

美朝峰会将重塑地缘风险的市场影响

短期

- ❖ “特金会”仅为首脑对话的开始，市场观望为主因而影响有限。6月12日举行的新加坡峰会是历史上美朝两国在任领导人的首次会晤，政治意义重大。虽然会谈前的一波三折已经多次扰动市场情绪，市场反而对当天的会谈反应平淡，主要因为首次“特金会”仅代表两国高层对话通道的开启，会谈意义大于实质内容，且需要解决的重大问题很多，包括无核化、制裁和人权问题等，一次会见难以迅速转化为明确的市场催化剂。何况过去数十年朝鲜曾多次承诺无核化，结果多次违背，市场将对其如何落实去核抱怀疑态度，建立信任尚需时日。
- ❖ 地区政治风险舒缓，投资者信心提升。尽管目前来看“特金会”的政治意义大于其经济意义，但朝鲜半岛局势的积极变化无疑是为宏观经济和金融市场带来了更多乐观情绪。与前段时间美朝对峙的紧张局势相比，刚刚开启的接触和谈判在很大程度上缓解了地缘政治风险对主要资本市场以及全球经济的威胁。虽然美朝关系依然可能出现倒退反复，但至少在短期内普遍的市场情绪是风险胃纳上升（risk on）。边际趋势上，韩国股市、特别是基建类有局部提振；会谈顺利有助延续韩元近期涨势；乐观情绪同样有助支撑美元；市场避险情绪减弱使得黄金和日元承压。

中期

- ❖ 弃核路径短期难达共识，谈判进程难免波折反复。首次会谈形成部分共识需要的只是诚意，但之后的谈判越靠近核心安全利益就难推进。以关键的无核化为例，美国要求完全、可核查、不可逆的无核化（complete, verifiable, irreversible denuclearization），否则会一直保持对朝鲜的高强度制裁；而朝鲜更愿意接受分阶段的去核（phase approach），其中诸多博弈细节异常复杂，非常容易出现波折反复。本次新加坡会谈成事是几项条件综合作用的结果：金正恩寻求以国际通用的外交方式协商对话；特朗普喜欢通过直接双边对话、而非各国聚集的多边场合来挑战历任总统难以解决的朝鲜核问题；再加上眼光较为长远的韩国领导人努力沟通。这几项条件实际上都十分脆弱，在信任尚未牢固建立的情况下很容易改变。
- ❖ 市场对积极进展反应平静，但对负面消息将更加敏感。投资者较难在具体政策落实之前预判积极成果，却很清楚会谈一旦出现分歧和波折将产生的负面影响。随着美朝、朝韩关系逐步修复，市场的正面预期也逐渐提升，对于负面消息的敏感程度也随之增加。因此，虽说本次会谈后市场反应有限，但不可因此忽视了朝核问题的市场影响。
- ❖ “新历史”需要新的地缘政治风险分析框架。朝鲜半岛局势一直以来都是市场需要面对的重大风险之一。该地区风险很难分析和预测主要因为朝鲜一直游走在国际机制和主流外交渠道之外。近期该地区战略僵局被打破，朝鲜开始开展国际交往，为预判政治风险提供更多理据。随着“新历史”的开启，各方战略地位发生根本变化，以往的风险分析将有很大的提升空间。当然，现在判断朝鲜半岛地缘政治风险已系统性降低还为时过早。

长期

- ❖ 解除制裁才将带来实质改变。若进展顺利，将有大量投资进入朝鲜。长期来看当美国决定撤除对朝鲜制裁时，市场才能明确具体投资方向。朝鲜多次表达了想要摆脱制裁、发展经济的愿望，特朗普也希望尽可能在其任期内取得更大的实质突破。朝鲜如果真心要走经济建设和对外开放之路，那来自于韩国、中国等国的大量投资将进入朝鲜。中国的基建、资源公司及银行未来可能参与朝鲜的经济发展及提供资源与贷款，但相信政治战略意义较大，市场亦会担心朝鲜的财政能力，估计对各相关上市公司之盈利贡献有限，难以成为股价催化剂。

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

苏沛丰, CFA

电话: (852) 3900 0857

邮件: danielso@cmbi.com.hk

附件：美朝联合声明（英文原文）

Joint Statement of President Donald J. Trump of the United States of America and Chairman Kim Jong Un of the Democratic People's Republic of Korea at the Singapore Summit.

President Donald J. Trump of the United States of America and Chairman Kim Jong Un of the State Affairs Commission of the Democratic People's Republic of Korea (DPRK) held a first, historic summit in Singapore on June 12, 2018.

President Trump and Chairman Kim Jong Un conducted a comprehensive, in-depth, and sincere exchange of opinions on the issues related to the establishment of new U.S.-DPRK relations and the building of a lasting and robust peace regime on the Korean Peninsula. President Trump committed to provide security guarantees to the DPRK, and Chairman Kim Jong Un reaffirmed his firm and unwavering commitment to complete denuclearization of the Korean Peninsula.

Convinced that the establishment of new U.S.-DPRK relations will contribute to the peace and prosperity of the Korean Peninsula and of the world, and recognizing that mutual confidence building can promote the denuclearization of the Korean Peninsula, President Trump and Chairman Kim Jong Un state the following:

1. The United States and the DPRK commit to establish new U.S.-DPRK relations in accordance with the desire of the peoples of the two countries for peace and prosperity.
2. The United States and the DPRK will join their efforts to build a lasting and stable peace regime on the Korean Peninsula.
3. Reaffirming the April 27, 2018 Panmunjom Declaration, the DPRK commits to work towards complete denuclearization of the Korean Peninsula.
4. The United States and the DPRK commit to recovering POW/MIA remains, including the immediate repatriation of those already identified.

Having acknowledged that the U.S.-DPRK summit -- the first in history -- was an epochal event of great significance and overcoming decades of tensions and hostilities between the two countries and for the opening of a new future, President Trump and Chairman Kim Jong Un commit to implement the stipulations in this joint statement fully and expeditiously. The United States and the DPRK commit to hold follow-on negotiations led by the U.S. Secretary of State, Mike Pompeo, and a relevant high-level DPRK official, at the earliest possible date, to implement the outcomes of the U.S.-DPRK summit.

President Donald J. Trump of the United States of America and Chairman Kim Jong Un of the State Affairs Commission of the Democratic People's Republic of Korea have committed to cooperate for the development of new U.S.-DPRK relations and for the promotion of peace, prosperity, and security of the Korean Peninsula and of the world.

June 12, 2018

Sentosa Island

Singapore

（以下为中文译文）

《朝鲜民主主义人民共和国国务委员会委员长金正恩和美利坚合众国总统唐纳德·特朗普的新加坡会谈联合声明》

金正恩委员长和特朗普总统就关于建立新的朝美关系、建立韩半岛持久巩固的和平机制的事务全面、深入、真诚地交换了意见。特朗普总统承诺保障朝鲜民主主义人民共和国的安全，金正恩委员长重申坚定不移的完全无核化承诺。

金正恩委员长和特朗普总统一致认为，建立新的朝美关系必将有益于韩半岛及世界的和平繁荣，建立互信能够促进韩半岛无核化，并作出声明如下。

- 一、朝鲜和美国约定建立新的关系回应两国人民对和平繁荣的期盼。
- 二、双方将为建立韩半岛持久稳定的和平而共同努力。

三、重新确认 2018 年 4 月 27 日的《板门店宣言》，朝鲜承诺朝着韩半岛完全无核化而努力。

四、朝鲜和美国约定安置战俘和战争失踪人员的遗骸，立即移交其中判明身份的战俘和战争失踪人员的遗骸。

金正恩委员长和特朗普总统同意，史上首次朝美首脑会谈是极其重要的划时代事件，朝美将克服几十年来的紧张局势和敌对行为，并约定为开创新的未来而完全、迅速地履行联合声明所列事项。朝鲜和美国约定尽早举行朝鲜有关高官和美国国务卿迈克·蓬佩奥主导的后续谈判，落实朝美首脑会谈的成果。

美利坚合众国总统唐纳德·特朗普和朝鲜民主主义人民共和国国务委员会委员长金正恩约定为发展朝美关系、促进和平繁荣、维护韩半岛及世界的稳定而合作。

二零一八年六月十二日于新加坡圣淘沙岛

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。