中金研究院
CICC Global Institute

研报精选

2023年6月5日 第123期

宏观专栏

分化明显，但总体走弱——5月PMI点评

5月中采制造业PMI环比下降0.4个百分点至48.8%，连续第二个月处于收缩区间。报告认为，制造业PMI走弱，一方面反映前期积压订单支撑作用下降，在手订单指数环比下降0.7个百分点至46.1%；另一方面也体现出当前需求疲弱，新订单指数环比下降0.5个百分点至48.3%。

美联储“跳过”加息呼声渐起

美国5月新增非农就业人数大幅超出市场预期，职位空缺数量上升表明劳动力需求仍然强劲。报告认为，非农数据支持美联储继续加息，但鉴于银行信用紧缩存在不确定性，美联储或跳过6月并倾向于在7月加息。

专题聚焦

百年变局重塑全球市场

近年来逆全球化和去金融化趋势加速，全球市场或将发生三大变化：一是以美国投资者和美国市场为主导的“单极”市场或走向终结，二是地缘政治对投资的影响加大，三是中国在全球市场中的重要性提升。

香港虚拟资产监管新规生效：香港Web3.0生态发展新起点

香港证监会发布的《适用于虚拟资产交易平台营运者的指引》于6月1日正式生效，其建立了针对证券型及非证券型虚拟资产的双重发牌制度，并从合格投资者界定标准、虚拟资产纳入准则等方面明确了监管细则。

宏观专栏

分化明显，但总体走弱——5月PMI点评

5月中采制造业PMI环比下降0.4ppt至48.8%，低于Bloomberg预测中值(49.5%)；5月非制造业商务活动指数环比下降1.9ppt至54.5%。制造业PMI下降且连续两个月位于收缩区间，一方面有前期积压订单支撑效应的进一步下降，PMI在手订单环比下降0.7ppt至46.1%；另一方面，需求不足仍然是当前的核心矛盾，PMI新订单环比下降0.5ppt至48.3%。从主要大类行业来看，装备制造业、高技术制造业和消费品行业环比均有所改善，高耗能行业受建筑业的拖累，环比进一步下降，关注是否会有进一步支撑政策出台。

积压订单支撑效应下降，叠加需求不足，PMI环比下降且连续两个月位于收缩区间。一方面，前期经济恢复的主要促进因素是疫情影响消退后的供给恢复和积压需求集中释放，而随着供给基本恢复正常水平，边际促进效应消退，积压订单支撑效应也进一步下降，PMI在手订单环比下降0.7ppt至46.1%。另一方面，需求不足仍然是当前经济运行的核心矛盾，PMI新订单环比下降0.5ppt至48.3%，带动PMI生产环比下降0.6ppt至49.6%。从新订单结构来看，新出口订单环比下降0.4ppt至47.2%，显示内外需皆有所回落。库存去化继续，价格下降，皆从侧面反映了需求仍显不足。产成品库存、原材料库存环比分别下降0.5ppt、0.3ppt至48.9%、47.6%；出厂价格、主要原材料购进价格分别环比下降3.3ppt、5.6ppt至41.6%、40.8%。

行业和规模分化，建筑拖累较大。分大类行业来看，装备制造业、高技术制造业和消费品行业PMI分别为50.4%、50.5%和50.8%，高于上月0.3、1.2和1.0个百分点，且皆回到了扩张区间；而与高频数据一致，基础原材料行业PMI环比下降2.1ppt至45.8%，为近10个月低点，或主要受到建筑业的拖累。其中黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业分别环比下降8.9ppt、6.8ppt、5.7ppt。5月建筑业商务活动指数环比下降5.7ppt至58.2%，其中土木工程建筑业、房屋建筑业、建筑安装装饰及其他建筑业环比分别为-8.7ppt、-8.5ppt、+10.3ppt。基建对应的土木工程建筑业环比回落较多，

但也要注意其绝对值仍然处于历史较高水平，且有5月部分地区天气因素影响施工的因素；地产方面房屋建筑业和建筑安装装饰及其他建筑业走势背离，或反映了“保交楼”政策的进一步推进，但整体的房地产开工下滑较多，5月房地产行业商务活动指数环比下降2.0ppt。分企业规模来看，大企业PMI环比上升0.7ppt至50.0%，中、小企业分别环比下降1.6ppt、1.1ppt至47.6%、47.9%。

服务业环比回落，但对经济的相对支撑作用仍然较高。5月服务业商务活动指数环比回落1.3ppt至53.8%。虽然环比回落幅度较大，但一方面前期基数较高，另一方面绝对值仍然处于扩张区间且是历史较高水平，显示出其对经济的相对支撑作用仍然较高。分行业来看，环比回落幅度较大的是住宿业、邮政业、航空运输业，分别环比下降13.3ppt、12.2ppt、11.6ppt；环比上升幅度较大的是水上运输业、电信广播电视和卫星传输服务业、互联网及软件信息技术服务业，分别环比上升3.9ppt、2.9ppt、2.6ppt。

关注政策边际变化。展望未来，我们预计，随着积压订单支撑效应进一步消退，新增外需和内需整体或仍然偏弱。无论是制造业还是非制造业，5月PMI生产经营活动预期也皆有所下行，指向6月PMI或仍然偏弱，需要重点关注是否会有进一步支撑政策出台以对冲偏弱的内生性需求。

以上观点来自：2023年5月31日中金公司研究部已发布的《分化明显，但总体走弱——5月PMI点评》

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442
张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

美联储“跳过”加息呼声渐起

美国5月非农数据表现强劲，显示劳动力市场韧性犹在，短期内美国经济衰退的可能性较低。我们认为强劲的就业支持美联储继续加息，但鉴于银行信用紧缩存在高度不确定性，美联储或采取折中策略，跳过6月并倾向于在7月加息。这种做法主要出于风险管理的考虑，在联储官员中获得了一定认可。另一方面，市场对年内降息的预期被修正，随着美国经济有韧性，通胀有粘性，利率在高位停留较久（High for longer）或将成为新的共识。

5月非农数据表现强劲。33.9万的新增非农就业人数大幅超出了市场预期，而且前两个月的新增就业合计上修9.2万人，使得过去三个月的平均新增就业高达28.3万人。更重要的是，这已是非农数据连续第14个月好于市场预期。分行业看，教育医疗（+9.7万）、专业商业（+6.4万）、休闲住宿（+4.8万）等服务业仍然是就业增长的主要来源，采掘业与建筑业就业也在继续扩张。但另一方面，失业率较上月上升0.3个百分点至3.7%，家庭部门调查显示的就业人数减少了31万，这与新增非农数据有所背离。另外工资同比增速下降至4.3%，每周工作时间也较上月有所下滑，这些有助于降低对工资通胀的担忧。总体上，这份非农数据指向一个非常健康的劳动力市场，这也意味着短期内美国经济衰退的可能性较低。

本周公布的职位空缺数也好于预期。根据职位空缺与劳动力流动调查（JOLTS）报告，4月职位空缺数从上月的980万上升至1010万，为今年1月以来新高。职位空缺数上升说明劳动力需求仍然强劲，由于当前失业人数只有约600万，这相当于劳动力供需缺口仍然高达400万。但也有一些数据显示劳动力市场在冷却，比如4月主动离职率下降至2.4%，已基本回到疫情前的水平。离职率下降意味着劳动者对于寻找新工作的信心降低，而这也会降低其要求更高工资的能力，从而降低工资上涨的压力。

上述就业数据将引发对于6月是否加息的讨论。还有两周美联储将召开6月议息会议，对于是否在这次会议上加息，此前联储官员们存在分歧，已然形成两种不同观点。一方面，达拉斯联储主席洛根、亚特兰大联储主席博斯蒂克、

圣路易斯联储主席布拉德等人认为，当前的数据不足以为美联储停止加息提供充分理由，暗示支持货币政策进一步收紧[1]。另一方面，美联储主席鲍威尔、副主席杰弗逊、费城联储主席哈卡、芝加哥联储主席古尔斯比等人倾向暂停加息，以等待更多经济数据出炉[2]。本周公布的就业数据似乎支持6月加息的决策，但反对者也可能以工资增速放缓为由而提出再等等看。

一个折中的选项是跳过6月、但倾向于在7月加息。这样做的逻辑在于，当前的经济数据支持6月加息，但因为信贷条件紧缩的影响存在高度的不确定性，此时加息可能会导致经济以一种快速且不理想的方式下滑。出于风险管理的考虑，比较谨慎的做法将是在6月会议上跳过加息，但根据即将到来的数据，强调倾向于在7月加息。6月与7月的议息会议之间有一个多月的时间，在此期间美联储可以观察更多关于信贷紧缩的影响，另外7月距离硅谷银行倒闭也有四个多月的时间，到那时美联储也将对信贷状况有一个更清晰的认识。如果届时信贷紧缩影响仍然不大，且经济数据仍然健康，那么在7月加息就将是合适的。

另一方面，市场对年内降息的预期被修正。年初以来市场对于降息一直有所期待，而这主要建立在三个假设条件下：一是美国经济很快衰退，二是美国通胀快速下降，三是银行业风险持续升级。我们认为前两个条件目前已不再成立，第三个条件还有待观察，而这也导致近期市场对于年内降息的预期进行大幅修正。此外，即使银行倒闭再次发生，美联储也更可能通过扩表为受困机构提供流动性，而不是降息。这种以宏观审慎政策应对金融风险、以货币政策应对通胀的政策思路，在硅谷银行倒闭后也已展现的非常清楚。因此，我们认为美联储年内降息的可能性并不高，利率在高位停留更久（High for longer）或将成为新的共识。

以上观点来自：2023年6月4日中金公司研究部已发布的《美联储“跳过”加息呼声渐起》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443
肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451
张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE9888

[1] https://www.marketwatch.com/story/feds-bullard-backs-two-more-hikes-359fb941?mod=the-fed
[2] https://www.marketwatch.com/story/marketwatch-interview-feds-harker-says-skipping-june-rate-hike-is-returning-to-normalcy-fc6859ef?mod=the-fed以及https://www.wsj.com/articles/fed-official-says-rate-pause-doesnt-signal-end-to-hikes-758041e5

专题聚焦

百年变局重塑全球市场

自全球金融危机以来，随着贸易摩擦加剧以及金融监管加强，全球化和金融化都有所放缓。这几年的新冠疫情以及俄乌冲突更是进一步加速了逆全球化和去金融化的趋势。加速变化的世界政治经济格局对全球投资者意味着什么？本文我们试图探讨全球市场发展的历史宏观背景，现下全球市场的格局，以及接下来的全球市场因为这种变局会面临哪样的变化。

一、全球市场发展的宏观背景

过去全球化主要体现在两个方面：一是贸易全球化，二是金融自由化。自上世纪90年代开始，全球外贸总额和跨境贷款占GDP的比重都明显抬升，贸易全球化更是在2000年后有所加速。这个趋势延续到金融危机以后，随着经济结构的变化，贸易摩擦加剧以及金融监管加强，贸易全球化和金融自由化的进程才逐步放缓[3]。

就权益市场而言，全球跨境投资在上世纪70年代时主要局限在发达国家且规模较小，而随着各国资本管制措施的松绑、人员与信息往来的提升以及全球金融市场基础建设的完善，跨境权益类投资的规模在90年代快速上升。其中，新兴市场投资于90年代初正式兴起，且在2000年以后明显加速，但总体量仍远低于发达国家。

长期以来的全球化和金融自由化带来了两个结果，**一是宏观层面全球周期的同步性明显增强，**2000年以后全球前60大经济体的实际GDP增速的关联性显著提高。相对应的，**全球各地区之间资产价格的相关性也明显上升，**跨境投资的风险多样化益处受限。

[3] 前者的原因包括中国的经济转型（进出口占GDP比例下降）、大宗商品价格的下跌以及近年来全球经济结构和产业链的变迁，而后者的一个重要原因则在于金融危机后更强的银行监管使得跨国银行大幅压缩了跨境贷款，从而放缓了金融全球化的进程（详见Richard Baldwin, The Peak Globalization Myth: Why the goods trade ratio declined. CEPR, Sep 2022以及Philip R. Lane and Gian Maria Milesi – Ferretti, International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis, IMF, May 2017

然而过去的宏观环境正在发生改变。逆全球化、人口老龄化、气候变化都意味着供给约束的增加以及各国所要面临的不确定性和经济波动的上升(详见《应对世界百年变局》),这可能也意味着**跨境投资带来的风险多样化的益处更大。但同时，跨境投资所面临的来自地缘政治风险的挑战也在加大。**据Global Sanction Database统计，近年来，受各种贸易与金融制裁的国家数量有较为明显的增加。IMF近期的一项研究表明[4]，当投资国和被投资国之间的地缘政治紧张程度增加时，相对应的跨境投资组合配置会显著减少。地缘风险的上升可能导致金融碎片化（financial fragmentation）。

二、全球市场的发展现状

那么目前的全球市场格局是什么样？本文将聚焦于全球的权益市场，从一个国际投资者的角度来看市场的构成，参与者及其行为，还有中国在全球视角下所处的相对位置。

就全球市场构成而言，从一个国际投资者可获取的市场市值占比来看（MSCI AC World），美国占绝对主导地位，市值占比是第二大权益市场日本的11倍，第三大权益市场英国的16.5倍。

就全球市场参与者而言，目前欧美投资者仍然是跨区域投资中的主力。根据BCG的数据，美国和欧洲分别占全球资管AUM的54%和26.5%，合计超过80%，主导着全球权益市场的定价权。若以海外机构投资者持股占整体机构投资者持股的比例来衡量海外投资者的影响力，则大多数新兴市场的定价权仍然掌握在海外机构投资者手中，相对而言美国以及A股市场较为独立。

就全球市场投资者行为而言，本土偏好（home bias）近年来有所降低。本土偏好指各国投资者更多投资国内而非海外市场的倾向。现有文献通常把决定本土偏好程度的因素分为三类：第一是经济和金融市场发展程度，本土偏好程度往往随着经济发展程度的提升而下降；第二是各国的资本管制措施和监管要求；第三则是海外投资面临的各种额外的交易成本和风险（如信息不对称带

[4] IMF Financial Stability Report, April 2023, Geopolitics and Financial Fragmentation: Implications for Macro-financial stability

来的摄取信息的额外成本，汇率风险，政策风险，地缘政治风险等等）。近10年来主要国家的本土偏好程度普遍有所降低，新兴市场的本土偏好程度则普遍高于发达市场。

中国权益市场在全球配置中的占比与其经济地位尚有一定差距。按照购买力平价来估算，2021年中国GDP占全球GDP比重（PPP调节后）已达18%，然而中国在MSCI全球指数的权重占比不到4%，市值权重占比和GDP权重占比的比例在全球30大权益市场中排名靠后。主要原因有三个：一是中国资本市场的发展尚不完善，二是中国权益市场的开放程度还有待提高，三是长期以来中国权益的相对表现不算突出。第三个因素一定程度上取决于前两者。

就资本市场发展而言，中国近10年金融市场的发展是值得肯定的。根据IMF金融发展指数，中国金融市场在过去10年进步最大，但绝对发展水平仍有较大提升空间。

国内投资者尚未深入地全球布局。与日本、美国不同，中国的对外资产目前仍以收益较低的储备资产为主。而在非储备资产中，中国直接投资占比高，证券投资占比虽然近几年有所提升，但仍然明显低于美国和日本。

国际对比来看，中国的本土偏差较高。之前提到经济收入水平也会影响本土偏差，总体而言，中国的本土偏差和其发展水平相符。当然，海外证券投资占比较低也和中国自身权益市场较大的体量有一定关系（更大的权益市场意味着本国投资机会更多，也相应削弱了投资海外的动力）。总体而言，从近几年的趋势上看，随着2015年资本市场的进一步开放，近年来基金的海外持股占总股票头寸有了明显提升，但是海外头寸的地域分布仍然相对集中。根据外管局以及QDII口径的数据，最大的海外头寸往往分布在中资企业海外上市密集的中国香港地区和美国，股票投资离实现真正的“走出去”仍然有一定距离。

中国在全球金融的相对地位和全球贸易的相对地位不匹配。中国在全球的贸易网中已从边缘国家转变成了世界三大贸易中心之一。而相较之下，与世界其他国家金融链接的发展则明显更为缓慢。

三、全球市场的可能演变

那么接下来的全球市场又会因为世界变局面临哪样的变化呢？

1.单极市场的终结？

自2010年来，不管是从投资的资金来源（如前文所讨论的投资者构成），又或者是资本市场回报而言，全球权益市场投资可谓是一个“单极”市场(unipolar market)。不仅美国的AUM占全球AUM超过一半，美国权益市场自2010年以来也实现了主要权益市场中最高的累计收益以及最低的波动率。金融危机后这段时间，作为全球投资者，投资美国所获取的风险调节后回报要远高于投资一个全球风险多样化的投资组合。

这一部分和2010年以来全球“三低”的宏观环境息息相关。美国是成长性较强的市场，这个特性也使其成为金融危机后“三低（低通胀，低增长，低利率）环境”的受益者。然而，这样的宏观环境很有可能已经不再（详见《去金融化带来“成长”变局》）。

事实上，**美国的超额表现并非历史常态。**自1970年来，美国的相对表现大致可以分为四个阶段：大通胀时代的美国跑输其他发达市场，制造业强势的德国和日本表现更为亮眼；80年代正处于日本的繁荣时期，美国的表现仍显逊色；随着大消费和TMT浪潮的兴起，90年代美国市场走出了相对行情；然而之后的互联网泡沫的破裂以及新兴市场的崛起使得2000年代的美国市场再度转为相对弱势。由此可见，2010年以来美国一枝独秀的情况并非必然。

与此同时，面对更加错综复杂的国际环境，投资者对风险多样性的需求将有所提高，而为了应对新的经济格局，国际投资者需要触达美国以外市场，尤其是在原材料和新能源领域。

新的环境下，来自新兴市场的资金和新兴市场的重要性都有可能有结构性上的上升。*就回报而言，*新兴市场是世界各大地区中风格较为均衡的市场。其不仅涵盖原材料能源占比较高的拉丁美洲国家如巴西、智利等，也包括有着先进制造业、信息技术类产业的亚洲经济体如中国大陆、中国台湾地区和韩国。

而就资金供给而言，随着新兴市场资管力量的崛起，欧美投资者的影响在相对减小。从全球AUM的地区分布及相应增速来看，以亚太地区（ex Japan）和拉丁美洲为代表的新兴市场AUM增速在过去12年间领跑全球。而接下来，**新兴市场作为投资者的重要性有可能进一步上升:**

►*资源型新兴国家的财富积累:* 随着原材料和能源的重要性的上升，这利好一部分资源型新兴国家的财富积累。2001年至2010年间新兴市场的AUM经历了一段较为快速的增长。

►*新兴亚洲:* 虽然自2010年来全球贸易占GDP的比例有所停滞，但作为全球的制造业基地，亚洲内部的区域贸易一直处于稳步上升的状态。 而伴随着贸易链接的增强，通常直接投资和金融投资的链接也同步增加。

2.难以避免的地缘政治与国家安全问题

接下来，全球投资者所面临的可能是世界上两大经济体处于长期竞争的局面，投资决策难以完全绕过地缘因素的考量。而**地缘风险怎么样传导到具体的市场投资**？

直接投资限制: 近年来，跨境金融投资方面的制约措施大多围绕对关键领域（高科技、军工、人工智能等）的直接投资限制（FDI或者一级市场投融资等）。针对二级市场投资的限制仍然不多，且目前涉及较为敏感领域的资金总量不大。根据中金策略组测算，美国投资者目前总共持有中资股票约为7400亿美元，占全球中资股总市值的4.8%左右，持仓主要集中在可选消费（20.7%）、通讯服务（15.1%）及医疗保健（11.9%）等。整体而言，海外中资股更受青睐，且硬科技领域的投资占比相对较小，美国投资者持有半导体板块中资股（以MSCI指数为例）仅占其持有全部中资股的0.9%，约75亿美元（详见中金策略报告《外资系列研究：外资持股分析》，2023年4月）。

市场准入/退出影响企业盈利: 另外一个层面的影响则在中美企业的市场准入方面，即中美两国限定关键领域的企业的对美/对华的业务。总体而言,虽然中国是美国上市企业的第二收入来源，但MSCI美国对中国的营收敞口只有

其总营收的7%，美国在MSCI中国的营收占比则更小，仅为3.3%。

当然这个数字掩饰了依赖性的不均衡。在美国各行业中，硬科技如半导体，科技硬件等恰恰是对中国敞口较大的领域，对中国有较大营收敞口的企业（>10%总营收）在整个行业的市值占比超过85%。对于这些企业来说，市场准入是一个较大的不确定性。在中国，生物医药对美国的营收敞口最大，同时半导体和科技硬件也较多，但是都显著小于美国同领域，中国上市企业面临的问题更多的是科技卡脖子的问题，直接反映在盈利/营收层面的部分相对较小。

跨境投资的隐形成本上升: 过去交通和信息科技的发展极大地促进了人员往来和信息流通，降低了跨境投资的成本，我们前文提到了home bias普遍存在的一个重要因素即为信息的不对称。然而，随着各国对国家安全关注的提高，开放的数据和信息流通可能会受到更多的阻力。**对于中国来说，接下来需要寻找一个国家安全、信息安全与金融市场持续开放之间的平衡，而维护资本市场健康发展是保证资本市场持续开放的关键。**随着市场规模的扩大，更高的地缘政治不确定性，监管新常态和信息摄取难度有可能会从价的层面（如股权风险溢价）体现出来，而不是“量”（外资持股市值）。不宜过早忽略外资在中国市场的参与，毕竟衡量政治、政策风险对于国际投资者来说一直是投资海外市场的常态。

“中间国家”（Middle Power）的发言权有所上升: 在双极或多极世界(multi-polar world)下，一些掌握关键领域的中间国家如处在半导体供应链关键位置的荷兰、日本、韩国，处在离岸/近岸关键地理位置的越南和墨西哥，有较大的市场潜力的如印度，或是把握关键自然资源的如沙特阿拉伯（石油），印度尼西亚（镍）等，会获得更多的话语权。

3.中国在全球市场的重要性结构性提升

对于投资者而言，我们认为中国在全球市场中的重要性会结构性的提升。这不仅仅是因为中国的绝对体量，更是因为中国在变局下能给投资者带来不可多得的投资机会。

▶新环境下规模的重要性

在地缘风险上升和逆全球化的大背景下，规模优势将更加重要。中国拥有庞大的劳动力和市场规模，这也使得中国相对于规模小的国家能更好地应对新的宏观环境。面对逆全球化带来的逐渐碎片化的国际市场，中国仍能依赖本土市场达到规模效应，促进分工发展，容纳高强度的企业竞争。企业也能通过在本土市场积累的规模优势，降低生产成本，提高产品质量来提高其国际竞争力（中国新能源汽车为一个较为典型的案例）。庞大的人口规模有能力给创新型驱动的经济提供创新人才，而庞大的市场使得创新所产生的正外部性更大，从而达到一个创新的良性循环。此外，健全的产业结构也使得中国能更好地应对供给约束。而在国家安全更为重要的当下，大国的公共品投资（如国防，基础设施建设等）分摊成本更低。也就是说，面对百年之变局，大国的规模优势将进一步显现（详见中金《大国产业链：逆全球化下的规模经济新优势》）。

▶新环境下有竞争力的投资标的

迅速的发展使得中国企业已经从过去的低成本生产者逐渐成为了有全球竞争力的竞争者，在一些新兴领域（如通讯科技，新能源等）甚至成为了引领者。中金策略组的研究发现，在未来的关键产业链中如新能源汽车，半导体，医疗，机械工业等，中国上市公司无论是在数量、市值或是利润在全球范围内的占比都举足轻重（详见中金公司策略组报告《上市公司视角观察中国出口相关制造产业链》）。

▶面对不确定性的关键因素

在供给约束加大和宏观波动加剧的环境下，有制造业优势，对外部大宗依赖度较低，且拥有良好经济管理能力的国家更占优势。我们分别用制造业占GDP的比重、各类大宗进口依赖度、通胀稳定性对这三个维度进行测量，中国因为其较为发达的制造业及有效的宏观经济管控，排名前列。

▶不可多得的风险多样化标的

中国拥有除美国以外的其他权益市场在短期内难以达到的规模。全球权

益投资者在过去面临的一个问题就是美股在全球指数中的绝对占比过大，这使得对美股方向性的超额或者低额配比很难以靠另外一个市场来平衡。

并且，作为一个规模较大的金融市场，中国权益市场与美国的相关系数低于欧洲与日本，一是因为中国资本账户尚未完全开放，使得中国的货币政策以及其金融条件相对独立，二是因为中国的体量使得中国对全球经济的增长贡献大且对全球金融条件和资产价格的反向溢出作用上升。

CICC 中金公司

以上观点来自：2023年6月1日中金公司研究部已发布的《百年变局重塑全球市场》

袁梦园 联系人 SAC 执证编号：S0080122010023 SFC CE Ref: BSM194
张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

香港虚拟资产监管新规生效：香港Web3.0生态发展新起点

近期，香港证监会最终定稿《适用于虚拟资产交易平台营运者的指引》[5]（下称《指引》）、且于2023年6月1日《指引》生效后开始正式接受虚拟资产交易平台牌照申请。我们认为《指引》落地标志着香港特区虚拟资产监管框架进一步完善，长期看或有望助力香港Web3生态稳步发展。

新监管框架及细则出台，推动行业可持续、负责任地发展。2017年以来，香港特区逐步延伸虚拟资产监管范围并持续探索合适的监管规则，而我们认为《指引》生效标志着香港特区进一步完善了虚拟资产监管框架，一方面遵循“相同业务、相同风险、相同规则”原则，依照《证券及期货条例》及《打击洗钱条例》分别建立了针对证券型及非证券型虚拟资产的双重发牌制度、并强制要求平台持牌经营，另一方面则从合格投资者界定标准、虚拟资产纳入准则、资产托管方式及保险赔偿力度等多个方面明确了监管细则并加强了对投资者的保护力度。我们认为这将有效降低潜在金融风险及损失，并推动行业可持续、负责任地发展。

兼顾合理包容创新与确保金融稳定，或将迎来更多“合规”交易所。我们观察到，香港证监会在最终定稿《指引》前已充分考虑业内人士及公众意见，着力平衡行业发展需求与监管合规要求，以求兼顾创新与稳定。其中，香港证监会明确允许零售投资者交易部分大型虚拟资产、同意适度降低监管合规成本、并设立牌照申请过渡期，同时持续强调交易平台应遵守一系列投资者保障措施，包括加强客户资产保护、优化资产准入及信息披露、禁止从事自营交易及借贷服务等。我们认为这或在有效保护投资者的前提下，提升虚拟资产平台持牌积极性，并有望推动行业积极拥抱监管。

发挥国际金融中心优势、打造具有全球竞争力的产业环境，或将成为香港Web3生态发展新起点。2H22以来，伴随虚拟资产行业风险事件发生，全球虚

[5] https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/consultation/conclusion?lang=TC&refNo=23CP1

拟资产监管环境持续收紧，而与此同时，我们观察到香港特区在保障金融体系稳定及有效保护投资者基础之上，积极发挥国际金融中心优势、陆续推出利好政策、不断探索创新应用，从政府、产业、人才等多维度出发，打造具有全球竞争力的产业环境。长期看，我们认为香港特区有望基于日益完善的监管框架、逐渐清晰的监管方向，与全球业界人士携手推动虚拟资产及底层区块链技术应用的稳健发展，而此次监管新规落地也有望成为香港Web3.0生态繁荣发展的新起点。

CICC 中金公司

以上观点来自：2023年6月1日中金公司研究部已发布的《香港虚拟资产监管新规生效：香港Web3.0生态发展新起点》

苏杭　联系人 SAC 执证编号：S0080122080344
姚泽宇 分析员 SAC 执证编号：S0080518090001 SFC CE Ref: BIJ003
蒲寒　分析员 SAC 执证编号：S0080517100003 SFC CE Ref: BNR210

附：一周主要研报回顾

宏观

2023.5.31	中国宏观热点速评：分化明显，但总体走弱 ——5月PMI点评
2023.6.1	中国宏观专题报告：百年变局重塑全球市场
2023.6.4	海外宏观周报：美联储“跳过”加息呼声渐起

策略及大宗商品

2023.5.30	主题策略：北交所系列十：北交所处于配置机遇期
2023.5.30	海外策略：日股30年新高的启示
2023.5.31	主题策略：行业配置月报：成长风格有望重新占优
2023.6.1	A股和港股行业首选：2023年6月
2023.6.2	老外看中国：从跨国公司龙头透视中国差异化复苏 1Q23跨国公司中国业务总结
2023.6.3	主题策略：全球头部基金如何配置中国：1Q23加仓A股，偏好消费科技
2023.6.4	海外策略：债务上限“过关”的影响与后续
2023.6.4	海外中资股策略周报：反弹行情能否持续？
2023.6.4	全球资金流向监测：市场反弹中北向流入，但南向流出
2023.6.4	A股策略周报：市场情绪略有修复
2023.6.4	大宗商品：图说大宗：需求趋弱，关注供给变化

固定收益

2023.5.29	简评：光力转债上市定价分析
2023.5.29	信用分析周报：中国信用债评级调整周报
2023.5.29	中资美元债周报：银行新增供给，投资级收益率上行利差稳定
2023.5.30	招投标备忘录：国开债23年第2、6、8期增发——利率债招标分析
2023.5.30	专题研究：倾向保守，现金为王 ——债券发行人2022年年报和2023年一季报点评
2023.5.31	招投标备忘录：农发债23年第2、6期增发——利率债招标分析
2023.5.31	简评：需求减弱导致工业收缩向中上游传递，利率下行趋势延续——5月PMI数据分析
2023.5.31	信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
2023.5.31	招投标备忘录：国开债21年第20期，23年第10、13期增发——利率债招标分析
2023.6.1	信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
2023.6.1	招投标备忘录：贴现国债23年第32其新发，附息国债23年第7期续发——利率债招标分析

2023.6.2	中国可转债策略周报：弹性、余波和代偿： 转债下半年展望及6月十大转债
2023.6.3	信用债收益率跟踪周报：5月理财规模小幅下降
2023.6.3	简评：基本面走弱，等待政策——中金固收高频数据跟踪
2023.6.4	深度研究：债牛长尾效应，利率有望新低——下半年中国经济及债券市场展望

行业

2023.5.29	日常消费：周思考：白酒消费持续平稳恢复，当前估值性价比高，消费场景复苏下大众品经营回暖
2023.5.29	传媒互联网：互联网周思考：信心仍羸弱，唯有业绩坚挺
2023.5.29	航空航天科技：C919开启商业运营，万亿级市场有望逐渐打开
2023.5.29	轻工日化：海外美妆1Q回顾：表现分化，中国市场回暖
2023.5.29	机械：第三届工业母机高质量发展论坛举办，关注新技术相关产业化速度
2023.5.29	家电及相关：清洁电器：创新带动品牌份额全球提升，代工改善拐点或在下半年
2023.5.29	有色金属：短期需求偏弱加息预期偏强，静待秋季否极泰来
2023.5.29	电力电气设备：电新周报：工控关注出海及人形机器人投资机遇，新能源车欧洲销量同比增速持续提升
2023.5.29	旅游酒店及餐饮：全球观察-美股餐饮1Q23业绩总结：国内外同店持续复苏且开店稳健；提效应对通胀
2023.5.29	有色金属：成本支撑稀土反弹，锂价上涨或将放缓
2023.5.29	机械：中金通用自动化周报：4月制造业复苏较弱，第三届工业母机高质量发展论坛举办
2023.5.29	公用事业：风光公用环保周报：风光旺季行情持续，火电表现强势
2023.5.29	主题研究：光伏系列报告5：2023年SNEC展会落幕，聚焦需求、技术两大主题
2023.5.29	有色金属：钨钼价格企稳回升，光伏有望驱动锑价上行
2023.5.29	电力电气设备：1Q23全球动力电池回顾：龙头营收普遍高增，竞争格局趋于集中
2023.5.29	银行：区域行观察：走进川渝贵
2023.5.30	不动产与空间服务：周评342：5月新房、二手房销售环比降两成
2023.5.30	农业：宠物双周报：“618”预售国牌领跑，出口持续改善
2023.5.30	物业管理：物管调研：社区增值服务路径探索（四）
2023.5.30	汽车及零部件：智能汽车跟踪月报：高阶智能驾驶加速渗透，线控制动发展趋势显著
2023.5.30	银行：从美国中小银行1Q23业绩看金融风险
2023.5.30	机械：复合集流体月报：下半年有望迎大规模扩产

2023.5.31	酒类食品饮料：酱酒专题系列一：酱酒步入高质量集中化发展，看好具备综合竞争优势的龙头公司
2023.5.31	传媒互联网：游戏板块更新：优质新游供给撬动需求，全年展望乐观；AI应用充盈长期产业空间
2023.5.31	博彩及奢侈品：1Q23美高梅市场份额升幅最高
2023.5.31	交通运输物流：从品牌商看旅游零售复苏：把握跨境客流恢复，机场或从中收益
2023.5.31	传媒互联网：618前瞻：内容和货架融合，促销活动简化
2023.5.31	金融：理财市场修复到哪儿了？
2023.5.31	石油天然气：城市燃气：悲观预期或已包含在股价中
2023.5.31	造纸：造纸：底部信号再次确立
2023.6.1	主题研究：深圳人工智能行动方案落地，AI+再迎催化
2023.6.1	机械：风电零部件月报：继续关注风电新技术
2023.6.1	金融：香港虚拟资产监管新规生效：香港Web3.0生态发展新起点
2023.6.1	日常消费：零研月报：4月消费复苏斜率边际放缓，年初至今饮料表现好于整体
2023.6.1	博彩及奢侈品：5月博彩收入符合市场预期
2023.6.1	保险：美国险企参与养老服务行业的经验及启示
2023.6.2	REITs：市场到达关键点位，已具备结构性看多基础
2023.6.2	有色金属：锑的新时代之一：光伏东风起，锑迎新时代
2023.6.2	家电及相关：暖通高景气下市场为何有担忧
2023.6.2	房地产：两市地产股超卖明显，提示配置价值已现
2023.6.3	化工：合成生物学系列报告二：国外合成生物学公司发展启示录
2023.6.4	电力电气设备：全球储能持续放量，储能项目加速并网
2023.6.4	传媒互联网：互联网周思考：修复性反弹，估值底部区间
2023.6.4	半导体：周报（06/02）：英伟达发布超级芯片推动AI赛道关注度再提升
2023.6.4	电力电气设备：电新6月观点：新型电力系统建设提速；新能源车免购置税提振情绪
2023.6.4	金融：基金降费或担忧过度,保险静待市场情绪转好
2023.6.4	科技硬件：科技硬件周报（6/2）：关注ARVR产业链
2023.6.4	化工：成本改善缓解中游压力，部分行业盈利好转
2023.6.4	有色金属：美联储加息预期回落，国内稳增长政策预期升温
2023.6.4	日常消费：周思考：酒企控货挺价备战端午，消费场景复苏下大众品经营回暖
2023.6.4	传媒互联网：周报：AIGC游戏应用推进，板块分化活跃
2023.6.4	科技硬件：AI周报（06/03）：AI+脑机接口新进展
2023.6.4	农业：农业周报：宠物食品618开局向好，关注生猪产能加速去化驱动

2023.6.4	机械：中金通用自动化周报：5月制造业PMI疲软，AI+机器人再迎催化
2023.6.4	有色金属：锂盐市场博弈加剧，重视锂矿价格下跌节奏
2023.6.4	有色金属：钼价稳步回升，光伏助力锑价蓄势待发

CICC 中金公司

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：
吴慧敏　huimin.wu@cicc.com.cn
吴婷　ting.wu@cicc.com.cn
左烜昍　xuanxuan.zuo@cicc.com.cn