

# 於未知水域中航行

## — 2019年8月宏觀經濟月報

**概要。**全球經濟下滑加速，更多衰退紅燈亮起，地緣政治風險激增，中美貿易戰再度升級。更多央行加入寬鬆政策行列，但面對貿易戰和下行周期疊加的全新挑戰，貨幣政策好似正在未知水域中航行。市場寄望更多刺激措施的同時，避險情緒却在迅速升溫。

- **海外宏觀：衰退紅燈頻閃，全球寬鬆潮來襲。**二季度 GDP 增速不佳，衆多經濟體和國際組織下調增長預測。英國、美國、加拿大的關鍵國債收益率曲線倒挂，體現市場對於經濟前景的信心嚴重不足。受服務行業景氣度支撐，7月全球經濟活動有小幅回暖迹象，其中保險、生物醫藥、旅遊娛樂等行業較為樂觀，但預計全球貿易和製造業將於第三季度進一步惡化。美國方面，私人消費等國內需求將在中短期內繼續支撐美國經濟，但美國進出口貿易、商業投資、企業盈利將顯著下滑，關稅衝擊範圍迅速擴大。在當前美債收益率全面倒挂和中美貿易糾紛升級的背景下，美聯儲以風險規避為主旋律的降息步伐將進一步加快，預計9月降息25bp，若貿易形勢出現惡化，不排除在10月或12月再降息一次的可能。隨著“硬脫歐”等地緣政治風險上升，投資者傾向避險資產。
- **中國經濟：7月經濟數據呈現出供需雙弱的格局。**雖然消費下滑主要受短期因素擾動，但工業生產和固定資產投資顯示當前經濟面臨的下行壓力加大。根據季節性規律，7月經濟數據表現或為年內低點，工業生產和消費8月大概率將反彈。需求端看，在房地產調控趨嚴、財政空間受限和居民消費意願減弱的背景下，國內需求大概率維持疲弱。衰退式順差短期的持續，將對三季度經濟構成一定支撐，但隨著四季度後衰退式順差消散，經濟下行壓力將會加大。價格方面，7月CPI上行主要由食品項驅動，核心CPI同比增速仍然較低，PPI同比增速如期進入通縮區間，但通縮幅度和持續時間都將有限。
- **就業形勢：若後續就業形勢進一步惡化，逆周期調節政策或將加碼。**特別值得關注的是，7月失業率顯著反彈，很可能受到貿易摩擦下供需雙弱疊加畢業期來臨的影響。7月城鎮調查失業率5.3%，較前值提高0.2pct，距離《政府工作報告》中5.5%的城鎮失業率目標僅餘0.2pct。
- **貨幣金融：7月金融數據表明當前我國信貸需求仍然羸弱。**7月數據中的季節性擾動仍然值得注意：信貸和社融數據的環比跌幅低於過去五年的中位數，且結構上有顯著改善。儘管在全球經濟增長放緩、貿易摩擦局勢未有改觀、房地產調控邊際收緊、表外融資規範化以及專項債發行顯著“前置”的大背景下，下半年我國信貸和社融的增長總體上不容樂觀，但并不存在“失速”風險。
- **財政收支：收入增速探底制約支出。**1-7月財政收入受減稅降費政策與經濟基本面趨弱影響較大，財政支出前置特徵明顯，但受制於收入增速創十年來新低，支出增速自二季度以來已明顯下降。隨著財政收支矛盾進一步凸顯，財政支出的積極程度或將受制約，尤其是對基建投資的支持。若經濟下行壓力繼續加大，不排除財政政策會繼續加碼，提高預算赤字率及地方政府專項債限額等或都將成為備選政策，以確保今年經濟增長目標的實現。
- **政策跟踪：LPR價格形成機制改革，利率市場化下半場開啓。**8月LPR形成機制改革代表著利率“兩軌并一軌”征途的正式開啓，宣告利率市場化改革進入了下半場。改革從來都不會一蹴而就，此次也只是探索性的第一步，仍有諸多問題有待解決。在此次改革中，商業銀行可能要承擔較多的成本，需要儘早布局應對。

**譚卓，博士**

電話：(86) 755 8316 7787

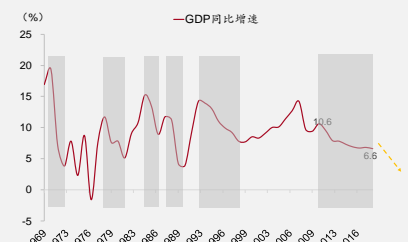
郵件：zhuotan@cmbchina.com

**成亞曼，博士**

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

中國實際 GDP 同比增速及預測



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

### 相關報告

1. 新興市場動態—阿根廷市場崩盤，傳染效應有限（8月14日）
2. 美國將中國認定為“匯率操縱國”點評（8月7日）
3. “鷹派”降息對資本市場的影響（8月1日）
4. 反彈非反轉——7月宏觀經濟月報（7月23日）
5. 靜水流深，峰迴路轉：2019年中期宏觀經濟與資本市場展望（7月4日）

## 目錄

<b>一、 海外宏观：衰退红灯频闪，全球宽松潮来袭 .....</b>	<b>3</b>
(一) 主要经济体数据欠佳，英美收益率曲线倒挂 .....	Error! Bookmark not defined.
(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 .....	Error! Bookmark not defined.
(四) 地缘政治风险上升，避险情绪升温 .....	Error! Bookmark not defined.
<b>二、 中国经济：夏去秋来 .....</b>	<b>8</b>
(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
<b>三、 货币金融：社融量跌质升 .....</b>	<b>15</b>
(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
<b>四、 财政收支：收入增速探底制约支出 .....</b>	<b>18</b>
(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
<b>五、 政策跟踪：LPR 价格形成机制改革，利率市场化下半场开启 .....</b>	<b>20</b>
(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、海外宏觀：衰退紅燈頻閃，全球寬鬆潮來襲

### (一) 主要經濟體數據欠佳，英美收益率曲線倒挂

多個主要經濟體的二季度經濟增長數據欠佳。基於二季度 GDP 增速來看，歐元區的“增長引擎”德國六年來首次出現同比零增長，環比更是較前季下滑 0.1%，徘徊於衰退邊緣；新加坡同比增速僅 0.1%，為十年來最低；英國 GDP 增速由一季度的 1.8% 大幅下滑至 1.2%。

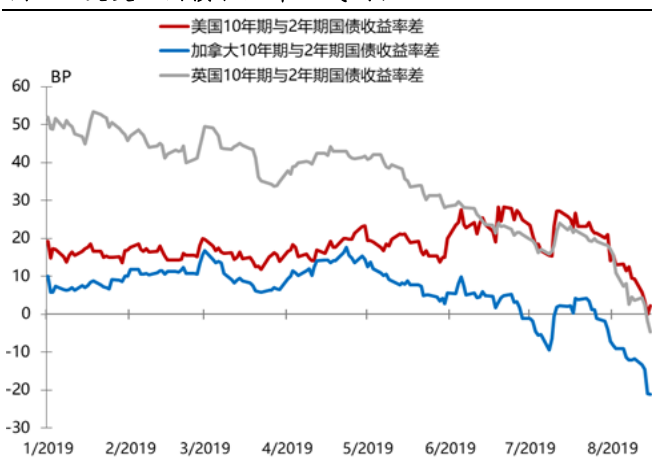
英美等地關鍵國債收益率曲線倒挂。8 月 14 日，美國 2 年期和 10 年期國債收益率曲線出現自 2007 年以來的首次倒挂，英國收益率曲線亦出現 2008 年以來的首次倒挂。除英美外，2 年期和 10 年期國債收益率倒挂的國家或地區還有加拿大、挪威、丹麥和中國香港等。由於短期國債收益率高於長期的反常現象常被視為經濟即將進入衰退的預警信號，金融市場擔憂情緒上升，VIX 波動率指數再度攀升。收益率曲線出現倒挂的國家和地區雖都表現出增長疲態，但經濟狀況實際上有所差異，中短期內美國經濟相對韌性較強，部分經濟體則處於衰退邊緣。而全球多個市場近乎同時出現收益率曲線倒挂，主要體現市場對於經濟前景的信心嚴重不足，投資者涌入國債市場避險。

圖 1：主要經濟體綜合 PMI 指數

	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
美國	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
歐元區	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
英國	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
中國	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

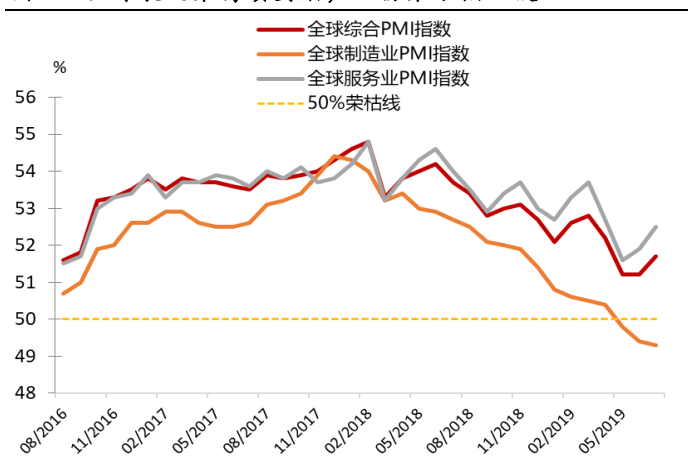
資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 2：英美加國債收益率曲線倒挂



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

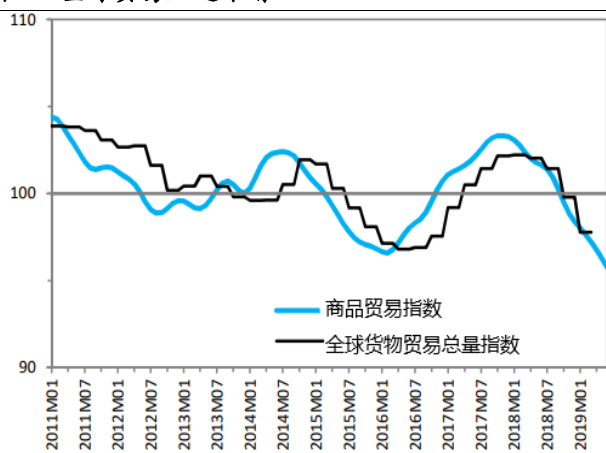
圖 3：全球製造業持續萎縮，服務業小幅回暖



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

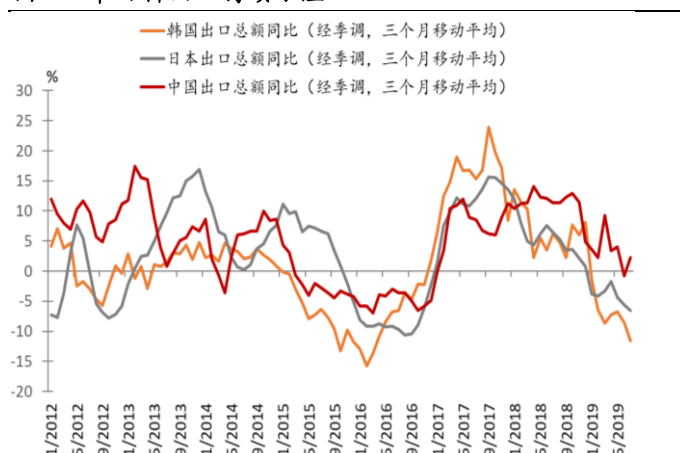
受服務行業景氣度支撐，7月全球經濟活動有小幅回暖迹象。全球綜合 PMI 指數由 6 月的 51.2 微升至 51.7，但相較於過去 12 月的平均水平 53.7 下滑顯著。全球製造業和服務業分化加劇：受需求疲軟拖累，製造業活動持續下降，工業產出自 6 月出現 2012 年 10 月以來的首次萎縮後於 7 月繼續下滑，中間產品和投資產品持續負增長；全球服務業在 7 月則稍有起色，服務業 PMI 指數由 6 月的 51.9 上升至 52.5，但前瞻地看，製造業和服務業的商業樂觀指數都已跌至多年新低，未來增長前景均不樂觀。細分行業而言，汽車及汽車配件、工業產品、金屬和采礦業下滑最為嚴重，而金融、保險、生物醫藥、旅遊娛樂等行業在 7 月仍有較為亮眼的表現。

圖 4：全球貿易加速下滑



資料來源：WTO、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 5：中日韓出口持續承壓



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

三季度全球貿易將愈趨惡化。美國計劃對額外 3000 億美元的中國商品加征關稅、日韓貿易衝突進入白熱化，對全球貿易無疑是雪上加霜。世界貿易組織 (WTO) 於 8 月 15 日發布的商品貿易指數顯示，最新的全球貿易增長指數為 95.7，低於上季度的 96.3，而該指數低於 100 表示貿易增速低於趨勢水平，意味著全球貿易於第三季度將進一步趨於惡化。分類別看，電子元器件、汽車部件和國際航空貨運的下滑最為顯著。

眾多經濟體和國際組織下調增長預測。在貿易逆風下，全球多個經濟體和國際組織下調經濟增長預測，IMF 於 7 月底再次下調 2019 年全球增速預測 0.1ppt 至 3.2%，英國將 5 月預測的今年經濟增速 1.6% 下調至 1.3%，日本下修本財年 GDP 增速 0.4ppt 至 0.9%，新加坡及中國香港地區亦大幅下調今年增長預測至 0% 至 1%。



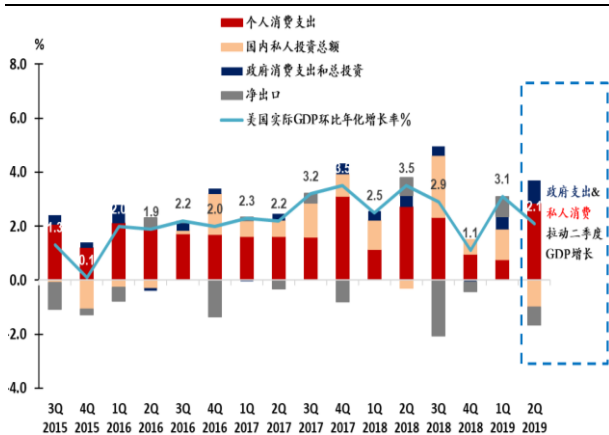
## (二) 美國：投資和貿易疲軟，消費仍具韌性

**經濟增速放緩，私人消費穩健增長。**美國二季度 GDP 增長率（季調環比折年率）由一季度的 3.1% 顯著放緩至 2.1%。強勁的私人消費和超預期的政府支出反彈避免了美國經濟以更快速率放緩，其中私人消費年化增長增速達到 4.3%。7 月美國零售銷售超預期增長 0.7%，連續第五個月增長，消費者信心指數保持高位，私人消費未來大概率仍將頗具韌性。由於聯邦政府的部分停擺告一段落，政府支出於二季度超預期反彈 5.0%，并貢獻了 0.85 個百分點的 GDP 增速，為十年最高，預計下半年政府支出的增速將有所放緩。

**另一方面，淨出口、庫存和固定投資拖累 GDP 增速。**美國二季度出口下降 5.2%，其中商品出口下降 5.0%，服務出口下降 5.6%；投資總額大幅下降 5.5%，出口與投資兩項共拖累 GDP 增速 1.65 個百分點，反映出全球同步放緩、製造業萎縮和貿易戰的負面影響已開始拖累美國經濟。特朗普於 8 月 13 日宣布暫緩向智能手機、筆記本電腦、玩具等中國進口商品加征 10% 的關稅，由 9 月 1 日推遲至 12 月 15 日，正是意在降低加征關稅對美國零售消費旺季的衝擊。

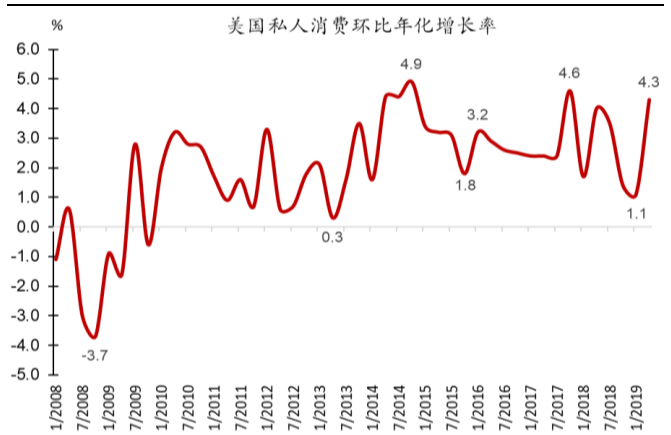
美國本輪經濟擴張至 8 月持續達 122 個月，已是美國現代歷史上持續最久、也是平均增速最低的經濟擴張周期。前瞻地看，私人消費等國內需求將在中短期內繼續支撐美國經濟，但隨著大規模減稅和政府支出刺激效果的進一步減退，關稅政策的國內影響將進一步加大，進出口貿易、商業投資、企業盈利將顯著下滑，且整體經濟下滑趨勢將延續至明年。預計 2019 全年美國實際 GDP 增速將放緩至 2.2% 左右；2020 年下半年至 2021 年經濟出現衰退的風險已顯著提升。

**圖 6：政府支出和私人消費拉動美國二季度 GDP 增長，淨出口、庫存和固定投資成拖累**



資料來源：美國經濟分析局、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 7：美國二季度私人消費強勁上升 4.3%**



資料來源：FRED、招商銀行研究院、招銀國際研究

### (三) 美聯儲危機後首次降息，全球央行迎來寬鬆潮

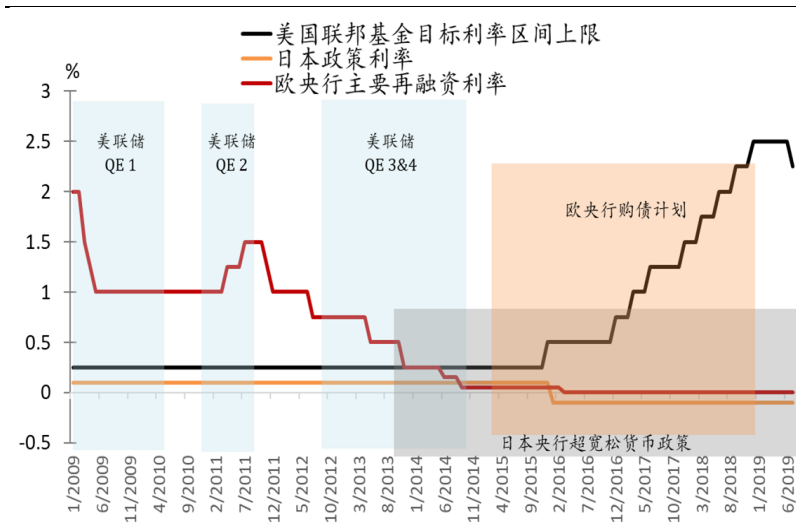
7月31日結束的美聯儲議息會議將聯邦基金利率目標區間下調25個基點至2%-2.25%，為美聯儲自2008年底以來首次降息；同時宣布在8月提前結束縮表（原定時間為9月）。美聯儲強調了此次降息的三大理由：一是為了應對全球經濟放緩以及貿易不確定因素帶給美國經濟的下行風險，二是中性利率有所下降，三是為了促進通脹儘快達到2%的目標水平。在美國經濟前景尚好的背景下，本次降息顯然屬維持擴張、預防風險的“保險式”降息（insurance cut），也是對去年12月加息多度的調整。美聯儲決定於8月1日提前兩個月結束縮表，意味著縮表整體幅度小於預期，目前美聯儲的資產規模由2015年1月4.5萬億美元的峰值已降至3.7萬億美元。宣布降息的同時，美聯儲卻給出了不明朗的前瞻指引，較為矛盾地釋放了偏鷹的信號。鮑威爾模糊的表態、美聯儲內部的分歧，均折射出政治高壓下美聯儲的獨立性正遭遇空前的挑戰。

2019年8月23日，在美國杰克遜霍爾（Jackson Hole）舉行的全球央行行長年會上，美聯儲主席鮑威爾發表主題為“貨幣政策面臨的挑戰”的演講，並未明確承諾未來降息，但表示不斷升級的貿易摩擦是美聯儲從未應對過的全新重大挑戰，間接為加速降息打開窗口。

在當前美債收益率全面倒掛和中美貿易糾紛升級的背景下，美聯儲以風險規避為主旋律的降息步伐將進一步加快。我們預計美聯儲在9月17-18日議息會議上大概率降息25bp，之後視貿易摩擦的影響於10月或12月再降25bp。即便如此，降息對美國經濟和美股的支撐效果也很有限。

隨著各央行對經濟前景的擔憂加深，8月以來又有**新西蘭（50bp）、印度（35bp）、泰國（25bp）、菲律賓（25bp）和墨西哥（25bp）**等國的央行相繼加入全球降息陣營，接連開啓寬鬆模式，使得今年以來降息的主要央行達到二十餘家。全球降息潮對中國而言意味著貨幣寬鬆的空間加大，而國內貨幣政策仍將“以我為主”，順應國內經濟形勢和市場環境的需要。

圖8：美歐日央行政策利率變化



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

#### (四) 地緣政治風險上升，避險情緒升溫

**新興市場再度亮起紅燈。**由於在阿根廷總統選舉初選中，民粹主義候選人費爾南德斯意外領先，市場擔心親商總統馬克裏將在10月的大選中落敗，令自由經濟政策無以為繼。受消息影響，阿根廷於8月12日出現股匯債“三殺”，再一次引發市場對阿根廷全面爆發經濟和金融危機的擔憂。此次阿根廷市場崩盤對於其他新興市場的傳染效應有限。當前，全球央行寬鬆趨勢有助緩解新興市場的資本外流和貨幣貶值壓力，但在貿易保護主義和地緣政治緊張局勢下，許多新興市場面臨風險正在迅速加大。從外債/GDP、杠杆率、財政赤字率等多組數據來評估新興經濟體的韌性，**土耳其、阿根廷、委內瑞拉和南非的危機風險最大。**

**“硬脫歐”等地緣政治風險上升。**距離10月31日的脫歐期限僅剩兩個多月，英國無協議脫歐的幾率在快速上升，首相約翰遜已要求公務員優先準備“硬脫歐”的可能。若出現“硬脫歐”，英國經濟將陷入較長時間的衰退，英鎊將繼續貶值，全球金融市場也將出現大幅震蕩。由於政治和經濟方面的不確定因素增加，投資者傾向於避開風險較高的資產，日元和黃金價格獲得支持。

## 二、 中國經濟：夏去秋來

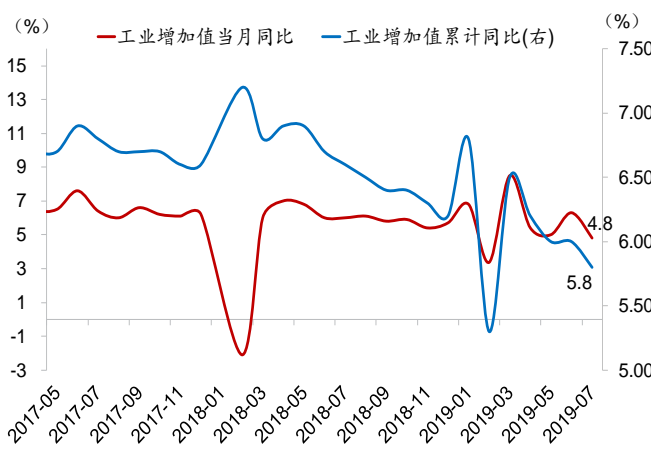
2019年7月，規模以上工業增加值同比增長4.8%（前值6.3%）；社會消費品零售總額同比增長7.6%（前值9.8%）；城鎮固定資產投資累計同比增長5.7%（前值5.8%），其中基建（不含電力）投資3.8%（前值4.1%），房地產投資10.6%（前值10.9%），製造業投資3.3%（前值3.0%）。7月城鎮調查失業率5.3%（前值5.1%）。

### （一）工業生產：需求疲弱下超季節性回落

7月工業增加值同比增長4.8%，增速較前值下滑1.5pct。分三大門類看，製造業增加值同比增速是主要拖累，下滑幅度達1.7pct，其中計算機通信設備、電氣機械及器材製造、黑色金屬冶煉壓延、有色金屬冶煉壓延、汽車製造、通用設備、金屬製品等行業增加值增速下滑均超過1.5pct；采礦業增加值同比增速下滑0.7pct；公用事業增加值同比增速提升0.3pct。

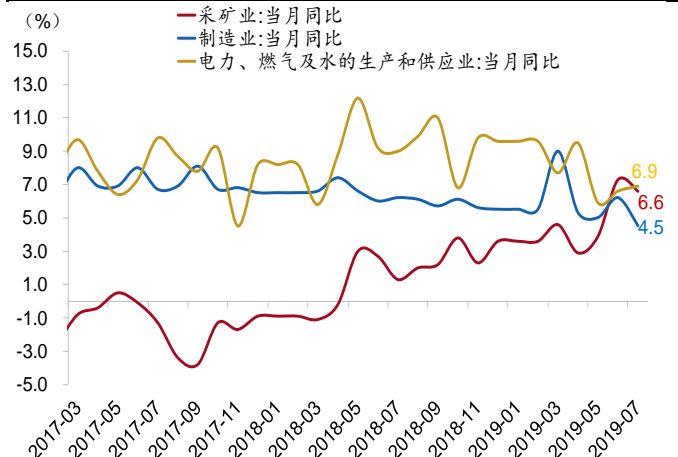
從歷史上看，7月（季初）的工業增加值相較6月（季末）通常會有較大幅度的回落。但今年7月的回落幅度仍然顯著超越季節性。首先，全球經濟增長疲弱以及貿易摩擦對製造業生產造成了不利影響：7月PMI新出口訂單46.9，連續14個月處於榮枯線以下；其次，工業企業去庫存可能相應減少了生產：7月工業企業產成品存貨累計同比增長3.5%，增速較前值下滑0.6pct，與PMI產成品庫存指數顯著下滑1.1相互印證。此外，7月PPI同比降至通縮區間也對企業的生產意願不利。

圖9：工業生產同比增速顯著下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖10：製造業拖累工業生產



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

### （二）消費：汽車類消費透支後大幅回落

7月社會消費品零售總額同比增長7.6%，較前值下滑2.2pct，社零當月實際同比增長5.7%，較前值下滑2.2pct，限額以上社零當月同比增長2.9%，較前值大幅下滑6.8pct。由於汽車排放國五國六標準切換，汽車類消費同比增速在6月大幅反彈15.1pct，但透支效應之下7月大幅回落19.8pct，是7月社零增速下滑的主要原因。汽車類及石油類消費增速回落可以

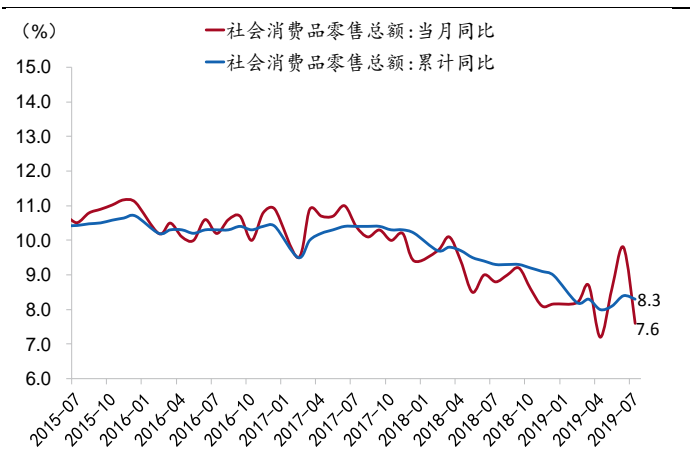


解釋限額以上社零增速回落的91%。扣除汽車類因素影響，社零同比增長8.8%，較前值基本持平。

分類看，限額以上零售額中汽車類、化妝品、金銀珠寶、通訊器材、家電音像、石油製品等消費增速下滑顯著；文化辦公用品、烟酒、藥品、日用品等消費增速有所提升。

前瞻地看，在汽車消費透支效應減弱後，8月社零增速將大概率有所反彈。隨著7月政治局會議提出的擴大消費政策逐步落實，下半年消費增長將有支撐，成為經濟增長的“壓艙石”，但在居民收入增速放緩、失業率上升及房地產銷售疲弱的背景下，社消的反彈幅度將有限。

圖 11：社會消費品零售總額增速下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

### （三）投資：房地產回落、基建乏力、製造業反彈

1-7月，城鎮固定資產投資同比增長5.7%，較前值下滑0.1pct，主要受房地產和基建投資拖累。

#### （1）房地產投資：政策收緊下回落

房地產投資同比增長10.6%，增速較前值回落0.3pct。7月銷售面積累計跌幅收窄0.5pct至-1.3%，銷售金額同比增速提升0.6pct至6.2%。雖然商品房銷售邊際回暖對房地產投資構成支撐，但隨著政策在“房住不炒”下進一步趨緊，開發商資金來源累計同比增速進一步下滑0.2pct至7.0%，但其中銀行貸款增速反而反彈1.1pct至9.5%。房企受資金來源約束減少拿地，使得土地成交和新開工面積增速下滑：土地購置面積跌幅較前值擴大1.9pct至-29.4%，土地成交價款跌幅與前值持平在-27.6%；新開工面積同比增速較前值下滑0.6pct。但前期銷售期房的交房期臨近使得房企加大存量項目開發力度：7月施工面積累計增速較前值提升0.2pct，竣工面積同比增速提升1.4pct。

前瞻地看，土地購置費回落疊加政策趨緊，下半年房地產投資增速仍面臨較大下行壓力。

## (2) 基建投資：資金約束下乏力

基建投資（不含電力）同比增長 3.8%，增速較前值下滑 0.3pct；全口徑基建投資同比增長 2.9%，較前值下滑 0.1pct。基建投資增長乏力，一方面或受資金來源約束：7 月一般政府專項債發行規模 3,940 億元，環比減少 1,878 億元；另一方面則指向專項債新規對基建投資的拉動效果仍不及預期。分行業看，交運倉儲業投資增速下滑 0.5pct，電熱燃氣水業投資增速提升 0.5pct，水利環境與公共設施業投資增速提升 0.1pct。

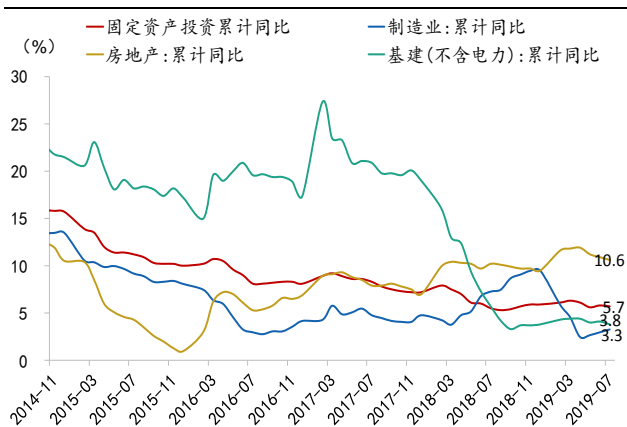
前瞻地看，基建投資增速仍有增長動力，但上行空間有限。一方面，專項債新規、去年同期的低基數與地產信托收緊後非標資金向基建傾斜將對下半年基建增速形成支撐；另一方面，財政收支平衡壓力進一步加大，加之地方政府嚴控隱性債務，基建投資尚不具備大幅反彈的基礎。

## (3) 製造業投資：減稅降費下反彈

製造業投資同比增長 3.3%，增速較前值提升 0.3pct。在減稅降費利好釋放的背景下，製造業投資增速繼續反彈。分行業看，目前公布的數據中計算機通信設備、汽車、電氣機械及器材、交運設備、化學原料等行業投資增速反彈較為顯著；紡織、食品製造、醫藥、通用設備、有色金屬冶煉壓延等行業投資增速有所下滑。

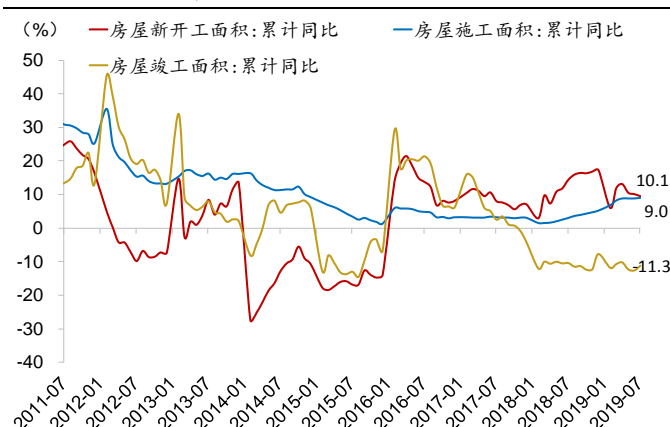
前瞻地看，在 7 月政治局會議“穩定製造業投資”、“引導金融機構增加對製造業、民營企業的中長期融資”以及減稅降費利好的作用下，下半年製造業投資增速有望保持穩定，但受內外需低迷和基數走高的影響，製造業投資增速反彈力度將會有限。

圖 12：固定資產投資增速小幅下行



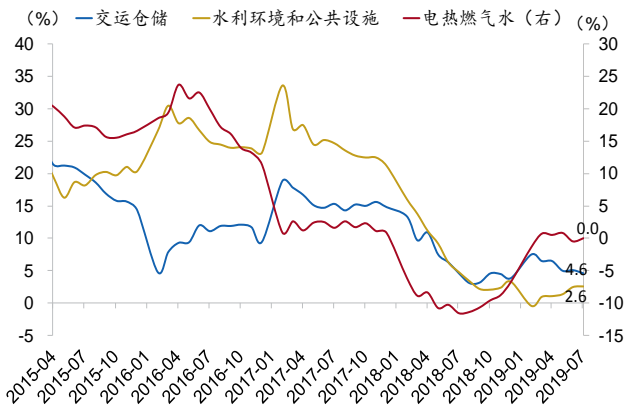
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 13：房地產新開工增速小幅下滑



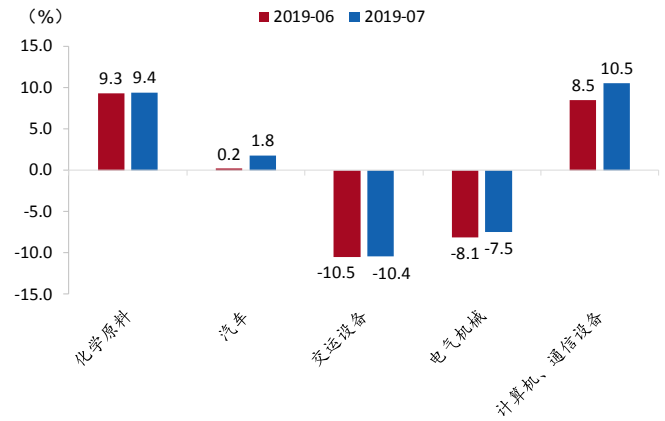
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 14：交運倉儲業拖累基建投資增速下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 15：計算機、汽車等行業拉動製造業投資增速



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

#### (四) 貿易：出口反彈，但仍面臨壓力

以美元計，2019年7月我國出口金額2,215億美元，同比增長3.3%（市場預期-1.8%），較前值提升4.6個百分點；進口金額1,765億美元，同比減少5.6%（市場預期-8.2%），較前值提升1.7個百分點。

##### (1) 出口增速提升：貿易信心邊際修復

7月出口金額同比增速較6月有所回升，主要受貿易信心邊際修復影響。外部需求未有改善，不能解釋出口增速的反彈：7月全球製造業PMI錄得49.3，連續3個月位於榮枯線以下，其中美國、歐元區、韓國製造業PMI均有所下滑。因此，出口反彈可能與G20大阪會議後中美貿易摩擦邊際緩和所帶來的貿易信心修復相關。7月BDI指數平均較6月增長59%，表明國際貿易活躍度有所提升。

從產品結構上看，集成電路出口頗具韌性，能夠解釋出口金額增長的31.2%。7月集成電路出口金額同比增加22.2億美元，同比增速31.7%，較前值提升18.6個百分點。同時，我們推斷7月手機出口增速大概率有所反彈。此外，發動機發電機、塑料製品、紡織物、家具、鞋類、箱包出口金額同比增速回升，農產品、貴金屬、自動數據處理設備、鋁材出口金額同比增速下滑。

分國家和地區看，7月我國對歐盟、金磚國家、東盟、韓國、美國出口金額同比增速有所上升，其中出口金額增長的33.0%來自於歐盟。我國對日本出口金額增速有所下滑。

##### (2) 進口增速回升：內需邊際改善

7月進口金額同比增速較前值提升，主要受以下三方面影響：一是內需邊際改善。7月我國官方製造業PMI為49.7，較前值提升0.3個百分點，其中PMI進口指數47.4，較前值提升0.6個百分點，表明內需出現邊際改善。二是G20後中美貿易摩擦邊際緩和，對進口增速構成支撐。據中國商務部消息，7月部分中國企業就採購新的大豆、棉花、豬肉、高粱等農產品向美國供貨商進行了詢價，部分產品已於7月成交。三是中國加大了從其他國家農產

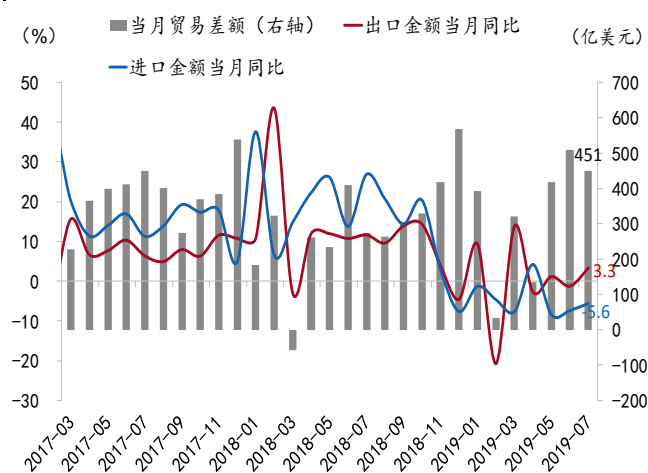
品的進口。7月中國海關總署表示批准從俄羅斯進口大豆，俄羅斯規模最大的農業控股公司之一“俄羅斯農業”集團7月中旬發布消息稱，已經於7月向中國出口了首批大豆。

分產品看，大豆、堅果、橡膠、鐵礦、銅材等進口金額同比增速有所提升，汽車底盤、固體廢物、飛機、石油等進口金額增速有所下滑。分國家和地區看，我國對金磚國家、美國、東盟進口金額同比增速有所提升，對歐盟、日本進口金額增速有所下滑。

由於進口同比負增長而出口同比為正，7月衰退式順差延續。以美元計，7月貿易順差451億美元，同比增加176億美元。

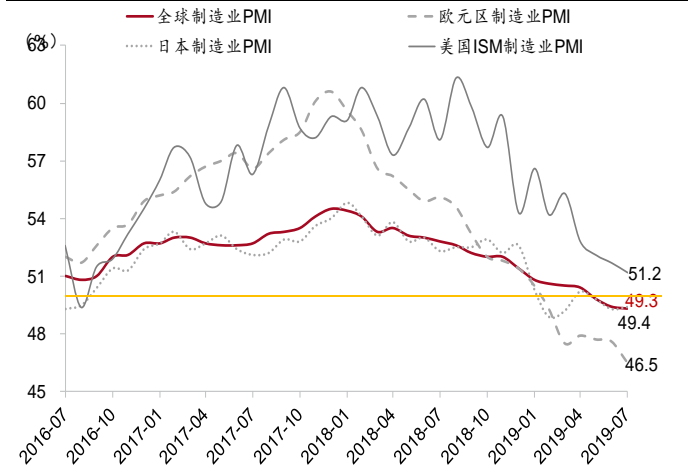
前瞻地看，未來我國出口形勢仍不容樂觀。一方面，中美貿易談判波瀾再起，打擊貿易信心。美國於8月1日表示將於9月1日對3,000億美元中國輸美商品加征10%關稅。中國於8月23日宣布對美採取關稅反制，決定對750億美元的美國進口商品加征10%、5%不等的關稅。特朗普亦隨即宣布對中國商品進一步加征關稅。另一方面，全球經濟增長仍然疲弱。但8月可能有部分企業“搶出口”，將對我國出口增長形成一定支撐。

圖 16: 7月進出口增速均有反彈



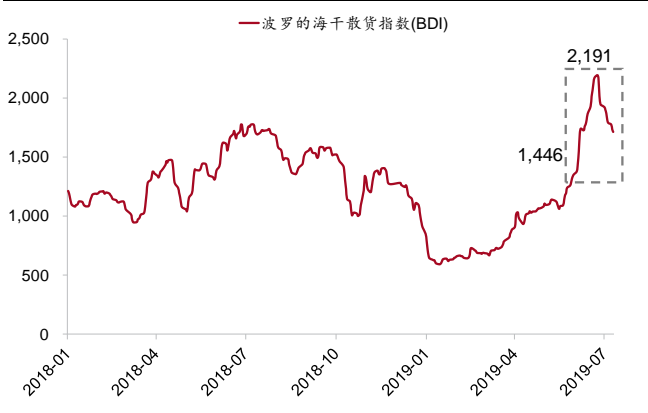
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 17: 全球PMI趨勢性回落



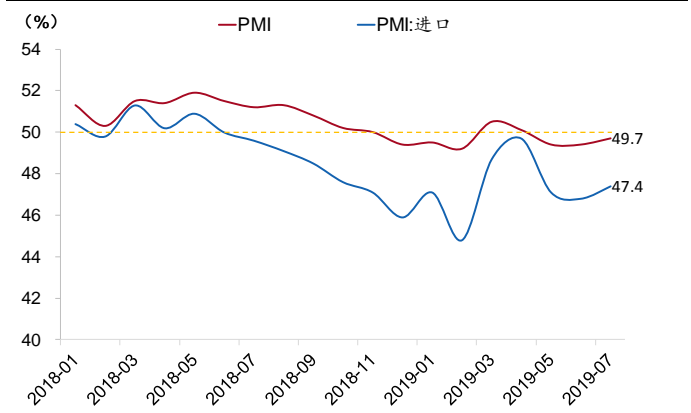
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 18: 7月BDI指數中樞有所上升



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 19: 7月中采製造業PMI有所反彈



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

### (五) 物價：CPI 再現高點，PPI 短暫通縮

2019年7月CPI同比2.8%（市場預期2.7%），前值2.7%。PPI同比-0.3%（市場預期-0.1%），前值持平。

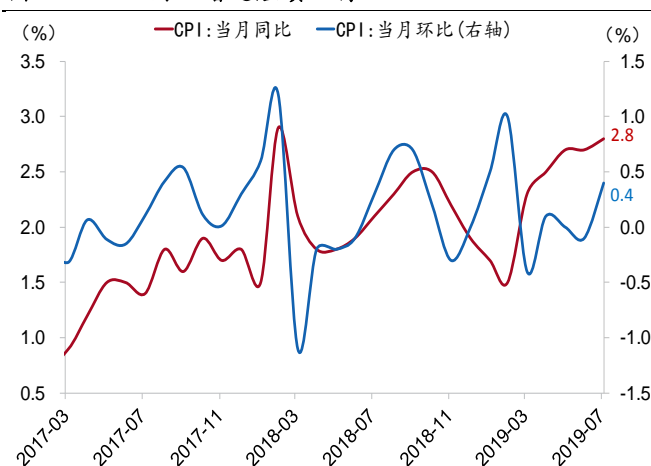
**豬肉鷄蛋驅動CPI增速上行。**7月CPI同比2.8%，較前值提升0.1個百分點，環比0.4%。

**(1) 食品項漲幅擴大驅動CPI同比增速提升。**7月食品分項同比漲幅由前值8.3%上升至9.1%，驅動CPI同比上行約0.17個百分點。其中主要原因是豬肉和鷄蛋等價格上漲。受豬瘟疫情影響，豬肉供給不足，7月豬肉價格同比增速由前值21.1%提升至27.0%。蛋鷄在進入歇伏期後產蛋量下滑，7月鷄蛋價格同比增速由前值6.2%提升至10.5%。此外，蔬菜價格受高溫降水影響運輸而小幅上漲，同時豬肉漲價也帶動了牛肉、羊肉、水產等肉類價格上漲。而水果價格受供給增加影響環比下降6.2%。

**(2) 非食品項同比漲幅小幅收窄。**7月非食品項同比漲幅由前值1.4%下滑至1.3%，拖累CPI同比下行約0.08個百分點。7月成品油價格繼續下調，汽油、柴油價格分別下降1.9%、2.0%，導致交通和通訊分項同比跌幅擴大、居住分項同比漲幅收窄。此外，受減稅降費影響文化娛樂分項同比漲幅也有小幅收窄。

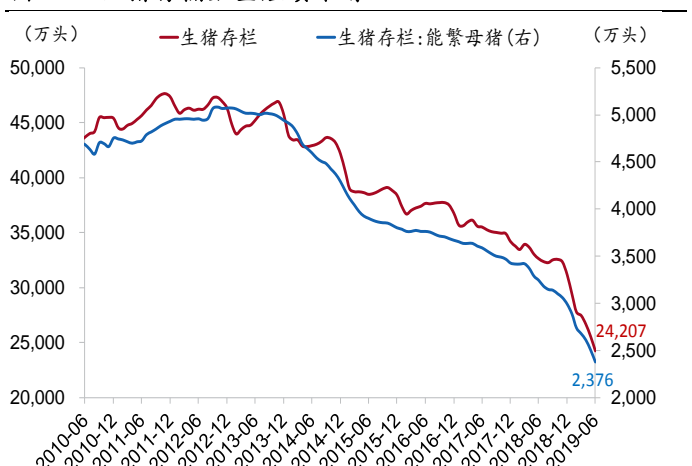
**從基數上看，後續CPI同比將先下後上。**目前生豬存欄和能繁母豬存欄數量處於有數據以來最低，後續豬肉價格仍有上行動力，但當前豬肉價格已經較高，後續豬肉漲價節奏大概率放緩，同時政府也將陸續出臺政策平抑豬價上漲以保障民生。另一方面，隨著供應量增加，水果和蔬菜價格增速大概率趨緩。考慮到去年四季度CPI增速較低，因此後續CPI的走勢大概率先下後上。但目前豬肉價格處於相對較高位置，因此下半年CPI中樞大概率高於上半年。

圖 20：CPI 同比增速繼續上行



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 21：生豬存欄數量繼續下滑



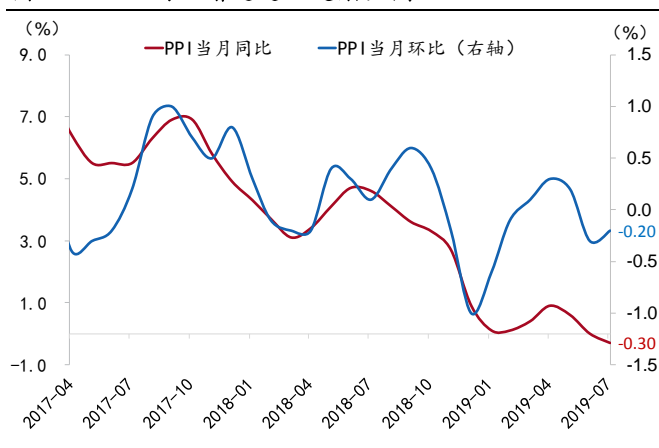
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究



高基數下 PPI 同比負增長。7 月 PPI 同比-0.3%，較前值下滑 0.3pct，主要受到高基數影響。其中，生產資料價格同比由前值-0.3%下滑至-0.7%，生活資料價格由前值 0.9%下滑至 0.8%。PPI 環比下降 0.2%，較前值提升 0.1pct。其中，生產資料價格環比下降 0.3%，生活資料價格環比持平。分行業看，石油開采、石油加工、煤炭開采、天然氣生產、計算機通信設備製造等行業產品價格同比增速下滑顯著。

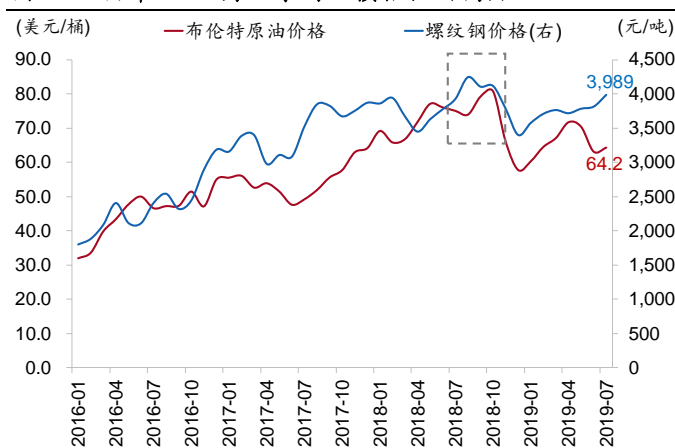
前瞻地看，8-10 月 PPI 大概率繼續維持通縮，但幅度有限，11 月後 PPI 通縮難以持續。從基數來看去年 7-10 月工業品價格較高，因此 8-10 月 PPI 同比依舊面臨高基數壓力，但後續基數效應的影響會逐漸減弱，因此 PPI 增速繼續下探的幅度有限。另一方面，減稅紅利持續釋放，對 PPI 增速構成向上拉動，將部分緩解 PPI 下行壓力。

圖 22：PPI 同比增速進入通縮區間



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 23：去年 7-10 月大宗商品價格位於高點



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

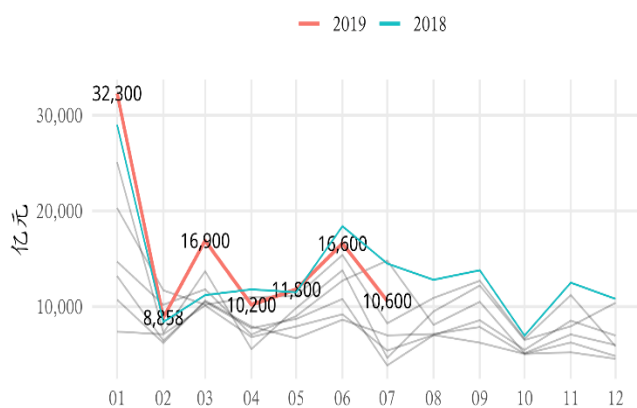
### 三、貨幣金融：社融量跌質升

7月我國新增人民幣貸款1.06萬億（預期1.27萬億）；新增社融1.01萬億（預期1.63萬億），社融存量同比增速10.7%，較上月回落0.2pct；M2同比增長8.1%，較上月回落0.4pct。

#### （一）信貸：季節性回落，結構改善

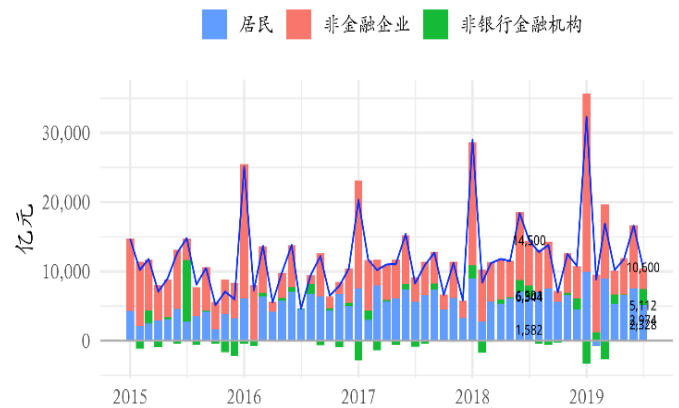
7月新增人民幣貸款1.06萬億，同比少增3,975億，環比少增6,000億，環比跌幅36%，高於去年（21%），但小於過去五年的中位數（46%）。短貸對新增信貸形成明顯拖累，而中長期貸款的變化大體保持穩定。

圖 24：7月信貸回落符合季節性，弱於去年同期



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 25：新增人民幣貸款及構成

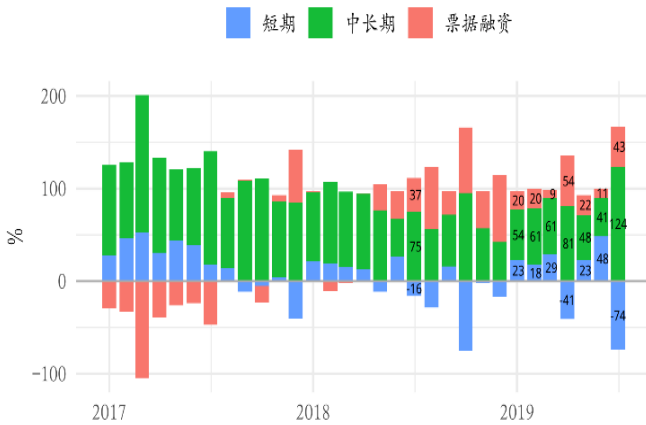


資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

(1) 居民部門新增信貸5,112億，同比少增1,232億，環比少增2,505億。其中中長貸4,417億（占比86%），同比少增159億；居民部門新增短貸695億（占比14%），同比少增1,073億。短貸的變化可以解釋居民信貸同比少增幅度的87.1%，或受消費貸監管政策影響。隨著地產調控邊際收緊與房貸利率的反彈，未來居民中長期貸款增長亦將承壓。

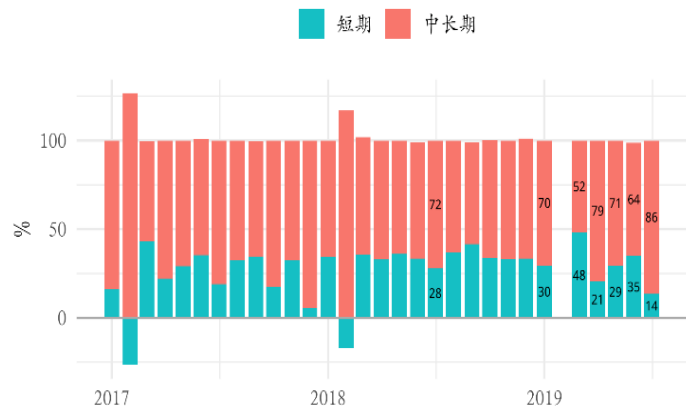
(2) 企業新增信貸2,974億，同比少增3,527億，環比少增6,131億。其中新增短貸受季節性影響減少2,195億，同比多減1,160億；新增中長貸3,678億，同比少增1,197億，延續二季度以來同比收縮的態勢；新增票據1,284億，同比少增1,104億。在“引導金融機構增加對製造業、民營企業的中長期融資”政策導向下，企業新增信貸結構顯著改善，中長期貸款占比高達124%。

圖 26：新增非金融企業貸款構成占比



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 27：新增居民貸款構成占比



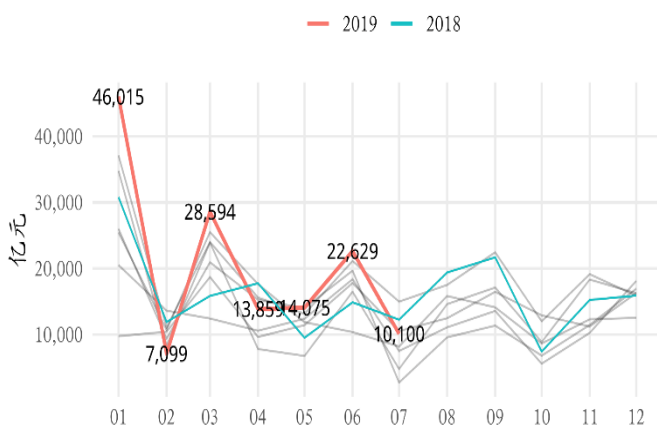
資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

## (二) 社融：貸款非標顯著收縮，直接融資占比上升

7月新增社融1.01萬億（前值2.26萬億），同比少增2,103億，環比跌幅55%，高於去年（21%），但低於過去5年的均值（59%），並未超越季節性。7月社融口徑新增信貸7,865億，同比少增4,223億。非標融資-6,226億（委托貸款-987億，信托貸款-676億，未貼現銀行承兌匯票-4,563億），同比多減1,327億，很大程度受到監管政策的影響。其中，房地產調控趨嚴使得信托貸款負增長幅度創下年內新高，而未貼現票據大幅負增長則很大程度上與票據融資監管有關。

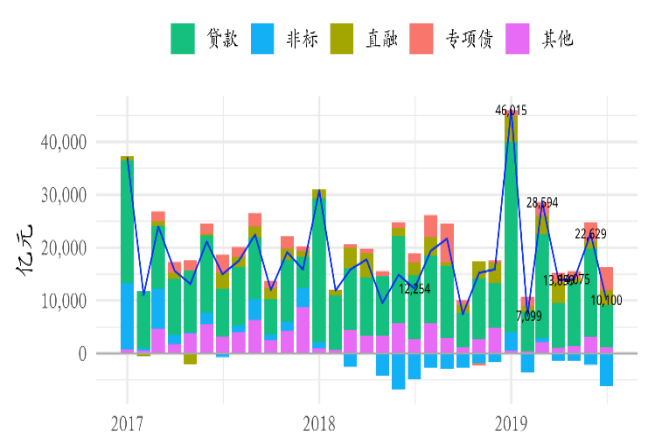
**直接融資表現亮眼。**7月地方政府專項債淨融資4,385億，同比多增2,534億，仍對社融形成顯著支撐；企業債券融資新增2,240億，股票融資新增593億，分別同比多增70億、418億。

圖 28：7月新增社融符合季節性



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 29：新增社融及構成

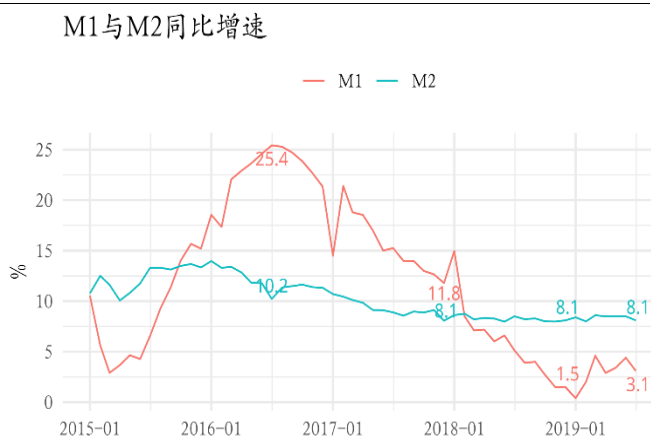


資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

### (三) 貨幣：M2-M1 剪刀差走闊

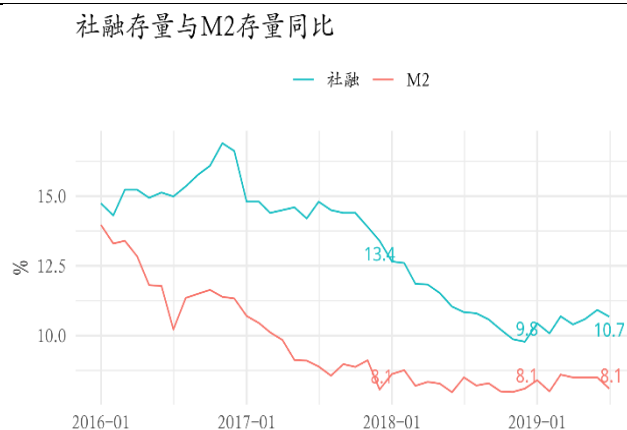
7月M2同比增速8.1%，环比回落0.4pct。7月新增存款6,420億，同比少增3,867億，**企業存款的大幅回落是主因，指向信用派生仍然疲弱**。新增非銀存款1.34萬億（同比多增4,791億）、財政存款8,091億（同比少增1,254億）；而企業存款和居民存款則分別減少1.39萬億（同比多增7,712億）、1,032億（同比少減1,900億）。M1同比增速3.1%，环比回落1.3pct，與短貸大幅回落相互印證。M2-M1剪刀差從上月的4.1pct擴大至5pct。

圖 30：M2-M1 剪刀差擴張



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 31：7月社融與M2增速均有所回落



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

### (四) 結論：關注季節性擾動

總體來看，7月金融數據表明當前我國信貸需求仍然羸弱，驗證了我們上報告中6月社融增速已達年內高點的判斷。但7月數據中的季節性擾動仍然值得注意：信貸和社融數據的環比跌幅低於過去五年的中位數，且結構上有顯著改善。儘管在全球經濟增長放緩、貿易摩擦局勢未有改觀、房地產調控邊際收緊、表外融資規範化以及專項債發行顯著“前置”的大背景下，下半年我國信貸和社融的增長總體上不容樂觀，但并不存在“失速”風險。

## 四、財政收支：收入增速探底制約支出

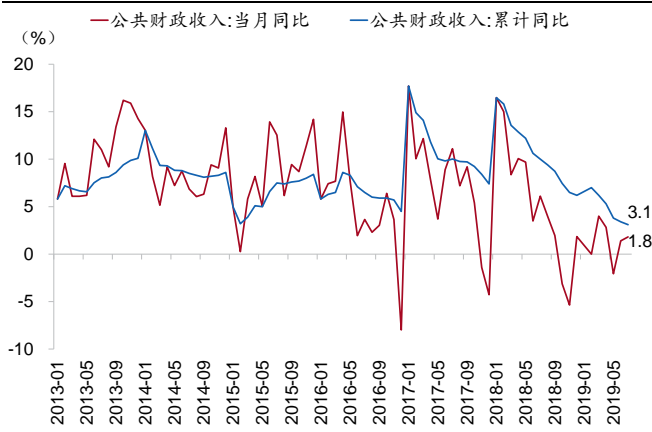
8月16日，財政部公布了7月財政的主要數據：1-7月，一般公共預算收入增速累計同比增長3.1%（前值3.4%）；稅收收入同比增長0.3%（前值0.9%）；非稅收入同比增長24.8%（前值21.4%）；增值稅同比增長5.4%（前值5.9%）；國有土地使用權出讓收入增速增長3.1%（前值-0.8%）；一般公共預算支出累計同比增長9.9%（前值10.7%）。

### （一）財政收入下滑：累計增速創十年來新低

1-7月，受減稅降費和經濟基本面趨弱共同作用影響，一般公共預算收入累計增速繼續下滑，同比增速已降至3.1%，環比前六個月下降0.3個百分點，創近十年來新低。具體來看：

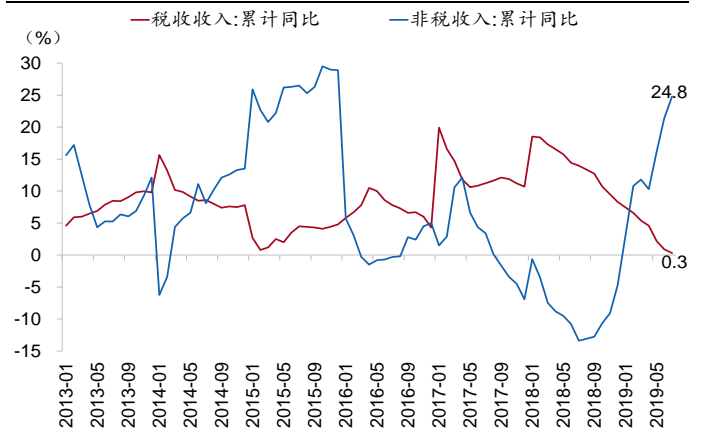
**稅收收入增速下滑，非稅收入繼續大幅上漲。**1-7月，稅收收入同比增長0.3%，環比下降0.6個百分點，創近十年來新低。非稅收入累計增速則達到了24.8%，環比上漲3.4個百分點，創2016年以來新高，與稅收增速形成“蹺蹺板”效應。因此，**如果稅收增速進一步放緩，那麼預計未來特定國有金融機構和央企利潤，以及國有資源（資產）有償使用收入的上繳力度也將進一步加大。**

圖 32：公共財政收入增速創新低



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 33：非稅收入增速繼續顯著提高



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

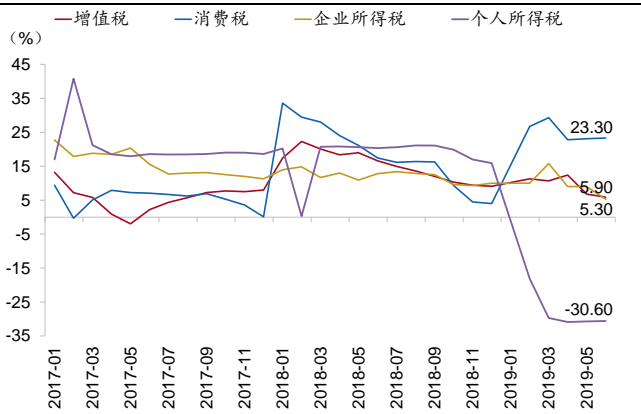
**主要稅種中個人所得稅增速持續下降，增值稅增速連續三個月下降。**1-7月，受個稅改革及基數效應影響，個人所得稅累計同比增速大幅下降30.3%。增值稅改革影響也繼續體現，累計同比增速5.4%，較上月環比下降0.5個百分點。

隨著政策效果的進一步顯現，預計未來一段時間，增值稅累計同比增速會繼續下降。此外，受經濟下行壓力加大影響，企業所得稅累計同比增長4%，比去年同期增幅回落9.4個百分點，已連續三個月下行。消費稅累計增長21.1%，維持了今年以來的高增長。

**國有土地使用權出讓收入增速由負轉正。**1-7月，國有土地使用權出讓收入累計增長3.1%，環比1-6月顯著上行3.9個百分點，但1-7月土地購置面積累計同比負增長29.4%，指向土地出讓收入增速改善很可能只是曇花一現。**7月30日政治局會議繼續定調“房住不炒”，未來土地出讓收入增速很可能再度回落至負區間。**應當看到，在減稅降費政策背景下，土地出讓收入對地方政府有著格外的重要性，房地產調控持續從嚴將進一步加大地方政府的財政壓力。

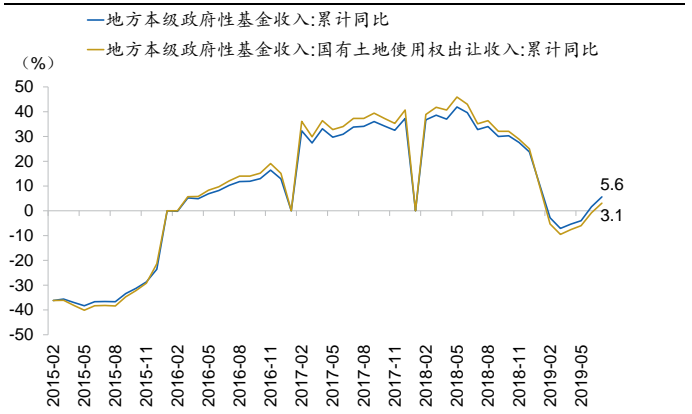


**圖 34：增值稅累計同比增速繼續下滑**



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 35：國有土地出讓收入增速由負轉正**



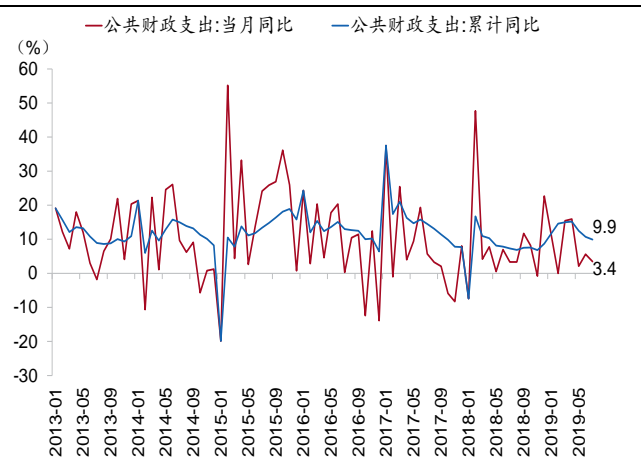
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

## (二) 財政支出：積極態勢有所減弱

受制於稅收收入大幅下降，一般公共預算支出增速有所放緩。上半年，全國一般公共預算支出同比增速為 9.9%，環比前六個月下降了 0.8 個百分點，雖然仍高於 2013 年以來的平均水平，但明顯已受到稅收收入增速下滑的制約。

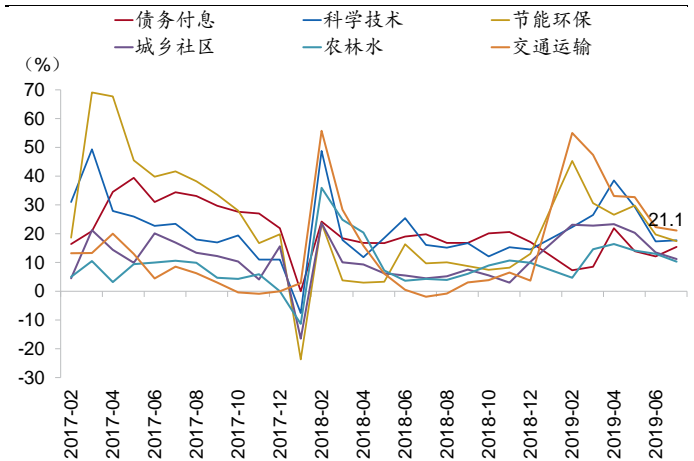
交通運輸等基建支出增速領跑各項一般公共預算支出。在一般公共預算各支出項目中，交通運輸、科學技術和節能環保支出的累計同比增速較高，分別達到 21.1%、17.7%和 17.4%，雖然均高於一般公共預算支出增速，但較年初均有明顯下降。此外，涉及基建領域的城鄉社區事務和農林水事務支出增速也分別達到 11.2%和 10.3%，也較前六個月有不同程度的下滑。

**圖 36：公共財政支出增速進一步放緩**



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 37：交通運輸支出繼續領跑各項財政支出增速**



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

總體來看，1-7 月財政收入受減稅降費政策與經濟基本面趨弱影響較大，財政支出前置特徵明顯，但受制於收入增速創十年來新低，支出力度從二季度也開始出現較為明顯的下降。隨著財政收支矛盾進一步凸顯，財政支出的積極程度或將受制約，尤其是對基建投資的支持。若經濟下行壓力繼續加大，不排除財政政策會繼續加碼，提高預算赤字率及地方政府專項債限額等或都將成為備選政策，以確保今年經濟增長目標的實現。

## 五、政策跟踪：

### LPR 價格形成機制改革，利率市場化下半場開啓

8月16日，國務院常務會議部署，“運用市場化改革辦法推動實際利率水平明顯降低和解決‘融資難’問題”。8月17日，人民銀行公布了貸款市場報價利率（LPR）形成機制改革具體方案，包括報價方式改為公開市場操作利率（主要指MLF利率）加點，增加5年期以上的品種，報價行擴容至18家，銀行貸款定價“新老劃斷”等。新的LPR報價方式將於8月20日起正式施行，並將執行情況納入MPA考核。

本次LPR形成機制改革代表著利率“兩軌并一軌”征途的正式開啓，宣告利率市場化改革進入了下半場。改革從來都不會一蹴而就，此次也只是探索性的第一步，仍有諸多問題有待解決。在此次改革中，商業銀行可能要承擔較多的成本，需要儘早布局應對。

#### （一）政策特徵：改革式的非對稱降息

利率市場化改革往往要借助於降息環境，而本次LPR形成機制改革則承擔著利率市場化以及為降息打基礎的雙重任務。目前一年期貸款基準利率為4.35%，LPR為4.31%，MLF利率為3.30%。8月20日“新LPR”的首次報價1年期品種下調10bp至4.25%，5年期以上品種下調5bp至4.85，相當於“降息”5-10bps。在全球降息潮開啓的大背景下，央行可能在後續月份小幅下調MLF利率，帶動LPR繼續下行（各家報價行的加點可能保持穩定）。

從政策的導向和效果來看，此次改革事實上是一次“改革式的非對稱降息”：降低實際利率水平是短期內更為重要的目標，利率市場化改革則是實現這一目標的手段，而此次調整僅涉及銀行的資產端，具備單邊特徵。LPR改革在理論上應當只是利率形成機制的切換，單邊的降息或者加息效應并非必然；而在政策利率切換成MLF利率後，需要經過銀行兩次加點，才能傳導至貸款利率。這事實上賦予了銀行更多的自主權，可能會對政策利率的傳導產生干擾。為保證政策目標的實現，央行需要和銀行進行充分的溝通，給予必要的指引，以確保“實際利率水平明顯降低”；同時還將銀行應用LPR的情況納入MPA考核，保證實際貸款利率不過分偏離LPR。因此，此次LPR改革在短期內更多體現了宏觀政策導向，而自主、市場化定價的因素仍有待在後續逐步體現。

#### （二）LPR定價體系評估：現實選擇與優化空間

本次LPR改革的方案主要是基於疏通貨幣政策傳導機制的目的，從利率市場化的角度來看未來仍有較大的優化空間。

首先，LPR的掛鉤利率可以進一步優化。LPR在形成機制上其實可以掛鉤不同的利率品種，包括最優客戶貸款利率、貨幣市場利率、政策利率以及採用平均負債成本加成等。上述方法在銀行自主性以及貨幣政策傳導效果方面各有優劣，各國往往根據自身的實際情況和偏好來選擇不同的LPR形成機制。我國選擇政策利率加點法，主要意圖是疏通貨幣政策傳導，推動利率并軌。

LPR 形成機制的後續優化有兩個可能的方向。一是掛鈎貨幣市場利率。MLF 存量規模只有 3.68 萬億元，影響力不足。從提升掛鈎利率代表性的角度，LPR 的掛鈎利率可以從 MLF 拓展到其它政策利率，再延伸到貨幣市場利率。二是選擇負債成本加成法。日本的 LPR 就是由各報價行根據平均資金成本加點來確定，核算的資金成本包括流動性存款、定期存款、可轉讓大額定期存單、同業拆借資金。負債成本加成類似於行業性的“FTP 曲線”，將大幅提高利率傳導的效率。在存款利率市場化也有所突破的前提下，負債成本加成法是更優選擇。

其次，LPR 應當去權威化，以實現結構性調整的政策目標。根據美國、日本等國家的經驗，LPR 並不具有官方權威性和強制性，其應用範圍並不包括商業銀行的全部貸款，而主要集中在中小企業貸款和零售客戶消費貸款的定價。貸款定價機制的差异化，恰恰是利率市場化的最本質體現。央行可以根據宏觀調控政策的需求，重點引導中小企業貸款、三農貸款參考 LPR 定價，以達成結構性降息的效果。這樣，LPR 就能突破傳統貨幣政策屬 總量政策的局限，發揮出結構性的政策效果。

最後，LPR 報價行和 MLF 的參與機構都有擴容必要。（1）本次 LPR 改革對報價行數量擴容 80%，增加了城商行、農商行、外資行、民營銀行的代表行各 2 家。銀行類型的代表性已非常完備，但忽略了信貸規模的代表性。同時對有效報價是采用算術平均得出 LPR，在沒有窗口指引的情況下，可能造成 LPR 失真。因此 LPR 有必要將大中型銀行都納入報價行序列，以提升 LPR 的規模代表性以及穩健性。（2）MLF 的參與機構範圍則只涵蓋大中型銀行（國有、股份制、大型城商），代表性也不足。所以 MLF 也需要大幅度擴容和增加規模，以提升市場影響力，成為市場利率的定價中樞。

### （三）商業銀行：影響及對策

首先，“非對稱降息”下，商業銀行的息差將承受下行壓力。其次，銀行的定價管理體系的調整面臨較大挑戰。MLF 利率對於銀行負債端成本影響很小，所以 MLF 利率對銀行資產和負債兩端的引導作用是不對稱的。上市銀行同業負債占比只有 12%，而存款占比高達 73%，也就是說高達七成的負債成本因素只能體現在銀行的自主加點當中。這對銀行的定價管理包括 FTP 管理提出了很大挑戰。第三，銀行的利率風險管理也面臨變革。利率風險當中的重定價風險和基差風險都將出現結構性變化，近期也可能面臨期權風險的衝擊。

銀行應對利率市場化的舉措通常是尋求業務多元化，或者提升風險偏好。我國銀行當前在同業、表外業務領域面臨較嚴格的監管要求，可選擇的創新空間集中在投商行一體化、交易銀行、財富管理等領域，謀求非息收入的突破。提升風險偏好將對商業銀行的風險管理提出更高的要求，美國、日本都有著大量失敗的教訓。前車之鑒，值得警惕。

## 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並無直接或間接關係。

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。

### 招銀國際證券投資評級

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

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45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，並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，並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並不時自行及/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士。