

# 宏观和大类资产配置周报

## 消费可期

12月经济数据超预期；春节消费表现强劲。大类资产配置顺序：股票>大宗>货币>债券。

### 宏观要闻回顾

- **经济数据**：四季度实际GDP同比增长2.9%，2022年实际GDP增长3%；12月工增同比1.3%，社零同比下降1.8%，1-12月固投累计同比5.1%；2022年居民收入同比5%，消费支出同比1.8%。
- **要闻**：2022年实际GDP同比增长3%；国务院副总理刘鹤与美财政部长耶伦会谈；国务院联防联控机制介绍，我国目前各省份发热门诊高峰、急诊高峰和在院重症患者人数高峰都已度过；2月6日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务；春节消费表现强劲。

### 资产表现回顾

- **A股持续上行**。节前沪深300指数上涨2.63%，沪深300股指期货上涨3.01%；焦煤期货节前上涨1.07%，铁矿石主力合约节前下跌1.55%；股份制银行理财预期收益率收于1.6%，余额宝7天年化收益率上涨5BP至1.81%；十年国债收益率上行10BP至2.93%，活跃十年国债期货节前下跌0.55%。

### 资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>货币>债券**。我们认为目前有三个因素支持市场对2023年国内经济增长的信心，一是12月经济数据表现超预期，二是各地方政府2023年经济增速目标不低，三是春节期间消费较好。前两个因素分别对应国内经济基础韧性强，以及宏观政策稳增长的动力强，市场此前较为担心的是居民消费能否顺利释放。从春节假期消费数据来看：国家税务总局发布的增值税发票数据显示，春节假期全国消费相关行业销售收入比2019年春节假期年均增长12.4%；文旅部测算，今年春节假期全国国内旅游出游人次恢复至2019年同期的88.6%，国内旅游收入恢复至2019年同期的73.1%；2023年春节档电影票房进入历史第二位。春节假期消费表现较好，支持人民币风险资产价格上行趋势，后续需要关注三点：一是春节后劳动力回流的情况，二是两会经济工作的安排，三是二季度前后基建投资落地的情况。

**风险提示**：全球通胀回落偏慢；流动性回流美债；全球新冠疫情不确定。

### 本期观点（2023.1.29）

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	= 关注稳增长政策落地	不变
三个月内	= 经济持续弱复苏	不变
一年内	- 欧美经济衰退影响全球	不变

大类资产	本期观点	观点变化
股票	+ 复苏之下股市受益	超配
债券	- 复苏抬高债市收益率	低配
货币	= 收益率将在2%下方波动	标配
大宗商品	= 经济复苏提振需求	标配
外汇	= 中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

### 相关研究报告

《看好中国经济、铜铝价格上涨》20230128  
 《中银量化多策略行业轮动周报 - 20230119》  
 20230120  
 《2023年债市流动性展望》20230120

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

### 宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 目录

一周概览 .....	4
风险资产表现更优 .....	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得） .....	6
宏观上下游高频数据跟踪 .....	8
大类资产表现 .....	11
A股：节前创业板领涨 .....	11
债券：流动性季节性波动 .....	12
大宗商品：复苏趋势支撑国内大宗商品价格 .....	13
货币类：债基收益率波动加大 .....	14
外汇：人民币偏强 .....	14
港股：复苏是最重要的基本面 .....	15
下周大类资产配置建议 .....	18
风险提示： .....	18

## 图表目录

本期观点 (2023.1.29)	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %)	5
图表 4. 公开市场操作规模	8
图表 5. DR007 与 7 天期逆回购利率走势	8
图表 6. 银行间回购利率表现	8
图表 7. 交易所回购利率表现	8
图表 8. 周期商品高频指标变化	9
图表 9. 铁矿石港口库存表现	9
图表 10. 炼焦煤平均可用天数表现	9
图表 11. 美国 API 原油库存表现	9
图表 12. 美国 API 原油库存周度变动	9
图表 13. 30 大城市商品房周度成交面积表现	10
图表 14. 汽车消费数据表现	10
图表 15. 汽车消费同比增速	10
图表 16. 权益类资产节前涨跌幅	11
图表 17. 十年国债和十年国开债利率走势	12
图表 18. 信用利差和期限利差	12
图表 19. 央行公开市场操作净投放	12
图表 20. 7 天资金拆借利率	12
图表 21. 大宗商品节前表现	13
图表 22. 节前大宗商品涨跌幅 (%)	13
图表 23. 货币基金 7 天年化收益率走势	14
图表 24. 理财产品收益率曲线	14
图表 25. 节前人民币兑主要货币汇率波动	14
图表 26. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	14
图表 27. 恒指走势	15
图表 28. 陆港通资金流动情况	15
图表 29. 港股行业涨跌幅	15
图表 30. 港股估值变化	15
图表 31. 本期观点 (2023.1.29)	18

## 一周概览

### 风险资产表现更优

A 股持续上行。节前沪深 300 指数上涨 2.63%，沪深 300 股指期货上涨 3.01%；焦煤期货节前上涨 1.07%，铁矿石主力合约节前下跌 1.55%；股份制银行理财预期收益率收于 1.6%，余额宝 7 天年化收益率上涨 5BP 至 1.81%；十年国债收益率上行 10BP 至 2.93%，活跃十年国债期货节前下跌 0.55%。

图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 +2.63% 沪深 300 期货 +3.01% 本期评论: 复苏交易抬头 配置建议: 超配	10 年国债到期收益率 2.93%/节前变动 +10BP 活跃 10 年国债期货 -0.55% 本期评论: 经济复苏抬高收益率 配置建议: 低配
大宗	保守
铁矿石期货 -1.55% 焦煤期货 +1.07% 本期评论: 国内复苏, 美元难强 配置建议: 标配	余额宝 1.81%/节前变动 +5BP 股份制理财 3M 1.6%/节前变动 0BP 本期评论: 收益率将在 2% 下方波动 配置建议: 标配

资料来源: 万得, 中银证券

**12 月经济数据好于预期。**节前 A 股指数普涨，大盘股和小盘股估值均继续上升，小盘股估值上升幅度更大。春节假期前央行在公开市场净投放 2.045 万亿元，但节前资金拆借利率仍出现波动上行，周五 R007 利率收于 2.01%，GC007 利率收于 2.85%。节前十年国债收益率收于 2.93%，较上周上行 10BP。12 月经济数据好于市场预期，工业增加值同比增速超预期，同时社零同比增速也较预期明显偏高，从春节假期消费表现看，2023 年消费有一定的释放基础。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源: 万得, 中银证券

美元指数下行至 101 平台。股市方面，节前 A 股指数普涨，领涨的指数是创业板指（3.72%），涨幅靠后的指数是上证综指（2.18%）；港股方面恒生指数上涨 4.37%，恒生国企指数上涨 5.17%，AH 溢价指数下行 2.27 收于 129.29；美股方面，标普 500 指数节前上涨 1.79%，纳斯达克上涨 4.9%。债市方面，节前国内债市跌多涨少，中债总财富指数节前下跌 0.1%，中债国债指数下跌 0.09%，金融债指数下跌 0.11%，信用债指数上涨 0.04%；十年美债利率上行 3 BP，周五收于 3.52%。万得货币基金指数节前上涨 0.03%，余额宝 7 天年化收益率上行 5 BP，周五收于 1.81%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 0.6%，收于 79.38 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.31%，收于 1927.6 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 0.6%，LME 铜上涨 0.92%，LME 铝上涨 1.25%；CBOT 大豆下跌 1.01%。美元指数下跌 0.24% 收于 101.92。VIX 指数上行至 18.51。美元指数继续下行，提振国际大宗商品价格表现，但国际原油价格持续疲弱，仍受全球经济增速下行预期拖累。

图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2023/1/16 上期涨跌幅	- 本月以来	2023/1/27 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,264.81	2.18	1.19	5.68	5.68
	399001.SZ	深证成指	11,980.62	3.26	2.06	8.76	8.76
	399005.SZ	中小板指	7,858.43	2.84	1.77	7.06	7.06
	399006.SZ	创业板指	2,585.96	3.72	2.93	10.19	10.19
	881001.WI	万得全 A	5,156.53	2.80	1.22	7.09	7.09
	000300.SH	沪深 300	4,181.53	2.63	2.35	8.00	8.00
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	219.50	(0.10)	(0.07)	0.03	0.03
	CBA00603.C	中债国债	213.35	(0.09)	(0.16)	(0.18)	(0.18)
	CBA01203.C	中债金融债	220.07	(0.11)	(0.14)	(0.18)	(0.18)
	CBA02703.C	中债信用债	202.66	0.04	(0.01)	0.28	0.28
	885009.WI	货币基金指数	1,651.22	0.03	0.04	0.11	0.11
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	79.38	(0.60)	8.54	(1.10)	(1.10)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,927.60	0.31	2.85	5.55	5.55
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	4,179.00	0.60	2.53	2.25	2.25
	CA.LME	LME 铜	9,270.00	0.92	7.57	10.73	10.73
	AH.LME	LME 铝	2,627.50	1.25	12.83	10.49	10.49
	S.CBT	CBOT 大豆	1,512.25	(1.01)	2.41	(0.77)	(0.77)
货币	-	余额宝	1.81	5 BP	-10 BP	0 BP	0 BP
	-	银行理财 3M	1.60	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USD.XF	美元指数	101.92	(0.24)	(1.68)	(1.51)	(1.51)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.77	(0.96)	2.17	2.55	2.55
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.34	(1.01)	(0.84)	0.31	0.31
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.25	(0.46)	(2.17)	0.16	0.16
港股	HSI.HI	恒生指数	22,688.90	4.37	3.56	14.70	14.70
	HSCEI.HI	恒生国企	7,773.61	5.17	3.47	15.94	15.94
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	129.29	(2.27)	(1.13)	(4.77)	(4.77)
美国	SPX.GI	标普 500	4,070.56	1.79	2.67	6.02	6.02
	IXIC.GI	NASDAQ	11,621.71	4.90	4.82	11.04	11.04
	UST10Y.GBM	十年美债	3.52	3 BP	-6 BP	-36 BP	-36 BP
	VIX.GI	VIX 指数	18.51	0.87	(13.16)	(14.58)	(14.58)
	CRB.RB	CRB 商品指数	277.66	0.63	4.19	(0.03)	(0.03)

资料来源：万得，中银证券

## 要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

国家统计局发布数据显示，2022年12月份，我国社会消费品零售总额同比下降1.8%，预期降6.5%，前值降5.9%，全年累计为下降0.2%。规模以上工业增加值同比增长1.3%，预期0.6%，前值2.2%，全年累计为增长3.6%。2022年1-12月固定资产投资（不含农户）同比增长5.1%，预期增5.1%，1-11月增速为5.3%。统计局指出，2023年中国经济一定会整体好转，特别是当前物价总体处在稳定的、可控的状态，为多方面储备使用相关宏观调控政策工具留有比较好的空间。

统计局数据显示，2022年中国居民人均可支配收入36883元，比上年名义增长5.0%，扣除价格因素实际增长2.9%，与经济增长基本同步。2022年全国居民人均消费支出24538元，比上年名义增长1.8%，扣除价格因素影响，实际下降0.2%。

中国2022年12月70城房价出炉，新建商品住宅价格环比下降城市有55个，比上月增加4个；二手住宅价格环比下降城市有63个，比上月增加1个。共有40个城市新房价格连续3个月呈现环比下降，根据首套住房贷款利率政策动态调整机制，这些城市房贷利率有望做出调整。

国务院常务会议要求，持续抓实当前经济社会发展工作，推动经济运行在年初稳步回升；推动消费加快恢复和保持外贸外资稳定，增强对经济的拉动力。会议指出，深入落实稳经济一揽子政策和接续措施，推动重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量，实施好原定延续执行的增值税减免等政策。坚持“两个毫不动摇”，依法保护民营企业权益。支持平台经济持续健康发展。推动企业节后快速复工复产。上下共同努力，巩固和拓展经济运行回升势头。

国务院副总理刘鹤在世界经济论坛2023年年会上表示，2023年中国经济将实现整体性好转，增速达到正常水平是大概率事件，预计今年进口会明显增加，企业会加大投资力度，居民消费会回归常态。刘鹤指出，房地产业是中国国民经济的支柱产业，从未来看，中国仍处于城市化较快发展阶段，巨大的需求潜力将为房地产业发展提供有力支撑。

国务院副总理刘鹤与美财政部长耶伦会谈。双方讨论了深化宏观经济和金融领域合作的有关问题。中方表达了对美国对华经贸和技术政策的关切，希望美方重视这些政策对双方的影响。中方欢迎耶伦财长今年适当时候访问中国。双方同意经贸团队在各个层级继续保持沟通交流。

全国31个省（自治区、直辖市）定出2023年GDP增长目标。其中，海南省2023年GDP增长目标最高，为9.5%左右，广东省、山东省均为增长5%以上，江苏省为增长5%左右，北京市为增长4.5%以上，上海市为增长5.5%以上。

上交所、深交所和中国结算正式发布港股通交易日历优化配套规则和通知，为确保改革平稳落地实施，实施时间将另行通知。此次港通交易日历优化，放开了两地市场均为交易日时的全部港股通交易，增加了可交易天数和投资机会。据测算，预计2023年全年无法参与交易的天数同比将减少约一半。对于参与港股通交易的个人投资者，除了增加交易天数以外，在资金交收等方面并无影响。

国务院联防联控机制介绍，我国尚未监测到德尔塔克戎变异株。目前各省份已度过三个高峰：发热门诊高峰、急诊高峰和在院重症患者人数高峰都已度过。医疗机构的正常医疗服务正在恢复。

国家发改委等19个部门印发《关于推动大型易地扶贫搬迁安置区融入新型城镇化实现高质量发展的指导意见》，明确要促进高质量充分就业，全面促进多元化就业，大力支持多业态创业，全方位提升就业技能，推进有序落户城镇。

全国住房和城乡建设工作会议强调，当前和今后一段时期，要抓好建筑市场发展，从“严进、松管、轻罚”向“宽进、严管、重罚”转变。要坚持“房住不炒”定位，以增信心、防风险、促转型为主线，促进房地产市场平稳健康发展。要以发展保障性租赁住房为重点，加快解决新市民、青年人等群体住房困难问题。今年全国各类保障性住房和棚改安置住房目标为360万套（间），新开工改造城镇老旧小区5.3万个以上。

十七部门印发《“机器人+”应用行动实施方案》，目标是到2025年，制造业机器人密度较2020年实现翻番，服务机器人、特种机器人行业应用深度和广度显著提升。

据人社部透露，截至2022年底，全国基本养老、失业、工伤保险结余7.4万亿元，基本养老金实际投资运营规模1.62万亿元；个人养老金参加人数1954万人，缴费人数613万人，总缴费金额142亿元。

深圳保障性住房体系将演变为公共租赁住房、保障性租赁住房、共有产权住房三大系统。其中，共有产权住房售价按土地出让时市场参考价格的50%左右确定，购房者需持有的产权份额原则上不低于50%，购房满五年可以申请转让给符合条件的对象。

多家在线旅游平台的长线旅游产品比例提升。去哪儿数据显示，800 公里以上航线预订量占比达九成以上，连续预订 3 天以上酒店的订单量同比增长两成。而在同程旅行平台，1 月 1 日至 8 日，春节出行的国内长线度假游产品咨询量同比上涨近 20 倍。

中国疾控中心发布全国新冠病毒感染情况显示，在 2022 年 12 月 22 日前后，感染人数、发热门诊诊疗人数达到峰值。感染人数每日最多新增超 700 万，发热门诊诊疗人次最高峰每日 286.7 万，重症患者数量最高峰每日增量近 1 万，死亡病例数于 1 月 4 日达到每日峰值 4273 例。监测结果表明，此轮疫情流行株为 BA.5.2 和 BF.7，未发现新的变异株。

文化和旅游部发布通知，2 月 6 日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务。即日起，旅行社及在线旅游企业可开展产品发布、宣传推广等准备工作。试点名单包括泰国、印尼、马尔代夫、马来西亚、新加坡、瑞士等 20 个国家。

据央视新闻，联合国发布《2023 年世界经济形势与展望》报告预测，2023 年世界经济增长将从 2022 年的约 3% 降至 1.9%。报告同时预测，2023 年中国经济增长将会加速。随着中国政府优化防疫政策、采取利好经济措施，未来一段时间中国的国内消费需求也会上涨，中国经济增长今年将达到 4.8%。

2023 年春节档电影票房进入历史第二位。据国家电影局初步统计，2023 年春节档电影总票房达 67.58 亿元，同比增长 11.89%；观影人次为 1.29 亿，增长 13.16%。

2023 年春节假期，我国铁路、公路、水路、民航共发送旅客约 2.26 亿人次。具体来看，全国铁路共发送旅客约 5017.4 万人次，民航共发送旅客约 900.6 万人次。

经文旅部测算，今年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期的 88.6%。实现国内旅游收入 3758.43 亿元，同比增长 30%，恢复至 2019 年同期的 73.1%。春节假日全国文化和旅游市场总体安全平稳有序。

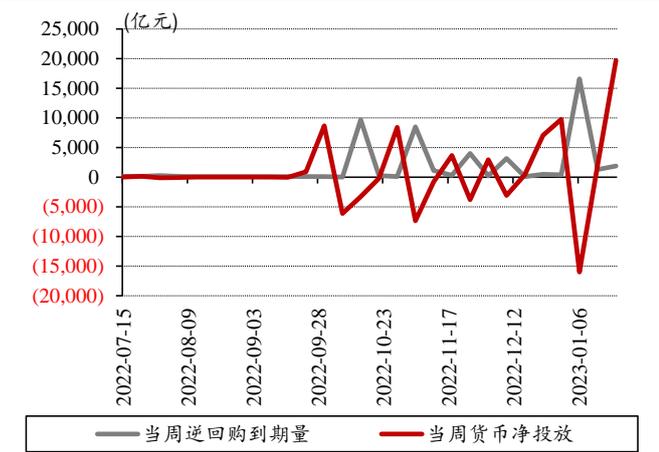
国家税务总局发布的增值税发票数据显示，春节假期，全国消费相关行业销售收入与上年春节假期相比增长 12.2%，比 2019 年春节假期年均增长 12.4%。其中，商品消费和服务消费同比分别增长 10% 和 13.5%，比 2019 年春节假期年均分别增长 13.1% 和 8.1%。春节假期，旅行社及相关服务业销售收入同比增长 1.3 倍，已恢复至 2019 年春节假期的 80.7%。旅游饭店、经济型连锁酒店销售收入同比分别增长 16.4%、30.6%，分别恢复至 2019 年春节假期的 73.4%、79.9%。

## 宏观上下游高频数据跟踪

春节假期期间，消费相关数据修复明显。票房方面，据国家电影局初步统计，2023年春节档电影总票房达67.58亿元，同比增长11.89%；观影人次为1.29亿，增长13.16%。旅游出行方面，据文旅部数据，2023年春节假期，国内旅游人次实现30800万人，较2022年同期增长22.71%，约为2019年规模的74.22%，节前防疫政策优化，居民消费活动集中修复。

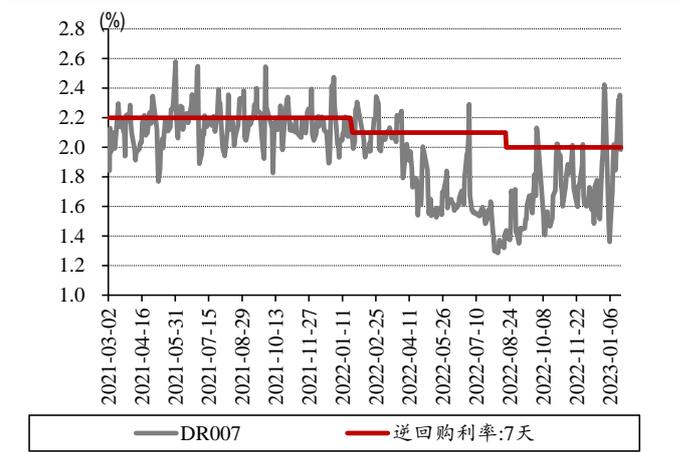
截至1月20日，公开市场逆回购到期量为1890亿元；为补充春节期间流动性需求，节前一周，央行流动性实现净投放，共计在公开市场资金净投放19660亿元。

图表 4. 公开市场操作规模



资料来源：万得，中银证券

图表 5. DR007 与 7 天期逆回购利率走势

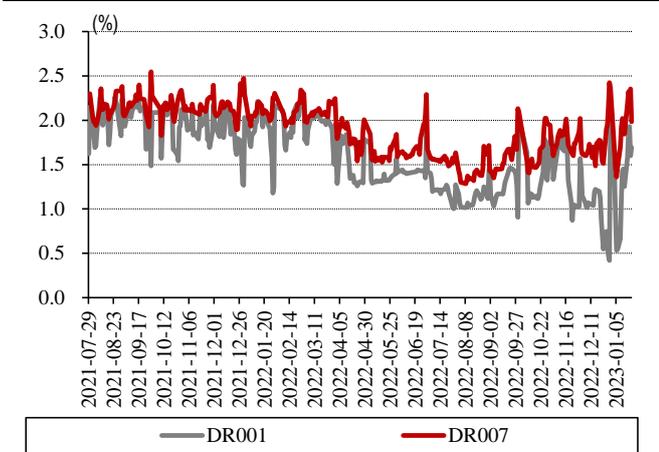


资料来源：万得，中银证券

银行间市场方面，截至1月20日，DR001与DR007利率分别为1.6934%、1.9840%，较前一周分别变动44BP、13BP，交易所市场方面，R001与R007利率分别为1.7185%、2.0059%，较前一周分别变动33BP、2BP。

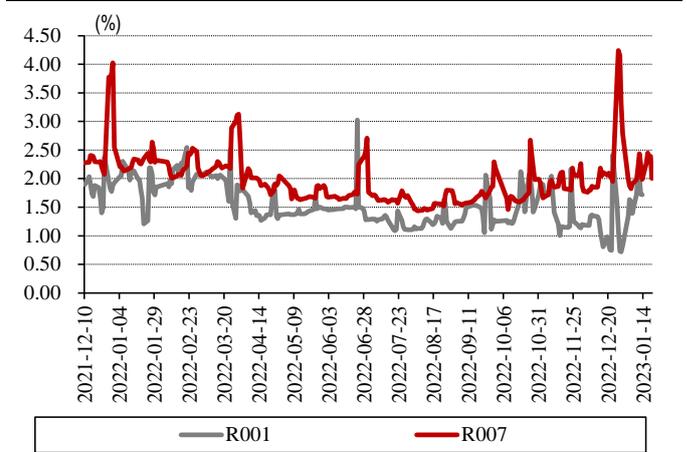
金融机构融资成本方面，银行体系资金成本仍然较低。7天期逆回购与DR007差值为0.0160%，较前一周变动-13BP，DR007、R007之差较上周收窄，总体而言，狭义流动性维持相对宽松。

图表 6. 银行间回购利率表现



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 交易所回购利率表现



资料来源：万得，中银证券

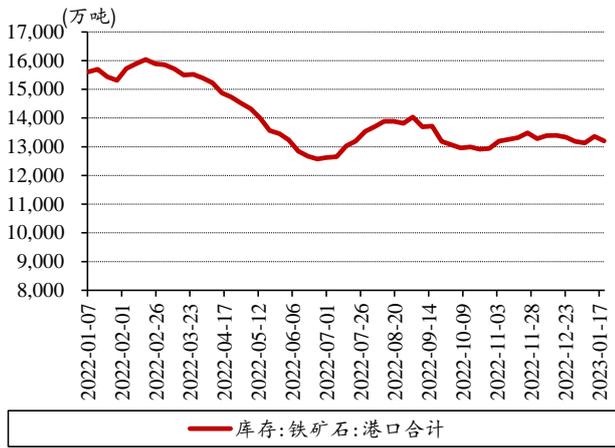
上游周期品方面，节前最后一周，钢厂开工率延续下降，短、长流程电炉钢厂开工率分别较前一周变动-11.46和-3.33个百分点；铁矿石港口库存较上周变动-157.21万吨；炼焦煤可用天数较上周变动0.26天。各地区炼焦开工率表现不一，东北、西北地区开工率下降，华东、华北地区开工率较前周小幅上升。

图表 8. 周期商品高频指标变化

周期品种	指标	当周值	周变动	较年初变动
水泥	库容比 (%)	72.21	0.07	9.13
钢材	短流程电炉钢厂开工率 (%)	8.33	(11.46)	(42.71)
	长流程电炉钢厂开工率 (%)	50.00	(3.33)	(6.67)
	开工率:东北地区 (%)	50.80	(6.70)	(13.48)
	开工率:华北地区 (%)	77.20	0.20	0.88
炼焦	开工率:西北地区 (%)	59.70	(1.10)	(5.57)
	开工率:华中地区 (%)	82.90	0.00	1.61
	开工率:华东地区 (%)	81.40	1.10	13.76
	开工率:西南地区 (%)	55.90	0.00	1.15

资料来源：万得，中银证券，水泥库容比为前一周数据

图表 9. 铁矿石港口库存表现



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 炼焦煤平均可用天数表现



资料来源：万得，中银证券

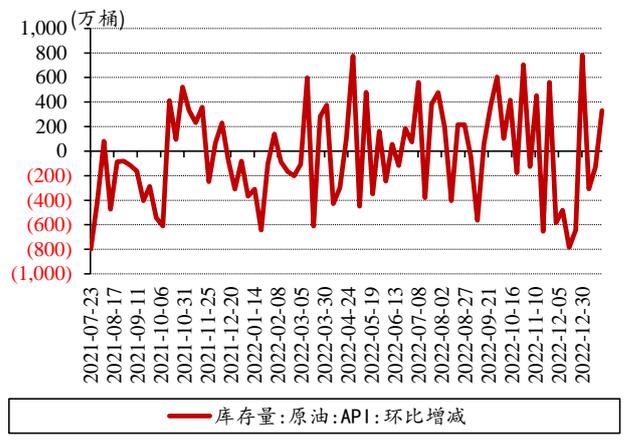
海外机构持仓方面，截至1月27日，SPDR黄金ETF持仓总价值变动0.05%。原油库存方面，1月20日当周，美国API原油库存上升，周环比变动337.80万桶。

图表 11. 美国 API 原油库存表现



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 美国 API 原油库存周度变动



资料来源：万得，中银证券

图表 13.30 大城市商品房周度成交面积表现

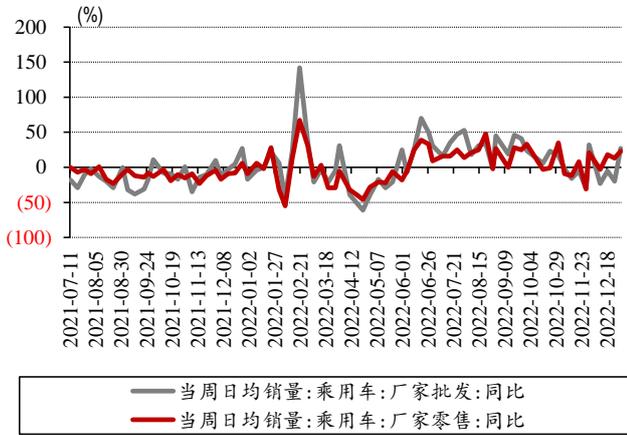


资料来源: 万得, 中银证券, 商品房成交为前一周数据

房地产方面, 截至 1 月 22 日, 30 大城市商品房单周成交面积有所下降, 单周成交面积环比变动-156.16 万平方米, 主要受到春节假期影响。11 月以来, 地产行业受到政策多维度支持, 商品房成交有望迎来回暖, 但需关注政策落实程度, 并静待市场预期扭转。

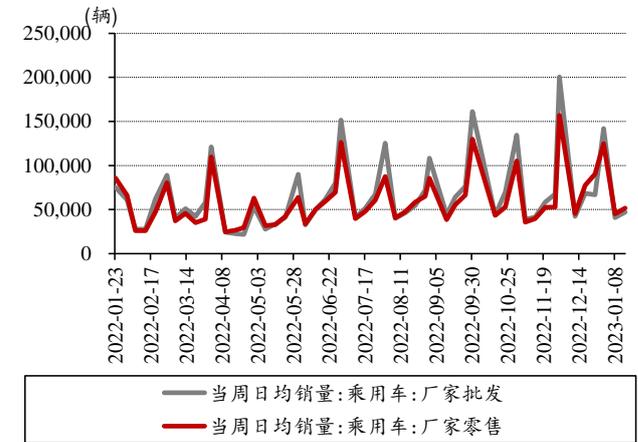
根据万得数据, 1 月 15 日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速均为-18%, 数据增速回落, 考虑到年末冲量及春节假期来临, 当前数据回落为正常表现。我们认为, 在扩内需、促消费的背景之下, 汽车消费仍具备上行动力, 2023 年全年汽车消费提振值得期待。

图表 14. 汽车消费数据表现



资料来源: 万得, 中银证券, 乘用车数据为前一周更新数据

图表 15. 汽车消费同比增速



资料来源: 万得, 中银证券, 乘用车数据为前一周更新数据

## 大类资产表现

### A 股：节前创业板领涨

复苏预期影响投资者风险偏好提高。节前市场指数普涨，领涨的指数包括创业板指（3.72%）、中证1000（3.37%）、深证成指（3.26%），涨幅靠后的指数包括上证红利（1.52%）、上证50（1.77%）、上证180（2.16%）。行业方面涨多跌少，领涨的行业有计算机（7.71%）、电子元器件（6.36%）、有色金属（5.56%），下跌的行业仅有食品饮料（-0.82%）、轻工制造（-0.64%）。节前A股整体上涨，但对经济复苏的乐观预期推动投资者更加偏好弹性较好的创业板。

图表 16. 权益类资产节前涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
创业板指	3.72	计算机	7.71	去 IOE 指数	9.35
中证 1000	3.37	电子元器件	6.36	网络安全指数	8.36
深证成指	3.26	有色金属	5.56	芯片国产化指数	7.36
上证 180	2.16	汽车	0.24	保底增持指数	0.93
上证 50	1.77	轻工制造	(0.64)	电子商务指数	0.75
上证红利	1.52	食品饮料	(0.82)	新零售指数	0.27

资料来源：万得，中银证券

### A 股一周要闻（新闻来源：万得）

机器人+ | 十七部门印发《“机器人+”应用行动实施方案》，目标是到 2025 年，制造业机器人密度较 2020 年实现翻番，服务机器人、特种机器人行业应用深度和广度显著提升。

造船业 | 据工信部，2022 年，我国造船完工量、新接订单量和手持订单量以载重吨计分别占全球总量的 47.3%、55.2% 和 49.0%，以修正总吨计分别占 43.5%、49.8% 和 42.8%，国际市场份额均保持世界第一。

基建 | 发改委介绍，2023 年将进一步加力支持新型基础设施建设，春节前后将集中下达一批中央预算内投资，支持新型基础设施领域重大项目建设，特别是将显著加大对中西部偏远地区信息网络建设投入。

新能源车 | 工信部表示，我国新能源汽车已进入全面市场拓展期，将会同有关部门建立新能源汽车产业发展协调机制，进一步研究和明确新能源汽车后续的支持政策。

新能源 | 工信部等六部门联合发布《关于推动能源电子产业发展的指导意见》，提出把促进新能源发展放在更加突出的位置，积极有序发展光能源、硅能源、氢能源、可再生能源，引导太阳能光伏、储能技术及产品各环节均衡发展，促进“光储端信”深度融合和创新应用。

游戏 | 国家新闻出版署发布 2023 年首批游戏版号，共有 88 款游戏获批，腾讯《元梦之星》、网易《超凡先锋》以及恺英网络、完美世界、三七互娱、米哈游、中青宝、咪咕互娱等旗下游戏在列。

旅游 | 多家在线旅游平台的长线旅游产品比例提升。去哪儿数据显示，800 公里以上航线预订量占比达九成以上，连续预订 3 天以上酒店的订单量同比增长两成。而在同程旅行平台，1 月 1 日至 8 日，春节出行的国内长线度假游产品咨询量同比上涨近 20 倍。

光伏产业 | 《四川省工业“珠峰攀登”行动方案（征求意见稿）》提出，推动成（都）乐（山）眉（山）晶硅光伏产业一体化发展，建设世界级晶硅光伏产业基地。

有色金属 | 国内外铜价分别走出 4 连涨、5 连涨，在低库存、美元走弱、房地产回暖的背景下，机构普遍看好铜板块，预计今年将迎来较大反弹。

餐饮 | 上海市商务委表示，随着近期疫情影响逐渐消退，年夜饭堂食退订的复订率快速提升，年夜饭堂食预订已达 80% 以上。此外，预制菜外卖深受青睐，经餐饮烹饪行业协会初步统计，今年年夜饭预制菜供应量同比增长近 20%。

## 债券：流动性季节性波动

债市赎回风险下降，但春节假期前流动性波动影响利率上行。十年期国债收益率周五收于 2.93%，节前上行 10BP，十年国开债收益率周五收于 3.09%，较上周五上行 3BP。节前期限利差下行 1BP 至 0.78%，信用利差上行 3BP 至 0.69%。

图表 17. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

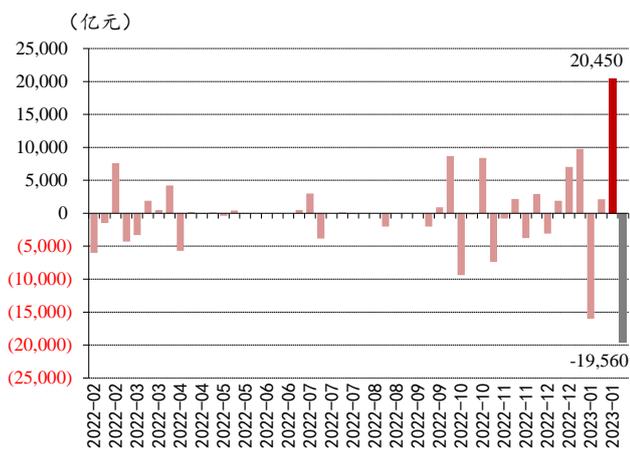
图表 18. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

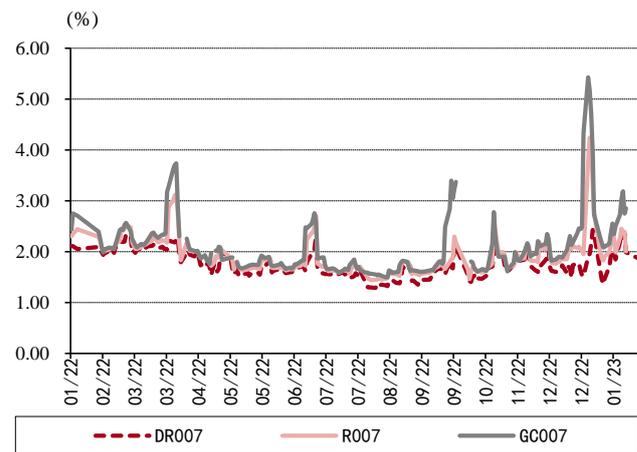
**流动性季节性波动。**节前央行在公开市场净投放 2.045 万亿元，受春节假期临近影响，资金拆借利率继续出现走高和分化并存的情况，但央行加大公开市场投放，利率最终有所回落，并在节后持续下行，周五 R007 利率收于 2.01%，交易所资金 GC007 利率收于 2.85%。从季节性看，央行将在节后开始净回笼流动性，但考虑到今年稳增长诉求较强，工业生产和投资落地的融资需求也将在 2 月集中释放，关注央行回笼资金的情况以及是否调降融资利率，或将定调上半年流动性环境。

图表 19. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

## 债券一周要闻 (新闻来源：万得)

1 月 LPR 报价连续 5 个月持稳，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%。

交易商协会数据显示，2022 年，银行间债券市场债务融资工具全年发行 89717 亿元，期末债务融资工具存量 145164 亿元，同比增长 4%。其中，民营企业全年发行债务融资工具约 5500 亿元，同比增长 20%；房企发行债务融资工具 2928 亿元，同比增长 11%。

## 大宗商品：复苏趋势支撑国内大宗商品价格

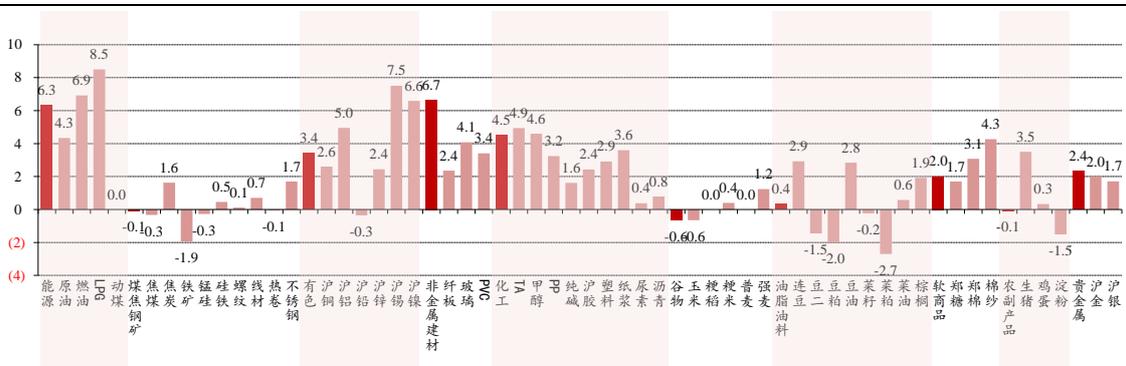
能源和周期品价格继续领涨。节前商品期货指数上涨 1.77%。从各类商品期货指数来看，上涨的有非金属建材（6.66%）、能源（6.33%）、化工（4.5%）、有色金属（3.44%）、贵金属（2.36%）、油脂油料（0.36%），下跌的有煤焦钢矿（-0.07%）、谷物（-0.64%）。各期货品种中，节前涨幅较大的大宗商品有 LPG（8.5%）、沪锡（7.51%）、燃油（6.92%），跌幅靠前的则有菜粕（-2.69%）、豆粕（-2%）、铁矿（-1.94%）。复苏预期仍是大宗商品价格上涨的支撑。

图表 21. 大宗商品节前表现

商品 +1.77%	能源 +6.33%	煤焦钢矿 -0.07%
有色金属 +3.44%	非金属建材 +6.66%	化工 +4.5%
谷物 -0.64%	油脂油料 +0.36%	贵金属 +2.36%

资料来源：万得，中银证券

图表 22. 节前大宗商品涨跌幅（%）



资料来源：万得，中银证券

### 大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

国际能源署(IEA)发布最新月报表示，2023 年全球石油需求料将增长 190 万桶/日，需求总量将达到创纪录的 1.017 亿桶/日，远高于疫情前的水平。尽管欧洲和美国可能出现经济衰退，但随着中国优化疫情防控政策，石油需求将迎来反弹，中国料将占 2023 年石油需求增长的半数。

欧佩克发布最新月报，预计今年中国的石油需求将反弹，并推动全球经济增长，但对世界经济前景仍持“谨慎乐观”态度。月报预计，2023 年全球石油需求将增加 220 万桶/日，达到 1.0177 亿桶/日；一季度原油市场供需将保持平衡，欧佩克平均需要提供 2885 万桶/日的石油，比上个月预测减少约 12 万桶。欧佩克秘书长表示，准备“不惜一切代价”保持今年的石油市场平衡。

在设定煤炭价格上限一个月后，澳大利亚政府对煤炭又添新政。澳大利亚大型煤矿公司正在与新南威尔士州政府进行谈判，计划将最高达 10% 的煤炭产量用于国内供应。

欧洲天然气基础设施协会（GIE）的数据显示，截至 1 月 20 日晨，欧洲地下储气库的储量约为 865 亿立方米，填充率 79.49%，降到 80% 以下。但与去年不足 50% 的填充率相比，当前储气量水平仍然很高。

国家发改委等三部门提醒告诫有关铁矿石贸易企业和期货公司：不得编造发布虚假信息，不得选择性引用数据和信息、故意渲染涨价氛围，不得捏造散布涨价信息，不得哄抬价格，不得过度投机炒作。

据中国黄金协会数据，2022 年，国内原料黄金产量为 372.048 吨，同比增长 13.09%；黄金消费量 1001.74 吨，同比下降 10.63%。另外，2022 年进口原料产金 125.784 吨，同比增长 9.78%。

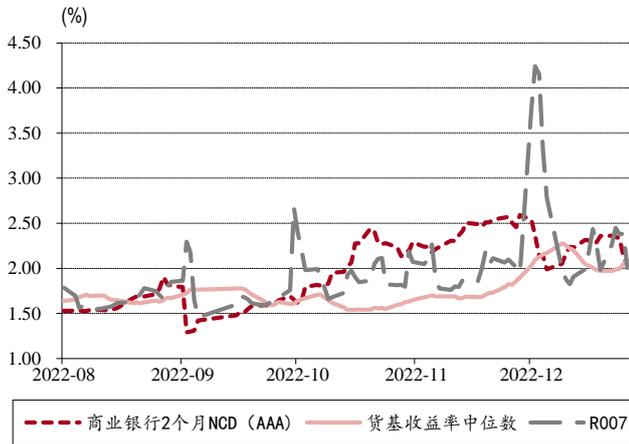
农业农村部：生猪存栏连续 8 个月增长，猪肉产量已经恢复到正常水平；在春节后猪价低迷时期，配合有关部门适时启动政府猪肉储备，与产能调控衔接联动，聚力做好生猪稳产保供稳价工作。

国务院常务会议要求，不误农时抓好春耕备耕，二月初有关部门要作全面部署，层层压实责任。尽快明确各地粮食和油料生产目标，确保春耕面积落实，稳住大豆种植面积。落实最低收购价、生产者补贴等政策，加大对大豆种植支持力度。

## 货币类：货基收益率波动加大

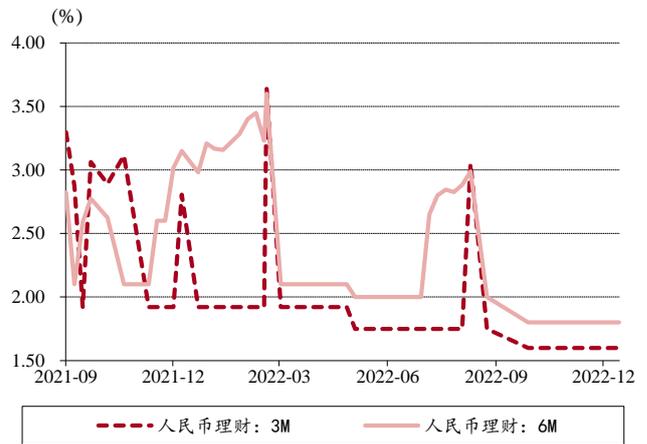
春节假期后货币基金收益率仍将回落。节前余额宝 7 天年化收益率上行 5BP，周五收于 1.81%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率收于 1.8%。节前万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.09%。预计随着春节假期后拆借利率回落，货币基金收益率将继续回落至 2% 下方。

图表 23. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 理财产品收益率曲线

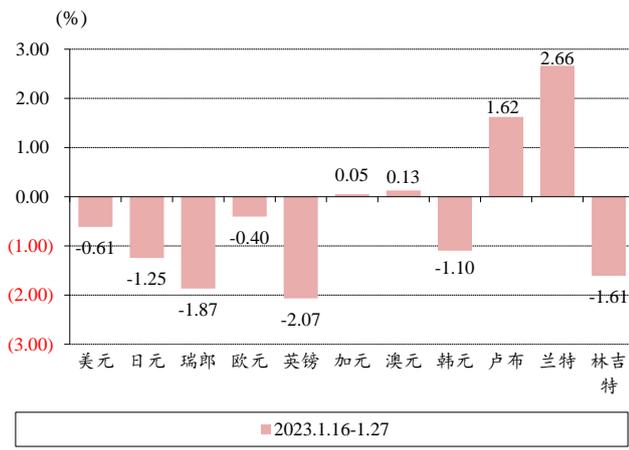


资料来源：万得，中银证券

## 外汇：人民币偏强

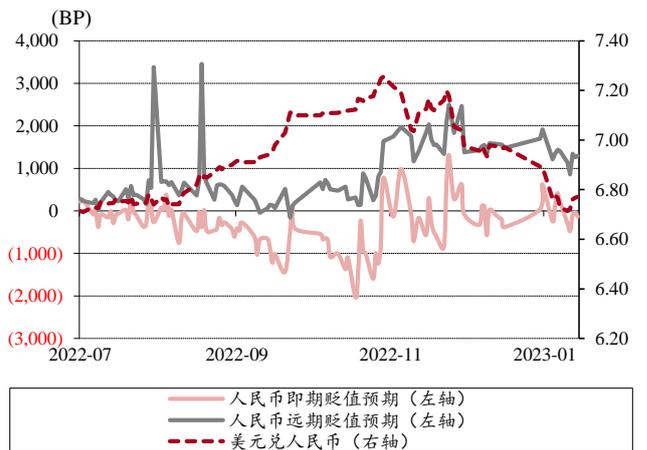
人民币兑美元中间价节前上行 410BP，至 6.7702。节前人民币对兰特(2.66%)、卢布(1.62%)、澳元(0.13%)、加元(0.05%)升值，对欧元(-0.4%)、美元(-0.61%)、韩元(-1.1%)、日元(-1.25%)、林吉特(-1.61%)、瑞郎(-1.87%)、英镑(-2.07%)贬值。弱美元继续支撑人民币汇率。

图表 25. 节前人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

## 外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

据商务部数据，2022 年，全国实际使用外资金额 12326.8 亿元，按可比口径同比增长 6.3%（折合 1891.3 亿美元，增长 8%）。其中，制造业实际使用外资 3237 亿元，同比增长 46.1%；高技术产业实际使用外资增长 28.3%，占全国 36.1%。

央行数据显示，2022 年 12 月末外汇占款余额为 214712.28 亿元，环比增加 938.79 亿元，为连续三个月增加，全年累计增加 1845.08 亿元。

## 港股：复苏是最重要的基本面

北上资金继续大幅净流入。节前港股方面恒生指数上涨 4.37%，恒生国企指数上涨 5.17%，AH 溢价指数下行 2.27 收于 129.29。行业方面节前领涨的有原材料业（7.97%）、工业（6.99%）、能源业（6.94%），下跌的仅有必需性消费（-0.55%）。节前南下资金总量 25.55 亿元，同时北上资金总量 485.16 亿元。陆港通资金近期偏好 A 股。

图表 27. 恒指走势



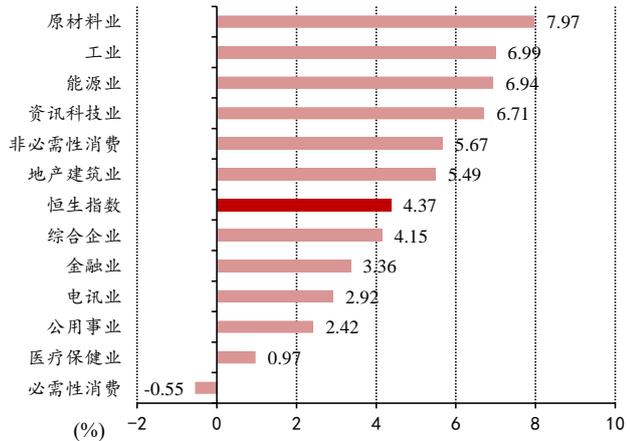
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 陆港通资金流动情况



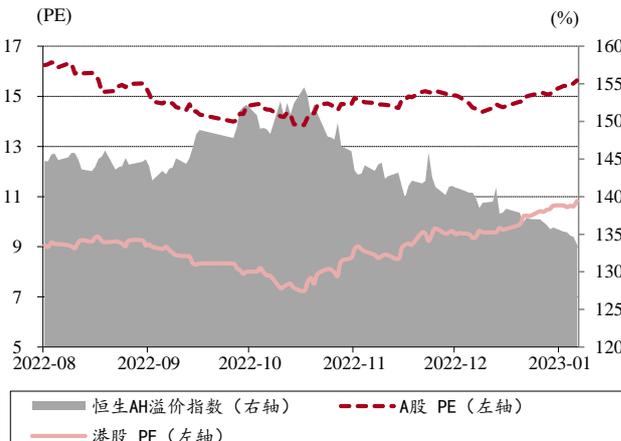
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

## 港股及海外一周要闻 (新闻来源：万得)

美国联邦政府债务达到 31.38 万亿美元的上限，美国财政部开始采取特别措施，以防止联邦政府违约。美国财长耶伦表示，“暂停发债期”从 1 月 19 日开始，将持续到 6 月 5 日。美国财政部将使用两个政府运营的退休基金作为财政资源，此举将使财政部在不提高整体债务水平的情况下，能够继续付款。

美联储经济状况褐皮书：美国经济活动整体上相对持平；五个地区称经济活动整体上略有增长，六个地区称没有变化或略微回落，另外一个称显著下滑；在大多数地区，销售价格以温和的速度增长，但许多人表示增长速度比最近报告期有所放缓；大多数地区的就业继续以温和的速度增长。

欧洲央行 12 月会议纪要显示，许多官员最初倾向于加息 75 个基点，但最终同意加息 50 个基点，同时拉加德公开承诺在以后的会议上会有更多这种幅度的加息举动。官员们还同意量化紧缩的步伐缓于一些官员寻求的速度。欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行将继续提高利率，并将利率保持在限制性区域，直到将通胀率降至 2% 的目标。

日本央行行长候选人伊藤隆敏表示，日本央行可能在年中将 10 年前国债收益率区间上限提高到 0.75% 或 1%；今年可能会放弃负利率政策，这将取决于通货膨胀和工资的发展。

英国央行行长贝利表示，英国整体通胀率连续两个月下降是一个信号，表明英国经济可能已经度过了生活成本压力最严重的时期。但工资上涨和劳动力市场紧张令通胀依然面临上行风险。

加拿大央行加息 25 个基点至 4.5%，为连续第八次加息，利率创 2007 年 10 月以来最高水平。该行明确表示，预计接下来将按兵不动，以评估快速收紧政策带来的影响。不过，加拿大央行同时警告称，如果经济数据意外走强，则可能需要进一步加息。该行还上调 2022 级 2023 年经济增长预期，同时下调通胀预期。

欧洲央行行长拉加德表示，仍然需要大幅加息；我们将保持恢复通胀至目标的货币政策路径不变；我们必须压低欧元区的通胀。

日本央行货币政策会议纪要显示，委员们一致认为，要继续当前的宽松货币政策，以可持续和稳定的方式实现物价稳定目标。部分委员指出，日本央行有必要明确解释，扩大 10 年期日本国债收益率波动区间，是在全球通胀压力加剧的情况下，使当前货币宽松更具可持续性的政策措施，而不是转向退出货币宽松的政策变化。

日本首相岸田文雄明确表示将更换日本央行行长，并将于 2 月向国会提交人事议案。

印尼央行加息 25 个基点至 5.75%，符合市场预期。挪威央行按兵不动，维持利率在 2.75% 不变。土耳其央行维持基准利率在 9% 不变，符合市场预期。

美国 2022 年 12 月零售销售环比降 1.1%，预期降 0.8%，11 月数据下修至降 1%；核心零售销售环比降 1.1%，预期降 0.4%，前值由降 0.2% 修正至降 0.6%。

美国 12 月 PPI 环比下降 0.5%，为 2020 年 4 月以来最大降幅，同比则上扬 6.2%，低于预期的增长 6.8%。核心 PPI 当月上涨 0.1%，同比攀升 5.5%。

美国 12 月新屋开工数下降 1.4% 至折年率 138 万套，为五个月来低点，连续第四个月下滑。2022 年新开工数下降 3%，为自 2009 年以来首次出现年度下滑。

美国第四季度实际 GDP 初值年化环比增 2.9%，高于预期的 2.6%，较前值 3.2% 有所回落。第四季度核心 PCE 物价指数升 3.9%，为 2021 年第一季度以来新低，低于预期的 4%，前值为 4.7%。实际个人消费支出环比升幅意外降至 2.1%，预期为升 2.9%。此外，美国 12 月耐用品订单环比增 5.6%，为 2020 年 7 月以来最大增幅，远超预期的 2.5%。上周初请失业金人数意外降至 18.6 万人，创 2022 年 4 月 23 日当周以来新低，预期 20.5 万人。

美国 2022 年 12 月核心 PCE 物价指数同比增长 4.4%，预期 4.4%，前值 4.7%；环比增长 0.3%，预期 0.3%，前值 0.2%。美国 1 月一年期通胀率预期为 3.9%，创 2021 年 4 月以来新低，预期为 4%，前值为 4%。

美国 2022 年 12 月个人支出环比下跌 0.2%，预期下降 0.1%，前值由增长 0.1% 修正至下降 0.1%。

美国 12 月二手房销售环比下滑 1.5% 至年化 402 万户，创 2010 年 11 月以来新低，为连续第 11 个月下滑。2022 年全年二手房销售下降 17.8%，创下 2008 年以来最大跌幅。

韩国 2022 年第四季度 GDP 初值环比下降 0.4%，为 2020 年第二季以来单季 GDP 时隔 10 个季度再次出现负增长。2022 年全年增速达到 2.6%，连续两年保持正增长。

美国 1 月 Markit 制造业 PMI 初值 46.8，预期 46，前值 46.2；服务业 PMI 初值 46.6，预期 45，前值 44.7；综合 PMI 初值 46.6，预期 46.4，前值 45。

欧元区 1 月制造业 PMI 初值 48.8，为 2022 年 8 月以来新高，预期 48.5，前值 47.8；服务业 PMI 初值 50.7，预期 50.2，前值 49.8；综合 PMI 初值 50.2，预期 49.8，前值 49.3。

日本财务省初步统计显示，2022 年日本贸易收支逆差达 19.97 万亿日元，创有可比统计以来新高。当年 12 月出口同比增 11.5%，进口同比增 20.6%，进出口额均为历史同期最高纪录。

英国火车司机拒绝铁路公司的最新薪酬提议，将于 2 月 1 日和 3 日进行罢工，此举可能会使得英国铁路网络陷入瘫痪。在第一天举行罢工的同时，英国教师和多达 10 万名公务员也将同步举行罢工。

世界经济论坛发布《2023 年 1 月首席经济学家展望》显示，2/3 的受访经济学家预计 2023 年全球经济将陷入衰退。约 18% 的受访者认为全球经济“极有可能”陷入衰退，这一比例是 2022 年 9 月调查结果的两倍还多。

美国政府与欧洲联盟委员会达成协议，加速并强化人工智能（AI）在农业、卫生保健、应急响应、气候预测和电网等领域应用合作。

联合国发布报告预测，2023 年世界经济增长将从 2022 年的约 3% 降至 1.9%。在新冠疫情、乌克兰危机、高通货膨胀和气候变化等影响下，2022 年世界经济遭受重创，2023 年世界经济继续承压。如果一些宏观经济逆风能够开始消退，世界经济增长将在 2024 年回升至 2.7%。

德国政府发布年度经济报告，将 2023 年 GDP 增长预期由萎缩 0.4% 上调至增长 0.2%，通胀预期则由 7% 下调至 6%。德国经济部长表示，该国经济可能出现技术性衰退，但将免于急剧下滑。

日本《产经新闻》发布预测显示，由于近期日元贬值导致以美元计价的日本 GDP 增长萎缩，再加上被称为“日本病”的低增长影响了经济，日本 GDP 可能在今年被德国赶超，跌至第四位。另外，日本政府最新敲定的 2023 年度经济预期显示，剔除物价变动影响的实际 GDP 增长率为 1.5%，名义 GDP 增长率为 2.1%。

日本政府敲定 2023 财年预算案，一般公共预算总额为 114.3812 万亿日元，较 2022 财年增加 6.7848 万亿日元，首次超过 110 万亿日元，创历史新高。

## 下周大类资产配置建议

**12月经济数据超预期。**2022年12月份，我国社会消费品零售总额同比下降1.8%，预期降6.5%，前值降5.9%，全年累计为下降0.2%。规模以上工业增加值同比增长1.3%，预期0.6%，前值2.2%，全年累计为增长3.6%。2022年1-12月固定资产投资（不含农户）同比增长5.1%，预期增5.1%，1-11月增速为5.3%。统计局指出，2023年中国经济一定会整体好转，特别是当前物价总体处在稳定的、可控的状态，为多方面储备使用相关宏观调控政策工具留有比较好的空间。2022年中国居民人均可支配收入36883元，比上年名义增长5.0%，扣除价格因素实际增长2.9%，与经济增长基本同步。2022年全国居民人均消费支出24538元，比上年名义增长1.8%，扣除价格因素影响，实际下降0.2%。此前发布的经济数据如PMI，受疫情反弹影响较大，市场对12月经济数据预期偏低，但实际公布的12月经济数据中工业增加值和社零表现都超出市场预期，固投符合市场预期，并且房地产固投当月同比增速出现明显回升。市场对2023年国内经济复苏的信心一定程度上得到提振。

**全球经济仍有下行压力，但中国为经济增长注入动力。**联合国发布报告预测，2023年世界经济增长将从2022年的约3%降至1.9%。在新冠疫情、乌克兰危机、高通货膨胀和气候变化等影响下，2022年世界经济遭受重创，2023年世界经济继续承压。如果一些宏观经济逆风能够开始消退，世界经济增长将在2024年回升至2.7%。同时预测，随着中国政府优化防疫政策、采取利好经济措施，未来一段时间中国的国内消费需求也会上涨，中国经济增长今年将达到4.8%。中国经济增长或为全球经济增长注入动力。德国政府发布年度经济报告，将2023年GDP增长预期由萎缩0.4%上调至增长0.2%，通胀预期则由7%下调至6%。德国经济部长表示，该国经济可能出现技术性衰退，但将免于急剧下滑。

**消费可期。**我们认为目前有三个因素支持市场对2023年国内经济增长的信心，一是12月经济数据表现超预期，二是各地方政府2023年经济增速目标不低，三是春节期间消费较好。前两个因素分别对应国内经济基础韧性强，以及宏观政策稳增长的动力强，市场此前较为担心的是居民消费能否顺利释放。从春节假期消费数据来看：国家税务总局发布的增值税发票数据显示，春节假期全国消费相关行业销售收入比2019年春节假期年均增长12.4%；文旅部测算，今年春节假期全国国内旅游出游人次恢复至2019年同期的88.6%，国内旅游收入恢复至2019年同期的73.1%；2023年春节档电影票房进入历史第二位。春节假期消费表现较好，支持人民币风险资产价格上行趋势，后续需要关注三点：一是春节后劳动力回流的情况，二是两会对经济工作的安排，三是二季度前后基建投资落地的情况。大类资产配置顺序：股票>大宗>货币>债券。

### 风险提示：

全球通胀回落偏慢；流动性回流美债；全球新冠疫情不确定。

图表 31. 本期观点 (2023.1.29)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注稳增长政策落地	不变
三个月内	=	经济持续弱复苏	不变
一年内	-	欧美经济衰退影响全球	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	复苏之下股市受益	超配
债券	-	复苏抬高债市收益率	低配
货币	=	收益率将在2%下方波动	标配
大宗商品	=	经济复苏提振需求	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

## 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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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，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转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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