

研报精选

2023年11月5日 第144期

宏观专栏

多维度理解中国特色现代金融体系|中央金融工作会议简评

报告从统筹“发展与安全”出发，多维度解读中央金融工作会议提出的“加快建设中国特色现代金融体系”。在发展方面，会议对金融本身的发展、金融服务实体经济、金融宏观调控提出更明确的要求。在安全方面，会议强调全面加强监管，有效防范化解风险。

美联储暂停加息有利风险偏好改善

美联储11月FOMC会议按兵不动，符合市场预期。报告认为，通胀进一步缓解、近期美债利率上升、金融条件收紧等因素给了美联储更多等待观望的时间。对市场而言，增长强劲叠加暂停加息有利风险偏好改善。

专题聚焦

银行资本新规正式稿解读

国家金融监管总局于11月1日公布了《商业银行资本管理办法》。报告认为，与征求意见稿相比，《商业银行资本管理办法》对于按揭贷款占比较高的银行形成更多资本节约，对于信用证业务影响减少。

日本房地产企业形态与转型路径研究

通过对日本房企形态谱系进行研究，报告认为，综合性房企的业务结构调整、轻资产企业的持续发展、以及REITs市场的逐步扩容均是投资的基本方向，但投资的主要焦点仍在于综合性房企的转型。

宏观专栏

多维度理解中国特色现代金融体系|中央金融工作会议简评

中央金融工作会议10月30日至31日在北京举行，延续了此前对金融工作的定位，强调坚定不移走中国特色金融发展之路，加快建设中国特色现代金融体系。我们不妨从统筹“发展与安全”出发，多个维度理解中国特色的现代金融体系。在发展方面，会议对金融本身的发展、金融服务实体经济、金融宏观调控提出更明确的要求，安全方面强调全面加强监管，有效防范化解风险。会议指出党的领导是做好金融工作的“根本保证”。

中央金融工作会议延续了此前对金融工作的定位，强调金融发展的“中国特色”。中央金融工作会议指出，“金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分”，延续了2017年全国金融工作会议对金融的定位，强调金融工作的重要性。会议提出，要“加快建设金融强国”，要走“中国特色金融发展之路”，为未来一段时间我国的金融发展提供了方向。

我们从统筹“发展与安全”出发，多个角度理解“中国特色金融发展之路”。会议一方面对金融本身的发展、金融服务实体经济发展提出更明确的要求，另一方面强调全面加强监管，并指出党的领导是做好金融工作的“根本保证”。具体来看：

► **金融市场和金融机构的发展目标进一步清晰。**在资本市场方面，提出“更好发挥资本市场枢纽功能”，提出了“推动股票发行注册制走深走实”、“发展多元化股权融资”、“大力提高上市公司质量”、“培育一流投资银行和投资机构”四个建设方向。在债券市场方面，要求“促进债券市场高质量发展”。在“完善机构定位”方面，对国有大型金融机构、中小金融机构、政策性金融机构、保险业的定位分别作了表述：对于国有大型金融机构，要求“做优做强”、“当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石”；对于中小金融机构，则要求严格“准入标准和监管要求”、“立足当地开展特色化经营”；对于政策性金融机构，要求强化“职能定位”；对于保险业，要求发挥“经济减震器和社会稳定器功能”。

► **金融服务实体经济高质量发展的任务进一步清晰。**会议肯定了十八大以来金融工作“坚持以人民为中心的价值取向，坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨”，但也指出“金融服务实体经济的质效不高”。因此，“金融要为经济社会发展提供高质量服务”。具体方向上来看，会议提出“把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略、区域协调发展战略，确保国家粮食和能源安全等”，并且总结为“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”。我们预计未来更多金融资源或向以上方向倾斜。方式方法上，会议提出“盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率”，并强调“要着力打造现代金融机构和市场体系，疏通资金进入实体经济的渠道”。

► **金融宏观调控服务高质量发展出现新要求。**金融宏观调控是金融工作的重要一环。会议强调要“始终保持货币政策的稳健性”，同时指出要“准确把握货币信贷供需规律和新特点”。我们认为，当前信贷和货币供需的一个突出特点是，经济运行到金融周期下行阶段，信用需求本身具有内生紧缩的压力，财政与准财政在货币投放中的重要性上升。本次金融会议通稿中指出，要“加强货币供应总量和结构双重调节”、“充实货币政策工具箱”。我们认为，这可能意味着结构性货币政策工具（比如抵押补充贷款、各类再贷款等）等政策性金融可能在金融宏观调控中起更重要的作用。

► **会议强调全面加强金融监管，有效防范化解风险，明确提出做好“产融风险隔离”。**会议指出“金融监管和治理能力薄弱”，强调“要全面加强金融监管，有效化解金融风险”。从监管领域看，会议强调了三类风险监管及防范化解工作，包括中小金融机构、地方政府债务、房地产风险。中小金融机构方面，本次会议强调要严格“准入标准和监管要求”，“立足当地开展特色化经营”，及时处置风险。地方债务方面有望建立管控长效机制。本次会议指出要“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”。我们认为近期一揽子化债方案落地有效降低了隐债流动性风险，但如要治本，仍需要地方债务风险管控长效机制的确立。房地产风险化解方面，会议指出完善房地产金融宏观审慎管理，微观上健全“企业主体监管”和“资金监管”，

“满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。同时指出“加快保障性住房等三大工程建设，构建房地产发展新模式”。从监管原则看，会议强调要把握好“权和责”、“快和慢”两个关系，也明确指出做好“产融风险隔离”。一是在监管增大地方属地责任，我们认为配套资源支持或将加大。二是，风险化解需在稳定大局的前提下把握时度效。三是强调做好“产融风险隔离”，我们认为加强金控集团监管，推动金融与实业有效隔离，有助防止风险交叉传染。

► **加强党中央对金融工作的集中统一领导。**根据今年年初公布的《党和国家机构改革方案》，中央金融委员会、中央金融工作委员会两大机构成立。本次会议指出，一方面要做好“统筹协调把关”，主要是要“发挥好中央金融委员会的作用”，另一方面要“切实加强金融系统党的建设”，主要是要“发挥好中央金融工作委员会的作用”。同时，本次会议在此强调了对金融干部人才队伍的要求，要“政治过硬、能力过硬、作风过硬”、“锻造忠诚干净担当的高素质专业化”金融干部人才队伍。

以上观点来自：2023年11月01日中金公司研究部已发布的《多维度理解中国特色现代金融体系|中央金融工作会议简评》

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

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

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

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

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

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

宏观专栏

美联储暂停加息有利风险偏好改善

美联储11月FOMC会议按兵不动，符合市场预期。美联储认为美国经济表现强劲，通胀进一步改善，权衡之下不急于重启加息。近期美债利率上升、金融条件收紧也给了美联储更多等待观望的时间。对市场而言，增长强劲叠加暂停加息有利风险偏好改善，前期下跌较多的资产或迎来喘息。

首先，美联储认为美国经济正在强劲扩张。从货币政策声明看，与9月相比，一个措辞上的改变是对于经济增长的判断从稳健（solid）上调至强劲（strong），就业方面的表述也比之前更加乐观，删去了近几月新增就业放缓的表述，改为了新增就业较上半年有所放缓。对于经济为何强劲，鲍威尔提到需求和供给两方面原因。

需求方面，美联储认为今年消费支出表现超出预期，表明此前可能低估了家庭部门资产负债表的韧性以及就业持续扩张对于消费动能的支撑。供给方面，供应链恢复和劳动参与率回升既有利促进经济增长，也有助于缓解通胀。鲍威尔也特别强调，本轮周期的独特之处就在于联储加息压降需求的同时，供给侧仍在从疫情的扰动中不断恢复，由此带来的结果是美国经济可以在不抬高通胀的情况下保持较高的GDP增速。

鲍威尔的分析给我们提供了一个重要线索，那就是美联储可以保持耐心，不急于重启加息。如果经济高增长背后主要来自于供给因素恢复的推动，那么通胀上行风险就是相对可控的，对于此种健康的生长模式，联储无需过度反应。三季度PCE通胀数据反映出的放缓趋势是一个好的开端，美联储需要密切观察未来的变化，以确保这种趋势是持续的。

另一方面，近期金融条件的收紧可以在一定程度上替代加息，给美联储更多等待的时间。过去一段时间长端美债利率大幅抬升，权益市场也有所回调，带动金融条件明显收紧，这一点在货币政策声明的表述改动中也有所体现。对

美联储而言，市场利率自发上行降低了进一步紧缩的必要性，但鲍威尔也提到金融条件的紧缩必须是持续的。我们认为这倒不是说美联储希望看到美债利率继续上升，而是最好保持在当前水平一段时间，帮助美联储抑制需求过度扩张。

总而言之，随着供需平衡不断改善，货币政策抗通胀与稳增长的风险已更为平衡，当前美联储不急于重启加息，而是更倾向于等待观察。美联储的最终目标是引导经济软着陆，谨慎行事、小心平衡是达到这一目标的必要条件。

对于市场而言，暂停加息有助于提振市场风险偏好，前期调整较多的资产将获得喘息。本次会议释放的信号来看，本轮加息周期短端利率进一步上升的空间可能较为有限。虽然鲍威尔称降息仍不在考虑范围之内，但至少对于经济增长而言，美联储“做得太过”的风险有所下降，增长前景也偏向利好。我们认为，理想情况下，如果需求继续平稳回落叠加供给不断改善，“双管齐下”之下，未来美国经济走向软着陆的概率进一步增加。FOMC会议后，美债利率有所回落，三大美股上涨，美元下跌，也显示市场风险偏好有所改善。

以上观点来自：2023年11月02日中金公司研究部已发布的《美联储暂停加息有利风险偏好改善》

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

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

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

专题聚焦

银行资本新规正式稿解读

11月1日，国家金融监管总局公布《[商业银行资本管理办法](#)》(下称“正式稿”)，自2024年1月1日起正式实施。

今年2月18日原银保监会发布《[商业银行资本管理办法\(征求意见稿\)](#)》(下称“征求意见稿”)，本次正式稿发布时点符合市场预期，总体上与征求意见稿变化较小(详见我们此前报告《[商业银行资本管理办法征求意见稿解读](#)》)。相比征求意见稿，正式稿对于按揭贷款占比较高的银行形成更多资本节约，对于信用证业务影响减少，我们认为对于银行投资公募基金也有望降低资本占用。具体而言，正式稿相比征求意见稿主要变化包括：

1. 部分资产信用风险资产权重有所调整：

1) 按揭贷款信用风险权重整体下调：根据征求意见稿，若居住用房地产满足已完工等审慎要求，一档银行可根据还款来源、LTV(贷款价值比)等分类设置40%~105%权重不等；正式稿在此基础上细化分类规则，整体调整为20%~105%不等。目前我国LTV约60%，对应按揭风险权重为20%~30%左右，按揭权重整体下调；二档银行仍为50%不变。对于按揭占比较高的第一档银行形成更多资本节约。

2) 下调政策行次级债权信用风险权重：根据征求意见稿，商业银行对次级债权和TLAC的风险权重均为150%，正式稿中开发性金融机构及政策行的次级债权下调为100%。

3) 下调商业银行股权投资信用风险权重：正式稿中商业银行对工商企业股权投资的风险权重，不区分债转股是否上市、政策性原因持有等特殊情形，均从400%下调至250%。

4) 调整部分表外业务适用的信用转换系数，与贸易直接相关的短期或有项目，信用转换系数为20%，基于服务贸易的国内信用证的信用转换系数由征求

意见稿的100%下调至50%。相比征求意见稿，新规对于信用证业务的影响明显减小。

2. 明确过渡期安排：资本新规于2024年1月1日起实施，本次正式稿新增对计入资本净额的损失准备、及银行信息披露过渡期：

1) 商业银行超额损失准备可计入二级资本，权重法/内评法下超额损失准备不得超过信用风险加权资产的1.25%/0.6%。本次正式稿要求对计入资本净额的损失准备设置2年过渡期，其间逐步提高非信贷资产损失准备最低要求，我们认为该过渡期旨在与今年7月起开始施行的《商业银行金融资产风险分类办法》的过渡期保持一致（2025年12月31日前）。

2) 对商业银行信息披露设置5年过渡期，过渡期内银行根据所属档次、系统重要性程度和上市情况，适用不同的信息披露要求，减轻银行披露压力。

3. 资管产品信用风险权重方面，正式稿对于能够确认资管产品基础资产信息的“独立第三方”进行扩容，明确“独立第三方”在特定情况下包括资产管理产品管理人，特定情况指的是商业银行投资的资产管理产品是公募基金。我们认为这意味着银行投资公募的穿透清单可由公募基金提供，相比此前征求意见稿，正式稿的穿透法对银行投资公募基金有望形成一定资本节约，尽管新规后货基整体的风险权重总体可能仍将从此前的25%左右提升至40%左右（由于同业债权等资产权重的提升）。

预计资本新规落地有望形成一定资本节约。我们对资本新规的资本节约效应进行了测算，其中：1) 对于使用权重法的大部分上市银行（第一档银行），我们估算本次新规能够提高核心一级资本充足率35bp，其中国有大行/股份行/第一档区域行核心一级资本充足率正向贡献139bp/62bp/35bp，对按揭、信用卡、优质企业客户贷款比重更高，资本节约效应越大；2) 对于使用内评法的五大行及招行，如果资本底线下调（80%下调至72.5%）全部转为资本节约，我们估算能够额外提高核心一级资本充足率约1ppt。

对银行的影响：我们认为资本新规整体有利于节约银行资本，特别是有望缓解资产增速较快的国有大行和头部城商行的资本压力。此外，新规对标国际最新监管规则，体现出了新的监管导向，包括降低银行投向按揭、优质企业、中小企业、地方政府一般债券、信用卡等资产的资本成本、增加银行投向开发贷、同业债权、次级债的资本成本等，可能对商业银行的资产配置行为产生影响。



以上观点来自：2023年11月02日中金公司研究部已发布的《银行资本新规正式稿解读》

林英奇 分析员 SAC 执证编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

许鸿明 分析员 SAC 执证编号：S0080523080007

周基明 分析员 SAC 执证编号：S0080521090005 SFC CE Ref: BTM336

张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

专题聚焦

日本房地产企业形态与转型路径研究

市场对于日本在上世纪90年代以后的宏观经济和房地产市场整体趋势或已有一定了解，但对于日本房企的转型讨论并不太多。事实上经过对国际企业的比较研究，我们恰恰认为日本房企的形态谱系较有研究价值。方向上，我们认为综合性房企的业务结构调整（去杠杆、强持有、促资本循环）、轻资产企业的持续发展、以及REITs市场的逐步扩容均是基本方向，但关键仍在于综合性房企的转型，也是投资的主要焦点。

日本房企转型始于90年代。泡沫后企业积极转型，发展至今形成了以综合类、J-REITs和代建类为主，各细分赛道均有优秀龙头代表的行业格局（另有持有运营、开发销售、服务类和投资管理）。从商业模式来看，基本呈现出资产越“轻”，利润率越低、周转率越高、杠杆率越低的特点，但各赛道龙头公司均能获得长期稳定回报。从资本市场表现来看，日本房地产/REITs/代建板块总回报指数过去二十年年化复合收益率均高于东证指数涨幅。

三井不动产的业务转型是经典案例。我们在正文中还以三井不动产为例，展示了其业务转型的历程。概括而言，其业务转型的方向主要有三个，即面向个人销售的重资产住宅开发业务转向轻资产代建业务、借助J-REITs等不动产基金实现资产管理规模的扩张、以及深挖存量房市场业务机会。公司通过积极转型，扭转了泡沫破裂后连续亏损和杠杆率高企的局面，其业务范围逐步囊括开发销售、持有运营、物业管理、租赁管理、经纪咨询、资产管理等方方面面，逐渐成长为典型的综合类企业，利润增长和回报率也更加稳定和可持续。此外，雄厚的股东背景也是其成功穿越周期的核心要素之一。参考穿越周期的日本房企如三井、三菱和住友，在危机时期都曾获得过财团内部资源的支持。

以上观点来自：2023年10月28日中金公司研究部发布的《日本房地产企业形态与转型路径研究》

旷美琦 分析员 SAC 执证编号：S0080523070022

孙元祺 分析员 SAC 执证编号：S0080521050008 SFC CE Ref: BOW951

张宇 分析员 SAC 执证编号：S0080512070004 SFC CE Ref: AZB713

李昊 分析员 SAC 执证编号：S0080522070007 SFC CE Ref: BSI853

王惠菁 分析员 SAC 执证编号：S0080521050006 SFC CE Ref: BND383

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.10.31 中国宏观热点速评：国债有望推动动能回暖——10月PMI点评
- 2023.11.1 中国宏观热点速评：多维度理解中国特色现代金融体系|中央金融工作会议简评
- 2023.11.1 海外宏观热点速评：财政与美债2：从再融资计划看美债发行
- 2023.11.2 海外央行观察：美联储暂停加息有利风险偏好改善
- 2023.11.3 海外宏观专题报告：通胀压力企稳，政策空间受限——东盟六国3季度宏观经济与行业观察

策略及大宗商品

- 2023.10.30 大宗商品：有色金属：铝：云南减产再起，推升偏紧预期
- 2023.10.31 主题策略：行业配置月报：情绪改善助力成长估值修复
- 2023.11.1 主题策略：三季度业绩显现改善迹象
- 2023.11.1 主题策略：明定位，促发展——中央金融工作会议点评
- 2023.11.2 主题策略：公募3Q23港股投资：逆势加仓，生物医药增持明显
- 2023.11.2 海外策略：11月FOMC：美联储是否还会再加息？
- 2023.11.2 海外市场观察：中金公司全球研究-启航篇
- 2023.11.2 A股和港股行业首选：2023年11月
- 2023.11.4 全球资金流向监测：北向转为流入，外资流出趋缓
- 2023.11.5 海外策略：加息尾声的资产含义 海外资产配置月报（2023-11）

固定收益

- 2023.10.30 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.10.30 中资美元债周报：地产美元债板块继续下跌
- 2023.10.30 招投标备忘录：国开债23年第7、8、11期增发——利率债招标分析
- 2023.10.31 简评：补库存之后，PMI再度下行——10月PMI数据分析
- 2023.11.1 招投标备忘录：农发债23年第9、20、21期增发——利率债招标分析
- 2023.11.1 简评：地方政府债务政策转向长效机制完善——解读中央金融工作会议对城投债的影响
- 2023.11.1 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.11.1 简评：银行资本新规正式稿的变化与影响分析
- 2023.11.2 专题研究：国企地产债投资策略及展望
- 2023.11.2 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.11.2 招投标备忘录：贴现国债23年第68期新发——利率债招标分析
- 2023.11.3 简评：金融及类城投行业表现较好，中低等级城投利差回落显著——2023年10月行业利差跟踪
- 2023.11.3 中国可转债策略周报：弹性回归，及11月十大转债

- 2023.11.4 信用债收益率跟踪周报：10月信用债净增转正、11月理财规模或继续增长
- 2023.11.4 简评：10月份出口或好转，但PMI显示经济再度去库存——中金固收高频数据跟踪

行业

- 2023.10.30 日常消费：零研月报：9月品类销售额同比变化仍有分化，饮品类延续较好表现
- 2023.10.30 家电及相关：扫地机的另类价格战，企业盈利为何分化？
- 2023.10.30 主题研究：3Q23公募基金持仓/陆港通：电新板块持股回调
- 2023.10.30 REITs：REITs三季度报解读：底部蓄势，项目经营边际修复
- 2023.10.30 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2023年11月组合
- 2023.10.30 医疗健康：公募基金3Q23医药持仓分析：环比上升
- 2023.10.30 不动产与空间服务：3Q23持仓：地产仓位环比保持平稳
- 2023.10.30 机械：复合集流体月报：产业化曙光即将到来
- 2023.10.31 交通运输物流：航空：春秋业绩超预期，淡季或是布局窗口
- 2023.10.31 不动产与空间服务：周评#363：10月二手房销售表现优于新房
- 2023.10.31 部院联合：新型电力系统月报（5）：9月电网投资增速回暖，工业负荷需求响应潜力较大
- 2023.10.31 传媒互联网：互联网月报：关注三季度业绩兑现情况
- 2023.11.1 交通运输物流：出行月报第4期：9月出行需求季节性回落
- 2023.11.1 传媒互联网：阿里云栖大会：打造开放的AI云生态
- 2023.11.1 不动产与空间服务：关注房企融资改善举措和“三大工程”建设
- 2023.11.1 银行：中央金融工作会议解读
- 2023.11.1 金融：券商及财富资管机构迎来高质量发展机遇期|中央金融工作会议简评
- 2023.11.1 主题研究：光伏北向资金监测（4）：个股持仓变动不一
- 2023.11.1 博彩及奢侈品：10月总博彩收入符合预期；较2019年恢复度创新高，达到73.7%
- 2023.11.2 银行：银行资本新规正式稿解读
- 2023.11.2 证券及其他：行业回顾：单季盈利同比-11%/环比-28%
- 2023.11.2 家电及相关：出口链强势反转，白电业绩体现优秀竞争力
- 2023.11.2 机械：海外高空作业平台季度跟踪（2）：JLG和Genie业绩有所分化，北美与欧洲市场需求景气度亦有差异
- 2023.11.2 金融：银行资本新规正式稿落地，基金公司如何迎接新挑战？
- 2023.11.2 新能源汽车：新能源月度销量跟踪：行业需求维持向好，各车企渐次跑出 α 效应
- 2023.11.2 化工：基金3Q23重仓分析：成本推动化工价格底部反弹，3Q23石化板块获加仓

- 2023.11.2 电力电气设备：风电设备3Q23业绩回顾：行业复苏，节奏不佳，海风有望拉动结构性高增长
- 2023.11.2 科技硬件：3Q23基金持仓/沪港通：半导体仓位继续上升，通信持仓环比回落
- 2023.11.2 汽车及零部件：智能汽车跟踪月报：城市NOA渗透率待放量突破；线控制动国产化率维持高位
- 2023.11.3 机械：人形机器人11月专题：产业全面拔高度，从1到N拉开
- 2023.11.3 有色金属：《人形机器人创新发展指导意见》出台，稀土永磁有望迎来战略性发展机遇
- 2023.11.3 公用事业：光伏辅材新技术系列报告1——改性硅胶，适配XBC、钙钛矿等电池技术
- 2023.11.3 电力电气设备：工业自动化跟踪：10月高基数下录得高增长，工控品牌韧性得到确认
- 2023.11.3 有色金属：澳洲锂矿3Q23回顾：定价调整机制加速锂矿价格下行
- 2023.11.4 机械：工业气体：寡头垄断市场，内资突破路径
- 2023.11.4 化工：盈利和估值仍处低位，看好景气改善子行业
- 2023.11.4 化工：Nutrien上调全球钾肥出货预期，建议关注新产能建设进展
- 2023.11.5 日常消费：食品饮料3Q23业绩回顾：3Q23白酒稳健，大众品利润增速环比改善明显

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 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn