

美国降息预期下修，中国经济筑底蓄势

——2024年1月宏观月报

■ 美国经济延续韧性，市场修正了此前过激的降息预期。2023年四季度美国经济数据再超市场预期，居民消费动能转换，私人投资“双轮驱动”，经济增长的内生性和可持续性均在提升。从美联储政策目标看，劳动力市场仍然强劲，失业率保持低企且名义薪资保持高增，服务通胀在薪资和房价上涨的双重支撑下回落遇阻，金融条件亦未显著收紧。前瞻地看，美国经济和劳动力市场韧性仍将持续。美联储降息时点和力度或不及市场预期。

■ 2023年中国实际GDP增速5.2%，好于年初“5%左右”的预期目标。其中，四季度实际GDP增速5.2%，但两年复合增速由4.4%降至4.0%，有效需求仍不足，价格低位运行。去年底至今，各类政策落地效果初显，经济动能筑底企稳。外需边际趋缓，内需延续分化，与公共部门相关的基建和制造业投资动能边际增强，与私人部门相关的消费和房地产投资未见明显改善。

■ 前瞻地看，预计2024年GDP增速目标将继续锚定5%，各项政策积极争取，着力提升增长动能。2023年全年经济数据于1月下旬公布后，未来将进入两个月的宏观数据真空期。叠加今年春节时间偏晚、春节假期延长，1-2月经济修复或延续低迷。后续随着二十届三中全会召开、地方及全国“两会”部署各项经济工作，政策效力有望于二季度开始逐步显现。

■ 金融形势方面，融资需求端，2023年12月仍呈现公共部门强于私人部门的特征；货币供给端，政府债融资加快导致资金回流，叠加2022年高基数影响，M2增速降至9.7%，M1持平上月，结束连续7个月的下跌趋势。

■ 财政形势方面，2023年12月一般公共预算收入有望延续改善，支出或提速，土地出让收入继续拖累政府性基金收支。前瞻地看，2024年财政政策积极程度或高于2023年，官方赤字率或为3.6%，对应赤字规模5万亿。

■ 货币政策方面，1月24日，央行超预期下调金融机构存款准备金率0.5pct，幅度较过去两年翻番，同时下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25pct，明确释放了“提信心”“稳增长”的政策诚意。一是与国资委市值管理考核、证监会强化投资者保护等相关政策协调配合，推动资本市场平稳健康发展。二是预计可增加基础货币供应1万亿、广义货币供给7.5万亿，保持流动性合理充裕，助力政府债发行。三是预计可节约商业银行融资成本约88亿元，稳定净息差，增强金融支持实体经济的可持续性。

谭卓

招商银行研究院总经理助理

☎: 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、海外经济：经济韧性延续，降息预期下修	1
二、中国经济：筑底蓄势	3
三、宏观政策：提振信心、增量降本	6
（一）金融形势：公共部门优于私人部门	6
（二）财政形势：延续改善	7
（三）货币政策：超预期降准	8

图目录

图 1：美国四季度 GDP 韧性延续	1
图 2：财政对居民收入的支撑逐渐退坡	1
图 3：失业率保持低位	2
图 4：平均时薪环比动能进一步反弹	2
图 5：服务通胀占据主导地位	2
图 6：住房市场支撑住房服务通胀	2
图 7：去年 12 月需求端动能边际放缓	3
图 8：四季度经济增长动能小幅放缓	3
图 9：基建投资增速高位上行	4
图 10：高技术制造业投资高增长	4
图 11：房地产投资降幅持续走阔	4
图 12：商品和餐饮消费修复持续分化	4
图 13：出口金额环比顺季节性上行	5
图 14：下游消费品出口持续改善	5
图 15：供给端动能趋稳，结构分化	5
图 16：CPI 通胀持续低位运行	5
图 17：PPI 指数延续低迷表现	6
图 18：工业生产为工企利润修复的主要支撑	6
图 19：12 月信贷新增 1.17 万亿	7
图 20：1 万亿国债增发推升新增社融	7
图 21：广义流动性盈余收窄至 0.2pct	7
图 22：M1 增速持平上月，结束持续 7 个月的下跌	7
图 23：公共财政收入结构有望改善	8
图 24：2024 年官方赤字率或为 3.6%	8

一、海外经济：经济韧性延续，降息预期下修

2023年四季度美国经济数据再超市场预期。2023年四季度美国实际GDP环比折年率录得3.3%（市场预期2.0%），全年增速达到2.5%，接近2017-2019年均值2.7%，证伪了去年初市场对美国经济将于年内陷入衰退的一致预期。

居民消费方面，动能来源从“财政扩张+疫后复苏”逐渐转变为“薪资增长+通胀回落”，即从外生增长向内生增长过渡。2023年全年美国消费保持强劲，实际值同比增速录得2.2%。从动能来源看，美国消费增长存在两大支撑。一是实际收入，由“财政扩张+疫后复苏”切换至“薪资增长+通胀回落”的增长模式。2023年中起转移支付持续收缩，但名义收入仍在薪资高增影响下加速上行，叠加通胀水平进一步回落，实际收入于四季度再度实现环比转正。2023年全年美国居民名义可支配收入同比增长8.1%，实际可支配收入同比增长4.0%。二是商品消费，环比动能居高不下，主要受商品通胀显著回落支撑。2023年三、四季度美国商品消费环比折年率录得4.9%、3.8%，服务消费为2.2%、2.4%。

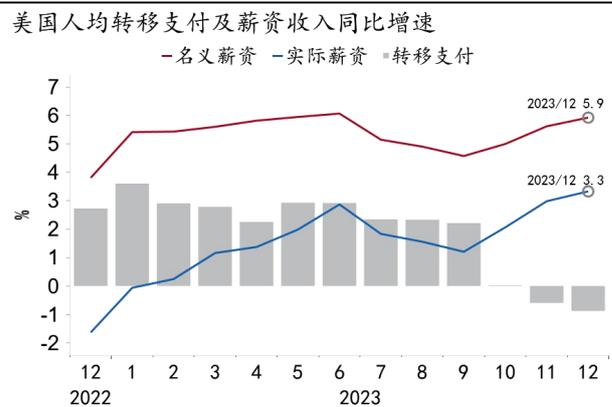
私人投资方面，“科技+地产”双轮驱动格局初具雏形，两者均具备一定可持续性。受大幅加息影响，2023年美国私人投资小幅收缩，实际值同比增速录得-1.2%。但科技是逆势中私人投资的支撑项之一。2023年知识产权投资同比增长4.3%，并驱动信息处理设备投资环比转正，四季度环比折年率录得17.4%。纵观季度数据，房地产的供需缺口使得地产投资增速由负转正。2023年美国房价在高利率环境中逆势上涨，地产投资随之环比转涨，三季度、四季度环比折年率分别录得6.7%、1.0%。

前瞻地看，居民消费动能转换，私人投资“双轮驱动”，均反映出美国经济增长正向新范式切换，经济韧性大概率仍将延续。

图1：美国四季度GDP韧性延续



图2：财政对居民收入的支撑逐渐退坡



美国劳动力市场总体依然强劲。2023年12月美国新增非农就业人数21.7万（市场预期17.0万），失业率3.7%（市场预期3.8%），劳动参与率62.5%（市场预期62.8%），平均时薪同比增速4.1%（市场预期3.9%），环比增速

0.4%（市场预期 0.3%）。受供不应求影响，美国劳动力市场保持了相当的韧性。职位空缺率持续高于疫前水平，劳动参与率则相反。12 月薪资增速超出市场预期。从结构看，10 个一级分项中已有 6 个环比增速达到 0.5%，比 11 月多 1 个，薪资高增的广度进一步提升，反映了劳动力市场供求矛盾是整体而非结构问题。

图 3：失业率保持低位



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 4：平均时薪环比动能进一步反弹



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

通胀方面，“最后一公里”仍然道阻且长。服务分项粘性不减，其他分项完成去化。12 月美国 CPI 通胀 3.4%，环比增速 0.3%；核心 CPI 通胀 3.9%，环比增速 0.3%。从结构来看，食品和能源振幅收敛，核心商品通胀低位徘徊，核心服务“去通胀”进展缓慢。随着供给侧扰动退潮，非核心分项对总通胀的影响降至历史低位。疫前三年（2017-2019）非核心分项对总通胀的贡献度中枢为 23.6%，而 2023 年全年贡献度中枢仅为 12.8%。核心商品通胀低位震荡，2023 年四季度核心商品通胀中枢仅为 0.1%。核心服务通胀去化遇阻，12 月核心服务通胀仍高达 5.3%。一方面，住房服务通胀受到了房价持续上涨的支撑。2023 年美国住宅价格累计涨幅达到 5%，住宅租金累计涨幅达到 3%，受此影响 12 月美国住房服务 CPI 环比增速仍高达 0.4%，同比增速则高达 6.2%。另一方面，非房服务通胀则受到了来自薪资上涨和消费韧性的双重支撑。

图 5：服务通胀占据主导地位

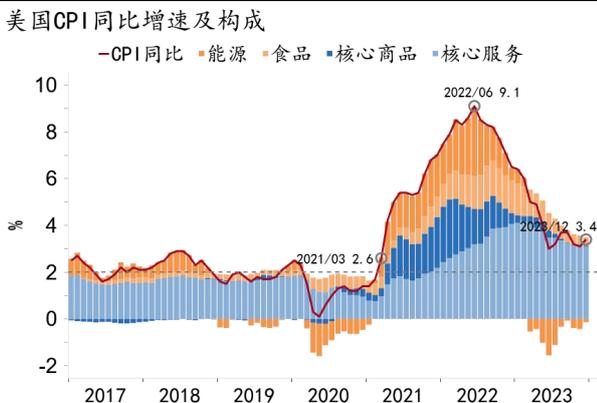
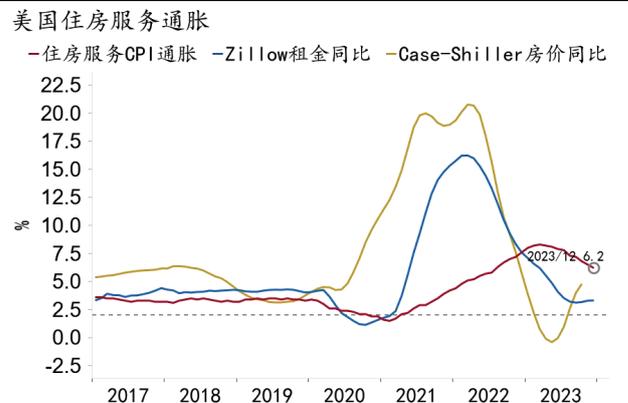


图 6：住房市场支撑住房服务通胀



与此同时，金融条件亦未大幅收紧。2024 年 1 月 1 日至 1 月 29 日，美股三大指数震荡上行，标普 500 指数上涨 3.31%，纳斯达克指数上涨 4.11%，道琼斯指数上涨 1.71%。长期限美债小幅走弱，10 年期收益率上行 13bp 到

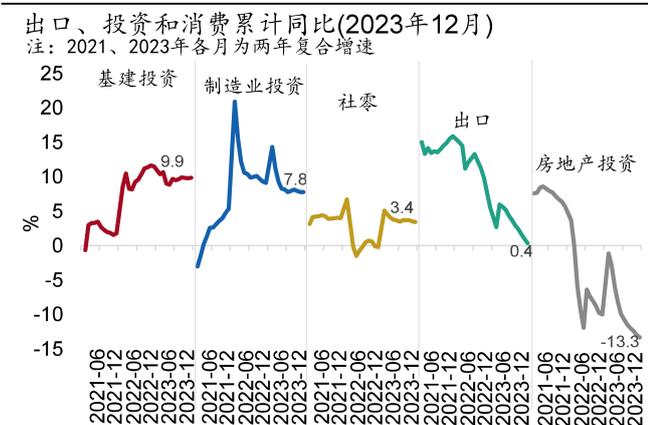
4.08%，30 年期收益率上行 23bp 至 4.31%。美元小幅走强，美元指数从 101.38 上行至 103.61。市场对美联储降息的预期有所转冷，但总体依旧乐观，指向投资者仍然低估了美国经济韧性和通胀粘性。美元 OIS 曲线暗示美联储 2024 年全年将合计降息 138bp（5.5 次），而年初的一致预期是降息 160bp（6.4 次）。

前瞻地看，美国经济延续韧性，失业率上行空间受限，“去通胀”最后一公里道阻且长，金融条件未见显著收紧。维持美联储大概率将于年中开启“预防性降息”，全年合计降息 3 次的判断。根据美联储副主席威廉姆斯、理事鲍曼等官员近期表述，美联储内部并不认可通胀风险已经完全解除，这也推动了过激降息预期的修正过程。

二、中国经济：筑底蓄势

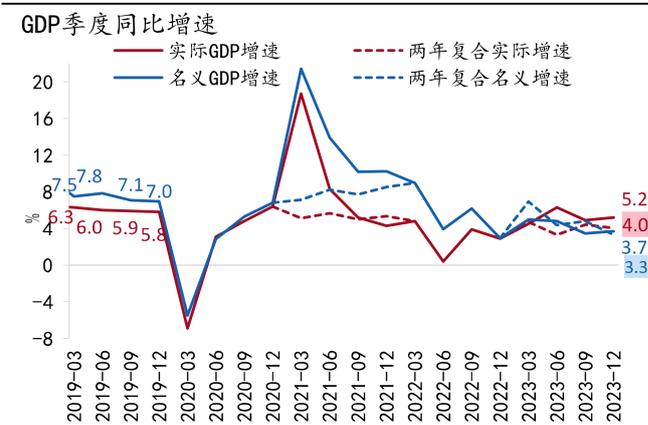
去年 12 月，经济动能筑底企稳，为四季度经济增长平稳收尾。单月经济数据同比增速由于基数走低有所上行，各类政策工具的落地效果初显，一些领域开始小幅回升。在需求端，外需动能边际趋缓，内需动能延续分化，与公共部门相关的基建和制造业投资动能边际增强，与私人部门相关的消费和房地产投资未见明显改善。在供给端，工业生产动能边际向下，或受需求不足以及岁末年初生产淡季影响；服务业生产动能有所改善。四季度实际 GDP 同比增速较三季度小幅回升至 5.2%，两年复合增速反映的增长动能则有所放缓，较三季度下行 0.4pct 至 4.0%。

图 7：去年 12 月需求端动能边际放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 8：四季度经济增长动能小幅放缓



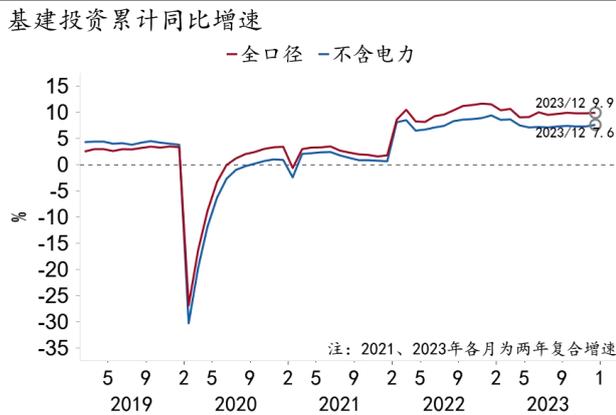
资料来源：Wind，招商银行研究院

城镇固定资产投资环比增速 0.09%，仍在低位运行，累计同比增速边际回升 0.1pct 至 3.0%。其中，基建投资与制造业投资动能边际增强，房地产投资降幅扩张。

一方面，基建和制造业投资增长提速，单月同比增速较 11 月分别上升 5.3pct、1.1pct 至 10.7%、8.2%，累计同比增速分别达 8.2%、6.5%，托举固定资产投资和经济大盘。基建投资主要受到两方面因素支撑，一是发改委下达了两批增发国债项目清单，累计安排资金超 8,000 亿元；二是央行净投放 3,500 亿元 PSL。制造业产业升级、补链强链以及节能减碳改造、新能源等绿色投资

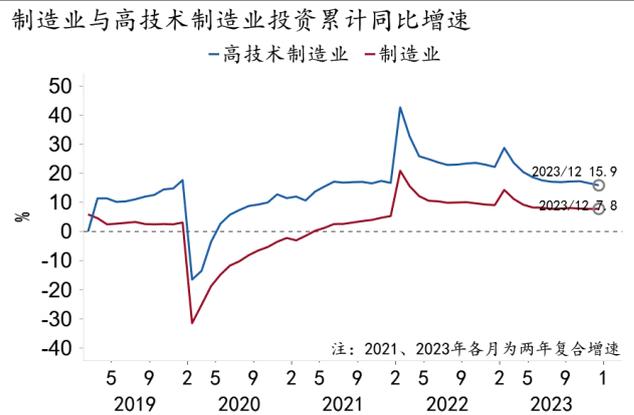
持续进行，上游有色金属和化学原料制造业、中游装备制造业、高技术制造业维持较快增长。

图 9：基建投资增速高位上行



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：高技术制造业投资高增长



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，单月同比降幅较 11 月扩张 1.9pct 至 -12.5%，累计同比增速进一步下行 0.3pct 至 -9.6%。12 月房地产市场销售端未见实质改善，商品房销售面积和金额降幅接近 11 月，房企流动性、债务风险仍存，叠加天气等季节性因素影响，房地产投资和房企到位资金收缩均加剧。

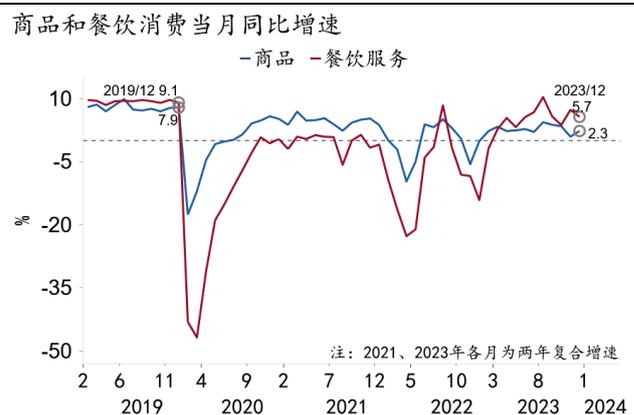
消费复苏动能维持低位，社会消费品零售总额同比增速较上月下行 2.7pct 至 7.4%，实际修复动能边际改善，环比增幅超疫前季节性中枢。社零修复结构边际变化，商品零售修复动能增强，餐饮服务消费动能放缓，两年复合增速分别上行 1.3pct、下行 1.6pct 至 2.3%、5.7%。

图 11：房地产投资降幅持续走阔



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 12：商品和餐饮消费修复持续分化



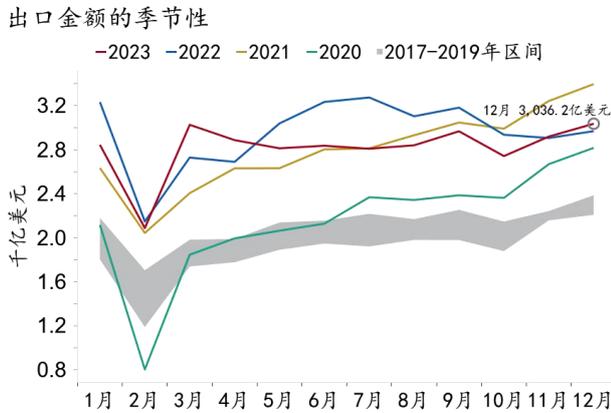
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

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%。

出口动能边际放缓，出口金额同比增速较 11 月上行 1.8pct 至 2.3%，增速改善主要由于去年基数走低。从季节性来看，12 月出口金额环比 3.7%，继续

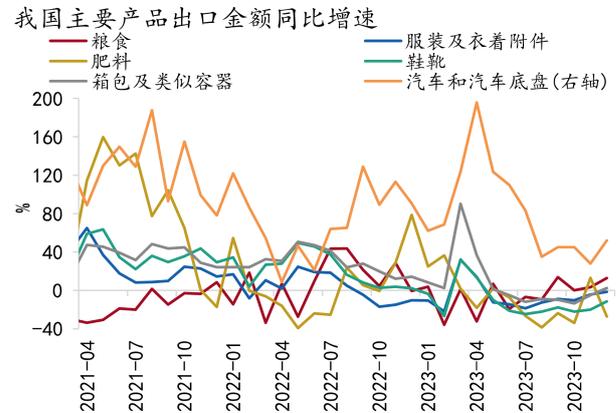
受海外节日消费需求提振上行，但环比增速连续两个月低于疫前同期水平。从重点商品来看，上游大宗原材料增速下行，中游和下游商品增速持续改善。

图 13: 出口金额环比顺季节性上行



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

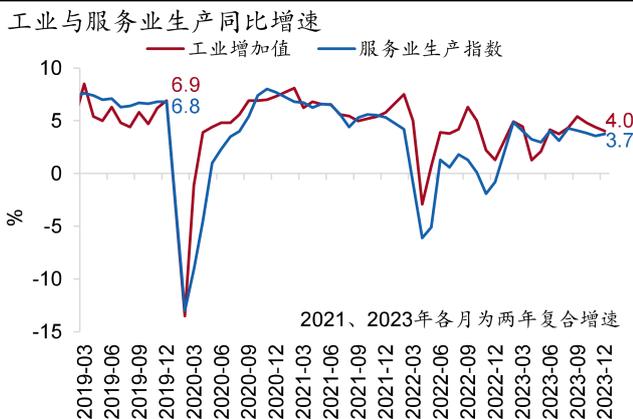
图 14: 下游消费品出口持续改善



资料来源: Wind, 招商银行研究院

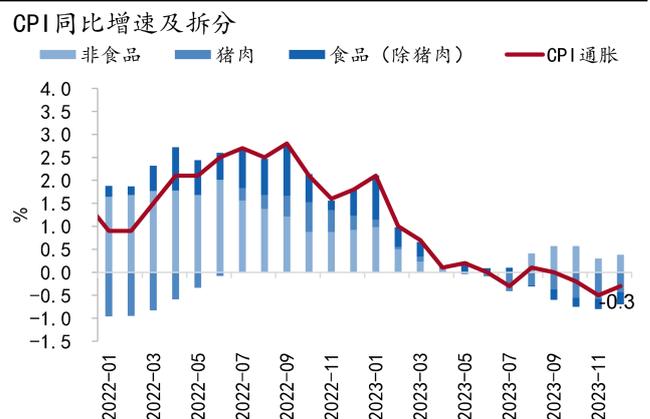
供给端动能总体稳定，结构分化。工业生产动能边际向下，规上工业增加值同比增速小幅提升 0.2pct 至 6.8%，但两年复合增速下降 0.4pct 至 4.0%，或受需求不足以及岁末年初生产淡季影响。服务业生产指数小幅下降 0.8pct 至 8.5%，动能则小幅提升。

图 15: 供给端动能趋稳，结构分化



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 16: CPI 通胀持续低位运行



资料来源: Wind, 招商银行研究院

供需失衡格局持续，物价“二次筑底”，同比增速仍陷收缩。12月CPI通胀-0.3%，环比小幅回升（0.1%）；PPI通胀-2.7%，环比-0.3%尚未止跌（-0.3%）。物价数据的修复多来自于“猪价磨底”和“超跌反弹”，需求依旧不足，低通胀风险仍然客观存在。

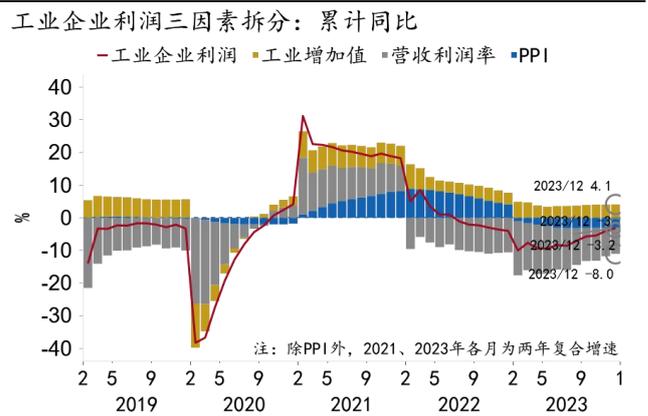
规上工业企业利润曲折修复，同比增速较11月高位下降 12.7pct 至 16.8%，两年复合增速下降 5.1pct 至 3.5%。生产动能放缓、价格低位震荡、利润率下降均形成一定拖累，投资收益集中入账或形成一定支撑。

图 17: PPI 指数延续低迷表现



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 18: 工业生产为工企利润修复的主要支撑



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

前瞻地看, 当前经济面临内外部困难挑战, 在中央经济工作会议的部署下, 预计 2024 年经济工作将积极进取, GDP 增速目标或继续锚定“5%”, 这意味这各项政策将加力托举, 形成合力增强经济活力。1 月下旬公布 2023 年全年经济数据后, 将进入两个月的宏观数据真空期。叠加今年春节时间偏晚、春节假期延长, 1-2 月经济修复或延续低迷。后续随着二十届三中全会召开、地方及全国“两会”部署各项经济工作, 政策效力有望于二季度开始逐步显现。

从结构上看, 今年外需趋弱, 出口或温和增长, 我国经济增长需要统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革。一是投资有望保持稳健增长, 基建和制造业投资将在政策支持下成为 2024 年经济增长的主要驱动, 房地产投资降幅有望收窄。二是消费动能有望进一步改善, 但增速或有所回落。三是供给端随需求修复和政策支撑而改善, 但部分产能过剩行业面临调整。随着供需结构调整, CPI 通胀读数有望见底回升, PPI 将受油价企稳支撑。工业企业利润修复动能有望加强。一方面源于经济动能明显增强, 带动供需结构进一步优化调整, 另一方面企业成本费用压力有望继续缓解, 利润率或继续反弹, PPI 通胀有望逐步转正, 量价对利润的支撑或有所加强。

三、宏观政策：提振信心、增量降本

(一) 金融形势：公共部门优于私人部门

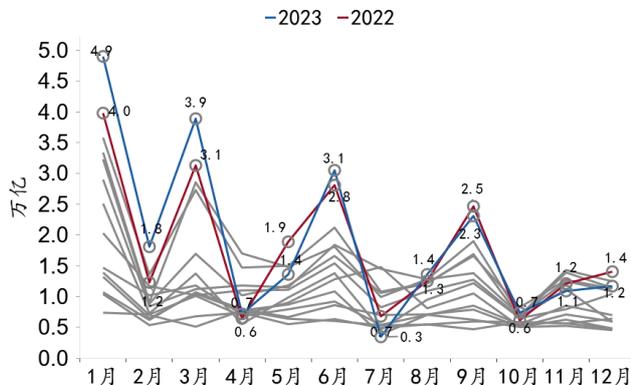
融资需求方面, 与实体经济表现一致, 呈现出公共部门强于私人部门的特征。居民端, 下半年以来房地产政策松绑带来的托举效果逐步减弱, 12 月居民中长贷仅新增 1,462 亿, 同比少增 403 亿, 终结连续三个月同比多增态势。企业端, 受房地产销售仍未见底、制造业景气度再度回落影响, 企业贷款需求仍不足, 但在央行“引导信贷合理增长、均衡投放”的原则下, 商业银行或提前投放跨年储备项目, 同时 PSL 投放或撬动了房地产“三大工程”相关贷款需求, 对新增贷款形成一定支撑。12 月非金融企业贷款新增 8,916 亿, 中长贷同比少增 3,498 亿, 短贷同比多减 219 亿。年末票据大量到期导致补量需求旺盛, 票据融资呈现“量价齐升”。政府端, 在 10 月底增发 1 万亿国债的要求下,



政府债仍是社融最主要支撑项。12月新增政府债融资 9,279 亿，同比多增 6,470 亿。

图 19: 12月信贷新增 1.17 万亿

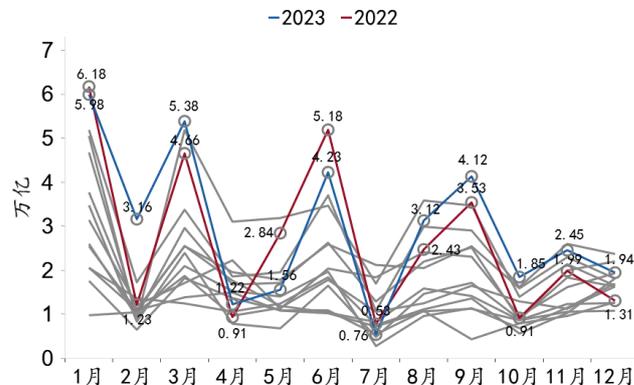
信贷的季节性



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 20: 1 万亿国债增发推升新增社融

新增社融的季节性

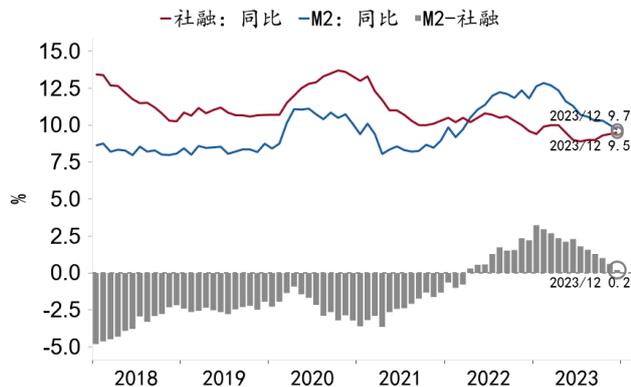


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

货币供给方面, M2 同比增速降至 9.7%, M1 同比增速 1.3%, 与上月持平, 结束持续 7 个月的下跌趋势, 经济活跃度出现边际增强迹象。12 月企业存款增加 3,165 亿, 同比多增 2,341 亿。尽管债市上涨之下理财回流存款规模低于往年, 但受 2022 年底高基数影响, 居民存款增加 1.98 万亿, 同比少增 9,123 亿。另外, 政府债券融资加快叠加财政支出相对缓慢, 导致资金继续回流公共部门, 12 月财政存款减少 9,221 亿, 同比少减 1,636 亿。

图 21: 广义流动性盈余收窄至 0.2pct

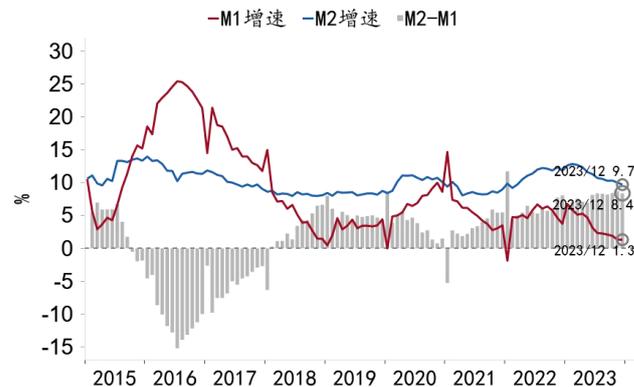
社融存量与 M2 存量增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 22: M1 增速持平上月, 结束持续 7 个月的下跌

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: 延续改善

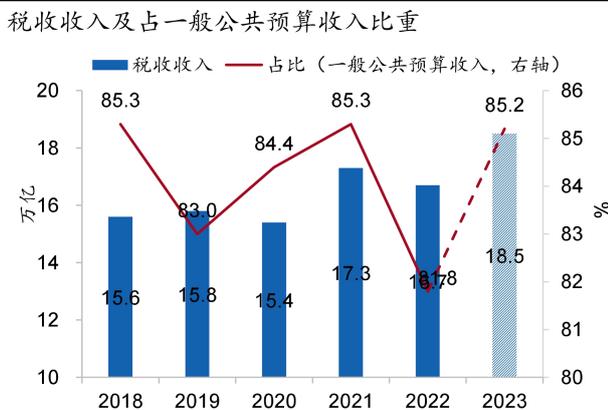
2023 年 12 月一般公共预算收入有望继续改善, 支出增速有望小幅提升, 预计可以完成全年收支预算目标, 税收收入占一般公共预算收入的比重或上行至 85% 以上。12 月土地出让收入或难有大幅改善, 将继续拖累政府性基金收支。

前瞻地看, 2024 年财政收支紧平衡或仍将持续。在收入端, 随着经济持续修复, 叠加减税降费规模或有所下降, 税收收入预计将继续企稳回升, 但增

长斜率仍受需求不足的制约；非税收入或小幅正增长，有效补充财力；土地出让收入或仍低迷，但降幅将明显收窄。在支出端，将适度增加支出规模，优化支出结构，围绕高质量发展，加大对经济社会发展薄弱环节和关键领域的投入。节奏上，2024年财政政策发力将继续前置，并视经济运行状况相机加码。增发国债资金将加快拨付使用，提前批新增专项债额度下达发行，将有力支撑年初财政支出强度。

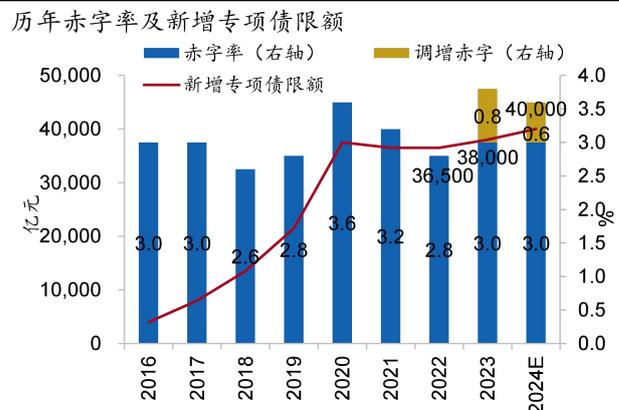
在“适度加力、提质增效”要求下，2024年财政政策整体积极程度或高于2023年，兼顾“稳增长”和“防风险”。官方赤字率或为3.6%，对应赤字规模5.0万亿。2024年年初设定的目标赤字率或相对审慎，仍为3.0%，之后或相机抉择，再度增发1万亿国债或“特别国债”。新增专项债限额或为4.0万亿，较2023年增加2,000亿。

图 23：公共财政收入结构有望改善



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 24：2024 年官方赤字率或为 3.6%



资料来源：Wind，招商银行研究院

（三）货币政策：超预期降准

1月24日，央行宣布将于2月5日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约7.0%。同时宣布下调提供给金融机构的支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点。

本次全面降准总体超预期，反映货币政策对经济金融形势的及时响应。一是降准时点超预期。由于此前MLF和LPR降息预期落空，市场对1月货币政策总量操作期待并不高。国新办发布会上意外宣布此次降准，距离上次仅时隔4个月，是对1月22日国常会“要采取更加有力有效措施，稳市场、稳信心”的迅速响应，充分体现了货币政策灵活适度、相机抉择的特征。二是降准力度超预期。此次降准幅度为0.5pct，这是自2021年12月之后，首次将降准步长从0.25pct重新提高至0.5pct，明确释放了“提信心”“稳增长”的政策诚意。

政策影响方面，本次降准将提振信心、增量降本。一是政策协调配合，稳定资本市场。2023年四季度GDP两年复合增速由4.4%降至4.0%，尤其是消费和房地产投资并未明显改善。资本市场波动加剧，开年至降准公布前，上证指数和创业板指分别下跌5%和10.3%。1月22日国常会后，多项“稳市场、稳信心”措施迅速出台，包括国资委表示将进一步研究将市值管理纳入中央企业



负责人业绩考核、证监会表态建设以投资者为本的资本市场，以及央行此次“真金白银”的超预期降准。

二是增加货币供应，保持流动性合理充裕。本次降准可释放超 1 万亿基础货币，根据 12 月货币乘数（7.5），可增加广义货币供给 7.5 万亿。2024 年财政赤字规模和新增专项债限额或分别高达 5 万亿和 4 万亿，特殊再融资债券也有望继续发行，政府债发行规模维持高位将抬升市场资金需求。另外，春节是居民取现的高峰期，或为银行体系额外带来约 1.5 万亿资金缺口。此次降准可有效补充基础货币，平抑资金市场波动，增加对政府债券的配置需求。

三是降低银行成本，蓄力降息操作。根据测算，目前商业银行向人民银行借款的中长期融资成本为 2.5%（1 年期 MLF 利率），与存款准备金利率 1.62% 的利差为 88bp，考虑此次降准将释放长期资金约 1 万亿，可降低商业银行融资成本约 88 亿元。截至 2023 年三季度，商业银行净息差（NIM）已下降至 1.73%，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。此次降准有助于有效缓冲未来资产收益率进一步下降对银行净息差带来的冲击。

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