

宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2023年4月14日

温彬 民生银行首席经济学家
民生银行研究院院长
王静文 中国宏观经济研究
张丽云 货币政策与流动性研究
应习文 国际宏观经济研究
孙莹 财政政策研究
李鑫 外汇商品研究
杨美超 外资外贸研究
韩思达 资产配置研究

【专题研究】

美联储加息预期反复调整,全球汇市震荡延续 ——2023年一季度外汇市场回顾与展望

【内容摘要】

2023年一季度,由于美国经济数据喜忧参半,叠加银行业风险暴露,美联储加息预期几度反转,美元指数因此较大幅波动,全季度下跌0.86%。美元波动令其他主要非美货币普遍宽幅震荡,人民币总体呈平稳双向波动格局。

展望后市,美联储加息接近尾声,美元后市或震荡偏弱运行;货币政策方面“欧鹰美鸽”的局面或将持续,欧元二季度或震荡偏强;英国经济仍相对疲弱,英镑兑美元或维持震荡格局;新央行行长上任后日本货币政策正常化可能性加大,日元后市或将趋稳;国内经济弱复苏下,人民币汇率仍将维持双向波动。

联系人:孙莹

电话:010-58560666-6473

邮件:sunying16@cmbc.com.cn

美联储加息预期反复调整，全球汇市震荡延续

——2023 年一季度外汇市场回顾与展望

温彬 李鑫

一季度美元指数一波三折，包括人民币在内的主要非美货币相应有所震荡。展望后市，美联储加息接近尾声，美元后市或震荡偏弱运行；货币政策方面“欧鹰美鸽”的局面或将持续，欧元二季度或震荡偏强；英国经济仍相对疲弱，英镑兑美元或维持震荡格局；新央行行长上任后日本货币政策正常化可能性加大，日元后市或将趋稳；国内经济弱复苏下，人民币汇率仍将维持双向波动。

一、2023 年一季度外汇市场概览

2023 年一季度，美元指数一波三折，主要非美货币相应有所震荡。美国经济数据喜忧参半，叠加银行业风险暴露，美联储加息预期几度反转，美元指数因此较大幅波动，全季度下跌 0.86%。美元波动令其他主要非美货币普遍呈现宽幅震荡格局：欧洲央行较大幅加息助力欧元震荡走强；美欧银行业危机下，避险因素令英镑一季度表现突出；YCC 政策调整预期落空，叠加贸易逆差延续致使日元震荡走弱。

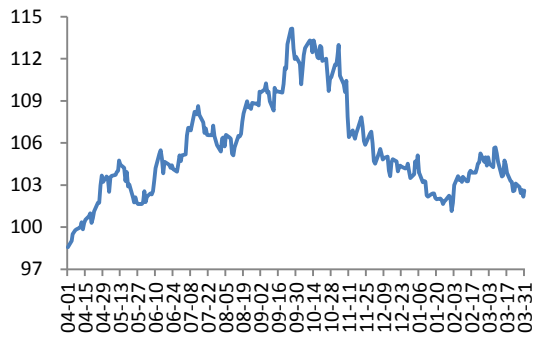
表 1：2023 年一季度部分币种汇率变化

主要汇率	2023/3/31 汇价	2022/12/30 汇价	一季度汇价变动
美元指数	102.5970	103.4895	-0.86%

欧元兑美元	1.0841	1.0703	1.29%
英镑兑美元	1.2330	1.2095	1.94%
美元兑日元	132.8130	131.1245	1.29%
美元兑人民币	6.8713	6.9514	-1.15%

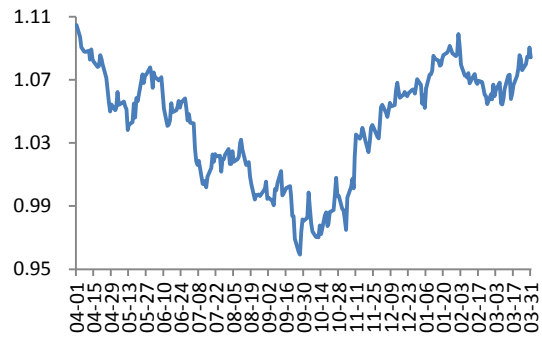
资料来源: Wind

图 1: 美元指数近一年走势



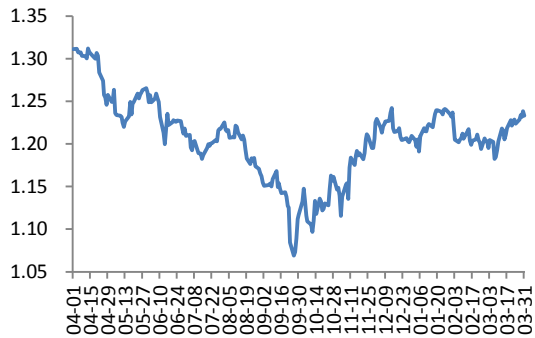
资料来源: Wind

图 2: 欧元对美元汇率近一年走势



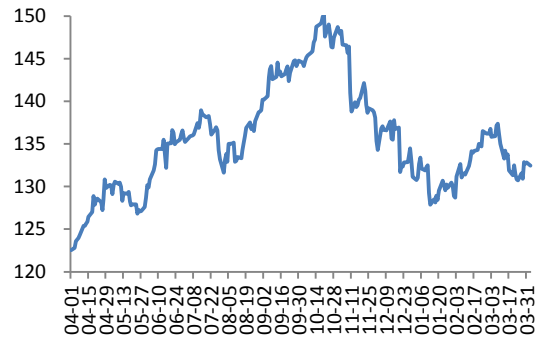
资料来源: Wind

图 3: 英镑兑美元汇率近一年走势



资料来源: Wind

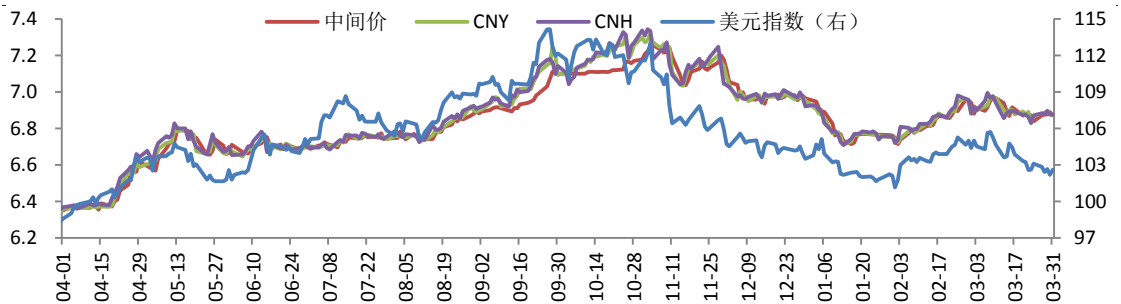
图 4: 美元兑日元汇率近一年走势



资料来源: Wind

人民币汇率双向波动。一季度以来,在美元大幅波动情况下,人民币总体呈平稳双向波动格局。截至一季度末,美元兑人民币汇率收于 6.8713,人民币对美元较上年末上涨 1.17%。

图 5: 美元兑人民币汇率近一年走势



资料来源: Wind

二、预期调整下美指走势一波三折，加息近尾声美元后市或偏弱运行

一季度美元指数走势可谓一波三折，但市场主导逻辑依然围绕着美联储加息。年初在通胀持续回落以及经济衰退风险下，美元指数延续去年 11 月以来的下行态势，2 月初曾一度跌破 101。随后由于核心通胀下降缓慢，同时就业数据异常强劲，美联储加息预期再度升温，美指开始大幅反弹。3 月份以来，随着硅谷银行事件爆发及持续发酵，美联储货币政策进一步复杂化，市场对加息的预期大幅调降，美元指数随即再次转为下行。

表 2：硅谷银行事件简要回顾

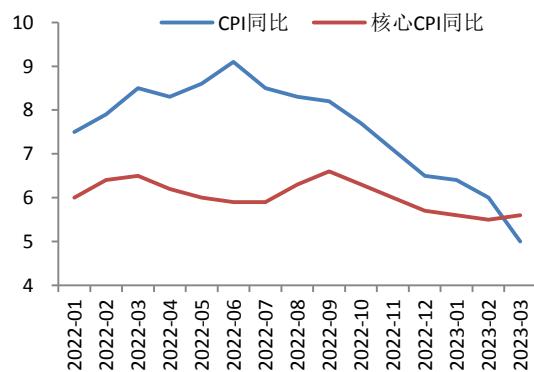
时间	事件
3 月 8 日	硅谷银行发布公告称，出于调整资产负债表以应对利率风险，满足储户提款的需要，公司已将其持有的 210 亿美元可供出售资产进行出售，并在当期确认 18 亿美元损失。同时，公司还计划通过发行普通股和可转换优先股募集资金 22.5 亿美元。
3 月 9 日	多位风险投资人建议创投公司从硅谷银行撤出存款，硅谷银行随即面临大规模流动性挤兑。美国加州金融保护和创新部数据显示，当日投资者和储户试图从硅谷银行提取 420 亿美元，为近 10 年来美国最大的银行挤兑之一。硅谷银行股票遭到恐慌性抛售，当日股价大幅下挫 60.4%；美国四大银行合计市值蒸发超 500 亿。
3 月 10 日	盘前交易中，硅谷银行股价再度跌逾 60%，随后进入停牌状态。由于流动性不足和资不抵债，美国加州金融保护和创新部宣布关闭美国硅谷银行，并任命 FDIC 为破产管理人。 美国财政部长耶伦召集美联储、FDIC 和货币监理署的领导人举行会议，讨论围绕硅谷银行的事态发展。耶伦表示，对监管部门采取合适的应对措施充满信心，美国的银行系统仍然保持韧性，监管部门拥有有效的工具来应对此类危机。
3 月 12 日	继硅谷银行宣布关闭之后，美国最大的加密货币银行 Signature 银行，也被美国监管机构以“系统性风险”为由宣布关闭；同日，第一共和银行宣布暂停资金电汇业务并安抚储户及投资者，宣称目前可用流动性资金超 700 亿美元。 美国财政部、美联储和 FDIC 发表联合声明，宣布自 3 月 13 日起，硅谷银行所有储户均可自由支取资金。同时，美联储宣布设立美元银行定期融资计划 (Bank Term Funding Program, 简称 BTFP)，向符合条件的储蓄机构提供期限 1 年的贷款，以确保银行有能力满足客户的提款需求，财政部将从外汇稳定基金中拨款 250 亿美元为 BTFP 提供支持。BTFP 以国债、政府支持机构债券等合格资产作为抵押，且抵押价值以证券面值计算，能够缓解存款机构为应对流动性危机而必须在短时间内抛售上述资产的压力。

3月16日	摩根大通、花旗等美国大型银行向 第一共和银行 注入300亿美元流动性；同时第一共和银行拟增发筹资。
3月17日	硅谷银行 发声表明称已向法院申请破产重组。
3月27日	美国第一公民银行 宣布，已经与美国联邦储蓄保险公司签署协议，收购原属硅谷银行的存贷款和其他资产及负债。

资料来源：根据公开资料梳理

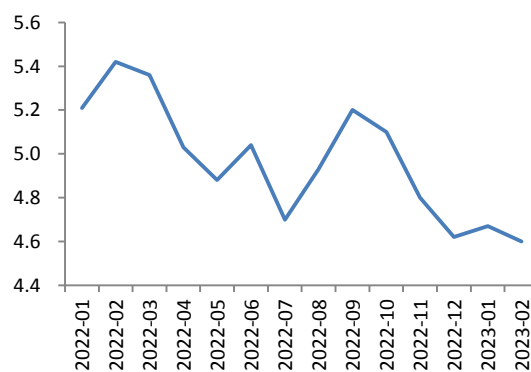
美国通胀压力依然较大，就业保持强劲。尽管自2022年10月以来，美国通胀明显呈回落态势，然而，从绝对水平来看，当前美国通胀率依然很高，尽管3月CPI同比增速降至5%，但核心CPI同比增速反弹至5.6%；2月核心PCE略低于预期，近两月下降缓慢，后续也不排除再次出现反弹。另一方面，美国就业数据始终较为强劲，虽然3月新增非农就业人数略低于预期，但失业率却也低于预期降至3.5%，如果按普遍认为的4%自然失业率来算，失业缺口为-0.5%；但IMF前首席经济学家布兰查德研究表明，由于疫后劳动力市场匹配效率下降，美国自然失业率相比疫情之前提高了1.3个百分点，这意味着实际失业缺口可能达到-1.8%。事实上，从空缺岗位数和空缺率数据中也可看出美国劳动力市场的极度紧张状况。在强劲就业形势下，要将通胀率降至2%的合意水平或许仍需较长时日。

图 6：美国 CPI、核心 CPI 走势 (%)



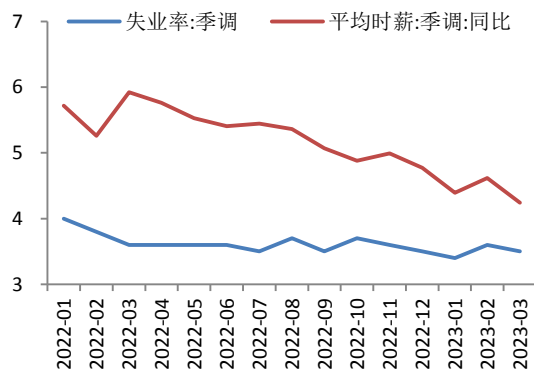
资料来源：Wind

图 7：美国核心 PCE 走势 (%)



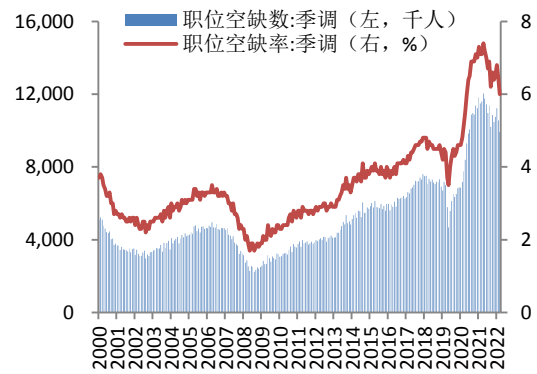
资料来源：Wind

图 8：美国失业率和平均时薪增速情况（%）



资料来源：Wind

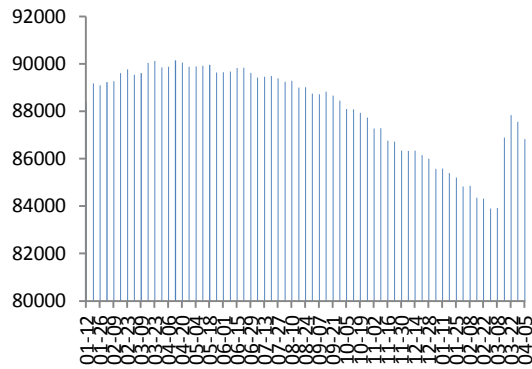
图 9：美国职位空缺仍处于历史高位水平



资料来源：Wind

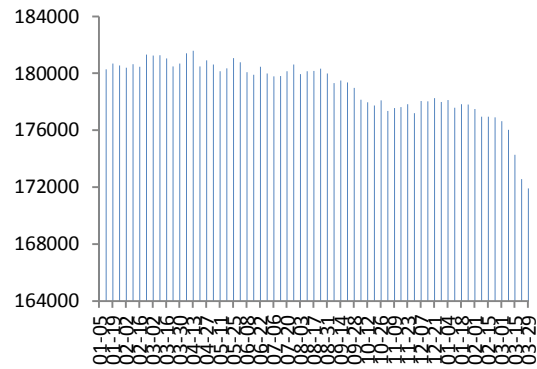
银行业风险仍存，制约美联储加息进程。尽管美国银行业面对的流动性冲击已明显缓和，美联储在短暂扩表后，也已重新转为缩表，但截至 3 月 29 日，美国商业银行存款（季调）仍在连续第十周下降，且在硅谷银行事件后，存款下降速度有所加快，储户对银行业风险的担忧或仍存。标普甚至下调了美国银行、摩根大通等大银行的评级展望。银行业风险未来仍有可能对美联储加息进程形成极大的制约，从 CME FedWatch 工具来看，目前市场普遍预计美联储将于 6 月停止加息。不过，尽管美联储本轮加息或已接近尾声，但却并不意味着美元指数会很快正式开启下行通道，从历史上看，美联储加息周期中最后两次加息之间美元指数大概率仍会上涨。

图 10: 2022 年以来美联储资产规模 (亿美元)



资料来源: Wind

图 11: 商业银行存款 (季调) 变化 (亿美元)



资料来源: Wind

表 3: 历次美联储加息尾声至衰退期间各币种上涨概率

阶段	美元	欧元	英镑	日元	人民币
最后两次加息之间	83%	17%	0%	20%	50%
最后一次加息到确认停止加息之间	33%	67%	80%	60%	67%
确认停止加息到开始降息之间	33%	67%	60%	50%	67%
开始降息到确认衰退之间	25%	50%	50%	25%	25%
经济衰退期间	57%	29%	33%	83%	40%

资料来源: 招商证券

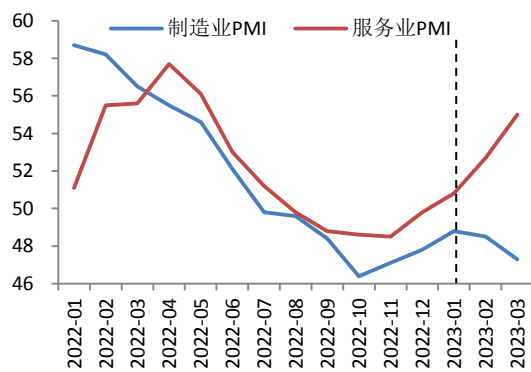
综合来看, 尽管市场不确定性在加大, 但相对而言美元指数后市或易下难上, 叠加近期全球“去美元化”相关舆论密集发酵, 二季度美元指数依然将有所震荡, 但全季度来看总体或偏弱运行。

三、欧洲央行较大幅加息助欧元走强, 阶段性“欧鹰美鸽”或仍将延续

较大幅加息助欧元走强, 但欧洲经济结构性问题凸显。一季度欧元兑美元震荡走强, 其背后主要原因在于进入到 2023 年后, 欧洲央行比美联储加息力度更大。总体来看, 一季度欧元区经济持续复苏, OECD 也将欧元区 2023 经济增长预期从 0.5% 上调至 0.8%, 在此情况下, 面临顽固的高通胀压力, 欧洲央行今年以来继续维持大幅加息节奏, 2 月和 3 月分别加息 50 个基点。然而

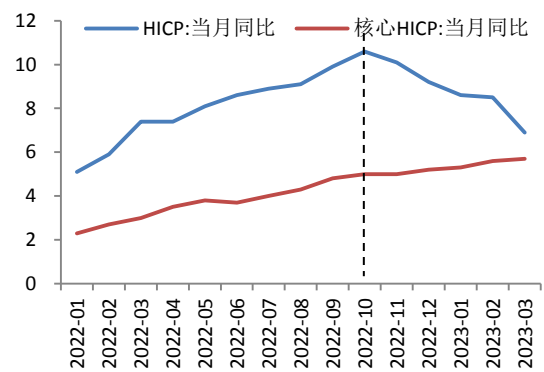
在欧元区经济复苏过程中，制造业与服务业走势呈现出明显的结构分化特征——制造业疲弱但服务业甚至出现过热。2023 年以来欧元区制造业 PMI 始终处于收缩区间，3 月份已跌落至 47.3，但欧元区服务业 PMI 持续处于荣枯线上且大幅上升，3 月份已升至 55.0。在这种经济格局下，尽管能源价格回落令欧元区 HICP 持续回落，但服务业过热及劳动力市场偏紧却令核心 HICP 走势截然相反——自去年 7 月份以来持续上升。故在美欧市场先后发生美国硅谷银行倒闭、瑞信流动性危机等银行业危机事件的情况下，欧洲央行依然顶住压力，在 3 月选择再度加息 50 个基点，显示出抗通胀仍是欧洲央行首要目标。

图 12：制造业、服务业 PMI 走势分化 (%)



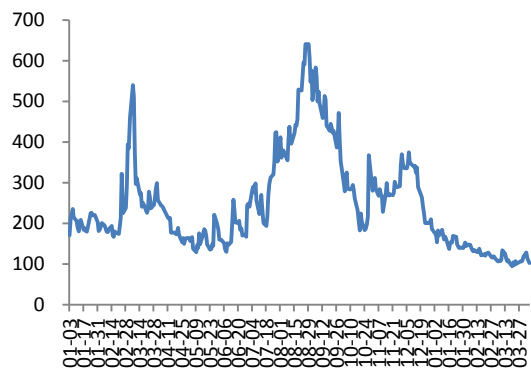
资料来源：Wind

图 13：HICP、核心 HICP 走势分化 (%)



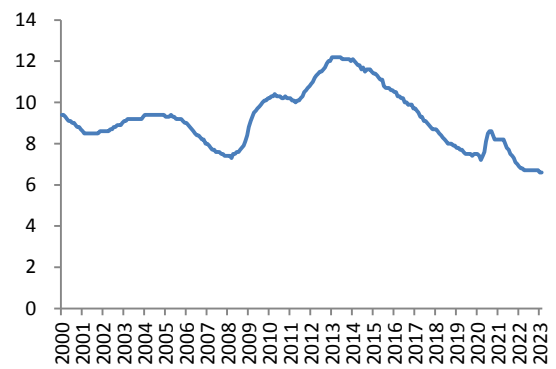
资料来源：Wind

图 14：IPE 英国天然气结算价 (便士/色姆)



资料来源：Wind

图 15：欧元区失业率处于历史最低水平 (%)

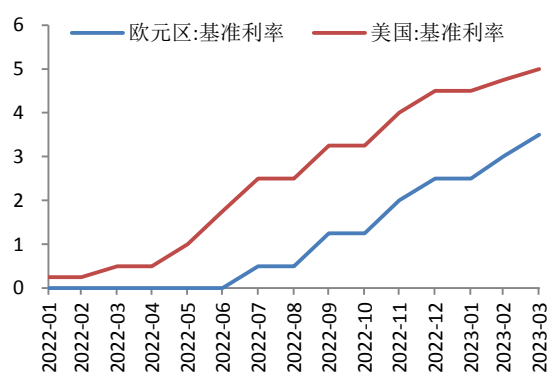


资料来源：Wind

“欧鹰美鸽”局面或将持续，但欧洲货币政策不确定性较大。

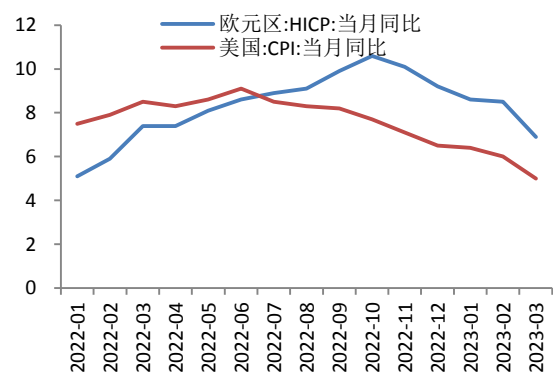
无论是从加息周期还是通胀周期来看，欧洲与美国相比均存在数月的时间间隔：欧洲启动加息和通胀见顶均较美国晚 4 个月，欧洲核心通胀甚至至今尚未出现见顶迹象，而美国早在去年 9 月核心通胀已见顶。这意味着未来一至两个季度内，加息方面仍将呈现“欧鹰美鸽”的局面，这将继续给予欧元以支撑。但欧洲近年来货币政策不确定性多数时候较美国更大，这从经济政策不确定性指数中也可可见一斑，其中德国 3 月经济政策不确定性指数（新闻指数）远超其他发达经济体。尽管欧洲央行仍坚决遏制通胀，但在银行业风险暴露情况下，货币政策必然面临更多掣肘，必要时将不得不在物价稳定和金融稳定之间做出取舍，并由此放慢加息节奏，但这会导致通胀以及紧缩政策持续时间更长，从而对经济带来更大的累积性的负面影响。此外，欧洲的罢工潮也仍在继续，这也会增加通胀及经济走势的不确定性。因此综合来看，二季度欧元兑美元或仍可维持震荡偏强运行，但也不宜对欧元有过强期待，全年来看欧元兑美元升值空间或较为有限。

图 16：欧元区启动加息比美国晚 4 个月（%）



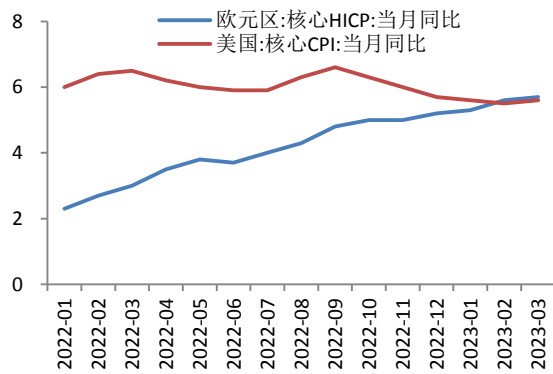
资料来源：Wind

图 17：欧元区通胀见顶比美国晚 4 个月（%）



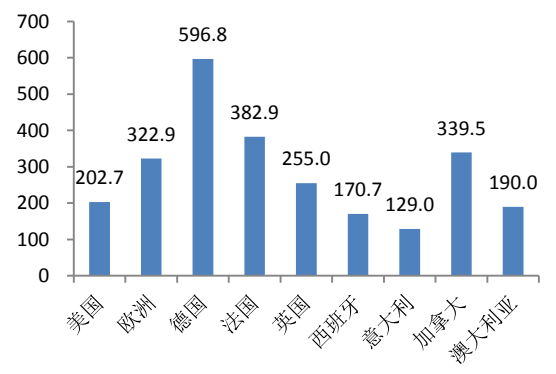
资料来源：Wind

图 18：欧元区核心通胀或尚未见顶（%）



资料来源：Wind

图 19：3 月经济政策不确定性指数（新闻指数）



资料来源：Wind

四、避险因素令英镑一季度表现突出，经济疲弱下后市或难持续上涨

避险因素令英镑成为一季度表现最突出的币种之一。英镑是 2023 年以来主要币种中表现最突出的，一季度英镑兑美元涨近 2%，英镑兑欧元涨 0.7%。三方面原因促成英镑的强势表现：第一，一季度以来英国经济数据总体而言偏暖，叠加“温莎框架”协议的签署，部分缓解了市场对英国经济衰退的悲观预期。第二，今年以来英国央行累计加息 75 个基点，幅度尽管小于欧洲央行，但大于美联储，这对英镑兑美元汇率有所支撑。第三，却是最主要的原因，是英国在欧美银行业危机中未受到明显的波及。如果将一季度外汇市场走势分为硅谷银行事件（3 月 8 日）爆发前和爆发后两个阶段分别来看的话，事实上英镑在危机爆发前在主要币种中表现较差，而在危机爆发后则是表现最好的。在美国和瑞士银行业风险相继暴露的情况下，英镑在这一波银行危机中承担了主要的避险货币角色。

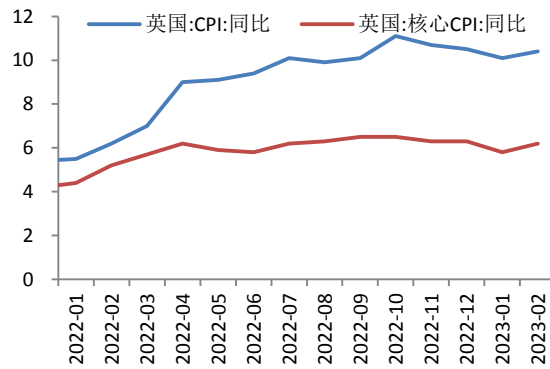
表 4：银行危机爆发前后各币种汇率变化比较

主要汇率	一季度汇价变动	去年末-3月7日	3月7日-3月末
美元指数	-0.86%	2.07%	-2.87%
欧元兑美元	1.29%	-1.44%	2.77%
英镑兑美元	1.94%	-2.23%	4.27%
美元兑日元	1.29%	4.60%	-3.17%
美元兑人民币	-1.15%	-0.35%	-0.80%

资料来源：Wind

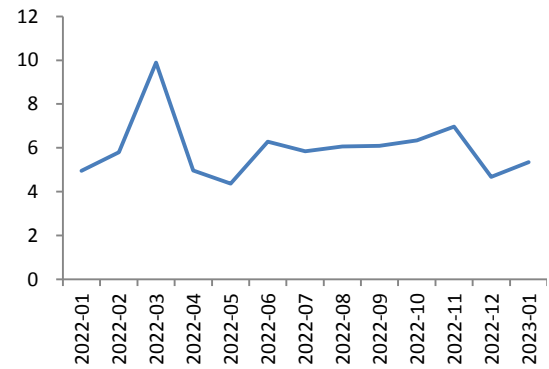
英国经济仍相对疲弱，难以支撑英镑持续上涨。在欧美主要国家中，英国通胀情况最不容乐观，不仅 CPI 同比增速依然维持在两位数水平，并且 2 月 CPI 和核心 CPI 同比涨幅双双意外上升。这意味着能源价格回落对通胀的缓释效果基本被其他领域价格的上涨态势所抵消，其中很重要的原因在于劳动力市场的强劲，英国平均周薪同比增速尚未显现出明显的下行趋势。在此情况下，理论上讲英国央行应该会更加坚定的加息，但现实是媒体曝出的英国央行官员就加息节奏的分歧似乎却是最大的，其背后恰恰凸显出英国经济在持续加息背景下已是疲态尽显，较美国和欧元区要更加疲弱。2022 年四季度英国 GDP 增速为 0，仅仅是避免了陷入技术性衰退的局面；GFK 消费者信心指数尽管呈回升态势，但 3 月份仍为 -36，处于历史低位水平；英国同样存在制造业弱、服务业强的景气度分化情况，但横向比较各国综合 PMI 来看，英国也是主要国家中最低的。此外，英国也是深陷罢工漩涡之中，这有可能会成为其通胀上行或久高不下的第二轮压力。尽管银行业危机能够暂时对英镑有所支撑，但不足以构成英镑持续上涨的动力。故即便在美元可能震荡偏弱的情况下，二季度英镑兑美元或也不会表现出明显的方向性，将维持较宽幅震荡格局。

图 20：英国通胀粘性依旧很强（%）



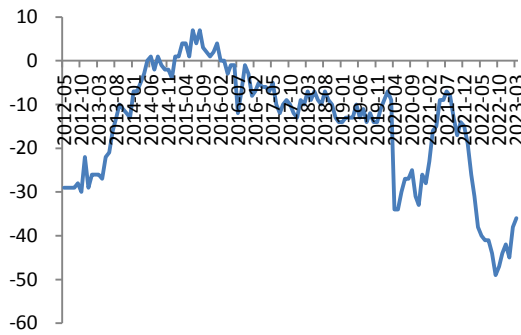
资料来源：Wind

图 21：英国周薪同比增速未现趋势性下行（%）



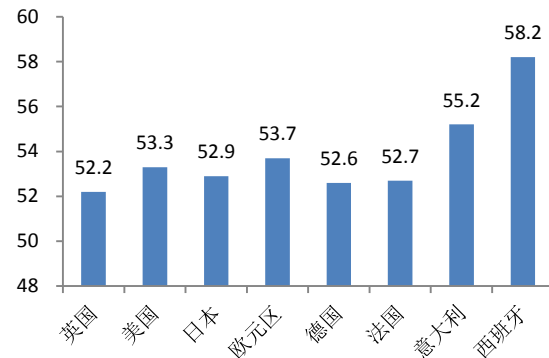
资料来源：Wind

图 22：英国 GFK 消费者信心指数仍处低位



资料来源：Wind

图 23：各国 3 月综合 PMI 比较（%）



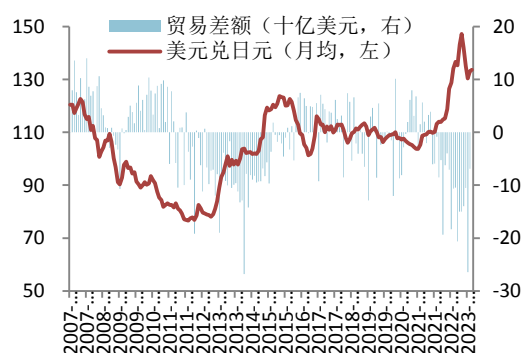
资料来源：Wind

五、政策预期调整+贸易逆差致日元走弱，央行换帅后日元后市或趋稳

货币政策预期调整+持续贸易逆差共促日元震荡走弱。一季度以来，在美元震荡走弱的情况下，日元对美元依然贬值超 1%，主要原因在于市场对 YCC 政策调整的预期有所下降。自去年美欧央行纷纷加息以来，日本央行的 YCC 政策成为市场关注的焦点，并一度令美元兑日元汇率跌破 150。随着日本通胀压力不断加大，特别是去年 12 月 YCC 目标区间放宽后，市场对日本央行进一步调整 YCC 政策的预期高涨，并对日元汇率有所支撑。今

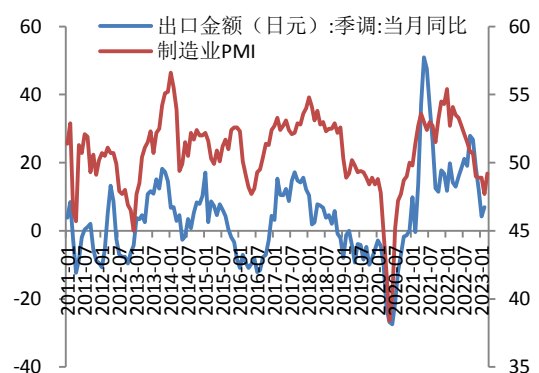
年以来随着政策调整预期逐步下降，日元再度震荡走弱。此外，日本经济也现下行趋势。自 2021 年 8 月以来，日本对外贸易持续逆差，历史来看者通常会带来日元的贬值。其中出口下滑令日本制造业 PMI 也持续处于收缩区间，不过 3 月制造业 PMI 已呈现回升态势。一季度以来直至硅谷银行事件爆发前，日元在主要币种中是表现最差的，对美元跌 4.4%，但在银行危机爆发后，日元避险属性有所发挥，贬值幅度大幅收敛。不过也要意识到，假如美欧银行业风险未来进一步发酵并加剧经济衰退，日本这种外向型经济体或也难独善其身。

图 24：日本贸易差额变化与日元走势



资料来源：Wind

图 25：日本出口增速与制造业 PMI 相关性

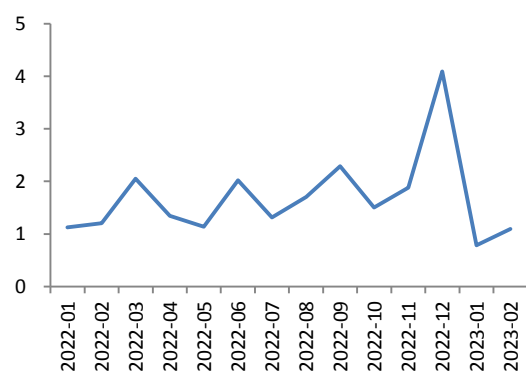


资料来源：Wind

日本货币政策正常化可能性加大，支撑日元汇率趋稳。随着植田和男 4 月 9 日正式就任新任日本央行行长，日本货币政策调整的可能性或将有所增大。尽管植田曾表示，从当前的经济和物价情况来看，日本央行货币政策是合适的，但在经历了近 10 年的超常规货币宽松后，货币政策对日本经济的促进效果不断削弱，且其引发的各种副作用日益增强，新行长上任后将很有可能对现行货币政策框架进行再评估。事实上就连前行长黑田东彦近期也

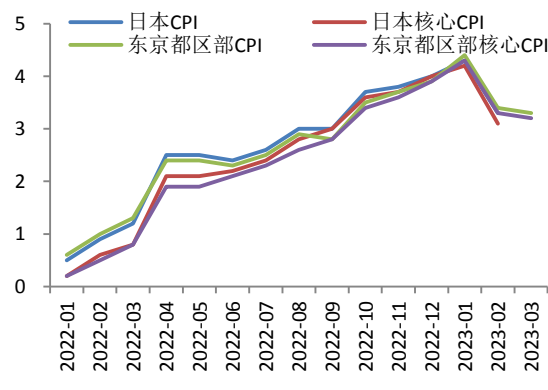
表示，在保持金融体系稳定的情况下，完全有可能采取退出（宽松政策的）战略。薪资增长似乎也可对货币政策调整予以支撑。尽管今年前两月日本劳动者现金收入增速依然维持低位，但日本主要公司劳资谈判结果显示，2023 财年平均加薪 3.8%，为 1994 年以来首次达到 3%，薪资增幅超预期。当然，若仅从目前日本通胀走势来看，货币政策正常化的不确定性依然较大，2 月 CPI、核心 CPI 同比增速均明显下行，3 月东京通胀率连续第二个月放缓，但黑田东彦预计 9 月份之后日本通胀或将开始反弹，不过这也意味着日本通胀能否稳定保持在 2% 之上仍有待于时间的检验。综合来看，YCC 政策未来调整的可能性在加大，但也不太可能在短期内发生，同时即便调整也会采取较为审慎的方式，逐步朝着温和宽松的方向。在美联储加息临界尾声，同时日本货币政策有望逐步正常化的情况下，二季度日元兑美元汇率可能总体趋稳，维持较宽幅震荡格局。

图 26: 劳动者现金收入增速维持低位 (%)



资料来源: Wind

图 27: 日本及东京 CPI 同比增速走势 (%)

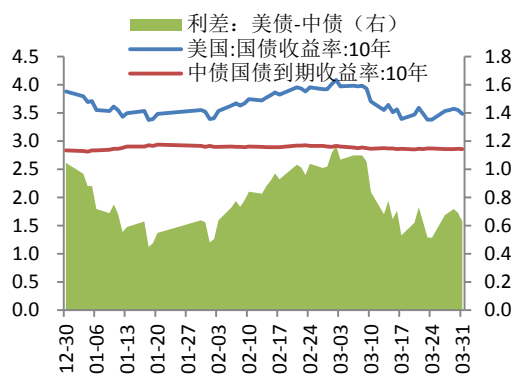


资料来源: Wind

六、内外因素共促人民币平稳运行，经济弱复苏下汇率仍将双向波动

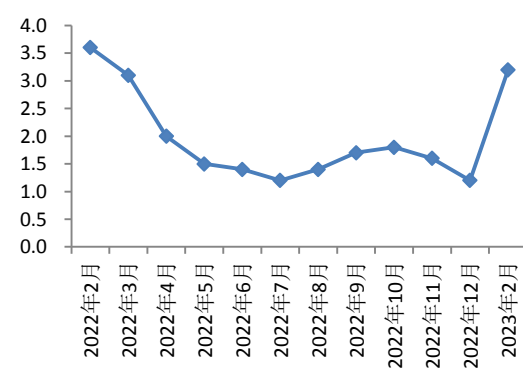
外部压力减轻+国内经济修复共促人民币汇率平稳运行。从外部看，美联储加息接近尾声，美元持续升值动能减弱，美债收益率处于下行通道，中美利差稳定收敛，人民币面临的外部贬值压力将会明显减轻。国内来看，今年以来我国经济呈现温和复苏态势：生产端工业用电量稳中有升，制造业 PMI 持续处于景气区间；消费端餐饮收入、人流、物流等指标纷纷回升，线下消费呈复苏态势；投资端 1-2 月固定资产投资同比增长 5.5%，高于去年末的 5.1%，好于市场预期。外部压力减轻叠加国内经济修复，共同为人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定奠定了良好的基础。总体来看，一季度美元兑人民币汇率走势与美元指数走势趋同，CFETS 人民币汇率指数围绕 100 窄幅波动。

图 16：中美利差呈稳定收敛态势（%）



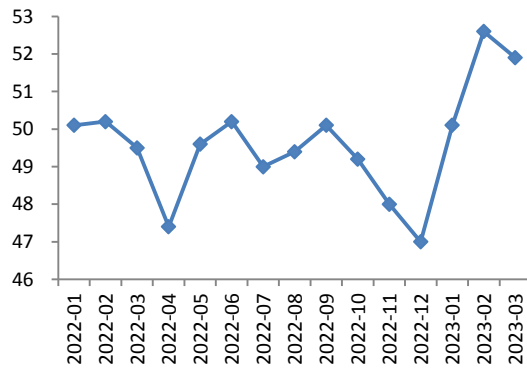
资料来源：Wind

图 17：工业用电量累计同比增速回升（%）



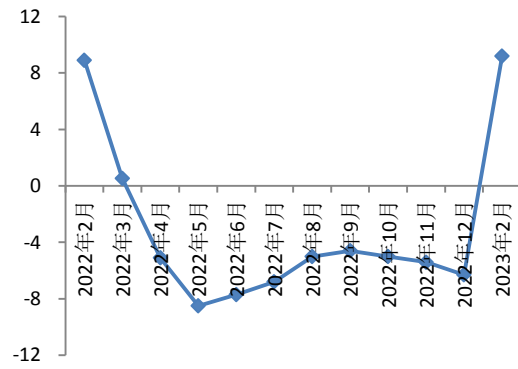
资料来源：Wind

图 16: 制造业 PMI 持续处于景气区间 (%)



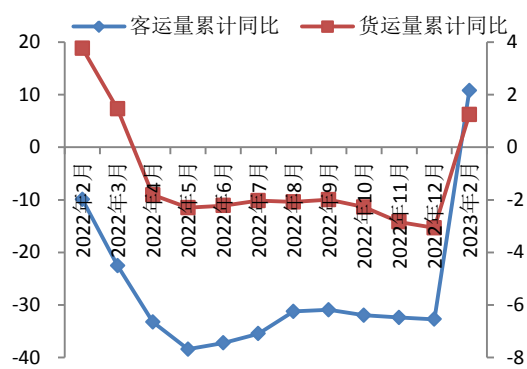
资料来源: Wind

图 17: 餐饮收入累计同比已转正 (%)



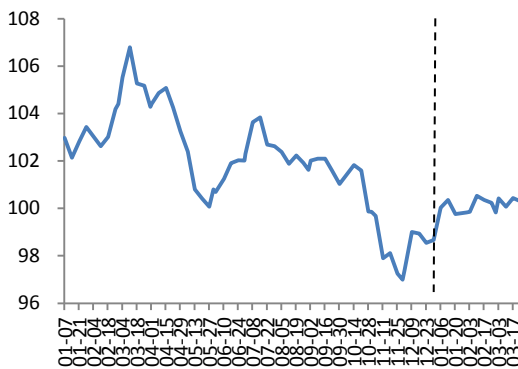
资料来源: Wind

图 16: 客运货运累计同比均已转正 (%)



资料来源: Wind

图 17: 今年以来人民币汇率指数窄幅波动

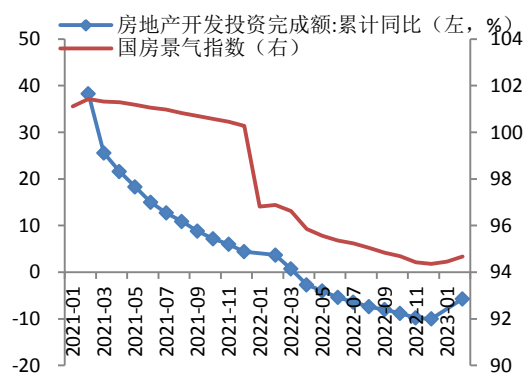


资料来源: Wind

经济弱复苏下人民币汇率仍将维持平稳双向波动格局。尽管 IMF 和世界银行均大幅上调了中国今年增长预期，但从一季度来看，国内经济总体仍呈弱复苏格局，冷热不均现象依然存在。其中房建和消费仍有较大修复空间。房地产开发投资完成额累计同比依然为负，国房景气指数今年前两月尽管有所回升，但依然处于低位水平；从消费恢复领域看，出行类消费快速修复，但汽车、通讯器材、家电等耐用品消费表现仍较弱。不过，3月出口增速转正且大幅回升，这对人民币汇率将有所支撑。总体来看，在经济弱复苏格局下，短期内人民币汇率仍将以双向波动为主。不过两点因素可能会在中长期支撑人民币走强：一是人民币国际化在

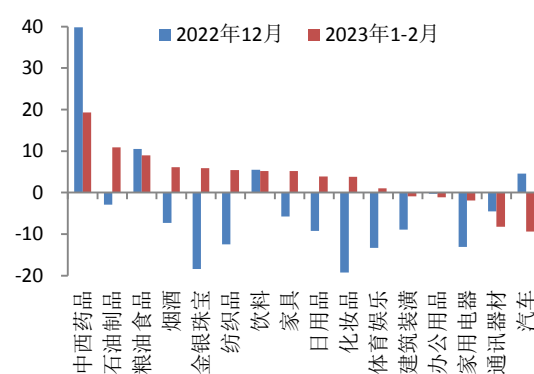
加快推进，今年年初中国和巴西签署了在巴西建立人民币清算安排的合作备忘录。二是在美欧银行业风险暴露甚至未来可能陷入经济衰退的情况下，国内资产一定程度上能发挥“避风港”作用，今年以来北向资金净流入速度明显加快。综合来看，二季度人民币汇率将依然呈现平稳双向波动的运行格局，全年或将小幅走升。

图 16：房地产开发投资和国房景气指数



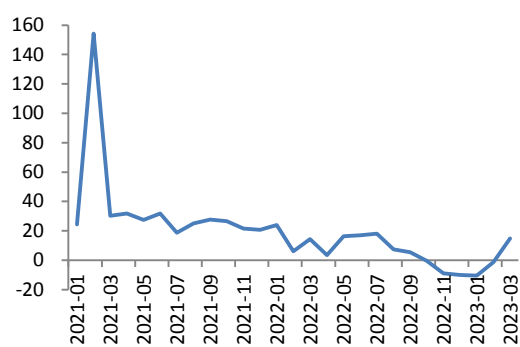
资料来源：Wind

图 17：各类商品限额以上零售当月同比 (%)



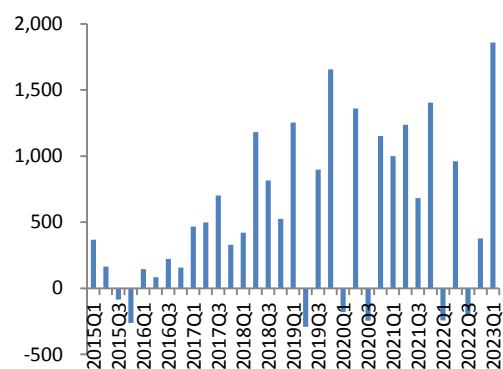
资料来源：Wind

图 16：出口金额当月同比 (%)，以美元计)



资料来源：Wind

图 17：一季度北向资金大幅流入 (亿元)



资料来源：Wind

近期研究成果

1. 美国就业通胀数据频超预期，全球汇市震荡延续（2023年3月8日）
2. 2月信贷和社融延续“双放量”，后续节奏如何？（2023年3月10日）
3. 经济如期复苏，关注三大短板（2023年3月15日）
4. 3月MLF延续“加量平价”续作，短期降准降息迫切性不高（2023年3月15日）
5. 降准加快落地，有何考量、影响几何？（2023年3月18日）
6. 财政收入负增，财政支出加快——1-2月财政数据点评（2023年3月20日）
7. 控通胀依然是首要目标，银行危机增加政策复杂性（2023年3月23日）
8. 经济进入温和复苏时段（2023年3月31日）
9. 地方债发行节奏明显加快——3月地方债发行数据点评（2023年4月3日）
10. 4.7国常会有哪些新关切（2023年4月7日）
11. 如何看待当前偏弱的通胀形势？——3月CPI、PPI点评（2023年4月11日）
12. 3月信贷和社融为何继续超预期增长？（2023年4月12日）
13. 来自出口的逆袭——3月外贸数据点评（2023年4月13日）

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：yjy@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

