

宏观和大类资产配置周报

关注二十届四中全会召开

大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**9 月制造业 PMI 为 49.8%，非制造业 PMI 为 50.0%。
- **要闻：**今年国庆中秋假期全国消费相关行业日均销售收入同比增长 4.5%，其中商品消费和服务消费同比分别增长 3.9% 和 7.6%；国家发改委已会同财政部向地方下达了今年第四批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金；农业农村部部长韩俊主持召开视频调度会，部署做好秋粮抢收抢烘及秋冬种工作；当地时间 10 月 9 日，美国共和党提出的结束美国政府停摆的法案未能在参议院获得足够票数，法案未获通过；美国政府新一轮加征关税措施 10 月 1 日起将陆续生效，涉及的产品包括进口木材、橱柜、药品等。

资产表现回顾

- **节后 A 股小幅调整。**本周沪深 300 指数下跌 0.51%，沪深 300 股指期货上涨 1.49%；焦煤期货本周上涨 2.42%，铁矿石主力合约本周下跌 0.38%；股份制银行理财预期收益率收于 1.85%，余额宝 7 天年化收益率下跌 4BP 至 1.05%；十年国债收益率下行 2BP 至 1.85%，活跃十年国债期货本周上涨 0.26%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**党的二十届四中全会将于 10 月 20 日至 23 日在北京召开，从惯例来看，四中全会一般讨论的是党建问题，如 2009 年十七届四中全会审议通过了《中共中央关于加强和改进新形势下党的建设若干重大问题的决定》，2014 年十八届四中全会通过《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》，和 2019 年十九届四中全会审议通过了《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》。今年 7 月 30 日政治局会议通稿中明确，2025 年四中全会的主要议程是研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议，结合 9 月 30 日起《人民日报》连续推出 8 篇“习近平经济思想指引下的中国经济专论”系列“钟才文”文章来看，我们认为今年四中全会的一个重要看点，是在外部环境更趋复杂严峻、世界经济增长动能减弱、贸易壁垒增多的中长期背景下，“十五五”规划对我国中长期经济发展的指导。
- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《10 月金股组合》20251010
《策略深度报告》20250929
《宏观审慎角度看长期收益率》20250929

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359
Qibing.Zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点（2025.10.12）

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	= 关注国内稳增长政策的落地情况	不变
三个月内	= 关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	= 地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产	本期观点	观点变化
股票	+ 关注“增量”政策落实情况	超配
债券	- “股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	- 收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	= 关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	= 中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

目录

一周概览.....	4
人民币风险资产价格调整	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	7
大类资产表现	9
A 股：中小创指数回调	9
债券：债市投资者风险偏好略有下降	10
大宗商品：黄金上涨，能源下跌	11
货币类：货币基金收益率中位数走势偏弱	12
外汇：关注美联储 10 月货币政策是否调整	12
港股及海外：海外投资者避险需求短期可能上升	13
下周大类资产配置建议	16
风险提示：	16

图表目录

本期观点（2025.10.12）	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）	5
图表 4. 原材料产品高频指标周度表现	7
图表 5. 建材社会库存周度表现	7
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	7
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	7
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	7
图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现	8
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	8
图表 11. 汽车周消费规模表现	8
图表 12. 权益类资产节前涨跌幅	9
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	10
图表 14. 信用利差和期限利差	10
图表 15. 央行公开市场操作净投放	10
图表 16. 7 天资金拆借利率	10
图表 17. 大宗商品本周表现	11
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	11
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	12
图表 20. 理财产品收益率曲线	12
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	12
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	12
图表 23. 恒指走势	13
图表 24. 陆港通资金流动情况	13
图表 25. 港股行业涨跌幅	13
图表 26. 港股估值变化	13
图表 27. 本期观点（2025.10.12）	16

一周概览

人民币风险资产价格调整

节后 A 股小幅调整。本周沪深 300 指数下跌 0.51%，沪深 300 股指期货上涨 1.49%；焦煤期货本周上涨 2.42%，铁矿石主力合约本周下跌 0.38%；股份制银行理财预期收益率收于 1.85%，余额宝 7 年化收益率下跌 4BP 至 1.05%；十年国债收益率下行 2BP 至 1.85%，活跃十年国债期货本周上涨 0.26%。

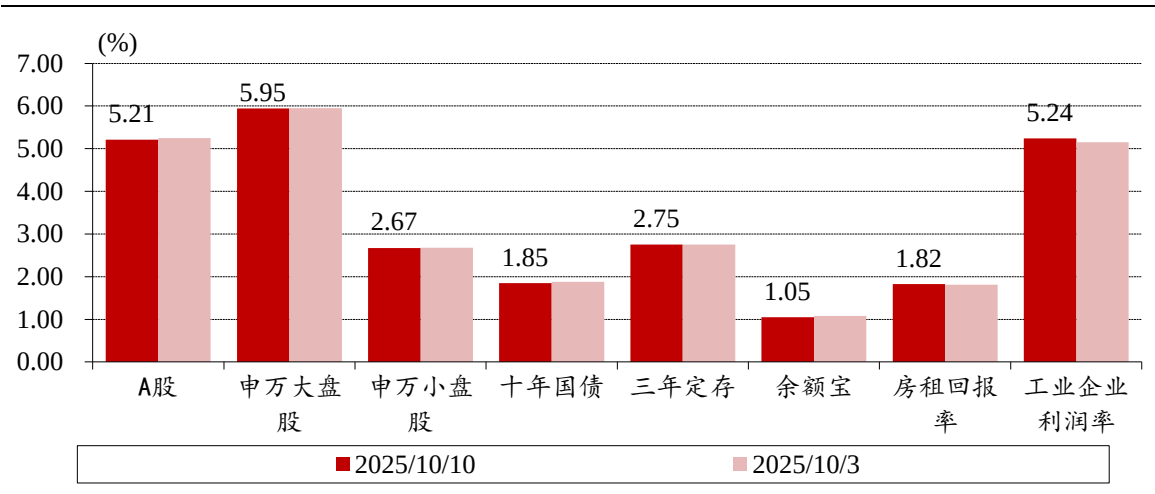
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		债券	
沪深 300 -0.51%		10 年国债到期收益率 1.85%/本周变动 -2BP	
沪深 300 期货 +1.49%		活跃 10 年国债期货+0.26%	
本期评论：	关注“增量”政策落实情况	本期评论：	“股债跷跷板”或将短期影响债市
配置建议：	超配	配置建议：	低配
大宗		保守	
铁矿石期货 -0.38%		余额宝 1.05%/本周变动 -4BP	
焦煤期货 +2.42%		股份制理财 3M 1.85%/本周变动 0BP	
本期评论：	关注财政增量政策落实进度	本期评论：	收益率将在 2%上下波动
配置建议：	标配	配置建议：	低配

资料来源：万得，中银证券

9 月经济数据依然承压。本周 A 股主要市场指数分化，小盘股估值上行的幅度超过大盘股。本周央行在公开市场净回笼 1.64 万亿元，国庆长假前拆借资金利率小幅上行，但节后重新回落，周五 R007 利率收于 1.49%，GC007 利率收于 1.51%。本周五十年国债收益率收于 1.85%，较节前下降 2BP。9 月制造业 PMI 环比上升 0.4 个百分点，非制造业 PMI 环比下降 0.3 个百分点，整体来看，一是 9 月生产端表现有望持续向好，二是新订单有所分化，制造业和建筑业环比改善，但服务业环比下降，三是价格依然明显偏弱，四是去库存速度有所放慢。我们预计 9 月通胀同比增速仍将承压。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

注：房租回报率和工业企业利润率为月度数据，因此图表显示的是最新两个月的数据。

关注美联储 10 月货币政策操作 股市方面, 本周 A 股主要指数分化, 领涨的指数是上证综指(0.37%), 领跌的指数是创业板指 (-3.86%); 港股方面恒生指数下跌 3.13%, 恒生国企指数下跌 3.11%, AH 溢价指数上行 2.47%收于 118.52; 美股方面, 标普 500 指数本周下跌 2.43%, 纳斯达克下跌 2.53%。债市方面, 本周国内债市普涨, 中债总财富指数本周上涨 0.09%, 中债国债指数上涨 0.05%, 金融债指数上涨 0.12%, 信用债指数上涨 0.10%; 十年美债利率下行 8 BP, 周五收于 4.05%。万得货币基金指数本周上涨 0.03%, 余额宝 7 天年化收益率下行 4 BP, 周五收于 1.05%。期货市场方面, NYMEX 原油期货下跌 4.34%, 收于 58.24 美元/桶; COMEX 黄金上涨 3.24%, 收于 4035.50 美元/盎司; SHFE 螺纹钢上涨 0.42%, LME 铜下跌 3.19%, LME 铝上涨 1.35%; CBOT 大豆下跌 1.08%。美元指数上涨 1.13%收于 98.82。VIX 指数上行至 21.66。关注美国联邦政府关门对美元和美元资产价格波动的持续影响。

图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %)

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2025/10/6 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/10/10 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,897.03	0.37	1.43	0.37	16.27
	399001.SZ	深证成指	13,355.42	(1.26)	2.40	(1.26)	28.24
	399005.SZ	中小板指	8,293.71	(1.03)	2.48	(1.03)	29.95
	399006.SZ	创业板指	3,113.26	(3.86)	2.75	(3.86)	45.37
	881001.WI	万得全 A	6,326.40	(0.36)	1.99	(0.36)	25.98
	000300.SH	沪深 300	4,616.83	(0.51)	1.99	(0.51)	17.33
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	247.89	0.09	0.02	0.09	0.20
	CBA00603.C	中债国债	244.99	0.05	0.00	0.05	(0.37)
	CBA01203.C	中债金融债	246.28	0.12	0.01	0.12	0.15
	CBA02703.C	中债信用债	223.82	0.10	0.02	0.10	1.27
	885009.WI	货币基金指数	1,728.92	0.03	0.01	0.03	1.03
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	58.24	(4.34)	(7.65)	(6.62)	(18.80)
	GC.CMX	COMEX 黄金	4,035.50	3.24	2.71	4.19	52.80
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,103.00	0.42	(2.13)	0.42	(10.22)
	CA.LME	LME 铜	10,374.00	(3.19)	5.09	1.03	18.32
	AH.LME	LME 铝	2,746.00	1.35	1.75	2.44	7.62
	S.CBT	CBOT 大豆	1,007.00	(1.08)	0.32	0.52	(0.35)
货币	-	余额宝	1.05	-4 BP	3 BP	-4 BP	-21 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	98.82	1.13	(0.48)	1.02	(8.90)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.12	(0.06)	0.22	(0.06)	2.41
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.25	1.39	(0.45)	1.39	(8.43)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.70	2.46	(1.08)	2.46	(0.59)
港股	HSL.HI	恒生指数	26,290.32	(3.13)	3.88	(2.10)	31.06
	HSCEI.HI	恒生国企	9,358.32	(3.11)	3.82	(2.06)	28.37
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	118.52	2.47	(3.61)	1.31	(24.48)
美国	SPX.GI	标普 500	6,552.51	(2.43)	1.09	(2.03)	11.41
	IXIC.GI	NASDAQ	22,204.43	(2.53)	1.32	(2.01)	14.98
	UST10Y.GBM	十年美债	4.05	-8 BP	-7 BP	-11 BP	-53 BP
	VIX.GI	VIX 指数	21.66	30.09	8.89	33.05	24.84
	CRB.RB	CRB 商品指数	292.76	(2.20)	(1.86)	(2.61)	(1.33)

资料来源: 万得, 中银证券

注: 货币类产品单位: %; 大宗商品现价单位: 原油: 美元/桶; 黄金: 美元/盎司; 螺纹钢: 元/吨; 铜: 美元/吨; 铝单位: 美元/吨; 大豆: 美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

国家统计局公布，9月中国制造业PMI为49.8%，环比上升0.4个百分点；非制造业PMI为50.0%，下降0.3个百分点；综合PMI产出指数为50.6%，上升0.1个百分点，我国经济总体产出扩张略有加快。

今年国庆中秋假期消费市场增势良好。国内出游总花费8090.06亿元，较2024年国庆节假日7天增加1081.89亿元。全国消费相关行业日均销售收入同比增长4.5%。其中，商品消费和服务消费同比分别增长3.9%和7.6%，数码产品、汽车消费增长较快。

工信部最新数据显示，今年前八个月，我国规模以上工业中小企业增加值同比增长7.6%，增速比大型企业高3.3个百分点。8月份，中小企业出口指数为51.9%，连续17个月处于扩张区间。

商务部公布数据显示，1-8月，我国服务进出口总额52476.9亿元，同比增长7.4%。其中，出口23004.4亿元，增长14.7%；进口29472.5亿元，增长2.3%。服务贸易逆差6468.1亿元，同比减少2280.7亿元。

消费领域迎来利好政策。财政部、商务部宣布，开展消费新业态新模式新场景试点和国际化消费环境建设。中央财政将对试点城市给予资金补助，政策实施期均为两年。

国家发改委已会同财政部向地方下达了今年第四批690亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，至此，全年3000亿元中央资金已全部下达。

国务院安委办部署开展废弃矿洞排查封堵整治和严厉打击盗采盗挖行为。国务院安委会办公室有关负责人强调，本次打击整治工作要充分发挥各部门职能优势，加强统筹协调，压实各级责任，发动群众力量，通过精准排查、严格封堵、重拳打击和长效治理，全力遏制盗采盗挖事件发生。

商务部发布公告，宣布对境外相关稀土物项和稀土相关技术实施出口管制，并将反无人机技术公司等14家外国实体列入不可靠实体清单。商务部还会同海关总署连发4则公告，宣布对超硬材料、部分稀土设备和原辅料、部分中重稀土、锂电池和人造石墨负极材料等相关物项实施出口管制。

工信部等三部门调整2026-2027年新能源车购置税减免技术要求，其中插混、增程式乘用车纯电续航里程由此前的43公里调整至不低于100公里。2025年12月31日前已列入减免目录且符合最新要求的车型自动转入2026年第1期目录，不符合的将被撤销。

国家发改委、市场监管总局发布《关于治理价格无序竞争 维护良好市场价格秩序的公告》。针对部分产业出现的无序竞争现象，《公告》提出调研评估行业平均成本、加强价格监管、规范招标投标行为等多项措施，释放维护公平竞争的明确信号。

10月起，一批新的法律法规和制度将开始施行，其中，新修订的反不正当竞争法将规制“全网最低价”等网络不正当竞争行为，铁路、民航10月1日起全面使用电子发票，永久基本农田保护红线管理办法明确禁止擅自调整保护红线，互联网平台企业将首次正式报送平台内经营者和从业人员的身份信息、收入信息。

农业农村部部长韩俊主持召开视频调度会，部署做好秋粮抢收抢烘及秋冬种工作。会议指出，目前黄淮地区秋粮已进入成熟收获期，产量已经形成，但近期持续阴雨影响秋收进度，不利于秋冬种开展，各级农业农村部门必须高度重视，切实增强责任感使命感和紧迫感，把抓好“三秋”生产作为重大政治任务，坚持“抢”字当头，责任再压实、措施再加力，全力确保秋粮应收尽收、颗粒归仓，确保冬小麦种足种满、种在适播期。

中方宣布针对美对华造船等行业301调查限制措施实施反制，决定将于10月14日起对涉美船舶收取船舶特别港务费。中方强调，相关反制措施旨在维护国际航运和造船市场的公平竞争环境，是“正当防卫”行为。敦促美方立即纠正错误做法，停止对中国海运业的无理打压。

中央网信办、国家发改委联合印发《政务领域人工智能大模型部署应用指引》，强调规范部署。政务部门应根据不同政务场景需求与现有技术基础，审慎选择人工智能大模型实施路径，同时要防范模型“幻觉”等风险。

自然资源部发布《城市存量空间盘活优化规划指南》明确，存量空间盘活优化将作为未来国土空间规划的重要任务之一。自然资源部指出，随着我国城市发展进入“存量时代”，不再大拆大建，而是要把已有的土地想办法用好用活。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，10月9日当周各品种钢材开工率环比上周下降，螺纹钢和线材开工率环比上周分别变动-0.67个百分点和-1.20个百分点；建材社会库存在9月底环比一度下降，10月初环比重新上升，本周较前一周上升26.34万吨。9月24日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周变动分化，华东、华北和西北地区开工率较前一周上升，华南和东北地区开工率较前一周下降。

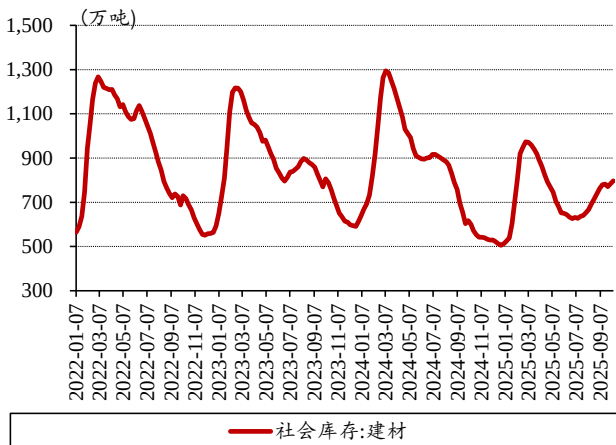
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较 2025 年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率（%）	39.98	(0.67)	0.65
	线材：主要钢厂开工率（%）	47.08	(1.20)	(0.02)
	开工率：华东地区（%）	48.80	5.60	16.00
石油沥青装置	开工率：华北地区（%）	30.50	2.20	(7.70)
	开工率：华南地区（%）	35.70	(0.30)	11.50
	开工率：东北地区（%）	17.30	(0.90)	(1.60)
	开工率：西北地区（%）	40.50	0.90	19.60

资料来源：万得，中银证券

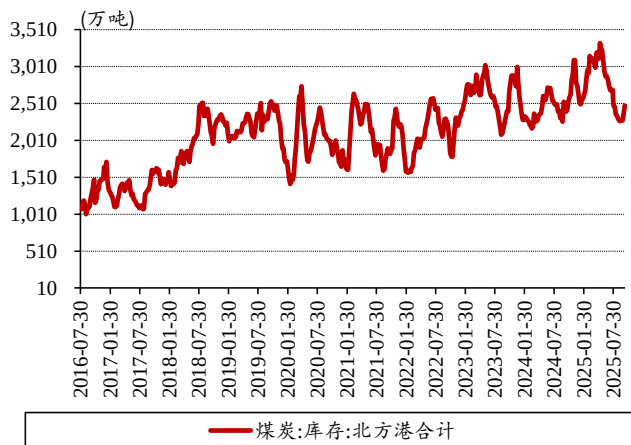
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动 2.54%。原油库存方面，10月3日当周，美国 API 原油库存上升，环比上升 278.00 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



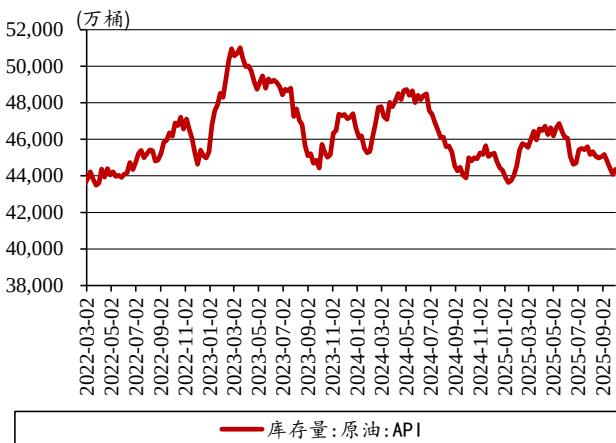
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现



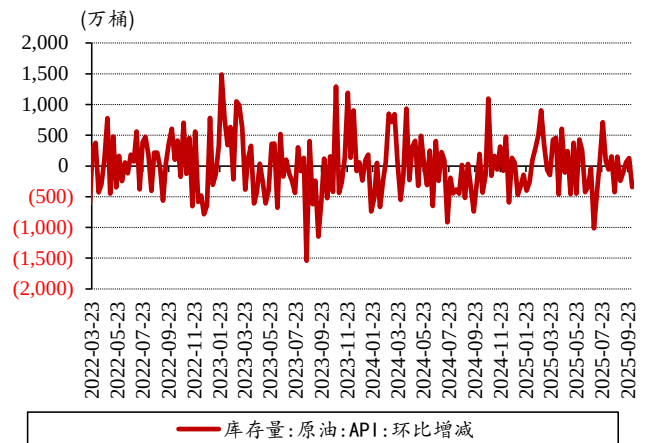
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



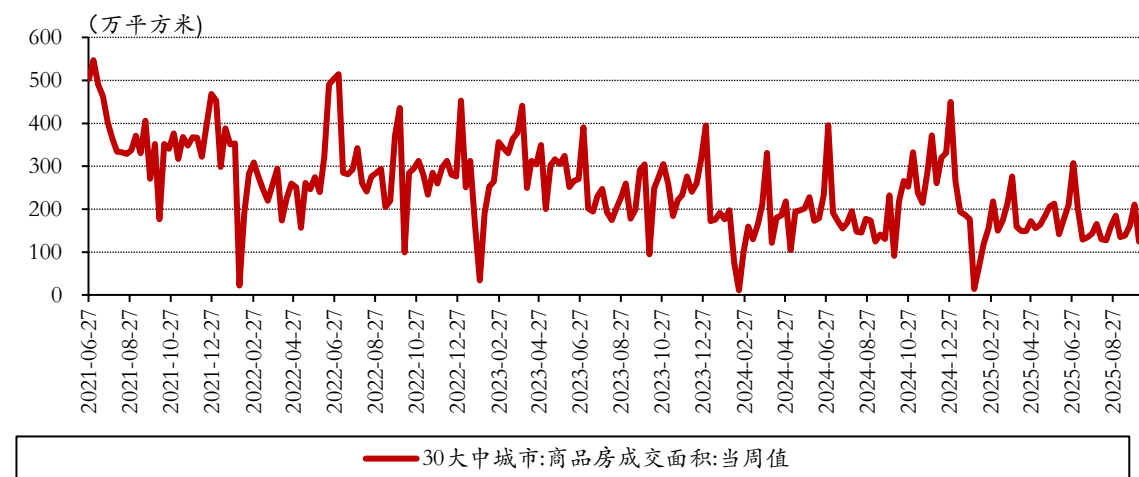
资料来源：万得，中银证券

图表 8.美国 API 原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大中城市商品房周成交面积表现

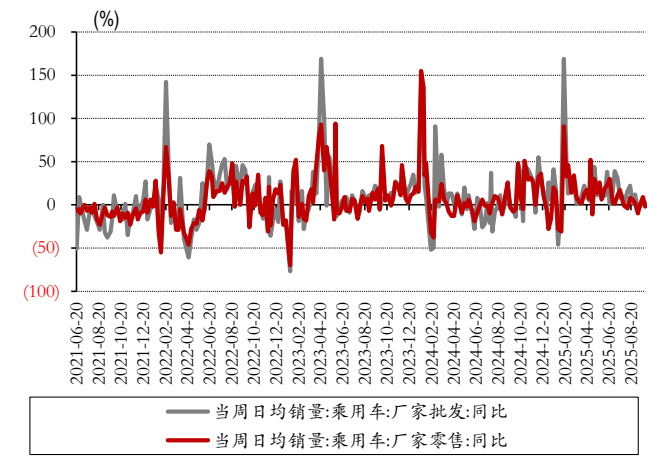


资料来源：万得，中银证券

关注商品房成交环比变动的趋势。10月5日当周，30大中城市商品房成交面积环比下降，单周成交面积环比变动-86.02万平方米。今年“金九”期间30大中城市商品房成交面积整体偏弱，央行三季度货币政策例会中关于房地产的表述是“着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式”，我们认为下一阶段稳地产的重点工作或转向存量商品房和存量土地盘活。

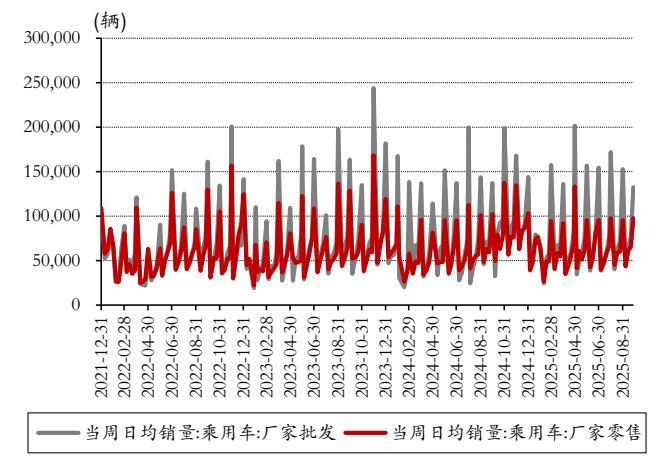
汽车方面，9月27日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为2.00%和-2.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源：万得，中银证券

大类资产表现

A 股：中小创指数回调

国庆长假后权重股指表现相对较好。本周市场指数分化，领涨的指数包括上证红利（1.79%）、上证综指（0.37%）、上证 380（0.22%），领跌的指数包括创业板指（-3.86%）、深证成指（-1.26%）、中小板指（-1.03%）。行业方面周期品行业表现较好，领涨的行业有有色金属（4.35%）、煤炭（4.30%）、钢铁（3.67%），领跌的行业有传媒（-3.58%）、餐饮旅游（-2.81%）、电子元器件（-2.52%）。国庆长假日均消费同比保持增长，但节后消费类行业指数出现回调。

图表 12. 权益类资产节前涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
上证红利	1.79	有色金属	4.35	核能核电指数	6.90
上证综指	0.37	煤炭	4.30	新疆区域振兴指数	5.78
上证 380	0.22	钢铁	3.67	煤电重组指数	4.58
中小板指	(1.03)	电子元器件	(2.52)	电子竞技指数	(2.99)
深证成指	(1.26)	餐饮旅游	(2.81)	锂电池指数	(3.04)
创业板指	(3.86)	传媒	(3.58)	虚拟现实指数	(3.46)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

黄金 | 国庆假期，国际金价历史性突破 4000 美元/盎司关口，彰显出全球资金的避险需求。与此同时，国内多个金饰克价再创新高，多家站上 1160 元/克。

AI | OpenAI 在开发者日上宣布 ChatGPT 开始内置第三方应用程序，开发者即日起开始可以使用新版 Apps SDK 来构建这些应用。此外推出最新语言模型 GPT-5 Pro 以及全新视频生成模型 Sora 2。

稀土 | 我国域外管辖迈出坚实一步。商务部发布公告，宣布对境外相关稀土物项和稀土相关技术实施出口管制，并将反无人机技术公司等 14 家外国实体列入不可靠实体清单。商务部还会同海关总署连发 4 则公告，宣布对超硬材料、部分稀土设备和原辅料、部分中重稀土、锂电池和人造石墨负极材料等相关物项实施出口管制。

地产 | 9 月中国百强房企销售额环比回升。据中指研究院统计，9 月份，百强房企销售总额环比增长 11.9%。另据克而瑞研究中心统计，9 月份百强房企实现销售操盘金额 2527.8 亿元，环比增长 22.1%，同比增长 0.4%。

有色金属 | 八部门印发《有色金属行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，目标是 2025—2026 年，有色金属行业增加值年均增长 5%左右，十种有色金属产量年均增长 1.5%左右，铜、铝、锂等国内资源开发取得积极进展，再生金属产量突破 2000 万吨。方案提出，实施新一轮找矿突破战略行动，推动高端稀土新材料等攻关突破，加快全固态电池材料等高端产品应用验证，适时丰富重要有色金属期货交易品种和金融衍生品种。

餐饮服务 | 市场监管总局出台《餐饮服务连锁企业落实食品安全主体责任监督管理规定》，明确餐饮连锁企业总部对全链条食品安全负有管理责任，绝不允许餐饮连锁企业总部只收钱却不承担食品安全责任。

水利 | 水利部相关负责人介绍，我国建成世界上规模最大水利基础设施体系，2024 年水利建设完成投资 13529 亿元，预计“十四五”水利建设完成投资超 5.4 万亿元，是“十三五”的 1.6 倍。

政策性金融 | 国家发改委举行新闻发布会介绍，新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金，正在会同有关方面抓紧将资金投放到具体项目。当前经济运行依然面临不少风险挑战，下一步将持续发力、适时加力实施宏观政策。同时，加大力度支持各类企业深度参与“人工智能+”行动。

债券：债市投资者风险偏好略有下降

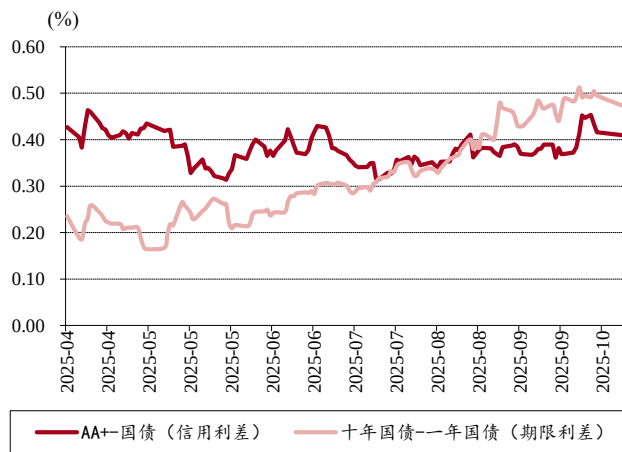
十年国债收益率在国庆长假前后出现小幅下行趋势，但十年国开债收益率仍较坚挺。十年期国债收益率周五收于 1.85%，本周下行 3BP，十年国开债收益率周五收于 2.04%，较节前持平。本周期限利差下行 2BP 至 0.47%，信用利差下行 5BP 至 0.39%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

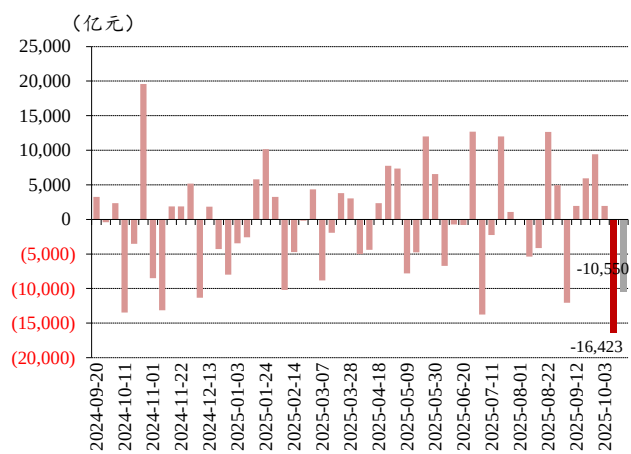
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

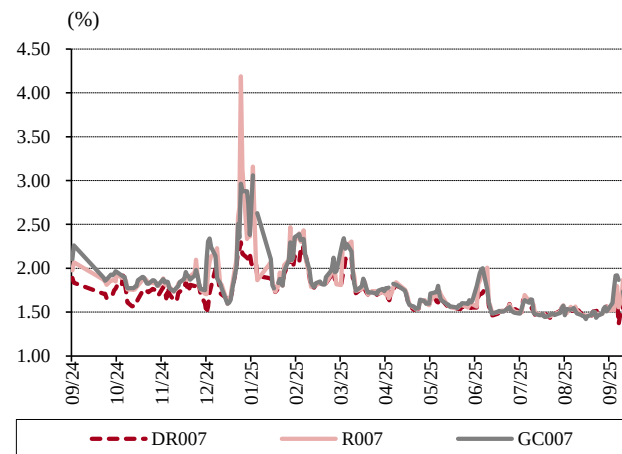
国庆长假前后，资金拆借利率波动相对较小。本周央行在公开市场净回笼 1.64 万亿元。长假前资金拆借利率小幅上行但并未突破 2%，节后随着流动性有所放缓，拆借资金利率顺势回落，周五 R007 收于 1.49%，周五 GC007 收于 1.51%。从央行三季度货币政策例会表述看，下一阶段货币政策仍将保持流动性充裕以及强化政策利率引导，我们认为年内宽松的货币政策将持续，预计拆借利率将维持在偏低水平波动。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻 (新闻来源：万得)

央行公布 9 月各项工具流动性投放情况：SLF 净投放 19 亿元，MLF 净投放 3000 亿元，PSL 净回笼 883 亿元，短期逆回购净投放 3902 亿元，买断式逆回购净投放 3000 亿元，没有开展公开市场国债买卖。

央行披露，8 月份，债券市场共发行各类债券 74281.4 亿元。其中，国债发行 13277.6 亿元，地方政府债券发行 9776.4 亿元，金融债券发行 11550.3 亿元，公司信用类债券发行 12391.4 亿元，信贷资产支持证券发行 212.2 亿元，同业存单发行 26956.5 亿元。

大宗商品：黄金上涨，能源下跌

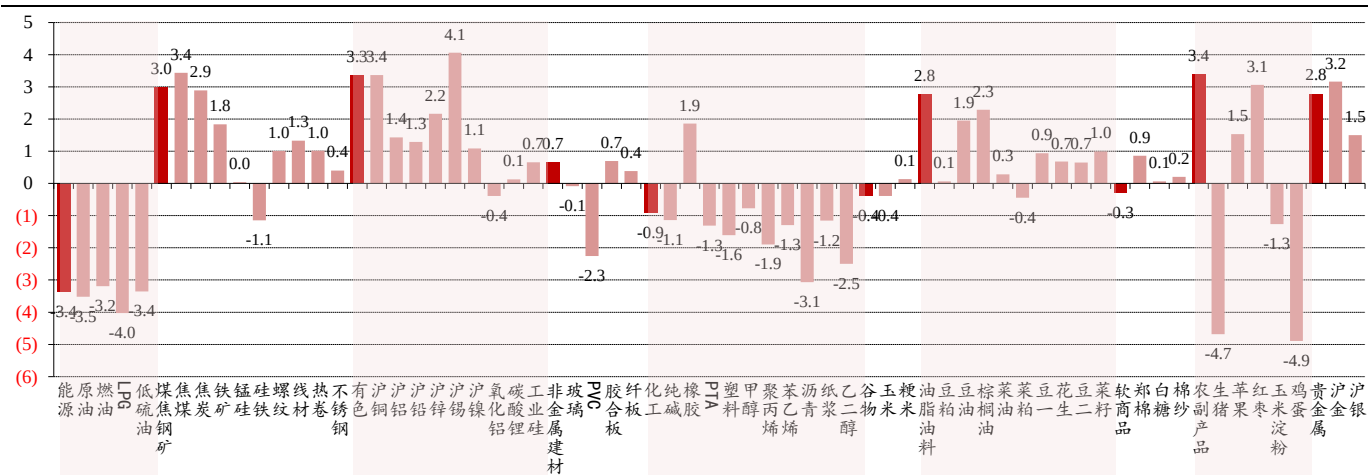
近两周海外大宗商品价格波动较大。本周商品期货指数上涨 0.76%。从各类商品期货指数来看，上涨的有有色金属（3.35%）、煤焦钢矿（2.99%）、贵金属（2.79%）、油脂油料（2.77%）、非金属建材（0.67%），下跌的有谷物（-0.40%）、化工（-0.91%）、能源（-3.38%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有沪锡（4.06%）、焦煤（3.44%）、沪铜（3.37%），跌幅靠前的则有鸡蛋（-4.89%）、生猪（-4.68%）、LPG（-4.03%）。国庆长假期间，海外黄金期货价格上升，原油价格下跌，铜价大幅波动，对国内大宗商品价格波动造成一定影响。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +0.76%	能源 -3.38%	煤焦钢矿 +2.99%
有色金属 +3.35%	非金属建材 +0.67%	化工 -0.91%
谷物 -0.40%	油脂油料 +2.77%	贵金属 +2.79%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

美国能源信息署（EIA）：预计 2025 年西得克萨斯中质原油（WTI）平均价格为每桶 65 美元，此前预测为每桶 64.16 美元；预计 2026 年价格为每桶 48.5 美元（此前预测为每桶 47.77 美元）。

欧佩克+发布声明称，欧佩克+将在 11 月进一步增产 13.7 万桶/日。下次会议将于 11 月 2 日举行，讨论 12 月的产量政策。声明指出，全球经济前景稳定，当前市场基本面健康。

俄罗斯副总理诺瓦克表示，欧佩克+成员国未讨论在 11 月将配额增幅提高至超过每日 13.7 万桶的事宜。

国际铜研究组织表示，全球精炼铜供需平衡预测显示，2025 年约有 17.8 万吨的过剩，2026 年则有 15 万吨的短缺；预计 2025 年全球铜矿产量将增长 1.4%，预计 2026 年将增长 2.3%；预计 2025 年全球精炼铜产量将增长约 3.4%，2026 年将增长 0.9%。全球有色金属供应商 Aurubis 2026 年向欧洲客户提供的铜溢价为每吨 315 美元，创历史新高，较 2025 年上涨 38%。

近日生猪期货持续回落，尽管国庆期间或有短暂偏强机会，但 10 月生猪出栏仍处高位，节后需求回落，期价仍存下行风险。

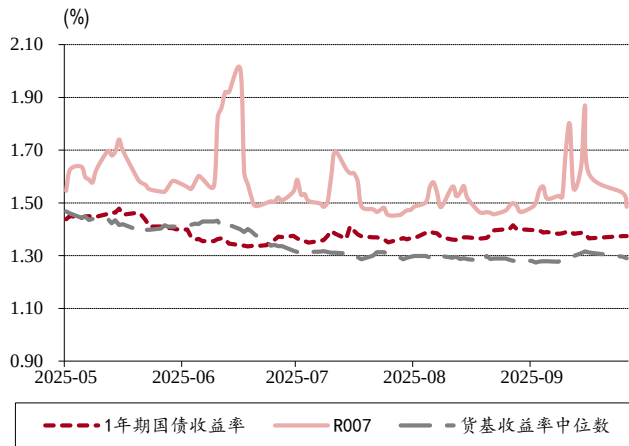
国家发展改革委发布了 2026 年粮食进口关税配额申请和分配细则。其中，2026 年粮食进口关税配额总量为，小麦 963.6 万吨，其中 90%为国营贸易配额；玉米 720 万吨，其中 60%为国营贸易配额；大米 532 万吨，其中长粒米 266 万吨、中短粒米 266 万吨，50%为国营贸易配额。

10 月 7 日纽约期金历史首次站上 4000 美元/盎司大关，伦敦现货黄金价格也一度涨破 3990 美元/盎司。美国财政赤字扩大、地缘冲突加剧、央行持续买金，叠加美联储降息预期催化，推动了金价这一轮历史级的上涨。

货币类：货币基金收益率中位数走势偏弱

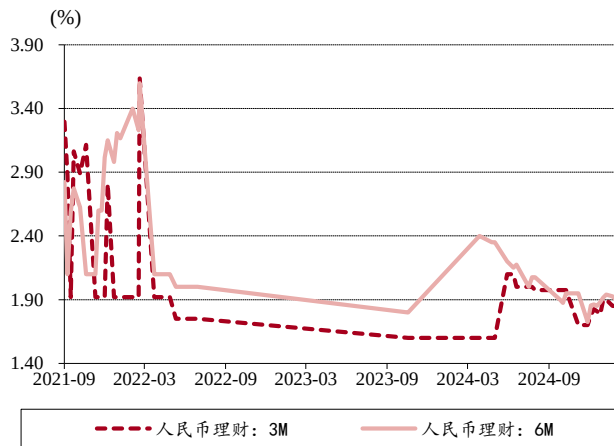
货币基金收益率中位数已下行脱离 R007 和一年期国债收益率走廊。本周余额宝 7 天年化收益率下行 4BP，周五收于 1.05%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.29%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

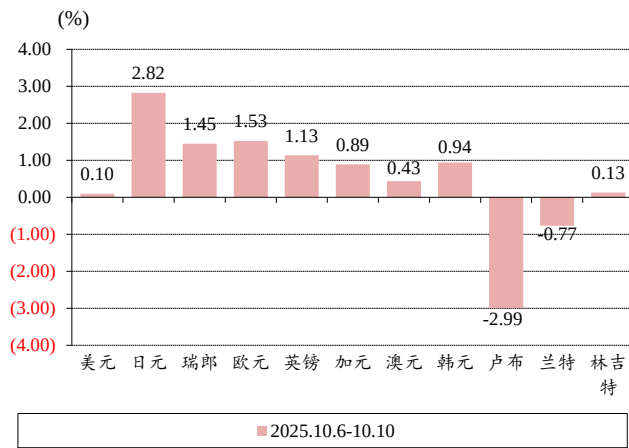


资料来源：万得，中银证券

外汇：关注美联储 10 月货币政策是否调整

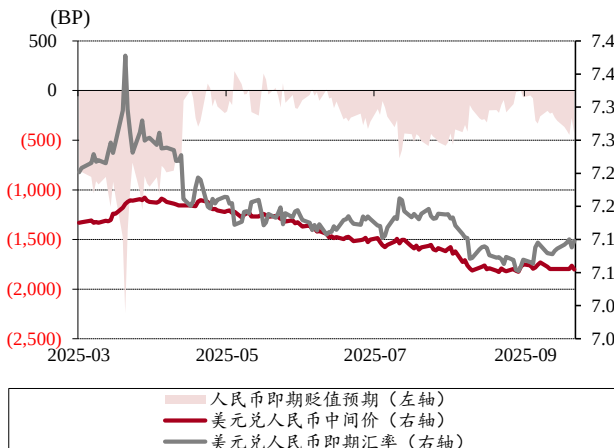
人民币兑美元中间价本周下行 70BP，至 7.1048。本周人民币对日元(2.82%)、欧元(1.53%)、瑞郎(1.45%)、英镑(1.13%)、韩元(0.94%)、加元(0.89%)、澳元(0.43%)、林吉特(0.13%)、美元(0.10%)升值，对兰特(-0.77%)、卢布(-2.99%)贬值。美国政府关门，经济数据推迟发布。

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

外汇局公布，二季度，我国外债规模及币种结构保持基本稳定，期限结构有所优化。截至 2025 年 6 月末，我国全口径外债余额为 24368 亿美元，较 2025 年 3 月末微降 0.6%。本币外债占比 52.1%，与 2025 年 3 月末持平。中长期外债占比 42.4%，较 2025 年 3 月末上升 0.2 个百分点。

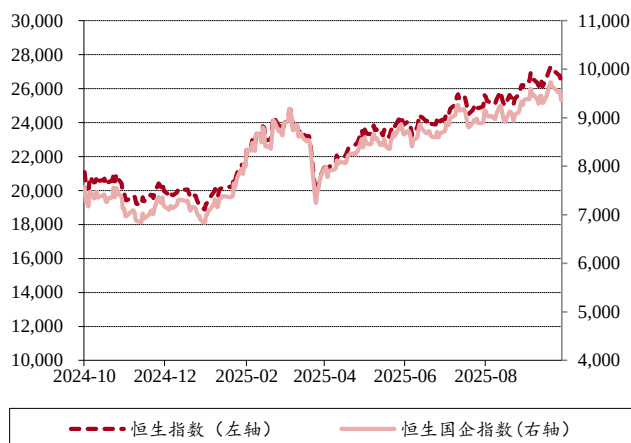
国家外汇管理局公布，中国 9 月末外汇储备 33386.58 亿美元，较 8 月末上升 165 亿美元；9 月末黄金储备为 7406 万盎司，环比增加 4 万盎司，连续第 11 个月增持黄金。

外国中央银行所持外汇储备中，美元占比跌至 1995 年以来的最低水平，这一变化主要是由于美元的大幅贬值所致。国际货币基金组织表示，国际储备中美元的占比在 4-6 月期间降至 56.3%。

港股及海外：海外投资者避险需求短期可能上升

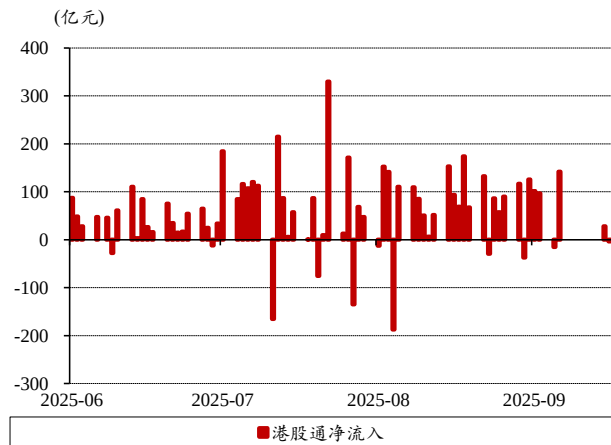
鉴于美国政府关门时间的不确定性，美国经济数据推迟发布，考虑到非官方数据显示，9月就业低于市场预期、消费者信心进一步下降，我们认为美联储10月或延续降息25BP的货币政策，但美国经济数据和货币政策的不确定性，可能导致海外投资者短期内避险需求上升。行业方面本周领涨的有公用事业(1.57%)、综合企业(1.56%)、能源业(1.37%)，跌幅靠前的有非必需性消费(-6.71%)、医疗保健业(-6.33%)、资讯科技业(-4.47%)。本周南下资金总量247.93亿元。

图表 23. 恒指走势



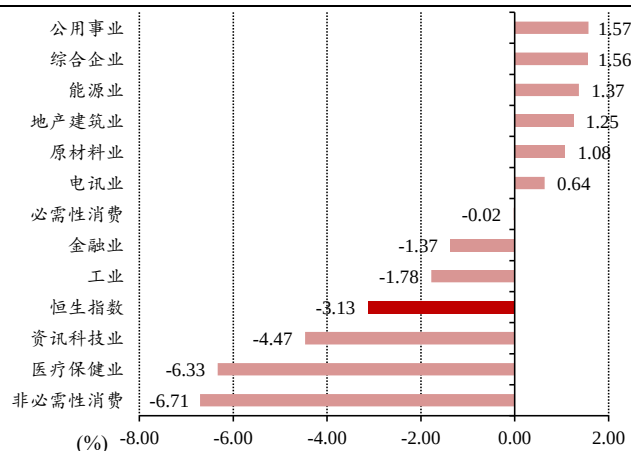
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



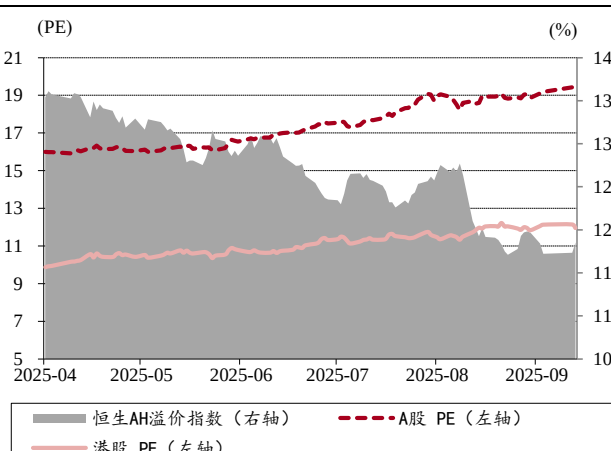
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻 (新闻来源：万得)

美联储公布9月会议纪要显示，美联储官员在上个月的政策会议上表现出今年进一步降息的意愿，不过多位官员因通胀担忧而持谨慎态度。多数与会者认为，在今年余下时间进一步放宽政策可能是合适的。不过，会议纪要也显示，大多数官员强调其通胀预期面临上行风险。与会者普遍预计，在适当货币政策下，短期内通胀将保持在较高水平，随后逐步回落至2%。

新西兰联储意外下调基准利率50个基点至2.5%，预期2.75%。

澳洲联储将现金利率维持在预期的3.60%不变，称近期数据显示第三季度通胀可能高于预期，经济前景仍不确定。

泰国央行政策委员会以5比2的投票结果维持关键利率在1.50%不变，预期为降息至1.25%。

欧洲央行行长拉加德表示，反通胀过程已经结束；通胀的双向风险区间已收窄；欧元区面临不确定性表现良好。

日本央行行长植田和男表示，将仔细观察美国关税和海外经济长期不确定性的影响是否会阻碍企业提高薪资。他重申，如果经济和物价走势符合央行的预测，央行决心继续提高仍然较低的利率。日本央行在季度报告中下调了对全国九个地区中一个地区的经济评估。报告指出，所有地区均表示经济正在温和复苏，或正在加速复苏，或正温和加速复苏；一些地区表示，由于美国加征关税前被压抑的需求逐渐消退，出口、产出和资本货物订单正在下降，若贸易政策及海外经济放缓导致企业利润大幅下滑，它们可能不得不限制工资上涨。

印度央行将基准利率维持在 5.5% 不变，符合市场预期。印度央行行长马尔霍特拉表示，预计印度 2026 财年实际 GDP 增长率为 6.8%，此前预期为 6.5%。马尔霍特拉还宣布 22 项额外措施，包括促进营商环境便利化、简化外汇流程以及推动印度卢比国际化。另外，印度将自 2027 年 4 月 1 日起实施巴塞尔协议 III 资本充足率标准。

欧洲央行 9 月会议纪要称，该行官员在 9 月曾考虑再次降息，但在上行通胀风险之下最终没有这样做。纪要显示，在物价前景较常态更不确定、且经济易受地缘政治变化与关税冲击影响的背景下，决策者选择保持灵活性。

美国 9 月 ADP 就业人数减少 3.2 万人，预期增 5 万人，前值增 5.4 万人。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 为 49.1，创 2025 年 2 月以来新高，预期 49，前值 48.7。

受信用卡余额下降的影响，美国 8 月消费者借贷增长步伐为六个月来最慢。美联储周二公布的数据显示，继 7 月数据修正为增加 181 亿美元之后，8 月消费者未偿信贷总额增加 3.63 亿美元。此前预估中值为增加 140 亿美元。

美国 9 月挑战者企业裁员人数为 5.4064 万人，同比下降 25.8%，前值 8.5979 万人。美国雇主在 9 月份缩减了招聘计划，宣布的裁员数量也有所减少。9 月企业宣布计划新增 117313 个岗位，较上年同期下降 71%，计划招聘人数创下 2011 年以来同期最低。

美国研究机构世界大型企业联合会发布的报告显示，9 月美国消费者信心指数为 94.2，较 8 月下降 3.6 点，创下该指数自 4 月以来的最低水平。

德国 8 月季调后工业产出环比降 4.3%，为 2022 年 3 月以来最大降幅，预期降 1.00%；同比降 3.9%，预期降 0.90%。不过德国经济部将 2025 年经济增长预测从此前的 0% 上调至 0.2%。德国经济部表示，预计今年德国失业率将升至 6.3%，随后在 2026 年降至 6.2%，2027 年降至 6.0%；预计德国国内生产总值 2026 年将增长 1.3%，2027 年将增长 1.4%。

密歇根大学调查显示，美国 10 月消费者信心指数初值小幅下降 0.1 至 55，触及 5 个月低点，但仍高于市场预期。消费者预计未来一年通胀率为 4.6%，略低于前月预估的 4.7%。

IMF 总裁格奥尔基耶娃表示，IMF 预计中期内全球经济增长率约为 3%，低于新冠疫情暴发前的 3.7%。预计到 2029 年，全球公共债务将超过 GDP 的 100%，其中发达国家和新兴市场经济体将位居前列。目前货币黄金持有量已超过全球官方储备的五分之一。美联储可能需要进一步降息。

世界贸易组织发布《全球贸易展望与统计》最新报告指出，受人工智能（AI）相关产品需求增长、北美在关税上调前的进口激增及新兴经济体间贸易活跃推动，2025 年上半年全球货物贸易超出预期。WTO 据此将 2025 年全球货物贸易增长预测上调至 2.4%，高于 8 月时的 0.9%；但 2026 年预测下调至 0.5%。

当地时间 10 月 9 日，美国共和党提出的结束美国政府停摆的法案未能在参议院获得足够票数，法案未获通过。美国总统特朗普表示，鉴于美国国会在重启政府问题上似乎仍陷于僵局，他计划削减一些受民主党欢迎的联邦项目。特朗普称，他们“将进行永久性的削减，而且只会削减民主党的项目”。

美国国会预算办公室表示，美国 2025 财年联邦预算赤字为 1.8 万亿美元，比 2024 财年的赤字减少 80 亿美元。美国智库“负责任的联邦预算委员会”主席玛雅·麦克吉尼亚斯在一份声明中表示，美国债务规模大约相当于整个美国经济，其占经济比重将很快超过历史最高水平。她表示，未来十年，美国每年的借款额度将接近 2 万亿美元。

美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”上发文表示，自 2025 年 11 月 1 日起，所有从其他国家和地区进口至美国的中型和重型卡车将被征收 25% 的关税。

特朗普政府正利用政府关门危机推进第二轮大规模联邦雇员裁减计划，这一策略被视为马斯克政府效率部门（DOGE）失败后的重新尝试。由于招聘冻结、裁员和自愿离职，预计今年年底联邦雇员人数将减少数十万。由于关键就业和通胀数据延期发布，美联储无法在需要调整政策的关键时刻了解劳动力市场和价格动态，因而面临更大的降息压力。

美国政府新一轮加征关税措施 10 月 1 日起将陆续生效，涉及的产品包括进口木材、橱柜、药品等。美国方面新的关税政策进一步引发美国民众对物价上涨的担忧，同时被批扰乱全球供应链。

美国总统特朗普宣布将对进口软木原木及木材征收 10% 关税，并对进口橱柜、浴室柜及软包木制品加征 25% 关税。新关税将于 10 月 14 日起生效，部分税率将在明年 1 月 1 日起进一步上调。

关税导致的成本上升与外国报复性措施重创了美国农业。过去几周，白宫已与农业部和财政部举行了一系列跨部门会议，力争敲定面向美国农民的救助方案。目前拟提供的援助规模在 100 亿到 140 亿美元之间。

美国白宫要求高校签署全面协议，以换取优先获得联邦资金的机会，该协议要求学校将国际本科生招生比例限制在 15% 以内。

欧盟委员会发布“应用人工智能”和“科学中的人工智能”两项战略，以加快欧洲工业与科学领域对人工智能的应用。“应用人工智能”战略旨在利用人工智能的变革潜力，覆盖医疗与制药、能源、制造、国防和通信等战略领域，具体举措包括建立人工智能赋能的先进医疗筛查中心，支持开发针对制造业、环境与制药等行业的前沿模型与智能体等。

欧盟委员会将提议把钢铁进口配额削减近一半，并将超出配额的钢铁进口关税从 25% 大幅上调至 50%，与美国和加拿大的关税水平一致。这些措施是欧盟委员会计划于 10 月 7 日公布的钢铁行业新方案的一部分。

10 月 6 日法国总理勒科尔尼向总统马克龙递交辞呈，马克龙已接受辞呈。此前一天，马克龙刚刚任命了新内阁。新内阁名单与前届政府相比“基本没有变化”，未能回应外界对于改革和新气象的期待。此次辞职使法国陷入新的政治僵局，这也是马克龙组建的第三个以失败告终的少数派政府。

当地时间 4 日下午，日本执政党自民党举行总裁选举计票。在第二轮投票中，前经济安全保障担当大臣高市早苗获得多数选票，当选自民党第 29 任总裁。高市早苗成为自民党历史上第一位女性总裁，并很可能将成为日本历史上第一位女性首相。在当选后的首次新闻发布会上，高市早苗称需要迅速采取措施应对通胀，一种政策选项是增加对地方政府的补贴，不排除将消费税下调作为选项。其同时希望自民党讨论为低收入和中等收入家庭设立可退还税收抵免制度。拟在下届国会会议期间提交废除额外汽油税、降低柴油燃料成本的法案。此外，她还表示，不会立即修改日美达成的贸易协议。如果发现某些情况不符合日本国家利益，应在日美磋商机制的框架内明确说明。

日本民间信誉调查机构“东京商工调查所”公布的数据显示，2025 上半财年（2025 年 4 月 1 日至 2025 年 9 月 30 日）日本全国破产企业数量达 5172 件，较上一财年同比增加 1.5%，为 2013 财年以来的高点。

下周大类资产配置建议

9月PMI数据显示生产端持续向好，但内需依然偏弱。9月中国制造业PMI为49.8%，环比上升0.4个百分点；非制造业PMI为50.0%，下降0.3个百分点；综合PMI产出指数为50.6%，上升0.1个百分点，我国经济总体产出扩张略有加快。整体来看，一是9月生产端表现有望持续向好，二是新订单有所分化，制造业和建筑业环比改善，但服务业环比下降，三是价格依然明显偏弱，四是去库存速度有所放慢。我们预计9月通胀同比增速仍将承压。今年国庆中秋假期消费市场增势良好。国内出游总花费8090.06亿元，较2024年国庆节假日7天增加1081.89亿元。全国消费相关行业日均销售收入同比增长4.5%。其中，商品消费和服务消费同比分别增长3.9%和7.6%，数码产品、汽车消费增长较快。

国庆长假期间海外要闻较多，市场波动较大。海外央行方面，美联储公布9月会议纪要显示，美联储官员在上个月的政策会议上表现出今年进一步降息的意愿，不过多位官员因通胀担忧而持谨慎态度，新西兰联储意外下调基准利率50个基点至2.5%，泰国央行政策委员会以5比2的投票结果超预期维持关键利率在1.50%不变，澳洲联储将现金利率维持在预期的3.60%不变，印度央行将基准利率维持在5.5%不变，符合市场预期；海外要闻方面，当地时间10月9日，美国共和党提出的结束美国政府停摆的法案未能在参议院获得足够票数，法案未获通过，美国政府新一轮加征关税措施10月1日起将陆续生效，涉及的产品包括进口木材、橱柜、药品等，10月6日法国总理勒科尔尼向总统马克龙递交辞呈，10月4日下午，高市早苗成为自民党历史上第一位女性总裁；海外市场方面，国际金价上涨突破4000美元/盎司。

关注二十届四中全会召开。党的二十届四中全会将于10月20日至23日在北京召开，从惯例来看，四中全会一般讨论的是党建问题，如2009年十七届四中全会审议通过了《中共中央关于加强和改进新形势下党的建设若干重大问题的决定》，2014年十八届四中全会通过《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》，和2019年十九届四中全会审议通过了《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》。今年7月30日政治局会议通稿中明确，2025年四中全会的主要议程是研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议，结合9月30日起《人民日报》连续推出8篇“习近平经济思想指引下的中国经济专论”系列“钟才文”文章来看，我们认为今年四中全会的一个重要看点，是在外部环境更趋复杂严峻、世界经济增长动能减弱、贸易壁垒增多的中长期背景下，“十五五”规划对我国中长期经济发展的指导。我们维持看好人民币资产的观点，大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：

全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点 (2025.10.12)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注国内稳增长政策的落地情况	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在2%上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371