

# 研报精选

2021年5月31日 第25期

## **宏观专栏**

### **不宜将汇率当政策工具**

报告指出，美元指数走弱和北上资金加速流入使得人民币兑美元汇率升值。汇率是经济运行的结果，对于大国经济而言，由于汇率影响实体和金融的渠道往往互相冲突，把汇率作为政策工具可能得不偿失。

### **东南亚疫情，如何影响中国？**

报告认为，东南亚的疫情或相对可控，近期疫情的暴发对相关经济体的外贸尚未产生总量层面的显著冲击。疫情发展、防控举措超预期的情形下，中国大陆在部分劳动密集型产品领域可能对东南亚有一定替代性。

## **专题聚焦**

### **供需视角看“一带一路”绿色金融发展**

基于气候变化各国自主贡献目标，报告估算未来10年“一带一路”国家绿色投资需求将超过5万亿美元。“一带一路”国家可通过完善绿色标准、基础设施建设、金融工具等措施将绿色发展理念融入国际金融合作。

### **欧盟碳边境调节机制对中国经济和全球碳减排的量化影响分析**

欧盟委员会将于今年6月正式启动碳边境调节机制的立法程序。报告测算，如果该法案执行，中国大陆对欧出口商品的平均关税税率将上升4.5%，对欧出口将下降6.9%，对中国大陆GDP的负面影响为0.01%。

## 宏观专栏

### 不宜将汇率当政策工具

美元指数的走弱是近期人民币兑美元汇率升值的大背景，而国内资产对海外投资者吸引力上升亦导致北上资金加速流入，加快了人民币升值的步伐。展望未来，从技术层面来看，近期市场对人民币升值的预期较满，发生逆转的概率上升。从基本面来看，下半年信用债到期仍然较多，可能推高人民币风险溢价，而出口放缓降低经常项目顺差，也将抑制人民币升值空间。从政策层面来看，汇率是经济运行的结果，对于大国经济而言，把汇率作为政策工具可能得不偿失，这是因为汇率影响实体和金融的渠道往往互相冲突。

#### 从基本面看汇率：多个因素推升人民币

未来人民币何去何从？我们首先要看美元本身的走势，再看影响人民币本身走势的因素的演变。

近期三个因素正在压制美元汇率。首先，即使面对经济复苏强劲、通胀压力加剧，美联储仍选择“鸽声嘹亮”，美元流动性仍保持相对充裕。从价上看，前端利率仍被摠在零附近；Libor-OIS利差处于历史低位。从量上看，美联储通过QE投放流动性之外，财政部在美联储的一般存款账户（TGA）年初至今已释放8千多亿美元，仍存有8千亿美元。我们预计剩余存款中的相当部分未来两三个月将转化为流动性释放出来。另外，近期隔夜逆回购激增反映了流动性不仅充裕，甚至泛滥。第二，美国通胀预期波动加剧，推升美债及美元风险溢价走高，压制美元。最后，伴随过去几个月全球再通胀交易，风险偏好较高，美元作为融资货币震荡走弱，全球经济政策不确定性指标一定程度反映了市场风险偏好，目前该不确定性指标处于过去三年低位，表明市场对美元这一避险资产的需求相对疲弱。

在美元走弱的大背景下，近期三个因素支撑人民币汇率。首先，从经常账户看，二季度以来出口依然强劲，4月贸易顺差较2-3月走阔，一定程度上支撑了人民币汇率。其次，从资本账户看，中美影子利差（Shibor3个月利率-

美联储影子利率 ) 仍维持在高位, 并在近期微幅走阔。最后, 中国在短时间内有力控制住疫情, 率先复工复产, 人民币风险溢价相对较低。未来几个月, 从经常账户看, 随着疫苗的推进和全球复苏深化, 海外生产能力逐渐恢复, 从竞争对手转移过来的订单或承压, 而且三重压力之下( 原材料涨价、汇率升值、运价大涨), 出口盈利受挤压, 亦将挫伤出口企业积极性, 经常项目顺差或将收窄。从资本账户看, 被动流入方面, 我们预计中国国债纳入富时WGBI指数将带来稳定的被动配资; 主动资金流入还需要看利差和风险溢价, 中美影子利差随着Taper临近难以进一步走阔。同时, 人民币风险溢价或上升, 部分因为信用债在9月后再迎到期高峰, 信用风险或再升温。另一面, 外需高增难持续, 内需结构分化下复苏较慢, 下半年经济增长动能或将放缓, 主动流入中国资本市场的资金流也将随着内部风险溢价的上升而波动加剧。综上, 我们判断短期内, 人民币对美元仍将保持强势, 而下半年随着国内增长动能放缓, 人民币进一步升值的空间可能有限, 或者有小幅走弱空间。

从抛补利率平价隐含的套利空间看, 2015年“8·11”汇改后, 无风险套利空间已然较低, 目前资金流入、汇率升值更多是反映投资者对贸易顺差、中美短端利差以及风险溢价差的看好。因此, 汇率更多反映了经济的周期波动, 资金并非单向流入、汇率并非单边升值, 随着经济周期的变化, 汇率的双向波动仍是常态。

### 从技术面看人民币汇率：反转可能性上升

从技术层面来看, 美元指数(DXY)最近的支撑位(今年2月25日的低点89.68附近)被证实有效; 关于美元/人民币汇率, 虽然目前6.40这一市场心理槛位水平已经跌破, 但逆转风险不容忽视: 首先, 美元/人民币汇率在周线级别上再次显示出“正背离”(POSITIVE DIVERGENCE)走势, 即美元/人民币汇率的下跌趋势和其相对强弱指数(RSI)的上涨趋势出现了背离: 回顾2014年初和2018年初美元/人民币汇率分别经历了10%以上的跌幅, 但是同一时期RSI并没有显示下跌的趋势, 这也预示了随后美元/人民币汇率趋势的反转; 如今, 价格跌破6.4后, RSI同样没有跌至新低, 反而是保持在今年年初RSI低点的上方,

这也再次显示，美元/人民币汇率目前下跌的趋势可能迎来反转。其次，期权市场上，代表投资者情绪的风险反转期权(25 Delta risk reversal)已经跌至最近5年以来的极值下限，表明市场目前过度看空美元兑人民币汇率，意味着价格反转的概率加大。

### 不宜把汇率当作政策工具

汇率是货币的对外价格，是实体与金融供求关系的结果。用汇率作为政策工具可能得不偿失，尤其是在资本账户日益开放的情况下。汇率会通过实体和金融两个渠道对一个经济体产生影响，而有时候汇率通过这两个渠道产生的影响有冲突。例如，当经济扩张时，汇率升值可以降低出口，增加进口，缓解经济上行和通胀压力，这是对实体渠道的影响。但从金融渠道看，汇率升值往往改善私人部门资产负债表，增强其融资能力，起到“宽信用”的作用。这也往往进一步加剧房地产泡沫和债务水平，不利于金融稳定。此外，对中国来说，增加汇率的灵活性符合资本账户开放的大方向，对推动人民币国际化进程也有利。

---

以上观点来自：2021年5月28日中金公司研究部已发布的《不宜将汇率当政策工具》

张峻栋 SAC执业证书编号：S0080120120076

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

黄文静 SAC 执业证书编号：S0080520080004

刘政宁 SAC 执业证书编号：S0080520080007

刘鋈 SAC 执业证书编号：S0080512120001 SFC CE Ref: BEI881

## 宏观专栏

### 东南亚疫情，如何影响中国？

5月以来，东南亚疫情持续扩散，越南、泰国、中国台湾等经济体，出现了局部暴发。3月起，东南亚地区疫情再次加重，单日新增确诊病例数量突破2万例，单日死亡病例数量重新回到300例以上。其中，菲律宾、印尼、马来西亚、泰国5月日均新增病例数量超过1000例。疫情发展节奏上，泰国和马来西亚疫情在4月起出现反弹，越南和中国台湾则在5月份疫情加重。截至5月25日，越南5月日均确诊113.8例，是4月份的10倍多；泰国日均确诊2800多例，较4月份翻番。此外，中国台湾也出现了疫情的扩散，5月日均确诊量（186.6例）较4月（3.3例）大幅上升。

从疫情发展情况来看，东南亚的疫情或相对可控，重蹈印度覆辙的可能性较低。印度疫情的阶段性失控，并非完全归咎于病毒变异，其防疫应对上的不足更是主因。而东南亚的疫情防控做得相对更好，印尼、菲律宾等疫情较为严重的国家，4月以来疫情便已得到初步控制、趋于回落，并且在印度疫情暴发期间，依然保持了下行趋势。近期出现局部疫情暴发的中国台湾、越南等经济体，对疫情的控制能力相对较强，在疫情暴发后迅速收紧防疫举措。根据IHME估算，预计5月底中国台湾和越南的单日新增病例数量将到达峰值、触顶回落。

经验数据显示，近期疫情的暴发对相关经济体的外贸，尚未产生总量层面的显著冲击。2020年，东盟10国和中国台湾合计占大陆出口规模的17.1%、进口的23.4%，是中国大陆最大的进口来源地。疫情的暴发，可能直接影响到外贸领域。但从印度、菲律宾、印尼等疫情较严重的经济体经验来看，疫情暴发对外贸的总量冲击并不显著。比如4月份，印度疫情迅速恶化，而对华进出口同比增长155.4%、两年复合平均增速24.7%，较3月份抬升了11.6个百分点。东盟经济体中，目前疫情最为严重的两个国家菲律宾和印尼，2021年以来的对华贸易复合增速，均好于疫情前2019年的表现。

高频数据也显示，5月以来东南亚经济体的生产和出口，受防疫举措升级的扰动相对有限。为应对疫情，相关经济体防疫政策有所加强，总体来看管控力度小于去年同期。2021年5月前两周，越南出口两年复合增速10.6%；进口两年复合增速为9.1%。越南出口环比有所走弱可能与近期的疫情暴发有一定关系，例如，5月中旬越南北江省决定暂时关闭4个工业区以控制疫情。但从降幅来看，更多呈现为数据扰动，并未超出正常时期的数据波动区间，并且明显好于去年同期防疫升级时期的出口负增长。

但要继续关注东南亚疫情的影响，尤其是对贸易依赖度较高的领域的影响。中国大陆从东盟的进口以劳动密集型产品为主，比如鞋靴、木制品、纺织品等，2019年鞋靴类产品从东盟进口规模占到总进口的58.7%。对中国台湾则主要在一些资本或技术密集型产品上进口依赖度较高，机电音像设备、塑料橡胶产品、化工产品等产品从中国台湾进口规模，均占到了大陆总进口规模的5%以上。其中，2019年机电音像设备从中国台湾的进口规模占总进口的18.8%。

疫情发展、防控举措超预期的情形下，中国大陆在部分劳动密集型产品领域，可能对东南亚经济体有一定替代性。基准情形下，我们预计本轮东南亚疫情反弹对我国影响相对有限。如果东南亚经济体出现了疫情的大规模暴发，或者出台更严厉的防控举措扰动经济活动，则有可能出现部分行业或企业的订单向中国大陆转移的情况。中国大陆在鞋靴、纺织、皮革等劳动密集型产品方面，出口规模均占到了全球的30%以上。这些传统出口优势领域，可能对东盟形成一定的产能替代。此外，在一些机电音像、橡胶塑料、金属制品等领域，还有可能对中国台湾形成产能替代。

---

以上观点来自：2021年5月27日中金公司研究部已发布的《东南亚疫情，如何影响中国？》

段玉柱 SAC执业证书编号：S0080121040056

郑宇驰 SAC执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

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

### 供需视角看“一带一路”绿色金融发展

“一带一路”国家迫切需要加快绿色转型。2019年，146个“一带一路”国家碳排放总量约占全球30.8%，并且随着城镇化、工业化的推进，这些国家碳排放量仍将持续上升。如何运用政策和市场工具实现生态保护与经济发展的平衡，实现低排放、高增长的发展路径，对这些国家而言不仅是现实的挑战，也可能带来经济上的负担。因此，通过绿色金融助力“一带一路”国家实现绿色转型具有充分的必要性。

未来10年，“一带一路”国家绿色发展需要多少投资？基于各国NDC目标，以发电量、装机容量及投资额等指标为基础，我们自下而上测算得出，146个“一带一路”国家未来10年绿色投资规模有望达到5.7万亿美元，其中可再生能源投资达2.5万亿美元。而从可再生能源细分领域来看，水电投资规模相对较大，光伏装机容量增长更快。

“一带一路”国家绿色金融发展现状如何？整体而言，“一带一路”国家绿色金融起步晚、发展相对较慢，资金供需缺口较大。同时，与发达国家不同，发展中国家仅凭一己之力难以实现绿色转型发展，需要国际社会的共同支持和帮助，比如技术转移、能力建设和资金支持等。目前发达国家及多边金融机构等对发展中国家的绿色金融支持仍相对有限。

如何助力“一带一路”绿色金融发展？数万亿美元的绿色投资需求既是挑战也是机遇。“一带一路”国家和国际社会可通过几方面发力：加快制定统一的绿色标准，完善绿色金融基础设施、发挥多边金融机构的积极作用、以公共部门投入带动私营部门投资者、丰富绿色金融工具、并将绿色发展理念嵌入更多国际金融合作等。

---

以上观点来自：2021年5月24日中金研究院已经发布的《供需视角看“一带一路”绿色金融发展》

李南南 SAC 执业证书编号：S0080118080023

吴慧敏 SAC 执业证书编号：S0080511030004 SFC CE Ref: AUZ699

## 专题聚焦

### 欧盟碳边境调节机制对中国经济和全球碳减排影响的量化分析

欧盟委员会预计将于6月底前公布碳边境调节机制的立法草案，正式启动立法程序。2014-2019年的欧盟立法数据表明，欧盟委员会正式提交的立法草案有89%的概率在一读通过，一读通过的法案的平均审议时长为18个月。

2019年中国大陆对欧盟出口产品的全生命周期平均碳排放强度为0.89千克/美元，欧盟对中国大陆出口产品的排放强度为0.28千克/美元。假设欧盟按照今年4月的中欧碳价差（50.8美元/吨）对中国大陆征收碳关税，则中国大陆对欧盟出口商品的平均关税税率将上升4.5个百分点。其中，机械设备、纺织、石油化工面临的关税税率将分别提升4.3、2.8、5.7个百分点。

欧盟碳边境调节机制对中国大陆经济的总体影响有限：对中欧两大经济体GDP的负面影响分别为0.01%、0.03%；中国大陆总出口将下降0.3%，对欧出口将下降6.9%；从总出口变化来看，中国大陆受冲击最大的三个行业依次是机械设备、金属制品、非金属矿物制品；从对欧出口下降的角度看，受冲击最大的三个行业依次是机械设备、金属制品、石油化工。

欧盟碳边境调节机制并不能有效促进全球减排。欧盟碳泄露量将减少0.9亿吨，占当前欧盟碳泄露量的14%；全球总碳排放下降幅度仅有0.3%，对于全球减排几乎没有促进作用；全球为此付出的实际减排成本为88美元/吨二氧化碳，约为欧盟EU ETS四月份碳价水平的1.6倍。

建议做四个方面的应对准备：

(1)反对以气候之名的贸易保护措施，同时推动国际气候治理机制改革，维护“共同但有区别的责任”原则。目前，各主要经济体正在竞争气候治理领域的国际领导力与话语权。在CBAM事件中，国际社会能否协调出一个多方向有效沟通的机制，可能比CBAM本身对于气候治理和国际合作更为重要。在这种背景下，中国有必要立足于发展中国的实际情况，旗帜鲜明地维护“共同但有



区别的责任”原则，积极主动地去增强国际协同、推动国际标准制定。

(2) 基于绿色溢价的框架，去加强国际舆论引导。在碳中和方向已定的情况下，应积极推广基于绿色溢价的成本-有效性分析框架，让各国从自身的实际情况出发，去探索适合本国国情的碳中和道路，而不是基于成本收益分析去追求国际整体划一的碳价。以中国为例，当前平价（即绿色溢价为零）隐含的碳价约为377元人民币/吨碳，大致相当于欧盟EU ETS四月份55美元/吨碳的价格水平。也就是说，如果我们按照欧盟当前的水平去确定碳价，无需等到四十年后实现碳中和，当前就实现了绿色溢价为零，这是超越了中国当前发展阶段的不合理要求。

(3) 尽快构建和完善科学的MRV体系，一方面帮助我国出口企业做好应对欧盟CBAM的准备，另一方面也为我国国内统一碳市场的建设夯实数据基础。我国在碳市场的MRV体系已有一定基础，但仍面临着管理体系有待提升、技术支撑体系有待细化、资金支持力度有待加强等挑战，需要在近几年工作中加速完善。

(4) 如果CBAM不可避免，可考虑变被动为主动，做好针对高碳行业开征碳税的预案。比如从对欧出口的角度看，受碳关税冲击最大的三个行业依次是机械设备、金属制品、石油化工等行业。这些都是存在直接或者间接高排放的行业，也是我国正在重点治理的行业。如果CBAM不可避免，则可以考虑主动对高碳行业征收碳税。这样做的好处主要有三个：一是高碳行业的税收掌握在自己手中，有利于通过转移支付的方式降低对经济的整体冲击；二是以碳税的方式替代刚性较强的行政关停、限产政策，有助于降低碳中和的社会成本；三是对重点排放行业加征碳税，有助于促进高碳行业减排，激励相关技术创新。

---

以上观点来自：2021年5月26日中金研究院的《欧盟碳边境调节机制对中国经济和全球碳减排影响的量化分析》

谢超 SAC执业证书编号：S0080520100001

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

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.5.24 海外宏观周报：美联储对通胀态度存在“漂移”风险
- 2021.5.24 中国宏观热点速评：利率：短端往下还是长端往上？
- 2021.5.26 中国宏观热点速评：人民币被动走强，短期升值空间有限
- 2021.5.27 中国宏观热点速评：人民币升值并非为了对抗通胀
- 2021.5.27 中国宏观专题报告：东南亚疫情，如何影响中国？
- 2021.5.27 海外宏观专题报告：三类通胀交织，什么资产胜出？
- 2021.5.28 中国宏观简评：消费或温和加速，关注地产放缓信号：5月CMI初值简评
- 2021.5.28 中国宏观热点速评：工业品涨价推动利润超季节增长 4月工业企业利润点评
- 2021.5.28 中国宏观热点速评：不宜将汇率当政策工具
- 2021.5.30 海外宏观周报：五月非农：决定Taper的关键变量
- 2021.5.30 海外宏观简评：宏观探市：美元流动性泛滥，何时见拐点？

### 策略及大宗商品

- 2021.5.25 主题策略：行业比较与配置策略月报：焦点回归增长，成长重回主线
- 2021.5.27 大宗商品：农产品：二次育肥可能平抑猪价波动
- 2021.5.28 老外看中国：一季度强劲但谨慎比例上升：跨国企业1Q21中国业务总结
- 2021.5.28 海外策略：当前美股盈利的八个特征：美股1Q21业绩总结
- 2021.5.28 全球资金流向监测：外资连续39周流入，北向流入创纪录
- 2021.5.29 海外策略：欧美剪刀差收窄，线下需求修复 疫情疫苗周度追踪（5月28日）
- 2021.5.30 海外市场观察：近期美元流动性激增的内外部含义 2021年5月24日~30日
- 2021.5.30 A股策略周报：情绪升温，聚焦成长
- 2021.5.30 海外中资股策略周报：人民币走强有利港股与资金流入

### 固定收益

- 2021.5.24 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.5.24 中资美元债周报：新发放缓，二级市场小幅反弹 ——中资美元债周报
- 2021.5.25 专题研究：银行主动负债和被动负债分化 ——机构负债端跟踪2021年5月月报
- 2021.5.25 资产证券化分析周报：稳中有变：消费金融公司ABS发起机构2020年业绩如何？
- 2021.5.26 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.5.27 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.5.28 中国可转债策略周报：路演感受及展望：转债从来都是“艰难的路”

- 2021.5.28 资产证券化分析周报：公募REITs“首秀”完成  
 2021.5.28 简评：硅料价格继续上行，新能源造车新势力——一周行业数据  
 2021.5.29 中国利率策略周报：结构性资产荒再现

## 行业

- 2021.5.24 汽车及零部件：Robotruck：L4快速商业化落地，赋能物流行业  
 2021.5.24 主题研究：低成本高安全，钠离子电池有望成备选  
 2021.5.24 化工：钠离子电池：低成本构筑发展核心  
 2021.5.24 主题研究：光伏周报：硅片电池涨价提速  
 2021.5.24 汽车及零部件：两大担忧边际改善，行业进入加库周期  
 2021.5.24 电力电气设备：光伏海外回顾：1Q淡季不淡，2Q且看供给  
 2021.5.24 有色金属：自主锂资源价值提升，力勤湿法镍有望成功投产  
 2021.5.24 有色金属：铝：政策定调保供稳价，云南电力紧张限产  
 2021.5.25 建材：玻璃涨价行情，还能延续多久？  
 2021.5.25 有色金属：铜：短期面临调整压力，中长期牛市格局不改  
 2021.5.25 房地产：周报#244：销售小幅走弱，土拍热度仍高  
 2021.5.25 主题研究：碳中和必由之路 氢能基建有望开启  
 2021.5.25 消费赛道研究：大型厨电：新兴周期、新兴品类  
 2021.5.26 银行：外资布局加速，银行理财引荐成熟资管经验  
 2021.5.26 非酒类食品饮料：乳业月报：液奶需求旺盛，驱动奶价续升  
 2021.5.26 节能环保：危废监管进入新阶段，龙头优势有望强化  
 2021.5.26 化工：轮胎：双反终裁落地，对中国企业影响有限  
 2021.5.27 科技：四部门发布算力枢纽实施方案，看好通信基础设施产业链  
 2021.5.27 证券及其他：国际投行估值新高的启示：券商SOTP的起点  
 2021.5.28 银行：内容符合预期，把握理财子能力建设窗口期  
 2021.5.28 主题研究：数据中心配套新能源，利好新增装机和消纳  
 2021.5.29 日常消费：猪肉月报：2-4Q21美国业务料将存在盈利弹性，中国肉制品业务改善但冻品利润承压  
 2021.5.29 机械：工业自动化高景气，新能源装备迎利好  
 2021.5.29 传媒互联网：周报：芒果季风开播，新一批游戏版号发放  
 2021.5.29 基础材料：追“宗”系列 | 龙头纸企受限电影响有限，看好下半年箱瓦纸涨价行情  
 2021.5.30 证券及其他：首批券商白名单出炉，关注行业高质量发展  
 2021.5.30 化工：云南限电影响持续，农化景气度继续上行  
 2021.5.30 节能环保：全国碳市场临近，关注碳汇、资源化机会  
 2021.5.30 主题研究：美国新能源刺激政策提案出台，全球电动化中长期预期强化  
 2021.5.30 科技：科技硬件周报（5/29）：电子与通信板块表现活跃

## **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