

# 研报精选

2024年4月13日 第166期

## 宏观专栏

### 去掉扰动，物价轻微改善——2024年3月物价数据点评

报告认为，3月CPI同比回落，一方面是受到春节错位消退的影响，另一方面是旅游等服务样本的代表性增强，而3月旅游价格出现回落。在剔除春节错位和服务波动后，物价略有改善。3月PPI环比降幅收窄，价格改革和行业限产或对价格有所提振。

### 欲速不达，美国通胀三超预期

美国3月份CPI同比增速反弹至3.5%，连续第三个月超出市场预期。报告认为，从分项来看，最突出的问题来自于非房租核心服务通胀。往前看，今年美联储或只降息一次，降息时点或推后至第四季度。

## 专题聚焦

### 海外楼市的若干经验事实——基于国际清算银行数据的统计

报告基于国际清算银行的系列数据与研究，总结了海外楼市的若干经验事实。从经验看，影响短期房价走势的最重要因素是其惯性，而房价连续下行的年数一般会少于连续上行的年数。

## 宏观专栏

### 去掉扰动，物价轻微改善——2024年3月物价数据点评

春节错位消退，CPI同比如期回落，但降幅略超预期，或因服务样本选择使得波幅加大，旅游价格环比从历史新高降至历史新低。剔除春节错位，CPI同比较1-2月略微改善，剔除服务波动，消费品CPI同比较1-2月改善略多。PPI同比降幅走扩，但环比降幅收窄。石油和有色涨幅居前，黑色与建材跌幅较大，彰显内外需、新老经济的复苏分化，同时价格改革与限产或对价格亦有提振作用。而汽车等行业价格过去两年趋势下行，亦部分反映供给端效率提升、成本优化。往前看，供需多因素可能导致物价温和回升。

#### 拨开错位与波动，CPI略改善

春节错位消退后，3月CPI同比从2月的0.7%回落至0.1%，略低于我们预期的0.2%和市场预期的0.4%，CPI环比（-1%）与季节性（十年同期均值-0.6%）的差距进一步拉大。

**CPI弱于预期**，部分由于旅游等服务样本代表性增强，波动幅度大于以往。2月在春节提振下旅游价格环比达到历史新高的13.1%，但3月节后即回落至历史新低的-14.2%，带动服务CPI环比较季节性均值的差距由正转负（1-2月差距在0.3ppt，3月差距-0.7ppt），服务同比（0.8%）较1-2月（1.2%）回落。

**但剔除春节错位和服务波动，CPI略微改善**。春节错位扰动1-2月CPI同比，带动1月大幅回落-0.8%，2月快速转正至0.7%，3月春节错位效应基本消退，总体CPI同比较1-2月平均的-0.1%（改善0.2ppt）和去年12月的-0.3%略微改善，剔除服务的波动，消费品CPI同比较1-2月改善幅度略大（0.5ppt），显示消费物价较数字显示的稍好。

其中食品（菜、肉、水产）、衣着、交通工具及维修、居住用水电燃料和交通工具用燃料CPI分项同比较前两月改善明显。猪价淡季不淡，短期因二次育肥（投机）扰动供给，中期看，能繁母猪存栏收缩或支撑下半年猪价周期趋势上行，但总体产能波动有限、需求疲软，全年猪价上行高度或将受限。

#### PPI环比降幅收窄，分化加大

PPI同比从-2.7%进一步放缓至-2.8%，略高于我们预期的-3.0%，环比降幅（-0.1%）较前四月有所收窄。石油和有色环比涨幅居前，但黑色与建材跌幅较大，彰显内外需、新老经济的复苏分化。美国制造业PMI重回荣枯线之上，补库有开启迹象，全球制造业投资需求向好提振出口，国内外能源转型需求仍强，石油天然气开采与冶炼加工、化学化纤、有色金属冶炼与冶炼压延行业PPI环比涨幅居前。但地产与基建相关高频数据依然疲软，节后高炉开工、铁水产量依然较弱，黑色金属采选与冶炼压延、煤炭采选、非金属矿物制品业价格下跌。

价格改革和行业限产或对价格亦有部分提振。PPI电力热力价格3月环比涨幅居前，企业煤电容量电价机制改革正在落地、部分西部区域优惠电价到期。有色价格上涨除需求提振外，亦有国内铜冶炼厂联合减产的贡献。但焦煤安监限产未改价格疲态。

部分行业价格趋势下行或部分反映供给端效率提升，过去两年，PPI汽车制造和CPI交通工具价格同比趋势下行，但汽车零售额增速趋势上行，部分原因是技术不断进步和成本的持续优化。

往前看，我们预计供需多因素或使得通胀温和上升。内需边际改善和出口回暖或从需求端带动CPI和PPI同比继续温和改善。同时，供给端多方面因素或亦将提振物价，根据中金大宗依据能繁产能去化对应的2024年猪价涨幅《[生猪：二育对猪价扰动或被强化](#)》，我们预计将提振CPI同比较当前多增0.2ppt，同时发改委在两会计划草案中表示通胀目标为深化价格改革留有一定余地<sup>1</sup>，今年单位GDP能耗降幅指标高于十四五前三年或制约高耗能行业的产量，将提振物价回升。

---

以上观点来自：2024年4月12日中金公司研究部已发布的《去掉扰动，物价轻微改善——2024年3月物价数据点评》

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

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

---

<sup>1</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202403/content\\_6939276.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202403/content_6939276.htm)

## 宏观专栏

### 欲速不达，美国通胀三超预期

美国3月份CPI同比增速反弹至3.5%（前值3.2%），核心CPI同比增长持平3.8%（前值3.8%），两者季调后环比增速均为0.4%，连续第三个月超出市场预期。从分项看，美联储最为关注的非房租核心通胀（**supercore**）环比从0.5%反弹0.6%，三个月年化增速高达8.2%。一种观点认为通胀反弹是因为汽车保险等某些分项超预期上行，不同统计口径下的PCE数据可能不会太高<sup>2</sup>，但我们认为这不能解释为何通胀总是超预期，相比于一片树叶，我们更应该聚焦整个森林。去年12月份美联储过早给出降息指引，这导致金融条件大幅宽松，经济和通胀弹性得到增强。换句话说，联储急于降息，但欲速不达，最终反而难以降息。往前看，我们认为美联储6月份降息的希望几乎破灭，我们重申《[下调美联储降息预测](#)》报告中的观点，今年美联储或只降息一次，降息时点或推后至第四季度。

美国3月份CPI通胀再度超预期，为什么？从分项来看，最突出的问题来自于非房租核心服务通胀（**supercore**）。这个美联储最关注的指标之一的季调环比增速从0.5%反弹至0.6%，三个月环比年化增速进一步攀升至8.2%，为2022年5月份以来最高。进一步看，劳动密集型服务价格在快速上涨，例如，相对权重占比6.5%的医疗保健服务环比增速由-0.1%反弹到+0.6%，家庭服务环比上涨0.8%，其他个人服务环比上涨0.8%，交通服务环比增速在机票下跌的情况之下仍然上升1.5%，其中的机动车维修费环比增长1.7%，机动车保险费环比增长2.6%。

为什么机动车维修和保险费大涨？一个解释是疫情后汽车的价格本身就更贵了，而与汽车相配套的服务，比如修车和保险费，都将“水涨船高”<sup>3</sup>。其次，大雪、龙卷风、洪水等极端天气与自然灾害在过去一段时间频发，如今年

<sup>2</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-04-10/us-core-cpi-rises-more-than-forecast-for-third-straight-month>

<sup>3</sup> <https://www.nytimes.com/2024/02/29/business/economy/auto-insurance-inflation.html>

1月的暴风雪就曾带来全国多起事故<sup>4</sup>，增加了汽车保险公司的成本<sup>5</sup>。并且，由于疫情之后交警人手不足与超速等危险驾驶行为增多、路上卡车与SUV更加密集、二手车辆防撞系统相对较差而新车供给经历持续短缺等因素，美国行人事故数量明显上升<sup>6</sup>。对于保险公司而言，增加的事故率与交警执法力度下降带来的“难以精准定位成本来源”等问题，使其有动机将增加的成本通过整体抬价转嫁出去<sup>8</sup>。

相比于某一片树叶，我们更应该聚焦整个森林。我们认为美国通胀连续超预期的一个原因在于，美联储去年12月份过早给出了降息指引，这导致金融条件大幅宽松，经济和通胀弹性得到增强。我们在此前报告《[美联储“鸽派偏好”增加不着陆风险](#)》中提出，美联储在去年底的降息指引导致市场大幅定价降息，这导致金融条件持续宽松，资产价格全面上涨。自去年第四季度以来，美国股票、房地产、比特币、黄金价格均创下历史新高，家庭部门净资产大幅改善，带来较强的财富效应。与此同时，金融条件宽松也导致企业融资成本下降，再融资压力减轻，这也使得企业能够持续创造就业岗位，对劳动力市场稳定带来帮助。

通胀报告几乎浇灭了美联储6月降息的希望，我们重申《[下调美联储降息预测](#)》报告中的观点，今年美联储或只降息一次，降息时点或推后至第四季度。通胀数据公布后，10年期美债利率冲破4.5%，美元指数向上突破105，CME联邦基金期货显示，交易员对于今年降息的预期也从此前的3次共计75 bps下调至2次共计50 bps。我们在此前的报告中指出，由于经济数据强劲，美联储今年或难以实现降息三次的指引，因此我们下调降息次数预测至一次，降息时点或推后至第四季度。今天的通胀数据印证了我们的谨慎立场，而且我们认为市场

<sup>4</sup> <https://www.cbsnews.com/news/freezing-weather-united-states-deaths-cold-continues/>

<sup>5</sup> <https://www.iii.org/press-release/2023s-severe-weather-events-are-proving-costly-to-us-insurers-102523> 以及 <https://www.cbsnews.com/news/car-insurance-rates-2024-inflation-climate-change-bankrate-report/>

<sup>6</sup> [https://www.ghsa.org/sites/default/files/2023-](https://www.ghsa.org/sites/default/files/2023-06/GHSA%20-%20Pedestrian%20Traffic%20Fatalities%20by%20State%2C%202022%20Preliminary%20Data%20%28January-December%29.pdf)

[06/GHSA%20-%20Pedestrian%20Traffic%20Fatalities%20by%20State%2C%202022%20Preliminary%20Data%20%28January-December%29.pdf](https://www.ghsa.org/sites/default/files/2023-06/GHSA%20-%20Pedestrian%20Traffic%20Fatalities%20by%20State%2C%202022%20Preliminary%20Data%20%28January-December%29.pdf)

<sup>7</sup> <https://www.vox.com/2024/2/21/24078362/inflation-car-insurance-distracted-driving-costs> 以及 <https://www.vox.com/23784549/pedestrian-deaths-traffic-safety-fatalities-governors-association>

<sup>8</sup> <https://newsroom.transunion.com/transunion-insurance-research-highlights-link-between-13-decrease-in-traffic-enforcement-and-22-rise-in-driving-fatalities/>

对于降息仍然过于乐观，后续降息的预期或将进一步下调，从而向我们所预测的降息一次靠拢。

事实上，我们对美联储提前降息一直都持怀疑态度，原因是如果过早降息，反而容易引发“二次通胀”，重蹈1970年代的覆辙，而这是美联储最不愿看到的结果（请参考报告《[美联储会提前降息吗？](#)》和《[美联储降息的逻辑、变数与风险](#)》）。眼下全球大宗商品因为中东局势等供给因素再度走高，再加上美国进口价格增速和制造业PMI中的价格指数反弹，表明后续商品通胀也可能面临回升风险。如果商品与服务通胀“共振”，那么对于美联储来说将是一个很大的麻烦，过去两年的“抗通胀”努力也或将功亏一篑。

通胀的粘性也降低了白宫方面的降息动机。如果说通胀不温不火之际，拜登政府出于大选考虑，有动机施压美联储，通过降低利率来减轻民众的消费信贷和住房成本。但现在的情况发生了逆转，再度反弹的通胀可能成为反对者攻击拜登执政不利的抓手，因此从大选的角度来考虑，此时也不得不对降息更为谨慎。数据公布后，拜登发表声明称，3月份的通胀率已从高峰时期下降了60%以上，但我们还有更多工作要做，以降低辛勤工作家庭的生活成本。他补充说，抗击通胀仍是其最重要的经济优先事项（top economic priority）<sup>9</sup>。这样来看，无论是美联储还是拜登政府，目前最为紧迫的任务仍然是“抗通胀”，而不是“早降息”。

---

以上观点来自：2024年4月11日中金公司研究部已发布的《欲速不达，美国通胀三超预期》

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

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

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

---

<sup>9</sup> <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2024/04/10/statement-from-president-joe-biden-on-the-march-consumer-price-index-2/>

## 专题聚焦

### 海外楼市的若干经验事实——基于国际清算银行数据的统计

影响楼市的因素很多，短期与长期因素、金融与实体因素互相交织。而且因为房地产是非贸易品，房价的国际比较不那么简单，但鉴于楼市一直是市场非常关注的话题，我们基于国际清算银行（Bank for International Settlements）的系列数据与研究<sup>10</sup>，尝试总结一些统计现象供投资者参考。国际清算银行整理了40多个经济体楼市数据，其中80%左右的经济体房价使用交易价格数据，其余经济体房价使用的是挂牌价格或者评估价格。

基于这些数据，国际清算银行2017年发布的一个研究报告显示，影响短期房价走势的最重要因素是其惯性（inertia），也就是顺周期性，利率和其他因素的变化对房价的影响要逐步显现，而非立即显现<sup>11</sup>。具体来说，这个报告显示，当前一个季度的房价增速与上一季房价增速强相关，影响系数在0.3-0.7之间。利率方面，他们这个研究显示，对发展中经济体总体而言，本国利率和美国利率一同下调100基点，对于房价的影响在头2年平均似乎低于3个百分点。这意味着，在房价升跌周期中，早期的关键因素是其滞后变量，不过随着时间的积累，政策以及经济增长的效果会逐渐增加。

关于房价周期，国际清算银行这个数据库也显示房价连续下行的年数一般会少于连续上行的年数，也就是说金融周期上行阶段一般来说较其下行阶段长。金融周期是指房地产价格和信贷之间互相加强而形成的周期，一个金融周期可能长达15-20年。金融周期下行阶段一般短于其上行阶段的一个原因可能是因为经济人往往是风险厌恶的，资产价格下行的时候，因为担忧价格进一步下行而加速出售资产。同时，资产价格下行的时候地产持有人可能会面临债务和现金流的硬约束而出售资产偿还债务。从国际清算银行这个数据来看，日本全国房价总体上似乎是样本经济体中一个特例，但是日本东京的房价也符合前述一般规律。如前所述，因为房地产是非贸易品，比较各经济体的房价变化

<sup>10</sup> [https://www.bis.org/statistics/pp\\_residential\\_2308.htm](https://www.bis.org/statistics/pp_residential_2308.htm)

<sup>11</sup> Interest rates and house prices in the United States and around the world, by Gregory D Sutton, Dubravko Mihaljek and Agne Subelyte, BIS Working Papers No 665, 2017.

规律很复杂，这些统计数据变化背后的逻辑可能差异比较大。

至于市场普遍关注的日本东京楼市演变，我们也有简单分析。要注意的是，国际清算银行发布的日本2008年之前的房价使用的底层指标是土地的评估价格，而非交易价格，评估价格变化比较缓慢，而交易价格一般变化比较快。为了更好地反映市场真实情况，我们也找了日本东京新建公寓的价格，这个价格指数由TOKYO KANTEI发布。TOKYO KANTEI是日本专业的房地产数据与咨询公司，以其数据的多样、全面和及时著称，提供公寓图纸、价格信息、实际成交等数据。这个数据显示，上一轮日本东京的房价于1990年见顶，2002年左右见底，下行幅度较大，但其中绝大多数跌幅于日本全国房价见顶（1991年）后的1992-1995年之间完成。

东京房地产泡沫破裂之后，其房价低点仍高于其快速上升起点时的价格。从房价斜率的变化可以看出，日本东京房价快速上升起点为1986年，1987-1990年日本东京的房价累计上涨了140%左右。在泡沫破裂之后，日本东京房价的低点（2002年）高于其1986年的水平。

---

以上观点来自：2024年4月9日中金公司研究部已发布的《海外楼市的若干经验事实——基于国际清算银行数据的统计》

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

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

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2024.4.8 海外央行观察：下调美联储降息预测
- 2024.4.9 海外宏观简评：海外楼市的若干经验事实——基于国际清算银行数据的统计
- 2024.4.10 中国宏观专题报告：从金融周期看经济韧性
- 2024.4.11 海外宏观简评：欲速不达，美国通胀三超预期
- 2024.4.12 中国宏观热点速评：去掉扰动，物价轻微改善——2024年3月物价数据点评
- 2024.4.13 中国宏观热点速评：三月出口不弱，上调全年出口预测——2024年3月进出口数据点评
- 2024.4.13 中国宏观热点速评：利率下行与“抢跑” | 3月金融数据点评

### 策略及大宗商品

- 2024.4.8 大类资产观察：降息交易的挑战与转机

### 固定收益

- 2024.4.8 招投标备忘录：国开债24年第3、5期增发——利率债招标分析
- 2024.4.9 专题研究：铜价和钢价分化的经济逻辑及对债市影响——中金固收对冲策略系列之二
- 2024.4.10 简评：黄金接棒债券领涨，债券基金仍是持有待涨——公募基金月度分析
- 2024.4.10 中国城投债券月报：再融资回弹，地方化债方式多元——3月城投债券月报
- 2024.4.10 简评：行业利差多数压缩，类金融表现突出，城投超额行情放缓——2024年3月行业利差跟踪及一季度回顾
- 2024.4.10 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.4.10 招投标备忘录：国开债24年第5、13期增发——利率债招标分析
- 2024.4.11 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.4.11 简评：CPI同比重回低位，低通胀局面仍利好债市——3月通胀数据分析
- 2024.4.11 中国房地产债券月报：3月房地产债券月报：国常会表态偏积极，销售同比下滑

- 2024.4.12 资产证券化分析周报：ABS一季度总结：小微资产活跃，需求端关注度提升
- 2024.4.12 固收+：固收+测算框架与主流组合效果：Python版
- 2024.4.12 简评：外需改善或有限、内需待提振背景下债券牛市格局或延续——3月贸易数据分析
- 2024.4.12 简评：社融增速下行，“资产荒”继续推动债券利率走低——3月金融数据点评

## 行业

- 2024.4.8 传媒互联网：线上平台4Q23回顾及展望：聚焦市场份额
- 2024.4.8 建材：水泥行业碳核算机制明确，重视短期信号意义和长期深远影响
- 2024.4.8 电力电气设备：电新周报：新能源车需求向好，工控关注下游复苏
- 2024.4.8 电力电气设备：工业自动化跟踪：微观基数压力下增速承压，宏观关注3月PMI改善
- 2024.4.8 银行：货币政策例会解读和金融数据前瞻
- 2024.4.8 家电及相关：空调零售均价稳步提升，成本转嫁能力强
- 2024.4.8 可选消费：美妆医美月报：3月美妆国货龙头线上延续高增，关注一季报行情
- 2024.4.8 化工：日本化工行业发展经验对我国化工企业未来发展路径的启示
- 2024.4.8 医疗健康：AACR多项数据披露，关注胃癌治疗格局变化和国内药企早期研发进展
- 2024.4.8 机械：中金通用自动化周报：3月制造业微观订单环比复苏，关注下周CCMT2024机床大会
- 2024.4.8 REITs：REITs年报背后隐含哪些增量信息？
- 2024.4.8 房地产：开发商2023年业绩回顾：以稳为进
- 2024.4.9 不动产与空间服务：周评#385：4月首周新房销量同比跌幅走阔
- 2024.4.9 传媒互联网：出版1Q24：零售市场大盘仍承压，短视频渠道一枝独秀
- 2024.4.9 传媒互联网：广告2月：大盘节后环比回落，家电及酒类增投
- 2024.4.9 科技硬件：智算未来系列五：Retimer，高速互联新机遇
- 2024.4.10 有色金属：稀土板块大涨速评：供需改善推升价格及估值修复，稀土及磁材行业配置价值显现
- 2024.4.10 汽车及零部件：3月新能源渗透率回升；出口再创新高
- 2024.4.10 房地产：3月二手房成交量稳价弱，挂牌量边际上行
- 2024.4.11 建材：长三角水泥熟料提涨，关注盈利估值双低格局下的预期改善

- 2024.4.11 传媒互联网：线上交易平台4Q23回顾及展望：聚焦核心业务，重视股东回报
- 2024.4.11 公用事业：2023年火电回顾：核心利润修复，调节收益兑现，派息意愿提升
- 2024.4.11 机械：光伏设备月报（13）：节后开工率回升，0bb量产设备发布
- 2024.4.11 科技硬件：智算未来系列六：AI产业加速，驱动1.6T光模块需求高景气
- 2024.4.12 东南亚研究：东南亚3月月报：宏观，互联网，消费
- 2024.4.12 机械：注塑机与压铸机月跟踪（12）：3月头部注塑机厂商需求复苏强劲，4月有望持续
- 2024.4.12 电力电气设备：中央财政支持大规模设备更新和消费品以旧换新，看好新能源车、充电、工业电机板块
- 2024.4.12 传媒互联网：云4Q23回顾：增速回暖，AI贡献有所体现
- 2024.4.12 银行：平滑波动，留有后劲——3月社融数据点评
- 2024.4.12 建材：1Q24业绩前瞻：淡季承压，补库行情已至
- 2024.4.12 科技硬件：全球观察-Marvell：计算、通信齐发力，公司上调AI收入预期
- 2024.4.13 金融：信贷科技23年回顾：聚焦稳健高质量增长
- 2024.4.13 传媒互联网：线上平台月报：大盘时长增速回升，游戏板块活跃
- 2024.4.13 金融：新“国九条”发布：强监管、防风险、促发展
- 2024.4.13 传媒互联网：互联网周思考：腾讯维持高质量增长，阿里巴巴GMV超预期但投入加大
- 2024.4.13 科技硬件：消费电子出海系列一：周期渐筑底，AI扬新帆
- 2024.4.13 家电及相关：以旧换新政策细致入微，有助家电市场稳定
- 2024.4.13 不动产与空间服务：如何理解当前房地产价格走势？

## **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