

# 研报精选

2023年11月12日 第145期

## 宏观专栏

### 逆全球化时代的宏观经济新平衡

报告在宏观经济平衡的框架下，分别从供给与需求的视角分析逆全球化的体现与影响。在此基础上，报告从全球产业链调整的两个维度，探讨中国经济可持续发展的可行路径，即从规模经济到创新经济。面对当前的跨周期需求缺口，报告建议通过财政扩张惠民生、促消费。

### 中国宏观2024年展望：从内生探底到外生复苏

2023年财政预算增加一万亿元国债，彰显政府加大逆周期调控的决心。报告预计明年财政和准财政将继续发力，经济形势可能从“内生探底”往“外生复苏”演变，全年实际GDP增速或为5%左右。

## 专题聚焦

### 海外宏观2024年展望：迎接高利率挑战

报告认为，明年美联储的首要目标是引导经济软着陆，其货币政策在增长与通胀之间将更加难以取舍，为压低通胀所需付出的经济损失会更多。因此明年全球宏观的主要挑战在于如何应对高美元利率。

### 全球市场2024年展望：避不开的周期（要点版）

报告认为，展望2024年，信用周期走向依然是判断中美周期方向的抓手，私人部门信用更多是融资成本和投资回报率相对强弱的结果，公共部门则并不完全受此约束，因此财政都将扮演更重要的角色。

## 宏观专栏

### 逆全球化时代的宏观经济新平衡

2020年新冠疫情以来，全球主要经济体规模的相对变化值得关注。疫情之前，欧元区GDP总量相对美国的比重约为63%，现在是55%，短短三年下滑了8个百分点<sup>1</sup>。在疫情影响之外，俄乌冲突对欧洲经济的冲击较大。得益于疫情控制措施较好，生产端受影响相对小，中国GDP相对于美国的比重在2020-21年延续了此前的上升趋势，一度达到76%<sup>2</sup>。但2022年以来，这一比例明显下滑，截至2023年3季度已基本回到疫情前的百分比水平。

从金融市场来看，股票投资者要求的超额回报也有明显反差。从股票盈利收益率超出国债（无风险）收益率的风险溢价来看，2023年7月末，中国A股在6%左右，处于十年来的较高水平，而美股风险溢价处于1%左右的十年来最低水平<sup>3</sup>。较高风险溢价显示中国投资者对股票未来回报有较低的预期，美国投资者有较高的预期。超越短期波动，从均值回归角度看，我们认为美股高估值消耗了未来的回报空间，中国股市当前的低估值则提示了未来回报的空间。

对投资者来讲，近期经济与市场的表现是短期波动，还是反映了一些结构性变化？未来的均值回归动能有多强，如何看待2024年的走势？中国经济的可持续复苏面临哪些机遇与挑战？中金公司研究部宏观经济、市场策略、固定收益、大宗外汇等总量团队联合20多个行业研究团队，将各领域2024年展望报告汇集成册。希望能起到抛砖引玉、启发投资者思考明年投资机会和风险的作用。

近几年的发展显示，包括地缘政治事件在内的非经济因素对于我们分析与判断未来经济和市场形势日益重要。本文在宏观经济平衡的框架下，探讨逆全球化的体现与影响，尤其是从全球产业链调整的两个维度，分析中国经济可持续发展的可行路径，以及面临的机遇与挑战。

---

以上观点来自：2023年11月08日中金公司研究部已发布的《逆全球化时代的宏观经济新平衡》

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

---

<sup>1</sup> 资料来源：Haver, Wind。

<sup>2</sup> 资料来源：Haver, Wind。

<sup>3</sup> 资料来源：Haver, Wind。

## 宏观专栏

### 中国宏观2024年展望：从内生探底到外生复苏

金融周期下行，疫情消退后经济复苏低于预期。疫情以来消费对经济拖累较多，三季度消费加速复苏，部分反映了疫情消退之后首个暑期外出活动的释放，近期部分高频数据显示消费动能边际走弱。金融周期下半场，房地产总体偏弱，我们的估算显示城镇居民净资产受房地产价格调整的影响比较大。金融周期下半场理想的政策组合是“紧信用、松货币、宽财政”，但2023年前三季度广义财政赤字率低于2022年。2022年财政对企业利润增速的贡献较2021年明显加大，但近两个季度财政对企业利润同比变化的贡献下降。结构方面，我国财政政策有系统性地向供给端倾斜的现象，这也是今年名义增长低于实际增长的原因之一。

2023年财政预算增加一万亿元国债，彰显政府加大逆周期调控的决心，我们预计明年财政和准财政将继续发力，可能从逆周期往跨周期递进。2024年全年实际GDP增速可能为5%左右，经济复苏既非缓慢，亦非跳跃，而是逐步加快的态势。新增一万亿元国债对投资的促进作用或明显多于对消费的提振，但金融周期下半场需求缺口具有跨周期特征，实际增长离潜在增长还有一定差距。我们预计2024年财政和准财政将加码，既加大力度支持城中村改造，也可能往民生倾斜，在短期稳增长的同时，加速经济结构改善，亦起到跨周期调节的作用。财政加码降低货币宽松的必要性，2024年降准的概率比较大，但降息的可能性下降，部分也因为加速化解地方债务改善了地方融资条件，部分地区“紧信用”态势或边际缓解。我们预计经济形势可能从“内生探底”往“外生复苏”演变，全年实际GDP增速或为5%左右，下半年或略高于上半年。从复合增速来看，2024年经济既不是缓慢复苏，也非跳跃式复苏，而是逐步加快的态势。CPI和PPI通胀也可能将逐季改善，但总体比较温和。随着经济增速改善，市场利率可能小幅上行，人民币汇率也有升值空间。

2024年经济复苏还有两个亮点值得关注。一是名义GDP增速可能为6.3%左右，快于实际GDP增速（5%左右），也明显高于2023年的名义GDP增速（可能为4.7%左右），对企业盈利和估值带来利好。另一个亮点是经济结构继续改善，一方面源于金融周期下半场资源错配现象因房价调整而改善，另一方面源于政策引导和我国大市场带来的规模经济效应。中国规模经济效应在通讯行业和新能源等行业已经有体现，如果财政政策从逆周期往跨周期递进，规模经济优势将得以进一步发挥，给资本市场带来更多机会。



以上观点来自：2023年11月07日中金公司研究部已发布的《中国宏观2024年展望：从内生探底到外生复苏》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988  
彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892  
周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036  
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  
黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091  
段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

## 专题聚焦

### 海外宏观2024年展望：迎接高利率挑战

2023年美国经济展现较强韧性，尽管美联储持续加息，部分银行破产倒闭，但居民和企业部门没有受到太多影响，经济活动继续扩张。美国无风险利率大幅上行，美债10年期收益率一度达到5%。

展望2024年，我们认为全球宏观的主要挑战在于如何应对高美元利率。过去十年美国利率一直处于较低水平，政策当局和投资者适应了低利率环境，对高利率下的风险和挑战比较陌生。如今利率大幅上升，背后的原因是什么？对经济金融会带来哪些影响？这或许是我们思考明年全球经济的一个关键点。

从宏观上讲，利率上升一般有两种原因，一种是经济潜在增速抬升，比如科技进步促进生产效率提升，带来长期实际利率上升。另一种是经济潜在增速变化不大，但短期总需求强劲扩张，带来实际利率上升。但这种上升不可持续，未来需求放缓，利率终将下降。当前美国是哪种情况？市场有很多争论，我们倾向后者的可能性更高，即利率的上升主要由需求主导，未来会回落，不确定性在于回落的时间和速度有多快。

具体到明年，我们认为在利率锁定等因素支撑下，美国经济上半年仍将保持韧性，下半年货币紧缩的滞后效果进一步显现，需求会有更明显的放缓。实际利率上半年维持高位，下半年回落压力增大。受益于基数效应，明年美国通胀有望继续下行，但近几年人口老龄化、政府干预经济、地缘冲突频发、逆全球化等不利供给的因素增多，这意味着通胀持续时间会更久。长期来看，美国通胀中枢或系统性抬升。

这些变化带来一个重要启示，那就是货币政策在增长与通胀之间将更加难以取舍，为压低通胀所需付出的经济损失会更多。明年美联储的首要目标是引导经济软着陆，货币政策既不能过松，也不能过紧，为了降低衰退风险，可能需要提高通胀容忍度。基准情形下，美联储在明年上半年保持现有的利率水平，下半年转向降息。中期来看，美联储或上调通胀目标。

上述情形对资本市场有何含义？短期来看，美联储进一步加息的必要性下降，短端利率上行空间有限，有利风险偏好改善。中期来看，投资者对通胀和名义GDP增长的预期抬升，长端利率居高不下，收益率曲线陡峭化。对非美经济体而言，短期内资本外流缓解，本币汇率贬值压力降低，但对于金融周期与美国不同步的国家，明年仍需防范内、外部风险共振。

预测方面，我们对2024年美国有三个情景假设：

**1) 基准情形 (60%):** 劳动力市场冷却但不会恶化，房地产投资企稳，制造业补库存，经济总需求与通胀小幅放缓。2024年GDP增长1.6%，走势前高后低，Q4 CPI通胀在3.0%左右。

**2) 滞胀 (25%):** 地缘政治冲突升温，全球能源价格维持高位，经济总需求受到明显抑制，通胀居高不下，2024年GDP增长0.5%，Q4 CPI通胀仍有4.0%。

**3) 衰退 (15%):** 美联储紧缩过度引发金融风险暴露，资产价格大幅下跌，经济需求萎缩，通胀压力骤降，2024年GDP增长0%，Q4 CPI通胀下降至2.0%。

---

以上观点来自：2023年11月07日中金公司研究部已发布的《海外宏观2024年展望：迎接高利率挑战》

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

### 全球市场2024年展望：避不开的周期（要点版）

2023年中美周期的实际走向与年初预想路径出现较大反差，“问题”都出在两边信用周期更顽固的时滞和意外因素导致的路径偏离。美国紧信用缓慢并在财政“被迫”发力下再扩张，解释了经济韧性和“再加速”错觉；中国宽信用待开启，“紧”财政和“弱”地产解释了市场的弱势。

展望2024年，信用周期走向依然是判断中美周期方向的抓手，私人部门信用更多是融资成本和投资回报率相对强弱的结果，公共部门则并不完全受此约束，因此财政都将扮演更重要的角色。

#### 美国：逃不掉的信用周期

美国紧信用缓慢是因为广义投资回报率一直高于融资成本，同时高利率对存量锁定的付息压力传导有限。不过这一情形已有改变：**1）增量：**高利率已开始抑制各部门新增需求，如中小企业工商业贷款、大企业信用债发行，居民房贷和消费贷都出现不同程度萎缩。**2）存量：**由于利率锁定效应，除企业8%已较高外，政府平均2.9%和居民3.6%的存量有效利率都不高，居民利息支出占收入比也维持低位。这意味着与增量相关的企业投资、居民购房会受到抑制，但与存量相关的消费影响不大，何况还有较高的超额储蓄。政府杠杆虽不受此约束，但除非再出现意外风险，否则大选年很难扩张。

基于此，我们判断美国经济与通胀大方向中枢下行、政策上加息渐止，但存量消费受高利率侵蚀不大且财政收缩有限，意味增长仍有韧性，政策和利率维持高位或更久，增长三季度或是低点。不过悖论是，在高位维持越久最终不能平稳过渡的风险越大，因此政策前置的好处大于风险。上行风险是意外事件催生“被迫”宽财政后的“过热”，下行风险是油价等供应风险改变通胀路径后的“过紧”。

## 中国：避不开的政策选项

当前约束下，中央加杠杆是启动宽信用周期的“对症”选项。目前在正确方向上，考虑到政策的“保质期”，我们认为如果后续规模更大、更及时，效果或会更好。进一步降低融资成本也是一个可选项，但需等待美联储窗口，如明年一、二季度。我们判断中国市场当前处于政策底，过渡到情绪底和市场底还需一定时间。下行风险仍是“对症”政策进展缓慢。



---

以上观点来自：2023年11月08日中金公司研究部发布的《全球市场2024年展望：避不开的周期（要点版）》

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

李赫民 分析员 SAC 执证编号：S0080522070008 SFC CE Ref: BQG067

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

杨萱庭 联系人 SAC 执证编号：S0080122080405

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2023.11.6 中国宏观简评：经济活动边际放缓——10月经济数据前瞻
- 2023.11.7 中国宏观专题报告：中国宏观2024年展望：从内生探底到外生复苏
- 2023.11.7 海外宏观专题报告：海外宏观2024年展望：迎接高利率挑战
- 2023.11.7 中国宏观热点速评：出口趋势仍在改善——2023年10月进出口数据点评
- 2023.11.8 中国宏观专题报告：逆全球化时代的宏观经济新平衡
- 2023.11.10 中国宏观热点速评：内生需求仍弱，外生支持初现——2023年10月物价数据点评

### 策略及大宗商品

- 2023.11.6 主题策略：从全球养老金机构看资产配置（4）：NZ Super Fund参考组合模式下的灵活配置
- 2023.11.8 主题策略：A股市场2024年展望：行则将至（要点版）
- 2023.11.8 海外中资股策略：港股市场2024年展望：不疾而速（要点版）
- 2023.11.8 海外策略：全球市场2024年展望：避不开的周期（要点版）
- 2023.11.8 大类资产2024年展望：估值变局的风险与机会（要点版）
- 2023.11.8 大类资产配置月报（2023-11）：财政变局下的市场方向
- 2023.11.8 大宗商品：大宗商品2024年展望综述：中场故事待续
- 2023.11.9 中国策略简评：活跃资本市场系列：再融资新规优化影响几何？
- 2023.11.11 全球资金流向监测：南向流入扩大，北向转为流出

### 固定收益

- 2023.11.6 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.11.6 招投标备忘录：国开债23年第7、8、11期增发——利率债招标分析
- 2023.11.7 中资美元债周报：美联储暂停加息，市场整体反弹
- 2023.11.7 招投标备忘录：贴现国债23年第69、70、71期新发，付息国债23年第20期续发，农发债23年第20、21期增发——利率债招标分析
- 2023.11.7 简评：石油等大宗商品对进口增速有所推升，出口需求仍弱——10月贸易数据分析
- 2023.11.8 专题研究：债券市场2024年展望：中美债市双牛格局
- 2023.11.8 中国城投债券月报：供给延续回落，部分区域再融资改善——10月城投债券月报
- 2023.11.8 简评：震裕转债投资价值分析
- 2023.11.8 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.11.8 招投标备忘录：国开债20年第4期，21年第18期，23年第6、16、18期增发——利率债招标分析

- 2023.11.9 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报  
 2023.11.9 简评：CPI同比走低，债牛未尽——10月通胀数据分析  
 2023.11.9 资产证券化分析周报：基金3Q23ABS持仓分析——头部机构持续增持，地产供应链类偏好提升  
 2023.11.9 简评：雅创转债上市定价分析  
 2023.11.9 招投标备忘录：贴现国债23年第72期新发，付息国债23年第23期续发——利率债招标分析  
 2023.11.10 中国可转债策略周报：择时体系1：这些指标怎么看，及Python实现  
 2023.11.11 信用债收益率跟踪周报：理财规模继续增长，信用利差小幅收窄  
 2023.11.11 深度研究：中美债市双牛格局——2024年国内外经济及债市展望

## 行业

- 2023.11.6 软件及服务：电力现货市场：从顶层设计到明确落地时间  
 2023.11.6 电力电气设备：广东阳江青洲五七海上风电项目海域使用报告提交，行业继续向积极方向变化  
 2023.11.6 航空航天科技：卫星行业月报(2023-10)：高价值激光终端孕育新机，关注新技术趋势的投资机会  
 2023.11.6 公用事业：风光公用环保周报：硅料价格加速下跌，电力运营现货市场再进一步  
 2023.11.6 科技硬件：云计算资本开支观察(3Q23)：海外云厂表态将持续加码AI投资  
 2023.11.6 REITs：公募REITs月报(2023-10)：关注经营稳定性较强的项目估值回调后的配置机会  
 2023.11.6 家电及相关：Q3家电出口超预期，海外龙头看欧美终端  
 2023.11.7 机械：注塑机与压铸机月跟踪(7)：连续3个月环比有所回暖  
 2023.11.7 不动产与空间服务：周评#364：二手房延续景气，新房仍待催化  
 2023.11.7 软件及服务：全球观察-Atlassian：一季度收入超预期，经营利润率逐步修复  
 2023.11.7 旅游酒店及餐饮：全球观察-万豪国际：3Q跨境间夜占比近19年，24/25年公司预计RevPAR同增3-6%  
 2023.11.7 机械：中金通用自动化周报：政策定调人形机器人颠覆性产品，关注新技术&国产替代方向  
 2023.11.7 机械：消费电子钛合金趋势起，刀具需求外溢龙头弹性可期  
 2023.11.7 机械：五金工具月报：终端消费需求疲软，库存或将触底  
 2023.11.8 煤炭：3Q23煤炭板块相对表现占优，利润回落，基金持仓提升  
 2023.11.8 软件及服务：AI动态更新：OpenAI发布系列新产品，成本优化、生态筑基  
 2023.11.8 公募洞察系列：券商权益及非货基保有量均实现逆市上涨——评3Q23基金代销数据  
 2023.11.8 金融：整体承压，结构分化-3Q保有量点评

- 2023.11.8 公用事业：电力运营9月月报：低基数叠加工商业持续复苏，用电量景气上行
- 2023.11.8 汽车及零部件：量价利三维度分析中国重卡出海机遇
- 2023.11.8 机械：第三方检测3Q23业绩回顾：增速承压期待年底回暖，估值回落低位
- 2023.11.8 银行：银行视角看城投化债
- 2023.11.8 交通运输物流：双周报#377：油运运价大增，出行淡季或可布局
- 2023.11.8 传媒互联网：广告9月：大盘同环比增幅扩大，关注四季度电商旺季趋势
- 2023.11.8 主题研究：电新3Q23业绩回顾：需求温和复苏，静待盈利改善
- 2023.11.8 传媒互联网：海外互联网平台3Q23回顾及展望：基本面韧性强，AI仍是重点
- 2023.11.9 银行：中金看海外 主题 | 美国银行机构风险处置机制简析
- 2023.11.9 交通运输物流：3Q23基金持仓：配置比例上升，内外资均偏好公路
- 2023.11.9 新能源汽车：Rivian 3Q23业绩追踪：连续两季度上修产量指引，扩大商用车业务合作伙伴
- 2023.11.9 金融：市场改善与行业政策共振——资本市场行业11月报
- 2023.11.9 汽车及零部件：10月新势力表现突出，关注广州车展及年底新车周期行情
- 2023.11.9 银行：银行2024年展望：不良生成预期有望改善，投资从高股息到报表修复
- 2023.11.9 金融：非银2024年展望：景气回升、可攻可守
- 2023.11.9 不动产与空间服务：房地产2024年展望：变则通，通则久
- 2023.11.9 家电及相关：家电与智慧家居2024年展望：全球化发展趋势叠加边际改善
- 2023.11.9 旅游酒店及餐饮：旅游酒店及餐饮2024年展望：寻找穿越周期的优秀商业模式和管理能力
- 2023.11.9 日常消费：食品饮料2024年展望：稳健复苏，估值具备安全边际
- 2023.11.9 可选消费：轻工零售美妆2024年展望：需求复苏，消费分层，聚焦龙头
- 2023.11.9 纺织服装珠宝：纺织服装珠宝2024年展望：内需分化，外需修复
- 2023.11.9 农业：农林牧渔2024年展望：周期蓄势、科技升维、国货崛起
- 2023.11.9 机械：机械2024年展望：自下而上选股
- 2023.11.9 公用事业：风光公用环保2024年展望：栉风沐光，静待春来
- 2023.11.9 电力电气设备：电力设备新能源2024年展望：冬去春来，再续征途
- 2023.11.9 航空航天科技：航空航天科技2024年度展望：景气重启，笃行日新
- 2023.11.9 汽车及零部件：汽车及零部件2024年展望：跨越式发展，创新式机遇
- 2023.11.9 传媒互联网：全球观察-Roblox：3Q23营收及利润好于预期，指引资本开支节奏放缓
- 2023.11.9 交通运输物流：政府和社会资本合作新机制带来新发展

- 2023.11.9 传媒互联网：全球观察-Disney：三季度业绩好于预期，公司经营效率稳健提升
- 2023.11.9 金融：中国金融科技出海现状观察（1）——印度尼西亚信贷科技市场
- 2023.11.9 银行：10月金融数据前瞻：社融增速回升
- 2023.11.10 机械：光伏设备月报（8）：3Q23业绩快速增长，关注后续政策催化
- 2023.11.10 软件及服务：软件及服务2024年展望：AI落地关键时刻
- 2023.11.10 电信服务：电信服务2024年展望：兼具防御与成长性，向数字经济基础设施服务商迈进
- 2023.11.10 教育：教育2024年展望：转型深水区已过，关注抗周期布局
- 2023.11.10 科技硬件：科技硬件2024年展望：新需求、新供给、新格局
- 2023.11.10 传媒互联网：互联网2024年展望：回归业绩主线
- 2023.11.10 传媒互联网：传媒2024年展望：盈利为锚，多元变现与新技术发展千帆起
- 2023.11.10 医疗健康：医药生物2024年展望：商业格局重塑，创新驱动成长
- 2023.11.10 交通运输物流：交运2024年展望：因势利导，攻守兼备
- 2023.11.10 基础材料：基础材料2024年展望：积极待暖风
- 2023.11.10 有色金属：有色金属2024年展望：守得云开见月明
- 2023.11.10 化工：油气化工2024年展望：长风破浪会有时
- 2023.11.10 博彩及奢侈品：博彩及奢侈品2024年展望：疫情后增长常态化
- 2023.11.10 新能源汽车：Lucid 3Q23业绩追踪：下调23年产量指引，产品线持续扩张
- 2023.11.10 房地产：10月存量房市场呈现“以价换量”特征
- 2023.11.10 机械：工程机械&叉车月报：海外挖机景气度分化，叉车保持增长
- 2023.11.10 机械：钛合金：激光3D打印经济性测算
- 2023.11.10 公用事业：煤电容量电价终落地；政策认证转型路上火电的保供和调节价值
- 2023.11.11 机械：关注消费电子需求创新带来的设备机遇

## **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