

怎样理解近期海外疫情发展与资产表现？

报告摘要

● 主题评论：怎样理解近期海外疫情发展与资产表现？

近期海外疫情出现蔓延，海外资产剧烈变化。从2月初至今，我们可以将海外资产的走势分为两个阶段。

1、第一阶段：2月5日至2月19日的市场表现

这一阶段的特点是**风险资产与避险资产同涨**。我们认为，在发达市场流动性宽松预期不算太强的情况下，风险资产与避险资产同涨或许与不同资产之间的定价模式有关。美元、美债、黄金这类型避险资产的定价模式有两个特点：一是全球定价；二是避险资产对尾部风险的敏感度会更高。而美股实际上更多的仍是美国国内定价，如果疫情仅限于中国国内，那么对美股长期盈利的影响并不是特别大，这段时间美股也出现了上涨局面。

2、第二阶段：2月20日至今的市场表现

2月20日、21日两个交易日，海外资产表现发生了巨大的转变，**风险资产大跌，避险资产大涨**。造成这一现象的原因仍然在于疫情，海外疫情于20日、21日这两天集中爆发。疫情扩散至海外的尾部风险被正式确认，这是资产表现发生转变的最主要原因。

3、未来展望

关于海外经济和资产的走势，疫情仍然是很重要的变量。如果疫情被限制在中国国内，那么对海外资产、尤其是美国资产的长期影响不会很大。但目前情况已经发生了很大变化，日本、韩国、意大利等国的疫情已经有了蔓延开来的势头。相较中国而言，这些国家的疫情对美国资产的影响要更大：一方面这些国家多为小政府或联邦制模式，可能难以组织起有效的大规模防控措施；另一方面，这些国家与美国金融市场的联系更加紧密。比如日本，如果日央行选择降息或者更改QQE操作目标来应对疫情，那日本的10年期国债收益率必然下跌。在利率平价和套利交易的作用下，美国的10年期国债收益率也会下跌。而如果10年期美债收益率继续下跌，那么收益率曲线将会更长时间内处于倒挂状态，那么美国经济、美联储政策变化、资产表现的判断逻辑都会发生改变。

假如疫情最终在海外蔓延开来，对经济和资产表现我们做以下几点推测：1) 由于避险情绪走强和套利交易，美债和黄金仍将受益；2) 美元表现取决于疫情的国别对比，如果美国国内疫情开始爆发，那美元倾向于下跌；如果只是日韩爆发，那美元避险属性依然很强；3) 由于收益率倒挂，美联储降息概率将有提高，不排除提前到今年上半年降息的可能；4) 美股会出现一定下跌，但在降息预期下，出现系统性风险的可能性不高，逻辑类似于2019年。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

目录

一、主题评论：怎样理解近期海外疫情发展与资产表现？	3
二、海外重点事件追踪	5
1、美国缩减 WTO 发展中经济体名单	5
2、澳洲联储公布 2 月货币政策会议纪要	6
3、美联储公布 1 月货币政策会议纪要	6
三、大类资产走势回顾	7
1、汇率：美元指数上升至 99.35	7
2、商品：原油价格继续回升	7
3、股债：全球股市明显下跌	8
四、海外央行观点追踪	8
1、美联储主要官员表态追踪	8
2、欧央行主要官员表态追踪	8
五、海外市场机构对疫情的看法	9

图表目录

图表 1：2 月 5 日至 2 月 19 日的风险资产表现	3
图表 2：2 月 5 日至 2 月 19 日的避险资产表现	3
图表 3：截至 2 月 19 日的美联储降息概率	3
图表 4：美股的投资者结构	4
图表 5：美股的盈利来源结构	4
图表 6：美债收益率再度出现倒挂	5
图表 7：海外主要国家的疫情情况	5
图表 8：上周美元指数上升至 99.35	7
图表 9：上周英镑、澳元、新西兰元上涨	7
图表 10：上周原油价格继续回升	7
图表 11：上周金价大幅上涨	7
图表 12：上周全球股市明显下跌	8
图表 13：上周美德、美日利差均上升	8

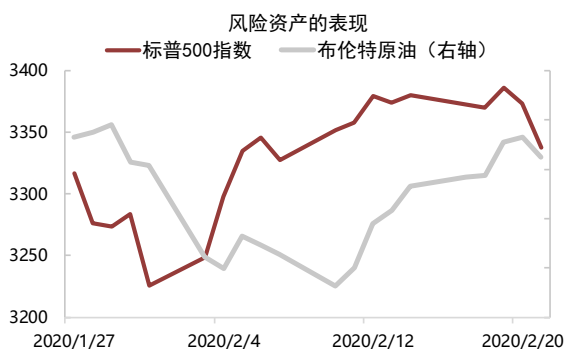
一、主题评论：怎样理解近期海外疫情发展与资产表现？

近期海外新冠疫情出现了蔓延趋势，海外资产也出现了剧烈变化。从2月初至今，我们可以将海外资产的走势分为两个阶段：第一阶段是2月5日至2月19日，呈现出风险资产与避险资产同涨的局面；第二阶段是2月20日、21日两个交易日，风险资产大幅下跌，避险资产大幅上涨。

1、第一阶段：2月5日至2月19日的市场表现

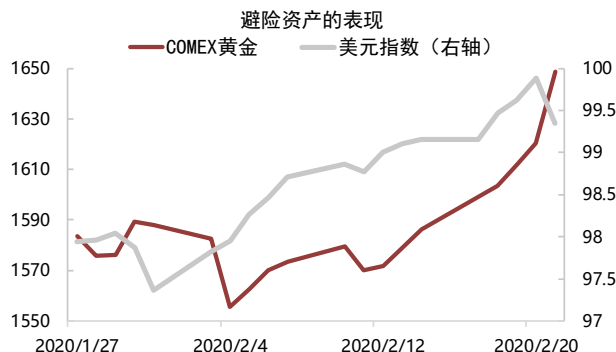
第一阶段是从2月5日至2月19日，这一阶段的特点是风险资产与避险资产同涨。风险资产方面，标普500指数上涨2.69%、纳斯达克指数上涨3.69%、布伦特原油价格上涨9.56%（图表1）；避险资产方面，黄金价格上涨3.62%、美元指数从97.95上升至99.63、10年期美债收益率从1.61%下降至1.56%（图表2）。

图表 1：2 月 5 日至 2 月 19 日的风险资产表现



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：2 月 5 日至 2 月 19 日的避险资产表现



来源：Wind，莫尼塔研究

这一期间，新兴市场降息预期明显提高，印尼、土耳其央行分别降息25bp和50bp，中国央行也下调了LPR利率。但是，截至2月19日，发达市场的流动性宽松预期并不算很强。以美国为例，在2月19日当天，美联储3月18日降息一次的概率为8.3%，4月29日降息一次的概率为16.2%，概率并不能算很高（图表3）。我们认为，在发达市场流动性宽松预期不算太强的情况下，风险资产与避险资产同涨或许与不同资产之间的定价模式有关。

图表 3：截至 2 月 19 日的美联储降息概率

地区：美国 »		工具：联邦基金期货 »				
目标利率	1.75	定价日期	02/19/2020			
有效利率	1.59	当前隐含隔夜利率	1.584			
会议	#加息/降息	%加息/降息	隐含利率 Δ	隐含利率	假定利率变动	
03/18/2020	-0.083	-8.3%	-0.021	1.563	0.250	
04/29/2020	-0.245	-16.2%	-0.061	1.523	0.250	
06/10/2020	-0.522	-27.7%	-0.131	1.453	0.250	
07/29/2020	-0.765	-24.3%	-0.191	1.393	0.250	
09/16/2020	-1.044	-27.9%	-0.261	1.323	0.250	
11/05/2020	-1.185	-14.1%	-0.296	1.288	0.250	
12/16/2020	-1.515	-33.0%	-0.379	1.205	0.250	
01/27/2021	-1.675	-16.0%	-0.419	1.165	0.250	

来源：Bloomberg，莫尼塔研究

(1) 避险资产的定价模式

美元、美债、黄金这类型避险资产的定价模式有两个特点：第一个特点是全球定价。因此中国发生新冠疫情后，出于对全球经济的担忧，全球资金的避险情绪会迅速上升，从而提高相关避险资产的价格（日元作为避险资产，并没有出现上涨，主要原因也是在于日本的疫情）。第二个特点是避险资产对尾部风险的敏感度会更高。尾部风险是指风险发生后，后续可能会发生的相关风险。在本次疫情中，已经发生的风险是中国的疫情，在2月19日之前，疫情主要集中在国内；尾部风险是海外可能会发生的疫情，在2月19日之前，日本、韩国等国虽然有疫情扩散的迹象，但仍属于可能会发生、也可能不会发生的尾部风险。

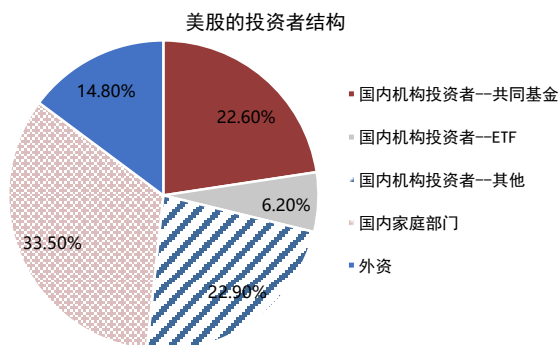
那么，为什么避险资产会对尾部风险的敏感度更高呢？这或许可以用行为金融学中的“确定性效应”理论来解释。这个理论的核心结论是：绝大多数人都是风险厌恶者，人们在决策时，对于结果确定的现象会更加重视，并不会严格按照期望效用来做决策。因此，作为投资者而言，面对不确定的尾部风险，持有一些避险资产总归比不持有好，这就使得避险资产对尾部风险的敏感度更高。

(2) 风险资产的定价模式

首先看美股，美股实际上更多的仍然是美国国内定价。可以从两个角度来看：首先是投资者结构，截至2018年底，美股中的外资占比为14.8%，而反观美国国债市场，外资占比达到接近40%（图表4）；其次是盈利结构，截至2019年中报，美股有至少65.86%的盈利来源于北美，来自中国的盈利占比并不高（图表5）。因此，如果疫情仅限于中国国内，那么对美股长期盈利的影响并不是特别大，美股在此期间也出现了上涨的局面。

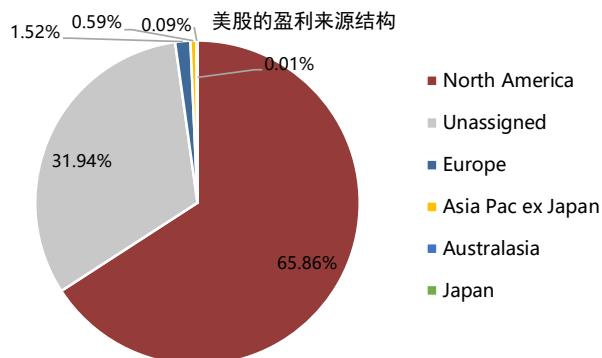
其次看原油，原油在需求端是全球定价，但供给端的定价权却集中在中东、美国等少数几个国家。因此，供给端的减产预期是导致这段时间油价大幅上涨的重要原因。

图表 4：美股的投资者结构



来源：美联储，莫尼塔研究

图表 5：美股的盈利来源结构



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

2、第二阶段：2月20日至今的市场表现

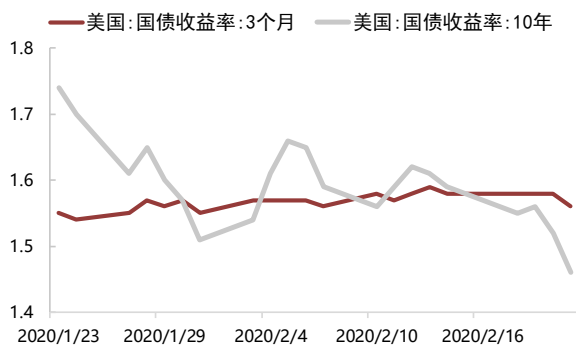
2月20日、21日两个交易日，海外资产表现发生了巨大转变，风险资产大跌，避险资产大涨。美股连续两天收跌，其中标普500下跌1.43%、纳斯达克下跌2.45%，另外原油下跌1.05%。而黄金2天上涨2.30%，再次创下历史新高；10年期美债收益率从1.56%大幅下跌至1.46%，与3个月美债收益率再度倒挂，倒挂幅度达到10BP（图表6）。

造成这一现象的原因仍然在于新冠疫情，海外疫情于20日、21日这两天集中爆发。日本目前新冠肺炎的确诊病例已经接近800人，且由于防控措施不到位，疫情有进一步扩大的趋势；韩国目前的确诊病例超过600人，且由于邪教、集会等原因，疫情同样有进一步扩大的趋势，总理丁世均表示冠状病毒爆发正进入严重局面；意大利的确诊病例从3人迅速增加至117人，已经宣布全国进入紧

急状态；美国目前的确诊病例尽管只有35人，但美国疾控中心CDC表示正在为新冠病毒变成全球大流行病做准备，全美商业、学校等可能需要被关闭，美国国立卫生研究院下属过敏和传染病研究所所长Anthony Fauci表示，美国显然处于冠状病毒成为流行病的边缘。

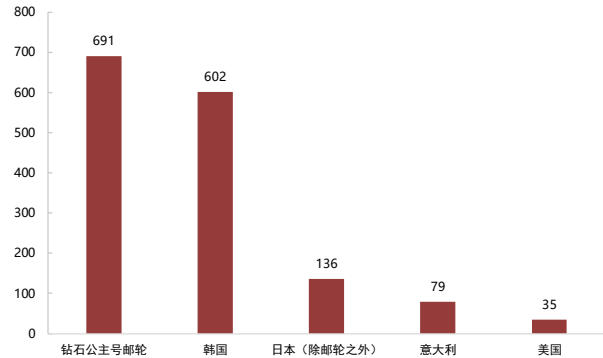
因此，新冠疫情扩散至海外的尾部风险被正式确认。这是2月20日、21日资产表现发生转变的最主要原因。

图表 6：美债收益率再度出现倒挂



来源：Wind, 莫尼塔研究

图表 7：海外主要国家疫情情况



来源：莫尼塔研究

3、未来展望

关于海外经济和资产走势，新冠疫情仍然是很重要的变量。如果疫情被限制在中国国内，那么对海外资产、尤其是美国资产的长期影响并不会很大。原因在于：（1）中国的防控政策非常有力，疫情在中国国内可以看到明显的缓和趋势，国内A股走势也说明了这一点；（2）中国输美商品主要以最终产品为主，美股在中国的盈利占比也不算很高；（3）中美之间已经签署了第一阶段经贸协议，外贸上的影响只是暂时的。

但是，目前情况已经发生了很大变化，日本、韩国、意大利等国的疫情已经有了蔓延开来的势头。相比较中国而言，这些国家的疫情对美国资产的影响要更大：一方面，这些国家多为小政府或联邦制模式，可能难以快速组织起有效的大规模防控措施；另一方面，这些国家与美国金融市场的联系更加紧密。比如日本，如果日央行选择降息或者更改QQE操作目标来应对疫情，那日本的10年期国债收益率必然下跌，在利率平价和套利交易的作用下，美国的10年期国债收益率也会下跌。而如果10年期美债收益率继续下跌，收益率曲线将会更长时间内处于倒挂状态，那么美国经济、美联储政策变化、资产表现的判断逻辑都会发生改变。

假如疫情最终在海外蔓延开来，对经济和资产表现我们做以下几点推测：（1）由于避险情绪走强和套利交易，美债和黄金仍将受益；（2）美元表现取决于疫情的国别对比，如果美国国内疫情也开始爆发，那美元倾向于下跌；如果只是日韩爆发，那美元的避险属性依然很强；（3）由于收益率倒挂，美联储降息概率将有提高，不排除提前到今年上半年降息的可能；（4）美股会出现一定下跌，但在降息预期下，出现系统性风险的可能性不高，整体逻辑类似于2019年。

二、海外重点事件追踪

1、美国缩减 WTO 发展中经济体名单

2月10日，美国贸易代表办公室发布公告，宣布缩减此前认定的发展中经济体名单，包括中国大陆、印度、巴西、阿根廷、南非、马来西亚、印度尼西亚、泰国、越南等在内的20多个经济体不再享有在美国反补贴调查中的优惠待遇，对此我们认为有以下需要注意的点：

(1) 世贸组织没有关于“发达国家”和“发展中国家”的定义，各成员国可根据自身经济发展情况进行确定。WTO框架下发展中国家享有的特殊待遇包括：WTO要求发达国家成员维护发展中国家成员利益、允许发展中国家灵活使用经济和商业政策工具、允许向发展中国家延长过渡期、发展中国家成员将获得技术援助等。

(2) 根据美国《1930年关税法》，由美国贸易代表办公室来列举发展中国家名单，并据此实施贸易往来标准。本次贸易代表办公室公布的发达经济体的条件为：人均国民总收入高于1.2375万美元（即世界银行认定的高收入经济体标准）、占全球贸易比重在0.5%以上、为经合组织成员、欧盟成员或二十国集团成员，则美方将认定该经济体为发达经济体。上一版本的发展中经济体名单是1998年公布，但这一名单已经过时，因此贸易代表办公室公布了最新名单。

(3) 根据WTO规定，如果是发达经济体，那么补贴金额超过产品价值的1%时，可以对其进行反补贴调查，而如果是发展中经济体，补贴金额超过产品价值的2%时，才可以对其进行反补贴调查。因此中国对产品价值的补贴金额比例上限将从2%下降至1%，否则可能将面对美国政府的反补贴调查。反补贴调查门槛降低后，当前受到调查较多的金属以及塑料行业可能相对会面临更大的反补贴调查风险。

2、澳洲联储公布2月货币政策会议纪要

2月18日，澳洲联储公布2月货币政策会议纪要，主要包括：（1）关于疫情，澳洲联储认为现在判断疫情的总体影响还为时过早，但疫情对中国经济前景和国际贸易流动构成实质性短期风险，从而对澳大利亚经济构成实质性短期风险；（2）关于山火，澳洲联储表示很难评估夏季林火灾难的潜在间接影响，因为相关数据尚未公布；（3）关于经济，澳洲联储表示澳洲经济前景仍向好，部分是因为楼市改善，即便当前山火制约了经济发展，但是随着楼市回暖以及重建展开，将会抵消这些负面因素影响；（4）关于降息，澳洲联储就进一步降低现金利率做出了讨论，但是同时也表示，在进一步降息带来的增量裨益与极低利率带来的风险之间，央行需要权衡考量。澳洲联储称，正在关注外国降息对资源配置和信心产生影响的例子；（5）关于汇率，澳洲联储表示注意到澳元接近2009年以来最低水平。

受此影响，澳元出现了小幅下跌。但是对澳元的未来走势，我们持比较看好的态度，一方面是因为澳元已经接近2009年以来的最低水平，更重要的是影响澳洲经济的山火和洪涝可能会很快过去。根据媒体报道，澳洲的山火已经被扑灭，但是随后引发了洪涝灾害，不过引发洪涝的原因主要是因为之前大火，热空气带动水蒸气上升，然后大量下雨，既然目前山火已经扑灭，那洪水持续的时间也不会很长。因此，自然灾害过去后，澳元有望迎来一波升值。

3、美联储公布1月货币政策会议纪要

2月19日，美联储公布1月份货币政策会议纪要，主要包括：（1）关于经济，美联储官员们对经济作出了相当乐观的评估。会议纪要称，在宽松的货币政策和金融环境的支持下，美国经济将继续以温和速度增长，消费者支出“可能会保持稳固”，就业岗位将以稳健的步伐增长，预计今年美国的经济增长为2.0%，通货膨胀率也将接近美联储设定的2%的目标；（2）关于疫情，美国经济仍面临包括全球突发公共卫生事件在内的新挑战，下行风险依然突出，如果情况发生改变，美联储将保持政策灵活；（3）关于政策，美联储认为当前货币政策处于适当水平，并表示与贸易相关的风险有所缓解，全球经济初步出现企稳迹象，对今年保持利率稳定持谨慎乐观态度，除了利率，美联储官员们还讨论了对隔夜拆借市场的干预以及购买美国国债的问题。目前美联储的资产负债表比去年9月时高出4210亿美元。银行准备金为1.66万亿美元，高于美联储主席鲍威尔认为的充足水平1.5万亿美元。会议纪要称，税收季后这一水平可能回落至1.5万亿美元，并稳定下来。美联储强调，

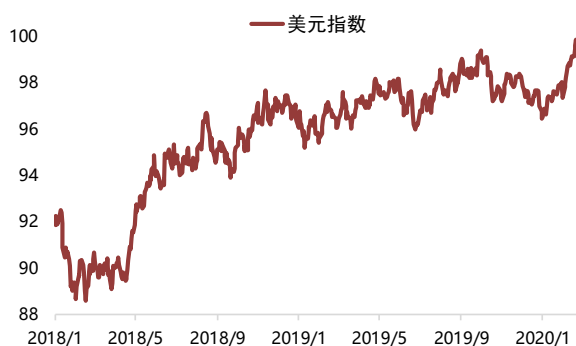
随着准备金持续接近充足水平，对大规模国债购买和回购操作的需求会减少，此类操作或将在今年4月份逐渐减少或退出。美联储官员指出，回购操作只是“技术性的”，并不代表货币政策立场的改变，这一点非常重要。

三、大类资产走势回顾

1、汇率：美元指数上升至 99.35

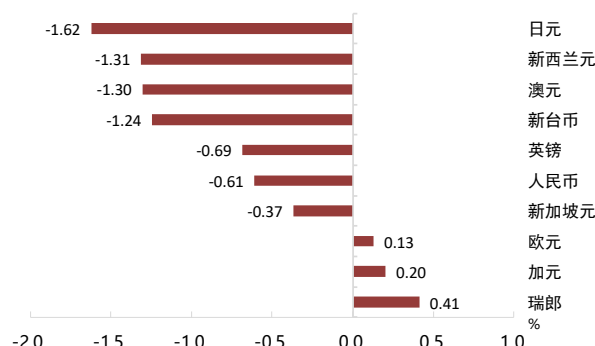
上周美元指数从99.16上升至99.35（图表8），仍然受到新冠疫情的影响，不过由于美国国内疫情的发酵，美元指数在周五出现了明显下跌。全球主要货币中，日元兑美元大跌1.62%，主要原因在于新冠疫情在日本有蔓延开来的趋势；澳元和新西兰元分别下跌1.30%和1.31%，可能受到洪涝灾害和澳洲联储鸽派表态的影响；其余货币中，英镑下跌0.69%、人民币下跌0.61%（图表9）。

图表 8：上周美元指数上升至 99.35



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 9：上周英镑、澳元、新西兰元上涨

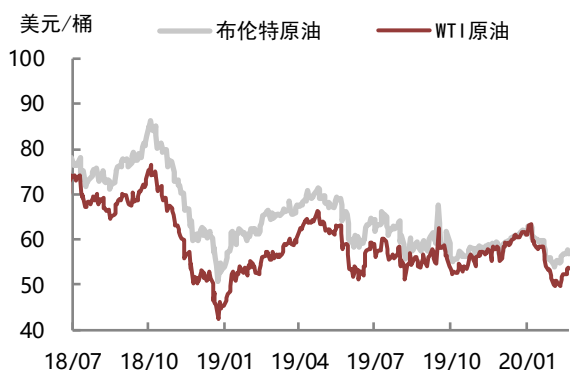


来源：Wind，莫尼塔研究

2、商品：原油价格继续回升

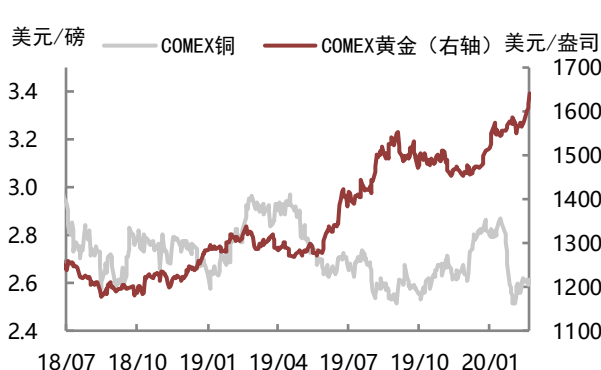
上周原油价格继续回升，布伦特原油价格上涨0.94%，至56.95美元/桶；WTI原油价格上涨3.33%，至53.38美元/桶（图表10），尽管中国国内的疫情出现了一定的缓和迹象，但周四周五海外疫情的发酵又拉低了油价。上周黄金价格大涨4.45%，主要原因在于日、韩、意的疫情呈现快速蔓延的态势。铜价上周小幅回调了0.21%（图表11）。

图表 10：上周原油价格继续回升



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 11：上周金价大幅上涨

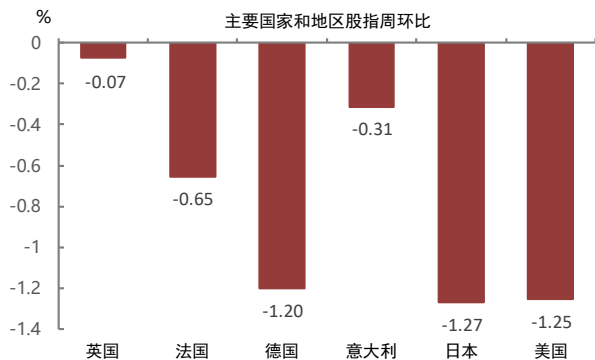


来源：Wind，莫尼塔研究

3、股债：全球股市明显下跌

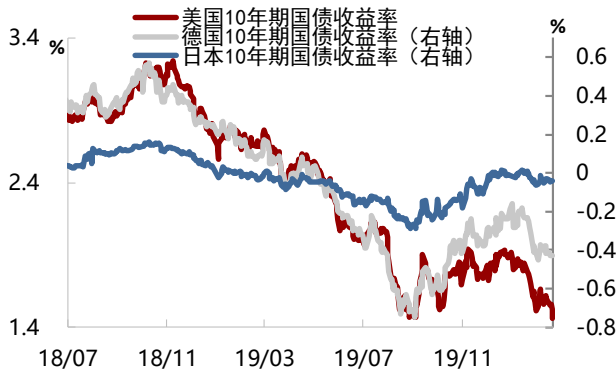
由于海外疫情的蔓延，上周全球主要国家的股市均明显下跌（图表12）。上周10年期美债收益率大幅下跌至1.46%，截至2月20日，10年期美德利差下降5BP至1.95%，10年期美日利差下降6.1BP至1.559%（图表13）。

图表 12：上周全球股市明显下跌



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 13：上周美德、美日利差均上升



来源：Wind，莫尼塔研究

四、海外央行观点追踪

1、美联储主要官员表态追踪

(1) 亚特兰大联储主席拉斐尔-博斯蒂克 (2021FOMC票委)：美联储的利率路径处于“非常好的位置”。美国东南部没有创造出需要的经济流动性。美国劳动力市场的状态对于经济发展来说至关重要。美国就业领域表现非常好。自然失业率降低。我们已经接近通胀目标。经济处于良好状态，预计这种趋势将持续下去。并不认为风险水平上升至令人担忧的水平。

(2) 克利夫兰联储主席洛瑞塔-梅斯特 (2022FOMC票委)：美联储有职责解决收入不平等问题。美联储联邦基金利率并不是解决不平等问题正确工具。公共卫生事件给全球带来的影响目前还很难判断。美联储官员应提高透明度，并在货币政策会议后发布更多信息，以助形成市场预期。

(3) 美联储副主席克拉里达：否认美国央行遭遇“镜厅”问题，没有盲从金融市场对货币政策的预期。虽然联邦基金期货的价格暗示降息，但克拉里达表示，此类数据受技术因素影响，指出对美联储观察人士的调查显示他们并不预期降息。

(4) 圣路易斯联储主席詹姆斯-布拉德 (2022FOMC票委)：市场的降息预期是对病毒恐慌做出的反应，一旦担忧开始消退，市场预期可能会逆转。病毒恶化的可能性很小，他表示，市场必须对其进行定价，这会稍微拖累重心。但是，如果一切都消失了，我希望定价会退出市场，我们将回到当前按兵不动的方案。

2、欧央行主要官员表态追踪

(1) 德国央行：受出口疲弱和全球公共卫生问题的影响，德国经济增长将在2020年第一季度继续疲弱。这可能扰乱全球价值链，并可能导致德国企业面临交付瓶颈。

(2) 欧洲央行首席经济学家连恩：宽松政策措施带来更低的贷款利率和持续的信贷增长，表明欧元区目前没有陷入反转利率。没有迹象表明银行试图削减贷款而导致的供给侧限制。如果财政

政策与货币政策一起发挥更大的支持作用，将导致通货膨胀更快地回到我们的目标，并有助于提高均衡实际利率，从而减轻对货币政策的限制。

五、海外市场机构对疫情的看法

1、美国银行：长久以来的低利率使风险资产的崩溃成为必然，自2015年以来，分析师就表示美股出现融涨之后有崩盘风险。自金融危机以来，由亚马逊，奈飞，谷歌，推特，EBAY，脸书组成的“电子商务”泡沫上涨了617%，为过去40年中的第三大泡沫。由于多年的牛市，目前，美股中排在前五名的股票市值占标普500的份额比以往任何时候都要大。

2、IMF：阿根廷的债务水平不可持续。这为阿根廷政府要求私人债权人承担损失铺平了道路。有必要让私人债权人做出贡献，才能恢复阿根廷的债务可持续性。为了让公共债务和总融资需求降低到与可管理的展期风险和令人满意的潜在成长相一致的水平，所需要的盈余在经济上或政治上都不可行。

3、高盛：市场风险对收益的影响很可能在当前股价中被低估了，这表明股市修正的风险很高。股票市场看起来越来越面临盈利增长的近期下行意外。尽管股市看起来不太可能出现持续的熊市，但近期的修正似乎更有可能。

4、摩根士丹利：全球市场对新型冠状病毒的爆发做出了不同程度的反应，加剧了短期波动，让投资者担心中国经济增长放缓，至少在短期内是这样。投资者需要耐心等待。如果复苏迅速，一切都应该很快恢复正常。然而，如果复苏滞后，那就要小心了：杠杆压力将增加，信贷将受到打击，财政状况将会收紧。

5、花旗：随着创纪录牛市的持续以及人们对全球增长可能放缓的担忧，黄金可能成为投资者对冲下行风险的一种方式。市场动荡将促使投资者大量涌入避险资产，在未来12至24个月内将金价推高至每盎司2000美元。

6、美银美林：在1月公布的月度调查曾显示，基金经理对全球经济增长的看法是近两年来最乐观的。然而，在短短一个月之后，一切似乎已天翻地覆。对全球经济前景更加看好与看衰的比例之差，从一个月前的36%降至了18%。

7、贝克休斯：截至2月21日当周，美国石油活跃钻井数增加1座至679座，连续三周录得增长。去年同期为853座。2019年录得2016年以来的首次年度降幅。

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

上海（总部）

北京

纽约

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚
银行大厦7楼702室。邮编：200120

地址：北京市东城区东长安街1号东方广场
E1座18层1803室。邮编：100738

Address: 295 Madison Avenue, 12FL
New York, NY 10017 USA

业务咨询：sales.list@cebm.com.cn