

宏观和大类资产配置周报

硅谷银行风波影响市场风险偏好

国务院机构改革方案出炉；2月内需数据有走弱迹象，但金融数据继续超预期；美国银行业爆出风险事件。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**：2月CPI同比1%，PPI同比下降1.4%；1-2月美元计出口同比下降6.8%，进口同比下降10.2%；2月新增社融3.16万亿元，新增信贷1.81万亿元，M2同比12.9%。
- **要闻**：国务院机构改革方案出炉；国家领导人在参加江苏代表团审议时强调，牢牢把握高质量发展这个首要任务；财政部3月5日提请十四届全国人大一次会议审查《关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报告》。

资产表现回顾

- **风险资产价格短期或承压**。本周沪深300指数下跌3.96%，沪深300股指期货下跌4%；焦煤期货本周下跌0.75%，铁矿石主力合约本周上涨0.87%；股份制银行理财预期收益率收于1.6%，余额宝7天年化收益率下跌2BP至1.85%；十年国债收益率下行4BP至2.86%，活跃十年国债期货本周上涨0.49%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>货币>债券**。硅谷银行风波的影响主要发生在三方面，一是直接影响在硅谷银行有存款的创投企业经营现金流，并影响创投企业股价波动，二是相似中小银行经营风险的传染性具有不确定性，可能影响美联储当前货币政策的重心从防通胀转向防风险，三是虽然有次贷危机处理经验在先，但在美国宏观政策落地之前，市场恐慌情绪大概率将影响投资者风险偏好。对人民币资产来说，最大的影响可能是投资者风险偏好下降，以及美联储货币政策可能因此调整的不确定性，对国内产生的间接影响。我们维持此前观点，认为人民币资产的相对优势在于经济复苏基础的国际比较优势，但仍需密切关注海外风险事件的发展情况，如果硅谷银行风险事件不能得到妥善解决，则全球风险资产可能面临调整压力，将波及人民币风险资产价格表现。

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 (2023.3.12)

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

- 《策略周报》20230312
- 《美欧市场恐慌，国内通胀温和》20230312
- 《配置行情延续，信用债成交、发行走高》20230311

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
风险事件影响程度仍需观察	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：短期或调整为主	11
债券：拆借利率波动为主，但投资者较为乐观	12
大宗商品：调整幅度加大	13
货币类：货基收益率在 2% 附近波动	14
外汇：人民币对美元继续走弱	14
港股：美联储 3 月加息幅度仍不确定	15
下周大类资产配置建议	17
风险提示：	17

图表目录

本期观点 (2023.3.12)	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 (2023.3.12)	17

一周概览

风险事件影响程度仍需观察

风险资产价格短期或承压。本周沪深 300 指数下跌 3.96%，沪深 300 股指期货下跌 4%；焦煤期货本周下跌 0.75%，铁矿石主力合约本周上涨 0.87%；股份制银行理财预期收益率收于 1.6%，余额宝 7 天年化收益率下跌 2BP 至 1.85%；十年国债收益率下行 4BP 至 2.86%，活跃十年国债期货本周上涨 0.49%。

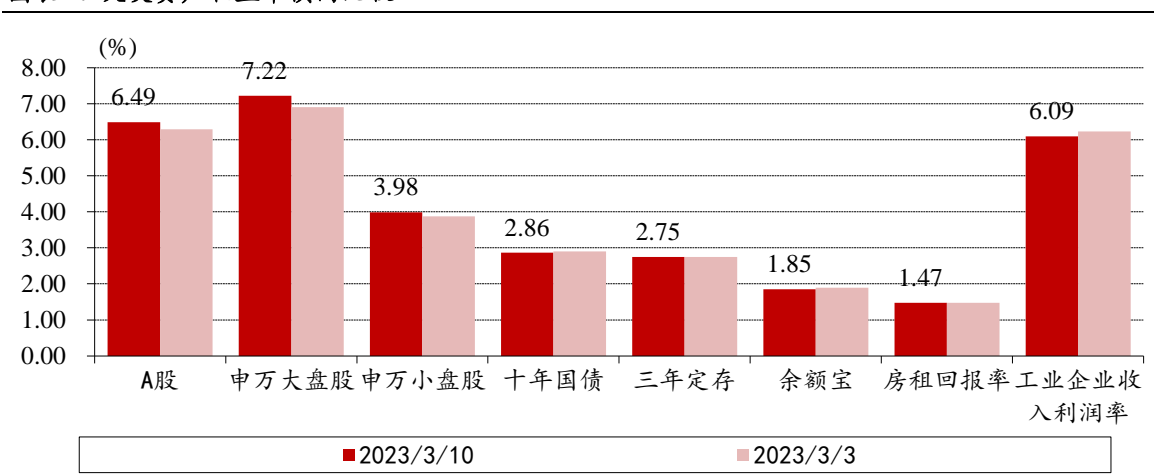
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -3.96% 沪深 300 期货 -4% 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 2.86%/本周变动 -4BP 活跃 10 年国债期货+0.49% 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 +0.87% 焦煤期货 -0.75% 本期评论： 国内复苏，美元难强 配置建议： 标配	余额宝 1.85%/本周变动 -2BP 股份制理财 3M 1.6%/本周变动 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

2 月进口和通胀低于预期，但金融数据高于预期。本周 A 股指数下跌，大盘股和小盘股估值均有所下降。本周央行在公开市场净回笼 9830 亿元，资金拆借利率维持震荡，周五 R007 利率收于 2.17%，GC007 利率收于 2.24%。周五十年国债收益率收于 2.86%，本周下行 4BP。2 月至今发布的数据显示，内需恢复的斜率开始出现放缓迹象，但我们认为复苏趋势依然强劲，需求放缓也有环比的季节性因素，从货币政策看，2 月金融数据依然超预期，表明实体经济融资需求依然旺盛。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

海外风险资产跌幅扩大。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是创业板指（-2.15%），领跌的指数是沪深 300（-3.96%）；港股方面恒生指数下跌 6.07%，恒生国企指数下跌 7.11%，AH 溢价指数上行 1.26 收于 140.1；美股方面，标普 500 指数本周下跌 4.55%，纳斯达克下跌 4.71%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.2%，中债国债指数上涨 0.29%，金融债指数上涨 0.26%，信用债指数上涨 0.18%；十年美债利率下行 27 BP，周五收于 3.7%。万得货币基金指数本周上涨 0.03%，余额宝 7 天年化收益率下行 2 BP，周五收于 1.85%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 3.77%，收于 76.68 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.98%，收于 1872.7 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 1.53%，LME 铜下跌 2.3%，LME 铝下跌 4.1%；CBOT 大豆下跌 0.77%。美元指数上涨 0.12% 收于 104.65。VIX 指数上行至 24.8。本周市场预期发生两次拐点，第一次是美联储主席鲍威尔表态偏鹰，市场预期 3 月将加息 50BP，但稍后 2 月失业率上行且发生硅谷银行风险事件后，市场预期再度变化，3 月加息 50BP 的概率已经低于 30%。

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	2023/3/6 上期涨跌幅	- 本月以来	2023/3/10 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,230.08	(2.95)	1.87	(1.51)	4.56
	399001.SZ	深证成指	11,442.54	(3.45)	0.55	(2.90)	3.87
	399005.SZ	中小板指	7,442.76	(3.76)	0.21	(3.30)	1.40
	399006.SZ	创业板指	2,370.36	(2.15)	(0.27)	(2.42)	1.01
	881001.WI	万得全 A	5,049.79	(3.17)	1.05	(2.31)	4.87
	000300.SH	沪深 300	3,967.14	(3.96)	1.71	(2.51)	2.47
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	220.80	0.20	0.03	0.22	0.62
	CBA00603.C	中债国债	214.46	0.29	0.02	0.29	0.35
	CBA01203.C	中债金融债	221.10	0.26	(0.02)	0.24	0.29
	CBA02703.C	中债信用债	204.37	0.18	0.07	0.22	1.13
	885009.WI	货币基金指数	1,655.49	0.03	0.04	0.05	0.37
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	76.68	(3.77)	4.63	(0.48)	(4.46)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,872.70	0.98	2.51	1.96	2.55
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	4,314.00	1.53	1.28	3.45	5.55
	CA.LME	LME 铜	8,777.00	(2.30)	2.37	(2.05)	4.84
	AH.LME	LME 铝	2,306.50	(4.10)	2.50	(2.80)	(3.01)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,507.00	(0.77)	0.02	1.89	(1.12)
货币	-	余额宝	1.85	-2 BP	8 BP	0 BP	5 BP
	-	银行理财 3M	1.60	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USD.XF	美元指数	104.65	0.12	(0.70)	(0.32)	1.12
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.97	(0.94)	0.63	(0.38)	(0.20)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.37	(0.43)	(0.04)	0.04	(0.13)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.12	(0.95)	0.96	(0.82)	2.79
港股	HSL.HI	恒生指数	19,319.92	(6.07)	2.79	(2.36)	(2.33)
	HSCEI.HI	恒生国企	6,445.90	(7.11)	3.52	(2.06)	(3.86)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	140.10	1.26	0.91	(1.04)	1.71
美国	SPX.GI	标普 500	3,861.59	(4.55)	1.90	(2.73)	0.58
	IXIC.GI	NASDAQ	11,138.89	(4.71)	2.58	(2.76)	6.42
	UST10Y.GBM	十年美债	3.70	-27 BP	2 BP	-22 BP	-18 BP
	VIX.GI	VIX 指数	24.80	34.13	(14.67)	19.81	14.44
	CRB.RB	CRB 商品指数	264.99	(3.66)	2.96	(1.80)	(4.59)

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）

中国2月CPI同比涨幅由上月的2.1%大幅回落至1%，且明显低于市场预期的涨1.8%，环比则下降0.5%。PPI同比下降1.4%，基本符合预期，环比则持平。统计局表示，CPI增速的回落主要是受节后消费需求回落、市场供应充足等因素影响。

据海关统计，今年前2个月，我国进出口总值6.18万亿元，同比微降0.8%。其中，出口3.5万亿元，增长0.9%；进口2.68万亿元，下降2.9%；贸易顺差8103.2亿元，扩大16.2%。按美元计价，今年前2个月我国进出口总值8957.2亿美元，下降8.3%。其中，出口5063亿美元，下降6.8%；进口3894.2亿美元，下降10.2%；贸易顺差1168.8亿美元，扩大6.8%。

据央行统计，2月份人民币贷款增加1.81万亿元，同比多增5928亿元；分部门看，住户贷款增加2081亿元，同比多增5450亿元；企（事）业单位贷款增加1.61万亿元，其中中长期贷款增加1.11万亿元。2月末M2余额同比增12.9%，增速创2016年3月以来最高。2月社会融资规模增量为3.16万亿元，比上年同期多1.95万亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.82万亿元，同比多增9241亿元；政府债券净融资8138亿元，同比多5416亿元；企业债券净融资3644亿元。2月末社会融资规模存量为353.97万亿元，同比增长9.9%。

国务院机构改革方案出炉。本次机构改革将在银保监会基础上组建国家金融监督管理总局，统一负责除证券业之外的金融业监管。证监会调整为国务院直属机构，划入国家发改委的企业债券发行审核职责。深化地方金融监管体制改革，建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制。此外，此次机构改革还包括重新组建科学技术部，统筹推进央行分支机构改革，完善国有金融资本管理体制，加强金融管理部门工作人员统一规范管理，组建国家数据局，优化农业农村部职责，完善老龄工作体制，完善知识产权管理体制，精减中央国家机关人员编制等。

中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平3月6日下午看望了参加全国政协十四届一次会议的民建、工商联界委员，并参加联组会，听取意见和建议。习近平强调，要优化民营企业发展环境；积极发挥民营企业在稳就业、促增收中的重要作用，采取更有效的措施支持中小微企业和个体工商户发展。要激发民间资本投资活力，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程、重点产业链供应链项目建设。要依法规范和引导各类资本健康发展。

中共中央政治局常委李强表示，要科学精准实施宏观政策，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，推动经济运行整体好转，努力实现全年发展目标任务。要综合施策扩大有效需求，更好实现需求牵引供给、供给创造需求。要大力推进改革创新，加快构建高水平社会主义市场经济体制，推进高水平对外开放。要统筹做好风险防范处置，牢牢守住不发生系统性风险底线。

国家发改委有关负责人表示，5%左右的经济增长年度预期目标符合经济运行走势和经济发展规律。春节以来我国消费加速恢复，下一步将制定出台关于恢复和扩大消费的政策文件，研究制定关于营造放心消费环境的政策文件。

国家领导人在参加江苏代表团审议时强调，牢牢把握高质量发展这个首要任务。加快实现高水平科技自立自强，是推动高质量发展的必由之路。加快构建新发展格局，是推动高质量发展的战略基点。要把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，加快建设现代化产业体系。

受国务院委托，财政部3月5日提请十四届全国人大一次会议审查《关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报告》。报告提出，2023年中央一般公共预算收入100165亿元，比2022年执行数增长5.6%。加上从中央预算稳定调节基金调入1500亿元，从中央政府性基金预算、中央国有资本经营预算调入5750亿元，收入总量为107415亿元。中央一般公共预算支出139015亿元，增长4.7%。收支总量相抵，中央财政赤字31600亿元，通过发行国债弥补，比2022年增加5100亿元。

工信部部长金壮龙表示，下一步将重点抓好几项工作：一是促进重点行业增长，如电子、汽车、钢铁、有色、石化等；二是鼓励金融机构、资本市场加大对制造业支持力度；三是扩大消费，首先要稳住新能源汽车等大宗消费，同时继续开展智能家电、绿色建材下乡活动；四是发挥地方积极性，要支持中西部地区积极承接产业转移，打造新的增长极；要支持东北地区加快传统产业改造升级，发展战略性新兴产业。

住建部部长倪虹回应房地产市场关注的热点问题称，对于今年房地产的企稳回升充满信心，今年将再开工建设5万个以上老旧小区。倪虹表示，2023年住房和城乡建设工作将在三个方面下功夫，一是稳支柱，二是防风险，三是惠民生。在防风险方面，要防范化解房地产“灰犀牛”风险，避免和金融风险、地方债风险交织，发生系统性风险。

美国将中国多家实体列入“特别指定国民清单”，商务部新闻发言人表示，美方以所谓涉伊为由，将中国 24 家企业和 1 名个人列入“特别指定国民清单”进行制裁，中方对此坚决反对。中方将采取必要措施，坚决维护中国企业和个人的合法权益。

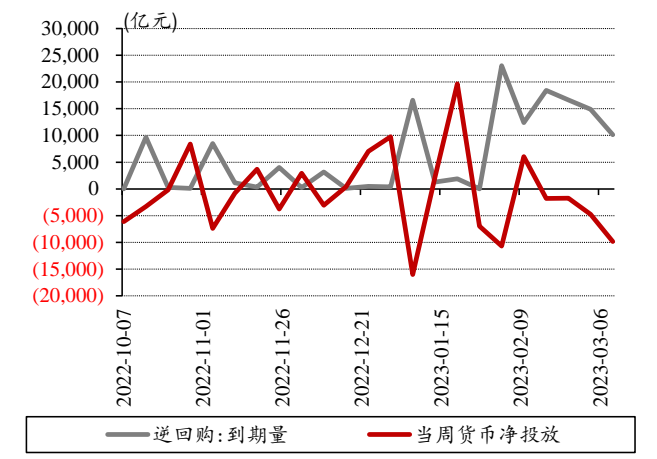
文旅部发布第二批恢复出境团队旅游国家名单，包括法国、希腊、西班牙、意大利、丹麦、葡萄牙等共 40 个国家，自 3 月 15 日起试点。

东风汽车大规模补贴降价引发车市“地震”，目前正在降价促销的汽车品牌已超 40 个。业内人士预计，今年 7 月 1 日之前的 3-6 月，车企和经销商的价格战只会愈演愈烈，老款燃油车因清库存售价可能会进一步下探，其他燃油车、新能源车也无法幸免，在存量市场的争夺上只能正面迎战。

宏观上下游高频数据跟踪

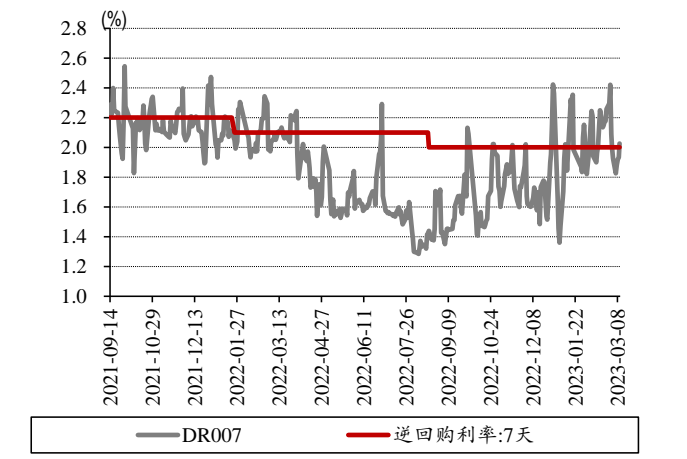
截至3月10日，公开市场逆回购到期量为10150亿元；当周央行在公开市场上实现流动性净回笼，共计回笼9830亿元。

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

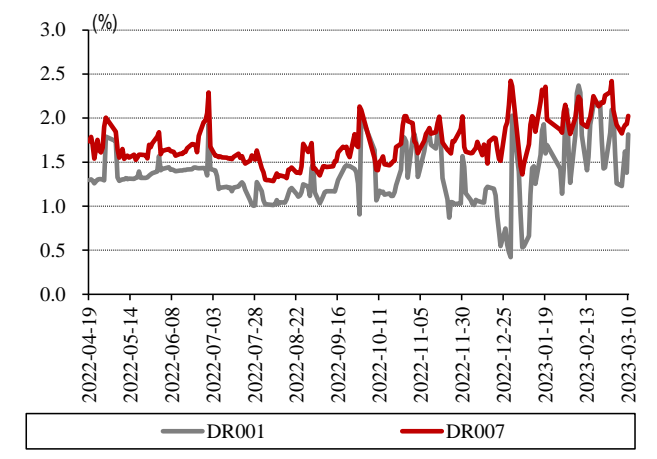


资料来源：万得，中银证券

银行间市场方面，截至3月10日，DR001与DR007利率分别为1.8142%、2.0253%，较前一周分别变动55BP、11BP，交易所市场方面，R001与R007利率分别为1.9025%、2.1671%，较前一周分别变动54BP、14BP。

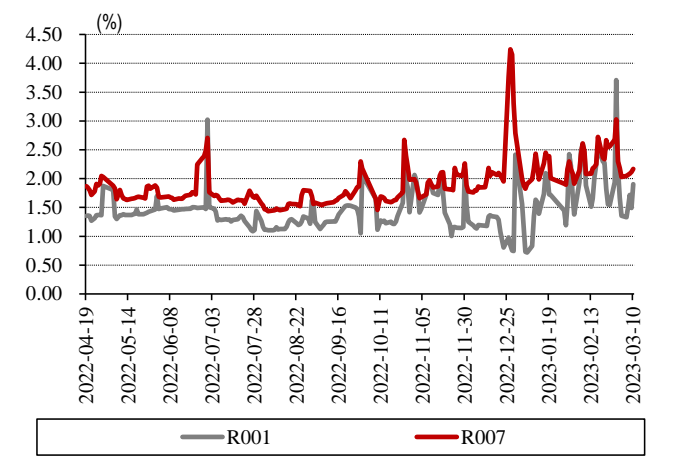
金融机构融资成本方面，银行体系资金成本有所波动，但整体维持相对较低水平。DR007与7天期逆回购差值为0.0253%，较前一周变动10BP；DR007、R007之差较上周继续小幅走扩，但总体而言，当前狭义流动性整体仍较宽松。

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

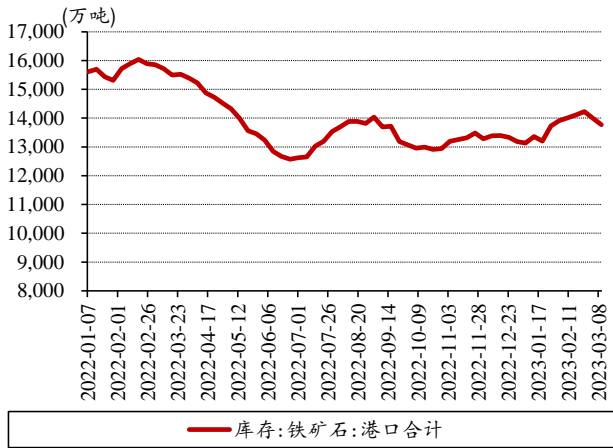
上游周期品方面，3月10日当周，钢厂开工率较上周继续抬升，短、长流程电炉钢厂开工率分别变动3.12和1.67个百分点；铁矿石港口库存较上周变动-230.53万吨；炼焦煤可用天数较上周变动0.02天。多个地区炼焦开工率下滑，华北、华东、西北地区开工率较前周均有小幅下降。

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 (%)	61.45	(2.32)	(1.63)
钢材	短流程电炉钢厂开工率 (%)	66.67	3.12	15.63
	长流程电炉钢厂开工率 (%)	56.67	1.67	0.00
	开工率:东北地区 (%)	57.80	0.60	(6.48)
	开工率:华北地区 (%)	77.00	(0.20)	0.68
炼焦	开工率:西北地区 (%)	56.30	(0.30)	(8.97)
	开工率:华中地区 (%)	78.20	0.00	(3.09)
	开工率:华东地区 (%)	85.60	(1.50)	17.96
	开工率:西南地区 (%)	57.60	0.00	2.85

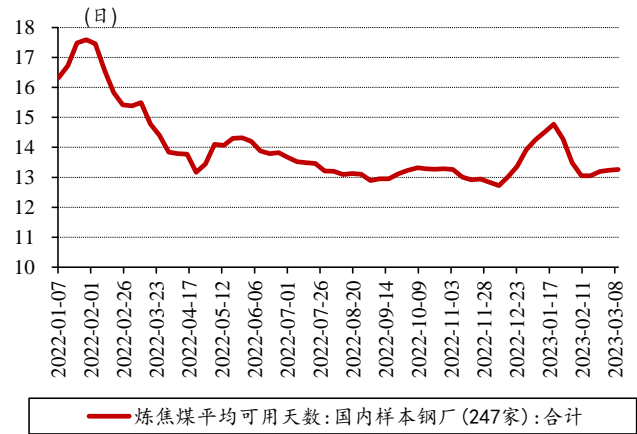
资料来源：万得，中银证券，水泥库容比为前一周数据

图表 9. 铁矿石港口库存表现



资料来源：万得，中银证券

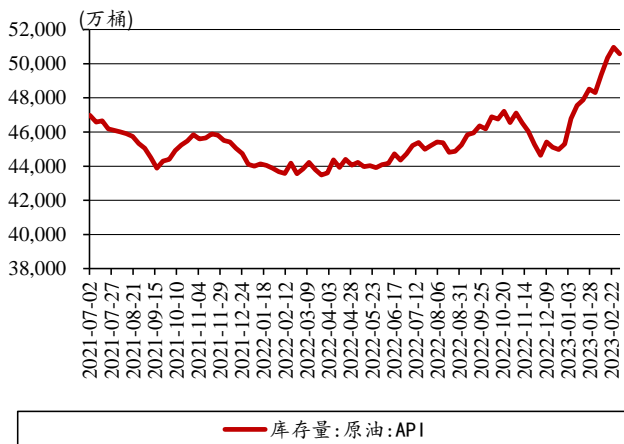
图表 10. 炼焦煤平均可用天数表现



资料来源：万得，中银证券

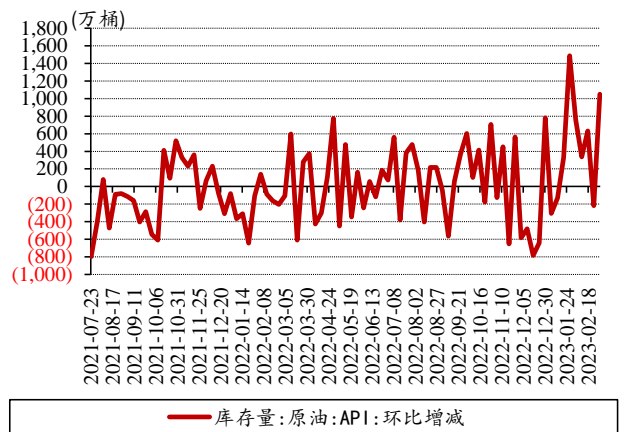
海外机构持仓方面，截至3月10日，SPDR黄金ETF持仓总价值变动-1.48%。原油库存方面，3月3日当周，美国API原油库存下降，周环比变动-383.50万桶。

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

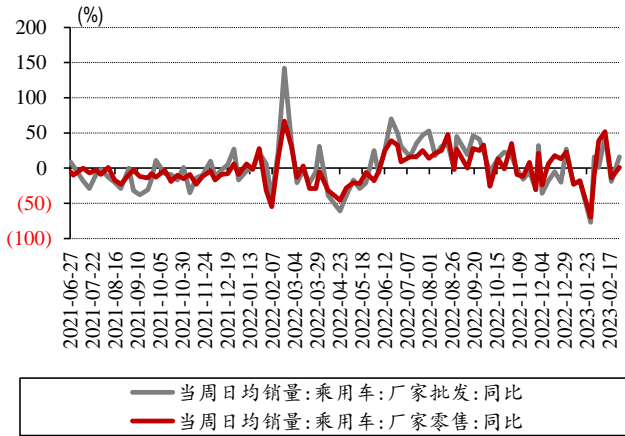


资料来源: 万得, 中银证券, 商品房成交为前一周数据

房地产方面, 截至3月5日, 30大城市商品房单周成交面积小幅下滑, 单周成交面积环比变动-9.93万平方米, 但成交面积仍处于年内相对较高水平。2022年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, 销售回升趋势较为确定。

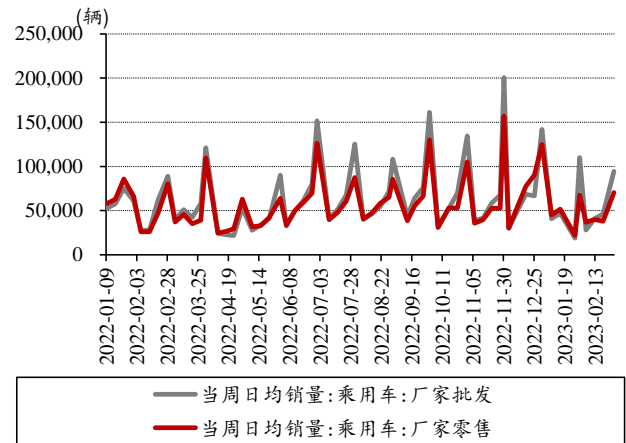
根据万得数据, 2月28日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为16%和1%, 增速小幅回升。我们继续维持汽车消费具备上行动力的判断。

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：短期或调整为主

TMT 表现依然强劲。本周市场指数普跌，跌幅较小的指数包括创业板指 (-2.15%)、中证 1000 (-2.43%)、上证红利 (-2.5%)，领跌的指数包括上证 50 (-4.98%)、上证 180 (-4.2%)、沪深 300 (-3.96%)。行业方面普跌，跌幅较小的行业有通信 (-1.1%)、计算机 (-1.14%)、医药 (-1.43%)，领跌的行业有建材 (-7.08%)、汽车 (-6.4%)、家电 (-6.12%)。本周市场出现调整，受美联储加息幅度可能加大影响，海外风险资产价格下跌影响北上资金净流出。

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	(2.15)	通信	(1.10)	ST 概念指数	2.38
中证 1000	(2.43)	计算机	(1.14)	污水处理指数	0.41
上证红利	(2.50)	医药	(1.43)	网络安全指数	0.11
沪深 300	(3.96)	家电	(6.12)	京津冀一体化指数	(4.28)
上证 180	(4.20)	汽车	(6.40)	小金属指数	(4.52)
上证 50	(4.98)	建材	(7.08)	虚拟现实指数	(4.59)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻 (新闻来源：万得)

海水提锂 | 全球首个海水淡化浓盐水提锂合作项目落地青岛。该项目选址青岛水务集团百发海水淡化厂内，现已完成项目建设与商业合作方案，预计 12 月底正式投产运行。

预制菜 | 今年全国两会期间，多位代表委员认为，扎根于乡村的预制菜产业具备良好的成长性，期待在行业起步阶段就做好相关规范化、标准化工作，为后续的发展保驾护航。

室温超导 | 据 Sciencenews 报道，美国罗切斯特大学的物理学家 Ranga Dias 及其团队日前在美国物理学会会议上宣布，他们找到了一种新的材料，名为三元镧氮氢体系 (ternary lutetium-nitrogen hydrogen system)，实现了常温超导。基于这种材料，在 10Kbar 压强下，超导转变的最高温度只要 294K，也就是室温 21 度左右，已经达到了人类生活的常温水平。这个气压依然很高，相当于大气压的 1 万倍，但是跟以往实现常温超导的气压已经大幅减少，以前可能需要几万、几十万到上百万倍大气压。

智能汽车 | 3 月 7 日，自然资源部发布《智能汽车基础地图标准体系建设指南 (2023 版)》，目标是到 2025 年，初步构建能够支撑汽车驾驶自动化应用的智能汽车基础地图标准体系。

电解槽 | 2023 第二届中国氢能国际峰会将于 3 月 16 日在上海开幕，聚焦最新制氢技术进展，钢铁、化工、汽车、储能等落地化的商业应用，行业市场动态以及政策解析。另外，2023 氢能供应链峰会暨首届成渝氢能产业大会将于 3 月 23 日在重庆开幕，将共同研判政策走向，探讨以应用为先导的氢能供给体系构建，探索氢能产业发展的商业化路径。

央企 | 3 月 6 日，上交所总经理蔡建春接受采访时解读了关于央企更好利用资本市场做强做优做大的提案。蔡建春建议，国务院国资委、财政部等央企主管部门协同中国证监会，共同推动央企用好资本市场的融资优势和资产配置功能，不断做强做优做大。利用资本市场工具，推动央企专业化、产业化战略性重组整合，充分发挥产业链龙头地位的央企上市公司作用，优化产业布局，改善产业生态。

旅游出行 | 3 月 6 日，中国试点恢复出境团队游已满一个月。据第三方出行数据 APP“飞常准”数据监测，2 月 27 日至 3 月 5 日国内周出境航班量已增至 1700 班次以上，相比 2 月 6 日出境团队游恢复首周，航班量增长近 30%。

Micro LED | 近日，国家第三代半导体技术创新中心 (苏州)、江苏第三代半导体研究院与智慧芽联合发布《2023 Micro LED 产业技术洞察白皮书》，白皮书称，全球该领域的专利申请已超过 4 万件，四大关键技术突破在即，产业或进入快速成长期。

造纸 | 近日，五洲特纸发布提价函，决定 2023 年 3 月 5 日发货起，数码纸销售价格在目前定价基础上上调 1000 元/吨。与此同时，江河纸业及冠豪高新等多家纸企也相继表示要上调纸价。

债券：拆借利率波动为主，但投资者较为乐观

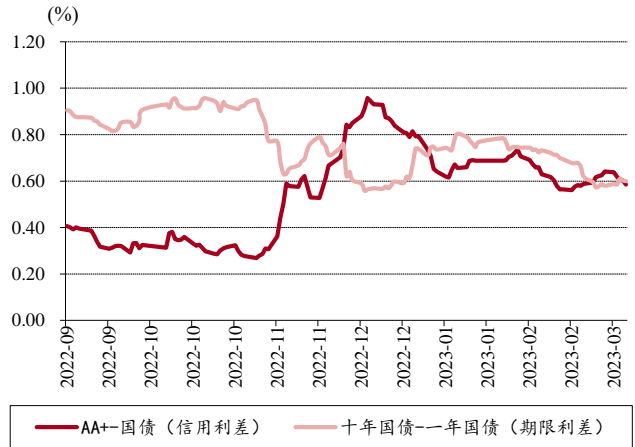
拆借利率整体维持平稳波动，但利率中枢较 2022 年上行。十年期国债收益率周五收于 2.86%，本周下行 4BP，十年国开债收益率周五收于 3.03%，较上周五下行 6BP。本周期限利差上行 2BP 至 0.6%，信用利差下行 6BP 至 0.58%。

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

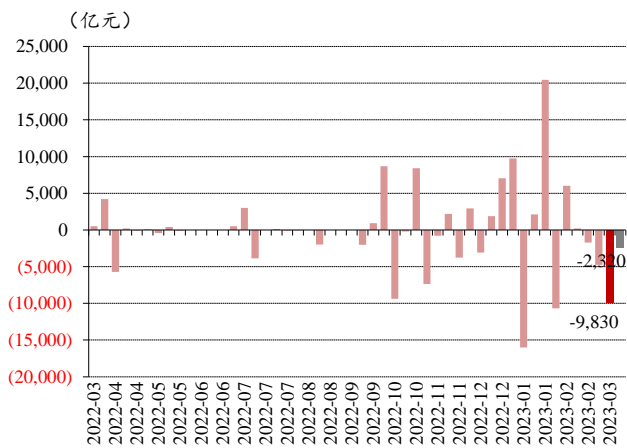
图表 18. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

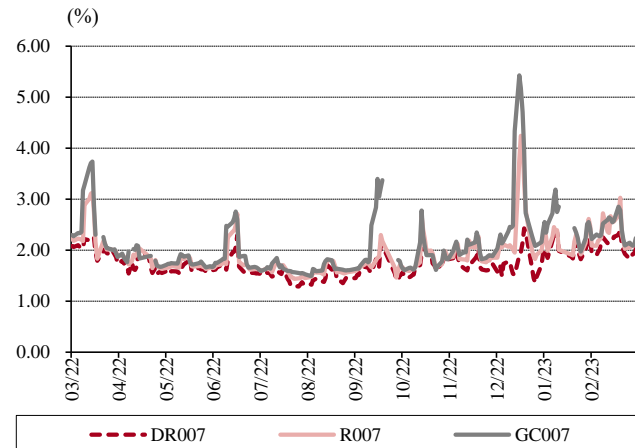
拆借利率波动中枢上行。本周央行在公开市场净回笼资金 9830 亿元，资金拆借利率仍在较高水平上，2023 年至今资金拆借利率波动中枢明显较 2022 年高，周五 R007 利率收于 2.17%，交易所资金 GC007 利率收于 2.24%。两会即将结束，但短期内需要关注海外风险事件的后续进展，以及可能对国内经济和宏观政策产生的外溢性影响。

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)

发改委外资司召开中资境外债跨境监管合作座谈会，研究进一步巩固香港国际金融中心地位、支持粤港澳大湾区建设、更好地服务中资企业跨境融资健康发展。

发改委外资司赴广东省开展创新拓展利用外资方式高水平利用外债服务高质量发展专题调研，重点了解企业借用中长期外债有关情况、国外优惠贷款典型项目，以及地方政府境外发债支持地方经济社会高质量发展和粤港澳大湾区建设成效。

银行理财产品发行市场近期回暖，存续规模扩张，破净压力缓释。数据显示，2 月，全市场共新发 2354 款理财产品，环比增加 437 款，其中理财公司新发产品数量占比超三成。

大宗商品：调整幅度加大

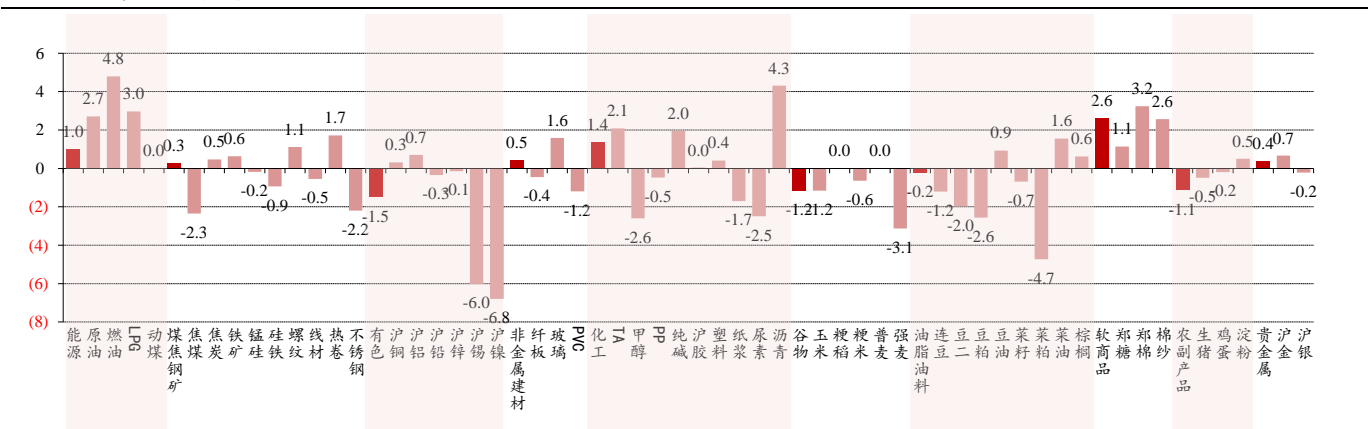
2月经济数据发布后，市场担忧内需恢复斜率。本周商品期货指数下跌2.34%。从各类商品期货指数来看，上涨的有非金属建材（0.89%）、谷物（0.33%），下跌的有贵金属（-1.15%）、煤焦钢矿（-1.91%）、能源（-2.6%）、有色金属（-2.66%）、油脂油料（-3.48%）、化工（-4.34%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有郑糖（4.01%）、玻璃（2.75%）、淀粉（1.4%），跌幅靠前的则有菜油（-7.91%）、沪锡（-6.29%）、棕榈（-5.93%）。内需复苏斜率下降拖累大宗商品价格预期。

图表 21. 大宗商品节前表现

商品 -2.34%	能源 -2.6%	煤焦钢矿 -1.91%
有色金属 -2.66%	非金属建材 +0.89%	化工 -4.34%
谷物 +0.33%	油脂油料 -3.48%	贵金属 -1.15%

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）

EIA 短期能源展望报告：预计 2023 年布伦特价格为 82.95 美元/桶，此前预期为 83.63 美元/桶。预计 2024 年布伦特价格为 77.57 美元/桶，此前预期为 77.57 美元/桶。

沙特上调 4 月份销往亚欧两地大部分原油价格，暗示其认为亚洲和欧洲石油需求将会上升，销往美国原油价格维持不变。

据中国煤炭市场网，3 月中下旬将全面步入季节性煤炭消费淡季，煤价利好支撑走弱，上涨面临阻力，但是也存在非电需求向好的预期，因此继续下行的空间也有限。

据证券时报，今年以来钢材价格试探性上涨频现，量价、开工率、库存等指标都出现向好趋向。如果说供给侧结构性改革是推动上一轮钢铁产业实现困境反转的核心力量，那么并购整合则正在成为新一轮钢铁企业熨平周期的重要工具。今年被视为钢铁产业整合进一步深入的大年，原材料话语权、市场化技术创新、价格波动平抑，都被寄予厚望。

春节过后，水泥市场往往会在 3 月至 5 月进入需求旺季，价格大概率随需求释放迎来增长。今年亦不例外，截至目前，全国超 60 个城市水泥出厂价格在春节过后出现不同程度上涨。

据国家发改委监测，2 月 27 日-3 月 3 日当周，全国平均猪粮比价为 5.43：1，连续三周处于 5：1-6：1 之间，由过度下跌一级预警区间回升至过度下跌二级预警区间。截至 3 月 1 日，全国生猪出场价格为 15.85 元/公斤，比 2 月 22 日上涨 2.59%。

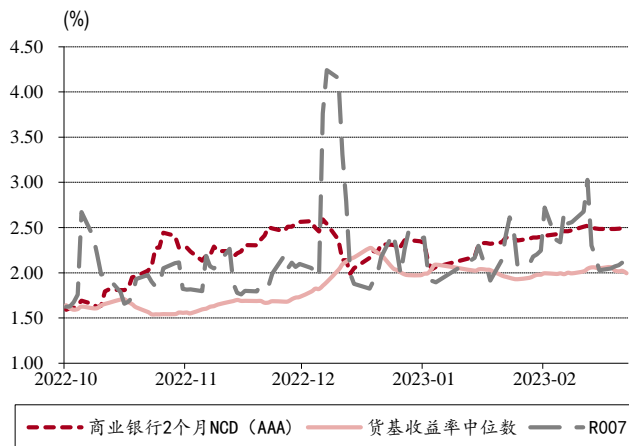
阿根廷罗萨里奥谷物交易所表示，由于主要产区持续遭遇历史性干旱，将该国 2022/23 年度大豆和玉米产量预期大幅下调至 2700 万吨和 3500 万吨，此前预期分别为 3450 万吨和 4250 万吨。

世界黄金协会报告显示，全球央行 1 月份黄金储备净增加 31 吨，环比增加 16%。其中，土耳其央行购买 23 吨黄金，成为同期全球央行中黄金的最大买家；中国央行和哈萨克斯坦央行分别增加 15 吨和 4 吨黄金储备。

货币类：货基收益率在 2% 附近波动

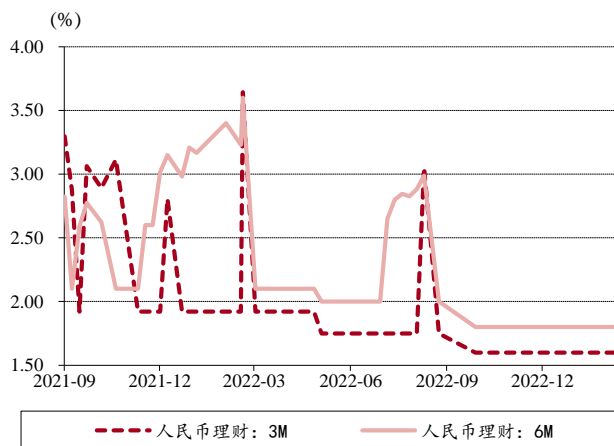
预计货币基金收益率仍将以波动为主。本周余额宝 7 天年化收益率下行 2BP，周五收于 1.85%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率收于 1.8%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.99%。货币基金收益率波动中枢仍在 2% 附近。

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

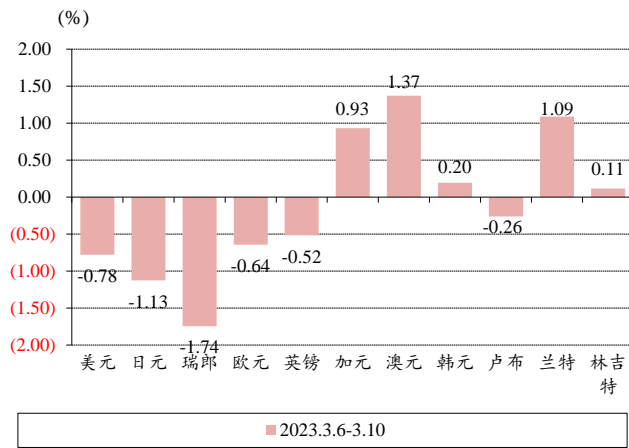


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币对美元继续走弱

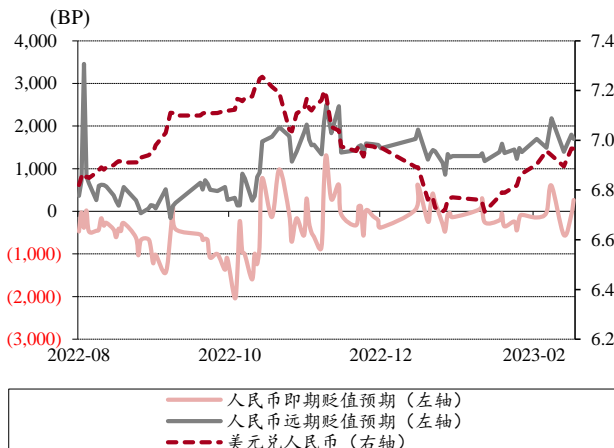
人民币兑美元中间价本周上行 538BP，至 6.9655。本周人民币对澳元(1.37%)、兰特(1.09%)、加元(0.93%)、韩元(0.2%)、林吉特(0.11%)升值，对卢布(-0.26%)、英镑(-0.52%)、欧元(-0.64%)、美元(-0.78%)、日元(-1.13%)、瑞郎(-1.74%)贬值。人民币对美元汇率继续走弱，再次接近 7。

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)

据外汇局统计，截至 2 月末，我国外汇储备规模为 31332 亿美元，环比下降 513 亿美元。另外，中国 2 月末黄金储备报 6592 万盎司，环比增加 80 万盎司，为连续第四个月增持黄金。

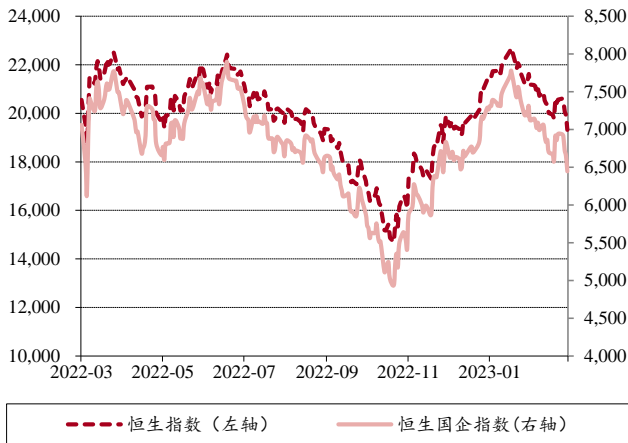
中国 1 月末央行外汇占款 21.6 万亿元人民币，环比增 1537 亿元，增加额创 2014 年 3 月以来最大。

针对 Mobius Capital Partners 联合创始人麦朴思称无法将跨境资金汇出一事，外汇局相关负责人表示，已注意到该情况。我国资金跨境汇出政策没有任何变化。

港股：美联储3月加息幅度仍不确定

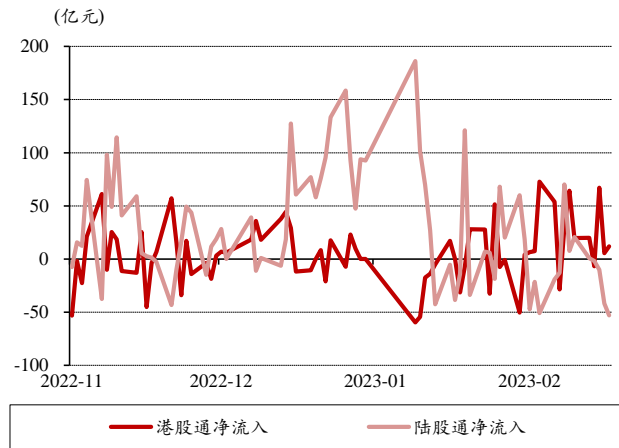
市场关注美联储对硅谷银行风险事件的态度。本周港股方面恒生指数下跌 6.07%，恒生国企指数下跌 7.11%，AH 溢价指数上行 1.26 收于 140.1。行业方面本周跌幅较小的有电讯业（-0.38%）、能源业（-0.48%）、综合企业（-2.48%），跌幅靠前的有资讯科技业（-9.64%）、医疗保健业（-8.59%）、非必需性消费（-7.75%）。本周南下资金总量 97.52 亿元，同时北上资金总量-105.98 亿元。美国硅谷银行风险事件对中小银行具有传染性，虽然监管部门有应对次贷危机的经验，但在宏观政策未落地前市场对此仍有担忧。

图表 27. 恒指走势



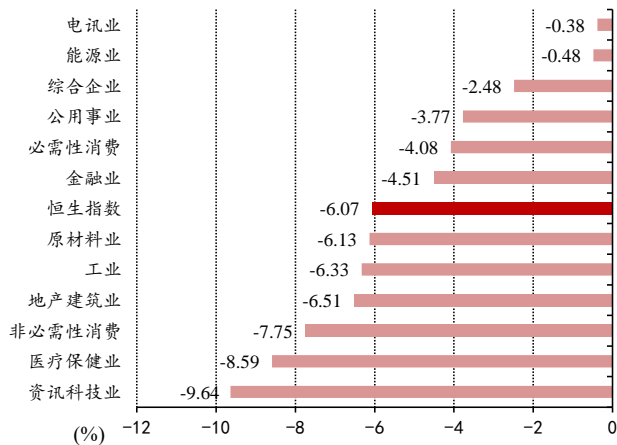
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 陆港通资金流动情况



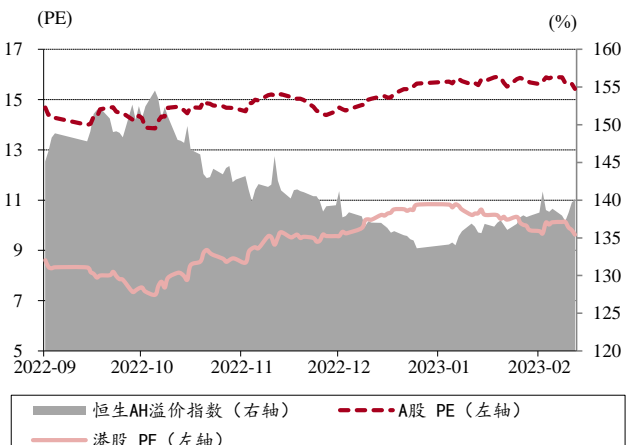
资料来源：万得，中银证券

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)

美联储主席鲍威尔发表国会证词表示，将进一步加息以实现 2% 通胀目标，最终利率水平可能高于先前预期，如果有必要将加快加息步伐。鲍威尔指出，尽管近几个月来通胀有所缓和，但通胀压力高于上次会议时的预期。尽管增长放缓，但劳动力市场仍然极度紧张。历史记录强烈警告不要过早放松政策，美联储将尽一切努力实现最大就业和价格稳定目标。

美联储主席鲍威尔重申美联储将在必要时加快升息步伐以克服高通胀。但他同时强调，美联储尚未就未来加息步伐做出任何决定，将以即将发布的数据为指导。

美联储经济状况“褐皮书”显示，美国整体的经济活动在 2023 年初略有增加，劳动力市场状况依然稳健，通货膨胀压力仍然普遍存在。总体而言，全美贷款需求下降，信贷标准收紧，拖欠率小幅上升，能源活动持平至略有下降，农业状况喜忧参半。在不确定性加剧的情况下，预计美国未来几个月内经济状况不会有太大改善。

加拿大银行宣布维持基准利率在 4.5% 不变，符合市场预期。这是加拿大央行一年多来首次暂停加息。

澳洲联储加息 25 个基点至 3.6%，为 2012 年 5 月以来最高水平，为连续第 10 次上调关键利率，同时暗示未来的紧缩政策将取决于经济数据。

欧洲央行行长拉加德表示，欧元区核心通胀将在短期内保持高位，因此欧洲央行 3 月加息 50 个基点可能性越来越大。

日本央行 3 月利率决议继续按兵不动，并预计短期和长期利率将保持在当前或更低水平。日本央行重申国债购买量没有限制，将 ETF 年度购买上限维持在约 12 万亿日元不变。

日本国会参议院批准植田和男出任下一任日本央行行长，经内阁任命后在 4 月 9 日接替现任行长黑田东彦。

2 月新增非农就业人数 31.1 万人，远高于预期的 20.5 万人，前值修正为 50.4 万人。2 月失业率反弹至 3.6%，市场预期为维持在 3.4% 不变。平均时薪环比增长 0.2%，低于市场预期。数据发布后，芝商所“美联储观察”工具显示，美联储 3 月加息 50 个基点的可能性降至不足 30%。

美国上周初请失业金人数增加 2.1 万人至 21.1 万人，创去年 12 月以来的最高水平，高于经济学家预期的 19.5 万人，表明劳动力市场略有缓和。另外，美国 2 月挑战者企业裁员人数为 7.8 万人，前值 10.3 万人。

美国 1 月份 ADP 新增就业 24.2 万人，明显高于经济学家预期的 20 万人，同时 1 月份数据也上修至 11.9 万人。此外，美国 1 月职位空缺数量降至 1080 万个，招聘总数为 640 万人，离职总数为 590 万人。

日本第四季度 GDP 年化环比增速由初值 0.6% 大幅下修至 0.1%，主要是因为个人消费低迷。

日本 1 月经常项目为逆差 1.9766 万亿日元，创下 1985 年有可比数据以来的新高。日本 1 月贸易收支逆差创下历史新高，达到 31818 亿日元，导致经常账户逆差。

欧元区 1 月零售销售环比增 0.3%，预期增 1%，前值降 2.7%；同比降 2.3%，预期降 1.8%，前值降 2.8%。

美国总统拜登公布 2024 财年预算，预算总规模接近 6.9 万亿美元。拜登提议油气公司的企业税率从 21% 升至 28%，国防预算增长 3.2%，联邦雇员薪资提高 5.2%。预算案预计美国 2024 年 GDP 同比增长 1.5%，失业率为 4.6%，CPI 为 2.4%。

美国总统拜登提议对收入超过 40 万美元的人提高税收，将该部分人群的医疗保险税率从 3.8% 提高到 5%。

韩国央行初步统计显示，受韩元贬值等因素影响，韩国去年人均国民总收入（GNI）为 3.2661 万美元，同比减少 7.7%。

英国启动 2030 年成为科技超级大国的框架计划，将通过 10 项关键行动，使得英国在未来 10 年处于世界科技前沿。为促进该计划顺利实施，英国将投入 3.7 亿英镑加以支持。

韩国贸易部称，韩国和日本将开始贸易谈判，内容包括与日本讨论出口限制问题。韩国将停止在 WTO 对日本的诉讼程序。

随着围绕通胀和地缘政治的不确定性促使企业、银行和政府无视收益率上升而推进其发债计划，欧洲今年以来的债券发行规模已突破 5000 亿欧元（5320 亿美元），创下有史以来最快发行速度。

联合国秘书长古特雷斯敦促富裕国家每年提供 5000 亿美元，援助“陷入恶性循环”的最不发达国家，帮助其促进经济发展、提高教育和医疗水平。

当地时间 3 月 13 日 11:30（北京时间 23:30），美联储将紧急召开联邦储备系统理事会非公开会议，议程为评估并决定联邦储备银行收取的预付利率和贴现率。

硅谷银行轰然倒下，联邦存款保险公司接管。爆雷引发长期积累的科技初创公司客户恐慌及挤兑后，硅谷银行周五陷入崩溃并被美国联邦存款保险公司接管。加利福尼亚州金融保护和创新局周五发表声明称，由于流动性不足和资不抵债，该局已接管了硅谷银行并任命联邦存款保险公司为接管人。据悉，硅谷银行拥有约 2090 亿美元资产，是今年首家倒闭的得到联邦存款保险公司担保的机构。

据中国证券报，硅谷银行事件持续发酵，引发虚拟货币市场“大地震”。多家虚拟货币交易平台紧急“拔网线”。知名虚拟货币交易平台币安发布公告称，由于当前市场状况，USDC（与美元挂钩的虚拟货币稳定币）资产大量流入使自动转换负担加重，已暂停服务。

下周大类资产配置建议

2月内需数据表现略低于预期，金融数据继续大幅超预期。今年前2个月，按美元计价，我国进出口总值8957.2亿美元，下降8.3%。其中，出口5063亿美元，下降6.8%；进口3894.2亿美元，下降10.2%；贸易顺差1168.8亿美元，扩大6.8%。2月CPI同比涨幅由上月的2.1%大幅回落至1%，且明显低于市场预期的涨1.8%，环比则下降0.5%。PPI同比下降1.4%，基本符合预期，环比则持平。统计局表示，CPI增速的回落主要是受节后消费需求回落、市场供应充足等因素影响。据央行统计，2月份人民币贷款增加1.81万亿元，同比多增5928亿元。2月末M2余额同比增12.9%，增速创2016年3月以来最高。2月社会融资规模增量为3.16万亿元，比上年同期多1.95万亿元。2月末社会融资规模存量为353.97万亿元，同比增长9.9%。目前为止发布的2月相关经济数据中，生产端的恢复情况较好，表明春节假期后国内生产端复苏进程较快，但需求相关数据出现低于预期的情况，主要体现在1-2月进口同比增速低于预期，以及2月CPI同比增速偏低，我们认为需求恢复一是具有季节性特点，春节假期过后服务性消费需求环比走低符合消费特性，二是疫情防控措施调整后，不同消费品的恢复周期有所不同，服务性消费恢复的速度较快，但大宗消费品的恢复速度较慢，春节假期后需求恢复的斜率有所下降，但需求的恢复趋势可能需要等待3月房地产销售数据印证才能有更确切的判断。金融数据继续超预期，表明经济复苏阶段货币政策仍将继续支持实体经济。

美国3月预期加息幅度原本上调至50BP，但遇到风险事件。美联储主席鲍威尔发表国会证词表示，将进一步加息以实现2%通胀目标，最终利率水平可能高于先前预期，如果有必要将加快加息步伐。促使美联储决定继续大幅加息的原因是通胀压力高和劳动力市场紧张两个根本问题，自上次会议以来没有改善。但他同时强调，美联储尚未就未来加息步伐做出任何决定，将以即将发布的数据为指导。由此造成的影响包括三方面，一是美联储货币政策确定性进入相机抉择阶段，将直接导致包括美股、美债、美元在内的资产价格波幅加大，二是美联储对加息的态度强硬，意味着年内美国经济软着陆的概率进一步降低，三是如果美联储货币政策边际调整，另一方面以加拿大和澳大利亚为代表的发达国家暂停加息或维持加息幅度不变，将重新加大美联储货币政策的外溢性影响。如果硅谷银行风险事件不影响美联储加息前景，则3月仍有加息50BP的可能。

硅谷银行风波影响市场风险偏好。硅谷银行风波的影响主要发生在三方面，一是直接影响在硅谷银行有存款的创投企业经营现金流，并影响创投企业股价波动，二是相似中小银行经营风险的传染性具有不确定性，可能影响美联储当前货币政策的重心从防通胀转向防风险，三是虽然有次贷危机处理经验在先，但在美国宏观政策落地之前，市场恐慌情绪大概率将影响投资者风险偏好。对人民币资产来说，最大的影响可能是投资者风险偏好下降，以及美联储货币政策可能因此调整的不确定性，对国内产生的间接影响。我们维持此前观点，认为人民币资产的相对优势在于经济复苏基础的国际比较优势，但仍需密切关注海外风险事件的发展情况，如果硅谷银行风险事件不能得到妥善解决，则全球风险资产可能面临调整压力，将波及人民币风险资产价格表现。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 (2023.3.12)

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予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。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