

美国经济“不着陆”，中国经济“开门红”

——宏观经济月报（2024年3月）

■ 美联储3月议息会议按兵不动，从长期看，利率中枢上移和资产负债表正常化或已成为主题。劳动力市场和住房市场均面临中长期供求矛盾，服务通胀进一步去化的空间不大，叠加商品通缩因素褪去，通胀短期内难以回归2%。居民消费和私人投资支撑经济韧性，劳动力市场并未实质性降温。前瞻地看，通胀粘性和经济韧性的支撑因素均具备一定可持续性，预计美联储全年降息次数大概率低于市场预期的3次。

■ 国内实体经济方面，供给端动能好于需求端，“开门红”可期。在供给端，政策支持下新旧动能加速切换，动能明显增强。在需求端，外需动能边际增强，内需动能初步改善。制造业投资增长强劲，高技术产业投资增速好于总体。基建投资在多方资金支持下保持较高速增长。房地产市场延续低迷，仍待政策支持以及居民收入改善和预期扭转。消费动能稳中有升，主要受假日经济提振。然而，高频数据显示3月经济动能或有所回落。前瞻地看，一季度经济增长或高于5%，为全年增长达标打下良好基础。

■ 金融形势方面，信贷需求端，人民币贷款略超季节性水平，由于房地产供给、需求端不均衡修复，企业和居民贷款表现分化，非银贷款大幅扩张；货币供给端，M2同比增速维持8.7%，受企业存款减少拖累，M1同比增速环比下降4.7pct至1.2%，指向春节因素消退后，经济活力仍有待提升。

■ 财政收支方面，前“两本账”的收支增速呈现截然相反的“一增一降”，反映税收承压、政府债券发行节奏较慢、去年结转资金使用加速现状。1-2月，一般公共预算收入同比下降2.3%，是近年同期的次低值，反映出整体经济运行仍存堵点；支出同比增长6.7%，高于全年预算增速4.0%，体现靠前发力。前瞻地看，未来收支增速均有望提升。

■ 根据《政府工作报告》部署，财政政策将成为宏观政策“加力”的主要抓手，中央财政立场将更为积极。中等口径下实际赤字规模超11万亿，实际赤字率达8.2%，较去年上升1.2pct。货币政策亦存在宽松空间，或进一步降准降息，营造适宜的货币金融环境，强化与财政政策协同。

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：“不着陆”	1
二、中国经济：“开门红”	4
三、宏观政策：以进促稳、奋发有为	7
（一）金融形势：需求仍待提振	7
（二）财政形势：支出靠前发力	8
（三）政府工作报告：强化逆周期和跨周期调节	9

图目录

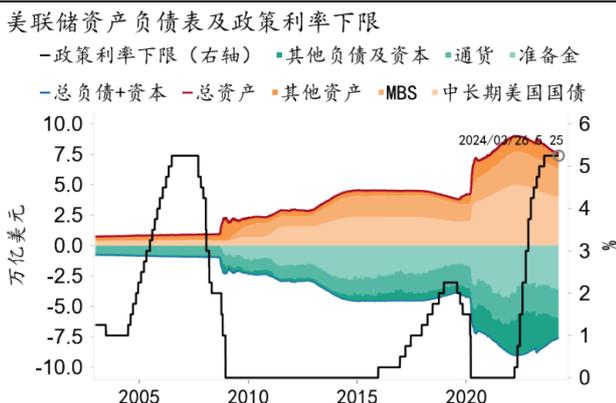
图 1：美联储于 3 月议息会议“按兵不动”	1
图 2：美国长期利率中枢或已上移	1
图 3：抗通胀进程在 3% 位置遇阻	1
图 4：核心服务通胀保持粘性	1
图 5：房价上涨支撑住房服务通胀	2
图 6：“工资-价格”螺旋支撑非房服务通胀	2
图 7：GDPNOW 模型预测一季度美国经济依然强劲	2
图 8：美国居民收入水平持续增长	2
图 9：年初以来纳斯达克领涨三大指数	3
图 10：财政收缩主要来自转移支付	3
图 11：美国住房市场持续“缩量上涨”	3
图 12：美国劳动力市场“供不应求”	3
图 13：“5 月降息”已经成为小概率事件	4
图 14：2024 年底政策利率大概率仍然高于 4%	4
图 15：工业和服务业生产动能回升	5
图 16：2 月零售业景气指数继续回升	5
图 17：1-2 月出口增速反弹，动能回升	5
图 18：美国制造业景气度回升	5
图 19：高技术产业生产投资增速好于总体	6
图 20：基建投资保持较高速增长	6
图 21：房地产销售投资仍处收缩	6
图 22：餐饮消费修复动能大幅改善	6
图 23：2 月信贷新增 1.45 万亿，略低于去年同期	7
图 24：2 月新增社融 1.52 万亿，存量增速 9.0%	7
图 25：广义流动性缺口较上月收窄	8
图 26：受企业存款少增拖累，M2 增速维持 8.7%	8
图 27：收入预计将恢复性增长，支出保持强度	9
图 28：国债靠前发行，地方新增债券发行放缓	9
图 29：中等口径赤字率明显提升	10
图 30：中央赤字占比继续提升	10



一、美国经济：“不着陆”

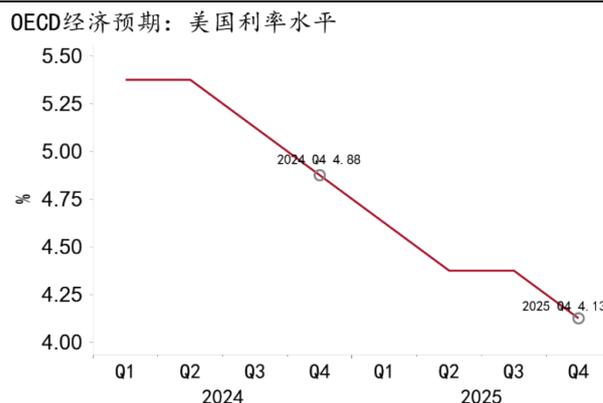
美联储3月议息会议宣布维持现行货币政策不变。尽管1-2月通胀超预期，美联储并未在此影响下改变降息指引。从短期看，美联储保持了前瞻指引的稳定性。从长期看，利率中枢上移和资产负债表正常化或已成为主题。经济合作与发展组织（OECD）预测美国2025年底利率水平仍在4%上方。

图1：美联储于3月议息会议“按兵不动”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

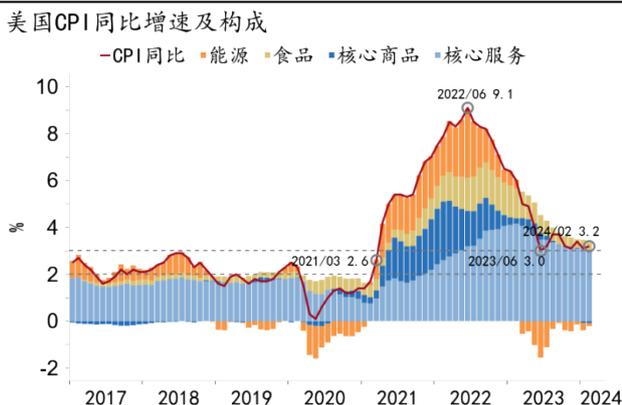
图2：美国长期利率中枢或已上移



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

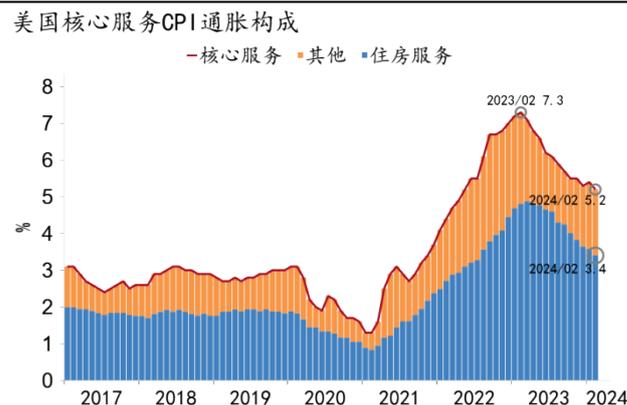
服务通胀保持粘性，商品通缩行将尾声，美国通胀或难回归2%。2月美国通胀数据再超市场预期。CPI同比增速3.2%（市场预期3.1%），环比增速0.4%（市场预期0.4%）；核心CPI同比增速3.8%（市场预期3.7%），环比增速0.4%（市场预期0.3%）。从边际看，劳动力市场降温带来了服务通胀粘性的软化。2月失业率意外跳升至3.9%，核心服务通胀从5.4%降至5.2%。

图3：抗通胀进程在3%位置受阻



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图4：核心服务通胀保持粘性



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

然而，考虑到劳动力市场和住房市场均面临着中长期供求矛盾，服务通胀进一步去化的空间可能已经不大。尽管失业率暂时上升，但薪资增速并未实质降温，2月服务业平均时薪同比增速4.3%。受薪资增速支撑，非房服务通胀升至4.4%。美国房价在供需缺口支撑下持续上行，1月席勒全美房价指数同比涨幅反弹至6.1%，2月美国住房服务通胀仍然高达5.8%，回落斜率持续放缓。

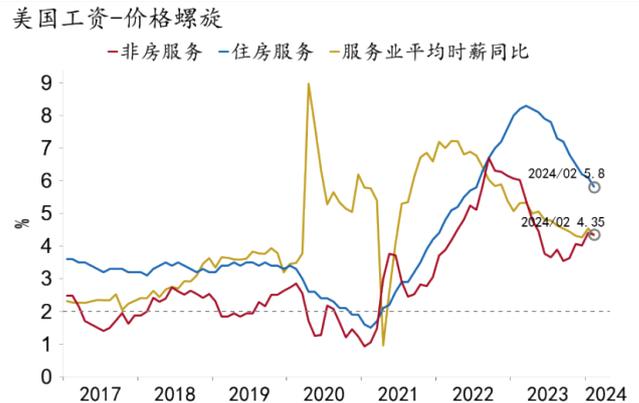
值得注意的是，核心商品通胀结束下跌，背后是通缩因素的褪去。从同比看，核心商品通胀连续第2个月录得负值；从环比看，核心商品价格二手车带动下环比上涨0.1%。现阶段的商品通缩则很大程度上来自于中国经济周期调整导致的供求再平衡过程。随着时间的推移，支撑美国商品通缩的因素都已不复存在，叠加“脱钩”的持续影响，美国商品通胀将向0以上回归。

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

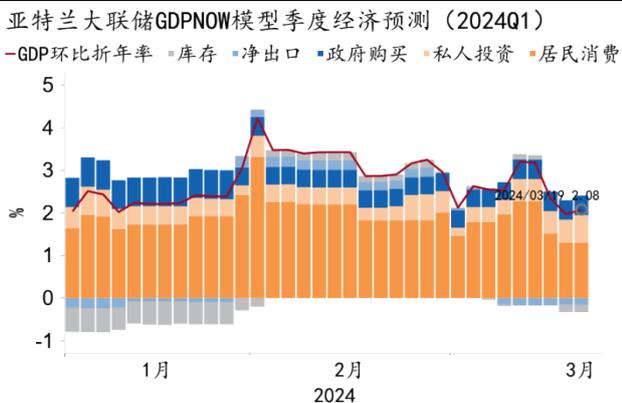


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

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。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2.1%，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，知识产权投资和地产投资贡献了私人投资的全部涨幅。

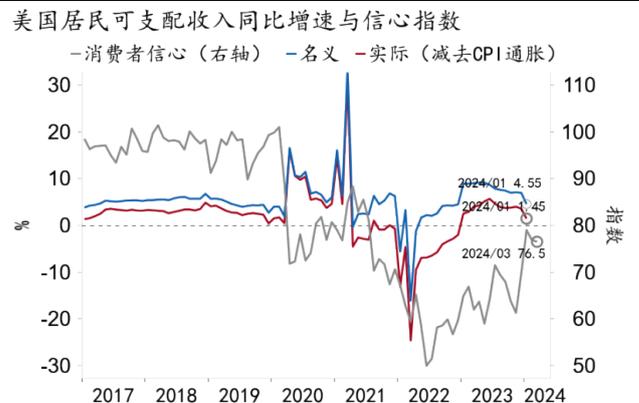
居民消费在收入增长减速的影响下扩张放缓，但韧性仍强。2023年全年美国居民可支配收入名义值累计增长6.9%，剔除通胀后的实际值累计增长3.5%。受到收入持续增长的支撑，密歇根大学消费者信心指数2月升至两年来最高值，3月依然高位企稳。GDPNOW模型预测一季度居民消费环比折年率1.9%，其中服务消费3.0%。

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



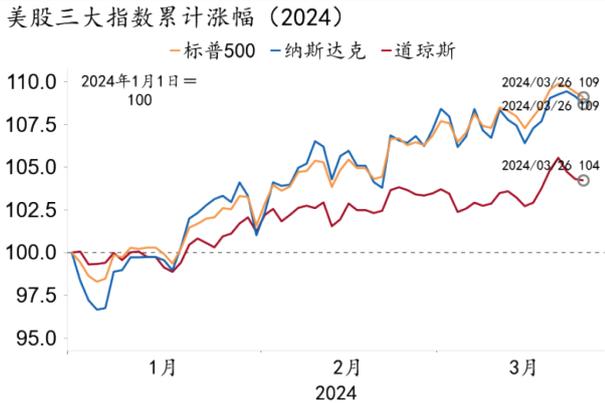
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

私人投资则在人工智能快速发展和地产投资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8.69%，

背后是人工智能投资的持续火热。房地产市场供不应求，房价高企支撑了高利率下的住宅投资。GDPNOW 模型预测一季度知识产权投资环比折年率高达 5.9%，住宅类地产投资环比折年率高达 12%。

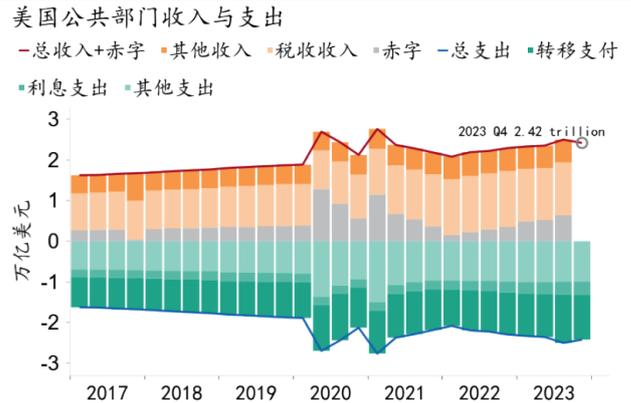
尽管美国财政在 2024 财年（2023Q4-2024Q3）趋于收缩，但迄今为止收缩集中在转移支付，其他支出未见显著收缩，政府购买韧性仍强。GDPNOW 模型预测一季度政府购买环比折年率为 2.7%，拉动 GDP 环比年化增速 0.5pct。

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，尽管 2 月劳动力市场阶段性转冷，但经济韧性仍强，薪资增长并未实质性降温，劳动力市场仍然供不应求。新增就业人数 27.5 万（市场预期 20.0 万），失业率 3.9%（市场预期 3.7%），劳动参与率 62.5%（市场预期 62.6%），平均时薪环比增速 0.1%（市场预期 0.3%），同比增速 4.3%。劳动力需求受到经济韧性支撑。劳动力供给取决于“移民效应”和“老龄化效应”的相对强弱。一方面是移民对供给的阶段性支撑，2 月白人劳动参与率于 62.1% 低位企稳，但黑人及非洲裔劳动参与率录得 63.7% 续创新高；另一方面，55 岁以上人口劳动参与率永久性低于疫前水平，且仍将随老龄化进程进一步下行。特朗普重回白宫的可能性决定了移民对劳动力供给的支撑前景难测。劳动力市场中长期看仍是供不应求，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

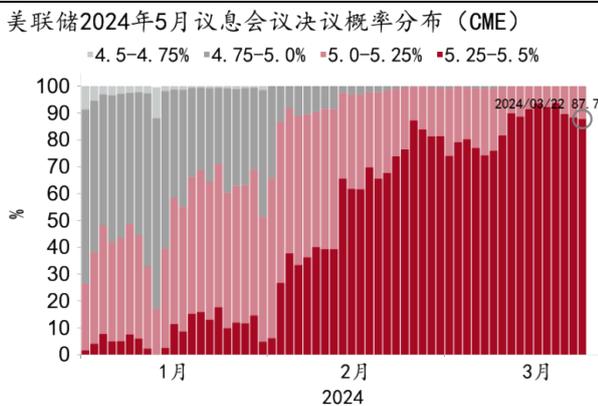
图 12：美国劳动力市场“供不应求”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

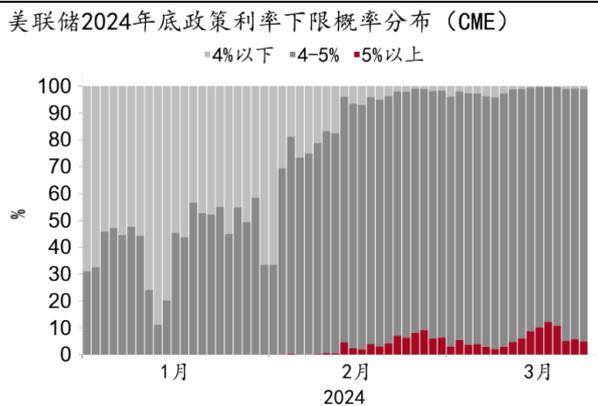
在经济韧性和通胀粘性的双重影响下，市场降息预期持续降温。年初以来，首次降息时点的预期从3月后移至6月，预期全年降息次数从6次下降至3次。与此同时，市场对全年降息幅度的预期亦相应收窄，至年底政策利率大概率仍然位于4%上方，不排除年底政策利率仍高于5%的可能性。

图 13：“5月降息”已经成为小概率事件



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 14：2024 年底政策利率大概率仍然高于 4%



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，是劳动力市场和房地产市场的供求矛盾，具备一定可持续性。与此同时，人工智能繁荣发展，美国经济韧性或将持续。叠加通胀短时间内难以回归 2%，预计美联储全年降息次数大概率低于市场预期的 3 次。

二、中国经济：“开门红”

1-2 月经济数据稳中有升，表现显著好于市场预期。供给端动能好于需求端，主要拉动来自于政策托举、假日经济以及外需回暖。然而，高频数据显示 3 月经济动能或有所回落。

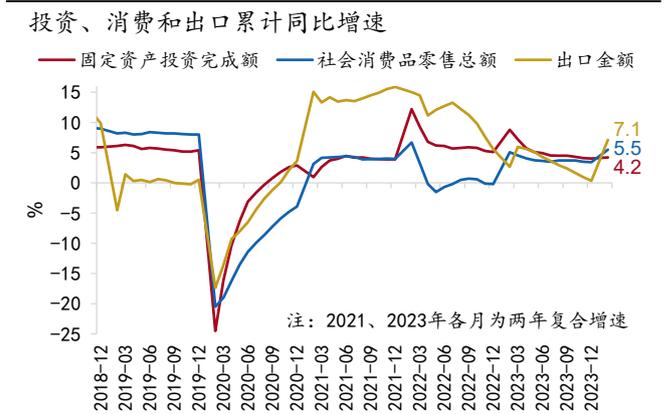
在供给端，动能明显增强。1-2 月规模以上工业增加值同比增速较去年 12 月进一步上行 0.2pct 至 7.0%，季调环比增速处于季节性上沿。一方面是外需动能边际增强，另一方面是政策支持下新旧动能加速切换，推动高技术产业产出扩张，高端绿色产业表现亮眼。服务业生产实际动能有所增强，住宿餐饮、交通运输、批发零售受假日经济带动增速较快。

图 15: 工业和服务业生产动能回升



资料来源: Wind, 招商银行研究院

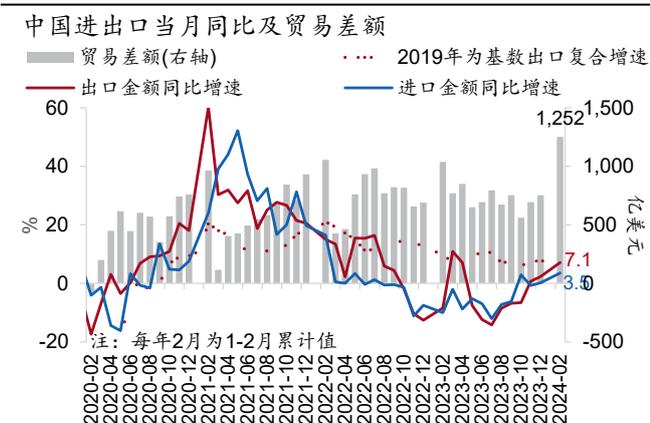
图 16: 2 月零售业景气指数继续回升



资料来源: Wind, 招商银行研究院

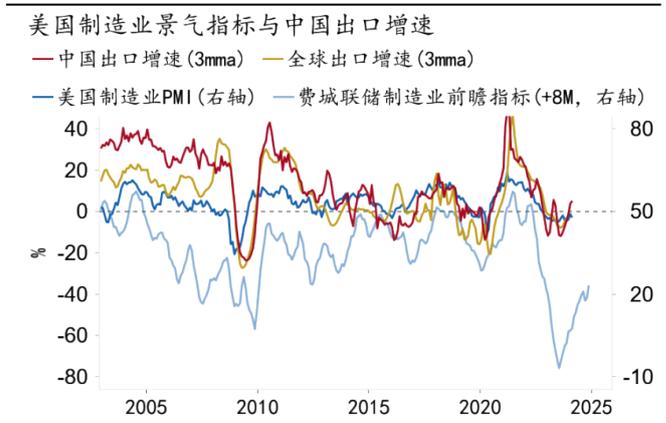
在需求端，外需动能边际增强，出口增速上行至 7.1%。1-2 月出口金额累计同比增速较去年 12 月单月增速大幅上行 4.8pct 至 7.1%，同时受低基数和动能改善提振。由于美国经济韧性仍强，支撑全球贸易景气共振，近期外部经济体同期出口数据也出现边际改善。“一带一路”共建国家和新兴经济体对我国产品需求继续保持较快增长。供给侧持续优化升级有助于增强我国出口竞争力，未来我国出口动能或超预期。

图 17: 1-2 月出口增速反弹，动能回升



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 18: 美国制造业景气度回升



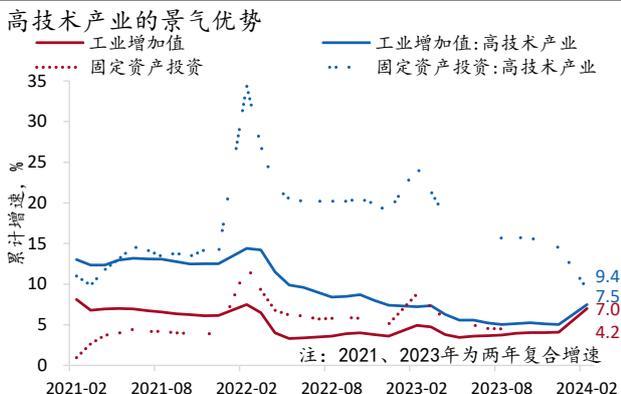
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

内需动能初步改善。城镇固定资产投资累计同比增速较去年全年上行 1.2pct 至 4.2%，环比动能显著改善。投资结构整体延续上年走势，与公共部门相关的基建和制造业投资表现强劲，制造业投资增速大幅提升，基建投资保持高增长。

制造业投资增长强劲，累计同比增速达 9.4%，较去年 12 月上行 0.8pct。从结构上看，下游消费品显著提升，高技术 and 中游装备制造高速增长，原材料加工回暖。亮点在于设备器具购置投资，增速高达 17%，处于历史同期较高水平。未来制造业投资有望维持较高增速。一方面，财税金融支持下，大规模设

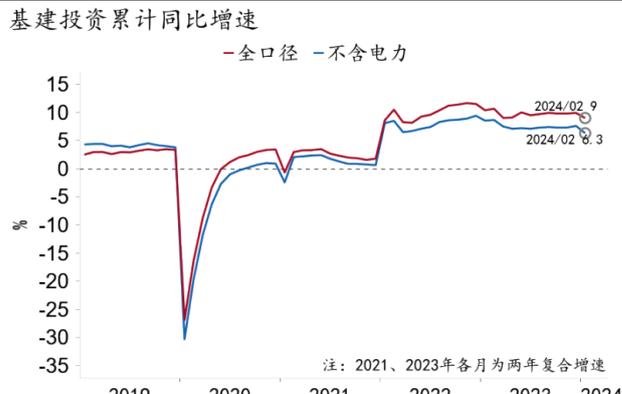
备更新将持续推进；另一方面，盈利修复及新一轮库存周期有利于推升资本开支意愿。

图 19: 高技术产业生产投资增速好于总体



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 20: 基建投资保持较高速增长



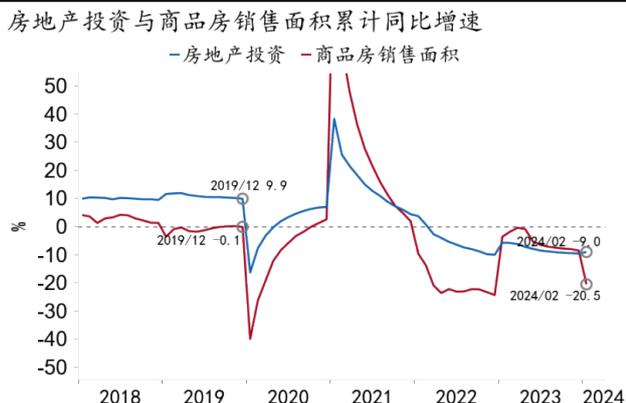
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

基建投资持续发力，保持较高速增长；全口径基建投资累计同比增长9.0%，狭义口径（不含电力）累计同比增长6.3%。基建投资资金来源受到多方面支撑，一是去年4季度增发的1万亿国债大部分在今年形成支出；二是今年新增专项债，三是央行累计净投放PSL 5,000亿元持续撬动配套融资，四是银行信贷支持及预算财政支出加力。未来基建投资增速有望进一步提升。

不过，房地产市场延续低迷。1-2月商品房销售面积和金额累计同比降幅较去年全年大幅扩张至-20.5%、-29.3%。房地产投资和房企到位资金累计同比增速分别较去年全年微升0.6pct、下行10.5pct至-9%、-24.1%。3月房地产销售“小阳春”行情或不及去年同期，销售端修复仍待政策支持以及居民收入改善和预期扭转，结合商品房待售面积已增至历史峰值，市场出清压力仍较大。

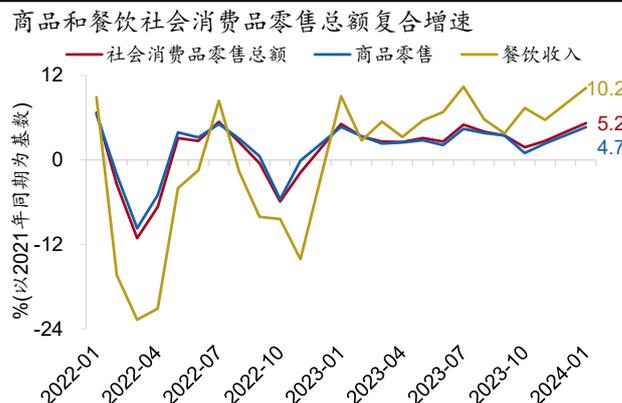
消费动能稳中有升，主要受假日经济提振。1-2月社会消费品零售总额累计同比增长5.5%，增速回落但动能有所改善。服务消费持续好于总体，且改善幅度更大；商品消费动能温和改善，除了假日经济相关消费明显增强，日用品类和房地产后周期类消费止跌回升。随着假日经济的提振褪去，3月社零动能或边际弱化。

图 21: 房地产销售投资仍处收缩



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 22: 餐饮消费修复动能大幅改善



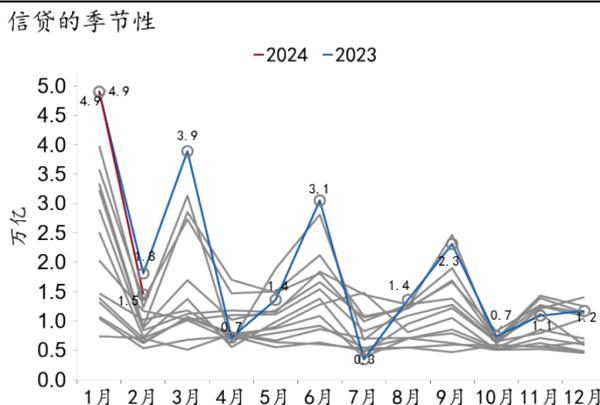
资料来源: Wind, 招商银行研究院

三、宏观政策：以进促稳、奋发有为

(一) 金融形势：需求仍待提振

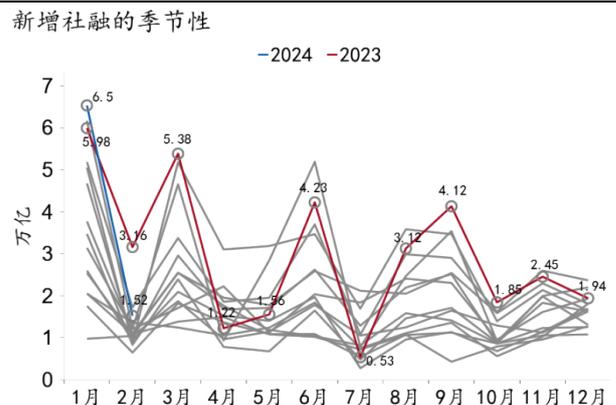
信贷方面，人民币贷款略超季节性水平，受房地产供给、需求端不均衡修复的影响，企业和居民贷款表现明显分化，同时非银贷款大幅扩张。2月新增人民币贷款1.45万亿，为历史同期次高水平，仅低于去年同期。企业端，受“三大工程”及“白名单”相关贷款需求支撑，同时金融机构继续加大服务实体经济，开门红表现依然亮眼。2月非金融企业贷款新增1.57万亿，同比少增400亿；中长贷当月新增1.29万亿，同比多增1,800亿，创历史同期新高。表内信贷需求增长继续压缩贴现规模，但信贷总量增长势头较上月有所减弱，票据融资呈现“量价齐跌”。2月票据净融资减少2,767亿，同比多减1,778亿；国股行半年直贴利率中枢为1.88%，环比小幅下降37bp。居民端，1-2月新房销售大幅下滑，导致居民中长贷重回净收缩态势。2月居民中长贷减少1,038亿，同比少增1,901亿。受消费修复疲弱、去年同期高基数以及消费贷不良率上升影响，2月居民短贷减少4,868亿，同比大幅少增6,086亿。社融方面，政府债发行继续放缓，拖累存量增速。2月新增社融1.52万亿，存量增速较上月下降0.5pct至9.0%。2月新增政府债融资6,011亿，同比少增2,127亿。表内信贷供给较强挤压信用债需求，企业债融资增加1,642亿，同比少增2,020亿。

图 23：2月信贷新增1.45万亿，略低于去年同期



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 24：2月新增社融1.52万亿，存量增速9.0%

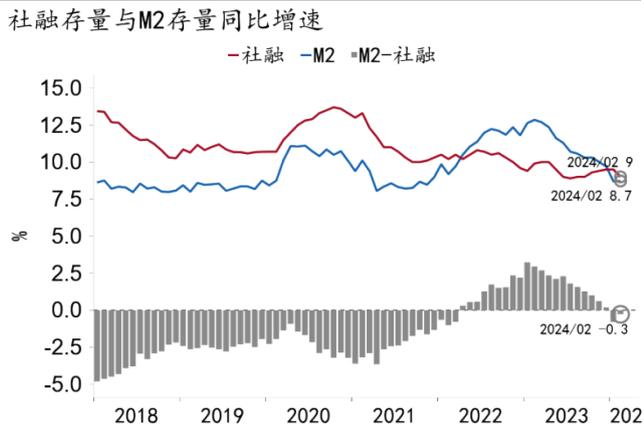


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

货币供给方面，M2同比增速维持8.7%，主要受企业存款减少拖累。为剔除春节错位扰动，从1-2月累计口径来看，居民和企业存款均有所减少。居民端，受去年高基数和开年来债基表现强劲带动存款部分分流的影响，1-2月居民存款增加5.7万亿，同比少增1.26万亿。企业端，贷款派生存款不畅，企业存款减少1.85万亿，同比大幅多减2.42万亿。财政存款新增4,806亿，同比少增6,580亿。M1同比增速1.2%，环比大幅下降4.7pct，重回去年末下降趋势，指向春节因素消退后，经济活力仍有待提升。

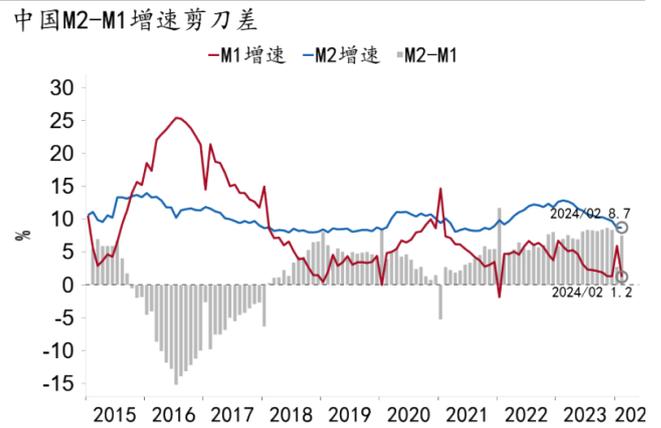


图 25：广义流动性缺口较上月收窄



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 26：受企业存款少增拖累，M2 增速维持 8.7%



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

（二）财政形势：支出靠前发力

1-2 月，全国财政“两本账”的收支增速呈现截然相反的“一增一降”，反映税收承压、政府债券发行节奏较慢、去年结转资金使用加速等现状。

全国一般公共预算，收入下降支出增长。收入同比下降 2.3%¹，是近年同期的次低值，反映出整体经济运行仍存堵点。从结构上看，税收和非税“跷跷板”效应凸显。受通胀低迷、企业利润承压、居民收入放缓等因素拖累，1-2 月税收收入同比下降 4.0%；非税收入同比增长 8.6%。支出同比增长 6.7%，高于全年预算增速 4.0%，体现靠前发力，主要受到去年 4 季度增发国债加快使用的支撑。

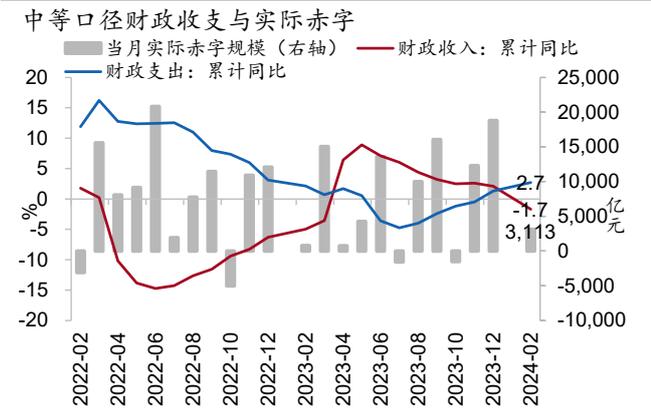
全国政府性基金预算，收入增长支出下降。收入同比增长 2.7%，其中国有土地出让收入 5,625 亿元，与去年持平。考虑到前两个月房地产市场销售和投​​资依然低迷，后续国有土地出让收入增长压力依然较大。支出同比下降 10.2%，主要是受到新增专项债发行节奏较慢，相关资金使用减少的影响。1-2 月新增专项债发行 4,034 亿元，较去年少发 4,235 亿。

中等口径下，（综合考虑前“两本账”），财政收入增速转负，支出增速较低。收支增速为-1.7%和 2.7%，均低于年初目标的 2.5%和 7.9%，实际赤字规模 3,113 亿元，为近年较高水平。进度方面，中等口径下财政支出进度较快，而收入进度偏低。

前瞻地看，未来收支增速均有望提升。收入端，受经济企稳和通胀支撑，税收收入或恢复性增长；非税收入仍保持增长，但增速或有所下降；土地出让收入或仍低迷。支出端，一般公共预算支出或仍靠前发力，但增速受收入制约；随着新增专项债、超长期特别国债加快发行，政府性基金支出将明显反弹。

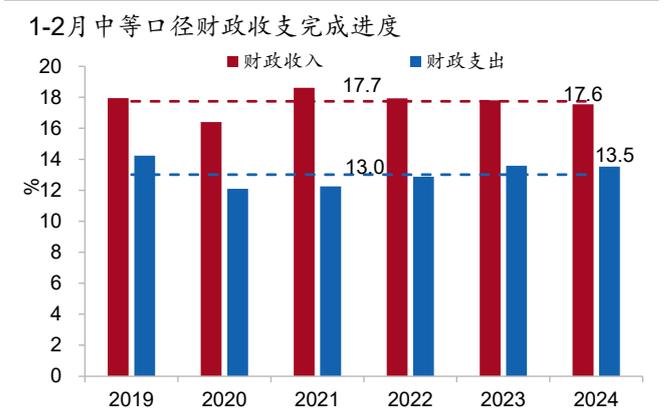
¹ 财政部解释，收入增速下降是受缓税入库抬高去年同期基数、去年中部分减税政策翘尾减收的影响，可比口径下收入增长 2.5%。尽管如此，这一增速仍处历史同期较低水平，且低于全年预算增速 3.3%。

图 27：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 28：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）政府工作报告：强化逆周期和跨周期调节

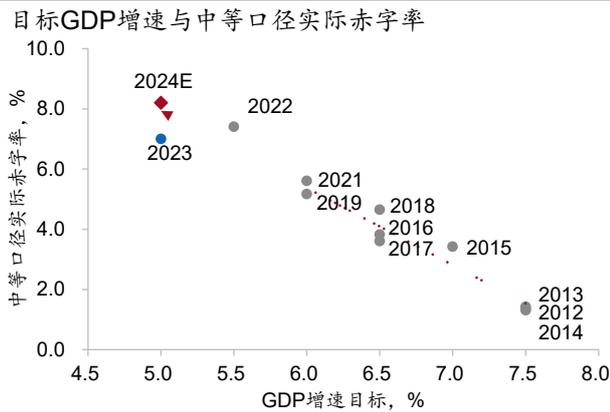
3 月 5 日，国务院总理李强作政府工作报告（以下简称《报告》），《报告》基于中央经济工作会议精神，对宏观政策取向提出三方面要求。一是坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”。二是“要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，“逆周期”被置于“跨周期”之前，表明政策重心在于“稳增长”；财政“积极”而货币“稳健”，指向“加大宏观调控力度”的着力点，更多在于财政政策。三是“加强政策工具创新和协调配合”，创新性财政与货币政策工具值得期待，协调配合上不仅包括财政政策与货币政策的配合，更重要的是“增强宏观政策取向一致性”。

今年财政政策将成为宏观政策“加力”的主要抓手，中央财政立场更为积极。在总量空间上，边际扩张，目标赤字与新增专项债合计较上年增加 2,800 亿，总规模达 7.96 万亿，再考虑 1 万亿超长期特别国债发行，以及跨期结转及跨账本调入资金，中等口径下实际赤字规模预计超 11 万亿，实际赤字率达 8.2%，较去年上升 1.2pct（2.2 万亿），成为“稳增长”的重要支撑。在结构上，中央加强发力。今年多增的 1800 亿赤字全部为中央赤字，中央赤字占比进一步提升。未来几年将连续发行超长期特别国债，今年先发行 1 万亿²。中央继续加大对地方转移支付力度，可比口径下增长 4.1%。在实际执行上，若未来经济修复不及预期，财政仍有可能相机加力，盘活存量以及“准财政”工具加码是主要方向。

² 根据中央预算，初步安排 5000 亿支持中央本级支出，5000 亿转移支付给地方，可根据实际情况灵活调整。

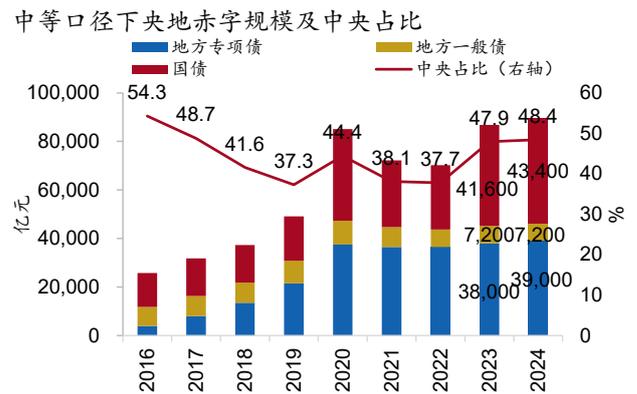


图 29：中等口径赤字率明显提升



注：2020 年不设置经济增长目标，中等口径实际赤字率 8.6%
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 30：中央赤字占比继续提升



资料来源：Wind，招商银行研究院

货币政策亦存在宽松空间，或进一步降准降息，营造适宜的货币金融环境，强化与财政政策协同。政策操作方面，潘功胜行长在“两会”记者会上明确表示“后续仍有降准空间”，表明流动性有望保持合理充裕。潘行长同时指出要“统筹兼顾银行业资产负债表健康性，继续推动社会综合融资成本稳中有降”，意味着资产、负债端利率曲线有望同步下移，OMO/MLF/存款/LPR 利率均有调降空间，5 年期以上 LPR 继续非对称调降，以稳地产、促投资。广义流动性方面，考虑 2024 年经济增速和通胀目标分别设定为 5%、3%，根据经验法则加上 2pct 的偏离，预计社融和 M2 增速或在 10% 左右。受益于公共部门加杠杆，社融增速或较 2023 年有所上行；随着经济内生动能改善，M2 增速或较 2023 年边际下行。

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