

让子弹飞： 美国消费韧性探析及前瞻

■ 为应对自上世纪七八十年代以来最为迅猛的高通胀，美联储于去年3月开启史上最快加息周期。然而，美国经济却在高通胀和高利率的双重压制下展现出不同寻常的韧性。结构上看，美国消费与投资表现显著分化，居民消费成为经济韧性的主要来源。

■ 仔细观察美国个人消费支出数据，有三点值得注意。一是美国实际消费增长远低于名义消费，二是疫情冲击对美国实际消费造成了显著创伤，三是商品和服务消费修复总体分化。

■ 居民收入增速高、付息支出占比低、资产负债结构优，是美国消费在本轮加息周期中保持超预期韧性的三大支撑因素。收入方面，疫情暴发以来美国居民可支配收入同比增速中枢与疫前三年持平，即财政补贴恰好支撑名义薪资增速维持在疫前趋势水平；支出方面，由于固定利率房贷占比高，本轮加息周期中美国居民付息支出压力上升相对有限，对消费支出的挤出效应相应弱化；存量方面，受益于政府加杠杆，当前美国居民部门杠杆率不仅大幅低于次贷危机时期，甚至优于疫前。

■ 总体上看，疫情以来美国的财政扩张，是美国居民消费韧性的最大来源。当前美国居民部门收入、支出以及资产负债表的优异表现，均是宏观政策冲突在微观层面的投影，共同支撑了美国消费异乎寻常的韧性。

■ 预计美国消费和经济的韧性仍将持续一段时间。今年二季度美国人均可支配收入同比增速仍超7%，其中付息支出占比仅为5%，2022年四季度居民杠杆率仅为74%。而在2004-2007加息周期中，美国消费至2007年方才开启下行趋势，彼时人均可支配收入同比增速跌至4%，其中付息支出占比升至8%，居民杠杆率达到97%。

■ 前瞻地看，美国宏观政策冲突的演化，将决定其消费以及经济的未来走向。美联储本轮加息周期已足够“高”，只是不够“久”，紧缩效果将逐步显现。与此同时，由于通胀下行，财政可持续性条件逆转，2024财年美国财政扩张的力度和效果或显著受限。预计美国个人消费支出仍将于明年一季度开始温和转冷。由于消费韧性超预期，美联储此轮加息周期在顶点持续的时间或相应延长。

谭卓，宏观经济研究所所长

招商银行研究院

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

王天程，宏观研究员

招商银行研究院

☎：0755-89278371

✉：wangtiancheng@cmbchina.com



目录

引言：衰退预期与消费韧性	1
一、消费韧性：总量与结构	1
二、踏雪寻梅：三大支撑因素	3
（一）居民收入：稳健增长	3
（二）利率敏感性：显著钝化	5
（三）资产负债表：更加健康	6
三、前瞻：让子弹飞	7

图目录

图 1：美联储本轮加息周期为史上最快	1
图 2：居民消费支撑美国经济增长	1
图 3：美国个人消费支出超调增长	2
图 4：商品与服务消费发生分化	2
图 5：2004-2007 加息周期耐用品消费率先走弱	3
图 6：本轮加息周期耐用品消费强于非耐用品	3
图 7：疫情下美国居民收入维持高增	4
图 8：2023 财年美国财政显著扩张	4
图 9：美国名义薪资保持高增	4
图 10：近期美国实际收入增速显著反弹	4
图 11：美国消费者信心随通胀预期下降反弹	5
图 12：美国居民超额储蓄已经耗尽	5
图 13：美国居民付息支出压力略高于疫前	6
图 14：美国住房抵押贷款以固定利率为主	6
图 15：美国宏观杠杆率结构显著变化	7
图 16：美国居民部门资产负债率陡峭下行	7
图 17：美联储加息对消费的影响存在较长时滞	8
图 18：美国实际政策利率逼近次贷危机后峰值	8
图 19：美国公共债务可持续性条件已经逆转	9
图 20：美国财政扩张即将告一段落	9

引言：衰退预期与消费韧性

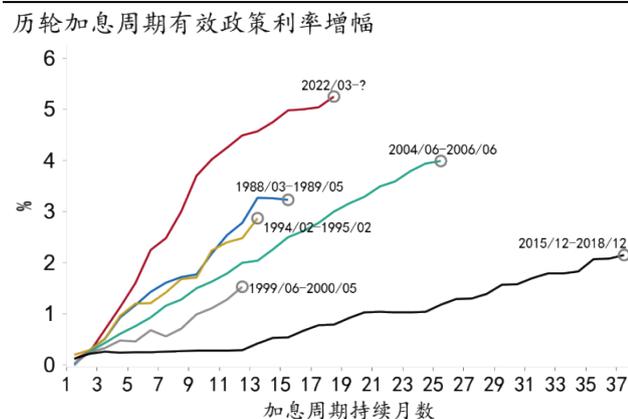
为应对自上世纪七八十年代以来最为迅猛的高通胀，美联储于去年3月开启史上最快加息周期，在16个月内累计加息525bp，将政策利率从0-0.25%升至5.25-5.5%区间（图1）。受此影响，美国收益率曲线主要期限利差自去年下半年开始倒挂，持续发出衰退警示。从历史上看，这一预言从未落空。

然而，美国经济却在高通胀和高利率的双重压制下展现出不同寻常的韧性。在经历了2022年一二季度的负增长后，美国GDP增速（环比折年率）连续四个季度超预期增长，增速中枢高达2.6%，与疫前三年（2017-2019年）持平。

从结构上看，美国消费与投资表现显著分化，居民消费成为经济韧性的主要来源。在过去四个季度中，美国居民消费支出环比折年率中枢达2.3%，略低于疫前三年（2.5%）；对经济增长的贡献为65.3%，低于疫前三年（73.1%），但仍然占据绝对比重（图2）。而私人投资成为美国经济增长的主要拖累项，在过去四个季度中对经济增长的贡献为-24.1%，远低于疫前三年（16.3%）。8月末，美国经济研究局（BEA）将二季度GDP环比折年率由2.4%下修至2.1%，其中消费拉动由1.07pct上修至1.14pct，投资拉动由0.98pct下修至0.57pct，反映美国居民消费与私人投资增长动能仍然显著分化。

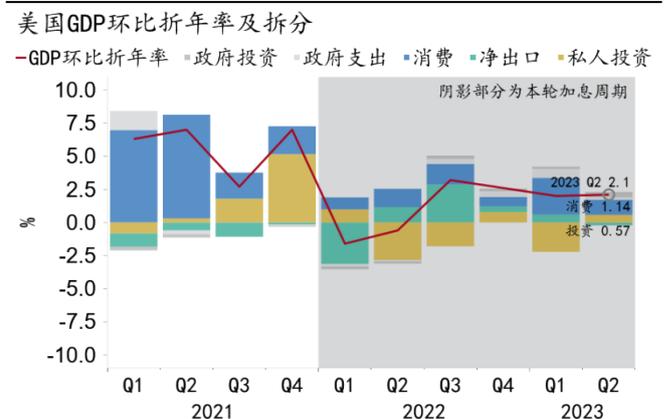
因此，理解美国居民消费韧性，是研判未来美国经济及政策走向的关键。

图1：美联储本轮加息周期为史上最快



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图2：居民消费支撑美国经济增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

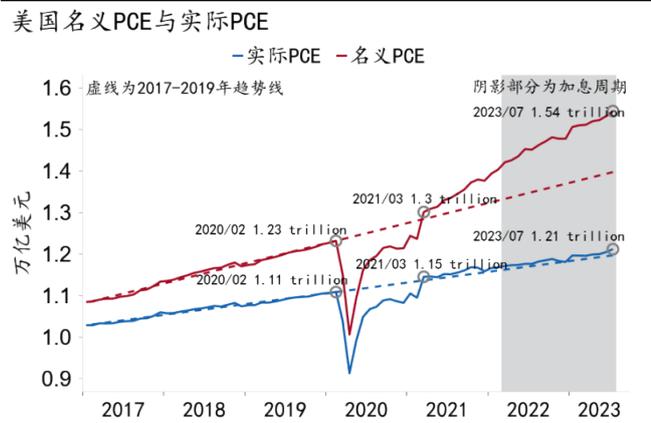
一、消费韧性：总量与结构

首先，我们不妨基于美国经济分析局发布的个人消费支出（PCE，Personal Consumption Expenditures）数据，来评估美国消费当前的状况。仔细观察数据，有三点值得注意。

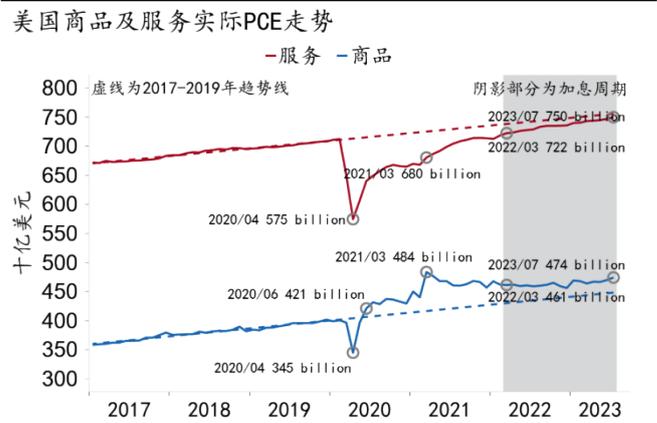
一是美国实际消费增长远低于名义消费。过去两年美国名义消费增长相较潜在水平（以2017-2019年增长趋势外推估计）大幅超调，但实际消费规模并未显著超越潜在水平。2021年3月后，美国消费支出规模持续高于潜在水平。今年7月，美国名义PCE达\$1.55万亿，超出疫前水平约1/4（2020年2月

PCE 为\$1.23 万亿)，超出潜在水平 11%。但剔除价格效应，今年 7 月实际 PCE 相较 2020 年 2 月增长了 9%，略高于潜在水平 1%。可见，美国个人消费支出超调的名义增长，绝大部分都源自于价格效应/高通胀的扰动（图 3）。实际消费的均值回复特征要显著强于名义消费。大规模的财政补贴，并未带来居民部门消费数量的超调增长。

二是天量补贴之下，疫情冲击仍然对美国实际消费造成了显著创伤。2020 年 3 月至 2021 年 2 月，美国实际 PCE 为\$12.7 万亿，低于潜在水平约\$7,900 亿；2021 年 3 月至 2023 年 7 月，美国实际 PCE 为\$34.1 万亿，高于潜在水平约\$2,500 亿。由此估算，美国实际消费仍有约\$5,400 亿的“伤痕”未被修复，相当于 2022 年美国实际 PCE 的 3.8%，GDP 的 2.7%。而疫情暴发以来，美国名义消费已超调修复了\$1.57 万亿，相当于 2022 年名义 GDP 的 6.2%。

图 3：美国个人消费支出超调增长


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 4：商品与服务消费发生分化


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

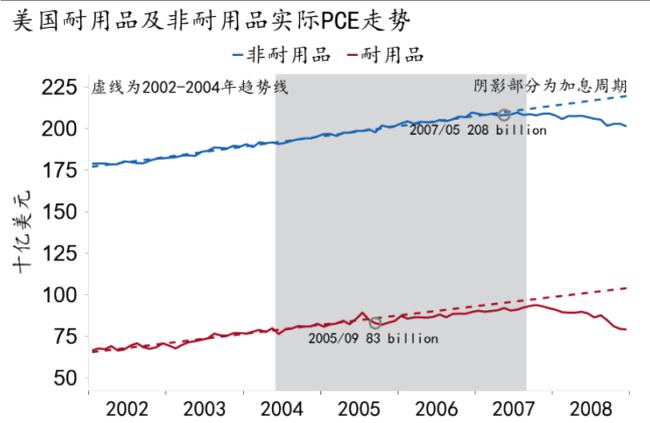
三是从实际 PCE 的结构上看，商品和服务消费修复总体分化，反映出疫情影响下美国经济复苏的阶段特征（图 4）。一方面，商品消费率先修复，总体呈冲高回落态势。2020 年 4 月美国疫情冲击高峰过后，商品消费在财政直升机撒钱的刺激下出现 V 型修复，2 个月后便反弹至潜在水平上方，直至 2021 年 3 月增速均远超疫前。之后随着财政补贴退坡，2021 年 3 月后的一年里商品消费累计回落了 4.6%。2022 年 3 月本轮加息周期开启，至 2023 年 7 月商品消费累计上行 2.8%，增速显著低于潜在水平。另一方面，服务消费则在直升机撒钱和疫情影响退坡的共同作用下渐进修复，斜率逐步趋缓，至今仍未回归至疫前趋势水平。美国服务消费在 2020 年 4 月至 2021 年 3 月间累计上行 18.3%，2021 年 3 月至 2022 年 3 月间累计上行 6.2%，2022 年 3 月至 2023 年 7 月累计上行 3.9%。

综上所述，从实际值观察，美国消费韧性可能要显著低于大众的直观感受。美国天量财政补贴的效果，更多体现为对高通胀的补偿，进而有力支撑了居民消费的名义增长。

但去年 3 月以来，美国实际消费在加息周期中延续趋势增长，特别是耐用品消费保持高增长，与历史经验和经济直觉相悖（图 5、图 6）。2020 年 4 月至 2022 年 3 月，美国耐用品消费累计增长了 60.2%，增幅远高于非耐用品（21.7%）。美联储加息周期开启后，2022 年 3 月至 2023 年 7 月，耐用品消

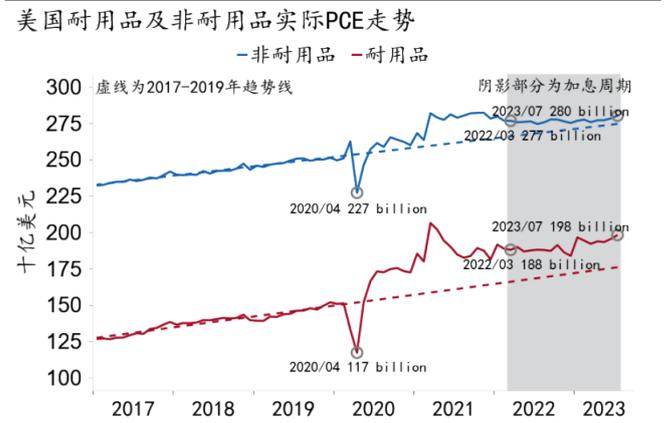
费增长了 5.3%，增幅仍然显著高于非耐用品（1.1%）。为何当前美国居民消费似乎对高利率并不敏感？这是我们试图回答的主要问题。

图 5：2004-2007 加息周期耐用品消费率先走弱



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 6：本轮加息周期耐用品消费强于非耐用品



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

二、踏雪寻梅：三大支撑因素

居民收入增速高、付息支出占比低、资产负债结构优，是美国消费在本轮加息周期中保持超预期韧性的三大支撑因素。

（一）居民收入：稳健增长

消费是收入的函数。疫情暴发以来，美国居民可支配收入同比增速中枢约为 5%，与疫前三年持平。换言之，迄今为止，美国的财政补贴恰好支撑了居民名义薪资增速维持在疫前趋势水平，即疫情并未在总体上对居民收入造成创伤。

美国居民名义收入增长受财政补贴和就业需求交互支撑，大致可分为三个阶段。第一阶段是 2020 年 4 月至 2021 年 3 月，美国财政直升机撒钱主导收入增长，可支配收入同比增速中枢高达 10.6%。第二阶段是 2021 年 4 月至 2022 年 12 月，薪资上涨令收入水平在补贴大幅退坡背景下保持正增，可支配收入同比增速中枢约为 1.1%。第三阶段是 2023 年初至今，财政韧性和薪资韧性共同支撑收入增长，可支配收入同比增速中枢反弹至 7.9%（图 7）。

2023 财年（2022Q4-2023Q3），美国财政相较上年显著扩张，大超市场预期（图 8）。2023 财年美国赤字率高达 5.9%，显著高于 2022 财年 2.1pct¹，也高于疫前（2019 财年）1.2pct。其中的主要原因在于，美国每年都会根据通胀水平调整对居民部门的转移支付规模，由于通胀高企，2022-2023 财年美国社保生活成本调整率（COLA, The Cost of Living Adjustment）高达 8.7%。事实上，由于大选临近，美国政府出于支持率考量对居民部门派钱的激励大幅上升。

¹ 2022 年 8 月拜登政府推出的学生贷款减免计划已于 2023 年 6 月被最高院认定为违宪，该计划令美国 2022 财年支出额增加了约 \$4,300 亿。在剔除该计划影响后，2022 财年赤字率约为 3.8%，而非 CBO 统计的 5.5%。

今年6月30日，美国最高法院刚刚裁定拜登政府之前提出的学生减免计划违宪，但在8月22日，白宫又发布了新的学生贷款偿还计划（SAVE plan）。未来美国政府对居民部门补贴很可能仍将极具韧性。

图7：疫情下美国居民收入维持高增

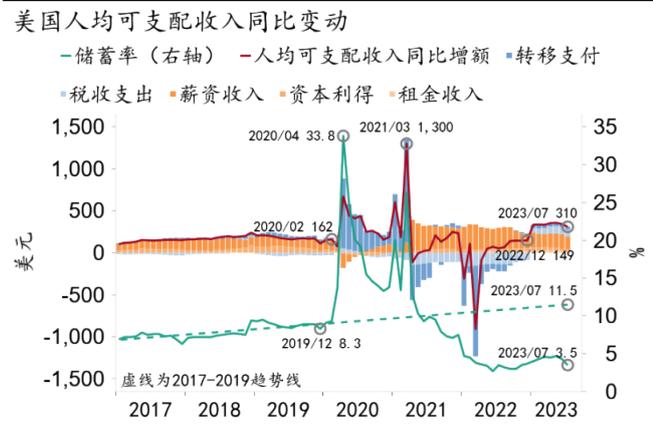
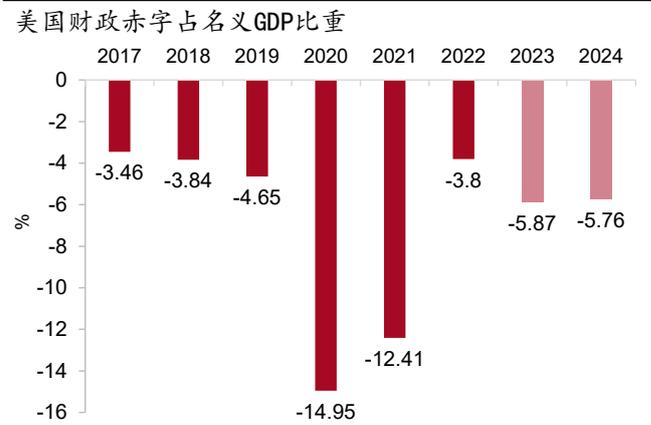


图8：2023财年美国财政显著扩张



财政扩张对居民收入的支撑显而易见。今年二季度美国政府对居民部门转移支付额高达\$1万亿，较去年同期增长了8.1%，成为居民收入维持高增长的重要支撑。相较疫前，美国居民人均月转移支付获取额从\$800以下升至\$1,000以上。

图9：美国名义薪资保持高增

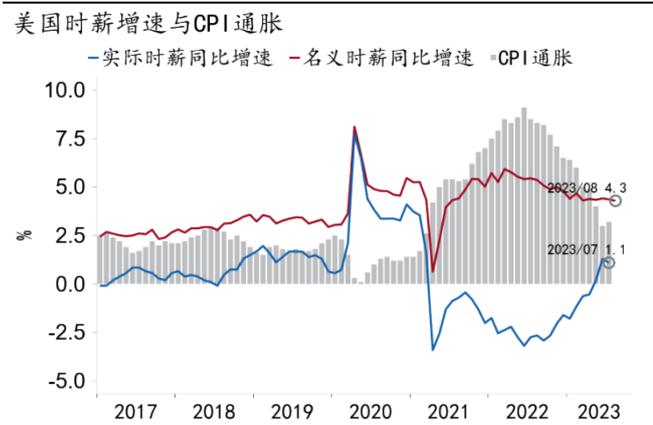


图10：近期美国实际收入增速显著反弹



与此同时，美国劳动力市场供需关系高度紧张，令名义薪资保持了4%以上的高增长（图9）。2023年7月，1个求职者仍对应着1.5个空缺岗位，远高于疫前（1.2个）。今年以来，受转移支付与薪资高增长的双重驱动，美国居民名义可支配收入再上台阶，持续位于7%上方，大幅高于去年四季度3.6%的中枢。

实际消费的变化，与实际收入更为相关。剔除通胀影响，美国居民实际薪资及可支配收入的实际增长在疫情暴发后的很长一段时间持续为负（图10），很大程度上可以解释为何美国实际消费修复要显著弱于名义消费。值得注意的是，2022年中以来，随着通胀水平的下行，美国实际薪资和实际可支配收入

同比增速均触底回升，双双于今年上半年转正。与此同时，美国消费者通胀预期快速下降，信心快速反弹（图 11）。居民实际收入与消费信心的提升，成为支撑今年美国消费韧性的最大驱动。

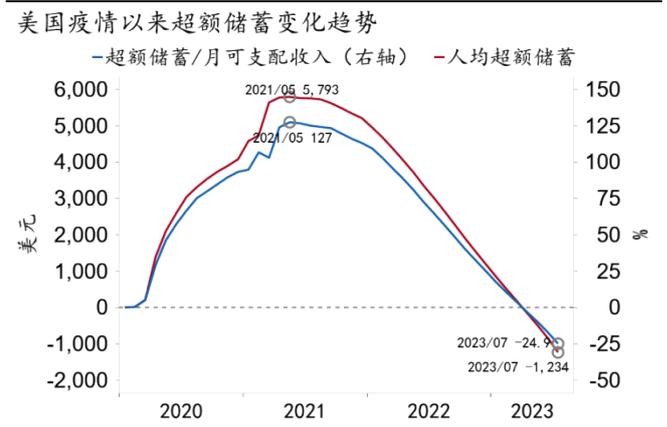
最后，消费是收入而非储蓄的函数，美国居民在疫情期间积累的“超额储蓄”²，源于其收入增速超过消费。换言之，储蓄增加是收入和消费变化的结果，而非消费增长的原因，市场对此存在普遍误读³。基于美联储方法估算⁴，美国居民超额储蓄规模已于 2021 年 5 月见顶，今年 4 月转负，但消费并未随之转冷（图 12）。

图 11：美国消费者信心随通胀预期下降反弹



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 12：美国居民超额储蓄已经耗尽



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

（二）利率敏感性：显著钝化

在支出端，本轮加息周期中美国居民付息支出压力上升相对有限，对消费支出的挤出效应相应弱化。疫情暴发后，美联储旋即实施零利率政策，使得居民付息支出在其后一年间显著下降。相较 2019 年末，2021 年一季度美国居民人均付息支出下降 13% 至 \$538，在可支配收入中的占比下降 1.3pct 至 3.65%（图 13）。之后美国居民债务加速扩张，美联储亦开启快速加息，导致居民付息支出规模大幅上升。今年二季度，美国居民人均付息支出达 \$748，相较 2021 年一季度低点增长四成。但由于可支配收入快速增长，居民付息支出压力增长相对平缓，利息支出在可支配收入中的占比上升 1.4pct 至 5.05%，仅高于 2019 年末 0.14pct。

从结构上看，房贷付息压力上升斜率极其平缓，是当前美国居民付息支出对高利率不敏感的主要原因。今年二季度，美国居民人均房贷付息支出较 2021 年一季度低点上升 17.5% 至 \$403，占可支配收入的比重上行 0.39pct。

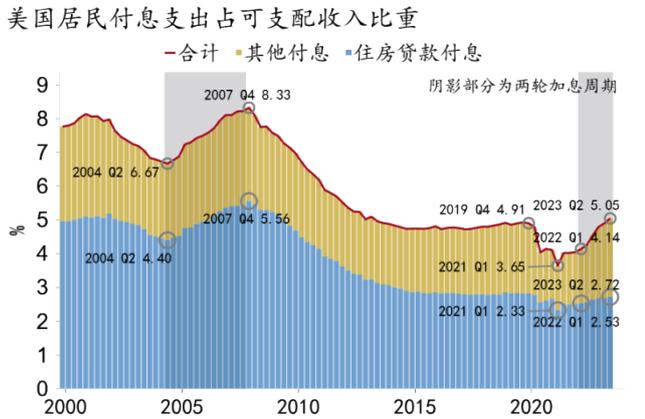
² 超额储蓄测算方法：人均月度超额储蓄 = (居民储蓄率 - 居民储蓄率疫前趋势水平) * 人均月度可支配收入；人均超额储蓄 = 人均月度超额储蓄加总额（自 2020 年 1 月起）。

³ 参见招商银行研究院宏观深度报告《储蓄与存款之辨：关于居民经济金融行为的思考（I）》，2023 年 8 月。

⁴ 参见 Soyres and Ortiz (2023), Accumulated Savings During the Pandemic: An International Comparison with Historical Perspective, FEDS Notes.

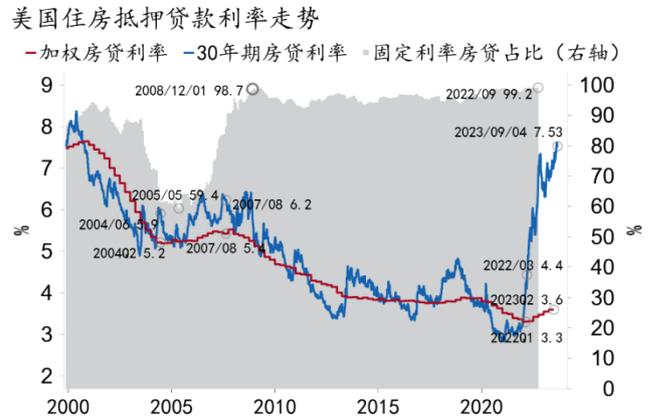
而在上一轮加息周期中，美国居民房贷付息在可支配收入中的占比上升了 1.2pct，升幅是本轮的 3 倍。

图 13：美国居民付息支出压力略高于疫前



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 14：美国住房抵押贷款以固定利率为主



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

截止 8 月末，美国 30 年期房贷利率已达 7.6%，较疫前（2019 年末）水平翻番，但居民房贷付息压力却未见明显上行。今年二季度，美国居民加权平均房贷利率仅为 3.6%，甚至低于 2019 年末 0.26pct。个中原因，在于次贷危机期间，美联储于 2008 年末将政策利率下调至零，美国房贷利率相应趋势性下行，几乎所有美国居民都因此选择了固定利率房贷。2008 年末，美国固定利率房贷占比已达 99% 并维持至今；而在 2005 年，固定利率房贷占比仅为六成（图 14）。

综上所述，次贷危机后美联储超宽松的货币政策至今仍然存在滞后效应，并制约了当前货币紧缩的效力。

（三）资产负债表：更加健康

上述分析基于流量视角，揭示了美国居民部门在收入端受到财政补贴和就业紧张的双重支撑，同时在支出端由于货币紧缩传导受阻，付息支出压力上行相对有限，对消费并未形成过度挤出。接下来，我们不妨立足存量视角，评估当前美国居民资产负债表的整体状况。

总体上看，受益于政府加杠杆，当前美国居民部门杠杆率不仅大幅低于次贷危机时期，甚至优于疫前。次贷危机爆发后，由于经济陷入低增长、低通胀和低利率的“三低”环境，美国宏观杠杆率（债务/名义 GDP）结构发生了显著变化，居民杠杆率趋势性下行，政府杠杆率大幅上行（图 15）。2007 年四季度，美国居民杠杆率接近 100%，至疫情暴发前降至约 75%；同期政府杠杆率由约 60% 升破 100%。2020 年，新冠疫情暴发，美国出台天量财政刺激补贴居民部门，政府杠杆率进一步跳升至 130%，居民杠杆率温和上行至近 80%。2021 年后，美国政府杠杆率陡峭下行，居民杠杆率温和下行，2022 年末分别为 103% 和 74.4%，均已低于疫前水平。

在资产端，次贷危机后美联储超宽松的货币政策大幅推升了风险资产价格，使得居民部门的资产负债率大幅下行。2007 年四季度，美国居民部门总资产

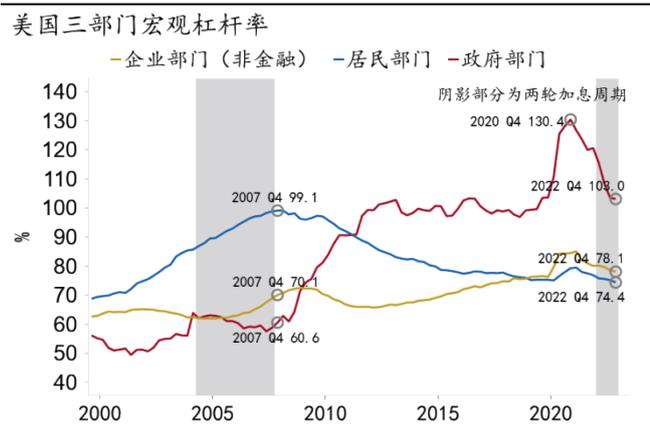
占名义 GDP 的比重为 550%，至疫情暴发前升至 588%；新冠疫情暴发后宽松政策大幅加码，这一数字于 2021 年四季度升至峰值 685%。之后货币紧缩令主要资产价格全面回调，截至 2022 年四季度居民资产占名义 GDP 的比重回落至 613%，但仍高于疫前水平 25pct。

杠杆率下降叠加资产膨胀，使得美国居民部门的资产负债率不但大幅低于次贷危机时期水平，也显著低于疫前水平（图 16）。次贷危机爆发后，居民部门资产负债率（总负债/总资产）于 2009 年一季度触达峰值 19.6%，随后开始回落，至新冠疫情前降至 12.4%；疫情暴发后，这一数字于 2022 年一季度跌至阶段性底部 10.8%，至 2022 年三季度反弹至 11.8%。今年一季度，由于各类资产价格继续上行，美国居民资产负债率再度下行至 11.5%，显著低于疫前水平。

从资产结构看，2022 年末，房地产（26.8%）和股票（21.6%）在美国居民资产中的合计占比近五成（48.4%），是居民部门资产扩张的主要贡献项。2007 四季度至 2022 年四季度，美国房价累计涨幅超过 2/3（67.2%），纳斯达克 100 指数累计翻了四番（413.7%）；从负债结构看，美国居民房贷温和扩张，2007 年四季度至 2022 年四季度，房贷规模仅扩张了 17.4%，远低于同期房价涨幅（67.2%），也远低于总负债涨幅（32.6%）。房贷在居民负债中的占比相应由 77.0% 下降至 68.1%。

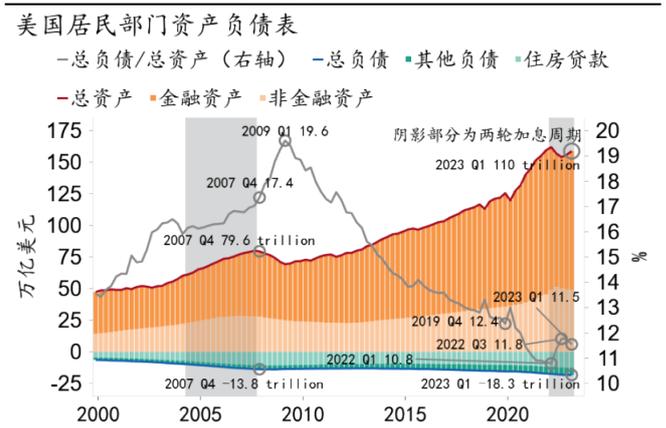
值得注意的是，居民部门资产负债表对股市波动并不如预期般敏感。2022 年一季度至三季度，美联储快速加息令股市承压，纳斯达克指数累计下跌了约 30%，但美国居民部门资产规模仅收缩了约 5%，资产负债率上行约 1pct 至 11.8%。这指向当前美国居民健康的资产负债表也具备相当韧性。

图 15：美国宏观杠杆率结构显著变化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 16：美国居民部门资产负债率陡峭下行



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

三、前瞻：让子弹飞

总体上看，疫情以来美国的财政扩张，是美国居民消费韧性的最大来源。本轮加息周期中，美国宏观政策“左右互搏”，货币政策和财政政策立场出现冲突，与经济直觉和历史经验相悖。2022-2023 财年，美国财政赤字率从 3.8%

扩张至 5.9%，与快速紧缩的货币政策逆向而行。而在上一轮加息周期中，美国财政政策同向收紧，赤字率由 3.43% 降至 1.12%。

当前美国居民部门收入、支出以及资产负债表的优异表现，均是宏观政策冲突在微观层面的投影，共同支撑了美国消费异乎寻常的韧性。在上一轮加息周期中，2007 年初美国消费开启下行趋势，彼时人均可支配收入同比增速跌至 4%，其中付息支出占比升至 8%，居民杠杆率达到 97%。反观本轮加息周期，今年二季度美国人均可支配收入同比增速仍超 7%，其中付息支出占比仅为 5%，2022 年四季度居民杠杆率仅为 74%。这指向美国消费和经济的韧性仍将持续一段时间。

前瞻地看，美国宏观政策冲突的演化，将决定其消费以及经济的未来走向。

先看货币政策。回顾上一轮加息周期，居民消费在开启加息约 3 年后方才转冷，彼时利率水平已在加息周期顶部维持了半年之久（图 17）。而截至 8 月末，本轮加息周期仅持续了一年半，节奏上刚刚进入顶部区域。巧合的是，目前来看，两轮加息周期的顶点高度一致，均为 5.25-5.5% 区间。

两相比较，直观的印象是美联储本轮加息周期已足够“高”，只是不够“久”。事实上，在 8 月末的 Jackson Hole 全球央行年会上，鲍威尔就表示目前美国的政策利率已显著高于中性利率，处于限制性水平，只是货币紧缩效应仍在传导过程中。以政策利率下限减去 CPI 通胀计，当前美国实际利率水平已超 2%，逼近次贷危机后的最高值（图 18）。所以美联储要做的，或许只是让子弹再飞一会，在加息周期的高点等待货币紧缩效应逐步累加显现。这也是 8 月末鲍威尔 Jackson Hole 会议演讲的核心要义。

图 17：美联储加息对消费的影响存在较长时滞

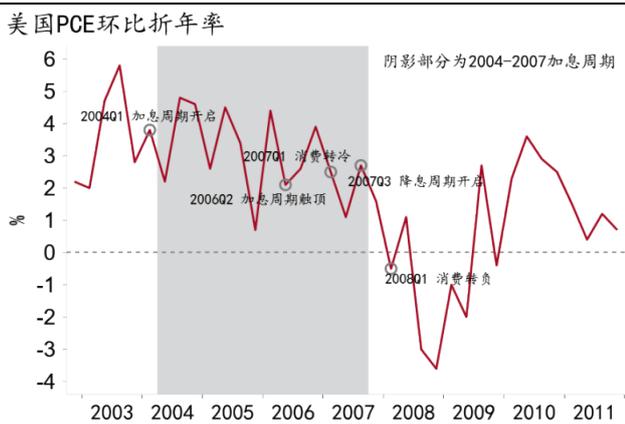
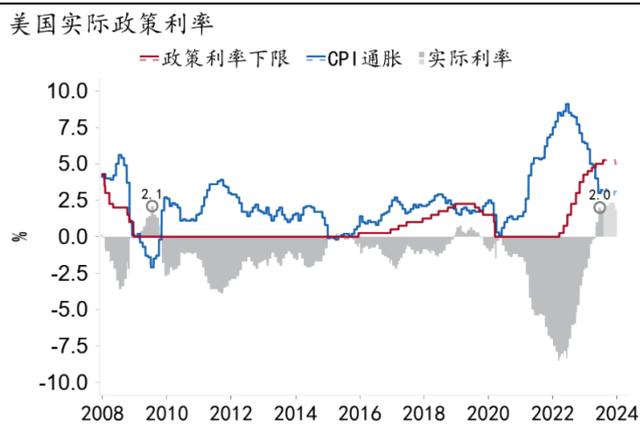


图 18：美国实际政策利率逼近次贷危机后峰值



再看财政政策。尽管疫情暴发后“宽财政”在西方世界成为潮流⁵，拜登政府主观上也存在财政扩张意愿，但 2024 财年美国财政扩张的力度和效果或显著受限。一方面，当前美国名义利率水平已反超名义 GDP 增速，债务可持续性条件发生逆转（图 19）。不论是近期国际主流评级机构调低美国主权信用评级，还是今年年中的债务上限之争，均是债务可持续性压力的现实映射。

⁵ 参见招商银行首席观点报告《财政主导：宏观政策的轮回》，2020 年 8 月。

而随着美国通胀进一步回落，2024 年转移支付通胀调整率（COLA）可能降至 3%附近，远低于 2023 年的 8.7%。另一方面，债务规模大幅扩张叠加利率快速上行，导致美国政府利息支出大幅攀升，这将制约财政扩张的实际效果（图 20）。剔除利息支出影响，2024 财年计划赤字率将较 2023 财年收缩 0.3pct。

图 19：美国公共债务可持续性条件已经逆转

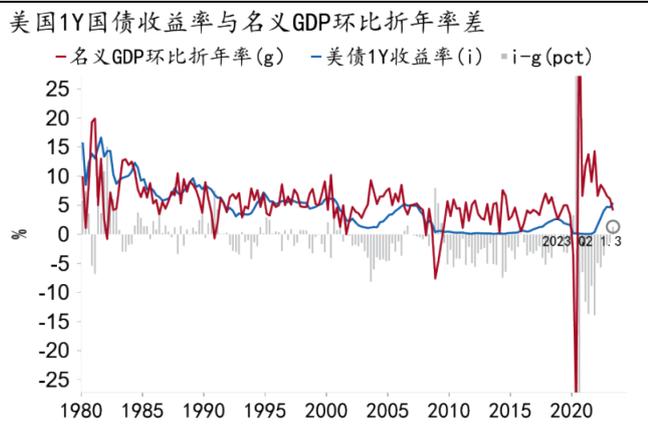
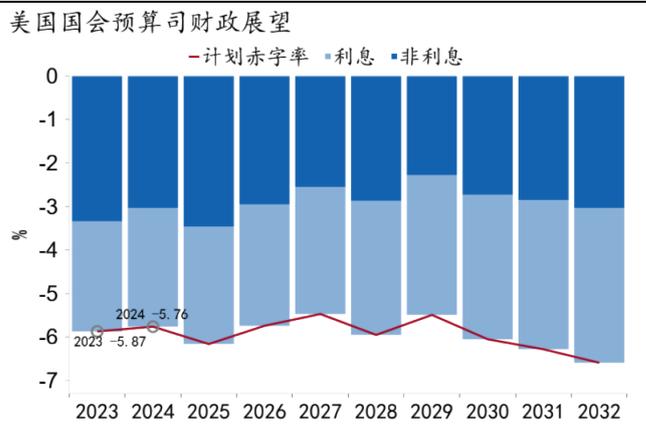


图 20：美国财政扩张即将告一段落



简而言之，我们认为，随着财政扩张的力度和效果逐步收敛、前期货币扩张的滞后效应趋弱，此轮货币紧缩的即期及滞后效应逐渐强化，美国消费和经济转冷只是时间问题。但考虑到美国居民收入、付息支出以及资产负债表韧性仍强，这一变化可能在时间上会慢一点，斜率上会缓一点。预计美国 PCE 环比折年率将于明年一季度开始转冷，由当前的 1.6%向 1%下方收敛。如此一来，美联储此轮加息周期在顶点持续的时间也将相应延长。

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