

境外紧缩预期升温，境内政策落地改善风险偏好

——资本

市场月报（2023 年 9 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	震荡			●			
贵金属	黄金	偏弱震荡		●				
固收	中国国债	震荡			●			
	中国信用债	震荡			●			
	美债	震荡		●				
	中资美元债	震荡		●				
权益	A 股	偏强震荡		●				
	—消费	偏强震荡		●				
	—周期	偏强震荡			●			
	—成长	偏强震荡	●					
	港股-科技	偏强震荡		●				
	美股	偏强震荡			●			

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：8 月美元指数上行；黄金偏弱；美债利率上行，再创年内新高；美国股票下跌。境内：中国国债利率震荡偏强，人民币汇率偏弱，A 股下跌。

■ **本期主题：**境外：美国经济仍然具备韧性，通胀存在反弹风险，市场紧缩预期正小幅抬升，美债利率预计将维持高位，这将利多美元，利空黄金。境内：在经历了一次预期落空之后，市场对政策的预期底部已出现，后续仍将有政策落地提振市场风险偏好。总体而言，市场风险偏好短期提振偏快，但中期上升偏缓，波折式缓慢修复。这将使得债券资产价格上涨趋缓，权益资产价格底部向上缓慢修复。

■ **市场前瞻及策略：**1.美股：预计美股中期将继续偏强震荡。结构上，科技板块将相对较强。2.美债：美债 10Y 利率预计将维持高位。如果经济数据再次好于预期，甚至不排除利率再度上行的可能。3.黄金：震荡偏弱。市场对于年内再次加息的预期小幅抬升，美债实际利率在紧缩预期的推升下已经触及 2%，美元短期不弱，对黄金利空。4.国内固收：债券利率整体趋于震荡，10 年期国债运行区间调整至 2.5-2.65%。中期角度而言，债券利率尚无大幅上行的风险。信用债方面，信用利差趋于震荡，后续仍以票息策略为主。5.国内权益：A 股大盘在政策和经济的博弈下，震荡时间会偏长，大方向向上，上证指数主要运行空间在 3000-3400 点。在大盘企稳的判断下，结构上可作为的空间较大。科技板块和小盘股领涨，这种结构趋势能够延续。

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：境内股市下跌，境外股债双杀	1
二、本期主题：美联储重回紧缩预期，境内政策落地偏慢但前景可期	2
（一）境外：美联储紧缩预期正小幅抬升	2
（二）境内：政策落地慢于预期但还未结束，后续仍有望支撑风险偏好从底部向上修复	3
三、市场前瞻及策略：A 股料止跌企稳，债券利率下台阶后将震荡，人民币汇率仍偏弱	4
（一）美股：整体将偏强震荡，逐步增配科技板块	5
（二）美债：利率将高位宽幅震荡	6
（三）中资美元债：暂无趋势性行情	7
（四）商品：黄金、原油将震荡偏弱	8
（五）汇率：人民币基本面仍偏空	9
（六）境内固收：降息推动利率下台阶后料维持区间震荡	10
1、资金：同业存单利率将震荡上行	10
2、利率债：震荡为主，或有小幅调整，但中期无风险	11
3、信用债：信用利差震荡	12
4、固收投资建议：震荡中保持耐心	13
（七）国内权益：大盘企稳向好，科技和小盘风格将重回强势	14
1、A 股大盘：政策利好促大盘企稳，预计底部向上	14
2、A 股结构：重视科技和小盘	15
3、恒生科技：企稳修复	16
4、权益投资建议：保持中高仓位，结构偏科技和小盘	16
四、资产配置策略：加大权益类配置，重视结构性机会	17
（一）胜率：境内权益资产胜率较高	17
（二）盈亏比：境内股票高于债券	17
（三）结论：维持不变	18



图目录

图 1: A 股市场下跌	2
图 2: 美债利率创新高	2
图 3: 美国紧缩预期正小幅抬升	3
图 4: 油价反弹可能带动 CPI 向上	3
图 5: 60 城新房销售面积 8 月触底后小幅改善 (7 日平滑)	4
图 6: 26 城二手房销售面积 8 月小幅改善 (7 日平滑)	4
图 7: 经济增速下降将导致企业收入增速下降	6
图 8: 美股风险溢价未反映增长放缓的风险	6
图 9: 美债中期利率仍处于高位	7
图 10: Libor、Hibor 利率仍然偏高	7
图 11: 地产美元债继续下跌	8
图 12: 高收益债与投资级债券表现分化	8
图 13: 黄金 vs 美债 10Y 实际利率	8
图 14: 黄金 vs 美元指数	8
图 15: 美欧利差上行, 利多美元	10
图 16: 逆周期调节因子估算	10
图 17: 8 月银行间资金利率小幅上行	12
图 18: 8 月国债利率下行, 曲线小幅走平	12
图 19: 8 月信用利差压缩, 中低评级信用利差下行更多	13
图 20: 8 月短期限城投信用利差大幅下行	13
图 21: 业绩领先指标 M1 增速下行	14
图 22: 业绩同步指标中长贷增速下行	14
图 23: 宏观预测下半年基本面将有小幅改善	15
图 24: 上证等主要宽基指数估值处于相对低位	15
图 25: 半导体销售周期见底将助力电子等科技股	16
图 26: 宏观流动性宽松时小盘股偏强	16
图 27: 今年小盘风格明显	16
图 28: 市值越小, 涨幅越大, 胜率越高	16
图 29: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比	17
图 30: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比	17
图 31: 横向比较下, A 股在全球市场中过去 10 年估值分位数属于中等水平	18
图 32: “胜率—盈亏比”九宫格	18

表 目 录

表 1：8 月市场及策略回顾（截至 2023 年 8 月 28 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	14
表 4：大类资产配置及投资策略建议表	18



一、前期回顾：境内股市下跌，境外股债双杀

回顾前期我们的趋势预判，8月中债走势与判断相差不大，黄金、A股、人民币、美股、美元、美债与判断不一致，具体内容如下表所示：

表 1：8 月市场及策略回顾（截至 2023 年 8 月 28 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	34560	4.3%	5.8%	-2.8%	震荡	不符合，因美国紧缩预期升温
	标准普尔 500 指数	4433	15.5%	11.7%	-3.4%		
	纳斯达克综合指数	13705	30.9%	19.6%	-4.5%		
美债	美国 10Y 利率	4.20%	32BP	28BP	23BP	偏强震荡	不符合，因美国紧缩预期升温
货币	美元指数	104.01	0.5%	-0.9%	2.1%	偏弱震荡	不符合，因美国紧缩预期升温
	人民币兑美元	7.29（美元兑人民币）	-4.7%	-4.9%	-2.0%	偏强震荡	不符合，因美国紧缩预期升温
黄金	伦敦金	1920	5.3%	5.1%	-2.3%	偏强震荡	不符合，因美国紧缩预期升温
A 股	上证指数	3099	0.3%	-5.5%	-5.8%	偏强震荡	不符合，因中国经济低于预期
	沪深 300	3753	-3.1%	-7.8%	-6.5%		
	上证 50	2518	-4.4%	-8.0%	-5.1%		
	中证 500	5644	-3.8%	-11.2%	-7.3%		
	创业板指数	2060	-12.2%	-15.2%	-7.9%		
	科创 50	880	-8.3%	-11.1%	-9.2%		
	金融(风格, 中信)	6935	8.0%	5.6%	-3.0%		
	周期(风格, 中信)	4190	-1.8%	-10.9%	-7.4%		
	消费(风格, 中信)	10494	-5.4%	-10.9%	-6.6%		
	成长(风格, 中信)	5767	-4.9%	-12.4%	-9.4%		
	稳定(风格, 中信)	2671	7.5%	1.5%	-4.9%		
中债	中国 10Y 利率	2.58%	-25BP	-32BP	-8BP	震荡偏强	整体符合，幅度略超预期

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，8 月美元指数上行；黄金偏弱；美债利率上行，再创年内新高；美国股票下跌，纳斯达克走势弱于道琼斯指数。境外资产的表现共同体现出美联储紧缩超预期升温，美国经济好于预期，美国经济持续呈现出韧性的一面。此外，美联储会议纪要和鲍威尔发言均保留了继续加息的可能性，同时劳动力市场仍然没有明显的疲软迹象。

境内资产方面，8 月中国国债利率震荡偏强，人民币汇率偏弱，A 股下跌，整体显示出国内经济低于预期，市场预期偏悲观。其中，A 股跌幅较大，还反映出市场对政策落地力度和时间的担忧。从 A 股结构来看，成长和周期板块表现较弱，金融和稳定板块相对抗跌，一方面是海外利率上行对成长风格不利，另一方面是经济低迷背景下市场更加偏好基本面稳健的公司。宽基指数中，上证 50 指数和沪深 300 指数表现较强，代表成长风格的科创 50 和创业板指数表现较弱。

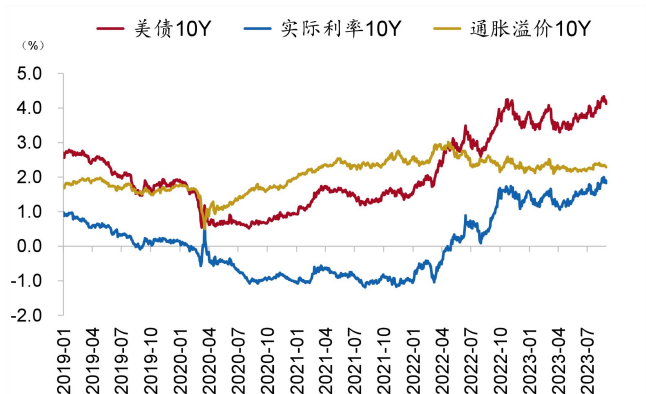


图 1：A 股市场下跌



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：美债利率创新高



资料来源：Wind、招商银行研究院

二、本期主题：美联储重回紧缩预期，境内政策落地偏慢但前景可期

（一）境外：美联储紧缩预期正小幅抬升

对于境外资产来说，市场的交易主线仍然集中在货币政策的变动上。从当前宏观环境来看，美国经济仍然具备韧性，通胀存在反弹风险，市场紧缩预期正小幅抬升，美债利率预计将维持高位，这将利多美元，利空黄金。

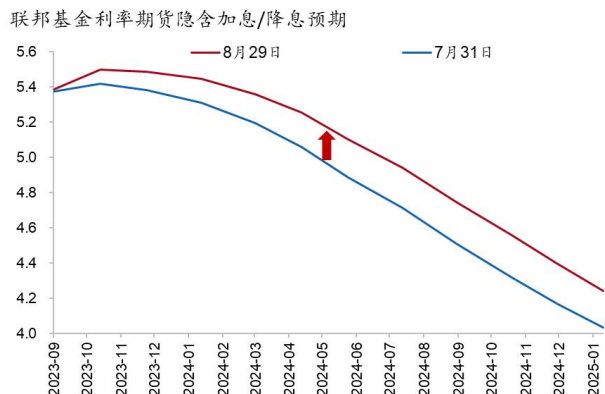
展望未来，由于衰退预期逐步被证伪，市场对“加息周期结束”这个结论持有疑虑，我们认为不能排除年内再加息一次的可能。

第一，从通胀角度来看，核心通胀受益于高基数效应，预计将呈现一定程度的回落，但由于 7-8 月油价上行，整体通胀可能会出现同步反弹，这会导致市场中的紧缩预期进一步升温。另外，核心服务通胀在劳动力市场紧张、薪资韧性的支撑下，下行速度缓慢，这也将制约美联储货币政策转向的速度。

第二，美联储继续向市场传递着中性偏鹰的信号。虽然鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行年会中表示对再次加息持谨慎态度，但也强调需要关注经济韧性以及核心通胀粘性的问题，且保留了继续加息的可能。

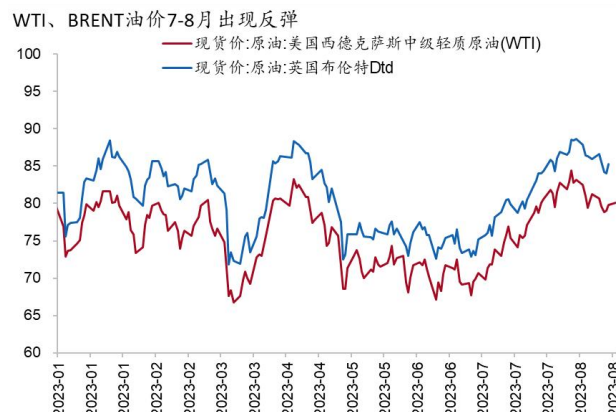
第三，从衍生品市场的定价来看，紧缩预期正在小幅抬升，加息预期提高的同时降息预期正在不断推迟。目前 9-11 月的加息预期已经从 7 月底不到 40% 的概率提高到接近 70%，考虑到通胀有可能反弹叠加经济韧性，我们仍然不能排除年内再次加息的可能，尤其是 11 月再度加息的可能。

图 3：美国紧缩预期正小幅抬升



资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

图 4：油价反弹可能带动 CPI 向上



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）境内：政策落地慢于预期但还未结束，后续仍有望支撑风险偏好从底部向上修复

8月境内市场风险偏好明显回落。在7月24日政治局会议之后，市场风险偏好快速上升，之后逐步回落，且下降至比会议之前更低的水平，表现为上证指数、国债利率均下行至年内新低。此次风险偏好回落的速度和幅度超出我们前一期的预期。回顾来看，我们认为主要有两点原因：一是政策出台的速度缓慢，且力度偏小，使得市场交易了一次预期落空，表现为风险偏好先上后下；二是7月的经济金融数据疲弱，叠加政策迟迟未现，推动市场调低年内的经济预期，交易了一次基本面走弱，表现为市场风险偏好下行突破会议前的水平。

尽管政策落地偏缓，但进程还未结束。从政策对市场的影响上来看，我们认为有两个方向，一是活跃资本市场，二是提振国内经济。

活跃资本市场政策对风险偏好节奏的影响更大，对幅度的影响偏小，即可以推动风险偏好快速改善，但幅度有限。8月底证监会在前期基础上，继续加码了政策，在交易端（证券交易印花税实施减半征收）、融资端（优化IPO、再融资监管安排，阶段性收紧IPO和再融资，再融资主要针对大市值公司、破发破净持续亏损等绩差公司）和投资端（调降融资保证金比例，提高融资杠杆，融资保证金最低比例由100%降低至80%。）均有落地。这些更有力的政策托底了资本市场的风险偏好，避免市场情绪进一步走低。但需要注意的是，这部分政策调整的更多是国内股票市场的资金结构，并未改变当下的经济特征及预期。

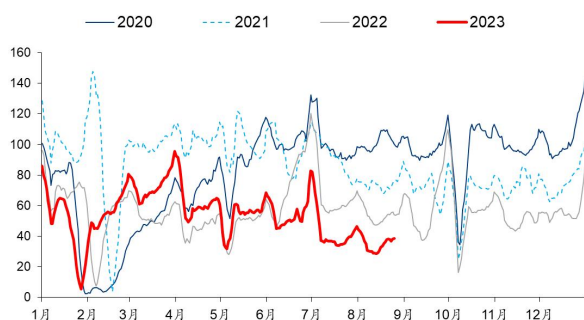
稳增长政策对风险偏好幅度的影响更大，对节奏的影响偏小，即可以推动风险偏好明显改善，但速度偏缓。如果以政治局会议的政策基调来看，到8月底，逆周期政策释放得并不多，暂时只有8月中旬的1次降息。展望后期，我们认为应该还有更多的逆周期政策会落地，一是在房地产领域，房地产政策或因城施策进一步放宽，包括但不限于存量房贷利率下调、限购限贷的松动等，都将托底、或小幅改善地产销售；二是地方债加速发行对基建形成支撑；三是

在化解地方债务风险问题上，“制定实施一揽子化债方案”会逐步落地。短期或有 1.5 万亿特殊再融资债券（《财新》报道）落地，先有效解决困难地区的债务流动性问题，再有其他政策逐步化解地方债务压力。政策的组合拳将稳住经济增长，当出现力度超预期的政策时，可以顺势调高对年内经济的预期。从过往规律上来看，经济数据改善幅度偏大，则市场风险偏好回升的幅度会加大，经济数据改善幅度偏小，则市场风险偏好回升的幅度会偏小。

总体而言，市场对政策的定价尚未结束，在经历了一次预期落空之后，市场对政策的预期底部已经显现。同时，市场风险偏好如继续下行，需要看到更多的负面催化剂，尤其是在经济数据上，目前也尚未显现。因此，预计随着后续政策的陆续落地，市场风险偏好有望从底部向上小幅修复。

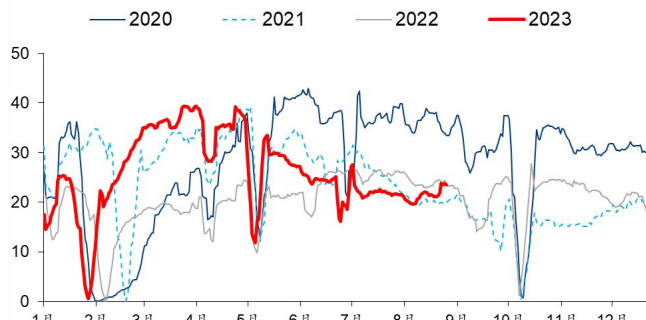
在对政策的定价结束之后，市场风险偏好的交易主线将回归到经济数据的表现上。从时间维度上来看，政策落地到经济改善还需要 1-2 个月时间，叠加当前经济还处在放缓之中，因此我们保留前一期的观点，即市场风险偏好短期提振偏快，但中期上升偏缓，整体是波折式缓慢修复的态势。这将使得债券资产价格上涨趋缓，权益资产价格底部向上缓慢修复。

图 5：60 城新房销售面积 8 月触底后小幅改善（7 日平滑）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：26 城二手房销售面积 8 月小幅改善（7 日平滑）



资料来源：Wind、招商银行研究院

三、市场前瞻及策略：A 股料止跌企稳，债券利率下台阶后将震荡，人民币汇率仍偏弱

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	震荡偏强。美债利率上行导致美欧利差出现同步抬升，美元预计也将随之偏强。
	人民币	综合来说，人民币汇率短线仍有贬值压力，未来的核心关注点在于国内经济能否改善，以及美国货币政策预期能否出现边际转向。
	欧元	震荡偏弱。从货币政策预期来看，加息节奏“欧强美弱”的逻辑出现一定变数，对欧元的支撑作用边际弱化。从经济韧性来看，欧元区弱于美国，欧元短期内预计偏弱。
	日元	日本央行与美国的货币政策继续保持分化状态，这也意味着日元仍处在筑底的过程当中。

商品	英镑	延续震荡。目前英镑的利多因素及利空因素相对均衡。
	黄金	震荡偏弱。市场对于年内再次加息的预期小幅抬升，美债实际利率在紧缩预期的推升下已经触及 2%，美元短期不弱，对黄金利空。
	原油	震荡偏空。前期较为强势的成品油裂解价差在持续冲高后出现边际转弱的信号，或印证旺季需求的逐步结束，警惕原油市场强势格局终结。
	铜	震荡偏多。中国前期推出的利好政策有可能不断落地，有利于形成实物工作量，带动铜等品种的终端消费。
固收	国内固收	债券利率整体趋于震荡，10 年期国债运行区间调整至 2.5-2.65%。中期角度而言，债券利率尚无大幅上行的风险。信用债方面，信用利差趋于震荡，后续仍以票息策略为主。
	美债	美债 10Y 利率预计将维持高位。如果经济数据再次好于预期，甚至不排除利率再度上行的可能。
	中资美元债	中资美元债预计将延续震荡行情。结构上，我们认为市场将继续呈现投资级强于高收益的特征。
权益	A 股	A 股大盘在政策和经济的博弈下，震荡时间会偏长，大方向向上，上证指数主要运行空间在 3000-3400 点。在大盘企稳的判断下，结构上可作为的空间较大。科技板块和小盘股领涨，这种结构趋势能够延续。
	港股-科技	随着中国经济政策发力，经济基本面将企稳，美元紧缩周期也接近尾声，港股大盘也能企稳修复。
	美股	美国经济维持韧性，但是美联储态度偏鹰，市场流动性中性略偏紧，基于以上判断，美股整体上没有明显的方向性。考虑到科技板块在美股中的权重较大，且科技板块相对偏强，美股整体将偏强震荡。

资料来源：招商银行研究院

（一）美股：整体将偏强震荡，逐步增配科技板块

美国经济维持韧性，但是美联储态度偏鹰，市场流动性中性略偏紧，基于以上判断，美股整体上没有明显的方向性。考虑到科技板块在美股中的权重较大，且科技板块相对偏强，美股整体将偏强震荡。具体来看：

近期美股受美联储紧缩预期影响有所调整，未来美债利率将维持宽幅震荡，流动性对美股的影响较为中性。

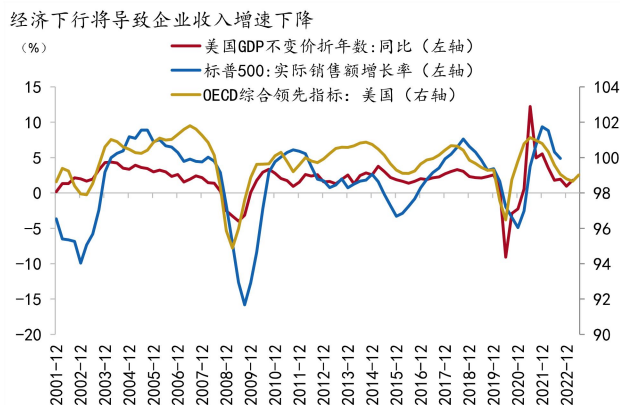
企业盈利预期有所改善。由于美国经济表现好于市场预期，近 1 个月分析师对标普 500 的盈利预期有所改善。从领先指标看，7 月美国 ISM 制造业 PMI 未进一步下滑，而是小幅回升至 46.4，但仍连续 9 个月处于收缩区间。

美股估值水平较高，上行空间有限。当前标普 500 市盈率（TTM）24 倍，处于过去 10 年的 75%分位数，估值水平较高。美股风险溢价（1/市盈率-美国 10 年期国债利率，越低代表股票越贵）更是处于过去 10 年的 1%分位数，相对估值水平极高。

结构上，科技板块将相对较强。三季度，美股科技板块将进入业绩上行周期：一是下半年 AI 继续快速发展，包括 copilot 商业化、多模态模型将 AI 的应用场景进一步丰富、人形机器人等。二是全球半导体销售额同比增速已经连续 2 个月回升，本轮半导体下行周期的时间和幅度都比较充分，预计全球半导体将步入上升周期。三是美股互联网公司经历了去年以来的业绩下滑以及裁员之后，降本增效持续推进，目前业绩增速已经开始企稳回升。

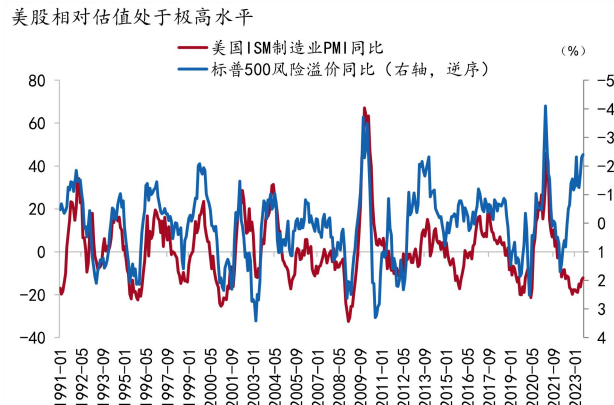
综合来看，建议标配美股，继续加仓美股科技板块，如纳斯达克 100 指数等。

图 7：经济增速下降将导致企业收入增速下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：美股风险溢价未反映增长放缓的风险



资料来源：Wind、招商银行研究院

(二) 美债：利率将高位宽幅震荡

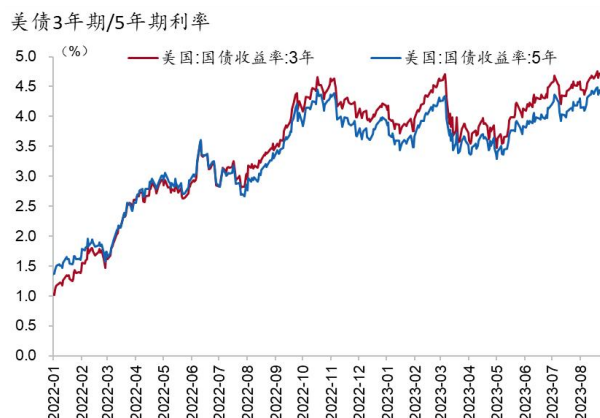
美债 10Y 利率预计将维持高位。主要原因有以下两点：第一，尽管通胀已经确认从高点回落，但未来存在反弹可能。同时，核心通胀虽会有所下行，但从劳动力市场韧性到服务价格高企的逻辑仍然未被打破，核心服务通胀的下行预计仍然偏慢，市场也在计入年内再次加息的可能，美债利率将维持高位。如果经济数据再次好于预期，甚至不排除利率再度上行的可能。第二，美债下半年发行超预期导致供应端放量，利空美债。财政部三季度发债规模破万亿美元，远远超过 5 月预估的 7330 亿美元。另外，此轮发债以长久期国债为主，长端利率整体承压。

投资策略上，尽管美债利率短期内仍有波动，但 4.3% 的美债无论从票息收益还是资本利得空间来看，都已经具备相当的吸引力，我们仍然维持美债的中高配策略不变。

融资策略上，尽管美联储已经处于加息的尾声，但以 Libor、SOFR、Hibor 作为定价基准的美元、港元融资成本仍然偏高，建议以低融资成本货币进行融资。

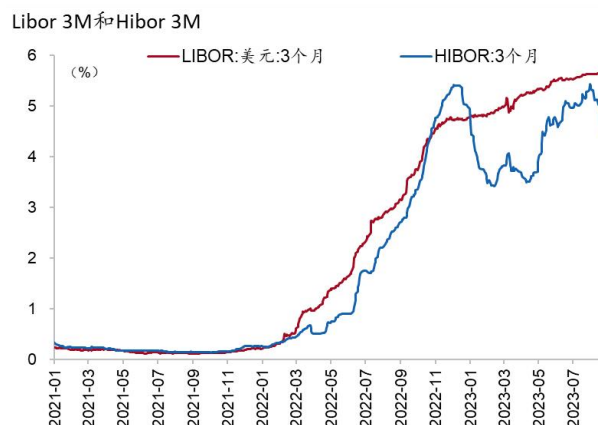


图 9：美债中期利率仍处于高位



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：Libor、Hibor 利率仍然偏高



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）中资美元债：暂无趋势性行情

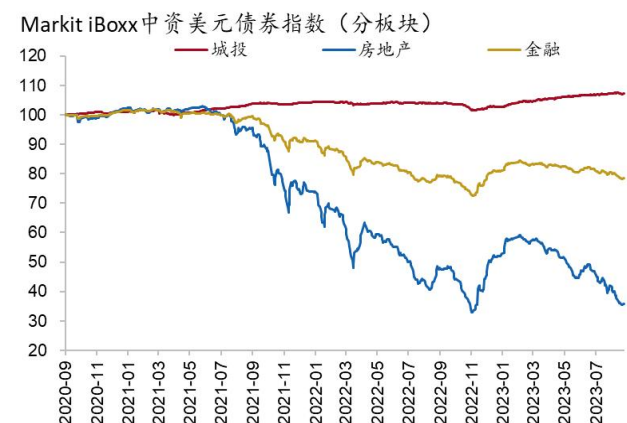
趋势上，由于美元基准利率大概率维持高位，中资美元债预计同样将延续震荡行情。从境内外溢价以及票息收益的角度来看，中资美元债仍然具备配置价值。

结构上，我们认为市场将继续呈现投资级强于高收益的特征。对于高收益债来说，受到地产行业低迷以及房企信用风险的影响，预计走势仍然趋弱。从地产行业本身来看，市场在今年 2、3 月份冲高后，复苏持续承压，7 月又出现骤然快速下行走势，居民购房热情降至阶段性新低。尽管 7 月末中央政治局会议对地产政策表述积极，提振了市场情绪，但截至目前，8 月市场依然在低位徘徊，30 大中城市成交面积同环比依然呈下跌态势。另外，此前房企融资“三支箭”重点支持的碧桂园、远洋陷入流动性危机，折射出当前房地产市场的寒意，远超市场预期和想象。未来需持续关注政策具体落地情况，及对地产风险的化解和对销售的实际带动效果，若效果显现，可能会给高收益美元债带来波段反弹的机会。

板块上，TMT 和金融板块具备相对优势，地产、弱资质城投建议相对谨慎。

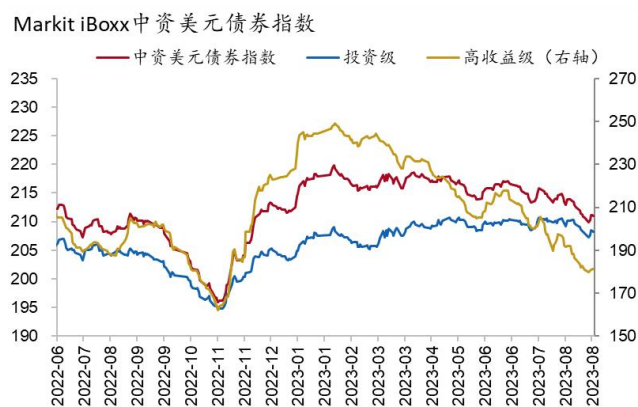
综合来看，我们对中资美元债和相关产品维持中高配建议。具体产品结构上，以配置投资级美元债为主，板块上可以优选 TMT、金融板块，尽量规避地产、弱资质城投板块。产品上建议适当配置 QDII 债基或是相应的银行理财产品。

图 11：地产美元债继续下跌



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：高收益债与投资级债券表现分化



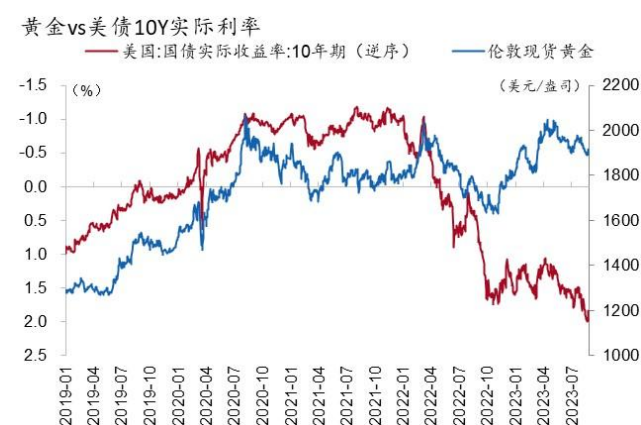
资料来源：Wind、招商银行研究院

（四）商品：黄金、原油将震荡偏弱

黄金：预计震荡偏弱。一方面，市场对于年内再次加息的预期小幅抬升，美债实际利率在紧缩预期的推升下已经触及 2%。若实际利率继续维持高位，黄金也将承压回落。另一方面，在美国经济韧性以及加息预期再抬头的影响下，美元短期不弱，对黄金同样利空。另外，从持仓的角度来看，目前无论是黄金期货的净多头持仓，还是 SPDR 黄金 ETF 持仓均出现了拐头向下，表明多头资金正在撤离，金价短期或维持调整行情。但从趋势上来看，美国加息周期已经接近尾声，加息步伐不断放慢，黄金牛市预计仍未走完。

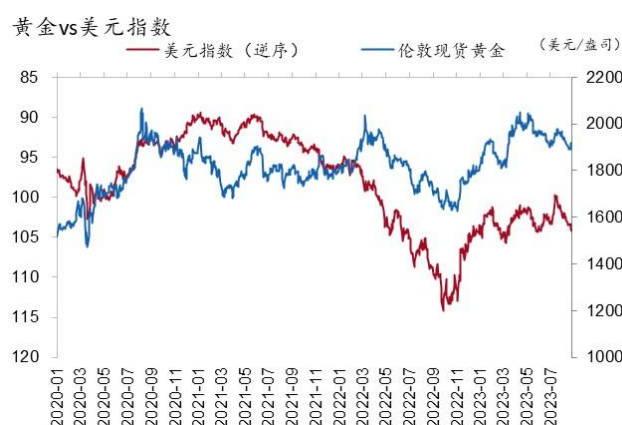
策略上建议短期观望，但中期维持中高配。产品上可以选择配置实物金或是积存金。

图 13：黄金 vs 美债 10Y 实际利率



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：黄金 vs 美元指数



资料来源：Wind、招商银行研究院

原油：预计震荡偏空。随着海外主要经济体利率持续提升，市场风险偏好有所恶化，9 月建议关注内外盘原油的下行风险。在原油供需端，前期较为强

势的成品油裂解价差在持续冲高后出现边际转弱的信号，或印证旺季需求的逐步结束，警惕原油市场强势格局终结。其中，内盘原油 SC 此前持续强于外盘，估值偏高，未来与外盘价差或有望收窄。

铜：预计震荡偏多。首先，国内前期推出的利好政策有可能不断落地，有利于形成实物工作量，带动铜等品种的终端消费。尤其是逆周期电网行业的投资增速依然存在上升空间，且新能源行业也存在超预期增长，这将带动铜消费持续攀升。其次，9月本身是消费旺季，下游和终端企业的补库需求有可能导致社会库存再次去化。最后，从结构上看，国内库存低位，铜期货将处于较大的（Back）反向结构，有利于资金将铜作为多头配置品种。

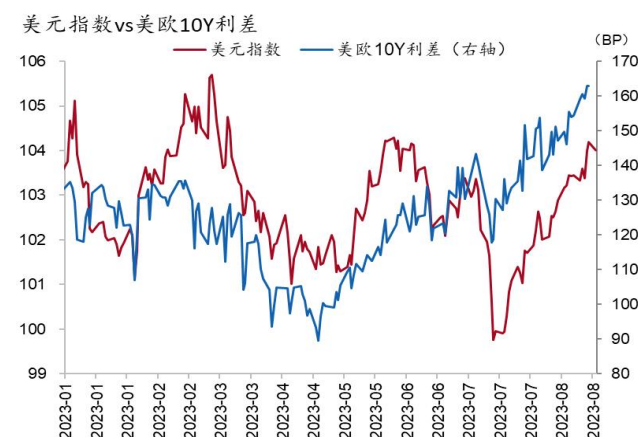
（五）汇率：人民币基本面仍偏空

美元指数：预计震荡偏强。一方面，由于美联储紧缩预期升高，市场开始计入年内再次加息的可能，美债利率上行导致美欧利差出现同步抬升，美元预计也将随之偏强。另一方面，目前美欧经济的天平仍然朝着“美强欧弱”的方向倾斜，欧洲部分国家早已陷入衰退，但美国却仍然呈现着弱而不衰的状态，花旗美国经济意外指数也远远高于欧洲，这同样会给美元带来一定支撑。综合来说，预计美元指数短期内将震荡偏强，106 为阻力位。

人民币：基本面仍然偏空。首先，从国内因素来看，无论是 7 月的经济数据还是金融数据，都出现了超预期下滑，且国内基本面也暂时没有出现环比改善的迹象，对人民币的利空依然存在。另外，8 月国内超预期降息导致中美利差再度被拉大，国内的宽松货币政策预期也给人民币带来了短线压力。其次，从境外因素来看，美元流动性仍然呈现中性略偏紧的格局，美元不弱，人民币自然也缺乏升值动力。当然，央行也不会放任人民币汇率的无序贬值，稳汇率措施将继续出台。例如，央行 8 月在港发行央票回笼离岸人民币流动性，同时也加大了逆周期因子调节的力度（力度已经逼近 2022 年）。综合来说，人民币汇率短线仍有贬值压力，未来的核心关注点在于国内经济能否改善，以及美国货币政策预期能否出现边际转向。

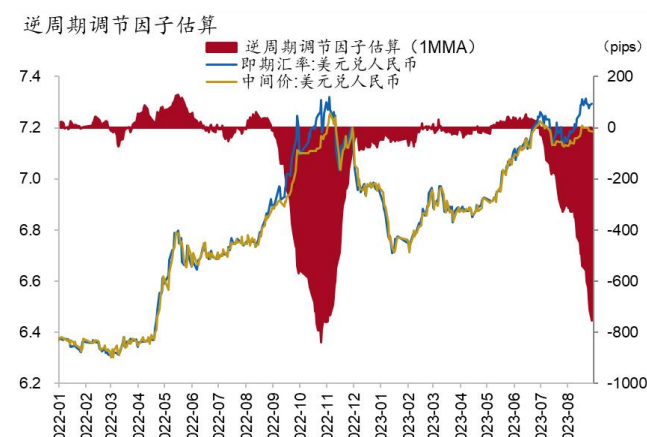


图 15：美欧利差上行，利多美元



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 16：逆周期调节因子估算



资料来源：Wind、招商银行研究院

欧元：将震荡偏弱。从货币政策来看，美联储和欧洲央行对于 9 月是否加息未有定论，预计都将根据最新的通胀数据和经济数据进行边际裁量。近期欧元区内部各国通胀形势及财政压力各异，目前对于 9 月是否需要继续加息，鲜有官员明确表态。而美联储方面，仍有部分官员明确表示需要继续加息。也就是说，加息节奏“欧紧美松”的逻辑出现一定变数，对欧元的支撑作用边际弱化。另外，从经济韧性来看，欧元区弱于美国，欧元短期内预计偏弱。

日元：处于筑底过程中。如主线一所述，预计 10 年期美债利率表现强势，短期内下行空间有限，而日元利率继续维持偏低位置，利差分化逻辑助长日元弱势。日本央行仍表示会维持当前超宽松的货币政策，与美国的货币政策继续保持分化状态，这也意味着日元仍处在筑底的过程当中。另一方面，日本 8 月 PMI 显示经济仍偏良好，而日本央行上调通胀的动作证明日本离货币政策正常化更进一步，日元中期仍然看涨。

英镑：将延续震荡。目前英镑的利多因素及利空因素相对均衡。一方面，英国的顽固通胀会支撑加息之路走的更远，市场仍然认为英国央行至少加息 2 次。另一方面，目前市场对英国央行未来加息路径的定价过于充分，而且近期 8 月 PMI 显示英国的经济前景有所走弱，后续一旦通胀数据回落较快，市场对英国央行加息路径的定价会快速回撤。短期来看，市场仍将在经济数据和官员态度中选择方向。

（六）境内固收：降息推动利率下台阶后料维持区间震荡

1、资金：同业存单利率将震荡上行

8 月 15 日央行下调 1 年期 MLF15bp，7 天逆回购利率 10bp，超出市场预期。不过在降息后，银行间资金利率并未大幅下行，反而是小幅上行，流动性呈现出贵而不紧的状态。资金利率不下反上与 8 月中旬税期和近期地方债发行加速

有关。展望9月，资金利率中枢或偏高，主要是因为9月是季末月，资金通常中性偏紧。

整体而言，央行降息有利于稳定市场预期，释放出流动性宽松的基调并未改变，但近期资金利率受到市场供需阶段性偏紧的影响，因此预计9月资金利率中枢震荡为主，或阶段性小幅上行。同理，同业存单利率也可能出现阶段性的上行，预计1Y同业存单（AAA）区间会回升至2.3-2.5%之间。

2、利率债：震荡为主，或有小幅调整，但中期无风险

银行间流动性方面，结合上文对资金的分析，预计9月资金利率中枢或小幅上行，整体对债市影响偏中性。

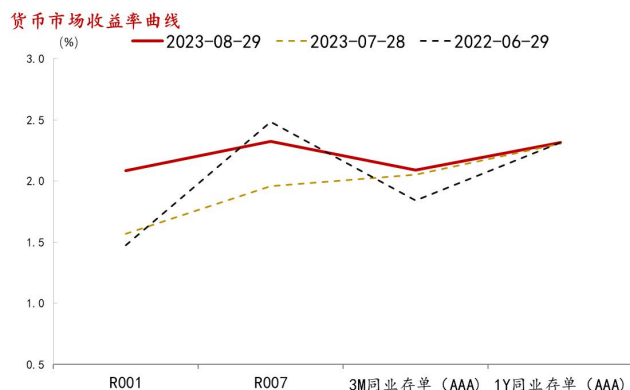
信贷市场方面，7月信贷数据表现欠佳，预计8月信贷数据边际小幅改善，但总体表现一般。结构上，预计企业中长期贷款同比增速维持在偏高水平，居民中长期贷款增速边际小幅改善。信贷数据表现对市场影响或偏中性。

经济增长方面，当下经济数据表现仍显疲弱，对债券影响偏多。前期稳增长政策落地缓慢，导致市场对经济增长的预期回落。但后续考虑到稳增长政策还会继续出台，托底未来经济需求，经济数据有边际改善的可能，因此预计中期对债券影响中性。

综上，利率债市场未来受到银行间流动性中性、信贷扩张中性的影响、经济基本面中性偏多，预计债券利率震荡为主。由于8月中旬央行降息，我们将10年期国债利率运行区间下移10bp，认为短期运行主要区间在2.5-2.65%。

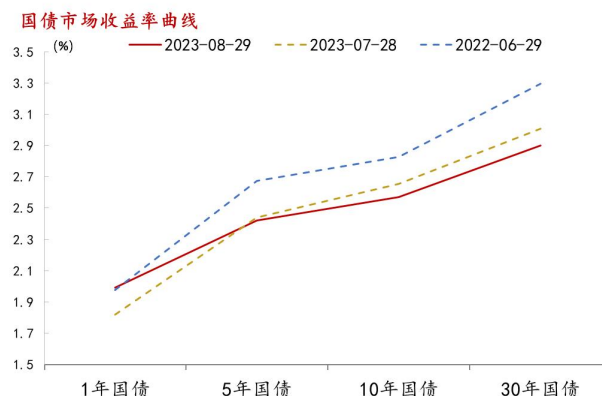
此前我们判断债券利率下行至年内低位后，短期难有继续向下突破的动力，但央行降息的操作打破了此判断的基础假设，推动债券利率下行突破至年内新低。在结构上，长债利率下行偏多，但短债利率并未下行，利率期限结构曲线被压缩得十分平坦，这在一定程度上体现出当下投资者对经济偏悲观的预期。展望未来，我们认为稳增长政策虽迟但到，仍会给利率带来阶段性的波动。但考虑到经济改善需要时间，货币环境仍偏宽松，中期角度而言，债券利率还无大幅上行的风险。

图 17：8 月银行间资金利率小幅上行



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 29 日

图 18：8 月国债利率下行，曲线小幅走平

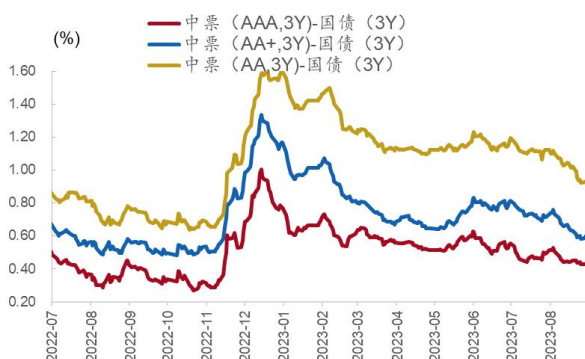


资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 29 日

3、信用债：信用利差震荡

前期认为三季度信用利差低位震荡，或有一定小幅下压的空间，原因是判断货币政策宽松将推动流动性溢价下行，目前基本兑现。8 月开始，资金利率小幅上升，信用利差已转为震荡。后期预计资金利率中枢或有小幅上行，信用利差或转为震荡小幅上行。由于 8 月央行降息，向市场释放了资金趋稳的信号，因此预计信用利差跟随调整的幅度不会太大。结构上，中低评级信用利差表现会好于高评级，原因有两点：一是可观的票息，二是信用风险随着稳增长政策落地或有缓释。

城投债：短期资金利率中枢偏高，难免会阻碍城投信用利差继续向下压缩，预计压缩空间不足。8 月以来地方化债的政策逐步开展，有利于稳定市场信心。在当前十分稀缺高收益资产的背景下，已经有部分机构主动介入短久期、中低评级城投债。从数据表现来看，1 年期城投信用利差已大幅下行。展望后期，预计此次一揽子政策有利于缓解部分债务问题过重的区域缓解压力。不过需要注意的是，短期债务压力的缓解并不意味着收支不平衡（中长期）等问题得到解决。在策略上，仍然建议看重偿债能力强的优质城投，谨防尾部风险。

图 19：8 月信用利差压缩，中低评级信用利差下行更多


资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 29 日

图 20：8 月短期限城投信用利差大幅下行


资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 29 日

产业债：产业债信用利差整体趋于震荡，但行业结构分化。由于涉及到的行业偏多，文中暂不做详细分析，仅对当期或未来可能存在变数的行业进行提示。由于地产销售持续疲弱，不少民营房企的债务风险逐渐上升，导致其存续的债券价格大幅下跌。展望未来，预计地产相关政策的落地有利于提振市场信心，推动部分民营房企的债券价格修复，但中期来看，不宜高估幅度。

金融债：高等级金融债信用利差震荡。前期判断金融债信用利差下行为主，考虑到资金利率中枢可能小幅上行，金融债信用利差难免会受到影响。同时，考虑到近期银行净息差压力偏大，预计机构对金融债的配置或小幅放缓，金融债信用利差震荡为主。

4、固收投资建议：震荡中保持耐心

利率债方面，基于市场震荡，利率水平偏低的局面，对于利率债投资组合，主要以中性为主，控制仓位，不再大幅拉久期。信用债方面，票息收益仍是主流策略。

产品选择上，（1）对于流动性管理的投资者，建议优选货币基金、T+1 现金类理财和低波动的同业存单基金、稳健低波策略银行理财。

（2）对于波动承受意愿不高的稳健型投资者，经济增长动能不强、货币政策延续宽松决定了债市中期转熊风险较小。但短期内地产政策、活跃股市政策相继落地对债市形成了扰动，也压制了做多情绪。纯债固收产品的净值预计还会继续波动，但整体净值将在波动中走高，中长期债券基金预计今年实现年化收益 4-5% 的可能性逐渐加大。纯债基金建议采取偏稳健策略，例如信用票息策略、防御策略。银行理财建议配置期限匹配策略产品，短期内优先考虑产品到期收益的确定性。短债基金或短债策略理财净值风险不大，可维持配置。

（3）对于有波动承受意愿的稳健进阶投资者，权益资产性价比持续好于债券，建议适度配置中高波动的固收+。绝对收益策略或高股息策略的固收+理财在震荡行情下属于偏防守的策略，可以关注。结构性理财、股指增强等细分

策略也是较为主流的固收+理财。缺乏持续 beta 行情的环境下，主动管理型固收+基金短期内难有持续向好的表现。

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	同业存单基金		0.21	0.62	1.73	-0.04	-0.04	-0.04
	短债基金		0.33	0.83	2.52	-0.06	-0.06	-0.06
	中长期债券基金	信用票息	0.49	1.12	3.51	-0.17	-0.17	-0.17
		防御策略	0.47	1.13	3.15	-0.15	-0.15	-0.15
		交易策略	0.44	0.88	2.43	-0.30	-0.30	-0.30
		平衡策略	0.57	1.14	3.39	-0.30	-0.30	-0.30
固收+	固收+转债		0.36	1.00	3.38	-0.10	-0.17	-0.22
	固收+权益 (股+转债平 均仓位)	固收+权益 [0-10%]	0.38	0.90	3.17	-0.07	-0.22	-0.37
		[10-20%]	-0.13	0.60	2.63	-0.50	-0.59	-0.80
		[20-30%]	-0.80	0.19	1.80	-1.28	-1.36	-1.82
		核心+卫星	-1.06	-0.21	1.50	-1.53	-1.60	-1.90
	固收+权益 (行业配置 特征)	均衡	-0.64	0.21	1.85	-1.02	-1.14	-1.59
		灵活进攻	-0.46	0.24	1.84	-0.87	-1.09	-1.69
		中期偏好稳定	-0.62	0.63	1.96	-1.13	-1.26	-1.76

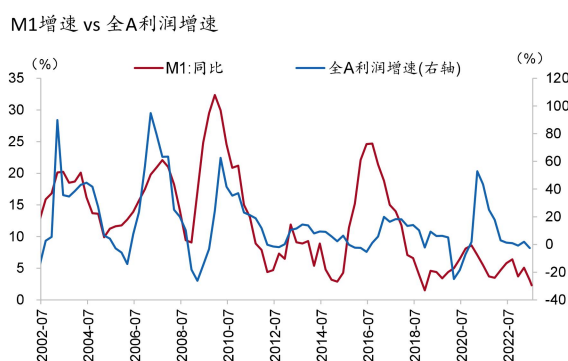
资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 25 日

（七）国内权益：大盘企稳向好，科技和小盘风格将重回强势

1、A 股大盘：政策利好促大盘企稳，预计底部向上

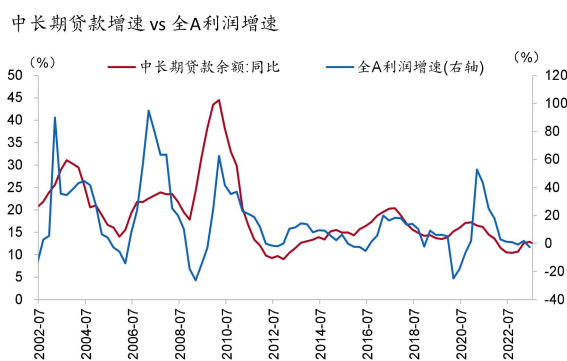
8 月 A 股系统性下跌，超预期下跌的原因是什么？简而言之是政策和经济低于预期。7 月货币信贷增速大幅下滑，数据公布后宏观分析师整体下调了下半年的经济增速预测，M1 增速和中长期贷款余额增速双双下行，历史上这两个偏领先的业绩指标都下行时 A 股以下跌为主，本月又进一步被验证。

图 21：业绩领先指标 M1 增速下行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 22：业绩同步指标中长贷增速下行



资料来源：Wind、招商银行研究院

后市能否企稳向好，关键就在于政策和经济这两大此前不及预期的因素，能否有所改善。后续随着政策相继出台，政策效果经过一段时间的积累应有所显现。继续高度重视货币信贷增速的变化，它既是政策效果的直接观察指标，也是经济的领先指标。从目前宏观分析师的预期看，经济增速 9 月到年底将边际上行。我们认为，不宜以现状过度线性外推，在政策逐步驱动下经济或有边际好转。

图 23：宏观预测下半年基本面将有小幅改善



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 24：上证等主要宽基指数估值处于相对低位



资料来源：Wind、招商银行研究院

展望后市，我们认为 A 股大盘在政策和经济的博弈下，震荡时间会偏长，大方向向上，上证指数主要运行空间在 3000-3400 点。预计今年全 A 业绩大约零增长，指数的涨跌主要依赖估值扩张。而估值能否扩张，关键看业绩增速是否有上调的预期。我们判断，年内剩余时间增速预期将会小幅改善，上证指数上方运行空间大约在一季度经济相对乐观时的 3400 点附近。假定经济政策和经济增速继续低于预期，A 股下方空间也较为有限，活跃资本市场的政策已是明牌，市场越跌政策力度会越大，此外市场本身的估值也处在历史低位，政策和估值基本锁死了指数的下限，预计 3000 点附近就是底部区域。

2、A 股结构：重视科技和小盘

前述我们判断年内大盘震荡向好，但涨幅不会太大。在大盘企稳的判断下，结构上可作为的空间较大。那什么板块是胜率较高又有弹性的方向？这从 8 月的行情分化中可见一斑。8 月份，在证监会活跃资本市场政策出来之前，各板块无差别下跌。政策出来后，市场整体企稳，科技板块和小盘股领涨。我们认为这种结构趋势能够延续。

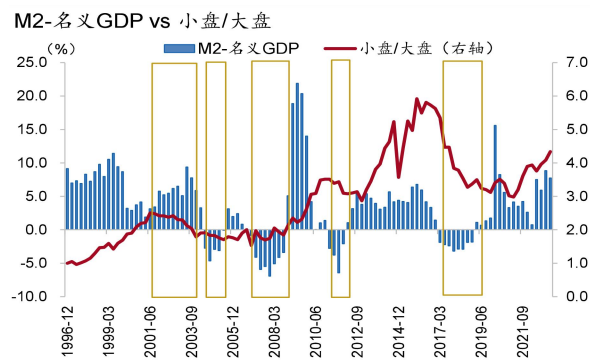
科技板块将回归主线。计算机、传媒和通信已经回调 2 个月整，电子回调超 4 个月，四大行业调整幅度均在 20-25%。调整的原因，一则作为上半年最强主线，涨幅过大，拥挤度过高；二则上半年在政策和技术的推动下，以预期交易为主，实际业绩尚难释放，7-8 月中报业绩披露带来的压力较大。目前可继续看好，逻辑在于：一则调整时间和幅度基本到位；二则业绩随着半导体销售周期最快的下行期已过；三则数字经济顶层政策和 AI 创新技术双轮驱动，将引领科技成为长期产业趋势；四则从行业比较来看，周期和消费等总量经济强相关板块，在经济仍有压力阶段，弹性有限。今年电子行业在科技板块中相对弱势，主要原因是和其直接相关的半导体销售周期下行明显，而目前从时空规律看，半导体销售周期有望走出底部，后续可加强对电子行业的关注。

图 25：半导体销售周期见底将助力电子等科技股



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 26：宏观流动性宽松时小盘股偏强



资料来源：Wind、招商银行研究院

小盘风格将继续强势。今年市值风格呈现越小越强的趋势。从下述两组数据中可以明显看到这一特征。第一组数据，统计今年规模指数的涨跌幅，微盘股>中证 2000>中证 1000>中证 500>沪深 300。第二组数据，将全部 A 股按照去年底的市值大小分成 5 组，统计这 5 组的涨跌幅，也呈现出市值越小涨幅越大胜率越高的现象，其中最小市值组今年平均涨幅高达 20%，上涨个股比例高达 80%。**8 月 27 日活跃资本市场系列政策出来后，小盘风格在进一步强化，两方面原因：**第一、收紧 IPO 有利于壳价值提升，借鉴历史，2013 年 IPO 暂停期间，小盘风格异常显著；第二、降印花税、限制减持、收紧 IPO 和再融资等政策，均有利于股票市场资金面好转，我们测算政策将减少年化上万亿的资金“抽血”，在股市资金面好转而经济又偏弱时，资金将更偏向于小盘股。

图 27：今年小盘风格明显

市值风格指数	年涨跌幅%	827 活跃资本市场政策后
沪深 300	-2.11	2.18
中证 500	-1.61	3.39
中证 1000	-2.75	3.91
中证 2000	3.00	4.65
微盘股	32.84	6.73

资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 29 日

图 28：市值越小，涨幅越大，胜率越高

市值分组	中位数涨幅	平均涨幅	上涨个股比例
0-20%	14.24	19.64	80%
20-40%	5.01	9.80	60%
40-60%	0.22	2.86	51%
60-80%	-2.00	1.46	46%
80-100%	-2.48	-1.26	45%

资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 29 日

3、恒生科技：企稳修复

恒生指数今年震荡偏弱，与 A 股节奏大体相像。前期偏弱主要受制于中国经济低于预期，同时也受制于美国加息周期。我们认为随着中国经济政策发力，经济基本面将企稳，美元紧缩周期也接近尾声，港股大盘也能企稳修复。

恒生科技多是互联网平台企业，其营收多以居民线上消费为主，大方向和 A 股消费股类似。在经济基本面企稳的背景下，弹性未必有多大，但仍具中长期配置价值。

4、权益投资建议：保持中高仓位，结构偏科技和小盘

仓位方面，大盘不悲观，维持中高配。结构方面，重视科技股和小盘股。产品方面，重视科技类基金、小盘股基金、消费类基金和深度价值型基金也具备一定均衡配置价值。对冲产品方面，当前对冲成本处于合意区间，中期成长风格相对强势，整体对冲环境较好，建议低风险偏好者继续持有对冲产品。

四、资产配置策略：加大权益类配置，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：

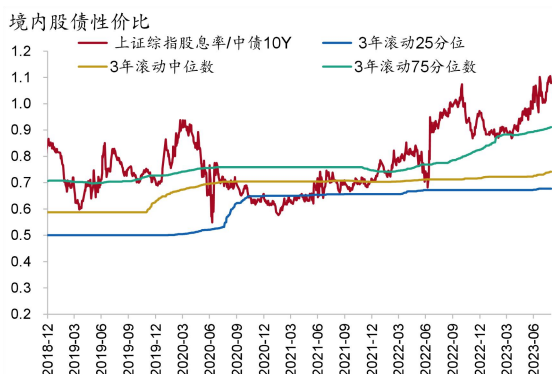
（一）胜率：境内权益资产胜率较高

综合前文对各资产的前瞻预判，总结各资产胜率如下：A 股、中资美元债、黄金胜率较高，港股科技股、国内固收、美股、美债胜率中等。

（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 29：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 30：标普 500 vs 美债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind、招商银行研究院

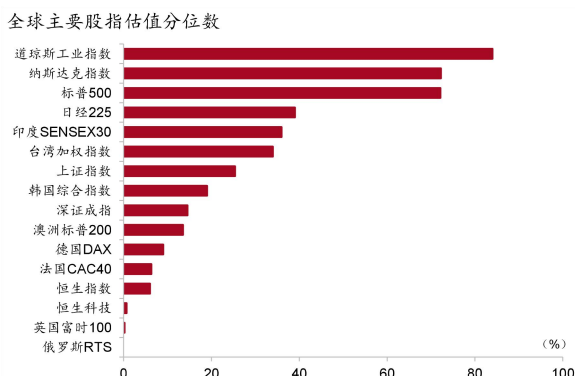
2) 资产内部对比来看：

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，A 股在全球主要股票资产中估值适中。

固收：美债>中债。中债利率目前处于 2.7% 附近的位置，盈亏比中等。美债利率在 3.8% 附近，盈亏比较高。

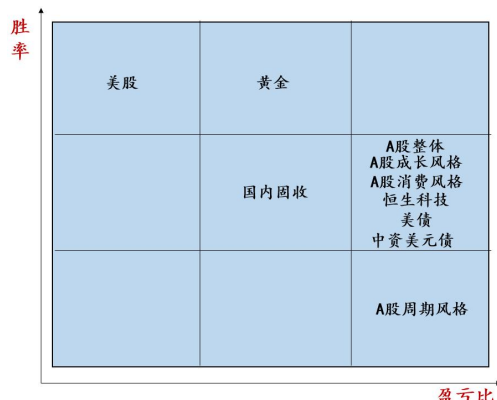
黄金：盈亏比中等。

图 31：横向比较下，A 股在全球市场中过去 10 年估值分位数属于中等水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 32：“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：维持不变

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：A 股的成长风格。中高配：A 股、港股科技股，A 股的消费风格、黄金、美债、中资美元债。标配：中国国债、信用债、A 股的周期风格、美股、美元、人民币、欧元、日元和英镑。

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	震荡	标配					
贵金属	黄金	偏弱震荡	中高配		做多黄金	伦敦金	2022 年 12 月 6%	执行
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 5%	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 10.5%	执行
	美债	震荡	中高配					
	中资美元债	震荡	中高配		做多中资美元债	Markit iBoxx 亚洲中资美元债券指数	2022 年 12 月 1.7%	执行
权益	A 股	偏强震荡	中高配					
	—消费	偏强震荡	中高配		必需消费	食品加工（申万）	2022 年 4 月底 -9%	执行
	—周期	偏强震荡	标配					
	—成长	偏强震荡	高配		科技	计算机（申万）	2022 年 12 月底 16%	执行



						电子（申万）	2023 年 4 月底 -5%	执行
	港股-科技	偏强震荡	中高配		配置恒生科技	恒生科技指数 ETF	2022 年 4 月底 4.7%	执行
	美股	偏强震荡	标配		增配美股科技板块	纳斯达克 100ETF	2023 年 3 月底 21%	执行

注：“配置变化”比较基准为 2023 年 8 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,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,维纶,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