10 月进入敏感期，大类资产波动加大
——资本市场月报（2020 年 9 月）

■ **9 月海外市场回顾：**海外市场出现明显调整，黄金与权益市场同步下跌，美元则出现反弹，非美货币走弱。市场调整的逻辑我们认为来源于以下两点：第一，财政刺激断档导致市场风险偏好下降；第二，欧洲疫情再度爆发，市场担忧部分欧洲国家采取封锁措施将对经济复苏节奏产生扰动。

■ **10 月海外市场前瞻：美债：低波动的延续。**短期将仍以区间震荡、低波动形态为主。**汇率：美元或将延续反弹。**10 月正值美国大选窗口期，外部不确定性上升，叠加美元大概率将延续阶段性反弹，预计人民币汇率也将进入调整期。**黄金：短期仍面临波动性。**由于美债名义利率在短期内几乎可以视作为一个“不变量”，而美国通胀在四季度可能会面临一次回落，这将对黄金构成一定利空。

■ **9 月债市回顾：**在流动性和基本面共同影响下，9 月债券利率走势偏弱，并且来回反复，10 年期国债利率波动在 3.05-3.15%之间。

■ **10 月债市前瞻：**10 月债市利率可能会阶段性修复，不过波动也会加大。10 月流动性较 9 月有一定程度好转，同时债券供给压力在四季度将逐步缓解。另一方面，美国大选进入辩论阶段，容易引发风险偏好反复；同时国内流动性面临扰动。整体而言，经济修复延续，在趋势带动下，建议仍以防守为主，不过可关注市场情绪演绎至极致带来的波段机会。

■ **9 月以来 A 股涨跌不一，**仅上证 50 微幅上涨，创业板表现最为疲弱。

■ **股市后市行情展望与策略。**当前指数处于估值调整的状态，虽然短期表现疲弱，但我们判断在基本面逐步回暖的背景下，指数下行空间有限。策略上，可关注部分周期行业的潜在机会，以及中长期主线行业的左侧机会，以科技、消费等行业为代表。

刘东亮
资本市场研究所所长
☎：0755-82956697
✉：liudongliang@cmbchina.com

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

柏禹含
资本市场研究员
☎：0755-83132042
✉：baiyuhan@cmbchina.com

朱肖炜
资本市场研究员
☎：0755-83169193
✉：alphonsezhu@cmbchina.com

目录

一、海外市场 1
（一）海外资产回顾 1
（二）海外投资重点 1
（三）海外资产展望 3
二、债券市场 6
（一）9 月回顾和 10 月展望 6
1. 9 月回顾：债券利率震荡向上 6
2. 10 月展望：阶段性修复，但扰动因素增多 6
（二）债券发行情况追踪 7
三、股票市场 9
（一）行情回顾 9
（二）股市流动性追踪 10
1. 资金需求端 10
2. 资金供给端 12
（三）股市点评 14

图目录

图 1：欧洲疫情再度爆发 2
图 2：美联储预计将维持零利率至 2023 年底 3
图 3：美债长短端利率延续低波动 3
图 4：FED-ECB 资产负债表增速已经回落 4
图 5：美国 8 月 PMI 超预期反弹，欧元区微跌 4
图 6：人民币汇率指数表现强势 5
图 7：人民币双边汇率在 9 月呈现“V”型 5
图 8：美债隐含通胀预期回落 5
图 9：美国 CPI 预测：Q4 可能面临短线回落 5
图 10：9 月 10 年国债、国开债利率震荡向上 6
图 11：9 月 10-1Y 国债、国开债利差震荡 6
图 12：9 月国债净融资基本维持 7
图 13：9 月政策性金融债净融资环比少增 7
图 14：9 月地方债净融资环比明显少增 8
图 15：9 月同业存单净融资环比明显少增 8
图 16：9 月信用债净融资环比少增 8
图 17：本月各大指数表现 9
图 18：本月 A 股涨跌幅分布区间 9
图 19：本月各行业涨跌幅情况 9
图 20：A 股净利润同比增速预测 10
图 21：本月各板块估值走势 10
图 22：各大指数估值曲线 10
图 23：IPO 家数与募集金额 11
图 24：增发及配股家数与募集资金额 11
图 25：本月重要股东增减持行业情况 12
图 26：新成立股票、偏股型公募基金规模情况 12
图 27：本月两融情况 13
图 28：本月两融交易额占 A 股成交额情况 13
图 29：本月北上资金变化情况 13

表目录

表 1：大类资产表现回顾（截至 2020 年 9 月 25 日） 1
表 2：大选年 vs. 非大选年大类资产的季节性表现差异 2

一、海外市场

（一）海外资产回顾

9 月海外市场出现明显调整，黄金与权益市场同步下跌，美元则出现反弹，非美货币走弱。市场调整的逻辑我们认为来源于以下两点：第一，美国两党关于新一轮财政刺激规模难以达成一致，财政刺激断档导致市场风险偏好下降；第二，欧洲疫情再度爆发，市场担忧部分欧洲国家采取封锁措施将对经济复苏节奏产生扰动。对于黄金来说，由于目前美债名义利率几乎可以视作一个“不变量”，而油价的下跌导致隐含通胀预期下行，实际利率抬升，叠加美元出现走强，对黄金构成利空。

表 1：大类资产表现回顾（截至 2020 年 9 月 25 日）

大类资产	名称	本月以来（%）	本季以来（%）	今年以来（%）
权益	MSCI发达市场	-4.41%	4.78%	-1.74%
	MSCI新兴市场	-3.67%	5.79%	-1.07%
	道琼斯工业平均指数	-4.42%	5.27%	-4.78%
	标准普尔500指数	-5.77%	6.39%	2.09%
	纳斯达克综合指数	-7.32%	8.56%	21.63%
	上证综合指数	-5.19%	7.86%	5.55%
	伦敦金融时报100指数	-2.03%	-5.30%	-22.54%
	巴黎CAC40指数	-4.40%	-4.18%	-20.88%
	法兰克福DAX指数	-3.68%	1.29%	-5.89%
	东京日经225指数	0.28%	4.11%	-1.91%
	恒生指数	-7.71%	-4.88%	-17.57%
	圣保罗IBOVESPA指数	-2.38%	2.04%	-16.12%
大类资产	名称	本月以来（BP）	本季以来（BP）	今年以来（BP）
利率	美国10Y	-6	0	-126
	中国10Y	11	31	-1
	英国10Y	-10	7	-61
	法国10Y	-14	-11	-35
	德国10Y	-14	-4	-35
	日本10Y	-4	-2	3
大类资产	名称	本月以来（%）	本季以来（%）	今年以来（%）
贵金属	黄金	-5.46%	4.47%	22.60%
	白银	-13.91%	31.94%	30.48%
大类资产	名称	本月以来（%）	本季以来（%）	今年以来（%）
汇率	美元	2.62%	-2.87%	-1.93%
	人民币	0.49%	3.72%	2.14%
	日元	0.27%	2.19%	2.88%
	英镑	-4.67%	2.77%	-3.91%
	欧元	-2.56%	3.53%	3.69%

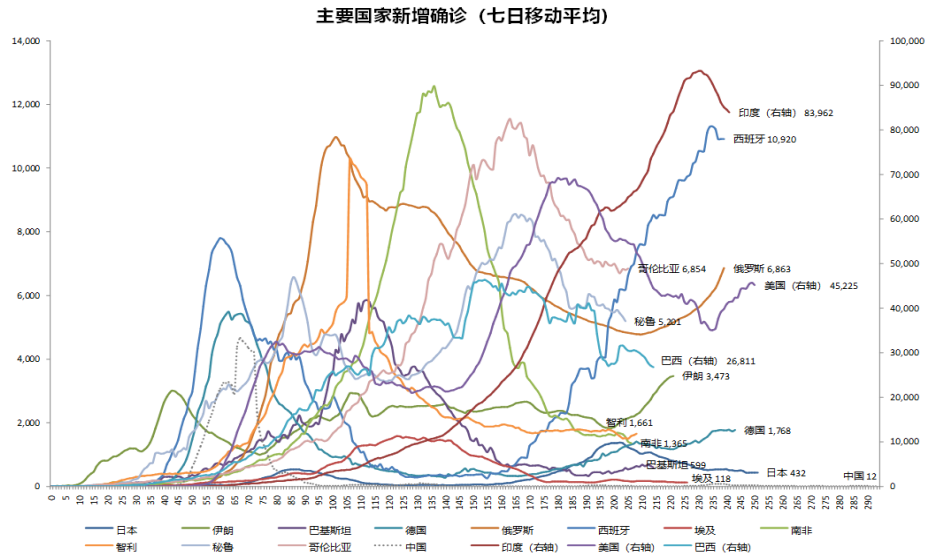
资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）海外投资重点

1） 欧洲疫情再次爆发

欧洲疫情近期再次爆发，部分国家加强封锁导致市场对其复苏进程产生担忧，市场风险偏好快速回落，欧股、欧元出现明显下跌。未来若疫情仍未见到缓解，预计将在一定程度上降低欧洲地区经济的复苏斜率，对风险资产也将继续产生扰动。除此之外，我们观察到美国疫情出现第三次反弹的苗头，是否会形成 3 次爆发并超过前期峰值值得留意。

图 1：欧洲疫情再度爆发



资料来源：Wind、招商银行研究院

2） 美国大选效应

美国大选临近，通过对历史的回溯，我们发现其对大类资产价格会产生一定的季节性影响。我们一般聚焦于竞选前两个月和竞选落地后两个月的资产价格表现，从逻辑上来说，大选本身的不确定性会对市场产生扰动，风险资产或将呈现先弱后强的形态，避险资产则将呈现先强后弱的形态。

表 2：大选年 vs.非大选年大类资产的季节性表现差异

大类资产	情景	9-10月（冲刺期）%	11-12月（竞选结束期）%
标普500指数	非大选年	0.80%	3.12%
	大选年	-0.90%	2.67%
大类资产	情景	9-10月（冲刺期）%	11-12月（竞选结束期）%
美元	非大选年	-1.46%	-0.50%
	大选年	1.96%	-0.21%
大类资产	情景	9-10月（冲刺期）%	11-12月（竞选结束期）%
黄金	非大选年	2.24%	2.00%
	大选年	-0.64%	0.50%
大类资产	情景	9-10月（冲刺期）BP	11-12月（竞选结束期）BP
10Y利率	非大选年	-9.97	-5.28
	大选年	-5.62	-10.36
3M利率	非大选年	-17.55	-9.44
	大选年	1.67	11.42

资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

从数据上来说，大选年中标普 500 指数在 9-10 月的表现（-0.9%）明显弱于 11-12 月的表现（2.67%），同时也明显弱于正常年份中的月度表现（0.8%）。而大选年中美元在 9-10 月的表现（1.96%）明显强于 11-12 月的表现（-0.21%），同时也明显强于正常年份中的月度表现（-1.46%）。仅从外汇和股市来看，季节性差异表明在大选前期市场对竞选结果的不确定性表现出一定的避险风格，而在竞选结束后股市则有望迎来风险释放后的反弹机会。而黄金和利率的表现则呈现大选后两个月强于大选前两个月的特征，这和股市

所呈现出的风险偏好先弱后强有一定矛盾，表明政治影响因素或更多体现在股市和汇市，而利率和黄金或更多受制于其他因子的变动。

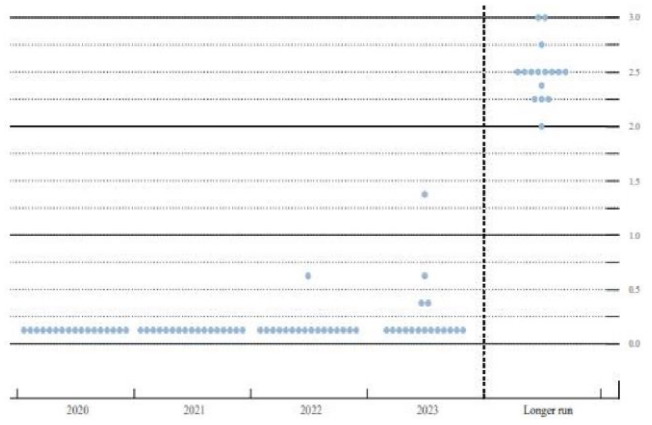
（三）海外资产展望

1） 美债：低波动的延续

尽管美国经济步入了缓慢复苏的通道，但受制于全球疫情反复、美国大选前政策不确定性上升、美联储货币政策持续宽松等因素的压制，美债利率仍维持低波动运行。

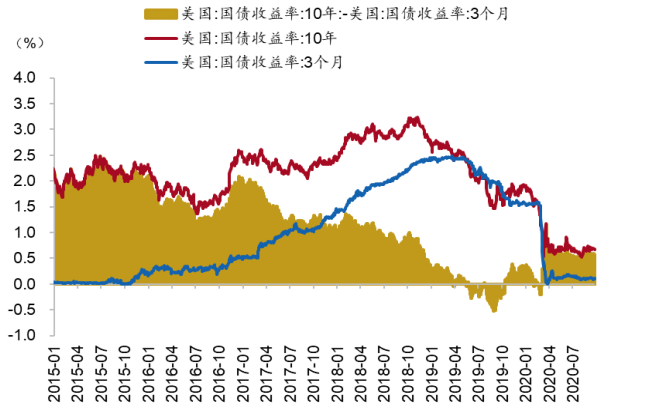
从趋势来说，美国经济弱复苏的步伐仍在行进，美联储在季度经济展望（Economic Projections）中也大幅上调了对于今年主要经济指标的预测，纳入了重启后美国经济较快恢复的情况，这也意味着美债利率中枢将逐渐震荡上行。同时，美联储点阵图显示零利率政策将被维持到 2023 年底，叠加购债速度不变，长端利率上行幅度也不会太高。但短期来说，目前市场不确定性较高，包括疫情反复、美国财政政策断档、大选选情胶着等等，长端利率上行阻力较大，预计短期将仍以区间震荡、低波动形态为主。

图 2：美联储预计将维持零利率至 2023 年底



资料来源：Fed、招商银行研究院

图 3：美债长短端利率延续低波动



资料来源：Wind、招商银行研究院

2） 汇率：美元或将延续反弹

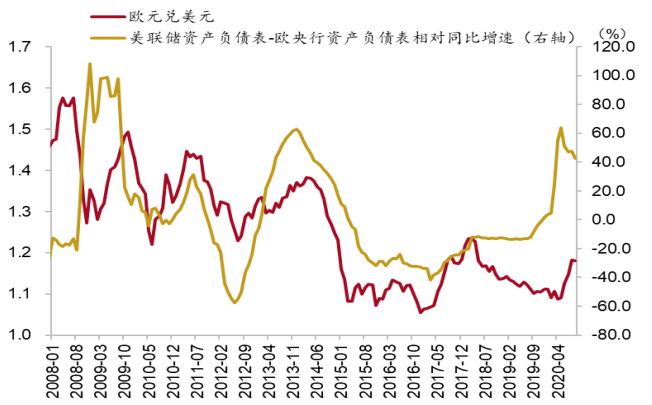
美元指数在 9 月出现震荡走强，虽然我们认为美元的趋势性下行仍未结束，但在短期的节奏上，美元的确已经展现出一些边际上的优势，本次的反弹行情预计在 10 月仍将延续。

第一、欧洲部分国家出现了疫情的再度爆发，欧洲经济复苏脚步或将放缓，而美国疫情 2 次爆发的峰值已过，在差异化的疫情演化下，美国经济恢复或有望加速，这将对美元产生支撑。风险则在于美国疫情近期出现第三次反复的早期迹象，持续性需关注。

第二、随着市场流动性逐渐稳定，美联储的扩表速度开始缓步下降，而欧央行却仍在提速，这导致美欧扩表增速差从高位回落。表明美欧货币政策的边际分化正在收敛，对美元的拖累效应已经减弱。

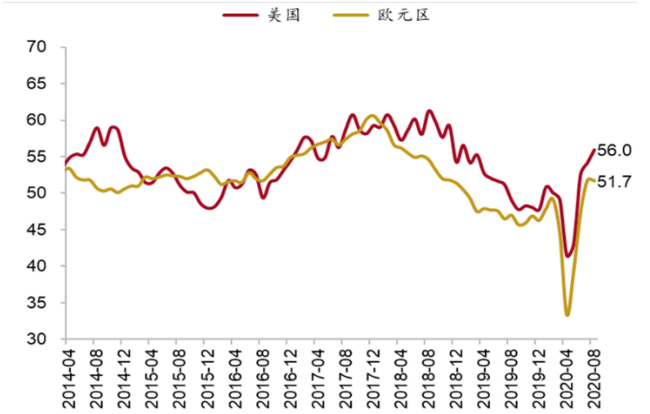
第三、美国目前大选选情胶着、新一轮财政刺激方案难产叠加大法官缺位（目前已提名），在不确定性上升的背景下，市场有望呈现一定程度的避险风格，对美元构成利好。

图 4：FED-ECB 资产负债表增速已经回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：美国 8 月 PMI 超预期反弹，欧元区微跌

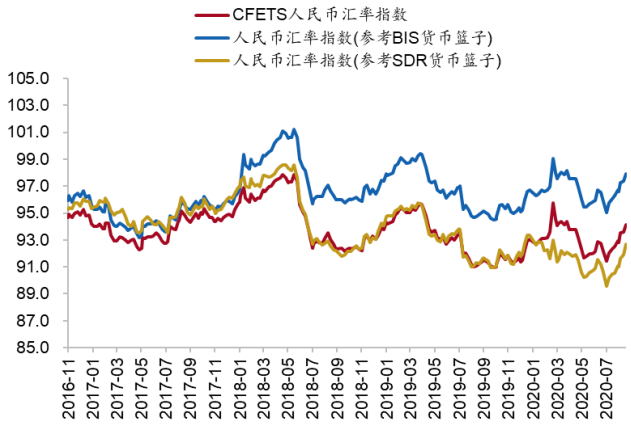


资料来源：Wind、招商银行研究院

对于人民币来说，尽管美元在 9 月出现反弹，但人民币兑一篮子货币的 CFETS 指数连续两个月上涨，表明人民币在全球汇市中仍表现强势。美元兑人民币双边汇率方面，受益于第一阶段贸易协议的评定取得积极进展，贸易领域悲观预期修正，人民币汇率在 9 月前半段出现快速升值并突破了 6.80 关口，但随着美元连续走强，人民币汇率逐渐出现高位回落。

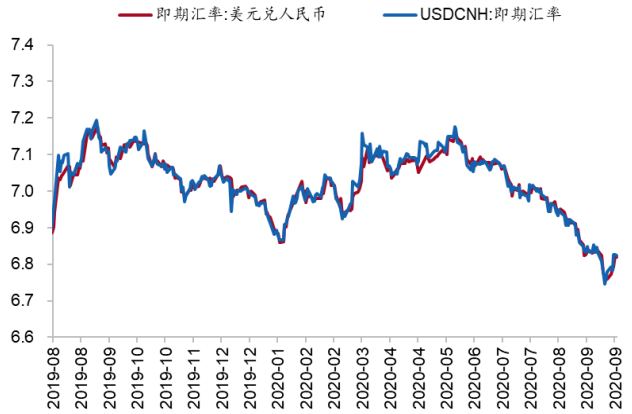
展望未来，10 月正值美国大选窗口期，外部不确定性上升，叠加美元大概率将延续阶段性反弹，预计人民币汇率也将进入调整期。但从中期趋势上来说，中国在复苏的脚步上属于全球的领军国家，这将对本国汇率构成支撑。此外，相比于美联储的“无下限”放水，我国的宏观刺激力度远小于西方发达国家，中美利差也因此不断上升并创下历史新高。在追逐高收益资产的驱动下，资金或有望加速流入国内资本市场，这也将从资本账户端对汇率产生拉动力量，在经历短期调整后，人民币汇率稳中有升格局未变。

图 6：人民币汇率指数表现强势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 7：人民币双边汇率在 9 月呈现“V”型



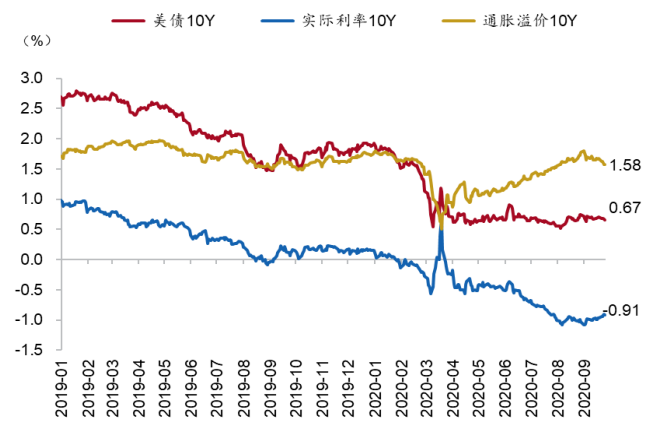
资料来源：Wind、招商银行研究院

3） 贵金属：短期仍面临波动性

黄金从 9 月下旬开始出现明显回调，我们认为一方面是受到美元标价货币走强的压制，另一方面则是因为油价出现下跌导致通胀预期回落、实际利率抬升所造成的。

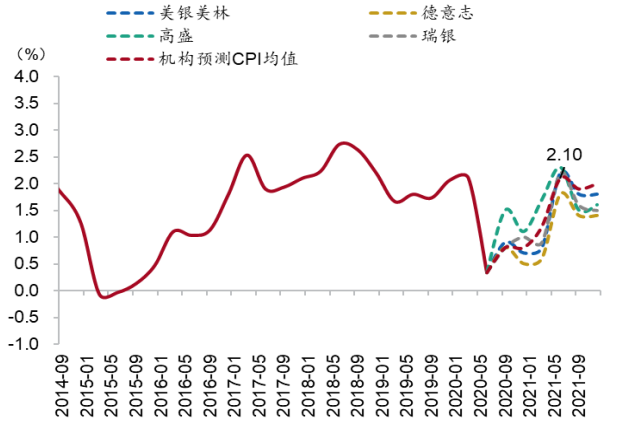
展望未来，黄金的短期聚焦点或集中于通胀的变化。由于美债名义利率在短期内几乎可以视作为一个“不变量”，而美国通胀在高基数的影响下，四季度可能会面临一次回落，这将对黄金构成一定利空。但是趋势上来说，黄金在未来面临的场景仍然是“名义利率上行速率慢于通胀”的组合，黄金整体上涨逻辑未被破坏。

图 8：美债隐含通胀预期回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 9：美国 CPI 预测：Q4 可能面临短线回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

二、债券市场

（一）9 月回顾和 10 月展望

1. 9 月回顾：债券利率震荡向上

9 月债券利率震荡向上，影响本月行情的关键变量仍然在资金面。月初银行间资金利率相对紧张，市场对资金面预期偏悲观，推动债券利率整体上行；月中，央行公开市场净投放增多，推动短期银行间资金利率下行，同时超额续作 MLF，进一步稳定中长期资金利率，市场对资金面的紧张情绪逐渐好转。基本面上，8 月经济数据表现不错，继续对债券市场施压。在流动性和基本面共同影响下，9 月债券利率走势偏弱，并且来回反复，10 年期国债利率波动在 3.05-3.15%之间。

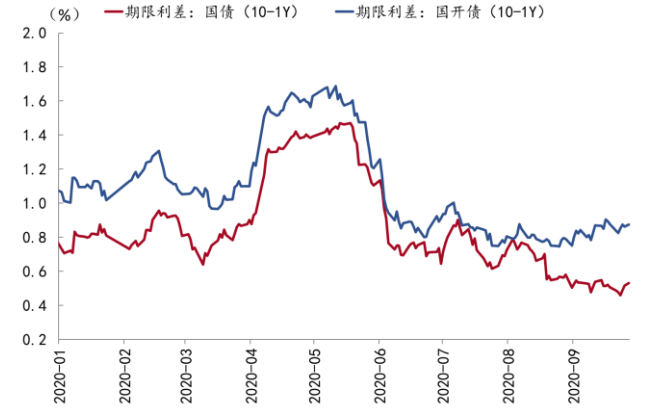
截止至 28 日，较上月最后一个交易日，10 年期国债利率上行 9bp 至 3.11%，10 年期国开债利率上行 11bp 至 3.69%；10-1 年国债利差维持在 50bp，10-1 年国开债利差小幅走阔 7bp 至 82bp。

图 10：9 月 10 年国债、国开债利率震荡向上



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 11：9 月 10-1Y 国债、国开债利差震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 10 月展望：阶段性修复，但扰动因素增多

利率方面，10 月债市利率可能会阶段性修复，不过波动也会加大。阶段性修复的动力可能来源于 10 月流动性较 9 月有一定程度好转，债券供给压力在四季度将逐步缓解。波动主要来自于，一方面海外市场面临重要事件，美国大选进入辩论阶段，总统候选人对华政策存在不确定性，容易引发风险偏好反复；另一方面，国内流动性面临扰动，市场担忧情绪仍存。整体而言，经济修复延续，在趋势带动下，建议仍以防守为主，不过可关注市场情绪演绎至极致带来的波段机会。

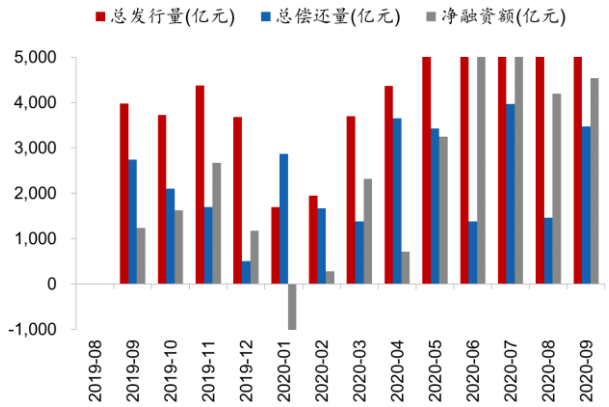
10 月仍面临流动性扰动，需要积极观察。9 月是季末月，在银行备付跨季资金压力加大背景下，资金利率中枢抬升。一般在季末之后，银行间流动性会

逐渐宽松，资金利率中枢回落。不过我们认为在季节性规律下，仍需要注意扰动因素：一是 10 月是缴税大月，缴税会导致阶段性资金紧张；二是 10 月国债和地方债供给仍多，缴款还存在一定的压力；三是财政支出较缓，暂时无法明显地缓解银行负债端压力。今年 5 月国债和地方政府债大量发行之后，我们发现财政支出速度较慢，部分资金还滞留在财政体系内。经初步统计，8 月底仍有近 44%资金还存留在政府体系内（央行资产负债表下的政府存款+1.55 万亿（8 月末较 4 月末），商业银行国库定期存款+1732 亿，两项共计多增 1.72 万亿）。由于财政资金暂时无法有效且较快地转换成企业存款或居民存款，商业银行负债端面临的压力还会存在。整体而言，10 月银行间流动性需要央行积极地投放来弥补基础货币缺口，因此央行的态度至关重要，对 10 月流动性不宜过度乐观。

（二）债券发行情况追踪

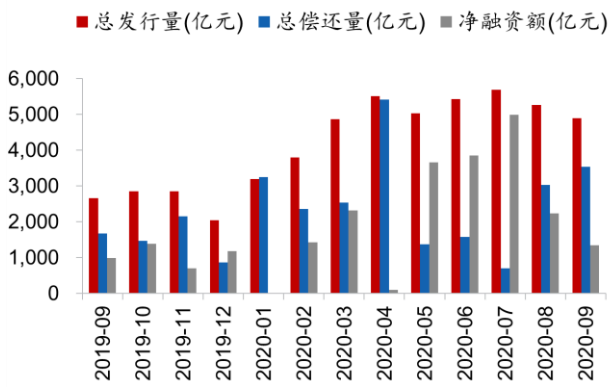
9 月国债共发行 8,004 亿，偿还量为 3,469 亿，净融资为 4,535 亿，环比多增 340 亿。政策性银行债共发行 4,888 亿，偿还量为 3,543 亿，净融资为 1,346 亿，环比少增约 892 亿；地方债发行规模为 7,209 亿，偿还规模为 2,424 亿，净融资 4,784 亿，环比少增 4,640 亿；同业存单发行规模总计 16,811 亿，总偿还量 16,296 亿，净融资 514 亿，环比少增 2,605 亿。

图 12：9 月国债净融资基本维持



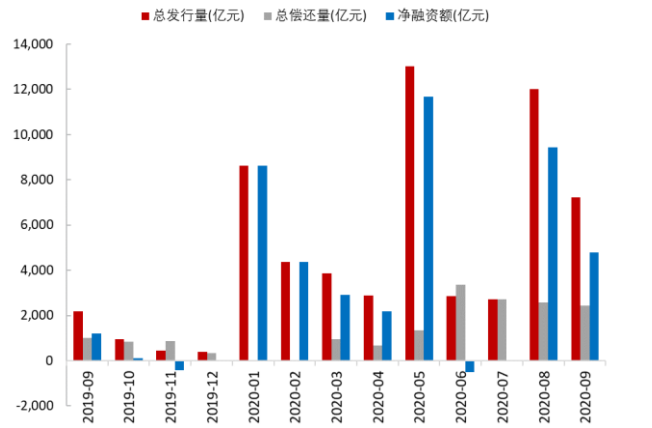
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 13：9 月政策性金融债净融资环比少增



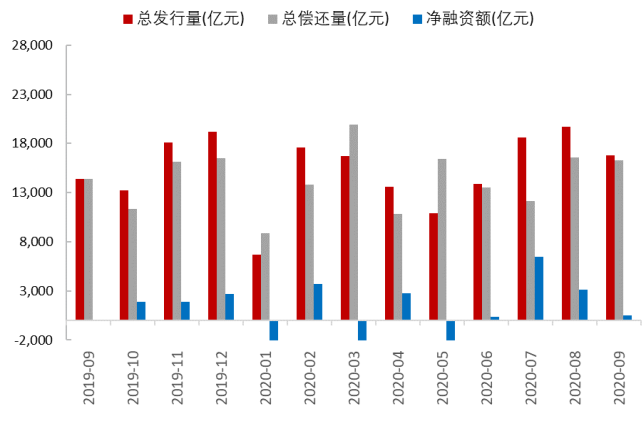
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：9 月地方债净融资环比明显少增



资料来源：Wind、招商银行研究院

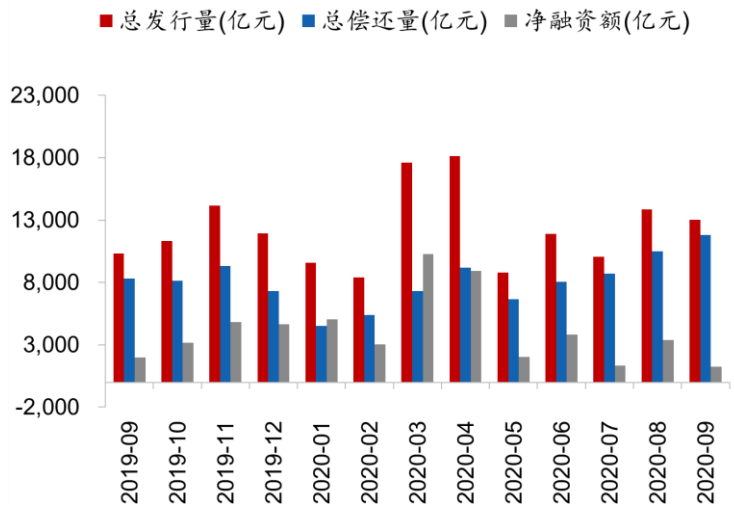
图 15：9 月同业存单净融资环比明显少增



资料来源：Wind、招商银行研究院

9 月信用债净融资额环比回落。本月信用债发行规模为 13,029 亿，总偿还量为 11,798 亿，净融资 1,231 亿，环比少增 2,159 亿。具体到主要品种，本月短融发行 3,505 亿，环比少增约 700 亿；企业债发行 438 亿，环比多增 24 亿；公司债发行 3,695 亿元，环比多增约 800 亿；中票发行 1,399 亿，环比多增约 1,000 亿；城投债发行 3,004 亿，环比少增约 1,000 亿。

图 16：9 月信用债净融资环比少增



资料来源：Wind、招商银行研究院

三、股票市场

（一）行情回顾

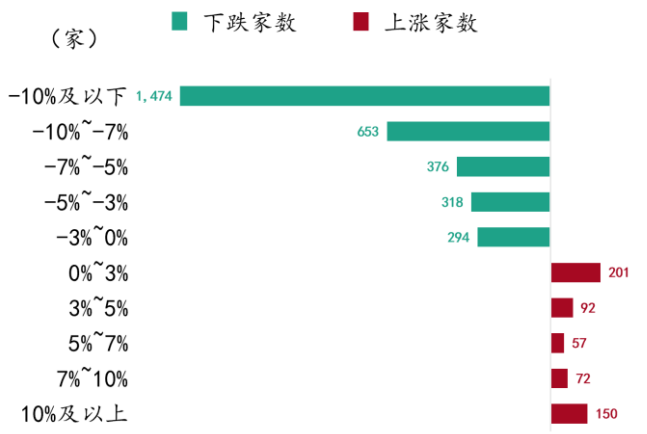
从指数走势看，9 月以来 A 股普跌。截止 9 月 28 日，A 股各板块跌幅不一，仅上证 50 微幅上涨，创业板表现最为疲弱。

图 17：本月各大指数表现

指数	最新收盘价（2020/9/28）	本月以来(%)	近一年以来(%)	2018年以来走势	成交额占比全A变化（%）	最新PE(TTM)
中证红利	4399.77	-1.55	4.33		-0.05	7.67
上证50	3250.50	0.04	10.96		0.07	11.80
沪深300	4581.91	-2.41	18.93		-0.14	14.58
中证500	6178.47	-6.10	23.43		0.64	32.10
中小板指	8545.33	-5.97	40.61		0.59	35.19
创业板指	2521.25	-9.81	53.03		0.06	63.10
恒生指数	23235.42	-5.53	-10.48			13.47
日经225	23511.62	8.30	7.46			37.70
标普500	3298.46	0.84	11.37			32.25
道琼斯工业	27173.96	2.82	1.32		N/A	26.88
纳斯达克	10913.56	1.57	37.46			62.52
富时100	5842.67	-0.93	-21.32			99.93
德国DAX	12469.20	1.27	0.71			39.04
法国CAC40	4729.66	-1.13	-16.15			54.13

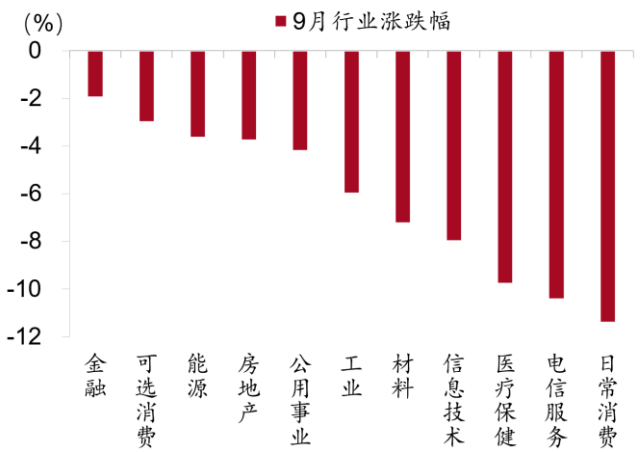
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 18：本月 A 股涨跌幅分布区间



资料来源：Wind、招商银行研究院

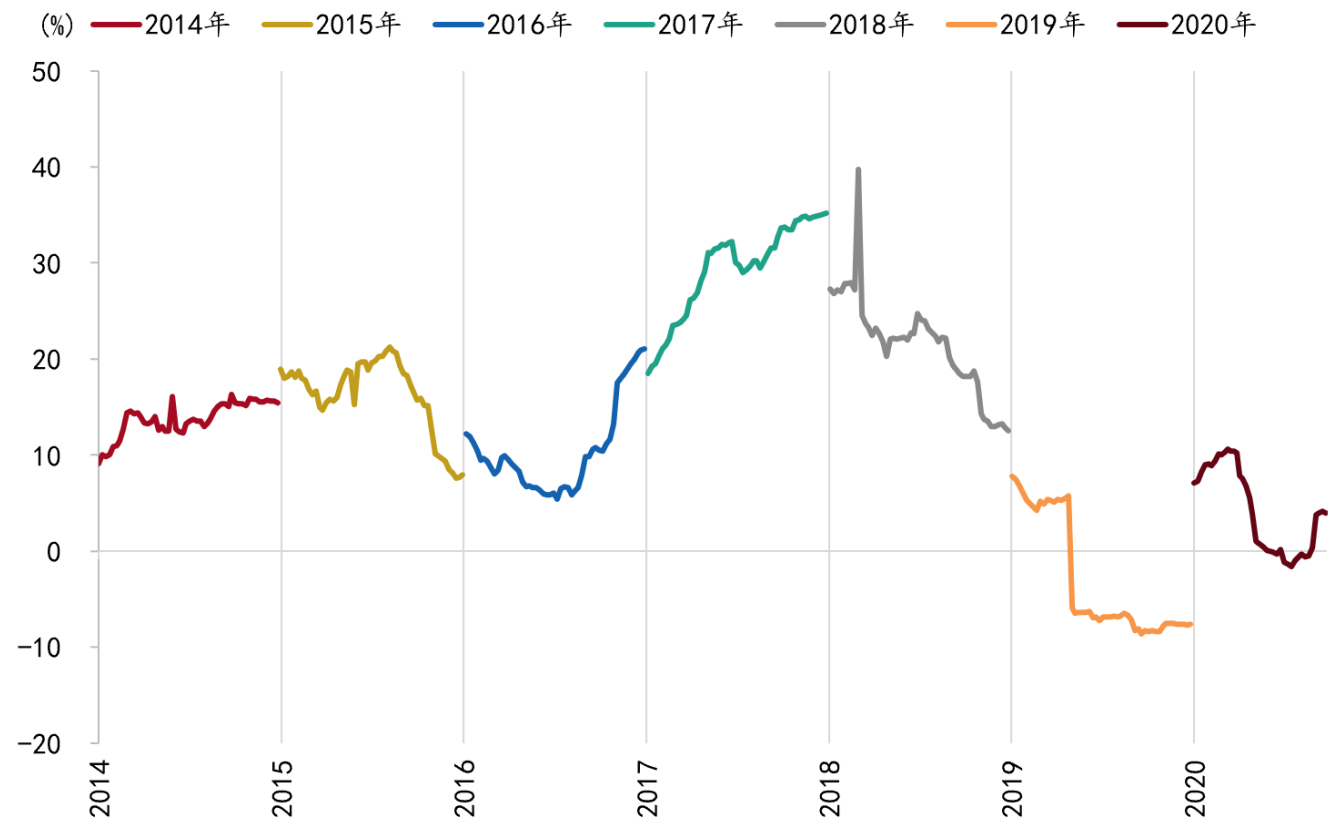
图 19：本月各行业涨跌幅情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

从市场对 A 股净利润同比增速预测情况来看，9 月预测较上月水平继续提升，反映市场对盈利表现预期持续向好。

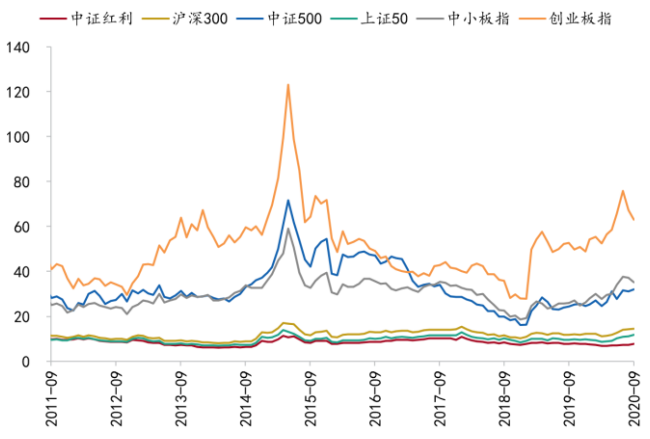
图 20：A 股净利润同比增速预测



资料来源：Wind、招商银行研究院

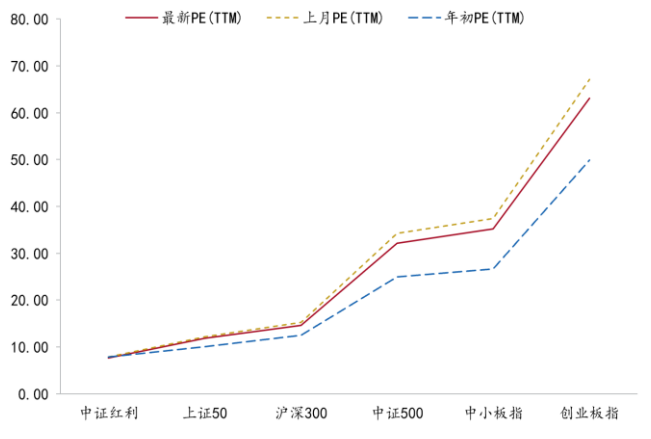
从股市估值上看，9 月以来各板块估值阶段性调整，其中创业板调整幅度显著。估值曲线上看，本月曲线变得平坦化。

图 21：本月各板块估值走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 22：各大指数估值曲线



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）股市流动性追踪

1. 资金需求端

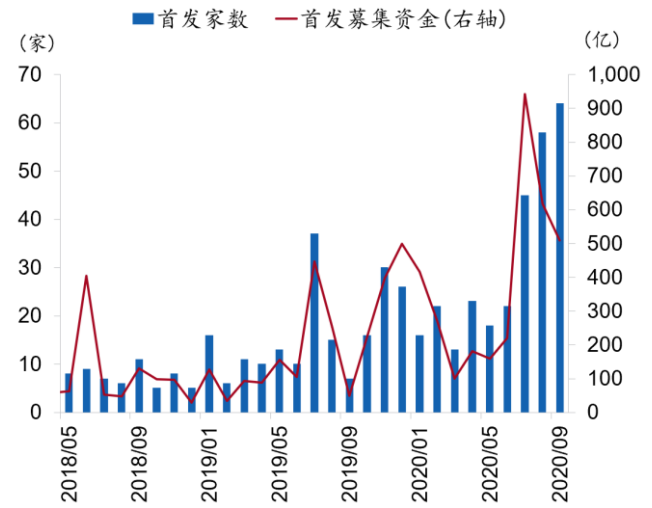
（1）一级市场融资情况

截止本月末，本月有64家新股上市，募集金额510亿元，较上期增加6家，募集金额减少 108 亿元。

（2）增发与配股情况

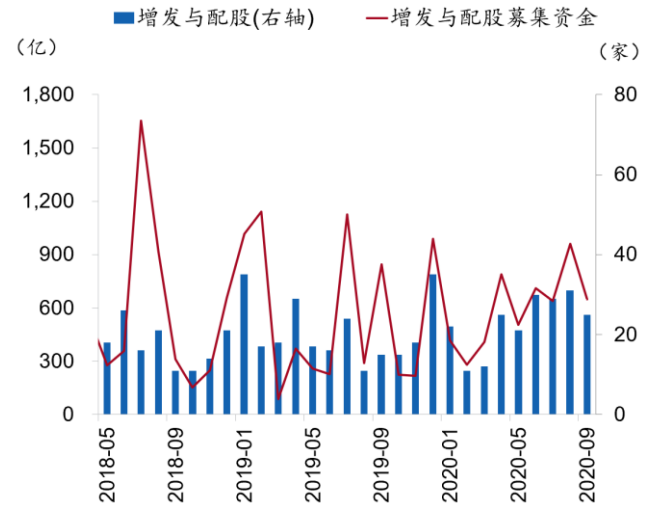
截止本月末，本月增发与配股家数合计 25 家，较上月减少 6 家；募集资金合计 650 亿元，较上月减少 312 亿元。

图 23：IPO 家数与募集金额



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 24：增发及配股家数与募集资金额

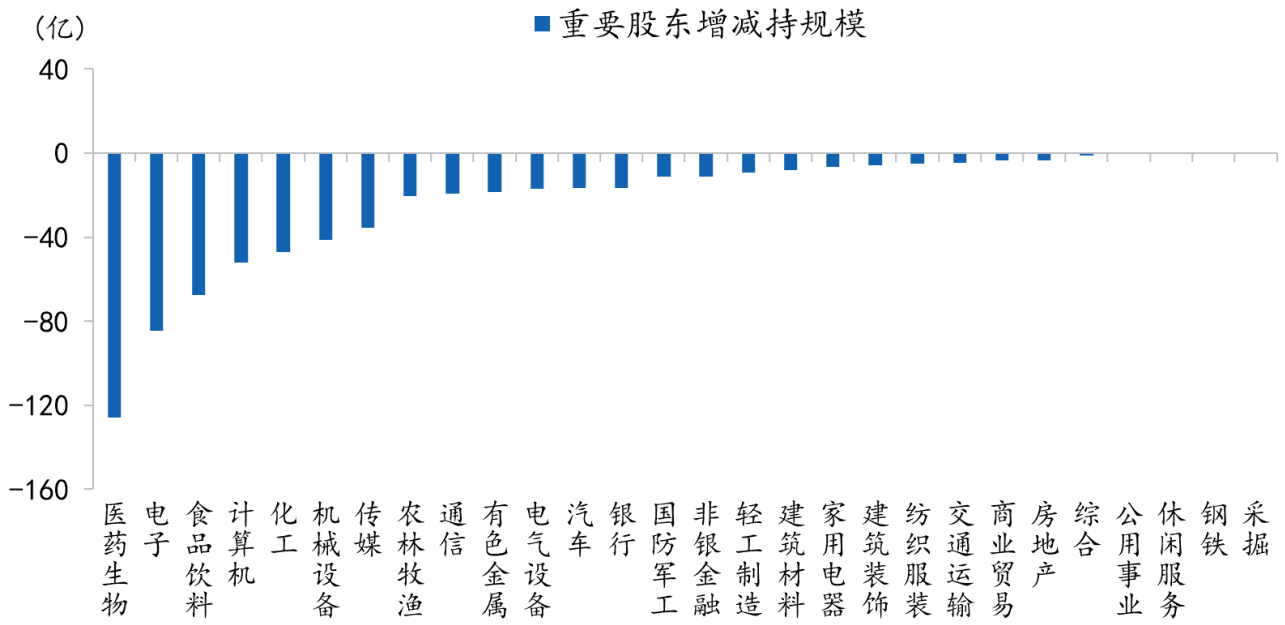


资料来源：Wind、招商银行研究院

（3）重要股东增减持情况

9 月重要股东二级市场净减持 632 亿元，其中减持前三行业分别为医药生物（126 亿元）、电子(85 亿元)、食品饮料（68 亿元）；增持的行业为采掘（0.4 亿元）、钢铁（0.2 亿元）。

图 25：本月重要股东增减持行业情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 资金供给端

（1）新成立基金情况

截止本月末，新成立股票、偏股型公募基金规模 1152 亿，较上月减少 166 亿。

图 26：新成立股票、偏股型公募基金规模情况

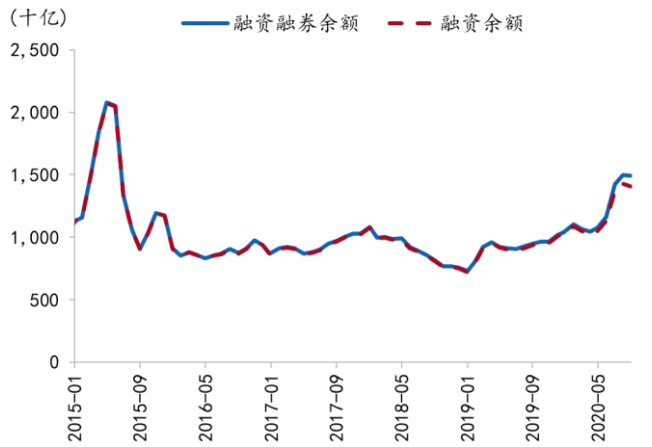


资料来源：Wind、招商银行研究院

（2）融资融券情况

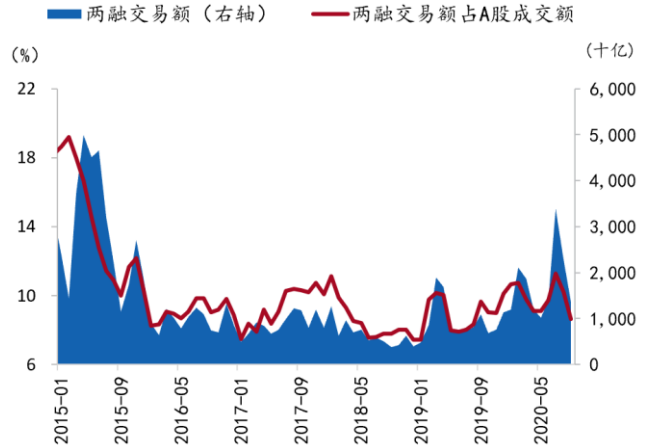
本月融资融券余额 14945 亿元，较上月增加 0.1 亿元。两融交易额占 A 股成交额 8.64%，环比上月下降 1.55pct。

图 27：本月两融情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 28：本月两融交易额占 A 股成交额情况

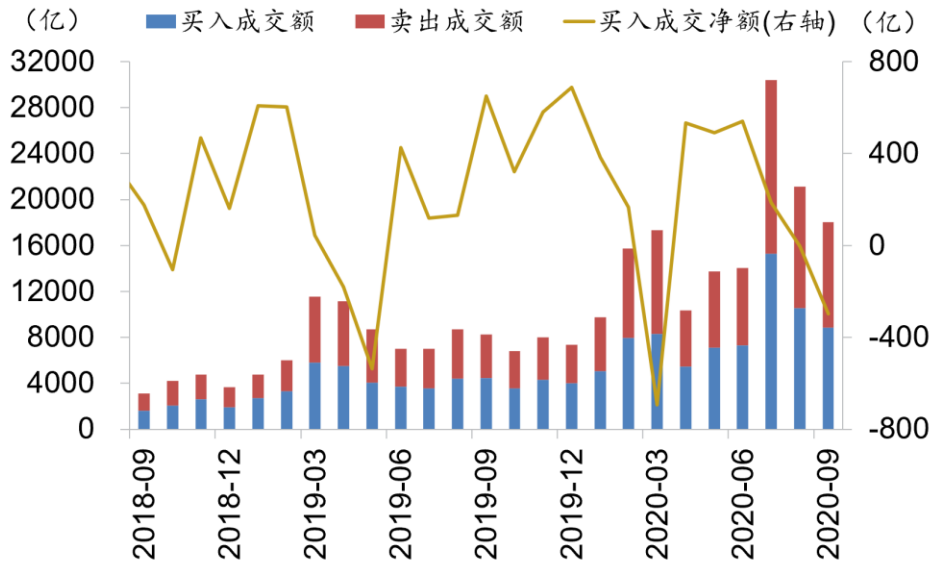


资料来源：Wind、招商银行研究院

（3）陆股通资金情况

本月当月陆股通净卖出 298 亿元，较上月减少 293 亿元。具体来看，沪股通净卖出 241 亿元，较上月减少 226 亿元；深股通净卖出 56 亿元，较上月减少 67 亿元。

图 29：本月北上资金变化情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）股市点评

当前指数处于估值调整的状态，虽然短期表现疲弱，但我们判断在基本面逐步回暖的背景下，指数下行空间有限。因此对于新进资金而言，结合上文盈利与估值分析，建议可关注两方面机会：

其一，可关注部分周期行业的潜在机会。在盈利-估值维度下，可关注处于第四象限的行业，即估值相对较低、业绩较好的行业，如机械设备、轻工制造等。一方面，当前该类行业估值相对热门行业较为均衡，具备估值相对优势；另一方面，从市场一致性预期来看，全年盈利也有望保持较快速度正增长。整体而言，该类行业更偏周期。

其二，可关注中长期主线行业的左侧机会，以科技、消费等行业为代表。科技、消费行业为今年以来热门行业之一，估值大部分处于自身历史最高水平，虽然盈利增速向好，但过高的估值不仅意味着更高的波动性，也意味着从配置性价比上来看并不具备明显优势。当前该类行业在市场震荡中表现疲弱，投资者可关注期间可能产生的左侧机会，站在中长期的维度来看，估值调整过程中的左侧机会，不失为中长期布局的良机。

风险提示：疫情超预期升级风险；中美博弈升级风险；外围市场大幅调整风险。

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 0755-83195702

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