

广发宏观：大类资产配置系列（三）

六大类海外资产的泡沫化程度及其前景

分析师：张静静



SAC 执业证号：S0260518040001

SFC CE.no: BOP790



zhangjingjing@gf.com.cn

报告摘要：

- **疫后全球流动性宽松，地产与金融资产整体受益。**截至 4 月中旬欧美日三大央行资产负债表总规模为 23.4 万亿美元，较 2019 年底增加 58.6%。与央行扩表形成鲜明对照的是疫情冲击下 2020 年全球经济创下上世纪 60 年代以来最低增速、三大部门杠杆率走高。政府杠杆率攀升主因是大型经济体疫后宽财政，但疫情约束下众多经济活动受阻，宽财政并没有推动经济增长。相反，广撒网式的财政转移支付显著降低了私人部门对于疫情的担忧，在刺激家庭部门消费意愿甚至加杠杆倾向的同时也令金融资产与地产整体受益。与 2019 年底相比，截至 2021 年 4 月底比特币上涨 717.4%、大交所铁矿石上涨 66.5%、CBOT 大豆上涨 52.3%、纳斯达克上涨 47.6%、LME 铜上涨 42.8%。此外，美国达拉斯联储数据显示 2020 年卢森堡房价上涨 15.8%、加拿大房价上涨 14.5%。

- **疫后全球四种宏观条件与各类资产表现的四个阶段。**

第一阶段 2020Q1：“经济停滞式衰退+流动性匮乏”；风险资产全军覆没，安全资产波动加剧。此阶段 CLI 显著低于疫前，但直至 2020 年 3 月中后期各家央行才开始实施宽货币政策。此间资产表现特征为：风险资产全面受损，安全资产相对受益，但即便是安全资产亦有较大波动。2020 年 2-3 月黄金也曾受流动性冲击，但价格仍较 2019 年底走高，并明显跑赢所有风险资产。

第二阶段 2020Q2：“经济衰退+流动性宽松”；金融属性主导阶段，低经济敏感度风险资产流动性吸收能力更强。此阶段 CLI 跌至谷底，美联储承诺无限 QE。此间资产表现特征为：流动性“阳光普照”，但风险资产 > 安全资产、股性强的资产 > 债性强的资产（黄金与 REITS）、对经济敏感度低的风险资产（比特币与纳斯达克） > 对经济敏感度高的风险资产（铜、道琼斯）、有供给收缩逻辑商品（原油） > 无供给收缩逻辑商品（铜）。

第三阶段 2020 年 7-8 月：“经济低位回升+流动性边际收紧”；资产表现方差收敛，弹性减弱。此阶段 CLI 有所回升但尚未升至疫前水平；欧美日三大央行扩表速率放缓，但 10 年期美债收益率仍在走低。此间各类资产仍受益于流动性宽松，但宽货币程度减弱令各类资产呈现“雨露均沾”、涨幅方差收敛弹性降低的特征。当然，相比之下比特币仍一枝独秀、债性较明显的 REITS 仍相对疲弱。

第四阶段 2020 年 9 月至今：“经济强劲复苏+流动性条件中性”；流动性存量博弈，经济扩张受益资产强劲。此阶段 CLI 持续回升并于 2021 年 1 月升破 100（说明定量角度看全球已经步入经济过热阶段）；10 年期美债收益率回升、美联储释放群体免疫后削减 QE 信号。此间市场风险偏好不差，且全球资金存在较明显的抱团倾向，比特币大涨 393.8%，显著跑赢常规资产。此外，受益于经济复苏且存在供需矛盾的部分大宗商品（原油、铜等）表现强劲；三大央行仍在扩表但 10 年期美债收益率开始回升，流动性条件趋于中性，贵金属下挫。

- **当下海外资产分类：去泡沫资产、泡沫化资产与无泡沫资产。**我们用某一资产在某阶段是否过度吸收流动性来评估该类资产是否存在泡沫；用资产持仓及其市值（或衍生指标）等指标变化评估此类资产是否完成去泡沫过程。总体而言，我们认为贵金属已经基本完成去泡沫过程、美债尚在去泡沫的漫漫长路上；美日德权益资产仍在泡沫化过程中，但下半年存在去泡沫风险；美国等国家/地区的房地产、REITS 类资产及原油、有色等多数大宗商品属于无泡沫资产。

- **即将分化的六类海外资产：美债、黄金、美股、美国房地产、REITS 及大宗商品。**

10Y 美债收益率：年内呈现 M 型；长期中枢小步慢跑逐渐上移。落地第三轮抗疫刺激需要美国政府在 Q2 大量举债，压低发行成本诉求下美联储将暂时边际宽松，进而 4 月以来实际利率带动 10Y 美债收益率稳中有降。但 Q3 大概率削减 QE 并将再度推升 10 年期美债，风险偏好收紧后 Q4 美债收益率有望再度小幅回落，因此年内看 10 年期美债收益率或呈现不对称 M 型。但长期看 10Y 美债收益率中枢或将持续上移。10 年期美债收益率受经济因素和非经济因素影响：经济因素看人口结构；非经济因素看政府杠杆率。未来 20 年美国劳动年龄段人口增速将持续攀升、美国政府杠杆率也将进入下行周期，10Y 美债收益率中枢或将长期上移。

年内黄金或有两波机会：一波看通胀，一波看美债。2021 年 3-5 月美国 CPI 同比增速会快速攀升并有望在 5 月迎来全年 CPI 同比高点，Q2 期间 10 年期美债收益率或稳中有降，黄金受到提振。由于美国 5 月 CPI 数据将在 6 月中旬公布，因此这一阶段贵金属行情有望持续到 6 月中。下半年美国 CPI 同比或较为稳定，届时黄金表现取决于 10Y 美债收益率。若 Q4 在避险逻辑驱动下 10Y 美债收益率小幅回落，届时黄金也将有一波反弹行情。

美股：群体免疫或将触发美股调整；加税幅度决定美股调整深度。6-9 月间美股或有一波像样的调整，此次调整后美股风格将彻底切换。首先，群体免疫后美联储货币收紧与美股高估值形成矛盾，该因素将成为美股调整的催化剂。而更关键的是一旦加税政策落地，美国上市公司 EPS 将被削弱，经济回升亦无法避免美股调整。本次调整后，美股或将正式迎来风格切换：未来 5-8 年关注消费、医疗；科技将开始跑输。

地产：以美国为代表的部分国家/地区房价仍可看好，但要调降预期。以美国为例。就年内而言，“成屋低库存+新屋需求旺”意味着房价仍有上涨空间。值得注意的是，美国住房抵押贷款利率以 10 年期美债收益率为锚，且美联储削减 QE 后全球流动性将再度边际收紧，约束所有资产的贝塔，因此应该理性看待年内美国房价涨幅。此外，长期看美国地产仍处于 10 年上升周期的前半程，属于可以长期配置的资产，且未来 10 年美国房地产投资回报很可能高于美国股票指数。

REITS：疫情受损者大概率亦是群体免疫后受益者。多数 REITS 资产是疫情受损资产。美国政府不允许房东驱逐租客以及服务部门受损、居家办公等特殊情形下，商业租赁、住宅租赁、店面类零售、购物中心等类型 REITS 资产均受到冲击。事实上，REITS 是一类兼具股性与债性的资产，经济复苏及过热阶段往往表现不错，群体免疫后美国经济将保持过热态势，因此届时疫情受损的 REITS 子类及 REITS 总指数大概率会持续走高并明显跑赢美股等泡沫化资产。

大宗商品：美国基建政策落地后，大宗商品或还有一波上行行情。拜登基建政策有望在 Q3 附近落地。如果同时满足“库存低、供给存在约束、需求有所改善”三个条件，则大宗商品价格的上行风险必然高于下行风险。一方面，目前美国等地地产投资处加速期，拜登基建力度虽不大，但一旦落地仍会加大部分实物资产需求；另一方面，新兴国家疫情仍未得到控制，全球资源品供给仍存在较大约束。加上金融危机后，大宗商品均经历过熊市，以铜为代表的多数商品库存并不高。因此，美国基建落地可能是触发部分大宗商品进入半年到一年维度上行期的催化剂。

- **核心假设风险：**全球经贸政策超预期；全球疫情持续时间及其影响超预期；各大央行货币政策超预期；各国财政政策超预期。

目录索引

一、疫后全球四种宏观条件与各类资产表现的四个阶段.....	6
(一) 疫后全球流动性宽松, 地产与金融资产整体受益.....	6
(二) 疫情暴发以来各类资产表现的四个阶段.....	9
二、当下海外资产分类: 去泡沫资产、泡沫化资产与无泡沫资产.....	12
(一) 贵金属或已完成疫后泡沫去化过程.....	12
(二) 美债已开始去泡沫过程, 但长路漫漫.....	14
(三) 美股等部分权益资产仍处泡沫化阶段, 但年内存在去泡沫风险.....	15
(四) 哪些资产尚无泡沫: 部分国家地产、REITS 以及部分大宗商品.....	17
三、即将分化的六类海外资产: 美债、黄金、美股、美国房地产、REITS 及大宗商品..	21
(一) 10Y 美债收益率: 年内呈现 M 型; 长期中枢小步慢跑逐渐上移.....	21
(二) 年内黄金或有两波机会: 一波看通胀、一波看美债.....	22
(三) 群体免疫或将触发美股调整; 加税幅度决定美股调整深度.....	22
(四) 以美国为代表的部分国家/地区房价仍可看好, 但要调降预期.....	23
(五) REITS: 疫情受损者大概率亦是群体免疫后受益者.....	25
(六) 美国基建政策落地后, 大宗商品或还有一波上行行情.....	25
四、风险提示.....	26
(一) 全球经贸政策超预期.....	26
(二) 全球疫情持续时间及其影响超预期.....	26
(三) 各大央行货币政策超预期.....	26
(四) 各国财政政策超预期.....	26

图表索引

图 1: 欧美日三大央行资产负债表规模总额	6
图 2: 全球实际 GDP 增速	7
图 3: 所有报告国各部门杠杆率水平: 使用购买力平价汇率 (%)	7
图 4: 美国 M1 同比增速	7
图 5: 中日欧韩印新 6 经济体的 M1 同比增速 (%)	8
图 6: 全球部分资产价格涨幅: 2021 年 4 月底相对 2019 年底	8
图 7: 2020 年全球部分国家房价涨幅	8
图 8: OECD 成员国与 6 个主要非成员国 CLI 与三大央行总资产环比变化	9
图 9: 标普 500 指数波动率指数 VIX	9
图 10: 疫情暴发以来全球各类资产表现 (2019.12=100)	9
图 11: 2020Q1 海外各类资产涨跌幅	10
图 12: 2020Q2 海外各类资产涨跌幅	10
图 13: 2020 年 7-8 月海外各类资产涨跌幅	11
图 14: 2020 年 3-10 月 10Y 美债收益率与 10Y 美国通胀保值债券收益率	11
图 15: 2020 年 9 月至今年 4 月 (REITS 数据至今年 3 月) 海外各类资产涨跌幅	11
图 16: COMEX 黄金/白银/铜与 WTI 原油 CFTC 持仓市值 (2019.12.31=100%)	12
图 17: 全球最大黄金 ETF—SPDR 黄金持有量	13
图 18: 全球最大白银 ETF—Silver Trust 白银持有量	13
图 19: COMEX 黄金与 COMEX 白银比价	13
图 20: 10 年期美债收益率	14
图 21: 美国 18-64 岁年龄段人口增速与 10 年期美债收益率	14
图 22: 美国 20-64 岁年龄段人口增速及其预测	14
图 23: 有无“美国人就业计划”下美国政府杠杆率预测	15
图 24: 美英股市指数与各自名义 GDP 之比	16
图 25: 巴西、日本、韩国、德国股市指数与各自名义 GDP 之比	16
图 26: 金融危机后美日欧韩四经济体央行扩表速度 (2008.3 各家央行总资产=1)	16
图 27: 美国标普 500 指数席勒市盈率	17
图 28: 2020 年房价涨幅前 12 国家的信贷缺口 (2020Q3, 单位%)	18
图 29: 富时/全美不动产投资协会编制的 REITS 总指数	18
图 30: 全球商品场外衍生品总市值净值与名义未平仓本金净值	19
图 31: WTI 原油 CFTC 持仓市值与全球名义 GDP 之比 (1995 年=1, 年频)	20
图 32: LME 铜/锌/铝持仓市值与全球名义 GDP 之比 (2005 年=1, 年频)	20
图 33: 美国 10 年期通胀保值债券收益率 (TIPS 收益率)	21
图 34: 中性油价情形下 2021 年各月美国 CPI 同比预测值 (1-3 月为实际值)	22
图 35: 美国成屋去库存时间	24
图 36: 美国新屋销售折年数	24

图 37: 美国居民杠杆率	24
图 38: 美国 20-49 岁购房年龄段人口增速	25
图 39: 美国标普 500 指数与美国 10 大中城市房价指数比值	25
图 40: 国际铜业研究组织 (ICSG) 给出的全球精铜库存	26

表 1: 美国 REITS 总指数及不同类型 REITS 指数表现: 2021 年 3 月底相对去年 同期及 2019 年底涨跌幅	19
--	----

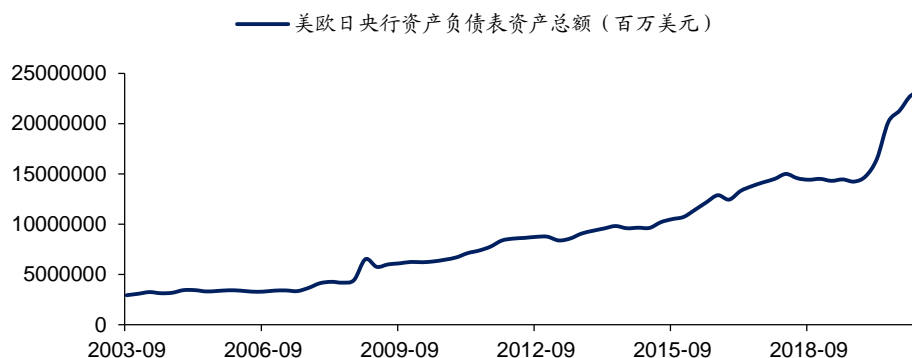
一般来说，资产泡沫被定义为资产价格中不能被基本面因素所解释的部分。假若我们认为泡沫化是大量流动性借助某些基本面逻辑而集中于部分资产使得金融属性主导上述资产价格的过程；一旦支撑这种泡沫的基本面逻辑逆转、货币政策收紧或者上述资产相对吸引力下降就会进入资产去泡沫过程。疫后海外各家央行都以纾困为由向市场投放了大量流动性，与疫情扭曲了经济结构类似，流动性投放对于各类资产价格的影响亦是分化的。进而，当前各类资产的风险收益比差异极大，这也是我们去理解群体免疫后或者以美联储为代表的各家央行货币政策转向后各类资产去向的关键。

一、疫后全球四种宏观条件与各类资产表现的四个阶段

（一）疫后全球流动性宽松，地产与金融资产整体受益

截至4月中旬欧美日三大央行资产负债表总规模为23.4万亿美元，较2019年底增加了58.6%。与央行扩表形成鲜明对照的是疫情冲击下2020年全球经济创下上世纪60年代以来最低增速（-3.3%）且三大部门杠杆率走高。国际清算银行的全球各部门杠杆率数据仅更新至2020Q3，我们稍作线性外推可知，与2019年疫前相比，2020年全球（所有报告国）非金融企业、居民及政府杠杆率分别上升了10个百分点、4.5个百分点以及13.3个百分点。此外，2020年上述三部门债务规模分别增长7.5%、4.6%及14.3%。

图 1：欧美日三大央行资产负债表规模总额



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

政府杠杆率攀升主因是大型经济体疫后宽财政，但疫情约束下众多经济活动受阻，因此过去一年的宽财政并没有推动经济增长而是达到了为私人部门提供保障、防止系统性风险的目的。财政转移支付没有办法实现精准地“滴灌式”救助，只能广撒网，这一过程带来两点影响：一是显著降低了私人部门对于疫情掣肘个人收入水平的担忧，刺激了家庭部门的消费意愿甚至加杠杆倾向；二是大量流动性堆积在私人部门，推升了居民储蓄、亦改善了企业现金流（M1 同比高企）。

居民部门持有大量现金、部分经济活动停滞、服务消费受阻等因素共振下，金融资产与地产整体受益。与 2019 年底相比，截至 2021 年 4 月底比特币上涨 717.4%；此

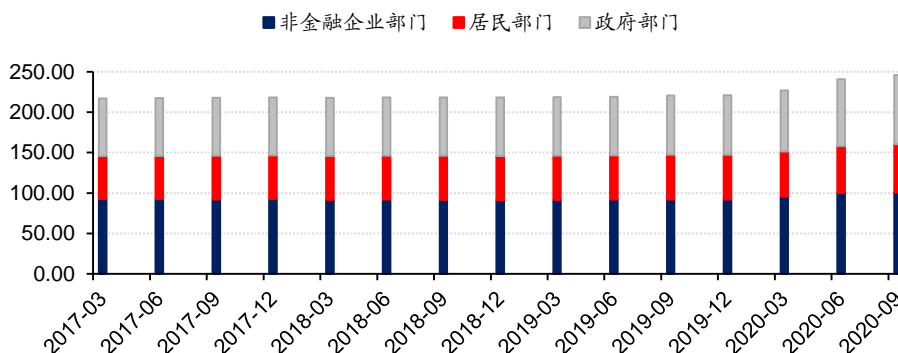
外，同期大交所铁矿石上涨66.5%、CBOT大豆上涨52.3%、纳斯达克上涨47.6%、LME铜上涨42.8%。此外，如图7所示2020年全年卢森堡房价上涨15.8%、加拿大房价上涨14.5%、韩国房价上涨7.2%、英国房价上涨6.8%、美国房价上涨6.0%、澳大利亚房价上涨4.3%，但2020年日本、爱尔兰及西班牙房价下跌。

图 2：全球实际 GDP 增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：所有报告国各部门杠杆率水平：使用购买力平价汇率（%）



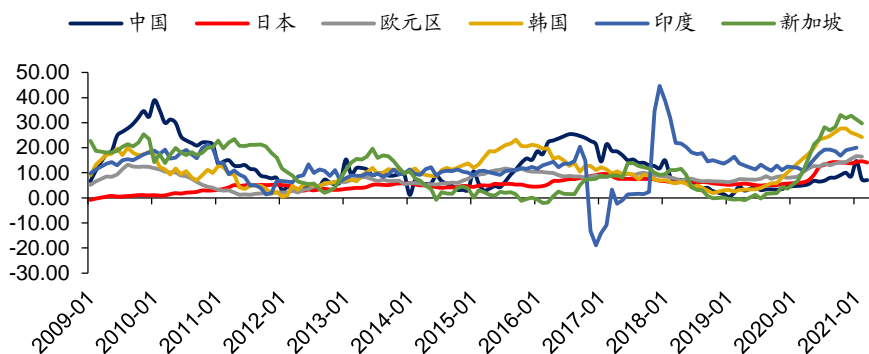
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：美国 M1 同比增速



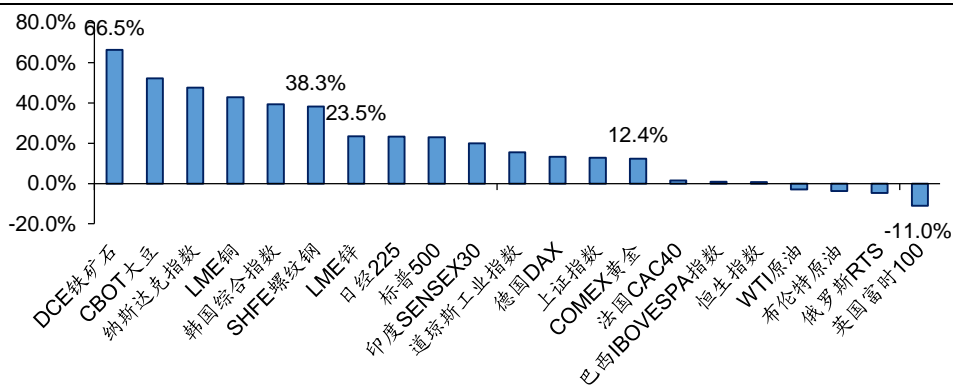
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：中日欧韩印新 6 经济体的 M1 同比增速 (%)



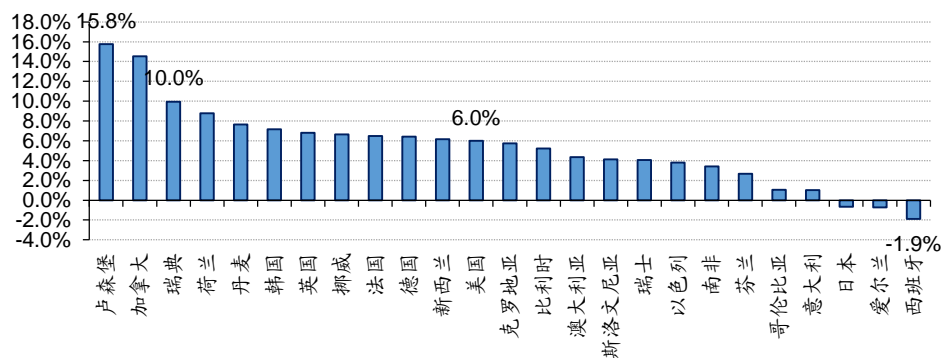
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：全球部分资产价格涨幅：2021 年 4 月底相对 2019 年底



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：2020 年全球部分国家房价涨幅

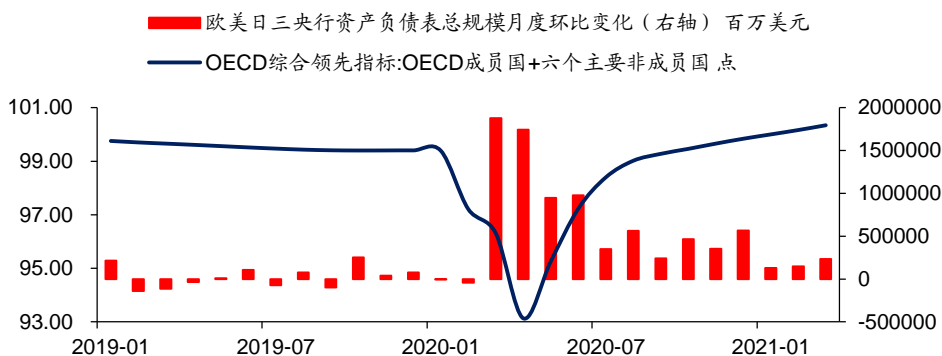


数据来源：达拉斯联储，广发证券发展研究中心

（二）疫情暴发以来各类资产表现的四个阶段

我们用OECD成员国与6个主要非成员国整体综合领先指标（CLI）代表全球经济，用欧美日三大央行资产负债表总规模月度环比变化作为流动性指标，不难发现2020年疫情以来全球经济与流动性环境呈现出四种组合，亦将各类资产表现划分为四个阶段。疫情暴发后全球宽松的流动性对各类资产确实存在“阳光普照”的影响，但流动性必然更为青睐高性价比资产。在货币条件逐渐转向中性后，全球资金抱团特征更为突出，在被抱团资产仍在不断吸收流动性的同时部分资产却已进入泡沫阶段。

图 8: OECD 成员国与 6 个主要非成员国 CLI 与三大央行总资产环比变化



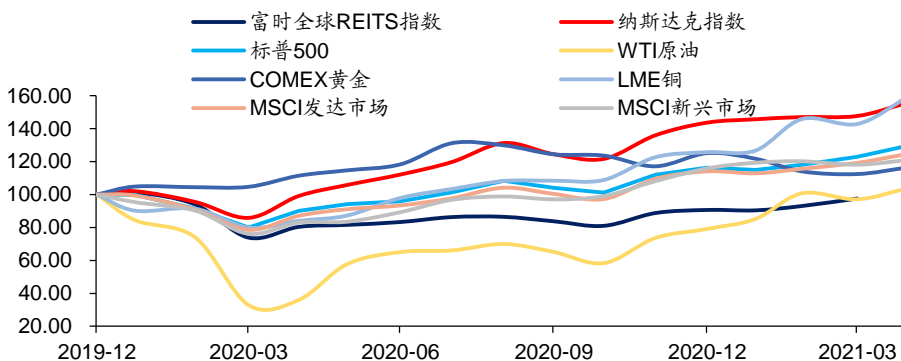
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9: 标普 500 指数波动率指数 VIX



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

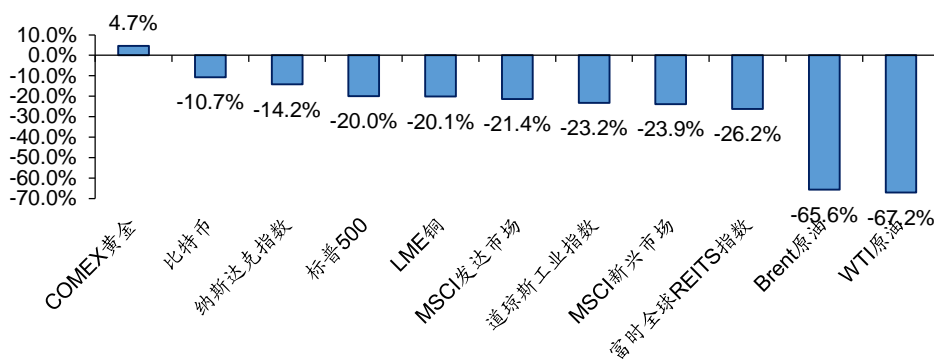
图 10: 疫情暴发以来全球各类资产表现（2019.12=100）



数据来源：Nareit，Wind，广发证券发展研究中心

第一阶段2020Q1：“经济停滞式衰退+流动性匮乏”；风险资产全军覆没、安全资产波动加剧。此阶段CLI显著低于疫前，但直至2020年3月中后期各家央行才开始实施宽货币政策。此间资产表现特征为：风险资产全面受损，安全资产相对受益，但即便是安全资产亦有较大波动。结合图10可知，2020年2-3月黄金也曾受流动性冲击，但价格仍较2019年底走高，并明显跑赢所有风险资产。

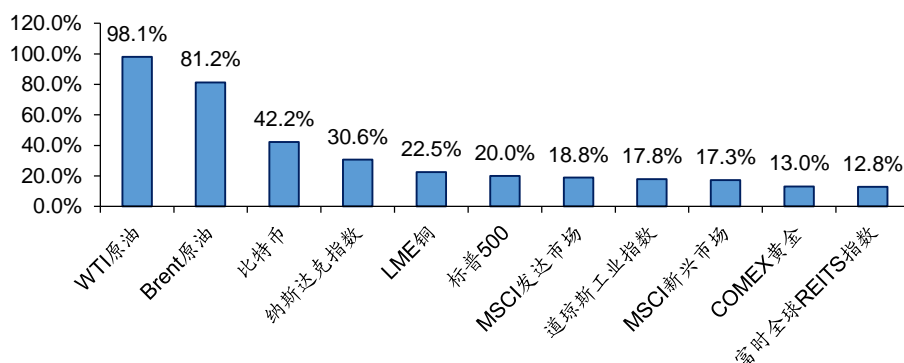
图 11：2020Q1 海外各类资产涨跌幅



数据来源：Nareit, Wind, 广发证券发展研究中心

第二阶段2020Q2：“经济衰退+流动性宽松”；金融属性主导阶段、低经济敏感度风险资产流动性吸收能力更强。此阶段CLI跌至谷底，美联储承诺无限量QE。此间资产表现特征为：流动性“阳光普照”，但风险资产>安全资产、股性强的资产>债性强的资产（黄金与REITS）、对经济敏感度低的风险资产（比特币与纳斯达克）>对经济敏感度高的风险资产（铜、道琼斯）、有供给收缩逻辑商品（原油）>无供给收缩逻辑商品（铜）。

图 12：2020Q2 海外各类资产涨跌幅

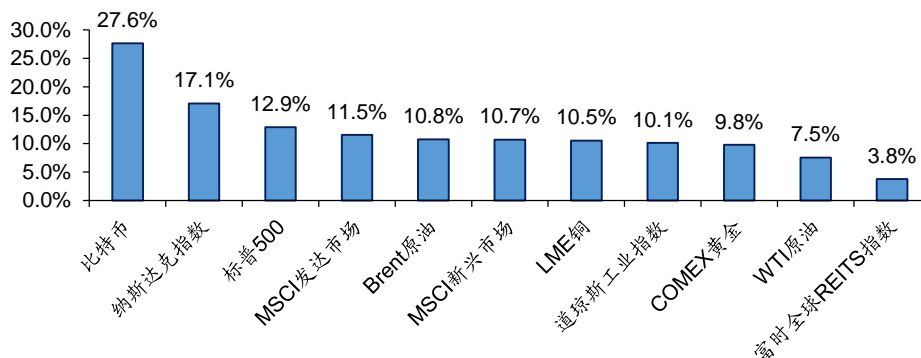


数据来源：Nareit, Wind, 广发证券发展研究中心

第三阶段2020年7-8月：“经济低位回升+流动性边际收紧”；资产表现方差收敛、弹性减弱。此阶段CLI有所回升但尚未升至疫前水平；欧美日三大央行扩表速率放缓，但10年期美债收益率仍在走低。可见此间各类资产仍受益于流动性宽松，

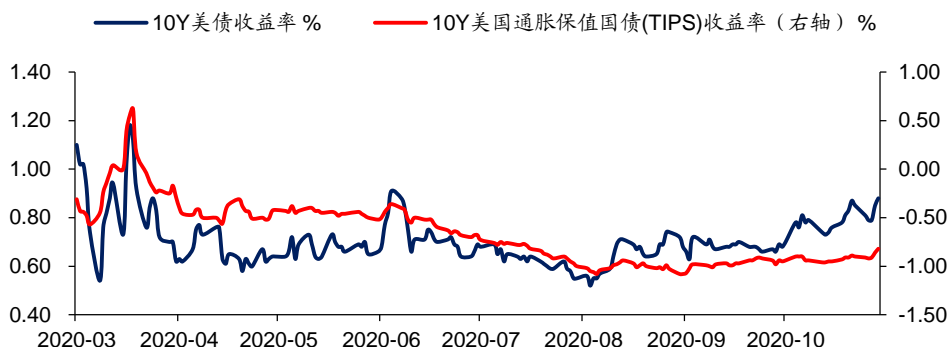
但宽货币程度减弱令各类资产呈现“雨露均沾”、涨幅方差收敛弹性降低的特征。当然，相比之下比特币仍一枝独秀、债性较明显的REITS仍相对疲弱。

图 13: 2020 年 7-8 月海外各类资产涨跌幅



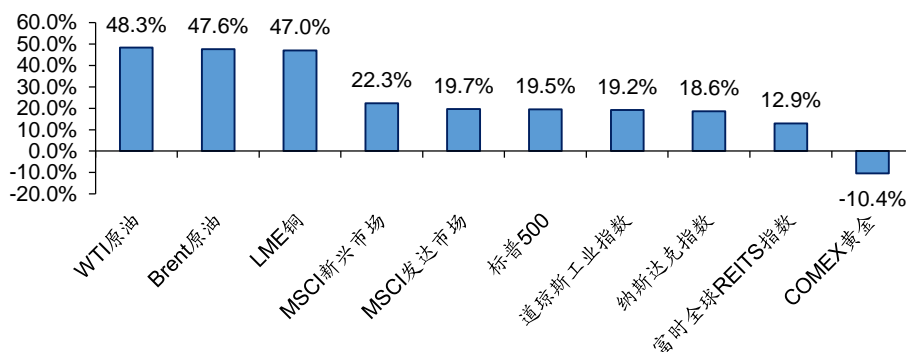
数据来源: Nareit, Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 2020 年 3-10 月 10Y 美债收益率与 10Y 美国通胀保值债券收益率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 2020 年 9 月至今年 4 月 (REITS 数据至今年 3 月) 海外各类资产涨跌幅



数据来源: Nareit, Wind, 广发证券发展研究中心

第四阶段2020年9月至今：“经济强劲复苏+流动性条件中性”；流动性存量博弈、经济扩张受益资产强劲。此阶段CLI持续回升并于2021年1月升破100（说明定量角度看全球已经步入经济过热阶段）；10年期美债收益率回升、美联储释放群体免疫后削减QE信号。此间市场风险偏好不差，且全球资金存在较明显的抱团倾向，比特币大涨393.8%，显著跑赢常规资产。此外，受益于经济复苏且存在供需矛盾的部分大宗商品（原油、铜等）表现强劲；三大央行仍在扩表但10年期美债收益率开始回升，流动性条件趋于中性，贵金属下挫。

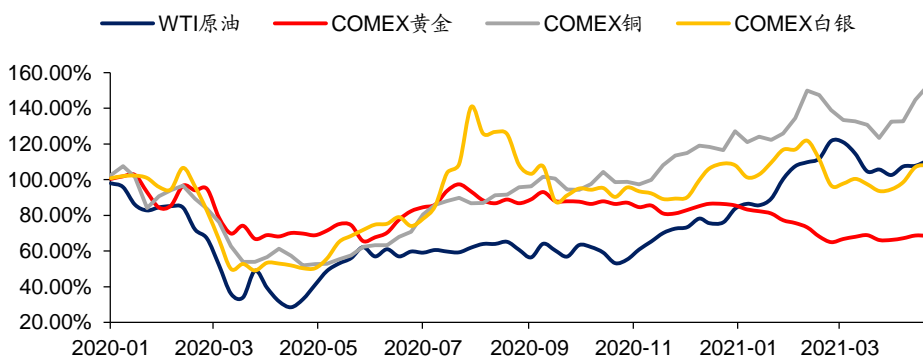
二、当下海外资产分类：去泡沫资产、泡沫化资产与无泡沫资产

我们用某一资产在某阶段是否过度吸收流动性来评估该类资产是否存在泡沫；用资产持仓及其市值（或衍生指标）等指标变化评估此类资产是否完成去泡沫过程。总体而言，我们认为贵金属已经基本完成去泡沫过程、美债尚在去泡沫的漫漫长路上；美日德权益资产仍在泡沫化过程中，但下半年存在去泡沫风险；美国等国家/地区的房地产、REITS类资产及原油、有色等多数大宗商品属于无泡沫资产。

（一）贵金属或已完成疫后泡沫去化过程

假若一类资产在疫情暴发后经历过大涨与调整且当下吸收的流动性（资金量）低于疫前水平，那就说明该类资产已经完成了疫后泡沫的去化过程。结合图16-19可知，贵金属大致属于这类资产。我们用COMEX黄金、COMEX白银CFTC总持仓量市值与金银ETF持仓量等指标作为评估依据。

图 16: COMEX 黄金/白银/铜与 WTI 原油 CFTC 持仓市值（2019.12.31=100%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

疫后全球最大金银ETF的金银持有量都出现过陡峭攀升，表明去年1-8月贵金属有过一段流动性助推的“泡沫化”过程。截至4月27日当周，COMEX黄金CFTC总持仓市值已降至2019年12月31日当周的68.6%、较2020年7月底下降29.6%。此外，2021年5月4日全球最大黄金ETF---SPDR的黄金持有量为1018.2吨，较2020年9月21日峰值下降260.6吨，降至2020年4月中旬水平。由此可见，2020年8月中旬调整

至今COMEX黄金已经基本完成了疫后泡沫的去化过程。尽管白银CFTC持仓市值及ETF持仓量仍高于疫前水平，但目前COMEX金银比为67.0还略高于2001年以来的均值65.5，表明白银或亦为无资产泡沫。

图 17: 全球最大黄金 ETF—SPDR 黄金持有量



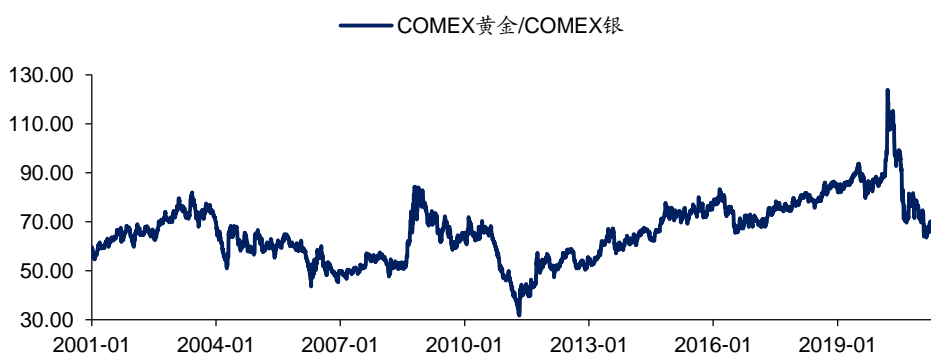
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 全球最大白银 ETF—Sliver Trust 白银持有量



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: COMEX 黄金与 COMEX 白银比价

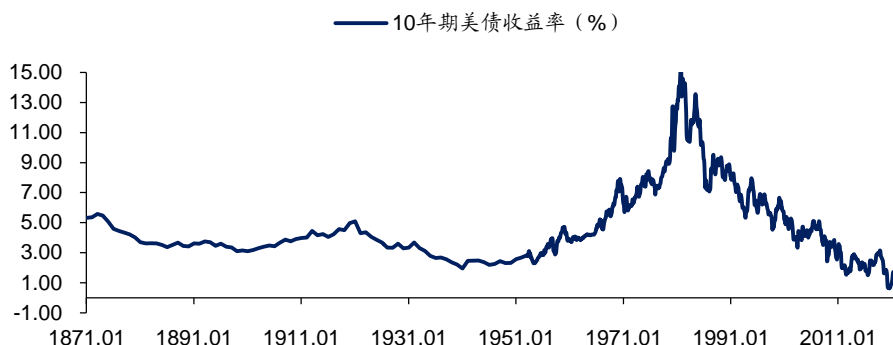


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）美债已开始去泡沫过程，但长路漫漫

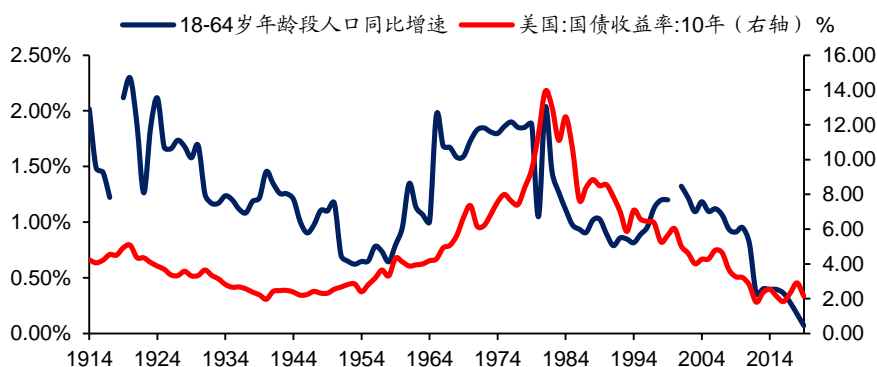
美债有无泡沫以及是否会去泡沫基本上取决于美国经济前景及货币政策本身。2020年8月4日10年期美债收益率曾跌至0.52%，触及1871年至今最低水平。理论上美联储并不会实施负利率，若以此假设为基准情形则2020年8月后美债就进入了去泡沫阶段。

图 20：10 年期美债收益率



数据来源：ONLINE DATA ROBERT SHILLER，广发证券发展研究中心

图 21：美国 18-64 岁年龄段人口增速与 10 年期美债收益率



数据来源：OECD，广发证券发展研究中心

图 22：美国 20-64 岁年龄段人口增速及其预测



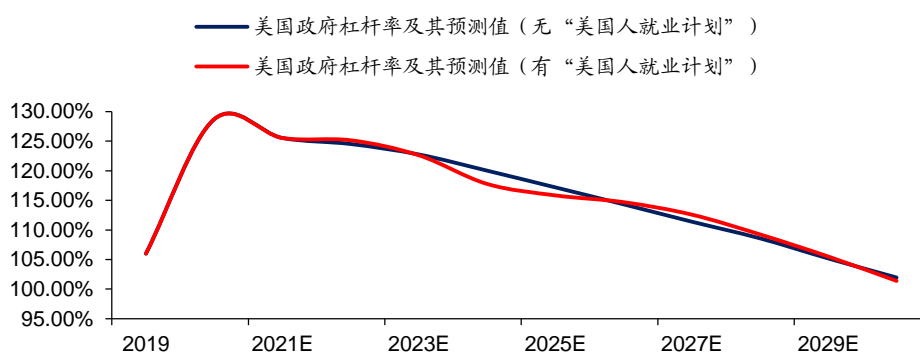
数据来源：OECD，广发证券发展研究中心

短期看，正如我们在4月29日报告《货币政策等因素或令10Y美债收益率全年呈M型——4月美联储议息会议点评》中讨论的，美国货币与财政共进退，Q2美国财政有大量国债发行诉求，美联储将边际放松货币以压低发债成本，因此10年期美债收益率Q2稳中有降。但Q3财政发债诉求降温、群体免疫实现后，美联储削减QE为大概率，届时10年期美债收益率将再度攀升。此外，5月4日10年期美国通胀保值债券（TIPS）收益率再度降至-0.81%，2020年1月则高于0，预计美国群体免疫后实际利率亦将由负转正，该过程足以推动10年期美债收益率上破2%。

长期看，10年期美债收益率受经济因素和非经济因素影响：经济因素看人口结构；非经济因素看政府杠杆率。未来20年美国劳动年龄段（20-64岁）人口增速攀升表明其内生性经济增长动能有望回升；与加税相配合的基建政策亦表明拜登政府已不愿进一步增加财政压力，美国政府杠杆率或将进入触顶回落周期。综上所述，未来数年10年期美债收益率中枢或将逐步上移。

综上所述，尽管短期内10年期美债收益率暂时稳定于1.6%附近，未来若干年也将呈现波动走势，但中枢保持上移态势或为大概率。也就是说，美债已经进入并将长期处于去泡沫过程。

图 23：有无“美国人就业计划”下美国政府杠杆率预测



数据来源：CBO，Wind，广发证券发展研究中心

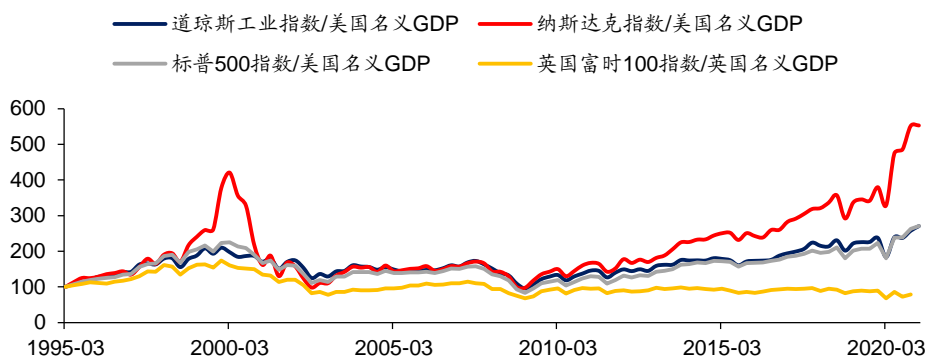
（三）美股等部分权益资产仍处泡沫化阶段，但年内存在去泡沫风险

由于高频股市市值数据的可得性较差，但各国股市指数与市值趋势大抵相同，我们借用前者描述市值变化。进而，各国股票指数与其名义GDP比值可被近似用于刻画流动性因素对权益资产的影响权重。此外，市盈率特别是10年席勒周期调整市盈率作为权益资产估值指标也有类似的作用。由这两个指标评估美日德权益市场存在泡沫化迹象，美股尤甚。

如图24-25可知，2021Q1美国三大股指占其名义GDP比值均为自1995Q1以来的最高水平、日经225指数与日本名义GDP比值以及德国DAX指数与德国名义GDP比值亦然。不过2021Q1韩国综合指数与韩国名义GDP比值位于1995Q1以来的83.7%水位处、巴西IBOVESPA指数与巴西名义GDP比值处于1995Q1以来的79.8%水位处、英国富时100指数与英国名义GDP比值则仅位于1995Q1以来的6.7%。事实上，美日德三国该指标均在金融危机后持续攀升，与美日德三国权益资产是金融危

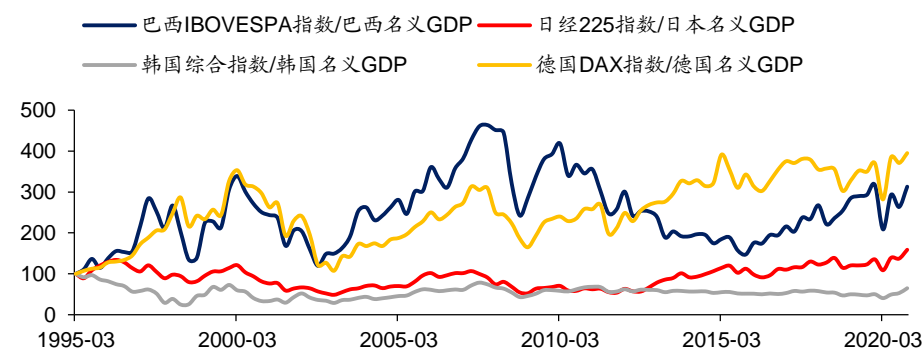
机后美日欧三大央行扩表的直接受益者有关。相比之下，货币政策较为克制的高收入国家（比如韩国）以及因为脱欧而存在不确定性的英国股票指数占名义GDP比重就未能如美日德那样创出新高。此外，金融危机后发达经济体居民去杠杆导致全球需求疲软，因此新兴市场是受损者，进而直至当下新兴经济体的股票指数与名义GDP比值与历史高点也仍有差距。

图 24: 美英股市指数与各自名义 GDP 之比



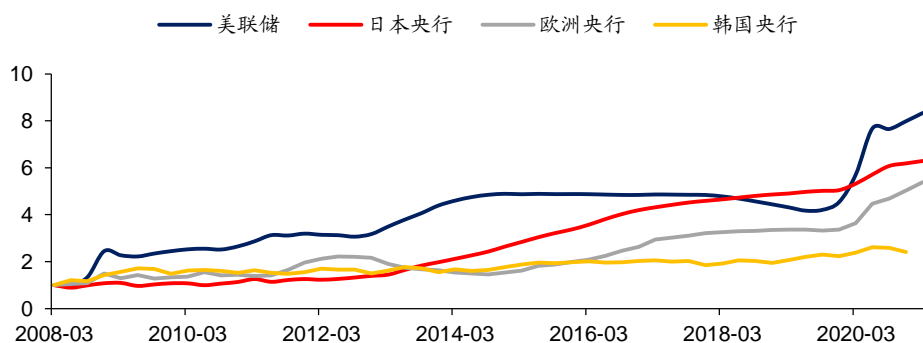
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 巴西、日本、韩国、德国股市指数与各自名义 GDP 之比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 金融危机后美日欧韩四经济体央行扩表速度 (2008.3 各家央行总资产=1)

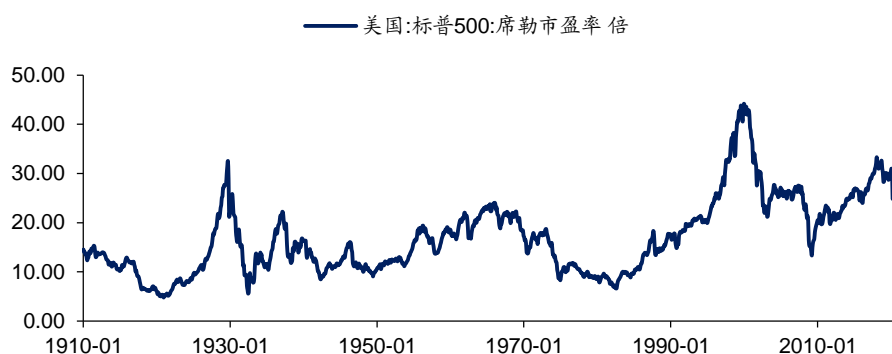


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

此外，尽管图24中纳斯达克指数与美国名义GDP比值上行斜率最陡峭，相较之下标普与道指看上去涨势温和，但如图27可知标普500指数10年席勒周期调整市盈率已于2021年4月升至37.56倍，不仅再度刷新金融危机后记录且为1910年以来次高水平、仅低于2000年纳斯达克泡沫破灭时的最高点（1999.12为最高点，对应44.19倍）。进一步看，过去一年该指标呈现加速上行特征，与大萧条美股崩盘前及科网泡沫前类似；同期纳斯达克指数与美国名义GDP比值亦在加速攀升。

从各国股票指数与名义GDP比值水位评估，美德日权益资产存在泡沫化迹象，结合纳斯达克指数与美国名义GDP比值及标普500席勒市盈率可以断定美股泡沫化特征明显。当然，结合我们3月26日报告《由四因子模型看Q3美股调整压力》的观点，5月美股有望再创新高，6-9月或为调整窗口。换言之，当下美股仍处于泡沫化过程中，但年内去泡沫风险较高。

图 27：美国标普 500 指数席勒市盈率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

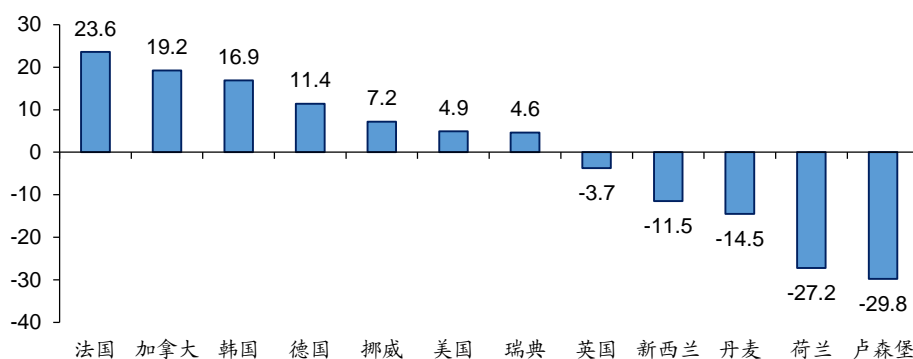
（四）哪些资产尚无泡沫：部分国家地产、REITS 以及部分大宗商品

1. 2020 年房价涨幅突出的国家中仅法加韩德有泡沫迹象，美英等国地产无泡沫

2020年疫情暴发后有大量流动性进入部分国家房地产市场并推升房价，那么现在地产有没有泡沫？有所分化，但多数国家不存在地产泡沫。我们在2020年3月24日报告《衰退还是危机：实质差异及历史比较》曾指出可以用国际清算银行（BIS）的信贷缺口评估一国是否存在地产泡沫。BIS给出的预警值是10%。

前文提到，2020年房价涨幅较高的国家包括：卢森堡、加拿大、瑞典、荷兰、丹麦、韩国、英国、挪威、法国、德国、新西兰、美国。截至2020Q3，法国（23.6%）、加拿大（19.2%）、韩国（16.9%）及德国（11.4%）等国信贷缺口均超过预警值，表明地产存在不同程度的泡沫；但挪威（7.2%）、美国（4.9%）、瑞典（4.6%）、英国（-3.7%）、新西兰（-11.5%）、丹麦（-14.5%）、荷兰（-27.2%）及卢森堡（-29.8%）等国信贷缺口仍明显低于预警值，尚无泡沫迹象。

图 28: 2020 年房价涨幅前 12 国家的信贷缺口 (2020Q3, 单位%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

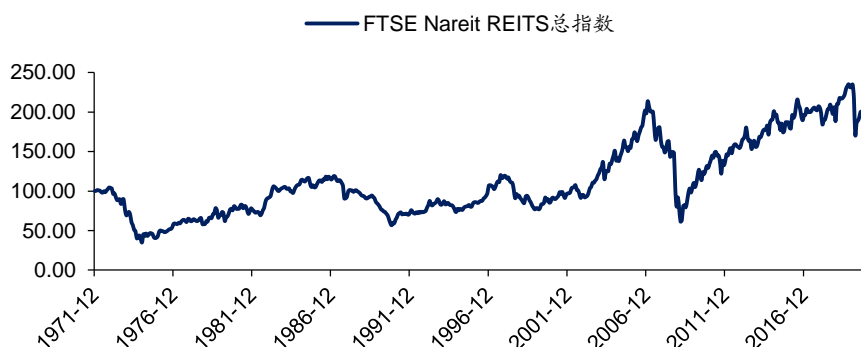
2. 多类 REITS 为疫情受损资产，尚无泡沫

我们用美国REITS总指数和不同类型REITS指数疫后表现进行说明。如图29及表1所示，截至2021年3月只有自助仓储REITS（类似国内蜂巢）、工业地产REITS、林场REITS、数据中心REITS、独屋（去年美国销售最佳地产类型）REITS及基建REITS六种类型REITS价格指数高于2019年底，而富时/全美不动产投资协会编制的REITS总指数及其余十五种类型REITS价格指数均低于2019年底。

价格指数高于疫前的REITS类型均为疫情受益标的，比如自助仓储REITS受益于无接触购物、工业地产REITS受益于疫后美国强劲的耐用品需求、数据中心REITS受益于疫后社交场景变化、独屋REITS受益于疫后改善型住房需求、基建REITS可能受益于某种灾后重建思路。但可想而知，多数REITS资产是疫后受损者。美国政府不允许房东驱逐租客以及服务部门受损、居家办公等特殊情形下，商业租赁、住宅租赁、店面类零售、购物中心等类型REITS资产均受到冲击。

综上所述，尽管整体及多类REITS价格指数均较2020年3月低点大幅反弹，但与疫前相比，该类资产对流动性的吸收仍相对有限，加上美国房地产尚无泡沫迹象，因此我们认为美国REITS属于无泡沫资产。

图 29: 富时/全美不动产投资协会编制的 REITS 总指数



数据来源: Nareit, 广发证券发展研究中心

表 1: 美国 REITS 总指数及不同类型 REITS 指数表现: 2021 年 3 月底相对去年同期及 2019 年底涨跌幅

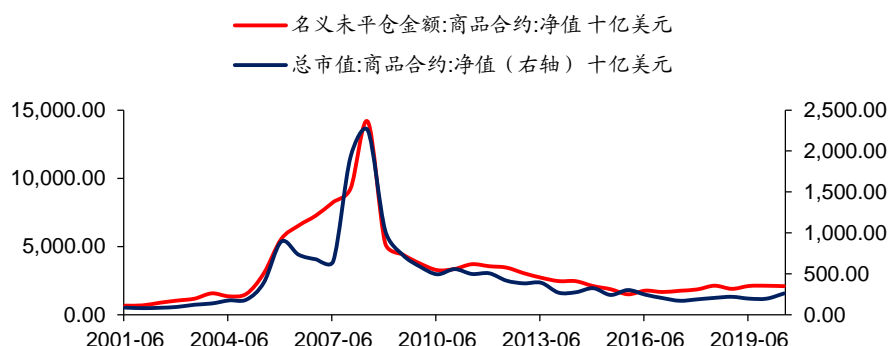
REITS 类别	较去年同期	较 2019 年底	REITS 类别	较去年同期	较 2019 年底	REITS 类别	较去年同期	较 2019 年底
自助仓储	30.42%	18.83%	住宅	28.56%	-3.79%	购物中心	73.16%	-13.74%
工业地产	29.60%	15.29%	活动房屋	16.86%	-3.98%	零售	64.14%	-17.09%
林场	91.30%	14.81%	权益 REITS 指数	32.94%	-4.44%	办公物业	14.47%	-18.39%
数据中心	6.08%	14.67%	出租公寓	27.90%	-6.58%	抵押贷款 REITS 指数	88.15%	-19.56%
独屋	47.67%	13.60%	商业地产抵押贷款	109.53%	-9.14%	多用途房屋	32.55%	-20.65%
基建	12.04%	10.93%	康养物业	44.13%	-10.05%	社区商业中心	98.00%	-22.97%
全权益 REITS 指数	29.93%	-1.49%	酒店	84.99%	-11.59%	住宅抵押贷款	77.60%	-24.57%
FTSE Nareit REITS 总指数	32.17%	-2.45%	独立店面	38.81%	-12.74%			

数据来源: Nareit, 广发证券发展研究中心

3. 多数大宗商品仍为无泡沫资产

首先, 金融危机后严格的金融监管令大宗商品场外衍生品交易规模骤降, 约束了商品的杠杆交易行为。由图30可知, 2020H1全球商品场外衍生品未平仓名义金额仅为2008H1峰值水平的14.85%, 表明严监管之下大宗商品或仍不存在过度杠杆交易。

图 30: 全球商品场外衍生品总市值净值与名义未平仓本金净值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

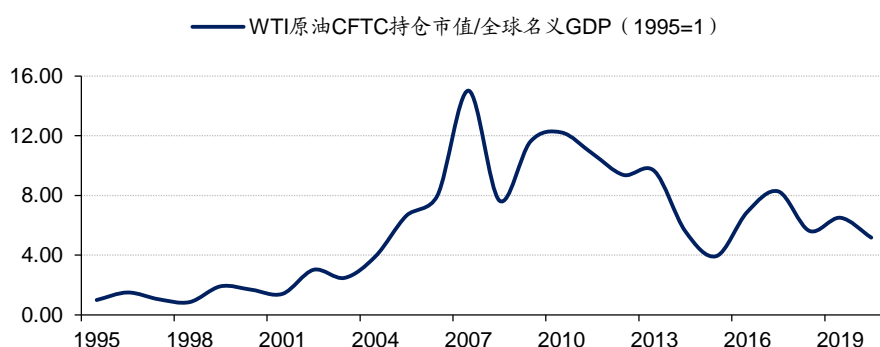
其次, 我们来看一下疫后大宗商品对于流动性的吸收情况。与股票市值基本受股价影响不同, 商品(期货)持仓市值则由持仓量(可变)与商品价格两因素影响。我们用商品持仓市值与全球名义GDP比值作为衡量大宗商品流动性吸收强度的依据。

如图31可知，2020年WTI原油CFTC持仓市值与全球名义GDP比值介于上世纪90年代（原油颓势）与2000-2011年之间（原油牛市）之间，表明截止2020年原油既未过度吸收流动性、也不存在过度“低估”。

伦敦金属交易所（LME）的有色金属持仓数据始于2005年，如图32所示截止去年底铜铝锌等国际定价的有色金属也不存在过度吸收流动性的情况。尽管今年前四个月商品价格整体大涨，但由于全球名义GDP也在扩张，因此时下上述有色金属持仓市值与全球名义GDP比值大概率也就在略高于历史（2005年以来）中位数的水平附近。

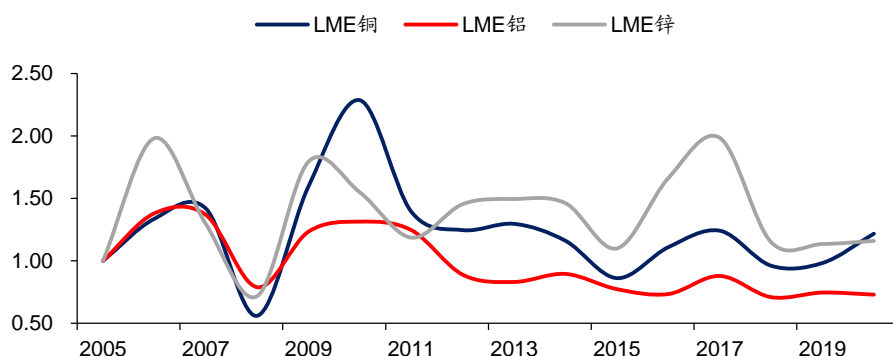
综上所述，我们认为以原油、部分有色为代表的多数商品尚不属于泡沫类资产。

图 31：WTI 原油 CFTC 持仓市值与全球名义 GDP 之比（1995 年=1，年频）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 32：LME 铜/铝/锌持仓市值与全球名义 GDP 之比（2005 年=1，年频）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、即将分化的六类海外资产：美债、黄金、美股、美国房地产、REITS 及大宗商品

（一）10Y 美债收益率：年内呈现 M 型；长期中枢小步慢跑逐渐上移

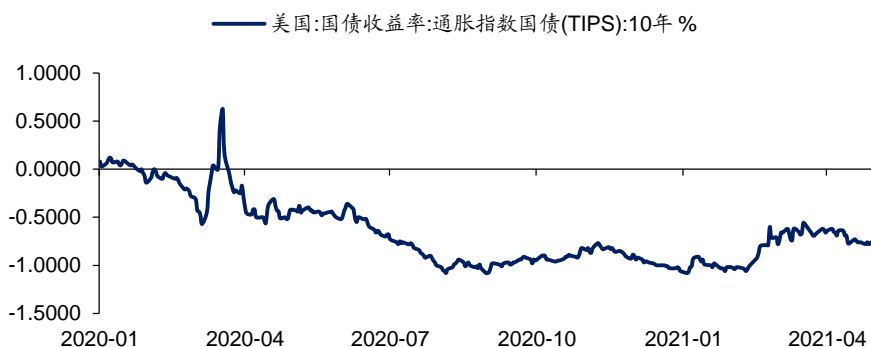
1. 10Y 美债收益率年内呈现 M 型：Q1 上、Q2 稳中有降、Q3 升至年内高点、Q4 小幅回落

我们在美联储4月议息会议点评《货币政策等因素或令10Y美债收益率全年呈M型》中指出，10年期美债收益率年内走势或呈现M型，也即：Q1上、Q2稳中有降、Q3升至年内高点、Q4小幅回落。逻辑如下：

第三轮财政刺激令美联储货币政策暂时边际宽松是4月以来10年期美债收益率略有回落的主因。3月11日落地的美国第三轮抗疫刺激涉及1.9万亿美元支出，但3月美国财政部一直通过TGA账户落实抗疫刺激支出而未大规模发债。第三轮财政刺激落地前美国财政TGA账户仅有1.3万亿美元余额，与第三轮财政刺激支出规模仍有数千亿美元缺口，因此Q2需大规模发债。我们一直强调美国货币与财政共进退，一旦大规模发债，美联储势必暂时增加购债并压低美债发行成本，因此Q2美联储货币政策或暂时边际宽松令10年期美债收益率小幅回落。货币政策直接影响的是实际利率，4月以来10年期美国通胀保值债券（TIPS）收益率已由-0.63%降至-0.88%（5月5日），佐证了我们的观点。

为什么说10年期美债收益率Q3升至年内高点，Q4又将小幅回落？如图33所示，目前10年期TIPS收益率为-0.88%，疫前该指标为正值，因此群体免疫前后美国实际利率又将开始回升。一旦Q3美联储宣布Taper时间表甚至开始启动Taper，10年期TIPS收益率将加速走高并有望推动10年期美债收益率上破2%。但根据经验，一旦美股大幅调整，美联储将暂缓货币收紧来缓和市场情绪。结合我们对美股的看法，预计美股调整中后期10年期美债收益率或再次暂时走低直至经济回升重新提振美股EPS，因此10年期美债收益率于Q3冲高后反而有望在Q4再度小幅回落。

图 33：美国 10 年期通胀保值债券收益率（TIPS 收益率）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 长期看，10Y 美债收益率中枢将小步慢跑逐渐上移

正如前文所述，10年期美债收益率受经济因素和非经济因素影响：经济因素看人口结构；非经济因素看政府杠杆率。未来20年美国劳动年龄段（20-64岁）人口增速攀升表明其内生性经济增长动能有望回升；与加税相配合的基建政策亦表明拜登政府已不愿进一步增加财政压力，美国政府杠杆率或将进入触顶回落周期。综上所述，未来数年10年期美债收益率中枢或将逐步上移。

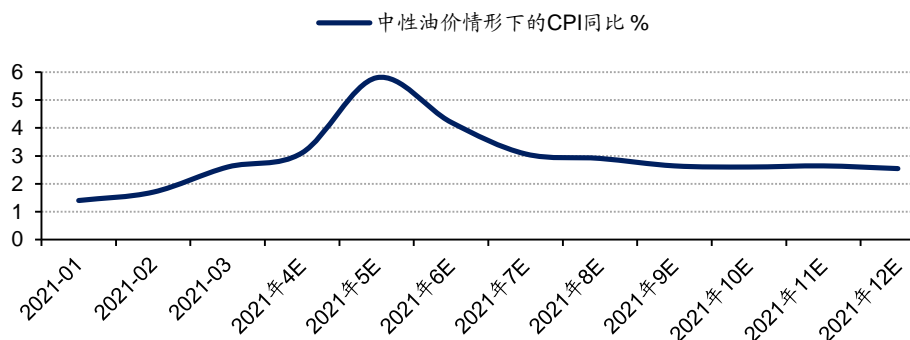
（二）年内黄金或有两波机会：一波看通胀、一波看美债

我们在报告《把脉黄金走势：Q2、H2及长期逻辑》中指出，4-5月通胀或暂时跑赢无风险利率并推动COMEX黄金有所表现。2021年3-5月美国CPI同比增速会快速攀升并有望在5月迎来全年CPI同比高点。以目前的油价评估美国CPI同比甚至有望于5月破6%。而此间10年期美债收益率则是稳中有降，因此通胀与无风险利率均对黄金形成提振。由于美国5月CPI数据将在6月中旬公布，因此本轮受益于通胀的贵金属行情持续到6月中旬的可能性较高。

此外，我们预计6月后美国CPI同比将明显低于5月，但下半年美国CPI同比或较为稳定。由此可见，已完成去泡沫的黄金下半年的表现取决于10年期美债收益率。基于前文，若Q4（附近）在避险逻辑驱动下10年期美债收益率小幅回落，届时黄金也将有一波反弹行情。

当然，我们亦坚持报告《把脉黄金走势：Q2、H2及长期逻辑》的观点，长期看，全球或既无高通胀也无极低的利率水平，黄金吸引力将显著下降。

图 34：中性油价情形下 2021 年各月美国 CPI 同比预测值（1-3 月为实际值）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）群体免疫或将触发美股调整；加税幅度决定美股调整深度

我们在4月16日报告《为什么群体免疫将成为美股调整催化剂？》中再次强调6-9月间美股或有一波像样的调整。且依据1月22日报告《美股将迎风格切换：科技退潮；消费医疗跑赢》观点，此次调整后美股风格将彻底切换。

首先，群体免疫后美联储货币收紧与美股高估值形成矛盾，该因素将成为美股调整的催化剂。Q3群体免疫之际美联储有望顺势削减QE，届时10年期美债收益率将再

次快速走高。当下美股市盈率已为金融危机后最高并且仅次于2000年纳斯达克泡沫破灭时的高点，Q2末到Q3初投资者或将对美股高估值与美债收益率再度走高的矛盾产生担忧。

而更关键的是一旦加税政策落地，美国上市公司EPS将被削弱，经济回升亦无法避免美股调整。无风险利率上升与高估值之间的矛盾并非不可调和。若预计EPS持续走高，那么投资者很可能忽视高估值；但若EPS低于预期，无风险利率走高将令美股进入快速杀估值的阶段。由于拜登已将基建等政策提升至战略高度，因此Q3落地基建、加税组合拳的概率非常高。一旦加税政策落地，美股就可能重演1987年10月的走势：加税削弱美股EPS，且在高估值及无风险利率上升的共振下美股陷入急跌。但根据经验，一旦美股调整幅度超过20%，美联储将暂缓货币收紧来缓和 market 情绪直至经济回升重新提振美股EPS。

本次调整后，美股或将正式迎来风格切换：未来5-8年关注消费、医疗；科技将开始跑输。金融危机后到疫情暴发前全球处于“弱库兹涅茨周期+弱资本开支周期”阶段，美股中科技类、非核心消费以及房地产（类REITS资产）等行业表现突出。疫情结束后的5-8年全球在“弱库兹涅茨周期+强资本开支周期”下将迎来风格切换，核心消费、医疗将开始跑赢，金融与非核心消费也值得关注，而信息技术或将明显跑输。

（四）以美国为代表的部分国家/地区房价仍可看好，但要调降预期

我们仍以美国为例。就年内而言，“成屋低库存+新屋需求旺”意味着房价仍有上涨空间。疫情对经济活动的影响逐渐消除，但对心理层面的约束或尚未减退，因此高房价并不能刺激成屋挂牌。目前美国挂牌成屋去库存时间只有2个月，为历史最低水平，成屋的“无房可卖”又将部分购房者推升了新屋市场，因此新屋销售数据仍强劲。但美国成屋市场为新屋的8-9倍，因此当前美国房地产整体呈现“供不应求”的格局，房价继续上行为大概率事件。

值得说明的是，由于美国住房抵押贷款利率以10年期美债收益率为锚，且美联储削减QE后全球流动性将再度边际收紧，约束所有资产的贝塔，因此我们应该理性看待年内美国房价的上涨幅度。

长期看，美国地产仍处于10年上升周期的前半程，属于可以长期配置的资产。一国地产趋势或有三点影响因素：城镇化、信用环境及购房年龄人口。对于工业化程度较低的国家来说，一旦进入城镇化率加速期房地产必然迎来快速发展。对于城镇化率较高的国家而言，地产周期则受刚需人口增量、住房自有率与居民杠杆水平等因素影响。2016-2026年购房年龄人口增速持续攀升，对应着美国10年地产上升周期。2018年美国城镇化率为82.3%，为中性因素；住房自有率65.8%，距离2004年历史高点69.2%仍有3.4个百分点的差距。截至2020年Q3末美国居民杠杆率（信贷占GDP比重）为78%，仍远低于该指标过去20年的中位数82.8%，亦为中性偏积极变量。根据OECD的预测美国20-49岁购房年龄人口增速自2016年触底回升、转正且上升趋势持续至2026年。由于城镇化率、住房自有率及居民杠杆率等因素中性偏积极，因此购房年龄段人口增速回升意味着美国地产处于上升周期。换言之，目前美国地产处于10年上升周期的前半程。未来10年美国房地产投资回报很可能高于美国股票指数。

图 35: 美国成屋去库存时间



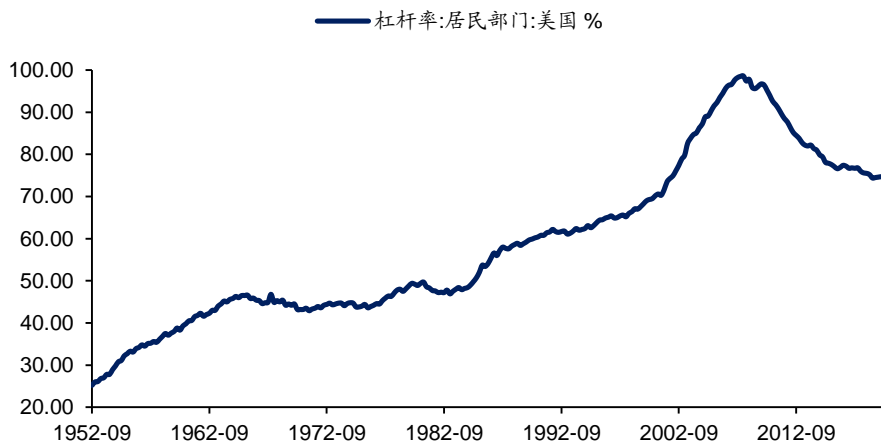
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 36: 美国新屋销售折年数



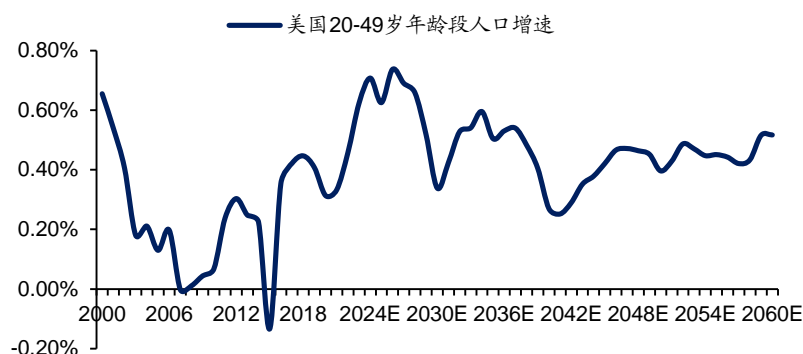
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 美国居民杠杆率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: 美国20-49岁购房年龄段人口增速



数据来源: OECD, 广发证券发展研究中心

图39: 美国标普500指数与美国10大中城市房价指数比值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(五) REITS: 疫情受损者大概率亦是群体免疫后受益者

正如前文所述,截至2021年3月美国REITS的21个子类中只有六类价格指数高于2019年底,而富时/全美不动产投资协会编制的REITS总指数及其余十五种类型REITS价格指数均低于2019年底。价格指数高于疫前的REITS类型均为疫情受益标的,但多数REITS资产是疫情受损资产。美国政府不允许房东驱逐租客以及服务部门受损、居家办公等特殊情形下,商业租赁、住宅租赁、店面类零售、购物中心等类型REITS资产均受到冲击。

事实上,REITS是一类兼具股性与债性的资产,经济复苏及过热阶段往往表现不错,群体免疫后美国经济将保持过热态势,因此届时疫情受损的REITS子类及REITS总指数大概率会持续走高并明显跑赢美股等泡沫化资产。

(六) 美国基建政策落地后,大宗商品或还有一波上行行情

我们在5月4日报告《“百日新政”结束,拜登已为2024大选铺路》中指出,拜登基建政策有望在Q3附近落地。如果同时满足“库存低、供给存在约束、需求有所改善”三个条件,则大宗商品价格的上行风险必然高于下行风险。一方面,目前美国等地地产投资处加速期,拜登基建力度虽不大,但一旦落地仍会加大部分实物资

产需求；另一方面，新兴国家疫情仍未得到控制，全球资源品供给仍存在较大约束。加上金融危机后，大宗商品均经历过熊市，以铜为代表的多数商品库存并不高。因此，美国基建落地可能是触发部分大宗商品进入半年到一年维度上行期的催化剂。

图40：国际铜业研究组织（ICSG）给出的全球精铜库存



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、风险提示

- （一）全球经贸政策超预期
- （二）全球疫情持续时间及其影响超预期
- （三）各大央行货币政策超预期
- （四）各国财政政策超预期

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，CFA。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 郑家懿：海外电子行业分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。