



美国繁荣见顶，中国延续修复

——2023年11月宏观月报

■ 美国经济的繁荣难以为继，一方面，劳动力市场转冷，美国经济动能显著走弱，证实了三季度经济脉冲式增长不具备可持续性。另一方面，“再通胀”熄火，核心通胀环比动能回归合意水平，“抗通胀”取得阶段性胜利。11月议息会议通过了不加息并维持缩表计划不变的决议，前瞻地看，美联储加息周期大概率已经见顶。

■ 国内实体经济方面，经济延续修复态势但动能较9月边际弱化。外需动能有所放缓，内需中，基建和制造业仍保持中高速增长，但动能自高位小幅下行，房地产销售与投资降幅双双扩张，社零动能也边际放缓。由于需求温和修复对供给支撑偏弱，生产动能未进一步改善。前瞻地看，随着政策效应持续显现，叠加基数走低，预计年内经济同比增速将明显改善，动能则延续温和修复，全年GDP增速或达5.2%以上。年末各项经济政策密集出台，意在蓄力来年，明年宏观政策或积极发力，聚焦质的有效提升同时着力保持量的合理增长。

■ 金融形势方面，本月融资修复呈现两大特征，一是居民融资优于企业，二是政府部门融资强于私人部门；货币供给方面，企业生产活跃度不高，资金沉淀在定期存款，M2增速维持10.3%，M1连续下滑6个月至1.9%。

■ 财政形势方面，10月一般公共预算收支加速改善，但中等口径下，政府性基金显著拖累整体财政收支进度和增速。预计年内使用的5,000亿增发国债将提升全年支出增速1.5-2.0pct，并将助力需求回暖，带动财政收入持续修复。

■ 重要会议方面，10月末中央金融工作会议召开，定调未来金融工作，首次提出“要加快建设金融强国”，强调必须做好“八个坚持”，金融工作的政治性、人民性进一步强化。未来金融工作将统筹发展和安全，一方面聚焦提升服务实体经济质效，做好“五篇大文章”，另一方面重心在于全面加强监管，防范化解风险，重点关注中小银行、地方债务和房地产三大风险。

■ 货币政策方面，央行发布《2023年三季度货币政策执行报告》，要求“稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”。相较二季度，此次隐去“加大宏观政策调节力度”的表述，政策天平倾向跨周期。《报告》要求“准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节”。未来信贷供给应更好把握存量和增量、总量和结构之间的关系，做好精准有力、盘活存量。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

牛梦琦

宏观研究员

☎: 0755-89278076

✉: niuemengqi@cmbchina.com

王欣恬

宏观研究员

☎: 0755-83199128

✉: xintianwang@cmbchina.com

刘阳

宏观研究员

☎: 0755-83085255

✉: lyldd@cmbchina.com

王天程

宏观研究员

☎: 0755-89278371

✉: wangtiancheng@cmbchina.com

张冰莹

宏观研究员

☎: 0755-83077969

✉: zhangbingying@cmbchina.com



目录

一、海外宏观：经济繁荣的尾声，加息周期的终结.....	1
二、中国经济：延续修复，动能弱化.....	3
三、宏观政策：精准有力，盘活存量.....	6
（一）金融形势：居民优于企业，政府部门优于私人部门.....	6
（二）财政形势：收支进度加快.....	7
（三）重要会议：中央金融工作会议.....	8
（四）货币政策：精准有力，盘活存量.....	9

图目录

图 1：美国年中以来的经济扩张或已终结.....	1
图 2：失业率确认上行趋势.....	1
图 3：能源分项持续下拉通胀.....	2
图 4：住房服务通胀仍将继续回落.....	2
图 5：美国金融条件大起大落.....	3
图 6：美联储本轮加息周期或已见顶.....	3
图 7：10 月需求端动能边际弱化.....	3
图 8：10 月供给端动能均未进一步改善.....	3
图 9：基建投资增速有所下降.....	4
图 10：制造业投资动能小幅放缓.....	4
图 11：房地产销售收缩加剧.....	4
图 12：商品和餐饮消费修复再放缓.....	4
图 13：出口金额环比略弱于疫前季节性中枢水平.....	5
图 14：我国对东盟出口动能大幅减弱.....	5
图 15：工业企业利润修复放缓.....	5
图 16：服务业生产动能有所放缓.....	5
图 17：8-10 月核心 CPI 环比动能持续偏弱.....	6
图 18：PPI 同比跌幅小幅走阔.....	6
图 19：10 月信贷新增 7,384 亿.....	7
图 20：特殊再融资债发行推升新增社融.....	7
图 21：广义流动性盈余收缩至 1.0pct.....	7
图 22：M1 连续 6 个月下行至 1.9%.....	7
图 23：政府性基金收支拖累整体财政收支进度.....	8
图 24：中等口径财政支出增速降幅收窄.....	8

一、海外宏观：经济繁荣的尾声，加息周期的终结

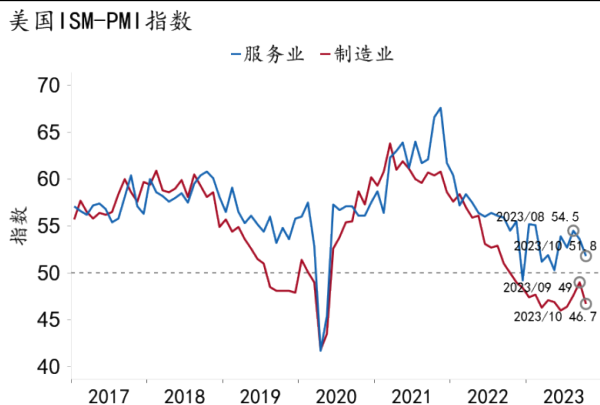
雇佣需求快速收缩，美国劳动力市场转冷。10月美国新增非农就业人数15.0万（市场预期18.0万），失业率3.9%（市场预期3.8%），劳动参与率62.7%（市场预期62.8%），平均时薪同比增速4.1%（市场预期4.0%），环比增速0.2%（市场预期0.3%）。

劳动参与率下行而失业率上行，反映10月雇佣需求已在快速收缩。10月失业率上行至3.9%，上行趋势进一步确认。创2022年2月以来新高，较2023年4月低点累计上行0.5pct。10月劳动参与率小幅回落至62.7%，低于市场预期，劳动力供给扩张或已遇到瓶颈。劳动力供给停止扩张，失业率却上行，反映雇佣的需求在减少。

受金融条件收紧的滞后影响，10月美国经济动能显著走弱，新增就业人数亦从29.7万大幅收缩至15.0万。10月服务业新增就业从26.9万大幅收缩至16.1万，反映了居民部门消费活动的收缩。尽管三季度美国消费超预期扩张，但其动能来源是储蓄率下降而非收入增长，这决定了第三季度的扩张是不可持续的。制造业新增就业从2.8万跌至-1.1万，转负，主要来自于全美汽车工人联合会（UAW）罢工事件的影响。据统计约5万人参加了本次罢工，商品制造新增就业从1.4万收缩至-3.5万，贡献了10月制造业新增就业环比跌幅的126%。与就业数据相一致，制造业和服务业双双走弱。10月美国制造业PMI回落至46.7，服务业PMI则跌至51.8，全面低于预期。

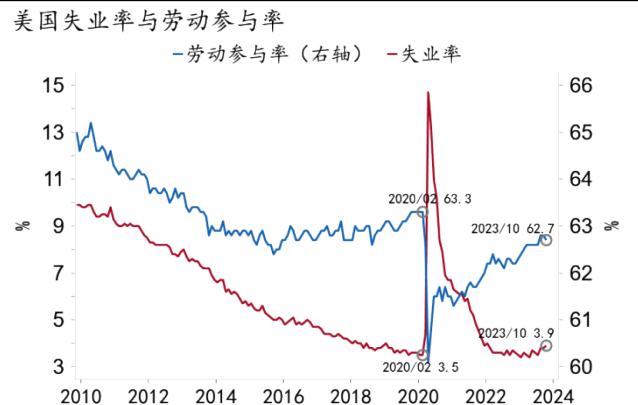
前瞻地看，10月非农就业数据基本宣告了年中以来一轮经济脉冲的终结，加息周期大概率也将随之终结。

图1：美国年中以来的经济扩张或已终结



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图2：失业率确认上行趋势



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

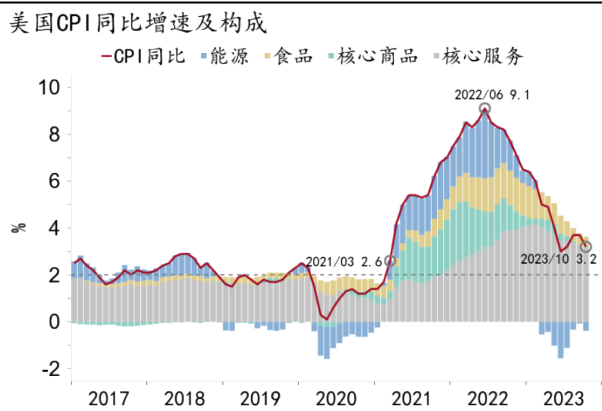
“再通胀”熄火，通胀的环比动能回归合意水平。10月美国CPI通胀3.2%，环比增速0；核心CPI通胀4.0%，环比增速0.2%。两项数据双双低于市场预期。

哈以冲突对国际油价的支撑阶段性证伪，能源是非核心通胀的最大拖累。受此影响，10月能源价格同比下跌4.5%，环比下跌2.5%，继续成为总通胀的

最大拖累项。不同于 1979 年埃及、以色列建交前的巴以冲突，当前 Hamas 并未得到阿拉伯世界的广泛支持，对油价的影响因而受限。

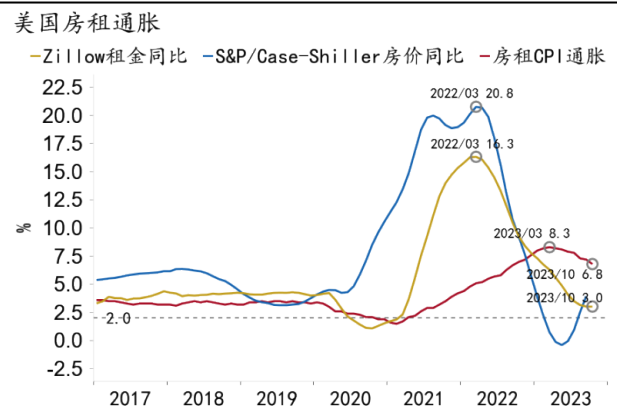
随着年中以来美国经济脉冲的可持续性被证伪，核心通胀继续去化，不但同比读数进一步下跌至 4.0%，而且环比读数收敛至合意水平 0.2%。从结构上看，核心商品通胀的拖累项为汽车、手机和家具，指向部分耐用品供需失衡问题。核心服务方面，疫后首个暑期消费脉冲退潮叠加房租去通胀的影响，核心服务通胀持续去化。10 月核心服务 CPI 同比增速回落 0.2pct 至 5.5%，环比增速大跌 0.3pct 至 0.3%。房租方面，前瞻指标 Zillow 房租价格指数指向房租通胀仍将持续下行。其他服务方面，四季度以来居民部门消费动能已在趋弱，叠加工资-价格螺旋斜率向下，主要分项环比增速均跌至疫前水平下方。

图 3：能源分项持续下拉通胀



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 4：住房服务通胀仍将继续回落



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

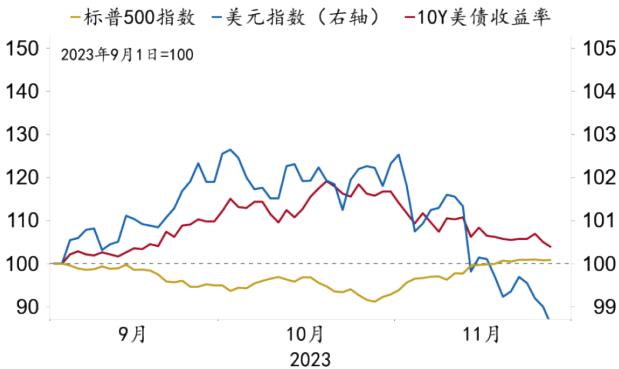
美联储于 11 月议息会议继续选择“按兵不动”。美东时间 11 月 1 日，美联储召开议息会议，宣布将联邦基金利率区间维持在 5.25-5.5% 区间，缩表上限按计划维持每月 950 亿美元，并开始关注金融条件大幅收紧的问题。

前瞻地看，美联储加息周期大概率已经见顶。一方面，9 月以来美国金融条件大起大落，美元、美债、美股对利率路径的边际变化高度敏感，反映货币紧缩对美元流动性的影响已经到了临界位置，进一步紧缩可能带来金融条件的非线性收紧；另一方面，第三季度的经济扩张或不具备可持续性，随着财政支撑力度的边际减弱，居民消费或难保持快速增长。



图 5: 美国金融条件大起大落

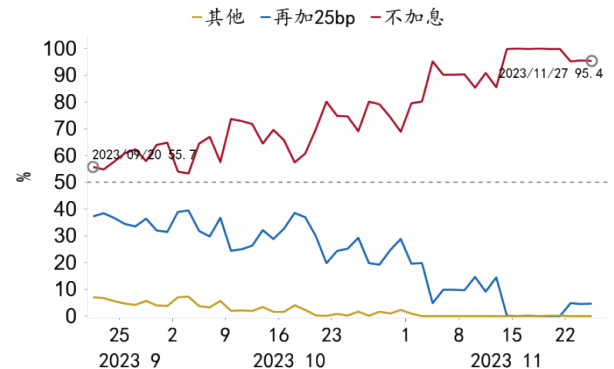
美元、美债与美股走势



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 6: 美联储本轮加息周期或已见顶

美联储年内进一步加息的概率



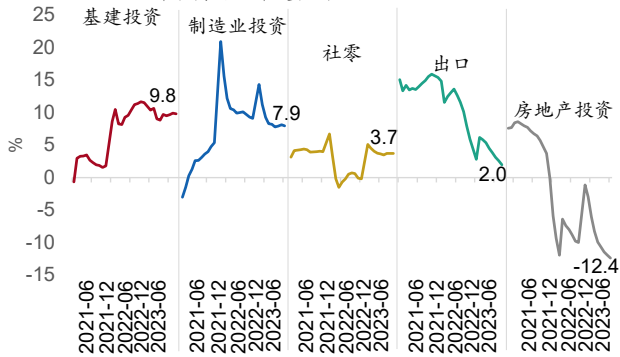
资料来源: Wind, 招商银行研究院

二、中国经济：延续修复，动能弱化

10月国内经济延续修复态势，修复动能有所转弱。在需求端，内外需景气度同步向下。内需之中，固定资产投资修复连续放缓，社零环比持续环比低增长。外需动能有所放缓，出口增速超预期回落。受需求端拖累，供给端工业和服务业生产动能均改善乏力，供需失衡格局仍在持续，通胀延续低迷。

图 7: 10月需求端动能边际弱化

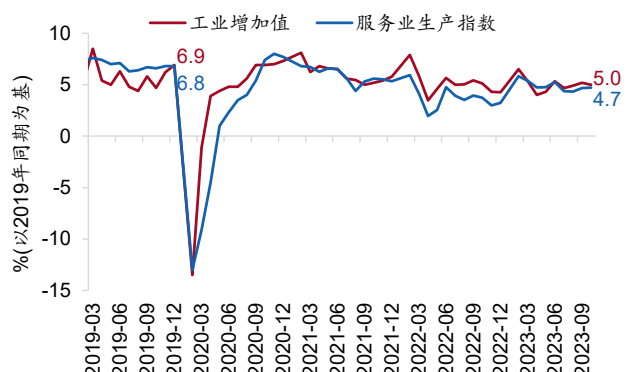
出口、投资和消费累计同比(2023年10月)
注: 2021、2023年各月为两年复合增速



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 8: 10月供给端动能均未进一步改善

工业和服务业生产复合增速

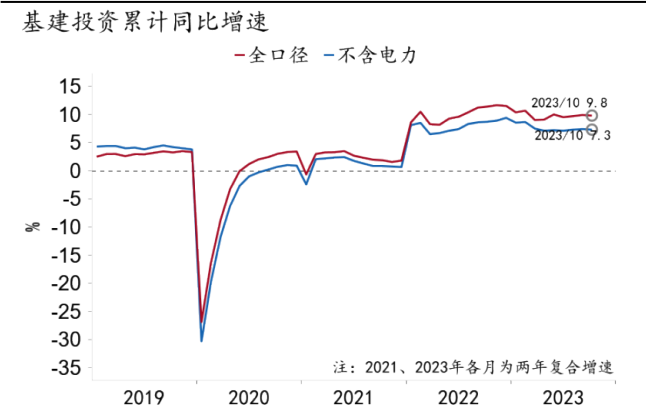


资料来源: Wind, 招商银行研究院

城镇固定资产投资连续两个月放缓，季调环比增长 0.1%，累计同比增速较前月下行 0.2pct 至 2.9%，其中，基建和制造业投资动能高位趋缓，房地产投资拖累加剧。

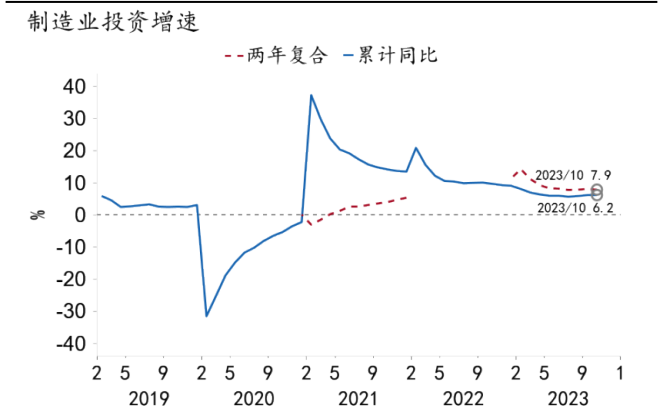
一方面，基建和制造业投资仍保持中高速增长，累计同比增速分别为 8.3%、6.2%，但动能小幅下行，基建投资当月同比增速下行 1.2pct 至 5.6%，制造业投资当月同比增速下降 1.7pct 至 6.2%。10月底落地的“稳增长”政策效能还未显现，10月地方政府工作重心偏向债务风险化解，推动基础设施建设的能力和效率有所下降。制造业投资结构性特征仍然突出，高技术制造业投资持续高增长，中游装备制造业投资支撑仍然强劲，形成增长的主要贡献。

图 9：基建投资增速有所下降



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：制造业投资动能小幅放缓

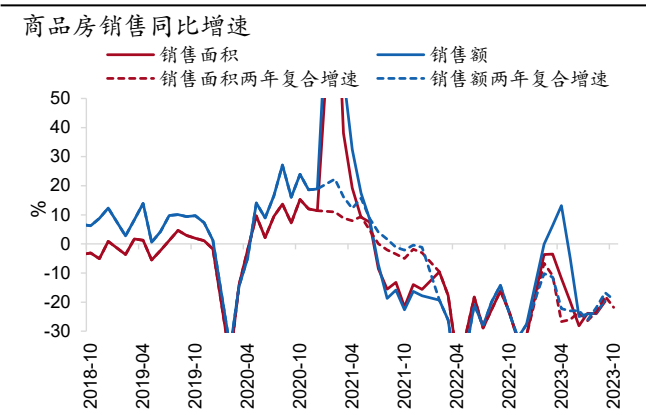


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

另一方面，房地产投资拖累加剧，累计同比增速进一步下行 0.2pct 至 -9.3%。10 月房地产市场未能延续上月降幅收窄的态势，销售收缩再加剧，商品房销售面积和金额两年复合增速分别较 9 月下行 3.8pct、2.4pct 至 -21.8%、-19.2%，房企流动性和信用持续承压。

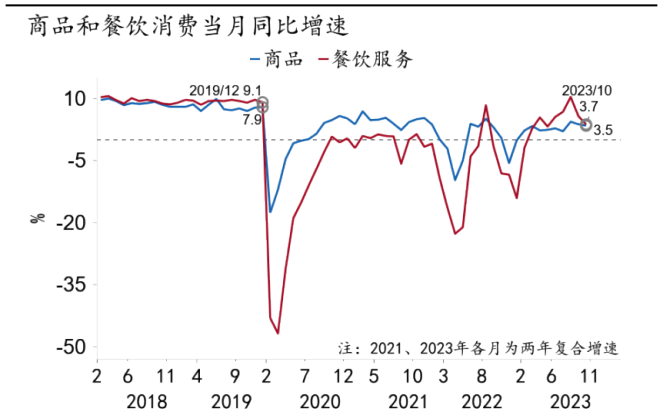
消费修复动能趋缓，社零总额季调环比 0.07%，连续第二个月环比低增长，低于疫前季节性中枢。社零修复格局延续上月，商品零售与餐饮服务消费复苏进程均持续放缓，两年复合增速分别下行 0.3pct、2.1pct 至 3.5%、3.7%。

图 11：房地产销售收缩加剧



资料来源：Wind，招商银行研究院

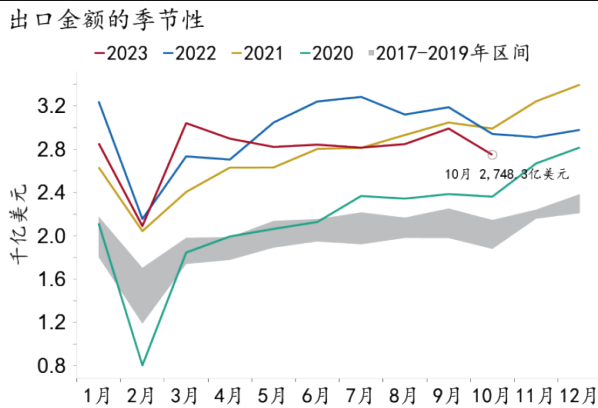
图 12：商品和餐饮消费修复再放缓



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

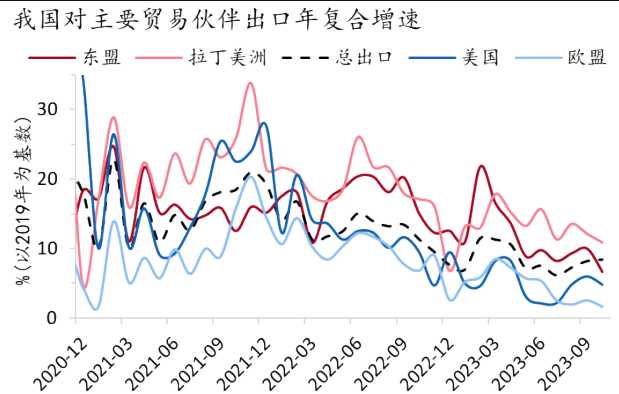
外需动能较今年二、三季度有所放缓，10 月出口增速超季节性回落至 -6.4%，环比略弱于疫前季节性中枢水平。其中，上中下游商品整体增速下行，汽车出口成为主要亮点，对总出口增长形成 1.1pct 正向拉动。我国对前三大贸易伙伴出口动能均有所下行，对东盟出口四年复合增速下行 3.6pct 至 6.6%。

图 13: 出口金额环比略弱于疫前季节性中枢水平



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 14: 我国对东盟出口动能大幅减弱



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

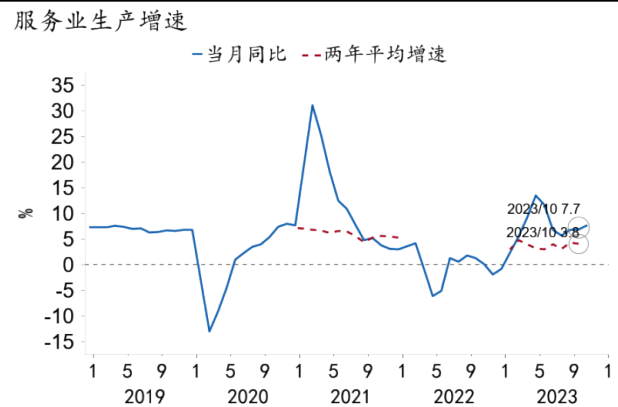
受需求端拖累，供给端工业和服务业生产动能均改善乏力。10 月工业生产动能有所放缓，规上工业增加值两年复合同比增速下降 0.6pct 至 4.8%。服务业生产动能延续放缓，服务业生产指数两年复合同比增速下降 0.3pct 至 3.8%，连续两个月下降。10 月全国城镇调查失业率 5.0%，持平于前月，继续处于季节性低位，一定程度上受劳动力需求疲弱影响。

图 15: 工业企业利润修复放缓



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

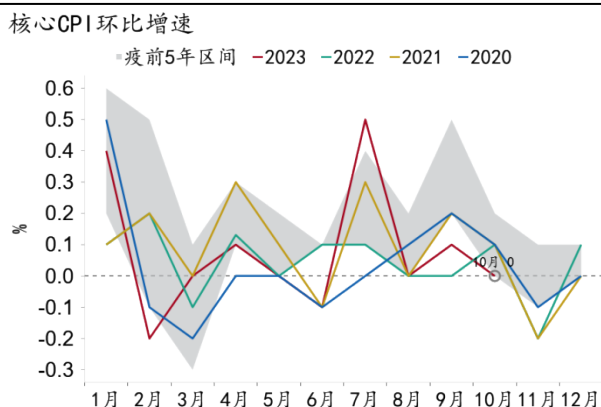
图 16: 服务业生产动能有所放缓



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

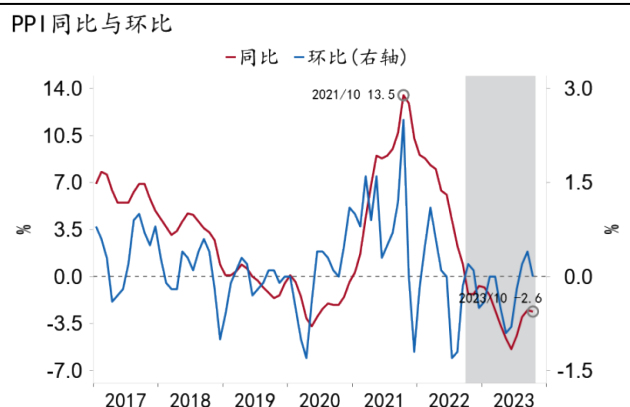
由于供需失衡格局仍在持续，价格延续低迷。10 月 CPI 通胀再度转负（-0.2%），猪周期主导的食品价格下跌是 CPI 同比转负的主要驱动项，但这并不能掩盖低通胀长期化的风险，非食品项因耐用品供需失衡、服务业需求转弱、房地产行业持续低迷等因素导致出现了长期化低通胀的迹象。10 月 PPI 结束“两连升”，环比增速归零，同比跌幅小幅走阔至 2.6%。上游价格受供给、政策等因素提振，下游价格则在需求转弱影响下保持低迷。

图 17: 8-10 月核心 CPI 环比动能持续偏弱



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 18: PPI 同比跌幅小幅走阔



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

前瞻地看, 随着政策效应持续显现, 预计年内经济维持温和增长, 低基数下, 11-12 月各项经济数据同比增速有望明显改善, 四季度 GDP 增速或达 5.1% 以上, 全年 GDP 增速或达 5.2% 以上。其中, 基建投资有望增速边际上行, 提振来自于政策效能释放, 地方政府债务负担和财政收支压力缓解, 灾后恢复重建、城市排水防涝工程等“短板”项目建设。制造业投资增长动能或维持韧性, 主要受需求回暖、产业升级转型持续推进、以及盈利修复支撑。而房地产修复进程或持续放缓, 房贷利率、“保交楼”等相关政策对房地产销售、投资的提振效果正边际减弱, 土拍新规对房企土地购置的支撑亦难持续。消费或将延续“同比向上、动能向下”的态势, 低基数推高同比增速, 居民收入偏弱压制实际修复动能。出口增速有望改善, 受低基数和海外节日消费需求的支撑。由于需求总体温和改善叠加基数走低, 工业和服务业生产增速有望进一步提升, 动能有望加强。CPI 及 PPI 通胀读数走势或将分化, CPI 方面读数或进一步修复, PPI 因油价下行或将制约进一步修复。

在今年增长达标无虞的前提下, 年末各项经济政策密集出台, 意在夯实动能、蓄力来年。结合近期决策层对“合理的经济增速”的强调, 2024 年我国经济增长目标或继续锚定“5%”。考虑到今年下半年 GDP 增速两年平均中枢或为 4.2%, 明年宏观政策需进一步积极发力, 在聚焦质的有效提升的同时着力保持量的合理增长。

三、宏观政策：精准有力，盘活存量

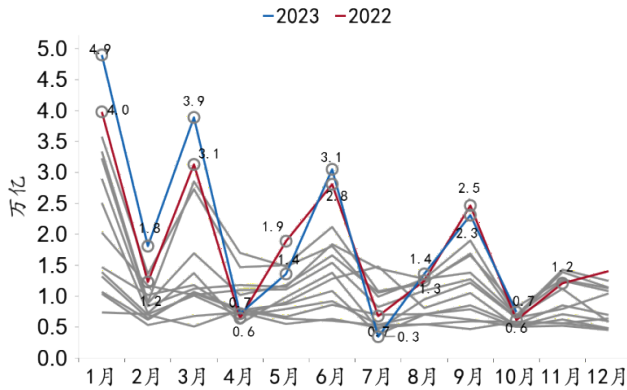
(一) 金融形势：居民优于企业，政府部门优于私人部门

融资需求方面, 本月呈现两大特征, 一是居民融资优于企业, 二是政府部门融资强于私人部门。居民端, 房地产组合政策落地推动二手房交易回暖, 居民中长贷连续两个月同比多增。10 月居民中长贷新增 707 亿, 同比多增 375 亿。企业端, 经济修复动能转弱拖累企业贷款需求, 中长贷和短贷分别同比少增 795 亿和 73 亿, 由于表内信贷需求疲弱, 票据融资再现“量增价跌”。政府端, 特殊再融资债发行主导社融增速回升。10 月新增政府债融资 1.56 万亿,

同比多增 1.28 万亿，其中特殊再融资债净融资 1.01 万亿，成为支撑社融增长的主导因素。

图 19: 10 月信贷新增 7,384 亿

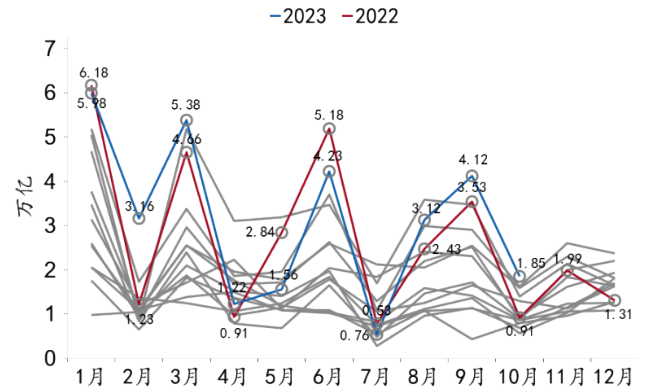
信贷的季节性



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 20: 特殊再融资债发行推升新增社融

新增社融的季节性

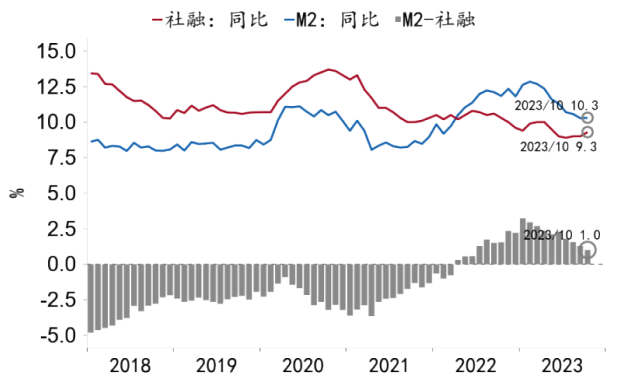


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

货币供给方面，M2 同比增速维持 10.3%，M1 连续下滑 6 个月至 1.9%，显示企业生产活跃度不高，资金沉淀在定期存款。10 月企业存款减少 8,652 亿，同比少减 3,048 亿。受二手房边际转暖同时理财回流的影响，居民存款减少 6,369 亿，同比多减 1,266 亿。另外，政府债券融资放量叠加缴税加快财政资金回笼，10 月财政存款增加 1.37 万亿，同比多增 2,300 亿。

图 21: 广义流动性盈余收缩至 1.0pct

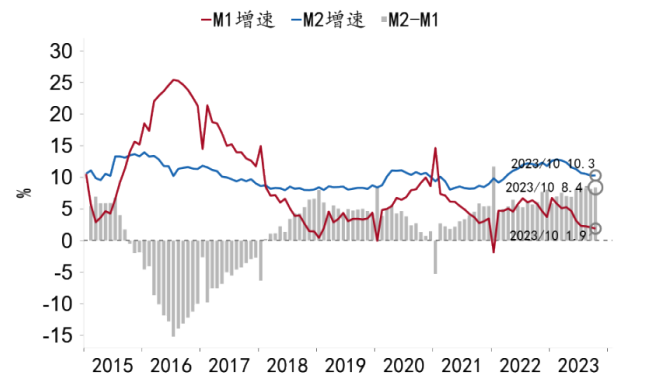
社融存量与 M2 存量增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 22: M1 连续 6 个月下行至 1.9%

中国 M2-M1 增速剪刀差



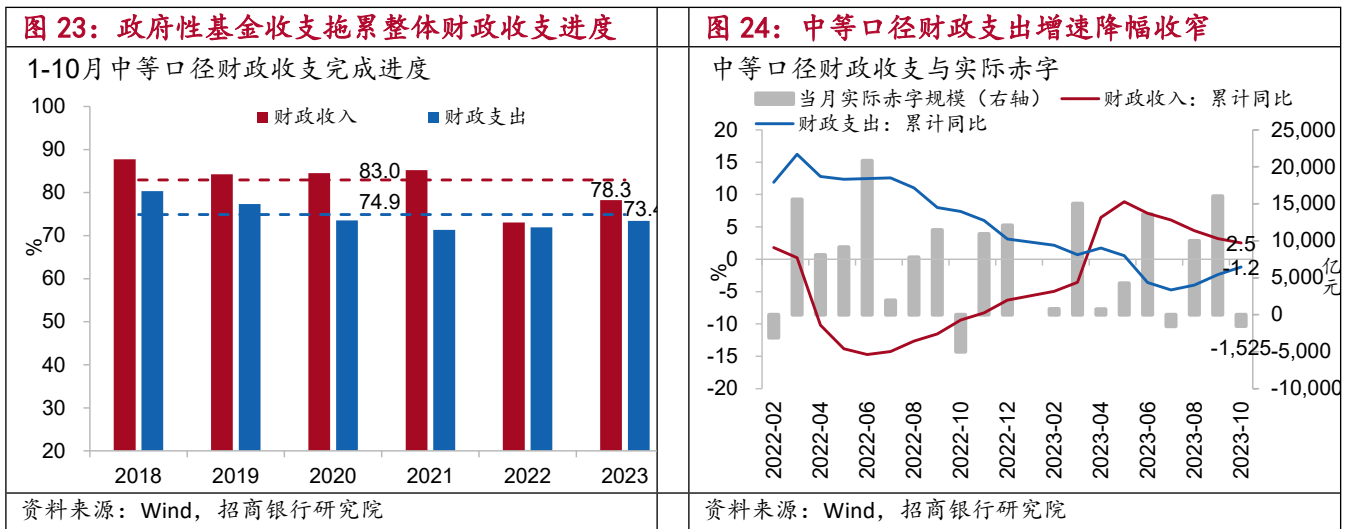
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

(二) 财政形势: 收支进度加快

从预算完成进度来看，10 月一般公共预算收支进度明显加快。收支单月完成进度分别为 9.6% 和 6.5%，较前五年均值分别高 0.5pct 和 0.8pct。累计来看，1-10 月一般公共预算收支进度分别为 86.3% 和 78.4%，与前五年均值的差距均有收窄。收入端，10 月税收收入增速提升，非税收入由降转增，二者带动一般公共预算收入加速改善。支出端，10 月一般公共预算支出单月增速大幅上升 6.7pct 至 11.9%，为 2021 年以来的最高增速。一方面受收入回暖的支撑，另一方面特殊再融资债密集发行，缓解了地方政府债务压力。从支出结构看，民生与基建领域支出均呈现出增速上升但占比下降的特点。

中等口径下，政府性基金显著拖累整体财政收支的进度和增速。10月国有土地出让收入延续大幅收缩，但在中央收入明显回升的带动下，整体政府性基金收入增速降幅小幅收窄。政府性基金支出增速放缓，年内增速或进一步下降。一是随着今年新增专项债资金逐渐使用完毕，支撑减弱；二是土地出让收入持续低迷；三是去年增发使用专项债推高基数。

前瞻地看，随着增发国债落地使用，一方面将直接扩大政府支出，推升11、12月一般公共预算支出增速，年内使用的5,000亿国债预计将提升全年累计支出增速1.5-2.0pct；另一方面将助力经济动能回升、需求回暖，从而带动财政收入持续修复。



(三) 重要会议：中央金融工作会议

10月30-31日，中央金融工作会议在北京举行，定调未来五年金融工作。这是我国第六次召开金融系统最高规格的会议，并首次将“全国”金融工作会议升级为“中央”金融工作会议。

会议首次提出“要加快建设金融强国”，强调必须做好“八个坚持”，金融工作的政治性、人民性进一步强化，需着力提升服务实体经济的质效。未来金融工作将统筹发展和安全，一方面聚焦提升服务实体经济质效，做好“五篇大文章”，会议提出要保持流动性合理充裕、融资成本持续下降，指向未来货币政策仍有宽松空间。另一方面重心在于全面加强监管，防范化解风险，下决心从根本上解决金融乱象和腐败问题，提升金融监管和治理能力。

会议尤为关注三方面风险。排序第一的是中小金融机构风险，今年两会期间易纲行长透露，高风险中小金融机构还有300多家，今年6月，城、农商行不良率与净息差倒挂幅度分别高达27bp和136bp。第二是政府债务风险，短期应对措施将与长期制度建设相结合。短期包括发行1.5万亿特殊再融资债、增发1万亿国债等，中长期则是要建立长效机制和管理机制，优化央地债务结构，未来中央财政将更多发力。货币政策也将积极协同，潘行长近期表示，必要时央行将对债务负担较重地区提供应急流动性贷款支持，指向货币政策或创设化债新工具。第三是房地产风险，8月以来，尽管房贷政策密集调整，但房

地产销售投资仍在下滑、房企债务问题仍在继续发酵。未来政策大概率将进一步放松，需求端和融资端同时发力。会议提出“构建房地产发展新模式”，未来保障房等“三大工程”建设将提速，但可能会对商品房刚需形成挤出，后续仍需进一步关注。

（四）货币政策：精准有力，盘活存量

11月27日，央行发布《2023年三季度货币政策执行报告》（下称《报告》）。就目前形势、政策立场、信贷供给、利率政策、政策协同和外部均衡六大方面进行详细分析。

形势判断方面，《报告》对国内经济形势的判断中长期乐观、短期审慎，认为“从经济发展大趋势看，我国发展的基本面没有变”，但“经济平稳运行也面临一些内外部挑战”。国际方面，地缘政治冲突加剧，世界经济增长的不确定性上升，发达经济体利率持续高位，外溢风险仍可能通过汇率、资本流动、外债等渠道冲击新兴市场经济体。国内方面，以债务拉动经济增长的效能降低，房地产供求关系发生重大变化，推动经济加快转型的紧迫性上升。相较二季度，本次《报告》直指经济转型面临的中长期挑战，明确未来宏观政策目标在于“扎实推动经济高质量发展，同时保持合理的经济增速”。通胀方面，由于近期通胀再度回落，《报告》隐去“物价有望触底回升”的表述，新增“通胀短期还将维持低位，未来将回归常态水平”。

政策立场方面，《报告》延续中央金融工作会议的表述，要求“稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”。相较二季度，《报告》隐去“加大宏观政策调节力度”的表述，政策天平倾向跨周期。做好跨周期和逆周期调节需要总量适度、节奏平稳，主要体现在两个方面。一是要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理地把握“保持M2/社融名义GDP增速基本匹配”。二是着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作。

信贷供给方面，《报告》要求“准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节”。未来信贷供给应更好把握存量和增量、总量和结构之间的关系。一方面，分析信贷增长要有更多元视角，不宜过于关注新增信贷情况。这意味着未来要淡化新增信贷投放总量指标，尤其在净息差收窄背景下，银行要寻求新的信贷合理增长水平。另一方面，未来信贷结构将有增有减。“增”主要指向重大战略、重点领域和薄弱环节，包括“五篇大文章”和民营经济领域。“减”意味着随着经济结构转型升级，部分行业信贷需求将随之调整，比如房地产、地方融资平台和基础设施领域贷款比重或下降。

利率政策方面，《报告》要求“进一步推动金融机构降低实际贷款利率”、“稳定银行负债成本”，以“增强金融支持实体经济的可持续性”。考虑商业银行净息差已连续三个季度低于利率自律机制合格审慎评估的1.8%标准，为稳定银行净息差，以增强其支持实体经济和防范风险的能力，预计未来1年期和5年期以上LPR或延续非对称调降，长端调降幅度或相对较小。

政策协同方面，《报告》专栏 3 提到，央行积极主动加强货币政策与财政政策协同，包括熨平日常财政收支、支持政府债券集中发行、协同促进经济结构调整优化。其中关于支持政府债发行，《报告》指出“由于从发债到支出存在一定时间差，认购政府债券的银行与接收财政支出的银行也往往不同，政府债券的集中大量供给仍需央行做好流动性安排”。考虑明年财政赤字率或继续突破 3.5%，央行有望协同配合，提供相应的流动性支持。

外部均衡方面，《报告》继续要求“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，并强调“三个坚决”：坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。随着美联储加息周期见顶，未来人民币汇率或在合理中枢上保持双向波动。

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