

## 宏观和大类资产配置周报

## 国际机构开始下调对 2025 年全球经济增速的预测

大类资产配置顺序：股票>债券>大宗>货币。

## 宏观要闻回顾

- **经济数据：**一季度实际 GDP 同比增长 5.4%；3 月工增同比增长 7.7%，社零同比增长 5.9%，1-3 月固投累计同比增长 4.2%；3 月新增社融 5.89 万亿元，新增信贷 3.64 万亿元，M2 同比 7.0%；美元计，3 月出口同比增长 12.4%，进口同比下降 4.3%。
- **要闻：**《中华人民共和国和马来西亚关于构建高水平战略性中马命运共同体的联合声明》发布；中国和越南发布关于持续深化全面战略合作伙伴关系、加快构建具有战略意义的中越命运共同体的联合声明。

## 资产表现回顾

- **人民币资产价格小幅上行。**本周沪深 300 指数上涨 0.59%，沪深 300 股指期货上涨 0.58%；焦煤期货本周上涨 5.18%，铁矿石主力合约本周上涨 0.36%；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 1.32%；十年国债收益率下行 1BP 至 1.65%，活跃十年国债期货本周上涨 0.01%。

## 资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>债券>大宗>货币。**2025 年 4 月初以来，美国“对等关税”政策落地，并且在反复无常的变化中，逐渐影响全球资本市场的走向和投资者对经济前景的预期。本周，部分国际组织开始调整对 2025 年经济增长的预测：世界贸易组织表示，受当前政策环境影响，2025 年全球货物贸易额预计同比下降 0.2%，比此前预期减少了 3.0 个百分点，2025 年全球经济增速预计为 2.2%，比此前预期下降了 0.6 个百分点；欧佩克月报将 2025 年全球经济增长预测由 3.1%下调至 3.0%，将 2025 年美国经济增长预测由 2.4%下调至 2.1%，将 2025 年欧元区经济增长预测由 0.9%下调至 0.8%。我们认为，受美国“对等关税”政策影响，不排除 IMF 和世界银行等国际机构或也将下调对 2025 年全球经济增速的预测。我们认为相较之下，人民币资产有稳增长的宏观政策托底、较大规模的国内市场缓冲外需变化、以“一带一路”沿线国家和东盟为代表的新的贸易伙伴和估值相对合理的基本面等优势，维持看好人民币资产的观点。
- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

## 相关研究报告

《3 月和一季度经济数据点评》20250418  
《市场更新：超预期经济数据的市场指引》  
20250417  
《一季度进出口数据点评》20250415

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 (2025.4.20)

| 宏观经济 | 本期观点                | 观点变化 |
|------|---------------------|------|
| 一个月内 | = 关注 4 月政治局会议内容     | 不变   |
| 三个月内 | = 关注稳增长政策出台情况和实际效果  | 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   | 标配   |
| 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      | 低配   |
| 外汇   | = 中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动 | 标配   |

资料来源：中银证券

## 目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 一周概览 .....               | 4  |
| 人民币资产价格上涨 .....          | 4  |
| 要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得） ..... | 6  |
| 宏观上下游高频数据跟踪 .....        | 8  |
| 大类资产表现 .....             | 10 |
| A 股：权重股领涨 .....          | 10 |
| 债券：收益率整体以波动为主 .....      | 11 |
| 大宗商品：黄金价格最为强劲 .....      | 12 |
| 货币类：货币基金收益率以波动为主 .....   | 13 |
| 外汇：美元指数回落至 100 下方 .....  | 13 |
| 港股：关注全球资本市场的避险情绪波动 ..... | 14 |
| 下周大类资产配置建议 .....         | 16 |
| 风险提示： .....              | 16 |

## 图表目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 本期观点（2025.4.20） .....           | 1  |
| 图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议 .....      | 4  |
| 图表 2. 大类资产收益率横向比较 .....         | 4  |
| 图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%） .....      | 5  |
| 图表 4. 原材料产品高频指标周度表现 .....       | 8  |
| 图表 5. 建材社会库存周度表现 .....          | 8  |
| 图表 6. 北方港煤炭库存周度表现 .....         | 8  |
| 图表 7. 美国 API 原油库存周度表现 .....     | 8  |
| 图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动 .....    | 8  |
| 图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现 .....   | 9  |
| 图表 10. 汽车消费周同比增速表现 .....        | 9  |
| 图表 11. 汽车周消费规模表现 .....          | 9  |
| 图表 12. 权益类资产节前涨跌幅 .....         | 10 |
| 图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势 .....     | 11 |
| 图表 14. 信用利差和期限利差 .....          | 11 |
| 图表 15. 央行公开市场操作净投放 .....        | 11 |
| 图表 16. 7 天资金拆借利率 .....          | 11 |
| 图表 17. 大宗商品本周表现 .....           | 12 |
| 图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%） .....    | 12 |
| 图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势 .....    | 13 |
| 图表 20. 理财产品收益率曲线 .....          | 13 |
| 图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动 .....       | 13 |
| 图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势 ..... | 13 |
| 图表 23. 恒指走势 .....               | 14 |
| 图表 24. 陆港通资金流动情况 .....          | 14 |
| 图表 25. 港股行业涨跌幅 .....            | 14 |
| 图表 26. 港股估值变化 .....             | 14 |
| 图表 27. 本期观点（2025.4.20） .....    | 16 |

一周概览

人民币资产价格上涨

人民币资产价格小幅上行。本周沪深 300 指数上涨 0.59%，沪深 300 股指期货上涨 0.58%；焦煤期货本周上涨 5.18%，铁矿石主力合约本周上涨 0.36%；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 1.32%；十年国债收益率下行 1BP 至 1.65%，活跃十年国债期货本周上涨 0.01%。

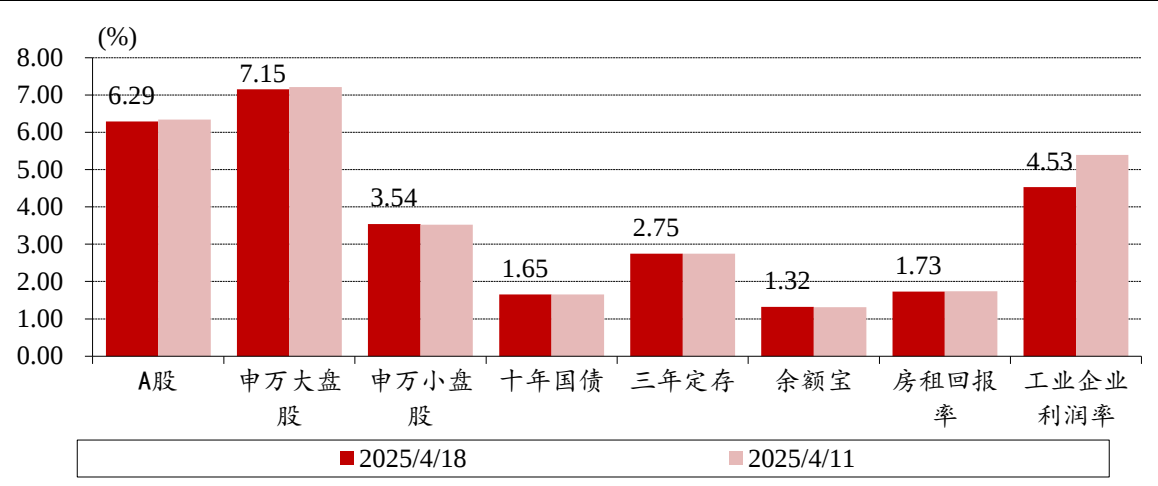
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

|                   |                  |                      |                             |
|-------------------|------------------|----------------------|-----------------------------|
| 股票                | 沪深 300 +0.59%    | 债券                   | 10 年国债到期收益率 1.65%/本周变动 -1BP |
|                   | 沪深 300 期货 +0.58% |                      | 活跃 10 年国债期货+0.01%           |
| 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：标配              |                             |
| 大宗                | 铁矿石期货 +0.36%     | 保守                   | 余额宝 1.32%/本周变动 -1BP         |
|                   | 焦煤期货 +5.18%      |                      | 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：低配           |                  | 配置建议：低配              |                             |

资料来源：万得，中银证券

一季度经济数据整体好于万得一致预期。本周 A 股指数表现分化，大盘股估值上行但小盘股估值下降。本周央行在公开市场净投放 2338 亿元，季末因素影响结束之后，拆借资金利率持续下降，周五 R007 利率收于 1.71% GC007 利率收于 1.74% 本周十年国债收益率收于 1.65% 较上周五下行 1BP。一季度主要经济数据均已发布，整体来看，一季度实际 GDP 同比增长 5.4%超出万得一致预期，我国经济整体仍表现出平稳开年、趋势向好的特点，但是二季度开始来自美国的“对等关税”政策将影响包括我国在内的全球贸易和经济增长前景，短期建议关注 4 月政治局会议对稳增长是否有进一步政策部署。

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。

**美元指数走弱, 回落至 100 下方。**股市方面, 本周 A 股主要指数分化, 领涨的指数是上证综指(1.19%), 领跌的指数是中小板指(-1.15%); 港股方面恒生指数上涨 2.30%, 恒生国企指数上涨 1.23%, AH 溢价指数上行 1.27%收于 137.94; 美股方面, 标普 500 指数本周下跌 1.50%, 纳斯达克下跌 2.62%。债市方面, 本周国内债市涨多跌少, 中债总财富指数本周持平, 中债国债指数下跌 0.07%, 金融债指数上涨 0.01%, 信用债指数上涨 0.02%; 十年美债利率下行 14 BP, 周五收于 4.34%。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 1.32%。期货市场方面, NYMEX 原油期货上涨 3.66%, 收于 63.75 美元/桶; COMEX 黄金上涨 2.98%, 收于 3341.30 美元/盎司; SHFE 螺纹钢下跌 1.60%, LME 铜上涨 0.37%, LME 铝下跌 1.29%; CBOT 大豆上涨 0.38%。美元指数下跌 0.54%收于 99.23。VIX 指数下行至 29.65。本周美元指数继续走弱, 回落至 100 下方, 美股下跌。

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 | 2025/4/14<br>上期涨跌幅 | -<br>本月以来 | 2025/4/18<br>今年以来 |
|------|------------|----------|-----------|---------------|--------------------|-----------|-------------------|
| 股票   | 000001.SH  | 上证综指     | 3,276.73  | 1.19          | (3.11)             | (1.77)    | (2.24)            |
|      | 399001.SZ  | 深证成指     | 9,781.65  | (0.54)        | (5.13)             | (6.88)    | (6.08)            |
|      | 399005.SZ  | 中小板指     | 6,103.12  | (1.15)        | (4.32)             | (7.11)    | (4.37)            |
|      | 399006.SZ  | 创业板指     | 1,913.97  | (0.64)        | (6.73)             | (9.02)    | (10.63)           |
|      | 881001.WI  | 万得全 A    | 4,899.63  | 0.39          | (4.31)             | (4.25)    | (2.43)            |
|      | 000300.SH  | 沪深 300   | 3,772.52  | 0.59          | (2.87)             | (2.95)    | (4.13)            |
| 债券   | CBA00301.C | 中债总财富指数  | 248.07    | 0.00          | 0.29               | 0.89      | 0.27              |
|      | CBA00603.C | 中债国债     | 246.67    | (0.07)        | 0.50               | 1.22      | 0.31              |
|      | CBA01203.C | 中债金融债    | 246.11    | 0.01          | 0.21               | 0.71      | 0.08              |
|      | CBA02703.C | 中债信用债    | 222.17    | 0.02          | 0.16               | 0.33      | 0.53              |
|      | 885009.WI  | 货币基金指数   | 1,718.57  | 0.02          | 0.03               | 0.07      | 0.43              |
| 大宗商品 | CL.NYM     | NYMEX 原油 | 63.75     | 3.66          | (0.82)             | (10.81)   | (11.11)           |
|      | GC.CMX     | COMEX 黄金 | 3,341.30  | 2.98          | 7.23               | 6.06      | 26.52             |
|      | RB.SHF     | SHFE 螺纹钢 | 3,076.00  | (1.60)        | (1.07)             | (3.06)    | (7.13)            |
|      | CA.LME     | LME 铜    | 9,188.50  | 0.37          | 4.60               | (5.37)    | 4.80              |
|      | AH.LME     | LME 铝    | 2,365.50  | (1.29)        | 0.76               | (6.61)    | (7.29)            |
|      | S.CBT      | CBOT 大豆  | 1,046.75  | 0.38          | 6.83               | 3.15      | 3.59              |
| 货币   | -          | 余额宝      | 1.32      | -1 BP         | -9 BP              | -9 BP     | 6 BP              |
|      | -          | 银行理财 3M  | 1.85      | 0 BP          | -5 BP              | 0 BP      | 3 BP              |
| 外汇   | USDX.FX    | 美元指数     | 99.23     | (0.54)        | (3.06)             | (4.76)    | (8.53)            |
|      | USDCNY.IB  | 人民币兑美元   | 7.30      | 0.28          | (0.28)             | (0.72)    | (0.07)            |
|      | EURCNY.IB  | 人民币兑欧元   | 8.30      | 0.05          | (3.04)             | (6.06)    | (9.17)            |
|      | JPYCNY.IB  | 人民币兑日元   | 5.13      | 0.04          | (2.89)             | (5.51)    | (9.81)            |
| 港股   | HSI.HI     | 恒生指数     | 21,395.14 | 2.30          | (8.47)             | (7.46)    | 6.66              |
|      | HSCEI.HI   | 恒生国企     | 7,897.44  | 1.23          | (7.35)             | (7.27)    | 8.33              |
|      | HSAHP.HI   | 恒生 AH 溢价 | 137.94    | 1.27          | 3.13               | 4.16      | (5.06)            |
| 美国   | SPX.GI     | 标普 500   | 5,282.70  | (1.50)        | 5.70               | (5.87)    | (10.18)           |
|      | IXIC.GI    | NASDAQ   | 16,286.45 | (2.62)        | 7.29               | (5.85)    | (15.66)           |
|      | UST10Y.GBM | 十年美债     | 4.34      | -14 BP        | 47 BP              | 11 BP     | -24 BP            |
|      | VIX.GI     | VIX 指数   | 29.65     | (21.06)       | (17.10)            | 33.08     | 70.89             |
|      | CRB.RB     | CRB 商品指数 | 296.38    | 2.05          | 0.68               | (4.18)    | (0.11)            |

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: 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）

中国一季度国民经济开局良好。据国家统计局初步核算，一季度国内生产总值（GDP）318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，环比增长 1.2%；全国规模以上工业增加值同比增长 6.5%；服务业增加值增长 5.3%，现代服务业增势良好；社会消费品零售总额 124671 亿元，增长 4.6%；全国固定资产投资（不含农户）103174 亿元，增长 4.2%；就业形势总体稳定，全国城镇调查失业率平均值为 5.3%；全国居民人均可支配收入 12179 元，同比名义增长 5.5%，扣除价格因素实际增长 5.6%。

3 月份，我国规模以上工业增加值同比增长 7.7%，环比增长 0.44%；社会消费品零售总额 40940 亿元，同比增长 5.9%，环比增长 0.58%。

国家统计局 70 城房价数据出炉，一线城市新房价格已经连续 4 个月环比上涨，二手房价环比由降转涨；二三线城市房价环比总体降幅收窄；各线城市房价同比降幅均继续收窄。3 月份，新房价格环比上涨城市有 24 个，比上月增加 6 个，其中上海环比涨 0.7% 领跑；二手房价格环比上涨的城市有 10 个，比上月增加 7 个，杭州以 1% 涨幅领涨。

国家统计局发布数据，3 月份，全国城镇不包含在校生的 16-24 岁劳动力失业率为 16.5%，不包含在校生的 25-29 岁劳动力失业率为 7.2%，不包含在校生的 30-59 岁劳动力失业率为 4.1%。

中国外贸首季平稳开局。海关总署数据显示，2025 年一季度我国货物贸易进出口总值 10.3 万亿元，创历史同期新高，连续 8 个季度超过了 10 万亿元，同比增长 1.3%。其中，出口 6.13 万亿元，增长 6.9%；进口 4.17 万亿元，同比下降 6%。按月来看，从 1 月份下降 2.2% 到 2 月份基本持平再到 3 月份增长 6%，我国进出口同比增速逐月回升。

财政部披露，一季度，全国财政收入 60189 亿元，同比下降 1.1%；财政支出 72815 亿元，同比增长 4.2%。

中国央行称，初步统计，2025 年一季度社会融资规模增量累计为 15.18 万亿元，比上年同期多 2.37 万亿元。3 月末，广义货币（M2）余额 326.06 万亿元，同比增长 7%。狭义货币（M1）余额 113.49 万亿元，同比增长 1.6%。流通中货币（M0）余额 13.07 万亿元，同比增长 11.5%。一季度人民币贷款增加 9.78 万亿元。分部门看，住户贷款增加 1.04 万亿元，其中，短期贷款增加 1603 亿元，中长期贷款增加 8832 亿元。

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措。会议指出，要鼓励企业积极稳定就业，加大职业技能培训力度，扩大以工代赈等支持；要稳定外贸外资发展，支持外资企业境内再投资；要促进养老、生育、文化、旅游等服务消费，大力提振民间投资积极性；要持续稳定股市，持续推动房地产市场平稳健康发展。

国新办举行新闻发布会，工信部介绍一季度工业和信息化发展情况并答记者问。发布会要点包括：①全力推进人工智能赋能新型工业化②有序推进首批增值电信业务开放试点，吸引更多外资企业在我 国投资经营电信业务③着重抓好“产业升级、市场升质、消费升温”，助力提振消费④加强数字化转型、引才育才、投融资等服务，支撑中小企业高质量发展⑤出台机械、汽车、电子装备等行业新一轮稳增长方案⑥加速工业互联网与人工智能深度融合。

财政部、商务部开展 2025 年现代商贸流通体系试点城市申报工作，拟支持不超过 20 个试点城市，给予最高不超过 4 亿元补助资金，来加快现代商贸流通体系建设，为大力提振消费、扩大国内需求提供支撑。

外交部、商务部回应美对华加征 245% 关税。外交部表示，这场关税战是美方发起的，中方采取必要的反制措施，是为了维护自身的正当权益和国际公平正义，完全合理合法。商务部表示，对于美方这种毫无意义的关税数字游戏，中方不予理会。

《求是》杂志 2025 年第 8 期刊登商务部部长王文涛署名文章《多措并举扩大服务消费》。文章指出，加快政策推出，出台支持家政服务消费、发展数字消费等政策文件，会同相关部门制定促进旅游业、超高清、体育赛事经济、中医药健康发展等支持政策。

《中华人民共和国和马来西亚关于构建高水平战略性中马命运共同体的联合声明》发布，双方将共同拓展新质生产力合作，围绕先进制造、人工智能、量子技术等前沿领域打造合作新增长点，加强智慧城市合作，加强产业链供应链融合发展。马方欢迎中国企业参与马来西亚 5G 网络建设，双方致力于发掘半导体产业链合作潜力，维护产供应链稳定。

中国和越南发布关于持续深化全面战略合作伙伴关系、加快构建具有战略意义的中越命运共同体的联合声明，加快两国发展战略对接，落实好共建“一带一路”倡议和“两廊一圈”框架对接合作规划，优先加快推进两国铁路、高速公路、口岸基础设施互联互通。中国与越南签署产供应链合作谅解备忘录，双方将充分发挥双边机制作用，鼓励两国企业通过贸易、投资、技术合作等方式加强多领域产供应链合作。

上海印发《新时代新征程促进民营经济高质量发展的若干措施》，鼓励民营企业聚焦新质生产力强链补链和传统产业转型升级开展并购重组，支持民营上市公司运用回购、股东增持等工具进行市值管理，鼓励政府投资基金、产业扶持资金等支持民间投资项目。

浙江印发《关于促进首发经济高质量发展的实施方案》。其中提到，到 2027 年，全省将引进超过 2000 家各类首店，孵化 50 个以上浙江本土首发品牌，并培育 20 家以上总部型企业，以促进首发经济产业规模的大幅增长。

## 宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，4月18日当周各品种钢材开工率环比上周持平；建材社会库存连续七周下降，本周较前一周下降38.62万吨。4月16日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周分化，华北、华南和西北地区开工率较前一周上升，华东和东北地区开工率较前一周下降。

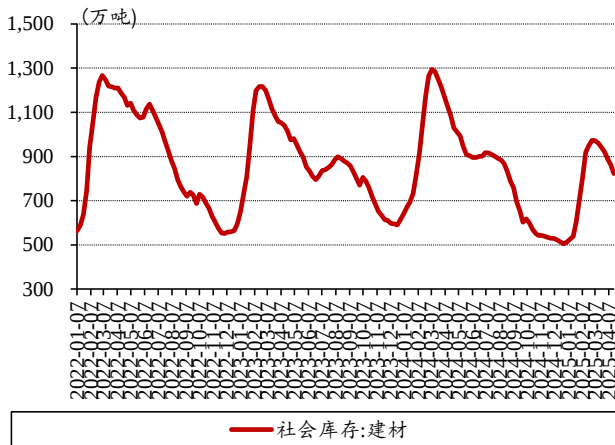
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

| 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（%） | 41.63 | 0.00   | 2.30        |
|        | 线材：主要钢厂开工率（%）  | 44.75 | 0.00   | (2.35)      |
| 石油沥青装置 | 开工率：华东地区（%）    | 27.20 | (1.30) | (5.60)      |
|        | 开工率：华北地区（%）    | 12.20 | 1.30   | (26.00)     |
|        | 开工率：华南地区（%）    | 47.10 | 0.20   | 22.90       |
|        | 开工率：东北地区（%）    | 13.80 | (0.50) | (5.10)      |
|        | 开工率：西北地区（%）    | 37.30 | 3.80   | 16.40       |

资料来源：万得，中银证券

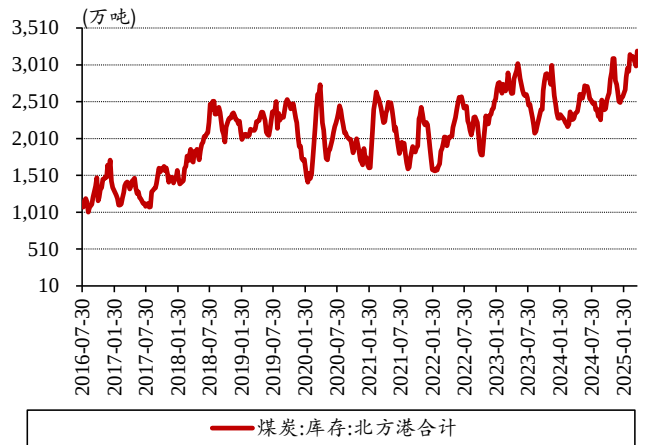
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动 5.45%。原油库存方面，4月11日当周，美国 API 原油库存上升，本周环比上升 240.20 万桶。

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



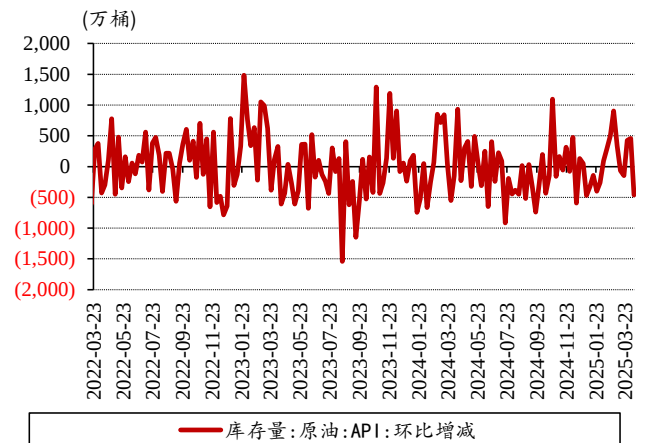
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



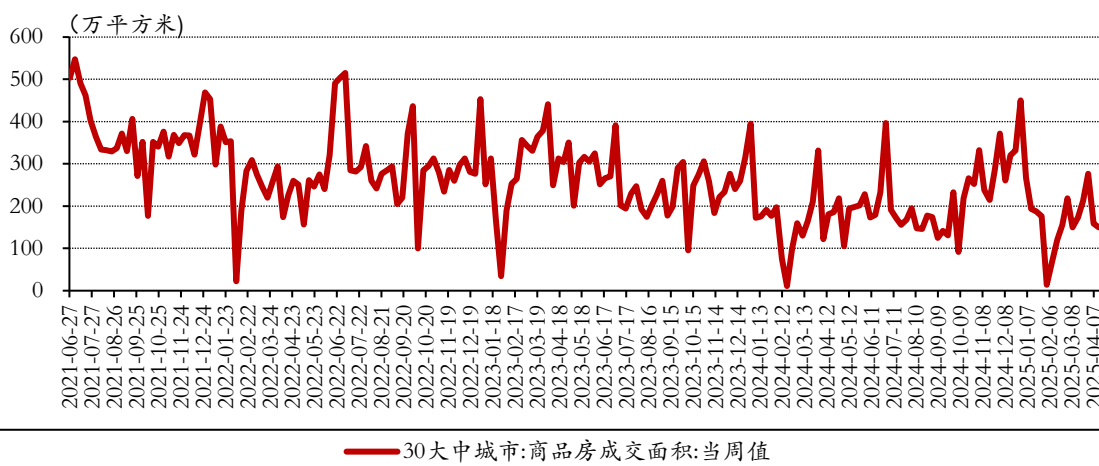
资料来源：万得，中银证券

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

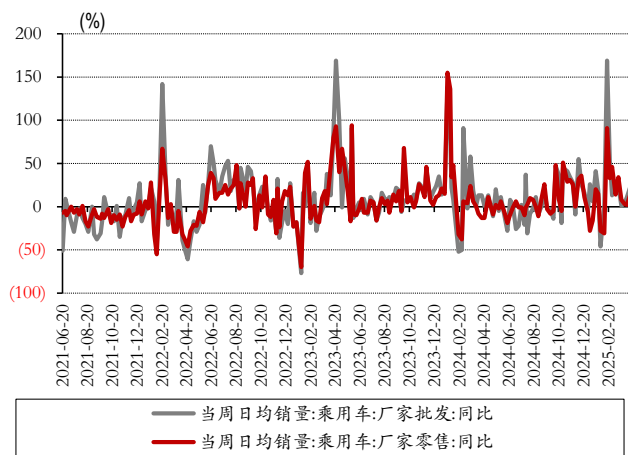


资料来源：万得，中银证券

商品房成交环比短期下行，但整体仍在春节假期以来的上行趋势当中。4月13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-9.49万平方米。4月以来的两周，30大中城市商品房成交面积环比持续下降，关注房地产市场成交的波动情况。

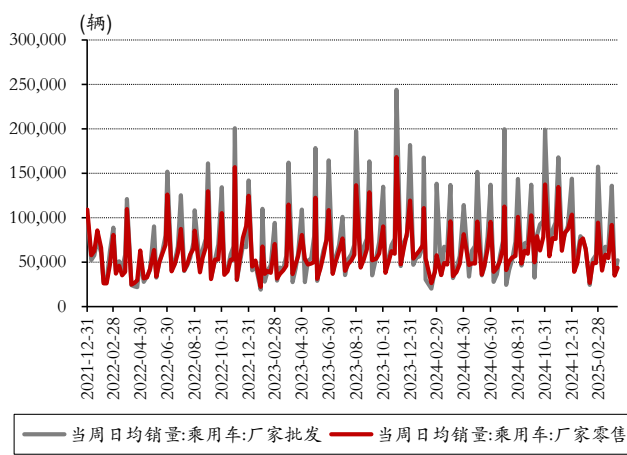
汽车方面，2025年4月13日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为22.00%和13.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

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：权重股领涨

小盘股调整幅度相对较大。本周市场指数分化，领涨的指数包括上证红利(1.86%)、上证 50(1.45%)、上证综指(1.19%)，领跌的指数包括中小板指(-1.15%)、创业板指(-0.64%)、深证成指(-0.54%)。行业方面分化明显，领涨的行业有银行(4.23%)、房地产(3.78%)、煤炭(2.62%)，领跌的行业有国防军工(-2.73%)、农林牧渔(-2.03%)、计算机(-0.98%)。本周权重股指涨幅较明显，行业方面，银行和地产领涨。

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 (%) |        |
|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
| 上证红利     | 1.86   | 银行       | 4.23   | 天津自贸区指数  | 4.40   |
| 上证 50    | 1.45   | 房地产      | 3.78   | 电子商务指数   | 3.53   |
| 上证综指     | 1.19   | 煤炭       | 2.62   | ST 概念指数  | 3.45   |
| 深证成指     | (0.54) | 计算机      | (0.98) | 高送转概念指数  | (2.47) |
| 创业板指     | (0.64) | 农林牧渔     | (2.03) | 稀土永磁指数   | (2.66) |
| 中小板指     | (1.15) | 国防军工     | (2.73) | 网络安全指数   | (2.83) |

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

煤电 | 国家发改委、国家能源局发布《新一代煤电升级专项行动实施方案（2025—2027 年）》（简称《方案》），从煤电清洁降碳、安全可靠、高效调节、智能运行四个方面建立健全煤电技术指标体系。

旅游 | 近日，国铁集团客运部负责人表示，今年“五一”假期，旅客探亲、旅游、踏青等出行意愿强烈，预计铁路客流将呈现良好的增长态势。

消费 | 商务部等九部门联合印发《服务消费提质惠民行动 2025 年工作方案》，提出 48 条具体任务举措，既涵盖了餐饮、住宿、健康、文化娱乐、旅游休闲、体育赛事等主要行业领域，也包括了旅游列车、空中游览、跳伞飞行、超高清电视、微短剧等新业态、新场景。

手机 | IDC 数据显示，一季度中国智能手机市场出货量同比增长 3.3%，显著高于全球智能手机市场同期增速。其中，小米出货量和增速均排名第一。

快递 | 国家邮政局数据显示，一季度，我国邮政行业寄递业务量累计完成 496.4 亿件，同比增长 19%，其中，快递业务量同比增长 21.6%。

光伏、储能 | 消息人士透露，中国光伏行业协会近期组织召开了防止光伏逆变器和储能“内卷式”恶性竞争专题座谈会，会议初步审议了逆变器和储能行业健康发展倡议。

煤电 | 国家发改委、国家能源局印发《新一代煤电升级专项行动实施方案（2025-2027 年）》明确，鼓励完善电力现货市场、辅助服务市场和煤电容量电价机制，合理体现煤电机组高效调节价值和环境价值。

消费 | 海南印发提振和扩大消费三年行动方案，其中提到，加大财政支持力度，2025-2027 年，统筹各级财政资金 100 亿元以上，支持提振和扩大消费。

汽车 | 欧盟委员会发言人表示，欧盟和中国已同意研究为中国制造的电动汽车设定最低价格，以取消欧盟于 2024 年征收的关税。

具身智能 | 以“具身智能，生态赋能-共塑未来产业新图景”为主题的具身智能产业化发展座谈会在深交所举行。乐聚、众擎、优必选(9880.HK)等具身智能产业链领军企业，华为、腾讯等科技巨头，美的集团(000333.SZ,0300.HK)、海康威视等上市公司，与国家人工智能产业投资基金、深创投等投资机构齐聚一堂，共谋具身智能万亿级赛道新机遇。

## 债券：收益率整体以波动为主

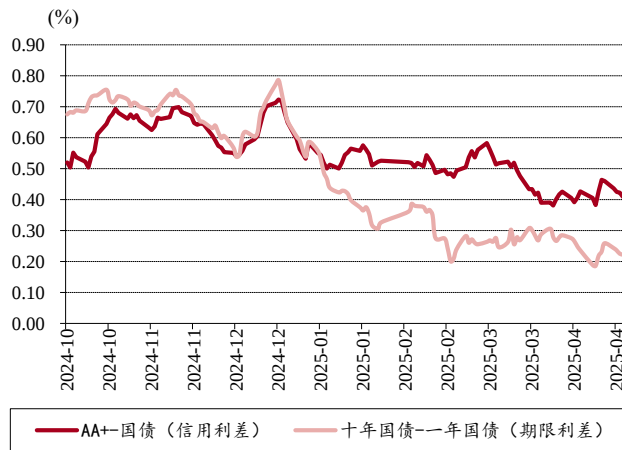
债市收益率波动有所分化，本周信用债利率小幅上行，短久期利率债收益率小幅上升，长久期利率债收益率小幅下降。十年期国债收益率周五收于 1.65%，本周下行 1BP，十年国开债收益率周五收于 1.68%，较上周五下行 2BP。本周期限利差下行 4BP 至 0.22%，信用利差下行 6BP 至 0.40%。

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

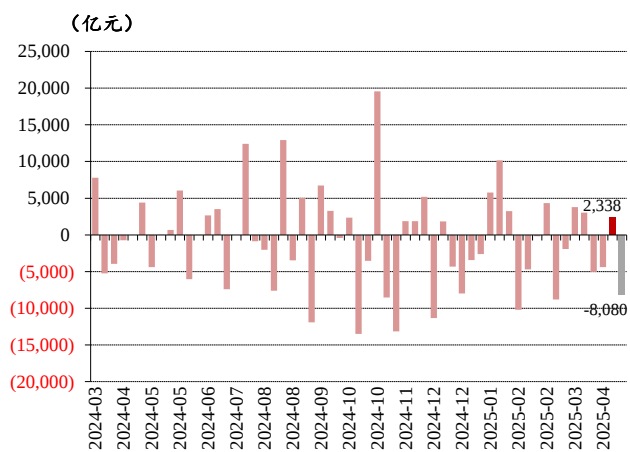
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

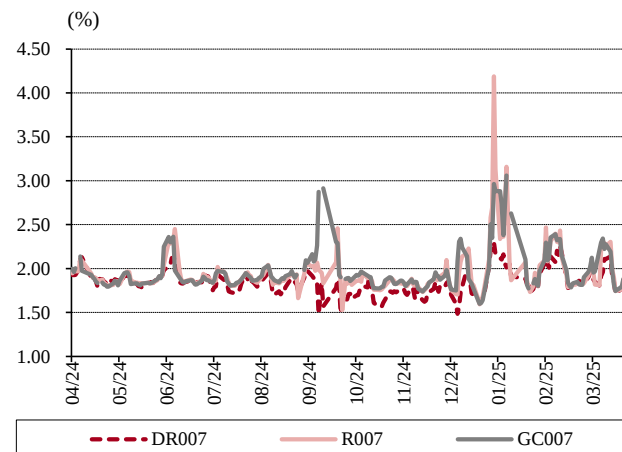
**市场关注降准降息政策何时落地。**从利率水平看，周五 R007 收于 1.71%，周五 GC007 收于 1.74%。本周央行在公开市场净投放 2338 亿元，4 月以来拆借资金利率持续下行。一季度经济数据发布，实际 GDP 同比增长 5.4% 超出市场预期，短期内市场最关注在美国的关税政策影响下，二季度我国对外贸易和经济增速可能承压，宏观政策如何对冲外部冲击的影响，目前最关注的是货币政策降准降息何时落地。我们建议关注 4 月政治局会议的政策安排。

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)

4 月中小银行密集下调存款挂牌利率或者取消优惠利率，民营银行更是一马当先，半个月以来，已有 10 家民营银行官宣降息。其中，有民营银行月内两度调降，而此轮降息则主要落在了 3 年期和 5 年期的中长期定期存款上。

央行最新数据显示，3 月份企业新发放贷款（本外币）加权平均利率约为 3.30%，比上年同期低约 45 个基点；个人住房新发放贷款（本外币）加权平均利率约为 3.1%，比上年同期低约 60 个基点。

**大宗商品：黄金价格最为强劲**

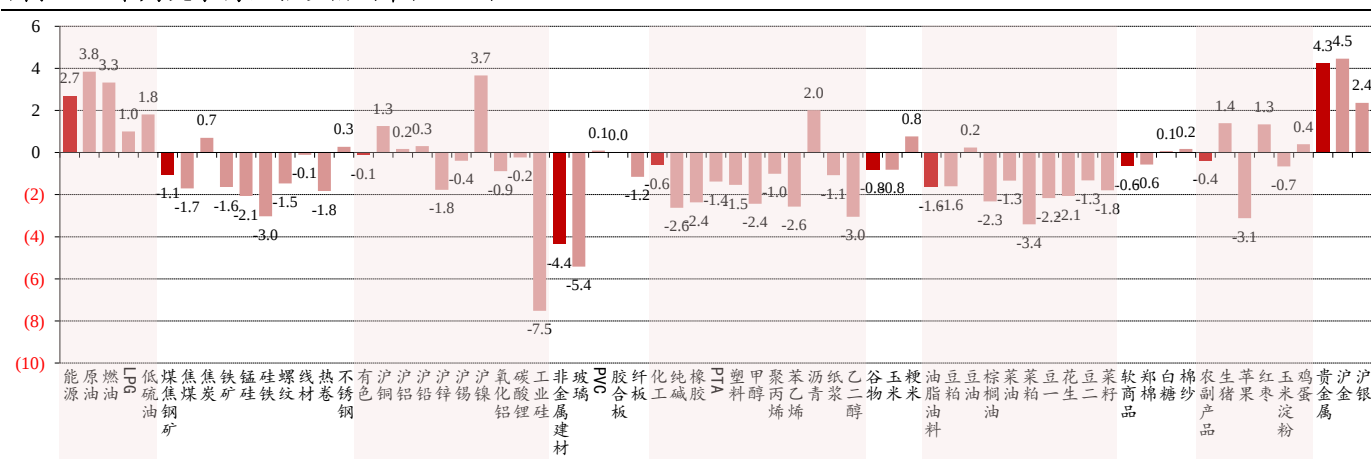
**周期品价格存在调整压力。**本周商品期货指数上涨 4.02%。从各类商品期货指数来看，上涨的有贵金属（4.25%）、能源（2.71%），下跌的有有色金属（-0.13%）、化工（-0.61%）、谷物（-0.81%）、煤焦钢矿（-1.06%）、油脂油料（-1.64%）、非金属建材（-4.36%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有沪金（4.46%）、原油（3.84%）、沪镍（3.66%），跌幅靠前的则有工业硅（-7.52%）、玻璃（-5.42%）、菜粕（-3.40%）。受全球避险情绪上升影响，黄金价格涨幅较大。

图表 17. 大宗商品本周表现

|             |              |             |
|-------------|--------------|-------------|
| 商品 +4.02%   | 能源 +2.71%    | 煤焦钢矿 -1.06% |
| 有色金属 -0.13% | 非金属建材 -4.36% | 化工 -0.61%   |
| 谷物 -0.81%   | 油脂油料 -1.64%  | 贵金属 +4.25%  |

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)

上周美国 EIA 天然气库存增加 160 亿立方英尺，预期增加 220 亿立方英尺，前值增加 570 亿立方英尺。上周美国 EIA 原油库存增加 51.5 万桶，预期增加 50.7 万桶，前值增加 255.3 万桶。上周美国 API 原油库存增加 240.2 万桶，预期减少 101.7 万桶，前值减少 105.7 万桶。

IEA 月报显示，将 2025 年全球石油需求增长预期下调至 73 万桶/日（之前预估为 103 万桶/日），预计 2026 年的增速将进一步放缓至 69 万桶/日。

欧佩克月报称，预计 2025 年全球原油需求增速预期为 130 万桶/日，此前预期为 145 万桶/日；预计 2026 年全球原油需求增速预期为 128 万桶/日，此前预期为 143 万桶/日。

国内成品油价迎年内“第四跌”，并创下近三年最大跌幅。自4月17日24时起，国内汽、柴油价格（标准品）每吨分别降低480元和465元。

中国3月规模以上工业原煤产量4.4亿吨,同比增长9.6%;原油产量1903万吨,增长3.5%;天然气产量227亿立方米,增长5%;发电量7780亿千瓦时,增长1.8%。

工信部介绍，一季度，粗钢产量总体保持基本稳定，全国粗钢产量 2.59 亿吨，同比微增 0.6%。

全国粮油扶持政策宣贯暨水稻单产提升现场推进会召开。会议指出，今年是推动水稻大面积单产提升的第一年，各地要以 100 个整建制推进县为重点，巩固提升中稻、大幅提升早稻和双季晚稻，因地制宜发展再生稻，推动水稻大面积均衡增产。

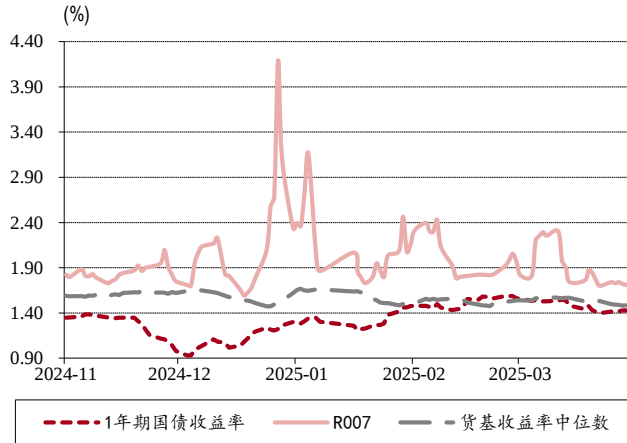
世界黄金协会(WGC)的数据显示, 4 月迄今为止, 流入中国实物黄金 ETF 的投资已超过第一季度的总流入, 并超过了美国黄金 ETF 的流入量。

世界黄金协会数据显示，3月，中国市场黄金ETF流入约56亿元，已连续两个月保持强劲流入，资产管理总规模冲至1010亿元，再创月末纪录新高，总持仓增至138吨，同样刷新历史纪录。

## 货币类：货币基金收益率以波动为主

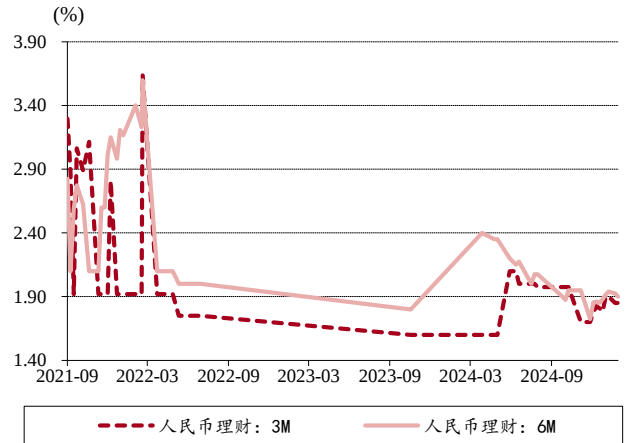
关注货币政策是否再度开启宽松窗口。本周余额宝 7 天年化收益率下行 1BP，周五收于 1.32%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.48%。

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

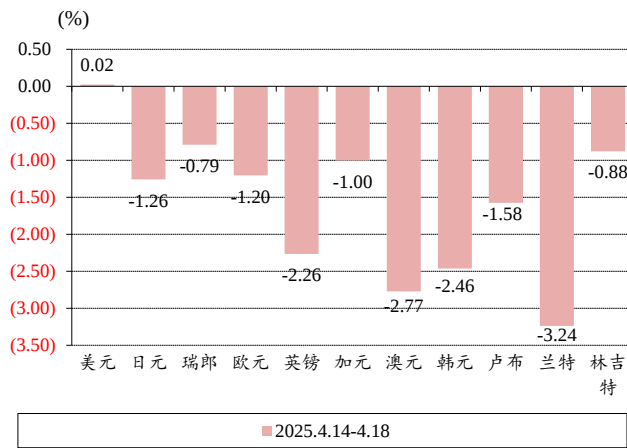


资料来源：万得，中银证券

## 外汇：美元指数回落至 100 下方

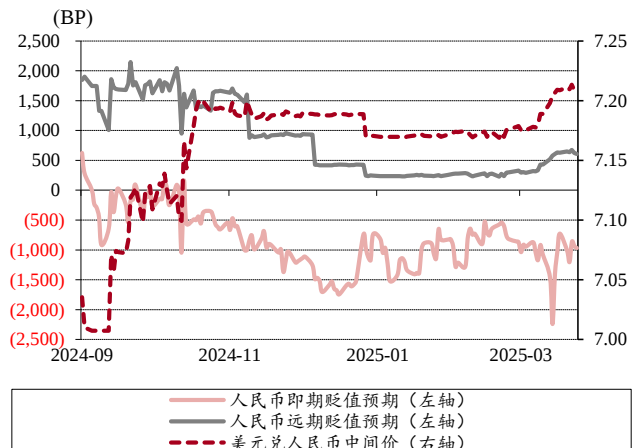
人民币兑美元中间价本周下行 18BP，至 7.2069。本周人民币对美元(0.02%) 升值，对瑞郎(-0.79%)、林吉特(-0.88%)、加元(-1.00%)、欧元(-1.20%)、日元(-1.26%)、卢布(-1.58%)、英镑(-2.26%)、韩元(-2.46%)、澳元(-2.77%)、兰特(-3.24%) 贬值。人民币对美元走强，但对其他货币走弱。

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)

中国 3 月 Swift 人民币在全球支付中占比 4.13%，前值 4.33%。

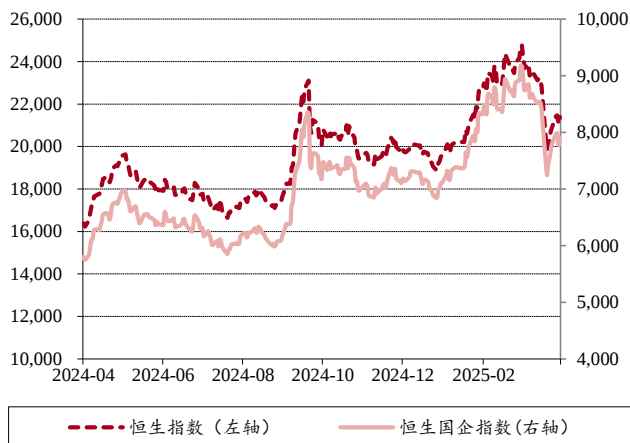
2024 年跨境人民币收付金额合计 64.1 万亿元，同比增长 23%。人民币跨境支付系统 (CIPS) 的覆盖范围显著扩大，截至 2024 年 12 月末，业务已覆盖全球 185 个国家和地区，2024 年处理跨境人民币支付金额达到 175 万亿元，同比增长 43%。目前人民币已成为全球第三大贸易融资货币。

3 月末，国家外汇储备余额为 3.24 万亿美元。3 月末，人民币汇率为 1 美元兑 7.1782 元人民币。

## 港股：关注全球资本市场的避险情绪波动

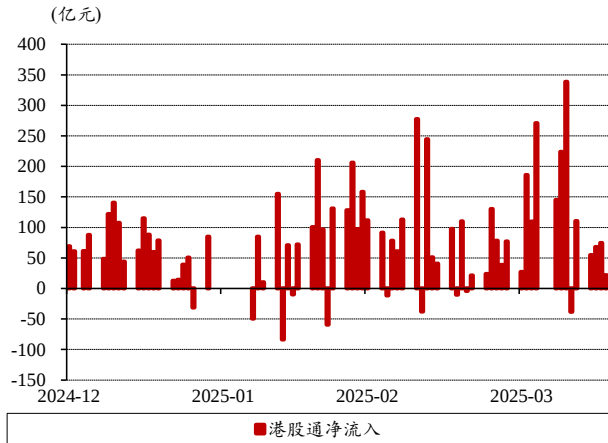
受美国“对等关税”影响，不排除 2025 年全球经济增速预测存在下调压力，如果国际资本避险情绪上升，则包括港股在内的全球风险资产或面临价格调整的压力。行业方面本周领涨的有金融业（4.39%）、综合企业（4.34%）、原材料业（4.07%），下跌的仅有工业（-0.15%）。本周南下资金总量 329.22 亿元。

图表 23. 恒指走势



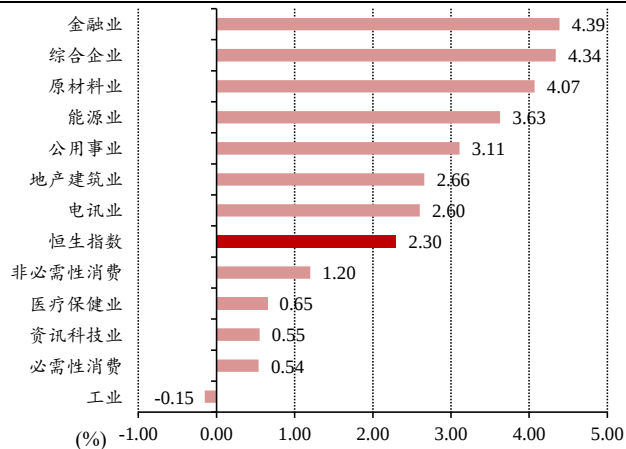
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



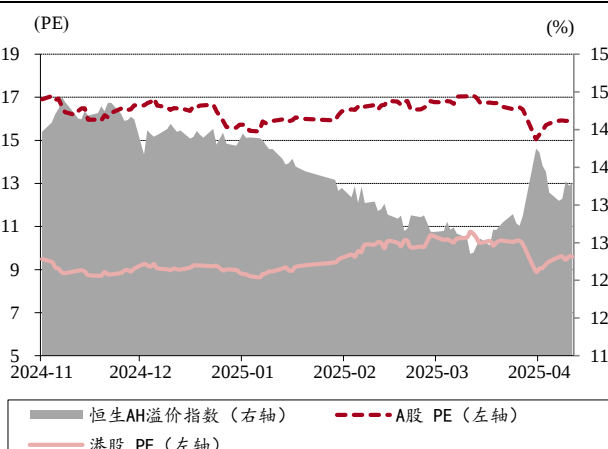
资料来源：万得，中银证券

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)

美联储主席鲍威尔就美国总统特朗普贸易政策的通胀效应发出了强烈警告。鲍威尔表示，特朗普的关税政策“极有可能”刺激通胀暂时上升，并警告称这些影响可能会持续很长时间。当被问及美联储是否会干预以应对股市的剧烈下跌时，鲍威尔表示，“不会，但会给出解释。”鲍威尔表示，目前尚未达到停止缩减资产负债表规模的程度；如果出现美元短缺情况，美联储随时准备向全球央行供应美元。目前政策处于良好位置，等待更明确的经济数据再考虑调整政策立场。政府政策仍在不断调整，相关影响仍具有高度不确定性。

美联储哈玛克表示，目前看到有强劲理由维持政策稳定；保持政策耐心将使美联储能够收集更多关于经济的信息；高通胀、增长缓慢将对美联储政策构成挑战；如果增长放缓且通胀缓解，美联储可能会降息，甚至可能迅速降息。

美联储理事沃勒表示，在关税幅度较小的情况下，美联储可能会更有耐心，降息可能会在今年下半年进行。如果平均关税低于 10%，对经济活动的影响将有限；将支持有限的货币政策应对措施。

欧洲央行将存款机制利率下调 25 基点至 2.25%，将主要再融资利率下调 25 基点至 2.4%，将边际贷款利率下调 25 基点至 2.65%。此次下调均符合市场预期，这是该行自去年 6 月宣布降息以来第 7 次下调利率。

加拿大央行将利率维持在 2.75% 不变，符合市场预期，此前已连续七次会议降息。

日本央行行长植田和男最新表示，如果美国的关税损害日本经济，日本央行可能需要采取政策行动。他暗示可能暂停加息周期。

韩国央行维持利率在 2.75% 不变，符合市场预期。

土耳其央行意外将关键利率上调至 46%，市场预期维持在 42.5% 不变。

美国 3 月新屋开工总数 132.4 万户，预期 142.0 万户，前值从 150.1 万户修正为 149.4 万户；3 月营建许可总数 148.2 万户，预期 144.6 万户，前值 145.9 万户。

美国 3 月工业产出环比降 0.3%，预期降 0.2%，前值从升 0.7% 修正为升 0.8%；制造业产出环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值从升 0.9% 修正为升 1.0%。

美国 3 月零售销售环比升 1.4%，为 2023 年 1 月以来最大增幅，预期升 1.3%，前值升 0.2%。

美国 4 月费城联储制造业指数 -26.4，预期 2，前值 12.5。

日前，世界贸易组织发布的最新一期《全球贸易展望和统计》，报告显示，受当前政策环境影响，2025 年全球货物贸易额预计同比下降 0.2%，比此前预期减少了 3 个百分点。报告同时指出，如果全球贸易政策的不确定性进一步上升，全球货物贸易额最高将下降 1.5%。与此同时，受货物贸易不振影响，全球服务贸易增速也将明显放缓，预计 2025 年同比增幅为 4%，比此前预期减少了 1 个百分点，其中航运、物流、投资服务等与货物贸易密切相关的领域将受到严重冲击，而信息技术服务、专业研发等需求也将出现下滑。此外，贸易增速的快速下滑还将影响全球经济的整体表现。根据相关预测，2025 年全球经济增速预计为 2.2%，比此前预期下降了 0.6 个百分点。

欧佩克月报将 2025 年全球经济增长预测由 3.1% 下调至 3%，将 2026 年全球经济增长预测由 3.2% 下调至 3.1%；将 2025 年美国经济增长预测由 2.4% 下调至 2.1%，将 2026 年美国经济增长预测由 2.3% 下调至 2.2%；将 2025 年欧元区经济增长预测下调至 0.8%，此前为 0.9%。

美国总统特朗普表示，美联储负有降低美国人民利率的责任；如果欧洲已经降息，那么美国将处于不利地位；鲍威尔行动迟缓、步伐缓慢，他没有做好这份工作，相信如果要求鲍威尔离职，其就会离职。

美国政府启动了由商务部牵头的 232 国家安全调查，朝着对半导体和药品进口征收关税迈出了决定性的一步。美国商务部在《联邦公报》上发布两份通知中表示，将调查“进口半导体和半导体制造设备”以及“药品和药物成分，包括成品药”对美国国家安全的影响。

美国商务部宣布打算退出 2019 年与墨西哥的鲜番茄关税暂停协议。美国商务部表示，随着协议终止，商务部将于 2025 年 7 月 14 日对墨西哥实施反倾销税令，对大部分从墨西哥进口的番茄征收 20.91% 的关税。

美国财长贝森特表示，不认为债券市场出现美国资产的抛售；没有证据表明主权投资者正在抛售美国资产；仍实行强势美元政策；秋季某个时候将讨论下一任美联储主席。

英国政府表示，英国将暂停对 89 种产品征收全球关税，每年为英国上下的企业节省至少 1700 万英镑。未来两年内，89 种进口商品价格将大幅下调，涵盖意大利面、果汁、香料、塑料制品及园艺用品等。

据美国商务部国际贸易管理局（ITA）的最新数据，3 月份赴美海外游客数量同比下降 11.6%。占国际游客 80% 的西欧、亚洲和南美洲地区均出现不同程度的下降。

韩国公布 12.2 万亿韩元的额外预算方案的细节，其中 3.2 万亿用于自然灾害应对，4.4 万亿用于贸易和人工智能支持，4.3 万亿用于小企业主和弱势群体。此外，韩国计划发行 8.1 万亿韩元的债券，为 12.2 万亿韩元的额外预算提供资金；其余部分资金将由财政盈余提供。

惠誉表示，尽管美国经济增长前景持续恶化，仍预计美联储将等到 2025 年第四季度再降息；预计 2025 年美国年增长将保持正增长，达到 1.2%，但全年同比增速将放缓至 0.4%；预计今年欧元区增长将远低于 1%；已将 2025 年布伦特原油价格预期下调 5 美元，至每桶 65 美元；维持天然气价预计格不变；目前预期欧洲央行及新兴市场将实施更大幅度的降息措施；预计在未来 18 个月内，部分额外的美国关税收入将被重新投入美国经济，包括通过减税措施。

## 下周大类资产配置建议

**3月和一季度经济数据整体表现较好。**一季度国内生产总值按不变价格计算，同比增长5.4%，环比增长1.2%；全国规模以上工业增加值同比增长6.5%；服务业增加值增长5.3%，现代服务业增势良好；社会消费品零售总额124671亿元，增长4.6%；全国固定资产投资（不含农户）103174亿元，增长4.2%；3月份，我国规模以上工业增加值同比增长7.7%，环比增长0.44%；社会消费品零售总额40940亿元，同比增长5.9%，环比增长0.58%。一季度我国货物贸易进出口总值10.3万亿元，创历史同期新高，连续8个季度超过了10万亿元，同比增长1.3%。2025年一季度社会融资规模增量累计为15.18万亿元，比上年同期多2.37万亿元。3月末，广义货币（M2）余额326.06万亿元，同比增长7%。狭义货币（M1）余额113.49万亿元，同比增长1.6%。流通中货币（M0）余额13.07万亿元，同比增长11.5%。一季度人民币贷款增加9.78万亿元。一季度经济增速超预期，同时3月经济数据整体表现较好，我们认为其中除了国内稳增长的政策起到了正面作用之外，美国关税政策预期影响下，“抢出口”对数据的暂时性影响也较大，但这一冲击性因素可能在二季度及以后消失。

**欧洲如期降息，美联储按兵不动。**本周欧洲央行将存款机制利率下调25基点至2.25%，将主要再融资利率下调25基点至2.4%，将边际贷款利率下调25基点至2.65%。此次下调均符合市场预期，这是该行自去年6月宣布降息以来第7次下调利率。另一方面，美联储的货币政策仍旧保持定力，但本周美联储主席鲍威尔就美总统特朗普贸易政策的通胀效应发出了强烈警告。鲍威尔表示，特朗普的关税政策“极有可能”刺激通胀暂时上升，并警告称这些影响可能会持续很长时间。当被问及美联储是否会干预以应对股市的剧烈下跌时，鲍威尔表示不会。鲍威尔表述目前政策处于良好位置，等待更明确的经济数据再考虑调整政策立场，政府政策仍在不断调整，相关影响仍具有高度不确定性。

**国际机构开始下调对2025年全球经济增速的预测。**2025年4月初以来，美国“对等关税”政策落地，并且在反复无常的变化中，逐渐影响全球资本市场的走向和投资者对经济前景的预期。本周，部分国际组织开始调整对2025年经济增长的预测：世界贸易组织表示，受当前政策环境影响，2025年全球货物贸易额预计同比下降0.2%，比此前预期减少了3.0个百分点，2025年全球经济增速预计为2.2%，比此前预期下降了0.6个百分点；欧佩克月报将2025年全球经济增长预测由3.1%下调至3.0%，将2025年美国经济增长预测由2.4%下调至2.1%，将2025年欧元区经济增长预测由0.9%下调至0.8%。我们认为，受美国“对等关税”政策影响，不排除IMF和世界银行等国际机构或也将下调对2025年全球经济增速的预测。我们认为相较之下，人民币资产有稳增长的宏观政策托底、较大规模的国内市场缓冲外需变化、以“一带一路”沿线国家和东盟为代表的新的贸易伙伴和估值相对合理的基本面等优势，维持看好人民币资产的观点。大类资产配置顺序：股票>债券>大宗>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（2025.4.20）

| 宏观经济 |   | 本期观点              | 观点变化 |
|------|---|-------------------|------|
| 一个月内 | = | 关注4月政治局会议内容       | 不变   |
| 三个月内 | = | 关注稳增长政策出台情况和实际效果  | 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   | 标配   |
| 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      | 低配   |
| 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