

## 宏观报告

### 主要发达经济体 11 月经济增速进一步放缓

- 各国需求状况均出现走弱，国内和出口新订单均录得下跌
- 美国和欧元区通胀压力显示出放缓迹象，但英国通胀压力仍然严峻
- 多重不利因素致英国经济前景更具挑战

**新看点：**11月23日，标普全球发布了主要发达经济体11月PMI初值。美国综合PMI初值为46.3，低于预期，且较10月走低（市场一致预期：48.0；10月终值：48.2）。与此同时，英国和欧元区综合PMI分别为48.3和47.8，好于预期，且较10月有所改善（市场一致预期：47.5和47.0；10月终值：48.2和47.3）。

**美国：**制造业PMI录得47.6，自2020年6月以来首次落入收缩区间；服务业PMI则录得46.1，较上月进一步走弱，连续第五个月低于荣枯线。新订单以2020年5月以来最快的速率下跌，而新出口订单的下跌也有所加快，反映其他主要发达经济体对美国经济的溢出效应。PMI走弱主要由通胀高企、金融条件收紧和海外需求恶化等不利因素导致。与此同时，通胀压力出现进一步缓解，主要是由于交货时间改善和供应链压力缓解以及需求走弱。

**英国：**制造业和服务业PMI分别录得46.2和48.8，均与10月份持平，而彼时英国国内政治不确定性和金融市场动荡对经济的负面影响尤其显著。新订单收缩幅度为2021年1月以来最大，反映出英国经济面临多重逆风，包括生活成本危机、与英国脱欧相关的出口流失、俄乌战争、财政重整计划和金融条件收紧。然而，尽管需求下降，但英国的通胀压力仅略有缓解，原因是能源账单飙升、工资上涨以及货币贬值导致进口价格上涨。

**欧元区：**制造业PMI小幅上升至47.3，而服务业PMI稳定在48.6，表明经济活动的收缩幅度较上月有所缓和。新订单连续第五个月收缩，但下降幅度有所收窄，尤其是制造业。供应链瓶颈问题进一步缓解，德国甚至录得了自2020年7月以来供应商表现的首次改善。供应链改善导致制造业购进价格增速放缓至2020年12月以来的最低水平，但由于能源成本高企，通胀仍处于历史高位。

**我们的观点：**11月PMI数据显示，英国经济在四季度较大概率再次录得收缩，而欧元区也存在收缩的可能性。展望未来，领先指标表明，英国的衰退可能会持续到2023年。对欧元区而言，经济前景依然黯淡，但11月数据为前景带来提振，收缩程度可能不如预期严重。与此同时，尽管数据走弱，但最近的宏观数据（包括10月份零售销售和耐用品订单）仍然显示了美国经济的相对韧性。我们预计美国经济将在2022年四季度实现温和增长，目前仍不确定美国是否能避免衰退，或者如果陷入衰退，程度会有多深。我们预计，由于供应链瓶颈问题的缓解，美国通胀将进一步放缓，美联储很可能在12月将加息步伐放缓至50个基点。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121  
[jessiequo@cmschina.com.hk](mailto:jessiequo@cmschina.com.hk)

钱鹭, CFA

+852 3189 6752  
[edithqian@cmschina.com.hk](mailto:edithqian@cmschina.com.hk)

#### 相关报告

1. 招证国际策略周报 (2022/11/21) - 宏观数据不佳可能抑制市场反弹(2022/11/21)
2. 美国10月零售销售展现韧性 (2022/11/17)
3. 美国通胀出现放缓迹象 (2022/11/11)
4. 迎接新篇章：对投资中国的思考 (2022/11/05)
5. 施政报告：提升香港长远竞争力 (2022/10/21)

**美国：需求低迷拖累私营部门经济；通胀压力缓解**

11月标普全球美国综合 PMI 初值降至 46.3，不及预期（市场一致预期：48.0；10月终值：48.2）。这是自 2022年8月（44.6）以来的最低值，也是自疫情初期的 2020年5月（37.0）以来的第二低读数。

**制造业和服务业 PMI 数据均走弱。**美国制造业 PMI 为 47.6（市场一致预期：50.0；10月终值：50.4），自 2020年6月以来首次落入收缩区间。美国服务业 PMI 进一步走弱至 46.1（市场一致预期：48.0；10月终值：47.8），为连续第五个月处于收缩区间。

**需求：**11月需求出现恶化，新订单收缩幅度为 2020年5月以来最大。通胀高企和金融条件收紧是导致客户下单趋于谨慎的主要拖累因素。新出口订单的下滑速率也有所加快。

**在手订单：**新订单减少导致在手订单大幅下跌，在手订单录得了两年半以来的最大降幅，尤其是制造业在手订单下行幅度更为显著。

**通胀：**通胀压力在 11月进一步缓解。i) 原材料成本通胀连续第六个月录得放缓，增速为 2020年12月以来最低。木材、钢铁和塑料价格以及运费下跌导致购进价格上涨幅度放缓。此外，交货时间和供应链压力有所改善（主要是由于需求降低）也有助于缓解通胀压力。ii) 出厂价格增速为两年多来最低。需求疲软导致产品售价承压，企业提供更多优惠和更大折扣力度以吸引顾客。

**就业：**由于担忧需求低迷，企业部门 11月份的就业人数仅小幅增加。

**预期：**尽管需求疲软，但包括制造业和服务业在内的企业产出预期较 10月有所改善，但仍远低于去年同期水平。供应链稳定性提高有助于提振预期。

**我们的解读：**11月 PMI 数据表明，由于通胀上升、金融条件收紧以及海外市场需求不振等不利因素，美国 11月企业经营状况恶化。然而，尽管数据有所走弱，但近期的宏观数据仍显示美国经济具有一定的韧性，包括 10月份的零售销售和耐用品订单。这种韧性主要来自于稳健的劳动力市场、疫情期间积累的家庭储蓄以及强劲的居民部门资产负债表。与此同时，近期数据也显示通胀压力有所缓解，与 11月 PMI 报告的调查结果一致。

展望未来，我们预计美国个人消费和企业支出增速将放缓，叠加利率敏感的行业（尤其是房地产）已经出现的大幅调整，未来经济增速将可能因此出现放缓。然而，当前仍难以断言美国经济能否避免衰退（即连续两个季度的环比负增长），以及假如美国经济陷入衰退，衰退的程度会有多深。此外，我们预计通胀将进一步放缓，主要原因是供应链压力得到缓解。但是由于劳动力市场供需持续失衡，通胀要回到美联储设定的 2%的目标仍然有较长的路要走。

**英国：新增订单大幅恶化；制造业比服务业更低迷**

标普全球/CIPS 英国综合 PMI 初值为 48.3，好于预期，较 10 月略有改善（市场一致预期：47.5；10 月终值：48.2），而彼时国内政治不确定性和金融市场动荡对经济带来严重影响。11 月的读数为连续第四个月低于荣枯线。

**制造业走弱幅度继续快于服务业。**英国 11 月制造业 PMI 为 46.2，为连续第四个月处于收缩区间（市场一致预期：45.8；10 月终值：46.2）。英国服务业 PMI 为 48.8（市场一致预期：48.0；10 月终值：48.8），连续第二个月低于荣枯线。制造业和服务业的收缩幅度均与 10 月相同。

**需求：**新订单以 2021 年 1 月以来最快的速率下降，主要原因是通胀和利率上升降低了可支配收入，同时企业和消费者信心低迷也抑制了需求。海外新业务下降也加剧了订单收缩幅度，尤其是制造业，这是由于英国脱欧令出口需求承压，且全球经济环境疲弱。与此同时，由于汇率贬值和来自美国的需求保持强劲，服务业新出口订单收缩幅度相对较为温和。

**在手订单：**最新读数显示，由于缺乏新订单，制造业在手订单录得了自 2020 年 4 月以来最大收缩幅度。另一方面，由于人手短缺，服务业的在手订单略有上升。

**通胀：**i) 11 月购进成本压力持续，通胀较 10 月仅略有缓解。物价压力来自能源账单飙升、工资上升以及货币贬值导致进口物价上涨。服务业购进成本通胀比制造业更为严重。ii) 与此同时，由于需求疲弱和竞争激烈，出厂价格通胀增速为 2021 年 8 月以来最低。

**就业：**11 月就业人数继续上升，但增速放缓，原因是新订单下降。整体就业增长是 21 个月以来最弱。制造业就业创下了自 2020 年 10 月以来最大的收缩，而服务业的就业水平略有上升。

**预期：**企业预期较上月有所反弹，而上月为 30 个月低点，彼时英国经济受到国内政治不确定性和金融市场动荡的重创。调查对象对经济衰退的忧虑与日俱增，而对政治不确定性的担忧有所减少。然而，最新读数仍是自 2020 年 5 月疫情初期以来的第二低水平。制造业的企业预期较低，为 31 个月以来的最低水平。

**我们的解读：**11 月 PMI 数值表明，四季度再次出现经济收缩的可能性较高，此前三季度 GDP 录得自 2021 年一季度以来首次收缩（环比-0.2%）。包括新订单在内的领先指标表明，衰退可能持续到 2023 年。11 月综合 PMI 小幅上升，主要是由于近期政治动荡尘埃落定后，企业信心有所改善。但英国经济仍面临多重逆风，包括生活成本危机、脱欧相关的出口流失、俄乌战争、财政重整计划和金融条件收紧。目前，英国是七国集团中唯一一个产出尚未恢复到疫情前水平的国家。预计明年英国将成为俄罗斯以外 G20 国家中经济最为疲弱的国家之一。

**欧元区：11月经济收缩幅度收窄；通胀压力缓解**

标普全球欧元区综合 PMI 初值微升至 47.8，好于预期（市场一致预期：47.0；10 月终值：47.3）。11 月 PMI 为连续第五个月低于荣枯线，也是自 2021 年 1 月以来的第二低水平，但与前一个月相比略有改善。

**欧元区经济下行主要由制造业拖累。**欧元区制造业 PMI 为 47.3（市场一致预期：46.0；10 月终值：46.4），为连续第五个月处于收缩区间；而服务业 PMI 为 48.6（市场一致预期：48.0；10 月终值：48.6），为连续第四个月低于荣枯线。分行业看，仅工业、软件服务、媒体和制药及生物技术行业录得增长；化工和塑料行业的放缓最为显著，而基础资源、房地产、交通运输、旅游娱乐和汽车行业也出现了明显下滑。

**在欧元区内部，德国的经济下行最为严峻。**i) 德国综合 PMI 初值为 46.4（市场一致预期：44.9；10 月终值：45.1）。但德国制造业放缓幅度的改善（11 月/10 月：46.7/45.1）较服务业（11 月/10 月：46.4/46.5）更为显著。ii) 法国综合 PMI 初值为 48.8（市场一致预期：49.4；10 月终值：50.2），为自 2021 年 2 月以来首次落入收缩区间。服务业 PMI 为 49.4（10 月终值：51.7），自 2021 年 3 月以来首次跌破荣枯线。制造业 PMI 为 49.1（10 月终值：47.2），收缩速率较前两个月改善。

**需求：**新订单连续第五个月录得收缩，表明需求进一步下降。与上月相比，收缩幅度有所改善，但仍为过去两年来第二高。与 10 月相比录得改善主要是由制造业驱动，但服务业的下行幅度略有加剧。

**在手订单：**由于新订单减少，在手订单连续第五个月下降。在手订单的降幅是两年来最大的，而制造业的降幅尤为显著。

**通胀：**i) 需求疲软导致供应链瓶颈问题改善。供应商平均交货时间的延长幅度为 2020 年 8 月以来最小。德国甚至录得了自 2020 年 7 月以来供应商表现的首次改善。制造业购进价格增速为 2020 年 12 月以来最低，服务业购进价格增速也有所放缓。然而，尽管增速放缓，但购进价格通胀仍处于历史高位，主要由能源成本上升推动。ii) 制造业和服务业的出厂价格上涨速率也放缓，尤其是制造业的增速为 20 个月以来的最低水平。

**就业：**由于在手订单恶化，新增就业为 2021 年 3 月以来最低。服务业的就业放缓更为明显，而制造业招聘也展露颓势。

**预期：**由于对经济增长前景、生活成本危机和能源危机以及金融条件收紧的担忧，对明年的信心仍然较为低迷。制造业方面，由于供应链瓶颈缓解以及能源短缺前景改善，企业预期较前两个月录得的历史低位有所改善。

**我们的解读：**11 月的数据可能表明，欧元区经济在三季度环比增长 0.2% 后，在四季度将出现自 2021 年一季度以来的首次收缩。然而，11 月的收缩幅度较上月有所收窄。此外，供应链状况有所改善，对能源短缺的担忧也因气候较预期温暖而有所缓解。但是，由于制造业活动持续低迷，服务业也面临多重不利因素，特别是通胀高企和金融条件收紧，经济前景依然低迷。欧元区在四季度或明年初陷入衰退的可能性仍然较大，但收缩程度可能不如之前预期的严重。

图表 1: 标普全球 PMI

标普全球 PMI	2021年												2022年										
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
<b>综合</b>	58.7	59.5	59.7	63.5	68.7	63.7	59.9	55.4	55.0	57.6	57.2	57.0	51.1	55.9	57.7	56.0	53.6	52.3	47.7	44.6	49.5	48.2	46.3
美国	58.7	59.5	59.7	63.5	68.7	63.7	59.9	55.4	55.0	57.6	57.2	57.0	51.1	55.9	57.7	56.0	53.6	52.3	47.7	44.6	49.5	48.2	46.3
中国	52.2	51.7	53.1	54.7	53.8	50.6	53.1	47.2	51.4	51.5	51.2	53.0	50.1	50.1	43.9	37.2	42.2	55.3	54.0	53.0	48.5	48.3	
欧元区	47.8	48.8	53.2	53.8	57.1	59.5	60.2	59.0	56.2	54.2	55.4	53.3	52.3	55.5	54.9	55.8	54.8	52.0	49.9	48.9	48.1	47.3	47.8
德国	50.8	51.1	57.3	55.8	56.2	60.1	62.4	60.0	55.5	52.0	52.2	49.9	53.8	55.6	55.1	54.3	53.7	51.3	48.1	46.9	45.7	45.1	46.4
法国	47.7	47.0	50.0	51.6	57.0	57.4	56.6	55.9	55.3	54.7	56.1	55.8	52.7	55.5	56.3	57.6	57.0	52.5	51.7	50.4	51.2	50.2	48.8
意大利	47.2	51.4	51.9	51.2	55.7	58.3	58.6	59.1	56.6	54.2	57.6	54.7	50.1	53.6	52.1	54.5	52.4	51.3	47.7	49.6	47.6	45.8	
西班牙	43.2	45.1	50.1	55.2	59.2	62.4	61.2	60.6	57.0	56.2	58.3	55.4	47.9	56.5	53.1	55.7	55.7	53.6	52.7	50.5	48.4	48.0	
日本	47.1	48.2	49.9	51.0	48.8	48.9	48.8	45.5	47.9	50.7	53.3	52.5	49.9	45.8	50.3	51.1	52.3	53.0	50.2	49.4	51.0	51.8	48.9
印度	55.8	57.3	56.0	55.4	48.1	43.1	49.2	55.4	55.3	58.7	59.2	56.4	53.0	53.5	54.3	57.6	58.3	58.2	56.6	58.2	55.1	55.5	
英国	41.2	49.6	56.4	60.7	62.9	62.2	59.2	54.8	54.9	57.8	57.6	53.6	54.2	59.9	60.9	58.2	53.1	53.7	52.1	49.6	49.1	48.2	48.3
巴西	48.9	49.6	45.1	44.5	49.2	54.6	55.2	54.6	54.7	53.4	52.0	52.0	50.9	53.5	56.6	58.5	58.0	59.4	55.3	53.2	51.9	53.4	
俄罗斯	52.3	52.6	54.6	54.0	56.2	55.0	51.7	48.2	50.5	49.5	48.4	50.2	50.3	50.8	37.7	44.4	48.2	50.4	52.2	50.4	51.5	45.8	
<b>制造业</b>	59.2	58.6	59.1	60.5	62.1	62.1	63.4	61.1	60.7	58.4	58.3	57.7	55.5	57.3	58.8	59.2	57.0	52.7	52.2	51.5	52.0	50.4	47.6
美国	59.2	58.6	59.1	60.5	62.1	62.1	63.4	61.1	60.7	58.4	58.3	57.7	55.5	57.3	58.8	59.2	57.0	52.7	52.2	51.5	52.0	50.4	47.6
中国	51.5	50.9	50.6	51.9	52.0	51.3	50.3	49.2	50.0	50.6	49.9	50.9	49.1	50.4	48.1	46.0	48.1	51.7	50.4	49.5	48.1	49.2	
欧元区	54.8	57.9	62.5	62.9	63.1	63.4	62.8	61.4	58.6	58.3	58.4	58.0	58.7	58.2	56.5	55.5	54.6	52.1	49.8	49.6	48.4	46.4	47.3
德国	57.1	60.7	66.6	66.2	64.4	65.1	65.9	62.6	58.4	57.8	57.4	57.4	59.8	58.4	56.9	54.6	54.8	52.0	49.3	49.1	47.8	45.1	46.7
法国	51.6	56.1	59.3	58.9	59.4	59.0	58.0	57.5	55.0	53.6	55.9	55.6	55.5	57.2	54.7	55.7	54.6	51.4	49.5	50.6	47.7	47.2	49.1
意大利	55.1	56.9	59.8	60.7	62.3	62.2	60.3	60.9	59.7	61.1	62.8	62.0	58.3	58.3	55.8	54.5	51.9	50.9	48.5	48.0	48.3	46.5	
西班牙	49.3	52.9	56.9	57.7	59.4	60.4	59.0	59.5	58.1	57.4	57.1	56.2	56.2	56.9	54.2	53.3	53.8	52.6	48.7	49.9	49.0	44.7	
日本	49.8	51.4	52.7	53.6	53.0	52.4	53.0	52.7	51.5	53.2	54.5	54.3	55.4	52.7	54.1	53.5	53.3	52.7	52.1	51.5	50.8	50.7	49.4
印度	57.7	57.5	55.4	55.5	50.8	48.1	55.3	52.3	53.7	55.9	57.6	55.5	54.0	54.9	54.0	54.7	54.6	53.9	56.4	56.2	55.1	55.3	
英国	54.1	55.1	58.9	60.9	65.6	63.9	60.4	60.3	57.1	57.8	58.1	57.9	57.3	58.0	55.2	55.8	54.6	52.8	52.1	47.3	48.4	46.2	46.2
巴西	56.5	58.4	52.8	52.3	53.7	56.4	56.7	53.6	54.4	51.7	49.8	49.8	47.8	49.6	52.3	51.8	54.2	54.1	54.0	51.9	51.1	50.8	
加拿大	54.4	54.8	58.5	57.2	57.0	56.5	56.2	57.2	57.0	57.7	57.2	56.5	56.2	56.6	58.9	56.2	56.8	54.6	52.5	48.7	49.8	48.8	
韩国	53.2	55.3	55.3	54.6	53.7	53.9	53.0	51.2	52.4	50.2	50.9	51.9	52.8	53.8	51.2	52.1	51.8	51.3	49.8	47.6	47.3	48.2	
俄罗斯	50.9	51.5	51.1	50.4	51.9	49.2	47.5	46.5	49.8	51.6	51.7	51.6	51.8	48.6	44.1	48.2	50.8	50.9	50.3	51.7	52.0	50.7	
墨西哥	43.0	44.2	45.6	48.4	47.6	48.8	49.6	47.1	48.6	49.3	49.4	49.4	46.1	48.0	49.2	49.3	50.6	52.2	48.5	48.5	50.3	50.3	
印度尼西亚	52.2	50.9	53.2	54.6	55.3	53.5	40.1	43.7	52.2	57.2	53.9	53.5	53.7	51.2	51.3	51.9	50.8	50.2	51.3	51.7	53.7	51.8	
<b>服务业</b>	58.3	59.8	60.4	64.7	70.4	64.6	59.9	55.1	54.9	58.7	58.0	57.6	51.2	56.5	58.0	55.6	53.4	52.7	47.3	43.7	49.3	47.8	46.1
美国	58.3	59.8	60.4	64.7	70.4	64.6	59.9	55.1	54.9	58.7	58.0	57.6	51.2	56.5	58.0	55.6	53.4	52.7	47.3	43.7	49.3	47.8	46.1
中国	52.0	51.5	54.3	56.3	55.1	50.3	54.9	46.7	53.4	53.8	52.1	53.1	51.4	50.2	42.0	36.2	41.4	54.5	55.5	55.0	49.3	48.4	
欧元区	45.4	45.7	49.6	50.5	55.2	58.3	59.8	59.0	56.4	54.6	55.9	53.1	51.1	55.5	55.6	57.7	56.1	53.0	51.2	49.8	48.8	48.6	48.6
德国	46.7	45.7	51.5	49.9	52.8	57.5	61.8	60.8	56.2	52.4	52.7	48.7	52.2	55.8	56.1	57.6	55.0	52.4	49.7	47.7	45.0	46.5	46.4
法国	47.3	45.6	48.2	50.3	56.6	57.8	56.8	56.3	56.2	56.6	57.4	57.0	53.1	55.5	57.4	58.9	58.3	53.9	53.2	51.2	52.9	51.7	49.4
意大利	44.7	48.8	48.6	47.3	53.1	56.7	58.0	58.0	55.5	52.4	55.9	53.0	48.5	52.8	52.1	55.7	53.7	51.6	48.4	50.5	48.8	46.4	
西班牙	41.7	43.1	48.1	54.6	59.4	62.5	61.9	60.1	56.9	56.6	59.8	55.8	46.6	56.6	53.4	57.1	56.5	54.0	53.8	50.6	48.5	49.7	
日本	46.1	46.3	48.3	49.5	46.5	48.0	47.4	42.9	47.8	50.7	53.0	52.1	47.6	44.2	49.4	50.7	52.6	54.0	50.3	49.5	52.2	53.2	50.0
印度	52.8	55.3	54.6	54.0	46.4	41.2	45.4	56.7	55.2	58.5	58.1	55.5	51.5	51.8	53.6	57.9	58.9	59.2	55.5	57.2	54.3	55.1	
英国	39.5	49.5	56.3	61.0	62.9	62.4	59.6	55.0	55.4	59.1	58.5	53.6	54.1	60.5	62.6	58.9	53.4	54.3	52.6	50.9	50.0	48.8	48.8
巴西	47.0	47.1	44.1	42.9	48.3	53.9	54.4	55.1	54.6	54.9	53.6	53.6	52.8	54.7	58.1	60.6	58.6	60.8	55.8	53.9	51.9	54.0	

资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部

图表 2: 国际货币基金组织全球经济展望 (2022 年 10 月): GDP 增速预测

(同比%)	2019	2020	2021	预测		
				2022	2023	2024
<b>全球</b>	<b>2.8</b>	<b>-3.0</b>	<b>6.0</b>	<b>3.2</b>	<b>2.7</b>	<b>3.2</b>
<b>发达经济体</b>	<b>1.7</b>	<b>-4.4</b>	<b>5.2</b>	<b>2.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.6</b>
美国	2.3	-3.4	5.7	1.6	1.0	1.2
欧元区	1.6	-6.1	5.2	3.1	0.5	1.8
德国	1.1	-3.7	2.6	1.5	-0.3	1.5
法国	1.9	-7.9	6.8	2.5	0.7	1.6
意大利	0.5	-9.0	6.7	3.2	-0.2	1.3
西班牙	2.1	-10.8	5.1	4.3	1.2	2.6
日本	-0.4	-4.6	1.7	1.7	1.6	1.3
英国	1.7	-9.3	7.4	3.6	0.3	0.6
加拿大	1.9	-5.2	4.5	3.3	1.5	1.6
其他发达经济体 (不包括七国集团和欧元区)	2.0	-1.7	5.3	2.8	2.3	2.6
<b>新兴市场和发展中经济体</b>	<b>3.6</b>	<b>-1.9</b>	<b>6.6</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	<b>4.3</b>
新兴和发展中亚洲	5.2	-0.6	7.2	4.4	4.9	5.2
中国	6.0	2.2	8.1	3.2	4.4	4.5
印度	3.7	-6.6	8.7	6.8	6.1	6.8
东盟五国	4.9	-3.4	3.4	5.3	4.9	5.3
新兴和发展中欧洲	2.5	-1.7	6.8	0.0	0.6	2.5
俄罗斯	2.2	-2.7	4.7	-3.4	-2.3	1.5
拉丁美洲和加勒比地区	0.2	-7.0	6.9	3.5	1.7	2.4
巴西	1.2	-3.9	4.6	2.8	1.0	1.9
墨西哥	-0.2	-8.1	4.8	2.1	1.2	1.8
中东和中亚	1.7	-2.7	4.5	5.0	3.6	3.5
沙特阿拉伯	0.3	-4.1	3.2	7.6	3.7	2.9
撒哈拉以南非洲	3.2	-1.6	4.7	3.6	3.7	4.1
尼日利亚	2.2	-1.8	3.6	3.2	3.0	2.9
南非	0.3	-6.3	4.9	2.1	1.1	1.3

资料来源: 国际货币基金组织、招商证券(香港)研究部

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

  

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

## 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

## 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828