

2023年5月4日

全球宏观

美国银行业危机拆解：美联储扩表仅是将问题从资产负债表转移至损益表

美联储的货币紧缩将为美国银行业带来的“价”与“量”的双重冲击。“价”的冲击将对银行业的资产负债表和损益表都造成压力，而“量”的冲击则将令银行业面临流动性总量与结构的双重压力。即使美联储可以维持资产负债表规模不变甚至是扩张，其资产负债表结构的变化仍可能会产生紧缩效应，因此银行业危机在货币政策彻底转向之前很可能都将继续发酵。

蔡瑞, CFA

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

- ① 我们发现，2.5%是美国银行业存款利率vs货币市场基金利差的关键阈值，达到或高于此阈值会加速储户的“存款搬家”。此轮加息周期中，伴随M2增速的断崖式下降，“存款搬家”则以“银行业存款总量流入”+“货币市场基金大幅流入”的搭配形式出现，这个组合对于银行业的冲击明显较上一轮周期更大。叠加融资成本上升、坏账率增加和终端信贷需求收缩，美国银行业面临资产负债表及损益表的双重承压
- ② 此轮高利率伴随美联储缩表QT，使流动性大盘收缩，信贷活动受抑，直接影响货币创造。但市场过度关注资产负债表的总量，往往容易忽略资产负债表的结构，即美联储负债端的银行业准备金的下降。准备金规模的收缩将令美国银行业的信贷意愿和信贷能力受抑，进而产生信贷紧缩效应。
- ③ 对风险资产保持谨慎：美联储货币紧缩为美国银行业带来“价”、“量”双重冲击，这个冲击还可能对外蔓延，未来需尤其关注以商业地产为主的本身行业低迷，又高度依赖于小银行进行信贷融资的产业。在停止加息至降息之间的这段时期，市场需要经历阵痛期。在此情况下我们对于风险资产继续持谨慎态度。未来需要持续关注美国银行风险外溢，对于权益资产整体偏保守，重结构，重点关注退可守、进可攻的标的。

目录

美联储扩表：市场反应过于乐观	3
美国银行业仍将面临“价”、“量”双重冲击	5
来自“价”的冲击：资产负债表及损益表双重承压.....	5
来自“量”的冲击：总量和结构对流动性的双重冲击.....	10
对风险资产维持谨慎：联储扩表只是转移了矛盾	14
美国银行业的危机尚未结束.....	14
关注银行业的风险外溢至商业地产	15
货币政策彻底转向之前，市场将经历阵痛期	18

美联储扩表：市场反应过于乐观

2023年3月10日硅谷银行倒闭，让市场意识到美国银行体系水面下的冰山——巨量的“持有到期”证券及其“未实现的亏损”。银行业原本资产端整体承压，而硅谷银行、瑞信银行事件发生后，叠加原本的货币紧缩带来的冲击，进一步加速了银行业储户大规模外流，进而加剧了银行业整体的负债端压力，2023年5月1日，第一共和银行也因负债端储户流失而宣布倒闭。

为缓解商业银行负债端的压力，美联储采取了包括银行期限融资计划（BTFP）以及贴现窗口借贷在内的一系列举措为商业银行提供流动性。2023年3月15日当周，美联储的资产负债表扩大了2,970亿美元，至8.63万亿美元，达到2020年4月以来的最高值。3月27日资产负债表更是达到了8.78万亿美元。

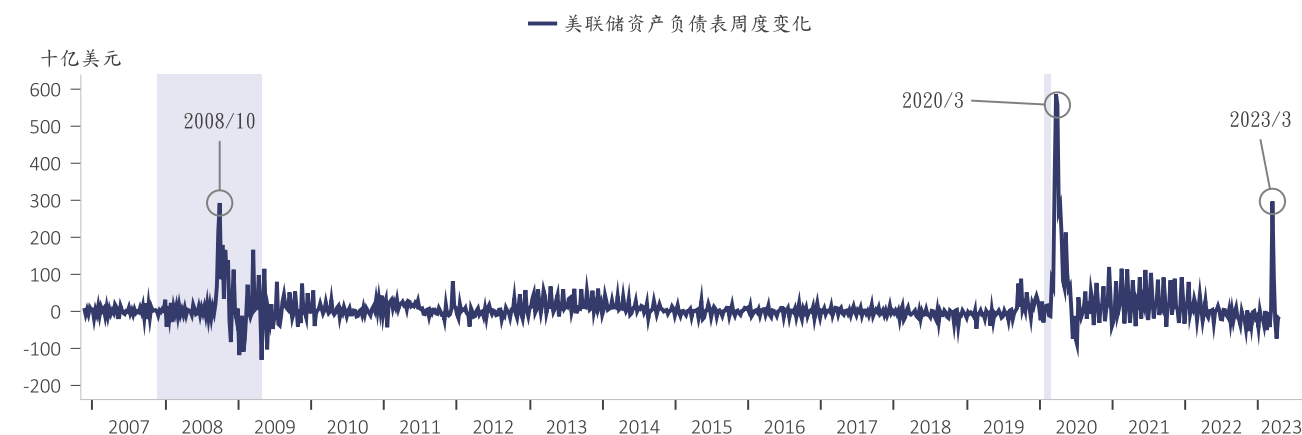
市场在美联储扩表后，大部分投资人对此持较为乐观的态度：

一是认为银行业危机已经告一段落甚至是完全终结且风险不会进一步外溢，二是认为美联储的扩表标志着自2021年开启的美联储货币政策紧缩实质上转向宽松。

我们认为市场对美国银行业的危机状况显得过于乐观。这在利率市场上尤为明显：据截至2023年5月2日的利率期货显示，当前市场所隐含的美联储降息预期为2023年7月，这一时间点明显过早，具体详见我们的报告《美联储：加息终点将近，降息转向尚远》。

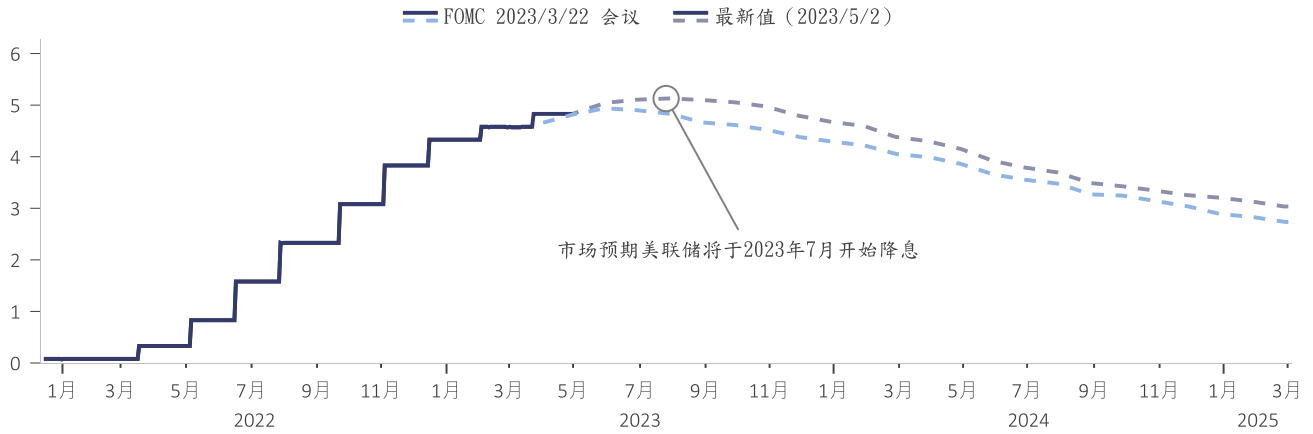
不同于市场的乐观态势，我们对于美国银行业仍然持有谨慎的态度，究其根本就在于，美国银行业将在“价”、“量”的双重冲击下，仍将继续承压，美联储的扩表仅是暂时的转移矛盾，而非彻底的解决矛盾。

图表 1: 美联储短暂扩表以应对银行业危机



资料来源：Macrobond、交银国际

图表 2: 联邦基金期货隐含的市场加息预期



资料来源: Macrobond、交银国际

美国银行业仍将面临“价”、“量”双重冲击

美联储的货币紧缩将为美国银行业带来的“价”与“量”的双重冲击。“价”的冲击将对银行业的资产负债表和损益表都造成压力，而“量”的冲击则将令银行业面临流动性总量与结构的双重压力。即使美联储可以维持资产负债表规模不变甚至是扩张，其资产负债表结构的变化仍可能会产生紧缩效应，而这正是市场所忽略的。

来自“价”的冲击：资产负债表及损益表双重承压

美联储的货币紧缩带来的“价”的冲击将对银行业的资产负债表和损益表都造成压力，其中资产负债表的压力主要来源于储户将存款搬家，而损益表的压力来自银行的融资成本的抬升、可能出现的企业坏账以及信贷需求端的收缩。

⊙ “价”的冲击波之一：“低收益高风险”场景下的存款搬家，加剧银行业【资产负债表】压力

美国银行业的“存款搬家”无疑是个影响巨大的灰犀牛，因为储户如果选择将资金继续留在银行储蓄户口，无疑是选择了“低收益、高风险”，不论是从收益还是风险的角度，都倾向于对银行存款进行搬迁。

从历史的表现来看，我们发现，2.5%是美国银行业存款利率 vs 货币市场基金利差的关键阈值，达到或高于此阈值会加速储户的“存款搬家”。

在“低收益、高风险”场景下，储户“存款搬家”将带来两个层面的影响：

- * 第一个维度是资金自银行迁徙至货币市场基金，这将使银行业整体负债端承压；
- * 第二个维度是银行业之间的存款从小型银行搬家至大型银行，使小型银行的负债端压力相比之下更为突出。
 - 低收益：美国货币市场基金收益率 vs 银行存款利率，利差扩大

美国的利率市场极为有效，但实质上也存在“利率分层”。以银行业为例，虽然美联储的联邦基金目标利率目前已经高达 5%，但银行业仍然可以通过储户获得低廉的资金来源，当前的 3 个月 CD 存单利率仅为 0.78%。但与此同时货币市场基金，由于其非常短的久期，伴随着美联储的持续加息，货币市场基金收益率不断上行，目前美国货币市场基金的收益率在 5% 左右。

美联储持续的加息使银行存款和货币市场基金的利差不断扩大。虽然储户出于使用粘性或者或不了解货币市场基金等原因，但当利差扩大到一定水平，“存款搬家”终会发生，经过我们的测算，2.5% 左右的利差水平往往会带来“存款搬家”的加速。

历史上看，美国银行业存款利率 vs 货币市场基金利率的利差水平对于判断“存款搬家”现象具有较好的领先作用：

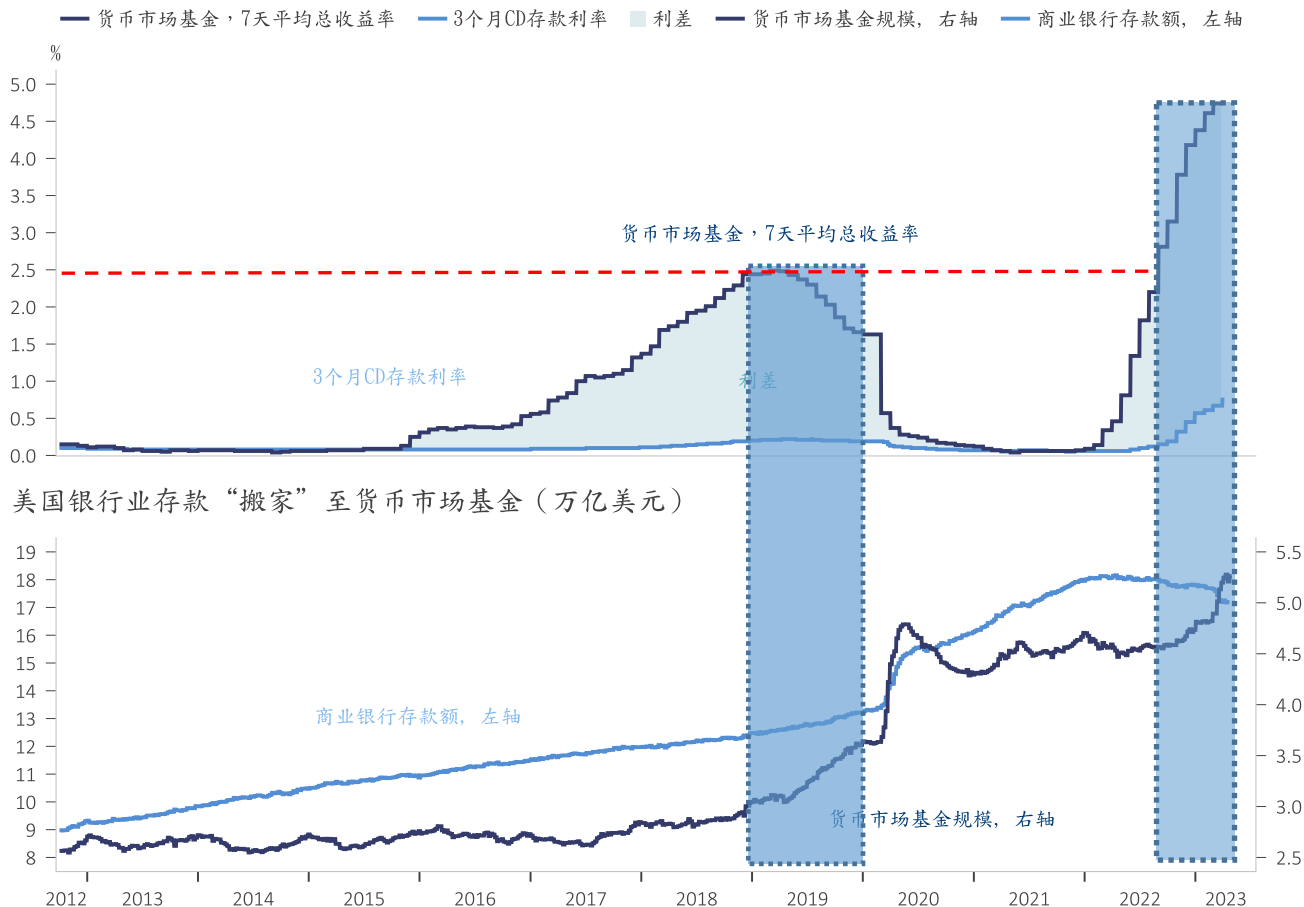
- 美国银行业存款利率vs货币市场基金的利差目前创下了历史新高。金融危机后，美国银行业存款利率 vs 货币市场基金利率的利差达到超过 2%的水平只发生过两次，第一次是 2018 年末的加息周期中，第二次就是此轮加息周期，当前的利差水平已经超过 4.5%。

- 2.5%是利差水平的关键阈值，达到 2.5%会引发“存款搬家”加速。

在 2018 年末时，利差达 2.5%时，“存款搬家”开始骤然加速，但得益于当时 M2 总量仍有正增长，因此“存款搬家”是以“银行业存款总量稳定”+“货币市场基金大幅流入”的搭配形式出现的，银行业存款仍然有正增长，对于银行业的冲击也相对较小。

在 2022 年 3 季度，利差达 2.5%左右时，“存款搬家”也大幅度加速，但此轮加息周期中，M2 增速断崖式下降，此轮“存款搬家”则以“银行业存款总量流入”+“货币市场基金大幅流入”的搭配形式出现，这个组合对于银行业的冲击明显较上一轮周期更大。

图表3：高利差促进存款自银行体系“搬家”至货币市场基金



资料来源：Macrobond、交银国际

除了传统的货币市场基金对于银行业的冲击之外，美国商业银行还面临 Fintech 的冲击。2023 年 4 月 17 日，Apple 公司与高盛合作推出 Apple Card 高息储蓄账户，其超过 4% 收益率以及便捷使用使得其受到了市场的追捧，其推出首周就吸引超过 24 万个新账户创立并吸引资金约 10 亿美元。在货币市场基金以及 Fintech 等渠道的夹击下，传统商业银行在这轮加息周期的压力明显高于以往。

* **高风险：银行业 vs 货币市场基金的风险在提升，加速储户进行存款搬家**

在“量难降、价升还需看联储”的格局下，美国银行体系水面下的冰山——巨量的“持有到期”证券及其“未实现的亏损”短期将不会缓解。硅谷银行、瑞信事件使得储户意识到银行业的风险，这无疑加速了“存款搬家”：

- **银行业的风险警报拉响**：储户在硅谷银行事件的发生无疑直接向储户拉响警报，让储户意识到在银行体系的风险再考虑到货币市

场基金更高的收益率，无疑会直接加速储户从银行业进行存款搬家，这会直接增加银行业的负债端压力。

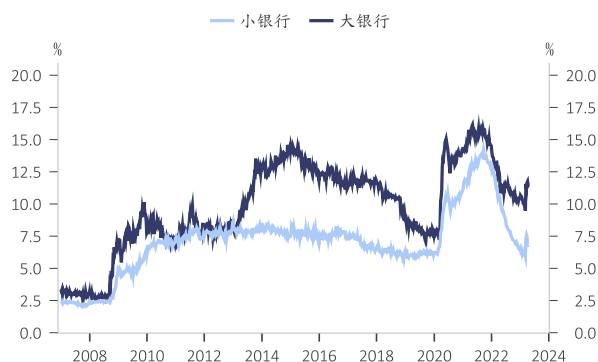
- 银行业之间，小型银行相较于大型银行的风险更大：小型银行的负债端将比大型银行承受更大压力：大型银行的监管要求更高，其流动性相对更为充足，应对负债端提款压力的能力也更强。因此银行业内部也存在风险分化，从风险控制的角度来看，部分存款可能自小银行迁移至大银行，这种情况下对小银行所面临的负债端压力相对更大。

图表4：美国银行业现金占非大额定存的比重



资料来源：Factset、Bloomberg、交银国际

图表5：美国银行业现金的总资产比重



资料来源：Factset、Bloomberg、交银国际

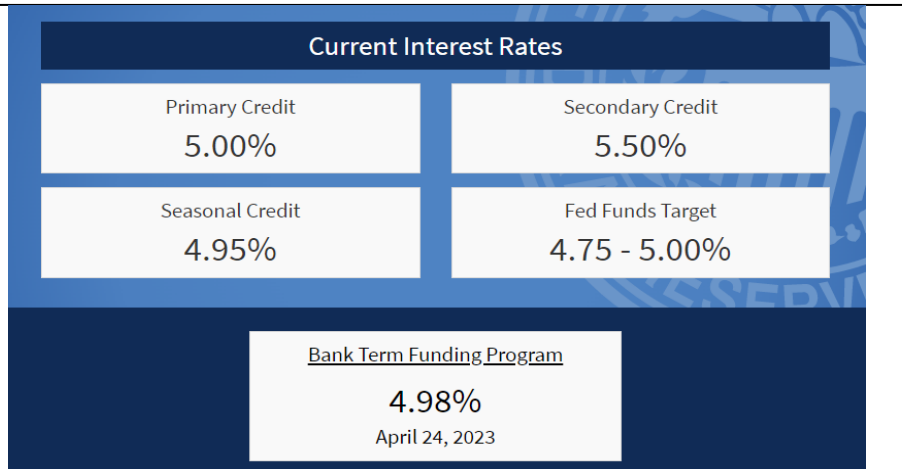
⊖ 价的冲击波之二：成本上行、坏账率增加、终端信贷不振挤压下的【损益表】压力

价的冲击波不但影响银行的资产负债表，还通过融资成本上升、坏账率增加和终端信贷需求收缩挤压到银行业的损益表。

- * **融资成本上行**：美联储虽然可以通过各类政策工具，以扩表的形式为美国银行业提供短期的流动性支持，但融资利率均在5%上下，远远超过储户存款利率。

储户存款大规模搬家令银行业负债端承压，美联储扩表来舒缓银行业负债端压力，其本质就在于银行业进行了融资来源的替换：即银行业被迫将低于1%的储户融资置换为成本为市场价格的美联储融资（约为5%）。伴随着银行业负债端的高融资成本的融资占比提升，银行业的综合加权融资成本也将被明显推升。

图表 6: 美联储支持政策的融资成本远高于储户存款的融资成本



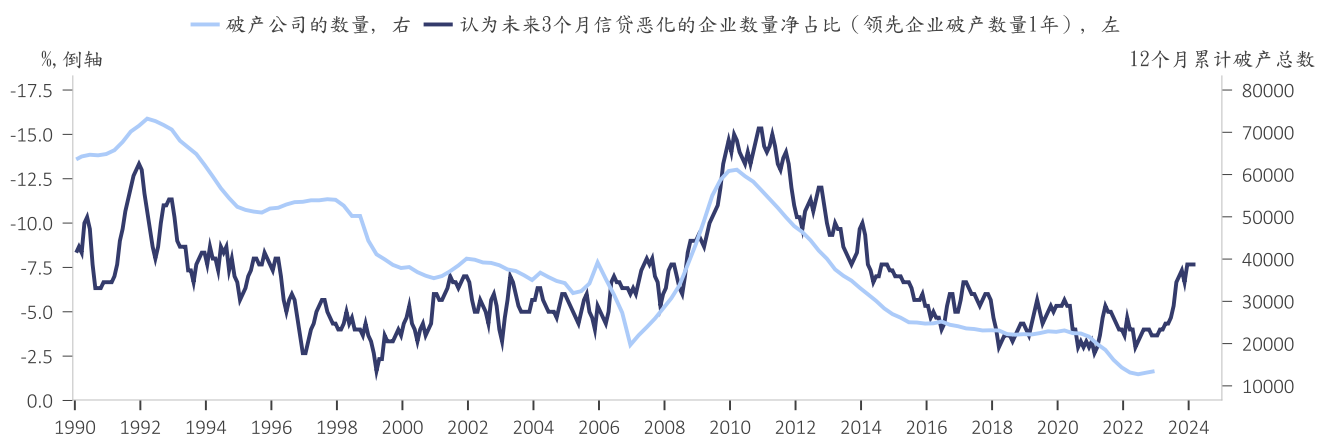
资料来源: The Federal Reserve, 交银国际

* **坏账率增加：当期损益表直接的下行压力**

在当前美国经济下行压力加大、信贷紧缩的宏观大环境下，美国银行业的坏账率上行也是应有之义，坏账率的上行将直接推升坏账准备金，进而对当期的损益表直接构成下行压力。

我们基于 NFIB 中小企业信心指数交叉验证了未来美国银行业的坏账情况：NFIB 调查指数中，中小企业未来 3 个月的信贷预期领先美国企业破产公司数量约 1 年，根据调查指数的走势，**未来 1 年美国企业破产数量大概率都将呈现上行趋势**，这无疑将对银行业的坏账率直接构成挑战。

图表 7：美国银行坏账率料将上行

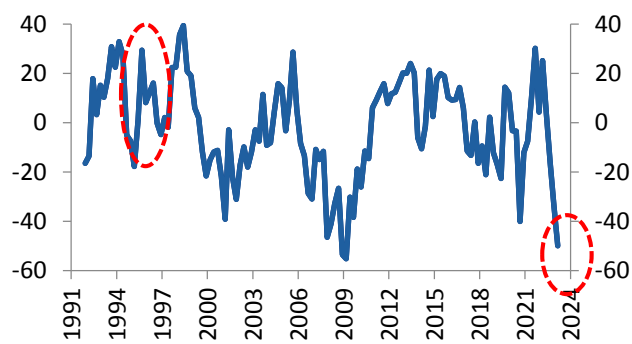


资料来源: Macrobond, 交银国际

* 信贷端供需双弱：终端信贷承压

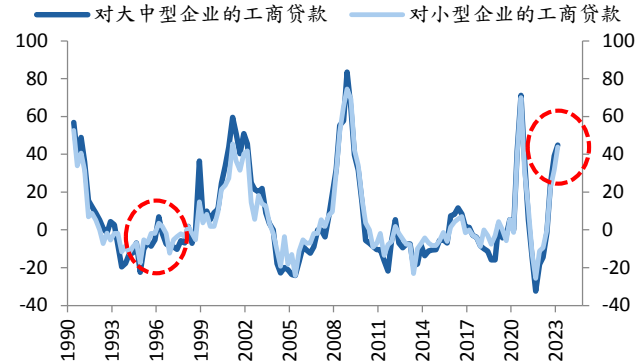
美国当前的信贷格局是，信贷的供需两端双弱，这使得美国银行业很难在维持信贷量的同时来自融资成本端的上行压力（低廉成本的储户融资占比下降所致）传递至终端贷款利率。

图表8：美国信贷调查：各类贷款需求提高的净占比



资料来源：Factset、Bloomberg、交银国际

图表9：美国银行业的信贷标准（读数越大，标准越紧）



资料来源：Factset、Bloomberg、交银国际

* 三重因素交互作用下，形成恶性循环，最终指向银行业的损益表压力上升：融资成本、坏账率以及放贷能力之间有着互相传导的效应：融资成本的上行，推升终端贷款利率的上升，进而抑制信贷需求，而坏账率的上升也将抑制银行的信贷供应意愿以及能力。银行业面对成本端上行、坏账率上行、信贷供需双弱的格局下，美国银行业损益表的压力必然将逐步显现出来。

来自“量”的冲击：总量和结构对流动性的双重冲击

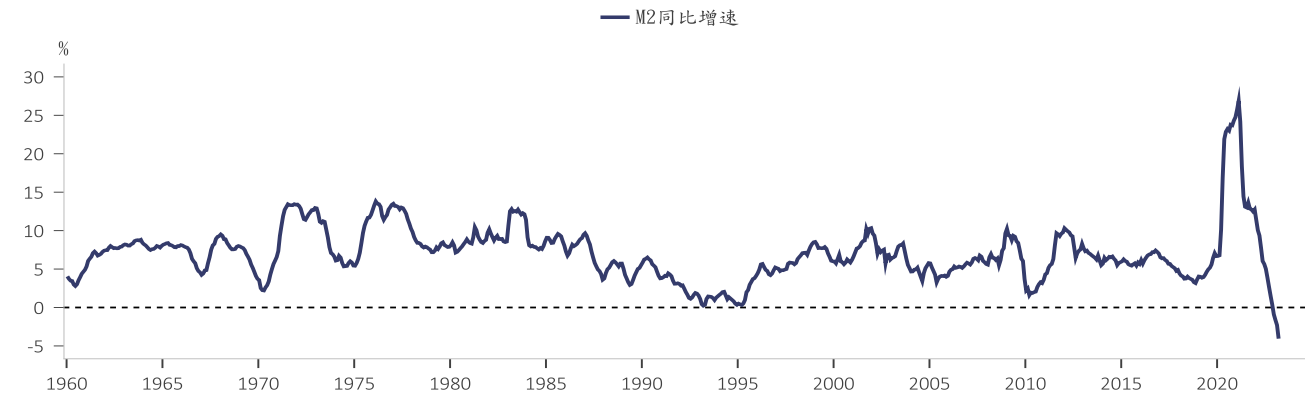
市场在关注美联储对总量的改变时，普遍忽视了资产负债表结构的影响。总量改变下流动性大盘收缩，叠加美联储资产负债表结构变化，对市场上的流动性产生了双重的冲击。

美联储短暂的扩表无法改变结构带来的流动性问题，而流动性短缺本身将导致信用创造受限，进一步限制存款的产生，对银行业的负债端压力形成恶性循环。

⊖ 总量冲击：流动性大盘的收缩

美国银行业负债端压力不断浮现的大背景正是流动性大盘的收缩，在高利率叠加美联储缩表QT的双重冲击下，2023年3月美国M2同比下降4.05%，为过去60年来首次负增长。在此历史极其罕见的流动性大盘收缩的状况下，美国银行业的负债端压力可想而知。

图表 10：美国M2近60年来首次出现负增长

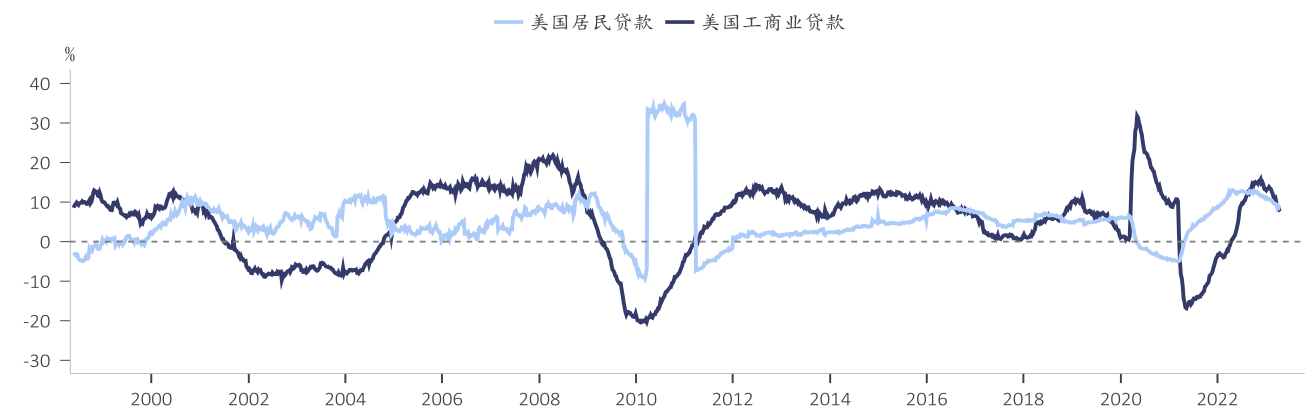


资料来源：Macrobond、交银国际

* 高利率环境下：信贷活动受抑，直接影响货币创造

高利率环境推升了居民不论是消费贷还是房贷、企业部门的融资成本大幅上行，令银行信贷还是发债活动都受到明显抑制，而贷款受抑，直接影响了货币创造。

图表 11：美国居民和工商贷款同比下滑



资料来源：Macrobond、交银国际

* 美联储缩表:QT 也直接影响信用派生，进而影响货币创造

美联储于 2022 年 5 月宣布开启缩表大潮，自 2022 年 6 月以来开始设置国债与 MBS 的每月持有上限。美联储的缩表活动 QT，其本质在于将资产端的国债和 MBS 等资产转移至市场买家的资产负债表，如果买家为银行，银行在承接美联储资产的同时，不论美联储是主动缩表还是被动缩表，银行业的准备金都将下降，这将直接的影响到银行的贷款意愿以及贷款能力，进而影响到货币创造。

⊕ 结构冲击：美联储资产负债表结构变化带来的紧缩效应

面对流动性大盘的收缩，令美国银行业被动缩表，美联储近期扩表的实质是缓解美国银行业被动缩表的压力。但市场过度关注资产负债表的总量，往往容易忽略资产负债表的结构。其实结构因素也非常重要，在美联储资产负债表规模不变甚至扩张的情况下，不同的美联储资产负债表结构也会造成不同程度的紧缩效应：

- * 美联储的资产负债表：资产端包含国债；负债端包含商业银行的准备金以及货币市场基金购买的隔夜逆回购协议(ON RRP)融资。
- * 银行业的资产负债表：资产端包含向美联储购买的国债以及准备金；负债端包含了储户的存款。
- * 货币市场基金的资产负债表：资产端同样包含了向美联储购买的国债，外加隔夜逆回购协议(ON RRP)融资；负债端包含了储户的持仓。

虽然美联储扩表将有助于缓解银行业的缩表压力，但我们基于美联储、银行业、货币市场基金的资产负债表勾勒关系，可以发现，**美联储扩表情况下，不同的资产负债表结构仍然可能造成紧缩效应：**

美联储针对银行体系进行政策支持，其扩表将直接扩大银行体系的准备金（映射到美联储负债端就是银行体系的准备金额扩大），但当储户将存款从银行业搬家到货币市场基金，从美联储的资产负债表来看，其总量不会有显著变化：

- * 银行业的存款流失对应的是美联储负债端的银行业准备金下降；
- * 货币市场基金的资金流入则对应的美联储的隔夜逆回购协议(ON RRP)上升。

图表 12: 储户存款搬家令美联储资产负债表发生结构变化

美联储		商业银行		货币市场基金	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
国债	准备金 ↓ ON RRP ↑	国债 准备金 ↓	储户存款 ↓	国债 ON RRP ↑	储户持仓 ↑

资料来源：交银国际

图表 13：美联储负债端准备金下降，隔夜逆回购协议(ON RRP)上升（万亿美元）



资料来源：Macrobond、交银国际

在美联储资产负债表的规模发生明显变化的情况下，即使美联储的资产负债表规模不变甚至扩张，也可能生成紧缩效应：

- * 美国银行业在准备金收缩的情况下，出于预留流动性缓冲等方面的考虑（尤其是在当前银行业危机的大背景下），其信贷的意愿明显下降，这将导致市场上的信用创造受抑，进而产生紧缩效应。
- * 美国银行业的准备金规模收缩，这将令美国银行业的信贷能力也将受到抑制，进而影响到信用创造，只是当前由于信贷需求疲弱，这一影响目前尚不明显，一旦信贷需求修复，处于低位的银行业准备金水平无疑将会成为信贷放量的制约。

对风险资产维持谨慎：联储扩表只是转移了矛盾

美联储货币紧缩为美国银行业带来“价”与“量”的双重冲击，这个冲击下还可能对外蔓延，尤其需要重点关注依赖于小银行信贷融资的美国商业地产相关情况。在停止加息至降息之间的这段时期，市场需要经历流动性的阵痛期。与此同时美国银行业、商业地产的风险发酵很可能都将直接冲击市场情绪，加剧市场不确定性。在此情况下我们对于风险资产继续持谨慎态度。未来需要持续关注美国银行风险外溢，对于权益资产整体偏保守，重结构，重点关注退可守、进可攻的标的。

美国银行业的危机尚未结束

面对流动性大盘的收缩，令美国银行业被动缩表，美联储近期扩表的实质是缓解美国银行业被动缩表的压力。美联储的各种银行业支持计划虽然给银行业提供短期的流动性救济，但美联储的救助等于是将美国银行业的融资来源进行了置换：将低成本的储户融资置换为了高成本的美联储融资，银行业的综合加权融资成本必然被推升。

如果说硅谷银行的“未实现亏损”是水面下的冰山，其并不会影响当前的损益表，但当前美国银行业则在融资成本上行的影响下，可能生成“实现亏损”，即压力直接体现在当期的损益表中。

因此，美联储的被动扩表，并不能根本性的缓解美国银行业体系的压力。其被动扩表只是将美国银行业的资产负债表压力转嫁至损益表压力。

图表 14: 美国银行业的资产负债表压力转嫁到了损益表

商业银行资产负债表		→	商业银行当期损益表	
资产	负债			
国债 准备金	储户存款 ↓ 美联储融资 ↑		利息收入 利息支出 净利息收入	 ↑ ↓
			支出	
			当期留存利润	↓

资料来源：交银国际

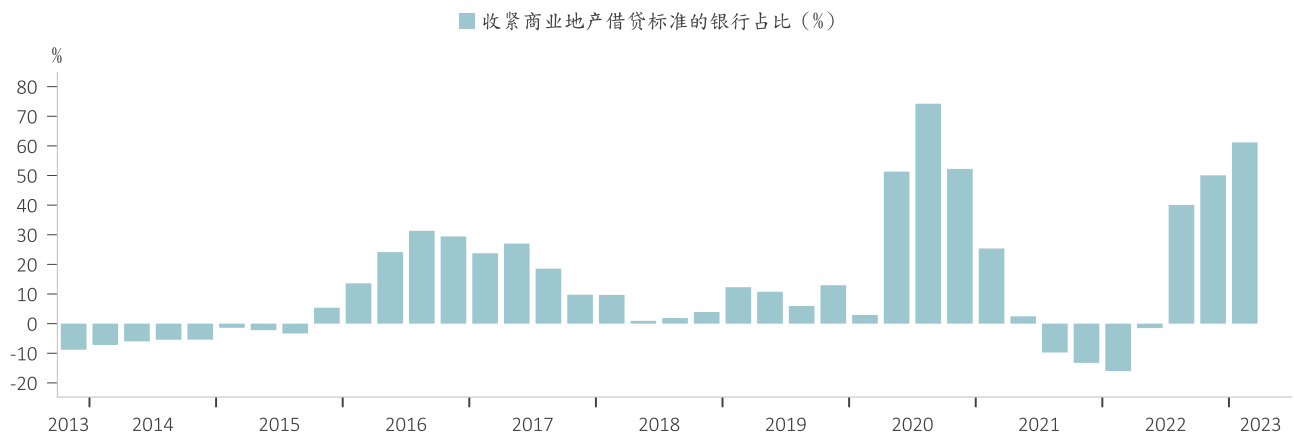
银行业的损益表压力伴随着高利率环境，可能又会进一步动摇储户信心，进而造成资产负债表压力，因此我们对美国银行业并不像市场那样乐观，我们在保持谨慎的同时认为仍然需要对美国银行业体系的高频数据保持密切关注，密切注意美国银行间市场流动性的变化，警惕风险外溢对全球市场造成的潜在冲击。

关注银行业的风险外溢至商业地产

我们在前文以及报告《全球宏观水面下的冰山：从“未实现亏损”走向“已实现亏损”》中都分析了，美国银行业体系中，中小银行以及区域银行所面临的压力最大。其所面临的压力很可能造成连锁反应，而首当其冲的很可能就是一美国的商业地产。

商业地产与其他行业一样，都受到了整体流动性紧缩的影响，根据美联储高级贷款官员调查（Senior Loan Officers Survey），超过60%的商业银行在2023年一季度表示收紧了对商业地产的信贷标准：

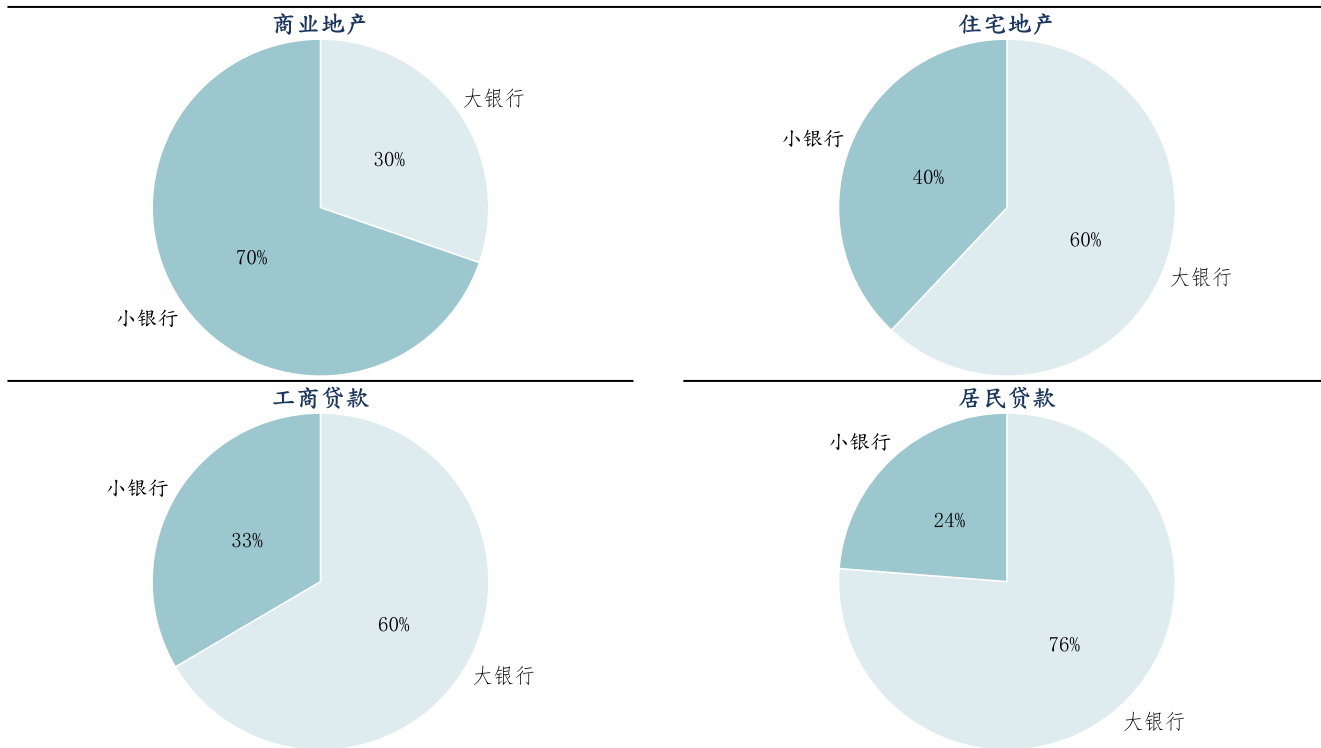
图表 15: 信贷调查显示更多的银行正在收紧商业地产的信贷标准



资料来源：Macrobond、交银国际

但商业地产相比其他行业来说，更加依赖区域银行以及小型银行为其提供融资。如下图所示，小银行在商业地产这一类别的敞口占到70%，显著高于在住宅地产、工商贷款以及居民贷款的敞口，并且逐年上升。

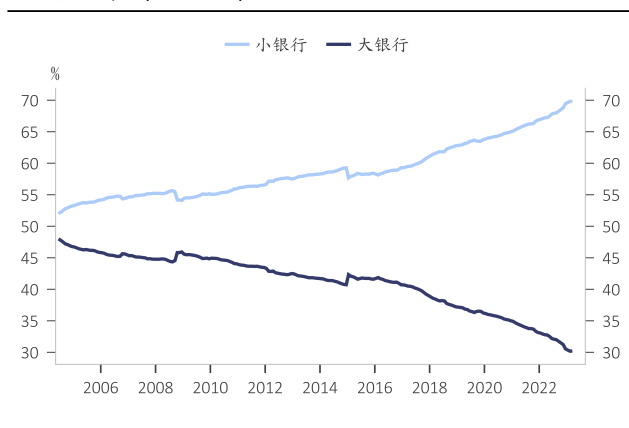
图表 16: 美国小型银行在商业地产下的敞口显著高于其他行业



资料来源：Macrobond、交银国际

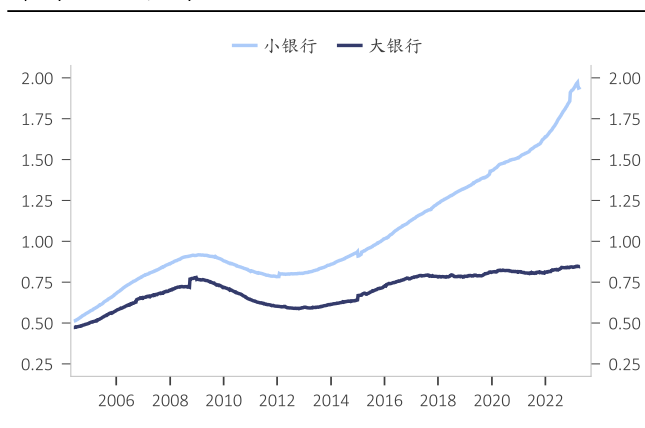
在小银行已经占据了商业地产信贷约 7 成的情况下，很难想象小银行的负债端压力不会传递至商业地产端。

图表 17: 商业地产信贷 7 成由小银行提供，占据绝对主导 (占比%)



资料来源：Macrobond、交银国际

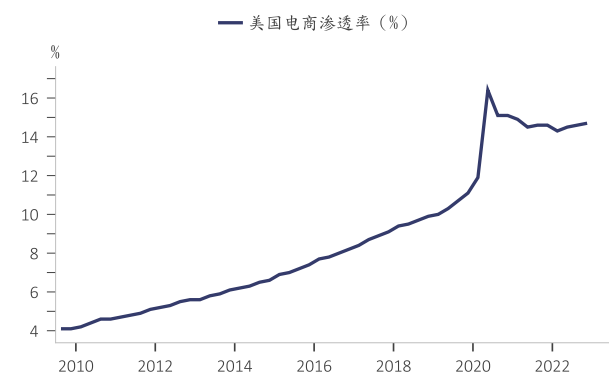
图表 18: 美国小型银行在商业地产的敞口逐年上升 (万亿美元)



资料来源：Macrobond、交银国际

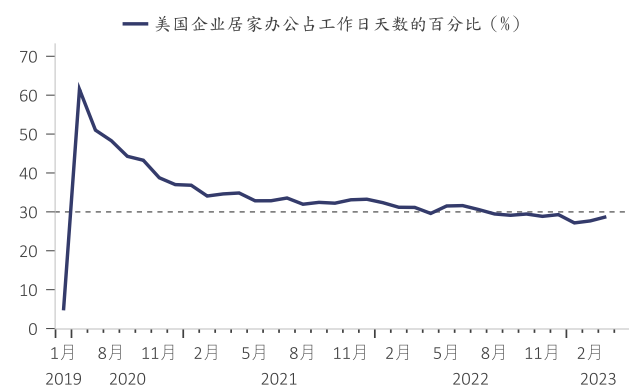
商业地产本身也存在诸多问题。自疫情以来，全球商业地产都出现了结构性变化，疫情带来了居民消费习惯变化，线下转线上消费的趋势明显，美国电商的渗透率在疫情后大幅飙升。与此同时，大量的企业继续维持“居家办公”模式，即使现在美国企业居家办公占工作日天数的百分比仍然高达30%。这都从结构上改变了商业地产的底层需求逻辑，如下图所示，美国写字楼空置率自疫情以来一路抬升，2022年空置率已经逼近20年来新高，即使疫情结束后，空置率也并未出现明显回落。

图表19：美国电商渗透率在疫情后大幅飙升



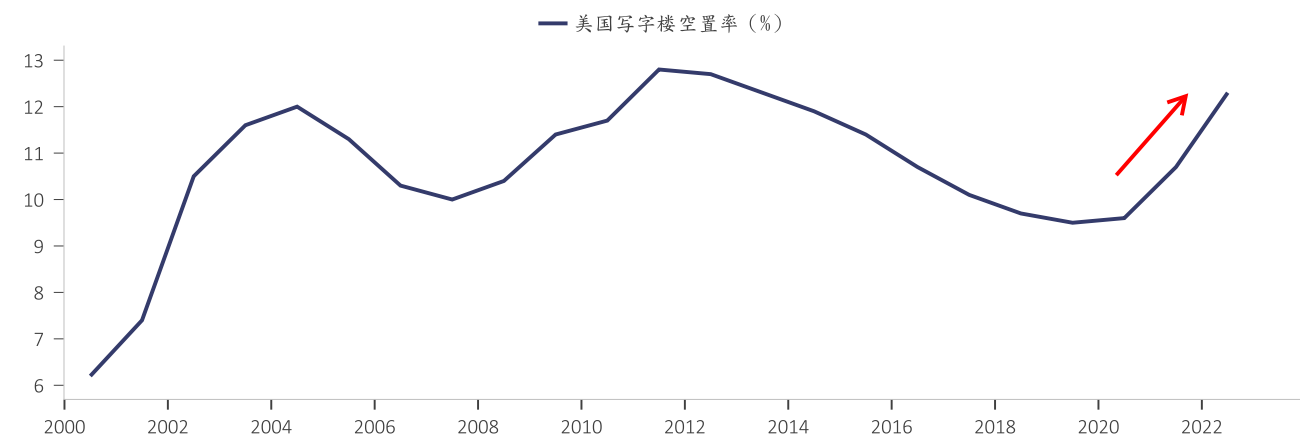
资料来源：Macrobond、交银国际

图表20：美国企业继续延续“居家办公”模式



资料来源：US Survey of Working Arrangements and Attitudes、交银国际

图表21：美国写字楼空置率逼近历史新高



资料来源：Macrobond、CoStar、交银国际

在当前整体流动性紧缩的大环境下，商业地产的融资高度依赖中小型银行，叠加需求端的低迷，使其相较其他行业面临更加严峻的考验。未来尤其需要注意美国商业地产的风险发酵。

货币政策彻底转向之前，市场将经历阵痛期

美联储货币紧缩为美国银行业带来“价”与“量”的双重冲击。“价”的冲击将对银行业的资产负债表和损益表都造成压力，而“量”的冲击则将令银行业面临流动性总量与结构的双重难题。即使美联储可以维持资产负债表规模不变甚至是扩张，其资产负债表结构的变化仍然会导致紧缩效应。银行业危机在货币政策彻底转向之前很可能都将继续发酵。

结合我们之前的《美联储：加息终点将近，降息转向尚远》报告里的判断，2023年5月很可能是美联储最后次加息，但利率在高位维持的时间很可能会长于市场的预期，当前市场预期美联储最早将在2023年7月进行降息，这一降息拐点显得过于乐观，我们判断美联储的降息转向将不会早于2023年4季度。停止加息至降息之间的这段时期，市场需要经历流动性的阵痛期。与此同时美国银行业、商业地产的风险发酵很可能都将直接冲击市场情绪，加剧市场不确定性。在此情况下我们对于风险资产继续持谨慎态度。

短期来看，美联储在“不可能三角”中的侧重点仍旧是防通胀

（具体参看《美国经济类滞胀——美联储的“不可能三角”》），在此情况下，防风险以及稳增长的矛盾会进一步凸显，风险事件的发生直接冲击市场情绪，对估值构成下行压力，而增长回落则令盈利端承压，在此情况下，以权益市场为代表的风险资产预计将承压。

拉长时间轴来看，银行业风险的风险外溢、叠加增长回落压力增大，通胀的回落趋势更明显后，美联储终将进行货币政策的彻底转向。在这一点上我们与市场共识没有本质区别，但是我们想提醒的是，我们对于美联储货币政策彻底转向的时点判断晚于市场预期，具体而言，市场预期显示美联储最早可能于2023年7月就进行降息，而我们认为美联储不会早于2023年4季度进行降息。我们需要小心翼翼地度过美联储停止加息至彻底转向降息的这段高利率的阵痛期。

因此短期需对风险资产保持谨慎态度。我们重申在《全球宏观水面下的冰山：从“未实现亏损”走向“已实现亏损”》所强调的，未来需要持续关注美国银行风险外溢，对于权益资产整体偏保守，重结构，重点关注退可守、进可攻的标的。

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。

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、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、Qiniu Ltd.、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、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司及怡俊集团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，并可能受递送延误、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。