“疫苗复苏”与“拜登新政”带来全球戴维斯双击
——海外资本市场 2021 年展望

陈峤
资本市场研究员
☎：0755-88259976
✉：chenqiao426@cmbchina.com

刘东亮
资本市场研究所所长
☎：0755-83167787
✉：liudongliang@cmbchina.com

■**“疫苗复苏”与“拜登新政”：**疫苗的问世将极大改变市场对于未来经济复苏节奏的预期，强化全球复苏格局，美联储等主要央行超常规货币政策提前退出的预期也将会上升；拜登新政向“凯恩斯主义”靠拢，预计能够为市场带来更为可观的财政刺激包，引导美国经济更快地走出“新冠衰退”的泥沼，并强化明年经济的复苏格局。综合来说，全球资本市场，尤其是海外市场在明年将面临拜登入主白宫以及疫苗问世所带来的“戴维斯双击”，交易主线预计将继续沿着复苏的顺周期逻辑演绎。

■**美债：长端利率推高，短端利率稳定：**美国经济的复苏逻辑、通胀预期的重建在 2021 年预计将会继续，美债长端利率的中枢相较今年将有所提升。美债 10 年期利率在 2021 年的中枢预计为 1%-1.1%左右，交易区间或在 0.7%-1.5%之间；美元融资则需要关注不同基准之间的分化。

■**黄金：华丽转身，机会来自预期差：**考虑到疫苗最终能够得以广泛性使用几乎属于确定性事件，黄金的强势逻辑遭到挑战，建议降低黄金在明年的配置比例，投资者也可以考虑以保值策略作为主要思路，例如配置保值看涨金等。但是，如果出现预期差事件，例如疫苗接种效果、接种率不及预期，美联储继续维持超额宽松的必要性上升，金价也将存在预期修正的上涨机会。

■**美股：高位续命模式有望延续：**海外权益市场确定性加强，美股“高位续命”模式有望延续。可关注航空、酒店、文娱等此前受疫情冲击较大的行业。此外，市场从科技股转向周期股的过程中，科技长期来看仍具战略配置价值，投资者亦可关注短期科技估值调整所产生的左侧机会。

■**人民币：升值空间有限：**美元方面，我们预计弱美元的形态仍会延续，但持续时间会比较有限。想要定义美元已经进入新一轮的、持续数年的熊市周期，目前来看理由仍不充分；人民币方面，整体走势预计仍然偏强，节奏上将呈现先升后贬的形态，2021 年美元兑人民币汇率的中枢水平预计为 6.6，波动区间为 6.3-6.9；人民币远期贴水或将先升后落。

■**风险提示：**拜登新政的“凯恩斯主义”不及预期、疫苗进展不及预期。

目录

一、戴维斯双击：“疫苗复苏”与“拜登新政” 1
（一）疫苗复苏：疫情的分水岭 1
（二）拜登新政：美国大政府回归 2
二、大类资产配置：风偏上移，静待春光 4
（一）美债：长端利率推高，短端利率稳定 4
1. 美债长端利率中枢上移 4
2. 美元融资需关注不同基准之间的分化 4
（二）黄金：华丽转身，机会来自预期差 5
（三）美股：高位续命模式有望延续 6
（四）人民币：升值空间有限 7
1. 美元或将维持弱势 7
2. 人民币即期汇率料以双向波动为主 8
3. 人民币远期贴水将先升后落 9
三、风险提示 10

图目录

图 1：全球已确认疫苗购买量达到 73 亿，另外 25 亿剂正在谈判中（数据截止 12 月 4 日） 1
图 2：疫苗的问世将加速全球复苏 2
图 3：疫苗或拉动明年美欧经济增速 2-3 个百分点 2
图 4：拜登入主白宫对财政赤字的影响预测 4
图 5：拜登入主白宫对经济的影响预测 4
图 6：Libor 围绕联邦基金目标利率窄幅波动，波动风险不大；但美债中期利率预计将出现中枢性上移 5
图 7：美债实际利率或将从深度负值逐渐修复 6
图 8：美国 M2 增速将逐步回落 6
图 9：2020 年以来美股上行主要依靠估值拔升，盈利持续疲弱 7
图 10：美股盈利表现疲弱 7
图 11：美国双赤字规模今明两年偏高 8
图 12：IMF 预测 2021 欧元区 GDP 增长率更高 8
图 13：人民币汇率预测模型 9
图 14：中美利差走阔，推动人民币远期贴水走高 10
图 15：人民币与美元流动性边际分化，人民币远期贴水走高 10

表目录

表 1：拜登的政策主张 3

随着新冠衰退的阴霾逐渐褪去，明年的全球经济或将落入到共振复苏的象限当中。对于全球资本市场来说，尤其是海外市场，将面临拜登入主白宫以及疫苗问世所带来的“戴维斯双击”——经济修复速度加快、市场风险偏好升温。

一、戴维斯双击：“疫苗复苏”与“拜登新政”

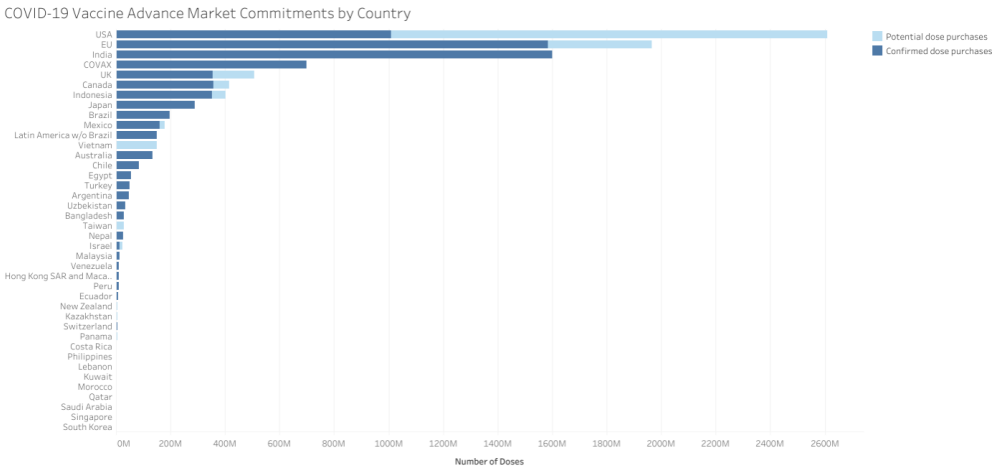
（一）疫苗复苏：疫情的分水岭

新冠疫情的“全球大流行”（Global Pandemic）已近一年，虽然疫情的蔓延并未得到有效遏制，但疫苗却在年底实现了突破性进展，预计能够为明年的经济带来曙光并强化全球复苏预期。

截止 12 月 2 日，世界卫生组织的数据显示全球共有 51 款疫苗进入临床阶段，11 款进入临床 3 期。其中，辉瑞（Pfizer）/ 拜恩泰科（BioNTech）、莫德纳（Moderna）、牛津大学（University of Oxford）/阿斯利康（AstraZeneca）疫苗的临床 3 期中期数据显示其有效性分别达到 95%、94.5%和 70%的水平，远高于美国食品药品监督管理局（FDA）所要求的 50%的有效性，也远高于市场的预期。目前，英国、FDA 已经批准了辉瑞疫苗（其中英国已经开始投入了使用），Moderna 也已向 FDA 提交了紧急使用授权（EUA）申请，预计年底就可以大规模投向市场。

从产能端来看，截止今年年底，辉瑞、Moderna 分别可以提供 5000 万、2000 万剂疫苗。到 2021 年底，辉瑞和 Moderna 的整体产能将达到 18-23 亿剂次，可以覆盖 9-11.5 亿人，基本上可以实现发达国家的全覆盖。此外，阿斯利康的 2021 年产能预计将达到 30 亿剂，全球预计将超过 100 亿剂，理论上明年年底或将基本实现全民免疫。此外，若采取高危人群优先注射以及部分必要的防疫措施，到明年年中疫情大概率将基本可控。

图 1：全球已确认疫苗购买量达到 73 亿，另外 25 亿剂正在谈判中（数据截止 12 月 4 日）



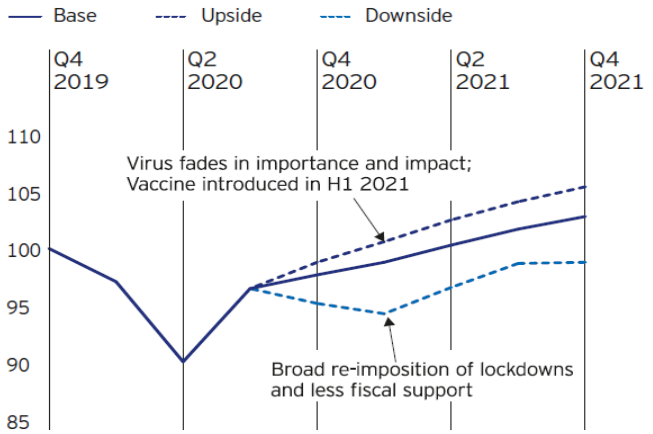
资料来源：Duke Global Health Innovation Center、招商银行研究院

从预订量来看，全球目前已确认的疫苗购买量就已经达到了 73 亿剂，另外有 25 亿剂仍在谈判当中。其中，欧美英加日等发达国家预定量领先全球，一旦该疫苗投入使用且有效性达到预期，可能极大的缓解欧美发达国家的疫情，从而成为疫情的分水岭。

对于海外经济来说，随着疫苗的问世，主要发达经济体执行大规模封锁措施的必要性和力度将逐渐下降，经济受疫情冲击的力度趋于弱化。同时，疫苗也将极大改变市场对于未来经济复苏节奏的预期，强化全球复苏格局，或有望为美欧经济带来额外 2-3 个百分点的增速贡献。

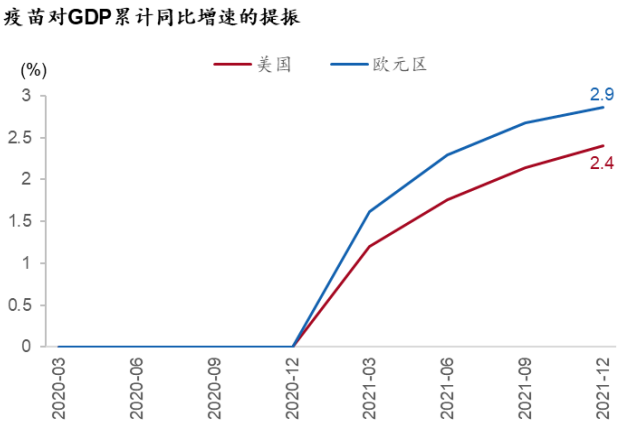
对于政策演变来说，随着疫苗的问世，美联储等主要央行超常规货币政策提前退出的预期将会上升，市场也将产生货币政策边际收紧的预期。但需要留意的是，政策的演变往往滞后于市场，美国经济刚刚走出“新冠衰退”的泥沼，美联储实质性的流动性收紧（加息）大概率不会出现，未来货币政策的边际变化主要集中在购债方案上，例如缩小 QE 规模、或是采取类似 2012-2014 年的“扭曲操作（Operation Twist）”等。

图 2：疫苗的问世将加速全球复苏



资料来源：Invesco、招商银行研究院

图 3：疫苗或拉动明年美欧经济增速 2-3 个百分点



资料来源：招商银行研究院

综合来说，全球资本市场，尤其是海外市场在明年将面临拜登入主白宫以及疫苗问世所带来的“戴维斯双击”，交易主线预计将继续沿着复苏的顺周期逻辑演绎。

（二）拜登新政：美国大政府回归

美国大选基本尘埃落定，拜登以 306 票选举团票获选第 46 任美国总统，美国政治生态预计将逐渐向“大政府”回归，其所主张的对内、对外政策将对美国经济运行以及全球外交产生一定影响。

在对内政策方面，无论是拜登，还是其背后所代表的民主党均更加倚重通过扩大财政支出来刺激经济增长，这也将加速美国经济的复苏步伐。在具体政策上，拜登主张加大基础设施建设、推行绿色新政（Green New Deal）以及增加投资“美国制造”的公司和产品等；在投资规模上，拜登将投资近 1.3 万

亿美元用于基础设施建设、2 万亿美元用于在 2050 年前实现 100%的清洁能源经济、4000 亿美元用于采购“美国制造”的商品和服务等；在疫情救助上，民主党主张 2.2 万亿美元的英雄法案（Heroes Act），相比共和党提出的 1 万亿治愈法案（Heals Act），也显得更加“慷慨”。

表 1：拜登的政策主张

领域	具体主张
制造业回流	**加大投资“美国制造”的公司和产品：**投资 4000 亿美元用于采购“美国制造”的商品和服务，3000 亿美元用于美国技术研发，如电动汽车、5G、轻质材料、人工智能等
基础设施建设	**加大基础设施建设。**投资近 1.3 万亿美元用于基础设施建设。未来 5 年将投资 50 亿美元用于电动汽车电池技术，未来 10 年将投资 4000 亿美元用于清洁能源研究和创新，100 亿美元用于贫穷地区的交通项目
清洁能源	**推行绿色新政（Green New Deal）。**投入 2 万亿美元用于在 2050 年前实现 100%的清洁能源经济
税收	**提高年收入在 40 万以上的人群和企业税收。包括**企业所得税（21%升至 28%）、海外子公司所得税（10.5%升至 21%）、个人所得税（最高档：37%升至 39.6%）、长期资本利得税
疫情救助	2.2 万亿美元英雄法案“Heroes Act”（民主党主张）
外交	修复盟友关系，坚持多边主义
对华政策	对中国以及其他尝试通过不正当手段削弱美国制造业的国家将采取“强硬措施”；民主党非“重商主义”，支持自由贸易

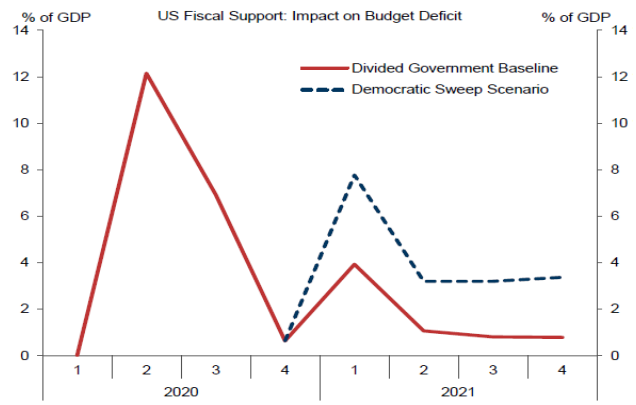
资料来源：拜登竞选网站、招商银行研究院

虽然拜登主张提高年收入在 40 万以上的个人和企业的税率来增加税收，但财政政策作为逆周期调节项往往需要和经济运行周期挂钩。在美国经济尚未恢复到潜在增长水平之前，预计拜登所主张的加税政策很难在短期内落地。

在对华政策方面，近年来遏制中国是美国两党共识，存在广泛的民意基础，因此，无论是谁入主白宫，中美的竞争格局或都难以避免，预计拜登仍将在贸易、制造业、科技、地缘政治、人权等问题上对华施压。但是，拜登作为传统政客，其政策框架可预测性更强，中美有望实现更加理性的对话。同时，拜登支持自由贸易，其在单边关税的态度上预计相较特朗普会有所缓和，中美在贸易问题上的斡旋空间也将会更大。

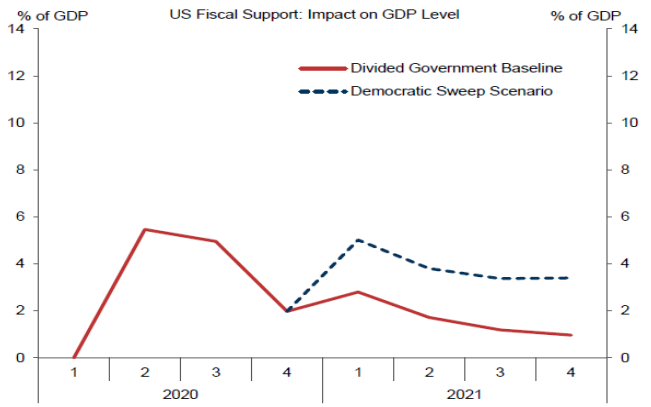
总的来说，拜登新政向“凯恩斯主义”靠拢，预计能够为市场带来更为可观的财政刺激包，引导美国经济更快地走出“新冠衰退”的泥沼，并强化明年经济的复苏格局。另外，无论是在分裂国会（共和党执掌参议院，民主党执掌众议院）、还是统一国会（民主党横扫两院）的背景下，预计均能够给明年的经济增长带来正贡献，只不过后者在带来更加强劲的经济增长速度的同时，也将加重美国面临的政府债务化问题。

图 4：拜登入主白宫对财政赤字的影响预测



资料来源：Goldman Sachs Global Investment Research、招商银行研究院

图 5：拜登入主白宫对经济的影响预测



资料来源：Goldman Sachs Global Investment Research、招商银行研究院

二、大类资产配置：风偏上移，静待春光

（一）美债：长端利率推高，短端利率稳定

1. 美债长端利率中枢上移

美国经济的复苏逻辑、通胀预期的重建在 2021 年预计将会继续，美债长端利率的中枢相较今年将有所提升。美债 10 年期利率在 2021 年的中枢预计为 1%-1.1%左右，交易区间或在 0.7%-1.5%之间。

从节奏上看，在基数效应的影响下，美国的经济增长、通胀“爬坑”将于明年 Q2 见到阶段性顶点，随后逐渐回落。美债利率作为经济-通胀的映射，明年上半年预计将以缓步上行为主。但是，考虑到美联储推行的平均通胀目标制（Average-inflation Targeting）提高了对于通胀的容忍度，长端利率波动幅度或相对有限。

对于下半年来说，我们需要关注疫苗对经济以及货币政策的附加影响。根据我们的测算，疫苗对经济的提振将从 Q1-Q2 逐渐显现，并于 Q3-Q4 达到最大化，届时无论是经济的复苏、还是超常规货币政策提前退出的预期都将明显上升。因此，尽管下半年美国经济由于基数效应出现同比走弱，但预计美债利率也仍能够维持在相对高位。

2. 美元融资需关注不同基准之间的分化

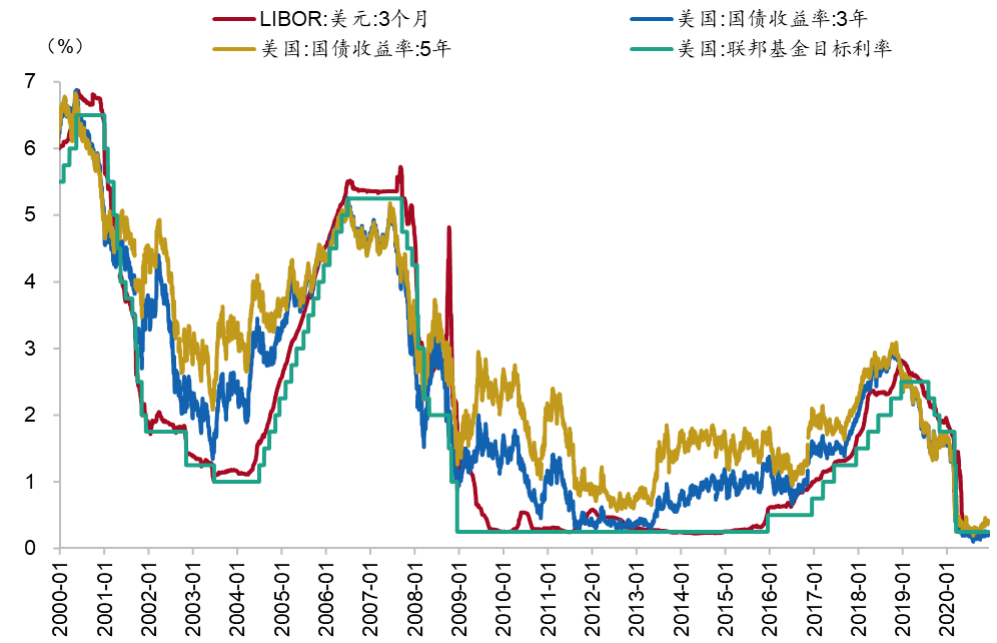
为对冲新冠疫情对经济带来的剧烈冲击，美联储在今年年初推行了零利率以及无限量 QE 政策，境外美元融资成本整体维持低位。**对于明年来说，美元融资则需要关注不同基准之间的分化。**

由于 Libor 基本围绕着联邦基金目标利率窄幅波动，在美国经济恢复到疫前水平之前，基本的流动性支持仍然必要，美联储立即重返加息通道的概率不

大，因此 Libor 利率的波动风险预计比较有限，以 Libor 作为定价基准的美元融资仍具备低成本优势。

但是对于中资美元债来说，近几年的久期分布以 3-5 年期为主，其定价基准所挂钩的 3-5 年期美债利率预计会在明年出现中枢性的上移。因此，对于以美债作为定价基准的美元融资来说，其低成本窗口将逐渐收窄，建议有融资需求的企业实体尽早抓住融资机会。

图 6：Libor 围绕联邦基金目标利率窄幅波动，波动风险不大；但美债中期利率预计将出现中枢性上移



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）黄金：华丽转身，机会来自预期差

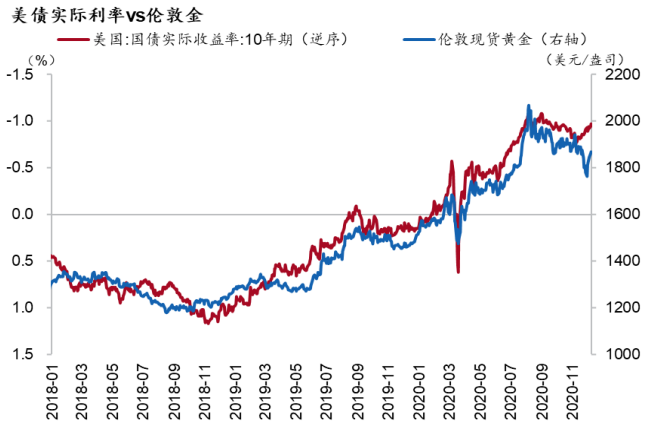
对于黄金来说，2021 年的金价走势预计将在“经济弱复苏+美联储超常规货币政策支持”以及“经济复苏加速+货币政策支持力度边际趋弱”两个场景中逐步切换。

首先，在疫苗未规模接种之前，预计美联储仍有动机延续超额的流动性投放，黄金面临的宏观场景将是经济的弱复苏叠加超常规货币政策的维系，此时名义利率虽然和通胀共同向上，但预计美联储仍将有意压低名义利率的反弹幅度。这将造成名义利率上行速率慢于通胀，实际利率走低，对黄金偏向利好。

但是，随着疫苗得到广泛使用，低美元实际利率驱动金价上行的逻辑将面临挑战。疫苗的积极进展有助于强化“复苏交易”的逻辑，市场也会逐渐定价超常规货币政策逐步退出的预期，名义利率维持低波动的信仰将被打破。美债利率、通胀均将进一步推高，而实际利率也可能会从深度负值的坑位中逐渐修复，对黄金产生压制。

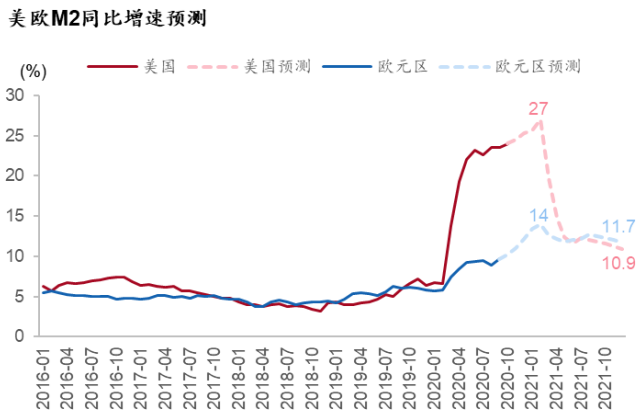
综合来说，黄金的走势预计将在上述两个场景中逐步切换，考虑到疫苗最终能够得以广泛性使用几乎属于确定性事件，黄金的强势逻辑遭到挑战，**建议降低黄金在明年的配置比例，投资者也可以考虑以保值策略作为主要思路，例如配置保值看涨金等。**但是，如果出现预期差事件，例如疫苗接种效果、接种率不及预期，疫苗想要作为“经济加速器”的作用将会边际减弱，美联储继续维持超额宽松的必要性上升，金价也将存在预期修正的上涨机会。

图 7：美债实际利率或将从深度负值逐渐修复



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：美国 M2 增速将逐步回落



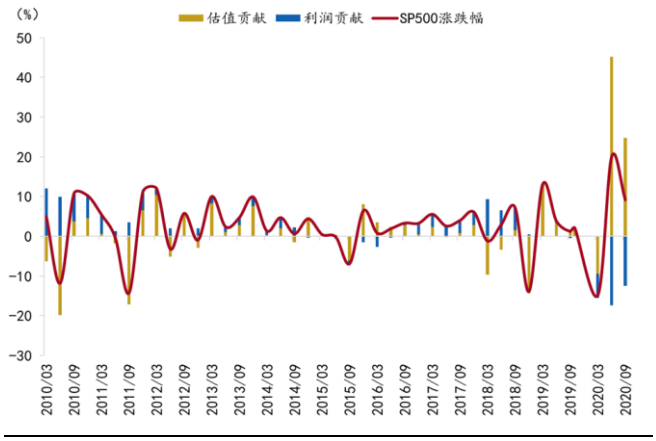
资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）美股：高位续命模式有望延续

2020 年以来，美股总体维持强势，其上行主要依靠美联储释放天量流动性所导致的估值拔升，而盈利则持续疲弱。**对于明年来说，海外权益市场确定性加强，美股“高位续命”模式有望延续。**疫苗的问世以及拜登新政的落地将从两方面影响海外权益市场特别是美股，一是市场风险偏好明显提振，二是经济修复的速度加快，企业盈利修复的确定性加强，因此不论是估值还是盈利均有所提振。在疫苗逐步推进的过程中，可关注航空、酒店、文娱等此前受疫情冲击较大的行业。此外，市场从科技股转向周期股的过程中，科技长期来看仍具战略配置价值，投资者亦可关注短期科技估值调整所产生的左侧机会。

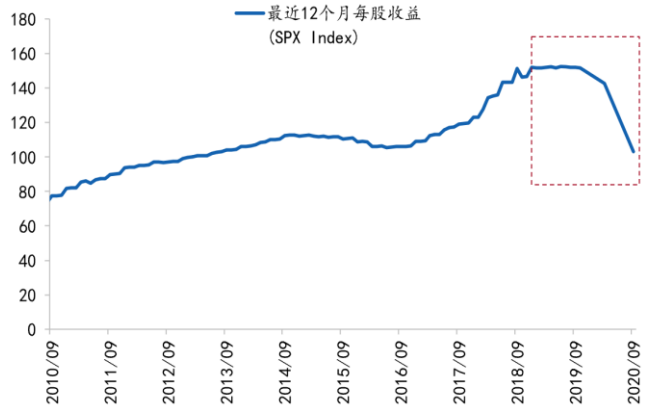
对 A 股而言，相较于特朗普对华政策，拜登政策或相对缓和，A 股未来所面临的外围冲击有望边际减缓，但核心领域（如科技等相关产业）的竞争或仍将延续。同时，疫苗带来全球商贸、旅游等产业的修复，也有望对 A 股旅游等相关板块形成一定程度的利好，但考虑到我国疫情控制效果较其他经济体更明显，前期市场已有定价，疫苗进展对 A 股影响相对美股或更小。

图 9：2020 年以来美股上行主要依靠估值拔升，盈利持续疲弱



资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

图 10：美股盈利表现疲弱



资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

（四）人民币：升值空间有限

1. 美元或将维持弱势

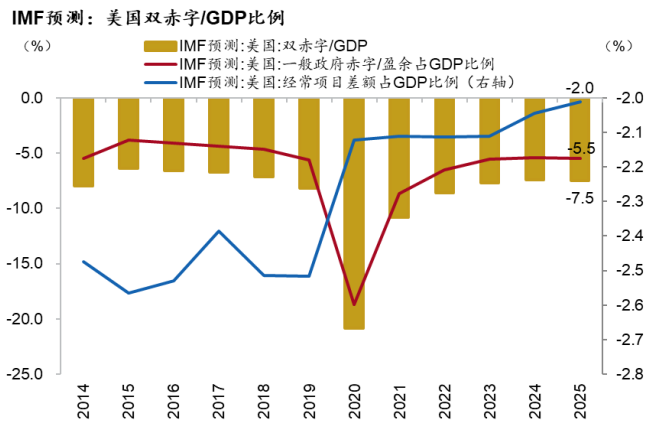
我们预计弱美元的形态仍会延续，但持续时间会比较有限。想要定义美元已经进入新一轮的、持续数年的熊市周期，目前来看理由仍不充分。

首先，在利差方面。无论美国还是欧洲，均有动机在一定时间内维持低利率政策不变，美联储推出“平均通胀目标制”降低了未来的加息预期，导致利率波动幅度降低。货币政策的边际分化对美元指数的影响可能钝化。

其次，在美国经济的相对强弱方面。从 IMF 的预测来看，欧元区 2021 年的 GDP 实际增长率高于美国，这将对美元构成压制。但需要留意的是，欧元区经济呈现出更强的恢复弹性有一部分因素来源于低基数效应，如果我们抛掉低基数的影响，预计美国经济仍能够以相对更快的速度恢复至疫前水平，美元因货币超发导致的贬值不一定能够持续太长时间。此外，从长周期来看，我们很难得出“欧洲经济将长期超越美国”的结论，也很难支持美元已经进入熊市周期的论调。

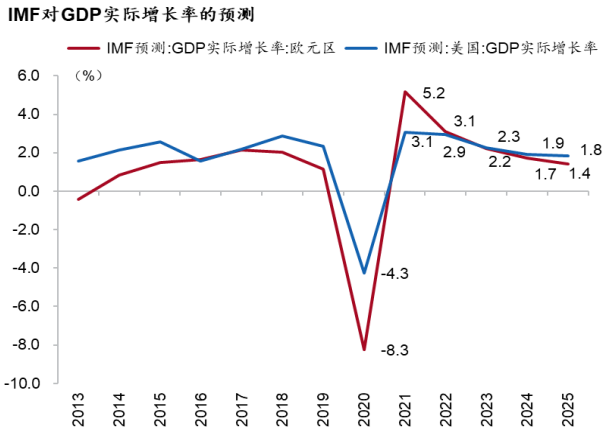
最后，在美国双赤字方面。由于今年“新冠衰退”席卷全球，各国纷纷推出巨量的财政急救包，财政政策的“凯恩斯主义”再度兴起，导致全球公共债务快速积累。以 IMF 的预测数据来看，美国双赤字规模/GDP 占比在 2020 年可达 21%的极高水平，对美元形成拖累，但 2021 年将显著降至 11%，从更长的周期观察，赤字对美元的拖累比较短暂。

图 11：美国双赤字规模今明两年偏高



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：IMF 预测 2021 欧元区 GDP 增长率更高



资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 人民币即期汇率料以双向波动为主

首先，由于我们判断弱美元的形态在未来一段时间内将延续，因此人民币双边汇率预计仍有升值压力，中枢水平相较 2020 年来说或将进一步提升；其次，在资本项目端，相比于美联储的“无下限”放水，我国的宏观刺激力度远小于西方发达国家，常规货币政策空间仍然充足，中美息差偏厚，在追逐高收益资产的驱动下，资金或有望加速流入国内资本市场，这也将从资本账户端对汇率产生拉动力量，不过需要留意节奏上可能会出现由强转弱的切换；最后，拜登获选成为美国总统，其在单边关税的态度上相较特朗普或会有所缓和，中美再次掀起贸易摩擦的概率降低，人民币汇率面临的外围冲击将边际减弱。

但是需要留意的是，部分支撑人民币汇率走强的因素在明年或将出现弱化，包括经常项目差额缩窄、疫苗问世将削弱中国在疫情防控方面的优势、中美利差的见顶回落等等。

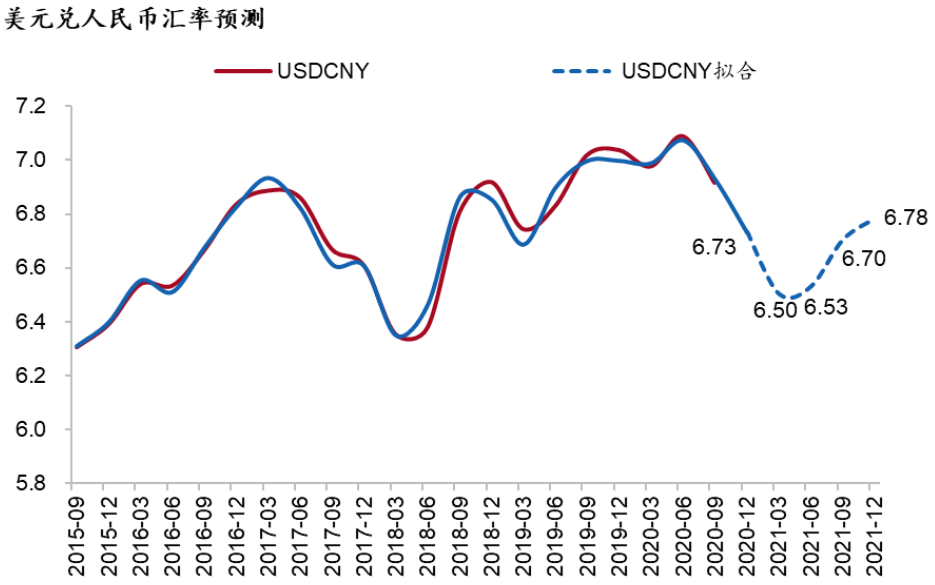
在经常项目方面，中美贸易协议的继续执行叠加内需的逐渐修复，将对进口形成支撑。尽管我们认为出口仍能维持高景气度，但考虑到替代效应的减弱以及人民币的升值损害了部分出口企业的利润，均将在一定程度上制约我国出口的提升，货物贸易顺差或将缩窄。此外，随着新冠疫情对旅游、留学的影响逐渐消退，服务贸易逆差预计将会扩大。因此，经常项目端对人民币汇率的支撑相较 2020 年来说或将逐渐弱化。

在疫情方面，受益于国内积极的疫情防控措施，中国经济率先于全球复苏，而海外核心国家直到今年年底仍深陷于疫情反复爆发的泥潭当中，疫情的差异对人民币汇率亦形成了明显支撑。但是，随着明年疫苗大概率能够在欧美地区实现规模接种，中国相较于发达国家在疫情防控中的优势可能被削弱。

在利差方面，尽管我们认为资本账户在全年来说对人民币仍有正贡献，但考虑到中债利率在明年上行空间有限，以及美债利率在疫苗的推动下能够走势偏强，中美利差可能会出现见顶回落，对人民币的支撑预计将逐渐由强转弱。

综合来说，人民币汇率整体走势预计仍然偏强，但受制于部分积极因素出现边际变化，人民币汇率的升值将不会是直线型，而是双向波动型，节奏上将呈现先升后贬的形态，上半年为较好的购汇窗口。2021 年美元兑人民币汇率的中枢水平预计为 6.6，波动区间为 6.3-6.9，较 2020 年平均水平升值超 4%。

图 13：人民币汇率预测模型



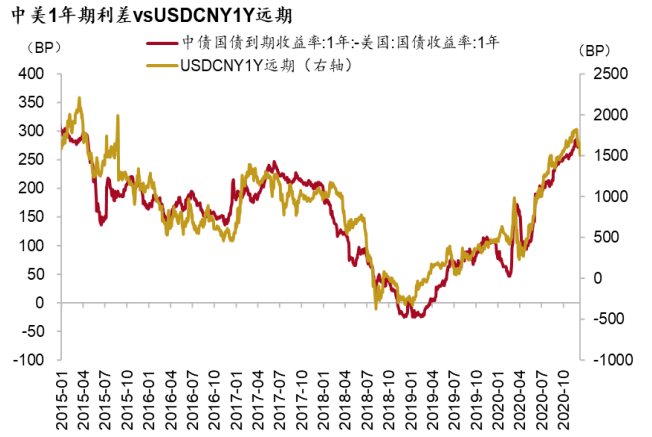
资料来源：Wind、招商银行研究院

3. 人民币远期贴水将先升后落

年初至今，美元兑人民币远期贴水随着中美利差的不断走阔而整体增厚，尽管 3 月境外美元流动性危机隐现，境内美元流动性亦受到了一定程度的影响，人民币远期贴水出现阶段性走低。但随着美联储非常规货币政策的推出，美元流动性枯竭的问题逐步缓解，叠加 5-7 月我国央行货币政策边际收紧，人民币与美元流动性展现出边际分化的格局，人民币远期贴水亦不断上行。

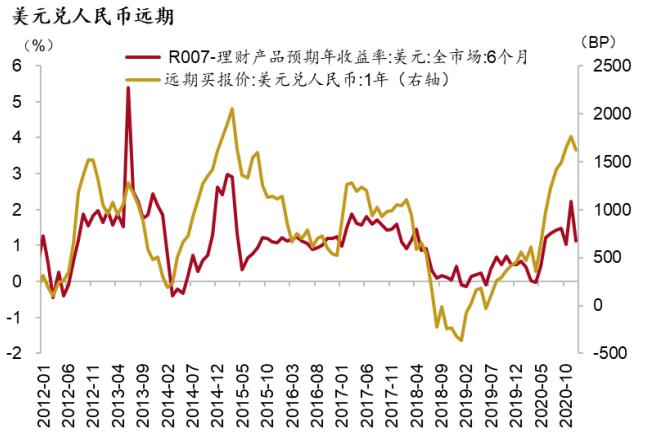
对于明年来说，我们认为人民币远期贴水或将先升后落。上半年，疫苗以及拜登对经济的提振作用刚刚显现，美联储仍有动机提供流动性支持，境内外美元流动性均有望维持宽松格局。而国内的货币政策已从应对疫情冲击的偏宽松状态向后疫情时代的稳健中性取向逐步回归，流动性将整体呈现紧平衡特征。也就是说，中美在流动性上的边际分化仍将会延续，人民币远期贴水增厚的形态也将会继续；在下半年，随着疫苗的广泛推广对海外经济的影响实现最大化，美联储超常规货币政策提前退出的预期将明显上升，美元流动性边际收紧，中美流动性的分化特征收敛，人民币远期贴水也有望企稳下行。

图 14：中美利差走阔，推动人民币远期贴水走高



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 15：人民币与美元流动性边际分化，人民币远期贴水走高



资料来源：Wind、招商银行研究院

三、风险提示

针对“戴维斯双击”我们也同时提出两点风险提示：

第一，拜登新政的“凯恩斯主义”不及预期。虽然参议院目前花落谁家尚未可知，但大概率将是由共和党继续执政，并最终形成拜登+分裂国会的政治形态。在分裂国会的背景下，虽然两党仍能够在财政刺激上达成统一，但由于共和党和民主党在财政、新冠疫情救助计划上仍存在分歧，若因此出现混乱场景，例如最终推出的刺激方案在规模上或是推出时间上不及预期等，市场也将因此陷入波动。

第二，疫苗进展不及预期。疫苗的问世已经是确定性事件，但由于缺乏长期安全性数据，若出现接种效果、接种率不及预期等现象，也将部分打破市场对经济出现加速复苏的预期，资产价格也将面临预期修正的风险。

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