

2024年6月4日

全球宏观

2024 下半年展望：顺周期交易

2024 下半年，全球经济复苏势头增强，中国内需特别是房地产市场将成为关键驱动力。随着全球金融条件逐步宽松，降息潮逐渐展开，再通胀交易有望回归。股市、顺周期板块和大宗商品将受益于经济回暖与政策支持。然而，通胀及地缘因素的不确定性仍需关注。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

钱昊

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

全球经济：景气度回升

⊕ **全球经济**：我们预计，在金融条件逐步缓解的影响下，全球经济景气度在下半年有望进一步恢复。美国经济韧性放缓，通胀粘性仍强，美联储可能需要更长时间维持高利率。欧元区复苏或重获动力，金融条件缓解使需求逐渐恢复。新兴市场增长与挑战并存，中美延续增长带动需求，但美国滞胀风险上升。

⊕ **中国经济**：内外需有望共振。上半年经济开端良好，景气度有望持续向上，但“供大于需”期待加大需求端支持力度。财政保持必要强度，货币维持偏松基调，发债加快，降准降息仍可期。出口有望随制造业周期回暖而受支撑，价格因素有望改善，但扰动因素仍存。内需重要性上升，支持政策有望改善供大于需格局，地产供需两端齐发力，设备更新仍将是扩内需重要抓手。

下半年海外流动性研判：“紧中有松”

⊕ **2024 年展望报告**中，我们提示投资者要适应全球偏紧的流动性新常态。由于美国经济韧性仍存，通胀粘性仍重，去通胀进程受阻，2024 年美联储降息的空间相对有限，降息时点也是一延再延。我们 2024 年利率预计仍将维持在较高的水平，进一步加息的门槛已经很高，但美联储降息的大门也尚未关闭。同时，美联储缩表放缓叠加欧央行为代表的其他地区央行将逐步开展降息，下半年全球流动性预计将是一个“紧中有松”的局面。

对应在 2024 年的全球资产观点：

股票：风险资产谨慎偏乐观。**中国股市**：估值修复，盈利回升，反弹有望持续，但需提防非基本面因素对市场造成的影响，中国股市可重点布局流动性改善、政策支持、再通胀交易三条主线；**美国股市**：有喜有忧，短期盈利尚可，但估值面临调整压力。

债券：维持中性，美债收益率进一步上行可能性降低，预计将高位震荡。

大宗：整体看多，全球经济回升、供给偏紧等因素共振抬升。

风险提示：2024 下半年，通胀及地缘因素仍然是最大的不确定性来源，需要密切留意其对市场造成的影响。

目录

2024 下半年经济研判：景气度向上	3
全球经济：景气度回升.....	3
中国经济：内外需有望共振.....	6
政策支持：财政保持必要强度，货币维持偏松基调.....	8
中国外需：价格因素将逐渐改善，但下半年出口扰动因素仍在.....	9
中国内需：重要性上升，强政策有望改善供大于需格局.....	11
2024 下半年海外流动性研判：“紧中有松”	18
美联储降息可能仍需等待.....	18
挥之不去的通胀问题仍将制约降息.....	19
但流动性已开始边际宽松：“价”未动，“量”将动.....	20
趋势上，全球其他地区的降息大幕已徐徐拉开，全球流动性边际宽松已经来临.....	21
2024 下半年全球大类资产研判：再通胀交易有望归位	22
股市：风险资产谨慎偏乐观.....	22
债券：对美债维持中性.....	27
大宗商品：供需紧平衡，整体看多.....	28
关注通胀及地缘因素的不确定性	30

2024 下半年经济研判：景气度向上

全球：我们预计在金融条件逐步缓解的影响下，全球经济景气度在下半年有望进一步恢复。

中国：在稳增长政策持续加码，以及前期累积的积极效应持续释放，我们预计经济内生动能将延续修复，而外生性动能有望维持一定韧性，预计2024年下半年经济仍将延续向好增长趋势。

美国：美国经济韧性与放缓并存。居民消费强劲、制造业库存见底、财政支出支撑经济，但核心服务通胀粘性强，地缘风险推高大宗商品价格。美联储或将长期维持高利率，短期内不太可能降息，经济增速或将放缓。

全球经济：景气度回升

随着全球金融条件的缓解，2024年下半年全球经济景气度将持续回升。

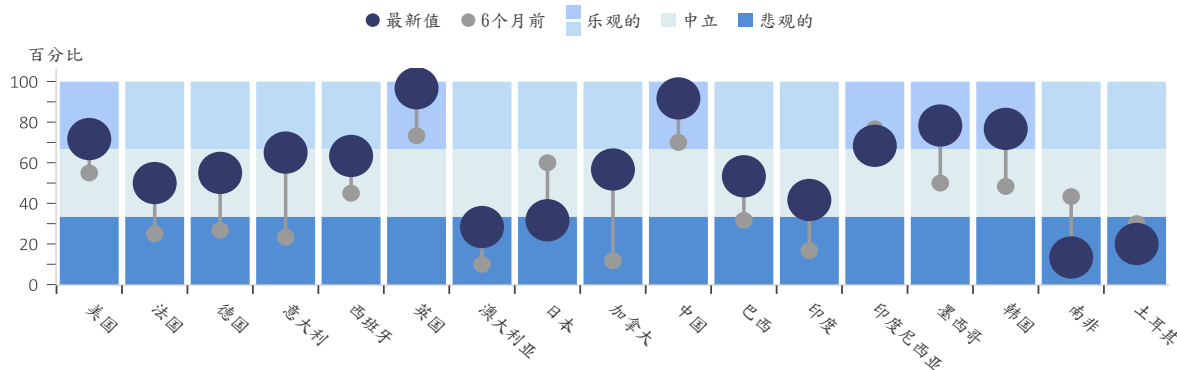
中国经济内外需共振向上。2024上半年，多项经济数据反映了我国宏观经济指标仍在积极向好，且有望为全年完成经济目标打下较好基础。随着后续“三大工程”的推进、强地产政策的提振，以及设备更新、消费品以旧换新，加上降低社会物流成本等积极财政措施的落地，在供、需两端的支持下，配合超长期万亿国债的陆续发行，以及央行降准、降息推动实际借贷成本下降，经济增长将得到进一步支撑，预计后续经济仍将延续回升趋势。

美国经济可能仍有韧性。1) 居民部门消费仍然强劲，金融资产带来的财富效应释放，以及仍较为健康的劳动力市场，且薪资增速仍高于通胀，实际购买力上升均将支持消费；2) 美国制造商库存见底，企业有望进入到补库存的阶段；3) 政府财政支出力度有所减弱，但预计在下半年仍能对经济形成支撑。但核心服务通胀驱动下，美国通胀粘性仍强，且受地缘因素影响，大宗商品价格仍有上行风险。美联储可能需要更长时间维持高利率，在未来的一到两个季度可能均不会开启降息。

欧元区复苏或重获动力。在过去接近两年的加息潮中，欧元区经济活动接近停滞，处在衰退边缘，而制造业景气度同样长期处于底部。随着全球央行逐渐由加息转向降息，金融条件的缓解，使得需求逐渐恢复。同时，中国经济向好趋势，亦有望为欧洲经济活动注入动力。

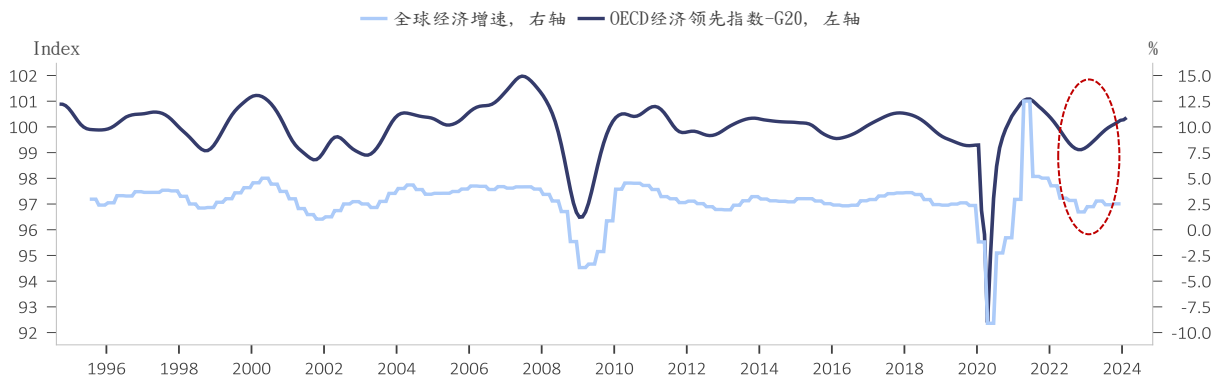
对于其他新兴市场而言，增长与挑战并存。一方面，中、美两大经济体延续增长，叠加全球制造业周期回暖，意味着全球需求空间仍足，新兴市场有望延续增长动力。另一方面，美国通胀存在上行风险，以及高利率下需求放缓作用下，美国滞胀的概率将有所上升，对于新兴市场来说是个不利因素。一方面，美联储滞胀风险使得美联储不降息的概率上升，美元预计将维持相对强势，并持续给亚洲新兴市场货币造成压力，特别是对于一些债务和赤字水平较高的国家。

图表 1: OECD 领先指数显示，全球多数经济体经济前景较 6 个月前改善



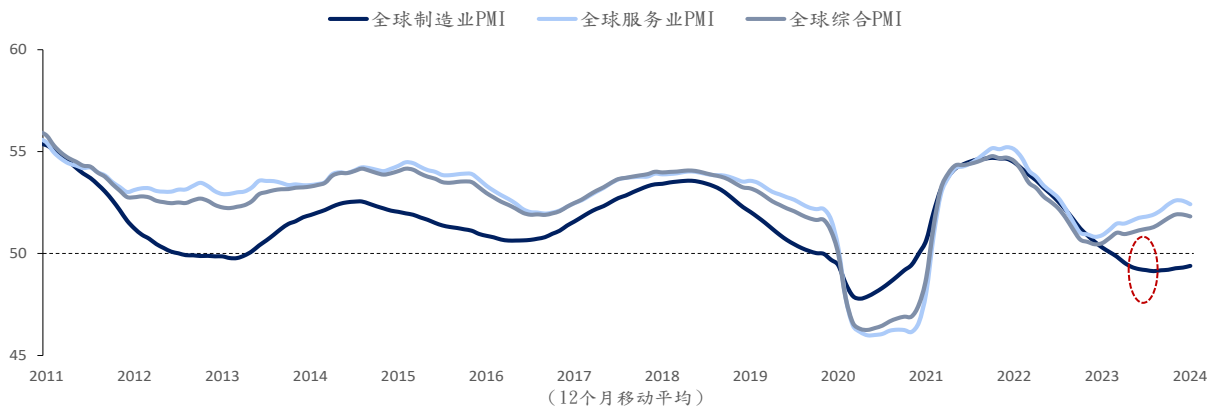
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: OECD 经济领先指数显示宏观景气度正在持续回升



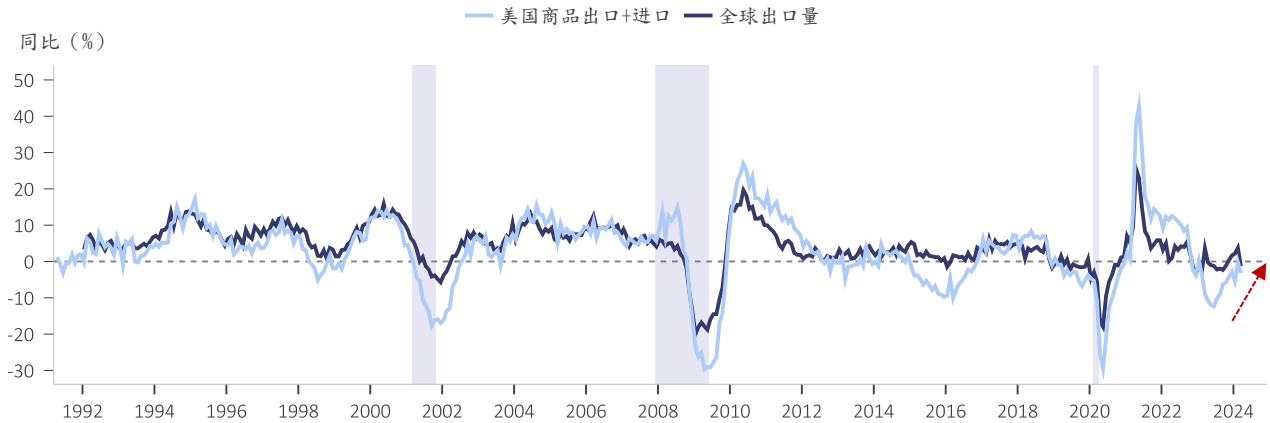
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 12 个月移动平均的全球制造业 PMI 位于荣枯线下方，但已有企稳反弹趋势



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 全球出口量趋向上行



资料来源: Macrobond, 交银国际 注: 阴影处为 NBER 定义的衰退时期

图表 5: 全球贸易景气度企稳回升



资料来源: Macrobond, 交银国际

中国经济：内外需有望共振

⊙ 上半年经济开端良好，预计中国经济景气度有望持续向上

中国上半年宏观经济指标仍在积极转好。随着包括“万亿国债”、“三大工程”、降准降息、以及大规模设备更新等积极因素的持续累积，以及稳增长政策效应不断显现，2024年1季度GDP增速达到5.3%，为实现全年GDP增长目标打下良好基础。

2024上半年多项经济数据反映了宏观经济指标仍在积极向好，且有望为全年完成经济目标打下较好基础。随着后续“三大工程”推进、地产强刺激措施的陆续落实以及设备更新、消费品以旧换新，以及降低社会物流成本等积极财政措施在供、需两端的支持下，配合超长期万亿国债的陆续发行，以及央行降准、降息推动实际借贷成本下降，有助于为经济保驾护航，帮助企业降本增效、改善利润，预计后续经济仍将延续向好回升趋势。

图表 6: 中国经济景气度持续恢复



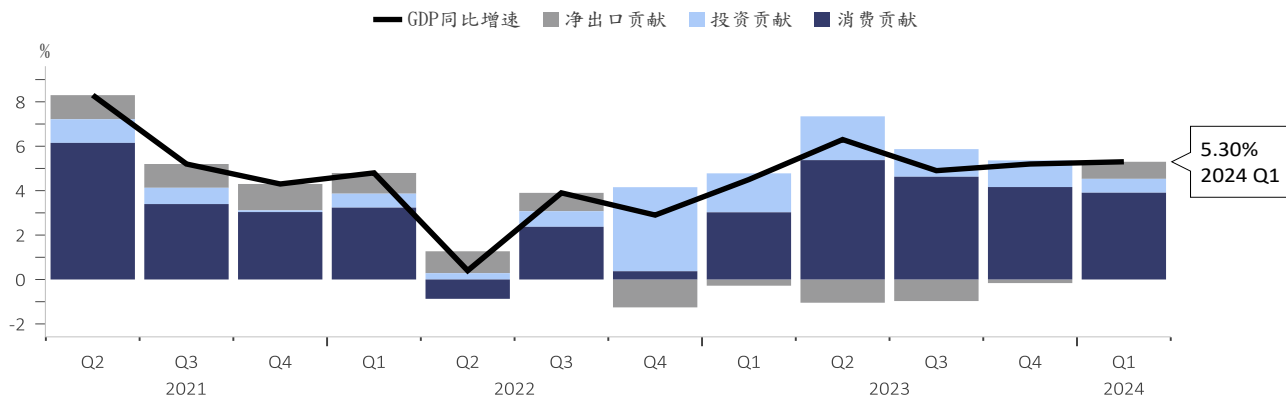
资料来源: Macrobond, 交银国际

⊙ “供给改善优于需求改善”，意味着需要增强需求端的支持力度以巩固经济增长势头

同时，我们也注意到，在上半年迄今为止的经济数据上，主要反映了当前经济结构“供给改善优于需求改善”。

“供给改善”在于制造业和出口。新能源、半导体等高新技术制造业为代表的“新经济”保持着一定的投资强度，一定程度上对冲了建筑、地产等旧经济的影响。而随着全球制造业景气度回升，中国出口在经历了连续五个季度对GDP的负贡献后转正。中国制造业PMI、工业产出等指标亦能显示供给侧层面的复苏。与此同时，以社零、CPI为代表的需求侧则仍有持续改善的空间。为维持较好的增长动能，仍期待增强对于需求端的支持力度。

图表 7: 中国 GDP 增速分项贡献中，净出口贡献转正，而消费贡献回落



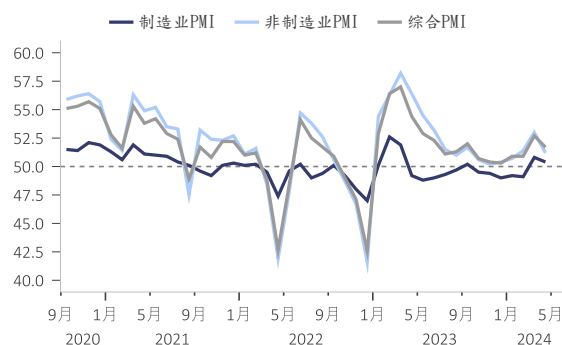
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 中国工业增加值稳步回升



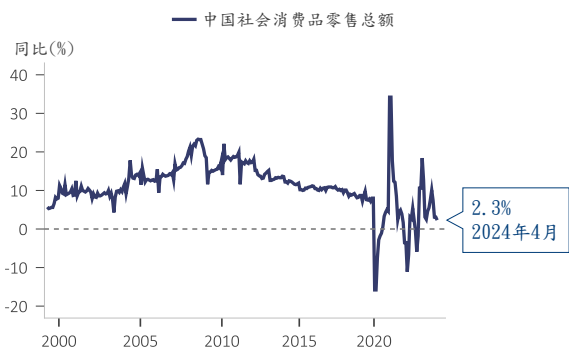
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 中国制造业 PMI 保持扩张



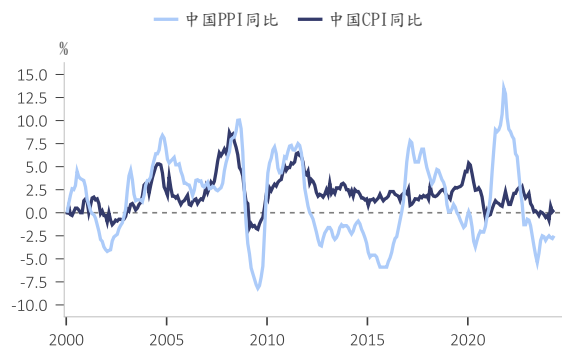
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 10: 中国社零尚有改善空间



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 11: 中国物价仍待回稳



资料来源: Macrobond, 交银国际

政策支持：财政保持必要强度，货币维持偏松基调

2024上半年我国经济开局良好，但不论是货币还是财政端，我们判断下半年政策支持力度仍强，有可能还会进一步加码。特别是当前房地产行业政策已经进入新阶段，未来在存量与增量两端都将有更多的具体举措进一步出炉。

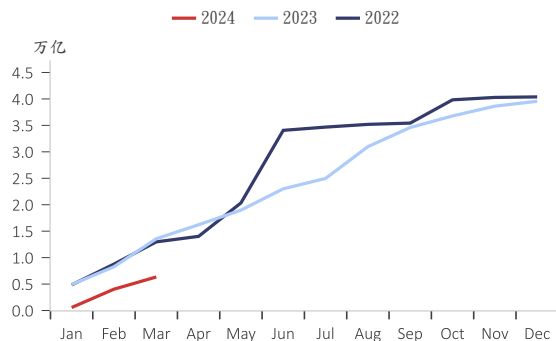
⊖ 财政政策有望保持强度，发债加快

- * 预计财政仍将是巩固我国经济动能的最重要抓手。2024年1季度新增专项债发行进度慢于往年，市场先前有讨论在特别国债发行的情况下，专项债整体的发行是否会放缓，但4月中共中央政治局召开的会议给予了直接回应，强调要加快发债。我们预计下半年财政投放节奏将会显著加快。
- * 同时，总额1万亿元超长期特别国债，首批400亿元迎来发行，预计未来几年还会连续发行，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。超长期特别国债一方面有利于筹集资金，并通过转移支付的方式，缓解地方财政压力。另一方面，财政资金既可以短期内拉动和扩大基建等投资项目，促进内需，亦有望为长期经济发展打下高质量发展的基础。

⊖ 货币政策对实体经济支持力度依然较大

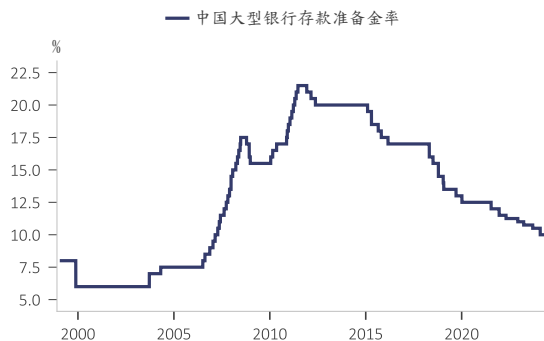
- * 在2024年1季度经济超预期的情况下，4月召开的中央政治局会议依然强调要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大政策的支持力度，就此角度是超市场预期的。我们认为，对我国货币政策的定性理解，需要结合财政的角度，需要放到财政投放加码这个大背景下审视：
 - 1) 财政加码的格局下，需要宽松的货币政策予以配合：一方面有助于降低发债成本，另一方面在债务供应增加的情况下，也有助于减少市场影响。因此，**预计下半年很可能还将有降准降息落地。**
 - 2) 降息降准将从“价”的角度为财政放量助力。降息将有助于降低中央及地方的发债成本，而降准则有助于释放市场流动性，激活市场活跃度。
 - 3) 人民银行购债将从“量”的角度为国债发行提供支持。4月23日，财政部明确支持在我国央行公开市场操作中逐步增加国债买卖，充实货币政策工具箱。同时，超长期万亿特别国债也已陆续发行。央行在二级市场购债这一举措与量化宽松（QE）大相径庭，其最大的现实意义，在于避免国债市场的过度波动，为供应放量提前做好充足准备。

图表 12: 1Q24 政府专项债发行节奏偏慢



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 13: 银行存款准备金率仍具备调降空间



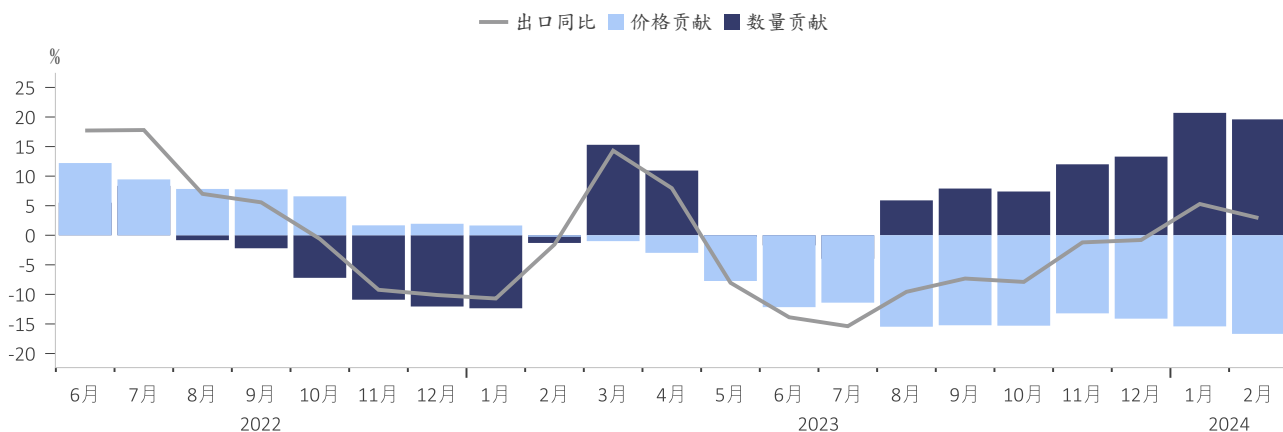
资料来源: Macrobond, 交银国际

中国外需：价格因素将逐渐改善，但下半年出口扰动因素仍在

⊕ 出口有望随着制造业周期回暖而受支撑，而价格因素有望迎来积极改善

如我们前文所述，全球需求有望迎来底部支撑，美国制造商库存当前已底部企稳，有望进入主动补库阶段。美国制造商库存通常领先中国出口 5 个月，意味着下半年出口有望获得支撑。同时，出口在过去一年多的时间内一直受到价格因素拖累，这在一定程度上降低了出口景气度恢复对于整体经济的贡献，但随着全球制造业景气度持续回暖，我们预计大宗商品价格亦有望企稳反弹，中国 PPI 有望结束负增长，价格因素迎来改善。

图表 14: 中国出口量增价减，一定程度上影响了出口景气度恢复对于整体经济的贡献



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 15: 美国补库周期有望支撑中国出口



资料来源: Macrobond, 交银国际。注: 阴影处为 NBER 定义的衰退时期

图表 16: CRB 大宗商品价格上涨, 中国 PPI 同比年内有望转正



资料来源: Macrobond, 交银国际

⊕ 出口的扰动性因素仍存

美国政府近期宣布对华提高电动车等部分进口商品的关税, 而拉丁美洲部分国家亦提高了中国钢铁制品等产品进口关税, 欧洲同样在讨论相关提高中国部分关税的潜在措施。叠加下半年全球地缘格局的不确定性, 可能会增加全球贸易的不确定性, 影响中国出口的不确定性因素在下半年可能仍存。

中国内需：重要性上升，强政策有望改善供大于需格局

在外需可能面临不确定性扰动的背景下，为实现全年乃至中长期的经济增长目标，着力改善并提高内需对经济贡献比重的重要性日益凸显。

扩大内需，是当前和未来一段时间我国经济发展的重点。在此背景下，我们观察到上半年至今，特别是四月政治局会议结束后，地产政策的支持力度空前。且不同于以往的是，此次刺激措施不再仅对需求端发力，同时也着手于供给端的改善，供需两端齐发力，有望改善地产预期。

⊙ 地产：供需两端齐发力

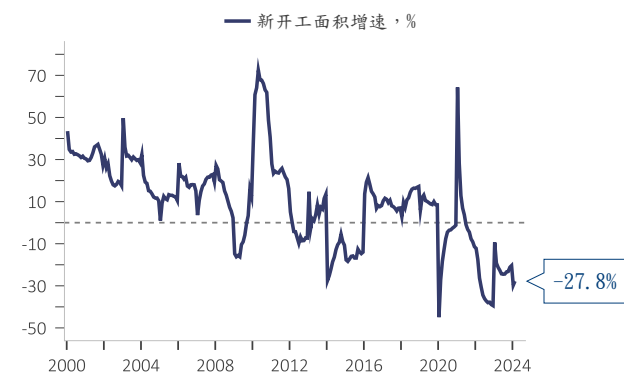
四月政治局会议强调要继续坚持因城施策，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。政府将因地制宜调控房地产市场，在化解存量风险的同时，优化新建住房供给，推动房地产行业长期健康发展。

一、需求端：因城施策、优化增量

当前，全国土地成交平均溢价率维持在过去几年的平均水平，新开工面积整体仍待修复。土拍市场热度不足，这将直接影响各地财政收入，在当前的格局下，优化增量，重新激活土拍市场显得尤为重要：

- * **因城施策有望激活改善型需求，有望逐步带动土拍市场回暖。**在政治局会议提出坚持“因城施策”后，各地支持政策有望进一步加码，针对需求端的限制性措施，尤其是针对改善型需求的限制，不论是限贷、限购、限价预计都将进一步放开，各地将进一步调整和优化相关政策，叠加各地探索性的“优化增量举措”出炉，有望从根本上激活住宅市场的改善型需求，进而有望带动土拍市场、房屋新开工逐步回暖。
- * **“优化增量”举措的推动下，多地开始密集放松限购，吸引潜在购房者入市。**近期杭州和西安等地政府宣布全面取消房屋限购令。截至5月13号，中国已有二十四个城市取消买房限购政策，除了北京、上海、广州、深圳四个一线城市，仅剩海南省、天津市仍处于部分放开限购的状态。总之，预计在“优化增量”的举措推动下，新房市场将向改善型需求进一步靠拢。
- * **央行顺势而为，加大金融支持力度，增强居民购房者意愿。**中国人民银行在5月17日宣布了房地产金融支持的政策组合。针对需求端创造更好的货币信贷环境：1) 首、二套房最低首付比例从不低于20%、30%降至15%、25%；2) 取消全国层面个人住房房贷利率政策下限、实现房贷利率市场化；3) 下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点。随着全国大部分城市取消房贷利率下限，预计未来房贷利率仍有下降空间，有利于降低居民购房负担和成本并增强购房意愿。

图表 17: 中国房屋新开工面积同比增速



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 18: 中国房地产投资同比增速



资料来源: Macrobond, 交银国际

二、供给端：以旧换新、收储以盘活存量

4月召开的中央政治局会议首提“消化存量房产”，标志着地产行业政策自“三道红线”防过度杠杆化后进入新的政策阶段，而地产收储也成为了此次地产政策调整重要的风向标，引发市场高度关注。去库存成为当前化解房地产存量风险，稳定房价，促进房地产高质量发展，从而实现正向循环的重中之重。

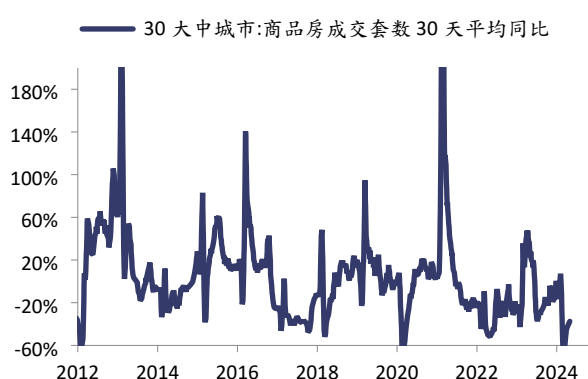
- * 当前消化房产存量已有不少相关探索，包括“以旧换新”等举措，预计未来有望在全国层面拓展，以对房地产市场提供积极支撑。目前多地已经表态支持房子“以旧换新”，各地具体的实现形式不一，主要涵盖国企直接收购、补贴发放、中介合作等模式。“以旧换新”的重要意义在于，一方面可以快速完成各地的保障性住房的供应目标，另一方面有助于激活居民新房购置，提振新房市场的同时，又助力居民释放住房改善型需求。
- * 目前，“以旧换新”政策已从二三线扩至一线，目前已有近40个城市出台相关政策，方式主要为国企收购、市场化交易、购房补贴三种模式。预计未来各地的“以旧换新”举措的覆盖面将进一步扩大，收购存量二手房作为保障性住房的占比或有显著提升，同时不排除未来或将出现全国统一性平台来收购存量住房作为保障性住房补充的可能性。
- * 人民银行拟设立保障性住房再贷款，支持地方政府以合理价格收购已建成未出售商品住房用作保障性住房。保障性住房再贷款规模3000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期4次，可带动商业银行贷款5000亿元，支持地方政府和国有企业以合理价格对已建成未出售商品房进行“收储”，作为保障性住房。此举将加快存量去化，并盘活存量以增加保障房供给，缓解目前商品房和保障房供给端的结构性问题。

图表 19: 商品房销售累计同比%



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 20: 30 大中城市商品房成交同比



资料来源: Macrobond, 交银国际

通过一系列供需两端的政策举措，助力中国房地产市场实现稳定发展

* 改善经济增长预期

近期出台的大规模地产措施，有望显著改善中国的经济增长预期。当前，房地产市场被广泛认为是影响中国经济和股市表现的主要因素之一。通过一系列有力的政策举措，政府旨在稳定房地产市场，进而提振整体经济预期。这不仅有助于提振市场的增长预期，还能为股市和其他资产市场注入新的活力。稳定房地产市场将成为中国经济增长的重要支撑点之一，确保经济在全球不确定性上升的大环境下，依然能保持稳健增长。

* 改善居民预期，刺激内需

房地产在中国居民的财富构成中占据了重要地位，因此，稳定房价对改善居民预期和扩大消费具有关键作用。通过稳定地产市场，居民的资产负债表的波动性将下降，从而避免因房产价格带来的被动缩表效应。稳住房价不仅有助于提升居民的消费信心，还能激发更多的消费需求，推动内需增长。随着居民财富效应的改善，消费市场将迎来新的增长动力，这对于实现经济内循环和长期稳定发展至关重要。

* 地产市场复苏有望形成多层次、多环节的联动效应，助力经济全面增长

房地产行业的复苏将对整个地产产业链产生积极影响。地产产业链涵盖了从上游原材料供应、中游建筑施工到下游家具、家电等多个环节。通过刺激房地产市场，能够带动相关产业的全面复苏，进而促进内循环。上游原材料的需求增加将带动矿业和化工工业的发展，中游建筑业的回暖将创造大量就业机会，下游家具和家电等消费品市场也将因此受益。

* **房地产市场的复苏将为地方政府、开发商和银行三方带来积极的财务改善效应**

房地产市场的稳定对于地方政府、房地产开发商和银行的资产负债表改善具有重要意义。地方政府的财政收入中，相当一部分来自于土地出让金，房地产市场的回暖将直接提升地方财政收入，舒缓财政压力。同时，房地产开发商的财务状况也将得到改善，改善资金链状况。此外，银行作为房地产市场的重要融资渠道，其不良贷款率将随着房地产市场的稳定而下降，资产质量得到提升。

图表 21: 2022 年以来，中国房地产行业政策变化一览

时间	发布主体	政策内容
2022年3月	中央政府	继续保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022年11月	人民银行、银监会	通知包含16项具体措施，信贷相关的主要措施有：稳定房地产开发贷款投放；稳定建筑企业信贷投放；支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期、支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款；鼓励金融机构提供配套融资支持等。
2022年11月	中国证监会	一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资；三、调整完善房地产企业境外市场上市政策；四、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；五、积极发挥私募股权投资基金作用。
2022年12月	中央政府	会议要求有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求。要坚持房住不炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
2023年1月	人民银行	决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。具体来看，新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。
2023年2月	自然资源部	对住宅用地出让公告不再要求“全年不超过3次”，不是要取消集中供地制度，而是优化完善集中供地政策，更好发挥充分公开披露信息对于稳定和引导市场预期的积极作用。
2023年7月	中共中央政治局会议	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的趋势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善型住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产
2023年8月	住建部、人民银行、金监局	居民家庭申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，无论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套房执行住房信贷政策
2023年8月	人民银行、金监局	首套商贷最低首付比例统一为不低于20%，二套最低首付比例统一为不低于30%。二套住房商贷利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点
2024年1月	住建部	住建部召开城市房地产融资协调机制部署会提出，充分赋予城市房地产调控自主权，要求地方政府因地制宜调整房地产政策，以编制住房发展规划为抓手，完善“保障+市场”的住房供应体系，建立人、房、地、钱要素联动新机制，健全房屋全生命周期基础性制度，实施保障性住房建设、平急两用公共基础设施建设、城中村改造等。
2024年3月	国务院	更好统筹发展和安全，有效防范化解重点领域风险。坚持以高质量发展促进高水平安全，以高水平安全保障高质量发展，标本兼治化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，维护经济金融大局稳定。优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展。
2024年4月	中央政府	1. 继续坚持因城施策、压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益 2. 要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024年5月	人民银行	1. 降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，将首套房/二套房最低首付比例由20%/30%调整为不低于15%/25% 2. 下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点 3. 取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。首套房和二套房贷利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化 4. 设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元

资料来源: 中国国务院, 人民银行, 交银国际

图表 22: 重点城市限购、以旧换新以及收储政策变化一览

时间	城市	政策	政策内容
2024年 1月8日	苏州市	《关于实施“卖旧买新”购房契税补贴实施细则》	在2023年1月1日至2023年12月31日期间出售自有住房后，并在2023年12月1日-2024年3月31日、4月1日-6月30日、7月1日-12月31日期间购置新建商品住房的家庭，分别给予新房契税缴纳份额100%、80%、50%的购房补贴
2024年 1月27日	广州市	《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》	1. 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。 2. 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。
2024年 1月30日	苏州市	全面取消限购	购买新房、二手房不再审查套数，不做购房资格审核，新房限售政策仍为两年。
2024年 1月30日	上海市	《关于优化本市住房限购政策的通知》	在本市连续缴纳社会保险或个人所得税已满5年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外）限购1套住房（含新建商品房和二手住房）
2024年 2月7日	深圳市	《关于优化住房限购政策的通知》	1. 本市户籍居民家庭（含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭）限购2套住房，本市户籍成年单身人士（含离异）限购1套住房；取消落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求。 2. 非本市户籍居民家庭及成年单身人士（含离异）能提供购房之日前3年在本市连续缴纳个人所得税或社会保险证明的，限购1套住房。
2024年 2月20日	扬州市	《关于鼓励失去商品住房“以旧换新”的通知》	1. 取消限售政策；2. 实施“以旧换新”契税补贴政策。3. 推广“三方联动”式“以旧换新”做法；4. 支持开发企业开展“直接收购”式“以旧换新”业务；5. 鼓励通过多种方式处置收购房源
2024年 4月1日	郑州市	《郑州市促进房地产市场“卖旧买新、以旧换新”工作方案（试行）》	促进房地产市场“卖旧买新、以旧换新”工作按以下两种方式进行： 方式一：郑州市城发集团（政府指定作为收购主体）收购二手住房，促成群众通过“卖旧买新、以旧换新”购买改善性新建商品住房。 方式二：政府政策鼓励，群众通过市场交易实现“卖旧买新、以旧换新” 对通过以上两种方式换购新建商品住房的，我市现行的契税补贴30%政策延续至2024年12月31日。
2024年 4月18日	长沙市	《关于支持居民购买改善住房的通知》	1. 全市范围内“以旧换新”购买新房的，可按照“认房不认贷”政策，享受首套房首付比和按揭利率优惠。 2. 购买新房申请住房公积金贷款的，在原有基础上上调最高贷款额度。 3. 不再审查购房者资格条件。
2024年 4月30日	天津市	《关于进一步优化房地产调控政策的通知》	进一步优化住房限购政策。本市户籍居民在市内六区购买单套120平方米以上新建商品住房的，不再核验购房资格。
2024年 4月30日	北京市	《关于优化调整本市住房限购政策的通知》	在执行现有住房限购政策的基础上，允许以下居民家庭（含夫妻双方及未成年子女）或成年单身人士，在五环外新购买1套商品住房（包括新建商品住房和二手住房）： 1. 本市户籍居民家庭（含驻京部队现役军人和现役武警家庭、持有有效《北京市工作居住证》的家庭），已在京拥有2套住房的； 2. 本市户籍成年单身人士，已在京拥有1套住房的； 3. 连续5年（含）以上在本市缴纳社会保险或个人所得税的非本市户籍居民家庭或成年单身人士，已在京拥有1套住房的。
2024年 5月9日	杭州市	《关于优化调整房地产市场调控政策的通知》	《通知》明确全面取消住房限购。自《通知》发布之日起在本市范围内购买住房，不再审核购房资格。
2024年 5月9日	西安市	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》	全面取消我市住房限购措施，居民家庭在全市范围内购买新建商品住房、二手住房不再审核购房资格。

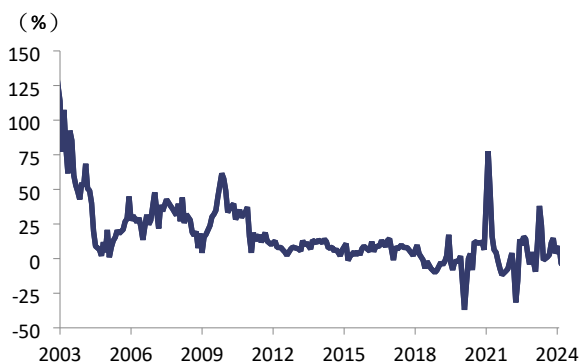
资料来源: 中国各地政府, 交银国际

⊕ 设备更新：预计仍将是扩内需的重要抓手

除房地产政策外，通过落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，短期有助于刺激消费，拉动经济增长，而长期则促进产业升级和技术进步，提高经济的长期潜力。同时，通过创造更多消费场景和满足人民群众多样化、高品质的消费需求，叠加新型城镇化的推进，有望释放巨大的消费和投资潜力，从而形成强大的市场。

- * **消费品端**，汽车预计仍将是最大的抓手。当前的汽车生产、销售同比增速放缓，仍有待夯实提振，尤其是消费端，预计汽车消费端仍有望出台进一步的细则。
- * **设备端**，随着大规模设备更新方案在上半年三四月份的集中出炉，预计相关效应将在下半年逐步显现。当前通用设备、专用设备整体的产能利用率皆高于制造业整体，与此同时通用设备的整体利润增长也显著高于专用设备，随着大规模设备更新计划的落地，相关行业有望迎来产销两旺的格局。

图表 23: 汽车零售同比增速



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 24: 汽车产量同比增速



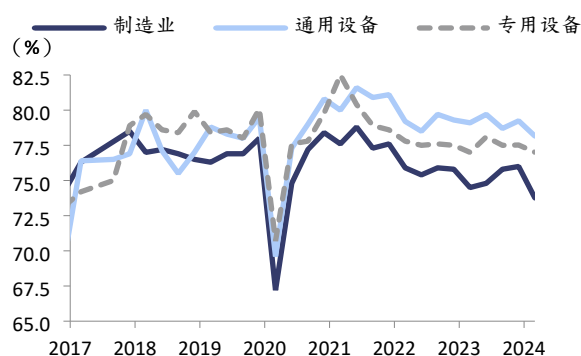
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 25: 通用设备以及专用设备行业利润同比增速



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 26: 通用设备、专用设备产能利用率仍维持在较高水平



资料来源: Macrobond, 交银国际

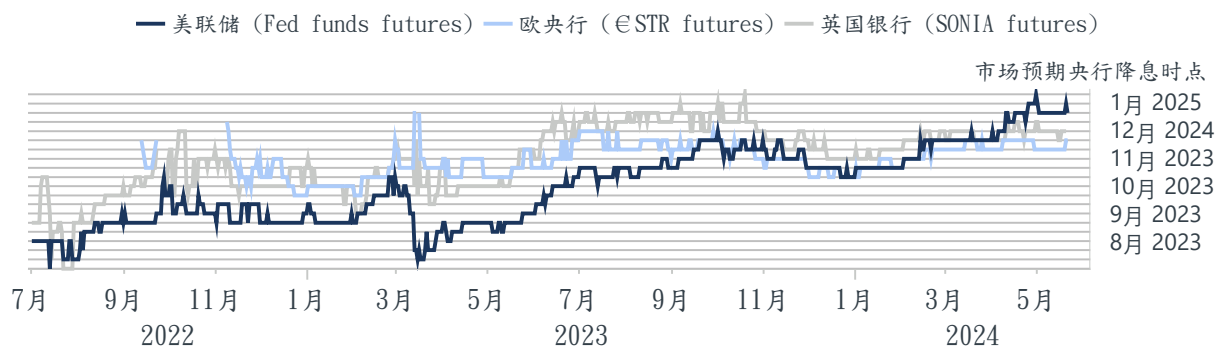
2024 下半年海外流动性研判：“紧中有松”

2024年《[全年展望报告](#)》中，我们提示投资者要适应全球偏紧的流动性新常态。由于美国经济韧性仍存，通胀粘性仍重，去通胀进程受阻，2024年美联储降息的空间相对有限，降息时点也是一延再延。我们预计2024年利率仍将维持在较高的水平，进一步加息的门槛已经很高，但美联储降息的大门也尚未关闭。同时，美联储缩表放缓叠加欧央行为代表的其他地区央行将逐步开展降息，下半年全球流动性预计将是一个“紧中有松”的局面。

美联储降息可能仍需等待

在5月FOMC会议上，美联储此前对于通胀前景判断再度遭遇挫折，重获通胀进展信心可能需要更长的时间窗口。美联储先前对于通胀走势的判断多基于2-3个月的数据，如核心PCE的三个月年化同比数据等。尽管通胀在过去一年中取得明显进展，但美联储期间多次“鹰鸽切换”，也多是基于通胀的阶段性进展，导致市场预期亦出现反复。而最近一次FOMC会议上，美联储对通胀看法的改变，令此前酝酿的降息预期冷却，美联储对于通胀的观察或将需要更长的时间窗口，意味着后续需要至少三个月以上的观察窗口，才有可能重获信心，未来一两个季度或难有降息。

图表 27: 美国去通胀进展较为缓慢，美联储降息时点已一延再延



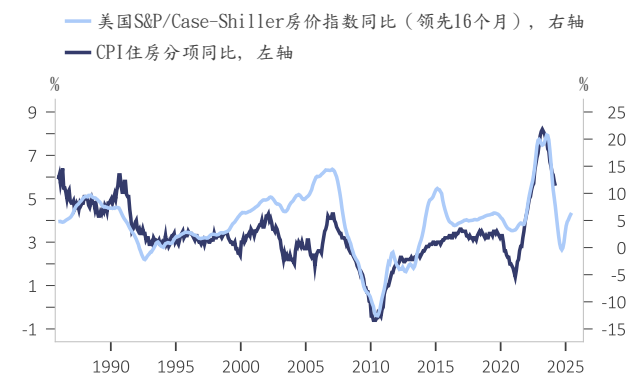
资料来源: Macrobond, 交银国际

挥之不去的通胀问题仍将制约降息

房租是构成美国通胀最大占比项，鲍威尔此前对于通胀乐观的因素在于房租滞后性显现。然而这一问题在变得棘手：

- * 房租滞后性仍在缓慢显现，但最新的房租已然反弹，在未来房租上涨的确定性增强之时，降息无疑将为房租通胀推波助澜。
- * 大量移民的涌入确实对美国劳动力市场再平衡起到了非常重要的作用，缓解了劳动力市场的紧张，部分高技术移民也提高了劳动生产率，并支撑了经济发展。然而，过去几年大量移民的涌入也将不可避免的推升房租上涨。

图表 28: CPI 房租分项领先指数已企稳反弹



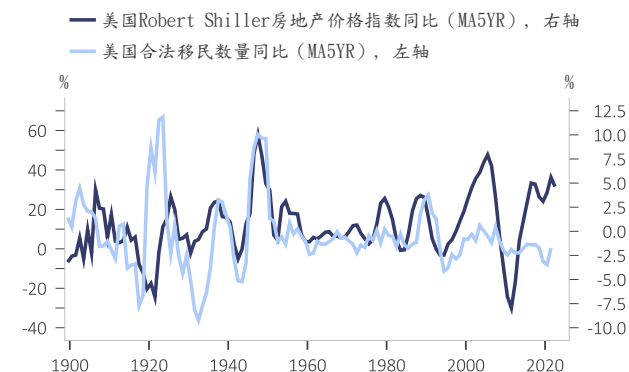
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 29: 租金已平稳, CPI 房租回落的空间有限



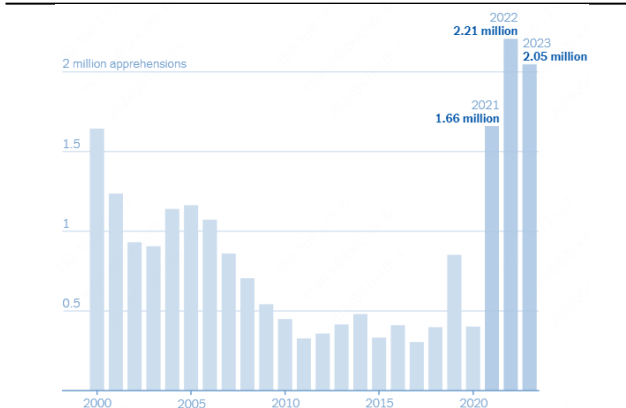
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 30: 移民数与房价指数多同步



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 31: 美国南部非法跨境人数大幅飙升



资料来源: U.S. Customs and Border Protection, 交银国际

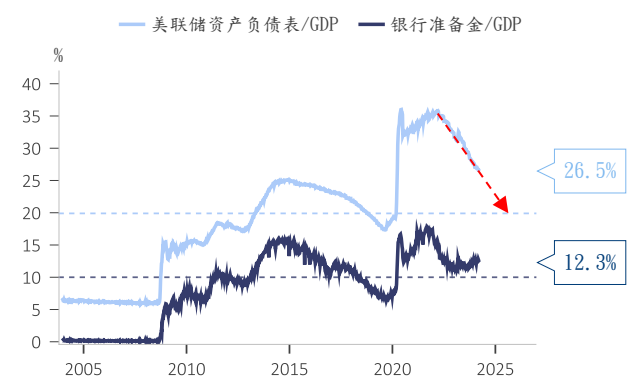
但流动性已开始边际宽松：“价”未动，“量”将动

尽管美联储在流动性的“价”层面迟迟未有开展降息，但在流动性的“量”层面已开始边际宽松，美联储计划于6月正式开始放缓缩表的步伐：

- * 从绝对比例来看，参考上一轮缩表过程中（2017年10月-2019年8月），美联储缩表规模为7000亿美元，占开始缩表前的资产负债表规模降幅为15.5%，而本轮缩表已达到约1.5万亿美元，降幅为17.7%。
- * 从相对比例来看，上一轮缩表过程中，资产负债表占GDP的比例由23%降至17.5%附近，而当前美联储资产负债表占GDP比例已由2020-2022年期间的35%降至26.5%的水平。美联储理事沃勒曾提出过，美联储资产负债表应降至占GDP比例20%左右的水平，即与2019年的规模相当。按照放缓缩表前的速度推演至少需要至2026年才能完成缩表，而放缓缩表后，可能要再推迟一年至两年完成。
- * 美联储此前曾提出银行准备金占GDP的合理比例应在10%到12%左右，最低需要在7%左右的水平。当前银行准备金占GDP的比例大致为12.3%，在合理区间的上沿。因此，**在银行准备金相对充裕的情形下放缓缩表，也更加凸显了美联储的谨慎**。但在美联储框架中，甚至美联储内部并没有将缩表到某个程度而设置一个硬性指标，更多取决于经济运行和市场流动性环境的需要。

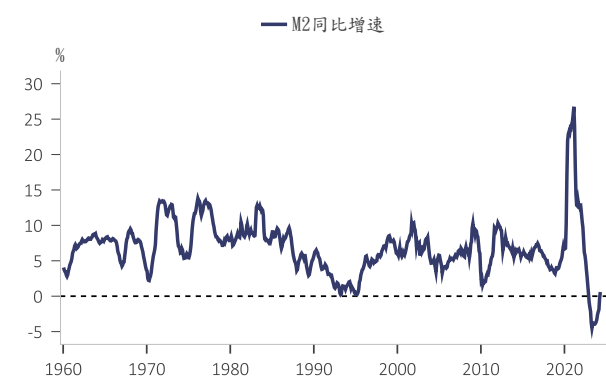
与此同时，M2同比增速已经由负转正，反映出货币供应量重新开始增长，同样反映了从“量”的层面，流动性的边际宽松已经浮现。

图表 32: 美国流动性尚且宽裕



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 33: 美国 M2 同比已于 2024 年 4 月转正



资料来源: Macrobond, 交银国际

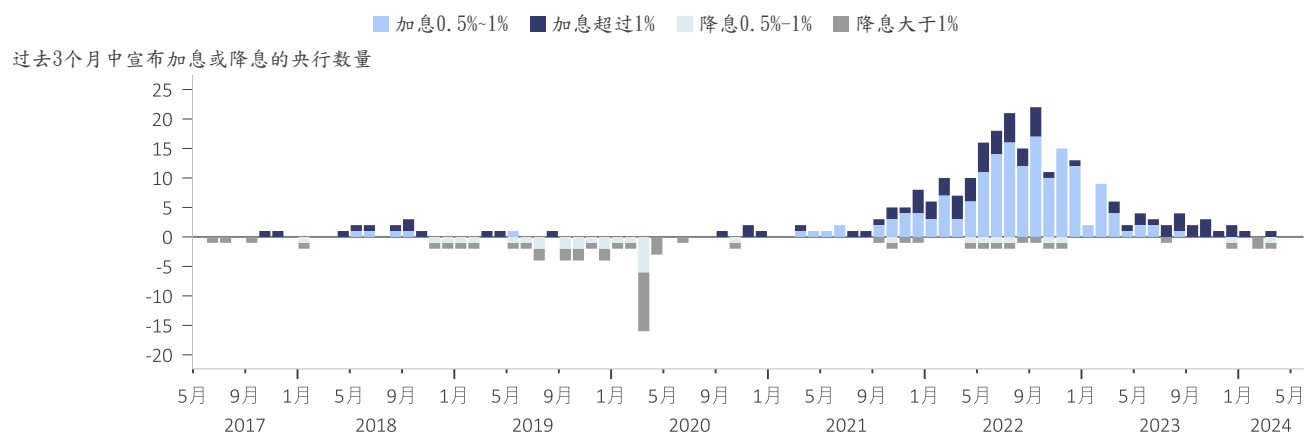
趋势上，全球其他地区的降息大幕已徐徐拉开，全球流动性边际宽松已经来临

美联储新一轮始于2022年3月的加息周期，为近40年来最高、也是最陡峭的利率路径。目前，政策利率已到达限制性区间，紧缩不足与过度紧缩的双向风险正在放大。因此，尽管当前去通胀进程缺乏显著进展，且二次通胀的风险正在上升，但进一步加息的门槛已经很高。美联储主席鲍威尔已经明确表示，未来再加息的可能性较低，因进一步加息可能会对经济产生过度的负面影响。

从全球央行2024年以来的货币政策路径来看。虽然美联储的降息决策难以落地，但其不加息的同时，放缓缩表，已经带来流动性的边际宽松。与此同时，其他各大央行在经历了长时间的紧缩周期后，逐步转向宽松政策，以应对经济增长放缓和通胀回落的双重挑战。尤其是在全球经济复苏乏力的背景下，货币政策的适度宽松将有助于提振经济活动，稳定金融市场。

近期，欧洲央行行长拉加德明确表示，通胀已得到控制，最快在6月可以采取**降息措施**。作为首个可能降息的发达经济体，欧洲央行的这一举措对全球央行具有重要的引导意义。拉加德的表态，不仅反映了欧洲央行对当前经济形势的判断，也为其他央行提供了政策参考。

图表 34: 加息已至尾声阶段，全球央行逐步进入降息周期



资料来源: Macrobond, 交银国际

2024 下半年全球大类资产研判：再通胀交易有望归位

股市：风险资产谨慎偏乐观

美联储改变通胀立场的判断，全年不降息风险上升，但这并不意味着全球风险资产将全面承压。我们对2024下半年风险资产仍维持中性偏乐观的观点。其中，我们对于中国股市整体偏乐观，对于美股整体偏谨慎乐观。

对于全球风险资产，我们认为，流动性边际宽松，制造业周期触底反弹的背景下，对盈利前景较为看好。

⊖ 分母端：全球流动性紧中有松，估值有上行空间。

- * 美联储再加息的概率低，高利率负面冲击基本告一段落。尽管美联储需要更长的时间维持高利率，但鲍威尔同时也表示不太可能再加息。意味着对于风险资产而言，在其近期降息预期修正后，市场预期的调整已较为充分，分母端负面冲击已基本告一段落。
- * 全球流动性整体仍边际宽松。当前美联储利率仍有限制性，但已经放缓缩表进程，且美联储货币政策仍有回归正常化的趋向，风险资产的估值仍有上升空间。市场预期的调整已经较为充分，未来的政策变动将更多地取决于经济数据的表现。全球范围内，其他经济体央行如欧央行，也很可能在6、7月开展降息，非美央行的货币政策宽松，将进一步支持全球流动性环境改善。

⊕ 分子端：前景较为乐观

- * **盈利向下调整空间有限。**如前文所述，全球制造业周期基本已见底，全球制造业的向下空间有限，这为风险资产的盈利前景提供支撑。
- * **盈利上修前景较为积极。**随着美国补库周期的开启，以及中国产成品库存的上升，海内外库存周期共振，制造业周期很可能将触底反弹。这将推动全球经济周期向上，使得**风险资产的盈利前景改善**。具体而言，美国企业在经历了长时间的去库存周期后，库存已降至较低水平，未来补库需求将显著增加，从而推动生产和销售的增长。中国方面，随着消费市场的逐步复苏和出口需求的回暖，企业或进入主动补库，将进一步推动生产活动的增加。此外，全球范围内的科技创新和产业升级也将为制造业带来新的增长动力。

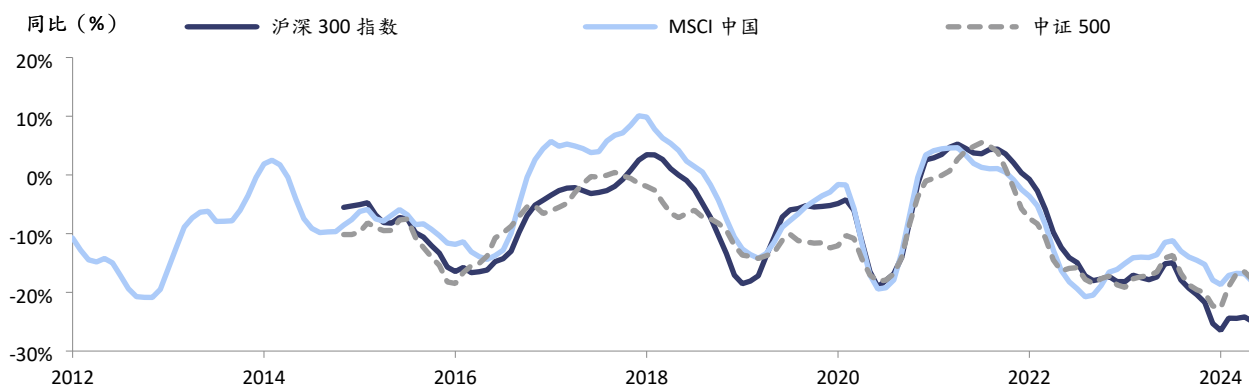
⊕ 中国股市：估值修复，待盈利东风

中国股市在 2024 年年初经历了小幅震荡后，不断走强，当前已进入技术性牛市。我们认为中国股市的反弹有望延续，但需注意非基本面因素对于市场造成的扰动。

* 盈利端

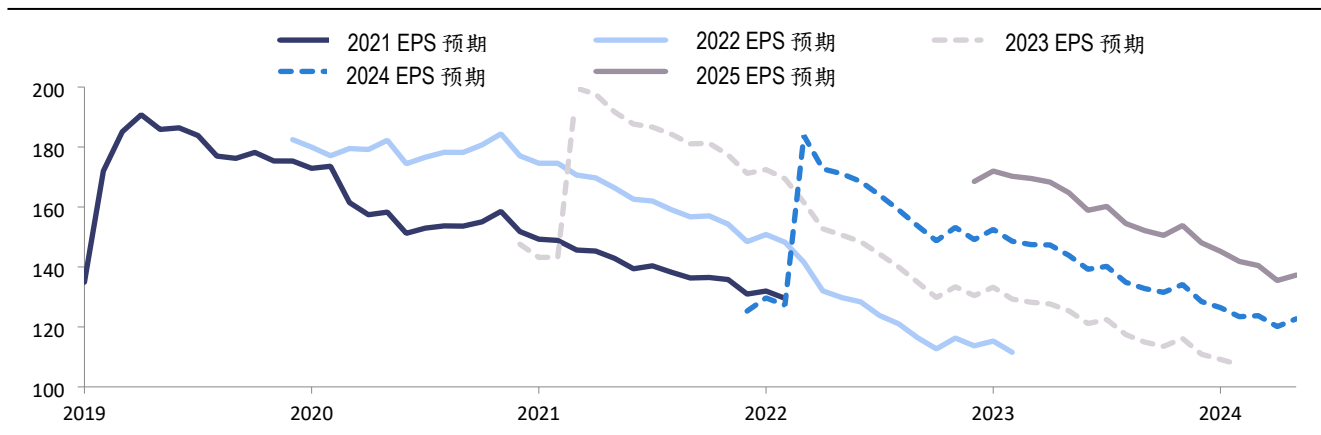
- 1) 中国政策环境持续改善，特别是房地产市场的稳定措施和扩大内需的政策将提振市场信心，利于重新构建正循环的市场预期；
- 2) 经济结构调整和高质量发展的推进，将进一步增强中国股市的韧性和增长潜力；
- 3) 当前股市上涨的动力仍来自估值端的推动，但中国上市企业的盈利预期已经触底，预计随着全球制造业周期反弹，叠加中国政策支持力度加大将推动经济增长势头向好，企业盈利预期有望将触底回升。

图表 35: 中国股市盈利净上修动能处于底部



资料来源: Factset, Wind, Bloomberg, Macrobond, 交银国际

图表 36: MSCI 中国指数盈利预期已触底



资料来源: Factset, Wind, Bloomberg, Macrobond, 交银国际

* 估值端

- 1) 当前中国股市估值无论是与全球股市对比, 还是与历史分位对比, 仍处在相对较低的位置, 性价比高将持续吸引全球资金入场;
- 2) 我国货币政策在下半年或将维持适度宽松, 以支持经济平稳运行, 降准、降息仍可期待, 流动性将维持合理充裕;
- 3) 海外流动性可能“紧中有松”, 即使美联储降息一再推迟, 但海外流动性的边际宽松令估值空间逐步打开;
- 4) 活跃资本市场措施仍在继续。围绕新“国九条”, 以及中国证监会发布 5 项资本市场对港合作措施带来的政策效应偏中长期, 预计有望持续释放, 提振市场信心。

* **A/H 股偏好上, 我们综合考虑认为 A 股可能跑赢 H 股:** 1) 盈利端, A/H 股企业盈利前景都与中国宏观密切相关, 盈利端而言, A/H 股受益程度基本相同; 2) 估值端, A/H 股比较, 其差异最主要在于估值端。H 股较 A 股对海外流动性通常更为敏感, 同时 H 股更容易受到海外市场风险情绪回暖的提振, 如果是全球 risk-on 情绪延续, H 股通常弹性更大, 但我们判断下半年海外流动性会有边际改善, 但整体流动性仍属于“紧中有松”。加上 H 股相较于 A 股, 由于外资占比更高, 其更容易受到海外地缘风险的影响。因此, 综合来看, 我们认为下半年 A 股或将跑赢 H 股。

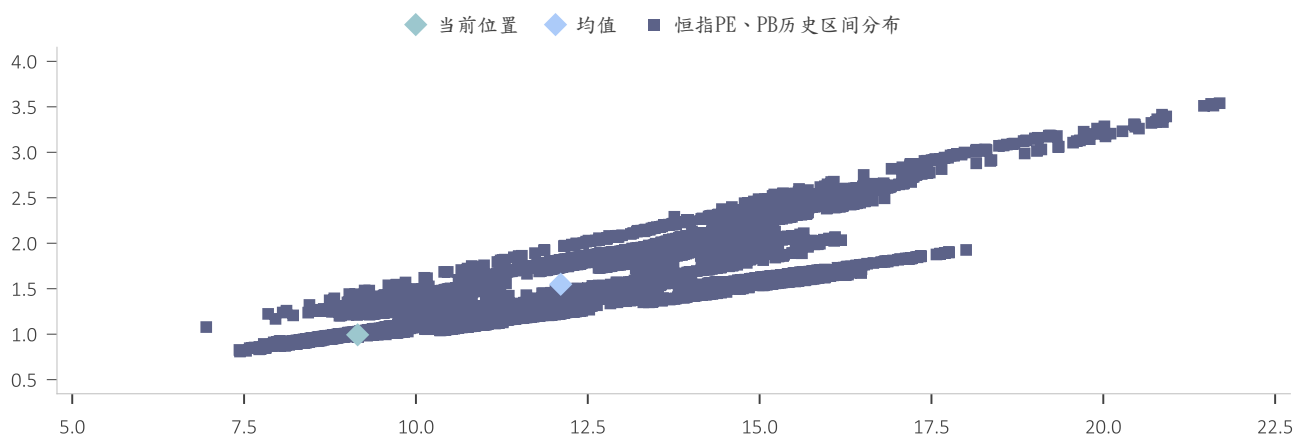
* 中国股市板块配置围绕三条主线

- 1) **流动性改善交易下的流动性敏感板块—互联网、生物医药。**随着全球主要经济体货币政策有望在下半年边际宽松, 流动性敏感板块有望受益。同时, AI、大数据和云计算等技术也正为互联网公司带来持续增长动能。互联网可重点关注在 AI、大数据、云计算

等领域有着深厚的积累和广泛的应用场景，且具有技术优势和市场领先地位的龙头企业。生物医药建议关注在创新药物研发、医疗器械和健康服务领域具有核心竞争力的公司；

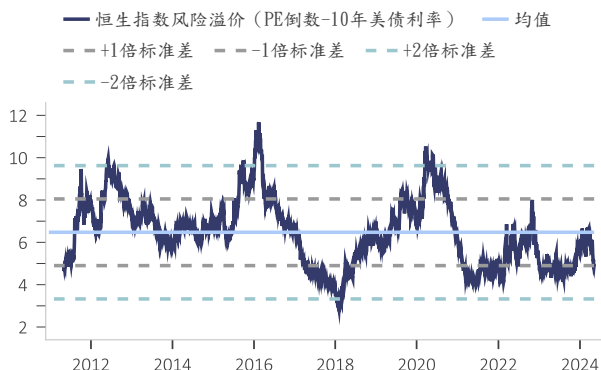
- 2) **政策持续有支撑的地产产业链、金融板块。**扩内需是下半年经济工作的重中之重，政府有望延续政策支持强度，综合运用财政、货币等多种政策工具刺激消费和投资需求，特别是在房地产领域持续发力。房地产作为内需的重要组成部分，在因城施策、供需两端齐发力等政策推动下有望逐步复苏，地产产业链上下游（如建筑建材、家具家电等）有望受益。随着房地产行业政策调整，银行板块有望受益于信贷需求提振以及资产质量改善带来的盈利改善；
- 3) **再通胀下的周期板块—建筑、能源、原材料板块。**全球经济周期底部回暖，经济复苏的预期逐步增强。叠加中国稳增长、扩内需，持续加大基建投资力度。重大基础设施项目的推进将带动对建筑材料和原材料的需求。而供给端由于前期投资不足，供应增长相对滞后，导致供需紧平衡。大宗商品价格有望持续走高，再通胀回归，利好建筑、能源以及金属等相关行业。可重点关注在基础设施建设领域具有竞争优势和项目储备的大型建筑企业，以及供给端趋紧，弹性更大，在铜（受新能源、电力等结构性因素支撑）、铝（与地产关联紧密）等有色金属领域具有资源和技术优势的企业。

图表 37: 从历史区间分布来看，恒指当前 PE、PB 均处在相对较低的位置



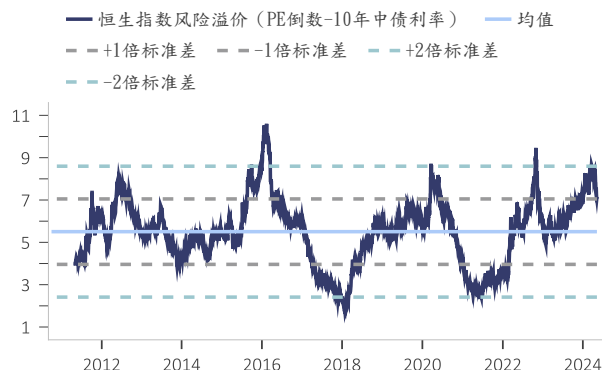
资料来源: FactSet, Macrobond, 交银国际

图表 38: 恒指风险溢价相较于美债不算便宜



资料来源: FactSet, Macrobond, 交银国际

图表 39: 恒指相较于中债仍有性价比



资料来源: FactSet, Macrobond, 交银国际

⊕ 美国股市：有喜有忧

2024年1季度美股受AI及降息预期的支撑而延续强势，从美股2023年4季度财报来看，主要板块EPS同比增速均较2023年3季度有所加速，市场对2024年的盈利预期在改善。值得注意的是，尽管短期盈利前景尚可，但随着降息预期不断修正，且热门板块拥挤度不断上升，下半年估值或面临一定调整压力。

* 盈利端

- 1) 美国居民部门消费仍然强劲，金融资产带来的财富效应释放，以及仍较为健康的劳动力市场，且薪资增速仍高于通胀，实际购买力上升均将支持消费；
- 2) 美国制造商库存见底，企业有望进入到补库存的阶段；
- 3) 美国政府财政支出力度有所减弱，但预计在下半年仍能对经济形成支撑。与此同时，高利率环境下，美国企业部门再融资成本增加可能会对盈利水平产生压力。

* 估值端

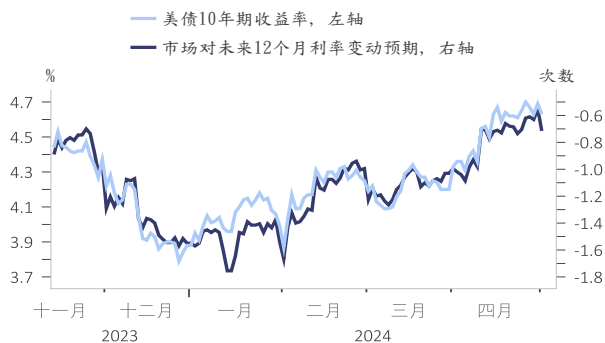
- 1) 当前美股估值仍在历史高位，风险溢价甚至处于负区间，相对性价比优势不再。
- 2) 美股当前主要受到头部科技股驱动，而其拥挤度已相对较高，回调风险较高。与此同时，滞胀隐忧，叠加不断升温的地缘风险，以及美国大选等因素也可能打击正处高位的市场风险情绪，使得美股或维持震荡。

债券：对美债维持中性

我们在 2024 年展望中提示，对于美债收益率看法偏中性，原因在于美国经济以及通胀的粘性使得美联储难以启动降息。2024 年下半年，我们对美债收益率及美元的看法仍维持中性，我们认为美债收益率进一步上行可能性已大幅降低，可能迎来一个高位震荡运行的阶段：

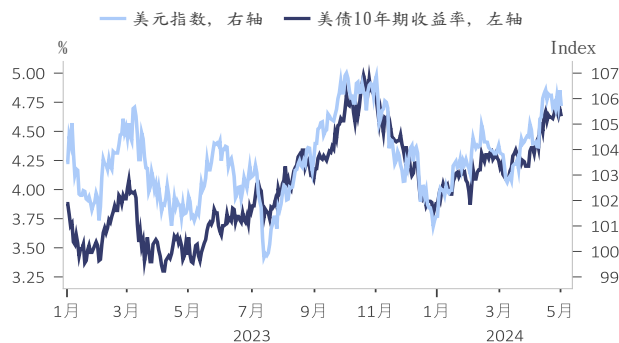
- ⊕ **美联储降息预期已大幅修正。**市场已从年初乐观的全年 6-7 次降息，修正到目前接近 1.4 次降息，定价已相对中性。我们观察到近一阶段美债 10 年期收益率连创年内新高主要受到降息预期修正所推动。随着美联储对于通胀前景立场的修正，已基本与市场的看法对齐，因此，降息预期已较为中性，对美债收益率及美元的推动可能相对有限。
- ⊕ **美国财政部发债符合预期，以及缩表放缓，期限溢价预计维持平稳。**美国财政部维持 5 月至 7 月季度的再融资发债规模不变在 1250 亿美元，符合市场预期。在连续三个季度提高中长债发行规模后，没有再提高再融资发债规模。2023 年 3 季度国债发行超预期曾造成期限溢价飙升，推动美债 10 年期收益率破 5%。而今，财政部发债合预期，以及美联储放缓缩表，有助于期限溢价的平稳。因此，预计下半年美债收益率可能迎来一个高位平稳运行的阶段。

图表 40: 美债 10 年期收益率近期上涨主要受降息预期修正推动



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 41: 美元与美债收益率偏强运行, 但进一步上行的可能性已降低



资料来源: Macrobond, 交银国际

大宗商品：供需紧平衡，整体看多

2024 年下半年，全球大宗商品市场预计将受到全球经济景气度回升、供给端偏紧等多重因素的共振抬升。

① 需求端：中、美经济有望延续平稳，制造业补库可期

全球经济景气度回升，制造业周期底部向上。

中国经济的平稳恢复：2024 年下半年，中国经济有望延续平稳恢复，工业企业的产成品库存处于低位，预计将进入补库阶段，特别是对钢铁、铜和其他工业金属的需求。

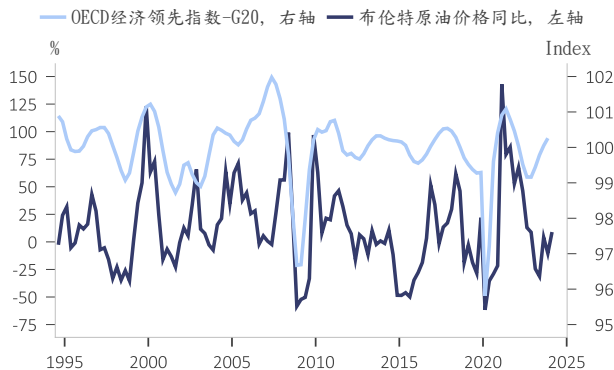
美国经济维持韧性：美国制造业景气度复苏以及制造商库存见底等因素可能推动对原材料的需求，从而提振大宗商品市场。

② 供给端：大宗商品资本开支不足，供需紧平衡，价格有望保持较大弹性

大宗商品上游资本开支偏低：近年来，全球在能源和矿产资源领域的投资相对保守，导致上游供给能力受限。投资不足使得部分大宗商品处于供需紧平衡的状态，尤其是在石油和一些重要金属领域。

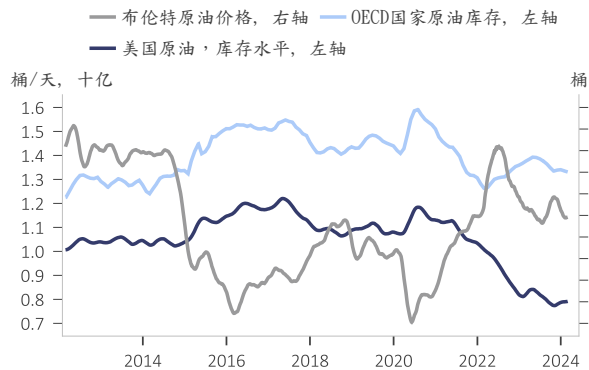
在需求前景仍有空间，而供给趋紧的背景下，部分大宗商品供给紧平衡，价格可能显示出较高的弹性。2024 年下半年大宗商品价格仍存在较大的向上空间，而下行空间则相对有限，有望实现非对称收益。

图表 42: OECD 经济领先指数与油价



资料来源: 万得, 交银国际

图表 43: 美国及 OECD 国家原油库存下降



资料来源: 万得, 交银国际

图表 44: 全球工业产出预计将支撑铜价



资料来源: 万得, 交银国际

图表 45: LME 铜库存处于低位



资料来源: 万得, 交银国际

关注通胀及地缘因素的不确定性

2024年下半年全球经济陷入衰退的可能性较低，而全球资产配置最大的不确定性，仍来自通胀超预期和地缘因素影响。

⊕ 通胀超预期

2024上半年，主要地缘因素焦点仍在中东，可能会使得油价出现更大幅度的波动。若地缘冲突局势进一步扩大，这很可能将加剧原油供给冲击，并推动油价上涨。

另一方面，国际间贸易摩擦有所上升，也将会使得供应链受阻，商品价格上涨，从而推升通胀压力。一旦通胀压力增大，且可能超预期上涨，这将迫使原本计划转向降息的欧美央行陷入两难，滞胀风险上升：1) 减息可能使得通胀失控；2) 基于主要国家央行利率已在高位，进一步加息或者维持高利率更长时间将会压低经济增速，并诱发更多的尾部风险，进而加剧了全球经济的不稳定性。

图表 46: 全球地缘风险指数仍在相对较高位置



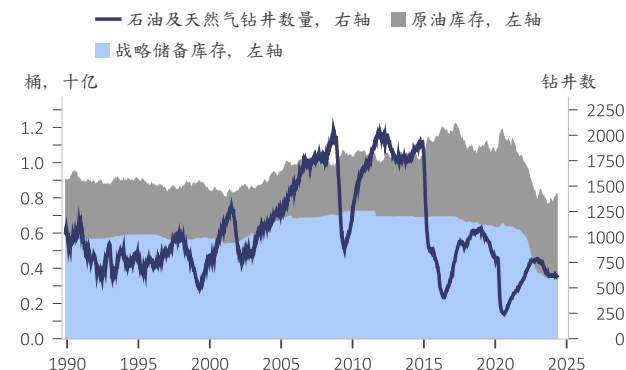
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 47: WTI 原油价格走势



资料来源: 万得, 交银国际

图表 48: 美国原油库存处于低位



资料来源: 万得, 交银国际

⊕ 全球政治周期大年

2024年作为全球政治周期大年, 多个国家和地区进行选举和换届。下半年, 美国总统大选值得市场关注。随着日期临近, 相关议题或能会对市场情绪造成直接影响。仍需关注具体走势对全球地缘格局及全球贸易等的潜在不确定影响。

图表 49: 2024 下半年全球经济体选举时间

时间	主要经济体
2024年5月	印度下议院选举
2024年6月	墨西哥总统选举
2024年6月	欧洲议会选举
2024年9月	德国举行联邦议会选举
2024年9月	日本自民党总裁改选
2024年11月	美国大选

资料来源: 交银国际 *2024年全球各地大选具体时间将根据各地选举时间而定, 具体日期可能将有所不同。

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。