

研报精选

2025年1月5日 第203期

宏观专栏

价格待改善——2024年12月PMI点评

2024年12月中采制造业PMI环比下降0.2ppt至50.1%，非制造业商务活动指数环比上升2.2ppt至52.2%。报告认为，制造业供需缺口边际小幅收窄，但仍然呈现需求弱于供给的态势。非制造业的超季节性改善或体现了短期逆周期调节政策的支撑作用。

消费续弱，金融边际改善——香港经济金融季报

2024年三季度中国香港经济增长较二季度放缓。报告认为，内需方面，消费继续疲弱，投资增速放缓。外需方面，货物贸易放缓，服务贸易边际改善。通胀三季度处于温和水平。

专题聚焦

破解欧洲困局|解读德拉吉《欧盟竞争力的未来》

报告认为，《欧盟竞争力的未来》从创新这一核心问题出发，深入分析了欧盟面临的挑战，并提出了相应建议。中欧可以从产业链和金融市场两方面展开深度合作，寻求合作双赢的空间。

抢跑后，利率何去何从？

报告认为，当前国债利率对降息预期计入已较充分，关于未来市场利率走势，短期需关注货币政策宽松节奏、公募基金止盈、政府债发行前置的可能影响，后续关注财政提振物价回升的效力。

宏观专栏

价格待改善——12月PMI点评

12月中采制造业PMI环比下降0.2ppt至50.1%，略低于市场预期（Bloomberg预测中值为50.2%）；12月非制造业商务活动指数环比上升2.2ppt至52.2%。内需的改善或进一步体现了短期逆周期调节政策的支撑作用，而这也体现在非制造业的超季节性改善上。在经济内生动能仍然待改善的情况下，仍需政策加码。一是政策衔接期或使得部分行业生产经营有所波动。二是制造业生产经营活动预期环比下降。三是价格仍然待改善。

需求供给缺口边际小幅收窄。12月中采制造业PMI环比下降幅度与2013-2019年均值相同，显示制造业运行状况总体符合季节性。其中，新订单环比上升0.2ppt至51.0%，生产环比下降0.3ppt至52.1%，需求供给缺口或边际小幅收窄，但仍然呈现需求弱于供给的态势。从需求结构来看，新出口订单环比上升0.2ppt至48.3%，环比改善幅度低于2013-2019年均值（0.4ppt），而新订单环比上升幅度则高于2013-2019年均值（-0.2ppt）。

12月建筑业商务活动指数由11月的收缩重新转为扩张，环比上升3.5ppt至53.2%，环比改善幅度高于2013-2019年均值（0.9ppt），或有部分前期低基数的支撑，但也体现了政策的支撑作用。房地产政策支撑下，12月房屋建筑业商务活动指数环比上升6.1ppt，而财政投放加快，12月土木工程建筑业商务活动指数环比上升0.1ppt。建筑业新订单环比上升7.9ppt至51.4%，为2024年首次转为扩张，其中房屋建筑业、土木工程建筑业、建筑安装装饰及其他建筑业皆环比改善。

12月服务业商务活动指数环比上升1.9ppt至52.0%，环比改善幅度高于2013-2019年均值（-0.2ppt）。分行业来看，电信广播电视和卫星传输服务业（+7.2ppt）、航空运输业（+6.7ppt）、生态环境保护治理及公共设施管理业（+6.0ppt）、住宿业（+4.3ppt）、邮政业（+4.3ppt）环比改善较多。

但经济内生动能仍然待改善，仍需政策进一步发力支撑。一是政策衔接期

或使得部分行业生产经营有所波动。2024年的以旧换新政策将于2024年12月31日到期，虽然中央经济工作会议¹已经明确提出2025年“增加发行超长期特别国债，持续支持‘两重’项目和‘两新’政策实施。”但是在年末年初的政策衔接期，相关行业的生产经营仍然有所波动，12月制造业大类行业中，只有消费品行业PMI环比改善，而高技术制造业、装备制造业、高耗能行业PMI皆环比下降。细分行业中，受益于以旧换新政策的电气机械及器材制造业、汽车制造业12月PMI分别环比下降17.8ppt、1.2ppt。

二是制造业PMI生产经营活动预期环比下降1.4ppt至53.3%，与新订单走势有所背离。三是价格仍然待改善。12月主要原材料购进价格、出厂价格分别环比下降1.6ppt、1.0ppt至48.2%、46.7%，皆处于收缩区间且收缩幅度扩大，显示内生需求仍然待改善。非制造业中，建筑业销售价格环比下降1.1ppt至47.5%，而服务业销售价格环比上升0.3ppt至49.1%，也皆处于收缩区间。

以上观点来自：2024年12月31日中金公司研究部已发布的《价格待改善——12月PMI点评》

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

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

¹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202412/content_6992258.htm

宏观专栏

消费续弱，金融边际改善——香港经济金融季报

经济方面：2024年三季度中国香港经济增长较二季度放缓，GDP同比上升1.8%，环比下降1.1%。内需方面，消费继续疲弱，投资增速放缓。2024年三季度，私人消费开支同比下降1.3%，较2024年二季度降幅收窄0.3个百分点。2024年三季度，中国香港本地固定资本形成总额同比增长3.7%，较2024年二季度增速放缓0.4个百分点。外需方面，货物贸易放缓，服务贸易边际改善。2024年三季度，中国香港货物出口同比增长4.0%，较2024年二季度回落3.5个百分点。2024年三季度，中国香港服务出口同比增长2.4%，较2024年二季度增速上升1.3个百分点。就业方面，劳动力市场失业率处于低位。2024年三季度，中国香港季调失业率为3.0%，持平于2024年二季度。通胀三季度处于温和水平。2024年三季度，中国香港整体消费物价指数同比增长2.4%，较2024年二季度增速加快1.2个百分点，仍处于温和区间。

利率方面，2024年三季度，中国香港降息50基点；进入四季度，再次降息50基点。汇率方面，美元指数三季度回落，港元汇率三季度走强。股市方面，受益于内地一揽子刺激政策，叠加美联储降息，港股市场在三季度回暖，交投活动改善。资金流动方面，2024年三季度，南向资金净流入，海外资金流入加快。我们认为，2025年仍有降息空间，金融活动改善或对中国香港的经济增长有持续支撑作用。

房地产方面：随着楼市需求端支持性政策效果逐步退坡，香港三季度楼市再度走弱。新房及二手房成交量分别环比下降62%和32%，二手房价格环比跌幅有所扩大，中小型单位及大型单位价格分别环比下跌4.6%和2.9%（二季度为-0.7%和-2.7%）。我们测算三季度香港住宅租售比环比提升32bps至3.6%，与新批按揭利率（截至9月平均4.1%）间差异进一步收窄，叠加美联储已开启降息，我们建议关注利率端改善对于楼市的阶段性支持作用。

银行业方面：信贷需求和资产质量仍有压力，净息差保持基本平稳。3Q24末香港银行业客户贷款余额较年初下降2.1%，其中本地贷款余额较年初下降

1.7%，境外贷款余额较年初下降3.5%。我们认为当前美联储降息幅度尚小，中国香港本地利率水平仍然较高，我们密切关注后续降息对信贷需求的改善效果。3Q24末香港银行业客户存款余额较年初增长5.8%，CASA存款比例较二季度末回升1.1ppt至41.8%。我们认为CASA存款比例企稳回升主要得益于海外降息环境下，以及港股市场活跃度回暖，定期存款吸引力下降。我们预计3Q24香港银行净息差保持基本稳定，主要得益于负债成本下降有效对冲资产收益率下降。3Q24香港银行贷款不良率和关注率环比均有上升，我们预计短期内香港中小房企现金流可能持续存在压力，银行贷款不良率仍有向上的压力。



以上观点来自：2025年1月2日中金公司研究部已发布的《消费续弱，金融边际改善——香港经济金融季报》

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091
张宇 分析员 SAC 执证编号：S0080512070004 SFC CE Ref: AZB713
张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055
张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988
侯德凯 分析员 SAC 执证编号：S0080523110001 SFC CE Ref: BTC909
裴佳敏 分析员 SAC 执证编号：S0080523050004 SFC CE Ref: BRY581
孙元祺 分析员 SAC 执证编号：S0080521050008 SFC CE Ref: BOW951
李佳璠 分析员 SAC 执证编号：S0080523120001 SFC CE Ref: BTL933

专题聚焦

破解欧洲困局|解读德拉吉《欧盟竞争力的未来》

过去20年，欧盟经济增长乏力，与美国的差距日益拉大，其面临的严峻挑战引发了欧盟长期的焦虑，也催生了大量关于如何提高欧盟竞争力的讨论。其中，由德拉吉于2024年牵头完成的《欧盟竞争力的未来》报告，融合了欧盟各界对提升竞争力的思考，堪称当前既全面又具突破性的代表性成果。该报告不仅清晰地反映出欧盟因经济增长放缓而产生的焦虑，也有助于我们理解欧盟政策的底层逻辑，以及判断欧盟委员会未来五年的施政路线。报告以创新这一提升竞争力的核心议题为切入点，指出投资不足和市场割裂导致欧盟创新体系长期效率低下，而短期内，绿色转型又推高了企业创新成本，地缘风险更增加了创新投资的不确定性。若不加以改变，欧盟将难以摆脱生产率低迷的困境。为此，报告提出了一系列具有针对性的配套政策建议。然而，总体而言，我们认为这些措施虽然可能在一定程度上改善欧盟创新乏力的现状，但难以从根本上改变欧盟内部决策体制固有的矛盾。深入解读德拉吉报告，有助于我们更好地理解当前欧洲的处境，洞察欧盟对华政策背后的深层含义，并在此基础上，探索中欧优势互补、合作共赢的空间和机遇。

► 欧盟经济长期低迷，与美国差距越来越大，民众陷入焦虑。欧盟各界持续分析经济下滑的根源，并努力探寻如何有效提升欧盟竞争力，然而至今仍未扭转欧洲经济的下行态势。德拉吉牵头完成的《欧盟竞争力的未来》，融合了欧盟各界关于如何提升竞争力的思考，是当前较为全面且颇具突破性的一次尝试。

► 德拉吉从创新这一竞争力的核心问题出发，考虑外部冲击后认为，欧盟竞争力的下降主要源于四大挑战，分别为：创新投入匮乏，无法集中资源支持颠覆式创新项目；各国市场割裂，导致中小创新企业难以发展壮大；能源成本高企，抬高企业的创新成本；地缘政治风险，提高了企业创新投资的不确定性。

► 面对挑战，德拉吉报告从三个方面提出了具体的建议。在改革创新体

系方面，通过改革投票机制和增加预算以提高创新投入，建设单一市场和资本市场联盟。在降低能源成本方面，通过联合采购提高议价能力，以压低化石能源价格，通过多种产业政策促进本土绿色产业发展，增加绿色供给以降低清洁能源价格。在增强经济安全方面，通过增加国防支出和提高产业链韧性，降低地缘政治风险的影响。

► 德拉吉报告作为体现当下欧盟焦虑现状的代表性作品，在一定程度上触碰到了欧盟问题的关键，即欧盟一体化程度不足，并试图给出一套彻底的解决方案。但欧盟部分问题积重难返，对于涉及到欧盟作为一个整体的预算划分、决策制度和利益协调的措施，实施起来阻力较大。

► 由于德拉吉提出的多项措施都难以改变欧盟决策机制的本质矛盾，欧盟创新能力提升的挑战具有长期性，未来经济或许会出现小幅度反弹，但可能难以有强劲的增长。仅靠欧盟自身或难以应对长期挑战，中欧合作能为欧洲带来更多益处，特朗普上台更是为此提供契机。我们认为中欧可以从产业链和金融市场两方面展开深度合作，寻求合作双赢的空间。

以上观点来自：2024年12月30日中金研究院已发布的《破解欧洲困局——解读德拉吉〈欧盟竞争力的未来〉》

李娜 联系人 SAC 执证编号：S0080123070023

林雨昕 分析员 SAC 执证编号：S0080124070052

周子彭 分析员 SAC 执证编号：S0080520070004 SFC CE Ref: BRW302

专题聚焦

抢跑后，利率何去何从？

政治局会议时隔15年重提“适度宽松”的货币政策，市场降息预期升温，解释了12月初以来10年期国债收益率降幅的80%左右。站在当前时点，从金融周期的视角来看，降息的必要性仍然较大。从历史经验来看，货币基调转变之前一段时间，货币政策往往已经朝着新基调方向发生了变化，后续主要是继续朝着这个方向加码。当前国债利率对降息预期计入已较充分，未来市场利率走势短期关注货币政策宽松节奏、公募基金止盈、政府债发行前置的可能影响，之后关注财政提振物价回升的效力。

9月底以来国债收益率快速下行，10年、30期国债收益率快速下行47-56bp至1.71%和1.95%，其中12月9日以来就下行了19-26bp。

收益率如此快速的下行，部分可以用当前货币政策的宽松度来解释。

► 从价看，9月27日基准利率Repo下调20bp，同时11月29日市场利率定价自律机制²发布《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》和《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》，在纠正存款手工补息后，再度引导非银存款和同业存款利率中枢下行，资金成本的下降带动债券利率下行。

► 从量看，9-11月央行通过降准释放1万亿元、净买入国债释放6000亿元、买断式逆回购投放1.3万亿元，对冲逆回购与MLF到期1万亿元和政府发债影响后，对市场流动性亦有偏正面的影响。

但收益率降幅远大于反映当前货币政策松紧度的短端利率(9月底来1年期同业存单利率、3月期SHIBOR利率仅下行了28-24bp，12月9日以来仅下降11-12bp)，抢跑降息预期或是更主要的因素。

► 12月9日政治局会议³时隔15年重提“适度宽松”的货币政策，松货币

² https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202411/content_6990255.htm

³ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202412/content_6991679.htm

预期升温。从历史上看,2007年12月中央经济工作会议结束了此前十年“稳健”的货币政策取向,转向“从紧”,2007年至2008年央行提升基准存贷款利率135bp、存款准备金率850bp以遏制经济过热。2008年12月中央经济工作会议货币政策由“从紧”转向“适度宽松”,2008年下半年央行降低基准存贷款利率216bp、大型/中小型银行存款准备金率200/400bp以应对全球金融危机的影响。2010年12月中央经济工作会议将货币政策由“适度宽松”改为“稳健”,2010年5月-2011年7月,央行上调基准存贷款利率125bp、存款准备金率500bp以应对一揽子刺激后的经济偏热。此后14年我国货币政策一直使用“稳健”的表述,期间也会根据形势变化保持松紧适度和逆周期调节,比如疫情期间和今年以来属于“稳健偏宽”。明年“适度宽松”的货币政策或将在今年支持性立场的基础上适度加大总量和结构性政策支持力度。

► **拆分当前货币宽松度和未来降息预期的影响,后者解释了12月9日后10年期国债收益率降幅的80%。**我们用3月期Shibor作为当前货币政策松紧度(资金市场流动性)的代理指标,以1年期IRS: FR007与FR007之差代表市场对未来货币政策的预期(IRS多头方支付固定利率,收取未来一年的FR007回购定盘浮动利率,IRS与FR007之差代表了投资者对未来一年的平均资金成本预期)。我们拆分二者对国债收益率的影响发现,9月底以来当前货币宽松度和未来降息预期各解释了10年期国债收益率降幅的一半,12月9日以来则分别解释了降幅的20%和80%。从过去两周平均的IRS利率看,当前已经计入了未来一年接近48bp的降息预期(过去一年Repo007下调30bp),或已较充分。

传统框架容易低估金融周期下半场的潜在产出,高估金融周期下半场的自然利率,要实现实际增长往潜在增长靠拢,降息的必要性仍然较大。传统的新古典框架依据通胀缺口和产出缺口来估计自然利率,若实际增长低于潜在增长,实际政策利率应低于自然利率,以促进负产出缺口弥合。但传统框架判断产出是否可持续、利率是否合意的主要标准是通胀,而次贷危机表明通胀并非判断产出可持续性的唯一指标。我们在《[传统思维或低估潜在增长](#)》指出,即使通胀温和,金融失衡加剧(金融非中性,资产价格大增、私人杠杆扩张可能积累金融风险,带来资源错配),产出也难以持续。因此,需要突破传统思维,

从金融周期的视角来推衍潜在产出和自然利率，既要看到实体是否失衡（如实体价格），也要看到金融是否失衡（如资产价格和私人信贷）。Borio et al. (2013)⁴将金融周期的两大因素房价和信贷纳入考量后，发现传统框架容易高估金融周期上半场的潜在产出（通胀虽仍温和，但金融泡沫已累积，金融中性的正产出缺口更大），低估下半场的潜在产出。Krustev et al. (2019)⁵将金融周期纳入传统Holston-Laubach-Williams (2017)⁶模型，发现金融周期上半场，自然利率通常高于传统框架的估计，即需要更高的利率以达到金融可持续的潜在增速；而在金融周期下半场，自然利率低于传统框架的估计，意味着需要更大力度的降息以对冲房价-信贷的负反馈螺旋。

展望未来利率走势，降息预期已被较为充分计入，一季度关注货币宽松节奏，之后关注财政提振物价的效果。

► 从历史经验来看，货币基调转变之前一段时间，货币政策往往已经朝着新基调方向发生了变化，后续主要是继续朝着这个方向加码。1) 2007年12月货币政策转向“从紧”，之前一年半央行已经加息162bp、提高准备金率700bp，而基调转变之后未再加息，提准仅150bp。2) 2008年11月国常会将货币政策基调由“从紧”转为“适度宽松”，而后12月中央经济工作会议也延续“适度宽松”的定调，此前一个季度已经降息189bp、降准150bp，而此后仅在1个月内降息一次27bp、降准一次250bp。3) 2010年12月货币政策由“适度宽松”转为“稳健”，此前一年半央行已开始“试探式收紧”，重启1年期央票发行、上调存贷款基准利率50bp、存款准备金率300bp，之后7个月上调基准利率75bp、存款准备金率300bp。

► 一季度关注货币政策节奏、机构止盈、政府债发行等可能对收益率的影响。近期DR和1年国债收益率稳中微升，12月降准预期未兑现，关注一季度货币宽松的节奏是否符合预期，同时近期波动性加大的公募基金入市规模较大，

⁴ Borio C, Disyatat P, Juselius M. Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle[J]. Oxford Economic Papers, 2017, 69(3): 655-677.

⁵ Krustev G. The natural rate of interest and the financial cycle[J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 2019, 162: 193-210.

⁶ Holston, Laubach, and Williams. 2017. “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants,” Journal of International Economics 108, Supplemental 1 (May): S39-S75.

利率快速下行或带来年初止盈和获利了结的压力，政府债发行前置亦可能影响市场流动性。

► 明年利率走势或取决于实体增长通胀和楼市量价增速能否回稳，其中通胀的影响愈发加大。而从政策效力看，利率对信贷脉冲的敏感性减弱，对财政脉冲的敏感性增强。根据我们在专题报告《[低利率还能持续多久](#)》中所提出的利率决定的三维度（经济周期、金融周期和外部因素）五因素（经济景气度、通胀因子、房地产景气度、信用利差、中美利差）模型，未来利率走势取决于经济景气度、通胀因子、房地产量价同比能否回稳。通过分阶段回归来看，近两年通胀对利率的影响作用显著加大，而通胀能否回升核心还是看增量财政政策的效力。信贷脉冲对通胀和利率的影响逐渐减弱，而财政脉冲对通胀和利率的影响正逐渐加强。我们预计若明年财政发力推动通胀温和回升，利率走势也有可能止跌回升。



以上观点来自：2024年12月31日中金公司研究部已发布的《抢跑后，利率何去何从？》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

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

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

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.12.31 图说中国宏观周报：抢跑后，利率何去何从？
- 2024.12.31 中国宏观热点速评：价格待改善——12月PMI点评
- 2025.1.2 中国宏观专题报告：消费续弱，金融边际改善——香港经济金融季报
- 2025.1.3 联合解读：联合解读“两新”政策加力扩围
- 2025.1.3 中国宏观热点速评：“扩围”方向已明，期待“加力”规模——以旧换新政策点评

策略及大宗商品

- 2024.12.30 海外策略：如何把握2025年的主线？
- 2024.12.30 港股策略专题：港股的2024与2025
- 2025.1.2 A股和港股行业首选：2025年1月
- 2025.1.2 A股策略：开年波动，后市如何演绎？
- 2025.1.3 盘点A股2024年：从“行则将至”到“已过重山”
- 2025.1.4 全球资金流向监测：主动外资流出扩大

固定收益

- 2024.12.30 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.1.2 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.1.2 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.1.4 信用债收益率跟踪周报：债市迎“开门红”，信用补涨利差收窄
- 2025.1.5 中国利率策略周报：债市一季度需要关注的几个问题

行业

- 2024.12.30 机械：高端装备环球观系列：找寻全球流程工业智能化的脉动
- 2024.12.30 REITs：公募REITs周报（12.23-12.27）：市场维持活跃，关注经营情况披露
- 2024.12.30 银行：金融稳定报告点评：继续完善金融稳定长效机制
- 2024.12.30 电力电气设备：风电设备2025年展望：新增装机新高下的产业链机遇
- 2024.12.31 香港金融：香港银行2025年展望：市场继续定价“浅降息+软着陆”周期
- 2024.12.31 不动产与空间服务：周评#421：12月新房销售走平，二手房先增后降

- 2024.12.31 日常消费：零研月报：1-11月品类销售额增速分化，速冻火锅料、部分饮品延续较好表现
- 2024.12.31 汽车及零部件：重卡跟踪月报：11月批零延续环比增长，推荐核心龙头高股息配置机会
- 2024.12.31 化工：人形机器人可能带来哪些新材料机会？
- 2025.1.1 银行：银行2025年展望：行稳致远
- 2025.1.2 电力电气设备：光伏2025年展望：优势行业破困局，周期磨底见曙光
- 2025.1.2 博彩及奢侈品：12月总博收同比下滑2.0%，不及一致预期
- 2025.1.2 机械：12月制造业保持扩张，关注周期成长共振
- 2025.1.2 电力电气设备：风电整机：迎接新一轮周期向上的起点
- 2025.1.2 电力电气设备：电新双周报：新能源车市12月表现强劲，全球储能中标容量环比下降
- 2025.1.2 银行：理财行业2025年展望：聚焦监管视角与负债约束
- 2025.1.3 房地产：美国住宅市场11月回顾：购房者积极性边际回暖
- 2025.1.3 传媒互联网：4Q24业绩前瞻：业绩落点或分化，关注新内容周期
- 2025.1.3 轻工日化：新一轮以旧换新政策落地，看好家居和3C类消费回暖
- 2025.1.3 REITs：公募REITs月报（2024-12）：普涨收官，关注交易节奏

中金公司

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