而在描述通胀的进展时，删去了“通胀有所缓解（**inflation has eased somewhat**）”的表述，仅保留“通胀仍处于高位（**remains elevated**）”的措辞。这说明美联储认为“抗通胀”的任务还没有完成，通胀回到2%还有很长的路要走。

总体上，美联储认为年初以来强于预期的经济数据与最近发生的银行风波大致“功过相抵”，既不需要再加息太多，也没必要很快降息，最好先观望一下。考虑到银行业风波刚刚发酵，影响到底有多大尚不可知，美联储或倾向于谨慎行事，暂时不需要加快加息来抑制高通胀，也不需要降息来挽救经济于水火。但从鲍威尔的表态可以看出，美联储对于银行业风波的演变仍处于高度警惕的状态，鲍威尔也不断强调美联储正在对相关银行事件进行彻底审查，审查结果将对未来货币政策决议提供更多依据。

## 2、未来或是“滞胀”格局

相比于美联储的“淡定”，市场并不认可，资产价格走势反映了市场对于未来更悲观的预期。虽然鲍威尔一再强调基准情形下2023年内不会降息，但目前利率期货市场却计入了美联储从年中开始降息的预期，根据该预期，联邦基金利率将在2024年中降至3%左右，这与美联储点阵图显示的4.3%相差甚远。此外，议息会议结束后美债收益率普遍下行，美元指数下跌，美股三大股指大幅下挫，说明市场或也不认为美联储的降息预期能够为风险资产起到托底作用。

<sup>4</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20230322.pdf>

为什么会有分歧？原因在于双方对本轮银行业风波的影响存在不同认知。市场认为银行业风波的影响可能是非线性的，稍有不慎就会导致美国经济大幅下滑，失业率大幅上升，进而“倒逼”美联储降息。但美联储却不这么认为，过去一周在美国财政部、联邦存款保险公司（FDIC）及美联储三方密切合作下，银行业风波暂时得到管控，再加上美国居民部门资产负债表健康，系统性重要金融机构依旧稳定，重蹈2008年次贷危机的可能性似乎比较低。

由此可见，问题的关键点在于本轮银行业风波的影响有多大？我们认为银行业风波本质上是需求冲击，对经济增长和通胀都会产生抑制作用。从传导机制来看，银行业风波会导致金融体系自发“紧信用”，银行放贷更加谨慎，企业和居民资金可得性下降，融资成本上升，进而导致投资与消费支出下滑，拖累经济增长。根据美联储的调查数据，在相关银行事件发生前，美国银行的整体信贷标准已呈现收紧趋势，信贷需求边际下降。往前看，未来银行为了规避风险会将缩减资产负债表，实体经济融资条件或进一步紧缩，这将加大美国经济下行压力，增加经济衰退概率。

但是对于通胀，我们也要考虑供给因素，当前美国还面临许多供给约束，这会降低需求冲击对通胀的影响，最终结果可能是“滞胀”格局。如美联储主席鲍威尔所说，当前美国劳动力市场还很紧，空缺职位数与失业人数的比例仍然较高；劳动参与率虽有回升，但仍低于疫情前水平，这意味着劳动力供给仍然不足，工资通胀仍有支撑。此外，美国房地产市场也存在供应短缺问题，一个证据是美国的住房空置率和租房空置率均处于历史低位，这与2008年次贷危机前空置率畸高完全不一样。这意味着美国房价和租金的弹性也可能较以前增加，进而使得整体通胀的韧性更强。

---

以上观点来自：2023年3月23日中金公司研究部已发布的《加息临近终点，未来或是“滞胀”》

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

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

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

## 专题聚焦

### 为推动创新，是否应该直接干预估值？

基于主流方法的理论和实证分析表明，高估值有助于促进创新。理论上有两个基本渠道：一是高估值意味着创新的正外部性内部化，有利于提高投资者投资创新的积极性；二是较高的估值也有利于诱导科创企业增加研发等投入，进而推动创新。实证分析表明，美股高研发企业P/S估值每提高1倍，则当年企业研发强度有望提高0.5-0.6个百分点。此外，无论是从非理性泡沫观还是理性泡沫观的角度看，股价大幅涨跌可能是创新（成功）难以避免的代价。即便在非市场化的环境中，成功创新的破坏属性也会以种种非价格泡沫的形式出现。

1930年代美国大萧条、2008年美国大衰退以及2015年A股大幅波动均表明，由杠杆资金促成的资本市场泡沫，一旦破裂将会对经济造成较为严重的损害，甚至会吞没高估值带来的创新收益。应避免以杠杆资金推动资本市场估值上升，以尽可能缩小获取创新收益的代价。另一方面，如果资本市场欺诈横行，柠檬市场问题将导致估值上升难以帮助上市公司吸引到足够的融资，即便是融来的资金也未必能够用到雇佣研发人员、购买研发设备等创新相关领域中。因此，有效的反欺诈制度安排是估值上升能够促进创新的必要条件，需要在制度经济学的框架内探讨估值与创新的关系。

从美国资本市场看门人制度的演进来看，信息优势只是意味着看门人具有反欺诈的能力，至于看门人愿不愿意将这种能力应用于反欺诈，则取决于相关的激励安排。1970年代后，美国集体诉讼改革强化了集体诉讼对资本市场欺诈的威慑力，一定程度上缓解了利益矛盾造成的看门人反欺诈意愿下降问题。更根本的变革出现在2000年安然丑闻暴露后，美国政府通过创设PCAOB等机构的方式，强化了利益相对超脱的公共监管者职能，试图以此来应对看门人在反欺诈方面“能不能”与“愿不愿”间的矛盾。对于由此带来的“谁来监管监管者”问题，公众发挥着最终监督者作用，媒体则是公众能够充分获得相关信息的重要方式。至于如何破解公共监督者的信息劣势，举报人保护与奖励计划发挥着关键作用。

总之，正如凯恩斯所讲：正确医治经济周期之法，不是取消繁荣，这会使我们永远处于半萧条状态，而是除掉萧条，使我们永远处于准繁荣状态<sup>5</sup>。尤其是考虑到高估值的创新收益后，克服对金融风险的过度担忧，采取措施主动干预偏低的估值或有一定合理性。从本文的分析来看，在促进估值回升的过程中，一方面需避免杠杆资金入市，尽量降低泡沫破裂后的经济冲击，另一方面需要建立有效的反欺诈安排，才有望提升高估值促进创新的效率，这也是可持续地提振估值水平的有效手段。具体到“上市公司-看门人-监管者-公众”的反欺诈链条而言，除了需要集体诉讼机制来震慑上市公司与看门人的机会主义动机外，更重要的是要建立激励相容的监督机制，设立举报人保护与奖励计划来弥补监管者的信息劣势。在这个过程中，完善信息公开机制，让公众发挥“最终监督者”角色也是不可或缺的。



---

以上观点来自：2023年3月20日中金研究院已发布的《为推动创新，是否应该直接干预估值？》

谢超 分析员 SAC 执证编号：S0080520100001

李瑾 分析员 SAC 执证编号：S0080520120005

---

<sup>5</sup> 约翰·梅纳德·凯恩斯 著，高鸿业 译：《就业、利息与货币通论》，商务印书馆1999年版。

## 专题聚焦

### 瑞银瑞士信贷合并，市场仍有忧虑

3月19日，在瑞士财政部、瑞士央行和瑞士金融市场监管局（FINMA）的协助下，瑞士信贷和瑞银达成了全股票交易的合并协议，瑞士信贷的股权和其他一级（AT1）资本工具投资人面临较大幅度的亏损。虽因政府的快速介入，市场对系统性风险的担忧有所缓解，但对风险的蔓延仍有忧虑，银行股债投资风险偏好下行，欧洲银行股价下跌，信用利差扩大。

**瑞士信贷年报披露大幅亏损后股价大跌。**3月15日，在瑞士信贷发布2022年净亏损的年报并承认此前年报编制存在缺陷后，其股价跌幅一度高达30%，信用违约互换CDS利差升至历史最高水平。瑞士信贷在2021年亏损17亿瑞郎后，2022年又亏损73亿瑞郎，主要由于：1)利率上行导致金融资产公允价值亏损；2)投资银行及财富管理业务收入同比明显下降；3)收入下降同时经营成本未有明显下降；4)存款总额同比下降41%，因声誉受损存款大幅流失。我们认为瑞士信贷的风险暴露既有外部经济利率环境的影响，也是瑞士信贷自身经营不善导致，还有美国中小银行风险事件铺垫的恐慌情绪渲染。

**瑞士政府快速介入并提出风险处置方案。**为恢复民众对瑞士经济以及银行体系稳定性的信心，瑞士财政部、瑞士央行和瑞士金融市场监管局快速介入，3月19日，瑞士信贷和瑞银达成了全股票交易的合并协议，瑞士信贷股东每持有的22.48股瑞士信贷股份可换为1股瑞银股份，兑换后瑞士信贷股权价值相当于每股0.75瑞郎，对应2022年0.07倍P/B，较2022年报披露前减值约70%。同时，FINMA公告瑞士信贷总额158亿瑞郎的其他一级（AT1）资本工具因触发政府特别支持条款而全额减记，除了大额亏损之外，在股权未清零的情况下清零AT1资本工具也是市场热议焦点，一定程度上导致了其他AT1资本工具的价格重估。

**市场仍对风险传导有所担忧。**市场认可本次风险暴露与2008年金融危机时期不同，主要由于亏损资产的资产质量相对较好、居民杠杆率相对较低、系统重要性银行资本充足率较高、政府部门介入更快等原因。但考虑到瑞士信贷为

全球系统重要性银行之一，规模较大，资产负债业务与金融市场关联度较高，市场仍担心其风险的发生会影响其他金融机构、冲击实体经济。

首先，瑞士信贷的风险暴露使得其股债投资人面临较大亏损。瑞士信贷的股票和AT1资本工具持有人面临上百亿瑞士法郎的投资亏损。股权方面，瑞士信贷前三大普通股股东为沙特国家银行、卡塔尔投资局、Olayan Europe，合计持股比例20.0%。AT1资本工具方面，瑞士信贷AT1资本工具的投资者主要为全球的资产管理机构及银行业金融机构，同时本事件造成了AT1市场整体的波动，我们预计或对其他银行AT1投资者产生间接影响。一方面，上述投资人财富缩水，另一方面，在未来的股债投资中，投资人风险偏好下行。

其次，其他经营欠佳的银行可能面临融资压力。市场持续担心是否有其他银行也面临类似于出险银行的困境，因此较为关注各家银行的债券投资未兑现损益情况、资本充足率情况、负债稳定性情况，在投资者更为谨慎。上述指标表现存在瑕疵的银行可能面临负债成本抬升、融资困难的压力。

最后，流动性紧缩可能导致银行信用成本攀升，因通胀导致的高利率环境可能引发更多风险。从美国商业银行资产负债表看，2022年四季度以来，美国银行业存款开始同比负增长，而贷款同比增速虽依旧保持高位，但拐点已经出现。同时，美国四大行贷款不良率与拨备计提正在从2021年以来的历史低位回升，后续若高利率环境延续，美国银行业或面临规模增速放缓、信用成本攀升的问题。我们预计短期内欧美市场可能仍有抗风险能力较弱的部分中小银行出现风险，但换一个角度，这也是市场优胜劣汰机制在发挥作用，展望中长期，我们预计在相对以往较高的利率环境下，欧美银行业可能集中度提升，可存续经营的银行息差和盈利回报可能走高，但仍需关注资产质量与信用风险。

---

以上观点来自：2023年3月21日中金公司研究部已发布的《瑞银瑞士信贷合并，市场仍有忧虑》

严佳卉 分析员 SAC 执证编号：S0080518110004 SFC CE Ref: BNF177

侯德凯 联系人 SAC 执证编号：S0080121120094 SFC CE Ref: BTC909

陆姣阳 联系人 SAC 执证编号：S0080122020038

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2023.3.20 中国图说中国宏观周报：财政低收开局，3月或企稳 ——2M23财政数据点评
- 2023.3.23 海外央行观察：加息临近终点，未来或是“滞胀”

### 策略及大宗商品

- 2023.3.21 海外策略：如何理解瑞信AT1减记？
- 2023.3.21 主题策略：港股高股息国企投资价值分析
- 2023.3.22 碳中和双周报：“碳”策中国（35）：新一届政府2023年或将持续推进双碳 3月9日~3月22日
- 2023.3.23 海外策略：3月FOMC：美联储的“中间路线”
- 2023.3.23 大宗商品：能源：动力煤：短期风波或无碍产量增长
- 2023.3.26 全球资金流向监测：外资转为流入，南向流入扩大

### 固定收益

- 2023.3.20 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.3.20 招投标备忘录：国开债23年第1、2、3期增发——利率债招标分析
- 2023.3.20 资产证券化分析周报：简评银行间企业ABS业务规则
- 2023.3.20 中资美元债周报：美债利率快速回落，投资级利差被动走阔
- 2023.3.21 招投标备忘录：付息国债23年第1、2期续发，贴现农发债23年第10期新发、付息农发债23年第1、2期增发——利率债招标分析
- 2023.3.22 专题研究：基于量化视角看交易所回购交易策略
- 2023.3.22 简评：花园转债上市定价分析
- 2023.3.22 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.3.23 招投标备忘录：国开债16年第10期、21年第20期、23年第5、13期增发——利率债招标分析
- 2023.3.23 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.3.23 简评：山东路桥转债投资价值分析
- 2023.3.23 招投标备忘录：贴现国债23年第18期新发，付息国债23年第6、7期新发——利率债招标分析
- 2023.3.24 中国可转债策略周报：转债中与直觉有关的常见弱点
- 2023.3.24 专题研究：经济延续弱复苏，债市小幅走弱 ——中金固收高频数据跟踪
- 2023.3.25 信用债收益率跟踪周报：中短端收益率如期下行，低隐含评级活跃个券表现较好
- 2023.3.25 专题研究：美债利率大幅波动，中债利率能否打破平静？ ——中金债券市场调查2023年3月期

2023.3.26 简评：立高转债上市定价分析

## 行业

- 2023.3.20 机械：张江机器人峰会调研：“智能机器人”专项启动，打造“机器人+”特色集群
- 2023.3.20 农业：农业周报：猪价低位震荡、鸡价景气上行，生物育种产业化加速
- 2023.3.20 机械：中金通用自动化周报：微观数据磨底，看好二季度行业修复
- 2023.3.20 机械：风电新技术系列01：关注轴承“以滑代滚”新趋势
- 2023.3.20 轻工日化：智慧家居系列报告三：卫浴空间智慧化升级，打破行业成长天花板
- 2023.3.21 银行：瑞银瑞士信贷合并，市场仍有忧虑
- 2023.3.21 不动产与空间服务：周评#333：新房销售略增，二手房景气延续
- 2023.3.21 家电及相关：中金看海外 主题 | 次贷之鉴，欧美家用电器市场调整周期回顾
- 2023.3.21 汽车及零部件：汽车齿轮：“传动之心”持续受益电动化，高壁垒赛道国产品牌稳步前行
- 2023.3.21 医疗健康：大型设备配置政策落地，关注产业链视角下获益标的
- 2023.3.22 公募洞察系列：中金看海外 主题 | 海外头部资管机构如何进行国际化扩张
- 2023.3.22 旅游酒店及餐饮：“即购即提”政策落地，消费场景扩容驱动增长
- 2023.3.22 机械：复合集流体系列03：为什么水电镀不可少？
- 2023.3.22 半导体：中金看海外 公司 | 台积电：全球晶圆代工龙头，飞轮效应显著
- 2023.3.23 科技：全球观察-英伟达GTC 2023：ChatGPT底层硬件迭代加速，AIGC软硬结合生态初显雏形
- 2023.3.22 酒类食品饮料：白酒：节后消费“淡季不淡”，渠道信心逐步回归，当前估值性价比高
- 2023.3.23 机械：风电零部件月报：齿轮箱偏紧，新技术酝酿
- 2023.3.23 家电及相关：产业革命基石，暖通空调时代机遇
- 2023.3.24 主题研究：农村能源革命试点县方案下发，1-2月数据亮眼，组件降本刺激户用23年恢复高增
- 2023.3.24 REITs：公募REITs市场情绪指标初探
- 2023.3.24 博彩及奢侈品：奢侈品月报：2023年2月瑞士表全球出口额同比增长12.2%
- 2023.3.25 科技：华为Mate X3引领折叠屏创新，AIGC轻量化应用落地
- 2023.3.25 REITs：《关于规范高效做好基础设施REITs项目申报推荐工作的通知》简评
- 2023.3.25 有色金属：稀土总量指标落地，稀土配置价值有望回归
- 2023.3.25 医疗健康：新版配置证目录发布，AI相关热点活跃

2023.3.26 传媒互联网：周报：游戏版号下发积极，AIGC主题继续演绎



## **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