

研报精选

2025年3月16日 第212期

宏观专栏

拨开春节扰动，关注核心通胀——2025年2月物价数据点评

报告认为，2月CPI同比大幅转负主要是春节错位的拖累，剔除错位因素后，CPI同比仍为正增且与去年12月持平。2月PPI环比与同比皆改善，显示物价仍在温和复苏。往前看，两会再度传递推动物价温和回升的积极信号，建议更加关注核心通胀。

美国通胀降温映射需求放缓

美国2月核心与总CPI通胀双双回落。报告认为，需求放缓有利于抑制通胀，房地产和劳动力市场在2025年或不会成为通胀的来源，但关税可能推高短期物价水平，增强通胀的粘性。

专题聚焦

衰退叙事与全球资产重估

报告认为，美股下跌反映市场对特朗普政策与美国经济前景担忧加深。尽管数据尚未显示美国经济衰退，但经济下行往往呈现非线性，美国衰退叙事可能继续演绎。

消费还有多大空间？

报告认为，中国消费仍有较大提升空间，其中服务消费的空间大于商品消费，尤其是医疗保险、文娱等方面。商品消费的空间更多在于升级，即提质；而服务消费的空间可能主要在于提量。

宏观专栏

拨开春节扰动，关注核心通胀——2025年2月物价数据点评

2月CPI同比大幅转负主要是春节错位的拖累，剔除错位因素后，CPI同比仍为正增且与去年12月持平，CPI环比与可比年份¹季节性均值之差缩窄，PPI环比与同比改善，显示物价仍在温和复苏。节日相关的服务价格强于季节性，光伏与半导体价格同比跌幅收窄，新质生产力带动有色价格涨幅居前，显示部分行业供需结构改善以及产业转型加速。但以旧换新不同品类、服务品类、消费制造业价格分化仍大，表明物价复苏刚刚起步。往前看，两会再度传递推动物价温和回升的积极信号，但由于去年夏季全国多地遭遇强降雨及高温，带来蔬菜价格大涨的高基数，叠加猪价周期下行，我们预计今年菜肉或拖累CPI同比0.5ppt，我们提示今年关注政策发力、内生动能恢复带来的需求拉动的物价回升，更应关注核心通胀而非总体通胀。

1. 剔除错位，CPI同比仍正增

CPI同比转负主因春节错位。2月CPI同比从0.5%回落至-0.7%，主要受春节错位拖累，去年春节在2月抬高基数，今年春节部分在1月拖累新增，翘尾因素较上月多拖累1.0个百分点，新涨价因素较上月少贡献0.2个百分点。食品、非食品消费品、服务同比分别由1月的0.4%、-0.3%和1.1%放缓至-3.3%、-0.9%和-0.4%，边际拖累CPI同比0.7、0.2和0.3个百分点，其中蔬菜、猪肉、旅游受节后价格回落影响、同比放缓较多，边际拖累CPI同比近1个百分点。

剔除错位，CPI同比仍正增，环比与可比年份均值之差缩窄，显示物价仍有温和复苏动能。统计局表示剔除春节错位影响的2月CPI同比为+0.1%²，与去年12月持平。核心CPI同比1-2月平均在0.3%，亦与去年11月持平。另一个剔除季节性的方法是将环比与可比年份（过去10年中春节在1月的年份）同期均值相对比。2月CPI环比-0.2%，虽然仍低于可比年份同期均值的0.2%，但差距较前几月继续缩窄。其中食品环比（-0.5%）与可比年份同期均值之差收窄，非食

¹ 可比年份即选择过去10年春节为1月份的年份环比均值来计算

² https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202503/t20250309_1958913.html

品消费品环比(-0.1%)已升超可比年份均值(-0.2%)，但服务价格环比降幅(-0.5%)较历史均值(-0.2%)之差拉大。

分项看，一是受供给充裕影响，蔬菜和猪肉价格下滑较多，环比下跌3.8%和1.9%，今年雨雪冰冻天气较少、鲜菜供给充沛带动鲜菜环比持续弱于季节性，猪价周期进入下行通道带动猪价环比与季节性均值之差下滑。二是能源和核心消费品环比均上涨，但以旧换新品类价格分化，2月能源和核心消费品价格环比上涨0.6%和0.2%，以旧换新品类中的家用器具价格连续第三个月环比正增，但交通工具价格环比转降显示汽车重启降价促销，同时今年纳入以旧换新的手机等电子产品亦在降价促销，带动通信工具价格连续两个月环比负增。三是服务价格分化，节日相关的服务价格强于季节性，但其他服务价格弱于季节性。节前预定较多的旅游价格2月环比下滑4.4%，但强于可比年份季节性均值的-4.6%，考虑到其样本变化后代表性更强、波动更大，1月环比达到历史最高的11.6%，2月这一降幅并不算高。同时受哪吒等热门电影影响，电影及演出票价格环比上涨3.1%。房租同样环比转涨。但家庭服务、邮递服务等环比降幅超过以往季节性均值且差距拉大。

2. PPI同比环比均改善

春节错位有利于PPI同比。春节去年集中于2月压低基数，2月PPI同比由上月的-2.3%收窄至-2.2%，同时环比由-0.2%收窄至-0.1%，显示节后工业品需求有所释放。

► 新能源、人工智能等行业发展，带动有色价格涨幅居前。有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格环比分别上涨1.8%和0.3%。

► 建筑复工较慢影响建材价格，但资金到位提振黑色金属采矿价格。今年春节停工较多、且低温天气影响建筑开工，黑色金属冶炼业与非金属矿物制品业价格环比均下跌。但财政资金前置发力，建筑企业预期订单较去年温和改善，1-2月挖机销量同比涨幅走扩，带动黑色金属矿采选业价格环比上涨0.9%。

► 油价受地缘冲突缓解影响走低，国内供应充足压低煤价。地缘冲突风

险缓解带动投资者对原油增供的预期，国际油价下跌，石油开采价格环比回落，同比下降5.1%。春节期间煤炭供应充足、生产稳定，煤炭开采和洗选业和煤炭加工业价格环比下降3.3%。

► **下游制造业价格分化。**文教工美体育和娱乐用品制造业价格环比上涨1.1%，酒饮料和精制茶、烟草、家具制造价格涨幅在0.1-0.2%，但汽车、纺织服装、食品、医药、金属制品价格下跌。装备制造业中，光伏设备及元器件、电子半导体材料价格同比降幅有所收窄。

3. 往前看，菜肉压低CPI中枢，今年物价恢复更需关注核心通胀

两会再度强调促进物价合理回升的经济目标，并将CPI通胀目标由以往偏上限的3%改为偏中枢含义的2%左右³，背后传递了努力推动物价温和回升的积极信号。但由于去年夏季全国多地遭遇强降雨、洪涝灾害及持续高温，导致蔬菜主产区产量锐减并阻碍跨区域调运，带动CPI鲜菜同比在去年7-9月大幅上涨37%，将给今年带来高基数。同时，猪价周期进入下行通道，将带动猪价同比由正转负。我们预计今年菜肉或拖累CPI同比0.5ppt，但这些更多是供给与基数的影响。我们更关注政策发力、内生动能恢复带来的需求拉动的物价回升，我们提示今年的物价关注点更应在核心通胀特别是服务价格的恢复上。

以上观点来自：2025年3月10日中金公司研究部已发布的《拨开春节扰动，关注核心通胀——2025年2月物价数据点评》

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

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

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

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

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

³ <https://www.xinhuanet.com/politics/20250305/5c35698177ca444f8bab371562d51bab/c.html>

宏观专栏

美国通胀降温映射需求放缓

美国2月核心与总CPI通胀双双回落，均低于市场预期。从分项来看，油价和机票价格明显降温，反映经济需求趋弱。房租总体温和，核心商品价格涨幅回落。往前看，我们认为需求放缓有利于抑制通胀，房地产和劳动力市场在2025年或不会成为通胀的来源，但关税可能推高短期物价水平，增强通胀的粘性。美联储不会急于降息，要等关税政策明朗后再采取行动。我们维持此前判断，下次降息或要等到第三季度。

美国2月核心CPI季调环比涨幅从上月0.4%回落至0.2%，同比从3.3%回落至3.1%；总CPI季调环比从0.5%回落至0.2%，同比从3%回落至2.8%，均低于市场预期。从分项来看，油价与机票价格明显降温，反映经济总需求趋弱。自特朗普就任以来全球油价持续下跌，布伦特油价已从1月20日的每桶80美元跌至69美元，促使2月CPI汽油价格环比下跌1%。油价走弱一方面反映中东和欧洲地缘紧张局势缓和，缓解供给压力，另一方面与关税不确定性和美国政府削减支出降低需求有关。我们认为，温和的油价有望在未来几个月继续为压低通胀做出贡献。

2月机票价格环比下跌4%，反映航空公司需求转弱。近期多家美国主要航空公司下调盈利指引。美国航空预计，其第一季度亏损将是此前预期的两倍左右。西南航空下调了单位收入预期，理由是“宏观环境疲软，机票预订和需求趋势疲软”。达美航空将利润预期削减了一半。航空公司表示，随着政府削减支出，政府差旅订单已出现下降。

在机票带动下，美联储最关注的剔除房租后的核心服务（**supercore**）价格环比涨幅从0.8%回落至0.2%。上月涨幅明显的项目在本月有所降温，医院服务价格涨幅从0.9%回落至0.1%，汽车租赁价格从上涨1.7%转为下跌1.3%。受益于灾后理赔需求的各类保险价格涨势暂歇，机动车保险价格涨幅从2.0%回落至0.3%，医疗保险从0.7%回落至0.3%，房屋保险从1.1%回落至0.8%。两项最主要的房屋租金环比涨幅维持在0.3%，均与上月持平。由于房租的领先指标显示租金并未出现上升迹象，叠加高利率环境抑制房地产需求，我们预计2025

年房租不会成为通胀的来源。

核心商品价格涨幅从0.3%回落至0.2%，不确定性在于关税影响。二手车价格环比涨幅从2.2%回落至0.9%，新车价格转为下跌0.1%，表明飓风和山火过后的受损车辆替换需求或走向尾声^{4 5}。家具家电价格涨幅由负转正至0.2%，服装价格从上月下跌1.4%转为上涨0.6%，或部分反映了加征关税后的涨价效应。向前看，特朗普计划在4月2日宣布针对国别范围更广的对等关税⁶，并称将针对进口汽车、药品、半导体、木材等加征更高的关税⁷。这或意味着消费者对于关税的担忧仍将持续，未来进口商品价格的走势面临较大不确定性。食品方面，2月鸡蛋价格在1月上涨15%后进一步上涨10.4%（因美国爆发禽流感⁸），但随着美国增加鸡蛋进口，我们预计这一涨势将逐步放缓。

往前看，美国需求放缓有利于抑制通胀，但由于关税的不确定性，通胀放缓之路将更加曲折不平。我们预计美联储会继续保持观望，重启降息或在三季度。美联储主席鲍威尔近期表示，由于通胀回落道路曲折，政策不确定性的“噪音”仍然存在，美联储“不急于降息”⁹。我们认为，美联储或将在3月18-19日的议息会议上按兵不动，决策者或将下调经济增长预测，同时上调通胀预测。鲍威尔大概率不会对于上半年降息给出指引，而是强调要在不确定性的“风暴”中继续保持定力与谨慎。当前美联储对双重目标中的通胀风险关注度明显更大，这意味着即便美国经济下行风险增加，美联储也可能要再谨慎等待并观察。我们维持此前判断，下次降息或要等到第三季度。

以上观点来自：2025年3月13日中金公司研究部已发布的《美国通胀降温映射需求放缓》

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 SFC CE Ref: BVG234

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

⁴ <https://www.wsj.com/economy/cpi-report-inflation-november-interest-rate-d2520eaa>

⁵ https://www.wsj.com/economy/central-banking/cpi-report-inflation-december-interest-rate-0347479e?mod=WSJ_home_mediumtopper_pos_1以及<https://www.nytimes.com/2025/01/12/us/private-firefighters-la-wildfires.html>

⁶ <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/02/fact-sheet-president-donald-j-trump-announces-fair-and-reciprocal-plan-on-trade/>

⁷ <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/trump-auto-tariff-rate-will-be-around-25-2025-02-18/>

⁸ <https://www.theguardian.com/us-news/2025/feb/02/egg-prices-bird-flu>

⁹ <https://www.nytimes.com/2025/03/07/business/economy/jerome-powell-fed-trump.html>

专题聚焦

大类资产3月报：衰退叙事与全球资产重估

美国衰退叙事再起，助力全球资产重估。我们在去年11月发布的大类资产展望（《[时变之应](#)》）与今年大类资产2月报（《[特朗普交易的新阶段](#)》）中提出市场先前对特朗普政策预期过于乐观，建议在特朗普就职后对海外资产配置转为防守，减配美股等海外风险资产。2月下旬至今，美国股市已经连续下跌3周，标普500与纳斯达克指数调整近9%和13%，创2024年8月以来最大跌幅，反映市场对特朗普政策与美国经济前景担忧加深，美国衰退叙事重回视野。而春节期间Deepseek发布，推动中国资产上行；德国候任总理提出财政扩张计划¹⁰，改善欧洲财政前景，中国恒生指数与德国DAX指数同期分别上涨了25%与9%。宏观形势此消彼长，且中欧股票估值相对占优，如果一部分全球资产从美国再配置到中欧等市场，那么全球资产重估可能才刚刚拉开帷幕。

美国经济与衰退或尚有距离。美国真的会很快衰退吗？我们认为当前仍然证据不足。尽管衰退叙事有数据支持，但最近引发市场担忧的制造业PMI、消费者预期与GDP预测可能夸大了经济下行压力。制造业PMI、密歇根大学消费者预期是调查类“软数据”，反映经济参与者的主观感受，并不像消费、投资、GDP等经济活动“硬数据”一样客观。在过去两年中，制造业PMI长期运行在荣枯线下，消费者预期处于周期低位，但美国GDP保持较快增长，消费保持相对韧性，“硬数据”与“软数据”长期背离，说明“软数据”近年失真严重，美国当前经济情况未必像“软数据”显示的那么差。此外，尽管制造业PMI相对疲软，但服务业PMI仍在高位，2月份甚至超预期上行，说明部分经济领域可能仍有动能。再看短期GDP增长，虽然亚特兰大联储GDPNow模型将美国一季度GDP增长调至-2.4%，但主要受到关税影响下“抢进口”的影响，净出口以外的其他经济部门尚未明显萎缩。因此目前经济数据尚不足证明美国经济即将陷入衰退。

¹⁰ <https://wallstreetcn.com/articles/3742450?keyword=%E5%BE%B7%E5%9B%BD>

美国经济也难以开启上行周期，淡化“软数据”噪音。在过去一两个季度里，市场也一度期待美国经济逐步进入上行周期，我们始终持质疑观点。对于美国经济周期上行的判断，大多建立在信贷调查、企业调查等“软数据”之上。根据前述讨论，过去几年“软数据”与“硬数据”分化严重，既然“软数据”恶化无法预示经济衰退，那么“软数据”改善也不代表经济即将进入上行周期。自美国大选以来，部分“软数据”明显上行，可能更多受情绪主导，而非经济实际修复。例如，根据NFIB报告显示，小型企业乐观指数在2024年11月陡升，主要体现出企业主体对于特朗普政府减税、放松监管的期待，如果仅观察招聘、盈利、资本开支计划等“硬数据”，企业的实际修复幅度有限。站在当下时点，我们建议淡化“软数据”噪音，从核心经济指标“硬数据”中提取美国经济的真实信号。

美国经济的真实情况——增长趋势下行+非线性风险，衰退叙事可能继续演绎。为了确认美国经济的真实情况，需要分清主次，忽略噪音，我们去年提出一个美国经济全景追踪框架（《[交易衰退还是交易降息](#)》），把70余个常见美国经济数据指标分组为核心指标、辅助指标和前瞻（高频）指标，对整体、消费、投资、地产、信贷、就业这6个领域分别追踪打分，提供一个全面的、有主次的追踪框架。其中，核心指标是判断经济部门状态的最关键“硬数据”指标，起到“一锤定音”的效果，如实际个人消费、固定资产投资等。当其他指标与核心指标发生分歧时，一般应使用核心指标的信号，排除次要经济数据的噪音。从2025年开始，消费、投资等前期最为坚韧的“硬数据”开始回落，释放强烈信号，验证美国经济正在趋势下行：1月实际个人消费支出环比-0.4%，创2021年以来最低水平，个人收入增速作为消费支出的领先指标也开始转向下行，显示未来美国消费可能走弱。美国私人固定投资增速在2024年四季度仍然维持4.5%的正增长，但增速降至疫情以来最低水平，其中非住宅建设下行最快。在特朗普关税、移民、财政收缩等政策影响下，我们认为美国经济将会进一步周期下行。尽管数据尚未显示经济衰退，但经济下行往往呈现非线性，核心经济指标可以在1-2个月里快速恶化，无法事前提供预警。例如，美国GDP在衰退

之前6个月还能维持在4%左右，非农就业在衰退前1个月还能维持在10万人左右。综上所述，由于美国经济已经确认下行周期，且存在非线性变数，我们认为即使经济没有立刻衰退，“衰退叙事”也不会轻易退坡。



以上观点来自：2025年3月11日中金公司研究部已发布的《大类资产3月报：衰退叙事与全球资产重估》

李昭 分析员 SAC 执证编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923

屈博韬 联系人 SAC 执证编号：S0080123080031

杨晓卿 分析员 SAC 执证编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

专题聚焦

消费还有多大空间？

从多个维度来看，中国消费与GDP之比偏低。从国际比较来看，中国商品消费占GDP的比重与其经济发展阶段没有出现明显偏离，但服务消费占GDP之比重与其经济发展阶段的偏离比较多。

从国际比较来看，中国商品价格绝对水平与其经济发展阶段总体比较吻合，但服务价格绝对水平相对较低。不过比较绝对价格的意义不大，因为一个经济体的绝对价格水平与其经济发展水平正相关，因此比较标准化后相对价格更有意义。我们将各国价格通过人均GDP进行调整，得出相对价格水平。中国的相对价格水平与其经济发展阶段并没有明显偏离，不过服务消费的相对价格总体上低于商品消费的相对价格。这说明，认为中国消费偏低是因为某些价格低的观点得不到数据支持。

展望未来，中国消费仍有较大提升空间，其中服务消费的空间大于商品消费，尤其是医疗保险、文娱等方面。商品消费的空间更多在于升级，即提质；而服务消费的空间可能主要在于提量。提升劳动者报酬有助于提升消费，但结构性改革，比如改善社会保障等对于提升消费意义重大。

以上观点来自：2025年3月9日中金公司研究部已发布的《消费还有多大空间？》

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

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.3.10 中国图说中国宏观周报：拨开春节扰动，关注核心通胀——2025年2月物价数据点评
- 2025.3.13 海外宏观简评：美国通胀降温映射需求放缓
- 2025.3.13 宏观探市：3月报：中美重估，从交易“ABC”到配置“ABC*”
- 2025.3.14 中国宏观专题报告：详解中国养老金体系
- 2025.3.15 中国宏观热点速评：贷款利率与资金利率反向变化 | 2月金融数据点评

策略及大宗商品

- 2025.3.10 海外策略：中美的“两本账”——理解关税、AI与美元的新视角
- 2025.3.11 大类资产3月报：衰退叙事与全球资产重估

固定收益

- 2025.3.10 信用债收益率跟踪周报：收益率陡峭化上行，长端信用利差走扩
- 2025.3.10 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.3.10 资产证券化分析周报：泛消金“新”资产入局
- 2025.3.10 专题研究：债市科技板将出，科技创新类债券的发展与现状
- 2025.3.12 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.3.12 简评：浩瀚转债投资价值分析
- 2025.3.13 简评：永贵电器转债投资价值分析
- 2025.3.13 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.3.14 中国可转债策略周报：十年前，转债投资者如何走过的2015
- 2025.3.14 简评：融资需求仍待提振，货币宽松或将不远——2月金融数据点评
- 2025.3.15 中国利率策略周报：债市行情与2023年的对照

行业

- 2025.3.10 REITs：公募REITs周报（3.3-3.7）：高位震荡延续，关注利率波动及解禁情况
- 2025.3.10 电力电气设备：电新双周报：关注机器人和AI电源双主线，全球储能需求旺盛
- 2025.3.10 主题研究：光伏周谈 | 排产环增35%，关注高景气下涨价持续性（25年第10周）

- 2025.3.10 主题研究：GW级集中式BC项目中标公示，看好2025年BC技术从1到10放量
- 2025.3.11 不动产与空间服务：周评#429：上周新房同比走弱，二手房延续韧性
- 2025.3.11 电力电气设备：4Q24全球动力电池回顾：海外下游车企去库，日韩电池厂业绩持续探底
- 2025.3.11 公用事业：电力环保周报：首批CCER签发，量价交易活跃；煤价止跌企稳，火电有所回调
- 2025.3.11 旅游酒店及餐饮：酒店业洞察：华南格局生变，焕新和下沉未来可期
- 2025.3.11 房地产：2月二手房交易量延续韧性，挂牌价走弱
- 2025.3.11 建材：建材年报及1Q25前瞻：迎接涨价的脚步
- 2025.3.13 东南亚研究：东南亚3月月报：宏观、互联网与消费
- 2025.3.13 主题研究：国内户用光伏行业：需求平稳，强者恒强
- 2025.3.13 银行：探讨公司业务核心竞争力
- 2025.3.13 传媒互联网：复盘互联网Dot-com浪潮：对AI应用有何启示？
- 2025.3.14 有色金属：锡：供应扰动叠加需求改善预期，锡价看涨
- 2025.3.14 传媒互联网：数据月报：2月行业稳健，关注AI多模态
- 2025.3.14 科技硬件：AI进化论（6）：DeepSeek横空出世，各行业智能化发展展望
- 2025.3.14 交通运输物流：2H24美国航空股为何大涨，对中国航司有何启示
- 2025.3.14 银行：银行股息逻辑可持续吗？
- 2025.3.15 软件及服务：AI智道（7）：DeepSeek Infra开源周总结，及算力测算一览
- 2025.3.15 石油天然气：美加关税或加速炼油业产能整合
- 2025.3.15 航空航天科技：行业景气快速上行，深海科技注入新动能

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 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn