

| 全球研究 | 2016年4月29日

中国 – 4月中小企业经营活动持续复苏

- 4月渣打中国中小企业信心指数（SMEI）由3月的57.8略升至58.7；实际经营活动持续复苏
- 中小企业经营现状显著改善且二季度经营前景向好
- 中小企业银行融资成本仍在攀升，但企业现金盈余增加
- 中小企业预计未来人民币兑美元汇率（USD-CNY）波动将增大；企业大宗商品需求上升

4月渣打中国中小企业信心指数（SMEI）连续第二个月上升至58.7，为自2015年4月以来的峰值。企业增长动能指标由新订单减去库存得出，4月指标由3月的7.4升至9.0（图表1）。SMEI三个分项指标全面改善。其中，经营现状指标改善幅度最大，由3月的55.9升至57.5；预期指标和信用指标较3月分别上升了0.5和0.3个百分点（图表2）。

申岚 +86 10 5918 8261
Lan.Shen@sc.com
Economist, China
Standard Chartered Bank (China) Limited

朱慧 +86 21 6168 5016
Judy-Hui.Zhu@sc.com
Metals Analyst
Standard Chartered Bank (China) Limited

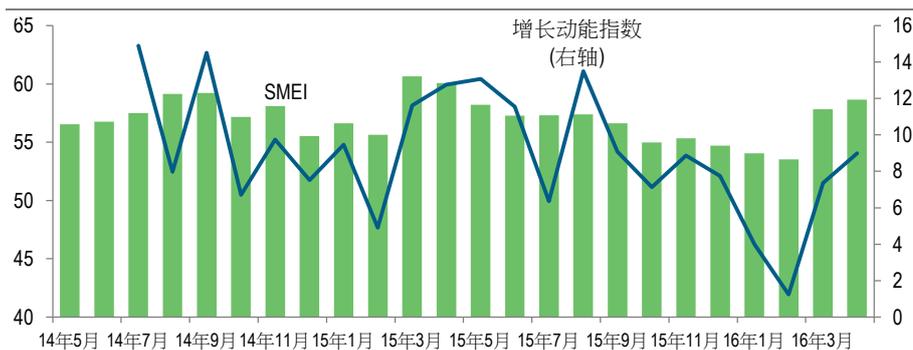
4月制造业和服务业经营现状指数分别达58.6和57.0。这一结果表明随着固定资产投资复苏，制造业增长动能更趋强劲。然而，服务业经营现状指数较3月上升2.0个百分点并超过制造业改善幅度。服务业中，IT业中小企业经营现状指数较3月大幅上升9.3个百分点（图表3）。从地区来看，重工业较为集中的北方和中西部中小企业表现领先东部和南方中小企业（图表4）。

4月SMEI指数的表现表明近期实体经济正在复苏，预期指数的增长预示二季度中小企业经营或将持续改善。2015年已出台宽松政策的积极影响正逐步传导至实体经济。一季度房地产市场和计划基建投资复苏强劲，或将拉动内需并支撑制造业。信贷增长经历一季度的大幅扩张后，我们预计政府在进一步放松信贷时或将更为谨慎；与之相反，包括降低税费在内的财政政策或将更加有力地执行。由于多数信贷仍将流向重大投资项目和家庭按揭贷款，因此这一转变对中小企业将尤为有利。

我们调查的中小企业对人民币兑美元汇率（USD-CNY）预期的统计结果显示，预计人民币将“升值”或“贬值”的企业比例均略有上升，表明受访中小企业尚未就人民币汇率走势达成共识。整体经济趋于改善的背景下，大宗商品需求由年初较低水平开始回升，预计二季度还将继续上升。

图表 1：4月渣打中国中小企业信心指数（SMEI）持续上升

中小企业整体指数（左轴），增长动能指数（右轴）



来源：渣打银行全球研究部

重要声明请参阅披露附录

版权所有，不得翻印。渣打银行 2016

<https://research.sc.com>



中小企业经营现状复苏；经营预期仍然向好

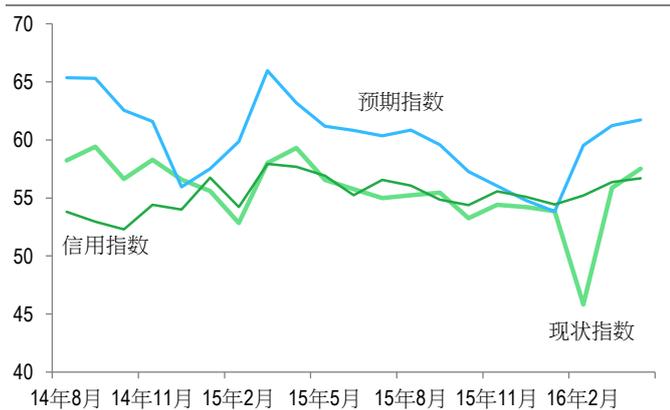
需求复苏加速中小企业生产并刺激产成品价格上涨；但企业对增加投资和贷款仍持谨慎态度

4月中小企业经营现状指数较3月上升1.7个百分点至57.5，企业销售和生产动能走强是主要推动因素。未来三个月预期指数亦上升0.5个百分点至61.7，预示企业生产和价格前景正趋改善。

- 需求复苏刺激企业生产动能增强。4月中小企业经营现状各分项指标中，销售和生指标由3月的58.9和59.4进一步升至62.0和62.3，接近2015年二季度的峰值水平（图表5）。新订单前景改善的推动下，企业生产预期指数较3月上升2.2个百分点，预示二季度中小企业生产活动有望进一步改善。
- 投资和融资活动开始放缓。4月固定资产投资指标较3月下滑1.3个百分点至54.1，衡量中小企业融资规模的指标较3月下降1.2个百分点至52.9（图表6）。这一结果或反映出企业产能扩张和债务增长受到的管控趋严。4月投资和融资预期指标亦有所下降。

图表 2：经营现状改善幅度最大

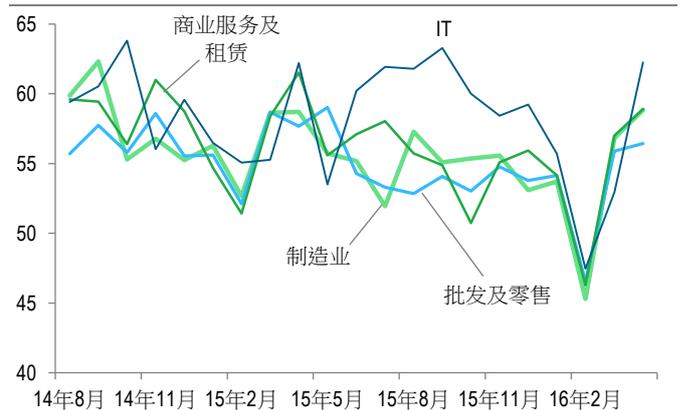
中小企业经营现状、未来三个月预期和信用状况指数



来源：渣打银行全球研究部

图表 3：制造业持续复苏，IT业表现领先其他行业

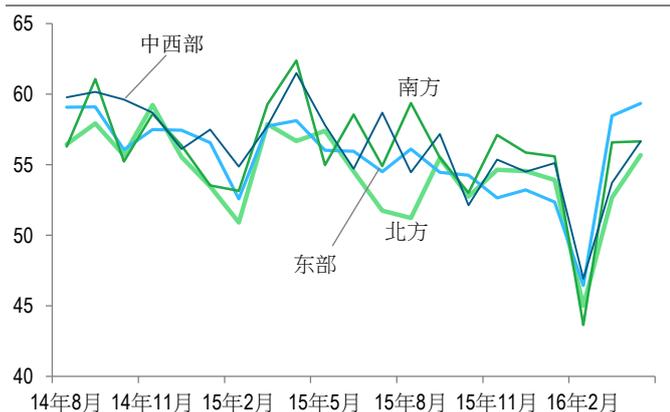
中小企业经营现状指数，按行业分



来源：渣打银行全球研究部

图表 4：北方和中西部中小企业经营业绩领先其他地区

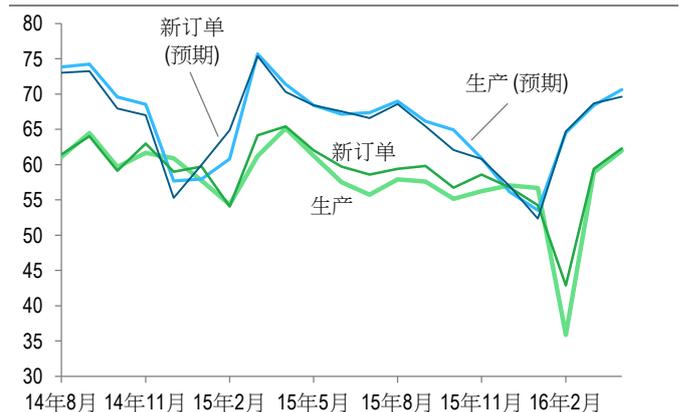
中小企业经营现状指数，按地区分



来源：渣打银行全球研究部

图表 5：新订单增长推动推动企业生产动能增强

中小企业经营现状和预期指数各分项指标

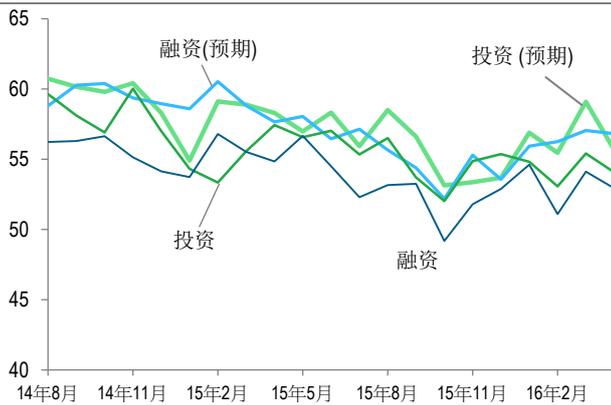


来源：渣打银行全球研究部



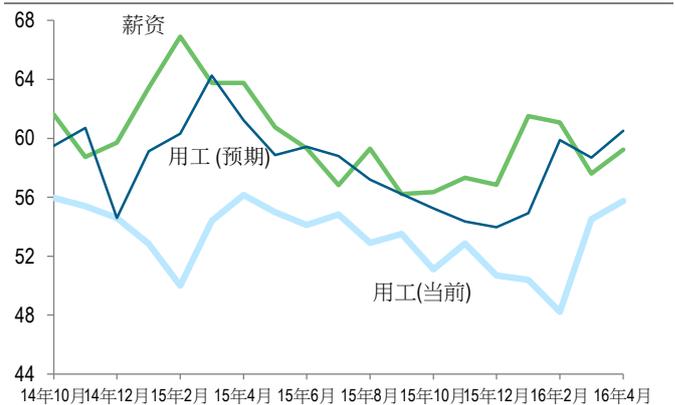
- 4月劳动力市场持续复苏。企业用工现状指标由3月的54.4升至55.8，用工前景指标由3月的58.7升至60.5，表明生产活动复苏推动劳动力需求不断增长。受此影响，劳动力市场相对趋紧促使薪资水平持续上升（图表7）。
- 4月原材料库存指标较3月上升2.8个百分点至55.2，原材料预期指标较3月上升0.5个百分点至56.7，预示中小企业生产活动有望进一步扩张。产成品库存指标已有所上升（图表8）
- 4月企业盈利指标进一步改善，由3月的58.8升至61.0（图表9）。据受访中小企业反馈，春节过后投入和产成品价格均出现上涨。但销售加速提升企业盈利并支撑产成品价格继续上涨。因此我们预计未来几个月PPI通缩有望进一步缓和。

图表 6：企业产能和信贷扩张受限导致投资和融资增长放缓
中小企业经营现状各分项指标



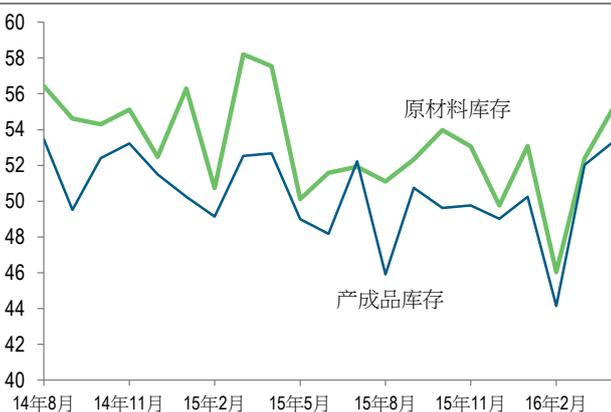
来源：渣打银行全球研究部

图表 7：劳动力需求上升推动薪资增长
中小企业经营现状各分项指标



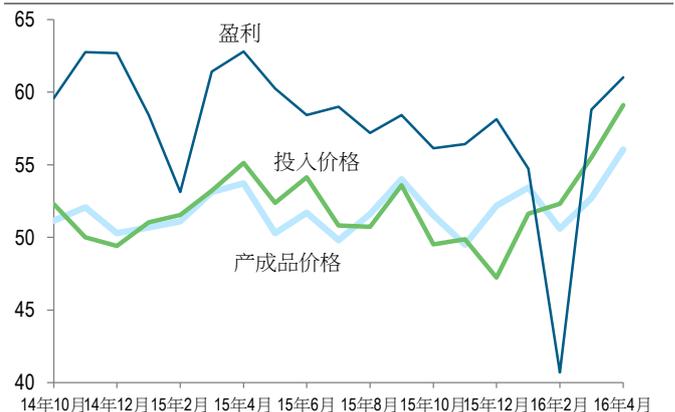
来源：渣打银行全球研究部

图表 8：原材料库存上升利于企业生产前景
中小企业经营现状各分项指标



来源：渣打银行全球研究部

图表 9：产成品价格上涨促使企业盈利状况改善
中小企业经营现状各分项指标



来源：渣打银行全球研究部

现金盈余状况改善，但融资成本上升

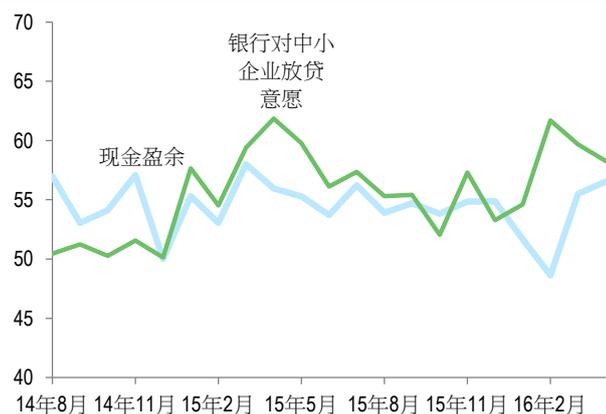
信贷环境宽松推动中小企业现金流状况改善；融资成本持续攀升

4月中小企业信用状况分项指标由3月的56.4略升至56.7，表明市场信贷环境稍显好转。但中小企业融资成本仍在攀升。

- 银行对中小企业放贷意愿指标由3月的59.7降至58.3，表明信贷环境仍显宽松，但改善幅度有所放缓。信贷经历一季度大幅增长后，人民银行或基于审慎管理体制的要求指导银行贷款审批进度放缓。随着银行体系信用资产风险上升，银行对抵押资产不足和无政府隐性担保的民营企业的放贷或保持谨慎态度。尽管如此，4月现金盈余指标由3月的55.5升至56.6（图表10），表明销售加速和融资渠道增多等利好因素推动下，中小企业现金流状况已经转好。一家浙江中小企业负责人反馈称，目前企业对银行贷款的依赖性下降，而更加注重互联网融资。
- 中小企业银行和非银行融资成本指标均位于50以下，表明企业融资环境进一步恶化（即融资成本上升）。这一结果表明中小企业融资风险持续增大，尤其是考虑到银行遭受不良贷款的压力增大（图表11）。融资成本攀升或加重中小企业偿债负担并减少企业现金流。尽管如此，4月中小企业融资成本指标仅小幅上升，表明融资恶化的步伐略有缓和。政府有必要出台更多措施降低中小企业融资成本。

图表 10：银行对中小企业放贷缓慢地扩张

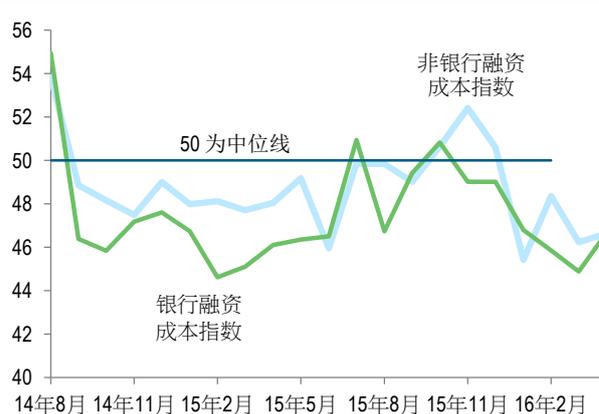
中小企业信用状况各分项指标



来源：渣打银行全球研究部

图表 11：中小企业融资成本仍在攀升

银行和非银行融资成本指标



来源：渣打银行全球研究部

出口上升；人民币走势尚无共识

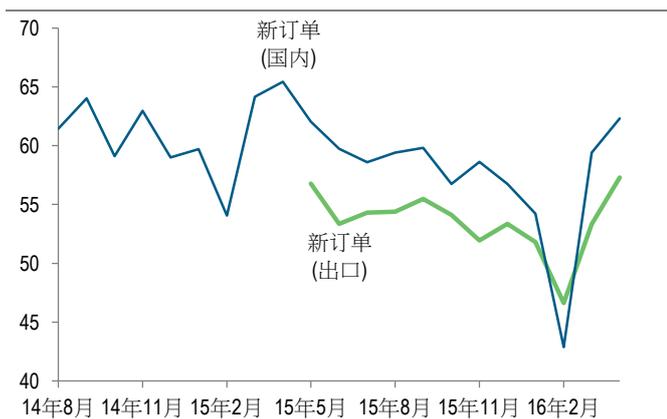
经历一段平稳期后，中小企业预计人民币
汇率波动性或将增大

4 月中小企业出口有所回升。与此同时，受访中小企业对人民币兑美元汇率（USD-CNY）的预期呈现出更高的波动性。

- 春节过后，4 月新出口订单有所复苏，由 3 月的 53.3 增加到 57.3（图表 12）。新出口订单复苏程度弱于国内订单复苏程度，表明外部需求仍受抑制。
- 人民币汇率预期方面，此次调查显示预期人民币贬值和升值的受访中小企业数量均出现小幅上升。504 家对此给出反馈的受访中小企业中，31.0% 的企业预计人民币将继续贬值，这一比例高于 3 月的 29.2% 但仍低于 2 月的 35.2% 及 1 月的 47.4%。25.2% 的企业预计人民币将升值，高于 3 月的 24.6% 但低于 2 月的 27.1%；43.8% 的企业预计未来三个月人民币汇率走势将相对平坦，比例较 3 月的 46.2% 有所下降（图表 13）。这一结果表明经历近期汇率市场相对平稳后，目前中小企业预计未来人民币汇率波动将增大，但对人民币汇率走势尚无清晰的预期。

图表 12：4 月出口上升，但弱于国内销售

中小企业经营现状各分项指标

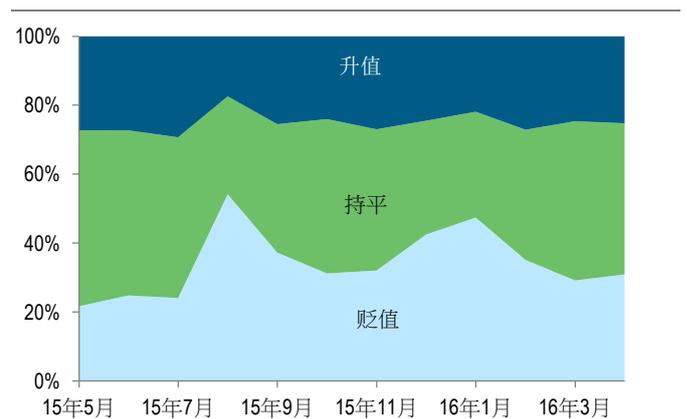


来源：渣打银行全球研究部

2016 年 4 月 29 日

图表 13：人民币兑美元汇率预期 – 预计汇率走势平坦的企业数量减少

受访中小企业中占比 %



来源：渣打银行全球研究部



大宗商品市场升温

紧随宏观经济复苏，中小企业实际经营正在回暖

4月中小企业大宗商品类活动的调查显示出积极的结果，受访者反馈显示大宗商品市场正趋升温。504家受访中小企业针对3个大宗商品方面的问题给予了反馈（图表14）。订单前景的清晰程度较3月的低水平有所改善。尽管改善幅度不大，但这一变化表明大宗商品市场基本面正趋好转。

3月规模以上工业增加值和房地产投资等大宗商品相关类指标均显著反弹。经历自2015年10月以来的连续下滑后，3月新开工住宅建设项目同比大幅增长26.9%，增幅创下近17个月以来的峰值，且紧随年初住宅销售大幅增长之后。大宗商品消费领域的改善趋于支撑中小企业经营，4月中小企业调查结果亦体现出这一点。

订单前景清晰程度温和改善，预示二季度中小企业经营向好

问题 1：你所在企业未来生产产品是否已预售？

4月中小企业订单状况较3月明显改善，企业对产品能否迅速售出的更有信心。15.5%的企业表示未来三个月生产的产品已被预售，高于3月的13.4%（图表15）。13.1%的企业表示未来一个月生产的产品已被预售，亦高于3月的11.0%。余下71.4%的企业预期销售业绩将取决于市场表现且尚未受到任何未来三个月的订单，这一比例低于3月的75.6%。

订单前景改善幅度虽十分温和，但我们认为其具备重要的含义，且与我们在大宗商品行业的发现相一致。订单前景改善提升中小企业对未来经营的信心，增强企业对大宗商品类原材料的消费意愿。例如，近期建筑项目施工加速的推动下，3月中国钢消费当量月环比上升4%。自3月中旬以来钢材价格出现大幅且几乎持续性的上涨，同时钢厂库存不断回落。尽管尚不确定中小企业订单前景的这一改善趋势是否能持续到今年年底，但二季度余下时间企业订单状况明显更趋积极。

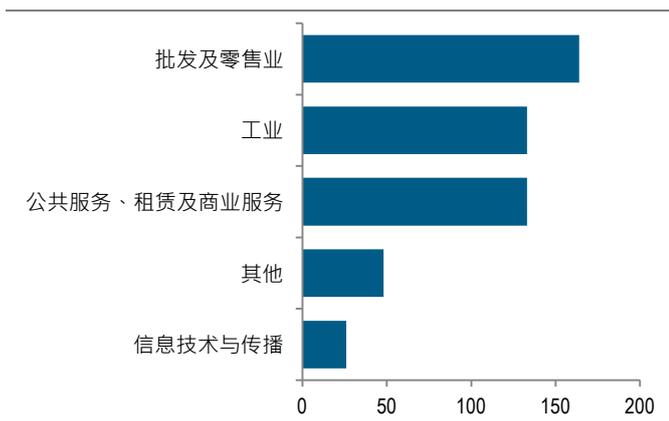
原材料进口意愿下降

问题 2：你预计企业的原材料进口将如何变化？

4月调查显示504家受访中小企业中，259家企业（51.4%）计划维持企业原材料进口在当前水平，显著高于3月的220；16.7%的企业表示未来三个月原材料进口将增加，较3月22.2%有所下降；8.5%的企业表示将减少原材料进口，比例较3月的10.2%略有下降；余下23.4%的企业表示近期暂无原材料进口计划。

图表 14：大宗商品相关中小企业构成分布

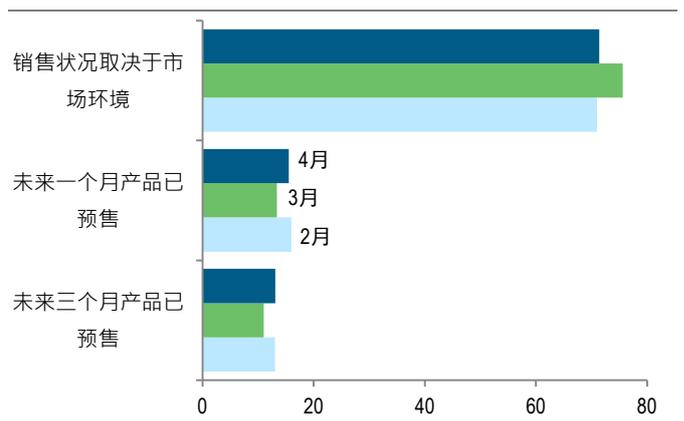
受访中小企业数量



来源：渣打银行全球研究部

图表 15：订单前景正由3月较低的水平复苏

针对“产品的未来销售”这一问题给出反馈的中小企业数量占比 %



来源：渣打银行全球研究部



中小企业对未来原材料进口的态度转向谨慎。尽管投资项目和住宅按揭贷款的信贷环境全面放松，但中小企业融资仍面临困难。尽管我们预计税费减免等积极的财政政策将有利于中小企业未来的经营，但我们并不认为此类措施能显著影响企业的经营计划。鉴于融资难问题依然存在，预计企业原材料进口意愿或仍受抑制。

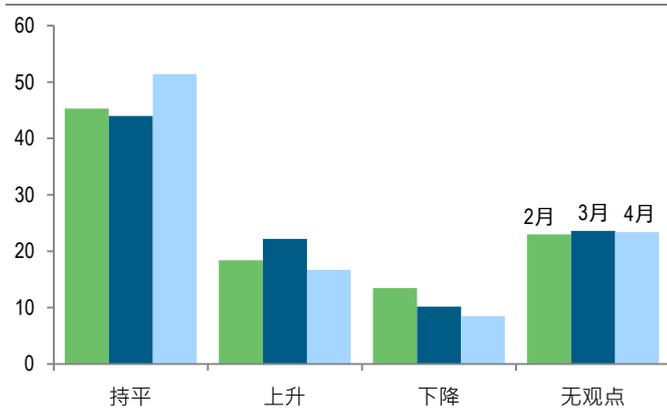
问题 3：你预计企业的能源成本将有何变化？

预计能源成本将会上升的中小企业数量增多

中小企业仍然预计能源成本将会上升。29.0%的企业预计未来三个月企业能源成本将会上升，较 3 月的 28.2%、2 月的 21.0%均有所增加（图表 17）。55.8%的企业预计能源成本将基本持平，略高于 3 月的 54.2%。9.9%的企业预计企业能源成本将会下降，较 3 月 10.0%略有下降。预计能源成本将上升或持平的企业比例上升这一事实表明，多数中小企业认为能源价格已经触底且未来几个月将会反弹。我们预计二季度布伦特原油价格将达到每桶 43 美元，三季度将达到每桶 55 美元。

图表 16：原材料进口趋于基本持平

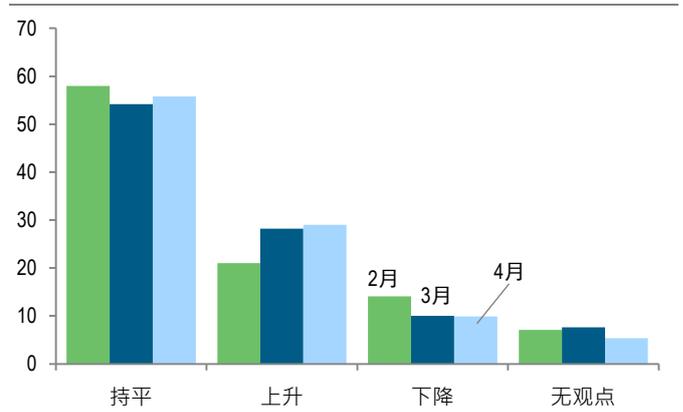
未来 3 个月进口预期，占受访企业总数的比例 %



来源：渣打银行全球研究部

图表 17：预期能源价格上升的企业数量增多

能源成本状况，占受访企业总数的比例 %



来源：渣打银行全球研究部

图表 18：渣打中国中小企业信心指数（SMEI）主要构成

	15年 4月	15年 5月	15年 6月	15年 7月	15年 8月	15年 9月	15年 10月	15年 11月	15年 12月	16年 1月	16年 2月	16年 3月	16年 4月
整体指数	60.1	58.2	57.3	57.3	57.4	56.6	55.0	55.3	54.7	54.0	53.5	57.8	58.7
现状指数	59.3	56.5	55.8	55.0	55.2	55.5	53.3	54.4	54.2	53.9	45.8	55.9	57.5
预期指数	63.2	61.2	60.8	60.4	60.9	59.6	57.3	56.0	54.8	53.8	59.5	61.2	61.7
信用指数	57.7	56.9	55.2	56.6	56.1	54.9	54.4	55.6	55.1	54.4	55.2	56.4	56.7

来源：渣打银行全球研究部



揭露附录

研究分析师以及此研究报告内容之负责研究分析师特此证明：(1) 研究分析师或此研究报告之负责研究分析师表达的看法，已准确反映个人对标的证券、标的发行者及/或其他标的的意见，(2) 该研究分析师之薪酬中，无论在过去、现在或未来，皆无任何部分与此研究报告刊载的某些建议或观点，存有直接或间接的关联性。大致上而言，文中所述建议之价值，是评价分析师绩效的审酌点之一。

全球免责声明：

渣打银行及/或附属公司（「SCB」）对此文件及文件内刊载及引用的任何信息（包括市场数据和统计资料），一概未做任何种类的明示、隐含及法律性声明及保证。

此文件提供截至打印日期的信息仅供参考及讨论使用。无论对任何人，此等信息皆不构成进入某些交易或采用某些避险、买卖或投资策略的要约及建议，亦不构成对某些利率或价位未来可能变动的预测，亦不代表未来任何此类变动不会超出报告中表述之程度。报告中（如果有）提及任何证券之价格仅代表报告日所指之价格，并不表示任何交易可以于该价格执行。SCB 一概不代表或保证此类信息的准确性及完整性。此档经过合理审慎的准备且文中数据据信为可靠之来源，我们不承担任何由于对事实表述错误而带来的责任以及由于所阐述观点而引起的义务。由于此文件并非基于特定投资目标或针对特定投资者之资金状况而写，因此未旨在包含投资者所需的全部信息，此档内容并不适用于所有投资者。任何人使用此档时，仍应自行寻求专业咨询，以求了解本身是否适合投资或采用此档所列证券或金融工具或所述投资策略，并应理解，任何与未来展望有关之说明，皆未必能实现。此档中（如果有）各项意见、预测、假设、估计、衍生估值、目标价格预测仅代表报告日所指之情形，并可能会随时修正，恕不另行通知。我们所有的预测均会进行定期调整。此文件所列证券或金融工具之价值或收益，可能会上涨或下跌，投资者所得可能会少于本金。未来收益并不能保证，同时本金也有可能遭受损失。以外币计价的证券及金融工具极易受汇率波动影响，对其价值、价格及收益造成有利或不利影响。以往之表现无法做为未来投资成果之指标，亦无法对未来表现提供任何声明或保证。尽管我们努力在合理的基础上更新此文件所述信息及观点，但我们无此类义务且不排除由于监管、合规以及其他因素而停止此类做法的可能性。相应的，我们所掌握的信息并非完全反映在此档中，同时我们有可能在此档发表之前或之后利用该种信息采取某些行动。SCB 从事直接交易，并不充当任何一方之顾问、代理人或其他信任人。SCB 并非法律、监管、商业、投资、金融、会计及/或税务顾问，亦无意提供任何此类服务。投资者若需咨询某笔投资牵涉之法律、监管、商业、投资、金融、会计及/或税务问题，请自行寻求相关独立领域之意见。

SCB 及/或附属公司可能持有本档所列货币或证券等金融工具。SCB 及/或附属公司或代表人员、董事、员工福利计划或员工，以及参与本档出版或准备工作的个人均可以在任何时间，在相关法律规章允许的范围内，做多或做空此档或渣打全球研究部网站上列载之证券或金融工具。上述个人或团体亦有可能在此等证券或相关投资中获得重大利益或者是唯一的造市商。他们亦有可能为该投资标的之发行者提供或曾经提供建议、投资银行服务或其他服务并可能因此获得相应报酬。

SCB 渣打全球研究部及其他各个公众或私人业务职能之间，皆设有物理信息防火墙，亦订有一定的政策及程序，以确保机密信息（含内部信息）不会对外披露，除非该披露符合政策及程序规定并经监管机关同意。本报告所包含之数据、观点及其他信息亦有可能通过其他公开管道获得。SCB 在此明确声明并不对上述公开信息的准确性或完整性提供任何声明及保证，以及承担任何责任。SCB 亦不为任何第三方网站信息和数据的准确性或可信性提供任何声明及保证，以及承担任何责任。

谨此告知，您本身应（如果有必要，在寻求专业建议的基础上）独立判断本文件刊载之任何信息，同时亦不可将本文件作为任何交易、避险以及投资决策的依据。SCB 无义务亦不承担任何由于直接或间接使用本档所带来的损失（包括个案性、附带性、衍生性、惩罚性或惩戒性的损害赔偿），无论这种损失因何缘故发生，包括但不限于此档、其内容或相关服务瑕疵、错误、不够完整、过失、谬误或不准确，抑或由于无法取得此档或其中某些部分或其中的内容或相关服务而导致的损失。

本数据仅供预期的收件人使用，在某些司法管辖区，对私人或零售客户分发本数据时若发行人需要进行注册或持牌而未就绪的，本数据在该等司法管辖区仅限于在专业和机构投资者内进行发行。本通讯受制于 SCB 渣打全球研究部披露网站（https://research.sc.com/Portal/Public/TermsConditions）所载内容。该网址刊载的声明适用于本文件，建议您先浏览其中的条款和条款条件和声明。分析师资质和 SCB 渣打全球研究部信息披露完整版以及本文件中涉及的任何证券等其他信息，可通过向 scgr@sc.com 发送邮件或点击 SCB 渣打全球研究部报告中链接的方式获取。

国家披露事项 - 本文件不得用于在任何被禁止发行的地区内向任何个人或管辖区域发行。您若是在下列国家收到此文件，请注意以下说明：

英国及欧洲经济区域： SCB 在英国的授权机关为审慎监管局（Prudential Regulation Authority）、监管机关为金融行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局，但此等项通告非以 2004/39/EC 指令定义的欧洲经济区域零售客户为对象，且此文件的所有内容皆不构成 2004/39/EC 指令定义之个人建议或投资建议。**澳大利亚：** SCB 的澳大利亚金融服务执照号码：246833，澳大利亚注册企业编号（ARBN）：097571778，澳大利亚投资人应注意，本档仅以「澳大利亚公司法」2001（Cth）中 761G 和 761GA 条定义之「企业客户」为对象，并非针对定义之「零售客户」。**孟加拉国：** 本档并非在孟加拉国所做。本档（包括与 SCB 有关之内容）由研究分析师独立完成。本报告中提及的证券不曾亦不会在孟加拉国登记，同时若没有孟加拉国监管当局事先审批可能不得在孟加拉国发售或买卖。收件方对此文件的任何后续操作都应遵循孟加拉国相关的法律法规；尤其应遵循孟加拉国现行外汇管理条例。**博茨瓦纳：** 此档于博茨瓦纳系以 Standard Chartered Bank Botswana Limited 为发行及负责机构，本机构为依据「博茨瓦纳银行法」第 46.04 章第 6 条合法注册的金融机构，并于博茨瓦纳证券交易所上市。**巴西：** SCB 负责声明依据巴西证券交易委员会（CVM）指引 483/10 所定：本研究并非在巴西所做。本档（包括与 SCB 有关之内容）由研究分析师独立完成。本报告中提及的证券不曾亦不会根据巴西证券和交易委员会的要求进行注册，同时可能不得在巴西发售或买卖。任何例外均需获得合法的豁免批准并符合巴西证券法的规定。**中国：** 此档于中国系以渣打银行（中国）有限公司为发行及负责机构，该机构为发行及负责机构，该机构之监管机关为德国联邦金融管理局（BaFin）。**香港：** 此文件，除对期货合约交易提供意见或者为便于期货合约交易的决定的任何部分之外，于香港系以渣打银行（香港）有限公司为发行及负责机构，该机构之监管机关为香港金融管理局。此档对期货合约交易提供意见或者为便于期货合约交易的决定，系以渣打證券市場（香港）有限公司为发行及负责机构，该机构之监管机关为香港证监会。**印度：** 此档于印度系以 Standard Chartered Bank, India Branch（“SCB India”）为发行及负责机构，该机构属于 SCB 印度分行，经印度储备银行（RBI）批准在印度开展银行业务。该机构亦经印度证券交易委员会（SEBI）注册，担任商人银行、投资顾问、为公开发行提供服务的银行、托管人等等角色。在印度经营的集团公司详情请参见 https://www.sc.com/in/india_result.html。本文件包含特定内容信息旨在提供信息。本档不构成针对任何个人与 SCB India 间进行任何交易的要约及建议。本文件中特定内容或交易建议或未经印度相关监管机构特别许可；因此，本文件用户使用文中信息进行交易前请务必寻求专业的法律咨询。**印度尼西亚：** 此等信息皆不构成进入某些交易或采用某些避险、买卖或投资策略的要约及建议，亦不构成对某些利率或价位未来可能变动的预测，亦不代表未来任何此类变动不会超出报告中表述之程度。**日本：** 此档仅可供「日本金融工具及外汇法」（FIEL）定义之「特定投资人」做为参考，不可作为要约进行 FIEL 定义之「金融工具交易」或日本银行法定义之「特定存款」等目的使用。**肯尼亚：** Standard Chartered Bank Kenya Limited 受肯尼亚中央银行监管。此档仅供专业客户使用，不适用于且不得向零售客户发行。**韩国：** 本文件于韩国系由 Standard Chartered Bank Korea Limited 为发行及负责机构，该机构之主要监管机关为韩国金融监督院及金融服务委员会。**澳门：** 此文件由 Standard Chartered Bank (Macau Branch) 在中华人民共和国澳门特别行政区区内发布，其监管机关为澳门金融管理局。**马来西亚：** 本档由 Standard Chartered Bank Malaysia Berhad 在马来西亚境内仅面向机构投资者或企业客户发布。马来西亚境内的邮件接收者由本文件产生、或与之有关的任何问题，应接洽 Standard Chartered Bank Malaysia Berhad。**毛里求斯：** Standard Chartered Bank (Mauritius) 受毛里求斯中央银行和金融服务委员会监管。本文件所有内容皆不构成 2005「毛里求斯证券法」定义之投资建议或鼓励从事证券交易的任何建议。**新西兰：** 新西兰投资者应注意，本档仅以 2008「新西兰金融顾问法」第 5C 条定义之「企业客户」为对象，并非针对该法定义之「零售客户」。本文件不构成任何对新西兰公众的任何要约的组成部分。SCB 不属于「1989 年新西兰储备银行法案」框架下定义之新西兰「注册银行」。**巴基斯坦：** 本文件所提及的证券不曾亦不会在巴基斯坦登记，同时若巴基斯坦监管当局事前审批，可能不得于巴基斯坦发售或买卖。**菲律宾：** 本文件于菲律宾可能系以 Standard Chartered Bank (Philippines) 为发行机构，该机构之监管机关为菲律宾中央银行 (Telephone No. (+63) 708-7701, Website: www.bsp.gov.ph)。本文件仅提供信息之用，不曾亦不应构成未在菲律宾证券交易委员会登记的证券的发售、买卖、承诺买卖或发行的建议，除非该证券符合「菲律宾证券法」第 9 条规定的豁免证券，或证券发行或出售符合「菲律宾证券法」第 10 条规定的豁免交易。**新加坡：** 本文件于新加坡系由 SCB 新加坡分行及/或 Standard Chartered Bank (Singapore) Limited 发行，本文件涉及的有关产品或仅向符合「新加坡证券及期货法」第 289 章定义之认证投资者、专业投资者及机构投资者而发行，新加坡收件人若有任何与此文件产生、或与之有关的任何问题，应接洽 SCB 新加坡分行或 Standard Chartered Bank (Singapore) Limited（视情形而定）。**南非：** SCB 依 2002 年金融顾问及中介服务法 37 第 8 条之规定，持有金融服务提供商执照，SCB 亦按照 2005 年国民授信法成为注册信贷提供者，登记号码为 NCRCP4。**泰国：** 此文件旨在传播一般信息且专门为泰国证券交易委员会办公室发布的有关豁免投资咨询服务的通告所定义的机构投资者准备，不定期进行修改和补充。本文件不对泰国公众发行。**阿联酋：** Standard Chartered Bank UAE 在阿联酋国家对阿联酋居民不提供任何财务分析或咨询服务，本文件所有内容亦不构成 2008 阿联酋证券及商品管理局第 48/r 号决议所定义之金融咨询和财务分析。**阿拉伯（DIFC）：** SCB 于迪拜的国际金融中心系以迪拜金融服务局为监管机关，此档仅供专业客户及市场交易对手使用，不适用于且不得向零售客户发行。**美国：** 除有关外汇（FX）、全球外汇（Global FX）、利率及商品之档外，此档若需于美国发行，或发行于美国人时，均仅限于美国 1934 年证券法第 15a-6(a)(2) 号规则定义之大型机构投资者为对象。任何收到此档之美国人在接受此档后，即表示已声明及同意本身确系属大型机构投资者，并了解从事证券交易涉及之风险。此档之任何美国收件人，若需要额外的信息或欲执行此文件所列证券或金融工具交易，皆应联系 Standard Chartered Securities (North America) Inc. 注册代表，地址：1095 Avenue of the Americas, New York, N.Y. 10036, U.S. 电话：+1 212 667 0700。我们不以美国人为对象，从事证券募集或销售活动，除非：(A) 该证券已向美国证券及外汇交易委员会及美国各相关州之监管当局完成销售登记，或 (B) 该证券或该特定交易获得美国联邦及州证券法律之豁免。我们不以美国人为对象，从事证券募集或销售活动，除非：(i) 我方或我方附属公司及相关人员均已依法完成登记或取得执照，从事相关业务，以及 (ii) 我方或我方附属公司及相关人员符合美国联邦及州相关法律之豁免资格。本文件涉及任何有关美国人、授权公司或管道分支（参见美国商品期货交易委员会规定、阐释、指导或其他此类条例之定义）的外汇、全球外汇、利率及商品的内容，仅旨在向符合「美国商品交易法」第 1a(18) 章节中定义的合格的契约内各参与方。**赞比亚：** Standard Chartered Bank Zambia Plc 在赞比亚登记注册并符合「赞比亚银行和金融法」第 387 条中商业银行之定义，其主要监管机关包括赞比亚中央银行，卢萨卡证券交易所及赞比亚证券交易委员会。

著作权 2016 Standard Chartered Bank 及附属公司。版权所有。此外刊载之各项材料、文本、文章及信息之著作权，皆属 Standard Chartered Bank 及/或附属公司之财产，未经授权签字人同意，任何人皆不得擅自复制，再转发，修改，变更，改写，以及以各种形式传播或以各种方式翻译。

本文件乃以英文编制。本中文翻译版仅供参考，以英文版为准。

编辑、签发： 本中文资料除指明外截至： 本中文报告发布于：
丁爽 2016 年 4 月 25 日 2016 年 4 月 29 日 格林威治标准时间 03:45
中国首席经济学家 (英文报告「On the Ground - China - SME activity continues to recover」发布日期)