

全球市场观察

俄乌冲突推升近期滞胀与远期衰退风险

俄乌冲突及美欧对俄制裁大幅推升大宗商品价格，打击金融市场与实体部门信心，增加近期滞胀与远期衰退风险。欧洲经济承受最大压力，欧央行面临抉择，中美经济也将承受一定溢出影响。欧元仍有明显下行空间，G2 货币或延续偏强。避险情绪居高和衰退风险上升仍将压制股票等风险资产表现，大宗商品或先升后降。

国际市场

- **货币市场**：美联储和白宫面临控通胀政治压力，劳工供应出现积极变化。俄乌冲突不改美联储近期加息路径，但降低远期加息和缩表空间。欧洲最先面临近期滞胀与远期衰退风险，欧央行面临艰难抉择或逐步偏向后者。
- **债券市场**：美国短期利率上升，但长期利率下降，反应近期通胀压力和远期衰退风险同时上升。俄罗斯与部分欧洲国家债务风险引发关注。
- **外汇市场**：俄乌冲突将重挫欧洲经济，欧元对美元或 20 年来首次跌破平价。美国经济将放缓但相对欧洲优势料将扩大，美欧货币政策或再度分化。加元和澳元受益于大宗商品牛市短期偏强，新兴市场货币走弱但将分化。
- **股票市场**：俄乌冲突冲击股市，通过信心渠道、避险情绪、商品通胀和衰退风险影响市场，对俄股市冲击最大，其次是欧洲股市，最后是美国和亚太股市。美欧是否将制裁扩大至俄罗斯能源部门将决定大宗商品顶部和股市底部。
- **大宗商品**：大宗商品或先升后降。如果俄乌冲突和美欧对俄制裁升级，那么能源和农产品价格仍有上升空间。大宗商品价格暴涨带来经济近期滞胀，但滞胀之后将是经济衰退风险，经济衰退风险将推动大宗商品价格重新下行。

中国市场

- **货币市场**：流动性基本平稳，仍有降准空间。由于内需依然疲弱、地产大幅下滑、信用扩张受阻和人民币汇率走强，降息可能性上升。
- **债券市场**：国债收益率有所反弹，市场预期“两会”后政策宽松力度加大，经济见底可能性上升。信用利差进一步下降，但国企信用利差降幅更明显。债券融资回落，但料将反弹并引领社会融资规模扩张。
- **外汇市场**：人民币汇率强于中美利差变化，俄乌冲突推升避险情绪却未人民币强势，显示欧洲动荡之际中国成为部分避险资金的选择。中美短期利差仍有下降空间，但中国经济企稳与美国经济放缓预期将支撑人民币基本平稳。
- **股票市场**：A 股随全球股市下跌但跌幅相对较小，因前期下跌较多及国内政策宽松预期。全球近期滞胀和远期衰退风险也将压制 A 股，但“两会”释放政策向好信号和经济逐步企稳预期将提供重要支撑，利好基建、地产与服务消费。

香港市场

- **货币市场**：港币利率将随美元升息而上升，期限较长利率率先攀升。近期港币汇率走弱但仍在强弱兑换保证水平中间位置，银行总结余和外汇储备小幅下降，显示在美元加息预期和俄乌冲突背景下存在资本流出，但压力依然可控。
- **股票市场**：俄乌冲突冲击港股市场，科技、可选消费和医疗跌幅居前。俄乌冲突及全球衰退风险仍将压制港股表现，但中国内地政策向好、经济见底预期和低估优势将对港股提供重要支撑，港股全年表现料超越欧美同业。

叶丙南

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

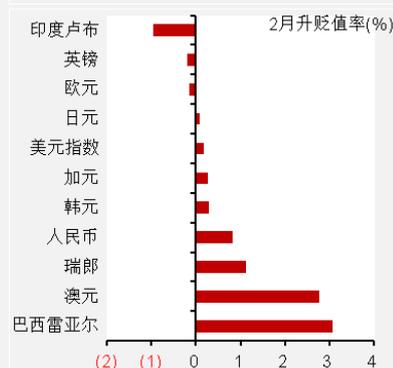
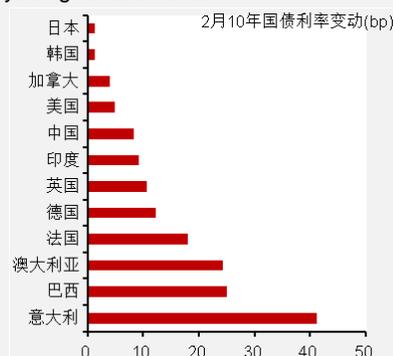


图 1: 全球市场年度表现

(%)	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				4.96	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/贬值率)	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	-9.2
	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	-17.6
	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	-15.3
	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	-5.4
	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	0.8
	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	-4.5
	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	-9.7
	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	-9.0
	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	-6.4
	印度 SENSEX30	-24.6	25.7	9.0	29.9	-5.0	1.9	27.9	5.9	14.4	15.8	22.0	-6.7
	巴西 IBOVESPA	-18.1	7.4	-15.5	-2.9	-13.3	38.9	26.9	15.0	31.6	2.9	-11.9	9.2
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	29.1
	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	51.5
	ICE 煤碳	-11.4	-17.7	-10.8	-18.3	-27.4	87.7	5.1	-9.1	-37.3	27.7	73.9	254.2
	LME 铜	-22.0	5.1	-7.2	-14.8	-25.4	17.6	31.7	-18.6	4.3	25.7	25.8	8.7
	LME 铝	-18.8	2.5	-12.9	3.3	-19.3	12.5	34.2	-18.2	-2.7	9.8	42.0	36.5
	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	13.6
	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	57.0
	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	23.7
	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	5.8
	比特币						48.0	1324.2	-73.4	94.1	304.6	59.4	-8.1

资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

目录

一、国际市场	4
1. 货币市场	4
国际货币流动性趋紧	4
俄乌冲突增加欧洲近期滞胀和远期衰退风险	4
2. 债券市场	7
美债收益率曲线平坦化隐含远期经济下行风险	7
俄罗斯与部分欧洲国家债务风险	7
3. 外汇市场	10
欧元对美元或跌破平价	10
新兴市场货币走弱但仍分化	10
4. 股票市场	11
俄乌冲突重创全球股市	11
近期滞胀与远期衰退风险仍将压制市场	12
5. 大宗商品	14
二、中国市场	16
1. 货币市场	16
货币市场利率平稳	16
仍有降准降息空间	16
2. 债券市场	17
国债收益率小幅反弹	17
信用利差进一步下降，债券融资回落但料将反弹	18
3. 外汇市场	19
人民币汇率走强	19
未来人民币将相对平稳	19
4. 股票市场	20
俄乌冲突对A股市场影响	20
国内政策持续向好与宽信用逐步发力	21
三、香港市场	23
1. 货币市场	23
港币利率随美元利率上升	23
香港面临资本流出但压力依然可控	23
2. 股票市场	24
行业涨跌情况	24
未来表现	25

一、国际市场

1. 货币市场

俄乌冲突加剧近期商品通胀压力，但增加了远期衰退风险，不会改变美联储近期加息路径，但降低了远期加息和缩表的空间。进入二季度后，美国通胀是否趋势性下行及下行速度仍是决定美联储紧缩步伐的关键因素。欧洲央行面临更加艰难抉择，因欧洲经济近期滞胀和远期衰退风险远大于美国。

国际货币流动性趋紧

国际货币流动性开始逐步收紧，预计美联储3月如期加息25个基点，但受俄乌冲突影响，市场对远期衰退的担心上升，全年加息次数预期由俄乌冲突之前的7次降至5次。3月初美联储主席鲍威尔在国会作证时表示，俄乌冲突为美国经济注入不确定性，但在3月政策会议上提高联邦基金利率目标是合适的，因通胀远超2%的政策目标而劳动力市场非常紧张。鲍威尔维持之前缩表指引，认为在加息过程开始后将开始缩表，缩表将以调整本金再投资规模这种可预测方式进行。

美联储面临控制通胀的政治压力。美国劳动力供应紧张、薪酬快速上涨和供应链瓶颈比预期更加严重，价格上涨已扩展到更广泛的商品和服务价格。美国1月核心PCE通胀再创新高达到5.2%，俄乌冲突导致能源价格暴涨，推动10年盈亏平衡通胀率（通胀预期）从2月的2.5%上升至3月初的2.7%。2月新增非农就业大幅超预期，达到2021年7月以来新高，失业率降至3.8%，显示劳动力市场依然紧张。企业职位空缺率居高，薪资水平大幅上涨，增加短期通胀，但这是恢复劳动力供求再平衡必要一步。随着育儿税收减免政策在1月结束，疫情期间财政刺激基本到期，加上薪资持续上涨，潜在劳动力重返岗位的可能性在增加，劳动参与率在1月已开始明显改善，不过未来仍需观察劳动参与率和职位空缺率改善速度。预计美国PCE通胀在第二季度以后逐步下行，但下行幅度存在不确定性，俄乌冲突进一步增加了这种不确定性。

美国白宫也面临通胀带来的政治压力，食品、能源和房租价格的暴涨打击美国民众对拜登的支持率。拜登在3月初发布任内首次国情咨文演讲，提到控制物价是政府目前的首要任务。由于俄罗斯是全球重要的能源出口国，美国政府目前制裁俄罗斯经贸活动和金融机构时仍力求避免影响俄罗斯的能源贸易，但如果目前制裁不能结束俄乌冲突，那么美国政府可能面临扩大制裁范围的压力，这将为全球能源价格和美国通胀注入新的上涨动力。

俄乌冲突短期推升大宗商品价格，引发国际资本从欧洲大陆流向美国，加拿大、澳大利亚、美国和英国将率先开启加息周期。3月2日加拿大央行率先加息，将基准利率由0.25%提升至0.5%，这是加拿大央行自2018年10月以来的首次加息。预计未来美国、澳大利亚和英国也将先后启动加息。

俄乌冲突增加欧洲近期滞胀和远期衰退风险

俄乌地区是全球石油、天然气、谷物、金属、化肥、稀有气体等商品的重要出口地，也是欧洲上述商品最重要的进口来源地。2021年俄罗斯在全球原油和天然气出口中的份额分别达到11.3%和16.2%，在欧盟原油和天然气进口中的份额分别达到27%和35%。俄乌地

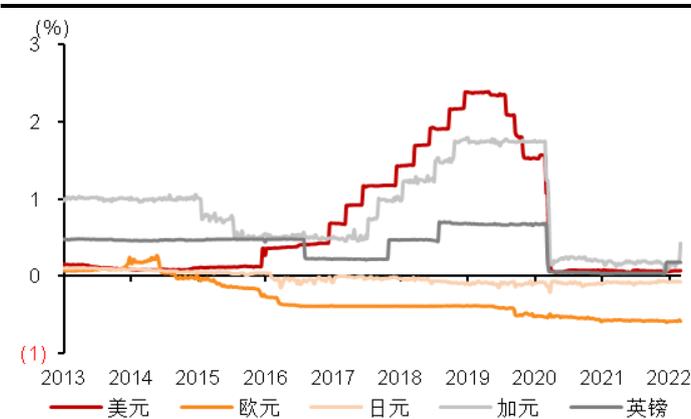
区在全球小麦和玉米出口中分别占据 26% 和 20% 的份额，在欧盟小麦和玉米进口中的份额分别达到 30% 和 50%。俄罗斯在全球镍、钨、铝和铂的出口中分别占据 49%、42%、26% 和 13% 的市场份额，也是重要的钢铁和铜出口国，钨是制造传感器、内存所需的重要金属。俄罗斯是全球最大氮肥出口国、第二大钾肥出口国、第三大磷肥出口国，乌克兰也是重要的氮肥生产国，天然气是生产氮肥主要原料，俄罗斯的天然气供应也影响全球尤其是欧洲地区化肥产业。俄乌地区是氦、氖和氙等稀有气体的重要产地，俄罗斯进行粗气分离，乌克兰负责精制后出口，乌克兰供应了全球 70% 的氦、40% 的氖和 30% 的氙，这三种气体是制造芯片的材料。

美欧对俄罗斯实施制裁时面临一个两难，如果把俄罗斯能源部门列入制裁范围，那么将推升美欧商品价格和通胀水平，增加远期衰退风险，但如果把俄罗斯能源部门排除制裁范围，那么对俄罗斯施加的压力就不能做到最大化。目前处于俄罗斯在乌克兰军事战争与美欧对俄经贸金融制裁之间较量阶段，如果俄罗斯能够快速在乌取得军事胜利，或者美欧对俄制裁能够很快取得效果，那么剧烈俄乌冲突的政治解决会更进一步。如果乌克兰抵抗俄罗斯的力量越强，或者俄罗斯抵御美欧制裁的力量越强，那么双方边谈边施压阶段持续时间也会更长，俄乌冲突导致欧洲近期滞胀和远期衰退的风险也越高。

俄乌冲突将增加欧洲近期滞胀和远期衰退风险。能源短缺、成本上升、供应链扰乱和信心冲击将增加通胀并打击需求。据欧洲央行估计，天然气供应每短缺 10%，将降低欧元区 GDP 增速 0.7 个百分点。俄乌冲突导致欧洲安全形势恶化和金融市场动荡，打击私人部门信心和企业资本支出，由于欧洲与俄罗斯经贸投资联系紧密，对俄制裁也对欧洲企业经营产生负面影响。与俄罗斯经贸投资联系紧密、对俄罗斯能源供应依赖度较高的部分东欧国家、德国、意大利等出现衰退的风险较高。由于欧洲与美国、中国之间经贸投资联系紧密，如果欧洲远期出现衰退，那么也将对中美经济产生溢出效应，拖累中美经济增长步伐。

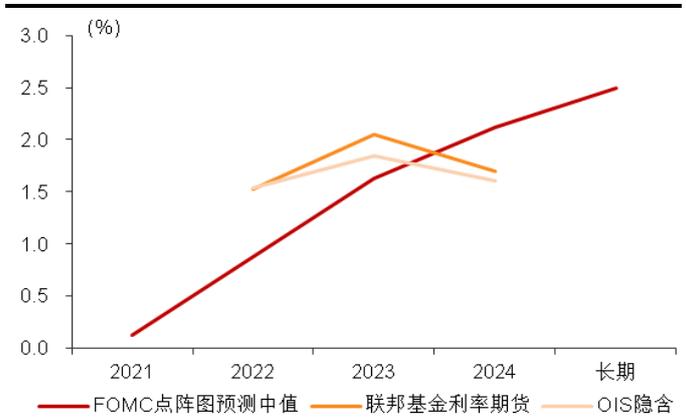
欧洲央行正在评估俄乌冲突对经济的影响，面临对抗当前高通胀与未来脆弱经济前景的两难，预计将推迟宽松政策退出，美欧货币政策前景可能分化。欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行将采取一切必要行动确保价格稳定和金融稳定。欧洲央行执委会成员 Panetta 表示，在改变政策立场方面将更加谨慎，以避免扼杀复苏。欧洲央行管委 Centeno 则称，通过工资增长而在欧元区形成螺旋式通胀的风险并不明确，甚至可能因俄乌冲突而减弱。

图 2: 国际货币隔夜/7 天拆借利率



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 3: 美联储和市场对美元加息路径预期



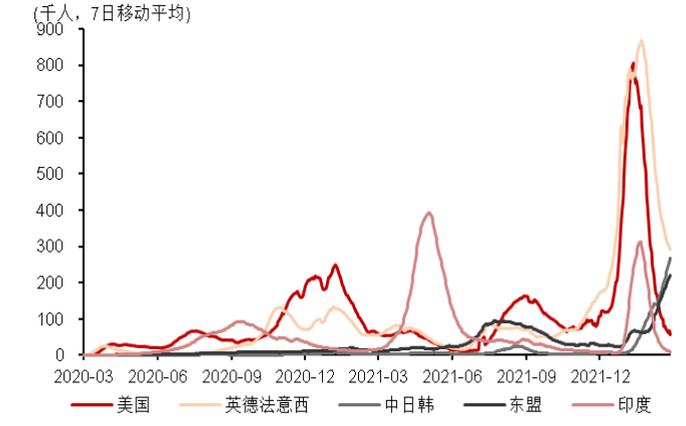
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 4: 2 年期国债收益率反映主要央行加息预期



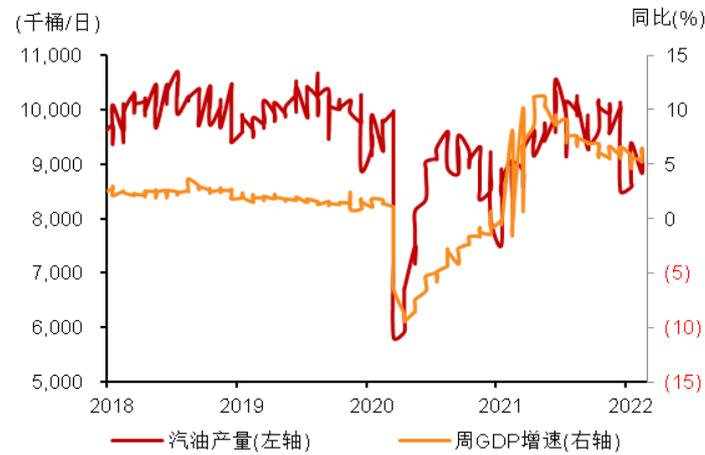
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 5: 主要经济体新冠肺炎新增病例数



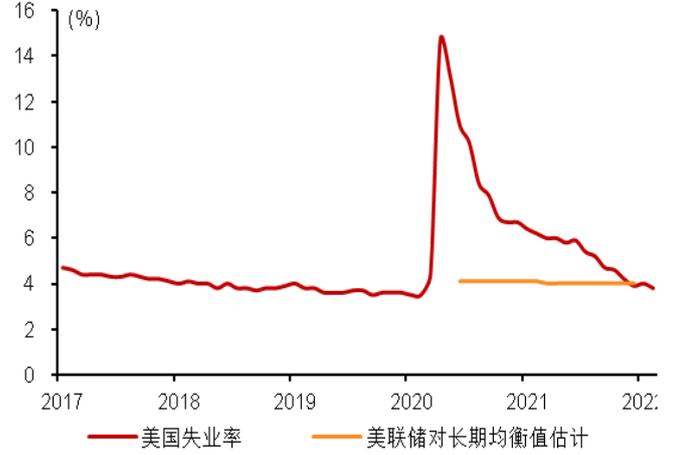
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 6: 美国经济从高位放缓



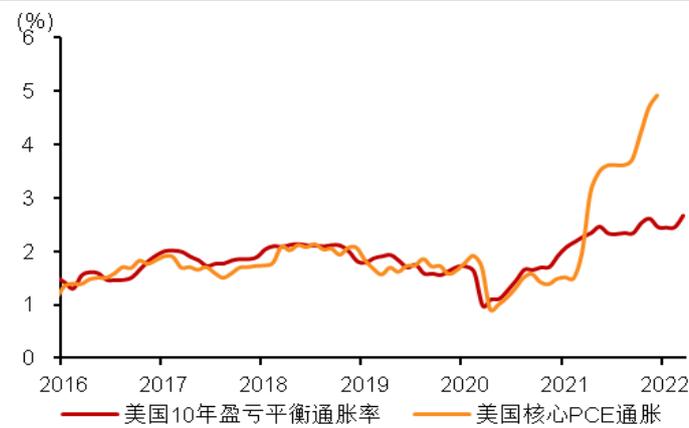
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 7: 美国失业率已降至长期均衡值以下



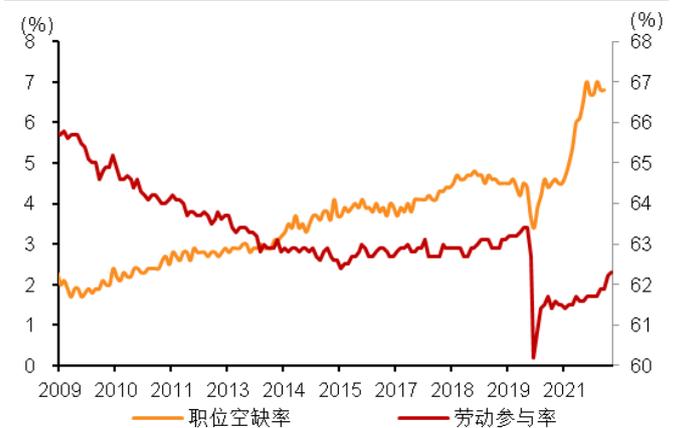
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 8: 美联储和白宫面临控制通胀的政治压力



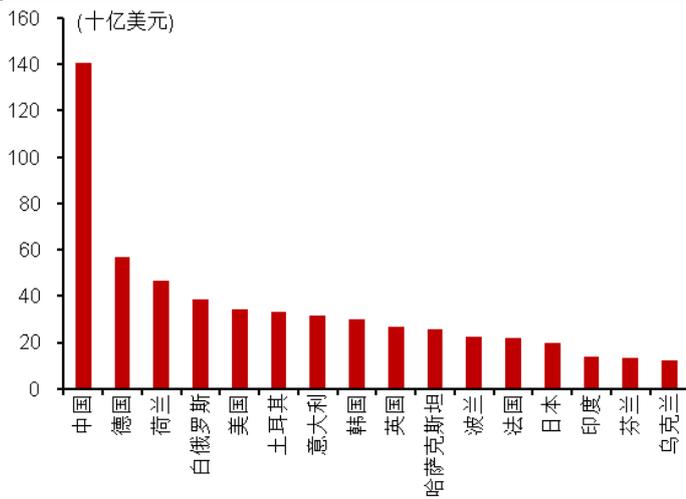
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 9: 美国劳工短缺



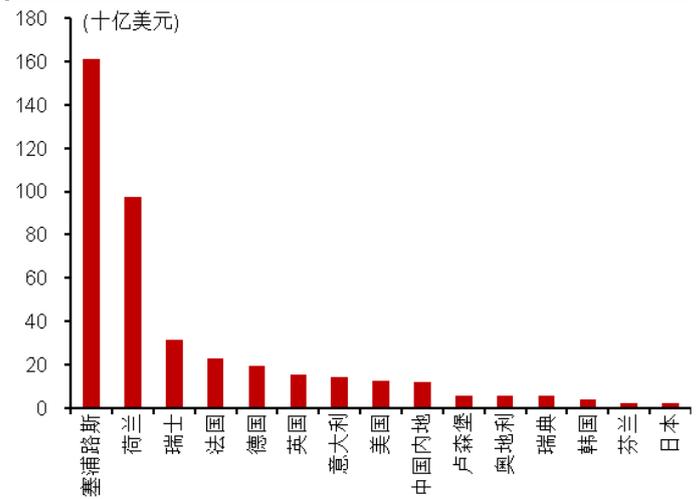
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 10: 俄罗斯与主要贸易伙伴贸易额



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 11: 主要经济对俄罗斯 FDI 存量



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

2. 债券市场

俄乌冲突推升全球市场避险情绪，美国长期国债利率有所回落，但大宗商品尤其是能源价格暴涨，推升了短中期国债利率。俄乌冲突增加近期滞胀和远期衰退风险，美国国债收益率曲线更加平坦化。俄乌冲突对美联储短期加息路径影响较小，但增加了中期加息空间和缩表进度的不确定性。

美债收益率曲线平坦化隐含远期经济下行风险

俄乌冲突通过扰乱供应链和打击信心增加了远期衰退的可能性，美国长期国债利率回落，收益率曲线有所平坦化。美国 10 年期国债利率由 2 月中旬的 1.91% 降至 3 月初的 1.74%，10 年期-3 个月期国债利差由 1 月末的 1.57 个百分点降至 3 月初的 1.4 个百分点。如果俄乌冲突持续，那么市场对远期经济衰退的担心将不断上升，长期利率可能进一步回落。

美联储近期加息路径不会受到俄乌冲突影响，随着加息开始，短期利率将不断抬升，但俄乌冲突和政策紧缩将增加远期经济衰退风险，长期利率上升空间受到抑制，国债收益率可能进一步平坦化，直至俄乌冲突问题得到解决或逐步淡化。

美国国债收益率曲线提供了市场对远期经济衰退风险的评估，在俄乌冲突带来巨大不确定性之际，值得投资者高度关注。即使没有俄乌冲突的不确定性，美国国债收益率曲线也可以用来评估美国经济对美联储政策紧缩周期的韧性。当政策紧缩达到某一个临界点，市场对经济衰退的担忧开始上升，收益率曲线将率先给出信号。正是基于此逻辑，纽约联邦储备银行依据 10 年期与 3 个月期国债利差，建立了预测未来 12 个月经济衰退概率的模型。

俄罗斯与部分欧洲国家债务风险

俄乌冲突及美欧对俄罗斯制裁将导致俄罗斯经济衰退，预计 GDP 从峰值到谷底降幅超过 10%，与 1998 年金融危机（GDP 从峰值到谷底下降 10% 左右）、2008 年金融危机（GDP 从峰值到谷底下降 11% 左右）和新冠疫情冲击（GDP 从峰值到谷底下降 9% 左右）相当。同时，俄罗斯外汇储备超过一半被冻结，央行、部分银行、机构和个人被列入制裁，俄罗

斯偿付债务的意愿和能力将大幅下降，债务违约风险大幅上升。近期国际评级机构标普全球将俄罗斯评级从“BB+”下调至“CCC-”，穆迪将俄罗斯的信用评级降至 Ca。按照穆迪历史数据，Ca 评级意味着平均收回面值的 35%-65%。

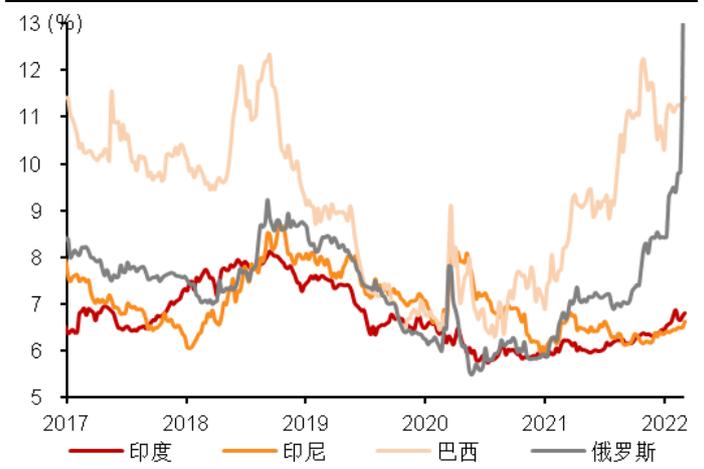
俄乌冲突及对俄制裁将严重拖累欧洲经济，与俄罗斯经贸投资联系紧密的部分欧洲国家可能陷入衰退，债务违约风险也将显著上升。从对俄贸易占比来看，立陶宛、保加利亚、爱沙尼亚和拉脱维亚对俄贸易占其全部贸易比重较高，意大利、法国和奥地利等欧洲国家银行对俄罗斯债权规模最大。更为重要的是，俄乌冲突将推升欧洲近期滞胀和远期衰退风险，导致部分欧洲经济体陷入衰退，并可能激化政治和社会矛盾，增加新一轮欧洲债务危机风险。

图 12: 四大经济体 10 年国债收益率



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 13: 新兴市场 10 年国债收益率



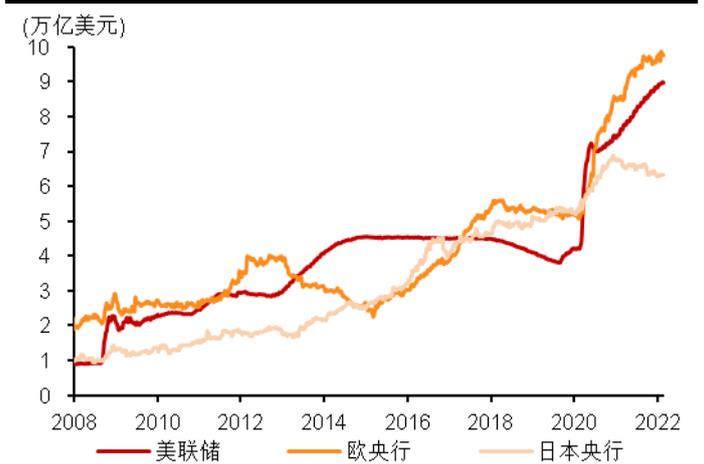
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 14: 美国 10 年国债收益率反映名义 GDP 潜在增速



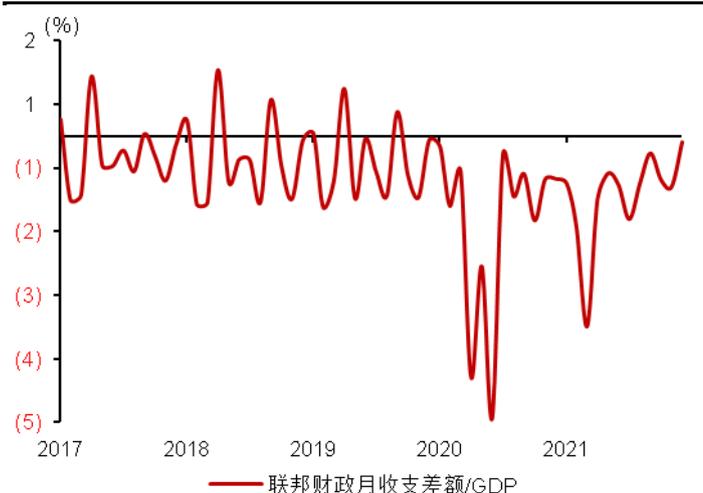
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 15: 三大央行资产负债表规模



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 16: 美国疫情期间财政刺激逐渐到期



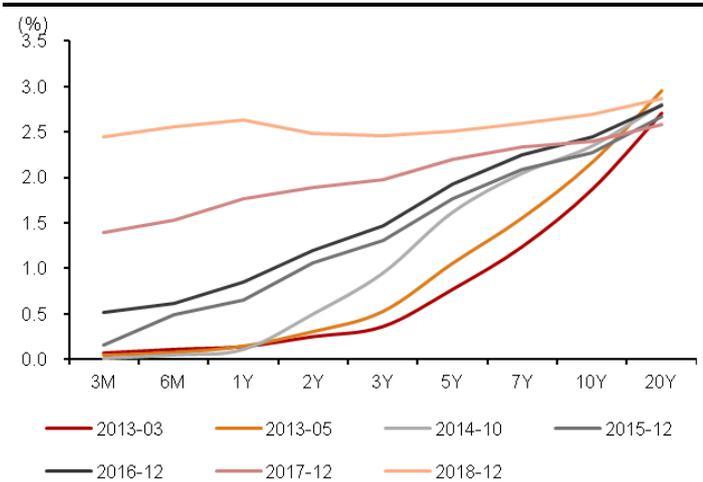
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 17: 四大经济体 M2 增速



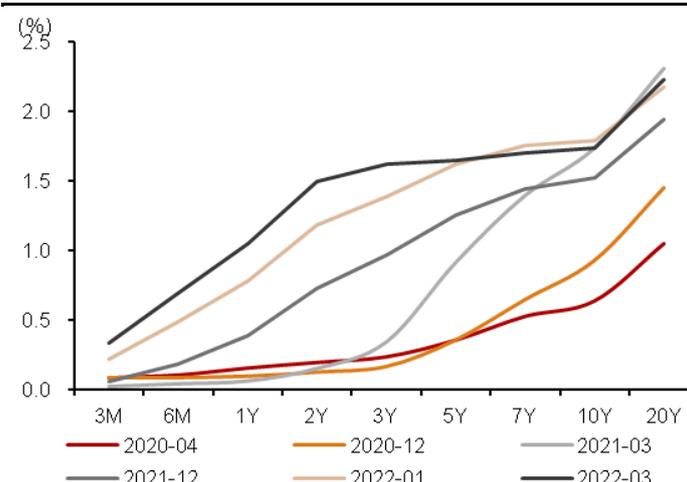
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 18: 美国上轮政策紧缩周期中国债收益率曲线变化



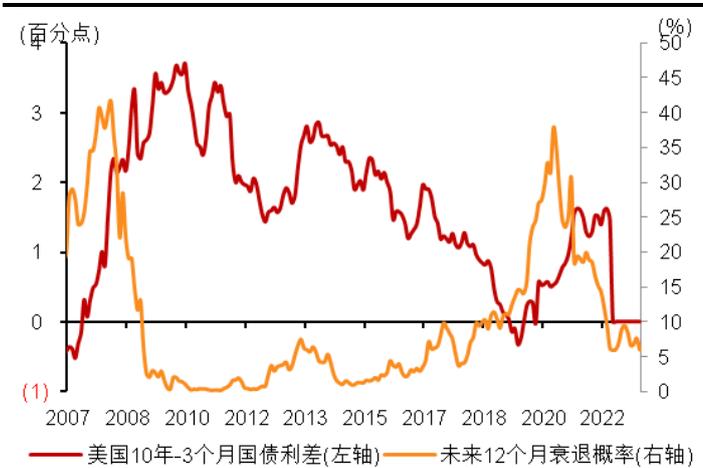
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 19: 美国本轮周期中国债收益率曲线变化



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 20: 美国国债期限利差反映未来经济周期



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 21: 美国私人部门融资成本



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

3. 外汇市场

俄乌冲突推升避险情绪，将重挫欧洲经济，欧洲央行在犹豫之后料将推迟宽松政策退出，甚至不排除加大一些宽松政策的支持，欧元对美元仍有贬值空间，可能出现 20 年来首次跌破平价情况。美国经济将有所放缓，但相对欧洲经济的优势进一步扩大，美欧货币政策分化将逐渐显现，支撑美元指数走强。加元和澳币受益于大宗商品价格上涨，短期可能偏强。新兴市场货币整体走弱但将分化。

欧元对美元或跌破平价

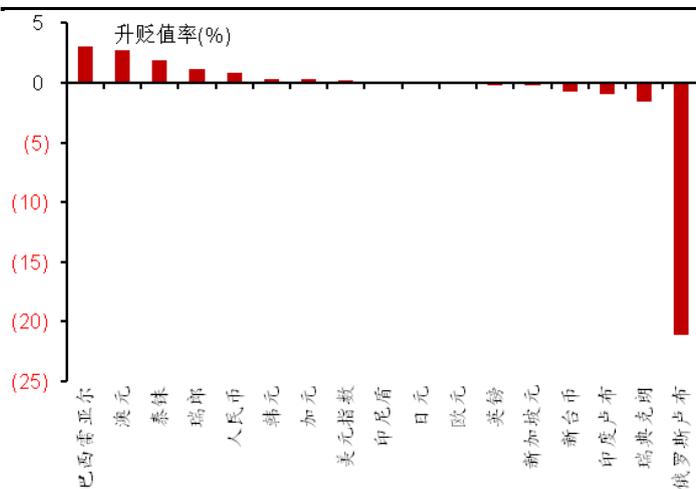
俄乌冲突及对俄制裁将对欧洲经济产生严重影响，欧洲央行和市场仍在关注短期通胀，因为大宗商品价格大幅上涨，经济活动尚未冷却，但随着成本上涨、供应链扰乱和信心冲击对总需求的打击，远期衰退风险逐渐上升。从更深远影响来看，俄乌冲突可能冷却俄罗斯与欧洲之间经贸投资往来，欧洲企业面临重构供应链、成本上升和效率下降问题，欧洲经济潜在增速将有所下降。欧洲央行最终需要站在对抗经济下行的前线，美欧货币政策可能出现分化。欧元对美元仍有下跌空间，可能 20 年来首次跌破平价。

新兴市场货币走弱但仍分化

大部分新兴市场经济体与俄乌的直接经贸投资联系较小，俄乌冲突对新兴市场经济体的影响主要有以下三个方面。一是俄乌冲突推升能源和农产品等大宗商品价格，依赖大宗商品出口的新兴市场国家将短期受益，但依赖大宗商品进口的新兴市场国家将受损；二是俄乌冲突推升全球市场避险情绪，可能引发新兴市场波动；三是欧洲经济衰退将影响新兴市场经济，尤其是与欧洲经贸联系紧密的经济体。

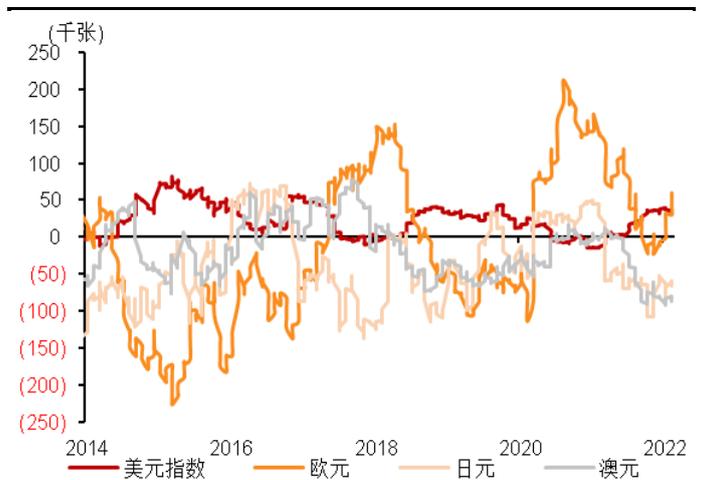
由于俄乌冲突推升全球市场避险情绪，新兴市场货币作为风险资产总体走弱。但新兴市场经济的疫后修复慢于发达国家，今年进入加速修复阶段，有助于对冲外部冲击的负面影响，所以在俄乌冲击下的风险状态低于 2013-2015 年。由于俄乌冲突对各个新兴市场经济体的影响存在较大差异，各个新兴市场经济修复进度也有很大不同，主要新兴市场货币的走势仍会有分化。

图 22: 1 月主要货币升贬值率



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

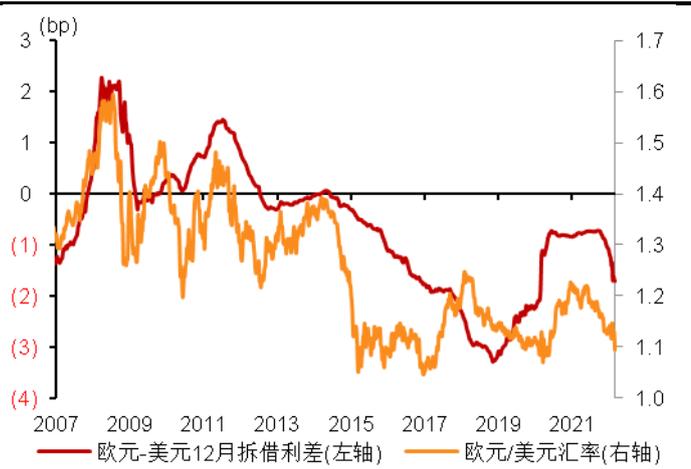
图 23: ICE 非商业净多头持仓量



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, 招银国际环球市场

图 24: 欧元-美元利差与汇率



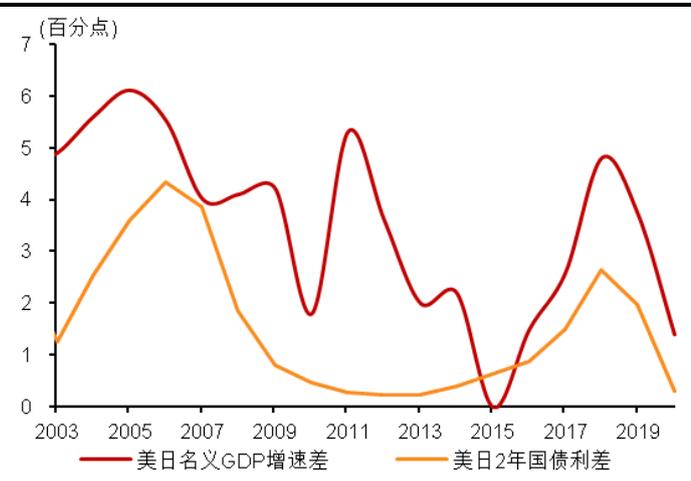
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 25: 英镑-美元利差与汇率



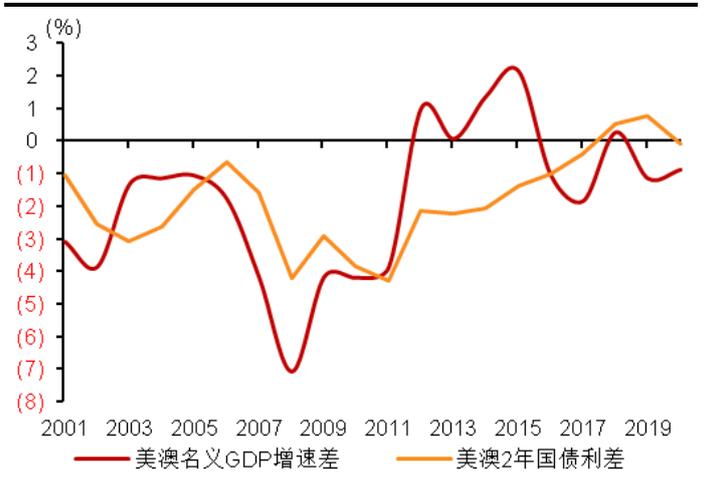
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 26: 美元-日元利差反映两国经济相对强弱



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 27: 美元-澳元利差反映两国经济相对强弱



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

4. 股票市场

俄乌冲突冲击全球股票市场，通过信心渠道、避险情绪、商品通胀和远期衰退风险影响股票市场，对俄罗斯股市冲击最大，其次是欧洲股市，最后是美国和亚太地区股市。随着美国对俄制裁可能升级，原油、天然气、煤炭价格跳涨，市场正在考虑上世纪 70 年代两次石油危机情景在当下重演的可能性。美欧是否将制裁扩大至俄罗斯能源部门将决定能源价格的顶部，很大程度上也将决定股票市场的底部。

俄乌冲突重创全球股市

俄乌冲突及对俄制裁对全球股市的影响经历了三个阶段。首先是信心和情绪冲击，避险情绪上升和资本回流安全资产打击全球股市，对俄制裁拖累欧美金融股大幅下跌，基本回吐年初因收益率曲线陡峭化预期推动的上涨。然后是商品通胀效应，俄乌冲突大幅推升能源和农产品价格，增加通胀和政策紧缩风险，科技股遭受冲击最大。最后是远期衰退的威胁，市场日益担心远期衰退风险，对经济周期比较敏感的部门承压最大。

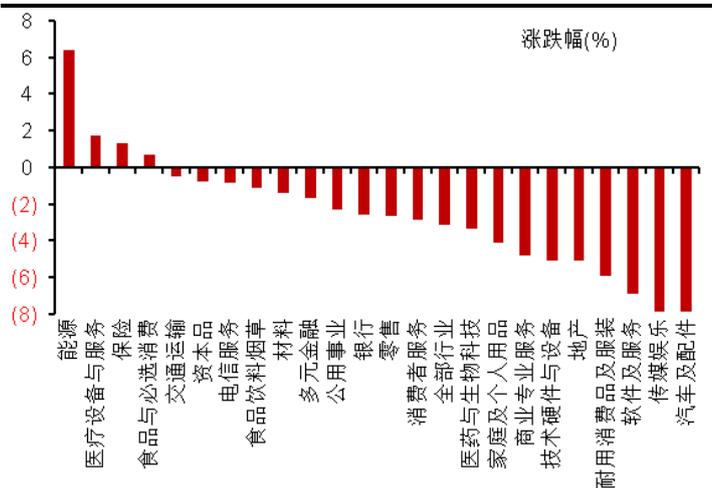
分市场来看，俄罗斯股市受制裁影响跌幅最大，其次是欧洲股市，最后是美国和亚太地区股市。据 EPFR 数据显示，俄乌冲突导致欧洲股市和金融股遭遇史上最大规模的资金流出，投资者转为持有现金。截至3月2日的一周内，欧洲股票基金流出 67 亿美元，金融股基金流出 35 亿美元，货币基金流入 463 亿美元，黄金基金流入 19 亿美元。

近期滞胀与远期衰退风险仍将压制市场

随着美国对俄制裁可能升级，原油、天然气、煤炭价格跳涨，市场正在考虑上世纪 70 年代两次石油危机情景在当下重演的可能性。美欧是否将制裁扩大至俄罗斯能源部门将决定能源价格的顶部，很大程度上也将决定股票市场的底部。

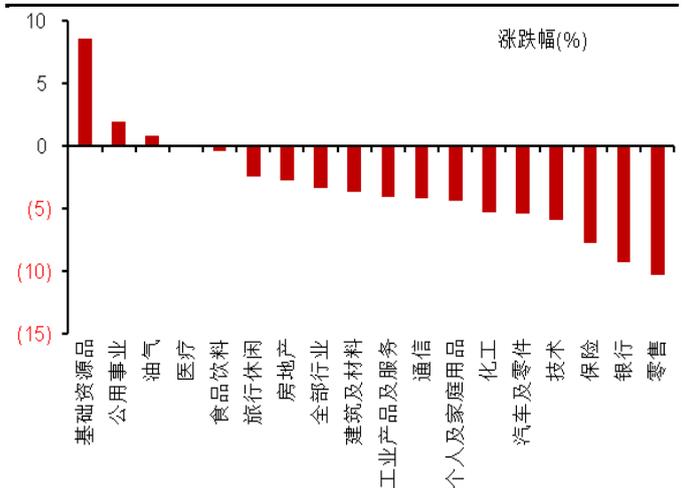
目前在俄乌军事战场和美欧对俄制裁的金融战场，双方互有输赢，俄乌谈判尚未取得实质性进展。如果冲突持续伴随制裁升级，那么近期滞胀和远期衰退风险将进一步上升，全球股市仍有下跌空间。从更长历史来看，美股估值依然较贵，如果近期滞胀和长期衰退风险不断上升，那么仍存在下跌风险。

图 28: 1 月美国标普 500 行业指数涨跌幅



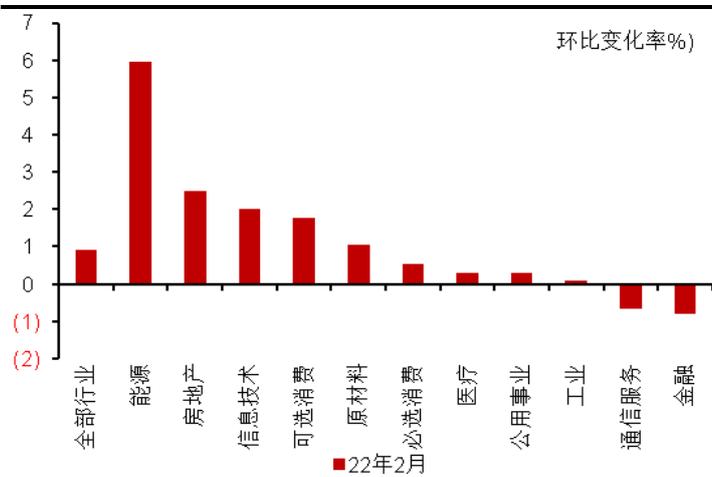
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 29: 1 月 Stoxx 欧洲 600 行业指数涨跌幅



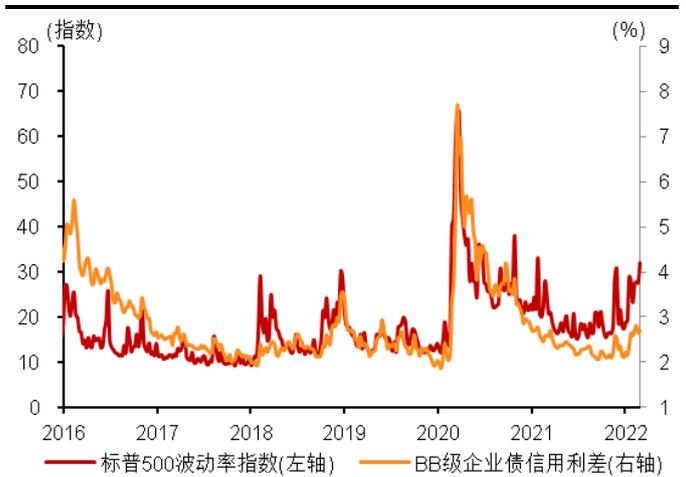
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 30: 美股主要行业 EPS 预测环比变化率



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 31: 美股波动率与美国高收益债利差



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

5. 大宗商品

俄乌冲突及美欧对俄制裁引发市场对能源、农产品和部分有色金属供应的担忧，原油、天然气、煤炭、小麦、镍等商品价格大幅上涨。如果俄乌冲突和美欧对俄制裁持续升级，那么能源和农产品价格仍有进一步上升空间。

能源价格大幅上涨。2月以来ICE布伦特原油价格上涨超过35%，UK天然气涨幅超过50%，因俄乌冲突及美欧对俄制裁引发市场对供应的担忧。3月7日单日国际原油价格飙升9%，触及2008年以来最高水平，因美欧考虑禁止进口俄罗斯原油，而伊核谈判受阻导致伊朗原油重返全球市场时间推迟。煤炭价格也大幅上涨，3月初欧洲煤炭价格上涨32.9%至每吨400美元，2020年欧盟49%的煤炭进口来自俄罗斯，尽管尚未对俄煤炭实施禁运，但市场恐慌情绪已将煤价推至新的高位。

金属价格重拾涨势。受避险情绪推动，2月以来金价上涨超过8%，因去中心化和规避制裁猜想，比特币价格反弹超过10%。俄乌冲突、美欧对俄制裁及能源成本上涨也引发市场对铝、镍等有色金属供应的担忧，国际铝价和镍价大幅攀升。但受中国钢铁减产和房地产投资疲弱影响，铁矿石价格大幅下跌10%以上。

国际粮价大幅上涨。俄乌地区是小麦和玉米重要出口地，受俄乌冲突影响，国际小麦和玉米价格大幅上涨，2月以来CBOT小麦和玉米价格分别上涨超过25%和12%。国际粮价大幅上涨引发粮食安全担忧，对进口依赖度较高地区将产生重要影响。

美欧是否将制裁范围扩大至俄罗斯大宗商品部门将决定大宗商品价格的顶部。如果俄乌冲突和美欧对俄制裁持续升级，那么能源和农产品价格仍有进一步上升空间。大宗商品价格暴涨带来经济近期滞胀，但滞胀之后将是经济衰退，在经济衰退阶段大宗商品价格将重新进入下行周期。

图 38: 油气价格



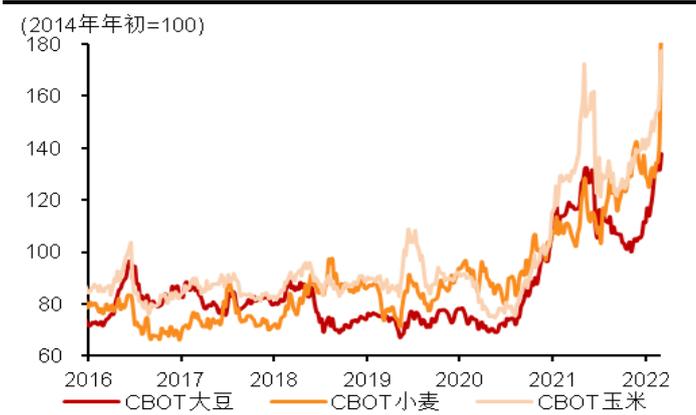
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 39: 铁铝价格



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 40: 粮食价格



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 41: 美元实际利率与黄金价格



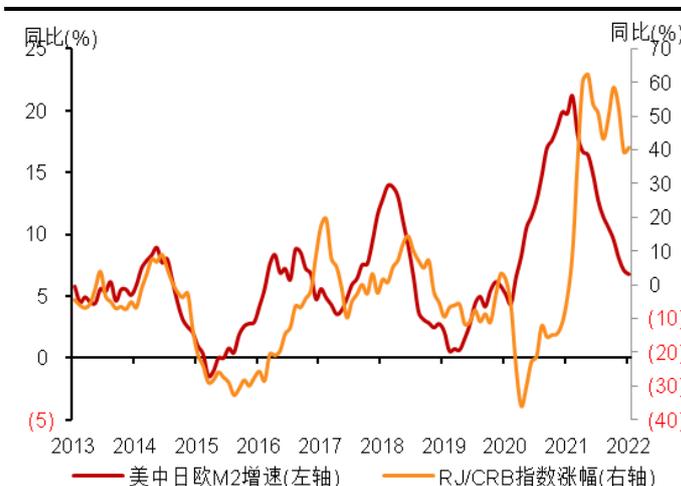
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 42: 铜/金价比与美元名义利率



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 43: 四大经济 M2 增速与 CRB 商品指数涨幅



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

二、中国市场

1. 货币市场

中国货币市场利率基本平稳，7天回购利率变化不大，3个月 Shibor 小幅下行。未来货币流动性可能进一步宽松，仍有降准空间，随着实体需求疲弱、信用扩张受阻和人民币走强，降息可能性逐步上升。

货币市场利率平稳

货币市场利率小幅波动，基本平稳。流动性在春节前后出现季节性紧张后有所缓解，2月以来存款类机构7天质押回购利率（DR007）围绕央行7天逆回购利率2.1%小幅波动，平均水平与1月基本持平。余额宝7日年化收益率微幅下降，从1月末的2.05%降至3月初的1.97%。3个月 Shibor 小幅下降，从1月末的2.46%降至3月初的2.36%，说明同业市场融资需求并不旺盛。但6个月同业存单利率小幅反弹，从1月末的2.37%小幅上升至3月初的2.45%。

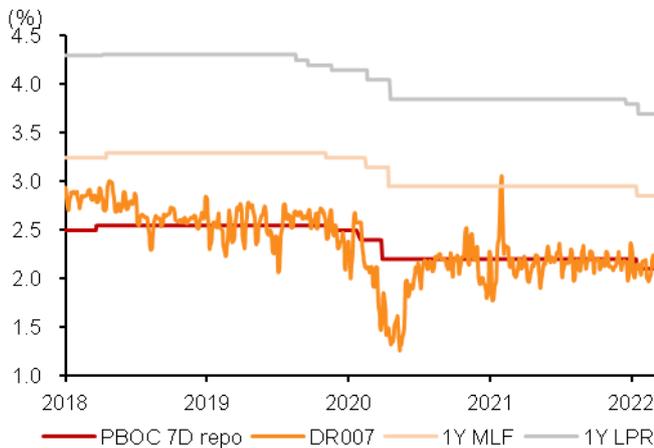
仍有降准降息空间

根据“两会”期间政府工作报告，2022年GDP增长目标为5.5%左右，高于市场普遍预期5%-5.5%。政府工作报告明确指出，设定5.5%的增长目标表示中国政府将主动作为，但实现5.5%的增长目标需要付出巨大的努力。这意味着今年政策支持力度将显著加大。

中国经济仍面临较大下行压力。一方面，房地产销售与投资持续下滑，住房需求非常疲弱，潜在购房人观望情绪浓厚，民营开发商仍身处流动性困境，土地购置和开发投资意愿较低，房地产下行对地方政府土地收入和公共投资、上游建筑建材和下游部分耐用消费均有拖累；另一方面，局部疫情反复打击消费信心和服务业，影响就业和收入增速，抑制消费增长。

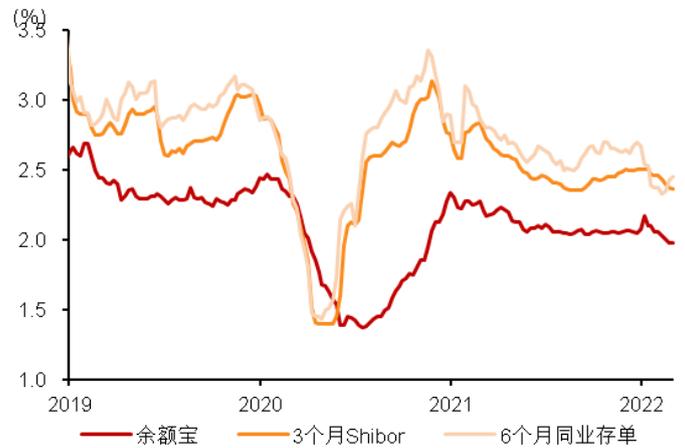
面对俄乌冲突带来金融压力上升，中国可能加大流动性宽松力度，不排除进一步降准。由于信用扩张依然受阻，CPI通胀较低，人民币汇率强势，中国存在降息的空间与可能性，我们预计3、4月可能进一步下调LPR。为促进信贷扩张，政策当局可能通过窗口指导和定向宽松，加大对制造业、中小企业、绿色金融、保障房和合理住房需求的信贷支持。

图 44: 中国央行政策利率



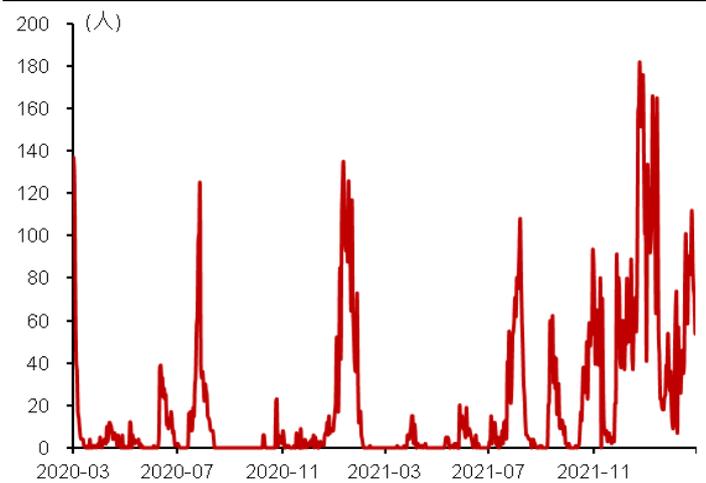
资料来源：Bloomberg, 招银国际环球市场

图 45: 中国货币市场利率



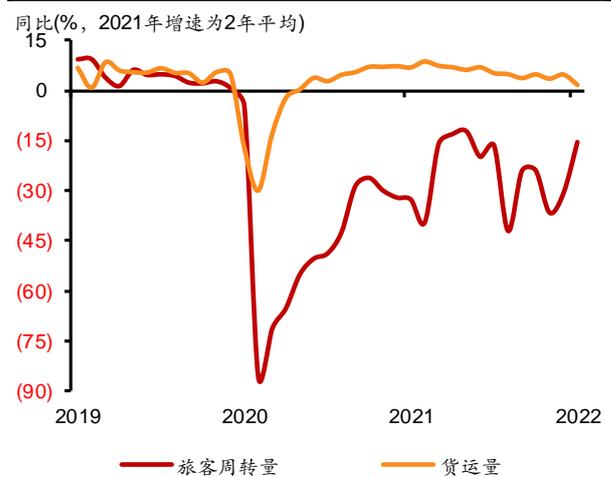
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 46: 中国新冠肺炎新增病例数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 47: 中国交通运输业客运量与货运量增速



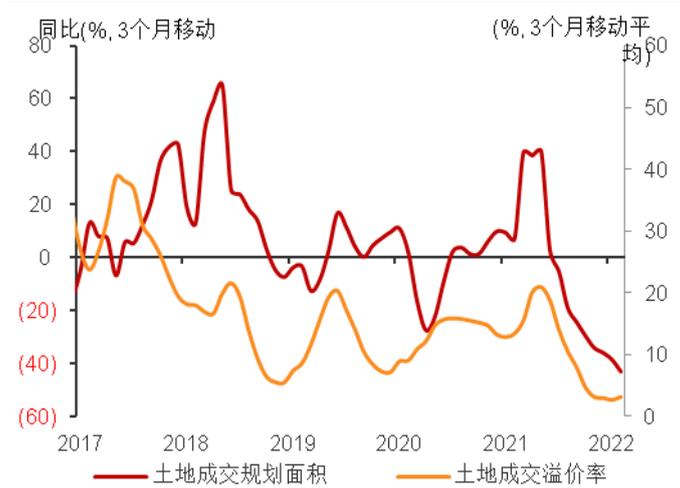
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 48: 中国 30 个大中城市商品房销量增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 49: 中国 100 个城市土地成交面积与溢价率



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

2. 债券市场

中国国债利率小幅反弹，因市场预期“两会”后政策宽松力度可能加大，经济在不远将来见底可能性上升。收益率曲线小幅上移，信用利差进一步下降，债券融资有所回落，但料将反弹并引领社会融资规模扩张。

国债收益率小幅反弹

2月以来中国国债收益率下降超过10个基点，市场预期“两会”后政策可能进一步发力，经济见底回升的可能性上升。中国2年期和10年期国债收益率分别从1月末的2.13%和2.7%上升至3月初的2.3%和2.81%。

中国国债收益率曲线上移，各期限收益率均有所下降，但短中期国债收益率升幅大于长期国债收益率，说明市场预期经济回升并不强劲，长期利率回升幅度受到限制。

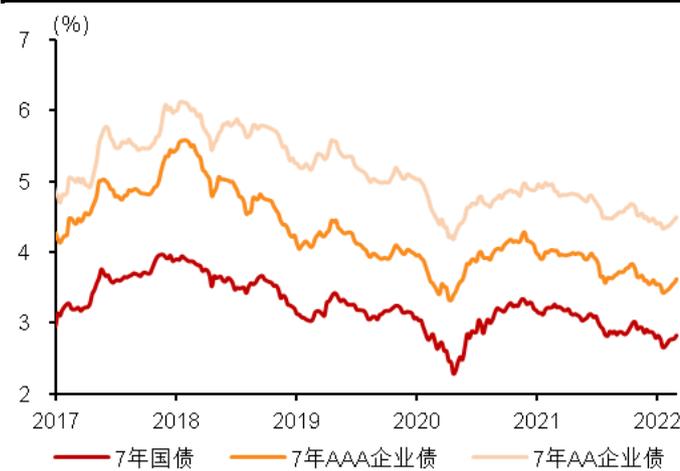
信用利差进一步下降，债券融资回落但料将反弹

随着货币流动性宽松和金融机构、国有房企和地方政府加大对房地产行业纾困，信用债的信用风险下降，但国有企业信用利差降幅最大，民营企业信用利差经历下降后逐步稳定。中央国企债券和地方国企债券的信用利差分别从1月末的49.4和79.7个基点降至3月初的40.6和67.4个基点，AA城投债的信用利差从1月末的261个基点降至3月初的231.6个基点，而民营企业债券的信用利差在3月初达到219.7个基点，与1月末基本持平。

2月政府债券和企业债券融资有所下降，因春节假期等季节性因素。在实体部门需求疲弱和信用扩张受阻情况下，政府加快债券发行与项目审批以稳定经济，上半年政府债券融资仍将引领社会融资规模增长。同时，流动性宽松和信用风险下降也将推动企业债券融资平稳增长，成为支撑社会融资规模扩张的另一重要力量。

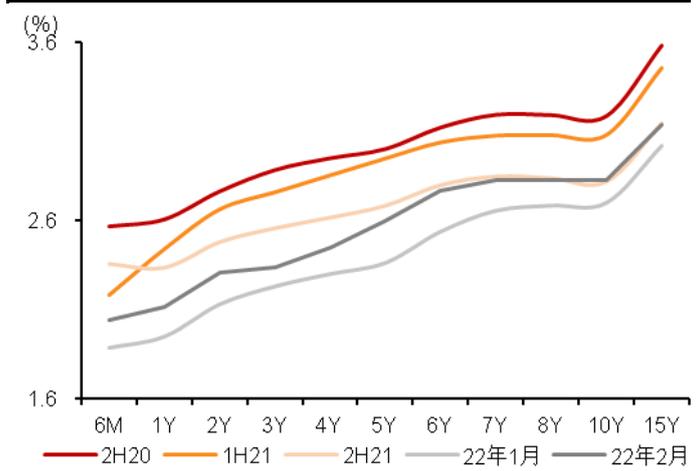
2022年政府债券融资预计在7万亿左右，其中地方政府专项债额度3.65万亿。地方政府专项债资金将重点投资于交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目以及保障性安居工程。

图 50: 中国长期债券收益率



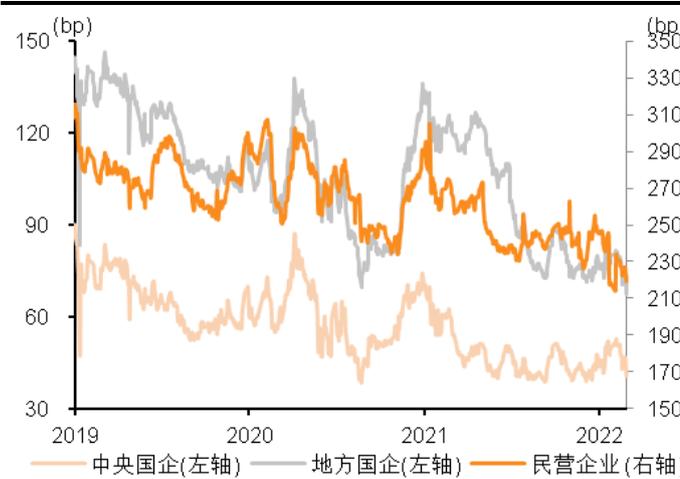
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 51: 中国国债收益率曲线



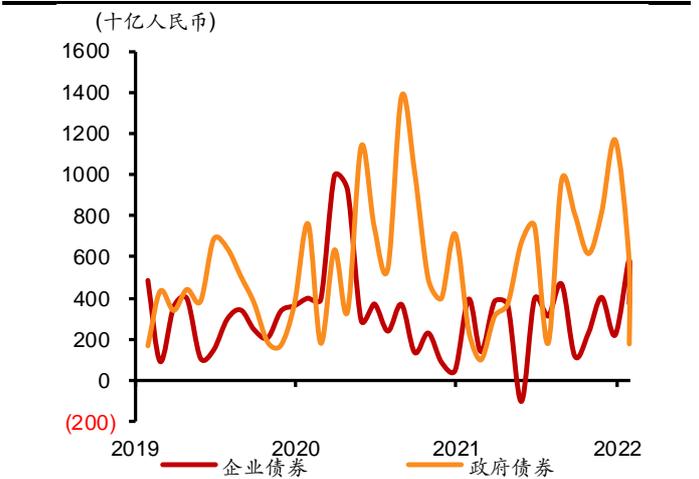
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 52: 中国各类企业信用利差



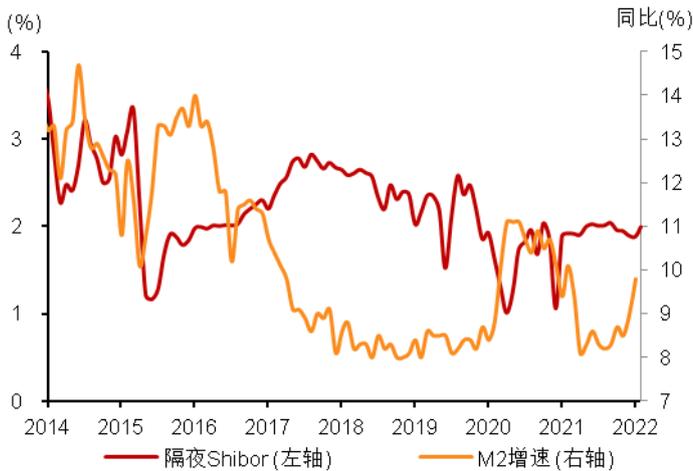
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 53: 中国债券净融资规模



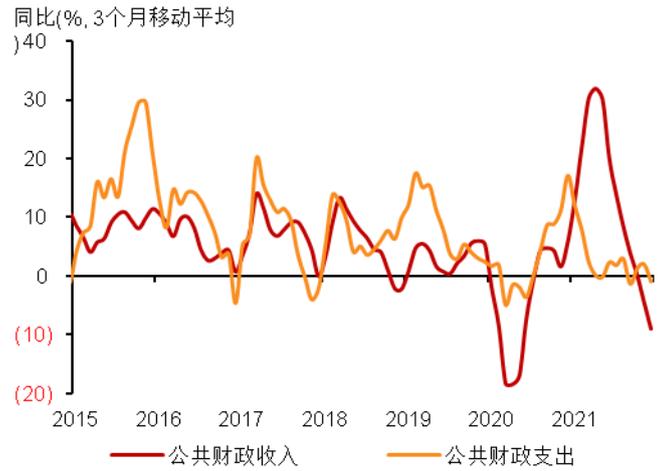
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 54: 从流动性放松到信用扩张重启



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 55: 中国积极财政扩张力度仍显不足



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

3. 外汇市场

2021年下半年以来人民币兑美元表现持续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。近期俄乌冲突推升全球市场避险情绪，但人民币与美元双双走强，显示在欧洲形势恶化情况下中国成为资金（尤其是本国海外资金）的避风港。随着美联储加息和中国可能降息，中美短期利差可能进一步收窄，但中国经济经历下行后有望逐步企稳，而美国经济可能从高位下行，中美长期利差可能相对稳定，有望支撑人民币相对平稳。

人民币汇率走强

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。

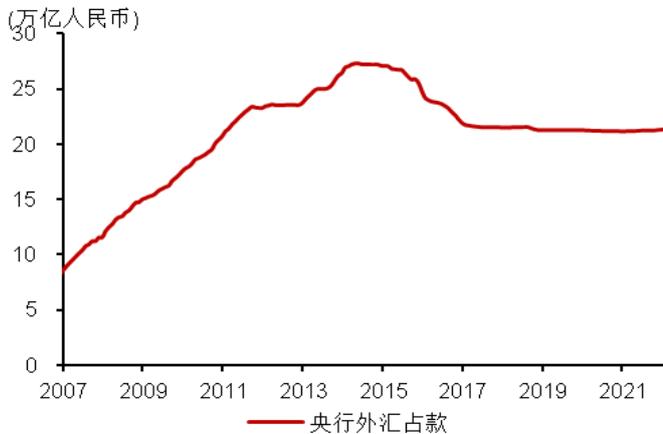
人民币兑美元表现持续强于利差变化，在俄乌冲突推升全球市场避险情绪之际呈现一定避险资产属性。3个月Shibor与美元Libor之差从1月末的2.17个百分点降至3月初的1.8个百分点，但同期人民币对美元升值0.7%。在俄乌冲突引发欧洲形势恶化后，全球市场避险情绪大幅上升，人民币不仅没有走弱，反而进一步走强，显示中国作为政治中立地区成为资金（尤其是本国背景资金）避险的安全港之一。据国际金融协会（IIF）统计，2月中国债券市场和股票市场分别吸引国际证券投资净流入83亿美元和32亿美元。

未来人民币将相对平稳

今年美联储将延续加息，中国可能进一步降息，中美短期利差可能进一步下降，中美两国名义GDP的增速差可能达到近年来新低，人民币存在走弱的风险。但从中期来看，中国经济经历此轮下行后将率先企稳，人民币资产已经历大幅调整具备一定吸引力，而美国经

济将从高位过热开始下行，资产价格仍有调整空间，中美长期利差可能相对稳定，这将对人民币汇率形成支撑。

图 56: 2017 年以来中国央行已退出直接外汇干预



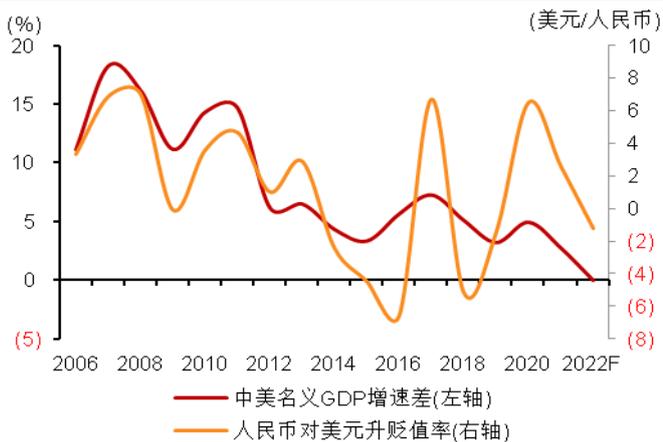
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 57: 美元/人民币汇率与两国利差变化相关



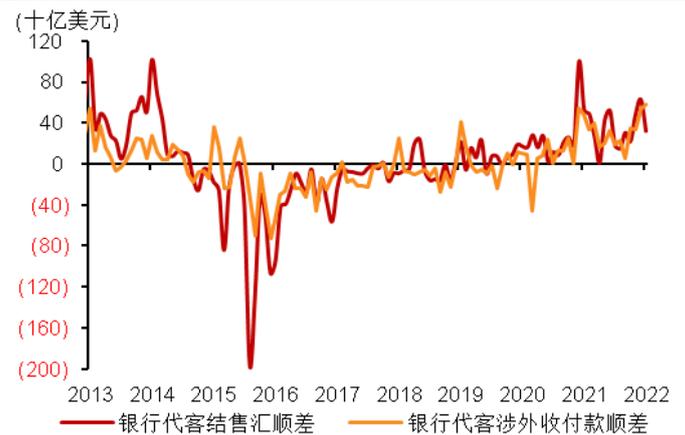
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 58: 两国汇率和利差反映经济相对强弱



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 59: 中国经历外汇流入



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

4. 股票市场

因俄乌冲突推升避险情绪，A 股市场追随全球市场下跌，但因 A 股前期已经历较大幅度下跌，俄乌冲突爆发后 A 股跌幅明显小于欧美和港股市场。2 月融资买入额和基金发行份额进一步下降，显示市场避险情绪上升之际投资者信心疲弱。随着俄乌冲突及美欧对俄制裁升级，投资者对全球经济近期滞胀和远期衰退的担忧上升，仍会压制 A 股表现。但“两会”释放出政策宽松加码信号，中国经济有望逐步企稳，将支撑 A 股相对表现超越全球同业。

俄乌冲突对 A 股市场影响

俄乌冲突对 A 股市场的影响主要有以下几个方面：一是推升避险情绪，打击投资者信心，引发 A 股下跌，其中前期涨幅较大的行业因存在获利盘回调幅度最大。二是推升上游大宗商品价格，利好能源、原材料、有色金属等板块。三是推动俄加强与中国贸易，中俄贸易概

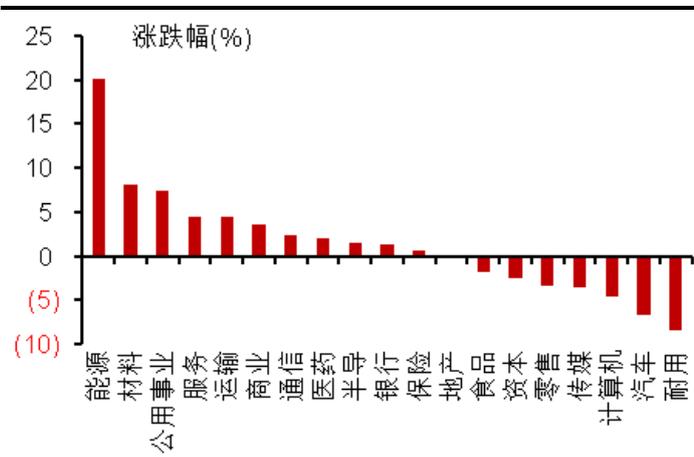
念股票走强。四是欧洲经济衰退风险可能影响中国部分行业出口前景。五是全球经济风险上升可能推动中国加大宽松政策力度，利好国内的基建与房地产板块。

国内政策持续向好与宽信用逐步发力

中国在“两会”期间释放出政策持续向好的信号，货币政策将加大宽松力度，有望进一步降息，财税减免规模超出预期，稳地产、扩基建、支持新型城镇化和推动服务消费修复，不再设定年度单位 GDP 能耗下降目标，增加国内能源供应以保障能源安全为稳增长护航，淡化资本无序扩张的提法。

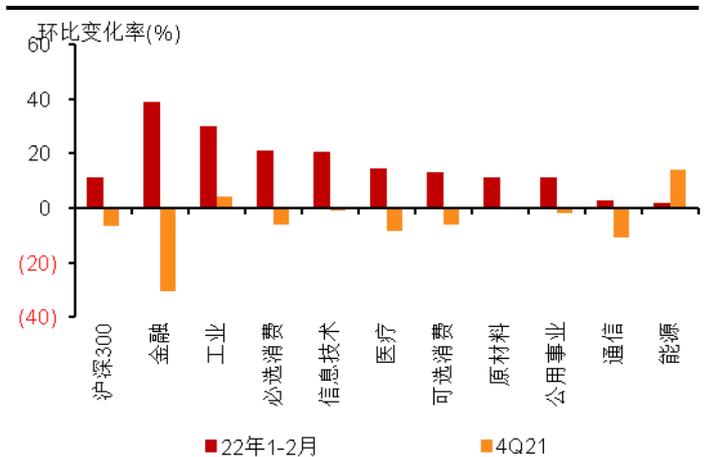
从货币政策传导路径来看，货币流动性—>信贷市场—>实体经济，目前仍处于第一阶段，因房地产压力、疫情反复和土地财政收缩，处于第二阶段核心的信用扩张仍不充分。预计随着流动性延续宽松和更多稳地产政策实施，信用扩张可能逐步重启，社会融资规模存量 和 M2 增速将延续回升，对 A 股市场形成重要支撑。

图 60: 1 月 A 股中证 800 行业指数涨跌幅



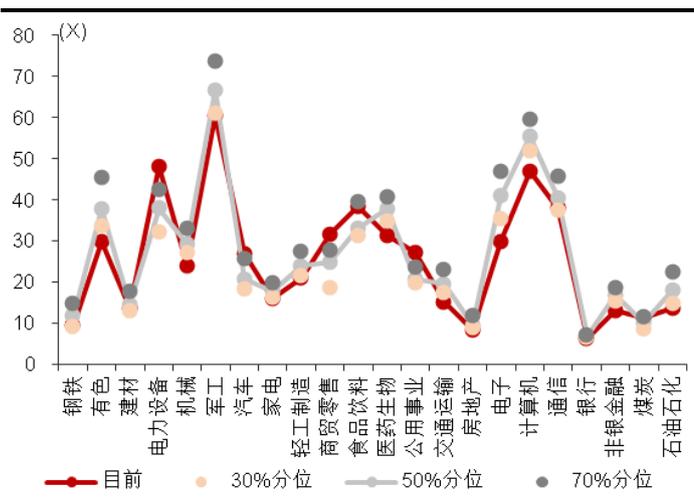
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 61: 沪深 300 行业指数 EPS 预测环比变化率



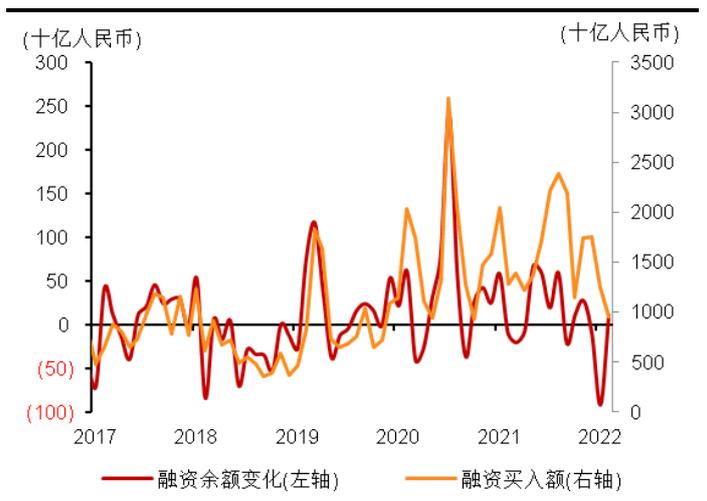
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 62: A 股各行业静态 PE 及过去 5 年历史分位值



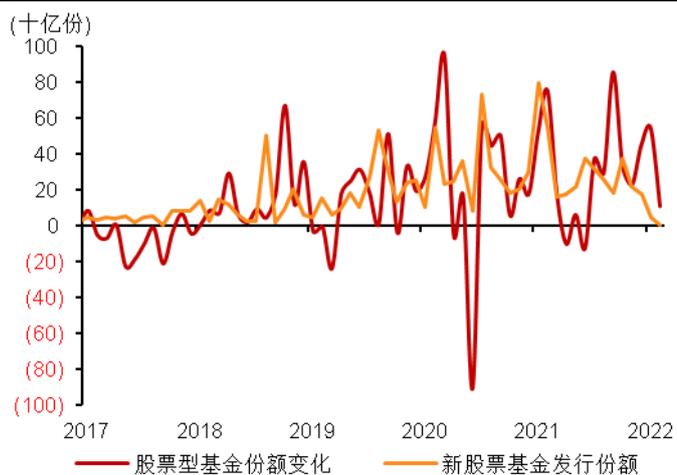
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 63: 中国 A 股融资余额变化及融资买入额



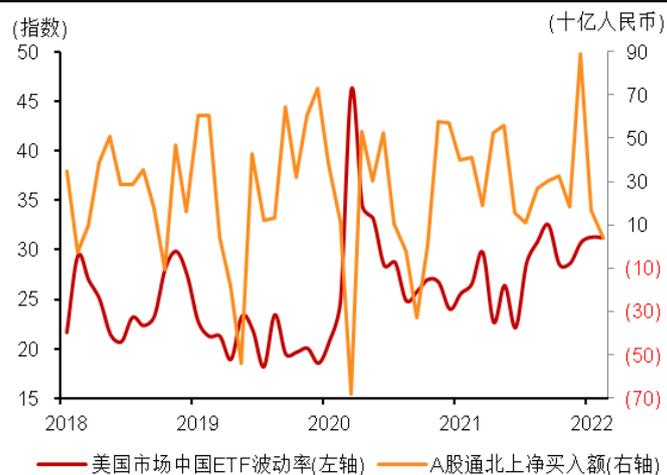
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 64: 中国股票基金变化与新股票基金发行份额



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 65: 中国 ETF 波动率与 A 股通北上净买入



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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，期限较长利率已率先攀升。近期港币汇率明显走弱，银行总结余和外汇储备有所下降，显示在美元加息预期和俄乌冲突背景下存在资本流出趋势，但港币汇率尚未趋近弱方兑换保证水平，说明资本流出压力依然可控。

港币利率随美元利率上升

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。

随着美元升息周期到来，港币利率面临上升压力，期限较长利率因包含远期升息预期而率先上升，港币3个月Hibor由1月末的0.33%上升至3月初的0.45%，港币12个月Hibor由1月末的0.68%上升至3月初的1.09%。但因俄乌冲突推升市场避险情绪，资金回流安全资产，1周Hibor从1月末的0.16%小幅降至3月初的0.09%。

香港面临资本流出但压力依然可控

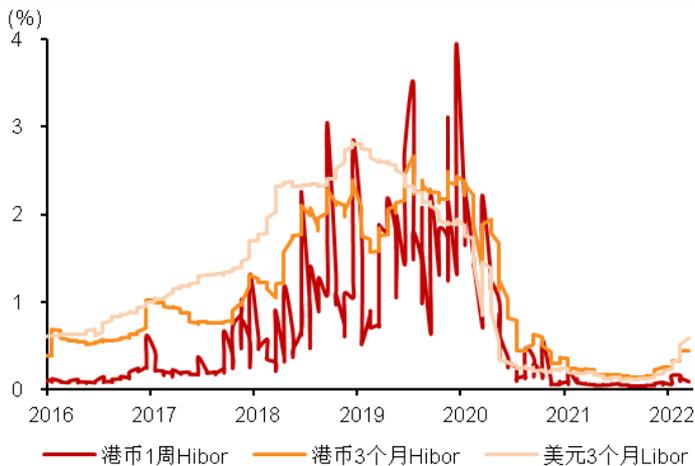
在美元联系汇率制度下，通过观察港币汇率强弱和银行总结余变化，可以判断香港资本流动情况。一般情况下，港币走弱伴随银行总结余下降，意味着资本流出，当港币不断触及弱方兑换保证需要金管局沽出美元时，则意味着显著资本流出；港币走强伴随银行总结余上升，意味着资本流入，当港币不断触及强方兑换保证需要金管局买入美元时，则意味着显著资本流入。

近期港币汇率明显走弱，显示在美元加息预期和俄乌冲突背景下存在资本流入减少或资本流出趋势，但港币汇率尚未趋近弱方兑换保证水平，说明资本流出压力依然可控。2021年以来美元/港币汇率由强方兑换保证水平7.75逐步趋近中间值7.8，近期从1月末的7.79升至7.81。

近期香港银行总结余和外汇储备变化也说明存在资本流出但压力依然可控。香港银行总结余从2021年8月末的4575亿港元降至1月末的3575亿港元和2月末的3376亿港元，外汇储备在2021年12月和2022年1月分别下降25亿美元和43亿美元。

在联系汇率制度下，港币利率随美元利率变动是恢复香港资本流动平衡和保持港币汇率稳定的关键。同时，中国内地经济前景和香港市场资产估值水平决定了香港市场资产预期回报率，也是影响全球资金对香港市场配置需求和跨境资本流动的重要因素。此外，随着内地资金在香港市场占比的提高，内地货币政策对香港市场流动性的影响也日益显著。

图 66: 港币 Hibor 与美元 Libor



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 67: 美元-港币汇率与利差



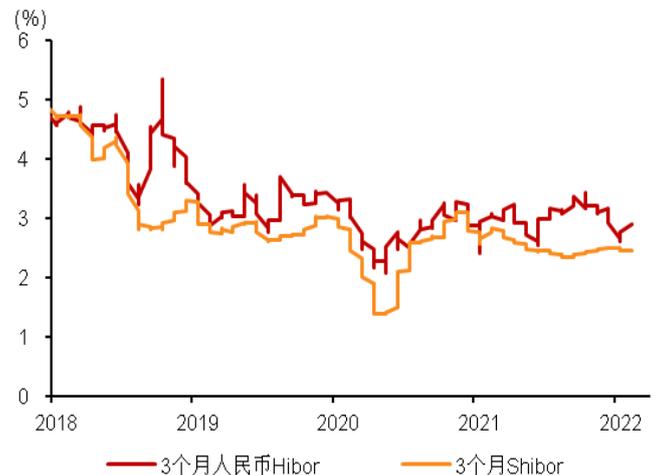
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 68: 香港银行总结余与外汇储备变动



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 69: 在岸与离岸人民币利率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

2. 股票市场

由于低估值和内地政策向好, 港股市场在俄乌冲突之前相对表现领先全球同业。但俄乌冲突发生后, 全球避险情绪上升, 投资者担心近期滞胀和远期衰退风险, 港股作为离岸市场首当其冲, 不仅回吐前期涨幅, 而且大幅补跌, 科技、可选消费和医疗跌幅居前。俄乌冲突和全球衰退风险仍将压制港股市场表现, 但中国内地政策向好、经济见底预期和低估值优势将对港股市场提供重要支撑, 港股全年表现料超越欧美同业。

行业涨跌情况

分行业来看, 2月能源、原材料和必选消费收涨, 全月分别上涨 10.6%、9.4%和 1.8%, 电信、工业和综合跌幅较小, 全月分别下跌 0.6%、2.5%和 2.6%, 因俄乌冲突进一步推升能源及原材料价格, 必选消费需求稳定, 电信板块需求稳定、估值较低且分红收益率较高, 工业部门受出口强劲支撑。但信息技术、可选消费、医疗、地产及建筑和金融板块跌幅居前, 全月分别下跌 12.3%、6.7%、5.8%、5.2%和 5.1%, 因能源及原材料上涨、滞胀环境

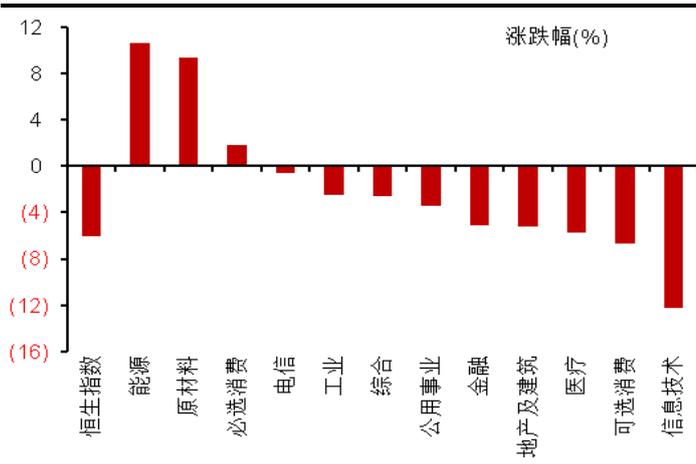
打击科技股及可选消费，地产及建筑、金融主要受获利回吐影响，同时对俄制裁重挫美欧金融股，也波及到香港金融股。

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1-2月环比显著上升，其中可选消费、医疗、信息技术、必选消费及原材料环比升幅较大。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。

未来表现

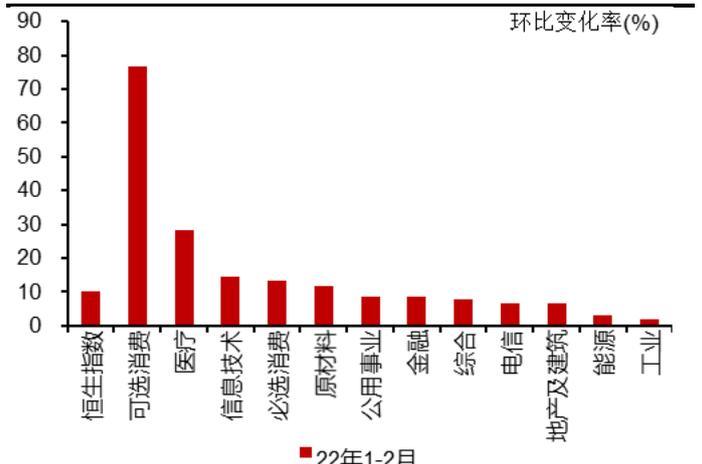
港股市场是以美元准美元资金为主、交易中国内地资产的离岸市场，美国货币政策和全球投资者风险偏好决定港股市场流动性，中国内地经济和政策周期决定港股盈利基本面前景。从去年中国政策紧缩，到今年美国政策紧缩，再到近期俄乌冲突与欧洲衰退风险，港股市场经历三轮大幅下跌。由于中国政策已经全面向好，美国政策紧缩基本已 priced in，短期内俄乌冲突升级与全球衰退风险上升的可能性是压制港股市场表现的最大因素。中期内，随着中国宽松政策发力，内地经济可能见底企稳，将对港股市场形成一定支撑。在俄乌冲突因素逐步淡化后，港股市场有望迎来修复，全年相对表现料将超越同业。

图 70: 2月恒生行业指数环比涨跌幅



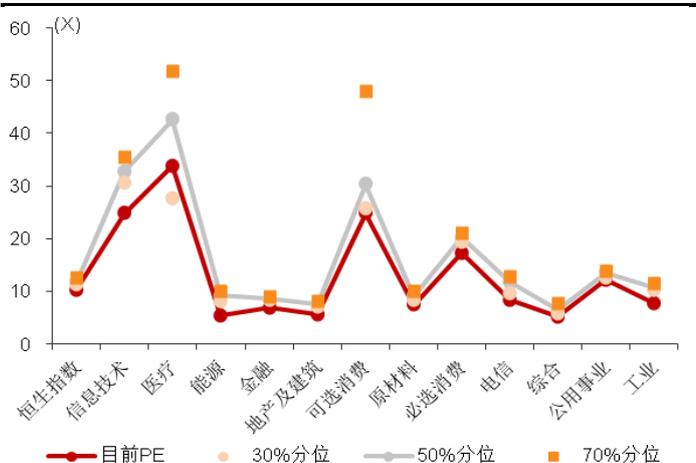
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 71: 1-2月恒生行业指数EPS预测环比变化率



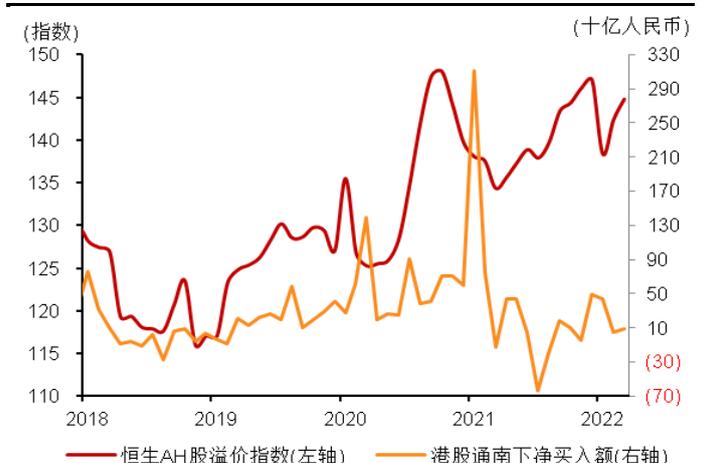
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 72: 恒生行业指数一致预测PE与4年历史分位值



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 73: 恒生AH溢价指数与港股通南下净买入额



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

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个月的潜在涨幅在-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	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

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

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)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。招银国际环球市场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。招银国际环球市场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策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，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策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。招银国际环球市场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，未经招银国际环球市场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

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场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士。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属制的报告。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。