

分析师： 李冒余 (8621) 68751605 limy@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080252
联系人： 沈楠、吴邦栋 (8621) 68751256 wubd@cjsc.com.cn

7 月份外贸数据点评——三季度末成关键观察窗口

报告要点

■ 2010 年 7 月份中国对外贸易数据

7 月份当月我国实现外贸进出口总额为 2623.1 亿美元,同比上升 30.8%。其中出口值 1455.2 亿美元,同比增长 38.1%;进口为 1167.9 亿美元,同比上升 22.7%,6 月份我国月度出口值及进出口总值均刷新 2008 年 7 月的历史记录,均创历史新高。当月贸易顺差 287.3 亿美元,进一步回升。

■ 短期超预期增长难掩见顶之势

从短期因素来看,7 月进出口方面确实部分部门出现超预期的增长,主要受到一些短期因素的影响。例如近期人民币的波动性升值以及年内仍将升值的预期对短期内出口企业的判断产生一定的影响。不过我们仍然坚持认为 7 月进出口的继续超预期,并不能够掩饰出口见顶的态势。而从主要的需求端——美国经济方面来说,库存、人口普查及政策刺激这几个因素均在 5-6 月份开始出现明显消退,甚至逆转,库存对 GDP 的贡献已经从 2 个点下降到 1 个百分点左右,下半年将进一步放缓,财政刺激高峰期也已过去(但值得注意的是最近一个月参院连续通过了关于延长失业救济金法案及州与地方政府 250 亿美元补助的法案,以提振经济),而人口普查的临时性因素仅仅产生了三个月的拉动效应,最新的 7 月数据显示,因人口普查完成而失去临时职位的人数达到 14 万人,这给未来就业市场的持续复苏带来一定压力。

■ 四点因素使得三季度末的出口成为最关键观察窗口

展望下半年,我们认为四点因素值得关注,而这些因素的聚焦则将集中于三季度末这一时间窗口。第一,季节性因素,三季度通常是出口的旺季,这主要是受欧美年末包括圣诞节的订单提前效应所致,根据我们的测算,7、8、9 三个月的季节性因素分别比正常月份多 8%,9%,10%左右,随着四季度的来临,这一因素会迅速消失;第二,基数效应,由于去年出口基数过低,上半年持续保持的基期效应对出口的推动作用将逐渐开始减弱力度;第三,我们去年年中提出的“无通胀、无就业、无信贷”的“三无”式消费弱复苏将再次主导下半年美国的经济走势。美国下半年的疲软走势以及东亚经济体的放缓将明显制约以德国出口制造业带动的欧洲自身的复苏动力(7 月最新公布的日本、中国、韩国及台湾地区的 PMI 指数均进一步回落),而全球需求的放缓,实际上将成为制约中国强势出口复苏的最重要因素。而考虑到美国放缓自身存在的一个时间缓冲以及美国对欧洲经济周期的传导效应存在的一个滞后期,那么三季度末四季度初或成为这一点影响因素的时间窗口。第四,欧洲自身财政紧缩对实体经济的乘数效应及溢出效应,从目前披露的欧洲国家紧缩方案来看,其大部分政策实施尚未反映在目前的数据中,例如德国,实际上其紧缩方案真正的实施要从 2011 年开始,今年仍是一个较为宽松的财政环境,因此从四季度尤其是明年,欧洲财政紧缩开始体现到实体经济时,这将对中国的一大出口动力带来切实影响。

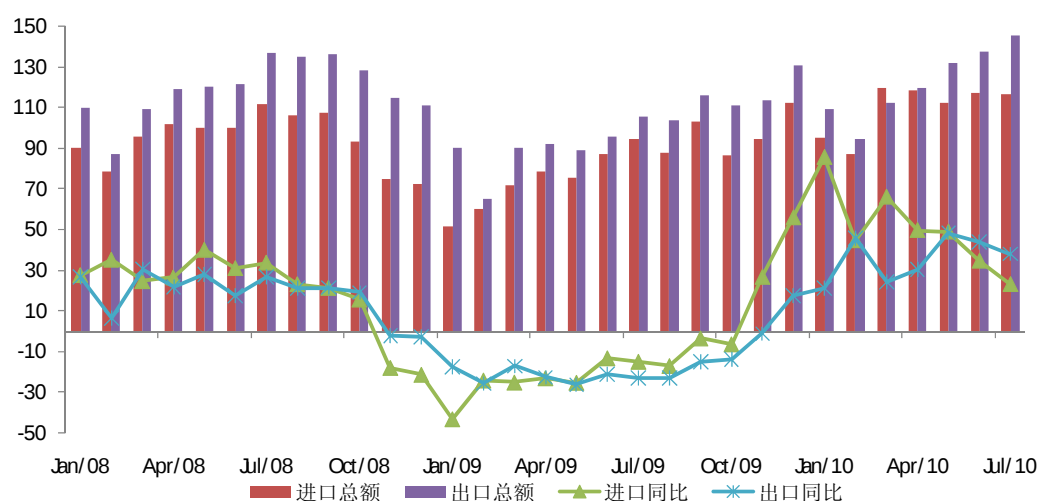
7 月进出口概览：进出口增速放缓延续

1、7 月份贸易概况

海关总署于 10 日公布 1-7 月的外贸情况，今年上半年，我国对外贸易累计进出口总值 16170 亿美元，比去年同期增长 40.9%。其中出口 8504.9 亿美元，增长 35.6%；进口 7665.6 亿美元，增长 47.2%。累计贸易顺差 839.3 亿美元，同比减少 21.2%。

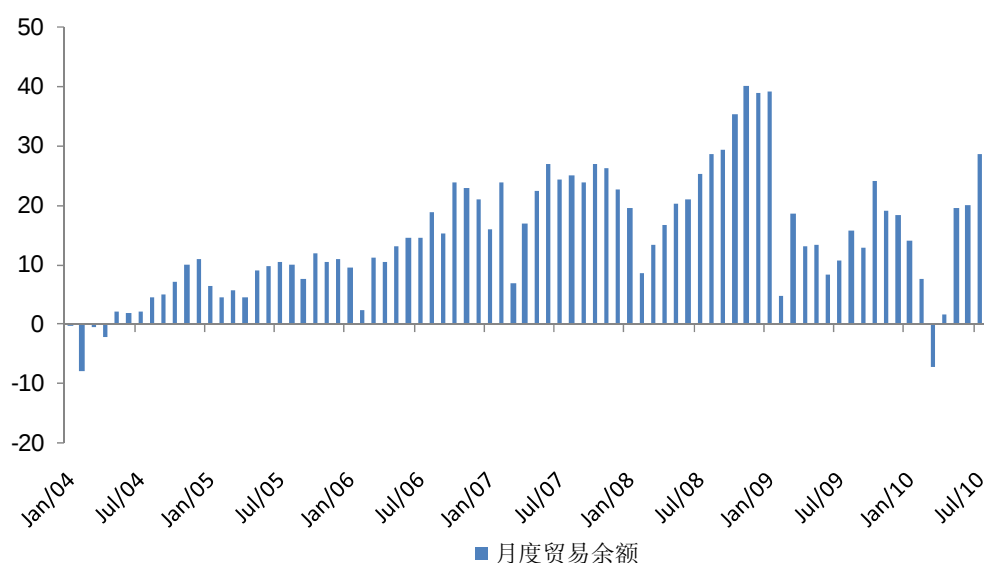
7 月份当月我国实现外贸进出口总额为 2623.1 亿美元，同比上升 30.8%。其中出口值 1455.2 亿美元，同比增长 38.1%；进口为 1167.9 亿美元，同比上升 22.7%，6 月份我国月度出口值及进出口总值均刷新 2008 年 7 月的历史记录，均创历史新高。当月贸易顺差 287.3 亿美元，进一步回升。

图 1：中国月度进出口数据（单位：十亿美元，%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 2：04 年以来中国月度贸易差额（单位：十亿美元）

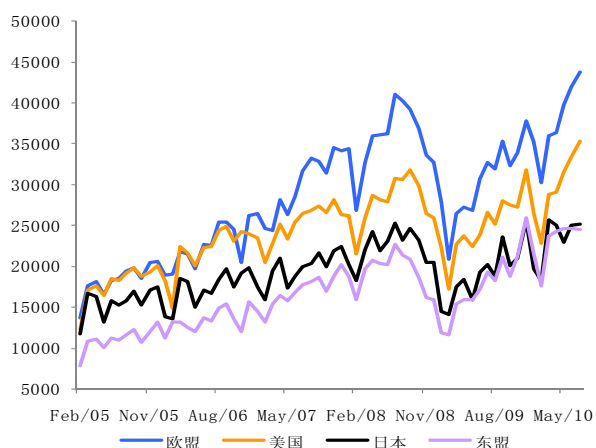


资料来源：CEIC，长江证券研究部

2、与主要经济体贸易情况

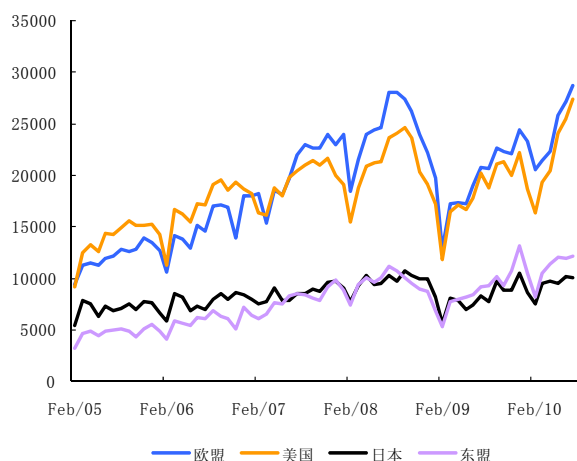
在我与主要贸易伙伴的双边贸易中，今年前 7 个月，欧盟继续保持我国第一大贸易伙伴，中欧双边贸易总值 2631.6 亿美元，增长 36.6%。同期，美国仍为我国第二大贸易伙伴，中美双边贸易总值为 2072.3 亿美元，增长 30.6%。日本以微弱的优势超过东盟，重新成为我国第三大伙伴。前 6 月我国与日本双边贸易总值为 1617.1 亿美元，增长 34.9%。中国和东盟双边贸易总值达 1610 亿美元，增长 49.6%。

图 3：中国与四大贸易伙伴进出口总额



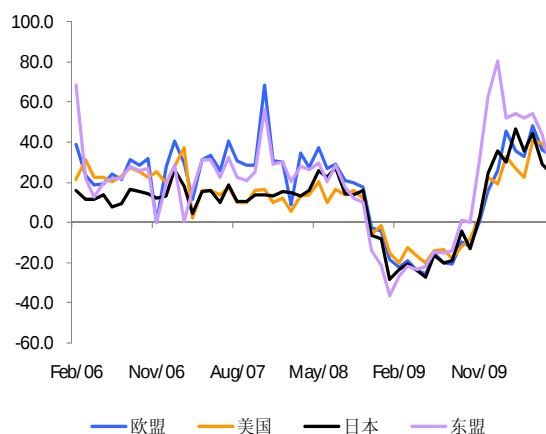
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 5：中国对四大贸易伙伴出口



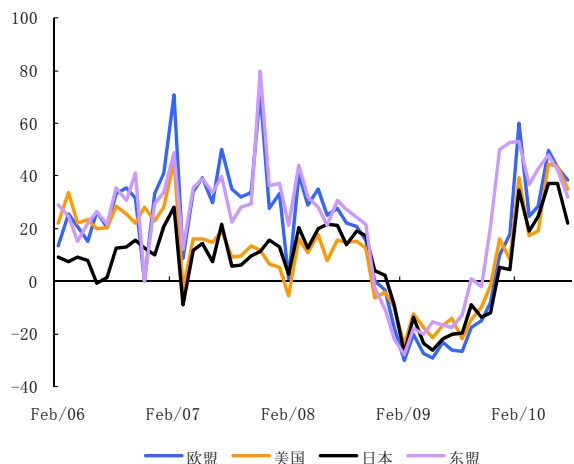
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 4：中国与四大贸易伙伴进出口总额同比变动

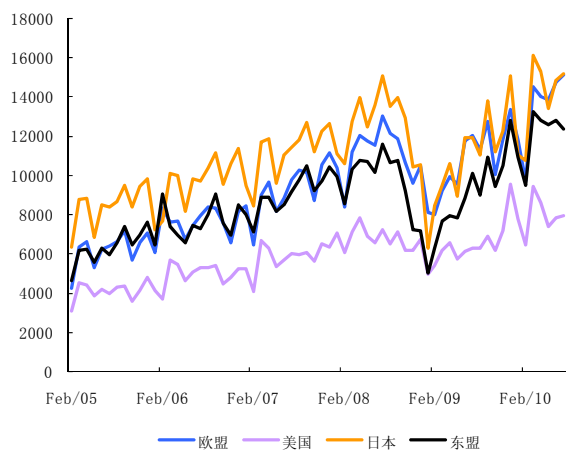


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

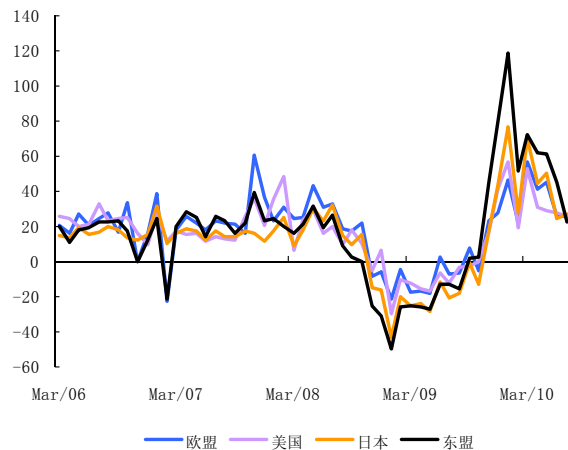
图 6：中国对四大贸易伙伴出口同比增长



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 7：中国对四大贸易伙伴进口


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

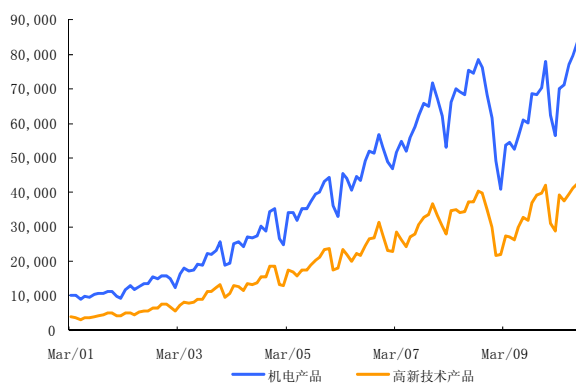
图 8：中国对四大贸易伙伴进口同比增长


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

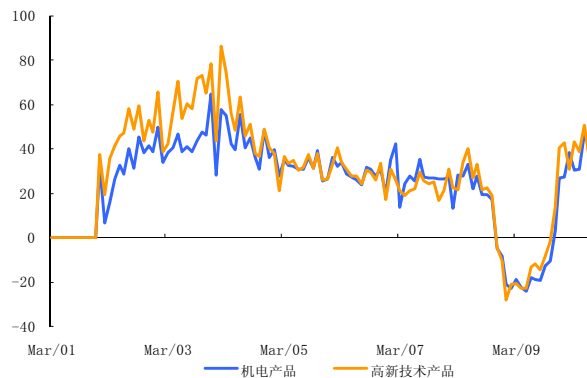
3、主要进出口商品情况

在出口商品中，今年前 7 个月，我国机电产品出口 5006.9 亿美元，增长 36.2%，高出同期我国总体出口增速 0.6 个百分点，占同期我国出口总值的 58.9%。其中电器及电子产品出口 2026.3 亿美元，增长 34.7%；机械设备出口 1696.7 亿美元，增长 36.6%。同期，传统大宗商品出口较上半年普遍有所加快。其中服装出口 668.3 亿美元，增长 17.4%；纺织品出口 428.4 亿美元，增长 32.8%；家具出口 185.4 亿美元，增长 34.9%。

在进口商品中，大部分主要大宗商品进口量均有不同程度增长，进口均价同比快速增长。据海关统计，今年前 7 个月，铁矿砂进口 3.6 亿吨，增长 1.5%，进口均价为每吨 116 美元，上涨 53.3%；大豆进口 3076 万吨，增长 16.2%，进口均价为每吨 439 美元，上涨 4%。此外，进口机电产品 3602.8 亿美元，增长 42.8%，其中汽车进口 45.9 万辆，增长 1.5 倍。

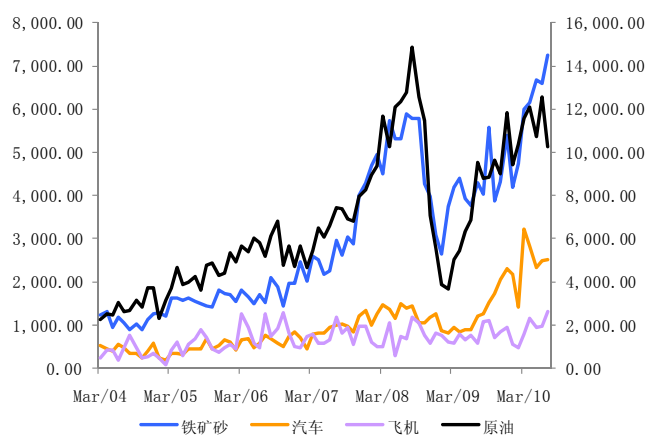
图 9：主要出口商品额


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 10：主要出口商品同比


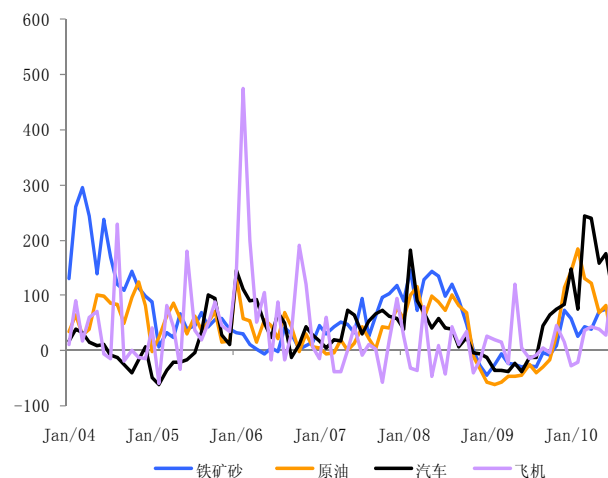
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 11: 主要进口商品额



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 12: 主要进口商品同比

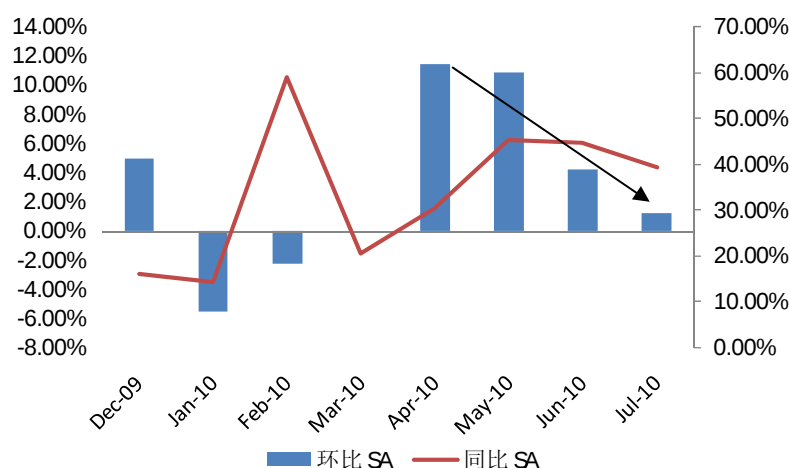


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

出口阶段性复苏三季度步入尾声

从7月份的出口数据上来看，尽管在出口的绝对金额上仍旧保持环比上升的势头，并实现了比我们预期更高的增长，但根据统计局公布以及我们自己测算的季节调整后数据来看，环比的上升步伐开始出现明显的放缓，下图 13。对日本及东盟国家的出口额开始持平，但欧美受益于滞后的复苏周期，仍处上升阶段，另一方面，从今年3月份持续以来的同比回落势头继续，在年初《201001 三大因素激发美国短期强劲复苏 -- 暨出口复苏的时间、空间和超预期性》的出口报告中，我们曾把上半年出口出现的这次强势复苏定义为阶段性的强势复苏，其主要的出发点在于美国经济受到库存重建、财政刺激和人口普查带来的就业拉动等三大短周期因素的影响。

图 13: 经季调出口环比及同比增速



资料来源: 长江证券研究部

目前来看，这几个因素均在5-6月份开始出现明显消退，甚至逆转，库存对GDP的贡献已经从2个百分点下降到1个百分点左右，下半年将进一步放缓，财政刺激高峰期也已过去（但值得注意的是最近一个月参院连续通过了关于延长失业救济金法案及州与地方政府250亿美元补助的法案，以提振经济），而人口普查的临时性因素仅仅产生了三个月的

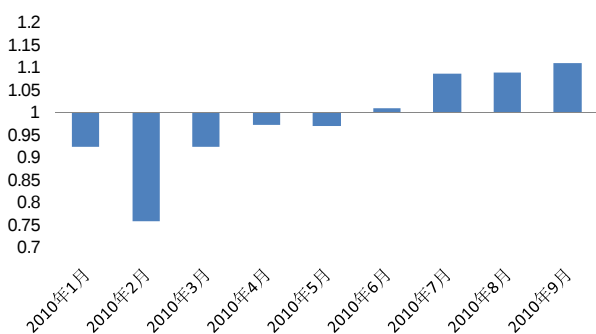
拉动效应，最新的 7 月数据显示，因人口普查完成而失去临时职位的人数达到 14 万人，这给未来就业市场的持续复苏带来一定压力。

从短期因素来看，7 月进出口方面确实部分部门出现超预期的增长，主要受到一些短期因素的影响。例如近期人民币的波动性升值以及年内仍将升值的预期对短期内出口企业的判断产生一定的影响。不过我们仍然坚持认为 7 月进出口的继续超预期，并不能够掩饰出口见顶的态势。

展望下半年，我们认为四点因素值得关注，而这些因素的聚焦则将集中于三季度末这一时间窗口。

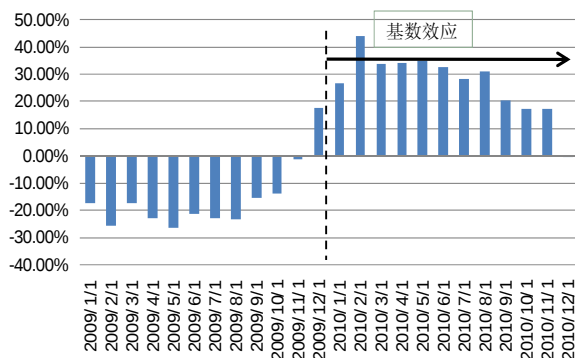
- 1、季节性因素，三季度通常是出口的旺季，这主要是受欧美年末包括圣诞节的订单提前效应所致，根据我们的测算，7、8、9 三个月的季节性因素分别比正常月份多 8%，9%，10% 左右，随着四季度的来临，这一因素会迅速消失；
- 2、基数效应，由于去年出口基数过低，上半年持续保持的基期效应对出口的推动作用将逐渐开始减弱力度。从上面的图中我们可以看出，出口的阶段性低点正出现在去年上半年的 2-3 月份，而进入快速上升通道的态势出现在 09 年的下半年，下图是在剔除了季节因素之后对基期效应的估计。从图中可以看出，在进入 2010 年之后，基期效应开始出现明显的上升。而这一因素出现确定的趋势性回落将出现在 8 月份之后，因此，7 月出口的同比回落绝不会是一个偶然的波动性事件，基期优势的丧失将导致同比回落的局面在下半年特别是下半年 3 季度末之后出现持续。

图 14：季节性因素



资料来源：长江证券研究所

图 15：剔除季节性因素后的基数因素



资料来源：长江证券研究所

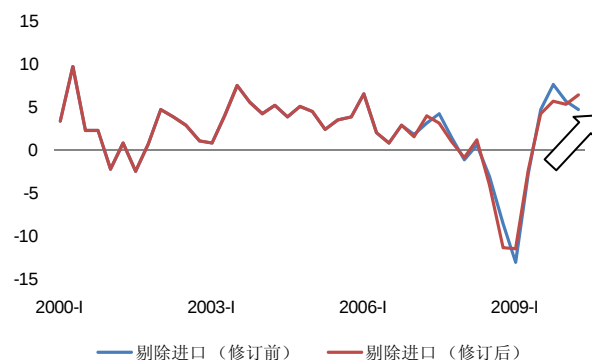
- 3、美国放缓对欧洲的拖累，美国上半年在三大短期因素对其经济的拉动作用在二季度已达到顶峰，这一判断根据此前公布的 GDP 数据实际上有所偏差，但是从最新 7 月底公布的最终修正数据来看，美国二季度需求达到顶峰确实和我们此前的判断非常一致，下图右红色线代表剔除进口的后最终需求环比季调数据，二季度创出了衰退以来最强的环比增速，而下半年其经济增速的放缓和下滑风险的增大将重新暴露美国居民去杠杆过程的本质，我们去年年中提出的“无通胀、无就业、无信贷”的“三无”式消费弱复苏将再次主导下半年美国的经济走势。更为关键的和美国的放缓将对英国及欧元区带来明显的压力，左图是我们中期报告中研究的结论之一，即美国对其他发达国家的溢出效应大约是欧洲对其他国家影响力的约 7 倍，因此，美国下半年的疲软走势以及东亚经济体的放缓将明显制约以德国出口制造业带动的欧洲自身的复苏动力（7 月最新公布的日本、中国、韩国及台湾地区的 PMI 指数均进一步回落），而全球需求的放缓，实际上将成为制约中国强势出口复苏的最重要因素。而考虑到美国放缓自身存在的一个时间缓冲以及美国对欧洲经济周期的传导效应存在的一个滞后期，那么三季度末四季度初或成为这一点影响因素的时间窗口。

图 16: 发达国家经济周期的传导效应

传导至 \ 被传导	美国	德国	日本	法国	英国	意大利	其他国家总和
美国	74.0	1.3	3.5	2.5	5.0	13.7	26.0
德国	33.6	8.3	6.4	16.7	6.0	29.2	91.7
日本	32.3	6.3	13.2	15.1	9.5	23.7	86.8
法国	28.0	7.5	5.2	23.0	7.2	29.0	77.0
英国	38.3	2.4	2.5	10.0	25.8	21.0	74.2
意大利	38.2	3.0	2.4	10.3	2.8	43.5	56.5
其他国家总和	170.3	20.5	19.9	54.5	30.5	116.6	

资料来源: 长江证券研究所

图 17: 修订后美国剔除进口 GDP 环比创新高



资料来源: 长江证券研究所

- 4、欧洲自身财政紧缩对实体经济的乘数效应及溢出效应，从目前披露的欧洲国家紧缩方案来看，其大部分政策实施尚未反映在目前的数据中，例如德国，实际上其紧缩方案真正的实施要从 2011 年开始，今年仍是一个较为宽松的财政环境，因此从四季度尤其是明年，欧洲财政紧缩开始体现到实体经济时，这将对中国的一大出口动力带来切实影响；

表 1: 已披露的财政削减计划统计

国家	削减金额及对GDP增长拖累程度	具体措施	对未来一年的GDP拖累
希腊	① 3年削减230亿欧元。SGP计划2010削减赤字占GDP比4%，金额为98.45亿欧元，之后的三年为3.1%、2.8%和0.8%	①. 从09年制订的预算中一次性削减20.23亿欧元，其中包括工资和养老金的削减，社保基金和社会保障支出。 ②. 从高盈利的公司和高价值房产处征收的款项共计13.3亿欧元。 ③. 永久性支出的增削，包括10%的工资津贴削减、养老金补贴削减、冻结招聘、减少加班费，公共部门雇员名义工资削减上限为6%。 ④. 国家经费削减18.57亿欧元，包括军备和医疗支出。 ⑤. 2010年永久性收益增加52.1亿欧元，包括对税收细则的调整，烟酒税、财产税、移动电话税、燃油税的增收，和对偷漏税收、社保费用进行打击而带来的收益。 ⑥. 削减公务员薪金12%，增加燃油税，将退休年龄由61岁提高至63岁。	4%
葡萄牙	① 2010年削减32亿欧元	①. 工资等雇员补贴将每年减少10亿欧元，到2013年共减少10%。 ②. 控制公共事业的支出。包括社保项目的强制福利测试，失业补助的减少，医疗卫生的缩减，和社保项目与养老金的合并。 ③. 将2011-13年间对外包项目的总金额封顶于9亿欧元，减少40%的军备支出，停止Lisbon-Porto和Porto-Vigo高速公路的建设。 ④. 征收20%的资本利得税，对个人所得税补贴设定上限，减少所得税的一系列优惠和返还措施。 ⑤. 包括设立特别所得税，增加公路收费站，加强对国有企业的管理以及改革预算框架。 ⑥. 取消应对金融危机的经济刺激计划，减少政府雇员5%的薪水，削减资本支出及减少对地方政府转移支付。 ⑦. 提高1%的增值税，提高个人所得税、企业所得税、消费税以及增设新收费站。	2%
法国	① 3年内，削减开支450亿欧元、追缴偷漏税50亿欧元、增税和经济回暖获益350亿欧元、中止刺激计划150亿欧元	①. 政府将在3年内把国家的日常行动开支减少10%，这类开支包括公共机关对发展、农业和就业（扶助性合同等）提供的资助、以及各种社会补助。 ②. 在国家公务部门及国立机构缩减人员编制，实行“每两名公务员退休，只替补一人”的政策，每年减少1.5%的就业岗位，但无公务员降薪计划。 ③. 提高法定退休年龄。	0.70%
德国	① 2011-2014年总计816亿欧元的紧缩计划。2011年为110亿欧元，2012为191亿，2013为247亿、2014为266亿，并宣布由扩张转向紧缩	①. 政府将减少300亿欧元的福利开支，其中包括取消失业者作为父母在家的补贴。 ②. 对核能征收高额税。 ③. 征收从德国机场起飞乘客的环境费和裁减军队规模。	0.20%
意大利	① 2011年赤字将至3.9%，2012年将至2.7%，紧缩计划包括240亿欧元	①. 减少对地方的转移支付。 ②. 公务员的薪水冻结和下降也将为意大利节约60亿欧元，部长和议员级别的官员则将在2011年减薪10%。 ③. “赦免违章建筑”的条款，即意大利人可以通过交纳罚款的方式，为自己没经过批准的建筑注册，该罚款小于财产税的金额。	0.70%
西班牙	① 在2010和2011年间缩减财政支出150亿欧元	①. 公共支出60亿欧元。 ②. 公务员工资削减5%。 ③. 2011年冻结公共部门工资和部分养老金。 ④. 取消面向每位新生婴儿的2500欧元政府资助。 ⑤. 增值税标准税率从16%提高到18%，适用于服务和食品制造业的增值税低税率从7%增加到8%。取消每个家庭每年400欧元的所得税扣除，将超过6,000欧元的资本利得税从18%增加到21%。	0.70%
英国	① 2010财年62亿英镑	①. 11.5亿在“自由支配领域”，如咨询和旅游开销。0.95亿在IT部门结余。17亿英镑来自于供应商项目或合同上的延误/终止。 ②. 1.7亿为房产费用扣除。1.2亿公务员招聘冻结。6亿削减准非政府组织费用。5.2亿所谓的“低价值”项目削减。 ③. 部门预算：6.83亿交通部门；7.8亿社区政府；8.36亿商业活动部门；6.7亿教育部门；3.25亿司法部门。 ④. 苏格兰、威尔士和北爱尔兰必须削减7.04亿。 ⑤. 地方政府预计削减11.65亿，政府津贴将被取消。	0.40%
欧元区			0.5%-0.6%

资料来源：Bloomberg 及各国财政部，长江证券研究部

出口复苏的阻力及风险

最后投资者仍需关注当前出口复苏中所存在的一些风险。我们屡次提及这些风险确实是存在的，除了上面分析的关于实体需求方面的风险之外，主要集中于人民币汇率的回升的影响。目前人民币兑美元汇率已开始呈现波动向上的态势，近期胡晓炼副行长也连续发表讲话，对于人民币汇率形成更加富有弹性的汇率机制已经成为了大势所趋。而从短期内其升值的走势来看，一方面这种扩大波幅的升值模式将加大出口企业在汇率方面面临的不确定性，另一方面趋势上依旧保持的升值也会对议价能力较低的出口企业利润产生压缩，不仅仅对我国整体出口总额上的影响值得我们关注，是否由此开启产生出口结构的缓慢变化也是我们应该在中长期内思考的问题。

6月19号央行重起汇改，再一次将人民币的升值问题推到了风口浪尖。7月15号到7月30号的16天内央行副行长胡晓炼在中国人民银行网站上连续撰文5篇，阐述了生产要素价格的调整与汇率改革的关系以及有管理的浮动汇率制度的几个要素，汇率制度改革与货币政策的关系。从胡晓炼的几篇撰文中我们可以清晰地看到人民币走势的方向，幅度和节奏，以及中央对经济调控能力的信心。

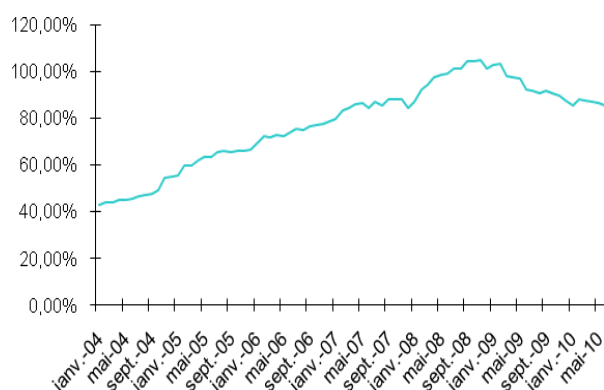
而在经历了重启汇改之后6月份人民币汇率的短期单边大幅升值之后，步入7月后升值步伐明显放缓而进入了一个波动幅度扩大的区间，而胡晓炼副行长连续5篇的汇改撰文之后，再次带出人民币一波新的升势。

从汇率制度改革的长期动力来看，尽管从短期因素来看，目前进行人民币汇率制度改革存在着多方面的原因，其中甚至包括较为频繁的贸易摩擦，以及以美国为首所带来的政治和外交上的压力，但这些都难以成为中长期内政府保持汇改态度的动力。我们认为，从中期来看，政府推动汇率制度改革的动力主要包含两个方面：

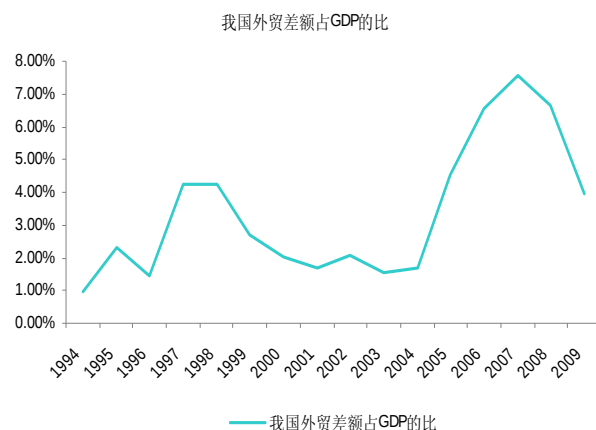
1、调整产业结构，拉动经济增长。如果说此次汇改的重起是在内外双重压力下的一次被动改革，倒不如说是当前的经济危机为人民币汇率改革提供的一次良机。在由美国次贷危机引发的全球经济危机，以及近期的欧元区国家的主权债务危机下，欧美需求急剧下降并在短时间内难以恢复。因此，我们不能再主要依靠贸易出口来带动经济的持续增长。为保经济的健康增长和社会的稳定，扩大内需，以内需拉动经济增长变得尤为重要。由外向型经济向内需型经济转变，势必要牵连到产业结构的调整以及社会资源在各国民生产部门之间的重新分配。

2、增强货币政策有效性。我国的货币政策主要在控制通货膨胀，促进经济增长，保持国际收支平衡，增加国内就业等方面起到调控作用，然而在过去的汇率制度上，货币政策的有效性上遭到质疑。主要表现在近年来，金融机构贷款对货币供应量占比不断下降，外汇占款比不断上升（尤其是2008年7月至2009年2月，外汇占款与货币供应量M1比超过100%），货币供给量不能主动掌控，银行体系流通性上升，央行票据大量发行，存款准备金调整频繁，致使对商业银行运行效率造成影响，央行对冲成本增加。这就是著名的“蒙代尔三角”，在开放经济条件下，独立的货币政策，汇率固定和资本自由流通三者不可能同时实现。在此情况下，实行有管理的浮动汇率有助于提高宏观调控的主动性，增强货币政策的有效性，改善宏观调控的能力，抑制通货膨胀和资产泡沫，促使宏观经济平稳运行。

从图2和图3，我们可以清楚的看到从2004年我国的贸易差额占GDP的比值逐渐增加的同时，我国的外汇占款与货币供应量M1的比迅速增加，并在2008年7月至2009年2月期间该比值超过了100%，从而严重的影响了我国货币政策的灵活性与有效性。

图 2：我国外汇占款与货币供应量 M1 的比率


资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 3：我国外贸差额占 GDP 的比


资料来源：CEIC，长江证券研究所

从这两个方面来说，尽管人民币在年内取得较大幅度的升值，可能性并不是太大，但是在汇改这一问题上，我们更应当关注人民币汇率变化波动幅度的扩大，结合胡晓炼副行长近期表明态度，从目前人民币汇改之后已经走出震荡升值态势来看，警惕汇率变化加大对出口企业的风险是很有必要的，而对于一些在议价能力方面较强的出口行业企业，这种影响可能相对较小。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及海外市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。