春意盎然
——2021 年 2 月宏观经济月报

谭卓，宏观经济研究所所长
zhuotan@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员
yangxuerong@cmbchina.com

田地，宏观研究员
andrewtian@cmbchina.com

黄翰庭，宏观研究员
huanght@cmbchina.com

颜琰，宏观研究员
freyayan@cmbchina.com

牛梦琦，宏观研究员
niumengqi@cmbchina.com

■**2021 开年之后，美国经济基本面明显向好。**疫情方面，1 月上旬以来新增感染人数快速回落，已降至目前的 7 万人/日左右；新增死亡人数也出现大幅下降。疫苗方面，接种速度持续提升，已突破 160 万剂/日，接种率超过 13%。财政方面，随着 9,000 亿美元的财政补贴开始落地，零售消费在 3 个月的连续下跌后出现反弹。就业方面，1 月非农就业人数转正，失业率进一步回落。前瞻地看，随着疫苗接种率的提升和新财政刺激持续落地，美国经济一季度将维持弱复苏并将在二季度加速向潜在水平回归，带动全球范围的复苏共振。

■**受疫情防控和就地过年政策的影响，2021 年开年我国经济修复呈现放缓趋势。**供给方面，受弱季节性影响，生产呈现周期性小幅下滑。需求方面，出口扩张放缓，进口略微收缩。尽管我国经济仍在回补疫情冲击造成的缺口，但房地产基建等产业发力减弱，就地过年政策也降低了消费预期。2021 年春节消费整体表现不如疫情前的往年水平，但消费市场在几个领域表现亮眼，包括居家用品消费、新型智能消费、线上线下餐饮消费、就近休闲。价格方面，季节性因素和天气因素拉动 CPI 同比增速整体回升，大宗商品价格上涨带动 PPI 同比降幅收窄。预计未来一段时间出口需求仍将保持旺盛，制造业生产和投资延续增长，但春节期间消费受疫情反弹影响，回升速度可能放缓。

■**当前属于货币政策回归中性、信用“稳”而非“紧”的阶段。**1 月信贷表现强于历史同期，其中，企业、居民中长贷表现强势，企业、居民短贷有所修复。社融增量在信贷、非标支撑下表现较强，但增速继续回落 0.3pct 至 13%，预计一季度社融增速下行速度或仍将较缓。M2 增速继续受财政支出进度不及预期影响，有所下降。前瞻地看，一方面，社融-M2 剪刀差未来大概率收窄，指向后续利率上行空间有限。另一方面，M2-M1 剪刀差大幅收窄，指向企业的经营预期较为乐观，经济内生动能有望继续增强。

目 录

一、宏观概览：复苏延续，节奏放缓 1
二、海外宏观：冰雪消融 2
（一）美国非农：低速爬坡 2
1.总量：依旧不容乐观 2
2.结构：三大特征 2
3.前瞻：修复将逐渐提速 3
三、实体经济：修复放缓 4
（一）PMI：修复放缓 4
1.制造业：需求恢复暂缓 4
2.非制造业：消费性服务业拖累 5
3.前瞻：向常态回归 5
（二）物价：CPI 动力切换 PPI 持续回升 6
1. CPI：非食品项驱动增速下行 6
2. PPI：大宗商品普涨带动增速回升 6
四、货币金融：广义流动性缺口扩大 8
（一）信贷：总量回升，结构良好 8
（二）社融：信贷非标改善，政府债券走弱 9
（三）货币：M2-M1 剪刀差收窄 10
（四）前瞻：社融增速有望缓步下行 10

图目录

图 1：美国新增非农就业小幅转正 2
图 2：休闲酒店业持续失血 2
图 3：“永久-临时失业差”扩大 3
图 4：不同学历人群失业率分化缩窄 3
图 5：制造业与非制造业 PMI 边际回落 4
图 6：需求回落幅度高于生产 4
图 7：出口扩张放缓，进口略微收缩 5
图 8：工业品价格上升趋势暂停 5
图 9：CPI 同比增速再回负区间 7
图 10：PPI 同比继续回升 7
图 11：1 月信贷增量创同期历史新高 8
图 12：新增人民币贷款及构成 8
图 13：新增居民贷款构成占比 9
图 14：新增非金融企业贷款构成占比 9
图 15：1 月社融增量创同期历史新高 9
图 16：新增社融及构成 9
图 17：1 月 M2-M1 剪刀差收窄至负区间 10
图 18：社融存量与 M2 存量同比增速 10

一、宏观概览：复苏延续，前景明朗

2021 开年之后，美国经济基本面明显向好。一是疫情方面，1 月上旬以来新增感染人数快速回落，已降至目前的 7 万人/日左右；新增死亡人数也大幅下降至 2,000 人/日。二是疫苗方面，接种速度持续提升，已突破 160 万剂/日，接种率超过 13%。三是财政方面，随着 9,000 亿美元的财政补贴在 1 月份全面落地，零售消费在 3 个月的连续下跌后出现反弹。四是就业方面，1 月新增非农就业人数转正，失业率进一步回落至 6.3%。前瞻地看，近期市场的再通胀预期并未改变美联储的货币政策立场，总额约 1.9 万亿的财政刺激有望在 3 月落地，美国经济一季度将维持弱复苏并将在二季度加速向潜在水平回归，带动全球复苏共振。

受疫情防控和就地过年政策的影响，2021 年开年我国经济修复有所放缓。从 PMI 数据来看，虽然产需扩张速度环比有所放缓，但仍高于近年平均水平，经济修复趋势未变。总体而言，需求回落幅度高于生产，服务业回落幅度高于制造业。其中生产性服务业受制造业扩张放缓影响，指数小幅回落；消费性服务业受消费预期拖累，跌入收缩区间。供给方面，受弱季节性影响，生产呈现周期性小幅下滑。需求方面，出口扩张放缓，进口略微收缩。尽管我国经济仍在回补疫情冲击造成的缺口，但房地产基建等产业发力减弱，就地过年政策也降低了消费预期。此外，2021 年春节消费整体表现不如疫情前的往年水平，但消费市场在几个领域表现亮眼，包括居家用品消费、新型智能消费、线上线下餐饮消费、就近休闲。价格方面，季节性因素和天气因素拉动 CPI 同比增速整体回升，大宗商品价格上涨带动 PPI 同比降幅收窄。预计未来一段时间出口需求仍将保持旺盛，制造业生产和投资延续增长，但春节期间消费受疫情反弹影响，回升速度可能暂缓。

当前属于货币政策回归中性、信用“稳”而非“紧”的阶段。1 月信贷表现强于历史同期，其中，企业、居民中长贷表现强势，企业、居民短贷有所修复。社融增量大幅超出市场预期，主要受到信贷、非标支撑，政府债券融资额则对社融形成拖累。但增速继续回落 0.3pct 至 13%，预计一季度社融增速下行速度或仍将较缓。M2 增速继续受财政支出进度不及预期影响，有所下降。但 M1 增速环比“跳升”6.1pct 至 14.7%，重回上行区间，M2 与 M1 间的剪刀差大幅收窄至负区间。前瞻地看，一方面，社融-M2 剪刀差未来大概率收窄，指向后续利率上行空间有限。另一方面，M2-M1 剪刀差大幅收窄，指向企业的经营预期较为乐观，经济内生动能有望继续增强。

二、海外宏观：曙光初现

（一）美国非农：低速爬坡

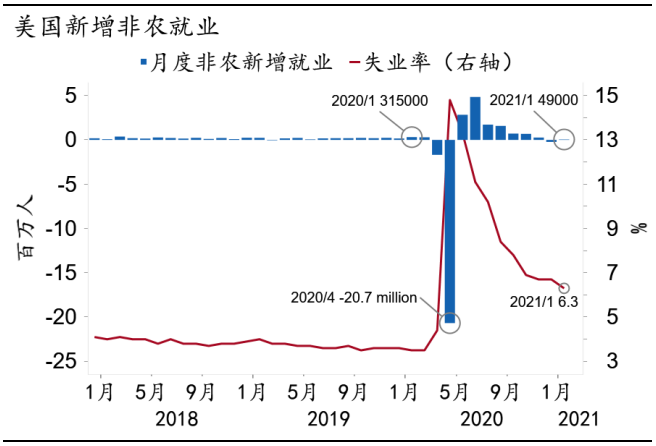
美东时间 2 月 5 日，美国劳工统计局（BLS）公布的数据显示，1 月份美国非农就业增加 4.9 万人，略低于市场预期（5 万）。失业率则从 6.7%回落至 6.3%。

1. 总量：依旧不容乐观

作为拜登上任后的首份就业报告，1 月非农延续了自去年 11 月以来的低迷，尽管增速转正但已连续三个月不及预期。ADP“小非农”数据显示 1 月新增就业也仅为 17.4 万。

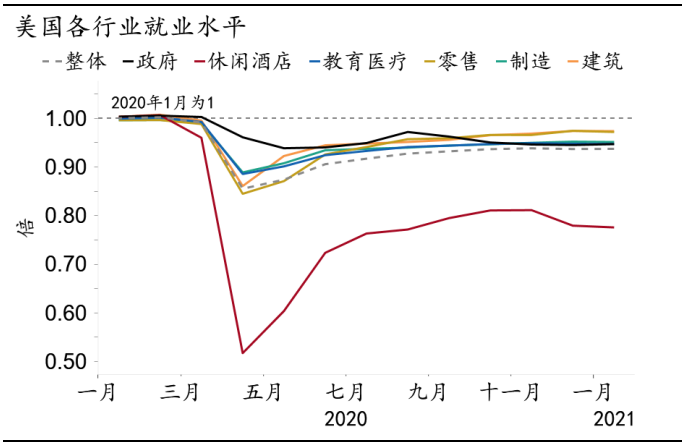
值得注意的是，尽管从数据看就业形势环比有所改善，但隐忧仍存：首先，在仍有近 1,000 万人因疫情失业的情况下，1 月就业修复速率远小于去年同期（31.5 万）。其次，失业率的下降主要源自劳动力人数的下降（环比减少 40.6 万[1]）。最后，考虑到流失的劳动人口，新增非农就业实际可能为负。

图 1：美国新增非农就业小幅转正



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：休闲酒店业持续失血



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 结构：三大特征

1 月美国就业修复呈现出三大结构性特征：

一是政府扛起就业大旗，私人部门持续分化。1 月私人部门新增就业仅约 6,000 人，其中制造业增长转负（减少 4,000 人），服务业小幅转正（增加 1 万人）。专业和商业服务业延续了强劲修复的势头（9.7 万），是私人部门新增就业的主要驱动。休闲酒店业本月延续了下跌的势头，但幅度大幅缩减，损失岗位环比减少近 9 成（88.6%）。此外，随着购物季的结束，前期贡献大量就业的零售、交通仓储等行业，本月增长均由正转负（分别减少约 3.8 万和 2.8

[1] BLS 每年年初会跟据人口等数据对全年数据进行调整，除去数据修正因素的劳动力人口下降为 20.6 万人。

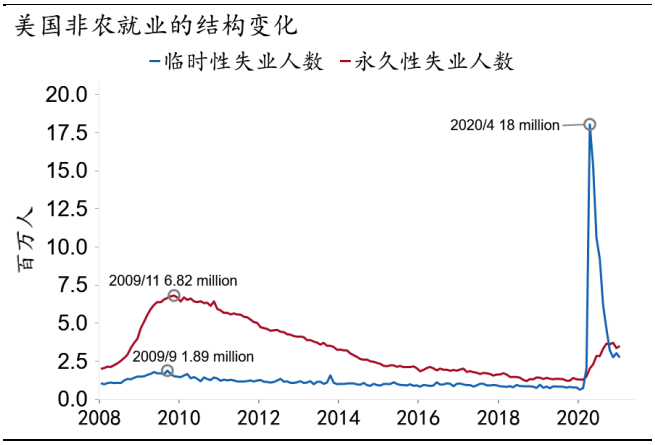
万）。**但值得注意的是，随着疫后居民消费渠道的改变，快递和仓储行业的雇员仍显著高于疫前（分别较去年 2 月增加 13.7 万和 9.7 万）。**

政府部门就业增加 4.3 万，贡献了本次新增非农就业的 87.8%。增量主要来自于州和地方政府教育岗位的增加（分别增加 3.6 万和 4.9 万）。但 BLS 指出，教育岗位的增长可能是对前期数据的修正所导致的。

二是新增就业主要来自临时性失业的下降。1 月份临时失业数为 274.6 万，较前值减少近 30 万，是新增非农就业的 6 倍。相较之下，永久性失业人数再次上升 13.3 万，达到 350.3 万，“永久-临时失业差”扩大至 75.7 万。

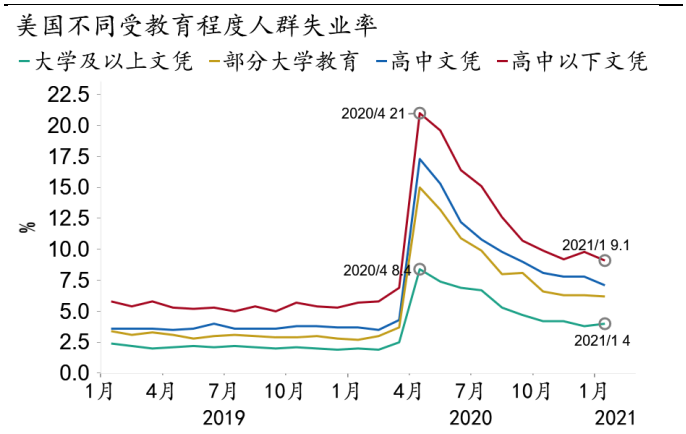
三是不同群体间失业率修复差异明显，低收入群体修复较为明显。从年龄段看，16-19 岁的青少年（teenagers）反弹最快，环比减少 1.2pct，而成年男性环比仅减少 0.4pct。从族裔看，西裔（0.7pct）与非裔(0.7pct)的修复情况比白人(0.3pct)、和亚裔(-0.7pct)更好。从学历看，受教育程度越低的群体修复程度越好，高中以下学历和高中学历人群失业率均减少 0.7pct，而大学以上学历失业率则出现上升（0.2pct）。

图 3：“永久-临时失业差”扩大



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：不同学历人群失业率分化缩窄



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

3. 前瞻：修复将逐渐提速

前瞻的看，美国就业修复有望于近期提速。前期影响就业的三个因素近期均出现改善：一是疫情出现好转。一月初以来，新增感染人数开始回落，目前降至 7 万/天左右。二是疫苗接种大幅提速。截至 2 月 25 日已接种疫苗超 6,700 万剂，接种率超过 13%。三是财政刺激开始发力。目前 9,000 亿美元的财政补贴已经落地，此外民主党起草的总额约 1.9 万亿的“美国救助计划”（American Rescue Plan）财政刺激法案有望于 3 月份获批通过。

三、实体经济：修复放缓

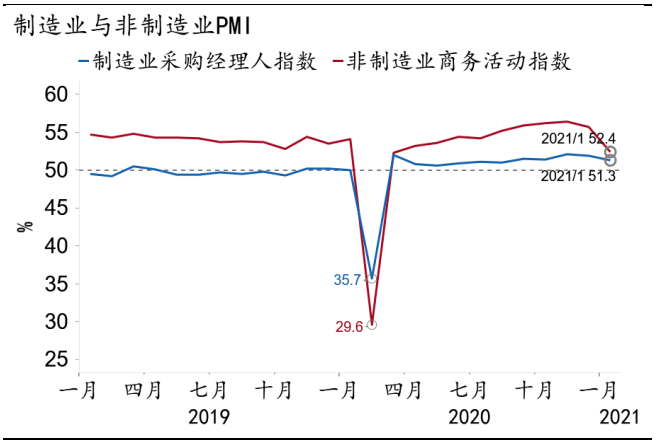
受疫情防控和就地过年政策的影响，2021 年开年我国经济修复呈现放缓趋势。修复放缓表现出两个特征：需求回落幅度高于生产，服务业回落幅度高于制造业。就地过年的防疫政策支持春节期间稳岗生产，但降低了消费预期，导致供需差边际扩大，并拖累消费性服务业整体表现。

2021 年春节消费整体表现不如疫情前的往年水平，但消费市场呈现许多新变化。2021 年春节黄金周，全国重点零售和餐饮企业实现销售额约 8210 亿元，比 2020 年同期增长 28.7%，但仅比 2019 年同期增长 4.9%。相比之下，疫情前三年（2017-2019 年）其同比增速均值为 10.0%。然而，今年春节消费市场在几个领域表现亮眼，包括居家用品消费、新型智能消费、线上线下餐饮消费、就近休闲。

（一）PMI：修复放缓

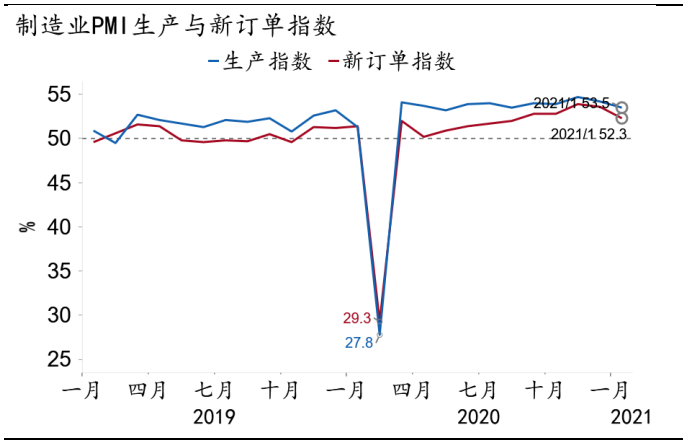
1 月中国制造业采购经理人指数为 51.3%，较上月下降 0.6 个百分点，非制造业商务活动指数为 52.4%，较上月回落 3.3 个百分点，连续 11 个月高于荣枯线，指向经济持续扩张，但步伐放缓。

图 5：制造业与非制造业 PMI 边际回落



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：需求回落幅度高于生产



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

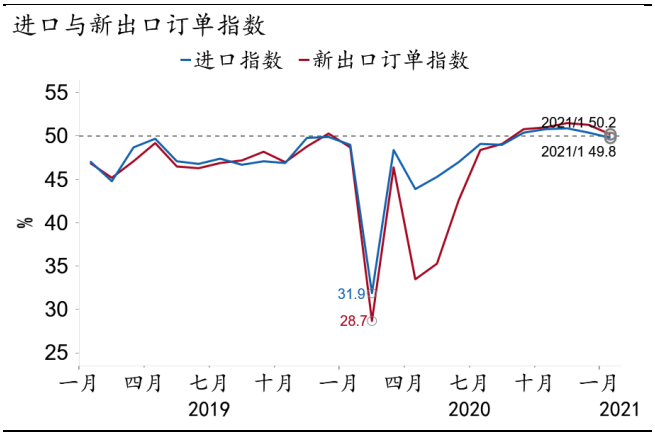
1. 制造业：需求恢复暂缓

制造业产需两端景气度均回落，需求回落幅度高于生产，库存紧缩幅度收窄。1 月生产指数回落 0.7 个百分点至 53.5%，新订单指数回落 1.3 个百分点至 52.3%，产成品库存指数上涨 2.8 个百分点至 49.0%。虽然产需扩张速率环比有所放缓，但仍高于近年平均水平，经济修复趋势未变。产需回落原因有两点：一是尽管我国经济仍在回补疫情冲击造成的缺口，但房地产基建等产业发力减弱，钢铁行业新订单大幅回落；二是需求修复放缓叠加弱季节性，生产呈现周期性下滑。另外，就地过年的防疫政策支持春节期间稳岗生产，但降低了消费预期，导致供需差边际扩大，企业产成品库存收缩有所缓解。

出口扩张放缓，进口略微收缩。1 月新出口订单指数下降 1.1 个百分点至 50.2%，新出口订单指数的回落主要由于前期基数较高，以及欧美疫苗接种加速、疫情边际缓解带来外需边际减弱。短期来看，拜登政府预期实施大规模财政刺激计划，我国出口替代优势暂不会逆转。进口指数受生产扩张放缓，以及大宗商品价格高位趋稳影响，边际回落 0.6 个百分点至 49.8%。

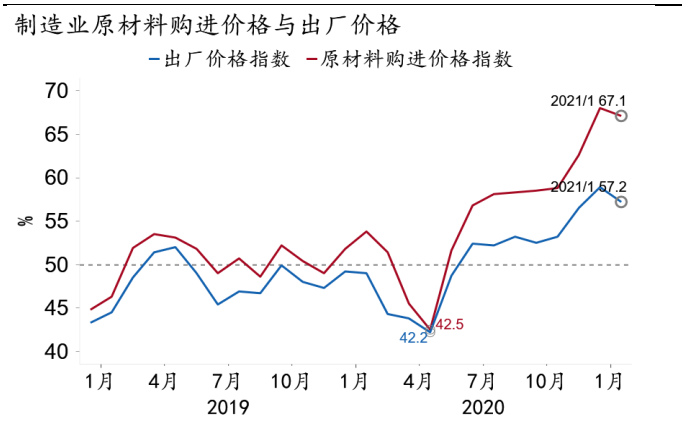
因需求短暂回落，工业品价格高位趋稳。1 月原材料购进价格指数下降 0.9 个百分点至 67.1%，产成品出厂价格指数下降 1.7 个百分点至 57.2%。高频数据显示，1 月下旬以来工业品价格指数小幅回落，可能导致 PPI 同比增速回升势头减弱。

图 7：出口扩张放缓，进口略微收缩



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 8：工业品价格上升趋势暂停



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 非制造业：消费性服务业拖累

1 月非制造业商务活动继续保持扩张，但受部分区域疫情反弹和就地过年政策影响，扩张幅度大幅收窄。受消费性服务业需求下滑拖累，新订单指数比上月回落 3.2 个百分点至 48.7%，销售价格指数回落 0.9 个百分点至 51.4%。

建筑业景气回落，仍维持高位。建筑业商务活动指数回落 0.7 个百分点至 60.0%，新订单指数下滑 4.6 个百分点至 51.2%，收费价格下降 1.1 个百分点至 52.9%，整体动能较上月略回落。受大宗商品价格高企的影响，建筑行业中间投入品价格升至近年高位，利润承压。

服务业扩张放缓，生产性服务业景气度小幅回落，消费性服务业量价齐跌，行业整体表现低迷。服务业商务活动指数回落 3.7 个百分点至 51.1%。其中生产性服务业受制造业整体扩张放缓影响，回落 2.0 个百分点至 56.2%。消费性服务业大幅下降 6.3 个百分点至 49.1%，航空运输、住宿、餐饮和居民服务等行业分别大幅下滑 28.2、41.9、19.9 和 12.7 个百分点至 32.1%、22.0%、29.2%和 40.4%，高频数据显示春运前三天铁路客流同比下降 70%，明显收缩，大幅拖累服务业整体。

3. 前瞻：向常态回归

1 月 PMI 继续处于扩张区间，但较上月回落，且回落幅度边际扩大。经济整体呈现需求回落甚于生产，库存被动边际改善，价格高位趋稳的局面。需求下滑一方面源于房地产、基建和出口边际贡献同时下降，另一方面来自消费受到疫情反复和就地过年政策的制约。前瞻地看，随着国内疫情受控，对经济的压制有望逐步解除，PMI 有望维持在扩张区间。

（二）物价：CPI 动力切换 PPI 持续回升

2021 年 1 月 CPI 同比-0.3%（市场预期-0.1%），前值 0.2%。PPI 同比 0.3%（市场预期 0.3%），前值-0.4%。

1. CPI：非食品项驱动增速下行

1 月 CPI 同比重新落入负区间，较前值下降 0.5 个百分点，低于市场预期。**具体来看，春节错月的高基数效应、局部疫情和“就地过年”政策影响是 CPI 同比增速下降的主要原因。**

CPI 驱动力切换，非食品项带动整体价格下行。1 月非食品项同比由正转负，影响 CPI 增速下降 0.64 个百分点。受到局部疫情散发以及政府“就地过年”政策的影响，服务消费和居民出行减少，交通通信、教育文化和娱乐旅游分项、其他用品和服务项同比降幅明显。**此外，春节错月的高基数效应是造成 CPI 同比下降的另一个因素**，1 月翘尾因素约为-1.3 个百分点。新涨价因素约为 1 个百分点，主要来源于食品项。其中鲜菜价格同比上升 10.9 个百分点，蛋类价格同比由负转正，较前值上涨 12 个百分点。猪肉价格延续下落趋势，跌幅较上月扩大 2.6 个百分点。值**得注意的是，反映有效需求的核心 CPI 自 2010 年以来首次落入负区间。**一方面，核心 CPI 主要由非食品项组成，非食品项增速下行拖累核心 CPI 恢复；另一方面，1 月 M2 增速下行，尤其是居民存款下降显著，对有效需求形成冲击。

我们仍然维持长期温和通胀的判断不变。品方面，猪肉价格仍将延续下降趋势，对整体价格形成下行压力。能源方面，全球经济修复向好将带动能源价格进一步回升。疫情不存在大规模扩散的基础，有效防控叠加高基数效应消退，服务性消费恢复将带动核心 CPI 回升并对整体价格形成支撑。整体来看，今年二季度开始，CPI 将逐步上行并处于温和的通胀区间内。

2. PPI：大宗商品普涨带动增速回升

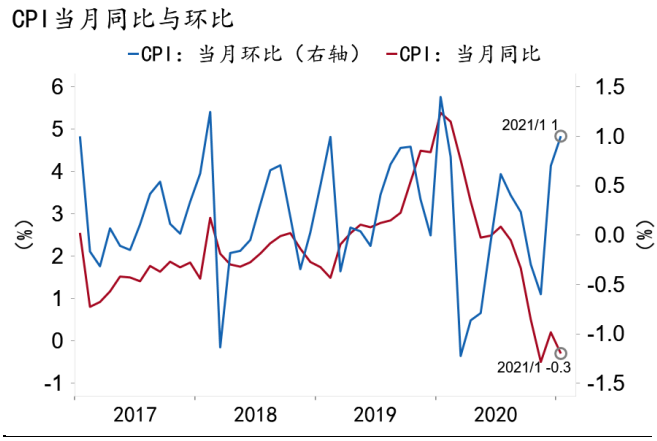
1 月 PPI 同比 0.3%，较前值提升 0.7 个百分点。生产资料和生活资料价格均较前值上行。其中，生产资料同比由负转正，较前值上升 1 个百分点；生活资料同比降幅继续收窄，较前值上升 0.2 个百分点。

大宗商品价格普涨是支撑 PPI 同比由负转正的主要原因。在全球经济共振复苏的预期下，原油和工业金属等大宗商品价格延续上升趋势，上中下游产品价格继续回升。其中，上游的采掘业同比由负转正，较前值上升 1.4 个百分点。中游加工工业价格增速继续上升，较前值上升 1 个百分点。石油、煤炭及其他

燃料加工业跌幅收窄，黑色金属、有色金属冶炼和压延加工业涨幅扩大。寒潮低温天气频发，取暖需求带动燃气生产和供应业同比增速由负转正，较前值扩大 2.4 个百分点。下游行业中，食品、衣着、日用品价格同比增速均较前值有所上升。

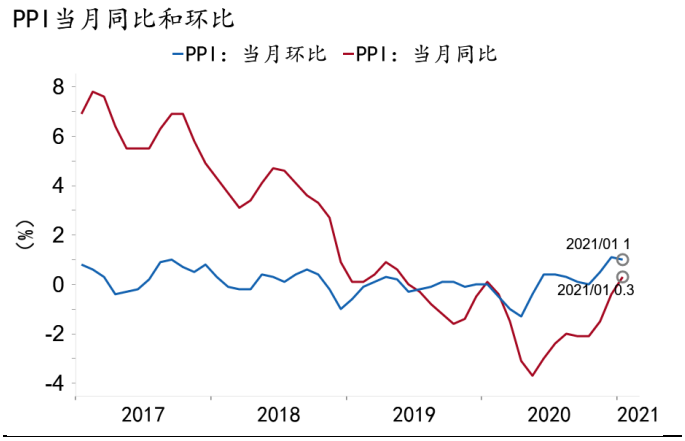
生产端修复强劲将支撑 PPI 持续回升。外需方面，全球经济复苏下，大宗商品价格持续上行，RJ-CRB 商品价格指数上升斜率增大。OPEC+会议减产协议达成，未来原油价格将呈温和上涨趋势，对 PPI 价格形成支撑。内需方面，基建、房地产投资保持稳定，制造业投资持续增长，持续对 PPI 构成提振。整体来看，未来 PPI 中枢大概率仍将回升。**在此预期下，我们调升 2021 年中国 PPI 预测值，将中枢值从 1.0%升至 1.5%。**

图 9：CPI 同比增速再回负区间



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 10：PPI 同比继续回升



资料来源：WIND、招商银行研究院

四、货币金融：广义流动性缺口扩大

1 月我国新增人民币贷款 3.58 万亿（预期值 3.53 万亿），新增社融 5.17 万亿（预期值 4.47 万亿），均高于市场预期；M2 同比增长 9.4%（预期值 10.2%），低于市场预期。

（一）信贷：总量回升，结构良好

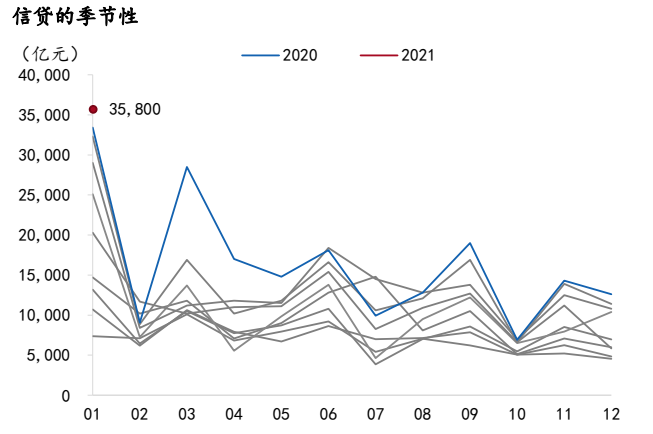
1 月新增人民币贷款环比增加 2.32 万亿，同比多增 0.24 万亿，创下同期历史新高，且信贷结构表现依然良好，我们认为，主要是受到以下三方面因素支撑：

一是基本面稳步回暖背景下，实体经济融资需求保持强劲，企业中长贷表现较好。1 月新增企业贷款同比减少 0.31 万亿，环比增加 1.95 万亿。其中，中长贷同比多增 0.38 万亿元，环比多增 1.49 万亿，占比高达 82.4%（前值 95.8%），**指向制造业中长期融资供需两旺态势延续。**

二是消费复苏叠加购房需求，带动居民贷款恢复强势状态。1 月居民贷款同比增加 0.64 万亿，环比增加 0.71 万亿，其中居民短贷同比增加 0.44 万亿，环比增加 0.21 万亿，指向居民消费继续回暖；居民中长贷同比增加 0.2 万亿，环比增加 0.51 万亿，与 1 月一线城市房地产销售回暖有关。

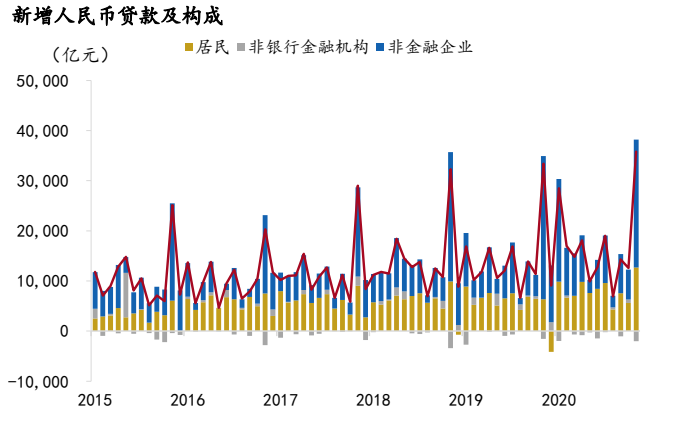
三是企业短贷和表内票据融资的“跷跷板”效应延续。前者当月增加 0.58 万亿，指向企业生产经营趋于活跃。后者当月减少 0.14 万亿，主要由于 1 月以来资金面边际收敛，导致票据利率大幅上行。

图 11：1 月信贷增量创同期历史新高



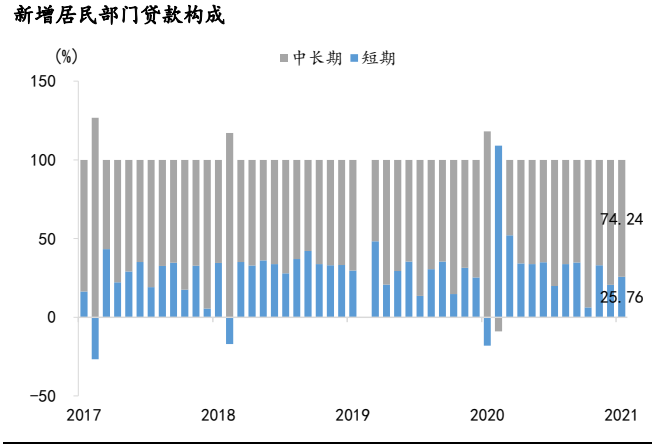
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 12：新增人民币贷款及构成



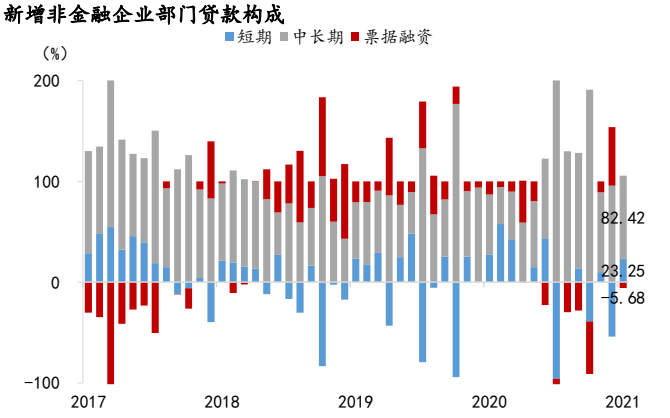
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 13：新增居民贷款构成占比



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 14：新增非金融企业贷款构成占比



资料来源：WIND、招商银行研究院

（二）社融：信贷非标改善，政府债券走弱

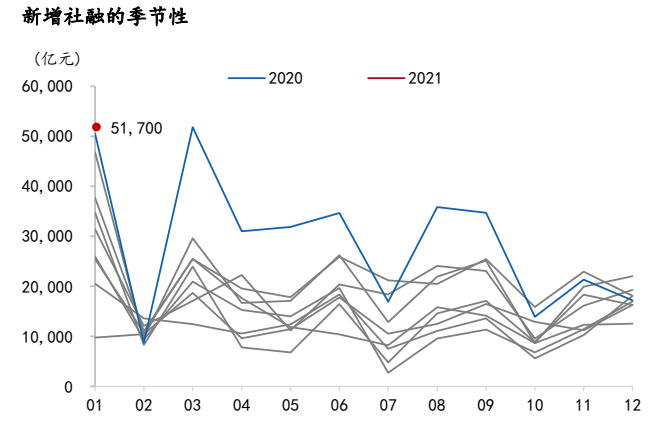
1 月新增社融 5.17 万亿，环比增加 3.5 万亿，同比增加 0.12 万亿，大幅高于市场预期的 4.47 万亿，**主要受到信贷表现超预期、企业债券融资修复、非标大幅回暖的推动，政府债券融资额则对社融形成拖累：**

一是国企违约事件的负面影响基本平复，企业发债融资回归常态水平。1 月企业债券融资环比增加 0.33 万亿至 0.38 万亿，同比基本持平。

二是非标融资单月大幅回暖，但资管新规带来的制约效应仍在。当月增加 0.42 万亿，环比大幅多增 1.15 万亿，同比增加 0.23 万亿，其中委托贷款和未贴现银行承兑汇票分别增加 91 亿、0.49 万亿，信托贷款减少 842 亿。

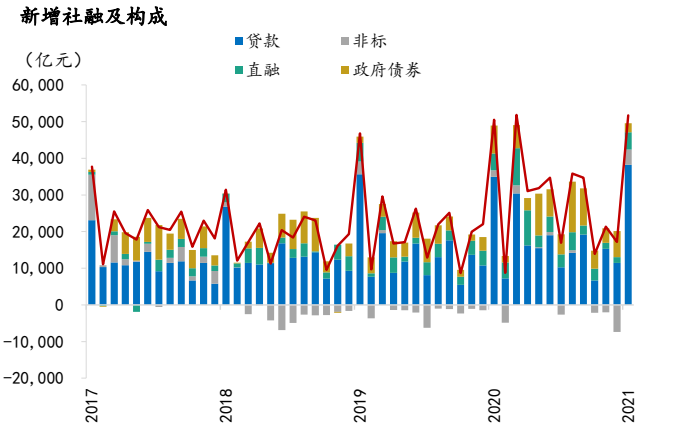
三是考虑到今年专项债提前批额度未按惯例提前下达，政府债券表现较为低迷。1 月政府债券净融资额环比减少 0.47 万亿至 0.24 万亿，同比减少 0.52 万亿。

图 15：1 月社融增量创同期历史新高



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 16：新增社融及构成

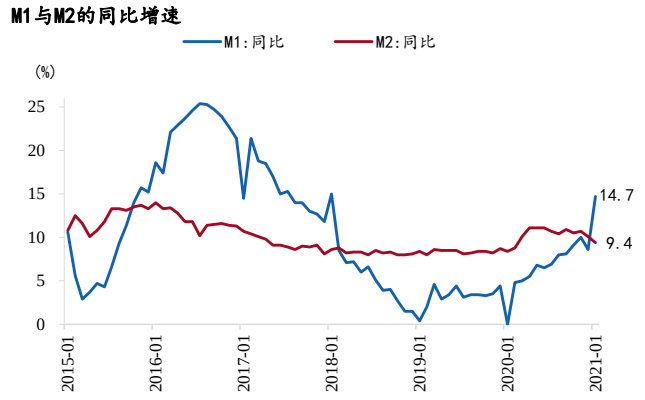


资料来源：WIND、招商银行研究院

（三）货币：M2-M1 剪刀差收窄

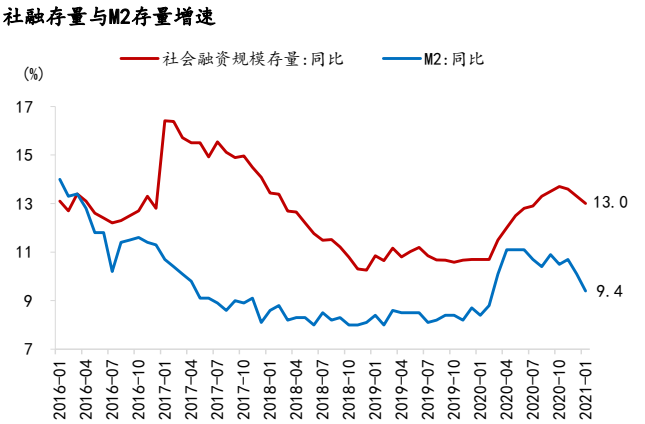
1月M2同比增速环比减少0.7pct至9.4%，显著低于市场预期值10.2%，主要原因在于当月财政投放依然不及预期，1 月为缴税大月，推动当月财政存款增加 1.17 万亿，但同比多增的幅度高达 0.77 亿，指向 2020 年末结余的财政存款或并未完全释放。1月居民存款和企业存款分别增加1.48和0.95万亿，前者同比少增 2.76 万亿，后者同比增加 2.56 万亿，或与春节错位导致企业奖金发放时间推迟有关；今年春节位于 2 月中，晚于去年的 2 月初，企业可能选择在 2 月发放奖金，便导致 1 月出现居民存款少增、企业存款多增。M1 增速环比“跳升”6.1pct 至 14.7%，重回上行区间，M2 与 M1 间的剪刀差大幅收窄至负区间，**指向经济内生动能较强，也与去年疫情冲击背景下的低基数有关。**

图 17：1 月 M2-M1 剪刀差收窄至负区间



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 18：社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

（四）前瞻：社融增速有望缓步下行

总体来看，当前属于货币政策回归中性、信用“稳”而非“紧”的阶段。1 月信贷表现强于历史同期，其中，企业、居民中长贷表现强势，企业、居民短贷有所修复。社融增量在信贷、非标支撑下表现较强，但增速继续回落0.3pct 至 13%，**预计一季度社融增速下行速度或仍将较缓。**M2 增速继续受财政支出进度不及预期影响，有所下降。

前瞻地看，一方面，社融-M2 剪刀差在 1 月继续走阔，反映出资金需求的上升快于资金供给，广义流动性缺口扩大，银行负债端压力边际上升，**但我们预计这一剪刀差未来大概率收窄，指向后续利率上行空间有限。**另一方面，M2-M1 剪刀差大幅收窄，M1 较 M2 更快上升，**指向企业的经营预期较为乐观，经济内生动能有望继续增强。**

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 0755-83195702

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