

宏观和大类资产配置周报

关注 7 月政治局会议

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**：6 月 CPI 同比上涨 0.1%，PPI 同比下降 3.6%。
- **要闻**：国家发改委表示，“十四五”中国经济增量预计超 35 万亿元，今年经济总量预计可以达到 140 万亿元左右；我国退休人员基本养老金实现“21 连涨”；国务院办公厅发文推出新一批稳就业支持政策；七部门联合发布《关于加快推进普惠托育服务体系建设的意见》；财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》。

资产表现回顾

- **A 股上涨，债券调整**。本周沪深 300 指数上涨 0.82%，沪深 300 股指期货上涨 1.75%；焦煤期货本周上涨 7.00%，铁矿石主力合约本周上涨 3.87%；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 7BP 至 1.07%；十年国债收益率上行 2BP 至 1.67%，活跃十年国债期货本周下跌 0.27%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币**。本周稳增长的宏观政策有加码的迹象：一是国家发改委城市和小城镇改革发展中心表示，要以“两重”“两新”资金使用为抓手，加大新型城镇化重点领域投入；二是国务院办公厅发文推出新一批稳就业支持政策，包括扩大稳岗扩岗专项贷款支持范围，提高相关企业失业保险稳岗返还比例等等；三是国家发展改革委日前新增下达 100 亿元中央预算内投资，开展以工代赈加力扩围促进重点群体就业增收行动，助力 31 万名重点人群稳就业促增收；四是七部门联合发布《关于加快推进普惠托育服务体系建设的意见》，明确发展“1+N”的托育服务体系。一方面，目前万得一致预期二季度实际 GDP 同比增长 5.2%，为全年实现 5% 的增长目标创造了较好的条件，但另一方面，考虑到美国表示 8 月 1 日不仅将落地“对等关税”，同时也将对进口铜征收 50% 的关税，这将进一步影响全球经贸环境，并导致我国经济发展的外部形势更加严峻。我们建议关注 7 月政治局会议对下半年经济增长前景的展望和稳增长工作的部署。我们暂维持对风险资产的乐观观点。
- **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

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20250710》
20250711
《策略点评报告》20250710
《策略点评》20250710

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 (2025.7.13)

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

资料来源：中银证券

目录

一周概览	4
人民币风险资产价格表现偏强.....	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪.....	7
大类资产表现	9
A 股：普涨.....	9
债券：短端利率债收益率上行.....	10
大宗商品：房地产相关周期品价格上涨.....	11
货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方.....	12
外汇：美元汇率短期反弹.....	12
港股：美国高关税即将在 8 月落地.....	13
下周大类资产配置建议	16
风险提示：	16

图表目录

本期观点（2025.7.13）	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）	5
图表 4. 原材料产品高频指标周度表现	7
图表 5. 建材社会库存周度表现	7
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	7
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	7
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	7
图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现	8
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	8
图表 11. 汽车周消费规模表现	8
图表 12. 权益类资产节前涨跌幅	9
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	10
图表 14. 信用利差和期限利差	10
图表 15. 央行公开市场操作净投放	10
图表 16. 7 天资金拆借利率	10
图表 17. 大宗商品本周表现	11
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	11
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	12
图表 20. 理财产品收益率曲线	12
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	12
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	12
图表 23. 恒指走势	13
图表 24. 陆港通资金流动情况	13
图表 25. 港股行业涨跌幅	13
图表 26. 港股估值变化	13
图表 27. 本期观点（2025.7.13）	16

一周概览

人民币风险资产价格表现偏强

A股上涨，债券调整。本周沪深300指数上涨0.82%，沪深300股指期货上涨1.75%；焦煤期货本周上涨7.00%，铁矿石主力合约本周上涨3.87%；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7BP至1.07%；十年国债收益率上行2BP至1.67%，活跃十年国债期货本周下跌0.27%。

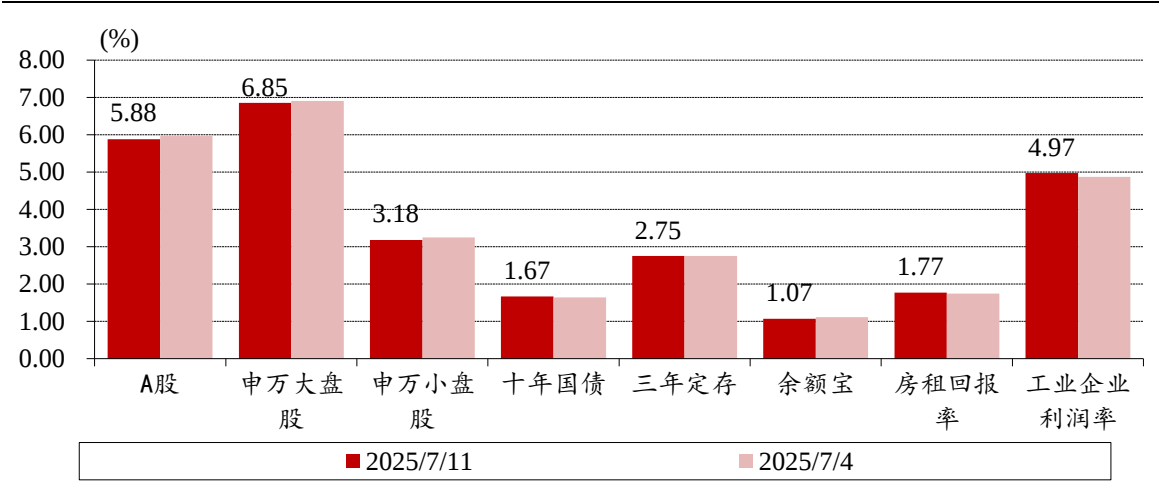
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	沪深300 +0.82%	债券	10年国债到期收益率 1.67%/本周变动 +2BP
	沪深300期货 +1.75%		活跃10年国债期货 -0.27%
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	铁矿石期货 +3.87%	保守	余额宝 1.07%/本周变动 -7BP
	焦煤期货 +7.00%		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

6月通胀同比走势分化。本周A股指数普涨，小盘股估值上行的幅度大于大盘股。本周央行在公开市场净回笼2265亿元，半年末时点过后，拆借资金利率明显回落，周五R007利率收于1.51%，GC007利率收于1.51%。本周十年国债收益率收于1.67%，较上周五上行2BP。6月通胀同比走势分化，CPI同比增速较5月上行，且同比增速回正，PPI同比增速较5月下行，同比下降幅度进一步放大；从分项看，6月食品和能源价格对CPI的拖累减小，同时工业品价格出现一定向好迹象，是推动CPI同比增速上升的重要原因；另一方面，生产端产品价格表现依然疲弱，关注“反内卷”政策可能对生产端带来的影响；此外，CPI分项中，酒类和烟草价格偏弱，或也指向了国内经济增长承压的情况。

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。

美债收益率再度上行。股市方面，本周 A 股主要指数普涨，领涨的指数是创业板指（2.36%），涨幅较小的指数是中小板指（0.73%）；港股方面恒生指数上涨 0.93%，恒生国企指数上涨 0.91%，AH 溢价指数下行 2.36%收于 128.52；美股方面，标普 500 指数本周下跌 0.31%，纳斯达克下跌 0.08%。债市方面，本周国内债市调整为主，中债总财富指数本周下跌 0.08%，中债国债指数下跌 0.17%，金融债指数下跌 0.13%，信用债指数相对持平；十年美债利率上行 8 BP，周五收于 4.43%。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 7 BP，周五收于 1.07%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 2.61%，收于 68.75 美元/桶；COMEX 黄金上涨 0.82%，收于 3370.30 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 1.65%，LME 铜下跌 2.04%，LME 铝上涨 0.46%；CBOT 大豆下跌 3.98%。美元指数上涨 0.91%收于 97.87。VIX 指数上行至 16.4。本周美元指数回升至 97 上方，但美债收益率上行至 4.4%上方。

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	2025/7/7 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/7/11 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,510.18	1.09	1.40	1.91	4.73
	399001.SZ	深证成指	10,696.10	1.78	1.25	2.21	2.70
	399005.SZ	中小板指	6,638.43	0.73	1.83	1.69	4.01
	399006.SZ	创业板指	2,207.10	2.36	1.50	2.51	3.06
	881001.WI	万得全 A	5,423.46	1.71	1.22	2.04	8.00
	000300.SH	沪深 300	4,014.81	0.82	1.54	2.00	2.03
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	250.23	(0.08)	0.17	0.10	1.15
	CBA00603.C	中债国债	248.19	(0.17)	0.18	0.05	0.92
	CBA01203.C	中债金融债	247.34	(0.13)	0.13	0.01	0.58
	CBA02703.C	中债信用债	223.99	(0.00)	0.15	0.13	1.35
	885009.WI	货币基金指数	1,723.79	0.02	0.02	0.03	0.73
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	68.75	2.61	1.50	5.59	(4.14)
	GC.CMX	COMEX 黄金	3,370.30	0.82	1.79	1.89	27.61
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,133.00	1.65	2.74	4.12	(7.30)
	CA.LME	LME 铜	9,663.00	(2.04)	(0.26)	(2.09)	10.21
	AH.LME	LME 铝	2,602.00	0.46	0.10	0.17	1.98
	S.CBT	CBOT 大豆	1,007.50	(3.98)	2.29	(1.90)	(0.30)
货币	-	余额宝	1.07	-7 BP	-7 BP	-14 BP	-19 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	97.87	0.91	(0.28)	1.14	(9.78)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.17	(0.08)	0.05	(0.08)	1.75
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.38	0.60	(0.45)	0.20	(10.14)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.88	1.62	0.05	1.74	(4.50)
港股	HSI.HI	恒生指数	24,139.57	0.93	(1.52)	0.28	20.34
	HSCEI.HI	恒生国企	8,687.56	0.91	(1.75)	0.11	19.17
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	128.52	(2.36)	2.28	(1.42)	(14.48)
美国	SPX.GI	标普 500	6,259.75	(0.31)	1.72	0.88	6.43
	IXIC.GI	NASDAQ	20,585.53	(0.08)	1.62	1.06	6.60
	UST10Y.GBM	十年美债	4.43	8 BP	6 BP	19 BP	-15 BP
	VIX.GI	VIX 指数	16.40	0.12	0.37	(1.97)	(5.48)
	CRB.RB	CRB 商品指数	303.52	1.20	0.06	2.10	2.29

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）

国家统计局发布数据，中国 6 月 CPI 同比上涨 0.1%，为连续下降 4 个月 after 转涨；核心 CPI 继续回升，同比上涨 0.7%，创 14 个月新高。6 月 PPI 环比下降 0.4%，降幅与上月相同，同比下降 3.6%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。

国家发改委介绍“十四五”成就表示，“十四五”中国经济增量预计超 35 万亿元，今年经济总量预计可以达到 140 万亿元左右。过去 4 年内需对经济增长的平均贡献率为 86.4%，其中最终消费对中国经济增长的平均贡献率达到 56.2%。

国家发改委城市和小城镇改革发展中心表示，锚定到 2035 年基本实现新型城镇化目标，要顺应规律，把握趋势，紧抓城镇化动力仍然较强的关键时期，高质量推进新型城镇化四大行动。要以“两重”“两新”资金使用为抓手，加大新型城镇化重点领域投入。

我国退休人员基本养老金实现“21 连涨”。人社部、财政部印发通知明确，从 2025 年 1 月 1 日起，为 2024 年底前已按规定办理退休手续并按月领取基本养老金的退休人员提高基本养老金水平，总体调整水平为 2024 年退休人员月人均基本养老金的 2%。

国务院办公厅发文推出新一批稳就业支持政策，其中包括：扩大稳岗扩岗专项贷款支持范围，提高相关企业失业保险稳岗返还比例，允许生产经营确有困难的企业阶段性缓缴养老保险、失业保险、工伤保险单位缴费部分；扩大社会保险补贴范围及以工代赈政策覆盖范围和项目实施规模。

国家发展改革委日前新增下达 100 亿元中央预算内投资，开展以工代赈加力扩围促进重点群体就业增收行动，支持 26 个省（区、市）和新疆生产建设兵团实施 1975 个项目，预计发放劳务报酬 45.9 亿元，助力 31 万名重点人群稳就业促增收。

七部门联合发布《关于加快推进普惠托育服务体系建设的意见》，明确发展“1+N”的托育服务体系，即以托育综合服务中心为枢纽，建设社区嵌入式托育、幼儿园托班、用人单位办托、家庭托育点等多种形式的托育服务机构。

财政部发布通知，决定 7 月 6 日起，在政府采购活动中对部分自欧盟进口的医疗器械采取相关措施：采购人采购预算金额 4500 万元人民币以上的医疗器械时，确需采购进口产品的，在履行法定程序后，应当排除欧盟企业（不包括在华欧资企业）参与；对于参与的非欧盟企业，其提供的自欧盟进口的医疗器械占比不得超过项目合同总金额的 50%；上述措施不适用于仅自欧盟进口的医疗器械能够满足采购需求的采购项目。随后，商务部新闻发言人在答记者问时表示，中方措施只针对自欧盟进口医疗器械产品，在华欧资企业生产产品不受影响。

财政部解读限制采购欧盟医疗器械相关政策表示，政府采购项目预算金额达到 4500 万元人民币以上的，均应排除欧盟企业参与，无论其提供的产品原产自哪里，在华欧资企业可以有条件参与；相关政策不适用于国有企业采购。

财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，推动保险资金全面建立三年以上长周期考核机制，新考核指标自 2025 年度绩效评价起开始实施。长周期考核机制落地，有助于提高保险资金投资积极性、稳定性，并逐步提高投资 A 股的比例，增厚长期收益，改善资本市场投资者结构，增强市场内在稳定性。

中证协向券商下发《中国证券业协会关于加强自律管理 推动证券业高质量发展的实施意见》，这是首份专门针对证券行业高质量发展的文件。《实施意见》明确，引导督促证券公司将功能性放在首位。值得关注的是，细察《实施意见》可以窥见中证协下一步将要出台或修订的系列文件、建立或完善的相关机制：包括完善发行承销自律规则，将报价报告质量纳入投行执业质量评价体系，建立网下投资者评价筛选机制，出台证券公司开展私募基金托管业务规定等。

中指研究院报告显示，上半年，300 城住宅用地出让金同比增长 27.5%，但成交面积仍下降 5.5%，一线及二线城市出让金增长均超 40%，三四线城市则小幅回落。预计下半年土地市场仍将延续“缩量提质”模式，热点城市核心地块或将保持高溢价成交。

沪深北交易所《程序化交易管理实施细则》7 月 7 日起实施。《实施细则》明确高频交易标准，即单账户每秒申报、撤单笔数合计最高达到 300 笔以上，或者单账户全日申报、撤单笔数合计最高达到 20000 笔以上。同时，《实施细则》对高频交易作出差异化监管安排，包括额外报告要求、从严管理异常交易行为、实行差异化收费标准等。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，7月11日当周各品种钢材开工率环比上周略有分化，螺纹钢和线材开工率分别环比上升1.02个百分点和持平；建材社会库存继续下降，本周较前一周下降4.08万吨，但此前持续下降的趋势有所收敛。7月10日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周有所分化，华南和西北地区开工率较前一周上升，华北地区开工率较前一周持平，华东和东北地区开工率较前一周下降。

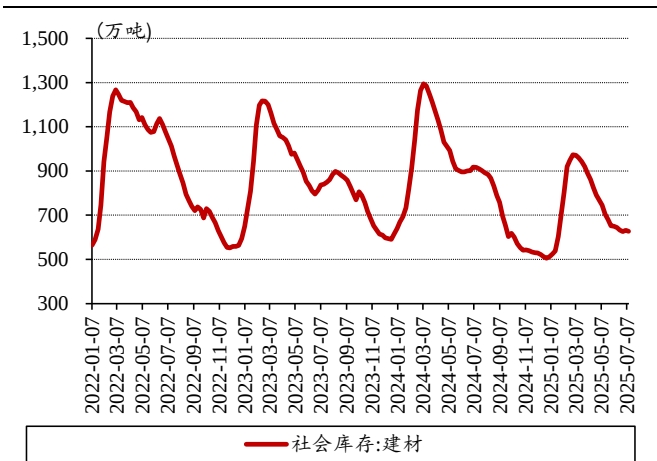
图表4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较2025年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率（%）	43.63	1.02	4.30
	线材：主要钢厂开工率（%）	45.95	0.00	(1.15)
	开工率：华东地区（%）	36.80	(0.70)	4.00
石油沥青装置	开工率：华北地区（%）	13.80	0.00	(24.40)
	开工率：华南地区（%）	35.50	0.30	11.30
	开工率：东北地区（%）	21.00	(0.90)	2.10
	开工率：西北地区（%）	37.90	2.20	17.00

资料来源：万得，中银证券

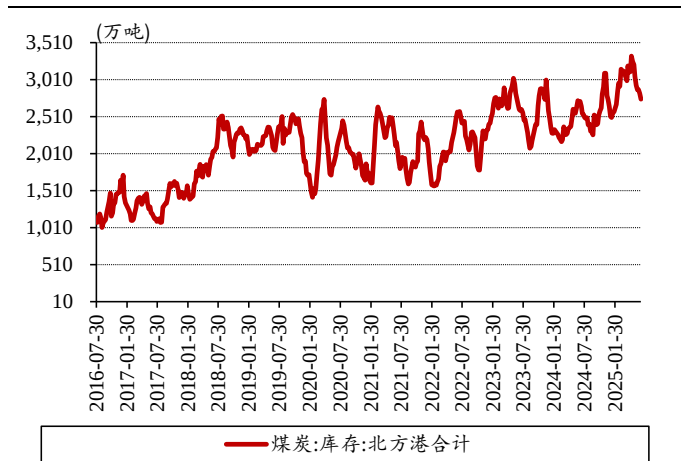
海外机构持仓方面，本周SPDR黄金ETF持仓总价值变动0.62%。原油库存方面，7月4日当周，美国API原油库存上升，本周环比上升712.80万桶。

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



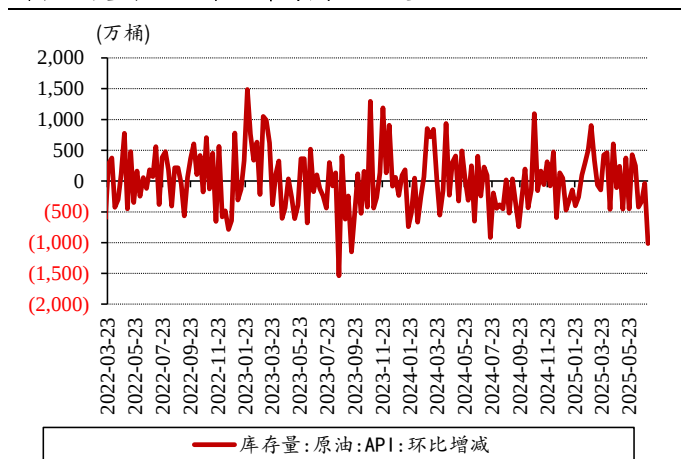
资料来源：同花顺，中银证券

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

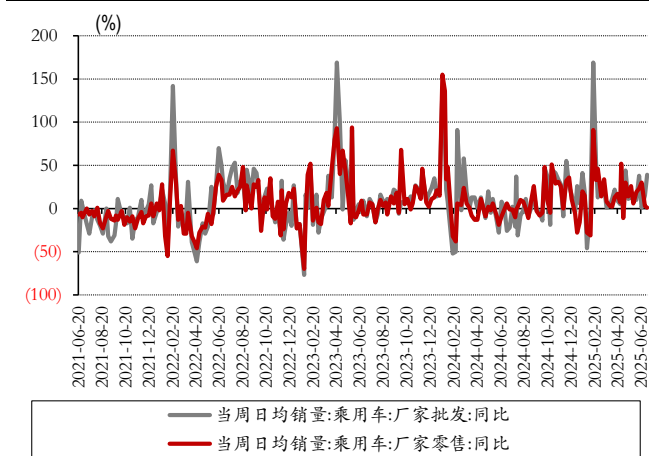


资料来源：万得，中银证券

7月初商品房成交环比周期性回落。7月6日当周，30大中城市商品房成交面积环比下降，单周成交面积环比变动-105.22万平方米。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。

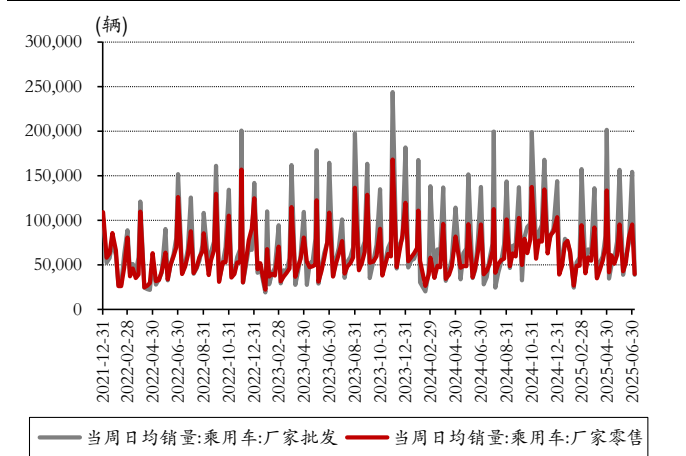
汽车方面，7月6日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为39.00%和1.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

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：普涨

中小创领涨。本周市场指数普涨，领涨的指数包括中证 1000（2.36%）、创业板指（2.36%）、中证 500（1.96%），涨幅较小的指数包括上证红利（0.23%）、上证 50（0.60%）、上证 180（0.65%）。行业方面涨多跌少，领涨的行业有房地产（6.06%）、非银行金融（3.94%）、钢铁（3.90%），领跌的行业有汽车（-0.56%）、家电（-0.18%）、银行（-0.13%）。本周受政策影响房地产行业领涨。

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	2.36	房地产	6.06	稀土永磁指数	10.26
创业板指	2.36	非银行金融	3.94	互联网金融指数	5.97
中证 500	1.96	钢铁	3.90	新能源指数	5.60
上证 180	0.65	银行	(0.13)	ST 概念指数	0.34
上证 50	0.60	家电	(0.18)	共享单车指数	0.23
上证红利	0.23	汽车	(0.56)	共享汽车指数	(0.01)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

航天航空 | 北京时间 2025 年 7 月 3 日 17 时 35 分，我国在西昌卫星发射中心使用长征四号丙运载火箭，成功将试验二十八号 B 星 01 星发射升空，卫星顺利进入预定轨道，发射任务获得圆满成功。该卫星主要用于空间环境探测及相关技术试验。此次任务是长征系列运载火箭的第 583 次飞行。

酒店旅游 | 7 月 5 日上午 9 时，上海乐高乐园正式开园。在线旅游平台去哪儿旅行数据显示，乐高乐园开园掀起暑期乐园消费新热潮，带动上海金山区酒店预订量同比增长 3.5 倍。

人形机器人 | 据报道，随着人形机器人技术成熟与规模化生产，灵巧手作为机器人末端执行器的关键技术，不仅是人形机器人功能性的直接体现，更是推动机器人向智能化、拟人化发展的核心硬件。

防水材料 | 6、7 月份以来，防水材料多家公司纷纷宣布涨价。东方雨虹、北新防水、科顺股份等企业几乎同步发布产品调价通知函，宣布对防水涂料、瓷砖胶、美缝剂等核心产品价格进行 3%-13% 不等的上调。

智能体 | 据媒体报道，阿里通义开源了网络智能体 WebSailor，具备较强的推理和检索能力。英文版和中文版 BrowseComp 评测集的实测结果显示，WebSailor-32B、WebSailor-72B 超越了 DeepSeek R1、Grok-3 等闭源模型，仅次于闭源的 OpenAI DeepResearch。自今年以来，通义实验室已开源 WebWalker、WebDancer 和 WebSailor 三个检索和推理智能体。

多晶硅 | 针对市场有关硅料收储将于近日落地的消息，通威股份有关负责人表示，没有更确切消息。但在反“内卷”背景下，整个光伏板块都在积极响应，硅料端报价上涨明显。

AI+政务 | 近日，国务院办公厅印发《关于健全“高效办成一件事”重点事项常态化推进机制的意见》。《意见》指出，探索开展“人工智能+政务服务”。聚焦“高效办成一件事”应用场景，强化统筹规划，在确保安全的前提下稳妥有序推进人工智能大模型等新技术在政务服务领域应用，为企业和群众提供智能问答、智能引导、智能预填、智能帮办等服务，为工作人员提供智能辅助审批、智能分析等支撑。

工程机械 | 2025 年 6 月挖掘机销量 18804 台，同比+13%，其中国内挖机销量 8136 台，同比+6%，恢复正增长。

新能源汽车 | 乘联分会数据显示，7 月 1—6 日，全国乘用车新能源市场零售 13.5 万辆，比去年 7 月同期增长 21%，新能源市场零售渗透率 56.7%。今年以来累计零售 658.3 万辆，同比增长 37%。

低空经济 | 据媒体报道，芜湖市创新启用无人机配送 AED（自动体外除颤器），提升长江船员急救能力。近日，搭载 AED 的无人机从长江东汇码头基地起飞并精准投送，标志着这项新举措正式运行。

债券：短端利率债收益率上行

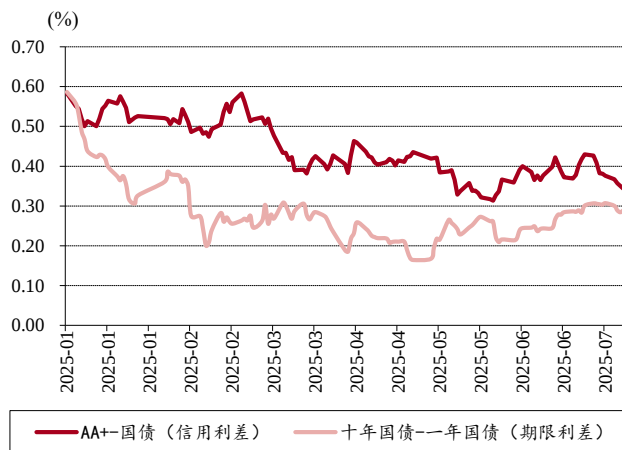
短久期利率债和高等级信用债收益率上行幅度相对较大。十年期国债收益率周五收于 1.67%，本周上行 2BP，十年国开债收益率周五收于 1.72%，较上周五上行 3BP。本周期限利差下行 1BP 至 0.30%，信用利差下行 3BP 至 0.34%。

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

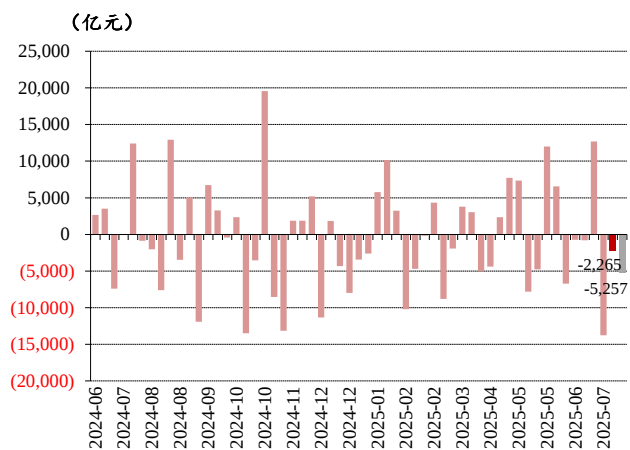
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

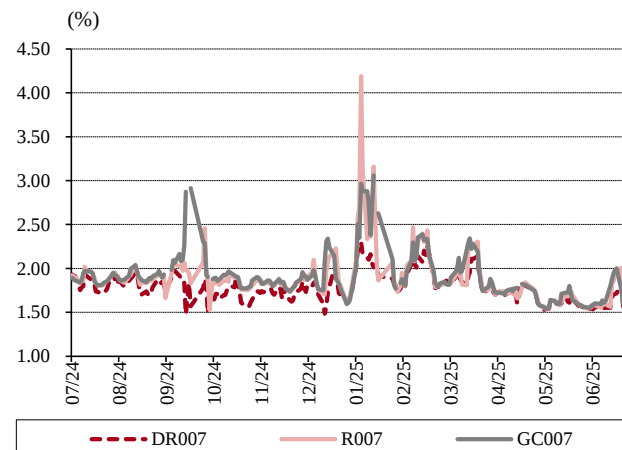
半年末时点过后货币拆借利率回落。本周央行在公开市场净回笼 2265 亿元。本周资金拆借利率整体回落，周五 R007 收于 1.51%，周五 GC007 收于 1.51%，半年末时点过后连续两周持续下行，同时央行也在公开市场连续两周资金净回笼。我们认为下半年稳增长的压力依然存在，宽松的货币政策仍将延续，预计拆借资金利率仍将维持在偏低的水平上保持窄幅波动，后续关注 7 月政治局会议对下半年经济工作的具体安排，以及为应对美国即将落地的全球关税，我国是否会进一步宽松货币政策。

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）

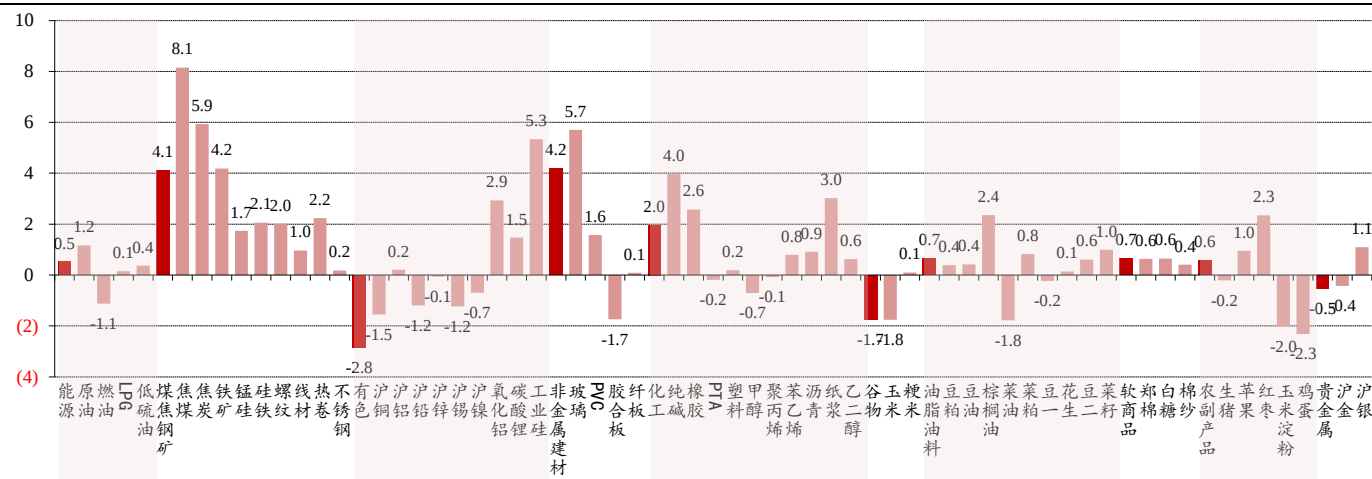
截至上半年末，公募 REITs 总市值突破 2000 亿元。今年以来，多数 REITs 产品获得正收益，涨幅最高的嘉实物美消费 REIT 今年以来涨幅超 50%。行业头部效应逐渐凸显，头部三家基金公司管理了近 40% 的 REITs 规模。

近期多只美元理财产品呈现高收益“吸金”与“提前止盈”并行的特点。其中，部分产品因触发预设止盈机制提前终止，另有部分在售产品的业绩比较基准已超过 4%。

大宗商品价格分化。本周商品期货指数下跌 0.33%。从各类商品期货指数来看，上涨的有非金属建材（4.19%）、煤焦钢矿（4.10%）、化工（1.97%）、油脂油料（0.65%）、能源（0.52%），下跌的有贵金属（-0.53%）、谷物（-1.74%）、有色金属（-2.85%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有焦煤（8.15%）、焦炭（5.93%）、玻璃（5.71%），跌幅靠前的则有鸡蛋（-2.31%）、玉米淀粉（-2.02%）、菜油（-1.78%）。受国家发改委城市和小城镇改革发展中心表示加大新型城镇化重点领域投入提振，房地产相关的煤焦钢矿和非金属建材价格本周涨幅较大。

商品 -0.33%	能源 +0.52%	煤焦钢矿 +4.10%
有色金属 -2.85%	非金属建材 +4.19%	化工 +1.97%
谷物 -1.74%	油脂油料 +0.65%	贵金属 -0.53%

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅 (单位: %)



大宗商品一周要闻 (新闻来源: 万得)

美国能源信息署（EIA）短期能源展望报告显示，预计 WTI 原油今明两年均价分别为 65.22 美元/桶和 54.82 美元/桶，此前分别为 62.33 美元/桶和 55.58 美元/桶。预计布伦特原油今明两年均价分别为 68.89 美元/桶和 58.48 美元/桶，此前分别为 65.97 美元/桶和 59.24 美元/桶。

国际能源署（IEA）在月报中表示，今年全球石油供应增速将是需求增速的三倍。IEA 预计，今年和明年的石油供应量将分别增加 210 万桶/日和 130 万桶/日，高于此前估计的 180 万桶/日和 110 万桶/日。IEA 将 2025 年平均石油需求增长预期下调至 70.4 万桶/日（之前预估为 72 万桶/日），将 2026 年平均石油需求增长预期下调至 72.2 万桶/日（之前预估为 74 万桶/日）。

2025 年全国夏粮总产量达到 2994.8 亿斤，其中小麦产量 2763.2 亿斤，实现稳产丰收。国家统计局农村司副司长魏锋华说，今年夏粮虽略有减产，但减产幅度很小，总体保持稳定。

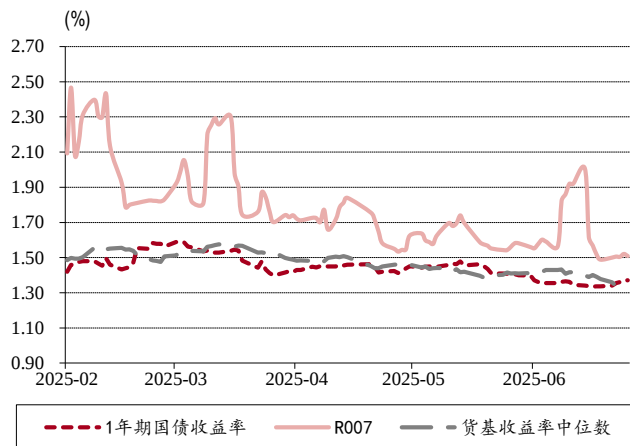
国家粮食和物资储备局数据显示，截至目前，全国累计收购小麦超 5000 万吨，预计新季夏粮收购量 1 亿吨左右，其中小麦 8500 万多吨左右，保持近年来较高水平。今年国家继续在小麦主产区实行最低收购价政策，小麦最低收购价水平三等以上为每斤 1.19 元至 1.23 元之间。

世界黄金协会报告显示，受 6 月份强劲表现（+76 亿美元）的推动，全球黄金 ETF 在上半年增加 380 亿美元。上半年，这些基金的资产管理总额猛增 41%，达到 3830 亿美元，总持有量增加 397 吨，达到 3616 吨。

货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方

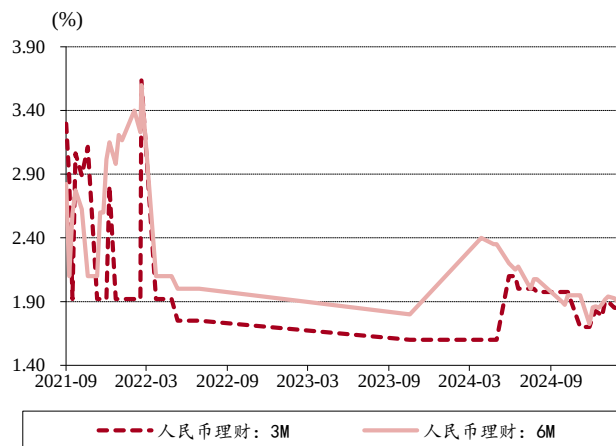
半年末时点过后拆借资金利率回落。本周余额宝 7 天年化收益率下行 7BP，周五收于 1.07%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.34%。

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

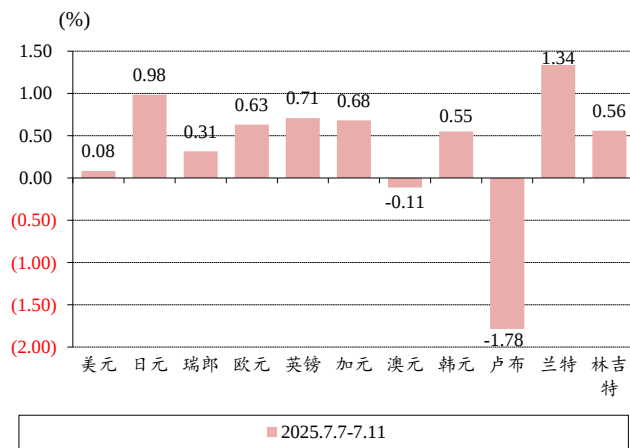


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元汇率短期反弹

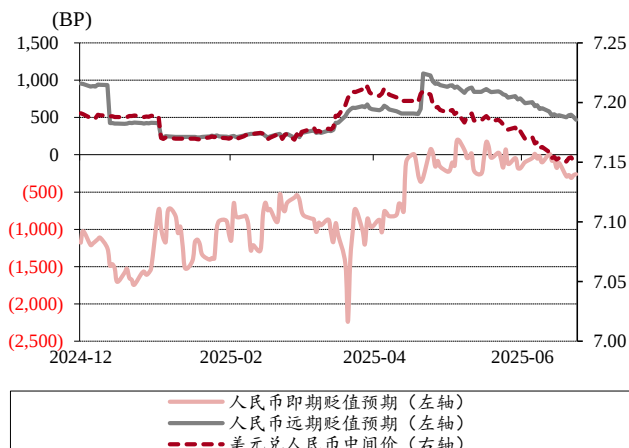
人民币兑美元中间价本周下行 60BP，至 7.1475。本周人民币对兰特(1.34%)、日元(0.98%)、英镑(0.71%)、加元(0.68%)、欧元(0.63%)、林吉特(0.56%)、韩元(0.55%)、瑞郎(0.31%)、美元(0.08%)升值，对澳元(-0.11%)、卢布(-1.78%)贬值。美元指数本周回升。

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)

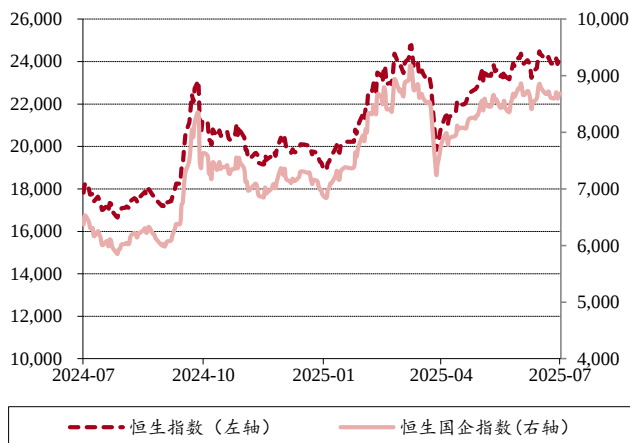
央行数据显示，截至 6 月末，我国黄金储备规模 7390 万盎司，较 5 月末增加 7 万盎司，为连续第 8 个月增持黄金。国家外汇局披露，截至 6 月末，我国外汇储备规模为 33174 亿美元，较 5 月末上升 322 亿美元，已连续 19 个月稳定在 3.2 万亿美元以上。

据 IMF 数据显示，全球外汇储备管理机构在第一季度将避险资产配置从日元转向瑞士法郎。这些资金在 1 月至 3 月间抛售了创纪录的价值 943 亿美元的日元，同时买入了价值 667 亿美元的瑞士法郎，导致截至 3 月 31 日，瑞士法郎在全球储备中的占比跃升至 0.76%。

港股：美国高关税即将在 8 月落地

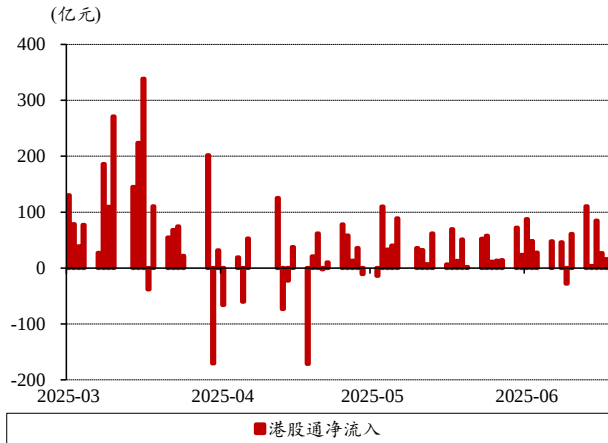
截至 7 月 11 日，美国已经分两批公布了对 22 个贸易伙伴国家的关税，并宣布关税将于 8 月 1 日起征，我们预计美国关税或将是下半年影响国际贸易和经济增长前景的最大不确定性因素。行业方面本周领涨的有工业（3.30%）、金融业（2.54%）、能源业（1.46%），跌幅靠前的有原材料业（-4.18%）、公用事业（-0.51%）、必需性消费（-0.06%）。本周南下资金总量 241.19 亿元。

图表 23. 恒指走势



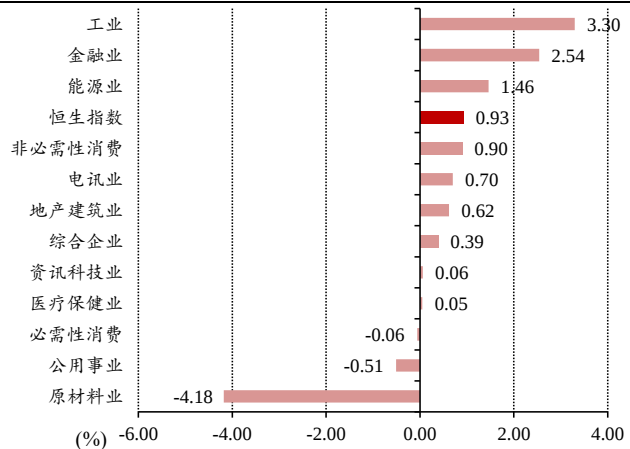
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



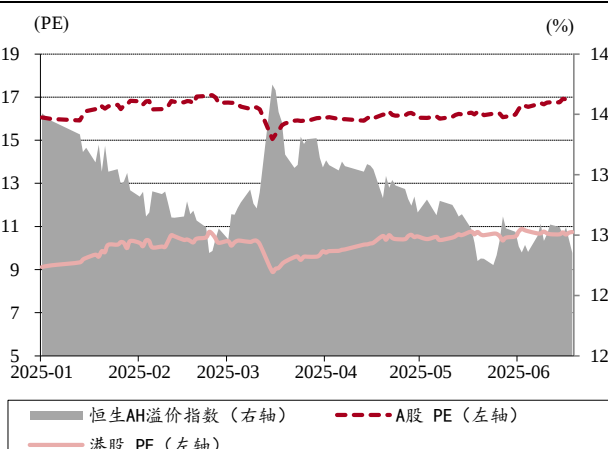
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻（新闻来源：万得）

美联储公布的最新 6 月会议纪要显示，官员们对利率前景的分歧日益显现，主要源于他们对关税可能如何影响通胀的预期不同。与会者普遍认为，由于经济增长和劳动力市场仍然稳健，而当前的货币政策或有适度的限制性，委员会完全有能力等待通胀和经济活动前景更加明朗。

有“新美联储通讯社”之称的知名财经记者 Nick Timiraos 撰文称，在上个月的会议上，通胀前景不明朗，以及在白宫向美联储主席鲍威尔施压的背景下，美联储内部出现分歧，官员们在是否以及何时恢复降息的问题上有分歧，分成三大主要阵营：①年内降息但排除 7 月（主流阵营），②全年按兵不动，③主张下次会议立即行动（纪要显示仅“少数”与会者支持，暗示即美联储理事沃勒与鲍曼）。

美联储理事沃勒称，美联储可以考虑在 7 月降息。美联储应考虑随着时间推移，将资产持有更多地转向短期国债。美联储应将银行准备金规模从目前的 3.26 万亿美元降至约 2.7 万亿美元。再加上美联储所持货币和美国财政部一般账户余额，总体资产负债表将降至 5.8 万亿美元，而当前为 6.7 万亿美元。

美联储戴利表示，今年美联储很可能会降息两次，政策前景存在大量不确定性。关税有可能不会导致物价大幅上涨。是时候考虑调整利率了。实际劳动力市场疲软可能推动降息，但通胀问题可能使政策倾向于另一个方向。考虑在秋季进行降息。

美联储穆萨莱姆表示，由于关税的影响，未来通胀预期可能会上升，目前尚无法确定关税是对通胀产生一次性影响还是更持久的影响。此外，美元贬值可能会进一步推动通胀。

芝加哥联储主席古尔斯比表示，美国总统特朗普最新宣布的关税措施再度搅浑通胀前景，这将使他更难支持特朗普极力主张的降息政策。古尔斯比透露，过去几个月由于特朗普暂停了4月提出的高额双边关税计划，市场对关税推高物价的忧虑已大幅缓解，这原本为美联储很快再次降息铺平了道路。但最新一轮关税，包括8月1日起对部分加拿大进口商品征收35%、对巴西商品征收50%关税，可能重新点燃通胀担忧，迫使美联储保持观望姿态直至形势明朗。

韩国央行将基准利率维持在2.5%不变，为2024年10月开启本轮降息周期以来首次暂停降息。多数理事会成员暗示未来三个月将再次降息，并警告称美国关税带来的“重大”经济不确定性。

澳洲联储维持关键利率在3.85%不变，出乎市场预期。此前，市场和经济学家普遍预测澳洲联储将降息25基点。澳联储声明强调，需等待更多信息确认通胀回归的2.5%目标，同时警惕特朗普政府关税政策引发的全球不确定性风险。

日本央行维持对日本九个地区的经济评估不变，即继续呈现温和复苏态势。日本央行称美国加征关税对出口冲击目前仍属有限，但诸多企业担忧相关关税政策可能削弱全球需求。

新西兰联储维持关键利率在3.25%不变，符合市场预期，此前连续六次降息。该行称，未来仍有可能进一步放松货币政策，为经济复苏注入更多活力。

马来西亚央行宣布降息25个基点至2.75%，为2020年7月以来首次降息，以应对外部不确定性。对于美国将从8月1日起对马来西亚商品征收25%的关税，马方称原则问题上决不对美妥协。

美国上周初请失业金人数22.7万人，为连续第四周下降，且创两个月来最低水平。前一周续请失业金人数196.5万人，仍为2021年末以来的最高水平。

美国本财年关税收入首次突破1000亿美元，反映出特朗普政府加征关税的影响。美国财政部月度预算报告显示，6月关税收入达270亿美元，同比增长301%；本财年迄今的关税总收入增至1130亿美元。6月美国联邦政府总收入同比增长约13%。6月美国联邦政府财政盈余270亿美元，去年同期为赤字710亿美元。本财年前九个月累计赤字达1.34万亿美元。经日历差异调整后，本财年迄今的赤字规模同比收窄1%。

德国5月商品出口环比下降1.4%，连续第二个月下降，且降幅超出预期。对美出口大幅下滑7.7%，创下三年多来最低水平。

日本内阁府公布的5月景气动向指数显示，对经济形势的总体评估自2020年7月以来首次转为“恶化”，上个月为“止跌”。从定义上来说，这表明日本经济处于衰退局面的可能性很高。

美国总统特朗普宣布，将从8月1日起对加拿大产品征收35%的关税。特朗普还透露，将于下周一（当地时间7月14日）就俄罗斯问题发表“重大声明”。

美国总统特朗普在社交媒体上发文，再度敦促美联储主席鲍威尔降息。此前一天，特朗普批评美联储当前的利率政策，称美联储设定的利率至少偏高3个百分点，利率每个百分点每年给美国造成了3600亿美元的再融资成本。消息称特朗普正考虑在美联储主席鲍威尔明年离任前为美联储任命一位“影子主席”，以向美联储施压，迫使其降息。

美国总统特朗普宣布，美国将对进口铜征收50%的关税，自2025年8月1日起生效。铜是全球第三大消费金属，仅次于铁和铝。美国的铜消费量几乎一半来自进口，大多数进口来自智利。

美国总统特朗普在社交媒体平台上发布致8个国家领导人有关加征关税的信函。其中，巴西将被征收50%的关税，利比亚、伊拉克、阿尔及利亚和斯里兰卡将被征收30%的关税，文莱和摩尔多瓦的税率是25%，菲律宾的税率是20%。新税率将从8月1日起生效。此前，特朗普已向日本、韩国等14个国家发出了首批关税信函，关税税率从25%到40%不等。他同时预告本周还会有更多此类信函发出。

美国总统特朗普在社交媒体发文表示，关税将于 2025 年 8 月 1 日开始实施，“该日期没有变化，以后也不会改变”。可能未来两天向欧盟发征税函。此外，特朗普在内阁会议上表示，他仍在计划对包括药品、半导体和金属在内的特定行业征收关税；将对铜征收 50% 的关税，对药品征收高达 200% 的关税。随后，美国商务部长卢特尼克称，铜关税将于 7 月稍晚或 8 月 1 日到位。对制药、半导体领域的调查将于月底完成。受此消息影响，纽约期铜直线拉升，涨幅一度扩大至 17%，报 5.89 美元/磅。

美国总统特朗普接连在社媒上公布其对多个国家发出的关税信函，截至目前，其已对 14 个国家发出最新的关税税率威胁。其中日本、韩国、哈萨克斯坦、马来西亚和突尼斯面临 25% 的关税税率；南非、波斯尼亚税率为 30%；印尼税率为 32%；孟加拉国和塞尔维亚为 35%；泰国和柬埔寨税率为 36%；老挝和缅甸税率为 40%。上述关税将于 8 月 1 日生效。此前，美国白宫表示，特朗普将签署行政令，把关税谈判截止日期推迟至 8 月 1 日。

欧洲议会国际贸易委员会主席贝恩德·朗格表示，当前欧盟与美国的贸易争端仍集中在具体行业的关税领域，特别是钢铁、汽车、铜以及可能涉及的制药产品。欧盟方面已准备好反制措施，第一阶段将于 7 月 14 日自动生效。

英国国家统计局发布的数据显示，受美国关税冲击及多重成本压力影响，英国经济已连续第二个月陷入萎缩。5 月国内生产总值(GDP)环比下滑 0.1%，较 4 月 0.3% 的萎缩幅度略有收窄，但仍显著低于经济学家调查预测的 0.1% 正增长。数据发布后，英国财政大臣里夫斯称最新的 GDP 数据“令人失望”，并强调必须推动经济增长。

全球多国回应特朗普最新关税措施。日本和韩国表示“遗憾”，但均表达了通过谈判解决问题的意愿。泰国对关税税率感到惊讶，南非总统对关税计算方式提出异议，而巴西总统态度强硬，批评美方做法“错误且不负责任”。德国财长警告称，若不能与美国达成公平的贸易协议，欧盟准备采取反制措施。

针对美国将对日本征收 25% 关税问题，日本首相石破茂表示，日本国内将团结一致守护国家利益，在无法让步的事情上不会妥协，绝对不会牺牲日本的农业。

欧盟委员会公布《通用人工智能行为准则》最终版本。该准则适用于包括美国开放人工智能研究中心的 ChatGPT、谷歌的 Gemini、“元”公司的 Llama 以及 xAI 公司推出的 Grok 等主流通用人工智能模型。据新华社报道，该准则仍需获得欧盟成员国及欧盟委员会批准。

欧盟正式批准保加利亚 2026 年 1 月 1 日起使用欧元，这标志着保加利亚成为欧元区第 21 个成员国。根据欧盟理事会公告，欧元与保加利亚列弗的兑换汇率为 1.95583 列弗兑 1 欧元。

日本 20 年期国债招标平均认购倍数 3.15，低于过去 12 个月均值 3.29，显示投资者需求疲软。价格差降至 0.18，表明市场谨慎情绪。随着日本参议院选举临近，政客可能通过增支或减税争取选民，加剧债务担忧。

越南工贸部签署公告，对原产于中国的热轧板卷作出反倾销肯定性终裁，决定对中国涉案产品征收 23.10%-27.83% 的反倾销税，措施自 2025 年 7 月 6 日起生效，有效期为五年。

下周大类资产配置建议

6月CPI同比增速回正，通胀整体仍偏弱。国家统计局发布数据，中国6月CPI同比上涨0.1%，为连续下降4个月 after 转涨；核心CPI继续回升，同比上涨0.7%，创14个月新高。6月PPI环比下降0.4%，降幅与上月相同，同比下降3.6%，降幅比上月扩大0.3个百分点。6月CPI同比增速略高于万得一致预期，PPI同比增速低于万得一致预期；6月国际能源价格和贵金属价格较强，对国内相关产品价格波动的扰动较大；“促消费”和“反内卷”政策，对CPI和PPI相关产品的价格都造成一定影响；关注美国关税政策对我国出口占比较高的行业产品价格产生的影响。

关税大棒挥舞不停。本周，美国总统特朗普接连在社交媒体公布其对多个国家发出的关税信函。第一批是对14个国家发出最新的关税税率威胁。其中日本、韩国、哈萨克斯坦、马来西亚和突尼斯面临25%的关税税率；南非、波斯尼亚税率为30%；印尼税率为32%；孟加拉国和塞尔维亚为35%；泰国和柬埔寨税率为36%；老挝和缅甸税率为40%。上述关税将于8月1日生效。第二批是致8个国家领导人有关加征关税的信函。其中，巴西将被征收50%的关税，利比亚、伊拉克、阿尔及利亚和斯里兰卡将被征收30%的关税，文莱和摩尔多瓦的税率是25%，菲律宾的税率是20%。新税率将从8月1日起生效。此外美国总统特朗普还宣布，美国将对进口铜征收50%的关税，自2025年8月1日起生效。全球多国回应特朗普最新关税措施。日本和韩国表示“遗憾”，但均表达了通过谈判解决问题的意愿。泰国对关税税率感到惊讶，南非总统对关税计算方式提出异议，而巴西总统态度强硬，批评美方做法“错误且不负责任”。德国财长警告称，若不能与美国达成公平的贸易协议，欧盟准备采取反制措施。欧洲议会国际贸易委员会主席贝恩德·朗格表示，欧盟方面已准备好反制措施，第一阶段将于7月14日自动生效。

关注7月政治局会议。本周稳增长的宏观政策有加码的迹象：一是国家发改委城市和小城镇改革发展中心表示，要以“两重”“两新”资金使用为抓手，加大新型城镇化重点领域投入；二是国务院办公厅发文推出新一批稳就业支持政策，包括扩大稳岗扩岗专项贷款支持范围，提高相关企业失业保险稳岗返还比例等等；三是国家发展改革委日前新增下达100亿元中央预算内投资，开展以工代赈加力扩围促进重点群体就业增收行动，助力31万名重点人群稳就业促增收；四是七部门联合发布《关于加快推进普惠托育服务体系建设的意见》，明确发展“1+N”的托育服务体系。一方面，目前万得一致预期二季度实际GDP同比增长5.2%，为全年实现5%的增长目标创造了较好的条件，但另一方面，考虑到美国表示8月1日不仅将落地“对等关税”，同时也将对进口铜征收50%的关税，这将进一步影响全球经贸环境，并导致我国经济发展的外部形势更加严峻。我们建议关注7月政治局会议对下半年经济增长前景的展望和稳增长工作的部署。我们暂维持对风险资产的乐观观点。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 (2025.7.13)

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由此产生的任何责任及损失等。

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

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

中银国际证券有限公司

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

中银国际控股有限公司北京代表处

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

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

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

中银国际(新加坡)有限公司

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