招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

于未知水域中航行

— 2019 年 8 月宏观经济月报

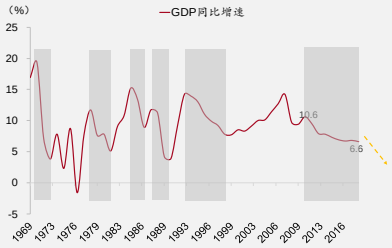
概要。全球经济下滑加速，更多衰退红灯亮起，地缘政治风险激增，中美贸易战再度升级。更多央行加入宽松政策行列，但面对贸易战和下行周期叠加的全新挑战，货币政策好似正在未知水域中航行。市场寄望更多刺激措施的同时，避险情绪却在迅速升温。

- **海外宏观：衰退红灯频闪，全球宽松潮来袭。**二季度 GDP 增速不佳，众多经济体和国际组织下调增长预测。英国、美国、加拿大的关键国债收益率曲线倒挂，体现市场对于经济前景的信心严重不足。受服务行业景气度支撑，7 月全球经济活动有小幅回暖迹象，其中保险、生物医药、旅游娱乐等行业较为乐观，但预计全球贸易和制造业将于第三季度进一步恶化。美国方面，私人消费等国内需求将在中短期内继续支撑美国经济，但美国进出口贸易、商业投资、企业盈利将显著下滑，关税冲击范围迅速扩大。在当前美债收益率全面倒挂和中美贸易纠纷升级的背景下，美联储以风险规避为主旋律的降息步伐将进一步加快，预计 9 月降息 25bp, 若贸易形势出现恶化，不排除在 10 月或 12 月再降息一次的可能。随着“硬脱欧”等地缘政治风险上升，投资者倾向避险资产。
- **中国经济：7 月经济数据呈现出供需双弱的格局。**虽然消费下滑主要受短期因素扰动，但工业生产和固定资产投资显示当前经济面临的下行压力加大。根据季节性规律，7 月经济数据表现或为年内低点，工业生产和消费 8 月大概率将反弹。需求端看，在房地产调控趋严、财政空间受限和居民消费意愿减弱的背景下，国内需求大概率维持疲弱。衰退式顺差短期的持续，将对三季度经济构成一定支撑，但随着四季度后衰退式顺差消散，经济下行压力将会加大。价格方面，7 月 CPI 上行主要由食品项驱动，核心 CPI 同比增速仍然较低，PPI 同比增速如期进入通缩区间，但通缩幅度和持续时间都将有限。
- **就业形势：若后续就业形势进一步恶化，逆周期调节政策或将加码。**特别值得关注的是，7 月失业率显著反弹，很可能受到贸易摩擦下供需双弱叠加毕业期来临的影响。7 月城镇调查失业率 5.3%，较前值提高 0.2pct，距离《政府工作报告》中 5.5%的城镇失业率目标仅余 0.2pct。
- **货币金融：7 月金融数据表明当前我国信贷需求仍然羸弱。**7 月数据中的季节性扰动仍然值得注意：信贷和社融数据的环比跌幅低于过去五年的中位数，且结构上有显著改善。尽管在全球经济增长放缓、贸易摩擦局势未有改观、房地产调控边际收紧、表外融资规范化以及专项债发行显著“前置”的大背景下，下半年我国信贷和社融的增长总体上不容乐观，但并不存在“失速”风险。
- **财政收支：收入增速探底制约支出。**1-7 月财政收入受减税降费政策与经济基本面趋弱影响较大，财政支出前置特征明显，但受制于收入增速创十年来新低，支出增速自二季度以来已明显下降。随着财政收支矛盾进一步凸显，财政支出的积极程度或将受制约，尤其是对基建投资的支持。若经济下行压力继续加大，不排除财政政策会继续加码，提高预算赤字率及地方政府专项债限额等或都将成为备选政策，以确保今年经济增长目标的实现。
- **政策跟踪：LPR 价格形成机制改革，利率市场化下半场开启。**8 月 LPR 形成机制改革代表着利率“两轨并一轨”征途的正式开启，宣告利率市场化改革进入了下半场。改革从来都不会一蹴而就，此次也只是探索性的第一步，仍有诸多问题有待解决。在此次改革中，商业银行可能要承担较多的成本，需要尽早布局应对。

谭卓，博士
电话：(86) 755 8316 7787
邮件：zhuotan@cmbchina.com

成亚曼，博士
电话：(852) 3900 0868
邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

中国实际 GDP 同比增速及预测



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

相关报告

1. 新兴市场动态—阿根廷市场崩盘，传染效应有限（8 月 14 日）
2. 美国将中国认定为“汇率操纵国”点评（8 月 7 日）
3. “鹰派”降息对资本市场的影响（8 月 1 日）
4. 反弹非反转——7 月宏观经济月报（7 月 23 日）
5. 静水流深，峰回路转：2019 年中期宏观经济与资本市场展望（7 月 4 日）

目录

一、 海外宏观：衰退红灯频闪，全球宽松潮来袭 3
（一）主要经济体数据欠佳，英美收益率曲线倒挂 3
（二）美国：投资和贸易疲软，消费仍具韧性 5
（三）美联储鹰派降息，全球央行迎来宽松潮 6
（四）地缘政治风险上升，避险情绪升温 7
二、 中国经济：夏去秋来 8
（一）工业生产：需求疲弱下超季节性回落 8
（二）消费：汽车类消费透支后大幅回落 8
（三）投资：房地产回落、基建乏力、制造业反弹 9
（四）贸易：出口反弹，但仍面临压力 11
（五）物价：CPI 再现高点，PPI 短暂通缩 13
三、 货币金融：社融量跌质升 15
（一）信贷：季节性回落，结构改善 15
（二）社融：贷款非标显著收缩，直接融资占比上升 16
（三）货币：M2-M1 剪刀差走阔 17
（四）结论：关注季节性扰动 17
四、 财政收支：收入增速探底制约支出 18
（一）财政收入下滑：累计增速创十年来新低 18
（二）财政支出：积极态势有所减弱 19
五、 政策跟踪：LPR 价格形成机制改革，利率市场化下半场开启 20
（一）政策特征：改革式的非对称降息 20
（二）LPR 定价体系评估：现实选择与优化空间 20
（三）商业银行：影响及对策 21

一、 海外宏观：衰退红灯频闪，全球宽松潮来袭

（一）主要经济体数据欠佳，英美收益率曲线倒挂

多个主要经济体的二季度经济增长数据欠佳。基于二季度 GDP 增速来看，欧元区的“增长引擎”德国六年来首次出现同比零增长，环比更是较前季下滑 0.1%，徘徊于衰退边缘；新加坡同比增速仅0.1%，为十年来最低；英国 GDP 增速由一季度的1.8%大幅下滑至1.2%。

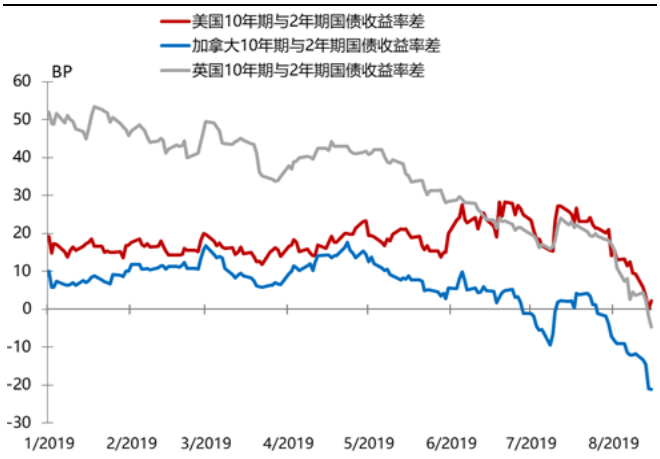
英美等地关键国债收益率曲线倒挂。8 月 14 日，美国 2 年期和 10 年期国债收益率曲线出现自 2007 年以来的首次倒挂，英国收益率曲线亦出现 2008 年以来的首次倒挂。除英美外，2 年期和 10 年期国债收益率倒挂的国家或地区还有加拿大、挪威、丹麦和中国香港等。由于短期国债收益率高于长期的反常现象常被视为经济即将进入衰退的预警信号，金融市场担忧情绪上升，VIX 波动率指数再度攀升。收益率曲线出现倒挂的国家和地区虽都表现出增长疲态，但经济状况实际上有所差异，中短期内美国经济相对韧性较强，部分经济体则处于衰退边缘。而全球多个市场近乎同时出现收益率曲线倒挂，主要体现市场对于经济前景的信心严重不足，投资者涌入国债市场避险。

图 1：主要经济体综合 PMI 指数

	2018年7月	8月	9月	10月	11月	12月	2019年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
美国	55.7	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6	53	50.9	51.5	52.6
欧元区	54.3	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6	51.5	51.8	52.2	51.5
英国	53.5	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50	50.9	50.9	49.7	50.7
日本	51.7	52.1	51.8	52	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7	50.7	50.8	50.6
中国	52.3	52	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7	52.9	52.7	51.5	50.6	50.9

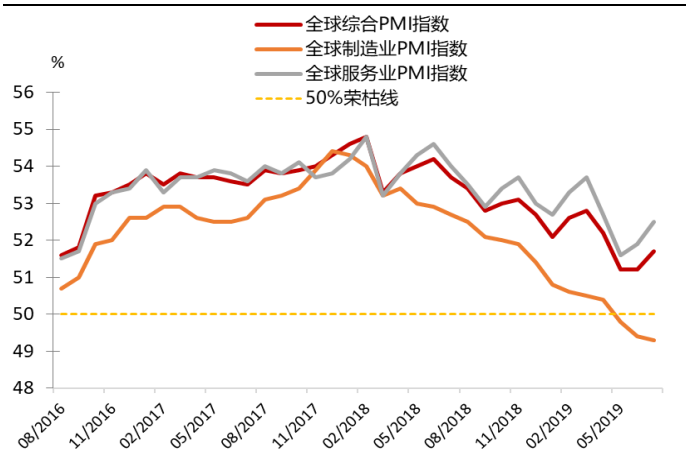
资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 2：英美加国债收益率曲线倒挂



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

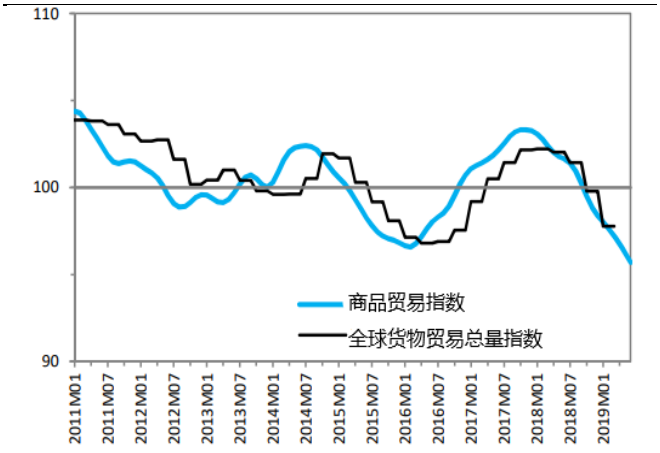
图 3：全球制造业持续萎缩，服务业小幅回暖



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

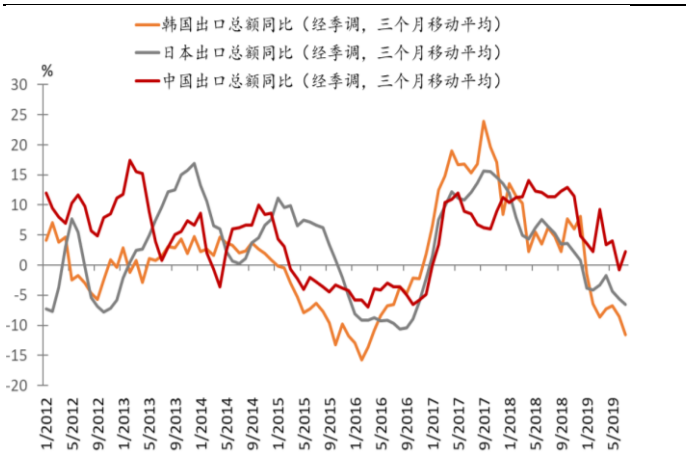
受服务行业景气度支撑，7 月全球经济活动有小幅回暖迹象。全球综合 PMI 指数由 6 月的 51.2 微升至 51.7，但相较于过去 12 月的平均水平 53.7 下滑显著。全球制造业和服务业分化加剧：受需求疲软拖累，制造业活动持续下降，工业产出自 6 月出现 2012 年 10 月以来的首次萎缩后于 7 月继续下滑，中间产品和投资产品持续负增长；全球服务业在 7 月则稍有起色，服务业 PMI 指数由 6 月的 51.9 上升至 52.5，但前瞻地看，制造业和服务业的商业乐观指数都已跌至多年新低，未来增长前景均不乐观。细分行业而言，**汽车及汽车配件、工业产品、金属和采矿业**下滑最为严重，而**金融、保险、生物医药、旅游娱乐**等行业在 7 月仍有较为亮眼的表现。

图 4：全球贸易加速下滑



资料来源：WTO、招商银行研究院、招银国际研究

图 5：中日韩出口持续承压



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

三季度全球贸易将愈趋恶化。美国计划对额外 3000 亿美元的中国商品加征关税、日韩贸易冲突进入白热化，对全球贸易无疑是雪上加霜。世界贸易组织（WTO）于 8 月 15 日发布的商品贸易指数显示，最新的全球贸易增长指数为 95.7，低于上季度的 96.3，而该指数低于 100 表示贸易增速低于趋势水平，意味着全球贸易于第三季度将进一步趋于恶化。分类别看，**电子元器件、汽车部件和国际航空货运**的下滑最为显著。

众多经济体和国际组织下调增长预测。在贸易逆风下，全球多个经济体和国际组织下调经济增长预测，IMF 于 7 月底再次下调 2019 年全球增速预测 0.1ppt 至 3.2%，英国将 5 月预测的今年经济增速 1.6%下调至 1.3%，日本下修本财年 GDP 增速 0.4ppt 至 0.9%，新加坡及中国香港地区亦大幅下调今年增长预测至 0%至 1%。

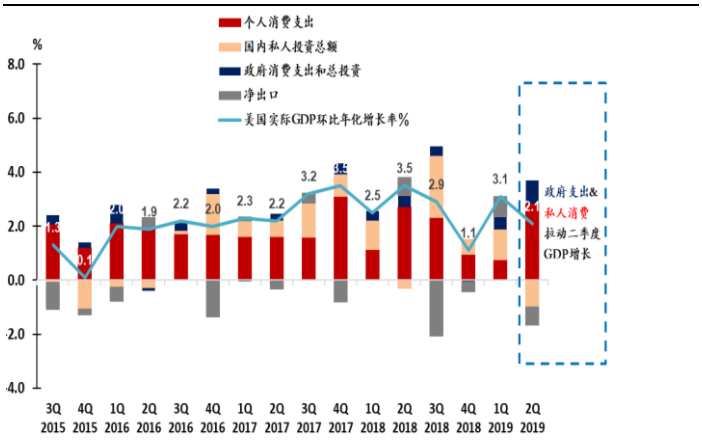
（二）美国：投资和贸易疲软，消费仍具韧性

经济增速放缓，私人消费稳健增长。美国二季度 GDP 增长率（季调环比折年率）由一季度的 3.1%显著放缓至 2.1%。强劲的私人消费和超预期的政府支出反弹避免了美国经济以更快速率放缓，其中私人消费年化增长增速达到 4.3%。7 月美国零售销售超预期增长 0.7%，连续第五个月增长，消费者信心指数保持高位，私人消费未来大概率仍将颇具韧性。由于联邦政府的部分停摆告一段落，政府支出于二季度超预期反弹 5.0%，并贡献了 0.85 个百分点的 GDP 增速，为十年最高，预计下半年政府支出的增速将有所放缓。

另一方面，净出口、库存和固定投资拖累 GDP 增速。美国二季度出口下降 5.2%，其中商品出口下降 5.0%，服务出口下降 5.6%；投资总额大幅下降 5.5%，出口与投资两项共拖累 GDP 增速 1.65 个百分点，反映出全球同步放缓、制造业萎缩和贸易战的负面影响已开始拖累美国经济。特朗普于 8 月 13 日宣布暂缓向智能手机、笔记本电脑、玩具等中国进口商品加征 10%的关税，由 9 月 1 日推迟至 12 月 15 日，正是意在降低加征关税对美国零售消费旺季的冲击。

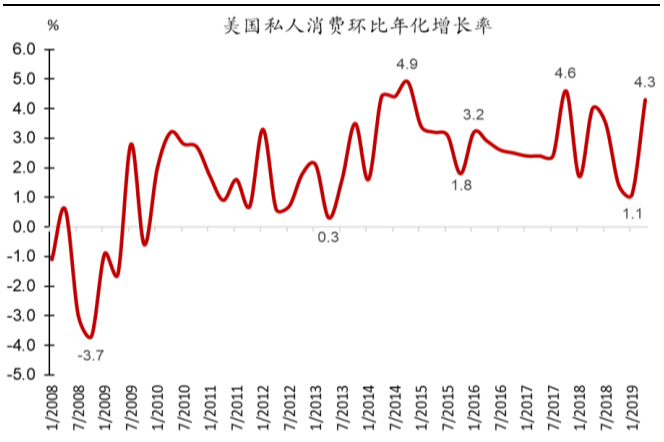
美国本轮经济扩张至 8 月持续达 122 个月，已是美国现代历史上持续最久、也是平均增速最低的经济扩张周期。前瞻地看，**私人消费等国内需求将在中短期内继续支撑美国经济**，但随着大规模减税和政府支出刺激效果的进一步减退，关税政策的国内影响将进一步加大，**进出口贸易、商业投资、企业盈利将显著下滑，且整体经济下滑趋势将延续至明年**。预计 2019 全年美国实际 GDP 增速将放缓至 2.2%左右；2020 年下半年至 2021 年经济出现衰退的风险已显著提升。

图 6：政府支出和私人消费拉动美国二季度 GDP 增长，净出口、库存和固定投资成拖累



资料来源：美国经济分析局、招商银行研究院、招银国际研究

图 7：美国二季度私人消费强劲上升 4.3%



资料来源：FRED、招商银行研究院、招银国际研究

（三）美联储危机后首次降息，全球央行迎来宽松潮

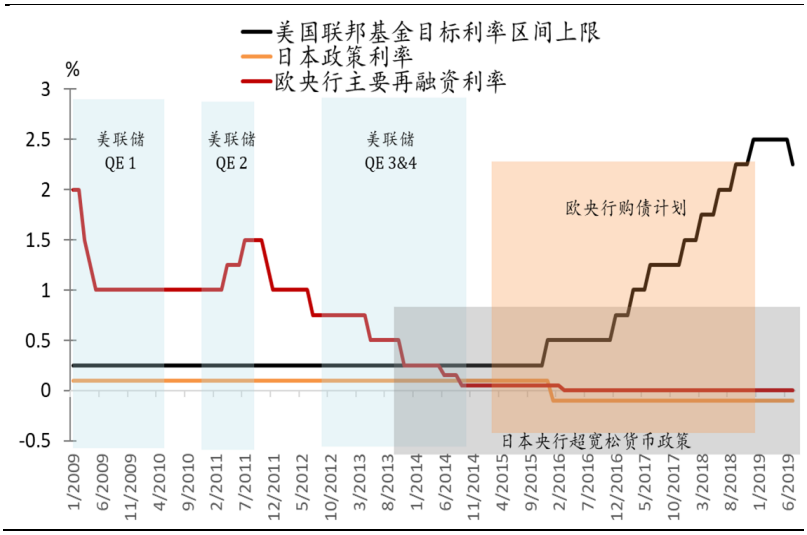
7 月 31 日结束的美联储议息会议将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 2%-2.25%，为美联储自 2008 年底以来首次降息；同时宣布在 8 月提前结束缩表（原定时间为 9 月）。美联储强调了此次降息的三大理由：一是为了应对全球经济放缓以及贸易不确定因素带给美国经济的下行风险，二是中性利率有所下降，三是为了促进通胀尽快达到 2%的目标水平。在美国经济前景尚好的背景下，本次降息显然属于维持扩张、预防风险的“保险式”降息（insurance cut），也是对去年 12 月加息多度的调整。美联储决定于 8 月 1 日提前两个月结束缩表，意味着缩表整体幅度小于预期，目前美联储的资产规模由 2015 年 1 月 4.5 万亿美元的峰值已降至 3.7 万亿美元。宣布降息的同时，美联储却给出了不明朗的前瞻指引，较为矛盾地释放了偏鹰的信号。鲍威尔模糊的表态、美联储内部的分歧，均折射出政治高压下美联储的独立性正遭遇空前的挑战。

2019 年 8 月 23 日，在美国杰克逊霍尔（Jackson Hole）举行的全球央行行长年会上，美联储主席鲍威尔发表主题为“货币政策面临的挑战”的演讲，并未明确承诺未来降息，但表示不断升级的贸易摩擦是美联储从未应对过的全新重大挑战，间接为加速降息打开窗口。

在当前美债收益率全面倒挂和中美贸易纠纷升级的背景下，美联储以风险规避为主旋律的降息步伐将进一步加快。我们预计美联储在 9 月 17-18 日议息会议上大概率降息 25bp，之后视贸易摩擦的影响于 10 月或 12 月再降 25bp。即便如此，降息对美国经济和美股的支撑效果也很有限。

随着各央行对经济前景的担忧加深，8 月以来又有**新西兰（50bp）、印度（35bp）、泰国（25bp）、菲律宾（25bp）和墨西哥（25bp）**等国的央行相继加入全球降息阵营，接连开启宽松模式，使得今年以来降息的主要央行达到二十余家。全球降息潮对中国而言意味着货币宽松的空间加大，而国内货币政策仍将“以我为主”，顺应国内经济形势和市场环境的需要。

图 8：美欧日央行政策利率变化



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

（四）地缘政治风险上升，避险情绪升温

新兴市场再度亮起红灯。由于在阿根廷总统选举初选中，民粹主义候选人费尔南德斯意外领先，市场担心亲商总统马克里将在 10 月的大选中落败，令自由经济政策无以为继。受消息影响，阿根廷于 8 月 12 日出现股汇债“三杀”，再一次引发市场对阿根廷全面爆发经济和金融危机的担忧。此次阿根廷市场崩盘对于其他新兴市场的传染效应有限。当前，全球央行宽松趋势有助缓解新兴市场的资本外流和货币贬值压力，但在贸易保护主义和地缘政治紧张局势下，许多新兴市场面临风险正在迅速加大。从外债/ GDP、杠杆率、财政赤字率等多组数据来评估新兴经济体的韧性，**土耳其、阿根廷、委内瑞拉和南非的危机风险最大**。

“硬脱欧”等地缘政治风险上升。距离 10 月 31 日的脱欧期限仅剩两个多月，英国无协议脱欧的几率在快速上升，首相约翰逊已要求公务员优先准备“硬脱欧”的可能。若出现“硬脱欧”，英国经济将陷入较长时间的衰退，英镑将继续贬值，全球金融市场也将出现大幅震荡。由于政治和经济方面的不确定因素增加，投资者倾向于避开风险较高的资产，日元和黄金价格获得支持。

二、 中国经济：夏去秋来

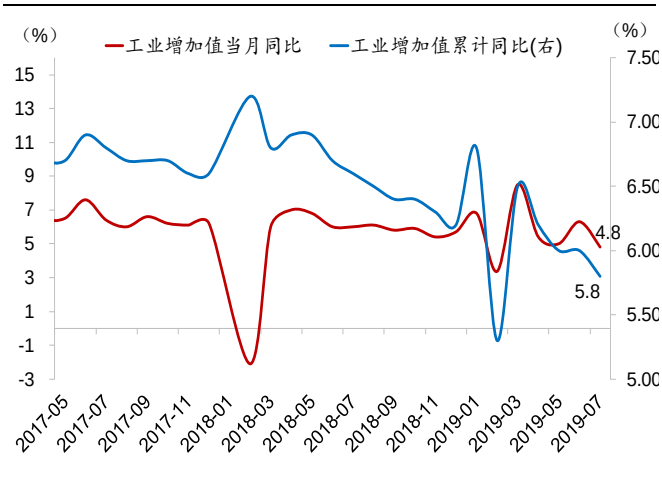
2019 年 7 月，规模以上工业增加值同比增长 4.8%（前值 6.3%）；社会消费品零售总额同比增长 7.6%（前值 9.8%）；城镇固定资产投资累计同比增长 5.7%（前值 5.8%），其中基建（不含电力）投资 3.8%（前值 4.1%），房地产投资 10.6%（前值 10.9%），制造业投资 3.3%（前值 3.0%）。7 月城镇调查失业率 5.3%（前值 5.1%）。

（一）工业生产：需求疲弱下超季节性回落

7 月工业增加值同比增长 4.8%，增速较前值下滑 1.5pct。分三大门类看，制造业增加值同比增速是主要拖累，下滑幅度达 1.7pct，其中计算机通信设备、电气机械及器材制造、黑色金属冶炼压延、有色金属冶炼压延、汽车制造、通用设备、金属制品等行业增加值增速下滑均超过 1.5pct；采矿业增加值同比增速下滑 0.7pct；公用事业增加值同比增速提升 0.3pct。

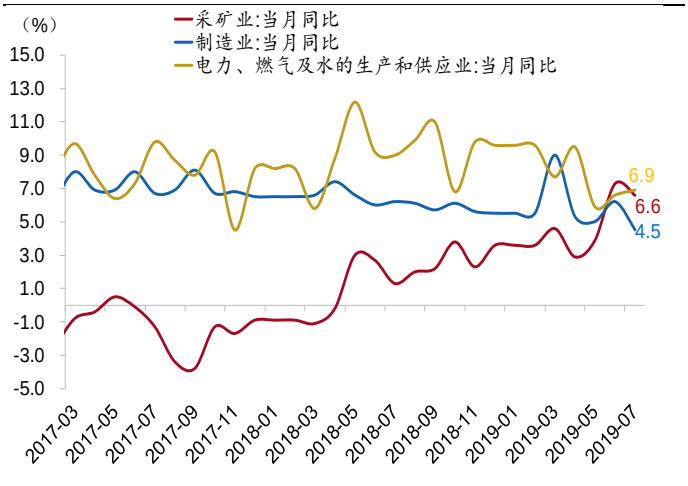
从历史上看，7 月（季初）的工业增加值相较 6 月（季末）通常会有较大幅度的回落。但今年 7 月的回落幅度仍然显著超越季节性。首先，全球经济增长疲弱以及贸易摩擦对制造业生产造成了不利影响：7 月 PMI 新出口订单 46.9，连续 14 个月处于荣枯线以下；其次，工业企业去库存可能相应减少了生产：7 月工业企业产成品存货累计同比增长 3.5%，增速较前值下滑 0.6pct，与 PMI 产成品库存指数显著下滑 1.1 相互印证。此外，7 月 PPI 同比降至通缩区间也对企业的生产意愿不利。

图 9：工业生产同比增速显著下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 10：制造业拖累工业生产



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

（二）消费：汽车类消费透支后大幅回落

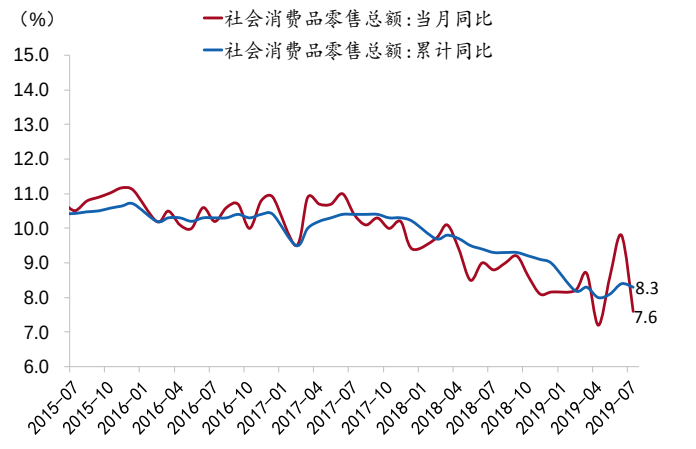
7 月社会消费品零售总额同比增长 7.6%，较前值下滑 2.2pct，社零当月实际同比增长 5.7%，较前值下滑 2.2pct，限额以上社零当月同比增长 2.9%，较前值大幅下滑 6.8pct。由于汽车排放国五国六标准切换，汽车类消费同比增速在 6 月大幅反弹 15.1pct，但透支效应之下 7 月大幅回落 19.8pct，是 7 月社零增速下滑的主要原因。汽车类及石油类消费增速回落可以

解释限额以上社零增速回落的 91%。扣除汽车类因素影响，社零同比增长 8.8%，较前值基本持平。

分类看，限额以上零售额中汽车类、化妆品、金银珠宝、通讯器材、家电音像、石油制品等消费增速下滑显著；文化办公用品、烟酒、药品、日用品等消费增速有所提升。

前瞻地看，在汽车消费透支效应减弱后，8 月社零增速将大概率有所反弹。随着 7 月政治局会议提出的扩大消费政策逐步落实，下半年消费增长将有支撑，成为经济增长的“压舱石”，但在居民收入增速放缓、失业率上升及房地产销售疲弱的背景下，社消的反弹幅度将有限。

图 11：社会消费品零售总额增速下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

（三）投资：房地产回落、基建乏力、制造业反弹

1-7 月，城镇固定资产投资同比增长 5.7%，较前值下滑 0.1pct，主要受房地产和基建投资拖累。

（1）房地产投资：政策收紧下回落

房地产投资同比增长 10.6%，增速较前值回落 0.3pct。7 月销售面积累计跌幅收窄 0.5pct 至-1.3%，销售金额同比增速提升 0.6pct 至 6.2%。虽然商品房销售边际回暖对房地产投资构成支撑，但随着政策在“房住不炒”下进一步趋紧，开发商资金来源累计同比增速进一步下滑 0.2pct 至 7.0%，但其中银行贷款增速反而反弹 1.1pct 至 9.5%。房企受资金来源约束减少拿地，使得土地成交和新开工面积增速下滑：土地购置面积跌幅较前值扩大 1.9pct 至-29.4%，土地成交价款跌幅与前值持平在-27.6%；新开工面积同比增速较前值下滑 0.6pct。但前期销售期房的交房期临近使得房企加大存量项目开发力度：7 月施工面积累计增速较前值提升 0.2pct，竣工面积同比增速提升 1.4pct。

前瞻地看，土地购置费回落叠加政策趋紧，下半年房地产投资增速仍面临较大下行压力。

（2）基建投资：资金约束下乏力

基建投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速较前值下滑 0.3pct；全口径基建投资同比增长 2.9%，较前值下滑 0.1pct。基建投资增长乏力，一方面或受资金来源约束：7 月一般政府专项债发行规模 3,940 亿元，环比减少 1,878 亿元；另一方面则指向专项债新规对基建投资的拉动效果仍不及预期。分行业看，交运仓储业投资增速下滑 0.5pct，电热燃气水业投资增速提升 0.5pct，水利环境与公共设施业投资增速提升 0.1pct。

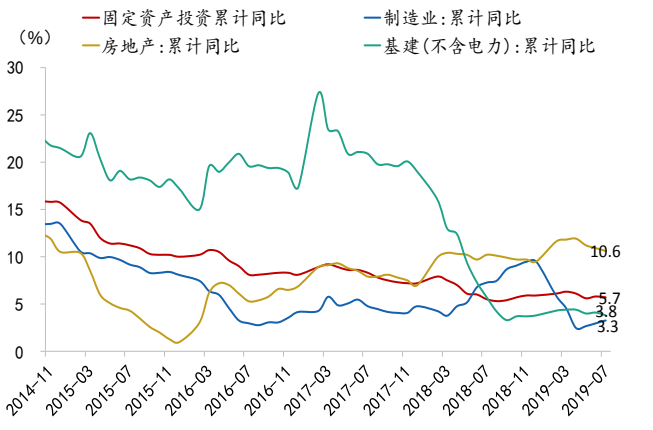
前瞻地看，基建投资增速仍有增长动力，但上行空间有限。一方面，专项债新规、去年同期的低基数与地产信托收紧后非标资金向基建倾斜将对下半年基建增速形成支撑；另一方面，财政收支平衡压力进一步加大，加之地方政府严控隐性债务，基建投资尚不具备大幅反弹的基础。

（3）制造业投资：减税降费下反弹

制造业投资同比增长 3.3%，增速较前值提升 0.3pct。在减税降费利好释放的背景下，制造业投资增速继续反弹。分行业看，目前公布的数据中计算机通信设备、汽车、电气机械及器材、交运设备、化学原料等行业投资增速反弹较为显著；纺织、食品制造、医药、通用设备、有色金属冶炼压延等行业投资增速有所下滑。

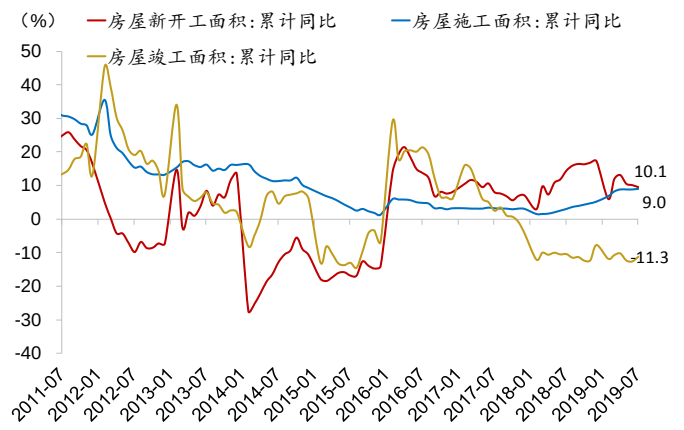
前瞻地看，在 7 月政治局会议“稳定制造业投资”、“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”以及减税降费利好的作用下，下半年制造业投资增速有望保持稳定，但受内外需低迷和基数走高的影响，制造业投资增速反弹力度将会有限。

图 12：固定资产投资增速小幅下行



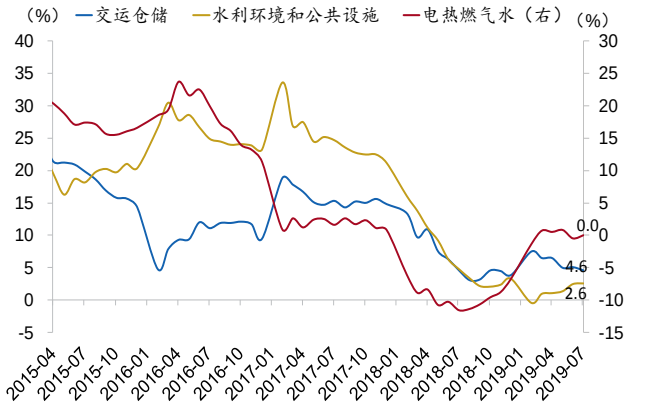
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 13：房地产新开工增速小幅下滑



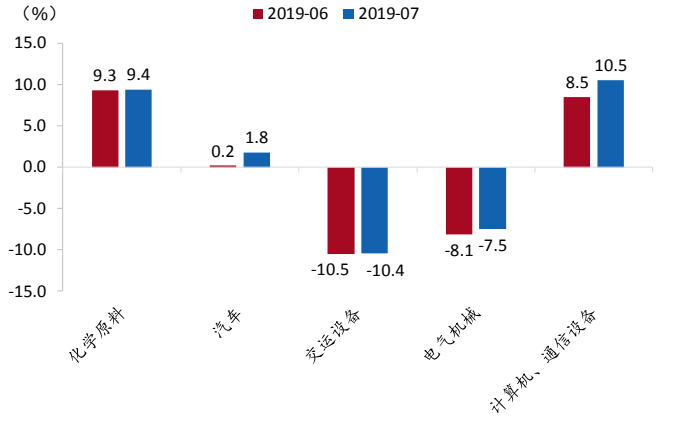
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 14：交运仓储业拖累基建投资增速下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 15：计算机、汽车等行业拉动制造业投资增速



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

（四）贸易：出口反弹，但仍面临压力

以美元计，2019 年 7 月我国出口金额 2,215 亿美元，同比增长 3.3%（市场预期-1.8%），较前值提升 4.6 个百分点；进口金额 1,765 亿美元，同比减少 5.6%（市场预期-8.2%），较前值提升 1.7 个百分点。

（1）出口增速提升：贸易信心边际修复

7 月出口金额同比增速较 6 月有所回升，主要受贸易信心边际修复影响。外部需求未有改善，不能解释出口增速的反弹：7 月全球制造业 PMI 录得 49.3，连续 3 个月位于荣枯线以下，其中美国、欧元区、韩国制造业 PMI 均有所下滑。因此，出口反弹可能与 G20 大阪会议后中美贸易摩擦边际缓和所带来的贸易信心修复相关。7 月 BDI 指数平均较 6 月增长 59%，表明国际贸易活跃度有所提升。

从产品结构上看，集成电路出口颇具韧性，能够解释出口金额增长的 31.2%。7 月集成电路出口金额同比增加 22.2 亿美元，同比增速 31.7%，较前值提升 18.6 个百分点。同时，我们推断 7 月手机出口增速大概率有所反弹。此外，发动机发电机、塑料制品、纺织物、家具、鞋类、箱包出口金额同比增速回升，农产品、贵金属、自动数据处理设备、铝材出口金额同比增速下滑。

分国家和地区看，7 月我国对欧盟、金砖国家、东盟、韩国、美国出口金额同比增速有所上升，其中出口金额增长的 33.0%来自于欧盟。我国对日本出口金额增速有所下滑。

（2）进口增速回升：内需边际改善

7 月进口金额同比增速较前值提升，主要受以下三方面影响：一是内需边际改善。7 月我国官方制造业 PMI 为 49.7，较前值提升 0.3 个百分点，其中 PMI 进口指数 47.4，较前值提升 0.6 个百分点，表明内需出现边际改善。二是 G20 后中美贸易摩擦边际缓和，对进口增速构成支撑。据中国商务部消息，7 月部分中国企业就采购新的大豆、棉花、猪肉、高粱等农产品向美国供货商进行了询价，部分产品已于 7 月成交。三是中国加大了从其他国家农产

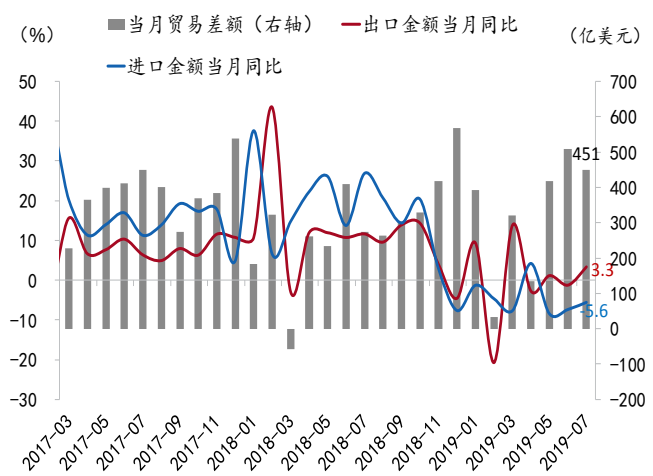
品的进口。7 月中国海关总署表示批准从俄罗斯进口大豆，俄罗斯规模最大的农业控股公司之一“俄罗斯农业”集团 7 月中旬发布消息称，已经于 7 月向中国出口了首批大豆。

分产品看，大豆、坚果、橡胶、铁矿、铜材等进口金额同比增速有所提升，汽车底盘、固体废物、飞机、石油等进口金额增速有所下滑。分国家和地区看，我国对金砖国家、美国、东盟进口金额同比增速有所提升，对欧盟、日本进口金额增速有所下滑。

由于进口同比负增长而出口同比为正，7 月衰退式顺差延续。以美元计，7 月贸易顺差 451 亿美元，同比增加 176 亿美元。

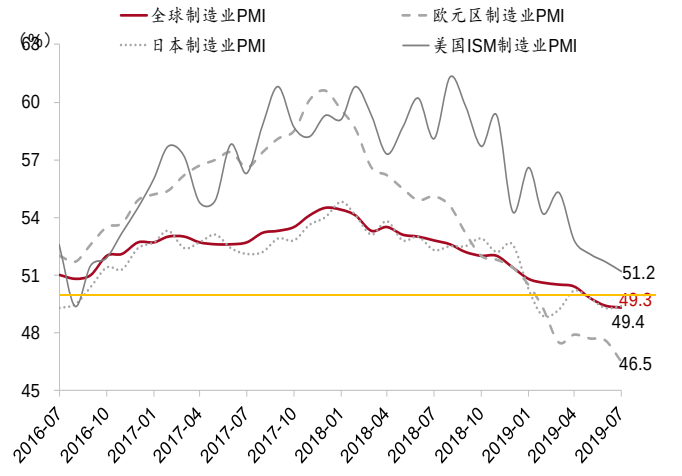
前瞻地看，未来我国出口形势仍不容乐观。一方面，中美贸易谈判波澜再起，打击贸易信心。美国于 8 月 1 日表示将于 9 月 1 日对 3,000 亿美元中国输美商品加征 10%关税。中国于 8 月 23 日宣布对美采取关税反制，决定对 750 亿美元的美国进口商品加征 10%、5%不等的关税。特朗普亦随即宣布对中国商品进一步加征关税。**另一方面，全球经济增长仍然疲弱。**但 8 月可能有部分企业“抢出口”，将对我国出口增长形成一定支撑。

图 16：7 月进出口增速均有反弹



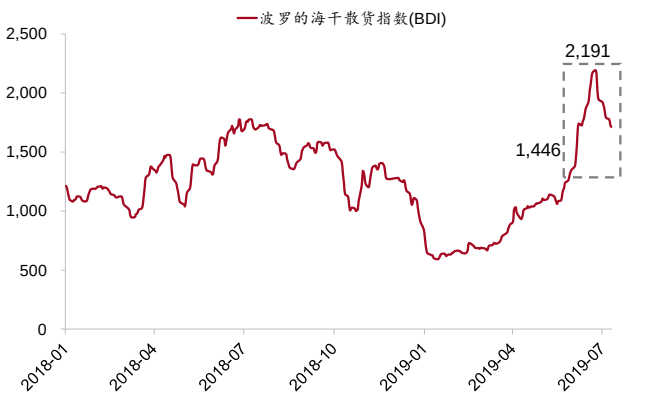
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 17：全球 PMI 趋势性回落



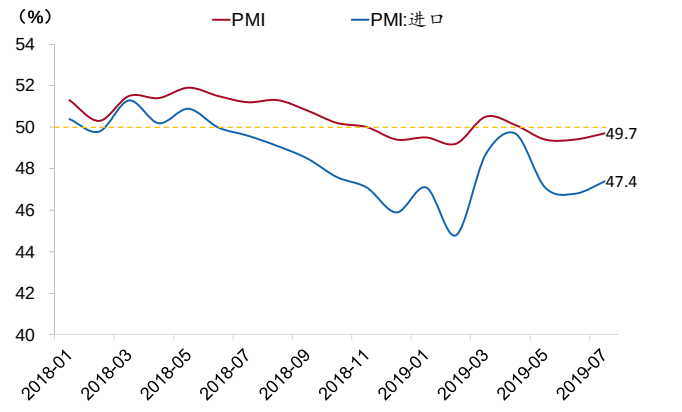
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 18：7 月 BDI 指数中枢有所上升



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 19：7 月中采制造业 PMI 有所反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

（五）物价：CPI 再现高点，PPI 短暂通缩

2019 年 7 月 CPI 同比 2.8%（市场预期 2.7%），前值 2.7%。PPI 同比-0.3%（市场预期-0.1%），前值持平。

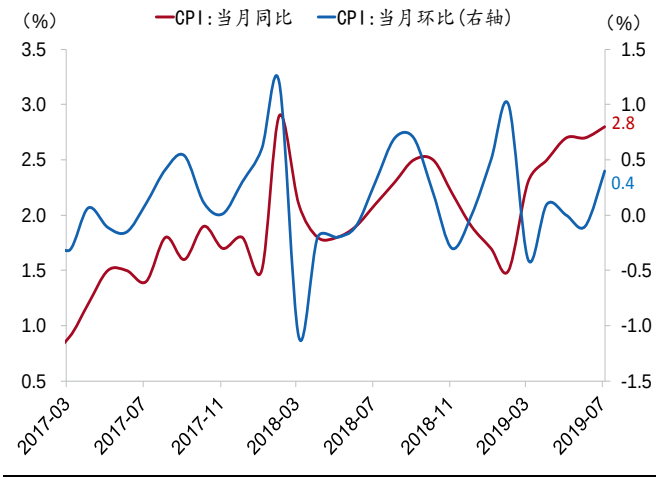
猪肉鸡蛋驱动 CPI 增速上行。7 月 CPI 同比 2.8%，较前值提升 0.1 个百分点，环比 0.4%。

（1）食品项涨幅扩大驱动 CPI 同比增速提升。7 月食品分项同比涨幅由前值 8.3%上升至 9.1%，驱动 CPI 同比上行约 0.17 个百分点。其中主要原因是猪肉和鸡蛋等价格上涨。受猪瘟疫情影响，猪肉供给不足，7 月猪肉价格同比增速由前值 21.1%提升至 27.0%。蛋鸡在进入歇伏期后产蛋量下滑，7 月鸡蛋价格同比增速由前值 6.2%提升至 10.5%。此外，蔬菜价格受高温降水影响运输而小幅上涨，同时猪肉涨价也带动了牛肉、羊肉、水产等肉类价格上涨。而水果价格受供给增加影响环比下降 6.2%。

（2）非食品项同比涨幅小幅收窄。7 月非食品项同比涨幅由前值 1.4%下滑至 1.3%，拖累 CPI 同比下行约 0.08 个百分点。7 月成品油价格继续下调，汽油、柴油价格分别下降 1.9%、2.0%，导致交通和通讯分项同比跌幅扩大、居住分项同比涨幅收窄。此外，受减税降费影响文化娱乐分项同比涨幅也有小幅收窄。

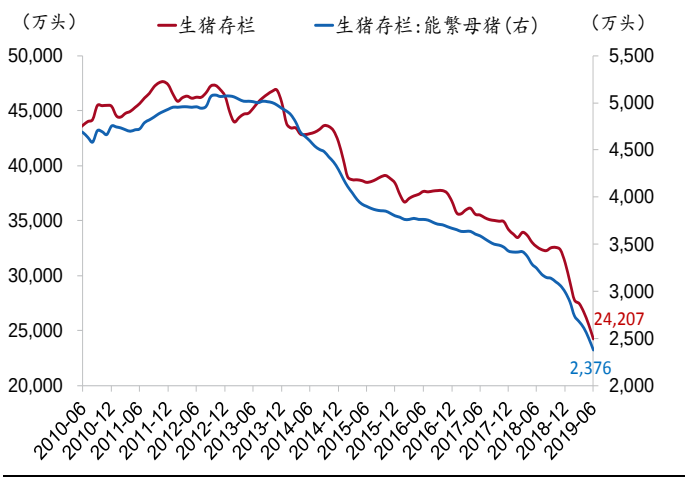
从基数上看，后续 CPI 同比将先下后上。目前生猪存栏和能繁母猪存栏数量处于有数据以来最低，后续猪肉价格仍有上行动力，但当前猪肉价格已经较高，后续猪肉涨价节奏大概率放缓，同时政府也将陆续出台政策平抑猪价上涨以保障民生。另一方面，随着供应量增加，水果和蔬菜价格增速大概率趋缓。考虑到去年四季度 CPI 增速较低，因此后续 CPI 的走势大概率先下后上。但**目前猪肉价格处于相对较高位置，因此下半年 CPI 中枢大概率高于上半年。**

图 20：CPI 同比增速继续上行



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 21：生猪存栏数量继续下滑

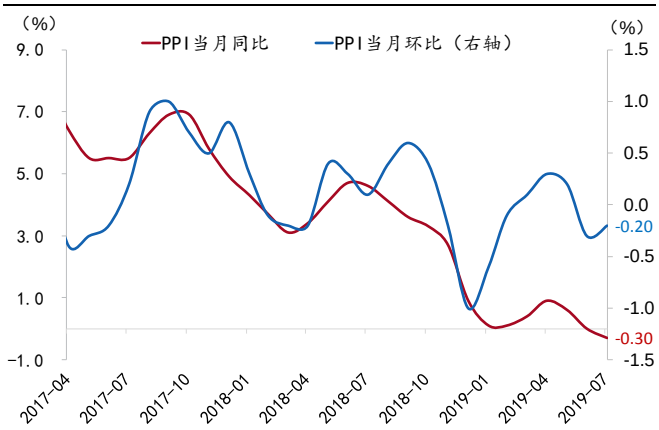


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

高基数下 PPI 同比负增长。7 月 PPI 同比-0.3%，较前值下滑 0.3pct，主要受到高基数影响。其中，生产资料价格同比由前值-0.3%下滑至-0.7%，生活资料价格由前值 0.9%下滑至 0.8%。PPI 环比下降 0.2%，较前值提升 0.1pct。其中，生产资料价格环比下降 0.3%，生活资料价格环比持平。分行业看，石油开采、石油加工、煤炭开采、天然气生产、计算机通信设备制造等行业产品价格同比增速下滑显著。

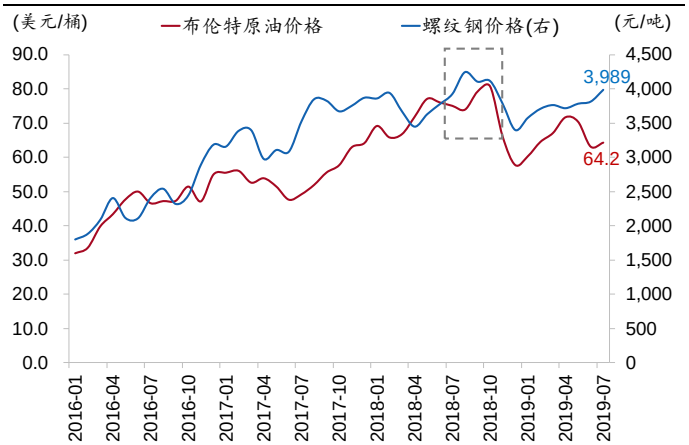
前瞻地看，8-10 月 PPI 大概率继续维持通缩，但幅度有限，11 月后 PPI 通缩难以持续。从基数来看去年 7-10 月工业品价格较高，因此 8-10 月 PPI 同比依旧面临高基数压力，但后续基数效应的影响会逐渐减弱，因此 PPI 增速继续下探的幅度有限。另一方面，减税红利持续释放，对 PPI 增速构成向上拉动，将部分缓解 PPI 下行压力。

图 22：PPI 同比增速进入通缩区间



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 23：去年 7-10 月大宗商品价格位于高点



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

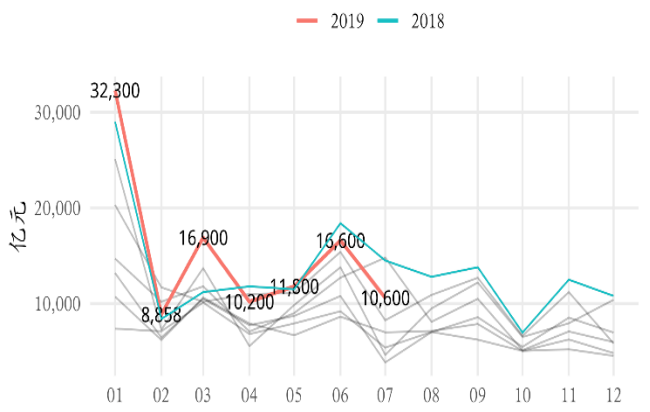
三、 货币金融：社融量跌质升

7 月我国新增人民币贷款 1.06 万亿（预期 1.27 万亿）；新增社融 1.01 万亿（预期 1.63 万亿），社融存量同比增速 10.7%，较上月回落 0.2pct；M2 同比增长 8.1%，较上月回落 0.4pct。

（一）信贷：季节性回落，结构改善

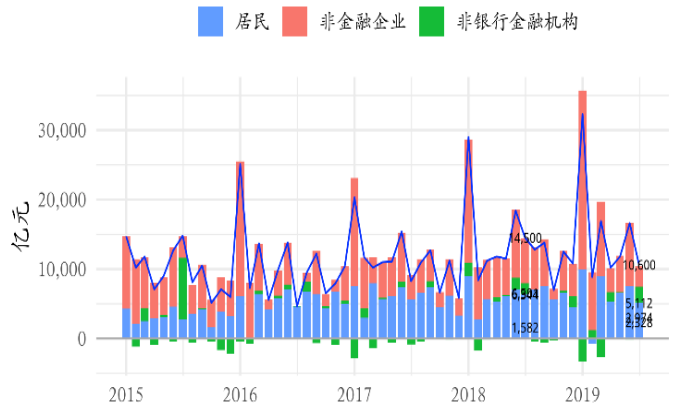
7 月新增人民币贷款 1.06 万亿，同比少增 3,975 亿，环比少增 6,000 亿，环比跌幅 36%，高于去年（21%），但小于过去五年的中位数（46%）。短贷对新增信贷形成明显拖累，而中长期贷款的变化大体保持稳定。

图 24：7 月信贷回落符合季节性，弱于去年同期



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 25：新增人民币贷款及构成

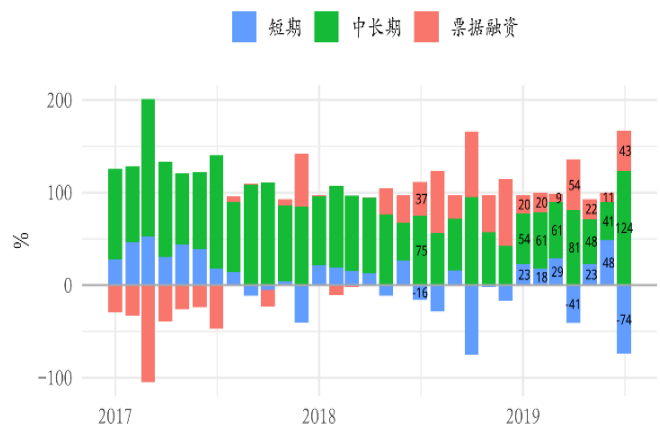


资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

（1）居民部门新增信贷 5,112 亿，同比少增 1,232 亿，环比少增 2,505 亿。其中中长贷 4,417 亿（占比 86%），同比少增 159 亿；居民部门新增短贷 695 亿（占比 14%），同比少增 1,073 亿。**短贷的变化可以解释居民信贷同比少增幅度的 87.1%，或受消费贷监管政策影响。随着地产调控边际收紧与房贷利率的反弹，未来居民中长期贷款增长亦将承压。**

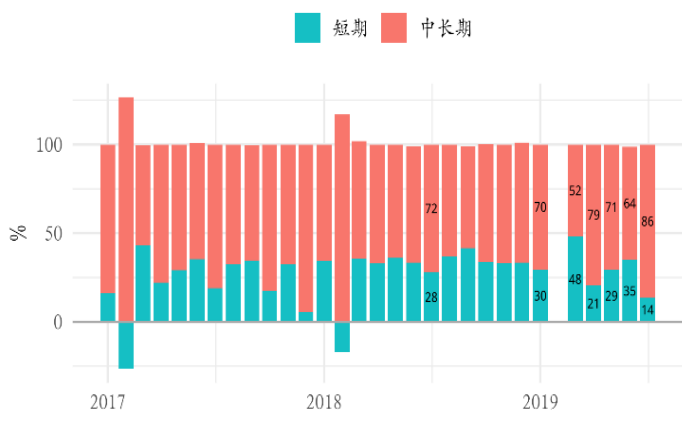
（2）企业新增信贷 2,974 亿，同比少增 3,527 亿，环比少增 6,131 亿。其中新增短贷受季节性影响减少 2,195 亿，同比多减 1,160 亿；新增中长贷 3,678 亿，同比少增 1,197 亿，延续二季度以来同比收缩的态势；新增票据 1,284 亿，同比少增 1,104 亿。**在“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”政策导向下，企业新增信贷结构显著改善，中长期贷款占比高达 124%。**

图 26：新增非金融企业贷款构成占比



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 27：新增居民贷款构成占比



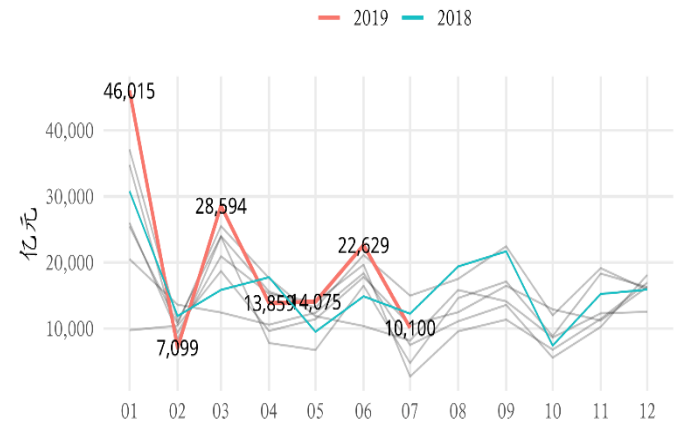
资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

（二）社融：贷款非标显著收缩，直接融资占比上升

7 月新增社融 1.01 万亿（前值 2.26 万亿），同比少增 2,103 亿，环比跌幅 55%，高于去年（21%），但低于过去 5 年的均值（59%），并未超越季节性。7 月社融口径新增信贷 7,865 亿，同比少增 4,223 亿。非标融资-6,226 亿（委托贷款-987 亿，信托贷款-676 亿，未贴现银行承兑汇票-4,563 亿），同比多减 1,327 亿，很大程度受到监管政策的影响。其中，房地产调控趋严使得信托贷款负增长幅度创下年内新高，而未贴现票据大幅负增长则很大程度上与票据融资监管有关。

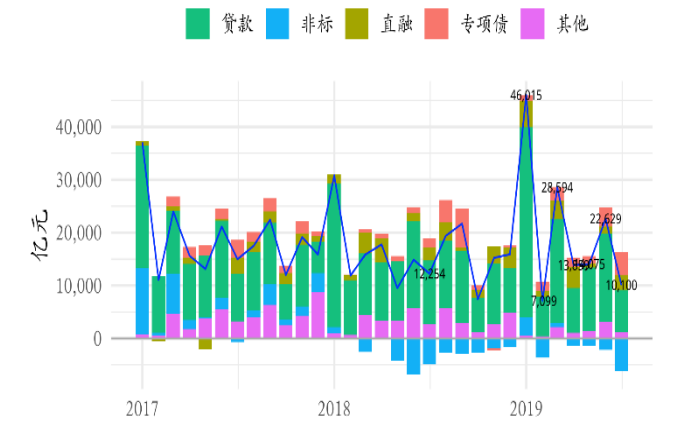
直接融资表现亮眼。7 月地方政府专项债净融资 4,385 亿，同比多增 2,534 亿，仍对社融形成显著支撑；企业债券融资新增 2,240 亿，股票融资新增 593 亿，分别同比多增 70 亿、418 亿。

图 28：7 月新增社融符合季节性



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 29：新增社融及构成

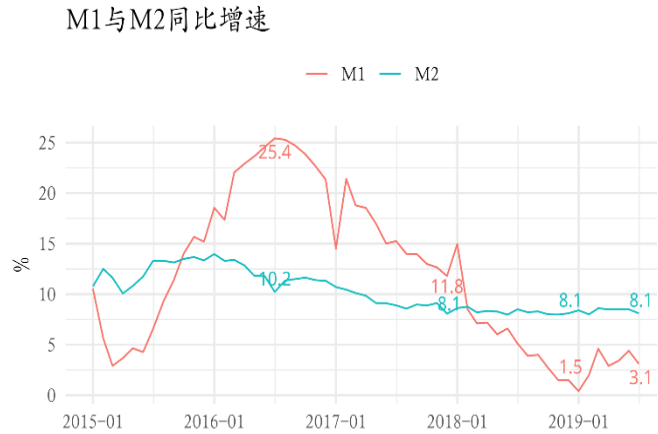


资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

（三）货币：M2-M1 剪刀差走阔

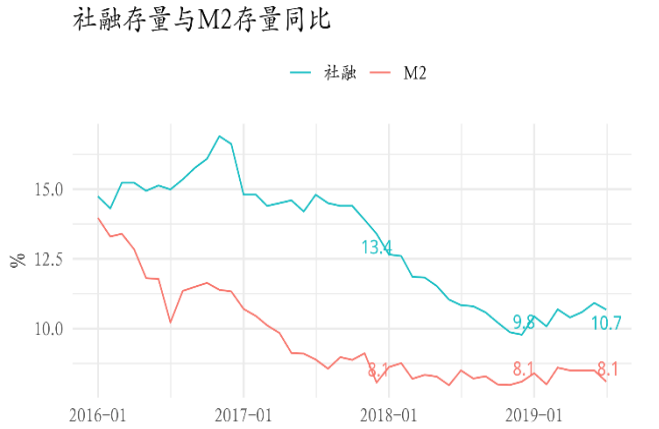
7 月 M2 同比增速 8.1%，环比回落 0.4pct。7 月新增存款 6,420 亿，同比少增 3,867 亿，**企业存款的大幅回落是主因，指向信用派生仍然疲弱。**新增非银存款 1.34 万亿（同比多增 4,791 亿）、财政存款 8,091 亿（同比少增 1,254 亿）；而企业存款和居民存款则分别减少 1.39 万亿（同比多增 7,712 亿）、1,032 亿（同比少减 1,900 亿）。M1 同比增速 3.1%，环比回落 1.3pct，与短贷大幅回落相互印证。M2-M1 剪刀差从上月的 4.1pct 扩大至 5pct。

图 30：M2-M1 剪刀差扩张



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 31：7 月社融与 M2 增速均有所回落



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

（四）结论：关注季节性扰动

总体来看，7 月金融数据表明当前我国信贷需求仍然羸弱，验证了我们上报告中 6 月社融增速已达年内高点的判断。但 7 月数据中的季节性扰动仍然值得注意：信贷和社融数据的环比跌幅低于过去五年的中位数，且结构上有显著改善。尽管在全球经济增长放缓、贸易摩擦局势未有改观、房地产调控边际收紧、表外融资规范化以及专项债发行显著“前置”的大背景下，**下半年我国信贷和社融的增长总体上不容乐观，但并不存在“失速”风险。**

四、 财政收支：收入增速探底制约支出

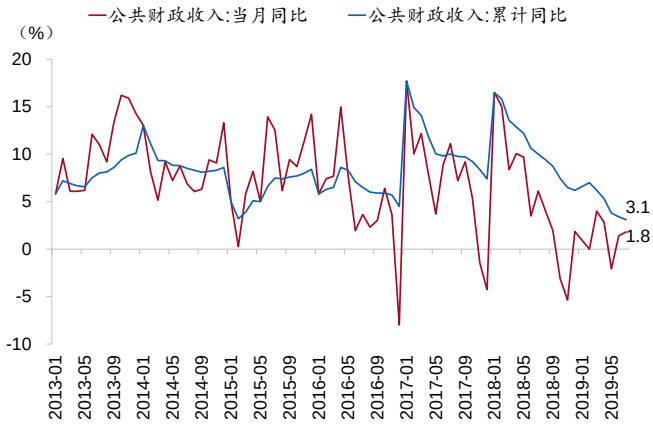
8 月 16 日，财政部公布了 7 月财政的主要数据：1-7 月，一般公共预算收入增速累计同比增长3.1%（前值3.4%）；税收收入同比增长0.3%（前值0.9%）；非税收入同比增长24.8%（前值 21.4%）；增值税同比增长 5.4%（前值 5.9%）；国有土地使用权出让收入增速增长 3.1%（前值-0.8%）；一般公共预算支出累计同比增长 9.9%（前值 10.7%）。

（一）财政收入下滑：累计增速创十年来新低

1-7 月，受减税降费和经济基本面趋弱共同作用影响，一般公共预算收入累计增速继续下滑，同比增速已降至 3.1%，环比前六个月下降 0.3 个百分点，创近十年来新低。具体来看：

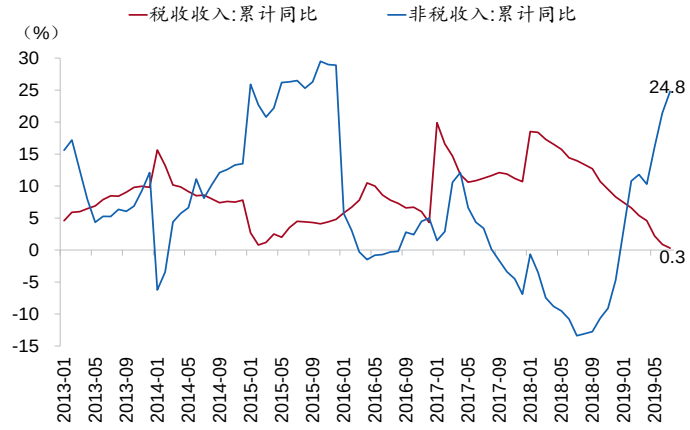
税收收入增速下滑，非税收入继续大幅上涨。1-7 月，税收收入同比增长 0.3%，环比下降 0.6 个百分点，创近十年来新低。非税收入累计增速则达到了 24.8%，环比上涨 3.4 个百分点，创 2016 年以来新高，与税收增速形成"跷跷板"效应。因此，**如果税收增速进一步放缓，那么预计未来特定国有金融机构和央企利润，以及国有资源（资产）有偿使用收入的上缴力度也将进一步加大。**

图 32：公共财政收入增速创新低



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 33：非税收入增速继续显著提高



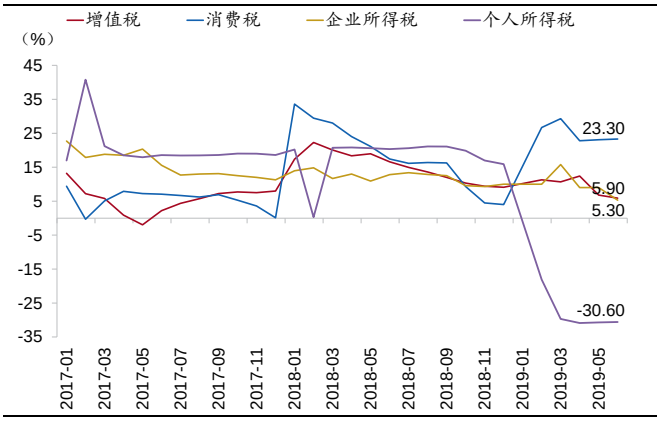
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

主要税种中个人所得税增速持续下降，增值税增速连续三个月下降。1-7 月，受个税改革及基数效应影响，个人所得税累计同比增速大幅下降 30.3%。增值税改革影响也继续体现，累计同比增速 5.4%，较上月环比下降 0.5 个百分点。

随着政策效果的进一步显现，预计未来一段时间，增值税累计同比增速会继续下降。此外，受经济下行压力加大影响，企业所得税累计同比增长 4%，比去年同期增幅回落 9.4 个百分点，已连续三个月下行。消费税累计增长 21.1%，维持了今年以来的高增长。

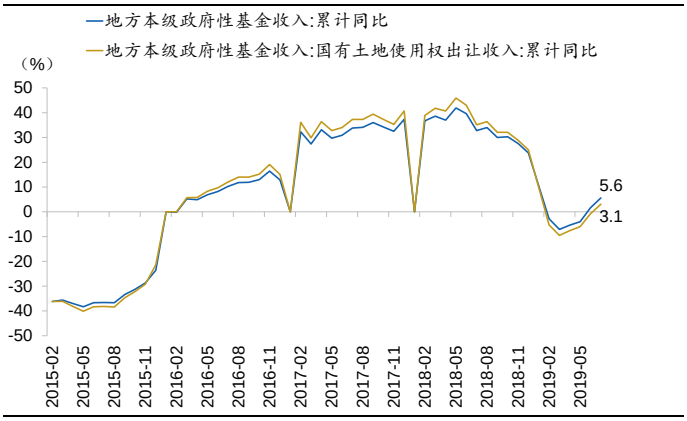
国有土地使用权出让收入增速由负转正。1-7 月，国有土地使用权出让收入累计增长 3.1%，环比 1-6 月显著上行 3.9 个百分点，但 1-7 月土地购置面积累计同比负增长 29.4%，指向土地出让收入增速改善很可能只是昙花一现。**7 月 30 日政治局会议继续定调"房住不炒"，未来土地出让收入增速很可能再度回落至负区间。**应当看到，在减税降费政策背景下，土地出让收入对地方政府有着格外的重要性，房地产调控持续从严将进一步加大地方政府的财政压力。

图 34：增值税累计同比增速继续下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 35：国有土地出让收入增速由负转正



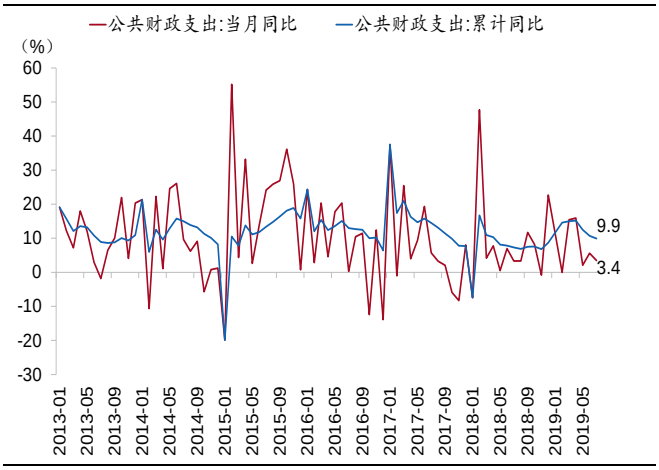
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

（二）财政支出：积极态势有所减弱

受制于税收收入大幅下降，一般公共预算支出增速有所放缓。上半年，全国一般公共预算支出同比增速为 9.9%，环比前六个月下降了 0.8 个百分点，**虽然仍高于 2013 年以来的平均水平，但明显已受到税收收入增速下滑的制约。**

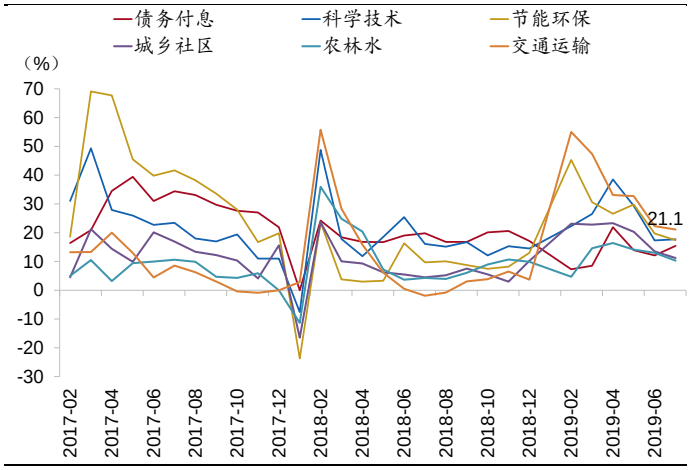
交通运输等基建支出增速领跑各项一般公共预算支出。在一般公共预算各支出项目中，交通运输、科学技术和节能环保支出的累计同比增速较高，分别达到 21.1%、17.7%和 17.4%，虽然均高于一般公共预算支出增速，但较年初均有明显下降。此外，涉及基建领域的城乡社区事务和农林水事务支出增速也分别达到 11.2%和 10.3%，也较前六个月有不同程度的下滑。

图 36：公共财政支出增速进一步放缓



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 37：交通运输支出继续领跑各项财政支出增速



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

总体来看，1-7 月财政收入受减税降费政策与经济基本面趋弱影响较大，财政支出前置特征明显，但受制于收入增速创十年来新低，支出力度从二季度也开始出现较为明显的下降。随着财政收支矛盾进一步凸显，财政支出的积极程度或将受制约，尤其是对基建投资的支持。若经济下行压力继续加大，不排除财政政策会继续加码，提高预算赤字率及地方政府专项债限额等或都将成为备选政策，以确保今年经济增长目标的实现。

五、 政策跟踪：

LPR 价格形成机制改革，利率市场化下半场开启

8 月 16 日，国务院常务会议部署，“运用市场化改革办法推动实际利率水平明显降低和解决‘融资难’问题”。8 月 17 日，人民银行公布了贷款市场报价利率（LPR）形成机制改革具体方案，包括报价方式改为公开市场操作利率（主要指 MLF 利率）加点，增加 5 年期以上的品种，报价行扩容至 18 家，银行贷款定价“新老划断”等。新的 LPR 报价方式将于 8 月 20 日起正式施行，并将执行情况纳入 MPA 考核。

本次 LPR 形成机制改革代表着利率“两轨并一轨”征途的正式开启，宣告利率市场化改革进入了下半场。改革从来都不会一蹴而就，此次也只是探索性的第一步，仍有诸多问题有待解决。在此次改革中，商业银行可能要承担较多的成本，需要尽早布局应对。

（一）政策特征：改革式的非对称降息

利率市场化改革往往要借助于降息环境，而本次 LPR 形成机制改革则承担着利率市场化以及为降息打基础的双重任务。目前一年期贷款基准利率为 4.35%，LPR 为 4.31%，MLF 利率为 3.30%。8 月 20 日“新 LPR”的首次报价 1 年期品种下调 10bp 至 4.25%，5 年期以上品种下调 5bp 至 4.85，相当于“降息”5-10bps。在全球降息潮开启的大背景下，央行可能在后续月份小幅下调 MLF 利率，带动 LPR 继续下行（各家报价行的加点可能保持稳定）。

从政策的导向和效果来看，此次改革事实上是一次“改革式的非对称降息”：降低实际利率水平是短期内更为重要的目标，利率市场化改革则是实现这一目标的手段，而此次调整仅涉及银行的资产端，具备单边特征。LPR 改革在理论上应当只是利率形成机制的切换，单边的降息或者加息效应并非必然；而在政策利率切换成 MLF 利率后，需要经过银行两次加点，才能传导至贷款利率。这事实上赋予了银行更多的自主权，可能会对政策利率的传导产生干扰。为保证政策目标的实现，央行需要和银行进行充分的沟通，给予必要的指引，以确保“实际利率水平明显降低”；同时还将银行应用 LPR 的情况纳入 MPA 考核，保证实际贷款利率不过分偏离 LPR。因此，**此次 LPR 改革在短期内更多体现了宏观政策导向，而自主、市场化定价的因素仍有待在后续逐步体现。**

（二）LPR 定价体系评估：现实选择与优化空间

本次 LPR 改革的方案主要是基于疏通货币政策传导机制的目的，从利率市场化的角度来看未来仍有较大的优化空间。

首先，LPR 的挂钩利率可以进一步优化。LPR 在形成机制上其实可以挂钩不同的利率品种，包括最优客户贷款利率、货币市场利率、政策利率以及采用平均负债成本加成等。上述方法在银行自主性以及货币政策传导效果方面各有优劣，各国往往根据自身的实际情况和偏好来选择不同的 LPR 形成机制。我国选择政策利率加点法，主要意图是疏通货币政策传导，推动利率并轨。

LPR 形成机制的后续优化有两个可能的方向。一是挂钩货币市场利率。MLF 存量规模只有 3.68 万亿元，影响力不足。从提升挂钩利率代表性的角度，LPR 的挂钩利率可以从 MLF 拓展到其它政策利率，再延伸到货币市场利率。**二是选择负债成本加成法。**日本的 LPR 就是由各报价行行根据平均资金成本加点来确定，核算的资金成本包括流动性存款、定期存款、可转让大额定期存单、同业拆借资金。负债成本加成类似于行业性的"FTP 曲线"，将大幅提高利率传导的效率。在存款利率市场化也有所突破的前提下，负债成本加成法是更优选择。

其次，LPR 应当去权威化，以实现结构性调整的政策目标。根据美国、日本等国家的经验，LPR 并不具有官方权威性和强制性，其应用范围并不包括商业银行的全部贷款，而主要集中在中小企业贷款和零售客户消费贷款的定价。**贷款定价机制的差异化，恰恰是利率市场化的最本质体现。**央行可以根据宏观调控政策的需求，重点引导中小企业贷款、三农贷款参考 LPR 定价，以达成结构性降息的效果。这样，LPR 就能突破传统货币政策属于总量政策的局限，发挥出结构性的政策效果。

最后，LPR 报价行和 MLF 的参与机构都有扩容必要。（1）本次 LPR 改革对报价行数量扩容 80%，增加了城商行、农商行、外资行、民营银行的代表行各 2 家。银行类型的代表性已非常完备，但忽略了信贷规模的代表性。同时对有效报价是采用算术平均得出 LPR，在没有窗口指引的情况下，可能造成 LPR 失真。因此 LPR 有必要将大中型银行都纳入报价行序列，以提升 LPR 的规模代表性以及稳健性。（2）MLF 的参与机构范围则只涵盖大中型银行（国有、股份制、大型城商），代表性也不足。所以 MLF 也需要大幅度扩容和增加规模，以提升市场影响力，成为市场利率的定价中枢。

（三）商业银行：影响及对策

首先，"非对称降息"下，商业银行的息差将承受下行压力。其次，银行的定价管理体系的调整面临较大挑战。MLF 利率对于银行负债端成本影响很小，所以 MLF 利率对银行资产和负债两端的引导作用是不对称的。上市银行同业负债占比只有 12%，而存款占比高达 73%，也就是说高达七成的负债成本因素只能体现在银行的自主加点当中。这对银行的定价管理包括 FTP 管理提出了很大挑战。第三，银行的利率风险管理也面临变革。利率风险当中的重定价风险和基差风险都将出现结构性变化，近期也可能面临期权风险的冲击。

银行应对利率市场化的举措通常是寻求业务多元化，或者提升风险偏好。我国银行当前在同业、表外业务领域面临较严格的监管要求，可选择的创新空间集中在投商行一体化、交易银行、财富管理等领域，谋求非息收入的突破。提升风险偏好将对商业银行的风险管理提出更高的要求，美国、日本都有着大量失败的教训。前车之鉴，值得警惕。

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)2000 年英国不时修订之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。