

【宏观专栏】

货币政策何去何从？

货币政策主要在防止债务扩张和避免信用紧缩之间取得平衡。在经过一段时间的监管后，如果明年楼市局部过热风险得以有效控制，利率在当前的基础上进一步上行的可能性不大，而信用风险升温带来的自发“紧信用”或需“松货币”来对冲。

RCEP 减免了多少关税？

RCEP 关税减免更多体现在中韩、中日之间。对于韩国来说，RCEP 的承诺关税率将在生效约 5 年后开始低于目前的有效关税率；对于日本来说，RCEP 承诺关税率将迅速低于目前的有效关税率。除关税外，RCEP 还包括服务贸易、投资、贸易便利化、知识产权等内容，战略意义深远。

【市场策略】

疫情对美国企业资产负债表的影响与启示

对企业和居民而言，此轮疫情冲击始于现金流量表，终于资产负债表。我们认为，资产负债表修复和产能利用率抬升是企业开启新的资本开支周期的重要前提，目前看仍有待时日。

【专题聚焦】

稳杠杆、促改革、控风险—易纲行长论文解读

央行研究发现近十年中国宏观杠杆率上升较快，金融资产风险向金融和政府部门集中，建议稳住宏观杠杆率、依靠改革开放发展直接融资、管理好风险。总体来看，相关政策建议已较为充分的体现在现有政策框架内。

【宏观专栏】

货币政策何去何从？

今年 5 月以来，市场利率的快速上行，未来货币政策走势也备受市场关注。我们首先分析中国货币政策的主要驱动因素，并在此基础上展望未来的货币政策走势。

债券供给并非利率的决定性因素，利率是债券供求平衡的结果，债券供给增加而需求不变时，会导致债券价格下跌、利率上升。而债券的需求由流动性决定，流动性又由央行的货币政策态度决定。一般而言，在政府债券供给外生性增加时，央行也会相应增加流动性，因而利率的变化更多的是央行货币政策意图的体现。从历史上来看，短期利率和政府债券供给并没有必然的正向联系，从总体债券供给看，2014 年以来甚至和短期利率出现了较强的负相关，债券供给多并未导致利率上升，反倒利率较低时其他债券净发行更多。

如何衡量货币政策的松紧？我们将数量型和价格型货币政策较明显的松紧态度进行简化统一衡量，并发现短端基准利率（3 个月 SHIBOR）兼顾了准确性和灵敏性，不仅能体现货币政策的强信号调整，也能捕捉到央行的操作意图。

货币政策的态势可以从经济周期和金融周期两个维度，增长、通胀和楼市三个因素去理解。传统的货币政策主要盯住经济周期，政策目标是经济增长、控制通胀和充分就业，目的是使经济运行在潜在产出水平附近。但是在金融危机之后，全球央行开始进一步重视金融周期，货币政策的目标也在增加，有了更多其他考量，如金融稳定、资产价格、收入分配等。中国的货币政策框架也发生了类似的变化，在金融危机之后，央行更加重视资产价格楼市、宏观杠杆率等金融周期变量。

从金融周期与经济周期两个维度，我们挑选出三个影响货币政策的因素，分别是：1) 增长，2) 通胀，3) 楼市。我们以实际产出缺口衡量增长表现；服务 CPI 与 PPI 作为通胀的衡量指标；土地成交价款作为房地产的代表。2013 年以来，货币政策对房地产的反应变快变强，而对增长的反应似乎有所减弱。今年 5 月以来，负产出缺口收窄带动利率低位回升，而土地市场火热推动利率升至去年底高位。

2021年是经济与金融“再平衡”的一年。从经济周期来看，再平衡体现为需求追赶供给，负产出缺口继续收窄，但收窄速度难比今年，也不至于出现供小于求，服务CPI同比和PPI通缩修复，但不至于支持在当前基础上收紧货币政策。2021年也是金融再平衡的一年，今年非生产性加杠杆导致明年偿债负担上升，信用风险暴露已初现端倪，或带来经济自发“紧信用”，近期弱国企信用事件或是苗头。

货币政策主要在防止债务扩张和避免信用紧缩之间取得平衡。在经过一段时间的监管后，如果明年楼市局部过热风险得以有效控制，利率在当前的基础上进一步上行的可能性不大，而信用风险升温带来的自发“紧信用”或需“松货币”来对冲。

以上观点来自：2020年11月22日已发布的《货币政策何去何从？》

黄文静 SAC 执业证书编号：S0080520080004

周彭 SAC 执业证书编号：S0080119080009

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

【宏观专栏】

RCEP 减免了多少关税？

RCEP 的各缔约国都做出了关税减免的承诺，我们比较了涉及中国的有效关税税率（EAR）和承诺关税税率，发现从总体区域上来看，此次关税减免更多体现在中韩、中日之间。更进一步，RCEP 不仅仅涵盖关税减免，还包括服务贸易、投资、贸易便利化、知识产权、电子商务、竞争政策、政府采购等大量规则内容，战略意义深远。

对于韩国来说，RCEP 的承诺关税税率将在生效约 5 年后开始低于目前的有效关税税率。中韩之间已经签有自贸协定，目前中国对韩国以及韩国对中国的有效关税分别为 4.1%、9.3%，而根据 RCEP 承诺，中国对韩国以及韩国对中国的有效关税税率将分别在 6 年、4 年后开始低于有效关税税率。RCEP 生效 5 年后中国对韩国关税减免较多的 HS2 位商品包括：HS11 制粉产品（3.1pct）、HS43 毛皮制品（1.4pct）、HS02 肉及杂碎（1.0pct）；RCEP 生效 1 年后韩国对中国关税减免较多的 HS2 位商品包括：HS19 糕点（24.4pct）、HS11 制粉产品（14.2pct）、HS07 蔬菜（12.4pct）。

对于日本来说，RCEP 承诺关税税率将迅速低于目前的有效关税税率。中日之间此前还没有自贸协定，目前中国对日本以及日本对中国的有效关税分别为 7.5%、4.7%，而根据 RCEP 承诺，中国对日本以及日本对中国的有效关税税率在 RCEP 生效 2 年、1 年后分别为 7.4%、3.3%，开始低于目前的有效关税税率。RCEP 生效 1 年后中国对日本关税减免较多的 HS2 位商品包括：HS78 铅及其制品（3.6pct）、HS28 无机化学品（3.3pct）、HS86 火车电车（3.2pct）；RCEP 生效 1 年后日本对中国关税减免较多的 HS2 位商品包括：HS64 鞋靴（23.9pct）、HS11 制粉产品（18.5pct）、HS07 蔬菜（9.2pct）。

对于东盟、澳大利亚、新西兰来说，因为税率已经很低，整体上承诺关税税率并不低于目前的有效关税税率。中国已经与东盟、澳大利亚、新西兰分别有了自贸协定，双边关税已经大幅削减，甚至澳大利亚和新西兰目前已经对所有中国进口商品实行零关税。因此，无论是中国对这三者，还是这三者对中国的承诺关税税率整体上都并不低于目前实际执行的有效关税税率。例如，2019 年中国对澳大利亚的有效关税税率（HS6 位算术平均值，下同）为 0.7%，而 RCEP 生效 21 年后，中国对澳大利亚的承诺关税

率均值为 0.9%。

即便如此，原产地规则方面的不同仍然可能使企业在对以上三个出口部分产品时关税率降低。RCEP 作为一个涵盖了东盟十国、澳大利亚、新西兰、日本、韩国、中国的自贸协定，在一定程度上能够减轻所谓的“意大利面条碗效应”的负面影响。例如，产品 A 是一种依赖于全球产业链的商品，澳大利亚、东盟、中国的价值成分占比各为 15%，中国企业 B 在向东盟出口产品 A 时，《中国-东盟自贸协定》下的区域价值成分为 30%，未达到 40%的要求，因此无法适用 2%的协定税率，只能适用 10%的最惠国税率。而在 RCEP 生效后，由于新加入了澳大利亚，区域价值成分为 45%，超过了 40%的要求，因此能够适用 8%的承诺税率。

RCEP 战略意义深远。RCEP 拓展了原有“10+1”自贸协定的规则涵盖领域，既对标国际高水平自贸规则，纳入了知识产权、电子商务、竞争、政府采购等议题，又在中小企业、经济技术合作等领域作出加强合作等规定。其战略意义深远，而不仅仅止于关税减免。

以上观点来自：2020年11月21日已发布的《RCEP 减免了多少关税？》

郑宇驰 SAC 执业证书编号：S0080520110001

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

【市场策略】

疫情对美国企业资产负债表的影响与启示

疫情对美国企业资产负债表的影响以及当前情况

对企业和居民而言，此轮疫情的冲击都始于现金流量表（企业经营性现金流和居民工资收入），终于资产负债表（并未出现系统性违约和破产），但由于疫情爆发前美国企业杠杆便处于高位，因此受到冲击更大，体现为信用债特别是高收益债资产一度大幅承压，由于美联储及时采取行动“扭曲”信用债市场定价并提供充裕的流动性，才避免了现金流量表的冲击演变为更大规模的资产负债表危机。

那么疫情最大冲击已经过去了两个多季度，美国企业部门的资产负债表状况如何？是否还面临较大的违约压力？这对于我们判断后续盈利修复特别是企业的资本开支能力有重要的参考意义。结合美股最新披露完毕的三季度业绩，我们对此做出如下梳理。

1) 疫情后企业杠杆率大幅攀升，三季度略有改善。无论从宏观的债务占 GDP 比重的视角、还是从微观的企业资产负债率，美国企业杠杆水平都在二季度明显爬升，目前均明显高于 2008 年金融危机时期的高点。作为对比，美国居民和金融机构杠杆水平疫情以来也有所抬升，但仍远低于 2008 年金融危机期间高点，这也是支持美国消费快速复苏的一个重要原因。不过，三季度业绩显示，美股杠杆略有改善，总债务/股东权益从二季度的 2.12 微降至 2.11。

2) 作为应对，企业大举发债，在手现金激增。企业骤升的偿债压力和信用债市场的紧张局面促使美联储从 3 月份开始通过直接购买信用债的方式注入流动性、“扭曲”信用债定价，美国信用债利差逐步回落至疫情前低位。在这一背景下，企业大举发债或借款以备不时之需，进而导致企业的在手现金规模激增，因此剔除现金后的净债务杠杆增幅相对温和。最新数据显示，2020 年前 10 个月美国信用债发行规模达 2.07 万亿美元，远超 2019 年全年 1.42 万亿美元规模，同时，美国企业在手现金也继续维持高位（三季度末 2.14 万亿美元，占总资产比例超过 12%）。

3) **违约率攀升**；在经营性现金流显著改善前，企业难以承受融资条件大幅收紧。负债率处于高位的背景下，在经营性现金流明显改善前，企业很难承受金融条件的明显收紧。实际上，疫情以来美国信用债违约率明显攀升，Fitch 最新的数据显示 2020 美国信用债券和高收益债券违约率分别为 5.5% 和 5.0%，高于正常的 2~4%，Fitch 预计这一情形会持续到 2022 年。当前，美国强劲的消费需求对相关板块盈利和现金流修复都起到了明显的提振（如家电、汽车、零售等），但其他企业，特别是生产端仍高度依赖疫情控制和复工进展承压，仍未完全缓解。

4) **资产负债表修复和产能利用率抬升是企业开启新的资本开支周期的重要前提**，目前看仍有待时日。持续稳健的消费需求以及明显偏低的消费品库存可能带来新一轮补库周期，这也是我们认为支撑未来增长修复的一个核心变量。

不过，从需求>>库存>>产能利用率>>投资这样一个传导链条来看，美国企业能否就此开启新一轮资本开支周期，还需要同时配合产能利用率回升至较高水平（有需求加大投资）、以及企业资产负债表的修复（有能力加大投资）。目前来看，这两点都还有待兑现，这也是为什么三季度美国企业 capex 依然低迷，持平于二季度低位的原因。

除疫苗外，美国疫情各方面均明显恶化；价值继续领跑

过去一周，美股震荡走低。疫情在美国持续升级、以及财政部表示此前通过提供本金支持的美联储一系列贷款便利（如包括信用债支持便利）年底到期后将不再继续，可能都拖累了情绪。不过，市场风格仍是价值主导，能源、汽车与零部件等价值板块继续领涨，原材料和原油等上游资源品也普遍大涨，相比之下，FAAMNG 下跌，同时美债利率和美元指数回落。这与我们在此前报告和年度展望中的观点及配置方向基本一致。

本周值得注意的变化是，除了疫苗仍有积极进展外，美国疫情各方面均明显恶化。Moderna 于 11 月 16 日宣布其新冠疫苗的三期临床试验早期有效性达 94.5%，并计划将在 12 月获得美国紧急使用授权。不过疫苗“远水依然解不了近渴”，美国疫

情沿着新增>>住院>>ICU>>死亡的链接迅速传导，各方面都在恶化：根据 OurWorldInData 统计，截止 2020 年 11 月 20 日，1) 美国新增确诊超过 18.8 万人；2) 新增急剧增多使得住院和 ICU 重症监护人数已经超越 3 月和 8 月高点；3) 医疗资源的占用使得死亡率也在抬升，并超过 8 月高峰，但仍低于 3 月。

美国疫情各方面急剧恶化并不断向下传导说明亟待更多防控措施压平曲线以化解医疗资源压力。在这一点上，欧洲各国从 11 月采取的封城措施已初见成效，新增确诊都有所回落。虽然死亡率不高其冲击仍不是毁灭性的，但势必在短期内继续对复工进展产生干扰，扩大产需缺口。

以上观点来自：2020 年 11 月 22 日已发布的《疫情对美国企业资产负债表的影响与启示》

刘刚 CFA SAC 执业证书编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

李赫民 SAC 执业证书编号：S0080120090056 SFC CE Ref: BQG067

王汉锋 CFA SAC 执业证书编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

【专题聚焦】

稳杠杆、促改革、控风险—易纲行长论文解读

11月16日，央行发布《再论中国金融资产结构及政策含义》，研究发现，2008-2018十多年来中国宏观杠杆率上升较快，金融资产风险明显向金融和政府部门集中（2018年末合计占比72.2%）。

文章政策建议，1）要稳住宏观杠杆率，尽量长时间保持正常的货币政策，2）发展直接融资要依靠改革开放，加快推进证券发行注册制改革，完善证券市场法律体系，发展多层次股权融资市场，延续金融服务业务对外开放节奏，3）要管理好风险，管理好改革和开放顺序风险，管理好金融机构风险，管理好房地产市场风险。总体来看，相关政策建议已较为充分的体现在现有政策框架。向前看，我们认为金融机构发展需要顺应中国经济发展趋势，顺应金融供给侧改革需要，需要提高触达和洞察力以服务经济转型升级过程中金融需求最旺盛的客群。

宏观杠杆率上升过快，其势头近期得到遏制。从2008年的145.4%上升至2018年的248.7%。2018年末中国金融资产规模721.8万亿元（2007-2018年CAGR为15%），金融资产规模与GDP之比为786%（较2007年末上升197ppt）。其中，国内主体持有的国内金融资产较快增长，银行贷款占比上升，直接融资占比下降，表外和资管业务快速发展。

金融风险向金融机构集中趋势明显。文章测算，2018年末金融机构和政府部门承担风险的金融资产规模分别为365.9/118.7万亿元，是2007年的5.85/2.60倍，占全部金融风险资产比重为54.5%/17.7%，两者合计占比72.2%（较2007年高2.6%）。其中，金融机构承担风险占比较2007年提高14.2ppt，风险向金融机构集中趋势明显。报告认为，主要原因有二：直接融资尤其是股票融资增长较慢，法治和信用环境制约了直接融资发展；宏观经济运行对金融机构产生了影响，金融危机后扩大内需过程中银行债务增长过快，同时名义GDP增速下降。

分部门金融资产结构分化，金融机构资产负债表管理更需精细化。资产负债管理更精细（资产负债配置预判更准确，数据积累和投研能力变得更为重要）、客户服务能力更强（资产和负债配置趋同的情况下产品和服务竞争更为激烈，科技可提升客户服务体验）、直接融资市场如资产财富管理业务布局更为领先的银行，仍可能提升市场份额、提高盈利能力。

- 居民部门是唯一金融资金净供给的部门，金融资产配置多元化趋势开展。对于金融机构经营而言，按揭业务风险较低、消费信贷业务存在发展空间，资管财富行业逐步；当然也需注意居民杠杆的过快上升。
- 企业部门是金融资金净融入最大的部门，主要通过银行贷款方式发放；政府部门由金融资金净供给者变为净需求者，金融机构资产配置更需关注企业和政府平台类债务的风险识别和定价。
- 居民和企业部门的金融资金运用中，特定目的载体（资管产品）占比均快速提升，分别由 2007 年的 5.3% 和 1.2% 上升至 2018 年末的 17.2%、12.5%。

以上观点来自：2020 年 11 月 22 日已发布的《稳杠杆、促改革、控风险—易纲行长论文解读》

张帅帅 SAC 执业证书编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055
严佳卉 SAC 执业证书编号：S0080518110004 SFC CE Ref: BNF177
耿浩森 SAC 执业证书编号：S0080120080073
王瑶平 SAC 执业证书编号：S0080517120002 SFC CE Ref: ALE841

附：一周主要研报回顾

【宏观】

- 2020.11.16 中国宏观简评：RCEP 战略意义深远 | RCEP 正式签署点评
- 2020.11.16 中国宏观热点速评：经济活动维持较强增长势头 | 10 月经济活动数据点评
- 2020.11.18 中国宏观热点速评：财政对基建支持力度加大 | 10 月财政数据点评
- 2020.11.21 中国宏观专题报告：RCEP 减免了多少关税？| RCEP 专题研究
- 2020.11.22 中国宏观专题报告：货币政策何去何从？
- 2020.11.22 海外宏观周报：美联储信贷工具退出影响几何？

【策略及大宗商品】

- 2020.11.16 海外中资股策略周报：复苏预期支持偏周期配置
- 2020.11.16 有色金属：铝：冶炼利润高企，低库存进入淡季，2021 年可期
- 2020.11.16 有色金属：铜：供给逆风逢需求强劲
- 2020.11.20 全球资金流向监测：外资第 12 周流入中资股；新兴市场流入加速
- 2020.11.22 A 股策略周报：风格平衡仍在持续
- 2020.11.22 海外市场观察：疫情对美国企业资产负债表的影响与启示 | 2020 年 11 月 16 日~11 月 22 日
- 2020.11.22 量化策略周报：量化策略周报（220）：价值风格短期呈现相对走强趋势

【固定收益】

- 2020.11.16 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2020.11.16 简评：经济延续回升,地产和出口持续性待观察 | ——2020 年 10 月经济数据点评
- 2020.11.16 简评：信用风险蔓延,弱国企和城投美元债走弱 | ——中资美元债周报
- 2020.11.16 资产证券化分析周报：ABS 一周市场回顾
- 2020.11.17 专题研究：到期回售均增长，关注“网红”区域弱资质国企的兑付压力 | ——2021 年信用债到期量分析
- 2020.11.18 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2020.11.19 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2020.11.19 专题研究：存单利率与资金利率背离的背后——银行负债压力重新上升 | ——金融机构负债端跟踪 10 月月报
- 2020.11.20 专题研究：披露期研究续:下一阶段的行业布局？ | ——转债行业跟踪第 18 期

- 2020.11.20 中国可转债策略周报：是时候，选出更好的策略了：转债策略库及测试
2020.11.21 中国利率策略周报：如何看待后续货币政策变化？

【行业】

- 2020.11.16 家电及相关：RCEP 营造良好全球环境，品牌成建制出海是重大市场机会
- 2020.11.16 纺织服装珠宝：RCEP 正式签署，中国纺服产业链优势凸显
- 2020.11.16 汽车及零部件：周报：长安携手华为、CATL 创全新品牌；广东发布政策促氢能源发展
- 2020.11.16 金融：周报#42：金融行业三季度业绩回顾；信用债违约对银行风险可控
- 2020.11.16 电力电气设备：组件现货价格突破 1.7 元/瓦，玻璃高位探涨，终端需求确定向好
- 2020.11.16 银行：国内首例二级资本债减记，并不超预期但有启示意义
- 2020.11.16 石油天然气：沙特 12 月亚洲 OSP 轻微下调，2021 年周期性行业估值或得到修复
- 2020.11.16 有色金属：中金看海外·主题 | 西澳锂矿 3Q 回顾:结构性视角看供给出清变化,矿价有望迎反弹
- 2020.11.16 房地产：10 月统计局数据点评：销售、投资韧性延续
- 2020.11.16 银行：样本银行反馈积极，重申业绩反转行情
- 2020.11.16 交通运输：RCEP 正式签订，货运利好港口航运物流，客运利好春秋
- 2020.11.16 机械：中金挖机利用指数：10 月份同比增速 9.0%，下游施工活跃
- 2020.11.16 建筑与工程：10 月基建数据点评：单月基建投资增速回升至 7.3%
- 2020.11.16 煤炭：10 月煤炭进口量维持低位，预计 11 月煤价仍有支撑
- 2020.11.16 机械：RCEP 协定利好出口企业，制造业复苏走在半途
- 2020.11.16 房地产：中金房地产周报#219：销售延续增势，宅地溢价率、流拍率双升
- 2020.11.16 基础材料：10 月数据点评：景气持续上行，超配周期龙头
- 2020.11.16 传媒互联网：数据月报：游戏市场规模环比持续增长，梯媒广告主趋向多元
- 2020.11.16 交通运输：航空：10 月运营数据持续改善，疫苗研发或推进催化股价上行
- 2020.11.16 可选消费：10 月社零+4.3%进一步回暖，线上渠道与消费升级品类表现较优
- 2020.11.17 汽车及零部件：RCEP 正式签订对汽车和二轮车行业的影响
- 2020.11.17 基础材料：追“宗”系列 | 纸业解码:旺季进入平稳中场,白卡涨势仍未竭
- 2020.11.17 化工：RCEP 协定有助于增强国内化工品中长期竞争力
- 2020.11.18 科技硬件：手机行业观察（11 月）：如何渡过今年的“垃圾时间”？

- 2020.11.18 化工：2021 硅产业链展望：为什么我们更加乐观了？
- 2020.11.18 博彩及奢侈品：限制渐宽，3Q20 复苏进入正轨
- 2020.11.18 银行：理财业务稳步转型，关注产品能力、投研能力建设
- 2020.11.19 交通运输：10 月顺丰增速依然稳健，通达系继续分化，韵达保持高增长
- 2020.11.19 电力电气设备：大众 MEB 会议点评：新车型周期开启，ID4 量产带动产业链放量
- 2020.11.20 家电及相关：品牌成建制出海十问十答
- 2020.11.22 化工：钛白粉、氨纶等价格上涨，关注下游拉动带来需求回升
- 2020.11.22 医疗健康：国家加速推进医保支付制度改革，国产 PD-L1 产品有望明年获批上市
- 2020.11.22 非酒类食品饮料：乳业月报：近期国内奶价突破 4 元/kg，10 月动销表现正常
- 2020.11.22 传媒互联网：周报：苹果拟降低对小开发者抽成，3Q20 中国手游在日本占比提升
- 2020.11.22 节能环保：环保专项债占比大幅增长，关注订单、盈利边际变化
- 2020.11.22 科技：科技硬件周报（11/21）：汽车电子广受关注
- 2020.11.22 银行：稳杠杆、促改革、控风险—易纲行长论文解读
- 2020.11.22 保险：2021 年保险行业展望：寿险向上，财险向下
- 2020.11.22 交通运输：双周报 141 期：RCEP 利好航运港口物流，集运欧线再次涨价
- 2020.11.22 科技：通信设备周报：年末展会密集落地，看多通信板块个股表现
- 2020.11.22 交通运输：如何看待集运公司的盈利和估值？预期有待上修，估值合理略偏低
- 2020.11.22 房地产：南昌-郑州-西安调研：楼市、地市冷热不均，红线之下更重回款

法律声明

本资料为中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）基于已发布的研究报告精选、汇编而成的。本资料较之中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）正式发布的研究报告存在延时提供的情况，有可能因报告发布日之后的情势或其他因素的变更而不再准确或失效。本资料所载意见、评估及预测仅为原始报告出具日的观点和判断。在不同时期，中金公司可能会发出与本资料所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本资料中的信息、意见等仅供贵方参考之用。本资料的版权归中金公司所有。

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

左烜烜 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn