

宏观周报 (2025/8/18-8/22)

“哑铃型”资产配置的逻辑

要点摘要

【上周焦点】

- **美国：**美股回调内部走势分化，三大指数先抑后扬，科技股抛压显著，道指创历史新高，周五鲍威尔讲话释放降息信号，推动市场风险偏好回升；美债收益率下行，美元指数先强后弱。美联储内部分歧加大，票委成员担忧通胀及就业恶化风险，企业转嫁关税成本或推升通胀压力，8月21日公布8月Markit制造业PMI初值创39个月新高，就业市场继续降温，上周初请失业金人数意外增加1.1万。
- **中国：**恒生指数在近三年高位附近震荡，港股结构性行情突出，上证指数突破3700点并持续创10年以来新高，国产半导体芯片、计算机板块领涨；10y国债收益率上行突破1.79%，曲线熊陡。国务院会议强化宏观政策效能，巩固经济回升势头，激发消费潜力、稳定房地产市场并扩大有效投资，叠加AI科技领域利好消息提振，资本市场加速回暖。
- **日本：**股市先创新高后三连跌，8月18日日经指数因GDP超预期提振短期冲顶创历史新高，而后受美股科技股拖累三连跌，出口股承压；日债收益率上行，汇率下行。7月出口数据创四年最大降幅，贸易逆差扩大，关税冲击深化，贸易压力加剧，关税影响或持续拖累三季度增长；7月CPI数据显示通胀黏性持续，支撑加息预期。
- **欧洲：**美欧框架贸易协议正式敲定，欧元区、德国PMI数据初现经济复苏信号，MSCI欧洲指数上涨1.42%，欧元走强。

【宏观经济概览】

- **高频数据观察：**美国经济增长动能边际放缓，消费仍边际偏弱，就业市场继续降温，地产需求走弱。美日欧经济意外指数上升。

【本周重点关注】

- **美国：**7月个人消费支出及收入数据、7月PCE物价指数；第二季度实际GDP数据
- **中国：**7月工业企业利润
- **日本：**7月失业率

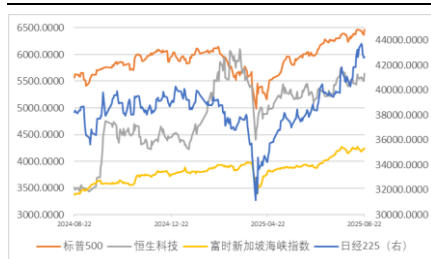
【观点及配置建议】

- 在全球经济基本面承压、经济政策仍具不确定性的宏观环境下，资本市场波动或进一步加剧。从全球大类资产配置的视角出发，在捕捉成长性及事件性市场机会的同时，应为不确定性和波动提供尾部风险保护，建议“哑铃型”多元资产配置逻辑，实现跨越周期的稳健收益。

2025年8月25日

宏观周报

主要股市指数一年表现



主要利率一年表现



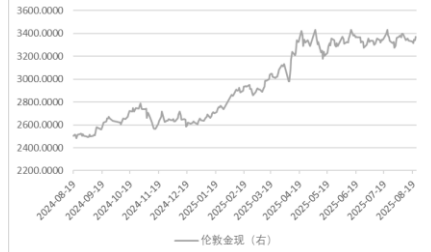
主要商品指数一年表现



主要汇率一年表现



黄金近一年表现



数据日期：2025年8月22日

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

曾伟杰

SFC CE No.: BUH477

+852 2899 8300

javezeng@guosen.com.cn

一、全球市场回顾

大类资产表现

本周全球主要股指多数收涨，中国股市表现最为强劲，台湾、日韩股市表现较差。主要利率上行，美债收益率曲线趋平，10y国债收益率下行至4.26%；中债10y国债收益率上行至1.78%。**贵金属、大宗商品多数价格上涨**，黑色系价格表现较弱，COMEX黄金收于3417美元/盎司。美元兑其他主要货币汇率多数微跌，美元指数下跌0.12%至97.72。

表 1：全球大类资产表现一览

资产	最新收盘价	过去30日走势	过去一周	月初至今	年初至今
全球主要股指					
涨跌幅 (%)					
发达市场					
罗素2000指数	2361.95		3.30	6.80	6.02
英国富时100	9321.40		2.00	2.06	14.78
道琼斯工业指数	45631.74		1.53	3.40	7.18
法国CAC40	7969.69		0.58	2.54	8.97
澳洲标普200	8967.40		0.32	2.57	8.89
标普500	6466.91		0.27	2.01	9.48
德国DAX	24363.09		0.02	1.24	22.37
纳斯达克指数	21496.53		-0.58	1.77	10.31
日经225	42633.29		-1.72	3.81	6.86
新兴市场					
创业板指	2682.55		5.85	15.21	21.59
沪深300	4378.00		4.18	7.42	9.48
中证500	6822.85		3.87	9.58	15.66
上证指数	3825.76		3.49	7.07	12.28
中证1000	7362.94		3.45	10.53	19.80
恒生科技	5647.68		1.89	3.57	25.49
越南VN30指数	1814.02		1.73	12.31	34.64
巴西IBOVESPA指数	137968.15		1.19	3.68	14.70
印度SENSEX30	81306.85		0.88	0.15	3.91
富时新加坡海峡指数	4253.02		0.53	1.90	12.05
恒生指数	25339.14		0.27	2.28	26.43
沙特全指	10866.83		-0.28	-0.49	-9.45
韩国综合指数	3168.73		-1.76	-2.36	32.06
台湾加权指数	23764.47		-2.34	0.94	2.48
俄罗斯RTS	1130.09		-4.69	5.46	26.52
全球主要利率					
涨跌变化					
中国10Y	1.7812		0.04	0.08	0.07
德国10Y	2.8		0.01	0.05	0.37
美国10Y	4.316		0.00	0.05	-0.26
日本10Y	1.617		0.04	0.06	0.51
主要大宗商品					
涨跌幅 (%)					
COMEX白银	38.88		2.38	5.91	32.19
ICE布油	67.26		2.14	6.19	9.10
CBOT大豆	1058.25		1.51	6.97	6.71
COMEX黄金	3417.20		1.02	2.05	30.52
ICE2号棉花	68.00		0.68	1.12	-0.70
LME铝	2622.00		0.58	2.22	2.78
LME铜	9796.50		0.24	1.93	9.95
ICE11号糖	16.44		0.00	0.55	-14.06
DCE铁矿石	770.00		-0.90	-1.85	6.91
CBOT豆粕	291.00		-1.19	5.43	-6.67
SHFE热轧卷板	3361.00		-1.90	-1.75	-2.63
SHFE螺纹钢	3119.00		-2.01	-3.82	-7.27
NYMEX天然气	2.80		-3.94	-9.82	-28.84
主要货币汇率					
涨跌幅 (%)					
美元兑英镑	0.7393		0.23	-2.35	-7.20
美元兑离岸人民币	7.1688		0.01	-0.16	-1.79
美元兑人民币(CFETS)	7.1805		-0.03	-0.17	-1.63
港元兑离岸人民币	0.9178		-0.09	-0.07	-2.56
美元指数	97.7244		-0.12	-2.32	-9.54
美元兑日元	146.94		-0.15	-2.53	-6.31
美元兑欧元	0.8531		-0.15	-2.61	-11.22
其他重要指数					
涨跌变化					
VIX指数	14.22		↓ -0.87	↓ -2.50	↓ -3.13
Cboe黄金ETF波动率	15.15		↓ -0.07	↓ -0.89	↑ 0.53
美债10y-2y	0.58		↑ 0.00	↑ 0.15	↑ 0.27
美债信用利差OAS-BBB	0.98		↑ 0.02	↓ -0.01	↓ -0.03
美债信用利差OAS-高收益	2.95		↑ 0.07	↑ 0.09	↑ 0.01

数据日期：2025 年 8 月 21 日，8 月 22 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

主要市场回顾

美国市场

美股回调内部走势分化，三大指数先抑后扬，科技股抛压显著，道指创历史新高，周五鲍威尔讲话释放降息信号，推动市场风险偏好回升；美债收益率下行，美元指数先强后弱。

- 本周美联储内部分歧加大，票委成员担忧通胀及就业恶化风险。8月22日杰克逊霍尔年会鲍威尔讲话释放降息信号，称就业风险上升可能需调整政策，暗示9月降息可能性，推动市场风险偏好回升。
- 企业转嫁关税成本推升通胀压力，8月21日公布8月Markit制造业PMI初值53.3（预估为49.5，前值为49.8），创39个月新高；服务业温和放缓，服务业PMI初值为55.4（预估为54.2，前值为55.7），略高于预期。
- 就业市场继续降温，8月16日当周初请失业金人数意外增加1.1万至23.5万，预期为22.5万人，前值22.4万人。
- 8月19日，美国商务部宣布将407个产品类别纳入钢铁和铝关税清单，适用税率为50%。
- 上周美股走势分化，三大指数中道指上涨1.53%，纳指下跌0.58%，标普500勉强收涨0.27%。市场消息，特朗普政府正考虑从《芯片法案》中重新分配至少20亿美元资金以资助关键矿产项目，并提升商务部长卢特尼克对战略行业的影响力。

中国市场

受AI科技领域利好消息堆叠提振、市场流动性持续抬升，资本市场加速回暖。上周恒生指数在近三年高位附近震荡，结构性行情突出，上证指数周初突破3700点并持续创10年以来新高，周五市场加速上涨，国产半导体芯片、计算机板块领涨；10y国债收益率上行突破1.79%，曲线熊陡。

- 国务院会议强化宏观政策效能，巩固经济回升势头，激发消费潜力、稳定房地产市场并扩大有效投资。
- 8月18日，中印外长在新德里同印度外交部长苏杰生举行会谈，双方就共同关心的双边、地区和国际问题进行了积极、建设性、前瞻性讨论，会谈达成10项成果，同意弘扬多边主义，维护多边贸易体制。
- 8月21日DeepSeek-V3.1正式发布，并提及DeepSeek-V3.1使用了UE8M0 FP8 Scale的参数精度，表示新精度格式针对即将发布的下一代国产芯片设计。
- 据The Information，英伟达下令暂停H20芯片生产，公司已通知部分零部件供应商暂停生产专为中国市场定制的H20芯片相关组件。

日本市场

上周股市先创新高后三连跌，8月18日日经指数因GDP超预期提振短期冲顶创历史新高，而后受美股科技股拖累三连跌，出口股承压；日债收益率上行，汇率下行。关税冲击深化，日本7月出口数据创四年最大降幅，贸易逆差扩大，贸易压力加剧，或持续拖累三季度增长；7月CPI数据显示通胀黏性持续，支撑加息预期。

- 美国关税压力之下，日本7月出口同比下降2.6%，为2021年2月以来的最大降幅；当月进口下降7.5%，贸易逆差1175亿日元。

➤ 日本7月核心CPI同比增长3.1%，预期3.00%，前值3.30%。

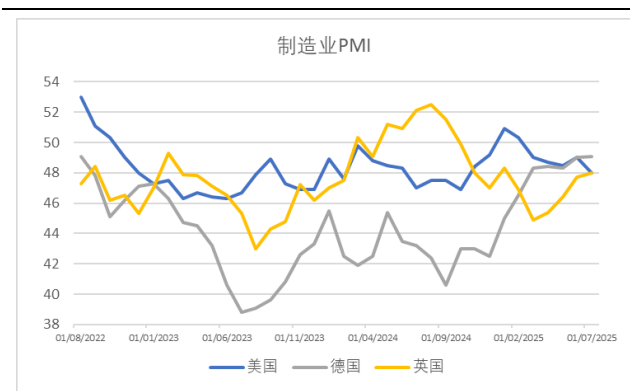
欧洲市场

美欧框架贸易协议正式敲定，欧元区、德国 PMI 数据初现经济复苏信号，MSCI 欧洲指数上涨 1.8%，欧元走强。

- 美国与欧盟就贸易协定发表联合声明：美对欧盟多数商品征收关税税率最高15%，欧盟将取消对美国所有工业品关税并对美农产品提供优惠市场准入。欧盟将采购美国能源产品，包括液化天然气、石油与核能产品，预计2028年承购额将达到7500亿美元。此外，欧盟承诺采购至少价值400亿美元的美国人工智能芯片用于欧洲数据中心的建设。声明预计，在2028年前，欧洲企业将在美国战略性领域额外投资6000亿美元。此外，欧盟还计划大幅增加从美国采购军事和国防装备。
- 欧元区8月制造业PMI初值50.5（预期49.5，前值49.8），两年来首次突破荣枯线，创38个月以来新高。欧元区8月服务业PMI初值50.7（预期50.8，前值51），录得2个月以来新低。
- 德国制造业显示复苏信号，制造业PMI升至49.9（前值46.9），三年来首次逼近荣枯线。

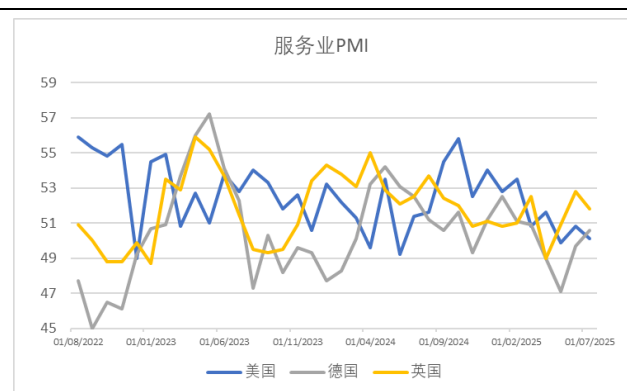
当周宏观经济数据

图 1：主要国家 8 月制造业 PMI 初值



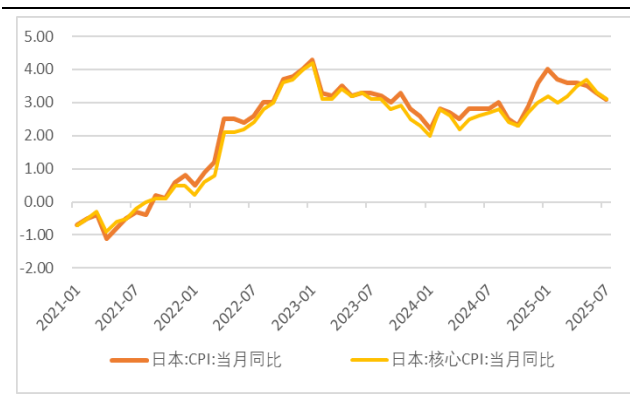
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 2：主要国家 8 月服务业 PMI 初值



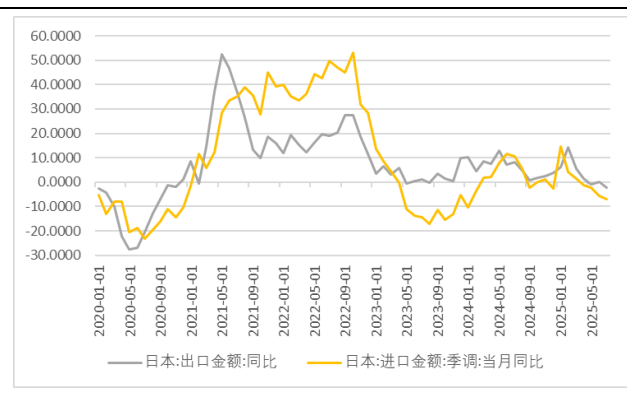
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 3：日本 7 月核心 CPI 同比 3.1%



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 4：日本 7 月出口、进口同比下降



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

二、宏观经济概览

高频数据观察

- 高频数据显示，美国经济增长动能边际放缓，消费仍边际偏弱，就业市场继续降温，地产需求走弱。美日欧经济意外指数上升。
- 消费方面，RedBook零售指数同比回升0.2%。
 - 就业市场方面，8月16日当周初请失业金人数意外增加1.1万至23.5万，预期为22.5万人，前值22.4万人。
 - 地产方面，30年期固定利率房贷利率与上周持平，此前已连续四周下降。

图 5：RedBook 零售指数同比小幅回升



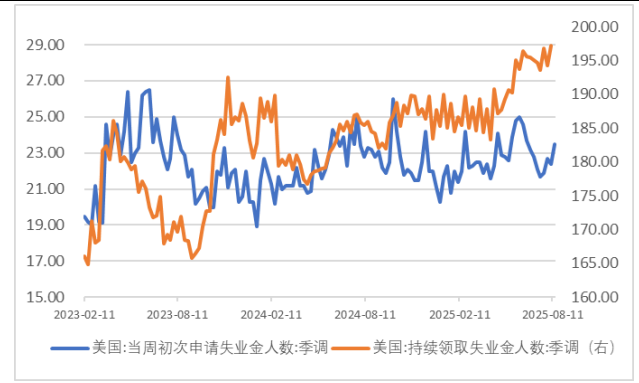
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 6：8 月密歇根大学消费者信心指数初值回落



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 7：首申失业金人数增加 1.1 万人



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 8：30 年期固定利率房贷利率与上周持平



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

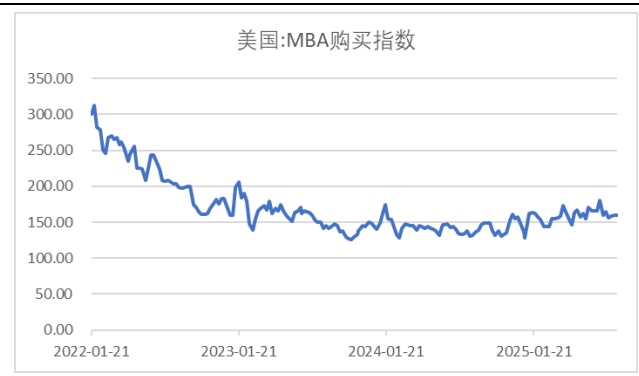
图 9：本周 MBA 购买指数小幅回升



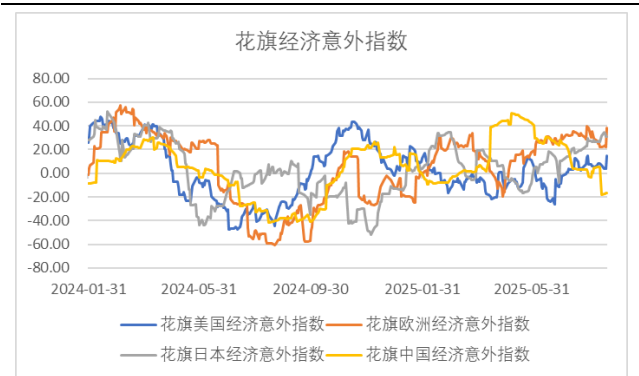
图 10：主要国家花旗经济意外指数回落



注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理



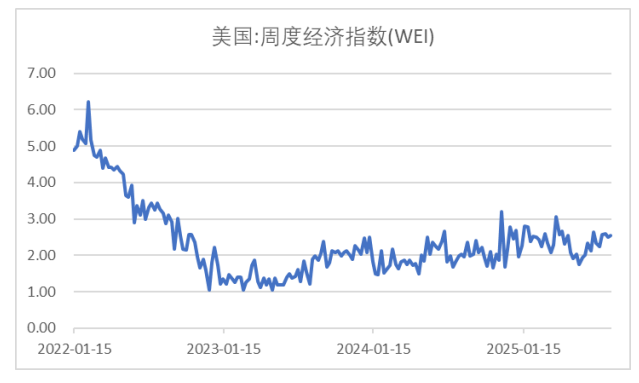
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 11：美国金融状况整体仍宽松



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 12：WEI 周度经济指数小幅回升



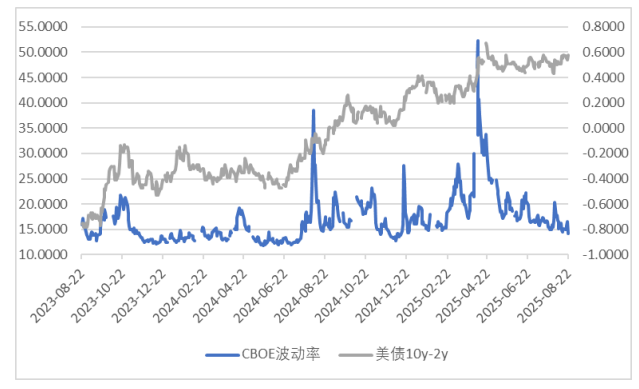
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 13：美股指数回调，信用利差小幅走阔



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 14：VIX 指数处于低位



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

本周重点关注
 表 2：本周宏观日历

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

日期	时间	国家/地区	指标名称
2025-08-27	09:30	中国	7月工业企业利润:累计同比(%)
2025-08-29	17:00		7月服务贸易差额:当月值(亿美元)
2025-08-25	13:00	日本	6月景气动向指数
2025-08-29	07:30		7月失业率:季调(%)
2025-08-29	07:50		7月工业生产指数:同比:初值(%)
2025-08-29	07:50		7月零售销售额:同比(%)
2025-08-25	20:30	美国	7月芝加哥联储全国活动指数
2025-08-25	22:00		7月新屋销售数据
2025-08-26	20:30		7月除国防外的耐用品新增订单(初值):季调:环比(%)
2025-08-26	20:55		8月22日红皮书商业零售销售:周同比(%)
2025-08-27	19:00		8月22日MBA抵押贷款购买指数(1990年3月16日=100)
2025-08-28	20:30		8月16日续请失业金人数:季调(人); 8月23日初请失业金人数:季调((人)
2025-08-28	20:30		第二季度GDP数据
2025-08-28	20:30		第二季度PCE、核心PCE价格指数:季调(预估)
2025-08-28	20:30		第二季度个人消费支出:季调:折年数(预估)
2025-08-28	22:00		8月28日30年期抵押贷款利率(%)
2025-08-28	23:30		8月23日周度经济指数
2025-08-29	20:30		7月个人消费支出及收入数据
2025-08-29	20:30		7月PCE、核心PCE物价指数:同比(%)
2025-08-29	22:00		8月密歇根消费者情绪指数(终值)
2025-08-29	14:00	德国	7月进口、出口价格指数:同比(%)
2025-08-29	14:00		7月失业率:季调(%)
2025-08-29	20:00		8月CPI:同比(%(初值)

数据日期: 2025 年 8 月 22 日

资料来源: 万得, 国信证券 (香港) 财富研究部整理

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券 (香港) 研究部整理, 请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

三、观点及配置建议

“哑铃型”配置逻辑

在全球经济基本面承压、经济政策仍具不确定性的宏观环境下，资本市场波动或进一步加剧。美联储释放降息周期开启的信号，但美国经济基本面的不确定性仍值得警惕，关税政策加剧的通胀担忧与内部政治博弈或打乱降息预期开启的节奏，近期美股科技股过高的估值再度引发市场担忧。中国经济基本面走势仍待观察，房地产复苏尚无迹象，股市持续回暖创 10 年来新高，一定程度上缓解房地产下滑的压力，AI、半导体等科技领域的突破与应用将成为经济增长新动能。

从资产配置的视角出发，在捕捉成长性及事件性市场机会的同时，应为不确定性和波动提供尾部风险保护，建议采用“哑铃型”资产配置逻辑，实现跨越周期的稳健收益：**同时配置低风险稳健资产（提供稳定性）和高风险成长性资产（博取高收益），形成风险对冲的“哑铃两端”。**

- **大类资产配置组合：股票、债券、贵金属及大宗商品多元配置**
 - 跟随宏观经济周期波动构建多资产配置组合，追求穿越周期的稳健收益。
 - 持仓：1) 资产配置：哑铃型，稳健固收类资产+基准指数+高成长性资产；2) 权益仓位：港股>美股；3) 行业：恒生科技+半导体+医药。

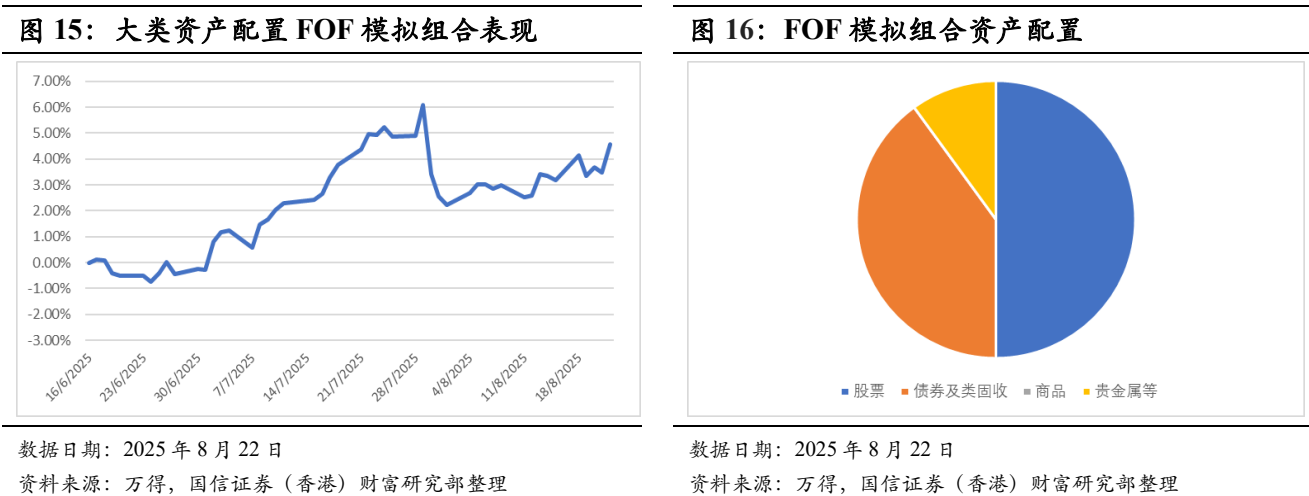


表 3：FOF 最新持仓一览

基金代码	基金简称	近1周收益 (%)	今年以来收益 (%)
TK000029.OF	泰康开泰基金-泰康开泰海外短期债券基金	0.03	3.85
TLT.O	iShares20+年美国国债ETF	0.73	2.03
3416.HK	Global X 国指成份股备兑认购期权主动型 ETF	-0.10	8.91
ALLW.O	SPDR桥水全天候ETF	1.38	6.53
BTGD.O	STKD100%比特币与100%黄金ETF	-4.26	9.24
SPY.P	SPDR标普500指数ETF	0.30	10.81
XLV.P	SPDR医疗保健精选行业指数ETF	1.47	0.49
3069.HK	华夏恒生香港生物科技指数ETF	0.80	100.81
7226.HK	南方东英恒生科技指数每日杠杆(2x)产品	3.54	35.82
3191.HK	Global X中国半导体ETF	3.72	14.82

数据日期：2025 年 8 月 22 日
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

● 权益投资组合：“红利+高成长”策略

➤ 红利投资核心策略

(1) 高股息率策略

- 逻辑：筛选当前股息率最高的股票，定期调仓
- 优势：现金流充沛，抗跌性强，适合“低利率+弱增长”时期投资

(2) 红利质量策略

- 逻辑：高股息率+财务健康（低负债+高ROE+稳定现金流）的股票
- 优势：抗跌，适合全周期投资

(3) 股息增长策略

- 逻辑：选择连续多年提高分红的公司
- 优势：企业盈利质量高，长期复利效应显著，适合经济温和复苏期投资

➤ 成长板块投资策略

- 降息周期下，权益资产或受益于分子和分母端“戴维斯双击”，降息引导实际利率下行，有助于提振PE，经济进一步回暖支撑EPS。
- 历史美联储降息周期下，医疗保健、科技等板块受益于估值弹性与产业趋势共振，低利率环境降低贴现率推升估值，同时降息显著缓解融资压力，加速技术迭代与产能扩张。

表 4：红利投资核心策略及指数产品一览

指数策略逻辑	指数名称	指数编制方式	相关产品
高股息率策略	恒生高股息率指数	选取香港上市净股息率排列的前50、最少连续三年派发现金股息且满足流动性要求的股票。	3110.HK
	中证红利指数	中证红利指数选取100只现金股息率高、分红较为稳定，并具有一定规模及流动性的上市公司证券作为指数样本，以反映高股息率上市公司证券的整体表现。	515180.OF
	标普500红利指数	筛选标普500中股息率最高的80只股票，侧重当期高股息收益。	SPYD
股息增长策略	中证红利增长指数	选取50只历史分红增长情况良好、分红增长潜力较高的上市公司证券作为指数样本，以反映分红连续增长上市公司证券的整体表现。	\
	标普500股息贵族指数	筛选标普500指数中连续25年以上每年增加分红的公司，强调企业分红增长的长期稳定性与财务韧性。	NOBL、SDY
红利质量策略	中证红利质量指数	选取50只连续现金分红、股利支付率较高且兼具较高盈利能力特征的上市公司证券作为指数样本，以反映分红预期较高、盈利能力较强的上市公司证券的整体表现。	159758.OF
	道琼斯美股红利100指数	衡量美股高红利收益率股票的表现，这些股票具有持续支付红利的记录，并根据与同业的相对财务比率进行基本面实力筛选。	SCHD

资料来源：国信证券（香港）财富研究部整理

产品配置建议

● 易方达中国股票股息基金

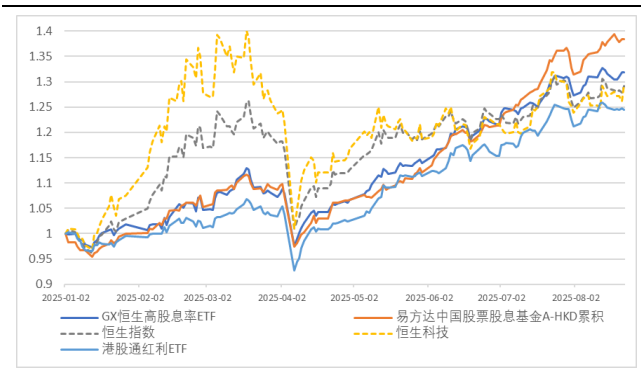
➤ 核心投资策略：

- 以绝对收益为目标，港股红利+主动管理，精选高股息资产，自2018年7月至2025年6月连续派息。
- 高股息组合：有进攻有防御的均衡配置，市场高位偏经常性配置，市场低位偏周期性配置，整体组合加权股息率满足股息率目标。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

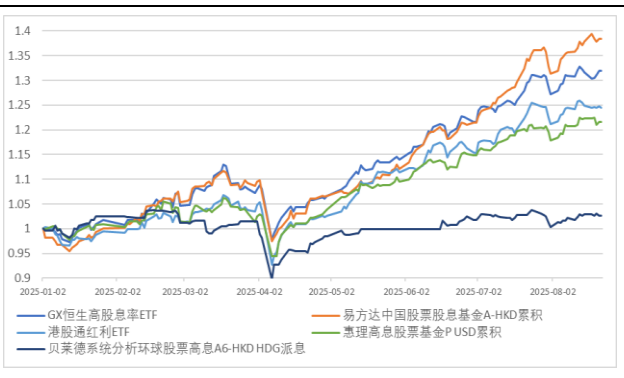
- 经常性高股息资产：投资成熟期的企业为主，经营模式、现金流、利润和股息在中长期具备可持续性，股息率高的时候买入，股息率低的时候卖出。
- 周期性高股息资产：企业经营现金流、利润和股息具有强周期性，行业景气度低/周期底部买入（利润/股息很低，甚至亏损/无股息），持有至景气度高/周期顶部卖出（利润/股息高）。
- **其他优势：**
 - 优势1: 可投资非港股通公司、ADR中概股公司
 - 优势2: 港股打新，参与过映恩生物等基石投资
 - 优势3: 香港本地注册基金较港股通基金有税收优势，不收取股息税，无资本利得税

图 17：基金今年以来业绩表现优异



数据日期：2025 年 8 月 22 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 18：主要高股息基金业绩对比



数据日期：2025 年 8 月 22 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

表 5：精选基金一览

资产类别	基金名称	收益情况	推荐理由
现金类	华夏精选美元货币基金	最新七天年化 4.36%	现金管理工具，产品随时申赎，目前美国基准利率仍然较高
	高腾微金美元货币市场基金	最新七天年化 4.63%	现金管理工具，产品随时申赎，目前美国基准利率仍然较高
债券类	泰康开泰海外短期债券基金	周涨跌幅 0.022%	近一年收益率5.88%，投资于海外发行的投资级短期固收工具，可作为现金替代和避险配置的核心工具。
	10年期美国国债	最新收益率 4.335%	最大的债券市场，兼具高流动性和安全性，在美联储意外降息时资本利得收益更有优势，而现处于美国降息周期
股票类	华夏恒生香港生物科技指数ETF（非上市份额）*	周涨跌幅 1.456%	指数覆盖港股“科技”与“生物医药”两大核心板块，适合阶段性估值修复布局，近一年收益率达122.66%
	易方达（香港）中国股票股息基金	周涨跌幅 0.937%	以绝对收益为目标，港股红利+主动管理，精选高股息资产，自2018年7月连续派息，近一年收益率达44.03%
	易方达（香港）纳斯达克100指数基金	周涨跌幅 -2.912%	美股资产配置核心持仓之一，虽有经济衰退风险，美联储降息或会托底，需波段操作，近一年收益率达13.75%
其它	南方东英黄金期货每日杠杆（2x）产品-（7299.HK）	周涨跌幅 -0.60%	全球央行持续购金，可对冲美元走弱，涨幅过高需时间消化但不影响长期投资逻辑，近一年收益率达52.77%

*因产品成立时间问题，近一年采用场内ETF同期的数据。
 场内产品及货币基金净值日：8月22日；债券型和股票型基金净值日：8月21日。

资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance>20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance <-20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance>5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance<-5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和／或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告期内所提及的期货和／或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告期内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。