

境外降息交易受挫，境内股债走势震荡

——资本市场月报（2024年5月）

资产类别	月度趋势	配置建议（未来6个月）					配置变化
		高配	中高配	标配	中低配	低配	
汇率	美元	偏强震荡			●		
	欧元	偏弱震荡			●		
	人民币	偏弱震荡			●		
	日元	偏弱震荡			●		
	英镑	偏弱震荡			●		
固收	中国国债	震荡			●		
	中国信用债	震荡			●		
	可转债	震荡			●		
	美元债	震荡	●				
权益	A股	震荡		●			
	—消费	震荡		●			
	—周期	震荡			●		上调
	—成长	震荡		●			
	—高股息	偏强震荡		●			
	港股-科技	震荡		●			
	美股	偏强震荡			●		
—纳斯达克	偏强震荡		●				
另类	黄金	震荡		●			
	市场中性	震荡			●		
	CTA	震荡			●		

注：本表为精简版配置表，更详细的配置及投资策略建议请参见正文部分

■ **前期回顾：**境外：美元指数走强，美债利率上行，黄金上涨，美股整体及科技股下跌。境内：4月中国国债利率震荡，人民币汇率偏弱震荡，A股震荡，可转债震荡。

■ **本期主题：**境外：境外市场的主线逻辑向“美联储更晚更少降息、甚至不降息”倾斜。对于大类资产来讲，若未来仅是降息0-1次，对美股可能会有短期冲击，美元预计将持续强劲，美元债资本利得收益空间可能会有所缩窄，黄金则影响不大。境内：从4月开始，物价有所修复，尤其是生产资料。在实体经济变化不大的背景下，后续资产变化可能会围绕价格温和回升来展开。对于资产而言，债券或对价格的温和回升表现得更敏感，利率下行的空间会明显收窄。股票资产更有可能出现结构行情，与生产资料价格（PPI）相关度大的板块表现或偏强。

■ **市场前瞻及策略：**1.美股：美股维持震荡上行。2.美债：具备配置价值。3.国内固收：利率转为震荡，优先配置短债和货币类资产。4.国内权益：大盘整体震荡为主。结构上，重点是红利，白马和科技适当配置。5.黄金：短期趋于调整，中长期牛市未完。市场中性：震荡为主。CTA：震荡为主。

本期主编

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

赵宇

资本市场研究员

☎：0755-83195811

✉：zhyu@cmbchina.com

苏畅

资本市场研究员

☎：0755-83077951

✉：suchang9898@cmbchina.com

石武斌

资本市场研究员

☎：0755-83195645

✉：shiwubin123@cmbchina.com

丁木桥

资金营运中心市场研究员

☎：021-20625978

✉：dingmuqiao@cmbchina.com



目录

一、前期回顾：境内股债震荡，境外股债双杀	1
二、本期主题：境外降息交易受挫，境内 PPI 温和回升	2
（一）境外：美联储“不转向”概率正在升高	2
（二）境内：PPI 温和回升或成交易主线	3
三、市场前瞻及策略：美元指数偏强，境外资产短期偏调整；境内资产股债震荡	4
（一）美股：震荡上行，但短期调整风险上升	4
（二）美元债：具备配置价值，但需下调收益预期	5
（三）汇率：市场仍处强美元环境	6
（四）境内固收：长期趋势未变，但中短期将调整	8
1、资金：同业存单利率小幅回升后将保持震荡	8
2、利率债：中短期将迎来调整，调整时可优先考虑货币和短债资产	8
3、信用债：信用利差震荡	9
4、可转债：延续震荡，防御为主	10
5、固收投资建议：关注短债产品、信用债基金	11
（五）国内权益：预计大盘震荡，结构关注“红利+”	12
1、A 股大盘：若上证到 3200 点则下调前景展望	12
2、A 股结构：红利做底仓，白马和科技适当配置	13
3、港股：政策驱动大级别反弹，但基本面大逻辑没有改善	14
4、投资建议：侧重红利资产，风格适当均衡	15
（六）另类：黄金短期或趋于调整，标配 CTA 和市场中性	15
四、资产配置策略：股债均衡配置，重视结构性机会	17
（一）胜率：黄金胜率较高	17
（二）盈亏比：境内股票高于债券	17
（三）结论：相对看好黄金、美元债、A 股、港股-科技的配置价值	18



图目录

图 1: A 股市场震荡	2
图 2: 美债利率上行	2
图 3: 美国通胀超预期上行	3
图 4: 美国新增就业稳定强于疫前水平	3
图 5: 南华有色金属、能化指数持续上行, 黑色指数止跌	4
图 6: 二手房日度复苏指数在逐步上行, 但仍弱于 2023 年	4
图 7: 美股盈利增速将小幅增长	5
图 8: 美股估值处于高位	5
图 9: 美债利率出现上行	6
图 10: 美国企业债利差下行	6
图 11: 美欧利差上行推动美元指数走高	7
图 12: 逆周期调节因子力度进一步加大	7
图 13: 4 月同业存单利率下行, 但月末反弹	8
图 14: 4 月长债利率触底回弹, 短债利率下行	8
图 15: 4 月资金利率曲线更为平坦	9
图 16: 4 月国债利率曲线陡峭化	9
图 17: 4 月中票信用利差震荡向下	10
图 18: 4 月城投信用利差震荡向下	10
图 19: 转债较 A 股的抗跌性更强	11
图 20: 转股溢价率、纯债溢价率中位数	11
图 21: 货币信贷增速下行影响上证估值扩张	13
图 22: 人民币汇率贬值影响跨境资本流入	13
图 23: 全 A 非金融市盈率处于较低水平	13
图 24: 业绩预期二季度小幅好转	13
图 25: 今年 A 股结构呈现出低风险偏好特征	14
图 26: 红利股短期节奏需关注拥挤度	14
图 27: 恒生指数和中国经济走势高相关	15
图 28: 恒生指数和美元指数负相关	15
图 29: 投机盘小幅回落	16
图 30: 黄金 vs 美债实际利率	16
图 31: 今年中性产品业绩波动较大	17
图 32: 中证 500 和 1000 对冲成本已降低	17
图 33: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比	17
图 34: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比	17
图 35: 横向比较下, A 股在全球市场中过去 10 年估值分位数属于较低水平	18



图 36: “胜率—盈亏比”九宫格 18



表目录

表 1: 4 月市场及策略回顾（截至 2024 年 4 月 26 日）	1
表 2: 市场前瞻及策略汇总表	4
表 3: 债券型基金池风险收益表现	12
表 4: 大类资产配置及投资策略建议表	18

一、前期回顾：境内股债震荡，境外股债双杀

回顾前期我们的趋势预判，4月美元、人民币、A股、黄金、可转债走势与判断一致，美债、美股、中债与判断不一致，具体内容如下表所示：

表 1：4 月市场及策略回顾（截至 2024 年 4 月 26 日）

大类资产		现价	今年以来	近 6 个月	近 1 个月	上月趋势预判	月度回检
美股	道琼斯工业平均指数	38240	1.5%	15.7%	-3.9%	偏强震荡	不符合，因美国通胀超预期，降息预期下降
	标准普尔 500 指数	5100	6.9%	21.6%	-2.9%		
	纳斯达克综合指数	15928	6.1%	23.9%	-2.8%		
美债	美国 10Y 利率	4.67%	79BP	-21BP	47BP	震荡	不符合，因美国通胀超预期，降息预期下降
货币	美元指数	106.09	4.6%	-0.6%	1.5%	偏强震荡	符合
	人民币兑美元	7.25 (美元兑人民币)	-2.1%	1.0%	-0.3%	偏弱震荡	符合
黄金	伦敦金	2338	13.3%	17.9%	4.6%	偏强震荡	符合
A 股	上证指数	3089	3.8%	2.3%	1.6%	震荡	符合
	沪深 300	3584	4.5%	0.3%	1.3%		
	上证 50	2462	5.8%	2.1%	1.9%		
	中证 500	5372	-1.1%	-2.8%	1.6%		
	创业板指数	1824	-3.6%	-7.3%	0.3%		
	科创 50	752	-11.7%	-14.0%	-1.4%		
	金融(风格, 中信)	6436	4.3%	-1.0%	2.0%		
	周期(风格, 中信)	4310	3.5%	2.1%	2.2%		
	消费(风格, 中信)	9832	-3.8%	-5.8%	-0.1%		
	成长(风格, 中信)	5108	-9.7%	-10.5%	-2.6%		
	稳定(风格, 中信)	2692	6.0%	5.5%	0.8%		
	中证红利	5502	10.7%	6.6%	2.3%	偏强震荡	符合
中债	中国 10Y 利率	2.31%	-25BP	-39BP	2BP	偏强震荡	不完全符合，利率先下后上，月末央行采访导致市场情绪快速变化
	中证转债	393	0.6%	-2.7%	1.4%	震荡	符合

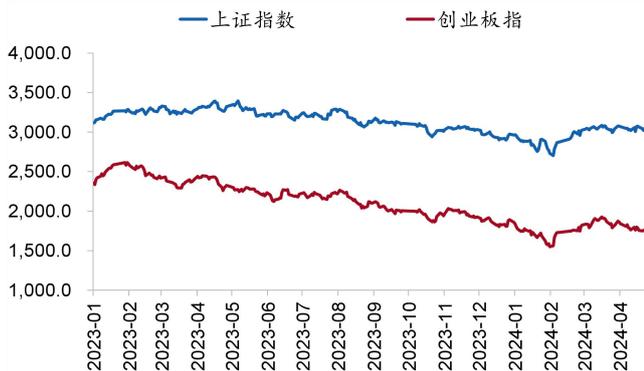
注：A 股风格定义见文末

资料来源：Wind、招商银行研究院

境外资产方面，4月美元指数走强，美债利率上行，黄金上涨，美股整体及科技股下跌。美元指数、美债和美股走势共同反映出美国通胀超预期，降息预期下降。黄金受到地缘政治风险情绪支撑较强，超过了降息预期下降带来的影响。美股中，纳斯达克表现强于道琼斯指数，反映出以人工智能为代表的科技行业继续引领美国经济。

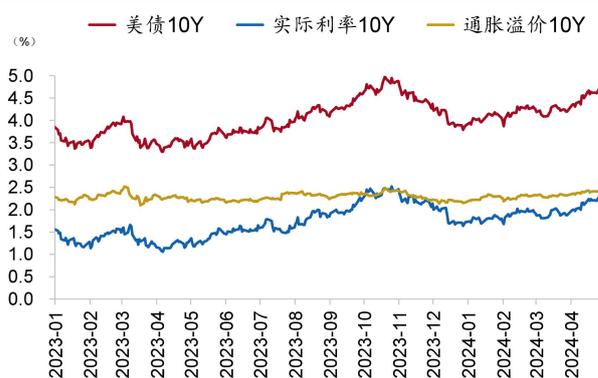
境内资产方面，4月中国国债利率震荡，人民币汇率偏弱震荡，A股震荡，可转债震荡，各资产变化不大，说明经济基本面没有出现明显的边际变化。从A股结构来看，行业上周期、金融等板块涨幅居前，而成长表现较弱，风格上红利涨幅居前，科创表现较弱，说明市场风格依然偏防御。

图 1: A 股市场震荡



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 2: 美债利率上行



资料来源: Wind、招商银行研究院

二、本期主题：境外降息交易受挫，境内 PPI 温和回升

(一) 境外：美联储“不转向”概率正在升高

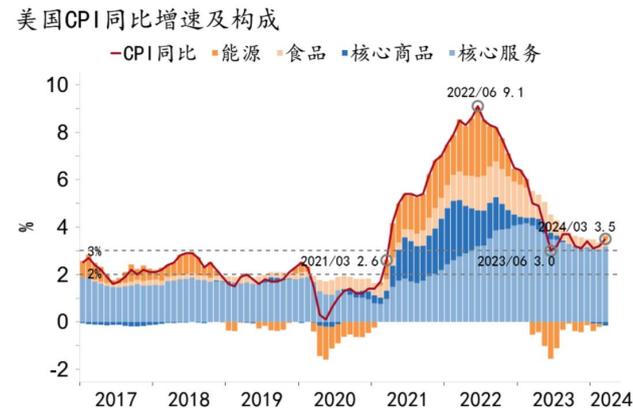
境外市场的主线逻辑向“美联储更晚更少降息、甚至不降息”倾斜。考虑到美国经济韧性、就业市场强劲、通胀超预期等，美联储货币政策转松的逻辑进一步延后，这导致投资者在交易降息逻辑时面临了较多波折，这一变化目前来看可能尚未结束。

一方面，美国经济仍然呈现韧性。尽管一季度 GDP 环比折年率超预期回落，但下行原因主要来自于贸易逆差和政府购买，代表内生动能的居民消费和私人投资仍然强劲，这说明美国经济依然偏稳。另外，从就业市场来看，美国 3 月新增非农大超预期，失业率低位徘徊，结构上不但服务业就业保持强劲，而且制造业就业也出现了显著走强。整体来说，美国劳动力市场供不应求的现状仍难改变，就业市场强劲也掣肘了美联储货币政策的转向。

另一方面，美国再通胀风险发酵。在经济维持韧性、劳动力市场走强、油价上涨的大背景下，美国通胀反弹如期而至。结构上需关注两方面的变化：第一，受到地缘政治冲突的影响，油价持续上行，驱动能源通胀回升并转正，这对美国抗通胀进程构成了阻碍；第二，服务通胀粘性增强，通胀去化空间持续受限。前瞻地看，美国通胀或将在 3% 上方高位震荡，年中降息的预期已经基本落空。

展望未来，我们认为市场将会聚焦于两大场景：第一是降息的场景。但是就算降息，预计全年大概率也就降息一次，而且时间会相对较晚。第二是全年不降息的场景，维持当前的高利率政策。综合来讲，目前市场摇摆于这两大场景之间，但全年不降息的概率正在升高。对于大类资产来讲，若未来仅是降息 0-1 次，对美股可能会有短期冲击，美元预计将持续强劲，美元债资本利得收益空间可能会有所缩窄，黄金则影响不大。

图 3：美国通胀超预期上行



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：美国新增就业稳定强于疫前水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）境内：PPI 温和回升或成交易主线

前期，我们判断境内市场风险偏好缺乏继续上升的动力，目前仍然维持此观点。背后的原因在于，国内经济结构分化明显，出口、基建、制造业表现较好，而房地产仍然表现偏弱，这决定了风险资产出现系统性机会的概率较小。此前预期二季度投资端发力的背景下，内需有望温和回升。不过4月份债券发行的节奏低于市场预期，可能会导致内需修复的时间有延后，幅度会低于市场预期。这一变化也会使得风险资产总体修复的速度偏缓，空间有限。

在实体经济变化不大的背景下，生产资料价格（PPI）正在温和回升，预计后续资产定价会围绕价格回升来展开。一季度名义GDP同比增长4.2%，低于实际增速（5.3%）1.1pct，物价下行压力明显。从4月开始，物价有所修复，尤其是生产资料价格。截止至4月26日，南华工业品指数相较3月末上涨7.6%，是开年以来环比上升幅度最大的月份（1月环比0.23%，2月环比-0.27%，3月环比-1.95%）。统计局对全国流通领域9大类50种重要生产资料市场价格的监测显示。4月上旬与3月下旬相比，20种产品价格上涨，26种下降，4种持平。生产价格指数回升背后的原因在于，一是海外经济有韧性，外需定价的大宗商品上涨偏多，例如，原油、有色金属、贵金属等。在外需带动下，国内对贸易修复和制造业回暖关注度上升；二是内需定价的黑色系价格指数止跌企稳，这可能跟建筑业施工加快有关系。相较而言，生产资料价格上涨的幅度要强于生活消费品和服务项目价格。

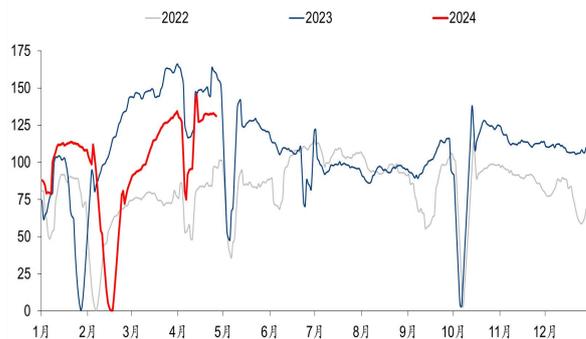
对于资产而言，债券或对价格的温和回升表现得更敏感。这是考虑到债券利率在经历连续的下行之，利率绝对水平已经偏低，生产资料价格的温和回升会使得利率下行的空间明显收窄。股票资产则更有可能出现结构行情，与生产资料价格相关度大的板块表现或偏强。

图 5：南华有色金属、能化指数持续上行，黑色指数止跌



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 6：二手房日度复苏指数在逐步上行，但仍弱于 2023 年



资料来源：（基于 26 城二手房销售日度数据计算，2019 日均=100），华泰证券，招商银行研究院

三、市场前瞻及策略：美元指数偏强，境外资产短期调整；境内资产股债震荡

表 2：市场前瞻及策略汇总表

资产类别		市场前瞻及策略
汇率	美元	预计美元将维持偏强震荡走势，核心波动区间在 100-110 之间。
	人民币	央行并不会放任人民币的无序贬值，尤其在重要的整数关口，大概率还是会设置路障，人民币总体趋势预计为缓慢贬值形态。
	欧元	“美强欧弱”的格局未变，欧元将继续趋于偏弱震荡。
	日元	日银继续维持低利率水平，美日息差压力下日元偏弱。
商品	英镑	市场对英国央行更晚、更缓降息的预期有所动摇，英镑兑美元预计将维持震荡偏弱走势。
	黄金	短期趋于调整，中长期牛市未完。
	原油	市场暂无明确驱动逻辑，油价在当前位置维持震荡的概率较高。
固收	铜	预计将保持高位震荡的走势。
	国内固收	债券利率震荡，中途伴随小幅调整，关注调整行情已于 4 月下旬开始。在利率反弹时，若要配置，可以优先考虑货币类和短债类资产。
权益	美元债	美元债仍然具备配置价值，建议选择 5 年以内的中短久期债券。
	A 股	A 股估值难以扩张，而业绩将有所修复，大盘整体震荡为主。结构上，重点是红利，白马和科技适当配置
	港股-科技	影响港股大盘的基本面因素并无显著改善，中国经济动能仍不强，美联储降息预期进一步延后，港股大盘能否进一步上涨存在不确定性。
	美股	中长期而言，美股维持震荡上行。美国经济保持韧性，为美股提供支撑。流动性方面，通胀超预期，美债利率走高，对美股较为不利。

资料来源：招商银行研究院

（一）美股：震荡上行，但短期调整风险上升

中长期而言，判断美股维持震荡上行。美国经济保持韧性，为美股提供支撑。流动性方面，通胀超预期，美债利率走高，短期对美股较为不利。

美国经济保持韧性，但并不强劲，美股盈利将小幅增长。从领先指标来看，反映制造业景气的 ISM 制造业 PMI，低位反弹至荣枯线以上，但是反映消费前景的密歇根消费者信心指数高位回落。

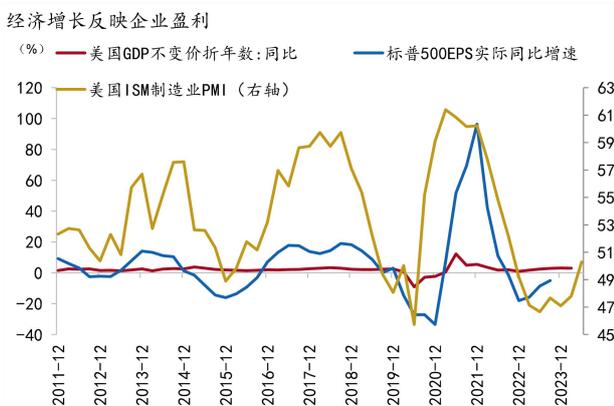
当前美股估值处于高位，但未到极高，不会构成实质性利空。标普 500 市盈率（TTM）25 倍，处于过去 10 年的 80% 分位数。股债相对估值方面，股票相对债券的估值吸引力极低。

短期来看，由于美国通胀超预期，降息预期下降，利率重回高位，流动性压力加大，滞涨风险上升，波动加大。

结构上，科技板块将继续占优，可以布局人工智能应用领域。预计 GPT5 将在今年二三季度推出，将实现跨模态的内容生成和理解，支持更长文本输入，并且在传统的文本能力上更加精准。人工智能的持续发展，一方面对算力和数据的需求继续提升，另一方面，将带来商业模式更新，包括在特定垂直市场（如金融、医疗、教育等）的应用，以及更广泛的自动化功能。预计行业龙头仍能继续上行，但是市场反映已经比较充分，更大的机会在技术集成、行业定制解决方案和新应用开发的中小公司。

策略上建议标配美股，中高配美股科技板块，如纳斯达克 100 指数等。

图 7：美股盈利增速将小幅增长



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：美股估值处于高位



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）美元债：具备配置价值，但需下调收益预期

美元债仍然具备配置价值，建议选择 5 年以内的中短久期债券。对于风险偏好极低的投资者来说，可以考虑只配置美元货币基金。

美国国债方面，考虑到通胀超预期的风险，叠加降息预期可能会进一步后延，美债利率短期存在继续上冲的风险。但是从配置的角度来讲，我们认为美债仍然具备配置价值。一方面，美元债目前的票息收益较高。另一方面，尽管过程较为波折，但我们判断美联储货币政策的大方向仍然是迈向降息，美债利率中枢将会趋于下行。不过，利率下行的空间正在边际缩窄，可获取的资本利得预期收益也需要下调。在策略上，建议配置 5 年以内的中短久期美债，能够

更大化地达到风险与收益的平衡。对于风险偏好极低的投资者来说，美元货币基金可能会是更好的选择。

美元信用债方面，我们认为投资级债券拥有更高的确定性，高收益债可部分配置但需控制比例。美国经济仍然具备韧性，这对投资高收益企业债来说是一件好事。但是，在高息环境下，中小企业利息支出压力增大，盈利扩张面临一定的阻力，信用风险可能会有所上行，需适度控制债券投资组合中高收益债的配比。

中资美元债方面，同样我们认为投资级确定性更强。高收益债则受到地产行业低迷的影响，投资风险较高。板块上，我们建议关注金融、城投债，中低等级地产债则需相对谨慎。另外，我们也建议关注部分头部科技企业、以及石油行业的央国企所发行的美元债，安全性相对较高。

图 9：美债利率出现上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：美国企业债利差下行



资料来源：Wind、招商银行研究院

(三) 汇率：市场仍处强美元环境

美元：偏强震荡。年初以来，我们始终秉持着美元偏强的观点，背后的逻辑源于“美强欧弱”的支撑。这个逻辑目前来看正在进一步强化。一方面，美国经济整体偏稳，相较欧洲仍然具备优势。另一方面，欧洲由于通胀去化的更加顺利，货币政策的转松也明显比美国更加流畅。其中，欧元区首次降息的时点预计将会是今年 6 月，但是美联储的降息时点却一推再推，“美紧欧松”的流动性差异将继续支撑美元上涨。总体来说，预计美元将维持偏强震荡走势，核心波动区间在 100-110 之间。

人民币：缓速贬值。从基本面来看，人民币仍有贬值压力。一方面，由于美联储降息预期不断后移，美债利率延续上行。但是对于中债来说，受到国内经济趋势偏弱、货币政策相对宽松的影响，中债利率在中长期趋势上预计仍将回落。因此，中美利差或将继续维持深度倒挂的状态，对人民币利空。因此，中美利差始终维持着深度倒挂的状态，对人民币构成了不小的压力。另一方面，美元在美国经济、货币政策韧性的影响下，预计将继续偏强，人民币也难有升

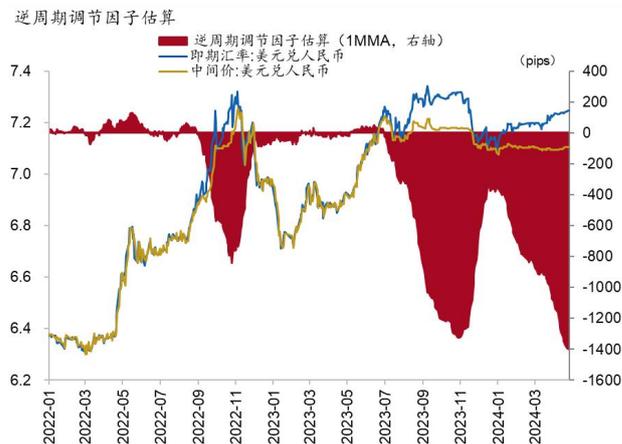
值动力。不过，从央行的态度来看，稳汇率政策仍在延续，人民币汇率中间价始终维持在 7.10 左右，逆周期因子的调节力度也再次刷新了历史新高。我们认为，央行并不会放任人民币的无序贬值，尤其在重要的整数关口，大概率还是会设置路障，人民币总体趋势预计为缓慢贬值形态。

图 11：美欧利差上行推动美元指数走高



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：逆周期调节因子力度进一步加大



资料来源：Wind、招商银行研究院

欧元：偏弱震荡。从欧美通胀表现来看，欧元区通胀回落趋势基本符合欧洲央行预期，总量和核心 HICP 纷纷降至 3% 下方，而美国通胀仍然顽固，核心通胀回落乏力。虽然 4 月欧元区综合 PMI 表现高于预期，令美元指数在 106 关口上下盘踞，但是从美国的消费和投资表现来看，内生动能仍强。经济上“美强欧弱”格局并未改变，只是市场对欧元区的悲观情绪略有减轻而已。未来欧洲央行的降息时点基本已经锚定，而市场对美联储的首次降息预期却已经延迟到了 12 月。综合来讲，我们认为“美强欧弱”的格局未变，欧元将继续趋于偏弱震荡。

日元：日银继续维持低利率水平，美日息差压力下日元偏弱。在美国通胀数据一再超出市场预期的背景下，美日利差仍高，甚至有进一步扩大的风险，这将不利于日元表现。未来需继续关注三方面变化：一是日本官方的汇率干预何时落地，这可能会令日元贬值压力有所缓解，但并无益于扭转日元颓势；二是关注日本通胀和薪资的最新进展，若日本央行对工资-物价循环的信心进一步增加，且开始透露出对长期通胀持续超过 2% 的担忧，日本央行加息的步伐可能会加快；三是关注日本央行对债券购买的态度，虽然日本央行已经退出了 YCC 政策，但仍然承诺当利率上行过快时，将通过购债的方式进行干预。若美债利率继续带动日债利率上行，倒逼日本央行加强稳利率的承诺，日元或将进一步承压。

英镑：优势削弱。英国央行自 3 月会议以来，释放了一系列鸽派信号，英镑的优势有所削弱。首先，前期一直坚持需要继续加息的两位委员放弃了加息的立场，与其他发达国家相比不再具有鹰派的优势。其次，部分官员认为 4 月之后英国的通胀路径将与欧元区的通胀路径趋同，市场认为这暗示了双方的利

率路径也存在同步性。因此，市场对英国央行更晚、更缓降息的预期有所动摇，对英镑不利。当然，目前薪资过高仍是英国央行维持谨慎的重要原因，所以围绕降息时点的博弈仍在继续，英镑兑美元预计也将维持震荡偏弱走势。

（四）境内固收：长期趋势未变，但中短期将调整

1、资金：同业存单利率小幅回升后将保持震荡

4月同存利率先下后上，1年期AAA同业存单利率月中最低水平接近2.01%，月末反弹至2.11%。前期我们预计1年期同业存单利率会下行至2.0%附近，极限水平会下探1.8-1.9%，目前已基本达到预估水平。值得注意的是，4月底同业存单利率有快速反弹的迹象，我们认为这可能是在存款整改手工补息之后，部分存款被分流至理财。为及时补充负债，银行选择提价发行同业存单。展望后期，我们认为同业存单利率震荡，后续债券配置和贷款投放都需要稳定的负债，银行还需要通过同业存单来补充负债。

图 13：4月同业存单利率下行，但月末反弹



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：4月长债利率触底反弹，短债利率下行



资料来源：Wind、招商银行研究院

2、利率债：中短期将迎来调整，调整时可优先考虑货币和短债资产

基于债券利率的三因素分析框架（名义GDP、货币信贷和银行间资金），利率债市场未来受到银行间流动性中性偏空、信贷扩张中性偏多、经济基本面中性的影响。预计债券利率震荡，中途伴随小幅调整。分三方面来看：

银行间流动性方面，5月银行间流动性或整体平稳，不过需要关注发债供给上升是否推动资金利率中枢上移。预计对债券市场影响中性偏空。

信贷市场方面，4月信贷投放或边际走弱，关注企业中长期贷款是否继续放缓。预计对债市影响中性偏多。

经济增长方面，4月经济动能或小幅回落。但后续在投资端发力的支撑下，预计经济动能边际改善，但幅度不高。预计对债市影响偏中性。

本期观点与上期基本一致，认为债券利率震荡，中途伴随小幅调整。现在增加一点提示，即调整行情已于4月下旬开始。

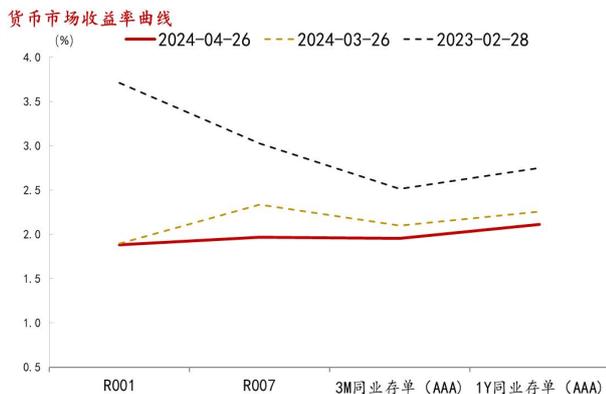
4月23日晚间，央行有关负责人接受《金融时报》记者采访，认为供求关系等因素会对长期国债收益率带来短期扰动，不过当前我国经济长期向好的基本面没有改变，长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内。

该采访之后，市场将其理解为央行认为当前债券利率过低，在供求关系改善后，债券利率会上行，与基本面的长期表现匹配。次日，10年期国债利率快速上行，累计至月末，调整幅度已在10bp以上。对此，我们认为央行采访能引发调整，背后的原因是市场对供给上升的共同担忧，这一因素已提前显现。按照过往经验，供给扰动带来的影响，会推动10年期国债利率月度中枢上行5-10bp，区间幅度为10-20bp，预计后续10年期国债利率运行区间会上移至2.3-2.45%。结构上，长债调整震荡的持续时间会更长一些，幅度也会更大。相比之下，短债利率调整的幅度会相对偏小。

综合来看，利率中短期存在反弹的风险。在反弹风险出现时，投资者需要做好应对，例如适度降低仓位，适度压降久期等。在利率反弹时，若要配置，可以优先考虑货币类和短债类资产。

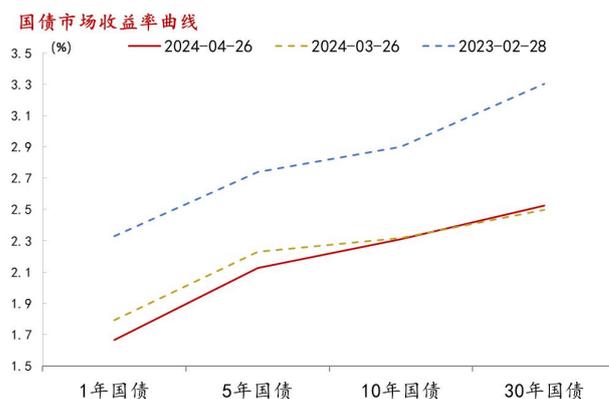
一般而言，供需因素不改债券利率的趋势，仅是阶段性的影响。从趋势上来看，目前尚未有足够证据判断债市从牛市转向了熊市，因为国内地产情况尚未有明显好转。同时，从长期来看，我国经济正在逐步下台阶，在1-3年维度上，利率中枢或跟随下移。因此，可以等待利率反弹风险逐步接近尾声后，再进行增配和拉长久期。

图 15: 4月资金利率曲线更为平坦



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至4月26日

图 16: 4月国债利率曲线陡峭化

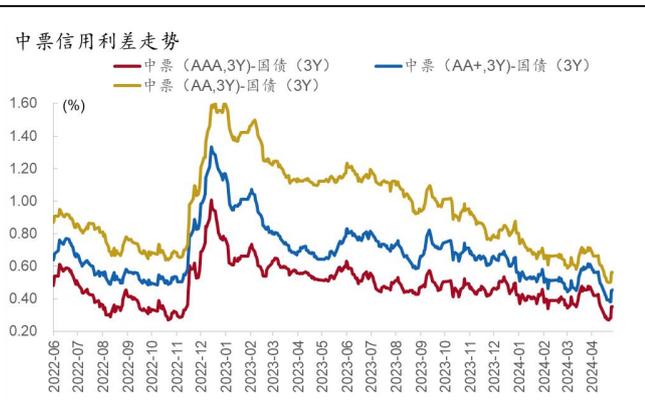


资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至4月26日

3、信用债：信用利差震荡

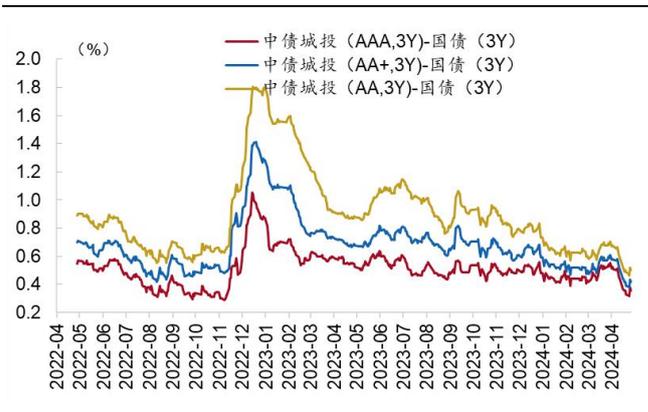
4月资金利率下行，较预期表现得更为宽松，不仅推动信用债收益率下行，也推动信用利差继续压缩。关注5-6月份债券供给上升是否会推动资金利率上移，这可能使得水平偏低的信用利差转为震荡，或小幅向上。若幅度不大，票息仍有利于覆盖净值的波动，仍可以持有信用债。

图 17：4 月中票信用利差震荡向下



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 18：4 月城投信用利差震荡向下



资料来源：Wind、招商银行研究院

城投债：地方化债工作仍在进行中，且化债力度有所加大，预计对城投债形成支撑，违约风险会有一定程度下行。但后续资金利率的波动会影响到城投债，尤其是在当前利率比较低的位置，波动在所难免。

产业债：产业债可以挖掘政策提振和景气处在修复通道上的国企，例如汽车、电力、高端制造业、双碳等板块。地产债方面，地产行业还处在筑底期，地产债净融资在收缩，信用分化加剧。尽管融资端的政策在不断的松动，但最关键的还是需要关注地产销售的情况。

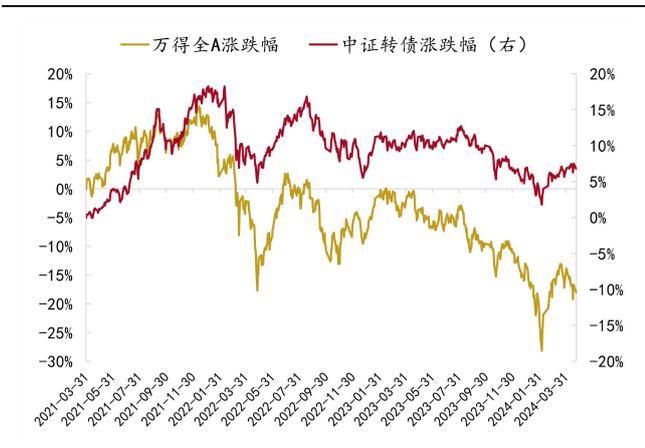
金融债：前期债市配置需求偏强，对金融债的配置也比较强。不过随着配置需求边际放缓，对金融债的配置或有一定回落。不过，当下缺乏“高”收益资产，金融债仍具备一定优势。只是后续需要注意，中小银行参与地方化债，资本消耗加大，净息差压力加大，发行二级永续债补充资本的需求在上升。在供需不匹配的情况下，中小银行的二级资本债可能会面临更多考验。

4、可转债：延续震荡，防御为主

4 月以来，转债整体抗跌性较 A 股更好，结构分化显著。受到新“国九条”中退市新规的影响，转债多数行业下跌，尤其是正股为小微盘的转债波动幅度较大；而金融、公共事业等少数权重板块的转债则小幅上涨，支撑整体转债指数行情。

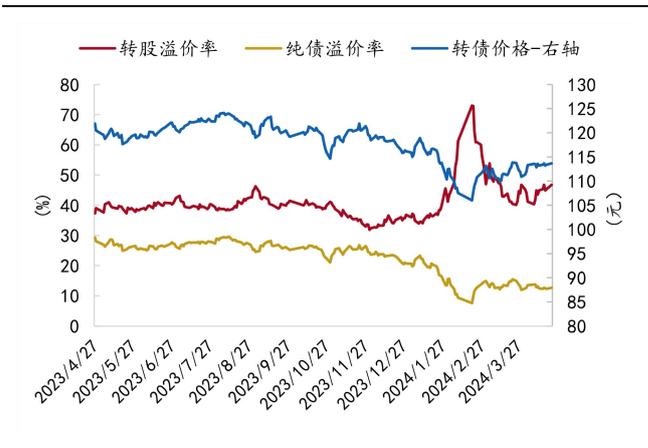
展望来看，预计可转债延续震荡走势。估值方面，可转债依然处于纯债溢价率偏低、转股溢价率处于高位的水平，显示当前转债整体的债性偏强，防御性较高。从 A 股的趋势和预期看，后续将进入震荡阶段，加上转债股性较弱，预计同样上涨乏力。供需端方面，当前转债市场处于左侧交易区间，基金、年金等资金进场意愿不足，预计配置资金总量不会有大的变化，难以对转债价格上涨形成助推力。策略上防御为主。

图 19：转债较 A 股的抗跌性更强



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 20：转股溢价率、纯债溢价率中位数



资料来源：Wind、招商银行研究院

5、固收投资建议：关注短债产品、信用债基金

利率债方面，短债利率震荡为主，考虑到调整幅度不会太大，建议持有，或少量增配。长债利率小幅上行，可逐步降低进攻的程度，等利率上行至偏高位置后再继续拉久期和增配。信用债方面，票息收益仍是主要策略，可继续持有。仓位方面，建议过高的仓位可适度下调，波动结束之后再选择增配。

产品选择上，（1）满足流动性管理需求上，对赎回时间要求不高的，优选稳健低波策略理财。对赎回时间有要求的，选择 T+1 现金类理财、货币基金。

（2）对于稳健型投资者，短债类产品仍是较好选择。理财方面，第一，可对应选择 1-1.5 年持有期的久期偏短的期限匹配策略理财。第二，短期内如果债市下跌回调，可适当持有攻守兼备属性的产品。例如积极策略的理财，它在期限匹配债券的基础上，保留小部分仓位期限错配，捕捉市场机会。基金方面，优先配置短债基金和信用债类的中长期债基。今年以来，以交易利率债为主的中长期债基业绩较好，信用债为主的中长期债基的业绩相对落后。短期内，由于长周期债券上涨空间受限，而债基规模上升、资产欠配的矛盾仍然存在，机构未来可能从长债交易转向信用板块挖掘，信用债为主的中长期债券基金业绩有望提升。

（3）对于稳健进阶型投资者，建议配置固收+理财、公私募 QDII 基金和 QDII 理财，分散投资。随着股市进入震荡阶段，预计公募固收+基金涨势或将趋弱，较债券产品没有明显优势。理财产品建议以低波稳健产品为底仓+差异化策略的固收+。可关注的策略包括：+高股息策略、+量化中性策略、结构化、+多资产/多策略等，持续挖掘优先股、资产套利、REITs 等策略机会。

表 3：债券型基金池风险收益表现

类型	标签分类	标签名称	近一个月 回报	近三个月 回报	今年以来 回报	近一个月 最大回撤	近三个月 最大回撤	今年以来 最大回撤
债券基金	同业存单指数基金		0.25	0.69	0.87	-0.02	-0.02	-0.02
	短债基金		0.36	0.93	1.21	-0.06	-0.07	-0.07
	中长期债券基金	利率债为主	0.50	1.41	1.65	-0.21	-0.26	-0.26
		配置均衡	0.59	1.38	1.74	-0.20	-0.21	-0.21
		信用债为主	0.44	1.10	1.43	-0.11	-0.12	-0.12
固收+	固收+转债		0.58	1.36	1.62	-0.16	-0.22	-0.27
	固收+权益 (股+转债平均仓位)	[0-10%]	0.49	1.15	1.50	-0.11	-0.15	-0.16
		[10-20%]	0.81	1.88	1.59	-0.27	-0.45	-0.92
		[20-30%]	0.88	2.40	1.75	-0.41	-1.00	-1.90
	固收+权益 (行业配置特征)	核心+卫星	0.74	2.01	0.90	-0.44	-1.32	-2.71
		均衡	0.86	2.42	1.80	-0.41	-0.95	-1.79
		灵活进攻	0.87	2.09	1.40	-0.36	-0.86	-1.73
	中期偏好稳定	1.05	2.84	2.40	-0.34	-0.55	-1.24	

资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截止日为 2023. 4. 26

（五）国内权益：预计大盘震荡，结构关注“红利+”

1、A 股大盘：若上证到 3200 点则下调前景展望

目前，上证指数已从春节前的 2635 点回升至 3100 点附近，反弹幅度达到 17%，接近年报预测的中枢点位 3200 点，同时也接近年报预测的二季度出现年内高点的时间节点。我们设定 3200 点作为目标点位，主要是基于对今年上市公司利润增速可能达到 5% 的预期。

我们判断大盘后续难有明显趋势，多空因素相互牵制。若上证指数在二季度达到 3200 点，我们将对大盘的配置观点从当前的中高配调整为标配。

利空因素分析：第一，国内经济动能不强将制约估值扩张。M1 增速和中长贷增速等对股市有领先指向意义的指标均在下行。第二，美元指数上行将压制跨境资本流入。第三，新“国九条”要求加大高频量化交易监管，要求加大退市力度和削减壳价值，两者对小盘股构成压力。

利好因素分析：第一，业绩增速二季度将随名义 GDP 有所回升。第二，估值处于较低水平。第三，在系列资本市场改革政策推动下，A 股供求关系明显改善，政策机制上也更加致力于股东回报。

综合考虑多空因素，我们认为 A 股估值难以扩张，而业绩将有所修复，大盘整体震荡为主。

图 21: 货币信贷增速下行影响上证估值扩张



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 22: 人民币汇率贬值影响跨境资本流入



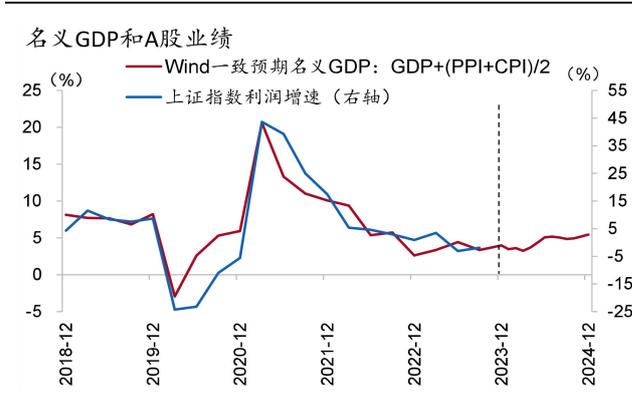
资料来源: Wind、招商银行研究院

图 23: 全 A 非金融市盈率处于较低水平



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 24: 业绩预期二季度小幅好转



资料来源: Wind、招商银行研究院

2、A 股结构：红利做底仓，白马和科技适当配置

回顾今年市场结构，呈现出明显的低风险偏好特征，类债资产红利股涨幅较大，持续性也较好，其它板块则以阶段性行情为主。

持续看好红利股的逻辑：从赔率角度，目前中证红利指数的股息率为 5.19%，仍高于过往 5 年的中位数水平，也明显高于债券利率。新“国九条”要求加大分红力度，要求推动提高股息率，预计年内分红力度将加大，这将提升红利股的赔率。**从胜率角度，**当前经济动能不强，景气行业较为稀缺，红利策略的胜率仍然较高。高增速时代难以重返，经济转型期将维持较长时间，这将使得高股息方向成为长期投资主线。

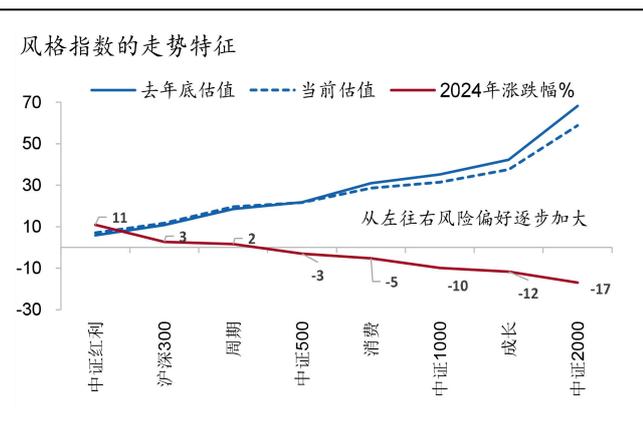
提升周期股配置的逻辑：1-3 月，周期股交易的主要逻辑是股息率较高叠加供给收缩。4 月以来，全球 PMI 回升，市场开始交易周期股的需求侧逻辑。我们认为，周期股的胜率在提升，建议由此前的中低配提升至标配。由于红利股本身以传统周期股为主，因此结构配置时无需再另行增配周期股。

适当配置白马消费股的逻辑：一方面，名义 GDP 三年的下行趋势或已结束，二季度到四季度将小幅震荡修复，这预示着消费股股价波动的大方向可能从持续下行转变为震荡格局。然而，需要注意的是，由于当前经济动能并不强劲，我们对消费股估值的修复力度持谨慎态度。**另一方面，**消费股与红利股在底层逻辑上存在跷跷板效应，一旦经济动能好转，消费股将强于红利股。适当配置消费股，能起到宏观层面的对冲作用，以平滑组合波动。

适当配置科技股的逻辑：科技股利弊共存，波动较大，总体而言仍存在一定配置价值。**科技股面临三重利好：**产业政策的有力支持，人工智能的快速发展，半导体销售周期的回升。**同时也面临利空因素：**脱钩预期，使得国内科技股持续弱于纳斯达克指数，打破了过往两者高相关的历史规律。**值得注意的是，**科技股与红利股的底层逻辑也不同，科技股投资更重视行业自身的产业逻辑。一旦科技行业景气度迎来明显改善，科技股将强于红利股。适度配置科技股，可实现投资组合的风格对冲。

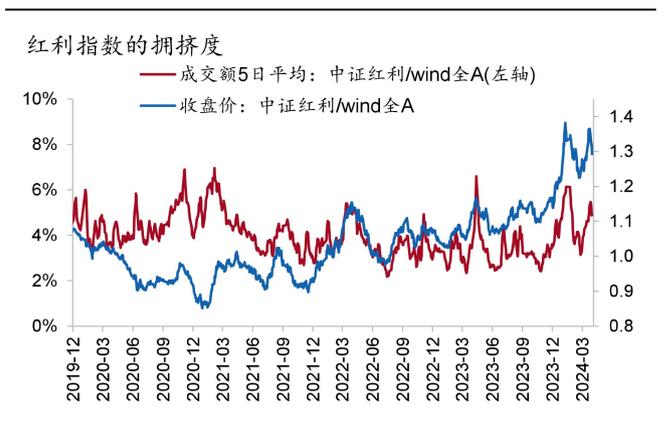
综合考虑，结构配置以高股息的红利资产为主，同时可适当配置高 ROE 的消费股和高景气的科技股。

图 25：今年 A 股结构呈现出低风险偏好特征



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 26：红利股短期节奏需关注拥挤度



资料来源：Wind、招商银行研究院

3、港股：政策驱动大级别反弹，但基本面大逻辑没有改善

4 月下旬港股大幅上涨，主要源于政策驱动。证监会于 4 月 19 日发布了《5 项资本市场对港合作措施》。不过影响港股大盘的基本面因素并无显著改善，中国经济动能仍不强，美联储降息预期进一步延后，港股大盘能否进一步上涨存在不确定性。

港股结构和 A 股类似，可重点关注红利资产，近期南向资金主要加仓方向也是红利股。值得注意的是，港股红利税比 A 股高，H 股的红利税达 20%，非 H 股达 28%。恒生科技，现阶段和 A 股消费股类似，和总量经济强相关，下行趋势或已结束，接下来将转为震荡。

图 27：恒生指数和中国经济走势高相关



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 28：恒生指数和美元指数负相关



资料来源：Wind、招商银行研究院

4、投资建议：侧重红利资产，风格适当均衡

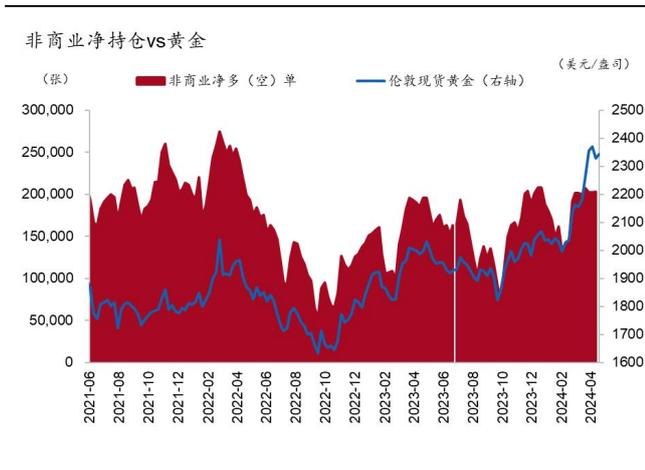
权益仓位：基于对大盘震荡格局的判断，权益整体仓位仍可维持中高配。若大盘上涨到 3200 点附近，则可适当降低仓位至中性。

权益产品：侧重红利股基金，也可适当配置消费股基金和科技股基金。此外，指数增强型基金也是一个值得关注的投资选项。

(六) 另类：黄金短期或趋于调整，标配 CTA 和市场中性

黄金：短期趋于调整，中长期牛市未完。美联储降息预期的推迟目前来看对黄金的影响不大，因为金价近期的上涨我们认为与金融属性几乎无关，更多是由央行购金、地缘政治冲突带来的避险情绪所推动。短期来看，由于黄金前期上涨过快，投机盘的止盈需求涌现，价格已经出现回落，预计调整行情还将延续。但是中长期来看，我们判断央行加速购金的趋势已经形成，叠加中东局势依旧不稳，且美联储只要不大幅地收紧货币政策，黄金在趋势上预计将继续上涨。伦敦金下一步可能会挑战 2550-3000 美金的区间，对应上海金的价格即为 600-700 元（其中包含 5-10 块的溢价）。其中，2550 美金对应的是黄金历史上的第三高估值位（出现在 2020 年），3000 美金对应的是黄金历史上的第二高估值位（出现在 2011 年）。黄金的基本面仍然非常流畅，的确有可能继续挑战历史估值的波峰位置。不过，若金价涨至 2550-3000 美金的区间，市场也存在过热可能，这一点需要留意。

图 29：投机盘小幅回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 30：黄金 vs 美债实际利率



资料来源：Wind、招商银行研究院

原油：油价震荡概率相对较大，走势暂无趋势。第一，在供应端，伊拉克、俄罗斯等国重申出口总量需保持节制，帮助市场部分修复了供应端收紧的预期。第二，美欧炼厂开工率或将在 4-5 月份逐步迎来回升拐点，成品油供应将逐步回归，届时仍需观察对全球炼厂利润的挤压情况，警惕利空的积蓄。整体来看，我们认为市场暂无明确驱动逻辑，油价在当前位置维持震荡的概率较高。

铜：预计将保持高位震荡的走势。从宏观上看，美国经济韧性较强，资金对铜等商品的投资热情不断高涨。从微观上看，铜矿供应持续紧张，而且铜矿供应扰动不断增强，未来供应端可能将持续承压。同时，消费端持续向好，国内电网投资同比增加，预计后期将形成工作量，带动电线电缆和铜杆需求的回升。虽然需求端相对较弱，但消费端最终会向需求端传导，促进下游企业补库和社会库存去化，这也将对价格形成支撑。

CTA：四月以来，商品市场仍然维持强势。贵金属板块在 4 月中旬以后的调整并没有导致其他大宗商品的跟风回调；相反，随着美联储降息预期再次被延后，使得有色等大宗商品易涨难跌；同时，伊以对抗情绪升温以及美国制裁俄罗斯金融等地缘事件，也成为能化类品种主要的利多因素。CTA 整体震荡向上，虽月中受到贵金属板块调整影响，有短暂的下跌，但有色、黑色板块的多头头寸仍然是主要的获利方向。鉴于市场波动率随着行情有所抬升，我们依然预期中周期 CTA 会有所表现，好于其他 CTA 子策略。配置观点：标配中周期 CTA 与主观 CTA、低配中短周期 CTA、低配股指 CTA。

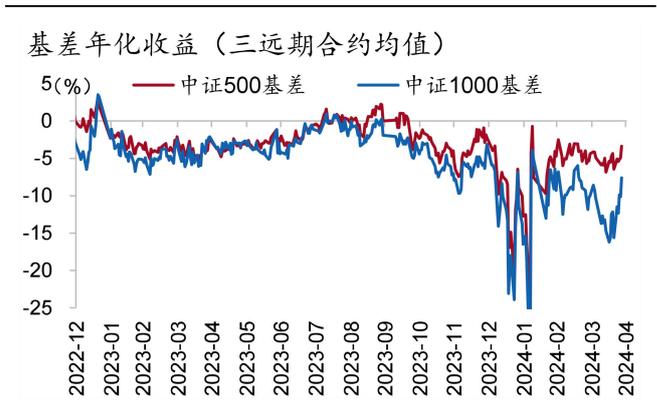
市场中性：今年以来市场中性产品整体仍呈小幅亏损状态。评估市场中性产品，需考虑对冲成本和超额收益。目前对冲成本已有降低，已回到历史中枢水平。超额收益方面，由于中性产品业绩和小盘成长较为相关，在证监会加大量化高频交易监管和削减壳价值的背景下，小盘成长风格较难获得超额收益。综合考虑，今年可能是对冲基金的业绩小年。

图 31: 今年中性产品业绩波动较大



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 32: 中证 500 和 1000 对冲成本已降低



资料来源: Wind、招商银行研究院

四、资产配置策略：股债均衡配置，重视结构性机会

对于未来 6 个月的大类资产配置，我们主要从各资产的胜率、盈亏比两个维度进行策略推荐，具体逻辑如下：

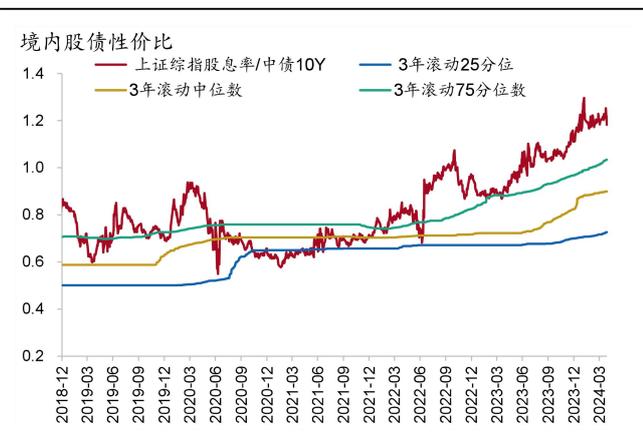
(一) 胜率：黄金胜率较高

综合前文对各资产的前瞻预判，总结各资产胜率如下：黄金、美股胜率较高，A 股、港股科技股、国内固收、美债、市场中性、CTA 胜率中等。

(二) 盈亏比：境内股票高于债券

1) 跨资产来看，目前境内股债性价比处于高位，股票相对便宜。境外股债性价比处于低位，美股相对美债偏贵。

图 33: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 34: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比



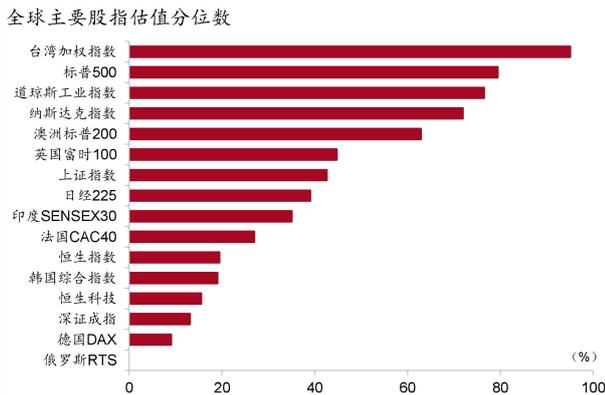
资料来源: Wind、招商银行研究院

2) 资产内部对比来看：

权益：A股在全球市场中估值属于中等水平。横向对比来说，A股在全球权益市场中估值分位数中等。

固收：美债>中债。中债利率目前处于 2.3%附近的位置，盈亏比中等。美债利率在 4.6%附近，盈亏比较高。

图 35：横向比较下，A股在全球市场中过去 10 年估值分位数属于较低水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 36：“胜率—盈亏比”九宫格



注 1：胜率越高代表未来获正回报的概率越高，盈亏比越高代表估值越低

资料来源：招商银行研究院

（三）结论：相对看好黄金、美元债、A股、港股-科技的配置价值

根据市场研判与分析，我们对未来 6 个月的大类资产配置做如下建议：**高配：美元债。中高配：黄金、A股、港股科技股、A股的成长风格、A股的消费风格、A股高股息策略、美股纳斯达克。标配：中国国债、信用债、美股、美元、人民币、日元、欧元、英镑、可转债、市场中性、CTA、A股的周期风格。其中，A股的周期风格从中低配上调至标配。**

表 4：大类资产配置及投资策略建议表

资产类别	市场趋势及配置建议			投资策略			
	月度趋势	配置建议 (未来 6 个月)	配置变化	投资策略	策略标的	起始时间及期间表现	执行/终止及其原因
汇率	美元	偏强震荡	标配				
	欧元	偏弱震荡	标配				
	人民币	偏弱震荡	标配				
	日元	偏弱震荡	标配				
	英镑	偏强震荡	标配				
固收	中国国债	震荡	标配	中短久期	中债国债及政策性银行债 (1-3 年) 指数	2021 年 12 月 10.7%	执行
	中国信用债	震荡	标配	下沉评级	中债短融 AA 指数	2021 年 4 月	执行



	可转债	震荡	标配				13.5%	
	美元债	震荡	高配		做多美元债	中资美元债指数	2022年12月 5.2%	执行
权益	A股	震荡	中高配			微盘股指数	2023年12月底 -18%	终止/原因: 新国九条加大 量化监管和退 市力度。
	—消费	震荡	中高配		医药	医药生物(申万)	2023年12月底 -10%	执行
	—周期	震荡	标配	上调				
	—成长	震荡	中高配		科技	电子(申万)	2023年4月底 -10%	执行
	—高股息	偏强震荡	中高配		高股息策略	中证红利指数	2023年12月底 11%	执行
	港股-科技	震荡	中高配		配置恒生科技	恒生科技指数ETF	2022年4月底 -9%	执行
	美股	震荡	标配					
	—纳斯达克	震荡	中高配		增配美股科技板 块	纳斯达克100ETF	2023年3月底 42%	执行
另类	黄金	震荡	中高配		做多黄金	伦敦金	2022年12月 28%	执行
	市场中性	震荡	标配					
	CTA	震荡	标配					

注：“配置变化”比较基准为资本市场二季报（2024年4月）配置策略

资料来源：招商银行研究院

表1 风格注释：

- 1) 稳定风格包含以下中信三级行业：火电,水电,其他发电,电网,建筑施工III,公路,铁路,公交,港口,机场,电信运营III。
- 2) 周期风格包含以下中信三级行业：其他化学制品,石油开采III,炼油,油品销售及仓储,其他石化,动力煤,无烟煤,炼焦煤,焦炭,其他煤化工,黄金,铜,铅锌,镍钴,锡铋,铝,长材,板材,特钢,铁矿石,贸易流通,氮肥,钾肥,磷肥,复合肥,农药,涤纶,涤纶,氨纶,粘胶,锦纶,树脂,纯碱,氯碱,无机盐,氟化工,有机硅,磷化工,聚氨酯,其他化学原料,日用化学品,民爆用品,涂料油漆,印染化学品,橡胶制品,玻璃III,陶瓷,造纸III,工程机械III,矿山冶金机械,纺织服装机械,锅炉设备,机床设备,起重运输设备,基础件,其他通用机械,铁路交通设备,船舶制造,其他运输设备,仪器仪表III,金属制品III,电站设备III,一次设备,二次设备,乘用车III,卡车,客车,专用汽车,汽车零部件III,汽车销售及服务III,摩托车及其他III,服装用纺织品,家用纺织品,产业用纺织品,化学原料药,航运,航空,半导体III,塑料制品。
- 3) 成长风格包含以下中信三级行业：油田服务III,稀有金属III,环保,水务,燃气,供热或其他,建筑装修III,新型建材及非金属新材料,其他专用机械,风电,核电,光伏,航空军工,航天军工,兵器兵装III,其他军工III,生物医药III,其他食品,种子,物流,PC及服务器硬件,专用计算机设备,广播电视,电影动画,互联网,整合营销,电子设备III,其他元器件III,动力设备,系统设备,其他,通信终端及配件,网络覆盖优化与运维,网络接配及塔设,线缆,增值服务III,基础软件及套装软件,行业应用软件,IT外包服务,系统集成及IT咨询。
- 4) 消费风格包含以下中信三级行业：印刷,包装,其他轻工III,百货,超市,连锁,贸易III,景区,旅行社,酒店,餐饮,白色家电III,黑色家电III,小家电III,照明设备,其他家电,服装III,服饰III,化学制剂,中药饮片,中成药,医药流通,医疗器械,医疗服务,白酒III,啤酒,葡萄酒,黄酒,其他饮料III,肉制品,调味品,乳制品,果蔬饮料,农产品加工及流通,饲料,动物疫苗,畜牧养殖,林木及加工,水产养殖,海洋捕捞,商业地产,平面媒体。
- 5) 金融风格包含以下中信三级行业：国有银行III,股份制银行,城商行,证券III,保险III,信托,其他非银金融,住宅地产,园区,房地产服务III。

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