

每日投资策略

宏观及行业展望

宏观策略

- **美元/人民币汇率周期：原因、预示及溢出影响。**中国实行有管理的浮动汇率制度，人民币汇率更加灵活但仍保有管理因素。投资者偏好、经济和政策分化以及地缘政治因素是驱动美元/人民币汇率走势的核心因素。中国央行对人民币汇率的立场变化往往是重要的政策信号。美元/人民币汇率在 2014-2021 年经历两轮波动周期，因中美经济和货币政策的不同步，2022 年再度进入上升周期。展望未来，美元/人民币汇率在未来 1-2 个季度仍有一定上升空间，但在 2023 年可能发生逆转，因美国可能出现衰退而中国可能重启经济。预计美元/人民币汇率可能在 2022 年底升至 7.1，2023 年底回落至 6.75。美元/人民币汇率变化对全球市场具有明显溢出效应，与在基本面、流动性或情绪传染方面联系较强的金融资产联动性最强。

当前的人民币汇率制度具有四个特点：一是没有利用外汇储备进行直接干预的迹象，2017 年以来央行外汇占款保持稳定，可能因外汇储备稳定高于汇率稳定；二是人民币汇率波动性有所上升，但仍显著低于其他主要货币，存在通过中间价引导、口头干预、外汇存款准备金调整和可能的窗口指导等方式间接管理汇率预期的迹象；三是参考一揽子货币并非盯住一揽子货币，且一揽子货币汇率因素在中间价形成中的作用明显小于前一日美元/人民币即期汇率的影响；四是中国央行在中长期仍致力于不断提升人民币汇率灵活性，但在短期内仍会关注汇率基本平稳，力求避免汇率超调引发市场不稳定风险。

投资者偏好、经济和政策分化以及地缘政治因素是影响美元/人民币汇率的核心因素。当中国经济基本面相对美国走强时，投资者对人民币资产的需求增加，同时因中国货币政策比美国更紧，人民币供应相比美元供应减少，美元/人民币汇率下降；反之，美元/人民币汇率上升。当前美元依然主导国际货币金融体系作为安全资产，当地缘政治风险上升时，美元/人民币汇率将会上升。国际收支交易通过改变供求关系直接影响美元/人民币汇率，国际收支状况被视为经济基本面的一部分，国际收支交易则主要受国内和国际经济基本面的影响。

受乌克兰危机、美联储紧缩和中国经济下行影响，美元/人民币汇率自今年 3 月以来进入新一轮上升周期。由于未来 1-2 个季度美国和中国短中期利差可能进一步扩大，美元/人民币汇率仍有适度上升空间，但 2023 年第 2 季度后可能出现逆转，因美国经济可能出现中小型衰退，而中国经济可能重启。

美元/人民币汇率与其他市场存在三个关联机制：基本面关联、流动性关联和情绪传染。基本面对中国或美国宏观因素非常敏感的金融资产和投资者群体重合度较高的金融资产与美元/人民币汇率的联动性最强。中国股票市场收益率与美元/人民币汇率变化率呈现非常显著的负相关，尤其是材料、工业、可选消费和金融板块体现最明显。同时，与中国经贸投资联系紧密的新兴市场，其汇率和股票与美元/人民币汇率的收益率相关性比较显著；受中国需求影响较大的大宗商品包括铜和其他基本金属，与美元/人民币汇率的收益率相关性也比较显著。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	18,847	-2.48	-19.45
恒生国企	6,471	-2.45	-21.44
恒生科技	3,953	-2.85	-30.29
上证综指	3,238	-0.80	-11.05
深证综指	2,101	-1.14	-16.97
深圳创业板	2,504	-1.84	-24.64
美国道琼斯	31,135	0.10	-14.32
美国标普 500	3,946	0.34	-17.21
美国纳斯达克	11,720	0.74	-25.09
德国 DAX	13,028	-1.22	-17.98
法国 CAC	6,222	-0.37	-13.01
英国富时 100	7,277	-1.47	-1.45
日本日经 225	27,819	-2.78	-3.38
澳洲 ASX 200	6,829	-2.58	-8.27
台湾加权	14,658	-1.59	-19.54

资料来源：彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	29,617	-2.33	-12.56
恒生工商业	10,591	-2.64	-24.33
恒生地产	25,385	-2.01	-14.18
恒生公用事业	38,585	-2.39	-23.87

资料来源：彭博

沪港通及深港通上日耗用额度

	亿元人民币
沪港通(南下)	27.64
深港通(南下)	31.43
沪港通(北上)	-3.10
深港通(北上)	11.02

资料来源：彭博

行业/个股速评

- **中国 AI 行业 – 美国可能扩大 AI 芯片相关的出口限制。**据路透社 9 月 12 日的报道，美国商务部最早可能在下个月发布新的法规，扩大对 1) AI 芯片，和 2) 芯片制造设备出口到中国的限制，同时，3) 可能要求含有目标芯片的产品运往中国时需申请许可。此前，科磊 (KLA Corp)、泛林 (Lam Research)、应用材料 (Applied Materials)、英伟达 (Nvidia) 和超微 (AMD) 等公司均收到了相关告知信。如果美国商务部将这些信函变为法规，会影响到更多美国公司，并限制装有高端 GPU 的服务器出口到中国，即使这些服务器是在境外组装的。

无论是用于训练还是推理的 AI 芯片，都需要 14nm 以下的先进工艺。现有的限制包括禁止 14nm 以下的芯片制造设备和 3nm 以下的 EDA 软件出口到中国。其中 3nm 制程目前还没有被商用 AI 芯片所采用。在新规下，中国仍可以设计制程在 3nm~14nm 之间的 AI 芯片，然而生产制造只能在境外进行（如台积电在台湾的工厂/三星在韩国的工厂）。

现阶段的商用 AI 芯片有大量国产替代方案，我们认为美国可能发布的新规在短期内不会对中国 AI 行业产生直接影响。中长期来看，美国的禁令将限制中国前沿 AI 技术的发展（如在科研和自动驾驶的应用），像商汤科技 (20 HK)、创新奇智 (2121 HK)、虹软 (688088 CH) 等 AI 公司将受影响。但同时，更严格的限制将促使中国加快 AI 芯片的研发，受益标的有寒武纪 (688256 CH) 和景嘉微 (300474 CH) 等芯片设计公司。

- **和黄医药 (13 HK) – 呋喹替尼 FRESCO-2 三期研究结果积极，展现全球潜力。**FRESCO-2 研究在全球范围内共入组 691 名转移性结直肠癌患者，其中 71% 来自欧洲、18% 来自美国。呋喹替尼疗法降低病人死亡的风险达 34%，延长中位 OS 2.6 个月，达到主要临床终点。跨研究进行比较，TAS-102 降低病人死亡风险为 31%，延长中位 OS 2.0 个月；regorafenib 降低病人死亡风险为 23%，延长中位 OS 1.4 个月。考虑到呋喹替尼入组的病人是更为末线的病人，且均经 TAS-102 和/或 regorafenib 治疗失败，呋喹替尼展现出更为优异的疗效。同时，安全性方面，呋喹替尼亦展现出良好的耐受性，优于其他竞品。和黄医药预期将在美国、欧洲和日本递交呋喹替尼三线及后线治疗转移性结直肠癌的上市申请。我们认为 FRESCO-2 试验满足监管机构对试验人群代表性的要求，并且展现出优异的疗效和安全性。我们看好呋喹替尼在国际市场的获批上市，维持对和黄医药的买入评级，目标价 36.43 港元。

- **鹰瞳科技 (2251 HK) - 上半年业绩受疫情封控影响，期待下半年检测需求恢复。**2022 年上半年，公司收入同比下降 24.4% 至 3,741 万元人民币，主要是由于疫情期间，眼科检测量的下降，导致 AI 软件解决方案的收入同比下降 26.0%。因此毛利同比下降 30.4% 至 2,210 万元人民币，毛利率从 21 年上半年的 64.1% 降至 22 年上半年的 59.0%。

检测量受新冠疫情负面影响，但自 6 月以来已有所反弹。由于公司的检测服务非常依赖于线下场景，需要面对面进行，所以新冠疫情爆发期间严格的封控政策使得各眼科检测服务网点无法维持日常运营，导致线下眼科检测数同比下降了 34.8%。预计 6 月后，检测量持续回升，并在下半年继续保持增长势头。

销售及市场化能力提升。公司的销售和营销团队已扩大至 161 人，上半年共向 41 家医院和 50 家基层医疗机构提供 AIFUNDUS 1.0。此外超过 160 家体检中心、40 家保险公司、700 家药店和 1,000 家验光配镜中心已采用了公司的检测软件产品。医疗机构、药店以及视光中心的月均服务网点数分别同比增长超过 230%、470% 和 17%。此外，上半年公司成立了海外销售团队，并通过代理覆盖了 8 个国家。

AIFUNDUS 2.0 和近视防控解决方案进展顺利。AIFUNDUS 2.0 已于近日完成临床试验，适应症范围扩大到高血压视网膜病变、视网膜静脉闭塞和老年性黄斑变性，预计将于今年三季度提交上市申请，上市后有望提高 AIFUNDUS 产品在医院的渗透率并为推动收入增长。近视防控解决方案计划在今年 9 月推出，它也是公司未来的重点发力方向，将为公司提供新的增长动力。

考虑到疫情带来的负面影响，我们下调了目标价至 36.34 港元，维持买入评级。

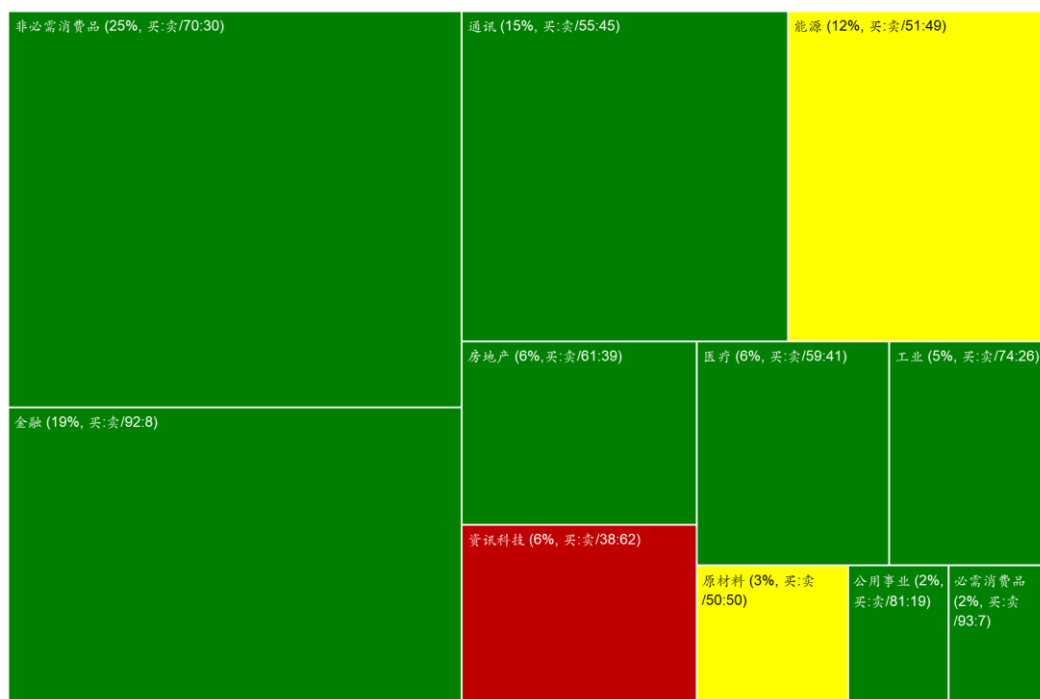
招银国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍) 2022E	2023E	市净率(倍) 2022E	ROE(%) 2022E	股息率 2022E
持仓											
蔚来汽车	NIO US	汽车	买入	21.94	28.00	28%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
亿和控股	838 HK	汽车	买入	1.47	3.00	104%	7.8	4.9	N/A	11.5	4.0%
晶盛机电	300316 CH	装备制造	买入	80.57	96.00	19%	36.6	29.3	9.8	32.4	0.5%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	8.56	14.60	71%	14.3	12.1	2.4	17.7	2.1%
顺丰控股	002352 CH	快递	买入	51.00	94.00	84%	32.9	22.6	2.9	9.2	0.6%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.06	5.89	45%	13.3	11.3	3.1	23.0	4.4%
奈雪的茶	2150 HK	可选消费	买入	6.05	7.38	22%	N/A	38.3	1.9	N/A	0.0%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	52.95	71.00	34%	39.1	36.1	6.0	15.0	1.1%
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	21.40	28.40	33%	34.2	30.4	3.2	9.2	1.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	162.77	184.00	13%	45.2	33.2	9.6	21.4	0.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	28.05	52.59	87%	N/A	N/A	4.1	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	50.80	120.39	137%	42.9	32.2	4.4	12.9	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	16.32	25.19	54%	6.1	5.1	0.6	9.9	5.9%
快手	1024 HK	互联网	买入	61.45	120.00	95%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	32.85	44.79	36%	6.0	N/A	0.9	14.3	5.8%
碧桂园服务	6098 HK	房地产	买入	15.40	47.60	209%	7.9	6.0	4.5	30.2	3.1%
歌尔股份	002241 CH	科技	买入	32.51	48.00	48%	19.0	15.7	N/A	18.1	0.8%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	59.67	93.12	56%	24.6	16.0	2.0	8.1	0.4%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT 服务	买入	13.02	23.83	83%	N/A	N/A	5.5	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2022 年 9 月 14 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 14/9/2022

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)



注:

1. “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
2. 绿色代表当日买入股票金额 $\geq$ 总买卖金额的 55%
3. 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例 $>45\%$ 且 $<55\%$
4. 红色代表当日买入股票金额 $\leq$ 总买卖金额的 45%

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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本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个月的潜在涨幅在-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上责任。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员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。