

研报精选

2025年8月10日 第233期

宏观专栏

宏观眼中的“水牛”

报告认为，去年四季度以来市场对中国中长期经济前景的信心明显改善、房地产调整对中国经济的负面影响减弱、政策制定者对股市和楼市的关注度明显提升、中国居民适度增配风险资产的动机上升等因素共同支撑了本轮股市表现。

利率底部在哪 | 漫长的周期系列（二）

报告认为，伴随着降息成本的逐步显现、以及期限溢价底线的支撑，中国10年期国债利率或很难延续2021年以来的快速下行趋势，短期政策利率的下调可能会逐渐遇到门槛。

专题聚焦

数据摇摆中，美元仍是决定因素

报告认为，从全年或更长期的角度来看，随着财政对货币干预越发明显，美元流动性的再度宽松可能是大势所趋，叠加财政对基本面的托底，风险资产长期来看仍具潜力，美元下行周期或将持续。

欧盟财政：改革还是革命？

报告认为，本轮欧盟财政政策的调整，更多属于改革而非革命，主要体现在并未彻底放松对赤字率和债务率的量化要求，在阶段性豁免后成员国仍需回到债务可持续发展的轨道上来。

宏观专栏

宏观眼中的“水牛”

虽然二季度名义经济增速不高，物价也仍然比较低迷，但近期A股出现一波比较快速的升势。美国和日本在金融周期下行阶段都有出现过股市上涨，市场形象地将之比喻为“水牛”（流动性驱动）。在国内经济基本面尚待改善的背景下，市场对股市改善的原因及其前景出现分歧。中国这几年经历了金融周期见顶转向的大调整，经济增速一度下滑，但经济结构改善。映射到资本市场，我们认为突破传统的经济周期视角，从金融周期视角可能比较容易理解这波股市的走势。

美国金融周期下行时期的股市表现提供了较好的历史经验。2007年，美国次贷危机爆发，金融周期见顶转向，经济增速下行，但2009年左右美国股市在经济指标未见改善、楼市未见底的情况下就出现上行，开启了一波所谓的“水牛”行情，与金融周期下行时期其私人资产负债表的变化以及资产配置行为有紧密关系。金融周期下行导致美国私人资产负债表恶化，私人减少配置风险资产而增加安全资产配置。但美国政府松货币、宽财政的速度较快、力度较大，政府宏观杠杆率随之上升，私人部门宏观杠杆率随之下降，储蓄率也会上升。

美国次贷危机后私人资产负债表的改善叠加政府政策持续发力，私人部门配置策略逐步从安全资产转向风险资产，在楼市仍然下行的背景下，私人部门不急于买房，而是增加在股市的配置。实证方面，美国“牛市”的表现与政策力度，包括财政扩张、央行扩表的力度和节奏有较强的正相关性。相比而言，日本90年代初期也经历了金融周期大调整，但其股市表现远不及美国，主要原因在于其政策力度与节奏滞后，债务问题拖延时间较长。但90年代末日本加速财政扩张和解决债务问题，其股市也逐步改善。

从宏观视角来看，中国当下虽然经济指标还待改善，但也有多个原因支撑股市表现。去年四季度以来，市场对中国中长期经济前景的信心明显改善，尤其是DeepSeek出现的正面效应。二者，虽然房地产还在调整，但其在中国经济

中的占比大幅下降，对中国经济的负面影响减弱。同时，政策制定者对经济、股市、楼市的关注度明显提升，市场对相关领域下行风险的顾虑下降。再者，虽然中国政府加杠杆的幅度较美国彼时克制，中国私人部门的宏观杠杆率尚未下行，但也没有继续上升。还有一点是，过去几年，中国居民对安全资产配置的比例相应上升，在安全资产收益空间有限的情况下，适度增配风险资产（尤其是股市）的动机上升。展望未来，参考国际经验，在金融周期下行阶段，解决债务方面的政策很重要。我们认为，这方面的政策有助于帮助相关部门改善资产负债表，提升经济活力，对资本市场的意义也不言而喻。



以上观点来自：2025年8月4日中金公司研究部已发布的《宏观眼中的“水牛”》

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

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

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004 SFC CE Ref: BWF061

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

宏观专栏

利率底部在哪 | 漫长的周期系列（二）

中国政策利率从2019年开始调降，2025年的中国仍然处在降息周期当中，这一轮降息周期已经有6年时间，正在逐步接近1996-2005年那一轮漫长的降息周期，我们可能需要认真地审视未来的货币政策、利率环境、资产价格与总需求走势之间的互动，以及对宏观经济、金融市场和政策选择的启示，这是本系列报告的初衷。本系列的第一篇讨论了“超常规”货币政策的选择，提出风险溢价是政策应该解决的突出问题。本文是漫长的周期系列的第二篇。第二篇讨论10年期国债利率，我们在本文中尝试补全自然利率盲点，对未来的10年期国债利率走势作出判断。

从自然利率的视角出发，中国的利率中枢还有很大的下行空间。虽然自然利率是一个学术概念，但是在市场分析中我们经常能看到它的影子。自然利率是新古典经济学派认为的供需匹配、市场出清时的实际利率水平。当市场用“低通胀”、“高实际利率”、“低增长”来判断未来要继续降息时，就是自然利率视角的实际运用。我们测算中国当前自然利率已经降到0附近，以自然利率理论来看，中国的政策利率似乎还需要较大幅度调降以应对低通胀。

然而，无论是从市场交易结果，还是从利率逻辑来看，不可忽视自然利率的盲点。自然利率是新古典学派的概念，前提假设是理性人、市场有效，主要关注实体经济。在新古典的经济模型中，利率的下降可以提振总需求，并且不存在成本。然而凯恩斯学派以及后凯恩斯学派都指出，人的主观预期变化很大、一些社会文化和产业结构因素并非市场可以调整，因此自然利率存在“效果盲点”和“成本盲点”。两个盲点并非独立存在，如果降息能够起到提振通胀、拉动经济增长的效果，那么降息的成本问题就不会那么突出。反之，如果降息起不到相应的效果，那么降息成本的问题就会愈加凸显。具体来看：

► **效果盲点：**降息能否起到提振增长的效果，关键在于能否压低风险溢价。自然利率忽视了风险偏好（由此产生的风险溢价）对降息效果的影响。随

着利率的下降，银行业可能提高贷款标准、保护资产质量，降息周期中有少数利率走势可能与此相反。由于市场发展程度不同，海外的极低利率经验不能完全套用到中国现实。

► **成本盲点：内外部金融安全以及储蓄者的利益诉求构成降息的成本约束。**自然利率建立在新古典市场均衡理念的基础上，这一理念认为市场机制是有效的、市场均衡状态下不存在谁受益谁受损，忽略了降息的金融安全成本。在现实中，中国面临的降息约束包括：（一）银行业占GDP比重大、利息收入占比高，对净息差更加关注；（二）存款利率影响储蓄者的收益，其变化也会受到社会关注，很难将贷款利率下降都传导到存款利率；（三）全球高利率环境持续存在的确定性较强，人民币汇率与跨境资本流动的安全不能完全依靠“被动升值”。

除了经济理论缺陷造成的盲点以外，在分析10年期国债利率时，自然利率视角还存在一个“定价盲点”。自然利率的视角认为，国债市场期限利差较低是因为降息预期很强，这是因为自然利率主要关注利率的“均衡水平”。但在现实世界的资产定价当中，投资者不仅仅会定价预期的“均衡水平”（预期短端利率），也会考虑偏离预期的“波动性”（期限溢价）。我们认为，对基本面的一致预期大幅压低了国债市场期限溢价，这是导致国债利率曲线平坦化的主要原因，而非较高的降息预期。中国10年期国债的期限溢价存在下限，一方面，全球主要国家在低通胀、未走向加息阶段的过程中，期限溢价并未转负，与这些国家相比，中国的期限溢价已经不高；另外，中国央行非常重视管控过分加杠杆的风险，资金利率波动的中枢难言下降，抑制期限溢价下行。

这些盲点遮挡住的一个关键结论是，即使中国偏弱的通胀持续，10年期中国国债利率未必降到自然利率那么低，其过去3年的快速下行趋势难以持续。结合当前的经济形势，并不能完全排除未来12个月降息的可能性，今年4季度可能会逐渐引起市场关注。然而，伴随着降息成本的逐步显现、以及期限溢价底线的支撑，我们认为10年期国债利率或很难延续2021年以来的快速下行趋势：

短期政策利率的下调可能会逐渐遇到门槛，在1%左右时有些成本可能会显性化；考虑国际比较与中国货币政策的特点，10年期国债利率的期限溢价较难低于0.2%。以上结论隐含的另一个判断是，中国有其他的政策手段可以提振增长、并且运用这些手段的约束要小于把利率降到极低水平，这类政策包括财政扩张、央行资产负债表扩张以及深化改革。



以上观点来自：2025年8月3日中金公司研究部已发布的《利率底部在哪 | 漫长的周期系列（二）》

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

专题聚焦

数据摇摆中，美元仍是决定因素

7月以来，美元指数在贬值周期中出现反弹行情，但随着7月非农数据的出炉戛然而止，全球市场亦随之大幅震荡。不确定的政策，摇摆的数据，美国财政与货币间的博弈，干扰了市场对当前经济状态的感知，市场判断在美国经济过热和衰退间摇摆。那么，经济到底运行到了哪一步，如何影响市场走向？

我们认为，上半年政策冲击下，美国经济已经在6月触底，并在7月有改善迹象。债务发行潮也已经在7月开启，正在逐渐吸收美元流动性。往前看，关税对通胀的影响可能开始逐渐显露，叠加美元流动性收紧，可能在8-9月间不利于美股表现，10年期美债利率也可能快速触底并逐步上行至4.8%附近。但从全年或更长期的角度来看，随着财政对货币干预越发明显，美元流动性的再度宽松可能是大势所趋，叠加财政对基本面的托底，我们认为风险资产长期来看仍具潜力，美元下行周期也将持续。

从美元指数看资金流、基本面与美元流动性

美元指数的涨跌，可以反映跨国资金流、基本面和美元流动性等多方面因素。

从长期的视角来看，美元指数强弱反映了美元资产的配置需求。过去两年，美元指数持续在美国财政、贸易双赤字走阔的背景下维持强势，反映的是美股AI信仰下跨国资金持续流入美国的影响（详见[《特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值》](#)），而今年4月对等关税冲击带来的市场恐慌，整体拉低了美元指数的震荡区间，这反映了资金在美国和其他市场间的再平衡正在发生。在特朗普政府继续坚持通过逆全球化来实现美国再工业化的情况下，资金再平衡和美元指数的结构性熊市仍未结束。

从中短期的视角来看，美元指数与美德利差在日度上存在同步，反映了美国基本面和美元流动性的实际情况。从基本面来看，在经历了4月的结构性贬值后，美元指数自5月起与美德利差再次恢复了正相关性（虽然相关性较4月前

明显下滑),并在5-6月间起随美德利差持续下滑,并于7月后开始反弹。这一趋势基本上反映了美国基本面的路径:从高频数据来看,在对等关税推出后,续请失业在5-6月间持续上行,高位达到195万,据我们计算基本对应失业率升至4.3%;更前瞻一些的Indeed新空缺职位也可以看出,4-5月间新职位呈下行趋势,至6月触底回升。美元指数、高频数据与7月经调整后的非农数据基本可以对应,即美国经济在4-6月间下滑,7月后开始回暖。

从流动性来看,4月后,随着“非常措施”资金已经用尽,财政存款(TGA账户)开始大量释放补充准备金账户(狭义流动性),这一过程在6月走平。而7月4日后,大而美法案如期获得通过,新一轮美债发债潮到来,7月累积净发债规模达到3083亿美元¹,对比2-6月累计净发仅1049亿美元。随着TGA开始增加,美元流动性开始从宽松走向收紧。

财政主导、发债潮与资产走向

往前看,我们提示风险资产调整和美债利率上行风险。

首先,基本上,美国“滞”的可能性不大,而“胀”的风险在加剧。上半年美国经济的弱势主要来自DOGE、贸易摩擦等政策逆风的影响。从结果来看,DOGE裁员虽然削减了联邦雇佣规模,却变相将统一的行政工作分散到了各州,造成各州公务员雇佣增量远超联邦削减的量。5月以来,主要贸易伙伴也基本与美国签订了贸易协定,贸易摩擦的影响式微。而随着2026财年即将到来,大而美法案的影响将开始落地,特朗普也可能在地产、金融去监管领域增加更多的利好政策。美国经济或将继续沿着7月以来的复苏路径上行,衰退的可能性较小。而随着加关税前的囤货逐渐消耗²,关税对进口商品成本的影响可能会逐渐显露,叠加近期工资增速整体不弱和通胀低基数结束,“胀”的风险在增加。

其次,流动性上,发债的影响正在累积,9月或触及风险点,倒逼美联储

¹ 根据财政部网站计算,参见<https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/daily-treasury-statement/operating-cash-balance>

² 美国GDP口径下库销比约为2.1,假设美国1季度囤积了两个季度的库存,至三季度也将消耗殆尽。

QE或其他形式的流动性释放。 TBAC最新发债指引显示，财政部预计在7-9月净发行1万亿美元的美债，而这其中长债发行量达到了4700亿美元（对比2023年债务上限后主要发行短债）³。至9月底，财政部预计将TGA账户补充至8500亿美元，而当前规模约为4100亿美元，也就是说还会有约4400亿美元的准备金被占用，如果再加上未来两个月美联储继续缩表占用的约500-800亿美元，至9月底准备金规模将缩减至约2.8万亿美元附近，远低于“充裕”准备金下限（当前下限约为3.05万亿美元）。我们提示，这一时段金融风险或市场动荡的可能较大（历史上相似时期例如2019年9月、2020年3月、2023年3月和今年4月）。

同时，我们认为**财政主导的趋势也可能在未来几个月加速**。一方面，如果美国经济平稳、通胀上行、美元流动性收紧，那么美债利率便很难保持低位，这对地产市场、制造业均会造成不利影响，不符合特朗普政府的执政目标，可能促使其加大对货币政策的干预。事实上，市场已在预计特朗普可能提名Kevin Warsh作为“影子主席”，以加速美联储转鸽的速度⁴。另一方面，如果美联储持续保持利率高位且不结束缩表，会使得新发的长债锁定高利率，侵蚀赤字有效性，国债市场的供给过量也更易引发踩踏。如果美联储不配合进行宽松，我们预计财政可能绕开美联储搞准QE，以控制长债利率（如增加美债回购频率和规模⁵）。

对于风险资产，我们提示**未来一两个月风险资产调整的可能**。流动性收紧+通胀抬头的情况下，美股可能出现调整，特别是成长板块，而金融、地产、工业板块可能在政策支撑下保持相对韧性；美债利率可能快速触底并转入上行，我们预计10年期美债利率在三季度末达到4.8%附近。其他受益于美元流动性宽松的市场在短期内也可能出现调整，而自身货币政策和流动性相对宽松的市场如欧洲和日本可能表现相对较好。但从全年的视角来看，财政主导的加速最终可能带来流动性的再度宽裕和基本面的持续改善，市场上行的大趋势并未改

³ <https://home.treasury.gov/policy-issues/financing-the-government/quarterly-refunding/most-recent-quarterly-refunding-documents>

⁴ <https://www.cnbc.com/2025/07/29/bessent-warsh-hassett-are-the-leading-contenders-to-get-fed-chair-job-cnbc-survey-finds.html>; <https://edition.cnn.com/2025/06/27/business/trump-fed-chair-jerome-powell-replacement>

⁵ <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0212>

变，而第三季度的调整将不仅是风险，更可能是机会。两周前，Kevin Warsh提出构建财政与货币间的“新协议”（new accord），即动用美联储的资产负债表支持财政发债⁶，如果这种情形在未来一年加速实现，那么美元下行的大周期仍将继续，美元流动性再度充裕后风险资产可能会有更好的表现。



以上观点来自：2025年8月6日中金公司研究部已发布的《数据摇摆中，美元仍是决定因素》

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

⁶ <https://www.cnbc.com/2025/07/17/kevin-warsh-touts-regime-change-at-fed-and-calls-for-partnership-with-treasury.html>

专题聚焦

欧盟财政：改革还是革命？

近年来，欧盟成员国财政体系正经历深刻变革。自欧债危机后建立的严格财政纪律框架，在疫情冲击、能源危机及俄乌冲突的连续压力下被迫阶段性突破，暴露了原有规则在公共投资、战略自主与危机响应上的结构性缺陷。2024年新版《稳定与增长公约》改革标志着欧盟财政治理的重要转向，但这一改革未触及3%赤字率与60%债务率的核心红线，中期内超三分之一国家计划削减国内资助的公共投资，难以弥合欧洲长期存在的投资缺口。德国虽突破性修改宪法“债务刹车”机制，设立万亿欧元特别基金支持国防与基建，但法国、意大利和西班牙等大国却深陷高债务与高宏观税负困境，增量改革空间有限，更多需要在财政重整、结构性改革等诸多方面寻求平衡与空间。

在成员国外，欧盟超国家主权层面的预算同步开启深度重构。现行2021-2027年多年财政框架（MFF）叠加“下一代欧盟”（NGEU）计划形成超2万亿欧元资金池，但难以匹配绿色转型、数字主权与安全防务的新优先级。2028-2034年新MFF提案试图突破瓶颈，如拓展自有资源收入渠道、设立欧洲竞争力基金聚焦产业前沿、建立常态化4000亿欧元危机贷款机制等，但这一雄心受制于成员国分歧，未来推进有待观察。

本轮欧盟财政政策的调整，更多属于改革而非革命，主要体现在SGP并未彻底放松对赤字率和债务率的量化要求，在阶段性豁免后成员国仍需回到债务可持续发展的轨道上来；而欧盟这一超主权国家层面的财政扩张，仍主要基于自有资源收入，也讲求可持续性，2028-2034年MFF的谈判进程或一波三折。整体上看，欧洲财政面临三难困境，即增加公共（资本）投资、财政整顿和不继续提高宏观税负（如引入或增加财富税）并不相容。若欧盟不能通过MFF改革建立可持续的共同融资机制，或推动真正的“欧洲公共产品”供给体系，我们认为三难困境或将使得各国通过重整社会福利的方式以换取战略投资。

北约与欧盟有23个共同成员，两者之间存在着较为复杂的竞合关系。北约要求中期内成员国将国防支出提至GDP的5%（核心防务占3.5%），但欧盟防务

工业78%采购依赖域外(美国占63%)。欧盟委员会发布首份《国防工业战略》，设定2030年50%装备本土化目标，并推出1500亿欧元“欧洲安全行动”(SAFE)贷款机制以支持。然而，碎片化采购、产能瓶颈、国防工业大国与小国的利益博弈等难题，使“欧洲防务共同体”愿景仍面临挑战，要看实际中欧盟能否成功促进工业研发、通过借助单一市场有效扩大采购等。



以上观点来自：2025年8月5日中金公司研究部已发布的《欧盟财政：改革还是革命？》

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

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

- 2025.8.4 中国宏观专题报告：宏观眼中的“水牛”
- 2025.8.5 海外宏观专题报告：欧盟财政：改革还是革命？
- 2025.8.6 宏观探市：数据摇摆中，美元仍是决定因素
- 2025.8.8 中国宏观热点速评：排除基数后出口平稳——2025年7月进出口点评

策略及大宗商品

- 2025.8.4 能源：聚焦：石油：地缘博弈加大短期波动
- 2025.8.7 拐点将至：美国通胀的市场启示
- 2025.8.8 MSCI中国调整：新增14只、剔除17只（2025-08）

固定收益

- 2025.8.4 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.8.4 信用债收益率跟踪周报：风险偏好回落下债市回暖
- 2025.8.6 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.8.6 简评：震荡行情波动加大，利差中枢继续下移——2025年7月行业利差跟踪
- 2025.8.7 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.8.7 简评：出口冲高后仍有回落可能，债券利率下行可能加速——7月贸易数据分析
- 2025.8.8 中国可转债策略周报：Gamma未曾消失，只是被Vega掩盖
- 2025.8.8 中国城投债券月报：中央定调有力有序有效推进出清 内蒙官宣退出地方债务重点省份——7月城投债券月报
- 2025.8.9 简评：基于30年国债招标情绪的短波段交易策略
- 2025.8.9 简评：终端需求偏弱仍抑制物价，CPI仍可能继续下行——7月通胀数据点评
- 2025.8.9 中国利率策略周报：关注美国经济和风险偏好降温对美债影响

行业

- 2025.8.4 汽车及零部件：特斯拉人形机器人追踪（12）：轻量化，下一个重要方向
- 2025.8.4 电力电气设备：AI“探电”（七）：解读台系厂商法说会—AI加速电力电子产业机遇

- 2025.8.4 科技硬件：云计算资本开支观察（2Q25）：北美CSP资本开支超预期，AI产业趋势确定性强
- 2025.8.4 医疗健康：中金医药8月组合：看好创新药及产业链，关注政策端积极变化
- 2025.8.4 REITs：公募REITs月报（2025-7）：市场有所企稳，关注配置机会
- 2025.8.4 主题研究：光伏周谈 | 短期需求走弱供给上行，股价震荡但中长期仍有空间（25年第31周）
- 2025.8.4 银行：2Q25银行业绩预览：政策呵护业绩稳健
- 2025.8.5 有色金属：新一轮降息交易有望启动，黄金板块风鹏正举
- 2025.8.5 不动产与空间服务：周评#450：7月一二手房销量同比基本延续6月走势
- 2025.8.5 公用事业：电力环保周报：广东落实容量电价提升；火电业绩兑现成本弹性
- 2025.8.5 传媒互联网：IP系列#6 内容到IP：全链协同，变革新生
- 2025.8.5 机械：AI寻机系列：AI PCB迎创新扩产周期，设备及耗材卖铲人受益
- 2025.8.6 农业：宠物经济专题#4：百年繁荣—全球宠物食品启示录
- 2025.8.6 主题研究：AI“探电”(八)：景气度+算力升级+技术迭代多轮驱动，全球液冷产业链有望加速放量
- 2025.8.6 银行：淡季回落——7月金融数据前瞻
- 2025.8.7 部院联合：新型电力系统月度观察：主网招标景气向上，看好特高压核准加速
- 2025.8.8 纺织服装珠宝：纺织服装珠宝2025下半年展望：新消费赛道景气延续，关注龙头品牌底部反转
- 2025.8.8 电力电气设备：安徽针对独立储能发布保供补贴，储能商业模式再添活力
- 2025.8.8 机械：关注AI基建及商业化加速发展的细分板块
- 2025.8.9 传媒互联网：互联网周思考：非美市场引领海外消费增长
- 2025.8.9 公用事业：机制电价风向标：山东细则出炉，存量、风电友好，首轮竞价启动在即
- 2025.8.9 房地产：7月房价延续二季度走势，租赁进入旺季
- 2025.8.9 房地产：简评北京五环外住房限购政策调整

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 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn