弱美元已成趋势，A 股或为结构性牛市
——资本市场月报（2020 年 7 月）

■ **7 月海外市场回顾：**海外风险偏好尚未出现明显逆转，全球主要权益市场录得正收益，美债利率在低波动下小幅下行。外汇方面，美欧疫情错峰叠加欧盟复苏基金计划的落地，美元指数趋势性下跌，非美货币则强势上行。黄金在 7 月表现亮眼并一举突破历史新高，核心逻辑源于美债实际利率的不断下移。同时，美元的破位下跌也刺激了金价的进一步走高。

■ **8 月海外市场前瞻：美债：后续或维持窄幅波动。**美联储的“政策之手”令长端利率短暂脱离了经济的环比好转，预计短期内将围绕 0.6%附近窄幅波动。**汇率：弱美元已形成趋势。**强美元将于下半年逐渐弱化，人民币汇率预计稳中有升。但需要警惕风险事件对汇率的扰动。**黄金：不排除短期调整可能。**黄金的趋势性牛市仍将延续，但不排除黄金出现短期调整可能。

■ **7 月债市回顾：**债市利率快速上行后回落，影响本月行情核心的因素在于股票市场的快速变化。本月长债利率主导期限利差的变化，收益率曲线继续平坦化。

■ **8 月债市前瞻：**债市压力在累积，一是风险偏好逐渐抬升，波动加大；二是货币政策边际收紧；三是经济修复继续，预计逐季向上。

■ **7 月以来 A 股普涨，**其中各板块涨幅相当，呈现齐头并进的局面。

■ **整体来看，结构性牛市概率大于全面牛市概率。**当前行情处燥热阶段，尚未表现出 2014-2015 年全面牛市的特征，而未来燥热能否持续，需要有内外因素的共同配合。未来若盈利不达市场当前过高的乐观预期、更多风险事件爆发（如外围冲击进一步加剧、疫情复发等），那么现在处于高估的估值水平将会面临调整。此外，监管对当前市场快速上涨的态势也予以比 2015 年更及时的降温，因此短期内需要警惕高估值下的市场大幅波动风险。

■ **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。

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 2
二、债券市场 5
（一）7 月回顾和 8 月展望 5
1. 7 月回顾：股债跷跷板明显，债市超跌后修复 5
2. 8 月展望：震荡期内，债市压力在累积 5
（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：美欧疫情错峰 2
图 2：美国餐饮预订恢复情况差于全球平均水平 2
图 3：Fed 持续购入中长期名义债券 2
图 4：美国通胀伴随油价出现小幅修复 2
图 5：美国-欧洲经济意外指数迅速下移 3
图 6：欧洲主要国家已反超美国 3
图 7：1 年期 NDF 隐含贬值预期并未消退 4
图 8：CFETS 人民币汇率指数维持震荡 4
图 9：美元下跌强化了黄金上涨逻辑 4
图 10：SPDR 黄金 ETF 持仓不断上移 4
图 11：7 月 10 年国债、国开债利率先上后下 5
图 12：7 月 10-1Y 国债、国开债利差先上后下 5
图 13：10 年国债、国开债与 DR007 利差处在历史均值线附近 6
图 14：10 年国债、国开债与 shibor3m 利差处在历史均值线偏上方 6
图 15：7 月国债净融资高位持平于上月 7
图 16：7 月政策性金融债净融资环比多增 7
图 17：7 月地方债净融资环比小幅多增 7
图 18：7 月同业存单净融资环比回升 7
图 19：7 月信用债净融资环比回落 8
图 20：本月各大指数表现 9
图 21：本月 A 股涨跌幅分布区间 9
图 22：本月各行业涨跌幅情况 9
图 23：A 股净利润同比增速预测 10
图 24：本月各板块估值走势 10
图 25：各大指数估值曲线 10
图 26：IPO 家数与募集金额 11
图 27：增发及配股家数与募集资金额 11
图 28：本月重要股东增减持行业情况 12
图 29：新成立股票、偏股型公募基金规模情况 12
图 30：本月两融情况 13
图 31：本月两融交易额占 A 股成交额情况 13
图 32：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 7 月 29 日）..... 1

一、海外市场

（一）海外资产回顾

尽管美国疫情以及国际关系风险上升，但受益于美国多项高频宏观数据超预期、疫苗的积极进展、货币政策维持宽松以及新一轮财政刺激预期，海外风险偏好并未出现明显逆转。全球主要权益市场录得正收益，美债利率在低波动下小幅下行。外汇方面，美欧疫情错峰叠加欧盟复苏基金计划的落地，美元指数趋势性下跌，非美货币则强势上行。黄金在 7 月表现亮眼并一举突破历史新高，核心逻辑则源于美债实际利率的不断下移。同时，美元的破位下跌也刺激了金价的进一步走高。

表 1：大类资产表现回顾（截至 2020 年 7 月 29 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	4.02%	4.02%	-2.45%
	MSCI新兴市场	8.17%	8.17%	1.16%
	道琼斯工业平均指数	2.82%	2.82%	-7.00%
	标准普尔500指数	5.10%	5.10%	0.86%
	纳斯达克综合指数	4.81%	4.81%	17.50%
	上证综合指数	10.38%	10.38%	8.01%
	伦敦金融时报100指数	-0.62%	-0.62%	-18.71%
	巴黎CAC40指数	0.46%	0.46%	-17.05%
	法兰克福DAX指数	4.15%	4.15%	-3.22%
	东京日经225指数	0.49%	0.49%	-5.32%
	恒生指数	1.87%	1.87%	-11.73%
	圣保罗IBOVESPA指数	11.10%	11.10%	-8.68%
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	-8	-8	-134
	中国10Y	12	12	-20
	英国10Y	-2	-2	-70
	法国10Y	-7	-7	-31
	德国10Y	-2	-2	-33
	日本10Y	-2	-2	4
大类资产	名称	本月以来（%）	本季以来（%）	今年以来（%）
贵金属	黄金	10.67%	10.67%	29.87%
	白银	31.94%	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	-4.21%	-4.21%	-3.28%
	人民币	1.06%	1.06%	-0.48%
	日元	2.87%	2.87%	3.56%
	英镑	4.80%	4.80%	-1.93%
	欧元	4.97%	4.97%	5.13%

资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）海外投资重点

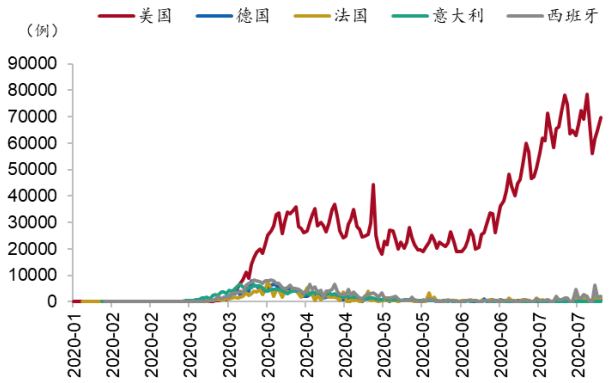
1） 美欧疫情错峰

特朗普在追求经济政绩的诉求下提前复工，美国疫情因此再度爆发，日新增病例一度逼近 8 万例，美国不得不重启部分限制政策，在一定程度上也阻碍了美国经济的弱复苏进程。反观欧洲，其疫情控制状况相对较好，并未出现二次升级的苗头，复工复产亦在有序推进。

从餐饮预订数据来看，美国的恢复情况从 7 月以来差于全球平均水平，同时也远远低于德国和英国的恢复速率。也就是说，美欧疫情的错峰导致“美弱欧强”的局势逐渐出现，美国的领先地位正遭到逆转。

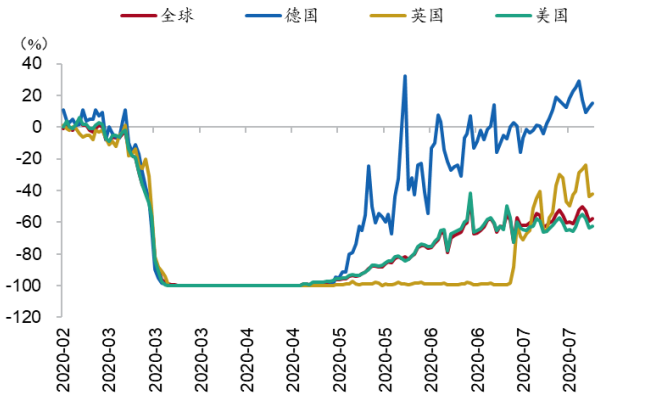
后续需持续关注美国疫情的演绎情况，若持续时间较长，预计将继续推后美债利率的中枢上移时间，并同时对美元指数造成趋势性的压制力量。

图 1：美欧疫情错峰



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：美国餐饮预订恢复情况差于全球平均水平



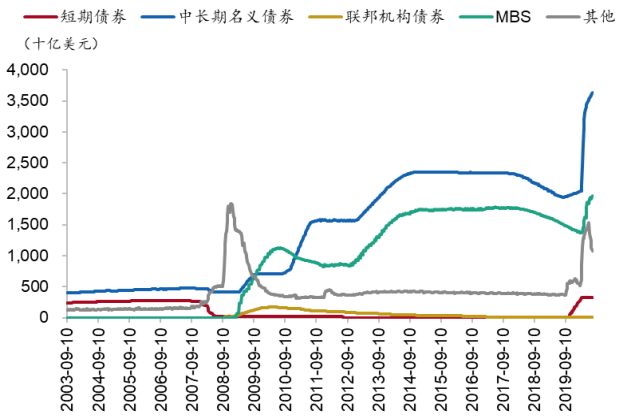
资料来源：OpenTable、招商银行研究院

（三）海外资产展望

1） 美债：后续或维持窄幅波动

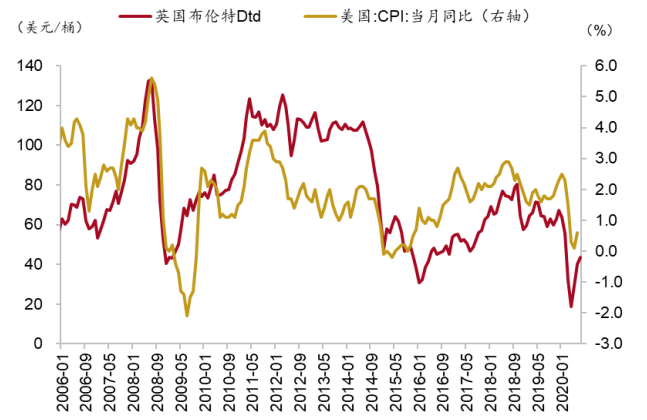
美国疫情再次爆发、美联储持续购债叠加弱复苏并线发展，美债利率在低波动下碎步下行，7 月总体围绕在 0.6%附近窄幅震荡，并于月底突破历史新低。

图 3：Fed 持续购入中长期名义债券



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：美国通胀伴随油价出现小幅修复



资料来源：Wind、招商银行研究院

趋势上来说，美国经济大概率已经在 Q2 触底，下半年将进入广义“V”型弱复苏阶段，而利率端在经济逐渐好转的推动下预计将趋于上行。但美联储的

“政策之手”通过不断购债令长端利率短暂脱离了经济的环比好转，暂时尚未看到其出现拐头向上的苗头。**此外，美国经济的局部冻结以及国际关系风险的上升也推迟了利率拐点出现的时间，预计短期内将围绕在 0.6%上下窄幅波动。**

2） 汇率：弱美元已形成趋势

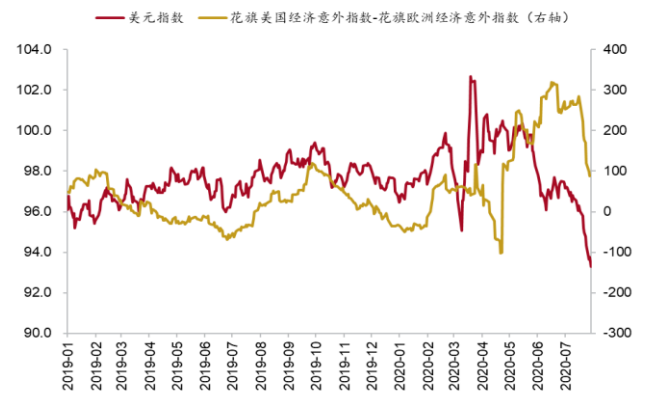
美元指数近期出现快速下跌，一方面是美弱欧强的格局逐渐显现，另一方面则是欧洲复苏基金落地后市场对欧元的多头情绪重燃。

首先，美欧疫情的错峰导致美国经济在各项高频数据中丧失了优势，包括花旗经济意外指数，谷歌活动指数、餐饮预定恢复速率等，欧洲主要国家基本均已反超美国，“美弱欧强”的经济格局带动了美元的大跌。

其次，在这次疫情冲击中，欧洲相对美国来说存在天生脆弱性，尤其是南欧国家的财政赤字问题，也成为了市场担忧欧洲经济复苏遇阻的原因之一。然而，欧盟复苏基金通过财政共担的方式降低了市场对于南欧国家尾部风险的担忧，属于欧洲财政一体化的一次试水，也成为了美元下跌的推手之一。

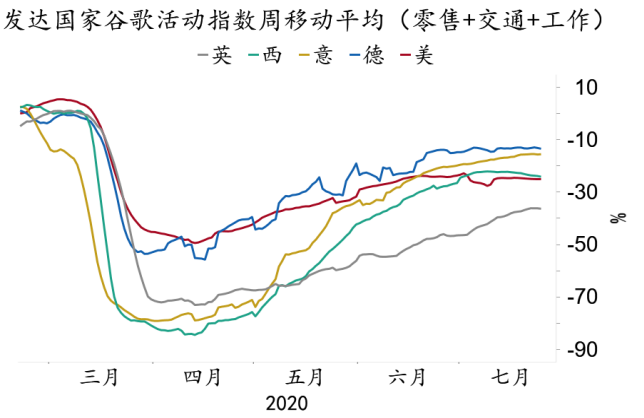
展望后市，上述两点推动力目前并未看到逆转，美元的弱势预计仍将延续。但随着美国大选的临近，不排除在大选效应下美元指数的短期反弹可能（大概率在 9-10 月）。

图 5：美国-欧洲经济意外指数迅速下移



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：欧洲主要国家已反超美国



资料来源：Google、Macrobond、招商银行研究院

对于人民币来说，月初在“美元锚”走弱以及股市情绪的带动下，人民币汇率出现单边升值行情并突破 7.0 重要关口。随后虽然美元指数不断下跌，但受制于外围风险上升叠加股市降温，人民币汇率整体围绕在 7.0 附近窄幅波动。

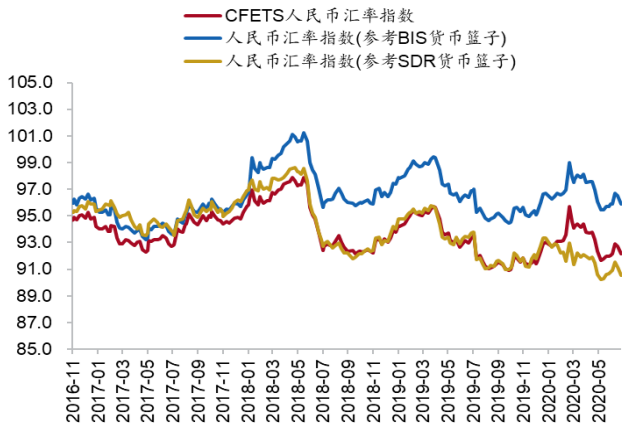
趋势上来看，中国领先于全球主要经济体率先复苏、中美息差维持高位、对外开放力度加大有望进一步吸引资金流入中国资本市场。叠加强美元将于下半年逐渐弱化，**人民币汇率预计稳中有升。**但需要留意的是，在美国大选前外围风险不确定性较高，需要警惕风险事件对汇率的扰动。

图 7：1 年期 NDF 隐含贬值预期并未消退



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：CFETS 人民币汇率指数维持震荡



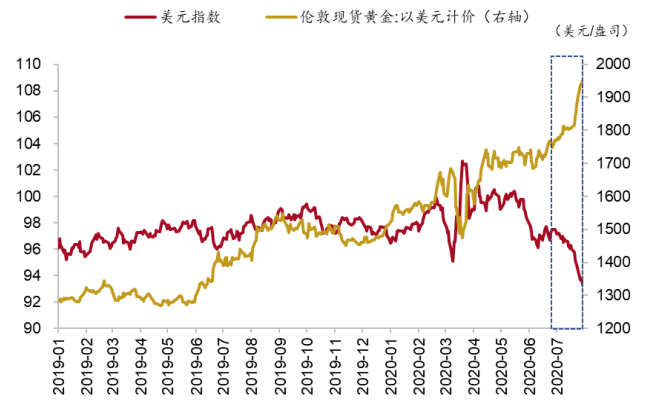
资料来源：Wind、招商银行研究院

3） 贵金属：不排除短期调整可能

贵金属市场在 7 月表现亮眼，黄金在低利率以及高财政赤字的宏观背景下一路高歌猛进，并一举突破了 1921 美元的历史高位。黄金趋势性走牛的核心逻辑源于美债实际利率的不断下移，当前 10 年期美债实际利率已经降至-0.95%，创历史最低水平。此外，在弱美元的影响下，黄金的强势逻辑亦被放大。

展望未来，全球目前仍深陷在“新冠衰退”之中，货币超发的格局大概率仍将维持。而利率端作为货币超发的一种价格体现，美元实际利率有望维持低位，**黄金的趋势性牛市或仍将延续**。但是需要留意的是，在黄金连续上涨后，部分前期获利盘或有止盈需求，不排除黄金出现短期调整可能，轻仓或是未配置黄金的投资者建议等待回调机会再上车。

图 9：美元下跌强化了黄金上涨逻辑



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：SPDR 黄金 ETF 持仓不断上移



资料来源：Wind、招商银行研究院

二、债券市场

（一）7 月回顾和 8 月展望

1. 7 月回顾：股债跷跷板明显，债市超跌后修复

7 月债市利率快速上行后回落，影响本月行情核心的因素在于股票市场的快速变化。上旬，股市快速且大幅上涨，风险偏好持续抬升，债市受到严重压制。受二级市场抛压影响，利率快速上行，随后债市脱离基本面，进入到超跌状态。中旬以后，股市冲高回落，投资者情绪降温，风险偏好从高位回落，债市压力有所缓解，叠加摊余成本法债基集中发行，推动债市利率下行。整体来看，本月长债利率主导期限利差的变化，先上后下，收益率曲线继续平坦化。

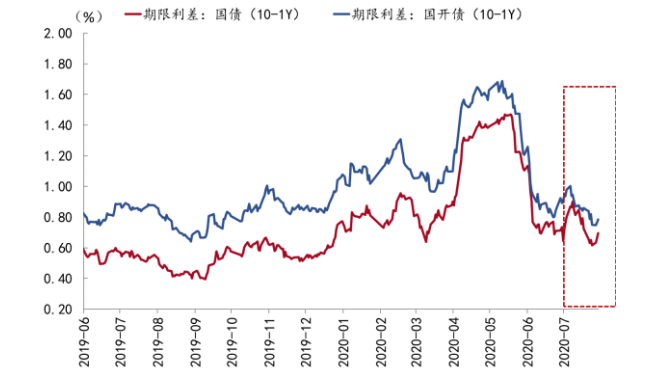
截止至 30 日，较上月最后一个交易日，10 年期国债利率上行 12bp 至 2.94%，10 年期国开债利率上行 30bp 至 3.42%；10-1 年国债利差上行 4bp 至 69bp，10-1 年国开债利差下行 14bp 至 77bp。

图 11：7 月 10 年国债、国开债利率先上后下



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：7 月 10-1Y 国债、国开债利差先上后下



资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 8 月展望：震荡期内，债市压力在累积

利率方面，我们认为 8 月在震荡中存在压力，上调 10 年国债利率震荡中枢至 3.0%附近。在上月的月报中，我们判断利率是先下后上，初期会受益于流动性的利好。但实际的情况与设想大相径庭，利率最后呈现先上后下的走势，这主要是受到了股市的快速上行的明显扰动。尽管在月末 10 年国债利率回归到合理区间，但节奏的错位警示我们某些因素可能在发生趋势的变化：

（1）风险偏好逐渐抬升，波动加大。7 月股市大涨不期而至，尽管后期逐渐回落，但可以发现整体风险偏好已较二季度抬升，这对债市并不友好。其次，尽管从趋势上来看，美国大选之前，中美关系不佳会压制市场风险偏好，有利于减缓债市压力，但需要注意的是风险偏好的波动同时也在加大，因为中美事件的出现以及对投资情绪的影响并不一定是线性，而更有可能是反复波动的，这也给利率注入了更多不稳定因素，波动率大概率会加大。

（2）货币政策调整，侧重点转向宽信用，且重点落实范围收窄。7 月 30 日中央政治局会议，对货币政策的定调是要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降，要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

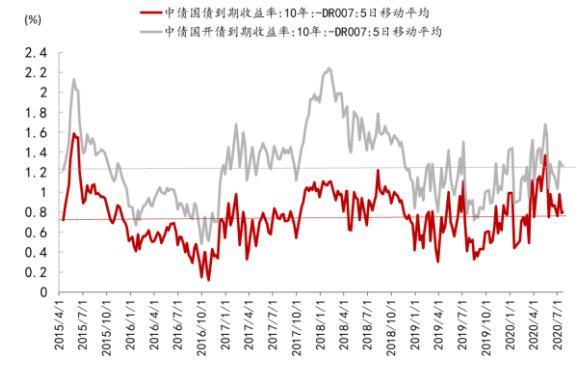
相比于 4 月 17 日的表态，本次基调中对“更加灵活适度”的解释并未明确提及，而前一次则是在表态之后，明确要运用降准、降息、再贷款等手段。其实说明前一次的重点是要释放流动性，保持合理充裕，也就是“宽货币”。而这次的重点是保持货币供应量和社会融资规模合理增长，也就是“宽信用”。

本次基调中多了“精准导向”，且解释了是要保证新增融资落在制造业、中小微企业上，而前一次提到的是资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。相比之下，本次的重点范围是收窄的。

站在市场的角度去理解“更加灵活适度”，可以宽松去理解“更加灵活”，但是“适度”是比较难的，一是难有客观的衡量标准，二是难以量化。如果只是从定性角度出发，我们认为有一个角度可以切入，即需要保证货币政策的正面效果大于等于负面效果。5 月份开始的资金空转套利治理行为，很大程度上正是当时过低的货币利率造成的负面效果开始逐渐显现且有扩大之势。

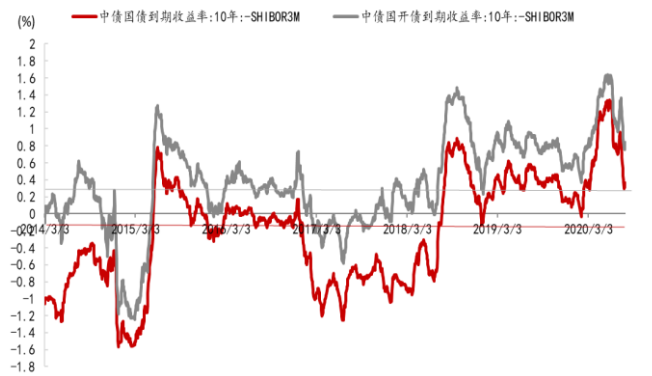
展望后市，短期内，货币利率还处在合意区间内，大概率继续在政策利率附近波动。前期资金套利行为的背后是利差过大，而在抬高短端货币利率之后，资金空转套利行为已褪去，现在 10 年国债、国开债与资金利率（DR007/Shibor3m）的利差已从高位回归到历史均值附近，因此市场不必过度担忧货币政策大幅收紧，但也这也不意味着高枕无忧，短期的扰动仍然存在，需要注意货币市场利率更多波动在政策利率上方的可能。中期需要注意的是，一旦基本面回暖，推升长债利率，拉大长债与资金利率的利差，那么需要警惕货币政策的再一次调整。

图 13：10 年国债、国开债与 DR007 利差处在历史均值线附近



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：10 年国债、国开债与 shibor3m 利差处在历史均值线偏上方



资料来源：Wind、招商银行研究院

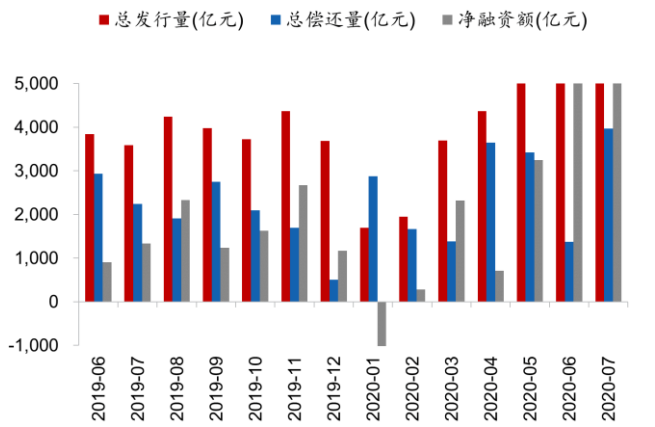
（3）经济修复继续，预计逐季向上。目前基本面的修复和预期已反映在债券定价之中，重点关注 9-10 月，地方债发行上升至高峰，财政存款转化为

企业存款，进一步拉动投资，反映在经济数据中，届时可能会实质性地推动债市利率上行。

（二）债券发行情况追踪

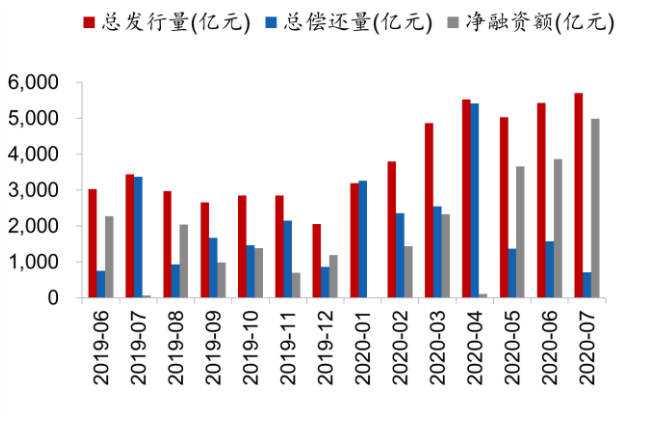
7 月国债（含特别国债）共发行 9,006 亿，偿还量为 3,971 亿，净融资为 5,035 亿，环比少增 435 亿，其中抗疫国债发行规模为 7,100 亿，至此特别国债发行完毕。政策性银行债共发行 5,692 亿，偿还量为 707 亿，净融资为 4,985 亿，环比多增约 1,100 亿；地方债发行规模为 2,722 亿，偿还规模为 2,715 亿，净融资 7 亿，环比多增 500 亿；同业存单发行规模总计 18,570 亿，总偿还量 12,132 亿，净融资 6,438 亿，环比多增 6,350 亿。

图 15：7 月国债净融资高位持平于上月



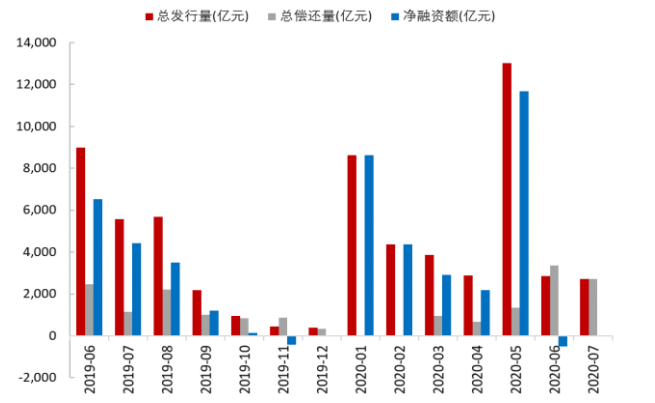
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 16：7 月政策性金融债净融资环比多增



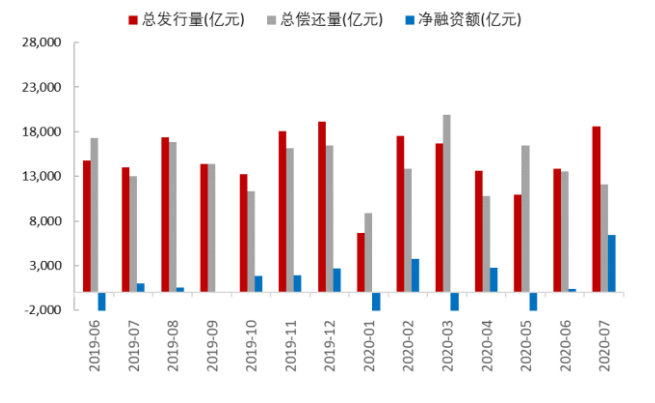
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 17：7 月地方债净融资环比小幅多增



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 18：7 月同业存单净融资环比回升

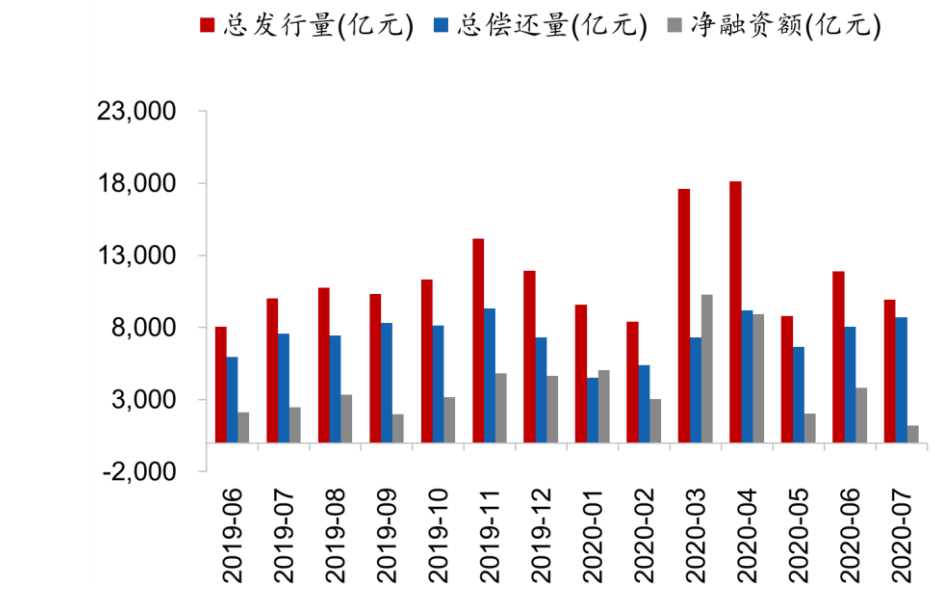


资料来源：Wind、招商银行研究院

7 月信用债净融资额回落。本月信用债发行规模为 9,943 亿，总偿还量为 7,304 亿，净融资 1,226 亿。具体到主要品种，本月短融发行 3,364 亿，环比

少增约 390 亿；企业债发行 179 亿，环比少增 75 亿；公司债发行 2,538 亿元，环比多增约 42 亿；中票发行 1,351 亿，环比减少约 400 亿；城投债发行 1,842 亿，环比少增 1,475 亿。

图 19：7 月信用债净融资环比回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

三、股票市场

（一）行情回顾

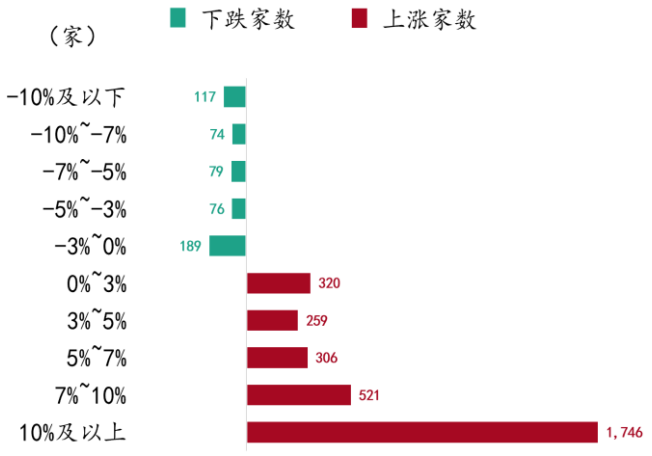
从指数走势看，7 月以来 A 股普涨。截止 7 月 29 日，A 股各板块涨幅相当，呈现齐头并进的局面。

图 20：本月各大指数表现

指数	最新收盘价（2020/7/29）	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	4433.82	8.42	1.50		0.88	7.24
上证50	3243.38	10.24	10.68		1.29	10.95
沪深300	4679.01	12.37	21.40		1.84	14.00
中证500	6530.27	11.35	33.35		-1.12	31.50
中小板指	9010.85	12.42	55.31		-0.17	37.74
创业板指	2767.40	13.50	76.66		0.89	75.90
恒生指数	24883.14	1.87	-11.47			10.33
日经225	22397.11	0.49	3.61			27.77
标普500	3258.44	5.10	7.86			29.62
道琼斯工业	26539.57	2.82	-2.50		N/A	24.60
纳斯达克	10542.94	4.81	27.13			55.66
富时100	6131.46	-0.62	-20.23			22.03
德国DAX	12822.26	4.15	3.26			24.67
法国CAC40	4958.74	0.46	-11.47			20.83

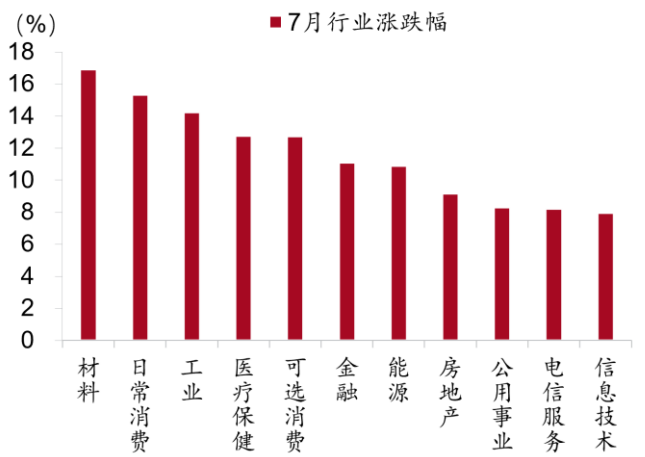
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 21：本月 A 股涨跌幅分布区间



资料来源：Wind、招商银行研究院

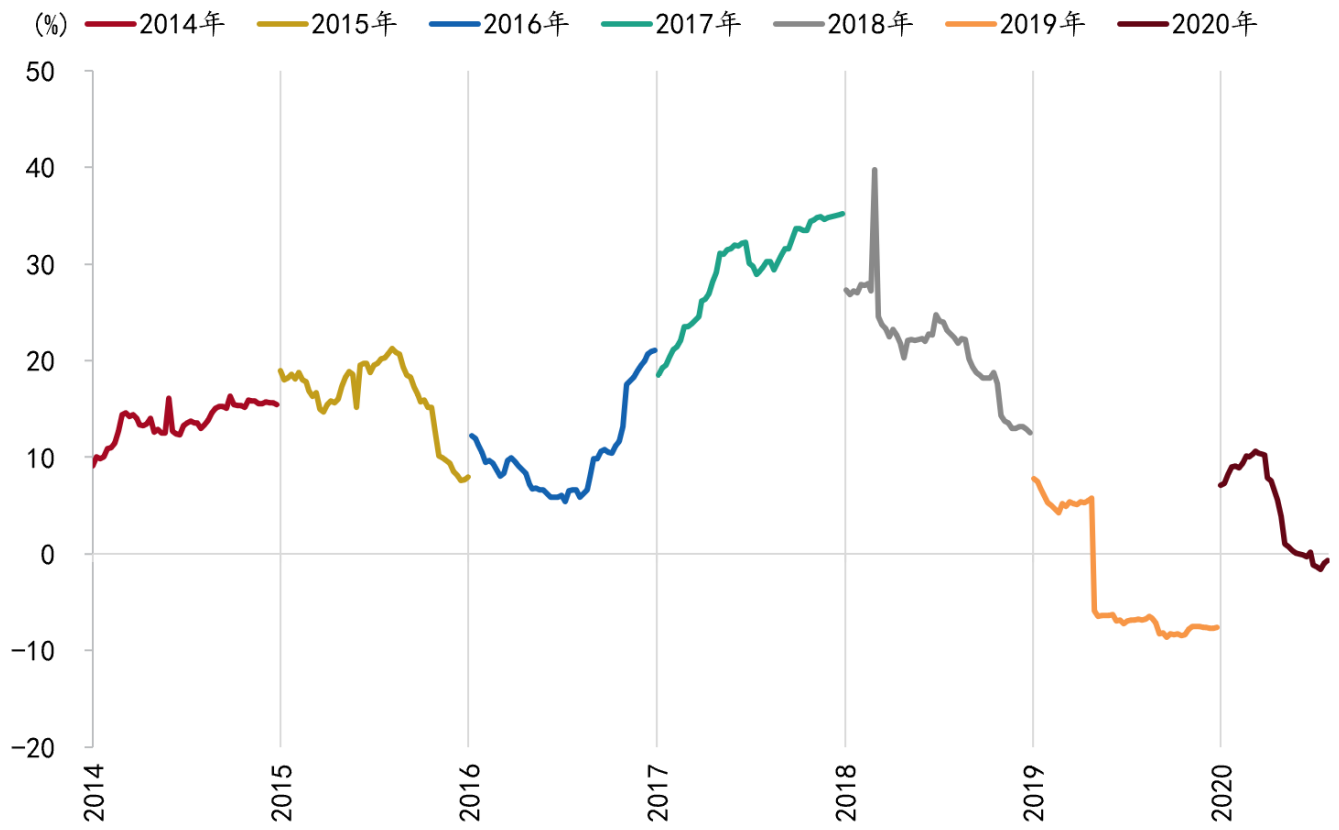
图 22：本月各行业涨跌幅情况



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，7 月预测较上月水平未见大幅改善，当前处于震荡阶段。

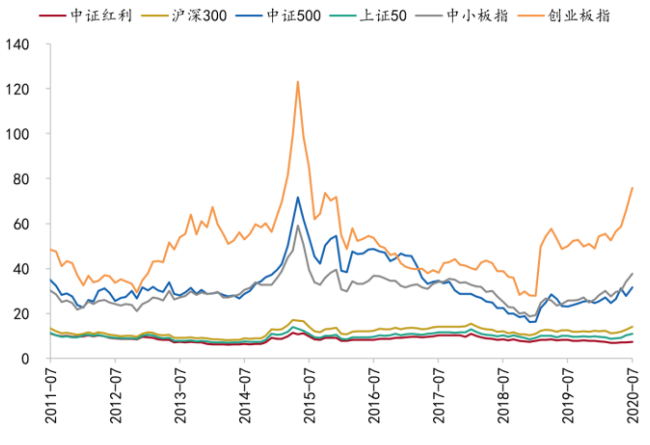
图 23：A 股净利润同比增速预测



资料来源：Wind、招商银行研究院

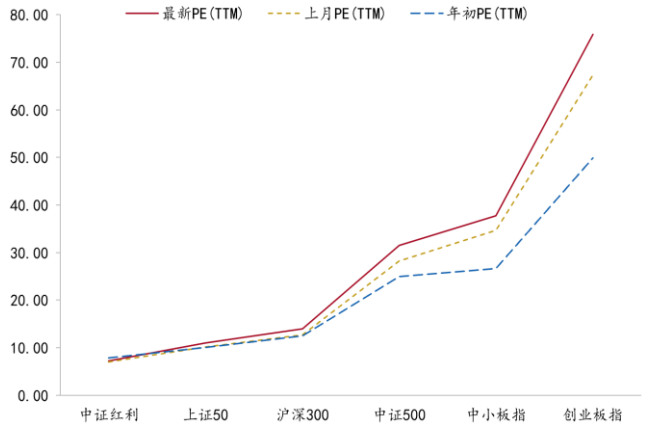
从股市估值上看，7 月以来各板块估值整体上扬，其中创业板继续表现强势。估值曲线上看，本月曲线变得更为陡峭化。

图 24：本月各板块估值走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 25：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

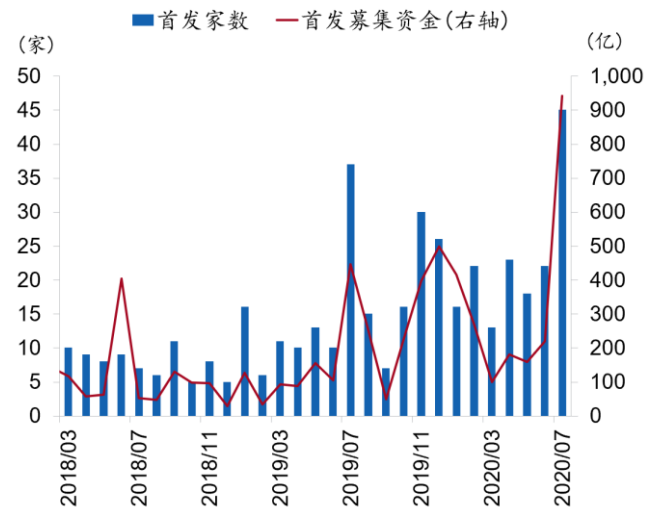
（1）一级市场融资情况

截止 7 月末，本月有 45 家新股上市，募集金额 942 亿元，较上期增加 23 家，募集金额增加 721 亿元。

（2）增发与配股情况

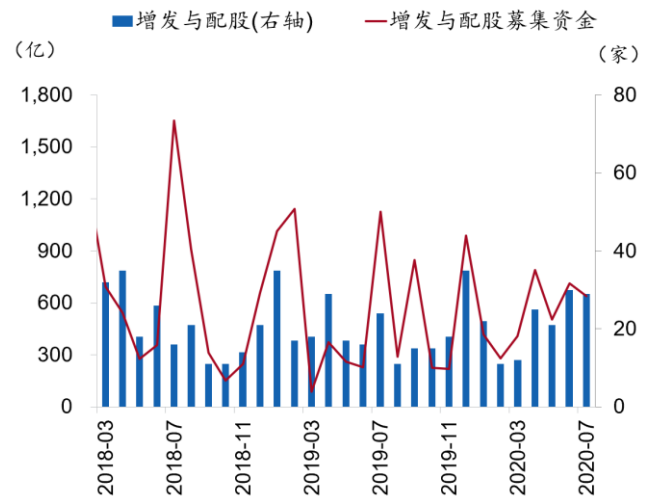
截止 7 月末，本月增发与配股家数合计 29 家，较上月减少 1 家；募集资金合计 640 亿元，较上月减少 72 亿元。

图 26：IPO 家数与募集金额



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 27：增发及配股家数与募集资金额

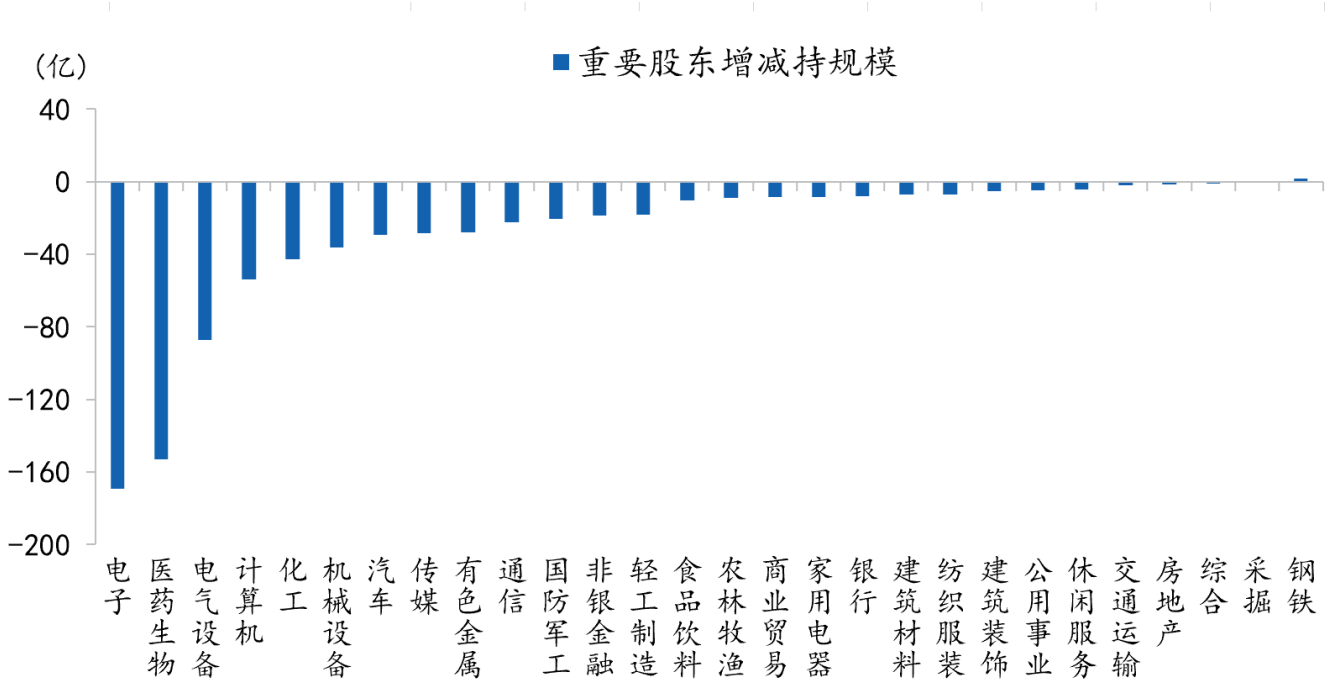


资料来源：Wind、招商银行研究院

（3）重要股东增减持情况

7月重要股东二级市场净减持783亿元，其中减持前三行业分别为电子（169亿元）、医药生物(153 亿元)、电气设备（87 亿元）；增持的行业为钢铁（2 亿元）。

图 28：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 7 月末，新成立股票、偏股型公募基金规模 2610 亿，较上月大幅增加 1777 亿。

图 29：新成立股票、偏股型公募基金规模情况

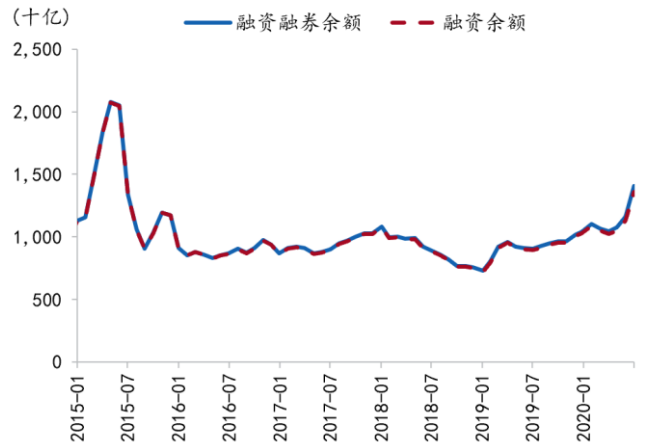


资料来源：Wind、招商银行研究院

（2）融资融券情况

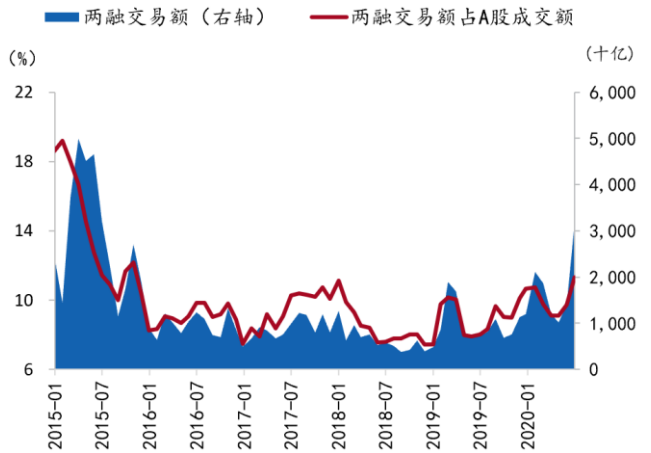
7 月融资融券余额 14094 亿元，较上月增加 2.5 亿元。两融交易额占 A 股成交额 11.32%，环比上月上升 1.60pct。

图 30：本月两融情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 31：本月两融交易额占 A 股成交额情况

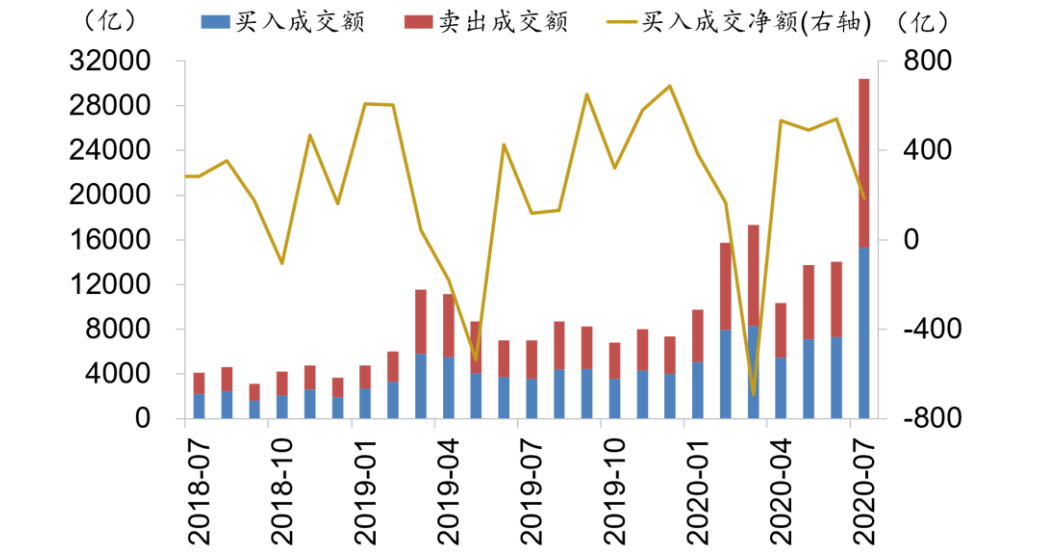


资料来源：Wind、招商银行研究院

（3）陆股通资金情况

7 月当月陆股通净买入 186 亿元，较上月减少 355 亿元。具体来看，沪股通净买入 51 亿元，较上月减少 208 亿元；深股通净买入 135 亿元，较上月减少 147 亿元。

图 32：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

整体来看，7 月行情处于燥热阶段，但尚未表现出 2014-2015 年期间全面牛市的特点，体现为当前估值、资金、盈利等方面的热度均不及 2014-2015 年牛市期间水平。

未来燥热能否持续，需要有内外因素的共同配合。内部来看，盈利下半年逐渐回升有望为指数表现奠定基本面基础，但需要注意的是，若盈利不达市场当前过高的乐观预期，那么现在处于高估的估值水平将会面临调整。此外，监管对当前市场快速上涨的态势也予以比 2015 年更及时的降温，如严查场外配资、乱加杠杆和投机炒作行为等。外部来看，中美博弈或将在更多领域上开展，如地缘政治、贸易、科技等方面，随着外围冲击的逐步加大，外围环境将是长期扰动项。

因此短期内需要警惕高估值下的市场大幅波动风险，中长期来看，估值继续大幅拔升的态势或随着 Q3 财报的披露与外围事件的变化等因素会逐渐趋缓，结构性牛市的概率大于全面牛市的概率。

策略上看，建议可寻找疫情冲击之后修复能力较强、发展速度较快的赢家，建议关注科技及内需方向的相关行业。在全球形势不确定性上升、国内加强对“六稳”与“六保”力度的环境下，内需股（如消费、基建等相关行业）有望表现优异，中长期来看，科技、消费仍是主线。建议可精选上述行业中盈利增速较好、估值相对较低的优质标的进行配置，在短期市场风格快速变换的过程中，可关注潜在的左侧机会。

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