

美元拐点：全球资产再平衡与中国科技重估

弱美元周期下的全球配置主线与 A 股投资机遇

本轮长波萧条期，美元面临由强转弱拐点，关注全球资产再平衡过程中带来的中国科技资产系统性重估机会。

- **长波萧条期下美元面临由强转弱拐点。**1) 周期定位的角度，长波萧条期多会伴随全球化重构、竞争格局演变与资产价格的波动。2) 基本面角度，美国双赤字压力的缓解需要弱美元的环境；此外，中欧两大经济体开启财政扩张步伐，美国经济比较优势减弱。3) 美国经济的中长期担忧与政策不确定性的增加，正在动摇美元作为安全资产的信仰。4) 利率角度，美联储当前潜在降息空间和可能性更大。短期来看，美元走弱的逻辑或面临一定的波动和挑战。对于后续美元走势，我们认为，短期波动不改弱美元长逻辑，2025 年大概率为美元由强转弱的拐点。
- **关注美元转弱带来的全球资产再平衡过程。**1) 美元由强转弱不同阶段，资产表现上略有不同。由强转弱拐点期：大级别转弱拐点初期多会伴随流动性冲击，资产表现上，风险资产触底后反弹，同期避险资产持续走强。趋势下行阶段：资产价格呈现明显的商品与非美资产牛市，债券资产内部，美债优于非美债券。美元低位震荡阶段：股债金融资产优于商品，非美股票优于美股、非美债券优于美债，商品多会呈现高位中枢震荡的格局。2) 历史上，美元走势与美联储降息周期大体趋同，但也存在着阶段性的背离与领先滞后性。在弱美元与美联储降息周期同步出现的环境下，大类资产通常呈现：新兴市场权益资产表现亮眼；黄金迎来牛市；非美货币普遍升值。
- **弱美元环境下，中国科技资产有望受益于人民币资产重估。**1) 今年以来，主要资产价格均出现了不同程度的波动，而美元持续走弱、金价连创新高成为大类资产内部最引人关注的逻辑线索。资产的表现上属于典型的由强转弱的拐点期特征。我们认为，基准假设下，美元会经历短暂的平台震荡然后最迟明年起再次进入下行通道。因此，对于未来一段时间的资产表现，美股或面临波动，随着美元再度进入下行通道，非美权益资产相对优势有望进一步扩大，其中 A 股、港股为代表的中国资产有望成为本轮全球资产再平衡过程中的核心受益资产。2) 降息周期下，港股短期受益于全球流动性转向与国内盈利拐点的双重催化，稀缺科技资产及高股息国企或成为配置主线。3) A 股有望受益于人民币资产重估过程：预期修复叠加估值安全垫，A 股估值修复动能与全球资金再配置需求形成共振。降息周期下 A 股多呈现为小盘成长的结构牛，科技股有望成为本轮弱美元周期下人民币资产重估过程中受益资产。

- **风险提示：**海外风险事件不确定性；贸易不确定性；宏观基本面及政策环境不确定性；海外地缘政治风险不确定性；历史经验对未来的解释性。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

目录

长波萧条期下美元面临由强转弱拐点.....	5
美元周期及美元影响因素.....	5
中长期视角下，本轮强美元周期面临拐点.....	6
短期波动不改美元转弱长期逻辑.....	9
关注美元转弱带来的全球资产再平衡过程.....	11
弱美元不同阶段大类资产表现.....	11
降息周期下的弱美元.....	14
弱美元环境下，中国科技资产有望迎来重估.....	17
当前资产计价怎样的预期.....	17
金价仍有上行空间.....	18
美股面临短期波动，长期优势收敛.....	19
中国资产有望成为本轮全球资产再平衡的受益资产.....	20
科技股有望受益于本轮人民币资产重估机遇.....	21
风险提示.....	26

图表目录

图表 1. 美元历史走势	5
图表 2. 美国 GDP 占比与美元指数	5
图表 3. 美国相对非美经济与美元指数	5
图表 4. 美德利差与美元指数	6
图表 5. 避险情绪与美元指数	6
图表 6. 长波周期及主导产业	6
图表 7. 长波周期下的美元走势	7
图表 8. 近年来美双赤字压力增加	7
图表 9. 美国净出口占 GDP 比重与美元指数	7
图表 10. IMF 主要国家 GDP 增速预测	8
图表 11. 美经济政策不确定性增加	8
图表 12. 近年来美元资产在外汇储备中的比例降低	8
图表 13. 当前市场隐含政策利率曲线	9
图表 14. 主要国家未来通胀走势预测	9
图表 15. ICE 期货与期权净多头持仓	9
图表 16. 未来美元走势预测	10
图表 17. 美元大级别由强转弱拐点阶段大类资产表现	11
图表 18. 美元大级别由强转弱拐点阶段大类资产表现	11
图表 19. 美元由强转弱小拐点阶段大类资产表现 (2009 年)	12
图表 20. 美元由强转弱小拐点阶段股票资产表现 (2016 及 2022 年)	12
图表 21. 美元由强转弱小拐点阶段债券资产表现 (2016 及 2022 年)	12
图表 22. 美元由强转弱小拐点阶段商品资产表现 (2016 及 2022 年)	12
图表 23. 美元趋势走弱阶段大类资产表现	12
图表 24. 美元趋势走弱阶段股票资产表现	12
图表 25. 美元趋势走弱阶段债券资产表现	13
图表 26. 美元趋势走弱阶段商品资产表现	13
图表 27. 美元低位震荡阶段大类资产表现 (1991-1995 年)	13
图表 28. 美元低位震荡阶段股票资产表现 (1991-1995 年)	13
图表 29. 美元低位震荡阶段股票资产表现 (2011-2014 年)	13
图表 30. 美元低位震荡阶段股票资产表现 (2011-2014 年)	13
图表 31. 美元低位震荡阶段债券资产表现 (2011-2014 年)	14
图表 32. 美元低位震荡阶段商品资产表现 (2011-2014 年)	14
图表 33. 弱美元不同阶段资产表现特点	14
图表 34. 美元与美联储政策利率	15
图表 35. 弱美元与降息周期的逻辑传导路径	15
图表 36. 弱美元与降息周期结合下资产表现特点	16

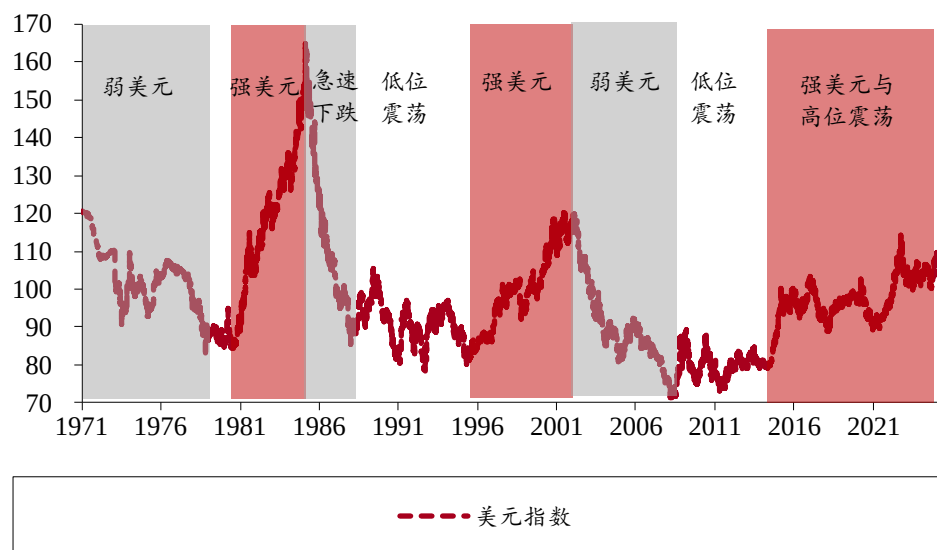
图表 37. 开年以来大类资产表现.....	17
图表 38. 开年以来主要市场股票表现.....	17
图表 39. 开年以来主要市场债券表现.....	17
图表 40. 开年以来大类资产涨跌幅（截至 2025 年 8 月 14 日）.....	18
图表 41. 商品价格与美元负相关性显著.....	18
图表 42. 2022 年以来全球央行购金量显著提升.....	18
图表 43. 主要国家 2022 年 Q1 以来黄金储备增量.....	19
图表 44. 2025Q2 主要国家/地区黄金储备量.....	19
图表 45. 当前美股 ERP 水平.....	19
图表 46. 降息周期开启后美股美元表现.....	19
图表 47. 美股 CAPE 处于历史高位.....	20
图表 48. 中长期美股超额收益面临回归过程.....	20
图表 49. 恒指走势与国内基本面趋势高度相关.....	20
图表 50. 美联储货币政策周期与恒指.....	20
图表 51. 美元走势与非美资产相对收益.....	21
图表 52. 美元对 A 股影响路径.....	21
图表 53. 美元与新兴市场汇率反向相关.....	22
图表 54. 人民币汇率与 A 股.....	22
图表 55. 当前主要市场 PE 估值水平.....	22
图表 56. 当前 A 股 ERP 处于历史高位.....	22
图表 57. 中美货币政策周期.....	23
图表 58. 中美同步宽松阶段 A 股表现.....	23
图表 59. 中美同步宽松阶段 A 股科技+先进制造多有不错表现.....	23
图表 60. 中美同步宽松阶段 A 股成长优于价值.....	24
图表 61. 中美同步宽松阶段 A 股风格上中小盘占优.....	24
图表 62. 中美同步宽松阶段 A 股行业表现.....	24

长波萧条期下美元面临由强转弱拐点

美元周期及美元影响因素

历史上的美元周期经历过几轮比较大的强弱变化，经典的弱美元周期发生在：1970-1978 年、2001-2008 年以及 1985-1987 年的急速下跌阶段；强美元周期主要出现在 1979-1985 年、1995-2001 年以及 2015 年重启的强美元周期，在几轮的强弱转换间隙 1987-1995 年以及 2008-2014 年美元维持低位震荡。

图表 1. 美元历史走势

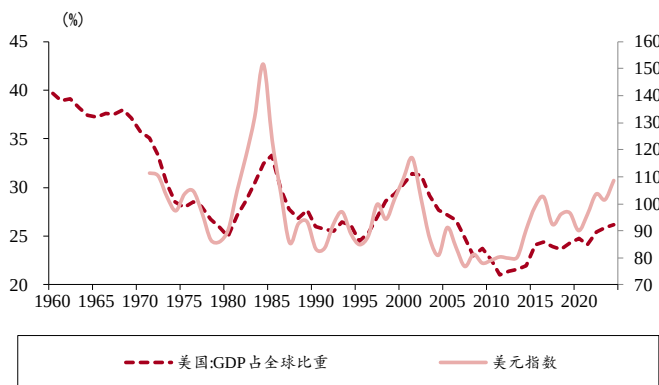


资料来源：万得，中银证券

影响美元强弱的因素主要分为基本面、流动性和情绪三个维度。

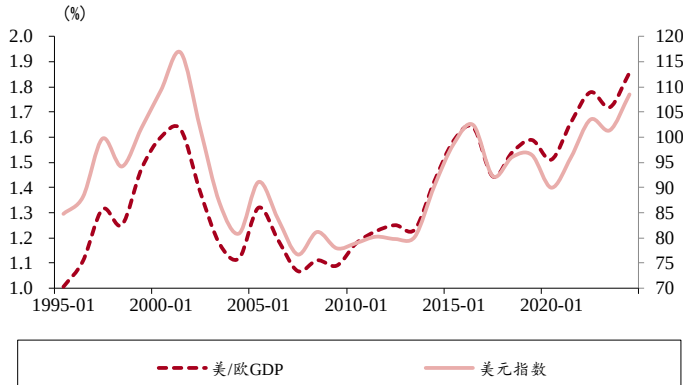
基本面角度，美国经济的比较优势决定美元长周期强弱。美国经济相较非美偏强阶段，美元相对走强；美国经济相较非美优势减弱，美元相对走弱。图 2 可见，历史上来看，美国 GDP 占比与美元指数走势的长周期走势高度相关，90 年代以来美国相较欧洲 GDP 的走势能够很好的拟合美元指数走势。

图表 2. 美国 GDP 占比与美元指数



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 美国相对非美经济与美元指数

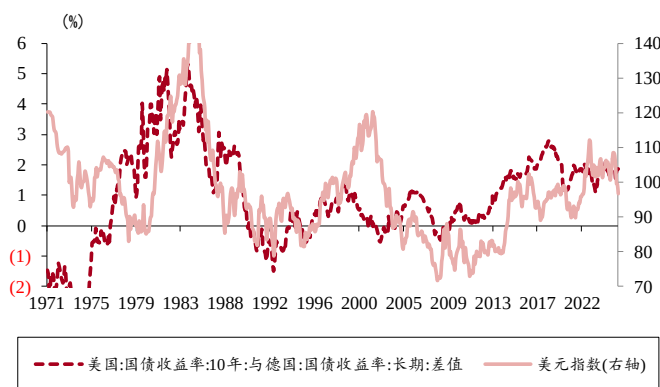


资料来源：万得，中银证券

流动性层面，利差决定美元指数中期走势。美元指数的货币篮子包含 6 种货币，其中欧元权重最高，约为 57.6%，日元 13.6%，位居其次。因此，欧日利率的高低一定程度上对美元指数产生影响。图 4 可见，历史上美德利差的走势大体上与美元指数趋势相关，2010 年以来，美德利差与美元指数相关性愈发显著。

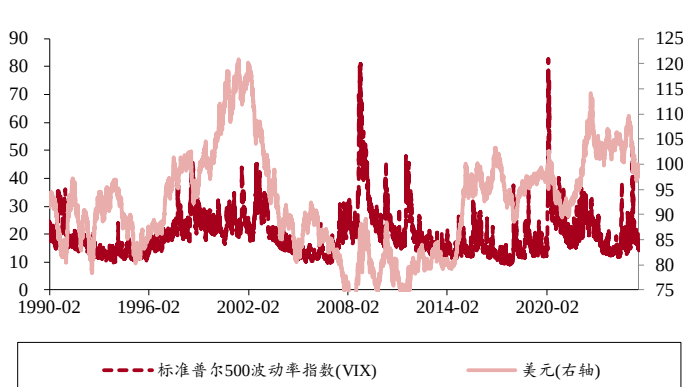
此外，避险情绪对于短期美元走势也有一定程度的影响。90 年代以来，避险情绪的升温会显著推升美元短期走势。

图表 4. 美德利差与美元指数



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 避险情绪与美元指数



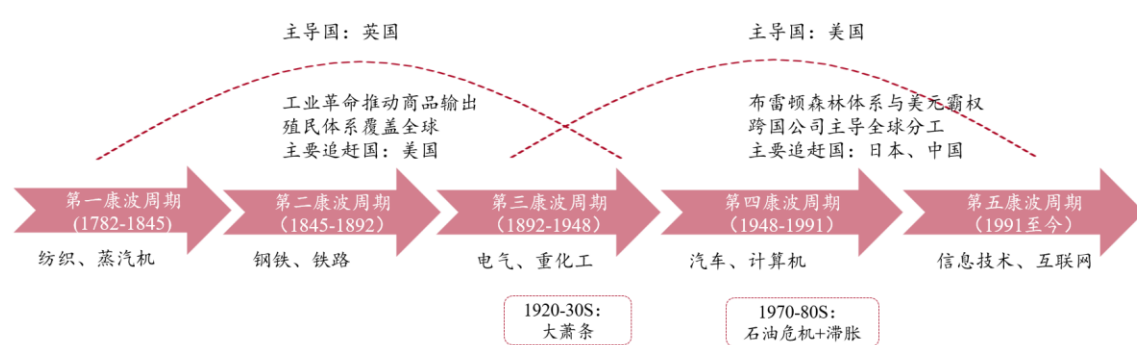
资料来源：万得，中银证券

中长期视角下，本轮强美元周期面临拐点

长波萧条期的全球化重构与竞争格局演变。历史上，每一轮康波周期的萧条阶段均以全球化重构为标志，触发主导国与追赶国的战略博弈，并伴随资产价格大幅波动。1) 长波萧条期多会伴随全球化重构，主因是技术红利衰竭倒逼规则重置。长波萧条期原先主导产业的计数红利趋尽，主导国需通过其他手段（贸易壁垒/汇率干预/产业补贴）压制追赶国，为新的主导产业发展争取战略窗口。2) 全球资本再平衡引发资产波动。长波萧条期旧产能出清遇阻叠加增长预期混乱，导致资本在避险资产与新兴成长型资产之间剧烈摆动，波动率中枢多会出现系统性抬升。

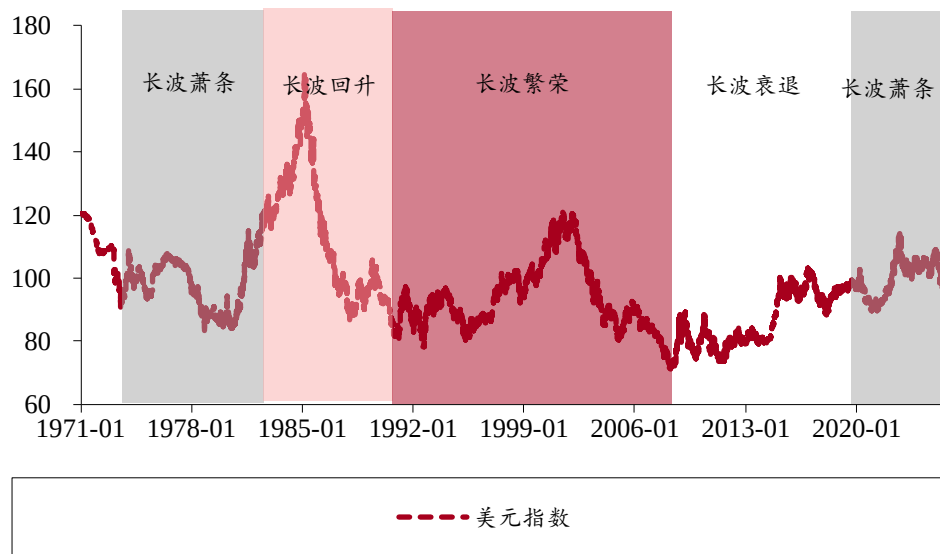
当前处于第五康波周期的长波萧条期。美国主导的全球化体系在移动互联网周期尾声面临技术红利衰竭下的秩序重构。类比上一轮长波萧条期的美日竞争，汇率压制主要制造国竞争优势，与此同时重塑全球产业链格局是当前主导国的主要竞争手段。而中美在技术标准、资本壁垒、能源控制权等领域的竞争或将定义未来十年的资产波动与增长路径。

图表 6. 长波周期及主导产业



资料来源：中银证券

图表 7. 长波周期下的美元走势

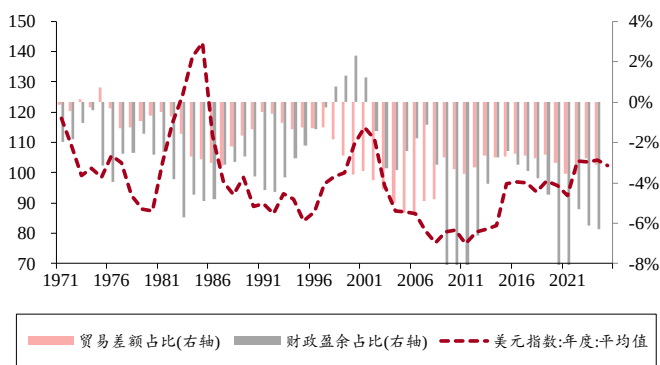


长周期 (康波)	起止	长波繁荣	长波衰退	长波萧条	长波回升	主要的技术创新
第一波	1782-1845	1782-1802	1815-1825	1825-1836	1838-1845	纺织工业和蒸汽机
第二波	1845-1892	1845-1866	1866-1873	1873-1883	1883-1892	钢铁、铁路
第三波	1892-1948	1892-1913	1920-1929	1929-1937	1937-1948	电气、化学、汽车
第四波	1948-1991	1948-1966	1966-1973	1973-1982	1982-1991	汽车、计算机
第五波	1991-?	1991-2009	2009-2020	2020-		信息技术、互联网

资料来源：周金涛《涛动周期论》，万得，中银证券

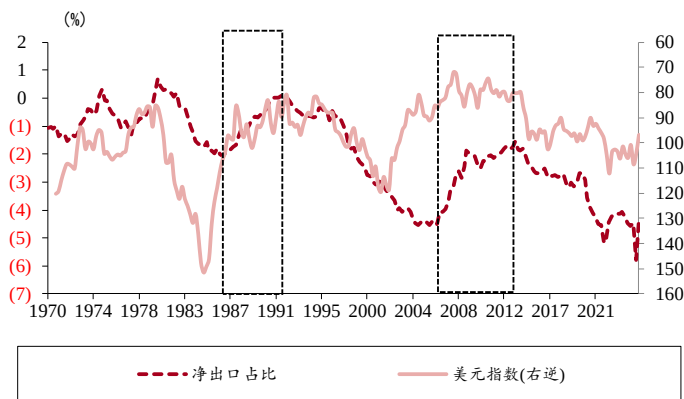
双赤字压力缓解需要弱美元环境。当前美国面临较大的双赤字压力，截至 2024 年末，美国财政赤字占 GDP 6.3%，债务利息支出占比约 13%。弱美元的环境有助于降低实际偿债压力。与此同时，全球产业链重构背景下，美制造业回流叙事也需要弱美元的环境支撑。历史来看，贸易逆差收窄阶段，均伴随着美元的阶段性走弱。而美元贬值可对冲关税导致的进口原材料价格上涨，缓解企业成本压力；与此同时提升美国出口产品价格竞争力，改善贸易赤字。与此同时，弱美元环境有助于提升海外资本对美资产配置意愿，并利好制造业留在美国进行长期投资。

图表 8. 近年来美双赤字压力增加



资料来源：万得，中银证券

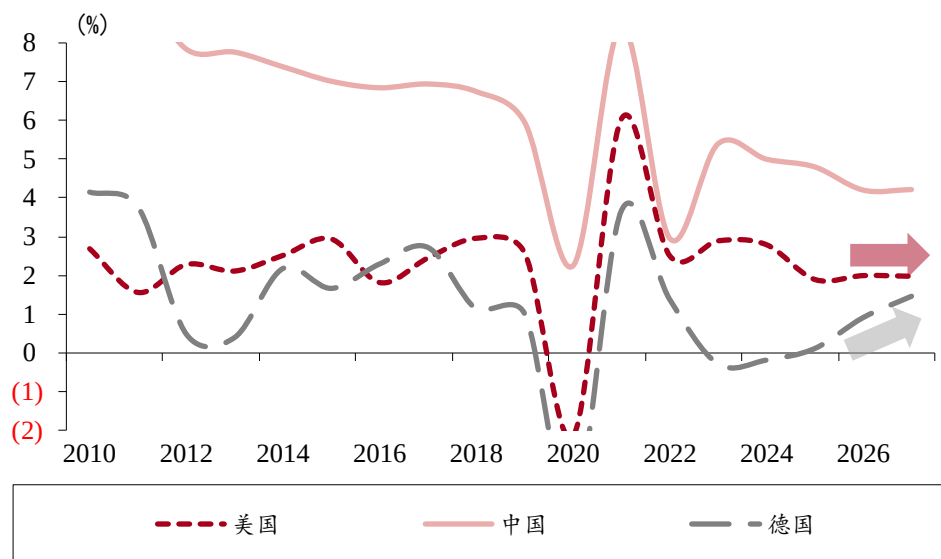
图表 9. 美国净出口占 GDP 比重与美元指数



资料来源：万得，中银证券

中欧财政扩张，美国经济比较优势减弱。2024 年以来，中欧两大经济体纷纷开启财政扩张步伐以对冲内外部压力。中国方面，主要通过赤字率提升、政府债券规模加大、两新、两重政策扩围等方式实现“财政政策的加力提效”。与此同时，欧元区最大经济体德国年初也通过了大规模财政扩张计划，包括：允许国防开支超过 GDP 的 1% 时不受“债务刹车”限制；设立 5000 亿欧元的基础设施基金，用于未来 10 年的基础设施建设；此外，设立 1000 亿欧元的“德国基金”，重点投资国防、能源和关键原材料领域。金融危机后的康波衰退期，美国经济在主导产业先发优势以及货币政策-经济周期的良好配合下维持着相对优势，中欧为代表的非美经济体受到产业转型、债务压力等问题，财政扩张相对谨慎。疫后美财政扩张与科技龙头的资本开支是美国经济的重要支撑。目前来看，美科技方面的领先优势被中国缩小，债务上限隐忧阶段性出现制约财政扩张幅度；移民限制和政策不确定性加剧了关税对美国经济增长的拖累；今年起，随着中欧财政扩张步伐开启，美国经济的相对优势或面临收敛。

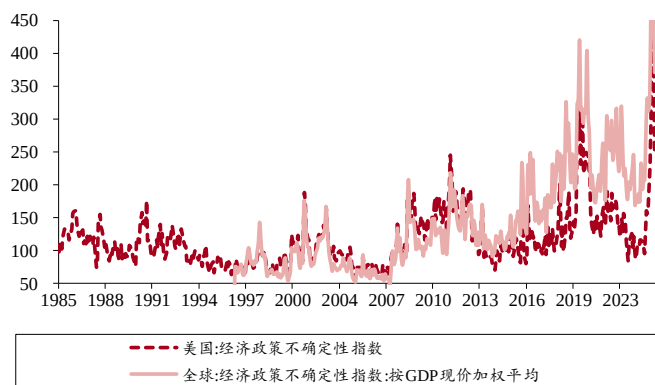
图表 10. IMF 主要国家 GDP 增速预测



资料来源：万得，中银证券

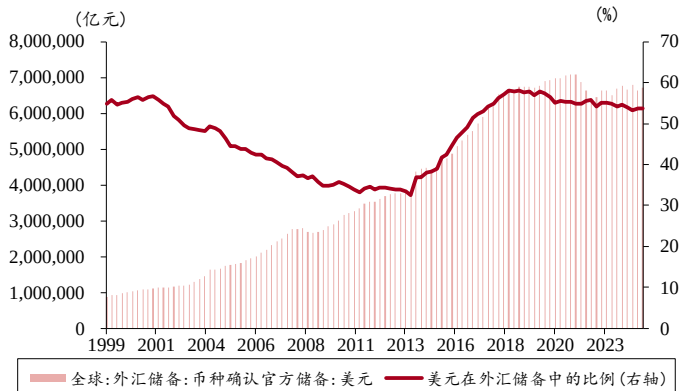
美元作为安全资产的信仰出现动摇。美国经济的中长期担忧与政策不确定性的增加，正在动摇美元作为安全资产的信仰。美元作为全球主要储备货币，其地位的稳固依赖于美国经济的稳定增长、政策的可预测性以及美元资产的安全性。然而，当前美国经济的潜在风险以及政策不确定性让全球投资者开始重新审视美元资产。全球资本对美债与美元资产的风险偏好正出现微妙变化并逐步调整资产配置方向，部分央行与主权机构也开始加速去美元化进程，2020 年起美元资产在全球外汇储备中的比例已下行。

图表 11. 美国经济政策不确定性增加



资料来源：万得，中银证券

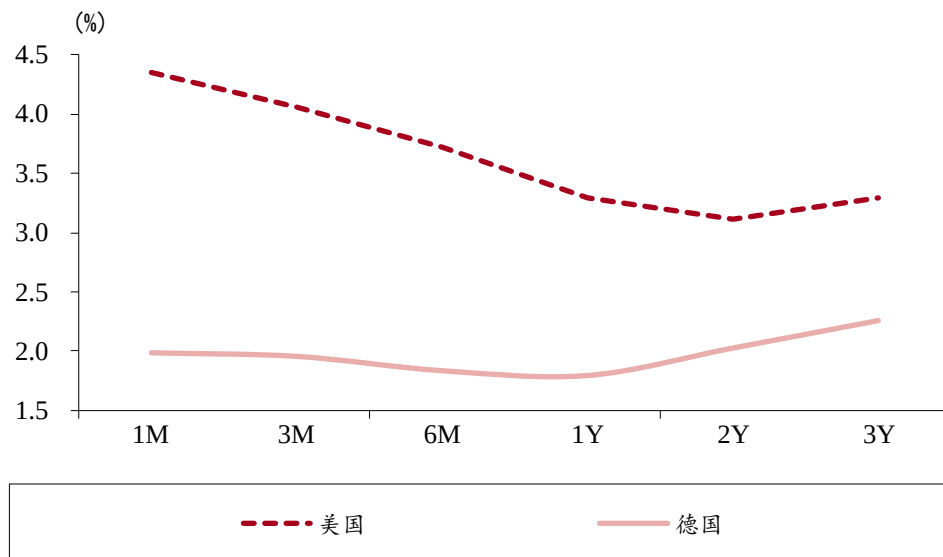
图表 12. 近年来美元资产在外汇储备中的比例降低



资料来源：万得，中银证券

利率角度，美联储当前潜在降息空间和可能性更大。美联储当前政策利率偏高，而欧央行政策利率偏低。而近期美就业数据的修正以及美联储理事变更加快了后续美联储政策鸽派转向的可能。欧元区仍处于 2023 年以来的利率下行周期，而德国经济预期的边际修复使得欧元区期限利差曲线趋于平缓。

图表 13. 当前市场隐含政策利率曲线

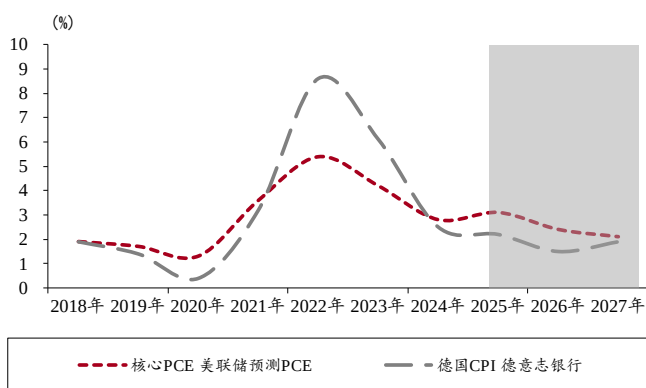


资料来源：彭博，中银证券

短期波动不改美元转弱长期逻辑

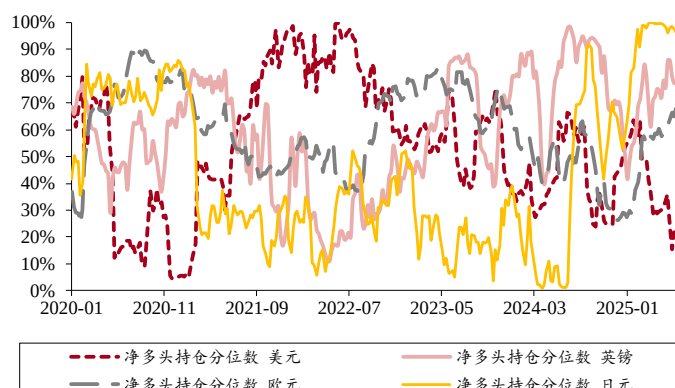
短期来看，美元走弱的逻辑或面临一定的波动和挑战。一方面，关税落地加剧“二次通胀”担忧，美联储政策预期存在变数。若特朗普关税政策的正式落地，或将抬高特定进口商品的成本，这增加了美国经济面临“二次通胀”的风险。在当前市场对通胀路径高度敏感的环境下，若下半年通胀持续高于预期，或迫使市场重新评估美联储的政策路径。另一方面，自“对等关税”政策实施以来，市场对美元走弱的预期高度一致，导致“做空美元”的交易变得相当拥挤。图 15 展示的 ICE 期货期权净多头持仓情况显示，当前美元净多头持仓分位数处于历史低位，显示交易维度，当前美元空头头寸较为拥挤，短期市场或对美元多头利好更为敏感。

图表 14. 主要国家未来通胀走势预测



资料来源：万得，中银证券

图表 15. ICE 期货与期权净多头持仓



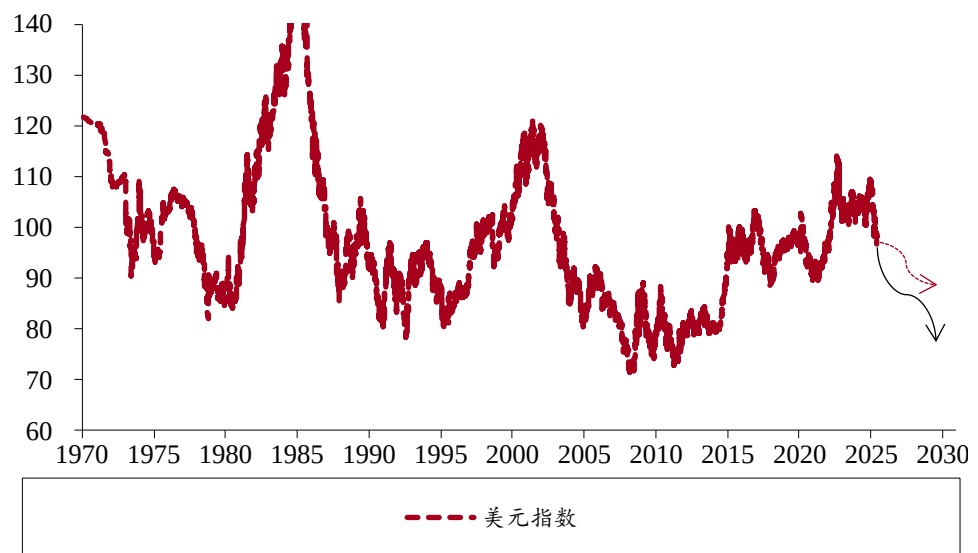
资料来源：万得，中银证券

对于后续美元走势，我们认为，短期波动不改弱美元长逻辑，2025 年大概率为美元由强转弱的拐点。短期内，受地缘避险情绪升温、部分超预期经济数据扰动以及美联储政策预期差（部分鹰派言论或技术性修正预期）影响，美元指数可能迎来阶段性反弹，技术面亦存在超跌修复需求。然而，中长期看，美元结构性走弱逻辑未变：美国财政赤字高企与债务压力持续累积、全球“去美元化”进程逐步推进、美联储未来降息周期确定性较高、以及非美经济体相对增长潜力逐步释放，均构成美元长期贬值的压力。看长做短逻辑下，美元的反弹趋势难以延续，2025 年大概率为美元由强转弱的拐点。

基准情形下：关税措施对整体通胀的传导效应有限，同时“降息+减税”政策组合有望有效提振内需，形成“宽财政+宽货币”的协同刺激。在此环境下，美元指数或迎来小级别由强转弱的拐点。

悲观情形下：若关税引发全球供应链深度重构与成本系统性抬升，则可能形成“输入性通胀压力持续+内需受抑制”的滞胀格局。此外若叠加高债务货币化担忧，恐加速削弱美元作为储备货币的信用根基，或触发美元长期趋势的大级别拐点。

图表 16. 未来美元走势预测



情境	美元走势预测
基准	关税对通胀影响有限，降息+减税提振需求 美元小级别拐点
悲观	关税带来滞胀，美元信用瓦解 美元大级别拐点

资料来源：彭博，中银证券

关注美元转弱带来的全球资产再平衡过程

弱美元不同阶段大类资产表现

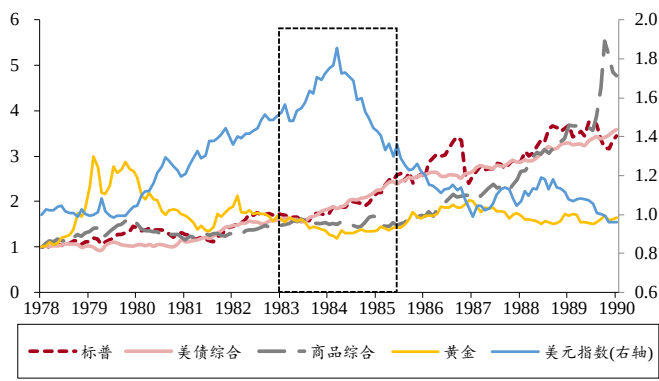
由强转弱转换期

历史上，美元由强转弱的大级别拐点出现在 1985 年 3 月及 2002 年 1 月。

1985 年 3 月，美元指数触及历史峰值后，“广场协议”推动美元开启加速贬值。美元由强转弱阶段，美股持续上行，美元贬值提升美国企业海外盈利竞争力，叠加 1985-87 年全球经济增长共振，美股盈利预期改善。与此同时，美债收益率下行；商品小幅下跌后反弹上行，黄金与美元呈现强反向相关性，金价在美元转弱后持续上行。

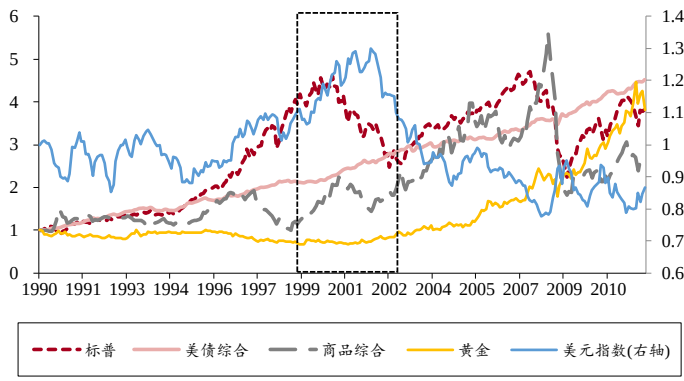
2002 年 1 月，科网泡沫破灭带来美国盈利预期恶化，货币政策持续宽松、双赤字恶化及欧元走强等多重因素共振作用下，美元由强转弱。在此期间，美股率先走弱，标普 500 指数于 2000 年 8 月见顶，早于美元拐点；美联储宽松的货币政策带动美债及非美货币持续走强；中国工业化进程带来需求增量商品价格在美元转弱后边际走强；股票资产内部，2003 年起后欧美日股市触底上行，2005 年起 A 股开启上行趋势。

图表 17. 美元大级别由强转弱拐点阶段大类资产表现



资料来源：彭博，万得，中银证券（注：图中指数进行归一化处理，下同）

图表 18. 美元大级别由强转弱拐点阶段大类资产表现



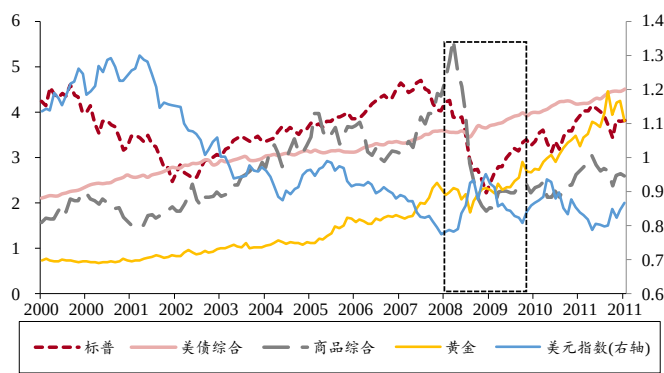
资料来源：彭博，万得，中银证券

美元转弱小级别拐点出现在 1974 年上半年、1976 年 6 月、2009 年 3 月、2016 年 12 月及 2022 年 10 月。

2009 年 3 月，美联储超预期的量化宽松政策引发市场对美元流动性泛滥及长期贬值的恐慌。金融危机期间美元因避险需求走强，但量化宽松政策的推出触发避险资金大规模撤离；资金流向非美资产：欧元等货币上涨；大宗商品与黄金反弹；股市风险偏好受到提振：美股及非美股票触底反弹；债券持续上行，美债优于非美债券。

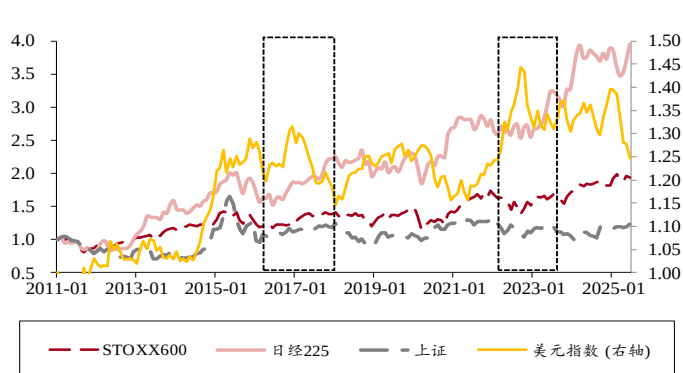
2016 年 12 月及 2022 年 10 月，经济数据波动以及加息预期的扰动引发美元小幅回调。这一阶段，美股及非美股票反弹；商品走势与美元反向相关，持续上行；美债反弹，中债欧债走平或上涨，新兴市场货币走强。

图表 19. 美元由强转弱小拐点阶段大类资产表现 (2009 年)



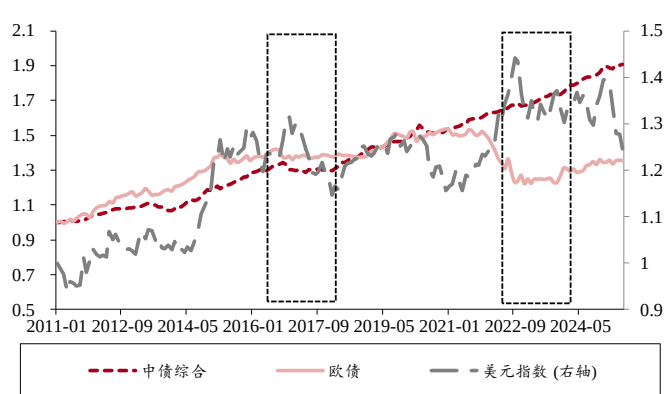
资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 20. 美元由强转弱小拐点阶段股票资产表现 (2016 及 2022 年)



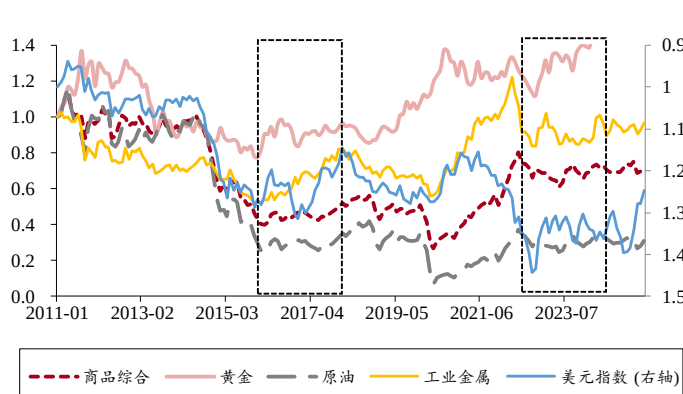
资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 21. 美元由强转弱小拐点阶段债券资产表现 (2016 及 2022 年)



资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 22. 美元由强转弱小拐点阶段商品资产表现 (2016 及 2022 年)

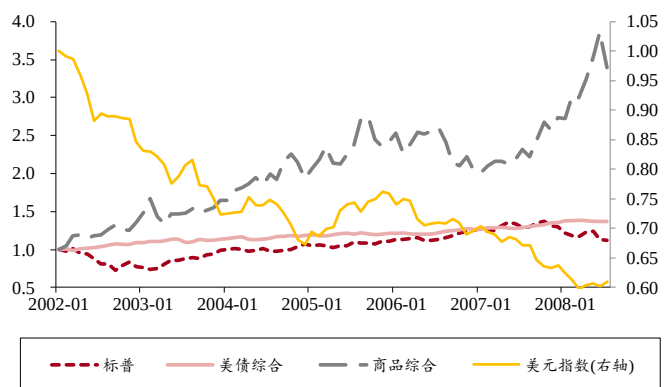


资料来源：彭博，万得，中银证券

趋势下行阶段

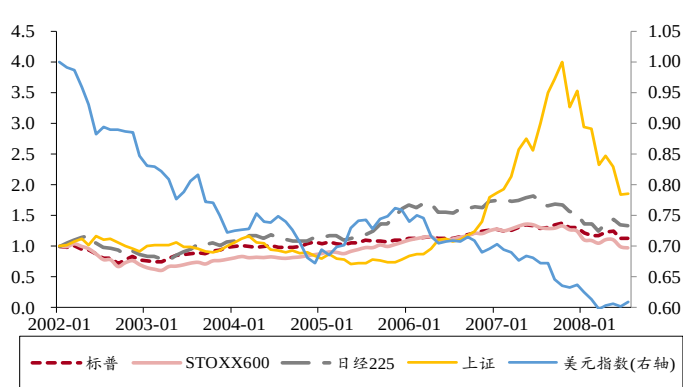
历史上美元趋势下行期出现在 1985-1987 年以及 2002-2008 年。以 2002-2008 年为例，大类资产的表现上：美元趋势贬值周期中，商品与新兴权益为最优配置方向，美债则是对冲波动的重要工具。大宗商品在供需及金融属性的共振作用下走牛；权益资产普遍走牛，非美资产跑赢美股，A 股为代表的新兴市场权益资产领涨；债券市场方面，美债>非美债券，美债避险属性凸显，新兴市场债券受通胀压力与汇率波动制约，表现相对滞后。

图表 23. 美元趋势走弱阶段大类资产表现



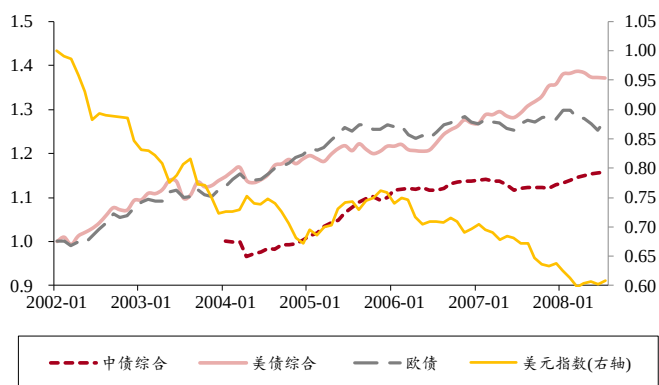
资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 24. 美元趋势走弱阶段股票资产表现



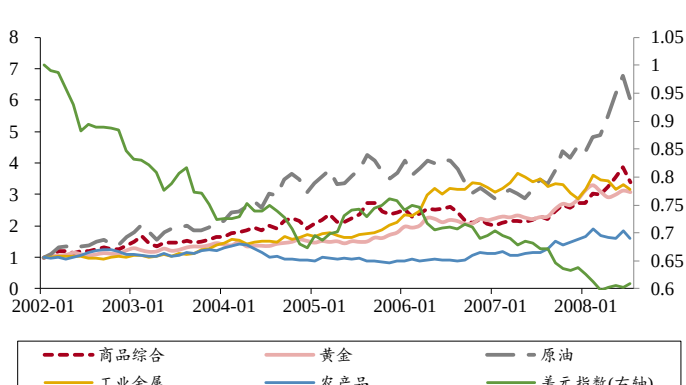
资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 25. 美元趋势走弱阶段债券资产表现



资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 26. 美元趋势走弱阶段商品资产表现

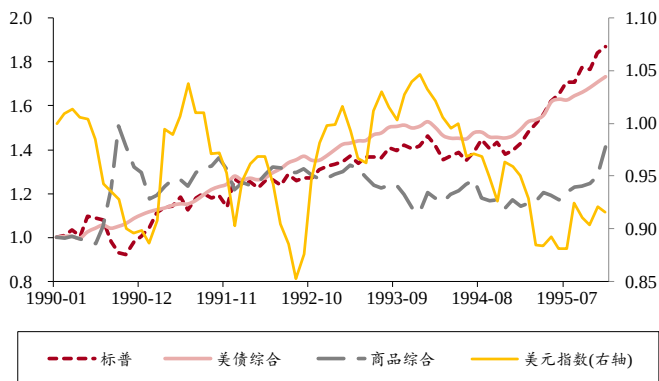


资料来源：彭博，万得，中银证券

低位震荡阶段

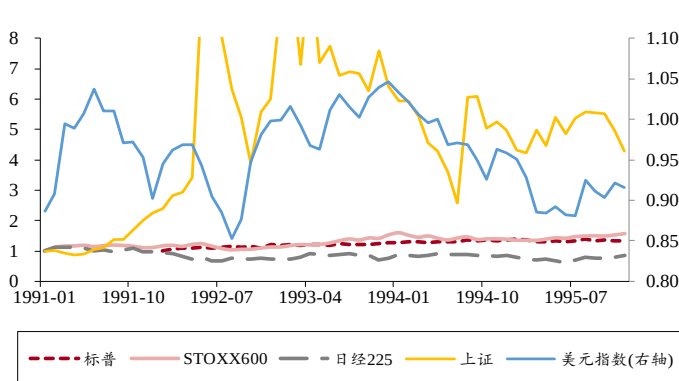
历史上美元低位震荡阶段主要出现在 1991-1995 年、2011-2014 年。大类资产呈现“权益>债券>商品”的分化格局。美元低位震荡阶段，充裕的流动性环境支撑股债资产价格，与此同时，美国经济相对优势减弱支撑非美资产。股票资产内部，这一阶段多会呈现美股整体跑输非美市场，MSCI 发达（非美）指数显著跑赢 MSCI 美国；债券市场，欧债表现优于美债；商品价格在供需紧平衡的支撑下高位震荡，后多在美元走强后转入熊市。

图表 27. 美元低位震荡阶段大类资产表现(1991-1995 年)



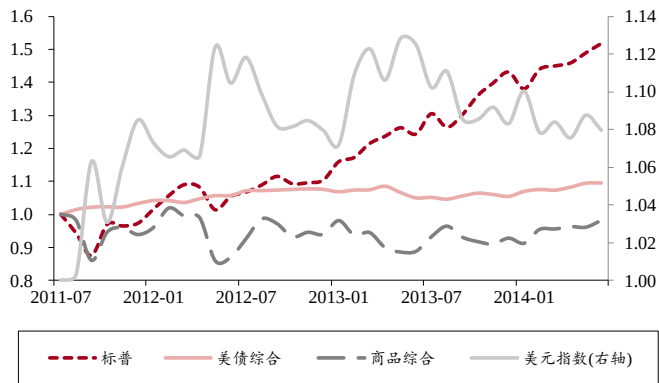
资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 28. 美元低位震荡阶段股票资产表现 (1991-1995 年)



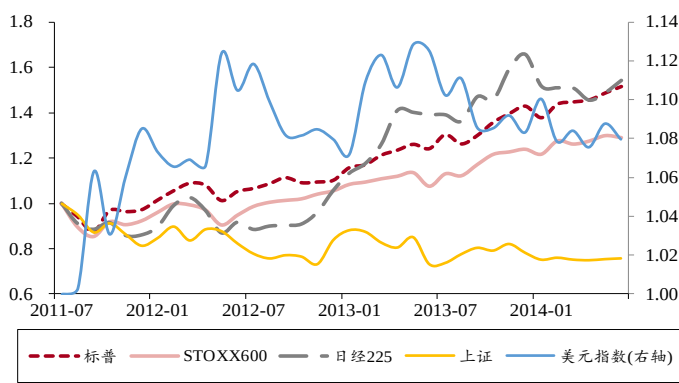
资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 29. 美元低位震荡阶段股票资产表现(2011-2014 年)



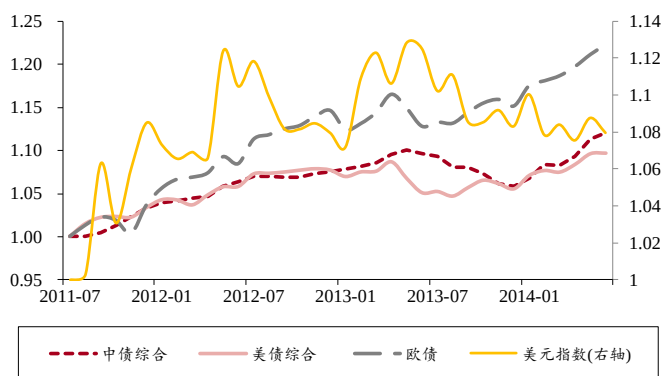
资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 30. 美元低位震荡阶段股票资产表现 (2011-2014 年)



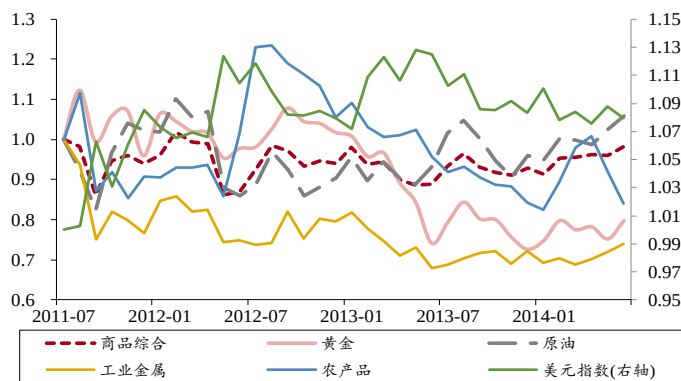
资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 31. 美元低位震荡阶段债券资产表现(2011-2014 年)



资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 32. 美元低位震荡阶段商品资产表现(2011-2014 年)



资料来源：彭博，万得，中银证券

综上，美元由强转弱不同阶段，资产表现上略有不同：

- 1) 由强转弱拐点期：大级别转弱拐点初期多会伴随流动性冲击，资产表现上，风险资产触底后反弹，同期避险资产持续走强；
- 2) 趋势下行阶段：资产价格呈现明显的商品与非美资产牛市，债券资产内部，美债优于非美债券；
- 3) 美元低位震荡阶段：股债金融资产优于商品，非美股票优于美股、非美债券优于美债，商品多会呈现高位中枢震荡的格局。

图表 33. 弱美元不同阶段资产表现特点



资料来源：中银证券

降息周期下的弱美元

弱美元周期与降息周期是同一宏观叙事的两面。美联储降息是弱美元周期的核心驱动力之一，但并非唯一驱动力。1) 美联储开启降息周期，意味着美国利率水平下降，这会降低美元资产的相对吸引力（如美债收益率），导致资本从美元资产流出，寻求更高回报的非美资产，从而从利率平价和资本流动层面直接施压美元。2) 美联储降息通常源于美国经济走弱或风险事件爆发(需宽松政策对冲)。而同时，如果非美经济体（尤其是欧洲、中国）展现出更强的经济复苏弹性或更鹰派的货币政策立场，这种“相对增长差”和“相对利差”的收窄乃至逆转，会共同强化美元的弱势。这个传导过程的核心在于“相对”二字：相对利差和相对增长差。

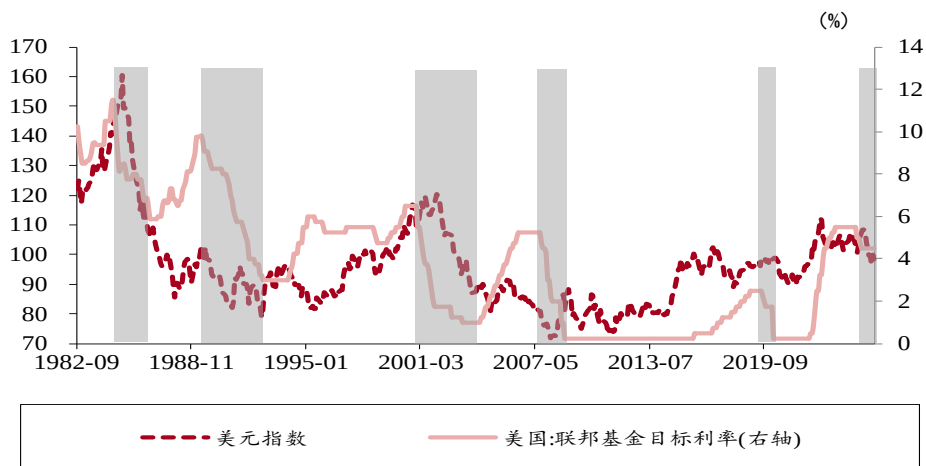
历史上，美元走势与美联储降息周期大体趋同，但也存在着阶段性的背离与领先滞后性。弱美元与降息周期同时出现在：

1) 2001-2002 年（科网泡沫破裂后） & 2007-2008 年（全球金融危机）：这两个阶段美联储为应对经济衰退而急速、大幅降息。美元指数均进入显著的弱势周期。同期，黄金、原油大涨，新兴市场在 2002-2007 年迎来超级牛市。

2) 2019-2020 年（预防式降息+疫情冲击）：美联储进行“预防式降息”，随后因疫情开启零利率+无限 QE。美元指数从 2020 年 3 月高点持续回落近一年，与此同时黄金价格创历史新高，人民币资产升值，A 股和港股迎来牛市。

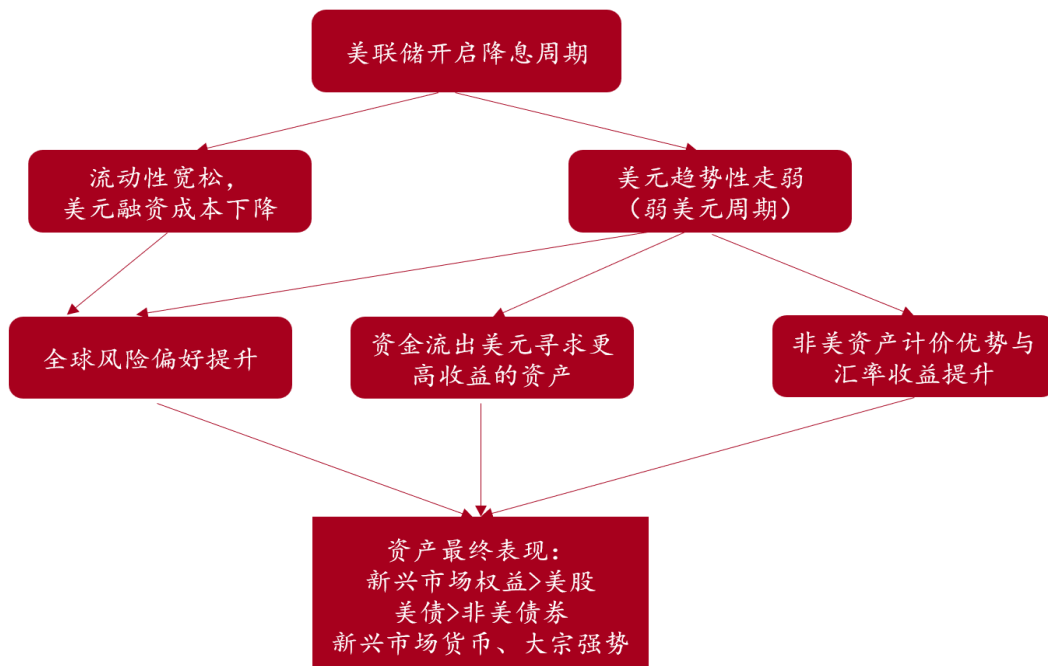
与上述阶段有所不同的在于 2008 年下半年：美元在降息初期因“全球避险需求”而反常走强。这表明，在极端风险模式下，美元的“避险属性”会暂时压倒“利率属性”。但当恐慌见顶、风险偏好回升后，弱美元周期仍会延续。

图表 34. 美元与美联储政策利率



资料来源：万得，中银证券（注：阴影部分为美联储降息周期）

图表 35. 弱美元与降息周期的逻辑传导路径



资料来源：中银证券

在弱美元与美联储降息周期同步出现的环境下，大类资产表现上：新兴市场权益资产表现亮眼，主因为资本回流与估值修复双轮驱动；黄金迎来牛市，得益于实际利率下降与美元贬值的双重利好；大宗商品（以原油、铜为代表）在美元计价等因素作用下维持高中枢震荡；非美货币普遍升值，反映利差变化与资本流动方向；固定收益资产中，美债率先受益于利率下行，而新兴市场债券则因风险偏好提升与利差收窄表现更优。美股虽受流动性支撑但受汇率逆风制约，整体表现通常逊于新兴市场。这一系列表现的核心底层逻辑，是全球流动性扩张、汇率机制传导及风险偏好回升共同作用的结果。

图表 36. 弱美元与降息周期结合下资产表现特点

资产		表现	核心驱动逻辑
股	新兴市场	显著跑赢	1. 资本回流：美元贬值驱动全球资金追逐更高回报的非美资产。 2. 债务压力缓解：新兴市场美元债偿还压力下降。 3. 估值折价修复。
	美股	震荡上行	1. 流动性驱动：低利率环境提振估值。 2. 但汇率逆风：美元贬值削弱跨国公司海外收入价值。
汇	非美货币	普遍升值	直接利好：利率平价理论驱动资金从美元资产流向高息货币资产。
大宗	黄金	强势上涨	1. 抗通胀：实际利率下降，持有无息黄金的机会成本降低。 2. 避险：对冲美元信用和全球不确定性。 3. 美元计价：直接受益于美元贬值。
	工业金属/原油	高中枢震荡	1. 美元计价：直接反向关系。
债	美债	价格上涨	直接利好：收益率率先下行。
	新兴市场债券	表现优异	1. 跟随美债：全球利率环境宽松。 2. 信用利差收窄：新兴市场风险偏好提升，违约担忧下降。

资料来源：中银证券

本轮美联储降息是“预防式”（软着陆）还是“补救式”（硬着陆）？这决定了美元下跌的斜率与幅度。目前看，“预防式”概率更高，意味着可能是震荡偏弱的格局，而非崩盘式下跌。而“美元弱多久”，不光看美联储，更要看其他主要央行：若欧洲央行、英国央行因通胀粘性而放缓降息步伐，就会支撑欧元、英镑，加速美元走弱。

弱美元环境下，中国科技资产有望迎来重估

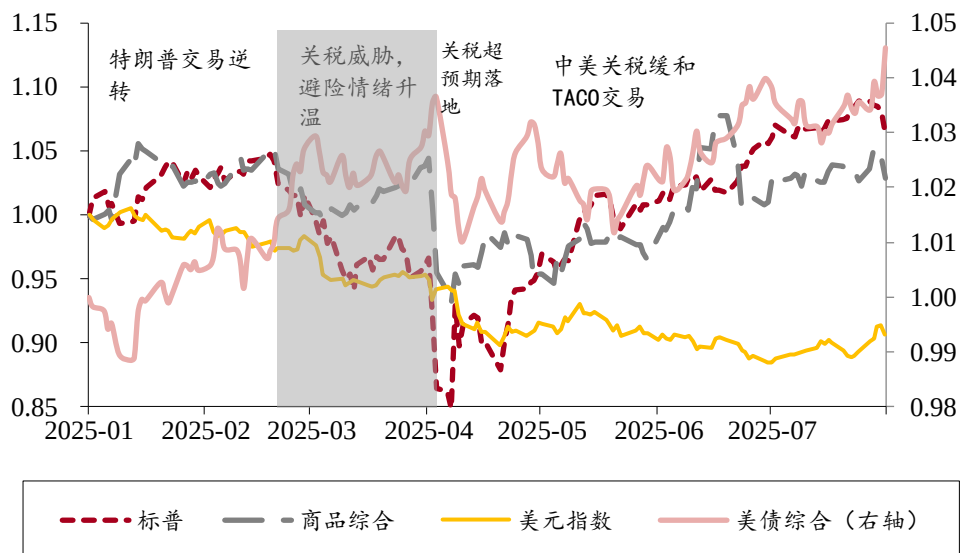
当前资产计价怎样的预期

今年以来，主要资产价格均出现了不同程度的波动，而美元持续走弱、金价连创新高成为大类资产内部最引人关注的逻辑线索。美元是短周期走弱还是信任体系的瓦解是当前市场关注的焦点。

当前来看，以4月初“对等关税”宣布为节点，大类资产经历了短暂的流动性冲击，截至8月13日，主要资产价格均已经修复至年内新高，但美元持续走弱，资产收益率上，呈现美股>美债>商品的特征，权益资产内部，中欧股票优于美日；债券资产方面，美债优于非美债券。**开年以来大类资产的表现上属于典型的由强转弱的拐点期特征。**

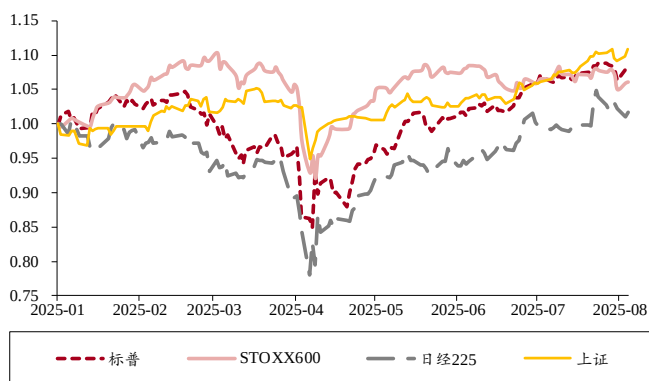
往后看，美元是否延续当前下行趋势还是在此平台上震荡是决定未来一段时间大类资产走势的关键因素。我们认为，基准假设下，美元会经历短暂的平台震荡然后最迟明年起再次进入下行通道。因此，对于未来一段时间的资产表现，短期美股或面临波动，随着美元再度进入下行通道，非美权益资产相对优势有望进一步扩大，其中，A股、港股为代表的中国资产有望成为本轮全球资产再平衡过程中的核心受益资产。

图表 37. 开年以来大类资产表现



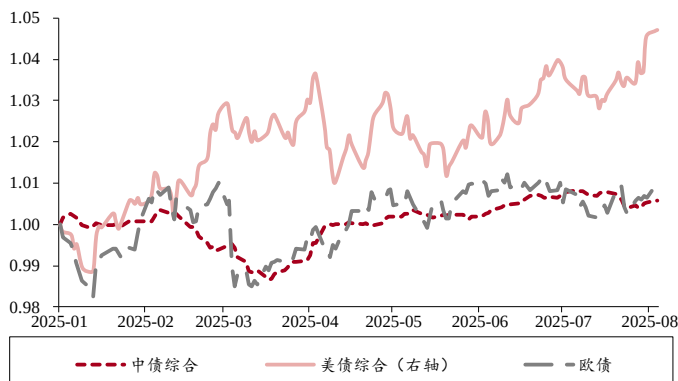
资料来源：彭博，中银证券

图表 38. 开年以来主要市场股票表现



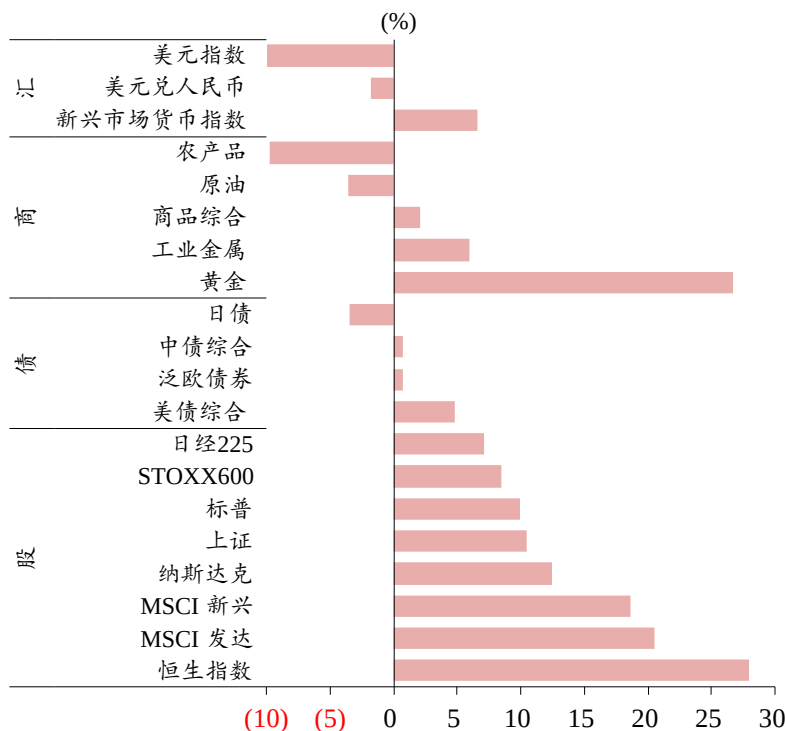
资料来源：彭博，中银证券

图表 39. 开年以来主要市场债券表现



资料来源：彭博，中银证券

图表 40. 开年以来大类资产涨跌幅（截至 2025 年 8 月 14 日）



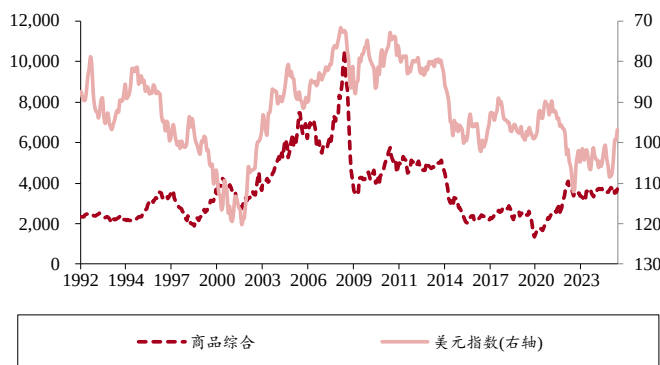
资料来源：彭博，中银证券

金价仍有上行空间

大宗商品价格短压长稳，中枢有望系统性抬升。年内关税落地或带来供应链重构下的库存扰动，本轮短周期全球需求偏弱且年末面临补库→去库拐点。中长期视角下，弱美元周期下商品价格中枢显著上移。当前美元长期贬值趋势确立，叠加碳中和引发的资源稀缺性重估，铜、原油等核心商品价格中枢将维持相对高位。

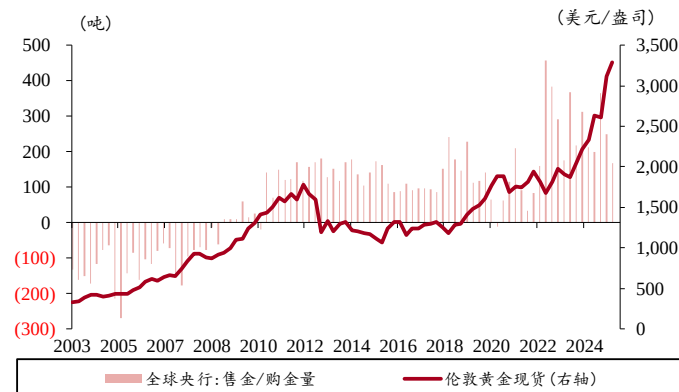
金价仍有上行空间。图 42 可见，2009 年以来，全球央行购金行为发生了显著变化：从净卖方变为净买方。2022 年以来，全球央行购金量中枢再度出现显著提升，与之相伴的，金价也进入了加速上行阶段。2022 年以来，新兴经济体央行加速外汇储备多元化进程，用以持续对冲美元信用风险。此外，长波萧条期，地缘冲突常态化推升避险需求，中长期来看金价仍有上行空间。

图表 41. 商品价格与美元负相关性显著



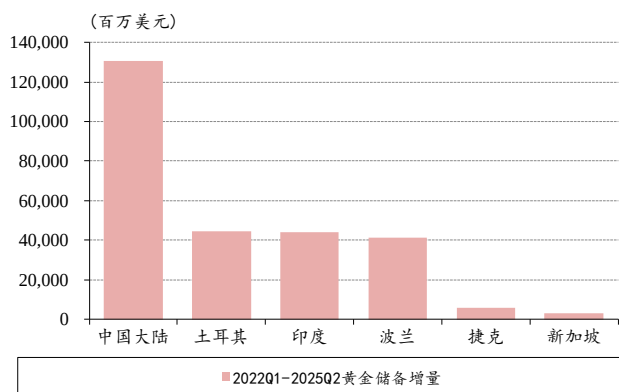
资料来源：彭博，中银证券

图表 42. 2022 年以来全球央行购金量显著提升



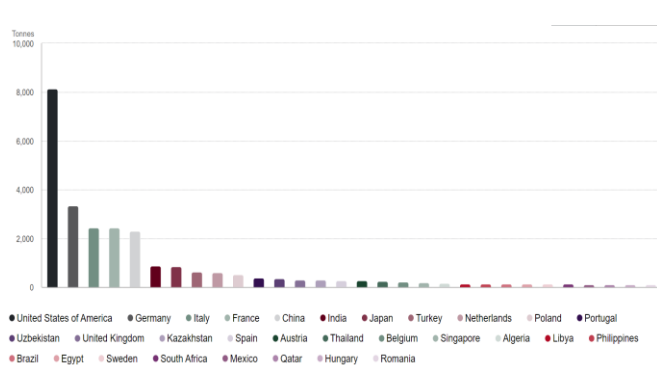
资料来源：彭博，中银证券

图表 43. 主要国家 2022 年 Q1 以来黄金储备增量



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 2025Q2 主要国家/地区黄金储备量



资料来源：World gold council，中银证券

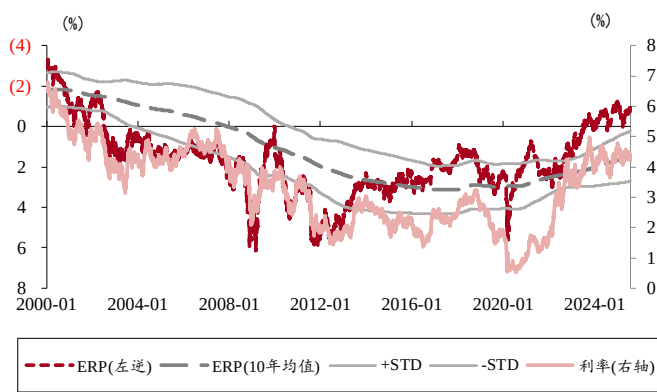
美股面临短期波动，长期优势收敛

对于关税冲击后持续创新高的美股，我们认为，短期波动的可能性升温。关税政策落地或引发阶段性“类滞胀”担忧（成本推升通胀+需求萎缩），叠加美债市场 Q3 流动性冲击隐忧，若美联储 9 月降息预期落空，美股市场或面临短期调整压力。中期来看，若明年降息+减税政策组合兑现，企业融资成本下降与居民可支配收入改善或带来阶段性修复。

更长视角下，2022 年以来美股 ERP 水平持续走低，长期处于低于近 10 年均值-1 倍标准差区间，2024 年起 ERP 已进入负值区间。2025 年 8 月最新的周期调整市盈率（CAPE）达 37.87 倍（历史分位数 98%），反映当前美股估值一定程度上透支增长潜力。基于 CAPE 计算的美股收益率与未来 10 年美股超额收益高度相关，基于此，未来 10 年维度下，美股超额收益面临回归的过程。

最后，美元强弱与美股并不存在直接相关性：美元强弱是美国与非美经济差异，而美国经济流动性决定美股强弱。因此美元走弱并不直接意味着美股走弱，但或意味着美股相对非美市场的优势在降低。结合我们长波萧条期弱美元的预判，伴随非美市场盈利追赶（尤其 AI 技术扩散下的亚太产业链）与美元信用溢价消退，美股长期相对优势将系统性收敛。

图表 45. 当前美股 ERP 水平



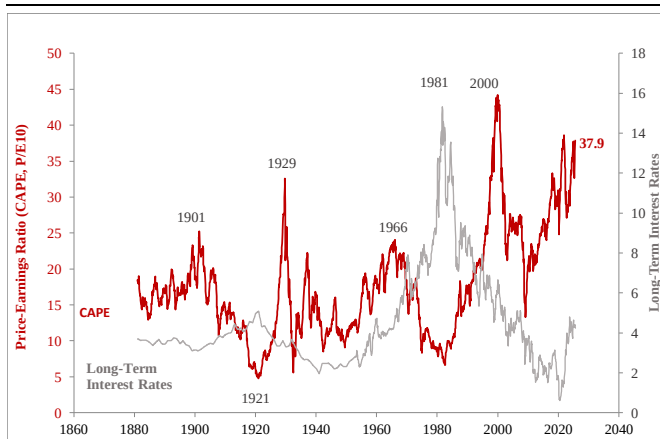
资料来源：万得，中银证券

图表 46. 降息周期开启后美股美元表现

降息起点	降息后一个月		降息后三个月	
	美元指数	标普 500	美元指数	标普 500
1995.7	5.7%	-0.5%	2.3%	3.0%
1998.9	-2.1%	3.5%	-1.2%	17.4%
2001.1	0.4%	-10.2%	3.7%	-7.7%
2007.9	-1.2%	0.3%	-1.4%	-3.8%
2019.7	0.4%	-2.9%	-0.3%	0.8%
2020.3	0.5%	10.9%	-1.5%	18.0%
2024.9	3.8%	1.7%	7.6%	2.9%

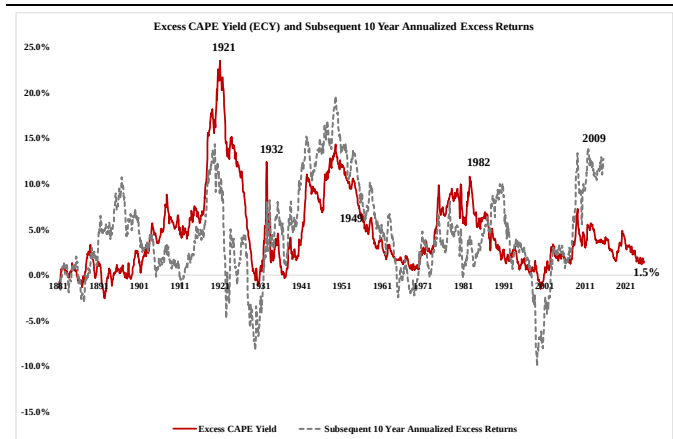
资料来源：万得，中银证券

图表 47. 美股 CAPE 处于历史高位



资料来源: Robert J. Shiller, 中银证券

图表 48. 中长期美股超额收益面临回归过程

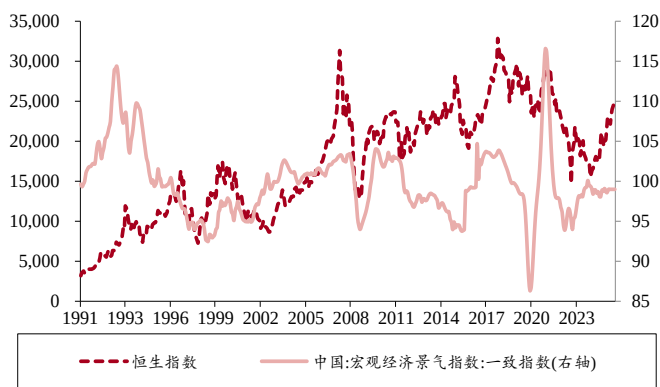


资料来源: Robert J. Shiller, 中银证券

中国资产有望成为本轮全球资产再平衡的受益资产

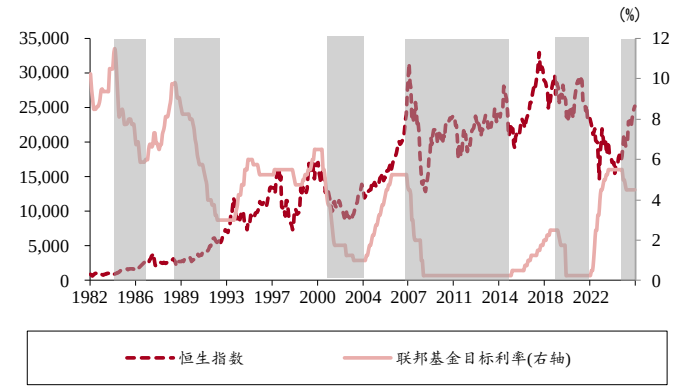
港股取决于国内基本面及美联储流动性环境。1) 国内基本面趋势决定港股主要盈利水平。转口贸易为中国香港经济的重要组成部分, 而中国内地为中国香港最大贸易伙伴。2005 年以来, 港股中资股净利润占比不断提升, 2009 年起已经达到 75% 左右并常年稳定在较高水平。因此, 内地基本面决定着港股主要盈利趋势。2) 港股表现与海外流动性高度相关, 美联储货币政策决定港股估值水位。由于港股市场长期由外资主导, 因此海外主要经济体的流动性成为影响港股市场估值水位的重要因素。作为全球利率的锚, 美联储的货币政策是影响全球流动性的重要因素。图 50 可见, 香港市场资金利率的中枢与美联储的联邦目标基金利率变动呈现高度相关。历史上看, 除 2007-08 年外, 美联储降息周期开启及宽松周期早期, 港股估值多会受益于流动性环境的回暖而经历不同程度的抬升。

图表 49. 恒指走势与国内基本面趋势高度相关



资料来源: 万得, 中银证券

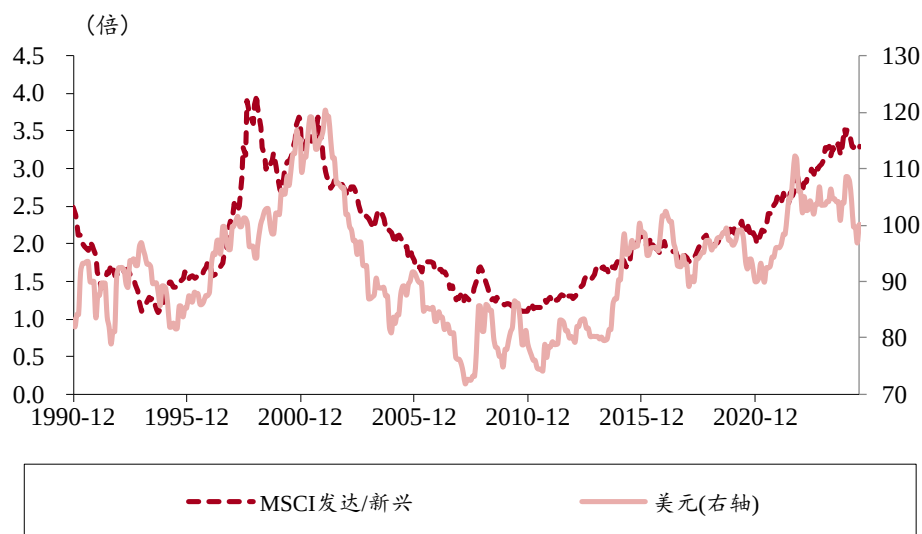
图表 50. 美联储货币政策周期与恒指



资料来源: 万得, 中银证券 (注: 阴影部分为美联储货币宽松周期)

短期港股有望受益。1) 弱美元环境下, 非美资产有望迎来系统性重估。美元趋势性贬值直接降低全球资金持有美元资产的相对回报, 驱动主权基金与主动管理资本加速增配估值折价显著的新兴市场。图 51 可见, 美元走弱阶段, 新兴相较于发达市场相对收益显著提升。2) **国内盈利预期提升。**“924”以来, 财政货币政策持续发力、供需结构性改善、产业升级加速等多重因素驱动下内需预期显著修复, 政策红利 (特别是“反内卷”) 有望带来企业盈利的提振。国际货币基金组织 (IMF) 亦上调 2025 年中国经济增长预期至 4.8%, 印证出口韧性及内需政策支持下经济基本面的复苏势头。港股短期受益于全球流动性转向 (弱美元+外资回流) 与国内盈利拐点 (政策重构+产业周期) 的双重催化, 稀缺科技资产 (AI 产业链、互联网平台) 及高股息国企或成为配置主线。

图表 51. 美元走势与非美资产相对收益



资料来源：万得，中银证券

科技股有望受益于本轮人民币资产重估机遇

美元对于 A 股的影响路径主要有两条：1) 估值端，主要通过全球市场资金流动以及无风险利率中枢影响 A 股。美元走弱带来非美资产配置吸引力提升，全球资金配置动能有望提升。此外，美元走弱有望打开国内货币政策空间，国内无风险利率的下行压力降低。2) 分子端，美元走弱阶段，美国经济相对优势降低，非美经济体盈利预期更具有优势。盈利相对优势的转换对于 A 股分子端起到积极的提振作用。

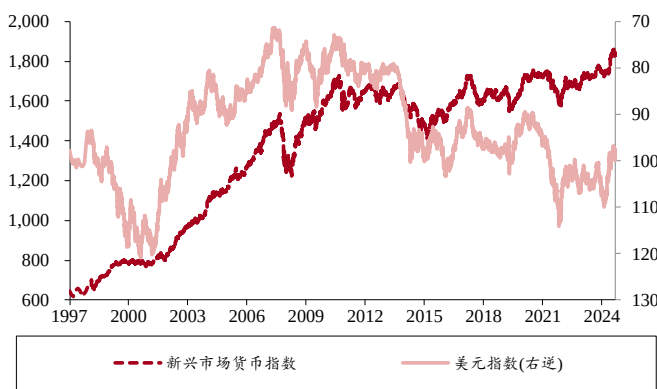
图表 52. 美元对 A 股影响路径



资料来源：中银证券

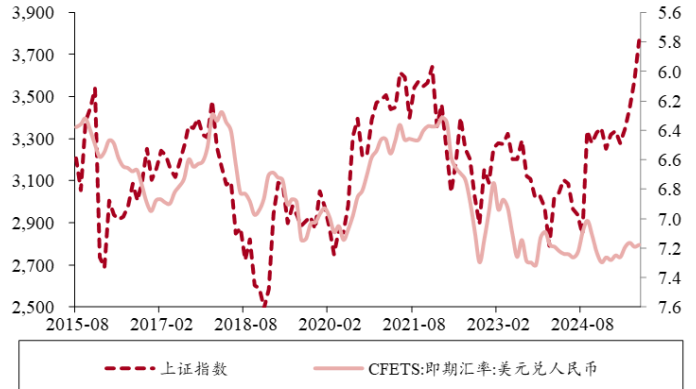
人民币资产有望迎来重估。图 53 可见，2000 年后，美元指数走势与新兴市场货币呈现显著的负相关性，即：美元走弱阶段，新兴市场货币有望迎来升值。而对于人民币资产来讲，2015 年“811”汇改后，人民币汇率与 A 股走势的相关性显著提升，即：人民币升值阶段，A 股大概率迎来上行行情。2025 年以来，A 股在资金推动下强势反弹，而基本面数据的弱修复使得人民币汇率反弹幅度相对受限。美元由强转弱大背景下，人民币资产有望迎来新一轮重估行情。

图表 53. 美元与新兴市场汇率反向相关



资料来源：中银证券

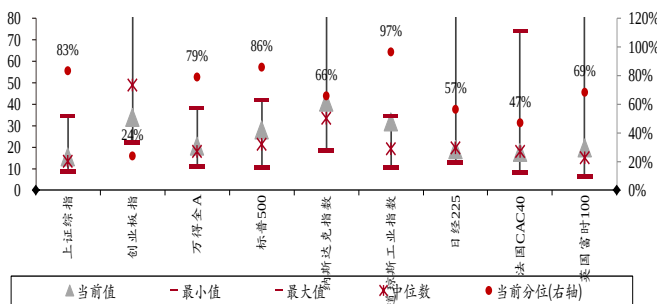
图表 54. 人民币汇率与 A 股



资料来源：万得，中银证券

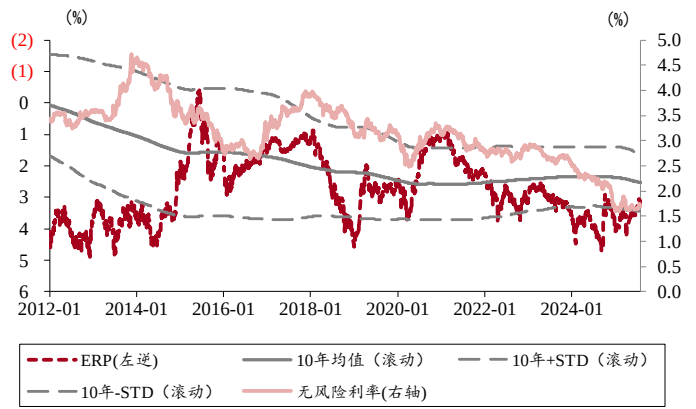
弱美元周期下 A 股估值支撑逻辑强化。1) 当前来看，横向比较下 A 股（尤其是创业板）估值仍具有洼地效应。与美股相反，2024 年以来 A 股的股债风险溢价（ERP）长期处于近十年以来均值+1 倍标准差上沿，显示市场风偏长期处于较低水平。2) 2024 年末以来，国内财政货币政策发力，内需悲观预期得到有效修复：2024 年四季度及 2025 年 2-3 月中国制造业 PMI 阶段性重返扩张区间，两新两重扩围发力，下半年财政发力托底信用周期，叠加 AI 算力基建与新能源升级的产业红利，经济中长期增长路径清晰。预期修复叠加估值安全垫，A 股估值修复动能与全球资金再配置需求形成共振。

图表 55. 当前主要市场 PE 估值水平



资料来源：万得，中银证券

图表 56. 当前 A 股 ERP 处于历史高位



资料来源：万得，中银证券

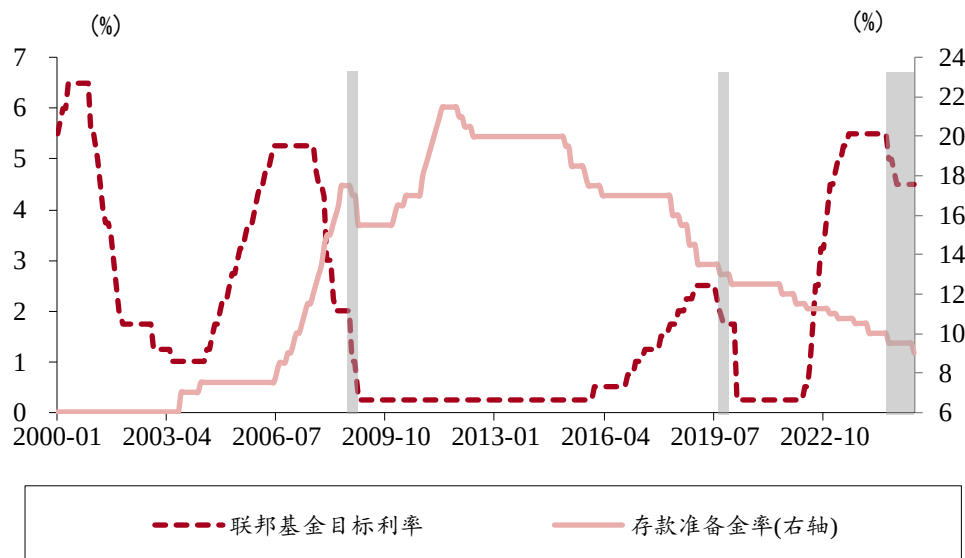
降息周期 A 股表现：小盘成长的结构牛，科技资产有望迎来重估。结合上述预判，2025 年美元由强转弱，美联储即将步入降息周期，叠加国内货币政策维持适度宽松，预计将共同为 A 股市场营造有利的流动性环境。历史上，中美同时宽松阶段，出现在 2008.10-2009.3、2019.8-2020.3、2024.8 至今。内外货币政策同时宽松（降息）阶段，A 股多会演绎流动性宽松带来的估值牛（2008 年除外）。市场风格表现上，这一阶段中小盘普遍优于大盘、成长普遍优于价值，流动性宽松带来中小盘相对优势，成长风格领先价值风格：在基本面偏弱但政策积极发力的情况下，市场更青睐成长性板块。行业表现上，成长、消费为主要占优行业方向。具体来看：

2008.10-2009.3：四万亿刺激带来的成长消费双轮驱动行情。市场的核心矛盾从“全球流动性枯竭”迅速转向“中国政策强力对冲与经济复苏”。军工、电力设备为代表的成长股和建材、汽车为代表的大宗消费品成为领涨行业。

2019.8-2020.3：TMT 及新能源产业链为主要领涨方向。5G 产业周期元年叠加国产替代逻辑的持续演绎，TMT 板块迎来估值扩张行情；与此同时，新能源产业高速发展，相关产业链表现突出。

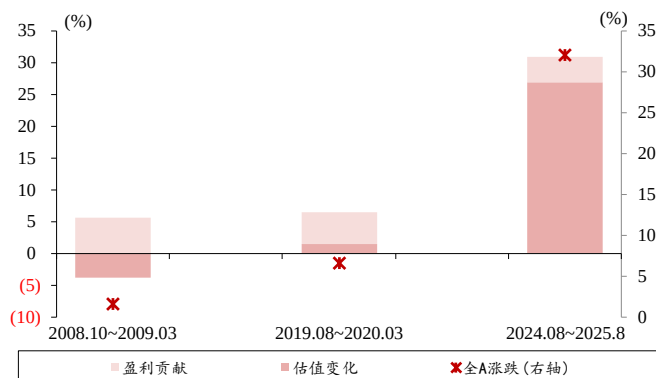
2024 年 8 月至今：TMT 与大金融的杠铃结构牛市。这背后是流动性宽松、政策强力驱动、产业趋势明朗以及资金行为共同作用的结果。AI 产业链（算力基础设施、AI 应用）、高端制造（工业母机、机器人、航空航天）、半导体等。这些领域不仅受益于流动性宽松，更得益于国产替代和产业升级的长期逻辑。大金融板块则受益于政策态度的积极转向带来的情绪修复、以及板块自身的部分红利属性，在利率中枢下行和中长期资金入市共同推动下成为本轮主要受益方向。

图表 57. 中美货币政策周期



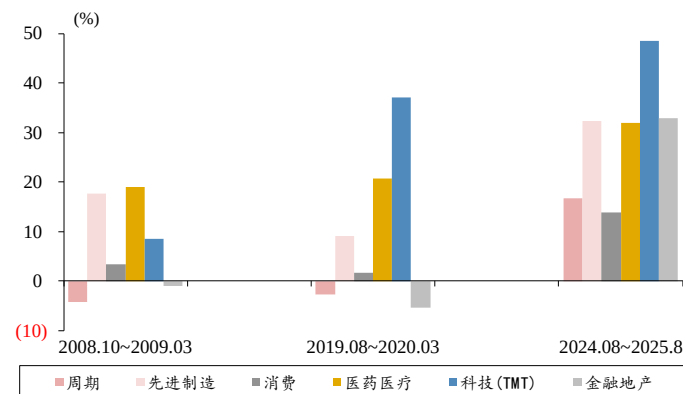
资料来源：万得，中银证券（注：阴影部分为中美同步宽松阶段）

图表 58. 中美同步宽松阶段 A 股表现



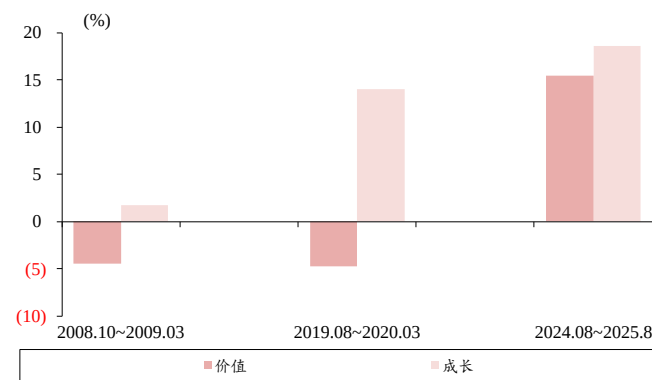
资料来源：万得，中银证券

图表 59. 中美同步宽松阶段 A 股科技+先进制造多有不错表现



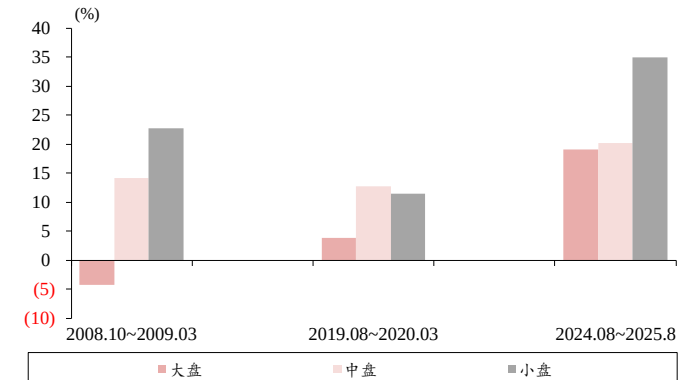
资料来源：万得，中银证券

图表 60. 中美同步宽松阶段 A 股成长优于价值



资料来源：万得，中银证券

图表 61. 中美同步宽松阶段 A 股风格上中小盘占优



资料来源：万得，中银证券

图表 62. 中美同步宽松阶段 A 股行业表现

(单位: %)	2008.10~2009.03	2019.08~2020.03	2024.08~2025.8
农林牧渔	16.60	(0.78)	12.01
基础化工	(9.33)	7.24	26.91
钢铁	(15.33)	(11.71)	29.34
有色金属	14.89	5.43	30.00
煤炭	(15.79)	(14.77)	(6.21)
石油石化	(14.46)	(6.39)	1.83
家用电器	12.24	6.42	18.27
汽车	16.09	9.20	31.75
食品饮料	(3.38)	1.41	3.44
纺织服饰	1.19	2.18	28.66
轻工制造	1.52	4.76	29.58
美容护理	11.56	9.13	16.75
商贸零售	0.78	(9.55)	41.95
社会服务	0.60	(9.81)	34.26
医药生物	24.46	20.95	32.49
建筑材料	39.71	22.15	23.58
建筑装饰	7.90	(7.73)	18.96
电力设备	36.24	14.44	25.53
国防军工	20.52	0.09	30.74
机械设备	13.38	3.29	42.87
电子	7.79	54.25	41.56
计算机	9.97	34.70	58.61
传媒	5.91	20.62	54.54
通信	1.60	14.39	52.48
银行	(2.98)	(6.38)	29.51
非银金融	(11.23)	(6.08)	40.18
房地产	17.26	(3.65)	16.53
公用事业	5.67	(8.97)	(2.25)
交通运输	(14.50)	(13.73)	7.00
环保	14.25	(3.80)	30.65
综合	10.72	14.98	61.78

资料来源：万得，中银证券

科技股有望成为本轮弱美元周期下人民币资产重估过程中受益资产。基于对美元趋势性走弱及美联储即将开启降息周期的预判，A 股市场有望迎来显著的人民币资产重估机遇。这一过程的核心驱动力在于全球流动性的重新配置：美元走弱直接降低新兴市场资产的相对持有成本，而美联储降息则推动全球资金从美元资产转向估值折价显著、增长潜力更高的非美市场。在此背景下，A 股中的科技板块或将受益。其逻辑在于，科技股兼具高成长弹性与对流动性高度敏感的特质，不仅能够充分受益于国内产业政策（如人工智能、新质生产力）的强力驱动，也更易吸引寻求高回报的全球资本。

1) 资金偏好：在美元走弱周期中，主动型国际资本为追求超额收益，会增配新兴市场中成长性较强且具备稀缺性的资产。A 股科技股（尤其在 AI 算力、半导体、新能源等领域）具备全球竞争力，是承接外资流入的核心载体。此外，国内流动性宽松环境下，融资盘等活跃资金风险偏好上升，历来偏好高弹性的科技成长板块，进一步强化其股价趋势。

2) 估值弹性：科技板块对无风险利率下行较为敏感。科技股估值核心依赖于远期现金流折现，其对无风险利率的下行更为敏感，能率先且充分地享受流动性溢价。

3) 政策赋能：国内产业政策提供确定性加持。“924”以来政策在信贷、财税、产业基金等方面对科技企业给予全方位支持，降低了业绩不确定性，提升了长期增长确定性。过去科技股被视为高风险偏好资产。但在 AI 产业革命驱动下，数字化、智能化的资本开支成为维持长期竞争力的必选项，这也使得科技板块行情持续性有望提升。

4) 汇率利好：人民币升值预期下，持有大量外币负债的科技公司将显著受益于汇兑收益，直接增厚利润。对于需要大量进口关键设备、元器件或支付知识产权费用的企业，本币升值能有效降低其采购成本，改善毛利率。

历史经验表明，在内外货币政策同步宽松的“降息+弱美元”组合下，科技成长风格往往成为领涨主线，当前国产替代加速与 AI 产业周期的快速发展，进一步强化了科技股在本次资产重估中的核心地位。

风险提示

海外风险事件不确定性：美债收益率存在较大不确定性，若出现超预期上行，会对全球风险资产及风格表现带来较大冲击；

贸易不确定性：中美关税谈判结果对于市场风险偏好存在较大影响，若出现超预期结果，或冲击市场风险偏好；

宏观基本面及政策环境不确定性：国内需求复苏及稳增长政策效果存在较大不确定性，或对后市风格表现造成较大不确定性；

海外地缘政治风险不确定性：海外地缘政治风险频发，若出现较大风险因素或扰动全球风险偏好及金融市场流动性，对历史经验造成较大冲击；

历史经验对未来的解释性：历史复盘经验或具有特殊性，对于未来市场的预判仅供参考。

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。

本报告期内含保密信息，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