

宏观和大类资产配置周报

金融风险掣肘之下，未来美联储货币政策的两种可能

国务院机构设置发布；美联储3月加息25BP落地。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**无。
- **要闻：**中俄两国领导人达成共识，要加强统筹设计和顶层规划，扩大能源、资源、机电产品贸易；国务院机构设置发布；中共中央办公厅印发《关于在全党大兴调查研究的工作方案》；《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》印发；美联储3月加息25BP。

资产表现回顾

- **A股表现强劲，但大宗商品下跌。**本周沪深300指数上涨1.72%，沪深300股指期货上涨1.8%；焦煤期货本周下跌2.08%，铁矿石主力合约本周下跌5.58%；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2BP至1.86%；十年国债收益率上行1BP至2.87%，活跃十年国债期货本周下跌0.27%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。**3月美联储加息25BP，被市场认为较好的平衡了控制通胀和防范金融风险。从目前的情况看，美联储维持加息步伐是希望向市场传达金融风险能够得到控制的信心，但随着美国两家银行破产、部分中小银行存款出现较大比例转移、欧洲瑞信AT1债券被完全减记，市场认为后续美联储货币政策仍有两种可能：一是金融风险确实得到有效控制，且通胀能够维持下行趋势，美联储或再有一次25BP的加息操作，年内不再调整基准利率，二是欧美金融风险继续发酵，存在演化为金融危机的趋势，美联储年内存在大幅降息的可能。市场认为无论哪种情况美元指数都将走弱，美元资产的风险偏好也将下降，同时避险情绪上升。我们提示两点：一是欧央行维持大幅加息，虽然当下提振欧元，但欧元区经济基本面弱于美国，因此中期内美元对欧元的弱势可能反转，二是避险情绪可能导致国际资本的资产配置哑铃型分布，一边加大黄金等资产的分布，另一边加大基本面稳健的新兴市场风险资产配置。维持看好人民币资产的观点。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美金融风险扩散；国际局势复杂化。

相关研究报告

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20230323》
20230326
《策略周报》20230326
《看“图”说话》20230323

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

本期观点 (2023.3.26)

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	=	避险需求上升	标配
货币	-	收益率将在2%上下波动	低配
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

目录

一周概览	4
海外风险偏好下降	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：中小创反弹	11
债券：关注季末流动性变化	12
大宗商品：周期品价格上行	13
货币类：债基收益率在 2% 附近波动	14
外汇：美元指数走弱，人民币汇率走强	14
港股：美联储向市场传递金融风险可控的信心	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 (2023.3.26)	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. 汽车消费增速表现	10
图表 15. 汽车消费规模表现	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 (2023.3.26)	18

一周概览

海外风险偏好下降

A 股表现强劲，但大宗商品下跌。 本周沪深 300 指数上涨 1.72%，沪深 300 股指期货上涨 1.8%；焦煤期货本周下跌 2.08%，铁矿石主力合约本周下跌 5.58%；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 2BP 至 1.86%；十年国债收益率上行 1BP 至 2.87%，活跃十年国债期货本周下跌 0.27%。

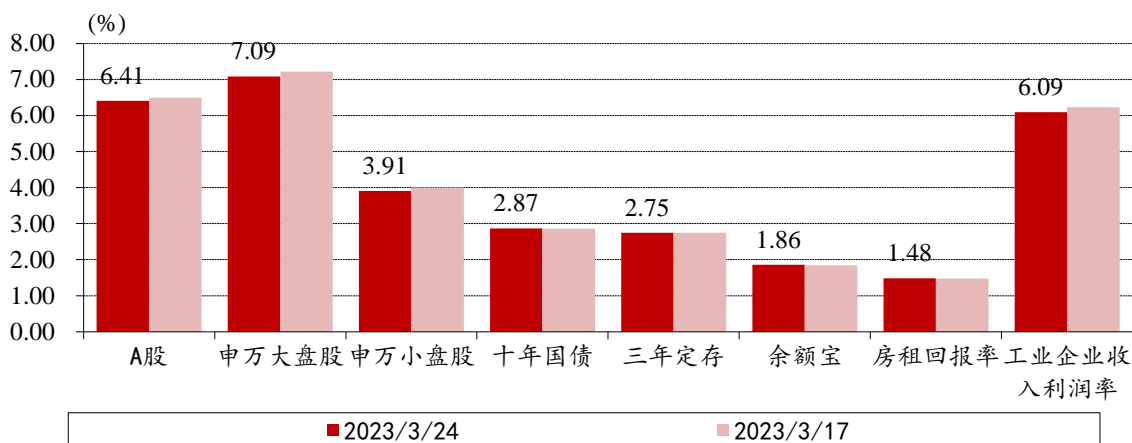
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 +1.72% 沪深 300 期货 +1.8% 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 2.87%/本周变动 +1BP 活跃 10 年国债期货 -0.27% 本期评论： 避险需求上升 配置建议： 标配
大宗	保守
铁矿石期货 -5.58% 焦煤期货 -2.08% 本期评论： 国内复苏，美元难强 配置建议： 标配	余额宝 1.86%/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% 上下波动 配置建议： 低配

资料来源：万得，中银证券

美联储 3 月加息 25BP，关注海外金融风险发展。 本周 A 股指数普涨，大盘股和小盘股估值都有所上升，但小盘股估值上行幅度更大。本周央行在公开市场净回笼 1130 亿元，资金拆借利率明显分化，周五 R007 利率收于 2.00%，GC007 利率收于 3.37%。周五十年国债收益率收于 2.87%，较上周五上行 1BP。美联储 3 月加息 25BP，基本符合市场预期，目前欧美金融风险尚且可控，美联储加息 25BP 也是希望向市场传达信心。目前美联储尚且可以平衡控制通胀目标和防范金融风险，但仍需要关注的是，欧美金融风险尚未完全平息，包括但不限于，美国部分中小银行存款搬家的趋势仍在进行，欧洲瑞信 AT1 债券完全减记不符合此前市场的偿付顺序，可能将风险外溢至欧洲债券市场，等等，因此仍需密切关注欧美金融风险的走向。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元指数继续下行。股市方面，本周 A 股指数普涨，领涨的指数是中小板指（4.49%），涨幅较小的指数是上证综指（0.46%）；港股方面恒生指数上涨 2.03%，恒生国企指数上涨 2.71%，AH 溢价指数上行 0.13 收于 139.24；美股方面，标普 500 指数本周上涨 1.39%，纳斯达克上涨 1.66%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.09%，中债国债指数上涨 0.02%，金融债指数上涨 0.12%，信用债指数上涨 0.11%；十年美债利率下行 1 BP，周五收于 3.38%。万得货币基金指数本周上涨 0.03%，余额宝 7 天年化收益率上行 2 BP，周五收于 1.86%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 3.69%，收于 69.2 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.38%，收于 1981 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 3%，LME 铜上涨 4.25%，LME 铝上涨 3.08%；CBOT 大豆下跌 3.18%。美元指数下跌 0.73% 收于 103.11。VIX 指数下行至 21.74。本周美元指数继续下跌，但美元资产表现相对强劲。

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	2023/3/20 上期涨跌幅	- 本月以来	2023/3/24 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,265.65	0.46	0.63	(0.43)	5.71
	399001.SZ	深证成指	11,634.22	3.16	(1.44)	(1.27)	5.61
	399005.SZ	中小板指	7,679.07	4.49	(1.26)	(0.23)	4.61
	399006.SZ	创业板指	2,370.38	3.34	(3.24)	(2.41)	1.01
	881001.WI	万得全 A	5,112.66	1.84	(0.58)	(1.10)	6.18
	000300.SH	沪深 300	4,027.05	1.72	(0.21)	(1.04)	4.01
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	221.27	0.09	0.13	0.43	0.84
	CBA00603.C	中债国债	214.95	0.02	0.20	0.51	0.57
	CBA01203.C	中债金融债	221.64	0.12	0.12	0.49	0.53
	CBA02703.C	中债信用债	204.86	0.11	0.13	0.47	1.37
	885009.WI	货币基金指数	1,656.75	0.03	0.04	0.12	0.45
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	69.20	3.69	(13.48)	(10.19)	(13.78)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,981.00	0.38	6.77	7.86	8.48
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	4,107.00	(3.00)	(1.52)	(1.51)	0.49
	CA.LME	LME 铜	8,945.00	4.25	(2.88)	(0.18)	6.84
	AH.LME	LME 铝	2,344.00	3.08	(1.51)	(1.22)	(1.43)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,429.50	(3.18)	(2.06)	(3.35)	(6.20)
货币	-	余额宝	1.86	2 BP	-2 BP	1 BP	6 BP
	-	银行理财 3M	1.60	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	103.11	(0.73)	(0.75)	(1.79)	(0.37)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.87	0.16	1.27	1.06	1.24
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.38	(0.81)	0.58	(0.19)	(0.35)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.29	(2.17)	(1.21)	(4.25)	(0.51)
港股	HSI.HI	恒生指数	19,915.68	2.03	1.03	0.66	0.68
	HSCEI.HI	恒生国企	6,794.80	2.71	2.63	3.24	1.34
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	139.24	0.13	(0.99)	(1.90)	0.85
美国	SPX.GI	标普 500	3,970.99	1.39	1.43	0.02	3.42
	IXIC.GI	NASDAQ	11,823.96	1.66	4.41	3.22	12.97
	UST10Y.GBM	十年美债	3.38	-1 BP	-31 BP	-54 BP	-50 BP
	VIX.GI	VIX 指数	21.74	(14.78)	2.86	5.02	0.32
	CRB.RB	CRB 商品指数	258.49	1.50	(3.90)	(4.21)	(6.93)

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）

中俄两国领导人共同签署《中华人民共和国和俄罗斯联邦关于深化新时代全面战略协作伙伴关系的联合声明》和《中华人民共和国主席和俄罗斯联邦总统关于 2030 年前中俄经济合作重点方向发展规划的联合声明》。双方领导人达成共识，要加强统筹设计和顶层规划，扩大能源、资源、机电产品贸易，增强双方产业链供应链韧性，拓展信息技术、数字经济、农业、服务贸易等领域合作。

国务院领导人在湖南调研并主持召开先进制造业发展座谈会。他强调，实体经济特别是制造业是我国经济的根基所在。随着国内外形势发生复杂深刻变化，我国制造业发展面临一个重要关口，我们坚守制造业的决心不能动摇，做强制造业的力度必须加大。要紧紧围绕制造业高端化、智能化、绿色化发展，加强战略统筹谋划，推进高水平科技自立自强，推动传统制造业改造升级和战略性新兴产业培育发展，加快中国制造向中国创造、中国产品向中国品牌转变。

国务院机构设置发布，国务院直属机构包括国家金融监督管理总局、证监会，国务院国资委为国务院直属特设机构。

国务院常务会议确定今年国务院 10 个方面、103 项重点工作。会议决定，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，预计每年减负规模达 4800 多亿元。会议审议“三农”重点任务工作方案，要求落实落细粮食生产支持政策，确保全年粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上。另外，新版《国务院工作规则》发布，明确国务院常务会议一般每月召开 2-3 次，如有需要可随时召开。

中共中央办公厅印发《关于在全党大兴调查研究的工作方案》，调研内容主要是 12 个方面，其中包括：贯彻新发展理念、构建新发展格局、推动高质量发展中的重大问题，推进高水平科技自立自强，扩大国内需求、深化供给侧结构性改革、建设现代化产业体系、落实“两个毫不动摇”、吸引和利用外资，全面推进乡村振兴中的主要情况和重点问题；统筹发展和安全，确保粮食、能源、产业链供应链、生产、食品药品、公共卫生等安全，防范化解重大经济金融风险中的主要情况和重点问题；推进共同富裕、增进民生福祉中的重大问题，巩固拓展脱贫攻坚成果、缩小城乡区域发展差距和收入分配差距的主要情况和重点问题等。

中办、国办印发《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》，提出到 2025 年，医疗卫生服务体系进一步健全，资源配置和服务均衡性逐步提高，重大疾病防控、救治和应急处置能力明显增强，中西医发展更加协调，有序就医和诊疗体系建设取得积极成效。到 2035 年，形成与基本实现社会主义现代化相适应，体系完整、分工明确、功能互补、连续协同、运行高效、富有韧性的整合型医疗卫生服务体系。

财政部展望 2023 年财政政策提到，将进一步完善减税降费措施，增强精准性针对性，突出对中小微企业、个体工商户以及特困行业的支持。统筹宏观调控需要和防范财政风险，加大财政资金统筹力度，优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具；更直接更有效地发挥积极财政政策作用，并加强与货币、就业、产业、科技、社会政策协调配合。遏制地方政府隐性债务增量，稳妥化解存量，坚决制止违法违规举债行为，加强对融资平台公司的综合治理。

中国银保监会 2023 年 1 号文件——《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》已于 3 月 21 日印发，明确信托业务分类改革将于 6 月 1 日起正式实施。正式版本的《通知》与 2022 年底公开征求意见的版本差别不大，其中一个变化是将资产服务信托的排位置于资产管理信托之前。

工信部召开重点行业协会座谈会强调，要着力稳住汽车、消费电子等大宗消费，努力扩大家电、家居、绿色建材消费。巩固新能源汽车、光伏、移动通信、电力装备等优势产业领先地位，培育壮大新能源、新材料等新兴产业，前瞻性布局未来产业。

四部门印发《农村能源革命试点县建设方案》，提出到 2025 年，试点县可再生能源在一次能源消费总量占比超过 30%，在一次能源消费增量中占比超过 60%。

银保监会将召开人身险市场形势分析会，研判市场行业风险形势。调研内容主要包括：近期公司经营和业务发展特点；公司及行业近期发生的重大事件和存在的风险隐患，重点剖析风险成因；对当前及今后一个时期人身险市场和行业风险形势的研判；对加强和改进人身险监管的意见建议。

海关总署等三部门联合公告，4 月 1 日起海南离岛免税购物可“担保即提”“即购即提”。离岛旅客凭相关证件和离岛信息在海南离岛免税商店购买免税品时，可对单价超过 5 万元的免税品选择“担保即提”提货方式，可对单价不超过 2 万元的指定免税品选择“即购即提”提货方式。

交通运输部展望 2023 年航运市场：预计国内沿海干散货运价波动进一步放大，沿海集装箱运价将有所回落，内河运输市场预计继续保持稳定运行；国际干散货运价或低位震荡，集装箱运输市场总体上将呈现降幅趋缓，将适时开展国际邮轮运输试点复航。

海关总署回应“港口集装箱空箱数量增加”称，既有前一个时期新集装箱投放量过大、国内堆存成本较低、国外疫情缓解后空箱短期大量回流的原因，也有季节性规律作用。从海关最新数据看，2 月下旬以来，出口用箱量在持续增长。随着我国经济形势整体好转，外贸前两个月平稳开局的势头有望保持下去。

市场监管总局发布《制止滥用行政权力排除、限制竞争行为规定》《禁止垄断协议规定》《禁止滥用市场支配地位行为规定》《经营者集中审查规定》四部反垄断法配套规章，自 4 月 15 日起施行。

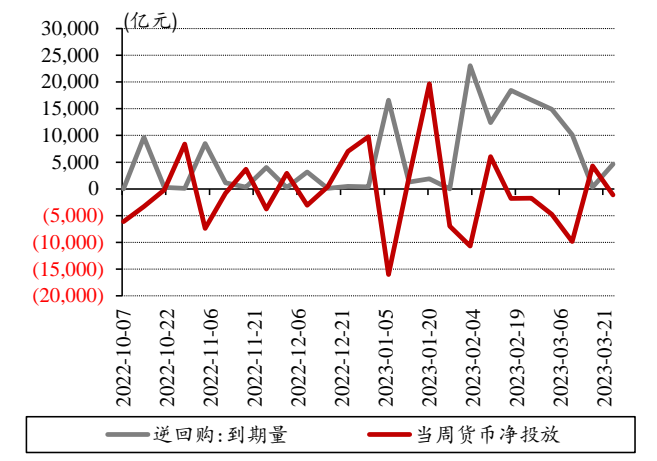
证监会出台 12 条举措推进基础设施 REITs 常态化发行，其中包括：研究支持消费基础设施发行基础设施 REITs，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等项目，以及保障基本民生的社区商业项目；分类调整项目收益率和资产规模要求；推动扩募发行常态化，支持优质保险资产管理公司等开展 ABS 及 REITs 业务；适时推出 REITs 实时指数。国家发改委同时发布通知，进一步提升基础设施 REITs 项目申报推荐的质量和效率。

深圳重磅发布公积金新规，加大对购买首套住房、多子女家庭购房、购买绿色建筑住房等的公积金贷款支持力度。政策调整后，符合条件的个人公积金贷款最高额度可由原来的 50 万元至 70 万元，家庭公积金贷款可由原来的 90 万元提高至 126 万元。同时，深圳还将允许提取公积金支持老旧小区改造，经审核通过后最低生活保障边缘家庭的职工可一次性提取本人公积金账户内的全部余额。

宏观上下游高频数据跟踪

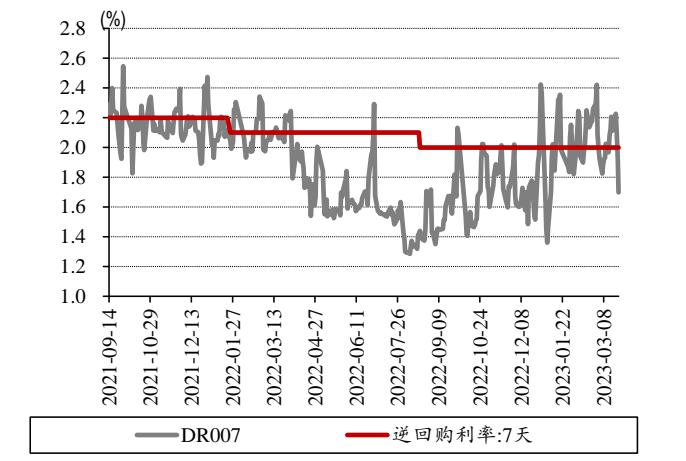
截至3月24日，公开市场逆回购到期量为4630亿元；当周央行在公开市场上实现流动性净回笼，共计净回笼1130亿元。

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

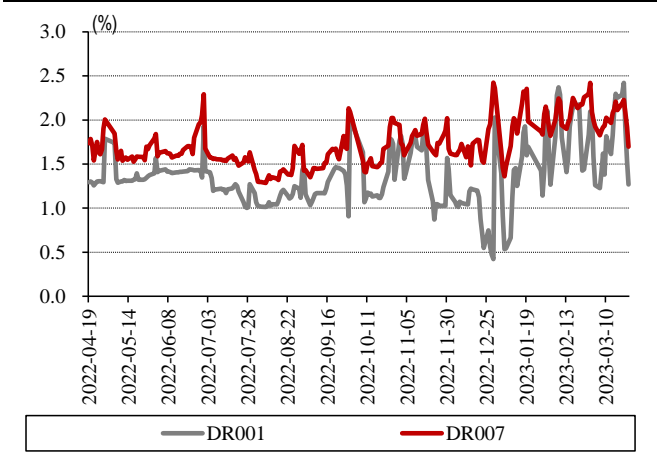


资料来源：万得，中银证券

银行间市场方面，截至3月24日，DR001与DR007利率分别为1.2697%、1.6982%，较前一周分别变动-98BP、-42BP，交易所市场方面，R001与R007利率分别为1.3756%、1.9984%，较前一周分别变动-97BP、-34BP。

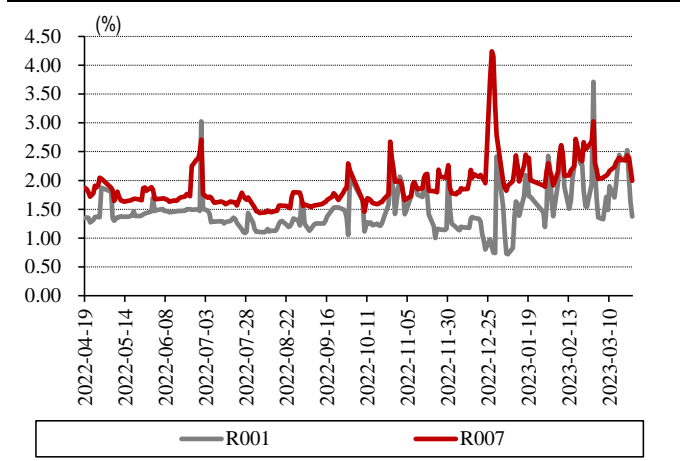
金融机构融资成本方面，银行体系资金成本有所波动，但整体维持相对较低水平。DR007与7天期逆回购差值为-0.3018%，较前一周变动-42BP；DR007、R007之差较上周继续小幅走扩，超预期降准后，狭义流动性环境明显宽松。

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24日当周，短、长钢厂开工率较上周均持平。铁矿石港口库存小幅下降，变动-78.22万吨。炼焦方面，炼焦煤平均可用天数单周变动0.18天；多数地区炼焦开工率表现平稳，仅华北地区单周下跌。

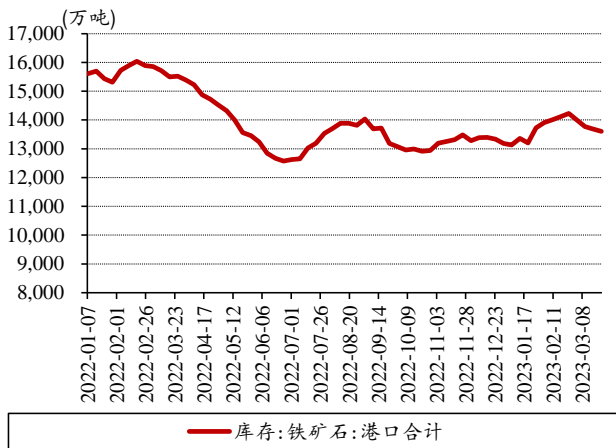
图表 8. 周期商品高频指标变化

周期品种	指标	当周值	周变动	较年初变动
水泥	库容比 (%)	63.32	0.71	(8.89)
钢材	短流程电炉钢厂开工率 (%)	70.83	0.00	34.37
	长流程电炉钢厂开工率 (%)	56.67	0.00	1.67
	开工率:东北地区 (%)	60.40	3.80	(2.80)
	开工率:华北地区 (%)	77.10	(0.50)	(0.70)
炼焦	开工率:西北地区 (%)	54.80	0.50	(5.30)
	开工率:华中地区 (%)	79.00	0.00	(3.90)
	开工率:华东地区 (%)	87.60	0.80	6.80
	开工率:西南地区 (%)	57.60	0.00	1.90

资料来源：万得，中银证券，水泥库容比为前一周数据

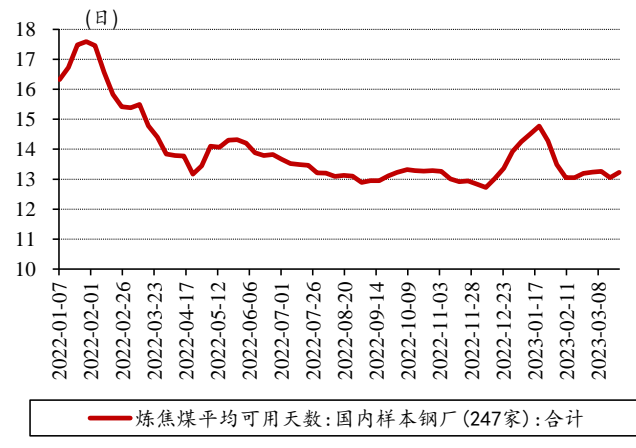
海外机构持仓方面，截至3月24日，SPDR黄金ETF持仓总价值变动1.93%。原油库存方面，3月17日当周，美国API原油库存上升，周环比变动326.20万桶。

图表 9. 铁矿石港口库存表现



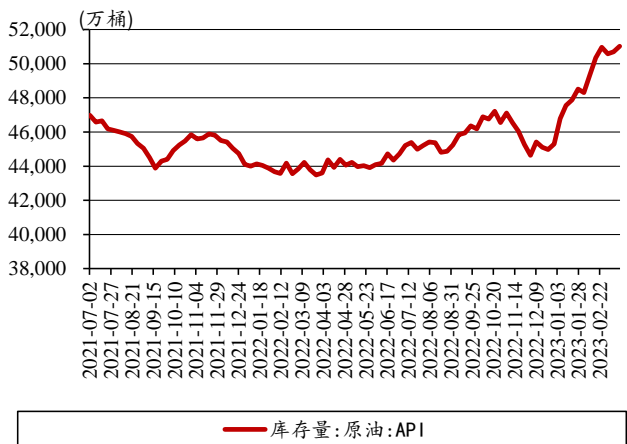
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 炼焦煤平均可用天数表现



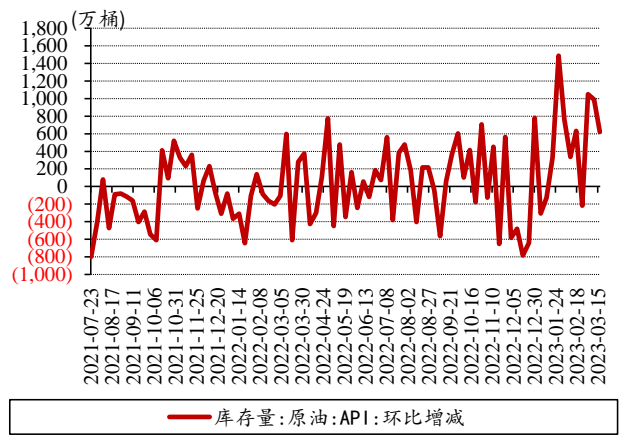
资料来源：万得，中银证券

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

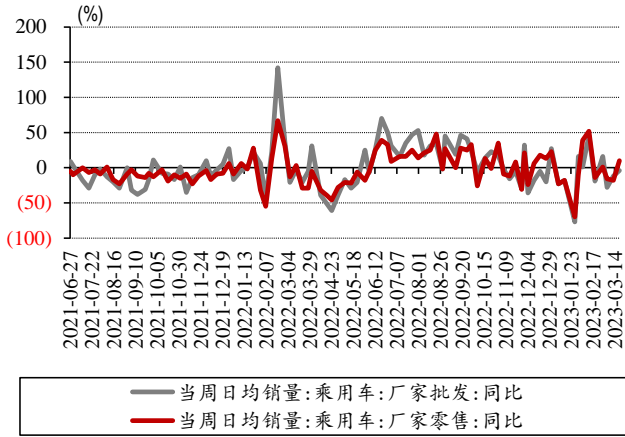


资料来源: 万得, 中银证券

房地产方面, 截至3月19日, 30大城市商品房单周成交面积小幅回升, 单周成交面积环比变动33.34万平方米, 单周成交面积实现363.77万平方米, 创年内次高水平。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。

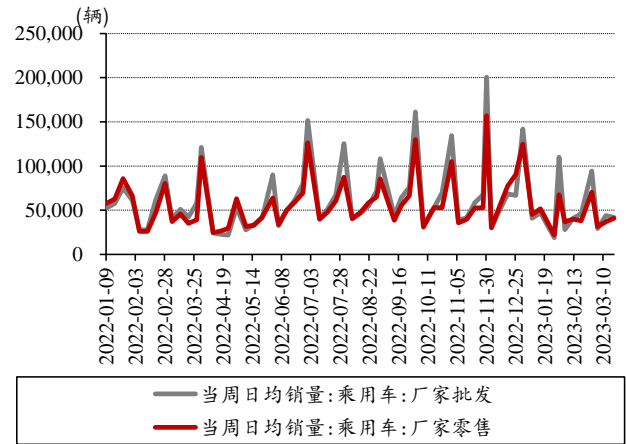
根据万得数据, 3月19日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为-4%和10%, 增速表现有所回升, 考虑到汽车消费在我国消费结构中占比较高, 在促消费中将继续扮演抓手角色, 我们继续维持汽车消费具备上行动力的判断。

图表 14. 汽车消费增速表现



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. 汽车消费规模表现



资料来源: 万得, 中银证券, 乘用车数据为前一周更新数据

大类资产表现

A 股：中小创反弹

北上资金持续净流入。本周市场指数基本上涨，领涨的指数包括中小板指(4.49%)、创业板指(3.34%)、深证成指(3.16%)，下跌的指数仅有上证红利(-0.8%)。行业方面涨多跌少，领涨的行业有传媒(10.48%)、计算机(6.88%)、电子元器件(6.8%)，领跌的行业有钢铁(-3.24%)、建筑(-2.15%)、石油石化(-1.81%)。本周北上资金持续净流入，海外资本避险可能导致资产配置倾向哑铃型分布，进而流入基本面较为稳健的新兴市场。

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 (%)	
中小板指	4.49	传媒	10.48	电子竞技指数	14.07
创业板指	3.34	计算机	6.88	网络游戏指数	13.93
深证成指	3.16	电子元器件	6.80	虚拟现实指数	12.25
上证 180	0.67	石油石化	(1.81)	一带一路指数	(1.63)
上证综指	0.46	建筑	(2.15)	新疆区域振兴指数	(2.85)
上证红利	(0.80)	钢铁	(3.24)	可燃冰指数	(3.42)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻 (新闻来源：万得)

智慧医疗 | 中办、国办印发《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》，提出到 2025 年，医疗卫生服务体系进一步健全，资源配置和服务均衡性逐步提高，重大疾病防控、救治和应急处置能力明显增强，中西医结合更加协调，有序就医和诊疗体系建设取得积极成效。到 2035 年，形成与基本实现社会主义现代化相适应，体系完整、分工明确、功能互补、连续协同、运行高效、富有韧性的整合型医疗卫生服务体系。

网络游戏 | 3 月份国产网络游戏版号发布，共有 86 款国产网络游戏获批。

先进制造 | 国务院总理李强在湖南调研并主持召开先进制造业发展座谈会。要紧紧围绕制造业高端化、智能化、绿色化发展，加强战略统筹谋划，推进高水平科技自立自强，推动传统制造业改造升级和战略性新兴产业培育发展，加快中国制造向中国创造、中国产品向中国品牌转变。

高科技 | 国家发改委等五部门明确，2023 年享受税收优惠政策的集成电路企业或项目、软件企业清单制定工作，沿用 2022 年清单制定程序、享受税收优惠政策的企业条件和项目标准。

消费 | 海关总署等三部门联合公告，4 月 1 日起海南离岛免税购物可“担保即提”“即购即提”。离岛旅客凭相关证件和离岛信息在海南离岛免税商店购买免税品时，可对单价超过 5 万元的免税品选择“担保即提”提货方式，可对单价不超过 2 万元的指定免税品选择“即购即提”提货方式。

6G | 中国移动等全球 16 家运营商发布 6G 设计与需求白皮书，从运营商立场定义 6G 需求，包括实现数字包容、能源效率、环境可持续性和灵活部署的演进路径需求以及未来用例的新能力需求，并提出 6G 系统架构与设计考虑。工信部部长金壮龙日前表示，目前正在总结推广 5G 经验，支持产业界组建 6G 推进组，代号“IMT-2030(6G)推进组”，推进组已经开展工作，要发挥超大规模市场优势和产业体系完备的优势，产学研用集中发力，加强国际合作，加快 6G 研发。

军工 | 国资委党委召开扩大会议强调，以更大力度鼓励支持中央军工企业做强做优做大，指导中央企业立足自身所能积极支持国防军队建设，助力实现国家战略能力最大化。

游戏 | 国家新闻出版总署发布 2023 年进口网络游戏审批信息，共 27 款游戏获批，腾讯旗下《庄园合合》、网易旗下《劲舞团：全民派对》、心动网络旗下《画中世界》等游戏在列。

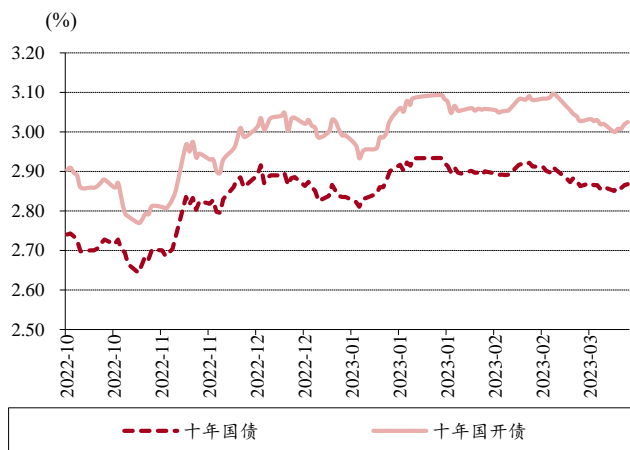
金融 | 央行决定于 3 月 27 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，此次降准为全面降准，不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构。

快递 | 3 月 19 日，顺丰控股发布 2 月快递物流业务经营简报，公司今年 2 月速运物流业务收入达 135.01 亿元，同比增长 37.08%。

债券：关注季末流动性变化

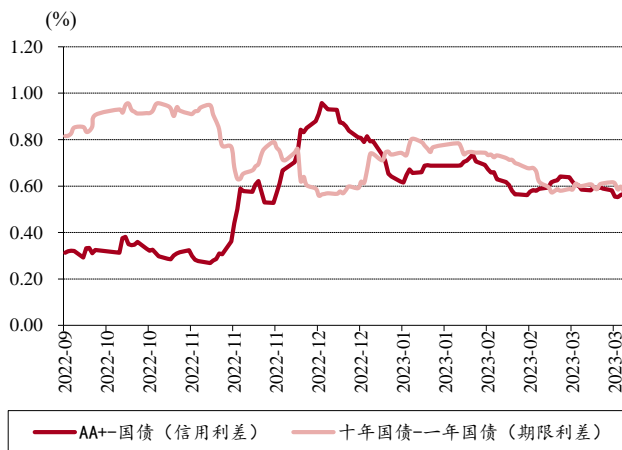
债市投资者情绪维持乐观，信用债配置力度依然较强。十年期国债收益率周五收于 2.87%，本周上行 1BP，十年国开债收益率周五收于 3.03%，较上周五持平。本周期限利差下行 4BP 至 0.57%，信用利差下行 2BP 至 0.57%。

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

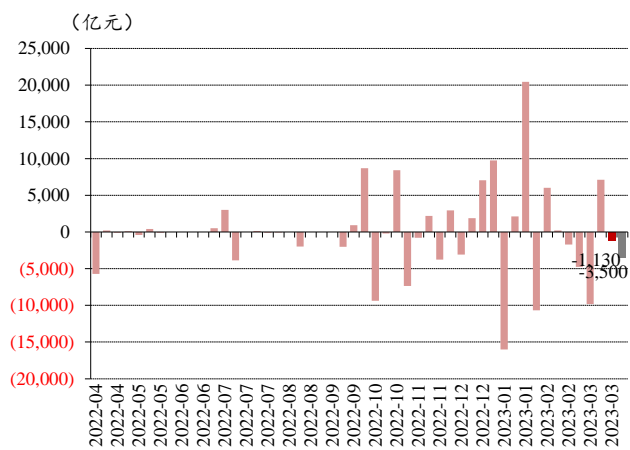
图表 18. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

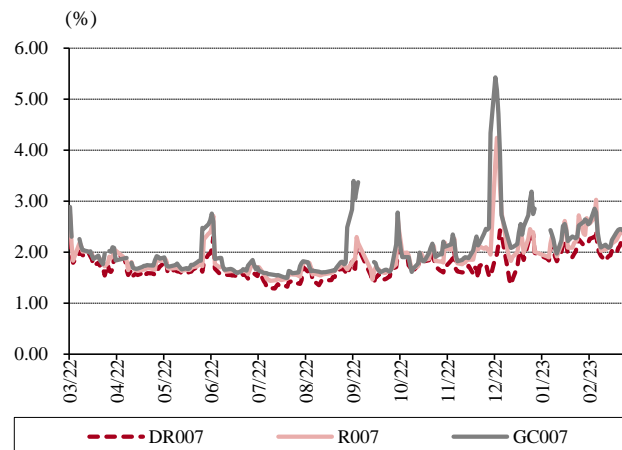
拆借利率分化加大。本周央行在公开市场净回笼资金 1130 亿元，资金拆借利率仍在较高水平上出现明显分化，非银金融机构拆借利率明显上升，周五 R007 利率收于 2.00%，交易所资金 GC007 利率收于 3.37%。季末流动性可能出现阶段性紧张，但非银机构拆借利率上升可能也有 2022 年拆借利率偏低导致非银机构杠杆偏高的影响，关注非银机构拆借利率波动可能对债市造成的影响。

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)

3 月 LPR 报价出炉，1 年期品种报 3.65%，5 年期以上品种报 4.30%，连续 7 个月“按兵不动”。

据交易商协会，2 月累计发行 741 只债务融资工具，发行金额合计 6619 亿元。

惠誉：将第一共和银行的长期发行人违约评级 (IDR) 下调至“B”；未来可能会进一步下调第一共和银行评级。

中国恒大披露境外债务重组进展，已就本金总额 191.485 亿美元的债务重组主要条款签约，并预期重组将于 10 月 1 日开始生效。整体看，恒大将发行新债券对原债券进行置换；新债券年限 4 至 12 年、年息 2% 至 7.5%；前 3 年不付息，第 4 年初开始付息、付本金的 0.5%。

大宗商品：周期品价格上行

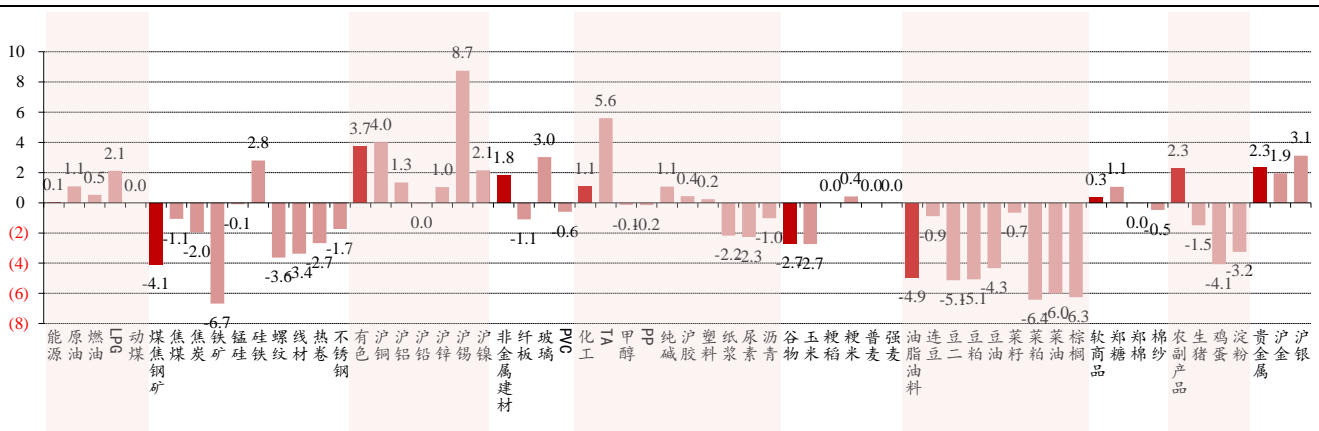
开工季即将到来提振周期品价格预期。本周商品期货指数下跌 0.58%。从各类商品期货指数来看，上涨的有有色金属(3.72%)、贵金属(2.31%)、非金属建材(1.83%)、化工(1.08%)、能源(0.05%)，下跌的有谷物(-2.71%)、煤焦钢矿(-4.11%)、油脂油料(-4.94%)。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有沪锡(8.74%)、TA(5.6%)、沪铜(4.01%)，跌幅靠前的则有铁矿(-6.68%)、菜粕(-6.41%)、棕榈(-6.25%)。国内投资开工预期提振周期品价格表现。

图表 21. 大宗商品节前表现

商品 -0.58%	能源 +0.05%	煤焦钢矿 -4.11%
有色金属 +3.72%	非金属建材 +1.83%	化工 +1.08%
谷物 -2.71%	油脂油料 -4.94%	贵金属 +2.31%

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)

欧佩克三名代表称，即使在银行危机导致原油价格暴跌之后，欧佩克+仍可能坚持其每日减产 200 万桶的协议，直到今年年底。

国家能源局印发《加快油气勘探开发与新能源融合发展行动方案(2023-2025 年)》提出，到 2025 年，累计清洁替代增加天然气商品供应量约 45 亿立方米，增产天然气约 30 亿立方米，增产原油 200 万吨以上。积极推进陆上油气勘探开发自消纳风电和光伏发电，风光发电集中式和分布式开发。统筹推进海上风电与油气勘探开发。

中钢协副会长骆铁军透露，2022 年，钢协会会员企业利润为 982 亿元，同比下降 72.3%，今年前两个月行业亏损面积在 50% 左右。今年钢铁行业将重点推进产能治理与联合重组，推进产能置换、超低排放和极致能效，以及“基石计划”和钢铁应用拓展计划。要加快国内铁矿资源勘探开发和增储上产。

山东省自然资源厅在德州齐河—禹城地区部署实施的富铁矿勘查项目再获新突破，初步估算新增富铁矿资源量 1400 万吨。截至目前，该区域已累计探明富铁矿资源量近 8000 万吨。

据中钢协监测，1-2 月国内市场钢材价格小幅上升，3 月以来钢材价格延续小幅上升走势。2 月末，中国钢材价格指数(CSPI)为 118.23 点，环比上升 2.61%，同比下降 13.03%。随着天气逐渐转暖，国内市场钢材需求将逐渐启动，后期钢材需求有望保持平稳，钢材价格将呈小幅波动走势。

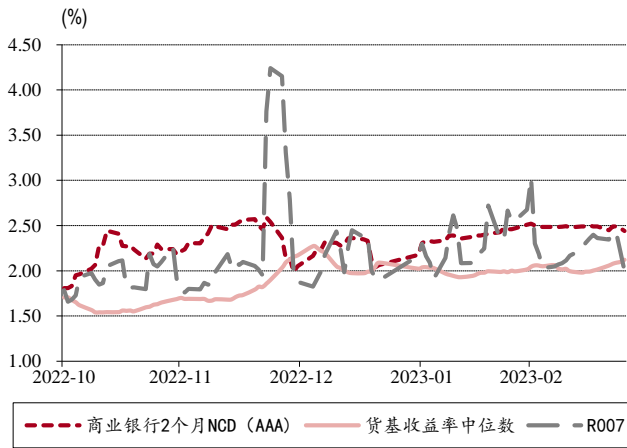
据农业农村部，今年 2 月份全国能繁母猪存栏量为 4343 万头，同比增长 1.7%，比 4100 万头的正常保有量多 243 万头，相当于正常产能调控目标的 105.9%。2 月份以来生猪价格持续回升，3 月份第 3 周，全国生猪平均价格为每公斤 15.5 元，同比上涨 23%。

世界铂金投资协会(WPIC)最新报告称，铂钯替换不断增加，预测今年汽车铂金需求再次增长 10%，达到 324.6 万盎司。预计 2023 年铂金投资需求增长将超过 28 吨。

货币类：货基收益率在 2% 附近波动

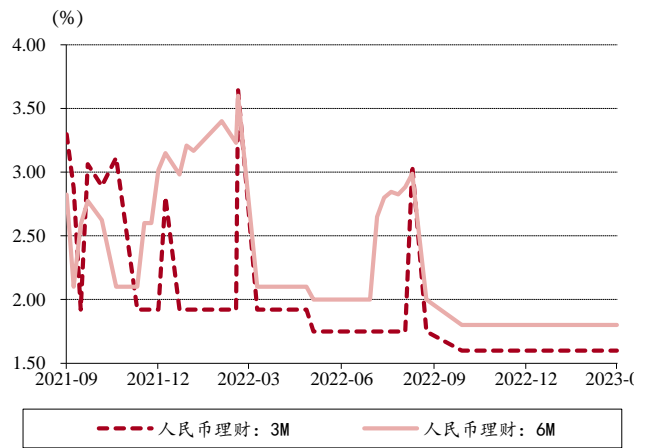
预计货币基金收益率仍将以波动为主。本周余额宝 7 天年化收益率上行 2BP，周五收于 1.86%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率收于 1.8%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.12%。GC007 利率上行带动货币基金收益率短期上行。

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

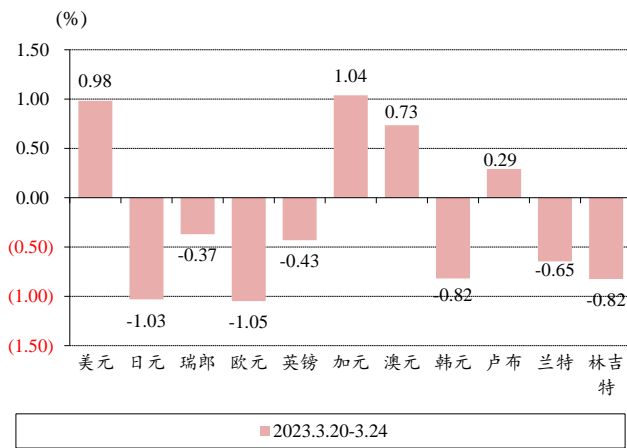


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数走弱，人民币汇率走强

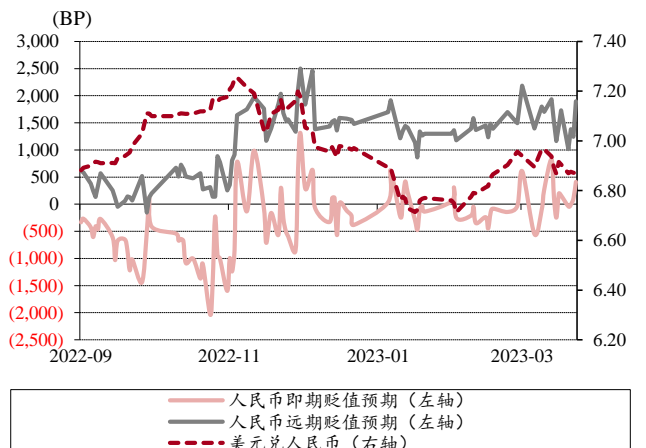
人民币兑美元中间价本周下行 678BP，至 6.8374。本周人民币对加元(1.04%)、美元(0.98%)、澳元(0.73%)、卢布(0.29%)升值，对瑞郎(-0.37%)、英镑(-0.43%)、兰特(-0.65%)、韩元(-0.82%)、林吉特(-0.82%)、日元(-1.03%)、欧元(-1.05%)贬值。美联储加息 25BP，但风险因素导致美元继续走弱。

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)

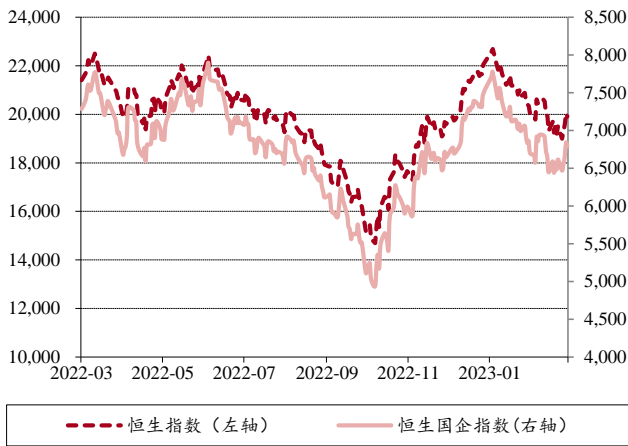
市场传言硅谷银行和瑞信事件导致欧美数千亿美元资金涌入香港。香港金管局回应称，作为国际金融中心，香港经常处理不同商业活动所引申的资金流入和流出。外资行人士和业内专家称，“没感觉特别多”，短期 HIBOR 出现暴涨，说明银行间钱紧，而非资金充裕，欧美存款涌入与否仍待数据佐证。

外汇局数据显示，2 月，我国外汇市场总计成交 20.64 万亿元人民币。其中，银行对客户市场成交 2.90 万亿元人民币，银行间市场成交 17.74 万亿元人民币。

港股：美联储向市场传递金融风险可控的信心

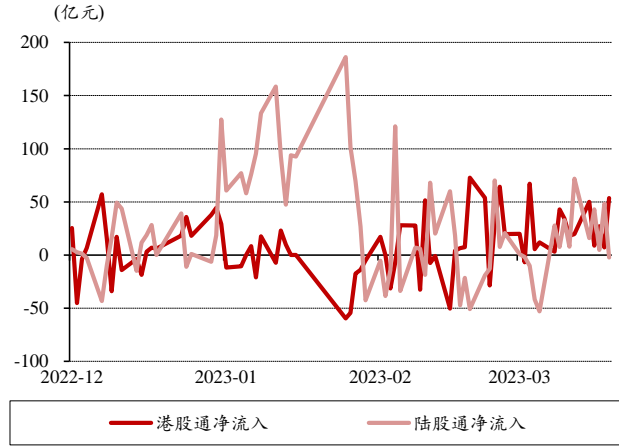
美联储 3 月如期加息 25BP。 本周港股方面恒生指数上涨 2.03%，恒生国企指数上涨 2.71%，AH 溢价指数上行 0.13 收于 139.24。行业方面本周领涨的有资讯科技业（7.53%）、原材料业（5.16%）、非必需性消费（2.92%），跌幅靠前的有电讯业（-4.11%）、公用事业（-2.72%）、能源业（-2.09%）。本周南下资金总量 146.52 亿元，同时北上资金总量 109.5 亿元。本周美国部分中小银行仍面临存款流失的压力，但美联储和美财政部有望协同解决金融风险问题，因此美联储 3 月仍加息 25BP，尚且可以平衡控制通胀和防范金融风险等目标。

图表 27. 恒指走势



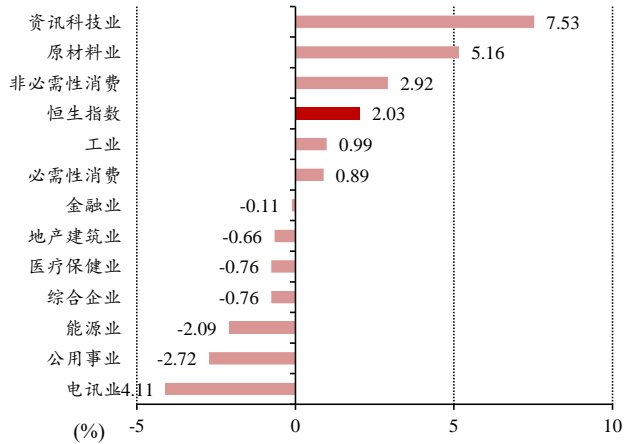
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 陆港通资金流动情况



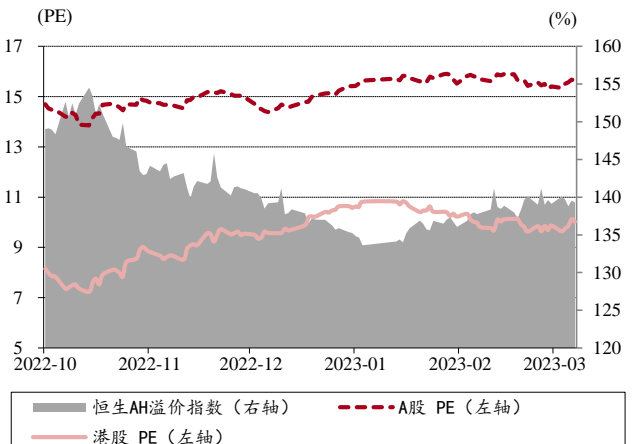
资料来源：万得，中银证券

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)

美联储宣布加息 25 个基点，将联邦基金利率区间上调至 4.75%-5%，美联储 FOMC 声明指出，美国银行业稳健、有弹性，但一些事件将拖累经济增长。于此同时，数据显示消费和生产增长适度，进一步收紧政策可能是合适的。最近的发展将导致信贷环境趋紧；将考虑累积政策收紧和滞后性的影响。点阵图显示，2023、2024 年底利率预期中值分别为 5.1%，4.3%。这也就意味着，今年将再加息 25 个基点，到 2024 年底将降息 75 个基点。

美联储主席鲍威尔：考虑过暂停加息，但加息的决定得到了委员会很强的共识支持；如果我们需要将利率提高更高，我们将会这样做；今年降息不是我们的基本预期；更紧的信贷条件可以替代加息；将加强对银行业的监管；一系列银行业倒闭事件可能会影响到美国经济。

美联储下调美国 2023 年 GDP 增长预期至 0.4%，12 月料增 0.5%。下调美国 2024 年 GDP 增长预期至 1.2%，12 月料增 1.6%。上调美国 2025 年 GDP 增长预期至 1.9%，12 月料增 1.8%。维持更长周期的美国 GDP 增幅预期在 1.8%。

美联储上调 2023 年 PCE 通胀预期至 3.3%，12 月份料为 3.1%。2024 年 PCE 通胀预期 2.5%，与 12 月份持平。2025 年 PCE 通胀预期 2.1%，与 12 月份持平。维持更长周期的 PCE 通胀预期在 2.0% 不变。

美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值 49.3，创去年 10 月以来高位，预期 47，2 月终值 47.3；服务业 PMI 初值 53.8，预期 50.5，2 月终值 50.6；综合 PMI 初值 53.3，预期 49.5，2 月终值 50.1。

欧元区 3 月制造业 PMI 初值 47.1，为 2022 年 10 月以来新低，预期 49，前值 48.5；服务业 PMI 初值 55.6，综合 PMI 初值 54.1，均创 10 个月以来新高。

德国 3 月制造业 PMI 初值为 44.4，创 34 个月低位，预期 47，2 月终值 46.3；服务业 PMI 初值 53.9，预期 51，2 月终值 50.9；综合 PMI 初值 52.6，预期 51，2 月终值 50.7。

美国财长耶伦：拒绝评论美联储的利率决定，尊重美联储的独立性；有一条路可以在降低通胀的同时保持劳动力市场强劲，美联储在“理想情况下”会遵循这条道路；未能提高债务上限将导致“衰退或更糟的情况”。

美国财政部长耶伦称，在监管机构采取强硬行动后，美国银行体系正在企稳，但如果银行业危机继续恶化，政府准备为储户存款提供进一步的担保。

欧洲央行行长拉加德表示，潜在的通胀动力依然强劲，必须并且会将通胀降至目标水平。欧洲央行有足够工具来应对金融稳定风险。

德国央行行长内格尔称，对抗通胀的战斗还没有结束，支持继续加息。不认为银行业的动荡将蔓延至欧洲。

英国央行宣布加息 25 个基点，为连续第 11 次加息，利率水平达 2008 年 10 月以来最高。英国央行表示，通胀持续的迹象将需要更多加息，但由于能源价格上限延长和批发价格下降，第二季度 CPI 可能低于 2 月份的预期。

瑞士央行无惧银行业危机，宣布加息 50 个基点至 1.5% 以遏制通胀，符合市场预期。该行认为，对瑞信采取的措施已经制止了危机，但同时也承认仍然准备在货币市场进行干预。

澳洲联储 3 月会议纪要显示，鉴于利率调整已经受到限制，且经济前景不确定，下月将考虑暂停加息。澳洲联储已连续第 10 次加息，将现金利率提高到 3.6%。

日本央行公布 3 月货币政策会议意见摘要显示，该行对整体通胀的看法保持不变，预计今年晚些时候通胀将减弱。在实现通胀目标之前，对退出大规模宽松政策持谨慎立场。

英国 2 月 CPI 同比升 10.4%，环比升 1.1%，均高于市场预期，且较前值进一步加速。核心 CPI 同比上升 6.2%，环比上升 1.2%，也均超出预期。英国央行将于今日公布利率决议，市场预期将加息 25 个基点。

加拿大 2 月 CPI 同比升 5.2%，预期升 5.4%，前值升 5.9%；环比升 0.4%，预期升 0.6%，前值升 0.5%。

全美地产经纪商协会 (NAR) 数据显示，美国 2 月份二手房成交量增长 14.5%，折合年率 458 万套，结束创纪录的持续下滑，创出 2020 年以来最大增幅。

美联储：为了提高美元互换额度提供美元资金的有效性，目前提供美元操作的央行已同意将 7 天到期操作的频率从每周增加到每天，操作时间的增加将于周一开始，并将至少持续到 4 月底。

英国央行声明：加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行、美联储和瑞士央行宣布，通过常设美元流动性互换，以增强流动性的提供。第一次每日 7 天到期回购操作将于英国时间周一 08:15 开始进行。

美国中型银行联盟向美国财政部、联邦储蓄保险公司、货币监理局以及美联储致信，要求在未来两年将联邦储蓄保险公司保险范围扩大到所有存款，相关费用由银行自身承担。美国中型银行联盟成立于 2011 年，成员包括超过 100 家银行。

美国官员正在研究暂时将联邦存款保险公司的保险范围扩大到所有存款。

美国联邦储蓄保险公司发表声明，宣布延长硅谷过渡银行的竞购窗口期，竞购截止时间设置为美东时间 3 月 24 日 20 时。声明表示，联邦储蓄保险公司和竞标者需要更多时间来探索所有选项，以便最大限度地提高其价值并实现最佳结果。此外，联邦储蓄保险公司将硅谷私人银行的竞购截止时间设为美东时间 3 月 22 日 20 时。

当地时间3月20日晚，因针对现任政府的两轮不信任动议投票在国民议会未获通过，法国政府关于退休制度改革的法案正式生效。

英国150所大学的数万名工作人员3月20日再次举行罢工，要求在该国生活成本创历史新高的情况下提高工资。

在瑞士政府的斡旋下，瑞银集团同意收购瑞士信贷，以遏制可能蔓延全球金融市场的信心危机。瑞银3月19日在一份声明中称，根据全股票交易条款，瑞信股东将可以用22.48股瑞信股票换1股瑞银股票，相当于每股0.76瑞郎，总对价为30亿瑞郎。这笔交易将创建一个拥有5万亿美元投资资产的全球财富管理公司。这两家银行都可以不受限制地使用瑞士央行的现有工具，通过这些工具，它们可以根据货币政策工具的指导方针，从瑞士央行获得流动性。非常规的政府支持措施将触发瑞信名义价值约为160亿瑞郎（173亿美元）的额外一级资本(AT1)债券被完全减记。

据证券时报，瑞信价值约160亿瑞郎的额外一级资本（简称AT1）债券被完全减记清零，变得“一文不值”。市场担忧瑞信AT1债券被完全减记会严重挫伤市场对此类资本补充工具的投资兴趣，由于欧洲的银行发行AT1补充资本的情况较为普遍，AT1债券的减记可能会“吓到其他银行的这类证券持有人”。

下周大类资产配置建议

美联储3月加息25BP落地。美联储宣布加息25个基点，将联邦基金利率区间上调至4.75%-5%，美联储FOMC声明指出，数据显示消费和生产增长适度，进一步收紧政策可能是合适的，最近的发展将导致信贷环境趋紧，将考虑累积政策收紧和滞后性的影响。点阵图显示，2023、2024年底利率预期中值分别为5.1%、4.3%。这也就意味着，今年将再加息25个基点，到2024年底将降息75个基点。美联储主席鲍威尔表示，考虑过暂停加息，但加息的决定得到了委员会很强的共识支持，今年降息不是美联储的基本预期。同时美联储下调美国2023年GDP增长预期0.1个百分点至0.4%，上调2023年PCE通胀预期0.2个百分点至3.3%。市场极为关注美联储3月加息操作，主要原因是通胀压力仍在但金融风险上升。美联储加息落地之后，市场波动加大的情况预计不会停止，目前市场依然相信2023年内美联储会开始大幅降息。美元指数因此承压，美债收益率大幅回落。

海外央行货币政策出现分歧。3月的议息会议中，欧央行加息50BP，英国央行加息25BP，瑞士央行加息50BP并表态是为遏制通胀，日本央行3月货币政策会议纪要显示在实现通胀目标之前，对退出大规模宽松政策持谨慎立场，澳洲联储3月会议纪要显示，鉴于利率调整已经受到限制，且经济前景不确定，下月将考虑暂停加息。央行货币政策的分歧主要受到短期目标不同的影响，对欧央行来说，遏制通胀是首要目标，因此在通胀确定性回落至欧央行目标之前，加息过程预计难以停止，但对其他央行来说，防范金融风险和经济衰退风险的紧迫性上升，因此开始考虑下调加息幅度或停止加息。我们认为如果欧美等发达国家和地区的金融风险继续发酵，央行将被迫扩表以提供流动性，但这一操作将影响加息遏制通胀的政策效果，并且加息将进一步加剧金融风险暴露和传播。因此如果以瑞信为代表的金融风险无法得到有效控制和化解，则欧美等地的加息政策可能超预期快速结束。

金融风险掣肘之下，未来美联储货币政策的两种可能。3月美联储加息25BP，被市场认为较好的平衡了控制通胀和防范金融风险。从目前的情况看，美联储维持加息步伐是希望向市场传达金融风险能够得到控制的信心，但随着美国两家银行破产、部分中小银行存款出现较大比例转移、欧洲瑞信AT1债券被完全减记，市场认为后续美联储货币政策仍有两种可能：一是金融风险确实得到有效控制，且通胀能够维持下行趋势，美联储或再有一次25BP的加息操作，年内不再调整基准利率，二是欧美金融风险继续发酵，存在演化为金融危机的趋势，美联储年内存在大幅降息的可能。市场认为无论哪种情况美元指数都将走弱，美元资产的风险偏好也将下降，同时避险情绪上升。我们提示两点：一是欧央行维持大幅加息，虽然当下提振欧元，但欧元区经济基本面弱于美国，因此中期内美元对欧元的弱势可能反转，二是避险情绪可能导致国际资本的资产配置哑铃型分布，一边加大黄金等资产的分布，另一边加大基本面稳健的新兴市场风险资产配置。维持看好人民币资产的观点。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：

全球通胀回落偏慢；欧美金融风险影响扩散；国际局势复杂化。

图表 31. 本期观点（2023.3.26）

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	=	避险需求上升	标配
货币	-	收益率将在2%上下波动	低配
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