

# 全球宏观

## 联储加息可能与大类资产配置启示

我们认为市场过度计价全年加息可能，美国经济下半年或温和放缓，就业市场并未过热，能源价格已阶段性见顶，核心通胀有望温和回落。泰勒法则测算显示当前政策利率仍在合理区间，有加息空间但必要性较小，年内触发联储加息/降息门槛仍较高。我们认为年内政策利率将维持不变，但联储会保持鹰派沟通推升市场利率，以实现部分加息效果。历史经验显示鹰派维持初期，因折现率上行、金融条件收紧、风险偏好下降和增长预期提前下修等因素，股债和贵金属等资产价格普遍承压，美元和股债波动率上升，特别是对长周期&高估值的科技股、利率敏感的汽车、金融和房地产等板块和高收益债。但随着政策路径确定和盈利韧性验证，资产往往呈现“先抑后扬”走势。短期底部标志包括美元动能转弱、VIX 波动率见顶回落和黄金价格见底回升。最终趋势性底部需联储货币政策明确，若加息兑现，资产价格可能面临二次探底。我们预计二年和十年期国债年底可能分别降至 3.6% 和 4.3%。人民币年底可能升值至 6.75 左右。配置上看好中短久期投资级债，港股看好电信、金融、能源和优质科技股板块。

■ **美国经济展望与联储政策立场：**美国经济上半年展现超预期韧性，减税政策、AI 基建投资高景气与政府支出递延支撑增长动能，但预计下半年增长将逐步回落，GDP 同比增速可能从上半年 2.6% 降至下半年 2%。就业市场触底回升但未进入过热状态，职位空缺与失业人口比回落至近年低位，周均工时、劳动力流动率与薪资增速均保持温和。下半年随油价冲击的滞后效应显现，AI 技术替代加速，就业市场或边际走弱。近期 CPI 反弹主要由能源分项拉动，随着油价阶段性见顶，预计整体通胀将延续回落。核心商品价格、房租通胀均延续降温趋势，预计核心通胀将温和下行。新任美联储主席沃什历史上均表态偏鹰但实际政策投票偏鸽，对当前联储可能保持鹰派沟通但实际利率不变的做法有启示意义。目前联储内部对加息路径分歧显著，整体将维持“更高更久”的鹰派沟通基调，但实际政策立场相对温和。

■ **泰勒法则的政策启示：**泰勒法则测算显示当前政策利率仍在合理区间，有加息空间但必要性较小。纳入政策惯性与未来通胀预期的前瞻型模型测算显示当前 3.6% 政策利率已处于合理区间，因本轮能源通胀的暂时性冲击并无加息必要。基于当期通胀与就业缺口的静态平衡模型测算当前名义利率存在理论加息空间，但静态模型存在“后视镜”偏差，同时与政策利率的缺口较去年关税冲击阶段已明显收窄，显示当下加息必要性较小。

■ **年内触发联储加息/降息门槛仍较高：**基于历史数据测算，在失业率维持 4.3% 的基础场景下，触发 6 个月内加息信号需截尾 PCE 突破 2.6%，或 3 个月移动平均 PCE 升至 4.2%，对应布伦特油价需持续 2 个月站上 120 美元/桶；降息端，基准情景下需截尾 PCE 回落至 2.2%，或 3 个月移动平均 PCE 降至 2.8%，对应油价持续 3 个月保持在 60-70 美元/桶。我们认为由于就业市场并未过热、核心通胀仍在回落和避免明年需再次降息等因素，美联储无需对本轮能源供给型通胀做出主动政策反应，年内将维持政策利率不变，但会通过持续鹰派沟通来引导市场推升利率路径定价和收紧金融条件，以实现部分加息效果。若下半年就业市场持续走弱，不排除政策转向降息的可能。

■ **鹰派维持信号下大类资产表现：**复盘历史上六轮美联储鹰派维持周期，大类资产价格普遍呈“先抑后扬”节奏。六轮中有四次股票市场在联储鹰派维持信号后从先前的上涨趋势转向下跌。短期内市场受货币政策路径上修、折现率上

刘泽晖

(852) 3761 8957

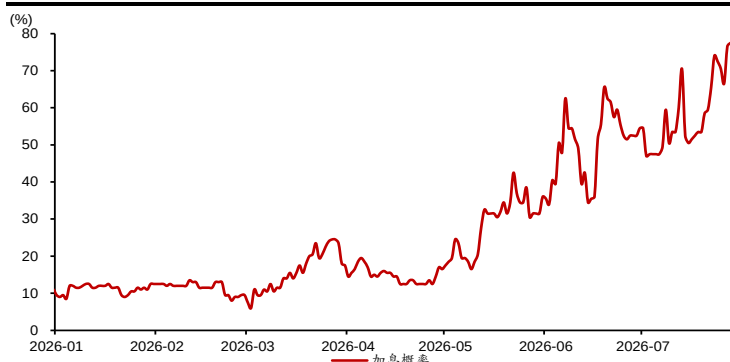
frankliu@cmbi.com.hk

行、金融条件收紧、风险偏好下降和增长预期提前下修等共同冲击，股票、债券与贵金属普遍承压，市场波动率抬升。美元指数与 VIX 通常在 2 个月左右率先见顶，随后伴随加息预期充分消化、盈利韧性验证与政策路径确定性提升，资产价格逐步企稳修复：投资级债券率先见底，随后权益市场与贵金属陆续迎来反弹，信用利差逐步收窄。从历史经验来看，短期底部标志包括美元动能转弱、VIX 波动率见顶和黄金价格的底部企稳。但真正的趋势性底部确认需联储货币政策的明确，若最终兑现加息，资产价格可能面临二次探底。市场通常充分预期首次加息，但低估联储后续加息路径。因此首次加息后短期内权益市场通常表现温和甚至收涨，但后续均跌破加息当日点位。投资级债券是加息周期下优质防御标的。

■ **美股与港股行业轮动特征：**美股行业在历史上鹰派维持周期呈现明确的两阶段轮动规律，初期防御性板块占优，长周期、高估值的科技股&成长股和利率敏感的汽车等可选消费、金融和房地产等板块承压。如半导体板块，尽管盈利预期通常仍在上修，但由于估值倍数被压缩，整体表现仍大幅跑输。3-4 个月后，市场核心逻辑开始从利率冲击转向盈利韧性，资本品、工业与科技板块开始跑赢。若加息最终落地，能源、公用事业、必选消费和医疗设备等防御性品种相对占优。若政策维持不变或转向宽松，半导体、科技硬件、金融等顺周期与成长板块弹性更大。港股方面，短期受美元流动性收紧影响估值普遍承压，历史六轮周期下前 3 个月全部录得下跌。中长期走势则由中国经济基本面与企业盈利主导，12 个月维度多数周期实现收益修复。行业层面，流动性冲击前期电信服务、原材料、能源等防御与价值板块跑赢，可选消费、地产建筑和工业板块跑输；若中国经济企稳回升，信息技术等成长板块将领涨修复。我们预计港股盈利可能在 2 季度见底回升，下半年政策发力有望推动中国经济温和改善，看好电信、金融、能源和优质科技股。

■ **债券、汇率与大宗商品表现：**美国国债利率在鹰派维持信号下通常呈熊平特征，预计二年和十年期国债年底将分别降至 3.6% 和 4.2% 左右；信用债方面，鹰派维持信号冲击呈现前置特征，前期下跌中投资级债主要因无风险利率上行，高收益债则更多反映信用利差大幅走阔的违约与流动性风险，而 12 个月维度总收益则普遍修复。当前票息策略仍可持续但利差处于历史低位，配置上优先推荐中短久期投资级债与精选 BB 级高收益债；汇率层面，鹰派维持周期中美元指数短期偏强，涨幅与最终加息幅度正相关；离岸人民币受中美息差与经济周期分化影响存在贬值压力，但强劲经常性账户顺差提供基本面支撑。预计 2025 年开启的美元走弱趋势延续，离岸人民币有望年底温和升值至 6.75 左右；大宗商品层面，商品指数历史上在鹰派维持周期中整体表现偏强，因紧缩信号通常是对已在上行趋势中的大宗商品价格做出反应。贵金属则相反，短期内受实际利率上行与美元走强双重压制而跑输。

图 1: Polymarket 预测 2026 年加息概率



资料来源：Polymarket，招银国际环球市场

加息风险与美国经济趋势

联邦利率期货市场已完全计价 26 年将加息超 1 次约 41bp 预期，Polymarket 对全年加息的概率预测从二月末美伊冲突前的 10% 升至目前的近 80%。由于石油供给冲击持续推升 5 月 CPI 至近 3 年最高的 4.2%，同时就业市场表现超预期，5 月新增非农 17.2 万，市场担忧从降息推迟转为加息风险，短端和长端利率大幅上升，压制近期股票、贵金属和加密货币等风险资产表现。同时新任主席下美联储放弃前瞻性指引，市场需要围绕利率路径反复定价，导致波动率加剧。能源冲击、AI 基建和消费 K 型分化导致对通胀粘性的担忧加深，市场认为美联储将不得不维持“higher for longer”的偏紧缩立场。我们认为市场过度计价加息风险，年内加息的可能性仍较低：1) 美国经济可能在下半年放缓，就业市场并未过热；2) 核心通胀保持温和，CPI 已于 5 月见顶后回落，美联储有机会将通胀反弹视为油价的一次性冲击；3) 新任联储主席沃什历史上通常发言偏鹰派但实际政策立场偏宽松。

图 2: 市场预计货币政策路径

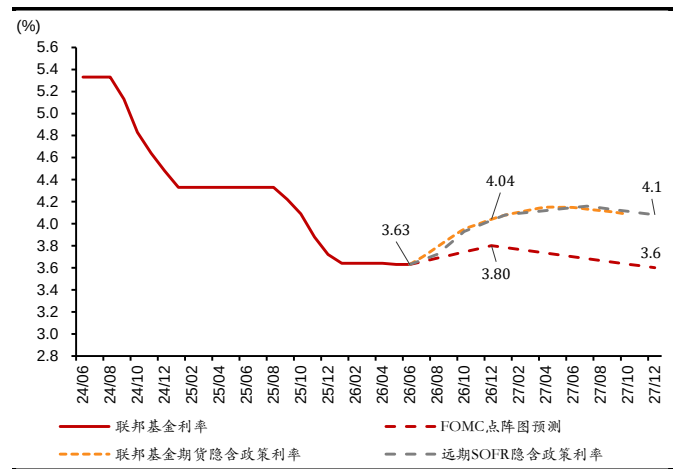


图 3: 联储 6 月会议点阵图

|        |     | 预测中位数 |      |      |     |
|--------|-----|-------|------|------|-----|
|        |     | 2026  | 2027 | 2028 | 中长期 |
| 实际 GDP | 3 月 | 2.4   | 2.3  | 2.1  | 2   |
|        | 6 月 | 2.2   | 2.3  | 2.2  | 2   |
| 失业率    | 3 月 | 4.3   | 4.3  | 4.2  | 4.2 |
|        | 6 月 | 4.4   | 4.3  | 4.2  | 4.2 |
| PCE 通胀 | 3 月 | 2.7   | 2.2  | 2    | 2   |
|        | 6 月 | 3.6   | 2.3  | 2    | 2   |
| 核心 PCE | 3 月 | 2.7   | 2.2  | 2    |     |
|        | 6 月 | 3.3   | 2.5  | 2.1  |     |
| 联邦基金利率 | 3 月 | 3.4   | 3.1  | 3.1  | 3.1 |
|        | 6 月 | 3.8   | 3.6  | 3.4  | 3.1 |

资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

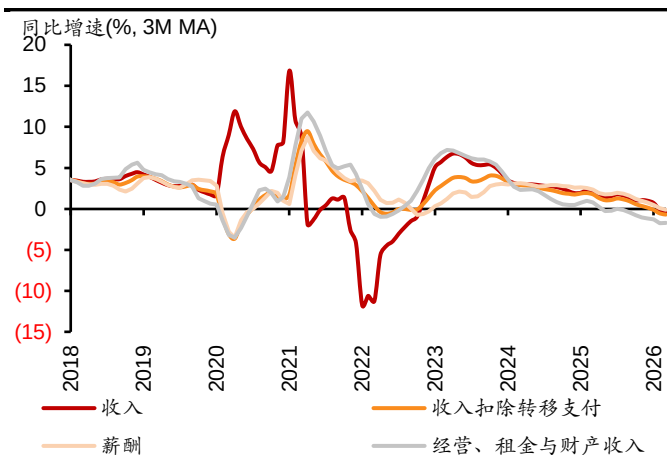
美国经济可能放缓，油价冲击的滞后影响将开始显现。我们预计 GDP 同比增速可能从 1、2 季度的 2.6% 和 2.3% 降至 3、4 季度的 1.7% 和 2.1%。上半年美国经济表现超预期推动加息预期升温，主要因去年 4 季度政府停摆导致部分支出推迟至 1 季度、减税政策支撑居民消费韧性和 AI 基建景气导致相关固定投资大幅反弹等因素。展望下半年，美国经济可能降温。首先，白宫《大而美法案》中家庭退税已在 2-4 月集中返还家庭银行账户，对消费的提振效应将在下半年开始边际回落。其次，油价高企挤压居民实际收入和购买力，能源供给冲击对居民部门的滞后影响可能开始显现。居民实际可支配收入同比增速已从 1 月份的 1.4% 降至 4 月份的 -1.1%，近 3 年来首次转负。根据我们对历史数据的测算，汽油价格每上升 10%，在之后的 2-4 个季度中对居民消费和 GDP 的累计拖累可能达到 0.23 和 0.15 个百分点左右。2 季度 30% 左右的汽油价格上涨预计将对 3 季度的消费和 GDP 拖累为 0.5 和 0.25 个百分点左右，对 4 季度消费和 GDP 拖累为 0.12 和 0.1 个百分点左右。

就业市场触底回升，但并未过热。预计失业率可能从目前的 4.3% 升至 26 年底 4.5%。25 年就业市场明显走弱，有对等关税、DOGE 裁员和 AI 替代初级岗位等导致用工需求下降的影响，也有移民政策导致劳动力供给下降的作用。供需同时走弱导致就业市场维持弱平衡，保持失业率平衡所需的新增非农就业中枢下移。随着主要逆风因素改善，26 年上半年就业市场触底回升，新增非农就业从 25 年的平均每月 1 万人大幅升至前 6 月的 9.2 万人。在高通胀环境下，就业韧性引发市场对加息风险担忧。但与 2022 导致加息的宏观环境有关键不同，目前就业市场并未过热。企业招聘需求仍然温和，衡量就业市场紧缺程度的职位空缺数与失业人口比保持在 1 左右，为近 6 年低点。每周工作小时保持在 34.3 左右，显著低于

疫情期间平均 34.9 水平，显示就业市场并未紧张。员工流动放缓，5 月招聘率、离职率和裁员率降至 3.2%、1.9% 和 1.1%，均为近 10 年低位。作为就业市场对通胀传导的关键数据，薪资增速也保持温和。近 3 月平均同比增速为 3.5%，与 1.5% 劳动生产率增速下 2% 通胀目标所隐含的薪资增速要求一致，这意味着就业市场并不是通胀压力来源。就业市场可能在下半年开始放缓，一方面，高频失业金数据显示首次失业与持续失业人数正缓慢爬升。另一方面，AI 替代加速也将导致部分行业新增就业承压，特别是科技行业与金融业等。信息业和金融业自 26 年以来平均每月新增就业已从 25 年的 -4.4 和 0.6 千人降至 -1.2 和 -1.6 万人。

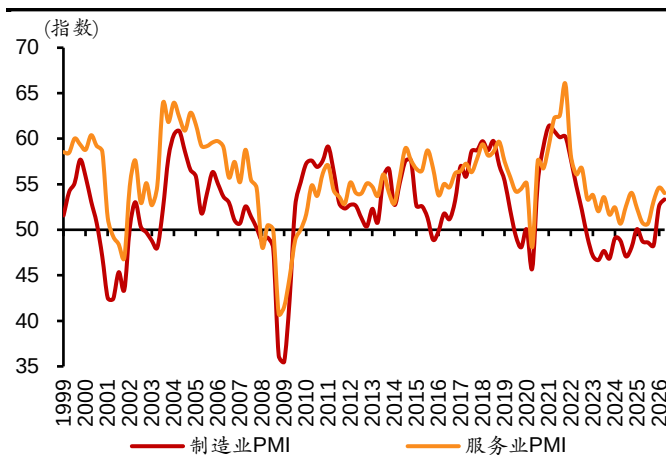
**通胀已经见顶，核心通胀将延续温和。**预计 CPI 与核心 CPI 增速可能从 2 季度的 3.9%&2.8% 降至 3 季度 3.3%&2.6% 和 4 季度的 3.2%&2.7%。能源供给冲击成为近期通胀反弹的主要原因，5 月能源价格同比增长 23%，对整体 CPI 增速的贡献近 60%。随着美伊局势缓和，原油价格下跌，6 月汽油价格已开始明显回落超 10%，对 CPI 环比增速的贡献在 -0.5 个百分点左右，预示通胀将见顶回落。核心通胀将保持温和，一方面，实际收入下降导致需求走弱和关税传导影响接近尾声等因素将带动核心商品价格下行。6 月核心商品通胀在家具、交通工具、休闲商品和医疗护理商品等带动下环比下跌 0.1%，对等关税实施以来首次连续环比下跌；另一方面，持续下跌的市场房租预示房租通胀下行趋势。6 月 Zillow 房租同比增速降至 1.7%，已明显低于疫情前 4% 左右水平。与 CPI 房租使用相同调查样本的 BLS 新租约指数（领先 CPI 4 个季度左右）在 25 年 3 季度已降至 1.2%，预示至年底 CPI 房租同比增速仍有约 0.9 个百分点左右下降空间。由于就业市场保持弱平衡状态，预计薪资增速将延续放缓，预示其他核心服务通胀将保持温和趋势。整体来看，本轮通胀反弹主要是能源成本推动，而非因内需过热带来的普遍物价上行，整体通胀预期仍保持稳定。通胀已阶段性见顶，一旦下半年就业市场开始转弱，美联储仍有机会“look-through”油价带来的短期影响。

图 4: 家庭收入增速



资料来源：Wind，Bloomberg，招银国际环球市场

图 5: 制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind，Bloomberg，招银国际环球市场



图 6: 汽油价格与消费者信心

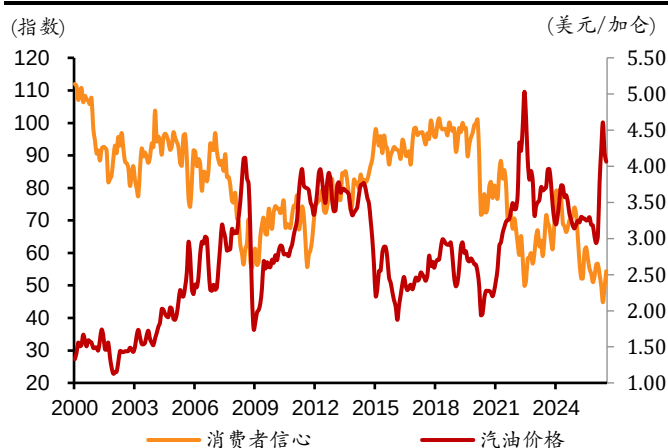


图 7: 消费贷款拖欠率

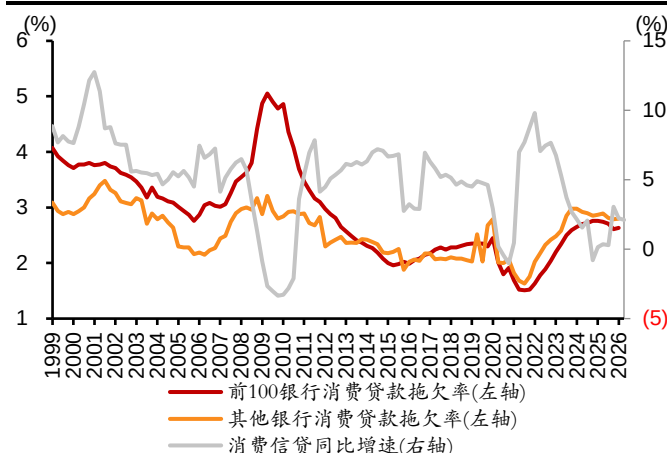


图 8: 企业投资与利润规模

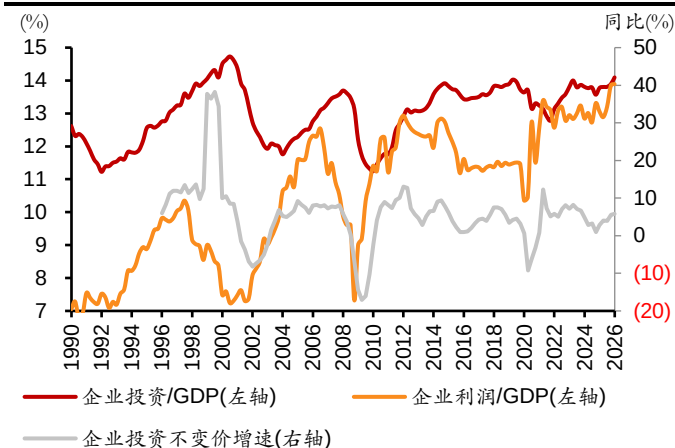


图 9: 政府支出&amp;债务增速

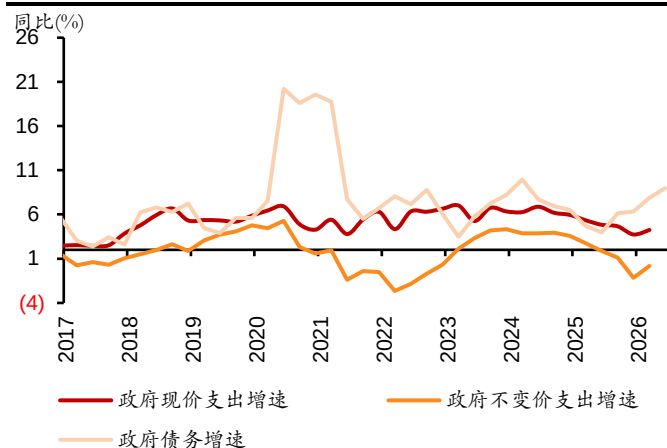


图 10: 失业率&amp;非农就业

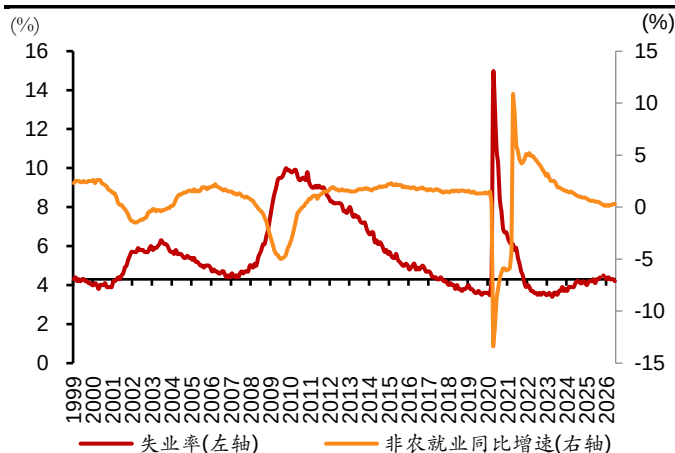


图 11: 职位空缺数/失业人数与薪资增速

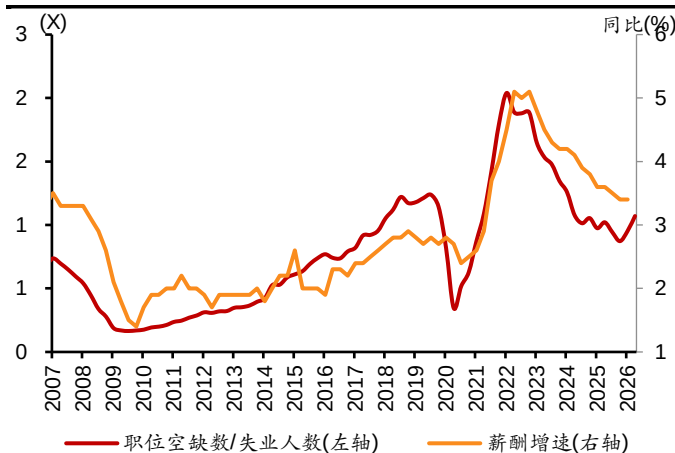
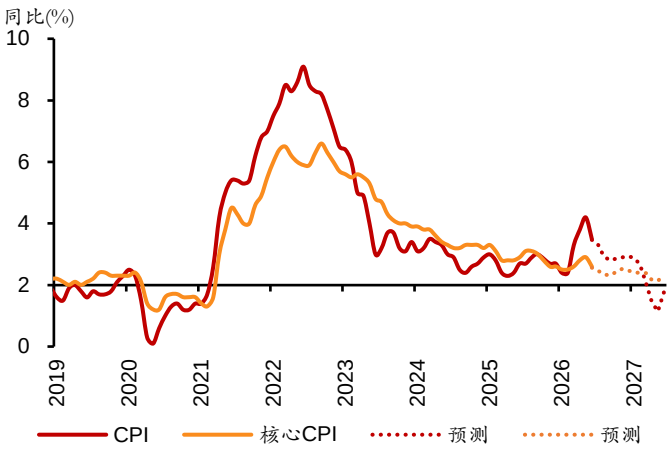
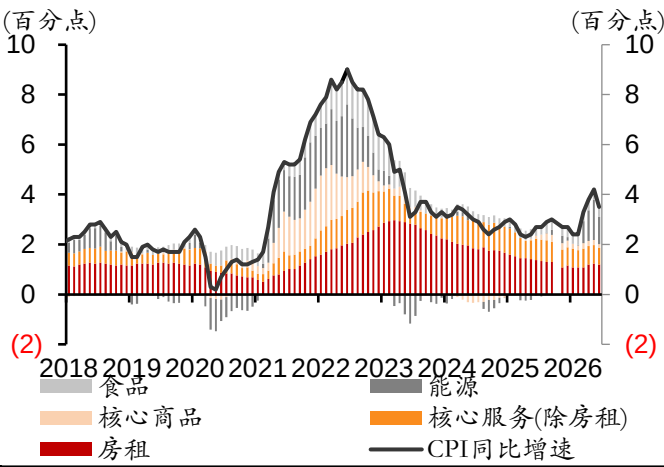


图 12: CPI 与核心 CPI



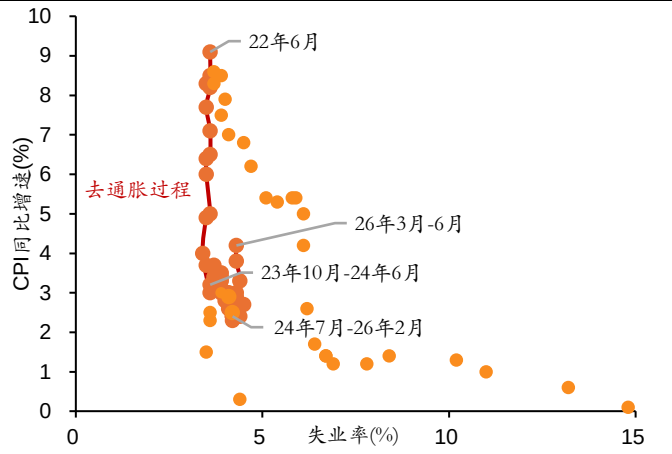
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场预测

图 13: 主要项目对美国 CPI 同比增速的拉动



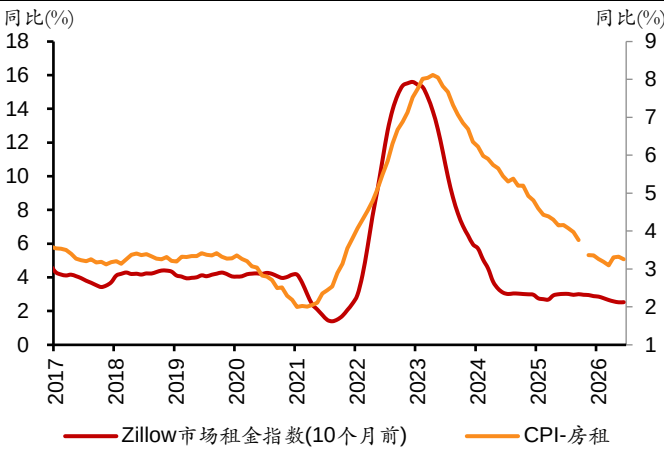
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 14: 菲利普斯曲线



资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 15: 市场租约显示 CPI 房租仍有下行空间



资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 16: CPI 通胀预测

|         | 权重   | 历史    |       | 预测    |       |       |       |       |      |  |
|---------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--|
|         |      | 5月    | 6月    | 7月    | 8月    | 9月    | 10月   | 11月   | 12月  |  |
| CPI     |      | 0.47  | -0.42 | 0.09  | -0.02 | 0.08  | 0.16  | 0.18  | 0.29 |  |
| 食品      | 13.4 | 0.16  | 0.21  | 0.24  | 0.22  | 0.18  | 0.28  | 0.22  | 0.30 |  |
| 居家食品    | 8.2  | 0.06  | 0.19  | 0.25  | 0.20  | 0.15  | 0.30  | 0.22  | 0.35 |  |
| 外出食品    | 5.3  | 0.30  | 0.23  | 0.22  | 0.24  | 0.23  | 0.24  | 0.23  | 0.23 |  |
| 能源      | 7.8  | 3.88  | -5.71 | -1.56 | -2.58 | -1.16 | -0.32 | 0.01  | 1.50 |  |
| 能源商品    | 4.6  | 6.70  | -9.50 | -3.30 | -5.59 | -2.91 | -0.77 | -0.19 | 2.23 |  |
| 能源服务    | 3.2  | 0.40  | -0.70 | 0.10  | 0.30  | 0.50  | 0.10  | 0.20  | 0.80 |  |
| 核心CPI   | 78.8 | 0.21  | -0.02 | 0.22  | 0.18  | 0.18  | 0.18  | 0.19  | 0.17 |  |
| 核心商品    | 18.7 | -0.11 | -0.09 | 0.13  | 0.11  | 0.02  | 0.07  | 0.05  | 0.09 |  |
| 新车      | 3.7  | -0.26 | -0.02 | 0.10  | 0.20  | -0.10 | 0.20  | -0.10 | 0.10 |  |
| 二手车     | 2.6  | 0.10  | -0.23 | 0.30  | 0.80  | 0.10  | -0.30 | 0.30  | 0.00 |  |
| 除交通工具外商 | 12.4 | -0.11 | -0.07 | 0.10  | -0.05 | 0.05  | 0.10  | 0.05  | 0.10 |  |
| 核心服务    | 60.0 | 0.29  | 0.03  | 0.24  | 0.21  | 0.23  | 0.22  | 0.23  | 0.20 |  |
| 房租      | 33.4 | 0.31  | 0.22  | 0.23  | 0.21  | 0.23  | 0.21  | 0.22  | 0.21 |  |
| 除房租外服务  | 26.6 | 0.27  | -0.20 | 0.26  | 0.20  | 0.24  | 0.23  | 0.25  | 0.18 |  |
| 同比增速    |      |       |       |       |       |       |       |       |      |  |
| CPI     |      | 4.20  | 3.50  | 3.32  | 2.94  | 2.72  | 2.77  | 2.81  | 2.80 |  |
| 核心CPI   |      | 2.90  | 2.60  | 2.47  | 2.34  | 2.30  | 2.40  | 2.49  | 2.43 |  |

资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场预测

沃什本人态度对未来货币路径至关重要，但他没有在点阵图中投票，在记者会中也没有给出前瞻性展望。通过分析他历史上的讲话内容，沃什政策立场更偏鹰派，强调物价的绝对稳定、主张大幅收缩联储资产负债表、严格限定联储的职责边界和恪守独立性，但对利率政策立场相对宽松。沃什先前担任联储理事时发言保持鹰派立场，反对大幅 QE、强调通胀风险并支持提早结束宽松周期。但沃什在实际投票中偏鸽派，在降息、两次 QE 和保持更久零利率等关键投票中均投出同意票，对当今美联储保持鹰派沟通但实际利率不变的做法有启示意义。6月联储会议释放明确鹰派信号，但实际立场可能更为温和。会议声明对联储目标从就业与通胀双重关注变为“致力于实现物价稳定”的单一表述，显示联储立场明显转鹰。同时点阵图中 2026 年政策利率中位数预测年内将加息一次，为本次会议主要鹰派信号。但联储实际政策立场可能更为温和，一方面本次投票加息与不加息票委均为 9 票平票，联储内部对年内加息路径仍有较大分歧。另一方面今年有投票权的关键票委立场更偏向鸽派，包括 Powell、Waller、Bowman、Williams 和 Jefferson 等副主席和理事等。7 月会议联储继续对外释放鹰派信号，但仍维持政策利率不变。利率市场短端下降、长端上行，反映市场对联储信用和加息决心开始有所怀疑，对能否控制通胀的怀疑推动期限溢价上升。

图 17: 沃什历年政策立场变化

|                | 2006 - 11<br>联储理事 | 2011 - 19<br>外国批评者 | 2020 - 23<br>疫情至通胀 | 2025 - 26<br>候选人 | 2026<br>联储主席 |
|----------------|-------------------|--------------------|--------------------|------------------|--------------|
| 利率路径(鹰+/鸽-)    | 0.83              | 1.00               | 0.69               | -0.50            | 0.50         |
| 通胀(反对+/容忍-)    | 1.08              | 0.50               | 1.31               | 1.50             | 2.00         |
| 资产负债表(缩表+/扩表-) | 0.67              | 1.40               | 1.00               | 1.50             | 1.00         |
| 独立性(强调+)       | 1.17              | 1.20               | 1.12               | 2.00             | 2.00         |

资料来源：美联储，Bloomberg，招银国际环球市场

图 18: 沃什联储理事期间演讲观点与实际投票背离

|       | 时间      | 评分(鹰+/鸽-) | 内容                        |
|-------|---------|-----------|---------------------------|
| 言论/演讲 | 2006-07 | 0.5       | 上任伊始强调需高度警惕通胀             |
| 言论/演讲 | 2008-05 | 1.5       | 认为应停止降息，通胀风险偏上行           |
| 言论/演讲 | 2008-11 | 0.5       | 金融危机中联储救市应为临时措施，需要恢复市场纪律  |
| 言论/演讲 | 2009-04 | 0.5       | 困境中的金融机构应破产出清，政策稳定优于反复救市  |
| 言论/演讲 | 2009-09 | 2.0       | 应及早收紧货币政策，勿等风险显现          |
| 言论/演讲 | 2010-03 | 1.5       | 绝不容忍更高通胀；维护央行独立性          |
| 言论/演讲 | 2010-11 | 1.0       | 加码QE难以替代促增长政策             |
| 言论/演讲 | 2011-02 | 1.5       | 选择离任，拒绝为QE政策背书            |
| 投票    | 2006-05 | 1.5       | 支持2006年加息                 |
| 投票    | 2006-12 | 0.0       | 2006年12月按兵不动（拉克尔投反对票主张加息） |
| 投票    | 2007-09 | -1.0      | 支持首轮降息                    |
| 投票    | 2008-04 | -1.5      | 支持降息25个基点                 |
| 投票    | 2008-12 | -2.0      | 支持零利率政策                   |
| 投票    | 2009-06 | -2.0      | 支持QE1                     |
| 投票    | 2010-06 | -2.0      | 维持零利率                     |
| 投票    | 2010-11 | -2.0      | 支持QE2                     |

资料来源：美联储，Bloomberg，招银国际环球市场

## 泰勒法则的政策启示

美联储的加息概率取决于通胀粘性与就业市场的紧俏程度。泰勒法则是美联储决定合理名义利率的重要参考依据，因其是联储反应机制中数个关键变量的综合函数结果：中性利率、通胀与目标差距和经济与潜在产出缺口。背后逻辑也是直截了当：当通胀高于目标时、经济高于潜在水平或失业率大幅低于自然失业率时，央行需要提高利率；反之，央行应该降低利率。根据历史经验，泰勒法则是联储政策反应的重要先行指标。疫情期间，泰勒法则模型显示联储应在 21 年 2 季度开始大幅加息，因通胀风险已大幅超出经济产出缺口，因此 2022 年 1 季度才开始的美联储加息路径被批评严重落后于曲线。

我们使用三个泰勒法则的衍生模型来衡量当前合适的名义利率。第一个是考虑了政策惯性和未来通胀预期的前瞻型泰勒法则，也是前任美联储主席伯南克的偏好模型。这更适用于当下因能源供给冲击导致的通胀大幅上行环境，因货币政策有明显滞后效应，央行应根据未来通胀路径和经济缺口设定利率。模型中使用  $p$  惯性项使政策利率逐步调整，模拟联储通常不会一次性大幅改变利率的现实行为。第二个是基础的静态平衡泰勒法则，主要根据当前数据的通胀和失业缺口计算即时利率水平。除了 PCE 与核心 PCE 用作模型中通胀指标外，模型还使用了现任主席沃什偏好的截尾 PCE。截尾 PCE 剔除了各分项极端价格的波动，更准确地衡量潜在通胀，但同时也可能低估了真实的广谱通胀冲击，对通胀拐点的反应更慢。第三个是缺口下限的泰勒法则，保留对通胀的反应，但对经济/就业缺口做不对称处理，只在劳动力市场疲弱时降低政策利率，而不因经济或就业过热而额外推高利率，与新时代下沃什主席表态欢迎生产率提升带来就业/经济强劲增长的观点一致。

图 19: 泰勒法则模型

| 前瞻型  | 1a—核心PCE，伯南克指标 | 建立在平衡法（Taylor 1999）模型之上，克拉里达—加利—格特勒（Clarida—Gali—Gertler）进一步加入含利率平滑和未来通胀预期的反应函数，伯南克进一步将模型改进成核心PCE作为通胀指标。 | $i(t) = \rho(t) \cdot i(t-1) + (1-\rho(t)) \cdot [r^* + \pi_{core} + 0.5 \cdot (\pi_{core} - 2\%) + 2 \cdot (u^* - u)]$<br>$\pi_{core} = 0.7 \cdot E_t \pi_{core} + 0.3 \cdot \pi_{core}$ | 70% · 未来12个月预期核心PCE+<br>30% · 当期核心PCE三个月移动平均 |
|------|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
|      | 1b—截尾均值，沃什指标   |                                                                                                          |                                                                                                                                                                                           | 70% · 未来12个月预期截尾PCE+<br>30% · 当期截尾三个月移动平均    |
| 静态平衡 | 2a—整体PCE       |                                                                                                          |                                                                                                                                                                                           | 整体PCE(3M MA)                                 |
|      | 2b—截尾均值PCE     | Taylor (1999) “平衡法”，也是美联储《货币政策报告》公布的参考规则， $r^* + \pi$ 构成近似中性名义利率，通胀反应系数为0.5，通过2倍失业率缺口估算产出缺口。             | $i(t) = r^* + \pi + 0.5 \cdot (\pi - 2\%) + 2 \cdot (u^* - u)$                                                                                                                            | 截尾均值PCE(3M MA)                               |
|      | 2c—核心PCE       |                                                                                                          |                                                                                                                                                                                           | 核心PCE(3M MA)                                 |
| 缺口下限 | 3—就业不足规则       | 在平衡法基础上引入美联储2020年框架的非对称就业反应，仅对就业不足作出反应，不对就业过热作出反应。                                                       | $i(t) = r^* + \pi_{tm} + 0.5 \cdot (\pi_{tm} - 2\%) + \min[0, 2 \cdot (u^* - u)]$                                                                                                         | 截尾均值PCE(3M MA)                               |

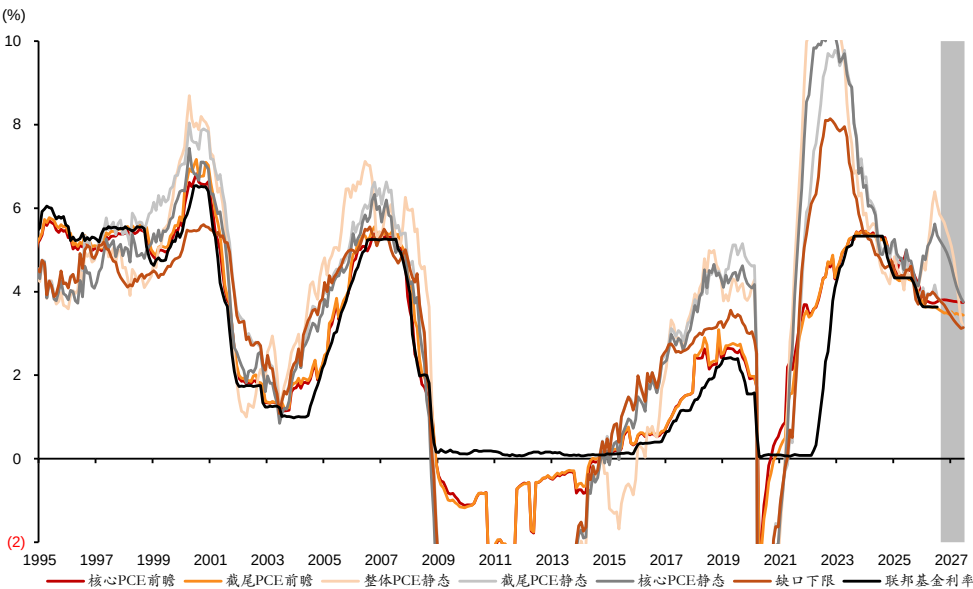
资料来源：Wind，Bloomberg，招银国际环球市场

泰勒法则显示目前政策利率仍是合适水平，有加息空间但必要性较低。前瞻型法则显示当前利率已是合适水平，基于预测的 12 个月核心 PCE(1a)和截尾 PCE(2a) 对当前合理名义利率的测算分别为 3.7%和 3.6%，与目前实际的 3.6%联储政策利率一致。意味着如果联储将当前能源供给冲击导致的通胀视为暂时性反弹，目前并没有加息的必要，但背后的关键假设是美伊达成长久和平协议和油价不再高企；加息风险并未完全消失，静态法则显示当前有加息空间。基于 PCE 通胀(2a)对当前合理名义利率的测算值为 6.5%，明显高于当前政策利率，但静态法则的“后视镜”缺陷导致对供给冲击下的暂时性通胀指导意义有限。基于截尾 PCE(2b)静态法则测算当前合理名义利率为 3.9%，高出政策利率 29bp 左右，但



较关税冲击下 25 年上半年平均 44bp 差值更小，而当时联储选择保持观望。意味着目前宏观环境有 1 次左右的加息空间，但加息必要性较低。

图 20: 泰勒法则结果



资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

目前联储加息或降息的关键信号均未被触发。基于历史数据分析，26 年加息门槛仍较高，基准情境下（失业率保持在 4.3% 左右），触发 6 个月内加息信号需要截尾 PCE 超过 2.6% 或 PCE 3 月移动平均超 4.2%，意味着布伦特原油需涨超 120 美元/桶并持续超 2 个月。而美伊冲突期间布伦特原油价格最高仅短暂触及 119 美元，显示加息难度仍较大。若下半年就业市场转强，如失业率降至 4.1% 水平，则加息门槛大幅下降，仅需截尾 PCE 升至 2.3% 或 3 月移动平均 PCE 升至 3.9% 水平；26 年降息门槛也较高，基准情境下，降息门槛需要截尾 PCE 降至 2.2% 或 3 月移动平均 PCE 降至 2.8%，对应布伦特原油需降至 60-70 元水平并持续超 3 个月。若就业市场走弱，失业率升至 4.5% 水平，则截尾 PCE 仅需目前的 2.4% 或 3 月移动平均 PCE 从目前的 3.9% 降至 3.1%，即可触发 6 个月内降息信号。意味着如果下半年就业市场有明显走弱，联储仍有较大可能会转向降息。

图 21: 6 个月内联储加息/降息动作信号

|    | 模型 | 触发条件(与政策利率缺口)     | 6个月内政策实现准确率/召回率 | 当前缺口 | 持续时间 | 状态  |
|----|----|-------------------|-----------------|------|------|-----|
| 加息 | 2c | 缺口>+1.5, 连续超7个月   | 92%/22%         | 1.72 | 6个月  | 未触发 |
|    | 2a | 缺口≥+3.0且连续两月上行    | 96%/21%         | 2.45 | -    | 未触发 |
|    | 1a | 缺口>+0.25连续超7个月    | 80%/20%         | 0.13 | -    | 未触发 |
|    | 2b | 缺口>+0.5持续超5个月     | 71%/41%         | 0.25 | -    | 未触发 |
| 降息 | 2b | 缺口<0且连续两月回落       | 70%/19%         | 0.25 | -    | 未触发 |
|    | 3  | 缺口<0且失业率触发萨姆法则    | 68%/53%         | 0.22 | -    | 未触发 |
|    | 2a | 缺口<-0.25且连续2个月月回落 | 63%、16%         | 2.45 | -    | 未触发 |

资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 22: 2026 年内触发加息或降息动作的宏观情景敏感度测试

|           |         | 失业率  |      |           |      |      |
|-----------|---------|------|------|-----------|------|------|
| 通胀(3M MA) |         | 4.1  | 4.2  | 4.3(基础场景) | 4.4  | 4.5  |
| 加息        | 整体PCE   | 3.9  | 4.03 | 4.2       | 4.3  | 4.43 |
|           | 核心PCE   | 2.56 | 2.69 | 2.83      | 2.96 | 3.09 |
|           | 截尾均值PCE | 2.33 | 2.48 | 2.6       | 2.74 | 2.94 |
| 降息        | 整体PCE   | 2.55 | 2.68 | 2.82      | 2.95 | 3.08 |
|           | 核心PCE   | 2.23 | 2.36 | 2.49      | 2.63 | 2.76 |
|           | 截尾均值PCE | 1.89 | 2.02 | 2.15      | 2.29 | 2.42 |

资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

我们认为美联储目前无需对当前能源供给冲击做出反应, 而应静待通胀回落把握政策主动, 以避免货币政策大起大落。一方面, 经济整体并未过热, 核心通胀正在降温。劳动力市场维持弱平衡格局, 薪资增速持续放缓, 不构成通胀压力来源。美联储不应加息, 以避免对就业市场造成冲击。另一方面, 能源价格的高基数将导致 27 年 3 月后, 通胀可能将显著回落至 2% 以下。若美联储在 26 年下半年加息, 则 27 年上半年又将面临需要降息的困境。基于目前的通胀缺口仍显著大于产出缺口, 预计美联储会将控制通胀继续作为首要目标。因此我们认为联储将在年内维持利率不变同时保持鹰派沟通, 来引导市场重新定价利率路径, 借助金融条件收紧等方式提前实现部分加息效果, 与沃什持续强调的“让市场完成其应有工作”一致。

## 主要大类资产的历史表现

6 月联储会议后, 2 年美债利率一周内大幅上行近 19bp, 创历史上鹰派维持后的最大涨幅之一, 收益率曲线熊平, 市场快速计价加息预期和金融条件收紧。历史上, 联储会议释放强鹰派维持信号通常导致资产价格短期内承压, 因货币政策路径预期上移、实际利率上行、金融条件收紧、风险偏好下降和增长&盈利预期提前下修等因素。1-3 个月内对市场冲击更为显著, 股票、债券和贵金属价格等震荡下跌, 波动率也明显上升。资产价格通常在 3 个月后开始回升, 因 1) 市场充分消化加息预期, 2) 联储鹰派维持信号通常意味当下经济仍有韧性, 企业盈利保持强劲, 3) 新增 3 个月通胀数据与联储信号, 未来通胀和货币政策路径确定性更高。历史数据显示, 美元指数与 VIX 波动率通常在联储鹰派维持信号后 2 个月左右率先见顶, 随后投资级债券价格见底, MOVE 债券波动率开始回落。3 个月左右, 纳斯达克、新兴市场等股市和黄金、白银等贵金属价格开始见底。随着货币政策路径的愈发明朗, 鹰派维持后 4 个月左右投资级与高收益债信用利差先后开始缩窄, 标普 500、罗素 2000 小盘股和高收益债开始见底反弹。从历史经验来看, 短期底部标志包括美元动能转弱(过去 6 次底部中出现 4 次)、股票 VIX 波动率见顶回落(6 次底部中出现 4 次)和黄金价格的底部企稳(2004、2015 和 2021 均领先股市 3-6 周见底)。但真正的趋势性底部确认需联储货币政策的明确, 若最终兑现加息, 资产价格可能面临二次探底。

图 23: 大类资产价格在历史上六轮鹰派维持会议前后累计收益中位数表现\*

|             | 资产收益(%)        | 前1个月           | 后1周            | 1个月            | 3个月            | 6个月            | 12个月             | 12个月正回报率 / 样本数 |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|
| <b>股票</b>   | 标普500          | 2.7            | (0.7)          | 0.1            | (0.2)          | 3.5            | 6.5              | 5/6            |
|             | 纳斯达克100        | 4.0            | (1.4)          | (2.2)          | (2.4)          | 6.6            | 18.2             | 4/6            |
|             | 罗素2000         | 4.6            | (1.0)          | (1.2)          | (5.1)          | (2.0)          | 4.8              | 5/6            |
|             | VIX 波动率指数      | +1.2ppt(+7.1%) | +1.2ppt(+7.3%) | +0.5ppt(+3.3%) | -0.6ppt(-3.6%) | -1.0ppt(-6.2%) | -0.6ppt(-4.0%)   | 2/6            |
|             | MSCI 新兴市场      | 4.1            | (2.3)          | (0.6)          | (2.6)          | (3.1)          | 9.6              | 5/6            |
|             | 恒生指数           | 1.5            | (3.2)          | 0.7            | (5.9)          | 1.9            | 10.1             | 4/6            |
|             | 恒生科技指数         | 0.4            | (3.4)          | (0.5)          | (22.1)         | (9.6)          | (6.2)            | 1/2            |
| <b>债券</b>   | 2年期美国国债利率(bp)  | 6.9            | 3.4            | 22.7           | 32.2           | 32.5           | 85.3             | 6/6            |
|             | 10年期美国国债利率(bp) | 3.0            | 2.7            | 27.9           | 36.9           | 32.9           | 27.1             | 5/6            |
|             | 投资级美元债         | 0.1            | (0.0)          | (1.1)          | (1.0)          | 0.7            | 3.0              | 5/6            |
|             | 高收益美元债         | (0.0)          | (0.1)          | (0.7)          | (1.3)          | 0.8            | 8.5              | 4/6            |
|             | 投资级债信用利差(bp)   | 0.4            | 0.6            | (1.2)          | 3.3            | 0.3            | (9.9)            | 1/4            |
|             | 高收益债信用利差(bp)   | 0.4            | 4.2            | 13.9           | 49.0           | 21.3           | (75.3)           | 1/4            |
|             | MOVE 债券波动率指数   | -4.1ppt(-5.2%) | +2.4ppt(+2.8%) | +0.5ppt(+0.6%) | +7.3ppt(+8.4%) | -4.4ppt(-5.1%) | -16.9ppt(-19.5%) | 2/6            |
| <b>其他资产</b> | 彭博商品指数         | (0.1)          | (1.4)          | (1.4)          | 1.1            | 2.3            | 6.9              | 5/6            |
|             | 黄金             | (0.3)          | (1.2)          | (4.1)          | (3.9)          | 0.9            | 0.4              | 4/6            |
|             | 白银             | 2.9            | (1.7)          | (4.0)          | (2.2)          | (3.8)          | (0.8)            | 3/6            |
|             | 美元指数 (DXY)     | 0.9            | 0.7            | 0.4            | 1.7            | (0.4)          | 4.2              | 4/6            |
|             | 人民币兑美元         | 0.1            | 0.0            | (0.1)          | 0.3            | (1.7)          | (5.5)            | 0/3            |
|             | 比特币            | (19.9)         | 10.5           | (7.8)          | 28.8           | 59.9           | 123.9            | 2/3            |

资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

\*通过会议公报、主席记者会、点阵图内容和2年期国债利率反应并去除加息/降息周期中的持平会议, 筛选出6轮鹰派维持周期: 1996年5月、1999年5月、2004年1月、2013年6月、2015年10月、2021年12月。

联储兑现加息将导致资产价格二次探底, 投资级债将是优质防御标的。市场通常充分预期首次加息, 但低估联储后续加息路径。因此, 在联储首次加息后 2-3 周, 股票市场通常表现温和甚至收涨。但在此前全部5轮加息周期中, 美股后续均跌破加息当日点位, 标普500与纳斯达克底部中位数分别在加息后的第8和第9周左右, 最大回撤中位数分别是-6%和-12%, 因市场通常在首次加息落地后持续定价更多紧缩。债券价格修复节奏往往领先于权益市场, 其中投资级债券表现稳健, 成为加息周期初期的核心防御资产。一方面, 紧缩政策对股票市场的增长和盈利有滞后传导, 但债券市场受利率影响更早, 定价更充分。另一方面, 加息落地后收益率曲线开始牛平, 因联储加息本质是以增长放缓为代价压制通胀, 短端利率上行, 长端利率则因通胀溢价收窄和增长预期放缓而回落。

## 美股行业在鹰派维持 (hawkish hold) 周期中的表现

从历史经验来看, 鹰派维持下货币政策收紧和流动性冲击初期, 防御性板块在前3个月跑赢, 必选消费、能源、医疗保健和公用事业等板块表现较好, 金融、科技、可选消费和房地产等表现则落后。鹰派信号初期, 市场会在盈利实际恶化前提前调整, 1个月维度下行业相对收益与盈利预期修正相关系数仅为-0.12。如半导体板块, 尽管盈利预期通常仍在上修, 但由于估值倍数被大幅压缩, 整体表现仍大幅跑输。市场定价核心是经济预期放缓和利率长时间高企, 收紧的信贷环境抬高企业库存、资本支出和居民消费信贷成本, 导致长周期、高估值的科技股&成长股和利率敏感的汽车等可选消费、金融和房地产等板块承压。第二阶段, 科技、资本品和工业等板块通常在4-6个月后才开始跑赢, 市场开始从防御性板块转向具备盈利韧性的顺周期板块。12个月维度下盈利因子与行业相对收益的相关系数升至0.3, 利率预期见顶和盈利预期改善将是板块转换的确定性信号。

如果联储最终兑现加息, 能源、公用事业、必选消费、资本品、医疗设备和通讯服务等板块将跑赢, 汽车&服装等可选消费、传媒、银行、房地产和科技硬件等板块将跑输; 如果联

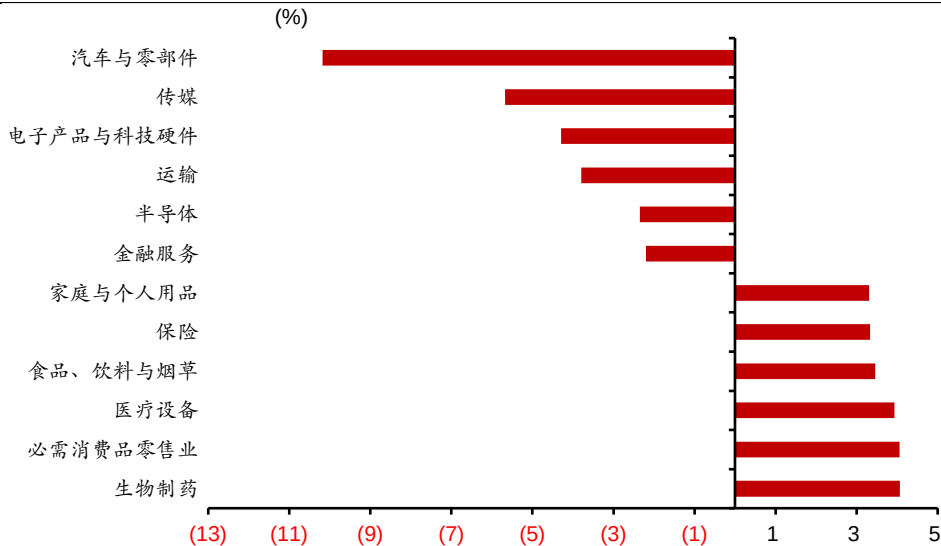
储最终维持现有利率或转向降息，则顺周期板块将跑赢，包括半导体、科技硬件、资本品、工业、能源、银行、保险&金融服务等。防御性板块将跑输，包括通讯服务、公用事业和消费者服务等行业。

图 24: 鹰派维持信号后美股一级行业相对标普 500 指数表现历史中位数

| 行业板块 | 1周    | 1个月   | 3个月   | 6个月   | 12个月   | 6个月预期EPS变化 | 动态市盈率变化 |
|------|-------|-------|-------|-------|--------|------------|---------|
| 必需消费 | 1.4%  | 1.9%  | 4.5%  | 2.6%  | 2.4%   | -1.5%      | 2.8%    |
| 医疗保健 | 1.3%  | 1.2%  | 3.4%  | 2.1%  | 0.0%   | -0.5%      | 2.9%    |
| 能源   | 0.1%  | 0.5%  | 2.8%  | -0.5% | 2.8%   | 10.6%      | -0.4%   |
| 原材料  | 0.1%  | -0.3% | 0.4%  | 2.5%  | 2.4%   | -0.4%      | 0.6%    |
| 公用事业 | 0.4%  | -0.8% | 0.3%  | 1.4%  | 3.0%   | -2.2%      | 1.6%    |
| 工业   | -0.6% | -0.1% | -0.8% | 3.4%  | 3.0%   | 0.4%       | 2.1%    |
| 金融   | 0.4%  | 1.2%  | -1.1% | -0.8% | -1.5%  | -1.6%      | -3.5%   |
| 房地产  | 1.6%  | 0.0%  | -1.2% | 1.0%  | -4.1%  | 4.8%       | -1.6%   |
| 可选消费 | -0.9% | 0.0%  | -1.5% | -2.5% | -4.4%  | 0.0%       | -4.8%   |
| 信息技术 | -1.0% | -2.3% | -2.6% | -0.7% | 4.7%   | 1.6%       | 0.7%    |
| 通信服务 | -0.2% | -1.6% | -2.9% | -6.0% | -14.4% | -1.2%      | -1.5%   |

资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 25: 鹰派维持信号初期二级行业相对标普 500 指数表现历史中位数



资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

### 港股在鹰派维持周期中的表现

港股由于自身特殊性，流动性和估值受美联储货币政策影响，而基本面则主要受中国大陆经济表现和来自内地的企业收入和盈利驱动。从历史上的六轮周期数据看，美元的流动性收紧会导致港股短期内估值承压，过去六轮周期中港股在鹰派维持信号后的 3 个月内全部下跌，跌幅中位数为 3.3%。但联储货币政策影响偏短期，仅在美债利率冲击幅度足够大、足够长，持续传导至港币融资环境与估值端时，才会成为主导压制因素。大陆经济表现和企业盈利仍是港股中长期表现的核心驱动，12 个月内港股表现中位数修复至 6.3%，六轮中的五轮均录得正收益。

流动性冲击下前期相对跑赢的板块包括电信服务、原材料、能源和公用事业。可选消费、地产建筑、医疗保健和工业则持续跑输。如果中国大陆经济保持韧性，企业盈利能见底回升，港股则有望从短期流动性冲击中迎来修复，信息技术为首的科技板块将领跑。与美股相似，若加息实际落地将带来短期情绪修复，落地当周涨幅中位数达 2.1%，但后续三个月



下跌中位数 6.9%。基准情境下，我们认为美联储将保持政策利率不变，港股盈利可能在 2 季度见底回升，下半年政策发力有望推动中国经济温和改善，看好电信、金融、能源和优质科技股。

图 26: 鹰派维持信号后港股行业相对恒生指数表现历史中位数

| 行业板块 | 1个月   | 3个月   | 6个月   | 12个月   |
|------|-------|-------|-------|--------|
| 电信   | 2.4%  | 4.8%  | -0.2% | -7.5%  |
| 原材料  | -4.3% | 4.7%  | -2.6% | -1.4%  |
| 信息科技 | -1.8% | 4.4%  | 3.4%  | 6.9%   |
| 公用事业 | 2.0%  | 1.8%  | -2.9% | -7.4%  |
| 能源   | -0.6% | 1.0%  | 7.8%  | 6.3%   |
| 金融   | 1.2%  | 0.8%  | -0.2% | -1.1%  |
| 综合企业 | 0.4%  | 0.3%  | 1.0%  | 8.0%   |
| 必需消费 | -1.7% | -0.8% | 0.3%  | -4.5%  |
| 可选消费 | -2.2% | -3.0% | -4.0% | -6.3%  |
| 地产建筑 | -0.8% | -3.2% | -4.9% | -3.5%  |
| 工业   | -3.0% | -3.4% | -7.6% | -16.7% |
| 医疗保健 | -1.5% | -4.9% | -3.7% | -10.8% |

资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

## 其他大类资产表现

**债券:** 国债利率在鹰派维持信号下通常呈熊平特征，短端利率大幅上行，而长端利率则通常在前期小幅上升后温和回落，主要因短端利率是联储政策利率预期上行的直接体现，而货币政策收紧导致通胀和经济增速预期下降则会推动长端利率下行。我们认为联储将保持政策利率不变，通胀和就业可能在下半年走弱，预计二年和十年期国债年底将分别降至 3.6% 和 4.2% 左右；历史数据显示鹰派维持对信用债冲击较为前置，投资级债和高收益债在前 3 个月总收益中位数分别下跌 1.3% 和 1%，高收益债信用利差明显走阔。但投资级债券下跌主要来自久期风险，信用利差基本持平的情况下主要受无风险利率上行拖累。高收益债下跌更多反映增长预期及流动性恶化以及企业违约风险，信用利差在前 3 个月中位数大幅走阔 49bp。12 个月总收益中位数则升至 3% 和 8.5%，信用利差同步收窄。单纯鹰派维持并不会持续损害信用债市场，只有企业盈利、再融资能力和银行风险偏好因利率上行开始承压时，信用债压力才会实际显现。历史上加息落地后债市表现往往更佳，因政策不确定性改善、长端利率趋稳，但前提是经济未因加息而进入衰退。

目前美国投资级和高收益债收益率分别在 5.4% 和 7.2% 左右，信用利差分别在 80bp 和 280bp 左右。从历史分位来看，债券市场可以提供可观票息，但利差处于历史偏低区间，显示市场仍预期企业盈利韧性和较低的信用风险。基准场景下，预计美联储将保持鹰派维持同时就业市场延续韧性，预计票息策略可以持续但信用利差进一步收窄空间有限，推荐优先中短久期投资级债和精选 BB 级高收益债。若后续加息落地，投资级债将成为优质防御标的，因衰退防御属性更强和受信用利差影响更温和。高收益债则可能因信用利差走阔而承压。若后续降息落地，预防性降息情景下投资级和高收益级将同步受益，而衰退驱动型降息下长久期投资级债表现最优，主要因其在国债利率下行趋势下价格弹性更大。

**汇率:** 美元指数在鹰派维持信号下通常维持偏强走势，3 个月和 12 个月中位数分别上涨 1.7% 和 4.2%。涨幅与最终落地的货币政策正相关，1999 与 2021 年两轮大幅加息周期中

美元分别上涨 8.9%和 9.1%；离岸人民币过去 3 轮可观测周期中全线贬值，12 个月贬值中位数为 5.5%。核心推动因素为中美息差扩大和经济周期分化，中国央行在经济放缓背景下维持宽松，而美联储货币政策因通胀高企而收紧。基准场景下，联储将维持现有政策利率，预计 25 年开启的美元走弱趋势将延续，人民币可能在强劲的经常性账户顺差支持下温和升值至年底的 6.75。若后续加息落地，人民币可能有温和贬值压力。

**大宗商品表现：**整体来看，大宗商品价格在联储鹰派信号后仍表现亮眼，六轮周期中五轮录得正收益。背后原因则是反向因果，并非货币紧缩利好大宗商品，而是通常紧缩信号是对已在上行趋势中的大宗商品价格做出反应。黄金和白银等贵金属价格则会短期内走弱，因受到实际利率上行和美元走强的双重压制，3 个月中位数分别下跌 3.9%和 2.2%。黄金通常在 6-12 个月逐步修复至持平水平，白银则表现持续偏弱，因其货币属性和顺周期工业需求属性受到双重压制。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

|     |                               |
|-----|-------------------------------|
| 买入  | ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| 持有  | ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| 未评级 | ：招银国际证券并未给予投资评级               |

### 招银国际环球市场行业投资评级

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | ：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标   |
| 同步大市 | ：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若  |
| 落后大市 | ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标 |

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。