

研报精选

2022年2月13日 第60期

宏观专栏

稳增长的“第一份成绩单”——1月金融数据点评

2022年1月新增社融明显高于预期，信贷扩张与政府债净融资齐发力，报告认为这是一个“相对偏强”的金融数据：信贷较强、结构也相对健康，可能体现的是宽财政的效果；但同时也有一些隐忧。向前看，政策发力的效果已经逐步显现、经济数据大概率将逐步回升。

美联储紧缩，这次来势汹汹

美国通胀爆表，市场对美联储加息的预期升温。但报告认为市场仍低估了这次联储紧缩的力度及其影响。风险情形下，不排除10年期美债利率突破2.5%。现阶段表现较好、受紧缩影响较小的是大宗商品。

专题聚焦

电力市场深度：全国统一市场大幕启，电力市场改革正当时

报告认为，电力市场加速建设是解决构建新型电力系统过程中各类主体间利益矛盾的最佳手段，在全国统一电力市场体系顶层设计下有望提速，市场化环境下具备灵活调节能力的火电、储能、抽蓄等或优先受益。

激光雷达快速发展，半导体激光器酝酿新机

半导体激光器是激光雷达核心部件中价值量占比较高的环节，报告认为中国厂商已经具备全球竞争力。激光雷达渗透率的提升将带动发射单元市场到2025年达到107亿元，对应2021-2025年CAGR达168%。

宏观专栏

稳增长的“第一份成绩单”——1月金融数据点评

2022年1月新增社融明显高于预期，信贷扩张与政府债净融资齐发力。1月新增社融6.17万亿元，明显高于万得一致预期5.4万亿元，同比多增9817亿元，主要受信贷扩张以及政府债净发行的推动：1月政府债净融资6026亿元，同比多增3589亿元；1月新增信贷3.98万亿元，同比多增4000亿元。社融同比增速从12月的10.3%略微回升至1月的10.5%。我们认为这是一个“相对偏强”的金融数据。

Q1：强在哪里——信贷相对较强、结构也相对健康，可能体现的是宽财政的效果：

►1月新增信贷在高基数下实现同比大幅多增，中长期贷款占比相对健康。2022年1月新增信贷3.98万亿元，其中企业中长期贷款2.1万亿元，占比为53%，这一比例高于2018-2021年同期的平均水平（49%）。去年下半年以来，新增企业中长期贷款同比降幅持续较大，到去年12月仍然没有明显的收窄趋势：2021年12月新增企业中长期贷款3393亿元，同比减少2107亿元。但今年1月，企业中长期贷款在2021年1月基数较高的背景下实现同比多增，带动新增信贷出现总量和结构的双改善。同时，考虑到年初至今房地产市场景气度仍然较差，企业中长期贷款中房地产相关贷款的占比可能下降，而基建相关、绿色投资相关、制造业的相关的占比可能上升。

►财政扩张可能是带动信贷多增的重要支撑力量。1月政府债净发行6026亿元（其中1月地方政府专项债净融资4843亿元），大幅高于去年同期的2437亿元。在政府债发行同比明显多增的背景下，1月财政存款的增幅为5849亿元，低于2021年的1.17万亿元（部分受到集中缴税影响）也并未明显高于2020年1月的4000亿元，说明财政资金总体拨付进度相对较快。财政资金的加速拨付有可能带动基建类贷款的融资需求，在一定程度上可以解释新增中长期贷款的高水平。

►M1增速并未恶化。1月M1同比增速为-1.9%，增速较2021年12月的3.5%

下降了5.4个百分点，更多受到春节错位的影响。一个简单的剔除春节效应的方法是直接把1月的M1与去年2月的M1进行比较，这样比较的结果是M1上升了3.4%，考虑到2月M1会季节性回升，那么2月M1增速大概率会高于3.5%，也就是高于去年12月水平，M1自去年3季度以来的恶化趋势可能已经得到初步遏制。

Q2: 为什么是“相对偏强”而不是“很强”呢？

► 12月有部分信贷可能延后到今年1月投放，实际信贷需求可能没有那么强。去年12月新增对实体部门的信贷为1.03万亿元，其中40%（4087亿元）为票据融资，这一比例比2020年同期高11个百分点、较2019年同期高38个百分点，同时2021年12月票据利率跌破DR007。在一系列较为极端的数字背后，一个原因可能是银行将部分信贷挪到了1月进行投放。综合来看，去年12月到今年1月累计投放信贷5.1万亿元，相比2020年12月-2021年1月的4.8万亿元多增3000亿元，月均多增1500亿元。

► 第二，短期贷款仍然是同比增量的主要来源，部分原因是去年纾困结束导致基数较低所致。1月新增贷款较去年同期多增4000亿元，而企业的新增票据融资和短期贷款同比多增7538亿元，是拉动贷款的重要力量。一方面，2021年初各类纾困需求逐步退去，票据融资开始出现净减少，导致基数较低，因此票据同比多增3193亿元。另一方面，短期贷款单月新增1.0万亿元，创下历史最高水平，甚至高于2020年3月疫情救助期间8752亿元的水平，这样的总量能否持续有待观察。

向前看，社融数据恢复的速度仍需观察，但政策发力的效果已经逐步显现、经济数据大概率将逐步回升。在中央经济工作会议召开以来，稳增长的决心已经非常清晰：目前已经有30个省召开两会披露了2022年的GDP增长目标，按照各省GDP加权平均后的增速为6.1%左右。货币政策方面，自去年12月以来，央行已经全面降准0.5个百分点，调降公开市场操作利率10个基点，下调1年期LPR 15个基点，也下调5年期LPR 5个基点；财政政策方面，专项债提前下发，后续可能进一步出台“组合式减税降费”。从1月的货币金融数据来看，稳增长政策的执行效果也逐步显现。接下来，我们可能需要进一步观察社融数据改善

的速度，以及货币信贷数据向经济活动的传导，基建投资的增长可能将领先总体经济景气，率先复苏。



以上观点来自：2022年2月11日中金公司研究部已发布的《稳增长“第一份成绩单”——1月金融数据点评》

周彭 SAC 执证编号：S0080521070001

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

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

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

宏观专栏

美联储紧缩，这次来势汹汹

美国1月CPI数据再超预期，同比增速达7.5%，创1982年以来最高水平。数据公布后，市场对美联储紧缩的预期显著抬升，利率期货市场反映的3月加息50 bp的概率已超过90%，2022年加息预期次数也已达到7次。但从股市和债市情况来看，投资者仍在犹豫这次美联储紧缩是否仅是“雷声大，雨点小”。

我们认为，市场仍然低估了这次美联储紧缩的力度及其潜在影响。投资者习惯于将上一轮美联储紧缩周期（2015—2018年）看作这次紧缩的参照系，但我们对比后发现，这次与上次非常不同。美联储主席鲍威尔在1月议息会议后也提到，“这次的经济与上一轮紧缩时不一样，我们的政策将会反映出这些差别。”

这次的不同点在哪呢？最大的不同或许是加息开启时的经济基本面，即“初始条件”。我们梳理了1980年以来6轮加息周期的初始条件，我们发现这次与之前几轮都不一样，尤其与上一轮相比差距最大。具体来看：

► **经济增长与就业方面**，上一轮加息始于2015年12月，当时美国经济并不算强，加息前的一个季度GDP同比增速为2.2%，而这次加息前GDP增速高达5.5%。从这个角度看，这次加息更类似于始于1988、1999、2004年的三轮紧缩，加息前GDP增速均超过4%。就业方面，上一轮开启加息时失业率为5.1%，而当前失业率已降至4%的历史低位，这与1999年加息周期更为接近。

► **通胀方面**，2015年加息时，美国核心CPI同比增速只有2%，整体CPI同比增速仅为0.5%（因为油价下跌），非但没有通胀上行风险，甚至还存在通缩的可能。美联储当时选择加息更多是出于对未来通胀上升的“信任”，官员们相信失业率下降终将推升通胀（即菲利普斯曲线框架），因此采取“预防性”加息。反观当下，无论是整体还是核心CPI增速，都远高于2015年，甚至比1980年以来任何一次加息周期都要更高。可以说，眼下是上世纪七十年代以来，美联储首次真正遭遇高通胀的挑战。

► **加息节奏方面**，在上一轮加息中，美联储遵循“渐近而可预期”（gradual and predictable）的原则：从Taper到加息，再到缩表，每一步都很谨慎，且每一步之间都相差两年。在加息开启后，第一次加息和第二次加息之间甚至还隔了一年之久。对比之下，这次美联储已经没有那么长时间可以等待。去年下半年，美联储在退出宽松时一拖再拖，错过了最好的退出时机。往前看，今年联储加息的次数大概率多于3次，甚至不排除一次性加息50 bp的可能性。我们根据目前市场的预期描绘了这次加息的路径，结果显示路径更接近于次贷危机前的加息周期，而不是上一轮加息。

► **金融市场方面**，上一轮货币紧缩速度慢，加上美股估值相对合理，使股市并没有过多的调整，整体上“风平浪静”。目前美股估值相对较高，对外部环境变化、尤其是利率上升更敏感，想要平稳度过整个加息过程，似乎并不容易。此外，疫情后的低利率环境下，美国非金融企业部门债务迅速扩张，债务占GDP比例从2019年底的76%升至2021年一季度的85%，虽然二季度小幅回落，但仍处于历史高位。如果加息开启后利率显著上行，部分现金流表现较差的公司或面临信用风险暴露。

总而言之，本轮联储紧缩可能来势汹汹，简单以上一轮紧缩周期外推可能会严重低估紧缩的力度。我们在报告《通胀爆表，美联储应尽快紧缩》中指出，当前的美国经济就像一辆高速行驶的汽车，如果不刹车，很难慢下来。往前看，美联储应尽快采取行动，比如在3月加息50 bp，并暗示年内有更多次数的加息。除此之外，美联储还应该开启“缩表”。抑制通胀最可靠办法是推高长端利率，而要达到这一目标，最有效的手段就是“缩表”。我们预计开启“缩表”的时间或在三季度，但也不排除提前到二季度的可能性。

风险情形下，不排除10年期美债利率突破2.5%，美股仍有调整空间。疫情消退后，美国经济复苏有望继续深化，供给与需求可能共振复苏，如果美联储在三季度“缩表”且态度比较坚决，美债利率或进一步上行。但另一方面，加息过于激进或引发市场对中期经济放缓甚至衰退的担忧，地缘政治冲击加剧也可能抑制风险偏好，限制长端利率上行空间。股市方面，过去十年低利率环

境下，部分股票估值扩张幅度较大，股价涨幅较多。如果流动性收紧，无风险利率抬升，将对这些股票的估值产生不利影响。近期美股虽经历了一波调整，但在美债利率上行未结束的情况下，股市或仍有调整空间。

现阶段表现较好、受紧缩影响较小的是大宗商品。首先，美联储紧缩本身就是对经济增长强劲的确证，有利于商品。其次，过去两年全球资本开支明显放缓，疫情过后资本开支有望迎来一次全球性的同步反弹，进一步增加对商品的需求（请参考报告《资本开支：全球复苏的第三步》）。当然，美联储紧缩会导致利率上升，抑制企业投资，但这一过程会有时滞，未必在今年上半年发生。总之，我们认为美联储货币紧缩或成为今年全球资产价格定价的主线，对于紧缩的力度，投资者切不可低估。



以上观点来自：2022年2月13日中金公司研究部已发布的《美联储紧缩，这次来势汹汹》

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

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

肖捷文 SAC 执证编号：S0080121070451

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

专题聚焦

电力市场深度：全国统一市场大幕启，电力市场改革正当时

近日，国家发改委出台《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》。我们认为，电力市场加速建设是解决构建新型电力系统过程中各类主体间利益矛盾的最佳手段，在全国统一电力市场体系顶层设计下有望全面提速，市场化环境下具备灵活调节能力的火电、储能、抽蓄等或优先受益，以售电和信息化角度切入电力市场领域的核心标的也有望收获成长。

电力市场体系雏形初具。目前中国已经初步建立了覆盖中长期、现货、辅助服务交易的电力市场体系，2021年市场化交易电量占比45.5%。各地区年度、月度电力中长期交易常态化开展，现货试点陆续进入不间断运行，省间交易力促大范围资源优化配置。

电力市场建设有望提速。1) 现货市场试点逐步推广，现货电量比重或进一步提升；2) 辅助服务市场机制逐渐完善，用户侧参与费用分摊，市场规模有望扩大，我们预计到2025年辅助服务费用或突破千亿元规模；3) 新能源市场化交易比例提升，绿电交易规模有望扩大；4) 容量成本回收机制有望出台，电网侧独立储能容量电价或可期。

电源侧关注三条主线：1) **火电：**煤价企稳+电价上浮改善基础盈利，灵活调节能力带来收益增厚；2) **新能源：**短期来看绿电交易提振项目回报，长期来看现货市场促进新能源消纳，同时带来盈利能力分化；3) **新型储能及抽水蓄能：**参与电力市场有望实现多重收入叠加改善项目经济性。

售电公司及信息化服务商亦有望受益。大量用户入市有望带来售电公司第二曲线，技术型售电公司、负荷聚合商、虚拟电厂等新业态有望脱颖而出。我们认为，随着电力市场体系的完善，电力交易复杂度持续提高，对于运营平台、售电平台以及新能源功率预测和交易软件的需求也将提升。

以上观点来自：2022年2月7日中金公司研究部已发布的《全国统一市场大幕启，电力市场改革正当时》

曲昊源 SAC 执证编号：S0080121070122

刘佳妮 SAC 执证编号：S0080520070002 SFC CE Ref: BNJ556

曾韬 SAC 执证编号：S0080518040001 SFC CE Ref: BRQ196

专题聚焦

激光雷达快速发展，半导体激光器酝酿新机

半导体激光器是激光雷达核心部件中价值量占比较高的环节，我们认为中国厂商已经具备全球竞争力，我们测算激光雷达渗透率的提升将带动发射单元市场到2025年达到107亿元，对应2021-2025年CAGR达168%。车载激光雷达快速发展，我们建议关注激光雷达核心部件环节率先进行国产替代的半导体激光器赛道。

半导体激光器下游分为泵浦源与直接应用两类。半导体激光器是以特殊的半导体材料作为增益介质的激光器，具备高电光转换效率、高可靠性、低成本、结构简化等优势。其应用分为1) 泵浦源：半导体激光器一般用作固体激光器泵浦源和光纤激光器的核心元器件，为增益介质提供能量激励。2) 直接应用：由于电光转换效率高、体积小，半导体激光器可用于车载激光雷达、医疗美容等领域，但由于其出射光束质量较差，需进行光斑整形后才能应用，光斑整形为半导体激光器厂商的核心技术。

车载激光雷达放量，有望推动半导体激光器市场快速增长。半导体激光器行业的市场扩容依赖于下游核心场景的快速放量。往前看，我们认为半导体激光器市场增长动力来自：1) 激光器降价带动激光加工渗透率提升；2) 车载激光雷达渗透率提升，发射模组占激光雷达成本比重20%左右，我们预计2025年全球车载激光雷达发射单元市场规模有望达到107亿元，对应2021-25年CAGR达168%；3) 激光医疗美容，例如激光脱毛、激光无创溶脂等技术的应用。

以上观点来自：2022年2月9日中金公司研究部已发布的《激光雷达快速发展，半导体激光器酝酿新机》

丁健 SAC 执证编号：S0080520080002 SFC CE Ref: BRQ847

李诗雯 SAC 执证编号：S0080521070008 SFC CE Ref: BRG963 SAC

陈显帆 SAC 执证编号：S0080521050004 SFC CE Ref: BRO897

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.2.7 中国宏观简评：返乡规模增长，消费或受支撑
- 2022.2.11 中国宏观热点速评：稳增长“第一份成绩单”——1月金融数据点评
- 2022.2.11 海外宏观热点速评：通胀爆表，美联储应尽快刹车
- 2022.2.13 海外宏观周报：美联储紧缩，这次来势汹汹

策略及大宗商品

- 2022.2.7 主题策略：行业配置月报：“稳增长”仍是阶段性主线，高景气“制造成长”逢低布局
- 2022.2.7 大宗商品：大豆：不利天气影响，从预期到现实
- 2022.2.8 主题策略：公募4Q21港股持仓：持仓继续回落但转机渐现
- 2022.2.8 大宗商品：《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》发布：双碳目标坚定，关注废钢替代与行业重组
- 2022.2.9 海外策略：再论中美政策周期反向的含义与启示
- 2022.2.10 碳中和双周报：“碳”策中国（9）：碳市场“稳步走”，更待“活水来”1月20日~2月9日
- 2022.2.10 中国策略简评：MSCI中国季度调整：新增10只、剔除4只
- 2022.2.10 中国策略简评：北交所系列七：新三板分层制度优化
- 2022.2.10 海外策略：资本开支周期走到哪了？海外资产配置之投资周期（3）
- 2022.2.11 海外策略：加息预期走到哪了？
- 2022.2.12 全球资金流向监测：北向重回流入，美股流入扩大
- 2022.2.12 A股策略周报：政策加力，主线“稳增长”
- 2022.2.12 海外策略：疫情高点已过，欧美逐步开放 疫情复工周度追踪（2月12日）
- 2022.2.13 海外中资股策略：稳增长发力下港股比较优势凸显
- 2022.2.13 海外市场观察：如果美联储一次加息50bp 2022年2月7~13日
- 2022.2.13 主题策略：国企改革系列（29）：国企改革十年回顾
- 2022.2.13 大宗商品：石油：“站立硬币”的两面

固定收益

- 2022.2.7 招投标备忘录：国开债22年第1期，21年第8、18期增发——利率债招标分析
- 2022.2.7 中资美元债周报：投资级情绪谨慎，高收益先扬后抑

- 2022.2.8 简评：2022年2月十大转债
- 2022.2.8 资产证券化分析周报：ABS&公募REITs一周市场回顾
- 2022.2.8 招投标备忘录：付息国债21年第15期、22年第2期续发，农发债22年第1期新发、21年第10期增发——利率债招标分析
- 2022.2.9 简评：煤炭表现亮眼,中高等级地产利差走扩幅度回落 ——2022年1月行业利差跟踪
- 2022.2.9 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.2.9 招投标备忘录：国开债21年第9期、22年第5期增发——利率债招标分析
- 2022.2.9 简评：锦浪科技转债投资价值分析
- 2022.2.10 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.2.10 招投标备忘录：贴现国债21年第45期新发，付息国债21年第5期续发——利率债招标分析
- 2022.2.11 简评：资金供给快于融资需求回升，利率或将延续下降 ——1月金融数据点评
- 2022.2.11 固收+周报：如何快速分辨趋势——Python实现趋势分析及债市中的适应性调整
- 2022.2.11 简评：业绩披露期：作用考察和个券跟踪 ——转债一周信息跟踪
- 2022.2.11 简评：双箭股份转债投资价值分析
- 2022.2.11 中国信用策略月报：信用债供需两旺，结构性资产荒延续
- 2022.2.12 简评：货币政策总量和结构双管齐下，引导银行负债和企业融资成本下行 ——2021年四季度货币政策执行报告点评
- 2022.2.12 信用债收益率跟踪周报：一级发行环比下降，二级收益率多数上行
- 2022.2.12 简评：债券借贷业务进一步规范
- 2022.2.12 中国利率策略周报：从几个历史不同点看债牛持续性

行业

- 2022.2.7 传媒互联网：中金看海外 公司 | 动视暴雪极简史——探寻微软收购的背后
- 2022.2.7 传媒互联网：2022年春节档回顾：票价上涨不抵人次下滑，《水门桥》票房领跑
- 2022.2.7 交通运输物流：航空：全球跨国出行恢复到哪儿了？
- 2022.2.7 银行：问题地产债务处置及对银行的意义
- 2022.2.7 银行：涉房贷款跌幅企稳，绿色贷款增速新高——2021年贷款投向报告点评

- 2022.2.7 主题研究：电力市场深度：全国统一市场大幕启，电力市场改革正当时
- 2022.2.7 可选消费：冰雪消费、数字经济等成为黄金周消费亮点
- 2022.2.7 旅游酒店及餐饮：春节旅游恢复略逊去年，离岛免税表现亮眼
- 2022.2.7 交通运输物流：春运数据追踪：疫情仍影响客运出行
- 2022.2.7 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2022年2月组合
- 2022.2.7 主题研究：估值逼近去年6月区间，港美光伏股开门红
- 2022.2.7 主题研究：LG新能源上市，核心产业链有望持续受益
- 2022.2.7 汽车及零部件：主要新能源车企公布销量 乘联会预计1月零售达205万辆
- 2022.2.7 建筑与工程：基金4Q21持仓：公募持仓2019以来最高
- 2022.2.7 节能环保：2021环保持仓稳中有升，围绕市场化布局
- 2022.2.7 公用事业：电力业绩利空已出；至暗后或迎逐季转好
- 2022.2.7 家电及相关：家电板块配置价值明显
- 2022.2.7 有色金属：有色Q4持仓回落,锂钴镍铜新材料持仓居前
- 2022.2.7 日常消费：周思考：春节白酒动销平稳落地，延续分化，板块回调后布局性价比高
- 2022.2.8 房地产：开年楼市供、需双弱，短期料延续底部震荡
- 2022.2.8 非酒类食品饮料：乳业月报：海外奶价上行，国内乳品消费延续稳健
- 2022.2.8 REITs：REITs收益确认的财务规则
- 2022.2.8 软件及服务：政务信息化空间广阔，应用场景持续拓展
- 2022.2.8 非酒类食品饮料：大众品：春节动销稳健，提价逐步传导
- 2022.2.9 化工：农药产业“十四五”规划出炉，龙头发展有望加速
- 2022.2.9 钢铁：变革进行时，聚焦格局演变下的投资机会
- 2022.2.9 金融：资管通鉴：1月公募新发环比降温；头部基金公司格局稳中有变
- 2022.2.9 电力电气设备：工业自动化跟踪：1月供需减淡，预期尚存
- 2022.2.9 房地产：A股房企业绩预告：盈利承压，利润率下探
- 2022.2.9 银行：1月信贷“开门红”前瞻
- 2022.2.9 机械：激光雷达快速发展，半导体激光器酝酿新机
- 2022.2.10 房地产：内房股2021年业绩预告：沉舟侧畔千帆过
- 2022.2.10 纺织服装珠宝：每周聚焦：1月春节前置，2月冬奥助力
- 2022.2.10 软件及服务：从数字化的角度看《金融标准化“十四五”规划》
- 2022.2.10 有色金属：铝业大省出现疫情，供给端扰动增加
- 2022.2.10 银行：信贷开门红验证，银行“否极泰来”继续
- 2022.2.11 香港金融：加息将至，现阶段港银还有多少上涨空间？

- 2022.2.11 房地产：1月存量房市场：房价、租金止跌转涨
- 2022.2.11 房地产：预售资金监管制度更趋规范、完备、有序
- 2022.2.11 传媒互联网：中金看海外 公司 | Instagram: 以“简”为美，以“美”为纲
- 2022.2.11 传媒互联网：12月梯媒同比高增长，年节营销活动助益
- 2022.2.12 金融：数字金融十问：寻找三大周期交织下的赢家
- 2022.2.12 半导体：全球观察-SUMCO：2021年业绩超预期，硅片供不应求格局有望持续
- 2022.2.13 主题研究：新能源车中游2021回顾：踏浪而行
- 2022.2.13 金融：《金融标准化“十四五”发展规划》印发，支撑金融业高质量发展
- 2022.2.13 化工：TDI有望迎来高景气，看好一线龙头投资机会
- 2022.2.13 物业管理服务：全年业绩料稳健兑现，提示板块配置机会
- 2022.2.13 日常消费：周思考：白酒延续结构性繁荣，关注大众品回调后布局机会
- 2022.2.13 金融：周报：稳增长政策发力下板块关注度提升
- 2022.2.13 传媒互联网：周报：电视剧十四五规划发布，1月游戏市场表现稳健

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