

# 研报精选

2021年7月26日 第33期

## 宏观专栏

### 外围动荡，如何布局？

上周全球市场风险偏好下滑，10年期美债收益率跌破1.2%。报告预计，未来几周10年利率在1.3%-1.4%震荡，并于9月反弹，反弹需要美联储官宣购债缩减、疫苗升级对Delta毒株有效保护、财政力度超预期等触发。

### 债务上限逼近，市场波动加剧

8月1日美国债务上限将重新生效。在新债务上限法案通过前，财政部将无法发行新债。报告预计，基准情形下该问题将于9月底或10月解决，若未来2-3个月无法解决，政府将面临技术违约，或引发市场避险情绪。

## 专题聚焦

### “双减”落地限制教培资本化

报告指出，教培行业迎来截至目前的最强监管，对K12业务严格监管且禁止资本化运作。“双减”政策推进优质教育资源供给、教育公平与均衡发展，有利于减轻义务教育阶段学生负担并平衡家庭和学校教育负担。

### “大国重器”系列：锂电设备，超长景气

受益于新能源汽车渗透率提升及电池技术进步，报告预计锂电设备需求将在较长周期维持景气。结合新能源汽车动力电池需求增长及存量产能更新需求，报告测算2021-2025年锂电设备合计市场规模超5,000亿元。

## 宏观专栏

### 外围动荡，如何布局？

#### 宏观

7月19日美债10年期利率下跌10bp，一度跌破1.2%，其中实际利率和通胀预期大致各贡献一半。实际利率跌至-1.1%，基本回到年初水平。在《长端利率普跌，货币政策分化》中提到，过去一周后半段全球主要经济体长端利率明显下跌，全球资产呈现risk off的特征。除美债季节性和技术因素之外，在德尔塔毒株全球扩散、美国政策退坡、以及劳动力市场供需错配加剧的背景下，市场或许正在下调美国中长期经济增长预期（上半年尤其3月在多重利好下，市场预期打得过满），和相应的，下次加息周期下的终端政策利率（详见《预计美债利率Q3后期反弹》）。另外，近期美债供需失衡也是压低利率的重要因素。过去两个月，美联储购买了几乎所有的美债净供给，这个比例年初至今是60%。

我们构建的美国经济中短期预期差表明消费者对美国中长期经济增长更为悲观。历史上，美债10年2年利差与该预期差高度相关，该预期差收窄，即消费者对中长期更为悲观时，往往预示着长端利率向下承压。5月底该预期差显著收窄，对应6月利率曲线显著平坦化（6月议息会议加速平坦化）；6月底最新预期差持续收窄，预示着接下来曲线将有进一步平坦化（主要由长端驱动）的压力。另外，财政货币政策退坡的风险降低了市场对经济潜在增长和自然利率 $r^*$ 的预期，而 $r^*$ ，根据我们的研究，恰恰是美债实际利率的中枢。6月25日公布的财政支出初步协议不及预期，一路下跌30bp。

除了以上基本面因素，交易和配置因素仍在发挥作用。美债作为唯一的大体量（较）高收益安全资产，其对本土和海外投资者的吸引力巨大，尤其在风险偏好回落时。过去几个月，在较低波动环境下，套利交易盛行。本土投资者以接近零的融资成本套入较高的长端收益；同时，欧洲和日本的投资者也可享受可观的外汇对冲后的美德、美日利差。另外，在低利率波动环境下，风险平价基金增配债券。最后，TGA（Treasury General Account，美国财政部在美国中央银行的存款账户）压降导致的流动性泛滥为这些套利交易提供充裕弹药。

同时，为了压降TGA，财政部缩减债券发行，减少国债净供给。以上交易配置行为和TGA压降提升了长久期美债的相对需求，进而对利率形成向下压力。

未来几周，我们仍预计10年利率在1.3%-1.4%震荡，并于9月反弹。反弹需要触发剂。触发器包括但不限于美联储官宣购债缩减，疫苗升级进而对德尔塔毒株形成有效保护，财政力度的超预期，流动性的边际收紧，债务上限提升后长久期债券的供给增加。

## 大宗商品

受变异Delta毒株导致的全球疫情反弹影响，昨夜市场情绪有所恶化，避险情绪升温，大宗商品被抛售，标普高盛商品全收益指数下跌4.1%。主要商品中以原油价格跌幅最为显著，WTI原油跌6.52%，布伦特原油跌6.26%，是3月以来的最大单日跌幅。工业金属中，LME铜跌2.1%，国内夜盘铁矿石与螺纹钢分别跌1.02%与2%。农产品表现稳健，涨跌互现，CBOT大豆下跌1.36%，CBOT玉米则小幅上涨0.04%。

变种疫情将冲击以海外需求主导的品种。对于原油来说，变种疫情是继前几日OPEC+达成协议后又一利空因素。欧美航空煤油是油品消费的“最后拼图”，我们预计其将三季度恢复至疫情前的水平，但变种疫情将带来更多的不确定性。疫情反复下，欧美航空复苏进程可能被打断，进而抑制航空煤油需求的恢复。如果变种疫情得不到有效控制，可能引发新一轮防控封锁，对油品消费恢复造成更大的拖累。同时，国内石油消费增长动力趋弱，而亚洲其余国家和地区疫情反复也难以贡献更多增长。因此三季度全球原油需求可能有一定的下行风险。短期而言，在供给和需求不确定性双双增加的情况下，油价波动可能趋于放大。正如我们2021年5月16日发布的《2H21大宗商品展望：并非超期周期》中所提出的，疫情对石油需求的增长具有长尾效应，因此石油市场可能并不具备结构性牛市基础。对于工业品来说，海外疫情反复下，工业金属价格可能短期承压，但中国制造业出口可能更具韧性，从而利好钢材，电解铜等国内品种。

如果变种疫情扩散，可能带来海外供给溢价，如果海外变种疫情升级，可

能对海外供应带来风险。比如铜矿，主要资源国如智利或者秘鲁等的疫情若出现较大反复，可能会拖累产出，阻碍供需的收敛，其供给溢价可能将继续存在。棕榈油市场，马来西亚和印尼等主产国的疫情形势较为严峻，产量增幅受限，导致近期价格持续走高。

当前主要大宗商品的库存量均处在历史较低水平，价格对供应的扰动可能较为敏感。往前看，可以预见到今年下半年大宗商品市场供给侧的约束和扰动仍较多，因而我们预计供给溢价可能将持续存在。在国外，变种疫情可能扩散，北美天气情况亦有较大不确定性。在国内，环保限产风波又起，而部分地区电力供应短缺也影响了电解铝和电炉炼钢等品种的产出。

短期来看，疫情的不确定性将加剧大宗商品市场的波动风险。但总体而言，我们认为疫情反复可能不会改变经济修复的进程，下半年大宗商品的梯队轮动依然以供需为锚，体现出二元分布的特征。国内外需求将收窄，而海内外供给溢价可能会有所分化，从而驱动大宗商品市场价格逐步见顶，同时波动区间下沿抬升。大宗商品市场的单边行情可能趋弱，因此我们认为需要关注价差交易，比如原油的近远期，或黑色系中的螺矿比。

---

以上观点来自：本文摘自《宏观探市：长端利率普跌，货币政策分化》《美国劳动力短缺愈演愈烈》《降准之后，债券继续买入还是止盈离场？——中金债券市场调查2021年7月期》《2H21大宗商品展望：并非超期周期》《6月经济数据分析：经济结构分化，边际趋弱，流动性仍应适度宽松》《图说大宗：供给扰动持续》《大宗商品：变种疫情，影响几何？》

张峻栋 SAC 执业证书编号：S0080120120076

周彭 SAC 执业证书编号：S0080119080009

刘政宁 SAC 执业证书编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

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

陈健恒 SAC 执业证书编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220

王海波 SAC 执业证书编号：S0080517040002 SFC CE Ref: BPC512

东旭 SAC 执业证书编号：S0080519040002 SFC CE Ref: BOM884

李雪 SAC 执业证书编号：S0080519050002

郭朝辉 SAC 执业证书编号：S0080513070006, SFC CE Ref: BBU524

王灸鹿 SAC 执业证书编号：S0080121040106

## 宏观专栏

### 债务上限逼近，市场波动加剧

8月1日，美国债务上限将重新生效。在新的债务上限法案通过前，财政部将无法再发行新债，并只能使用TGA账户余额和“非常规措施”提供的8,320亿美元进行政府开支和旧债偿还。基准情形下，我们预计债务上限问题将于9月底或10月解决，财政部将恢复发债能力，TGA账户余额上升将导致3,000亿美元左右流动性边际收紧，届时将会扰动高估值风险资产。若债务上限问题未来2-3个月得不到解决，政府将面临技术违约风险，或引发市场避险情绪。

当前摆在美国国会面前亟待解决的难题是即将于7月31日到期的债务上限暂停期，8月1日开始，债务上限将重新生效。新的债务余额为《2019年两党预算法》生效之前22万亿美元的债务上限，加上法案生效期间的新增债务余额。根据美国国会预算办公室（CBO）的测算，截止6月30日，债务余额为28.5万亿美元，但最终的债务上限还应加上截止7月31日的新增余额。

#### 一、基本背景：什么是债务上限？

**债务限额(Debt Limit)**，亦称**债务上限(Debt Ceiling)**，是财政部可以发行的**最大债务金额**。债务上限包括公共债务(Public debt)和政府间债务两部分。公共债务是联邦政府向公众发行的有价证券，包含所有由个人、公司、州或地方政府、联邦储备银行、以及美国政府以外的所有实体持有的联邦债务。政府间债务是指政府信托基金、循环基金和专项基金等政府账户持有的政府债务，主要用于联邦政府在政府账户簿记收支，此类证券不在市场交易。其中，后者能够在政府面临债务上限问题时通过“非常规措施(Extraordinary Measures)”为政府提供一定的缓冲空间。截止6月30日，美国的国家债务余额约为28.5万亿美元，其中22.3万亿美元为公众债务，6.2万亿美元为政府间债务。

#### 二、目前情形：“双管齐下”提供缓冲垫

此外，债务上限重新生效后，由于债务上限没有及时提升，因此财政部无法再发新债，其将使用“非常规措施”为政府提供资金。该类措施本质上是

通过会计手段压降政府间债务余额，从而为联邦政府在短期内创造新的借款空间。根据CBO的估算，在10月1日新财年开始之前，TGA账户余额和“非常规措施”将共同为联邦政府提供约8,320亿美元的缓冲垫。然而，该数额已经是可利用的所有空间了。

那么这些资金能撑多久？所谓的“X日”（X-date，即政府技术违约时刻）何时到来？即，TGA账户余额用尽且非常规措施空间用尽，财政部可能面临技术违约的时刻。根据两党政策研究中心的预测，基准情景下“X日”将出现在11月中旬，CBO预测“X日”将在新财年的第一季度出现，很可能在10月或11月。疫情冲击下高企的政府开支和政府赤字、以及不确定的经济复苏进程使得“X日”的预测面临巨大的不确定性，在两党政策研究中心预测的悲观情形下，“X日”会出现在10月初。

### 三、未来展望：问题如何解决？

理论上，主要有两种方式暂停或者上调债务限额。第一，常规立法程序，法案需在众议院和参议院各自以简单多数投票通过，并最终由总统签署。但倘若在参议院遇到冗长辩论（Filibuster），需要有60票（五分之三）同意才能够终止冗长辩论以进行法案表决。第二，通过预算和解程序更改债务上限。预算和解程序下需要简单多数（50票以上）通过，民主党目前在参议院占50席位，需要副总统哈里斯投一票。

2015年以来的四次债务上限暂停均在常规立法程序下通过，但暂停债务上限的提案都被包含在与新财年的预算相关的法案中。此外，2017年、2018年和2019年新的债务上限暂停期开始日距上次债务上限暂停到期日分别为176天、63天和153天，新的债务上限暂停发期开始前均使用“非常规措施”维持政府运营。结合历史经验和当前的情形来看，债务上限问题7月底前得以解决希望渺茫。

### 四、潜在影响：扰动短期融资市场和市场情绪

TGA账户、准备金余额以及短期国债的动态变化可能扰动货币市场、国

**债利率以及风险资产。**在债务上限问题解决之前，TGA账户余额可能大幅下降，财政部发债能力受限，国债供给减少会进一步加剧其稀缺性，为回购利率和国债利率进一步施加下行压力。我们之前讨论过，过去两个月美联储购买了几乎所有的净发行国债，空头轧平补仓和大资管股债再平衡导致的对国债的旺盛需求和国债供给相对受限使得利率向下承压。此外，银行体系在处于历史高位的准备金规模下，亦面临吸收存款的压力，大量流动性流入货币市场基金。美联储逆回购工具（O/N RRP）5个基点的利率在较低的回购与国债利率面前将更具吸引力，我们预计在债务上限问题得以解决前，将会有更多资金流入O/N RRP。而后，伴随债务上限问题解决（预计9月底或10月），财政部重新恢复发债能力，上述过程可能逆转，资金重回TGA账户，国债利率的下行压力有望得以缓解。另一方面，TGA账户余额上升将导致3,000亿美元左右流动性边际收紧，或将会对高估值风险资产带来扰动。

但如果“X日”真的到来或临近，财政部面临技术违约风险，可能引发市场的避险情绪。2011年8月债务上限危机时，标普公司将美国主权评级从最高的AAA级降至AA+，引发了市场的避险（risk-off）情绪。虽然我们预计美国政府技术性违约的风险较低，但考虑到疫情以来，风险资产累计涨幅较大，估值处于高位，目前对政策预期和潜在风险均较为敏感，倘若两党拉锯使得债务上限问题的解决过于拖延，不排除市场波动甚至调整的可能性。

---

以上观点来自：2021年7月25日中金公司研究部已发布的《债务上限逼近，市场波动加剧》

张峻栋 SAC执业证书编号：S0080120120076

周彭 SAC执业证书编号：S0080521070001

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

## 专题聚焦

### “双减”落地限制教培资本化

此次教培行业的规范管理严格程度史无前例。政策超过市场预期主要包括以下四个方面：

**限制培训时长力度超过预期。**文件中说明，“校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训”，该监管力度比我们此前发布报告所提及的最严格场景假设5（禁止周末及寒暑假）更加严格。

**限制收费和审批，学科类培训机构统一登记为非营利性。**文件表示加强培训机构预收费风险管理，其中试点地区义务教育学科类校外培训收费纳入政府指导价管理；各地不再审批新的义务教育学科类培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性。我们认为教培业务可能向“普惠化”发展。

**学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作。**文件表示上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产；外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变实体等方式控股或参股学科类培训机构。已违规的要进行清理整治。我们认为教培上市公司或面临剥离K12学科类培训业务风险。

**学前和高中同样做出严格监管要求。**1) 学前教育：不再审批新的学前校外培训机构；不得开展学前线上培训，和以学前班、幼小衔接班、思维训练班等名义面向学前线下学科类（含外语）培训。2) 高中：高中学科类培训机构管理同样参照此文件，同时不再审批新的高中学科类校外培训机构。

---

以上观点来自：中金公司研究部已发布的《“双减”落地限制教培资本化，下调评级》  
《“双减”预期落地，教培行业监管迈入新格局》

赵丽萍 SAC执业证书编号：S0080516060004 SFC CE Ref: BEH709

钱凯 SAC执业证书编号：S0080513050004 SFC CE Ref: AZA933

曹弘毅 SAC执业证书编号：S0080121030057

车姝韵 SAC执业证书编号：S0080121060028



## 专题聚焦

### “大国重器”系列：锂电设备，超长景气

2021~2025年锂电设备需求总额超过5,000亿元。自上而下，结合新能源汽车动力电池需求增长及存量产能更新需求，我们测算2023年全球锂电设备市场规模约为1,198亿元，2025年约为1,431亿元，2021-2025年合计市场规模超5,000亿元。自下而上角度，我们统计了国内CATL、BYD及国外LG化学、三星、SKI等13家全球龙头电池厂，截至2020年底已有产能合计为435GWh，规划新增产能接近2TWh，其中大部分新增产能将于2023年之前投产，我们测算新增设备投资额合计超5,000亿元。

锂电设备厂商规模企业数量有限，当前面临产能短缺。锂电设备属于非标定制化设备，具备规模化生产能力的设备商需要有卓越的管理能力和研发能力，头部企业优势明显。2020年，锂电设备营业收入超过10亿元的企业仅4家。具备规模化供应能力的锂电设备商数量有限，当前行业普遍存在产能紧缺的情况，供需矛盾明显。

电芯制程中后道设备对电芯制造良率、效率至关重要。电芯制程包括涂布、模切、卷绕/叠片、分容化成、检测等环节。我们预计2025年全球电芯制程设备需求将超过1,400亿元。模派自动化率亟待提升，头部供应商优势明显。模派自动化可提高电池企业上下料、测试、清洗、焊接、组装等环节的自动化程度，有助于电池厂或整车厂提升效率。但当前我国电池企业模组、PACK段自动化率仍低，具备长足发展空间，我们测算2025年模派自动化设备需求将超过370亿元。电池结构件增长同步于电池装机，头部企业强者恒强。电池结构件不同于其他设备依赖CAPEX投入，而依赖电池厂OPEX增长，长期成长动力充足。我们预计2025年全球锂电池结构件需求超300亿元。

---

以上观点来自：2021年7月22日中金公司研究部已发布的《“大国重器”系列04：锂电设备，超长景气》

孔令鑫 SAC执业证书编号：S0080514080006 SFC CE Ref: BDA769

邹靖 SAC执业证书编号：S0080120090132

陈显帆 SAC执业证书编号：S0080521050004

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.7.19 中国图说中国宏观周报：乡村消费大变局
- 2021.7.21 中国宏观专题报告：图说中国：2021年三季度
- 2021.7.25 海外宏观简评：宏观探市：债务上限逼近，市场波动加剧

### 策略及大宗商品

- 2021.7.19 大宗商品：图说大宗：供给扰动持续
- 2021.7.20 海外策略：引发市场大跌的变种疫情有多严重？
- 2021.7.20 大宗商品：大宗商品：变种疫情，影响几何？
- 2021.7.22 主题策略：公募基金2021年二季报回顾：加仓景气成长
- 2021.7.23 大宗商品：2H21油脂展望：长期供需偏紧，价格高位震荡
- 2021.7.24 全球资金流向监测：外资继续流入，南向单月流出创新高
- 2021.7.24 海外策略：美国疫情反弹但不同州分化较大 疫情复工周度追踪（7月24日）
- 2021.7.25 海外市场观察：美联储已经事实上“缩表”？ 2021年7月19日~7月25日
- 2021.7.25 海外中资股策略周报：监管压力仍在释放
- 2021.7.25 A股策略周报：政策导向更加清晰，成长占优
- 2021.7.25 主题策略：恒指与港股通半年度调整预览

### 固定收益

- 2021.7.19 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.7.19 中资美元债周报：高收益普涨，多家国企被惠誉列入负面观察——中资美元债周报
- 2021.7.19 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.7.20 固定收益资产配置策略周报：降准后，债市还有哪些机会
- 2021.7.21 简评：转债及固收+基金季报分析：转债基金借力成长，领跑市场
- 2021.7.21 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.7.22 专题研究：银行负债端改革带来了什么变化？——机构负债端跟踪 2021年7月月报
- 2021.7.22 专题研究：欠配压力下配置盘发力，交易盘行为分化——2021年6月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2021.7.22 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.7.23 固收+周报：夹角余弦与转债及固收+基金策略识别
- 2021.7.23 简评：转债发行人一周行业数据
- 2021.7.24 中国利率策略周报：传统债券分析框架真的有失灵么？

## 行业

- 2021.7.19 银行：阶段性试点总结，关注数字钱包相关的场景机遇——数字人民币白皮书点评
- 2021.7.19 钢铁：需求边际改善，供给扰动重回视野
- 2021.7.19 机械：制造业固投快速增长，新能源装备景气延续
- 2021.7.19 交通运输物流：周报：京东物流入港股通，宏川智慧首覆
- 2021.7.19 机械：光伏设备：通威1GW异质结首片电池片下线，关注技术进步带来的设备大机会
- 2021.7.19 化工：如何看化工龙头企业进入新能源材料领域
- 2021.7.19 科技：解读《新型数据中心发展三年行动计划(2021-2023)》
- 2021.7.19 汽车及零部件：周报：库存持续去化，观察供给恢复节奏
- 2021.7.19 节能环保：户用光伏装机高增长，逆变器增长确定性高
- 2021.7.19 主题研究：硅料实质性降价，户用新增装机1H21高增
- 2021.7.19 有色金属：四川矿产资源规划发布，稀土有望维持强势
- 2021.7.20 消费赛道研究：按摩器具与健身设备：生活潮流、中西交融
- 2021.7.20 有色金属：铝：电力持续紧张压制云南、内蒙供给恢复
- 2021.7.20 房地产：周报#252：销售继续降温，宅地跌幅收窄
- 2021.7.20 银行：【理财月刊】6月新发产品业绩基准稳中微升，理财子产品供给角色逐步清晰
- 2021.7.20 交通运输物流：6月快递业务量增长30.4%，单价环比企稳
- 2021.7.20 非酒类食品饮料：乳业月报：需求仍旺，国内奶价维持高位
- 2021.7.21 传媒互联网：中金看海外 公司 | Roblox启示录：游戏社区的星辰大海
- 2021.7.21 建材：产能置换新规落地，浮法供给或将持续趋紧
- 2021.7.22 汽车及零部件：大众2030战略发布，国内产业链新机遇
- 2021.7.22 机械：“大国重器”系列04：锂电设备，超长景气
- 2021.7.22 金融：财富管理：银行降低基金申购费率影响几何？
- 2021.7.22 传媒互联网：基金2Q21传媒持仓分析：维持低配，板块整体估值具有吸引力
- 2021.7.22 科技：教育信息化：景气度向上，一切才刚刚开始
- 2021.7.22 传媒互联网：6月广告市场回顾：消费广告主加码梯媒
- 2021.7.22 金融：中金看海外 主题 | 美国个人征信：信息共享生态的建设之路
- 2021.7.23 汽车及零部件：华为跟踪系列#1：鸿蒙车机初体验，合作体系搭建露出水面
- 2021.7.23 汽车及零部件：智能电动演绎，新兴车企继续领先
- 2021.7.23 教育：“双减”预期落地，教培行业监管迈入新格局
- 2021.7.23 房地产：2Q21基金持仓分析：整体仓位创历史新低
- 2021.7.23 化工：新能源材料系列III——PVDF景气向上，价格上涨有望超预期
- 2021.7.23 汽车及零部件：中金看海外 公司 | Luminar：全球激光雷达先驱，技术与成本优势构建竞争力

- 2021.7.24 银行：2Q21银行持仓跟踪：A股仓位环比下降，关注结构性机会
- 2021.7.25 航空航天科技：中报预告持续高增长，行业高成长属性凸显
- 2021.7.25 日常消费：基金2Q21食品饮料持仓分析：板块重仓市值占比环比有所下滑
- 2021.7.25 节能环保：北京上调垃圾处置费，固废市场化加速推进
- 2021.7.25 传媒互联网：周报：游戏版号下发，消费广告主加码梯媒
- 2021.7.25 教育：“双减”落地限制教培资本化，下调评级
- 2021.7.25 证券及其他：2021年分类结果：整体符合预期、AA级有三席变动
- 2021.7.25 医疗健康：中报业绩期开启，建议关注增长确定领域



## **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