

研究报告

日韩股市大幅波动的逻辑、 影响和前景

阅读摘要

7月中旬以来多因素拖累全球股市调整,日韩股市大跌引发广泛关注,特别是, 日经 225 指数期货、韩国股指接连触发熔断机制, 8月5日日经 225 指数创下 1987 年 10 月“黑色星期一”以来最大跌幅[2024 年 8 月 5 日, 日经 225 指数一度暴跌 13.4%, 1987 年 10 月最大单日跌幅为 14.9%, 2008 年金融危机期间最大跌幅 11.4%, 2011 年大地震和核事故后最大跌幅 10.6%。]。日韩股市大跌的诱发因素是什么, 可能有哪些影响? 怎么看主要大类资产后续走势? 本报告梳理分析, 以供参考。

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳 张润锋
周文敏 杨妍

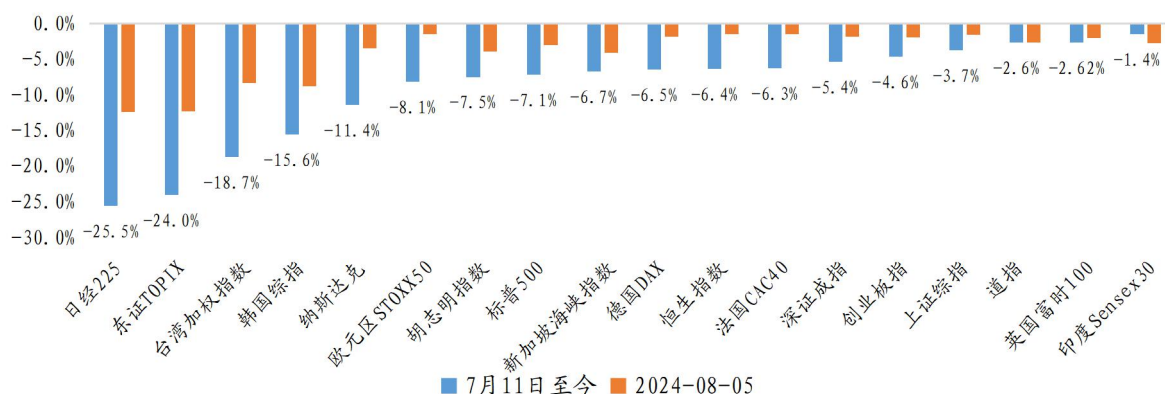
日韩股市大幅波动的逻辑、影响和前景

一、日韩股市大跌并触发熔断机制，板块领跌特征突出

从 7 月 11 日的阶段性高点至 8 月 5 日，**日经 225 指数已经回调 25.5%，进入技术性熊市区间，韩国综指累跌 15.6%**。8 月 5 日，日经 225 指数收盘下跌 4,451.28 点，跌幅 12.4%，收报 31,458.42 点，抹去 2024 年以来的全部涨幅，东证 TOPIX 指数跌 12.23%，均创 1987 年以来最大单日跌幅，日内多次触发熔断机制；韩国 KOSPI 指数跌幅 8.77%，为 2008 年以来最大跌幅（见图表 1）。

从板块来看，日股半导体板块总市值已缩水近四成、汽车板块总市值缩水近三成，韩股半导体板块市值跌幅亦居首位、汽车板块跌幅超过 10%。日本股市中，银行（-17.3%）、半导体（-16.1%）、汽车（-14.6%）等板块市值大幅缩水；韩国股市半导体（-10.9%）、材料（-10.7%）和工业（-10.0%）等板块市值跌幅最大（见图表 2）。日股银行板块大跌除了因市场担忧加息拖累经济增长外，主要和银行业经营高度国际化、日元升值变相侵蚀其本币计价利润有关。近年，为应对本土长期低利率、人口老龄化等经营环境挑战，日本大型银行加快海外市场拓展步伐。截至 2023 年财政度，三菱日联、瑞穗海外资产占比分别为 39.6%和 39.3%。8 月 5 日当天，三菱日联、瑞穗股价分别跌 17.8%和 19.7%。

图表 1：7月中旬以来，以日股为首的多个主要股指大幅走跌



数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（统计截至2024年8月5日）

图表 2：7月中旬以来，日韩股市各行业板块总市值跌幅

	日股（板块总市值，本币）		韩股（板块总市值，本币）	
	2024-08-05	7月11日至今	2024-08-05	7月11日至今
能源	-13.5%	-24.5%	-8.0%	0.18%
材料	-12.1%	-21.9%	-10.7%	-10.46%
工业	-12.4%	-23.7%	-10.0%	-3.14%
可选消费	-12.0%	-24.3%	-8.5%	-8.54%
汽车与汽车零部件	-14.6%	-29.9%	-8.8%	-10.59%
耐用消费品与服装	-10.0%	-22.0%	-8.4%	-6.54%
日常消费品	-7.9%	-13.8%	-7.7%	-0.48%
银行	-17.3%	-26.5%	-7.5%	1.62%
信息技术	-12.8%	-27.6%	-9.8%	-13.18%
半导体及生产设备	-16.1%	-39.4%	-10.9%	-25.19%
房地产	-7.4%	-12.6%	-4.4%	3.67%

数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（统计截至2024年8月5日）

二、哪些因素引致日韩股市大跌？

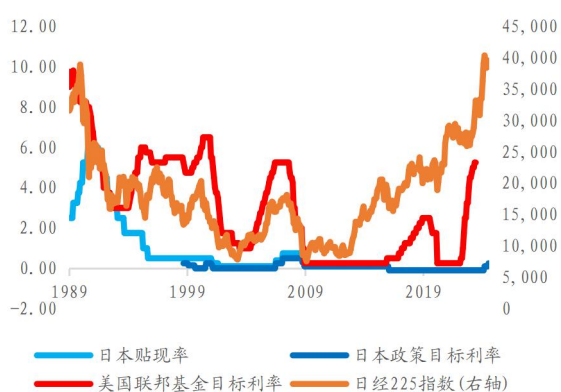
（一）日本市场自身视角：超预期加息、日元急升施压日股走势，货币紧缩的增长担忧亦叠加拖累股市走跌

从历史规律看，日央行加息后日股均有不同程度下跌。1989年、2001年、2005年加息后次月日股分别下跌19.2%、6.6%、1.8%。形式上，日央行加息直接引致日股下跌；根源上，则是日本经济外向型特征突出，通常日央行加息滞后于

美联储（即美国加息周期已经结束或处于加息末期）（见图表 3），同期全球经济已明显放缓，外需疲弱拖累日本经济增长前景、进而拖累日股走跌。

从估值逻辑看，当前日央行加息从两个层面日股走势。历史上日元与日股的关系随经济周期不同而异，1980-1991 年繁荣期日股的上涨通常伴随着强日元（日经 225 指数与 USD/JPY 相关系数-0.88），强劲经济增长提振股市交投信心；1991-2005 年资产负债表衰退期间日元汇率与股市表现相关性较弱（相关系数 0.02）私人部门行为对利率、汇率反应较弱；2006 年至今日股上涨通常伴随着弱日元(相关系数 0.84)，源于弱日元改善贸易收支（分子端增长改善）、且常伴随货币宽松（分母端流动性充裕）（见图表 4）。

图表 3：日本过去三次加息均伴随股市的下跌，但日央行加息通常滞后于美联储



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：日元与日股经历了正相关、不相关、反相关的三个阶段



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

7 月末，日央行超预期加息（分母端流动性紧缩）、市场担忧出口放缓（分子端增长承压），日股走跌。日央行超预期加息后，日本 10Y-2Y 期限利差在明显收窄，反映市场

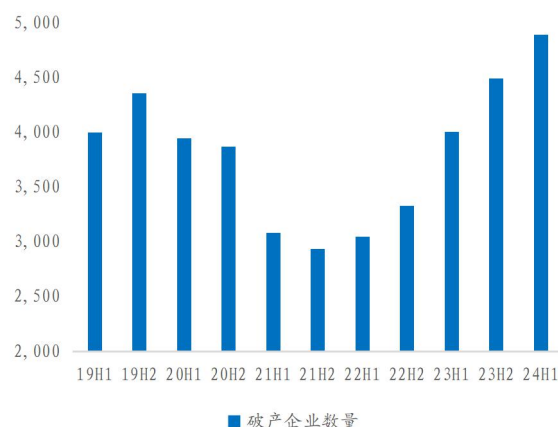
对加息影响经济动能的隐忧升温。第一，加息引致的按揭利率上行或抑制住房需求，随着疫后利率抬升，2024年一季度地产投资已较疫情前高点收缩了14.7%（见图表5）。第二，日元转强或令目前较强劲的出口降温。第三，短期内加息还将对部分经营困难的中小企业产生更大压力。2024年上半年日本共4,887家企业破产、较2023年同期增22.0%（见图表6），帝国数据公司预计随着利率上升，无法承担利息负担的小企业破产数量或在下半年进一步增加。

图表5：短期内利率上行对私人住宅投资的抑制较为明显



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表6：日本破产企业持续增加

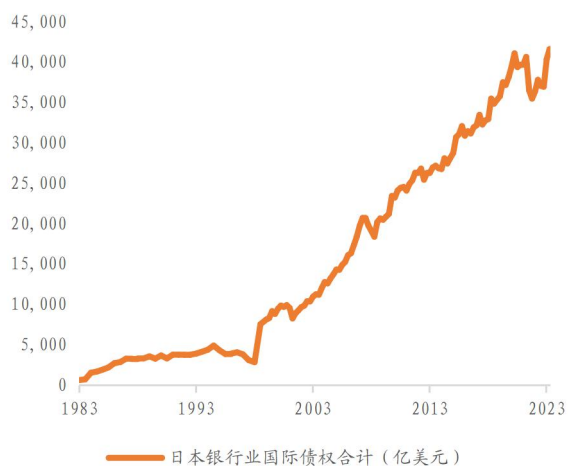


数据来源：帝国数据公司、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从市场交投看，套息交易平仓引发抛售潮。从现货端来看，可以用日本银行业国际债权总额作为估测套息交易量的一个观察指标，该指标自1998年起大幅增长，并在2024年一季度达到了逾4万亿美元的最高规模（见图表7）。7月日央行缩减购债规模之外，意外加息15BP至0.25%，美日10年利差自7月1日的3.40%缩窄46BP至8月1日的2.94%、2年利差自4.41%缩窄71BP至3.70%。短时间内利差大幅缩

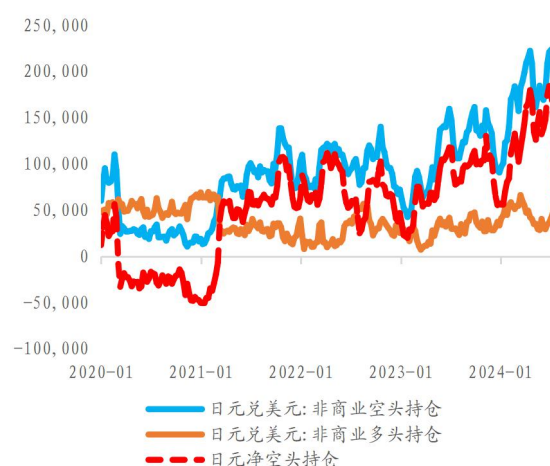
窄、叠加日元大幅升值，利差汇差双重不利促使国际资金抛售外股偿还日元借款（美股、欧股下跌）、甚至抛售组合中的日股还日元（日股下跌）。从期货端来看，7月以来日元兑美元空头减少、多头增加，净空头持仓在7月9日单周创下18.2万张后迅速下降，至7月末仅剩7.3万张、缩减了60%（见图表8），显示套息交易规模急剧下降，套息资金加速平仓。

图表 7：日本银行业国际债权在 2024 年一季度达到了 4.2 万亿美元的新高



数据来源：BIS、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

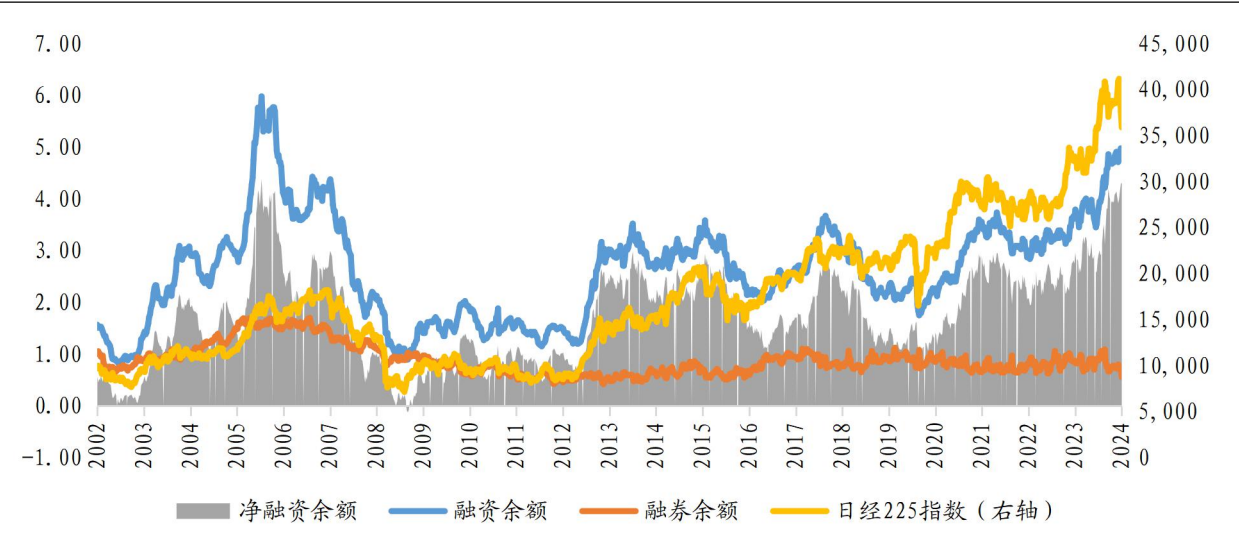
图表 8：期货数据显示 7 月初至 7 月末日元空头大幅削减、日元多头有所上升、净空头持仓急剧下滑



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

融资盘爆仓加剧了下跌。日股净融资盘（融资买入-融券卖出）通常呈顺周期波动，前期日股上涨助推融资买入交易，截至7月末约有4.3万亿日元的净融资盘（见图表9），处于过去20年高位，下跌过程中融资买入盘陆续爆仓被迫卖出，加剧了跌势。

图表 9：净融资余额通常与日股走势高度正相关，即杠杆交易追涨杀跌



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）全球市场联动视角：日韩股市与美股具高联动性，
美股受衰退担忧、AI 烧钱前景忧虑、日元套利交易逆转、地
缘冲突升温等多重冲击大幅调整，日韩股市跟随震荡

日韩股市与美股具高联动性。从股指相关系数矩阵分析，日韩股市和美股具较强相关性。日经 225、东证 TOPIX 与标普 500、纳斯达克指数相关性系数超过 0.96。韩国综指与标普 500、纳斯达克指数相关性系数超过 0.86（见图表 10）。日韩股市本轮调整亦与美股走势相一致。

图表 10：2023 年至今各股指相关系数矩阵

	标普500	道指	纳斯达克	欧元区STOXX50	英国富时100	法国CAC40	德国DAX	日经225	东证TOPIX	韩国综指	台湾加权指数	恒生指数	上证综指	深证成指	创业板指	印度Sensex30	新加坡海峡指数	胡志明指数
标普500	1.00																	
道指	0.97	1.00																
纳斯达克	0.99	0.94	1.00															
欧元区STOXX50	0.92	0.92	0.89	1.00														
英国富时100	0.59	0.60	0.53	0.70	1.00													
法国CAC40	0.77	0.80	0.72	0.94	0.61	1.00												
德国DAX	0.95	0.94	0.92	0.99	0.72	0.89	1.00											
日经225	0.96	0.91	0.96	0.89	0.46	0.77	0.91	1.00										
东证TOPIX	0.96	0.91	0.97	0.88	0.50	0.75	0.90	0.99	1.00									
韩国综指	0.86	0.81	0.86	0.86	0.62	0.75	0.89	0.84	0.82	1.00								
台湾加权指数	0.96	0.89	0.96	0.90	0.70	0.70	0.93	0.91	0.92	0.88	1.00							
恒生指数	(0.61)	(0.60)	(0.65)	(0.46)	0.11	(0.39)	(0.47)	(0.68)	(0.68)	(0.33)	(0.45)	1.00						
上证综指	(0.65)	(0.68)	(0.67)	(0.45)	(0.08)	(0.27)	(0.48)	(0.65)	(0.67)	(0.31)	(0.53)	0.87	1.00					
深证成指	(0.83)	(0.82)	(0.85)	(0.67)	(0.26)	(0.50)	(0.70)	(0.84)	(0.86)	(0.54)	(0.74)	0.89	0.93	1.00				
创业板指	(0.85)	(0.82)	(0.87)	(0.69)	(0.27)	(0.54)	(0.73)	(0.87)	(0.88)	(0.59)	(0.76)	0.89	0.89	0.99	1.00			
印度Sensex30	0.97	0.94	0.97	0.85	0.54	0.67	0.89	0.93	0.94	0.80	0.93	(0.67)	(0.75)	(0.89)	(0.90)	1.00		
新加坡海峡指数	0.27	0.26	0.22	0.30	0.71	0.18	0.34	0.12	0.16	0.46	0.43	0.46	0.21	0.10	0.09	0.25	1.00	
胡志明指数	0.88	0.82	0.87	0.79	0.46	0.68	0.81	0.88	0.89	0.81	0.83	(0.49)	(0.49)	(0.67)	(0.70)	0.84	0.31	1.00

数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（统计截至 2024 年 8 月 5 日）

3 月以来，美股波动走势主要由估值和风险偏好主导（见图表 11），自 7 月中起美股开始进入震荡下行区间。影响因素包括：一是近期美国经济数据不及预期，“衰退交易”升温。7 月 ISM 制造业 PMI 指数降至 46.8，为 2023 年 11 月以来新低，7 月非农新增就业人数降至 11.4 万、大幅低于预期，失业率升至 4.3% 的近三年最高水平，触发萨姆规则¹，经济衰退担忧升温重创美股。二是市场对科技巨头 AI 高投入的回报担忧加剧。7 月下旬进入美股财报季，部分科技企业业绩不及预期，但资本开支仍巨大。2024 年上半年，微软、谷歌、亚马逊和 Meta 资本支出同比增 50%，总额逾千亿美元，其中多数用于 AI 的投资建设。部分科技巨头还承诺，未来对 AI 的投入规模料将持续增加，引发市场对中短期内大型科技公司业绩难以与高额资本支出相匹配的担忧。7 月 16 日至 8 月 5 日，TAMAMA 科技指数（成分股为科技七巨头）累计

¹ 萨姆规则：失业率 3 个月移动平均值比 12 个月内最低点高出 0.5%，则表明美国已进入经济衰退的早期阶段。

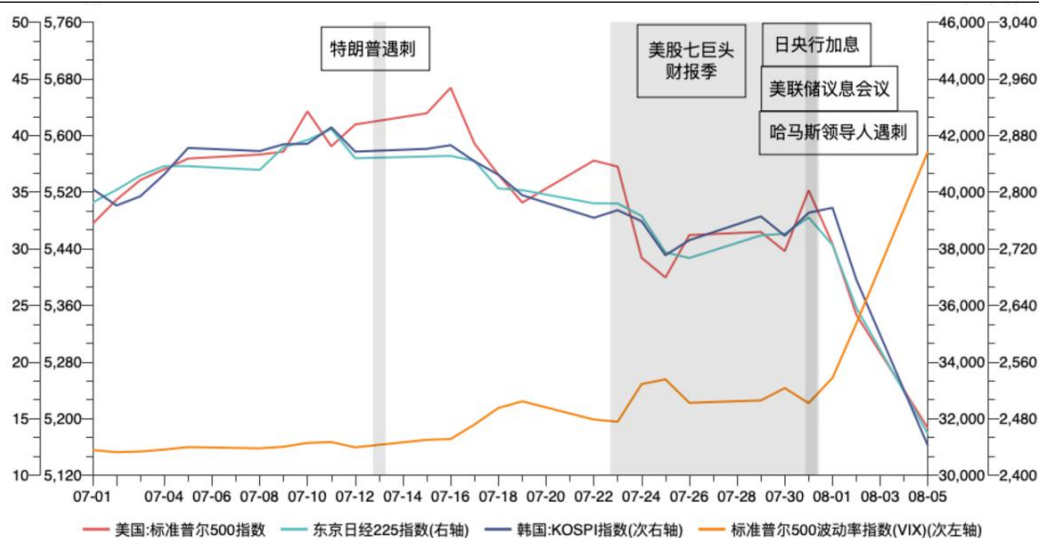
跌 14.7%，领跌大市（标普 500：-7.9%）。三是日元套利交易逆转、引发流动性冲击。7 月 31 日日央行加息并缩减购债，日元汇率快速拉升引发日元套利交易逆转，市场流动性收紧，全球风险资产宽幅震荡。四是中东等区域地缘形势升温，推升恐慌情绪。巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）7 月底公布其领导人哈尼亚遇刺身亡，市场担忧加沙冲突进一步升级，金融市场恐慌情绪发酵，VIX 恐慌指数攀升，至 8 月 5 日收报 38.57 点，为 2020 年 10 月以来新高（见图表 12）。

图表 11：美股 3 月以来走势主要由估值和风险偏好主导



数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（统计截至 2024 年 8 月 5 日）

图表 12：7 月以来美日韩股指及 VIX 恐慌指数走势



数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（统计截至 2024 年 8 月 5 日）

韩国产业结构与日本高度相似，韩美股市联动逻辑与日美亦高度相似，韩国股市反应凸显“跟跌”特征，日韩股市板块跌势相似即是佐证（半导体板块、外向型制造业板块跌幅靠前）。

三、影响及展望：可能影响日美短期货币政策抉择，日韩股市持续大跌空间预计不大、但波动性料仍高

（一）年内日央行继续加息的概率走低，美联储 9 月降息 50BP 概率提升、年内降息路径仍存不确定性

日央行：第一，年内继续加息的概率走低。在 7 月 31 日的议息会议上，日央行表示如果经济和通胀表现符合预期，将进一步提高利率。但面对近日日股暴跌，日本央行将面对较大的舆论压力²和市场稳定性压力，短期继续加息的概率走

² 乐天证券经济研究所首席经济学家、前日本央行官员 Nobuyasu Atago 称“面对糟糕的经济统计数据，日本央行却（不合适地）提高了利率……日本央行需要对经济数据和市场保持谦逊”，大和证券首席市场经济学家 Mari Iwashita 称“这是一次时机不当的加息。日本央行在采取下一步行动之前，必须静观美国经济是进入衰退还是软着陆”。

低。8月7日央行副行长内田真一释放“在市场不稳定时不会加息”信号安抚市场。第二，如有必要，日央行可能采取**即时救市措施**。从历史上看，股市短期大幅下跌³后日央行通常会“有所行动”。如2011年东日本大地震后日股暴跌，日央行追加了5万亿日元的资产购买⁴，并且多位理事释放积极信号（加强货币宽松、提供充足流动性等）；2008年10月金融危机期间日股暴跌后月末日央行开启降息、行长释放维护金融稳定信号⁵。而本次“黑色星期一”后，日政府与央行就股市震荡召开信息交换会议。

美联储：第一，经济基本面未明显恶化，提前应急降息概率不高。考虑到美国7月就业数据可能具有一定“噪音”、银行体系整体经营稳定、通胀水平距离美联储目标仍有距离，提前降息概率不高。历史上美联储有多次紧急降息，都发生在经济基本面遭遇明显冲击的背景下，包括2020年3月新冠疫情突发、2008年1月次贷危机爆发、2001年1月互联网泡沫破裂及“911”事件后，这次的情况不同。**第二，9月降息50BP概率走高，年内降息路径仍存不确定性。**股市大跌影响“财富效应”和投资回暖，**增加美联储9月降息50BP的理由**，年内降息幅度也可能从两次、50BP提升至3次、75-100BP，仍需继续观察8月劳动力市场数据及后续通胀回

³ 以单日跌幅超过10%为定义。

⁴ 其中包括0.5万亿长债、1万亿短债、1.5万亿商业票据、1.5万亿公司债、0.45万亿ETF、0.05万亿J-REITs。

⁵ 时任行长白川方明称“中央银行可以做出的最重要贡献是通过提供流动性来确保金融市场的稳定。市场稳定也是当前低利率发挥最大货币宽松效果的重要前提。日本央行将与境外中央银行保持紧密联系，尽最大努力开展适当的货币市场操作，确保市场稳定。”详见链接

<https://www2.boj.or.jp/archive/en/announcements/press/koen-2008/ko0811a.htm>。

落情况。第三，必要情况下，美联储可能提供流动性支持。8月5日美联储隔夜逆回购协议（RRP）规模降至3,162.46亿美元、创2021年5月以来最低水平，后续若流动性进一步收紧，美联储可能会考虑提供紧急流动性支持。

（二）日韩股市继续大幅下跌空间不大，但波动性料仍高

1. 从全球市场情况看，美国经济“衰退”证据尚不充分，AI商用前景仍需持续观察，后续美股或有回调，相应缓释日韩股市下跌压力；但政策、地缘、大科技企业业绩不确定性仍需持续关注。

美股作为全球风险资产的风向标，近日大跌的“加速器”无疑是超预期的经济衰退信号，特别是7月失业率触及“萨姆规则”，但整体看当前支持衰退的证据尚不充分，若8月就业数据摆脱趋势“噪音”，美股仍可能回调。最新公布的7月ISM服务业PMI从48.8反弹至51.4，一定程度上提振市场信心。担忧“AI烧钱前景”是近日美股回调的导火索，其中英伟达更是发挥了引领科技股回调的角色，但从供应链视角推断，英伟达GPU销售是Alphabet等支出重要流向，8月底其季报仍可能有较好表现，进而缓释当前“AI烧钱”忧虑⁶。

但是，后续地缘形势、大选以及大科技企业业绩不确定

⁶ 目前亚马逊、Alphabet、微软、Meta在AI资本开支上的投入，基本上流向了建造数据中心以及购买英伟达的GPU产品，在最新的季度财报中前述公司资本支出大幅增加、并表示未来18个月进一步增加。

性仍是美股高波动来源。巴以冲突焦灼化态势短期料难缓解，也给美国大选增加新的不确定性，进而增大市场对科技创新应用和贸易回暖提振全球增长前景的预期波动、进一步扰动市场情绪。较长时间看，AI 领域资本忧虑、科技乐观的分歧何时能够弥合，仍需较长一段时间观察。

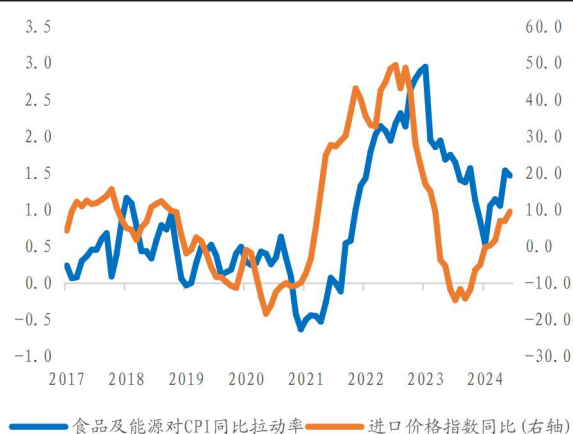
2. 从日本市场自身情况看，此轮回调后日股估值下行至历史均值下方，日央行加息中长期看有利于夯实经济复苏持续性和日本企业盈利前景，但后续或仍有“空日元、多日股”的交易逆转空间。

(1) **估值角度**，此轮调整后日股估值更加具备价值，PE TTM 自 7 月中的 22.8 大幅回落至 8 月 5 日的 17.2，距离十年均值 20.5 仍有上行空间。(2) **基本面角度**，日元升值遏制输入性通胀、促进进口，对消费及生产均有一定积极意义，进而从供需两端提振可持续增长基础。一方面，日元升值遏制输入性通胀，有利于增强消费复苏的可持续性。由于日本食品、能源自给率较低，进口价格指数通常领先食品、能源通胀约一个季度，6 月进口价格指数同比升至 9.5%、显著高于 1 月的-0.25%（见图表 13-14），加息抑制通胀上行风险、进而有利于提升居民消费能力。另一方面，日元升值有利于促进进口、解除原料短缺对企业生产的影响。2021 年末以来日元贬值的“J 曲线效应”逐步显现，贸易赤字在 2022 年阶段性恶化后、自 2023 年起持续改善，目前已出现盈余⁷。

⁷ 详见《倾斜的天平：日央行的政策困境——日央行七月议息会议解读》。

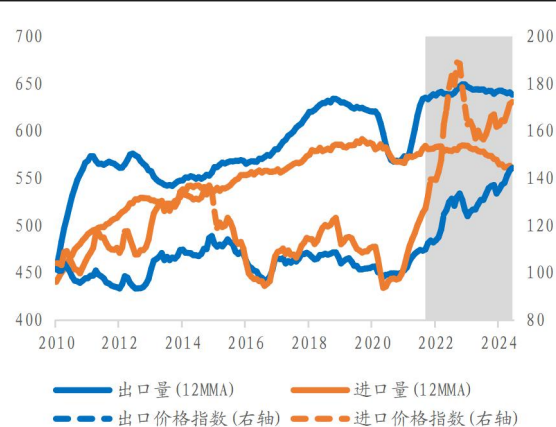
但结构上，日元贬值以来出口量稳定微升（较 2021 年 9 月升 0.5%）、而进口量⁸收缩明显（较 2021 年 9 月降 4.1%，已下滑至 2017 年年中水平），进口价格高企对生产的影响效应显现。目前进口金属、纺织品、机械、运输设备价格均超过 2022 年末前高，受输入性材料价格高企抑制，6 月日本工业生产指数同比降 7.3%、创 2020 年 10 月以来最低。（3）交易角度，根据最新数据，7 月末日元净空头头寸仍在历史水平的 85 分位左右，主要交易所净融资余额处于历史高位，历经 8 月 1 日、2 日、5 日连续三日大跌后，或仍有相对较高仓位，后续可能仍然对政策、数据波动较为敏感。

图表 13：进口价格指数一般领先食品及能源项通胀约一个季度



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 14：近两年日本出口量稳价升、进口量减价升，进口量已下滑至 2017 年年中水平



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）其他大类资产后续走势前瞻

汇市：短期内市场存在“超调回补”动能，基准情形下年内预计美元趋势走弱但幅度料有限，日元预计跟随日本经济温和复苏渐进走强，人民币汇率双向波动、中枢走升

⁸ 用出口、进口金额除以出口价格指数、进口价格指数估算出口、进口的“量”。

美国经济数据不及预期提升降息预期，美元指数自 6 月底的 106 最低跌至 102.16，跌幅达到 3.7%，但日元自 7 月中旬日央行酝酿加息才开始走升，8 月 5 日最高升至 141.7，是 2023 年末以来的最高水平，最大升幅达到 12.1%，远超美元指数的升幅；USDCNH 于 7 月初开启升势，8 月 5 日最高升至 7.084 的水平，最大升幅 3.1%。**往后看，短期内**市场存在“超调回补”的动能，美元指数或波动走升，日元及人民币可能有小幅回调空间；**年内**，美联储预防式浅降息仍是基准情形，叠加避险情绪高企，美元指数下跌空间预计不大；日央行密集加息可能性下降，日元预计跟随日本经济温和复苏渐进走强；人行相机引导降低实体经济融资成本，持续夯实经济向好基础，人民币汇率料呈双向波动、中枢走升态势。

债市：美债利率前期跌幅较大，短期内继续大幅回落空间不大，降息开启后料延续震荡下行；中国国债利率短期内或有小幅上行可能，围绕政策利率窄幅波动料逐渐成为常态。

美债利率自 5 月开始下行，7 月后下行幅度加快，截至 8 月 5 日，2Y 和 10Y 美债利率已经分别较 4 月底的阶段性高点跌 115BP、91BP，恢复至 2023 年 5 月的水平（彼时联邦基金利率较目前低 50BP），10Y-2Y 期限利差于 8 月 5 日盘中短暂回正；中国国债利率下行，8 月 5 日 10Y 和 2Y 国债利率分别降至 1.502%、2.116%，较年初降 68.3BP、47.6BP。**往后看**，美债利率抢跑“降息交易”，且当前定价美国经济“衰退”证据尚不充分，短期内继续大幅回落的空间不大，待美

联储正式开启降息后，美债利率或将延续波动下行；内地下半年长超期特别国债融资余额还剩七成，预计发行将提速，有望推动债券收益率走升，综合考虑人行引导降低实体经济融资成本、相机开展国债买卖，国债利率围绕政策利率波动料为常态。

大宗商品：降息交易和避险交易驱动下金价料仍有继续走升动能；油价短期下行压力增大，需密切关注全球经济景气表现及地缘冲突动态影响。

黄金：7月美国非农数据显著降温加剧了市场对美国经济衰退的担忧，数据公布后金价大幅拉升，COMEX黄金最高升破2,520美元、刷新历史新高，随后在市场阶段获利了结以及流动性收紧共同影响下承压回调。往后看，美联储降息在即，叠加中东地缘焦灼、美国大选不确定性较高，避险情绪或有进一步升温可能、提振金价。此外，预计黄金投资需求边际改善亦有一定支撑，金价料仍有继续走升动能。

原油：需求预期疲软担忧加重进一步放大了需求端的压力，恐慌情绪冲击下油价快速下挫至近7个月低点。往后看，需求边际走弱压力下油价超跌修复幅度或有限，需密切关注全球经济景气表现及地缘冲突动态影响。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**