

2021 年 11 月 15 日

中国市场策略

展望 2022：夕惕若厉

- ④ **经常账户盈余达峰将制约股指的升幅：**新冠疫情以来，中国生产、出口、储蓄，而西方躺平、进口、消费。中国不断积累的经常账户盈余反映了外需相对于内需的旺盛。然而，随着疫情逐步消退与全球经济重启在即，中国经常账户盈余的积累很可能将放缓。事实上，中国的经常账户盈余很可能在今年 3 月已经触顶。历史上，盈余达峰往往与股指顶部约同时出现，譬如 2007 年末至 2008 年年初，2015 年年中以及 2021 年 2 月。同时，我们的量化模型也预测未来 12 个月交易区间的顶部趋近于 2021 年的峰值。
- ④ **中国的外汇存款是“影子联储”，并且正在收紧：**尽管经常账户盈余已经升至 2007 年的历史高位附近，中国的外汇存款和外汇储备却没有大幅上升。而商业银行的外汇存款成为承接美元流动性的蓄水池，并已经增至约 1 万亿美元——这与美联储在不同阶段量化宽松下的资产负债表扩张是并行不悖的。

因此，中国的外汇存款对于中国的风险资产价格举足轻重，我们将其称作中国的“影子联储”。随着美联储已花光所有力气、穷尽所有借口而不得不开启缩减购债，中国的出口增速即将放缓，外汇存款的快速增长很可能将暂告段落，从而制约市场的潜在升幅。相反，如果新冠疫情持续肆虐，扰乱供应链，并导致黏性通胀，则美联储将不得不超预期地收紧货币政策。如是，这种场景对于市场的运行无异于雪上加霜——这将是股票和债券的通敌——滞胀。

- ④ **重点关注 2021 年的“泰坦尼克板块”：**与其押注上行空间有限的大盘指数，我们建议关注 2021 年的“泰坦尼克板块”——那些因为行业强监管而遭受重创的板块，即消费和互联网行业。甚至房地产板块随着市场情绪的转变都很可能将技术反弹，尽管这种性质的反弹交易难度大。能源应该继续有所表现。这些板块（除房地产）的盈利防御性强，但目前在投资者的组合里依然偏低配。当前，投资者的板块配置调整过慢，仍然没有反映经济周期放缓的趋势，因此在市场转势后容易措不及防。
- ④ **定向宽松以防范系统风险：**随着经济短周期从峰值滑落低谷，政策的支持力度将逐步增强以对冲下行风险。尽管如此，全面放松房地产在现阶段仍然是小概率事件。政策走向将与市场预期斡旋，以求平衡抑制房产投机的政策决心和管理系统风险的必要性。定向宽松，甚至伺机降准都是很有可能的。

随着对于房价只涨不跌的预期开始转变，资金从房地产向其他资产类别的再配置将促使一个更健全的资本市场行稳致远。人民币将阶段性略贬。在一个避险的市场环境中，债券收益率也将有所回落。

洪灝, CFA

hao.hong@bocomgroup.com
(852) 3766 1802

研究部主管

谭淳

karen.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1825

罗为腾

sophia.luo@bocomgroup.com
(852) 3766 1843

“影子联储”收紧

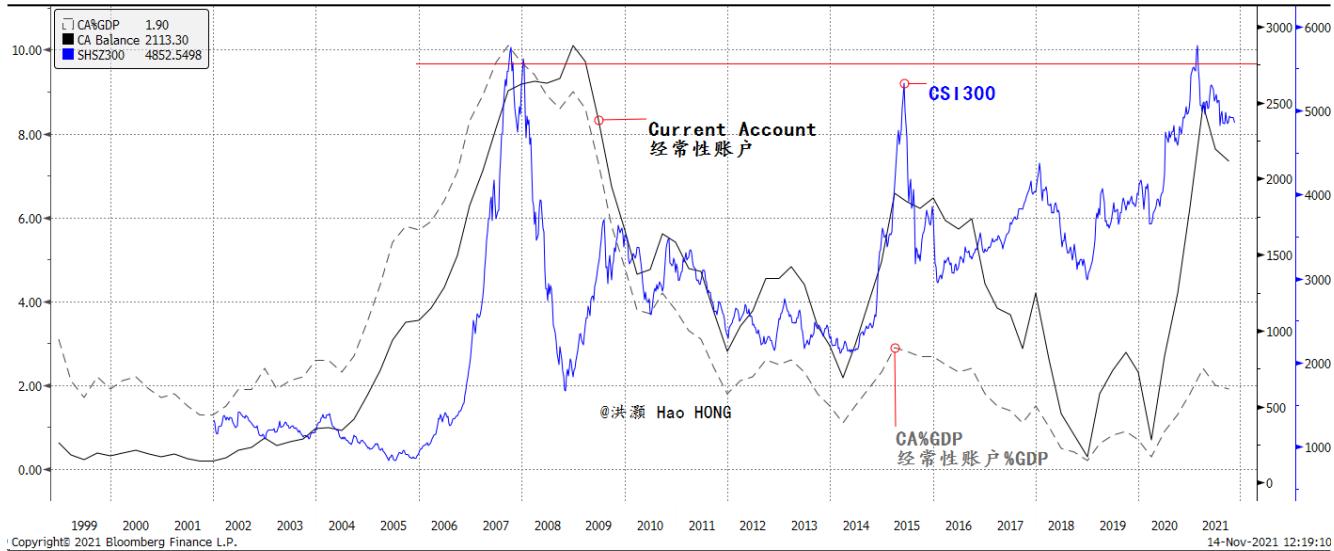
经常账户达峰，股市触顶

过去两年间，当在新冠疫情的阴霾下交易中国市场时，有一个巨大的谜团始终萦绕于心：中国的在岸股票市场面对席卷教育、网络平台和房地产行业的监管新规似乎处变不惊，波澜未起。虽然包括在香港和美国上市的许多离岸中资股股价远不止折半腰斩，中国在岸市场股票指数却能迅速反弹，甚至屡创新高。

专家们指出：不少中国的科网巨头都在海外上市，因此离岸中国指数在针对互联网平台监管加码的环境里遭受重创。但是，素有“中国的纳斯达克”之称的创业板同样也是中国许多赫赫有名的科技公司的上场所。此外，恒生指数一向因成份股缺乏科技元素为人所熟知，其弱势也与在岸市场的强势形成鲜明对比。这着实令人困惑不解。

为了解答这个谜团，我们将目光投向中国的经常账户盈余，因为其对股票市场的表现举足轻重。从历史上看，股市总是与经常账户盈余齐头并进，相伴触顶（图表 1）。例如，经常账户盈余在 2008 年年初，2015 年年中以及 2021 年年初均达到顶峰，沪深 300 指数亦并行见顶。我们相信中国经常账户盈余的变化可以帮助我们解释中国在岸和离岸市场两极分化的表现。

图表 1: 经常账户往往与股市指数并行触顶

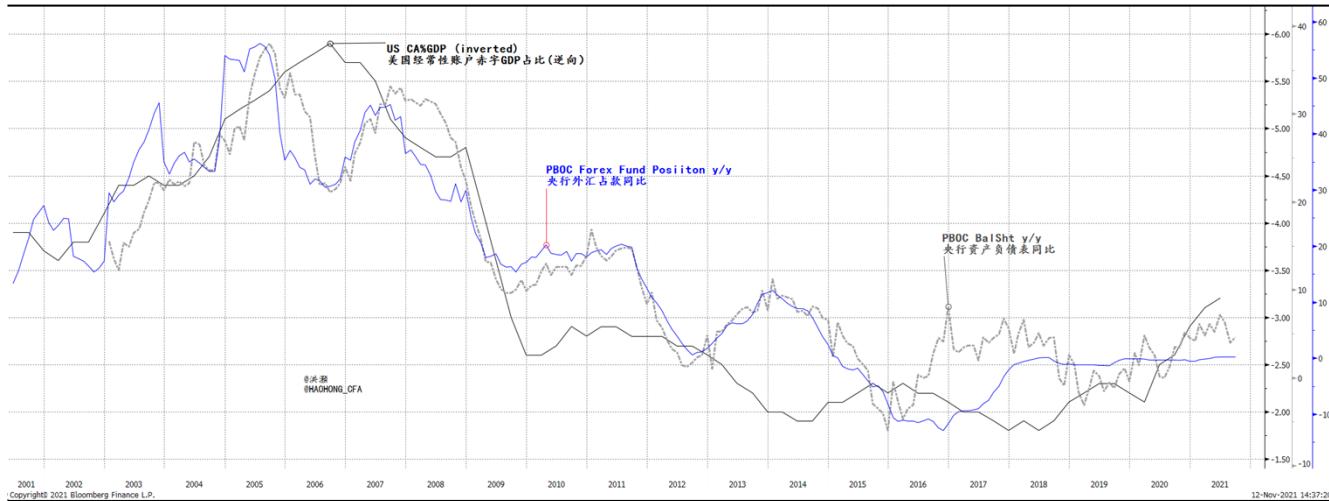


资料来源：彭博，交银国际

纵观 2021 年，新冠疫情周期性地故态复萌，全球经济不堪其扰。随着中国率先走出“风景这边独好”的独立行情，以及中国成为西方国家需求的重要供应来源，中国的经常账户盈余在强劲出口所收取的巨额美元支持下不断攀升。2021 年一季度，盈余似乎已经达到了一个可以与 2007 年中国出口全盛时期等量齐观的峰值水平。

中国经常账户盈余的不断积聚正是中国出口相对于进口，或者中国外需相对于内需强势表现的镜像。持续扩大的盈余表明外需相较于内需更为强劲，因此需要中国开足马力出口以满足巨大的国际市场需求。持续扩大的盈余也预示着一个国家吸引海外储蓄的能力。此外，由于国内固定资产投资保持高增长势头，消费低迷增长乏力，中国的储蓄稳居高位。从历史上看，中国不断攀升的盈余映射出美国持续膨胀的贸易赤字，并由此转化为飞升的外汇占款导致央行资产负债表的扩张。反之亦然（图表 2）。

图表 2：美国恶化的经常账户正是中国经常账户改善的镜像



资料来源：彭博，交银国际

经验数据可以证实以上理论。在过去两年间，美国零售和 CPI 数据始终与中国的相关数据走势背离。在我们 2021 年 6 月 7 日发表的 2021 年下半年展望报告《价值依然王者归来》中，我们强调走弱的中国 CPI 数据是消费需求疲软的标志，因此值得密切关注。由于中国是大宗商品的进口国，而大宗的价格今年飞涨，上游通胀飙升至 26 年的高位并不意味着生产商的强势。因此，美国的需求确乎是比中国更为强劲，这一强劲需求最有可能拜前者史无前例的货币和财政刺激计划所赐。

不断扩大的盈余一直是中国货币供给的重要来源。央行过去常常回收随着出口内流的美元，并将其转化为人民币流动性。由于贷款本身创造广义货币供给，商业银行贷款是中国货币供应最主要的来源。不过经常账户盈余是经济中更能的基础货币的重要来源。

因此，不难看出经常账户的扩大意味着充足的流动性，由此为在岸市场的高歌猛进凭添助力，而离岸市场则无缘从中获益。这同样有助于解释为何诸如上证这样更宽泛的大盘指数的表现有些力不从心，原因在于其拥有一定的流动性支持，却缺乏整体基本面的支撑。在这种情况下，流动性轻车熟路地涌入市场中更具投机属性的领域，即中小盘股和创业板。与此同时，离岸市场尽管基本面恶化，却未能获得在岸的流动性支持。

“影子联储”正在收紧

过去两年间，另一大未解之谜是，尽管中国的经常账户盈余不断累积，央行的外汇占款几乎未有变化。换言之，经由中国出口而内流的美元似乎并没有直接转化为国内的人民币流动性。这已经被 M2 堪堪超过 8% 的缓慢增速所证实。而央行持有的美国国债在过去两年里反而略有下降。那么，美元究竟流向何方？

我们注意到中国商业银行的外汇存款在过去两年里增加至约 1 万亿美元，自疫情爆发以来，其一直呈急剧上升的趋势。这与中国出口的走高并行不悖。也就是说，由出口所获得的美元被储藏在商业银行的外汇存款中。存款的快速累积意味着系统中充足的流动性。请注意，央行于 2021 年 6 月上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点。上一次调整发生在 2007 年 5 月。而央行于 2018 年 11 月重启了央行票据这一吸收流动性工具的发行。

此外，中国外汇存款与美联储资产负债表的变化在很大程度上同步，因此与诸如深证综指在内的中国主要股指也高度关联。我们注意到，外汇存款的大幅增加与 2008 年、2012 年和 2020 年美联储量化宽松的不同阶段密切吻合（图表 3）。因此，我们可以看出，商业银行的外汇存款是如何像内流的美元流动性的蓄水池那般运作，同时确乎反映出由美联储一手造成的全球流动性状况。为避免繁琐，我们将中国商业银行中的外汇存款称作“影子联储”。

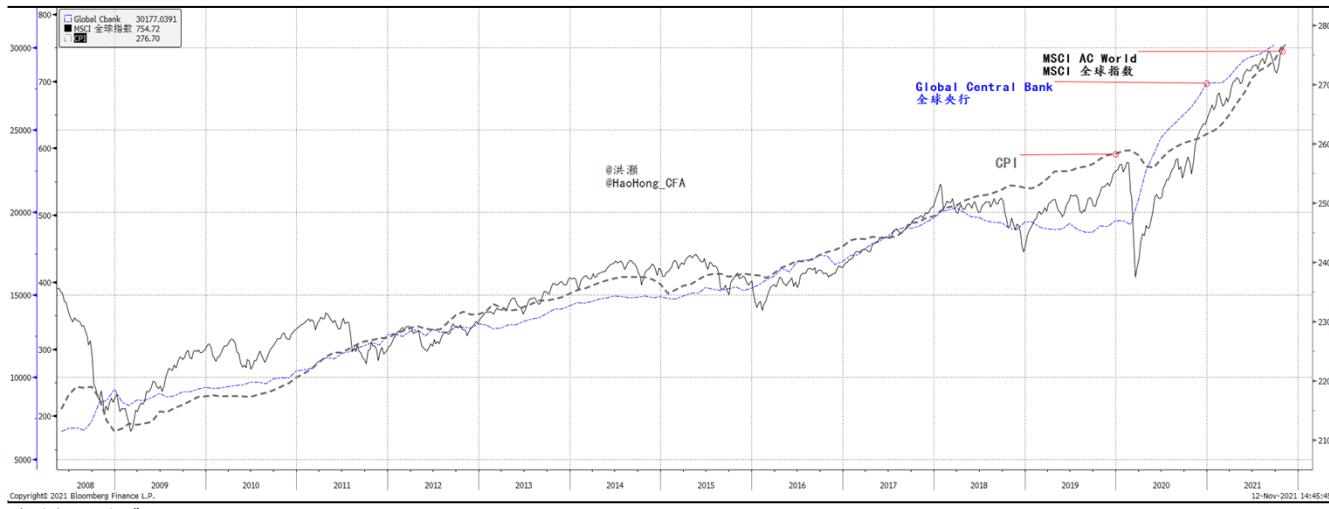
图表 3: 美联储资产负债表与中国外汇存款以及深证的对比



资料来源：彭博，交银国际

近期，美联储如期开启了缩减购债的进程。同时，在面对 30 年最高水平的骇人通胀率后，美联储不再坚称通胀是“临时的”。从历史上看，全球央行的扩表会导致通胀和风险资产的价格水涨船高（图表 4）。随着通胀压力稳居数十年高位，环球股市前赴后继屡创历史新高，美联储已经花光了所有力气，耗尽所有扩表的借口。如是，影子联储的账户余额也理应停下扶摇直上的步伐。

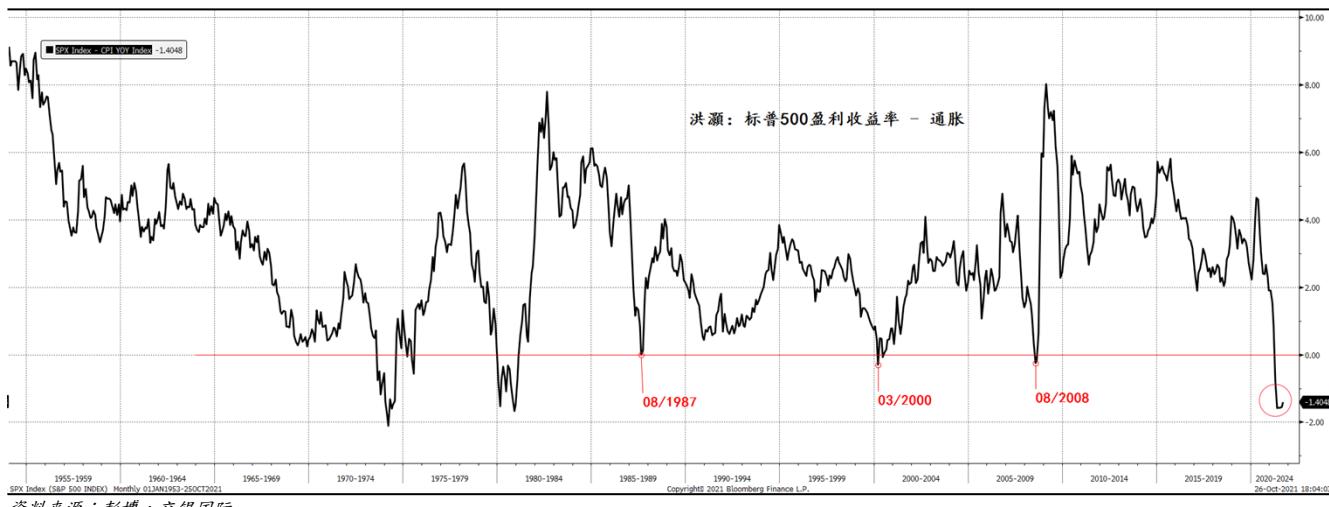
图表 4: 全球央行扩张资产负债表，推高股市和通胀



资料来源：彭博，交银国际

美国的资产泡沫将进一步限制美联储扩表的能力。美股的实际盈利收益率目前处于历史低点，较 1987 年 8 月，2000 年 3 月和 2008 年 8 月的水平为低（图表 5）。泡沫破裂的风险已不容忽视。

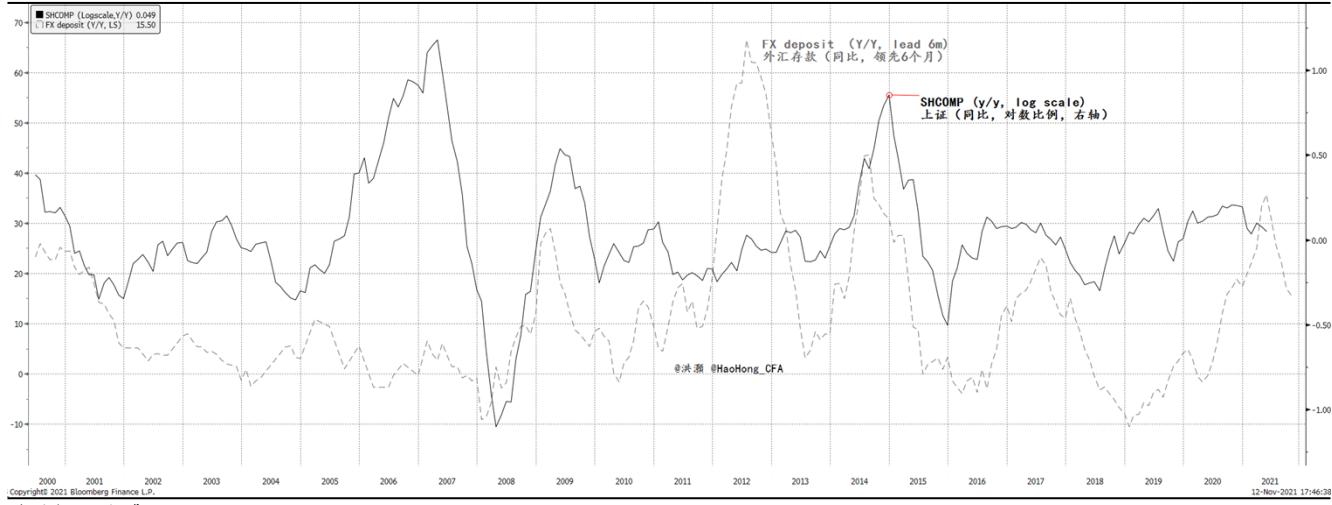
图表 5: 美股实际盈利收益率（盈利收益率 - 消费者价格指数）徘徊于历史低点



资料来源：彭博，交银国际

其实，中国外汇存款的增速自 2021 年 5 月起已然开始放缓。这一转向大体上与中国经常账户盈余于今年 3 月的触顶相一致。随着美联储开启缩减购债的步伐，出口动能持续减退，外汇存款的增速很可能业已见顶。从历史上看，这一增速领先上证约 6 个月（图表 6）。这一观察结果与报告开篇所探讨的中国经常账户盈余同市场指数之间的关系是相符合的（图表 1）。

图表 6: 中国外汇存款增长领先上证回报率 6 个月



资料来源：彭博，交银国际

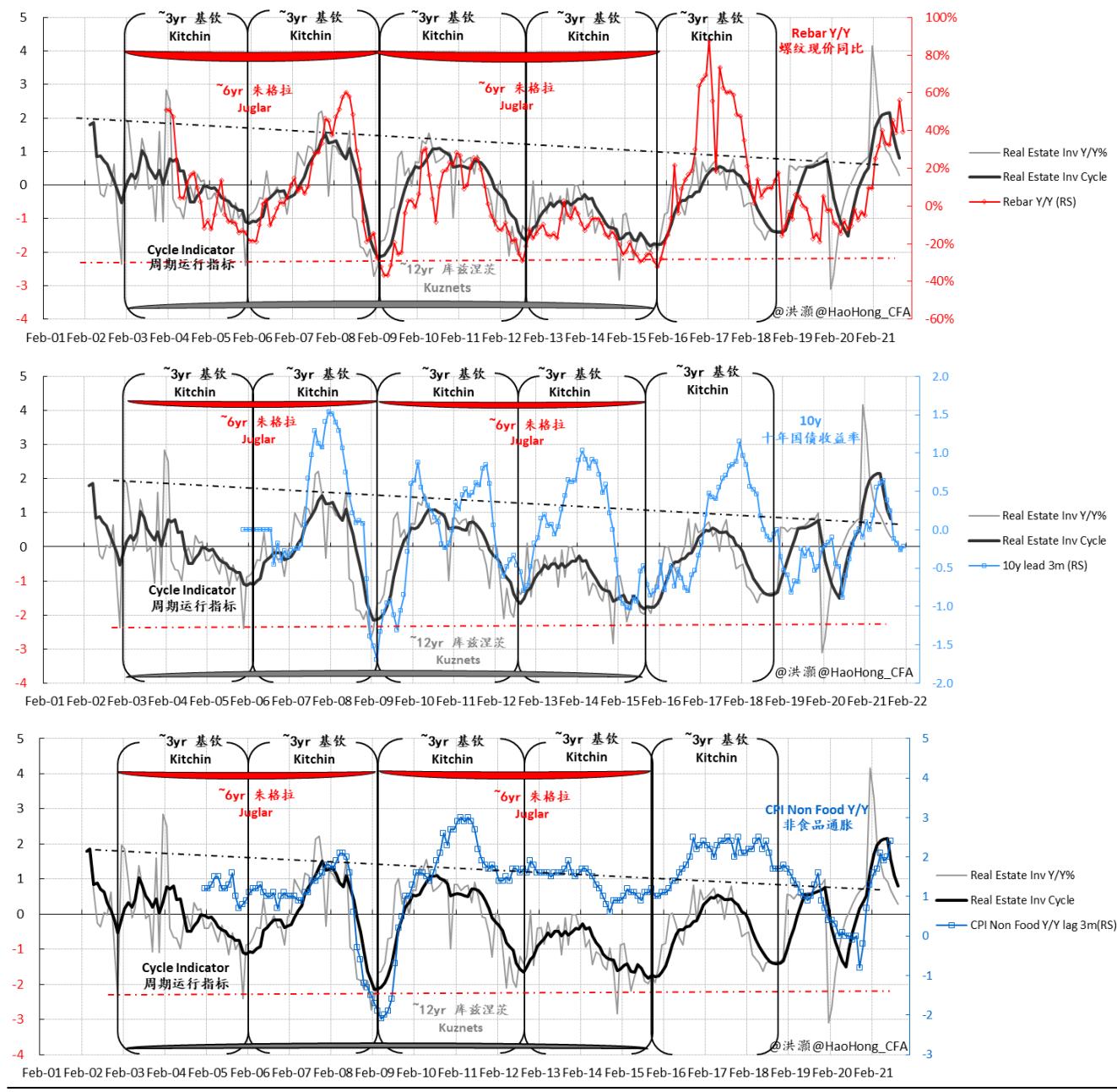
中国的经济和政策周期正步入最后阶段

我们的量化经济周期模型显示跨度通常约 3 到 4 年的中国经济短周期正日趋变缓。这与语调消沉的新闻标题、以及甚嚣尘上的悲观言论无疑是相抵触的。事实上，今年投资增速虽然从相当高的水平一路减速下行，但由于去年疫情导致的低基数效应而依然处于高位。

尽管房地产开发投资相较于去年同期水平走低，这主要是源于尽量节存现金的开发商减少拿地。毋庸置疑，房地产行业已经吸引承载了各方过多的关注，以至于在一片喧嚣声中很容易忘记，我们是从一个极高的增长水平一路减速下行，而增速正在趋近但还未降至底部。螺纹钢现货价格、长期国债收益率、消费者价格指数、工业生产、产能利用率等指标皆印证了我们模型的观察结果（图表 7 和附录 14-17）。

必须补充说明的是我们专有的量化经济周期模型与外资投行所广为使用的“信贷脉冲”模型截然不同（将在下一章节探讨）。我们的模型测量的是中国投资周期的强度，而信贷脉冲测量的是投资的效率和收益。短期经济增长较少考虑效率问题。而“从长远看，我们都已死去”。

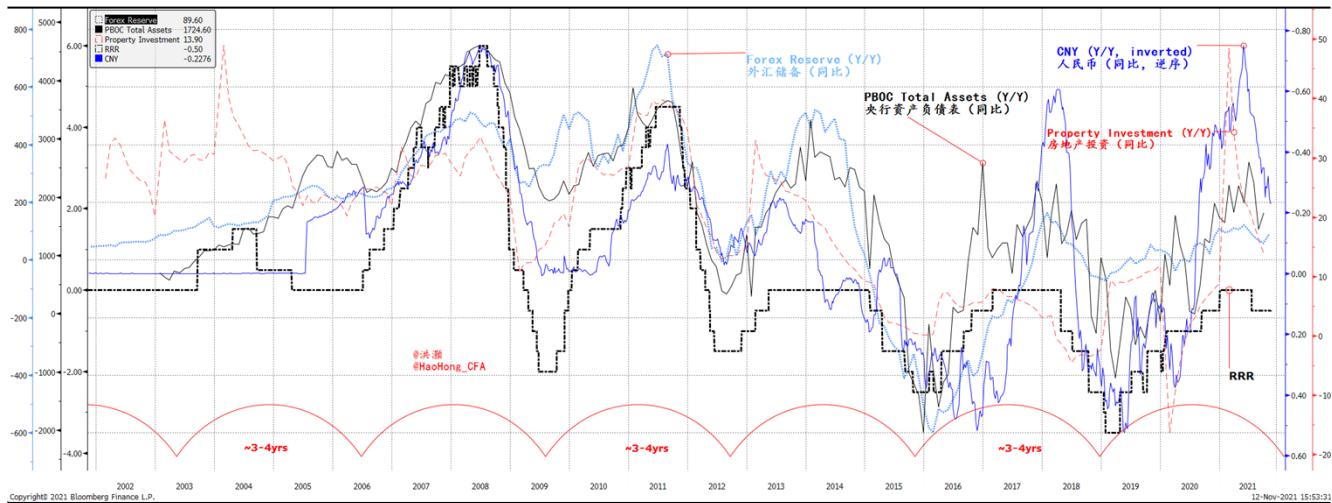
图表 7: 中国的经济短周期正在放缓



资料来源：彭博，交银国际

中国的货币政策周期同样时间跨度为每3到4年，并且反映了经济周期的轨迹（图表8）。我们可以看到，央行的资产负债表和存款准备金率的走势似乎已过拐点。而相应的宏观指标，例如房地产投资增速、人民币汇率和外汇储备也呈现相关趋势。

图表8：中国的外汇储备，央行资产，存款准备金率，人民币和房地产投资周期



资料来源：彭博，交银国际

如是，随着经济短周期进一步减速慢行，央行将灵活精准、合理适度地放宽货币政策。存款准备金率将在通胀压力缓和时被调低，而外汇储备的积累也将放缓以反映政策刺激下逐步复苏的国内消费；投资增速将随着储蓄和消费的此消彼长而放慢步伐；而人民币将适度贬值，以反映宽松的货币政策（图表8）。

确定开启宽松政策的时机绝非易事。投资者应该注意的是，这一举措反而将印证经济的疲弱，因此未必是值得举手相庆的事由。与此同时，由于央行要继续管理下行风险，持续的定向宽松政策是极有可能且最行之有效的选择。

房地产行业的监管调控会被放宽，从而引发银行信贷的激增么？正如我们之前所探讨的，银行贷款是广义货币供给的重要组成部分。如是，即使经常账户盈余、或“影子联储”的账户余额随着美联储缩减购债甚至收紧货币政策而停滞不前，货币供应依然可以大幅增加——只要房地产相关的信贷持续扩张。

然而，这只能是一个主观的判断。近日，坊间关于房地产领域将全面放松政策监管已有传闻。我们的看法是，针对房地产行业的政策将被权衡评估，并且将精准投射到最需要的地方，以管理系统下行风险。毕竟，房地产投资增速尚未触底，而失去政策信用和房地产投机失控的可能性令人担忧。

市场展望

我们专有的股债收益率模型（EYBY）对上证未来 12 个月的交易区间进行了预测。这个区间的上限接近上证过去 12 个月的峰值 3,731 点，区间的下限则略低于同期的底部 3,291 点。

结合我们在前面几个章节对“影子联储”影响的探讨、以及对中国货币供应前景的展望，我们的量化模型似乎在暗示，2021 年 3,800 点左右的峰值水平，目前看来很可能将是上证上行的一个上限（图表 9）。然而，上证未来的走势的下行重心则更大。也就是说，即使该指数跌至交易区间的下限，比如 3,000 点左右，也只是比目前的水平下探约 15%。而这很可能是最糟糕的情形。

图表 9: 我们的股债收益率 (EYBY) 模型与上证走势高度相关

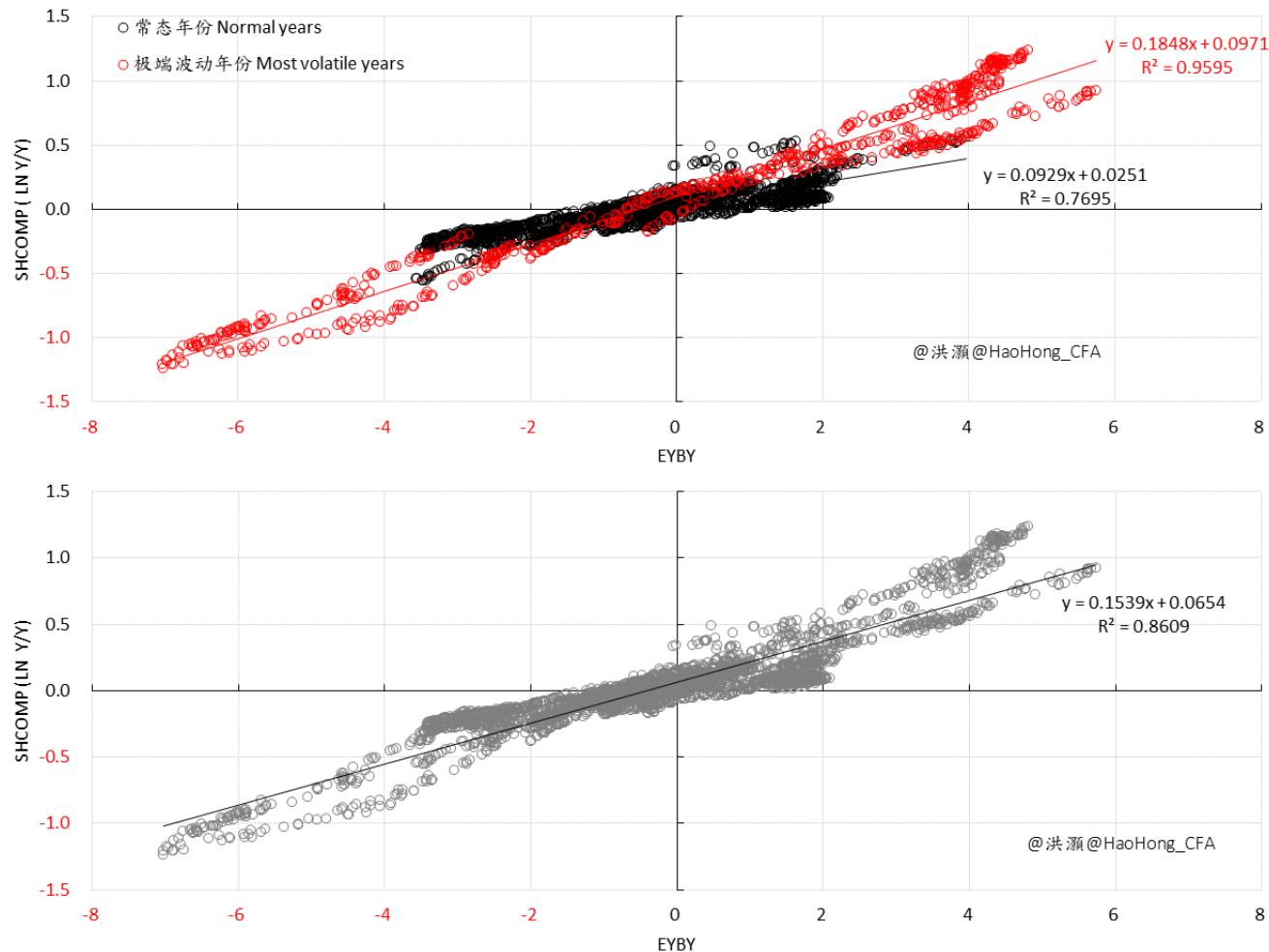


资料来源：彭博，交银国际

如果经济周期将进一步放缓，那么我们很可能会看到通胀压力见顶，债券收益率下降。通常情况下，在债券收益率下降的环境中，股票的估值倍数会扩张以反映较低的融资成本。然而，我们研究了过去几年股票估值相对于债券收益率的变化，发现债券收益率的下降往往伴随着股票估值的收敛，因为较低的收益率反映出一个逐渐放缓的增长前景。换句话说，在不参考我们的模型结论的情况下，当债券收益率下降与经济增长放缓同时出现时，往往意味着股市指数的下行而非上涨。

我们专有的股指预测量化模型与指数的实际走势高度相关，并且在过去有着优异的预测记录（图表 9 和图表 10）。例如，在过去的 12 个月，上证的实际峰值在 3,731 点，仅超过我们在去年 11 月预测的交易区间上限约 3%。在过去 12 个月里，上证只有两天收于 3,700 点以上。在截至 2020 年 11 月的 12 个月里，上证最高收盘于 3,459 点，并且从未突破我们在 2019 年 11 月发布的 3,500 点的预测区间上限。今年，我们进一步优化了我们的预测量化模型以提高其准确性（图表 10）。

图表 10: 我们的股债收益率 (EYBY) 模型与上证高度相关 (续)

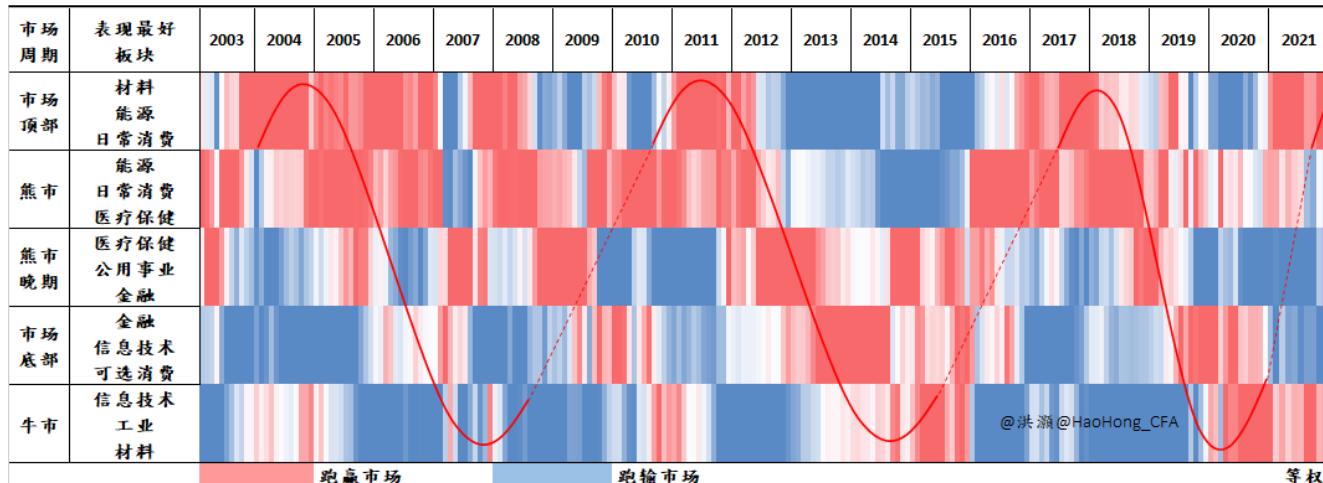


资料来源：彭博，交银国际

我们的板块轮动模型显示，中国在岸市场表现最强的板块是材料、能源和消费（图表 11）。这类板块往往在市场顶部展现强势，这个观察与我们的预测模型对上证接近峰值、上行空间有限的预测是一致的。我们必须强调的是，市场见顶通常是一个循序渐进的过程，指数在交易区间顶部区域往往会盘桓运行一段时间，而不是在某个特定时点发生突然的崩盘——除非是泡沫破裂。

随着我们从市场顶部下行，日常消费、能源和科技板块应该开始或继续跑赢大盘。虽然金融股在市场底部往往有所表现，但我们对这一板块持保留态度，兴趣缺缺；毕竟，尽管金融股估值较低，但多年来一直难以跑赢大盘。我们还是选择安全至上，宁迟毋滥。在岸市场中，房地产被归为大金融类板块，但它可以受益于最近对冲下行风险的定向宽松政策。

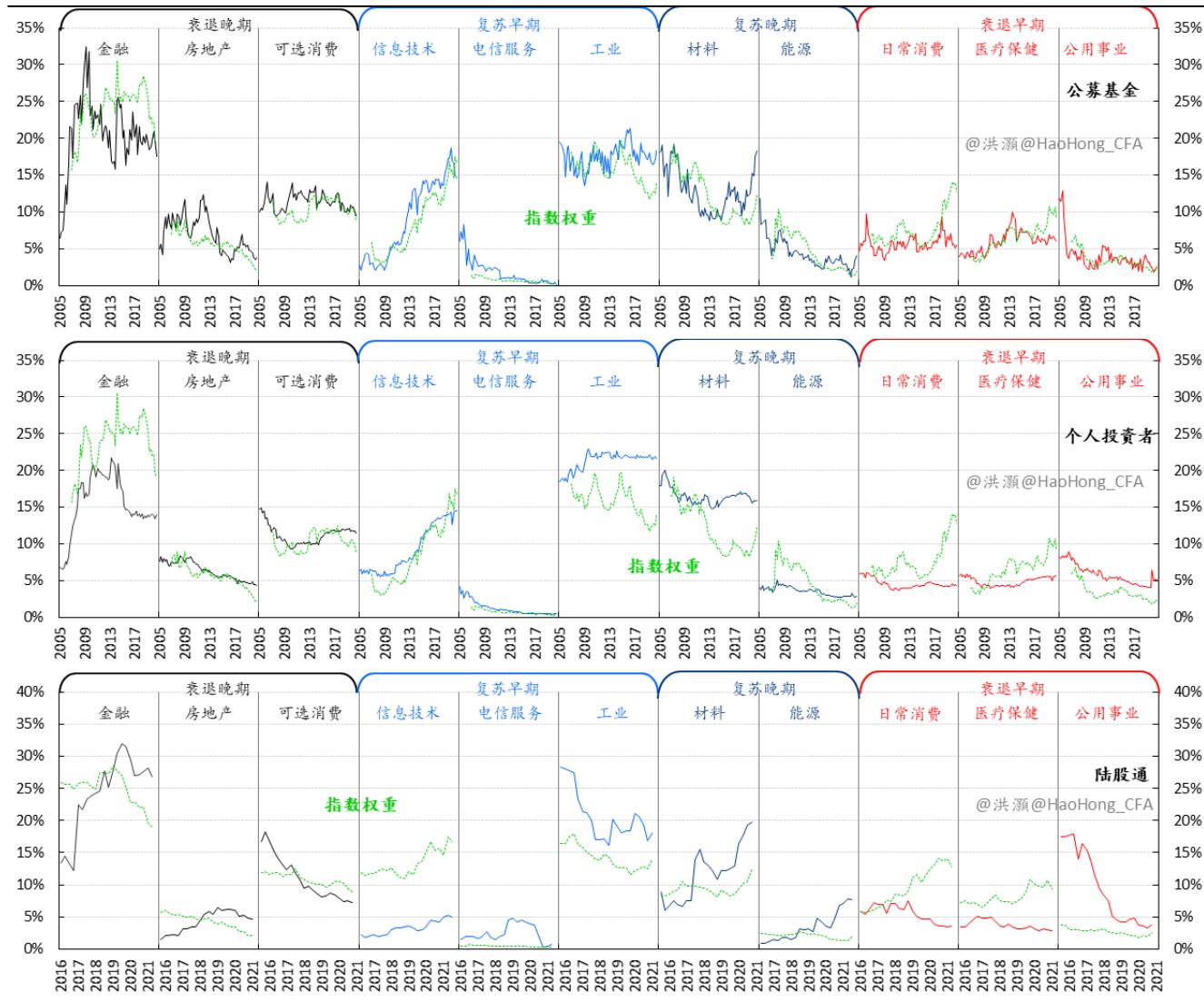
图表 11: 板块轮动模型暗示着市场临顶



资料来源：万得，交银国际（市场顶部组合=材料+能源+日常消费，熊市组合=能源+日常消费+医疗保健，熊市后期组合=医疗保健+公用事业+金融，市场底部组合=金融+信息技术+可选消费，牛市组合=信息技术+工业+材料）。

投资者的板块配置调整缓慢，仍然没有及时反映经济周期的变化。我们发现，工业和材料类股票仍然在被超配，而这两类股票往往在经济周期的顶部表现较好（图表12）。由此可见，投资者似乎对经济周期的转向缺乏准备，因此在大梦初醒后很容易感到措手不及。

图表12：不同投资者群体的投资组合板块配置



资料来源：万得，FactSet，交银国际

我们去年的一个异于共识的预测是成长股泡沫的破灭。我们当时认为，主要由互联网平台构成的中国成长股的昂贵估值更多地反映了新冠疫情期间的信贷扩张，而非基本面。随着监管收紧，这些股票应声剧烈回调，在美国上市的中国科技指数下挫80%而恒生科技指数缩水超过一半（图表13）。

图表 13: 成长股泡沫已基本破灭



资料来源：彭博，交银国际

由于中国科技股在短时间内出现了如此剧烈的回调，加之监管政策趋于温和的迹象逐渐显现，中国科技股的前景已大幅改善。我们也看好这些股票，因为它们在经济放缓时期有着较强的盈利防御能力。这些是防御性成长型股票。

我们预测的风险因素

我们的预测前提是，随着新冠疫情消退，海外对中国出口的强烈需求将逐渐弱化。随着中国消费开始相对于外需复苏，经常账户盈余的积聚将开始下降，中国商业银行外汇存款余额，也就是“影子联储”的余额增长也将放缓。这同时也反映了美联储货币政策的边际收紧。在这个基准情形下，上证的上涨势能将被遏制，其顶部并不大幅高于2021年的峰值。

然而，如果新冠疫情卷土重来，就像2021年间持续复发的那样，又会发生什么呢？这又对中国内需相对于外需的变化，以及中国经常账户盈余和“影子联储”意味着什么？

如是，这将是最糟糕的情景。如果新冠疫情继续冲击全球经济，那么通胀不会因为基数效应暂时回落，而是会持续高位运行。与此同时，随着经济增长继续放缓，面对居高不下的通胀压力，美联储和其他央行将别无选择，只能采取超预期的货币紧缩政策。这将是一种典型的滞胀情景，股票和债券都难有表现。

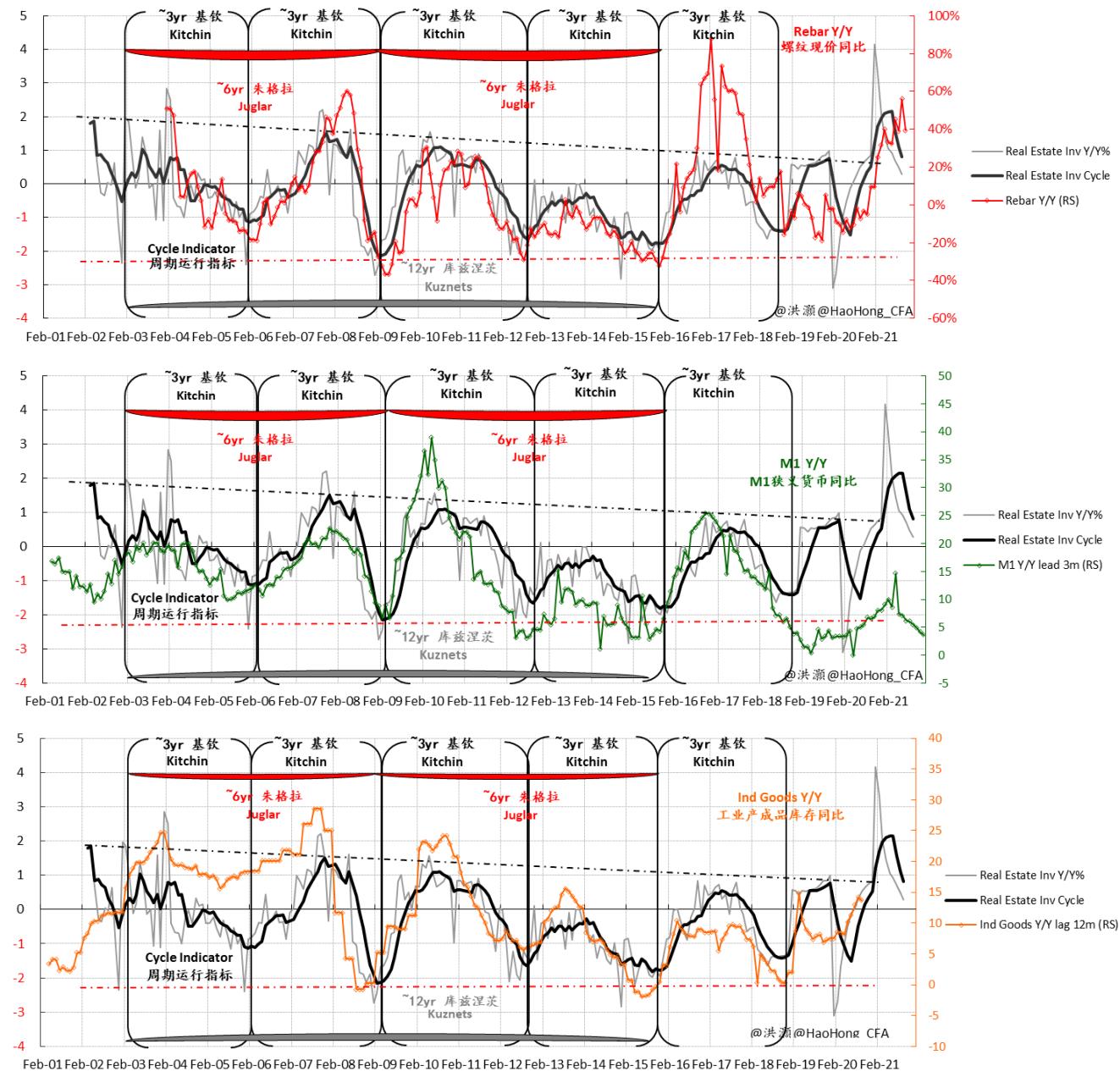
如果全面放松房地产以拯救陷入困局的房地产企业，情景又会如何？正如我们之前讨论过的，尽管我们相信会有定向的宽松政策落地，但很难想象中国会如此之快地全面宽松。由于房地产投资增长尚处于减速过程中，一些开发商仍能勉力在到期时设法偿还债务，对这一市场化过程贸然插手似乎还为时过早。当下，尽管举步维艰，房地产行业却终于迎来了一些久违了的积极变化：房产税试行在即，人们对房价只涨不跌的预期也开始转变。随着中国人口老龄化，家庭资产配置中房地产的配置比例相对于中国的人口结构而言已经是过高了。如

果我们继续加杠杆押注于一个已经过了黄金时代的资产类别，在当下的百年未有之变局之中，将显得那么不合时宜。

我们在 2021 年 10 月 18 日发表的题为《**房地产变局、人口老龄化对于共同富裕的意义**》的特别报告中讨论了中国房地产行业面临的挑战和机遇。

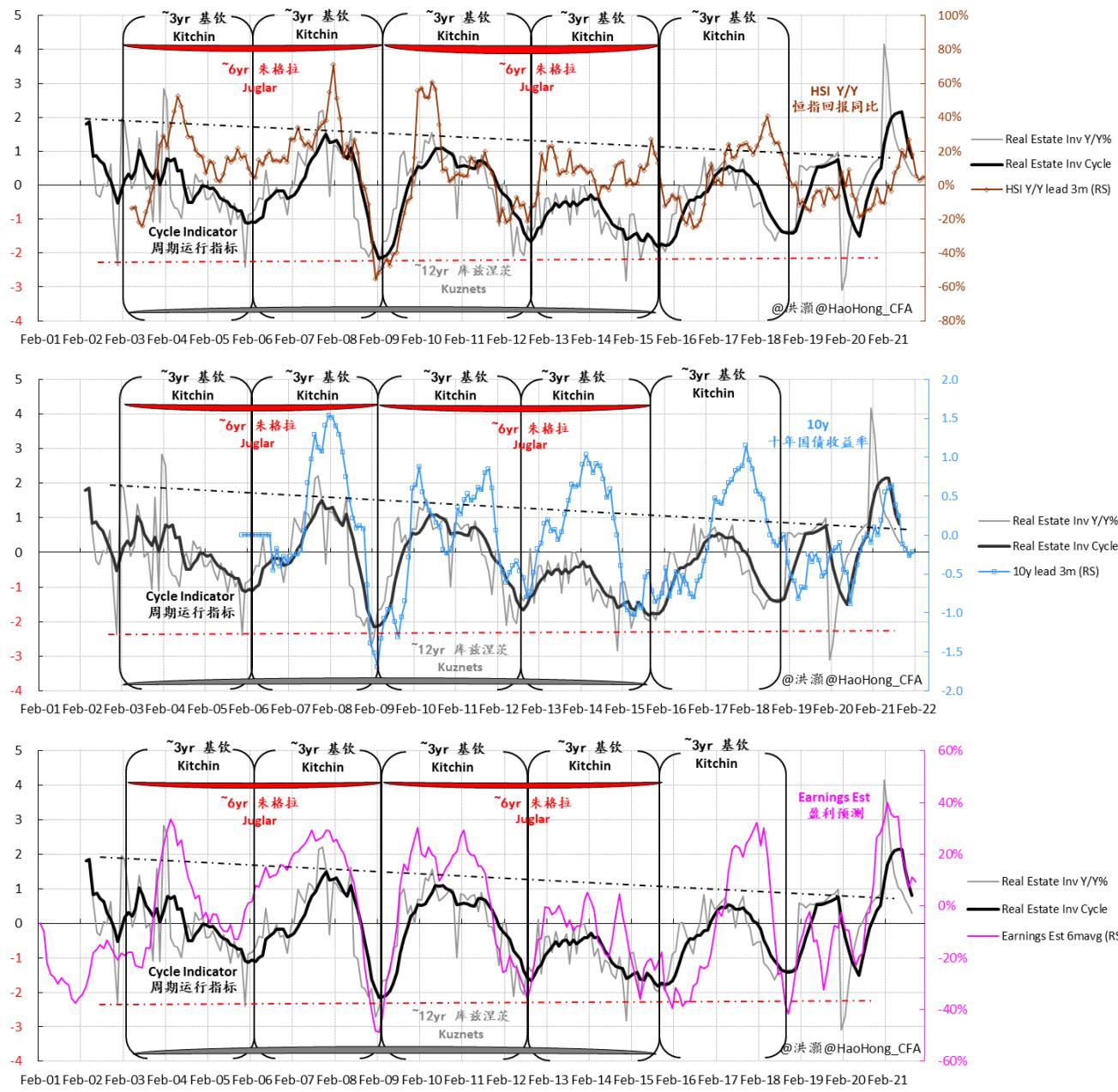
附录

图表 14: 中国经济的短周期正在放缓 (1/4)



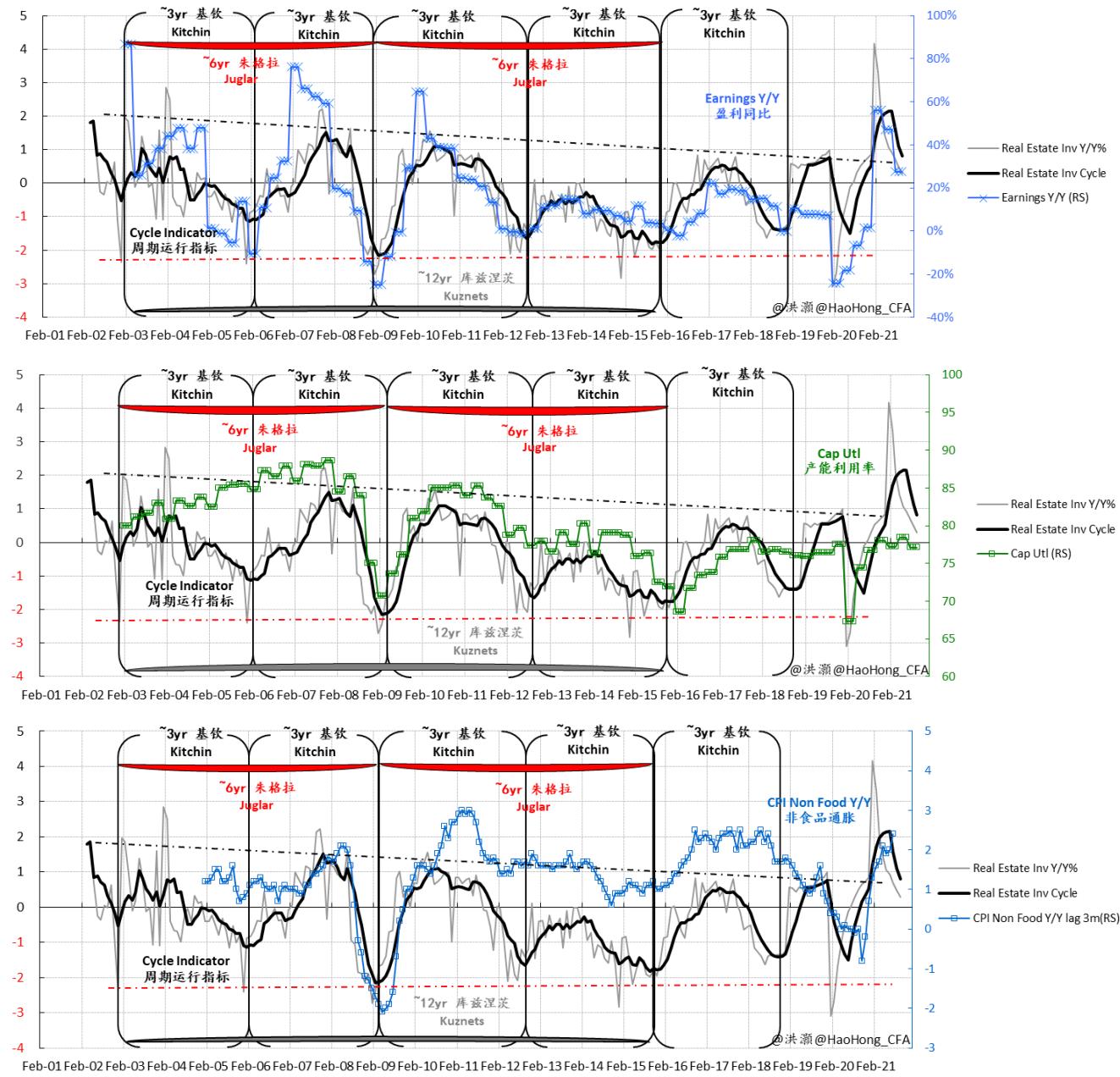
资料来源：彭博，交银国际

图表 15: 中国经济的短周期正在放缓 (2/4)

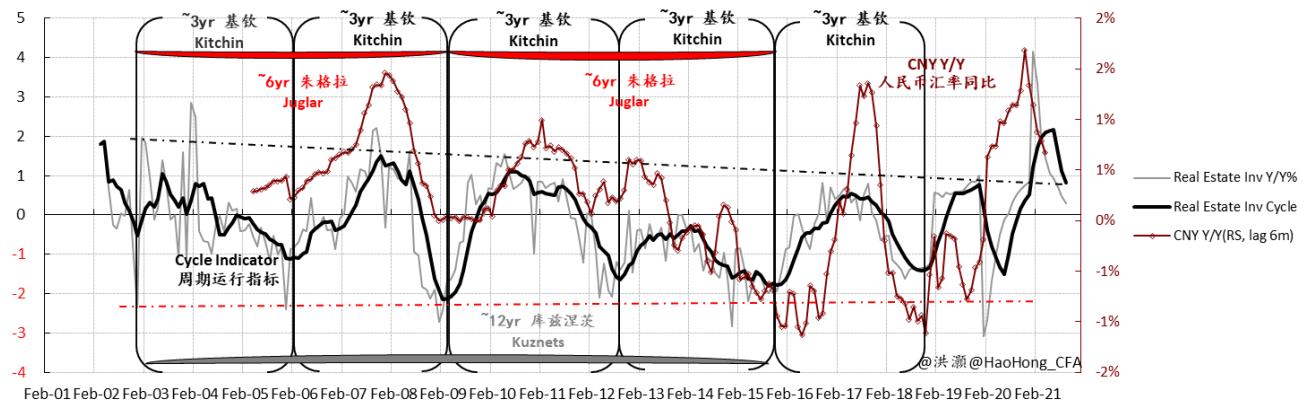


资料来源：彭博，交银国际

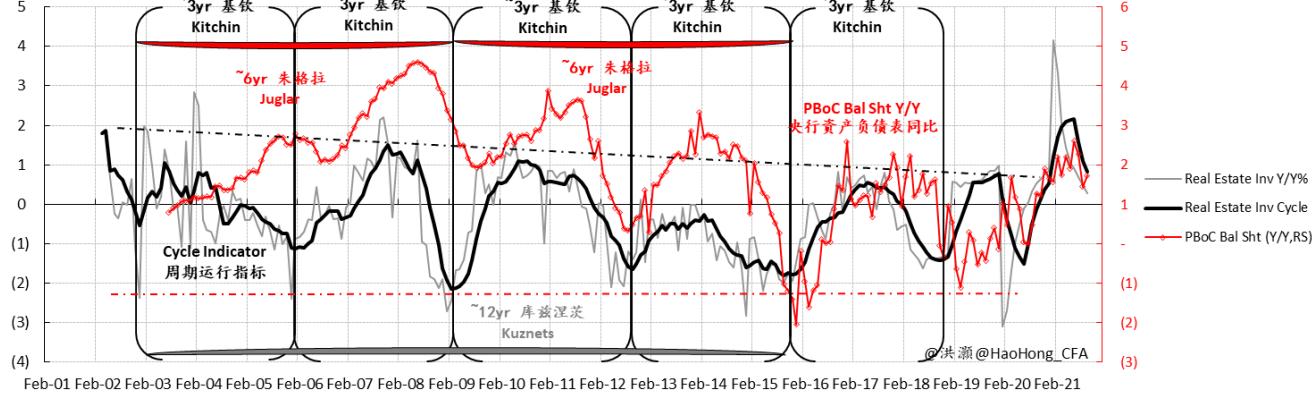
图表 16: 中国经济的短周期正在放缓 (3/4)



图表 17: 中国经济的短周期正在放缓 (4/4)



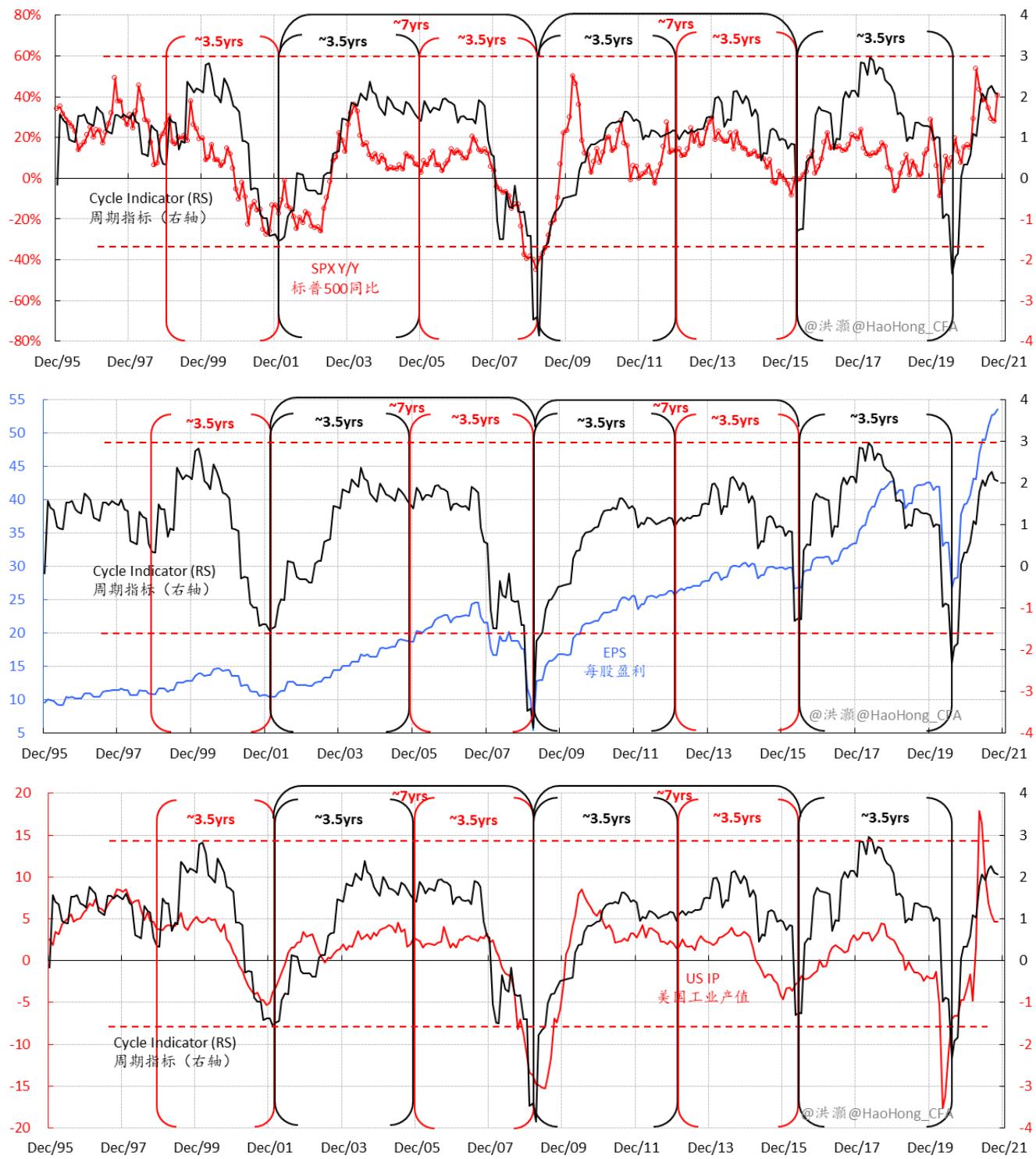
Feb-01 Feb-02 Feb-03 Feb-04 Feb-05 Feb-06 Feb-07 Feb-08 Feb-09 Feb-10 Feb-11 Feb-12 Feb-13 Feb-14 Feb-15 Feb-16 Feb-17 Feb-18 Feb-19 Feb-20 Feb-21



Feb-01 Feb-02 Feb-03 Feb-04 Feb-05 Feb-06 Feb-07 Feb-08 Feb-09 Feb-10 Feb-11 Feb-12 Feb-13 Feb-14 Feb-15 Feb-16 Feb-17 Feb-18 Feb-19 Feb-20 Feb-21

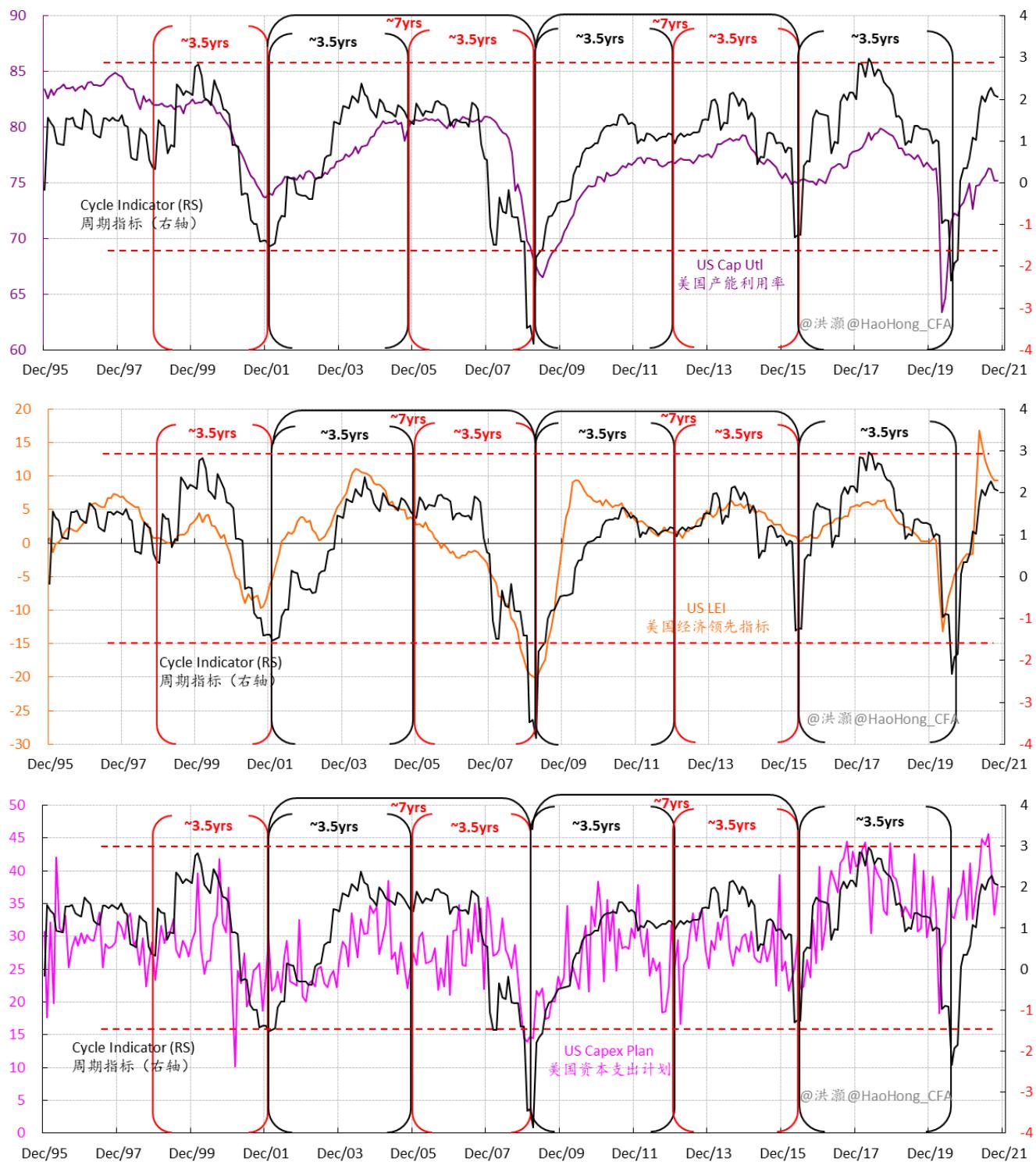
资料来源：彭博，交银国际

图表 18: 美国经济周期 (1/3)



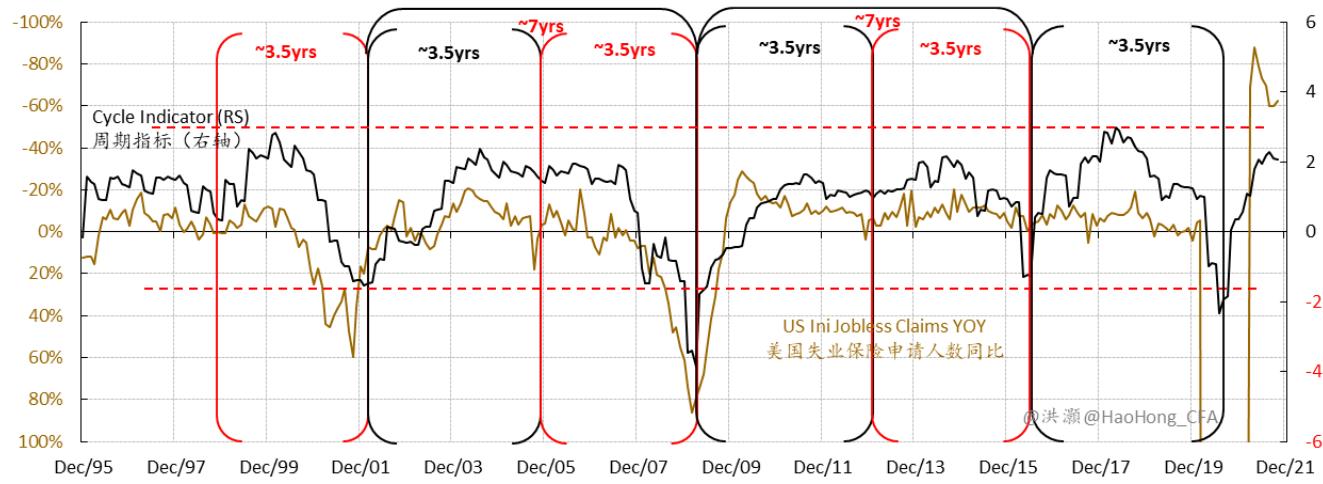
资料来源：彭博，交银国际

图表 19: 美国经济周期 (2/3)



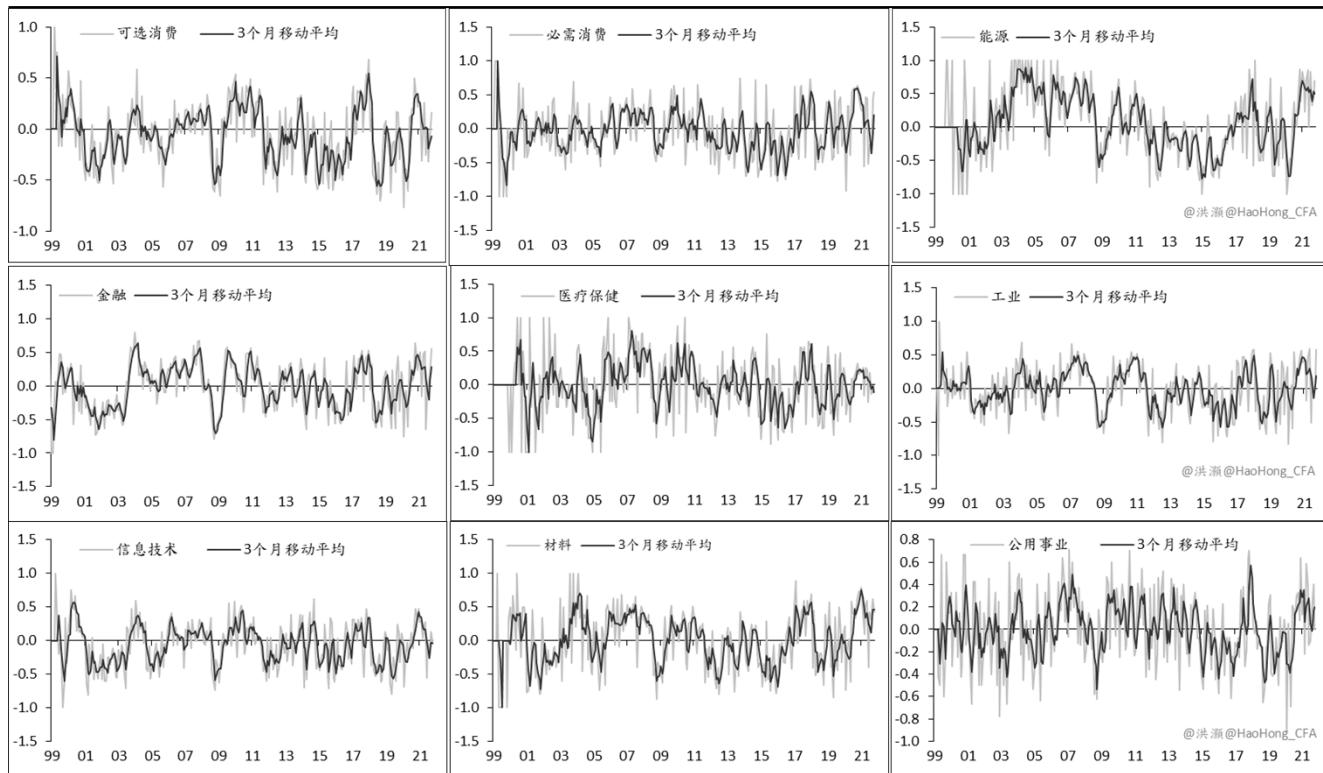
资料来源：彭博，交银国际

图表 20: 美国经济周期 (3/3)



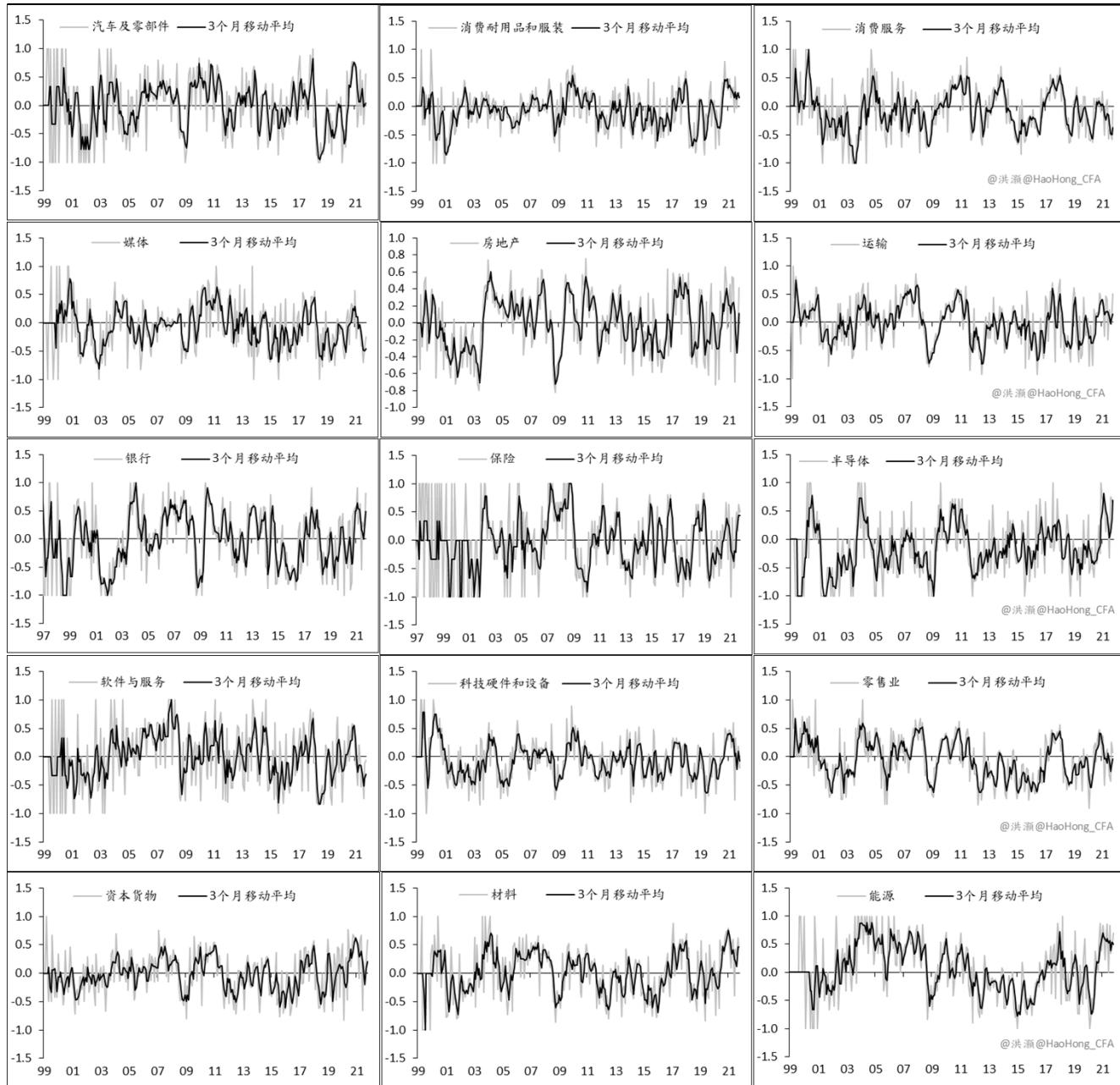
资料来源：彭博，交银国际

图表 21: 板块盈利预期



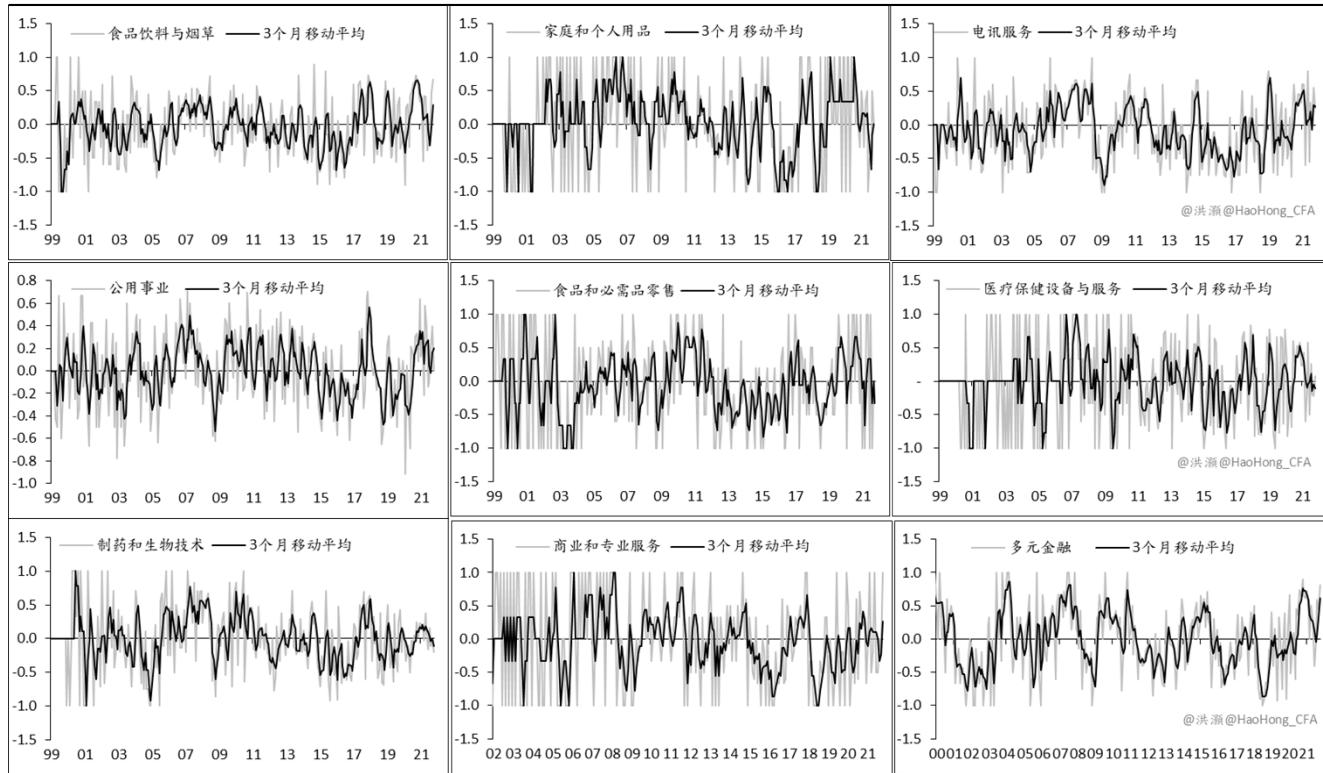
资料来源：FactSet，交银国际

图表 22: 行业组的盈利预期 (1/2)



资料来源：FactSet，交银国际

图表 23: 行业组的盈利预期 (2/2)



资料来源：FactSet，交银国际

近期报告

20151109	重启IPO：魔鬼的细节	20190201	峰回路转：狗年的教诲
20151116	巴黎冬天恐怖主义事件	20190301	融资牛路在何方
20151130	市场的三个极端	20190311	谁在买？谁会再卖？
20151209	2016年展望：资产慌	20190322	市场确认了一个重要的拐点
20151217	美联储加息和中国交易模式的变化	20190408	卖方研究员的自我修养
20160105	熔断机制：伤的最深的是第一次	20190415	经济周期确认了一个重要的拐点
20160108	熔断机制暂停又如何？	20190506	策略的沉思
20160115	超卖的修复	20190514	“战争”与和平
20160121	软弱的对手盘	20190530	2019年下半年展望：贸易摩擦的代价
20160125	稳定一个不稳定的市场	20190628	投票的艺术
20160203	拯救房地产泡沫的最后一枪	20190920	中国市场预测权威指南
20160217	历史性的贷款后，三个重要的上限	20191111	展望2020：静水流深
20160301	增长乏力，则股市疲软	20191230	展望十年：长波中的退潮
20160307	两会周期小阳春	20200205	新型冠状病毒对市场和经济的影响
20160321	历史性的市场分歧	20200210	新冠肺炎疫情进入拐点；隔离的经济成本
20160418	周期的假像	20200224	放水符
20160503	蚂蚁金服：独角兽的点睛之笔	20200228	瘟疫咒
20160606	市场见底：何时何地	20200302	周期之末，诡异的风险对冲策略
20160613	伟大的中国泡沫：周年的领悟和展望	20200303	周期的韵律
20160627	脱欧后，如何交易中国	20200305	市场危机中，你应该问的问题
20160817	深港通，中国资本市场和资本账户开放新纪元	20200309	股市韭菜主义
20160822	市场盘整	20200310	中国是“避风港”吗？
20160912	最拥挤的交易	20200316	中国式抗疫
20161114	特别报告：价格的革命	20200320	周期之美
20161206	2017年展望：微妙的平衡	20200323	希望和奢望
20170124	鸡年大吉：顺流，逆流？	20200324	是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底？
20170307	再通胀交易早已落幕；准备开启防御性轮动	20200330	估测中国失业率
20170324	中国经济周期权威指南	20200406	周期已经见顶，帷幕缓缓而落
20170413	市场价格失灵	20200409	桑德斯的传奇
20170524	新监管下的风险重新定价	20200416	社会的割裂
20170609	下半年展望：要命的不漂亮，漂亮的不要命	20200420	亚洲强国：市场运行至一个历史性转折点；中国将开始长期跑赢
20170621	A股入摩：历史性时刻后的思考	20200428	创业板注册制又是一次重要的市場改革
20170714	突破“三套牢”	20200610	2020年下半年展望：潜龙欲用
20170828	中国经济周期权威指南之二—新高	20200616	美联储垃圾回收计划
20170829	“心”周期	20200706	牛市归来了吗？
20171114	破译低通胀的密码：主要矛盾、社会进步和市场脆弱性	20200713	与牛共舞
20171204	2018年展望：无限风光	20200720	3500
20180131	狗年：2017年的领悟	20200727	政策的信号
20180207	市场危机	20200803	新世界格局里的“双循环”
20180323	非常规贸易战	20200810	中美角力对股市的影响
20180326	1987	20200817	节约粮食的意义
20180409	因战而战	20200824	创业板历史性改革：如何交易，及其意义
20180423	大国博弈	20200909	美股继续暴跌
20180521	2018年下半年展望：乱云飞渡	20200924	美股继续暴跌；美联储称“已尽人事”
20180614	中国投机权威指南	20201120	展望2021：价值王者归来
20180703	何处是底	20210327	价值王者归来进行时
20180723	反弹和见底	20210415	为什么经济跑赢，股票跑输？
20180813	向政策再借一命	20210525	大宗商品的长波：来自三个世纪的证据
20180903	中美周期的冲突	20210607	2021年下半年展望：价值依然王者归来
20181029	救市会成功吗？	20210825	“共同富裕”对中国股市意味着什么？
20181119	2019展望：峰回路转	20211018	房地产变局，人口老龄化对于共同富裕的意义

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義:

買入: 預期個股未來12個月的總回報**高於**相關行業。

中性: 預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出: 預期個股未來12個月的總回報**低於**相關行業。

無評級: 對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，
分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義:

領先: 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤
標竿指數**具吸引力**。

同步: 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標竿
指數**一致**。

落後: 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤
標竿指數**不具吸引力**。

香港市場的標竿指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標竿指數
為**MSCI中國A股指數**，美國上市中概股的標竿指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系;iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券;ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员;iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、太兴集团控股有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、中国纳泉能源科技控股有限公司、荣昌生物制药(烟台)股份有限公司、祥生控股(集团)有限公司、京东健康股份有限公司、领地控股集团有限公司、大唐集团控股有限公司、佳源服务控股有限公司、云想科技控股有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co Ltd、瑞丽医美国际控股有限公司、Legion Consortium Limited、Cheshi Holdings Limited、德运控股有限公司、麦迪卫康健康医疗服务科技有限公司、现代中药集团有限公司、荣万家生活服务股份有限公司、稻草熊娱乐集团、东方大学城控股(香港)有限公司、北京昭衍新药研究中心股份有限公司、森松国际控股有限公司、美佳音控股有限公司、Edding Group Company Limited、京东物流股份有限公司、Qiniu Ltd.、致富金融集团有限公司、中国优然牧业集团有限公司、越秀服务集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、奈雪的茶控股有限公司、朗诗绿色生活服务有限公司、优趣汇控股有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、三巽控股集团有限公司、百得利控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、佳源国际控股有限公司、58 Freight Inc、苏新美好生活服务股份有限公司、安徽皖通高速公路有限公司、北京京城佳业物业股份有限公司及兴源动力控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因素所影响。交银国际证券不明确或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。