

先“冲刺”，再“喘息”： 美联储货币政策前瞻

■ **美联储加速收紧“控通胀”**。在宏观政策和“疫苗复苏”的支撑下，美国经济持续快速修复，就业市场表现强劲，“用工荒”持续。美国需求仍显著超出供给，叠加俄乌冲突、中国疫情等新生供给冲击，美国通胀仍未见顶。就业市场“用工荒”与通胀压力，共同指向美联储货币政策将加速收紧。

■ **尽管美联储当前政策重心已经倒向“控通胀”，但仍面临多重约束**。今年上半年货币政策正常化“三部曲”将全面开启，但作为“重头戏”的加息和缩表路径仍不明朗。美联储将保持灵活性，根据未来经济数据和形势变化“相机抉择”，争取在抑制通胀的同时实现经济“软着陆”。

■ **美联储年内实际加息幅度或低于市场预期**。美国目前实际利率深度为负，客观上为美联储短期内快速加息提供了空间。近期美联储主要官员频繁鹰派表态，推升了市场加息预期：CME 联邦基金利率期货隐含的全年加息预期达到 10 次，5-7 月的三次会议上可能各加息 50bp。但事实上，美联储仍面临多重约束，上半年冲刺式加息之后的政策路径仍面临较大不确定性。基准情形下，美联储将在上半年开启“背靠背”加息，在未来两月分别加息 50bp，将联邦基金利率目标区间升至 1.25-1.5%，下半年“喘口气”后视经济与通胀表现择机加息 2 次左右，全年加息 7 次 175bp。

■ **美联储本次缩表将较上轮更为迅速，但需关注提前中止的可能**。基准情形下，美联储将于 5 月开启缩表，以上轮 2 倍的速度启动，首月缩减 200 亿美元，逐月增加 250 亿，最终达到每月缩减 950 亿美元（600 亿国债+350 亿 MBS）的速率。缩表进程或持续 2-3 年，总缩减规模 2.2-3.6 万亿，相当于当前规模的 25-40%。需要注意的是，若美联储快速加息导致美国经济超预期下行，美联储可能提前中止货币政策正常化进程。

■ **外部环境制约下，我国结构性政策工具将发挥更大作用**。中美利差收窄甚至倒挂，将对我国跨境资本流动和人民币汇率造成直接影响，进而作用于我国的货币政策、实体经济和资本市场。近期密集出台的一系列货币政策工具表明，在面临外部紧约束的情况下，相较运用总量性工具“宽货币”，央行更偏好通过结构性货币政策“宽信用”支持实体经济，商业银行是其中重要的传导枢纽。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

田地

宏观研究员

☎: 0755-82902723

✉: andrewtian@cmbchina.com

感谢实习生韩亚萍的贡献



目录

一、立场：美联储加速“控通胀”	1
（一）就业：“充分就业”基本达成	1
（二）通胀：面临新生供给冲击	2
二、路径：“软加息”vs“硬加息”	5
（一）加息：先冲刺，后喘息	5
（二）缩表：更早更快	8
三、小结：我国货币政策面临外部“紧约束”	10



图目录

图 1: 美国就业市场经历了历史上最快速的修复.....	1
图 2: 美国劳动力供需缺口持续走阔.....	2
图 3: 美国实际薪资加速负增长.....	2
图 4: 劳动参与率仍明显低于疫前水平.....	2
图 5: 美国青壮年劳动参与率基本恢复至疫前.....	2
图 6: 美国 CPI 通胀持续攀升.....	3
图 7: 美国通胀由结构性上涨向“普涨”转换.....	3
图 8: 大宗商品价格增速处于近几十年高位.....	3
图 9: 封控期间上海经济活动大幅下降.....	3
图 10: 中国供应链压力领先出口价格约 3 个月.....	4
图 11: 拜登支持率与高通胀负相关.....	4
图 12: 供需缺口领先美国通胀约 11 个月.....	4
图 13: 美联储认为年内美国通胀将维持高位.....	4
图 14: QE4 已经结束.....	5
图 15: 市场预测 5 月加息 50bp 概率接近 100%.....	6
图 16: 战后联储加息周期仅有三次“软着陆”.....	6
图 17: 疫后美国住宅价格快速上涨.....	6
图 18: 美联储本轮量化宽松收益率为历史新低.....	6
图 19: 疫情下美国公共债务大幅跳升.....	7
图 20: 市场预期美联储将在 3 年内开始降息.....	7
图 21: 美联储持有国债将在未来 2-3 年密集到期.....	8
图 22: 美联储资产负债表规模较疫前增长超过一倍.....	9
图 23: 2019 年著名的“回购危机”.....	9
图 24: 美联储隔夜逆回购规模接近 2.2 万亿美元.....	9
图 25: 中美收益率曲线局部倒挂.....	10
图 26: 人民币汇率近期出现急贬.....	10



当前，中美经济周期错位加剧，导致中美货币政策加速分化。美联储激进加息姿态下，中美收益率曲线局部出现倒挂，对我国货币政策形成紧约束。未来美联储的货币政策执行，无疑将对包括我国在内的全球经济和金融市场产生重大影响。本文尝试梳理分析未来美联储货币政策正常化的可能路径。

一、立场：美联储加速“控通胀”

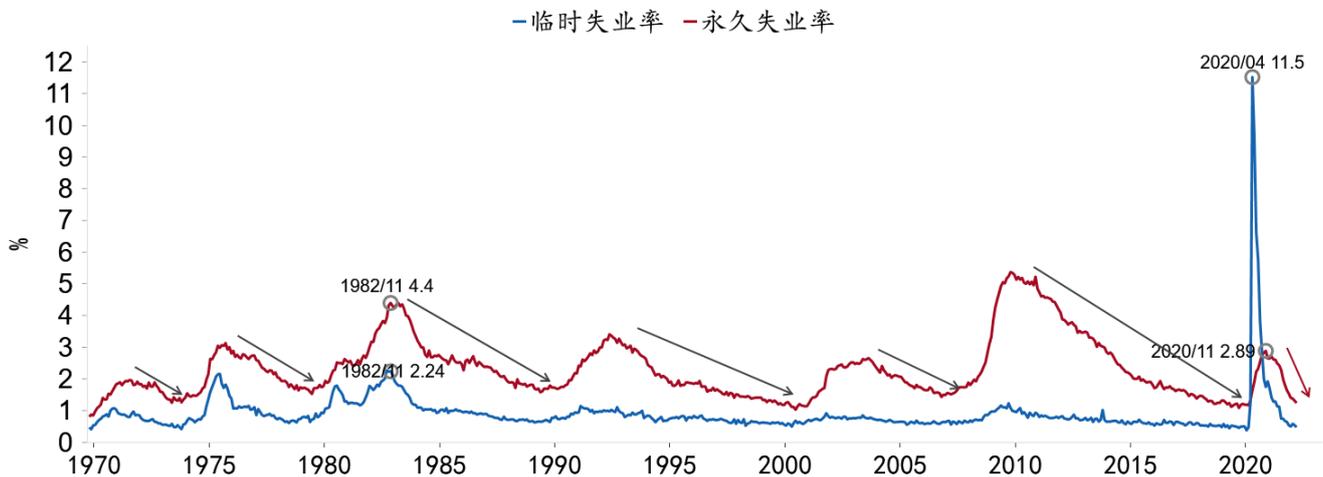
在宏观政策和“疫苗复苏”的支撑下，美国经济持续快速修复，就业市场表现强劲，“用工荒”持续。美国需求仍然显著超出供给，叠加年初俄乌冲突、中国疫情等新生供给冲击，一季度美国通胀仍在上升过程中，连续刷新近40年新高。就业市场“用工荒”与巨大的通胀压力，共同指向美联储货币政策将加速收紧。

（一）就业：“充分就业”基本达成

美国劳动力市场复苏动能强劲，“充分就业”基本达成。经济重启后，在临时就业修复的强劲驱动下，美国就业市场开启了有史以来最快的修复（图1）。失业率从2020年4月14.7%的高点回落至今年3月的3.6%，已回落至美联储估算的长期失业率水平线（4%）以内，距离疫前3.5%的低点仅0.1pct，指向美联储“充分就业”目标已基本达成。

图1：美国就业市场经历了历史上最快速的修复

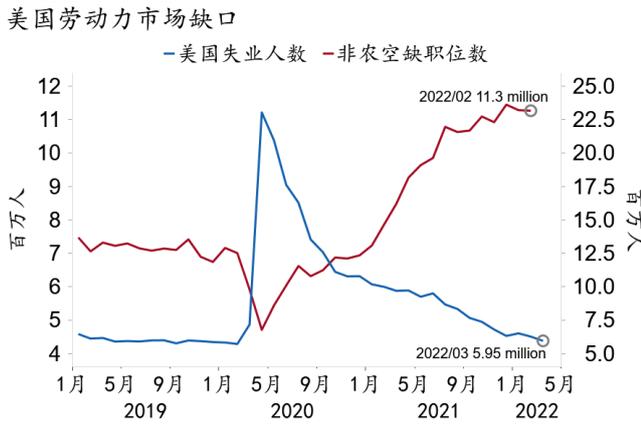
美国非农失业率结构



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

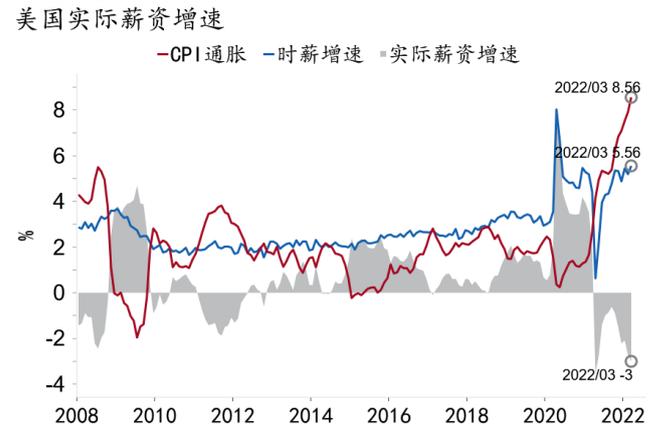
当前美国永久失业率修复的斜率仍相当于以往历次危机中的两倍，表明美国失业率修复的动能极为强劲，这也与就业市场所呈现出来的“用工荒”一致。美国2月空缺职位超过1,100万，而求职人数持续下降，劳动力供需缺口持续扩张（图2）。高通胀使得美国实际工资下降，抑制了居民参与就业的意愿（图3），美联储主席鲍威尔表示高通胀已构成对达成充分就业的“严重威胁”（severe threat）。

图 2：美国劳动力供需缺口持续走阔



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

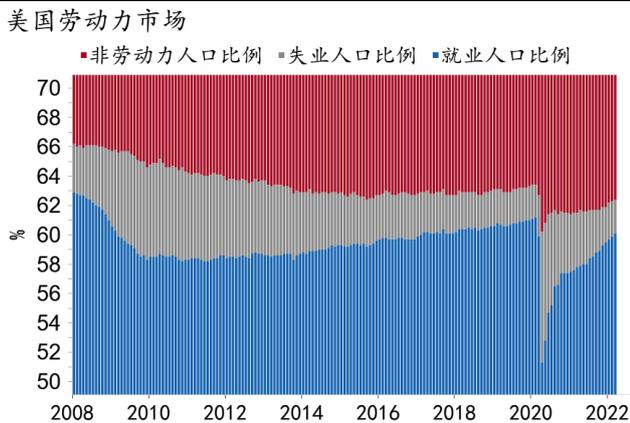
图 3：美国实际薪资加速负增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

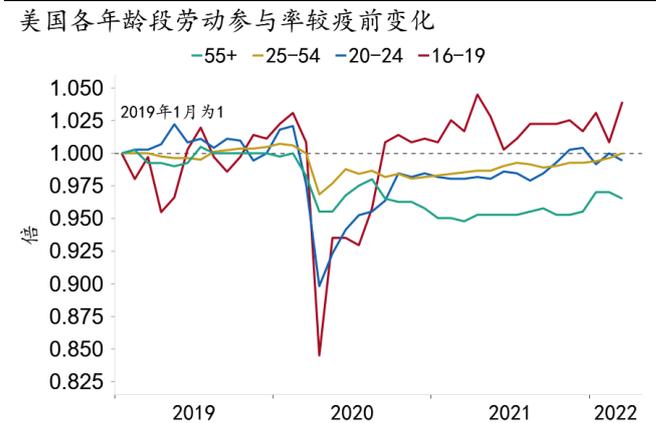
美国劳动参与率较疫前仍存在显著缺口（1pct，图 4），但近期边际改善。美国越年轻的群体劳动参与率修复越好，年长居民（55+）的劳动参与率持续低迷（图 5），可能的原因包括担心感染新冠、实际工资下降、资产价值大幅增加等。3 月非农数据显示，随着美国疫情逐步缓解，名义工资持续高增长，年长居民开始回归劳动力市场。

图 4：劳动参与率仍明显低于疫前水平



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 5：美国青壮年劳动参与率基本恢复至疫前



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

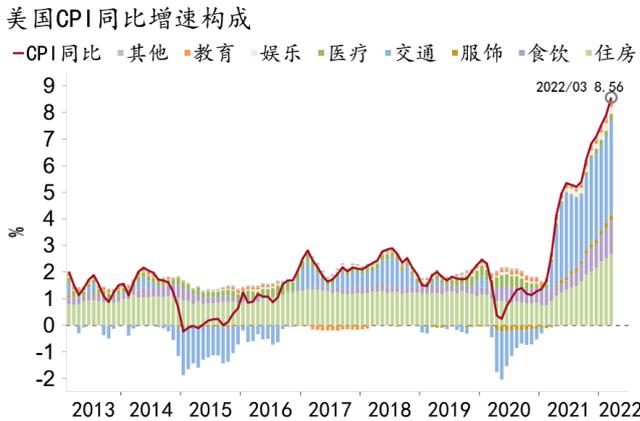
（二）通胀：面临新生供给冲击

美联储在物价目标上所承受的压力不断攀升。过去一年中，美国通胀不仅上行幅度与时长远超预期，更从高度集中的结构性上涨转向“普涨”。CPI 通胀由去年 3 月的 2.7% 陡峭上行至今年 3 月的 8.6%，创下自 1980 年以来新高（图 6）。通胀由结构性增长转为“普涨”后（图 7），服务类消费逐渐取代耐用品成为涨价驱动，能源上涨也再度占据主导地位。

“控通胀”已成为美联储货币政策的首要目标。鲍威尔近期强调，恢复“价格稳定”是美联储当前能为长期经济增长做出的“最重要贡献”（single most important thing）。缓解通胀压力面临三个“拦路虎”：供给不足、需求

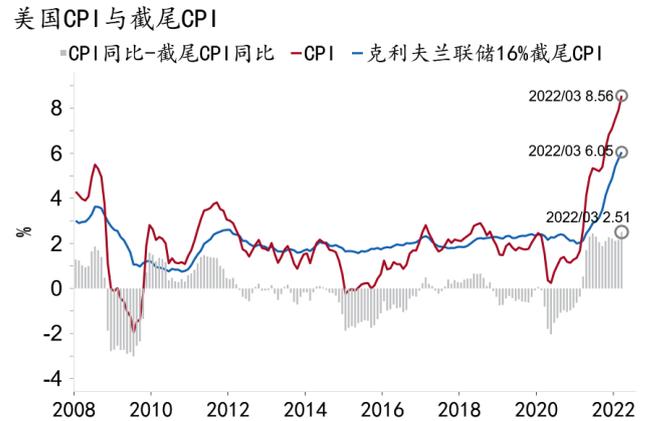
旺盛和通胀预期。货币政策主要通过抑制需求和通胀预期控制通胀，对缓解供给约束作用有限。但问题在于，美国边缘上新增的通胀压力主要来自于供给端。

图 6：美国 CPI 通胀持续攀升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

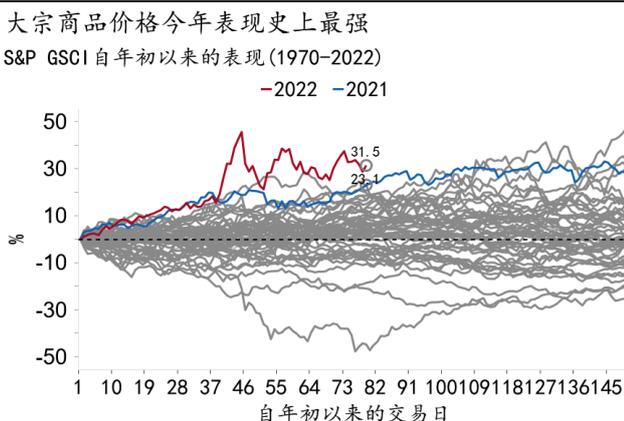
图 7：美国通胀由结构性上涨向“普涨”转换



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

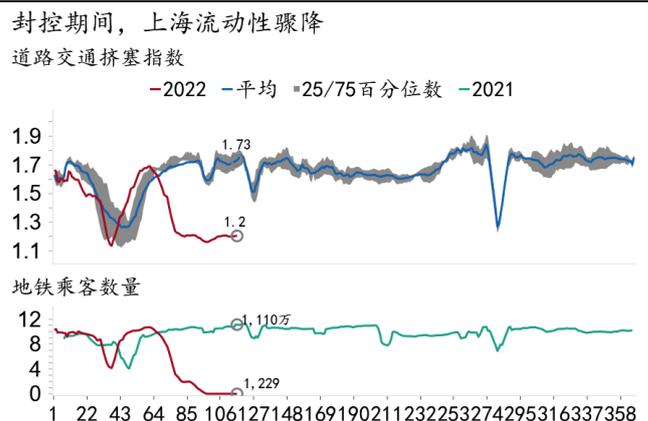
首先是俄乌冲突。俄乌均是国际大宗商品市场的主要生产者，对能源和食品价格的影响举足轻重，俄罗斯出口的天然气、原油和小麦分别约占全球贸易量的 21%、12% 和 15%。俄乌冲突下，今年大宗商品价格的涨幅创下了历史之最（图 8）。目前俄乌危机冲突的走势仍不明朗。在俄乌冲突风险趋于缓和的基准情形下，大宗商品价格有望企稳回落，对美国通胀特别是核心通胀的影响相对有限。一是美国对俄罗斯商品依赖度较低，短期供给影响有限。二是大型油气集团通过长期采购协议锁定价格，短期价格波动对金融市场的影响大于市场主体。三是美联储偏好的核心 PCE 指标受油价影响较为有限，美联储研究显示油价上涨 10% 仅能提高核心 PCE 约 0.05pct。风险情形下，俄乌冲突维持较高烈度，大宗商品涨价压力持续传导，并推升美国中长期通胀水平。

图 8：大宗商品价格增速处于近几十年高位



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 9：封控期间上海经济活动大幅下降



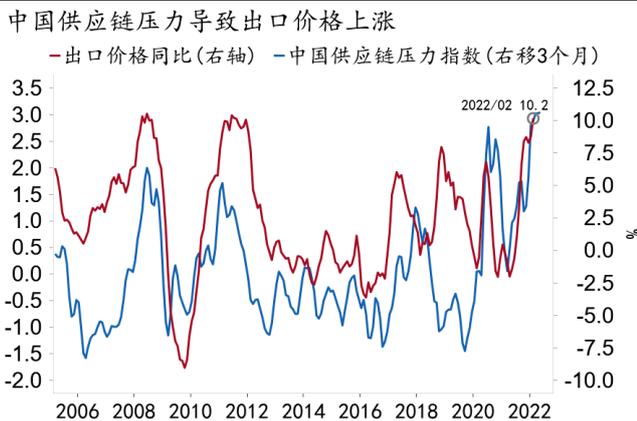
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

其次是中国疫情。3 月以来，国内疫情多点散发，对全球供应链所造成的冲击量级可能超过俄乌冲突。俄罗斯加上乌克兰的经济体量仅相当于中国的 12%，进出口体量仅相当于中国的 14%。目前疫情对长三角、珠三角等主要经济区域的冲击已延续至二季度（图 9），并可能沿产业链外溢至其它地区。在



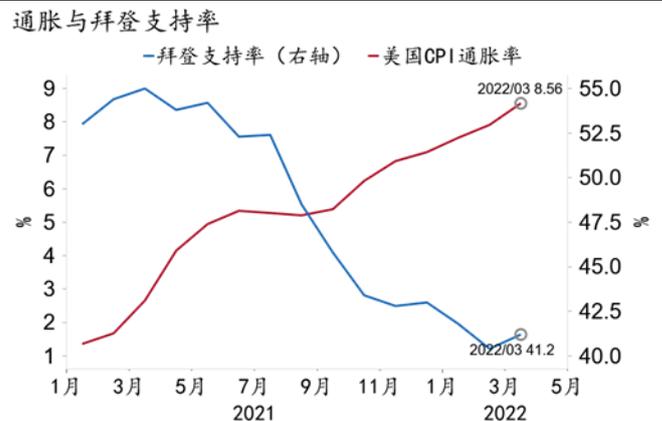
此轮疫情中，我国汽车制造及其上下游产业受到的冲击尤为严重，可能导致汽车零部件供应短缺。而去年东南亚疫情导致的“缺芯”，就使得美国二手车价格飙升，成为美国通胀的重要驱动因素。历史上，中国的供应链压力指数领先出口价格约3个月（图10），美国作为中国主要的出口目的地之一将受到直接影响。

图 10：中国供应链压力领先出口价格约 3 个月



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

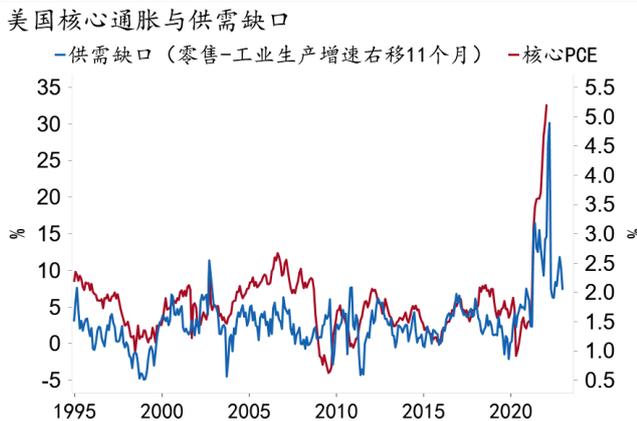
图 11：拜登支持率与高通胀负相关



资料来源：FiveThirtyEight，招商银行研究院

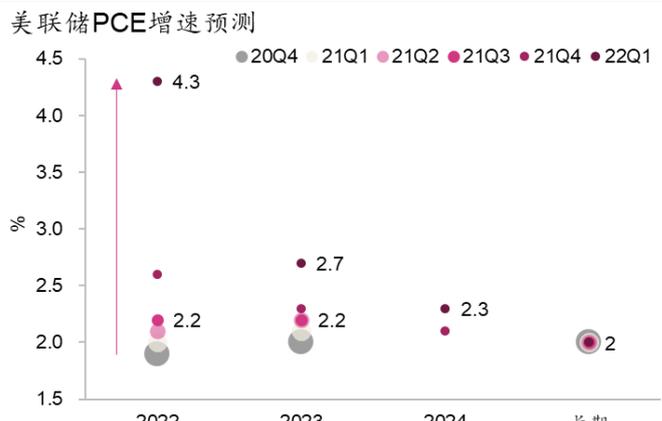
需要指出的是，政治也是美联储的影响因素之一。随着中期选举临近，解决通胀问题成为拜登政府的要务（图11）。这指向财政可持续性问题的优先级暂时让位于通胀压力。尽管美联储致力于保持高度独立性，但仍难以避免受到政治大环境的影响，解决高通胀是美联储当前最大的“政治正确”。

图 12：供需缺口领先美国通胀约 11 个月



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 13：美联储认为年内美国通胀将维持高位



资料来源：FiveThirtyEight，招商银行研究院

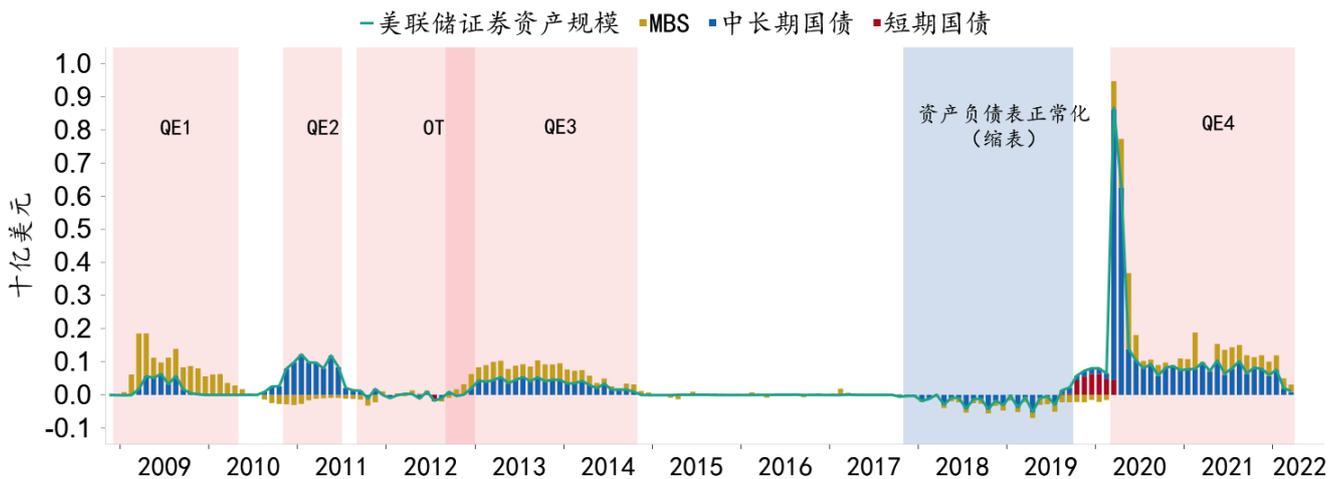
前瞻地看，在供需缺口收窄和基数效应的作用下，美国通胀仍将于年中回落，但俄乌冲突和中国疫情或使得美国通胀回落速度变缓，推高年内美国通胀中枢。数据显示，供需缺口领先美国通胀 11 个月左右（图 12）。在全球经济逐步正常化、复苏重心倾向服务业，供应链压力逐渐缓解的驱动下，美国供需缺口有望逐步收窄，并在基数效应下带动通胀于今年二季度见顶回落，但仍将大幅高于美联储 2% 的目标通胀水平（图 13）。

二、路径：“软加息” vs “硬加息”

美联储将在今年上半年开启货币政策正常化“三部曲”，目前第一步 Taper 已经结束（图 14），但未来加息和缩表路径仍然存在不确定性。美联储将保持灵活性，根据未来经济形势变化相机抉择，力争在抑制通胀的同时实现经济“软着陆”（soft landing）。

图 14: QE4 已经结束

美联储量化宽松节奏全景



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

（一）加息：先冲刺，后喘息

高通胀驱动下，美联储展现出激进的加息立场。美国目前实际利率深度为负，客观上为美联储短期内快速加息提供了空间。以 1 年期国债收益率与 1 年期通胀预期（密歇根大学消费者调查）之差计，当前美国实际利率约为 -3.5%。3 月议息会议上，美联储票委对今年加息的中位数预测达到 7 次（175bp），指向美联储在今年接下来的 6 次议息会议上每一次都会加息。在此基础上，美联储预计明年将继续加息 3-4 次至 2.5-3% 的本轮加息周期高点。近期美联储主要官员频繁鹰派表态，不断推升市场的加息预期。目前 CME 联邦基金利率期货所隐含的全年加息预期达到 10 次，市场机构认为美联储在 5-7 月的三次会议上可能各加息 50bp（图 15），明年 7 月前将继续加息 3 次，使联邦基金利率达到本轮加息周期峰值 3.3%。

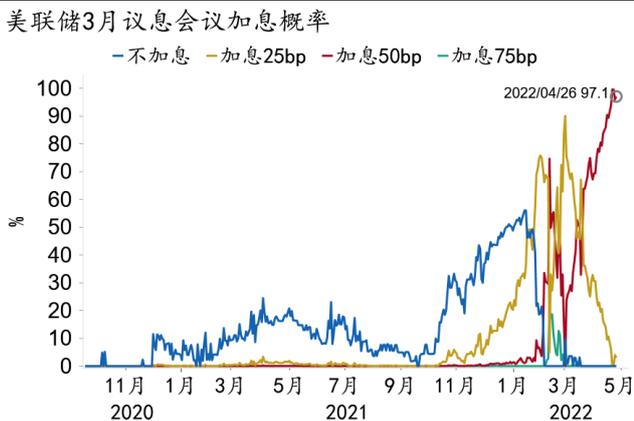
但事实上，美联储在此轮加息周期中仍面临多重约束，上半年冲刺式加息之后的政策路径仍面临较大不确定性，全年加息次数很可能低于市场预期。

首先，美联储仍需兼顾“稳增长”。目前美国经济修复仍在进行时，但宏观政策已陷入财政货币“双紧缩”。疫后美国的财政刺激已经结束：去年 4 月以来，居民部门转移支付收入同比持续负增长；储蓄率快速回落，今年 1 月已跌至低于疫前水平。3 月 21 日，鲍威尔在公开演讲中表示，战后美国加息周期中经济均能实现“软着陆”，并列举了 1965、1984 和 1994 三个年份作为例



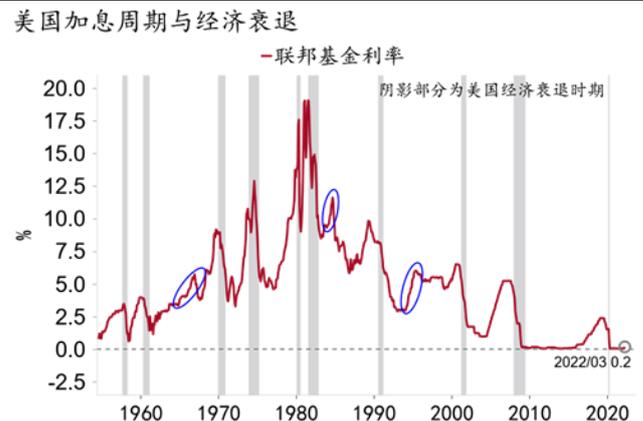
证（图 16）。但深究其原因，1965 和 1984 年的“软着陆”均受到了“宽财政”的支持，而 1994 年是克林顿政府执政初期，彼时美国经济内生动能和地缘政治形势与当前不可同日而语。此外，当前美股、房地产等资产价格均处于历史高位，快速加息可能引发金融风险（图 17）。这也说明此轮加息周期实现“软着陆”存在较大挑战。

图 15：市场预测 5 月加息 50bp 概率接近 100%



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

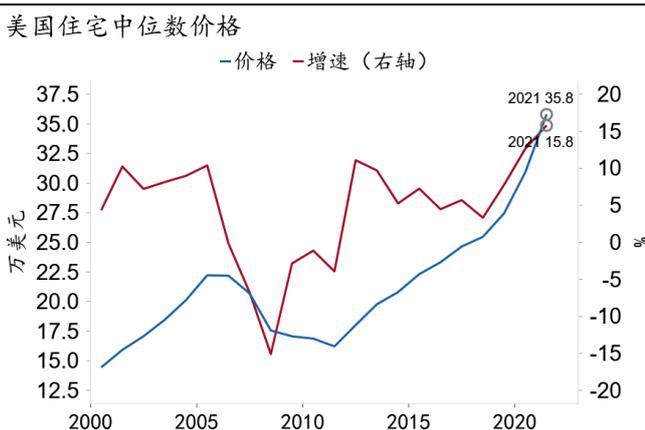
图 16：战后联储加息周期仅有三次“软着陆”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

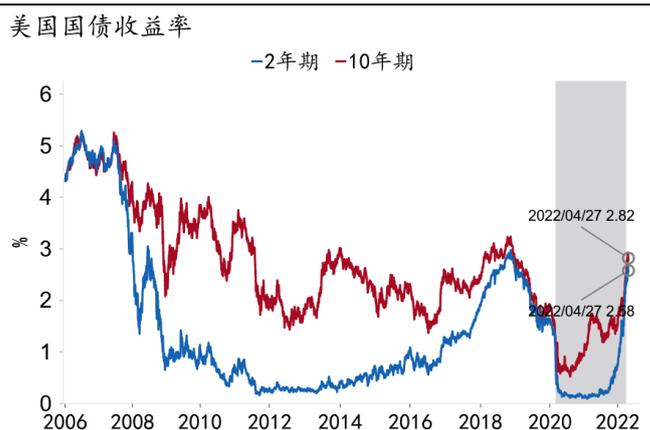
其次，作为需求管理工具的货币政策难以应对地缘政治冲突导致的供给冲击。随着财政刺激效应的衰退和供应链的逐步修复，美国供需缺口已于去年 4 月见顶回落。考虑基数效应和历史上供需缺口对于通胀的领先关系，美国 CPI 通胀本应于今年一季度见顶。换言之，近期美国新增的通胀压力主要来自俄乌冲突和我国疫情所导致的外部供给冲击，而美联储货币政策对此无能为力。

图 17：疫后美国住宅价格快速上涨



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 18：美联储本轮量化宽松收益率为历史新低



资料来源：Fed，招商银行研究院

第三，大幅加息可能将导致美联储史无前例地出现亏损。疫情爆发后，美联储进行了天量购债，资产规模扩张超过 4.7 万亿美元，此期间美债收益率位于历史低位，压低了美联储资产端收益率（图 18）。粗略估算，2021 年美联储系统公开市场账户（SOMA）的收益率约 1.48%。美联储若加息超过 150bp，将面临资产收益率和负债成本之间的倒挂。当前 SOMA 账户余额约 8.4 万亿，25bp 的额外加息意味着超过 200 亿美元的浮亏。可能迫使其向国会寻求拨款，

用纳税人的钱弥补央行亏损。这无疑将削弱美联储的独立性，并增加其未来实施市场救助时所面临的道德风险。

最后，大幅加息将使得美国财政可持续性承压。疫情冲击下，美国公共债务占 GDP 的比重大幅跳升，2021 年二季度一度突破 135%，创下历史新高，远超二战时期 104% 的峰值水平。美国国会预算办公室（CBO）去年 3 月估计，美国公共债务即将于 2051 年超过 200%（图 19），利息支出将成为美国最大的财务负担，占总财政支出的 27%，相当于名义 GDP 的 8.6%。随着美联储快速加息，今年这些数字大概率还将进一步上调。目前美国国债总规模为 28.4 万亿美元，假定美债利率曲线上升 10bp，即便国债总规模不变，美国财政付息压力将增加 284 亿美元，相当于美国名义 GDP 的 0.12%。

更加值得警惕的是，若美国利率水平大幅上行而经济增长率显著下行，使得公共债务的加权平均利率高于名义增长率，那么政府杠杆率将趋于发散，可能导致财政危机，迫使美国政府加税减支，进入恶性循环。

事实上，通过展现激进的加息态度，是美联储低成本管控通胀，同时避免“硬着陆”的高效手段。次贷危机后，预期管理逐步成为美联储重要的货币政策工具，可以达到“四两拨千斤”的效果，可能对加息操作起到一定替代作用。

图 19：疫情下美国公共债务大幅跳升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 20：市场预期美联储将在 3 年内开始降息



资料来源：Fed，招商银行研究院

基准情形下，美联储在上半年“冲刺”加息后，下半年或放缓加息节奏，采取“软加息”的方式控制通胀。在 5 月和 6 月的议息会议上，美联储或“背靠背”连续加息 50bp（图 15），将联邦基金利率目标区间升至 1.25-1.5%。下半年随着通胀增速回落，再视乎经济与通胀表现择机加息 2 次，全年加息 7 次，共计 175bp。多重约束下，美联储可能不得不长时间容忍超过 2% 的通胀目标，等待地缘政治冲突结束、全球供应链内生修复。

风险情形下，美联储或紧盯通胀目标“硬加息”。包括副主席布莱纳得在内的美联储重要官员近期频繁表态，认为应采取先快速加息至中性利率（点阵图显示约 2.5%），再观察经济和通胀表现的策略。但此种情形下，利率陡峭上升可能使美国加速陷入衰退“硬着陆”，后续利率也将被迫更快回落。当前美国市场利率已经隐含了对这一前景的预期，认为美联储在今年加息 10 次之



后，明年或后年将再度开启降息。3Y-1Y OIS 远期掉期数据显示，3 年后联邦基金利率中枢将较 1 年后下降约 56bp，对应 2 次降息（图 20）。鲍威尔近期表示美联储将致力于避免此种“硬着陆”的情形发生，表明若经济表现显著恶化，将制约美联储的加息进程。

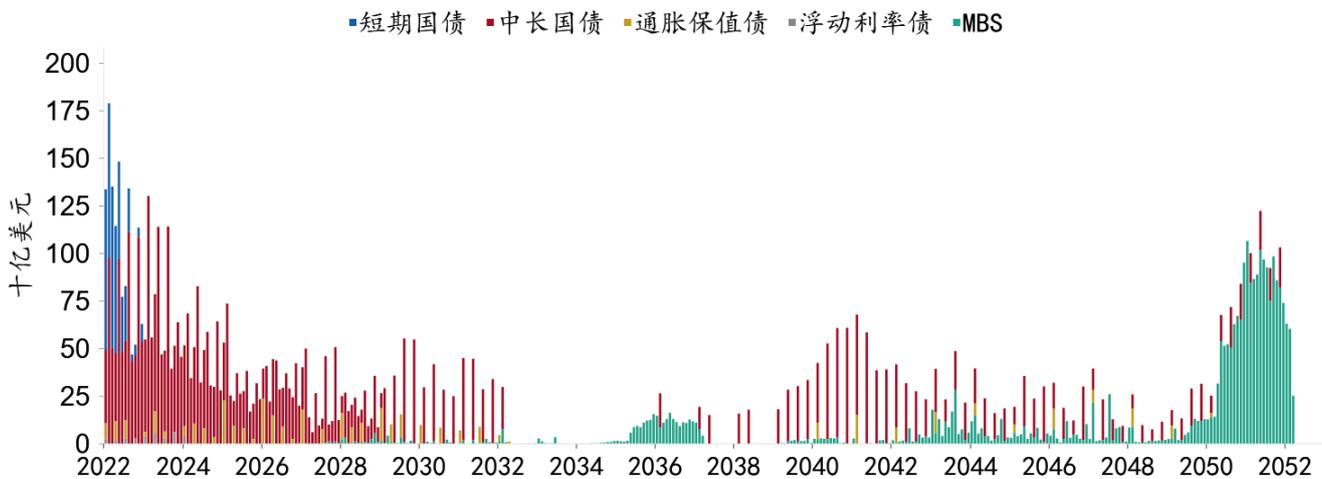
（二）缩表：更早更快

美联储本次缩表在时点和速率上将较次贷危机时期更为迅速。基准情形下，缩表或将在 5 月官宣，并以上轮 2 倍的速度启动，首月缩减 200 亿美元，逐月增加 250 亿，最终达到每月约 950 亿美元（600 亿国债+350 亿 MBS）的速率。考虑到美联储持有证券（SOMA）的到期分布（图 21），这意味着美联储可能需要主动出售其持有的 MBS，配合被动减持国债完成缩减目标。

目前迅速上马缩表有其必要性。次贷危机后，美联储首次缩表与首次加息相隔近两年，主要为评估货币紧缩效果，缓和缩表对市场的冲击。相较之下，本轮紧缩周期美联储更多的考量是尽快收紧金融条件以抑制通胀，因此快速开启缩表既能迅速“收水”流动性，又能推升中长端利率水平抑制当前过热的耐用品及房地产需求，同时避免收益率曲线倒挂。

图 21：美联储持有国债将在未来 2-3 年密集到期

美联储持有证券（SOMA）到期分布



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

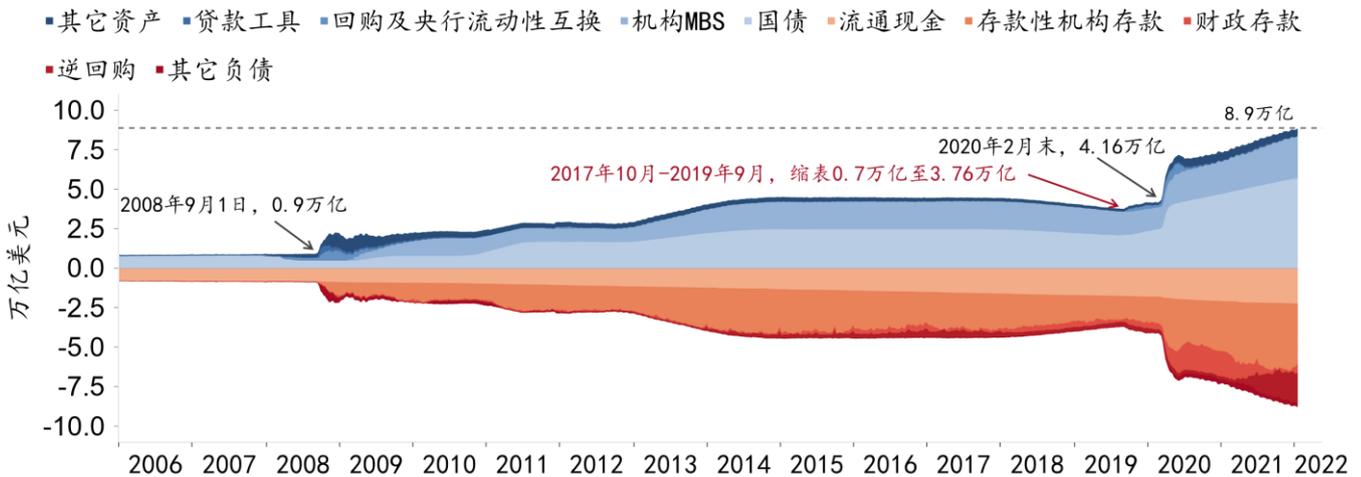
本轮缩表节奏上也将显著快于上一轮。首先，当前美联储资产负债表的规模显著高于 2017 年上轮缩表前夕。从绝对规模看，当前资产负债表规模约 8.9 万亿美元（图 22），是上轮缩表开启时（4.45 万亿美元）的两倍。从相对规模看，当前资产负债表规模约为美国名义 GDP 的 38.7%，同样显著高于上轮的 22.8%。第二，美联储当前持有的国债久期更短。美联储《联储资产负债表缩减原则》（Principles for Reducing the Size of the Federal Reserve’s Balance Sheet, 下文简称《原则》）显示本次缩表将主要采用持有到期不续作的被动方式，避免对国债市场产生明显冲击。当前 SOMA 更短的平均久期意味着美联储可以更快的被动缩表（图 21），同时美联储将通过主动出售 MBS 的方式配合完成缩



减目标。第三，美元流动性新增了“双重保险”，2019年“回购危机”（repo crisis，图 23）重现的概率较低。一方面，当前货币市场流动性仍极为充裕，美联储逆回购工具用量已经触及 2.2 万亿美元（图 24），可以成为对冲流动性波动的“蓄水池”。另一方面，美联储在去年 7 月设立了常设回购工具（SRF），额度上限为 5,000 亿美元，并可以根据情况进一步上调，成为美元市场流动性的另一重要“托底”（backstop）工具。

图 22：美联储资产负债表规模较疫前增长超过一倍

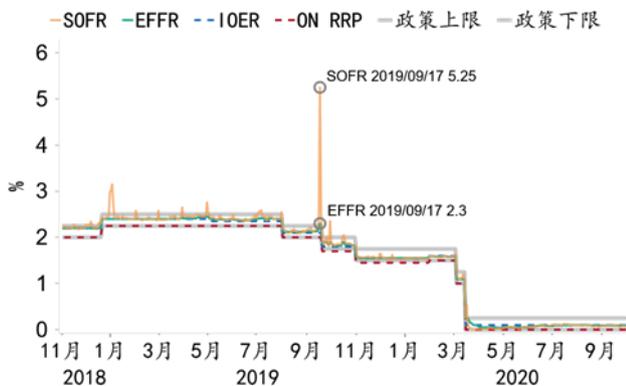
美联储资产负债表



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 23：2019 年著名的“回购危机”

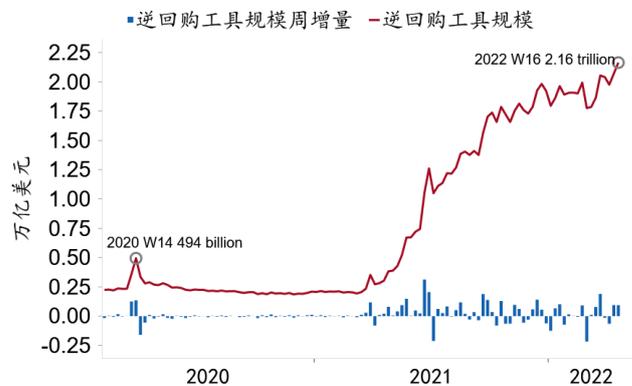
美联储利率操作框架



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 24：美联储隔夜逆回购规模接近 2.2 万亿美元

美联储逆回购工具使用情况



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

以此估算，本轮缩表或将持续 2-3 年时间，但存在提前结束的可能。尽管美联储并未就本轮缩表规模发出指引，但可以参考两个指标大致估算。一是按上轮缩表缩减比例计，2017-2019 年美联储缩减资产负债表规模 16.4%，对应当前资产负债表缩减 1.5 万亿美元。二是按疫前资产负债表占名义 GDP 比重计，2019 年这个比例约为名义 GDP 的两成（19.4%），对应当前资产负债表缩减 3.6 万亿美元。因此本轮缩表规模可能在 1.5-3.6 万亿之间，按前述缩表节奏估测约需要 1.5-3 年时间。考虑到本轮量化宽松力度与节奏均远强于次贷危机时期，因此实际缩表时间在 2-3 年可能性较高。



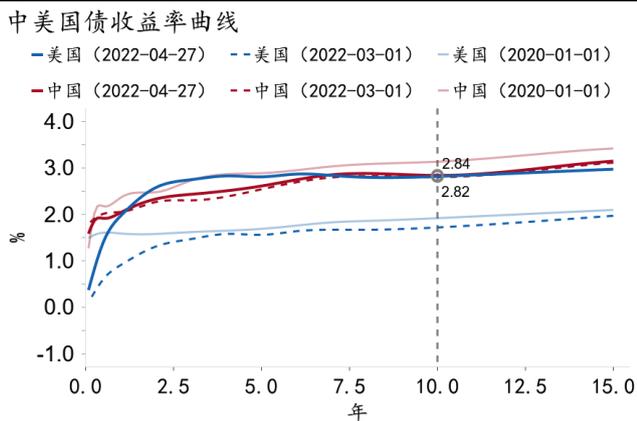
需要注意的是，本轮缩表的时长很可能并不取决于缩表进程或市场流动性本身。若美联储快速加息导致美国经济超预期下行，美联储可能提前中止货币政策正常化进程。《原则》也特别强调了缩表的灵活性，强调缩表开启后可能视流动性、通胀和经济表现对缩表节奏进行动态调整。

三、小结：我国货币政策面临外部“紧约束”

综上所述，随着“控通胀”成为美联储货币政策的主导目标，上半年美联储大概率将“冲刺式”加息，但下半年或随着通胀增速回落放缓加息节奏，避免美国经济“硬着陆”。在“稳增长”考量等多重约束下，美联储全年或加息7次，低于市场预期。

基准情形下，美联储将于5月开启缩表，以上轮2倍的速度启动，首月缩减200亿美元，逐月增加250亿，最终达到每月缩减950亿美元（600亿国债+350亿MBS）的速率。缩表进程或持续2-3年，总缩减规模2.2-3.6万亿，相当于当前规模的25-40%，但需关注缩表被迫提前中止的可能。

图 25：中美收益率曲线局部倒挂



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 26：人民币汇率近期出现急贬



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美联储货币政策快速收紧下，我国货币政策处于相对守势，政策差导致中美收益率曲线出现倒挂，进一步制约了我国货币政策空间。中美利差收窄甚至倒挂，将对我国跨境资本流动和人民币汇率造成直接影响，进而作用于我国的货币政策、实体经济和资本市场。根据蒙代尔的“不可能三角”（impossible trinity）理论，我国央行在寻求独立货币政策的同时，将面临资本外流和汇率贬值的压力。近期密集出台的一系列货币政策工具表明，在面临外部紧约束的情况下，相较运用总量性工具“宽货币”，央行更偏好通过结构性货币政策“宽信用”支持实体经济，商业银行是其中重要的传导枢纽。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇