

# 经济强货币强：美联储紧缩下半场暨 2023 年中国宏观经济及政策展望

尽管 2022 年美联储紧缩上半场，中国遭受金融冲击，但人民币汇率保持韧性，宏观政策从始至终坚持以内为主。随着美联储紧缩下半场到来，外需冲击逐渐显现。人民币汇率能否再接再厉，关键看中国经济基本面。

- 上半场，美联储紧缩对中国的贸易传导相对有限。得益于人民币汇率双向波动的市场化程度提高，市场主体保持相对理性，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。美联储紧缩并未像过去那样造成中国跨境资本的单边预期积累。回头看，紧缩的冲击主要在金融市场，股市造成信心传染，债市始终“牵挂”美联储紧缩的掣肘，汇市利空集中爆发如期调整。
- 下半场，伴随着金融动荡，美联储激进紧缩对中国经济冲击的效果逐渐显现。美联储在不同的“通胀+失业”的组合下可能存在三种政策路径：一是“高通胀、低失业”的超预期紧缩，美国经济从“长期停滞”到“长期滞胀”；二是“高通胀、高失业”的典型衰退式降息；三是“低通胀、高失业”的金融危机式降息。
- 如果再现 2019 年预防性降息，美元并不见得必然贬值，尤其是美强欧弱的格局并未改变。此外，中国依然保持外向型经济，外需冲击会进一步加重内需稳增长的压力。需要警惕市场重新定价基本面前景，预期和现实的比较可能会加大人民币汇率波动，既有可能重现 2020 年下半年快速升值的情形，也有可能无法像市场预期的那么乐观。
- 货币政策是兼顾内外平衡的核心，需要做好不同情形下的应对之策，加强与财政政策的协同作用。积极的财政政策是实现经济强劲复苏的重要抓手。财政用的好用的巧，既能解放货币政策，也能缓解汇率政策调整的压力。只要经济好，所有问题终将迎刃而解。
- **风险提示：中国疫情超预期，国际通胀和货币紧缩超预期，地缘政治风险。**

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：付万丛

wancong.fu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

## 目录

一、美联储紧缩上半场对中国主要是金融冲击 .....	4
二、美联储紧缩下半场的三种演进场景 .....	7
2.1 第一种情景是美国继续一枝独秀（高通胀+低失业） .....	7
2.2 第二种情景是美国经济显著衰退（高通胀+高失业） .....	9
2.3 第三种情景是美国经济深度衰退伴随着金融危机（低通胀+高失业） .....	10
三、美联储紧缩下半场对中国的溢出影响 .....	12
四、中国宏观经济及政策展望 .....	16
4.1 关于经济增长目标 .....	16
4.2 关于财政政策 .....	19
4.3 关于货币政策 .....	20
4.4 关于人民币汇率走势 .....	22
五、主要结论 .....	23

## 图表目录

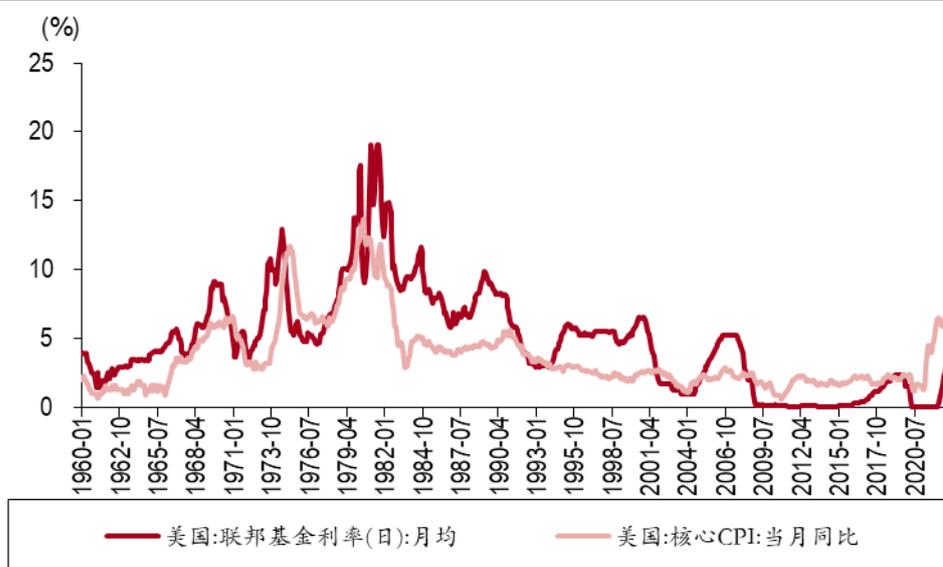
图表 1. 美联储政策利率与核心 CPI .....	4
图表 2. 外需对中国 GDP 的贡献和拉动 .....	5
图表 3. 中美 10 年期国债收益率及利差 .....	6
图表 4. 银行代客结售汇情况 .....	6
图表 5. 美联储加息与美国经济表现 .....	7
图表 6. 美国失业率和岗位空缺率 .....	8
图表 7. 美国私人非农时薪和核心 CPI 季调指数 .....	8
图表 8. 美国失业率与新建私人住宅许可 .....	9
图表 9. PCE 拆解 .....	10
图表 10. 美元周期与债务危机 .....	11
图表 11. 标普 500 和沪深 300 市盈率 .....	12
图表 12. 美债 10 年期收益率和联邦基准利率 .....	13
图表 13. 标普 500 在历次经济衰退期间的表现 .....	13
图表 14. 中国出口金额增速与美国制造业 PMI 新订单指数 .....	14
图表 15. 联邦基金利率与 OECD 综合领先指标 .....	15
图表 16. 中国进出口增速与全球实际经济增速 .....	15
图表 17. 美国商品、服务消费与新增病例 .....	17
图表 18. 新加坡餐饮服务、零售消费与新增病例 .....	17
图表 19. 中国劳动参与率 .....	18
图表 20. 房地产投资结构构成 .....	19
图表 21. 全国政府性基金收支累计同比增速 .....	19
图表 22. M2 和社融存量同比增速 .....	20
图表 23. DR007 和 7 天逆回购利率 .....	21
图表 24. 美元指数年均值和同比增速 .....	22

2022 年全球金融市场最大的话题是美联储“加到哪、怎么加”。史无前例的“加息+缩表”紧缩进程推动美元指数和美债收益率较 2021 年底显著上涨，构成 2022 年人民币汇率承压的主要因素之一。随着美联储紧缩对经济滞后作用逐渐显现，中国外需压力最大时期可能即将来临，进一步凸显内需稳增长的重要性。当然，美联储自身的紧缩也将驶入“金融动荡、经济承压”的矛盾尖锐期。2023 年，美国各种政策路径和“通胀+失业”经济组合都可能出现。未来一段时间，“外需不足内需补”，通过做好自己的事情来应对外部不确定性将是中国的最优策略选择。

## 一、美联储紧缩上半场对中国主要是金融冲击

由于明显落后于曲线，2022 年以来，美联储不得不实施了自 1980 年代“沃尔克时刻”以来最为激进的货币政策紧缩进程，到 11 月份六次 FOMC 会议加息 375 个基点，并于 6 月份启动缩表（见图表 1）。金融市场总会抢跑，导致美联储紧缩上半场以金融冲击为主。2022 年市场对美联储紧缩预期也是一波三折，股债汇资产价格经历了一季度乐观紧缩、二季度质疑紧缩到三季度确信紧缩。年初至今（12 月 5 日），全球风险资产风向标的标普 500 指数下跌 16%，带领 MSCI 全球指数下跌 14%；美债经历了一场史诗级的“大屠杀”，美债收益率曲线大幅上移，10 年期美债收益率上行近 208 个基点至 3.6%；美元几乎横扫一切，最多上涨近 20%，欧元跌破平价，日元和英镑跌回上世纪八九十年代，人民币也跌到十四年前的水平。

图表 1. 美联储政策利率与核心 CPI



资料来源：万得，中银证券

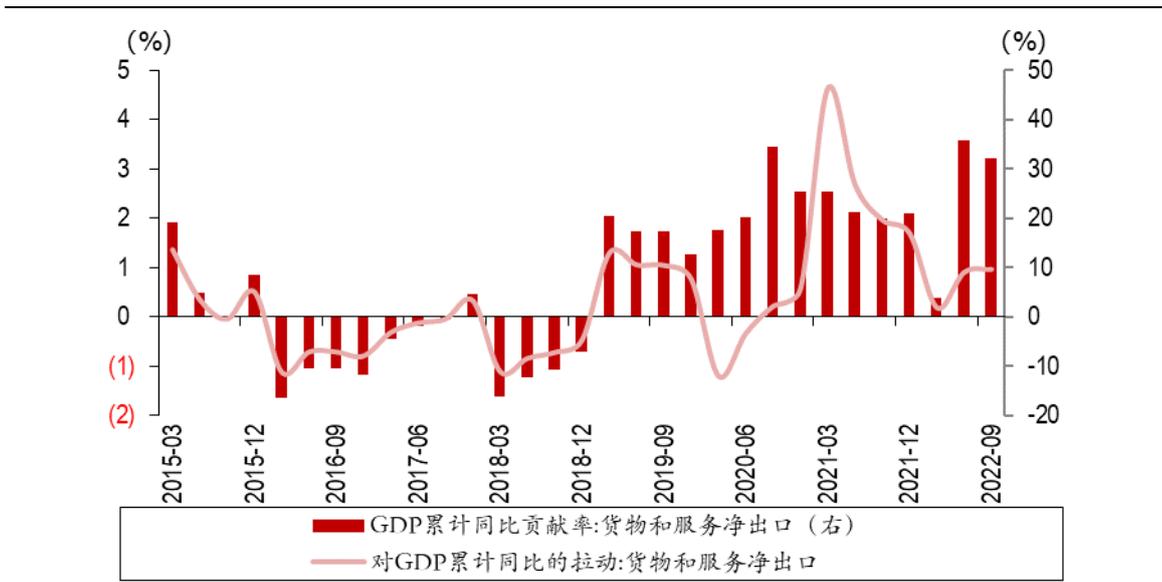
如此激进的美联储紧缩并非不可预见。2022 年初，人民银行《2021 年四季度中国货币政策执行报告》提出，未来仍存在疫情形势、通胀走势和发达经济体宏观政策三个不确定性，需要警惕发达经济体宏观政策退坡会通过贸易往来、金融市场和资本流动三个渠道对新兴经济体产生明显外溢效应。据此，我们提出未来美联储的紧缩演绎会呈现“四种场景或阶段”<sup>1</sup>，第一是美联储温和有序紧缩，中国外资流入放缓，人民币延续强势但升值放缓；第二是美联储更加激进加息甚至同时启动缩表，导致中国阶段性资本外流和人民币波动加剧；第三是美联储紧缩力度超预期，全球金融风险加剧，中国将难以独善其身；第四是危机之后美联储重回宽松，如果中国能继续保持经济复苏在全球的领先地位，就可能重现资本回流，人民币汇率会重新走强。

<sup>1</sup> 详见 3 月 22 日的财经智库文章《发达经济体货币紧缩对中国的溢出渠道及应对》。

2022年以来美联储紧缩演进基本与前两阶段相符。具体分析，前两阶段美联储紧缩对中国的溢出影响主要体现在以下三个方面：

一是贸易往来渠道。根据世界贸易组织（WTO）的最新数据，2022年上半年，中国商品出口的全球市场份额为14.09%，同比回落了0.47个百分点，主要受海外国家复工复产和能源价格飙升挤出效应等影响。当然，出口市场份额下降不等于中国外需拐点，不影响外需对经济增长的拉动作用。2022年前三季度，中国外贸出口（美元计值，下同）累计同比增长12.5%，贸易顺差6452亿美元，规模为史上同期最高。外需对同期经济增长的贡献率为32%，虽较上半年回落3.8个百分点，但仍大幅高于2015年一季度至2019年四季度的均值0.1%。此外，前三季度外需拉动GDP增长1个百分点，较上半年上升0.1个百分点，甚至略好于投资对GDP的拉动作用（见图表2）。

图表2. 外需对中国GDP的贡献和拉动

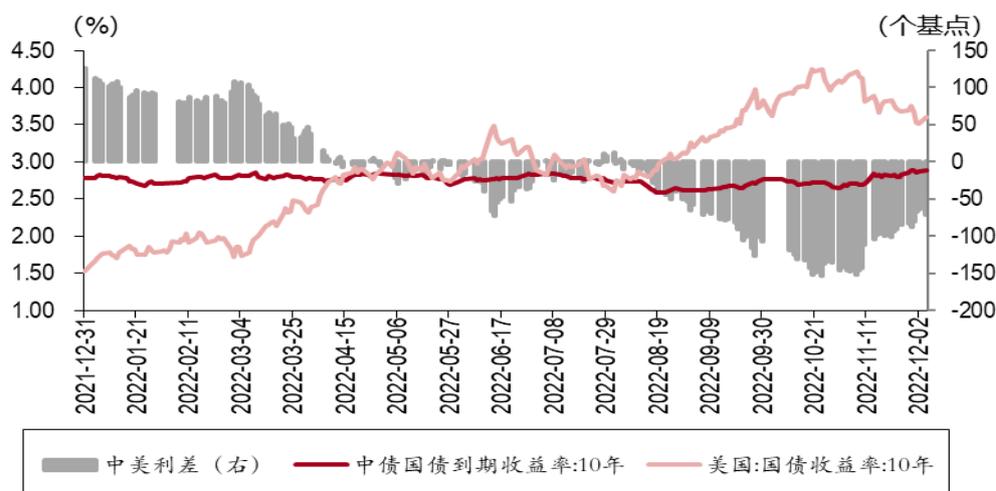


资料来源：万得，中银证券

二是金融市场渠道。这是美联储紧缩对中国的的核心溢出渠道。从股市看，尽管2022年国内货币政策持续宽松，但是美债实际利率上行显著压制全球风险偏好，通过信心渠道影响中国风险资产。至12月上旬（12月5日），沪深300与标普500分别累计下跌20%和16%，但陆股通净流入764亿元，说明外资并未大规模撤离中国市场。反而是，善于学习的内资往往将外资流量变化当成风向标，例如外资回流救美股的说法，构成信心传导的途径之一。2022年1月中旬国内货币政策宽松加码，市场憧憬A股新一轮估值扩张开启，但A股依然被美股带着“杀估值”。从债市看，美债收益率上行是中美利差走扩的主要贡献来源。至12月上旬，10年期中美国债收益率差扩大197个基点，其中10年期美债收益率上升208个基点，而10年期中债收益率不降反升11个基点，最大降幅也不及政策降息力度，表明市场对中美货币政策背离的“极限”存有疑虑<sup>2</sup>（见图表3）。正如韩国央行行长在2022年8月份杰克逊霍尔上所表示的，没有央行能完全独立于美联储。从汇市看，人民币与美元走势呈现较强的“跷跷板现象”。人民币汇率已经从持续单边升值的第一阶段转入了有涨有跌、双向波动的第二阶段。随着美元兑人民币汇率接连跌破多个关键点位，市场逐渐弥漫汇率掣肘货币政策的担忧。

<sup>2</sup> 中美利差反向收敛，美债受宽松预期影响回落，人民币国债受复苏预期影响回升，历史罕见的中美货币背离继续演绎。

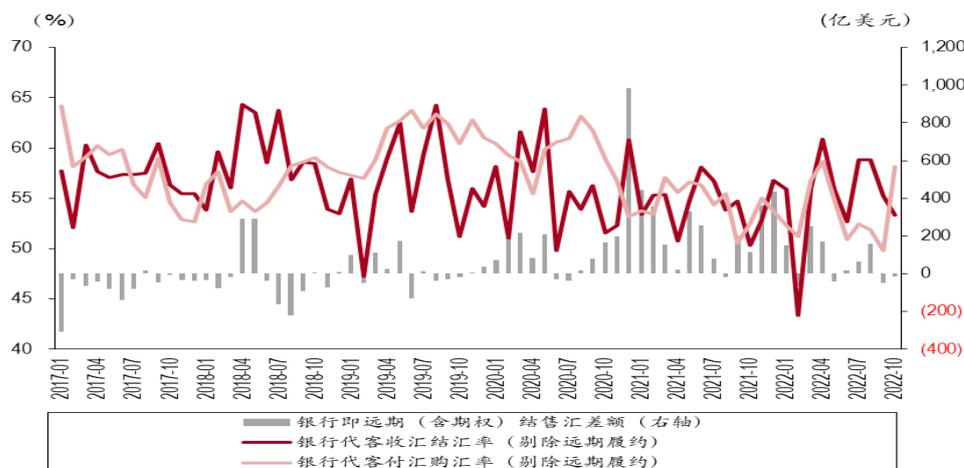
图表 3. 中美 10 年期国债收益率及利差



资料来源：万得，中银证券

三是资本流动渠道。国际收支数据显示，2022 年前三季度中国经常账户顺差 3104 亿美元，同比增长 56%；资本账户（含净误差与遗漏）逆差 2527 亿美元，增长 3.8 倍，两者在规模上依然较为匹配。资本外流增加主要来自外来组合投资的减少。2022 年前 10 个月，债券通（中央结算公司+上清所）净流出 6250 亿元，其中 2 至 10 月连续 9 个月净流出，这与中美负利差走阔有关。从这个意义上，外资人民币资产调仓是人民币汇率波动的原因，而不是反之。汇率灵活性的增加，减轻了中国当局对于行政干预手段的依赖，增强了国内货币政策的自主空间，反而提振了投资者的信心。6 至 10 月份，债券通与股票通项下跨境资金合计月均净流出 873 亿元人民币，较 2 至 5 月份月均净流出规模减少了 33%。值得注意的是，3 月初以来人民币汇率冲高回落，到 10 月底累计调整 10% 以上，但境内外汇供求基本平衡，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用继续正常发挥。3 至 10 月份，银行即远期（含期权）结售汇顺差累计达 562 亿美元，其中仅有 5 月、9 月和 10 月份出现了少量逆差，其他月份均为顺差；剔除远期履约额之后，银行代客收汇结汇率和付汇购汇率均值，较 2020 年 6 月至 2022 年 2 月（人民币升值期间）均值分别上升 2.5 和回落 1.7 个百分点（见图表 4）。可见，目前美联储紧缩对资本流动渠道的影响也在可控范围内。

图表 4. 银行代客结售汇情况



资料来源：万得，中银证券

总体上看，前两阶段美联储紧缩对中国的溢出影响以金融市场冲击为主，实体经济的反应并不突出，国际收支和外汇收支基本平衡，市场主体也保持了相对理性。中国平稳渡过了美联储紧缩的前两个阶段。

## 二、美联储紧缩下半场的三种演进场景

随着 2022 年 9 月份美联储再次加息 75 个基点，联邦基准利率正式进入美联储所谓的紧缩区间，即高于 2.5% 的长期预期值。这也意味着美联储过度紧缩的风险会越来越高。未来美联储货币紧缩演绎存在三种宏观场景。

### 2.1 第一种情景是美国继续一枝独秀（高通胀+低失业）

短时间大幅加息情况下，美国经济软着陆的希望尚存，但概率越来越渺茫。自 1965 年来，11 次美联储加息周期出现 8 次美国经济衰退，且 3 次软着陆的加息幅度均小于这一轮周期，速度也没这一轮周期快（见图表 5）。其中，1996 年的美国经济软着陆令人印象最为深刻，直接推动美元再次走强，间接引爆了亚洲金融危机。

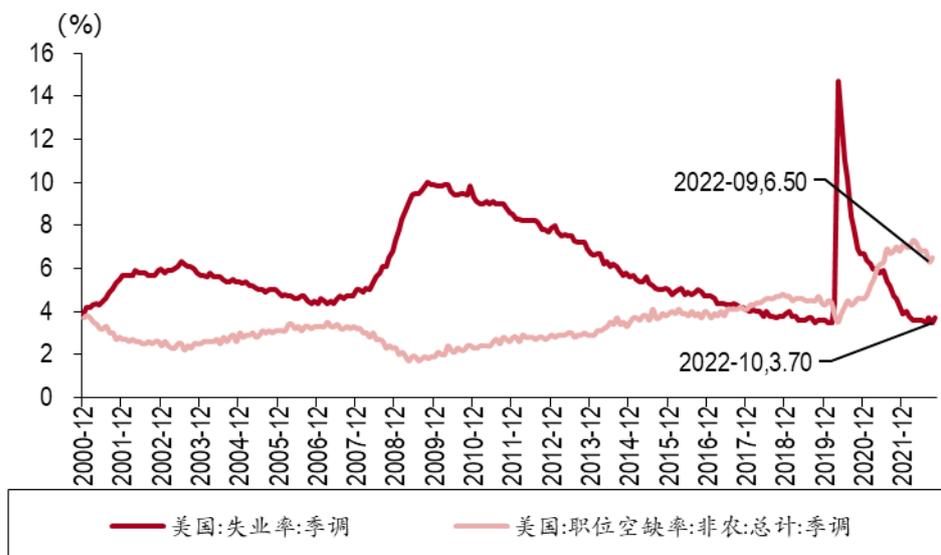
图表 5. 美联储加息与美国经济表现

紧缩周期	持续月数	加息幅度（个基点）	NBER 首次衰退时点	实际 GDP 降幅	经济评估
1965/09 至 1966/11	15	175	无	无	1966 年经济放缓
1967/07 至 1969/08	26	540	1970 年 1 月	-0.60%	持续 5 个季度，3 个季度负增长
1972/02 至 1974/07	30	960	1973 年 12 月	-2.70%	持续 7 个季度，5 个季度负增长
1977/01 至 1980/04	40	1300	1980 年 2 月	-2.20%	持续 2 个季度，2 个季度负增长
1980/07-1981/01	7	1000	1981 年 8 月	-2.10%	持续 6 个季度，4 个季度负增长
1983/02-1984/08	19	315	无	无	增长较好
1988/03-1989/04	14	325	1990 年 8 月	-1.40%	持续 2 个季度，2 个季度负增长
1993/12-1995/04	17	310	无	无	完美软着陆
1999/01-2000/07	19	190	2001 年 4 月	-0.10%	持续 3 个季度，2 个季度负增长
2004/06-2006/06	25	425	2008 年 1 月	-3.80%	持续 6 个季度，5 个季度负增长
2015/10-2019/01	40	225	2020 年 3 月	-10.10%	持续 2 个季度，2 个季度负增长
2022/03-2023/03?	13?	500 左右?	?	?	?

资料来源：Alan Blinder (2022)，中银证券

不过，即便美国经济衰退，美国基本面综合前景可能依然会领先其他发达经济体。在全球“比丑”方面，美国拥有得天独厚的国际货币储备地位和独立自主的内政外交政策，有能力在自身陷入危机前拖垮其他经济体。2022 年 10 月 11 日，IMF 更新年度经济预测，大幅下调 2023 年欧元区经济前景，美国再次领先欧元区。此外，美联储既会避免再犯 1970 年代治通胀的错误，也会避免美国金融动荡演变成金融危机。政策利率是针对更为广泛的实体经济，在通胀稳定前难以掉头。由于疫情期间大量劳动力人口退出劳动市场，美国存在较为明显的劳动力短缺。10 月，即便美国岗位空缺率处于历史高位，但劳动参与率较 2019 年底下滑了近 1 个百分点，相当于少了 100 多万劳动供给（见图表 6）。

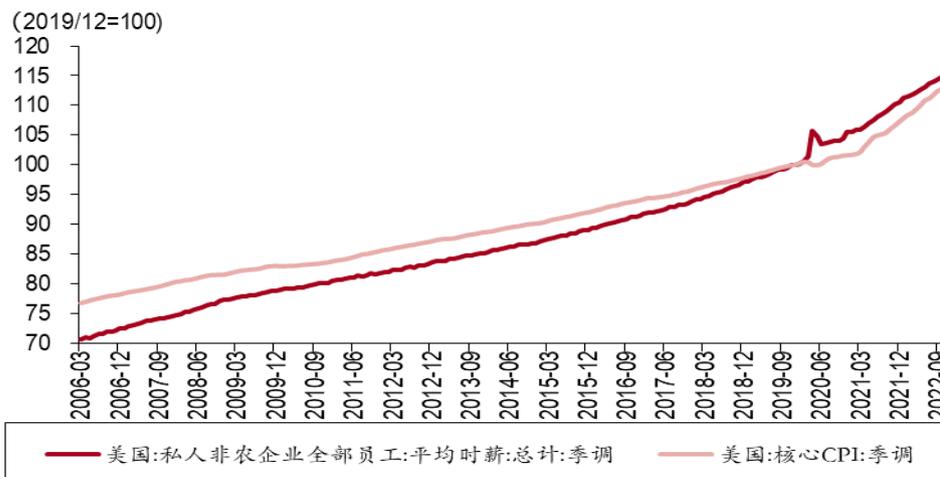
图表 6. 美国失业率和岗位空缺率



资料来源: 万得, 中银证券

美国劳动力市场的持续过热导致价格粘性显著上升。10月, 美国核心CPI季调指数较2019年底上涨12.7%, 低于同期的私人非农时薪14.8%的涨幅。疫情前期增加的实际购买力过高, 导致核心CPI可能还未涨够(见图表7)。尤其是, 2022年前10个月美国时薪月度环比平均增速仍有0.4%, 折年率高于4%。在劳动成本推动和消费者购买力支撑下, 通胀很难回到3%以下。但流动性工具可以缓解金融系统紧张。而且, 金融监管强化使得美国银行业抗风险能力远超2008年金融海啸时期。如果未来出现金融系统性危机的苗头, 美联储可能会率先停止缩表, 甚至转向扩表。此前景下, 美联储继续维持利率政策不动摇, 过度紧缩的持续时间可能超预期<sup>3</sup>。9月和11月份议息会议之后的新闻发布会上, 美联储都一再强调了, 目前做的太多的风险远小于做的太少。如果过度紧缩, 我们可以用政策工具给经济提供支持(如疫情初期所做的那样), 而如果做的太少, 通胀变得根深蒂固, 未来需要再度紧缩, 就业的代价也会更高。因而, 美元可能重演1980年代初的二阶段上涨趋势, 危机预期上涨一次和经济韧性上涨一次。

图表 7. 美国私人非农时薪和核心CPI季调指数



资料来源: 万得, 中银证券

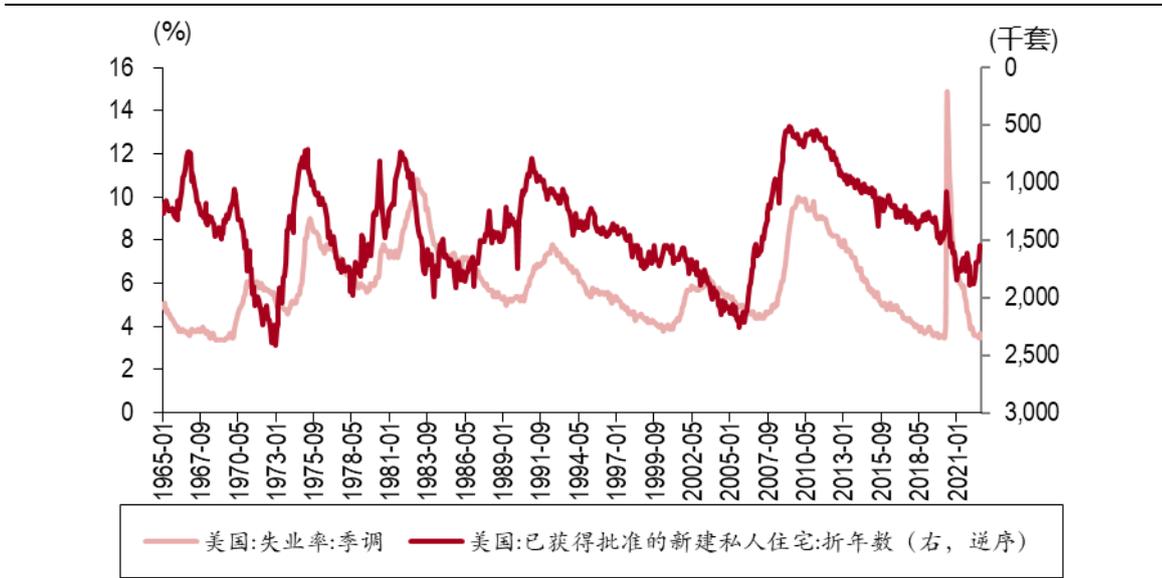
<sup>3</sup> 11月份美联储会议纪要显示, 受劳动力紧张和供应受限影响, 美国通胀风险依然偏向上行, 预计至2025年PCE才将回落至2%; 同时, 预计2023年美国有衰退风险, 2024年和2025年经济产出将低于潜在水平, 失业率同样如此。显然, 市场更为关注后者的经济持续衰退, 部分忽视了“长期滞胀”的风险。

## 2.2 第二种情景是美国经济显著衰退（高通胀+高失业）

如何定义经济衰退是一个技术活。尽管 2022 年上半年美国连续两个季度 GDP 环比负增长，但以此确认美国经济衰退仍不足以令人信服，关键是美国仍处于历史低位的失业率。相应的，尽管 2022 年三季度美国 GDP 环比折年率达到 2.9%，再次实现正增长，但是也无法就此认为美国经济不会衰退。当季，美国 GDP 同比折年率增长 1.9%，增速连续两个季度环比回落。

2023 年美国的经济衰退有两大基础，一是美联储加息又急又大，二是“财政悬崖”。美联储加息无疑会给周期性行业施加较大压力。例如，美国房地产行业走弱，导致用工需求下降，预示失业率可能即将迎来上行的拐点（见图表 8）。美国政治周期切换带来新的需求不确定性。目前，美国白宫预计未来十年美国仍会维持 4.5% 以上的平均赤字率和 4% 以上的名义 GDP 增长，均高于上一轮经济周期。但是，共和党在美国中期选举中重新赢得众议院，白宫和国会再次分裂。市场普遍预计拜登难以在 2025 年前出台新的财政刺激政策，甚至可能遭遇债务上限的“要挟”。2013 年美国财政赤字率大幅下降，被时任美联储主席伯南克称之为“财政悬崖”。尤其是考虑到，2021 年美国实现高速增长，但拜登政府却依然坚持“饱受诟病”的 1.9 万亿美元财政纾困计划，让共和党极为不满。这也是上文美国居民实际购买力激增的主要原因之一，即美国企业招工必须和政府极高的薪资补贴竞争。

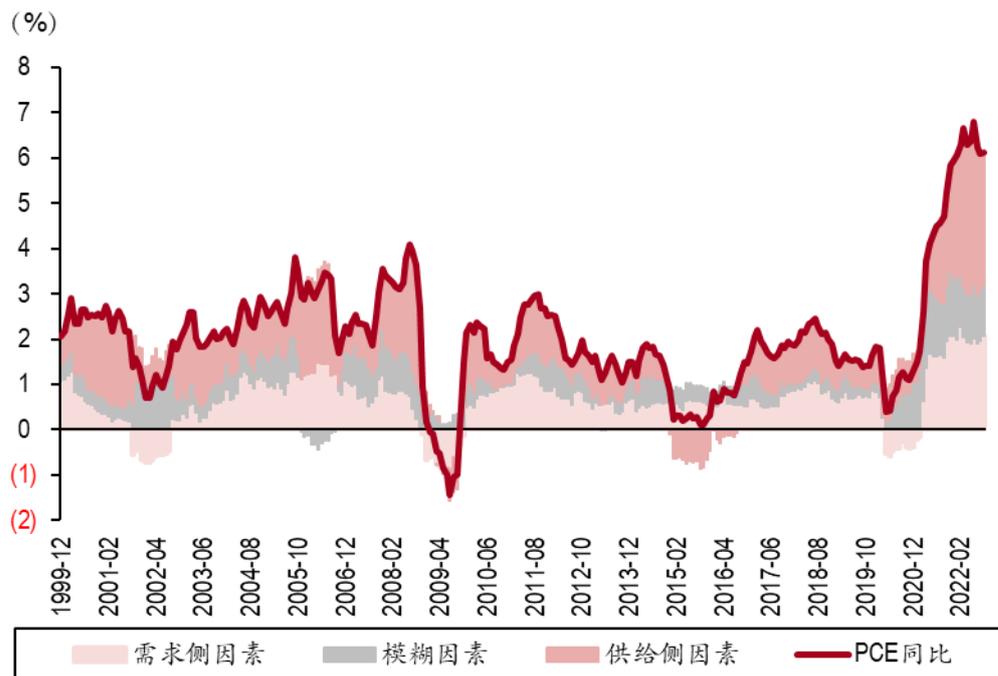
图表 8. 美国失业率与新建私人住宅许可



资料来源: 万得, 中银证券

目前高通胀的部分压力还来自地缘政治风险。美联储拆解的 PCE 显示，供给端冲击贡献了近一半的 PCE 上升（见图表 9）。资源国似乎有意愿维持高价，而作为第一大产油国的美国也需回购原油战略储备。如果 2023 年出现失业率快速上升和通胀率居高不下，加上财政政策被政治掣肘，美联储内部大概率会出现不同的声音。美联储讲得像沃爾克容易，做起来像沃爾克困难。前纽联储主席达德利认为，鲍威尔可能更像伯恩斯，而非沃爾克。1974 年，美联储在失业率快速上升和通胀高烧不止时选择快速降息。在此情景下，美联储有望在 2023 年下半年重回宽松，兼顾失业率和通胀，采取预防性缓慢降息的策略，而美元则会先强后弱。

图表 9. PCE 拆解

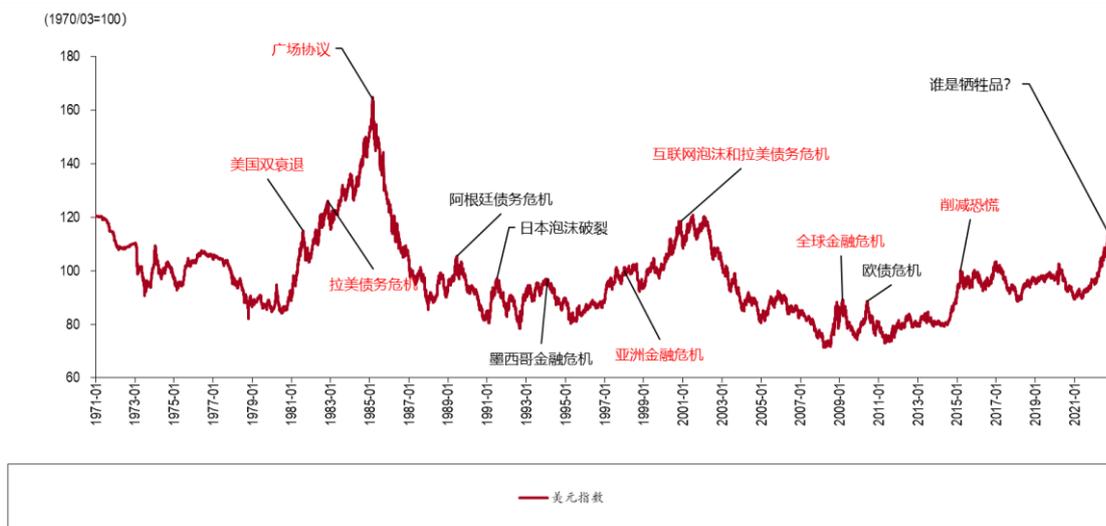


资料来源：旧金山联储，中银证券

### 2.3 第三种情景是美国经济深度衰退伴随着金融危机（低通胀+高失业）

主要经济体货币政策以内为主，但美元是世界货币，美联储却是美国央行，依然存在特里芬难题。历史上，美元周期由弱到强的切换总会引发国际债务和/或货币危机（见图表 10）。美联储前主席伯南克在 2009 年打开了“潘多拉魔盒”，即利率政策引导实体经济，流动性工具稳定金融系统。当前的全球货币格局非常像一场“逃底”游戏。有金融资源的国家想方设法熬过高通胀时期，不让自己成为美联储紧缩的“牺牲品”。美国方面，与 2008 年金融海啸不同的是，美国银行压力指数罕见与金融压力指数出现背离，银行抗风险能力显著上升，大量的流动性（3.1 万亿美元现金资产）依然淤积在美国银行系统，美国货币市场共同基金仍有近 4.6 万亿美元在“伺机而动”。欧元区方面，欧央行推出反金融碎片化的传导保护工具（TPI），随时准备对债务高风险国家加大投资，避免欧债危机重演。中国方面，外汇储备充裕，藏汇于民，对外部门韧性提升，结构性政策工具层出不穷，哪里有压力就改善哪里。不过，随着美国联邦基准利率越升越高，维持对美利差和稳定汇率的成本不断上升，可能最终会有某个经济体出现透支和金融危机。亚洲金融危机时期，鲜有人意料到泰国可以引爆全球性金融危机。

图表 10. 美元周期与债务危机



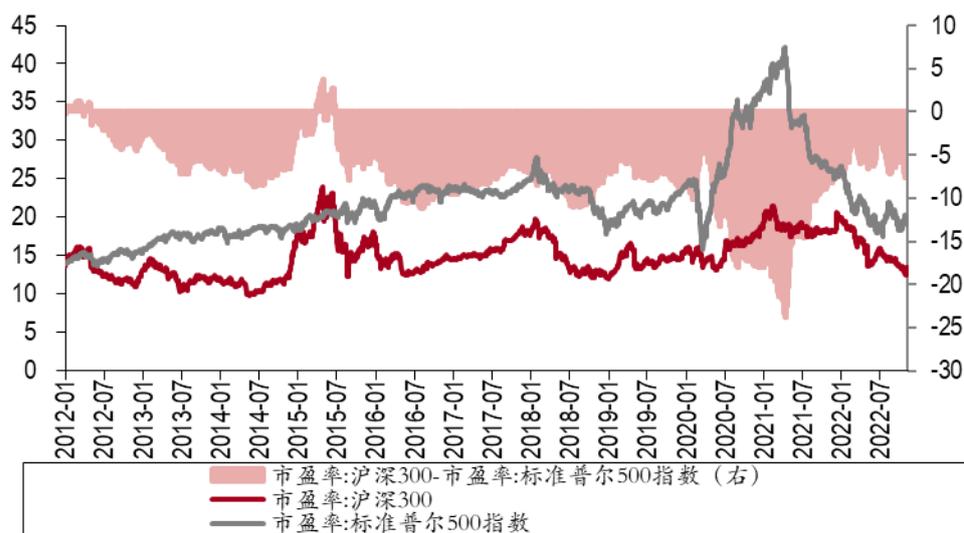
资料来源：万得，中银证券

当前，金融全球化进一步加深。任何金融危机都会传导成全球性危机，美国也难以独善其身。当然，如果美联储过度紧缩把自己率先“搞崩”，对全球金融系统的伤害只会更大。一旦出现金融危机式经济衰退，资产价格大跌，信心丧失，美国通胀可能会下得比较快。这也意味着第三阶段过度紧缩会持续较短。此情景下，美联储可能会在 2023 年大幅降息，甚至出现一次性降息 75 或 100 个基点。参考历次金融危机，美元在全球流动性危机时会大幅上涨，政策底出现后快速贬值。

## 三、美联储紧缩下半场对中国的溢出影响

从金融方面看，如果海外紧缩量变引发质变，爆发货币债务危机，已经深度融入全球化的中国也会受到金融冲击。2022年12月5日CME联邦利率期货价格显示，美联储可能最早于2023年四季度降息，首次降息25个基点，与上述第二种情形一致。此情形下，虽然中美利差倒挂可能仍会持续一段时间，但美债收益率上升最快阶段已经过去，叠加美联储紧缩放缓<sup>4</sup>，中国债券市场的外资边际流出压力有望逐步缓解。而中美股市的估值走势在中长期颇为一致（见图表11）。美联储转向和国内宽松环境有利股市提估值，只是在此之前需要经历一波经济衰退和业绩下调。如果出现上述第一种情形（美联储紧缩超预期），即滞胀经济掣肘美联储货币政策和基准利率高位的情况下，美10年期国债收益率可能无法畅通下行，导致中美利差倒挂时间超预期（见图表12）。相应的，作为全球风险资产风向标，美股可能遇到滞胀经济（低增长、高利率和高通胀）的不友好组合。中国股市提估值也不会顺畅。如果出现上述第三种情况（金融危机式衰退），股债汇都将会经历一次美元流动性枯竭。之后，随着美联储大幅放松货币政策，中美债市均会有一波不错的行情。然而，考虑到历次金融危机的惨痛腰斩经验，此前股市可能需要经历一波大幅探底（见图表13）。

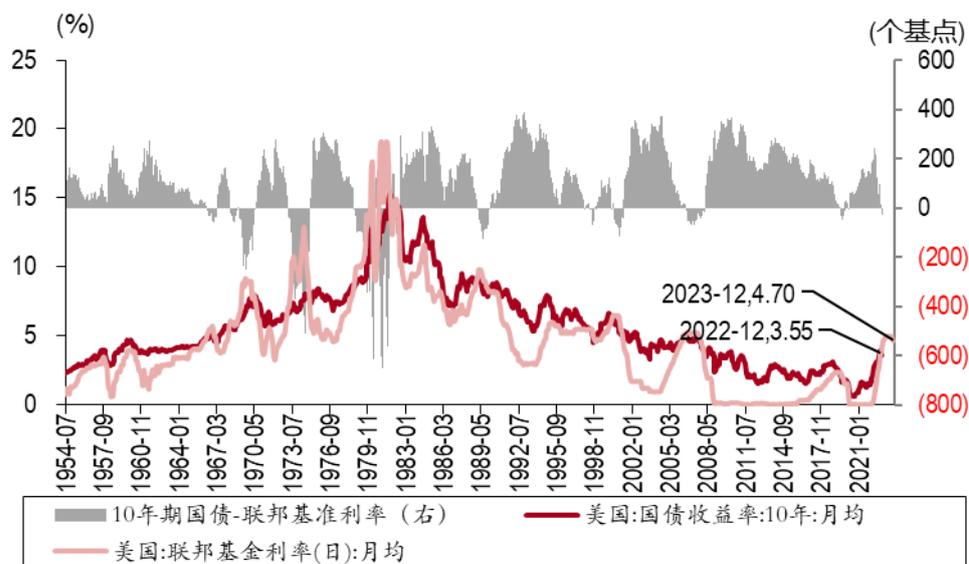
图表 11. 标普 500 和沪深 300 市盈率



资料来源：万得，中银证券

<sup>4</sup> 根据货币政策滞后的历史规律，美国经济可能在2023年二季度开始明显承压，稍有不慎就会陷入衰退。这将激发美债避险属性，推动美债收益率快速下滑。如果美国经济成功软着陆，中美利差倒挂料将持续更久。

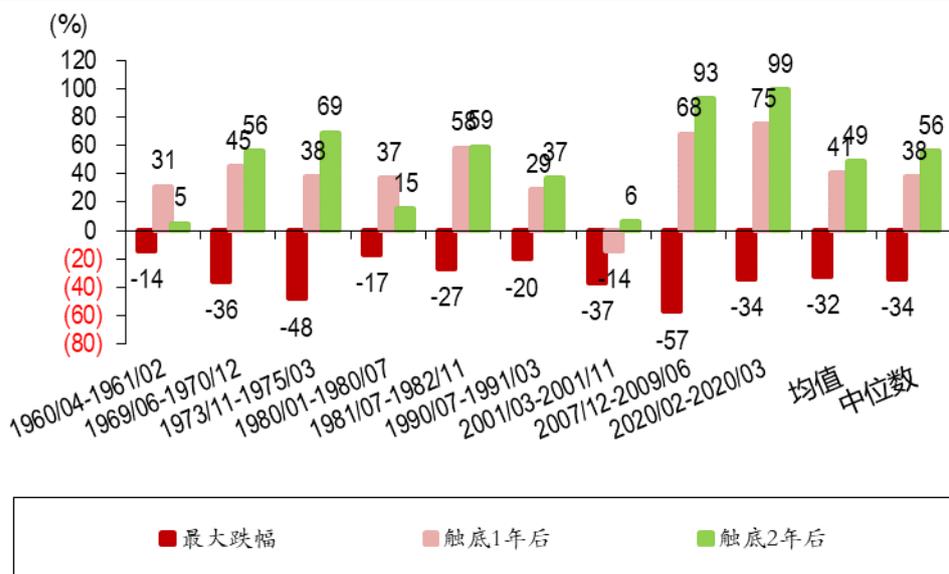
图表 12. 美债 10 年期收益率和联邦基准利率



资料来源: 万得, 中银证券

注: 截至12月5日。

图表 13. 标普 500 在历次经济衰退期间的表现



资料来源: 万得, 中银证券

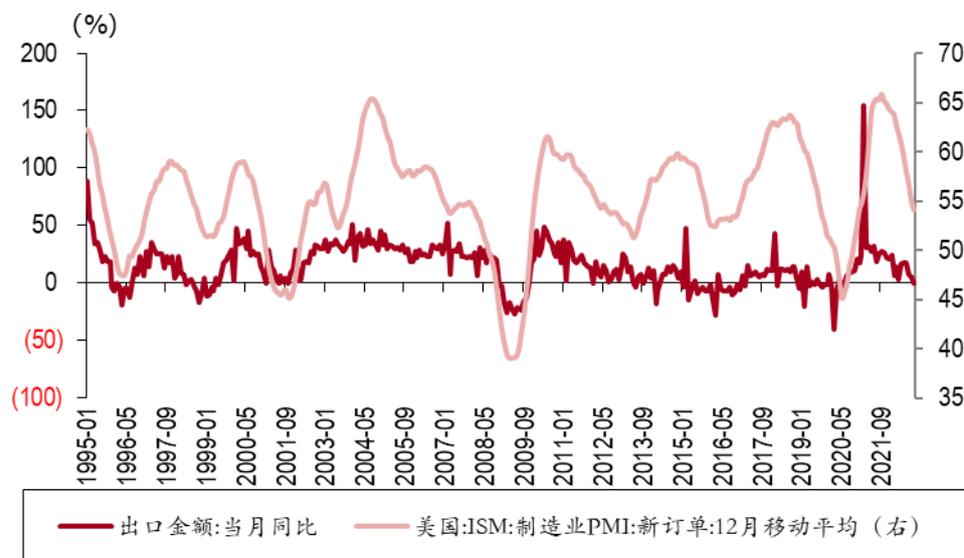
注: 美国衰退时间区间来自 NBER。

中国处于这场“逃底”游戏的领先位置。中国有“五重保护”护航汇率。当前已经触及一二重保护，即基础顺差大和民间储备多（“藏汇于民”），同时开启了三四重保护，即宏观审慎措施和鼓励资本流入。2020年前三季度，中国基础国际收支顺差 3573 亿美元，同比基本持平，短期资本净流出 2997 亿美元，增长 18%，但基础国际收支顺差规模超过短期资本外流，交易引起的外汇储备资产依然增加 610 亿美元，只是因为全球“股汇债三杀”引发的负估值效应 2822 亿美元，导致同期中国外汇储备余额减少 2212 亿美元；上半年，国际收支口径证券投资净流出增加 1478 亿美元，其中外来证券投资（负债）顺差减少 1627 亿美元，但其他投资净流出减少 1032 亿美元，其中对外其他投资（资产）项下逆差减少 2755 亿美元，一定程度上对冲了短期资本外流。

此外，近年来民间货币错配改善、汇率市场化程度提高，市场主体对于人民币汇率波动的适应性和承受力提高，对外金融韧性明显增强。截至 2022 年 6 月末，民间部门对外净负债（不含储备资产）为 11650 亿美元，占年化名义 GDP 比重为 6.6%，分别较 2015 年 6 月末（“8.11”汇改前夕）减少 12083 亿美元、回落 15.0 个百分点；二季度，民间对外净负债减少 2642 亿美元，其中人民币汇率贬值 5.4%，由此产生的境外持有境内人民币金融资产折美元价值减少的负估值效应合计 2715 亿美元，贡献了 103%。

从经济方面看，美联储紧缩对中国的实体经济冲击即将到来。中国海关数据显示，2022 年 10 月，出口（美元）同比下降 0.3%，为 2020 年 5 月来的首次（11 月份，出口进一步同比下降 8.7%）。由于国内疫情反复导致中国 PMI 新出口订单指数出现较大波动<sup>5</sup>，我们以美国 PMI 新订单作为外需指标，加上美联储紧缩滞后作用，出口趋势性下滑可能是大概率事件（见图表 14）。此外，2022 年 10 月，IMF 公布最新全球经济展望，将 2023 年预测值下调至 2.7%，并指出约占全球经济三分之一的国家将在 2022 年或 2023 年发生经济萎缩，预计 2023 年有 1/4 的概率全球经济增速放缓至 2% 以下。彭博经济预测模型显示，美国在 2023 年陷入经济衰退的概率达到 100%。即便 2023 年美国不陷入衰退，进一步放缓在所难免。历史经验表明，在美联储降息开启后，经济才会触底。自 1980 年代以来，美联储政策利率见顶后，维持不变的时间在半年到两年时间不等（见图表 15）。即便以乐观的 2023 年四季度美联储预防性降息预期来看，全球经济在 2024 年前都难言乐观。

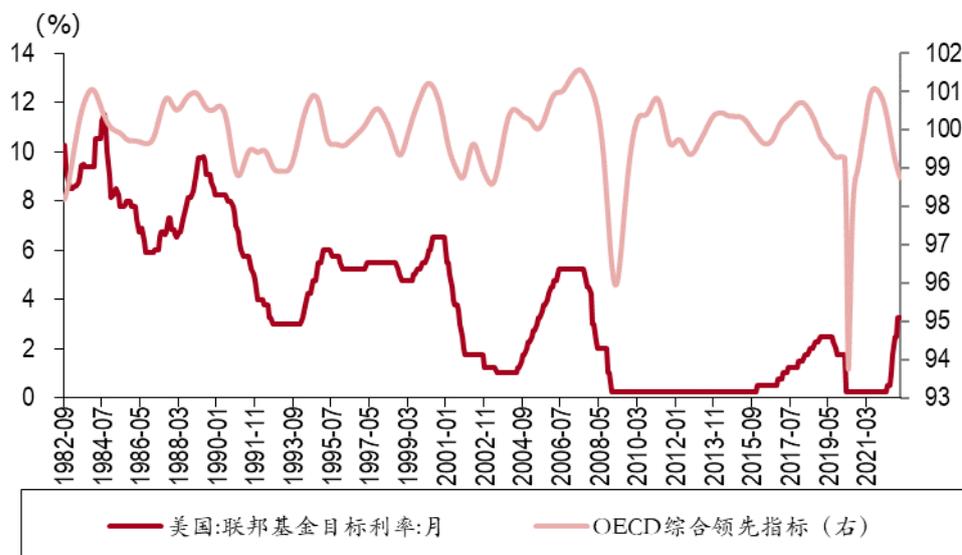
图表 14. 中国出口金额增速与美国制造业 PMI 新订单指数



资料来源：万得，中银证券

<sup>5</sup> 交付不确定性可能影响到企业接外单，导致 PMI 新出口订单出现间歇性大幅波动。未来稳外贸离不开“保交付”，供应的不确定性可能会影响外商的信心，导致订单外流。

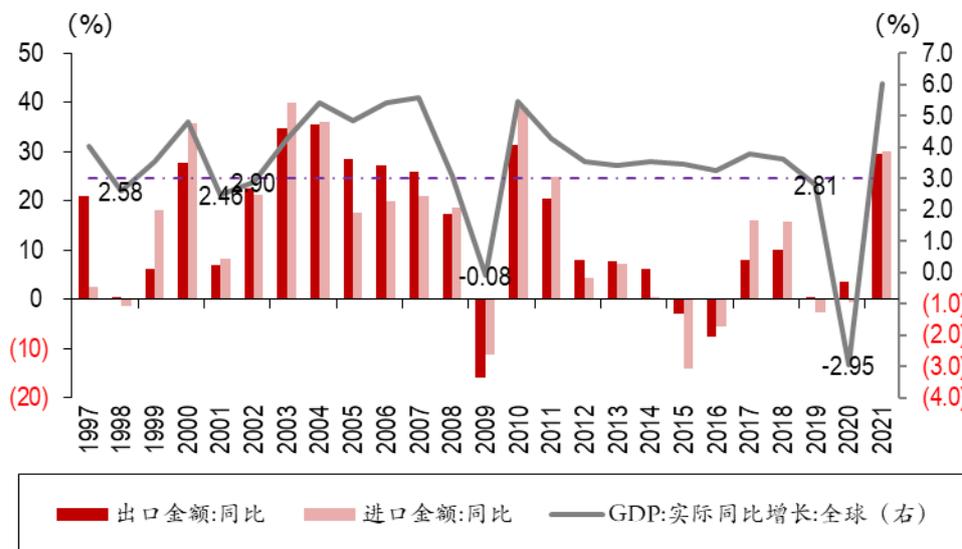
图表 15. 联邦基金利率与 OECD 综合领先指标



资料来源：万得，中银证券

在此背景下，中国稳外贸面临较大挑战。自加入世贸组织以来，中国出口增速与全球实际经济增长高度同步。1998 年亚洲金融危机以来，年度世界经济实际增速有六次低于 3.0%，其中 2009 和 2020 年分别为负增长 0.1% 和 3.0%（见图表 16）。相关年份，中国出口金额和数量同比增速有四次较上年大幅回落，剩余两次增速环比反弹也是因为世界经济增速连续两年低于 3.0%，增速反弹的年份均为第二年（2002 和 2020 年），但两年复合平均增速仍大幅低于前一年（2000 和 2019 年）。2022 年 10 月 5 日，最新的 WTO 世界贸易展望显示，2023 年全球货物贸易量增速可能下降至 1%，较上次展望显著下调 2.4 个百分点，且不排除出现负增长。2023 年，通胀在主要央行以牺牲经济增量的紧缩下放缓，中国出口增速可能出现量价齐降的局面。此外，研究显示，中国外贸出口对汇率不敏感而对外需敏感。而且，不论人民币双边还是多边汇率，对出口的影响都延后较多（即 J 曲线效应）。不宜过度期待人民币贬值对出口竞争力的提振<sup>6</sup>。

图表 16. 中国进出口增速与全球实际经济增速



资料来源：万得，中银证券

<sup>6</sup> 详见 2022 年 9 月 29 日研报《人民币汇率调整如何影响中国外贸进出口？》。

## 四、中国宏观经济及政策展望

### 4.1 关于经济增长目标

经济增长目标是中国最重要的预期引导指标。经济复苏关键时期取消经济增长目标并不合适。11月28日，中国宏观经济论坛（CMF）发布年度报告建议，综合考虑2023年供需缺口以及“十四五”增长率，尤其是2023年核心要实现的是复苏，而不是简单的应急，建议经济增速设定为5%<sup>7</sup>。实际上，如果2022年增长3.2%（IMF预期值）和2023年增长5%，今明两年中国GDP平均增长仅有4.1%，大幅低于中国的潜在增速。而且，低基数下的高增长并不意味着经济状况明显好转。2021年，中国GDP增长8.1%，但四个季度的GDP季调环比合计仅有3.9%，与2019年的5.7%差距较大。2023年低基数依然会发挥作用，二季度GDP同比增速可能会创年内新高。但是，真实的经济感受改善需要更多的努力。这或许是12月6日中央政治局会议（以下简称“12.6”政治局会议）在继续强调2023年经济工作要稳字当头、稳中求进的同时，特别指出要突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作的深层次考虑。因而，强调经济显著好转可能比具体目标更为重要。这不单纯是指经济增速的回升，应该还包括就业形势的好转，以及国内物价的稳定（既不能没有通胀，也不能有通缩）。值得注意的是，基于房地产前景、疫情发展和全球经济下行，最新的IMF展望对中国经济有所保留，预计2023年中国增长4.4%。

相较于外需，另外两大不确定性更加考验政策调整的艺术。11月23日，IMF在完成2022年中华人民共和国第四条磋商代表团访问后指出，疫情反复和房地产行业的严峻挑战使中国持续面临压力；由于更具传染性的变异毒株的出现，加之疫苗接种方面的差距持续存在，导致中国需要更加频繁地实施防疫封控措施，这对消费和私人投资（包括住房领域的投资）造成了压力；开发商面临了更为严峻的财务压力，住房销售和投资迅速放缓，地方政府的土地出让收入急剧下降<sup>8</sup>。

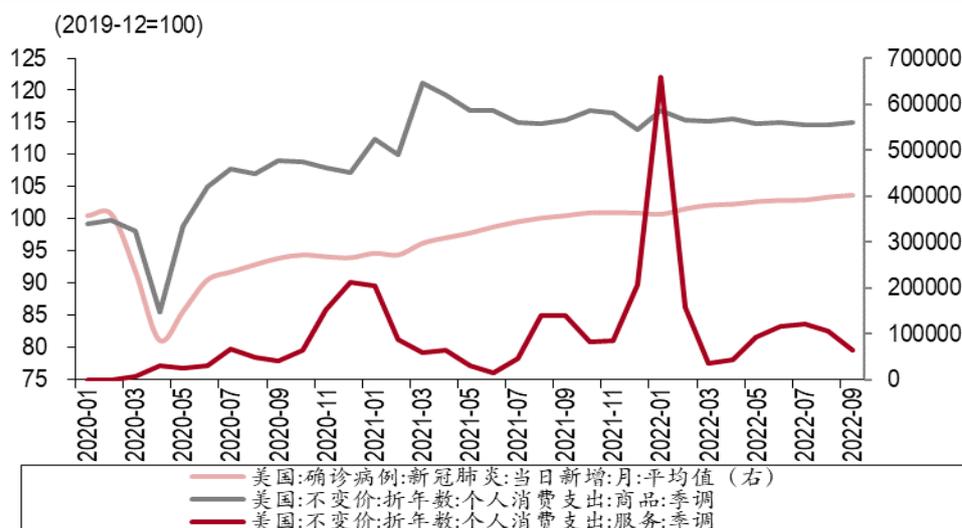
疫情防控通往正常化的道路并非一帆风顺。短期来看，需要一个适应过程。以美国为例，新增病例的激增总会引发消费者的担忧，2020年四季度、2021年三季度和2021年跨年月份的三波疫情均让美国居民服务和商品消费量出现短暂下滑（见图表17）。同样的事情也发生在新加坡。自2021年8月起，新加坡也经历了三波疫情，每次疫情爬坡阶段，餐饮服务均有所下滑，至今仍未回到2019年底的水平，而商品消费也出现了两次的回落（见图表18）。比较下来，美国的消费恢复要好于新加坡，或主要是因为美国政府前期对家庭的财政补贴力度更大。不过，不断优化疫情防控政策对于服务业将是一个非常大的帮助，同时也有助于缓解结构性就业压力。2022年前10个月，中国服务业生产指数仅增长0.1%，近三年平均增长4.5%，低于2019年同期2.5个百分点。

<sup>7</sup> 详文见链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/1FqjBFUrE9bZub-loxGj1g>。

<sup>8</sup> 详文见链接：

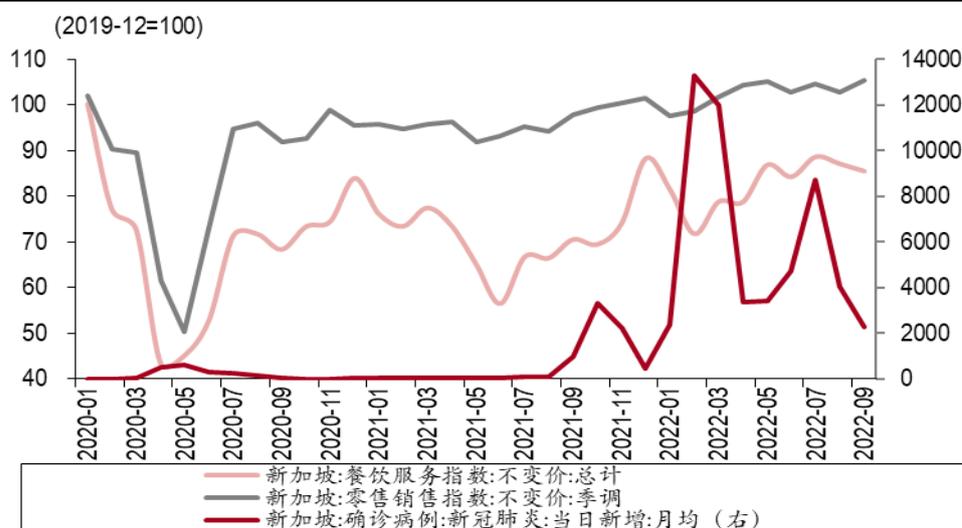
<https://www.imf.org/zh/News/Articles/2022/11/21/pr22401-imf-staff-completes-2022-article-iv-mission-to-the-peoples-republic-of-china>。

图表 17. 美国商品、服务消费与新增病例



资料来源: 万得, 中银证券

图表 18. 新加坡餐饮服务、零售消费与新增病例



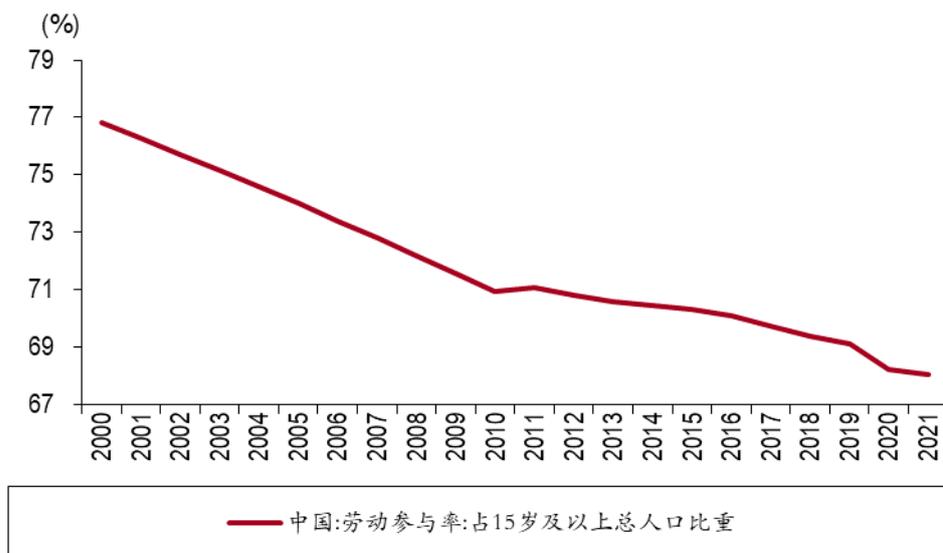
资料来源: 万得, 中银证券

长期来看, 需要关注新冠对劳动市场的影响。布鲁金斯学会研究显示, 新冠引发的工作障碍、提前退休等各类副作用可能造成美国劳动参与率约 0.2-0.4% 的损失<sup>9</sup>。实际上, 美国劳动参与率下降得更多, 主要发生在 2020 年。中国也出现了相似的情况。2020 年和 2021 年, 中国也出现了经济人口占比的超趋势性下降, 这两年平均下降 0.54 个百分点, 仅 2020 年便下降了 0.89 个百分点, 明显高于 2015 年至 2019 年的 0.26 个百分点均值 (见图表 19)。由于中国经济活动人口接近 7.8 亿, 如果以超额的 0.2 个或 0.4 个百分点计算劳动力损失, 可能达到 166 或 332 万人次。不过, 如果 15-24 岁失业率能尽快恢复至 2019 年底水平, 即 5.7 个百分点的年轻人失业率下降, 可能增加约 374 万人次的劳动力<sup>10</sup>。这对于整个系统经济是利大于弊。同时, 稳就业腾挪出来的资金可以进一步完善公共卫生系统。而随着服务业正常化和消费倾向更高的年轻人获得稳定收入, 消费复苏势头有望进一步巩固, 平稳渡过适应期出现的起伏, 甚至对房地产需求释放也是一大利好。值得注意的是, 由于美国残疾补贴的道德风险和认证标准迥异, 而且仅有过去两年的统计数据, 尚未形成生命周期的追踪研究, 该研究并未得出新冠造成工作能力完全丧失的结论。

<sup>9</sup> 详文见 Louise Sheiner 和 Nasiha Salwati(2022), 《How Much is Long Covid Reducing Labor Force Participation? Not Much(So Far)》。

<sup>10</sup> 根据《中国的青年人口 (2018): 现状与发展状况》, 2015 年 16-24 岁青年就业总人数为 6564 万人次, 考虑到近年来高校毕业生不断创新高, 人数只多不少。

图表 19. 中国劳动参与率



资料来源：世界银行，万得，中银证券

近期，房地产供给端压力有所缓解，房地产的压力转向需求端。继“白名单”制度和金融十六条等重要政策出台后，11月28日证监会决定在股权融资方面调整优化5条措施。股债贷“三箭齐发”和部分地方回购商品房增加安置房等一系列举措，有望缓解房企的流动性压力。需求方面，目前主要有两大措施：一是保交楼，以此修复购房信心。IMF在第四条磋商中指出，“当局还需要推出稳健且资金充足的机制，以便完成陷入困境的未完工项目，保护新的预售房买家免受房屋烂尾风险，同时逐步取消宽限措施”。10月，房地产竣工连续三个月回升，较7月低点上升5.6个百分点至-18.7%（见图表20）。11月21日，人民银行推出2000亿元“保交楼”专项无息贷款，进一步稳定房地产健康发展。二是房贷降息。至11月，5年期LPR较2021年底下降35个基点。由于允许地方根据情况打破房贷利率下限，个人住房贷款加权平均利率下降更多，三季度较2021年底下降129个基点至4.34%，为有数据以来的最低值。

我们在7月29日研报《关注居民和企业部门加杠杆的意愿和能力》中指出，居民不愿意加杠杆，主要受收入不足、就业压力大和预期转弱的影响。10月，居民存款同比多增15.3万亿元，贷款同比多增仅4.5万亿元，两者差值达到10.8万亿元，续创数据以来的新高，表明居民储蓄意愿明显偏高。不过，这些都是未来经济活力加速复苏的“子弹”。只要政策调整得当，提振信心，降低不确定性，最终都会转化为经济增量。2023年中国经济最大的看点，除了基建投资继续发力外，将是楼市回暖和消费复苏。

图表 20. 房地产投资结构构成



资料来源：万得，中银证券

## 4.2 关于财政政策

2022年初提出“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”要求，设置2.8%左右的赤字率目标，预计安排全国一般公共预算支出26.71万亿元，较2021年增加2万亿元以上或增长8.4%<sup>11</sup>。即便公共财政收入和经济增长因多种突发因素不及预期，通过特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润、调入预算稳定调节基金等方式，或者适当压缩非必要支出，最终实现赤字目标难度不大。难度主要集中在与土地财政深度捆绑的政府性基金。1至10月，全国政府性基金预算收入52166亿元，比上年同期下降22.7%；全国政府性基金预算支出85845亿元，比上年同期增长9.8%（见图表21）。如果没有多家国企进入拿地百强名单，土地收入的下降只多不少。

图表 21. 全国政府性基金收支累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

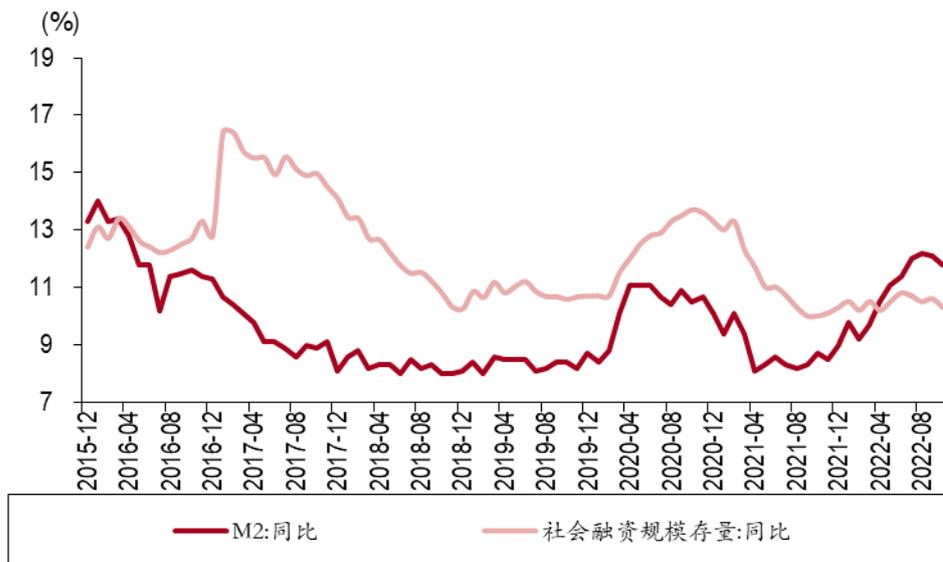
<sup>11</sup> 详见链接：[http://cz.zt.gov.cn/zttj/2022qglh/jjcz/content/post\\_3847517.html](http://cz.zt.gov.cn/zttj/2022qglh/jjcz/content/post_3847517.html)。

在民企和居民加杠杆意愿有限的情况下，政府部门只能承担更多责任。社科院数据显示，2022年三季度，居民、非金融企业和政府宏观杠杆率较2021年底分别上升0.2、7.0和2.9个百分点。考虑到隐性债务、基建高增速和民间固定资产投资增速持续下降，政府杠杆贡献可能比数据显示的更多。与以往“防过热”不同，中国经济受疫情影响可能转向“防过冷”。“12.6”政治局会议已经定调2023年积极的财政政策要加力提效。这或指向2023年财政政策会更加强调“逆周期调节”，以对冲疫情恢复和全球经济下行的压力。由于灵活性不如货币政策，2023年财政政策可能会预留更多的空间。赤字率方面，2023年经济下行压力可能比不上2020年全球经济停滞，但必然会远高于2021年全球经济复苏共振。因而，2023年赤字率可能会介于2021年和2020年的3.2%-3.6%之间。专项债方面，2023年依靠政府购买扩大总需求可能会比2022年政府减税降费的转移支付在形成实物工作量上更快。2020年至2022年，专项债规模分别为3.75、3.65和3.65万亿元，占名义GDP比重分别为3.7%、3.2%和3.0%<sup>12</sup>。与赤字率方法相似，2023年专项债规模占名义GDP比重可能介于2020年和2021年之间。假设2023年名义GDP增长7.5%，则赤字规模可能会介于4.2-4.8万亿元之间，绝对规模仍会创下历史新高。2022年三季度受限于专项债规模有限，出台了不少金融支持实体经济的工具和准财政政策，再次证明货币政策的灵活性要高于财政政策，且都能起到宽信用的作用。虽然在减少期限错配上，专项债要明显好于贷款工具，既能提高透明度，还能降低后续贷款集中到期后的置换压力，但是在全局财政趋于收敛的情况下中国似乎也没有必要打破“传统”。如果2023年上半年全球经济下行超预期，年中甚至可能会考虑重启发行特别国债，且发行额度有望超过2020年的1万亿规模。当然，继续沿用货币政策结构性工具填充空白也是有可能的。

### 4.3 关于货币政策

2022年，货币政策与财政政策一道千方百计稳增长，不仅降准降息，而且在不少领域扮演“准财政”角色，积极推动宽货币向宽信用的转化。从量上看，10月份，中国M2同比增长11.8%，处于2016年5月以来的高位；社会融资规模存量同比增长10.3%，较同期M2同比增速低了1.5个百分点，过去五年社融存量增速高出M2增速3.3个百分点（见图表22）。2022年，央行继续运用结构性货币政策工具，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持。如果没有这些宽信用手段，实体投融资无疑会更为疲软。正是受益于央行于2022年4月份以来运用和创设了一系列新的结构性货币政策工具，5~10月份，企（事）业单位中长期贷款才由前4个月同比少增9153亿元转为累计同比多增14786亿元。

图表 22. M2 和社融存量同比增速

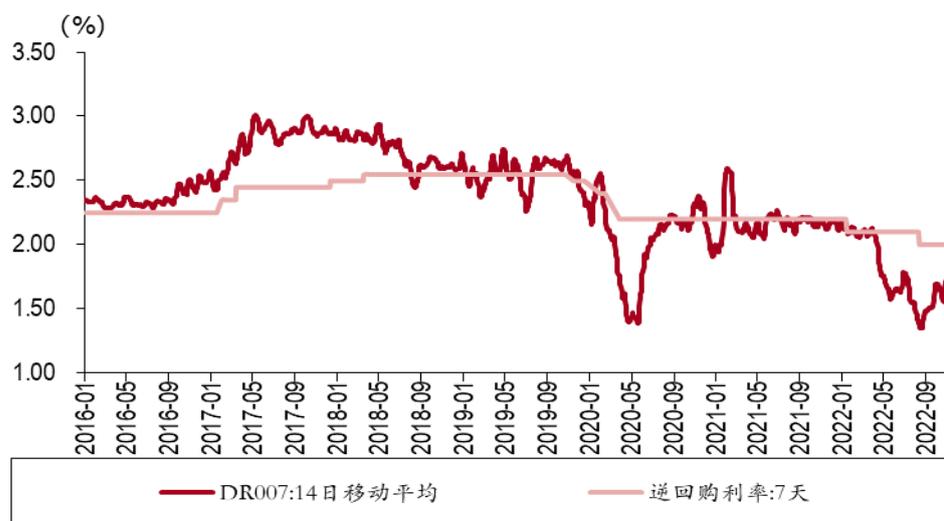


资料来源：万得，中银证券

<sup>12</sup> 2022年前三季度，名义GDP增长5.7%。为简单起见，此处假设2022年名义GDP增长6%。

从价上看，10月份，1年期LPR和5年期LPR分别较2021年底下降15和35个基点；三季度末人民币贷款加权平均利率较2021年底下降42个基点，考虑到12月份为支持实体经济的全面降准影响，未来实体融资成本有望进一步下降。从5月份至今，DR007持续低于政策利率中枢。尽管11月份上中旬DR007加速向7天逆回购利率收敛，但是市场预期和逻辑与2020年二季度截然不同（见图表23）。彼时，全球经济共振复苏，中国率先实现复工复产，市场信心充沛，并不担忧货币政策正常化；现在，全球经济有衰退之忧，国内疫情发展存在较大不确定性，市场信心并不牢固，同时也不认为是这一轮货币宽松的结束。归根到底，基本面预期差异，特别是对潜在增速是否进一步下滑的担忧，是逻辑迥异的核心。

图表 23. DR007 和 7 天逆回购利率



资料来源：万得，中银证券

2023年货币政策的自主空间取决于对汇率波动的容忍度，尤其是如果人民币汇率继续承压。前述美联储紧缩的三种情形，每种情形的调控难度不尽相同。如果出现情形一，货币政策的价格调整空间较为有限，时间窗口也会相对滞后。这是非美国国家都可能遇到的障碍。不过，由于市场利率挂钩的存贷款利率传导机制建立，货币政策既可以为财政政策稳定融资成本，也可以降低实体经济的流动性压力，减少预期和现实时间差的摩擦成本。如果出现情景二和情景三，即美联储政策确定性转松，价格工具应该适时适度发挥作用。降息幅度视经济与疫情的动态变化做调整，多做一些好过少做一些，未来可以收回来。但是，如果持续的负产出缺口、经济压力突破临界点，未来反而可能需要付出更多政策成本。值得注意的是，中国是稳定东南亚和东亚区域经济的基石，人民币也有区域锚货币的潜质。中国的付出有助于巩固区域经济金融稳定。

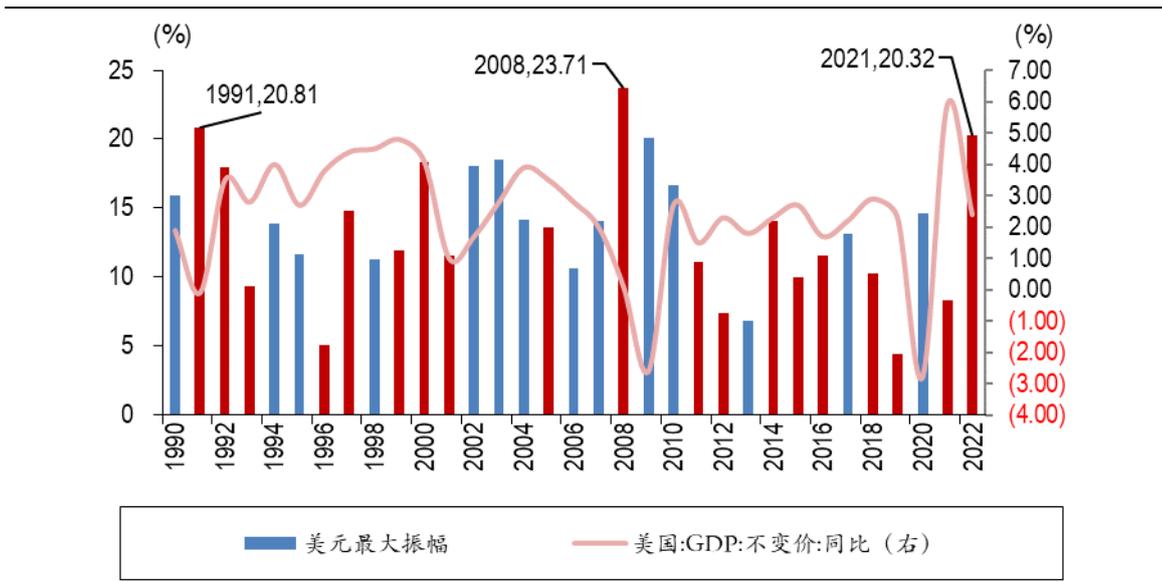
“12.6”政治局会议也定调了2023年稳健的货币政策要精准有力。预计2023年结构性货币政策工具仍将发挥主导作用，加强与包括财政、产业、区域等各类政策在内的协调配合。11月21日，易纲行长在2022金融街论坛上指出，结构性工具又可以分为长期性工具和阶段性工具两种；科技创新、交通物流、设备更新改造等阶段性工具有明确的实施期限或退出安排，在达到预期目标后可以有序退出，实现“有进有退”。当前阶段性工具为稳定信贷提供了非常大的帮助，余额约3万亿元，高于长期性工具余额的2.5万亿元。这也为未来工具退出的平稳过渡提出了挑战。如果一些阶段性工具与长期规划目的一致，是用财政和产业政策接续，还是延续货币政策，有待观察。另一方面，2023年降准概率大于降息。当前中国信贷市场处于有效需求不足或供大于求的状态，资金价格持续处于低位。实际上，降准稳定货币供给，并维持M2高于社融或M2增速适度高于名义GDP增速的状态，已经是较强的宽松信号。反而是，虽然降息进一步明确货币政策的宽松立场，但是降息究竟是释放经济确实不好或流动陷阱的信号，还是激发“大力气带动经济快速升温”的预期，不得而知。尤其是，美联储政策不确定性的情况下，降息就得做好短期内汇率承压的准备。2022年8月份的意外降息，就触发了人民币汇率的第二波调整。

## 4.4 关于人民币汇率走势

自 2015 年“8·11”汇改以来，人民币汇率成功经受住了多次整数位调整，双向波动显著上升，货币政策独立性显著加强，成绩来之不易。2022 年美元快速升值，从低位（1 月 13 日）到高位（9 月 27 日）的最大涨幅达到 20.3%，是 1990 年代以来的第三大涨幅，仅次于美国经济衰退的 1991 年和 2008 年（见图表 24）。这是美元在美国经济无“官方”衰退最好的表现，配得上美联储的激进紧缩。但人民币汇率依然保持稳健，CFETS 名义汇率指数小幅贬值，发挥了吸收内外部冲击的“减震器”作用。

美联储紧缩下半场的三种演进情景中，第一种情景对人民币汇率来讲可能会比较煎熬，第二三种情景则相对比较有利。如果 2023 年美国成功实现软着陆，人民币汇率政策调整难度上升，不仅要持续承受中美利差压力，扰乱货币政策调整节奏，还要关注市场对中美经济前景的预期调整。如果 2023 年美元出现经济衰退期间的避险式上涨，则在美联储宽松周期开启的情况下，中国政策空间也将进一步打开，而全球危机期间中国经济的韧性也是有目共睹的。不论哪种情形下，经济基本面都是 2023 年汇率政策的核心。2023 年中国经济基本面的看点，一个是在外需拐点来临之际，能否及时实现经济增长内外动力的切换，保持经济的合理增长；另一个是优化防疫措施和房地产调控，能否有效扩大消费和投资。只要中国经济好，汇率问题也将迎刃而解。

图表 24. 美元指数年均值和同比增速



资料来源：万得，中银证券

注：最大涨幅=最大值/最小值\*100-100；蓝色代表贬值方向，红色代表升值方向。

## 五、主要结论

目前全球处于美联储紧缩第二阶段加速紧缩到第三阶段过度紧缩的过渡期。美联储正在面临控通胀、稳金融和促增长的“三难选择”。在通胀回落斜率存在不确定性的环境下，美联储政策“转向”的难度并不比开启紧缩进程来得轻松，路径存在较大不确定性。但可以确定的是，2023年全球总需求将继续下滑、金融动荡加剧，进一步提高中国经济内外平衡的压力。

尽快让经济运行回到合理区间是当务之急。发展是解决任何问题的关键。只要中国能够充分利用疫情防控有效、政策空间较大的优势，保持和巩固经济稳中向好、稳中加固的发展势头，外部冲击只会是临时性的。而且，预期都是适应性的。经济回升到合理区间也有助于稳定预期。说千遍道万遍，不如实际成果来得扎实。

经济加速复苏离不开用好正常的宏观政策。中国的财政货币政策依然处于正常状态，是资产而非负债，是中国经济韧性的表现，为夯实疫后经济恢复的基础提供了更大回旋余地。积极的财政政策应“该出手时就出手”，加强政策协同、强化政策效果。稳健的货币政策坚持“以我为主”，在提高针对性的同时，适时进一步发力，能够起到事半功倍的效果。只要中国经济够好够强，汇率政策调整相对简单，甚至不排除再次重演2020年下半年人民币快速升值的情形。

**风险提示：中国疫情超预期，国际通胀和货币紧缩超预期，地缘政治风险。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371