

## 關於當前經濟形勢和資本市場的若干判斷

- 當前全球經濟運行的格局仍受到疫情演變的制約。不過相比年初，美歐對病毒的恐懼心理已經消退。預計美國全年 GDP 增速將達 6%，而我國經濟活動處於穩中承壓的下行軌道，預計全年 GDP 增速在 8.2% 左右。
- 中美貨幣政策處於不同的軌道中。美聯儲即將開始縮減購債，而我國貨幣政策向中性回歸已經到位。美聯儲政策回歸所面臨的一大風險是如果通脹失去控制，美聯儲將加快轉向，威脅美國財政可持續性。中美貨幣政策的分化，對於兩國之間的息差和跨境資本流動必然產生影響，值得高度關注。
- 未來我國經濟下行壓力將有所加大。在海外貿易保護主義抬頭和我國貿易條件惡化的情況下，我國出口訂單或持續減少，企業利潤承壓。若明年一季度我國外需受到衝擊，基建將發揮跨週期調節的作用。
- 房地產市場本輪“新週期”拐點已現，週期性特徵將進一步弱化，商品房銷售將持續放緩。未來，高收入階層對房地產加杠桿的能力和投資的意願都將下降，高線城市的土地供應將向非核心區轉移，低線城市將推出核心地段以保障財政收入。本輪調控後生存下來的民營房企在開發規模、資產負債規模上都將顯著收縮。
- 大宗商品價格高企和“雙碳”供給約束成為今明兩年影響工業企業生產經營的重要因素，也將持續造成國企和私企之間的量價分化。
- 我國資本市場目前比較脆弱，今年的波動性可能加大，明年的行情將受到中美貨幣政策取向分化的影響，面臨外資流入放緩的風險。

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

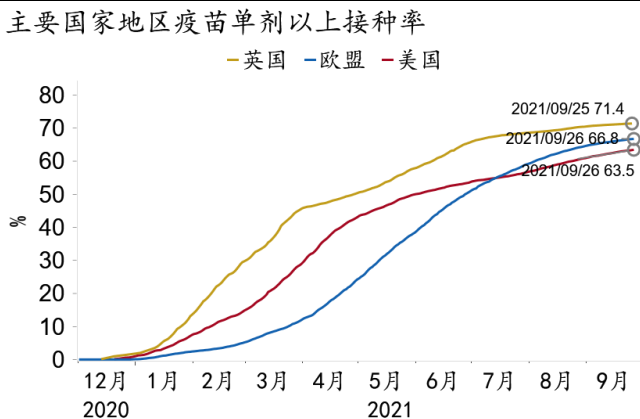
進入四季度，是時候回顧今年的經濟形勢，並對明年進行展望。綜合考慮內外部環境、市場演變和經濟治理框架，本文對當前市場高度關注的幾個問題進行研判。

## 一、經濟增長：Delta 變種擾動“疫苗復蘇”

當前全球經濟運行的格局仍受到疫情演變的制約。在 Delta 變種衝擊下，三季度全球確診病例曲線又形成了一個新的高峰，各國經濟復蘇進程受到明顯擾動。雖然高峰似乎已經開始回落，但主流機構對下半年海外經濟的樂觀預期落空，近期紛紛下調全球經濟增長預測，上調全球通脹預測。

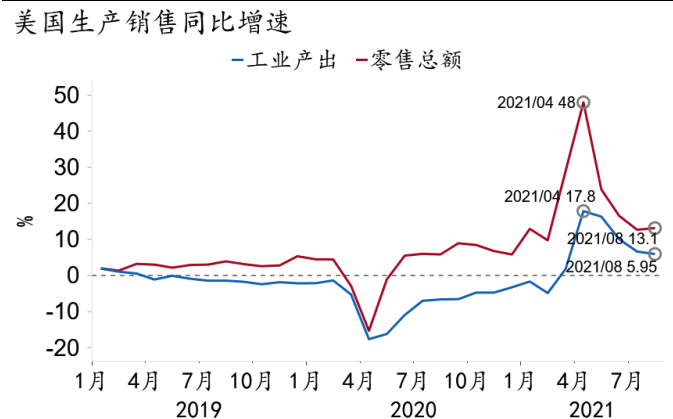
目前看來，由於疫苗猶豫和突破性感染的存在，各國難以通過疫苗接種實現群體免疫。另一方面，疫苗對 Delta 變種依然有效，在降低住院率和死亡率方面效果明顯。目前美國接種率已超 60% 且仍處在爬坡階段（圖 1），再加上至少 10% 的人群感染恢復後獲得了免疫屏障，總體上對病毒已有相當抵抗力。更重要的是，相比年初，美歐民眾對病毒的恐懼心理已經消退。近期美國每日新增確診仍有十幾萬例，但這個數字對公眾信心的影響大幅減弱，政府也未採取嚴格的經濟封鎖，美國仍計畫於今年十一月開放邊界。因此，在研判海外經濟修復進程時，不僅要看疫情的數字，更要看經濟活動和防疫措施的變化。

圖 1：主要經濟體疫苗接種率緩慢爬坡



資料來源：Macrobond，招商銀行研究院

圖 2：三季度美國供需缺口緩慢收斂



資料來源：Macrobond，招商銀行研究院

美國經濟恢復的形態與其防疫措施和宏觀政策相關，表現為消費恢復快於生產，供需存在顯著缺口（圖 2），導致需求外溢。一方面，美國消費表現強勁，這是由於美國採取的刺激政策主要針對居民、特別是低收入家庭，受補貼群體邊際消費傾向很高。另一方面，美國企業在很長一段時間不得不居家辦公，生產經營活動受到拖累。中國的情況與美國剛好相反，生產的恢復持續好於消費。這是由於我國刺激政策主要針對企業，例如減費讓利、再貸款，同時我國的疫情防控比較有效，很快便復工復產。

前瞻地看，隨著疫苗起效和信心恢復，預計美國全年 GDP 增速將達 6%，而我國經濟穩中承壓，預計全年 GDP 增速在 8.2% 左右。分季度來看，二季度美國 GDP 同比增速已高

於中國，三季度仍有可能高於中國，四季度高於中國的可能性更高，其中當然有基數的原因。對於明年而言，預計美國 GDP 增速在 3-4% 之間，我國 GDP 增速在 5.5% 附近。

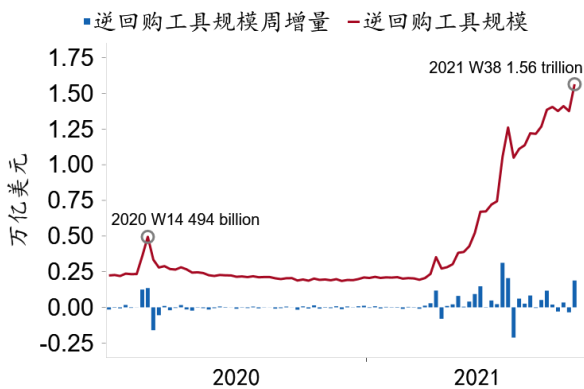
## 二、貨幣政策：中美分化

當前中美貨幣政策處於不同的軌道中。美國貨幣政策回歸常態，處於收緊過程中；我國去年年中以來貨幣政策率先回歸，目前處於收緊基本告一段落、甚至略有放鬆的過程中。在政策操作上，美聯儲的工作方式是提前對市場進行預期管理；我國貨幣政策更多採取相機抉擇，貨幣政策工具多元、空間更大。中美貨幣政策分化，對兩國之間的息差和跨境資本流動必然產生影響，值得高度關注。

美聯儲貨幣政策轉向採用“三部曲”，目前實際上已開始收緊。第一步是“技術性”加息，回收市場的短端流動性，已於今年 6 月開始（圖 3）。第二步是 Taper，大概率於 11 月明確縮減購債計畫，年末啟動並在明年中結束量化寬鬆。第三步是加息，預計美聯儲將採取“慢啟動、快提速”的方式以達成“廣泛而包容”的就業修復。當前點陣圖隱含美聯儲 2022 年加息 1 次，2023 年加息 3 次。美聯儲政策回歸所面臨的一大風險在於通脹，如果通脹失去控制，美聯儲的轉向將不得不加快速度、加大力度，威脅美國財政可持續性。美國 PCE 通脹 12 個月移動平均已突破 2%，美聯儲最近也進一步上調通脹預期 0.8pct 至 4.2%。經濟學界對高通脹會否持續充滿分歧，這也是接下來需要關注的重點。

圖 3：美聯儲加大逆回購力度回收短端流動性

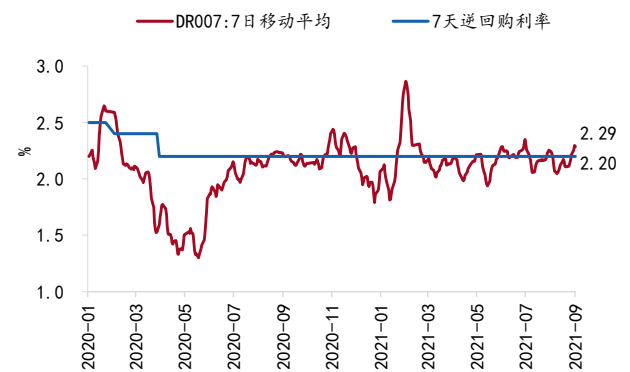
美聯儲逆回購工具使用情況



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 4：我國市場利率圍繞政策利率中樞窄幅波動

DR007 與 7 天逆回購利率



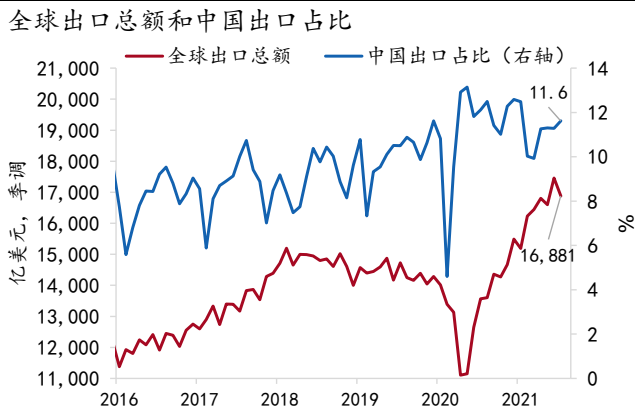
資料來源：Wind、招商銀行研究院

當前我國貨幣政策在總量上處於穩中偏友善的環境（圖 4）。今年 7 月 15 日全面降准標誌著我國這一輪貨幣政策回歸已經結束。雖然 LPR 沒有下調，但市場實際貸款利率在下行，實體經濟融資成本邊際下降。另一方面，從商業銀行的角度看，存在實體經濟信貸需求不足的情況。這種表現背後有很多原因。有觀點認為這是“寬貨幣、緊信用”，這在邏輯上並不成立，因為寬鬆的貨幣政策需要通過信用環節傳導到實體經濟。從企業部門看，企業信貸需求疲弱與中下游製造業企業利潤持續承壓有關。從居民部門看，今年以來融資需求受到消費復蘇緩慢疊加房地產政策收緊的制約。此外，金融監管政策結構性趨嚴也有所影響。

### 三、出口：高景氣下的隱憂

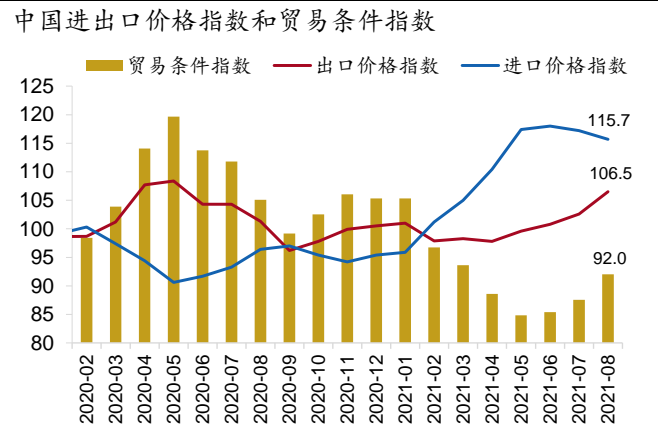
去年下半年以來，出口一直是我國經濟修復的最主要驅動力量，表現好於投資和消費。出口維持高景氣的主要原因在於海外需求外溢，以及中國在全球出口中所佔份額的抬升（圖 5）。當前市場爭議的焦點在於出口景氣是否可持續，表現在領先指標與出口資料背離。

圖 5：中國佔全球出口份額顯著高於歷史均值



資料來源：Macrobond，招商銀行研究院

圖 6：中國貿易條件惡化



資料來源：Wind，招商銀行研究院

注：進出口價格指數取上年同月=100；貿易條件指數為出口價格指數/進口價格指數\*100

從領先指標 PMI 新出口訂單指數來看，二季度以來大中小企業該項指數均持續處於枯榮線以下，反映出企業的出口訂單環比減少。但是 8 月我國出口仍然強勁，金額創單月歷史新高，主要受到兩重原因支撐。一是 6、7 月份中國部分港口城市疫情零星爆發，港口貨物積壓，8 月出口貨量集中釋放。資料上 8 月外貿貨物輸送量有所恢復，集裝箱運價指數也持續攀升。二是由於 Delta 變種在發展中國家肆虐，東南亞國家供應鏈受阻，中國出口部分替代了其市場份額。

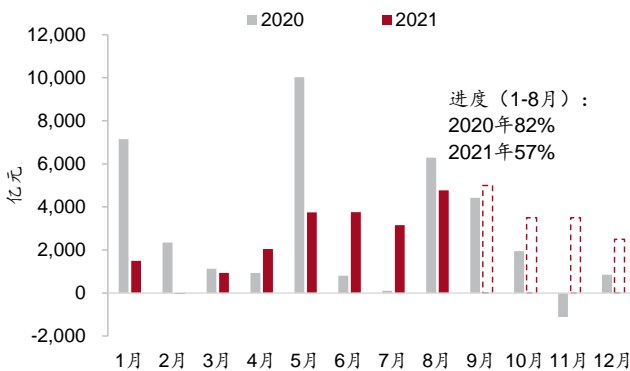
前瞻地看，出口景氣將難以長期持續。一是貿易保護主義興起，發達國家對“中國依賴”的警覺正隨著經濟修復而再度抬頭。疫情期間，中國的供應鏈穩定安全，是美歐市場的最佳選擇，但是中國出口越強勁，各進口國家、特別是發達國家的警覺、擔憂和焦慮越強。同時各國也在疫情中意識到全球供應鏈太長，希望將其控制在本土或可控的範圍內。因此，隨著生產恢復，海外對中國的訂單或顯著減少。二是我國貿易條件趨於惡化，進口價格指數處於高位（圖 6）。上半年以來，進口價格攀升導致進出口價格增速剪刀差大幅擴張，8 月進口價格同比增長 15.7%，出口價格同比增長 6.5%。這是因為我國進口以大宗原材料為主，價格由海外主導，而出口產品更多的是製造業中間品和最終消費品，我國定價權較弱。因此，儘管出口企業生意變多，但成本上升，利潤空間受到擠壓。這表現為我國上中下游工業企業利潤增速的分化。近期調研部分企業反映，當前出口大部分為臨時訂單，未來可能面臨流失。因此，PMI 新出口訂單走弱可能仍然具有前瞻指向性，出口景氣度或將於明年初開始下行。

## 四、基建：跨越週期

基建是當前中國經濟增速放緩的原因之一。以往，基建投資是我國逆週期調節的重要抓手，但是今年基建投資增速持續低於預期。財政資金作為基建投資的啟動資金，通常對其起到明顯的拉動作用。今年基建的資金供給相對充裕，3.5萬億地方政府專項債的發行額度為歷史次高，但發行進度偏慢，截至8月遠低於去年同期（圖7）。8月國務院要求加快地方債的發行，爭取在今年年底和明年上半年形成實物工作量，也就是要表現在基建投資上。專項債發行已開始提速，但總額度在年內或難以用完。

圖 7: 今年專項債發行明顯後置

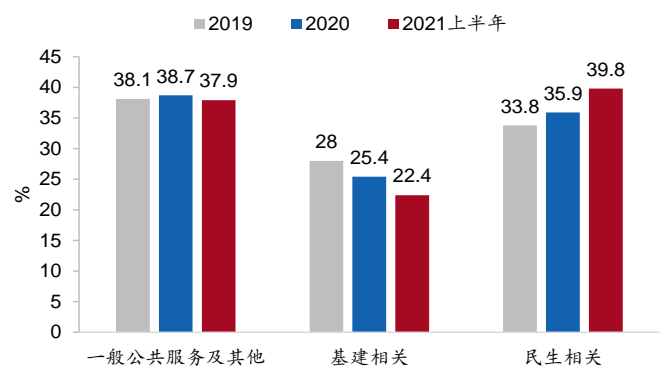
新增专项债当月净融资额



資料來源：Wind，招商銀行研究院

圖 8: 上半年基建相關支出增速下行

一般公共预算支出主要构成



資料來源：Wind，招商銀行研究院

不過，這一情況在宏觀上或許也有好的效果，即宏觀債務率、地方政府債務率受到控制。今年以來財政收入增加了，但財政支出力度偏弱、進度推後。分類來看，民生相關支出增速加快，基建相關支出增速下行（圖8）。這是由於今年上半年以來，我國處於“穩增長”壓力較小的視窗期，同時財政紀律加強，特別是對地方財政的約束在加強。前瞻地看，基建或將發揮跨週期調節的作用，若明年一季度我國外需受到衝擊，出口下行，基建或將形成替代以支撐內需。

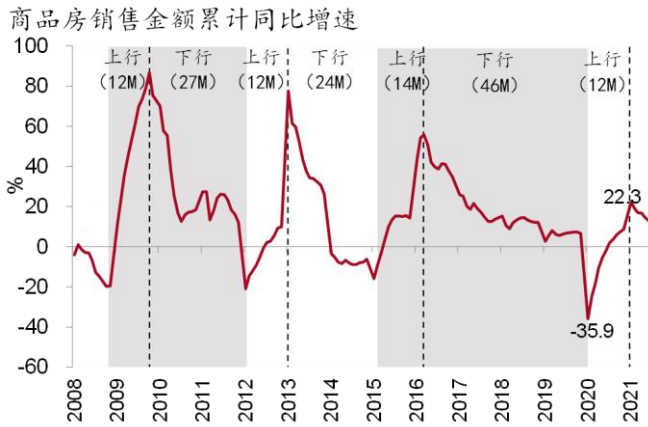
## 五、房地產：回歸理性

房地產是當前居民、企業和政府共同關注的問題。在過去的十多年中，房地產銷售出現了三輪完整週期。第三輪週期在2019年基本走進尾聲。去年疫情爆發後，房地產市場出現一輪“新週期”，上行時間跨度12個月。前幾輪週期的上行期歷時均在一年左右，隨後中央即進行政策調控。與之相似，今年3月以來，密集調控政策出臺，房地產銷售增速開始下行。這也是本輪“新週期”的拐點（圖9）。在此背景下，房地產市場的三方參與者，即居民、地方政府和房企的行為都發生了演變。

從居民行為來看，一是收入增長分化導致房價與房租呈現K型分化（圖10）。疫情對城鎮居民可支配收入的增長產生極大壓制。低收入階層沒有財富收入，又受可支配收入增速下滑影響，租房需求趨弱，房租下行，目前仍然低於疫前水準；高收入階層的收入受疫

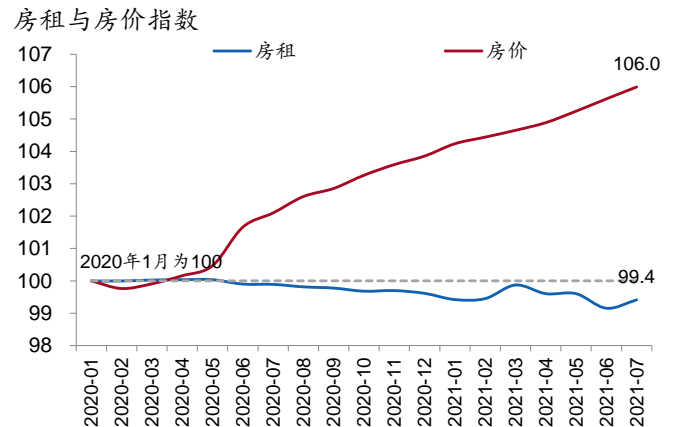
情影響相對較小。二是調控政策下，居民部門加杠杆的能力受到制約。高收入階層對於房地產加杠杆的能力和投資的意願都將下降。當前一二線城市二手房市場成交已經在萎縮，未來將面臨較大的價格壓力。

圖 9: 房地產“新週期”見頂回落



資料來源: Wind, 招商銀行研究院

圖 10: 房租與房價呈現 K 型分化

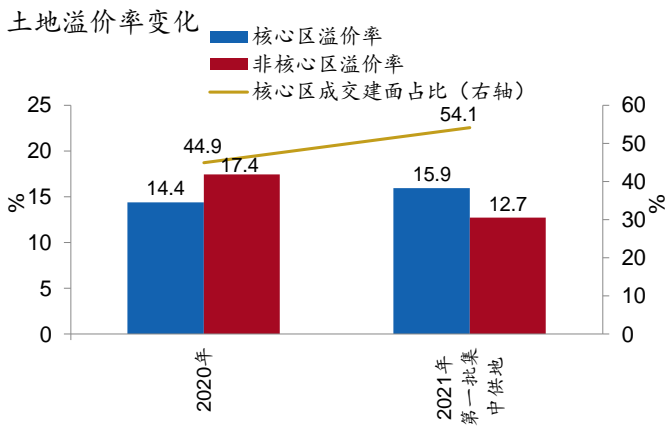


資料來源: Wind, 招商銀行研究院

從地方政府供地行為來看，去年由於疫情原因地方財政收入急劇下行，採取的措施是通過土地出讓所得的政府性基金收入來補充地方財政。地方政府更多推出能夠帶來高收入的核心地塊，導致土地溢價的提升，這一情況在一線城市尤為明顯。今年《政府工作報告》提出“三穩”，出臺“穩地價”的住宅供地“兩集中”和土地收入劃轉稅務部門徵收兩大政策。不過，第一輪集中供地的效果並不明顯，試點城市核心區域的成交佔比仍然偏高（圖 11），這是由於地方政府仍在延續疫情階段的行為，採取出讓核心地段的策略。目前，部分試點城市被迫叫停第二輪集中供地，調整供地規則。預計未來高線城市的土地供應將向非核心區域轉移，以壓低溢價率；低線城市由於近年土地出讓收入萎縮，將推出核心地塊以保證財政收入。

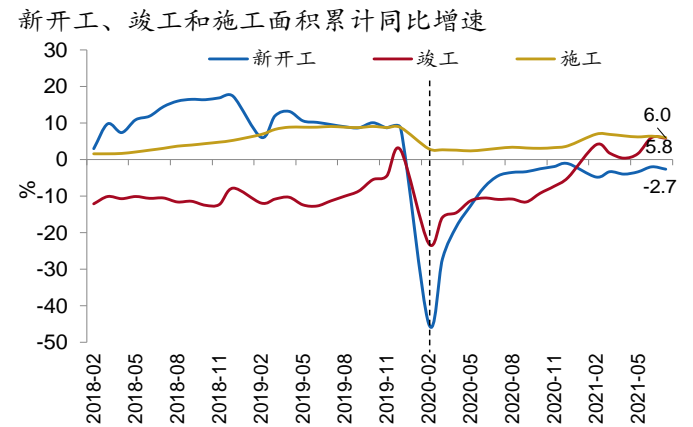
從房企的開發行為來看，可分為開工、施工和竣工三步。其中，新開工是銷售的滯後指標，房地產銷售越快，隨後的新開工越高。2017 年以來，新開工最為活躍。疫情後，最主要的變化是新開工在開發行為中增速最快的一項變為最慢，房企加大了施工和竣工的力度，呈現出“低開工、快施工、高竣工”的行為特徵（圖 12）。這是因為此輪調控出臺了房企“三道紅線”和銀行“貸款集中度”上限政策，房企的融資約束從維持現金流轉向“降杠杆”，目的在於儘快確認銷售收入，而不是作為應付款而增加負債。這產生了兩個結果，一是民營房企特別是高負債企業減少拿地，土地拍賣市場的份額快速向龍頭國有房企集中。二是民營房企在建工程提速，並將未開工的土地儲備出讓給其他企業，以儘快降低負債率，導致這些企業的資產負債表規模收縮。預計本輪調控後生存下來的民營房地產企業，在開發規模、資產負債規模上都將顯著下降。極端情形下，某些企業甚至可能消失。

**圖 11: 第一輪集中供地核心區域成交佔比仍偏高**



資料來源: Wind, 招商銀行研究院

**圖 12: 房企新開工增速由正轉負**

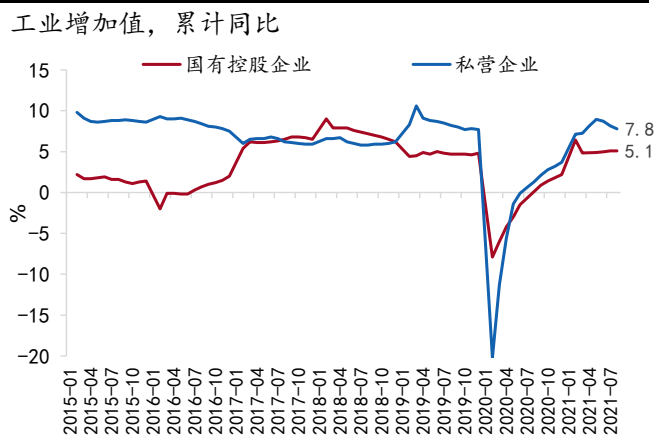


資料來源: Wind, 招商銀行研究院

## 六、國企與私企：量價背離

國企和私企兩部門比較是理解中國經濟實體部門的一把鑰匙。疫後復工復產以來，從工業增加值看，私企的工業生產恢復快於國企（圖 13）。其中部分原因是受出口高景氣的推動，因為出口製造業中相當多是私企。但從利潤總額增速和營收利潤率看，國企的經營效益優於私企（圖 14）。在資產負債率和應收款平均回收期兩項資料上，國企相較私企也更有優勢，去年以來呈現出逆轉式分化（圖 15、圖 16）。這一現象是因為國企和私企在產業結構上存在差異，在兩重因素的作用下出現量與價的背離。

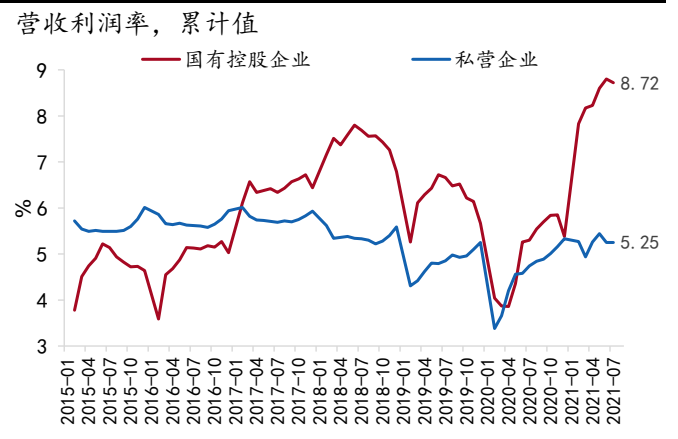
**圖 13: 私企工業增加值增速持續高於國企**



資料來源: Wind, 招商銀行研究院

注: 2021年各月為兩年平均增速

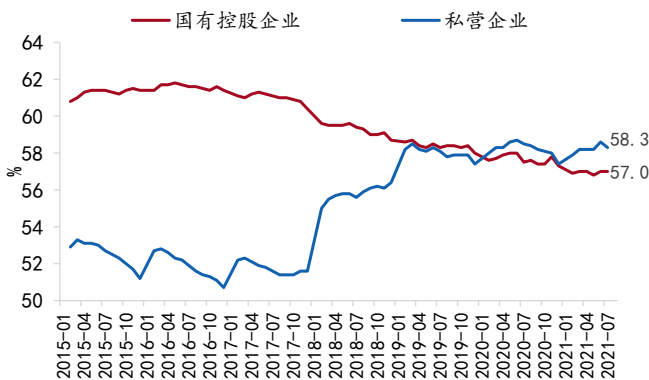
**圖 14: 私企營收利潤率持續低於國企**



資料來源: Wind, 招商銀行研究院

圖 15: 國企資產負債率下行至低於私企

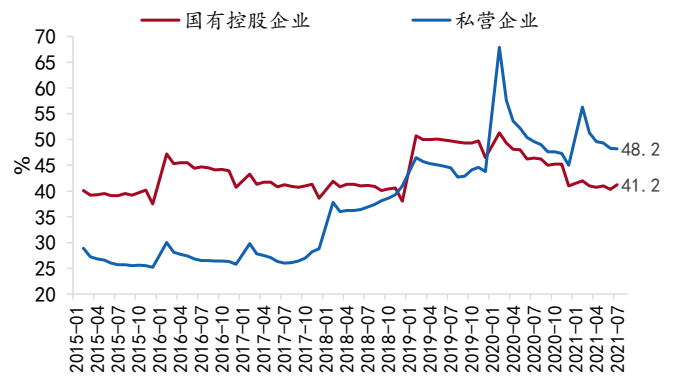
資產負債率，期末值



資料來源：Wind，招商銀行研究院

圖 16: 國企應收賬款平均回收期下行至低於私企

應收賬款平均回收期，累計值



資料來源：Wind，招商銀行研究院

一是全球大宗商品價格上漲，PPI-CPI 剪刀差高企。國企特別是央企，主要集中在重要的上游資源類行業和相關中游行業，由於煤炭、鋼鐵、有色和石油等原材料價格上漲，中上游與原材料相關企業生產的產品漲幅較大，但下游企業受制於內需疲弱和定價弱勢，加價空間被壓縮，因此利潤向中上游行業轉移。

二是與“雙碳”目標下供給收縮的邏輯相關。西方發達國家高碳排放產業已轉移至發展中國家、碳排放高峰已過。對我國而言，在保持我國製造業產業完備、而低碳技術革新尚未完全準備好的情況下，要實現減排需要付出極大的社會成本。目前已經能夠觀察到上游和高碳排放行業受到明顯供給制約，加劇了價格上漲。從這個角度來看，上游產品價格或將難以回落。

預計國企和私企的分化將繼續演化，特別是實現雙碳目標所需的基礎設施和技術革新投資，在前期將主要由公共投資所推動，因此未來私企和國企仍可能會處於此消彼長的狀態。

## 七、資本市場：不確定性上升

從今年全球主要股票市場的表現看，香港恒生指數表現最差，其次是國內 A 股指數（表 1）。9 月中旬，房地產板塊整體下跌，銀行股也跟隨下跌，無異於小型股災。雖然目前有所企穩，但由於風險的化解還沒有完成，投資者的憂慮也沒有緩解。

我國資本市場目前比較脆弱，今年的波動性可能加大，明年則面臨外資流入放緩的風險。今年上半年，資本市場積極因素佔主導地位，貨幣政策處於較為有利於資本市場的方向，市場呈現出清晰的結構性行情，週期類的股票表現突出。進入到下半年，我國宏觀經濟管理推出一系列強有力的結構性措施，包括反壟斷、資料治理、平臺經濟監管以及房地產調控等。市場需要時間對政策進行消化，對於可能的系統性危機的定價也存在矛盾心理。當前關注的重點在於若干頭部房企如何化解此次債務危機，避免演變為系統性風險。這種情況下，市場變得極為敏感脆弱，易受自媒體輿情和虛假消息的影響。雖然我們相信中國既有政策工具也有管治能力來控制風險的蔓延，但從技術的角度來看仍有不確定性，監管部門與資本市場的溝通就顯得尤為重要。



表 1: 今年以來中國 A 股市場指數收益率偏低

大類資產	名稱	本月以來 (%)	今年以來 (%)	大類資產	名稱	本月以來 (BP)	今年以來 (BP)
權益	MSCI 发达市场	2.12%	17.60%	利率	美国10Y	11	42
	MSCI 新兴市场	0.26%	0.34%		中国10Y	2	-29
	道琼斯工业平均指数	1.35%	15.68%		英国10Y	3	43
	标准普尔500指数	2.30%	19.70%		法国10Y	4	28
	纳斯达克综合指数	2.52%	16.71%		德国10Y	-2	7
	上证综合指数	4.21%	1.94%		日本10Y	0	-1
	伦敦金融时报100指数	1.68%	10.67%	大類資產	名稱	本月以來 (%)	今年以來 (%)
	巴黎CAC40指数	0.96%	20.27%	貴金屬	黃金	-1.32%	-5.66%
	法兰克福DAX指数	2.03%	15.61%	白銀	-6.43%	-9.66%	
	东京日经225指数	1.62%	1.02%	大類資產	名稱	本月以來 (%)	今年以來 (%)
	韩国综合指数	-1.73%	9.51%	匯率	美元	0.78%	3.18%
	恒生指数	-1.03%	-5.64%	人民币	-0.28%	1.01%	
	台湾加权指数	-1.17%	15.70%	日元	-0.35%	-6.12%	
	圣保罗 IBOVESPA 指数	-0.81%	1.51%	英鎊	-1.00%	0.73%	
俄罗斯 RTS 指数	1.71%	19.18%	欧元	-0.83%	-3.63%		

資料來源: Wind, 招商銀行研究院

今年外資在我國權益市場的投資極為失敗。由於外資傾向於大消費類的股票，規避軍工、新能源等標的，進入到三季度，外資對我國權益市場的投資出現巨幅波動，近幾個月總體上表現為淨流出。觀察外資流入情況，應注意對北上資金進行甄別。由於北上資金有相當部分實屬內資。因此觀察買入權益，在國際大行託管的產品更接近外資，而在中資銀行和中資券商託管的股票，成分則較難確定。

明年資本市場的行情將受到中美貨幣政策取向分化的影響。外資的流入，不論是在權益市場還是股票市場，都可能出現較大變數。如果美聯儲採取較快、較強的轉向措施，美債收益率將會上行，可能導致資本市場資金的外流。

## 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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

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寫的報告。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。