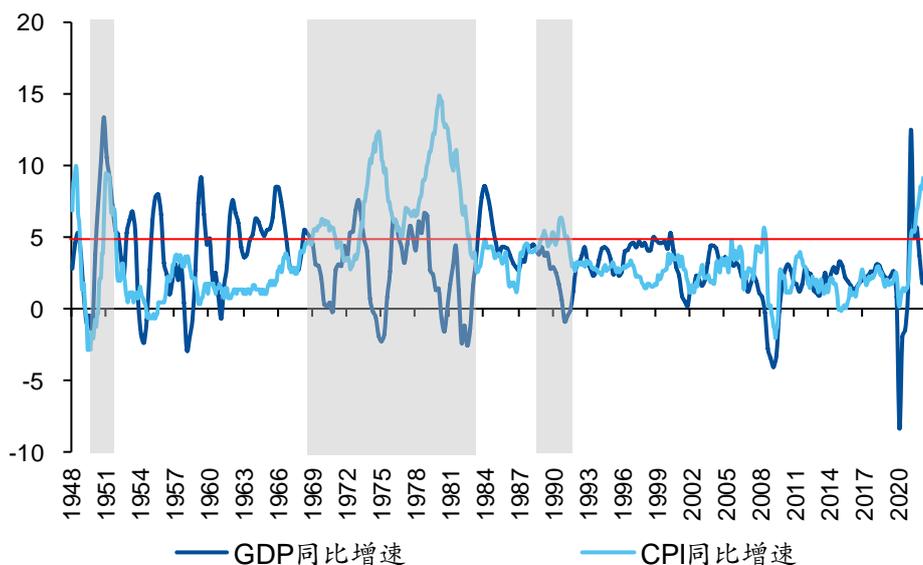




2023 年海外经济展望：博弈“衰退”

在高通胀下，美国经济似乎难逃“衰退”



数据来源：Choice，国泰君安国际

- 美国经济大概率在明年年中附近陷入“衰退”，这也伴随着美联储的加息周期逐步进入尾声。美国经济将伴随着利率的高企而进入浅度“衰退”，这是目前市场对于 2023 年海外经济的主流预期。
- 尽管目前而言，主要经济指标并未完全指向“衰退”，但投资者已经开始交易心中的“衰退”，这体现为美元伴随着美债收益率下降，资金回流新兴市场。在未来的大约一两个季度时间内，市场会根据美国经济的实际走势来判断“衰退”交易的风险回报。
- 但需要指出的是，美国经济陷入“衰退”，也意味着部分新兴市场将面临增长压力。一致预期表明，除中国外，多数新兴经济体在 2023 年都面临着经济减速的压力，这也是值得关注的的一个基本面的风险因素。
- 从中期的维度来看，美国经济的浅度“衰退”很难改变主要发达经济体的货币政策紧缩态势。这背后的主要原因是通胀中枢的结构性抬升——劳动力市场的良好表现意味着工资上升的压力，从而带来中长期的通胀压力。
- 美元的高利率大概率会成为一个新的常态。这意味着持有美元的收益率将变得更有吸引力，但对于存量美元负债而言，尤其是对于存在币种错配的机构来说，如何在高利率美元的环境下合理安排“再融资”，将是一个既存在挑战也存在风险的事件。

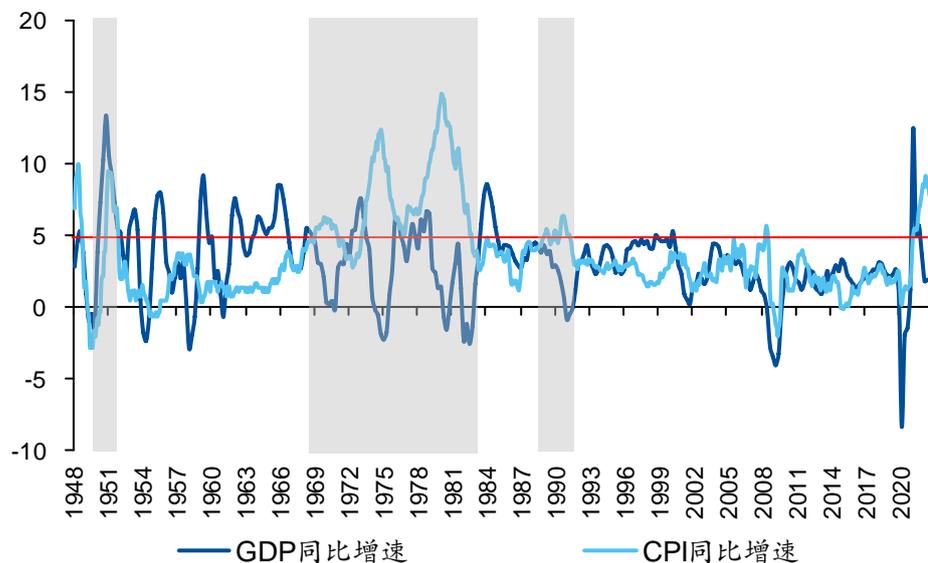
在过去的一年中，对通胀尤其是欧美通胀的讨论是海外宏观研究的焦点。通胀上行的起点事实上在 2021 年下半年已经隐现，但市场却没有给予足够的重视。当时的多数分析认为通胀主要来自于“供应链断裂”，与此同时，“气候变化”导致的对于传统能源的投资减少，也被认为会在一定程度上推高通胀。总体而言，站在 2022 年初的视角上，发达经济体出现的通胀更像是一个供给侧的问题，一旦新冠疫情慢慢平复，各种补贴在疫后消退，通胀理应会回归到常态的 2% 左右的水平。

这样的希望在今年的俄乌冲突爆发后成为了泡影。当能源和商品价格连续暴涨，欧洲面临“断气”危机，欧美的实际通胀水平居高不下时，市场预期开始逐步转向，美联储的货币政策也开始走向紧缩。

在美联储连续的“鹰派”加息后，美国的利率水平已经升至 2008 年金融危机以来的最高点，当下市场普遍预期本轮加息的“终点”利率水平为 5% 左右。考虑到美国的主要通胀指标都已经出现了见顶回落的迹象，因此美联储本轮加息将渐入尾声。这是对 2023 年海外经济展望的第一个基本判断，这几乎也是市场的共识。

在这个共识的基础上，市场其实博弈的是美国利率是否会在明年的某个时点出现明确的拐点。利率拐点背后显然有另一个更加重要的考量，即在持续加息后，美国经济会在 2023 年的某个时点陷入“衰退”。从历史上来看，在相对较高的通胀环境下，美国经济都陷入了“衰退”，这也成为本轮美国经济“衰退”的历史寓言。而关于“衰退”时点的市场预期则是明年的第二和第三季度，即明年年中前后。

图 1：在高通胀下，美国经济似乎难逃“衰退”



数据来源：Choice、国泰君安国际。

但从眼下的经济数据而言，市场尚难证实亦无法证伪“衰退”，因此某种程度上市场在交易心中的“衰退”，只有到了美联储加息暂停前后（大概率是明年第一季度末或第二季度初），市场才能根据各项经济指标来对“衰退”重新定价。

一、 美国经济何时“衰退”？

美国经济是否会陷入衰退，市场已经博弈很久。目前而言，从主要的经济指标来看，美国经济距离显著衰退仍有距离。从劳动力市场的表现来看，衰退似乎很难在短时间内光顾。市场中较为主流的判断是伴随着利率的进一步走高，并持续在高位运行，美国经济大概率会在明年中期出现“浅度”衰退。学界对“浅度”衰退并无明确定义，但大致来看，美国经济在 2023 年的增速主区间在-1.0-0%左右，这意味着可能会出现个别季度的环比负增长。

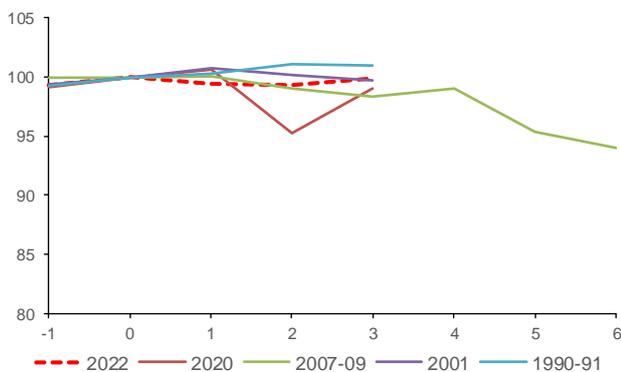
1.1 历史比较：“心中”的“衰退”

衡量经济市场是否衰退，我们先选取历史的维度。我们选取了四个经济数据：个人收入、非农业就业、零售以及工业产出，与此前的四个衰退周期进行对比。总体而言，目前的经济数据仍然运行在正常区间内。

从个人收入的角度分析，美国尚未出现衰退的迹象。消费的良性增长很大程度上来自于居民收入的推动，而为了缓解疫情带来的压力，美国提高了福利以及补贴的力度，在增加居民支配收入同时也促进消费，以此拉动经济增长。但在衡量劳动力收入指标时，将联邦政府的转移收入剔除后，我们会得到一个对于劳动力市场更加直接的收入反馈。从下图中，我们可以明显看出，目前来看，个人收入减去转移收入后的实际收入仍然处于正常区间。

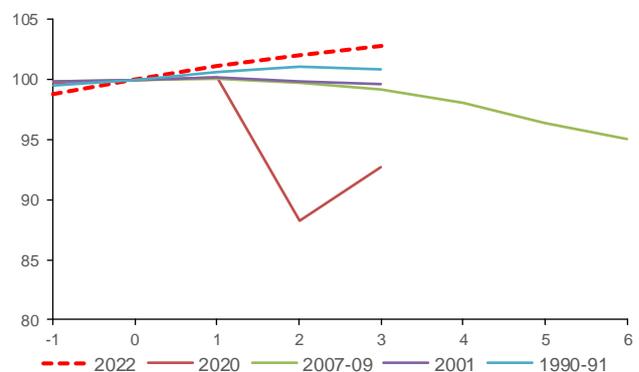
对于就业、零售以及工业产出而言，目前总体趋势仍然相对稳健。收入的稳健也反映在了就业市场上，对比之前衰退周期，目前美国的非农就业处于一个相对高位，就业和收入的相对良性也拉动了消费市场的增长。与此同时，零售数据和工业产出也保持着上升趋势。尽管市场开始交易美国的经济衰退，但经济指标尚未出现完全的“恶化”。从某个角度而言，市场在交易心中的“衰退”。

图 2：个人实际收入减去转移收入



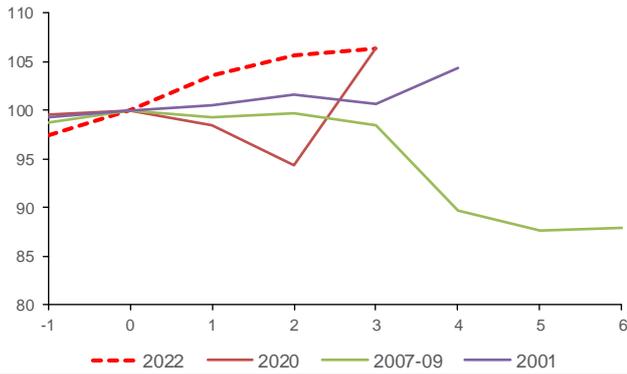
资料来源：圣路易斯联储，国泰君安国际

图 3：非农就业



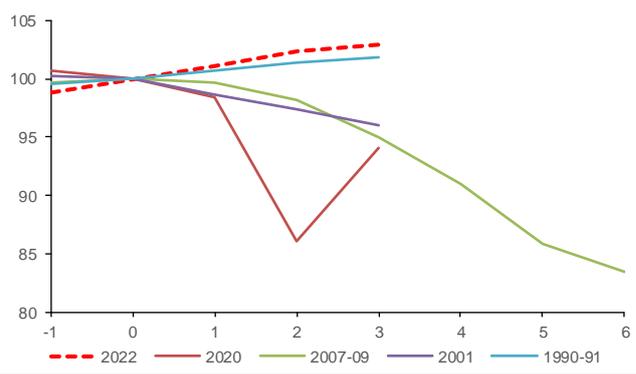
资料来源：圣路易斯联储，国泰君安国际

图 4：零售



资料来源：圣路易斯联储，国泰君安国际

图 5：工业产出



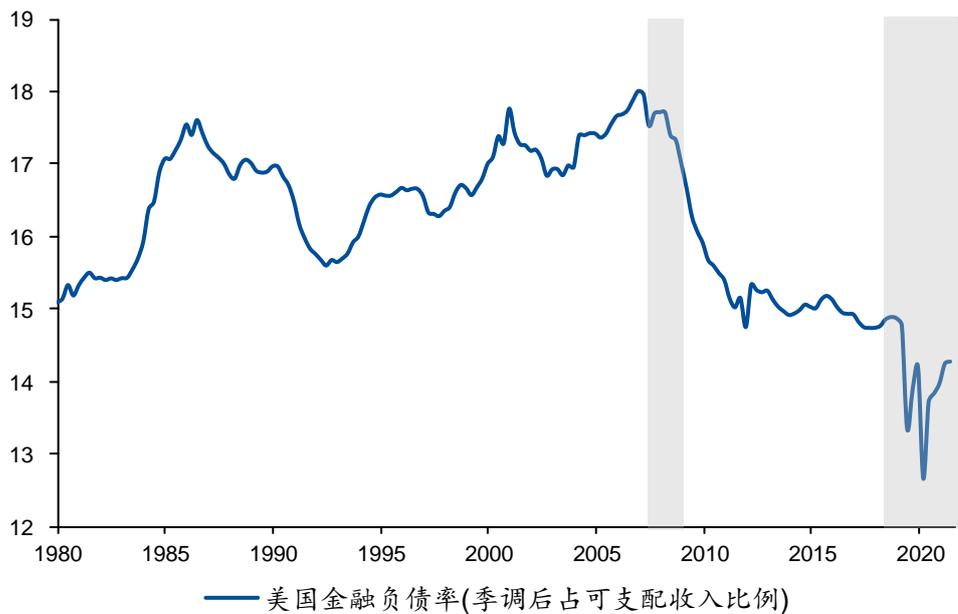
资料来源：圣路易斯联储，国泰君安国际

此前的衰退周期中，以高点出现的季度为 100，出现的季度为 0。但在本轮可能的衰退周期中，我们选取 2021 年第四季度为 100。

1.2 “衰退”会带来“危机”么？

经济是否“衰退”，我们仍然需要时间去判断，但“衰退”一旦产生，是否会带来传染效应甚至导致“危机”，却可以从杠杆率来进行一定的预判。首先，美国居民负债水平仍然处于历史低位。我们将美国金融负债率作为家庭资产负债表的衡量指标，并且将其在做出季节性调整后占国民可支配收入的比例作为分析维度。相对而言，金融负债率越高，美国居民抵抗风险的能力就越低，从而信用违约的风险也就越高。从下图可以看出，在经济危机时，金融负债率有一个相对上扬的趋势，并且处于历史的相对高位。而与 2008 年相比，2019 年以来，美国家庭负债率出现了下滑，从历史水平看，仍然处于较为健康的水平。

图 6：家庭负债率相对健康

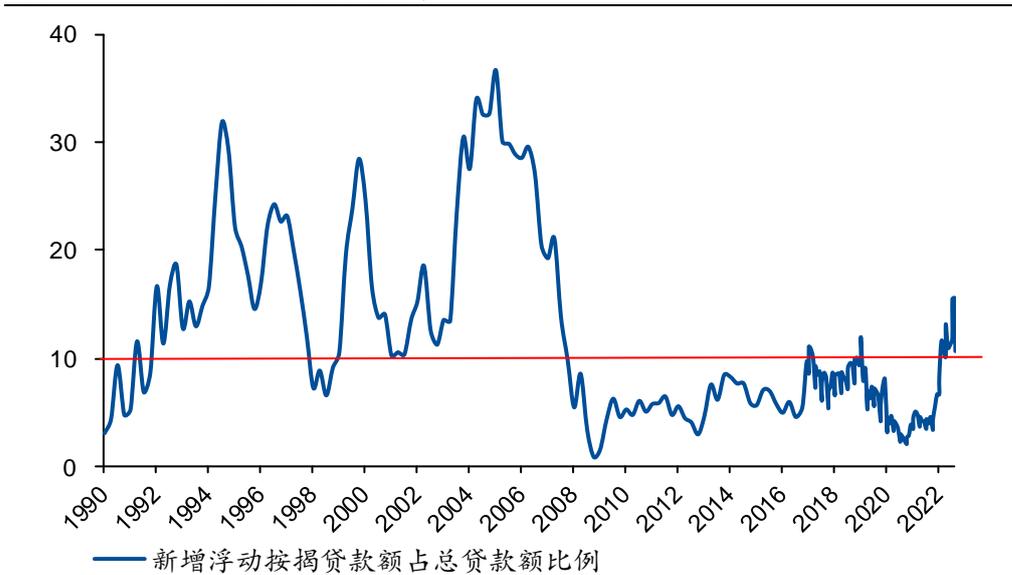


数据来源：彭博，国泰君安国际

美联储加息也引发了对于房地产贷款市场的担忧。自 2008 年以来，固定利率成为房贷的主流选择，浮动贷款利率占比较低。目前虽然新增浮动按揭贷款占总贷款的比例自本轮加息以来有相对上升，但是整体仍处于历史低位。考虑到固定利率贷款受美联储加息影响较小，所以在目前

大多数（90%）贷款为固定利率的情况下，美国房地产市场波动会相对较小。

图 7：90%以上的房贷是固定利率

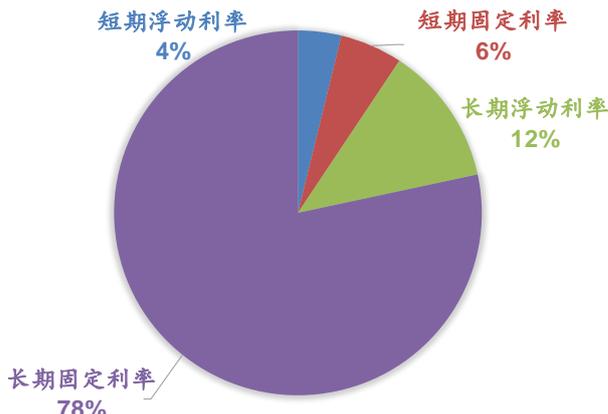


数据来源：彭博，国泰君安国际

从企业端来看，与上个周期相比，上市公司的债务结构也较为优化，长期固定利率占比较高。我们选取了标普 500 强的公司作为分析对象，从债务结构组成分解图可以看出，2022 年长期固定利率占据上市公司债务比例接近 80%，接近 2007 年两倍。受美联储进一步加息影响更大的浮动利率债务部分，仅占据 15%左右。因此，就企业端而言，受益于债务结构的优化，美联储进一步加息对于目前企业端的债务传导压力相对较弱，因此企业端的债务结构改善也相对较为乐观。

图 8：标普500指数公司2007Q4债务构成

图 9：标普500指数公司2022Q3债务构成

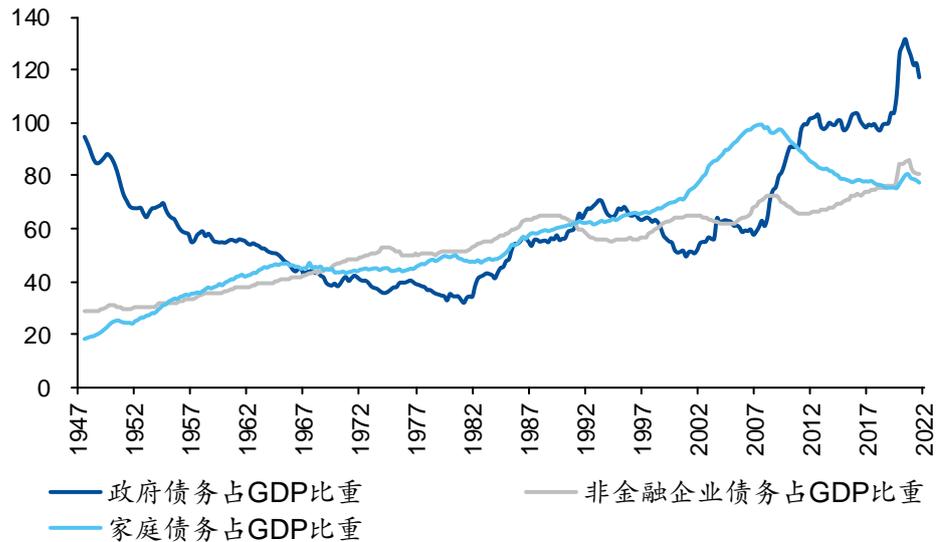


资料来源：彭博，国泰君安国际

资料来源：彭博，国泰君安国际

整体来看，美国正处于政府加杠杆，居民去杠杆的进程中。从政府端来看，联邦政府福利支出使得政府负债处于相对高位。自疫情以来，政府的财政对居民和企业进行了较大力度的支持，支出压力也因此转移至政府端。自 2008 年以来，按照 GDP 比重计算，居民和非金融公司的债务整体处于下滑的区间。同时，虽然公共债务整体相对上行，但美国政府强大的融资能力使得政府债务风险相对较低，总体风险不高。

图 10：政府债务主导



数据来源：彭博，国泰君安国际

这也构成了另一个重要的判断，目前美国的整体资产负债表相对健康，即使美国经济陷入“衰退”，但大概率不会出现类似于 2008 年的金融危机。

1.3 关于“衰退”的一些判断

美联储在 11 月的会议纪要中首次提及了“衰退”二字，但整体用词相对谨慎。而关于衰退的几种情形，我们的大致判断如下：

(1) 浅度“衰退”：在浅度衰退情境下，美联储可能明年年底降息，经济增速将在-1.0%-0%之间。发生的概率大约在 55%，这也是市场主流观点。美联储今年以来连续大幅度的加息在很大程度上可以有效遏制通胀的进一步蔓延，但是仍不能忽视其带来的负面效应。在劳动力市场降温、借贷成本上升、资产负债表走弱的情况下，“浅度”衰退是美国经济最有可能发生的一个结果。

(2) 中度“衰退”：在中度衰退情境下，美联储可能更早降息，经济增速<-2%。发生的可能性在 30%。不可否认的是，宏观政策制定通常都有一定的滞后性。一如美联储此前错误地判断了通胀的严峻形势，在很长一段时期内过度宽松一样，现在美联储似乎正在“无所不用其极”地激进收紧政策。考虑到政策效应的滞后性，美联储也有可能无法平衡好加息与通胀间的关系，从而导致经济受损相对严重。

(3) “衰退”落空：在“衰退”落空情境下，美联储可能保持利率高位，经济增速将>0.5%。发生的可能性在 10%。这也是鲍威尔在近期讲话中提及的“软着陆”（Soft Landing）的情况，即通胀保持整体下行但仍处于高位，美联储可以保持较高利率来管理通胀预期，与此同时，较为健康的劳动力市场也能够输出一定的经济增长。

(4) 其他：大幅增长或大幅衰退。发生的可能性在 5%。这两种情形属于“黑天鹅”事件，即市场无法完全预测到未来可能出现的极端因素，所以美国仍有一定可能性出现经济的大幅增长或大幅衰退。

二、“衰退”预期下的美国通胀展望

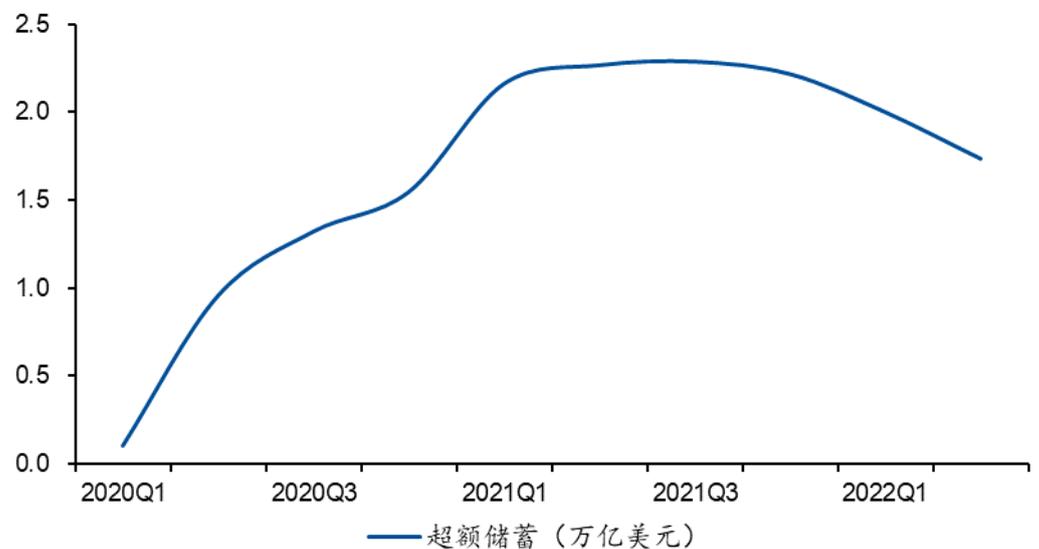
2.1 通胀的产生：从供给侧到需求侧

供给侧瓶颈拉开通胀大幕。疫情之初，供应链的断裂引发了全球范围内生产的部分中断，从而使得全球商品产能受到大幅削弱，全球航运价格的飙升也推升了整体生产成本。与此同时，以半导体为代表的科技行业因贸易摩擦出现供应紧张，并最终传导至汽车等终端消费品，也对通胀起到了推波助澜的作用。

“需求侧”因素进一步推高了通胀。另一方面，疫情期间美联储的补贴措施推动了美国整体居民可支配收入水平的提升，形成了大量的“留存储蓄”，同时也在疫情后推动消费支出的快速增长，这则是导致通胀持续上升的“需求侧”因素。但即使补贴消退，后疫情时代美国相对较高的家庭储蓄率也仍在持续推动消费水平的上升。

“需求侧”带来的通胀压力仍将在一段时间内存在。根据美联储的数据，截至 2022 年第二季度末美国存量超额储蓄大概有 1.75 万亿美元，较 2021 年第三季度的高点下降 25% 左右。在通胀走高、补贴措施消退的环境下，我们认为仍需要一年左右的时间才能将超额储蓄完全消耗并回到常态水平。

图 11：美国“补贴抗疫”导致家庭超额储蓄大幅提升

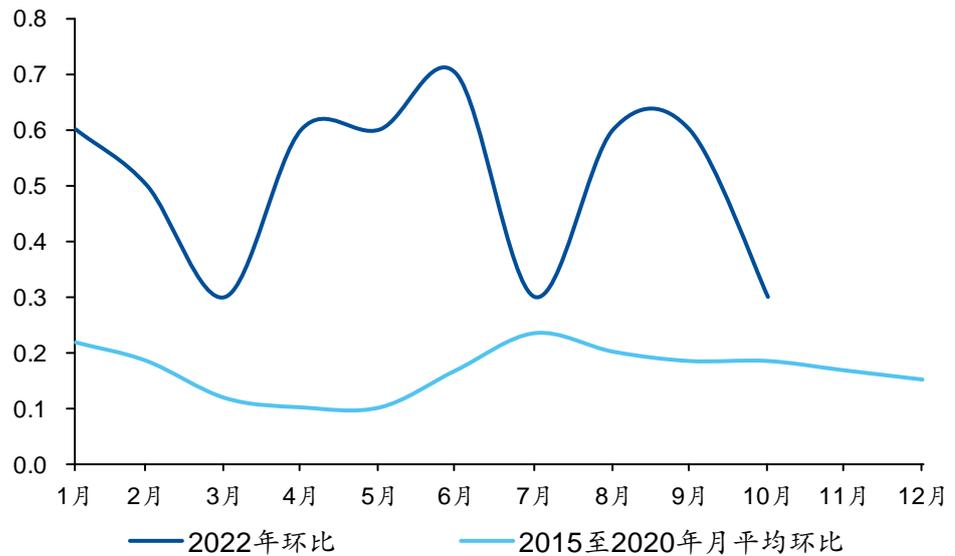


数据来源：美联储，国泰君安国际

2.2 通胀更具“粘性”

今年以来，美国的核心 CPI 也一直明显高于季节性的表现，表明通胀存在较强的“粘性”。今年前 10 个月的 CPI 环比平均增速为 0.51%，对应年化水平约为 6%，也意味着核心 CPI 距离 2% 左右的“合意区间”仍然有相当的距离。

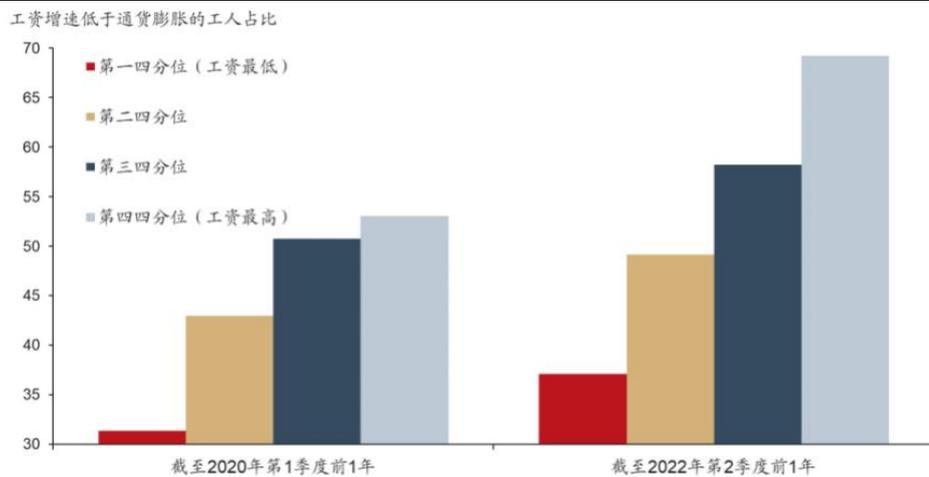
图 12: 今年以来, 美国核心CPI环比增速显著高于季节性



数据来源: 彭博, 国泰君安国际

衡量核心通胀的关键因素是工资, 而低收入群体面临更大的涨薪压力。我们将工资增速与通胀进行对比, 并以工资水平进行群体的区分后, 发现在这一轮的通胀中, 低收入群体工资增长跑赢通胀水平的概率比高收入群体更高, 并且随着收入水平的上升, 工资涨幅跑赢通胀的比例不断下降, 这表明本轮通胀影响是一个广谱的现象。低收入群体储蓄水平较低, 通胀压力下, 生活成本上升带了更明显的涨薪压力, 这也会带来相关服务业成本的抬升, 加剧通胀的粘性。

图 13: 谁在跑输通胀?



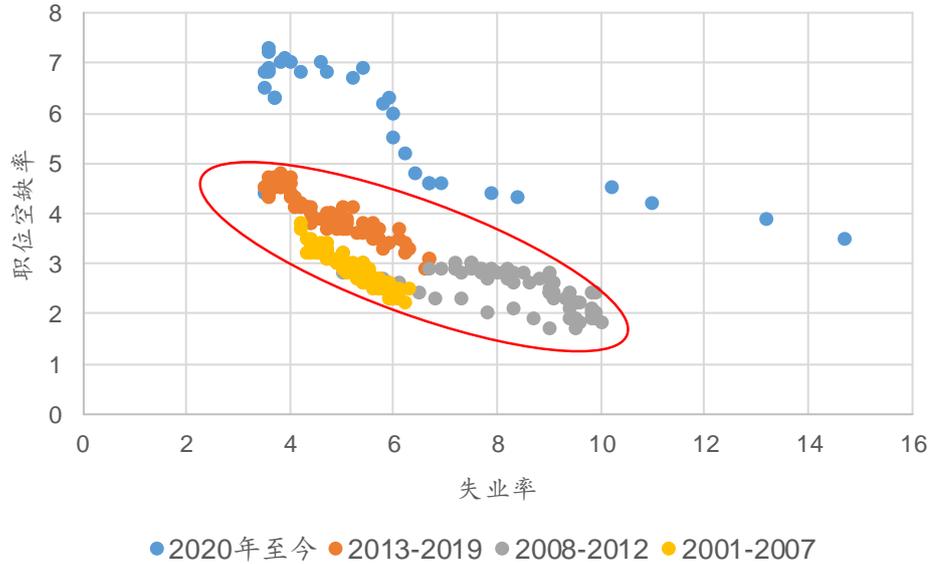
数据来源: 彭博, 国泰君安国际

2.3 劳动力市场指向通胀中枢抬升

与收入高度相关的则是劳动力市场, 而从主要指标来看, 劳动力市场仍然处于“紧绷”状态。从下面这张图中, 我们可以看出美国的失业率与职位空缺率在不同时期的相关性。一个较为显著的现象是, 在新冠疫情之前, 失业率与职位空缺率之间存在着负相关的关系。具体而言, 当经济好转时, 职位空缺率上升, 失业率随之下降; 经济衰退时, 职位空缺

率下降，失业率也因此上升。与此同时，计量模型也显示，在疫情前失业率为职位空缺率之间存在着的线性回归，在统计上也是显著的。

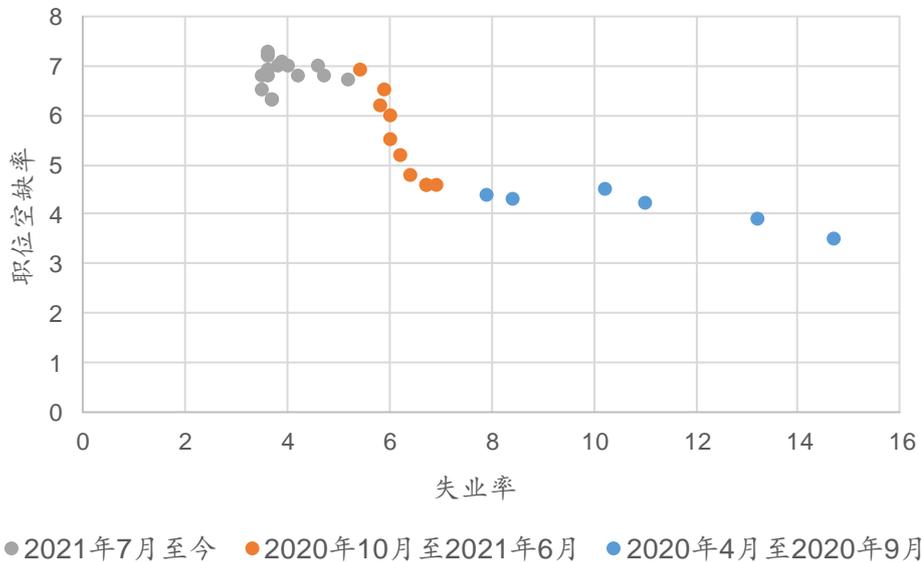
图 14：劳动力市场的效率在疫情后出现下降



数据来源：彭博，国泰君安国际

这样的相关性在疫情爆发后似乎出现了新的变化，曲线的整体外移成为了一个新的特征。这意味着劳动力市场的效率开始出现下降，即企业需要更长的时间才能找到合适的雇员。为便于分析，我们将疫情后的美国就业市场划分为以下三个阶段：

图 15：疫情后就业市场可以分为三个阶段



数据来源：彭博，国泰君安国际

第一阶段（2020年4月至9月），在这一过程中失业率明显下降，但职位空缺率并没有显著上升。这对应着经济正处于重新开放过程中，就业市场开始快速恢复。但在第二个阶段（2020年10月至2021年6月），就业市场开始让人感觉陌生。在这一阶段，失业率仍然在快速下滑，但职位空缺率在明显提高——这意味着市场的招聘效率出现下降。在第三阶段（2021年7月至今），美国整体职位空缺率仍相对较高，劳动力缺口较大，职位空缺率恢复正常化仍然需要时间。

劳动力市场能否回归常态，市场有不同的声音，但一个共识是其意味着通胀的中枢出现了上升。通胀与失业率之间有一条经典的“菲利普斯曲线”，研究也表明失业率需要保持在一个水平上来达到所谓的“均衡”，这被称为自然失业率。按照此前的很多研究，美国的自然失业率大约为4.0-4.5%的水平。但由于目前的职位空缺率较高，有学者据此认为，较高的职位空缺率意味着就业市场出现了匹配失衡，表明美国的自然失业率已经出现了上升。当然，美国就业市场是否出现了根本性的长期结构性变化，仍然需要时间和数据的印证。但这样的结构性变化即使是暂时的，也意味着就业市场的紧张状况很难在短期内出现松动。因为失业率的上升需要以职位空缺率下降作为前提条件，换言之，如果希望劳动力市场出现“软着陆”——即失业率温和上升，但通胀显著下降——也需要职位空缺率首先下降至历史均值附近，按照美联储的相关测算，这大约需要4个季度甚至更久的时间。

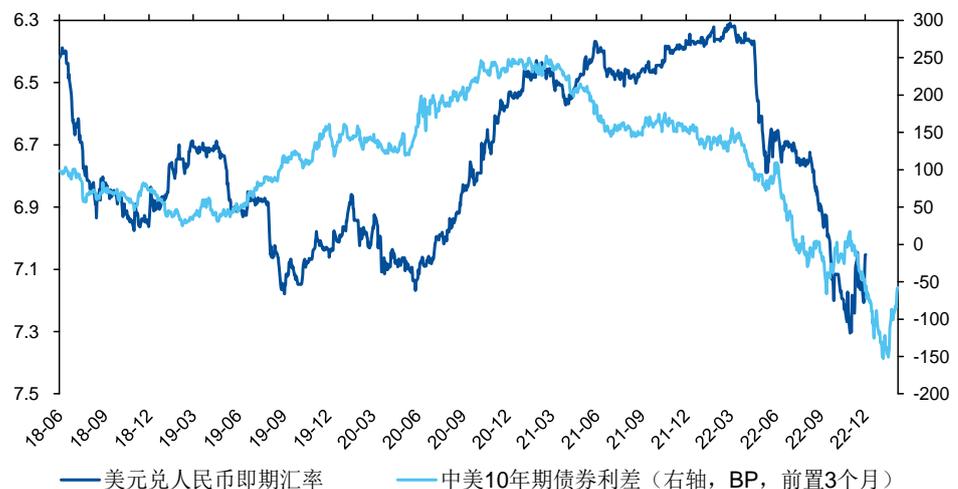
总体而言，从美国经济的表现来看，一方面市场在等待“衰退”的到来，另一方面在等待劳动力市场的降温，从而带来通胀向均值回归。从货币政策的角度而言，美联储需要在短期和中期因素之间进行权衡。在目前的“浅度衰退、通胀仍高”主流预测情境下，美联储大概率会在加息暂停后仍然维持利率的高位运行。

三、资本市场如何博弈“衰退”

3.1 中美汇率“博弈”：利差仍将主导

基于这样的判断，我们可以进一步探究金融市场的表现。在本轮美联储加息周期中，美元兑人民币汇率与利差存在着较高的相关性。2022年前三个季度，中美利差倒挂走阔成为了人民币贬值的主要推动力，中美利差也可以在很大程度上作为人民币汇率的先行指标。近期中美十年期债券利率差异开始显露出收敛迹象，这意味着人民币汇率在短期内会呈现出一定的强势。但从中期维度来看，汇率仍然是由经济基本面决定的。

图 16：本轮加息周期中，美元兑人民币汇率与利差高度相关

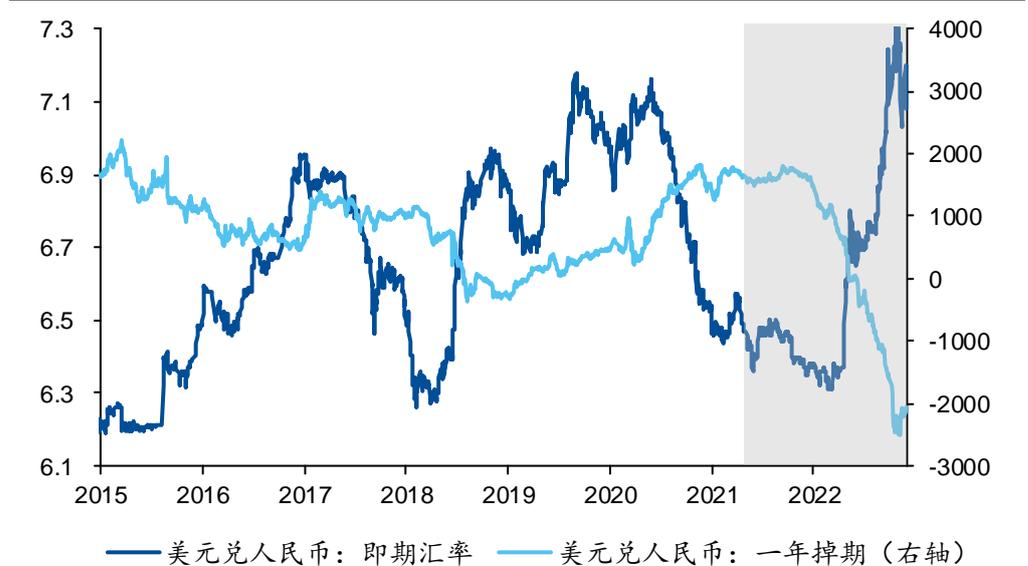


数据来源：彭博，国泰君安国际

衍生品市场可以更好地解释“利差主导”。2015年以来，外汇远期市场曾经多次出现“利率不平价”的情况，这在人民币贬值时表现得更为明显。

一方面，人民币的即期汇率在贬值，另一方面，远期汇率也出现了较为明显的贬值预期。虽然从理论上来说，人民币利率高于美元，掉期点数理论上应该为正，但是掉期点数经常在人民币即期汇率贬值时出现快速的上行，同时显著超出“利率平价”预示的位置。但在本轮人民币贬值的过程中，远期市场出现了掉期点数的快速下行，其走势与中美利差走势大致相仿。换言之，本轮人民币的贬值，基本是由“利差”在主导，抑或说市场没有强烈的单边预期。我们预计，“利差”仍将在一段时间内主导汇率市场。

图 17：人民币远期市场：“罕见”的“利率平价”

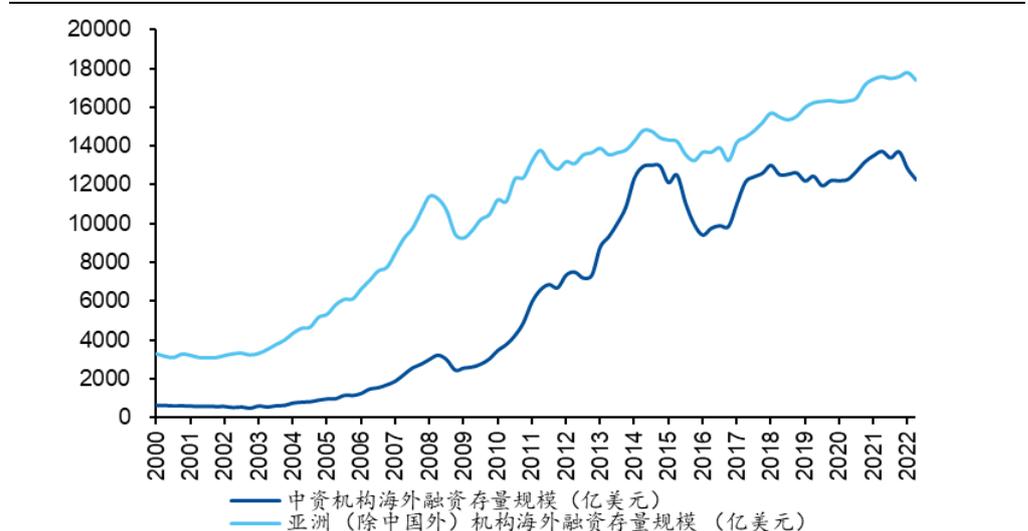


数据来源：彭博，国泰君安国际

3.2 融资“博弈”：中资机构的阿喀琉斯之踵？

汇率“博弈”之外，关于资金的“博弈”在新的美元利率环境中也值得关注。从中资金融机构海外融资规模的存量市场来看，整体相对平稳。自 2008 年开始，美元利率相对较低，人民币存在升值预期，企业大量借入美元，整体的美元融资敞口是不断上升的。2015 年“811 汇改”后，存量规模相对比较稳定。

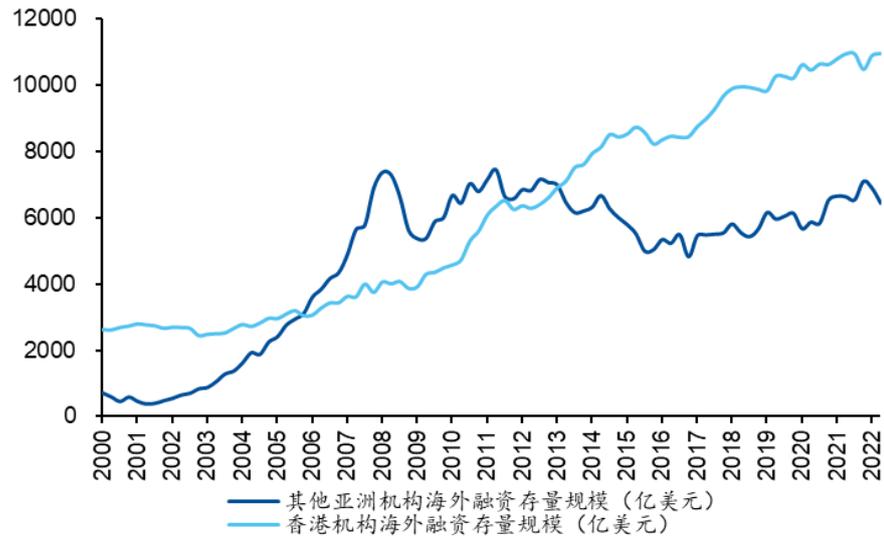
图 18：中资机构海外融资2015年后相对平稳



数据来源：彭博，国泰君安国际

然而，中资机构却可能“借道”香港进行海外融资。2015年之后，香港机构的海外融资存量规模不断上行，在一定程度上反映出中资机构“借道”香港进行海外融资。举例来看，过去几年中大量发行的中资美元债，其中的一部分可能被外资机构持有，从而体现为香港机构的海外融资。未来一段时间，中资美元债的到期规模仍然较大，在高利率环境下，如何获得“再融资”值得市场关注。当然，我们已经在政策面看到一些正面迹象，比如说近期有消息称四大国有银行开始为房企提供以国内资产作为抵押品的境外贷款，以帮助房企偿还海外债务。

图 19：2015年后香港机构的海外融资规模上升



数据来源：彭博，国泰君安国际

从满足中资机构的离岸融资需求来看，香港作为国际金融中心的战略意义不言而喻。短期而言，香港面临着资本流出的压力，这体现为香港银行体系内资金总结余规模的不断缩减。而就联系汇率制度的设计本身而言，由于香港发行的所有基础货币都有相应的美元储备作为抵押品，因此联系汇率制度本身并不存在很大的风险。但从中美博弈的角度来看，香港市场一方面扮演着中资企业海外融资的主战场，另一方面也不断承受着中美关系的波动带来的各种冲击。与此同时，美联储的加息周期中，香港经济也面临着压力，这从近期楼市的走软中也可见一斑。维护香港经济和金融市场的长期繁荣，才能继续扮演好连接在岸和离岸市场的枢纽。

四、结论：“衰退”交易开始

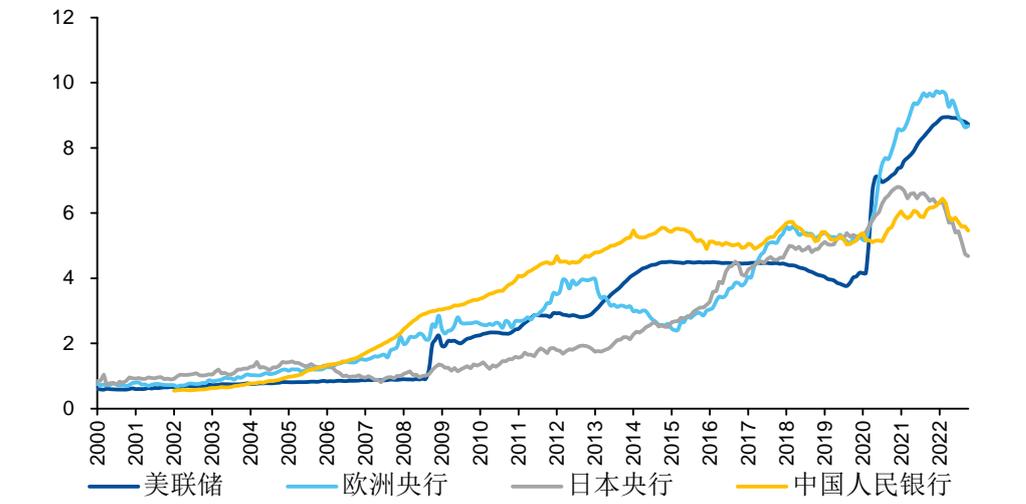
短期而言，美国经济的“衰退”预期意味着美元伴随着美债收益率下行，资金回流新兴市场。在美联储政策预期出现改变前，这样的趋势仍然会持续，换言之，市场在得到更多的“超预期”之前，“衰退”交易将逐步成为市场的主流趋势。伴随着更多的经济数据和通胀数据在明年初落地，市场会逐步根据实体经济数据的反馈来判断“衰退”交易的风险回报。

需要指出的是，“衰退”之下，部分新兴市场会受到冲击。受到美国货币政策紧缩的影响，新兴市场在 2023 年也将面临经济增长的压力。从主要

新兴国家的经济增长预期来看，除中国以外的多数新兴市场都面临着在2023年出现经济减速的压力。这是目前的“衰退”交易需要考虑的一个重要的基本面风险。

从中期维度来看，“衰退”难改全球货币紧缩的大趋势。从主要央行的资产负债表来看，“缩表”是未来的一个大趋势，即使美国出现一定程度的经济衰退，市场也没有货币政策大幅转向的预期。发达经济体大概率会在未来相当长的时间内保持相对高的利率，这背后的根本原因是通胀中枢的抬升。从这个角度而言，“衰退”（抑或经济活动显著降温）是应对通胀的一个必要代价，在通胀和增长之间，美国经济需要找到一个新的平衡点。美国经济自2008年金融危机以来的名义增长率约为3.7%，在未来的通胀环境下，如果经济不出现类似历史上的大幅度衰退，那么名义增长率可能会出现结构性的上升。

图 20：货币紧缩时代：“再融资”是关键（主要央行资产总量：万亿美元）



数据来源：彭博，国泰君安国际

美元固定收益资产吸引力提升。在过去一年中，随着美元利率的不断提升，美元资产的价格持续走低。主权国家抛售流动性美元资产的行为也使得美元资产价格下滑。但如果忽视市场的波动，从收益率的角度而言，美元的高利率仍然会给部分保守投资者提供一个较为稳定的回报。与此同时，在一个相对高利率的环境下，存量和新增的美元负债将面临再融资成本上升的压力，调整负债结构是很多机构在未来面临的重要挑战。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除泸州银行(01983.HK)、晋商银行(02558 HK)、顺丰房托(02191 HK)及郑州银行(06196 HK), 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的吉利汽车 (00175 HK)、中国外运- H 股 (00598 HK)、交通银行- H 股 (03328 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、百度集团-S W (09888 HK)、金山软件 (03888 HK)、新创建集团 (00659 HK)、商汤-W (00020 HK)、中国有色矿业 (01258 HK)、乐享互动 (06988 HK)、广汽集团- H 股 (02238 HK)、中国联塑 (02128 HK)、合景泰富集团 (01813 HK)、旭辉控股集团 (00884 HK)、正荣地产 (06158 HK)、哔哩哔哩-W (09626 HK)、碧桂园 (02007 HK)、腾讯控股 (00700 HK)、雅居乐集团 (03383 HK)、中国奥园 (03883 HK)、龙光集团 (03380 HK)、融创中国 (01918 HK)、新世界发展 (00017 HK)、新天绿色能源 (00956 HK)、建设银行- H 股 (00939 HK)、复星国际 (00656 HK)、中国中免 (01880 HK)、科济药业-B (02171 HK)、民生银行- H 股 (01988 HK)、协鑫新能源 (新) (00451 HK)、周大福 (01929 HK)、彩虹新能源 (00438 HK)、金融街物业 (01502 HK)、国美零售 (00493 HK)、深圳高速公路股份 (00548 HK)、深圳国际 (00152 HK)、中海物业 (02669 HK)、奥园健康 (03662 HK)、金科服务 (09666 HK)、雅生活服务 (03319 HK)、甘肃银行 (02139 HK)、兖矿能源 (01171 HK)、滨海投资 (02886 HK)、华南城 (01668 HK)、中国旭阳集团 (01907 HK)、移卡 (09923 HK)、威高股份 (01066 HK)、阿里巴巴-S W (09988 HK)、中梁控股 (02772 HK)、四环医药 (00460 HK)、重庆银行 (01963 HK)、东方证券- H 股 (03958 HK)、中广核电力- H 股 (01816 HK)、中广核新能源 (01811 HK)、中广核矿业 (01164 HK)、江苏宁沪高速公路 (00177 HK)、药明康德 (02359 HK)、绿城中国 (03900 HK)、泉峰控股 (02285 HK)、宝龙地产 (01238 HK)、凯莱英- H 股 (06821 HK)、小鹏汽车-W (09868 HK)、奈雪的茶 (02150 HK)、小米集团-W (01810 HK)、旭辉永升服务 (01995 HK)、中石化冠德 (00934 HK)、中石化炼化工程- H 股 (02386 HK)、上海石油化工股份 (00338 HK)、中国石油化工股份- H 股 (00386 HK)、泡泡玛特 (09992 HK)、晨鸣纸业 (01812 HK)、理文造纸 (02314 HK)、思摩尔国际 (06969 HK)、中关村科技租赁 (01601 HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的联想集团 (00992 HK)、中国移动- H 股 (00941 HK)、香港交易所 (00388 HK)、银河娱乐 (00027 HK)、长城汽车- H 股 (02333 HK)、友邦保险 (01299 HK)、金沙中国有限公司 (01928 HK)、吉利汽车 (00175 HK)、比亚迪股份- H 股 (01211 HK)、建设银行- H 股 (00939 HK)、工商银行- H 股 (01398 HK)、中银香港 (02388 HK)、中国银行- H 股 (03988 HK)、汇丰控股 (00005 HK)、中国平安- H 股 (02318 HK)、中国人寿- H 股 (02628 HK)、腾讯控股 (00700 HK)、瑞声科技 (02018 HK)、舜宇光学科技 (02382 HK)、国药控股- H 股 (01099 HK)、中国海洋石油 (00883 HK)、药明生物 (02269 HK)、美团-W (03690 HK)、中信証券- H 股 (06030 HK)、快手-W (01024 HK)、小鹏汽车-W (09868 HK)、中国铁塔- H 股 (00788 HK)、小米集团-W (01810 HK)、阿里巴巴-S W (09988 HK)、网易-S (09999 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、中芯国际 (00981 HK)、阿里健康 (00241 HK)、百度集团-S W (09888 HK)、融创中国 (01918 HK)、龙光集团 (03380 HK)、中国奥园 (03883 HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辦人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规则, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
 电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com