

2023年港股市场投资展望： 风雨归舟

赵文利 宋林 刘思桐

2022年12月5日



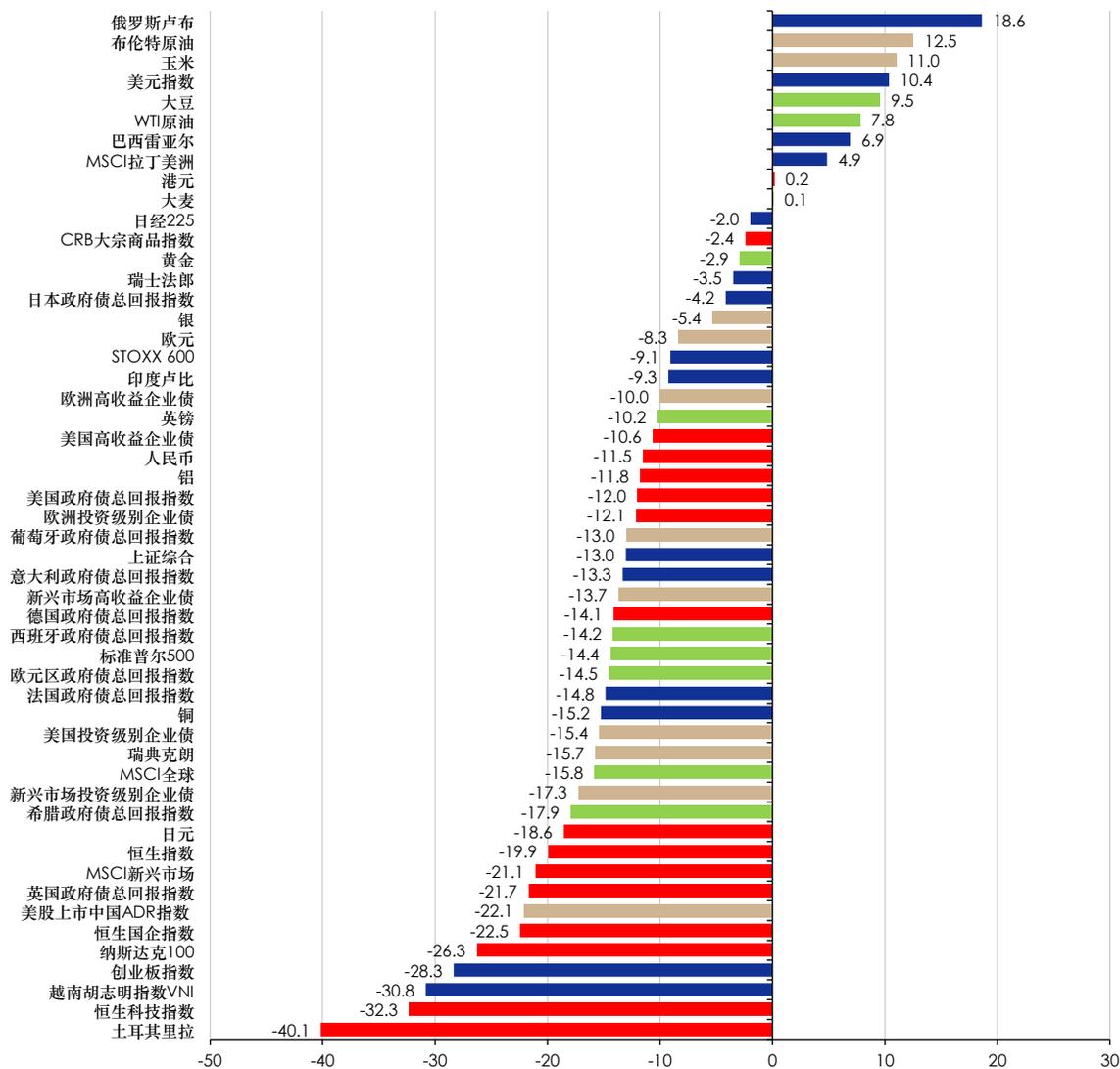
Executive Summary

- ❖ The global economy experienced a number of unexpected shocks in 2022 that resulted in markets deviating from their historical norms. Amid structural changes taking place in the global economy, volatility within the financial market has heightened; mean regression has failed to materialize and many market indicators have departed from their historical ranges. It may take a while before historical patterns reassert themselves.
- ❖ 2023 holds the promise of a recovery, at least to a degree, provided certain conditions are met. The catalysts we identify include: the end of the Fed's interest rate hike cycle, normalization post pandemic, further policies aimed at stabilizing growth, greater articulation of earlier policies, improvement in policy visibility, and possible stabilization of Sino-US relations.
- ❖ We consider it unlikely that a global or regional financial crisis will occur in the short term. A mild economic recession in Europe and the United States is a more likely outcome, and one conducive to the relative outperformance of emerging markets and Chinese stocks.
- ❖ The main tail risks faced by the global economy and capital markets in 2023 include: a deeper-than-expected economic recession, higher-than-expected inflation and interest rates, rising credit risk, a worsening of the pandemic situation, geopolitical shocks, and policy miscalculations.
- ❖ We expect the Hong Kong stock market will continue to recover in 2023 along with a moderate rise in the fluctuation range. We expect the Hang Seng Index to fluctuate in the 16200-22200 range, the HSCEI in the 5700-7800 range, and the HSTECH Index in the 3200-5300 range.
- ❖ **Investment advice:** Bargain hunt and focus on growth, quality, and low volatility factors; overweight cyclical stocks and technology growth stocks. Employing a bottom-up analysis, select technology sector leaders with high performance visibility and beneficiaries of real estate industry consolidation. SOEs with stable financials, low valuations, and good dividend returns could enjoy a rerating. The easing of the pandemic and the dynamic optimization of anti-pandemic policies set the conditions for a recovery in Hong Kong local and Chinese travel and consumer stocks.

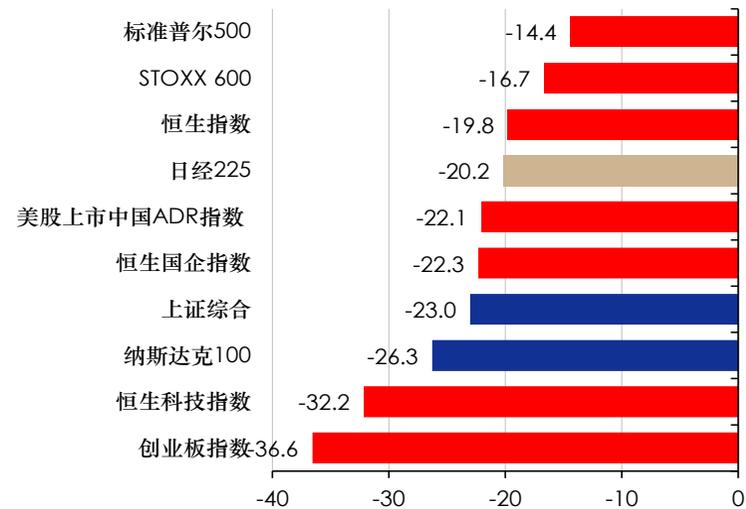
核心要点

- ❖ 全球经济在2022年经历了诸多意外冲击，导致市场走势偏离常态。而在全球经济底层格局已经出现结构性变化的情况下，金融市场波动性加剧，均值回归失效，主要金融变量呈现波动中枢漂移，可能相当长时间都无法完全复原。
- ❖ 而2023年，仍有条件看到某种程度的修复，催化剂主要来自：美联储结束加息、疫情退潮复常化、稳增长政策的进一步加码及前期政策的传导疏通、政策能见度提升及中美关系修复等。
- ❖ 短期内发生全球性或区域性金融危机的可能性不大，欧美经济温和衰退是更可能的结果。而这种情形有利于新兴市场中资股相对跑赢。
- ❖ 2023年全球经济和资本市场面临的主要尾部风险：经济超预期深度衰退、通胀及利率居高不下、信用风险爆发、疫情影响持续、地缘政治冲击、政策失误等。
- ❖ 预计港股2023年继续修复，波动中枢温和抬升，恒生指数波动区间介于16200-22200点，国企指数波动区间介于5700-7800点，科技指数介于3200-5300点。
- ❖ **投资建议：**逢低布局，关注成长、质量与低波动因子，总体超配周期股及科技成长股，自下而上精选业绩能见度高的科技龙头和地产行业整合的受益者。财务稳健、估值低企且股息回报不俗的“中字头”国企股有重估空间。随着疫情缓解及防控政策动态优化，本地及中资出行股及消费股有修复机会。

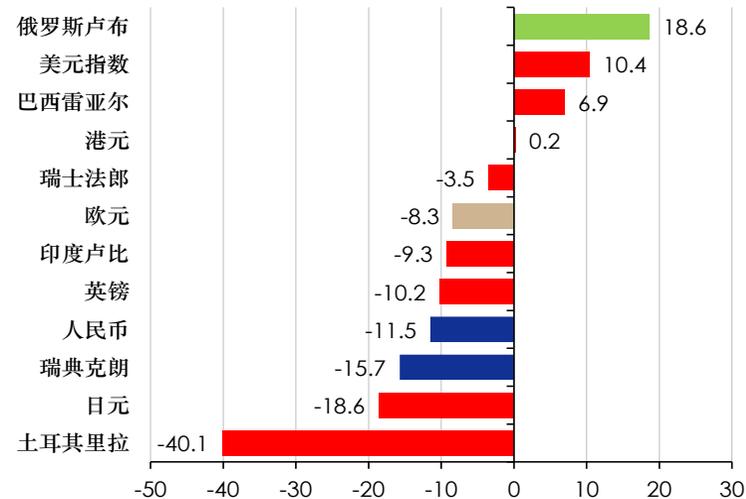
全球大类资产年初迄今表现：美汇商品领先 环球股债落后



主要指数以美元计价变化 (%)



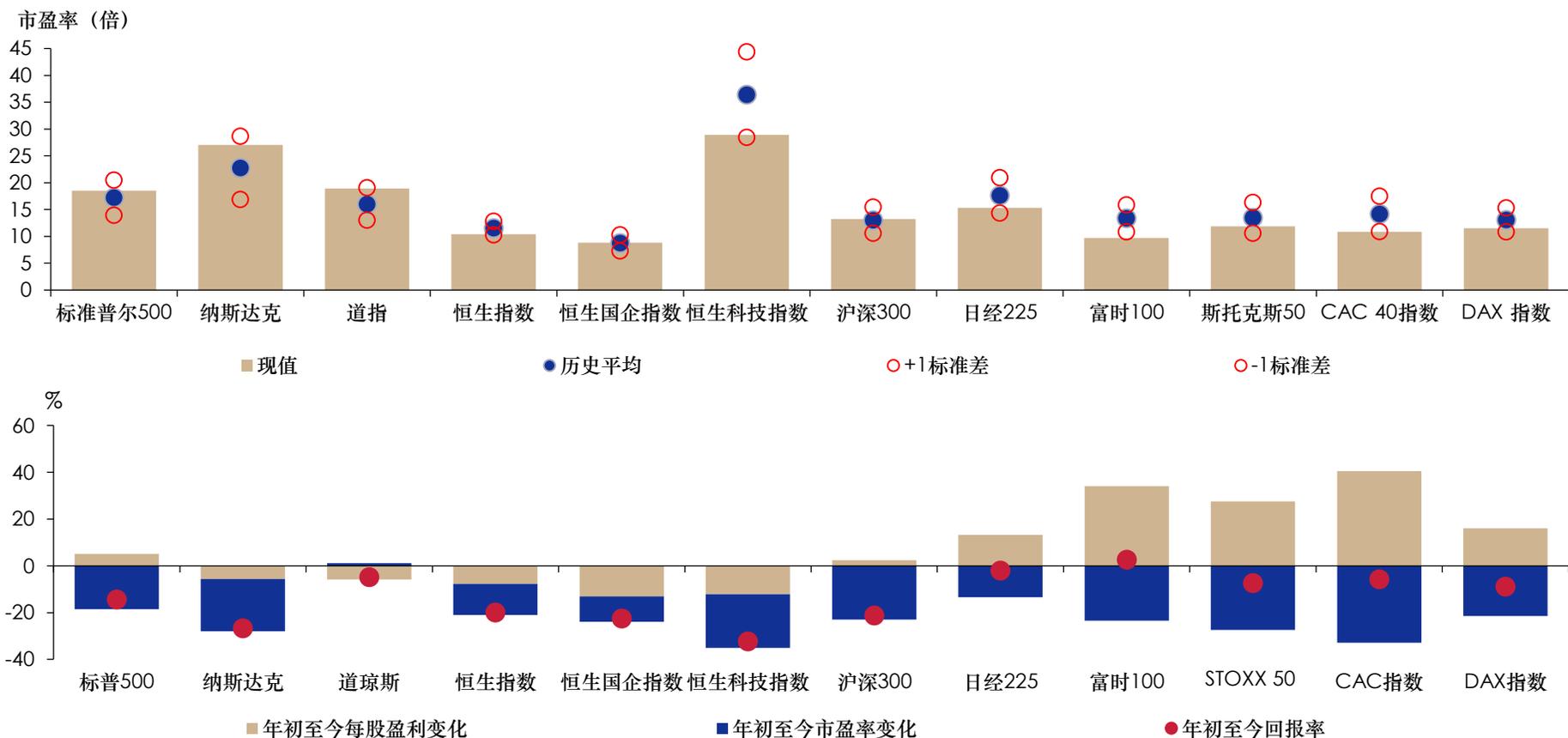
主要货币汇率变化 (%)



数据来源: Bloomberg, 建银国际; 数据截至2022-12-1

环球股市估值挤压 港股盈利估值双煞

- ❖ 2022年初迄今，成熟市场及新兴市场主要股指均录得负回报，伴随预测市盈率普遍下滑，而预测每股盈利则表现各异，其中纳指、道指、恒指、国指及科指下滑
- ❖ 香港主要股指表现疲弱，恒指、国指和科指年初迄今下跌19.9%、22.5%和32.3%，伴随预测市盈率大幅下滑13.2%、10.9%和23.0%，预测每股盈利下滑7.7%、13.0%和12.1%



数据来源: Bloomberg, 建银国际; 数据截至2022-12-1

2023年场景分析：基准场景

❖ 基准场景（概率55%）：全球多个经济体进入温和衰退，通胀回落，熊市进入尾声，修复为主

➤ 通胀在2023年继续回落但仍然高于央行目标，美联储结束加息，但年内维持利率不变：

美国通胀已经见顶回落，但回落至目标水平仍然需要一段时间。支撑核心通胀的房地产价格大概率在2023年开始回落。市场预期2023年CPI通胀回落至4.2%。

欧洲（欧元区及英国）通胀回落速度会比美国慢，主要由于俄乌冲突对欧洲的能源及食品价格影响更显著。

➤ 货币政策紧缩的后果是多个经济体在2023年进入衰退，但程度温和，不会出现硬着陆：

IMF预测超过三分之一的国家将在2023-24年进入衰退

根据市场经济学家预测，美国在1年之内出现经济衰退的概率为60%，欧元区及英国为80%，日本为30%。根据彭博的模型，美国在1年之内进入经济衰退的概率已经上升至99.97%

➤ 美息确认见顶，美元逐步回软，港币及人民币恢复性反弹，流动性环境边际改善

➤ 疫情形势改善，2023年上半年中国防疫政策以渐进式及相机抉择的放松为主，对经济的拖累逐步减轻，消费及投资温和复苏。

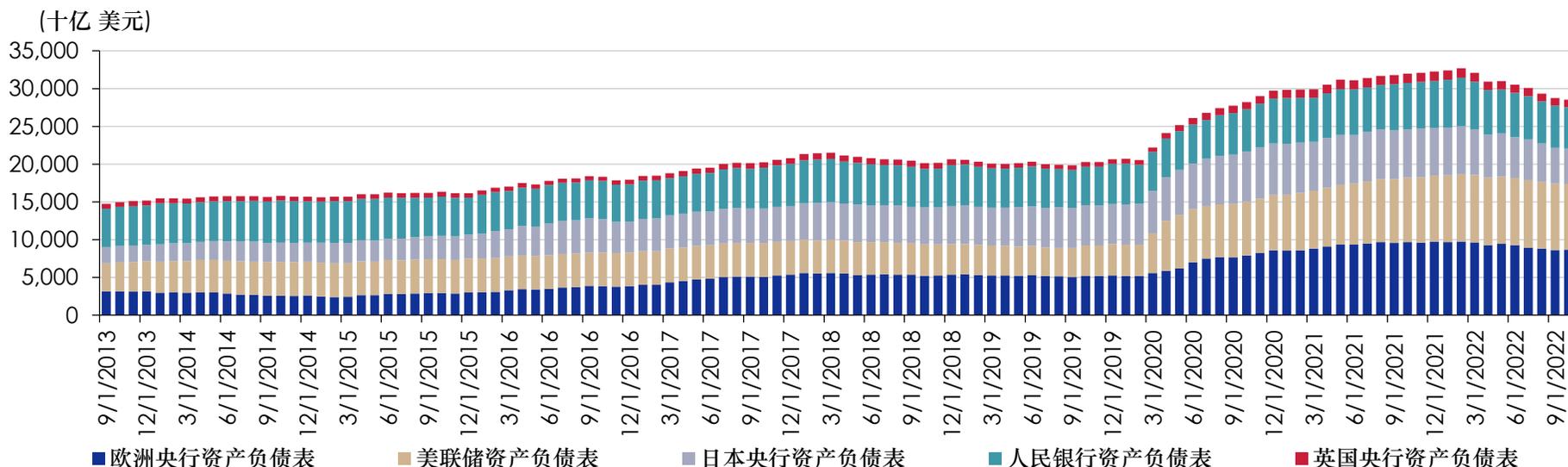
➤ 股市继续估值修复，但盈利复苏缓慢及分化

2023年场景分析：乐观/悲观场景

- ❖ 乐观场景（概率20%）：全球经济在2023年将开始回归正常，市场在年内可见新牛市周期起点
 - 通胀开始快速回落：CPI通胀回落至2-3%区间
 - 通胀超预期下降的潜在因素包括：全球供应链复苏，美国部分取消对华关税，供需平衡出现新变化
 - 全球主要经济体进入软着陆：经济增长有所回落但对就业市场以及企业盈利的影响可控
 - 在这种环境下，2023年盈利预测下修幅度有限，总体表现超预期
 - 美联储货币政策紧缩周期在上半年结束，下半年开始放松
 - 中国放松防疫政策：消费者以及投资者信心快速恢复
 - 地缘政治改善：俄乌冲突收尾，部分减轻制裁政策，中美关系缓和，国际关系进入短暂的休整期
- ❖ 悲观场景（概率25%）：不确定性高企，全球经济硬着陆，或者进入深度滞胀，熊市进入新阶段
 - 通胀再次超预期：不能排除出现新的催化剂（如大罢工、加价潮、粮食能源危机等），高通胀可能导致央行延长紧缩周期，增加系统性风险以及硬着陆的概率
 - 全球经济进入硬着陆，导致盈利预测大幅下调
 - 货币政策在高通胀阶段可能维持紧缩，如果出现金融危机和经济超预期衰退虽然会被迫快速转向，但届时对市场的支撑已不足以抵消基本面恶化的影响
 - 疫情形势较预期更为严峻，严格的动态清零政策维持更长时间
 - 地缘政治出现新的负面冲击

货币政策会在2023年停止紧缩，但放松政策的门槛仍然偏高

- ❖ 美联储：预计2023年上半年停止加息，但由于通胀仍然太高，减息的门槛相对高。如果经济开始下滑，更可能先停止量化紧缩。
- ❖ 欧洲央行：由于2023年通胀大概率仍然远离目标（预计5.8%），欧洲央行加息周期可能维持更长时间，2023年需要使用“反碎片工具”的可能性也较大
- ❖ 日本央行：行长黑田的任期在4月结束，之后的货币政策方向有一定的不确定性。预计如果美联储符合预期在上半年结束加息周期，日本央行可以维持收益率管控（YCC）政策，日元贬值压力也会减轻，央行也有足够储备在合适的时点干预汇市
- ❖ 全球央行资产负债表将继续缩小，但主要央行很可能在2023年内停止缩表：截至10月底，全球5大央行资产负债表从高点下降12.8%至28.5万亿美元，但仍然比疫情前的水平高39%



数据来源：Bloomberg，建银国际；数据截至2022-11-16

市场以及美联储对货币政策方向的分歧较大

❖ 过去两年，市场预期与美联储预期的分歧较大：

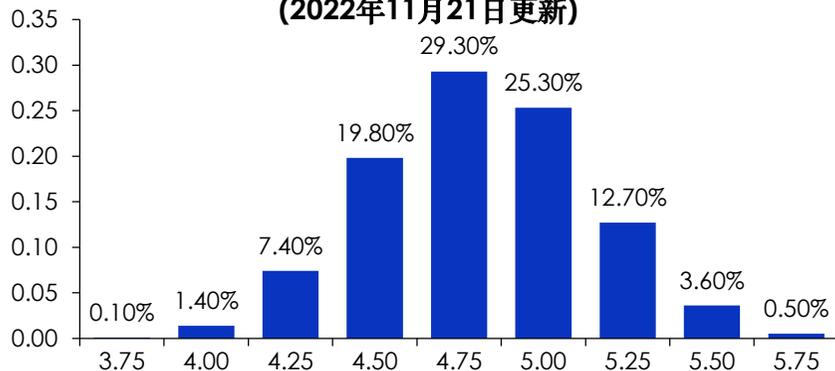
- 2021年市场认为通胀风险较大，担心美联储落后于曲线，但美联储一直坚持通胀是暂时性的。最终，市场被证明是准确的，导致联储快速加息。
- 2022年下半年以来，市场开始认为美联储加息幅度太大，增加衰退的风险，但美联储认为加息太慢会导致通胀失控。市场对终点利率的预测持续被上调，但仍预计加息周期在2023年1季度结束。

❖ 联储官员以及市场经济学家给出的预测区间较大

❖ 美联储政策方向最终还是双重目标的进展：

- 通胀：停止加息的条件是通胀持续回落几个月，但减息门槛较高，可能需要见到通胀回落至2-3%，或者出现意外的金融危机风险及深度衰退。由于基数效应，通胀大概率继续回落，目前支撑通胀的住房以及食品也大概率开始回落。
- 就业：就业市场在本轮加息周期仍然较强，但就业数据通常都是滞后指标。在经济进入衰退阶段之后，我们大概率会看到就业市场明显走弱。

2023年12月份加息的隐含概率
(2022年11月21日更新)



数据来源：Bloomberg，建银国际；数据截至2022-11-21

加息周期末日	加息周期长度 (月)	停止加息逻辑
1995年3月	13	经济略放缓，通胀压力减少。
2000年5月	12	经济增速放缓，生产效率增长导致通胀压力缓和。
2006年6月	25	经济增长由于房地产市场放缓，通胀预期下滑。
2018年12月	37	贸易战，外围不确定性，当时定位成周期中的调整而不是周期的结尾。

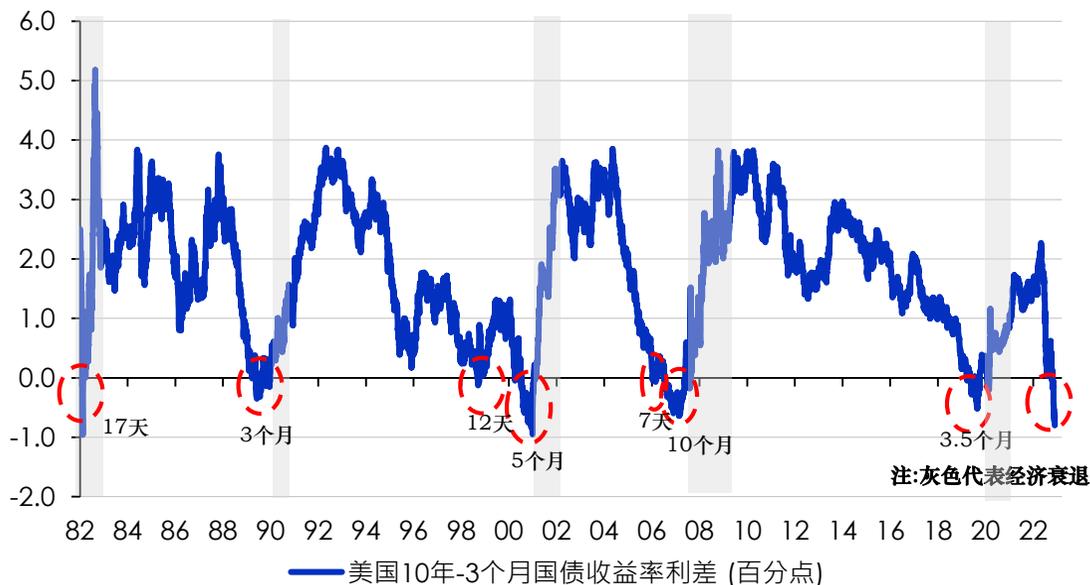
美国经济衰退压力有多大？

❖ 市场普遍认为经济衰退风险明显上升：

- 市场经济学家预测美国在1年之内出现经济衰退的概率为60%
- 历史10年-3个月国债收益率倒挂超过14天之后每次都出现经济衰退，本轮倒挂从10月25日开始已经满足这个条件

❖ 我们的领先指标名单的22个指标其中有18个负面，3个中性，1个正面，但与2008年水平对比只有5个指标到当年衰退的水平

❖ 目前来看，温和衰退的可能性比金融危机的可能性大



数据来源：Bloomberg，建银国际；数据截至2022-12-1

US Economy Leading Indicator Watchlist

Category	Indicator	Details	Latest	Trend	Value in 08 Recession
	M2 growth	% YoY	1.3	▼	6.4
	Treasury yield spreads	10 yr - 2 yr	-0.4	▼	1.5
		10 yr - 3 mth	0.1	▼	2.2
Financials	Credit spreads	BBB to treasuries	2.0	▼	3.1
	Willingness to lend	% of banks showing increasing willingness to make consumer install loans	5.2	▼	-14.6
	Initial jobless claims	000s, (4 week MA, SA)	240.0	▼	369.6
	Non-farm payrolls	000s, monthly	261.0	▼	-181.3
Labor market	Average weekly hours	manufacturing sector	40.4	◀▶	40.0
	U6-U3 spread	ppt, measures utilization	3.1	▲	4.5
	Private sector weekly earnings	% YoY	-3.7	◀▶	-2.0
	Corporate earnings	% YoY, quarterly	1.2	▼	-33.5
Business activity	ISM New Orders	%, monthly	49.2	▼	49.5
	ISM New Export Orders	%, monthly	46.5	▼	59.7
	Manufacturing shipments	% YoY, monthly	11.8	▼	8.3
	Inventories to sales ratio	%, monthly	5.6	▼	-2.3
Consumption	UM Consumer Confidence	%, monthly	55.6	▼	49.2
	Johnson Redbook	%, weekly advanced est.	7.5	▼	1.8
	Auto loans	% YoY	5.6	▼	0.4
	Retail sales	% YoY	8.2	▼	2.3
	Future Capex Diffusion Index	%, Philly Fed	4.6	▼	10.4
Investment	Durable goods orders	% YoY	10.7	◀▶	-0.5
	Housing permits	000s, monthly	120.8	▼	98.1
Overall				▼	

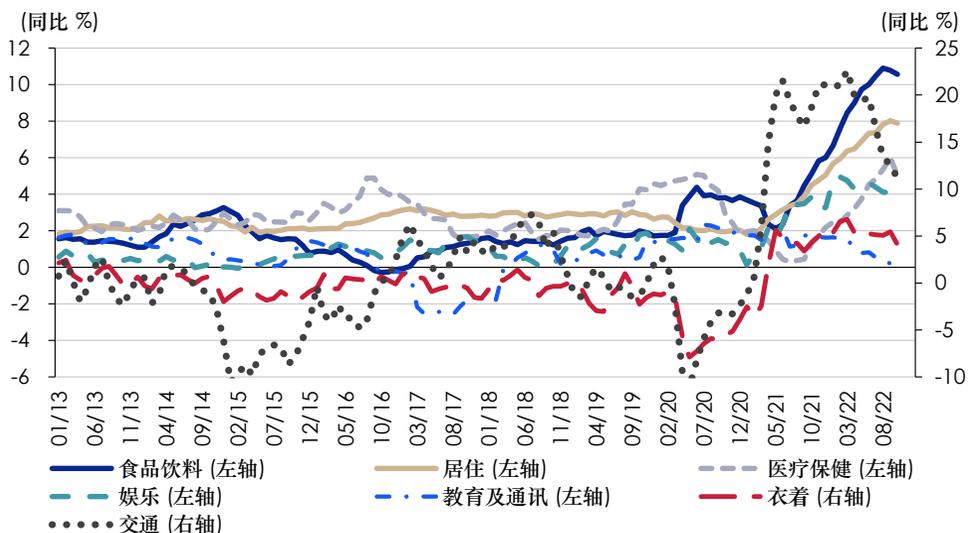
Note: Trend refers to positive, neutral, or negative impact on growth. Based off of moving average of indicator.

通胀走势判断：通胀大概率会回落但仍然高于目标

- ❖ 能源价格飙涨、供应链中断、经济复苏以及货币政策的滞后效应导致通胀在2022年持续超预期，在2023年这些因素可能都有所反转
- ❖ 美国通胀在10月开始更明显的回落，但通胀仍然太高：如果需要达到美联储能接受的2-3%区间，通胀平均环比增长需要下滑至0.2-0.3%左右
- ❖ 分类别来看，我们认为通胀大概率在明年将明显回落：
 - 能源：短期内制裁以及供应链因素支撑能源价格，但全球经济放缓将开始在2023年拖累能源通胀
 - 食品：虽然价格将维持在相对高位，基数效应将导致食品通胀从2023年3月之后开始回落。
 - 住宅：住宅通胀在过去几个月是推动核心CPI的最重要因素之一，但大概率在2023年之内会开始明显回落。最近美国按揭申请已经下滑至20多年以来新低，大多数房地产信心指标也较弱。根据过去的房地产周期，房价指数通常领先住宅CPI15-34个月左右。本轮周期可能从2021年7月或者2022年3月开始算，这意味着住宅通胀大概率在2023年见顶回落。
 - 二手车：二手汽车是2022年的主要通胀催化剂之一，但已经见顶回落，连续个月下滑。
 - 其他核心通胀因素：服装、天然气以及医疗服务在10月开始环比下滑，减轻整体通胀上升压力

CPI inflation under various MoM scenarios (sa)

Month	0.1%MoM	0.2%MoM	0.3%MoM	0.4%MoM	0.5%MoM	0.6%MoM	0.7%MoM	0.8%MoM
11/22	7.12	7.23	7.34	7.44	7.55	7.66	7.76	7.87
12/22	6.62	6.83	7.04	7.26	7.47	7.68	7.90	8.11
01/23	6.04	6.36	6.68	6.99	7.31	7.64	7.96	8.28
02/23	5.30	5.73	6.15	6.57	7.00	7.42	7.85	8.28
03/23	4.12	4.64	5.16	5.69	6.21	6.74	7.28	7.81
04/23	3.88	4.50	5.13	5.76	6.39	7.03	7.67	8.31
05/23	2.98	3.70	4.43	5.16	5.89	6.63	7.38	8.13
06/23	1.74	2.55	3.37	4.20	5.03	5.87	6.72	7.57
07/23	1.86	2.78	3.70	4.64	5.58	6.53	7.49	8.45
08/23	1.84	2.86	3.89	4.93	5.98	7.04	8.11	9.19
09/23	1.55	2.67	3.80	4.95	6.10	7.27	8.45	9.64



数据来源：Bloomberg，建银国际；数据截至2022-12-2

美债收益率的高点是否已经过去？

- ❖ 美债收益率在10月见的高点有机会已是本轮加息周期的高点，再创新高的主要条件是如果货币政策比预期的显著鹰派
- ❖ 参考美债收益率在过去加息周期的表现，我们总结了几个点：
 - 收益率每次都在加息尾部见顶：收益率在过去几轮加息周期每次都在最后一次加息0-4个月之前见顶
 - 历史加息周期显示加息1%导致收益率平均上升0.4-0.5%，如果本轮加息结点在5-5.25%左右本轮高点预计在4.1-4.7%
 - 基准利率在加息终点通常高于美债收益率：平均差值为0.9个百分点

首次加息日期	最终加息日期	加息周期（月）	10年国债收益率高点（日期）	10年国债收益率高点（值）	首次加息后（月）	最终加息前（月）	加息周期中的位置
Mar-72	Aug-73	18	Jul-73	7.432	17	1	后期
Dec-76	Oct-79	35	Oct-79	10.722	35	0	后期
May-83	Aug-84	16	Jul-84	12.867	15	1	后期
Mar-87	Feb-89	24	Feb-89	9.295	24	0	后期
Feb-94	Feb-95	13	Nov-94	7.906	10	3	中后期
Jun-99	May-00	12	Jan-00	6.665	8	4	中后期
Jun-04	Jun-06	25	Jun-06	5.1364	25	0	后期
Dec-15	Dec-18	37	Oct-18	3.1435	33	4	后期
平均		22.50			平均	1.625	

Bond Yields During Historical Rate Hike Cycles Since 1970

Date of first rate hike	Duration of rate hike cycle		Starting benchmark rate	Ending benchmark rate	Total Rate Hike (ppt)	Starting 10 year bond yield (%)	Ending 10 year bond yield (%)	Change in Bond Yield (ppt)	Change in bond yield per point of rate hike (ppt)	Change in real bond yields (ppt)	Change in real bond yields per point of rate hike (ppt)
	hike cycle (months)	Starting benchmark rate									
Mar-72	18	3.50	11.00	7.50	6.04	7.25	1.21	0.16	0.77	0.10	
Dec-76	35	4.75	15.50	10.75	7.01	10.72	3.71	0.35	2.15	0.20	
May-83	16	8.50	11.75	3.25	10.27	12.77	2.50	0.77	4.02	1.24	
Mar-87	24	6.00	9.75	3.75	7.54	9.30	1.76	0.47	-0.14	-0.04	
Feb-94	13	3.00	6.00	3.00	5.64	7.20	1.56	0.52	1.52	0.51	
Jun-99	12	4.75	6.50	1.75	5.62	6.27	0.65	0.37	0.19	0.11	
Jun-04	25	1.00	5.25	4.25	4.65	5.14	0.49	0.12	-0.01	0.00	
Dec-15	35*	0.25	2.25	2.00	2.21	3.22	1.01	0.51	0.39	0.19	
Average	20.43	3.97	8.50	4.53	6.12	7.73	1.61	0.41	1.11	0.29	

数据来源：Bloomberg，建银国际

美元会否继续回落？

❖ 2022年美元跑赢大多数的资产类别：

- 美元走强主要反映美国与主要其他国家的息差扩大，也是快速收紧货币政策的结果之一
- 强美元对香港以及其他新兴市场表现不利

❖ 我们认为美元在2023年将走弱：

- 市场预计美联储停止加息的时间点将比欧元区及英国早：息差大概率会收窄，减少美元升值压力
- 在美国经济衰退以及通胀回落的环境下，基本面也不利好美元
- 期货市场方面，做多美元的交易员从2022年下半年开始持续下降
- 美元反弹的风险主要来自避险需求，或者如果货币政策比预期的更加鹰派



货币	美元指数权重 (%)	预测*
欧元	57.6	1.06
日元	13.6	131
英镑	11.9	1.2
加拿大元	9.1	1.29
瑞典克朗	4.2	9.81
瑞士法郎	3.6	0.95
美元指数	100	103.5

*彭博市场预测，截至12月2日

数据来源：Bloomberg，建银国际；数据截至2022-12-2

紧缩周期结束之后对股市有什么影响？

- ❖ 历史经验显示股市通胀在停止加息3个月之后明显好转：3个月通常是足够时间确定加息周期真的结束而不是一次议息会暂停加息。
- ❖ 本轮与历史对比的不同点包括：
 - 本轮加息速度比平均加息周期要快，2022年也见到股债双杀
 - 美联储也同时在进行量化紧缩
- ❖ 2022年加息周期是拖累市场的最重要因素之一，2023年预计虽然利率大概率会维持在高位，拖累程度将减弱。

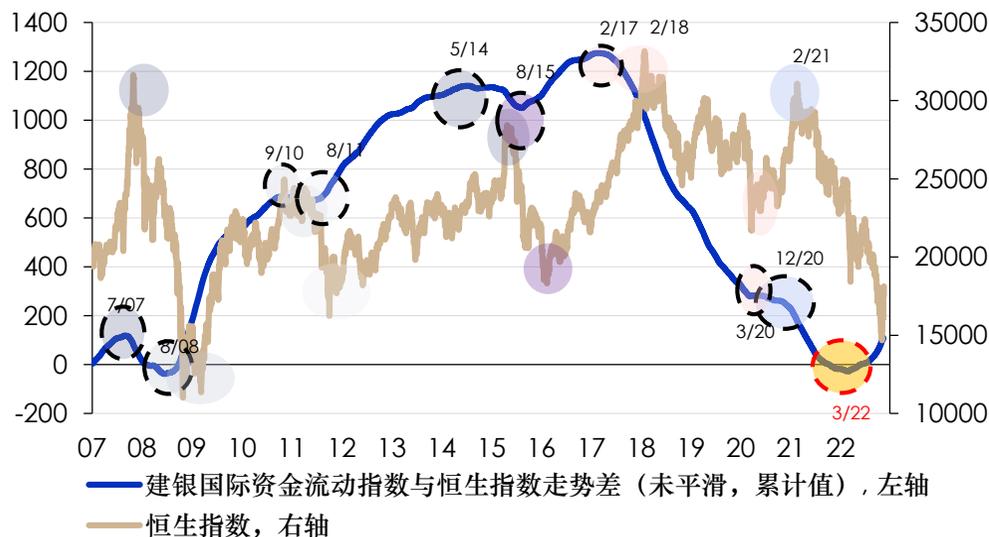
加息周期	首次加息1 月后	首次加息3 月后	首次加息6 月后	首次加息1 2月后	停止加息1 月后	停止加息3 月后	停止加息6 月后	停止加息1 2月后
1977-1980 (32 次加息)								
恒生指数	2.2	3.0	-3.0	54.9	-11.7	0.9	38.8	59.3
1987-1989 (16 次加息)								
恒生指数	9.8	28.6	-15.8	-2.1	-2.1	-3.4	-19.8	-7.1
1994-1995 (8 次加息)								
恒生指数	-1.7	-13.7	-16.6	-30.7	5.8	4.9	19.6	44.9
2004-2006 (17 次加息)								
恒生指数	-0.4	6.8	15.3	15.6	6.9	10.6	25.8	37.2
2015-2018 (9 次加息)								
恒生指数	-10.0	-6.7	-7.7	1.5	4.7	13.9	9.0	7.5
平均	0.0	3.6	-5.5	7.8	0.7	5.4	14.7	28.4

数据来源: Bloomberg, 建银国际

Rate hike cycle	1M after first rate hike	3M after first rate hike	6M after first rate hike	12M after first rate hike	1M after final rate hike	3M after final rate hike	6M after final rate hike	12M after final rate hike
1977-1980 (32 hikes)								
S&P 500	-1.4	-2.3	-9.5	5.8	-9.2	-1.8	12.1	16.1
Dow Jones Industrial Index	-1.5	-3.6	-12.9	1.5	-8.2	-1.2	11.6	13.1
NASDAQ	0.1	0.6	1.7	30.8	-13.3	-4.4	17.6	26.4
1987-1989 (16 hikes)								
S&P 500	0.6	10.3	-12.7	-9.4	0.6	11.1	22.4	12.9
Dow Jones Industrial Index	0.2	12.3	-12.8	-11.1	-0.1	10.6	21.8	14.2
NASDAQ	-0.3	3.8	-22.6	-9.2	0.2	10.4	16.5	4.9
1994-1995 (8 hikes)								
S&P 500	-1.4	-6.7	-4.0	-1.0	5.8	12.0	21.9	39.1
Dow Jones Industrial Index	0.4	-6.5	-3.0	1.5	4.1	12.4	22.5	40.8
NASDAQ	-0.5	-9.2	-8.9	-2.6	6.5	13.2	33.3	43.8
2004-2006 (17 hikes)								
S&P 500	-3.4	-2.3	6.4	4.4	0.4	4.9	11.4	18.1
Dow Jones Industrial Index	-2.8	-3.4	3.5	-1.5	0.3	4.4	11.4	19.8
NASDAQ	-7.8	-7.4	6.4	0.4	-3.7	3.9	11.1	19.7
2015-2018 (9 hikes)								
S&P 500	-9.3	-2.2	0.2	8.9	6.5	13.0	16.7	27.9
Dow Jones Industrial Index	-9.9	-2.4	-0.1	11.8	5.9	11.0	13.6	21.7
NASDAQ	-11.5	-6.1	-4.5	7.2	7.8	16.4	20.3	33.9
Average								
S&P 500	-3.0	-0.6	-3.9	1.8	0.8	7.9	16.9	22.8
Dow Jones Industrial Index	-2.7	-0.7	-5.0	0.4	0.4	7.4	16.2	21.9
NASDAQ	-4.0	-3.6	-5.6	5.3	-0.5	7.9	19.8	25.8

流动性拖累市场的幅度将减轻

- ❖ 流动性紧缩是2022年全球市场最重要的逆风，但港股下跌幅度远超过流动性因素产生的影响，主要反映人民币贬值、基本面恶化（疫情冲击），以及地缘政治因素。
- ❖ 建银国际香港市场流动性指数与恒生指数之间的累积利差继续以与上月相似的速度扩大，但可能在近期恒生指数反弹的背景下放缓。在目前恒生指数的价值和流动性环境下，流动性条件仍然支持恒生指数。
- ❖ 考虑到历史市场周期的滞后期，累积差值在2022年3月见底，十月的恒指底部将可能适合流动性指数与恒生指数之间的平均滞后。
- ❖ 港元从加息周期开始之后持续在7.85弱方兑换保证附近，但在息差收窄之后开始有所反弹，2023年美联储停止加息后美港息差大概率会达到新的平衡水平，预计港股会脱离弱方兑换保证，逐步转强。

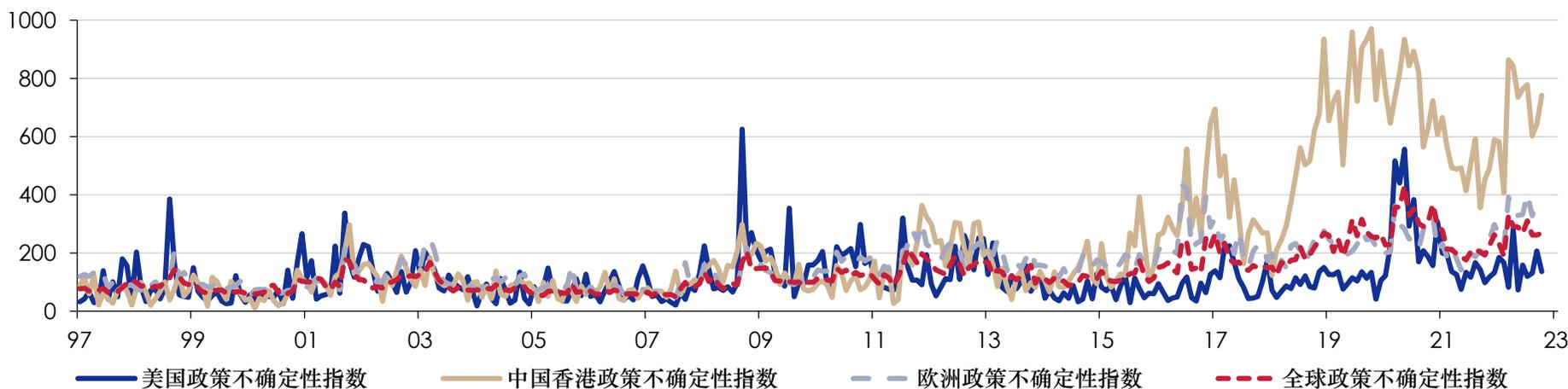


数据来源：Bloomberg，建银国际；数据截至2022-11-16

主要需要关注哪些风险点？

❖ 政策失误可能是2023年最大的风险点：不确定性增加失误的概率

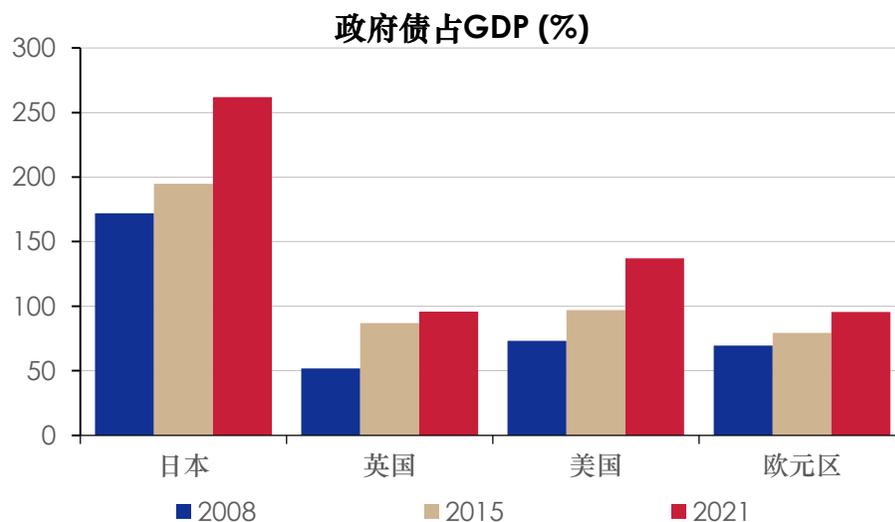
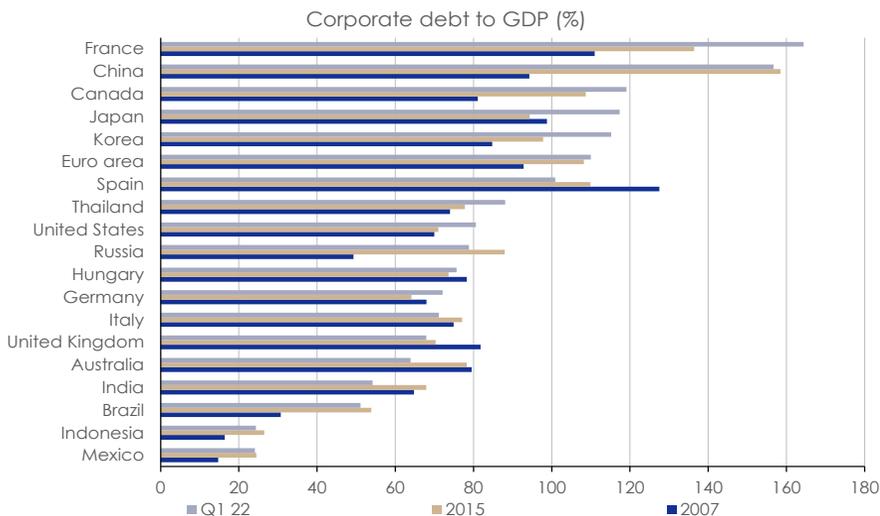
- 货币政策：过度紧缩会导致经济衰退更加严重，但不够紧缩有风险让通胀失控
 - 美联储货币政策路径与市场预期之间可能存在不可忽视的偏差
 - 美联储货币紧缩的外溢影响继续发酵
- 财政政策：很多国家在高通胀环节推出所谓的“通胀纾缓政策”，但这种刺激政策增加通胀压力，与货币政策不一致，此外也增加政府债务负担。同时，如果完全不支撑经济，多数国家可能面临更大的衰退压力。
- 经济政策政治化：从特朗普时代开始，更多国家开始走民粹主义的道路。多数国家的政策变得更加政治化，包括增加关税、制裁等等，整体影响经济效率以及市场信心。
- 全球政策不确定性在过去几年明显高于历史均值。



数据来源：Bloomberg，建银国际；数据截至2022-11-16

主要需要关注哪些风险点？

- ❖ 持续高利率环境下，发生全球性或区域性金融危机的可能性上升：虽然金融危机的触发点通常不同，最终爆发的催化剂也难以预测，但有一些值得关注的共同点，如高杠杆及流动性萎缩等
- ❖ 信用风险：高利率增加融资成本及难度，经济放缓降低还款能力
 - 高息企业债的风险相对高：截至2022年1季度，6个国家的企业债占GDP比重超过100%，主要国家的企业债也超过2007年时代的水平。由于过去十几年利率较低，很多企业适应低利率再融资，在高利率环境不一定有还债能力。
 - 家庭债务状况比2008年要健康很多：信用卡违约率远低于2008-09年水平（1.8%对比6.7%），全球平均家庭债占GDP比重也低于2008-09年水平（65%对比68%）
 - 主权债方面，政府债对GDP也在过去几年明显上升，但由于央行可以使用量化宽松，我们认为短期内出现危机的可能性较低。值得关注的国债风险可能主要在欧元区外围国家（意大利，希腊，等等）以及欧洲央行具体怎么落实反碎片工具



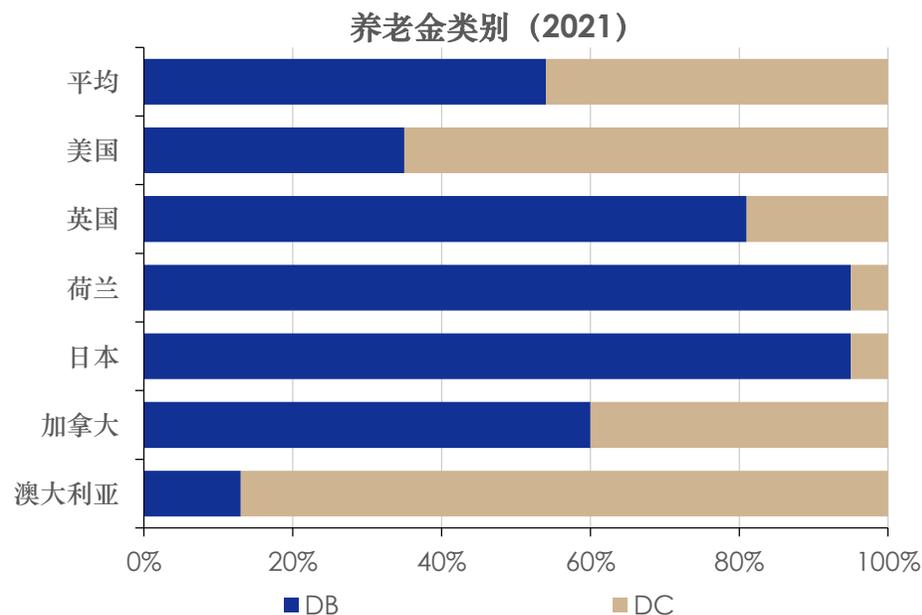
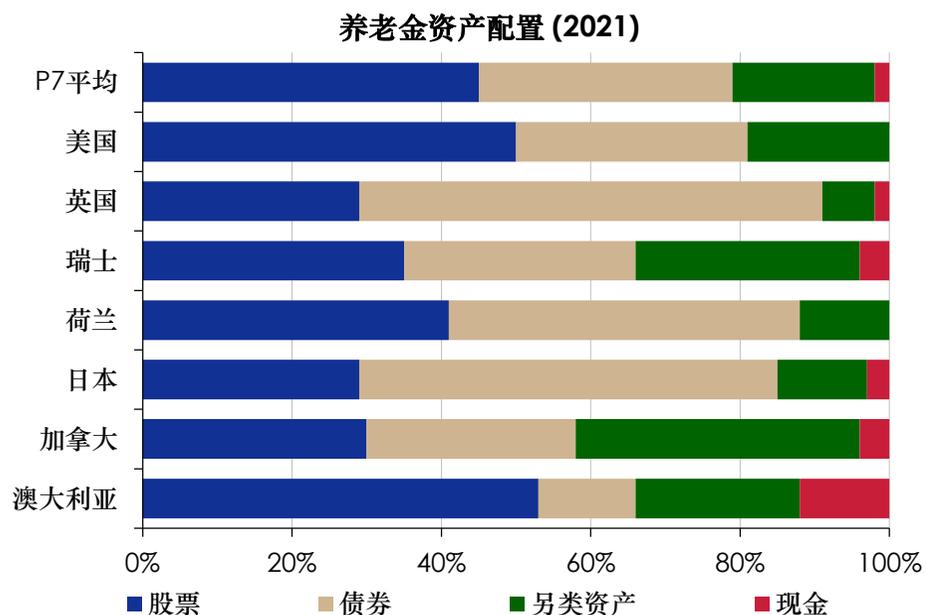
数据来源: Bloomberg, 建银国际; 数据截至2022-12-2

主要需要关注哪些风险点？

❖ 我们认为养老金方面的风险值得密切关注：

- 养老金开支持续上升：人口老龄化，平均寿命上升，以及多数国家提供固定福利(DB) 计划
- 养老金需要增加风险资产配置才能获得足够的回报率：由于过去几年传统固定收益产品收益率较低，养老金资产配置增加了风险资产，也加杠杆。本轮熊市导致很多养老金亏损，也增加未来的风险。

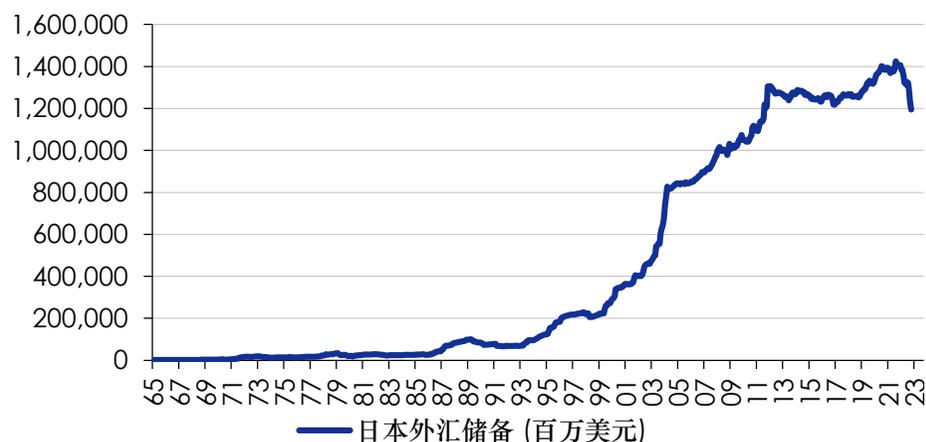
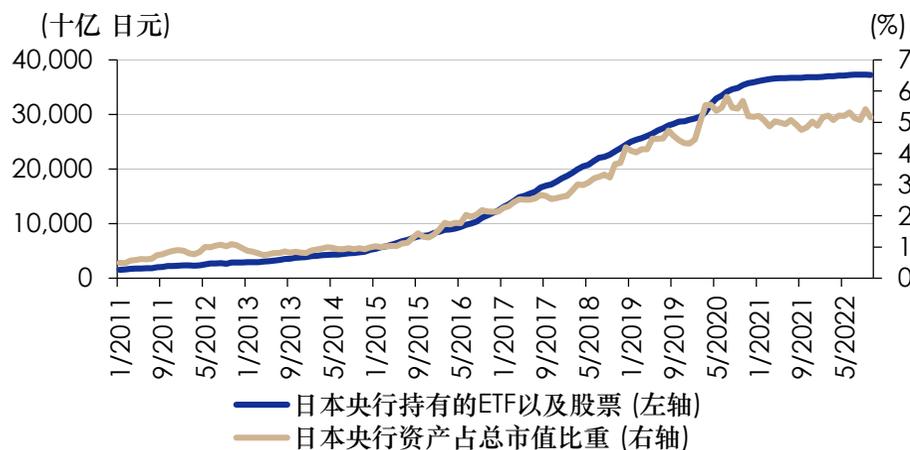
❖ 英国的案例显示养老金的风险可能比想象的要进：虽然英国央行正在货币政策紧缩周期，在10月特拉斯政府推出迷你预算之后突然实施紧急债券购买政策，显示养老金体系的风险。



数据来源：OECD, Thinking Ahead Institute, 建银国际

主要需要关注哪些风险点？

- ❖ 日本央行从2013年开始实施大力度的货币宽松政策，从2016年开始收益率曲线控制政策（YCC），货币宽松在过去10年大力度的支撑日本资本市场
- ❖ 2022年，随着全球通胀上升以及货币政策紧缩加速，日本与其他国家的货币政策分歧扩大，导致资本外流压力大幅上升，日元快速贬值
- ❖ 如果这种环境长期持续，日本央行最终需要选择坚持YCC政策或者守住日元：
 - YCC政策对市场稳定有较大的影响：日本央行持有36.9万亿日元的ETF（超过80%的市场总额），以及549.8万亿日元的国债（超过50%国债市场总额），如果停止购买或者开始卖出，日本金融市场将面临非常大的挑战。
 - 日本政府在10月底宣布29.1万亿日元的财政刺激政策，如果突然停止YCC政策，债务负担将大幅上升
 - 日本无法接受日元过度贬值：虽然弱日元利好出口以及旅游行业，日本有很高的能源及食品进口依赖度，过度的日元贬值将对社会稳定产生风险
 - 干预日元汇率的子弹有限：日本央行在2022年持续干预日元，外汇储备从年初的1.42万亿美元下滑至1.19万亿美元（其中9-10月下滑1000亿美元），如果日本希望维持健康的储备（6个月的进口），这对应的是4100亿美元左右
- ❖ 4月黑田任期结束之后会否看到新的方向？



数据来源：Bloomberg，建银国际；数据截至2022-12-2

2023年宏观经济展望

中国经济指标预测

	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F	2024F
实际GDP (% 同比)	3.7	7.6	5.3	5.1	8.1	3.3	5.4	5.3
工业增加值 (% 同比)	3.0	9.1	5.9	6.1	10.5	4.0	6.0	5.9
固定资产投资 (% 同比, 年初至今)	4.5	6.0	6.2	6.1	4.9	6.0	6.1	5.0
社会消费品零售总额 (% 同比)	-1.9	10.7	7.1	9.8	12.4	0.3	6.5	6.4
出口 (美元, % 同比)	-4.2	3.0	4.4	14.1	29.6	7.9	4.6	5.0
进口 (美元, % 同比)	-1.0	3.2	5.2	3.0	30.0	2.1	2.7	3.3
消费价格指数 (% 同比)	3.0	1.6	2.2	3.2	0.9	2.0	2.5	2.7
生产价格指数 (% 同比)	0.1	-1.2	1.6	1.9	8.1	4.3	0.6	1.3
社会融资规模 (% 同比)	10.8	10.8	11.3	11.0	10.3	10.8	11.0	10.0
美元/人民币 (期末值)	7.0	6.9	6.8	6.7	6.4	7.0	6.7	6.6
七天回购利率 (% 期末值)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2	2.0	2.0	2.0
大型银行存款准备金率 (% 期末值)	10.75	10.50	10.50	10.50	11.5	11.0	10.5	10.5
中国十年期国债收益率 (% 期末值)	2.9	3.0	3.1	3.1	2.8	2.9	3.1	3.2
有效预算内赤字 (% 占GDP比重) *					-3.8	-6.0	-6.0	-5.8

美国经济指标预测

	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
美国经济年增长率 (% 同比)	1.8	0.3	0.6	0.5	-0.5	-0.2
个人消费开支核心物价指数增长率 (% 同比)	4.9	5.1	4.8	4.5	3.9	3.0
联邦基金目标利率 (期末值 %)	3.00-3.25	4.25-4.50	4.75-5.00	4.75-5.00	4.75-5.00	4.50-4.75
美国2年国债收益率(期末值 %)	4.2	4.5	4.3	4.1	4.0	3.8
美国10年国债收益率 (期末值 %)	3.8	3.8	3.8	3.7	3.6	3.5

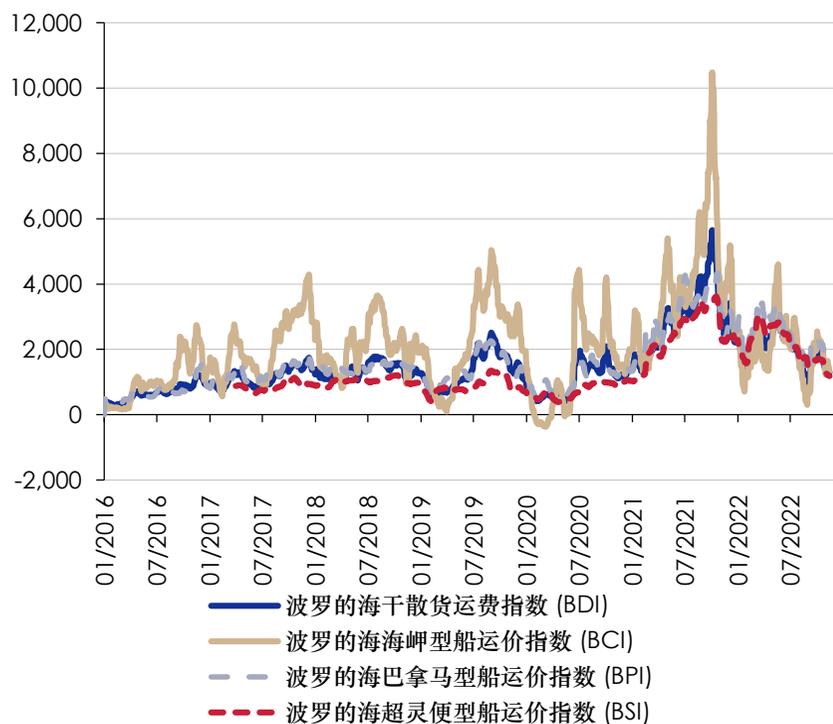
资料来源: 国家统计局, CEIC, 彭博, 建银国际宏观团队; *包括官方预算赤字以及财政存款净提取和从其他财政账户转移

运价指数下降 全球需求趋弱

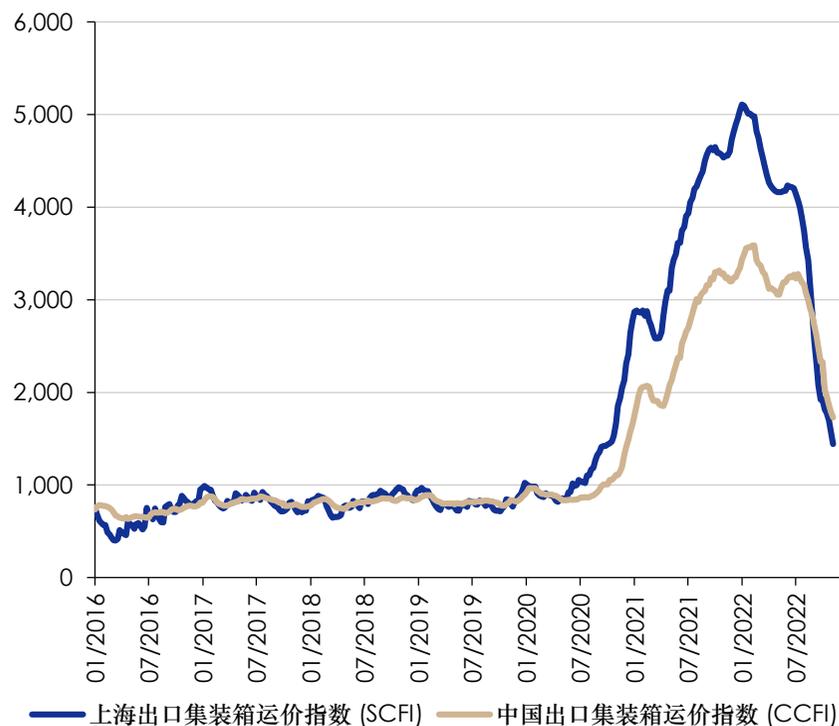
❖ 运价指数2022年下半年以来持续走低

- 主要运价指数2022年下半年以来普遍走低。截至2022年11月16日，波罗的海干散货运费指数 (BDI)按月下降30%，按年下降47%，伴随BCI、BPI和BSI全线走低。上海出口集装箱运价指数 (SCFI)按月下滑25%，按年下降68%，中国出口集装箱指数 (CCFI)按月下滑26%，按年下降47%。这显示全球需求不振，贸易增速趋于放缓

波罗的海干散货运费指数



上海与中国出口集装箱运价指数



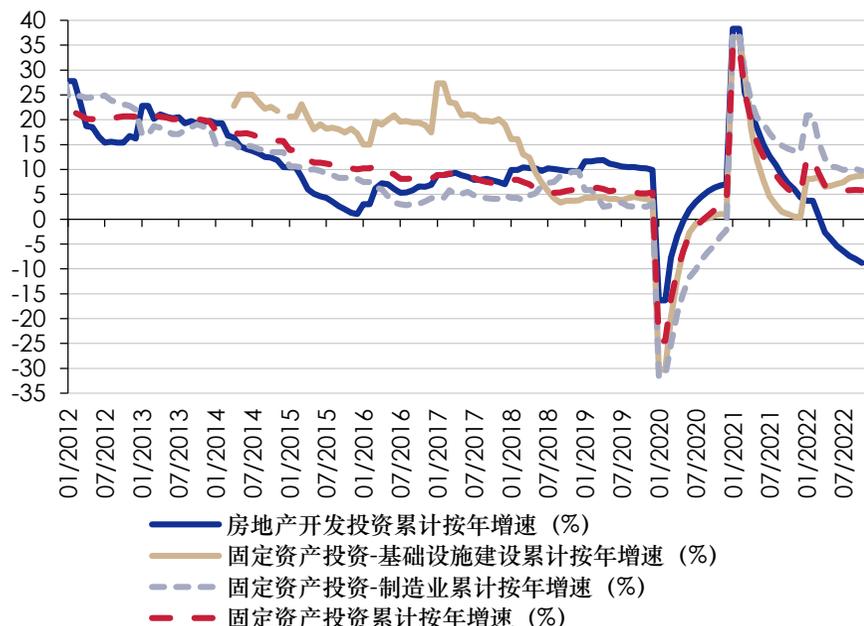
资料来源: Bloomberg, 建银国际; 数据截至2022-11-16

基建和制造业投资稳健 房地产投资待恢复

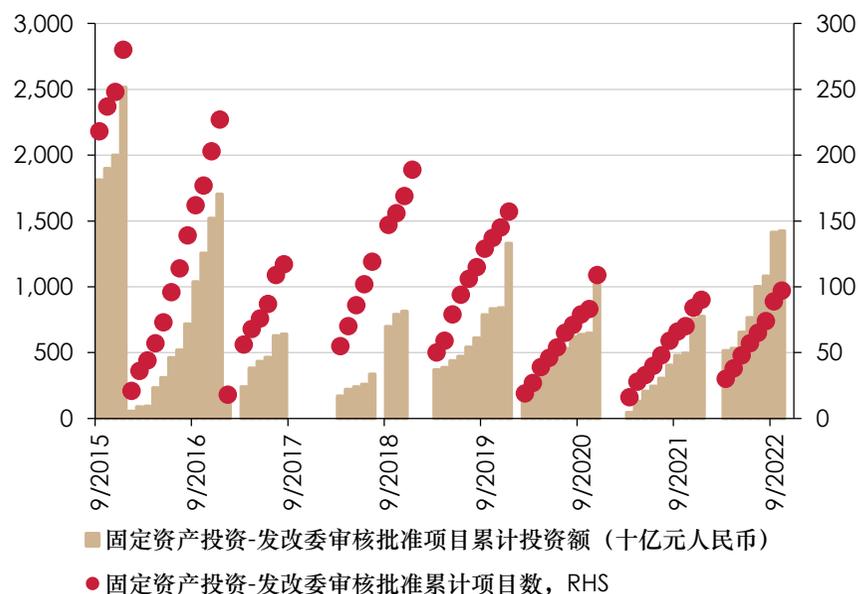
❖ 房企融资迎政策利好

- 2022年迄今，抓项目促投资为稳增长提供了强有力的支撑。10月固定投资累计按年增速达5.8%，其中制造业投资增速达9.7%，基建投资增速达8.7%，而房地产开发投资放缓至-8.8%
- 房地产行业11月持续迎来政策利好，信贷、债券及股权融资“三支箭”齐发。房地产“金融16条”正式发布，多家房企获得授信，显示作为“第一支箭”的信贷力度加大。交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元人民币民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。证监会宣布在股权融资方面调整优化5项措施，房企融资“第三支箭”亦正式落地。另外，年内五年期LPR下行、各地优化调整购房政策等，亦为楼市带来支持

中国固定投资增速



发改委审核批准项目



资料来源: Bloomberg, 综合新闻报道, 建银国际; 数据截至2022-11-17

内地线上零售持续复苏 线上渗透率创新高

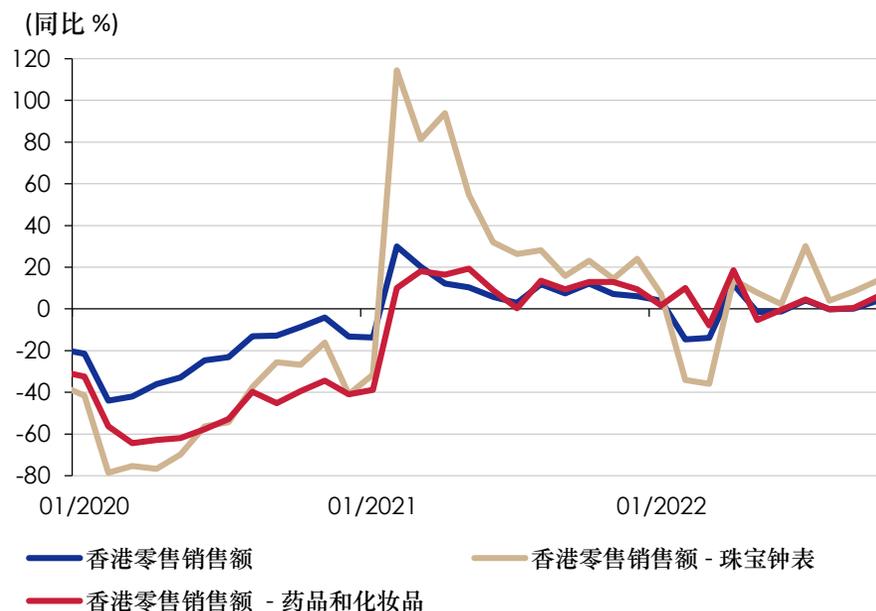
❖ 整体消费反复 线上消费造好

- ▶ 尽管整体社会消费品零售增速反复，但内地线上零售增速从2022年中起持续复苏，线上零售额累计按年增速从5月的2.9%持续加快至10月的4.9%，其中实物商品网上零售额累计按年增速则从4月的5.2%连月加快至10月的7.2%。线上渗透率方面，中国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重一路走高，从2022年2月的22.0%升至5到9月的25.0%或以上，10月进一步升至26.2%，创2015年以来的新高
- ▶ 伴随防疫政策放宽及消费券等措施出台，香港的消费逐步走出疫情阴霾，其零售销售额增速在2022年下半年起整体改善，10月进一步加快至3.9%，其中珠宝钟表、书报文具礼品及汽车与零件等均录双位数增速

中国网上零售额增速



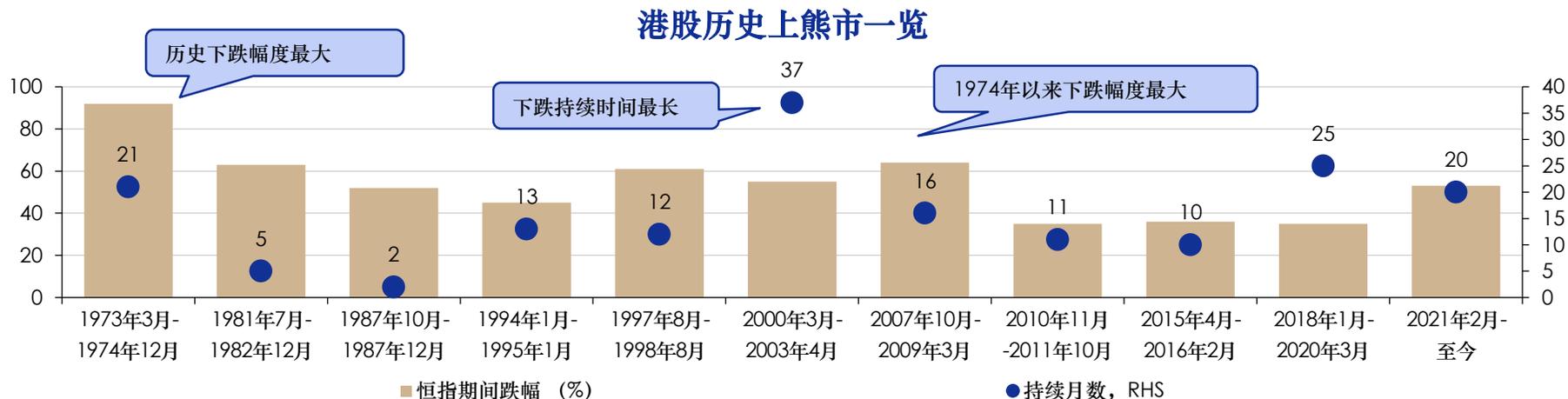
中国香港零售销售额增速



资料来源: Bloomberg, 建银国际; 数据截至2022-12-1

港股此轮熊市跌幅处于历史中值水平

❖ 以阶段高点与低点计，港股现处于第十一轮熊市，恒指从高点一度回落53%，处于历史熊市跌幅中值水平，但较1973年起、1997年起及2007年起熊市的跌幅尚有距离，此外截至10月末低点已下跌20个月，长于历史中值13个月



2000年3月至2003年4月恒生指数走势

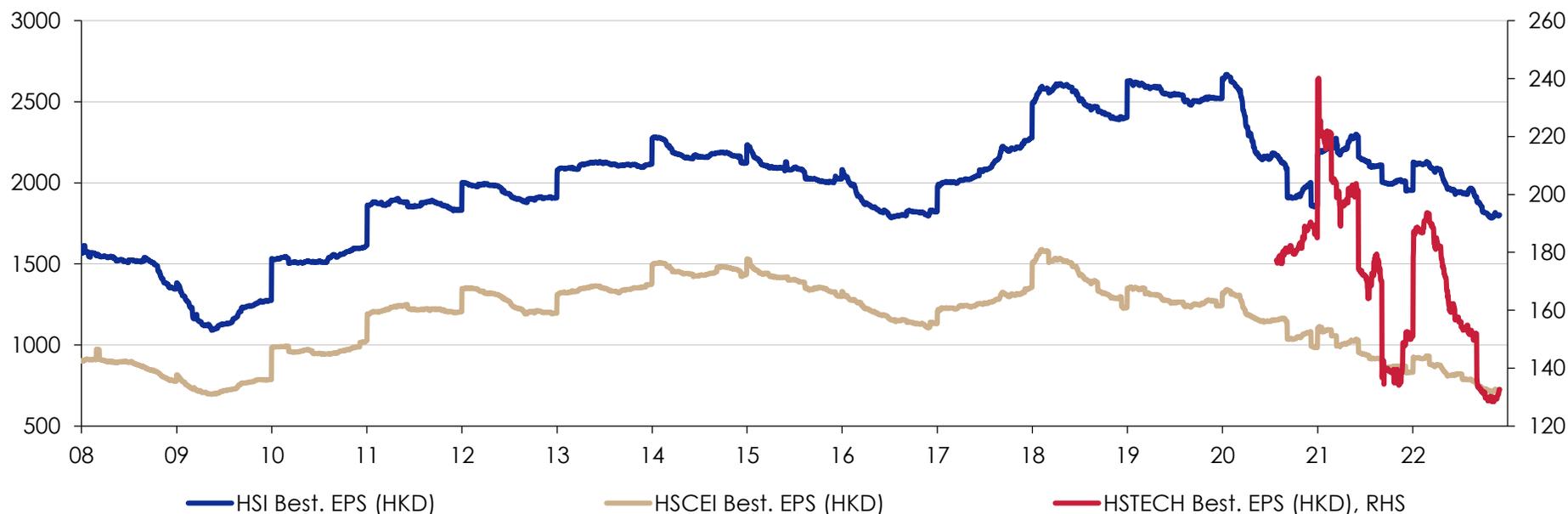


数据来源: Bloomberg, Wind, 建银国际; 截至2022-10-31

盈利预测下调喘定 明年或温和复苏

- ❖ 港股主要指数盈利预测在环球股市中率先下调，恒指、国指及科指在2022年1至10月分别累计下调8.6%、14.8%及10.7%，11月分别回升1.1%、2.0%及2.1%
- ❖ 中资龙头科网及消费等成长股盈利预测多数已在8至11月喘定或上调，而香港本地股在9至10月期间对恒指盈利预测的拖累则较大，并伴随着人民币汇率大幅波动，及主要指数成份股变动与权重再平衡
- ❖ 目前市场一致性预期显示，2023年恒指盈利预测或按年增长14%（自下而上预测调整通常较滞后），我们则预计整体或有6%的增速，其中中资股盈利预测增速或达8%，主要基于内地和香港经济将温和复苏、成熟市场衰退、美联储加息周期结束及人民币汇率反弹

三大指数盈利预测



数据来源: Bloomberg, 建银国际; 数据截至2022-12-1

恒指估值10月末跌至历史低位 11月显著回升



数据来源: Bloomberg, 建银国际; 数据截至2022-12-1

预计恒指震荡向上，波动区间介于16200-22200点

❖ 预计港股2023年震荡向上，恒生指数波动区间介于16200-22200点，国企指数波动区间介于5700-7800点，科技指数介于3200-5300点。

情景分析		23E盈利增速						
		-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	
恒生指数	预测估值 (X)	15	24297	25647	26996	28346	29696	31046
		14	22677	23937	25197	26456	27716	28976
		13	21057	22227	23397	24567	25737	26906
		12	19437	20517	21597	22677	23757	24837
		11	17818	18807	19797	20787	21777	22767
		10	16198	17098	17998	18897	19797	20697
		9	14578	15388	16198	17008	17818	18628
		8	12958	13678	14398	15118	15838	16558

情景分析		23E盈利增速						
		-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	
恒生国企指数	预测估值 (X)	12	7776	8208	8640	9072	9504	9936
		11	7128	7524	7920	8316	8712	9108
		10	6480	6840	7200	7560	7920	8280
		9	5832	6156	6480	6804	7128	7452
		8	5184	5472	5760	6048	6336	6624
		7	4536	4788	5040	5292	5544	5796
		6	3888	4104	4320	4536	4752	4968

情景分析		23E盈利增速						
		-10%	0%	10%	20%	30%	40%	
恒生科技指数	预测估值 (X)	50	5801	6445	7090	7734	8379	9023
		45	5220	5801	6381	6961	7541	8121
		40	4640	5156	5672	6187	6703	7218
		35	4060	4512	4963	5414	5865	6316
		30	3480	3867	4254	4640	5027	5414
		25	2900	3223	3545	3867	4189	4512
		20	2320	2578	2836	3094	3351	3609

数据来源: Bloomberg, 建银国际

投资主题

- ❖ 资讯科技和医疗保健业动能上升
- ❖ 关注成长、质量与低波动因子
- ❖ “中字头” 国企股具备重估空间
- ❖ 绿色低碳转型带来产业机遇

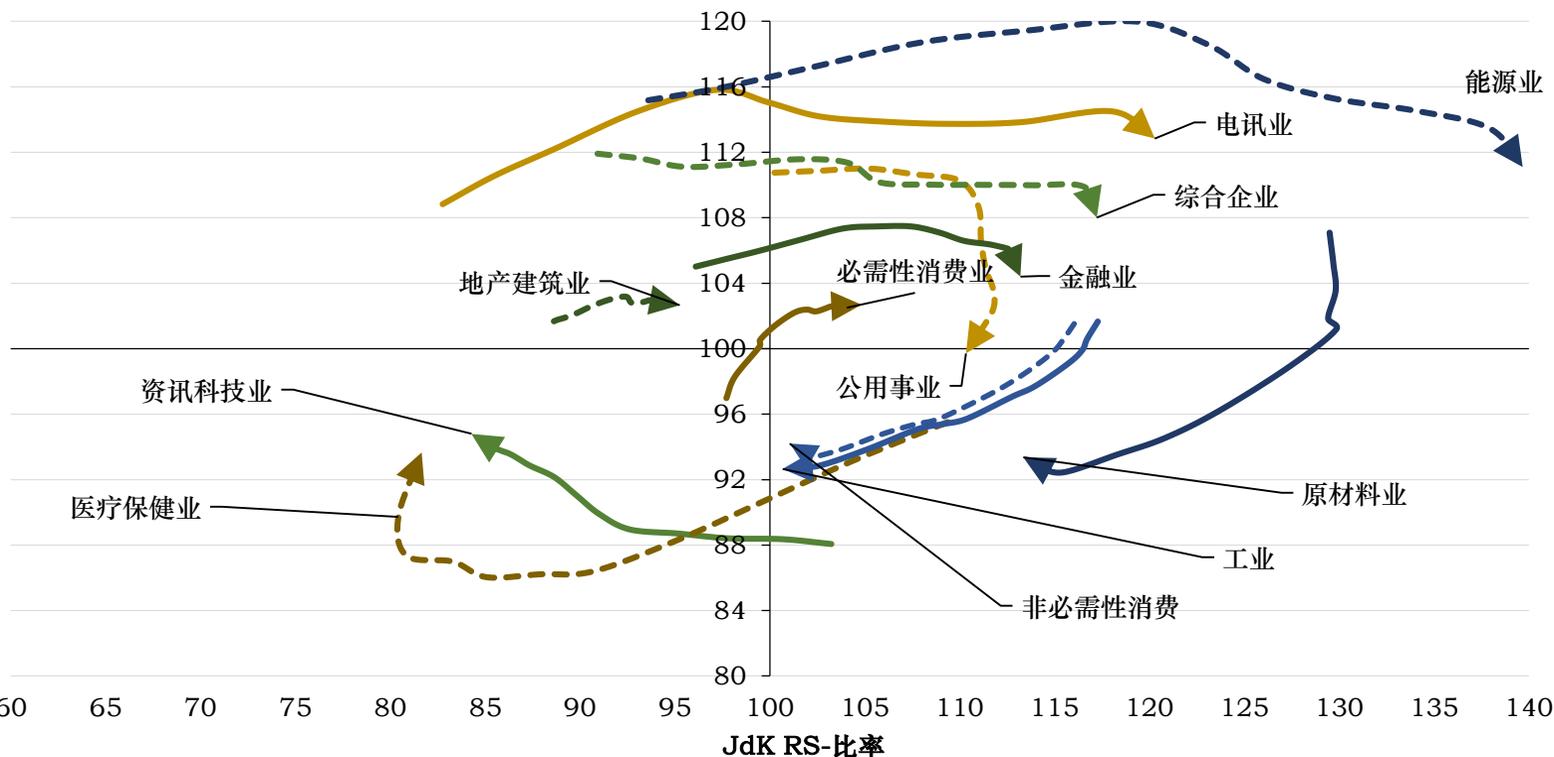


资讯科技和医疗保健业重拾动能

强势

领先

JdK RS-动能



落后

弱势

- - -> 非必需性消费业
- > 必需性消费业
- > 资讯科技业
- > 电讯业
- - -> 公用事业
- - -> 综合企业
- - -> 能源业
- > 金融业
- > 工业
- > 原材料业
- - -> 地产建筑业

JdK RS-Ratio: 指数相对于参照指数的表现。大于100表示好于参照指数。但有一定时间滞后性，不能用以判断转折点，主要用以判断趋势的延续。

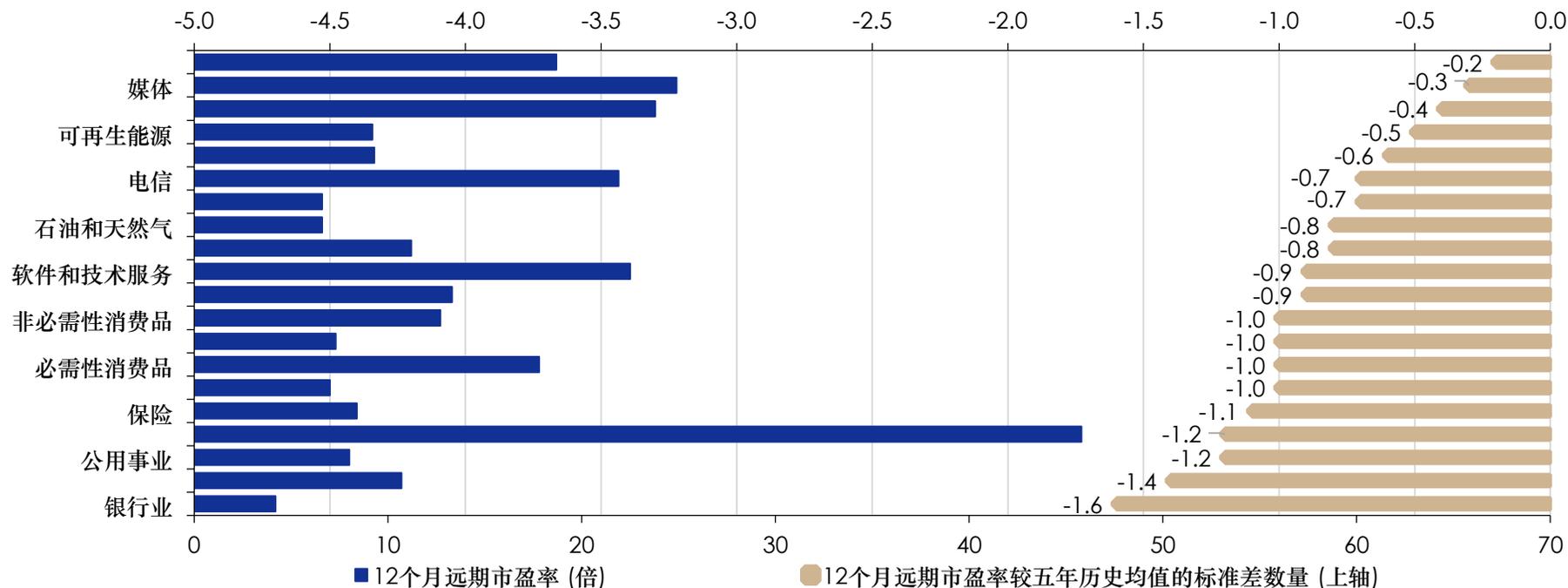
JdK RS-Momentum: 指数相对于参照指数的动能。大于100表示JdK RS-Ratio的向上转折点。强势：表现弱于参照指数但动能走强；领先：表现强于参照指数，相对走强；落后：表现弱于参照指数，相对走弱；弱势：相对走强但动能走弱。

数据来源: Bloomberg, 建银国际; 数据截至2022-11-30

恒综指所有板块估值均低于五年历史均值

- ❖ 恒生综合指数（518只成份股）的20个主要板块，截至11月中旬的12个月远期市盈率，均低于其五年历史均值，为近年所罕见；其中有9个板块，包括银行业、工业服务、公用事业、保险、房地产及非必需性消费品等，12个月远期市盈率低于其五年历史均值一个标准差或以上
- ❖ 截至11月29日，恒生综合指数的科技和必需性消费估值分别较五年均值下降78%和62%，通讯和地产分别较五年均值下降32%和29%，公用、金融和工业分别较五年均值下降18%、16%和13%。伴随宏观经济温和复苏及流动性边际改善，以及结合自下而上的行业判断，我们预计成长性行业存在20-30%的估值修复空间，周期性行业存在10-15%的估值修复空间

恒生综合指数各板块估值



数据来源: Bloomberg, 建银国际; 数据截至2022-11-17

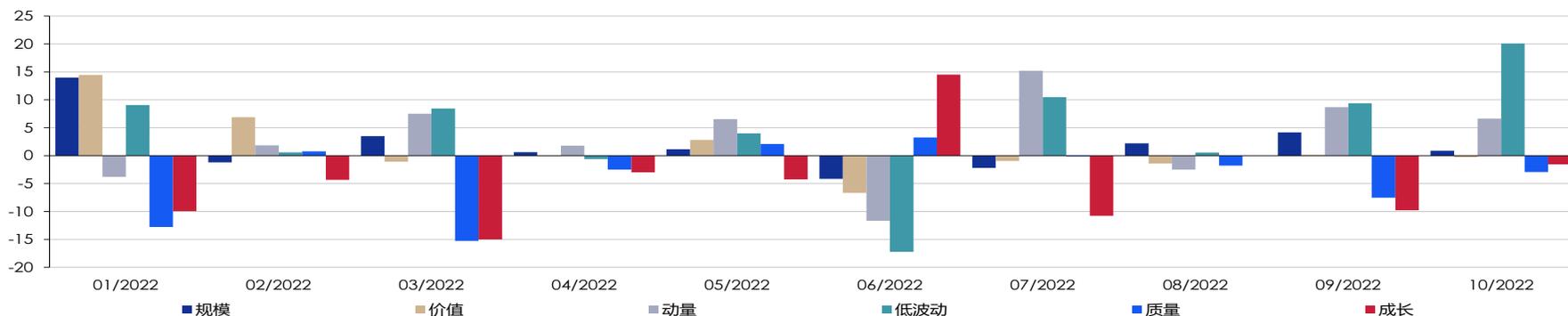
关注成长、质量与低波动因子

- ❖ 就恒指而言，成长因子历史上通常在熊市的前期和中期跑输价值因子，但在后期或尾声时已经开始逐渐小幅跑赢价值因子，另外成长因子在牛市期间普遍表现出色，并且其连同质量因子在港股最近的两次牛市中均位列表现最佳因子
- ❖ 多头策略下，低波动因子在港股熊市时期普遍表现出色。市场中性策略下，低波动因子在惊涛骇浪的市场环境中，可录得颇为可观的收益，并显现出较强的选股能力 [详见报告《港股历次牛熊市风格因子回测研究》](#)

2018年1月至2020年3月恒生指数股份各因子回测表现



2022年1至10月恒生指数各因子市场中性策略月度回报 (%)



成长与质量风格股票池 (1)

排序居前的成长风格恒指成份股

股票代码	公司名称	行业	因子值
3690 HK	美团 - W	互联网媒体及服务	2.6 σ
6098 HK	碧桂园服务	地产服务	2.2 σ
2269 HK	药明生物	健康护理设施与服务	1.6 σ
2331 HK	李宁	零售 - 非必需性	1.6 σ
9618 HK	京东集团	电商非必需性	1.2 σ
1810 HK	小米集团	科技硬件	1.1 σ
241 HK	阿里健康	零售 - 必需性消费	1.0 σ
881 HK	中升控股	零售 - 非必需性	1.0 σ
1211 HK	比亚迪	汽车	0.9 σ
2020 HK	安踏体育	零售 - 非必需性	0.9 σ
6862 HK	海底捞	休闲设施与服务	0.9 σ
968 HK	信义光能	可再生能源	0.9 σ
9633 HK	农夫山泉	啤酒饮料	0.8 σ
669 HK	创科实业	机械	0.6 σ
1299 HK	友邦保险	保险	0.6 σ

排序居前的质量风格恒指成份股

股票代码	公司名称	行业	因子值
9633 HK	农夫山泉	啤酒饮料	100
2331 HK	李宁	零售 - 非必需性	99
1093 HK	石药集团	生物技术与制药	98
388 HK	香港交易所	机构金融服务	96
291 HK	华润啤酒	啤酒饮料	95
2382 HK	舜宇光学科技	科技硬件	93
2020 HK	安踏体育	零售 - 非必需性	92
316 HK	东方海外国际	运输与物流	91
6098 HK	碧桂园服务	地产服务	89
3692 HK	翰森制药	生物技术与制药	88
2269 HK	药明生物	健康护理设施与服务	86
1876 HK	百威亚太	啤酒饮料	85
9999 HK	网易	娱乐内容	84
868 HK	信义玻璃	建筑材料	82
968 HK	信义光能	可再生能源	81

成长与质量风格股票池 (2)

排序居前的质量风格恒综指成份股

股票代码	公司名称	行业	因子值
1579 HK	颐海国际	食物	100
1755 HK	新城悦服务	地产服务	100
3913 HK	合景悠活	地产服务	100
639 HK	首钢资源	金属与采矿	100
9633 HK	农夫山泉	啤酒饮料	100
9979 HK	绿城管理控股	工程与建筑	100
1093 HK	石药集团	生物技术与制药	99
2331 HK	李宁	零售 - 非必需性	99
2669 HK	中海物业	地产服务	99
3319 HK	雅生活服务	地产服务	99
388 HK	香港交易所	机构金融服务	99
1995 HK	旭辉永升服务	地产服务	98
6186 HK	中国飞鹤	食物	98
6699 HK	时代天使	医疗设备与器械	98
6969 HK	思摩尔国际	烟草	98
990 HK	荣晖国际	化学	98
291 HK	华润啤酒	啤酒饮料	97
327 HK	百富环球	科技硬件	97
9983 HK	建业新生活	地产服务	97
1302 HK	先健科技	医疗设备与器械	96
1585 HK	雅迪控股	汽车	96
168 HK	青岛啤酒	啤酒饮料	96
189 HK	东岳集团	化学	96
3613 HK	同仁堂国药	生物技术与制药	96
6049 HK	保利物业服务股份有限公司	地产服务	96
1308 HK	海丰国际	运输与物流	95
136 HK	中国儒意	互联网媒体及服务	95
1448 HK	福寿园	消费服务	95
2359 HK	药明康德	健康护理设施与服务	95
506 HK	中国食品	啤酒饮料	95
867 HK	康哲药业	生物技术与制药	95
9997 HK	康基医疗	医疗设备与器械	95
1209 HK	华润万象生活	地产服务	94
1888 HK	建滔积层板	化学	94
2382 HK	舜宇光学科技	科技硬件	94
558 HK	力劲科技	机械	94
151 HK	中国旺旺	食物	93
2020 HK	安踏体育	零售 - 非必需性	93
6098 HK	碧桂园服务	地产服务	93
9666 HK	金科服务	地产服务	93
1772 HK	赣锋锂业	化学	92
303 HK	VTECH HOLDINGS	科技硬件	92
316 HK	东方海外国际	运输与物流	92
6169 HK	宇华教育	消费服务	92
6989 HK	卓越商企服务	地产服务	92
9992 HK	泡泡玛特	批发 - 非必需性	92

“中字头” 国企股具备重估空间

❖ 扭转国企大幅“折价”趋势

- 中国证监会主席易会满于2022年11月21日表示，针对上市公司结构与估值问题，要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。易会满指出，多种所有制经济并存、覆盖全部行业大类、大中小企业共同发展的上市公司结构，既是我国资本市场的一大特征，也是一大优势。要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景
- 国有企业是国民经济的重要支柱，受到国策明确支持。港股中的电讯、基建、金融及能源等“中字头”国企，普遍业绩及财务状况稳健，可持续性经营无虞。混改持续推进，与科网企业合作有进展，例如联通、移动及电信分别与腾讯、京东及阿里巴巴设立合营公司，有望共同协作壮大数字经济相关产业链。同时，“中字头”国企估值长期低企，历史市净率普遍破净，预测市盈率均在10倍以下，且股息回报不俗，预测股息收益率达5-13%，具备重估空间

“中字头” 普遍估值偏低且股息回报佳

股票代码	公司名称	预测市盈率 (x)	预测股息收益率 (%)	市净率 (x)	五年历史市净率均值 (x)
941 HK	中国移动	7.3	9.2	0.8	1.0
762 HK	中国联通	6.6	7.1	N.A.	0.6
728 HK	中国电讯	8.1	9.0	0.6	0.6
1800 HK	中交建	2.6	6.9	0.2	0.5
390 HK	中铁	2.8	5.1	0.4	0.6
1186 HK	中铁建	1.9	6.4	0.3	0.5
1618 HK	中国中冶	2.9	5.2	0.4	0.5
3323 HK	中国建筑	4.0	11.2	0.5	0.6
1398 HK	工行	3.5	8.7	0.4	0.8
939 HK	建行	3.3	8.8	0.4	0.7
1288 HK	农行	3.2	9.7	0.4	0.6
3988 HK	中行	3.2	9.3	0.4	0.5
857 HK	中石油	4.8	6.4	0.4	0.5
386 HK	中石化	5.7	12.8	0.5	0.6
883 HK	中海油	3.4	8.9	0.8	0.9

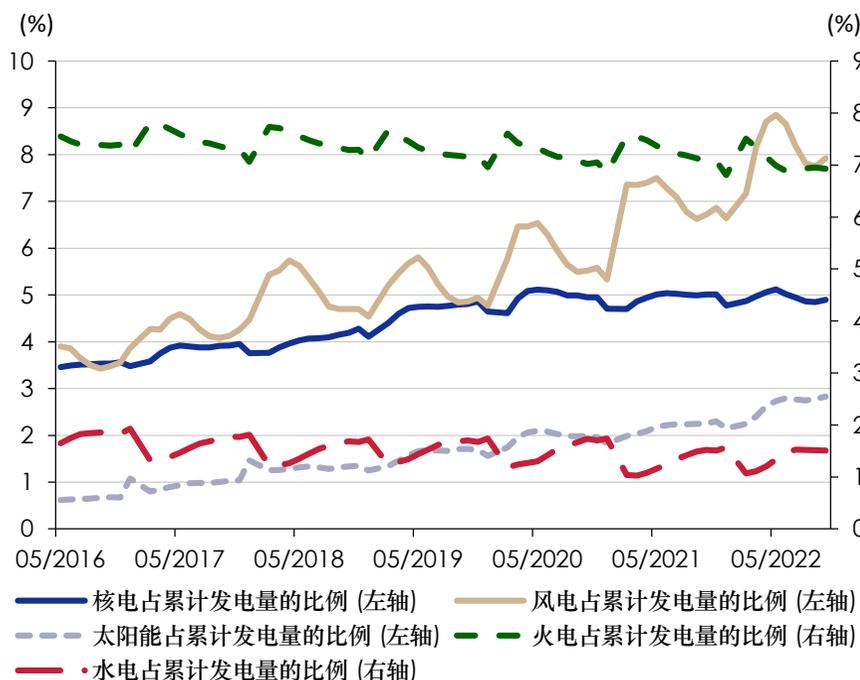
资料来源: Bloomberg, 综合媒体报道, 建银国际; 数据截至2022-12-1

绿色低碳转型带来产业机遇

❖ 新能源产业链增长确定性高

- 碳达峰碳中和国策之下，经济持续向绿色低碳转型，新能源产业链中长期具有较高的增长确定性
- 可再生能源在新增装机及发电量中所占份额持续扩大，风电和太阳能在2022年10月的发电量比例显著提升至接近8%和3%
- 新能源汽车销售增长持续强劲，1至10月按年增速达75%至181%，同期乘用车零售增速为-35%至29%，新能源汽车渗透率进一步提升

内地发电量分布



新能源汽车零售销量



资料来源: Bloomberg, 建银国际; 数据截至2022-11-16

2023年十大焦点股

行业	公司	股票代码	现价	目标价	上涨空间 (%)	2023年 预测 市盈率 (倍)	1个月 回报率 (%)	3个月 回报率 (%)	6个月 回报率 (%)	12个月 回报率 (%)	年初 至今 回报率 (%)	建银国际 2022年 每股盈利 增长预测 (%)	建银国际 2023年 每股盈利 增长预测 (%)	2023年 预测 股息率 (倍)	市值 (百万美元)	建银 国际 评级
TMT	京东集团	9618 HK	198.7	316.4	59.2	18.2	33.4	-19.3	0.1	-42.6	-25.8	45.8	17.8	0.0	80,399	优于大市
TMT	美团-W	3690 HK	136.6	207.3	51.8	67.0	10.6	-23.0	-14.5	-50.2	-39.4	NA	NA	NA	108,277	优于大市
医药	康方生物	9926 HK	31.5	39.5	25.4	NA	1.3	30.4	143.1	-37.3	-7.4	NA	NA	NA	3,393	优于大市
汽车	华晨中国	1114 HK	4.4	6.8	54.2	4.0	32.8	NA	NA	NA	NA	-72.0	48.5	4.5	2,850	优于大市
消费	安踏体育	2020 HK	81.6	113.0	38.5	18.1	10.5	-15.7	3.6	-36.2	-30.0	5.6	24.5	1.7	28,360	优于大市
消费	华润啤酒	291 HK	46.2	56.3	22.0	31.1	4.5	-16.5	7.3	-30.4	-27.7	-10.7	5.8	1.3	19,175	优于大市
地产	绿城中国	3900 HK	12.8	18.0	40.4	4.2	22.3	-14.4	-3.0	11.7	2.1	23.1	16.2	6.0	4,157	优于大市
金融	中国平安	2318 HK	43.9	65.0	48.2	5.5	32.7	-5.5	-6.4	-23.5	-21.9	-0.7	29.4	6.6	102,662	优于大市
新能源	信义光能	968 HK	8.9	12.0	34.5	14.6	12.8	-18.9	-33.6	-35.8	-32.5	-9.3	19.5	3.3	10,163	优于大市
工业	敏华控股	1999 HK	6.8	11.7	72.6	10.5	48.0	7.4	-6.1	-48.3	-43.9	15.6	12.9	4.8	3,402	优于大市

数据来源: DataStream, 建银国际; 数据截至2022-11-25

附表: 2023年主要事件日历

2023年1月		
克罗地亚正式加入欧元区	欧元区	1月1日
达沃斯世界经济论坛	全球	1月16-20日
日本央行货币政策会议	日本	1月18日
IMF全球经济展望更新	全球	待定
中央政治局会议	中国	待定
2023年2月		
财政政策执行情况报告	中国	待定
美联储货币政策会议	美国	2月1日
欧洲央行货币政策会议	欧元区	2月2日
2023年3月		
两会	中国	待定
日本央行货币政策会议	日本	3月10日
欧洲央行货币政策会议	欧元区	3月16日
美联储货币政策会议	美国	3月22日
2023年4月		
2023年国际货币基金组织和世行集团春季会议	美国/全球	待定
IMF全球经济展望更新	全球	待定
中央政治局会议	中国	待定
日本央行货币政策会议	日本	4月28日
2023年5月		
美联储货币政策会议	美国	5月3日
欧洲央行货币政策会议	欧元区	5月4日
MSCI半年度指数检讨	全球	待定
人民银行发布第一季度货币化政策执行报告	中国	待定
2023年6月		
美联储货币政策会议	美国	6月14日
欧洲央行货币政策会议	欧元区	6月15日
日本央行货币政策会议	日本	6月16日
泰国大选	泰国	6月18日
土耳其总统选举	土耳其	6月24日

2023年7月		
美联储货币政策会议	美国	7月26日
欧洲央行货币政策会议	欧元区	7月27日
日本央行货币政策会议	日本	7月28日
人民银行工作会议	中国	7月30日
中央政治局会议	中国	待定
IMF全球经济展望更新	全球	待定
2023年8月		
Jackson Hole经济会议	美国	8月下旬
2023年9月		
印度G20峰会	印度	9月9-10日
欧洲央行货币政策会议	欧元区	9月14日
美联储货币政策会议	美国	9月20日
日本央行货币政策会议	日本	9月22日
19届亚洲运动会 - 中国杭州	中国	9月23日-10月8日
2023年10月		
IMF和世行集团年会	美国/全球	10月12日至14日
欧洲央行货币政策会议	欧元区	10月26日
日本央行货币政策会议	日本	10月31日
中央政治局会议	中国	待定
二十届三中全会	中国	待定 (四季度)
巴基斯坦总统选举	巴基斯坦	待定
IMF全球经济展望更新	全球	待定
2023年11月		
美联储货币政策会议	美国	11月1日
阿根廷总统选举	阿根廷	待定
APEC会议	泰国	待定
中国国际进口博览会	中国	待定
MSCI半年度指数检讨	全球	待定
2023年12月		
中央经济工作会议	中国	待定
中央农村工作会议	中国	待定
美联储货币政策会议	美国	12月13日
欧洲央行货币政策会议	欧元区	12月14日
日本央行货币政策会议	日本	12月19日

数据来源: 建银国际整理

免责声明

评级定义：

优于大市 — 于未来12个月预期回报为高于10%
中性 — 于未来12个月预期回报在-10%至10%之间
弱于大市 — 于未来12个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的30个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后3个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第571章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少12个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

免责声明

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。

在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团有限公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡Financial Advisers Act规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡Financial Advisers Regulations第32C条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司2022。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097