

# 宏观和大类资产配置周报

## 2024年经济工作“抓重点”

经济工作会议召开；美联储12月日期暂停加息，但意外讨论降息事宜。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:** 11月新增信贷1.09万亿元，新增社融2.45万亿元，M2同比10%；11月工增同比6.6%，社零同比10.1%，1-11月固投累计同比2.9%。
- **要闻:** 中央经济工作会议12月11日至12日在北京举行；国务院办公厅印发《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》；北京、上海迎来多项楼市政策调整；美联储12月如期暂停加息，但点阵图于是2024年可能有三次降息。

### 资产表现回顾

- **人民币资产仍偏好避险。** 本周沪深300指数下跌1.7%，沪深300股指期货下跌1.74%；焦煤期货本周下跌4.22%，铁矿石主力合约本周下跌1.62%；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5BP至1.91%；十年国债收益率下行4BP至2.62%，活跃十年国债期货本周上涨0.42%。

### 资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>货币>债券。** 我们认为2024年GDP增速目标或仍将定在5%左右，整体上稳增长的动力较强，2024年较2023年虽然没有低基数和疫后经济增速反弹的预期优势，但在外部部分地区经济基本面表现较强和国内外补库存趋势影响下，仍有较强的稳增长抓手。根据经济工作会议安排，预计2024年经济工作的重点将围绕几点展开：一是以科技创新引领现代化产业体系建设，推动经济继续转型高质量发展，二是以居民增收和扩大内需托底经济增长，三是强化包括财政政策和货币政策在内的各项政策配合，形成合力。预计积极的财政政策和偏宽松的货币政策将在2024年延续，政府支出能够有效托底基建投资，融资环境保持偏宽松，融资成本有望继续下降，同时房地产融资和销售政策有望进一步优化，减小房地产投资和后周期消费对经济的拖累。
- **风险提示:** 全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

### 相关研究报告

- 《11月经济数据点评》20231215
- 《中银量化多策略行业轮动周报 - 20231214》20231215
- 《联储表态温和，降息预期高涨》20231214

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 (2023.12.17)

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	= 关注年底经济工作会议	不变
一年内	- 欧美经济下行趋势和全球局势变化	不变
大类资产	本期观点	观点变化
股票	+ 以万亿国债落地为代表的稳增长政策发力	超配
债券	- 债券发行量增加且收益率水平偏低	低配
货币	= 收益率将在2%上下波动	标配
大宗商品	+ 稳增长政策利好基建投资	超配
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
美元指数大幅回落，人民币资产走势独立 .....	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：分化情况比较显著 .....	11
债券：债市收益率继续试探下行 .....	12
大宗商品：美元指数大幅回落 .....	13
货币类：货币基金利率中枢年底前或波动上行 .....	14
外汇：人民币汇率继续平稳波动 .....	14
港股：美联储12月超预期讨论降息问题 .....	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 (2023.12.17)	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. 当周公开市场操作规模	8
图表 5. DR007 与 7 天期逆回购利率周度走势	8
图表 6. 银行间存款类回购利率周度表现	8
图表 7. 银行间回购利率周度表现	8
图表 8. 原材料产品高频指标周度表现	9
图表 9. 建材社会库存周度表现	9
图表 10. 重点电厂煤炭库存可用天数周度表现	9
图表 11. 美国 API 原油库存周度表现	9
图表 12. 美国 API 原油库存周环比变动	9
图表 13. 30 大城市商品房周成交面积表现	10
图表 14. 汽车消费周同比增速表现	10
图表 15. 汽车周消费规模表现	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. 大宗商品本周表现	13
图表 22. 本周大宗商品涨跌幅 (%)	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. 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 (2023.12.17)	18

## 一周概览

### 美元指数大幅回落，人民币资产走势独立

**人民币资产仍偏好避险。**本周沪深300指数下跌1.7%，沪深300股指期货下跌1.74%；焦煤期货本周下跌4.22%，铁矿石主力合约本周下跌1.62%；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5BP至1.91%；十年国债收益率下行4BP至2.62%，活跃十年国债期货本周上涨0.42%。

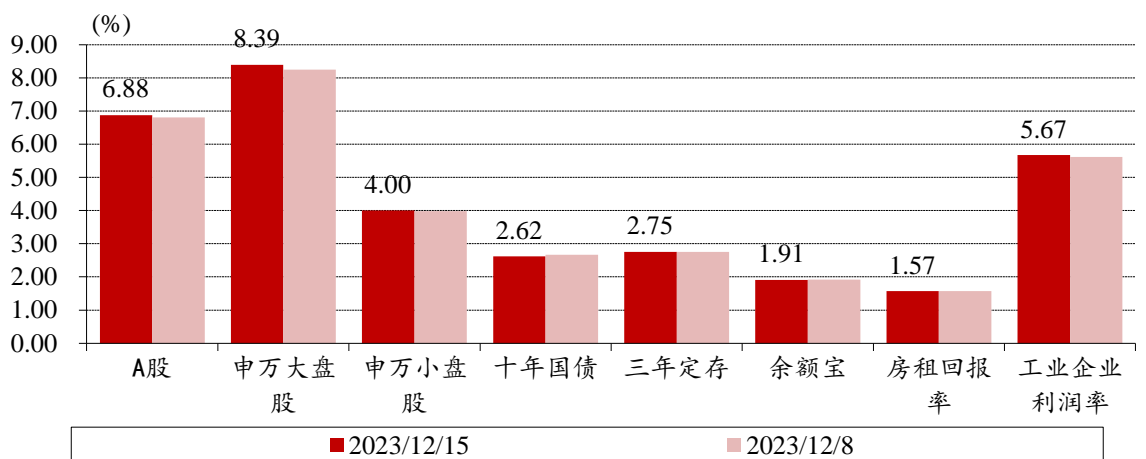
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
<p>沪深300 -1.7%</p> <p>沪深300期货 -1.74%</p> <p>本期评论：稳增长政策发力</p> <p>配置建议：超配</p>	<p>10年国债到期收益率 2.62%/本周变动 -4BP</p> <p>活跃10年国债期货+0.42%</p> <p>本期评论：债券发行量增加且收益率水平偏低</p> <p>配置建议：低配</p>
大宗	保守
<p>铁矿石期货 -1.62%</p> <p>焦煤期货 -4.22%</p> <p>本期评论：稳增长政策利好基建投资</p> <p>配置建议：超配</p>	<p>余额宝 1.91%/本周变动 -5BP</p> <p>股份制理财 3M 1.6%/本周变动 0BP</p> <p>本期评论：收益率将在2%上下波动</p> <p>配置建议：标配</p>

资料来源：万得，中银证券

**11月经济数据略好于预期。**本周A股指数继续普跌，估值普遍出现下行，大盘股估值调整的幅度大于小盘股。本周央行在公开市场净投放资金9990亿元，拆借资金利率平稳回落，周五R007利率收于2.15%，GC007利率收于2.33%。周五十年国债收益率收于2.62%，较上周五下降4BP。11月经济数据表现好于市场预期，虽然有去年同期低基数的影响，但工业增加值同比增速明显上行，生产端补库存的趋势延续，基建和制造业投资当月增速也较10月上行，积极的财政政策对固投的支撑较为明显，但房地产投资和社零增速表现相对偏弱，预计房地产投资仍有待观察融资政策和销售政策放松的影响，以及消费复苏斜率是否会出现进一步放缓的情况。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元指数快速回落至102上方。股市方面，本周A股指数普跌，跌幅较小的指数是上证综指(-0.91%)，领跌的指数是创业板指(-2.31%)；港股方面恒生指数上涨2.8%，恒生国企指数上涨1.83%，AH溢价指数下行1.99%收于148.44；美股方面，标普500指数本周上涨2.49%，纳斯达克上涨2.85%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨0.31%，中债国债指数上涨0.4%，金融债指数上涨0.32%，信用债指数上涨0.16%；十年美债利率下行32BP，周五收于3.91%。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5BP，周五收于1.91%。期货市场方面，NYMEX原油期货上涨0.79%，收于71.79美元/桶；COMEX黄金上涨0.96%，收于2033.8美元/盎司；SHFE螺纹钢下跌2.97%，LME铜上涨0.91%，LME铝上涨5.01%；CBOT大豆上涨0.96%。美元指数下跌1.35%收于102.59。VIX指数下行至12.28。本周美联储意外放鹰，开始讨论降息事宜，超出市场预期，带动美债利率下行，美元走弱，海外风险资产普遍出现价格反弹。

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	2023/12/11 上期涨跌幅	- 本月以来	2023/12/15 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	2,942.56	(0.91)	(2.05)	(2.88)	(4.75)
	399001.SZ	深证成指	9,385.33	(1.76)	(1.71)	(3.51)	(14.80)
	399005.SZ	中小板指	5,933.10	(1.08)	(1.78)	(3.03)	(19.17)
	399006.SZ	创业板指	1,848.50	(2.31)	(1.77)	(3.85)	(21.23)
	881001.WI	万得全A	4,531.82	(0.96)	(2.02)	(2.77)	(5.88)
	000300.SH	沪深300	3,341.55	(1.70)	(2.40)	(4.42)	(13.69)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	228.38	0.31	0.03	0.34	4.08
	CBA00603.C	中债国债	223.06	0.40	0.06	0.46	4.37
	CBA01203.C	中债金融债	228.60	0.32	0.04	0.35	3.69
	CBA02703.C	中债信用债	210.72	0.16	0.01	0.18	4.27
	885009.WI	货币基金指数	1,680.28	0.03	0.04	0.08	1.87
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	71.79	0.79	(3.79)	(5.49)	(10.55)
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,033.80	0.96	(3.30)	(1.14)	11.37
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,915.00	(2.97)	3.19	0.75	(4.21)
	CA.LME	LME 铜	8,525.00	0.91	(2.00)	0.71	1.83
	AH.LME	LME 铝	2,241.00	5.01	(3.40)	2.19	(5.76)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,316.50	0.96	(1.42)	(1.95)	(13.62)
货币	-	余额宝	1.91	-5 BP	5 BP	3 BP	11 BP
	-	银行理财 3M	1.60	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	102.59	(1.35)	0.78	(0.88)	(0.87)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.10	0.87	(0.29)	0.45	(2.12)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.77	(0.71)	0.81	0.33	(5.61)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.01	(1.19)	(2.54)	(3.68)	4.72
港股	HSI.HI	恒生指数	16,792.19	2.80	(2.95)	(1.47)	(15.11)
	HSCEI.HI	恒生国企	5,700.39	1.83	(2.84)	(2.68)	(14.98)
	HSAHP.HI	恒生AH溢价	148.44	(1.99)	0.44	(0.51)	10.05
美国	SPX.GI	标普500	4,719.19	2.49	0.21	3.31	22.91
	IXIC.GI	NASDAQ	14,813.92	2.85	0.69	4.13	41.54
	UST10Y.GBM	十年美债	3.91	-32 BP	1 BP	-46 BP	3 BP
	VIX.GI	VIX 指数	12.28	(0.57)	(2.22)	(4.95)	(43.33)
	CRB.RB	CRB 商品指数	265.07	0.86	(2.94)	(3.13)	(4.57)

资料来源: 万得, 中银证券

注: 大宗商品现价单位: 原油: 美元/桶; 黄金: 美元/盎司; 螺纹钢: 元/吨; 铜: 美元/吨; 铝单位: 美元/吨; 大豆: 美元/蒲式耳。

## 要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

中国 11 月国民经济延续回升向好态势，全年发展主要预期目标有望较好完成。从生产端看，生产供给稳步回升。11 月全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%，比 10 月加快 2.0 个百分点。从需求端看，国内需求继续恢复。11 月社会消费品零售总额 42505 亿元，同比增长 10.1%，比 10 月加快 2.5 个百分点。投资方面，1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）460814 亿元，同比增长 2.9%。就业形势总体稳定，11 月全国城镇调查失业率为 5.0%，与 10 月持平。

中国 11 月人民币贷款增加 1.09 万亿元，同比少增 1368 亿元；前 11 月累计增加 21.58 万亿元，同比多增 1.55 万亿元。11 月社会融资规模增量为 2.45 万亿元，比上年同期多 4556 亿元；前 11 个月累计为 33.65 万亿元，比上年同期多 2.79 万亿元。11 月末，广义货币（M2）余额 291.2 万亿元，同比增长 10%。

财政部公布数据显示，1-11 月累计，全国一般公共预算收入 200131 亿元，同比增长 7.9%；支出 238462 亿元，增长 4.9%。其中，证券交易印花税收入 1697 亿元，下降 33.4%；国有土地使用权出让收入 42031 亿元，下降 17.9%。

中国 11 月 70 大中城市中有 59 城新房销售价格环比下跌、48 城同比下跌；二手住宅销售价格除杭州环比持平外，其余 69 城均环比下跌。当月，上海新房价格环比上涨 0.6% 领涨。国家统计局表示，11 月份，70 个大中城市商品住宅交易规模有所上升，销售价格环比总体延续降势、同比有涨有降。

中央经济工作会议 12 月 11 日至 12 日在北京举行，系统部署 2024 年经济工作。会议要求，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。中央经济工作会议指出，积极的财政政策要适度加力、提质增效。稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要谋划新一轮财税体制改革，落实金融体制改革。

中央经济工作会议强调，明年要围绕推动高质量发展，突出重点，把握关键，扎实做好经济工作。一是以科技创新引领现代化产业体系建设。要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。二是着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。三是深化重点领域改革。要谋划进一步全面深化改革重大举措，为推动高质量发展、加快中国式现代化建设持续注入强大动力。四是扩大高水平对外开放。五是持续有效防范化解重点领域风险。要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。六是坚持不懈抓好“三农”工作。七是推动城乡融合、区域协调发展。八是深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。九是切实保障和改善民生。

中央经济工作会议要求，积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。

中央经济工作会议指出，要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展。打造生物制造、商业航天等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级。稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。

国务院办公厅印发《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》，支持外贸企业拓展国内市场，组织开展外贸优品拓内销系列活动。支持内贸企业采用跨境电商、市场采购贸易等方式开拓国际市场。深化内外贸一体化试点，鼓励加大内外贸一体化相关改革创新力度。培育内外贸一体化企业，支持供应链核心企业带动上下游企业协同开拓国内国际市场。加大财政金融支持力度，落实有关财政支持政策，积极支持内外贸一体化发展。

工信部、财政部、税务总局发布公告，对现行减免购置税的新能源汽车产品技术要求进行大幅度修改，其中提升包括整车能耗、续航里程等多项指标，为 2017 年以来首次大幅度修改。新的技术要求新增低温里程衰减技术指标要求，明确换电模式车型相关要求。明年 6 月 1 日起，不符合技术要求的车型将从《减免税目录》中予以撤销。

证监会修订发布《上市公司股份回购规则》，放宽现有“为维护公司价值及股东权益所必需”回购的条件，将触发条件之一“连续 20 个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 30%”调整为“累计达到 20%”，降低触发门槛。增设一项“为维护公司价值及股东权益所必需”回购条件，将“股票收盘价格低于最近一年最高收盘价格 50%”作为触发条件之一，增加回购便利。适度放宽上市公司回购基本条件，由“上市满一年”调整为“上市满六个月”，满足新上市公司回购需求。

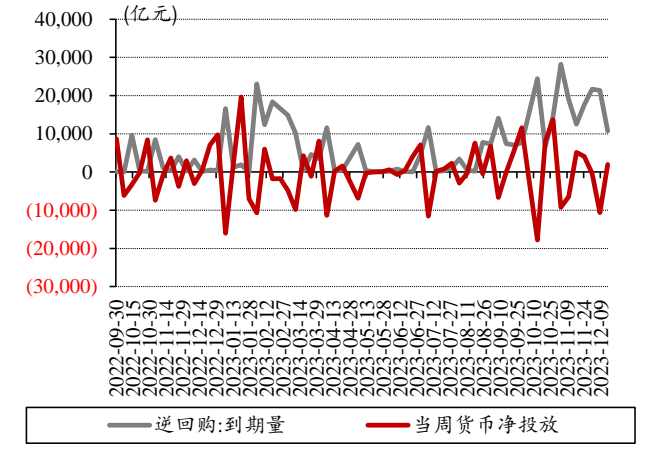
北京、上海迎来多项楼市政策调整。北京优化普通住房认定标准，首套房首付比例统一降至 30%，二套房首付比例最低为 40%；取消房价过快上行阶段时对房贷年限的从严管控，由目前最长 25 年恢复至 30 年。商业银行新发放房贷利率政策下限也将调整，12 月 15 日起新发放的商业性个人住房贷款将执行新的利率政策下限。上海自 12 月 15 日起调整普通住房标准、优化差异化住房信贷政策，其中，首套住房最低首付不低于 30%，二套最低首付不低于 40%。

各缔约方在二十八届联合国气候环境变化大会（COP28）上达成“历史性”协议，在最终协议中首次纳入有关减少化石燃料的承诺。该协议被称为“阿联酋共识”，各缔约方同意采取行动，“以公正、有序和公平的方式在能源系统中转型脱离化石燃料，在关键十年加速行动，以在 2050 年实现净零排放”。

## 宏观上下游高频数据跟踪

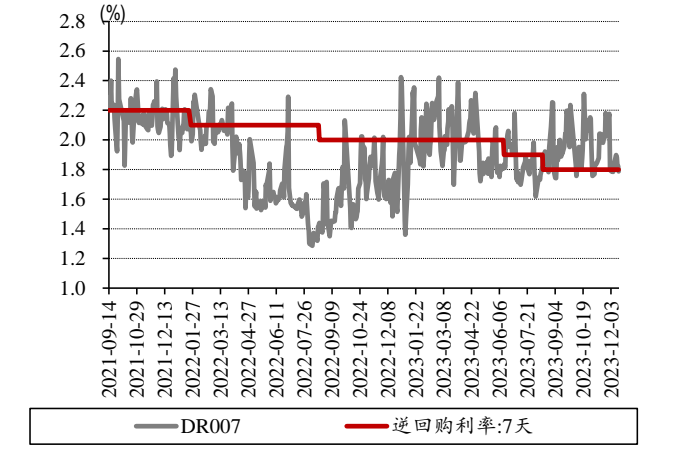
截至12月15日，公开市场逆回购到期量为10770亿元；当周央行在公开市场上实现流动性净投放，共计净投放1990亿元。

图表 4. 当周公开市场操作规模



资料来源：万得，中银证券

图表 5. DR007 与 7 天期逆回购利率周度走势

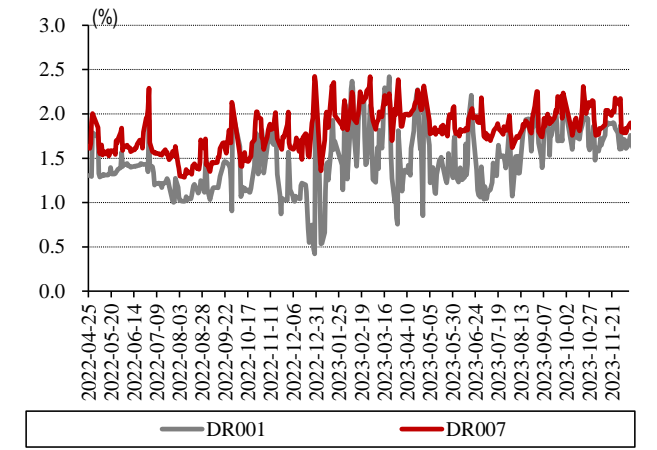


资料来源：万得，中银证券

截至12月15日，DR001与DR007利率分别为1.5902%、1.7870%，较上周分别变动-5BP、-6BP。R001与R007利率分别为1.7110%、2.1548%，较前一周分别变动-8BP、-9BP。

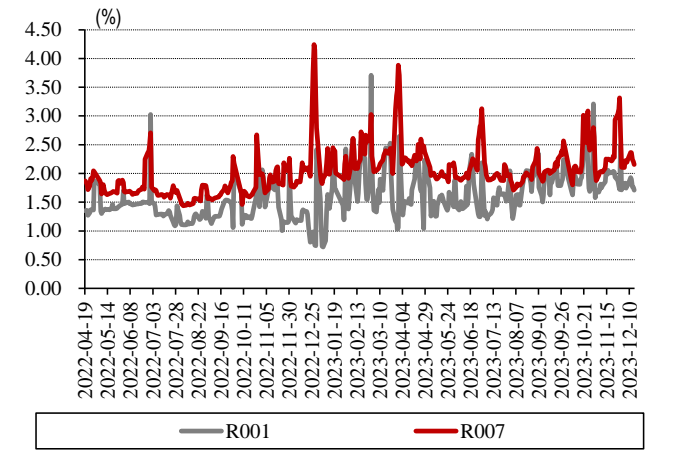
DR007与7天期逆回购差值为-0.0130%，较上周变动-6BP；DR007、R007之差较上周变动-3BP，狭义流动性整体维持稳定。

图表 6. 银行间存款类回购利率周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 银行间回购利率周度表现



资料来源：万得，中银证券



上游周期品方面，12月15日当周，钢厂开工率较前一周整体下滑，螺纹钢、线材主要钢厂开工率较上周分别变动-0.69和-2.35个百分点；建材社会库存继续下降，较上周变动-2.72个百分点。12月13日当周，石油沥青装置开工整体走弱，华东、华南及西北地区开工率均较前一周下降。12月7日当周，煤炭重点电厂库存可用天数较上周变动-1.20天。

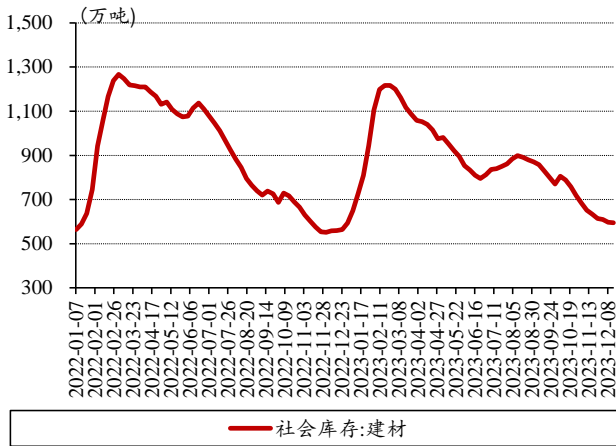
图表 8.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较年初变动
钢材	螺纹钢：主要钢厂开工率（%）	42.60	(0.69)	3.93
	线材：主要钢厂开工率（%）	51.15	(2.35)	(0.27)
	开工率：华东地区（%）	32.40	(5.10)	32.40
	开工率：华北地区（%）	34.40	0.00	34.40
石油沥青	开工率：华南地区（%）	20.70	(2.90)	20.70
	开工率：东北地区（%）	19.10	0.00	19.10
	开工率：西北地区（%）	20.90	(0.60)	3.30

资料来源：万得，中银证券

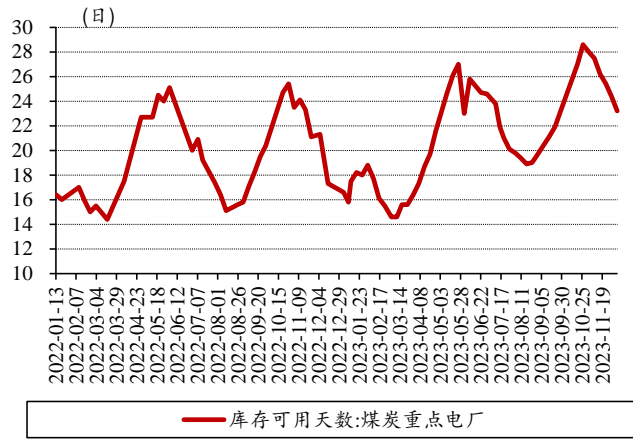
海外机构持仓方面，截至12月15日，SPDR黄金ETF持仓总价值变动1.10%。原油库存方面，12月8日当周，美国API原油库存有所下降，周环比变动-234.90万桶。

图表 9.建材社会库存周度表现



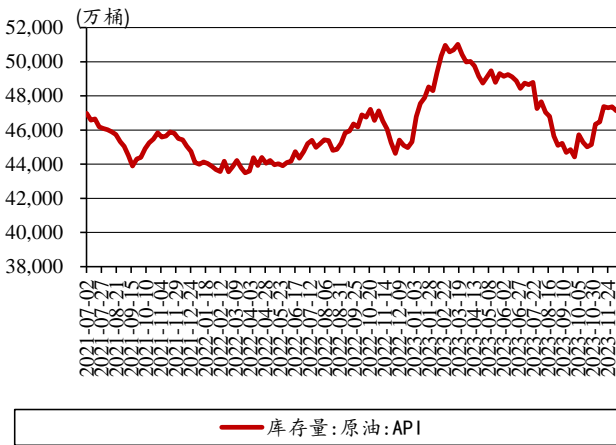
资料来源：万得，中银证券

图表 10.重点电厂煤炭库存可用天数周度表现



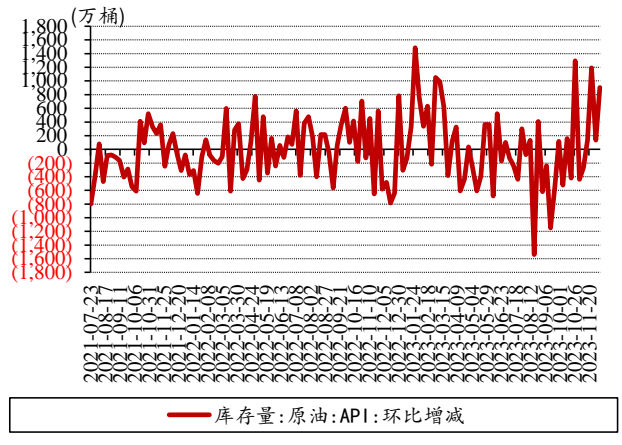
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 美国 API 原油库存周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表 12.美国 API 原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 13.30 大城市商品房周成交面积表现

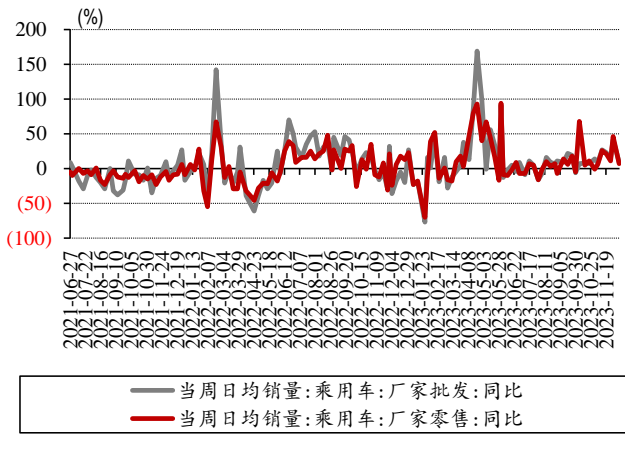


资料来源: 万得, 中银证券

房地产方面, 12月10日当周, 30大城市商品房成交面积小幅下降, 单周成交面积环比变动-40.27万平方米, 单周成交面积实现236.12万平方米。当前尽管行业销售仍处低位, 但商品房单周成交面积已连续三周下滑, 后续需静待地产销售端扶持政策效果显现。

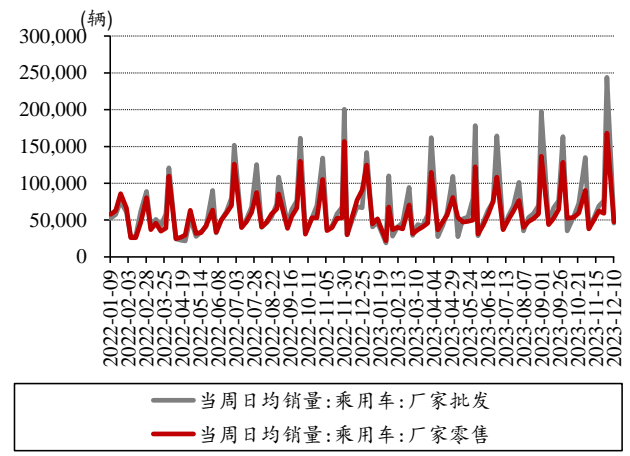
汽车方面, 12月10日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为9%和7%; 着眼“促消费”全局, 汽车的重要角色不容忽视, 年内汽车消费的表现持续较强。

图表 14. 汽车消费周同比增速表现



资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 汽车周消费规模表现



资料来源: 万得, 中银证券

## 大类资产表现

### A 股：分化情况比较显著

权重股和小盘股表现都有所分化。本周市场指数下跌为主，上涨的指数仅有上证红利（0.64%），领跌的指数包括创业板指（-2.31%）、深证成指（-1.76%）、沪深 300（-1.7%）。行业方面分化明显，领涨的行业有综合（2.46%）、传媒（2.42%）、商贸零售（2.23%），领跌的行业有食品饮料（-4.28%）、电力设备（-2.06%）、有色金属（-1.99%）。本周市场分化明显，从指数看，大盘股指数中沪深 300 跌幅交单，但上证红利和上证 380 指数表现相对较好，小盘股中创业板指和深证成指跌幅较大，但中证 1000 表现相对靠前。

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 (%)	
上证红利	0.64	综合	2.46	最小市值指数	9.26
上证 380	(0.49)	传媒	2.42	文化传媒概念指数	3.98
中证 1000	(0.86)	商贸零售	2.23	京津冀一体化指数	3.24
沪深 300	(1.70)	有色金属	(1.99)	大数据指数	(2.34)
深证成指	(1.76)	电力设备	(2.06)	锂电池指数	(2.40)
创业板指	(2.31)	食品饮料	(4.28)	量子通信指数	(2.85)

资料来源：万得，中银证券

### A 股一周要闻（新闻来源：万得）

**地产** | 北京、上海迎来多项楼市政策调整。北京优化普通住房认定标准，首套房首付比例统一降至 30%，二套房首付比例最低为 40%；取消房价过快上行阶段时对房贷年限的从严管控，由目前最长 25 年恢复至 30 年。上海自 12 月 15 日起调整普通住房标准、优化差异化住房信贷政策，其中，首套住房最低首付不低于 30%，二套最低首付不低于 40%。

**人工智能** | 工信部要求，着力构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系，加快改造提升传统产业，巩固提升优势产业，培育壮大新兴产业，前瞻布局未来产业，加快制造业“智改数转网联”，推动人工智能全方位赋能新型工业化。

**航运** | 交通运输部等五部门发布《关于加快推进现代航运服务业高质量发展的指导意见》，做大做强我国船舶交易市场，支持上海市稳妥有序推进上海航运交易所体制改革。引导我国主要保险机构、再保险机构积极拓展航运保险业务。

**光伏** | 工信部表示，9-10 月，我国光伏制造业继续保持高位运行，全国硅料、硅片、电池、组件产量同比增长均超过 60%。

**水利建设** | 水利部发布数据显示，今年 1-11 月全国完成水利建设投资 10938 亿元，同比增长 8.5%，提前一个月实现年度目标任务，再创纪录新高。

**锂电池** | 我国锂离子电池产业延续增长态势。9-10 月全国锂电池总产量超过 185GWh，同比增长 17%；电池出口总额达到 824.6 亿元，增长 21%。

**跨境电商** | 国务院办公厅印发《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》，支持外贸企业拓展国内市场，组织开展外贸优品拓内销系列活动。支持内贸企业采用跨境电商、市场采购贸易等方式开拓国际市场。

**汽车** | 中汽协公布数据显示，11 月国内汽车产销分别完成 309.3 万辆和 297 万辆，同比分别增长 29.4% 和 27.4%。其中，新能源汽车产销分别完成 107.4 万辆和 102.6 万辆，同比分别增长 39.2% 和 30%，市场占有率达到 34.5%。

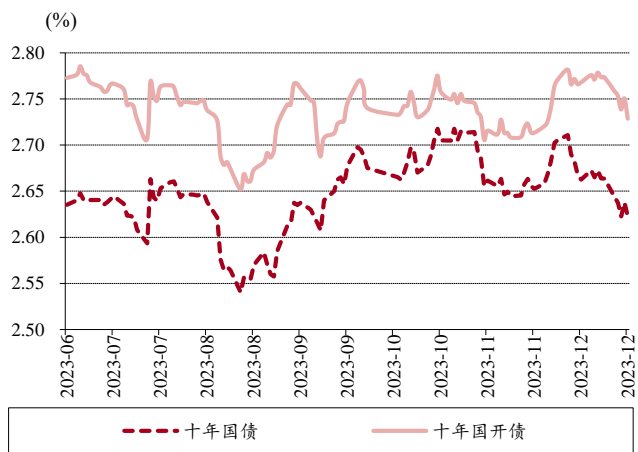
**新能源** | 作为“十四五”时期我国新能源发展的重中之重，以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地（“大基地”）建设正加快推进。

**旅游** | 在线旅游平台数据显示，元旦春节出行预订量大幅上升，其中机票订单同比增长 4 倍，酒店预订量增长 5 倍，玩雪和避寒成为假期出行两大主题。

## 债券：债市收益率继续试探下行

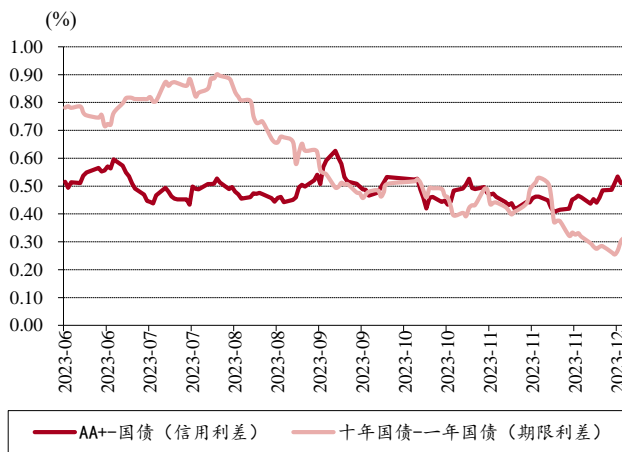
债市收益率整体回落，但短端利率本周回落幅度更大，带动期限利差小幅上行。十年期国债收益率周五收于 2.62%，本周下行 4BP，十年期国开债收益率周五收于 2.73%，较上周五下行 4BP。本周期限利差上行 3BP 至 0.32%，信用利差上行 2BP 至 0.51%。

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

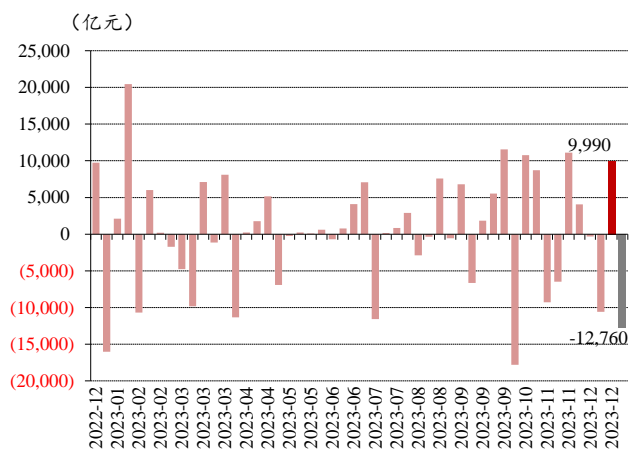
图表 18. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

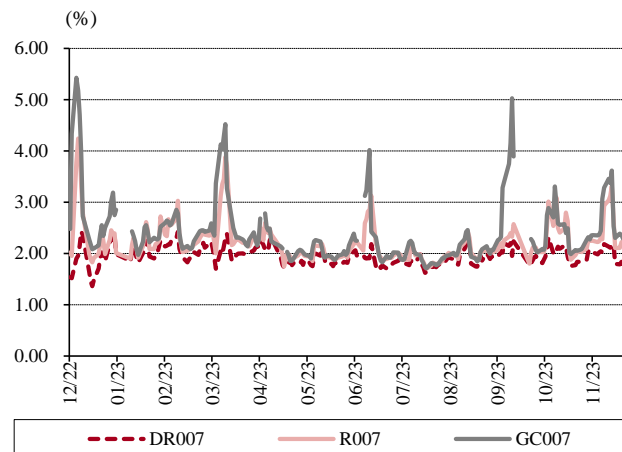
**本周央行投放 MLF 规模超预期。**本周央行在公开市场累计净投放资金 9990 亿元，资金拆借利率平稳下行，周五 R007 利率收于 2.15%，交易所资金 GC007 利率收于 2.33%。本周公开市场 MLF 到期 6500 亿元，但投放 1.45 万亿元，利率不变投放量超出市场预期，我们认为经济工作会议后货币政策偏宽松的形势没有变化，年底前后拆借资金利率波动的幅度可能有所收窄。

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)

部分中小银行上调存款利率。近期，淮滨农商银行、固始农商银行等中小银行宣布阶段性上调部分期限定期存款利率，上升幅度在 5-15 个基点之间，但有相应的起存金额门槛等要求。

央行 12 月 MLF 净投放规模创新高。央行 12 月 15 日开展 500 亿元 7 天期公开市场逆回购操作和 14500 亿元 1 年期中期借贷便利 (MLF) 操作，利率分别维持在 1.8% 和 2.5% 不变。鉴于当日有 1970 亿元逆回购和 6500 亿元 MLF 到期，央行本次续做 MLF 实现净投放 8000 亿元。

11 月国内 80 家典型房企融资总量环比增加 41.7%，其中债券发行规模增加 264%，公司债发行规模增加 2138.5%。

## 大宗商品：美元指数大幅回落

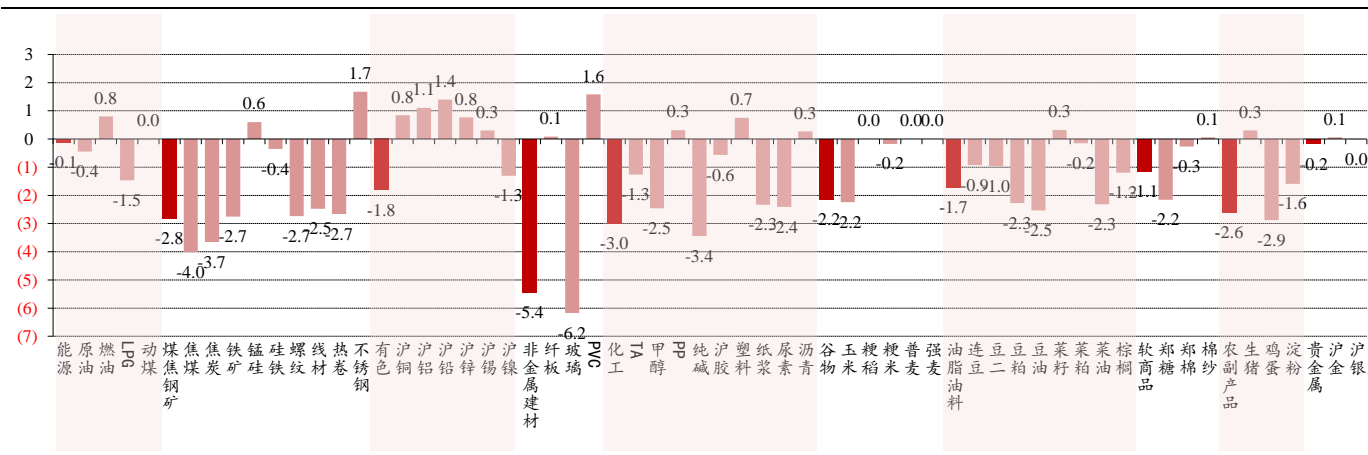
人民币大宗商品价格继续下行。本周商品期货指数下跌 2.54%。从各类商品期货指数来看普跌现象比较显著：能源 (-0.12%)、贵金属 (-0.18%)、油脂油料 (-1.7%)、有色金属 (-1.81%)、谷物 (-2.15%)、煤焦钢矿 (-2.81%)、化工 (-2.99%)、非金属建材 (-5.44%)。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有不锈钢 (1.68%)、PVC (1.58%)、沪铅 (1.4%)，跌幅靠前的则有玻璃 (-6.17%)、焦煤 (-4.01%)、焦炭 (-3.65%)。本周美元指数跌幅较大，国际大宗商品价格较多出现反弹，但人民币资产整体表现独立于海外大类资产，人民币风险资产仍处于价格调整之中。

图表 21. 大宗商品本周表现

商品 -2.54%	能源 -0.12%	煤焦钢矿 -2.81%
有色金属 -1.81%	非金属建材 -5.44%	化工 -2.99%
谷物 -2.15%	油脂油料 -1.7%	贵金属 -0.18%

资料来源：万得，中银证券

图表 22. 本周大宗商品涨跌幅 (%)



资料来源：万得，中银证券

## 大宗商品一周要闻 (新闻来源：万得)

IEA 月报将 2023 年全球石油需求增长预测下调 9 万桶/日至 230 万桶/日，将 2024 年上调 13 万桶/日至 110 万桶/日，主因全球经济发展前景改善。报告指出，2023 年欧佩克+石油市场份额将萎缩至 51%，创成立以来新低。

欧佩克发布月报称，2023 年全球原油需求增速预测为 250 万桶/日，2024 年为 220 万桶/日。报告将 2023 年全球经济增长预测上调至 2.9%，将 2024 年维持在 2.6%；将美国 2023 年经济增长预测上调至 2.4%，将 2024 年上调至 1%。

EIA 短期能源展望报告：预计 2023 年布伦特价格为 82.40 美元/桶，此前预期为 83.99 美元/桶。预计 2024 年布伦特价格为 82.57 美元/桶，此前预期为 93.24 美元/桶。预计 2023 年 WTI 原油价格为 77.63 美元/桶，此前预期为 79.41 美元/桶。预计 2024 年 WTI 原油价格为 78.07 美元/桶，此前预期为 89.24 美元/桶。

澳大利亚政府发布中期财政展望，预计铁矿石将下降至 60 美元/吨，冶金煤 140 美元/吨，热能煤 70 美元/吨。

2023 年中国粮食生产获丰收，全年粮食产量再创历史新高。国家统计局公布数据显示，2023 年中国粮食总产量 13908.2 亿斤，同比增长 1.3%，连续 9 年稳定在 1.3 万亿斤以上。

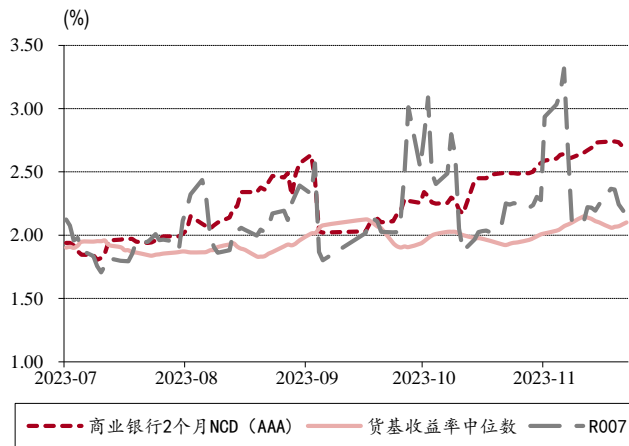
世界黄金协会表示，11 月全球实物黄金 ETF 小幅流出约 9.2 亿美元，较 10 月流出大幅收窄。全球黄金 ETF 总持仓环比减少 9 吨至 3236 吨，但由于金价上涨 2%，资产管理总规模 (AUM) 增长 2% 至 2120 亿美元。

10 月全球官方黄金储备净增 41 吨。中国人民银行再次成为最大买家，其次是波兰国家银行和土耳其。世界黄金协会认为，在四季度良好开局的情况下，今年全球央行购金需求有望进一步攀升。

## 货币类：货币基金利率中枢年底前或波动上行

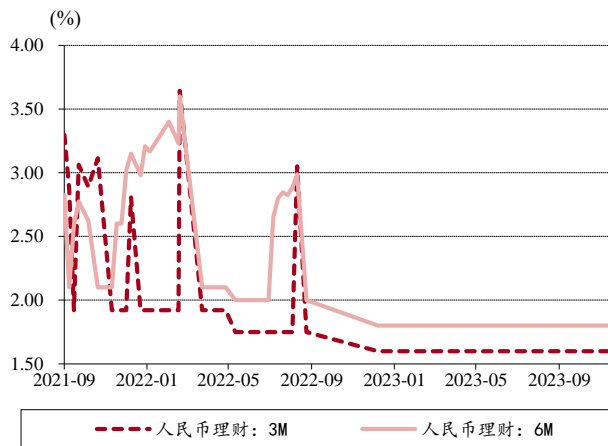
货币基金收益率波动中枢或将较 2023 年下半年上升。本周余额宝 7 天年化收益率下行 5BP，周五收于 1.91%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率收于 1.8%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.1%。经济工作会议对 2024 年货币政策的定调较此前没有明显变化，预计偏宽松的货币政策将延续。

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

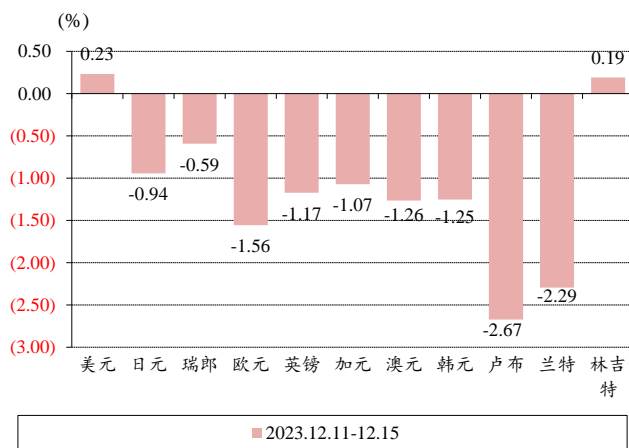


资料来源：万得，中银证券

## 外汇：人民币汇率继续平稳波动

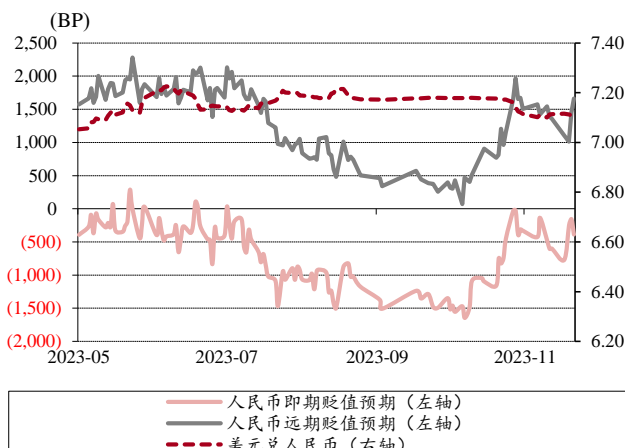
人民币兑美元中间价本周下行 166BP，至 7.0957。本周人民币对美元(0.23%)、林吉特(0.19%)升值，对瑞郎(-0.59%)、日元(-0.94%)、加元(-1.07%)、英镑(-1.17%)、韩元(-1.25%)、澳元(-1.26%)、欧元(-1.56%)、兰特(-2.29%)、卢布(-2.67%)贬值。本周美元指数大幅回落，带动人民币对美元汇率升值，但人民币汇率对其他货币汇率本周整体以小幅贬值为

图表 25. 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)

外汇局表示，外资配置人民币债券意愿持续提升，近几个月连续净增持境内债券，11 月外资净增持境内债券规模达 330 亿美元，为历史次高值。

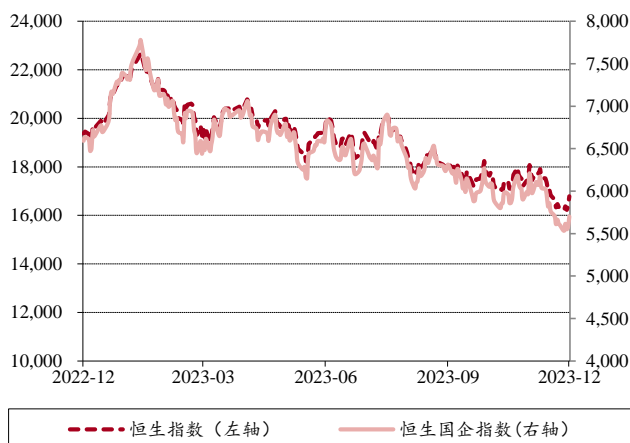
央行公布数据显示，截至 11 月末，央行口径外汇占款余额为 21.98 万亿元，环比增加 761.81 亿元。

外汇局指出，11 月份，我国外汇市场运行稳中向好，跨境资金流动基本平衡。随着内外部环境改善，未来我国外汇市场更有基础和条件保持平稳运行。

## 港股：美联储 12 月超预期讨论降息问题

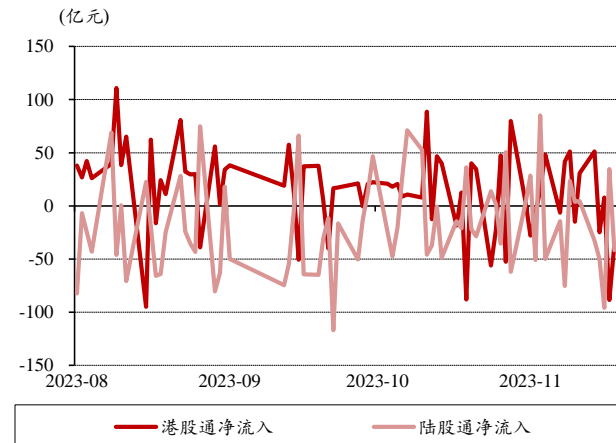
**美联储降息预期快速升温。**本周港股方面恒生指数上涨 2.8%，恒生国企指数上涨 1.83%，AH 溢价指数下行 1.99% 收于 148.44。行业方面本周领涨的有地产建筑业（4.95%）、综合企业（4.3%）、公用事业（4.23%），下跌的仅有能源业（-0.27%）。本周南下资金总量-90.31 亿元，同时北上资金总量-185.76 亿元。美联储讨论降息的时点明显早于市场预期，并且 12 月点阵图也显示 2024 年降息次数较此前增加了一次，影响本周美债收益率下行，美元指数下跌，美股上涨，海外资本市场投资者风险偏好有所上升。

图表 27. 恒指走势



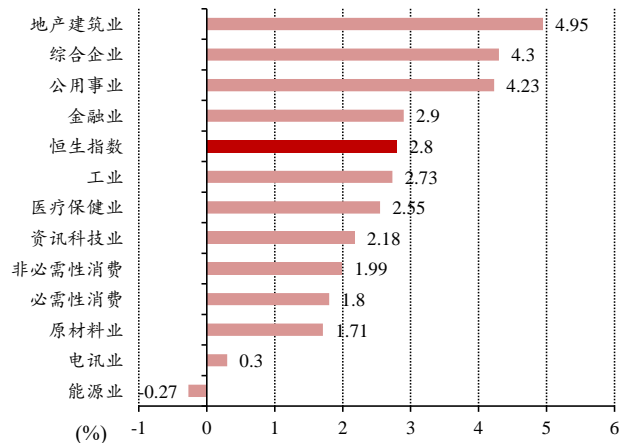
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 陆港通资金流动情况



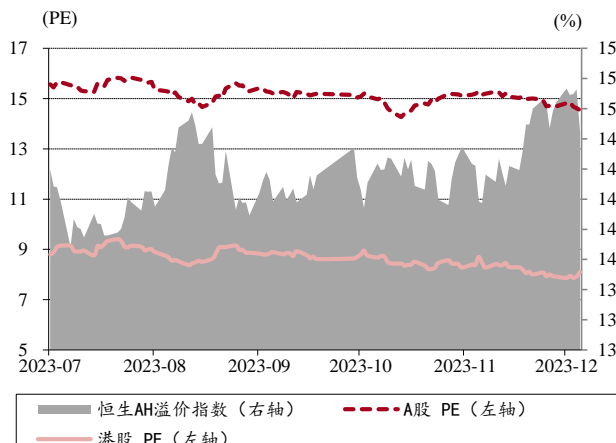
资料来源：万得，中银证券

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）

美联储如市场所料，连续三次利率决议按兵不动。FOMC 声明显示，将评估需要“任何”额外加息的程度；通胀在过去一年中“有所缓解”，但仍然居高不下。经济活动已从第三季度的强劲势头放缓。点阵图显示过半美联储官员预计明年至少降息三次，每次 25 个基点，近三成官员预计至少降四次。利率决议后，美元跳水，美股、美债、黄金拉升。

美联储主席鲍威尔表示，尽管美联储不排除适当时候进一步加息的可能性，但相信利率可能已经达到或接近峰值。同时美联储正在思考、讨论何时降息合适；降息已开始进入视野。目前没有什么根据认为经济正在衰退；明年总会存在出现经济衰退的可能性；认为经济有可能避免衰退。没有人宣布抗通胀取得胜利，那还为时尚早；下一个问题是何时收回政策。

欧洲央行将主要再融资利率、存款机制利率、边际贷款利率分别维持在 4.5%、4% 及 4.75% 不变，符合市场预期。欧洲央行拟于 2024 年底停止紧急抗疫购债计划下再投资。欧洲央行预计，2023 年 GDP 增速为 0.6%，通胀率为 5.4%；2024 年 GDP 增速为 0.8%，通胀率为 2.7%。

欧洲央行行长拉加德：市场利率已显著下降，低于工作人员预测中的利率水平；决心让通胀及时回落至 2%；关于停止紧急抗疫购债计划再投资，每个人都表示支持；根本没有讨论降息，将根据数据决定利率路径；在加息和降息之间存在一个平台期。

英国央行将基准利率维持在 5.25% 不变，符合市场预期。英国央行表示，货币政策可能需要在较长一段时间内保持限制性。如果有证据表明通胀压力持续加剧，就需要进一步收紧货币政策。

瑞士央行维持政策利率在 1.75% 不变，符合市场预期。瑞士央行在声明中取消关于可能未来加息的措辞，删除外汇焦点在于卖出的措辞。瑞士央行称不再专注于外汇出售，将调整政策以控制通胀并实现价格稳定目标。挪威央行意外加息 25 个基点至 4.5%，市场预期维持利率不变。挪威央行预计，2024 年第一季度关键利率为 4.52%，第二季度将达 4.55%；2023 年 GDP 增速为 1.0%，2024 年增速为 0.1%。

日本央行认为，12 月份没有必要结束负利率，缺乏通胀可持续的证据。日本央行正在审查一项用于计算日本银行经常账户余额中宏观附加余额的基准比率。

美国劳工统计局发布数据显示，美国 11 月末季调 CPI 同比上升 3.1%，创 6 月以来新低，预期 3.1%，前值 3.2%；季调后 CPI 环比上升 0.1%，预期及前值均为持平；未季调核心 CPI 同比上升 4%，与预期及前值一致；核心 CPI 环比上升 0.3%，预期 0.3%，前值 0.2%。美国 11 月实际收入环比上升 0.5%，前值降 0.1%。

美国 11 月 PPI 同比上升 0.9%，创 6 月以来新低，预期升 1%，前值自升 1.3% 修正至升 1.2%；环比持平，预期升 0.1%，前值自降 0.5% 修正至降 0.4%；核心 PPI 同比升 2%，预期升 2.2%，前值自升 2.4% 修正至升 2.3%；环比持平，预期升 0.2%，前值持平。

美国上周初请失业金人数为 20.2 万人，预期 22 万人，前值自 22 万人修正至 22.1 万人；12 月 2 日当周续请失业金人数 187.6 万人，预期 188.7 万人，前值自 186.1 万人修正至 185.6 万人。

美国上周 MBA30 年期固定抵押贷款利率为 7.07%，前值 7.17%；申请活动指数为 194.5，前值 181.1；再融资活动指数为 445.8，前值 373.3；购买指数为 149.6，前值 144.5。

欧元区 10 月工业产出同比下降 6.6%，预期降 4.6%，前值自降 6.9% 修正至降 6.8%；环比下降 0.7%，预期降 0.3%，前值自降 1.1% 修正至降 1%。

欧元区 12 月制造业 PMI 初值为 44.2，预期 44.6，11 月终值 44.2；服务业 PMI 初值为 48.1，预期 49，11 月终值 48.7；综合 PMI 初值为 47，预期 48，11 月终值 47.6。

日本 12 月制造业 PMI 初值为 47.7，前值 48.3；服务业 PMI 52，前值 50.8；综合 PMI 50.4，前值 49.6。

美国财政部长、前美联储主席耶伦说，目前通胀下降意味着，在美联储保持名义利率不变的情况下，经通胀调整后的实际利率正在上升。这似乎意味着美联储未来降息有合理的理由。

美联储上调美国 2023 年 GDP 增长预期至 2.6%，9 月料增 2.1%；下调美国 2024 年 GDP 增长预期至 1.4%，9 月料增 1.5%；维持美国 2025 年 GDP 增长预期在 1.8%，9 月料增 1.8%；上调美国 2026 年 GDP 增速预期至 1.9%，9 月料增 1.8%；维持长期美国 GDP 增速预期为 1.8%。

美联储下调 2023 年 PCE 通胀预期至 2.8%，9 月份料为 3.3%；下调 2024 年 PCE 通胀预期 2.4%，9 月份料为 2.5%；下调 2025 年 PCE 通胀预期至 2.1%，9 月份料为 2.2%；仍预计 2026 年 PCE 通胀为 2.0%，9 月份料为 2.0%；维持更长周期的 PCE 通胀预期在 2.0% 不变。

由于劳资谈判未能取得一致，德国西部北莱茵-威斯特伐利亚州等地约 68000 名钢铁工人举行为期 24 小时的罢工。

澳大利亚政府发布中期财政展望，预计 2023/2024 年 GDP 增长 1.75%，2024/2025 年增长 2.25%，2025/2026 年增长 2.5%；预计 2023/2024 财政赤字为 110 亿澳元，2024/2025 年为 188 亿澳元，2025/2026 年为 351 亿澳元。

新西兰经济研究所预计，2023-24 财年 GDP 增长率将为 1.2%，9 月份预测为增长 0.4%；2023-24 财年通胀率为 4.3%，与 9 月份预测持平。



阿根廷新总统米莱“休克疗法”启动：阿根廷比索官方汇率贬值超过 50%；将削减多种公共支出，国家部委从 18 个减至 9 个；保留“激发就业”计划，并提高相关社会补贴；临时提高进口税和非农业出口预扣税。

阿根廷 11 个省先后宣布进入经济紧急状态。这是继 12 日阿根廷新一届政府宣布经济新政之后各省做出的调整反应之一。阿根廷新任经济部长卡普托 12 日公布一系列经济政策，旨在减少财政赤字、控制通货膨胀。

## 下周大类资产配置建议

**11月经济数据表现好于预期。**11月人民币贷款增加1.09万亿元，同比少增1368亿元；前11月累计增加21.58万亿元，同比多增1.55万亿元。11月社会融资规模增量为2.45万亿元，比上年同期多4556亿元；前11个月累计为33.65万亿元，比上年同期多2.79万亿元。11月末，广义货币(M2)余额291.2万亿元，同比增长10%。从生产端看，生产供给稳步回升。11月全国规模以上工业增加值同比增长6.6%，比10月加快2.0个百分点。从需求端看，国内需求继续恢复。11月社会消费品零售总额42505亿元，同比增长10.1%，比10月加快2.5个百分点。投资方面，1-11月份，全国固定资产投资(不含农户)460814亿元，同比增长2.9%。就业形势总体稳定，11月全国城镇调查失业率为5.0%，与10月持平。整体来看，11月金融数据仍在发力，后续财政支出仍有支撑，制造业生产和投资表现延续此前较好的趋势，预计年底生产端补库存趋势可以延续，但不足之处在于房地产投资未见显著好转，消费的表现也明显弱于季节性。

**美联储对降息的态度开始转圜。**美联储如市场所料，连续三次利率决议按兵不动。FOMC声明显示，将评估需要“任何”额外加息的程度；通胀在过去一年中“有所缓解”，但仍然居高不下。经济活动已从第三季度的强劲势头放缓。点阵图显示过半美联储官员预计明年至少降息三次，每次25个基点，近三成官员预计至少降四次。美联储主席鲍威尔表示，尽管美联储不排除适当时候进一步加息的可能性，但相信利率可能已经达到或接近峰值。同时美联储正在思考、讨论何时降息合适；降息已开始进入视野。美联储12月继续暂停加息符合市场预期，超预期的是美联储对降息的鸽派表态，一是美联储开始讨论降息事宜，二是点阵图显示2024年可能降息75BP，幅度超过此前的50BP。受美联储鸽派表态影响，十年美债利率下行至4%下方，美元指数继续走弱，已经回落至101上方。

**2024年经济工作“抓重点”。**我们认为2024年GDP增速目标或仍将定在5%左右，整体上稳增长的动力较强，2024年较2023年虽然没有低基数和疫后经济增速反弹的预期优势，但在外部部分地区经济基本面表现较强和国内外补库存趋势影响下，仍有较强的稳增长抓手。根据经济工作会议安排，预计2024年经济工作的重点将围绕几点展开：一是以科技创新引领现代化产业体系建设，推动经济继续转型高质量发展，二是以居民增收和扩大内需托底经济增长，三是强化包括财政政策和货币政策在内的各项政策配合，形成合力。预计积极的财政政策和偏宽松的货币政策将在2024年延续，政府支出能够有效托底基建投资，融资环境保持偏宽松，融资成本有望继续下降，同时房地产融资和销售政策有望进一步优化，减小房地产投资和后周期消费对经济的拖累。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；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 31. 本期观点 (2023.12.17)

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	=	关注年底经济工作会议	不变
一年内	-	欧美经济下行趋势和全球局势变化	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	以万亿国债落地为代表的稳增长政策发力	超配
债券	-	债券发行量增加且收益率水平偏低	低配
货币	=	收益率将在2%上下波动	标配
大宗商品	+	稳增长政策利好基建投资	超配
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