



宏观经济低位企稳 权益市场不应更加悲观

——鑫元周观点（2023.05.22-2023.05.28）

一、核心观点

宏观方面，上周公布的 4 月工业企业利润增速较前值小幅提升，但同比来看仍有两成的跌幅。从工业企业利润的量、价、成本三个维度来看，当前制约工业企业利润的主要因素仍然是价格因素，PPI 同比读数的走低使得企业利润整体承压。从近期的高频数据来看，生产在经过一段时间的走弱后渐趋平稳，供需失衡现象的缓解或将使得 PPI 同比增速由降转升，后续工业企业利润也将随之逐渐修复，但修复速度大概率偏缓。海外方面，美国经济仍具有韧性，市场预期频繁波动，不建议过早介入博降息交易。

权益市场方面，上周北向资金在四个交易日内净卖出 178.88 亿元，上证 50、沪深 300 已跌至去年 11 月中下旬位置，创业板指数创出了去年四季度以来的新低。站在当下，我们反倒不必对未来持悲观态度。股票市场自春节之后的调整，正是对于经济数据较弱的提前反馈，目前已调整了近 4 个月。有色和螺纹钢等大宗商品上周的止跌回升，或预示着悲观之中的一点希望。海外公司强劲的业绩指引带动了 TMT 行业中半导体和人工智能行业的超跌反弹，后续可以持续关注。低估值大盘蓝筹板块在经过快速的调整之后，短期有止跌的迹象，但仍需业绩基本面的进一步催化，仅靠流动性宽松难有新的趋势性行情。市场在经过一段时间调整之后，将进入相对平稳的整理期，等待国内宏观面给出更为明确的增长指向，以及市场流动性是否会进一步的边际宽松。

固收市场方面，资金面持续宽松，风险偏好持续下降。债市对于“弱基本面”交易相对充分，对降息亦有所交易，目前长端呈窄幅震荡格局，短端受益于资金面宽松，表现较好，往前看的话，向下空间有限，向上对利空相对敏感。建议利率债账户保持中性以下久期，多看少动；信用债方面，建议坚持票息策略，以高等级、中短久期为主，可利用较好的市场环境逐步由进攻转为防守。

二、宏观动态

（一）国内宏观

4 月份工业企业利润降幅继续收窄，下阶段将逐步回升。随着中国经济社会全面恢复常态化运行，工业生产持续恢复，工业企业效益明显改善。1-4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 20328.8 亿元，同比下降 20.6%。其中 4 月下降 18.2%，降幅较 3 月收窄 1.0 个百分点，连续两个月收窄。国家统计局指出，4 月装备制造业利润同比大幅增长 29.8%，实现由降转增，拉动规模以上工业利润增长 6.4 个百分点，是拉动作用最大的行业板块。其中，汽车行业因同期基数较低，利润大幅增长 20.4 倍。

二十届中央审计委员会第一次会议：牢牢守住房地产、金融等重点领域风险底线。5 月 23 日下午，习近平总书记主持召开二十届中央审计委员会第一次会议。会议要求聚焦稳增长稳就业稳物价，继续盯紧看好宝贵的财政资金，加大对稳经济一揽子政策措施落实情况的审计力度。聚焦统筹发展和安全，密切关注地方政府债务、金融、房地产、粮食、能源等重点领域，牢牢守住不发生系统性风险底线。

5 月 LPR 利率维持不变。中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，5 月 22 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，与前期持平。专家表示，鉴于中期借贷便利（MLF）操作利率保持不变，新一期 LPR 保持不变符合预期。综合考虑经济运行状况、信贷投放等因素，预计未来一段时间，LPR 大概率仍维持不变。

商务部对日本政府出台半导体设备出口管制措施表示坚决反对。商务部表示日本政府的相关举措是对出口管制措施的滥用，是对自由贸易和国际经贸规则的严重背离，中方对此坚决反对。日方相关举措将严重损害中日两国企业利益，严重损害中日经贸合作关系，破坏全球半导体产业格局，冲击产业链供应链安全和稳定。日方应从维护国际经贸规则及中日经贸合作出发，立即纠正错误做法，避免有关举措阻碍两国半导体行业正常合作和发展，切实维护全球半导体产业链供应链稳定。中方将保留采取措施的权利，坚决维护自身合法权益。

国家网信办发布《数字中国发展报告（2022 年）》。报告表示，展望 2023 年工作，要培育壮大工业互联网、区块链、人工智能等数字产业，打造具有国际竞争力的数字产业集群；大力发展数字贸易，加快推动出台促进数字贸易发展的顶层设计。

（二）海外宏观

美国经济强于预期，且通胀水平高于预期。美国第一季度实际 GDP 增长率上修至 1.3%，较初值上调 0.2 个百分点。一季度核心 PCE 物价指数年化环比上修至 5%，较初值上调 0.1 个

百分点。美国至 5 月 20 日当周初请失业金人数新增 22.9 万人，低于预期的 24.5 万人，前一周数字下修 1.7 万人至 22.5 万人。

美国 5 月 Markit 服务业 PMI 创 13 个月新高，通胀压力明显。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值为 48.5，不及预期值 50，创三个月新低，重回 50 荣枯线下方。但服务业 PMI 初值升至 55.1，高于预期值 52.5，创 13 个月新高。综合 PMI 初值 54.5，创 13 个月新高，预期 53。

美联储货币政策会议纪要：6 月份暂停加息有分歧，暗示将应对债务上限问题。美联储会议纪要显示，美联储官员一致认为通胀过高且下降速度慢于预期，但对 6 月是否暂停加息存在意见分歧，强调行动取决于数据，且不太可能降息。纪要表示，美联储官员认为，必须及时提高债务上限，否则可能会对金融体系造成严重破坏，并导致金融环境收紧，从而削弱经济增长。

麦卡锡：很快就会投票支持债务上限协议。美国众议院议长麦卡锡表示，很快就会投票支持债务上限协议，预计周日完成起草法案并公布文本；预计周三投票表决协议，周日与美国总统拜登通话。

欧洲央行管委诺特：需要在 6 月和 7 月加息，对 9 月加息持开放态度。欧洲央行管委诺特表示，欧洲央行将继续加息至少到 7 月，一旦达到峰值，利率应该在“相当长”一段时间内保持在这一水平，从 9 月开始对加息持开放态度。”

日本央行必须避免过早收紧货币政策。日本央行行长植田和男表示，日本央行必须避免过早收紧货币政策，最重要的任务是稳定、可持续地实现 2%的通胀目标。

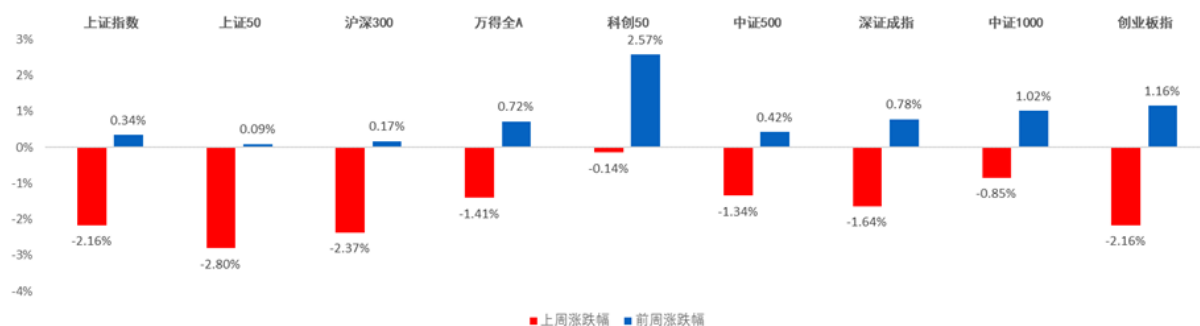
三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数悉数下跌，风格上成长略占优。截至 5 月 26 日（上周五），上证 50 跌幅达 2.80%，沪深 300 跌幅达 2.37%，上证指数跌幅达 2.16%，创业板指跌幅达 2.16%，跌幅靠前。从行业板块看，上周**电力及公用事业、机械、汽车、电子、通信**领涨，**煤炭、建筑、综合金融、非银行金融、房地产**领跌。上周大盘/小盘风格指数为 0.18，与前周持平，价值/成长风格指数为 0.55，较前周下行 0.02，风格上以成长略占优。

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

图 2：上周 A 股市场风格走势



数据来源：Wind、鑫元基金

2、权益市场估值

上周各宽基指数估值多数下行，创业板指、深证成指、上证 50 下行较多。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周电力及公用事业、电子等行业估值上行，综合金融、传媒等行业估值下行。当前综合金融、传媒、交通运输、电力及公用事业、电子板块估值处于历史较高水平；有色金属、煤炭、电力设备及新能源、石油石化、通信板块估值处于历史较低水平。

图 3：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2023/5/26	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
上证指数	13.1	↓ 0.31	24.5	↓ 7.24	40.8%	45.5%	33.9%
深证成指	25.0	↓ 0.40	49.2	↓ 2.51	40.9%	38.9%	10.8%
上证50	9.7	↓ 0.38	26.1	↓ 11.29	42.1%	35.2%	25.4%
沪深300	11.8	↓ 0.35	26.2	↓ 10.82	32.0%	23.8%	16.4%
中证500	25.4	↓ 0.31	24.5	↓ 1.81	33.1%	65.1%	64.4%
中证1000	35.8	↓ 0.29	30.0	↓ 1.41	30.0%	47.7%	45.8%
创业板指	32.0	↓ 0.73	3.8	↓ 0.37	3.7%	7.2%	0.0%
科创50	43.7	↑ 0.03	28.8	↑ 0.80	28.8%	28.8%	30.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 4：上周 A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

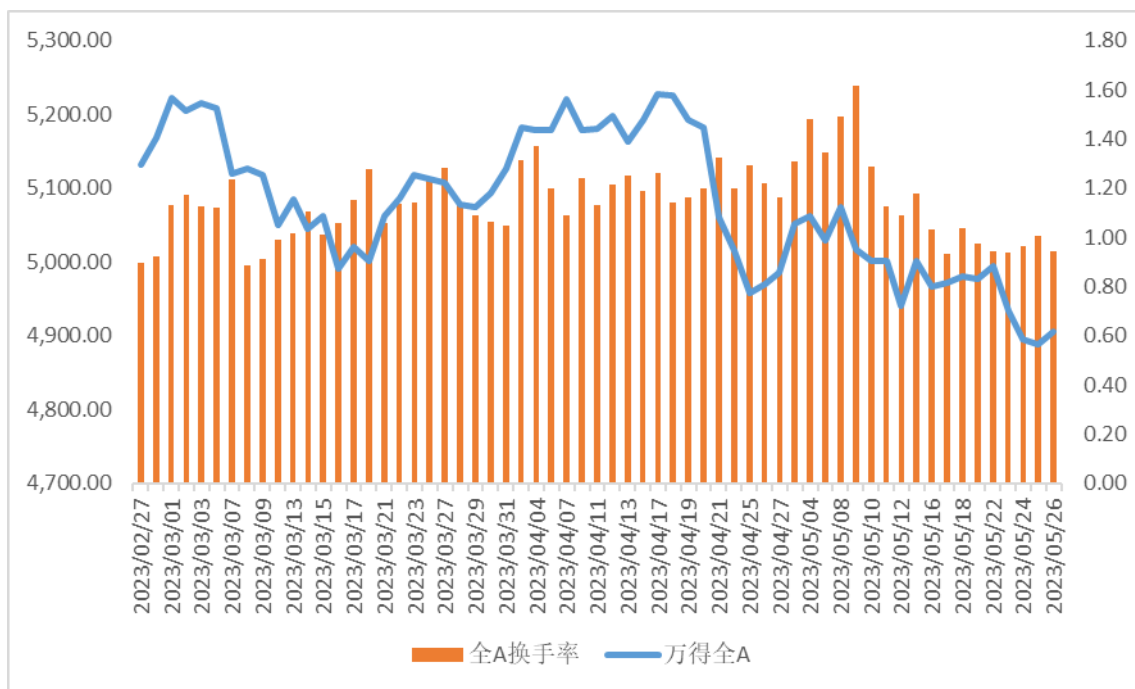
	2023/5/26	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
石油石化(中信)	10.1	↓ 0.45	8.35%	↓ 1.39	8.4%	16.4%	26.7%
煤炭(中信)	6.4	↓ 0.46	0.38%	↓ 3.94	0.4%	0.7%	1.2%
有色金属(中信)	14.4	↓ 0.42	0.04%	↓ 0.48	0.0%	0.1%	0.1%
电力及公用事业(中信)	28.1	↑ 0.40	81.68%	↑ 2.06	81.7%	71.0%	56.1%
钢铁(中信)	45.3	↓ 1.01	75.75%	↓ 0.14	75.7%	98.9%	98.2%
基础化工(中信)	21.6	↓ 0.20	15.05%	↓ 1.12	15.1%	29.6%	27.7%
建筑(中信)	10.5	↓ 0.45	39.63%	↓ 7.44	39.6%	59.8%	75.2%
建材(中信)	22.0	↓ 0.39	62.39%	↓ 1.10	62.4%	97.5%	97.9%
轻工制造(中信)	35.3	↓ 0.63	54.44%	↓ 1.44	54.4%	97.2%	95.5%
机械(中信)	35.9	↑ 0.04	22.64%	↑ 0.20	22.6%	27.2%	28.4%
电力设备及新能源(中信)	23.7	↓ 0.20	0.77%	↓ 0.16	0.8%	1.5%	0.6%
国防军工(中信)	69.5	↓ 1.28	44.15%	↓ 2.11	44.1%	58.9%	53.2%
汽车(中信)	35.8	↓ 0.35	72.88%	↓ 0.47	72.9%	46.7%	13.3%
家电(中信)	15.6	↓ 0.18	22.56%	↓ 1.26	22.6%	16.8%	9.8%
纺织服装(中信)	36.6	↓ 0.83	73.73%	↓ 3.26	73.7%	78.7%	76.5%
医药(中信)	43.0	↓ 0.03	65.09%	↓ 0.05	65.1%	61.0%	40.9%
食品饮料(中信)	31.4	↓ 0.43	47.54%	↓ 3.05	47.5%	21.5%	2.7%
银行(中信)	4.9	↓ 0.20	16.67%	↓ 2.66	16.7%	15.5%	25.2%
非银行金融(中信)	15.7	↓ 0.78	29.62%	↓ 7.95	29.6%	41.7%	57.3%
交通运输(中信)	31.9	↓ 0.97	84.22%	↓ 1.22	84.2%	74.9%	59.2%
电子(中信)	64.7	↑ 0.17	80.51%	↑ 0.24	80.5%	77.5%	73.4%
通信(中信)	20.8	↑ 0.04	8.39%	↑ 0.14	8.4%	16.5%	26.8%
计算机(中信)	104.0	↓ 0.93	65.54%	↓ 0.54	65.5%	44.2%	28.6%
传媒(中信)	197.7	↓ 6.15	97.14%	↓ 0.19	97.1%	92.7%	95.0%
综合金融(中信)	287.6	↓ 13.68	97.53%	↓ 0.76	97.5%	97.5%	97.2%

数据来源：Wind、鑫元基金

3、权益市场情绪

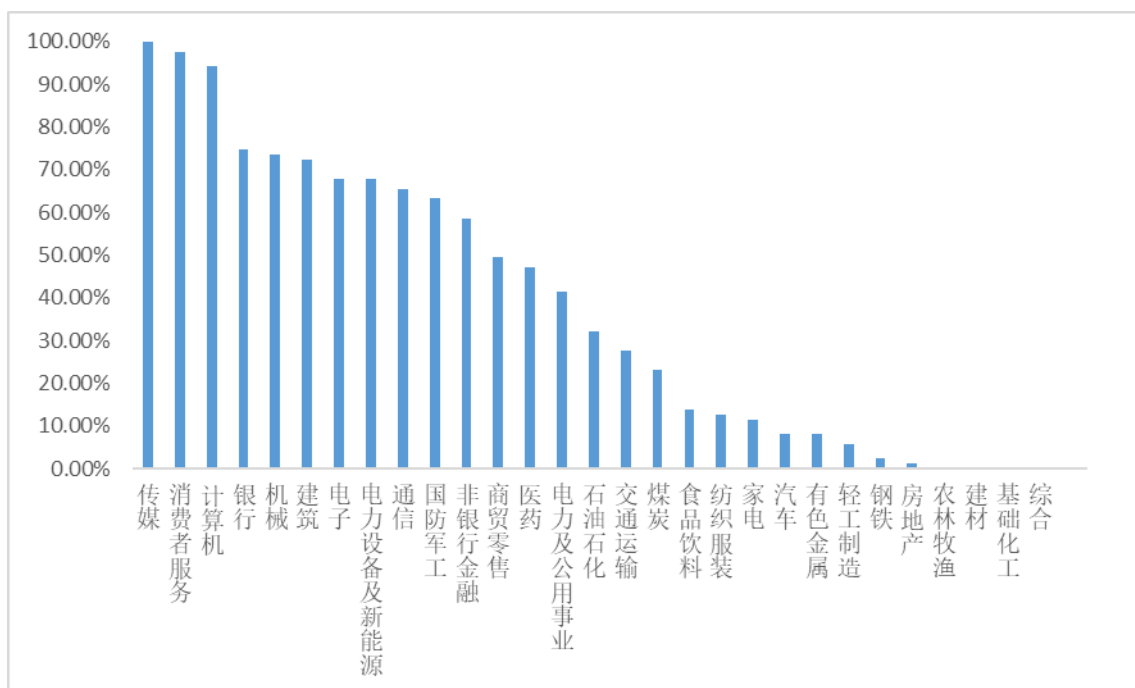
上周量化模型的信号为“中性偏空”。从全 A 换手率的角度看，短期缩量提供了安全边际，但是仍待价格企稳。从行业拥挤度的角度，TMT 板块仍处于较高拥挤度状态，但消费者服务，银行等行业也已进入高拥挤度区域。从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.82%，处于历史 88%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择，但是注意市场短期下行的风险。

图 5：全市场换手率



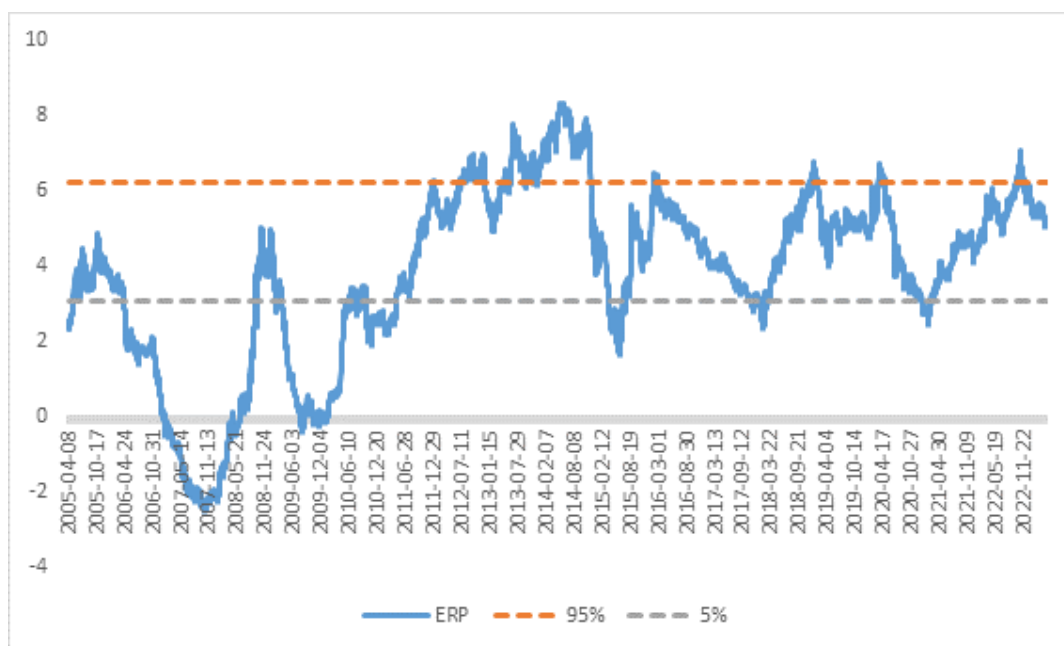
数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 7：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

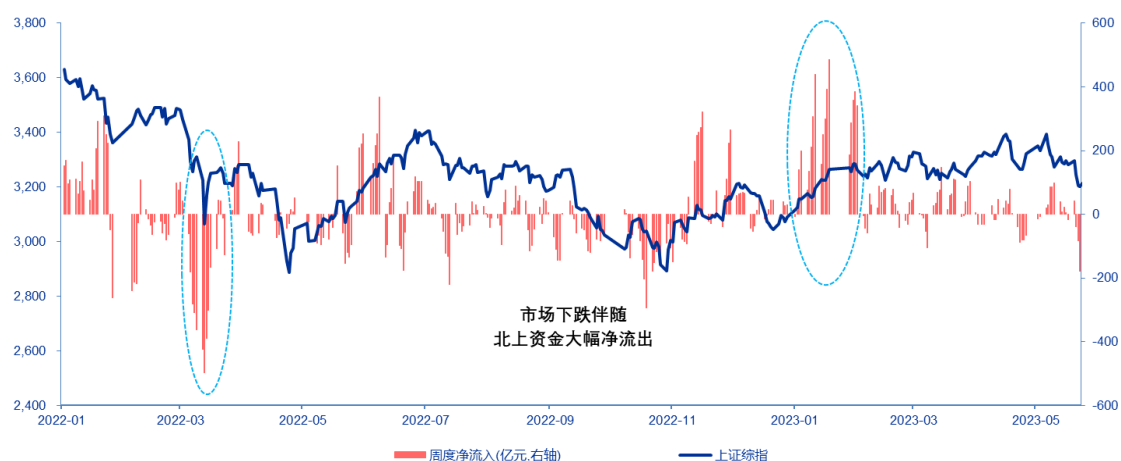


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

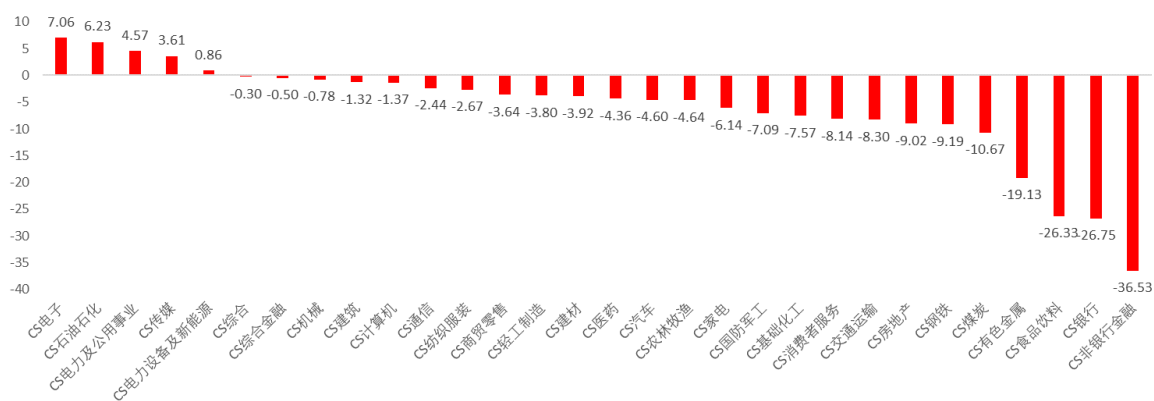
上周北向资金净流出 178.88 亿元，上上周净流出 16.91 亿元，最近一周北向资金持续净流出。上周增持金额排行靠前的行业是电子（↑ 7.06）、石油石化（↑ 6.23）、电力及公用事业（↑ 4.57）、传媒（↑ 3.61）、电力设备及新能源（↑ 0.86）；减持金额排名靠前的行业是非银行金融（↓ 36.53）、银行（↓ 26.75）、食品饮料（↓ 26.33）、有色金属（↓ 19.13）、煤炭（↓ 10.67）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

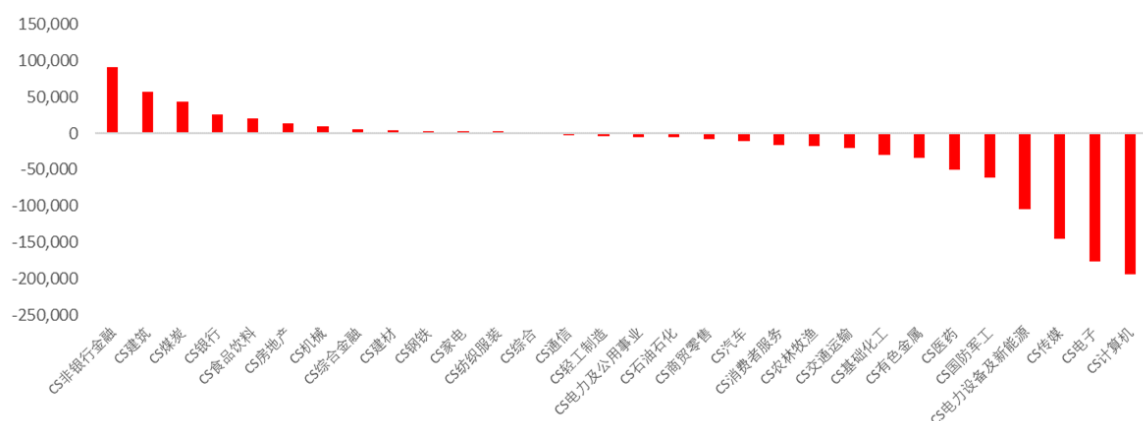
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

5月25日，两融资金占比为7.05%，5月19日（上周五）为7.26%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至5月26日，本周融资净买入最大的五个行业为非银行金融、建筑、煤炭、银行、食品饮料。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

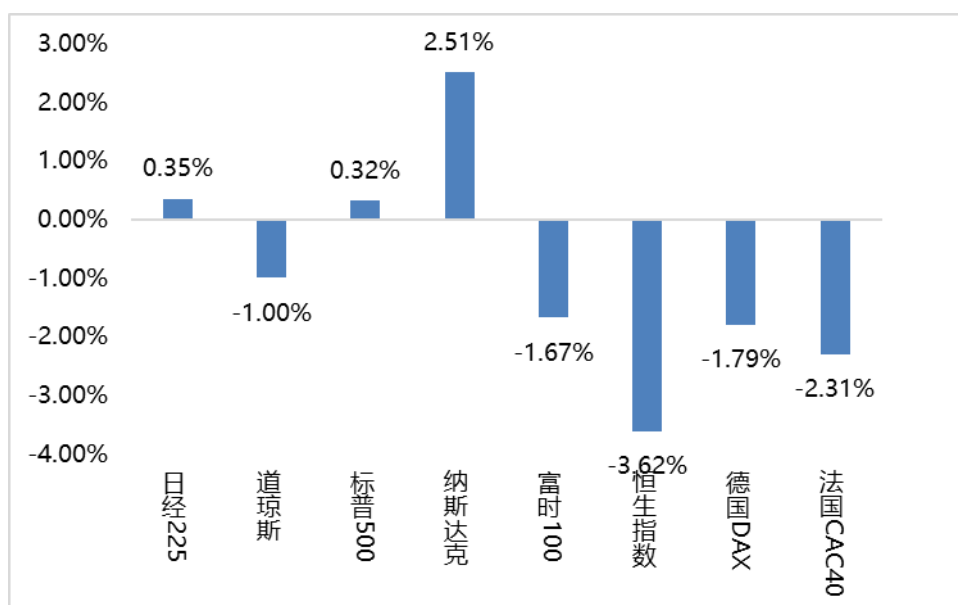


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市多数下跌。美国股市方面，道指下跌1.00%，标普500上涨0.32%，纳指上涨2.51%；欧洲股市方面，英国富时100下跌1.67%，德国DAX下跌1.79%，法国CAC40下跌2.31%；亚太股市方面，日经指数上涨0.35%，恒生指数下跌3.62%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

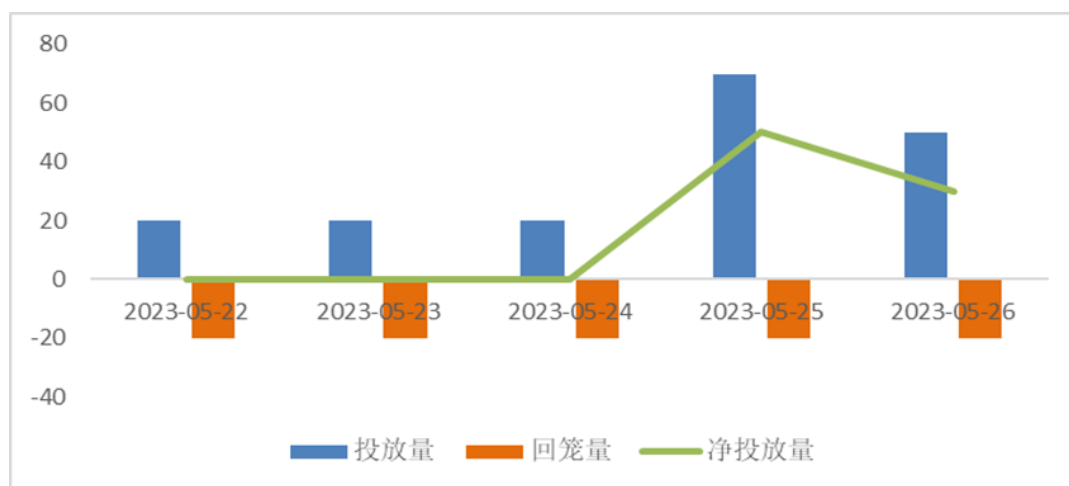


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展开展 180 亿元 7 天期逆回购和一个月期 500 亿元国库现金管理操作，有 100 亿元 7 天期逆回购到期，总体实现资金净回笼 580 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

周三跨月，需要关注月末资金利率变化情况。

政府债发行：本周国债计划无发行计划，地方政府债发行 874.9 亿元，整体净缴款 1295.7 亿元。

表 1：5 月 22 日-5 月 26 日政府债发行缴款

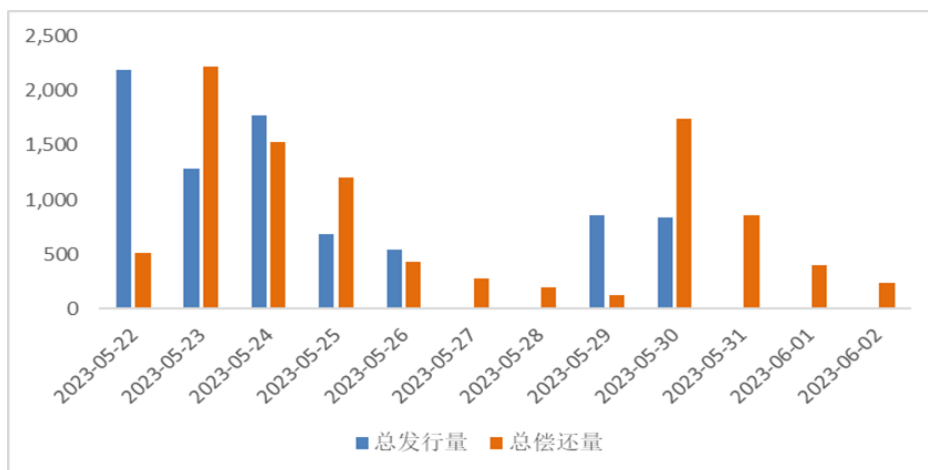
单位：亿元

	5 月 29 日		5 月 30 日		5 月 31 日		6 月 1 日		6 月 2 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	0	0	343.9	0	426.6	0	614.1	230	827.2
到期	800	556.7	0	86.9	0	61.4	0	61	0	2.8
缴款	1442.4	302	0	0	0	454.4	1370	426.6	0	614.1
净缴款	387.7		-86.9		-4.1		170.4		-226.1	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：5 月 29 日-6 月 2 日，同业存单到期量 3839 亿元，接下来两周同业存单到期量升至 7147 亿元、7145 亿元，而后降至 3721 亿元。1 年期 AAA 同业存单收益率先下后上，周五达到 2.42%，较 5 月 19 日下行 4bp。

图 13：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

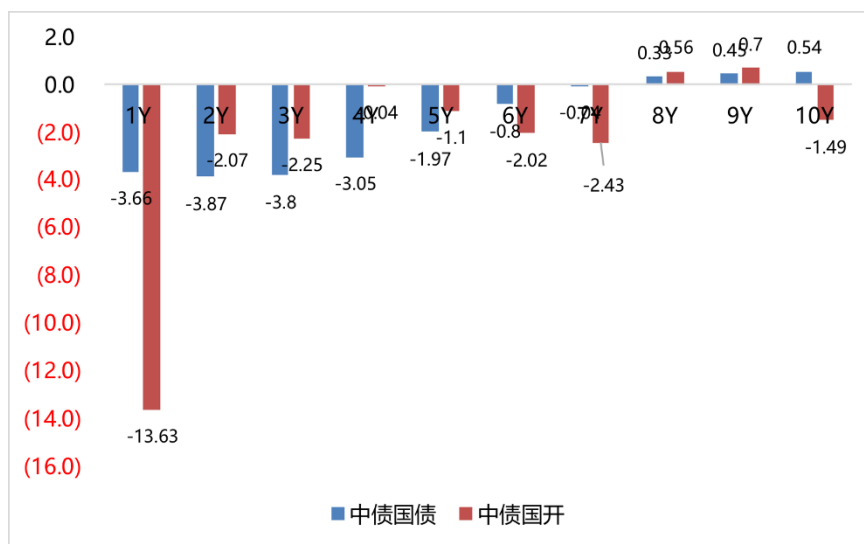
回购市场：上周资金面整体维持宽松，临近跨月，7 天资金利率小幅抬升。上周一至上周三，DR001 在 1.2%-1.3%之间波动，R001 在 1.3%-1.4%之间波动，上周四有所上行，上周五再次回落，DR001 和 R001 周五分别收至 1.40%和 1.53%，二者平均值分别较前一周下行 11bp、10bp。上周一至上周三，DR007 在 1.7%-1.8%之间波动，R007 在 1.8%-1.9%之间波动，上周四开始 7 天资金可跨月，利率向上波动，DR007 和 R007 上周五分别上行至 1.99%和 2.15%，二者平均值分别较前一周小幅上行 3bp、1bp。5 月 22-26 日，银行间质押式回购成交量平均值 8.04 万亿元，前一周为 7.76 万亿。上周二至上周四成交量均在 8 万亿元以上，上周五降至 7 万多亿元。上周四开始可以拆借 7 天资金跨月，7 天资金成交量升至 1 万亿元以上。

票据利率：上周票据价格呈跌后回升行情。上周一至上周二，主要大行进场收票，日内报价有所下调，引领买盘配置意愿向好，卖盘趁机压价出票，供需博弈下，票价震荡下行。

上周三至上周五，主要大行陆续抬价进场收票，买盘机构收票情绪有所收敛，卖盘抛售意愿增强，叠加一级市场票源供给稳步爬升，卖盘供给力量整体强势，供需博弈下，票价上行。

（三）债券市场

图 14：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差（2023 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	30.15	18.04	21.98	56.99
环比	-0.14	1.83	2.51	-19.69
年初以来	-0.56	-6.02	2.91	52.26
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	27.25	15.70	18.12	55.08
2016 年以来分位数	62.47%	68.09%	76.73%	45.79%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2023 年 5 月 26 日）

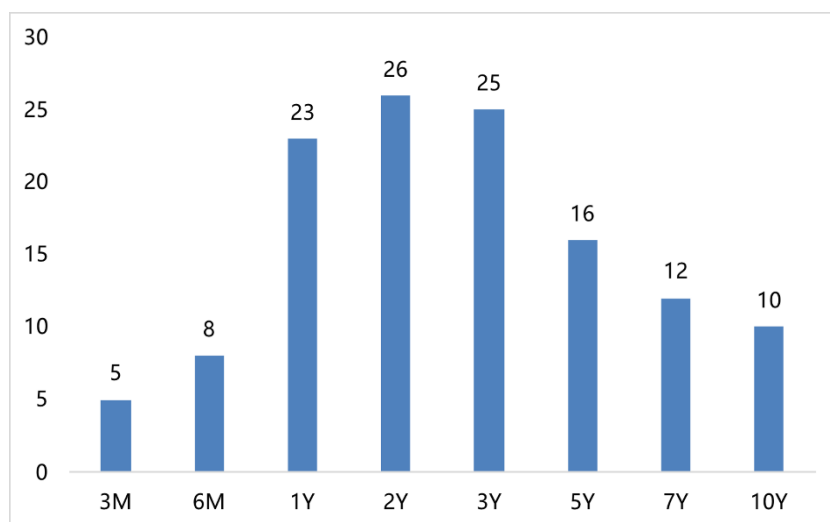
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	36.25	29.07	37.42	35.94	45.01
环比	7.99	-1.00	-0.50	-1.89	-0.27
年初以来	-11.58	-23.15	-25.81	-17.89	-21.91
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	48.52	38.01	40.64	45.23	45.41
2016 年以来分位数	23.27%	22.68%	39.58%	20.03%	50.16%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率整体呈现上行态势。其中，中债国债 1 年期收益率下行 3.36BP 至 2.0188，3 年期上行 3.80BP 至 2.3203，5 年期上行 1.97BP 至 2.5007，10 年期上行 0.54BP 至 2.7205。

高等级短久期信用利差走势分化。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 7.99BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.00BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.50BP。

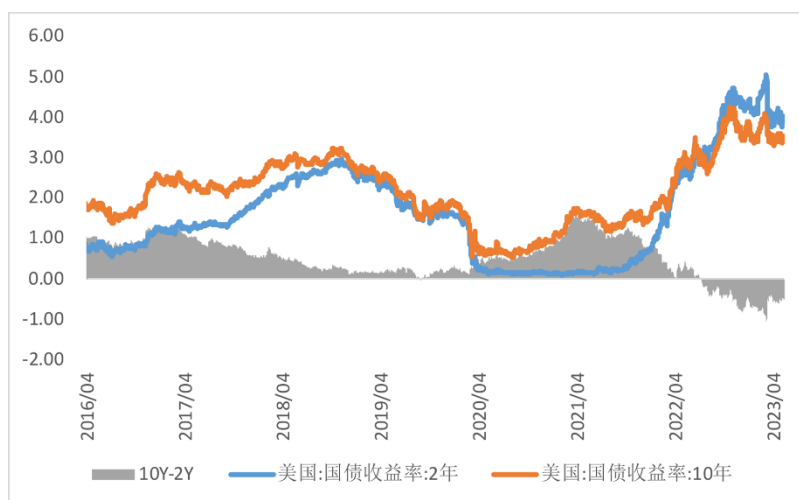
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率基本呈现上行态势。上周 10 年期美债收益率上行，10 年期国债收益率下跌，中美利差倒挂程度有所加深。全周来看，美债大部分期限收益率出现上行，10 年期美债收益率上行 10BP。

图 16：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数上涨 0.99%，在岸和离岸人民币汇率贬值，中间价贬值 0.57%，即期汇率贬值 0.44%，离岸人民币汇率贬值 0.70%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	104.2134	7.076	7.0547	7.0734
对照日期	103.1921	7.0356	7.0235	7.0242
涨跌	0.99%	-0.57%	-0.44%	-0.70%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，上周公布的 4 月工业企业利润累计同比为-20.6%，较 3 月的-21.4%降幅有小幅的收窄，但同比降幅仍在两成左右。从工业企业利润的量、价、成本三方面分析来看，价格因素仍是导致企业利润同比深度负增的主要因素，而 PPI 同比负增背后的实质性因素仍然是年初生产与需求的不匹配导致的供过于求。近期，企业产能有所去化，未来供给或逐渐向需求靠拢，供需的再平衡为 PPI 同比读数提供了安全下限。同时，由俄乌冲突导致的高基数效应在下半年将逐渐消退。综合来看 PPI 或将在 7、8 月份见底回升。同时，由于去年工业企业利润是逐步回落的，也就意味着基数是在逐步走低的，因此后续工业企业利润增速的回升是比较确定的。但是，考虑到目前下游需求仍然较弱，海外宏观经济总体也是在走弱的，如果依然缺乏政策的支持，工业企业利润增速上行的步伐大概率比较缓慢。海外方面，4 月美国核心 PCE 超出市场预期，通胀粘性和经济韧性并存，市场预期频繁波动，不建议过早介入博降息交易。

（二）权益市场展望和策略

国内经济数据加重了市场的悲观情绪，上周北向资金在四个交易日内净卖出 178.88 亿元。上证 50、沪深 300 已跌至去年 11 月中下旬位置，创业板指数创出了去年四季度以来的新低。当下位置，我们不必再加深悲观的情绪。股票市场自春节之后的调整，正是对于经济数据较弱的提前反馈，已调整了近 4 个月。有色和螺纹钢等大宗商品上周的止跌回升，或预示着悲观之中的一点希望。上周停办了一年的国内光伏展吸引了大量的关注，市场提高了下半年光

伏组件装机量的预期，引发了光伏板块的反弹。海外公司强劲的业绩指引带动了 TMT 行业中半导体和人工智能行业的超跌反弹，后续可以持续关注。

短期来看，低估值大盘蓝筹板块在经过快速的调整之后，短期有止跌的迹象，但仍需业绩基本面的进一步催化，仅靠流动性宽松难有新的趋势性行情。市场在经过一段时间调整之后，将进入相对平稳的整理期，等待国内宏观面给出更为明确的增长指向，以及市场流动性是否会进一步的边际宽松。

（三）债券市场展望和策略

从基本面上看，内外需均承压，不确定性较多，市场主体信心明显不足，政策端又左右为难。从资金面上看，银行间体系资金相对充裕、分布相对均衡、且实体融资需求短期内难以改善，预计资金面如果没有外部力量干预，大概率不会有大的波动；后续需重点关注人民币汇率走势及央行态度。从政策层面上看，政策端更多着眼于长远来考量和应对，并未释放短期加大刺激力度的信号，本月 MLF 亦按兵不动，一方面近期人民币汇率破 7，面临一定贬值，在一定程度上掣肘货币宽松；另一方面，从一季度货币政策报告可见央行对利率水平的把握主要采取“缩减原则”，即决策时相对审慎，留出一定的回旋余地。从市场层面上看，市场对于弱经济基本面的预期和交易相对充分，无论是债市、股市、商品还是汇率都有明显反应，债市对降息亦有一定交易，往前看，虽然目前难以看到明显的风险点，但债市实际上比较脆弱，向下空间有限，向上对利空相对敏感；对于流动性较差的信用品种而言，近期区域信用风险舆情明显增加，也引起了市场广泛关注，值得高度警惕。建议利率债账户保持中性以下久期，多看少动；信用债方面，建议坚持票息策略，以高等级、中短久期为主，可利用较好的市场环境逐步由进攻转为防守。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。

本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。