

財政主導

宏觀政策的輪回

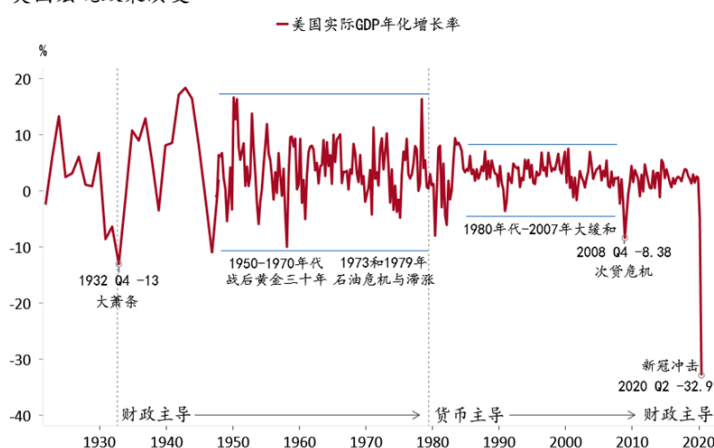
宏觀政策演變的歷史視角

- 上世紀初以來，歷次嚴重的經濟衰退/蕭條均對宏觀政策產生了深遠影響（圖1），此次危機也不例外。
- 1930年代“大蕭條”（the Great Depression）催生了凱恩斯主義（Keynesianism）。伴隨著羅斯福“新政”的實施，凱恩斯主義成為西方國家信奉的經濟學教條，財政政策佔據主導地位（Fiscal Dominance）；直至1970年代石油危機，英美發生“滯漲”（stagflation），以弗里德曼為代表的貨幣主義思潮（Monetarism）興起，宏觀政策由此進入“貨幣主導”（Monetary Dominance）階段。
- 1980年代至2007年，在沃克爾和格林斯潘所確立的以短期利率操作為主的貨幣政策框架下，美國迎來了二戰後最長的經濟擴張期，產出和通脹波動性大幅下降，史稱“大緩和”（the Great Moderation）。其後2008年次貸危機爆發，美歐經濟步入“大衰退”（the Great Recession），美聯儲引領全球央行大幅擴表，開啟量化寬鬆（Quantitative Easing, QE），貨幣政策走向極致。
- 今年“新冠衰退”（Coronavirus Recession）席捲全球，各國紛紛推出巨量的財政急救包，意欲挽狂瀾於不倒。這一現象，揭示強調財政政策的凱恩斯主義再度興起。如此輪回，乃由於利率已至“零下限”，主要經濟體常規貨幣政策空間極其有限，貨幣政策走入死胡同。歐美央行不斷擴張的資產負債表，事實上模糊了貨幣政策和財政政策的邊界，損傷了央行的獨立性，使得貨幣政策退居從屬地位。與此同時，低通脹和低利率環境則打開了財政擴張的空間，全球宏觀政策重新轉向“財政主導”。

丁安華，首席經濟學家
 (852) 3761 8901
 dinganhua@cmbi.com.hk

圖 1：宏觀政策或進入財政主導階段

美國宏觀政策演變



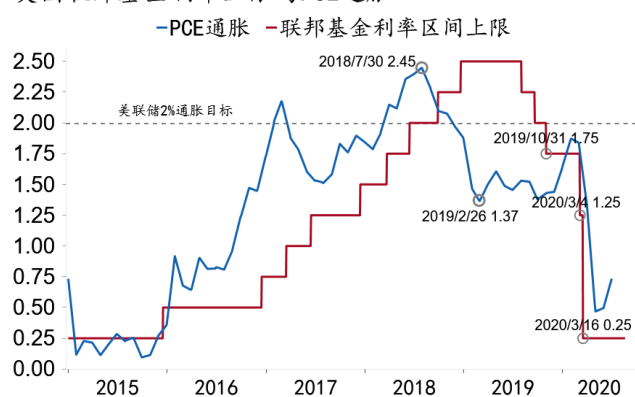
資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

一、貨幣政策：從主導到從屬

當前主要央行的利率政策事實上已無空間。以美聯儲為例，次貸危機爆發後，美聯儲三次降息合計 175bp，將聯邦基金目標利率調低至 0-0.25% 並維持至 2015 年末。此後美聯儲開始緩慢加息（3 年內加息 9 次至 2.5%），試圖將利率推離“零下限”以增加貨幣政策空間，但不得不因通脹下行而終止（圖 2）。2019 年下半年，美國通脹持續低於 2%，美聯儲降息三次，合計 75bp。今年 3 月美國疫情爆發後，美聯儲兩週內降息兩次，合計 150bp，聯邦基金利率重回“零下限”。相應地，美國收益率曲線亦下行至歷史低位（圖 3）。

圖 2：2018H2 美國通脹持續下滑終結美聯儲加息

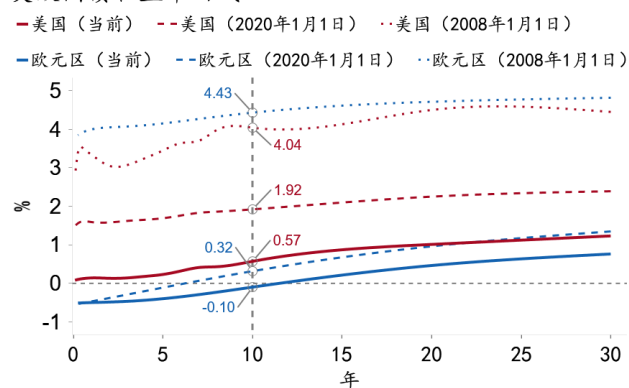
美國聯邦基金利率上限與 PCE 通脹



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 3：美歐收益率曲線處於歷史低位

美歐國債收益率曲線

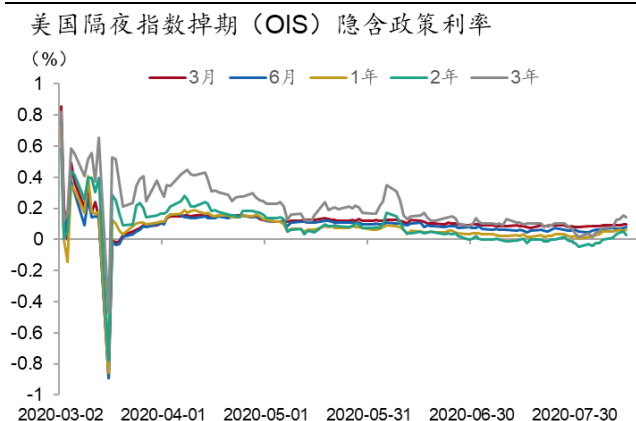


資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

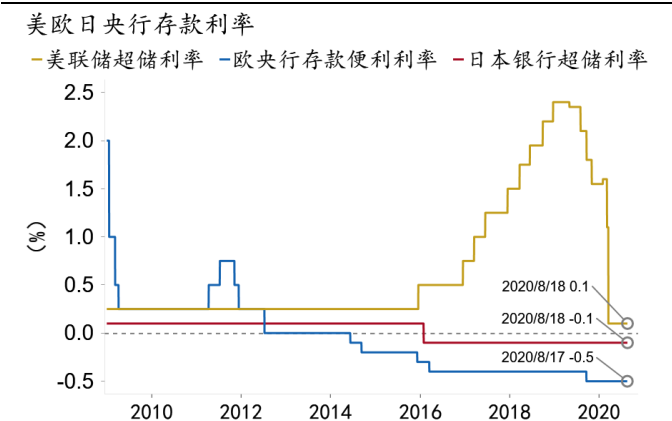
當利率面臨“零下限”，負利率政策便自然進入了決策者的視野。但不論從官方表態還是市場價格觀察，全球主要央行進一步下調政策利率的概率極低（圖 4）。這首先是因為負利率政策對於人類社會而言很大程度上是一個未知領域，可能導致風險資產泡沫、資源配置扭曲等一系列問題。

更重要的是，負利率政策很可能是一種緊縮性而非擴張性政策：負利率可能使得存款流出銀行體系，減少商業銀行可貸資金並引發擠兌風險；而其所傳遞的悲觀信號，將進一步打擊企業和居民的信心，不利於消費和投資的修復。從歐日央行近年實施淺度負利率政策的經驗看¹（圖 5），由於商業銀行難以將負利率的成本完全轉嫁給客戶，負利率相當於對銀行體系徵稅，並未達到預期的信用擴張效果，反而導致銀行在發放貸款時更為審慎。

¹ 歐央行於 2014 年 6 月將三項政策利率之一的存款便利（deposit facility）利率調整為-0.10%，而後 4 次下調至目前的-0.50%。涉及商業銀行向央行借款的兩項利率，主要再融資操作（main refinancing operations）和邊際借貸便利（marginal lending facility）目前仍未進入負區間。日本央行於 2016 年 1 月將日本銀行超額準備金利率調整為-0.10%並維持至今。

圖 4：金融市場價格隱含負利率可能性極低

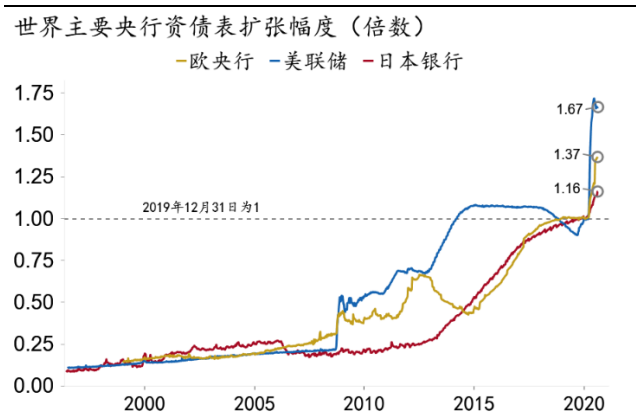
資料來源：Bloomberg、招商銀行研究院

圖 5：歐日央行近年來實施淺度負利率

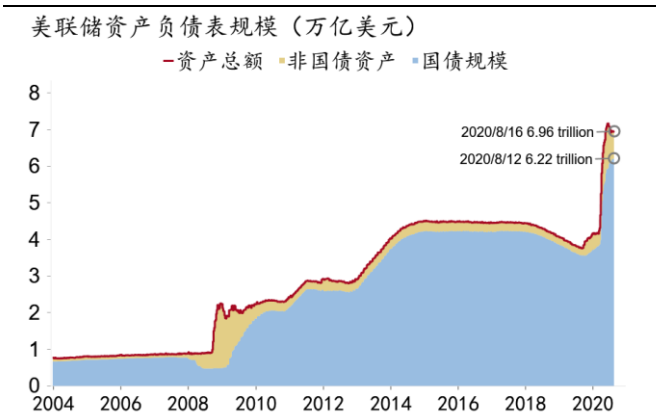
資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

考慮到負利率的風險，當利率面臨“零下限”時，主要央行普遍採取擴張資產負債表的“非常規” (unconventional) 貨幣政策操作 (圖 6)。次貸危機後，美聯儲資產規模在六年內增加 4 倍，達到 4.5 萬億美元；新冠疫情爆發以來，美聯儲資產規模在 4 個月內膨脹 3 萬億美元。

大規模擴表模糊了貨幣政策與財政政策的邊界。一方面，國債是央行擴表的主要標的 (圖 7)，這意味著央行為財政授信，並通過壓低收益率曲線降低財政的融資成本。另一方面，美聯儲在財政部支持下所設立的表外信貸工具²，為財政參與信貸資源配置提供了通道，也使得政治干預貨幣政策成為可能。簡言之，天量資產負債表規模，代表央行獨立性的喪失：央行資產規模越大，就越容易受到財政/政治因素的影響。大規模的國債發行，使得央行的利率政策受制於財政政策，合謀將利率維持在低位。可見，財政政策的影響力和主導地位相應提升。

圖 6：疫情衝擊下主要央行大幅擴表

資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 7：國債是美聯儲擴表增持的主要資產

資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

² 今年 3 月美國出臺的“關懷法案”中，美聯儲在財政部的支持下依據《聯邦儲備法案》第十三條第 3 款授權設立表外信貸工具，直接向個人和企業提供貸款。以十倍杠桿計，財政部提供給美聯儲的 4,540 億美元可撬動 4.5 萬億美元的信貸額度。

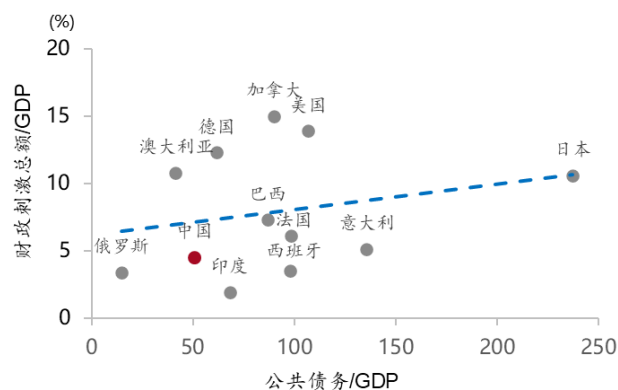
二、財政政策：重回舞臺中央

新冠疫情衝擊下，全球主要經濟體紛紛出臺天量財政刺激計畫，使得政府杠杆率大幅跳升。美國已出臺的三輪財政“刺激包”總額達3萬億，占GDP比重達13.9%。由於疫情仍在本土快速蔓延，美國大概率將出臺第四輪萬億級財政刺激計畫，目前兩黨正就此展開激烈磋商。據IMF估算，新冠疫情衝擊後，今明兩年發達經濟體的政府杠杆率將跳升16.7個百分點至122%；美國的政府杠杆率將上升22.9個百分點至131.9%。疫情威脅下，各國政府普遍擱置了財政紀律。從主要經濟體的面板資料觀察，財政刺激甚至與政府杠杆率正相關，即杠杆率越高的國家推出的財政急救包越大（圖8）。

儘管主要經濟體債務規模和政府杠杆率均創下歷史新高（圖9），但以IMF首席經濟學家Olivier Blanchard為首的諸多頂級宏觀經濟學家認為，低利率和低通脹環境下，全球財政政策空間上升，相較貨幣政策也更為有效³。這事實上與當前各國所採取的激進財政政策立場一致。

圖8：各國財政刺激力度與政府杠杆率正相關

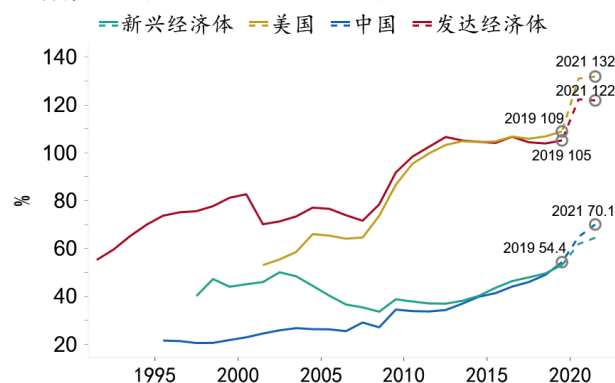
債務水平與財政刺激力度



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖9：全球主要經濟體政府杠杆率大幅攀升

總債務/GDP (IMF Fiscal Monitor)



資料來源：IMF、招商銀行研究院

日本的債務擴張經驗無疑為各國實施財政刺激提供了支持。上世紀90年代泡沫破滅後，日本公共債務持續增長，2019年債務總額已達GDP的237%。IMF預測，受疫情影響，今年日本的政府杠杆率將跳升至252%（圖10）。即便如此，目前日本經濟仍被廣泛信賴，日元還具有一定的避險地位，並無爆發債務危機的跡象。日本一再刷新了全球對政府杠杆率上限的經驗認知，為其它主要經濟體提供了財政政策空間的有力參考。

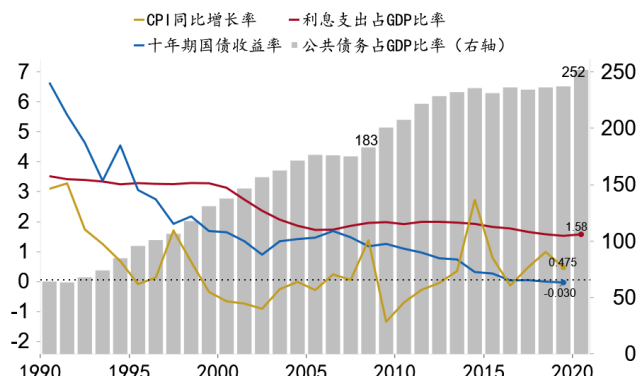
不難發現，低利率和低通脹環境是日本高債務水準的主要支撐因素。首先，日本國債收益率持續下行，降低了日本政府的負債成本。日本政府的利息支出占GDP的比重從2009年的1.99%降至2019年的1.53%。其次，次貸危機後日本的通脹並未系統性走高，除2014年外持續位於1%下方，這也使得日本央行一直將

³ Blanchard, Olivier (2019), "Public Debt and Low Interest Rates", American Economic Review, 109 (4): 1197-1229. DOI: 10.1257/aer.109.4.1197.

利率維持在零附近。更重要的是，次貸危機後至新冠疫情爆發前，日本國債收益率持續低於其 GDP 名義增速，成為日本高額公共債務可持續的重要條件（圖 11）。

圖 10：日本公共債務付息率持續處於低位

日本公共債務規模和債務成本（%）

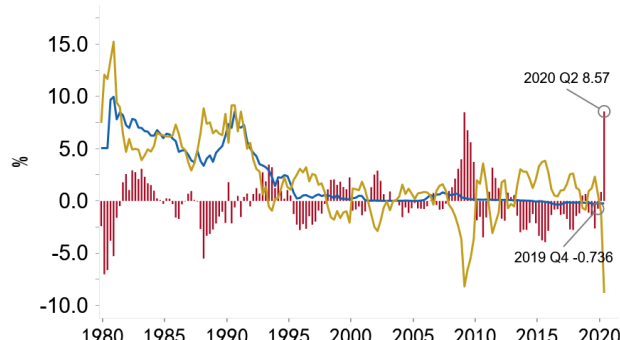


資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 11：疫前日本國債收益率持續低於名義 GDP 增速

日本1Y國債收益率與GDP季度同比增速差

— 名義GDP增速 (g) — 日本1Y (i) ■ i-g (pct)



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

三、財政可持續的必要條件： $i - g < 0$

空前的債務擴張使得財政的可持續性（Fiscal Sustainability）存疑。從長期看，除赤字率外，財政可持續性與兩個因素相關。一是利率：利率水準越高，政府需償付的公共債務利息便越高，不利於公共債務的可持續性；二是名義經濟增長率：名義 GDP 增速上升將通過分母效應降低政府杠杆率（公共債務/GDP），從而改善財政可持續性。

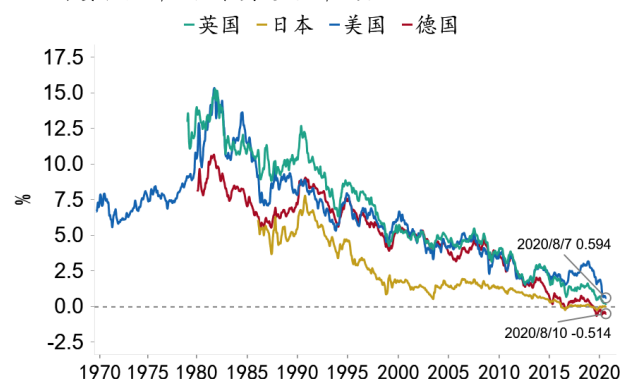
當前全球低利率環境無疑有利於增進財政可持續性：由於政府舉債的成本下降，財政擴張的空間上升。上世紀 80 年代以來，全球利率水準趨勢性走低（圖 12），目前主要經濟體利率均處於歷史低位元，部分國家甚至為負。

相較名義利率和名義增長率的絕對水準，兩者的差額即“利率-增長率差”（interest rate-growth differential）對財政可持續性而言更為重要。若一國公共債務的加權平均利率（i）低於經濟的名義增長率（g），或 $i - g < 0$ ，政府杠杆率便會隨時間推移而下降；反之，若 $i - g$ 持續為正，那麼公共債務將趨於發散/爆炸。

研究發現，“利率-增長率差”與諸多因素相關。首先是人口結構的變遷：老齡化疊加低生育將使得勞動人口趨勢性收縮，撫養比上升，從而同時壓低均衡經濟增長率和利率水準，但“利率-增長率差”的變動方向並不確定。其次是美聯儲前主席伯南克所提出的“全球儲蓄過剩”（global savings glut，圖 13）：包括中國在內的新興市場國際以及沙烏地阿拉伯等產油國意願儲蓄大於意願投資，壓低了全球利率水準，“利率-增長率差”因此下降。再次，主權債務風險（sovereign risk）與“利率-增長率差”正相關。此外，週期性因素和經濟政策也與“利率-增長率差”相關：當經濟陷於衰退時，名義經濟增長率的跌幅可能超過利率，“利率-增長率差”將因此上升。此次“新冠衰退”中，主要國家的“利率-增長率差”也大幅跳升，由負轉正。

圖 12：上世紀 80 年代後全球利率趨勢性走低

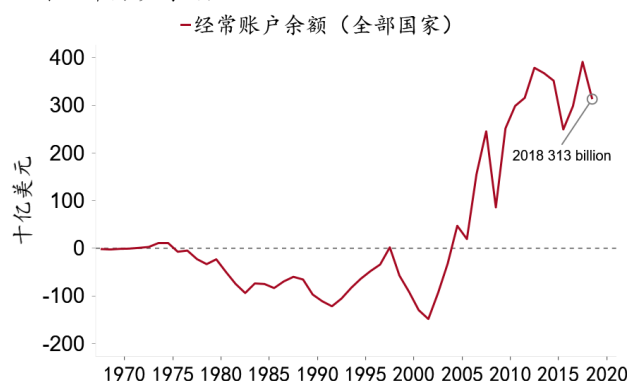
10Y 國債收益率（1 個月移動平均）



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 13：全球“儲蓄”（經常帳戶盈餘）趨勢性上升

全球經常帳戶餘額

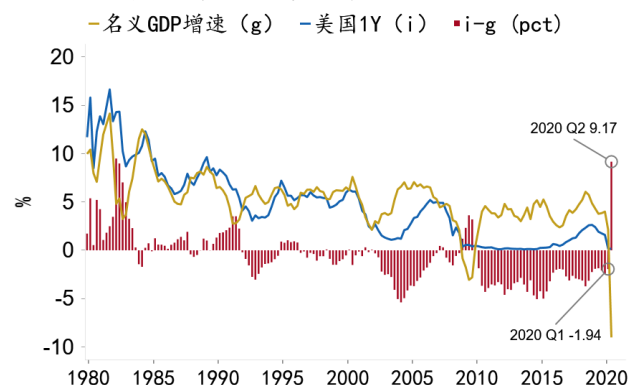


資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

從資料上看，2010 年後至新冠疫情爆發前，絕大部分主要經濟體的名義利率均低於增長率（ $i - g < 0$ ，圖 14、15）。例如，2020 年一季度，美國 1Y 國債收益率低於名義 GDP 增速 2 個百分點。目前美國國會預算辦公室（CBO）和歐盟委員會均估計，儘管受新冠疫情衝擊，2020 年美國和絕大部分歐元區國家名義利率-增長率之差將由負轉正；但 2021 年主要國家名義 GDP 增速由於低基數原因將出現“報復性”反彈，“利率-增長率差”將重回負區間。

圖 14：疫前美國“利率-增長率”差持續為負

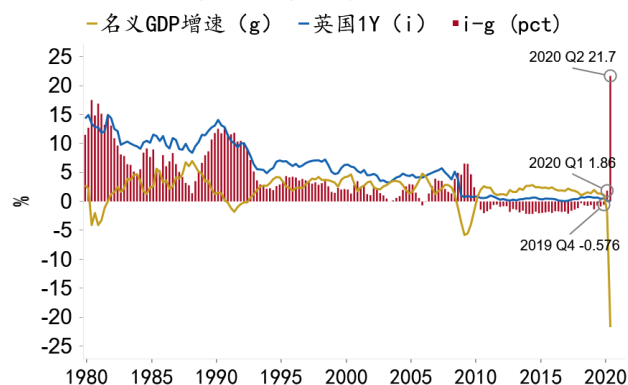
美國 1Y 國債收益率與 GDP 季度同比增速差



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 15：疫前英國“利率-增長率”差持續為負

英國 1Y 國債收益率與 GDP 季度同比增速差



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

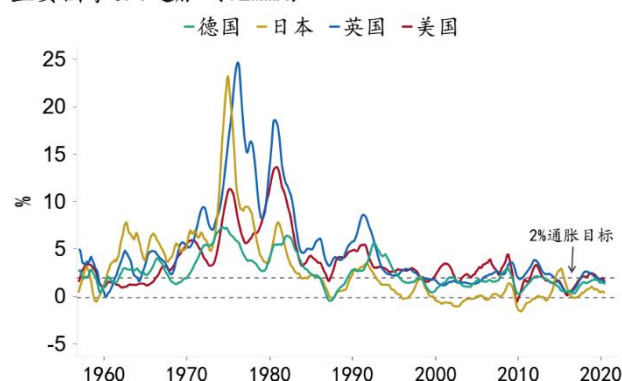
值得一提的是，由於財政可持續性討論的是長期問題，短期內“利率-增長率差”轉正並不會對財政政策形成約束，反而提供了加大財政刺激力度的理由，通過逆週期政策提振經濟增長率，龐大的債務規模才可能持續。

四、低通脹：低利率的前提

上世紀 80 年代以來，全球主要經濟體通脹趨勢性走低（圖 16）。次貸危機的爆發更是將通脹及通脹預期壓至歷史低位。以美國為例，在 2012 年 5 月至 2020 年 6 月的 141 個月中，美國 PCE 通脹僅有 10 個月超過了美聯儲 2% 的通脹目標，最高值為 2.45%。目前根據市場價格計算的未來 5 年/10 年美國盈虧平衡通脹率（breakeven inflation）僅為 1.5%/1.6%（圖 17）。美國國會預算辦公室（CBO）也預測，至 2030 年末美國通脹都難以回到 2% 上方。低通脹預期，決定低利率水準（i），低利率刺激經濟增長（g），有利於達成 $i - g < 0$ 的條件。

圖 16：上世紀 80 年代後全球通脹趨勢性走低

主要國家CPI通脹（12MMA）



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 17：美國金融市場長期通脹預期低迷

美國盈虧平衡通脹率（周移動平均）

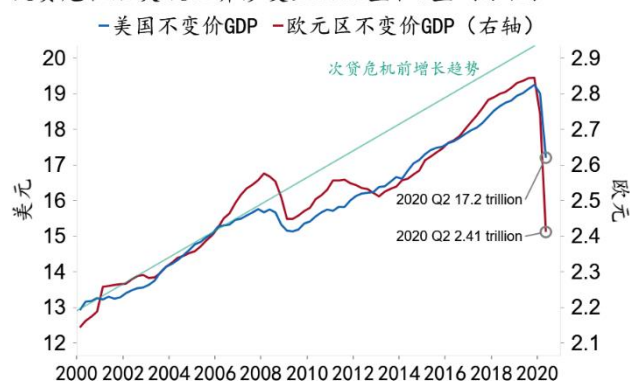


資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

次貸危機後需求疲弱而漫長的修復，被認為是全球通脹低迷的主要原因。事實上，次貸危機後的十餘年間，不論美國還是歐元區的經濟均未能修復至危機前的潛在增長水準（圖 18）。新冠衝擊可能再度壓低全球經濟的潛在增長水準：疫情及其防控“常態化”所帶來的社交隔離和不確定性無疑將加大就業市場摩擦，同時抑制居民消費和企業投資意願，這無疑不利於全球經濟“再通脹”。

圖 18：次貸危機後美歐 GDP 並未修復至趨勢水準

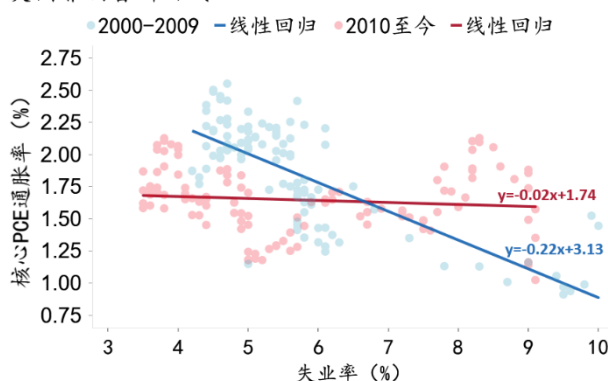
次貸危机后美欧经济修复呈Nike型和W型（万亿）



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 19：美國菲力浦斯曲線顯著平坦化

美國菲力浦斯曲線



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

值得關注的是，從美國的經驗看，菲利浦斯曲線（the Phillips Curve）正日趨平坦化（圖 19）。次貸危機後至新冠衝擊前，在寬鬆貨幣政策的支持下，美國失業率從 2009 年 10 月 10.0% 的高位逐步下行至今年 2 月的 3.5%，但通脹中樞卻持續維持在低位，失業率和通脹率之間的負相關關係顯著弱化，甚至趨近於零：2000-2009 年，美國核心 PCE 通脹與失業率的相關係數為 -0.22；而 2010 年至今，兩者的相關係數僅為 -0.02。這指向即便疫後就業市場迅速修復，通脹仍可能在低位徘徊。

當前全球央行就業最大化和價格穩定的“雙重使命”（dual mandate）之下，疲弱的通脹將使得央行保持貨幣政策寬鬆立場，利率水準將維持在低位，為財政擴張打開了空間。目前美聯儲正考慮採取“平均通脹目標制”（average inflation targeting）⁴：在此框架下，美聯儲將把過往的通脹水準納入考量，而非僅僅考慮當前的通脹水準及預期。這意味著未來美聯儲將在一定時間內允許通脹運行在 2% 上方，以“補償”過往持續低迷的通脹。這或許正是“財政主導”的表現：由於美聯儲加息需要更為嚴格的條件，低利率有望延續更長時間。

五、財政盛宴的風險：“末日迴圈”

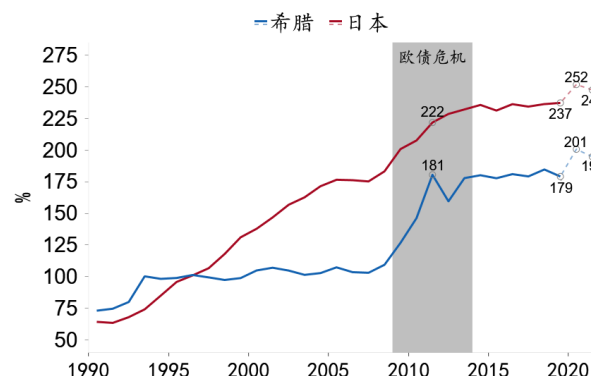
財政政策再度崛起，成為此次“新冠衰退”中宏觀政策的主要特徵。疫情衝擊下，主要經濟體所採取的天量財政刺激，很大程度上是不得已而為之：一方面，貨幣政策空間受限；另一方面，財政政策可直接紓困企業和居民，相較貨幣刺激更為直接有效。但“開弓沒有回頭箭”，只要疫情不減，這場“財政盛宴”就不得不繼續，否則企業和居民資產負債表可能大幅受損，引發系統性風險。前瞻地看，即便疫情受控，各國疫後重建工作也將倚重財政政策工具。

儘管存在低利率和低通脹的支撐，但在史無前例的赤字規模之下，財政政策的繼續擴張隱含著巨大的尾部風險。日本當前超過 250% 的政府杠杆率水準並非各國可直接借鑒的經驗上限，歐債危機時期希臘的政府杠杆率水準就遠低於這一水準，2011 年峰值為 181%（圖 20）。

⁴ “物價穩定”是美國國會通過《聯邦儲備法案》為美聯儲設立的雙重目標之一。上世紀 90 年代中美聯儲內部設定了 2% 的通脹目標，但在格林斯潘的堅持下未予公開。次貸危機後，伯南克治下的美聯儲於 2012 年明確了與 PCE 通脹率掛鉤的 2% 通脹目標。有鑒於次貸危機後疲弱的通脹，2016 年耶倫強調通脹目標是“對稱的”（symmetric），意味著通脹短期突破 2% 將不會對美聯儲貨幣政策造成影響。目前美聯儲考慮將“對稱通脹目標”進一步強化為“平均通脹目標”。

圖 20：希臘債務危機時政府杠杆率遠低於日本

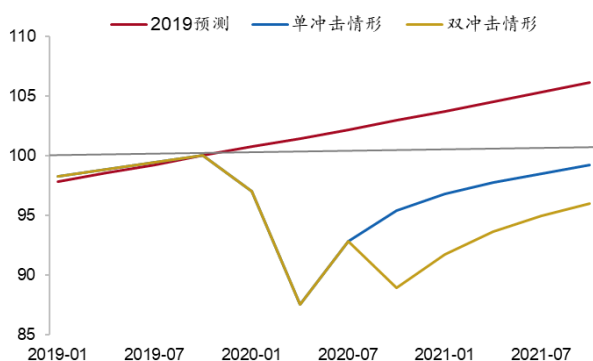
公共債務占GDP比例



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 21：疫情二次衝擊將使得全球經濟“二次探底”

OECD全球經濟增長預測



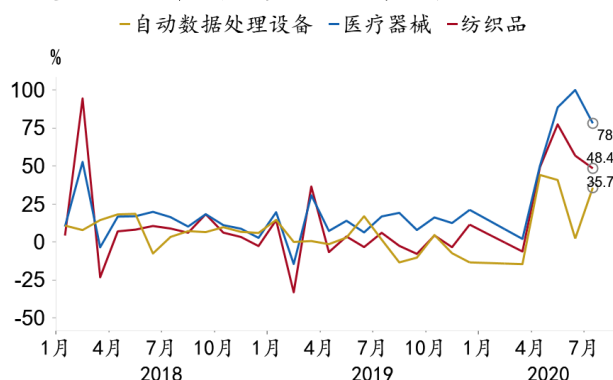
資料來源：OECD、招商銀行研究院

風險首先來自於債務可持續條件的逆轉，即“利率-增長率差”持續為正 ($i-g > 0$)。儘管在基準情形下，全球經濟將於 2021 年實現 V 型反彈，但若疫苗研發進展或效果不及預期，疫情再次衝擊已然疲弱的經濟（圖 21）。名義經濟增速持續低於名義利率，高債務經濟體將面臨嚴重的主權風險。在此情形下，央行或被迫實施負利率政策。

其次，通脹也有可能超預期上升。相對於需求拉動，通脹上升的風險，更可能來源於供給衝擊，新冠疫情疊加貿易摩擦對全球生產和供應鏈形成了嚴重擾動，成本推動型通脹的可能性顯著抬升。更為重要的是，通脹仍有可能在政策刺激下走高，從歷史經驗看，戰爭時期的財政赤字衝擊大多推升了通脹（圖 23）。雖然目前金融市場預期通脹將維持疲弱，但市場判斷失誤並不鮮見。若通脹超預期上升且持續超過通脹目標，央行進行加息響應，將推高“利率-增長率差”，加大債務/貨幣危機的風險。

圖 22：我國防疫和“宅經濟”商品出口增長強勁

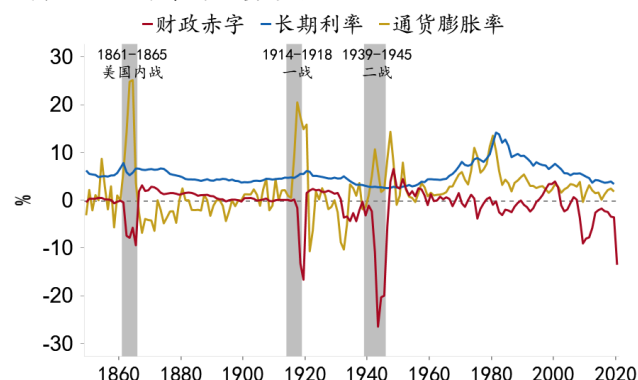
防疫和“宅经济”相关产品出口同比增速



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 23：戰爭赤字與通脹水準

战争、财政赤字与通货膨胀



資料來源：MeasuringWorth、Macrobond、招商銀行研究院

再次，即便央行不提升政策利率，主權風險的上升也可能使得經濟體陷入“末日迴圈” (doom loop)。政府為公共債務所支付的利息/名義利率，包含無風險利率

(risk-free rate) 和主權風險溢價 (sovereign risk premium) 兩部分。即便無風險利率不變，風險溢價的上升也可能使得債務增長路徑趨於發散（圖 24）。疫情衝擊下，義大利、巴西等國家的主權風險溢價已經大幅上升（圖 25）。

圖 24：風險溢價上升可能導致債務發散

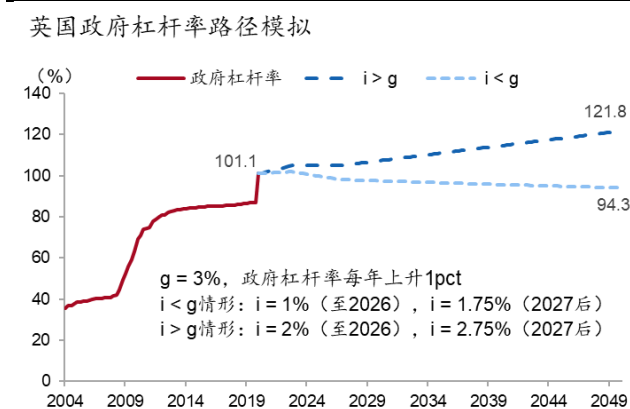
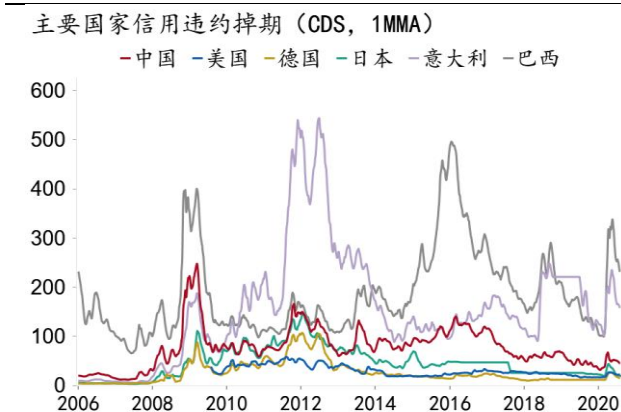


圖 25：疫情衝擊下部分國家風險溢價大幅上升



歷史經驗表明，當公共債務規模/政府杠杆率超過某個閾值時，由於主權風險上升，公共債務的名義利率與債務規模/政府杠杆率顯著正相關⁵。這很可能使得政府舉債越來越“貴”（政府債務的邊際成本將大於平均成本），財務負擔大幅上升，陷入“越借越貴、越貴越借”的負反饋之中，即“末日迴圈”，進而引發債務或貨幣危機。

結語：“禍福相依”的道理

在可預見的將來，“財政主導”註定成為宏觀政策的核心。由於利率空間受限，各國將更多倚重財政政策進行“抗疫”及經濟重啟。天量債務的持續擴張，將使得央行資產負債表繼續膨脹，其獨立性也將因此受損。除就業和通脹目標之外，央行將不得不考慮財政可持續性，將利率維持在低位；而央行在財政支持下所設立的表外信貸工具，也為財政干預貨幣政策提供了可能，隱含扭曲資源配置的風險。

低利率和低通脹環境為財政擴張營造了適宜的環境。一方面，低利率降低了政府的舉債成本，特別是名義利率低於名義經濟增長率增進了債務可持續性：政府杠杆率（公共債務/GDP）將由於分母的更快上升而下降。另一方面，低通脹將使得貨幣政策保持寬鬆立場，成為低利率環境持續的前提。

毋庸置疑，天量債務規模和仍在擴張的財政政策，使得全球經濟面臨更大的尾部風險。財政可持續條件仍有可能逆轉：名義經濟增長率可能持續低迷，通脹也可能超预期走高，推升利率水準。或許更有可能發生的是，債務規模進一步膨脹導致風險溢價大幅上升，使得部分經濟體陷入“越借越貴、越貴越借”的“末日迴圈”。

⁵ IMF 對希臘債務危機的研究發現，政府杠杆率每上升 1 個百分點，將使得主權風險溢價上升 4bp。IMF 最新研究還發現，債務規模越高，“利率-增長率差”通常越高，這一差值由負轉正的機率也越大（不利於債務可持續性）。

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	：股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價于未來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（“招銀國際證券”）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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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。招銀國際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。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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資訊，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。