

宏觀經濟與金融市場分析

“暫停鍵”後中國經濟全面負增長，環比改善明顯基本面韌性猶存

要點

一季度 GDP 充分反映按下“暫停鍵”的後果。受疫情影響，一季度 GDP 環比下降 9.8%，同比負增長 6.8%，是 1976 年以來首次季度負增長。

整體看，當前經濟處於絕對底部主要受 1-2 月所拖累，隨著國內疫情趨於穩定，復工復產穩步推進，中國經濟已呈現明顯的環比改善，體現在 3 月工業生產、固定資產投資、居民消費以及外貿出口降幅縮小，一定程度上反映國內基本面的韌性。具體而言：

工業生產方面，3 月工業生產明顯回升，供給端壓力有所緩解。3 月工業增加值同比下降 1.1%，降幅較 1-2 月收窄 12.4 個百分點，呈現 V 型反彈。具體看，醫藥製造業、電腦等電子設備製造業、食品製造業等率先呈現正增長，其背後一方面是受當前疫情防控和經濟社會平穩運行要求所推動，另一方面是受前期出口訂單積壓推動，外貿企業加速生產和集中交付。需要注意的是，今年一季度工業產能利用率創歷史新低。同時，終端銷售回檔仍存在一定滯後，3 月產銷率創 2003 年以來歷史新低。供給逐步修復之下，生產商仍面臨著需求端“一蹶不振”的可能性。

固定資產投資方面，3 月固定資產投資呈現明顯回升，當月同比降幅較 1-2 月收窄 13.6 個百分點至 -10.9%。首先，在信貸投放高增長的支持下，3 月地產開發資金降速明顯回檔，結合各地房地產政策邊際調整與開工率提升，一同帶動 3 月地產開發投資率先正增長。其次，基建投資增速逐步回升，但受專項債資金不到位與審批進度受阻影響，其修復力度始終不如地產開發投資。最後，製造業投資回升相對較弱，同比持續處於低位。往後看，受限於內生動力不足，製造業投資或同樣面臨著“一蹶不振”的困境，預計負增長將繼續持續至少 6 個月左右。推動製造業投資復蘇的重任或落於地方政府產業政策、逆週期支持力度，以及社會資本的持續投入。

國內消費方面，雖然 3 月國內疫情趨於穩定，但是社會消費持續雙位數負增長（-15.8%）。究其原因，一方面是受限於“社交距離”與居民主動避免人群聚集，進而導致零售、餐飲、旅遊、電影與其他文體娛樂的線下消費場景仍未完全復蘇；另一方面是一季度居民實際收入負增長，居民消費意願下降。總體看，若無刺激政策，消費將在較長的一段時間內成為經濟增長的主要拖累項。

進出口方面，隨著外貿企業復工復產，積壓訂單集中交付。同時隨著國內疫情控制在 3 月持續改善，鐵礦砂、原油、煤炭等大宗商品，以及食物類消費品進口需求相對回檔。兩者推動之下，整體進出口貿易呈現明顯回升，一季度進出口貿易同比下降 8.4%。需要注意的是，外貿新增訂單銳減等問題已經開始顯現，只不過前期補償性交付暫時掩蓋住外需邊際下行。往後看，全球新冠肺炎疫情仍在加速蔓延，中國主要交易夥伴均處於疫情高峰期，所面臨的衝擊不可低估。根據 IMF 的最新預期，2020 年全球貿易總量（包括貨物與服務）同比下降 11%。考慮到全球疫情在 4 月進一步惡化，預計二季度貿易增速將再度下行，能否在三季度止跌回升，取決於兩方面：第一是主要國家的防疫進展，第二是海外復工節奏與經濟刺激政策的實效。

融資方面，3月社融高增長，其主要受表內貸款、政府與企業債券融資，以及未貼現銀行承兌匯票所推動。從資金成本看，目前社會融資成本確實有所下降。在信用總量提升的同時，人民銀行持續通過貸款市場報價利率（LPR）改革，推動貸款利率下限的下遷，以激發銀行貸款需求。4月1年期與5年期LPR報價進一步下行20bp與10bp至3.85%和4.65%，是目前單次最大降幅，由此帶動下，整體利率中樞下移。往後看，預計二季度信用條件持續寬鬆，社融增量維持平穩。雖然3月信貸投放高增長主要受前期需求集中釋放等所推動，後續難以重現，但是隨著國內疫情持續減緩，企業生產經營資金需求或逐步恢復，基建相關投資專案亦會帶動貸款需求的提升。此外，居民消費貸款和購房貸款的需求也會進一步釋放。

匯率方面，人民幣進一步被動貶值，美元指數持續處於100區間。隨著3月下旬美聯儲動用多項貨幣工具向市場投放流動性，以及與多央行建立臨時美元流動性互換安排，目前“美元荒”有所緩解，市場逐步恢復理性。當然在全球疫情尚未得到基本控制之前，不穩定因素持續存在，人民幣匯率可能再度面臨階段性承壓。

事實上。隨著市場恐慌情緒結束，市場回歸基本面，主要國家貨幣與財政的刺激政策陸續出臺，全球經濟已迎來新一輪流動性氾濫問題，反過來進一步凸顯人民幣資產的價值。當前中國是新興市場國家基本面較好，疫情防控最到位的國家，後續或出現資金大量流入的可能性，意味著人民幣面臨升值壓力，同時也存在輸入通脹和資產泡沫等問題。

展望未來，需要意識到一季度資料僅反映國內經濟停滯的影響。隨著疫情海外擴散，在後續三個季度內，國內經濟復蘇將面臨著輸入型疫情傳播，外需總量邊際下降，以及跨境產業鏈斷裂等阻擾。外部壓力之下，國內復工復產存在較大約束，進而拖累整體經濟復蘇，最終導致居民就業壓力提升，加劇社會不穩定。

疫情之下，如何洞悉變局，把握機遇是關鍵。常態化疫情防控之下，國內供給端修復雖需時日，但不成問題，相反面臨需求總量下行，政策層強調需要積極擴大國內需求。

建議進一步關注“新基建”以及基於新一代資訊技術演化的戰略新興產業。長遠看，在人口紅利和後發優勢的邊際遞減的情況下，中國經濟迫切需要新一輪深化要素市場化改革，持續推動供給側改革，帶動經濟潛在增速水準的修復，其中技術要素與資料要素是關鍵。目前資料驅動發展仍處於初期階段，就全世界而言，資料將是技術革命和重新定義社會的核心驅動力。從投資視角看資料要素，建議持續關注資料交易、運用與安全保護等領域的新商業模式，以及由資料集合運用所衍生的新業態，新生產方式。

關於風險方面，建議關注輸入性疫情擴散、貿易鏈衝擊、產業鏈斷裂、潛在流動性危機等。此外，建議進一步關注結構性失業的問題。

目錄

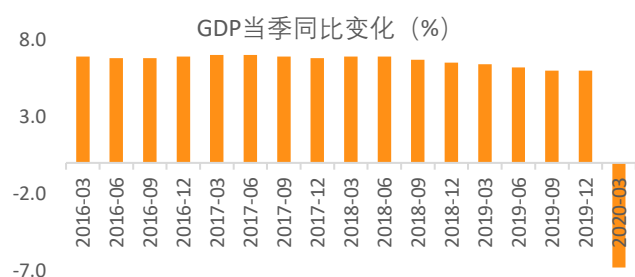
要點.....	1
宏觀經濟.....	4
1.1、 一季度經濟面臨嚴重衝擊，四十多年來首現季度負增長.....	4
1.2、 工業生產降幅明顯收窄，規模以上工業企業接近全面開工.....	5
1.3、 當月固定資產投資增速明顯回升，全年增長平穩下行.....	7
1.3.1、 地產開發投資率先正增長.....	7
1.3.2、 基建投資增速穩步回升.....	8
1.3.3、 製造業投資降速持續處於低位.....	9
1.4、 消費環比修復力度偏弱，居民一季度實際收入負增長.....	10
1.5、 進出口降幅收窄明顯，全球疫情衝擊尚未全面顯現.....	11
社會融資與外匯市場.....	13
2.1、 新增融資再創新高，信用條件持續寬鬆.....	13
2.2、 市場利率整體下行，融資成本明顯下降.....	14
2.3、 人民幣進一步被動貶值，美元指數持續徘徊于 100 水準.....	15
2.4、 恐慌性拋售後，外資再度北上.....	16
疫情之下，何去何從？.....	16
3.1、 世界面臨著大禁閉，全球經濟或負增長.....	16
3.2、 洞悉變局，把握機遇.....	17
3.2.1、“新基建”的本質是推動戰略新興產業發展.....	18
3.2.2、 戰略新興產業仍是未來發展的重點.....	18
3.2.3、 關注技術要素與資料要素.....	19
風險提示.....	19
關於作者.....	20
關於中國光大控股有限公司.....	20
免責聲明.....	21
版權說明.....	21

宏觀經濟

1.1、一季度經濟面臨嚴重衝擊，四十多年來首現季度負增長

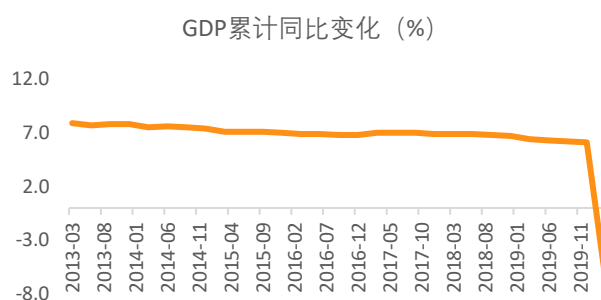
一季度 GDP 資料充分反映按下經濟運行“暫停鍵”的嚴重衝擊。受新冠肺炎疫情影響，一季度 GDP 環比下降 9.8%，同比負增長 6.8%，是 1976 年以來首次季度負增長。同比增速較 2019 全年下降 12.9 個百分點，較去年同期下降 13.2 個百分點。

圖：一季度經濟面臨嚴重衝擊



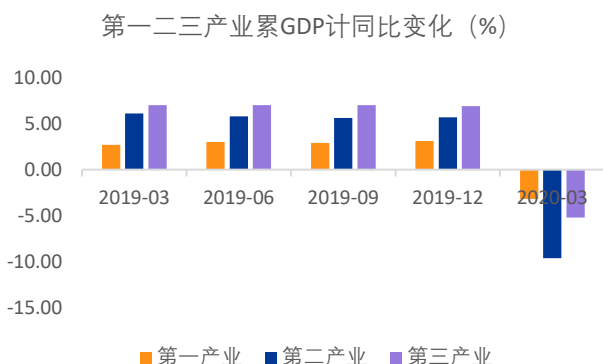
資料來源：國家統計局、光大控股

圖：四十多年來首現季度負增長



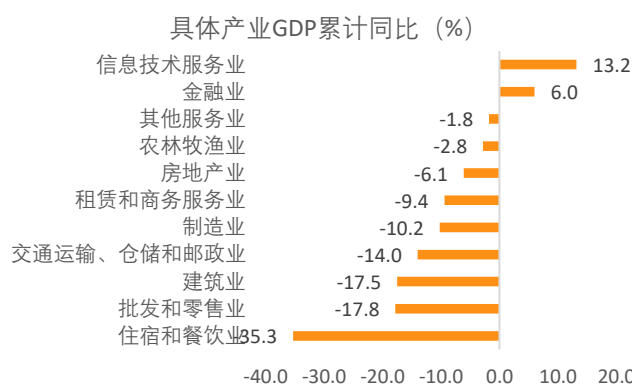
資料來源：國家統計局、光大控股

圖：第二產業面臨較大幅度的重創



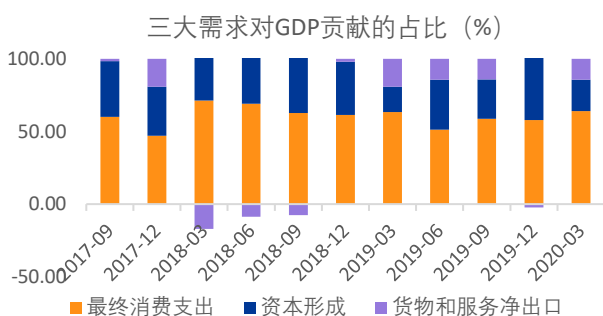
資料來源：國家統計局、光大控股

圖：資訊技術服務業與金融業維持 GDP 正增長



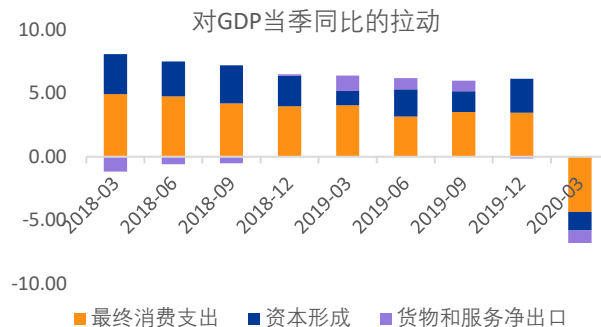
資料來源：國家統計局、光大控股

圖：最終消費是一季度負增長的主要拖累項



資料來源：國家統計局、光大控股

圖：三大需求全面負增長



資料來源：國家統計局、光大控股

從生產端看，受畜牧業生產影響，第一產業負增長 3.2%，較 2019 全年增速下降 6.3 個百分點，較去年同期下降 5.9 個百分點。不過疫情對種植業影響不大，一季度實現 GDP 同比增長 3.5%。第二產業在製造業與建築業復工復產受阻等情況下，GDP 同比增速較 2019 全年下行 15.3 個百分點至-9.6%，較去年同期下降 15.7 個百分點。第三產業 GDP 降幅小於第二產業，當季同比負增長 5.2%，較 2019 全年下行 12.1 個百分點，較去年同期下行 12.2 個百分點。這是因為一方面，在居民“社交隔離”之下，雖然交通運輸業、批發零售業、住宿和餐飲業、租賃業與房地產業（銷售）面臨著前所未有的衝擊，然而另一方面。金融業並未受到疫情重創，相反在逆週期調控之下，各類金融機構肩負支撐實體經濟復蘇的重任；同時，疫情推動網上會議、線上消費交易、線上教育等業態發展，進而促進資訊技術服務業的 GDP 增長。

從支出端看，當季度負增長主要受消費支出所拖累。一季度最終消費支出、資本形成與貨物和服務淨出口分別帶動經濟下降 4.36、1.46 和 0.98 個百分點。

當前經濟處於絕對底部主要受 1-2 月所拖累，隨著國內疫情趨於穩定，復工復產穩步推進，中國經濟已呈現明顯環比改善，體現在 3 月工業生產、固定資產投資、居民消費以及外貿出口同比降幅大幅收窄，一定程度上也說明著國內基本面的韌性。

1.2、工業生產降幅明顯收窄，規模以上工業企業接近全面開工

趕工效應之下，3 月工業生產明顯回升，供給端壓力有所緩解。3 月工業增加值同比下降 1.1%，降幅較 1-2 月收窄 12.4 個百分點，呈現 V 型反彈。在此支撐下，一季度工業生產負增長 8.4%，降幅較 1-2 月收窄 5.1 個百分點，與去年同期比下降 14.9 個百分點。

具體細分行業看，醫藥製造業、電腦等電子設備製造業、食品製造業、金屬冶煉加工業、化學製造業與鐵路/航空航太運輸設備製造業是 3 月復工復產的“排頭兵”，當月工業生產率先呈現正增長。究其原因：第一，醫療防疫、生活必需品、基礎物資和原材料產品是當前疫情防控和經濟社會平穩運行的關鍵，即是逆週期政策重點投入對象，特別是多數行業龍頭以地方國企/央企為主，因此無論是財政政策，還是信貸投放，其支援力度均高於民營企業（3 月一般企業資金需求主要用於解決流動性問題和維持運營周轉，實際生產需求來自於大型企業與基建項目，具體見後續金融分析）；第二，受前期出口訂單積壓推動，外貿企業加速生產和集中交付。以電腦等電子設備製造業為例，3 月工業增加值增速較 1-2 月上行 23.7 個百分點至 9.9%。

相對應地，3 月出口交貨值實現正增長，較 1-2 月上行 22.2 個百分點至 3.1%。不過另一方面，勞動力密集產業，例如紡織業工業增加值收窄幅度相對較弱，這是因為雖然規模以上工業企業開工率已達到 97.2%，但是並未納入統計範疇的中小微企業復工率僅達 77% 左右，¹即仍面臨著較大的生產經營壓力。

從產能利用率看，今年一季度工業產能利用率創歷史新低，較前季下行 10.2 個百分點至 67.3%，而過往五年平均水準 75.5%。具體細分行業看，醫療防疫（醫藥製造業）、石油開採與水電煤供應業的產能利用率相對保持高位，汽車製造業、紡織業面臨大幅下挫。

¹ <http://www.gov.cn/xinwen/gwyflkjz74/index.htm>

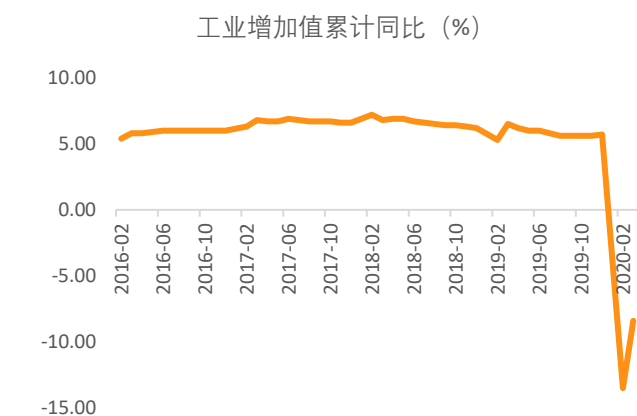
² 是指实际产出与生产能力（均以价值量计量）的比率。企业的实际产出是指企业报告期内的工业总产值；企业的生产能力是指报告期内，在劳动力、原材料、燃料、运输等保证供给的情况下，生产设备（机械）保持正常运行，企业可实现并能长期维持的产品产出。

從產銷率³看，儘管整體工業生產環比回升，但是終端銷售回檔仍存在一定滯後，因此3月產銷率進一步下行1.2個百分點至96.2%，創2003年以來新低。

結合生產經營預期進一步觀察需求端的邊際變化。3月PMI受2月低基數影響呈現環比大幅改善，整體PMI較前值上行16.3個百分點至52，生產、新訂單、採購等PMI細項均處於枯榮線之上，然而資料不等於經濟已經擺脫疫情影響，能否持續處於枯榮線之上，有待環比因素消逝後進一步觀察。

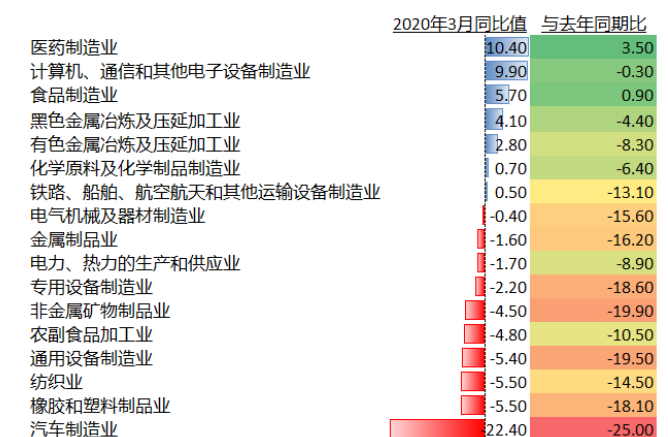
值得關注的是，新出口訂單與在手訂單PMI雖然有所回升，但始終處於枯榮線之下，同時產成品庫存PMI持續攀升，接近50，一定程度上反映著生產商對下游需求的憂慮，尤其是疫情全球化的背景下，海外需求壓力逐步抬升。此外，與PPI資料相對應，出廠價與主要原材料購進價PMI加速下滑，反映在大宗商品價格下行的背景下，工業生產存在通縮壓力，後續或阻礙生產的進一步修復。

圖：在3月生產環比改善的帶動下有所回升



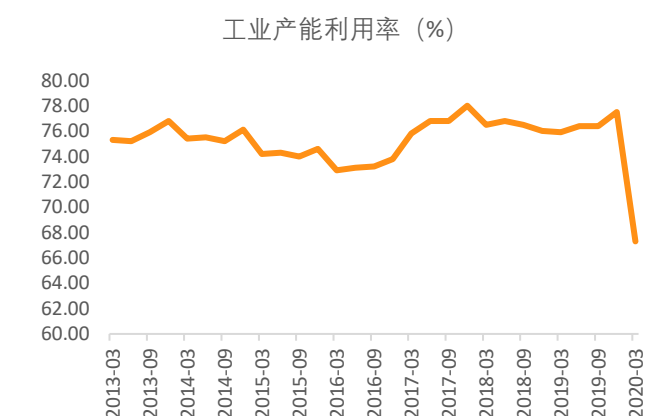
資料來源：國家統計局、光大控股

圖：新出口訂單與在手訂單



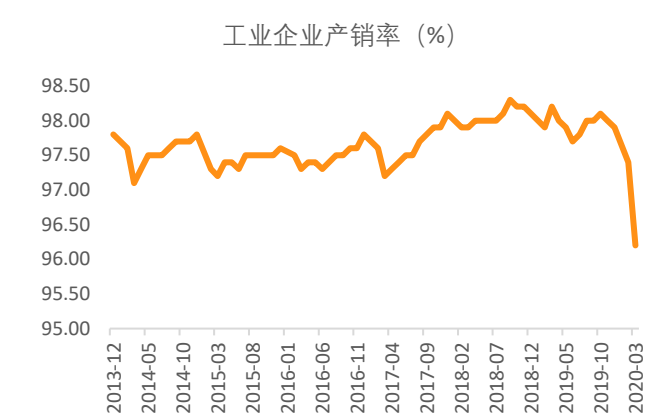
資料來源：國家統計局、光大控股

圖：12月工業生產持續回暖



資料來源：國家統計局、光大控股

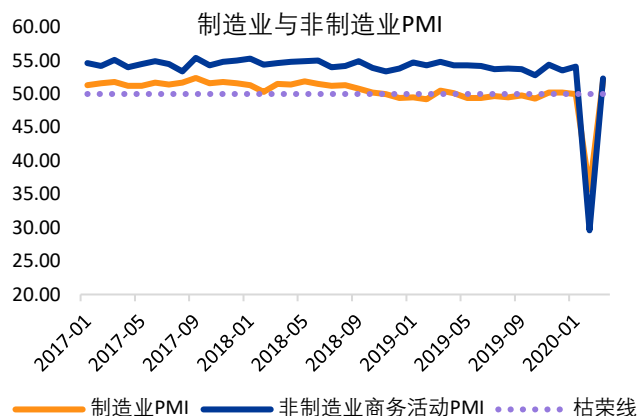
圖：全年工業生產較2018年下行0.5個百分點



資料來源：國家統計局、光大控股

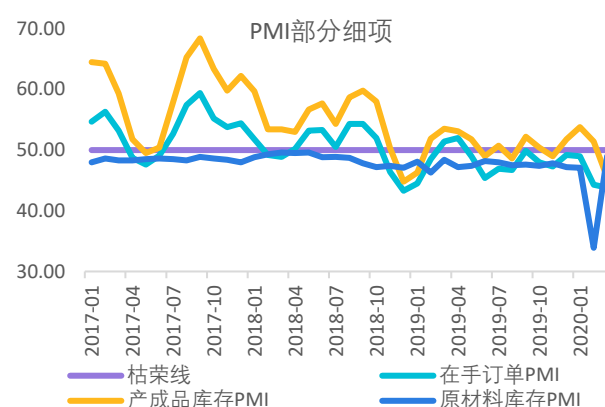
³ 是销售产值和工业总产值的比率，用来反映工业产品的产销衔接情况。

圖：3月生產景氣度環比大幅改善



資料來源：國家統計局、光大控股

圖：新出口訂單、在手訂單與庫存反映對需求的擔憂

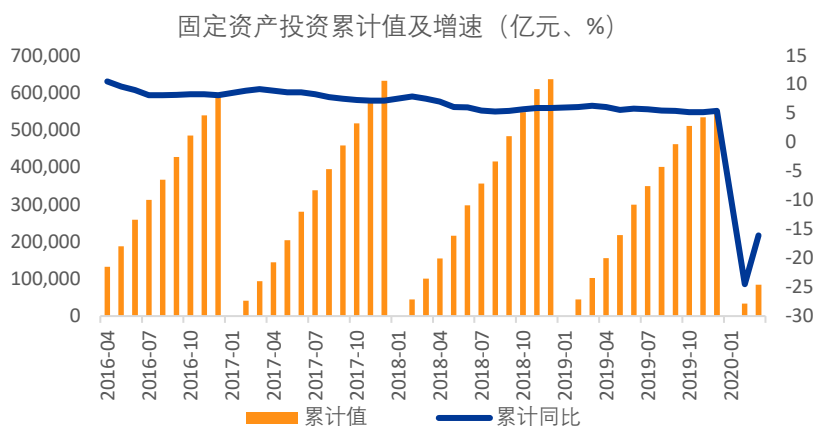


資料來源：國家統計局、光大控股

1.3、當月固定資產投資增速明顯回升，全年增長平穩下行

投資方面，3月固定資產投資呈現明顯回升。新增完成額較1-2月環比增長53%，然而同比持續雙位數負增長，同比降幅較1-2月收窄13.6個百分點至-10.9%，與去年同期比下降12.4個百分點。一季度新增固定資產投資完成額同比下降16.1%，較1-2月上行8.4個百分點。具體看，地產開發投資率先正增長，基建投資增速穩步回升，製造業投資降速持續處於低位。

圖：3月固定資產投資呈現明顯回升



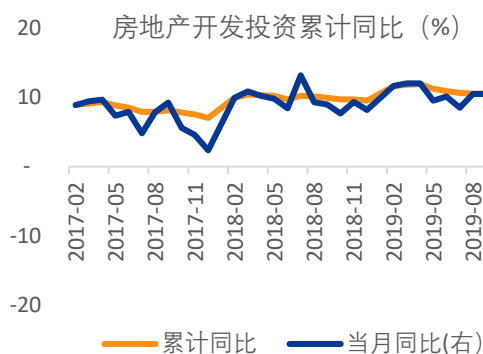
資料來源：國家統計局、光大控股

1.3.1、地產開發投資率先正增長

在信貸投放高增長的支持下，3月地產開發資金降速明顯回檔，結合各地房地產政策邊際調整與開工率提升，一同帶動3月地產開發投資率先正增長。3月房地產開發到位資金同比下降7.6%，較1-2月降速回檔9.9個百分點，其中當月銀行貸款同比增速由負轉正上行至0.5%，自籌資金（包括發債與非標融資）同比增長1.7%，在銷售相對回升的推動下，居民按揭貸款同比增長0.5%。由此推動，當月地產開發萬完成額同比增長1.1%，增速較1-2月上行17.4個百分點，與去年同期比下行10.8個百分點，不過在1-2月的拖累下，整體一季度地產開發持續負增長（-16.1%）。

進一步看，隨著融資環境明顯改善，在“下半場”邏輯的推動下，地產商仍面臨著期房交付壓力，新增資金到位後主要投入於項目新開工與竣工，施工投資增長有所放緩。3月房屋新開工與竣工面積累計下降 27.2%與 15.8%，降幅較前值分別上行 17.7 和 7.1 個百分點，一季度施工面積雖然累計增長 2.6%，但增速較前值下降 0.3 個百分點。

圖：地產開發投資率先回暖



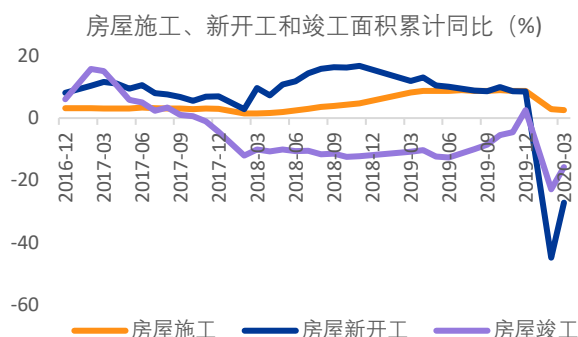
資料來源：國家統計局、光大控股

圖：地產商融資環境明顯改善

	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-02	2020-03
整體	4.1%	10.8%	6.0%	6.5%	13.8%	-17.5%	-7.6%
國內貸款	11.9%	4.8%	-5.2%	-17.1%	0.9%	-8.6%	0.5%
自籌資金	4.9%	6.2%	1.1%	8.0%	8.3%	-15.4%	1.7%
定金及預收款	-0.8%	14.3%	12.9%	15.4%	17.2%	-23.9%	-20.2%
個人按揭貸款	15.4%	27.9%	18.6%	12.2%	26.3%	-12.4%	0.5%
各項應付款	0.1%	-5.7%	-2.2%	8.4%	33.0%	-1.5%	-

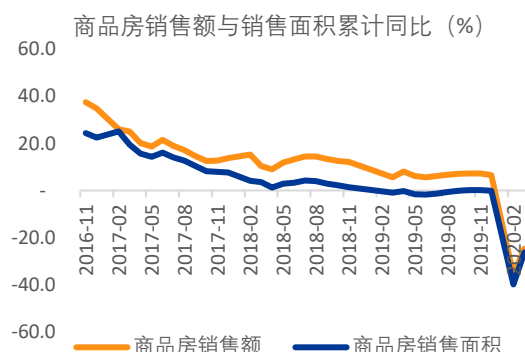
資料來源：國家統計局、光大控股

圖：新開工與竣工投資加速回升，施工投資有所放緩



資料來源：國家統計局、光大控股

圖：3月銷售相對回升



資料來源：國家統計局、光大控股

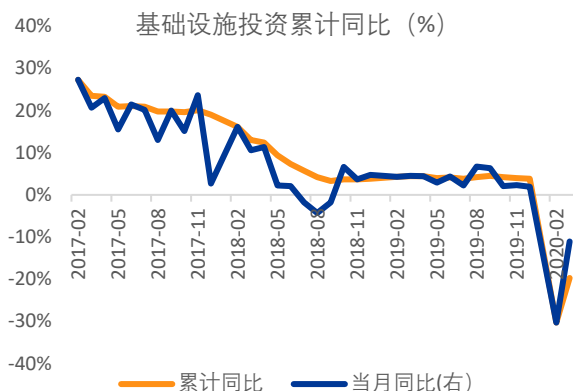
1.3.2、基建投資增速穩步回升

雖然復工復產穩步推進，基建投資增速逐步回升，降幅明顯收窄。3月同比下降 11.1%，降幅較 1-2 月大幅收窄 19.2 個百分點。然而其修復力度始終不如地產開發投資。究其原因：

首先，雖然地方政府/城投平臺的專項債發行在 1 月創下“天量”記錄，但是融資主要用於“借新換舊”和非標融資置換等，實際用於新專案開發的相對較少，由於 1 月專項債發行力度過猛，後續 2-3 月新增規模持續下降。雖然銀行配置借款能及時到位，但是無法完全支撐基建專案的資金需求。疫情之下地方政府或仍在等待進一步中央財政補助和新一輪專項債額度的下達。其次，受疫情影響，多數原定於年後開工的新基建專案仍處於審批過程。即使不存在審批進度受阻，新開工項目或面臨著挖掘機等生產工具交付拖延等情況，進而耽誤整體專案進度。

往後看，隨著專項債資金持續回升、審批進度加快等，後續基建投資可望加速回檔。

圖：製造業投資增速明顯反彈，創年內最大幅回升



資料來源：國家統計局、光大控股

圖：高端技術製造業投資下半年加速增長



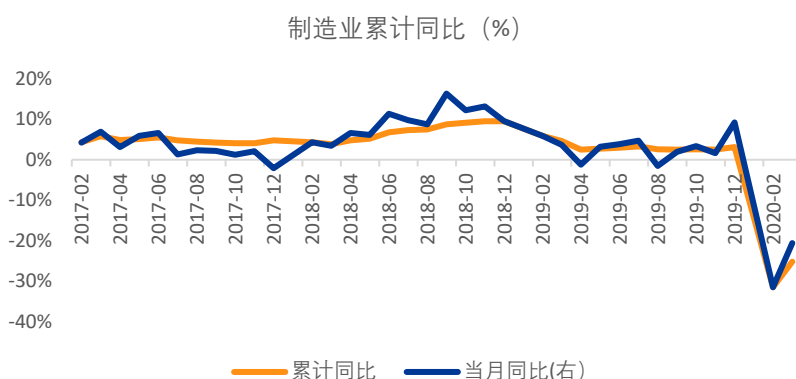
資料來源：國家統計局、光大控股

1.3.3、製造業投資降速持續處於低位

製造業投資回升相對較弱，同比持續處於低位。3月製造業投資完成額同比下降20.6%，較1-2月降幅收窄10.9個百分點，與去年同期比下降24.3個百分點。究其原因，疫情對其影響較為顯著，短期衝擊明顯高於其他行業。雖然製造業3月復工進度明顯加速，但是復工完全等於複產。如上所述，一季度工業產能利用率創歷史新低，結合製造業普遍面臨大幅度淨虧損，資金周轉緊張與流動性問題突顯等問題，整體製造業加大投資的可能性極低，將存在一個更漫長的投資修復週期。

由於製造業約占整體固定資產投資總量的30%，能否持續回升將是影響整體投資反彈的關鍵。長遠看，製造業若不存在擴大生產的需求，即使產業結構轉型升級趨勢不變，然而受限於內生動力不足，製造業投資或面臨著“一蹶不振”的困境，預計負增長將繼續持續至少6個月左右，而推動製造業投資復蘇的重任或落於地方政府產業政策、逆週期支持力度，以及社會資本的投入。

圖：製造業投資回升相對較弱，同比持續處於低位



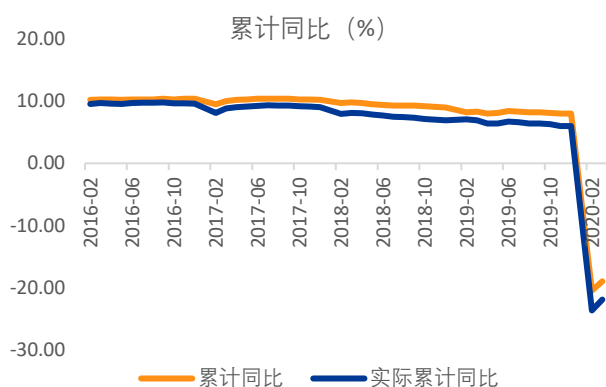
資料來源：國家統計局、光大控股

1.4、消費環比修復力度偏弱，居民一季度實際收入負增長

國內消費方面，雖然3月國內疫情趨於穩定，但是社會消費持續雙位數負增長。究其原因，一方面是受限於“社交距離”與居民主動避免人群聚集，進而導致零售、餐飲、旅遊、電影與其他文體娛樂的線下消費場景仍未完全復蘇；另一方面是一季度居民實際收入負增長，居民消費意願下降。剔除後通脹後，一季度居民可支配收入同比下降3.9%，是有資料以來首次負增長。

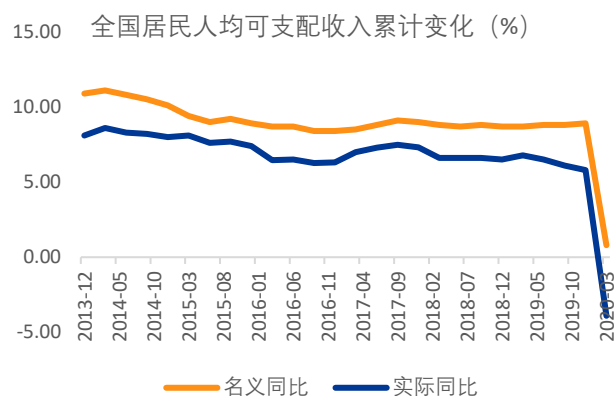
3月名義社會消費同比下降15.8%，較1-2月上行4.7個百分點，較去年同期下降24.5個百分點。剔除通脹因素，實際消費降速進一步下滑至-18.1%。其中餐飲消費降幅進一步擴大，較1-2月降幅進一步下降3.7個百分點至-46.8%。由於3月環比回升力度偏弱，一季度整體社會消費同比下降19%，僅較1-2月上行1.5個百分點，與去年同期比下降27.3個百分點。

圖：社會消費持續雙位數負增長



資料來源：國家統計局、光大控股

圖：一季度居民可支配收入首次負增長



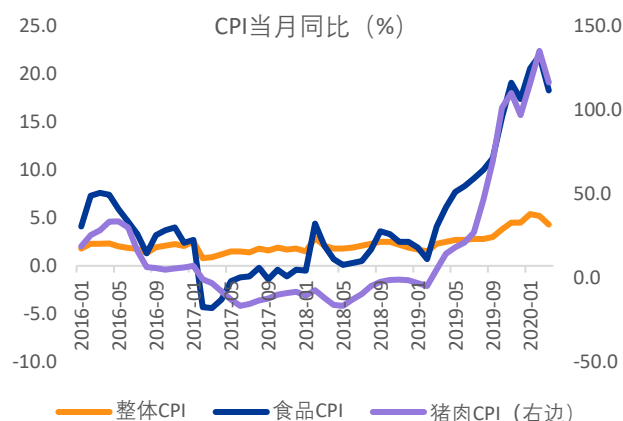
資料來源：國家統計局、光大控股

圖：防疫物質與生活必需品等率先實現正增長

	2020年3月	与前值比	以去年同期比
粮油、食品类	19.20	9.50	7.40
中西药品类	8.00	7.80	-3.80
通讯器材类	6.50	15.30	-7.30
饮料类	6.30	3.20	-5.80
文化办公用品类	6.10	15.00	10.10
日用品类	0.30	6.90	-16.30
烟酒类	-9.40	6.30	-18.90
化妆品类	-1.60	2.50	-26.00
建筑及装潢材料类	-3.90	16.60	-24.70
汽车类	-8.10	18.90	-13.70
石油及制品类	-8.80	7.40	-25.90
家具类	-2.70	10.80	-35.50
家用电器和音像器材类	-29.70	0.30	-44.90
金银珠宝类	-30.10	11.00	-28.90
服装鞋帽针纺织品类	-34.80	-3.90	-41.40

資料來源：國家統計局、光大控股

圖：通脹持續處於高位



資料來源：人民銀行、光大控股

具體細項看，防疫物質與生活必需品消費率先實現正增長。3月食品消費同比增長19.2%，增速較前值上行9.5個百分點，剔除通脹因素之外（3月食品類CPI雖然雖然較2月下行3.6個百分點至18.3，但仍處於歷史高位水準），一定程度上反映隨著供給管道恢復後，居民有意囤積糧食與藥物的情況。同樣地，電腦等電子設備、辦公用品等消費隨著3月復工復產推進，消費需求迅速反彈。不過，服裝、化妝品與金銀珠寶等以線下場景為主的非必須消費，以及地產相關消費（傢俱、家電與建築裝潢）均持續負增長。3月汽車消費雖然同樣負增長，但是降幅收窄幅度為同期最高，較1-2月降速上行18.9個百分點至-18.1%。

往後看，一方面，隨著各地消費政策的先後出臺與前期積壓需求的釋放，“補償性”消費在部分情況下仍是可能的，例如汽車、地產相關消費等可能是後續亮點。然而另一方面，常態化疫情防控舉措的落實意味著餐飲、商場購物等線下消費場景較長時間內無法完全修復。

所謂“一葉知秋”，3月線上消費增長雖然較1-2月進一步提升，但是增速始終未回到20%水準區間。高通脹之下，居民收入負增長，無論是線上，還是線下消費難見報復性反彈，消費將在較長的一段時間內成為經濟增長的主要拖累項。

1.5、進出口降幅收窄明顯，全球疫情衝擊尚未全面顯現

外需方面，如前期所述，隨著外貿企業復工復產，2月積壓的出口訂單會在3月呈現集中交付。同時隨著國內疫情控制在3月持續改善，鐵礦砂、原油、煤炭等大宗商品，以及食物類消費品進口需求相對回檔。兩者推動之下，整體進出口貿易呈現明顯回升。一季度進出口貿易同比下降8.4%，降幅較1-2月收窄2.6個百分點，與去年同期比下降7.2個百分點。其中出口降速較1-2月減少3.9個百分點至-13.3%，與去年同期比下降14.7個百分點。進口同比下降2.9%，較1-2月收窄1.1個百分點，與去年同期比下降1.2個百分點。受出口邊際改善影響，貿易重回順差狀態，一季度累計實現順差132億美元。

從出口貿易細項看，一般貿易與加工貿易均呈現明顯改善，⁴其中出料加工貿易⁵同比增速大幅度提升，一季度累計同比較前值上行28.4個百分點至34.3%，與國內加速復產，加工外包需求回升密切相關。

從進口貿易細項看，一般貿易、進料加工與出料加工同樣呈現環比回升，然而來料加工進口降幅進一步擴大，一季度同比下降7%，較1-2月數值下降4.8個百分點，較去年同期下降13.5個百分點。來料與進料加工貿易的背後主要是勞動力密集型產業。事實上，在貿易戰與全球經濟不景氣的拖累下，來料加工進口自2019年下半年持續負增長，當前負增長加速下行意味著疫情之下，外貿新增訂單銳減等問題已經開始顯現，只不過前期補償性交付暫時掩蓋住外需邊際下行。

從主要貿易國往來看，中國與東盟進出口貿易顯著優於整體。一季度整體同比增長3.9%，較1-2月上行3.4個百分點，較去年同期上行1.2個百分點。其中出口貿易較1-2月大幅回檔5.5個百分點至0.4%，進口增速持續高增長，較1-2月上行1.2

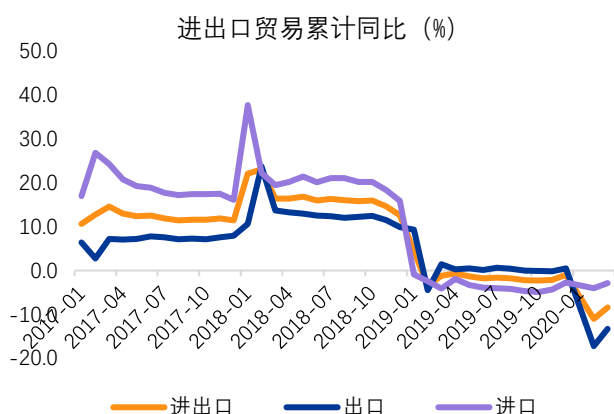
⁴ 一季度一般貿易、來料加工與進料加工貿易出口分別同比下降13.1%、14.2%與19.7%，分別較前值上行4.8、3.4與3個百分點。

⁵ 出料加工是指境內企業將原材料、零部件、元器件、輔料或半成品，出口交由境外廠商按我方要求加工、裝配，加工後成品復運進口，我方支付工繳費的貿易方式。是國內加工貿易的反向操作。雖然占比較小，但是可視為國內勞動力密集產業主動外移的一個表現。

個百分點至 8.4%。事實上，目前東盟已經替代歐盟，成為中國第一大交易夥伴，其背後主要受兩方面影響：第一是英國脫歐使得現有歐盟範圍的貿易總量自然下降；第二是在去年 10 月底中國-東盟自貿區升級《議定書》⁶全面生效的持續推動，一季度雙方分別在積體電路加工、原油進口/成品油出口，以及食品類消費品進出口貿易取得持續高增長。⁷

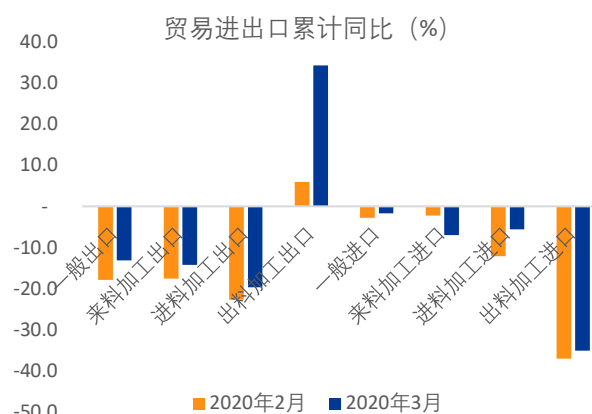
往後看，全球新冠肺炎疫情仍在加速蔓延，中國主要交易夥伴均處於疫情高峰期，所面臨的衝擊不可低估。根據 IMF 的最新預期，2020 年全球貿易總量（包括貨物與服務）將同比下降 11%，國際需求萎縮之下，進出口貿易衝擊不可避免。考慮到全球疫情在 4 月進一步惡化，預計二季度貿易增速將再度下行，能否在三季度止跌回升，取決於兩方面：第一是主要國家的防疫進展，第二是海外復工節奏與經濟刺激政策的實效。

圖：整體進出口貿易呈現明顯回升



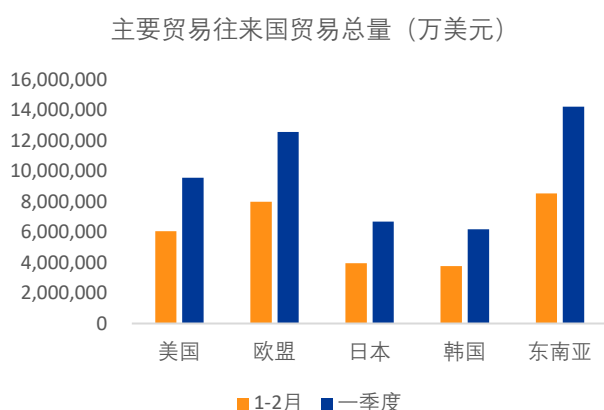
資料來源：海關總署、光大控股

圖：來料加工進口降幅進一步擴大值得關注



資料來源：海關總署、光大控股

圖：東盟躍升為中國第一大貿易往來夥伴



資料來源：海關總署、光大控股

圖：IMF 下調 2020 年全球貿易總量增速至-11%

	2019	2020 (預測)	2021 (預測)
世界貿易量	0.9	-11.0	8.4
進口			
發達經濟體	1.5	-11.5	7.5
新興市場經濟體	-0.8	-8.2	9.1
出口			
發達經濟體	1.2	-12.8	7.4
新興市場經濟體	0.8	-9.6	11.0

資料來源：IMF、光大控股

⁶ 全称是《中华人民共和国与东南亚国家联盟关于修订〈中国-东盟全面经济合作框架协议〉及项下部分协议的议定书》
http://fta.mofcom.gov.cn/article/zhengwugk/201910/41659_1.html

⁷ 海关总署 2020 年一季度进出口情况新闻发布会
<http://fangtan.customs.gov.cn/tabid/996/default.aspx>

社會融資與外匯市場

2.1、新增融資再創新高，信用條件持續寬鬆

3月新增社融5.15萬億元，超越今年1月增量再創歷史新高，當月環比多增4.29萬億元，同比多增2.19萬億元，同比增速較前值上行85.2個百分點至74%，與去年同期基本一致。由此推動下，社融存量增速環比明顯回升，較前月上行0.8個百分點至11.5%，與去年同期比提升0.34個百分點，結束了2019年一季度以來低位徘徊的局面。高增長具體表現為表內貸款、政府與企業債券融資，以及未貼現銀行承兌匯票的大幅回升，其背後除了臨近季末，銀行存在衝量應對季度考核的動力之外，還得益於以下四方面因素：

第一，企業復工復產。企業融資需求隨著復工節奏轉移至3月集中放量，主要用於解決經濟停滯所帶來的資金缺口問題。同時在疫情緩和之下，居民消費亦逐步修復。

第二，貨幣政策見效。前期一系列貨幣政策工具的集中見效，包括LPR報價下調10bp、3000億專項再貸款、5000億再貸款再貼現專用額度、面向中小銀行的1萬億再貸款再貼現額度等工具。

兩者推動下，表內貸款增量攀升。以人民幣貸款資料為例，當月新增3.04萬億元，同比增長55.1%，增速較前值跳升60.8個百分點，但較去年同期下行16.3個百分點。其中72%的銀行信貸投放至企業層面，主要是短期貸款與票據融資，來自於企業資金周轉，應對流動性缺口。而根據人民銀行說明，新增中長期貸款主要來自於大型企業和重大工程復工後的資金需求。居民貸款同比增量主要集中在短期消費融資，與居民消費環比改善相對應。

同時，在委託貸款（房地產融資）與未貼現銀行承兌匯票（外貿企業搶出口與資金周轉）的帶動下，整體表外融資持續環比改善。當月新增非標融資2209億元，同比多增1386億元，環比多增7066億元。

第三，公司債註冊制。隨著3月新《證券法》正式施行，公司債步入註冊制時代，⁸直接帶動當月企業發債規模進一步提升。註冊制之下，公司債在發行流程、額度上限和期限等核心實質條件有一定幅度的降低，且許可權下放至交易所。結合利率下行等條件，企業債券融資意願大幅提升。當月增量9819億元，同比多增6273億元，環比多增5925億元。

第四，積極的財政政策。政府財政支出壓力進一步提升，地方債與國債發行力度重回高位。當月新增6344億元，同比多增2932億元，環比多增4520億元。

從另一個維度看，基建項目、城投平臺是債券融資的主要發起方。根據Wind債券市場統計，⁹剔除金融機構發行的金融債，3月國內債券市場所籌資金主要流向基建項目和城投平臺，占3月債券融資總量的37.7%，水電燃氣供應與交流運輸行業占總量的22.8%，製造業占14.1%，房地產業占5.9%。

⁸ 《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》

http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202003/t20200301_371309.html

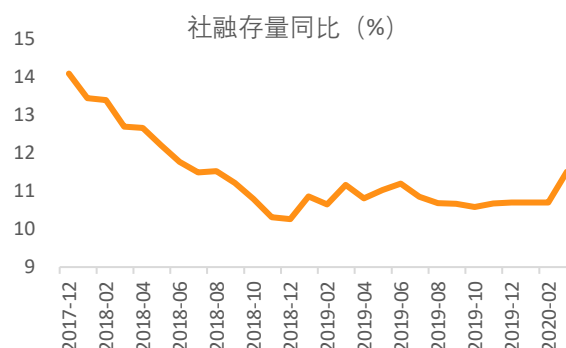
⁹ Wind DCM库关于债券融资范畴更广义，包括政府债券、金融债、同业存单、央行票据、定向工具、国际机构债、政府支持机构债、ABS、可转债与可交债，因此与社融口径不一致。

圖：3月新增社融再創歷史新高



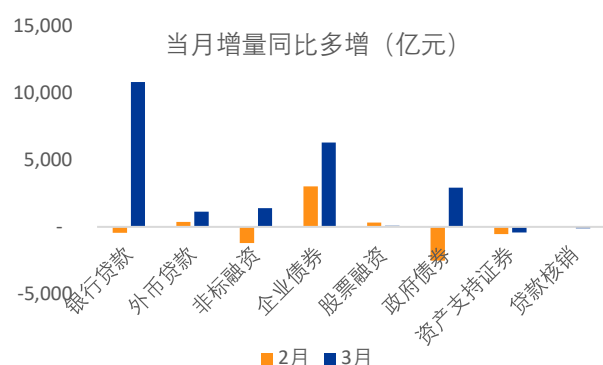
資料來源：人民銀行、光大控股

圖：社融存量增速環比明顯回升



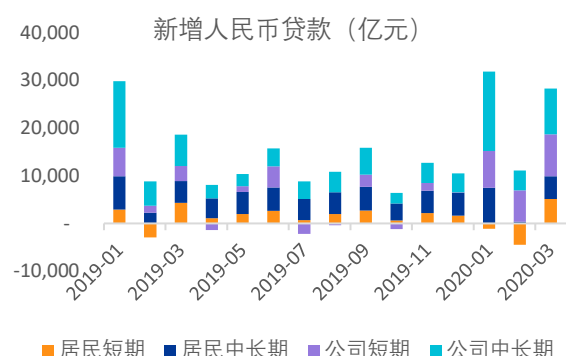
資料來源：人民銀行、光大控股

圖：高增長主要受表內貸款、政府與企業債券融資等推動



資料來源：人民銀行、光大控股

圖：新增貸款主要來自於短期需求 (填補流動性缺口)



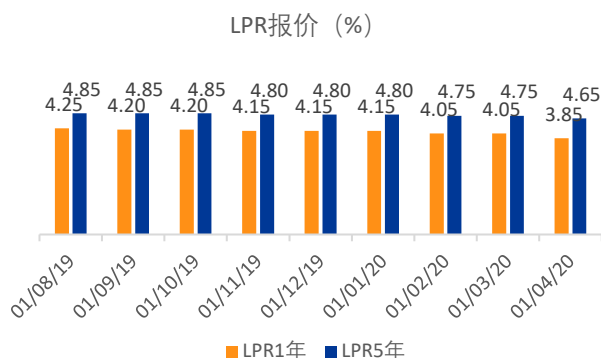
資料來源：人民銀行、光大控股

2.2、市場利率整體下行，融資成本明顯下降

面對疫情拖累經濟，再貸款再貼現是當前貨幣政策逆週期調控的主要工具。在信用總量提升的同時，人民銀行持續通過貸款市場報價利率（LPR）改革，推動貸款利率下限的下遷，以激發銀行貸款需求。

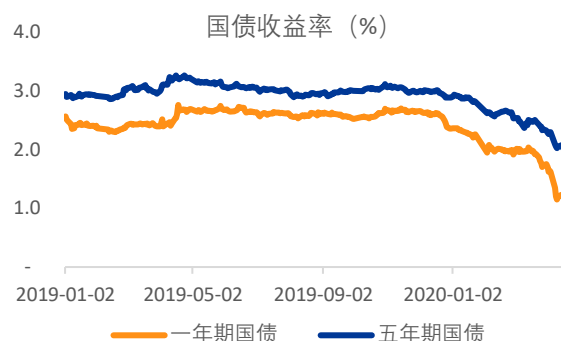
目前看，社會融資成本確實有所下降。根據人民銀行資料，3月一般貸款平均利率5.48%，較2019上半年（即LPR改革啟動前）下行0.62個百分點，較今年以來的高位下降0.26個百分點。4月20日，1年期與5年期LPR報價進一步下行20bp與10bp至3.85%和4.65%，是目前單次最大降幅。同時，隨著金融機構在央行超儲利率由0.72%下降至0.35%，中小銀行再次定向降准，市場資金成本進一步下滑，整體利率中樞下移。從發行利率看，國債、地方政府債與公司債均票面利率在4月均進一步下行，分別由去年12月的2.85%、3.71%與4.41%下降至1.95%、2.83%與3.62%。從到期收益率看，亦是如此。截止至4月17日，一年期與五年期國債收益率分別報價1.2%與2.03%，較今年最高位分別下降1.2和0.9個百分點；同期限的公司債到期收益率（AAA）分別報價1.97%與3.01%，較今年最高位分別下降1.2和0.7個百分點。

圖：LPR 報價持續下行



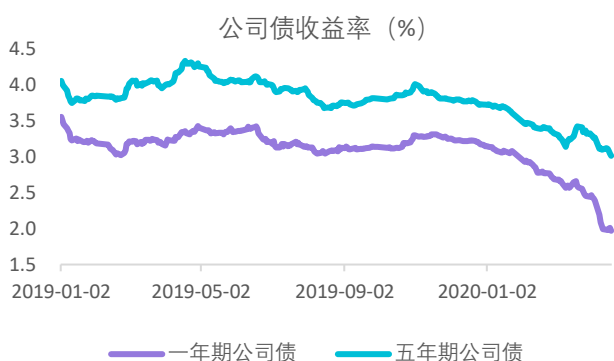
資料來源：Wind、光大控股

圖：國債到期收益率持續下行



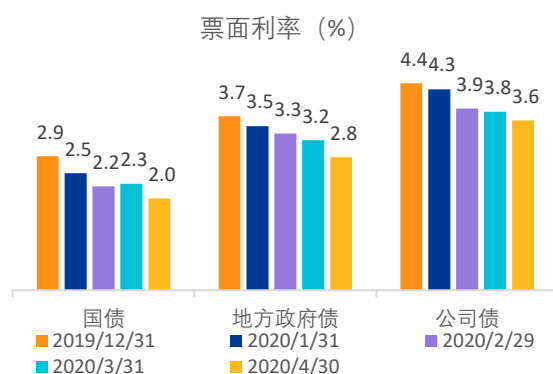
資料來源：Wind、光大控股

圖：公司債到期收益率同步下調



資料來源：Wind、光大控股

圖：國債、地方政府債與公司債票面利率有所下調



資料來源：Wind、光大控股

往後看，預計二季度信用條件持續寬鬆，社融增量維持平穩。雖然 3 月信貸投放高增長主要受前期需求集中釋放等所推動，後續難以重現，但是隨著國內疫情持續減緩，企業生產經營資金需求或逐步恢復，基建相關投資專案亦會帶動貸款需求的提升。此外，居民消費貸款和購房貸款的需求也會進一步釋放。根據人民銀行銀行家問卷調查結果，二季度貸款需求預期指數較一季度提升 17.1 個百分點至 83.1%。¹⁰

2.3、人民幣進一步被動貶值，美元指數持續徘徊于 100 水準

3 月離岸人民幣兌美元即期回來進一步提升 2bp 至 7.01。如前期所述，3 月外匯市場邏輯出現明顯變化。受海外疫情影響，資本市場呈現恐慌性拋售，同時以美元為主的資本市場面臨流動性問題，導致市場對美元需求持續攀升，人民幣被動貶值，美元指數持續處於 100 區間。隨著 3 月下旬美聯儲動用多項貨幣工具向市場投放流動性，以及與多央行建立臨時美元流動性互換安排，目前“美元荒”有所緩解，市場逐步恢復理性。當然在全球疫情尚未得到基本控制之前，不穩定因素持續存在，人民幣匯率可能再度面臨階段性承壓。

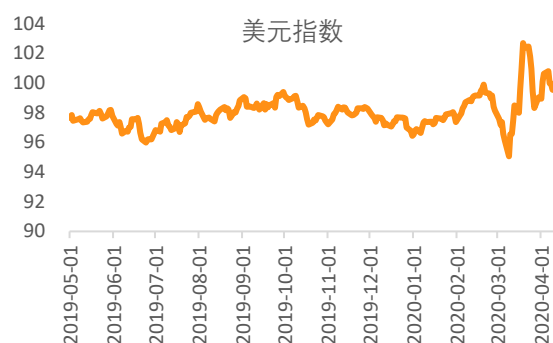
¹⁰ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4005810/index.html>

圖：3 月人民幣對美元即期匯率持續貶值



資料來源：Wind、光大控股

圖：美國指數持續在 100 間徘徊

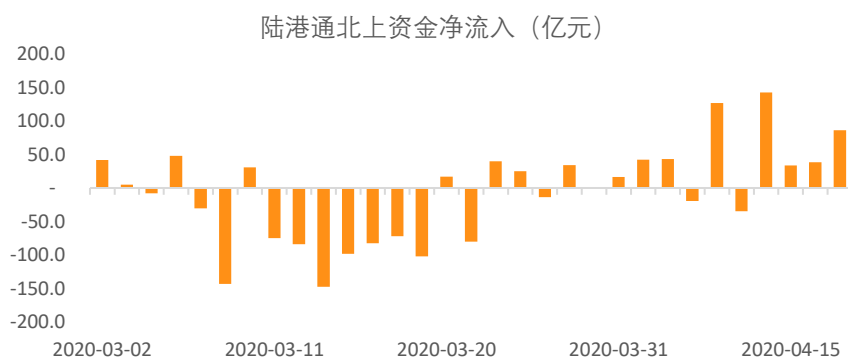


資料來源：Wind、光大控股

2.4、恐慌性拋售後，外資再度北上

事實上。隨著市場恐慌情緒結束，市場回歸基本面，主要國家貨幣與財政的刺激政策陸續出臺，全球經濟已迎來新一輪流動性氾濫問題，反過來進一步凸顯人民幣資產的價值。當前中國是新興市場國家基本面較好，疫情防控最到位的國家，後續或出現資金大量流入的可能性，意味著人民幣面臨升值壓力，同時也存在輸入通脹和資產泡沫等問題。從陸港通北上資金流向看，步入 4 月外資再度北上，截止至 4 月 17 日，實現淨流入 458.7 億元。

圖：北上資金 4 月再度淨流入



資料來源：港交所、光大控股

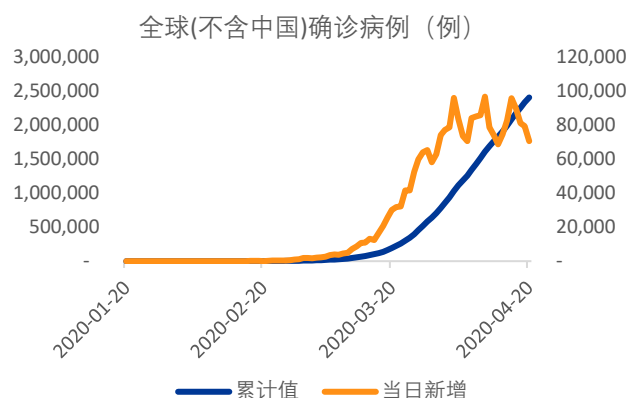
疫情之下，何去何從？

3.1、世界面臨著大禁閉，全球經濟或負增長

截止至 4 月 20 日，全球共有 213 個國家遭遇新冠肺炎疫情衝擊，占全球國家及地域總數的 91%，累計確診案例 231.9 萬，其中美國、西班牙、義大利等仍是疫情的重災區。¹¹

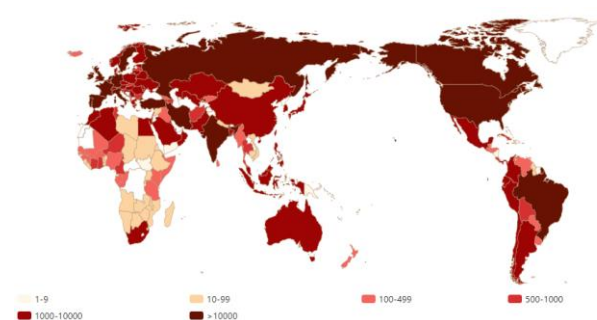
¹¹ 最新数据更新: <https://www.who.int/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019>

圖：全球新增確診病例持續在高位徘徊，難見拐點



資料來源：Wind、光大控股

圖：美歐等發達國家已是疫情的重災區



資料來源：Wind、光大控股

如前期所述，隨著新冠肺炎由地域性傳染病演變為全球性大流行病，疫情對經濟的衝擊早已由國內問題轉向全球危機。短期內，各國最終採取與中國一致的防疫措施，通過人群管制與社交隔離（Social Distancing）阻斷病毒傳播鏈。長期內，治癒無特效藥、群體免疫論不攻自破，終結疫情只能寄託於疫苗研製上。然而創新性疫苗研製一般需要 10 年時間，即使當前政策放寬，研製團隊全力推進，全球協同推進，在保證疫苗安全性與有效性的前提下，疫苗研製仍需至少 12-18 個月左右時間。¹²目前國內已有 3 款滅活疫苗獲批臨床試驗階段，美國已有 2 款基因疫苗進入臨床試驗階段，而根據世衛組織全球疫苗研究小組，全球仍有 67 種疫苗尚未進入臨床試驗。

上述意味著，在一定時間內，全球社會經濟發展將與新冠肺炎病毒共生共存。當前世界經濟運行已按下“暫停鍵”，實施隔離、封鎖和廣泛的社會經濟“禁閉”（The Great Lockdown），1-2 月中國經濟全面停頓的影響將在二三季度內迎來全球範圍內的加強版，全球經濟增長不容樂觀。根據 IMF 最新預測，2020 年全球經濟負增長 3%，2021 年受低基數改善，GDP 回升至正增長 5.8%。其中 2020 年發達經濟體負增長 6.1%，美國 GDP 負增長 5.9%，新興市場國家負增長 1%，中國經濟全年維持正增長 1.2%。¹³

3.2、洞悉變局，把握機遇

國內一季度負增長，一方面反映著疫情衝擊力度，由公共衛生危機所導致經濟運行停滯是前所未有的；另一方面 3 月資料反彈值得欣慰，說明中國經濟韌性猶存，不應絕對悲觀。

往後看，需要意識到一季度資料僅反映國內經濟停滯的影響。隨著疫情海外擴散，在後續三個季度內，國內經濟復蘇將面臨著輸入型疫情傳播，外需總量邊際下降，以及跨境產業鏈斷裂等阻擾。外部壓力之下，國內復工復產存在較大約束，進而拖累整體經濟復蘇，最終導致居民就業壓力提升，加劇社會不穩定。

¹² http://www.xinhuanet.com/world/2020-03/28/c_1125779531.htm

¹³ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>

凡是過往，皆為序章（What's past is prologue）。¹⁴疫情之下，如何洞悉變局，把握機遇是關鍵。從政策層視角看，“確保疫情不反彈，穩住經濟基本盤，兜住民生底線”是宏觀經濟逆週期調控的最低目標。根據對 4 月 17 日中央政治局會議的分析，¹⁵常態化疫情防控之下，國內供給端修復雖需時日，但不成問題，相反面臨需求總量下行，政策層強調需要積極擴大國內需求。具體包括：第一，通過擴大居民消費與公共消費釋放消費潛力；第二，在“新基建”的基調上，再度提及加強傳統基礎設施投資，包括老舊社區改造等；第三，支持企業出口轉內銷；第四，重提“房住不炒”，要求促進房地產市場平穩健康發展。其中“新基建”值得進一步關注。

3.2.1、“新基建”的本質是推動戰略新興產業發展

雖然當前“新基建”已被視為疫情之後經濟反彈的重要支撐，近期政策層更是頻繁提及其重要性，但是“新基建”並非新概念，其內容最早可追溯於 2018 年中央經濟工作會議¹⁶上。今年 2 月 12 日，在國內疫情處於拐點期間，中央政治局會議在“發揮好有效投資關鍵作用”方面，提出推動生物醫藥、醫療設備、5G 網路、工業互聯網等加快發展等要求，均與疫情防控領域相關。¹⁷根據最新定義，“新基建”包括資訊基礎設施、融合基礎設施和創新基礎設施。¹⁸

疫情之下，雖然“新基建”不斷地被賦予更多的內涵和使命，在短期內確實意在擴大固定資產投資，扶持內需與穩定就業，但是在長期內，其本質是推動戰略新興產業發展，即通過“新基建”提升全要素生產率，進而實現經濟高品質發展。即使無疫情影響，“新基建”仍將會是拉動固定資產投資甚至內需消費的新增量，是帶動國內經濟增長不可或缺的力量。

3.2.2、戰略新興產業仍是未來發展的重點

回顧過往兩年，在外部需求疲軟不振，經貿摩擦此起彼伏，保護主義愈演愈烈，疊加前期國內系統性金融風險、經濟週期性與結構性矛盾的多重影響下，中國經濟下行趨勢十分明確。事實上，中國正處於經濟結構性轉型的陣痛期，近年來經濟下行的本質是人口紅利和後發優勢的邊際遞減，目前隨著減弱，技術創新對經濟的拉動作用越來越重要，對此中國加速追趕，加強技術創新，補齊短板。在“十三五”規劃內，¹⁹中國加速推動戰略性新興產業發展，拓展新興產業增長空間，力爭戰略性新興產業增加值占國內生產總值比重達到 15%。根據測算，2019 年國內戰略性新興產業工業增加值規模 3.3 萬億元，僅占整體規模的 10.4%，即是戰略性新興產業仍具有萬億元的市場發展空間，且仍將是後續“十四五”規劃的重中之重，特別是近期“新基建”政策或陸續出臺，將加快新一代資訊技術的應用，以及其與傳統行業的融合。

¹⁴ 莎士比亚《暴风雨》（The Tempest）

¹⁵ http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2020-04/17/c_1125871992.htm

¹⁶ http://www.gov.cn/xinwen/2018-12/21/content_5350934.htm

¹⁷ <http://www.12371.cn/2020/02/21/ART11582291740139117.shtml>

¹⁸ <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/gbwxwfbh/xwfbh/fzggw/Document/1677563/1677563.htm>

主要包括 3 个方面内容：第一，是信息基础设施。主要是指基于新一代信息技术演化生成的基础设施，比如，以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等；第二，是融合基础设施。主要是指深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支撑传统基础设施转型升级，进而形成的融合基础设施，比如，智能交通基础设施、智慧能源基础设施等；第三，是创新基础设施。主要是指支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的基础设施，比如重大科技基础设施、科教基础设施、产业技术创新基础设施等。

¹⁹ http://www.xinhuanet.com/politics/2016h/2016-03/17/c_1118366322_7.htm

3.2.3、關注技術要素與資料要素

長遠看，在人口紅利和後發優勢的邊際遞減的情況下，中國經濟迫切需要新一輪深化要素市場化改革，持續推動供給側改革，帶動經濟潛在增速水準的修復。

根據國務院《關於構建更加完善的要素市場化配置體制機制的意見》，²⁰除了勞動力、土地與資本要素的進一步市場化配置之外，政策層強調“加快發展技術要素市場”和“加快培育資料要素市場”。

其中關於前者，政策層提到通過天使投資、創業投資、智慧財產權證券化、科技保險等方式推動科技成果資本化。關於後者，政策層明確將資料納入生產要素，強調資料的重要性，提出推進政府資料開放共用，支援構建多場景規範化資料開發利用，以及資料資源整合和安全保護。就國內而言，資料驅動發展仍處於初期階段，就全世界而言，資料將是技術革命和重新定義社會的核心驅動力。從投資視角看，建議持續關注資料交易、運用與安全保護等領域的新商業模式，以及由資料集合運用所衍生的新業態，新生產方式。

風險提示

整體看，一季度資料充分反映國內經濟停滯後的情況，但是外需壓力並不明顯，預計二三季度內，海外疫情衝擊將通過貿易鏈、產業鏈向國內繼續傳導，為國內經濟復蘇增添壓力。

如前期所述，當前風險點包括輸入性疫情擴散、貿易鏈衝擊、產業鏈斷裂、潛在流動性危機等。此外，建議進一步關注“結構性失業”的問題。根據歷史經驗，國內通過擴大基建投資拉動經濟增長，短期內會直接影響服務業的就業創造能力，當然在長期內會帶動整體經濟復蘇，只不過在此過程中，產業結構調整將導致市場需求與現有勞動力不匹配，使得失業率居高不下。

²⁰ http://www.gov.cn/zhengce/2020-04/09/content_5500622.htm

關於作者

張靜春

副總監 戰略及協同發展部

jingchun.zhang@everbright.com

林之駿

高級主任 戰略及協同發展部

paul.lam@everbright.com

關於中國光大控股有限公司

中國光大控股有限公司（「光大控股」，股份代號：165.HK）於 1997 年在香港成立，擁有超過 20 年私募 股權投資及資產管理經驗，是中國領先的跨境投資及資產管理公司，母公司為中國光大集團。光大控股通過所管理的多個私募基金、創投基金、產業基金、夾層基金、母基金、固定收益和股票基金等，與投資者共同培育了眾多具高增長潛力的企業，同時還配合中國企業的發展需求，將海外的技術優勢與中國市場相結合，為中國及海外投資者提供了多元化的金融服務。此外，光大控股利用強大的自有資金，培育了中國最大的獨立經營性飛機租賃商「中飛租賃」、孵化了人工智慧物聯網的獨角獸公司「光控特斯聯」，以及整合國內中高端養老產業，致力打造優質的養老品牌。

截至 2019 年 6 月 30 日，光大控股共管理 64 檔基金，已完成募資規模港幣 1,454 億元。

通過所管理的基金和自有資金，光大控股已分別在中國及世界各地投資了包括銀聯商務、金風科技、中節能風電、華燦光電、華大基因、貝達藥業、美中宜和、先健科技、分眾傳媒、愛奇藝、商湯科技、蔚來汽車、阿爾巴尼亞首都機場、挪威 Boreal 公交公司、美國 BPG 集團、美國 Wish 電商平臺、Xjet 3D 列印、Satixfy 等在內的超過 300 家企業，投資產業覆蓋房地產、飛機租賃、醫療健康、養老產業、新能源、基礎設施、高端製造業、高新科技、文化消費等，其中有超過 150 家企業已通過在中國及海外市場上市或並購轉讓等方式退出。

光大控股是光大證券（股份代號：601788.SH、6178.HK）的第二大股東和光大銀行（股份代號：601818.SH、6818.HK）的策略性股東、光大嘉寶股份有限公司（股份代號：600622.SH）的第一大股東、在香港上市的中國飛機租賃集團控股有限公司（股份代號：1848.HK）的第一大股東和光控精技有限公司（股份代號：3302.HK）的控股股東之一，以及在新加坡上市的英利國際置業股份有限公司（股份代號：5DM.SGX）的第二大股東。光大控股及下屬公司目前在香港、北京、上海、深圳、天津、新加坡、都柏林等地設有辦公室。

2014 年 4 月及 2016 年 12 月「滬港通」和「深港通」啟動後，光大控股成為可供交易的首批港股通股票之一。

光大控股秉持「專注致遠 順勢有為」的信念，立足香港這一中西交融之地，專注於跨境資產管理，通過國際化的平臺、專精的投資團隊，順勢有為，以多視角洞察全球市場變化帶來的投資機遇，靈活應變，致力成為中國跨境投資及資產管理行業的先行者。

如欲瞭解更多光大控股的資訊，請流覽 www.everbright.com。

免責聲明

本報告由中國光大控股有限公司（「本公司」）撰寫，本報告並非針對或意圖派發給或為任何就派發、發佈、可得到或使用本報告而使本公司及其附屬及聯營公司（合稱「本集團」）違反當地註冊或牌照規定的法律或規例或可致使本集團受制於當地註冊或牌照規定的法律或規則的任何地區、國家或其它管轄區域的公民或居民。

本報告所載的內容及觀點只提供給收件人作參考之用，不構成任何投資建議，不存在邀約或招攬購買或出售任何證券的企圖，也不構成在會受到法律或法例限制或禁止的任何司法權區購買或出售證券的邀約或招攬。

本報告並未考慮到任何人士的目標、財務狀況或需要。本報告的內容不應被視為法律、稅務、投資或其他意見，如需要，閣下應尋求相關專業顧問的意見。本報告所載資訊並不足夠對任何投資計畫作出全面評估，閣下不應依賴本報告所載資訊。潛在投資者在做出與本報告內提及之投資計畫有關的投資決策時，應完全以適當的盡職調查作為決策準則。本報告內提述的相關投資等可涉及投資風險。本報告內的例子僅供參考，概不保證任何特定投資目標將會達成或任何期望達致該等目標的投資策略將會成功。

本報告內提述的能力僅適用於有經濟能力及願意承受投資策略所帶來風險的人士。未來表現無法預知。本報告可能載有的意見、預測及其他前瞻性陳述均受不同風險及不確定因素影響，實際事件或結果可能與該等前瞻性陳述所載者截然不同。本報告顯示的實際或類比過往表現不應被視作日後表現的指標。

本公司不會就本報告所載的資料、意見及結論之準確性或完整性，明示或默示作出任何陳述或保證。于撰寫本報告時，本公司依賴外部資料來源的準確性及全面性，並無獨立驗證此等資料。本集團可發出其它與本報告所載內容不一致及有不同結論的報告。本報告及該等報告反映編寫員的不同設想、見解及分析方法。為免生疑問，本報告所載的觀點並不代表本集團的立場。在法律容許的最大程度下，本集團、其等董事、雇員或代理不對任何因使用本報告、其內容或其他因本報告而引致或所涉及的任何損失負責。

在提供本報告內提及的金融服務時，本集團、其等董事、雇員及人員可能扮演不同及有潛在衝突的角色。本集團可能不時出任產品的受託人、管理人、過戶處、保管機構、投資經理、投資顧問、代表或其他與產品有關的相關人員，而該等產品的投資目標可能會與本報告內提及的產品投資目標相同。鑒於該等角色存在衝突，本集團的利益可能不時與投資者的利益不一致，本集團可能亦會因出任該等角色而獲得報酬。本集團有利益衝突政策，以有效管理利益衝突。

本報告中提述的個別公司並非本集團的投資建議。本集團現時管理的投資組合可能已包括或未包括該等公司，本報告提述該等公司只用於說明目的。

版權說明

中國光大控股有限公司版權所有。未經許可，不得做任何形式的轉載和出版。



官网



微信

版權所有© 中國光大控股有限公司