下载日志已记录，仅供内部参考

钱去哪儿了？

专题报告

近年来，广义货币仍保持较快增长，但经济转型与融资结构转变令私人部门存在体感反差。本文从货币的存量分布、创造来源和部门间流转三个维度回答“钱去哪了”：一方面，存款更多沉淀在居民部门，新增信贷则越来越集中于企业部门；另一方面，M2 扩张的来源正在由传统信贷渠道逐步向财政渠道、外汇渠道等多元化迁移。值得关注的是，货币流通速度有所放缓，但属于由经济结构转型所致的合理结果。居民—企业、政府—企业以及企业内部的资金循环均出现明显结构分化，资金正在加速向科技、绿色和高端制造等新兴产业集中，而房地产、传统资源型行业等资金循环仍然偏弱。

- **第一，钱主要沉淀在居民部门，但新增贷款越来越集中于企业部门。**截至 2026 年 6 月，居民存款占 M2 比重接近 49%，单位存款占比约 33%，且居民存款内部呈现明显定期化特征，活期存款占比降至 25.71%，显示居民资金交易活性仍然偏弱。贷款端则呈现相反结构，2026 年 1—7 月企事业单位新增贷款约 11 万亿元，住户贷款反而净减少 8271 亿元；同时科技、绿色等重点领域信贷保持较快增长，而基建、房地产等传统领域信贷明显偏弱，信用扩张正在加速向企业部门和新兴产业集中。
- **第二，钱的创造来源正在发生变化，财政渠道的重要性明显提升。**M2 仍主要由银行体系对非金融部门债权扩张形成，但近年来住户部门信用贡献显著减弱，企业部门成为主要信贷承接主体；与此同时，政府净债权对 M2 的贡献快速上升，2021—2025 年由 4.50 万亿元升至 10.14 万亿元，占当年 M2 增量的比重大幅提高。此外，2025 年以来人民币升值和结售汇意愿回升，也推动国外净资产对 M2 形成更多正贡献。当前货币创造已逐步由过去高度依赖居民和企业信贷，转向“企业信贷+财政扩张+外汇渠道”共同驱动。
- **第三，货币总量充裕，但货币传导效率不高，可能是当前宏观流动性改善而实体经济体感不强的重要原因之一。事实上，这恰恰是经济结构转型、融资结构转变共同作用的合理结果。**按照 (MV=PY) 测算，中国广义货币流通速度 V 由 2010 年的约 0.58 下降至 2025 年的 0.41，累计降幅约 29%，且 2022 年以来下降速度明显加快。货币供给持续扩张，但流通次数下降正在不断削弱货币总量增长对名义经济活动的带动作用。

  1）居民—企业之间资金循环整体偏弱，但高端制造和 AI 相关行业明显更活跃。截至 2026 年 H1，居民与企业部门间货币流通速度同比增速降至约 -7.8%，较 2022 年进一步走弱。分行业看，制造业、交通运输、批发零售等行业的居民—企业资金流转相对较好；制造业内部则表现出更明显的结构分化，AI、高端制造等行业工资和资金流动表现领先，而房地产、汽车制造、民生消费等行业相对偏弱。

  2）政府—企业之间出现明显的“双向背离”：财政资金更快流向企业，但企业资金回流财政的速度下降。2016 年以来，政府→企业货币流速 V1 总体上升，2025 年升至约 0.32；2019 年以来，企业→政府货币流速 V2 回落，2025 年降至约 0.19。分行业看，财政资金更多流向家电、汽车、电子、国防军工、电力设备、机械设备、计算机等制造业领域，而企业向政府缴税流速较高的行业仍主要集中在石油石化、公用事业、煤炭、有色金属等传统和资源型行业，体现出“财政支出结构先转型、税源结构后转型”的特征。

  3）企业之间的资金流量同样呈现“新兴制造强、传统行业弱”的结构特征。以“购买商品、接受劳务支付的现金同比增速”衡量企业间经营性资金流动，2026 年上半年电子行业同比增长接近 37%，电力设备、机械设备等高端制造行业也保持较快增长，显示相关产业链上下游采购和现金支付较为活跃；房地产、钢铁、煤炭、石油石化等传统行业整体修复仍相对

相关报告

1、《中选倒计时，有何看点？》2026-09-11
2、《美国政策逻辑下的美日联合干预》2026-09-11
3、《9 月 FOMC 将至，TACO 会来吗？》2026-09-11

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
罗丹 S1090524070004
luodan7@cmschina.com.cn
赵兴举 研究助理
zhaoxingju@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

有限。当前资金循环改善更多集中于电子、电力设备、机械设备等新兴和高端制造领域，产业结构转型已经开始体现在企业之间的实际现金交易和资金流向之中。

- **风险提示：内需复苏速度不及预期，地缘政治冲突不确定性较大。**

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 钱在哪儿？ 4
（一）存款主要在居民部门 4
（二）贷款主要流向了企业部门 5
二、 钱从哪儿来？ 7
三、 钱的流转怎么样？ 9

图表目录

图 1： M2 分项权重 4
图 2： M2 分项新增规模 4
图 3： 住户部门定期、活期存款比重 5
图 4： 居民资产分布 5
图 5： 2025 年不同省份的人均存款 5
图 6： 三大部门新增贷款规模 6
图 7： 不同领域贷款增速分化严重 7
图 8： M2 贡献拆解 7
图 9： 非金融部门债权增长越来越集中于非金融企业 8
图 10： 政府债权扩张增强财政渠道 8
图 11： 近年国外净资产增量主要来自其他存款性公司 9
图 12： 25 年较 24 年 M2 增量多增 5.50 万亿的构成 9
图 13： 广义货币流通速度 V 持续下降 9
图 14： 企业、居民部门间 V 的增速持续下行 10
图 15： 不同行业企业与居民部门间 V 的增速表现 10
图 16： 制造业内部不同细分行业工资增速变化 10
图 17： 政府、企业之间货币流速 V 11
图 18： 政府、与不同行业之间的货币流速 V 12
图 19： 不同行业的企业间货币流通表现 13

下载日志已记录，仅供内部参考

一、钱在哪儿?

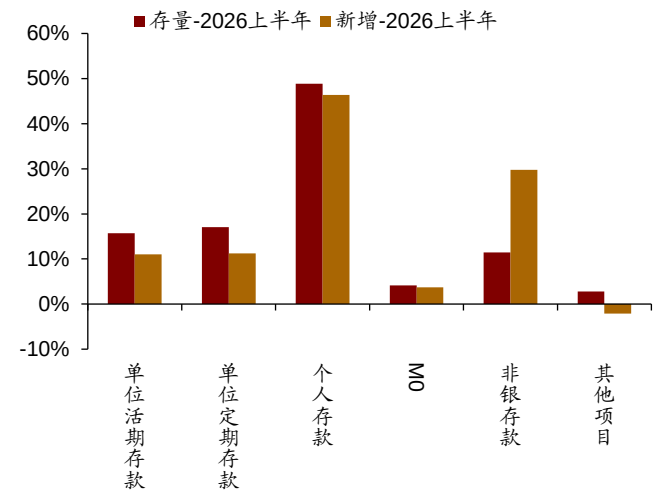
（一）存款主要在居民部门

广义货币供应量 M2 是衡量全社会货币总量的核心指标，涵盖流通中现金、居民及企业各类存款、非存款类金融机构存款等，全面反映社会货币供给水平。截至今年 6 月，M2 存量余额高达 356.71 万亿元，今年上半年新增 M2 规模高达 16.42 万亿，M2 可拆解为 6 个部分：M0、单位活期存款、单位定期存款、个人存款、非银金融机构存款、其他项目。

第一，存量来看，截至 6 月末，**居民存款占比接近 49%**，单位存款占比 33%左右，非银机构存款占比超 11%，M0 及其他项目合计占比 7%。可以看出，钱主要流向了居民部门（近年基本维持在 48%左右），2021 年以来，单位存款占比持续回落（40.69%→32.76%），此外，非银存款亦自 2024 年以来持续回升至 11%以上，主要得益于“924 行情以来，资本市场的积极表现”。

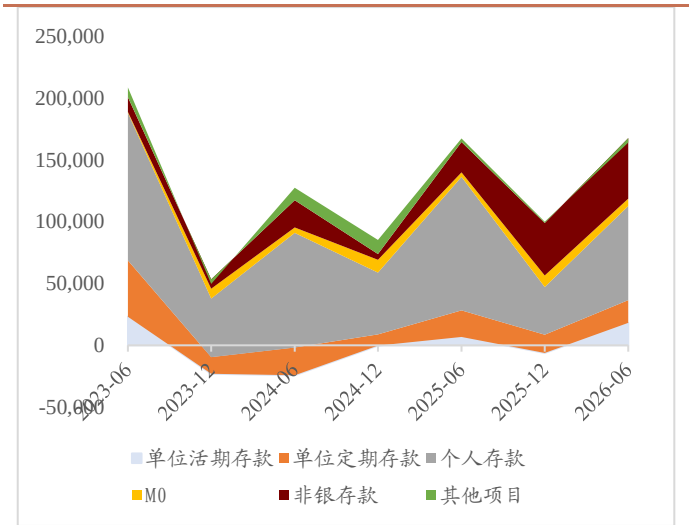
第二，增量来看，1-6 月份，单位活期存款新增 1.8 万亿、定期存款新增 1.84 万亿，上半年的活期存款及整个单位存款新增规模均是 2024 年以来同期最佳；个人存款新增 7.6 万亿，相较 2022 年以来同期值处于减少状态，比 25、24 年上半年分别同比减少 3.2、1.7 万亿，或很大程度上与居民存款搬家有关，因为同期非银存款明显多增，今年上半年新增规模 4.88 万亿，较 24、25 年同期分别多增约 2.69、2.42 万亿。**2024 年以来，个人存款占比明显下滑（67.11%→46.37%），单位存款、非银存款权重明显抬升，分别录得 3.38%→22.24%、12.48%→29.75%。**

图 1：M2 分项权重



资料来源：Wind，招商证券

图 2：M2 分项新增规模



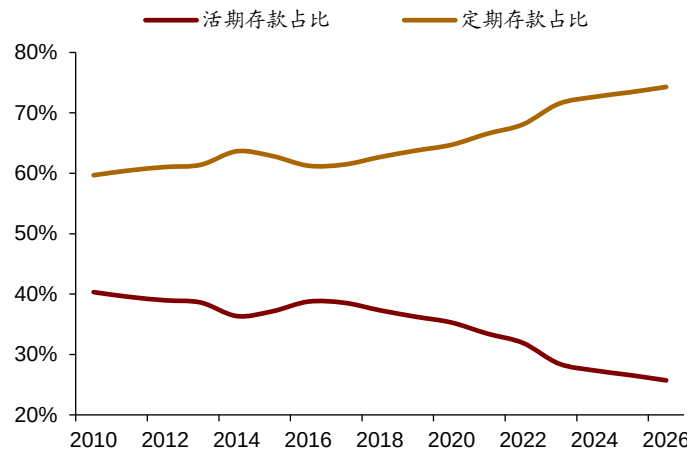
资料来源：Wind，招商证券

结构上，住户存款 =活期存款+定期及其他存款（普通定期、大额存单、结构性存款），不含理财、基金、保险（这些属于资管负债，不在住户存款科目）。活期存款属于交易性资金，用于日常消费、月供、周转，流动性最高。存量来看，今年上半年住户活期存款占比降至 25.71%，约 44.6 万亿，定期存款升至 74.29%，约 128.9 万亿；增量来看，住户活期存款占比降至 6.64%，约 5000 亿，而定期存款占比高达 93.36%，接近 7.1 万亿。**如果分区域而言，截至**

下载日志已记录，仅供内部参考

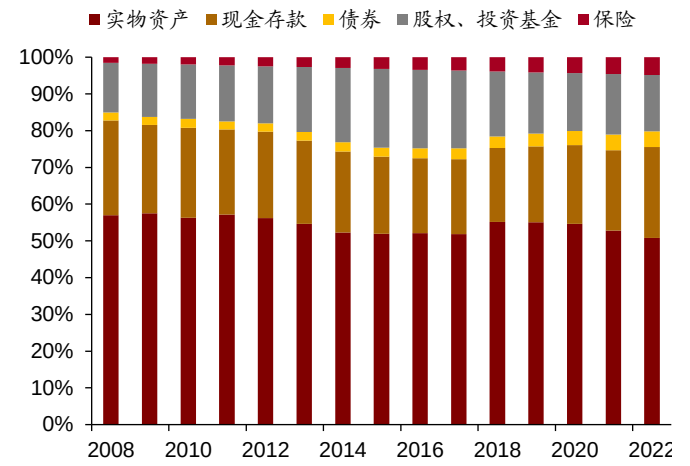
2025 年末，北京人均存款规模最高，达到 35.67 万元，其次是上海，达到 28.96 万元，西南省份人均存款规模最小，整体在 5、6 万元附近。

图 3：住户部门定期、活期存款比重



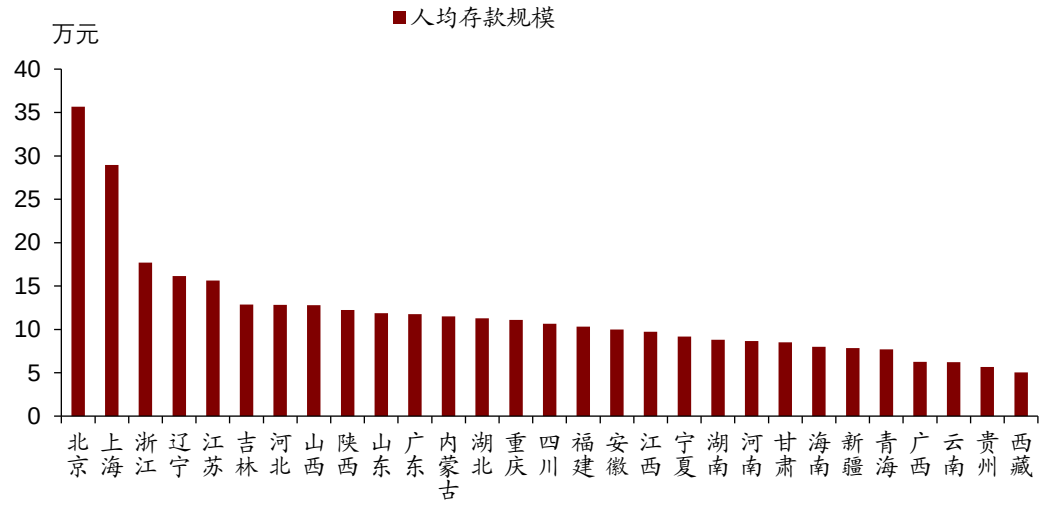
资料来源：Wind，招商证券

图 4：居民资产分布



资料来源：Wind，招商证券

图 5：2025 年不同省份的人均存款



资料来源：Wind、招商证券

（二）贷款主要流向了企业部门

增量来看，信贷增量几乎全部由企事业单位贡献。1-7 月，三部门累计新增人民币贷款 9.78 万亿，企事业单位贷款新增 11 万亿，住户贷款反而净减少 8271 亿，非银机构减少 3944 亿，而 2021 年非金融企业部门贡献约 60%；**拆分结构，对于企事业单位，其中短期贷款占比持续提升（2021 年 8.11%→2026 年 40%）、中长期贷款持续下滑（2021 年 79.05%→2026 年 49.03%）。**存量来看，截至 7 月份，企事业部门贷款合计 196.17 万亿，住户部门贷款合计 82.44 万亿，非银机构贷款合计 0.56 万亿，以上三项权重分别为 29.53%、70.27%、0.20%。

下载日志已记录，仅供内部参考

区分资金流向，科技、绿色等重点领域信贷投放保持较高景气度，对信用活动增长形成较强提振；但基建、房地产等传统行业受需求不足压制，贷款增长相对乏力，行业间呈现明显“K”型分化特征。

1）科技领域贷款保持双位数高增长。截至 2026 年 6 月末，高新技术企业贷款余额 21.53 万亿元，同比增长 14.6%，增速较全部贷款高约 9.5 个百分点；科技型中小企业贷款余额 4.15 万亿元，同比增长 20.1%。

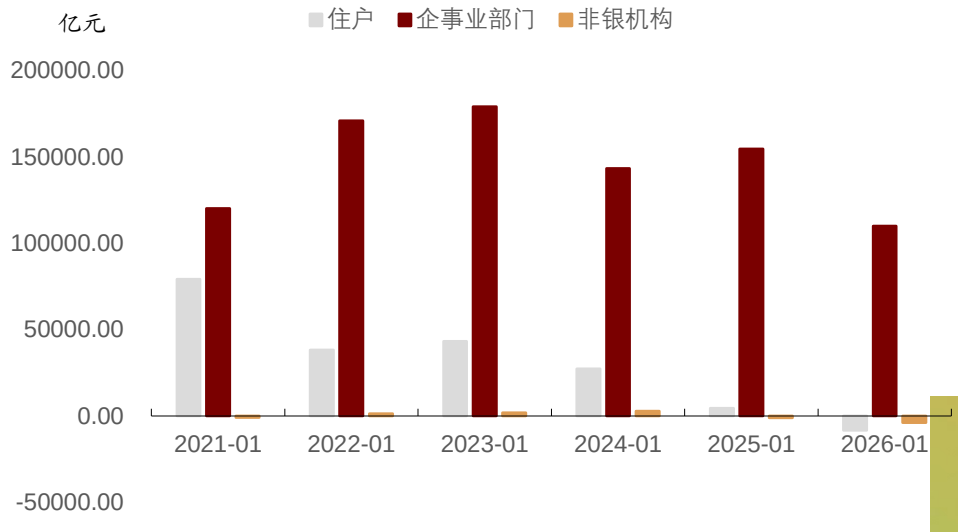
2）绿色信贷延续高景气，是目前规模最大、增长最快的结构性信贷领域之一。6 月末，本外币绿色贷款余额达到 48.63 万亿元，同比增长 14.5%，上半年增加 3.82 万亿元。

3）工业信贷仍有支撑，但增长强度已明显弱于科技和绿色领域。6 月末，工业中长期贷款余额 27.81 万亿元，同比增长 5.9%，仅比各项贷款增速高 0.8 个百分点，上半年增加 1.21 万亿元。

4）基建贷款增速已经落至总信贷增速附近，传统稳信用作用明显减弱。6 月末，基础设施相关行业中长期贷款余额 45.19 万亿元，同比增长 4.8%，上半年增加 1.53 万亿元，增速低于同期全部人民币贷款 5.2%左右的增速。

5）房地产仍是当前最主要的信用收缩部门。6 月末，人民币房地产贷款余额 50.74 万亿元，同比下降 4.9%，上半年净减少 1.23 万亿元。**当前信贷结构已经由过去“地产—基建—居民加杠杆”主导，逐步转向“企业部门+科技绿色等重点领域”主导。**

图 6：三大部门新增贷款规模

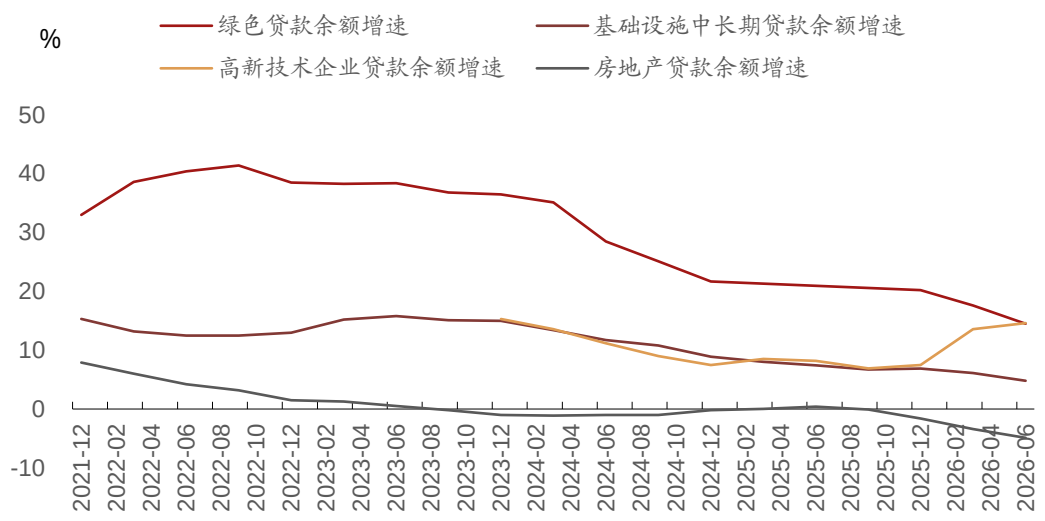


资料来源：Wind、招商证券

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：不同领域贷款增速分化严重

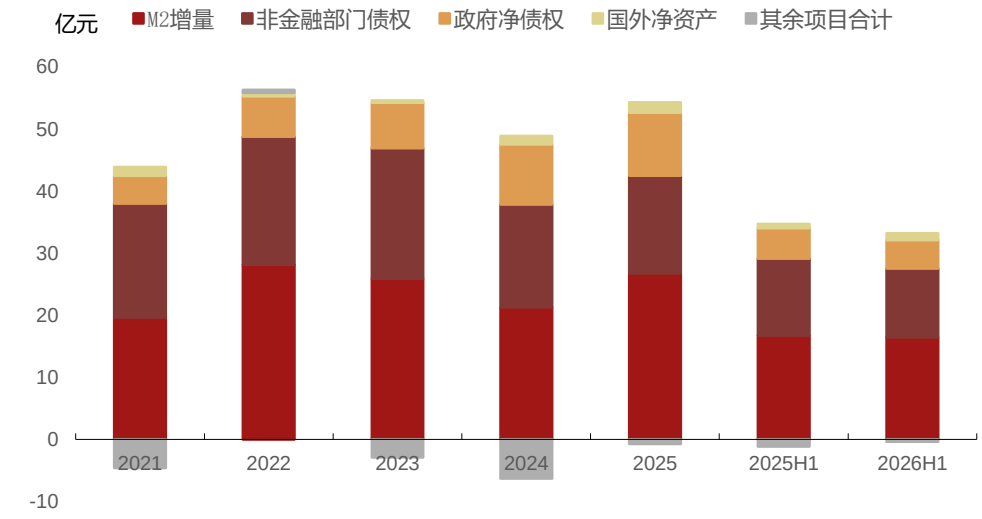


资料来源：Wind、招商证券

二、钱从哪儿来？

货币供应 M2 的构成因素可以通过存款性公司概览反映出来，M2＝国外净资产＋国内信贷－不纳入广义货币的存款－债券－实收资本－其他（净）[1]。主体分析包括四大类：国内信贷渠道对应非金融部门债权（主要是企业、住户两大部门贷款）、财政渠道对应政府净债权（政府债权-央行政府存款）、外汇占款渠道对应国外净资产（存款性公司对外资产减去对外负债）、其他项目。**拆分贡献发现，M2 增长的来源正发生结构变化，对非金融部门债权仍是最主要的正向对应项，但政府净债权的重要性已明显上升。**2021—2025 年，非金融部门债权增量由 18.37 万亿元降至 15.69 万亿元，政府净债权增量由 4.50 万亿元升至 10.14 万亿元，两项合计增量来看，政府净债权所占比重由 19.7%升至 39.3%。

图 8：M2 贡献拆解



资料来源：Wind、招商证券

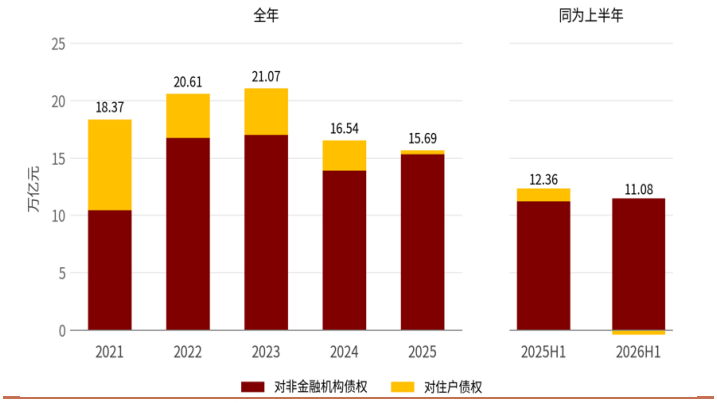
[1] https://www.stats.gov.cn/zs/tjws/zytjzbqs/hbgyl/202502/t20250226_1958808.html

下载日志已记录，仅供内部参考

第一，信贷仍居首位，但企业、住户部门严重分化。1）非金融部门债权年度增量在 2023 年达到 21.07 万亿，随后降至 2024 年的 16.54 万亿和 2025 年的 15.69 万亿，其对全年 M2 增幅的贡献由 2021 年的 8.40 个百分点降至 2025 年的 5.00 个百分点。2）住户部门贡献大幅减弱，甚至演变为拖累项，2021 年对住户债权增加 7.90 万亿，2025 年仅增加 0.36 万亿，2026 年上半年减少 0.39 万亿；同期对非金融机构债权分别增加 10.47 万亿、15.33 万亿。

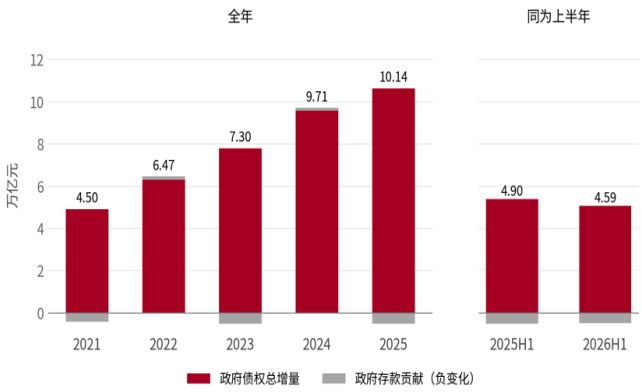
第二，政府债权扩大增加正向对应项，政府存款积累则形成反向影响，财政渠道贡献大幅提升。政府净债权对 M2 的年度贡献由 2021 年的 4.50 万亿升至 2024 年的 9.71 万亿、2025 年的 10.14 万亿。2025 年政府债权总增量为 10.64 万亿，央行政府存款增加 0.50 万亿，净贡献因此为 10.14 万亿，财政净贡献占当年 M2 增量的 37.9%。

图 9：非金融部门债权增长越来越集中于非金融企业



资料来源：Wind，招商证券

图 10：政府债权扩张增强财政渠道



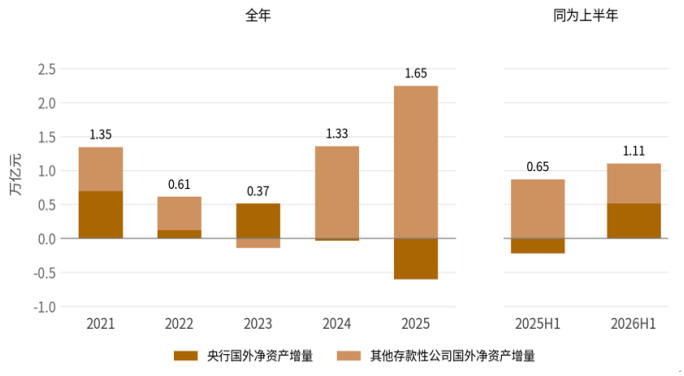
资料来源：Wind，招商证券

第三，人民币升值、出口结售汇意愿持续提升的背景下，外汇渠道对 M2 贡献明显提升。2025 年，国外净资产对 M2 提供 1.65 万亿正贡献，其中央行国外净资产减少 0.60 万亿，其他存款性公司国外净资产增加 2.25 万亿。2026 年上半年，央行和其他存款性公司国外净资产分别增加 0.51 万亿、0.59 万亿，合计贡献 1.11 万亿，高于上年同期的 0.65 万亿。

第四，银行负债结构可以解释 M2 与融资增量的差异。M2 是银行体系负债中的一部分。同样的资产扩张，可以对应存款、债券或资本等不同负债来源。债券负债、不纳入 M2 的存款、实收资本和其他净额，会影响资产端变化最终对应多少 M2。因此，资产端信贷减速与 M2 增量回升可以同时出现。2025 年 M2 增量较 2024 年多增 5.50 万亿元。其中，非金融部门债权贡献减少 0.86 万亿元，政府净债权贡献增加 0.43 万亿元，国外净资产贡献增加 0.32 万亿元。**更大的变化来自负债侧：债券负债增加所对应的抵销额，由 2024 年的 5.97 万亿元缩至 2025 年的 1.22 万亿元，拖累减轻 4.74 万亿元；其他净额贡献由−1.44 万亿元转为＋0.85 万亿元，改善 2.29 万亿元。**

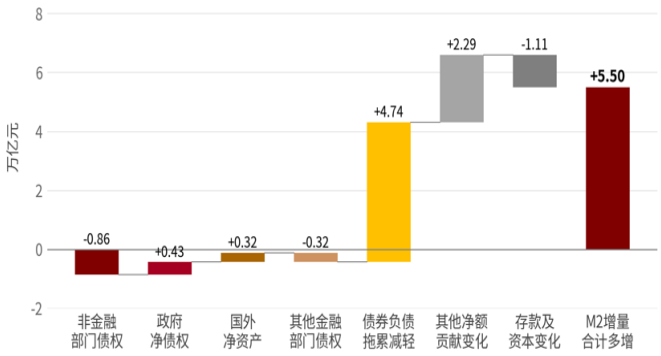
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：近年国外净资产增量主要来自其他存款性公司



资料来源：Wind，招商证券

图 12：25 年较 24 年 M2 增量多增 5.50 万亿的构成

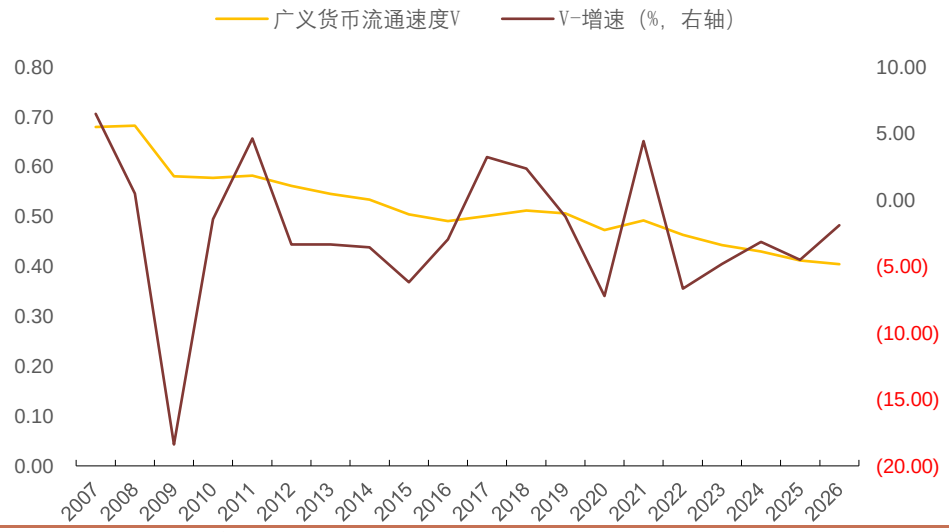


资料来源：Wind，招商证券

三、钱的流转怎么样？

基于费雪方程式 MV=PY，货币流通速度等于名义 GDP 与广义货币供应量的比值。**近年来，中国广义货币流通速度 V 呈现出放缓趋势，简单测算发现，2010 年中国广义流通速度 V 约为 0.58，2021 年缓慢降至 0.49，而到 2025 年末已降至 0.41，累计降幅在 29%左右，特别是 2022 年以来，广义货币的流通速度 V 下降速率有所加快。**即便考虑到金融深化过程中货币化率自然抬升的长期趋势，这一斜率的陡峭化下降或依然指向了货币淤积和可能的传导阻滞。这表明：M2 维持在超 8.5%的较高增速，但持续下滑的 V 却大量消解了这一政策效力——货币总量扩张的成果，一定程度上被货币流转次数的衰减“吃掉”了。

图 13：广义货币流通速度 V 持续下降



资料来源：Wind、招商证券

一是，居民、企业部门之间货币流通速度 V 整体在下滑，私营企业与居民间 V 要明显小于非私营企业跟居民间，AI 类企业与居民间的货币流速 V 最高。

居民部门进行消费，企业部门（主要是指非金融企业）做固定资产投资，依据 MV=PY 方程式，居民、企业货币流通速度变化率$\Delta V=\Delta C$（消费增速）+ΔT（投资增速）-ΔM（对非金融机构及住户负债:纳入广义货币的存款增速）。测算发现，

下载日志已记录，仅供内部参考

截至 2026 年 Q2，居民、企业部门间货币流通速度 V 的同比增速大幅下降至-7.8%，明显低于 2022 年的-5.0%。此外，居民、企业之间货币流通速度变动亦可以用居民收入中位数的增速来刻画，两者走势完全一致，或指向目前居民、企业货币流转均存在一定成都的堵塞问题。

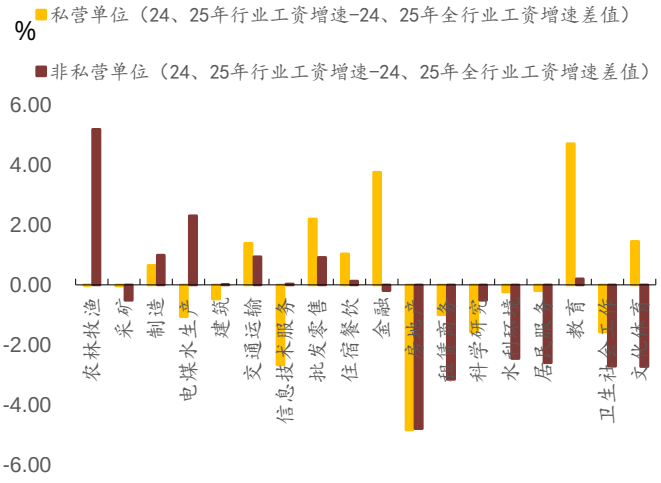
更进一步，采用不同行业工资增速来刻画企业、居民间的货币流通速度，研究发现：1）2024、2025 年合并来看，私营单位与居民部门间货币流通速度明显低于非私营单位（3.56%>2.35%）。2）不论是私营单位还是非私营单位，制造业、交通运输仓储业、批发零售业、教育业这四个行业与居民部门间的货币流动速度 V 的表现均高于全行业平均水平；而建筑业、房地产业、租赁商务、科学研究、水利环境管理、居民服务、卫生社会工作这 7 个行业与居民部门间的货币流动速度 V 均明显不及全行业的平均水平。3）就制造业内部而言，高端制造业，特别是 AI 产业[2]表现最好，2026Q1 行业薪资增速高达 9.23%，民生消费、地产行业、汽车制造薪资增速表现最差，甚至转为负增长。

图 14：企业、居民部门间 V 的增速持续下行



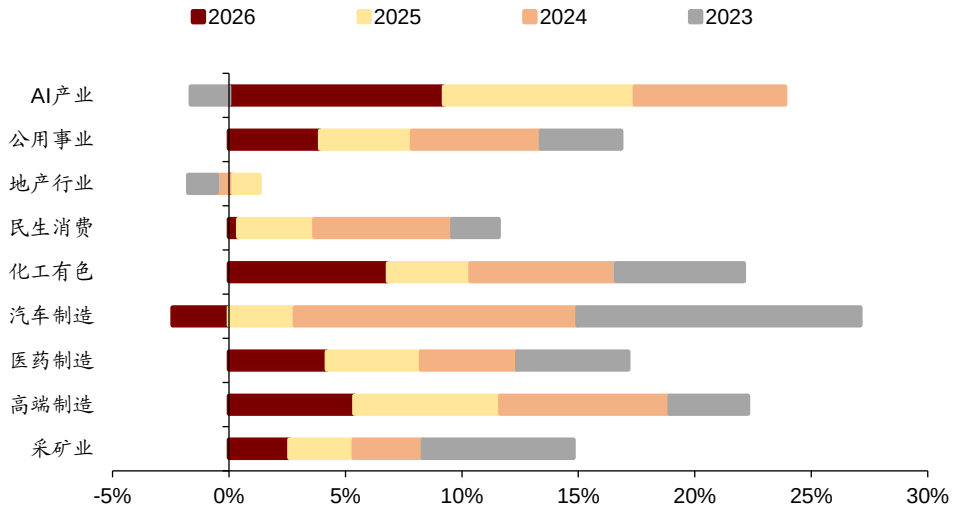
资料来源：Wind，招商证券

图 15：不同行业企业与居民部门间 V 的增速表现



资料来源：Wind，招商证券

图 16：制造业内部不同细分行业工资增速变化



资料来源：Wind、招商证券

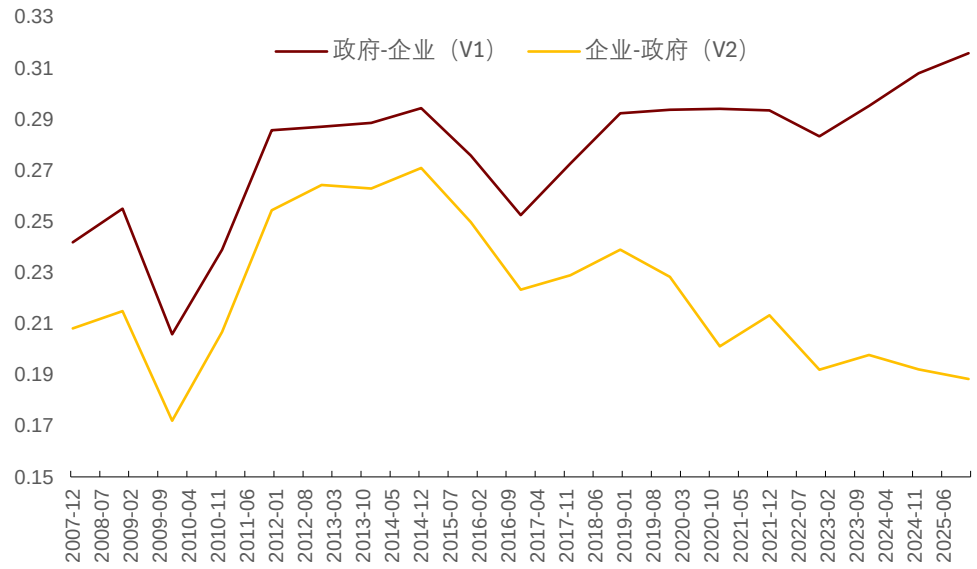
[2] 这里的 AI 产业采用的狭义的定义，主要指的是计算机及通信行业

下载日志已记录，仅供内部参考

二是，政府向企业部门的货币流速 V1 逐渐提高，而企业向政府部门的货币流速 V2 却在下降。

考虑到财政性存款并非直接并入 M2，我们可以把财政部门视为 M2 边界外的资金账户，以企业单位存款作为企业侧货币存量，分别刻画“政府→企业”和“企业→政府”的货币流通速度。在国家资金流量表中，政府资金运用项目中的“政府消费支出+资本转移+资本形成总额”刻画了政府部门资金流向企业部门的渠道，财政部公布的不同税种收入刻画了居民、企业向政府缴纳的税收。因此，我们借用公式**“政府→企业 V1=（政府消费支出+资本转移+资本形成总额）/企业部门存款”、“企业→政府 V2=（企业缴纳税款[3]）/企业部门存款”进行分析，1）2016 年以来，政府→企业的货币流速 V1 整体上行，2025 年达到最高，约 0.32；2019 年以来，企业→政府的货币流速 V2 整体下滑，2025 年降至最低，约 0.19。2）2019 年之前，政府→企业的 V1 与企业→政府的 V2 走势基本一致，但 2019 年及之后，两者走势逐渐背离，且近年来背离幅度越来越大，表明在政府加杠杆大背景下，财政资金流向企业的速率逐渐提升，但受到企业经济效益、价格持续负增长以及政府减税降负等多重因素影响，企业向政府的货币流速 V2 正持续走低。**

图 17：政府、企业之间货币流速 V



资料来源：Wind、招商证券

分行业来看，在上市公司样本中，政府流向企业资金主要包括收到的税费返还、营业外收入政府补助、非经常性损益政府补助这三项，企业流向政府的资金主要是支付的各项税费合计，分母采用企业银行存款项。**从双向流速的结构差异来看，当前财政与企业之间的资金循环呈现出较为明显的行业“错位”。一方面，政府→企业资金流速较高的行业更多集中于家电、汽车、电子、国防军工、电力设备、机械设备、计算机等制造业领域，反映财政资金配置正在更多向先进制造、设备更新和产业升级相关领域倾斜；另一方面，企业→政府资金流速较高的行业仍主要集中于石油石化、公用事业、食品饮料、煤炭、有色金属等传**

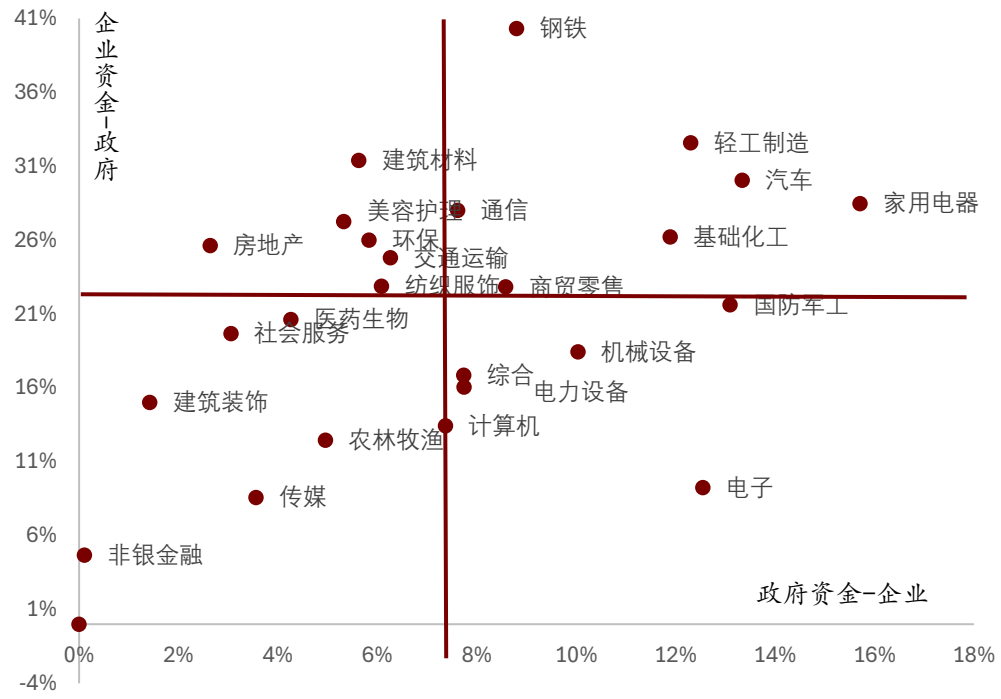
[3] 企业增值税+消费税+企业所得税+进口环节税+关税+城建税+资源税+房产税+土地使用税+土地增值税+环保税−出口退税=企业为主体缴纳的税负，2025 年 14.67 万亿，占比 83%；个人所得税完全由居民部门缴纳，2025 年 1.62 万亿，占比 9.2%；契税、印花税、车辆购置税等居民、企业混合缴纳，占比 7.7%，综合估计企业为主体缴纳税收大约 86%。

下载日志已记录，仅供内部参考

统行业和资源型行业，说明现阶段财政收入的行业基础仍较大程度依赖传统产业。由此看出，财政资金的投向结构已经较快向新产业、新制造领域调整，而财政收入来源结构的转换相对更慢。

此外，部分行业同时出现在两个方向的高流速行业中。例如汽车、家用电器、钢铁和轻工制造均进入两类流速的前列，说明这些行业财政资金流入较快的同时，税收资金回流财政的速度也相对较高。这类行业的财政—企业资金循环更加活跃，财政投入能够较快进入企业，同时企业经营活动又能够形成较强的税收回流。**相比之下，电子、国防军工、机械设备、电力设备、计算机等行业更多表现为政府→企业流速较高，而企业→政府流速相对没有进入最前列，可以理解为当前财政支持力度较强，但财政投入向税收回流的转化仍处于过程中。**

图 18：政府、与不同行业之间的货币流速 V



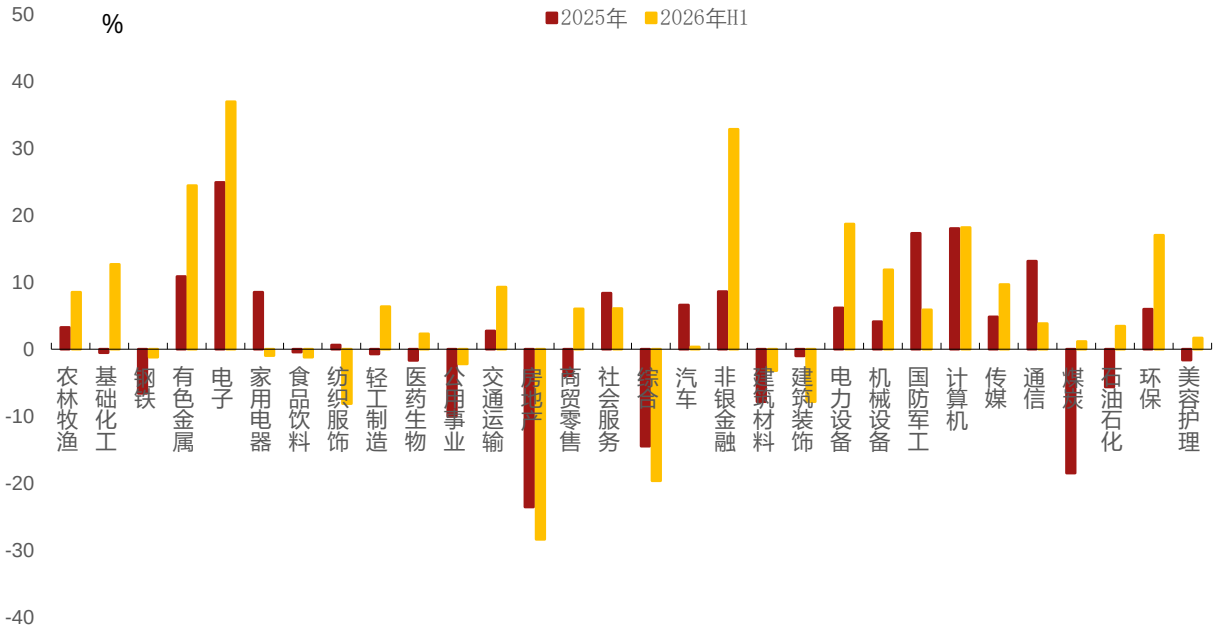
资料来源：Wind、招商证券

此外，企业部门内部亦存在货币循环，即企业把银行存款支付给上游企业，上游收到后再向更上游支付。财政部对“购买商品、接受劳务支付的现金”的定义非常明确，它反映企业购买材料、商品和接受劳务实际支付的现金，因此非常接近企业向其他企业实际支付的经营性资金。**这里我们采用“购买商品、接受劳务支付的现金同比增速”表示不同行业企业间的货币流速**

行业结构上，企业间经营性资金流量增长呈现出明显的“新兴制造强、传统行业弱”特征。以电子为代表的高端制造和信息科技相关行业表现最为突出，其中电子行业购买商品、接受劳务支付的现金同比增长接近 37%，在各行业中位居前列；电力设备、机械设备等高端制造行业也保持较快增长，显示相关产业链上下游采购和现金支付活动较为活跃。相比之下，房地产、汽车等传统资金密集型行业仍处于负增长区间，钢铁、煤炭、石油石化等传统行业整体修复力度也相对有限。**总体来看，当前企业间资金流量的改善更多集中于电子、电力设备、机械设备等新兴和高端制造领域，而传统行业企业间资金循环仍然偏弱，反映产业结构转型正在逐步体现在企业间实际现金交易和资金流向之中。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：不同行业的企业间货币流通表现



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中， A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。