

日本养老金融系列研究(I) ——

日本老龄化：趋势、应对与比较

■ 日本是如今老龄化率最高的国家，也是亚洲最早进入老龄化社会的国家，其老龄化进程呈现“先缓后快，高位趋稳”的形态。根据布莱克人口五阶段理论，日本快速从高位静止和早期扩张阶段，过渡至后期扩张和低位静止阶段，并将长期处于减退阶段，表现为总人口减少、出生率与死亡率的剪刀差扩张、老龄化率高位趋稳。预期寿命持续提升后领先全球，叠加总和生育率快速下降后保持低位，共同推动日本老龄化率快速提升。

■ 日本老龄化发展呈现出进程迅猛、边富边老、结构分化三重特征。日本进入超级老龄化社会仅用 37 年，1970 年进入老龄化社会时已是世界第三大经济体。尽管 90 年代经济出现停滞，2008 年日本进入超级老龄化社会时仍是世界第二大经济体。日本女性预期寿命远高于男性，导致其女性老龄化率也大幅高于男性。

■ 日本厚生劳动省与联合国分别对日本人口进行了预测，联合国预测相对更悲观。中性情形下，2070 年总人口或将减少至 8,700-8,950 万人，老龄化率或将升至 38.7%。日本人口金字塔正逐步走向“头重脚轻”，2100 年前后趋于“纺锤形”。为应对超级老龄化，日本政府主要采用育儿补贴、延迟退休、增加女性劳动参与度、鼓励移民四种方式“开源节流”。其中，育儿补贴将通过提高总人口的方式缓解老龄化问题；其余三种方法致力于直接“开源”劳动力。

■ 与日本相同的老龄化阶段相比，中国当前所面临的老龄化挑战或更为急迫。中国老龄人口总量大、老龄化进程更快。与日本的“边富边老”不同，中国总体上“未富先老”。未来政策将贯彻落实党的二十届三中全会精神，紧抓改革窗口期，积极应对人口老龄化。一是着力提振生育，建设生育友好型社会。二是按照自愿、弹性原则，稳妥有序推进渐进式延迟法定退休年龄改革。三是发展银发经济扩大老年就业需求，优化养老服务供给。四是加快发展多层次多支柱养老保险体系。

谭卓

招商银行研究院

总经理助理

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

张冰莹

招商银行研究院

宏观研究员

☎：0755-83077969

✉：zhangbingying@cmbchina.com

刘刚

养老金金融部

投资研究员

☎：0755-83077297

✉：liuganghust@cmbchina.com



目录

一、趋势进程：加速演进，长期高位	1
二、影响因素：长寿之国，少子驱动	2
三、发展特征：进程迅猛、边富边老、结构分化.....	3
四、前景预测：总量减少，老龄深化	4
五、政策应对：开源节流，多进缓退	5
六、中日比较：时不我待，积极应对	7

图目录

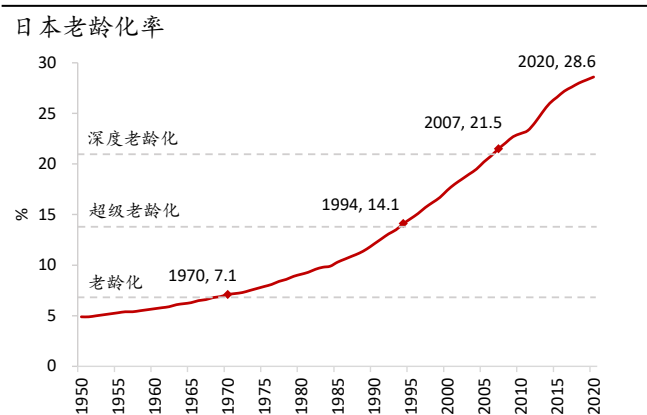
图 1：日本快速进入超级老龄化社会.....	1
图 2：五阶段人口演变理论.....	1
图 3：日本快速并长期处于第五阶段.....	2
图 4：日本人均预期寿命持续领先.....	2
图 5：日本生育率持续低迷.....	3
图 6：日本外籍居民占比稳步提升.....	3
图 7：日本老龄化与经济增长同步演进.....	4
图 8：日本女性老龄化率高于男性.....	4
图 9：预计日本人口下行、老龄化率抬升.....	5
图 10：日本人口从金字塔走向纺锤形.....	5
图 11：日本持续扩张儿童保障支出.....	6
图 12：安倍经济学鼓励女性参加劳动.....	6
图 13：在日外籍劳工数激增.....	7
图 14：移民难以弥补劳动力缺口.....	7
图 15：我国老龄人口总数远超日本.....	8
图 16：中国老龄化具有“未富先老”的特征	8

日本是当前全球老龄化率最高的国家。2023 年日本老龄化率达到 29.7%，近三成人口为 65 岁及以上的老年人。日本也是亚洲进入老龄化社会最早的国家，1970 年老龄化率超过 7%，比中国提早 31 年。进入老龄化社会后，日本经济社会发生了一系列变化，日本政府也出台了多项措施应对人口结构变动所产生的影响。本文以日本人口总量和结构为切入点，分析影响人口老龄化进程的因素和政府的应对措施，以期对我国积极应对人口老龄化有所启示。

一、趋势进程：加速演进，长期高位

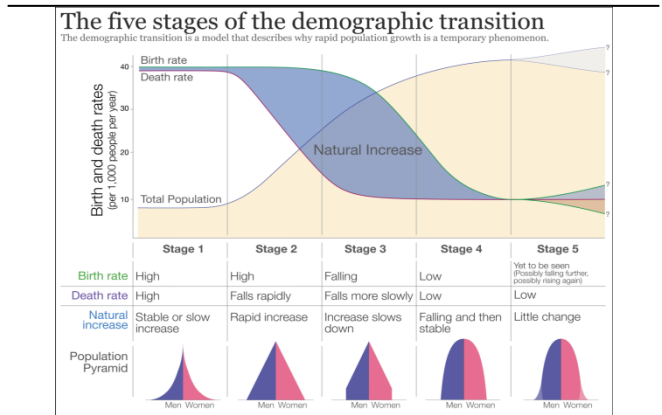
联合国对老龄化社会及其发展阶段有明确定义。老龄化率超过 7% 即进入老龄化社会（Aging Society），超过 14% 即深度老龄化社会（Aged Society），超过 21% 被定义为超级老龄化社会（Super-Aged Society）。日本分别于 1970 年、1994 年、2007 年步入老龄化社会、深度老龄化社会和超级老龄化社会（图 1）。期间，65 岁及以上老年人口从 733 万增至 2,660 万¹，年均新增 51.6 万。从老龄化率的提升速度上看，日本老龄化进程呈现“先缓后快、高位趋稳”的形态。

图 1：日本快速进入超级老龄化社会



资料来源：日本国家人口和社会保障研究所（IPSS），招商银行研究院

图 2：五阶段人口演变理论



资料来源：Our world in data，招商银行研究院

根据布莱克人口转变理论，典型国家的人口总量和结构演变大致经历五个阶段（图 2）：高位静止、早期扩张、后期扩张、低位静止、减退。日本亦是如此，但进程飞快，短短几十年间便跨入了第五阶段（图 3）。

(1) 高位静止 (high stationary)：即出生率与死亡率均居于高位，总人口规模基本均衡。该阶段一般意味着该国的人口红利开启。据可得数据，二战后日本出生率和死亡率短暂处于高位后陡峭下行，迅速进入下一阶段，享受人口红利的时间很短。

(2) 扩张早期 (early expanding)：即死亡率先于出生率下降，人口增长加速。在该阶段人口结构开始转换过渡，老龄化率抬头。日本在此阶段持续了

¹ 日本人口数据来源包括联合国、世界银行、日本统计局、日本厚生劳动省，以及日本国家人口和社会保障研究所（National Institute of Population and Social Security Research, NIPSS）等，因时间周期和可得性采用 NIPSS 数据。

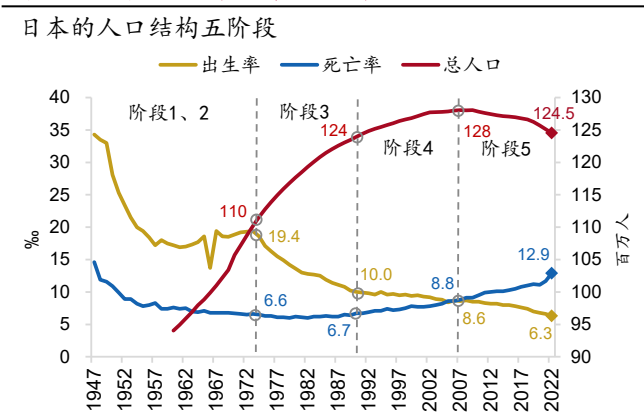
较长的时间，至 1971-1974 年的生育高峰，出生率持续保持在 20‰左右的高位，死亡率持续下行至 6.5‰左右，老龄化率以年均 0.1pct 的速度温和提升。

(3) 扩张后期 (late expanding)：即死亡率继续下降并达到低水平，出生率也开启下降趋势，人口增长扩张至最快后减速。70 年代生育高峰结束至 80 年代后期，得益于死亡率到达最低点、生育率下跌幅度有限，日本的总人口加速扩张，老龄化率明显抬升，20 世纪 70、80 年代老龄化率年均提高 0.2pct、0.3pct。

(4) 低位稳定 (low stationary)：即出生率和死亡率均降低到低水平，人口规模回归平衡。该阶段老龄化率增速升至高位。90 年代开始，日本出生率下行斜率略有放缓，死亡率抬升，总人口趋稳，并于 2008 年达到 1.28 亿的历史峰值。期间，老龄化率年均提高 0.6pct。

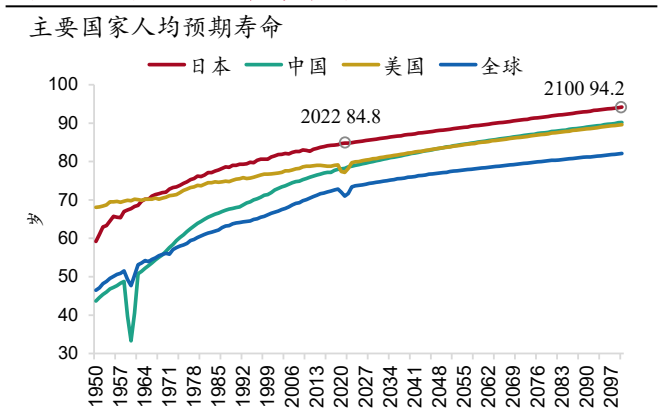
(5) 衰减阶段 (diminishing)：即出生率继续下降并低于死亡率，总人口开始减少。日本方面，自 2008 年以来，日本进入第五阶段。出生率开始低于死亡率，且两者的剪刀差有迅速扩张的趋势。日本的老龄化率高位趋稳，年均提高 0.5pct。

图 3：日本快速并长期处于第五阶段



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 4：日本人均预期寿命持续领先



资料来源：Wind，招商银行研究院

二、影响因素：长寿之国，少子驱动

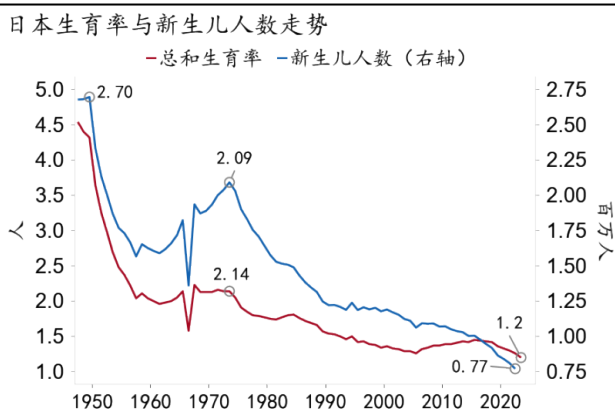
理解日本老龄化的影响因素，可从老龄化率计算的公式入手（老龄化率 = 65 岁以上老年人口 / 总人口）。**寿命、生育与移民**三个方面均可从不同维度影响老龄化率。**寿命方面**，随着医疗条件的不断改善，人均预期寿命出现持续上涨的态势。此时，老龄化率的分子与分母将同时增加等额的人数，从而抬高老龄化率。**生育方面**，若一国的生育率呈现下降的趋势，那么老龄化率的分子不受影响，分母将出现预期下行，老龄化率则相应提高。**移民方面**，若一国持续鼓励并接纳青壮年移民，那么老龄化率的分子几乎不受影响，而分母将扩大，老龄化率则有所下行。

日本老龄化率持续提升，主要是预期寿命持续提升后保持世界领先，以及总和生育率快速下降后保持低位。

一是日本预期寿命始终位于世界前列。受益于顶尖的医疗系统和良好的饮食习惯，1964年起日本的预期寿命升至70岁，超越美国并保持领先态势。2022年日本的人均预期寿命进一步升至84.8岁。联合国预计，2100年日本预期寿命或超过94岁（图4）。

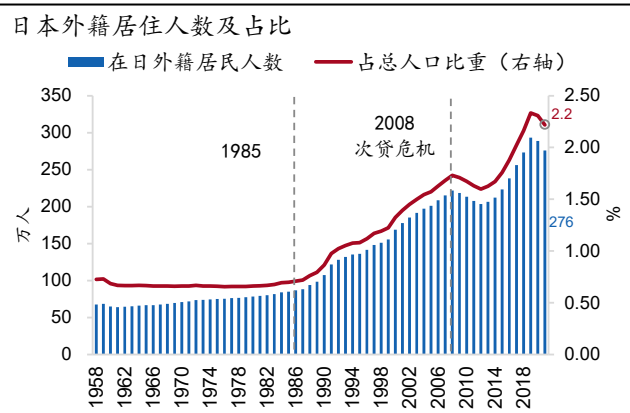
二是日本总和生育率快速下行后保持低位。二战后至今，日本经历了两次生育高峰。第一次是1947-1949年新生儿人数年均270万，总和生育率从4.5的历史高位快速下行。至1971-1974年，日本新生儿人数年均200万，总和生育率维持在2.15左右，略高于联合国提出的世代更替标准2.1。两次生育高峰过后，新生儿人数迅速下行，1993年总和生育率跌破1.5红线，且下降趋势仍未见底，2022年录得1.2（图5）。

图5：日本生育率持续低迷



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图6：日本外籍居民占比稳步提升



资料来源：Wind，招商银行研究院

移民对日本人口的总体影响相当有限。鼓励并接纳外来移民有助于增加全国总人口，部分缓解老龄化率加速提升。1958年在日居住的外籍人口大约有100万人，该规模一直持续至1985年广场协议签订时。20世纪90年代至次贷危机之前，日本的移民人数稳步提升，年均增长3.4%。次贷危机后，日本外籍居民人数短暂下降，2012年回归到之前的增长水平（图6）。2021年日本外籍居民人数录得276万人，仅占总人口的2.5%，未对老龄化进程产生明显影响。

三、发展特征：进程迅猛、边富边老、结构分化

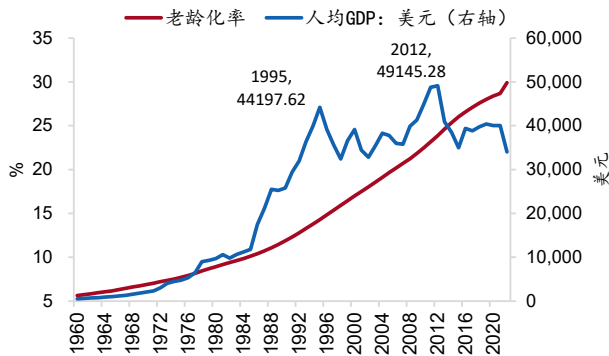
一是进程迅猛。相较其他较早进入老龄化的发达国家，日本老龄化速度极快，仅用37年就进入了超级老龄化社会，而意大利、芬兰、德国超过60年，法国则用了170年。

二是边富边老。日本的老龄化进程与经济增长是同步的。二战之后日本经济迅速恢复，始终维持在世界前列。1970年日本进入老龄化社会时，人均国民收入为\$1,803，已经是仅次于美国和苏联的世界第三大经济体。1994年日本进入深度老龄化时，人均GDP近\$4万。其后，日本经济出现停滞，但在2008年进入超级老龄化时，人均GDP依旧维持在了\$3.5万左右，仍是世界第二大经济体（图7）。

三是区域、城乡、性别结构分化。区域方面，据 2020 年日本人口普查，老龄化程度最高的地区大多集中在南部沿海地区，而东部沿海地区的老龄化问题较轻。城乡方面，大城市例如东京、大阪等老龄化率均位于 28% 以下，远低于南部高知县、德岛县等大农村，日本农村青年人口流失较为严峻。性别方面，由于日本女性预期寿命远高于男性，女性的老龄化率也要相对高得多。截至 2023 年，日本女性老龄化率约为 33%，远高于男性的 27%（图 8）。

图 7：日本老龄化与经济增长同步演进

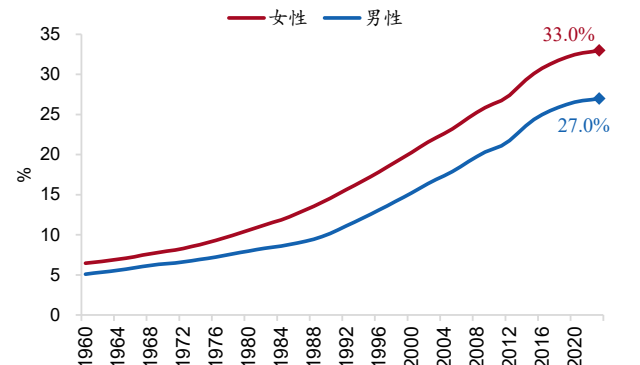
日本老龄化率与经济走势



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 8：日本女性老龄化率高于男性

日本男女老龄化率差异



资料来源：Wind，招商银行研究院

四、前景预测：总量减少，老龄深化

目前预测日本人口趋势的主要有日本厚生劳动省和联合国两个权威机构。中性情形下，日本厚生劳动省预测总人口 2070 年减少至 8700 万人左右，联合国预测减少至 8950 万人。两机构的差异主要出现于 2055 年前后，联合国对该时间点过后的日本人口走势相对更悲观（图 9）。

以日本厚生劳动省的预测为例，其重要假设如下：

(1) **生育率**：中性情形下，日本生育率假设为 1.36pct。（高生育率情形为 1.64pct，低生育率情形为 1.13pct）。

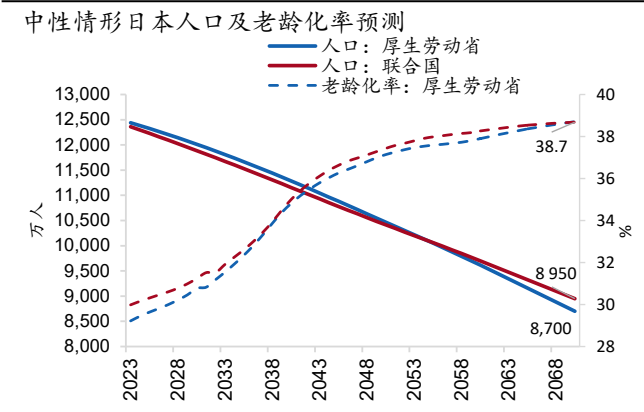
(2) **死亡率**：死亡率的假设按照预期寿命估计，其中中性情形下男性预期寿命将逐步提升至 85.89 岁，女性的预期寿命将于 2070 年达到 91.94 岁。（高死亡率：男性 84.56 岁，女性 90.59 岁；低死亡率：男性 87.22 岁，女性 93.27 岁）。

(3) **基础人口**：以 2020 年日本最新一期人口普查的总人口数为基数，即 12,614.6 万人。

(4) **国际移民率假设**：将 2020-2070 年这一期间拆分成两段。一是 2040 年以前，假设每年 163,791 人（其中男性 81,570 人，女性 82,221 人）。这个数字是基于 2016 年至 2019 年（排除受疫情影响的 2020 年）非日本籍人士的净移民平均值。二是 2041 年之后，假设 2040 年的性别和年龄特定的净移民率不变（使用包括日本籍和非日本籍人士在内的总人口作为分母）。

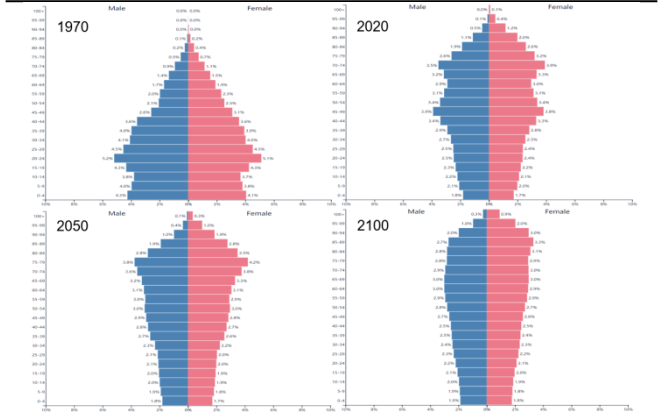
从长期看，联合国人口司和日本厚生劳动省对 2070 年日本老龄化率的预测一致（38.7pct）（图 9）。具体来看，联合国对于老龄人口占比更加悲观（该差异或源于 2055 年前对总人口的更低预期）。考虑到 1971-1974 年的生育高峰，当这些人口达到 65 岁时，（即 2036 年至 2039 年）日本的老龄化率将快速上行。两个机构预测，在此四年中，日本老龄化率或从 33% 左右提升至 35%。2040 年至 2070 年，日本老龄人口总数将开始步入负增长阶段，但由于总人口数更快下行，老龄化率将继续缓慢增长。

图 9：预计日本人口下行、老龄化率抬升



资料来源：日本厚生劳动省，联合国，招商银行研究院

图 10：日本人口从金字塔走向纺锤形



资料来源：联合国，招商银行研究院

2022 年日本总和生育率为 1.2，低于中性情况下的假设 1.36。因此，厚生劳动省高估了日本人口，2023 年预期为 12,441 万人，实际值为 12,435 万人。日本政府不断强化对生育的补贴力度，总和生育率或保持在低情况和中性情况之间，因此老龄化率也会略高于中性情况。日本的“头重脚轻”人口结构或将持续。目前，日本的人口金字塔已呈现“头重脚轻”的形态。根据联合国的预测，未来这种“头重脚轻”的状态将至少持续至本世纪中叶。在 2100 年前后，日本的人口金字塔将呈“纺锤形”（图 10）。

五、政策应对：开源节流，多进缓退

为应对严重且持续的超级老龄化问题，日本政府的方案主要有：育儿补贴、延迟退休、增加女性劳动参与度、鼓励移民四种。其中，育儿补贴旨在通过提高总人口的方式缓解老龄化问题，其余三种方法则致力于直接“开源”劳动力。

一是发放育儿补贴。根据法务省的政策说明文件²，日本采取的育儿补贴的模式是“一次性奖励 + 持续补助”。在孩子刚出生时，家庭可以一次性获得 50 万日元的奖励。在小孩 0~3 岁时，政府每月补贴 1.5 万日元；3 岁至小学毕业前，政府每月补助 1 万日元；如果夫妻生了三个小孩，那么小学毕业前每月补助均为 1.5 万日元。2023 年，岸田文雄表示或于 2024 年 10 月继续推进“儿童未来战略方针”，将育儿补贴延长至高中毕业³。另外，抚养孩子的生活费用可以申请税收抵免。医疗保险也通常覆盖大部分与生育相关的费用。整体上看，

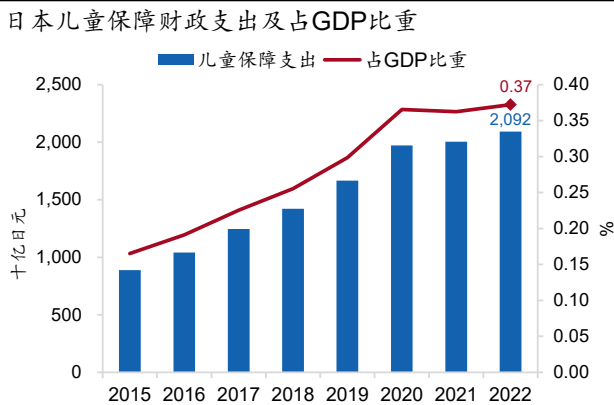
² 参见 <https://www.moj.go.jp/isa/content/001392723.pdf>。

³ 参见 <https://cn.nikkei.com/politicsaeconomy/politicsasociety/52671-2023-06-14-09-27-15.html>。

儿童保障方面的财政支出持续扩张，目前已超过 2.1 万亿日元，在 GDP 中的占比为 0.37%（图 11）。但从政策效果看，育儿补贴并未实质性提振日本的总和生育率，2023 年日本的总和生育率（1.2）明显低于预期（1.36）。

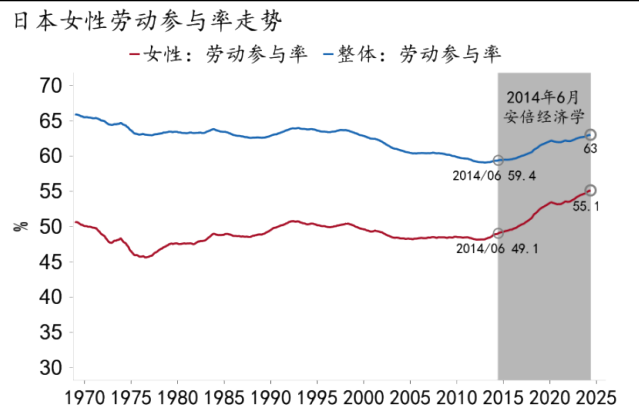
二是实行延迟退休。日本倾向于采用行政手段和面向企业的补贴政策，以鼓励老年人留在就业市场。一方面，区分退休年龄和养老金领取年龄。日本人 60 岁退休，但 65 岁才可以开始领取养老金。同时，有关延迟退休的政策及传闻不断涌现。2020 年，日本政府内阁会议通过了《国家公务员法》修正案，每隔 2 年将延迟公务员退休年龄一年，直至 65 岁为止。未来，日本政府有意将退休年龄逐渐延迟至 70 岁。另一方面，日本政府向企业发放雇佣补贴，以激励企业留住老年人。但日本最近一次生育高峰人群（1970-1974）将于 2030-2040 年（按 60-65 岁退休估算）退出劳动力市场，延迟退休仍具有现实必要性。

图 11：日本持续扩张儿童保障支出



资料来源：Statista，招商银行研究院

图 12：安倍经济学鼓励女性参加劳动



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

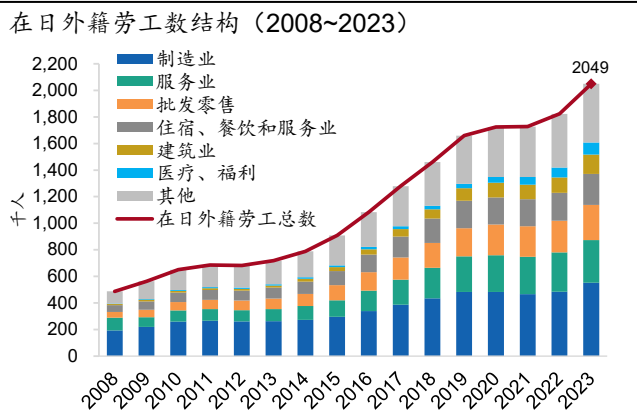
三是提高日本女性的劳动参与率。2014 年 6 月，时任日本首相安倍推出“安倍经济学”的“三支箭”，其中第三支箭为“女性经济学”：意在提高女性在企业中的参与度和活跃度，增加日本劳动力数量，进而帮助经济复苏。与此同时，抬高消费税，降低企业所得税，从而帮助企业支付给新增的女性劳动者的薪水。2022 年，25-39 岁女性参加工作的比例增至 81.5%，历史上首次超过 80%。截止 2024 年 5 月，女性劳动参与率达到历史新高 55.1%（图 12）。

四是鼓励移民，增加在日外籍合法劳工数。2023 年在日外籍劳工人数为 203.9 万人，较 2022 年上涨 22.6 万人（图 13），源自 2023 年 4 月发布的“特别高度人才制度”办法，最短可以在一年内给予外籍人士永居资格。未来日本政府或将扩大外籍劳动力注入，放宽获得永居资格的条件。但移民或不足以填补劳动力缺口（总岗位数-总劳动力）。据日本 Recruit Works 研究所的研究测算⁴，预计 2040 年日本的劳动力供给总缺口将累计超过 1,100 万（图 19），从 2022 年起，每年或需征召 64.7 万外籍劳动力⁵，才能填补这一缺口。按目前的扩张态势，该目标大概难以达到。

⁴ 参见 https://recruit-holdings.com/ja/blog/post_20230926_0001/。

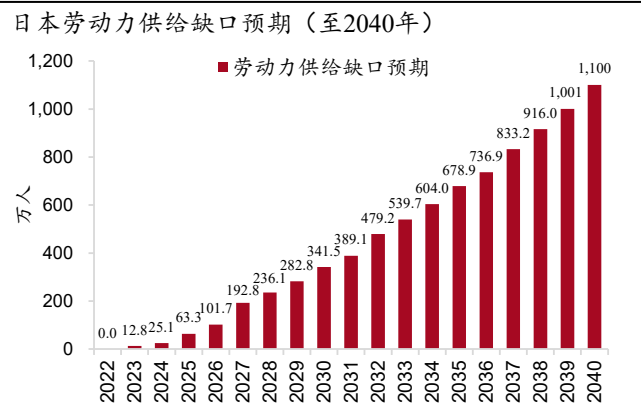
⁵ 参见 <https://wallstreetcn.com/articles/3712182>。

图 13：在日外籍劳工数激增



资料来源：厚生劳动省，招商银行研究院

图 14：移民难以弥补劳动力缺口



资料来源：Recruit Works 研究所，招商银行研究院

六、中日比较：时不我待，积极应对

与日本相同的老龄化阶段相比，中国当前所面临的老龄化挑战或更为急迫。

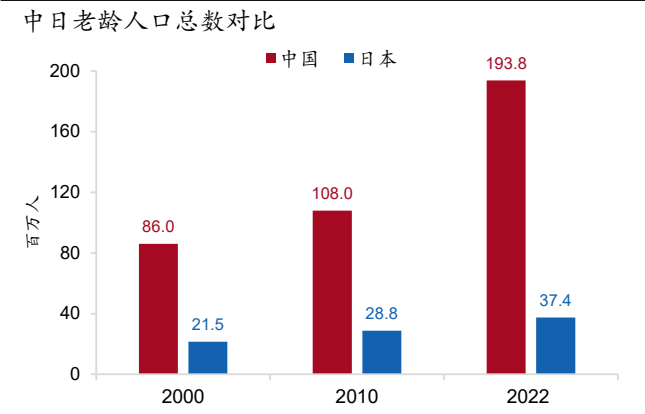
一方面，我国的老龄人口总量大、老龄化进程更快。从总量看，我国总人口约是日本的十倍，而老龄人口总数目前也超过日本的五倍（图 15）。从进程看，我们预测在中性情形下，2023-2035 年，我国老龄人口将从 2.16 亿增至 3.33 亿，年均增加 979 万，老龄化率将上升超 9pct 至 24.5%⁶。未来我国老龄化仍将快速演进，由深度老龄化社会至超级老龄化社会预计耗时 11 年，快于日本的 13 年。

另一方面，与日本的“边富边老”不同，我国呈现“未富先老”的特征（图 16）。2001 年我国步入老龄化社会时，人均国民收入为 1,010 美元，彼时世界银行的高收入国家门槛为人均国民收入 9,265 美元。预计至 2035 年我国进入超级老龄化社会时，人均收入大概率无法达到日本 2008 年的 3.5 万美元。随着全球化遭遇逆风与地缘政治不断发酵，未来我国或将面临经济增长与养老负担的双重压力。

未来，中国将紧紧抓住改革窗口期，积极应对不断加速的人口老龄化。7 月 15-18 日党的二十届三中全会在北京召开，审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》（下称《决定》）。《决定》已充分认识到中国人口形势变化亟待政策支持，并分别在“健全社会保障体系”和“健全人口发展支持和服务体系”两项具体工作部署中从一老一小两个方面发力，覆盖全人群和全生命周期。《决定》要求“到二〇二九年中华人民共和国成立八十周年时，完成本决定提出的改革任务”，后续配套措施将不断出台落实。

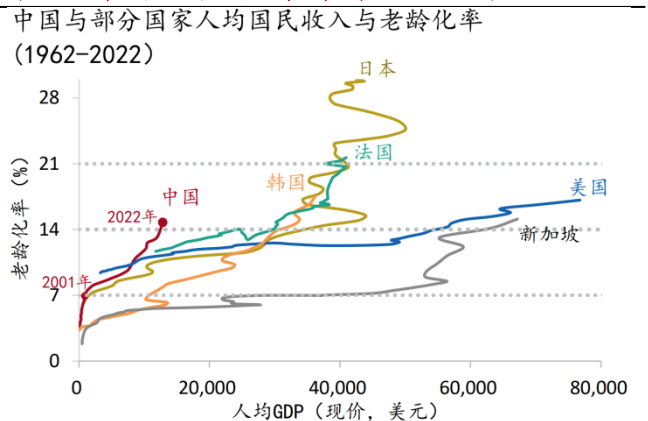
⁶ 有关中国人口老龄化的详细预测，参见招商银行研究院深度报告《人口老龄化：中国趋势与特征》。

图 15：我国老龄人口总数远超日本



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 16：中国老龄化具有“未富先老”的特征



资料来源：Wind，招商银行研究院

结合党的二十届三中全会精神，参考日本应对人口老龄化的经验，我国积极应对人口老龄化政策或沿四个主要方向展开。

一是着力提振生育，建设生育友好型社会。人口规模上，生育政策是重要抓手。《决定》提出完善生育支持政策体系和激励机制，“推动建设生育友好型社会”。未来仍将继续加强鼓励生育的宣传力度，加大生育奖金、生活费补贴和减税的支持力度，同时深化儿童医院免费治疗保障、儿童免费兴趣晚托等服务供给侧改革，切实降低育儿成本。

二是按照自愿、弹性原则，稳妥有序推进渐进式延迟法定退休年龄改革。我国或可借鉴日本的经验，在不同行业逐步延后退休时间，同时关注退休年龄的性别差异。与日本相似的是，由于女性预期寿命较长，我国也出现了女性老龄化率高于男性的情形，且女性退休年龄更早，延迟退休政策空间较大。在配套制度方面同步推进，营造老年友好型就业环境。创造适老就业岗位，增强老年人再就业动力，鼓励退休返聘，并建立健全相应的就业制度，支持建立老年人再就业服务机构，并在劳动合同、工作形式、安全健康、工时休假、解雇保护等多方面增强保障，以应对老龄化进程中劳动力市场面临的挑战。

三是发展银发经济，扩大老年就业需求，优化养老服务供给。银发经济的持续推进，将极大丰富老龄产品和服务的供给。一方面，银发经济将以更多适合老年人的就业岗位，增加对于老年人的就业需求。另一方面，在养老服务供给上，大力发展居家养老，持续提升居家养老上门服务质效，并与社区养老服务和养老机构建设相协调。目前中日均以居家养老为主。日本居家服务使用人数增速高于养老机构使用人数增速。居家服务使用人数从 2000 年的 129.7 万人增长至 2022 年的 402.6 万人，22 年间增长了 2.1 倍；养老机构使用人数从 2000 年的 62.3 万人增长到 2022 年 95.6 万人，仅增长 0.53 倍⁷。我国养老模式称为“9073”，即 90%左右老人愿意居家养老，7%倾向社区养老，3%倾向专业养老机构。未来，居家养老仍是中国社会主流养老模式。

四是加快发展多层次多支柱养老保险体系。未来仍需明确各支柱的目标和定位，党的二十届三中全会通过完善全国统筹、调整缴费与待遇、社保基金保

⁷ 参见 http://www.news.cn/globe/2023-10/08/c_1310744456.htm。



值增值，增进基本养老制度的财务可持续性。并通过年金扩面与个人养老金建设，完善我国三支柱养老体系。目前，日本第一支柱公共养老体系已实现 100% 全覆盖，三支柱总和替代率⁸接近世界银行制定的 70% 合意水平⁹。我国第一支柱基本养老保险在覆盖率上已基本完成“十四五”的规划目标。与日本相比，我国二三支柱覆盖率仍具提升空间，需采取市场化激励手段，激发企业和居民参与企业年金和个人养老金的积极性。有测算显示，若我国居民同时参与了一二三支柱，养老金替代率也可达到较高水平。

⁸ 养老金替代率，是指劳动者退休时的养老金领取水平与退休前工资收入水平之间的比率。

⁹ 详见本系列报告第二篇《日本养老体系：演变、现状与启示》。

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