

全球市场观察

美国政策急收，中国政策慢放

美联储面对控通胀的政治压力，加速收紧政策，冲击全球市场，过去两年美元大放水期间涨幅较大资产面临更大回调压力。中国因率先收紧政策和疫情反复而承受房地产压力和消费疲弱，经济二次下行，政策再度转向宽松，但政策宽松仍显迟缓，短期内不足以快速稳定经济，难以对冲美国政策紧缩对全球市场的溢出效应。全球市场面对美国政策急收和中国政策慢放的局面，等待美国政策紧缩步伐、通胀下行时点和中国经济宽松演进、经济企稳时点。

国际市场

- **货币市场**：疫情降低劳动力流动性，部分大龄劳工、家庭主妇和外来移民退出市场，劳工短缺持续推升通胀，主要央行和政府面临控通胀政治压力。美联储加速收紧政策，更多央行料将追随，国际流动性迎来拐点，长端利率已先上升。
- **债券市场**：美国国债利率仍有上升空间，收益率曲线或先陡后平，加息前中长期利率上升最快，加息后短期利率加速抬升。美国实体和国际市场融资成本逐步上升，部分新兴市场或出现新一轮动荡。
- **外汇市场**：中美率先修复经济和收紧政策推动 G2 货币先后走强。短期内美联储加速紧缩支撑美元偏强，部分新兴市场货币仍有动荡，但 G2 之外地区经济有更大修复空间、开启紧缩后汇率或有反复，不同货币仍将分化。
- **股票市场**：美股对政策紧缩因素反应后，因盈利强劲料将迎来反弹，但通胀居高和紧缩加码的可能性隐藏经济衰退和股市更大幅度调整的风险。回避过去两年美元大放水期间涨幅巨大板块，选择盈利增长和估值优势作为安全垫。
- **大宗商品**：由于美国政策紧缩、中国投资疲弱和供应链修复，商品通胀将逐步下行，但不同商品表现将有分化。

中国市场

- **货币市场**：短期拆借利率基本平稳，未有趋势性下降。在信用扩张受阻和经济尚未企稳情况下，流动性宽松仍需加码。市场对降息有预期，但降准和定向信贷宽松的可能性更大。
- **债券市场**：国债收益率下降反映经济下行预期，短端利率降幅较大因市场预期降息但宽松持续时间仍不确定。信用风险趋于下降，但企业债融资受资本支出需求疲弱制约，政府加快债券发行引领信用恢复与社融反弹。
- **外汇市场**：人民币汇率强于经济基本面和利差变化，或因巨额贸易顺差和债市开放吸引大量外汇流入。但随着中美利差加速下降，未来人民币或由强转弱。
- **股票市场**：A 股对央行降息和喊话反应平淡，投资者信心依然较弱，担心宽信用受阻、经济重启不定、政策转向不彻底和美元流动性紧缩，市场静待政策氛围进一步向好和宽信用的实际效果。

香港市场

- **货币市场**：在联系汇率机制下，港币利率将随美元升息而上升，本地因素和内地货币政策宽松或暂时延缓港币利率随美元利率上升过程。
- **股票市场**：港股市场短期内仍受到美联储政策紧缩和内地经济疲弱的压制，但随着内地政策向好、经济见底和低估优势显现，港股具备明显修复空间，全年相对表现料超越全球同业。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

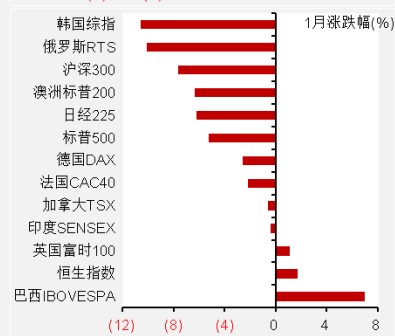
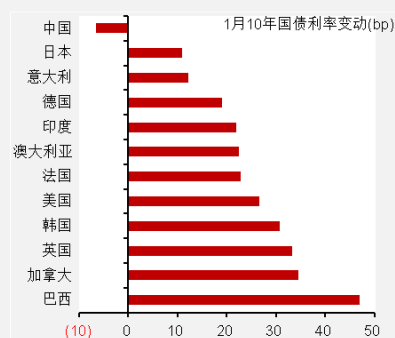


图 1: 全球市场年度表现

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022YTD	
货币市场 (隔夜/7天利率)	美元	0.15	0.17	0.08	0.09	0.27	0.69	1.43	2.38	1.54	0.08	0.06	0.08
	欧元	0.63	0.13	0.45	0.14	-0.13	-0.33	-0.35	-0.36	-0.45	-0.50	-0.51	0.00
	日元	0.13	0.13	0.11	0.11	0.11	0.01	0.00	-0.00	0.01	0.01	0.01	-0.00
	英镑	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25	0.50	0.75	0.75	0.10	0.25	0.25
	加元	0.99	0.99	0.97	0.99	0.55	0.49	1.00	1.82	1.78	0.20	0.10	0.18
	澳元	4.25	3.00	2.50	2.50	2.00	1.50	1.50	1.50	0.75	0.04	0.04	0.05
	人民币				0.00	2.32	2.59	3.09	3.04	2.65	2.46	2.29	2.21
	印度	8.56	8.29	8.97	8.70	6.82	6.26	5.85	6.56	4.75	2.93	3.45	3.30
债券市场 (10年国债利率)	美国	1.9	1.8	3.0	2.2	2.3	2.5	2.4	2.7	1.9	0.9	1.5	1.8
	欧元区	2.6	1.7	2.2	0.6	0.8	0.3	0.5	0.3	-0.1	-0.6	-0.2	-0.1
	日本	1.0	0.8	0.7	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.1	0.1
	英国	2.1	1.8	3.0	1.8	2.0	1.3	1.3	1.3	0.9	0.3	1.0	1.2
	加拿大	1.9	1.8	2.8	1.8	1.4	1.7	2.0	2.0	1.7	0.7	1.4	1.7
	澳大利亚	3.7	3.3	4.2	2.8	2.9	2.8	2.6	2.3	1.4	1.0	1.7	1.8
	中国	3.4	3.6	4.6	3.6	2.8	3.0	3.9	3.2	3.1	3.1	2.8	2.8
	印度	8.6	8.0	8.8	7.9	7.8	6.5	7.3	7.4	6.6	5.9	6.5	6.6
巴西	11.1	9.2	13.2	12.4	16.5	11.4	10.2	9.2	6.8	6.9	10.3	11.2	
外汇市场 (升值率)	美元指数	1.6	-0.6	0.6	12.6	9.3	3.7	-9.9	4.1	0.4	-6.7	6.7	-0.8
	欧元	-3.2	1.9	4.2	-12.0	-10.3	-3.1	14.1	-4.5	-2.2	8.9	-6.9	0.4
	日元	5.5	-11.3	-17.6	-12.0	-0.4	2.7	3.8	2.8	0.8	5.2	-10.3	0.8
	英镑	-0.4	4.6	1.9	-5.9	-5.4	-16.1	9.3	-5.5	4.0	3.0	-1.0	1.1
	加元	-2.3	2.9	-6.6	-8.6	-16.0	2.9	6.8	-7.7	5.1	1.9	0.7	0.7
	澳元	-0.2	1.8	-14.3	-8.4	-10.7	-1.2	8.3	-9.6	-0.4	9.6	-5.5	-0.7
	人民币	4.7	1.0	2.9	-2.4	-4.5	-6.6	6.7	-5.2	-1.4	6.5	2.6	0.5
	印度卢比	-15.9	-2.8	-11.5	-2.3	-4.5	-2.4	6.3	-8.4	-2.1	-2.4	-1.7	0.0
巴西雷亚尔	-11.2	-8.2	-12.8	-11.8	-32.0	19.8	-1.5	-14.6	-3.9	-22.4	-6.9	0.8	
股票市场 (涨跌幅)	美国标普500	0.0	13.4	29.6	11.4	-0.7	9.5	19.4	-6.2	28.9	16.3	26.9	-4.6
	德国 DAX	-14.7	29.1	25.5	2.7	9.6	6.9	12.5	-18.3	25.5	3.5	15.8	-1.7
	法国 CAC40	-17.0	15.2	18.0	-0.5	8.5	4.9	9.3	-11.0	26.4	-7.1	28.9	-0.7
	英国 FTSE100	-5.6	5.8	14.4	-2.7	-4.9	14.4	7.6	-12.5	12.1	-14.3	14.3	2.0
	加拿大 TSX	-11.1	4.0	9.6	7.4	-11.1	17.5	6.0	-11.6	19.1	2.2	21.7	0.5
	澳洲标普200	-14.5	14.6	15.1	1.1	-2.1	7.0	7.0	-6.9	18.4	-1.5	13.0	-4.8
	日经225	-17.3	22.9	56.7	7.1	9.1	0.4	19.1	-12.1	18.2	16.0	4.9	-4.4
	沪深300	-25.0	7.6	-7.6	51.7	5.6	-11.3	21.8	-25.3	36.1	27.2	-5.2	-7.6
	恒生指数	-20.0	22.9	2.9	1.3	-7.2	0.4	36.0	-13.6	9.1	-3.4	-14.1	1.7
	印度 ENSEX30	-24.6	25.7	9.0	29.9	-5.0	1.9	27.9	5.9	14.4	15.8	22.0	2.2
巴西 BOVESPA	-18.1	7.4	-15.5	-2.9	-13.3	38.9	26.9	15.0	31.6	2.9	-11.9	8.0	
商品市场 (涨跌幅)	CRB 指数	-8.3	-3.4	-5.0	-17.9	-23.3	9.2	0.7	-12.4	9.4	-9.7	38.5	10.5
	ICE 布油	12.8	4.4	-0.3	-47.3	-35.0	49.4	17.4	-18.7	21.9	-21.7	50.7	14.6
	ICE 鹿特丹煤炭	-11.4	-17.7	-10.8	-18.3	-27.4	87.7	5.1	-9.1	-37.3	27.7	73.9	42.9
	LME 铜	-22.0	5.1	-7.2	-14.8	-25.4	17.6	31.7	-18.6	4.3	25.7	25.8	-0.3
	LME 铝	-18.8	2.5	-12.9	3.3	-19.3	12.5	34.2	-18.2	-2.7	9.8	42.0	7.9
	SHFE 螺纹钢	-12.5	-5.3	-10.5	-27.3	-31.2	60.7	32.3	-10.3	4.8	22.9	-1.7	11.9
	CBOT 小麦	-17.6	19.1	-22.5	-2.2	-20.3	-13.0	4.5	17.7	11.2	14.7	20.0	-0.1
	CBOT 大豆	-13.9	16.7	-8.4	-20.8	-15.5	16.6	-4.6	-7.0	6.9	37.0	2.3	14.2
	伦敦金现	10.1	7.1	-28.0	-1.8	-10.4	8.5	13.2	-1.6	18.3	25.1	-3.6	-1.5
	比特币						48.0	1324.2	-73.4	94.1	304.6	59.4	-16.2

资料来源: Bloomberg, CMBIS

目录

一、国际市场	4
1. 货币市场	4
国际货币流动性迎来拐点	4
美联储加速紧缩三个步骤	4
2. 债券市场	6
美债利率仍有上升空间，收益率曲线或先陡后平	6
实体部门和国际市场融资成本上升	7
3. 外汇市场	9
美元短期偏强，中期或有反复	9
非美货币分化，部分新兴市场货币仍有动荡	10
4. 股票市场	11
美股或很快迎来反弹，但中期面临通胀不下和紧缩加码风险	11
盈利增长与估值优势是抵御美元加息的安全垫	12
5. 大宗商品	13
商品价格再次攀升	13
商品通胀将逐步下行	13
二、中国市场	15
1. 货币市场	15
货币市场利率基本平稳但未趋势性下行	15
流动性宽松仍需加码	15
2. 债券市场	17
国债收益率下降反映经济下行预期	17
信用风险趋于下降，债券融资引领社融反弹	17
3. 外汇市场	18
人民币汇率强于经济基本面	18
未来人民币可能转弱	19
4. 股票市场	20
市场信心依然较弱	20
静待政策氛围进一步好转与宽信用实际效果	20
三、香港市场	22
1. 货币市场	22
港币利率将随美元升息而上升	22
中国货币宽松或部分对冲美元升息影响	22
2. 股票市场	23
行业涨跌分化	23
四大影响因素	24

一、国际市场

1. 货币市场

随着美联储加速收紧政策，国际货币流动性迎来拐点。美联储正面临控制通胀的政治压力，劳工短缺或持续推升通胀，强化美联储鹰派立场。美联储政策紧缩包括削减资产购买、加息和缩表。越来越多央行转向控制通胀，开始收紧政策。

国际货币流动性迎来拐点

随着美联储开始收紧政策，国际货币流动性将逐渐迎来拐点，因美元作为主导性国际货币，其利率水平决定国际货币流动性状况。美联储官员点阵图预测中值显示今年将加息 3 次至 0.88%，联邦基金利率期货和 OIS 隐含利率显示市场预期今年加息 5 次至 1.25%。

美联储正面临控制通胀的政治压力，美国社会和国会关注焦点已从失业转向通胀。美国经济在 2021 年加速修复，第四季度 GDP 两年平均增速升至 1.6%，进一步趋近 2% 的潜在增速。美国失业率大幅下降，2021 年 12 月降至 3.9%，已低于美联储官员对长期均衡失业率的估计中值（4% 左右）。美国核心 PCE 通胀在 2021 年 12 月达到 4.9%，连续 9 个月大幅超过美联储 2% 的通胀目标，以 10 年盈亏平衡通胀率衡量的通胀预期领先通胀率大约 3 个月，已连续 13 个月超过美联储的通胀目标，2021 年 1 月以来降幅微小仍在 2.4% 左右，显示市场预期通胀率短期内难以显著下降。

美联储意识到通胀可能持续的风险，已放弃通胀“暂时性”的观点。“通胀暂时性”的判断依赖三个条件：一是疫情导致的供应短缺问题很快解决，二是过热的商品需求逐步下降并回归常态，三是通胀预期稳定在低水平。但供应短缺持续时间远超预期，最初是原材料、运输服务短缺和交货延迟，现在是劳工短缺，因疫情导致大龄劳动者、家庭主妇和外来移民较长时间退出劳动力市场，劳动参与率回升极为缓慢。由于服务业对劳工成本最敏感，劳工短缺可能持续推升服务业通胀。商品需求从过热状态回归常态，需要宏观政策回归正常，目前美国货币政策状态依然极度宽松。通胀预期比较稳定，但处于高位，较高通胀预期长时间持续又会推升要素成本和实际通胀。

美联储主席鲍威尔去年获得白宫连任提名后快速完成由鸽派向鹰派的转变。鲍威尔 11 月底在国会作证时，一改往日与市场提前沟通做法，放弃之前反复提及的“通胀暂时性”判断，释放可能加快收紧政策的信号，完成了由鸽派向鹰派的转变。美联储官员在 2021 年 12 月会议上强化鹰派立场，对 2022 年加息幅度的估计中值升至 75 个基点。美联储在 2022 年 1 月会议上提出包括加速削减资产购买、尽快加息和计划缩表的政策紧缩组合。

越来越多央行追随美联储转向控制通胀，开始收紧货币政策。英国央行去年 12 月加息 15 个基点后，今年 2 月 3 日再次加息 25 个基点，近半数委员希望更大幅度加息，市场预计 5 月份利率可能升至 1%。随着欧元区通胀率创历史新高，欧央行也不得不放弃“通胀暂时性”的说法，货币市场押注欧央行年内将加息 25 个基点，明年存款便利利率转正。

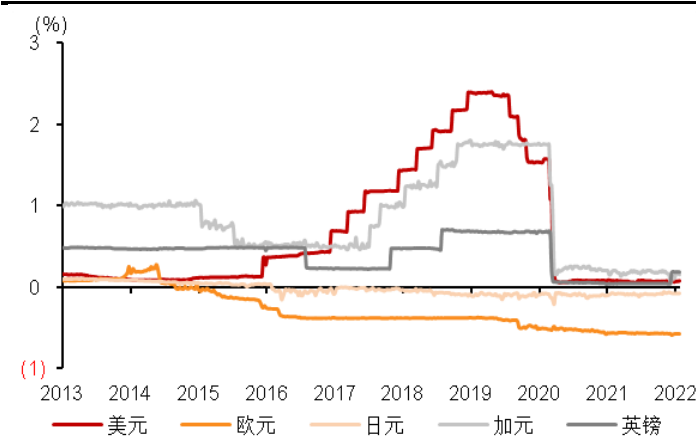
美联储加速紧缩三个步骤

- (1) 加速削减资产购买，至 2022 年 3 月停止资产购买。

(2) 尽快加息。美联储最早可能在3月会议上宣布首次加息。美联储官员平均预计2022-2024年分别加息3、3、2次，长期均衡利率在2.5%左右，但市场预期2022-2023年分别加息5、2次，2024年停止加息，因前面两年需要快速遏制通胀，后面一年又需要呵护就业与增长。动态来看，加息的频次和幅度取决于美国通胀压力和经济韧性，加息峰值是否超过2.5%取决于是否需要在某段时期实施偏紧的政策来遏制通胀。

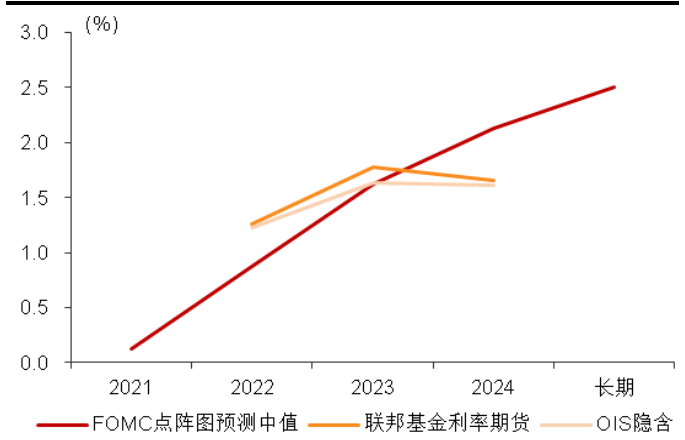
(3) 计划缩表。缩表原则包括：调整联邦基金目标利率是改变政策立场主要工具；缩表时间和节奏根据最大化就业和物价稳定目标确定，将在加息周期启动后开始；主要通过调整持有证券本金再投资规模这种更可测方式进行，最终仍会持有有一定规模债券以便在充裕准备金条件下有效实施货币政策，最终持有债券主要是政府债券，从而将持有债券对信贷资源分配的影响降至最低。总体来看，美联储缩表将采取渐进方式，以降低对市场影响。

图 2: 国际货币隔夜/7 天拆借利率



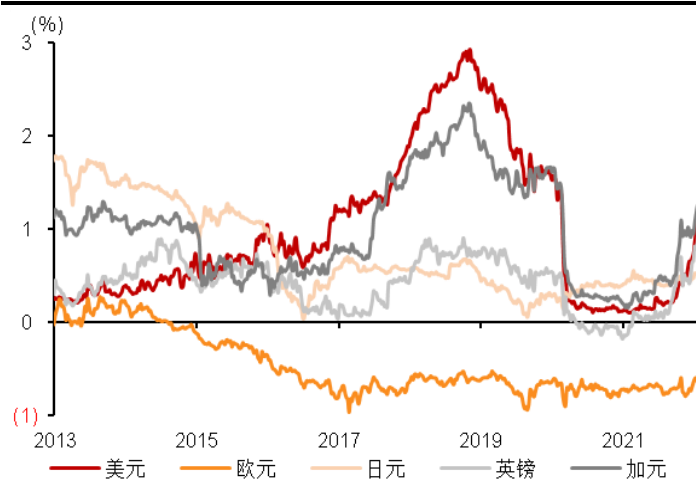
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 3: 美联储和市场对美元加息路径预期



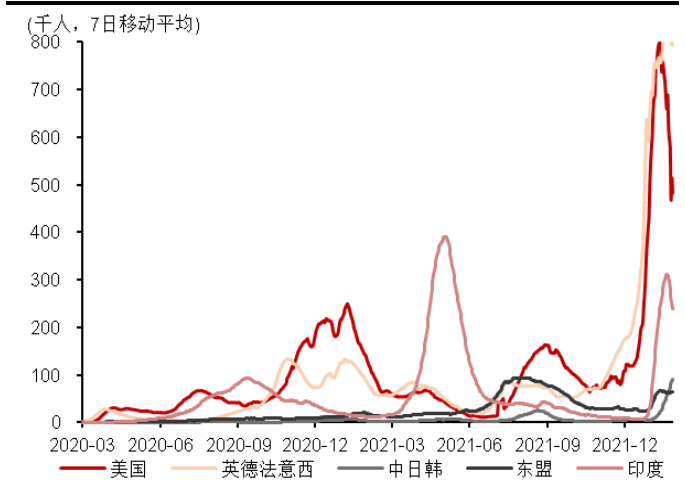
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 4: 2 年期国债收益率反映主要央行加息预期



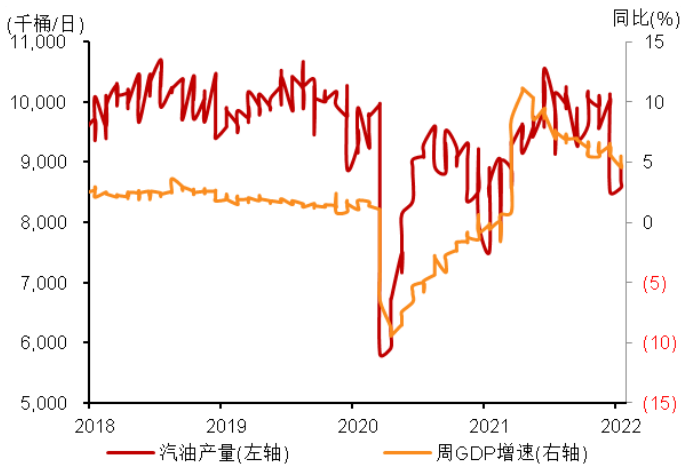
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 5: 主要经济体新冠肺炎新增病例数



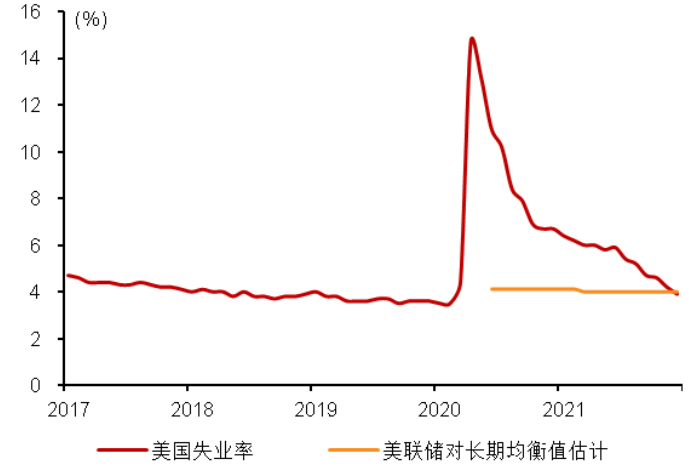
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 6: 美国经济修复小幅放缓



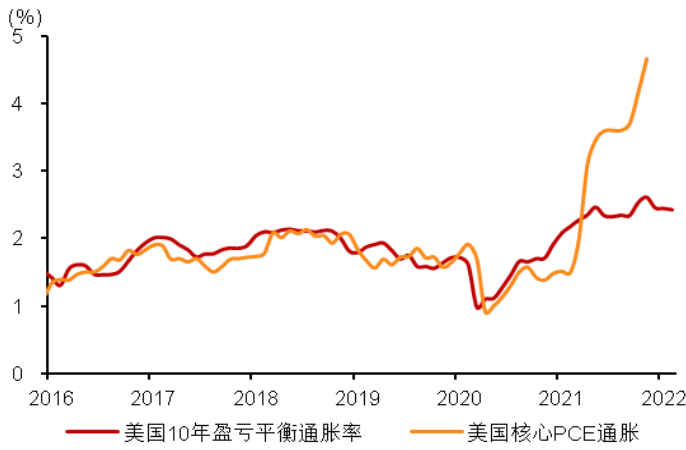
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 7: 美国失业率已降至长期均衡值以下



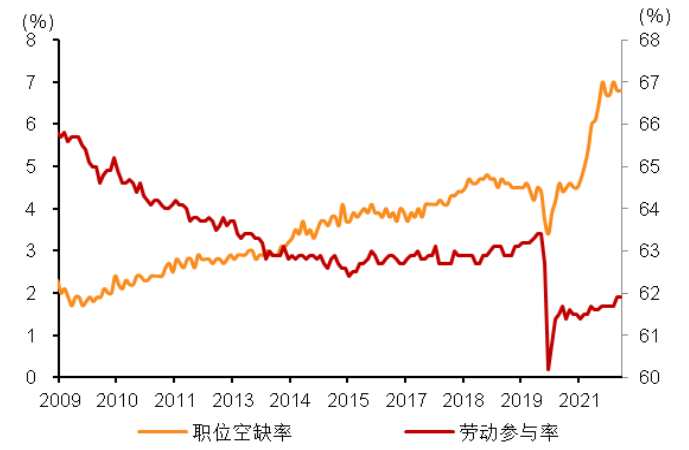
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 8: 美联储和白宫面临控制通胀的政治压力



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 9: 美国劳工短缺或持续推升服务业通胀



资料来源: Bloomberg, CMBIS

2. 债券市场

美国国债利率仍有上升空间，因经济延续修复、通胀居高和货币政策收紧。美国国债收益率曲线或先陡后平，经济强劲与政策紧缩预期推动收益率曲线陡峭化，加息周期中收益率曲线逐步平坦化，缩表促进收益率曲线更加陡峭。美国国债利率上升将推升国内实体部门和国际市场的融资成本，可能引发部分新兴市场新一轮动荡。

美债利率仍有上升空间，收益率曲线或先陡后平

美国债券利率仍有上升空间，因经济延续修复、通胀居高和货币政策收紧。短期债券利率主要受货币市场流动性影响，将随着加息周期到来和流动性收紧而逐步上升。中长期债券利率变化与名义GDP潜在增速趋势一致，但受美联储政策的影响，包含对未来经济周期和政策变化的预期。美国名义GDP潜在增速在2021年第二季度和第四季度达到5%以上，2022年将有所下降，但因宏观政策依然偏松，经济延续修复，进一步趋近潜在增速，劳工短缺或持续推升通胀，名义GDP实际增速仍有上升空间，美联储或加快收紧货币政策，逐

步削減对中长期利率的压制。据估计，美联储在次贷危机后三轮QE中累计购买资产3.5万亿美元压低10年期国债利率约1.25个百分点，在应对疫情冲击QE中累计购买资产5万亿美元压低10年期国债利率约2.5个百分点。如果美联储反向缩表与正向扩表对利率影响幅度具有对称性，那么假设其他条件不变，美联储缩表5000-7000亿美元将推升美国中长期利率约0.25个百分点。

美国国债收益率曲线或先陡后平，中期利率上升最快，其次是长期利率，最后是短期利率。在加息周期开启之前，政策紧缩信号已开始推升中长期利率，中长期利率包含对未来短期利率的预期。中期利率因包含的远期期限与未来加息周期（2-3年）重叠度最高而上升最快，长期利率因隐含的远期期限更长包括加息周期之后伴随经济下行而来的降息周期，上升幅度不及中期利率。据统计，去年第四季度以来美国2年期国债收益率累计上升90个基点，而10年期国债收益率上升34个基点。在加息周期启动之后，短期利率将随政策利率不断上升，中期利率仍有一定上升空间，但因已提前反映加息预期而升幅不及短期利率，长期利率上升幅度更小，因不断加息增加未来经济下行风险和再度降息的可能性，收益率曲线开始趋向平坦化。

美联储对缩表与加息政策组合的选择也会影响收益率曲线。不同于加息周期推动收益率曲线平坦化，缩表主要消除QE对中长期利率的压制，倾向于推动收益率曲线陡峭化。例如，堪萨斯城联储主席乔治主张美联储可以更多依靠收缩资产负债表来减少加息的激进程度，避免收益率曲线过度平坦化，降低对金融机构激励机制扭曲和金融脆弱性风险。

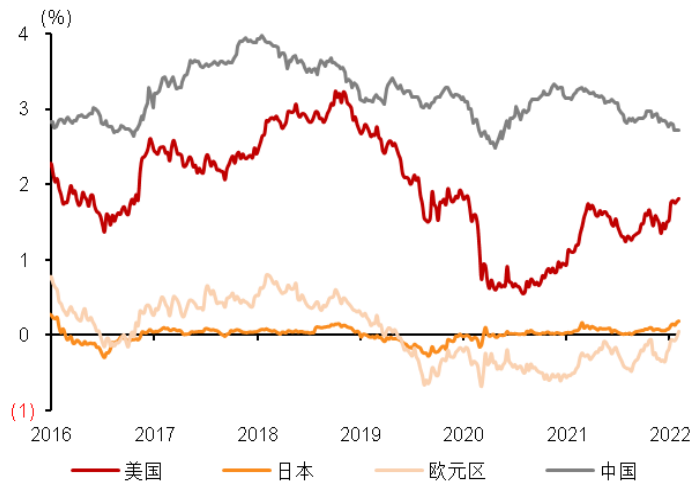
实体部门和国际市场融资成本上升

美国国债利率上升意味着政府融资成本上升，对扩张性财政政策的约束增加。为应对疫情冲击，美国政府实施大规模财政刺激，美国联邦政府债务/GDP比例由2019年末的108%大幅升至2021年上半年末的130%以上，但由于低利率环境，联邦政府债务利息支出/GDP比例保持在不到1.5%的历史低位水平。随着国债利率上升，政府融资成本抬升，对财政扩张的制约增加。

美国国债利率作为无风险利率是金融市场定价的基准，国债利率上升已推升长期信用债、按揭贷款等私人部门融资成本。随着加息周期到来，私人部门短期融资成本也将逐步上升。短期内，由于美国经济延续修复，企业盈利基本面强劲，企业信用利差仍在低位水平。但随着货币政策持续收紧到达某个临界点之后，投资者将开始关注经济下行和企业信用风险，信用利差可能开始逐步上升。

美国国债利率上升将推升国际市场融资成本，或引发部分新兴市场新一轮动荡，因美国国债利率被视为国际市场无风险利率，是国际市场定价的基准。从历史经验来看，美元加息将推升新兴市场政府和私人部门融资成本，对基本面脆弱且高度依赖国际资本的经济体冲击较大。此轮美元加息与中国经济疲弱相遇，势必引发部分新兴市场新一轮动荡。据国际金融协会调查，受美联储政策紧缩和地缘政治冲突影响，2022年1月国际投资者从大部分新兴市场撤出资金，除中国债市和拉美股市分别吸引90亿美元和65亿美元净流入外，其他新兴市场整体出现144亿美元证券投资净流出。

图 10: 四大经济体 10 年国债收益率



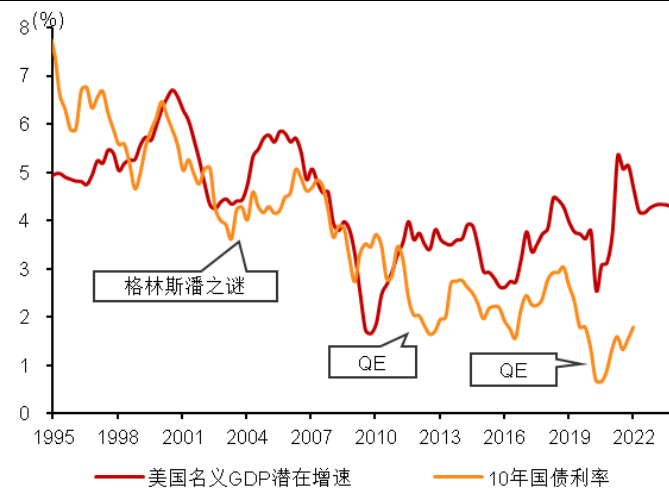
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 11: 新兴市场 10 年国债收益率



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 12: 美国 10 年国债收益率反映名义 GDP 潜在增速



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 13: 三大央行资产负债表规模



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 14: 美国疫情期间财政刺激逐渐到期



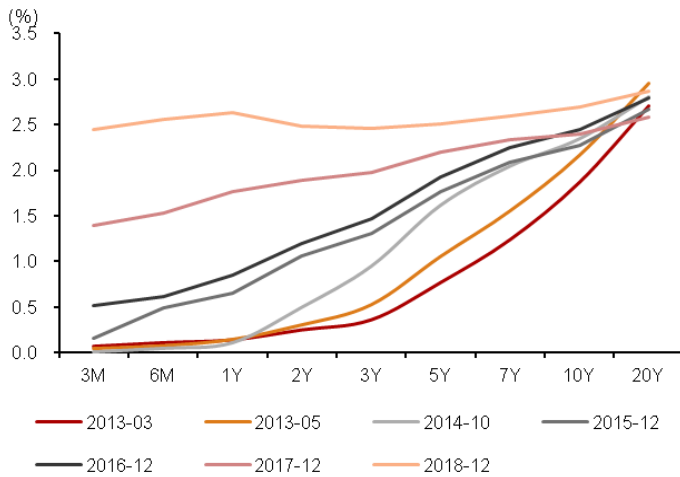
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 15: 四大经济体 M2 增速



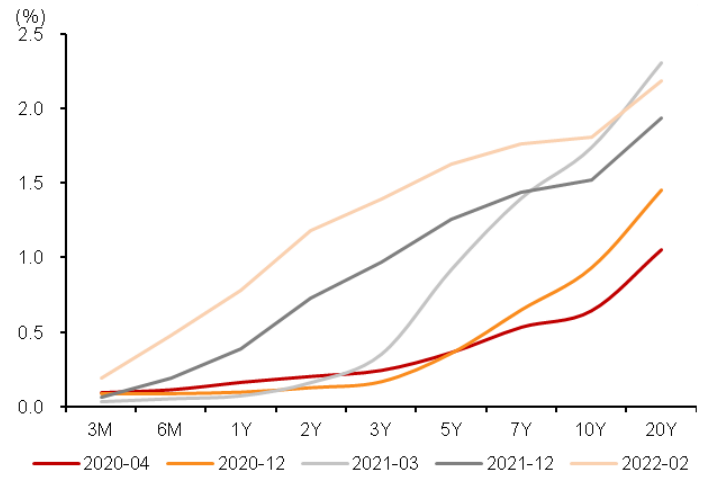
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 16: 美国上轮政策紧缩周期中国债收益率曲线变化



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 17: 美国本轮周期中国债收益率曲线变化



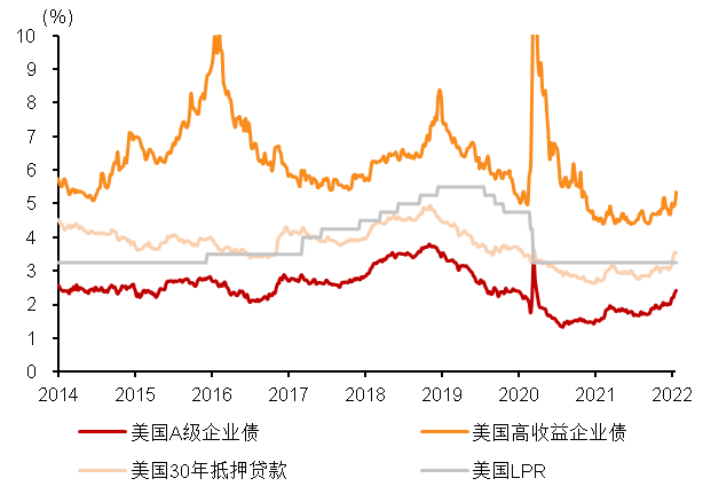
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 18: 美国国债期限利差反映未来经济周期



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 19: 美国私人部门融资成本



资料来源: Bloomberg, CMBIS

3. 外汇市场

短期内美元可能偏强，部分新兴市场货币仍有动荡，因美元利率仍有上升空间及俄乌冲突风险依然存在，但中期内美元或有反复，因非美地区尤其是欧洲、日本和新兴市场经济修复空间大于美国，这些地区利率也有上升空间。

美元短期偏强，中期或有反复

2022年1月美元指数上涨0.9%，主要因欧元对美元贬值1.2%左右。美元指数主要受欧元/美元汇率影响，欧元/美元汇率在美元指数中权重达到近60%。欧元/美元汇率与两种货币利差走势高度相关，反映两大经济体经济相对强弱变化。当美国经济相对欧元区经济走强时，美国货币政策相对欧元区预期更紧，欧元/美元利差下降，欧元兑美元走弱；反之，欧元/美元利差上升，欧元兑美元走强。

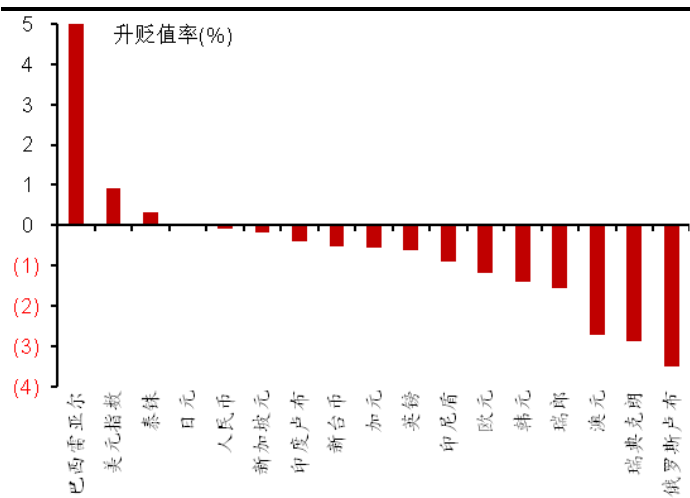
短期内，美国经济延续修复，美联储为控制通胀加速收紧政策，美元利率仍有上升空间，同时俄乌冲突风险尚未解除，对欧洲经济负面影响更大，美元或维持偏强态势。但经济修复慢于美国的欧洲和新兴市场经济有更大修复空间，一旦非美地区步入加息行列，美元走势或有反复。

非美货币分化，部分新兴市场货币仍有动荡

非美货币走势主要受货币所在国经济相对美国经济强弱变化以及货币政策相对美联储政策松紧变化的影响，料将有所分化。随着美联储加速升息，部分新兴市场货币仍有动荡。

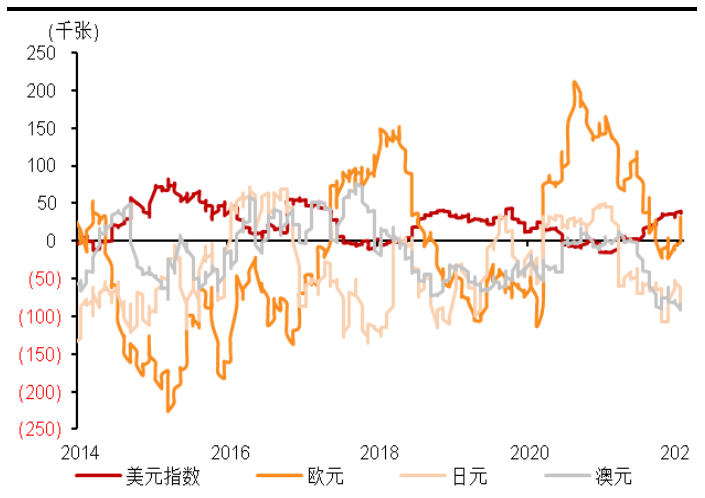
由于美联储先行转向鹰派而澳洲央行更加迟缓，澳元显著走弱，2022年1月兑美元贬值2.7%。加元作为石油货币，受益于油价攀升和加拿大央行比美联储更快加息的预期，2021年成为G10货币中唯一兑美元走强的货币，全年兑美元上涨0.8%。商品期货市场的数据显示，投机者对加元的看涨押注已升至2021年7月以来的最高水平。巴西雷亚尔是新兴市场货币中罕见兑美元升值的货币，2022年1月兑美元升值幅度达到5%，伴随着明显的国际资本流入，主要得益于巴西经济重启和巴西央行先于美联储大幅加息。但随着美联储开始快速加息，巴西雷尔雅对美元可能再次走弱。

图 20: 1 月主要货币升贬值率



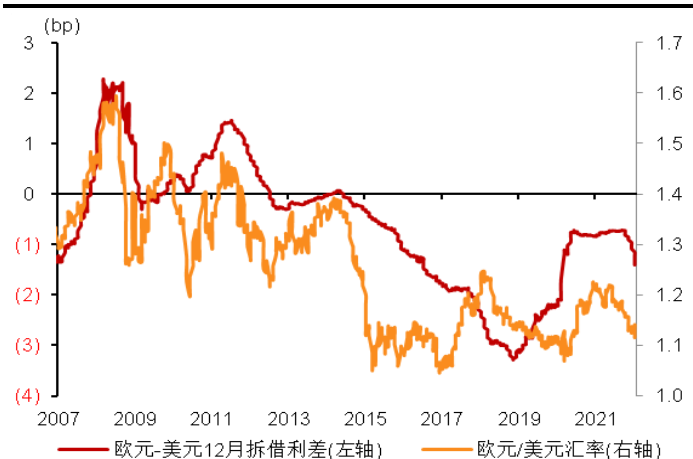
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 21: ICE 非商业净多头持仓量



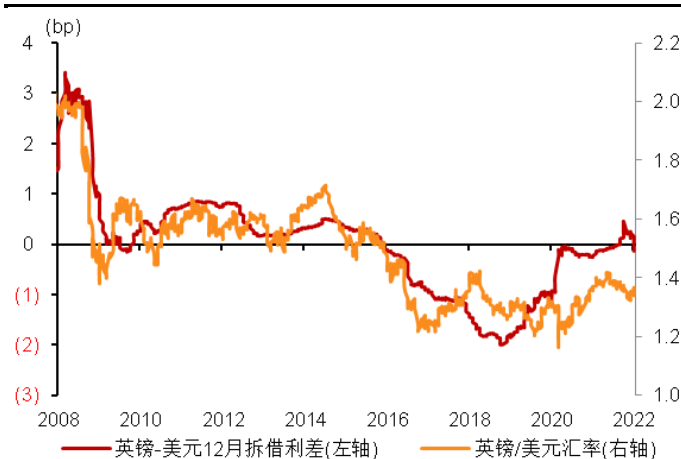
注: 非商业净多头持仓量=非商业多头持仓量-非商业空头持仓量
资料来源: Wind, CMBIS

图 22: 欧元-美元利差与汇率



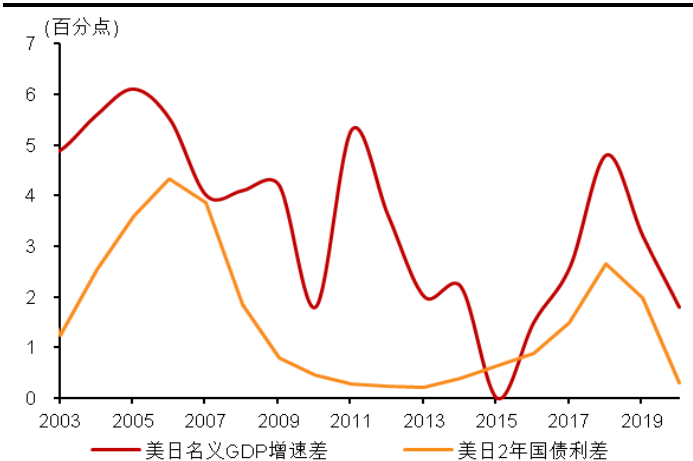
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 23: 英镑-美元利差与汇率



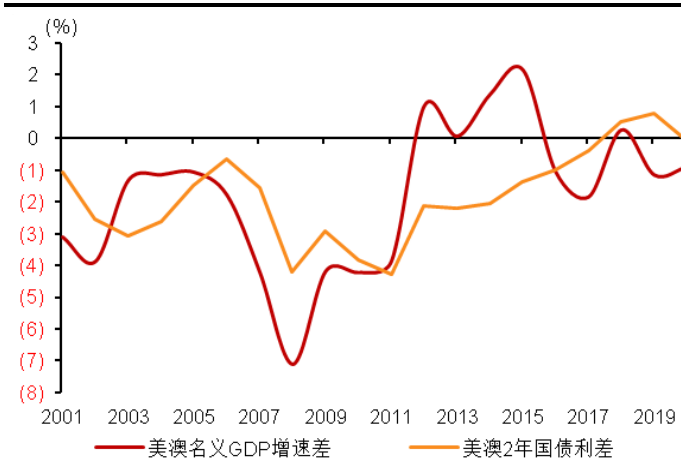
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 24: 美元-日元利差反映两国经济相对强弱



资料来源: Wind, CMBIS

图 25: 美元-澳元利差反映两国经济相对强弱



资料来源: Wind, CMBIS

4. 股票市场

美股在经历一轮下跌后，已反映美联储加快收紧政策的预期，因企业盈利基本面依然，短期或很快迎来反弹。但中期内最大风险依然是通胀，持续高通胀将导致政策紧缩不断加码从而带来经济衰退和股市更大幅度调整的风险。在政策紧缩周期中，盈利增长和估值优势是抵御美元加息的安全垫。

美股或很快迎来反弹，但中期面临通胀不下和紧缩加码风险

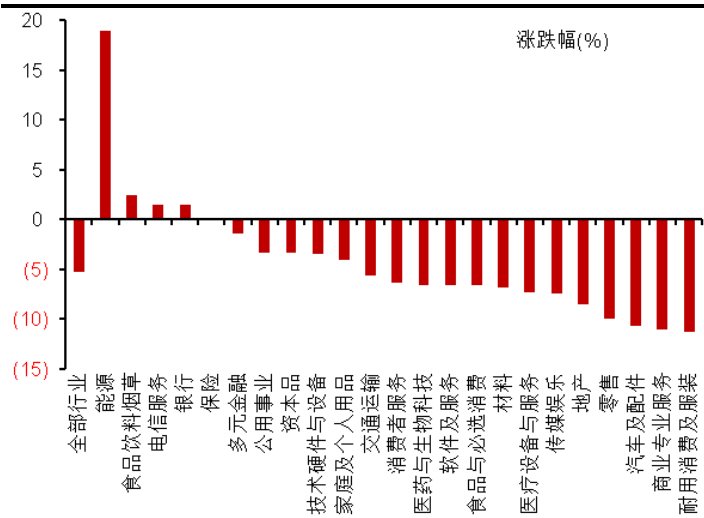
货币政策紧缩预期冲击美欧股票市场，股市波动率显著上升。2022 年 1 月标普 500 指数跌幅超过 5%，其中科技、耐用消费、汽车、医疗设备等板块跌幅居前，这些板块在过去两年货币大放水期间涨幅最大，对利率上升和流动性收紧最敏感，而能源、食品饮料、电信服务和银行等板块相对表现较好，因过去两年涨幅相对较小、产品涨价抵消利率上升及受益于收益率曲线陡峭化。欧洲股市也呈现类似的板块差异，油气、银行、保险、通信和基础资源品板块领涨，而技术、工业品及服务、饮料和化工板块领跌。

美国股市在经历一轮下跌后，已反映美联储加快收紧政策的预期，由于美国经济和企业盈利基本面依然强劲，美股短期或很快迎来反弹。但中期内最大风险依然是通胀，如果通胀持续居高不下，那么美联储将被迫不断加码紧缩，直至投资者担心经济衰退风险，股市迎来更大幅度的调整。金融市场不仅是宏观经济的晴雨表，也对经济活动具有反身性作用，美联储将面临控制通胀和稳定市场（从而延续经济强复苏）的两难。

盈利增长与估值优势是抵御美元加息的安全垫

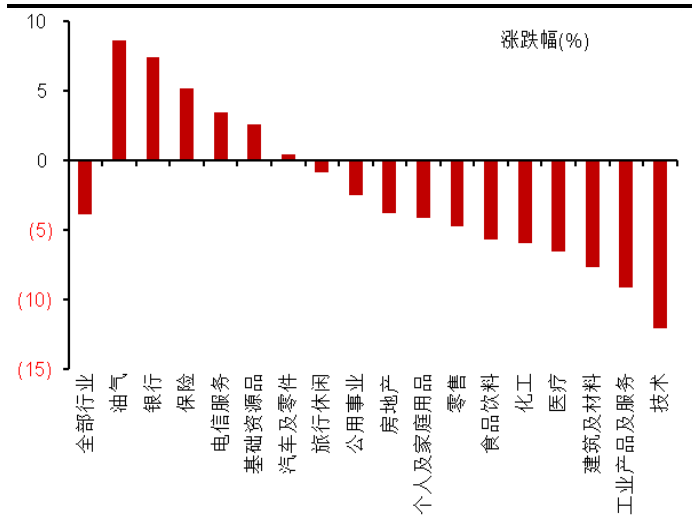
在加息周期中，具有韧性和议价能力较强的部门能够保持较快盈利增长，有助于抵御美元利率上升的冲击。在加息初期，科技股因过去两年涨幅巨大+加息预期冲击+反垄断政策风险跌幅最大，金融股因过去两年涨幅较小+收益率曲线陡峭化而相对表现较好，食品饮料等具有涨价能力的消费板块相对表现较好。估值优势也是抵御美元加息的安全垫。在此轮加息预期冲击中，电信服务由于过去两年涨幅较小、具有估值优势和稳定现金流，成为 2022 年以来相对表现较好的板块之一。

图 26: 1 月美国标普 500 行业指数涨跌幅



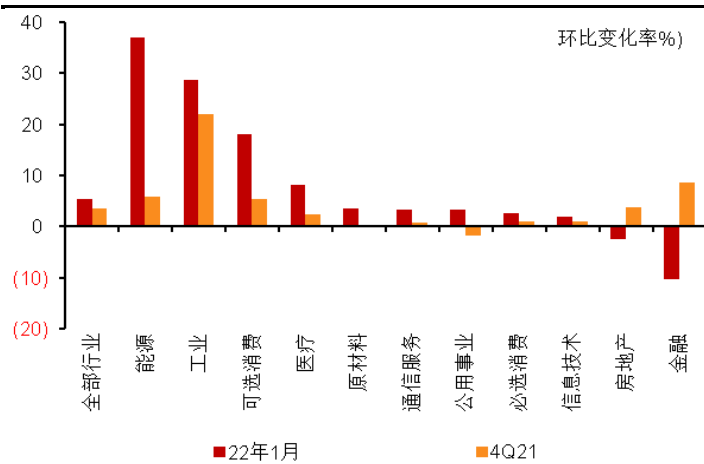
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 27: 1 月 Stoxx 欧洲 600 行业指数涨跌幅



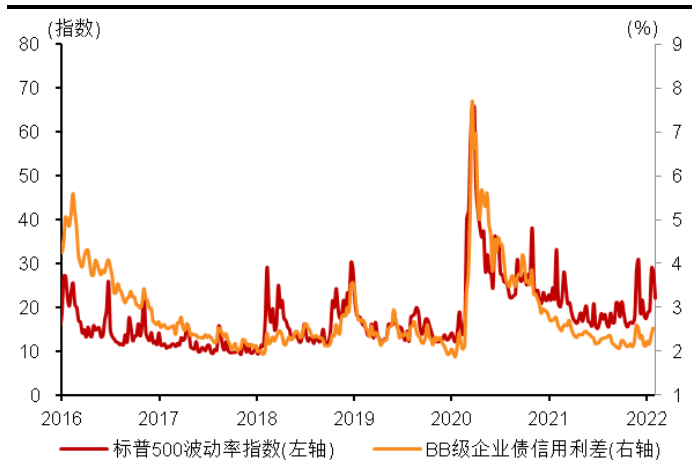
资料来源: Wind, CMBIS

图 28: 美股主要行业 EPS 预测环比变化率



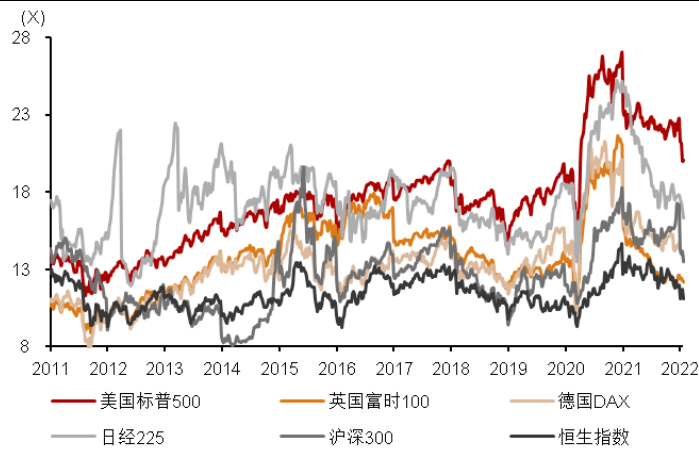
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 29: 美股波动率与美国高收益债利差



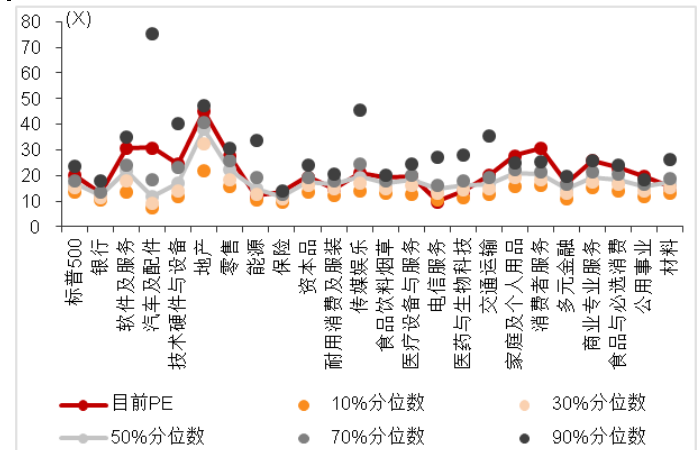
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 30: 主要股指一致预期 PE



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 31: 美股行业指数一致预期 PE 与 23 年历史分位值



资料来源: Bloomberg, CMBIS

5. 大宗商品

2022 年以来大宗商品价格再次攀升，因需求延续修复、供应短缺担忧及美元流动性依然充裕。预计未来大宗商品通胀可能逐步下行，但各类商品价格将显著分化。

商品价格再次攀升

能源价格大幅上涨。1 月 ICE 布伦特原油价格上涨 15.4%，因需求依然强劲，人流和经济活动受 Omicron 影响比较有限，同时美国寒冷天气和产油国地缘政治风险引发对供应中断的担心。UK 天然气大涨 21.6%，因需求较强，但供应扰动增加，西方与俄罗斯围绕乌克兰问题的紧张局势不断升级，引发对俄罗斯天然气供应中断的担忧，俄罗斯天然气供应占欧盟的 40%，欧洲加大 LNG 进口，叠加美国大规模寒潮对供应扰动。煤炭价格从 2021 年 9 月高位下跌逾 40% 后大幅反弹，1 月上漲超过 50%，冬季供暖需求上升，因担心能源短缺欧洲等地加大进口储备，印尼等煤炭出口国限制出口，煤炭供应受寒冷天气扰动。

金属价格涨跌互现。1 月中国螺纹钢期货上涨超过 10%，因中国释放政策宽松信号提振需求前景，海外天气、疫情扩散和国内减产抑制供应。但铜价下跌 2.2%，因对美联储收紧货币政策更加敏感，同时中国春节假期和冬奥会意味着需求进入淡季。黄金价格下跌 1.8%，比特币大幅下挫 17%，因美国加快收紧货币政策和加强数字货币监管风险。

粮食价格显著上涨。1 月 CBOT 大豆和玉米价格分别上涨 11.3% 和 5.5%，因食品需求平稳增长，但南美干旱天气和俄乌地缘冲突引发供应担忧。

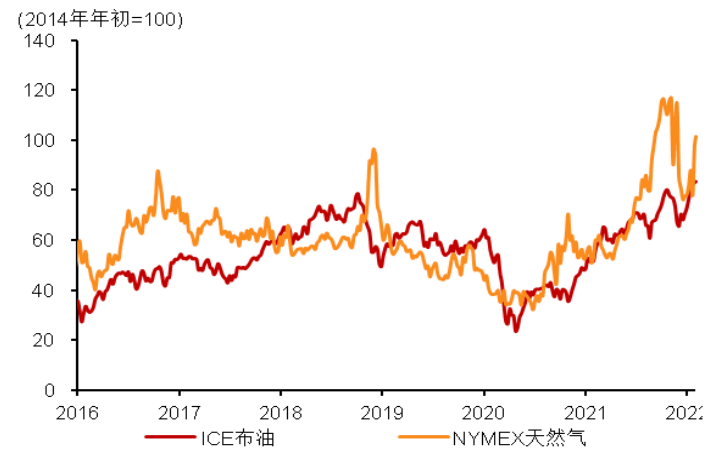
商品通胀将逐步下行

展望未来，大宗商品通胀可能逐步下行。首先，美联储等发达国家央行加快收紧货币政策，货币流动性逐步趋紧。其次，中国投资持续疲弱，全球大宗商品需求可能见顶回落。最后，全球逐步走出疫情困扰，商品供应阻断逐步缓解。

但各类商品价格将显著分化。原油、天然气等能源价格仍有上升空间，因人流和服务需求仍有修复空间，而供应仍受到地缘冲突风险和拜登政府能源政策的抑制。金属价格或涨跌

互现，铁矿石价格反弹后或再度下行，铜价或先跌后稳。粮食价格仍有上升空间，因需求平稳增长，供应扰动风险依然存在。

图 32: 油气价格



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 33: 铁铝价格



资料来源: Wind, CMBIS

图 34: 粮食价格



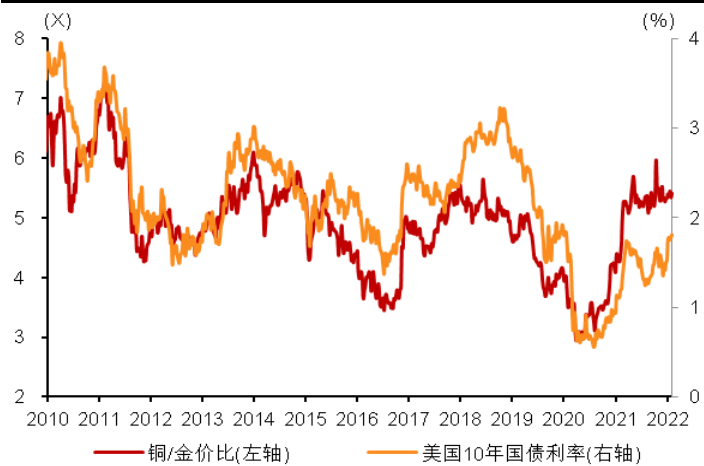
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 35: 美元实际利率与黄金价格



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 36: 铜/金价比与美元名义利率



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 37: 四大经济 M2 增速与 CRB 商品指数涨幅



资料来源: Bloomberg, CMBIS

二、中国市场

1. 货币市场

中国货币市场利率基本平稳，并未趋势性下降，从央行政策利率到货币市场利率的传导仍不通畅。由于第一季度中国经济尚未企稳而信用扩张仍然受阻，中国仍需加大流动性宽松力度，有可能进一步降准，货币市场利率仍有下行空间。政策当局可能通过窗口指导和定向宽松，促进信贷扩张。

货币市场利率基本平稳，并未趋势性下降

货币市场利率小幅波动，但基本平稳，并未趋势性下行。1月17日央行下调逆回购和MLF10个基点后，货币市场利率小幅下降，但随着春节假期到来，流动性需求季节性上升，货币市场利率再度回升。

1月末存款类机构7天质押回购利率（DR007）升至2.31%，略高于去年12月末的2.29%。以月均水平来看，1月DR007达到2.1%，与去年12月2.16%、11月2.16%和10月2.18%相比降幅有限。3个月Shibor基本稳定，1月末达到2.46%，与去年11月末2.49%和12月末2.5%基本持平，1月平均值为2.48%与去年11月2.47%和12月2.5%基本持平。但6个月同业存单利率下降明显，从去年11月末的2.62%和12月末的2.67%降至今年1月末的2.37%，月均值从去年11月的2.64%和12月的2.66%降至今年1月的2.46%，可能由于央行加强存款利率管控以及市场预期未来政策利率仍有下调可能。

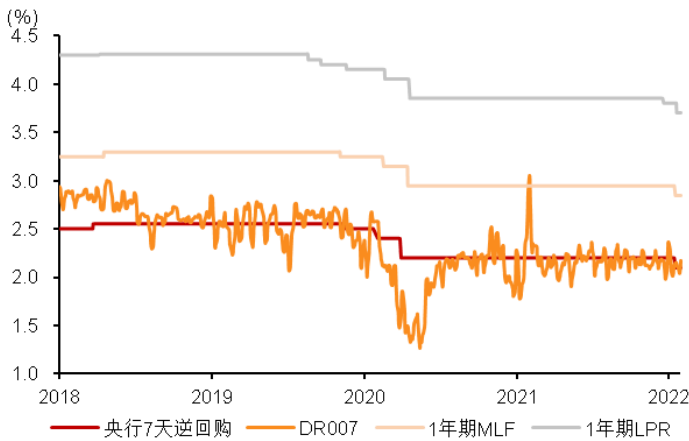
总体来看，从央行政策利率到货币市场利率的传导并不通畅，DR007尚不具备央行操作目标利率的角色和作用。

流动性宽松仍需加码

2022年第一季度中国经济仍未企稳，因疫情反复与房地产压力相叠加，带来经济下行压力。疫情反复对人流和经济活动影响较大，对吸纳就业较多的服务业和中小企业冲击最大，降低就业增速和质量，打击消费信心，拖累消费修复步伐。房地产部门压力则抑制开发投资和房屋销售，影响地方政府土地财政和公共投资，拖累上游建筑、建材和下游部分耐用消费。此外，房地产作为最重要的信贷抵押物，在中国信用扩张中扮演着重要角色，房地产部门压力也抑制信贷扩张。

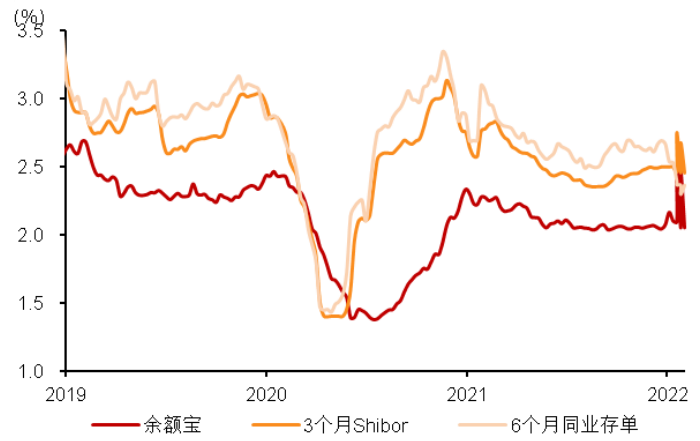
在中国经济尚未企稳回升之前，流动性宽松不会停止。由于货币市场利率降幅有限而信用扩张仍然受阻，中国需要加大流动性宽松力度，支撑信用扩张恢复。预计2、3月份中国有可能再度下调法定存款准备金率，货币市场利率仍有下行空间。相比降准，下调LPR对刺激信贷需求作用更加显著，1月20日1年期和5年期LPR分别仅下调10个基点和5个基点，显示金融系统大幅降息意愿不强，但市场对降息存在预期，今年以来6个月货币市场利率和1-2年期国债利率下降20个基点。为促进信贷扩张，政策当局可能通过窗口指导和定向宽松，加大对制造业、中小企业、绿色金融、保障房和合理住房需求的信贷支持。

图 38: 中国央行政策利率



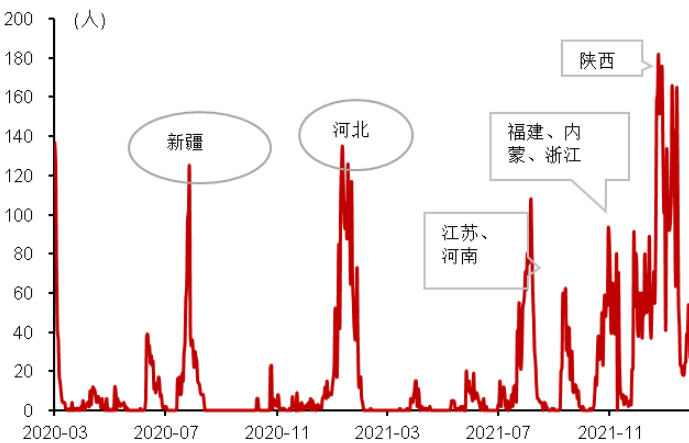
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 39: 中国货币市场利率



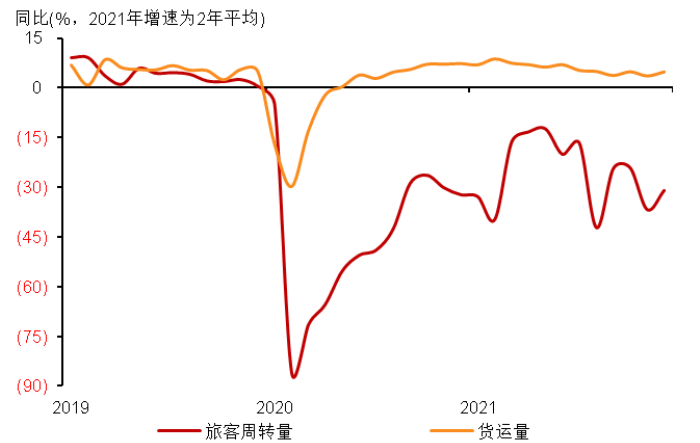
资料来源: Wind, CMBIS

图 40: 中国新冠肺炎新增病例数



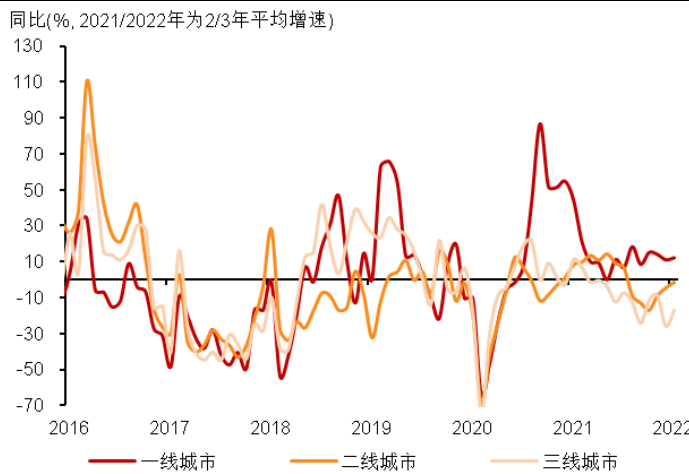
资料来源: Wind, CMBIS

图 41: 中国交通运输业客运量与货运量增速



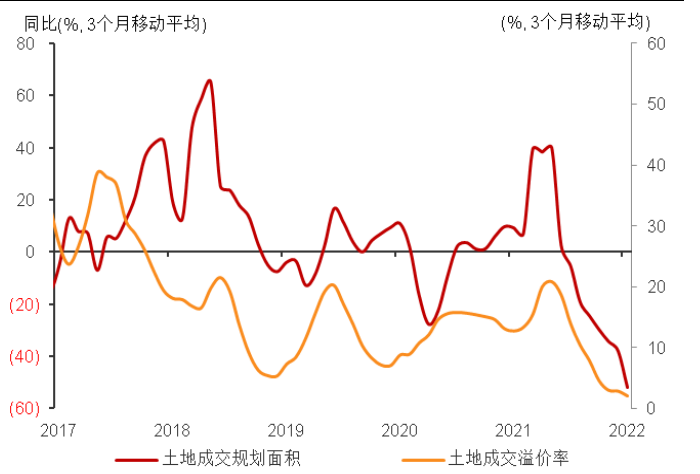
资料来源: Wind, CMBIS

图 42: 中国 30 个大中城市商品房销量增速



资料来源: Wind, CMBIS

图 43: 中国 100 个城市土地成交面积与溢价率



资料来源: Bloomberg, CMBIS

2. 债券市场

中国国债利率下行，与美欧国债利率走势截然相反，反映中国经济下行和中美货币政策分化的预期。短中期收益率降幅大于长期收益率，市场预期政策利率短期仍有下调空间，但政策宽松持续时间高度不定。信用风险趋于下降，债券融资引领信用恢复与社融反弹。

国债收益率下降反映经济下行预期

2021年11月以来中国国债收益率下降超过20个基点，反映中国经济下行预期。中国2年期和10年期国债收益率分别从去年10月末的2.58%和2.97%降至12月末的2.39%和2.77%和今年1月末的2.17%和2.72%。

中国国债收益率曲线下移，各期限收益率均下降，但短中期国债收益率降幅大于长期国债收益率，说明市场预期政策利率短期仍有下调空间，但政策宽松持续时间有较大不确定性。

信用风险趋于下降，债券融资引领社融反弹

随着货币流动性可能宽松和政策当局支持金融机构、国有房企和地方政府加大对房地产行业疏困，信用债整体信用风险趋于下降，企业债融资有所回升。2022年以来中国债券市场AA级城投债和全部民营企业债券的信用利差分别下降11和29个基点，银行、地产股显著反弹。去年11月和12月企业债融资同比大幅增长，但受企业资本支出需求疲弱和春节假期等因素影响，1月再度下行。

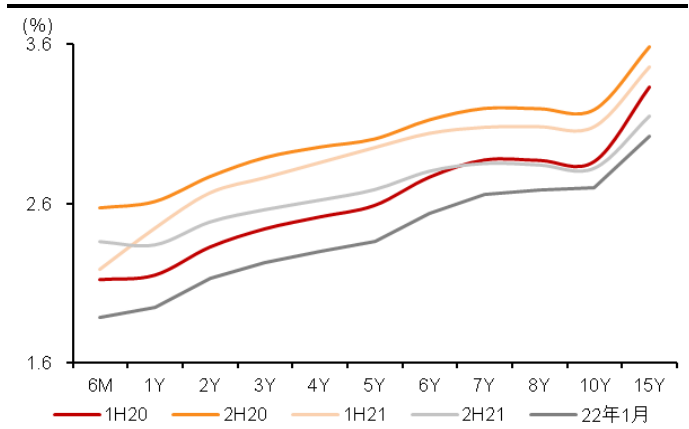
在私人部门信用扩张受阻情况下，政府债券融资率先反弹，成为支撑社会融资规模和M2增速企稳回升的重要力量。为稳定经济增长，政府加快债券发行与项目审批，去年11月以来政府债券每月净融资额持续超过8000亿元人民币，同比大幅增长，但财政支出进度仍显缓慢。2022年地方政府专项债额度在3.65万亿左右。2021年专项债资金投向：50%投向交通基础设施、市政设施和产业园区基础设施，30%投向保障性安居工程、卫生健康、教育、养老、文化旅游等社会事业，20%投向农林水利、能源、城乡冷链物流等基础设施。2022年专项债资金投向：交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程。

图 44: 中国长期债券收益率



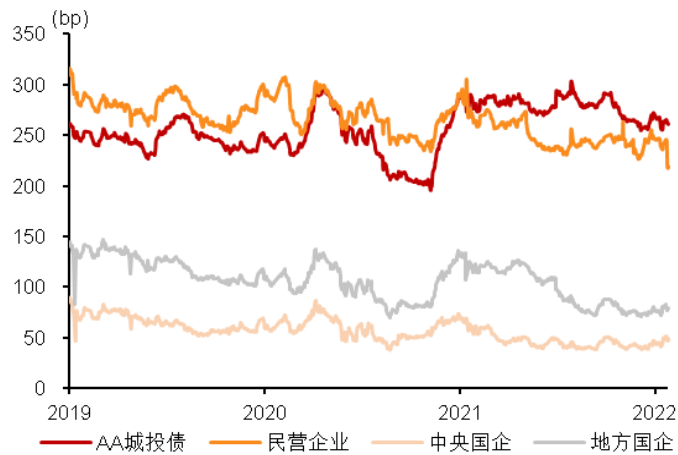
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 45: 中国国债收益率曲线



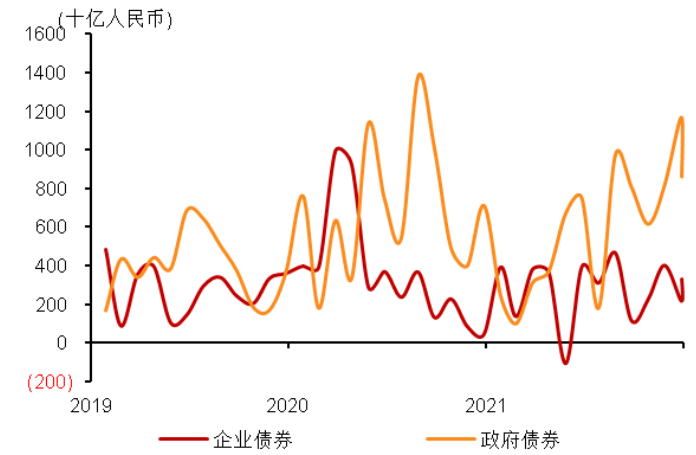
资料来源: Wind, CMBIS

图 46: 中国各类企业信用利差



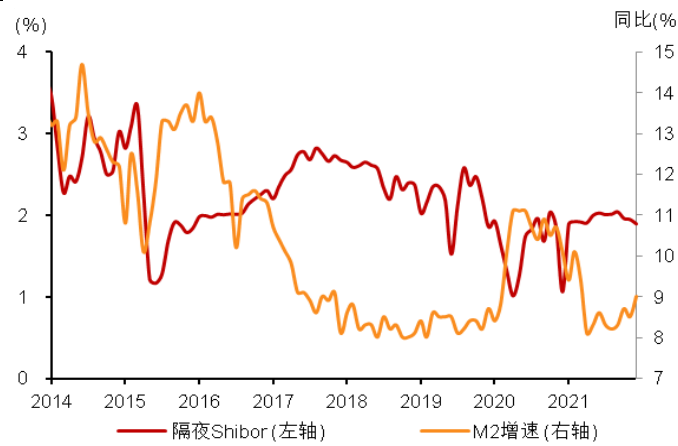
资料来源: Wind, CMBIS

图 47: 中国债券净融资规模



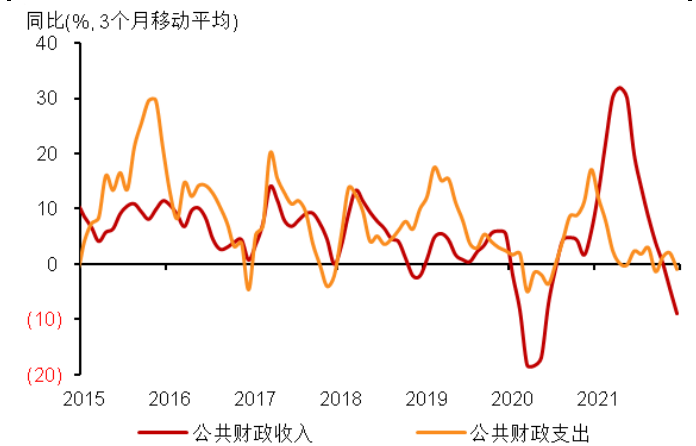
资料来源: Wind, CMBIS

图 48: 从流动性放松到信用扩张重启



资料来源: Wind, CMBIS

图 49: 中国积极财政扩张力度仍显不足



资料来源: Bloomberg, CMBIS

3. 外汇市场

美元/人民币汇率与利差变动高度相关，反映市场对美国和中国经济相对强弱变化的预期。但 2021 年以来人民币兑美元表现强于中美经济基本面和利差变化，可能因巨额贸易顺差和债券市场开放带来大量外汇流入。随着美联储加快升息和中国利率保持稳定，中美利差可能加速收窄，人民币兑美元可能由强转弱。

人民币汇率强于经济基本面

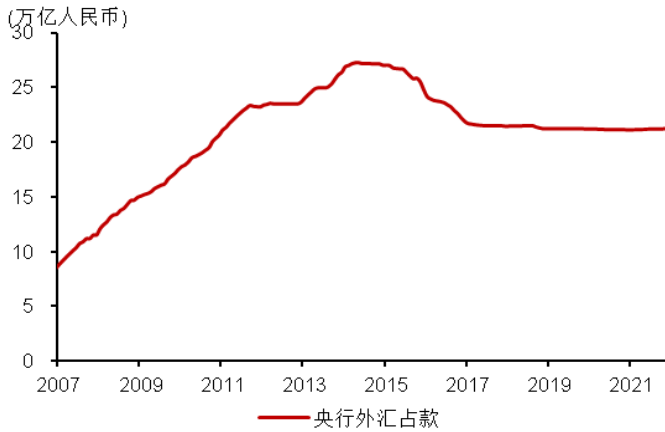
美元/人民币汇率与利差变动高度相关，反映市场对美国和中国经济相对强弱变化的预期。当美国经济相对中国经济走强时，美国相对中国货币政策预期更紧，美中利差扩大，美元兑人民币升值；反之，美中利差下降，美元兑人民币贬值。2017 年以来，中国央行持有的外汇占款趋于稳定，显示央行基本退出直接外汇干预，当汇率单边变动持续过长有失衡风险时，央行会通过口头干预、中间价指引、调整外汇存款准备金、调期交易委托大行入市等方式引导市场预期，人民币汇率更加富有弹性。

2021年以来人民币兑美元表现强于中美经济基本面和利差变化。2021年以来美国经济加速修复，而中国经济修复见顶放缓，中美3个月利差从2021年2月末的2.65个百分点降至2022年1月末的2.15个百分点，缩窄50个基点，但在此期间人民币对美元升值1.5%。可能的解释是中国巨额贸易顺差和债券市场开放带来了大量外汇流入，在2022年1月新兴市场因美联储加快收紧政策而动荡之际，中国债券市场仍吸引外国投资净流入90亿美元。

未来人民币可能转弱

随着美联储开始加速加息而中国利率保持平稳，中美利差可能加速收窄，人民币兑美元可能由强转弱。如果今年美联储加息4次，那么中美3个月利差可能下降1个百分点左右。利差变化的背后是2022年中美两国名义GDP增速差可能达到近年来新低。但从中期来看，中国在此轮疫情冲击后率先修复占得先机，先行收紧政策，资产市场和实体经济先行调整，而美国政策刚开始收紧政策，资产市场正在调整，实体经济二次探底还未开始，这可能限制美元兑人民币升值的空间。

图 50: 2017 年以来中国央行已退出直接外汇干预



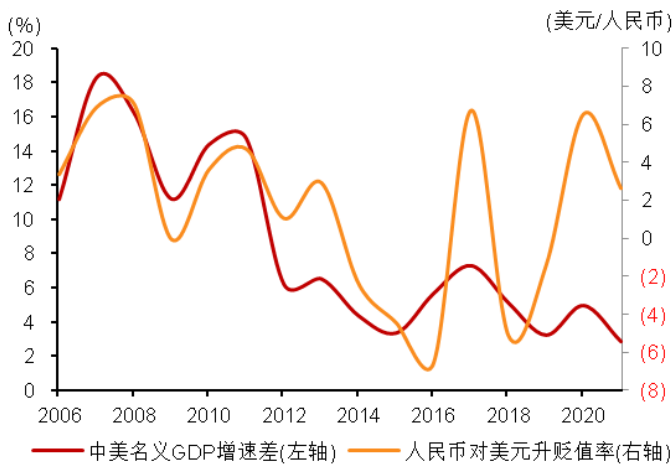
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 51: 美元/人民币汇率与两国利差变化相关



资料来源: Wind, CMBIS

图 52: 两国汇率和利差反映经济相对强弱



资料来源: Wind, CMBIS

图 53: 中国经历外汇流入



资料来源: Wind, CMBIS

4. 股票市场

A股对中国央行降息反应平淡，市场信心依然疲弱，投资者仍担心宽信用效果不定等四个主要问题。目前仍处于货币流动性—>信贷市场—>实体经济传导路径的第一阶段，处于第二阶段核心的信用扩张仍不充分。今年2、3月份社会融资和新增贷款情况是观察宽信用效果的重要指标，也对A股市场具有重要影响。

市场信心依然较弱

A股市场对1月央行降息和刘国强副行长在新闻发布会上的公开喊话反应平淡，沪深300指数1月下跌6.2%，融资余额和新基金发行明显下滑，显示投资者信心依然较弱。

目前投资者主要担心四个问题：（1）房地产下行尚未见底，房地产上下游实体经济和信贷需求疲弱，宽松流动性（宽货币）能否推动信用扩张重启（宽信用）仍需观察。（2）疫情反复和防疫管控抑制人流和经济活动，就业、收入和信心受到较大影响，经济何时重启仍不确定。（3）经济决策者提出以经济建设为中心、把稳增长放在更加突出位置、防止合成谬误等值得振奋的政策导向，但目标更加多元（控疫情、防风险、低碳环保、共同富裕等）情况下，政策执行层面似乎还存在一些掣肘。（4）美联储加快收紧政策引发美元流动性紧缩和全球市场动荡，1月A股通北上资金净流入同比下降58%，中国政策宽松力度仍不确定，能否对冲美联储政策紧缩效应仍需观察。

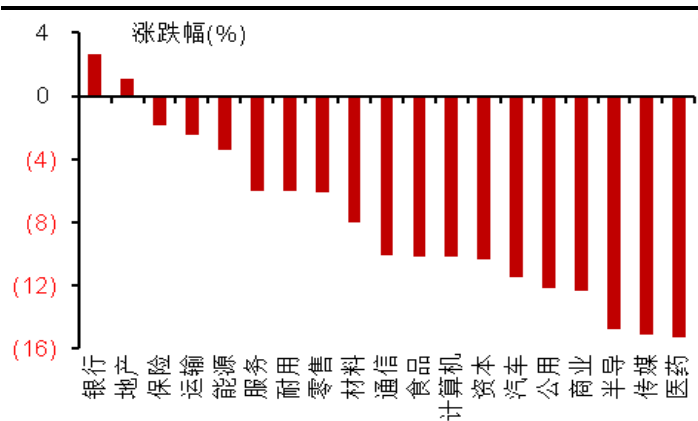
静待政策氛围进一步好转与宽信用实际效果

从货币政策传导路径来看，货币流动性—>信贷市场—>实体经济，目前仍处于第一阶段，因房地产压力、疫情反复和广义财政扩张不足，处于第二阶段核心的信用扩张仍不充分。

从1月份A股各行业表现来看，银行、地产和保险相对表现较好，受益于货币流动性宽松和信用风险下降预期，因信用扩张不足，下游汽车、资本品、耐用消费等表现较弱，医药行业因面临新集采风险而领跌，半导体、计算机等行业因过去两年涨幅较大也大幅下跌。

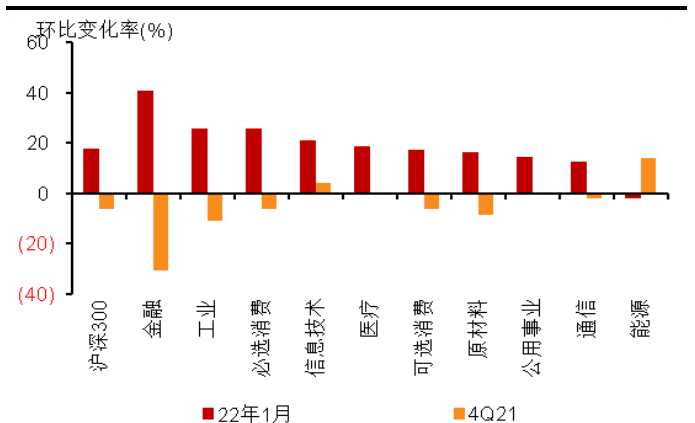
预计未来将有更多政策部门向市场喊话，政策氛围将进一步好转，而今年2、3月份社会融资和新增贷款情况将是观察评估宽信用实际效果的重要指标，也将对A股市场表现具有重要影响。

图 54: 1月A股中证800行业指数涨跌幅



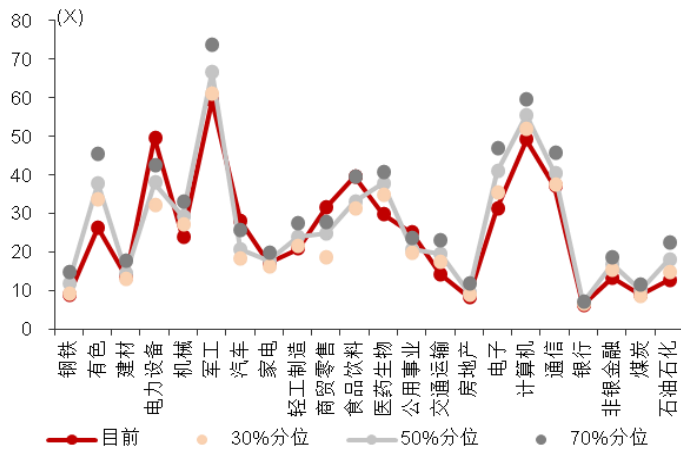
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 55: 沪深300行业指数EPS预测环比变化率



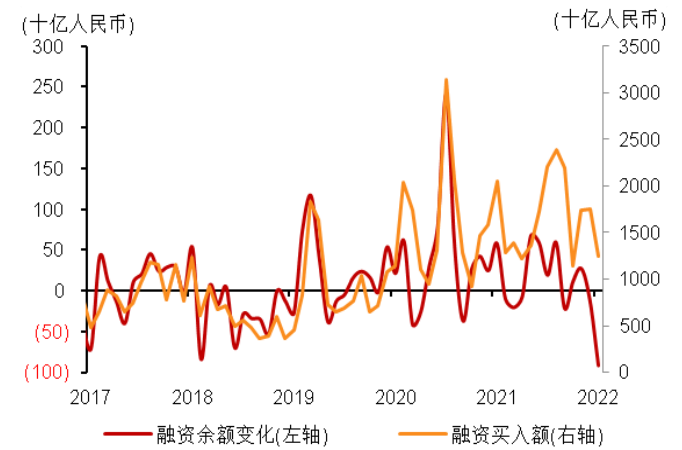
资料来源: Wind, CMBIS

图 56: A 股各行业静态 PE 及过去 5 年历史分位值



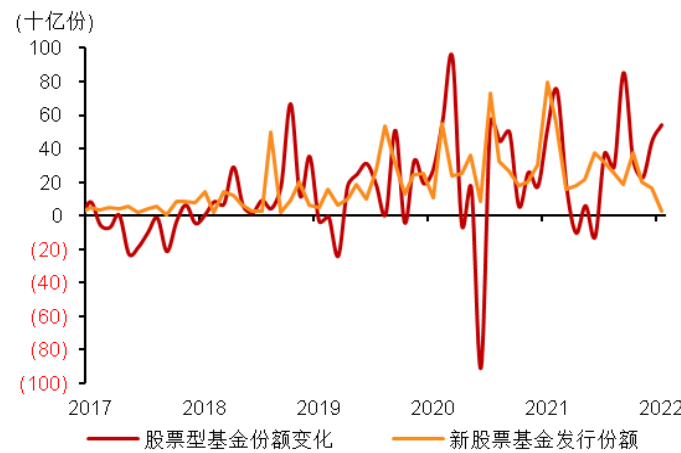
资料来源: Wind, CMBIS

图 57: 中国 A 股融资余额变化及融资买入额



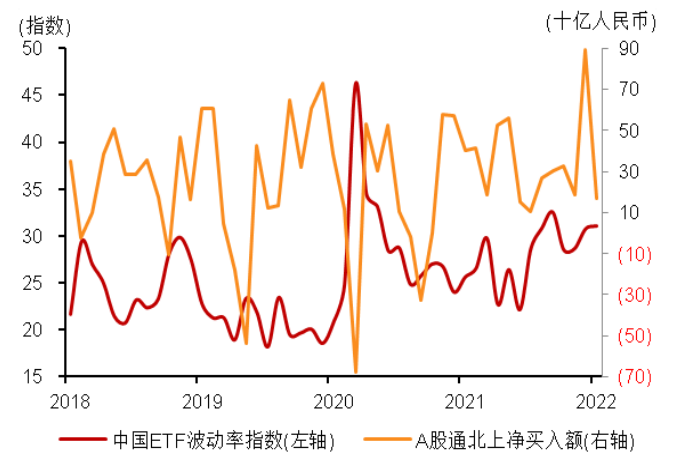
资料来源: Wind, CMBIS

图 58: 中国股票基金变化与新股票基金发行份额



资料来源: Wind, CMBIS

图 59: 中国 ETF 波动率与 A 股通北上净买入



资料来源: Wind, CMBIS

三、香港市场

1. 货币市场

由于美元联系汇率制度，港币利率将随美元升息而上升。在中美货币政策分化情况下，内地货币宽松能够降低港币利率追随美元利率上升的幅度或延缓港币追随美元升息的步伐，但港币利率周期仍受美元利率周期的决定性影响。

港币利率将随美元升息而上升

由于美元联系汇率制度，港币利率主要随美元利率变动，通过利率调整来保持港币兑美元汇率稳定。美元利率上升将吸引资金从持有港币转为持有美元，港币汇率转弱，银行港币结余下降，当触及弱方兑换保证时金管局将入市买入港币沽出美元，银行港币结余和外汇储备均会下降，港币流动性供应减少，港币利率将开始上升，直至重新恢复资本流动平衡。

在美元联系汇率制度下，通过观察港币汇率强弱和银行总结余变化，可以判断香港资本流动情况。一般情况下，港币走弱伴随银行总结余下降，意味着资本流出，当港币不断触及弱方兑换保证需要金管局沽出美元时，则意味着显著资本流出；港币走强伴随银行总结余上升，意味着资本流入，当港币不断触及强方兑换保证需要金管局买入美元时，则意味着显著资本流入。

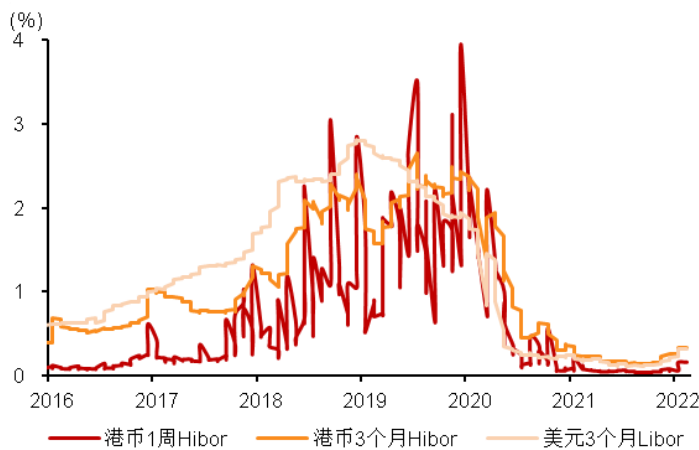
受美元升息预期影响，港币利率已有上升压力，未来随着美元加速升息，港币利率将逐步抬升。港币期限较长利率因包含未来升息预期而率先上升，如港币3个月Hibor和12个月Hibor分别从去年10月末的0.15%和0.44%升至今年1月末的0.33%和0.72%。

中国货币宽松或部分对冲美元升息影响

由于内地资金在香港市场占比日益提升，中国内地货币政策对香港市场的影响也在上升。当中美货币政策分化时，内地货币宽松可以部分对冲美元升息的影响，表现为降低港币利率追随美元利率上升的幅度或延缓港币追随美元升息的步伐。

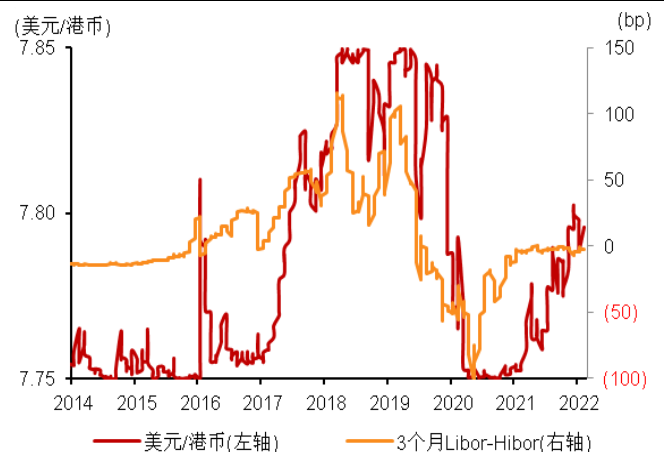
但港币利率周期仍受美元利率周期的决定性影响，因美元联系汇率机制主导性作用、内地货币政策影响为外溢效应以及内地资金在香港市场占比仍不到30%。以2015-2018年美元加息周期为例，2015年12月美联储首次加息后，港币利率并未显著上升，除了本地因素，还有一个重要因素可能是当时内地实施极为宽松货币政策，内地充裕流动性和外汇流出对香港货币市场产生了溢出效应，直至2016年上半年港币利率逐渐追上美元利率。

图 60: 港币 Hibor 与美元 Libor



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 61: 美元-港币汇率与利差



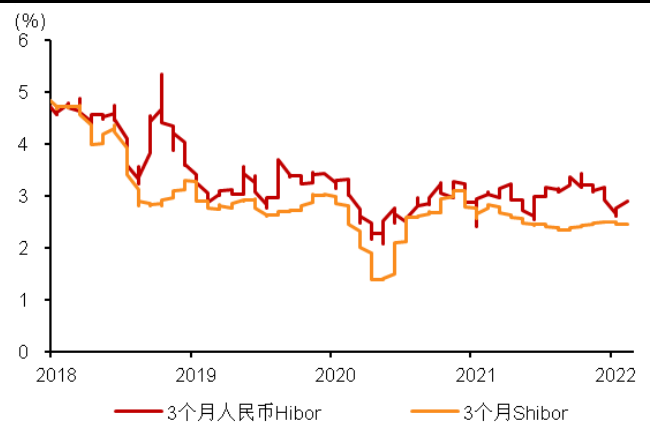
资料来源: Wind, CMBIS

图 62: 香港银行总结余与外汇储备变动



资料来源: Wind, CMBIS

图 63: 在岸与离岸人民币利率



资料来源: Wind, CMBIS

2. 股票市场

2022 年以来港股面对美联储政策紧缩冲击相对表现较好, 因港股过去三年落后全球、估值处于历史低位, 且中国内地政策风险已在去年释放, 今年全面向好。港股市场短期内仍受到美联储政策紧缩和内地经济疲弱的压制, 但随着内地政策向好、经济见底企稳和低估值优势显现, 港股具备明显修复空间, 全年相对表现料超越全球同业。

行业涨跌分化

分行业来看, 1 月能源、电信、综合、金融、地产及建筑五大板块相对表现较好, 分别上涨 10.5%、10.1%、9%、7.6%和 5.2%, 受益于能源价格上涨、估值低和分红率高、中国内地流动性宽松和房地产信用风险下降。但医疗、可选消费、公用事业和工业表现较差, 分别下跌 15.1%、11.1%、7.7%和 7.3%, 因新集采政策风险、信用扩张受阻和消费信心疲弱、煤价上涨等因素。

从 EPS 预测环比调整来看，恒生指数 EPS 预测经历去年第四季度环比下降后，今年 1 月环比显著上升，其中能源、原材料、工业、金融、电信和必选消费环比升幅最大。从估值来看，恒生指数和大部分行业的预测 PE 均低于过去四年 30% 的历史分位值。

四大影响因素

港股市场是以美元准美元资金为主、交易中国内地资产的离岸市场，美国货币政策决定港股市场资金流动性，而中国内地经济和政策周期决定港股盈利基本面前景。

未来一段时期，影响港股表现四大因素如下：

第一，美联储加速收紧货币政策，将引发国际市场波动率上升并吸引美元资金回流，对港股市场流动性具有负面影响。

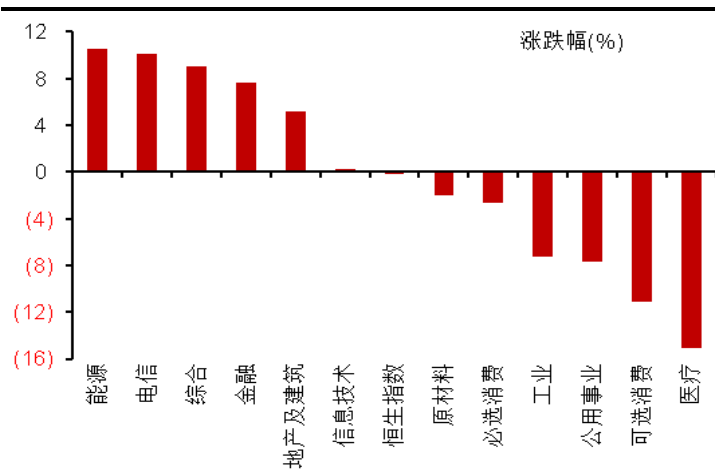
第二，中国内地货币政策、财政政策和行业政策逐步宽松，可以部分对冲美联储政策紧缩对港股影响，消除去年杀港股估值的内地政策风险，并有助于改善港股盈利基本面前景。

第三，中国内地经济仍在底部，短期为港股盈利基本面带来压力。在未来内地经济企稳后，港股盈利基本面前景将有所改善。

第四，港股估值处于历史低位，是抵御美联储政策紧缩和外部冲击的重要安全垫。

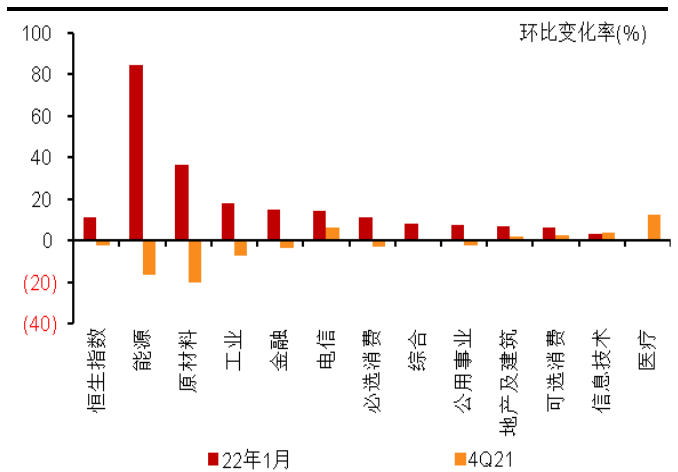
综合来看，港股市场短期内仍受到第一和第三个因素压制，但随着第二个因素不断增强、第三个因素向正面转化和第四个因素持续作用，港股具有一定修复空间，全年相对表现料将超越同业。

图 64: 1 月恒生行业指数环比涨跌幅



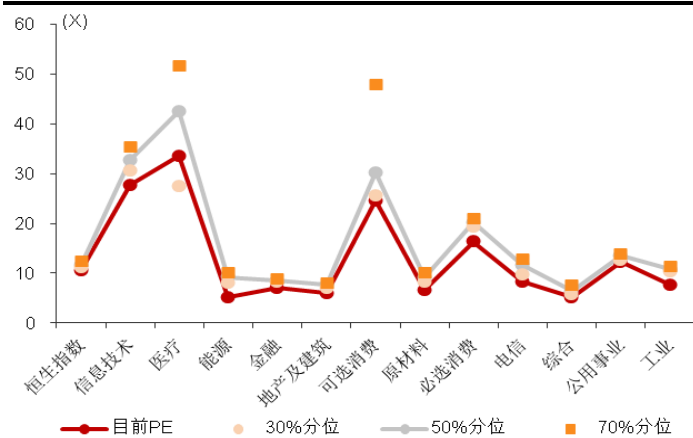
资料来源：Wind, CMBIS

图 65: 1 月恒生行业指数 EPS 预测环比变化率



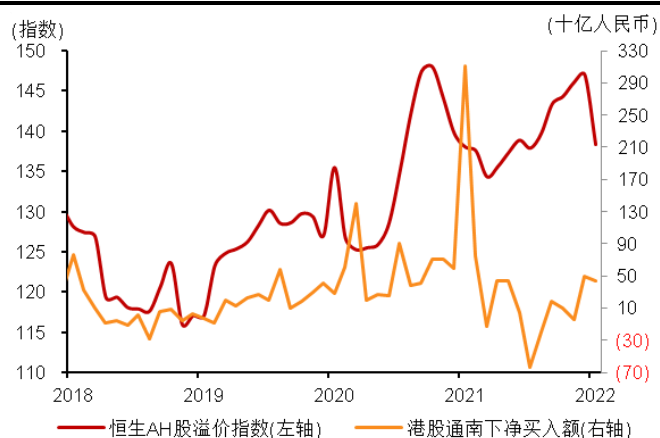
资料来源：Bloomberg, CMBIS

图 66: 恒生行业指数一致预测 PE 与 4 年历史分位值



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 67: 恒生 AH 溢价指数与港股通南下净买入额



资料来源: Wind, CMBIS

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。

招银国际证券投资评级

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。