



从工业企业利润看下半年货币、债券和信贷市场趋势

本文用工业企业利润指标来表征企业部门利润变化，研究企业利润和货币环境、债权融资成本和规模的关系，旨在帮助研判下半年货币、债券、贷款、存款利率和规模的走势。

■ **工业企业利润累计同比上半年下行至底部，下半年温和修复。**上半年工业企业利润持续下滑主要源于价格的拖累，下半年价格的修复有望推动工业企业利润向上修复。结合量、价、成本因素和历史工业企业利润环比变化均值水平，预计三季度起，工业企业利润累计同比逐步向上修复，到年底可能修复至-7%至-10%的水平。同时，在基数效应下，四季度工业企业利润单月同比有望由负转正。

■ **在此情境下，预计货币政策基调偏宽松，资金利率中枢可能继续维持在低位。**货币政策仍有进一步松动空间，预计下半年可能会有1次降准（25bp）和1次降息（10bp）的操作。

■ **在此情境下，预计债券规模有望进一步上升，利率将低位震荡，信用利差仍有小幅压缩的空间。**分利率债和信用债来看，利率债规模有望进一步上升，增长点来源于在稳增长政策下，政金债和地方政府债发行有望加速；信用债规模有望小幅上升，增长点来自于货币宽松环境下，产业债发行或有边际好转。利率方面，国债利率低位震荡，有阶段性下行的可能。信用利差方面，在货币宽松的环境下，信用利差仍有小幅压缩空间。

■ **在此情境下，预计下半年贷款增速有望维持，贷款利率将小幅下行。**分部门来看，此前企业贷款利率已较快地下降至低位，预计下半年下行空间有限；此前居民贷款利率下降偏缓，预计下半年房贷利率还会下行。

■ **在此情境下，预计下半年存款增速回落，长期存款利率仍有下调空间。**在全年存款增速保持偏高增速的背景下，预计下半年存款增速会有所回落。在结构上，下半年存款定期化仍然会比较明显。在存款利率方面，降低银行负债成本仍是必要的，所以预计长期限存款利率仍有进一步下调的空间。

柏禹含

招商银行研究院

资本市场研究员

☎: 0755-83132042

✉: baiyuhan@cmbchina.com

张翼

资产负债管理部

信贷 ABS 团队

☎: 0755-83199154

✉: zhangyi1201@cmbchina.com

刘东亮

招商银行研究院

资本市场研究所所长

☎: 0755-82956697

✉:

liudongliang@cmbchina.com

邹萌

资产负债管理部信贷

ABS 团队主管

☎: 0755-89278297

✉: zoumeng1@cmbchina.com



目录

一、工业企业利润：上半年下行至底部，下半年温和修复.....	1
二、下半年货币政策会如何？.....	2
（一）历史经验：货币政策基调维持宽松.....	2
（二）预计下半年货币政策仍有放松空间.....	3
三、下半年债券市场会如何？.....	4
（一）历史经验：债券规模回升拐点靠前，利率拐点靠后.....	4
（二）预计下半年债券规模有望回升，利率将低位震荡.....	6
四、下半年贷款会如何？.....	7
（一）历史经验：贷款规模回升拐点靠前，利率拐点靠后.....	7
（二）预计下半年贷款规模增速有望维持，利率将小幅下行.....	8
五、下半年存款会如何？.....	8
（一）历史经验：存款定期化趋势明显，利率下行.....	8
（二）预计下半年存款规模增速有望边际放缓，利率仍有下行空间.....	10
六、总结.....	10

图目录

图 1: 2023 年 1-5 月工业企业利润累计同比回落至历史低位	2
图 2: 2023 年 1-5 月 PPI 同比持续回落	2
图 3: 工业企业利润增速在下行阶段, 资金利率会跟随下行	3
图 4: 工业企业利润处在负增长区间时, 降准概率加大	3
图 5: 工业企业利润处在负增长区间时, 降息概率加大 (2016 年前)	3
图 6: 工业企业利润处在负增长区间时, 降息概率加大 (2016 年后)	3
图 7: 利率债品种规模增速先于利润增速恢复	4
图 8: 信用债品种规模增速先于利润增速恢复	4
图 9: 工业企业利润累计增速和国债利率同步回落到底部	5
图 10: 工业企业利润单月同比持续修复一段时间后, 利率回升	5
图 11: 工业企业利润累计同比底部企稳回升时, 信用利差低位震荡	6
图 12: 贷款增速上升早于工业企业利润增速拐点	7
图 13: 贷款利率底部晚于利润增速底部, 大概 3-5 个季度	8
图 14: 存款定期化趋势明显	9
图 15: 当年累计新增对公贷款/累计新增对公定期存款指标持续走低	9
图 16: 工业企业利润增速和 M2-M1 同比增速差呈现高度的负相关	9

2023年国内经济开启修复，全年GDP增速有望达到5%以上，高于2022年3%的水平。从上半年表现来看，GDP增速已有明显回升。通常来说，经济开始修复后，企业融资意愿会提升，融资成本上行，同时资产价格也会出现一定幅度的上涨。然而与直觉判断不同的是，上半年企业融资成本持续下行，资产价格也未出现明显上涨，反而小幅下跌。这意味着今年除了关注到经济增长上升以外，还需要留意经济的其他特征是同步还是背离。

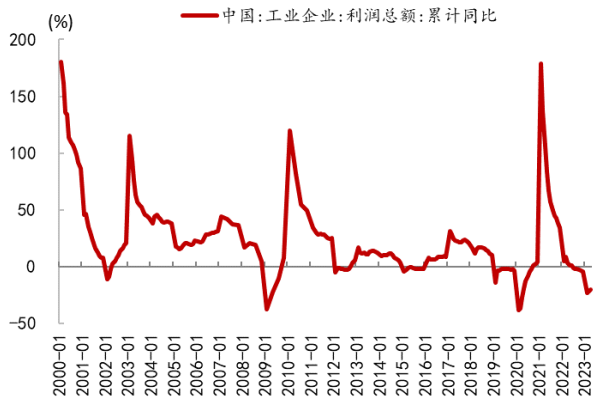
上半年，我们观察到微观主体的感受与经济回升有所背离，企业部门普遍反映经营上仍面临不小的压力，尤其是利润表现不佳。企业利润的表现或许更能够反映当下企业的实际状态。这一点与企业利润是多因子（商品需求量、商品价格和经营成本等）作用的结果相关，相比于GDP增速只反映经济需求，企业利润还反映商品价格和经营成本的影响，其传递的信息更为多元。由此，我们认为研究企业利润可以给予研究货币、债券、贷款和存款上更多的启示。

从历史表现来看，企业利润的变化和货币环境、利率水平和信贷供需状况均有紧密联系，这使得本文的前瞻分析有了坚实的基础。基于此，本文用工业企业利润指标来表征企业部门利润变化，研究企业利润和货币环境、融资成本和规模的关系，旨在帮助研判下半年货币、债券、贷款、存款利率和规模的走势。

一、工业企业利润：上半年下行至底部，下半年温和修复

上半年工业企业利润累计同比下滑，绝对水平处在历史底部。本轮工业企业利润累计同比从2021年上半年开始回落，2022年下半年进入负值区间，到2023年1-5月已回落至-18.8%的水平。回顾过去20年，工业企业利润累计同比下滑至-20%附近比较少见，仅有两个特殊的时期出现过，一是2009年国内经济受到外部金融危机冲击之时；二是2020年国内经济受到疫情冲击之时。在两个特殊时期，工业企业利润累计同比曾经下滑到-20%以下，极限水平达到-30%。

上半年工业企业利润持续下滑主要源于价格的拖累。决定工业企业利润走势的主要因素可以归结为量（商品需求量）、价（商品价格）和成本（经营成本）。在量的方面，可以用经济增长（实际GDP）来理解量的增长，上半年经济增长回升，但是速度偏缓，对于工业企业利润而言，量带来的改善有限。在价的方面，与工业企业利润最相关的是工业品价格，可以用PPI指标来拟合。上半年PPI同比加速下行，2023年6月已下行至-5.4%，给工业企业利润造成了非常明显的拖累。在成本方面，上半年每百元营业收入中的成本偏高，高于疫情前的水平，这一定程度制约了工业企业利润修复。对比来看，上半年工业品价格持续下行对企业利润的拖累更为明显。工业品价格下行背后映射着供给大于需求的格局，也就是说根本原因是国内经济需求修复力度偏弱，不足以消化已有的供给量。

图 1：2023 年 1-5 月工业企业利润累计同比回落至历史低位


资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：2023 年 1-6 月 PPI 同比持续回落


资料来源：Wind、招商银行研究院

下半年价格的修复有望推动工业企业利润向上修复。从三大决定性因素来看，在量的方面，下半年预计国内需求增长趋稳，GDP 两年复合增速三季度和四季度有望分别为 4.2% 和 4.0%，小幅高于第二季度的 3.8%，这意味着量的增长对工业企业利润修复形成支撑，但幅度不大。在价的方面，6 月 PPI 同比下滑至 -5.4%，预计 7 月以后 PPI 同比有望从低点逐步向 0 收敛。分析师一致预期到年末，PPI 同比将收敛到 -0.3%。在成本方面，考虑到人力、场地等开支变化不大，下半年每百元营业收入中的成本可能继续维持，难有明显下降。

结合量、价、成本因素和历史工业企业利润环比变化均值水平，预计三季度起，工业企业利润累计同比逐步向上修复，到年底可能修复至 -7% 至 -10% 的水平。同时，在基数效应下，四季度工业企业利润单月同比有望由负转正。

从历史经验看，后续工业企业利润累计同比停留在负值区间的时间不会太长。从过往经验来看，工业企业利润累计同比落入负值区间平均时长 11 个月。但具体持续时间长短差异较大，短则 4-9 个月，长则可达 21 个月。不过，随着近年来经济增速中枢回落，持续时间有拉长的趋势。本轮工业企业利润累计同比自 2022 年 7 月落入负值区间，至今已持续 16 个月，距离最长的时间记录只有 5 个月差距，这意味着后续工业企业利润累计同比停留在负值区间的时间不会太长。

二、下半年货币政策会如何？

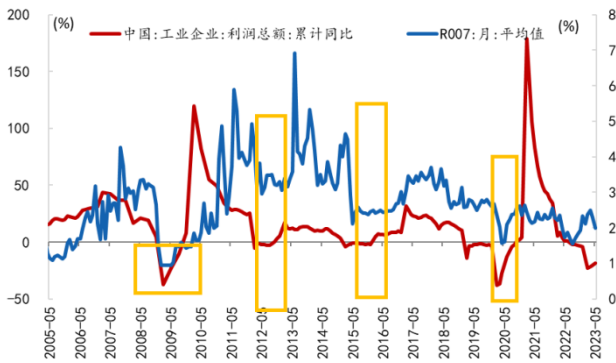
（一）历史经验：货币政策基调维持宽松

回顾过往表现，在工业企业利润累计同比下行期，货币政策基调往往较为宽松，常通过降息或降准的货币工具来实现。采用 R007 来衡量资金利率，可以观察到当工业企业利润累计同比下行时，R007 利率跟随下行并触底。

当工业企业利润累计同比向上修复时，R007 利率中枢会有抬升，抬升幅度与工业企业利润修复的程度有关系。一般分为两种情况：一是当工业企业利润修复较快，且幅度偏大时，R007 利率中枢抬升的幅度也会较大；二是当工业企业利润修复较慢，且幅度较小时，R007 利率中枢抬升的幅度则较小。

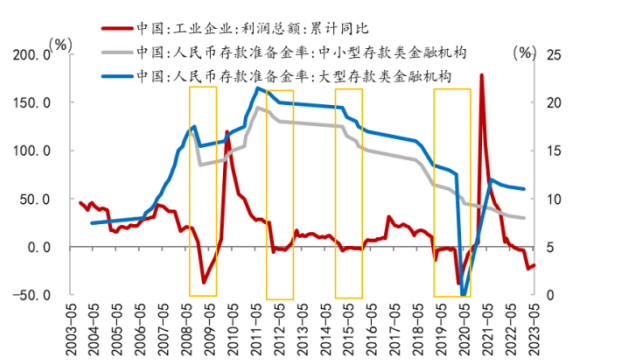
更进一步看，当工业企业利润累计增速修复后，但仍处在 0% 以下时，R007 利率呈现的是底部震荡的态势，中枢没有明显变化，例如 2012-2013 年，2015-2016 年。

图 3：工业企业利润增速在下行阶段，资金利率会跟随下行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：工业企业利润处在负增长区间时，降准概率加大



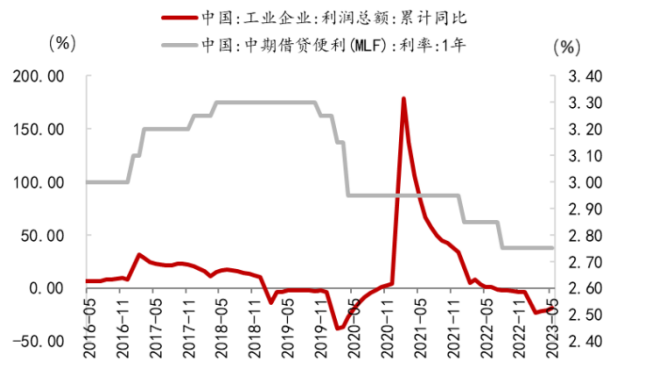
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：工业企业利润处在负增长区间时，降息概率加大（2016 年前）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：工业企业利润处在负增长区间时，降息概率加大（2016 年后）



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）预计下半年货币政策仍有放松空间

考虑到下半年工业企业利润修复偏缓，全年累计同比修复到-7%至-10%，绝对水平仍处在负值区间，预计货币政策基调偏宽松，资金利率中枢可能继续维持在低位，更像是 2012-2013 年，2015-2016 年的情况。同时，货币政策仍有进一步松动空间，预计下半年可能会有 1 次降准（25bp）和 1 次降息（10bp）的操作。尤其在三季度，当工业企业利润修复还不够牢固的时候，先行进行降准操作的概率较大。降准将释放基础货币，有利于保持流动性合理

充裕，助力信贷投放和地方政府债的加快发行，以加大支持实体经济的力度。后续随着工业企业利润进一步修复，四季度单月同比有望由负转正，如果幅度好于预期，则货币政策进一步宽松的空间会受限，降息概率会有所下降。如果幅度低于预期，四季度工业企业利润单月同比只能修复到0%附近，降息的概率会明显上升。此时降息有利于引导实体经济融资成本下行，同时存款利率市场化调节机制也将会跟随发挥作用。

三、下半年债券市场会如何？

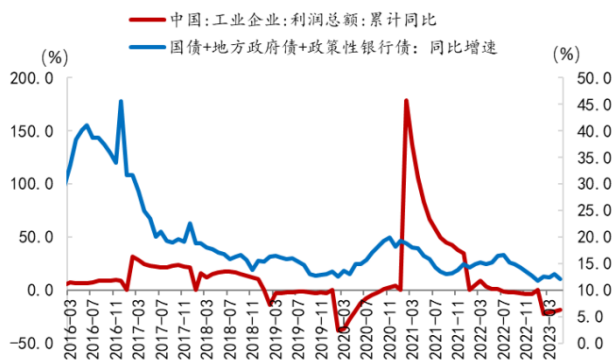
（一）历史经验：债券规模回升拐点靠前，利率拐点靠后

1.从规模方面看，利率债和信用债规模增速将率先回升

利率债：利率债包含国债、地方政府债和政策性银行债，分别由中央政府、地方政府和政策性银行发行。在工业企业利润累计同比下行触底阶段，利率债规模增速会逐步回升，直接表现为利率债规模增速向上的拐点领先于工业企业利润累计同比的拐点。这是因为当经济下滑时，政府加大逆周期调节力度，通过财政政策宽松来刺激经济需求，此时利率债规模会明显上升。

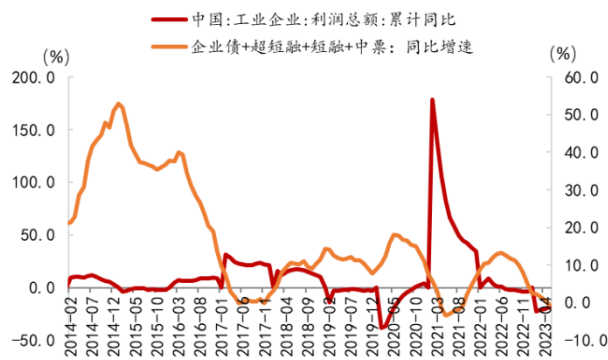
信用债：信用债包含企业债、超短融、中票等，由企业（不含金融机构）发行。在工业企业利润下行触底阶段，信用债规模增速会提前上行，这一点与利率债类似。这是因为当经济下滑时，货币宽松力度会加大，利率下行，融资条件放松，企业融资难度下降，融资利率下行，融资意愿上升，表现为信用债规模上升。不过需要注意的是近年来监管趋严，城投债规模增速受到限制，由于城投债占信用债比例不小，这导致信用债整体规模增速回升幅度变小。

图 7：利率债品种规模增速先于利润增速恢复



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：信用债品种规模增速先于利润增速恢复



资料来源：Wind、招商银行研究院

2.从利率方面看，利率和信用利差从底部回升的拐点靠后

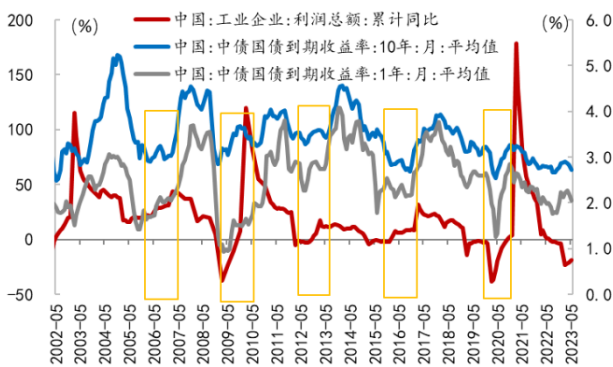
国债利率：回顾过去，在工业企业利润累计同比下行至底部时，国债利率（包括长短端）会同步下行。当工业企业利润累计同比从底部回升时，利率走势可分为两大类型：一种类型是国债利率同步回升（包括短端和长端），例如2009-2010年，2020-2021年。另一种类型是，国债利率底部震荡，例如2006-2007年、2012-2013年和2015-2016年。在国债利率底部震荡期间，

长短债的表现有些不同。例如，2006-2007年期间，短债利率会先出现回升，而长债利率低位震荡；2012-2013年和2015-2016年期间，短债利率底部震荡，但不会创下新低，而长债利率二次探底，有可能会突破前期低位。

国债利率走势出现两种类型的原因，我们认为跟企业利润修复的斜率相关。利润修复斜率偏快，利率同步上行，例如2009-2010年、2020-2021年。而利润修复斜率偏缓，利率则低位震荡。利润修复斜率的快慢，本质上是受需求恢复的快慢影响，与当时的经济周期、刺激政策、内外部环境相关，例如2009年的四万亿内需刺激，2020年国内、外货币和财政大幅宽松对全球需求的刺激。

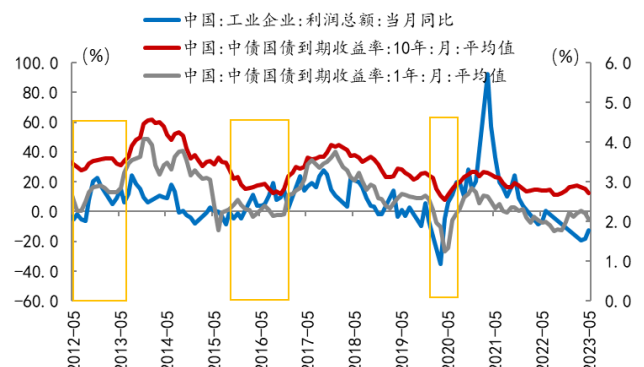
在利润修复偏缓的情景中，利率从底部震荡转为回升的拐点会晚于工业企业利润的拐点。从过去的数据来看，在利率回升之前，工业企业利润已经具备以下表现：累计同比增速完成触底，出现连续回升之势；单月同比已连续回升，绝对水平在0%以上。

图 9：工业企业利润累计增速和国债利率同步回落到底部



资料来源：Wind、招商银行研究院

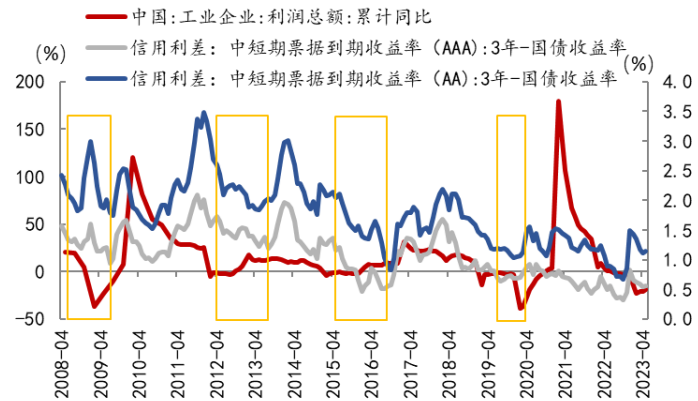
图 10：工业企业利润单月同比持续修复一段时间后，利率回升



资料来源：Wind、招商银行研究院

信用利差：回顾过去，当工业企业利润累计同比下行时，信用利差跟随下行。当工业企业利润回升一段时间后，信用利差才从底部向上回升。这样的变化与国债利率的回升走势基本同步，可能跟流动性溢价有关。高评级信用利差在持续压缩之后，压缩的空间变小，整体呈现出底部震荡的走势。相比之下，低评级信用利差则还有一定的压缩空间，这与工业企业利润从底部向上改善时，违约风险下降有关。

图 11：工业企业利润累计同比底部企稳回升时，信用利差低位震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）预计下半年债券规模有望回升，利率将低位震荡

1.在规模方面，债券规模有望上升

利率债：上半年利率债规模增速有小幅提升，但速度不快。预计下半年利率债规模增速会上升，增长点源于下半年在稳增长诉求加大的背景下，政金债规模会有一定提升，且政府债券发行可能会提速，为财政支出扩大做好支撑。

信用债：上半年信用债规模增速偏低，主要是受到控制地方债务要求的约束、去年年底理财赎回风波和年初信贷挤压的影响。预计下半年信用债规模增速会有小幅改善。增长点主要来自于产业债，货币宽松力度加大有望进一步推动非金融企业融资的意愿。不过考虑到目前贷款利率偏低，贷款和信用债之间的替代关系仍然比较明显，产业债规模增速提升的幅度也可能受到限制。此外，占信用债比例较多的城投债，预计下半年规模变化不大，这主要是考虑到今年地方债务化债压力比较大，城投债净融资规模仍然会受到监管的严格控制。

2.在利率方面，国债利率低位震荡，或还有下行空间

国债利率：考虑到下半年工业企业利润累计同比逐步修复，但全年累计同比仍为负值，预计国债利率低位震荡，仍有阶段性下行的可能。相比之下，在下行过程中，短期国债利率不一定突破前期低位（2022年8月，1年期国债利率低点为1.7%），而长期国债利率仍有一定概率突破前期低位（2022年8月，10年期国债利率低点为2.58%）。在时间上，三季度国债利率下行的概率更大。四季度考虑到工业企业利润单月同比增速由负转正，此时利率可能以震荡为主，继续下行的空间和概率均会减小。从点位上看，下半年10年期国债利率波动区间可能在2.5-2.9%，三季度利率中枢或低于四季度。

信用利差：在货币宽松的基调下，预计信用利差可能还有一定的压缩空间。结构上，高评级信用利差压缩空间有限，中低评级信用利差可能还有一定压缩空间，尤其是四季度企业利润单月同比由负转正时，企业信用风险会有一定幅度下降，有望带动中低评级信用利差向下小幅压缩。

四、下半年贷款会如何？

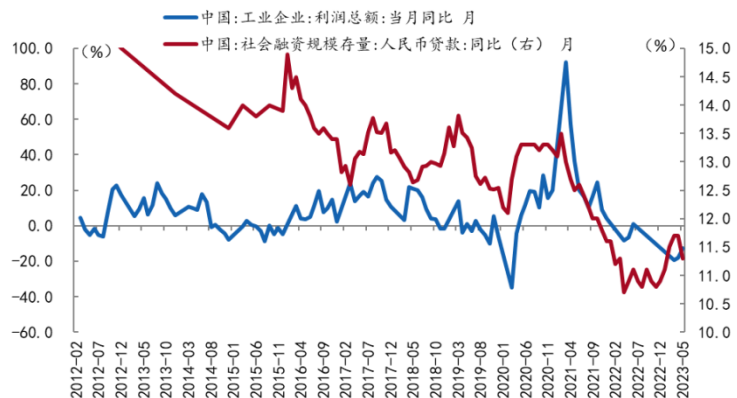
（一）历史经验：贷款规模回升拐点靠前，利率拐点靠后

1.从规模方面看，贷款增速提前回升

通常来说，工业企业利润下滑时，企业的融资意愿也会下降。从历史表现来看，贷款增速与工业企业利润增速呈现高度的同向关系。不过当工业企业利润进入到底部区域时，贷款增速上升会早于工业企业利润增速的拐点。

贷款增速拐点提前出现的原因，主要是货币政策放松，推动金融机构投放加大贷款的力度。在此阶段，银行在贷款供给端发力，在贷款利率偏低的情况下，贷款量增速上升，进行逆周期调节，这有利于企业融资成本下降，支持利润改善，进而逐步脱离底部。

图 12：贷款增速上升早于工业企业利润增速拐点

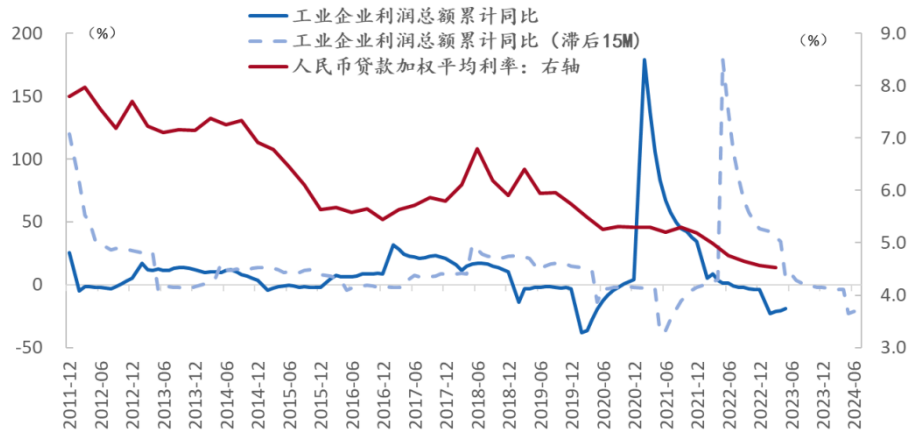


资料来源：Wind、招商银行研究院

2.从利率方面看，贷款利率底部拐点靠后

当工业企业利润累计同比增速下行接近底部时，贷款利率会持续下行。直到企业利润持续上行后，贷款利率才会逐步恢复上行。从历史数据看，工业企业利润累计同比增速拐点领先一般贷款加权平均利率拐点 3-5 个季度。将工业企业利润增速平移 3-5 个季度以后，与贷款利率拟合度较高。

图 13: 贷款利率底部晚于利润增速底部, 大概 3-5 个季度



资料来源: Wind、招商银行研究院

(二) 预计下半年贷款规模增速有望维持, 利率将小幅下行

在规模方面, 今年一季度贷款增速已出现明显上行, 这有利于企业利润增速逐步见底。预计下半年贷款增速将保持偏高水平, 继续支持实体经济需求的恢复。

在利率方面, 考虑到后续企业利润回升偏缓, 预计下半年贷款利率会小幅下行。分部门来看, 前期企业贷款利率已较快地下降至低位, 预计后续下行空间有限, 更有可能的表现是运行在低位区间。相比之下, 前期居民贷款利率下降偏缓, 叠加今年居民融资需求疲弱, 预计房贷利率还会下行。

拉长时间来看, 贷款利率见底回升的拐点晚于工业企业利润累计同比增速 3-5 个季度。结合上半年工业企业利润累计同比增速见底来看, 贷款利率见底回升的时间可能要等到明年一二季度。

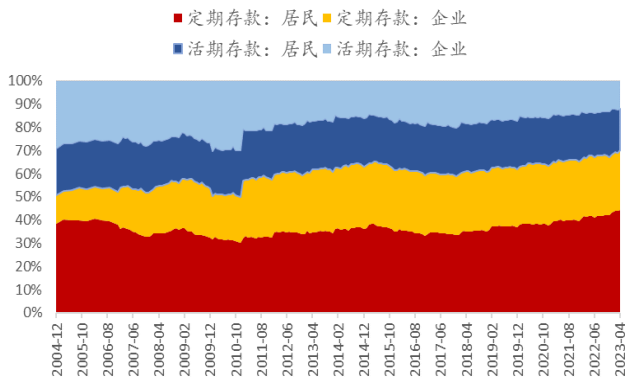
五、下半年存款会如何?

(一) 历史经验: 存款定期化趋势明显, 利率下行

1. 从规模方面看, 企业存款增速上升, 定期化趋势明显

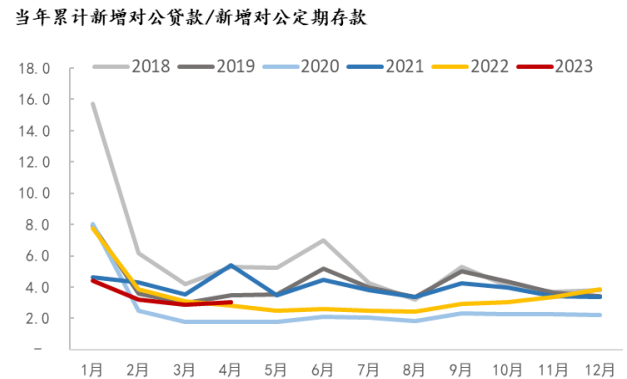
当工业企业利润增速累计同比下滑时, 企业信心低迷, 风险偏好较低, 资金停留在银行体系, 表现为企业存款增速高增, 定期存款占比持续上升。从历史数据来看, 当工业企业利润累计同比增速处在负值区间时, 存款定期化的趋势都非常明显, 例如 2008 年和 2014-2015 年。

图 14：存款定期化趋势明显



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 15：当年累计新增对公贷款/累计新增对公定期存款指标持续走低



资料来源：Wind、招商银行研究院

存款定期化是企业经营收缩和信心低迷的表现。可以用两个指标来进行佐证，一是衡量企业资金活化程度的指标（M2-M1 同比增速的差值），M2-M1 同比增速差越高，代表企业资金活化程度越低；二是衡量信贷资金转化为实体经济工作的效率的指标（当年累计新增对公贷款/累计新增对公定期存款），当年累计新增对公贷款/累计新增对公定期存款比例越低，说明信贷资金转化为实体经济工作效率越低。当工业企业利润累计同比下滑至底部时，企业资金活化程度和信贷资金转化为实体经济工作的效率均很低，说明企业经营还处在收缩之中，尚未有扩张的意愿。

图 16：工业企业利润增速和 M2-M1 同比增速差呈现高度的负相关



资料来源：Wind、招商银行研究院

2.从利率方面看，存款利率下行

在工业企业利润增速下行阶段，贷款利率下行，存款利率也会跟随下行。此阶段，由于存款定期化趋势明显。存款利率下行可以缓解银行的净息差压力的同时，也有利于推动企业资金活化的意愿。

（二）预计下半年存款规模增速有望边际放缓，利率仍有下行空间

在规模方面，今年在信贷派生和财政投放的支撑下，预计广义流动性仍将保持合理充裕，M2 增速或在 11% 左右，低于去年（11.8%）。考虑到今年住房需求低迷，企业投资信心恢复缓慢，预计全年存款增速偏高。在节奏上，相比于上半年，下半年居民理财意愿有望回暖，资本市场逐渐趋稳，企业投资意愿也有企稳态势，因此预计下半年存款增速会有所回落。此外，考虑到实体部门信心提升偏缓，下半年存款定期化的特点仍然存在。

在存款利率方面，上半年存款期限结构较贷款 LPR 期限结构更加陡峭，这意味着存款相比于贷款有更高的期限溢价，拉长期限存款可以获得更高的收益，这推动了存款定期化的趋势。6 月上旬，国有大行及股份行已率先调整了存款挂牌利率，预计后续其他银行将跟进调整。下半年，降低银行负债成本仍是有必要的，因此长期限存款利率仍有进一步下调的空间。

六、总结

整体来看，下半年价格的修复有望推动工业企业利润向上修复，修复速度偏缓，到年底可能修复至-7%至-10%的水平。在基数效应下，四季度工业企业利润单月同比有望由负转正。

在此情境下：在货币方面，预计货币政策基调偏宽松，资金利率中枢可能继续维持在低位。同时，货币政策仍有进一步松动空间，预计下半年可能会有 1 次降准（25bp）和 1 次降息（10bp）的操作。**在债券方面**，预计下半年债券规模有望回升，利率将低位震荡，信用利差仍有小幅压缩的空间。**在贷款方面**，预计下半年贷款增速有望维持，贷款利率将小幅下行；分部门来看，此前企业贷款利率已较快地下降至低位，预计下半年下行空间有限；此前居民贷款利率下降偏缓，预计下半年房贷利率还会下行。**在存款方面**，预计存款规模增速有望边际放缓，利率仍有下行空间。

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 0755-22699002

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