

宏观周报 (2025/7/28-8/1)

2025年8月4日
宏观周报

要点摘要

【上周焦点】

- 美国：8月1日前美国与欧盟、韩国等国达成关税协议，并向剩余未达成协定的经济体签发关税行政命令，具体税率从10%至41%不等；市场聚焦二季度企业财报，Meta、微软、eBay等公司业绩强劲；但美联储对降息仍谨慎，7月FOMC会议维持基准利率不变，叠加本周陆续公布的GDP、通胀及就业数据喜忧参半，投资者情绪较上周回落，避险情绪升温，美股进一步上冲后乏力，周五三大指数下跌抹去本周涨幅。降息预期一度延后但经济数据恶化又引发市场担忧，美债利率下行，美元指数走强。
- 中国：中美第三轮经贸谈判范围广泛，暂无进一步共识，“去产能”和“刺激内需”逻辑对中国股市的情绪推动力有所回落，本周恒生、上证等指数持续回调。受政治局会议召开、育儿补贴及创新药政策发布的影响，资金偏好半导体科技板块、政策受益及业绩强劲的个股。中债收益率在股市跷跷板效应和流动性担忧下上行，主要商品价格大幅回调。
- 日本：日本央行维持基准利率0.5%不变，符合市场预期，日股、日元、日债收益率均下行。同时，日央行上调2025财年通胀及GDP展望，表示近期美国、欧洲财政扩张的举措，可能会推动全球经济复苏。然而市场仍预期若关税政策、出口企业盈利及国内通胀与薪资变化不及预期，日元贬值压力或进一步加大，加息或提前发生。

【宏观经济概览】

- 高频数据观察：美国消费仍有韧性，就业市场边际走弱，地产需求仍偏弱，经济增长动能边际放缓，经济意外指数上升，整体金融状况持续宽松或又限制降息。
- 宏观经济数据：非农数据超预期转弱，美国经济仍处于下行通道，我们认为下半年降息周期的开启非常确定。6月商品贸易逆差收窄幅度超预期，6月初步库存数据超预期增长，制造商仍面临关税政策带来的不确定性。

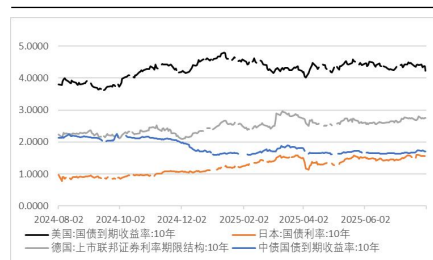
【本周重点关注】

- 美国：6月制造业数据、6月进出口数据、7月PMI；美股业绩披露：Palantir、辉瑞、AMD、Lucid等
- 中国：7月外汇储备、7月进出口数据、7月CPI&PPI
- 日本：6月进出口数据
- 英国央行公布利率决议、会议纪要和货币政策报告

主要股市指数一年表现



主要利率一年表现



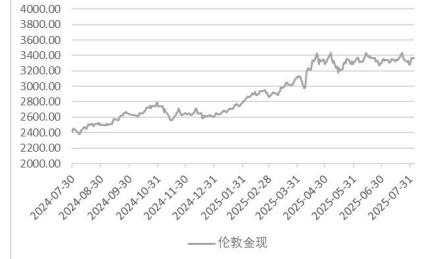
主要商品指数一年表现



主要汇率一年表现



黄金近一年表现



数据日期：2025年8月1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、宏观经济概览

政策及央行动态

关税方面，美国与欧盟、韩国、柬埔寨、泰国达成贸易协议；特朗普签署对加拿大、印度、巴西等一系列的关税行政命令，全球最低对等关税税率维持在10%；中美第三轮经贸谈判覆盖范围广泛，暂无没有明确共识。

- 美国对欧盟输美商品征收15%的关税。欧盟将增加对美国投资6000亿美元，欧盟将购买美国军事装备，并将购买价值7500亿美元的美国能源产品。
- 美国对韩国征收15%的关税。韩国将对美投资3500亿美元，并购买1000亿美元的液化天然气（LNG）或其他能源产品。
- 特朗普签署一系列命令，从8月1日开始，对加拿大的关税税率从25%提高到35%，逃避加拿大35%的关税而转运的货物将被征收40%的转运关税；对印度征收25%的关税，再加上罚款；对巴西加征40%关税，总关税额达到50%。对其他对多个国家和地区征收的“对等关税”税率，具体从10%至41%不等。

利率方面，美联储维持基准利率不变，对降息的态度仍谨慎。日本央行维持基准利率在 0.5% 不变，符合市场预期。

- 美联储维持基准利率在4.25%-4.50%不变，连续第五次按兵不动，符合市场预期。鲍威尔表示无法在六周后依据6月点阵图来做决策，需要依赖数据，对降息的态度仍谨慎。FOMC声明未修改通胀措辞，或表示通胀一定程度上仍偏高；上半年经济增长放缓，前景不确定性仍然高。
- 日本央行维持基准利率在0.5%不变，为连续第四次会议按兵不动，符合市场预期。在季度展望报告中，日央行上调对今年通胀的展望，将2025财年核心CPI预期值从2.2%上调至2.7%，2026财年核心CPI预期值从1.7%上调至1.8%。经济预测方面，日央行上调2025财年GDP预期值从0.5%至0.6%，2026财年GDP预期值持平于0.7%。日本央行还表示，近期财政扩张的举措，尤其是美国和欧洲的举措，可能会推动全球经济复苏。

其他方面，美国财政部正想办法补充现金储备，大幅上调三季度借款规模预估至 1 万亿美元；特朗普致信全球 17 家制药巨头要求降低美国药价，行业出现让步迹象；国内中共中央政治局召开会议；国内育儿补贴制度及生育支持措施落地，中央财政今年初步安排预算 900 亿元；香港稳定币发行监管制度将于 8 月 1 日生效，金管局预计明年初发出首阶段稳定币牌照。

- 受债务上限约束，上半年美国政府不得不削减债券发行规模，财政部正想尽办法补充现金储备，近日美国财政部大幅上调7月至9季度借款规模预估至1万亿美元，远高于4月预测的5540亿美元。
- 特朗普向全球17家最大的制药公司发送信函，其中包括礼来、诺和诺德和辉瑞，敦促其在60天内将美国新药价格削减至其他特定国家支付的最低水平。长期以来，制药行业一直抗议全球药品价格挂钩的理念，认为这将威胁美国在生物医学研究领域的主导地位，削弱其发明新药物疗法的动力，损害患者和工人利益。在特朗普提出最新要求后，一些公司发表声明表示愿意与政府合作，但该行业最大的贸易组织仍对拟议的改革持更加强硬的立场。

高频数据观察

高频数据显示，美国消费仍有韧性，但就业市场边际走弱，地产需求仍偏弱，经济增长动能边际放缓，经济意外指数上升，整体金融状况持续宽松或又限制降息。

- 消费方面，RedBook零售指数同比小幅上升。
- 就业市场方面，7月26日当周首申人数微升至21.8万，仍低于预期（预期22.4万人，前值21.7万人）。

- 地产方面，30年期固定利率房贷利率小幅降至6.72%，最新一周MBA购买指数明显下行约10基点至155.6。
- 金融与经济状况方面，美日花旗经济意外指数上升，芝加哥联储全国金融状况指数显示金融状况持续宽松，整体经济增长动能边际放缓。

图 1：RedBook 零售指数同比小幅上升



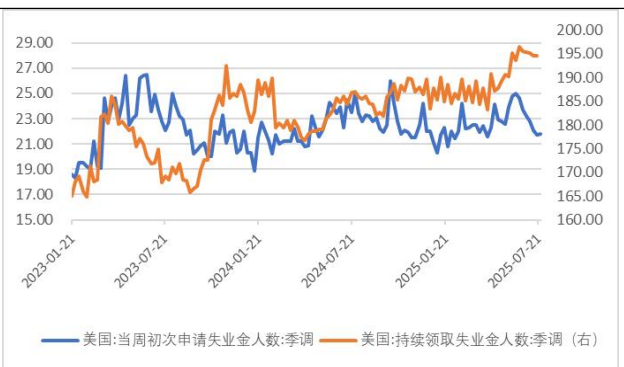
数据日期：2025 年 8 月 1 日
 资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

图 2：上周首申人数微升至 21.8 万



数据日期：2025 年 8 月 1 日
 资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

图 3：上周首申人数微升至 21.8 万



数据日期：2025 年 8 月 1 日
 资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

图 4：30 年期固定利率房贷利率小幅降至 6.72%



数据日期：2025 年 8 月 1 日
 资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

图 5：MBA 购买指数明显下行



数据日期：2025 年 8 月 1 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 6：美日花旗经济意外指数上升



数据日期：2025 年 8 月 1 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 7：美国金融状况整体仍宽松



数据日期：2025 年 8 月 1 日
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 8：WEI 周度经济指数回升



数据日期：2025 年 8 月 1 日
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

当周宏观经济数据

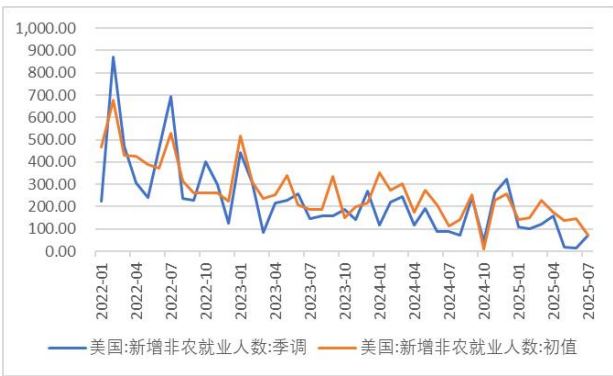
上周五美国劳工部就业数据显示，美国7月非农数据低于预期，失业率回升0.1%，前月数据大幅下修引发市场关注，5月及6月合计下修高达25.8万人。7月非农新增7.3万人，低于市场所预期的10.4万人，前值14.7万人；失业率录得4.2%，前值4.1%。6月非农新增数据从初值的14.7万人下修至1.4万人，5月数据从14.4万人再度下修至1.9万人。从结构看，6月被下修数据的主要行业包括：政府（下修6.2万人）、休闲和酒店业（下修1.6万人）、建筑业（下修1.2万人），三者合计下修9万人，占6月非农数据下修值近70%。本次数据修正，美国劳工部将其解释为“后期回收问卷结果以及季调因子的调整”。在经济波动较大的时期，劳工部使用的“出生-死亡模型”模型预测准度下降，数据调整波动也就越大。

美国2025年二季度实际GDP年化季环比增长3%，高于预期的2.5%，前值-0.5%。前期在关税政策不确定性影响下，美国抢进口+补库存+抢消费，二季度数据骤变主要来自进口项影响，二季度进口放缓，净出口项从拖累变为拉动。更值得注意的是，在本轮周期中政府支出是经济的重要支撑，但目前已连续三个季度下滑，国内私人投资项受利润驱动，加大经济的波动，二季度环比也大幅下滑。通胀压力下，消费保持韧性。二季度核心PCE价格指数年化季环比增长2.5%，较前值的3.5%有所回落，但仍高于预期的2.3%。

美国6月商品贸易逆差较之前月缩窄10.8%至860亿美元，收窄幅度超出预期，反映出关税生效前的集中采购潮退潮后，进口普遍下降。6月初步库存数据超预期增长，显示美国制造商仍面临特朗普不断变化的关税消息所带来的不确定性。美国6月零售库存增长0.3%，为去年9月以来最大增幅，汽车经销商库存激增；批发库存环比超预期增长0.2%，预期为-0.1%，前值为-0.3%。

图 9：7 月非农数据低于预期，前数据大幅下修

图 10：失业率回升 0.1%

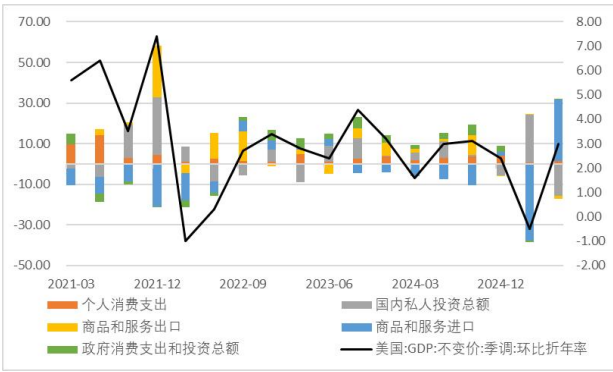


数据日期：2025 年 8 月 1 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理



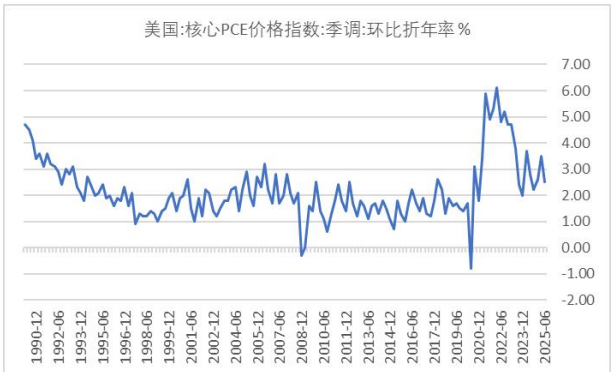
数据日期：2025 年 8 月 1 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 11：2025Q2 实际 GDP 年化季环比及分项



数据日期：2025 年 8 月 1 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 12：通胀环比有所回落，但仍高于预期



数据日期：2025 年 8 月 1 日
 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

- 美国：5、6月就业数据大幅下修的市场反应；6月制造业数据、6月进出口数据、7月PMI；美股业绩披露：Palantir、辉瑞、AMD、Lucid等
- 中国：7月外汇储备、7月进出口数据、7月CPI&PPI
- 日本：6月进出口数据
- 英国央行公布利率决议、会议纪要和货币政策报告

表 1：本周宏观日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值
2025-08-04	07:50	日本	7月基础货币:同比(%)	-3.5
2025-08-04	22:00	美国	6月全部制造业:新增订单(百万美元)	647665
2025-08-04	22:00	美国	6月耐用品:新增订单(百万美元)	343678
2025-08-04	22:00	美国	6月耐用品新增订单:季调:环比(%)	16.51
2025-08-05	20:30	美国	6月商品和服务进出口数据	\
2025-08-05	20:55	美国	8月01日红皮书商业零售销售:周同比(%)	4.9
2025-08-05	22:00	美国	7月ISM非制造业PMI	50.8
2025-08-07	待定	中国	7月官方储备资产相关数据: 外汇储备、黄金储备、SDR等	\
2025-08-07	待定	中国	7月进出口数据	\
2025-08-07	20:30	美国	7月26日续请失业金人数:季调(人)	1946000
2025-08-07	20:30	美国	8月02日初请失业金人数:季调((人)	218000
2025-08-07	23:30	美国	8月02日周度经济指数	2.56
2025-08-08	07:50	日本	6月经常项目差额:季调(亿日元)	28181
2025-08-08	07:50	日本	6月经常项目差额:商品(亿日元)	-5223
2025-08-09	09:30	中国	7月PPI:同比(%)	-3.6
2025-08-09	09:30	中国	7月CPI:同比(%)	0.1

数据日期: 2025 年 8 月 1 日
资料来源: 万得, 国信证券(香港) 财富研究部整理

二、全球主要资产表现

降息节奏的不确定性和不及预期的经济数据，逆转市场对关税谈判进展和企业业绩利好情绪，市场避险情绪升温，本周全球主要股指多数收跌，利率多数下行，大宗商品多数下跌，美元兑其他主要货币汇率多数上涨，美元走强。

- 权益：澳洲、欧洲和日本股市跌幅相对较小。新兴市场方面，中国香港股市指数回调最大。
- 利率：美债收益率曲线趋陡，10年期收益率下行至4.22%。中债10年期收益率下行至1.71%。
- 商品：黄金再度冲高至3400美元/盎司以上；布油上涨2.75%至69.5美元/桶。
- 汇率：美元指数上涨1%至98.69，美元兑日元微跌0.2%至147.40。

表 2：全球大类资产表现一览

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					
澳洲标普200	8662.00		-0.06	-0.92	5.19
英国富时100	9068.58		-0.57	-0.70	11.67
日经225	40799.60		-1.58	-0.66	2.27
纳斯达克指数	20650.13		-2.17	-2.24	5.97
标普500	6238.01		-2.36	-1.60	5.60
道琼斯工业指数	43588.58		-2.92	-1.23	2.38
德国DAX	23425.97		-3.27	-2.66	17.66
法国CAC40	7546.16		-3.68	-2.91	3.18
罗素2000指数	2166.78		-4.17	-2.03	-2.74
新兴市场					
台湾加权指数	23434.38		0.30	-0.46	1.05
沙特全指	10920.27		-0.33	-0.80	-9.00
中证1000	6670.47		-0.54	0.14	8.53
创业板指	2322.63		-0.74	-0.24	5.27
巴西IBOVESPA指数	132437.39		-0.81	-0.48	10.10
上证指数	3559.95		-0.94	-0.37	4.48
印度SENSEX30	80599.91		-1.06	-0.72	3.01
中证500	6213.20		-1.37	-0.21	5.33
沪深300	4054.93		-1.75	-0.51	1.40
韩国综合指数	3119.41		-2.40	-3.88	30.00
富时新加坡海峡指数	4153.83		-2.52	-0.48	9.43
俄罗斯RTS	1069.82		-2.55	-0.17	19.77
越南VN30指数	1614.11		-3.31	-0.07	19.80
恒生指数	24507.81		-3.47	-1.07	22.29
恒生科技	5397.40		-4.94	-1.02	19.93
全球主要利率		涨跌变化			
中国10Y	1.7059		-0.03	0.06	0.03
德国10Y	2.76		-0.05	0.11	0.33
美国10Y	4.2198		-0.17	0.00	-0.35
日本10Y	1.56		-0.04	0.10	0.45
主要大宗商品		涨跌幅 (%)			
ICE布油	69.52		2.75	-3.04	-6.04
COMEX黄金	3416.00		2.41	2.01	30.48
CBOT豆粕	280.40		-0.43	1.59	10.07
ICE11号糖	16.20		-0.55	-0.92	15.32
LME铜	9633.00		-1.40	0.23	8.11
NYMEX天然气	3.10		-1.99	-0.35	21.37
DCE铁矿石	783.00		-2.13	-0.19	7.69
SHFE热轧卷板	3401.00		-2.19	-0.58	-1.47
LME铝	2571.50		-2.43	0.25	0.80
ICE2号棉花	66.42		-2.65	-1.23	-3.01
CBOT大豆	988.00		-3.23	-0.13	-0.38
COMEX白银	37.11		-3.28	1.07	26.16
SHFE螺纹钢	3203.00		-3.41	-1.23	-4.77
主要货币汇率		涨跌幅 (%)			
美元兑欧元	0.863		1.33	-1.43	-10.19
美元兑英镑	0.753		1.13	-0.54	-5.49
美元指数	98.69		1.04	-1.36	-8.65
美元兑人民币(CFETS)	7.2106		0.60	0.24	-1.21
美元兑离岸人民币	7.1996		0.83	0.27	-1.37
港元兑离岸人民币	0.9161		0.32	-0.25	-2.74
美元兑日元	147.395		-0.19	-2.23	-6.02
其他重要指数		涨跌变化			
VIX指数	20.38		5.45	3.66	3.03
Cboe黄金ETF波动率	17.30		0.25	1.26	2.68
美债10y-2y	17.30		-2.15	-1.80	2.28
美债信用利差OAS-BBB	0.54		0.06	0.02	0.23
美债信用利差OAS-高收益	0.00		-1.09	-1.15	-1.01

数据日期: 2025年8月1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

8月大类资产配置观点

- **权益：短期震荡偏弱，回调压力大，中期仍需警惕风险，深度回调是布局机会。**
 - 8月市场将继续关注关税谈判、经济数据及货币政策走向，中美就关税问题持续释放缓和信号，贸易战对股市的影响逐渐减小，但美股估值处于历史高位，上行空间或有限。建议短期以偏多但谨慎的思路对待，增配防守型行业和股票，或采取措施对冲风险。
 - 美国经济仍在下行通道，前景尚不明朗，需警惕大型科技股公司投资及盈利不及预期、经济基本面走弱引发市场风险偏好降低，美股或大幅回撤，引发全球股市回调。
 - AI相关科技行业长期空间仍巨大，中美都会持续加大相关投资和应用，欧洲等其他经济体跟随，中长期美股深度回调则是布局加仓机会。
- **债券：短期下行动力充分，震荡偏强，中期看多。**
 - 短期来看，市场仍需承受因关税政策和货币政策走向不明而带来的较大不确定性，但中期来看，我们认为美国经济将继续走弱，当前降息的方向依然非常确定。
 - 建议提升组合信用质量，聚焦中短端高票息。目前债券市场信用利差处于历史低位，因经济走弱的降息周期开启后，信用利差将迅速走阔，侵蚀收益。
 - 建议逐步配置美国国债，择机拉长固收组合久期。目前美债收益率处于历史高位，自2022年以来，美国10y国债收益率在3.6%-5%之间震荡（过去25年平均值为3.2%），利率回调动能充分。

图 13：美股指数新高，高收益债利差下行乏力



数据日期：2025 年 8 月 1 日
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 14：VIX 指数上升

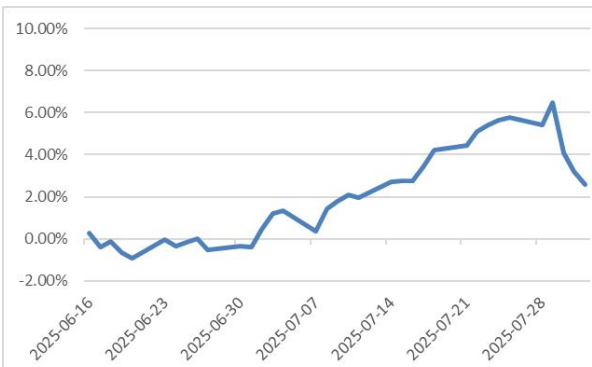


数据日期：2025 年 8 月 1 日
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

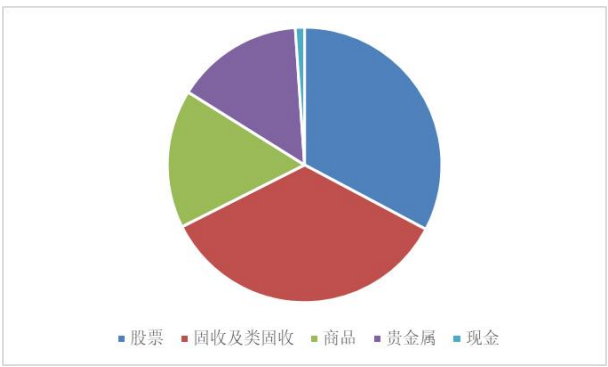
- **商品：短期承压，中期走弱。**
 - 商品价格或受益于降息以及具体品种的基本面利多因素，关键仍取决于全球总需求的走向。
 - 短期适合博弈品种交易，及时获益了结或设定严格参与止损线。
- **贵金属：短期黄金价格有概率再度上冲，中长期依旧看多，白银需继续密切关注美国经济走势及金银比。**
 - 前期短时间内涨幅过高，近期或消化充分。随关税政策扰动常态化、非农数据超预期走弱市场衰退担忧再起，降息预期升温，市场避险情绪或将再度升温，短期黄金价格有概率再度上冲。
 - 中长期依旧看多，投资逻辑未变，地缘冲突、美元走弱与降息预期、非美国国家央行持续购金等多重逻辑继续支撑金价。

图 15：大类资产配置 FOF 模拟组合表现

图 16：FOF 模拟组合资产配置



数据日期：2025 年 8 月 1 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理



数据日期：2025 年 8 月 1 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

产品配置建议

- 美降息虽遇更多变数，美元筑底利好美元货基**
 美联储 7 月底议息会议结束，决议再次维持利率不变，结果完全符合预期。会议当天，美股创出新高后收跌，美元指数 6 月来首次突破 100，但周五公布的非农就业数据远低于市场预期，引发市场对美国经济的担忧，叠加特朗普又再推出关税组合拳，美元和美股均大幅下跌。此情景或又为 9 月降息打开大门，概率于周五从约 40%大幅攀升至约 80%。
 短期经济数据疲软或对风险资产造成冲击，尤其是目前已在历史高位的美股。另一方面，美元汇率低位筑底迹象渐现，我们一直认为，美元兑人民币年内将维持 7.1-7.4 的区间波动，如美元兑人民币近期出现 7.2 以下的低点，将是配置美元货币基金的良机，产品有望获得汇率的超额收益。
产品推荐：（1）华夏精选美元货币基金 4.41%（2）高腾微金美元货币市场基金 4.36%

表 3：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 4.41%	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 4.36%	现金管理工具，产品随时申赎，目前美国基准利率仍然较高
债券类	泰康开泰海外短期债券基金	周涨跌幅 0.126%	近一年收益率5.54%，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 4.2159%	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 4.16%	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112.22%
	易方达（香港）纳斯达克100指数基金	周涨跌幅 -0.024%	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17.29%
其它	南方东英黄金期货每日杠杆（2x）产品-（7299.HK）	周涨跌幅 -4.62%	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59.75%

数据日期：2025 年 8 月 1 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。

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。