

宏观和大类资产配置周报

经济有活力，政策有定力

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**：7 月制造业 PMI 为 49.3%，非制造业 PMI 为 50.1%。
- **要闻**：中共中央政治局召开会议，决定今年 10 月召开二十届四中全会，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；国家育儿补贴制度实施方案正式公布，从 2025 年 1 月 1 日起，每孩每年发放育儿补贴 3600 元；当地时间 7 月 28 日至 29 日，中美经贸双方在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈。

资产表现回顾

- **人民币资产避险需求上升**。本周沪深 300 指数下跌 1.75%，沪深 300 股指期货下跌 2.04%；焦煤期货本周下跌 9.83%，铁矿石主力合约本周下跌 1.94%；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 5BP 至 1.04%；十年国债收益率下行 3BP 至 1.71%，活跃十年国债期货本周上涨 0.24%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币**。国际货币基金组织（IMF）发布最新《世界经济展望》报告，将中国 2025 年 GDP 增长预期大幅上调 0.8 个百分点至 4.8%，2026 年增长率也上调 0.2 个百分点至 4.2%。结合 7 月 30 日政治局会议内容，我们认为从长期的角度看，接下来市场关注的重点是“十五五”规划中，如何体现在未来一段时间内复杂多变、不确定难预料的国际环境中，全面发力、主动部署科技创新发展和产融结合；从短期的角度看，一是现有政策如何落实落细，包括加快政府债券发行使用、降低社会综合融资成本、落地育儿补贴提振居民消费、推动反内卷改善部分行业供需格局、改革创新和融资支持两方面措施支持稳住外贸外资基本盘、通过城市更新等政策防范化解房地产领域风险等，二是期待宏观政策适时加力，7 月政治局会议已经体现了在会议职能范围内，市场关注和期待的政策，但考虑到 7 月 PMI 数据受国内外多种因素影响环比下降的客观现实，我们认为宏观政策仍有适时加力的可能性，其中财政政策和货币政策或都有加力的空间。从时间窗口来看，无论是“十五五”规划还是宏观政策调整预期对人民币资产价格的影响，可能都集中体现在 9 月-10 月，我们维持看好人民币资产的观点。
- **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

《市场点评报告》20250731
《政治局会议点评》20250731
《“十四五”收官，“十五五”开局》20250731

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（2025.8.3）

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
人民币资产风险价格回落	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	8
大类资产表现	10
A 股：周期品行业指数调整	10
债券：关注增值税政策变化对债市利率的影响	11
大宗商品：周期品价格回落	12
货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方	13
外汇：美元指数短期回升	13
港股：美联储主席鹰派超出市场预期	14
下周大类资产配置建议	17
风险提示：	17

图表目录

本期观点（2025.8.3）	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	8
图表 5. 建材社会库存周度表现	8
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	8
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	8
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	8
图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现	9
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	9
图表 11. 汽车周消费规模表现	9
图表 12. 权益类资产节前涨跌幅	10
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	11
图表 14. 信用利差和期限利差	11
图表 15. 央行公开市场操作净投放	11
图表 16. 7 天资金拆借利率	11
图表 17. 大宗商品本周表现	12
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	12
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	13
图表 20. 理财产品收益率曲线	13
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	13
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	13
图表 23. 恒指走势	14
图表 24. 陆港通资金流动情况	14
图表 25. 港股行业涨跌幅	14
图表 26. 港股估值变化	14
图表 27. 本期观点（2025.8.3）	18

一周概览

人民币资产风险价格回落

人民币资产避险需求上升。本周沪深 300 指数下跌 1.75%，沪深 300 股指期货下跌 2.04%；焦煤期货本周下跌 9.83%，铁矿石主力合约本周下跌 1.94%；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 5BP 至 1.04%；十年国债收益率下行 3BP 至 1.71%，活跃十年国债期货本周上涨 0.24%。

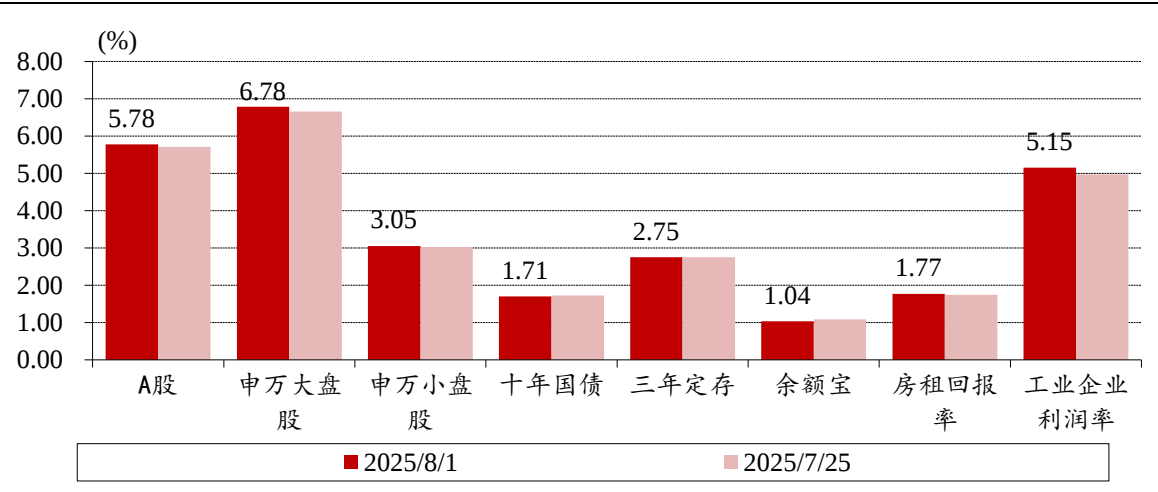
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		债券	
沪深 300 -1.75%		10 年国债到期收益率 1.71%/本周变动 -3BP	
沪深 300 期货 -2.04%		活跃 10 年国债期货+0.24%	
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 -1.94%		余额宝 1.04%/本周变动 -5BP	
焦煤期货 -9.83%		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

7 月制造业和非制造业 PMI 环比较 6 月下降。本周 A 股指数普跌，小盘股估值下行的幅度与大盘股估值下行幅度大致相当。本周央行在公开市场净投放 69 亿元，本周拆借资金利率持续下降，周五 R007 利率收于 1.49% GC007 利率收于 1.48% 本周十年国债收益率收于 1.71%，较上周五下行 3BP。7 月制造业 PMI 环比较 6 月下降，且下降幅度较为明显，我们认为主要有两方面因素影响，一是对美“抢出口”效应逐渐消退，影响新订单和生产指数，二是“七下八上”是我国主要汛期，气候因素对生产造成较明显影响。

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。

美国关税落地，美元指数走强。股市方面，本周 A 股主要指数普跌，跌幅较小的指数是创业板指（-0.74%），领跌的指数是中小板指（-1.95%）；港股方面恒生指数下跌 3.47%，恒生国企指数下跌 3.78%，AH 溢价指数上行 2.98%收于 126.50；美股方面，标普 500 指数本周下跌 2.36%，纳斯达克下跌 2.17%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.15%，中债国债指数上涨 0.23%，金融债指数上涨 0.18%，信用债指数上涨 0.10%；十年美债利率下行 17 BP，周五收于 4.23%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率下行 5 BP，周五收于 1.04%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 3.22%，收于 67.26 美元/桶；COMEX 黄金上涨 2.41%，收于 3416.00 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 3.41%，LME 铜下跌 1.40%，LME 铝下跌 2.43%；CBOT 大豆下跌 3.23%。美元指数上涨 1.04%收于 98.69。VIX 指数上行至 20.38。7 月美联储如期未降息，较为超预期的是美联储主席鲍威尔并未就 9 月是否降息给出明确指引，这被市场解读为表态偏鹰派。

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	2025/7/28 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/8/1 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,559.95	(0.94)	1.67	3.35	6.21
	399001.SZ	深证成指	10,991.32	(1.58)	2.33	5.03	5.54
	399005.SZ	中小板指	6,818.18	(1.95)	2.44	4.44	6.83
	399006.SZ	创业板指	2,322.63	(0.74)	2.76	7.88	8.45
	881001.WI	万得全 A	5,559.64	(1.09)	2.21	4.61	10.71
	000300.SH	沪深 300	4,054.93	(1.75)	1.69	3.02	3.05
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	249.83	0.15	(0.39)	(0.06)	0.99
	CBA00603.C	中债国债	247.57	0.23	(0.55)	(0.20)	0.67
	CBA01203.C	中债金融债	247.07	0.18	(0.34)	(0.10)	0.47
	CBA02703.C	中债信用债	223.99	0.10	(0.19)	0.13	1.35
	885009.WI	货币基金指数	1,724.99	0.02	0.02	0.10	0.80
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	67.26	3.22	(1.48)	3.30	(6.22)
	GC.CMX	COMEX 黄金	3,416.00	2.41	(0.59)	3.27	29.34
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,203.00	(3.41)	6.34	6.45	(5.23)
	CA.LME	LME 铜	9,633.00	(1.40)	0.18	(2.39)	9.87
	AH.LME	LME 铝	2,571.50	(2.43)	0.06	(1.00)	0.78
	S.CBT	CBOT 大豆	988.00	(3.23)	(1.35)	(3.80)	(2.23)
货币	-	余额宝	1.04	-5 BP	2 BP	-17 BP	-22 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	98.69	1.04	(0.80)	1.98	(9.03)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.21	(0.60)	0.12	(0.63)	1.21
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.30	1.36	(0.73)	1.17	(9.08)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.79	1.16	(0.41)	3.56	(2.56)
港股	HSL.HI	恒生指数	24,507.81	(3.47)	2.27	1.81	22.17
	HSCEI.HI	恒生国企	8,804.42	(3.78)	1.83	1.45	20.78
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	126.50	2.98	(2.76)	(3.44)	(16.50)
美国	SPX.GI	标普 500	6,238.01	(2.36)	1.46	0.53	6.06
	IXIC.GI	NASDAQ	20,650.13	(2.17)	1.02	1.38	6.94
	UST10Y.GBM	十年美债	4.23	-17 BP	-4 BP	-1 BP	-35 BP
	VIX.GI	VIX 指数	20.38	36.50	(9.02)	21.82	17.46
	CRB.RB	CRB 商品指数	295.28	(2.31)	(1.26)	(0.67)	(0.49)

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，7月中国制造业PMI为49.3%，环比季节性下降0.4个百分点。非制造业和综合PMI产出指数分别为50.1%和50.2%，比上月下降0.4和0.5个百分点，均持续高于临界点，我国经济总体产出保持扩张。

31省份“半年报”已全部披露。中部六省经济成绩亮眼，除山西GDP同比增长3.8%外，成为区域经济中最显著的“进步生”，安徽（5.6%）、江西（5.6%）、河南（5.7%）、湖北（6.2%）、湖南（5.6%）增速均跑赢全国线（5.3%），且均高于各自年初设定的全年经济目标。一直以来，河南稳坐“中部一哥”位置，但随着湖北发力，“一哥”被紧追的势头还将持续。

中共中央政治局召开会议，决定今年10月召开二十届四中全会，研究关于制定国民经济和社会发展的第十五个五年规划的建议。会议强调，做好下半年经济工作，要保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。在保障改善民生中扩大消费需求。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清。增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头。

中共中央召开党外人士座谈会，就当前经济形势和下半年经济工作听取各民主党派中央、全国工商联负责人和无党派人士代表的意见建议。国家主席习近平发表讲话指出，要在宏观政策上持续发力、适时加力，重点做好全方位扩大内需、坚定不移深化改革扩大开放、推动科技创新和产业创新深度融合、持续防范化解重点领域风险、多措并举保障改善民生等工作。

国务院常务会议审议通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，大力推进人工智能规模化商业化应用，推动人工智能在经济社会发展各领域加快普及、深度融合。会议部署实施个人消费贷款贴息政策与服务业经营主体贷款贴息政策，更好激发消费潜力、提升市场活力。

国家育儿补贴制度实施方案正式公布，从2025年1月1日起，每孩每年发放育儿补贴3600元，至其年满3周岁。对符合法律法规规定生育的3周岁以下婴幼儿，无论一孩、二孩、三孩，均可申领育儿补贴。对2025年1月1日之前出生、不满3周岁的婴幼儿，按应补贴月数折算计发补贴。预计各地可以在8月下旬陆续开放申领育儿补贴。国新办将于周三就育儿补贴制度及生育支持措施有关情况举行新闻发布会。国新办召开新闻发布会介绍，今年初步安排育儿补贴资金预算900亿元左右，8月31日前各地全面开放育儿补贴的申领，支付宝、微信等第三平台将开通申领入口。地方此前补贴标准高于国家基础标准的，按规定做好评估和备案工作后，可以继续执行。

财政部、税务总局公告，自8月8日起，对新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。对8月8日之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券及8月8日之后续发行部分的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。

央行部署下半年重点工作提到，继续实施好适度宽松的货币政策，抓好各项货币政策的执行，畅通货币政策传导，提升货币政策实施效果。强化利率政策执行和监督。加大“两重”“两新”等重点领域的融资支持力度。支持化解重点产业结构性矛盾。加快拓展贸易项下人民币使用。

央行、证监会印发《金融基础设施监督管理办法》，自2025年10月1日起施行。《办法》聚焦金融基础设施业务监管，健全金融基础设施运营、风险管理、公司治理等制度规则。

农业农村部等10部门联合印发《促进农产品消费实施方案》，提出推进全链条协同监管，试行产地准出分类监管制度，推进产地准出与市场准入衔接，部省统筹开展风险监测。《方案》提出强化财政金融支持，鼓励金融机构创新开展订单、应收账款等质押贷款业务，加大农产品营销促销支持力度。推动农产品消费与餐饮消费、文旅消费、体育消费、健康消费等消费措施统筹设计，提升融合消费政策水平。

农业农村部党组召开会议。会议强调，要围绕统筹推进新型工业化、新型城镇化和乡村全面振兴，推动农业转移人口市民化，切实维护好进城落户农民的土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权。要以县域为重点谋划推动城乡融合发展，加力强化乡村基础设施建设和基本公共服务供给，努力实现到2035年农村基本具备现代生活条件的目标。

工信部部署下半年八方面重点工作，其中提到，制定增强消费品供需适配性助力扩大消费行动方案，加快人工智能终端、智能穿戴、无人机等技术开发和应用推广。启动促进工业新兴产业发展培育壮大新动能行动，完善人形机器人等产业发展政策。巩固新能源汽车行业“内卷式”竞争综合整治成效，加强光伏等重点行业治理，以标准提升倒逼落后产能退出。

市场监管总局召开监管发展规划座谈会，要求加快完善市场监管基础制度，着力破除地方保护和市场分割，依法依规治理企业劣质低价竞争。增强食品、药品、工业产品、特种设备安全监管能力，强化食品安全全链条监管。优化平台经济常态化监管，加快完善监管制度规则。

当地时间 7 月 28 日至 29 日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及贸易代表格里尔在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈。根据会谈共识，双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24% 部分以及中方反制措施如期展期 90 天。何立峰表示，下一步，双方应继续按照两国元首通话重要共识，充分发挥好中美经贸磋商机制作用，不断增进共识、减少误解、加强合作，进一步深化对话磋商，不断争取更多双赢结果。

外交部长王毅、商务部部长王文涛分别会见美中贸易全国委员会董事会代表团。王毅表示，中美要建立更多沟通协商渠道，以客观、理性、务实态度看待对方，树立正确的战略认知。要尊重彼此核心和重大利益，避免引发对抗冲突。王文涛表示，希望美方与中方相向而行，共同维护中美经贸关系稳定、健康、可持续发展。商务部部长王文涛在北京会见了包括波音、苹果公司在内的近十家美国企业，双方就中美经贸关系、美资企业在华发展等议题交换意见。

国家网信办约谈英伟达，要求其就对华销售的 H20 算力芯片漏洞后门安全风险问题进行说明并提交相关证明材料。近日，英伟达算力芯片被曝出存在严重安全问题。此前，美议员呼吁要求美出口的先进芯片必须配备“追踪定位”功能。美人工智能领域专家透露，英伟达算力芯片“追踪定位”“远程关闭”技术已成熟。针对安全问题，英伟达回应：“网络安全对我们至关重要。NVIDIA 的芯片不存在‘后门’，并不会让任何人有远程访问或控制这些芯片的途径。”

央行二季度问卷调查显示，过半数企业家和银行家认为，当前宏观经济表现平稳正常，对宏观经济整体持中性偏谨慎态度。居民对二季度就业感受的预期整体偏冷，多数居民预计下季度物价和房价基本保持不变。

中指研究院报告显示，1-7 月，TOP100 房企销售总额为 20730.1 亿元，同比下降 13.3%，降幅较 1-6 月扩大 1.5 个百分点。7 月单月，TOP100 房企销售额同比下降 18.2%。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，8月1日当周各品种钢材开工率环比上周持平，螺纹钢和线材开工率环比上周都没有变动；建材社会库存连续三周回升，本周较前一周上升12.49万吨。7月30日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周变动分化，华北地区开工率较前一周持平，华东和华南地区开工率较前一周上升，东北地区和西北地区开工率较前一周下降。

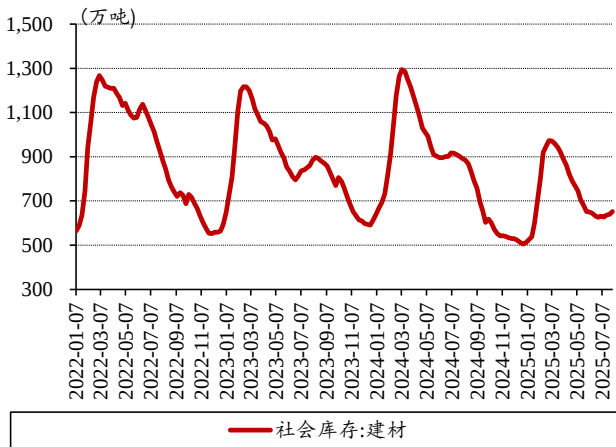
图表4.原材料产品高频指标周度表现

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（%）	43.95	0.00	4.62
	线材：主要钢厂开工率（%）	47.10	0.00	0.00
石油沥青装置	开工率：华东地区（%）	36.40	11.90	3.60
	开工率：华北地区（%）	13.80	0.00	(24.40)
	开工率：华南地区（%）	37.90	2.90	13.70
	开工率：东北地区（%）	19.60	(0.90)	0.70
	开工率：西北地区（%）	27.10	(10.80)	6.20

资料来源：万得，中银证券

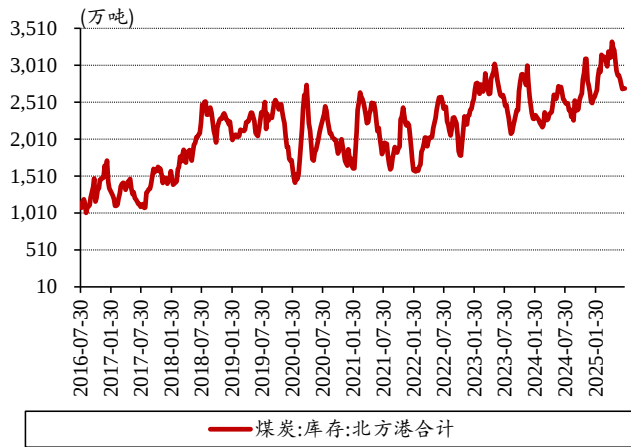
海外机构持仓方面，本周SPDR黄金ETF持仓总价值变动-0.33%。原油库存方面，7月25日当周，美国API原油库存上升，本周环比上升153.90万桶。

图表5.建材社会库存周度表现



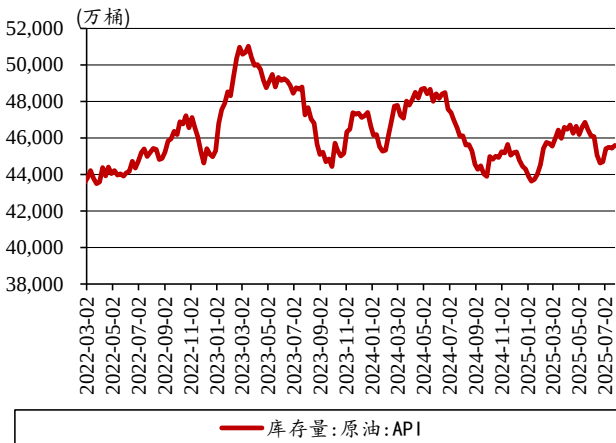
资料来源：万得，中银证券

图表6.北方港煤炭库存周度表现



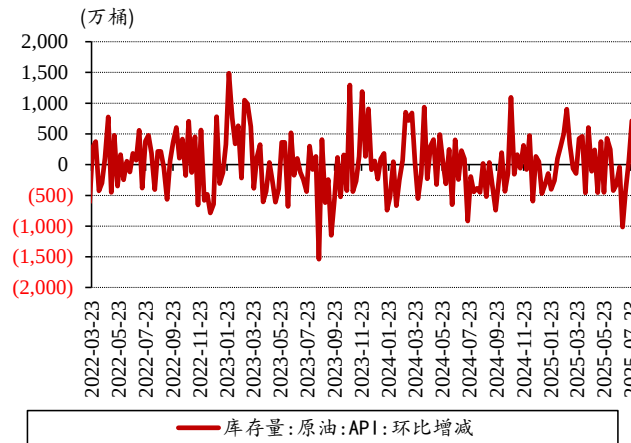
资料来源：同花顺，中银证券

图表7.美国API原油库存周度表现



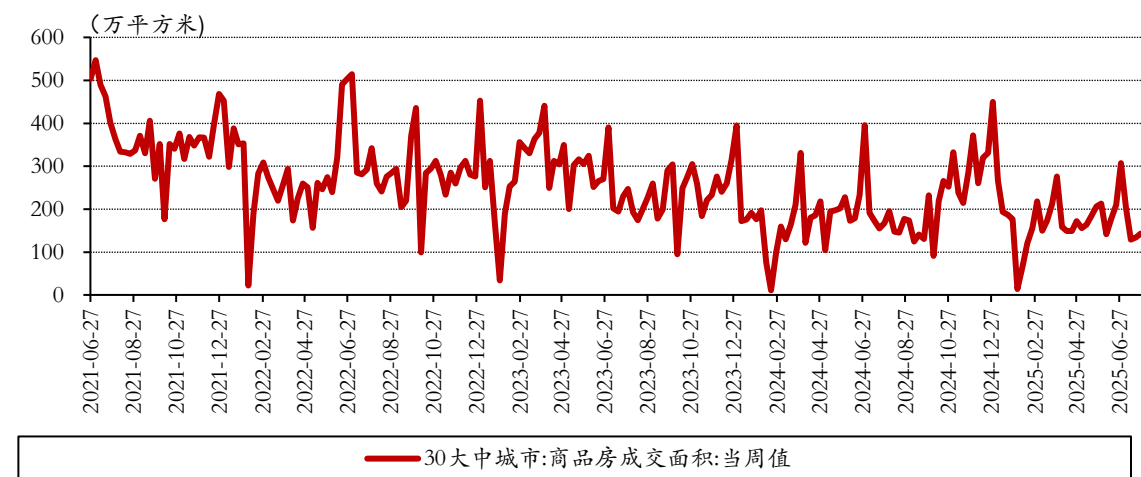
资料来源：万得，中银证券

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

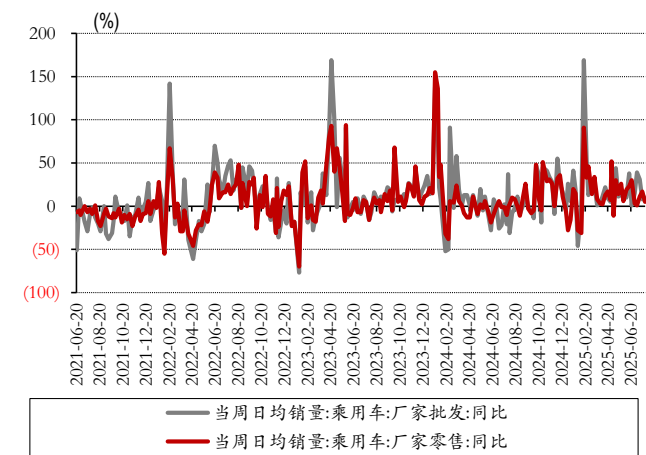


资料来源：万得，中银证券

暑期影响7月商品房成交环比偏弱。7月27日当周，30大中城市商品房成交面积环比上升，单周成交面积环比变动9.36万平方米。央行货币政策委员会二季度例会指出，要加大存量商品房和存量土地盘活力度，持续巩固房地产市场稳定态势，但是受暑期季节性因素影响，预计8月商品房成交环比或仍将延续疲弱。

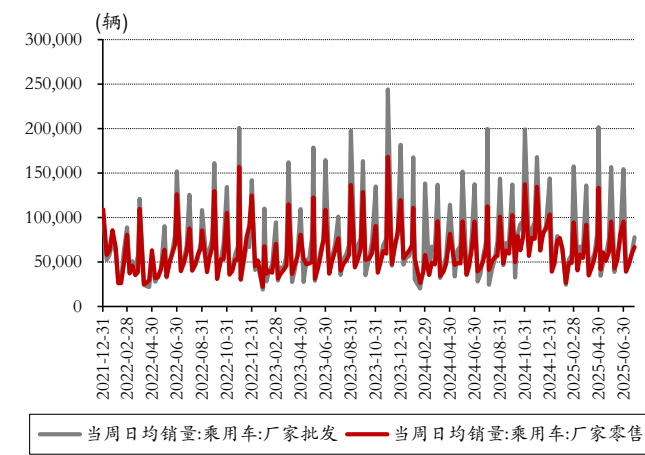
汽车方面，7月27日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为10.00%和5.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

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：周期品行业指数调整

指数普跌，行业略有分化。本周市场指数普跌，跌幅较小的指数包括中证 1000（-0.54%）、创业板指（-0.74%）、上证综指（-0.94%），领跌的指数包括上证红利（-2.67%）、中证 100（-2.15%）、中小板指（-1.95%）。行业方面跌多涨少，领涨的行业有通信（3.14%）、医药（2.73%）、传媒（1.11%），领跌的行业有有色金属（-4.69%）、煤炭（-4.56%）、建材（-3.32%）。本周周期品行业指数调整幅度较大。

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（%）	
中证 1000	(0.54)	通信	3.14	生物疫苗指数	2.01
创业板指	(0.74)	医药	2.73	电子竞技指数	1.49
上证综指	(0.94)	传媒	1.11	卫星导航指数	1.47
中小板指	(1.95)	建材	(3.32)	一带一路指数	(3.29)
中证 100	(2.15)	煤炭	(4.56)	稀土永磁指数	(5.62)
上证红利	(2.67)	有色金属	(4.69)	小金属指数	(5.85)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

人工智能 | 国务院常务会议审议通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，大力推进人工智能规模化商业化应用，推动人工智能在经济社会发展各领域加快普及、深度融合。会议部署实施个人消费贷款贴息政策与服务业经营主体贷款贴息政策，更好激发消费潜力、提升市场活力。

医药 | 国家医保局制定新上市药品首发价格机制，新增 100 多项与医疗新技术相关的价格项目。其中，神经系统类立项指南统一设立“脑机接口置入费”“脑机接口适配费”等价格项目，脑机接口技术成熟获批进入临床后，可快速进入临床应用并收费。

有色 | 中国有色金属工业协会表示，下一步要从严控制铜冶炼、氧化铝新增产能，引导行业合理布局硅、锂、镁等新增产能。针对产能过度内卷的细分品种，将加快推动落后产能有序退出，推动行业依法依规治理企业低价无序竞争。

光伏 | 中国光伏行业协会召开“银企协同”座谈会。与会代表一致认为，要对困难企业过渡性帮扶，同时严控对新增产能的支持，通过差异化金融工具平衡去产能与促创新。

快递 | 国家邮政局召开快递企业座谈会，要求各企业负责人积极推动解决“内卷式”竞争和农村地区领取快件违规收费等突出问题。

AI | 四大行近期开始纷纷接入阿里 AI。阿里云中标建设银行智能编码项目、工商银行则将阿里 Qwen 模型应用于智能风控。这是近五年来，国家级金融机构首次密集与阿里展开深度合作。

育儿产业链 | 国家育儿补贴制度实施方案正式公布，从 2025 年 1 月 1 日起，每孩每年发放育儿补贴 3600 元，至其年满 3 周岁。

人工智能 | 在 2025 世界人工智能大会闭幕式上，上海市人工智能企业风险投资（CVC）基金正式发布，首期规模 30 亿元。上海还出台 12 条政策组合拳加码人工智能产业布局，包括发放总规模 10 亿元的“智能三券”（算力券、模型券、语料券）。

人工智能 | 国务院国资委副主任李镇在 2025 世界人工智能大会期间举行的“2025 中国电信人工智能生态论坛”上表示，面对新一代人工智能技术快速演进的新形势，国务院国资委高度重视、持续深化、全面推进人工智能产业高质量发展。

农产品 | 农业农村部等 10 部门联合印发《促进农产品消费实施方案》，提出推进全链条协同监管，试行产地准出分类监管制度，推进产地准出与市场准入衔接，部省统筹开展风险监测。

债券：关注增值税政策变化对债市利率的影响

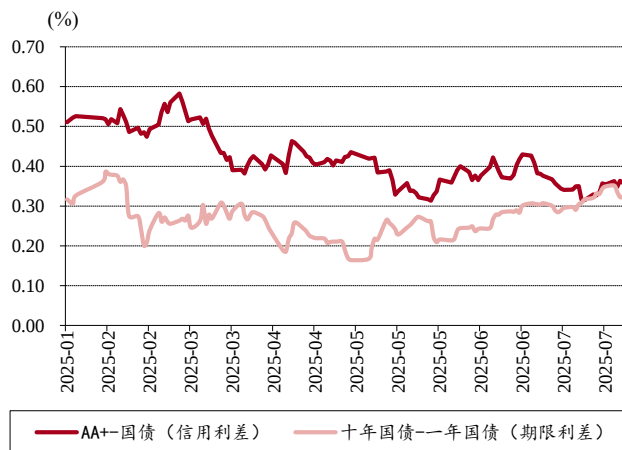
信用债和长久期利率债收益率回落幅度更显著。十年期国债收益率周五收于 1.71%，本周下行 3BP，十年国开债收益率周五收于 1.76%，较上周五下行 5BP。本周期限利差下行 2BP 至 0.33%，信用利差下行 1BP 至 0.35%。

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

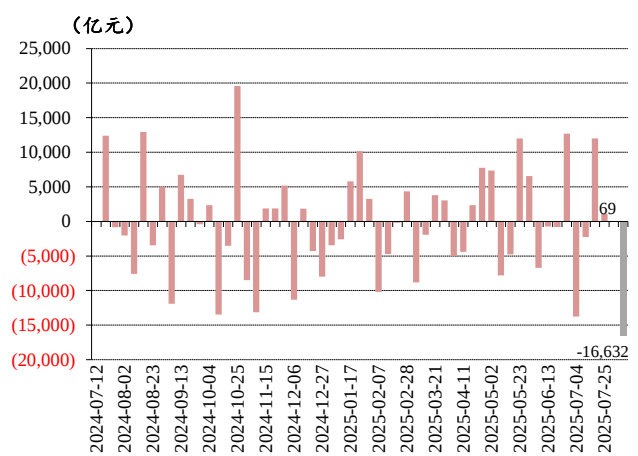
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

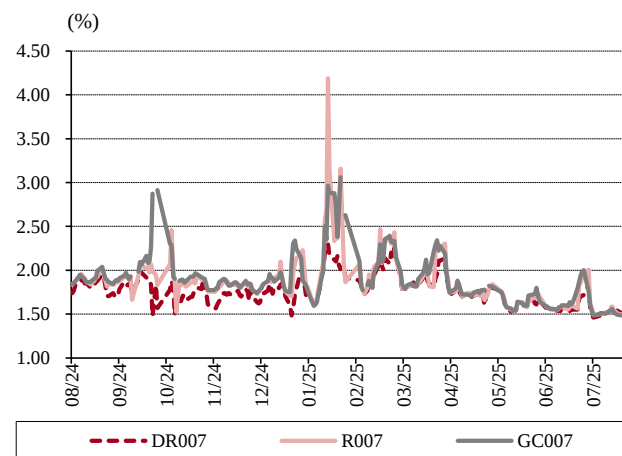
拆借资金利率保持在较低水平。本周央行在公开市场净投放 69 亿元。本周资金拆借利率持续下行，周五 R007 收于 1.49%，周五 GC007 收于 1.48%。值得关注的是，财政部、税务总局公告，自 8 月 8 日起，对新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税，对 8 月 8 日之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券及 8 月 8 日之后续发行部分的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。受政策影响，关注相关利率债收益率短期是否会出现上行。

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）

央行发布数据显示，6 月份，债券市场共发行各类债券 87939.5 亿元。其中，国债发行 15903.9 亿元，地方政府债券发行 11753.2 亿元，公司信用类债券发行 14257.3 亿元。截至 6 月末，境外机构在中国债券市场的托管余额 4.3 万亿元。

央行发布数据，2025 年第二季度全国新发放商业性个人住房贷款加权平均利率为 3.09%。

财政部公布，6 月，全国发行新增地方政府债券 6281 亿元，其中一般债券 1010 亿元、专项债券 5271 亿元。发行再融资债券 5472 亿元，其中一般债券 2674 亿元、专项债券 2798 亿元。

大宗商品：周期品价格回落

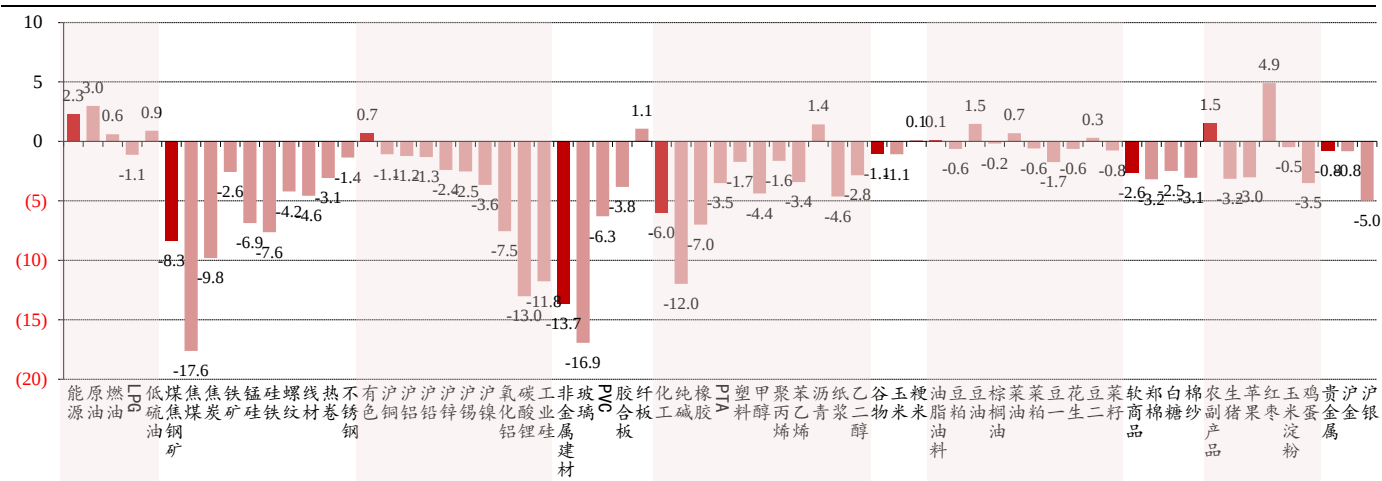
“反内卷”预期支撑的周期品价格上行出现回落。本周商品期货指数下跌 2.36%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源（2.26%）、有色金属（0.71%）、油脂油料（0.10%），下跌的有贵金属（-0.79%）、谷物（-1.07%）、化工（-5.98%）、煤焦钢矿（-8.35%）、非金属建材（-13.66%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有红枣（4.90%）、原油（2.99%）、豆油（1.48%），跌幅靠前的则有焦煤（-17.63%）、玻璃（-16.94%）、碳酸锂（-13.02%）。此前涨幅较高的煤焦钢矿和非金属建材价格出现明显回落。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 -2.36%	能源 +2.26%	煤焦钢矿 -8.35%
有色金属 +0.71%	非金属建材 -13.66%	化工 -5.98%
谷物 -1.07%	油脂油料 +0.10%	贵金属 -0.79%

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)

欧洲天然气价格延续涨势，因美国总统唐纳德·特朗普缩短了俄罗斯同意乌克兰停火的期限，对俄罗斯能源出口形成威胁，而此举正值亚洲气温升高。欧洲基准天然气期货周二一度上涨 3.1%，创下逾两周来最大单日涨幅，并为三连涨。

贝克休斯：美国天然气钻井平台数量增加 5 个达到 122 个，数量升至 2023 年 8 月以来的最高水平。美国石油/天然气钻机数量连续第五个月下降。

国内部分焦企召开市场分析会认为,当前焦炭市场应尽快再次提涨价格,并决定自7月31日零时起,对钢厂客户执行捣固湿熄焦价格上调50元/吨,捣固干熄焦价格上调55元/吨,顶装焦价格上调75元/吨。

中国有色金属工业协会表示，下一步要从严控制铜冶炼、氧化铝新增产能，引导行业合理布局硅、锂、镁等新增产能。针对产能过度内卷的细分品种，将加快推动落后产能有序退出，推动行业依法依规治理企业低价无序竞争。

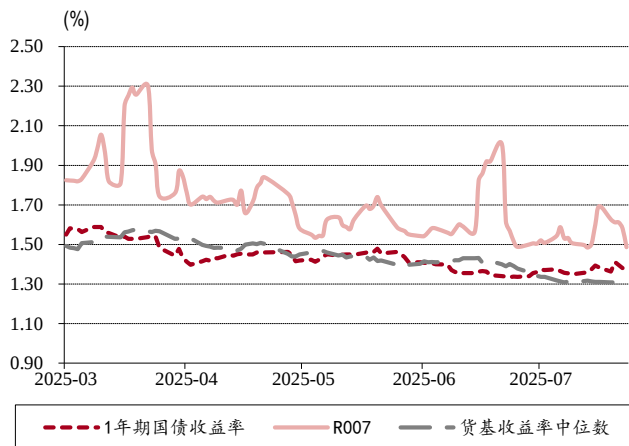
从农业农村部了解到，7月以来，黄淮、江淮、江汉等地出现大范围高温天气，降雨持续偏少，土壤失墒加快，部分地区旱情快速发展。气象部门预计，未来10天上述地区还将有阶段性35℃以上高温天气，且降雨偏少，高温干旱可能持续发展，对秋粮生产带来不利影响。近日，农业农村部对河南、安徽、山东、江苏、湖北5省启动农业防高温干旱三级应急响应，并派出工作组赴河南、安徽等重点省份，指导抗旱灌溉保秋粮丰收。

世界黄金协会发布黄金需求报告显示,二季度全球黄金总需求同比增长 3%至 1249 吨,价值跃升 45%至创纪录的 1320 亿美元。全球央行在第二季放缓购金步伐,净购金 166 吨,创 2022 年以来的最低水平。

货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方

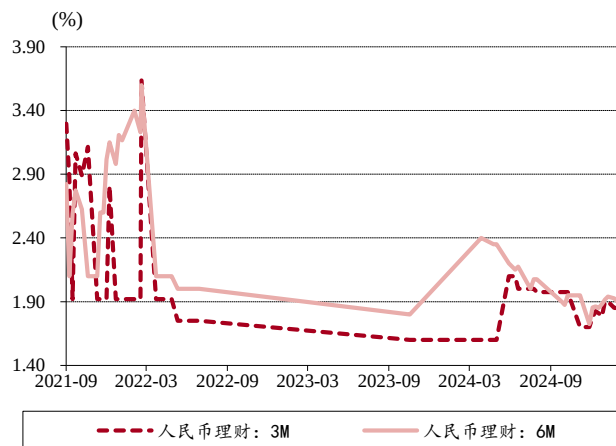
拆借资金利率波动，不影响货币类产品收益率整体维持在偏低水平波动。本周余额宝 7 天年化收益率下行 5BP，周五收于 1.04%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.29%。

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

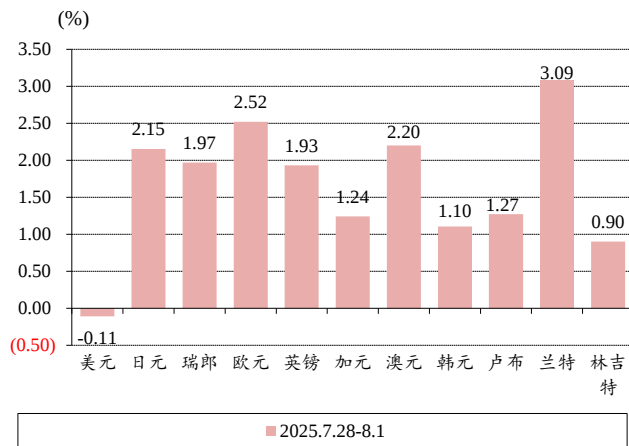


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数短期回升

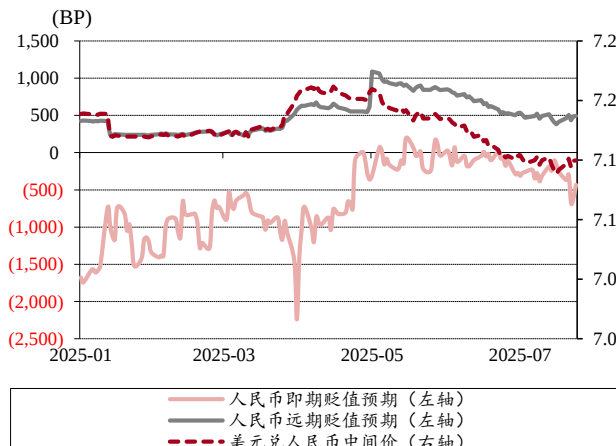
人民币兑美元中间价本周上行 77BP，至 7.1496。本周人民币对兰特(3.09%)、欧元(2.52%)、澳元(2.20%)、日元(2.15%)、瑞郎(1.97%)、英镑(1.93%)、卢布(1.27%)、加元(1.24%)、韩元(1.10%)、林吉特(0.90%) 升值，对美元(-0.11%) 贬值。美元指数本周回升。

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)

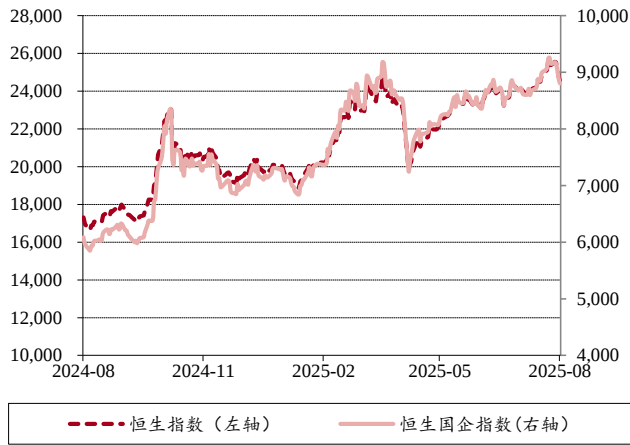
国家外汇局数据显示，2025 年 6 月，我国国际收支货物和服务贸易出口 3292 亿美元，进口 2591 亿美元，顺差 701 亿美元。

国家外汇局部署下半年外汇管理重点工作，其中提到，加强外汇形势监测分析，强化跨境资金流动宏观审慎管理和预期引导，适时开展逆周期调节，维护外汇市场稳定和国家经济金融安全。

港股：美联储主席鹰派超出市场预期

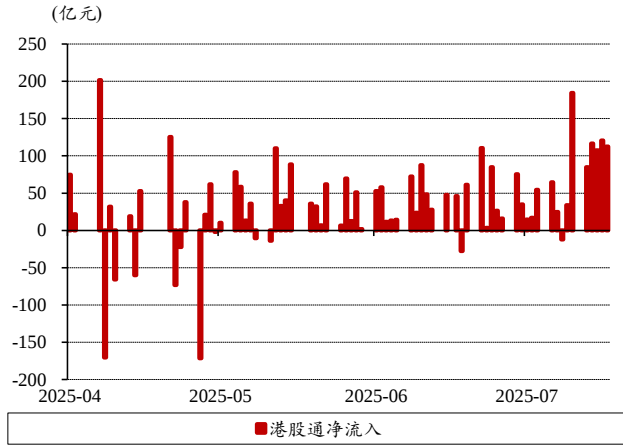
本周美国关税政策正式落地，开始影响全球经济和贸易，另一方面，美联储7月如期不降息，虽然美联储会议纪要表述较为温和，但美联储主席鲍威尔表示9月是否降息要看经济数据变化，并未就9月降息给出明确指引，被市场认为态度偏鹰。行业方面本周上涨的有医疗保健业（1.82%）、电讯业（0.03%），跌幅靠前的有原材料业（-5.87%）、综合企业（-4.83%）、资讯科技业（-4.20%）。本周南下资金总量 541.06 亿元。

图表 23. 恒指走势



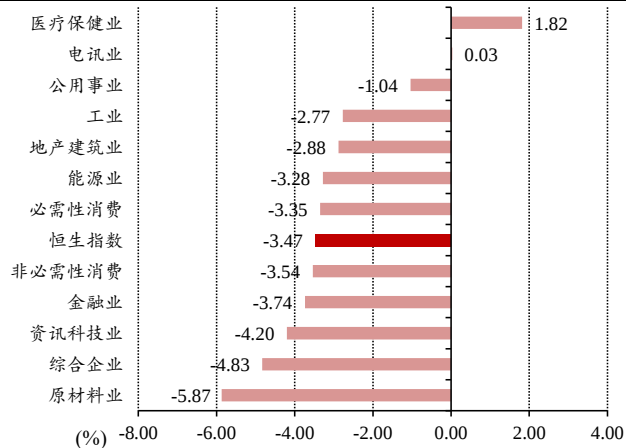
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



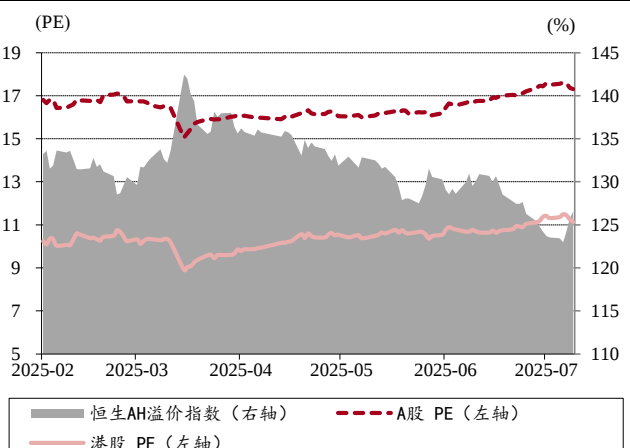
资料来源：万得，中银证券

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)

7月31日凌晨，美联储连续第五次按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.5%之间不变，符合预期。美联储主席鲍威尔表示现在就断言美联储是否会像金融市场预期的那样在9月下调联邦基金利率还为时过早。他说，在关税和通胀仍充满不确定性的情况下，当前的利率水平是合适的。鲍威尔表示，关税传导至价格的过程可能比之前预料的更慢，判断关税对通胀的影响仍然太早。

日本央行维持利率在0.5%不变，同时将2025年核心CPI预期由2.2%上调至2.7%。日本央行行长植田和男称未面临通胀应对滞后的风险，淡化了市场对近期加息的强烈预期。

加拿大央行维持利率在2.75%不变，为连续第三次按兵不动。加拿大央行表示，如果经济走弱且通胀压力得到控制，保留进一步降息的可能。

韩国央行7月10日会议纪要显示，多数委员认为有必要进一步降息，同时警告美国关税政策带来“重大”经济不确定性。韩国央行在此次会议上维持基准利率在2.50%不变。

美国7月非农就业人数仅仅增加7.3万人，创9个月最低，远不及预期的11万人。此外，前两个月的数据合计大幅下修25.8万。7月失业率小幅升至4.2%。最新非农就业数据表明，美国劳动力市场已不仅仅是“温和放缓”，而是“急速刹车”，或引发新一轮衰退担忧。数据公布后，交易员完全消化美联储10月降息的情景。

美国第二季度实际GDP年化季环比初值增3%，大幅超出市场预期的2.4%，一季度为萎缩0.5%。二季度核心PCE物价指数年化季环比升2.5%，较前值3.5%大幅下降，但高于预期的2.3%。

美联储最爱通胀指标-核心PCE物价指数在6月份同比上涨2.8%，高于预期的2.7%，为2月以来最高水平。实际消费支出环比仅增长0.1%，可支配收入继5月下滑后在6月持平。

美国上周初请失业金人数增加1000人至21.8万人，低于市场预期的22.4万人。前一周续请失业金人数持平于194.6万人。

美国7月ADP就业人数增加10.4万人，超出经济学家预期的7.5万人，但仍远低于去年平均水平，前值为下降3.3万人。

Challenger报告显示，美国企业7月裁员人数同比增长139.8%至62,075人，增幅为四个月以来最高。今年迄今裁员806,383人，为2020年1-7月以来最多。

美国6月JOLTS职位空缺743.7万人，不及预期的750万人，前值从776.9万人下修至771万人。

美国房产经纪协会NAR报告显示，由于高房价和高抵押贷款利率持续，6月份美国待售房屋数量意外下降0.8%，而5月份为增长1.8%。

美国5月S&P/CS20座大城市末季调房价指数同比增2.79%，预期增3%，前值增3.42%。美国5月FHFA房价指数环比减0.2%，预期减0.2%，前值修正为减0.3%。

欧元区第二季度GDP环比增长0.1%，同比增长1.4%，均较前值有所放缓，但好于市场预期。不过，欧元区最大经济体德国和第三大经济体意大利二季度经济均陷入萎缩，法国、西班牙则表现超预期。

美国7月ISM制造业PMI意外降至48，创九个月新低，主要受订单持续减少以及就业下滑加剧拖累。另外，美国7月标普全球制造业PMI终值49.8，初值49.5。

美国总统特朗普签署行政命令，修改对数十个国家的“对等关税”，税率从10%到41%不等，未列明国家则统一适用10%的关税税率。此外，所有被认为是为了规避关税而转运的货物将被额外征收40%的关税。同时，“对等关税”的生效日期也被推迟至8月7日，而非此前确定的8月1日。

美国总统特朗普再度“逼宫”美联储主席鲍威尔，称现在必须“大幅”降低利率。若不降息，美联储理事会应“接手掌管”，采取每个人都知道必须采取的行动。特朗普表示，美联储理事会内部存在“强烈的异议声”，“只会愈演愈烈”。就业数据是由拜登任命的人选发布的，美国需要更准确的就业数据。为此，他已指示团队解雇劳工统计局局长。

美国将在8月1日恢复征收所谓“对等关税”，当前特朗普政府仍在与多个经济体进行最后时刻的谈判。目前，美国仅与英国、越南、菲律宾、印度尼西亚、日本、欧盟和韩国等经济体达成初步协议。尽管特朗普声明不会再次延期，但美国财长贝森特强调，即使8月1日关税上调，谈判窗口仍然开放。

美国与欧盟达成15%税率关税协议。美国总统特朗普表示，该协议将对大多数输美欧洲商品征收15%的关税，其中包括汽车。特朗普表示，欧盟将比此前增加对美国投资6000亿美元，欧盟将购买美国军事装备，并将购买7500亿美元的美国能源产品。欧盟委员会主席冯德莱恩称，部分产品将免征关税，包括飞机及其零部件、部分化学品和药品。冯德莱恩承认，欧盟与美国尚未就烈酒领域做出决定，贸易协定框架的细节将在未来几周内公布。

韩美经贸磋商达成协议，美方将对韩国征收的“对等关税”和汽车关税税率一律被下调至15%，韩国将不再进一步开放大米和牛肉市场。韩美商定成立规模达3500亿美元的对美投资基金，涉及造船、半导体、核电等多个领域。

美国白宫表示，美国总统特朗普签署行政命令，对巴西加征40%关税，使总关税额达到50%。白宫表示，对巴西产品征收关税的范围不包括部分木浆和石油产品、部分化肥、能源及能源产品、生铁和贵金属。

美国总统特朗普宣布，将从8月1日开始对来自印度的商品征收25%的关税，并暗示可能因印度从俄罗斯采购能源而追加惩罚性关税。特朗普还表示，不会延长原定于8月1日重启对多国“对等关税”的最后期限。

美国政府此前威胁，将从 8 月 1 日开始向未能与美国达成贸易协议的贸易伙伴征收高关税。如今期限将至，巴西和印度表示，不会屈服于美国的压力，将采取一切必要措施维护国家利益。

美国总统特朗普宣布 8 月 1 日起对进口半成品铜等产品征收 50% 关税。公告显示，将自 8 月 1 日起对进口半成品铜产品及铜密集型衍生产品普遍征收 50% 的关税。白宫表示，铜输入材料（例如铜矿石、精矿、铋铜、阴极铜和阳极铜）和铜废料不受“232 条款”或对等关税约束。受此消息影响，纽约期铜一度下跌逾 18%。美国铜指数 ETF 收跌 19.31%，铜矿 ETF 跌 2.9%。

美国白宫发表声明称，美国总统特朗普签署了一项行政命令，暂停对低价值货物的最低限度免税待遇。声明称，自 8 月 29 日起，通过国际邮政网络以外的方式寄送的价值等于或低于 800 美元且原本符合最低限度免税条件的进口货物将被征收所有适用关税。对于通过国际邮政系统运送的货物，包裹将根据从价税或从量税征收关税。

美国总统特朗普向全球 17 家最大的制药公司发送了信函，其中包括礼来、诺和诺德和辉瑞，敦促其将美国新药价格削减至其他特定国家支付的最低水平。特朗普要求各公司立即降低向医疗补助计划 (Medicaid) 收取的现有药品价格，并保证未来推出的药品价格与海外价格相当。

美国财政部公布再融资计划，将季度再融资发债规模定于 1250 亿美元，与预期相符，其中将继续小幅增加通胀保护国债 (TIPS) 的销售。美国财政部认为，“至少未来几个季度”的债券发行将保持稳定。

美国财政部将本季度联邦借款预估规模大幅上调至 1 万亿美元，主要是由于债务上限带来的影响所致。美国财政部周一发布声明称，现在预计 7 月至 9 月的净借款规模为 1.01 万亿美元，高于 4 月预测的 5540 亿美元。

美国总统特朗普表示，他将给俄罗斯 10 天时间来与乌克兰达成停火协议。特朗普宣布将缩短此前设定的普京与乌克兰达成停火的最后期限，并威胁如果莫斯科不采取行动停火，则可能面临经济惩罚。

国际货币基金组织 (IMF) 发布最新《世界经济展望》报告，将中国 2025 年 GDP 增长预期大幅上调 0.8 个百分点至 4.8%，2026 年增长率也上调 0.2 个百分点至 4.2%。IMF 将 2025 年全球经济增长预期上调至 3%，美国经济增长预期小幅上调至 1.9%，欧元区经济增长预计将加速至 1%。

下周大类资产配置建议

7月制造业和非制造业 PMI 均有所回落。国家统计局公布，7月中国制造业 PMI 为 49.3%，环比季节性下降 0.4 个百分点。非制造业和综合 PMI 产出指数分别为 50.1%和 50.2%，比上月下降 0.4 和 0.5 个百分点，均持续高于临界点，我国经济总体产出保持扩张。7 月份，受制造业进入传统生产淡季，部分地区高温、暴雨洪涝灾害等因素影响，PMI 降至 49.3%，制造业景气水平较上月回落。分细项看，生产指数和新订单指数分别为 50.5%和 49.4%，比上月下降 0.5 和 0.8 个百分点，制造业生产活动继续保持扩张，市场需求有所放缓；受近期部分大宗商品价格上涨等因素影响，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 51.5%和 48.3%，比上月上升 3.1 和 2.1 个百分点，其中主要原材料购进价格指数自今年 3 月份以来首次升至临界点以上，制造业市场价格总体水平有所改善；从重点行业看，装备制造业和高技术制造业 PMI 分别为 50.3%和 50.6%，均持续高于临界点，高端装备制造业保持扩张；消费品行业 PMI 为 49.5%，比上月下降 0.9 个百分点；高耗能行业 PMI 为 48.0%，比上月上升 0.2 个百分点，景气度有所改善。7 月份，非制造业商务活动指数为 50.1%，比上月下降 0.4 个百分点，仍高于临界点。服务业商务活动指数为 50.0%，比上月略降 0.1 个百分点。从行业看，在暑期假日效应带动下，与居民出行和消费相关的铁路运输、航空运输、邮政、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 60.0%以上高位景气区间，业务总量较快增长；租赁及商务服务、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数均位于扩张区间，旅游相关行业市场较为活跃；房地产、居民服务等行业商务活动指数均低于临界点，景气度偏弱。受近期部分地区持续高温、暴雨洪涝灾害等不利因素影响，建筑业施工有所放缓，商务活动指数为 50.6%，比上月下降 2.2 个百分点。

美国关税落定、美联储 7 月不降息、二季度 GDP 增速好于市场预期。本周美国方面要闻较多。一是美国关税落定。本周，美国与欧盟达成 15%税率关税协议，其中包括汽车，同时欧盟将比此前增加对美国投资 6000 亿美元，将购买美国军事装备，并将购买 7500 亿美元的美国能源产品。韩美经贸磋商达成协议，美方将对韩国征收的“对等关税”和汽车关税税率一律被下调至 15%，韩美商定成立规模达 3500 亿美元的对美投资基金。美国总统特朗普宣布 8 月 1 日起对进口半成品铜等产品征收 50%关税。暂停对低价值货物的最低限度免税待遇，自 8 月 29 日起，对于通过国际邮政系统运送的货物，包裹将根据从价税或从量税征收关税。二是美联储 7 月不降息。7 月 31 日凌晨，美联储连续第五次按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%至 4.5%之间不变，符合预期。美联储主席鲍威尔表示现在就断言美联储是否会像金融市场预期的那样在 9 月下调联邦基金利率还为时过早。我们认为鲍威尔对 9 月是否降息取决于就业和通胀数据的表述是符合预期的，但未就 9 月降息给出明确预期指引则偏鹰。三是美国二季度实际 GDP 增速超出市场预期。美国第二季度实际 GDP 年化季环比初值增 3%，大幅超出市场预期的 2.4%，一季度为萎缩 0.5%。我们认为整体来看，美国经济表现出较强的韧性，8 月 1 日关税落地后，对美国经济增长、通胀和就业的影响，在数据中的体现可能偏慢，建议关注美联储货币政策调整在经济数据和政治压力之间的平衡。

经济有活力，政策有定力。国际货币基金组织（IMF）发布最新《世界经济展望》报告，将中国 2025 年 GDP 增长预期大幅上调 0.8 个百分点至 4.8%，2026 年增长率也上调 0.2 个百分点至 4.2%。结合 7 月 30 日政治局会议内容，我们认为从长期的角度看，接下来市场关注的重点是“十五五”规划中，如何体现在未来一段时间内复杂多变、不确定难预料国际环境中，全面发力、主动部署科技创新发展和产融结合；从短期的角度看，一是现有政策如何落实落细，包括加快政府债券发行使用、降低社会综合融资成本、落地育儿补贴提振居民消费、推动反内卷改善部分行业供需格局、改革创新和融资支持两方面措施支持稳住外贸外资基本盘、通过城市更新等政策防范化解房地产领域风险等，二是期待宏观政策适时加力，7 月政治局会议已经体现了在会议职能范围内，市场关注和期待的政策，但考虑到 7 月 PMI 数据受国内外多种因素影响环比下降的客观现实，我们认为宏观政策仍有适时加力的可能性，其中财政政策和货币政策或都有加力的空间。从时间窗口来看，无论是“十五五”规划还是宏观政策调整预期对人民币资产价格的影响，可能都集中体现在 9 月-10 月，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 (2025.8.3)

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