

# 全球市场观察

## 美国高位下行，中国低位企稳

市场逐步消化俄乌冲突后，关注点重新转向宏观政策与经济基本面。面对高通胀愈演愈烈对经济稳定的威胁，美联储将被迫加快升息与缩表，美国经济将高位下行，尽管2022-2023年衰退概率不大，但2024年衰退风险大幅上升，美股在近期反弹后或迎来第二次调整。中国市场受到国务院金稳委会议的提振，政策预期和市场情绪大幅改善，中国经济在经历房地产下滑和疫情反弹冲击后，有望在二季度低位企稳，下半年逐步回升，市场在反弹后料逐步分化。

### 国际市场

- **货币市场**：高通胀成为美国经济稳定最大威胁，美联储将被迫加快升息和缩表。俄乌冲突不改变发达国家央行退出宽松计划，但增加远期政策不确定性，并扩大各国经济前景差异，各国央行政策更加不同步。
- **债券市场**：收益率曲线预示美国近期衰退概率较小，但远期衰退风险显著上升。欧元区公债利率走出负利率区间，欧央行或在下半年先后结束购债和负利率政策。日本央行仍加大购债以控制收益率上限。新兴市场债券收益率显著上升。
- **外汇市场**：俄乌冲突将重挫欧洲经济，欧元对美元仍有贬值空间。大宗商品通胀推动商品货币走强，下半年或迎来调整。亚洲货币走弱，因能源、原材料成本上涨、疫情反弹和中国需求下滑影响亚洲经济。
- **股票市场**：经历俄乌冲突冲击后迎来反弹，电动车、能源、资源品、必选消费领涨。投资者关注政策紧缩、收益率曲线倒挂和远期衰退风险，美股面临估值较贵、基准利率上升和盈利增速下行的三重压力。

### 中国市场

- **货币市场**：流动性基本平稳，由于房地产下滑、疫情反弹打击需求和信用扩张受阻，政策放松的必要性上升。在多目标约束下，存在温和降准降息可能性。
- **债券市场**：国债收益率比较稳定，房地产政策放松预期抵消了经济活动冷却对收益率的影响。信用利差小幅下降，国企和城投信用利差降幅更加明显。政府债券发行加快，债券融资引领社会融资规模增长。
- **外汇市场**：中美利差随美元升息加速收窄，俄乌冲突推升地缘政治风险，人民币对美元小幅贬值，未来仍有温和走弱空间。但美国经济从高位下行，中国经济有望低位企稳，人民币资产估值较低，这将抑制人民币贬值空间。
- **股票市场**：随着政策预期和市场情绪改善，A股迎来反弹，房地产、能源、金融板块领涨。短期看好基建、地产与部分服务业的估值修复。中长期看好中国经济持续向消费和科技驱动转型过程中龙头公司的增长空间。

### 香港市场

- **货币市场**：港币利率将随美元升息而上升，但升幅将落后美元利率。港币汇率温和走弱，银行总结余和外汇储备小幅下降，显示在美元加息周期中香港面临资本流出但压力依然可控。
- **股票市场**：政策预期和市场情绪改善推动港股反弹，前期领跌的科技、医疗和可选消费领涨。美元流动性收紧和中美阶段性冲突风险仍将扰动港股市场，但内地经济企稳、盈利前景改善和低估优势将为港股提供重要支撑。

### 叶丙南

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

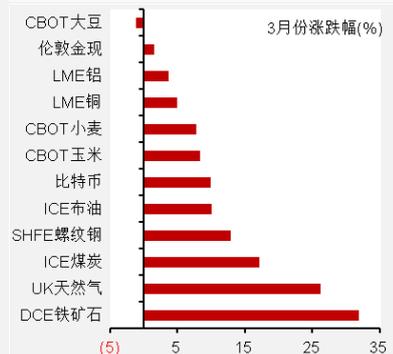
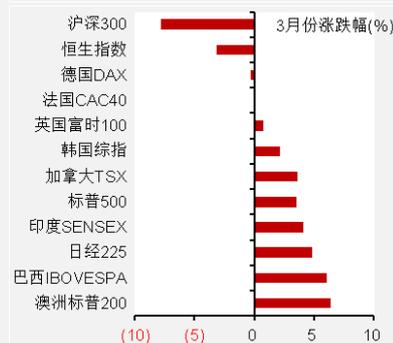
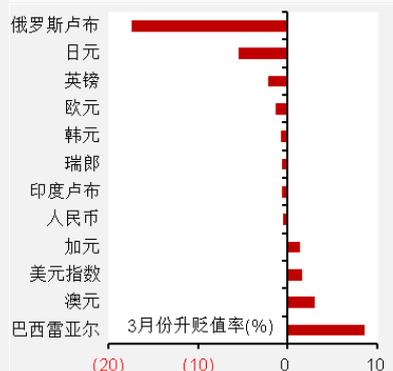


图 1: 全球市场年度表现

(%)	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
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
股票市场 (涨跌幅)	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
	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	-9.1
	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	-6.6
	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	2.1
	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	3.4
	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	0.7
	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	-3.9
	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	-13.4
	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	-5.8
	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	1.8
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	16.0	
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	26.2
	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	34.4
	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	126.7
	LME铜	-22.0	5.1	-7.2	-14.8	-25.4	17.6	31.7	-18.6	4.3	25.7	25.8	5.3
	LME铝	-18.8	2.5	-12.9	3.3	-19.3	12.5	34.2	-18.2	-2.7	9.8	42.0	22.3
	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	19.6
	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	27.7
	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	18.0
	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	5.2
比特币						48.0	1324.2	-73.4	94.1	304.6	59.4	-0.8	

资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

## 目录

<b>一、国际市场</b>	<b>4</b>
1. 货币市场	4
美联储将被迫加快升息和缩表	4
全球央行政策更加不同步	4
2. 债券市场	7
收益率曲线倒挂与美国经济衰退风险	7
欧元区负利率终结在望，新兴市场债务风险上升	8
3. 外汇市场	11
欧元对美元仍有贬值空间	11
商品货币走强，亚洲货币走弱	11
4. 股票市场	13
俄乌冲突不确定性下降支撑股市反弹	13
美股反弹后或现第二次下跌	13
<b>二、中国市场</b>	<b>16</b>
1. 货币市场	16
货币市场利率平稳	16
仍有温和降息可能性	16
2. 债券市场	18
国债收益率基本平稳	18
信用利差稳定，债券融资反弹	18
3. 外汇市场	19
中美利差持续收窄，人民币小幅贬值	19
人民币仍有走弱空间	20
4. 股票市场	21
金稳委释放稳市场强烈信号，房地产板块引领反弹	21
政策预期与未来展望	21
<b>三、香港市场</b>	<b>24</b>
1. 货币市场	24
港币利率将随美元利率进一步上升	24
香港面临资本流出但压力依然可控	24
2. 股票市场	25
行业涨跌情况	25
未来表现	26

## 一、国际市场

### 1. 货币市场

俄乌冲突加剧近期美国通胀压力，但并未影响短期内美国商品和服务需求，美联储将被迫加快升息和缩表，以便在经济大幅下行之之前尽快遏制住通胀，预计美联储在2022年将实施更大幅度加息，但因远期衰退风险上升，此轮加息周期持续时间缩短，2024年随着经济下行可能迎来降息周期。俄乌冲突并未改变大部分发达国家央行退出宽松政策的计划，但增加远期政策不确定性，并进一步扩大各国经济前景差异，主要国家央行政策更加不同步。

#### 美联储将被迫加快升息和缩表

美国通胀远超美联储预期，成为经济稳定的最大威胁。美国2月PCE通胀达到6.4%，剔除食品和能源的核心PCE通胀达到5.4%，创1983年以来最高。以10年盈亏平衡通胀率衡量的通胀预期进一步上升，月平均值由2月的2.5%升至3月的2.9%，创有记录以来最高。美国劳动力市场依然非常紧张，尽管薪资大幅上涨支撑劳动参与率开始明显回升，3月有41.8万人进入劳动力市场，但企业职位空缺率仍远超疫情前水平。3月美国非农就业增加43.1万个，1、2月新增非农就业数相比最初估计值上调9.5万个，失业率降至3.6%达到两年来最低。目前美国非农就业数量比疫情前水平低160万个，主要在采矿业、休闲和酒店服务业以及教育和医疗服务业，但目前阻碍非农就业进一步扩张的因素已不是需求因素，而是供给侧的劳工短缺，预计美国非农就业数将在今年年中前后回到疫情前水平。供应链压力自2021年四季度以来有所缓解，但因近期俄乌冲突再次反弹，BDI、航空运价和供应商交付时间等再度上升，增加短期内通胀压力。此外，美国CPI中房租等服务价格仍处于上升通道，将持续推升通胀水平。预计美国PCE通胀可能在第二季度见顶，下半年有所回落，但仍将大幅超过美联储2%的目标水平。美国经济已从高位放缓，消费信心下滑和家庭实际购买力下降将带动消费逐步放缓，但经济仍在偏热惯性之中，因货币政策仍在非常宽松状态、名义工资大幅上涨和服务业仍有一定修复空间，美联储多名官员认为俄乌冲突增加了美国通胀压力，但并未显著影响商品和服务的需求。

美联储需要在经济大幅下行之之前尽快遏制住通胀，将被迫加快升息和缩表。鲍威尔在3月21日讲话中表示，需要加快推动货币政策回归中性立场，如有必要将趋向偏紧立场，最快可能在下次会议开始启动缩表。对比美联储今年3月会议和去年12月会议的预测点阵图可以发现，美联储官员预期更多加息提前至2022年进行，2022年和2023年加息幅度分别为1.75和0.75个百分点，2022年末和2023年末联邦基金利率将分别升至1.875%和2.75%，联邦基金利率的峰值水平上调至超过长期均衡值，即货币政策需要走向偏紧立场以遏制通胀，但加息周期缩短至2年，2024年进入降息周期，同时长期均衡利率估计值由2.5%下调至2.4%，说明美联储对经济长期潜在增速的预期弱化。市场预期美联储将加快升息步伐，2022年末和2023年末联邦基金利率将分别升至2.4%-2.5%和2.8%-3%，但2024年随着经济下行进入降息周期。

#### 全球央行政策更加不同步

随着俄乌冲突不确定性下降和金融市场有所企稳，发达国家央行重新考虑之前酝酿的宽松政策退出计划，但俄乌冲突进一步扩大各国经济前景差异，主要国家央行政策更加不同步。

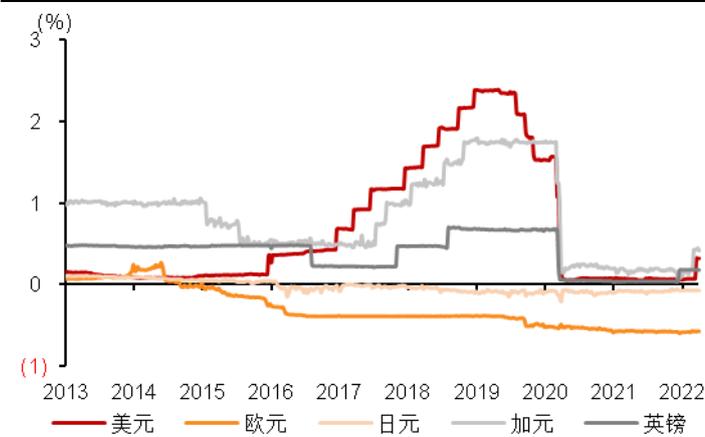
欧洲央行面对俄乌冲突带来的滞胀风险，将在近期遏制通胀和远期稳定增长之间寻求平衡，但欧洲央行历来视物价稳定为其首要职责，如果高通胀压力不能明显缓解，那么欧洲央行将在今年第三季度结束债券购买计划，一段时期后再提高利率。对于俄乌冲突带来的远期衰退风险，欧洲央行希望各成员国政府采取有针对性的财政措施支持经济增长。

日本央行成为发达国家中最鸽派的央行，面对全球国债利率上行压力，加大力度捍卫收益率上限，提出将买入更多日本公债，引发日元大幅下挫。由于能源、原材料价格高企重创日本制造业尤其是传统汽车行业，而亚洲地区疫情反弹和需求下行拖累日本服务业，日本经济活动弱化。

英国央行短期内致力于更加积极地控制通胀进一步上升，在3月16日将政策利率由0.5%上调至0.75%之后，预计年内仍有125-150个基点的上调空间。但面对俄乌冲突带来的远期衰退风险，英国央行内部决策者的分歧有所增加，少部分决策者认为今年下半年和明年英国经济放缓幅度将超出预期，从而降低了通胀持续长时间超出目标的可能性，也降低了连续加息的必要性。

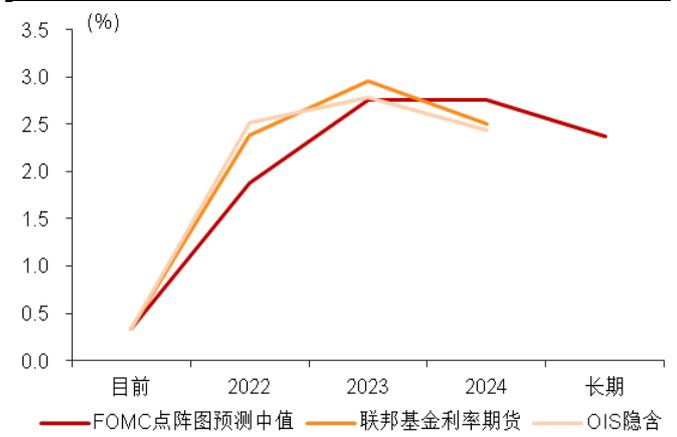
加拿大央行面对通胀前景恶化的压力，将加快收紧货币政策。大宗商品价格暴涨刺激加拿大经济和通胀，加拿大央行近期表示政策重点是让高通胀回归目标，将采用采取有力的升息行动，遏制物价压力进一步扩大，预计加拿大央行今年加息幅度将超过市场之前预期，4月单次加息达到0.5个百分点可能性上升。

图 2: 国际货币隔夜/7 天拆借利率



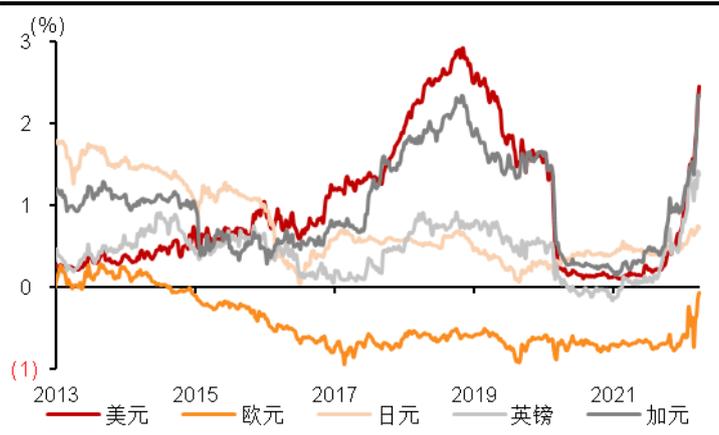
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 3: 美联储和市场对美元加息路径预期



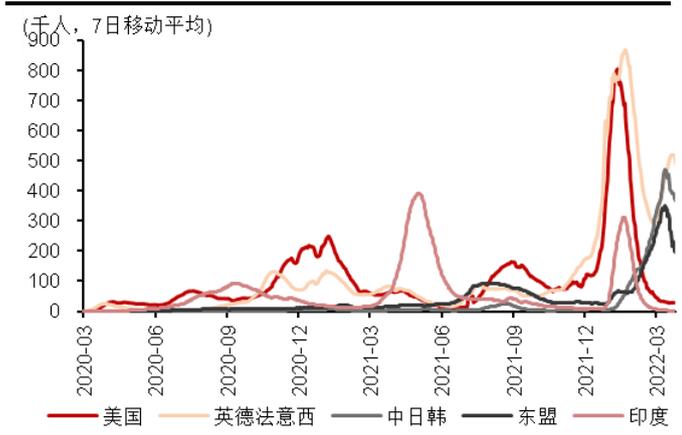
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 4: 2 年期国债收益率反映主要央行加息预期



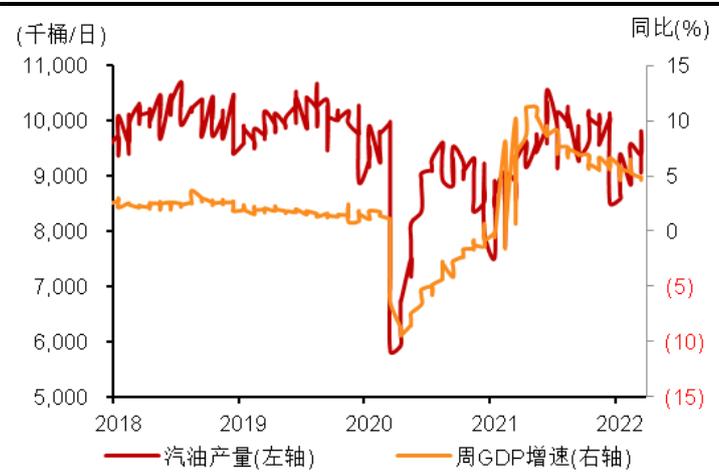
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 5: 主要经济体新冠肺炎新增病例数



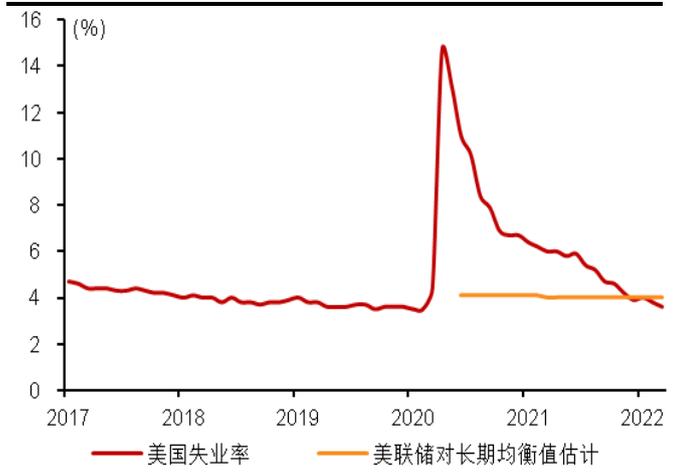
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

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

## 2. 债券市场

美国收益率曲线最近变化显示，美国经济在 2022-2023 年出现衰退的概率依然较小，但 2024 年出现衰退的概率显著上升。欧元区公债利率正在走出负利率区间，欧洲央行可能在年底前结束负利率政策，但日本央行仍在加大债券购买以全力实现收益率上限控制，新兴市场债券收益率因美元基准利率上升、信用风险增加和风险偏好下降而显著上升。

### 收益率曲线倒挂与美国经济衰退风险

过去两年超级宽松政策刺激导致美国经济形成一个较高基数，高通胀愈演愈烈成为经济稳定的最大威胁，将为远期经济下行埋下隐患。俄乌冲突通过推升近期通胀和打击信心，则进一步增加美国经济远期衰退的风险。美国 2 年/10 年国债收益率开始出现倒挂，即市场预期 2 年之后美国经济出现衰退的概率明显上升。但 2 年以下/10 年国债收益率尚未倒挂，例如 10 年/3 个月国债利差仍有 185 个基点，说明未来 1-2 年内美国经济出现衰退的概率依然较小。不过随着美联储不断加息，2 年以下收益率将加速攀升，而 10 年收益率升幅有限，并随着政策紧缩推升远期衰退风险而率先见顶，我们估计 3 个月与 10 年国债收益率可能在明年第一季度前后出现倒挂。

从历史经验来看，10 年/2 年国债利差和 10 年/3 个月国债利差对未来美国经济衰退风险的预测力较强，前者发出预警的时间早于后者，但后者预警的准确性更高，纽约联邦储备银行经过大量实证研究发现 10 年/3 个月国债利差是预测未来 12 个月美国经济衰退概率的最佳指标。对于 1978 年以来美国经济的 7 次衰退周期，10 年/2 年国债利差平均提前 14 个月发出预警；对于 1989 年以来的 4 次衰退周期，10 年/3 个月国债利差平均提前 11.5 个月发出预警。1998 年亚洲金融危机并未导致美国经济出现衰退，但 10 年/2 年国债利差在 1998 年 6、7 月份降为负值（即出现倒挂），而 10 年/3 个月国债利差彼时并未出现负值。对于最近一次 2020 年 2 月至 4 月因新冠肺炎疫情导致的经济衰退，10 年/2 年期利差在 2019 年 8 月 27 日至 29 日非常短暂时间内出现负值，而 10 年/3 个月利差则分别在 2019 年 5 月 24 日至 10 月 19 日和 2020 年 1 月 31 日至 2 月 28 日均出现负值。

因此，美国经济在 2022-2023 年出现衰退的概率依然较小，但 2024 年出现衰退的概率在显著上升。短期内，美国经济从高位放缓但仍在需求偏热的惯性之中，货币政策依然非常宽松而远未回到中性乃至偏紧状态，过去两年高消费习惯和薪资大幅上涨带来货币幻觉仍在支撑消费增长，服务业仍有一定修复空间，随着新冠疫情流感化对待，外出就餐、旅行、娱乐等服务业活动加速修复，3 月美国汽油消费量达到疫情前的 95%，航空旅行接近疫情前水平的 90%，3 月后半月餐厅现场用餐率达到疫情前水平的 95%，显示未来仍有一定修复空间。中期内，美国经济确实面临衰退威胁，因为过去两年超大规模刺激和经济过热已经为未来的衰退埋下种子。伴随着大规模财政补贴到期和高通胀对实际购买力的侵蚀，今年 1-2 月美国家庭可支配收入实际增速已转为负值，疫情期间推升的储蓄基本释放完毕，储蓄规模已降至疫情前水平，储蓄率已低于疫情前水平，家庭消费信心开始显著下滑。同时，美国房价经过两年上涨超过 30%，随着利率不断上升，家庭住宅负担能力将大幅下降，房地产、汽车等利率敏感型部门将显著下滑，带动美国经济下行。

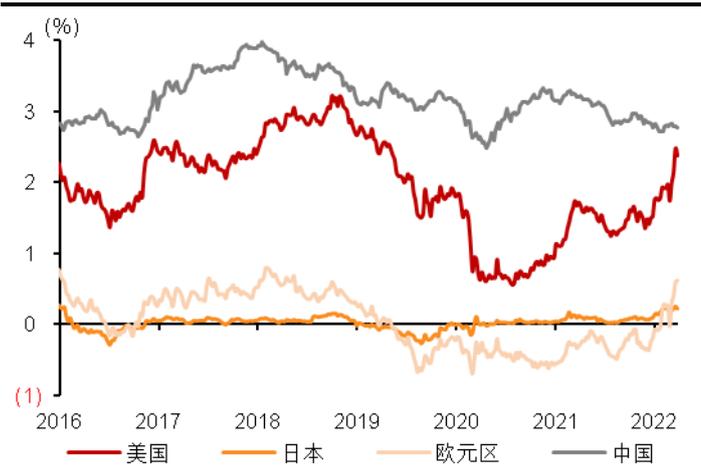
## 欧元区负利率终结在望，新兴市场债务风险上升

欧元区国债收益率3月创下10年来最大单月涨幅，德国、法国和荷兰2年期国债收益率自2014年以来首次突破0%。在Tradeweb平台上，欧元区主权债务中收益率为负的比例由2020年末的75%下降至今年4月初的不到三分之一。由于欧元区通胀大幅上升，投资者大规模抛售中长期债券，欧洲央行可能在第三季度结束债券购买并在第四季度退出负利率政策，将-0.5%的存款便利利率上调至0%。美欧债券市场高度一体化，国债收益率联动性较强，美国国债收益率大幅攀升对欧元区国债收益率产生拉动作用。

日本国债收益率逐步抬升，10年期国债收益率在3月末触及日本央行设定的0.25%的上限（日本央行对10年期国债收益率设定的目标是0%左右，上限是0.25%），促使日本央行连续多日提出以0.25%的固定利率无限量购买10年期债券。同时，日本央行宣布将在4-6月增加所有期限的政府债券购买，以实现0.25%的收益率上限。此举显示日本央行面对全球通胀和债券收益率上升压力，毅然坚持货币政策超级宽松的決心。日本政府债券收益率回落，10年政府债券收益率降至0.2%左右，30年政府债券收益率降至0.87%左右。

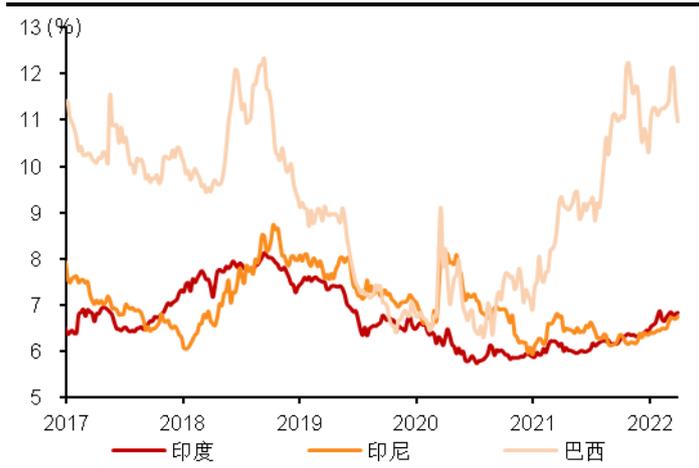
新兴市场债券收益率显著上升，因来自美元基准利率上升和新兴市场信用风险增加双重因素推动。美元利率是国际债市定价基准，美联储加快升息将不断推升新兴市场债券收益率。同时，新兴市场经济更加脆弱，受俄乌冲突和中国需求放缓等因素的影响更大。俄罗斯遭受美欧严厉制裁，经济将出现严重衰退，预计2022年GDP可能下降7%左右，超过1998年亚洲金融危机时期降幅（5.3%），接近2009年全球金融危机时期降幅（7.8%），同时俄罗斯外汇储备超过一半被冻结，央行、部分银行、机构和个人被列入制裁，俄罗斯偿付债务能力大幅下降，债务违约风险大幅上升。中国房地产部门仍承受较大压力，房地产产业链企业的信用风险依然突出，中国房地产下滑也将对部分新兴市场产生溢出效应。

图 10: 四大经济体 10 年国债收益率



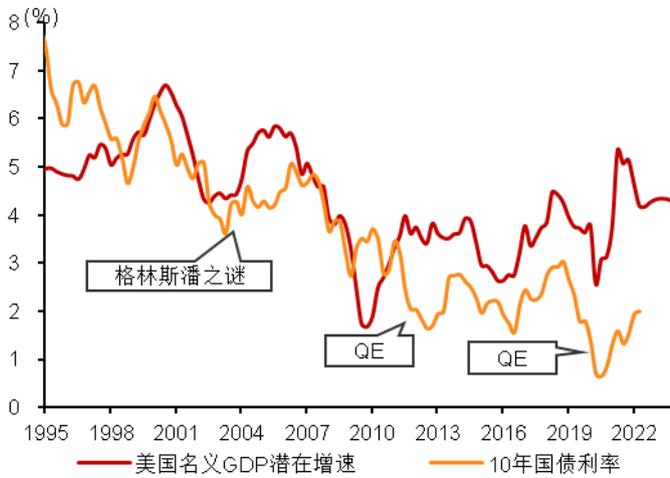
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 11: 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 12: 美国名义 GDP 潜在增速与 10 年国债收益率



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 13: 三大央行资产负债表规模



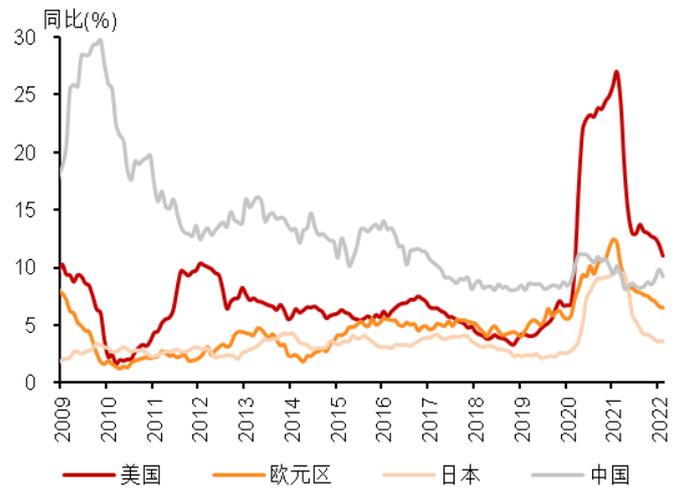
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 14: 美国联邦财政收支差额/GDP



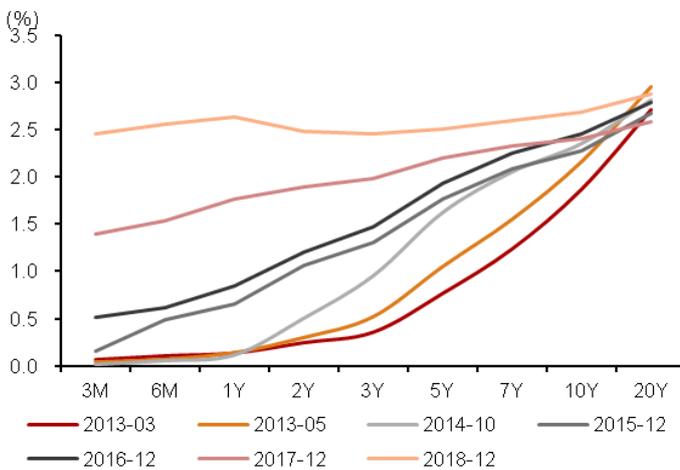
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 15: 四大经济体 M2 增速



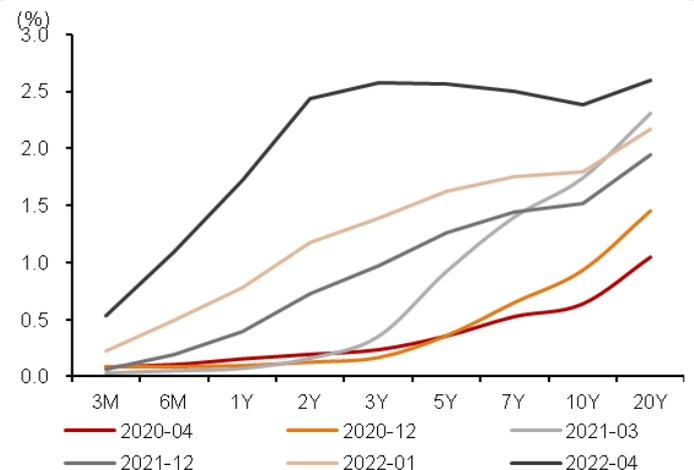
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 16: 美国上轮政策紧缩周期中国债收益率曲线变化



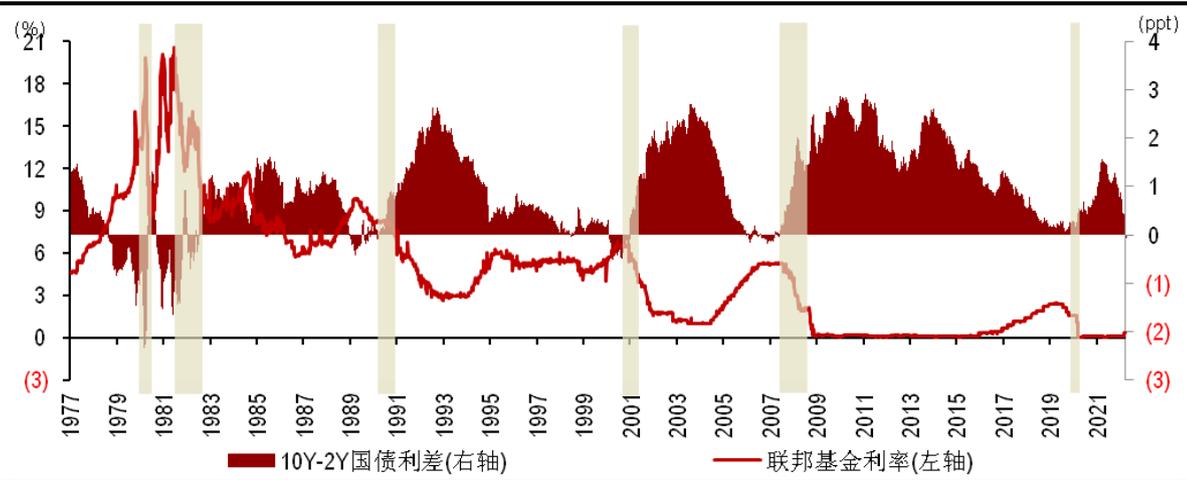
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 17: 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 18: 美国加息周期、10Y-2Y 国债利差与经济衰退



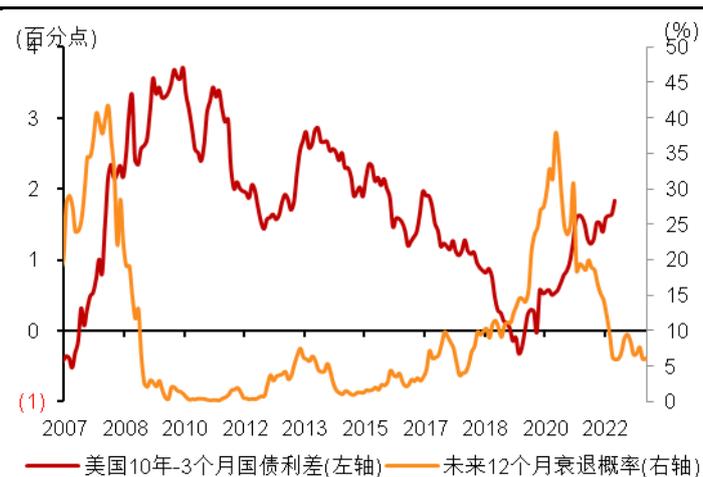
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 19: 10Y/3M、10Y/2Y 国债利差为负对经济衰退周期的预警

10Y/3M国债利差为负时间	10Y/2Y国债利差为负时间	经济衰退时间	10Y/3M月利差开始为负距衰退发生时间	10Y/2Y利差开始为负距衰退发生时间
-	1978/8/18-1980/4/25	1980/1-1980/7		17个月
-	1980/9/12-1981/10/23, 1982/1/22-1982/7/16	1981/7-1982/11		10个月
1989/5/26-1989/12/22	1988/12/16-1989/11/3	1990/7-1991/3	13个月	18个月
	1998/6/19-1998/7/24	亚洲金融危机, 美国无衰退		
2000/7/7-2001/1/19	2000/2/4-2000/12/22	2001/3-2001/11	8个月	13个月
2006/7/21-2007/8/3	2006/2/3-2007/6/1	2007/12-2009/6	16个月	22个月
2019/5/24-2019/10/9, 2020/1/31-2020/2/28	2019/8/27-2019/8/29	2020/2-2020/4	9个月	6个月

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

俄乌冲突恶化欧洲形势，阻断欧俄之间经贸投资往来，欧洲企业面临重构供应链、成本上升和效率下降，欧元兑美元仍有贬值空间。大宗商品价格上涨推动商品货币走强，但下半年料将回落。亚洲货币走弱，因能源原材料成本上涨、地区疫情反弹和中国需求下滑导致亚洲经济活动放缓，其中日元成为最弱势货币，因日本央行坚持宽松立场。

#### 欧元对美元仍有贬值空间

俄乌冲突恶化欧洲安全形势，并冲击欧元区经济，欧元对美元走弱，3月贬值1.4%。近期随着俄乌冲突缓和和欧洲央行偏鹰派表态，欧元有所反弹。但中期来看，欧元对美元仍有贬值空间。俄乌冲突推升成本、扰乱供应链并打击信心，对欧元区经济影响远大于对美国的影响。更长期来看，俄乌冲突将阻断欧元区与俄罗斯之间的部分经贸投资往来，导致欧洲将更多资源投资于安全形势，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。

#### 商品货币走强，亚洲货币走弱

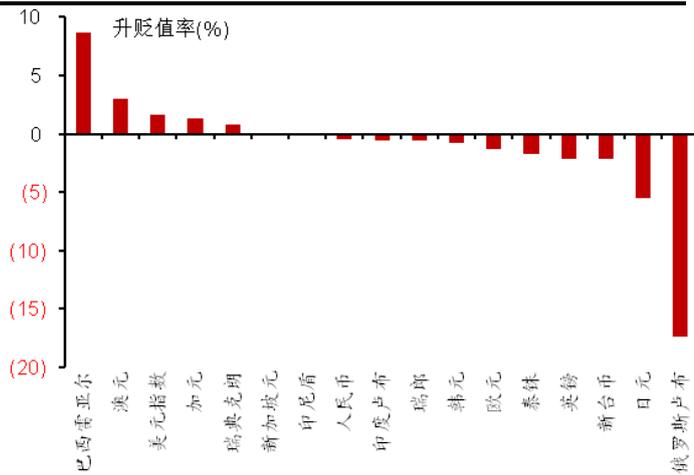
商品货币大幅走强，因大宗商品通胀和未来升息预期支撑。巴西雷亚尔成为今年以来新兴市场货币中表现最强劲的货币，3月对美元升值幅度达到8.7%，近期俄乌冲突大幅推升大宗商品价格和欧洲地缘政治风险，巴西因是农产品、铁矿石等商品出口大国和远离欧洲战火而受益，同时巴西自2020年3月以来连续加息9次，未来仍有加息空间，国内外较大的息差也吸引国际资本大量流入。但下半年大宗商品价格可能逐步回落，巴西10月将迎来大选，商品价格和国内政治的不确定性可能引发巴西雷亚尔波动。

澳元、加元等商品货币也表现出色，3月对美元升值明显，因澳大利亚和加拿大均受益于俄乌冲突带来的大宗商品价格上涨和避险情绪上升，但随着美联储加速升息、亚洲经济相对疲弱和大宗商品价格可能见顶，第二季度澳元、加元也可能有所回落。俄罗斯卢布已从2月24日前后的历史低点有所反弹，主要由于俄罗斯的资本管制抑制了卢布抛压，俄罗斯能源贸易活动并未列入欧洲制裁范围，能源价格飙升改善了俄罗斯的国际收支，但随着俄罗斯经济进入衰退，卢布可能再度走弱。

亚洲货币仍有走弱空间，因能源和原材料成本上升、地区疫情反弹、中国需求放缓以及与美元利差缩小。亚洲经济活动再度走弱，因俄乌冲突推升原材料成本并加剧供应链压力，地区疫情大幅反弹和中国需求明显下滑。亚洲的能源和原材料供应高度依赖进口，需求受中国经济影响较大，随着能源、原材料成本大幅上升、地区以晴反弹和中国房地产下滑，3月以来中国大陆、韩国、台湾地区、马来西亚等经济体的PMI或制造业活动均显著放缓。同时，美联储在加快升息和缩表，亚洲货币与美元利差将有所缩小，美元资产吸引力上升。

日元是表现最弱的亚洲货币，因日本央行成为发达国家中最鸽派央行，再度出手加大债券购买以压低国债收益率，导致日元遭到大规模抛售。3月日元对美元贬值幅度超过5%，日元对美元也跌至2015年以来的最低。

图 22: 3 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



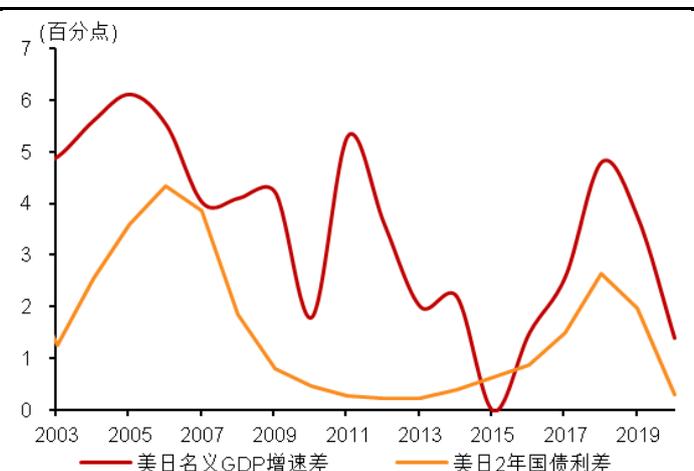
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 25: 英镑-美元利差与汇率



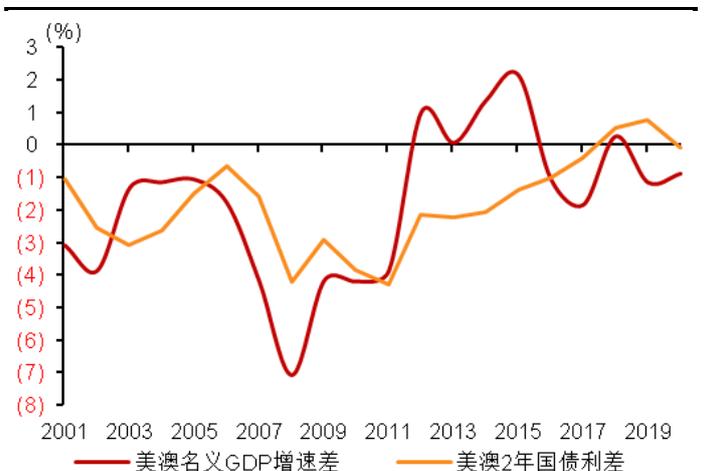
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

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

随着俄乌冲突不确定性下降，全球股市迎来反弹，前期跌幅较大的反弹幅度最大，电动车、能源、资源品、必选消费等板块领涨。但投资者对美联储加快政策紧缩、美国收益率曲线倒挂和远期衰退风险的担忧上升，美股仍面临估值较高、基准利率上升和盈利增速下行的三重压力，可能在近期反弹后迎来第二次下跌过程。

### 俄乌冲突不确定性下降支撑股市反弹

俄乌冲突正由战略进攻阶段走向战略相持阶段，战争烈度显著下降，双方呈现“以谈为主”和“以打促谈”局面，这意味着俄乌冲突和对俄制裁升级的风险大幅下降，全球股市在经历前期下跌后，迎来反弹。

3月标普500指数上涨3.6%，汽车及配件业、商业专业服务业、公用事业、食品与必选消费和能源等板块大幅上涨，银行、耐用消费品及服装、家庭及个人用品和电信消费等板块下跌。其中，汽车及配件业上涨17.9%涨幅最大，主要是新能源汽车股带动，因前期股价跌幅较大，近期受油价大涨和欧美加快能源转型的提振；银行股下跌7%跌幅最大，因前期上涨较多、对俄制裁带来业务和资产损失以及未来盈利增速预计大幅下行。

3月Stoxx欧洲600指数上涨0.5%，基础资源品、零售、油气、通信和银行板块领涨，而履行休闲、技术和公用事业板块下跌。受益于价格上涨，欧洲基础资源品和油气类股票上涨明显。因欧元区有望走出负利率，银行股在经历俄乌冲突期间下跌后开始反弹。但由于能源成本上升和旅行休闲等消费下滑，公用事业和旅行休闲类股票下跌。

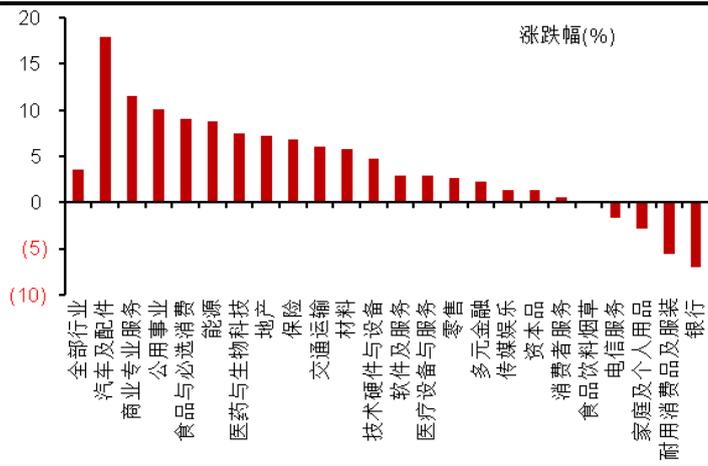
### 美股反弹后或现第二次下跌

美股面临估值较贵、基准利率上升和盈利增速下降的三重压力，仍有进一步调整空间，预计在近期反弹之后可能迎来第二次下跌过程，主要反映美联储加速紧缩后经济放缓、远期衰退和盈利下调风险。

从估值水平来看，3月末标普500指数的彭博Best PE为19.4X，处于过去23年80%分位数水平，席勒市盈率为34.7倍处于历史较高水平。以穆迪Baa企业债利率的倒数作为参照，美股较高市盈率具有一定合理性，因为利率水平处于历史低位，但随着基准利率上升，企业债利率将逐步抬升，美股估值有向下挤压的空间。

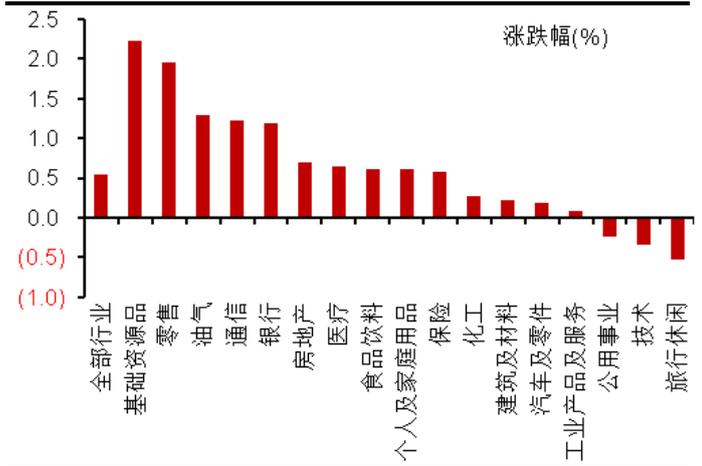
从企业盈利增速来看，美股企业盈利经历过去两年大幅增长后将从高位回落，2022年盈利增速将大幅下降，2023年可能出现负增长。美国过去两年大规模货币宽松和财政刺激通过家庭部门消费支出，主要流向美国企业，2020-2021年标普500指数成份企业EPS的两年平均增速预期达到13.2%，2021年标普500指数成份企业盈利比疫情前2019年高出28%左右，形成了一个较高基数。2022年大部分行业销量开始大幅放缓，受价格上涨支撑，盈利可能保持正增长，但增速将大幅下滑。2023年以后随着需求进一步放缓和价格涨幅回落，盈利可能出现负增长。

图 28: 3月美国标普 500 行业指数涨跌幅



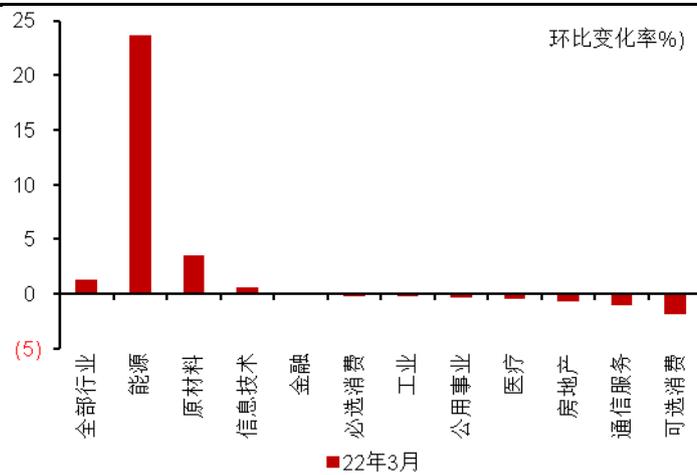
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 29: 3月 Stoxx 欧洲 600 行业指数涨跌幅



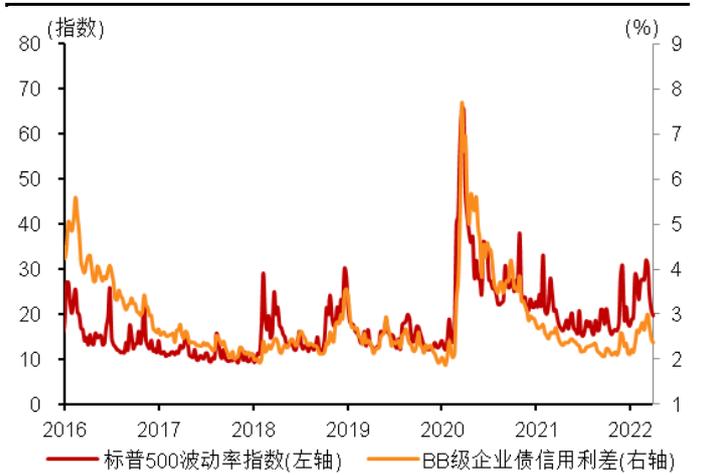
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 30: 3月份美股主要行业 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



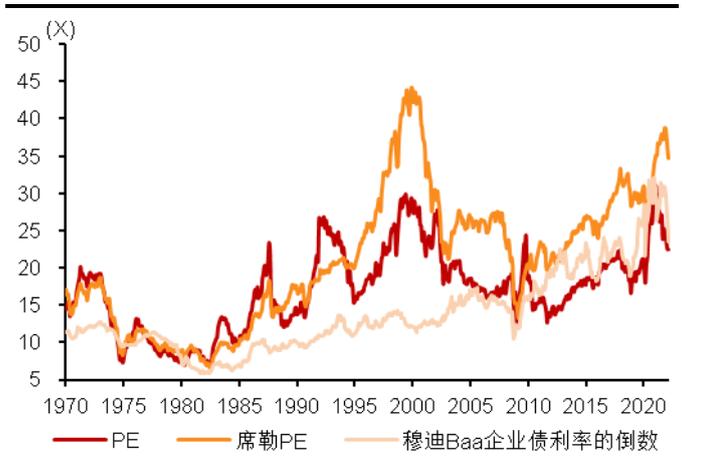
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 32: 原油与科技股



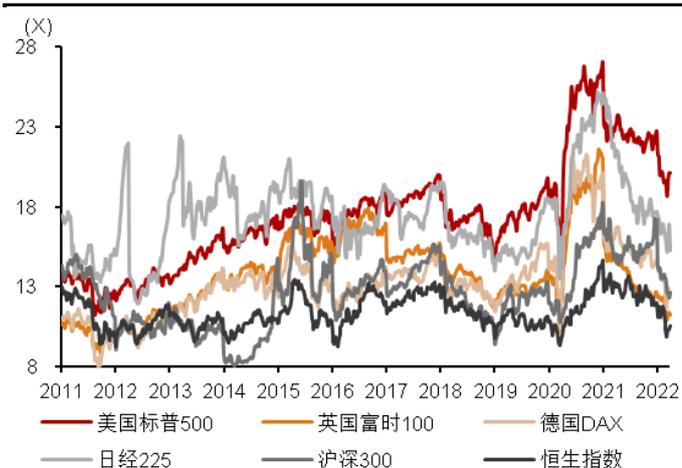
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 33: 标普 500 指数历史 PE



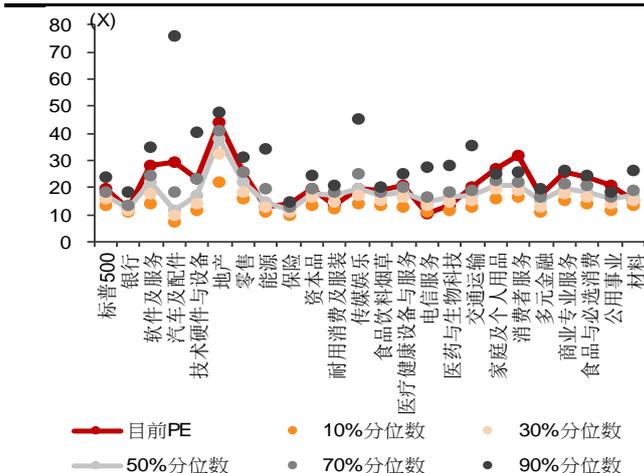
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 34: 主要股指一致预期 PE



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 35: 美股各行业 Best PE 与过去 23 年历史分位数



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

## 二、中国市场

### 1. 货币市场

中国货币市场利率平稳，3月份7天回购利率和3个月Shibor月均值与2月份基本持平。随着房地产销售、投资降幅扩大和疫情大幅反弹，中国经济进一步下行，降准或降息的必要性上升。目前导致经济下行的核心因素是需求疲弱，降息比降准更有意义，但政策部门不愿大幅降息。考虑到降息对于展现稳增长诚意、提振市场信心和稳定需求预期的重要意义，我们认为中国仍有温和降息的可能性。

#### 货币市场利率平稳

货币市场利率比较平稳。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，3月平均值与2月平均值基本持平，3月末水平相比2月末水平下降5个基点。余额宝7日年化收益率和3个月Shibor小幅下降，平均值分别从2月的2.01%和2.42%降至3月的1.96%和2.37%，主要因投资者风险偏好下降，资金从风险资产回流货币市场基金等安全类资产。但6个月存单利率有所上升，平均值从2月的2.37%小幅升至3月的2.47%。

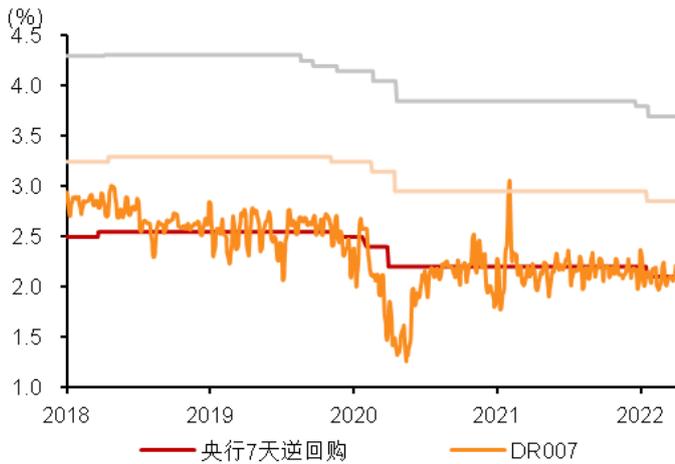
#### 仍有温和降息可能性

3月以来中国经济进一步下行，实现全年5.5%增长目标的难度增加，降准或降息的必要性上升。一方面，受需求疲弱、价格看跌及疫情影响，房地产销售和投资降幅扩大，民营开发商现金流压力和信用风险依然较高。另一方面，俄乌冲突推升能源和原材料成本，国内疫情大幅反弹抑制需求，制造业和服务业PMI大幅下滑并降至枯荣线以下。

目前导致房地产市场下滑的核心因素是需求疲弱，降息在提振需求方面比降准更有意义，但政策部门不愿大幅降息。首先，经历1H2015-2016年货币宽松和房价大涨之后，中国宏观政策理念从扩大总需求转向供给侧调整，大幅降息被贴上“大水漫灌”的标签。其次，中国政策部门依然关注中美利差变化，因不确定人民币已成为避险货币和过去一段时期走强是否可持续性。再次，由存款竞争激烈，存款利率难以下降，政策部门关注银行体系净息差。最后，政策部门对降息和数量宽松、结构性宽松的效果存在不同看法。

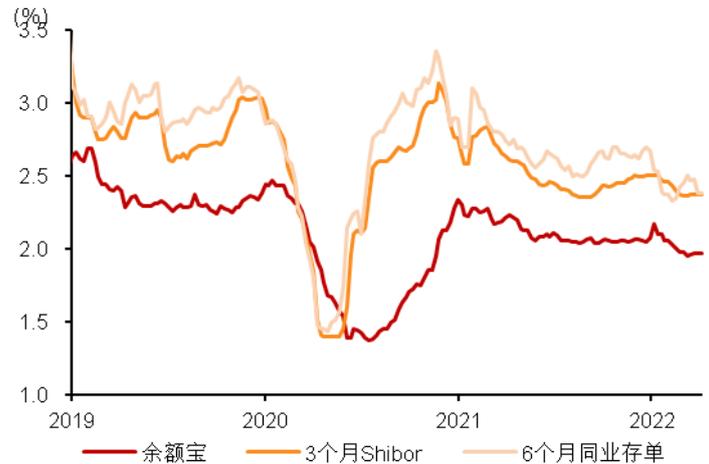
但我们认为降息对于展现稳增长诚意、提振市场信心和稳定需求预期具有重要意义，是稳地产不可或缺的政策工具，而稳地产是实现全年5.5%增长目标的必要条件。对于金融市场稳定而言，经济基本面预期比中美利差和净息差更加重要，应该加大政策力度，在美联储加速升息前尽快稳定中国经济。综合来看，我们认为中国仍有温和降息的可能性。

图 36: 中国央行政策利率



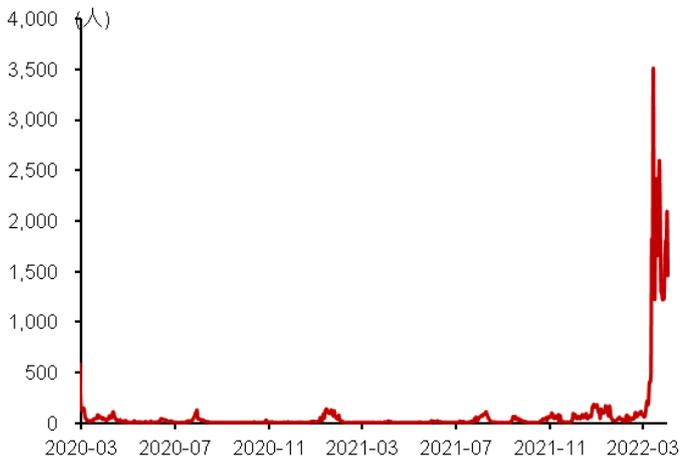
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 37: 中国货币市场利率



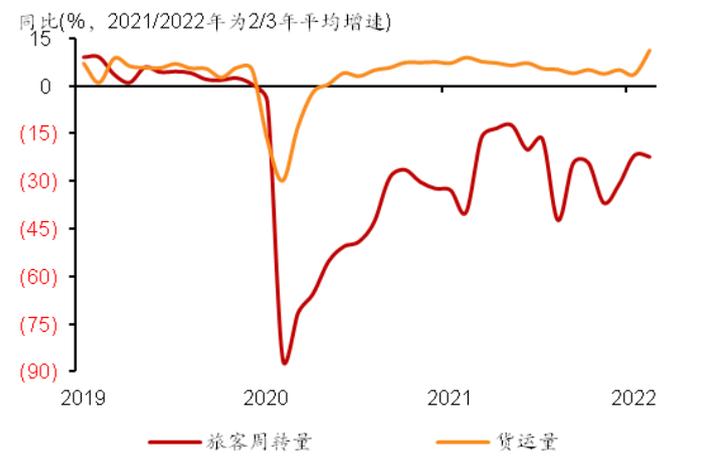
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 38: 中国新冠肺炎新增病例数



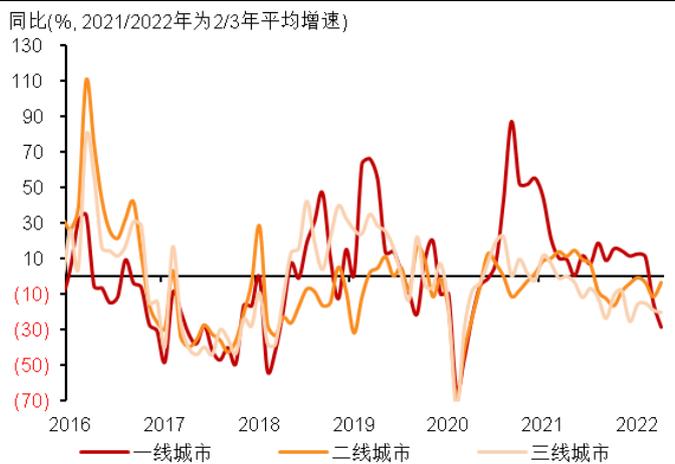
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 39: 中国交通运输业客运量与货运量增速



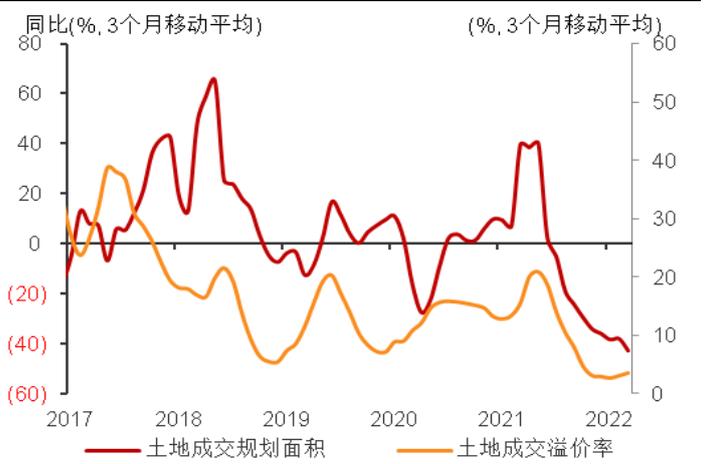
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 40: 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 41: 中国 100 个城市土地成交面积与溢价率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

## 2. 债券市场

中国国债利率基本平稳，尽管3月经济活动进一步冷却，但房地产政策放松预期和季末效应可能抵消了债券利率向下压力。企业债信用利差基本稳定，国企和城投企业信用利差小幅下降。债券融资仍将引领社会融资规模反弹过程，但房地产需求和资本支出疲弱仍将抑制社会融资规模回升幅度。

### 国债收益率基本平稳

3月以来中国国债收益率非常平稳，7年期国债收益率在2.8%左右小幅波动。中国国债收益率曲线变动不大，6个月至4年期国债收益率小幅上升。尽管3月中国经济进一步下行，但房地产政策放松预期和季末效应可能抵消了债券利率向下压力。3月16日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议提出，关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案。3月以来包括福州、郑州、哈尔滨、青岛等多个城市取消限购、限售等限制性措施，市场预期房地产政策将进一步放松，有利于恢复信用扩张。

### 信用利差稳定，债券融资反弹

由于货币流动性保持合理充裕，金融机构、国有房企和地方政府加大对房地产行业纾困，企业债信用风险基本平稳。其中，AA级产业债和AA级城投债的信用利差分别从2月平均53和256个基点降至3月平均243和252个基点，中央国企的信用利差从2月平均230个基点降至3月的211个基点，但地方国企和民营企业的信用利差基本不变。

3月债券净融资有所反弹，主要由于政府债券净融资扩大。3月下旬国务院召开常务会议提出要加快政府债券发行和基础设施投资建设，今年专项债剩余额度必须在9月底前完成发行，以提振第二、三季度基础设施投资，稳定经济增长。在房地产需求疲弱、疫情冲击消费和信用扩张受阻情况下，政府加快债券发行和基础设施投资，将成为稳增长的重要手段，债券融资仍将引领社会融资的反弹过程。

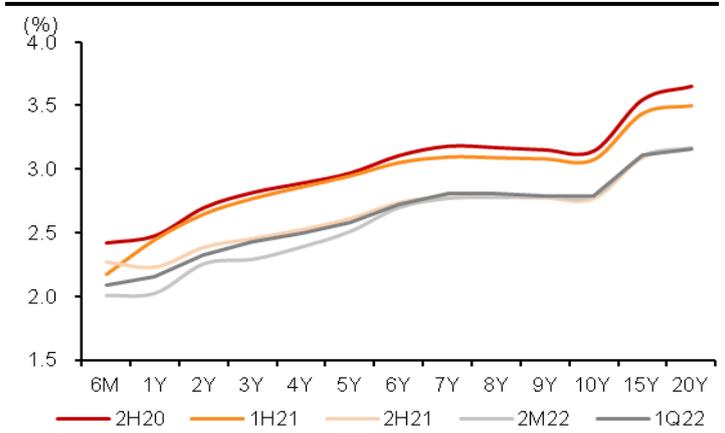
2022年政府债券融资预计在7万亿左右，其中地方政府专项债额度3.65万亿。地方政府专项债资金将重点投资于交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目以及保障性安居工程。

图 42: 中国长期债券收益率



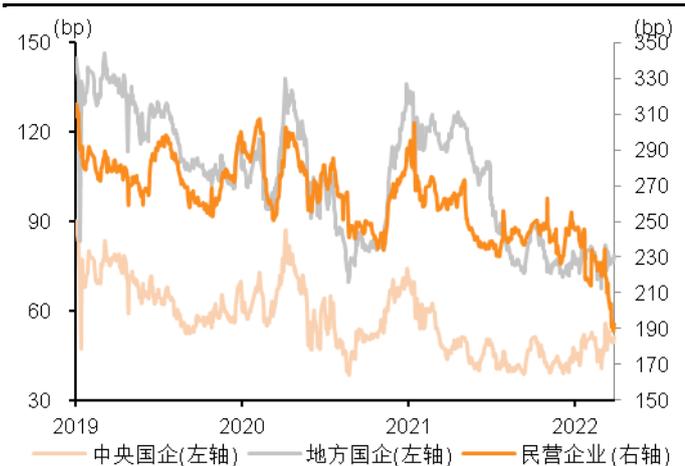
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 43: 中国国债收益率曲线



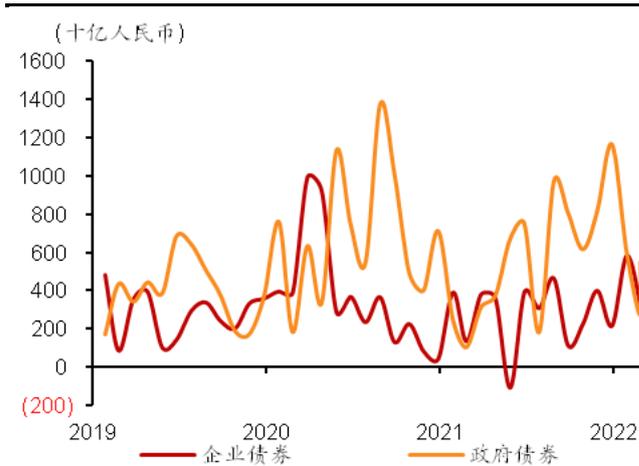
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 44: 中国各类企业信用利差



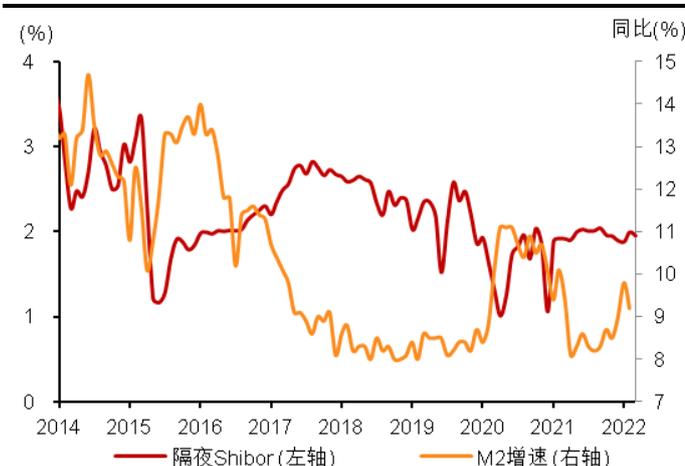
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 45: 中国债券净融资规模



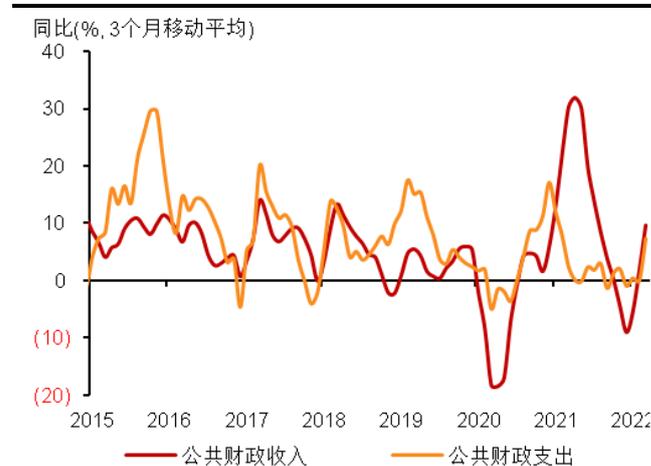
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 46: 从流动性放松到信用扩张



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 47: 中国财政支出进度加快



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

### 3. 外汇市场

随着美联储加快升息，中美利差加速收窄，人民币对美元小幅贬值。短期内中美利差仍将进一步下降，人民币对美元仍有走弱空间。但美国经济已从高位下行，中国经济有望低位企稳，人民币资产估值较低，这将抑制人民币贬值空间，预计人民币兑美元将呈现温和走弱趋势。

#### 中美利差持续收窄，人民币小幅贬值

汇率走势与利差变动高度相关，反映市场对两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，中美利差缩小，美元兑人民币升值；当美国经济相对中国经济走弱时，中美利差扩大，美元兑人民币贬值。

3 月以来，受房地产下滑和疫情反弹影响，中国经济下行压力加大，货币政策仍有放松空间，而美国经济依然偏强，美联储计划加快升息和缩表，中美利差进一步收窄。3 个月 Shibor

与美元 Libor 之差从 2 月末的 1.9 个百分点降至 3 月末的 1.4 个百分点，同期人民币对美元贬值 0.7%。

3 月以来，受地缘政治风险担忧上升、中概股被列入临时退市清单和中国疫情暴发影响，外资流出中国，导致人民币由强转弱。

## 人民币仍有走弱空间

展望未来，中国经济受房地产下滑和疫情冲击，短期内依然疲弱，人民币利率有小幅下降空间，而美元利率进入加速上升通道，预计 3 个月 Shibor 与美元 Libor 之差可能从 3 月末的 1.4 个百分点降至今年末的 0.15 个百分点左右。同时，俄乌冲突和美国加息推升欧洲和美国远期衰退风险，欧美房地产、耐用消费和企业资本支出将大幅放缓，这将对中国商品出口产生负面影响，对人民币汇率也有负面影响。此外，俄乌冲突不会改变美国战略重心转向印太的趋势，拜登面对中期选举压力仍会祭出中国牌，中美冲突的风险依然存在，可能对人民币汇率产生一定影响。

在此情况下，人民币对美元仍有走弱空间。但从中期来看，中国经济经历此轮下行后有望逐步企稳，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下行，美元资产估值较高仍有调整空间，中美长期利差可能相对稳定，这将抑制人民币贬值空间。

在美联储加息周期中，人民币汇率灵活性是保持国内货币政策独立的关键。但中国政策部门仍有浮动汇率恐惧症，仍比较关注中美利差，导致货币政策虽然以我为主但仍需兼顾内外平衡，中美利差收窄对国内货币政策仍有一定约束。

图 48: 2017 年以来中国央行已退出直接外汇干预

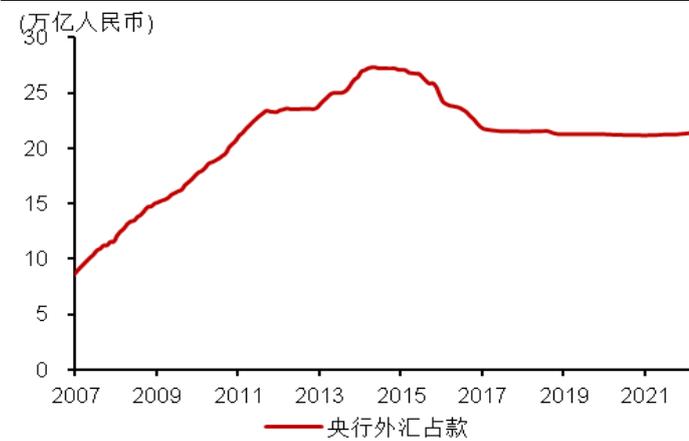
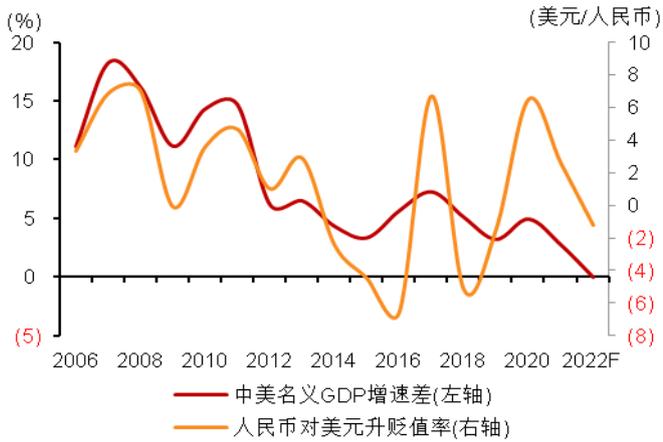


图 49: 美元/人民币汇率与两国利差变化相关

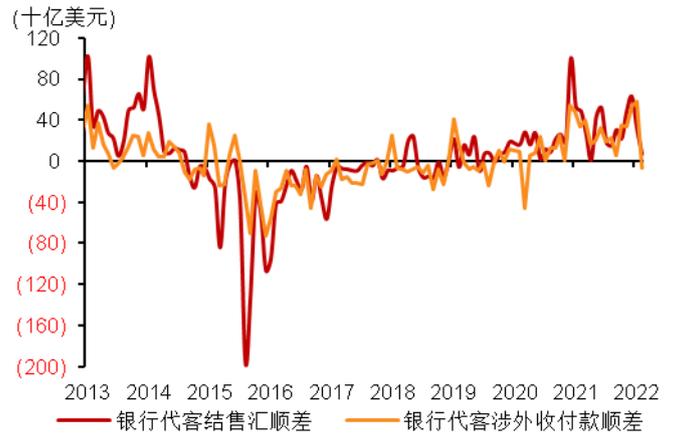


图 50: 两国汇率和利差反映经济相对强弱



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 51: 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

3 月 16 日国务院金融稳定发展委员会会议成为政策预期和市场情绪的分水岭。A 股大幅反弹，房地产、能源、金融等板块领涨，市场对稳基建、稳地产的政策预期大幅升温，短期内将支撑相关板块估值修复。但随着市场对政策预期提高，政策落地低于预期的风险开始上升，增加了市场在反弹之后波动的可能性。在经历房地产压力和疫情冲击后，中国经济有望在第二季度企稳，下半年逐步回升。从中长期来看，中国经济将持续向消费和科技驱动转型，我们看好消费和科技龙头的长期增长空间。

### 金稳委释放稳市场强烈信号，房地产板块引领反弹

3 月 16 日国务院金融稳定发展委员会赶在美联储议息会议前召开专题会议，释放全力稳市场、稳预期和稳经济的强烈信号。会议积极回应市场关注的多个问题：坚持发展是第一要务、切实提振第一季度经济、货币政策要主动应对、房企债务风险化解、中概股监管合作、平台治理、香港金融市场稳定、部委政策协调等。

此次会议成为政策预期和市场情绪的分水岭。市场之前认为 4Q21 是政策底，但今年以来的政策力度显著低于预期，俄乌冲突和国内疫情反弹带来新的压力，政策供需缺口进一步扩大。此次会议表明，决策者开始计划解决房企债务风险和提振互联网等行业信心。

市场对房地产政策放松的预期升温，房地产、能源和金融板块引领市场反弹。3 月下半月以来，房地产、能源、传媒、保险和银行板块领涨，下半月涨幅分别达到 31.1%、15.7%、14.2%、13.4% 和 12.4%。

### 政策预期与未来展望

金稳委会议提振了市场对政策预期，扭转了市场极度悲观情绪。3 月下旬，国务院召开常务会议，提出加快专项债发行和基础设施建设，要求今年剩余专项债额度必须在 9 月底前完成发行，提振第二、三季度基础设施投资。在地方政府层面，多个城市出台包括取消限购、限价和放松限贷等房地产放松政策。市场对政策稳基建、稳地产的预期大幅升温，支撑相

关板块的估值修复。但市场会持续评估政策落地情况，并调整自身预期，随着市场对政策预期提高，政策低于预期的风险可能增加，这会增加市场反弹之后的不确定性。

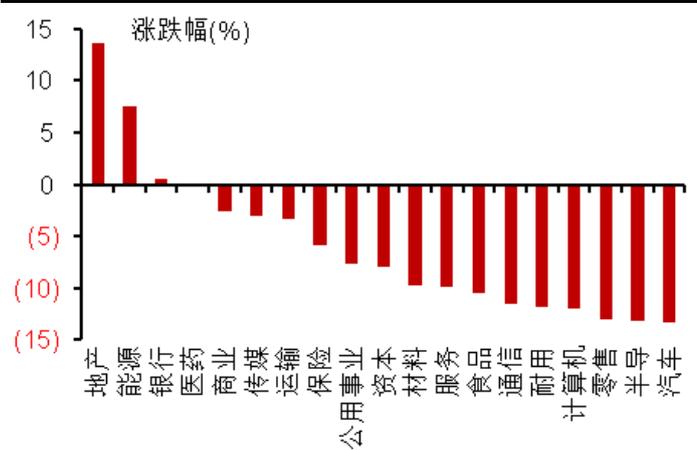
基础设施投资再次作为稳增长的重要手段，9月底完成今年地方政府专项债额度3.65万亿发行，第四季度可以提前使用一部分明年额度，2、3季度基础设施投资可能延续反弹势头，全年同比增速7%-10%，而去年同比增速0.2%。但土地出让收入大幅下滑，对地方政府隐性债务控制不会实质性放松，这将抑制地方基础设施投资反弹空间。基础设施投资重点是能源（新型电力系统）、交通运输、仓储与物流、保障房、水利、教育、医疗卫生等，但交通运输行业受疫情冲击较大，整体投资增速可能比较疲弱。中国基础设施投资基数非常高，又面临地方政府债务和碳减排的约束，所以中长期基础设施投资低速增长将是常态。

在房地产政策方面，未来能够看到贷款利率进一步下降、信贷供给进一步宽松和更多城市限购、限贷、限价等政策的放松，但政策总基调是稳地产、防风险，不是强刺激，仍会坚持“房住不炒”的总基调。房地产市场仍在寻底，可能在第二季度探明底部，下半年逐步回升，见底顺序是住房销量->房企债务风险->房地产投资，一线城市->二线城市->三、四线城市。总体而言，此轮急剧去杠杆加速房地产增长时代的结束，住房投资投机需求大幅下降，刚性需求对应25-40岁人口已见顶回落，改善需求带来小幅增长空间，住房销售面积可能已见到顶部，在当前水平稳定一段时期后逐步下降。一、二线城市因吸引人口净流入，住房需求仍有增长空间，但大部分三、四线城市住房总需求逐步下降，区域中心因城镇化和改善需求有一定支撑。住房供给侧结构发生变化，保障房、租赁性住房占比上升，国有房企和地方政府在房地产市场的作用提升。

短期内我们看好房地产产业链、基建等板块的估值修复，因稳地产、稳基建政策全面回暖，但中期内中国将进一步降低对房地产和投资依赖，相关产业链将进入低增长阶段。在控制疫情后，外出消费和部分服务业活动将迎来修复。

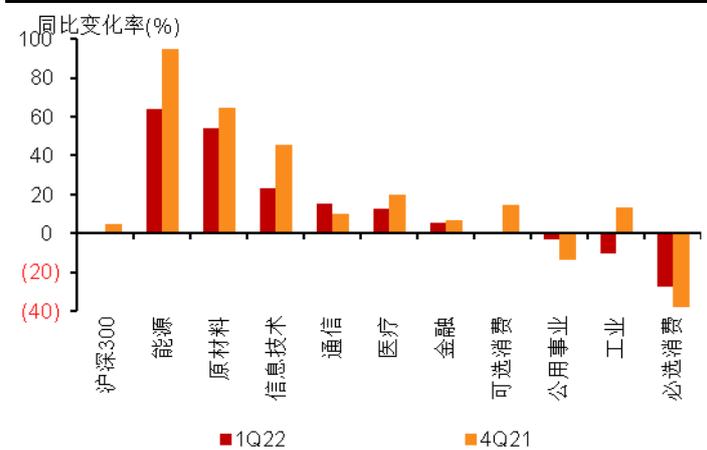
中长期内我们看好中国经济向消费和科技转型过程。共同富裕、中等收入群体扩大和消费升级将支撑食品饮料烟酒、体育用品、美容化妆品、免税品零售、智能家电、消费电子、生物科技与医疗服务等消费行业龙头持续增长。同时，中国制造业加速向信息化、智能化和数字化转型，新能源汽车产业链、风光发电产业链、人工智能等板块将保持较高景气度。

图 52: 3月A股中证800行业指数涨跌幅



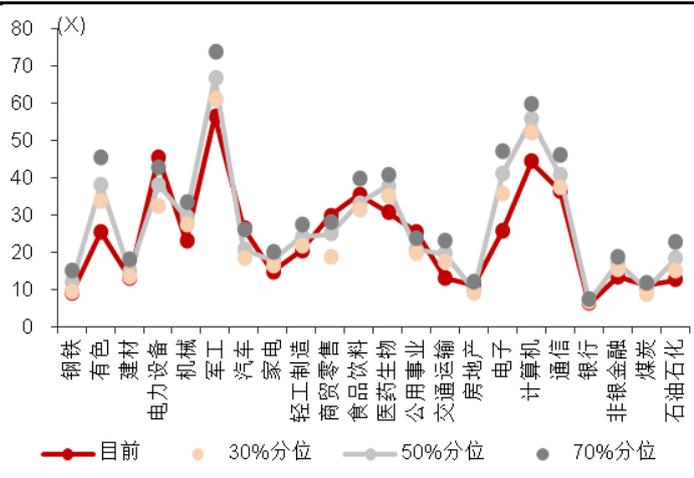
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 53: 沪深300行业指数EPS预测环比变化率



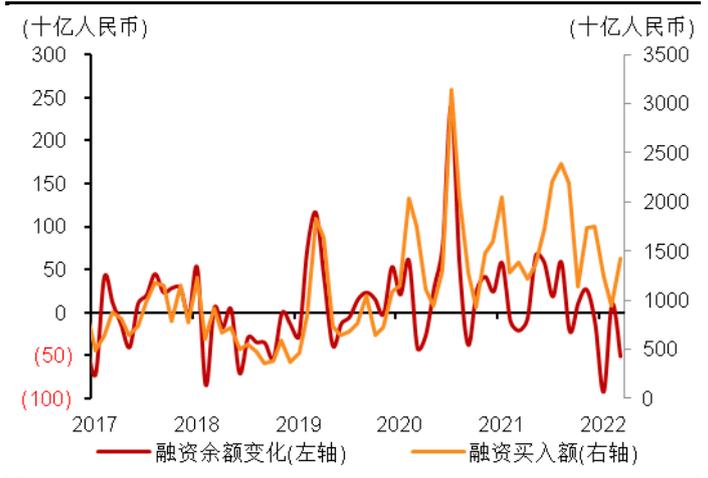
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 54: A 股各行业静态 PE 及过去 5 年历史分位值



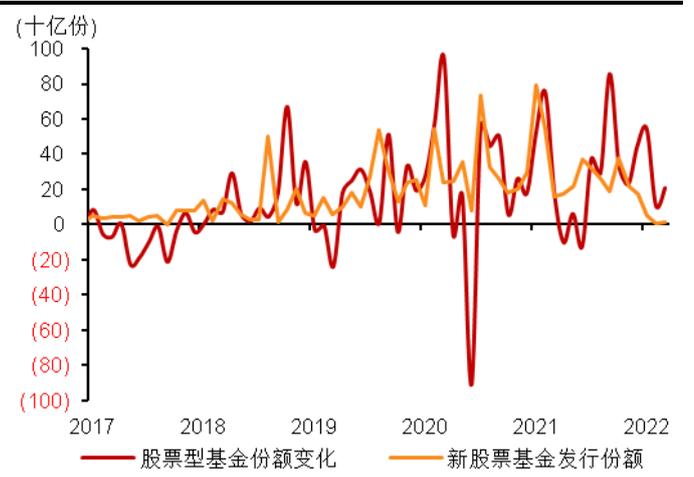
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 55: 中国 A 股融资余额变化及融资买入额



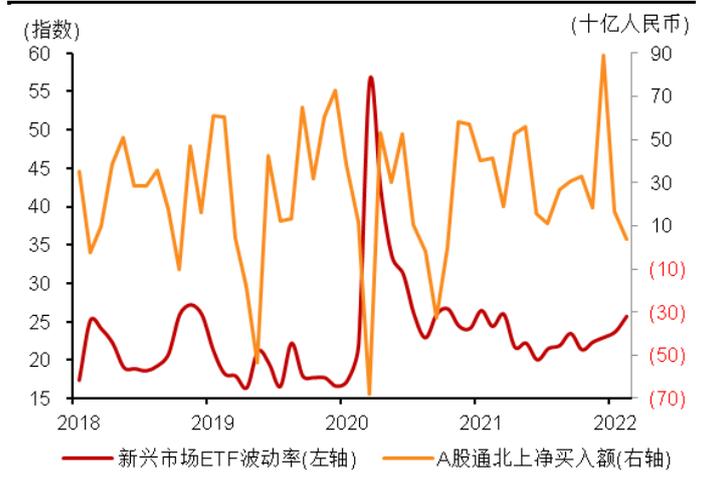
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 56: 中国股票基金变化与新股票基金发行份额



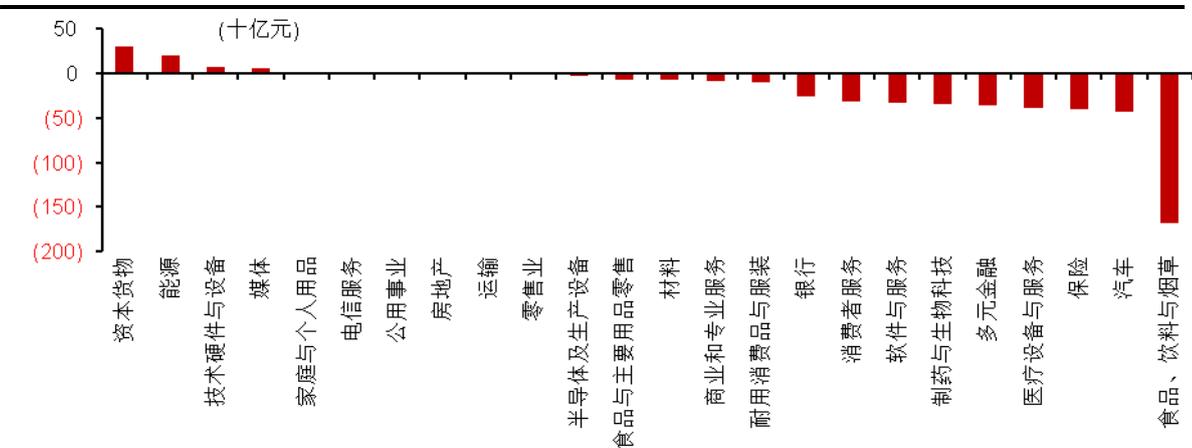
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 57: 新兴市场 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

图 58: 3 月份 A 股各板块北上资金净流入



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

## 三、香港市场

### 1. 货币市场

由于采用联系汇率制度，港币利率将随美元升息而上升，期限较长利率率先攀升。近期港币汇率进一步走弱，银行总结余和外汇储备可能延续下降，显示在美元加息周期和俄乌冲突背景下存在资本流出可能性，但港币汇率尚未触及弱方兑换保证水平，说明资本流出压力依然可控。

#### 港币利率将随美元利率进一步上升

由于联系汇率制度，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。

随着美元加息周期到来，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。但港币利率也受到本地因素和中国内地货币政策影响，在美元加息周期中上升过程更加滞后和缓慢。

3月以来，港币3个月Hibor上升22个基点，同期美元3个月Libor上升近50个基点，美元与港币3个月利差由2月末的不到10个基点扩大至4月初的40个基点。

#### 香港面临资本流出但压力依然可控

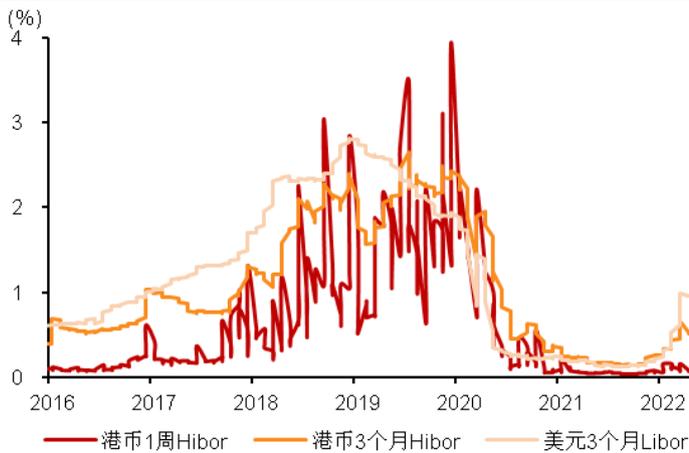
在美元联系汇率制度下，通过观察港币汇率强弱和银行总结余变化，可以判断香港资本流动情况。一般情况下，港币走弱伴随银行总结余下降，意味着资本流出，当港币不断触及弱方兑换保证需要金管局沽出美元时，则意味着显著资本流出；港币走强伴随银行总结余上升，意味着资本流入，当港币不断触及强方兑换保证需要金管局买入美元时，则意味着显著资本流入。

近期港币汇率明显走弱，美元/港币汇率由2月末的7.81升至4月初的7.83，进一步趋向弱方兑换保证水平，显示在美元加息周期和俄乌冲突背景下存在资本流出压力，但港币汇率尚未达到弱方兑换保证水平，说明资本流出压力依然可控。

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2022年1月和2月分别下降43亿美元和15亿美元。

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 59: 港币 Hibor 与美元 Libor



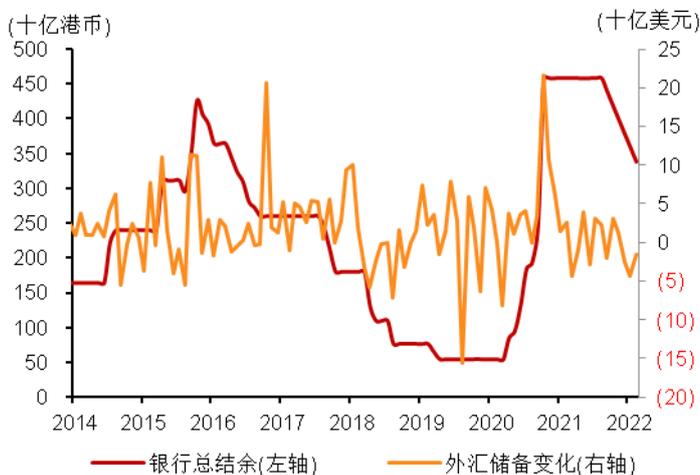
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 60: 美元-港币汇率与利差



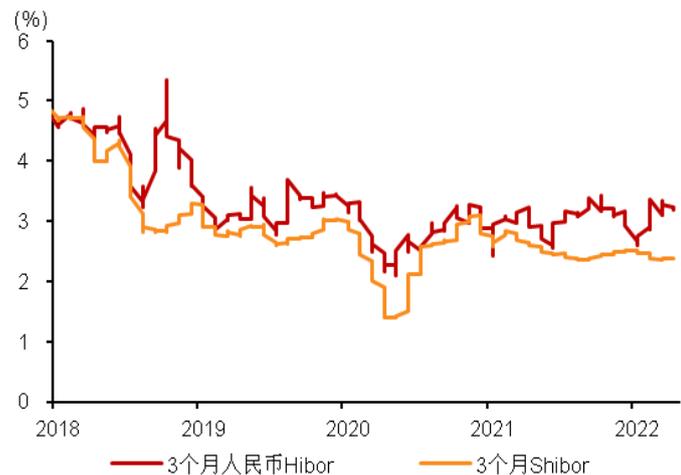
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 61: 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 62: 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

随着政策预期和市场情绪改善, 港股市场大幅反弹, 前期跌幅较大的互联网科技、医疗和可选消费领涨。展望未来, 美元流动性收紧和中美阶段性冲突风险仍将扰动港股市场, 但内地经济企稳、盈利前景改善和低估优势将为港股提供重要支撑。

### 行业涨跌情况

3月16日国务院金融稳定发展委员会会议释放稳市场的强烈信号后, 港股市场大幅反弹, 前期做空比例较高、跌幅较大的信息技术和医疗保健两大板块反弹幅度最大, 原材料、能源和可选消费等三大板块涨幅居前, 3月后半月以来以上五大板块涨幅分别达到 34.4%、31.9%、26.1%、25%和 23.5%。受能源、原材料成本上升和提价受限等因素影响, 公用事业、必选消费等板块涨幅相对落后, 3月后半月以来涨幅分别为 7.6%和 9.8%。

从 EPS 预测环比调整来看，3 月恒生指数 EPS 预测环比小幅上调 0.4%。其中信息技术、公用事业和工业三大行业的 EPS 预测环比分别上调 7.1%、4.8%和 2.9%，而医疗、能源和综合三大行业的 EPS 预测环比分别下调 3.8%、1.5%和 1.5%。

从估值水平来看，恒生指数目前 PE 处于历史较低水平，低于过去 4 年 30%分位数。除医疗行业 PE 位于 30%分位数和 50%分位数之间外，其他行业 PE 均低于 30%分位数。

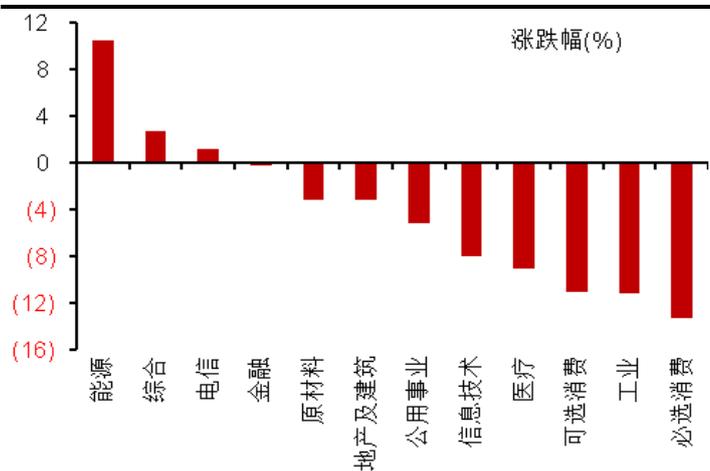
### 未来表现

从流动性因素来看，美元、准美元资金在港股市场占比超过 80%，由于美元加息周期，美元和港币流动性将收紧，内地流动性宽松只能提供部分对冲。

从盈利基本面来看，短期内房地产产业链依然承压，内地消费仍受疫情影响，但中期内随着房地产见底和走出疫情困扰，盈利增速存在修复空间，沪深 300 指数、恒生综指和恒生指数 EPS 一致预期在 2020-2021 年分别平均下降 2.4%、2.5%和 11.7%，预计 2022 年分别增长 18%、11%和 6%。

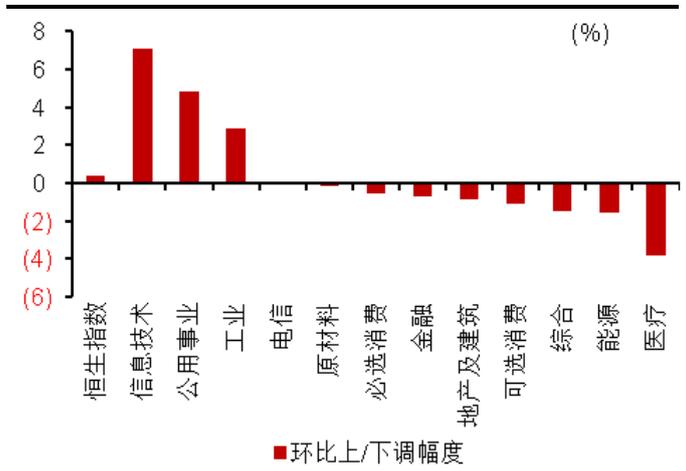
从市场情绪来看，随着中国政策预期改善、就中概股审计底稿问题释放合作信号以及俄乌冲突缓解，投资者恐慌情绪明显缓解。但投资者信心依然偏弱，中概股审计底稿问题和退市风险并未完全消除。港股代表国际资本与中国企业绑定，受地缘冲突因素影响较大，俄乌冲突并不改变美国战略重心转向印太的趋势，拜登面对中期选举压力仍会祭出中国牌，地缘冲突风险依然是未来重要的影响因素。

图 63: 3 月恒生行业指数环比涨跌幅



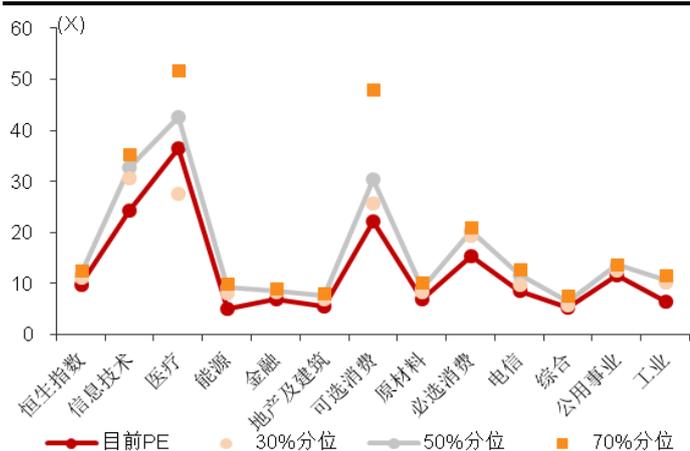
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 64: 3 月恒生行业指数 EPS 预测环比调整幅度



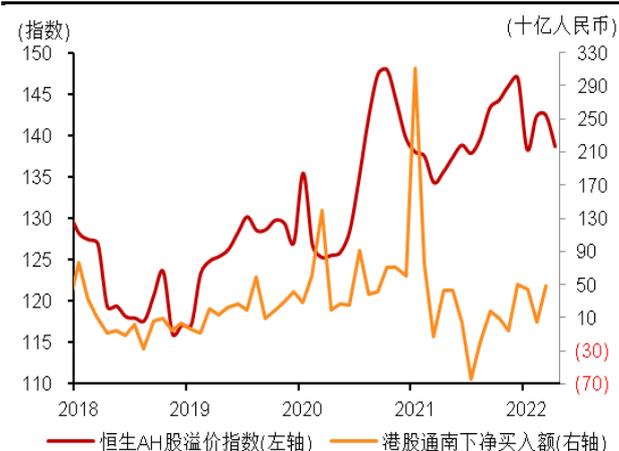
资料来源：Bloomberg, 招银国际环球市场

图 65: 恒生行业指数一致预测 PE 与 4 年历史分位值



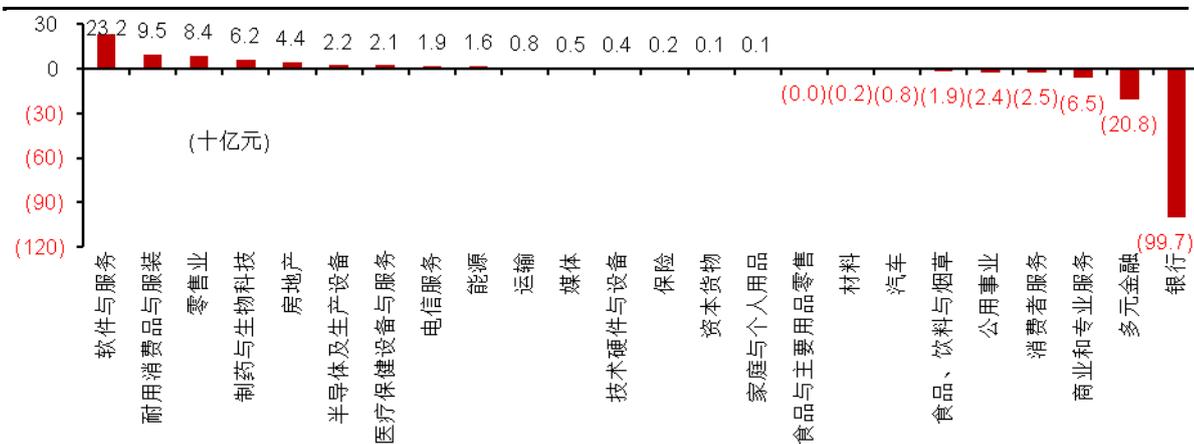
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 66: 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

图 67: 3 月份港股通各板块南下资金净流入



资料来源: Bloomberg, 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上责任。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。