

香港人民币股票业务

背景、模式与影响

随着地缘政治风险上升和中国离岸资产波动加剧，加快人民币国际化重新提上日程，推进香港人民币股票业务成为重要举措之一。港交所已建立“双币双股”模式，港币和人民币两个柜台分开交易，允许投资者跨柜台自由转换以缩小价差，引入做市商（庄家）机制以解决流动性问题。人民币股票业务有利于降低内地资金投资港股的汇率风险，促进南下港股通交易，降低汇率折算因素对港股内地企业盈利影响，减少港股基本面与流动性错配，扩大离岸人民币市场和香港证券业务，促进人民币国际化，对冲地缘政治风险。但在初期实际影响可能有限，中期需要关注流动性分割和碎片化效应，应该最大化降低跨柜台转换成本并最大化提高转换效率。香港投行机构可以通过参与人民币柜台做市分享港股通业务机会，但需要在资本投入、吸引客户、风险管理、金融科技和人才团队方面做好准备。

- **背景：**港府官员透露，特区政府拟在年内修订法例，豁免市场庄家就双币股票进行特定交易涉及的股票买卖印花税，港交所亦正就实施有关双币股票市场庄家机制的行政安排订立规则，计划 2023 年上半年推出双币股票市场庄家机制，先行优化交易机制，为在港股通增加人民币柜台做好准备。
- **目的：**一是扩大香港离岸人民币市场，强化香港离岸人民币业务枢纽作用，巩固香港国际金融中心地位；二是扩大人民币在香港市场和跨境交易中使用，促进人民币国际化，对冲未来可能的地缘政治风险。
- **模式：**“双币双股”公司有两个港股代码，港币股票和人民币股票在两个柜台分开独立交易、结算及交收，允许投资者将一个柜台股票自由转换为另一个柜台股票以缩小两个柜台价差，引入做市商（庄家）机制提供持续报价以解决人民币柜台流动性不足，为做市商跨柜台套利提供便利。香港首只“双币双股”股票的两个柜台日收盘价差中位数在 0.5% 以内，但人民币柜台流动性较差，导致一些交易日价差可以达到 5%-10%。公司可以采用“双币双股”模式作首次发行上市，本身已发行港币股票的发行人可透过配股、供股/公开发售、公开售股等增发同类别的人民币股票，两种股票持有者拥有同等股东权利。
- **影响：**中长期内有助于降低内地人民币资金投资港股的汇兑成本和汇率风险，吸引对港币/人民币汇率风险敏感投资者参与港股；减少人民币走弱周期内内地企业盈利汇率折算损失，降低中美经济和政策分化时期港股基本面（内地经济）与流动性（美联储政策）的错配；扩大离岸人民币市场业务，增加香港证券业做市商业机会；促进人民币国际化，对冲未来可能的地缘政治风险。我们对部分机构投资者问卷调查显示，人民币资金相比美元或港币资金对人民币柜台参与兴趣更大，主要出于规避汇率风险或地缘风险考虑；部分美元或港币资金由于其他原因或规避地缘风险，也愿意参与人民币柜台交易。预计初期内实际影响可能有限，因人民币柜台交投量相对较小。
- **业务机会：**做市商业收入主要来自买卖价差，在高流动性市场中买卖两端接近平衡可以不持有风险敞口，但在低流动性市场中可能需要持有证券库存以随时准备满足客户需求，这对做市商资本实力和风险管理提出更高要求。香港人民币股票业务将为香港证券业带来股票做市业务机会，但香港投行机构需要在资本投入、吸引客户、风险管理、金融科技和人才团队等方面做好充足准备，目前已在做市业务和跨境业务中领先的大型投行机构可能具有先发优势。港股 IPO 或增发可以采用“双币双股”模式，但中期内业务规模可能有限，因香港人民币股票估值低于 A 股，且人民币募资调回内地仍需审批。

叶丙南

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

苏沛丰

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

背景

人民币股票业务的提出

次贷危机后，美国金融体系遭受重创，美联储超级宽松推动美元贬值，人民币加速升值，人民币国际化开启，香港人民币股票业务由此提出。香港金管局前总裁任志刚在 2009 年 12 月的《财经》杂志年会上建议，在香港买卖股票及新股招股上，可以用人民币计价，既满足一些国际投资者和内地筹资者的需求，促进香港国际金融中心业务和人民币国际化，又避免大量资金进出港币体系引发港元支付压力¹。

随着香港人民币存款余额由 2010 年上半年不足 1000 亿元人民币快速升至 2011 年上半年超过 5000 亿元，香港人民币股票业务正式启动。2011 年 4 月 29 日，汇贤产业信托上市成为港股市场首只人民币 REITs，募集人民币资金达 104.8 亿元。2012 年 10 月 29 日，合和公路基建挂牌上市成为全球首只人民币和港币“双币双股”股份，2018 年 9 月更名为“湾区发展”。之后，南方 A50、嘉实 MSCI 中国 A 股指数 ETF 等多只 RQFII 股 ETF 均采用“双币双股”模式。近年来，一些港股 ETF 产品也开始引入人民币柜台交易，目前有超过 35 只港交所上市 ETF 产品设有人民币柜台，引入人民币计价、计量及结算，但人民币柜台交易活跃度仍显著低于港元柜台。

随着地缘政治风险上升和金融市场波动加剧，2021 年以来港府重提发展人民币股票业务。2021 年 10 月，香港前特首林郑月娥在《施政报告》中正式提出，研究提升市场发行及交易人民币证券积极性的具体措施，容许港股通南向交易的股票以人民币计价。此后，香港证监会、金管局和港交所成立工作小组，开始就推动在香港买卖人民币计价证券方面进行可行性研究，并与内地有关部门共同探讨互联互通机制下港股通交易增设人民币柜台计划。2022 年 9 月 2 日，中国证监会副主席方星海在中国国际金融年度论坛上表示，支持香港推出人民币股票交易柜台，研究在港股通增加人民币股票交易柜台，助力人民币国际化。2022 年 10 月 3 日，港府财经事务及库务局局长透露，特区政府拟在年内修订法例，豁免市场庄家就双币股票进行特定交易涉及的股票买卖印花税，港交所亦正就实施有关双币股票市场庄家机制的行政安排订立规则，在条例草案获得立法会通过后将就有关行政规则咨询市场意见，目标在 2023 年上半年推出双币股票市场庄家机制，先行优化交易机制，为在港股通增加人民币柜台做好准备。

发展人民币股票业务的目的

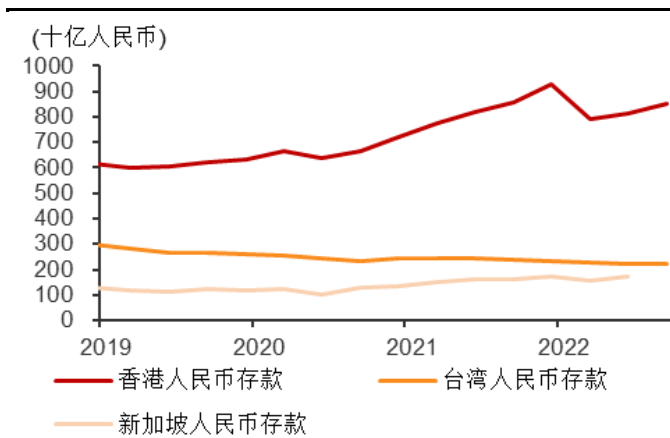
一是扩大香港离岸人民币市场，强化香港离岸人民币业务枢纽作用，巩固香港国际金融中心地位。受全球政治经济不确定性上升和美联储大幅加息影响，香港金融市场经历大幅波动，而国际金融市场竞争日趋激烈，疫情限制降低香港对国际商业和金融人才的吸引力，香港金融业面临较大经营压力。离岸人民币业务是香港具有绝对优势的增长点，发展人民

¹ <http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hkstocknews/20091218/13157123641.shtml>

币股票业务将完善香港离岸人民币产品体系，扩大香港离岸人民币市场规模，强化香港人民币业务枢纽作用，巩固香港的国金融中心地位。

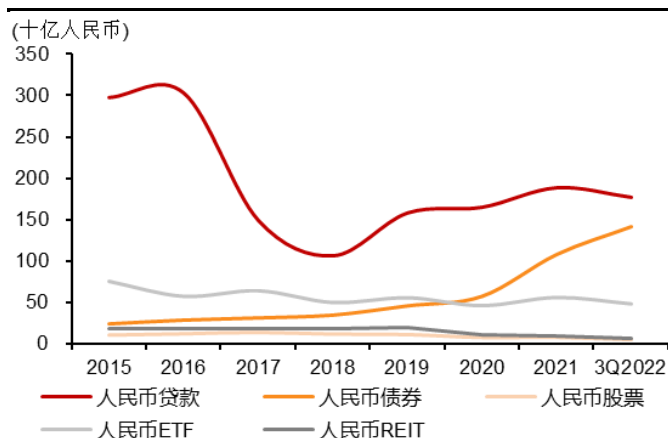
二是扩大人民币在香港市场和跨境交易中使用，促进人民币国际化，对冲未来可能的地缘政治风险。俄乌冲突表明百年未有之变局下地缘政治冲突可能显著上升。港币资产由于离岸市场特点和港币盯住美元体制，对地缘政治风险非常敏感。发展人民币股票业务有利于扩大人民币在香港市场和跨境交易中使用，促进人民币国际化进程，以独立自主的人民币体系对冲未来可能的地缘政治风险，维护中国金融市场稳定、全球化利益和国际社会对华经贸投资往来。

图 1: 离岸市场人民币存款



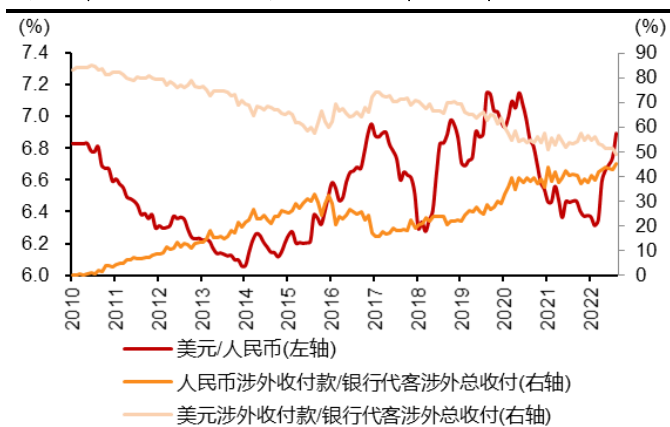
资料来源：Wind, 招银国际环球市场预测

图 2: 香港人民币产品余额



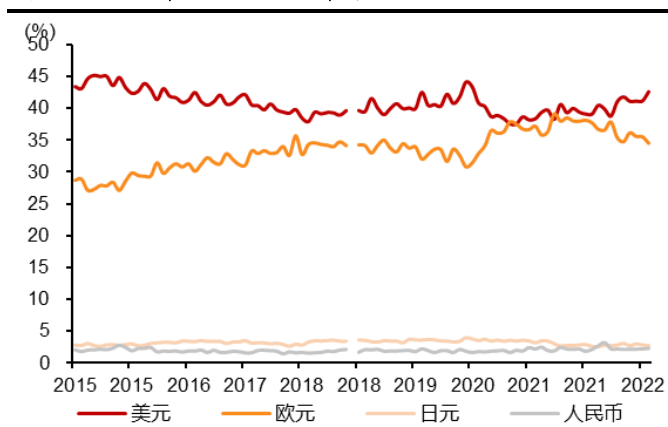
资料来源：Wind, 招银国际环球市场预测

图 3: 中国银行业代客涉外收付款中人民币与美元占比



资料来源：Wind, 招银国际环球市场预测

图 4: 主要货币在国际支付中市场份额



资料来源：Wind, 招银国际环球市场预测

模式

“双币双股”交易

港交所建立“双币双股”模式，设立港币和人民币两个柜台，分开交易两种货币股票，允许投资者跨柜台自由转换，引入做市商（市场庄家）机制。

“双币双股”模式具有以下四个特点：

(1) 同一公司有两个港股代码，分别对应港币标价股票和人民币标价股票，港币股票代码是以“0”开头的五位数字，人民币股票代码是以“8”开头的五位数字，两个代码最后四位数字相同。投资者可以自由选择以港元或人民币，认购及买卖两种股票。两种股票持有人具有同等股东权益。

(2) 两种股票分别采用港币和人民币计价在两个柜台分开独立交易，两个柜台的交易在中央结算系统内分开结算及交收。两个柜台的交易不会跨柜台计算而相互抵消，会有自己一个持续净额交收数据。

(3) 任一种股票持有人可经发行人委任的股份登记过户处或中央结算系统，把股票由一个柜台转换至另一个柜台。允许自由转换有助于通过套利机制缩小两个柜台的价差。

(4) 引入做市商（庄家）机制，通过在人民币柜台提供持续报价，解决初期流动性不足问题，便利人民币股票交易。同时，为做市商在同一股票的两个柜台之间套利提供便利，促进双币股票价差缩小。

参考目前中概股双重上市模式和内地市场A股+B股模式，“双币双股”模式下两种股票价差大小取决于能否自由转换及套利、套利成本和两个市场流动性情况。在中概ADR+港股双重上市模式下，如果同一公司在两地的股票可以通过存托银行和证券经纪商进行流通和转换，那么两地股票价差会相对较小。在内地市场A股+B股模式下，两种股票不能转换无法跨市场套利，且B股市场存在流动性不足问题，因此两种股票存在明显价差。

“双币双股”模式允许投资者将一个柜台股票自由转换至另一个柜台。由中央结算系统参与者线上发出“多柜台转换指示”，中央结算系统就每项跨柜台转换指示收取5港元。过户处提供不同服务及收费水平，T+1（两个工作日内）完成转换的每张股票收费100港元，时间更长的收费则更低。投资者可以在一个柜台买入股票，转换至另一个柜台股票后再卖出，该交易过程被视为持货沽售而非卖空；投资者在一个柜台借入股票，再在另一个柜台出售，则被视为有担保的卖空交易。

从香港首只“双币双股”模式股票的运行经验来看，跨柜台自由转换机制保证两个柜台的日收盘价差中位数在0.5%以内，但人民币柜台的流动性较差，日成交额的中位数仅为6万港币，相当于港币柜台日成交额中位数的3.6%，在一些交易日成交额为0。流动性问题导致一些交易日人民币柜台与港币柜台的收盘价差最高达到10%左右。

“双币双股”发行

同一发行人可以同时把两类股票以“双币双股”模式作首次发行上市，本身已发行港币股票的发行人可透过配股、供股/公开发售、公开售股等增发同类别的人民币股票。两种股票属于同等类别，持有者拥有同等股东权利。发行人将准备两本股东名册，分别登记持有人

民币股票与港元股票的股东。股票上市后可从一个柜台自由转换至另一个柜台，转换后股票将从一本名册搬至另一本名册，不涉及股东姓名变化。

“双币双股”发行类似同时进行两项 IPO，招股章程应该披露两币股票的分配情况，两币股票的发行价以港币/人民币汇率换算后基本相同。招股章程也会全面披露回拨及调拨机制详情，并表明两币股票各自回拨机制独立运作。两币股票各自符合本部的回拨/调拨要求后，发行人可因应市场需求在人民币股票与港币股票之间进行调拨。

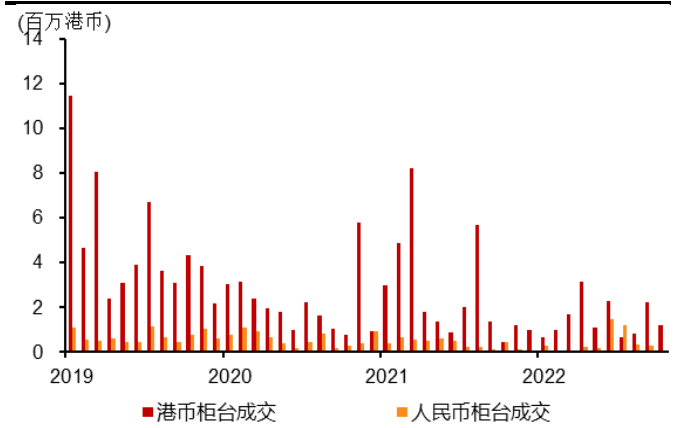
发行人如果在上市后发售人民币股票，意味着在港币股票柜台之外增设人民币股票柜台，以人民币申购的新股票将在人民币柜台交易，现有的港币股票在港币柜台买卖。发行人有权决定是否取消其中一种币值柜台，港交所将制定关于取消一种币值柜台的准则。

图 5: 香港首只“双币双股”股票两柜台价格及溢折价率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 6: 香港首只“双币双股”股票两柜台成交额



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 5: 港交所人民币 ETF 成交情况及相比港币柜台溢折价率

证券名称	人民币柜台日均成交(百万港币)	港元柜台日均成交(百万港币)	美元柜台日均成交(百万港币)	人民币柜台成交/总成交(%)	人民币柜台/港币柜台溢折价率(%)
华夏沪深三百-R	11.80	152.84		7.17	-0.04
南方A50-R	10.00	137.95		6.76	0.02
工银南方国债-R	3.40	1.99		63.10	-0.01
安硕A50-R	2.49	110.53		2.20	-0.03
汇贤产业信托	2.21				
PP长期国债-R	2.14	0.93	3.12	34.57	-0.05
恒指ETF-R	1.92	12.98		12.89	-0.27
华夏A50-R	1.36	15.96	1.47	7.24	0.00
南方东英中证500-R	1.05	0.11		90.86	-0.14
博时科创50-R	1.00	0.27		78.54	0.00
南方港元货币-R	0.97	4.88		16.62	0.01
中金优选一百-R	0.88	1.26		41.01	-0.03
安硕恒生指数-R	0.75	2.83	0.95	16.45	-0.01
恒生中国企业-R	0.71	3334.57		0.02	-0.08
GX沪深三百-R	0.68	0.35		65.95	-0.07
东汇香港35-R	0.39	0.23		62.71	-0.05
易方达沪深三-R	0.36	0.37		49.69	-0.60
恒生沪深三百-R	0.36	0.33		52.50	-0.04
南方中创业板-R	0.33	3.91		7.88	0.01
海通沪深三百-R	0.31	0.14		69.79	-0.02
工银南方中国-R	0.27	0.52	0.16	28.90	0.07
恒生人民币金ETF	0.24				
安硕亚洲除日-R	0.24	1.22	1.15	9.10	0.02
价值黄金-R	0.24	1.80	0.09	11.08	-0.02
安硕沪深三百-R	0.16	1.09	0.25	10.60	0.02
恒生A股龙头-R	0.16	0.19		45.19	-0.09
海通A ESG-R	0.15	0.13	0.18	33.22	-0.01
华夏政银国债-R	0.12	0.07		64.34	-0.05
湾区发展-R	0.10	0.34		22.71	0.07
嘉实明晟A股-R	0.10	0.30		24.11	-0.16
南方MSCI-R	0.09	0.16		35.16	-0.03
东汇A50-R	0.07	0.21		25.29	-0.01
中金中国国债-R	0.04	0.08		30.44	-0.03
中金金瑞中网-R	0.03	0.09	0.26	7.54	0.00
南方人民币-R	0.02	0.05		25.01	-0.12

资料来源：港交所，招银国际环球市场预测

影响

降低内地资金投资港股的汇率风险，促进南下港股通交易

内地投资者通过 QDII 产品和港股通机制可以直接用人民币买卖港股产品和港股本身，换汇由 QDII 产品管理人和“沪深港通”系统完成，但由于港股以港币计价，内地投资者投资港股需要承担汇兑成本及汇率波动风险。由于内地外汇市场风险管理工具体系仍不成熟，对冲汇率风险成本较高。

港股设立人民币柜台后，QDII 基金和港股通投资者可以选择人民币柜台交易，消除投资港股的汇兑成本和汇率风险。港股人民币柜台可能吸引对汇率风险比较敏感的投资者参与，有利于促进南下港股通交易，吸引更多内地资金参与港股。我们对部分港股机构投资者者的问卷调查显示，人民币资金愿意参与人民币柜台交易的第一位原因是规避汇率风险。

降低内地企业盈利汇率折算损失，减少港股基本面与流动性错配

港股以中国内地企业为主，内地企业营收和支出以人民币收支为主，在港币标价情况下计算内地企业 EPS 将涉及汇率因素的影响。当人民币对港币大幅贬值时，内地企业人民币标价 EPS 折算为港币标价 EPS 时会发生汇率折算损失。

港股以中国内地企业为主，盈利基本面取决于中国内地经济周期。但港股市场资金以美元资金和港币准美元资金为主，国际投资者和香港本地投资者在资管及财富管理业客户基础中占比分别达到 54% 和 36%，国际投资者以美元资金为主，香港本地投资者以港币资金为主，因港币采用美元联系汇率制度，港币利率随美元利率而动，港币流动性由美联储决定。当中美经济与政策周期不同步时，港股市场面临基本面周期与流动性周期的错配，形成双击或双杀局面，放大牛市或熊市中的波动。

因港币/人民币汇率与美元/人民币汇率走势一致，也反映中美经济和政策周期不同步，汇率折算因素又进一步放大港股基本面与流动性错配效应。例如，在人民币对美元走弱周期中，汇率折算损失将降低港币标价 EPS，而人民币走弱往往意味着中国经济相对更弱、美联储政策相对更紧和地缘政治风险相对更高，这些因素均对港股构成利空，造成人民币走弱周期中港股表现往往落后其他市场的现象。

扩大离岸人民币市场和香港证券业务

香港发展人民币股票业务有助于完善离岸人民币产品体系，促进人民币 ETF 产品发展，为离岸人民币资金提供更多投资渠道，巩固香港离岸人民币业务枢纽地位。

“双币双股”模式通过在港股通交易中引入做市商机制，为香港证券业开辟新的跨境业务机会。在目前互联互通机制下，内地资金的港股通交易通过在内地证券公司账户进行，香港证券公司无法分享南下港股通交易业务收益。但在港股通引入人民币柜台做市商机制后，香港证券公司可以通过人民币柜台做市商业务分享南下港股通业务机会。

促进人民币国际化，对冲地缘政治风险

香港发展人民币股票业务和离岸人民币市场，将促进人民币在国际市场和跨境交易中使用，利好人民币国际化进程。国际经验表明，离岸市场在主要国际货币的国际化进程中

发挥了重要作用，离岸市场因其中立性、自由性和便利性，在外汇市场和国际投融资中占据主导地位。考虑到中国在岸市场审慎开放态度，香港离岸市场发展将是推动人民币国际化的关键路径。

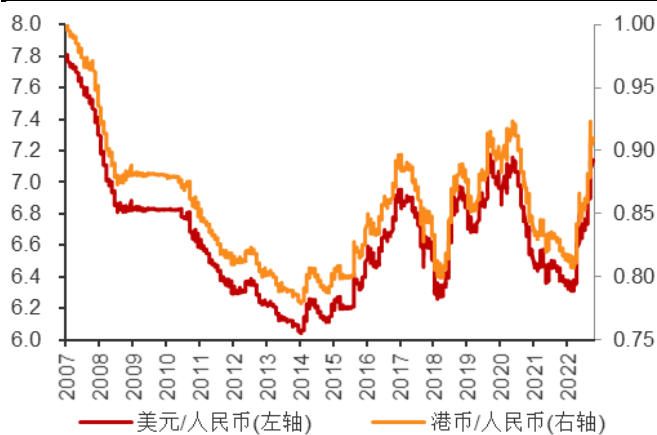
在百年大变局和地缘冲突上升的背景下，人民币国际化是一种战略安全备份。当中美发生极端地缘政治冲突时，美国可能利用美元霸权实施金融制裁，港币和以港币定价的金融资产可能面临巨大压力，中国的金融稳定、经济商业利益和国际社会全球化利益均面临考验，建立人民币国际化体系有助于对冲未来可能的地缘风险冲击。我们对部分港股机构投资者问卷调查显示，人民币资金愿意参与人民币柜台交易的第二位原因是规避地缘政治风险，有一小部分美元或港币资金出于该风险考虑也愿意参与人民币柜台交易。

初期实际影响可能有限，中期需降低流动性分割和碎片化效应

初期人民币股票交易规模可能有限，主要因为两个原因。一是香港市场仍以美元资金和港币准美元资金为主，投资人民币计价股票需要承担汇率风险或者对冲汇率风险的额外成本。二是初期人民币柜台可能流动性不足，做市商可能会承担一些风险，部分人民币资金可能采取观望态度，这些因素可能导致初期人民币股票交易规模比较有限。

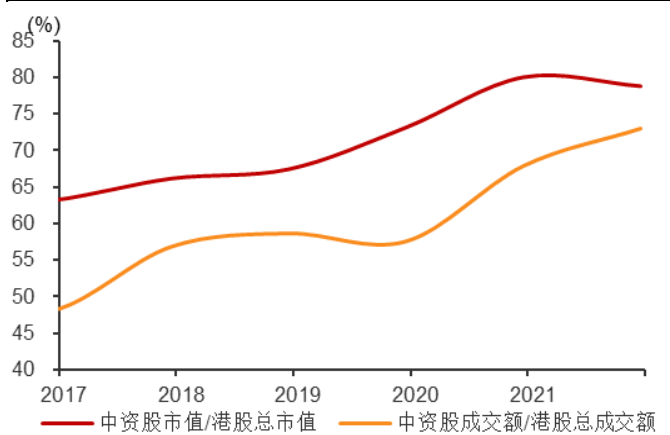
中期需要关注分设两个柜台可能带来流动性分割和碎片化效应，或对港股柜台流动性产生一定分流，应最大程度降低两个柜台间转换成本，最大化提高两个柜台之间转换效率。纵观全球股票市场，同一市场采用双币种或多币种形式非常罕见，主要由于股票市场个股差异很大，信息不对称和流动性二八效应导致股票市场交易成本比其他市场更高，应该最大化降低股票市场交易成本。

图 8: 港币/人民币汇率随美元/人民币汇率而动



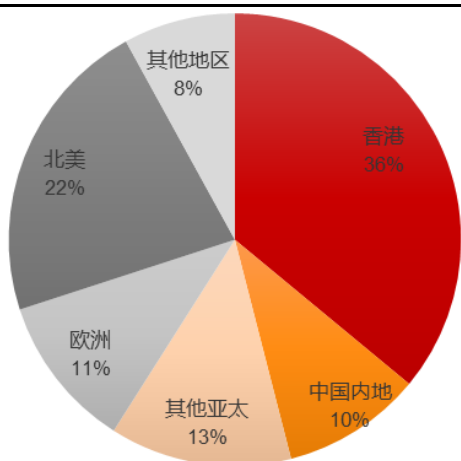
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 9: 港股以内地企业为主，盈利基本面取决于中国经济



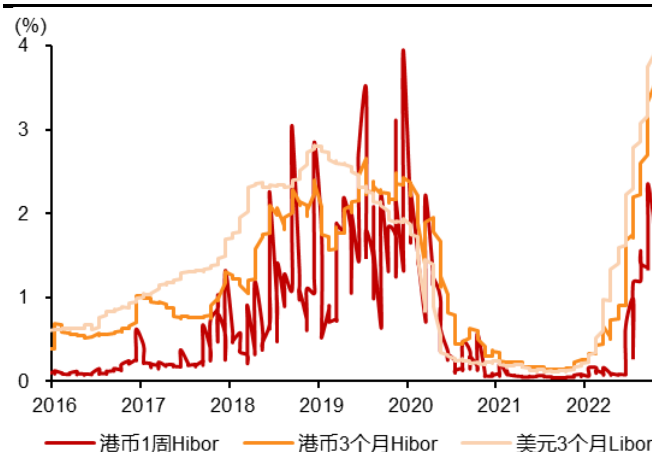
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 10: 香港资管及财富管理业客户资金结构(2020 年末)



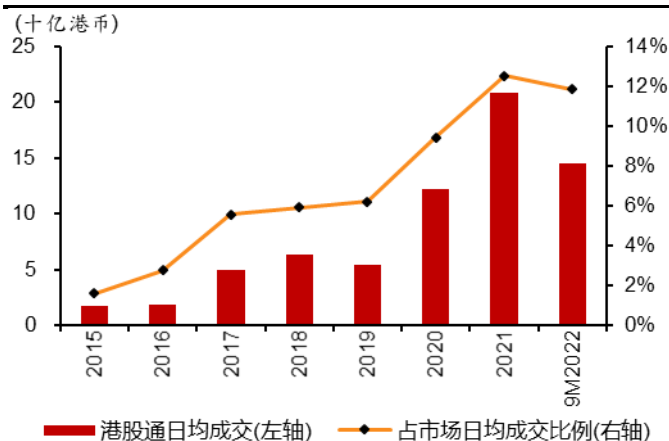
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 11: 联系汇率制度下港币利率由美元利率决定



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 62: 港股通日均成交额



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 13: 部分机构投资者对港股人民币柜台参与意愿调查

	合计	美元或港币资金	人民币资金	其他资金
样本总数	44	32	12	0
愿意参与的数量	23	14	9	0
按参与原因分				
规避汇率风险	6	0	6	0
规避地缘政治风险	5	2	3	0
人民币升值时参与	2	2	0	0
其他	10	10	0	0

资料来源: 招银国际环球市场预测

注: 数据来自 2022 年 10 月 10-11 日对部分机构投资者的问卷调查; 假设人民币柜台交易不存在流动性问题, 两个柜台不存在显著价差。

业务机会

做市商业务

金融市场交易制度分为做市商制（报价驱动制）和竞价制（订单驱动制），货币市场、债券市场、外汇市场及其衍生品以场外市场为主，一般采用做市商制，而股票市场、商品市场及其衍生品以场内交易所市场为主，一般采用竞价制。在做市商制度下，做市商承担“持续报价”和“回应报价”的义务，按其提供的价格接受投资者的买卖要求，以自有资金和证券与投资者进行交易，为市场提供流动性。

做市商收入主要来自买卖价差，理想状态是尽量不持有风险敞口。在流动性较高的市场，做市商买卖两端接近平衡，可以最大化降低风险敞口，以较低风险获得买卖价差。但在流动性较低的市场，做市商买卖两端很难平衡，需要逐步建立证券库存，且持有证券库存时间可能较长，以随时准备满足客户的需求，做市商不可避免会持有风险敞口，这对做市商的资本实力和风险管理提出更高要求，做市商需要对冲风险敞口，但对流动性较低的证券作风险对冲难度较大且成本高昂。

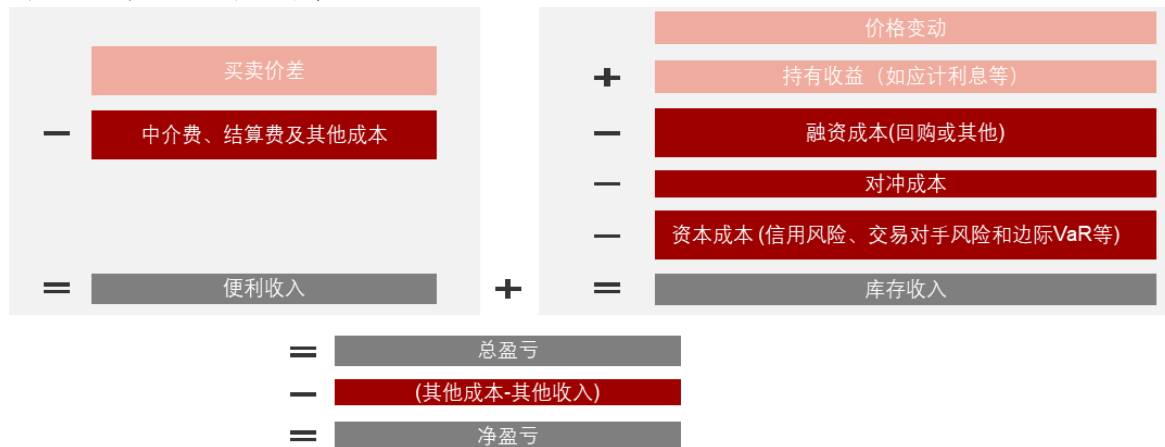
做市商业务作为全球大型投行的支柱性业务，服务于投行机构三重目标，包括获得做市商业务收入、完善以客户为中心的服务体系和提升品牌影响力。做市商业务具有典型规模经济特点，市场动态竞争的均衡结果是做市商业务逐步向高周转、低毛利和份额集中的方向演进，对资本实力、客户网络、风险管理、金融科技和人才团队的门槛要求不断提升。只有资本实力强，才能维持做市品类丰富度、做市规模和适度库存；只有客户网络广，才能匹配多元化买卖需求，缩小两端不平衡，同时实现薄利多销；只有风险管理水平高，才能最大化降低风险敞口或者有效对冲风险；只有金融科技和人才团队先进，才能提升客户体验和建立业务竞争力。由于头部大型投行在资本实力、客户网络、风险管理、金融科技和人才团队方面优势突出，全球做市商业务日益向头部大型投行集中。

港交所为解决港股人民币柜台的流动性问题，计划引入做市商（市场庄家）机制，这将为香港投行机构带来做市商业务机会。目前香港证券公司在南下港股通业务中并不直接获利，在港股通交易中设立人民币柜台并引入做市商后，香港投行机构可以通过参与人民币柜台做市分享港股通业务机会。开展人民币股票做市，需要在资本投入、吸引客户、风险管理、金融科技和人才团队等方面做好充足准备，目前已在做市业务和跨境业务中领先的大型投行机构可能具有先发优势。

人民币股票发行承销业务

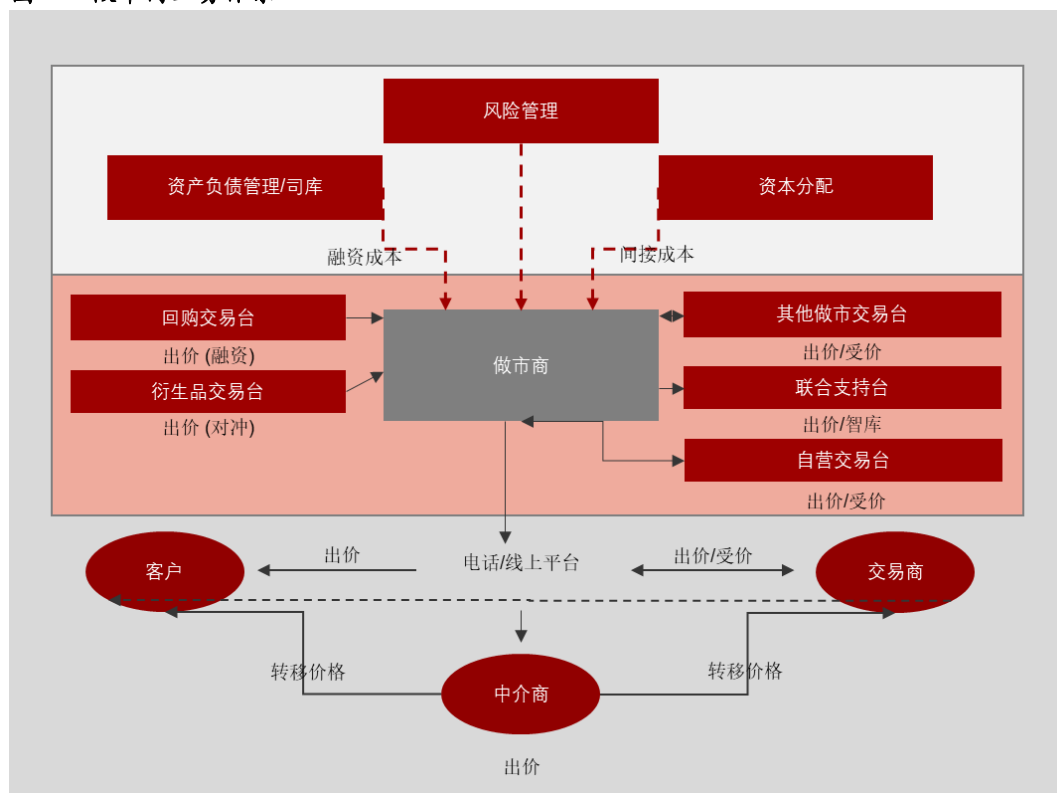
港股 IPO 或增发可以采用“双币双股”模式，但中期内业务规模可能非常有限。首先，港股发行企业以内地企业为主，内地企业能够在 A 股市场发行估值水平更高的人民币股票，而在香港离岸市场发行人民币股票存在明显的估值折价。其次，内地企业在香港发行人民币股票后，所募资金调回内地仍需内地相关部门审批。最后，香港市场仍以美元资金和港币资金为主，人民币资金客户基础仍有待进一步扩大。

图 14: 做市商收入来源与净盈亏



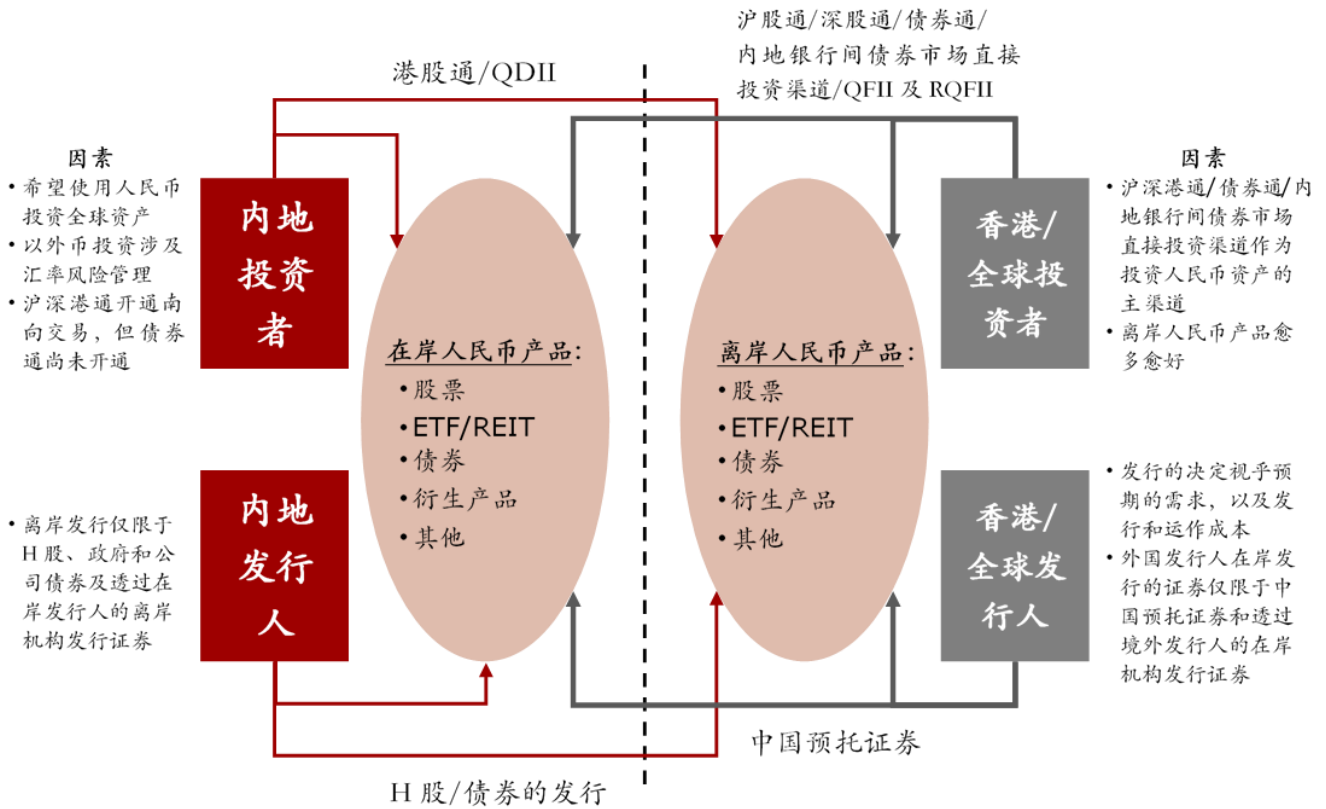
资料来源：CGFS Study Group

图 15: 做市商业务体系



资料来源：CGFS Study Group

图 16: 内地在岸和香港离岸人民币产品的发行人与投资者



资料来源：港交所，CMBIGS

图 17: 2022 年 9 月港股通交易活跃个股上榜日日均南下买卖成交额及市场成交额

代码	简称	港股通日均买卖成交总额(百万港币)	市场日均成交额(百万港币)	港股通成交/市场总成交(%)
0700.HK	腾讯控股	1361.69	5923.05	11.49
1797.HK	新东方在线	1146.55	1128.28	50.81
0883.HK	中国海洋石油	971.92	1276.37	38.07
3690.HK	美团-W	883.79	2797.81	15.79
2269.HK	药明生物	703.42	1878.09	18.73
3998.HK	波司登	554.99	1751.45	15.84
0941.HK	中国移动	551.04	1135.51	24.26
1211.HK	比亚迪股份	473.67	2031.72	11.66
1024.HK	快手-W	440.08	1183.01	18.60
1171.HK	兖矿能源	407.32	784.91	25.95
9666.HK	金科服务	386.57	773.87	24.98
3800.HK	协鑫科技	384.48	589.56	32.61
0884.HK	旭辉控股集团	383.23	542.47	35.32
2015.HK	理想汽车-W	373.87	766.79	24.38
0902.HK	华能国际电力股份	342.47	467.36	36.64
0836.HK	华润电力	324.37	460.86	35.19
3900.HK	绿城中国	320.35	557.77	28.72
1088.HK	中国神华	314.50	721.54	21.79
6078.HK	海吉亚医疗	312.76	421.45	37.10
1810.HK	小米集团-W	312.31	992.85	15.73
1928.HK	金沙中国有限公司	295.57	1756.08	8.42
2331.HK	李宁	294.08	686.73	21.41
1610.HK	中粮家佳康	286.25	184.01	77.78
2382.HK	舜宇光学科技	282.26	905.97	15.58
1919.HK	中远海控	269.70	760.49	17.73
1138.HK	中远海能	269.29	557.61	24.15
0020.HK	商汤-W	265.93	1327.95	10.01
0493.HK	国美零售	265.92	436.57	30.46
0728.HK	中国电信	264.30	385.56	34.28
6969.HK	思摩尔国际	258.45	412.44	31.33
0688.HK	中国海外发展	255.74	780.39	16.39
6098.HK	碧桂园服务	255.23	793.09	16.09
1725.HK	香港航天科技	251.86	225.86	55.76
0981.HK	中芯国际	246.39	515.80	23.88
0291.HK	华润啤酒	243.95	601.54	20.28
0175.HK	吉利汽车	237.82	832.03	14.29
9868.HK	小鹏汽车-W	231.31	805.86	14.35
0388.HK	香港交易所	226.80	1473.36	7.70
1299.HK	友邦保险	222.35	2091.51	5.32
2359.HK	药明康德	195.87	1028.95	9.52
9939.HK	开拓药业-B	194.92	244.05	39.93
3908.HK	中金公司	189.32	479.72	19.73
0285.HK	比亚迪电子	179.40	615.68	14.57
2246.HK	快狗打车	178.38	212.11	42.05
1109.HK	华润置地	177.63	554.82	16.01
0772.HK	阅文集团	174.76	277.79	31.46
2007.HK	碧桂园	172.09	767.10	11.22
2380.HK	中国电力	165.18	274.69	30.07
2196.HK	复星医药	156.83	367.03	21.37
1398.HK	工商银行	155.83	467.13	16.68
1801.HK	信达生物	144.33	341.30	21.14
1898.HK	中煤能源	133.65	340.25	19.64
0386.HK	中国石油化工股份	131.78	617.03	10.68

资料来源：港交所，招银国际环球市场预测

注：港股通日均买卖成交总额为双边交易总额，市场日均成交额为单边交易额，计算港股通成交额时取买卖成交总额除以2。

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于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。

招银国际环球市场或其他关联机构曾在过去12个月内与报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

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策。

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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策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个人。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士。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

2022年10月12日

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。