

## 中國可能已陷入“低生育陷阱”

- ❖ **人口增長與經濟發展**：人口總量增長和結構變化作為經濟發展的關鍵變量，中長期來看大體是清晰可辨的，大趨勢確定而難以逆轉，背後是生老病死的自然鐵律。1798年馬爾薩斯提出，人口增長將持續降低人類的生活水平，避免的方法是“道德約束”，即避免生太多的孩子。然而，過去兩百年的人口高增長很可能只是一個異常現象。世界人口增速將會趨勢性回落，本世紀末將降至約1%。站在中國人口變遷的轉折點，我們需要重回這一影響深遠的命題。
- ❖ **中國人口發展處於重大轉折期**：2018年中國出生人口1,527萬，較上年減少201萬，創下1962年以來新低；勞動年齡人口的數量和占比連續7年出現雙降。中國目前人口總量和結構的“轉折”，很大程度上根源於上世紀60-70年代基於“新馬爾薩斯”觀點形成的人口政策。根據聯合國估算，中國人口增速將於2030年左右步入負區間。
- ❖ **人口分析的基本框架**：人口增長的驅動因素主要包括：出生/生育、死亡，以及遷入人口與遷出人口之差（即淨移民）。（1）**移民**：中國現有移民政策預計難有大幅改變，未來移民仍將呈現小幅淨流出的態勢。儘管跨越國境的移民數量占比極少，但在國境之內，過去三十年伴隨著城鎮化的進程，中國的城鎮和鄉村之間、城市與城市之間發生了大規模的人口遷徙。（2）**生育**：女性受教育水平的提升、嬰兒死亡率的下降，以及更容易獲得的避孕工具與全球總和生育率的下降高度相關。中國也已於上世紀90年代步入低生育階段，總和生育率大幅低於更替生育率已成事實，這意味著中國的人口規模即將步入收縮階段。因此，中國的總和生育率可謂“未富先低”。預計中國人口總量將於2030年達到約14.4億的峰值。（3）**死亡**：中國的粗死亡率大幅下降。各年齡段死亡率同時下降的綜合結果便是預期壽命的延長。聯合國預計，2100年，中國預期壽命將上升至87.4歲（其中男性86.7歲，女性88.2歲）。
- ❖ **加速老齡化時代降臨**：當下中國的人口發展面臨重大轉折，“人口紅利”難以為繼，甚至在可預見的將來出現“人口陷阱”。低生育疊加下降的死亡率與延長的預期壽命，使得中國人口的年齡結構迅速老化。中國65歲以上人口占比將於2035年左右超過20%，越過“超級老齡化社會”的分界線，隨後將繼續上升，於2040年左右超過美國、2060年超過30%。
- ❖ **撫養比**：人口結構變化的經濟含義。“非勞動年齡人口與勞動年齡人口之比”這一指標，對一國的經濟結構中的儲蓄、投資和消費都有深遠的影響。中國人口撫養比的短期矛盾（老年撫養比上升）和長期困境（勞動人口下降）并存。就經濟發展的角度而言，中國的人口規模和結構已從“資產”反轉為“負債”，即將為收縮的勞動力市場和老齡化的人口結構付出代價。
- ❖ **走出“低生育陷阱”，爭取更好的未來**。毫無疑問，人口問題即將成為中國經濟社會發展面臨的最為突出的矛盾。低生育和老齡化將嚴重扭曲人口結構，使得勞動力供給面臨短缺，制約經濟的潛在增長。更重要的是，人口問題的根本在於家庭，健全的家庭具有深刻的道德含義。

2016年起中國全面實施兩孩政策，允許一對夫婦生育兩個孩子。此後中國的出生人口僅於2016年有所反彈，隨後兩年又連續下降。這表明中國目前的低生育現象並非源自政策約束，而主要緣於婦女生育意願的不足。我們能否爭取一個更好的未來，關鍵在於走出“低生育陷阱”。一百多年前，梁啟超在其《少年中國說》寫到“欲言國之老少，請先言人之老少”，中國之國運，在人口的意義上，在改革創新的意義上，都寄希望於一個年青而具有活力的“少年中國”。

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

郵件：[dinganhua@cmbi.com.hk](mailto:dinganhua@cmbi.com.hk)

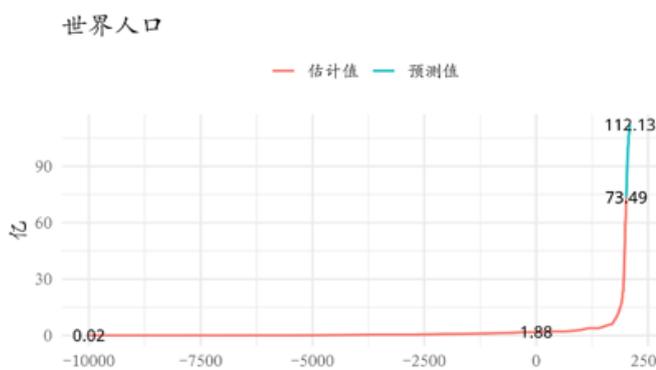
## 一、大歷史：人口增長與經濟發展

大多數宏觀經濟變量都很難預測。不過，人口總量增長和結構變化作為經濟發展的關鍵變量，中長期來看大體是清晰可辨的，大趨勢確定而難以逆轉，背後是生老病死的自然鐵律。認識到這點，就不難把握人口政策調整的時機，所謂“宜未雨而綢繆，毋臨渴而掘井”是也。

人口增長與經濟發展的關係一直是經濟分析中反復出現的主題。1798年馬爾薩斯（Thomas Malthus）就提出，人口增長將持續降低人類的生活水平。邏輯很簡單：在固定數量的土地上，人口增長最終會減少每個人可占用的土地資源，人口的幾何增長與土地產出的算術增長之間存在巨大的矛盾，最終導致疾病、饑餓和戰爭。避免這種不幸結果的方法是“道德約束”（moral restraint），即避免生太多的孩子。

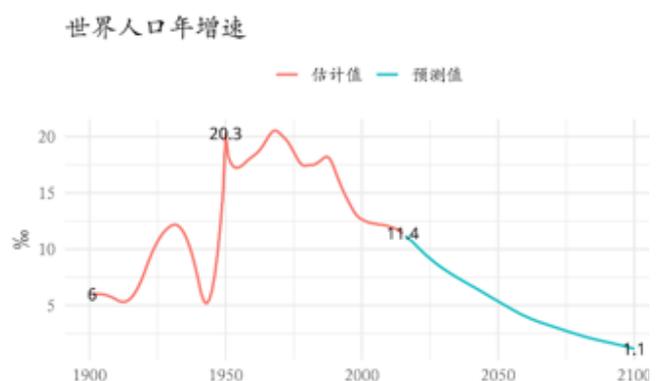
從大歷史的角度，馬爾薩斯錯得離譜。真正意義上的人口增長，迄今為止只有兩百多年，在接近1.2萬年的漫長歲月世界總人口的年化增速不到1‰（圖1）。工業革命之後，世界人口開始快速增長，在上世紀50-70年代達到20‰的峰值，目前維持在約10‰的水平。

圖1：工業革命之前世界人口增長極為緩慢



資料來源：Our World in Data、聯合國、招商銀行研究、招銀國際研究

圖2：本世紀世界人口增速預計將持續回落



資料來源：Our World in Data、聯合國、招商銀行研究、招銀國際研究

過去兩百年的人口高增長很可能只是一個異常現象。雖然人口增長對經濟發展的影響正反兩方相執不下，但經濟發展對人口增長的制約却是普遍共識。聯合國預計，隨著主要發達經濟體生育率的下降，世界人口增速將會趨勢性回落，本世紀末將降至約1‰。據此，世界人口高增長的時間合計不足一百年，只是歷史長河中的一瞬（圖2）。

人口增長的道德議題源自18世紀的馬爾薩斯。220年後的今天，站在中國人口變遷的轉折點，我們需要重回這一對中國經濟社會發展、中華民族偉大復興產生深遠影響的命題。人口總量和結構的變遷關乎家庭，關乎天下，關乎“家國情懷”。無論是從個人責任、家庭紐帶還是經濟發展的角度，人口問題都將深刻影響我們這個社會的道德品性（moral character）。

## 二、中國人口：今夕何夕

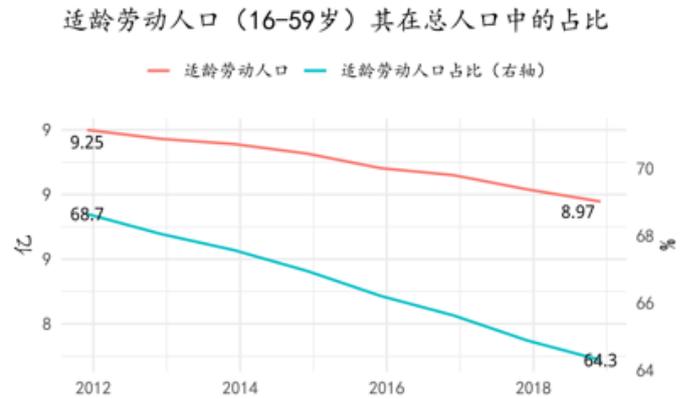
今年一月，國家統計局發布2018年人口數據，顯示當前中國人口發展處於重大轉折期：2018年中國出生人口1,527萬，較上年減少201萬，創下1962年以來新低（圖3）；勞動年齡人口的數量和占比連續7年出現雙降，7年間減少了2,771萬人（圖4）。

圖 3：2018 年中國出生人口創下 1962 年以來新低



資料來源：CEIC、招商銀行研究、招銀國際研究

圖 4：中國適齡勞動人口已連續 7 年收縮

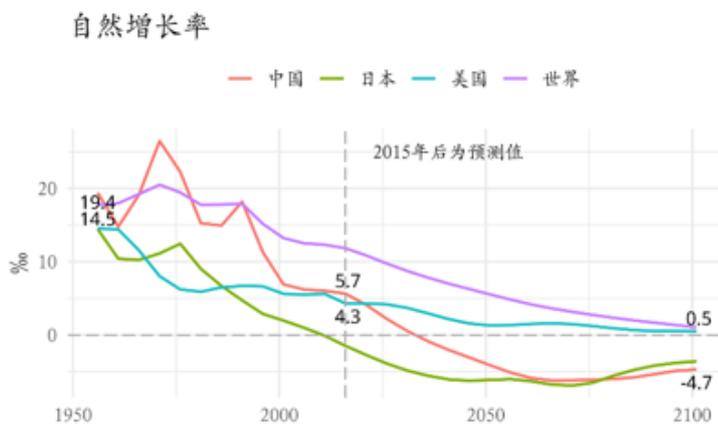


資料來源：CEIC、招商銀行研究、招銀國際研究

中國目前人口總量和結構的“轉折”，很大程度上根源於上世紀 60-70 年代基於“新馬爾薩斯”觀點形成的人口政策。1959-1961 年，受三年自然災害影響，中國人口增速一度大幅回落，但之後出現快速恢復性增長，並於 1963 年達到 33‰ 的峰值。此後受到中國“晚稀少”<sup>1</sup>、計劃生育（1978-2013）等人口政策影響，人口增速開始趨勢性下行，2018 年已回落至 3.81‰，目前中國人口的自然增長率已經低於美國（圖 5）。

根據聯合國估算，中國人口增速將於 2030 年左右步入負區間，2050 年後將維持在約（-6‰，-4‰）的水平。這正是中國“兩個一百年”奮鬥目標的兩個重要時點，不能不讓人警醒。

圖 5：基準情形下中國人口增速將步入負區間



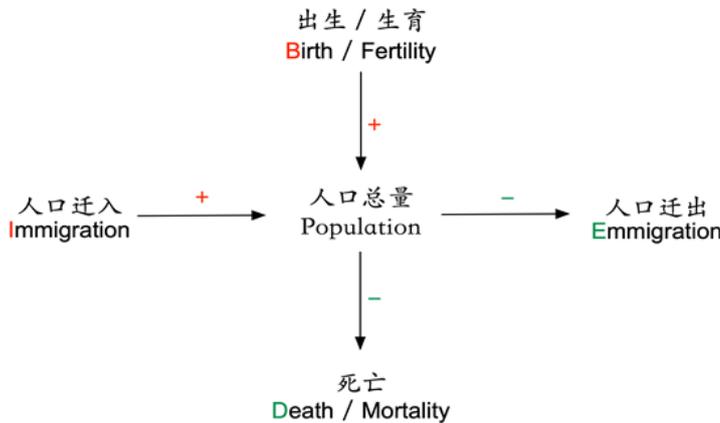
資料來源：聯合國、招商銀行研究、招銀國際研究

### 三、BIDE：人口分析的基本框架

一國人口的增長來源於自然增長以及移民。人口增長的驅動因素被形象地概括為“BIDE”（圖 6）：出生/生育（Birth/Fertility）、死亡（Death/Mortality），以及遷入人口（Immigration）與遷出人口（Emigration）之差（即淨移民，Net Immigration）。分析中國人口增長的前景，不妨從這四個維度出發。

<sup>1</sup> 1973 年 12 月，中國第一次計劃生育彙報會上提出要提倡實行“晚、稀、少”人口政策。“晚”是指男 25 周歲、女 23 周歲才結婚；“稀”指拉長生育間隔，兩胎要間隔 4 年左右；“少”是指只生兩個孩子。

圖 6：影響人口增長的四個因素



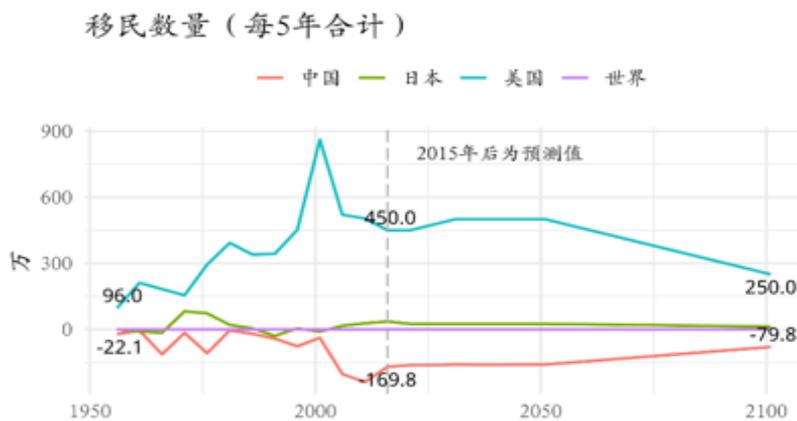
資料來源：招商銀行研究、招銀國際研究

### 移民：小幅淨流出

近代以來中國對人口遷入採取極為保守的政策，移民遷入極為有限。2000 年之後，中國人口移民海外的數量顯著增加，使得淨移民總體上對中國人口增長有小幅負貢獻。據聯合國估算，2010-2015 年間，中國每年淨流出約 34 萬人，占總人口比重僅為 0.024%，對人口增長的貢獻大約為-0.9%；而美國在此期間每年淨流入人口 90 萬，占總人口比重 0.28%，對人口增長的貢獻為 7.97%。

中國現有移民政策預計難有大幅改變，未來移民仍將呈現小幅淨流出的態勢。總體來說，淨移民相對於中國的人口總量而言可謂滄海一粟，幾乎可以忽略（圖 7）。

圖 7：淨移民對中國人口增長有小幅負貢獻

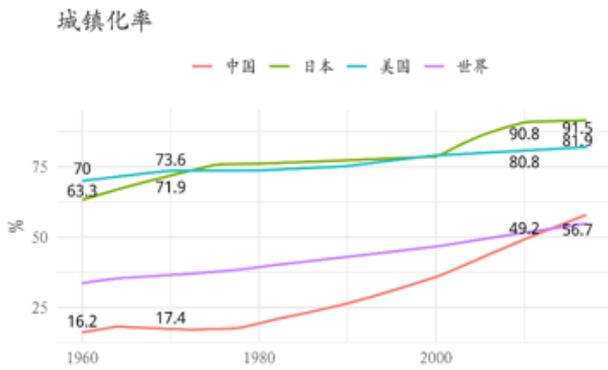


資料來源：聯合國、招商銀行研究、招銀國際研究

值得注意的是，儘管跨越國境的移民數量占比極少，但在國境之內，過去三十年伴隨著城鎮化的進程，中國的城鎮和鄉村之間、城市與城市之間發生了大規模的人口遷徙。1949 至 2018 年，中國城鎮人口占總人口的比率從 10.6% 升至 59.6%（圖 8）。

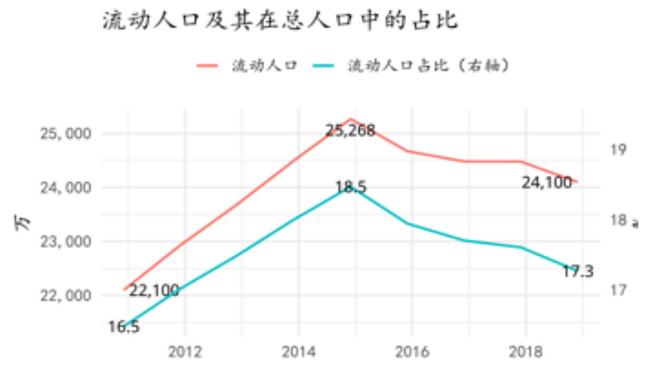
此外，受戶籍制度的限制，尚有相當部分的流動人口未被統計在城鎮人口數之內。2018 年中國的流動人口規模和占比分別為 2.41 億、17.3%（圖 9）。人口/勞動力在境內的大規模遷徙和流動深刻地改變了中國各地方的人口面貌和結構，造成了各區域間經濟社會發展的巨大差異。

圖 8：城鎮化：大規模的境內的人口流動



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

圖 9：中國存在大規模的流動人口



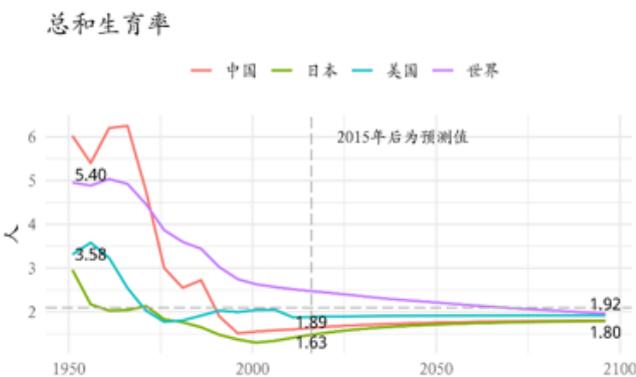
資料來源：CEIC、招商銀行研究、招銀國際研究

### 出生：人口政策擾動下的低生育

和平時期，出生/生育是決定人口增長前景最為關鍵的因素。2018年中國出生人口1,523萬人，粗出生率（出生人口占總人口的比率）為10.94‰，創下建國以來新低。值得注意的是，粗出生率忽略了人口結構的差異，簡單的縱向（歷史）或橫向（國別）比較并不能說明任何問題。

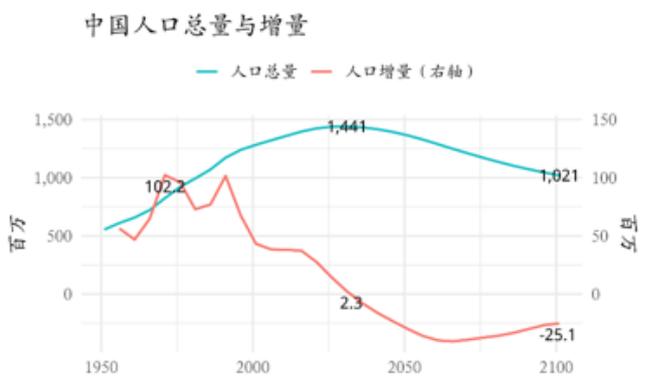
相比粗出生率，總和生育率（total fertility rate），即平均來看一位婦女在其一生中生育孩子的數量<sup>2</sup>，是更有意義的人口統計指標。其中，2.1的總和生育率水平被稱為更替生育率（replacement rate）：婦女生育的數量恰好能替代他們本身及其伴侶（有一小部分兒童夭折），在此水平上總人口數將保持穩定。總和生育率大於5屬高生育階段；總和生育率在2.1至5之間屬中生育/生育轉型階段（fertility transition phase）；總和生育率小於2.1時屬低生育階段。

圖 10：中國已於上世紀 90 年代步入低生育階段



資料來源：聯合國、招商銀行研究、招銀國際研究

圖 11：中國人口將於 2030 年左右見頂



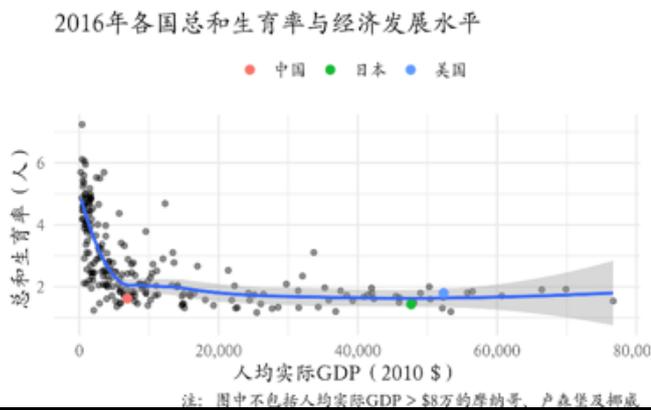
資料來源：聯合國、招商銀行研究、招銀國際研究

世界人口的總和生育率已經由 1950-1955 年的 5 左右大幅滑落至 2010-2015 年的 2.5 左右，趨近低生育率水平。其中，日本和美國先後於上世紀 60、70 年代步入低生育階段。而中國也已於上世紀 90 年代步入低生育階段（圖 10），總和生育率大幅低於更替生育率已成事實，這意味著中國的人口規模即將步入收縮階段。基準情形下，中國人口總量將於 2030 年達到約 14.4 億的峰值。2018 年中國總人口為 13.95 億，距峰值僅餘不到 5,000 萬（圖 11）。這 5,000 萬的人口總量增長很大程度上受到預期壽命延長、死亡率下降的影響，並不完全是新生兒的增加。

研究發現，經濟發達的國家或地區總和生育率相對較低。但中國某種程度上是個“例外”，即在大致相當的人均 GDP 水平上，中國的生育率比其他國家更低。

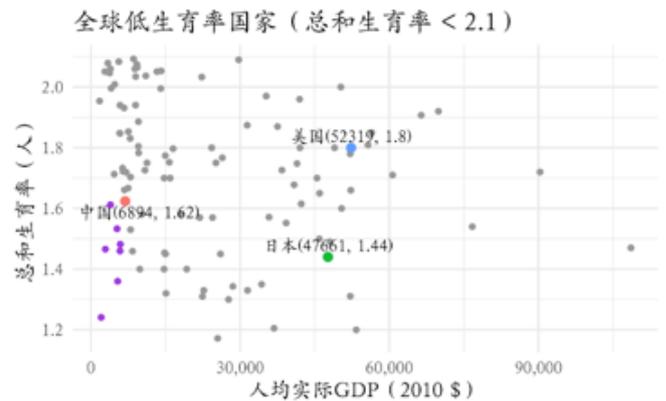
<sup>2</sup> 總和生育率假設每位婦女生存至育齡（14-59 歲）結束後，且在育齡期間的分年齡生育率（age-specific fertility rates）與其同年齡組/同期群（cohort）一致。

圖 12：中國已於上世紀 90 年代步入低生育階段



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

圖 13：僅有 7 國生育率和人均 GDP 同時低於中國



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

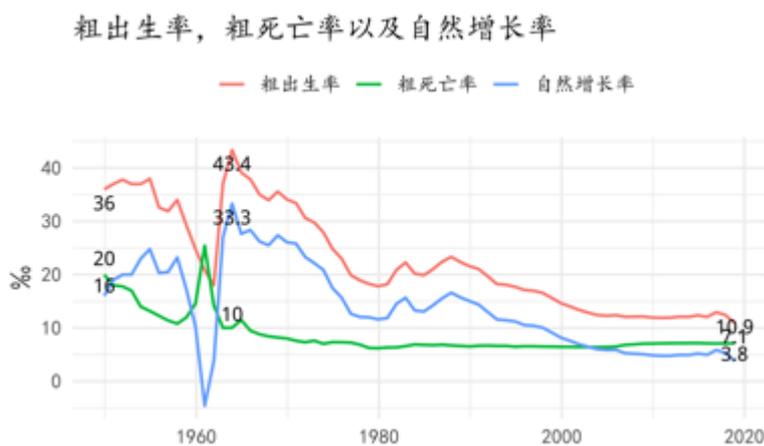
因此，中國的總和生育率可謂“未富先低”。一個明顯而可靠的解釋就是中國的生育率受到特定人口政策的擾動。1978年，“國家提倡和推行計劃生育”被寫入憲法。一胎化政策施行的30余年間，中國人口自然增長率與婦女總和生育率均趨勢性大幅下行。

除特有的人口政策影響之外，中國目前的低生育率困局亦折射出全球低生育時代下的一些共性。女性受教育水平的提升、嬰兒死亡率的下降，以及更容易獲得的避孕工具與全球總和生育率的下降高度相關。一般而言，女性受教育水平的提升意味著其生育子女的機會成本上升，從而降低其生育意願；嬰兒死亡率的下降意味著女性不需要額外多生育以“補償”這一風險。上述三因素也可部分解釋中國總和生育率的變化。

## 死亡：快速下降的死亡率

隨著經濟的發展和醫療、衛生、教育、科技水平的提升，中國的粗死亡率大幅下降，從1949年的20‰降至1979年6.21‰的歷史最低水平。上世紀80年代之後，中國老年人在中國人口中的比重上升，使得粗死亡率緩慢上升，並於2008年突破7‰，此後直至2018年一直維持在7.1‰附近（圖14）。

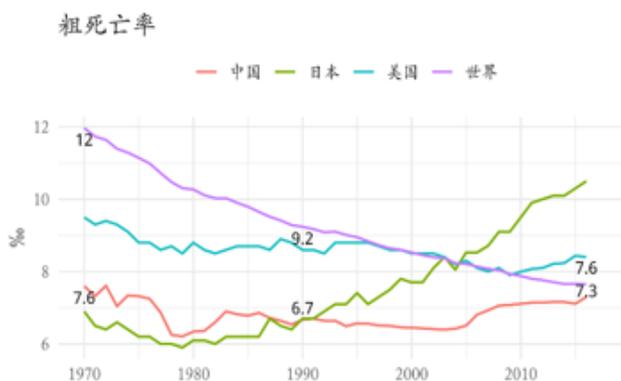
圖 14：中國粗出生率、粗死亡率與人口自然增長率



資料來源：CEIC、招商銀行研究、招銀國際研究

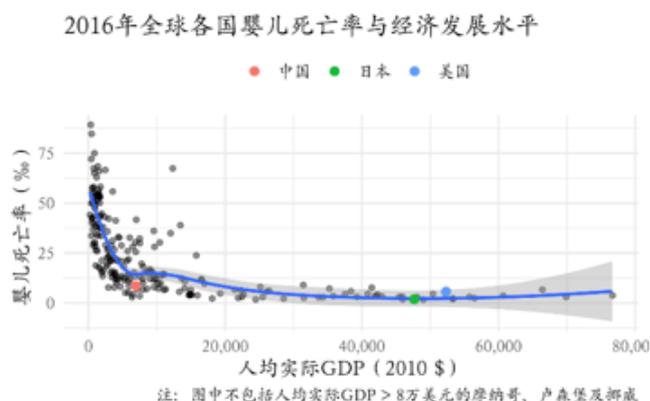
進一步討論死亡率，應當剔除人口年齡結構的影響。日本和美國的粗死亡率要高於中國（圖15），但這更多受到三國人口年齡結構差異的影響（老年人死亡率相較年輕人更高）。因此，分年齡段的死亡率（age-specific mortality rate）相較粗死亡率更能反映一國經濟發展和醫療保健水平的總體狀況（圖16）。

圖 15：中國粗死亡率低於日本美國



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

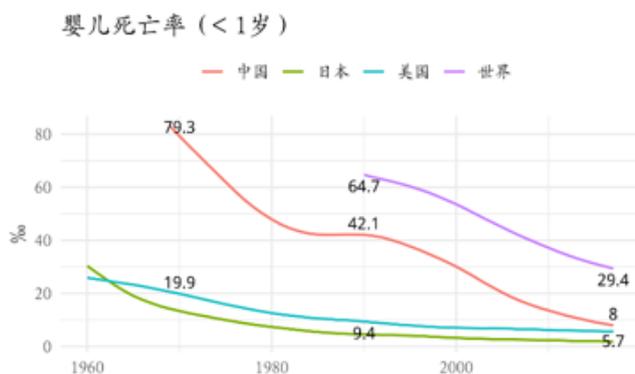
圖 16：嬰兒死亡率與人均實際 GDP 負相關



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

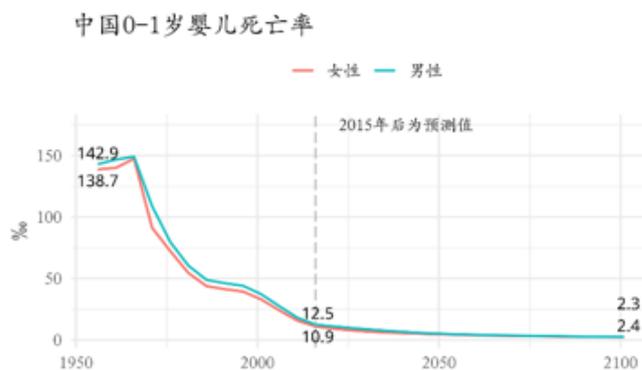
建國之初，中國不足一歲的嬰兒死亡率一度超過 140‰，其後快速下降，2017 年已降至 8‰，大幅低於 29.4‰的世界均值，趨近美國 5.7‰的水平（圖 17）。據聯合國預測，嬰兒死亡率還有進一步下降的空間（圖 18）。

圖 17：中國嬰兒死亡率大幅下降



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

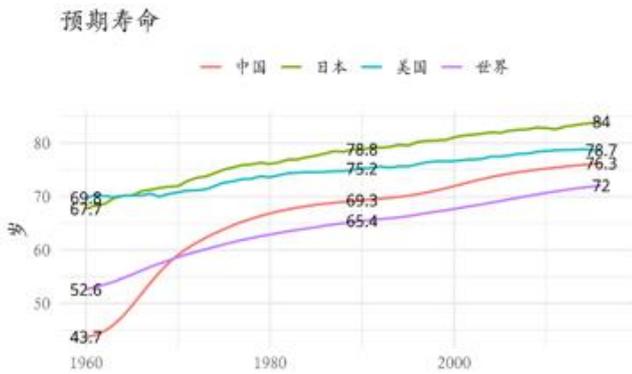
圖 18：2100 年中國嬰兒死亡率將降至約 2.3%



資料來源：聯合國、招商銀行研究、招銀國際研究

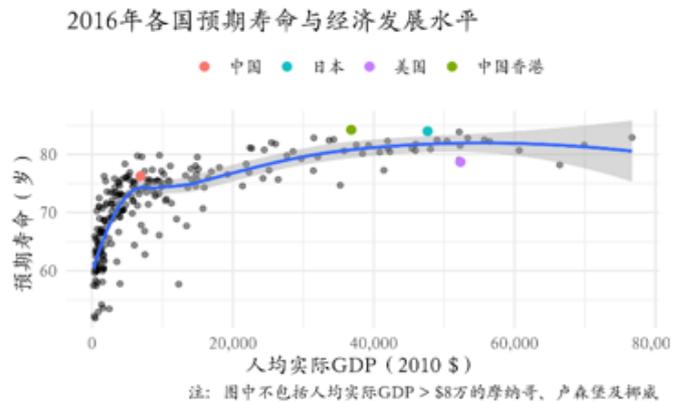
各年齡段死亡率同時下降的綜合結果便是預期壽命（life expectancy at birth）的延長。2016 年，中國預期壽命為 76.3 歲（其中男性 74.8 歲，女性 77.8 歲），較 1960 年增加了 33 歲，高於世界平均水平（72 歲）并已趨近美國水平（預期壽命 78.7 歲）。日本預期壽命 84.0 歲（其中男性 81.0 歲，女性 87.1 歲）排名世界第 2，僅次於中國香港（預期壽命達 84.2 歲，其中男性 81.3 歲，女性 87.3 歲）（圖 19）。

圖 19：中國預期壽命已趨近美國



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

圖 20：預期壽命與經濟發展水平正相關



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

聯合國預計，2100年，中國預期壽命將上升至87.4歲（其中男性86.7歲，女性88.2歲）；美國預期壽命將上升至89.6歲（其中男性88.4歲，女性90.9歲）；日本預期壽命將上升至93.9歲（其中男性90.6歲，女性97.1歲）（圖21）。

圖 21：2100年中國預期壽命將超過85歲



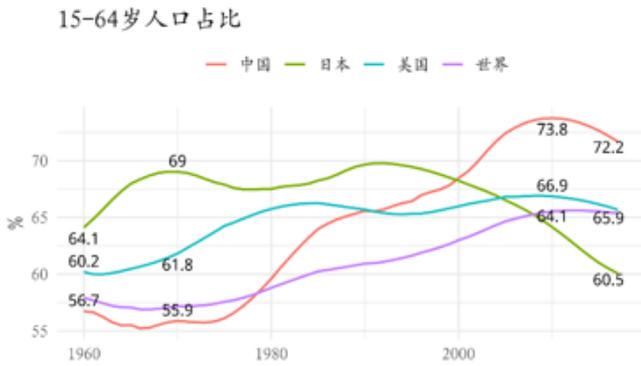
資料來源：聯合國、招商銀行研究、招銀國際研究

#### 四、加速老齡化時代降臨

建國初期的高生育在此後數十年間為中國貢獻了大量的適齡勞動人口，大幅提升了中國婦女的勞動參與率，使得中國經濟增長享受了雙重的“人口紅利”。

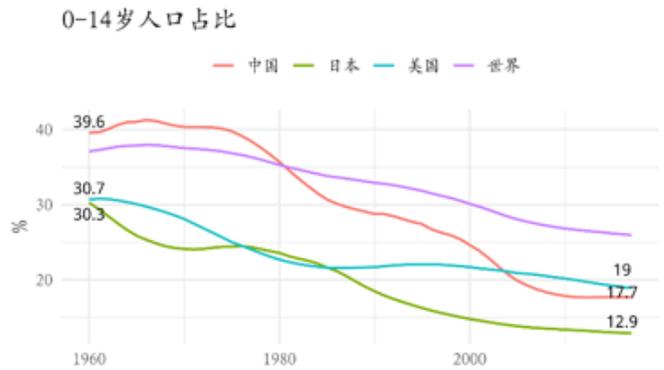
但是，當下中國的人口發展面臨重大轉折，“人口紅利”難以為繼（圖22），甚至在可預見的將來出現“人口陷阱”（圖23）。隨著建國初“嬰兒潮”期間新生人口的逐漸老去，中國人口的年齡結構出現了重大的轉折性變化：2010年，中國15-64歲人口占比開始掉頭向下。

圖 22：中國人口紅利的轉折拐點已現



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

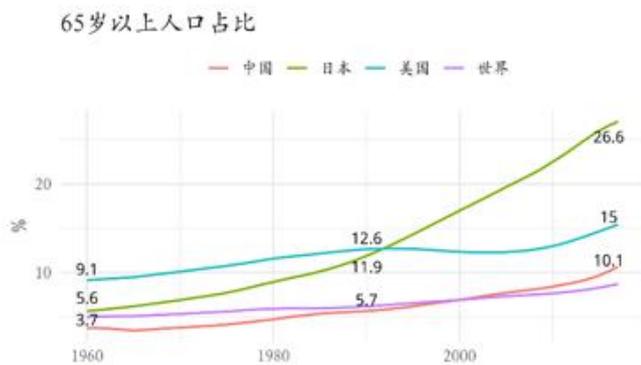
圖 23：低生育：中國 0-14 歲人口占比大幅下滑



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

低生育疊加下降的死亡率與延長的預期壽命，使得中國人口的年齡結構迅速老化。老年人口的數量和比例均大幅上升。2016年，中國 0-14 歲人口 2.44 億，較六十年前（1960 年）的 2.64 億縮減近 2,000 萬！

圖 24：中國已於 2001 年步入老齡化社會



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

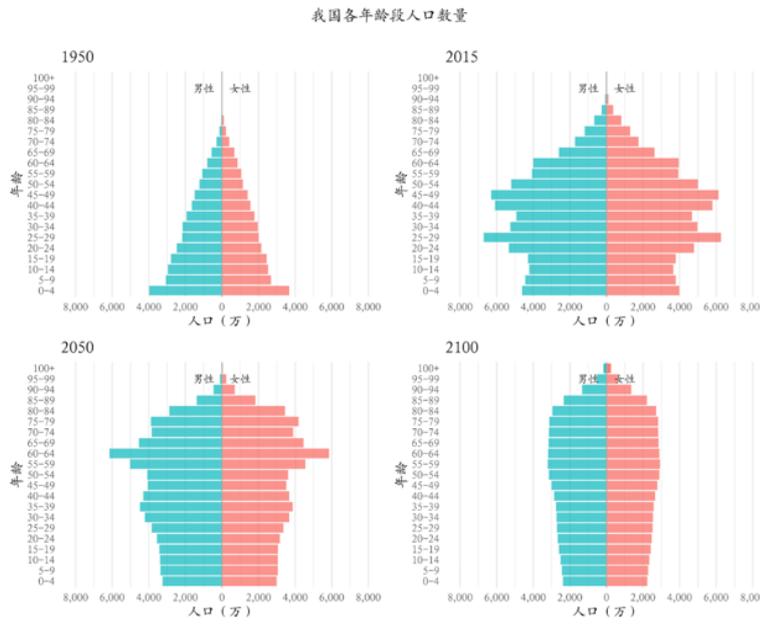
圖 25：中國人口老齡化比例即將快速攀升



資料來源：聯合國、招商銀行研究、招銀國際研究

從目前來看中國 65 歲以上人口占比相比美國和日本尚有距離，但真正值得擔心的是人口老齡化的速度（圖 25）。建國後“嬰兒潮”出生的人口將於 2014 年後逐漸成為 65 歲以上的老人，而受一胎化政策的影響，中國年輕人口的數量和占比同時又在收縮，分子和分母疊加作用將使得中國的老齡化比例急劇攀升。據測算，中國 65 歲以上人口占比將於 2035 年左右超過 20%，越過“超級老齡化社會”的分界線，隨後將繼續上升，於 2040 年左右超過美國、2060 年超過 30%。

圖 26：中國人口金字塔即將“頭重腳輕”

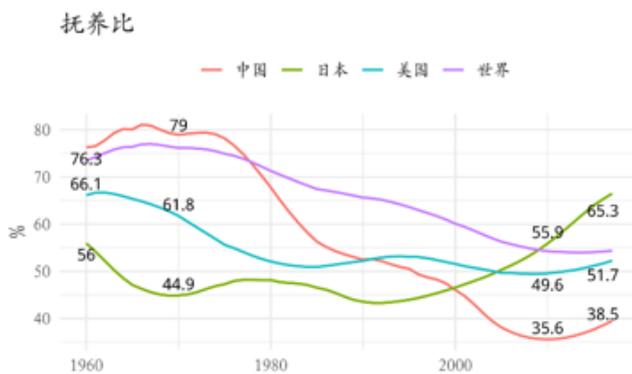


資料來源：聯合國、招商銀行研究、招銀國際研究

## 五、撫養比：人口結構變化的經濟含義

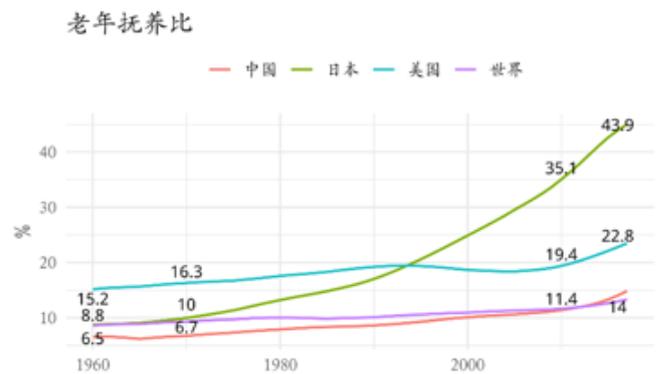
經濟分析中，我們尤其關注“撫養比”<sup>3</sup>，即非勞動年齡人口與勞動年齡人口之比。這一指標，對一國的經濟結構中的儲蓄、投資和消費都有深遠的影響。自2010年以來，受老年撫養比快速上升的推動，中國撫養比已開始反彈（2017年為38.5）。

圖 27：2010年起中國撫養比開始上升



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

圖 28：2010年後中國老年撫養比開始快速上升



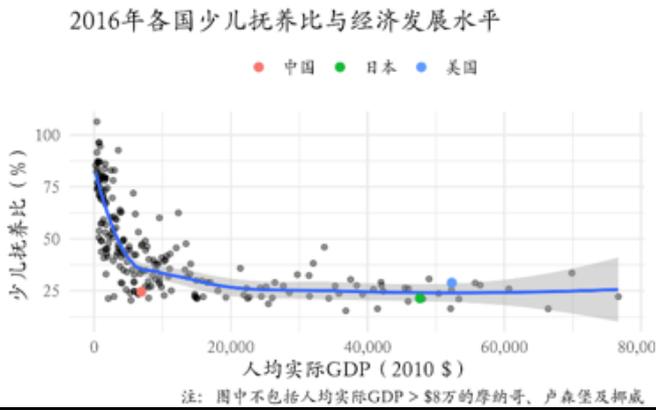
資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

從世界範圍看，低生育下中國少兒撫養比處在低水平（圖 27）；而老齡化導致老年撫養比位於趨勢綫上方（圖 28），高於目前經濟發展階段的應有水平，而且還將快速上行。這一低一高凸顯出中國人口撫養比的短期矛盾（老年撫養比上升）和長期困境（勞動人口下降）。

就經濟發展的角度而言，中國的人口規模和結構已從“資產”反轉為“負債”，即將為收縮的勞動力市場和老齡化的人口結構付出代價。

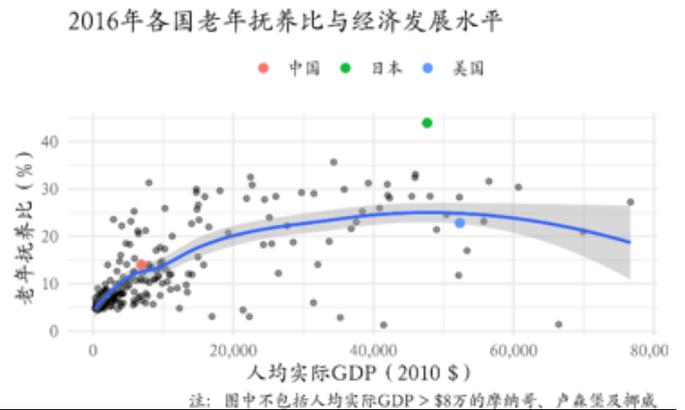
<sup>3</sup> 撫養比 (age dependency ratio) 是被撫養人口 (15 歲以下或 65 歲以上) 與勞動年齡人口 (15-65 歲) 之比。少兒撫養比 (young dependency ratio) 是被撫養少兒人口 (15 歲以下) 與勞動年齡人口 (15-64 歲) 之比。老年撫養比 (old dependency ratio) 是被撫養老年人口 (65 歲以上) 與工作年齡人口 (15-65 歲) 之比。

圖 29：中國少兒撫養比仍處在較低水平



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

圖 30：中國老年撫養比已位於趨勢線上方



資料來源：世界銀行、招商銀行研究、招銀國際研究

## 六、走出“低生育陷阱”，爭取更好的未來

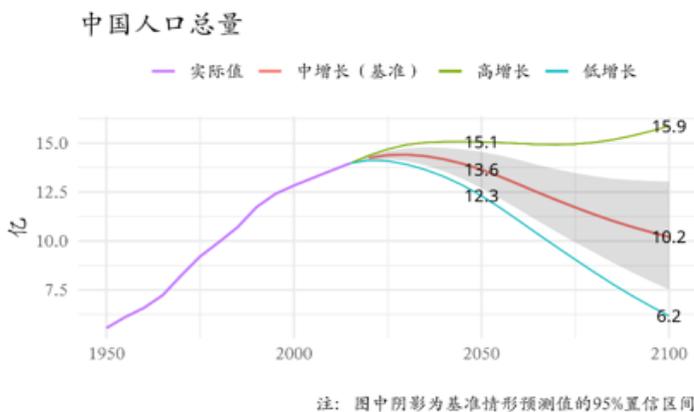
毫無疑問，人口問題即將成為中國經濟社會發展面臨的最為突出的矛盾。低生育和老齡化將嚴重扭曲人口結構，使得勞動力供給面臨短缺，制約經濟的潛在增長。更重要的是，人口問題的根本在於家庭，健全的家庭具有深刻的道德含義。

2016年起中國全面實施兩孩政策，允許一對夫婦生育兩個孩子。此後中國的出生人口僅於2016年有所反彈，隨後兩年又連續下降。這表明中國目前的低生育現象并非源自政策約束，而主要緣於婦女生育意願的不足。人口統計數據顯示，中國可能陷入了低生育陷阱（low fertility trap）。一方面，典型的夫妻雙方均為獨生子女的新建家庭，需要贍養四個以上的老人，加上預期壽命的延長，上升的經濟壓力將無疑擠壓婦女的生育意願。另一方面，降低的生育意願同時強化了新生兒性別選擇傾向，導致中國新生兒性別比例出現失衡。

聯合國預測中國人口總量將於2030年左右進入收縮階段，2100年將減少至約10億。如此的基準情形顯然是極不理想的，更弗論人口低增長的悲慘前景。

我們能否爭取一個更好的未來？關鍵在於走出“低生育陷阱”。模型揭示，如果中國的總和生育率相較基準情形提高0.5，中國人口總量還不至於明顯收縮，仍有望維持在一個穩定的水平（圖31），我們必須爭取這種有利的結果。

圖 31：爭取更好的未來：提高總和生育率



資料來源：聯合國、招商銀行研究、招銀國際研究

一百多年前，梁啟超在其《少年中國說》寫到“欲言國之老少，請先言人之老少”，他縱情贊美少年“如朝陽”“如乳虎”“如春前之草”“如長江之初發源”。中國之國運，在人口的意義上，在改革創新的意義上，都寄希望於一個年青而具有活力的“少年中國”，這將在根本上決定“兩個一百年”奮鬥目標的實現，決定我們這個民族的未來。

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。