



# 美国经济“不着陆”概率上升，中国经济积蓄动能 ——2024年2月宏观月报

■ 美国经济从“软着陆”向“不着陆”过渡，市场对美联储政策的预期快速转鹰，首次降息时点预期从3月推迟至6月，全年降息次数预期从6次收敛至3次。在劳动力市场“供不应求”和人工智能快速发展的双重支撑下，美国经济韧性和通胀粘性双双超出市场预期，通胀短期内难以回归2%，对美联储政策转向持续构成掣肘。在1月末进行的年内首次议息会议上，尽管美联储作出了“年内大概率开启降息”的表态，但也明确打压了市场过激的降息预期。各项数据均指向美联储作出了相对准确的判断，市场预期向美联储引导的方向不断靠拢。我们维持美联储将于年中开启降息，全年降息3次的判断，并继续提示市场预期进一步转鹰的风险。

■ 国内实体经济方面，春节期间处于消费旺季生产淡季，总体动能仍显不足。私人部门消费意愿高企，但消费能力尚未修复至疫前水平。房地产市场受前期政策提振结构性修复，新房销售持续低迷，二手房交易显著回暖。生产端未见明显改善，价格指数表现仍弱，资本市场波动加剧。前瞻地看，2-3月重要会议召开后，各项政策效果有望增强，市场信心和经济内生动能或逐步回暖。

■ 金融形势方面，信贷需求端，人民币贷款略超季节性水平，房地产政策加码放松下，房企开发贷款和居民购房需求或是主要支撑因素；货币供给端，M2同比增速大幅降至8.7%，主要受居民存款大幅少增拖累，M1同比增速环比上升4.6pct至5.9%，受财政资金加快转为单位活期存款支撑。

■ 财政形势方面，各省发布一般公共预算收入增速目标，多数较上年有所下调。预计全国一般公共预算收入和支出增速目标分别为6%和5.5%。开年国债靠前发行，意在保障重点领域支出强度以及平滑整体发行情况。

■ 货币政策方面，2月20日，央行宣布5年期以上LPR下降25bp至3.95%，1年期LPR保持不变为3.45%。本次降息幅度总体超出预期，5年期以上LPR调降高达25bp，是自2019年8月LPR报价制度改革以来的单次最大降幅。本次降息充分显示了宏观政策“稳增长”的决心，成效主要将体现在三个方面，一是释放积极信号，提振私人部门信心；二是降低按揭成本，提升居民购房与消费能力；三是熨平信贷利率曲线，优化金融资源配置。前瞻地看，未来货币政策仍有宽松空间。

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、美国经济：从“软着陆”到“不着陆”	1
二、中国经济：积蓄动能	5
三、宏观政策：提振信心、托举楼市	6
（一）金融形势：私人部门融资放量	6
（二）财政形势：国债靠前发行	7
（三）货币政策：超预期降息	8

## 图目录

图 1：“3 月降息”已经成为小概率事件	1
图 2：2024 年底政策利率大概率仍然高于 4%	1
图 3：抗通胀进程在 3%位置遇阻	1
图 4：核心服务通胀高位止跌	1
图 5：房价上涨支撑住房服务通胀	2
图 6：“工资-价格”螺旋支撑非房服务通胀	2
图 7：GDPNOW 模型预测一季度美国经济依然强劲	3
图 8：美国居民收入水平持续增长	3
图 9：年初以来纳斯达克领涨三大指数	3
图 10：财政收缩主要来自转移支付	3
图 11：美国住房市场持续“缩量上涨”	4
图 12：美国劳动力市场“供不应求”	4
图 13：美联储于 1 月议息会议“按兵不动”	4
图 14：美国国债收益率见底回升	4
图 15：制造业和服务业 PMI 环比改善	5
图 16：2 月零售业景气指数继续回升	5
图 17：春节旅游消费仍“人多钱少”	5
图 18：2 月通胀数据表现仍然低迷	5
图 19：海外出口新订单景气度筑底回升	6
图 20：其他出口国家 1-2 月出口增速稳中有升	6
图 21：1 月信贷新增 4.92 万亿，略超季节性水平	7
图 22：1 月新增社融 6.5 万亿，存量增速持平上月	7
图 23：广义流动性转为缺口 0.8pct，2 月预期收窄	7
图 24：M1 增速环比上升 4.6pct	7
图 25：收入预计将恢复性增长，支出保持强度	8
图 26：国债靠前发行，地方新增债券发行放缓	8

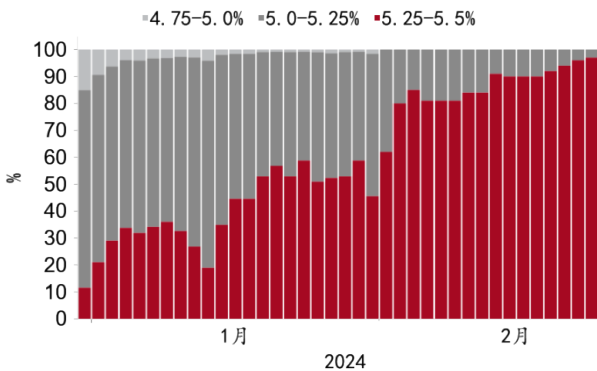


## 一、美国经济：从“软着陆”到“不着陆”

随着美国经济从“软着陆”向“不着陆”过渡，市场对美联储政策的预期快速转鹰。美联储理事沃勒（Waller）在2月22日的演讲中指出，近期数据反映经济表现非常强劲，通胀问题也比想象更为严重，过早降息可能导致“抗通胀”前功尽弃，晚些降息也不会对经济造成显著伤害。年初以来，“3月降息”从基准情形逐步变为小概率事件，市场对开启降息的时点预期后移至6月。与此同时，市场对全年降息幅度的预期亦相应收窄，至年底政策利率大概率仍然位于4%上方，不排除年底政策利率仍高于5%的可能性。

图 1：“3月降息”已经成为小概率事件

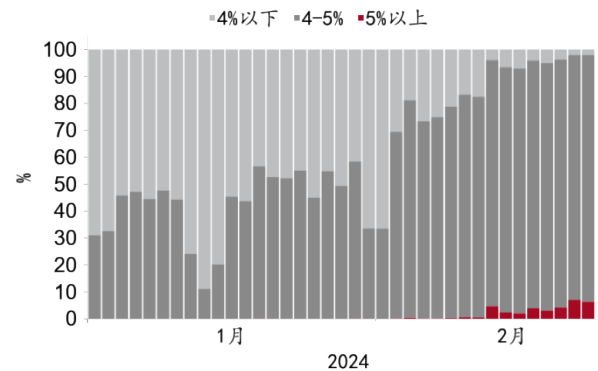
美联储2024年3月议息会议决议概率分布（CME）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：2024 年底政策利率大概率仍然高于 4%

美联储2024年底政策利率下限概率分布（CME）

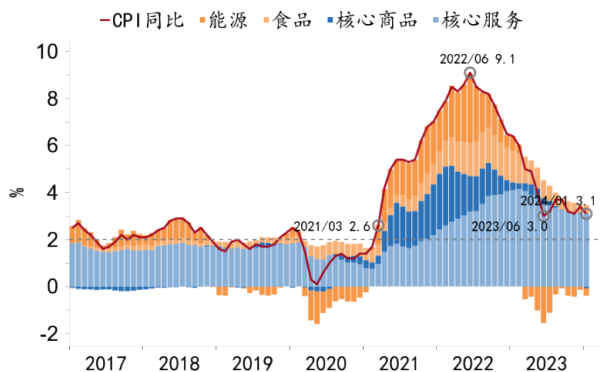


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

受服务通胀支撑，现阶段的美联储通胀具有较强内生性及可持续性，短期内难以回归2%。1月美国通胀数据超出市场预期。CPI 同比增速 3.1%（市场预期 2.9%），环比增速 0.3%（市场预期 0.2%）；核心 CPI 同比增速 3.9%（市场预期 3.7%），环比增速 0.4%（市场预期 0.3%）。其中核心服务通胀从 5.3% 反弹至 5.4%，高位止跌。由于服务通胀占总通胀权重高达 61%，服务通胀持续位于 5% 上方意味着总通胀将持续位于 3% 上方。

图 3：抗通胀进程在 3% 位置遇阻

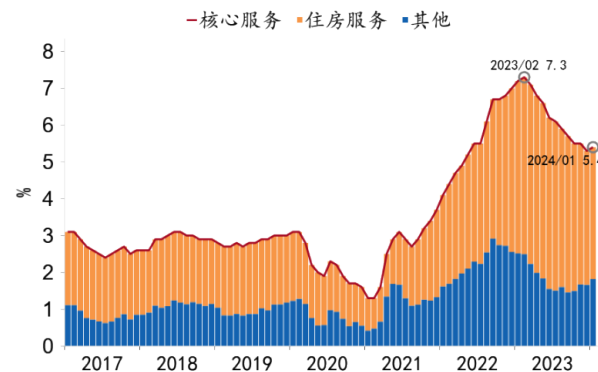
美国CPI同比增速及构成



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 4：核心服务通胀高位止跌

美国核心服务CPI通胀构成



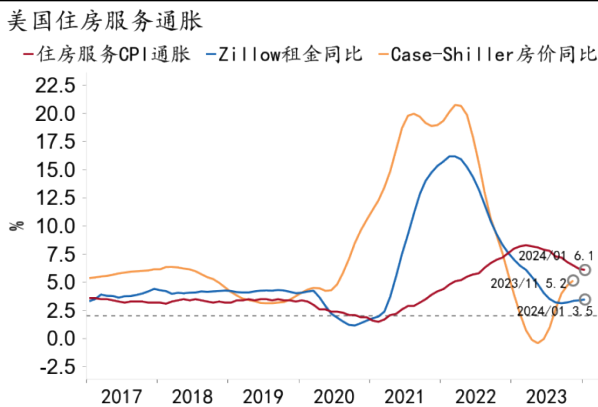
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

从结构看，住房服务通胀在房地产市场供需缺口支撑下保持强劲，非房服务通胀则在劳动力市场供需缺口支撑下继续走强。一是美国房价在供需缺口支

撑下持续上行，2023年11月席勒全美房价指数同比涨幅已达5.2%，受此影响1月美国住房服务通胀仍然高达6.1%，回落斜率持续放缓；二是美国服务业薪资水平同样在供需缺口支撑下持续上行，1月服务业平均时薪同比增速升至4.6%，受此影响非房服务通胀升至4.4%。

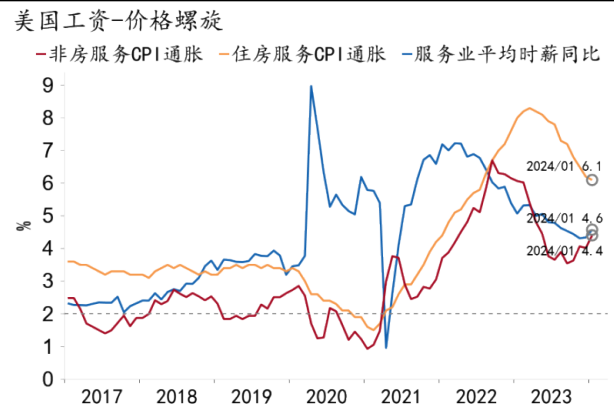
值得注意的是，“弱商品、强服务”的通胀格局仍在持续，背后是美国和非美经济剪刀差的进一步走阔。与美国经济持续强劲形成鲜明对比的是，英国和日本等非美经济体陷入技术性衰退。商品能够进行全球贸易，服务则供需“两头在内”，受此影响美国服务通胀粘性大超预期，商品通胀则在低位进一步下探。核心通胀方面，服务通胀位于5%上方，商品通胀则跌至负值；能源通胀方面，以汽油为代表的商品价格同比下跌6.9%，环比下跌3.2%，而以电力和天然气为代表的服务价格同比下跌2.0%，环比上涨1.4%。前者连续4个月环比下跌，后者则连续7个月环比上涨。食品通胀方面，家庭食品价格同比微涨1.2%，环比上涨0.4%，而户外餐饮价格同比涨幅高达5.1%，环比涨幅高达0.5%。家庭食品价格环比上涨主要来自于无酒精饮料的贡献，其他分项环比动能并未显著反弹。

图 5：房价上涨支撑住房服务通胀



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 6：“工资-价格”螺旋支撑非房服务通胀

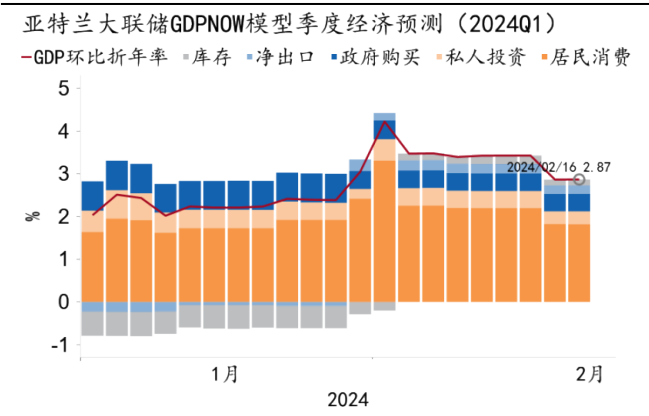


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

继2023年下半年冲高回落后，2024年初美国经济在高于潜在增速的位置再度企稳，展现出超预期韧性。2023年三季度美国GDP环比折年率高达4.9%，四季度回落至3.3%。根据亚特兰大联储GDPNOW模型预测，2024年一季度美国GDP环比折年率仍高达2.9%，尽管趋势上逐季放缓，但斜率大幅低于市场预期，且绝对值远高于美联储预测的潜在增速1.8%。从结构看，服务业继续支撑居民消费强势扩张，知识产权投资则贡献了私人投资的全部涨幅。

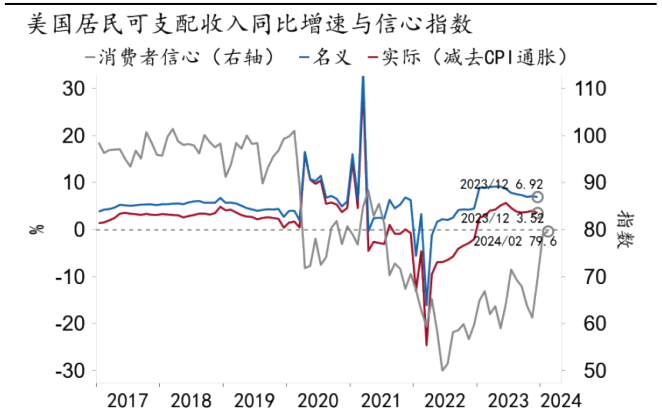
居民消费在收入增长的支撑下稳步扩张。2023年全年美国居民可支配收入名义值累计增长6.9%，剔除通胀后的实际值累计增长3.5%，叠加通胀大幅回落，2024年2月密歇根大学消费者信心指数升至2021年8月以来最高值。1月美国零售数据超预期走弱，更多反映了商品消费的收缩和圣诞季消费脉冲的退坡，以服务消费为代表的居民部门消费动能仍然强劲。GDPNOW模型预测一季度商品消费环比折年率1.2%，服务消费3.4%。

图 7: GDPNOW 模型预测一季度美国经济依然强劲



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 8: 美国居民收入水平持续增长

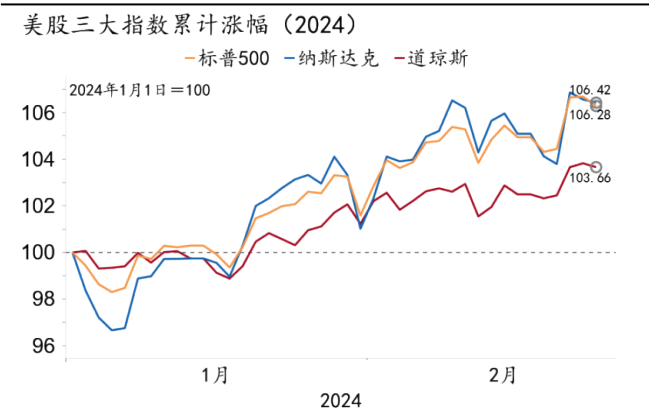


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

私人投资则在人工智能快速发展的驱动下保持强劲增长。年初以来，以英伟达为代表的科技股涨势汹涌，推动纳斯达克指数累计上涨 6.42%，背后是人工智能投资的持续火热。GDPNOW 模型预测一季度知识产权投资环比折年率高达 6.0%，推动私人投资环比年化增长 1.7%。

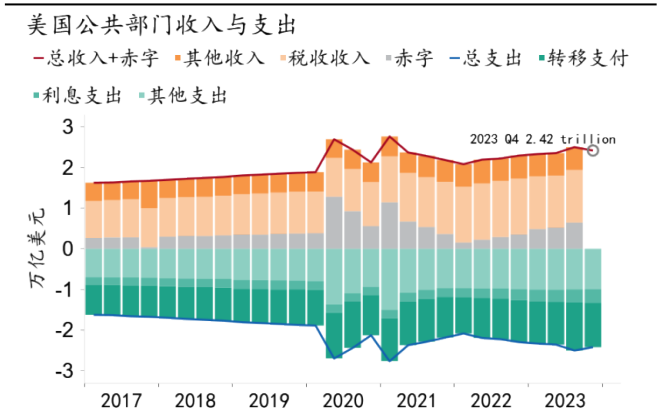
尽管美国财政在 2024 财年（2023Q4-2024Q3）趋于收缩，但迄今为止收缩集中在转移支付，其他支出未见显著收缩，政府购买韧性仍强。GDPNOW 模型预测一季度政府购买环比折年率为 2.4%，拉动 GDP 环比年化增速 0.4pct。

图 9: 年初以来纳斯达克领涨三大指数



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 10: 财政收缩主要来自转移支付



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

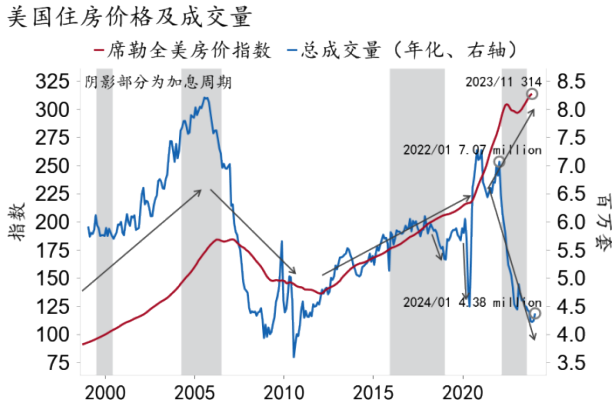
值得注意的是，美国房地产市场“缩量上涨”，反映了高利率与供求矛盾的双重影响。一是 30 年期抵押贷款利率持续位于 7% 上方，对购房需求构成持续压制，成交量故而持续低迷。二是次贷危机以来“去库存”已经行至尾声，住房库存量在历史最低位附近企稳，指向“供不应求”，价格故而保持上行。从居民消费看，房价上涨通过财富效应支撑消费，与美股的持续上涨形成协同；从私人投资看，房价上涨和高利率对地产投资的影响方向相反，地产投资或将保持小幅扩张态势。

与房地产市场同样处于“供不应求”状态下的是劳动力市场，就业数据随之大超市场预期。1 月美国新增就业人数 35.3 万（市场预期 18.5 万），失业率 3.7%（市场预期 3.8%），劳动参与率 62.5%（市场预期 62.6%），平均时薪环



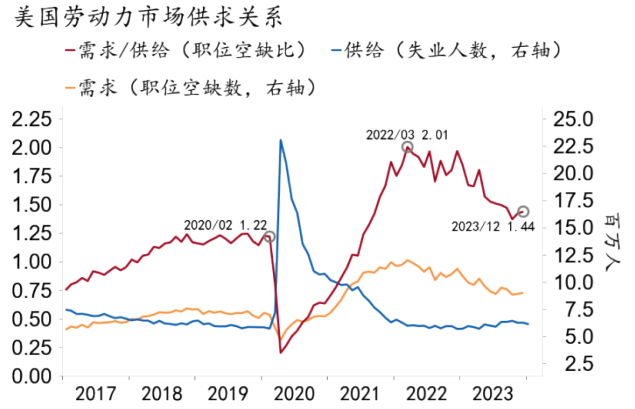
比增速 0.6%（市场预期 0.3%），同比增速 4.5%。一面是消费韧性对需求的支撑，另一面是老龄化进程对供给的压制，劳动力市场供求关系短期内难以逆转，随之产生的薪资高增通过收入效应支撑居民消费，同时通过“工资-价格”螺旋加剧通胀粘性。

图 11：美国住房市场持续“缩量上涨”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

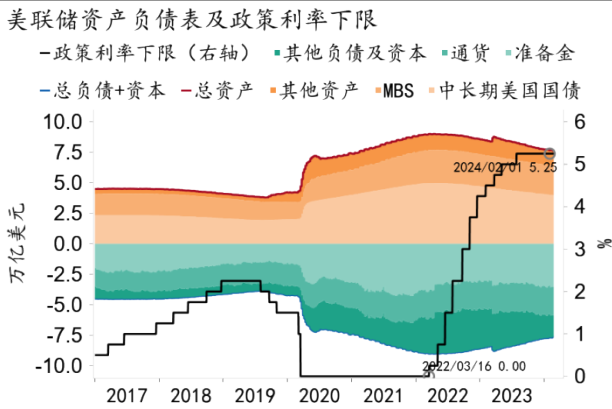
图 12：美国劳动力市场“供不应求”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

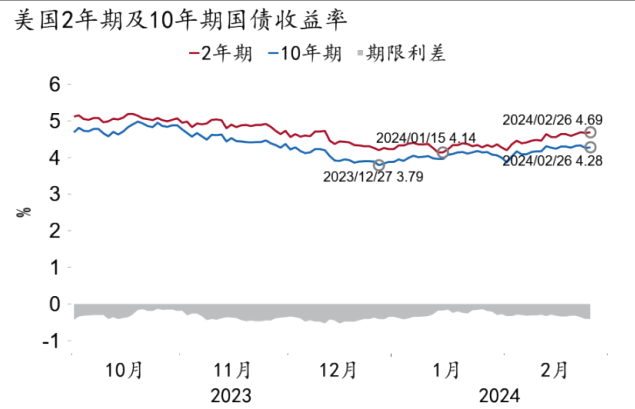
迄今为止“抗通胀”的良好进展令美联储在 1 月末举行的年内首次议息会议上宣布了政策逻辑的转换，但经济韧性和通胀粘性令其同时打压了市场过激的降息预期。美联储在 1 月议息会议中表示，政策逻辑正式从聚焦“抗通胀”转换至聚焦“双目标”，年内大概率开启降息，3 月议息会议可能降低缩表速度；然而，为抑制“再通胀”风险，避免金融条件大起大落，美联储明确打压了市场过激的降息预期。随着过激降息预期的不断修正，美国国债收益率已经见底回升，期限倒挂亦再度走阔。

图 13：美联储于 1 月议息会议“按兵不动”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 14：美国国债收益率见底回升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

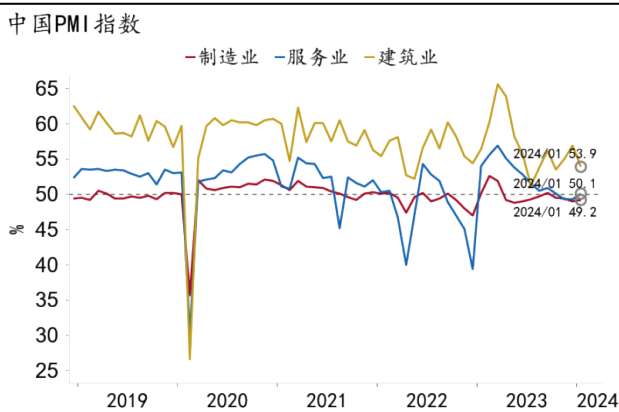
前瞻地看，经济韧性和通胀粘性的背后，是劳动力市场供求矛盾和人工智能的快速发展，这些因素均具备一定可持续性，美联储政策转向将持续被掣肘。与此同时，如若美联储开启降息，房贷利率下行叠加供求矛盾可能带来房地产市场的快速升温，对房价和地产投资同时构成支撑。我们维持美联储将于年中开启降息，全年降息 3 次的判断，并继续提示市场预期进一步转鹰的风险。

## 二、中国经济：积蓄动能

今年春节期间消费总体景气，特别是服务消费，但居民意愿和能力出现分化。

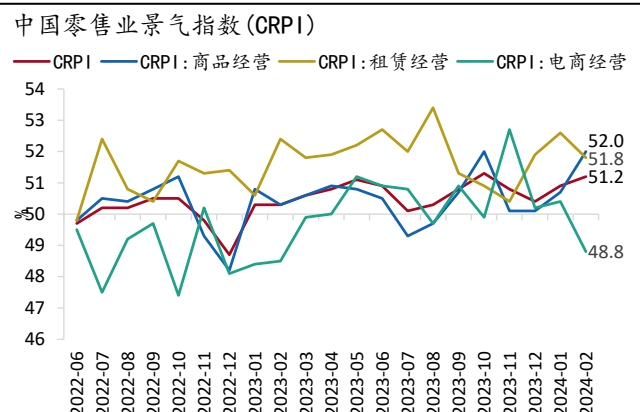
零售消费方面，2月中国零售业景气指数较上月上升0.3个百分点至51.2%。大型连锁超市、商圈营业额等即时消费（年货）和耐用品消费（家电、汽车）节前销售边际回升，商务部公布年货节期间网络零售额同比增长8.9%。

图 15：制造业和服务业 PMI 环比改善



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

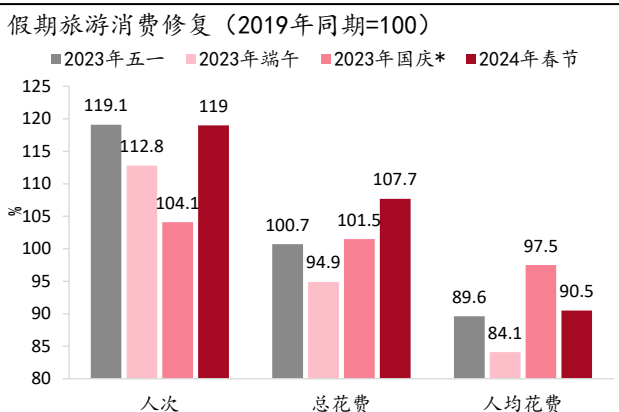
图 16：2月零售业景气指数继续回升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

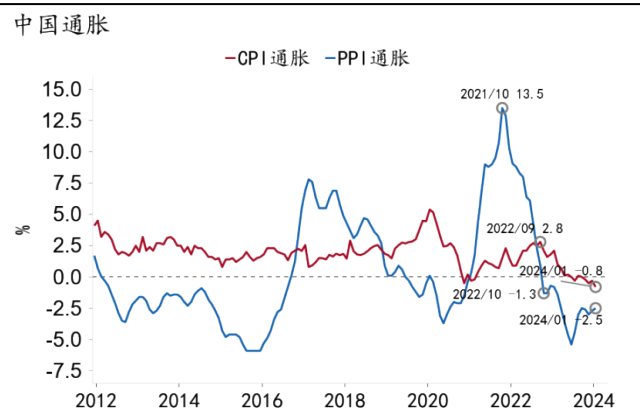
服务业消费亦大幅回升，包括餐饮和文旅等。春节期间人员流动较往年同期更为活跃，在可比口径下，截至2月17日全社会跨区域人员流动量较2019年同期增长14.4%，较2023年同期增长15.8%，其中近八成为私家车所贡献。根据文旅部数据，今年春节假期出行人次达4.7亿，较2019年同期增长19%；出行总花费6,327亿，较2019年同期增长7.7%，出入境游双向升温。但旅游消费仍然呈现出“人多钱少”的特征，人均出行花费仅为2019年同期的90.5%，修复程度较去年国庆假期回落了7pct，与去年五一假期相当。

图 17：春节旅游消费仍“人多钱少”



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 18：2月通胀数据表现仍然低迷



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

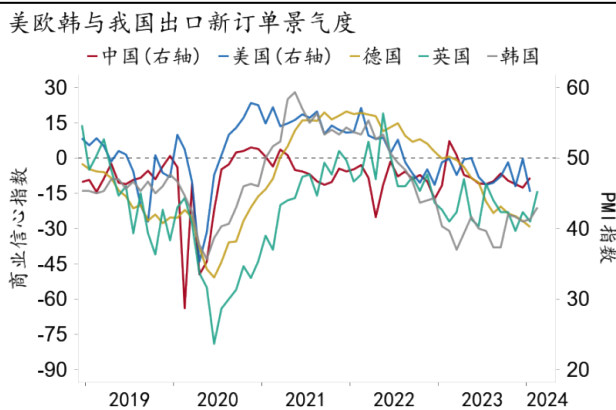
房地产市场结构性修复，新房销售仍然低迷，二手房交易显著回暖，一二线城市好于三四线城市。数据显示，春节期间30大中城市新房日均成交面积同比下降约两成，二手房看房量和交易量逆季节性回升，延续了1月的特征。

1月前100房企销售额同比下降1/3，但居民中长贷仍然新增6,272亿，同比多增4,041亿，除今年提前还贷有所减少外，或与二手房交易回暖有关。

通胀和生产端数据表现仍然低迷。1月CPI通胀-0.8%，受食品价格低迷的影响走弱；PPI通胀-2.5%，中下游行业价格仍在下行。春节期间为生产淡季，节前工业生产端高频数据尚未明显改善。

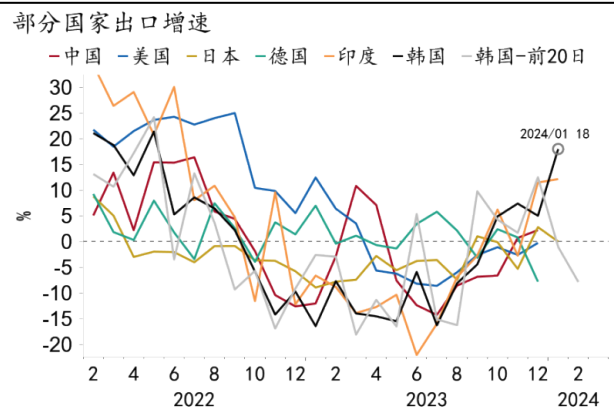
**外需动能保持平稳。**由于1月我国出口增速尚未公布，但从外部情况来看，出口动能或保持平稳。一方面印度、韩国1月出口增速稳中有升。另一方面，发达国家新出口订单景气度也筑底企稳，环比有所回升。虽然1-2月我国由于春节假期，处于生产淡季，但出口从同比来看动能或保持平稳。

图 19：海外出口新订单景气度筑底回升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 20：其他出口国家 1-2 月出口增速稳中有升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

### 三、宏观政策：提振信心、托举楼市

#### （一）金融形势：私人部门融资放量

信贷方面，人民币贷款略超季节性水平，房地产政策加码放松下，房企开发贷款和居民购房需求或是主要支撑因素。1月新增人民币贷款4.92万亿，创历史同期新高，高于近五年均值约1.1万亿。企业端，PSL投放撬动房地产“三大工程”相关贷款需求，叠加房地产“白名单”火速扩容，对新增贷款形成一定支撑。1月非金融企业贷款新增3.86万亿，同比少增8,200亿。其中，中长贷和短贷较去年历史峰值微幅回落，分别同比少增1,900亿和500亿，而拖累主要源自表内信贷需求回升下票据融资同比多减5,606亿。居民端，1月房地产政策松绑再提速，一线城市均调整限购政策，提振房地产市场预期，二手房成交显著回暖，托底购房需求。1月居民中长贷新增6,272亿，同比多增4,041亿，规模回到2017-2019年平均水平。社融方面，政府债发行放缓，企业债逆势扩容。1月新增社融6.5万亿，社融存量增速9.5%，与上月持平。开年以来政府债发行速度明显放缓，1月新增政府债融资2,947亿，同比少增1,193亿。在央行“大力发展直接融资，推动公司信用类债券和金融债券市场发展”的政策导向下，1月企业债融资增加4,835亿，同比多增3,197亿，环比多增7,576亿。

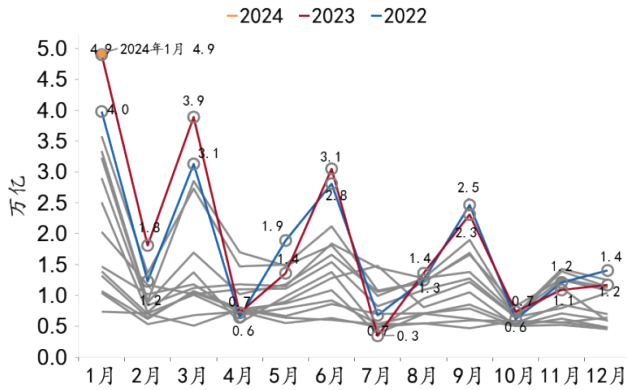




受票据贴现规模下降和经济活力边际增强的影响，1月末贴现票据新增5,635亿，同比大幅多增2,672亿。

图 21: 1月信贷新增4.92万亿，略超季节性水平

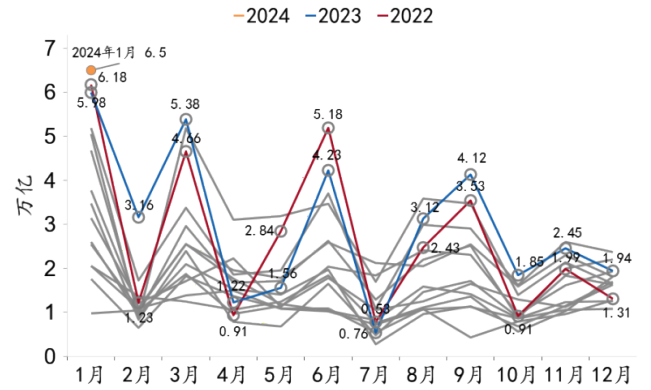
信贷的季节性



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 22: 1月新增社融6.5万亿，存量增速持平上月

新增社融的季节性

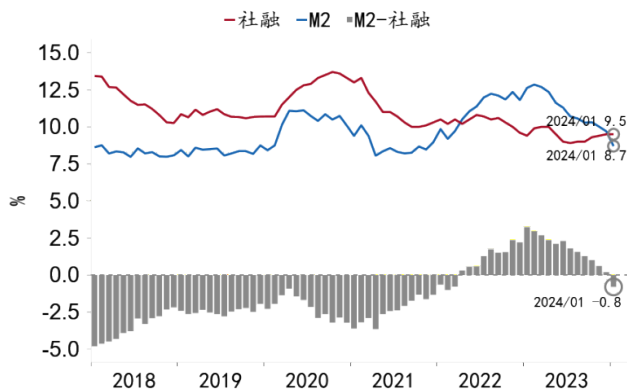


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

货币供给方面，M2 同比增速大幅降至 8.7%，主要受居民存款大幅少增拖累；M1 同比增速 5.9%，环比上升 4.6pct，受财政资金加快转为单位活期存款支撑。1月居民存款增加 2.53 万亿，同比少增 3.67 万亿。一是，春节前居民企业存在大量取现需求，通常若春节在 2 月份，1 月居民存款往往同比少增。二是，结合居民中长贷较强劲表现，房地产刚需和改善性需求或有所释放，居民存款可能重新流入房市。三是，存款利率再下调叠加理财产品收益率回升，促使居民将存款转为债基、理财等金融产品。企业存款增加 1.14 万亿，同比多增 1.86 万亿。财政存款增加 8,604 亿，同比多增 1,776 亿。

图 23: 广义流动性转为缺口 0.8pct，2月预期收窄

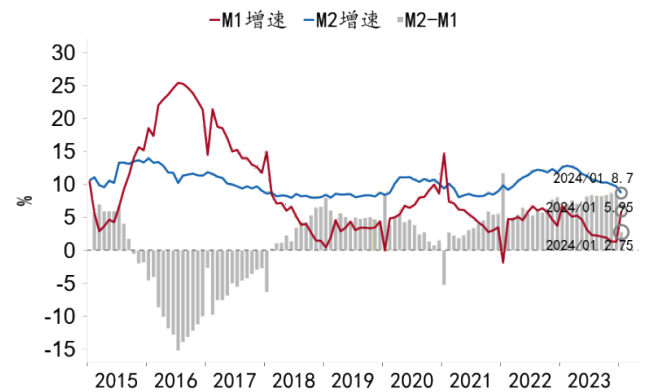
社融存量与M2存量同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 24: M1 增速环比上升 4.6pct

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：国债靠前发行

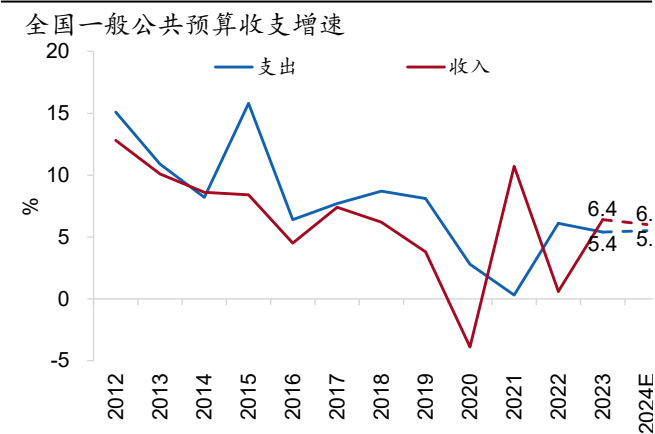
2024 年各地一般公共预算收入增速目标在 3-10%，其中多数省份较上年作了下调；预计全国一般公共预算收入将呈现恢复性增长，目标增速或与名义 GDP 增速相当，预计为 6%左右；结构上税收收入占比或继续抬升。在年初 3.0%的目标赤字率下，全国一般公共预算支出增速目标或为 5.5%。



2024 年财政部安排国债靠前发行<sup>1</sup>，1-2 月累计，国债净融资规模 3,413.1 亿，为历史最高水平；财政部于去年 12 月顶格下达了部分 2024 年新增地方债务限额，其中专项债 2.28 万亿，一般债 0.43 万亿，但提前批地方新增债券发行节奏放缓，1-2 月共发行 5,759.1 亿，其中新增专项债 4,033.7 亿，新增一般债 1,727.7 亿，分别较去年同期少 4,235.3 亿元和 680.3 亿。对此有几个方面的理解，一是加快国债发行使用，一方面意在保障民生等重点领域支出强度、扩大需求；另一方面意在平滑整体发行节奏，下半年或视经济运行状况，增发 1 万亿国债或特别国债。二是 12 个债务压力较大的重点省份，在新增政府投资项目、新增地方债务额度上可能受到了一定限制。三是去年 12 月及今年 1 月已经净投放 PSL5,000 亿，支持三大工程投资建设，对新增专项债形成了部分替代。

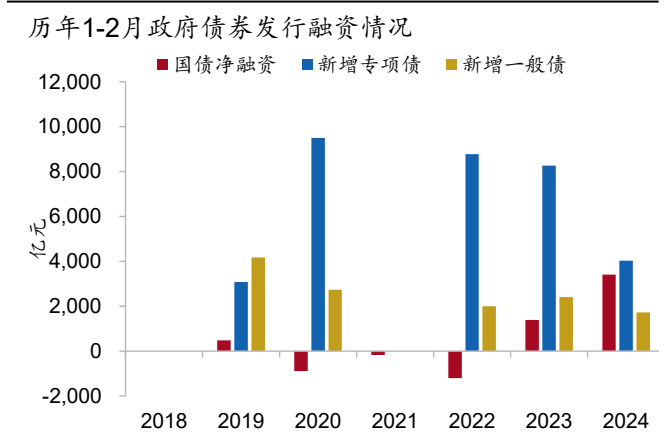
初步测算，2024 年“三大工程”投资规模在 1-1.5 万亿，预计可以拉动固定资产投资增速 2-3pct；其中城中村改造投资规模最大，在 0.5-1 万亿，保障房建设和“平急两用”基础设施建设投资规模相当，或在 2-3 千亿。

图 25：收入预计将恢复性增长，支出保持强度



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 26：国债靠前发行，地方新增债券发行放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院

### （三）货币政策：超预期降息

2 月 20 日，中国人民银行公布贷款市场报价利率，1 年期 LPR 保持不变为 3.45%，5 年期以上 LPR 下降 25bp 至 3.95%。

本次降息幅度总体超出预期，有两点主要特征。一是 LPR 非对称调降。1 年期 LPR 不变而 5 年期以上 LPR 下调，期限溢价缩窄至历史新低 50bp。本次 5 年期以上 LPR 调降高达 25bp，是自 2019 年 8 月 LPR 报价制度改革以来的单次最大降幅。二是在本月 MLF 按兵不动的情况下，通过压缩加点调降 LPR。5 年期以上 LPR 加点下调 25bp 至 145bp，金融机构将进一步加大向实体经济让利的力度。

<sup>1</sup> “国债方面，我们将在全国人大审查批准的国债余额限额内，拟靠前安排发行，为保障必要的支出强度提供支撑。” 来源：[https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202402/t20240201\\_3928049.htm](https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202402/t20240201_3928049.htm)。



此次 LPR 降息的成效主要将体现在三个方面。一是释放积极信号，提振私人部门信心。目前私人部门信心不足、经济金融行为收缩，居民存款持续高增、货币流通速度下降、资本市场表现欠佳。本次超预期降息贯彻了中央经济工作会议“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”的要求，有助于“稳市场”“稳信心”。二是降低按揭成本，提升居民购房与消费能力。去年下半年以来，房地产供需两端政策密集发力，今年尽管二手房有所回暖，但新房销售仍然低迷，春节期间面积同比仍然下降约两成。此外，居民部门存在提前还贷现象，2023 年个人住房贷款余额同比下降 5,300 亿，为 2008 年以来首次。本次 5 年期以上 LPR 定价下调后，增量和存量房贷利率均将进一步下调，可直接降低购房成本、提升居民消费能力。三是熨平信贷利率曲线，优化金融资源配置。近期债券利率曲线和存款利率曲线均呈现明显的平坦化趋势，2024 年 1 月 10Y-1Y 国债期限利差较去年 6 月收窄约 28bp，折射出债市的悲观预期。相比之下，贷款利率曲线仍然较为陡峭。本次降息将使贷款利率曲线更为平坦化，有助于提振长期信贷需求。

前瞻地看，未来货币政策仍有宽松空间。目前人民币一般贷款加权平均利率已降至历史新低 4.35%，较疫前大幅下降近 140bp，实体经济融资成本显著下行。但由于通胀低迷，实际利率仍处相对高位。在通胀低迷叠加债务高企的背景下，货币政策需与财政政策协调配合、发挥张力，继续保持积极姿态。美联储政策转向预期更为明朗之时，或是我国货币政策进一步操作之机。

## 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