

# 宏观和大类资产配置周报

美国关税的全球影响仍在延续，扩内需是稳增长的要义

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**：4 月工增同比增长 6.1%，社零同比增长 5.1%，1-4 月固投同比增长 4.0%；4 月份，中央一般公共预算收入同比增长 1.6%，1-4 月全国一般公共预算支出同比增长 4.6%。
- **要闻**：我国多举措支持加快构建科技金融体制；民政部等 19 部门联合印发《关于支持老年人社会参与 推动实现老有所为的指导意见》；金融监管总局等八部门联合印发《支持小微企业融资的若干措施》；我国最新一期 LPR 出炉，1 年期降至 3%，5 年期以上降至 3.5%，均下降 10 个基点，为去年 10 月以来首次下调。

## 资产表现回顾

- **人民币资产价格波动**。本周沪深 300 指数下跌 0.18%，沪深 300 股指期货上涨 0.21%；焦煤期货本周下跌 5.61%，铁矿石主力合约本周下跌 0.89%；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 8BP 至 1.33%；十年国债收益率上行 4BP 至 1.72%，活跃十年国债期货本周上涨 0.36%。

## 资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币**。中美日内瓦经贸会谈的两项关键成果，一是将双方关税暂时稳定在 10% 的水平，二是 24% 的关税在初始的 90 天内暂停实施。但另一方面，美国的关税政策在全球范围内的影响仍在延续，比如美国总统特朗普威胁称，将自 6 月 1 日起对进口自欧盟的商品征收 50% 关税，同时美国财长贝森特表示，特朗普政府把重点放在 18 个最重要的贸易伙伴，都意味着美国对全球发起的“对等关税”政策仍在延续。我们认为即便中美经贸会谈截止目前的成果较好，但是美国关税政策仍将通过扰动全球经济增长前景，进而拖累我国外需，对我国经济增速产生一定程度上的负面影响。我们认为在全球经济增长前景承压的情况下，主要国家和地区的货币政策有宽松的趋势，国际资本将基于各地区的经济基本面调整大类资产配置，在这一过程中，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。

## 本期观点（2025.5.25）

| 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

## 相关研究报告

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20250522》  
20250523  
《市场策略更新》20250522  
《1-4 月财政数据点评》20250521

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

## 目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 一周概览 .....               | 4  |
| 避险偏好上升 .....             | 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：回调 .....             | 9  |
| 债券：LPR 下调带动存款利率下降 .....  | 10 |
| 大宗商品：黄金价格再度走高 .....      | 11 |
| 货币类：货币基金收益率以波动为主 .....   | 12 |
| 外汇：美元指数再度回落 .....        | 12 |
| 港股：美国关税冲击的影响仍在继续 .....   | 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（2025.5.25） .....           | 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（2025.5.25） .....    | 16 |

一周概览

避险偏好上升

**人民币资产价格波动。**本周沪深 300 指数下跌 0.18%，沪深 300 股指期货上涨 0.21%；焦煤期货本周下跌 5.61%，铁矿石主力合约本周下跌 0.89%；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 8BP 至 1.33%；十年国债收益率上行 4BP 至 1.72%，活跃十年国债期货本周上涨 0.36%。

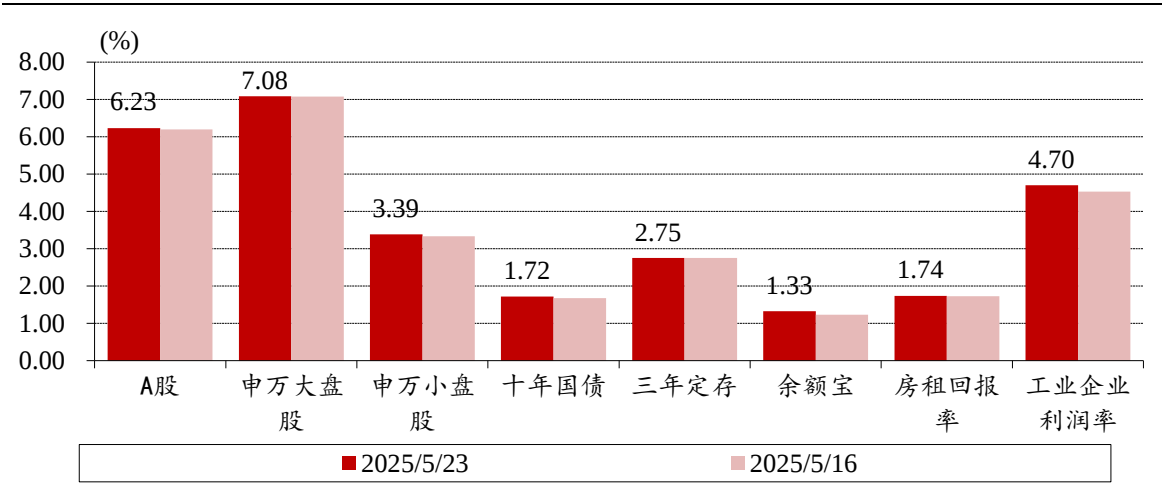
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

|       |                  |       |                             |
|-------|------------------|-------|-----------------------------|
| 股票    | 沪深 300 -0.18%    | 债券    | 10 年国债到期收益率 1.72%/本周变动 +4BP |
|       | 沪深 300 期货 +0.21% |       | 活跃 10 年国债期货+0.36%           |
| 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 -0.89%     | 保守    | 余额宝 1.33%/本周变动 +8BP         |
|       | 焦煤期货 -5.61%      |       | 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

4 月经济数据中既有美国关税冲击的影响，也反映了国内经济增长的韧性。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投放 1.2 万亿元，受央行降息落地影响，拆借资金利率整体在偏低的水平上波动，周五 R007 利率收于 1.63%，GC007 利率收于 1.71%。本周十年国债收益率收于 1.72%，较上周五上行 4BP。4 月经济数据已发布，整体来看，生产端依然强于需求端，受美国关税政策影响，4 月工业增加值中出口导向型行业增加值当月同比增速出现一定波动，但 4 月在“两重两新”政策影响下，制造业生产和投资都保持了较好的增速，社零同比增速也相对较好，反映出内需有韧性。

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。

美国经济政策不确定性依然较大，本周美元指数再度跌破 100，十年美债收益率上行突破 4.50%。股市方面，本周 A 股主要指数跌多涨少，领涨的指数是中小板指（0.62%），领跌的指数是创业板指（-0.88%）；港股方面恒生指数上涨 1.10%，恒生国企指数上涨 1.36%，AH 溢价指数下行 2.23%收于 131.88；美股方面，标普 500 指数本周下跌 2.61%，纳斯达克下跌 2.47%。债市方面，本周国内债市指数上涨，中债总财富指数本周上涨 0.09%，中债国债指数上涨 0.04%，金融债指数上涨 0.09%，信用债指数上涨 0.11%，十年美债利率上行 8 BP，周五收于 4.51%。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 8 BP，周五收于 1.33%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 0.34%，收于 61.76 美元/桶；COMEX 黄金上涨 5.35%，收于 3357.70 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 1.74%，LME 铜上涨 1.76%，LME 铝下跌 0.62%；CBOT 大豆上涨 1.02%。美元指数下跌 1.84%收于 99.12。VIX 指数上行至 22.29。本周十年美债收益率上行突破 4.50%，市场开始关注美国短期内美债发行节奏以及中期内美国财政的健康情况。

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 | 2025/5/19<br>上期涨跌幅 | -<br>本月以来 | 2025/5/23<br>今年以来 |
|------|------------|----------|-----------|---------------|--------------------|-----------|-------------------|
| 股票   | 000001.SH  | 上证综指     | 3,348.37  | (0.57)        | 0.76               | 2.11      | (0.10)            |
|      | 399001.SZ  | 深证成指     | 10,132.41 | (0.46)        | 0.52               | 2.35      | (2.71)            |
|      | 399005.SZ  | 中小板指     | 6,376.77  | 0.62          | 0.68               | 2.81      | (0.09)            |
|      | 399006.SZ  | 创业板指     | 2,021.50  | (0.88)        | 1.38               | 3.77      | (5.61)            |
|      | 881001.WI  | 万得全 A    | 5,075.37  | (0.63)        | 0.72               | 2.41      | 1.07              |
|      | 000300.SH  | 沪深 300   | 3,882.27  | (0.18)        | 1.12               | 2.96      | (1.34)            |
| 债券   | CBA00301.C | 中债总财富指数  | 248.74    | 0.09          | (0.20)             | 0.03      | 0.55              |
|      | CBA00603.C | 中债国债     | 246.66    | 0.04          | (0.39)             | (0.29)    | 0.30              |
|      | CBA01203.C | 中债金融债    | 246.59    | 0.09          | (0.22)             | 0.06      | 0.28              |
|      | CBA02703.C | 中债信用债    | 222.96    | 0.11          | 0.06               | 0.32      | 0.88              |
|      | 885009.WI  | 货币基金指数   | 1,720.81  | 0.02          | 0.03               | 0.08      | 0.56              |
| 大宗商品 | CL.NYM     | NYMEX 原油 | 61.76     | (0.34)        | 1.49               | 6.10      | (13.89)           |
|      | GC.CMX     | COMEX 黄金 | 3,357.70  | 5.35          | (4.15)             | 1.16      | 27.14             |
|      | RB.SHF     | SHFE 螺纹钢 | 3,046.00  | (1.74)        | 1.52               | (1.61)    | (8.03)            |
|      | CA.LME     | LME 铜    | 9,614.00  | 1.76          | 0.02               | 5.36      | 9.65              |
|      | AH.LME     | LME 铝    | 2,466.00  | (0.62)        | 2.65               | 2.77      | (3.35)            |
|      | S.CBT      | CBOT 大豆  | 1,060.75  | 1.02          | (0.07)             | 1.56      | 4.97              |
| 货币   | -          | 余额宝      | 1.33      | 8 BP          | -2 BP              | 5 BP      | 6 BP              |
|      | -          | 银行理财 3M  | 1.85      | 0 BP          | -5 BP              | 0 BP      | 3 BP              |
| 外汇   | USD.XFX    | 美元指数     | 99.12     | (1.84)        | 0.56               | (0.52)    | (8.63)            |
|      | USDCNY.IB  | 人民币兑美元   | 7.19      | 0.20          | 0.59               | 1.01      | 1.50              |
|      | EURCNY.IB  | 人民币兑欧元   | 8.14      | (0.96)        | 1.06               | 1.41      | (7.01)            |
|      | JPYCNY.IB  | 人民币兑日元   | 5.01      | (1.15)        | 0.67               | 1.33      | (7.31)            |
| 港股   | HSI.HI     | 恒生指数     | 23,601.26 | 1.10          | 2.09               | 6.70      | 17.65             |
|      | HSCEI.HI   | 恒生国企     | 8,583.86  | 1.36          | 1.92               | 6.29      | 17.75             |
|      | HSAHP.HI   | 恒生 AH 溢价 | 131.88    | (2.23)        | (1.33)             | (3.84)    | (11.12)           |
| 美国   | SPX.GI     | 标普 500   | 5,802.82  | (2.61)        | 5.27               | 4.20      | (1.34)            |
|      | IXIC.GI    | NASDAQ   | 18,737.21 | (2.47)        | 7.15               | 7.40      | (2.97)            |
|      | UST10Y.GBM | 十年美债     | 4.51      | 8 BP          | 6 BP               | 34 BP     | -7 BP             |
|      | VIX.GI     | VIX 指数   | 22.29     | 29.29         | (21.28)            | (9.76)    | 28.47             |
|      | CRB.RB     | CRB 商品指数 | 296.66    | 0.20          | 0.32               | 2.73      | (0.02)            |

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）

4 月份我国经济顶住压力稳定增长。国家统计局发布数据显示，今年 4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，服务业生产指数增长 6%，社会消费品零售总额增长 5.1%。1-4 月份，全国固定资产投资同比增长 4%，扣除房地产开发投资后增长 8%。数据还显示，4 月全国城镇调查失业率为 5.1%，比上月下降 0.1 个百分点；1-4 月全国房地产开发投资同比下降 10.3%，新建商品房销售面积下降 2.8%。

国家统计局发布 70 城房价数据显示，4 月份，一、二线城市新房价格环比持平，三线城市略有下降，各线城市房价同比降幅均持续收窄。新房价格环比上涨城市有 22 个，比上月减少 2 个，上海、大连新房价格环比涨幅全国第一；二手房价环比上涨城市有 5 个，比上月减少 5 个，赣州二手房价环比涨幅居首。

财政部发布财政收支数据显示，4 月份，中央一般公共预算收入同比增长 1.6%，全国税收收入同比增长 1.9%，均为今年以来首次实现月度正增长。1-4 月全国一般公共预算支出同比增长 4.6%，完成预算的 31.5%，支出进度为 2020 年以来同期最快。

国家统计局发布数据显示，不包含在校生，4 月份，全国城镇 16-24 岁劳动力失业率为 15.8%，25-29 岁劳动力失业率为 7.1%，30-59 岁劳动力失业率为 4.0%。

我国多举措支持加快构建科技金融体制。金融监管总局正联合科技部研究制定科技保险高质量发展政策文件，并推动保险资金参与国家重大科技任务。证监会将支持突破关键核心技术的科技企业适用“绿色通道”。央行表示，目前已有近 100 家机构发行超 2500 亿元科技创新债券。

民政部等 19 部门联合印发《关于支持老年人社会参与 推动实现老有所为的指导意见》，从推进老年志愿服务常态长效开展，提升老年人参与教育、文化、体育等社会活动质量，强化老年人社会参与保障等方面，对老年人社会参与工作作出全面系统安排。

我国将多举措加力推进城市更新行动。住建部将继续深入推进城镇老旧小区改造。财政部在加大资金投入的同时，持续发力落实好税费优惠政策。国家发改委将在 6 月底前下达 2025 年城市更新专项中央预算内投资计划。金融监管总局正制定专门的城市更新项目贷款管理办法。自然资源部将出台更多实用有效的用地政策。

金融监管总局等八部门联合印发《支持小微企业融资的若干措施》提出，加大首贷、信用贷、中长期贷、法人类贷款、民营类贷款投放。指导银行加强贷款利率定价管理，合理确定小微企业贷款利率。降低贷款附加费用，指导银行清理违规收费，规范与第三方合作。

央行、外汇局拟完善境内企业境外直接上市资金管理，明确境外上市募集资金、减持或转让股份所得资金原则上应汇回境内，股东因增持汇出资金如有剩余或交易未达成时，应及时汇回境内。明确境外发行可转债和将可转债转为股票相关管理要求。

上海市印发提振消费专项行动方案提出，加力扩围实施消费品以旧换新。更好满足住房消费需求，扩大保障性租赁住房供给，扩大住房公积金适用范围，探索优化住房公积金使用政策。增加适合个人投资者投资的债券相关产品。

美国企图全球禁用中国先进计算芯片，商务部新闻发言人对此发表谈话强调，美方措施涉嫌构成对中国企业采取的歧视性限制措施。任何组织和个人执行或协助执行美方措施，将涉嫌违反《中华人民共和国反外国制裁法》等法律法规，须承担相应法律责任。中方密切关注美方措施执行情况，将采取坚决措施维护自身正当权益。

中国与东盟十国全面完成中国—东盟自贸区 3.0 版谈判，包含数字经济、绿色经济、供应链互联互通、标准技术法规与合格评定程序、海关程序与贸易便利化、卫生与植物卫生措施、竞争和消费者保护、中小微企业、经济技术合作等 9 个新增章节。

商务部有关负责人表示，支持非洲 33 个最不发达国家用足用好 100% 税目产品零关税政策，共享中国大市场带来的发展机遇。零关税政策自去年 12 月 1 日启动到今年 3 月，中国自非洲最不发达国家进口额达 214.2 亿美元，同比增长 15.2%。

商务部公布最新数据显示，今年前 4 个月，全国实际使用外资金额 3207.8 亿元，同比下降 10.9%。其中，日本、瑞士、英国、东盟、韩国、德国实际对华投资同比分别增长 74.2%、68.4%、54.6%、42.9%、22.3% 和 12.3%。

## 宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，5月23日当周各品种钢材开工率环比上周分化，螺纹钢和线材开工率分别环比下降0.35个百分点和上升1.18个百分点；建材社会库存连续十一周下降，本周较前一周下降24.65万吨。5月21日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周分化，东北地区开工率较前一周上升，华东、华北、华南和西北地区开工率较前一周下降。

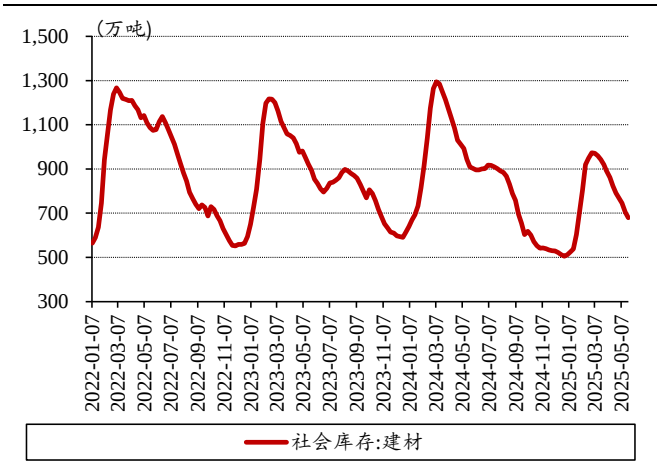
图表4.原材料产品高频指标周度表现

| 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（%） | 42.29 | (0.35) | 2.96      |
|        | 线材：主要钢厂开工率（%）  | 47.68 | 1.18   | 0.58      |
| 石油沥青装置 | 开工率：华东地区（%）    | 38.70 | (3.00) | 5.90      |
|        | 开工率：华北地区（%）    | 23.70 | (3.40) | (14.50)   |
|        | 开工率：华南地区（%）    | 41.80 | (0.40) | 17.60     |
|        | 开工率：东北地区（%）    | 19.00 | 1.70   | 0.10      |
|        | 开工率：西北地区（%）    | 35.70 | (6.60) | 14.80     |

资料来源：万得，中银证券

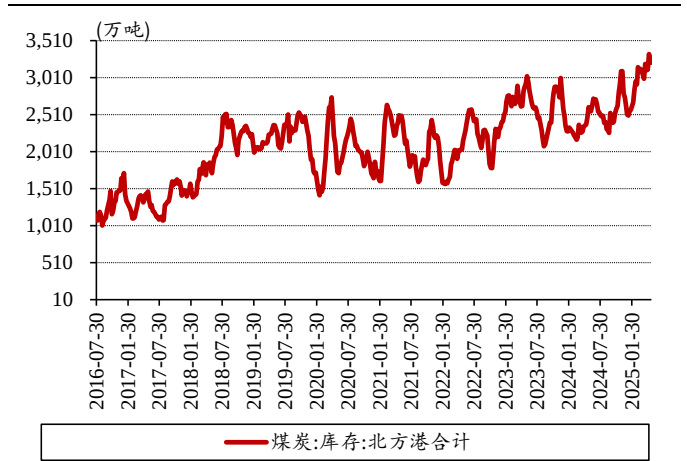
海外机构持仓方面，本周SPDR黄金ETF持仓总价值变动5.44%。原油库存方面，5月16日当周，美国API原油库存上升，本周环比上升249.90万桶。

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



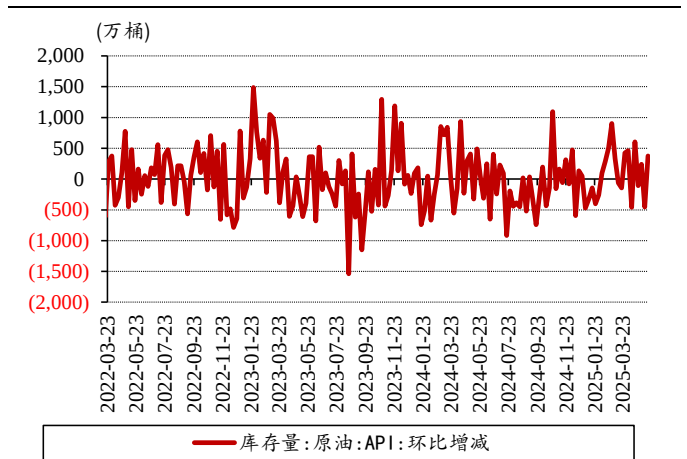
资料来源：同花顺，中银证券

图表7.美国API原油库存周度表现



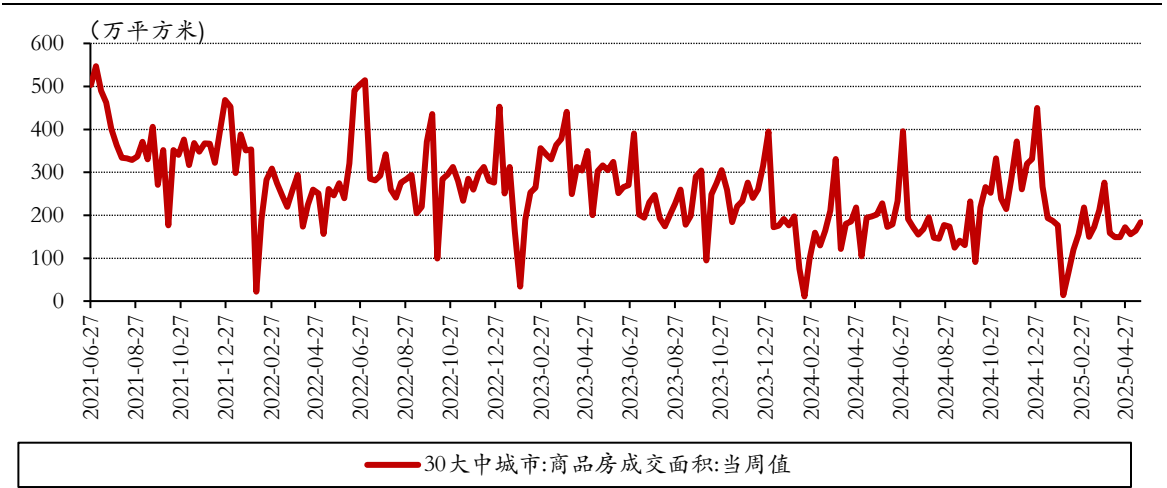
资料来源：万得，中银证券

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

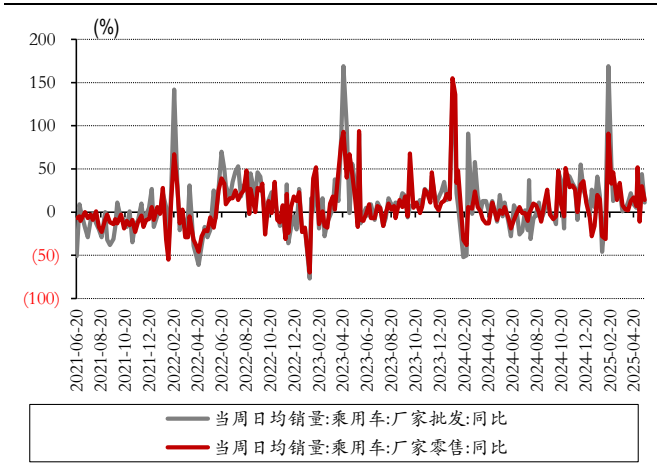


资料来源：万得，中银证券

春节后商品房成交环比上升至3月底，但4月成交环比表现偏弱，5月8日央行下调住房公积金贷款利率之后，最近两周30大中城市商品房成交面积环比上升。5月18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20.26万平方米。近期央行下调了住房公积金贷款利率，关注商品房成交环比是否会受影响。

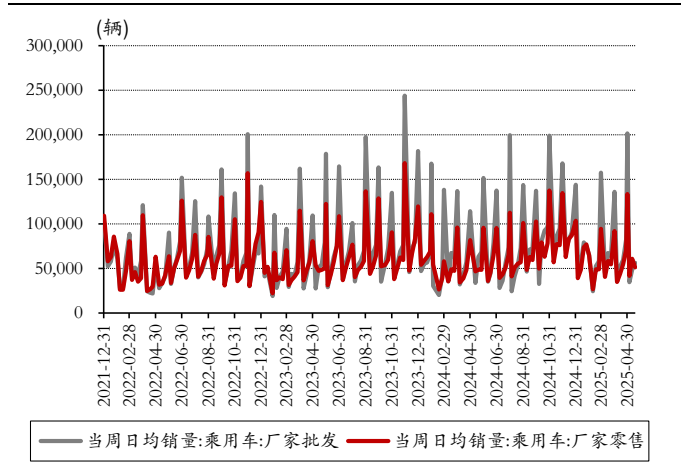
汽车方面，5月18日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为11.00%和14.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

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：回调

TMT 行业本周回调幅度较大。本周市场指数跌多涨少，上涨的指数包括中小板指（0.62%）、上证红利（0.40%），领跌的指数包括中证 1000（-1.29%）、中证 500（-1.10%）、创业板指（-0.88%）。行业方面同样跌多涨少，领涨的行业有综合（1.93%）、医药（1.92%）、汽车（1.80%），领跌的行业有计算机（-3.00%）、电子元器件（-2.10%）、机械（-1.96%）。本周市场分化，领涨的市场指数既有上证红利也有中小板指。

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（%） |        |
|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 中小板指    | 0.62   | 综合      | 1.93   | 天津自贸区指数 | 4.95   |
| 上证红利    | 0.40   | 医药      | 1.92   | 重组指数    | 3.21   |
| 中证 100  | (0.12) | 汽车      | 1.80   | ST 概念指数 | 2.96   |
| 创业板指    | (0.88) | 机械      | (1.96) | 苹果指数    | (2.92) |
| 中证 500  | (1.10) | 电子元器件   | (2.10) | 云计算指数   | (3.13) |
| 中证 1000 | (1.29) | 计算机     | (3.00) | 稀土永磁指数  | (3.64) |

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

卫星导航 | 《2025 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》发布。《白皮书》显示，2024 年我国以北斗为核心的卫星导航与位置服务产业总体产值达到 5758 亿元人民币，同比增长 7.39%。

数据 | 2025 数据安全发展大会上透露，我国将培育壮大一批数据要素产业链上下游企业，预计到 2030 年，我国数据产业规模将达到 7.5 万亿元。

低估值蓝筹股 | 证监会副主席李明在深交所 2025 全球投资者大会上发表致辞表示，投资中国意味着更高的确定性。他强调，证监会将于近期出台深化科创板、创业板改革政策措施，为企业创新成长提供更加适配、更加包容的制度支撑。目前 A 股估值水平仍处于相对低位，沪深 300 市盈率 12.6，明显低于境外市场主要指数，配置价值进一步凸显。

银行 | 新一轮存款利率下调即将落地。5 月 20 日起多家国有大行及部分股份行将再度下调人民币存款挂牌利率。

人工智能 | 中英举行人工智能对话。双方围绕人工智能发展机遇、挑战和各自政策深入交换意见，支持继续加强交流互鉴及务实合作，促进两国人工智能健康安全有序发展。

IPv6 | 中央网信办等三部门印发《2025 年深入推进 IPv6 规模部署和应用工作要点》，部署 9 个方面 42 项重点任务，明确到 2025 年末，全面建成全球领先的 IPv6 技术、产业、设施、应用和安全体系。

游戏 | 国家新闻出版署发布 5 月游戏版号，共 130 款国产游戏和 14 款进口游戏获批，为今年以来单月发放数量最高。

楼市 | 广东省深改委发文提出，鼓励因地制宜采用发放购房补贴、优化住房套数认定标准、商品房收储、房票等形式支持进城农民购房，保障住房需求。

全固态电池 | 中国汽车工程学会正式发布《全固态电池判定方法》团体标准，首次明确了全固态电池的定义，解决了行业界定模糊、测试方法缺失等问题，为技术升级和产业化应用奠定基础。

人形机器人 | 北京人形机器人创新中心牵头发布全球首个《人形机器人智能化分级》标准，构建形成“四维五级”的评价框架，包括“感知认知、决策学习、执行表现、协作交互”四大能力维度，L1-L5 五级智能化能力分级体系。

## 债券：LPR 下调带动存款利率下降

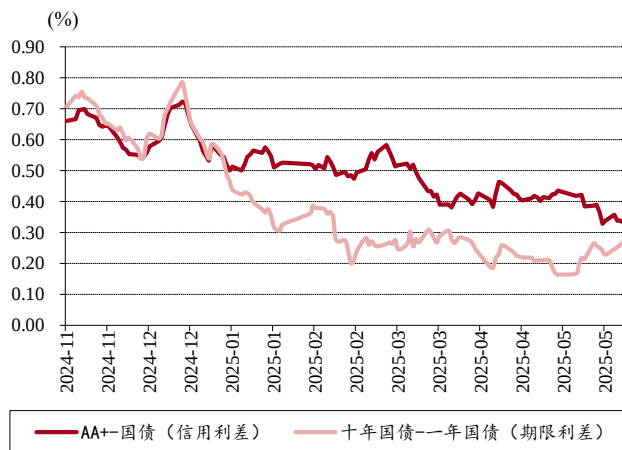
债市指数上涨，但债券收益率表现分化，本周长久期利率债收益率小幅上行。十年期国债收益率周五收于 1.72%，本周上行 4BP，十年国开债收益率周五收于 1.70%，较上周五下行 1BP。本周期限利差上行 4BP 至 0.27%，信用利差下行 2BP 至 0.32%。

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

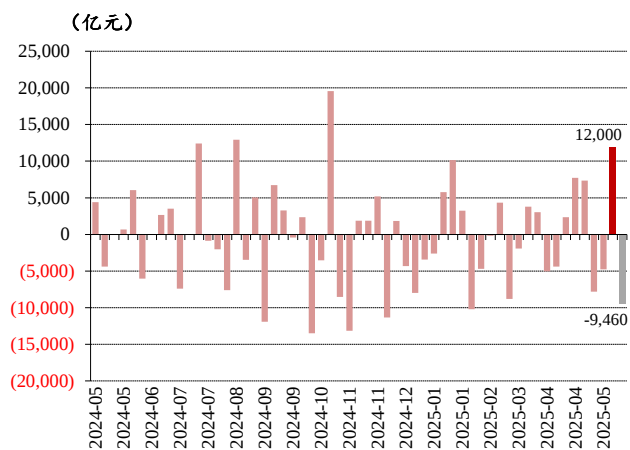
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

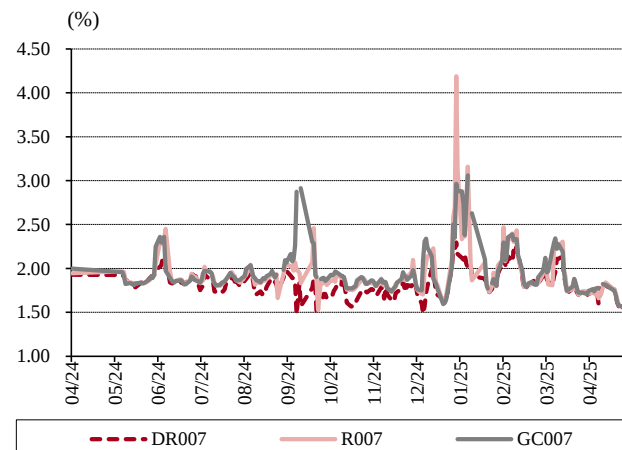
**贷款利率和存款利率非对称下调。**本周央行在公开市场净投放 1.2 万亿元。本周资金拆解利率维持在较低水平上波动，周五 R007 收于 1.63%，周五 GC007 收于 1.71%。本月 LPR 下调，1 年期降至 3.0%，5 年期以上降至 3.5%，均下降 10 个基点，同时，部分银行启动下调存款利率，对活期、定期、通知存款利率下调幅度在 5 到 25bp 之间。我们认为存款利率跟随 LPR 利率下调而下降，一方面是保障金融机构自身经营健康，另一方面，非对称下调也为后续降息留出了空间。

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）

我国最新一期 LPR 出炉，1 年期降至 3.0%，5 年期以上降至 3.5%，均下降 10 个基点，为去年 10 月以来首次下调。与此同时，国有六大行及部分股份行启动年内首次人民币存款利率下调，对活期、定期、通知存款利率下调幅度在 5 到 25bp 之间，其中一年期存款首次跌破“1%”。多家国有银行大额存单利率也同步下调，部分期限降幅高达 35bp。紧随 LPR 下调，北京、上海下调房贷利率 10 个基点。

央行 5 月 23 日开展 5000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。由于本月有 1250 亿元 MLF 到期，这意味着 5 月央行 MLF 净投放将达到 3750 亿元，为连续三个月加量续作。

大宗商品：黄金价格再度走高

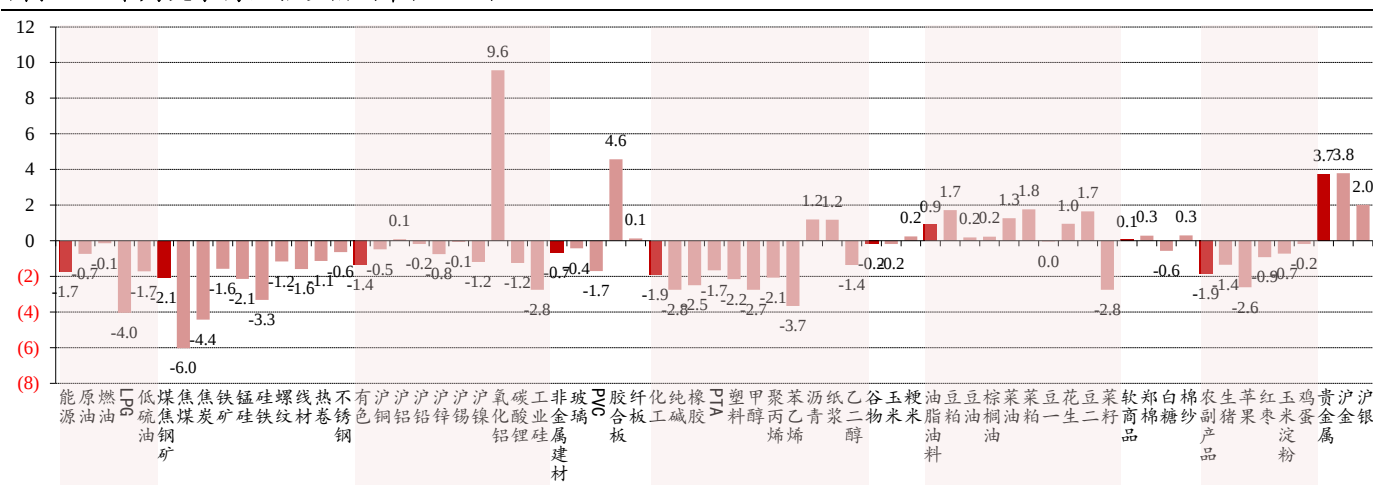
避险需求仍在较高水平。本周商品期货指数上涨 2.99%。从各类商品期货指数来看，上涨的有贵金属（3.73%）、油脂油料（0.90%），下跌的有谷物（-0.18%）、非金属建材（-0.65%）、有色金属（-1.36%）、能源（-1.71%）、化工（-1.91%）、煤焦钢矿（-2.06%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有氧化铝（9.57%）、胶合板（4.58%）、沪金（3.79%），跌幅靠前的则有焦煤（-6.03%）、焦炭（-4.43%）、LPG（-4.04%）。受全球避险需求较强影响，黄金价格再度走高。

图表 17. 大宗商品本周表现

|             |              |             |
|-------------|--------------|-------------|
| 商品 +2.99%   | 能源 -1.71%    | 煤焦钢矿 -2.06% |
| 有色金属 -1.36% | 非金属建材 -0.65% | 化工 -1.91%   |
| 谷物 -0.18%   | 油脂油料 +0.90%  | 贵金属 +3.73%  |

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）

OPEC+成员国正在讨论在 7 月实施第三次连续增产，具体决定将在一周多以后举行的会议上作出。将 7 月产量提高 41.1 万桶/日——达最初计划的三倍——是讨论的选项之一，但目前尚未达成最终协议。

联合石油数据库数据显示，沙特 3 月原油加工量增加 32.3 万桶/日，至 294.4 万桶/日；产量环比增加 1 万桶/日，至 895.7 万桶/日；出口量环比下降 79.3 万桶/日，至 575.4 万桶/日。

欧盟委员会正在考虑对俄罗斯天然气进口实行零配额。这将允许欧洲买家使用不可抗力来终止与俄罗斯供应商的协议。

国家统计局：4 月份，规上工业原煤产量 3.9 亿吨，同比增长 3.8%，增速比 3 月份回落 5.8 个百分点；规上工业原油产量 1772 万吨，同比增长 1.5%，增速比 3 月份放缓 2.0 个百分点；规上工业天然气产量 215 亿立方米，同比增长 8.1%，增速比 3 月份加快 3.1 个百分点。

商务部公告，调查机关最终认定，原产于美国、欧盟、台湾地区和日本的进口共聚聚甲醛存在倾销，中国大陆共聚聚甲醛产业受到实质损害。根据相关规定，商务部向国务院关税税则委员会提出征收反倾销税的建议，国务院关税税则委员会根据商务部的建议作出决定，自 2025 年 5 月 19 日起，对原产于美国、欧盟、台湾地区和日本的进口共聚聚甲醛征收反倾销税。

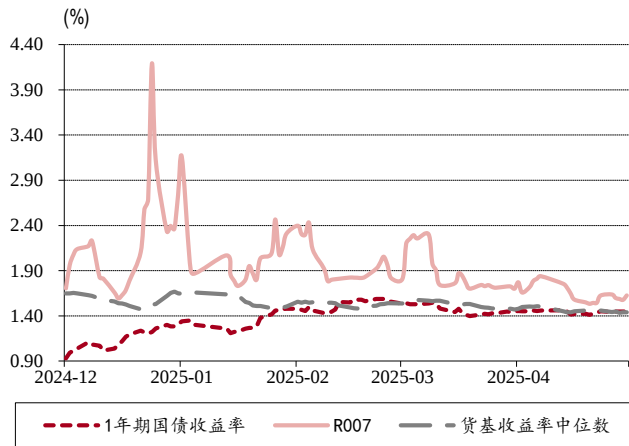
据国家粮食和物资储备局，各地夏粮收购准备就绪，旺季收购即将全面展开，预计今年新季夏粮收购量将达 2000 亿斤左右。

海关数据显示，中国 4 月黄金进口总量达到 127.5 公吨，创下 11 个月来的新高，环比大增 73%。与此同时，铂金进口量也创新一年来最高，4 月进口量达 11.5 吨。

## 货币类：货币基金收益率以波动为主

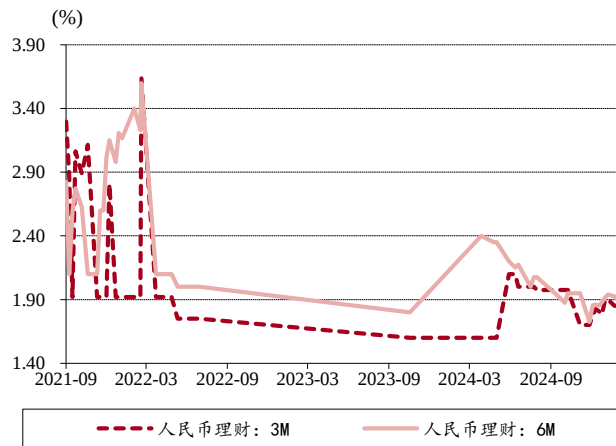
部分银行存款利率下调，理财收益率随之下行。本周余额宝 7 天年化收益率上行 8BP，周五收于 1.33%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.44%。

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

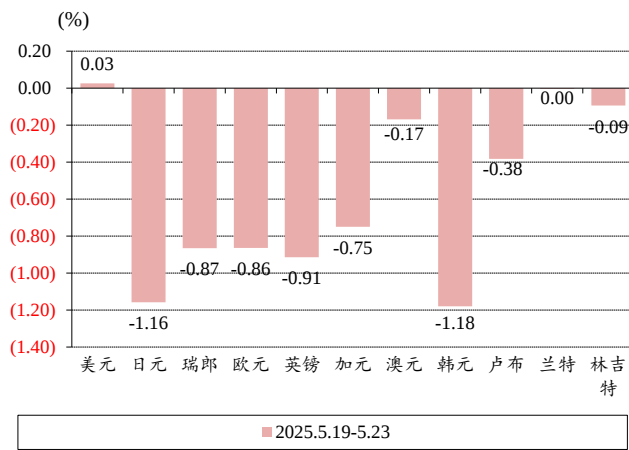


资料来源：万得，中银证券

## 外汇：美元指数再度回落

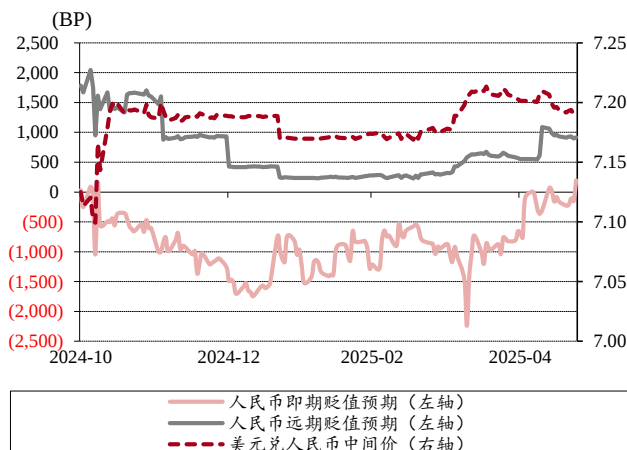
人民币兑美元中间价本周下行 19BP，至 7.1919。本周人民币对美元(0.03%)升值，对林吉特(-0.09%)、澳元(-0.17%)、卢布(-0.38%)、加元(-0.75%)、欧元(-0.86%)、瑞郎(-0.87%)、英镑(-0.91%)、日元(-1.16%)、韩元(-1.18%)贬值。人民币对美元走强，但对大多数其他主要货币走弱。

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）

据商务部介绍，1-4 月我国对外直接投资 575.4 亿美元，同比增长 7.5%。

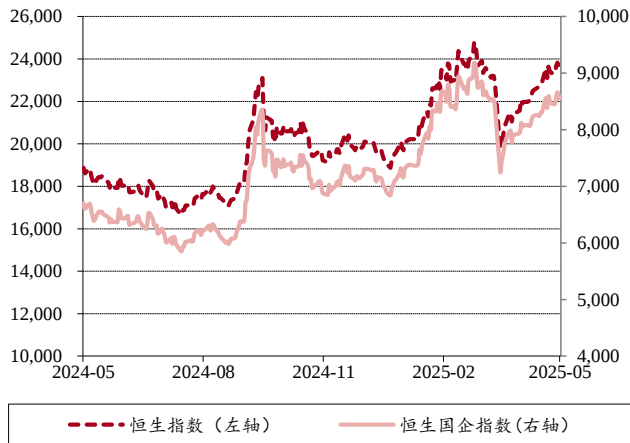
环球银行金融电信协会（Swift）统计显示，4 月，在基于金额统计的全球支付货币排名中，人民币排名全球第五大最活跃货币的位置，占比 3.5%。以欧元区以外的国际支付作为统计口径，人民币位列第六，占比 2.38%。

外汇局公布 4 月外汇收支形势显示，境内外汇供求基本平衡，跨境资金总体呈现净流入，外资配置人民币资产意愿持续向好。4 月企业、个人等非银行部门跨境资金净流入 173 亿美元，其中，外资净增持境内债券 109 亿美元，4 月下旬投资境内股票转为净买入。

## 港股：美国关税冲击的影响仍在继续

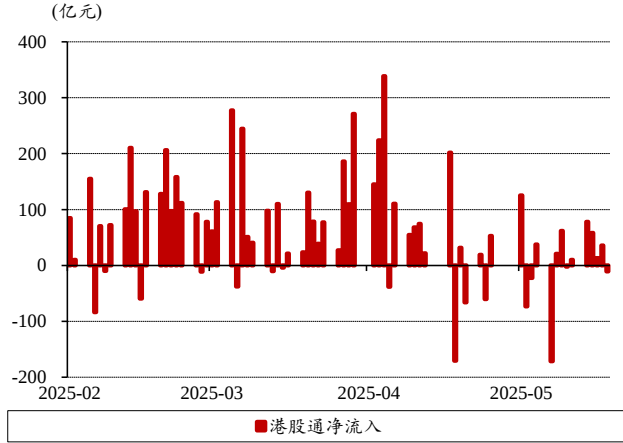
中美经过日内瓦经贸会谈达成了贸易谈判初步成果，但美国对全球其他地区和经济体的关税冲击影响依然显著。行业方面本周领涨的有原材料业（6.08%）、医疗保健业（5.57%）、能源业（3.55%），下跌的有必需性消费（-1.36%）、地产建筑业（-0.73%）。本周南下资金总量 174.88 亿元。

图表 23. 恒指走势



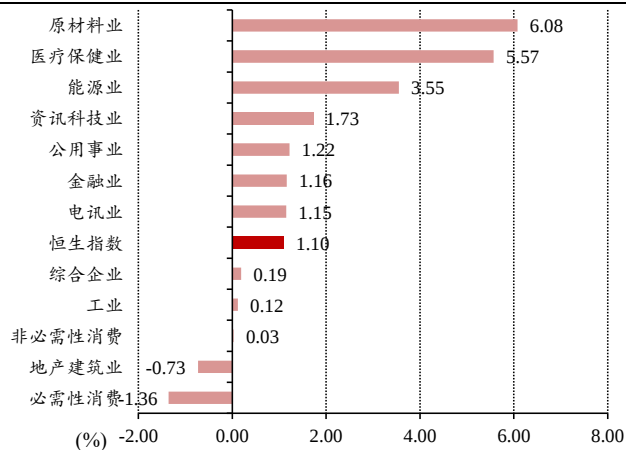
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



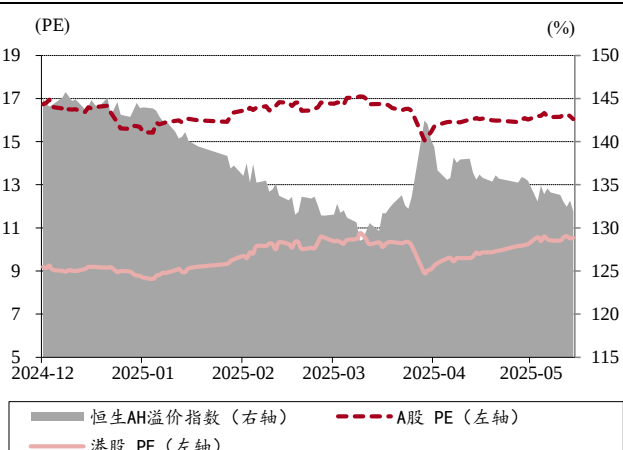
资料来源：万得，中银证券

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）

美联储理事沃勒表示，如果特朗普政府的关税最终稳定在 10% 左右，那么美联储可能会在 2025 年下半年降息。对于近期 20 年期美债拍卖需求疲软导致长期国债遭到抛售，沃勒重申美联储不会在一级拍卖中购买债券。

两位美联储官员强调，在经济面临高度不确定性的情况下，美联储在调整政策之前可以保持耐心并评估即将发布的数据。旧金山联储主席戴利称，切勿在不必要的情况下突然或迅速行动。克利夫兰联储主席哈玛克指出，官员们在未来几个月仍需要掌握“大量”信息。

美联储副主席杰斐逊表示，美联储必须确保因华盛顿政策变化而引发的价格上涨不会演变为持续性的通胀压力。对于穆迪下调美国信用评级，杰斐逊回应称，这一决定不会改变美联储的职责和立场。

纽约联储主席威廉姆斯承认，投资者正在审视其美国资产投资策略，但他指出目前尚未看到资金大规模撤离的迹象。他表示，当前“经济表现非常好”，货币政策处于良好位置，美联储有足够时间权衡下一步利率政策。

亚特兰大联储主席博斯蒂克警告称，通胀正在朝着令人不安的方向发展。他重申预计今年将降息一次，穆迪下调美国评级可能对寻求借款的美国公司和家庭产生负面影响。

2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比称，尽管短期内降息的门槛“略高”，但在未来 10 到 16 个月内降息仍然是可能的。对于特朗普针对欧盟和苹果公司最新的关税威胁，古尔斯比表示，如此高的关税“对供应链来说将非常可怕”。

欧洲央行副行长金多斯表示，受益于欧元走强和能源成本下降，欧洲央行距离实现 2% 通胀目标已不远。目前市场预计欧洲央行将在 6 月份再次降息，并可能考虑进一步放松货币政策。

欧洲央行会议纪要显示，有部分官员认为，4 月份下调利率其实是提前实施了原本预计 6 月进行的降息。有成员称原本可接受 50 个基点的降息幅度。目前市场预计欧洲央行下月降息的可能性约为 90%。

欧洲央行在半年度金融稳定报告中警告称，特朗普推出关税政策后，投资者开始远离美元和美债等传统避险资产，这可能预示着一种“根本性制度变革”的发生。报告强调，即使在特朗普放弃部分关税威胁后，资产估值仍然过高。

澳洲联储将基准利率下调 25 个基点至 3.85%，为今年第二次降息，符合市场预期。澳洲联储在货币政策声明指出，国际形势将对经济构成压力，同时通胀风险已趋于平衡。该行准备在必要时采取进一步行动，并透露此前曾讨论过降息 50 基点的可能性。

印尼央行宣布，将基准利率下调 25 个基点至 5.5%。这是该行今年以来第二次降息，旨在稳定通胀、提振经济。

美国劳工部公布数据显示，截至 5 月 17 日当周，美国初请失业金人数减少 2000 人至 22.7 万人，创四周低点。表明尽管贸易政策带来不确定性，但就业市场依然保持健康。

美国全国地产经纪商协会（NAR）数据显示，4 月美国二手房成交量下降 0.5%，至折合年率 400 万套，为七个月以来最低水平，且为 2009 年以来同期最弱。售价中值同比上涨 1.8% 至 41.4 万美元，创下历年同期新高。

欧元区 5 月制造业 PMI 初值小幅改善至 49.2，但服务业 PMI 意外大幅下跌至 48.9，创 16 个月来最差表现，拖累欧元区 5 月综合 PMI 从 4 月的 50.4 降至 49.5。法国经济活动已连续 9 个月萎缩，德法服务业活动均出现下跌。

日本 3 月核心机械订单同比大幅增长 13%，远超预期的下降 1.6%，为近 20 年来最高水平，引发对日本央行年内继续加息的预期。日本政府公布月度经济报告，维持对国内经济形势“正在温和复苏”的评估。

日本 4 月份出口同比增长 2% 至 9.1572 万亿日元，连续 7 个月保持增长；进口则下滑 2.2% 至 9.273 万亿日元。4 月日本对美出口同比下滑 1.8%，4 个月来首次下降，主要原因是汽车出口下滑 4.8%。

美国财政部拍卖 160 亿美元的 20 年期国债，得标利率为 5.047%，此次得标的收益率比 4 月的 4.810% 高出 24 个基点。本次拍卖的投标倍数为 2.46，表现也不佳，是自 2 月以来的最低水平，4 月为 2.63。

在周二举行的国债拍卖上，日本 20 年期国债投标倍数从上月的 2.96 降至 2.5，创 2012 年 8 月以来最低；尾差升至 1.14，为 1987 年以来最高。受此影响，30 年期、40 年期国债收益率均升至纪录高位，20 年期国债收益率升约 15 个基点，至 2000 年以来的最高水平。

美国总统特朗普威胁称，将自 6 月 1 日起对进口自欧盟的商品征收 50% 关税，因为欧盟在贸易方面“很难打交道”。特朗普表示，他目前无意寻求与欧盟达成协议，如果欧盟想在美国建厂，他可以考虑推迟。特朗普还针对三星电子、苹果等所有手机制造商发出警告，称其不在美国制造的产品将被征收 25% 的关税。

美国总统特朗普的减税法案在众议院以微弱优势通过，将交由参议院审议。该法案计划在未来十年内减税逾 4 万亿美元，并削减至少 1.5 万亿美元支出。该法案将把美国债务上限提高 4 万亿美元，低于参议院所希望的 5 万亿美元。

美国政府通知哈佛大学，撤销其国际学生招收资格，同时现有国际学生必须转学，否则将失去合法身份。根据哈佛大学的数据，该校目前约有 6800 名国际学生，占总学生人数的 27%。美国国土安全部部长诺姆表示，在阻止哈佛大学招收外国学生后，特朗普政府正在考虑在其他大学采取类似措施。

美国总统特朗普和俄罗斯总统普京 19 日进行通话，共持续 2 个多小时。普京在通话结束后发表声明表示，俄方将提出建议并愿意与乌克兰方面共同就未来可能达成的和平条约起草备忘录。俄总统助理乌沙科夫称，不排除两国元首举行面对面会晤可能性。

哈佛大学赢得一项临时法院禁令，美国法官暂时叫停特朗普政府禁止哈佛大学招收国际学生。该裁决是在哈佛大学于波士顿联邦法院提起诉讼数小时后作出的。

美乌矿产协议正式启动。当地时间 23 日，乌克兰与美国《美乌重建投资基金成立协议》正式启动。

美国财政部长贝森特表示，监管机构可能在今年夏季放松一项长期以来制约银行交易美国国债的规定。他指出，非常接近就补充杠杆率（SLR）规则采取行动，美联储、货币监理署（OCC）、联邦存款保险公司（FDIC）正在着手应对这一问题。

欧盟委员会发布春季经济展望报告，下调欧洲经济增长预期，因全球贸易前景趋弱和美国贸易政策不确定性增加影响。报告预测，2025 年欧元区 GDP 将增长 0.9%，2026 年将增长 1.4%，去年 11 月预测分别为增长 1.3% 和 1.6%。

德国经济专家委员会发布报告，预计 2025 年德国经济零增长，较此前增长 0.4% 的预期值明显下调，这意味着德国经济或将连续三年未能实现增长。2023 年和 2024 年，德国经济分别萎缩 0.3% 和 0.2%。

日本财务省正在考虑对包括小额包裹的免税政策进行审查，预计 2026 年将制定出详细的税收新政策，在此之前，进口免税政策将继续推行。

日本长债暴跌冲击金融机构。日本最大寿险公司日本生命宣布，截至 3 月底，其持有的日本国债出现 3.6 万亿日元账面浮亏（约合 250 亿美元），较去年同期暴增两倍。

4 月日本资产迎创纪录外资流入，海外投资者 4 月共买入价值 8.21 万亿日元的日本股票和长期债券。

## 下周大类资产配置建议

**4月经济数据表现可圈可点。**4月份我国经济顶住压力稳定增长。国家统计局发布数据显示，今年4月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.1%，服务业生产指数增长6%，社会消费品零售总额增长5.1%。1-4月份，全国固定资产投资同比增长4%，扣除房地产开发投资后增长8%。数据还显示，4月全国城镇调查失业率为5.1%，比上月下降0.1个百分点；1-4月全国房地产开发投资同比下降10.3%，新建商品房销售面积下降2.8%。4月份，中央一般公共预算收入同比增长1.6%，全国税收收入同比增长1.9%，均为今年以来首次实现月度正增长。1-4月全国一般公共预算支出同比增长4.6%，完成预算的31.5%，支出进度为2020年以来同期最快。整体来看，4月经济数据中既有受美国关税冲击的影响，又有我国经济发展的内在韧性，同时也有稳增长政策加快落地的较好信号，我们认为5月国内外经济形势变化较大，受中美日内瓦经贸会谈和稳增长和金融政策落地双重影响，国内经济增长的压力或延后至下半年。

**美联储多位官员就降息发表观点。**美联储理事沃勒表示，如果特朗普政府的关税最终稳定在10%左右，那么美联储可能会在2025年下半年降息；旧金山联储主席戴利和克利夫兰联储主席哈玛克强调，在经济面临高度不确定性的情况下，美联储在调整政策之前可以保持耐心并评估即将发布的数据；美联储副主席杰斐逊表示，美联储必须确保因华盛顿政策变化而引发的价格上涨不会演变为持续性的通胀压力；纽约联储主席威廉姆斯表示，当前“经济表现非常好”，货币政策处于良好位置，美联储有足够时间权衡下一步利率政策；亚特兰大联储主席博斯蒂克重申预计今年将降息一次；芝加哥联储主席古尔斯比称，尽管短期内降息的门槛“略高”，但在未来10到16个月内降息仍然是可能的。相较于欧央行在4月降息之后，预计在6月继续落地降息，美联储对降息的态度表现的相当谨慎。我们认为受美国关税政策不确定性影响，美联储落地降息或需要等待更多经济疲弱的数据支持。

**美国关税的全球影响仍在延续，扩内需是稳增长的要义。**中美日内瓦经贸会谈的两项关键成果，一是将双方关税暂时稳定在10%的水平，二是24%的关税在初始的90天内暂停实施。但另一方面，美国的关税政策在全球范围内的影响仍在延续，比如美国总统特朗普威胁称，将自6月1日起对进口自欧盟的商品征收50%关税，同时美国财长贝森特表示，特朗普政府把重点放在18个最重要的贸易伙伴，都意味着美国对全球发起的“对等关税”政策仍在延续。我们认为即便中美经贸会谈截止目前的成果较好，但是美国关税政策仍将通过扰动全球经济增长前景，进而拖累我国外需，对我国经济增速产生一定程度上的负面影响。我们认为在全球经济增长前景承压的情况下，主要国家和地区的货币政策有宽松的趋势，国际资本将基于各地区的经济基本面调整大类资产配置，在这一过程中，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（2025.5.25）

| 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