

宏观和大类资产配置周报

稳增长的政策安排提前发力

央行落地降准降息。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：**2023年工业企业利润累计同比下降2.3%。
- 要闻：**央行决定，自2月5日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，同时决定，自1月25日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点；中共中央办公厅、国务院办公厅印发《浦东新区综合改革试点实施方案（2023-2027年）》；国新办就金融服务经济社会高质量发展举行新闻发布会，表示房地产对国民经济具有重要影响，金融业责无旁贷、必须大力支持；国务院常务会议听取资本市场运行情况及工作考虑的汇报；住建部召开城市房地产融资协调机制部署会。

资产表现回顾

- A股触底反弹，债市持续上涨。**本周沪深300指数上涨1.96%，沪深300股指期货上涨2.69%；焦煤期货本周下跌0.66%，铁矿石主力合约本周上涨4.33%；股份制银行理财预期收益率收于1.5%，余额宝7天年化收益率下跌3BP至2.01%；十年国债收益率持平于2.5%，活跃十年国债期货本周上涨0.13%。

资产配置建议

- 大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**本周稳增长的政策率先落地，包括降准0.5个百分点，向市场提供长期流动性约1万亿元，以及下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点，持续推动社会综合融资成本稳中有降。至此市场对于年初货币政策降准降息的预期基本实现。此外还有两方面信息值得关注，一是经济稳增长方面，国家金融监管总局表示，房地产对国民经济具有重要影响，金融业责无旁贷、必须大力支持，考虑到2024年稳增长对稳增长的重要作用，短期内关注房地产投资中银行资金来源增速变化，以及房地产企业流动性是否能够持续好转，二是人民币资产方面，国务院常务会议听取资本市场运行情况及工作考虑的汇报，此次国常会是新一届政府首次专门听取关于资本市场运行情况的汇报，会议强调，要加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性。总的来看，降准利好经济整体流动性、降息利好实体经济降低综合融资成本、改善房地产融资有助于减少房地产产业链对经济增速整体的拖累，还有加大长期资金入市等政策，都不同程度上利好人民币风险资产价格表现。
- 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月美国国际资本流动报告点评》20240128
《2023年1-12月工业企业利润数据点评》
20240128
《中银量化多策略行业轮动周报 - 20240125》
20240126

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（2024.1.28）

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	= 关注两会对于2024年经济增长目标和赤字率安排	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	= 货币政策偏宽松压制收益率上行空间	标配
货币	- 收益率将在2%上下波动	低配
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
人民币风险资产价格触底反弹	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：权重股指数继续领涨	11
债券：降准降息超预期落地	12
大宗商品：周期品价格反弹幅度较大	13
货币类：货币基金利率中枢或小幅上行	14
外汇：美元指数继续小幅上行	14
港股：美联储3月可能不降息	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 (2024.1.28)	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. 北方港煤炭库存周度表现	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 (2024.1.28)	17

一周概览

人民币风险资产价格触底反弹

A股触底反弹，债市持续上涨。本周沪深300指数上涨1.96%，沪深300股指期货上涨2.69%；焦煤期货本周下跌0.66%，铁矿石主力合约本周上涨4.33%；股份制银行理财预期收益率收于1.5%，余额宝7天年化收益率下跌3BP至2.01%；十年国债收益率持平于2.5%，活跃十年国债期货本周上涨0.13%。

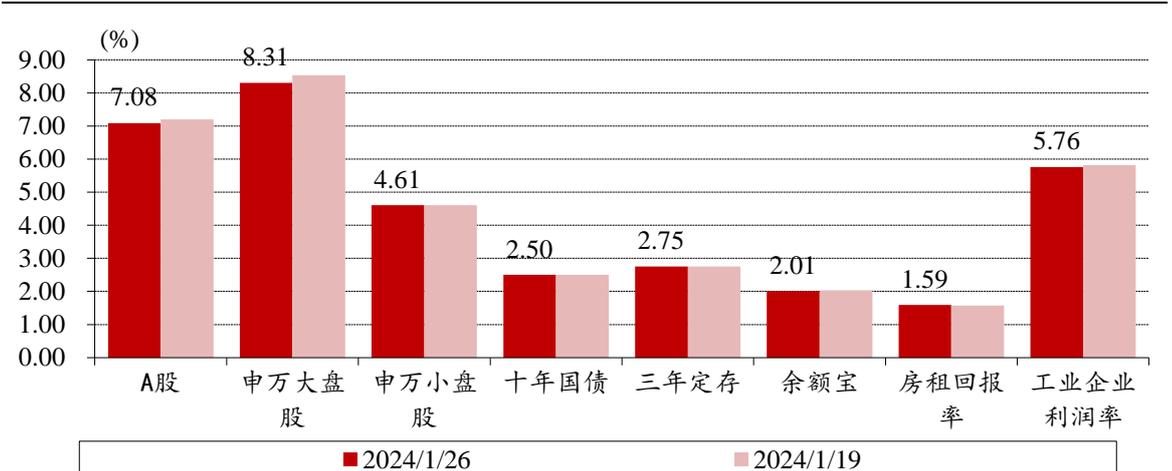
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深300 +1.96% 沪深300期货 +2.69% 本期评论：稳增长政策发力 配置建议：超配	10年国债到期收益率 2.5%/本周变动 0BP 活跃10年国债期货+0.13% 本期评论：货币政策偏宽松压制收益率上行空间 配置建议：标配
大宗	保守
铁矿石期货 +4.33% 焦煤期货 -0.66% 本期评论：稳增长政策利好基建投资 配置建议：超配	余额宝 2.01%/本周变动 -3BP 股份制理财 3M 1.5%/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

12月工业企业利润率小幅下降。本周A股指数分化，估值整体上行，小盘股估值上行幅度偏弱，大盘股估值上行幅度较大。本周央行在公开市场净投放资金4100亿元，拆借资金利率分层延续，但同时开始波动上行，周五R007利率收于2.51%，GC007利率收于2.69%。周五十年国债收益率收于2.5%，较上周五持平。12月工业企业利润率较11月小幅下降，但从结构看，制造业利润占比持续上升，整体表现依然较好，12月利润同比增速维持正增长，其中量和价都有较明显的正贡献。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元继续小幅走强，美元资产表现持续强劲。股市方面，本周 A 股指数分化，领涨的指数是上证综指 (2.75%)，领跌的指数是创业板指 (-1.92%)；港股方面恒生指数上涨 4.2%，恒生国企指数上涨 4.54%，AH 溢价指数下行 0.23% 收于 153.61；美股方面，标普 500 指数本周上涨 1.06%，纳斯达克上涨 0.94%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.25%，中债国债指数上涨 0.3%，金融债指数上涨 0.18%，信用债指数上涨 0.13%；十年美债利率持平，周五收于 4.15%。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 3 BP，周五收于 2.01%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 6.8%，收于 78.23 美元/桶；COMEX 黄金下跌 0.55%，收于 2018.2 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 1.69%，LME 铜上涨 2.13%，LME 铝上涨 4.25%；CBOT 大豆下跌 0.37%。美元指数上涨 0.24% 收于 103.47。VIX 指数下行至 13.26。本周美元指数虽然继续走强，但全球风险资产整体价格出现反弹，需要关注的是，随着红海紧张局势持续，国际油价截至周五已经回升至 78 美元/桶上方，2024 年国际油价波动仍可能是影响全球通胀走势的不确定性因素。

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	2024/1/22 上期涨跌幅	- 本月以来	2024/1/26 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	2,910.22	2.75	(1.72)	(2.18)	(2.18)
	399001.SZ	深证成指	8,762.33	(0.28)	(2.33)	(8.00)	(8.00)
	399005.SZ	中小板指	5,461.16	(1.28)	(2.03)	(9.29)	(9.29)
	399006.SZ	创业板指	1,682.48	(1.92)	(2.60)	(11.04)	(11.04)
	881001.WI	万得全 A	4,270.77	0.52	(2.65)	(6.45)	(6.45)
	000300.SH	沪深 300	3,333.82	1.96	(0.44)	(2.84)	(2.84)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	231.41	0.25	0.17	0.66	0.66
	CBA00603.C	中债国债	226.22	0.30	0.23	0.76	0.76
	CBA01203.C	中债金融债	230.67	0.18	0.15	0.32	0.32
	CBA02703.C	中债信用债	212.48	0.13	0.10	0.43	0.43
	885009.WI	货币基金指数	1,684.47	0.03	0.04	0.16	0.16
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	78.23	6.80	1.03	9.18	9.18
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,018.20	(0.55)	(0.97)	(2.59)	(2.59)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,973.00	1.69	0.00	(0.68)	(0.68)
	CA.LME	LME 铜	8,529.00	2.13	0.49	(0.35)	(0.35)
	AH.LME	LME 铝	2,258.00	4.25	(2.12)	(5.29)	(5.29)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,208.75	(0.37)	(0.84)	(6.88)	(6.88)
货币	-	余额宝	2.01	-3 BP	-16 BP	-28 BP	-28 BP
	-	银行理财 3M	1.50	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USD.XF	美元指数	103.47	0.24	0.77	2.07	2.07
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.18	0.18	(0.44)	(1.25)	(1.25)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.80	0.28	0.53	0.83	0.83
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.85	0.21	1.54	3.39	3.39
港股	HSI.HI	恒生指数	15,952.23	4.20	(5.76)	(6.42)	(6.42)
	HSCEI.HI	恒生国企	5,360.24	4.54	(6.47)	(7.08)	(7.08)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	153.61	(0.23)	6.45	6.98	6.98
美国	SPX.GI	标普 500	4,890.97	1.06	1.17	2.54	2.54
	IXIC.GI	NASDAQ	15,455.36	0.94	2.26	2.96	2.96
	UST10Y.GBM	十年美债	4.15	0 BP	19 BP	27 BP	27 BP
	VIX.GI	VIX 指数	13.26	(0.30)	4.72	6.51	6.51
	CRB.RB	CRB 商品指数	273.57	3.09	0.38	3.69	3.69

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 2023 年规模以上工业企业实现利润总额 76858.3 亿元，同比下降 2.3%，降幅比 1-11 月收窄 2.1 个百分点。2023 年 12 月规模以上工业企业实现利润同比增长 16.8%，为连续 5 个月正增长。国家统计局表示，2023 年，国内需求逐步改善，工业生产稳步回升，规模以上工业企业效益持续恢复，主要行业利润积极改善，新动能培育壮大，工业经济高质量发展基础进一步巩固；超六成行业全年利润实现增长，七成行业利润呈回升态势；装备制造业利润增长加快，支撑作用进一步增强，2023 年装备制造业利润实现正增长，增速为 4.1%，比上年加快 2.4 个百分点；原材料、消费品行业利润降幅收窄，助推规上工业利润改善；电气水行业利润快速增长。

新年首次降准即将落地。为巩固和增强经济回升向好态势，央行决定，自 2 月 5 日起下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），向市场提供长期流动性约 1 万亿元。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.0%。央行同时决定，自 1 月 25 日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点，持续推动社会综合融资成本稳中有降。

中共中央办公厅、国务院办公厅印发《浦东新区综合改革试点实施方案（2023-2027 年）》，在重点领域和关键环节改革上赋予浦东新区更大自主权，支持推进更深层次改革、更高水平开放，为浦东新区打造社会主义现代化建设引领区提供支撑。方案提出，完善资本市场对科技企业上市融资、并购重组等制度安排，研究适时推出科创板期权产品；适时推出航运指数等期货品种。深化户籍制度改革，调整完善积分落户政策。

国新办就金融服务经济社会高质量发展举行新闻发布会。发布会要点包括：①国家金融监管总局将继续引导支持银行机构加大信贷投放，加大对民营小微企业信贷支持力度②房地产对国民经济具有重要影响，金融业责无旁贷、必须大力支持③国家金融监管总局近期将召开相关工作部署会，更加精准支持房地产项目合理融资需求④国家金融监管总局取消外资股份比例限制，外资可持有银行保险机构 100% 股权⑤当前中小银行经营和监管指标均处于合理健康水平。

国务院常务会议听取资本市场运行情况及工作考虑的汇报，强调要进一步健全完善资本市场基础制度，更加注重投融资动态平衡；加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性。要加强资本市场监管，对违法违规行为“零容忍”，打造规范透明的市场环境。要采取更加有力有效措施，着力稳市场、稳信心。

国务院国资委表示，将进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。据介绍，下一步，国务院国资委将按照国有企业改革深化提升行动有关要求，围绕坚定不移做强做优做大国有企业的目标，推动重组整合工作进一步走深走实。

国家金融监管总局表示，将合力做好中小银行改革和风险防控，不断提升中小银行经营管理水平。要严格中小银行准入标准，严把股东、高管准入资格，要严查资本金的来源，充分发挥资本在控制杠杆、配置资源和吸附损失方面作用。

国家金融监管总局召开会议，部署推动落实城市房地产融资协调机制相关工作。会议指出，要按照公平公正原则，筛选确定可以给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送。金融机构要高度重视，加强组织领导，建立内部机制，明确工作规则。对符合授信条件的项目，要建立授信绿色通道，优化审批流程、缩短审批时限，积极满足合理融资需求。

住建部召开城市房地产融资协调机制部署会。会议指出，城市房地产融资协调机制加快落地见效，第一批项目“白名单”预计将于 1 月底前落地并争取贷款。会议强调，项目有序开发建设，是房地产市场平稳健康运行的基础，事关人民群众切身利益。针对当前部分房地产项目融资难题，各地要以项目为对象，抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单，协调本行政区域内金融机构发放贷款，精准有效支持合理融资需求。

证监会召开党委扩大会议，传达学习贯彻省部级主要领导干部研讨班精神，并结合贯彻1月22日国务院常务会议精神，研究部署证监会系统具体落实措施。会议强调，全力维护资本市场稳定运行。坚持稳中求进、以进促稳，把资本市场稳定运行放在更加突出的位置，着力稳市场、稳信心。大力提升上市公司质量和投资价值，构建中国特色上市公司估值体系。深化投资端改革，加大中长期资金入市力度，促进投融资动态平衡，不断增强股市内在稳定性。积极培育健康的资本市场文化。证监会表示，将更加注重投融资动态平衡，统筹一二级市场协调发展，同时推动资本市场投资端改革行动方案尽快落地，着力拓展行业机构逆周期布局，健全社保基金、保险资金、年金基金等投资运作制度，大力培育长期稳定投资力量。证监会将充实应对市场波动的政策工具，及时做好风险对冲，守牢风险底线。加强跨部门协同，推动有关方面保持宏观政策、行业政策连续性、稳定性，防止出台不利于资本市场预期的政策措施，稳定市场预期。

地方两会陆续召开，各地去年经济发展“成绩单”以及今年经济发展目标纷纷披露。数据显示，广东成为全国首个GDP突破13万亿元的省份，连续35年位居全国首位；江苏成为全国首个拥有5个“万亿之城”的省份；浙江GDP首次跃上8万亿元新台阶。对于今年经济增长预期目标，广东提出GDP增长5%，上海设为增长5%左右，浙江设为增长5.5%左右，江苏设为增长5%以上，安徽设为增长6%左右。

海关总署发布《中华人民共和国海关对横琴粤澳深度合作区加工增值货物内销税收征管办法》，在合作区内深加工结转总体增值达到或超过30%的货物内销，适用加工增值免征关税政策。

国务院批复同意《四川省国土空间规划（2021-2035年）》，要求在成都平原、安宁河流域、四川盆地东部及低山丘陵加强耕地保护，更好扛起粮食、生猪、油料等重要农产品稳产保供责任，打造新时代更高水平的“天府粮仓”。国务院批复同意《云南省国土空间规划（2021-2035年）》，要求促进云南省与其他沿江省份协调联动，打造西南地区对外开放新高地，加快建设我国面向南亚东南亚辐射中心。

“统计造假”被纳入《中国共产党纪律处分条例》。国家统计局就此表示，统计造假是统计领域最大的腐败，严重违反统计法，严重影响统计数据质量，干扰甚至误导宏观决策，“统计造假”被纳入《条例》处分范畴，对于防治统计造假、提高统计数据质量、促进统计事业高质量发展等具有重大而深远的意义。

中国和新加坡签署协定，将于2月9日（农历除夕）起互免签证。届时，双方持普通护照人员可免签入境对方国家从事旅游、探亲、商务等私人事务，停留不超过30日。此消息一出，多个平台春节假期新加坡旅游预订量大幅上涨，新加坡机票和酒店预订热度攀升。

国务院国资委表示，将谋划推动一批重大工程，遴选战新产业“百项工程”，建设一批战略性新兴产业集群，实施人工智能AI+等专项行动，抓紧在生物、新材料、新能源汽车等重点领域形成标志性成果。

湖北省一季度重大项目集中开工。本次集中开工项目2412个，其中百亿元以上项目20个、50亿元以上项目54个，总投资1.58万亿元，超历史同期水平。

“跨境理财通”2.0发布。《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》优化投资者准入条件，调整“南向通”业务内地投资者参与条件，新增内地投资者“近3年本人年均收入不低于40万元”的可选条件，支持更多大湾区居民参与试点。适当提高个人投资者额度，将个人投资者额度从100万元人民币提高到300万元人民币。增加证券公司参与试点，同时将内地销售银行的人民币存款产品纳入“北向通”合资格产品范围。

人社部表示，在36个城市及地区先行实施的个人养老金制度，目前运行平稳，先行工作取得积极成效。下一步将推进个人养老金制度全面实施。

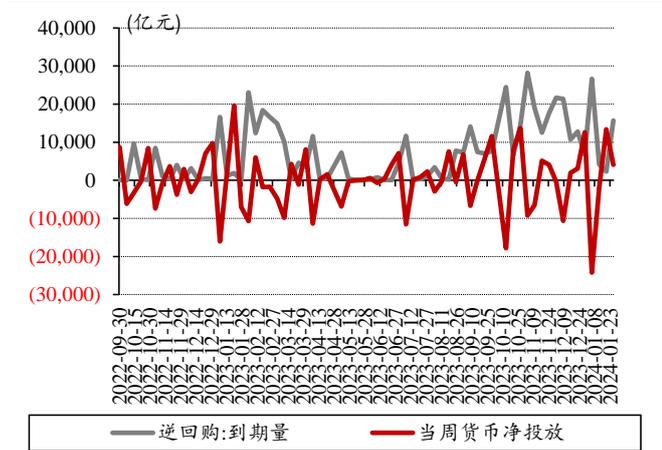
广州市人民政府办公厅发布《关于进一步优化我市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》。其中提出，建立房地产融资协调机制，搭建政银企沟通平台，推动房地产开发企业和金融机构精准对接，提出可以给予融资支持的房地产项目名单，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。进一步完善公共租赁住房、保障性租赁住房和配售型保障性住房供应结构和政策体系，加大供应力度，不断满足各类保障人群住房需求。2024年计划筹建配售型保障性住房1万套、保障性租赁住房10万套，发放住房租赁补贴1.8万户。优化调整限购政策，在限购区域范围内，购买建筑面积120平方米以上（不含120平方米）住房，不纳入限购范围。

重庆连发稳楼市“大招”，推出优化房地产政策八项措施，并对房产税进行调整。重庆将个人住房房产税应税住房计税依据，由“房产交易价”调整为“房产交易价的70%”，并将试点以来新购独栋商品住宅、高档住房家庭免税面积，由100平方米调整为180平方米。

宏观上下游高频数据跟踪

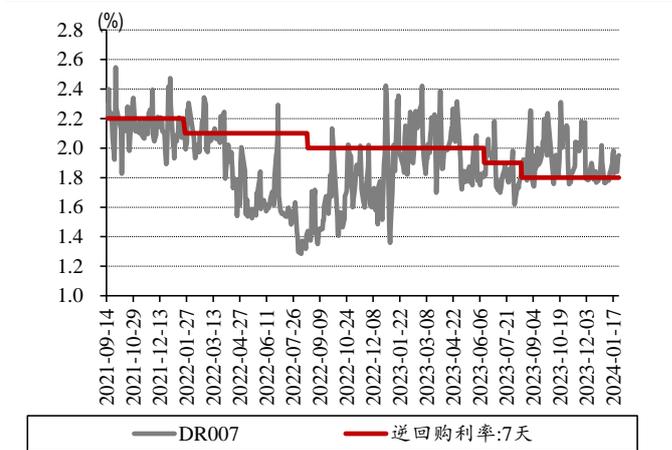
1月26日当周，公开市场逆回购到期量为15670亿元，央行在公开市场上实现流动性净投放，共计实现净投放4100亿元。

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

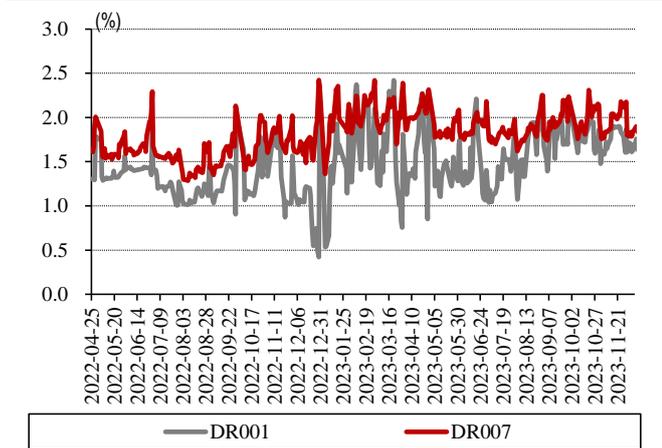


资料来源：万得，中银证券

截至1月26日，DR001与DR007利率分别为1.8118%、1.9517%，较上周分别变动9BP、8BP。R001与R007利率分别为2.0704%、2.5102%，较前一周分别变动21BP、39BP。

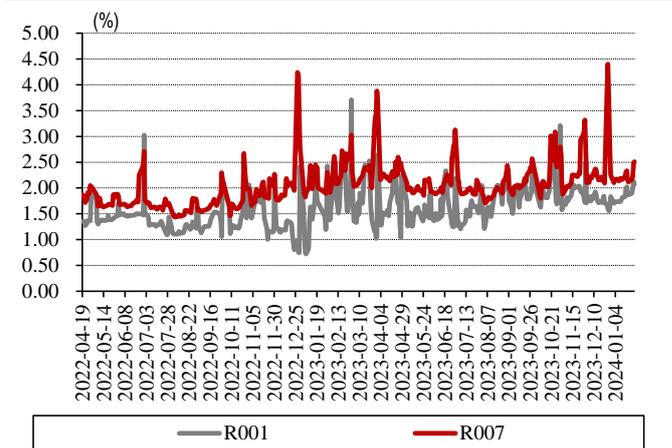
DR007与7天期逆回购差值为0.1517%，较上周变动8BP；DR007、R007之差较上周变动31BP，周内狭义流动性延续平稳。

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，1月26日当周，各品种钢厂开工率均有下滑，螺纹钢、线材主要钢厂开工率较上周分别变动-0.65和-1.75个百分点；建材社会库存继续增加，较前一周变动39.95万吨；北方港煤炭库存继续下降，较上周变动-3.0万吨。1月24日当周，各地区石油沥青装置开工率表现不一，仅华东地区开工率较前一周有所上升。

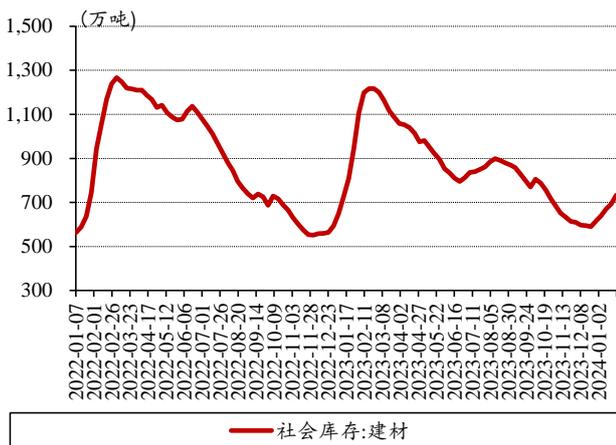
图表 8.原材料产品高频指标周度表现

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（%）	38.68	(0.65)	(3.31)
	线材：主要钢厂开工率（%）	47.65	(1.75)	(0.60)
	开工率：华东地区（%）	36.40	2.30	3.60
	开工率：华北地区（%）	29.10	0.00	(9.10)
石油沥青	开工率：华南地区（%）	19.40	(5.40)	(4.80)
	开工率：东北地区（%）	16.60	(0.30)	(2.30)
	开工率：西北地区（%）	27.20	(0.60)	6.30

资料来源：万得，中银证券

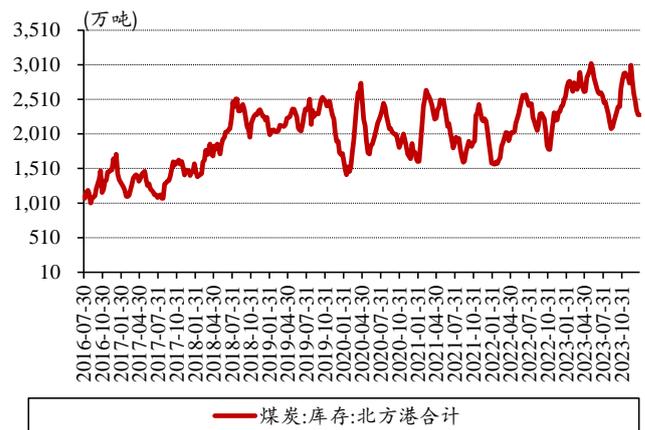
海外机构持仓方面，截至1月26日，SPDR黄金ETF持仓总价值变动-1.07%。原油库存方面，1月19日当周，美国API原油库存小幅下探，周环比变动-667.40万桶。

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. 北方港煤炭库存周度表现



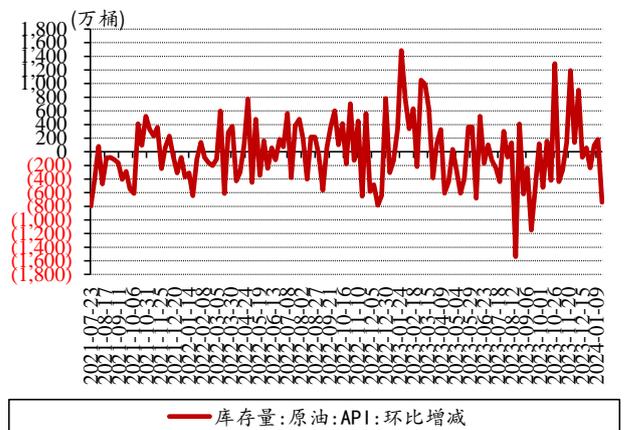
资料来源：同花顺，中银证券

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

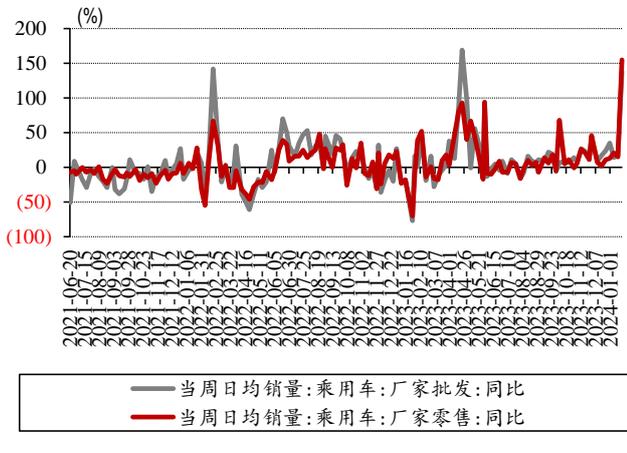


资料来源: 万得, 中银证券

房地产方面, 1月21日当周, 30大城市商品房成交面积小幅反弹, 单周成交面积环比变动15.68万平方米, 单周成交面积实现191.22万平方米。1月26日, 住建部召开房地产融资协调机制部署会, “充分赋予城市房地产调控自主权”, 后续需积极关注政策的落实情况。

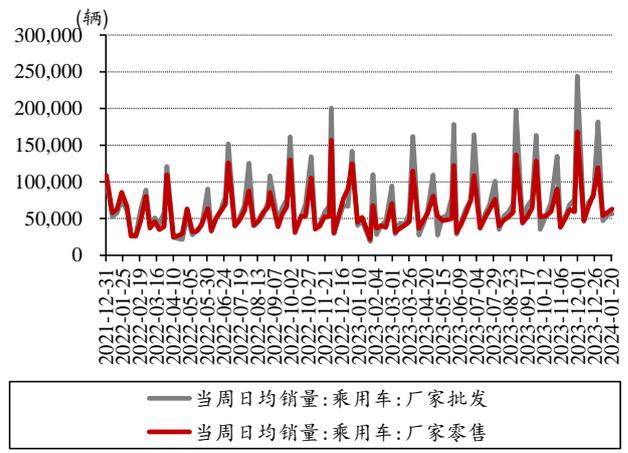
汽车方面, 1月21日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为138%和155%; 存量汽车市场更新是当前“促消费”政策的重要发力点, 我们继续看好2024年汽车消费的表现。

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：权重股指数继续领涨

资金净流入带动权重股指数反弹。本周市场指数分化，领涨的指数包括上证红利（4.55%）、上证50（3.16%）、上证180（2.82%），领跌的指数包括创业板指（-1.92%）、中小板指（-1.28%）、中证1000（-0.7%）。行业方面分化明显，领涨的行业有房地产（8.99%）、石油石化（7.32%）、建筑（6.86%），领跌的行业有电子元器件（-3.14%）、医药（-2.73%）、电力设备（-2.46%）。本周资金净流入权重股指数，继续带动A股指数表现分化。

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	4.55	房地产	8.99	上海本地重组指数	13.18
上证50	3.16	石油石化	7.32	PPP指数	6.29
上证180	2.82	建筑	6.86	装配式建筑指数	5.92
中证1000	(0.70)	电力设备	(2.46)	次新股指数	(3.78)
中小板指	(1.28)	医药	(2.73)	锂电池指数	(3.89)
创业板指	(1.92)	电子元器件	(3.14)	最小市值指数	(7.29)

资料来源：万得，中银证券

A股一周要闻（新闻来源：万得）

软件 | 工信部要求，加强重点行业智能装备、算力设施、模型算法建设部署和推广普及。强化人工智能驱动，催化一批低成本高价值人工智能产品和解决方案，构建细分行业通用大模型。

储能 | 2023年我国新型储能发展迅速，已投运装机超3000万千瓦。

地产、金融 | 新年首次降准即将落地。为巩固和增强经济回升向好态势，央行决定，自2月5日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），向市场提供长期流动性约1万亿元。

电信 | 2023年我国电信业务收入累计完成1.68万亿元，比上年增长6.2%。按照上年价格计算的电信业务总量同比增长16.8%。其中，数据中心、云计算、大数据等新兴业务快速发展，2023年共完成业务收入3564亿元，增长19.1%。

绩优蓝筹股 | 证监会表示，将更加注重投融资动态平衡，统筹一二级市场协调发展，同时推动资本市场投资端改革行动方案尽快落地，着力拓展行业机构逆周期布局，健全社保基金、保险资金、年金基金等投资运作制度，大力培育长期稳定投资力量。

网络游戏 | 《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》意见反馈截止时间为1月22日。业内人士表示，《办法》还会推出，但一定会综合考虑行业意见和建议，保留较大弹性和空间。发布的版本，肯定会和征求意见稿有所不同。

手机产业链 | 据中国信通院，2023年12月，国内市场手机出货量2827.5万部，同比增1.5%，其中5G手机2420万部，同比增4.2%。全年国内市场手机出货量累计2.89亿部，其中5G手机2.4亿部，分别增长6.5%和11.9%。

快递 | 国家邮政局公布数据显示，2023年我国快递业务量累计完成1320.7亿件，同比增长19.4%；快递业务收入累计完成12074亿元，同比增长14.3%。

卫星通信 | 继华为推出搭载卫星通信功能的Mate 60系列后，更多国产手机品牌正在加快推进旗舰款手机搭载卫星通信功能。

钛白粉 | 日前，钛白粉龙头企业惠云钛业发布公告，新年对产品进行首轮提价。其中，国内产品销售价格上调700元/吨，出口产品上调100美元/吨。

债券：降准降息超预期落地

降准降息时点超预期，债市收益率普降。十年期国债收益率周五收于 2.5%，本周持平，十年国开债收益率周五收于 2.65%，较上周五上行 1BP。本周期限利差上行 6BP 至 0.48%，信用利差持平于 0.44%。

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

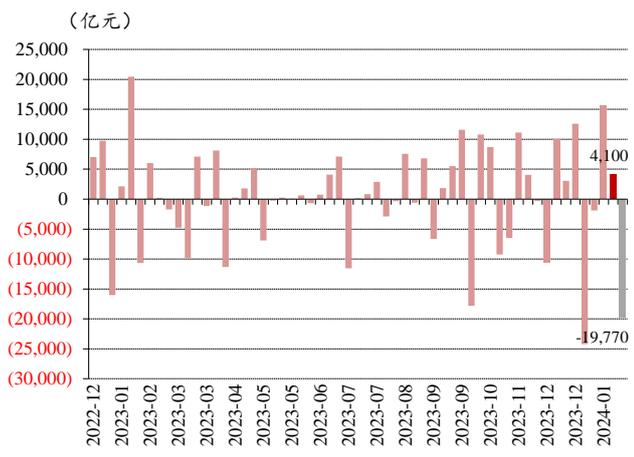
图表 18. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

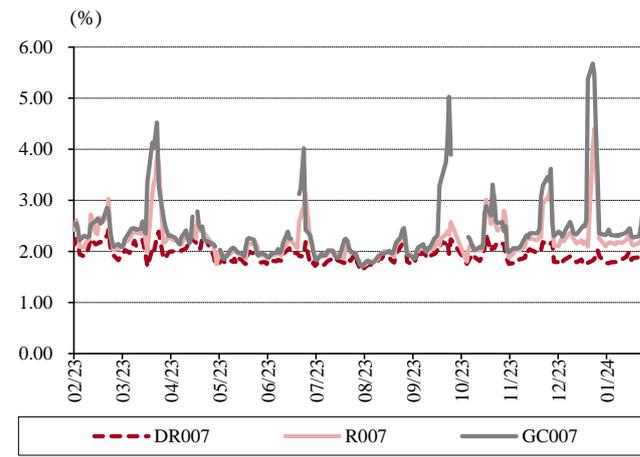
央行超预期降准，关注年前公开市场操作的资金净投放情况。本周央行在公开市场累计净投放资金 4100 亿元，货币拆借利率分层情况依然延续，叠加长假前资金紧张，本周拆借利率波动上行，周五 R007 利率收于 2.51%，交易所资金 GC007 利率收于 2.69%。本周央行超预期宣布降准 50BP，释放长期资金约 1 万亿元，同时落地降息，市场预期后续 MLF 和 LPR 利率或都有同样降幅的跟进。降准降息超预期落地有助于稳定年初宏观经济持续复苏趋势，短期需要关注降准后央行是否会减小公开市场净投放力度。

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)

开年首月 LPR 继续“按兵不动”，1 年期 LPR 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 4.2%，为连续 5 个月维持不变。

2023 年末我国公募基金规模为 27.6 万亿元。截至 2023 年 12 月底，我国境内共有基金管理公司 145 家；取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资管子公司 12 家、保险资管公司 1 家。以上机构管理的公募基金资产净值 27.6 万亿元。

大宗商品：周期品价格反弹幅度较大

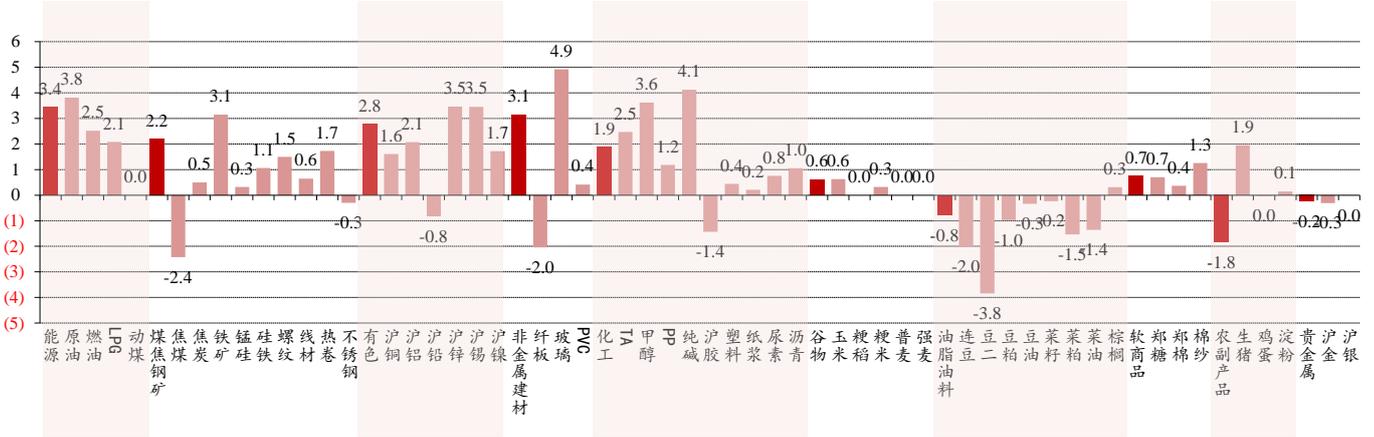
关注近期稳地产投资政策的落地效果。本周商品期货指数上涨 1.14%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源（3.44%）、非金属建材（3.14%）、有色金属（2.76%）、煤焦钢矿（2.19%）、化工（1.89%）、谷物（0.62%），下跌的有贵金属（-0.25%）、油脂油料（-0.78%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有玻璃（4.92%）、纯碱（4.12%）、原油（3.81%），跌幅靠前的则有豆二（-3.84%）、焦煤（-2.42%）、纤板（-2.04%）。稳增长的宏观政策落地较密集，无论是降准降息还是改善房地产企业融资，短期内都有助于改善市场对风险资产价格表现的预期。

图表 21. 大宗商品本周表现

商品 +1.14%	能源 +3.44%	煤焦钢矿 +2.19%
有色金属 +2.76%	非金属建材 +3.14%	化工 +1.89%
谷物 +0.62%	油脂油料 -0.78%	贵金属 -0.25%

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）

美国上周 EIA 原油库存减少 923.3 万桶，预期减少 215 万桶，前值减少 249.2 万桶。

世界钢铁协会公布数据显示，2023 年 12 月全球粗钢产量为 1.357 亿吨，同比减少 5.3%。其中，中国粗钢产量为 6740 万吨，减少 14.9%。

2023 年我国生猪供应量创近十年次高，但消费端复苏相对缓慢，导致猪价低迷，全行业长期处于亏损状态。2024 年以来，猪价先抑后扬，但反弹幅度有限。随着春节后猪肉消费进入淡季，一季度猪价或维持低迷。

海关总署发布通知，即日起，允许符合相关要求的俄罗斯猪肉（含可食用猪副产品）进口。华储网发布通知，将于 1 月 26 日开展中央储备冻猪肉轮换出库竞价交易，本次挂牌竞价交易 2 万吨。

我国粮食产量再创新高。农业农村部表示，2023 年我国粮食产量为 13908.2 亿斤，同比增加 177.6 亿斤，连续 9 年稳定在 1.3 万亿斤以上。

我国已深度参与国际农产品市场，农产品进口额居世界第一位，成为世界农产品大市场；农产品出口额居世界第五位。数据显示，2023 年我国农产品出口额达到 989.3 亿美元，同比增长 0.9%。

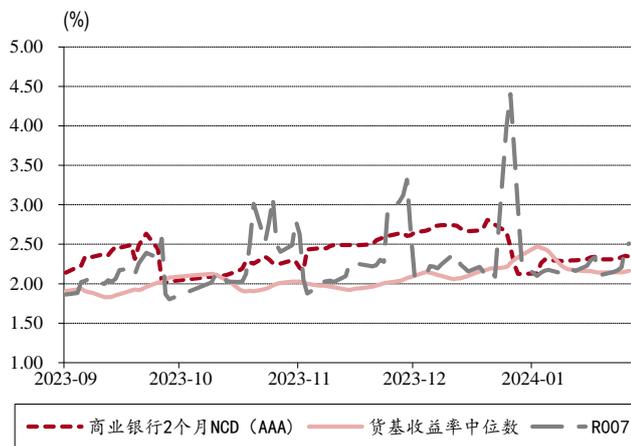
联合国贸易和发展会议（贸发会议）最新发布的数据显示，据估计，苏伊士运河的贸易量在过去两个月下降了 42%，油轮运输和天然气运输也经历了大幅下降。2023 年，苏伊士运河吞吐量约占全球贸易量的 12% 至 15%。

2023 年我国国内原料黄金产量为 375.155 吨，同比增长 0.84%；黄金消费量为 1089.69 吨，增长 8.78%。其中，黄金首饰消费 706.48 吨，增长 7.97%；金条及金币消费 299.60 吨，增长 15.70%；工业及其他用金 83.61 吨，下降 5.50%。

货币类：货币基金利率中枢或小幅上行

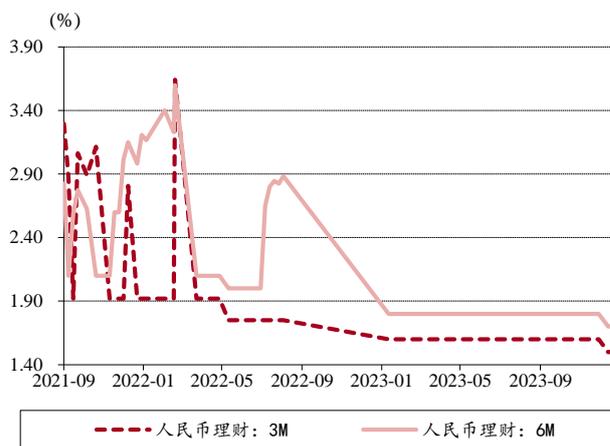
货币基金收益率波动中枢或将较 2023 年下半年上升。本周余额宝 7 天年化收益率下行 3BP，周五收于 2.01%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率收于 2.1%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.17%。长假前拆借利率波动，可能对货币基金收益率短期波动造成一定影响。

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

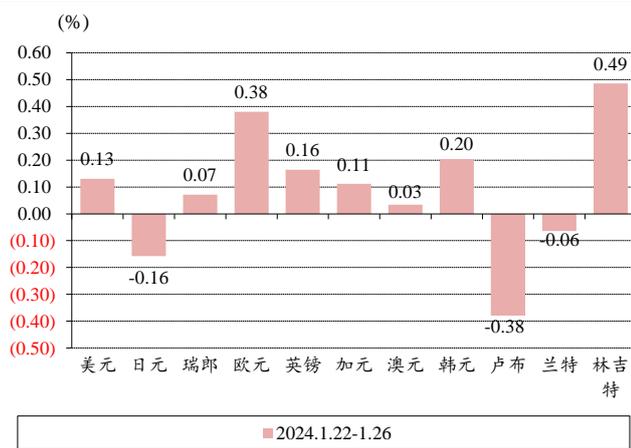


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数继续小幅上行

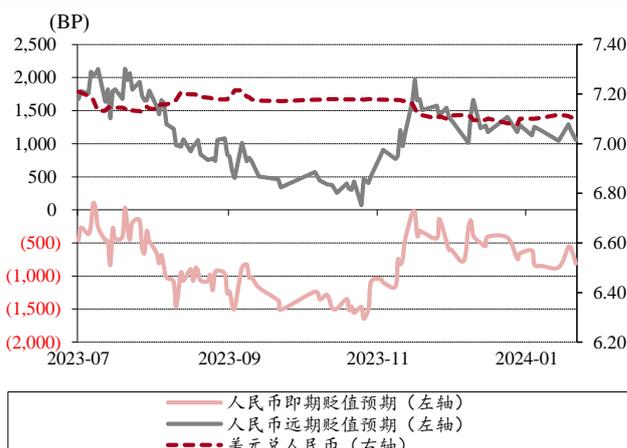
人民币兑美元中间价本周下行 93BP，至 7.1074。本周人民币对林吉特(0.49%)、欧元(0.38%)、韩元(0.2%)、英镑(0.16%)、美元(0.13%)、加元(0.11%)、瑞郎(0.07%)、澳元(0.03%)升值，对兰特(-0.06%)、日元(-0.16%)、卢布(-0.38%)贬值。美元指数继续走强，叠加人民币汇率对主要货币汇率升值，短期内给货币政策调整创造了时间窗口。

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)

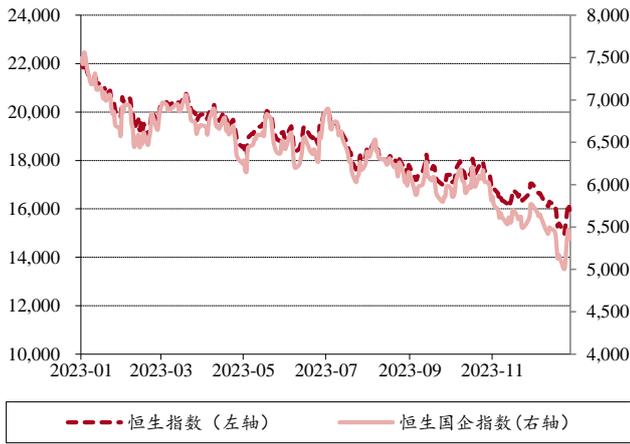
上海开展新一轮跨境贸易投资高水平开放试点。其中，涉及资本项目的 4 项实施细则明确试点政策措施落地方案，包括融资租赁母子子公司共享外债额度、外商投资企业境内再投资免于登记等。

Swift 最新发布报告显示，2023 年 12 月，人民币维持全球第四大最活跃货币，在全球支付中占比为 4.14%。与 2023 年 11 月相比，人民币支付金额总体减少 11.94%，同时所有货币支付金额总体减少 0.94%。

港股：美联储3月可能不降息

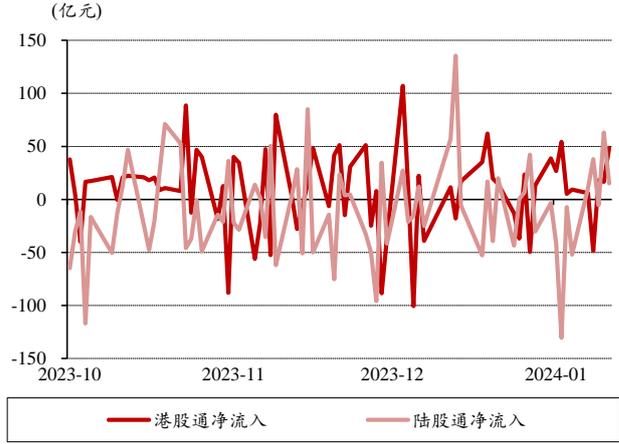
美联储货币政策转向宽松可能仍需时间。本周港股方面恒生指数上涨4.2%，恒生国企指数上涨4.54%，AH溢价指数下行0.23%收于153.61。行业方面本周领涨的有能源业（10.61%）、金融业（5.68%）、恒生指数（4.2%），下跌的有医疗保健业（-3.96%）、必需性消费（-0.06%）。本周南下资金总量40.56亿元，同时北上资金总量121.02亿元。随着红海紧张局势持续，国际油价重新回到78美元/桶上方，虽然截至2023年12月美国通胀持续下行且增速低于市场预期，但全球主要发达国家和地区央行近期开始集中提示2024年确保通胀持续下行仍是当前货币政策的主要目标，油价仍可能成为通胀走势的重要扰动因素。

图表 27. 恒指走势



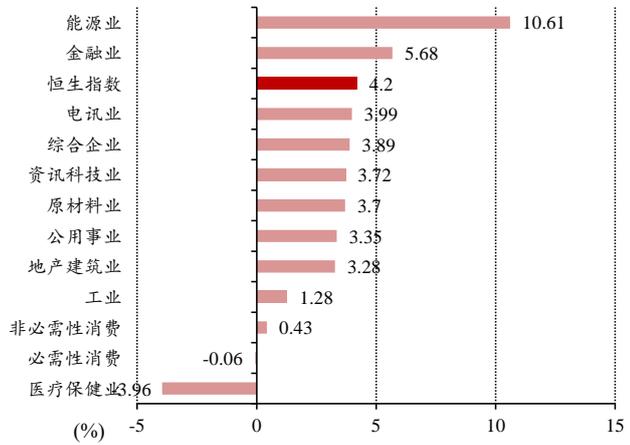
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 陆港通资金流动情况



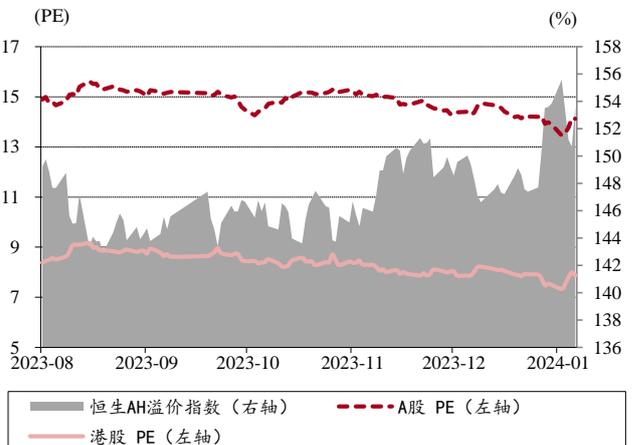
资料来源：万得，中银证券

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)

美联储提高紧急贷款计划利率以阻止套利，立即生效。新的银行定期融资计划 (BTFP) 贷款利率“不低于”准备金利率，BTFB 将于 3 月 11 日结束；银行业仍然可以通过贴现窗来满足流动性需求。

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。欧洲央行行长拉加德表示，现在谈论降息为时过早。2023 年第四季度经济可能停滞不前，预计通胀将在 2024 年进一步缓解。

加拿大央行连续第四次会议将政策利率维持在 5% 不变，符合市场预期。加拿大央行表示，仍对通胀前景的风险感到担忧，尤其是潜在通胀的持续存在；核心通胀指标未显示持续下降。加拿大央行行长麦克勒姆表示，讨论降息为时尚早；需要进一步进展才能讨论降息；关于量化紧缩的未来，将逐次作出决定。加拿大央行预计，2023 年加拿大经济增长 1.0%，此前预测为 1.2%；2024 年将增长 0.8%，此前预测为 0.9%；2025 年将增长 2.4%，此前预测为 2.5%；2023 年通胀为 3.9%，与此前一致；2024 年通胀为 2.8%，此前预测为 3.0%；2025 年通胀为 2.2%，此前预测为 2.2%。

日本央行宣布维持现行货币政策不变，继续坚持 2% 的通胀控制目标。日本央行将短期利率维持在负 0.1% 水平，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右；继续实施收益率曲线控制政策，长期利率控制目标上限继续保持在 1%。

挪威央行将利率维持在 4.50% 不变，土耳其央行将基准利率从 42.50% 上调至 45%，南非央行将基准利率维持在 8.25% 不变，乌克兰央行将基准利率维持在 15%，均符合市场预期。

美国 2023 年 12 月核心 PCE 物价指数同比上升 2.9%，创 2021 年 3 月以来新低，预期 3%，前值 3.20%；环比上升 0.2%，预期 0.20%，前值 0.10%。PCE 物价指数同比上升 2.60%，与预期及前值一致；环比上升 0.2%，预期升 0.20%，前值降 0.10%。

美国商务部公布初读数据显示，美国去年四季度实际国内生产总值（GDP）按年率计算增长 3.3%，预期 2.0%，前值 4.9%。CME 美联储观察工具显示，美联储 3 月降息 25 个基点概率降至 44.3%，按兵不动概率为 54.6%。

美国 2023 年第四季度核心 PCE 物价指数年化季率初值 2%，预期 2%，2023 年第三季度终值 2%；PCE 物价指数年化季率初值 1.7%，2023 年第三季度终值 2.6%。

美国 2023 年第四季度实际个人消费支出季率初值 2.8%，预期 2.5%，2023 年第三季度终值 3.1%。

美国 1 月 Markit 制造业 PMI 初值为 50.3，预期 47.9，前值 47.9；Markit 服务业 PMI 初值为 52.9，预期 51，前值 51.4。

美国上周 MBA30 年期固定抵押贷款利率 6.78%，前值 6.75%；抵押贷款申请活动指数 218.2，前值 210.5；抵押贷款再融资活动指数 438.4，前值 471.2；抵押贷款购买指数 174.3，前值 162.2。

欧元区 1 月制造业 PMI 初值 46.6，创 10 个月新高，预期 44.8，前值 44.4；服务业 PMI 初值 48.4，预期 49，前值 48.8；综合 PMI 初值 47.9，创 6 个月新高，预期 48，前值 47.6。

日本 2023 年 12 月商品进口同比下降 6.8%，出口增长 9.8%，季调后商品贸易帐逆差 4127.31 亿日元。其中，对中国出口增长 9.6%，为近 13 个月以来首次反弹；对美国出口增长 20.4%，连续 27 个月实现增长。

美国财长耶伦认为，美国经济今年没有理由出现衰退。虽然美国债务负担成本仍然可控，但如果利率在更长时间内保持高位，可能对财政可持续性构成威胁。

日本政府 2024 年度预算案一般会计总额为 112.5717 万亿日元，连续两年超过 110 万亿日元，为史上第二高规模。日本政府预计，2024 年实际国内生产总值（GDP）增长率为 1.3%。

韩国房地产交易陷入危机。2023 年 14379 家房地产中介停业，1438 家房地产中介休业，累计共有 15817 家中介关门，创 2019 年以来新高。

截至 2022 财年末，日本债务总额为 1442.7 万亿日元，同比增加 31.7 万亿日元；资不抵债金额达到 702 万亿日元，增加 15 万亿日元，创近 15 年新高。据悉，日本以每年 3 月底至第二年 4 月初为一财年。

国际货币基金组织（IMF）经济学家指出，美国商业房地产价格正经历过去半个世纪以来最严重下跌，远超此前加息周期跌幅，金融监管机构必须继续保持警惕。

丹麦“海运情报”咨询公司警告称，红海危机对全球供应链造成的冲击已超过新冠疫情初期。去年 12 月，红海海运每周的运力指数较年平均水平下降 57%，超过 2020 年 3 月新冠疫情初期的 47% 降幅，为有记录以来的第二大降幅。

下周大类资产配置建议

12月工业企业盈利持续改善。2023年规模以上工业企业实现利润总额76858.3亿元，同比下降2.3%，降幅比1-11月收窄2.1个百分点。2023年12月规模以上工业企业实现利润同比增长16.8%，为连续5个月正增长。国家统计局表示，2023年，国内需求逐步改善，工业生产稳步回升，规模以上工业企业效益持续恢复，主要行业利润积极改善，新动能培育壮大，工业经济高质量发展基础进一步巩固；超六成行业全年利润实现增长，七成行业利润呈回升态势；装备制造业利润增长加快，支撑作用进一步增强，2023年装备制造业利润实现正增长，增速为4.1%，比上年加快2.4个百分点；原材料、消费品行业利润降幅收窄，助推规上工业利润改善；电气水行业利润快速增长。12月工业企业利润率较11月有所下降，但制造业利润占比仍在上升，从贡献来看，12月PPI同比增速和工业增加同比增速均较11月上行，价和量均有不同程度拉动。

全球主要发达国家和地区央行维持利率不变。本周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，加拿大央行连续第四次会议将政策利率维持在5%不变，日本央行宣布维持现行货币政策不变，继续坚持2%的通胀控制目标，均符合市场预期。从表述来看，通胀确定性下行仍是目前发达国家和地区央行的主要目标。另一方面，美联储提高紧急贷款计划利率以阻止套利，立即生效。新的银行定期融资计划（BTFP）贷款利率“不低于”准备金利率，BTFP将于3月11日结束；银行业仍然可以通过贴现窗来满足流动性需求。随着美国就业数据表现持续好于市场预期，美联储货币政策开始进入权衡通胀和经济增长的新阶段，短期内市场关注度集中在3月美联储是否降息，以及美联储是否采取放慢缩表的方式维持市场流动性，但美联储方面此外还在关注流动性“脱实入虚”的问题。

稳增长的政策安排提前发力。本周稳增长的货币政策率先落地，包括降准0.5个百分点，向市场提供长期流动性约1万亿元，以及下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点，持续推动社会综合融资成本稳中有降。至此市场对于年初货币政策降准降息的预期基本实现。此外还有两方面信息值得关注，一是经济稳增长方面，国家金融监管总局表示，房地产对国民经济具有重要影响，金融业责无旁贷、必须大力支持，考虑到2024年稳地产对稳增长的重要作用，短期内关注房地产投资中银行资金来源增速变化，以及房地产企业流动性是否能够持续好转，二是人民币资产方面，国务院常务会议听取资本市场运行情况汇报，此次国常会是新一届政府首次专门听取关于资本市场运行情况的汇报，会议强调，要加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性。总的来看，降准利好经济整体流动性、降息利好实体经济降低综合融资成本、改善房地产融资有助于减少房地产产业链对经济增速整体的拖累，还有加大长期资金入市等政策，都不同程度上利好人民币风险资产价格表现。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；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 31. 本期观点 (2024.1.28)

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	=	关注两会对2024年经济增长目标和赤字率安排	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	=	货币政策偏宽松压制收益率上行空间	标配
货币	-	收益率将在2%上下波动	低配
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予任何其他人，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