来者可追

2020 年中期宏观经济与资本市场展望

丁安华，首席经济学家
(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

- **疫情影响全球经济正深陷"新冠衰退"之中。**当前全球确诊病例总量仍在加速上升，此前市场对全球经济在下半年快速反弹的乐观预期已经落空。疫情冲击下，一季度全球主要国家经济增速均断崖式下跌，供需两端的损伤呈现出显著的结构性特征，小微企业和低收入居民受创尤为严重。目前经济供给端的修复具备弹性，但在常态化疫情的压制下，需求恢复乏力，将使得今明两年的全球经济呈现出类似 Nike 商标的"广义 V 型"修复。面对"新冠衰退"，各国普遍回归凯恩斯主义，通过史无前例的天量货币财政政策刺激经济。前瞻地看，全球宏观政策"双宽松"将至少持续至 2021 年末。

- **下半年中国经济有望延续复苏势头。**基准情形下，2020 年中国 GDP 增长 2.2%。总需求有望回暖：投资成为经济复苏的中流砥柱，基建投资在政策推动下持续发力，全年增长 12%；房地产投资表现韧性，全年增长 7%；制造业投资增速低位企稳，全年增长-6.5%。消费下半年难现报复性增长，全年同比增长-2.0%。贸易方面，出口增长仍将承压，全年增速-4.3%；进口有望触底回升，全年增速-5.1%。总供给有望延续上升势头，但受消费不足和外需萎缩影响，生产端修复速度或进一步放缓。企业营收和利润有望回升。价格方面，CPI 中枢仍将继续下行，走势前高后低，全年位于 2.4%左右；PPI 同比中枢将所抬升，但仍处于通缩区间，全年同比-2.0%。

- **宏观政策总量加码，结构优化。**货币政策方面，下半年仍有望保持结构性宽松立场，且总量性"宽货币"政策或将趋于收敛，结构性"宽信用"政策将持续发力。预计今年末 M2 和社融增速或将分别上升至 10.8%和 13%。三季度或将针对中小银行定向降准、四季度或将全面降准 50bp，1 年期/5 年期 LPR 可能继续分别调降 10/5bp 至年末的 3.75%/4.6%。财政政策方面，下半年将有约 4.57 万亿新增政府融资落地，即使考虑到税收短收等不利因素，广义财政资金总量也将较去年下半年多出 4 万亿元左右，这将有力支持经济继续修复。

- **资本市场牛熊转换，风吹麦浪。**2 季度后，中国债市转熊，A 股转牛，预计这一趋势将在下半年延续。中性条件下，全年 10 年国债利率中枢将在 2.9%附近，波动区间在 2.5-3.4%，3.4%以上可择机配置，信用债中城投债仍相对安全；A 股外部环境存在压力，但内部改革与宽信用带来的动力更强，牛市将延续，沪指中枢或在 3,000-3,300 运行，创业板可能仍会跑赢大盘，建议关注科技、消费、基建中的优质标的；海外市场美债利率趋于上行，黄金目标价上调至 1,900 美元，强美元趋于弱化，叠加人民币基本面偏强，下半年汇率的波动区间将在 6.8-7.1 之间，但需要留意国际关系带来的扰动。

宏观经济主要指标预测（%）

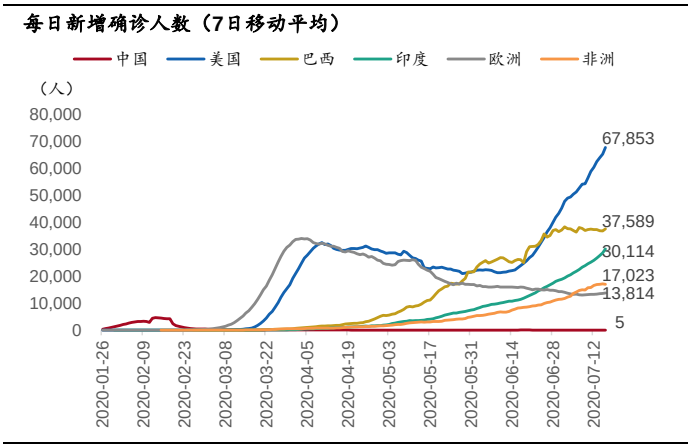
	GDP	社会消费品零售	固定资产投资	房地产投资	CPI	PPI	社融	10Y 国债	汇率 (USD/CNY)
1H2020	-1.6	-11.4	-3.1	1.9	3.8	-3.0	12.8	2.76	7.04
2020F	2.2	-2.0	3.8	7.0	2.4	-2.0	13.0	2.90	6.8-7.1

资料来源：Wind、招商银行研究院预测

一、“新冠衰退”：分化的冲击

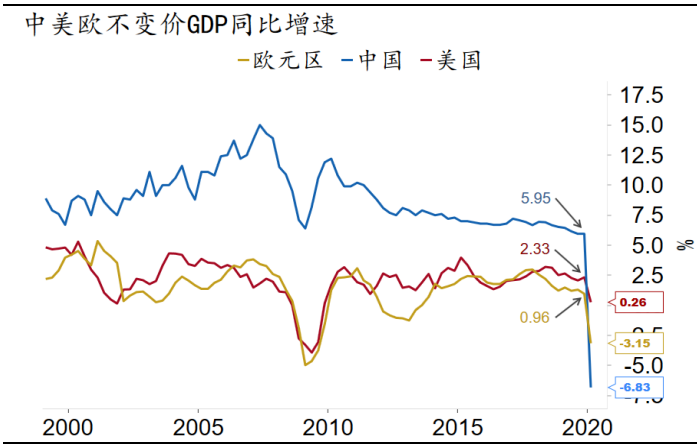
全球经济正深陷“新冠衰退”（Coronavirus Recession）之中。2020 年，突如其来的新冠疫情席卷全球，使主要经济体在上半年均陷入大幅负增长的泥沼。令人担忧的是，随着时间的推移，疫情在全球的蔓延并未得到有效控制，在经历了短暂的平台期后反而愈演愈烈：当前全球确诊病例总量仍在加速上升，美国、南亚、西亚、南美、非洲成为目前疫情新的“震中”。人类与新冠病毒共存的前景愈发明确，意味着此前市场对全球经济在下半年快速反弹的乐观预期已经落空。

图 1：主要国家每日新增确诊数（截至 7 月 16 日）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：中美欧一季度 GDP 均断崖式下滑



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

“新冠衰退”如此深入，是因为其冲击具有不对称性，且随着疫情发展还有可能反复，具有明显的结构性特征。

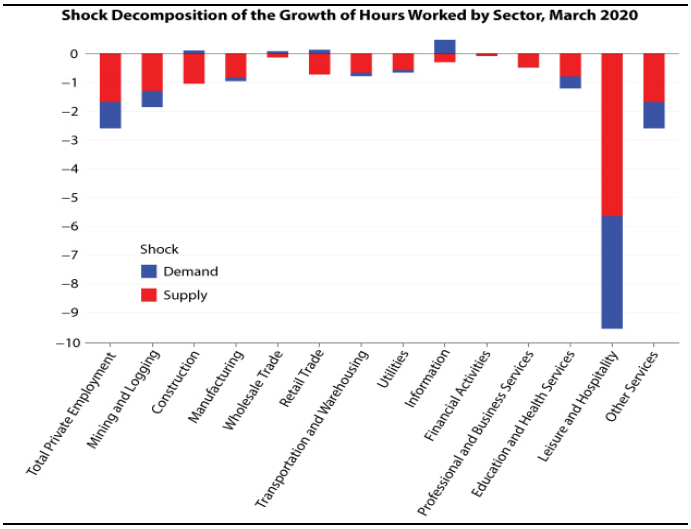
一是疫情爆发对经济的供需两侧均形成剧烈冲击，受创幅度与防疫政策力度正相关。供给冲击降低了经济体生产商品和服务的能力；需求冲击则削弱了消费者购买商品和服务的意愿。疫情爆发高峰期间，严格的防疫政策令经济“停摆”，形成“经济底”。今年 1-2 月中国主要供需指标跌幅均在 25%左右，工业增加值的同比跌幅略高于投资和消费。4 月美国非农就业骤减 2,079 万，创大萧条以来单月最大跌幅。美联储研究发现[1]，3-4 月美国疫情高峰期间，美国劳动力市场的供需两侧同时受到了新冠疫情的冲击。在绝大多数行业中，供给冲击是造成美国劳动力工作时长下降的主要原因。

二是疫情高峰过后，供给侧的修复相对更具弹性。3-4 月中国工业生产的修复显著快于消费和投资需求。但供需之间并非独立，而是高度相关的：供给修复快于需求将使得库存增加，进而制约生产。受制于需求疲弱，5-6 月中国工业增加值同比增速修复斜率大幅放缓。随着工业生产增速大致恢复到疫前水平，未来中国经济修复将更多取决于需求改善的程度。美国经济的供给侧也 5-6 月快速修复：得益于防疫措施放松，非农就业修复连续大超市场预期。但与中国不同的是，同期美国消

[1] Brinca, P.; Duarte, J.B. and Faria-e-Castro, M. "Measuring Sectoral Supply and Demand Shocks during COVID-19." Working Paper 2020-011B, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2020.

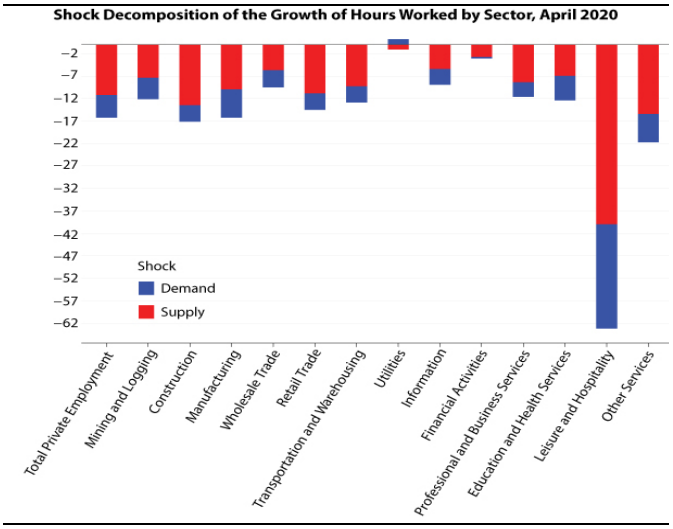
费数据出现了深 V 型反弹，主因是美国超宽松财政政策对其居民收入短期内构成了支撑。

图 3：3 月美国主要行业就业时长供需冲击分解



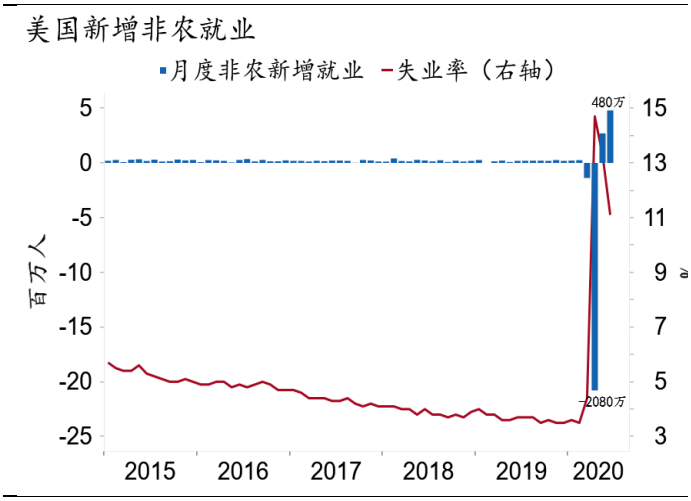
资料来源：美联储、招商银行研究院

图 4：4 月美国主要行业就业时长供需冲击分解



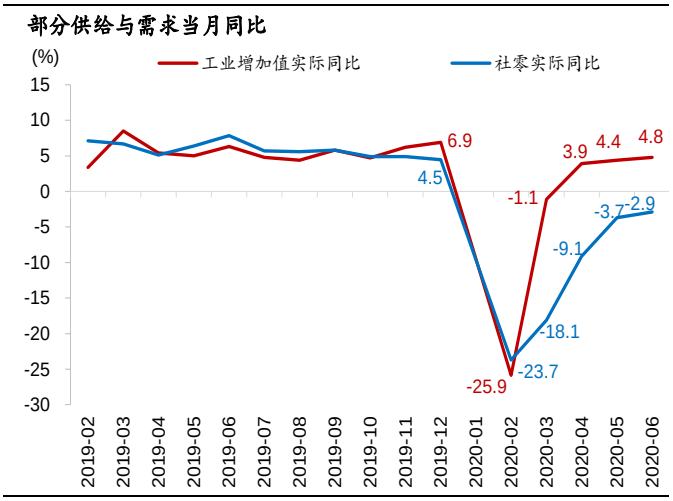
资料来源：美联储、招商银行研究院

图 5：美国新增非农就业骤跌后超预期反弹



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：中国供给反弹快于需求



资料来源：Wind、招商银行研究院

二是疫情对不同产业/行业的冲击程度不同。居家隔离政策下，一季度中国二、三产业遭受重创，以不变价计，一季度制造业增加值同比下跌 10.2%，跌幅显著超过服务业（同比下跌 5.2%）。第一产业受到的冲击相对较小（同比下跌 3.2%）。二季度三大产业增加值当季同比增速均显著反弹，其中一二产业已接近疫前水平，但服务业增加值当季同比增速（1.9%）仍然显著低于疫前水平 4.7pct。从行业上看，根据招商银行企业调研[2]，教育、文娱体育和住宿餐饮为疫情冲击下经营压力最大的三个行业，房地产、制造业和金融业经营压力相对较小。

[2] 参见招商银行宏观专题报告《穿越生死线：招商银行小微企业调研报告之二（I）》。

三是疫情加剧了市场主体的分化。从企业部门看，招商银行企业调研发现，疫情过后中国小微企业的经营状况及预期显著弱于大中企业。悲观预期下，小微企业普遍选择收缩、裁员、降薪。**从居民部门看，**5 月美联储发布的《美国居民福利报告》显示[3]，疫情对美国低收入家庭形成了更为严重的经济冲击，进一步加剧了美国居民的福利分化。

表 1：疫情冲击下各行业经营压力排名

行业	复产压力	营收压力	利润压力	现金流压力	裁员压力	投资收缩	综合压力
教育	1	1	1	2	3	1	1
文娱体育	2	3	3	3	1	2	2
住宿餐饮	3	2	2	1	2	3	3
居民服务	4	4	4	6	4	4	4
租赁商服	5	5	5	10	5	5	5
卫生社服	8	6	6	4	11	8	6
建筑	7	7	7	5	7	9	7
科研技术	6	10	10	8	8	6	8
批发零售	10	8	8	11	9	7	9
信息软件	9	12	12	7	10	11	10
水利环境	11	11	11	9	13	10	11
交运仓储	12	9	9	12	12	13	12
地产	13	13	13	14	6	12	13
制造	15	14	14	13	14	15	14
金融	14	15	15	15	15	14	15

注：1. 本文简化了各大类行业的名称；

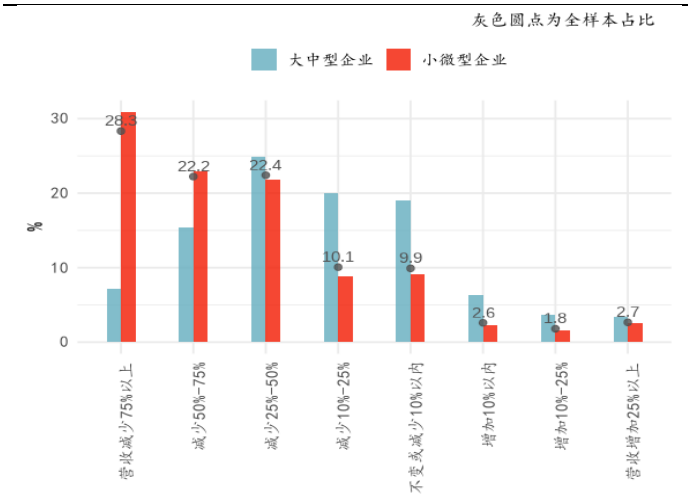
2. 数值表示行业在该分项中的排名，数值越小表明压力越大；

3. 综合压力为所有分项指标标准化后的加权平均。

资料来源：招商银行研究院

[3] 美联储报告发现，年收入低于 4 万美元的家庭中存在失业情况的占比为 40%；年收入在 4-10 万美元之间家庭为 19%，年收入超过 10 万美元的家庭为 13%。“Report on the Economic Well-Being of U.S. Households in 2019, Featuring Supplemental Data from Aprial 2020”,

图 7：中国小微企业和大中企业经营预期显著分化



资料来源：招商银行研究院

图 8：疫情冲击下美国低收入居民收支状况显著恶化

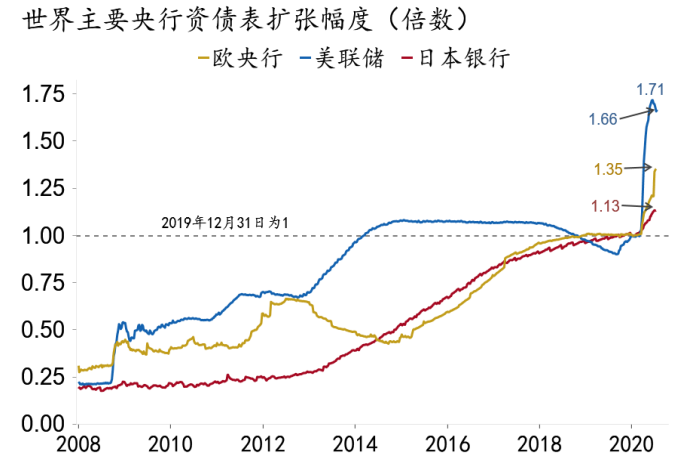
财务弹性调查		
年份和就业波动	有能力全额支付本月全部账单（%）	能用现金支付 400 美元的开支（%）
2019 年		
所有居民	84	63
2020 年 4 月		
失业或工作时间缩短的群体	64	46
没有失业或工作时间缩短情况的群体	85	68
所有居民	81	64

资料来源：美联储、招商银行研究院

二、 全球应对：凯恩斯主义的回归

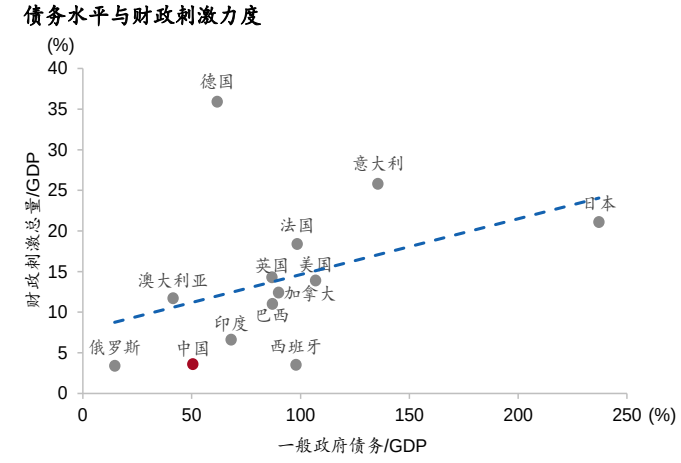
面对新冠疫情对经济的严重冲击，各国普遍回归凯恩斯主义，通过史无前例的货币财政“双宽松”刺激总需求。货币政策方面，美联储 4 个月扩表 3 万亿美元至 7.1 万亿美元，欧央行 3 个月扩表 1.5 万亿欧元至 6.2 万亿欧元。财政政策方面，主要发达经济体的刺激包占 GDP 的比重均超过 10%，其中德国比例最高，为 35.9%；美国总额最大，达 3 万亿美元，占 GDP 的 13.9%。从数据上看，各国财政刺激规模与宏观杠杆率甚至呈正相关，表明财政平衡并非当前各国出台政策时的主要考量因素。

图 9：全球主要央行大幅扩表（截至 7 月 17 日）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 10：宏观杠杆率未对全球财政刺激造成显著约束



资料来源：IMF、招商银行研究院

分析新冠疫情经济冲击结构的意义在于，不同的经济“病征”需要不同的政策药方。凯恩斯主义崛起的背景是上世纪 30 年代的“大萧条”（The Great Depression）。不同于古典经济学家所信奉的静态财政平衡，凯恩斯认为在经济危机时期应当实施赤字财政政策，通过加大财政支出刺激总需求，提振投资、消费，增加就业以促进经济复苏。随着 1933 年罗斯福新政开始实施，凯恩斯主义（Keynesianism）成为西方国家信奉的经济学教条，直至上世纪 70 年代石油危机后英美发生“滞涨”（stagflation），以弗里德曼为代表的货币主义思潮（Monetarism）兴起。

本次疫情期间各国的凯恩斯主义政策，更多是“以时间换空间”。当前疫病冲击下的经济衰退与经济周期导致的“大萧条”在成因和表现上存在着本质区别。短期内需求和供给冲击交织，财政政策和货币政策可以应对需求冲击，但往往对供给冲击无能为力。例如，受疫情加速影响，近日美国多州重新关闭了餐厅酒吧等室内服务场所。事实上，要完全消除疫情对经济的负面影响，需要彻底阻绝病毒的传播——而这只能寄望于疫苗的出现。因此，在此次疫情爆发的高峰，各国迅速出台天量刺激性政策，主要是为了在封锁期（lockdown）尽可能地维护居民和企业资产负债表的健康，防止经济供给侧遭受长期而持续的负面影响，例如居民破产、企业倒闭，以便经济之后能快速修复。对次贷危机的研究发现[4]，在深度衰退中，经济的供给侧受损，将对经济增长施加持续的负面影响。而次贷危机后美国财政刺激于 2010-2011 年过早退出，也对其经济修复形成了阻碍。主流经济学家们普遍认为，可以预见的长期低利率环境也为加大财政刺激提供了便利条件。

前瞻地看，全球宏观政策的“双宽松”将至少持续至 2021 年末。一方面，当前新冠疫情仍在愈演愈烈，将至少持续到明年。另一方面，疫情高峰过后，各国将普遍面临疫后重建的艰巨任务。尽管由封锁/隔离导致的供给冲击减弱，但各国经济将面临居民和企业资产负债表受损带来的需求冲击，政府仍然需要维持政策宽松刺激总需求。

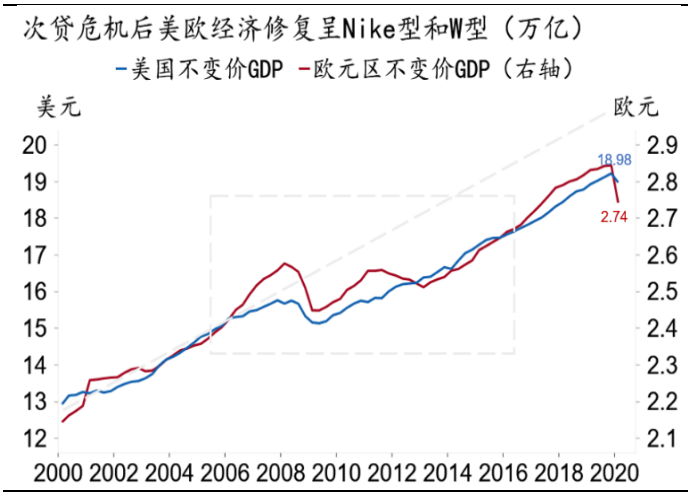
三、“新冠复苏”：乏力的“广义 V 型”

全球经济未来的复苏路径仍然存在高度不确定性。一百年前西班牙流感曾三次爆发，今年下半年北半球的新冠疫情也存在二次爆发的风险。二次爆发情形下，尚未完全恢复的经济可能二次探底，呈现双 V 型或 W 型的走势。依据过往经验，疫情的二次冲击力度和影响范围将显著弱化。

次贷危机后，美欧的经济复苏就呈现出两种不同的走势：美国的形态近似 V 型，而欧元区随后遭受了欧债危机的二次冲击，从而呈 W 型。**值得关注的是，次贷危机及欧债危机的冲击过后，美欧经济并未出现“报复性反弹”：尽管美欧经济增长的斜率恢复至危机前水平，但经济总量却显著低于危机前的趋势水平。**

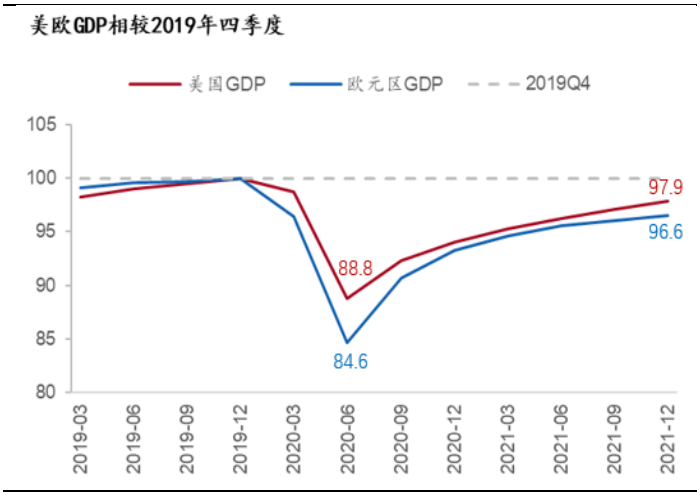
[4] Mai Dao and Prakash Loungani, “The Human Cost of Recessions: Assessing It, Reducing It,” International Monetary Fund, November 11, 2010.

图 11：次贷危机后的美欧经济复苏形态



资料来源：BEA、Eurostat、Macrobond、招商银行研究院

图 12：美国、欧元区 GDP 修复程度预测



资料来源：招商银行研究院

令人宽慰的是，全球经济大概率已于上半年见底。中国疫情防控最为有效，一季度 GDP -6.8%的同比增速已成为 GDP 增速的底部。欧洲（除俄罗斯）疫情高峰已过，每日新增确诊病例维持在 9,000 例左右，各国已于 5 月开始逐步重启经济，GDP 增速的底部大概率将出现在二季度。美国 6 月零售总额已深 V 反弹，接近疫前水平。目前美国疫情虽然大幅反弹，但考虑到美国民意以及进入最后阶段的总统选举，社交隔离措施的实施力度大概率将小于 4 月，对经济的负面影响也将相应小于当时，下半年美国经济大概率也将好于二季度。

基准情形下，全球经济今明两年的 GDP 增长很可能将呈现出类似 Nike 商标的“广义 V 型”修复：断崖式下跌于今年二季度触底，随后缓慢修复，且斜率逐步放缓。

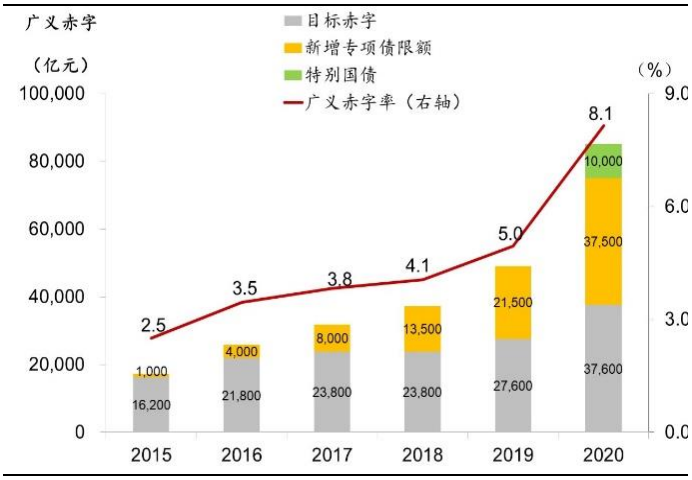
美国方面，尽管 5 月复工后其经济超预期反弹，二季度的底部有望好于此前预期，但受疫情实质性反弹影响，之后的修复斜率将更为平缓。**预计美国今年 GDP 增速在-5.8%左右，2021 年可望实现 3.4%的增长，GDP 至 2021 年末将恢复至 2019 年末 97.9%的水平。**

欧元区方面，由于更为严格的封锁措施和力度相对较小的宏观政策应对，二季度 GDP 的跌幅或显著高于美国；由于疫情得到较好控制，随后其经济的修复或快于美国。**预计欧洲今年全年 GDP 增速在-8.6%左右，2021 年可望实现 4.8%的增长，GDP 至 2021 年末将恢复至 2019 年末 96.6%的水平。**

四、 中国前景：“凯恩斯窗口期”下的喜与忧

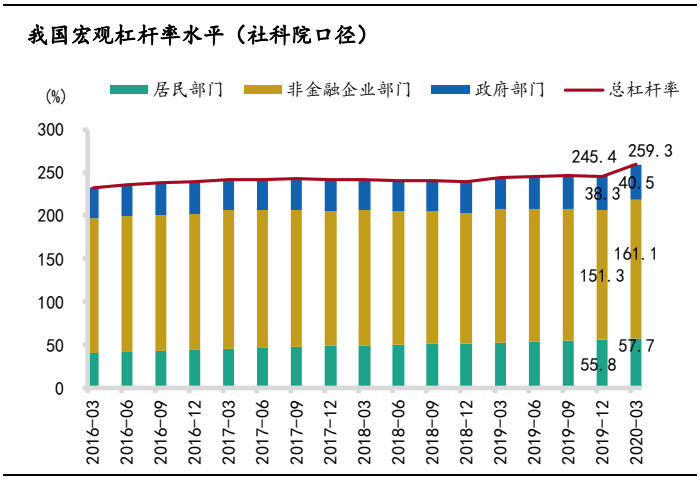
由于疫情控制得力，中国的宏观刺激力度远小于西方发达国家。上半年中国央行下调一年期 MLF 利率 30bp 至 2.95%，常规货币政策空间仍然充足；广义财政赤字（含国债、一般债、专项债及特别国债）相较上年增加 3.6 万亿，相当于 GDP 的 3.6%。但受货币政策和财政政策前置发力影响，一季度中国宏观杠杆率仍然跳升 13.9 个百分点至 259.3%，今年的《政府工作报告》中也隐去了“宏观杠杆率基本稳定”的表述。

图 13：今年中国广义财政赤字增加 3.6 万亿



资料来源：IMF、招商银行研究院

图 14：一季度中国宏观杠杆率跳升 13.9pct



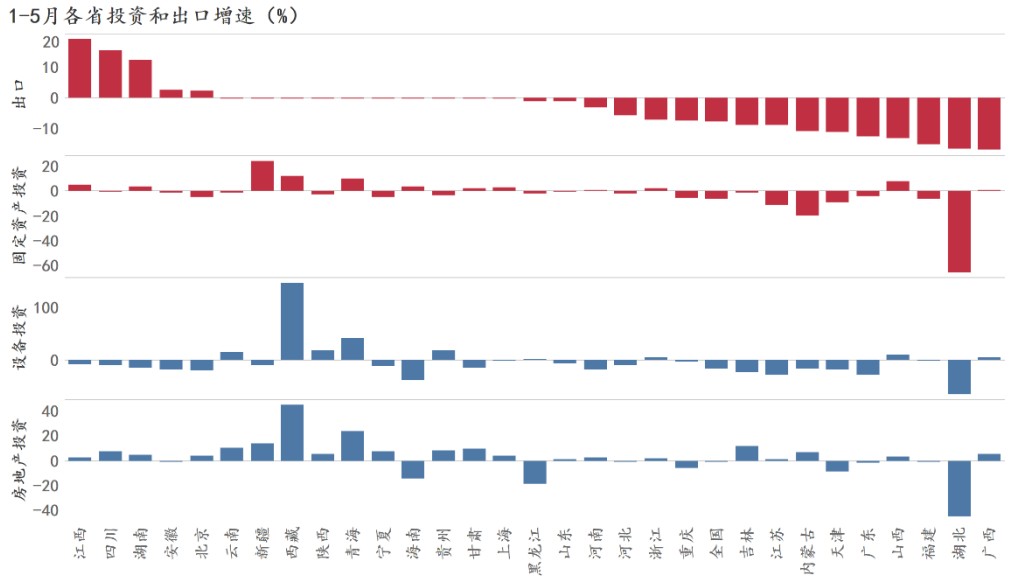
资料来源：Wind、招商银行研究院

虽然政策刺激比较温和，但仍然支撑了中国经济的显著反弹。分省份看，这一反弹中有“喜”也有“忧”。

“喜”的方面：一是房地产韧性强。上半年广东省土地成交火爆，其中广州、深圳、东莞、佛山 1-6 月土地出让收入同比分别增长 81.4%、25.7%、177.0%、52.8%，5 月末广州、深圳、东莞住宅价格指数同比分别增长 0.1%、0.6%、5.9%，下半年房地产投资或将显著上行；其他重要省份中除湖北外房地产投资均较好，其中四川、湖南景气度尤高。二是基建发力明显。广东和中西部基建正在发力，下半年专项债发行规模明显超过去年，配合贷款的增长，基建投资增速仍将上升。三是“南方不亮北方亮”。山东今年投资、外贸、工业、地产均好于全国平均水平，疫情对其医药、纺织行业有利，油价下跌对其炼化行业有利。四是“中部崛起进行时”。以四川、江西、湖南为代表的部分省份外贸和工业景气度较高，产业链内迁渐露端倪。

“忧”的方面：一是经济龙头产业空心化苗头显现。广东、江苏进出口和工业投资较差，尤其是广东明显出现了产业链外迁现象，房地产有过热迹象，就业隐忧浮现。二是居民杠杆高企，风险上升。例如，浙江土地出让收入连续多年全国领先，房地产景气度较高，但居民存款增速显著低于贷款增速，居民杠杆率上升孕育着风险。三是新动能缺位的工业复苏持续性存疑。河南、湖南设备投资增速低，建安投资驱动的工业投资增速或难持续。四是疫情以及最近的水灾对经济施加的不确定性影响。

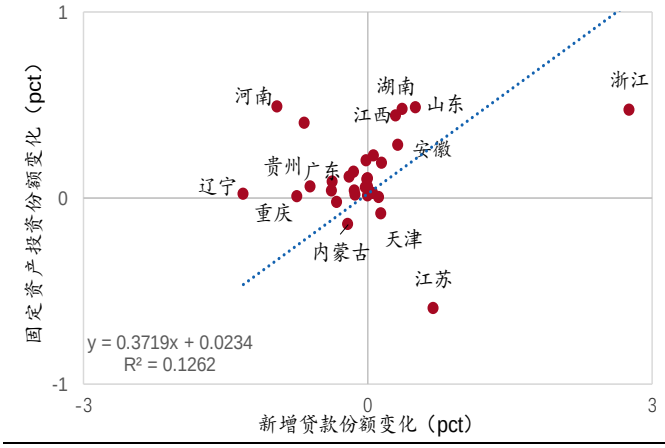
图 15：中国经济反弹中各省有喜有忧



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 16：上半年货币扩张对经济的积极影响[5]

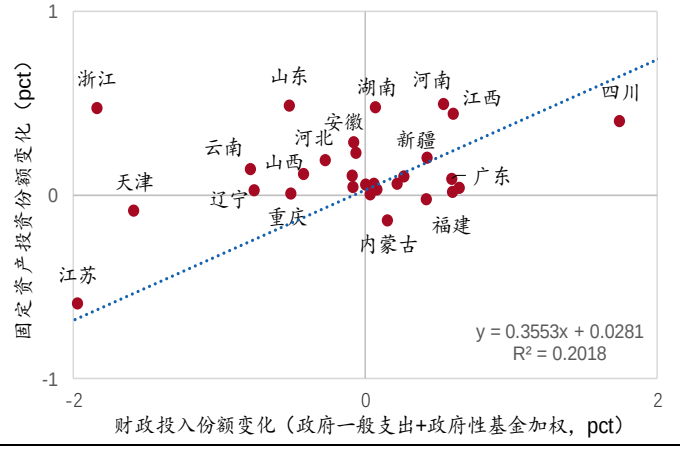
新增贷款与固定资产投资变化（2020.5减2019.12）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 17：上半年财政扩张对经济的积极影响[6]

财政投入与固定资产投资变化（2020.5减2019.12）



资料来源：Wind、招商银行研究院

[5] 为了将全国的各省情况进行比较，图中各省指标均除以全国总量以标准化。其中，固定资产投资份额变化：指 2020 年 5 月各省固定资产投资累计值占全国的份额与 2019 年 12 月所占份额的变化。新增贷款份额变化：指 2020 年 5 月与 2019 年 12 月各省新增本外币各项贷款余额占全国的份额变化。由于湖北省受疫情影响，各项指标均大幅低于全国平均水平，并未体现在图中。

[6] 财政投入指数：采用各省政府一般性支出和政府性基金支出加权拟合得到，其中政府性基金支出根据收入端各省地方政府专项债和地方土地出让收入等估算。

展望下半年，中国经济中最大的确定性因素是“凯恩斯窗口”，即扩张性的财政给经济带来的拉动效应。未来数月政府债券发行量和贷款金额都将保持大幅增长。根据《政府工作报告》测算，下半年政府债券净发行或将达到 4.57 万亿，比 2019 年下半年增加 104%，预计大部分将在 10 月前发行完毕。根据央行易纲行长在陆家嘴论坛上的讲话测算，下半年新增贷款约为 7.4 万亿，新增社融约为 12.2 万亿，分别是去年同期的 1.04 倍和 1.1 倍。这将带来多重影响：一是下半年经济增速大概率将显著反弹；二是为了配合发债，三季度货币政策或适度给予流动性支持，当前货币政策的“结构性”转向，是为精准滴灌实体经济，而不是宽松立场的反转。但货币政策边际转向，仍将加大货币市场和债券市场的波动；在经济修复、流动性保持相对宽松、资本市场改革开放继续发力的多重支持下，股票市场或维持强势。

新冠疫情仍是下半年中国经济所面临的最大不确定性。若疫情于冬季加剧，防疫措施再度趋于严格，将对尚未复苏的经济造成猛烈的二次冲击，届时中国将不得不采取更大力度的财政和货币刺激，甚至实施某种程度的财政赤字货币化。在宽松政策的刺激下，资产价格可能显著走高，但经济所面临的中长期风险将大幅上升。

此外，中美贸易摩擦仍将对中国经济施加负面影响。中美贸易摩擦自 2018 年开始以来历经反复：同年 11 月有所缓和，去年 5 月又趋于恶化，之后中美双方于去年 10 月订立了第一阶段贸易协议。今年美方对中国的遏制措施加码，包括部分产品恢复加征 25%的关税，以及对华为的严厉制裁等，但短期内还未对中国经济造成显著冲击。年底美国大选之后，双方仍然有通过谈判缓和冲突的机会。

基准情形下，下半年经济将延续复苏态势，全年 GDP 增长 2.2%。

经济复苏的动力主要有三：

一是投资发力，预计下半年基建投资将稳步增长，房地产投资展现韧性；

二是消费回升，年末单月社零增速有望达到去年同期水平；

三是需求回暖拉动产销增长，企业营收和利润的改善有望持续。

作为政策支撑，财政政策空间尚存，同时制度性减税降费政策有望进一步推进；货币政策保持结构性宽松立场，未来总量性的“宽货币”政策或将趋于收敛，结构性的“宽信用”政策将持续发力；今年末 M2 和社融增速或将分别上升至 10.8%和 13%，下半年 1 年期和 5 年期 LPR 可能分别调降 10bp、5bp 至 3.75%、4.6%。

在疫情未出现二次爆发和中美关系缓和的乐观情形下，预计全年 GDP 增速可达到 3%；而在疫情二次爆发和中美经贸摩擦加深的冲击情形下，全年 GDP 增速可能跌至-2%。

表 2：2020 年中国经济预测

指标		2018	2019	2020H1	2020F		
					基准	乐观	冲击
实际 GDP		6.7	6.1	-1.6	2.2	3.0	-2.0
社会消费品零售总额		9.0	8.0	-11.4	-2.0	0	-6.0
全社会固定资产投资		5.9	5.4	-3.1	3.8	6.0	-1.0
基建投资		1.8	3.3	-0.1	12.0	14.0	5.0
制造业投资		9.5	3.1	-11.7	-6.5	-3.0	-10.0
房地产投资		9.5	9.9	1.9	7.0	10.0	4.0
出口（以美元计）		9.9	0.5	-6.2	-4.3	-2.0	-8.0
进口（以美元计）		15.8	-2.7	-7.1	-5.1	-3.0	-10.0
CPI		2.1	2.9	3.8	2.4	2.6	2.0
PPI		3.5	-0.3	-3.0	-2.0	-1.0	-3.0
新口径社融增速		10.3	10.7	12.8	13.0	14.0	12.0
M2		8.1	8.7	11.1	10.8	11.5	10.0
人民币贷款增速		13.5	12.3	13.2	12.7	13.8	12.0
降准预期	次数	4	3	3	5	4	5
	幅度(bp)	250	150	50	100	100	150
利率	1 年期基准存款	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	1 年期基准贷款	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
	10 年期国债利率	3.23	3.14	2.76	2.90	3.00	2.80
	1 年期 LPR:年末	-	4.15	3.85	3.75	3.85	3.65
	5 年期 LPR:年末	-	4.8	4.65	4.60	4.65	4.50
上证综指		2,494	3,050	2,750	3,000-3,300	3,300-3,800	2,700-3,000
USDCNY		6.6	6.9	7.04	6.8-7.1	6.7-7.0	6.9-7.2
伦敦金		1,269	1,394	1,645	1,900	1,850	2,000

注：2020 年基准情形下的降准次数统计为 5 次（1、3、4、7 月、Q4），合计 100 bp（仅计算全面降准幅度）。央行已于 1 月全面降准 50bp、于 3 月普惠降准、于 4-5 月定向降准 100bp，预计 7 月定向降准、四季度全面降准 50bp。

资料来源：Wind、招商银行研究院预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%

持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间

卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标

同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若

落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼　　电话：(852) 3900 0888　　传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银国际证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券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。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至 (d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的 "主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。