

# 宏观和大类资产配置周报

关注下半年稳增长的过程中金融发挥更大作用

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**：5 月份全国规模以上工业企业利润同比下降 9.1%。
- **要闻**：国新办举行新闻发布会介绍，9 月 3 日上午，北京天安门广场将举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年大会，包括检阅部队；国家发改委举行新闻发布会介绍，将在 7 月下达今年第三批消费品以旧换新资金；央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》；央行货币政策委员会召开二季度例会。

## 资产表现回顾

- **A 股上涨，债券调整**。本周沪深 300 指数上涨 1.95%，沪深 300 股指期货上涨 2.83%；焦煤期货本周上涨 4.64%，铁矿石主力合约本周上涨 1.64%；股份制银行理财预期收益率收于 1.85%，余额宝 7 天年化收益率上涨 5BP 至 1.21%；十年国债收益率上行 1BP 至 1.65%，活跃十年国债期货本周下跌 0.09%。

## 资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币**。我们认为目前来看，下半年稳增长的背景下，金融可以在三个方面发挥作用：一是支持和扩大消费，6 月 24 日，央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，其中明确设立服务消费与养老再贷款额度 5000 亿元，以及健全投资和融资相协调的资本市场功能，推动中长期资金入市，促进资本市场稳定发展；二是协同稳定房地产市场，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；三是央行货币政策委员会二季度例会指出，要进一步加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。我们维持此前观点，认为在 2025 年经济增长目标 5%不变的背景下，外部环境复杂程度加深，一定程度上促使稳增长更加依靠内需，需要宏观政策进一步加码，从央行二季度货币政策委员会例会的情况看，一定程度上提高了下半年降准降息和加大创新型货币政策工具落地力度的预期。
- **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 – 20250626》  
20250628  
《策略点评报告》20250626  
《策略点评》20250626

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（2025.6.29）

| 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反弹 .....              | 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：上行为主 .....                 | 9  |
| 债券：半年末时点拆解资金利率波动 .....         | 10 |
| 大宗商品：国际大宗商品价格波动加大 .....        | 11 |
| 货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方 ..... | 12 |
| 外汇：美元指数继续疲弱 .....              | 12 |
| 港股：美国高关税即将影响国际贸易 .....         | 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（2025.6.29） .....           | 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（2025.6.29） .....    | 16 |

一周概览

人民币风险资产价格反弹

**A股上涨，债券调整。**本周沪深300指数上涨1.95%，沪深300股指期货上涨2.83%；焦煤期货本周上涨4.64%，铁矿石主力合约本周上涨1.64%；股份制银行理财预期收益率收于1.85%，余额宝7天年化收益率上涨5BP至1.21%；十年国债收益率上行1BP至1.65%，活跃十年国债期货本周下跌0.09%。

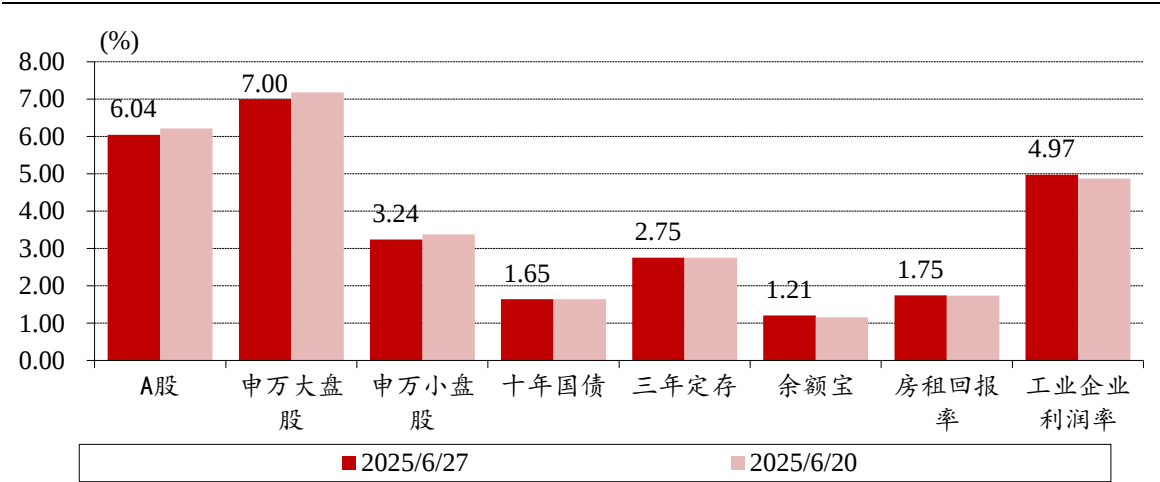
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

| 股票                                                             | 债券                                                                                |
|----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 沪深300 +1.95%<br>沪深300期货 +2.83%<br>本期评论：关注“增量”政策落实情况<br>配置建议：超配 | 10年国债到期收益率 1.65%/本周变动 +1BP<br>活跃10年国债期货 -0.09%<br>本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市<br>配置建议：低配 |
| 大宗                                                             | 保守                                                                                |
| 铁矿石期货 +1.64%<br>焦煤期货 +4.64%<br>本期评论：关注财政增量政策落实进度<br>配置建议：标配    | 余额宝 1.21%/本周变动 +5BP<br>股份制理财 3M 1.85%/本周变动 0BP<br>本期评论：收益率将在2%上下波动<br>配置建议：低配     |

资料来源：万得，中银证券

**5月工业企业利润率继续小幅上升。**本周A股指数普涨，大盘股估值上行的幅度小于小盘股。本周央行在公开市场净投放1.27万亿元，临近半年末时点，拆借资金利率出现较明显上行，周五R007利率收于1.92%，GC007利率收于2.00%。本周十年国债收益率收于1.65%，较上周五上行1BP。5月工业企业利润同比增速较4月下降，主要是受到价和量的拖累，5月工业企业利润率较4月小幅上升，从行业来看，中游制造业利润占比继续上行；国家统计局解读1-5月份工业企业利润数据指出，工业企业利润下降，主要是受有效需求不足、工业品价格下降及短期因素波动等多重因素影响，从利润构成看，投资收益等短期因素的上年同期基数较高，下拉1-5月份规上工业企业利润增速1.7个百分点。

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。

**美元指数下行至 97 上方。**股市方面，本周 A 股主要指数普涨，领涨的指数是创业板指（5.69%），涨幅较小的指数是上证综指（1.91%）；港股方面恒生指数上涨 3.20%，恒生国企指数上涨 2.76%，AH 溢价指数下行 1.97%收于 128.60；美股方面，标普 500 指数本周上涨 3.44%，纳斯达克上涨 4.25%。债市方面，本周国内债市分化，中债总财富指数本周下跌 0.05%，中债国债指数下跌 0.08%，金融债指数下跌 0.01%，信用债指数上涨 0.02%；十年美债利率下行 9 BP，周五收于 4.29%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率上行 5 BP，周五收于 1.21%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 11.88%，收于 65.07 美元/桶；COMEX 黄金下跌 2.94%，收于 3286.10 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 0.03%，LME 铜上涨 2.55%，LME 铝上涨 1.78%；CBOT 大豆下跌 3.35%。美元指数下跌 1.52%收于 97.26。VIX 指数下行至 16.32。本周此前持续了 12 天的伊以冲突暂告一段落，带动全球避险偏好回落，受伊以冲突影响较大的国际油价大幅回落。

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<br>本期涨跌幅 | 2025/6/23<br>上期涨跌幅 | -<br>本月以来 | 2025/6/27<br>今年以来 |
|------|------------|----------|-----------|---------------|--------------------|-----------|-------------------|
| 股票   | 000001.SH  | 上证综指     | 3,424.23  | 1.91          | (0.51)             | 2.29      | 2.16              |
|      | 399001.SZ  | 深证成指     | 10,378.55 | 3.73          | (1.16)             | 3.37      | (0.35)            |
|      | 399005.SZ  | 中小板指     | 6,472.18  | 2.55          | (0.43)             | 3.09      | 1.41              |
|      | 399006.SZ  | 创业板指     | 2,124.34  | 5.69          | (1.66)             | 6.58      | (0.81)            |
|      | 881001.WI  | 万得全 A    | 5,268.17  | 3.56          | (1.07)             | 3.82      | 4.90              |
|      | 000300.SH  | 沪深 300   | 3,921.76  | 1.95          | (0.45)             | 2.12      | (0.33)            |
| 债券   | CBA00301.C | 中债总财富指数  | 250.02    | (0.05)        | 0.25               | 0.52      | 1.07              |
|      | CBA00603.C | 中债国债     | 248.16    | (0.08)        | 0.29               | 0.63      | 0.91              |
|      | CBA01203.C | 中债金融债    | 247.34    | (0.01)        | 0.15               | 0.34      | 0.58              |
|      | CBA02703.C | 中债信用债    | 223.66    | 0.02          | 0.11               | 0.29      | 1.20              |
|      | 885009.WI  | 货币基金指数   | 1,722.96  | 0.02          | 0.02               | 0.10      | 0.68              |
| 大宗商品 | CL.NYM     | NYMEX 原油 | 65.07     | (11.88)       | 1.45               | 7.04      | (9.27)            |
|      | GC.CMX     | COMEX 黄金 | 3,286.10  | (2.94)        | (1.98)             | (0.88)    | 24.43             |
|      | RB.SHF     | SHFE 螺纹钢 | 2,995.00  | 0.03          | 1.05               | 1.08      | (11.38)           |
|      | CA.LME     | LME 铜    | 9,879.00  | 2.55          | 0.16               | 4.01      | 12.67             |
|      | AH.LME     | LME 铝    | 2,595.00  | 1.78          | 2.34               | 6.18      | 1.70              |
|      | S.CBT      | CBOT 大豆  | 1,025.25  | (3.35)        | (0.86)             | (1.58)    | 1.46              |
| 货币   | -          | 余额宝      | 1.21      | 5 BP          | -2 BP              | 4 BP      | -5 BP             |
|      | -          | 银行理财 3M  | 1.85      | 0 BP          | -5 BP              | 0 BP      | 3 BP              |
| 外汇   | USDX.FX    | 美元指数     | 97.26     | (1.52)        | 0.63               | (2.19)    | (10.34)           |
|      | USDCNY.IB  | 人民币兑美元   | 7.17      | 0.20          | (0.03)             | 0.37      | 1.78              |
|      | EURCNY.IB  | 人民币兑欧元   | 8.39      | (1.60)        | 0.22               | (2.75)    | (10.32)           |
|      | JPYCNY.IB  | 人民币兑日元   | 4.97      | (0.56)        | 0.87               | 0.94      | (6.28)            |
| 港股   | HSI.HI     | 恒生指数     | 24,284.15 | 3.20          | (1.52)             | 4.27      | 21.06             |
|      | HSCEI.HI   | 恒生国企     | 8,762.47  | 2.76          | (1.48)             | 3.92      | 20.20             |
|      | HSAHP.HI   | 恒生 AH 溢价 | 128.60    | (1.97)        | 2.52               | (4.23)    | (14.40)           |
| 美国   | SPX.GI     | 标普 500   | 6,173.07  | 3.44          | (0.15)             | 4.42      | 4.96              |
|      | IXIC.GI    | NASDAQ   | 20,273.46 | 4.25          | 0.21               | 6.07      | 4.99              |
|      | UST10Y.GBM | 十年美债     | 4.29      | -9 BP         | -3 BP              | -12 BP    | -29 BP            |
|      | VIX.GI     | VIX 指数   | 16.32     | (20.85)       | (0.96)             | (12.12)   | (5.94)            |
|      | CRB.RB     | CRB 商品指数 | 299.74    | (4.09)        | 0.85               | 3.21      | 1.02              |

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）

国家统计局公布数据显示，5月份全国规模以上工业企业利润同比下降9.1%，1-5月份下降1.1%。具体来看，1-5月份，采矿业实现利润总额3580.4亿元，同比下降29.0%；制造业实现利润总额20201.4亿元，增长5.4%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额3422.5亿元，增长3.7%。主要行业方面，农副食品加工业利润同比增长38.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长11.9%，汽车制造业下降11.9%，煤炭开采和洗选业下降50.6%。国家统计局解读1-5月份工业企业利润数据指出，多重因素影响工业企业利润下降，1-5月份，规模以上工业企业实现利润总额27204.3亿元，比1-4月份增加6034.1亿元，但是受有效需求不足、工业品价格下降及短期因素波动等多重因素影响，同比下降1.1%。从利润构成看，投资收益等短期因素的上年同期基数较高，下拉1-5月份规模以上工业企业利润增速1.7个百分点。

国新办举行新闻发布会介绍，9月3日上午，北京天安门广场将举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利80周年大会，包括检阅部队。国家主席习近平将出席大会并发表重要讲话。阅兵式所有参阅装备均为国产现役主战装备，并安排部分无人智能、水下作战、网电攻防、高超声速等新型作战力量参阅。

国家发改委举行新闻发布会介绍，将在7月下达今年第三批消费品以旧换新资金。随着存量政策加快落地见效，新的储备政策陆续出台实施，有信心、有能力把外部冲击的不确定性和不利影响降到最低，推动经济持续健康发展。

央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措。《意见》明确，设立服务消费与养老再贷款，额度5000亿元。健全投资和融资相协调的资本市场功能，推动中长期资金入市，促进资本市场稳定发展。

商务部回应对欧盟稀土出口许可审批情况表示，已经依法批准一定数量的合规申请，并将持续加强合规申请的审批工作。中方愿就此进一步加强与相关国家的出口管制沟通对话，积极促进便利合规贸易。

中办、国办印发《关于全面推进江河保护治理的意见》，统筹推进水灾害、水资源、水生态、水环境治理。《意见》提出24项具体工作措施，包括：加快推进西南地区水电基地建设，合理布局、积极有序开发建设抽水蓄能电站，有序推进内河航运发展等。

国务院副总理何立峰在河北调研时指出，要加快构建全国统一大市场，积极扩大内需提振消费，加快构建房地产发展新模式。持续推动高端装备制造、智能光伏、清洁能源、新材料等企业创新发展，并综合整治内卷式竞争。

新华社国家高端智库课题组撰写的智库报告《弘扬“中国—中亚精神”：区域合作的成就、机遇与展望》，在哈萨克斯坦首都阿斯塔纳面向全球发布。报告全面深入解读、阐释了中国—中亚合作结出的丰硕成果、双方合作的巨大机遇和广阔前景。报告认为，在新的时代，中国与中亚成为命运与共的好邻居、好朋友、好伙伴、好兄弟，在亚欧大陆开创了睦邻安邻富邻的新局面，探索形成了“中国—中亚精神”，共同为世界打造了区域合作的样板和典范。

商务部新闻发言人回应中美伦敦框架有关情况表示，伦敦会谈后，中美双方团队保持着密切沟通。近日，经批准，双方进一步确认了框架细节。中方将依法审批符合条件的管制物项出口申请。美方将相应取消对华采取的一系列限制性措施。

央行货币政策委员会召开二季度例会，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。会议指出，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。

## 宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，6月27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1.31个百分点和下降1.19个百分点；建材社会库存继续下降，本周较前一周下降6.25万吨。6月25日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周略有分化，华东地区开工率较前一周上升，华北、东北和西北地区开工率较前一周持平，华南地区开工率较前一周下降。

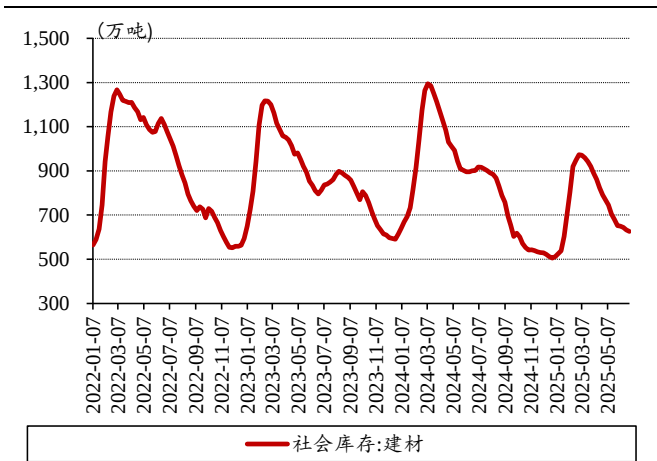
图表4.原材料产品高频指标周度表现

| 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（%） | 43.62 | 1.31   | 4.29      |
|        | 线材：主要钢厂开工率（%）  | 45.33 | (1.19) | (1.77)    |
| 石油沥青装置 | 开工率：华东地区（%）    | 38.70 | 4.30   | 5.90      |
|        | 开工率：华北地区（%）    | 13.80 | 0.00   | (24.40)   |
|        | 开工率：华南地区（%）    | 35.20 | (2.30) | 11.00     |
|        | 开工率：东北地区（%）    | 21.90 | 0.00   | 3.00      |
|        | 开工率：西北地区（%）    | 35.70 | 0.00   | 14.80     |

资料来源：万得，中银证券

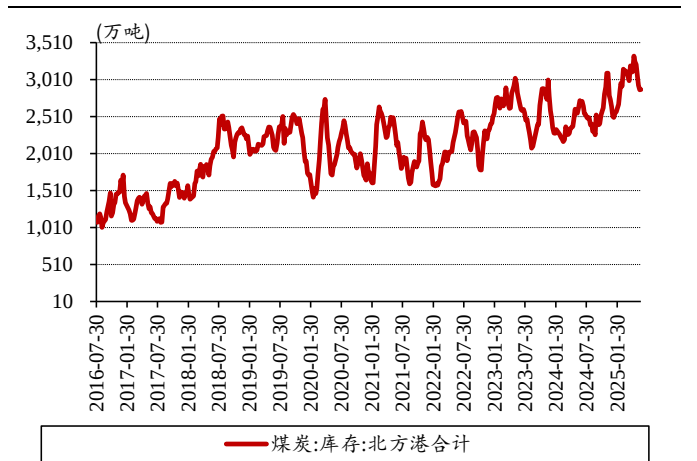
海外机构持仓方面，本周SPDR黄金ETF持仓总价值变动-2.40%。原油库存方面，6月20日当周，美国API原油库存下降，本周环比下降427.70万桶。

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



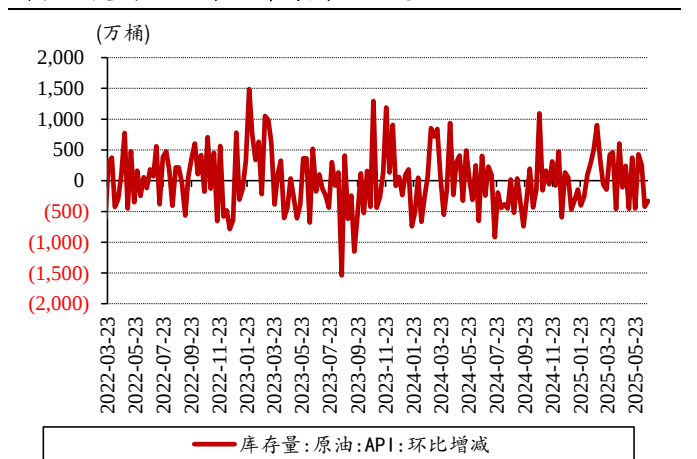
资料来源：同花顺，中银证券

图表7.美国API原油库存周度表现



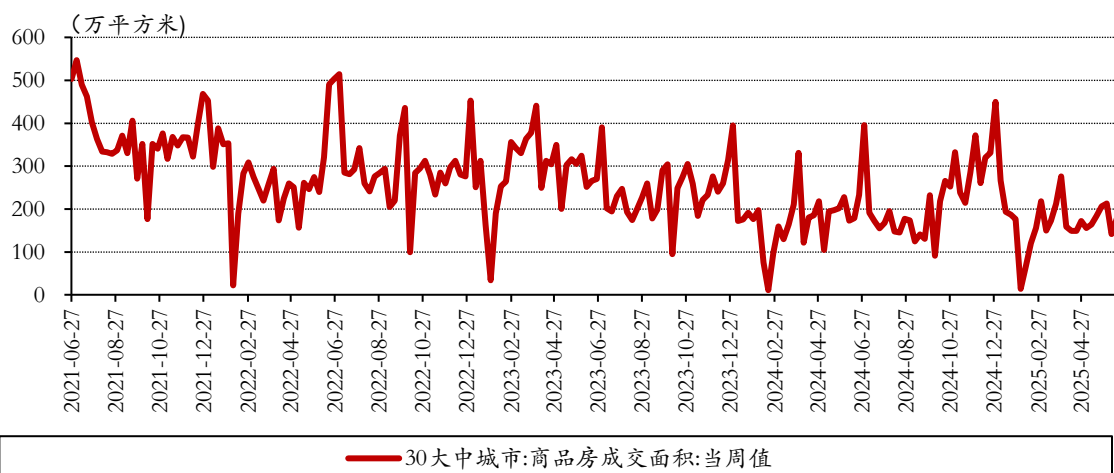
资料来源：万得，中银证券

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

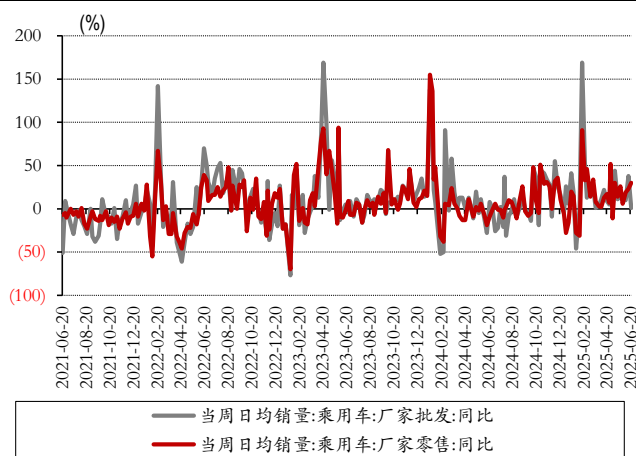


资料来源：万得，中银证券

6月中旬商品房成交环比回升。6月22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 32.96 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。

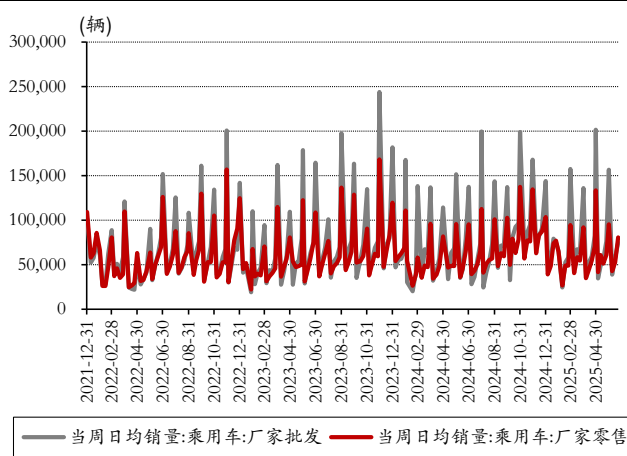
汽车方面，6月22日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为 1.00%和 30.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

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：上行为主

关注 A 股的中报业绩表现。本周市场指数上涨为主，领涨的指数包括创业板指（5.69%）、中证 1000（4.62%）、中证 500（3.98%），下跌的指数仅有上证红利（-0.51%）。行业方面同样上涨为主，领涨的行业有计算机（8.09%）、综合（7.55%）、国防军工（7.46%），下跌的行业仅有石油石化（-1.45%）。本周中小创、TMT 等行业和科技类概念领涨。

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（%） |        |
|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 创业板指    | 5.69   | 计算机     | 8.09   | 互联网金融指数 | 9.64   |
| 中证 1000 | 4.62   | 综合      | 7.55   | 大数据指数   | 9.39   |
| 中证 500  | 3.98   | 国防军工    | 7.46   | 区块链指数   | 9.10   |
| 上证 180  | 1.52   | 交通运输    | 0.25   | 煤电重组指数  | 0.56   |
| 上证 50   | 1.27   | 食品饮料    | 0.02   | 可燃冰指数   | (2.36) |
| 上证红利    | (0.51) | 石油石化    | (1.45) | 油气改革指数  | (2.79) |

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

金融 | 央行、金融监管总局发布《银行业保险业普惠金融高质量发展实施方案》，明确“未来五年基本建成高质量综合普惠金融体系”的目标，并从普惠金融服务、普惠信贷、普惠保险三个方面提出具体政策举措。

汽车产业链 | 小米集团创始人、董事长兼 CEO 雷军正式发布新车小米 YU7，一共有标准版、Pro 和 Max 三个版本，售价分别为 25.35 万元、27.99 万元和 32.99 万元。小米汽车官微称，小米 YU7 1 小时大定突破 28.9 万台。雷军还发布小米首款 AI 眼镜，售价 1999 元起，支持无手机扫码支付。

医疗器械 | 国家药监局局长李利指出，要缩短创新药、医疗器械临床试验审评审批时限，鼓励开展国际多中心临床试验，促进全球创新药和医疗器械在我国同步研发、同步申报、同步审评、同步上市。

固废处理 | 生态环境部等 8 部门近日联合启动全国非法倾倒处置固体废物专项整治行动，计划用 3 年左右时间，在全国范围内开展集中整治，遏制非法转移倾倒处置固体废物高发态势。

消费 | 央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出 19 项重点举措。《意见》明确，设立服务消费与养老再贷款，额度 5000 亿元。健全投资和融资相协调的资本市场功能，推动中长期资金入市，促进资本市场稳定发展。

游戏 | 国家新闻出版署发布 6 月份网络游戏审批信息，国产版号数量为 147 个，进口版号 11 个，本批次版号数量创近几年新高。

光伏 | 国家能源局发布数据，截至 5 月底，全国累计发电装机容量 36.1 亿千瓦，同比增长 18.8%。其中，太阳能发电装机容量 10.8 亿千瓦，增长 56.9%；风电装机容量 5.7 亿千瓦，增长 23.1%。

贵金属 | 工信部等九部门发布《黄金产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》提出，到 2027 年，黄金资源量增长 5%-10%，黄金、白银产量增长 5% 以上。支持重点黄金矿区资源整合，鼓励企业以资本为纽带开展整合。

医疗器械 | 国家药监局审议通过《关于优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展的举措》，将于近日发布，促进更多新技术、新材料、新工艺和新方法应用于医疗健康领域。

交通运输 | 交通运输部召开党组会和部务会强调，要抓紧制定交通运输领域严重失信主体名单管理办法，健全统一的行业信用修复制度，构建以信用为基础的交通运输新型监管机制，推动建设统一开放的交通运输市场。

## 债券：半年末时点拆解资金利率波动

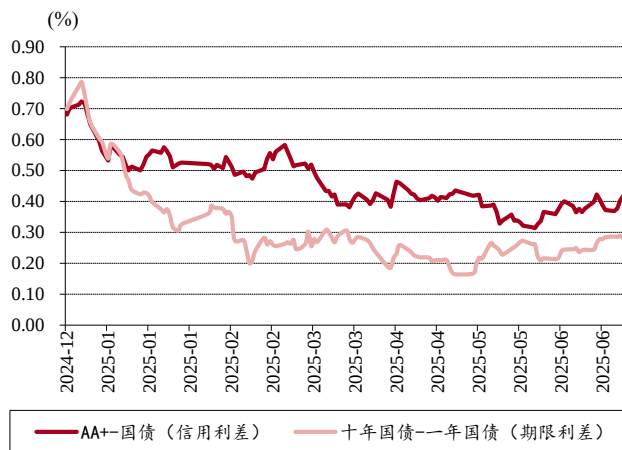
信用利差和期限利差均有小幅上行的趋势。十年期国债收益率周五收于 1.65%，本周上行 1BP，十年国开债收益率周五收于 1.68%，较上周五上行 1BP。本周期限利差上行 2BP 至 0.30%，信用利差上行 6BP 至 0.43%。

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

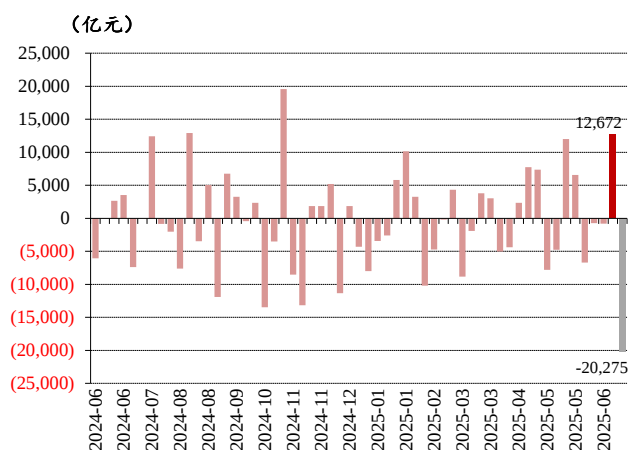
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

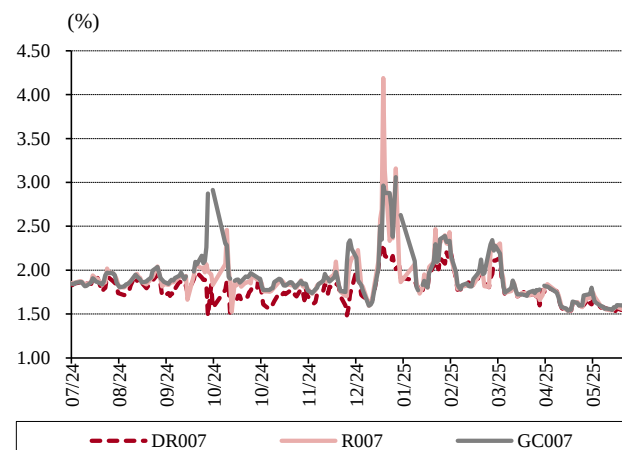
半年末时点货币拆借利率出现阶段性上行。本周央行在公开市场净投放 1.27 万亿元。本周资金拆借利率出现上行分化，周五 R007 收于 1.92%，周五 GC007 收于 2.00%，均较前一周有不同程度上行，但 DR007 利率收于 1.72%，上行幅度相对较小。考虑到本周央行净投放资金 1.27 万亿元，结束了此前三周的净回笼，我们认为货币政策仍有意稳定跨时点拆借资金利率波动情况，同时关注央行货币政策委员会二季度例会，关于加大货币政策调控强度的表述。

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）

6 月 LPR 报价出炉，1 年期品种报 3.0%，5 年期以上品种报 3.5%，均与上期持平。

央行公告，为保持银行体系流动性充裕，6 月 25 日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 3000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。本月有 1820 亿元 MLF 到期，这意味着，6 月央行 MLF 净投放达到 1180 亿元，为连续第 4 个月加量续作。

据证券时报统计，截至今年 5 月末，中资大型银行债券投资余额约为 49.54 万亿元，实现连续 13 个月上涨，即将突破 50 万亿元大关，今年以来增长 2.65 万亿元。

## 大宗商品：国际大宗商品价格波动加大

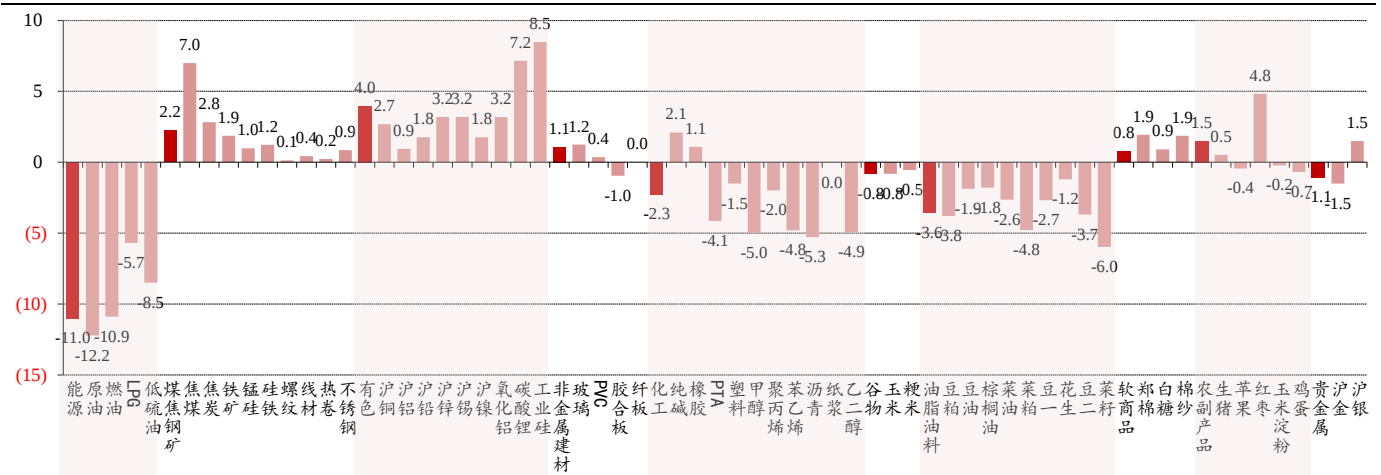
本周国际油价大幅回落，国际金价也随之回落。本周商品期货指数下跌 1.01%。从各类商品期货指数来看，上涨的有有色金属（3.98%）、煤焦钢矿（2.24%）、非金属建材（1.08%），下跌的有谷物（-0.81%）、贵金属（-1.06%）、化工（-2.27%）、油脂油料（-3.58%）、能源（-11.01%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有工业硅（8.48%）、碳酸锂（7.16%）、焦煤（6.99%），跌幅靠前的则有原油（-12.21%）、燃油（-10.89%）、低硫油（-8.50%）。受伊以冲突暂告一段落影响，国际油价大幅回落，国际金价也受避险需求回落影响，短期价格出现一定回落。

图表 17. 大宗商品本周表现

|             |              |             |
|-------------|--------------|-------------|
| 商品 -1.01%   | 能源 -11.01%   | 煤焦钢矿 +2.24% |
| 有色金属 +3.98% | 非金属建材 +1.08% | 化工 -2.27%   |
| 谷物 -0.81%   | 油脂油料 -3.58%  | 贵金属 -1.06%  |

资料来源：万得，中银证券

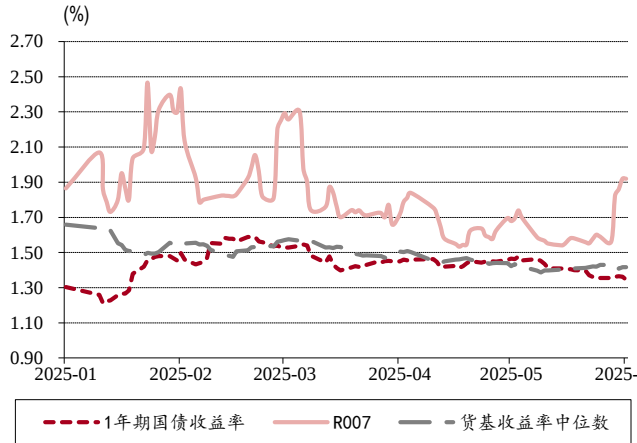
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



## 货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方

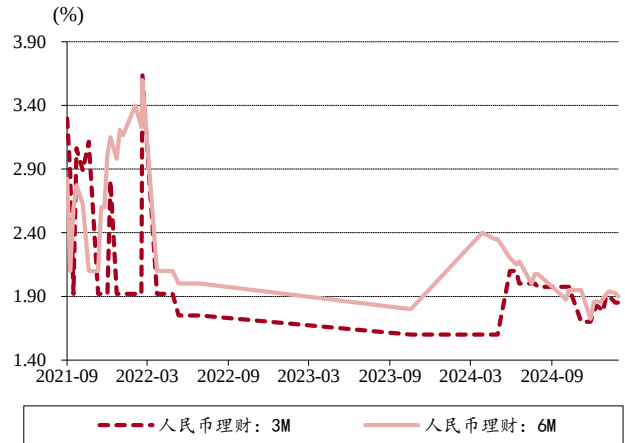
半年末时点的扰动不影响货币基金收益率波动中枢。本周余额宝 7 天年化收益率上行 5BP，周五收于 1.21%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.42%。

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

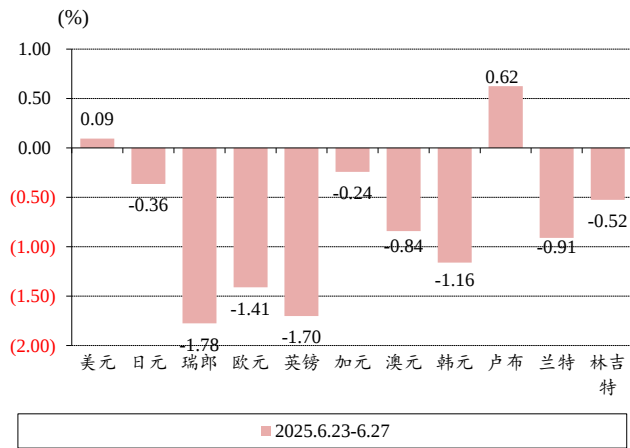


资料来源：万得，中银证券

## 外汇：美元指数继续疲弱

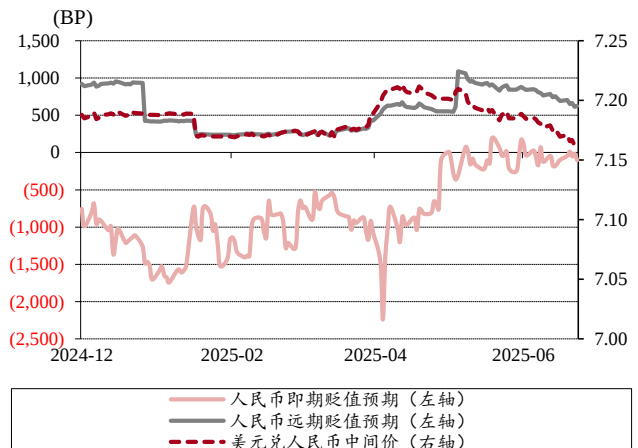
人民币兑美元中间价本周下行 68BP，至 7.1627。本周人民币对卢布(0.62%)、美元(0.09%)升值，对加元(-0.24%)、日元(-0.36%)、林吉特(-0.52%)、澳元(-0.84%)、兰特(-0.91%)、韩元(-1.16%)、欧元(-1.41%)、英镑(-1.70%)、瑞郎(-1.78%)贬值。美元指数已回落至 97 上方。

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)

今年 1-5 月，我国对外非金融类直接投资 616 亿美元，同比增长 2.3%；在共建“一带一路”国家非金融类直接投资 155.2 亿美元，增长 20.8%。我国对外承包工程新签合同额 986.8 亿美元，增长 13%。

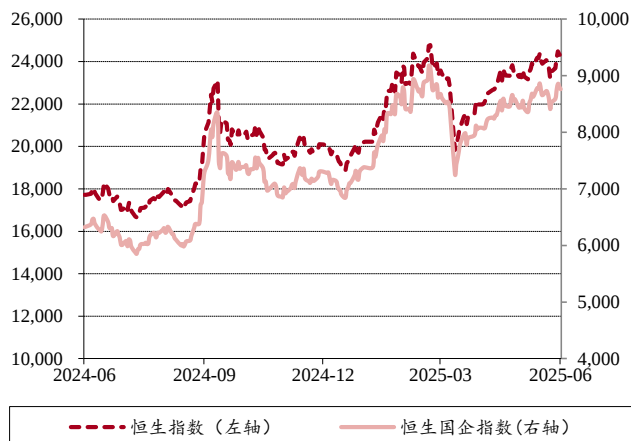
外汇局公布数据显示，3 月末，我国银行业对外金融资产 16980 亿美元，对外负债 15118 亿美元，对外净资产 1862 亿美元，其中，人民币净负债 3092 亿美元，外币净资产 4954 亿美元。

“央行的央行”国际清算银行 (BIS) 发出严厉稳定币风险警告，并敦促各国央行迅速推进本币数字化进程。BIS 认为稳定币存在多重系统性风险，包括可能削弱货币主权、透明度问题以及新兴市场资本外逃风险。

## 港股：美国高关税即将影响国际贸易

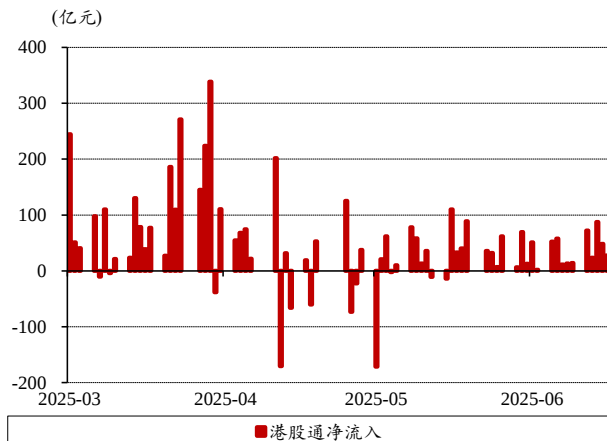
当地时间 6 月 23 日起，美国对多种钢制家用电器加征 50% 关税，新措施将使美国企业和消费者面临更大成本压力，同时可能一定程度上影响国际贸易。行业方面本周领涨的有原材料业（7.66%）、资讯科技业（4.32%）、金融业（4.27%），跌幅靠前的有能源业（-1.10%）、公用事业（-0.38%）。本周南下资金总量 259.48 亿元。

图表 23. 恒指走势



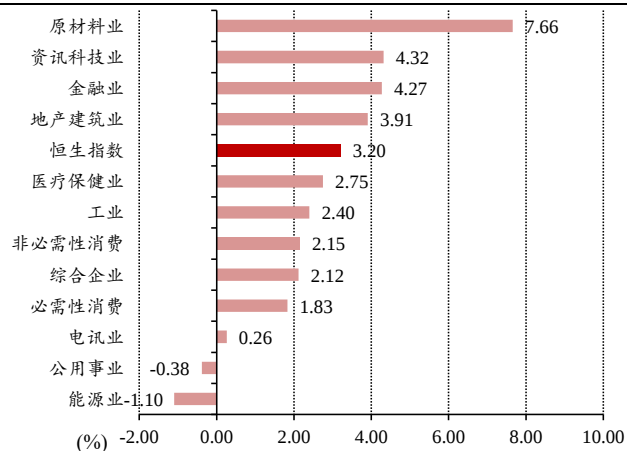
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



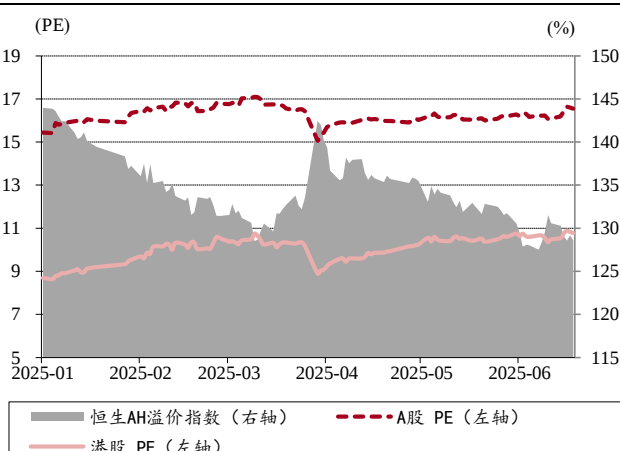
资料来源：万得，中银证券

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）

美联储主席鲍威尔表示，目前经济形势存在高度不确定性，希望以实际数据为依据，而不是过于自信地做出预测；不希望提供过多的前瞻指引；美国经济表现优于其他国家，这意味着利率将会比其他国家更高；某个时候美联储将会恢复降息。

美联储主席鲍威尔在国会证词中表示，美联储目前处于有利位置，能够耐心等待，待对经济走向有更清晰的判断后再考虑调整货币政策立场。但他不排除关税对通胀的影响可能没有预期大，不排除提前降息的可能。美国总统特朗普再度喊话鲍威尔称，美联储应降息至少 2 到 3 个百分点。

美联储理事戴利表示，越来越多的证据表明，关税可能不会导致通胀大幅或持久上升，这有助于增强秋季降息的理由。尽管劳动力市场正在放缓，但她并没有看到走弱的警告信号。

美联储卡什卡里表示，如果劳动力市场出现严重恶化，即使通胀仍然处于高位，美联储也可能会降息。

美联储副主席鲍曼表示，可能支持最早 7 月降息。如果通胀继续下降，或者就业市场走弱，FOMC 就可以降息。关税造成的价格上行压力似乎被抵消，并没有看到贸易形势造成重大的影响。

美联储古尔斯比表示，如果贸易政策影响消失了，应该继续降息；对滞胀环境尚无明确的政策应对措施；不认为 70 年代式的滞胀会冲击美国，但美联储的双重使命仍面临一定风险。

欧洲央行行长拉加德重申，欧洲央行有能力应对“异常严重”的经济和政治不确定性。特别是在当前异常不确定的情况下，我们将采取依赖数据和逐次会议的方法来确定适当的货币政策立场。

印度央行宣布计划于 6 月 27 日通过可变利率逆回购协议，回笼 1 万亿卢比。分析师指出，印度央行从金融体系抽离流动性的决策，意在阻止隔夜拆借成本进一步下行，防范通胀风险。

美联储独立性受特朗普干预，地缘政治风险加剧，促使德国和意大利面临国内撤回超 2450 亿美元黄金储备的压力。欧洲纳税人协会和部分议员呼吁将黄金运回，确保本国央行拥有绝对控制权。两国央行在纽约联储的黄金占比超三分之一。

美国上周初请失业金人数下降 1 万至 23.6 万人，低于预期的 24.5 万人。前一周续请失业金人数升至 197.4 万人，为 2021 年 11 月以来的最高水平。

美国 5 月耐用品订单初值环比增长 16.4%，创 2014 年 7 月以来最大增幅，远超预期值 8.5%，前值为下降 6.6%。核心资本货物订单增长 1.7%，好于预期和前值。

美国第一季度实际 GDP 终值年化环比下降 0.5%，降幅高于预期的下降 0.2%，三年来首次出现萎缩。个人消费终值大幅下调至仅增长 0.5%，创下自新冠疫情爆发以来的最弱季度表现。核心 PCE 物价指数上修至 3.5%，通胀压力仍在。

当地时间 6 月 23 日起，美国对多种钢制家用电器加征 50% 关税。此次关税调整涉及洗碗机、洗衣机等八大类产品，若使用美国本土熔铸钢铁原料则可免加征。新措施将使美国企业和消费者面临更大成本压力，此前美国对进口钢铝产品加征关税就导致下游制造业成本上升、岗位流失，还使洗衣机价格上涨。

美联储偏爱的通胀指标-核心 PCE 物价指数 5 月同比上升 2.7%，略超市场预期的 2.6%。5 月实际个人消费支出环比下降 0.3%，为年初以来的最大跌幅；个人收入环比降 0.4%，出现自 2021 年以来的最大跌幅。美联储卡什卡利称，仍预计今年美联储将进行两次降息，首次降息可能在 9 月进行，关税仍是最大变数。

由于对中东局势的担忧，法国 6 月通胀年内首次回升。法国 6 月 CPI 同比上升 0.9%，预期持平于 0.7%。服务业通胀走强推动 CPI 上升，食品通胀也略有上升。

美国总统特朗普在社交媒体平台上发文表示，美国刚刚获悉，加拿大宣布将对美国科技公司征收数字服务税。特朗普称，这是对美国的“直接且赤裸裸的攻击”，称加拿大显然是在效仿欧盟。特朗普表示，鉴于这项令人震惊的税收，美国特此终止与加拿大的所有贸易谈判，立即生效。美国将在未来七天内告知加拿大与美国开展贸易将支付的关税。

特朗普表示，希望美联储主席鲍威尔辞职；不会任用想要维持利率现状的人，将任命一个想要削减开支的人担任美联储主席。已经授意财政部的人们不要发行久期超过九个月的债务；并认为现在应该为美国国债支付 1% 的利息。

美国财政部长贝森特表示，特朗普政府可能会“签署”大约十几项贸易协议，在 9 月 1 日劳动节假期前“完成”贸易谈判。贝森特没有透露可能达成协议的国家。

美国总统特朗普表示，即将与印度达成协议；如果美联储降低利率，将会有所帮助。美国总统特朗普公布 2026 财年国防预算，总额为 8926 亿美元，与本财年基本持平。新国防预算方案计划大幅削减 F-35 战斗机采购数量及海军开支，同时加大对高科技导弹尤其是无人机的投资。

美国联邦住房金融局、房利美和房地美联合成立了美国金融科技有限责任公司。

美国财政部宣布与 G7 盟国达成协议，将使美国企业免受部分国家征收的税收的影响。作为交换，特朗普政府将从“大而美”税改法案中剔除“899 报复税条款”。

欧盟正考虑降低一系列美国进口商品的关税，以期与特朗普总统快速达成贸易协议。

据 EPFR 数据，今年第二季度，涵盖政府和企业债券的美国长期债券基金已出现近 110 亿美元的净流出，创下自 2020 年以来的最大撤资潮，凸显了市场对美国庞大债务负担和持续通胀压力的深切担忧。

美国总统特朗普表示，美方将于下周与伊朗就一项潜在的核协议展开会谈，但他多次强调自己并不认为这类协议“有多必要”。他补充说，美方此次将提出与此前在中东局势升级前与伊朗谈判时相同的要求。特朗普表示，自己“非常确信”以色列与伊朗之间的军事冲突已经结束。以色列和伊朗之间的冲突可能再次爆发，也许很快。他不认为伊朗会重新进行核计划。特朗普表示，不会放弃对伊朗施压，也不会接管石油。

美国银行业即将迎来 2008 年以来最猛资本松绑令。美国监管机构本周将审议放宽增强补充杠杆率 eSLR 要求的提案，即将 5% eSLR 资本红线下调 1.5 个百分点。若方案落地，摩根大通、美国银行、高盛和摩根士丹利等金融巨头将直接受益，其资本释放空间有望显著扩大。

由于企业为规避特朗普高额关税而提前增加进口，美国第一季度经常账户逆差环比激增 1382 亿美元，达到 4502 亿美元的历史峰值。商品贸易逆差扩大至 4660 亿美元的历史新高。

欧盟执行机构正计划发布正式指导意见，提议将在欧盟以外发行的稳定币与仅限在欧盟市场流通的同品牌稳定币视为可互换。欧洲央行担忧，稳定币可能威胁金融稳定并影响数字欧元推行，但欧盟委员会认为风险可控。

北约各成员国达成历史性协议，同意将防务支出从目前 GDP 的 2% 目标大幅提升至 5%。新的支出目标将在 2035 年前释放数万亿美元的防务投资，但考虑到许多欧洲国家已面临高额公共债务，能否最终达成目标仍存疑问。

随着美国总统特朗普规定的 7 月 9 日重新实施“对等”关税的最后期限临近，欧盟领导层正严阵以待。欧盟方面表示，如果特朗普维持对欧盟商品征收基础关税，那么欧盟计划对美国产品征收报复性关税，民用航空领域将首当其冲。

以色列和伊朗同意全面停火！伊朗最高国家安全委员会发表声明，宣布与“以色列及其支持者”停火。以色列总理内塔尼亚胡也发表声明称，接受美国总统特朗普提出的停火协议。外交部长王毅同伊朗外长阿拉格齐通电话表示，中方支持伊方致力于维护国家的主权和安全，在此基础上实现真正停火。

德国大幅上调未来四年财政赤字预算，以推动国防支出达到 GDP 的 3.5%。在截至 2029 年的五年内，德国的净新增借贷总额预计将达到约 5000 亿欧元。

## 下周大类资产配置建议

**5月工业企业利润同比增速回落。**国家统计局公布数据显示，5月份全国规模以上工业企业利润同比下降9.1%，1-5月份下降1.1%。具体来看，1-5月份，采矿业实现利润总额3580.4亿元，同比下降29.0%；制造业实现利润总额20201.4亿元，增长5.4%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额3422.5亿元，增长3.7%。主要行业方面，农副食品加工业利润同比增长38.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长11.9%，汽车制造业下降11.9%，煤炭开采和洗选业下降50.6%。国家统计局解读1-5月份工业企业利润数据指出，多重因素影响工业企业利润下降，1-5月份，规模以上工业企业实现利润总额27204.3亿元，比1-4月份增加6034.1亿元，但是受有效需求不足、工业品价格下降及短期因素波动等多重因素影响，同比下降1.1%。从利润构成看，投资收益等短期因素的上年同期基数较高，下拉1-5月份规上工业企业利润增速1.7个百分点。

**美联储货币政策独立性受挑战。**当地时间6月18日，在美联储即将公布利率决议前，美国总统特朗普再次抨击美联储主席鲍威尔，称其“愚蠢”“政治化”，且降息“太迟”，并喊话鲍威尔称，美联储应降息至少2到3个百分点。本周美国总统特朗普表示，会在三四个人之内选出下一任美联储主席。与此同时，本周美联储主席鲍威尔在国会证词中表示，美联储目前处于有利位置，能够耐心等待，待对经济走向有更清晰的判断后再考虑调整货币政策立场。但他不排除关税对通胀的影响可能没有预期大，不排除提前降息的可能。从目前的情况看，虽然年内市场对美联储降息的时间预期仍在9月，年内降息幅度仍是两次，但是来自美国总统特朗普的压力加大，市场开始担忧美联储的货币政策或受其影响，在降息的时点和幅度上超出市场预期。

**关注下半年稳增长的过程中金融发挥更大作用。**我们认为目前来看，下半年稳增长的背景下，金融可以在三个方面发挥作用：一是支持和扩大消费，6月24日，央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，其中明确设立服务消费与养老再贷款额度5000亿元，以及健全投资和融资相协调的资本市场功能，推动中长期资金入市，促进资本市场稳定发展；二是协同稳定房地产市场，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；三是央行货币政策委员会二季度例会指出，要进一步加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。我们维持此前观点，认为在2025年经济增长目标5%不变的背景下，外部环境复杂程度加深，一定程度上促使稳增长更加依靠内需，需要宏观政策进一步加码，从央行二季度货币政策委员会例会的会况看，一定程度上提高了下半年降准降息和加大创新型货币政策工具落地力度的预期。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（2025.6.29）

| 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