

How large is the degree of drag from sluggish global Macro in 2023 on China's export?

6 January 2023

Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Investment Thesis

- **Nov 22, OECD issued the latest economic forecast and expected global growth rate to drop from 3.1% in 2022 to 2.2% in 2023. Amid declining global GDP growth and potential recession of US & EU, how much pressure does China's export confront in 2023?** In reference to the four great postwar recessions (1975/1982/1991/2001), the level of global trade decline was on average 4.8x of GDP decline (Floyd, 2009). This report tries to calculate the growth rate range of China's export in 2023 by historical review and scenario hypothesis. As per our preliminary calculation, the growth rate range of China's export in 2023 is within -4.9%~+3.2%, with -1.4% being the neutral scenario.
- Our basic idea is to select three years similar to the current macro situation, from time period including China's accession to the WTO, global economy recession & economic growth downturn, as the reference for neutral, optimistic and pessimistic scenarios.
- **Our baseline assumption for 2023 is that the US and EU will fall into mild recession for two quarters.** Given that the current pressure on export mainly comes from demand decline, we choose 2001/2012/2009 as the neutral/optimistic/pessimistic scenario. Since the "Great trade collapse" in 2009 was apparently too pessimistic, we multiply the magnitude of export decline in 2009 by a coefficient (<1) to better analyze the magnitude of China's export decline in extreme circumstances.
- **Neutral scenario: in 2001, the US and EU experienced mild economic slowdown or recession in the Dotcom Bubble Burst.** We choose 2001 as the neutral scenario since the global GDP per capita did not shrink thanks to the strong growth of emerging markets. The US and EU economy stayed weak in 2001 but might step into recession in 2023 with similar economic situation.
 In 2021, the largest drag on global import from the US was electromechanical/mining/base metals (+13.9%/-9.8%/-11.7% yoy). As for China, given absent yoy growth rate of 2000, we compared the growth rate of each item with CAGR in 2002-2000. The growth rate of electromechanical was only 1.6% in 2001(18.8% of CAGR in 2002-2000), mainly due to weak demand of electronics, communications and other industries impacted by the Dotcom Bubble Burst. In addition, China's major export to US, including miscellaneous products, shoes and hats, textiles, and base metals, declined 10%+ yoy compared with CAGR in 2002-2000.
- **Optimistic scenario: in 2012, while the EU fell into debt crisis, the US economy and major emerging markets remained resilient.** We choose 2012 as a reference for 2023 for 3 reasons: 1) the global demand weakens marginally in both years; 2) export price sees pressure in both years; 3) the US economy remains stronger than the EU in both years. We choose 2021 as the optimistic scenario given that the US economy did not yet enter recession and global GDP per capita did not decline in 2012, with only EU economy stepping into decline.
 In terms of industries, electromechanical/textile/base metals were the largest drag on China's export to EU in 2012 and accounted for ~11% of China's export in total, dragging down China's export of ~1pp (-6.8%/-14.5%/-13.9% yoy).
- **Pessimistic scenario: in 2009, the global trade decline by 10%+ suddenly, severely, and synchronously.** In 2009, China's exports fell by 16% yoy, hitting the lowest growth rate since 1961. In terms of industries, growth rate of top three items (electromechanical, base metals, and textile) declined to -12.1%/-46.5%/-10.2%, totally dragging down China's exports by 9.7pp.
- **As per our preliminary calculation, the growth rate range of China's export in 2023 is within -4.9%~+3.2%, with -1.4% being the neutral scenario.** In terms of industries, the largest share of China's export (electromechanical, base metals, and textile) all experienced a sharp decline, especially during periods when manufacturing of the US and EU became sluggish. Considering the high base in 2022, the growth rate of China's export for three categories above to the US and EU in 2023 may narrow by 10%+ compared with 2022.
- **Risks:** Vaccine effectiveness lose due to Covid-19 mutation, escalated lockdown, intensified geopolitical conflicts, deep global recession due to local wars, shrinking global trade.

Related reports

《2023 年全球经济会真的会陷入衰退吗?》

2022-11-22

《四季度我国出口将呈现哪些特征?》

2022-10-25

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Chuan Tao (陶川)* and *Meng Duan (段萌)*.

2023 全球经济增速下滑=多大的出口逆风？

2023 年 1 月 6 日

■ 11 月 22 日,经合组织 OECD 发布最新的经济预测,预计 2023 年世界经济将从 2022 年的 3.1%放缓至 2.2%。在全球 GDP 增速放缓、美欧或陷入衰退的大趋势下,明年我国出口的下行压力有多大?以史为鉴,在战后四次大衰退中(1975 年、1982 年、1991 年和 2001 年),全球贸易下降幅度是 GDP 的 4.8 倍(弗洛伊德,2009 年)。本文试图通过历史复盘,以情景假设的方式,探索 2023 年我国出口增速的区间。我们初步测算下,2023 年我国出口增速区间为-4.9%至 3.2%,中性情景下为-1.4%。

■ 我们的基本思路为在中国加入世界贸易组织后,历次全球经济陷入衰退或是经济增速大幅下行(downturn)的时间段中,选出与当前宏观背景有相似之处、具有参考意义的三年,分别作为中性、乐观和悲观情景的参考。

■ 我们对于 2023 年的基准假设为美欧将陷入两个季度左右的温和衰退。考虑到当前出口的下行压力主要来自于需求的退坡,我们选择了 2001、2012、2009 分别作为中性、乐观和悲观情景。当然,2009 年的“贸易大崩溃”显然过于悲观,我们将对 2009 年出口下行的幅度乘以小于 1 的系数,以此来分析极端情况下,我国出口的下行幅度。

■ 中性情景:2001 年,互联网泡沫破裂下,美欧等发达经济体经济经历了温和的减速或衰退。我们将 2001 年定义为中性情景,因为在新兴市场经济体强劲增长的支撑下,该年度世界人均 GDP 并未收缩。彼时美欧经济疲软,而 2023 年美欧陷入衰退的概率较大,经济走弱的背景与 2001 年类似。

2001 年美国对全球进口的最大拖累项为机电、矿产品和贱金属(同比增速分别为-13.9%、-9.8%、-11.7%)。我国方面,在缺失 2000 年同比增速的情况下,我们将各分项增速同 2002-2000 两年复合同比增速作对比,机电在 2001 年增速仅 1.6%(2002-2000 两年复合增速高达 18.8%),主要受到电子、通讯等互联网泡沫破裂冲击剧烈的行业影响。此外,杂项制品、鞋帽、纺织、贱金属等我国对美出口大头项目相对于 2002-2000 两年复合同比增速的平均降幅超过 10%。

■ 乐观情景:2012 年,欧洲深陷债务危机,但美国和主要新兴市场经济体具备韧性。2012 年相对于 2023 年的借鉴意义主要有三点:一是全球需求均边缘走弱;二是出口商品价格均存在逆风因素;三是美国经济态势相对于欧洲均更为强劲。考虑到彼时美国经济未陷入衰退,全球人均 GDP 未收缩,仅欧洲经济负增长,我们将 2012 年作为乐观情景。

从行业维度来看,2012 年我国对欧出口的最大拖累项为机电、纺织和贱金属。2012 年,我国对欧盟出口的机电、纺织、贱金属占比我国出口总额共计约 11%,共计拖累我国 2012 年出口近 1pp,上述三项产品的同比增速分别为-6.8%、-14.5%、-13.9%。

■ 悲观情景:2009 年,全球贸易的下降是突然的、严重的、同步的,全球贸易增速跌超-10%。2009 年我国出口同比降 16.0%,为 1961 年以来最低。从行业的维度来看,占比前三的机电、贱金属、纺织分别录得-12.1%、-46.5%、-10.2%的同比增速,共计拖累我国出口 9.7pp。

■ 我们初步测算 2023 年我国出口增速区间为-4.9%至 3.2%,中性情景下为-1.4%。行业方面,历次全球经济走弱的情境下,占比我国出口最大的机电、贱金属、纺织的增速均经历大幅下滑,美欧等发达国家制造业疲弱时尤其显著。考虑 2022 年的高基数,2023 年我国对美欧出口上述三类产品的同比增速较 2022 年可能收窄 10%以上。

■ 风险提示:新冠病毒变异导致疫苗失效,各地区封锁程度大幅升级;地缘冲突加剧,局部战争爆发使得全球陷入深度衰退,全球贸易萎缩

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

相关研究

《2023 年全球经济会真的会陷入衰退吗?》

2022-11-22

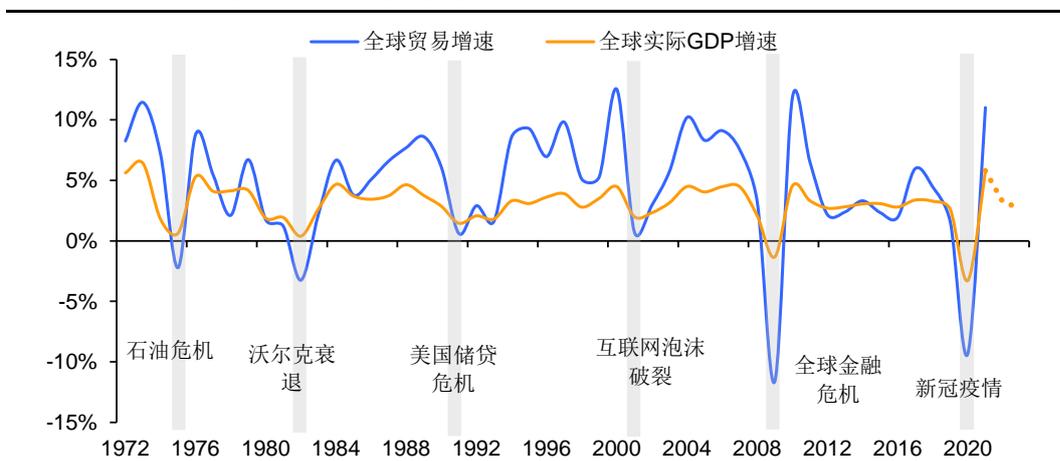
《四季度我国出口将呈现哪些特征?》

2022-10-25

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持,尤其感谢陶川和段萌的指导。

在 2023 年全球经济增速放缓、美欧或陷入衰退的大趋势下，我国出口的下行压力有多大？以史为鉴，在战后四次大衰退中（1975 年、1982 年、1991 年和 2001 年），全球贸易下降幅度是 GDP 的 4.8 倍（弗洛伊德，2009 年）。本文试图通过历史复盘，以情景假设的方式，初步测算 2023 年我国出口增速的区间。

图1：经济下行的背景下，全球贸易萎缩幅度往往远超 GDP 的下滑幅度



注：橙色虚线为 IMF 对于 2022 年和 2023 年增速的预测

数据来源：世界银行，IMF，东吴证券（香港）

1. 历史复盘

我们的基本思路为在中国加入世界贸易组织后、历次全球经济陷入衰退或是经济增速大幅下行（downturn）的时间段中，选出与当前宏观背景有相似之处、具有参考意义的三年，分别作为中性、乐观和悲观情景的参考。考虑到当前出口的下行压力主要来自于需求的退坡，我们选择了 2001、2012、2009 分别作为中性、乐观和悲观情景。

1.1. 中性情景：2001 年

我们将 2001 年定义为中性情景，因为在新兴市场经济体强劲增长的支撑下，该年度世界人均 GDP 并未收缩。彼时美欧经济疲软，而 2023 年美欧陷入衰退的概率较大，经济走弱的背景与 2001 年类似。我们的中性情景假设：欧洲和美国都将于 2023 年陷入温和的衰退，以 2001 年为参考，对彼时全球出口和中国出口进行复盘，以探讨其对 2023 年中国出口的启示。

1.1.1. 2001 年全球贸易：资本品贸易受到重创

从行业维度，集成电路和电子元件、办公和通讯设备以及周期品领跌。根据 WTO 数据，2001 年互联网泡沫破裂下，集成电路和电子元件是主要出口产品类别中同比跌幅最大的（-22%），排名第二的办公和通讯设备跌 13%，而该项目在过去十年年均增速高达 12%。此外，全球经济从 2000 年的强劲增长到 2001 年增速大幅下滑，这一急剧逆转也体现在了钢铁等对周期高度敏感的产品上。

1.1.2. 中国出口：机电、矿产品、贱金属增速大幅收窄

发达经济体需求疲弱严重拖累 2001 年我国出口。2001 年美国、欧盟和日本占据了我国出口的半壁江山(53%)，上述三个经济体进口需求的骤降使得我国出口增速从 2000 年的两位数大幅回落至接近 1999 年的水平。2001 年，我国对美国、欧盟和日本出口对于我国出口的拉动相对于 2000 年收窄 11pp，其中美国的收窄幅度最大(4.3pp)。

从行业维度来看，2001 年我国对美出口占比大头的机电、鞋帽和纺织增速大幅收窄，而最大拖累来自车辆等运输设备、矿产品和专业仪器。在缺失 2000 年同比增速的情况下，我们将各分项增速同 2002-2000 两年复合同比增速作对比，机电在 2001 年增速仅 1.6% (2002-2000 两年复合增速高达 18.8%)，主要受到电子、通讯等互联网泡沫破裂冲击剧烈的行业影响。此外，杂项制品、鞋帽、纺织、贱金属等我国对美出口大头项目相对于 2002-2000 两年复合同比增速的平均降幅超过 10%。

1.2. 乐观情景：2012 年

我们将 2012 年定义为乐观情景，因为在美国和主要新兴市场经济体增长的支撑下，该年度世界人均 GDP 在任何一个季度都没有收缩。彼时美国相对于欧洲经济更为强劲，这与当前欧洲深陷能源危机、美国经济的相对竞争力进一步凸显的情况有相似之处。我们的乐观情景假设：仅考虑欧洲将于 2023 年陷入衰退，以 2012 年为参考，对彼时全球出口和中国出口进行复盘，以探讨其对 2023 年中国出口的启示。

1.2.1. 2012 年全球贸易：价格逆风因素与 2023 年类似

价格因素的拖累下，2012 年世界出口价值增速不及数量增速，我们认为 2023 年将与此情况类似。根据 WTO 数据，2012 年全球商品出口贸易量同比增 2.1%，然而美元价值仅增长 0.2%，主要受到以大宗商品为代表的商品价格下跌的拖累。根据国际货币基金组织数据，咖啡(-22%)、棉花(-42%)、铁矿石(-23%)和煤炭(-21%)等商品的价格跌幅最大。聚焦我国的主要出口目的地发达经济体，2012 年其进口贸易量同比降 0.1%，其中欧盟 27 国同比降 2.0%。

欧盟 2012 年进口拖累最大的三项为机电、贱金属和纺织类产品，恰恰是我国出口的三个大头。根据世界贸易组织数据，欧盟占世界进口的比重较大(2012 年包括欧盟内部贸易占比 32%，不包括为 15%)，欧盟进口需求的下降对全球贸易产生剧烈影响。从欧盟进口行业的维度，HS 分类下的 22 类行业中，仅有 3 类在 2012 年同比正增长，拖累前五为机电、贱金属、纺织、塑料及橡胶制品、车辆等运输设备。而上述五个行业是我国出口重点行业，占比 2012 年我国出口总额超 70%。

1.2.2. 中国出口：来自欧盟的拖累主要体现在机电、纺织和贱金属出口上

欧债危机对全球需求的拖累下，2012 年我国出口从高增速区间滑落。尽管 2012 年我国占全球的出口份额较 2011 年提升 0.7% 至 11.2%，但出口同比增速下滑至 7.9% (2010 及 2011 年均超过 20%)，一方面受价格逆风因素的影响，另一方面受到欧债危机下全球

贸易增速大幅放缓的影响。2012年,我国对欧盟出口占比我国出口总额的16.3%,仅次于美国(占比17.2%),而我国对欧出口同比降6.2%,拖累我国出口1pp(2011年为拉动2pp)。

从行业维度来看,2012年我国对欧出口的最大拖累项为机电、纺织和贱金属。2012年,我国对欧盟出口的机电、纺织、贱金属占比我国出口总额共计约11%,共计拖累我国2012年出口近1pp,上述三项产品的同比增速分别为-6.8%、-14.5%、-13.9%。

1.3. 悲观情景:2009年

2008年全球金融危机爆发,2009年全球经济陷入大萧条以来第二严重的衰退(第一为新冠疫情所造成的衰退),而同年全球贸易增速跌超-10%,幅度远超GDP的下行程度,为大萧条以来最低。2009年的“贸易大崩溃”(The “great trade collapse”),全球贸易的下降是突然的、严重的、同步的。

尽管我们的基准假设是2023年美欧将陷入两个季度左右的温和衰退,但是在新冠疫情、俄乌危机等外生变量的扰动下,全球经济的下行风险较大,因此我们将悲观假设设定为:全球经济增速普遍下行,参考2009年出口下行的幅度,乘以小于1的系数,以此来分析极端情况下,我国出口的下行幅度。

2009年我国出口同比降16.0%,为1961年以来最低。从行业的维度来看,占比前三的机电、贱金属、纺织分别录得-12.1%、-46.5%、-10.2%的同比增速,共计拖累我国出口9.7pp。

表1: 2008-2010年中国对全球出口价值同比增速(按2009年贡献从低到高排列)

HS类别	中国对全球出口同比增速				
	2009	2008	2009	2009贡献	2010
机电类产品	44.7%	15.5%	-12.1%	-5.4%	30.1%
贱金属	6.4%	24.5%	-46.5%	-3.0%	43.7%
纺织类产品	13.4%	8.2%	-10.2%	-1.4%	23.7%
化工产品	4.5%	34.8%	-21.5%	-1.0%	38.7%
杂项制品	6.0%	20.3%	-13.2%	-0.8%	22.5%
车辆等运输设备	5.0%	28.6%	-13.0%	-0.7%	47.9%
矿产品	1.9%	48.8%	-37.6%	-0.7%	33.4%
塑料及橡胶制品	3.0%	12.7%	-13.2%	-0.4%	38.0%
专业仪器及其零件	3.5%	16.8%	-10.5%	-0.4%	33.0%
食品烟草等	1.3%	10.5%	-12.2%	-0.2%	21.2%
石料陶瓷玻璃等	1.7%	22.5%	-9.0%	-0.2%	32.6%
木炭及木制品	0.8%	0.6%	-19.3%	-0.1%	20.9%
鞋帽伞杖鞭等及其零件	2.9%	17.3%	-4.3%	-0.1%	27.5%
皮制品旅行用品等	1.4%	11.0%	-3.8%	-0.1%	39.5%
珠宝贵金属等	0.6%	4.4%	-11.9%	-0.1%	67.3%
木浆及纸制品	0.8%	12.7%	-8.6%	0.0%	23.8%
动植物油蜡	0.0%	81.9%	-44.5%	0.0%	12.0%
特殊交易品及未分类商品	0.1%	-21.7%	-4.5%	0.0%	-9.9%
艺术品等	0.0%	0.4%	-33.3%	0.0%	217.9%
武器弹药等	0.0%	31.7%	-17.8%	0.0%	53.5%
植物产品	1.0%	2.6%	6.7%	0.1%	28.7%
活动物及动物产品	0.8%	14.5%	13.0%	0.1%	25.5%

注: 2009贡献为各分项对中国出口的贡献测算

数据来源: Comtrade, 东吴证券(香港)

2. 测算 2023 年我国出口增速的区间

我们初步测算 2023 年我国出口增速区间为-4.9%至 3.2%，中性情景下为-1.4%。如前文所述，我们对于 2023 年我国出口增速预测的中性、乐观和悲观情景分别参考了 2001 年、2012 年和 2009 年。

表2: 2023 年中国出口预测

2023年我国出口目的地对应出口增速预测	2022年1-10月占比	中性情景	乐观情景	悲观情景
美国	16.6%	-3.8%	4.6%	-3.7%
东盟	15.8%	-6.4%	11.1%	-2.0%
欧盟	15.6%	-4.0%	-3.4%	-5.8%
日本	4.8%	0.3%	1.2%	-4.7%
韩国	4.6%	-2.1%	3.2%	-8.2%
越南	4.1%	0.6%	9.7%	2.3%
印度	3.3%	10.4%	-3.0%	-1.7%
其他	35.2%	1.5%	2.0%	-6.9%
2023年中国出口预测		-1.4%	3.2%	-4.9%

注：悲观情景使用的乘数为 0.3

数据来源：Wind，Comtrade，东吴证券（香港）测算

行业方面，历次全球经济走弱的情境下，占比我国出口最大的机电、贱金属、纺织的增速均经历大幅下滑，美欧等发达国家制造业疲弱时尤其显著。考虑 2022 年的高基数，2023 年我国对美欧出口上述三类产品的同比增速较 2022 年可能收窄 10%以上。

3. 风险提示

新冠病毒变异导致疫苗失效，各地区封锁程度大幅升级。尽管属于尾部风险，但鉴于应对新冠的特效药仍未研发成功，疫情对于全球贸易影响的不确定性尚存。

地缘冲突加剧，局部战争爆发使得全球陷入深度衰退，全球贸易萎缩。俄乌冲突可能进一步升级，影响区域可能进一步扩大，全球经济复苏的下行风险犹存。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

