

超越加息：美国地产周期性繁荣

■ 2022 年 3 月美联储开启史上最快加息周期，房贷利率随之快速上行。然而，美国住房市场却呈现出了量价背离的异象。一方面，成交量在高利率的影响下快速萎缩，另一方面，房价却实现了 V 型反转再创新高。是什么力量超越了货币紧缩，支撑了房价的上行？缺乏交易量支撑的房价上涨，未来将如何演化？这是本文试图回答的问题。

■ 从供给看，美国住房供给在次贷危机后发生系统性收缩。2010-2023 年，美国累计新屋完工数为仅为 1,462 万，相较 1996-2009 年收缩 32.1%。受此影响，美国住房市场库存持续去化。2024 年 2 月，美国房地产总在售库存为 145 万套，相较 2007 年 7 月峰值跌幅高达 68%，总库存处于 1999 年有数据记载以来的低位。

■ 从需求看，在人口增长、居民资产负债表修复和新冠疫情三大因素的共同提振下，2017 年美国购房需求重回扩张，走出了次贷危机的阴霾。尽管高利率对购房需求构成了暂时性压制，但若利率走势出现边际变化，这些需求仍将在未来充分释放。近期美国住房成交量对利率的边际变化就极为敏感。

■ 长周期供需变化日积月累，遭遇疫情剧烈冲击催化，共同造就了当前美国房地产市场“量跌价升”的异象。次贷危机后，美国房地产市场供给的系统性收缩叠加需求缓慢修复，使得供需关系逐步趋紧。2020-2021 年，疫情冲击打断了美国房地产供给修复的进程，宏观刺激点燃了购房需求，导致供需关系迅速脱离历史正常区间。

■ 前瞻地看，巨大供需缺口支撑下，美国房地产的繁荣有望在中期持续。未来美国房地产市场补库存进程料将持续，高利率抑制下进程或较之前更慢更久。在需求端，尽管高利率已带来成交量和房贷申请的阶段性收缩，但若降息预期发酵，被压抑的需求或随之释放，支撑美国房价涨势延续。即便美国再通胀风险发酵，利率再度上行，地产韧性也可能会超过市场预期。

■ 当前美国房地产市场脱离利率引力的繁荣，从根本上限制了美联储政策转向的空间。美国地产周期性繁荣将同时支撑经济韧性和通胀粘性，市场对美联储年中降息的预期大概率将落空。若美联储释放明确降息信号，股市和楼市很可能共振上行，形成再通胀风险。

谭卓

招商银行研究院总经理助理

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

王天程

宏观研究员

☎：0755-89278371

✉：wangtiancheng@cmbchina.com



目录

引言：超越加息的力量	1
一、供给：漫长修复	2
二、需求：仍待释放	3
三、周期之轮：供求非线性演化	6
四、前瞻：经济韧性与通胀粘性	8

图目录

图 1：美国房价在加息周期中实现 V 型反转	1
图 2：2022 年后美国房价“缩量上涨”	1
图 3：次贷危机后美国住房库存大幅去化	2
图 4：次贷危机重创美国住房供给	2
图 5：次贷危机后美国住房供给系统性下行	3
图 6：次贷危机后美国住房供给经历漫长修复	3
图 7：2007-2016 年美国自住房数量增长陷入停滞	4
图 8：2010-2013 年美国投资房数量增长放缓	4
图 9：1990 年是美国千禧一代出生高峰期	4
图 10：Z 世代将接力千禧一代成为购房主力军	4
图 11：次贷危机后美国居民资产持续扩张	5
图 12：次贷危机后美国居民债务负担持续减轻	5
图 13：新冠疫情提升美国居家办公占比	6
图 14：新冠疫情以来海外主要经济体房价普涨	6
图 15：美国房价收入比领跑主要西方国家	6
图 16：房贷利率上行带来住房成交大幅萎缩	6
图 17：疫情加剧美国住房市场供求紧张	7
图 18：美国住房空置率与租房空置率均处低位	7
图 19：次贷危机后美国房贷利率趋势性下行	8
图 20：2022 年后美国二手房交易大幅萎缩	8
图 21：加息周期中美国房贷申领跌至历史低位	8
图 22：美国地产投资逆势反弹	8
图 23：房价上涨支撑美国住房服务通胀	9
图 24：服务通胀粘性阻碍美国抗通胀进程	9

引言：超越加息的力量

2022年3月美联储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。受此影响，美国30年期房贷利率也由2021年末的3.1%左右陡峭上行，在去年10月末触及7.8%的高位，之后随美联储降息预期升温下行，当前（2024年4月）在6.8%附近震荡。

尽管美国房贷利率快速升至次贷危机后的最高位，但美国房价¹却并未如期下行，仅在2022年6月至2023年1月间短暂下行2.5%，之后又重拾升势，2023年全年上涨了6.0%。

事实上，房价在加息周期中上涨并非孤例，反而是一种常态。回溯历史，加息仅能抑制房价涨幅，且存在明显的滞后性（图1）。美国房价涨多跌少，20世纪80年代以来仅有3轮下跌：90年代初储贷危机²（14个月）、次贷危机后（62个月）、2023年（3个月）。

但此轮美国房价在加息周期中实现V型反转，却是绝无仅有。政策利率水位持续上升，对房价的抑制作用理应不断增强。但事实的发展却与常识和经验相悖。这表明，当前有超越货币紧缩的力量，在支撑房价上行。

图 1：美国房价在加息周期中实现 V 型反转



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：2022 年后美国房价“缩量上涨”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

另一方面，美联储激进加息对于美国房地产市场交易量的抑制作用立竿见影，与经济直觉一致（图2）。在预期的影响下，美国住房交易量在启动加息

¹ 本文使用经季节调整后的席勒全美房价指数（Case-Shiller U.S. National Home Price Index）作为美国住房价格的月频测度指标。该数据来自标准普尔公司，统计对象为经过2次及以上交易的独户别墅（single-family housing）。虽然该指数未将多户住房（condo）纳入统计，但Zillow数据口径下的两类住房价格走势基本一致。

² 储贷危机是指美国1986-1995年的一场金融危机，32%（3,234家中的1,043家）的储蓄贷款机构倒闭。1986年油价暴跌引发“能源洲”楼市泡沫破裂，1987年美联储加息令危机向全美扩散。由于储蓄贷款机构资产端以房贷为主，房价下跌与储蓄贷款机构倒闭形成恶性循环。

前 2 个月就开始了快速下跌。2022 年 1 月至 2024 年 1 月，美国住房交易量³ 累计下跌了 38%，年化交易量跌至 437.2 万，创 2011 年以来新低。

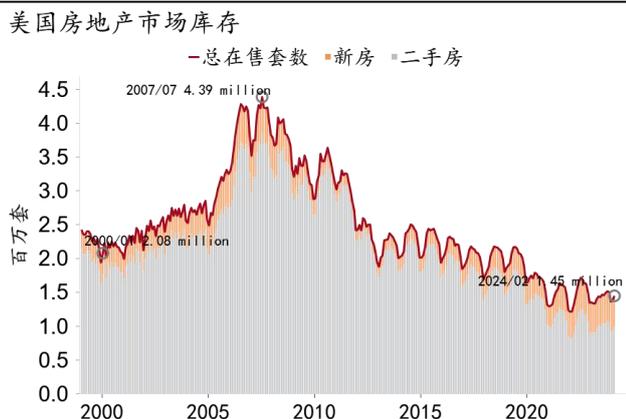
缺乏交易量支撑的房价上涨，未来将如何演化？当前美国房地产市场在高利率下“缩量上涨”的有趣现象，值得认真探析。

一、供给：漫长修复

以次贷危机为界，2000 年以来美国房地产库存大起大落（图 3）。2000 年 1 月至 2007 年 7 月危机前，美国房地产总在售库存⁴从 208 万套增至 439 万套，累计增幅达 111%。危机后，2007 年 7 月至 2024 年 2 月，美国房地产总在售库存从 439 万套跌至 145 万套，累计跌幅高达 68%，总库存规模处于 1999 年有数据记载以来低位。

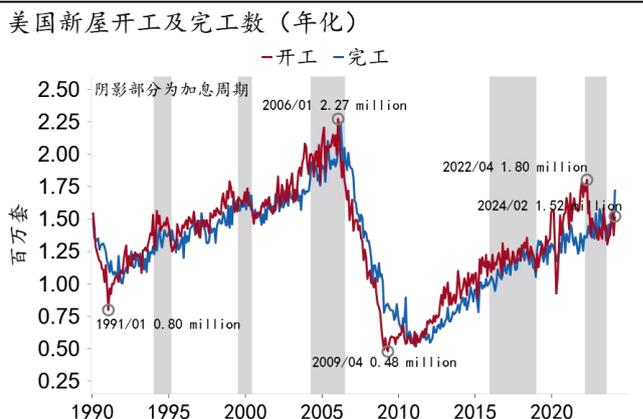
从结构上看，次贷危机以来美国新房库存已经见底回升，去库存主要发生在对供求关系更为敏感的二手房市场。2007 年 7 月至 2024 年 2 月，美国二手房库存大幅收缩 74.4%，跌幅大幅超过新房库存（跌幅 13.8%）。二手房对去库存的贡献度高达 97.5%。受此影响，新房在美国住房库存中的占比从不到 10%震荡上行至超过 30%。

图 3：次贷危机后美国住房库存大幅去化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 4：次贷危机重创美国住房供给



资料来源：联合国，Macrobond，招商银行研究院

房地产库存的大幅起落，折射出美国房地产市场在宏观因素作用下的剧烈周期性变化（图 4）。1990 年代储贷危机平息后，美国新屋开工进入了长达 15 年的扩张期。1991 年 1 月至 2006 年 1 月的 16 年间，美国单月新屋开工数⁵

³ 本文使用经季节调整后的成屋交易量年化值（Existing home sales）与期房交易量年化值（New privately-owned houses sold, not started & under construction）之和作为美国住房交易量的月频测度指标。两项数据分别来自全美房地产经纪协会（NAR）和美国人口普查局（U.S. Census Bureau）。

⁴ 本文使用经季节调整后的成屋挂牌在售量（Existing home for-sale）与期房挂牌在售量（New privately-owned houses for-sale, not started & under construction）之和作为美国住房总在售库存的月频测度指标。两项数据分别来自全美房地产经纪协会（NAR）和美国人口普查局（U.S. Census Bureau）。

⁵ 新屋开工数/完工数统计的是经季节调整的新开工/完工的住房套数（number of units）。美国住房分为独户别墅和多户住房，独户别墅统计为 1 套（unit），可供 1 户家庭居住；多户住房拥有多套单位，可供多户家庭居住。该数据来自美国人口普查局（U.S. Census Bureau）。

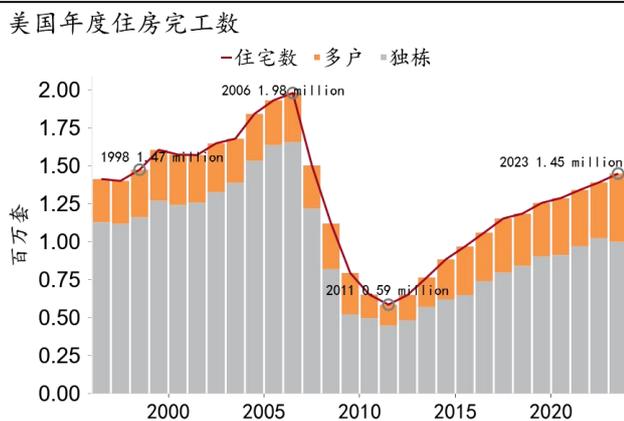
年化值从 80 万上行至 227 万，累计增长 183.8%，年均增长 6.7%。2004 年中至 2006 年中，为抑制过热的经济，美联储持续加息，历时 2 年将政策利率下限由 1% 推升至 5.25%，并在峰值停留超过一年。美国房地产市场因此盛极而衰，新屋开工见顶回落，并在次贷危机的催化下剧烈收缩。2006 年 1 月至 2009 年 4 月，美国新屋开工数在 39 个月内下跌了 78.9%，单月年化值跌至 48 万，创下 1946 年有记录以来的最低值。2007-2011 年，全美房地产企业数量⁶从 31.0 万收缩至 28.7 万，累计下跌了 7.4%。

随后美国住房供给进入了漫长的修复期。2009 年 4 月至 2024 年 2 月的 15 年间，美国新屋开工数累计上涨了 216.7%，年均增长 8.0%，单月年化值修复至 152 万，仍不及次贷危机之前的水平。值得注意的是，2020 年后这一修复进程两次被打断。第一次是新冠疫情的初始冲击：2020 年 1 月至 4 月，新屋开工数陡降 41.2%，随后在一个季度内回归趋势水平。第二次是美联储开启本轮快速加息：2022 年 4 月至 7 月新屋开工数快速收缩了 24.0%，至今仍未回归趋势水平。

开工不足导致美国住房供给系统性收缩。1996-2009 年美国累计新屋完工数为 2,153 万，2010-2023 年仅为 1,462 万，收缩幅度 32.1%（图 5）；1996-2009 年美国净增住房套数为 2,177 万，2010-2022 年为 1,382 万，收缩幅度 36.5%（图 6）。

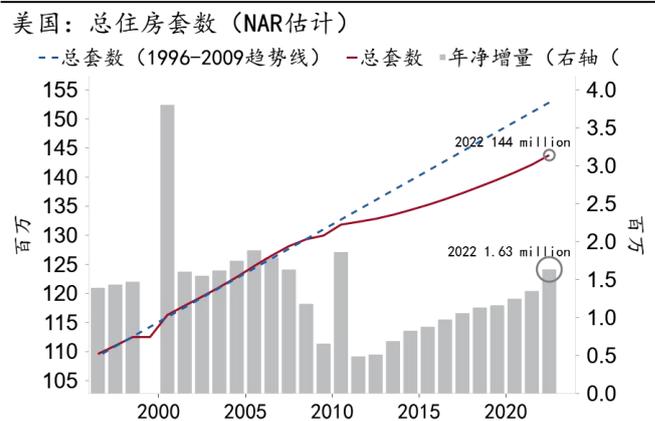
前瞻地看，受补库存支撑，美国住房供给修复仍将继续，但在高利率压制下斜率或有所放缓。

图 5：次贷危机后美国住房供给系统性下行



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 6：次贷危机后美国住房供给经历漫长修复



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

二、需求：仍待释放

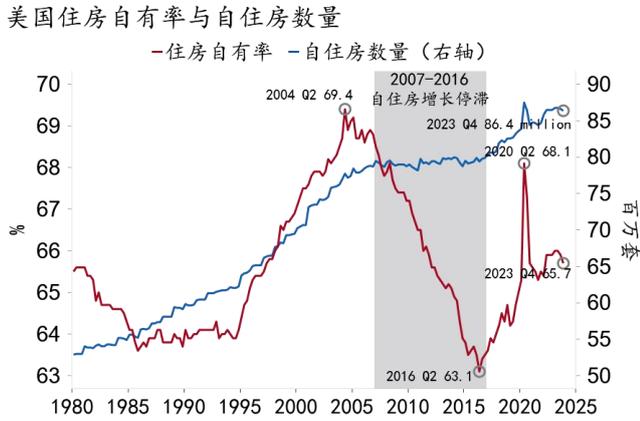
次贷危机冲击叠加婴儿潮（1946-1964 年生人）购房脉冲退坡，使得美国购房需求经历了一轮显著收缩，特别是自住需求。美国住房自有率从 2004 年的 69.4% 一路下跌至 2016 年的 63.1%，自住房增长因此停滞达十年之久（2007-2016 年）。2007-2016 年全美自住房数量仅微涨了 0.5%，而 1997-2006

⁶ 房地产开发企业数量（Number of Establishments in Private NAICS 531 Real Estate），数据来自美国劳工部（BLS）。



年增长了 18.9%⁷（图 7）。美国居民的住房投资需求亦显著放缓。以全美住房总套数和自住房套数之差为测度，2010-2013 年美国投资房数量增速累计涨幅为 5.0%，相较 2006-2009 涨幅（9.9%）折半（图 8）。

图 7：2007-2016 年美国自住房数量增长陷入停滞



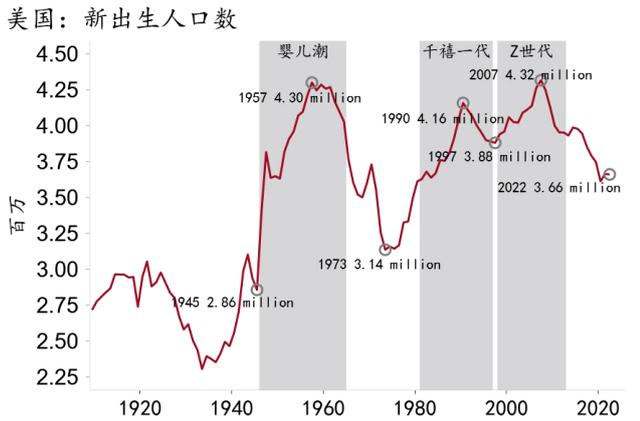
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：2010-2013 年美国投资房数量增长放缓



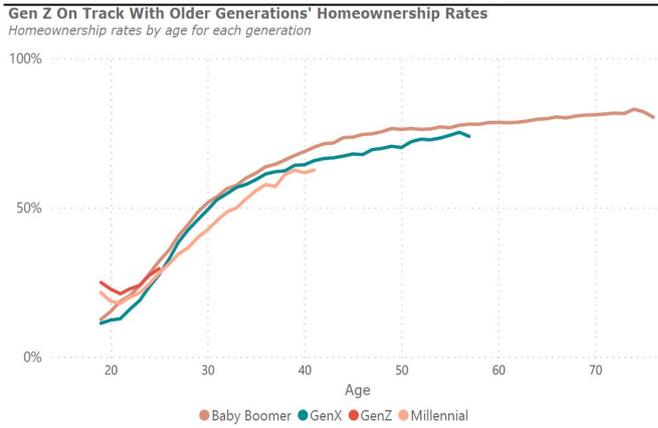
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 9：1990 年是美国千禧一代出生高峰期



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：Z 世代将接力千禧一代成为购房主力军



资料来源：REDFIN，招商银行研究院

2017 年以来，美国住房需求进入了新一轮扩张期，主要受人口增长、居民资产负债表修复和新冠疫情三大因素提振。

一是千禧一代（1981-1996 年生人）人口显著增长，正在成为美国购房需求的主要支撑。1981-1996 年 16 年间，美国累计新生人口达 6,197 万人，较此前 16 年增加 707 万人，扩张幅度达到 12.9%（图 9）。当前这一群体已超过婴儿潮一代，成为美国人数最多的成年人群体。2023 年美国首次购房者平均年龄为 35 岁⁸，正是千禧一代年龄区间的中点（28-43 岁）。数据显示，按人群

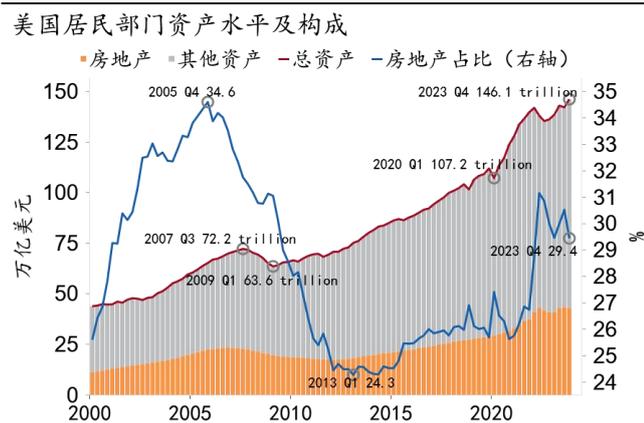
⁷ 自住房数量 = 住房自有率 × 家庭数量；住房自有率统计了住在自有房屋中的家庭占比，数据来自美国人口普查局（U.S. Census Bureau）。

⁸ 根据全美房地产经纪人协会（NAR）的研究，2000-2018 年美国首次购房者平均年龄位于 30-32 岁。随着房价的上涨，首次购房者更加依赖于长期储蓄和代际财富传承，至 2023 年首次购房者年龄提升至 35 岁。参见 <https://www.nar.realtor/newsroom/nar-finds-share-of-first-time-home-buyers-smaller-older-than-ever-before>。

划分，2020年后美国新增按揭贷款中千禧一代占比已超一半。大致估算，千禧一代购房潮于2016年左右开启，高峰期位于2025年（1990年生人为千禧一代人数最多的群体），一直将持续至2031年。值得注意的是，不同于婴儿潮之后美国出现生育低谷期（1970年代），千禧一代之后的Z世代（1998-2012年生人）人口中枢进一步上升：2007年，美国新生人口432万，达到历史峰值。这意味着美国楼市的“人口红利”至少将延续至2042年（图10）。

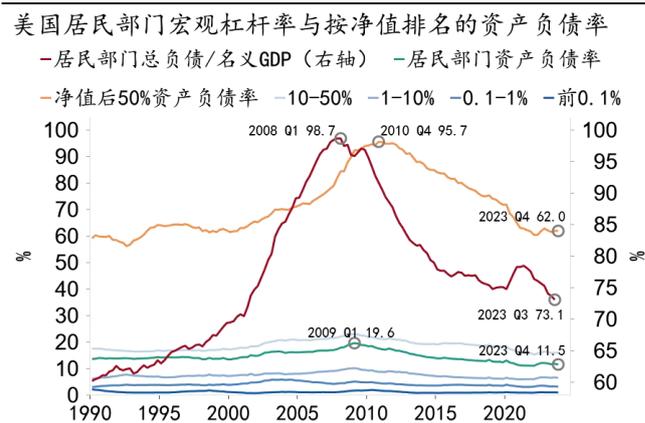
二是次贷危机后美国居民资产负债表内生性修复，总资产持续扩张，债务负担明显缓解，逐步释放了再度加杠杆的空间。在资产端，2009年至今，美国居民总资产扩张了约120%，其中房地产的占比实现V型反转，从次贷危机前的30%以上陡峭回落至2013年24%的低点，随后震荡上行，2023年又回到了30%上方（图11）。在负债端，次贷危机前后，美国居民部门宏观杠杆率（总负债/名义GDP）升至99%，资产负债率逼近20%。2023年末，美国居民部门宏观杠杆率回落至73%，资产负债率回落至11.5%，均大幅低于次贷危机之前的水平。从结构看，受次贷危机冲击最大的低净值人群资产负债表修复最为明显，净资产排名前50%人群资产负债率从2010年末的峰值95.7%回落至2023年末的62.0%，已回到21世纪初的水平（图12）。

图 11：次贷危机后美国居民资产持续扩张



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

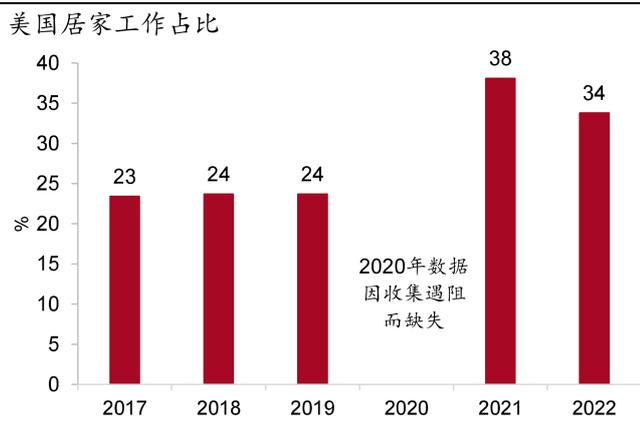
图 12：次贷危机后美国居民债务负担持续减轻



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

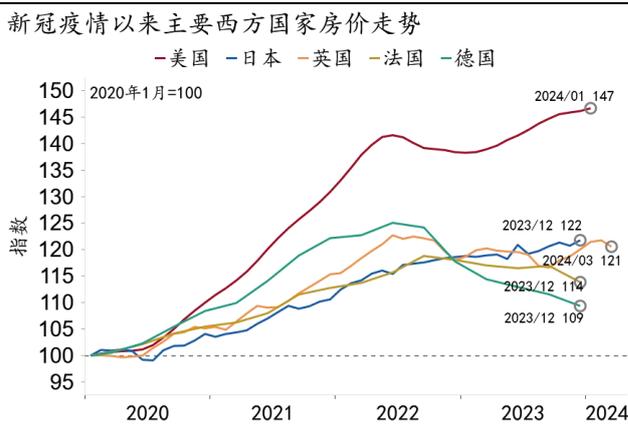
三是新冠疫情冲击大幅提升了美国居民对自住需求的偏好，迅速出台的“双宽松”宏观政策刺激更是立即点燃了楼市交易，提振了购房者信心。一方面，疫情冲击后美国居家时长显著上升，居民因此希望提升居住品质，并愿意为此支付更高的价格。数据显示，新冠疫情后美国居民居家办公占比提升了约10%（图13）。另一方面，疫情暴发后，美国财政陆续出台了总值超过5万亿美元的天量刺激计划，相当于美国经济总量的1/4，其中绝大部分去向居民部门；美联储也旋即将政策利率下调至零，并重启量化宽松。受此影响，美国楼市交易量价齐升，一举扭转了次贷危机以来美国居民对楼市的负面预期。2020年5月至2022年5月，美国住房交易量增长28.8%，房价上行40%。值得一提的是，新冠疫情以来海外房价出现普涨，表明疫情对住房需求的提振是一个全球性现象（图14）。

图 13: 新冠疫情提升美国居家办公占比



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

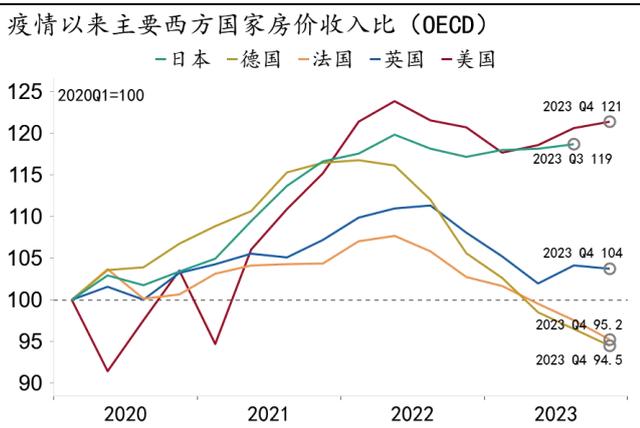
图 14: 新冠疫情以来海外主要经济体房价普涨



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

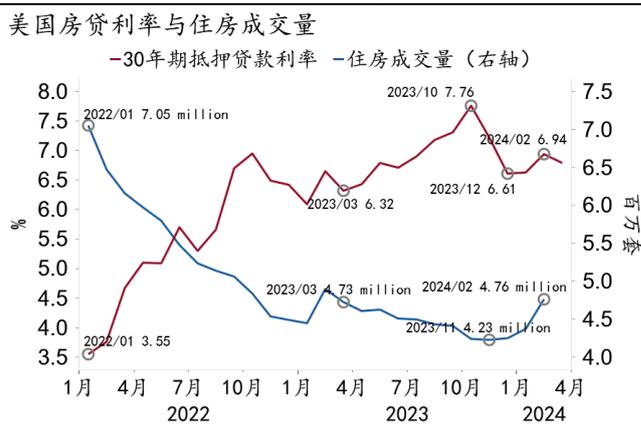
加息周期开启后, 快速上行的房价和急剧攀升的利率也显著加大了美国居民的购房负担, 很大程度上抑制了购房需求。2020-2023 年美国房价收入比累计上行了 21%, 绝对水平亦已领跑主要西方国家 (图 15)。2022 年 1 月至 2024 年 2 月, 美国 30 年期抵押贷款利率从 3.6% 上行至 6.9%, 住房成交量累计萎缩了 32.5% (图 16)。

图 15: 美国房价收入比领跑主要西方国家



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 16: 房贷利率上行带来住房成交大幅萎缩



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

总体上看, 尽管高利率对购房需求构成了暂时性压制, 但若利率走势出现边际变化, 这些需求仍将在未来充分释放。一个有力的证据是, 近期美国住房成交量对利率的边际变化极为敏感。2023 年四季度, 30 年期抵押贷款利率从 7.8% 回落至 6.6%, 之后反弹至 6.8% 附近。2023 年 11 月至 2024 年 2 月, 美国住房成交量年化值从 423 万大幅反弹至 476 万, 与 2023 年 3 月的水平相当, 彼时 30 年期抵押贷款利率为 6.3% (图 16)。

三、周期之轮：供求非线性演化

综上所述, 长周期供需变化日积月累, 遭遇疫情剧烈冲击催化, 共同造就了当前美国房地产市场“量跌价升”的异象。

次贷危机后, 美国房地产市场供给的系统性收缩叠加需求缓慢修复, 使得供需关系逐步趋紧。2020-2021 年, 疫情冲击打断了美国房地产供给修复的进

程，宏观刺激点燃了购房需求，导致供需关系迅速脱离历史正常区间。2022年1月，期房占待售新房的比重飙升至41.6%以上，是疫情前峰值（17.6%）的2.4倍。成屋去化周期⁹跌至1.6个月，仅为疫前谷值（3.1个月）的一半（图17）。当前两项指标尽管边际修复，在历史数据区间中仍处极端位置。2023年四季度，美国住房空置率仅为0.8%，为有记录（1956年）以来的最低值；租房空置率仅为6.5%，低于有记录（1956年）以来66%的年份¹⁰（图18）。

图 17：疫情加剧美国住房市场供求紧张

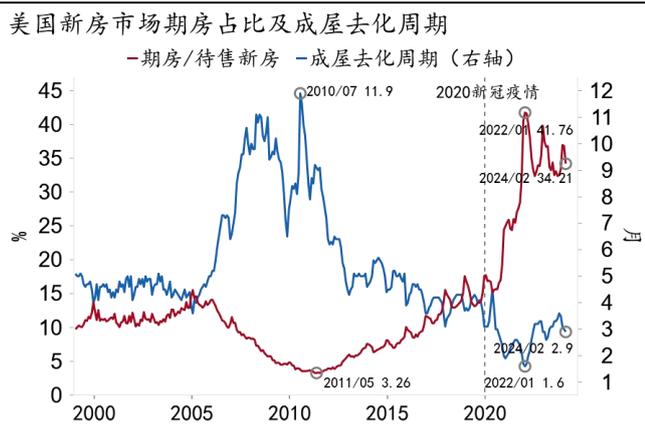
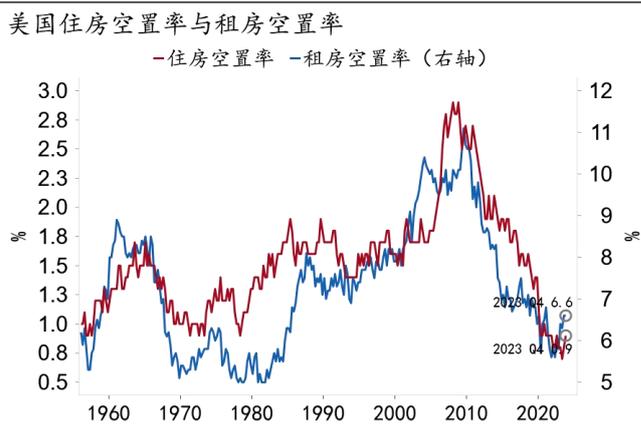


图 18：美国住房空置率与租房空置率均处低位

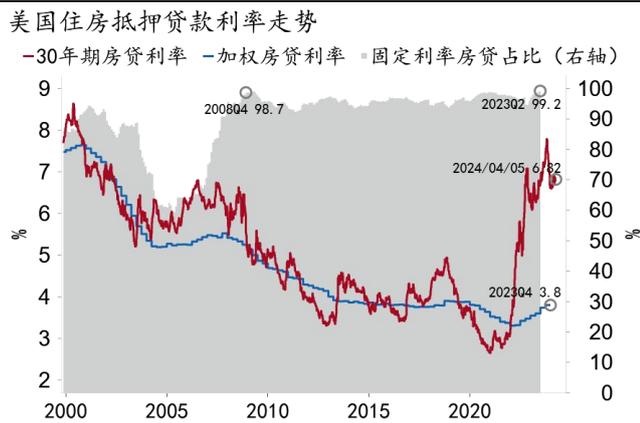


此轮美联储快速加息，在抑制住房需求增长的同时，也带来了市场交易结构的显著改变，即二手房交易占比大幅萎缩。次贷危机后，美联储长时间实施零利率政策，美国加权房贷利率也逐步由危机前5.5%的高位逐步降至4%以下，大量美国购房者在此期间锁定了较低的房贷利率（美国固定利率房贷占比达到99%，图19）。2022年3月加息周期开启后，美国30年期房贷利率由3%快速攀升至7%。由于新购住房的房贷利率大幅提升，美国居民的住房置换需求显著下行，与之强相关的二手房交易大幅萎缩，新房交易则在库存回升的支撑下保持稳定（图20）。

⁹ 成屋去化周期测算了以当前速度销售挂牌在售的成屋所需要的月数，数据来自全美房地产经纪人协会（NAR）。

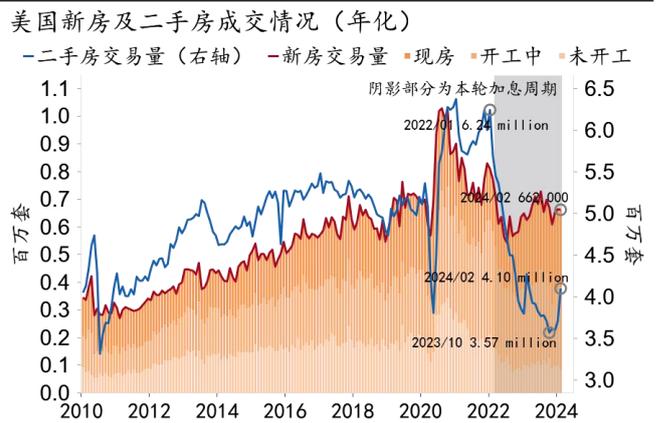
¹⁰ 住房空置率=在售住房数量/用于自住的住房数量，租房空置率=在租房数量/用于出租的住房数量，数据来自美国人口普查局（U.S. Census Bureau）。

图 19: 次贷危机后美国房贷利率趋势性下行



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 20: 2022 年后美国二手房交易大幅萎缩



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

四、前瞻：经济韧性与通胀粘性

前瞻地看，巨大供需缺口支撑下，美国房地产的繁荣有望在中期持续。未来美国房地产市场补库存进程料将持续，高利率抑制下进程或较之前更慢更久。在需求端，尽管高利率已带来成交量和房贷申请的阶段性收缩（图 21），但若利率边际反转，被压抑的需求或随之释放，支撑美国房价涨势延续。即便美国再通胀风险发酵，利率再度上行，楼市的韧性可能也会超过市场预期。

图 21: 加息周期中美国房贷申领跌至历史低位



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 22: 美国地产投资逆势反弹



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

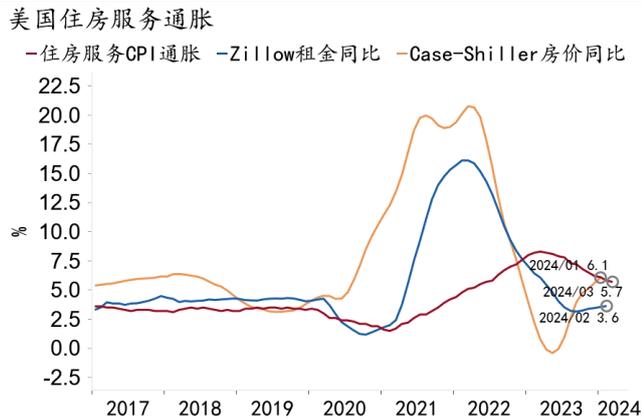
当前美国地产的周期性繁荣，将对其经济与政策产生不容忽视的影响。

一方面，由于补库存的力量超越了高利率，地产投资有望在高利率下继续逆势扩张，支撑美国经济增长。事实上，美国地产投资已于 2022 年三季度见底反弹，并于 2023 年三季度转正，连续两个季度扩张，2023 年三、四季度分别拉动美国实际 GDP 0.3pct 和 0.1pct（图 22）。

另一方面，房价上涨或对通胀粘性形成有力支撑（图 23-24）。供需缺口支撑下，2024 年美国房价同比增速中枢或高于 5%。考虑到当前房价租金比位于历史最高位，失业率处于历史低位，美国 CPI 住房服务通胀（在核心服务通胀中权重 58.6%）或将位于 4% 之上，且不能排除高于房价增速的可能。再考

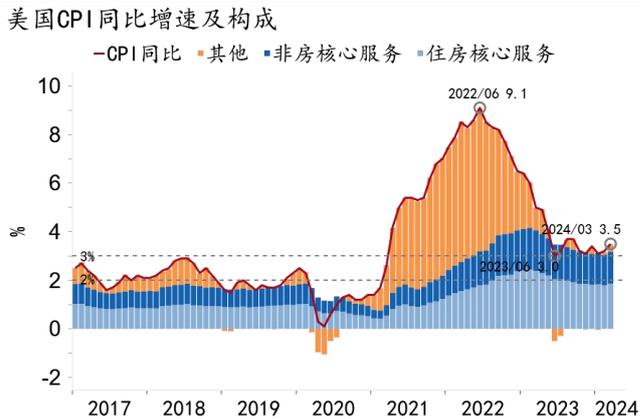
考虑到美国劳动力市场薪资增速中枢在 4% 上方居高难下，非房服务通胀（在核心服务通胀中权重 41.4%）中枢或将位于 3% 以上。由此，美国核心服务通胀中枢或在 4%。由于核心服务在核心 CPI 通胀中占比达 3/4，在 CPI 通胀中占比六成，即便其他分项零通胀，美国核心 CPI 通胀或持续位于 3% 之上，CPI 通胀将难以回归 2%。

图 23：房价上涨支撑美国住房服务通胀



资料来源：Macrobond，世界银行，招商银行研究院

图 24：服务通胀粘性阻碍美国抗通胀进程



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

经济韧性和通胀粘性将对美联储降息形成有力掣肘，当前市场对美联储年中降息的预期大概率将落空。事实上，如前所述，若美联储释放明确降息信号，股市和楼市很可能共振上行，形成再通胀风险。

简而言之，当前美国房地产市场脱离利率引力的繁荣，从根本上限制了美联储政策转向的空间。

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