

宏观经济与金融市场分析

季初扰动导致供需两弱，经济下行有限无需多虑

Seasonal Disturbance Brought Weak Demand and Supply, but Limited Downside Risk Seen

要点

宏观经济

整体看，10月国内经济呈现供需两弱。但若剔除工业生产与信贷融资季初回落的正常变动、节假日因素、“双11”消费后置等短期影响后，实际基本面并没有进一步恶化。我们认为当前经济下行风险已降低。考虑到MLF降息，基建投资资本金比例下调等托底政策举措，接下来两个月经济走势有支撑，全年GDP“破6”可能不大。

生产端数据显示，10月工业生产再度走弱。10月工业生产遵循了今年4月和7月“季末冲高效应”后工业生产暂时回落的现象，具有明显的季初回落特征。出现这种现象主要是由于在经济下行期，银行信贷的政策性影响较大，季末冲量造成生产周期的相应波动。另外，从产业层面看，数据下行主要受出口生产下行与环保限产的拖累。不过尽管10月数据再度走弱，但仍高于8月的最低点。接下来两个月及2020年工业生产能否平稳复苏要看外部需求何时回升、国内民企经营环境优化，以及进一步的货币与财政政策支持措施等。总的来看，上述因素反转都需时日，因此，工业生产预计难见大幅度反转。我们仍维持原有判断，工业生产或维持低位，存在下行压力，但在政策托底支持下，底部呈现边际趋稳。

固定资产投资方面，虽然10月整体固定资产投资面临减速，但是存在韧性，短期内，大幅下滑的可能性不大。制造业投资持续低位回升，且当月增幅明显。不过需要注意的是，政策指引下国企或政府产业基金是拉动增速回升的主力，民企扩大投资积极性偏低，当前制造业投资内生动力仍不足，可持续性有待观察。基建方面，虽然受2019年新增专项债发行额度耗尽等因素影响，10月基建投资增速回落，但是在11月13日国常会等政策托底下，后续基建投资增长将维持低位上行的走势。最后，房地产方面，10月房地产开发速度略有放缓，但受销售强劲盘活融资的支撑，预计四季度内仍维持在当前区间。中长期看，基建投资与地产开发的托底作用不可持续，前者在于即使专项债发力，受制于土地转让收入大幅下滑与减税降费等影响，地方财政紧张趋势不变，而后者在“房住不炒”等政策约束下，新一轮房地产投资难以出现过往的高增长情景。事实上，制造业投资仍是关键，能否带动整体固定资产投资的回升不仅取决于政策指引方向和国有资本主导的产业基金，还取决于整体资本市场的支持力度，私募股权投资机构将在其中扮演着重要的角色。

内需方面，居民消费持续低迷。接下来11月社零增速预计将受“双11”影响呈现明显环比提升，但是整体四季度消费低迷趋势不变。外需方面持续偏弱，衰退式顺差进一步扩大。尽管近期中美贸易谈判进展乐观，但是中国对美出口修复进而带动整体贸易复苏在短期内恐怕难见踪影。

融资端显示，10月社融增长显著回落，其中表内贷款和专项债是社融增长主要的拖累项。结构上看，信贷数据走低主要由居民短期贷款收缩所致，原因或部分在于银保监会严查“涉房”消费贷资金与互联网贷款的监管收紧。相比之下，反映实体经济融资需求的企业中长期贷款已连续三个月同比多增，原因在于城投平台推进隐性

债务置换，表外项目被置换并体现为企业中长期贷款形式上的改善，而不一定是实体经济复苏的信号。另外，表外融资下降趋缓也显示当前对房地产的融资可能正在边际趋缓。最后，市场上对明年地方债额度，能否提前到今年使用存在争议。若明年的额度可调用至今年，那么年末社融将得到有力支撑。

汇率方面，受益于中美经贸高级别磋商取得积极进展、美联储 10 月中旬宣布重启国债购买计划，以及美联储月末宣布年内第三次降息等影响，当月离岸人民币兑美元即期汇率持续走强，回升至 7 以内。相对应地，10 月外储规模亦小幅上升。

股权投资行业

首先、募资端延续下滑趋势，市场二八效应显著。其中早期和 VC 基金募资同比收缩幅度远超 PE。PE 基金之所以能保持募资总额的相对平稳，主要有赖于基建地产和纾困基金的推升。多数存量 PE 机构面临的募资境遇较同比数字实则更为恶劣。为了纾解上述募资困境，10 月 25 日，发改委牵头发布资管新规细则，明确 VC 基金和政府出资产业投资基金可豁免多层嵌套，对行业募资起到一定正向作用。机构自身则更多布局外币募资，美元基金主体愈发多元化。

其次、投资端呈现活跃度大幅下降，外币投资显著降温的情况。受市场环境的影响，投资人多呈观望态度。投资方向更多集中在 IT、互联网和医疗健康等热门领域，同时投资阶段则更多侧重于扩张期和成熟期投资。

最后，退出端显示，科创板开板，IPO 退出蔚为成潮。前三季度，中国股权投资市场企业 IPO 同比上升 54.4%，其中科创板的开板和高发行密度是退出案例大增的主要原因。然而，尽管科创板为退出市场提供了新路径，但从全市场看，前三季度被投资企业 IPO 账面回报整体不佳，退出形势依然严峻。

Summary

The Macro Economy and Finance

Overall, October domestic supply and demand were both weak. However, when we adjust for the seasonal decreases in industrial production and credit financing, the impact of the holidays, and the delaying effect of 11-11 super buying day on consumption, the real fundamentals showed no sign of worsening. We believe the downward risk of the economy has been abated. Considering the cuts in MLF rate and infrastructure investment reserve ratio, the economy is on solid support for the coming two months. It is unlikely that the whole year GDP growth will dip below 6%.

Supply side data shows October industrial output declined, following a seasonal pattern we witnessed in April and July, when the “quarter-end push” caused production to rise and then drop. The pattern is the result of the more pronounced effect of policies on bank credit during an economic downturn, which increased at the end of a quarter. Sector-wise, the drop in export production and production limits for environmental purposes are the main negative factors. As weak as October data is, it is still better than the August low. Whether industrial output can have a smooth recovery in the following two months and 2020 will depend on the timing of external demand, improvement of domestic private sector business environment, and further fiscal and monetary policy support. All the above factors will take time to materialize. As a result, industrial production will not see a massive reversal soon. We maintain our opinion that industrial output will hover at a low level with the presence of downward pressure. However, production is expected to stabilize when it reaches a low level because of the presence of supportive policies.

Total fixed asset investment in October faced deceleration, but resilience remained. In the short run, there is little possibility of it dropping off a cliff. Manufacturing investments rose from a low level, posting significant growth during the month. Notably, state-owned or government industrial investment funds were the main forces pulling the growth under the guidance of government policies. There is little enthusiasm among private companies to expand their investments. Endogenous investments in manufacturing is weak and its sustainability is yet to be determined. On the infrastructure side, October investment growth fell because of various factors such as the exhaustion of 2019 targeted debt issuance quota, but because of the underpinnings of policies enacted by the Standing Committee of the State Council on November 13, future infrastructure investment growth is expected to rise from its low level. Finally, on the real estate side, October development slowed, but as strong sales figures provided liquidity, Fourth Quarter growth is expected to maintain current speed. Over the medium and long term, infrastructure and real state sectors’ support cannot be sustained. As the tight local government fiscal situation persists, the former is limited by the decrease in revenues from land sales and taxes, despite the issuance of targeted debt. The latter is confined by the policy that excludes housing from investment purposes. The next round of real estate investments are not expected to repeat the same high growth story from the past. In fact, manufacturing investment remains the key. Whether fixed asset investment as a whole will see a recovery will not only depend on policy guidance and industrial funds set up by state-owned capital sources, the support from capital market is also crucial. Private equity institutions will play an important role in this process.

On the domestic demand side, consumption by the residents remained muted. November retail growth will be boosted by the 11-11 super buying day, but the Fourth Quarter is still expected to see a low consumption trend. External demand

stayed weak as well with recessionary surplus expanding further. Despite the optimism with US-China trade talks, a recovery in trade, brought by resurging export to the US from China, is not expected to come soon.

On the financing side, October private financing posted a steep drop in growth speed. On-the-books loans and targeted debts are the main drags to the private financing scene. Structurally, the shrinking on-shore short-term loans caused total credit to weaken. The reason could be partially due to the BIRC's scrutiny over real estate-related consumer loans and tightening regulatory pressure over internet-based loans. As a comparison, corporate medium to long-term loans, which usually reflect the real economy's financing needs, have posted three months of growth. The reason lies in the implicit debt replacements by the regional governmental investment vehicles, which move off-balance-sheet items around and seemingly increase medium to long-term corporate loans but are not necessarily a sign of recovery economy. In addition, the slowing of the decrease of off-balance-sheet financing could mean marginally improving real estate financing. Finally, there are discussions in the market place about using next year's local debt quotas this year. Year-end private financings will be firmly boosted if next year's quotas could be moved into this year.

The exchange rate was boosted by the positive progress of US-China trade talks, Fed's restart of debt purchasing plan announced in mid-October, and the third rate cut by the Fed in the year. Off-shore Renminbi to USD spot rate continued to rise a level below 7. Correspondingly, October foreign exchange reserve also posted a small increase.

Private Equity Investments

Firstly, fund raising continued to slide with a pronounced 20-80 effect. Angel and VC fund raising shrank at a much faster rate than private equity's. Private equity funds were able to maintain a stable fund raising level, mostly due to the boost from infrastructure, real estate, and distressed funds. For most operating PE institutions, fund raising is much more difficult than the numbers look. To help ease the situation, the NDRC issued a new asset management guidance on October 25, clearly spelling out that VC and state-owned industrial funds are exempt from layering limits in a positive message to the sector. The institutions, on the other hand, have become more active in raising foreign currency funds. USD funds have further diversified.

Secondly, there has been a significant drop in deployment of funds, including foreign currency funds. Many investors have adopted a wait-and-see attitude. Funds that actually are invested focused on hot areas such as IT, internet and healthcare, and on expanding and mature targets.

Finally, on the exit end, the STAR Board has seen a flood of IPO exits. During the first three quarters, Chinese equity market saw an increase by 54.4% of IPOs. The STAR Board, with its high issuance frequency, has been the main contributor to the increase of exits. Nevertheless, return from the target companies that were listed in the first three quarters has not been stellar as a whole, despite the new path that the STAR Board blazed for them. Exiting remains a difficult process.

目录

要点.....	1
Summary.....	3
宏观经济.....	6
1.1、 工业生产再现季初走弱趋势，环比扰动无需过度顾虑	6
1.2、 固定资产投资增长减速，基建与房地产开发放缓是主要拖累项	8
1.2.1、 制造业投资增长持续低位回升，但仍需观察难言企稳	9
1.2.2、 资金牵制下基建投资暂遇放缓，总体趋势仍将低位回升趋势	10
1.2.3、 房地产开发速度有所放缓，但仍维持韧性.....	12
1.3、 受“双 11”后置与汽车促销作用边际下行影响，社零消费增长再现下行	13
1.4、 进出口贸易下行趋势不变，衰退式顺差进一步扩大	15
1.5、 居民短贷收缩，专项债额度耗尽，社融增长显著回落	17
人民币汇率与跨境资金.....	18
2.1、 中美经贸磋商取得积极进展，人民币汇率强劲回升至“7”	18
2.2、 全球重要经济事件突显中美在金融、贸易和科技领域的对峙.....	19
私募股权行业分析	20
总结与风险提示.....	21
关于作者.....	22
关于中国光大控股有限公司.....	22
免责声明.....	23
版权说明.....	23

宏观经济

1.1、工业生产再现季初走弱趋势，环比扰动无需过度顾虑

受季初回落、部分产业环保限产，以及出口交货规模持续下滑等影响，10月工业生产再度走弱，不过仍高于8月的最低位。当月工业增加值同比增长4.7%，增速较9月下行1.1个百分点，较去年同期下行1.2个百分点，但仍高于今年8月（最低位）0.3个百分点。究其原因，再度走弱主要受如下影响：

从时间推移层面看，10月工业生产回落遵循了今年4月和7月“季末冲高效应”后工业生产暂时回落的现象。事实上，今年以来多数宏观经济指标呈现季末月份数据高于前后两个月的情况，除了假期因素（10月受国庆节影响，一直是制造业的生产淡季）之外，其本质与银行信贷投放节奏有关。在过往银行都有在季末信贷冲量的习惯，进而对季末企业投资生产等呈现正面推动。今年以来，一方面，降息降准，流动性相对充裕，信贷支持政策到位。另一方面，企业生产维持低位，因此季末信贷冲量的效果较往年更突出。特别是今年9月信贷投放规模超过6月，是2008年以来的首次。¹资金供给驱动下，9月投放高增长和10月如期回落导致9-10月工业生产增速亦相应回落，不过回落幅度较前期有所收窄，9-10月工业增加值增速落差1.1个百分点，而6-7月数值是1.5个百分点，3-4月数值是3.1个百分点。**从产业层面看，首先，出口生产下行是10月整体工业增加值增长放缓的核心拖累。**8月以来，单月出口交货值持续负增长，9月降幅收窄后，10月再度下行。当月同比下降3.8%，降幅较前月下行3.1个百分点，较去年同期下滑18.5个百分点。相应地，计算机电子设备制造业、专业设备制造业等²的当月工业增加值增速明显下行。**其次，环保限产下，部分产业主动停工或错峰生产，涉及钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业，亦是10月生产回落的原因之一，但是由于今年政策强调差异化管理、错峰运行与非“一刀切”，负面冲击有限。**例如黑色金属冶炼业、非金属矿物制品业等³同样在10月呈现生产增速下滑，但是下滑幅度不如出口驱动的制造业。

综合作用下，1-10月工业生产累计同比增长5.6%，与8月和9月累计增速保持一致，较上半年增速下滑0.4个百分点。回顾过往三个月，当月同比均现大幅波动，但是累计增速保持平稳，意味着**在外部确定因素较多的情况下，月度间存在生产透支且前置的情况。**相对应地，工业产销率⁴亦呈现月度升降明显，但累计同比上行的情况。也侧面反映**尽管市场需求不足，整体偏弱，但是在政策逆周期调节的推动下，国内需求逐步低位趋稳。**

受工业生产影响，10月制造业PMI同样呈现季度性下滑，较前月回落0.5个百分点至49.3。但是2017年以来，本次10月份环比下行幅度最小。其分项新订单和在手订单PMI呈现同样的趋势，**侧面反映剔除环比扰动，国内需求正边际趋稳。**

¹ 6月新增社融2.29万亿元，其中表内贷款1.67万亿元，9月新增社融2.34万亿元，其中表内贷款1.76万亿元。而10月仅新增社融6189亿元，不仅环比大幅下降，同比亦出现少增情况，其中表内贷款5470亿元。具体见后文金融分析。

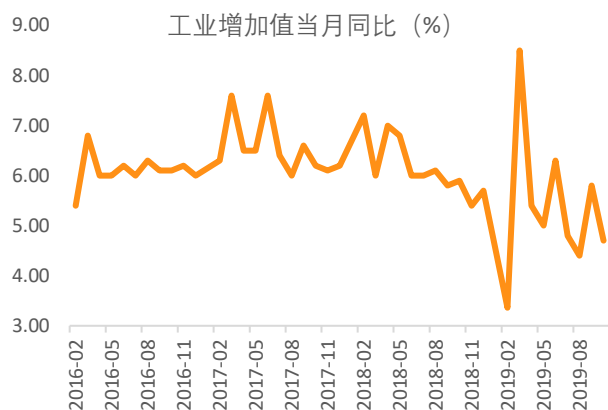
² 计算机电子设备制造业、专业设备制造业当月工业增加值分别同比增长8.2%和5%，与其他产业比维持相对高位，与自身比，较前月分别下降3.2和2个百分点，较去年同期分别下降6.4和3.1个百分点。

³ 黑色金属冶炼业、非金属矿物制品业当月工业增加值分别同比增长6.3%和4.1%，较前月分别下降3.2和2.9个百分点，较去年同期分别下降3.8和3.6个百分点。

⁴ 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。

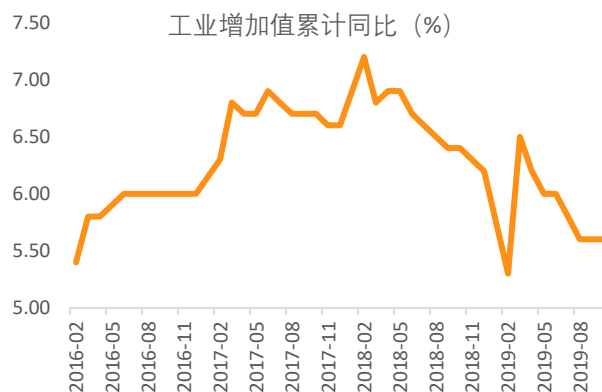
http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201911/t20191114_1709103.html

图：“季末冲高效应”后工业生产暂时回落现象再现



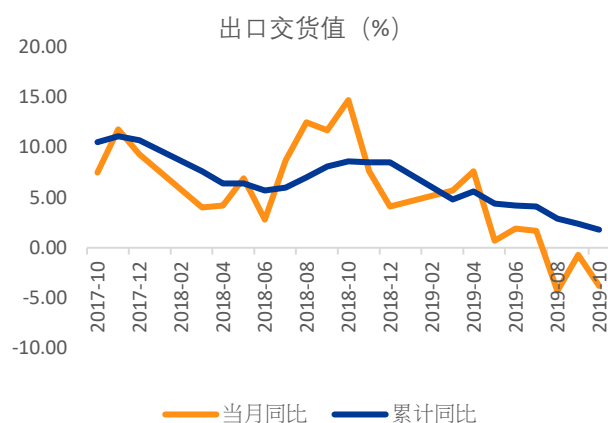
资料来源：国家统计局、光大控股

图：1-10月工业生产增速与前三季度和1-8月一致



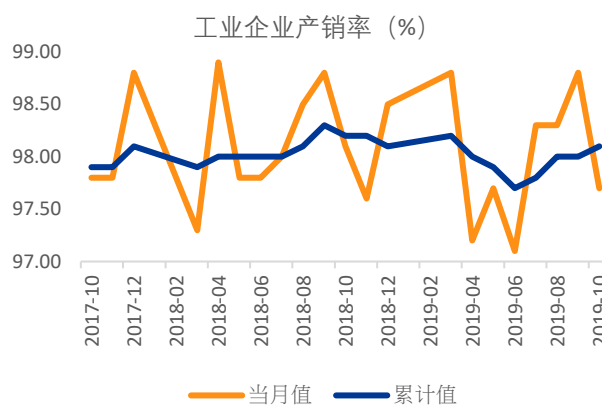
资料来源：国家统计局、光大控股

图：出口生产下行是整体工业生产增长放缓的核心拖累



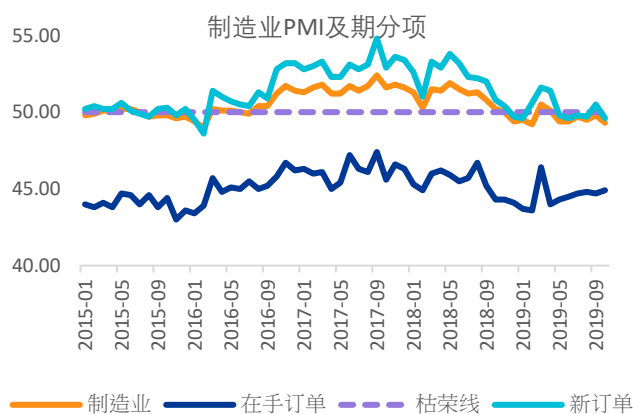
资料来源：国家统计局、光大控股

图：产销率显示需求偏弱的情况下，供给有序调整



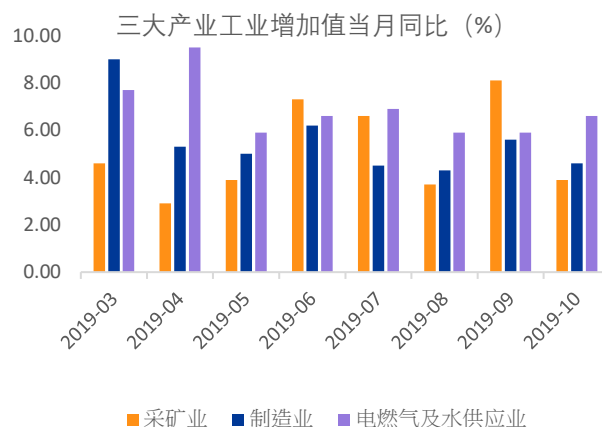
资料来源：国家统计局、光大控股

图：10月制造业PMI同样呈现季度性下滑



资料来源：国家统计局、光大控股

图：采矿业与制造业生产在10月呈现季初回落



资料来源：国家统计局、光大控股

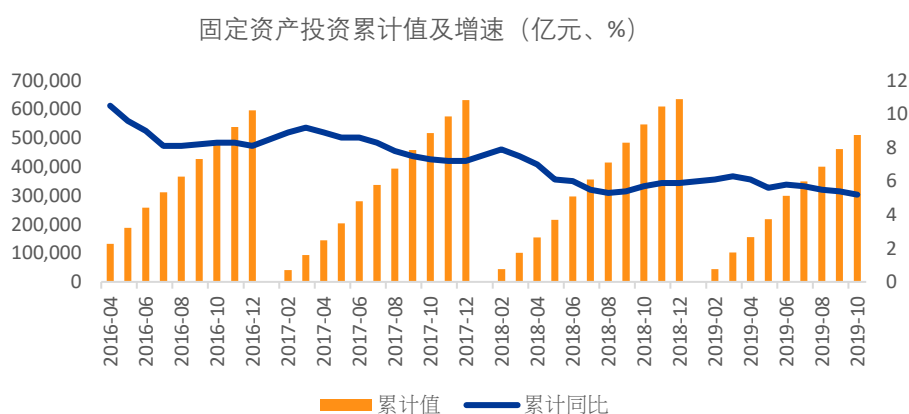
接下来两个月及 2020 年工业生产能否出现平稳复苏要看几方面的变数：第一，外部需求能否回升，或者说中美贸易争端会达成何种阶段性成果；第二，国内工业生产积极性的提升，包括民企经营环境优化和生产预期改善，以及国企深化改革的力度；第三，进一步的货币与财政政策举措，包括政府减税降费规模、基建投资支持力度、市场流动性、多层次资本市场的完善，以及针对民企、科创企业和中小微企业的信贷支持等。总的来看，这些因素的反转都需要时日，因此，工业生产预计难见大幅度反转。我们仍维持原有判断，工业生产或维持低位，存在下行压力，但在政策托底支持下，底部呈现边际趋稳，预计全年工业增加值增长区间在 5.4-5.5% 左右。

1.2、固定资产投资增长减速，基建与房地产开发放缓是主要拖累项

投资端显示，虽然 10 月整体固定资产投资面临减速，但是存在韧性，大幅下滑的可能性偏低。首先、虽然制造业投资持续低位回升，且增幅明显。不过需要注意的是，结合民间投资增速变化看，政策指引下国企或政府产业基金是拉动增速回升的主力，民企扩大投资积极性低，当前制造业投资内生动力仍不足，可持续性有待观察。其次、虽然受 2019 年新增专项债发行额度耗尽等因素影响，10 月基建投资增速回落，但是在 11 月 13 日国常会等政策托底下，后续基建投资增长将维持低位上行的走势。最后、10 月房地产开发速度略有放缓，但受销售强劲盘活融资，预计在四季度内仍维持在当前水平。

据测算，10 月新增固定资产投资完成额 4.96 万亿元，环比下降 18%，同比增速持续负增长，且降幅呈现进一步的大幅下滑，较前月下行 11.2 个百分点至 -22.5%，是今年单月同比变化的最低位。⁵1-10 月累计增速依旧延续上半年以来的下行趋势，较前三季度进一步下滑 0.2 个百分点至 5.2%，与去年同期比较下行 0.5 个百分点。具体看：

图：10 月固定资产投资累计增速放缓趋势不变



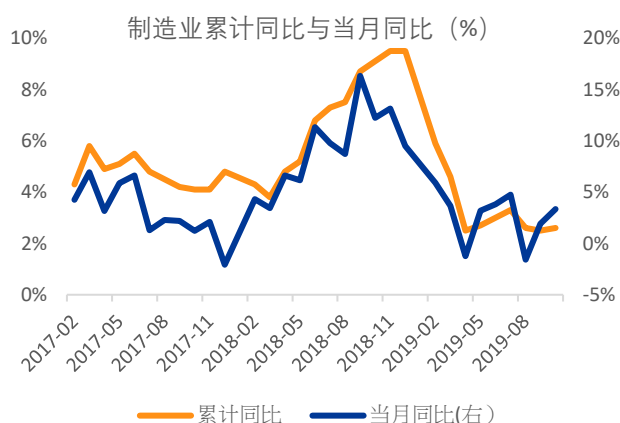
资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

⁵ 请注意，统计局在固定资产投资数据披露上累计值与累计同比与环比，其中同比增速方面，统计局会根据统计执法检查 and 第四次全国经济普查单位清查结果，对去年同期固定资产投资数据进行修订，增速按可比口径计算。然而我们在测算当月增量以及当月同比的时候，仅能按照绝对值口径计算，虽然无法做到数据的绝对精准，但是不影响趋势的判断。

1.2.1、制造业投资增长持续低位回升，但仍需观察难言企稳

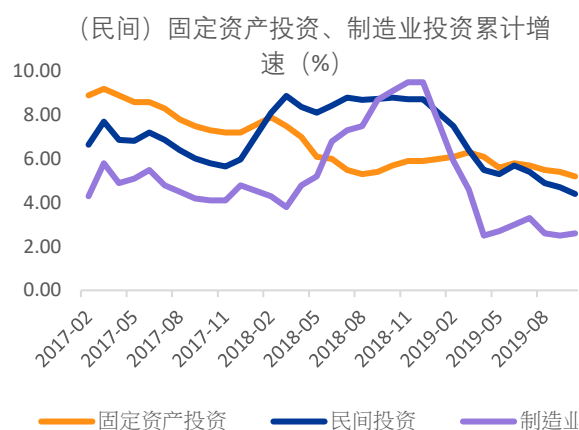
10月制造业投资持续低位回升，且增幅明显。根据测算，当月新增制造业固定资产投资完成额2.09万亿元，环比下降8%，同比增速较前月上行1.4个百分点至3.4%，较去年同期下降8.9个百分点。由此推动，1-10月累计增速较三季度上行0.1个百分点至2.6%，与1-8月水平保持一致，较去年同期下降6.5个百分点。

图：10月制造业投资持续回升



资料来源：国家统计局、光大控股

图：制造业投资与民间投资增长相背离



资料来源：国家统计局、光大控股

具体行业看，支撑制造业投资持续回升的依旧是受政策支持和“进口替代”驱动的行业，例如铁路、船舶、航空等运输设备、计算机电子设备、专用设备制造业和医药制造业等，而部分产业又带动着中上游扩产投资的需求。同时，产业链外移和外需不确定性导致低附加值、出口关联度高的行业的固定资产投资维持负增长。此外，汽车制造业投资增速由正转负，较前值下滑2.1个百分点至-0.3%。

尽管制造业投资增速在9月和10月均得以修复，但是与同步性较高的民间固定资产投资增速相背离。下半年以来，单月民间投资增速与整体固定资产投资增速呈现一致且明显的负增长走势。经测算，10月民间投资同比减少32.7%与9月降幅一致，但是下滑幅度大于整体固定资产投资。从累计值看，民间投资在2019难持续下行，1-10月投资完成额同比增长4.4%，增速较前三季度下行0.3个百分点，较上半年下行1.3个百分点，仅是去年同期的1/2。考虑到制造业投资内属于民间投资范畴的占比超过80%，同时民间投资内制造业占比约50%⁶，**我们认为一个合理的解释是，当前制造业投资的低位回升主要受政策指引，国有经济体，或以政府主导的产业投资是主要推动力，而民营经济体在内外需求疲软，不确定性较大的情况下，对扩大投资更敏感，当前制造业投资内生动力仍不足。**

事实上，自去年四季度起，针对民企的减税降费，信贷投放等政策并未间断。例如融资环境在持续改善，从金融机构贷款投放看，三季度面向轻工业（民企为主）的中长期贷款余额同比增长12%，较二季度分别上行2.6个百分点，与去年同期比上行7.4个百分点。而投向重工业（国企为主）的中长期贷款余额同比增长仅4.5%，且较二季度下滑0.2个百分点，较去年同期下降2.8个百分点。但是在需求端与生产预期尚未改善前，制造业投资仍难以出现趋势性的回升。

如上期所述，受去年四季度制造业投资高增长影响，今年四季度即使持续回升，仍

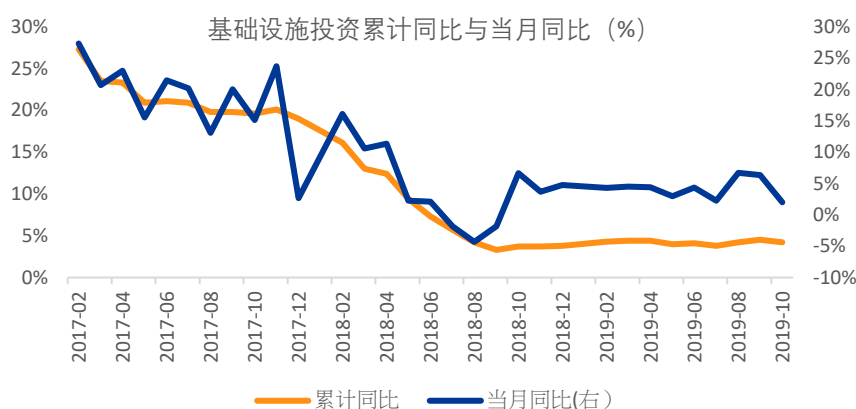
⁶ 基于统计已披露的2017年绝对值与2018年累计增速测算。

处于筑底阶段，不过在政策的指引下，上述提及的高端制造业的投资高增长将持续发挥支撑作用。

1.2.2、资金牵制下基建投资暂遇放缓，总体趋势仍将低位回升趋势

受 2019 年新增专项债发行额度耗尽等因素影响，10 月基建投资增速回落。经测算，当月新增基建投资完成额 1.46 万亿元，环比下降 5.9%，当月同比增速较前月下滑 4.3 个百分点至 2.05%，较去年同期下降 4.6 个百分点。由此推动下，1-10 月累计增速未能延续 7 月以来的上升趋势，再次回落至 4.2%，较前三季度下行 0.3 个百分点，但是与去年同期比高 0.5 个百分点。

图：10 月固定资产投资进度放缓



资料来源：国家统计局、光大控股

见下文，社融增量统计口径显示 10 月专项债融资减少 200 亿元。尽管 9 月专项资金到位加速，月初国常会针对专项债表示“提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效”，但是具体额度及下达日期至今未知，受此影响，各地政府普遍于 10 月放缓开发进度，进而导致 1-10 月增速回落至 8 月水平。

11 月 13 日国常会⁷提出“完善固定资产投资项目资本金制度”和“降低部分基础设施项目最低资本金比例”，一定程度上将有利于加快前期与新增项目推进，为稳增长提供保障。以往，国内对资本金比例有过三次调整，分别是 2004 年比例调升以应对投资过热，2009 年与 2015 年以应对经济下滑，扩大基建资金，撬动社会资本。本次下调涉及六大产业，分别是水上运输业、铁路运输业、道路运输业、仓储业、生态环保和环境治理业以及公共设施管理业⁸，下调幅度达 5 个百分点。值得注意的是，国常会亦指出符合要求的基建项目通过权益型、股权类金融工具筹措资本金，最多可占项目资本金的 50%，当然前提是真股权，并非“名股实债”。政策层继 2017 年禁止资管通道业务筹集资本后，再次开放窗口，对另类资产管理行业而言，或存在一定的投资机会。⁹

⁷ <http://www.gov.cn/guowuyuan/cwhy/20191113c36/index.htm>

⁸ “将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%。对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。”

⁹ 目前专项债可用作资本金的基建领域有：铁路、收费公路、干线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气

管网和储气设施、城乡电网、水利、城镇污水垃圾处理、供水，符合条件的基础上运营收益预期较好，未来现金流稳定的项目。

总体来看，10月的短暂下行对长期内基建投资低位回升的影响有限，在政策托底下，我们认为后续基建投资增长将维持低位上行的走势。

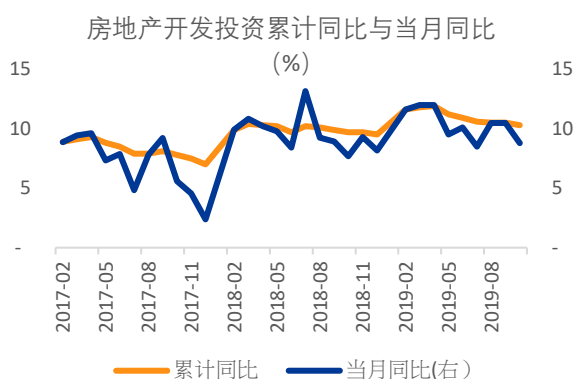
1.2.3、房地产开发速度有所放缓，但仍维持韧性

10月房地产开发速度略有放缓，但仍维持一定韧性。当月新增房地产开发完成额1.16万亿元，环比下降13.6%，同比增长8.8%，增速较前月下降1.7个百分点，较去年同期上行1.1个百分点，同样遵循着下半年以来季末高企，季初暂时性回落的走势。从累计值看，1-10月房地产投资同比增长10.3%，较前三季度下行0.2个百分点，延续4月以来的高位稳步下行的趋势。

尽管“房住不炒”的调控基调不变，但是10月房屋销售持续好转，地产商以价换量，支撑了房地产开发的资金状况。数据显示当月商品房销售额同比增长9.71%，较前月上行0.3个百分点，较去年同期高3.4个百分点。销售维持高位有两方面原因，第一是开发商融资需求，加大促销力度以价换量¹⁰；第二据了解，“因城施策”下，地产调控出现了边际变相放松，下文提到非标融资的边际宽松可能就是一个指标。具体开发周期看，根据多家上市房企的情况，临近年末，地产商在维持业务续存的驱动下，呈现拿地的积极性，10月一二线城市土地市场相对回暖，流拍率亦有所下降。当月购置土地面积持续正增长，增速较前月上行2.4个百分点至12.8%，1-10月累计增速虽然维持负增长，但是降幅持续较前值收窄，对整体房地产开发投资的拖累作用亦逐步收缩。此外，若剔除土地购置费，下半年以来房地产开发投资增速呈现逐步上行的趋势，1-10月累计增速为6.85%，较前值上行0.3个百分点，较上半年上行1.38个百分点，体现房企加快施工。当月新开工、施工与竣工均较前月呈现高增长，将是四季度房地产投资增速平稳的有效支撑。

总体看，房地产开发依然有很强韧性，但是由于房地产市场处于周期下半场的逻辑不变，加之监管总体保持融资收紧的态度不变，尽管房地产或能在四季度保持平稳，但是长期内，投资回落不可避免。不过考虑到政策层求稳，对房地产的要求是“因城施策”，是长效管理机制，房地产大幅下滑的可能也不大。

图：房地产投资增长速度放缓，但仍处高位



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：按揭/预付款是支撑房地产融资的主要动力

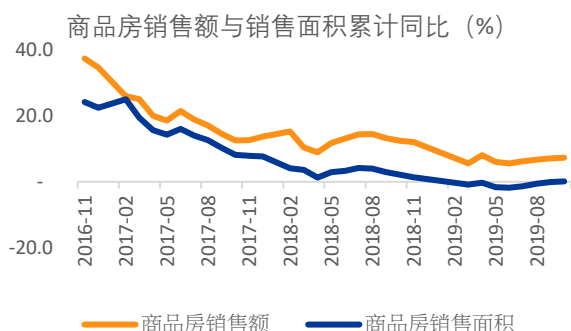
	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10
整体	18.4%	3.0%	5.7%	5.8%	4.1%	10.8%	6.0%
国内贷款	8.4%	15.6%	22.8%	16.8%	11.9%	4.8%	-5.2%
自筹资金	13.0%	0.2%	6.4%	-7.4%	4.9%	6.2%	1.1%
定金及预收款	28.2%	0.2%	1.1%	12.8%	-0.8%	14.3%	12.9%
个人按揭贷款	20.0%	5.6%	12.3%	12.2%	15.5%	27.8%	18.6%
各项应付款	45.1%	13.1%	23.5%	-7.1%	0.1%	-5.7%	-2.2%

资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

¹⁰ 《家装销量下跌的背后：投资需求》指出约25%的购房来自于投资需求，房地产仍被居民看作最稳妥的财富储藏方式。

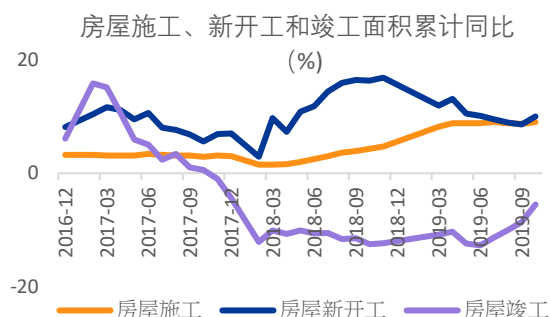
<http://www.ftchinese.com/story/001085132?full=y&from=timeline&isappinstalled=0#ccode=2G188002>

图：房地产持续回升



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

图：10月房地产施工周期同步加速



资料来源：Wind、国家统计局、光大控股

1.3、受“双11”后置与汽车促销作用边际下行影响，社零消费增长再现下行

如上期所述，9月社零增速回升主要由汽车销售助力，并不意味着居民消费需求的回升，10月社零数据验证我们的判断。当月社零销售增速较前月下行0.6个百分点至7.2%，较去年同期下行1.4个百分点。若剔除通胀因素，下行幅度更大，当月实际社零同比增长4.9%，较前月增速下降0.9个百分点。名义与实际数据的缺口由2个百分点进一步提升至2.3个百分点，反映实物消费持续面临着通胀压力。在10月放缓的推动下，1-10月名义与实际社零同比分别增长8.1%和6.3%，均较前三季度下行0.1个百分点。

10月社零增速回落主要受两方面的影响，分别是“双11”导致10月部分消费需求后移，和汽车促销作用边际下降拖累汽车消费复苏。具体而言：

首先、如统计局分析，销售增速放缓主要受“双11”虹吸效应短期因素影响。消费细项显示，化妆品、家用电器、家具、服装类等“双11”促销力度较大商品在10月均出现明显的回落。据测算，11“双11”至少将10月价值约195亿元的商品消费后移至11月。需要注意的是“双11”也透支了12月的居民正常消费需求，季度数据更能反映居民消费需求的实际情况。

其次、受促销作用边际下行影响，汽车消费降幅有所扩大。10月汽车消费同比下降3.3%，降幅较前月扩大1.1个百分点，不过与8月降幅(-8.1%)比较，仍处于收窄区间。事实上，10月汽车市场销售作用出现边际下滑，尽管维持着9月的促销力度，但是一方面，前期季度销售冲量透支了部分市场需求，同时11月部分地区举办大型车展，现有消费者持观望态度；另一方面，长假导致经销商集客量有所下滑，10月汽车市场竞争环境进一步恶化，销售压力较大。¹²

由于社零口径不包括服务类消费，导致数据无法全方位地体现国内消费水平变化，假期服务类消费数据分析是对社零数据的重要补充，两者结合更好地判断消费支出对GDP的整体贡献。国庆数据显示居民服务类消费需求亦不足，以旅游消费为例，“十一”全国实现接待国内游客7.82亿人次，同比增长7.81%，增速较去年下降1.62个百分点，实现国内旅游收入6497.1亿元，同比增长8.47%，增速较去年下降0.57个百分点。¹³进一步说明了居民消费需求的下行。

¹¹ http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201911/t20191114_1709220.html

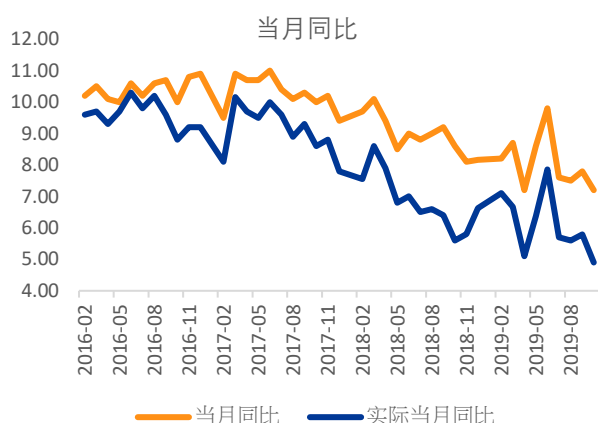
¹² 具体参考中国汽车流通协会的解读，http://www.cada.cn/Data/info_85_7137.html

¹³ http://www.gov.cn/guowuyuan/2019-10/08/content_5436809.htm

尽管缺乏数据验证，我们认为当前服务消费已经是居民日常消费的重要一环，在经济不景气，居民消费需求下行的前提下，“假日经济”会带动服务类消费的提升，同时对实物消费带来一定程度的挤压，例如上述提到的汽车消费。

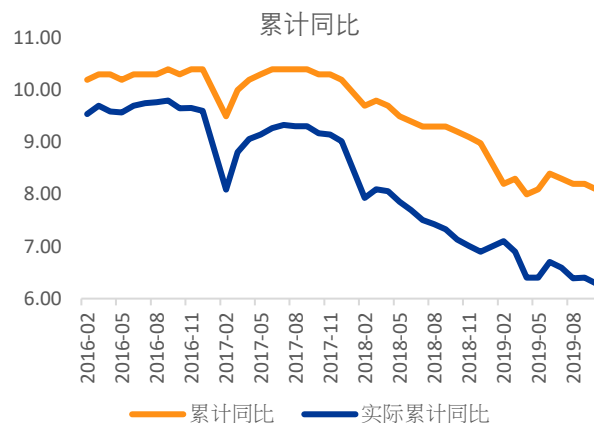
综上判断，我们认为整体四季度消费仍保持低迷趋势。需要留意的是，数据显示，受近期互联网贷款监管收紧影响，10月居民新增短期贷款同比大幅下降，若监管趋势在四季度不变，或会对后续居民扩大消费造成一定拖累。

图：10月社零消费增长再现下行



资料来源：国家统计局、光大控股

图：1-10月社零同比增速较前三季度持平进一步下行



资料来源：国家统计局、光大控股

图：“双11”虹吸效应作用明显

	2019年10月	前值	去年同期
通讯器材类	22.90	14.50	15.80
金银珠宝类	-4.50	2.10	-9.20
饮料类	9.50	0.60	1.60
烟酒类	4.40	0.20	3.20
日用品类	12.00	0.00	1.80
汽车类	-3.30	-1.10	3.10
粮油、食品类	9.00	-1.40	1.30
中西药品类	5.10	-1.50	-6.40
建筑及装潢材料类	2.60	-1.60	-5.90
文化办公用品类	-3.40	-3.20	-0.10
石油及制品类	-4.50	-4.10	-21.60
服装鞋帽针纺织品类	-0.80	-4.40	-5.50
家具类	1.80	-4.50	-7.70
家用电器和音像器材类	0.70	-4.70	-4.10
化妆品类	6.20	-7.20	-0.20

资料来源：国家统计局、光大控股

1.4、进出口贸易下行趋势不变，衰退式顺差进一步扩大

10月进出口贸易继续下行，虽然降幅回调明显，但是基本面尚未改善，内外需求持续偏弱，同时衰退式顺差进一步扩大。当月进出口同比下降3.4%，降幅较前月上行2.3个百分点，与去年同期比下降20.4个百分点。其中，当月出口增速较前月回调

2.3个百分点至-0.9%，当月进口同比下降6.4%，较前月回调2.1个百分点。降幅回升主要受益于美元对人民币相对贬值（具体见后文）、低基数等因素。从绝对值看，10月出口较前月少增52亿美元，进口较前月少增88亿美元，整体需求尚未改善，当月贸易顺差428亿美元，较前月进一步扩大36亿美元。

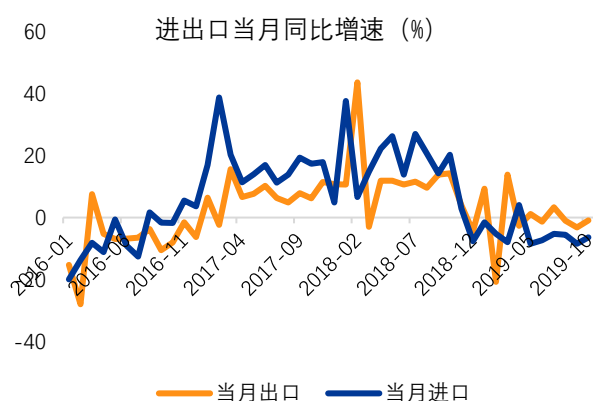
尽管近期中美贸易谈判进展乐观，但是中国对美出口修复进而带动整体贸易复苏的可能性不大。10月欧美日制造业PMI均持续处于枯荣线之下，产业链并无扩大生产规模的迹象，相对应地，国内新出口订单PMI止升下跌，较前月下降1.2个百分点至47。

11月5日联合国贸易和发展会议(UNCTAD)发布报告¹⁴指出：1) 2019上半年已加征关税的中国产品对美出口同比下降25%，¹⁵其中价值约210亿美元贸易转移至台湾、墨西哥及欧盟，贸易净损失额约140亿美元；2) 受较大冲击的行业主要是计算机通讯设备制造业、电气机械和器材制造业和化学制品制造业，¹⁶；3) 关税成本已普遍转嫁给美国消费者，同时中国贸易商在2019年二季度开始通过降价推动加征关税的商品出口。该报告侧面反映了第一、**中国的贸易和产业链转移趋势明显。不过加征关税产品仍保持75%的余量，也意味着中国制造业韧性，与美国对中国产品的高度依赖。**第二、对中国加征关税的成本主要转嫁美国消费者，而非美国进口商通过降低利润率吸收。从长远看，这最终扰乱美国企业自身生产和损害居民就业，这也是为什么美国9月决定对部分中国生产的设备零部件、日用品、化学制品、纺织品等免除关税。

中美贸易争端的本质是科技竞争。尽管我们尚不清楚第一阶段贸易协议涉及哪些层面，但是从前期双方沟通中，可以看出主要是农业与金融服务业领域，关于技术领域不在讨论范围内。

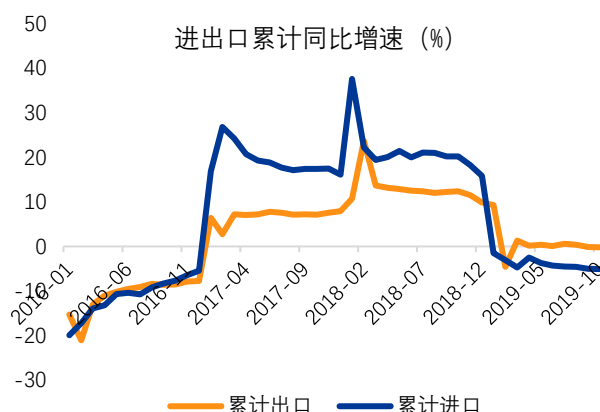
如上期报告所述，第四季度全球系统性风险对净出口的负面作用是我们关注的重点，包括美国贸易谈判“出尔反尔”、RCEP谈判不顺，以及近期香港社会事件的影响等。

图：当月进出口贸易持续负增长，降幅有所回调



资料来源：海关总署、光大控股

图：累计进出口增速进一步下行



资料来源：海关总署、光大控股

¹⁴ <https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2569>

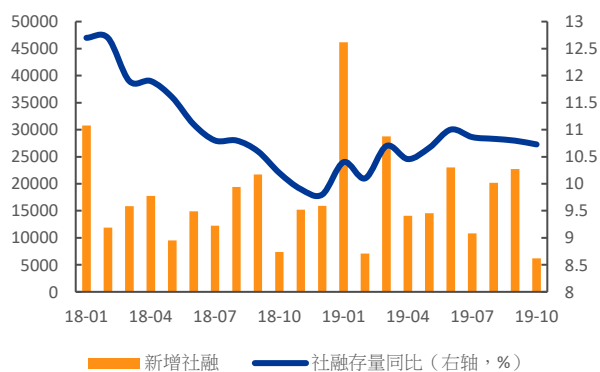
¹⁵ 10月数据显示，中国对美当月出口同比下降16.2%，1-10月出口累计下降11.3%。

¹⁶ 在《Trade and Trade Diversion Effects of United States Tariffs on China》内是指“Office Machinery, Electrical Machinery and Communication Equip”。

1.5、居民短贷收缩，专项债额度耗尽，社融增长显著回落

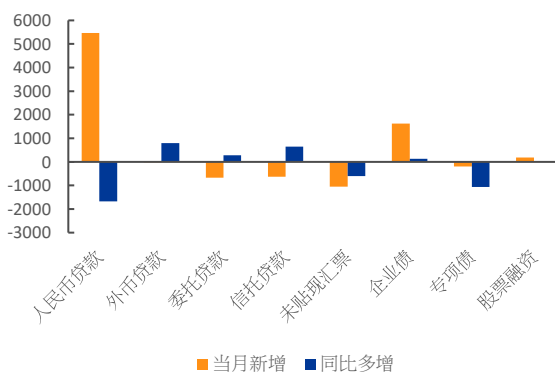
10月，社融新增6189亿元，同比减少1185亿元；存量增速10.7%，较上月减少0.1%。社融增长显著回落。具体看，人民币贷款同比大幅少增1671亿元，居民短期贷款收缩又是其中主要因素。原因或部分在于银保监会严查“涉房”消费贷贷款资金与互联网贷款的监管收紧¹⁷，相比之下，反映实体经济融资需求的企业中长期贷款已连续3个月同比多增，原因或部分在于城投平台推进隐性债务置换，表外项目被置换并体现为企业中长期贷款形式上的改善，并不意味着企业融资需求的持续恢复。非标融资方面，收缩态势已连续2个月好转，同比少减331亿元，这显示房企融资可能正在边际放松。直接融资方面，企业债和股权融资均保持稳定。但专项债融资则受制于2019年额度提前用尽，于年内首现负增长，同比多减1068亿元；目前，市场上对明年地方债额度，能否提前到今年使用存在争议。若明年的额度可调用至今年，那么年末社融将得到有力支撑。

图：10月新增社融总量和存量同比（亿元，%）



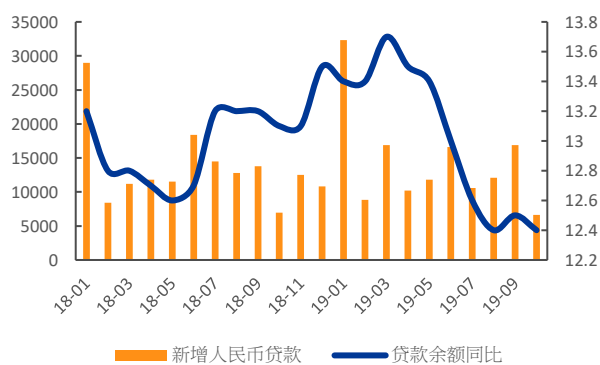
资料来源：Wind、人民银行、光大控股

图：10月新增社融结构及同比变化（亿元）



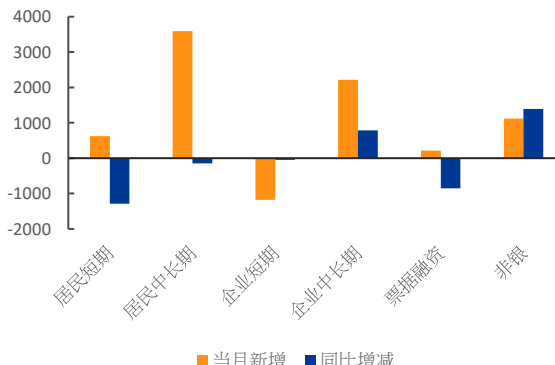
资料来源：Wind、人民银行、光大控股

图：10月新增人民币贷款和余额同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind、人民银行、光大控股

图：10月新增贷款结构及同比变化（亿元）



资料来源：Wind、人民银行、光大控股

¹⁷ 各家银行于10月提交首份自查报告。

人民币汇率与跨境资金

2.1、中美经贸磋商取得积极进展，人民币汇率强劲回升至“7”

10月，离岸人民币兑美元即期汇率持续走强。升值的原因主要美元走弱，具体看有三方面因素：**一则是中美经贸高级别磋商取得积极进展。**双方同意妥善解决各自核心关切，确认部分文本的技术性磋商基本完成；**二则是美联储月中突然宣布重启国债购买计划。**市场普遍认为虽然此次购债关注于短端利率，旨在为回购市场注入流动性，但溢出效应¹⁸仍不免推高美债价格、降低收益率，类似简化版的QE；**三则是美联储月末宣布年内第三次降息。**进入11月，商务部率先披露中美同意随协议进展，分阶段取消加征关税，虽此后特朗普给出犹疑表态，人民币汇率仍强劲回升至“7”。

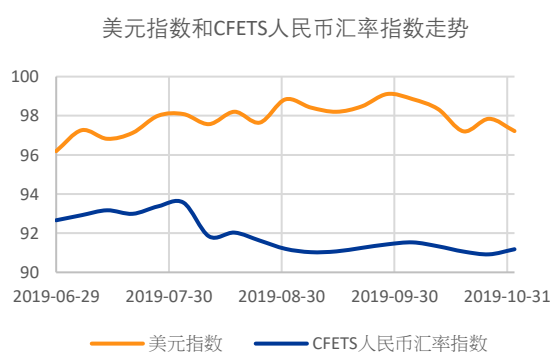
10月份，我国外汇储备环比上升127.3亿美元，升幅0.4%。贸易局势回暖、美联储货币政策宽松、债券价格回落，是导致外储规模小幅上升的主要原因。同时，中国10月份官方黄金储备为6264万盎司，持平于9月。

图：10月人民币对美元即期汇率持续走强



资料来源：Wind、人民银行、光大控股

图：10月CFETS人民币汇率指数小幅下降（%）



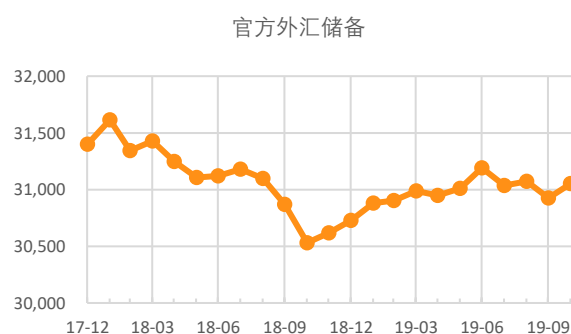
资料来源：Wind、人民银行、美联储、光大控股

图：中美10年期国债利差下降到135个基点（%）



资料来源：Wind、人民银行、美联储、光大控股

图：中国外汇储备存量环比减少



资料来源：Wind、人民银行、光大控股

¹⁸ 如财政部在融资计划不变的情况下，将削减长期债券供应等。

2.2、全球重要经济事件突显中美在金融、贸易和科技领域的对峙

10月，全球主要经济事件动向分三类：

全球经贸和经济增长前景黯淡，中美贸易磋商取得积极进展。国际组织月初接连下调全球经贸和经济增长预期，并指出全球贸易紧张局势是经济增长前景黯淡的主要风险之一。随后，中美高级别磋商传来积极进展，商务部放风中美可能会达成第一阶段贸易协议，特朗普后对这一说法给出犹疑表态。

中美央行兑现降息，缓解经济增长疲态和下行风险。美联储月初重启国债购买计划，并于月末开启年内第三次降息。人民银行坚持实施审慎货币政策以服务于高质量经济增长的同时，下调1年期中期借贷便利（MLF）利率5个基点，为2016年年初以来首度“降息”。

数字法币和区域经济一体化呼之欲出，挑战美元全球贸易和结算地位。中共中央政治局月末就区块链技术发展现状和趋势进行集体学习，有观点认为，人民银行即将有望率先于全球推出数字法币。同时在月末，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）15个成员国结束全部文本和市场准入谈判，全球最大自贸区或将诞生。中日韩—东盟银行联合体（10+3银联体）同期在曼谷成立，美元全球贸易和结算地位正经受多方挑战。

透过现象看本质，以上三方面的动态显示了，全球经济走势主要取决于中美两个大国间的博弈，主要体现在三个领域，第一金融领域，即铸币税权利的转移；第二贸易领域，包括产业链与贸易结构的重塑，第三、科技领域，即两国对前沿科技主导地位展开的争夺。

表：10月全球重要经济事件日历

时间	事件
1-Oct	世贸组织大幅下调全球贸易增长预期
8-Oct	美国商务部产业安全局将包括8家AI公司在内28家中国机构列入“实体清单”
11-Oct	美中高级别磋商取得积极进展，商务部披露有望达成第一阶段贸易协议
12-Oct	美联储宣布重启国债购买计划，每月购买600亿美元短期国库券至2020年二季度
15-Oct	国际货币基金组织大幅下调全球经济增长预期；全球贸易紧张局势是经济增长前景黯淡的主要风险之一
	联合国世界知识产权组织指出中国占全球专利申请量份额同比去年迅猛增长
18-Oct	中国三季度GDP同比仅增6.0%；美联储下调美国第三、四季度GDP预估
19-Oct	人民银行将继续实施审慎的货币政策，为高质量经济增长创造适当的金融环境
	英国议会通过莱特温修正案，继续延迟脱欧进程
24-Oct	政治局就区块链技术集体学习，人民银行有望率先于全球推出官方数字货币
30-Oct	美联储年内第三次降息，并暗示未来美联储货币政策将进入观望阶段
4-Nov	中日韩—东盟银行联合体（10+3银联体）在曼谷成立
5-Nov	区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）15个成员国结束全部文本和市场准入谈判
	人民银行宣布下调1年期MLF利率5个基点，为2016年以来首次“降息”

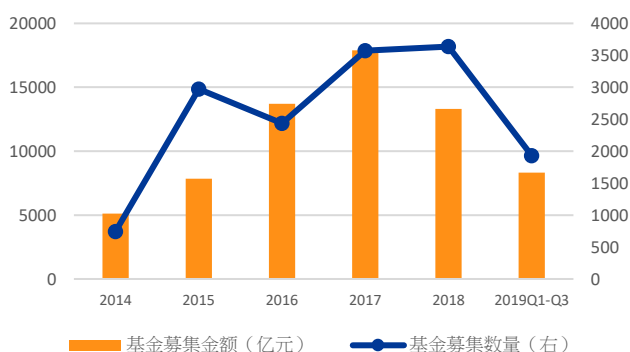
资料来源：光大控股

私募股权行业分析

募资延续下滑趋势，市场二八效应更加显著。根据 10 月清科三季度报告，前三季度中国股权投资市场募资完成额约 8310 亿元，同比下降 20.4%。第三季度环比二季度进一步收缩。基金募集数量同比下降 43%，数量降幅远超金额降幅，市场二八效应，甚至一九效应更加显著。事实上，今年前三季度大额基金募资频现，募集金额排名前十的基金累计募集金额达 1910 亿元，占到市场全部募资额的近 1/4。

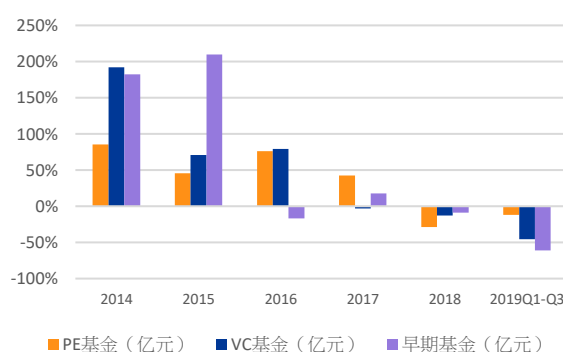
早期和 VC 基金募资同比收缩幅度远超 PE。结构上看，早期募资市场募资额 53 亿元，同比下降 61%；VC 市场募资额 1134 亿元，同比下降 46%；PE 市场募资额 6923 亿元，同比下降 11.8%。早期和 VC 基金募资降幅远超 PE。然而，**PE 基金之所以能保持募资总额的相对平稳，主要有赖于基建地产和纾困基金的推升。多数存量 PE 机构面临的募资境遇较同比数字实则更恶劣（若去除 1000 亿地产基建和纾困类基金，PE 市场募资实际同比下降 24.5%）。**为了纾解上述募资困境，10 月 25 日，发改委牵头发布资管新规细则，明确 VC 基金和政府出资产业投资基金可豁免多层嵌套，对行业募资起到一定正向作用；机构自身则更多布局外币募资，美元基金主体愈发多元化。

图：募资延续下滑趋势，市场二八效应显著



资料来源：Wind、清科

图：早期和 VC 基金募资同比收缩幅度远超 PE

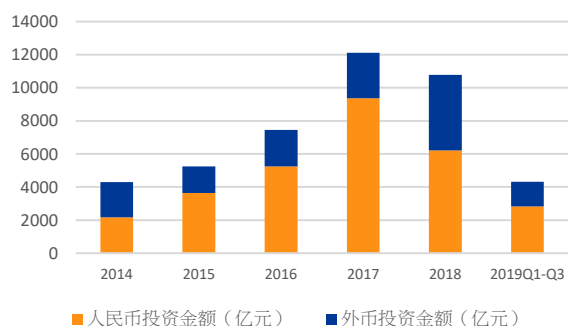


资料来源：Wind、清科

投资活跃度大幅下降，外币投资显著降温。前三季度投资总额 4300 亿元，同比下降 53.7%。受市场环境的影响，投资人多呈观望态度；VC 和 PE 市场投资金额同比降幅均在 50% 上下。投资方向更多集中在 IT、互联网和医疗健康等热门领域；投资阶段则更多侧重于扩张期和成熟期投资。此外，由于今年前三季度，中概股整体表现不佳，企业境外上市账面回报大幅下降，牵动外币投资降幅超过人民币投资。并购市场方面，前三季度海外并购持续降温，境内并购以同业整合为主，收益水平也有所下降（IRR 中位数 6.2%）。

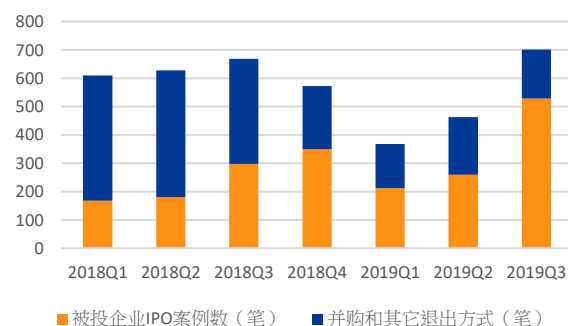
科创板开板，IPO 退出蔚为成潮。前三季度，国内股权投资市场实行 1532 笔退出案例，同比下降 20.6%，不过受科创板影响，IPO 退出实现高增长，前三季度 IPO 退出 999 笔，同比上升 54.4%。经测算，三季度新增 528 笔退出，其中通过科创板 IPO 退出的案例数是 372 笔，占比达 70%。可见科创板的开板和高发行密度是当前退出案例大增的主要原因。正因如此，三季度的股权投资市场退出行业分布反映出明显的“科创板特征”，由于当前科创板主推“硬科技”，导致当前半导体和机械制造业 IPO 数量反超互联网和生物医药行业。然而，尽管科创板为退出市场提供了新路径，但从全市场看，前三季度被投企业 IPO 账面回报整体不佳，退出形势依然严峻。

图：投资活跃度大幅下降，外币投资显著降温



资料来源：Wind、清科

图：科创板开板，IPO 退出蔚为成潮



资料来源：Wind、清科

总结与风险提示

整体看，10月国内经济呈现供需两弱，若剔除工业生产与信贷融资季初回落的正常变动，节假日，“双11”消费后置等短期影响，实际基本面并没有出现进一步的恶化。我们认为当前经济下行风险已经有所降低，考虑到MLF降息，基建投资资本金比例下调等举措，接下来两个月经济走势有支撑，全年GDP“破6”可能不大。

潜在风险方面，持续关注房地产资金紧缩带来的系统性风险、民营企业年末的资金压力，美国贸易谈判或再次“出尔反尔”、RCEP谈判不顺，甚至近期香港社会事件等对国内经济的负面作用。

关于作者

张静春

副总监 战略及协同发展部

jingchun.zhang@everbright.com

林之骏

高级主任 战略及协同发展部

paul.lam@everbright.com

周鸿运

主任 战略及协同发展部

tyrion.zhou@everbright.com

关于中国光大控股有限公司

中国光大控股有限公司（「光大控股」，股份代号：165.HK）于 1997 年在香港成立，拥有超过 20 年私募股权投资及资产管理经验，是中国领先的跨境投资及资产管理公司，母公司为中国光大集团。光大控股通过所管理的多个私募基金、创投基金、产业基金、夹层基金、母基金、固定收益和股票基金等，与投资者共同培育了众多具有高增长潜力的企业，同时还配合中国企业的发展需求，将海外的技术优势与中国市场相结合，为中国及海外投资者提供了多元化的金融服务。此外，光大控股利用强大的自有资金，培育了中国最大的独立经营性飞机租赁商「中飞租赁」、孵化了人工智能物联网的独角兽公司「光控特斯联」，以及整合国内中高端养老产业，致力打造优质的养老品牌。

截至 2019 年 6 月 30 日，光大控股共管理 64 只基金，已完成募资规模港币 1,454 亿元。

通过所管理的基金和自有资金，光大控股已分别在中国及世界各地投资了包括银联商务、金风科技、中节能风电、华灿光电、华大基因、贝达药业、美中宜和、先健科技、分众传媒、爱奇艺、商汤科技、蔚来汽车、阿尔巴尼亚首都机场、挪威 Boreal 公交公司、美国 BPG 集团、美国 Wish 电商平台、Xjet 3D 打印、Satixfy 等在内的超过 300 家企业，投资产业覆盖房地产、飞机租赁、医疗健康、养老产业、新能源、基础设施、高端制造业、高新技术、文化消费等，其中有超过 150 家企业已通过在中国及海外市场上市或并购转让等方式退出。

光大控股是光大证券（股份代号：601788.SH、6178.HK）的第二大股东和光大银行（股份代号：601818.SH、6818.HK）的策略性股东、光大嘉宝股份有限公司（股份代号：600622.SH）的第一大股东、在香港上市的中国飞机租赁集团控股有限公司（股份代号：1848.HK）的第一大股东和光控精技有限公司（股份代号：3302.HK）的控股股东之一，以及在新加坡上市的英利国际置业股份有限公司（股份代号：5DM.SGX）的第二大股东。光大控股及下属公司目前在香港、北京、上海、深圳、天津、新加坡、都柏林等地设有办公室。

2014 年 4 月及 2016 年 12 月「沪港通」和「深港通」启动后，光大控股成为可供交易的首批港股通股票之一。

光大控股秉持「专注致远 顺势有为」的信念，立足香港这一中西交融之地，专注于跨境资产管理，通过国际化的平台、专精的投资团队，顺势有为，以多视角洞察全球市场变化带来的投资机遇，灵活应变，致力成为中国跨境投资及资产管理行业的先行者。

如欲了解更多光大控股的信息，请浏览 www.everbright.com。

免责声明

本报告由中国光大控股有限公司（「本公司」）撰写，本报告并非针对或意图派发给或为任何就派发、发布、可得到或使用本报告而使本公司及其附属及联营公司（合称「本集团」）违反当地注册或牌照规定的法律或规例或可致使本集团受制于当地注册或牌照规定的法律或规则的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。

本报告所载的内容及观点只提供给收件人作参考之用，不构成任何投资建议，不存在邀约或招揽购买或出售任何证券的企图，也不构成在会受到法律或法例限制或禁止的任何司法权区购买或出售证券的邀约或招揽。

本报告并未考虑到任何人士的目标、财务状况或需要。本报告的内容不应被视为法律、税务、投资或其他意见，如需要，阁下应寻求相关专业顾问的意见。本报告所载信息并不足够对任何投资计划作出全面评估，阁下不应依赖本报告所载信息。潜在投资者在做出与本报告内提及之投资计划有关的投资决策时，应完全以适当的尽职调查作为决策准则。本报告内提述的相关投资等可涉及投资风险。本报告内的例子仅供参考，概不保证任何特定投资目标将会达成或任何期望达致该等目标的投资策略将会成功。

本报告内提述的能力仅适用于有经济能力及愿意承受投资策略所带来风险的人士。未来表现无法预知。本报告可能载有的意见、预测及其他前瞻性陈述均受不同风险及不确定因素影响，实际事件或结果可能与该等前瞻性陈述所载者截然不同。本报告显示的实际或模拟过往表现不应被视作日后表现的指标。

本公司不会就本报告所载的资料、意见及结论之准确性或完整性，明示或默示作出任何陈述或保证。于撰写本报告时，本公司依赖外部资料来源的准确性及全面性，并无独立验证此等资料。本集团可发出其它与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本集团的立场。在法律容许的最大程度下，本集团、其等董事、雇员或代理不对任何因使用本报告、其内容或其他因本报告而引致或所涉及的任何损失负责。

在提供本报告内提及的金融服务时，本集团、其等董事、雇员及人员可能扮演不同及有潜在冲突的角色。本集团可能不时出任产品的受托人、管理人、过户处、保管机构、投资经理、投资顾问、代表或其他与产品有关的相关人员，而该等产品的投资目标可能会与本报告内提及的产品投资目标相同。鉴于该等角色存在冲突，本集团的利益可能不时与投资者的利益不一致，本集团可能亦会因出任该等角色而获得报酬。本集团有利益冲突政策，以有效管理利益冲突。

本报告中提述的个别公司并非本集团的投资建议。本集团现时管理的投资组合可能已包括或未包括该等公司，本报告提述该等公司只用于说明目的。

版权说明

中国光大控股有限公司版权所有。未经许可，不得做任何形式的转载和出版。



官网



微信