

关于当前经济形势和资本市场的若干判断

- 当前全球经济运行的格局仍受到疫情演变的制约。不过相比年初，美欧对病毒的恐惧心理已经消退。预计美国全年 GDP 增速将达 6%，而我国经济活动处于稳中承压的下行轨道，预计全年 GDP 增速在 8.2% 左右。
- 中美货币政策处于不同的轨道中。美联储即将开始缩减购债，而我国货币政策向中性回归已经到位。美联储政策回归所面临的一大风险是如果通胀失去控制，美联储将加快转向，威胁美国财政可持续性。中美货币政策的分化，对于两国之间的息差和跨境资本流动必然产生影响，值得高度关注。
- 未来我国经济下行压力将有所加大。在海外贸易保护主义抬头和我国贸易条件恶化的情况下，我国出口订单或持续减少，企业利润承压。若明年一季度我国外需受到冲击，基建将发挥跨周期调节的作用。
- 房地产市场本轮“新周期”拐点已现，周期性特征将进一步弱化，商品房销售将持续放缓。未来，高收入阶层对房地产加杠杆的能力和投资的意愿都将下降，高线城市的土地供应将向非核心区转移，低线城市将推出核心地段以保障财政收入。本轮调控后生存下来的民营房企在开发规模、资产负债规模上都将显著收缩。
- 大宗商品价格高企和“双碳”供给约束成为今明两年影响工业企业生产经营的重要因素，也将持续造成国企和私企之间的量价分化。
- 我国资本市场目前比较脆弱，今年的波动性可能加大，明年的行情将受到中美货币政策取向分化的影响，面临外资流入放缓的风险。

丁安华，首席经济学家
(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

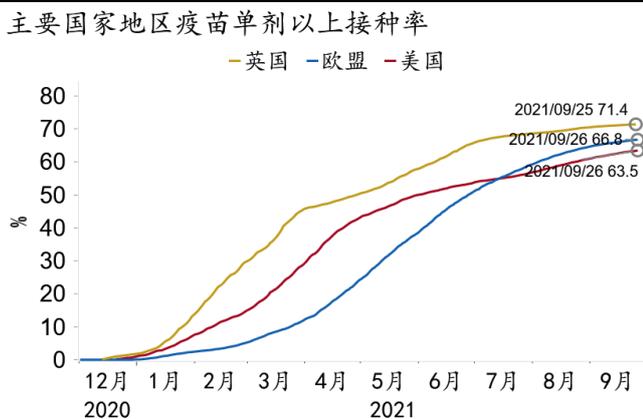
进入四季度，是时候回顾今年的经济形势，并对明年进行展望。综合考虑内外部环境、市场演变和经济治理框架，本文对当前市场高度关注的几个问题进行研判。

一、经济增长：Delta 变种扰动“疫苗复苏”

当前全球经济运行的格局仍受到疫情演变的制约。在 Delta 变种冲击下，三季度全球确诊病例曲线又形成了一个新的高峰，各国经济复苏进程受到明显扰动。虽然高峰似乎已经开始回落，但主流机构对下半年海外经济的乐观预期落空，近期纷纷下调全球经济增长预测，上调全球通胀预测。

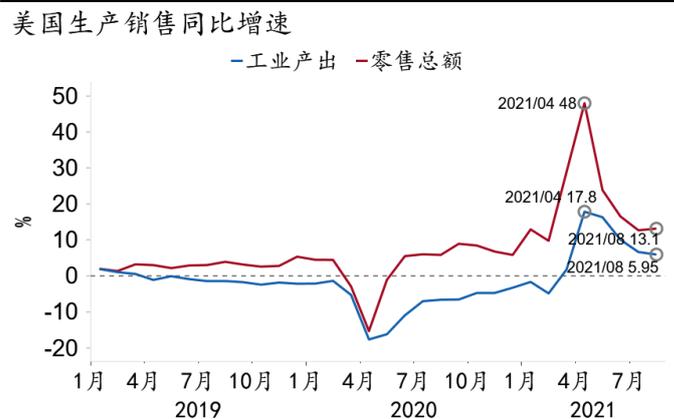
目前看来，由于疫苗犹豫和突破性感染的存在，各国难以通过疫苗接种实现群体免疫。另一方面，疫苗对 Delta 变种依然有效，在降低住院率和死亡率方面效果明显。目前美国接种率已超 60% 且仍处在爬坡阶段（图 1），再加上至少 10% 的人群感染恢复后获得了免疫屏障，总体上对病毒已有相当抵抗力。更重要的是，相比年初，美欧民众对病毒的恐惧心理已经消退。近期美国每日新增确诊仍有十几万例，但这个数字对公众信心的影响大幅减弱，政府也未采取严格的经济封锁，美国仍计划于今年十一月开放边界。因此，在研判海外经济修复进程时，不仅要看疫情的数字，更要看经济活动和防疫措施的变化。

图 1：主要经济体疫苗接种率缓慢爬坡



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：三季度美国供需缺口缓慢收敛



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美国经济恢复的形态与其防疫措施和宏观政策相关，表现为消费恢复快于生产，供需存在显著缺口（图 2），导致需求外溢。一方面，美国消费表现强劲，这是由于美国采取的刺激政策主要针对居民、特别是低收入家庭，受补贴群体边际消费倾向很高。另一方面，美国企业在很长一段时间不得不居家办公，生产经营活动受到拖累。中国的情况与美国刚好相反，生产的恢复持续好于消费。这是由于我国刺激政策主要针对企业，例如减费让利、再贷款，同时我国的疫情防控比较有效，很快便复工复产。

前瞻地看，随着疫苗起效和信心恢复，预计美国全年 GDP 增速将达 6%，而我国经济稳中承压，预计全年 GDP 增速在 8.2% 左右。分季度来看，二季度美国 GDP 同比增速已高

于中国，三季度仍有可能高于中国，四季度高于中国的可能性更高，其中当然有基数的原因。对于明年而言，预计美国 GDP 增速在 3-4% 之间，我国 GDP 增速在 5.5% 附近。

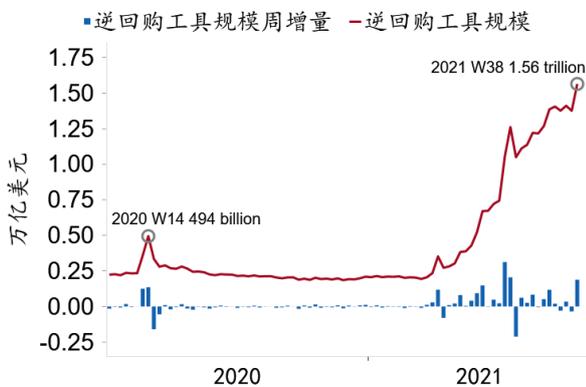
二、货币政策：中美分化

当前中美货币政策处于不同的轨道中。美国货币政策回归常态，处于收紧过程中；我国去年年中以来货币政策率先回归，目前处于收紧基本告一段落、甚至略有放松的过程中。在政策操作上，美联储的工作方式是提前对市场进行预期管理；我国货币政策更多采取相机抉择，货币政策工具多元、空间更大。中美货币政策分化，对两国之间的息差和跨境资本流动必然产生影响，值得高度关注。

美联储货币政策转向采用“三部曲”，目前实际上已开始收紧。第一步是“技术性”加息，回收市场的短端流动性，已于今年 6 月开始（图 3）。第二步是 Taper，大概率于 11 月明确缩减购债计划，年末启动并在明年中结束量化宽松。第三步是加息，预计美联储将采取“慢启动、快提速”的方式以达成“广泛而包容”的就业修复。当前点阵图隐含美联储 2022 年加息 1 次，2023 年加息 3 次。美联储政策回归所面临的一大风险在于通胀，如果通胀失去控制，美联储的转向将不得不加快速度、加大力度，威胁美国财政可持续性。美国 PCE 通胀 12 个月移动平均已突破 2%，美联储最近也进一步上调通胀预期 0.8pct 至 4.2%。经济学界对高通胀会否持续充满分歧，这也是接下来需要关注的重点。

图 3: 美联储加大逆回购力度回收短端流动性

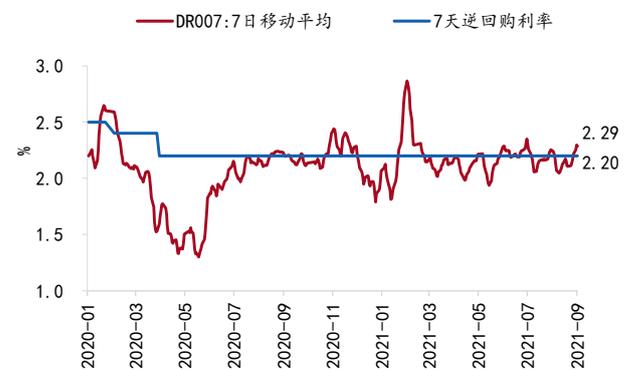
美联储逆回购工具使用情况



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4: 我国市场利率围绕政策利率中枢窄幅波动

DR007与7天逆回购利率



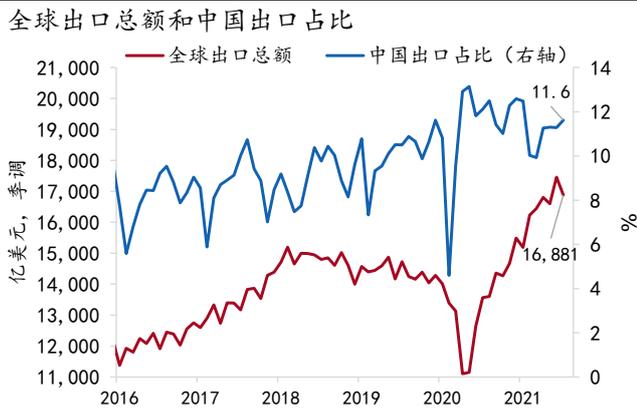
资料来源：Wind、招商银行研究院

当前我国货币政策在总量上处于稳中偏友善的环境（图 4）。今年 7 月 15 日全面降准标志着我国这一轮货币政策回归已经结束。虽然 LPR 没有下调，但市场实际贷款利率在下行，实体经济融资成本边际下降。另一方面，从商业银行的角度看，存在实体经济信贷需求不足的情况。这种表现背后有很多原因。有观点认为这是“宽货币、紧信用”，这在逻辑上并不成立，因为宽松的货币政策需要通过信用环节传导到实体经济。从企业部门看，企业信贷需求疲弱与中下游制造业企业利润持续承压有关。从居民部门看，今年以来融资需求受到消费复苏缓慢叠加房地产政策收紧的制约。此外，金融监管政策结构性趋严也有所影响。

三、出口：高景气下的隐忧

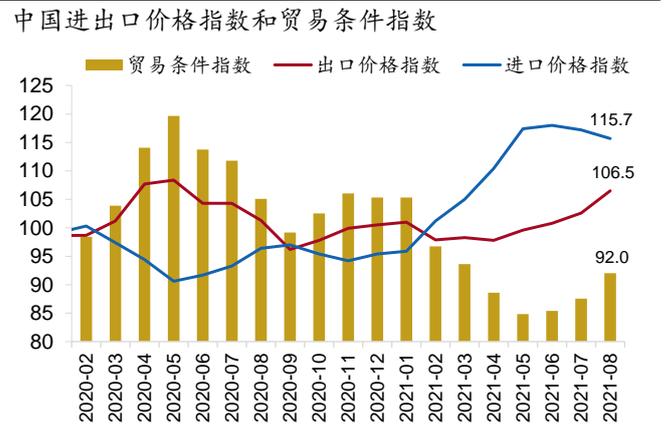
去年下半年以来，出口一直是我国经济修复的最主要驱动力量，表现好于投资和消费。出口维持高景气的主要原因在于海外需求外溢，以及中国在全球出口中所占份额的抬升（图 5）。当前市场争议的焦点在于出口景气是否可持续，表现在领先指标与出口数据背离。

图 5: 中国占全球出口份额显著高于历史均值



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 6: 中国贸易条件恶化



资料来源：Wind，招商银行研究院

注：进出口价格指数取上年同期=100；贸易条件指数为出口价格指数/进口价格指数*100

从领先指标 PMI 新出口订单指数来看，二季度以来大中小企业该项指数均持续处于枯荣线以下，反映出企业的出口订单环比减少。但是 8 月我国出口仍然强劲，金额创单月历史新高，主要受到两重原因支撑。一是 6、7 月份中国部分港口城市疫情零星爆发，港口货物积压，8 月出口货量集中释放。数据上 8 月外贸货物吞吐量有所恢复，集装箱运价指数也持续攀升。二是由于 Delta 变种在发展中国家肆虐，东南亚国家供应链受阻，中国出口部分替代了其市场份额。

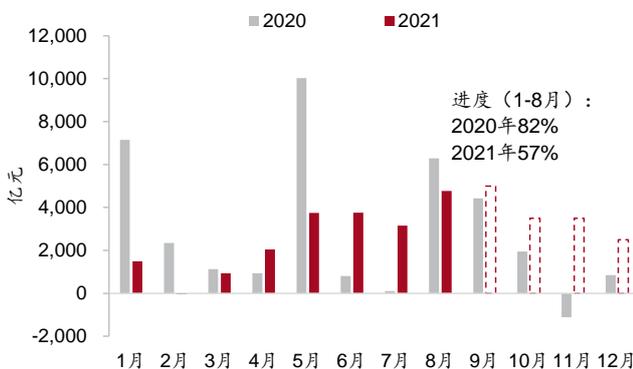
前瞻地看，出口景气将难以长期持续。一是贸易保护主义兴起，发达国家对“中国依赖”的警觉正随着经济修复而再度抬头。疫情期间，中国的供应链稳定安全，是美欧市场的最佳选择，但是中国出口越强劲，各进口国家、特别是发达国家的警觉、担忧和焦虑越强。同时各国也在疫情中意识到全球供应链太长，希望将其控制在本土或可控的范围内。因此，随着生产恢复，海外对中国的订单或显著减少。二是我国贸易条件趋于恶化，进口价格指数处于高位（图 6）。上半年以来，进口价格攀升导致进出口价格增速剪刀差大幅扩张，8 月进口价格同比增长 15.7%，出口价格同比增长 6.5%。这是因为我国进口以大宗原材料为主，价格由海外主导，而出口产品更多的是制造业中间品和最终消费品，我国定价权较弱。因此，尽管出口企业生意变多，但成本上升，利润空间受到挤压。这表现为我国上中下游工业企业利润增速的分化。近期调研部分企业反映，当前出口大部分为临时订单，未来可能面临流失。因此，PMI 新出口订单走弱可能仍然具有前瞻指向性，出口景气度或将于明年初开始下行。

四、基建：跨越周期

基建是当前中国经济增速放缓的原因之一。以往，基建投资是我国逆周期调节的重要抓手，但是今年基建投资增速持续低于预期。财政资金作为基建投资的启动资金，通常对其起到明显的拉动作用。今年基建的资金供给相对充裕，3.5万亿地方政府专项债的发行额度为历史次高，但发行进度偏慢，截至8月远低于去年同期（图7）。8月国务院要求加快地方债的发行，争取在今年年底和明年上半年形成实物工作量，也就是要表现在基建投资上。专项债发行已开始提速，但总额度在年内或难以用完。

图7：今年专项债发行明显后置

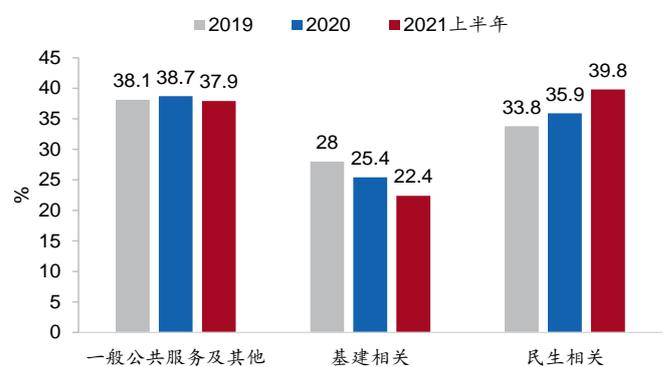
新增专项债当月净融资额



资料来源：Wind，招商银行研究院

图8：上半年基建相关支出增速下行

一般公共预算支出主要构成



资料来源：Wind，招商银行研究院

不过，这一情况在宏观上或许也有好的效果，即宏观债务率、地方政府债务率受到控制。今年以来财政收入增加了，但财政支出力度偏弱、进度推后。分类来看，民生相关支出增速加快，基建相关支出增速下行（图8）。这是由于今年上半年以来，我国处于“稳增长”压力较小的窗口期，同时财政纪律加强，特别是对地方财政的约束在加强。前瞻地看，基建或将发挥跨周期调节的作用，若明年一季度我国外需受到冲击，出口下行，基建或将形成替代以支撑内需。

五、房地产：回归理性

房地产是当前居民、企业和政府共同关注的问题。在过去的十多年中，房地产销售出现了三轮完整周期。第三轮周期在2019年基本走进尾声。去年疫情爆发后，房地产市场出现一轮“新周期”，上行时间跨度12个月。前几轮周期的上行期历时均在一年左右，随后中央即进行政策调控。与之相似，今年3月以来，密集调控政策出台，房地产销售增速开始下行。这也是本轮“新周期”的拐点（图9）。在此背景下，房地产市场的三方参与者，即居民、地方政府和房企的行为都发生了演变。

从居民行为来看，一是收入增长分化导致房价与房租呈现K型分化（图10）。疫情对城镇居民可支配收入的增长产生极大压制。低收入阶层没有财富收入，又受可支配收入增速下滑影响，租房需求趋弱，房租下行，目前仍然低于疫前水平；高收入阶层的收入受疫

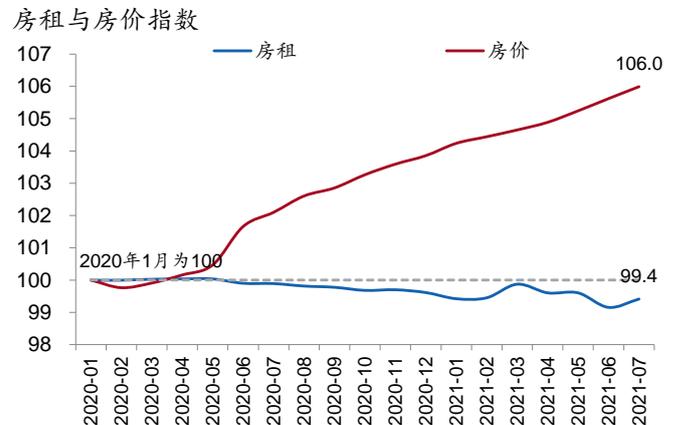
情影响相对较小。二是调控政策下，居民部门加杠杆的能力受到制约。高收入阶层对于房地产加杠杆的能力和投资的意愿都将下降。当前一二线城市二手房市场成交已经在萎缩，未来将面临较大的价格压力。

图 9: 房地产“新周期”见顶回落



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 10: 房租与房价呈现 K 型分化

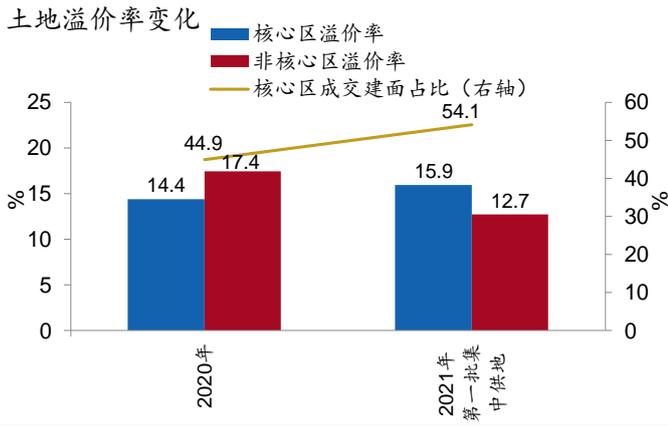


资料来源: Wind, 招商银行研究院

从地方政府供地行为来看，去年由于疫情原因地方财政收入急剧下行，采取的措施是通过土地出让所得的政府性基金收入来补充地方财政。地方政府更多推出能够带来高收入的核心地块，导致土地溢价的提升，这一情况在一线城市尤为明显。今年《政府工作报告》提出“三稳”，出台“稳地价”的住宅供地“两集中”和土地收入划转税务部门征收两大政策。不过，第一轮集中供地的效果并不明显，试点城市核心区域的成交占比仍然偏高（图 11），这是由于地方政府仍在延续疫情阶段的行为，采取出让核心地段的策略。目前，部分试点城市被迫叫停第二轮集中供地，调整供地规则。预计未来高线城市的土地供应将向非核心区域转移，以压低溢价率；低线城市由于近年土地出让收入萎缩，将推出核心地块以保证财政收入。

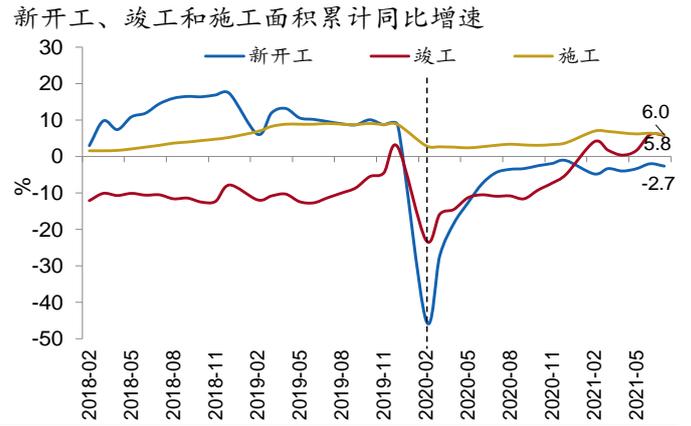
从房企的开发行为来看，可分为开工、施工和竣工三步。其中，新开工是销售的滞后指标，房地产销售越快，随后的新开工越高。2017 年以来，新开工最为活跃。疫情后，最主要的变化是新开工在开发行为中增速最快的一项变为最慢，房企加大了施工和竣工的力度，呈现出“低开工、快施工、高竣工”的行为特征（图 12）。这是因为此轮调控出台了房企“三道红线”和银行“贷款集中度”上限政策，房企的融资约束从维持现金流转向“降杠杆”，目的在于尽快确认销售收入，而不是作为应付款而增加负债。这产生了两个结果，一是民营房企特别是高负债企业减少拿地，土地拍卖市场的份额快速向龙头国有房企集中。二是民营房企在建工程提速，并将未开工的土地储备出让给其他企业，以尽快降低负债率，导致这些企业的资产负债表规模收缩。预计本轮调控后生存下来的民营房地产企业，在开发规模、资产负债规模上都将显著下降。极端情形下，某些企业甚至可能消失。

图 11: 第一轮集中供地核心区域成交占比仍偏高



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 12: 房企新开工增速由正转负

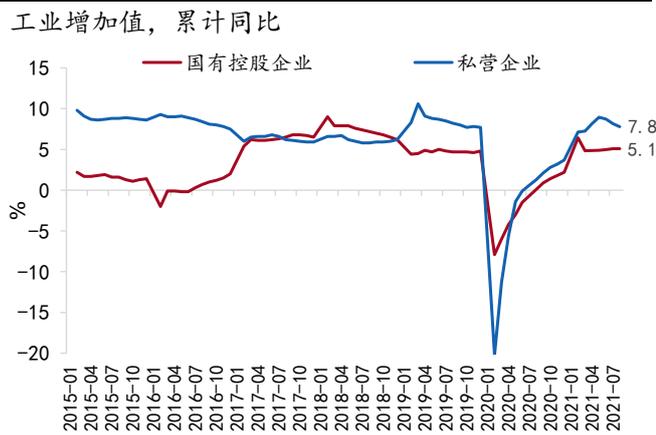


资料来源: Wind, 招商银行研究院

六、国企与民企：量价背离

国企和民企两部门比较是理解中国经济实体部门的一把钥匙。疫后复工复产以来，从工业增加值看，民企的工业生产恢复快于国企（图 13）。其中部分原因是受出口高景气的推动，因为出口制造业中相当多是民企。但从利润总额增速和营收利润率看，国企的经营效益优于民企（图 14）。在资产负债率和应收款平均回收期两项数据上，国企相较于民企也更有优势，去年以来呈现出逆转式分化（图 15、图 16）。这一现象是因为国企和民企在产业结构上存在差异，在两重因素的作用下出现量与价的背离。

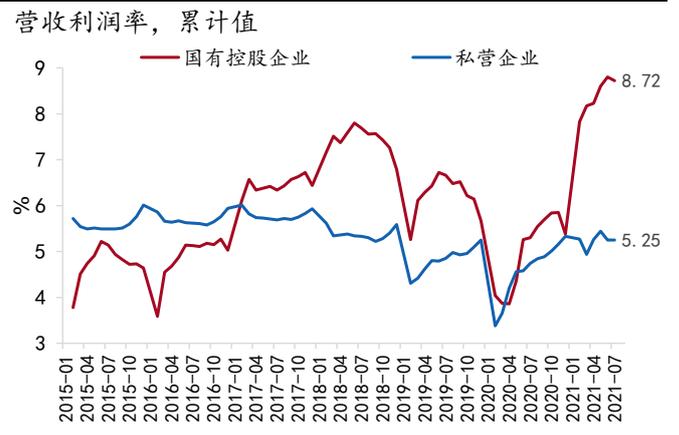
图 13: 民企工业增加值增速持续高于国企



资料来源: Wind, 招商银行研究院

注: 2021年各月为两年平均增速

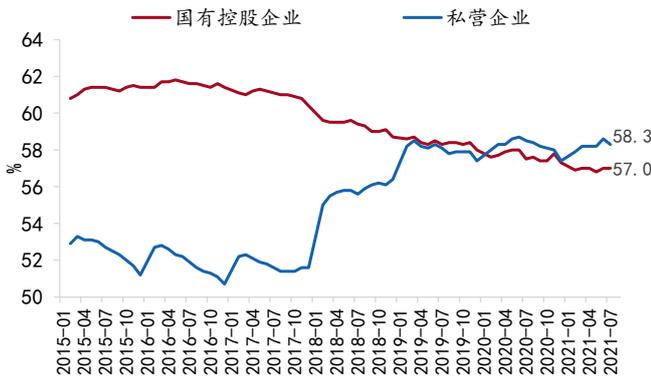
图 14: 民企营收利润率持续低于国企



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 15: 国企资产负债率下行至低于私企

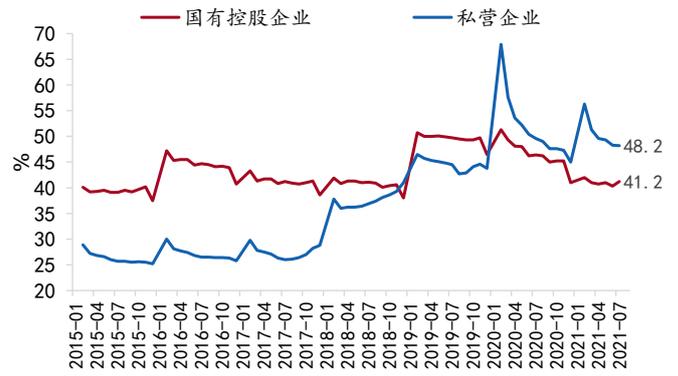
资产负债率，期末值



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 16: 国企应收账款平均回收期下行至低于私企

应收账款平均回收期，累计值



资料来源: Wind, 招商银行研究院

一是全球大宗商品价格上涨，PPI-CPI 剪刀差高企。国企特别是央企，主要集中在重要的上游资源类行业和相关中游行业，由于煤炭、钢铁、有色和石油等原材料价格上涨，中上游与原材料相关企业生产的产品涨幅较大，但下游企业受制于内需疲弱和定价弱势，加价空间被压缩，因此利润向中上游行业转移。

二是与“双碳”目标下供给收缩的逻辑相关。西方发达国家高碳排放产业已转移至发展中国家、碳排放高峰已过。对我国而言，在保持我国制造业产业完备、而低碳技术革新尚未完全准备好的情况下，要实现减排需要付出极大的社会成本。目前已经能够观察到上游和高碳排放行业受到明显供给制约，加剧了价格上涨。从这个角度来看，上游产品价格或将难以回落。

预计国企和私企的分化将继续演化，特别是实现双碳目标所需的基础设施和技术革新投资，在前期将主要由公共投资所推动，因此未来私企和国企仍可能会处于此消彼长的状态。

七、资本市场：不确定性上升

从今年全球主要股票市场的表现看，香港恒生指数表现最差，其次是国内 A 股指数（表 1）。9 月中旬，房地产板块整体下跌，银行股也跟随下跌，无异于小型股灾。虽然目前有所企稳，但由于风险的化解还没有完成，投资者的忧虑也没有缓解。

我国资本市场目前比较脆弱，今年的波动性可能加大，明年则面临外资流入放缓的风险。今年上半年，资本市场积极因素占主导地位，货币政策处于较为有利于资本市场的方向，市场呈现出清晰的结构行情，周期类的股票表现突出。进入到下半年，我国宏观经济管理推出一系列强有力的结构性措施，包括反垄断、数据治理、平台经济监管以及房地产调控等。市场需要时间对政策进行消化，对于可能的系统性危机的定价也存在矛盾心理。当前关注的重点在于若干头部房企如何化解此次债务危机，避免演变为系统性风险。这种情况下，市场变得极为敏感脆弱，易受自媒体舆情和虚假信息的影响。虽然我们相信中国既有政策工具也有管治能力来控制风险的蔓延，但从技术的角度来看仍有不确定性，监管部门与资本市场的沟通就显得尤为重要。

表 1: 今年以来中国 A 股市场指数收益率偏低

大类资产	名称	本月以来 (%)	今年以来 (%)	大类资产	名称	本月以来 (BP)	今年以来 (BP)
权益	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%	大类资产	名称	本月以来 (%)	今年以来 (%)
	巴黎CAC40指数	0.96%	20.27%	贵金属	黄金	-1.32%	-5.66%
	法兰克福DAX指数	2.03%	15.61%	白银	-6.43%	-9.66%	
	东京日经225指数	1.62%	1.02%	大类资产	名称	本月以来 (%)	今年以来 (%)
	韩国综合指数	-1.73%	9.51%	汇率	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%	英镑	-1.00%	0.73%	
俄罗斯 RTS 指数	1.71%	19.18%	欧元	-0.83%	-3.63%		

资料来源: Wind, 招商银行研究院

今年外资在我国权益市场的投资极为失败。由于外资倾向于大消费类的股票, 规避军工、新能源等标的, 进入到三季度, 外资对我国权益市场的投资出现巨幅波动, 近几个月总体上表现为净流出。观察外资流入情况, 应注意对北上资金进行甄别。由于北上资金有相当部分实属内资。因此观察买入权益, 在国际大行托管的产品更接近外资, 而在中资银行和中资券商托管的股票, 成分则较难确定。

明年资本市场的行情将受到中美货币政策取向分化的影响。外资的流入, 不论是在权益市场还是股票市场, 都可能出现较大变数。如果美联储采取较快、较强的转向措施, 美债收益率将会上行, 可能导致资本市场资金的外流。

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的分析员，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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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作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。招銀國際證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投资银行相关业务联系。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，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。