

宏观和大类资产配置周报

中期内影响外需的三重因素

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 CPI 同比下降 0.1%，PPI 同比下降 3.3%；美元计，5 月出口同比增长 4.8%，进口同比下降 3.4%；5 月新增人民币贷款 6200 亿元，新增社融 2.29 万亿元，M2 同比增长 7.9%。
- **要闻**：外交部就“中美经贸磋商机制首次会议”答记者问；中办、国办印发《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》；中办、国办印发《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》；工信部表示，支持整车企业切实履行“支付账期不超过 60 天”承诺；广东六城推动住房公积金服务“同城化”。

资产表现回顾

- **风险资产价格调整**。本周沪深 300 指数下跌 0.25%，沪深 300 股指期货上涨 0.04%；焦煤期货本周下跌 0.71%，铁矿石主力合约本周下跌 0.71%；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 1BP 至 1.18%；十年国债收益率下行 1BP 至 1.64%，活跃十年国债期货本周上涨 0.09%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币**。中期内影响外需的三重因素，一是美国商务部宣布将自 6 月 23 日起对多种钢制家用电器加征 50% 的关税，美国高关税如果落地，不仅将影响全球对美国的贸易，而且可能推高美国国内通胀，进一步影响美联储的货币政策，二是部分国际地区地缘政治进一步复杂化，截至 6 月 13 日，国际油价已经上行至 73.18 美元/桶，较前一周上涨 13.32%，国际能源价格上涨可能推升全球通胀，三是继 IMF 和 OECD 等国际组织下调全球经济增长预期之后，世界银行将 2025 年全球 GDP 增长预期从 2.7% 下调至 2.3%，预测显示贸易纷争、政策不确定性将阻碍经济增长。我们认为外需的不确定性进一步增大，对我国有两方面影响，一方面稳增长需要更加依赖内需，扩内需的宏观政策存在进一步加力提效的可能，另一方面，全球经济增长承压、国际局势复杂化的情况在时间上存在不确定性，国际金融资本和实业资本都需要寻找稳定的市场，一定程度上凸显了我国经济基本面的国际比较优势。
- **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 - 20250612》
20250613
《策略点评报告》20250613
《美国通胀数据平淡、关税立场或难改变》
20250613

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（2025.6.15）

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
避险偏好较高	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：下行为主	9
债券：利率维持在较低水平波动	10
大宗商品：海外地缘政治影响原油和黄金价格	11
货币类：货币基金收益率以波动为主	12
外汇：美元指数继续回落	12
港股：美国即将落地高关税	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（2025.6.15）	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（2025.6.15）	16

一周概览

避险偏好较高

风险资产价格调整。本周沪深 300 指数下跌 0.25%，沪深 300 股指期货上涨 0.04%；焦煤期货本周下跌 0.71%，铁矿石主力合约本周下跌 0.71%；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 1BP 至 1.18%，十年国债收益率下行 1BP 至 1.64%，活跃十年国债期货本周上涨 0.09%。

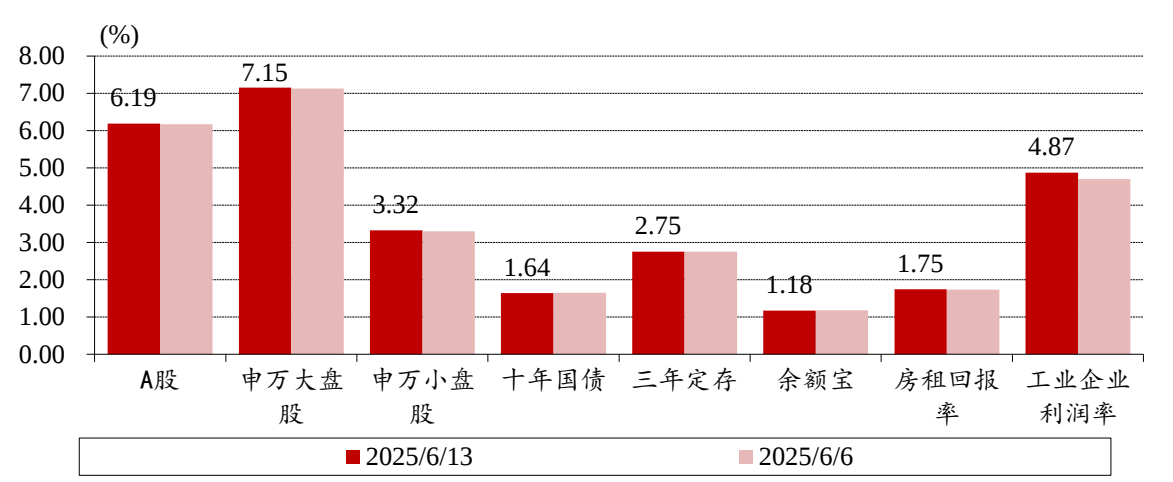
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -0.25%	10 年国债到期收益率 1.64%/本周变动 -1BP
沪深 300 期货 +0.04%	活跃 10 年国债期货+0.09%
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 -0.71%	余额宝 1.18%/本周变动 -1BP
焦煤期货 -0.71%	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

中美日内瓦经贸会谈达成初步成果，对 5 月通胀、进出口、金融数据的影响较小。本周 A 股指数表现偏弱，大盘股估值小幅下行，小盘股估值下行幅度比较显著。本周央行在公开市场净回笼 727 亿元，拆借资金利率整体在偏低的水平上波动，周五 R007 利率收于 1.58%，GC007 利率收于 1.60%。本周十年国债收益率收于 1.64%，较上周五下行 1BP。5 月通胀同比增速依然偏弱，进出口同比增速低于万得一致预期，新增社融受政府债融资需求较强影响好于万得一致预期，但新增人民币贷款低于万得一致预期，虽然 5 月中美日内瓦经贸会谈取得初步成果，一定程度上提振了市场的乐观情绪，但从经济数据的角度看，中美贸易数据目前没有出现明显改善，这可能是人民币资产避险情绪上升的原因之一。

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。

美元指数持续走弱。股市方面，本周 A 股主要指数跌多涨少，领涨的指数是创业板指（0.22%），领跌的指数是中小板指（-0.65%）；港股方面恒生指数上涨 0.42%，恒生国企指数上涨 0.30%，AH 溢价指数下行 3.69%收于 128.05；美股方面，标普 500 指数本周下跌 0.39%，纳斯达克下跌 0.63%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.18%，中债国债指数上涨 0.18%，金融债指数上涨 0.07%，信用债指数上涨 0.10%；十年美债利率下行 10 BP，周五收于 4.41%。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 1 BP，周五收于 1.18%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 13.32%，收于 73.18 美元/桶；COMEX 黄金上涨 3.17%，收于 3452.60 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 0.44%，LME 铜下跌 0.47%，LME 铝上涨 2.14%；CBOT 大豆上涨 1.06%。美元指数下跌 1.07%收于 98.15。VIX 指数上行至 20.82。本周美元指数下行至 98 上方，美元走弱影响下，美股承压下行，全球主要大宗商品以上涨为主。

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	2025/6/9 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/6/13 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,377.00	(0.25)	1.13	0.88	0.75
	399001.SZ	深证成指	10,122.11	(0.60)	1.42	0.81	(2.81)
	399005.SZ	中小板指	6,338.53	(0.65)	1.62	0.97	(0.68)
	399006.SZ	创业板指	2,043.82	0.22	2.32	2.54	(4.57)
	881001.WI	万得全 A	5,142.43	(0.27)	1.61	1.34	2.40
	000300.SH	沪深 300	3,864.18	(0.25)	0.88	0.62	(1.80)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	249.51	0.18	0.13	0.31	0.86
	CBA00603.C	中债国债	247.64	0.18	0.23	0.41	0.70
	CBA01203.C	中债金融债	247.01	0.07	0.13	0.20	0.45
	CBA02703.C	中债信用债	223.36	0.10	0.06	0.16	1.06
	885009.WI	货币基金指数	1,722.10	0.02	0.02	0.05	0.63
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	73.18	13.32	6.55	20.38	2.04
	GC.CMX	COMEX 黄金	3,452.60	3.17	0.47	4.14	30.73
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	2,969.00	(0.44)	0.40	0.20	(10.36)
	CA.LME	LME 铜	9,647.50	(0.47)	1.82	1.57	10.03
	AH.LME	LME 铝	2,503.00	2.14	0.31	2.41	(1.90)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,068.50	1.06	1.56	2.57	5.74
货币	-	余额宝	1.18	-1 BP	2 BP	1 BP	-8 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	98.15	(1.07)	(0.24)	(1.30)	(9.53)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.18	0.05	0.15	0.19	1.61
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.28	(0.91)	(0.44)	(1.35)	(8.82)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.98	(0.43)	1.05	0.62	(6.62)
港股	HSI.HI	恒生指数	23,892.56	0.42	2.16	2.59	19.11
	HSCEI.HI	恒生国企	8,655.33	0.30	2.34	2.65	18.73
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	128.05	(3.69)	(1.09)	(4.78)	(14.95)
美国	SPX.GI	标普 500	5,976.97	(0.39)	1.50	1.10	1.62
	IXIC.GI	NASDAQ	19,406.83	(0.63)	2.18	1.53	0.50
	UST10Y.GBM	十年美债	4.41	-10 BP	10 BP	0 BP	-17 BP
	VIX.GI	VIX 指数	20.82	24.15	(9.69)	12.12	20.00
	CRB.RB	CRB 商品指数	302.76	0.62	3.60	4.25	2.04

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/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

国家统计局数据显示，5月份，CPI环比下降0.2%，同比下降0.1%，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。PPI环比下降0.4%，降幅与上月相同，同比下降3.3%，降幅比上月扩大0.6个百分点。国家统计局表示，CPI环比由涨转降主要受能源价格下降影响；PPI仍处低位，但从边际变化看，我国宏观政策加力实施，部分领域供需关系有所改善，价格呈现积极变化。

据海关统计，今年前5个月，我国货物贸易进出口总值为17.94万亿元，同比增长2.5%。其中，出口10.67万亿元，增长7.2%；进口7.27万亿元，下降3.8%。海关总署统计分析司司长吕大良表示，今年以来，我国经济持续回升向好，货物贸易在外部压力下保持较强韧性。进入5月份，我国进出口延续增长态势，特别是中美经贸高层会谈之后，增速明显加快。当月在同比少2个工作日情况下，进出口、出口分别实现2.7%、6.3%的同比增长。其中，我国与美国的进出口总值为2855.1亿元，环比下降12.67%，环比降幅较4月收窄0.58个百分点。

央行发布数据显示，5月金融数据与实体经济运行情况合理匹配，社会融资规模、M2和人民币贷款增速均明显高于名义GDP增速。具体来看，5月末，社会融资规模存量同比增长8.7%，M2余额同比增长7.9%，M1余额同比增长2.3%；前5个月，社会融资规模增量18.63万亿元，比上年同期多3.83万亿元；人民币贷款增加10.68万亿元。

外交部就“中美经贸磋商机制首次会议”答记者问称，本次会议是在两国元首的战略指引下举行的，双方就落实两国元首6月5日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。既然达成了共识，双方都应遵守。希望美方同中方一道落实两国元首通话达成的重要共识，发挥中美经贸磋商机制作用，通过沟通对话增进共识、减少误解、加强合作。随后，商务部在谈到中美经贸关系时表示，中方反对单边加征关税措施的立场是一贯的，敦促美方恪守世贸组织规则，与中方按照相互尊重、和平共处、合作共赢的原则，共同推动中美经贸关系稳定、可持续发展。

中办、国办印发《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》，提出全面取消在就业地参加社会保险的户籍限制、支持引导有条件的地方将生育保险生育津贴按程序直接发放给参保人、合理提高最低工资标准、稳步推进灵活就业人员参加住房公积金制度、加大保障性住房供给、新建改扩建1000所以上优质普通高中等多项举措。

中办、国办印发《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》。意见部署，统筹推进教育科技人才体制机制一体改革，推进金融、技术、数据等赋能实体经济高质量发展，允许在香港联合交易所上市的粤港澳大湾区企业，按照政策规定在深圳证券交易所上市，建设更高水平开放型经济新体制，健全科学化、精细化、法治化治理模式。6月12日（星期四）上午10时，国新办举行新闻发布会，介绍《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》有关情况。会上，国家发改委副主任李春临表示，支持符合条件的香港联合交易所上市公司在深交所发行上市存托凭证；广东省副省长张虎表示，支持深圳培育发展长期资本、耐心资本；深圳市市长覃伟中表示，推动人工智能、低空经济产业发展加力提速；科技部副秘书长苗鸿表示，将加大力度支持深圳深度参与粤港澳大湾区国际科技创新中心建设。

国新办举办新闻发布会，国家发改委等六部门介绍进一步保障和改善民生有关政策情况：预计今年支持社会事业的中央预算内投资规模将比“十三五”末提高30%以上；统筹用好中央预算内投资和超长期特别国债，支持高校持续改善办学条件；积极推进低保等社会救助政策扩围增效，研究制定加快发展服务类社会救助的政策措施；研究制定更适应新就业方式和收入特点的参保政策，退休人员基本养老金将适当提高，抓紧建立实施育儿补贴制度。

央行、外汇局联合印发《关于金融支持福建探索海峡两岸融合发展新路、建设两岸融合发展示范区的若干措施》提出，支持建设多层次两岸金融市场。创新两岸社会资本合作方式，支持海峡股权交易中心“台资板”创新升级，加强与新三板合作对接，推动更多符合条件的在闽优质台资企业在大陆上市，鼓励更多台资企业参与大陆金融市场发展。

工信部表示，支持整车企业切实履行“支付账期不超过60天”承诺，继续引导整车企业与供应链企业建立长期稳定的合作关系，促进大中小企业融通创新、协同发展，积极营造“大河有水小河满”的良好局面，不断提升产业链供应链韧性和安全水平。

国家发改委主任郑栅洁主持召开科技型民营企业座谈会，围绕科学编制“十五五”规划，聚焦科技创新领域听取意见建议。据悉，北京市摩尔线程、浙江省蚂蚁科技集团、广东省华大基因、河南省银金达新材料、重庆市七腾机器人等5家民营企业负责人参加座谈会。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，6月13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0.36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5.90万吨。6月11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、华北和东北地区开工率较前一周上升，华南和西北地区开工率较前一周持平。

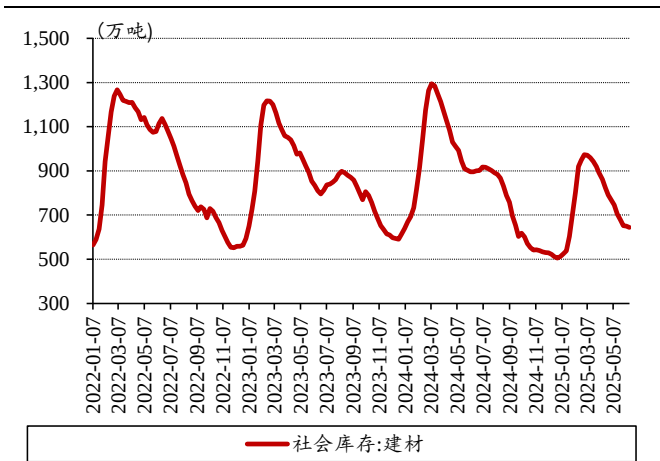
图表4.原材料产品高频指标周度表现

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（%）	42.31	0.36	2.98
	线材：主要钢厂开工率（%）	45.91	0.00	(1.19)
石油沥青装置	开工率：华东地区（%）	46.30	7.80	13.50
	开工率：华北地区（%）	13.80	2.00	(24.40)
	开工率：华南地区（%）	43.20	0.00	19.00
	开工率：东北地区（%）	21.90	1.70	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

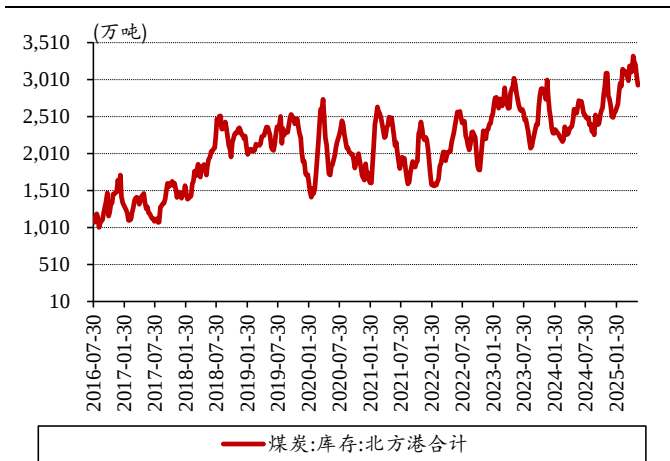
海外机构持仓方面，本周SPDR黄金ETF持仓总价值变动3.58%。原油库存方面，6月6日当周，美国API原油库存下降，本周环比下降37.00万桶。

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



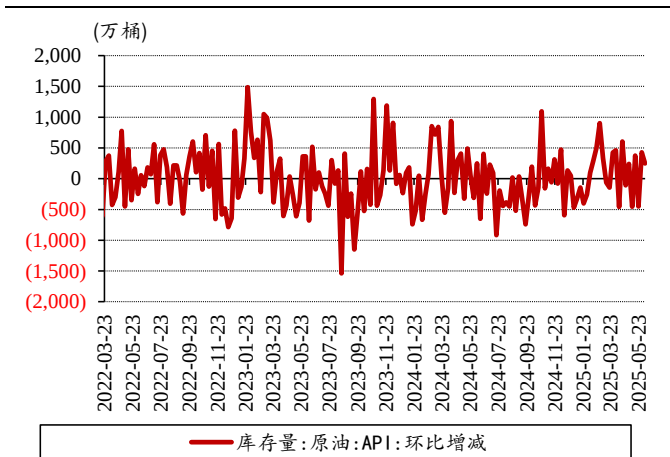
资料来源：同花顺，中银证券

图表7.美国API原油库存周度表现



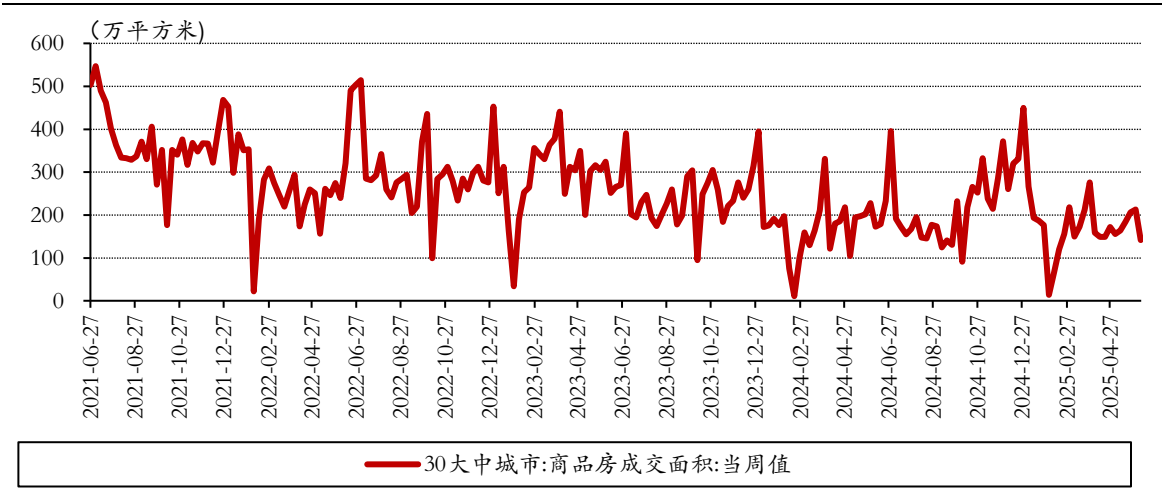
资料来源：万得，中银证券

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

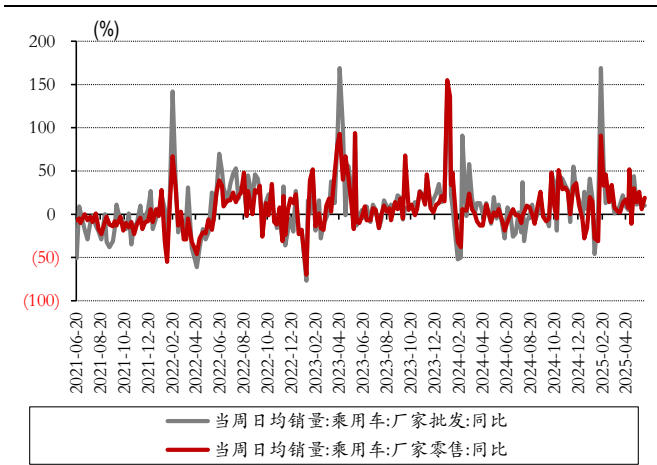


资料来源：万得，中银证券

6月初商品房成交环比再度下降。6月8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-70.90万平方米。稳定房地产市场或仍需更多措施出台。

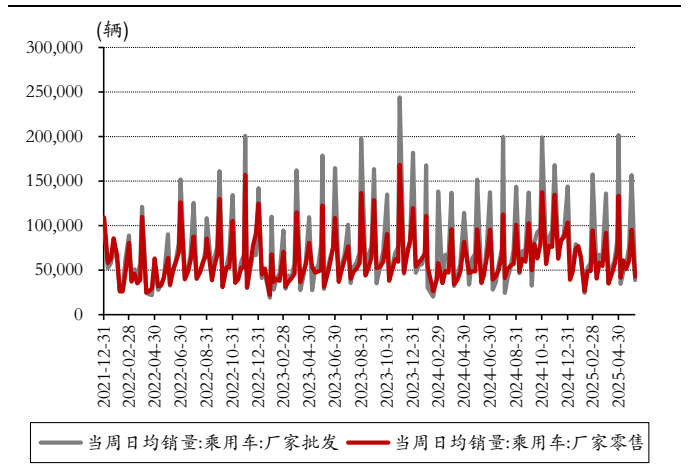
汽车方面，6月8日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为10.00%和19.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

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：下行为主

A 股即将进入中报期。本周市场指数下跌为主，上涨的指数仅有创业板指(0.22%)、上证 180(0.03%)，领跌的指数包括中证 1000 (-0.76%)、中小板指 (-0.65%)、深证成指 (-0.60%)。行业方面跌多涨少，领涨的行业有有色金属 (3.95%)、石油石化 (3.31%)、医药 (1.54%)，领跌的行业有食品饮料 (-4.42%)、计算机 (-2.25%)、建材 (-2.16%)。本周 A 股调整为主，关注中报期前后上市公司业绩波动对市场的影响。

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	0.22	有色金属	3.95	稀土永磁指数	13.07
上证 180	0.03	石油石化	3.31	可燃冰指数	5.11
上证综指	(0.25)	医药	1.54	体育指数	2.71
深证成指	(0.60)	建材	(2.16)	大数据指数	(3.62)
中小板指	(0.65)	计算机	(2.25)	高送转概念指数	(3.79)
中证 1000	(0.76)	食品饮料	(4.42)	云计算指数	(4.06)

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 | 香港特区行政长官李家超近日表示，香港正积极发展人工智能产业，在资金支持方面，香港已推出 30 亿港元的人工智能专项资助计划，并将设立规模达 100 亿港元的“创科产业引导基金”，加强引导市场资金，推动 AI 与机器人等策略性新兴和未来产业的发展。

海洋经济 | 自然资源部在海南发布的《2025 中国海洋经济发展指数》显示，去年我国海洋生产总值首次突破 10 万亿元，比上年增长 5.9%。2024 年中国海洋经济发展指数为 125.2，比上年增长 2.3%，海洋经济发展势头强劲，高质量发展取得新成效。

消费 | 北京印发扩大时尚消费专项行动方案，围绕实施时尚场景育新行动、时尚活动提升行动、时尚品牌创新行动、时尚产业赋能行动等六方面提出 21 项具体举措。

养老服务机器人 | 工信部与民政部联合发布通知，将开展智能养老服务机器人相关试点，要求居家服务机器人完成至少 200 户家庭验证及部署不少于 200 台套设备。

食品 | 工信部等七部门印发《食品工业数字化转型实施方案》提到，到 2027 年，重点企业经营管理数字化普及率达 80%，规模以上企业关键工序数控化率、数字化研发设计工具普及率均达到 75%；到 2030 年，新一代信息技术在规上食品企业基本实现全方位全链条普及应用，培育一批具有国际竞争力的食品工业数字产业集群。

氢能 | 国家能源局组织开展能源领域氢能试点工作，进一步推动创新氢能管理模式，探索氢能产业发展的多元化路径，形成可复制可推广的经验，支撑氢能“制储输用”全链条发展。

游戏 | 浙江印发支持游戏出海若干措施强调，将强化中央及省级专项资金对游戏出海的扶持力度，鼓励各地市出台配套政策，推动游戏产业国际化发展。同时，优化投融资环境与出口信保服务，引入天使投资和风险投资，助力企业拓展海外市场并降低海外运营风险。

汽车产业链 | 中汽协披露，5 月我国汽车市场延续增长态势，汽车产销分别完成 264.9 万辆和 268.6 万辆，同比分别增长 11.6%和 11.2%。新能源汽车单月销量达 130.7 万辆，同比增长 36.9%，占整体市场的 48.7%。

核能 | 据最新消息，世界银行将解除长达数十年的核能融资禁令，支持延长现有反应堆寿命的努力，并帮助支持电网升级和相关基础设施建设。此外，世界银行还计划帮助开发小型模块化反应堆。

芯片产业链 | 集邦咨询资深研究副总经理郭祚荣指出，AI 应用所带动高阶运算芯片需求持续强劲，先进制程以及先进封装工艺均是全球晶圆代工产业的最大需求动力，预计 2025 年产业年增长率将达 19.1%。

债券：利率维持在较低水平波动

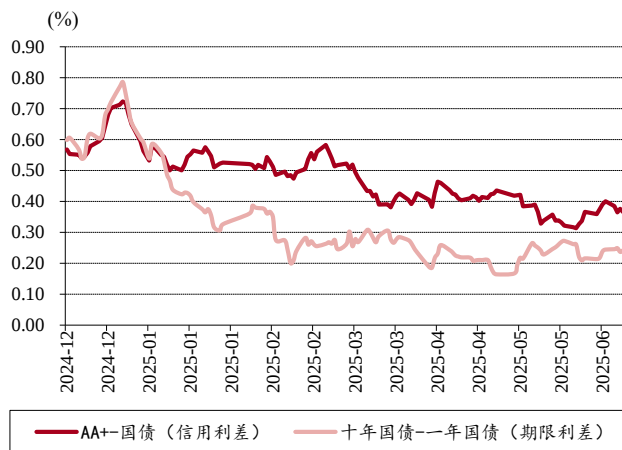
十年国债与十年国开债收益率出现分化。十年期国债收益率周五收于 1.64%，本周下行 1BP，十年国开债收益率周五收于 1.70%，较上周五上行 1BP。本周期限利差持平于 0.24%，信用利差下行 2BP 至 0.38%。

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

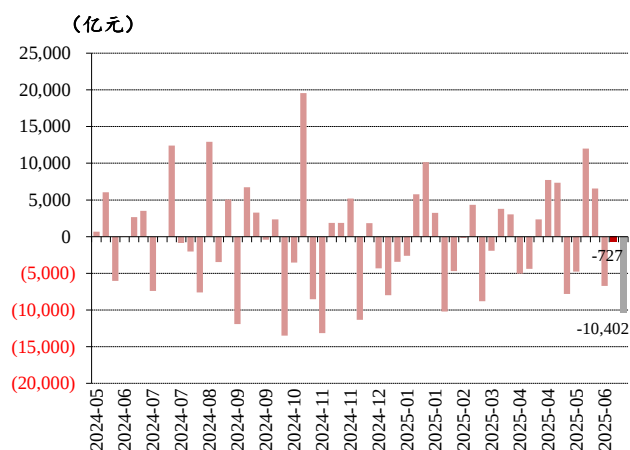
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

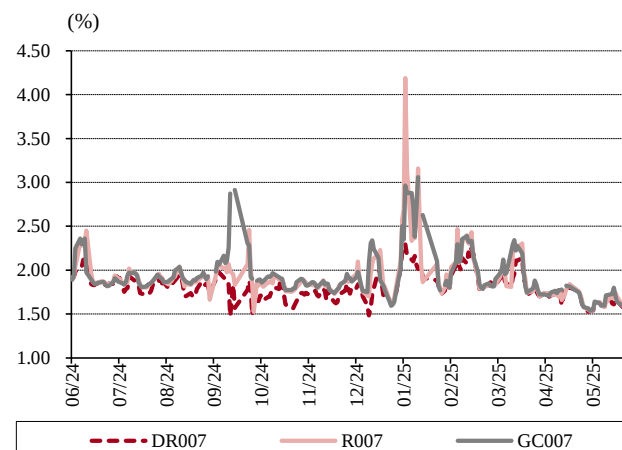
货币拆借利率或平稳度过半年末时点。本周央行在公开市场净回笼 727 亿元。本周资金拆借利率维持在较低水平上波动，周五 R007 收于 1.58%，周五 GC007 收于 1.60%。临近半年末，资金拆借利率仍维持在较低水平波动，央行公告将于 6 月 16 日开展 4000 亿元买断式逆回购操作，这也是继 6 月初央行公告开展 1 万亿元 3 个月期买断式逆回购操作之后，央行本月二度公告操作，意味着全月将实现净投放。我们认为在货币政策保障下，半年末拆借资金利率波动或相对平稳。

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)

央行公告将于 6 月 16 日开展 4000 亿元买断式逆回购操作，这也是央行本月二度公告操作。6 月初，央行曾公告开展 1 万亿元 3 个月期买断式逆回购操作。考虑到 6 月全月共有 1.2 万亿元买断式逆回购到期，央行两次公告，意味着全月将实现净投放。

截至 5 月末，全国已发行置换债券超 1.6 万亿元，完成今年 2 万亿元存量隐性债务置换额度的 80% 以上，推动债务置换政策效能持续释放。多地政府债务风险得到有效缓释。在房地产市场“去库存”背景下，今年地方化债工作还受益于支持土地储备的专项债券。

大宗商品：海外地缘政治影响原油和黄金价格

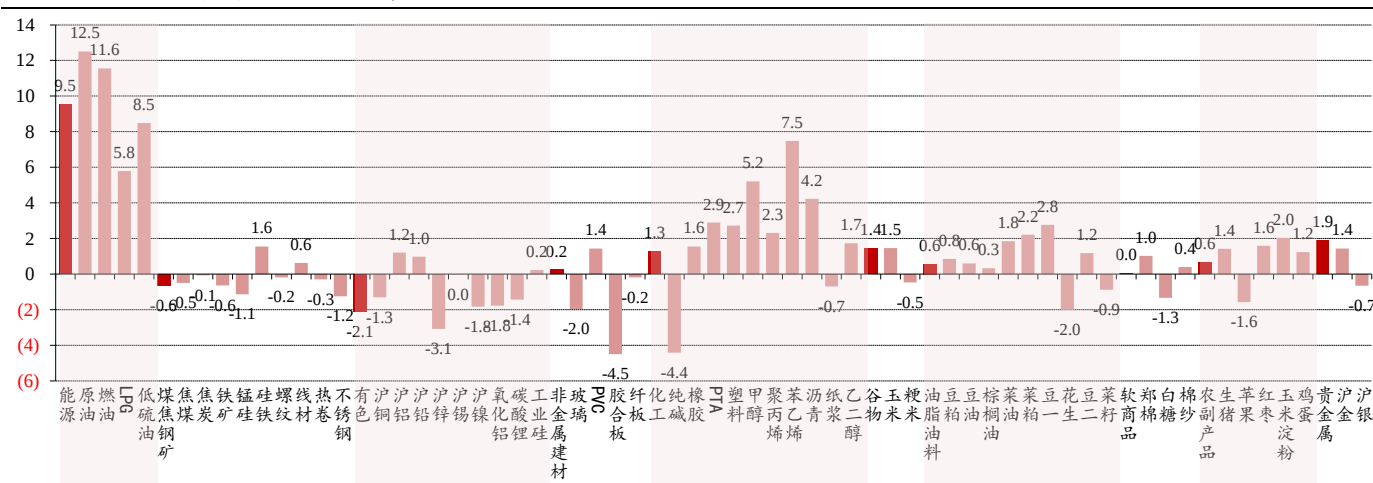
避险需求、供给冲击、美元走弱，共同影响大宗商品价格。本周商品期货指数上涨 1.17%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源（9.53%）、贵金属（1.90%）、谷物（1.44%）、化工（1.27%）、油脂油料（0.57%）、非金属建材（0.24%），下跌的有煤焦钢矿（-0.64%）、有色金属（-2.11%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有原油（12.50%）、燃油（11.56%）、低硫油（8.48%），跌幅靠前的则有胶合板（-4.50%）、纯碱（-4.41%）、沪锌（-3.08%）。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +1.17%	能源 +9.53%	煤焦钢矿 -0.64%
有色金属 -2.11%	非金属建材 +0.24%	化工 +1.27%
谷物 +1.44%	油脂油料 +0.57%	贵金属 +1.90%

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）

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 62.33 美元/桶和 55.58 美元/桶，此前分别为 61.81 美元/桶和 55.24 美元/桶。预计布伦特原油今明两年均价分别为 65.97 美元/桶和 59.24 美元/桶，此前分别为 65.85 美元/桶和 59.24 美元/桶。

美国至 6 月 6 日当周 EIA 原油库存减少 364.4 万桶，预期减少 196 万桶，前值减少 430.4 万桶。美国至 6 月 6 日当周战略石油储备（SPR）库存增加 23.7 万桶至 4.021 亿桶，增幅 0.06%。

欧佩克秘书长阿尔盖斯表示，到 2050 年，全球石油需求将超过每天 1.2 亿桶。欧佩克预计到 2050 年，全球能源需求将增加 24%。

调查显示，欧佩克 5 月石油产量较 4 月增加 15 万桶/日，至 2675 万桶/日；参与欧佩克+增产的五个成员国 5 月份石油产量增加 18 万桶/日，低于承诺的 31 万桶/日增幅。

我的钢铁网统计，6 月 11 日 19 家钢厂上调废钢采购价 10-30 元。

智利国家铜业公司数据显示，4 月铜产量同比增长 20.5%，达到 114600 吨。

海关总署发布数据显示，前 5 个月，我国进口铁矿砂 4.86 亿吨，减少 5.2%，进口均价下跌 16.4%；原油 2.3 亿吨，增加 0.3%，进口均价下跌 10.6%；煤 1.89 亿吨，减少 7.9%，进口均价下跌 22.5%；大豆 3710.8 万吨，减少 0.7%，均价下跌 13.9%；成品油 1598 万吨，减少 26.8%，均价下跌 0.1%。

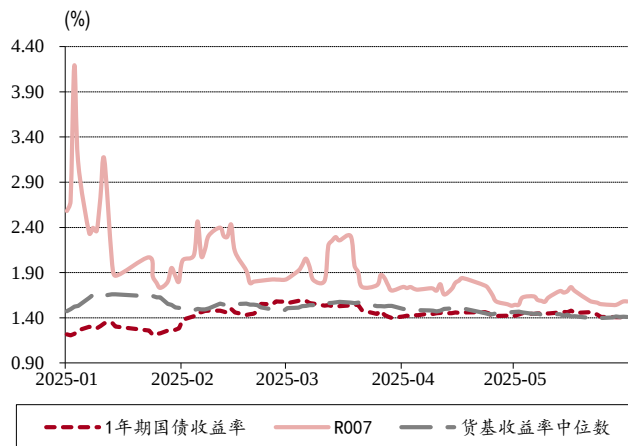
阿根廷 2025/26 年度小麦产量预估为 2070 万吨，而此前预估为 2100 万吨。

世界黄金协会发布报告称，今年 5 月，全球实物黄金 ETF 流出约 18 亿美元，终止了连续五个月的净流入态势。这是自 2024 年 11 月以来，全球黄金 ETF 首次月度净流出。受金价小幅回落的影响，全球黄金 ETF 资产管理总规模于 5 月末降至 3740 亿美元。

货币类：货币基金收益率以波动为主

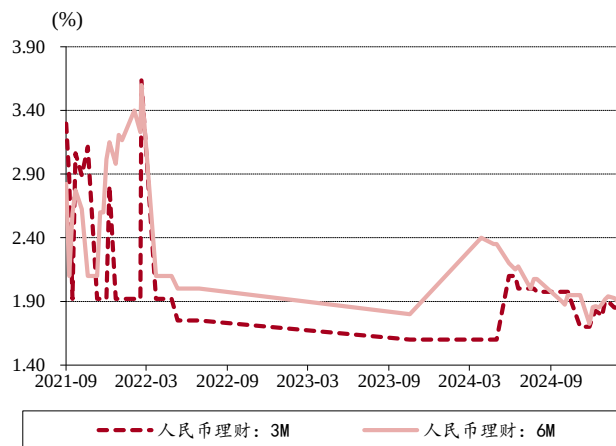
货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方。本周余额宝 7 天年化收益率下行 1BP，周五收于 1.18%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.41%。

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

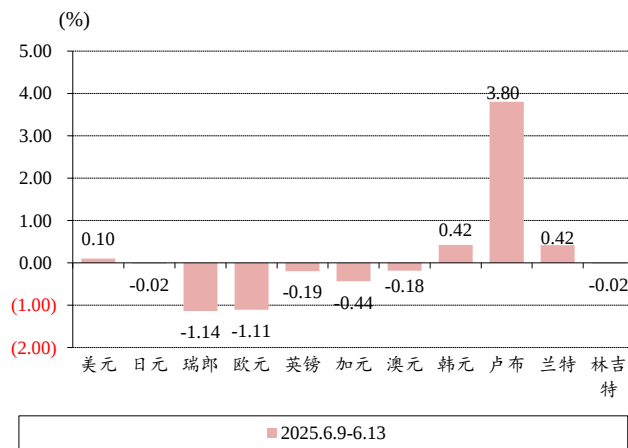


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数继续回落

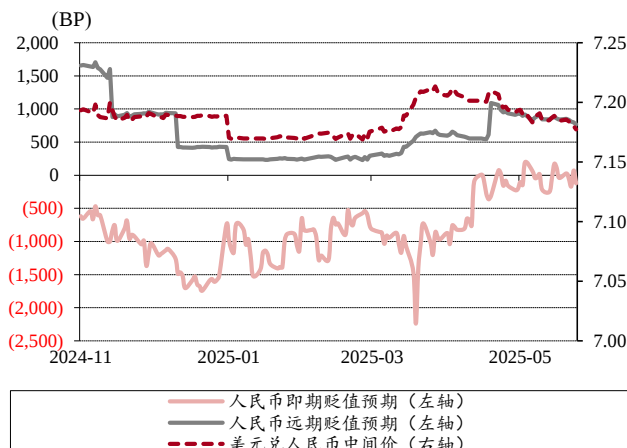
人民币兑美元中间价本周下行 73BP，至 7.1772。本周人民币对卢布(3.80%)、韩元(0.42%)、兰特(0.42%)、美元(0.10%) 升值，对林吉特(-0.02%)、日元(-0.02%)、澳元(-0.18%)、英镑(-0.19%)、加元(-0.44%)、欧元(-1.11%)、瑞郎(-1.14%) 贬值。美元指数已回落至 98 上方。

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）

外汇局发布最新数据显示，截至 5 月底，中国外汇储备规模为 32853 亿美元，较 4 月底环比上升 36 亿美元，这也是外汇储备连续 5 个月增加。

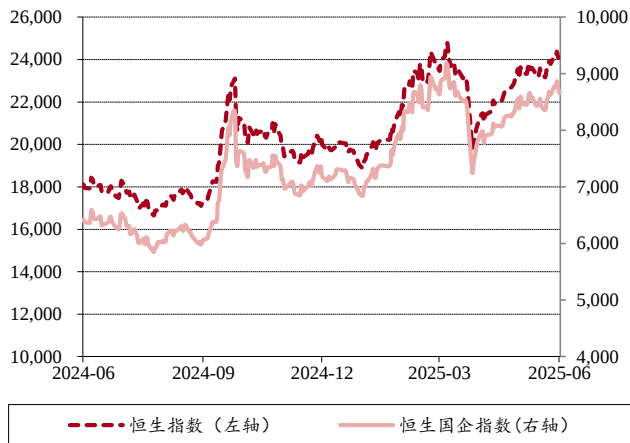
截至 5 月底，中国的黄金储备达到 7383 万盎司，较 4 月底环比增加 6 万盎司，这也是中国外汇储备连续 7 个月增持黄金。

央行与土耳其中央银行续签双边本币互换协议，互换规模为 350 亿元人民币/1890 亿土耳其里拉，协议有效期三年，经双方同意可以展期。此次与土耳其央行续签协议后，央行与 32 个国家和地区的中央银行或货币当局签署有双边本币互换协议，互换协议总规模约 4.5 万亿元人民币。

港股：美国即将落地高关税

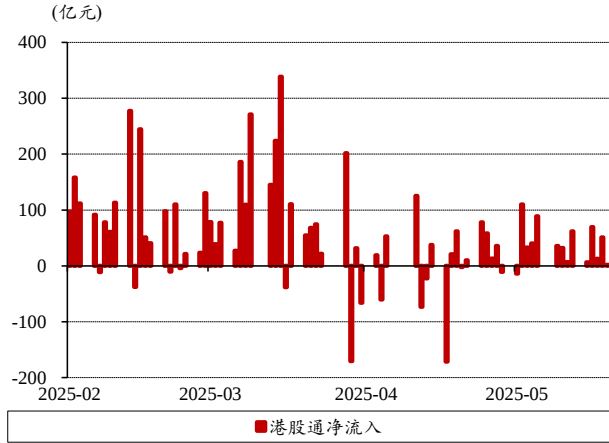
4月初美国宣布对全球加征高关税以来，其贸易谈判结果有限，预计随着 90 天暂停期结束，美国的关税政策或仍要落地，届时将对全球贸易和经济增长造成负面影响。行业方面本周领涨的有医疗保健业（8.76%）、原材料业（6.97%）、综合企业（4.11%），跌幅靠前的有必需性消费（-1.76%）、非必需性消费（-1.75%）、资讯科技业（-0.71%）。本周南下资金总量 141.60 亿元。

图表 23. 恒指走势



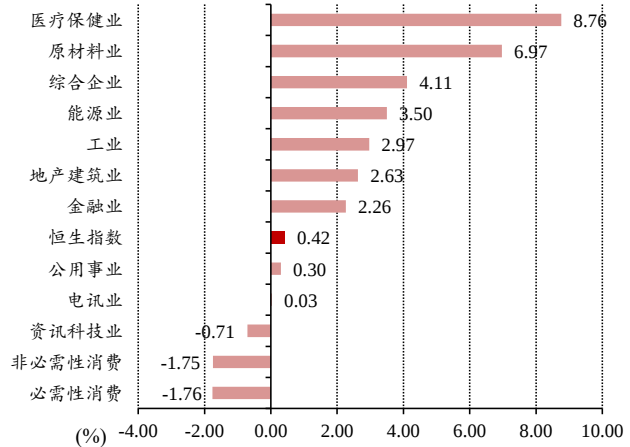
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



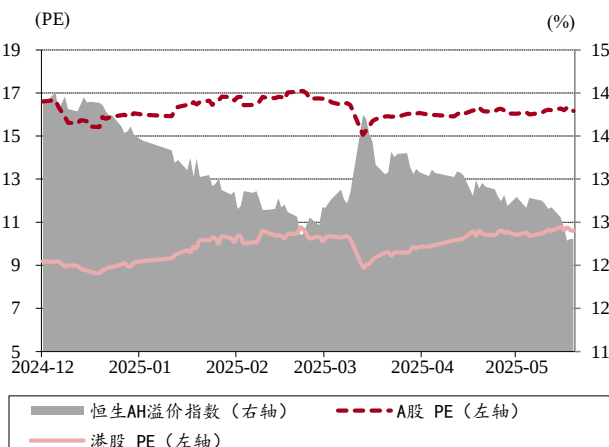
资料来源：万得，中银证券

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）

欧洲央行称，受创纪录的购买量和金价上升的推动，黄金已超越欧元，成为全球央行第二大储备资产。欧洲央行发布报告显示，2024 年黄金占全球官方储备的比例达到 20%，超过了欧元的 16%，仅次于美元的 46%。报告指出，全球央行正以创纪录速度增持黄金：2024 年购金量突破 1000 吨，是 2010 年代年均购买量的两倍；当前全球央行黄金储备总量已累积至 3.6 万吨。

美国劳工部数据显示，5 月 CPI 同比增长 2.4%、环比增长 0.1%，剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 2.8%、环比增长 0.1%，均低于预期。CPI 数据公布后，美国总统特朗普呼吁美联储将利率下调一个百分点。华尔街交易员也加大了对美联储降息的押注，基本预计今年将降息两次，利率互换显示交易员预计美联储在 9 月份前降息的可能性为 75%。但美联储下周议息会议或继续按兵不动。

美国 5 月 PPI 同比增长 2.6%，符合预期，前值增长 2.4%。美国 5 月核心 PPI 同比增长 3%，低于预期值 3.1%，前值为 3.1%。数据显示，美国 5 月生产者价格涨幅保持温和，因商品和服务成本升幅有限。尽管到目前为止，提高关税对美国人的影响不大，但经济学家认为，随着企业希望防范利润率进一步走软，价格压力将在今年下半年加大。

美国上周初请失业金人数录得 24.8 万人，为 2024 年 10 月 5 日当周以来新高；预期 24 万人，前值由 24.7 万人修正为 24.8 万人。

美国财政部拍卖 220 亿美元 30 年期国债，整体来说，拍卖亮眼，尤其是海外买家需求强劲。本次 30 年期美债拍卖的得标利率为 4.844%，为今年 1 月以来最高，此前 5 月 8 日为 4.819%。

美国 5 月份关税收入创纪录新高，助力当月赤字收窄。美国财政部月度预算报告显示，5 月份关税收入达 230 亿美元，同比增长 170 亿美元，增幅 270%。扣除日历年差异因素后，5 月份财政赤字为 3160 亿美元，同比减少 17%。不过，随着特朗普政府与贸易伙伴进行谈判，而且关税措施面临司法挑战，对关税收入持续性的疑问依然存在。

纽约联储调查数据显示，5 月美国消费者未来通胀预期全面下降，为 2024 年来首次，其中一年期通胀预期降幅最大，从 4 月的 3.6% 降至 3.2%，三年期、五年期通胀预期也均有下降。分析称，通胀预期虽仍高于美联储 2% 目标，但已明显回落，消费者信心改善，核心原因是中美贸易局势暂时缓和。该调查还显示，美国民众对就业和个人财务、股市前景的看法略有改善。

世界银行将全球 GDP 增长预期从 2.7% 下调至 2.3%，预测显示贸易纷争、政策不确定性将阻碍经济增长；未来十年全球经济可能会出现自 20 世纪 60 年代以来最弱的表现。惠誉将 2025 年全球主权评级展望从“中性”调整为“恶化”，理由是关税上调和政策不确定性。

美国和墨西哥即将达成一项协议，取消特朗普对一定数量以下的钢铁进口征收 50% 的关税。根据目前的条款，只要美国买家将总发货量控制在基于历史贸易量的水平以下，就可以免税进口墨西哥钢材。新的上限将高于特朗普第一任期内的一项类似协议所允许的上限。

美国商务部宣布将自 6 月 23 日起对多种钢制家用电器加征关税，包括洗碗机、洗衣机和冰箱等“钢铁衍生产品”。据悉，对大多数国家设定 50% 的关税将影响这些钢铁制品的进口，可能导致消费价格上涨，行业利益相关者正在密切关注事态发展。消息人士表示，美国计划将对稀土援引国防生产法案，特朗普稀土计划的时间表尚不清楚。

美国总统特朗普表示，他不打算解雇美联储主席鲍威尔，但称其是个“蠢货”，因为他没有降息。特朗普在白宫的一次活动上发表讲话时称，降息 200 个基点每年可以为美国节省 6000 亿美元。特朗普称，“如果通胀上升，他同意美联储加息，但现在通胀率在下降，我可能不得不采取一些措施。”

美国总统特朗普在白宫签署决议，阻止加利福尼亚州在全美率先实施的在 2035 年之前禁售燃油新车计划。特朗普还表示，他可能会提高美国汽车关税，以提振国内汽车制造业，此举可能会进一步加剧与贸易伙伴的紧张关系。

美国财政部长贝森特在美国众议院筹款委员会的听证会上发表讲话。在被问及是否愿意担任美联储主席时，贝森特明确表示，他希望继续担任财政部长直至 2029 年。贝森特同时表示美国最近的通胀放缓数据很好，他为特朗普政府的大规模支出和减税法案辩护，警告国会不通过该法案可能引发重大金融危机。贝森特还表示，只要美国的主要贸易伙伴在目前的谈判中表现出“诚意”，特朗普政府愿意将目前的 90 天关税暂停期延长至 7 月 9 日之后。

美国国会预算办公室（CBO）表示，预计美国将于 8 月中旬至 9 月底这段时间触及债务上限。

美国家庭净资产自 2023 年以来首次下降，受股市抛售拖累。美联储发布的报告显示，家庭净资产较前一个季度减少 1.6 万亿美元，至 169.3 万亿美元，降幅 0.9%。美国家庭持股市值减少 2.3 万亿美元。

英国政府宣布一项总额达 860 亿英镑的科技研发投入计划。该投资计划覆盖新药研发、长效电池技术、人工智能突破等关键领域，预计将创造新就业岗位并带动经济增长，确保英国在未来技术领域的引领地位。英国政府表示，每 1 英镑的研发投入可带来最高 7 英镑的经济收益，并撬动双倍私人投资。目前，英国约 300 万个就业岗位与研发直接相关，随着技术突破，未来将创造更多机会。

日本财务大臣加藤胜信称，将实施适当的财政政策，将比以往更加积极地推动国内持有国债。若要扩大日本政府债券的投资者基础，首先应通过促进国内持有来实现。日本央行前理事前田荣治表示，央行可能会在下周召开的政策会议上决定放缓下一财年削减政府债券购买规模的步伐。他表示，削减购债的步伐可能会放缓至每季度约 2000 亿日元，大致是目前速度的一半，央行不会一直维持 4000 亿日元的削减步伐。

日本首相石破茂表示，实施消费税减税需要时间并且成本高昂。他已指示自民党高层务必注意确保资金的合理来源，而非依赖赤字融资债券。石破茂计划向每人发放 2 万日元现金补助，儿童每人发放 4 万日元，并针对低收入群体实施现金发放方案。他还要求自民党高层考虑将现金发放纳入选举承诺。

受美联储政策路径不确定性等因素影响，长期美债正逐步失去机构投资者的青睐，短期美债则成为当前市场中相对稳妥的选择。贝莱德、施罗德、安联等多家外资资管机构相继发布最新债券投资观点。整体来看，机构普遍对发达市场长期政府债券持审慎态度，纷纷将配置重心转向短久期债券与区域多元化布局。在这一轮策略调整中，欧元区债券受到明显关注，相关资产在全球配置体系中逐步显现出相对优势。

据央视新闻，当地时间 6 月 13 日凌晨，以色列对伊朗发动袭击。以空军对伊朗境内数十个与核计划和其他军事设施相关的目标发动空袭，并且将此次行动命名为“狮子的力量”。以色列总理内塔尼亚胡称，以色列已摧毁被以军称为伊朗最大的地区铀浓缩设施。随后伊朗开始反击，以色列城市特拉维夫遭袭击，包括 10 处核设施。以色列国防军称，伊朗向以色列发射了 100 多架无人机，并检测到伊方导弹袭击，其中第三波导弹袭击约有 150 枚。同日伊朗正式退出与美国的核谈判。伊朗最高领袖哈梅内伊称，伊朗将采取武力行动，彻底摧毁以色列政权。稍早美国总统特朗普在社交平台上发帖，警告伊朗在“一无所有”之前达成核协议，并称以色列下一轮针对伊朗的袭击会更加“残酷”。美国方面的最新评估显示，以色列对伊朗的打击极其有效。以伊冲突爆发在全球市场引发巨震，原油暴涨超 13% 后回落，黄金等避险资产明显拉升，全球股市集体下挫，欧美多数股指收盘跌超 1%。

下周大类资产配置建议

中美日内瓦经贸会谈对进出口数据的影响暂未体现在 5 月当中。国家统计局数据显示，5 月份，CPI 环比下降 0.2%，同比下降 0.1%，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。PPI 环比下降 0.4%，降幅与上月相同，同比下降 3.3%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。国家统计局表示，CPI 环比由涨转降主要受能源价格下降影响；PPI 仍处低位，但从边际变化看，我国宏观政策加力实施，部分领域供需关系有所改善，价格呈现积极变化。据海关统计，今年前 5 个月，我国货物贸易进出口总值为 17.94 万亿元，同比增长 2.5%。其中，出口 10.67 万亿元，增长 7.2%；进口 7.27 万亿元，下降 3.8%。海关总署统计分析司司长吕大良表示，今年以来，我国经济持续回升向好，货物贸易在外部压力下保持较强韧性。进入 5 月份，我国进出口延续增长态势，特别是中美经贸高层会谈之后，增速明显加快。当月在同比少 2 个工作日的前提下，进出口、出口分别实现 2.7%、6.3% 的同比增长。其中，我国与美国的进出口总值为 2855.1 亿元，环比下降 12.67%，环比降幅较 4 月收窄 0.58 个百分点。央行发布数据显示，5 月金融数据与实体经济运行情况合理匹配，社会融资规模、M2 和人民币贷款增速均明显高于名义 GDP 增速。具体来看，5 月末，社会融资规模存量同比增长 8.7%，M2 余额同比增长 7.9%，M1 余额同比增长 2.3%；前 5 个月，社会融资规模增量 18.63 万亿元，比上年同期多 3.83 万亿元；人民币贷款增加 10.68 万亿元。

美国降息分歧依然较大。美国劳工部数据显示，5 月 CPI 同比增长 2.4%、环比增长 0.1%，剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 2.8%、环比增长 0.1%，均低于预期。美国 5 月 PPI 同比增长 2.6%，符合预期，前值增长 2.4%。美国 5 月核心 PPI 同比增长 3%，低于预期值 3.1%，前值为 3.1%。CPI 数据公布后，美国总统特朗普呼吁美联储将利率下调一个百分点。尽管到目前为止，提高关税对美国人的影响不大，但经济学家认为，随着企业希望防范利润率进一步走软，价格压力将在今年下半年加大。华尔街交易员也加大了对美联储降息的押注，基本预计今年将降息两次，利率互换显示交易员预计美联储在 9 月份前降息的可能性为 75%。但美联储下周议息会议或继续按兵不动。我们认为，考虑到美国商务部宣布将自 6 月 23 日起对多种钢制家用电器加征关税，可能导致消费价格上涨，即便有美国政府相关方面施压，美联储或仍将在降息问题上保持谨慎。

中期内影响外需的三重因素。中期内影响外需的三重因素，一是美国商务部宣布将自 6 月 23 日起对多种钢制家用电器加征 50% 的关税，美国高关税如果落地，不仅将影响全球对美国的贸易，而且可能推高美国国内通胀，进一步影响美联储的货币政策，二是部分国际地区地缘政治进一步复杂化，截至 6 月 13 日，国际油价已经上行至 73.18 美元/桶，较前一周上涨 13.32%，国际能源价格上涨可能推升全球通胀，三是继 IMF 和 OECD 等国际组织下调全球经济增长预期之后，世界银行将 2025 年全球 GDP 增长预期从 2.7% 下调至 2.3%，预测显示贸易纷争、政策不确定性将阻碍经济增长。我们认为外需的不确定性进一步增大，对我国有两方面影响，一方面稳增长需要更加依赖内需，扩内需的宏观政策存在进一步加力提效的可能，另一方面，全球经济增长承压、国际局势复杂化的情况在时间上存在不确定性，国际金融资本和实业资本都需要寻找稳定的市场，一定程度上凸显了我国经济基本面的国际比较优势。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 (2025.6.15)

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