

# 中银量化大类资产跟踪

## 权益与商品市场回撤，避险情绪升温

### 股票市场概览

- 本周 A 股下跌，港股下跌，美股下跌，其他海外权益市场普遍下跌。

### A 股风格与拥挤度

- 本周风格指数普遍下跌；红利较成长占优，大小盘表现无显著差异，微盘股较基金重仓占优，反转较动量占优。

#### 风格拥挤度与配置性价比：

**成长 vs 红利：**成长风格拥挤度及超额净值持续处于历史低位；红利风格拥挤度当前仍处于历史较低位置，近期快速下降。

**小盘 vs 大盘：**小盘风格超额净值及拥挤度持续处于历史低位；大盘风格近期拥挤度下降至历史较低位置。

**微盘股 vs 基金重仓：**微盘股拥挤度持续处于历史极高分位，超额净值近期下跌；基金重仓拥挤度近一年波动剧烈，当前处于历史高位，超额累计净值处于历史低位。

**资金面与动量/反转风格：**当前资金总量处于长期下降阶段，反转较动量长期占优，与经验一致。

### A 股行情及成交热度

- 本周领涨的行业为电力及公用事业、农林牧渔、医药；领跌的行业为国防军工、机械、商贸零售。本周沪深 300 指数成交热度较上周上升；中证 500、创业板指数成交热度较上周下降。

### A 股估值与股债性价比

- **估值：**当前 A 股 PE\_TTM 处于历史均衡分位，边际不变。
- **股债性价比：**从 erp 角度看，当前配置权益整体性价比较高。

### A 股资金面

- **基金发行：**近 1 月股票主动型基金发行总规模为 59.4 亿元，边际下降，处于历史极低分位（18%）；近 1 月股票被动指数型基金发行总规模为 217.3 亿元，边际下降，处于历史极高分位（84%）。
- **融资余额：**A 股融资余额当前处于历史极高位置，近一周边际下行。

### 机构调研活跃度

- 当前机构调研活跃度历史分位居前的行业为商贸零售、汽车、基础化工，居后的行业为医药、食品饮料、电力设备及新能源。

### 利率市场

- 本周中国国债利率下跌，美国国债利率下跌，中美利差处于历史高位。

### 汇率市场

- 近一周在岸人民币较美元贬值，离岸人民币较美元贬值。

### 商品市场

- 本周中国商品市场整体下跌，美国商品市场整体上涨。

### 风险提示

- 量化模型因市场剧烈变动失效。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

金融工程

证券分析师: 郭策

(8610) 66229081

ce.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522080002

联系人: 宋坤笛

(8610) 83949524

kundi.song@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123070004

## 目录

一、股票市场概览 .....	6
二、A股风格与拥挤度跟踪 .....	8
1. 风格表现 .....	8
2. 风格拥挤度配置性价比 .....	9
3. 利率与大盘/小盘、成长/红利风格 .....	11
4. 资金面与动量/反转风格 .....	11
三、A股行情与成交热度跟踪 .....	13
1. 收益率 .....	13
2. 成交热度 .....	13
四、A股估值与股债性价比 .....	15
1. 估值 .....	15
2. 股债性价比 .....	17
五、A股资金面跟踪 .....	19
1. 公募基金规模 .....	19
2. 资金面数据变化与市场表现对比 .....	20
六、机构调研活跃度历史分位数 .....	22
1. 长期口径 .....	22
2. 短期口径 .....	22
七、利率市场 .....	24
八、汇率市场 .....	26
九、商品市场 .....	27
十、附录 .....	28
十一、风险提示 .....	29

## 图表目录

图表 1.A 股市场指数收益率(%) .....	6
图表 2.港台市场指数收益率(%) .....	6
图表 3.全球重要指数收益率(%) .....	7
图表 4.沪深 300 & 恒生指数&标普 500 指数累计净值 .....	7
图表 5.创业板&恒生科技&纳斯达克指数累计净值 .....	7
图表 6.风格指数表现(%) .....	8
图表 7 成长较红利累计超额净值 .....	8
图表 8. 动量较反转累计超额净值 .....	8
图表 9. 小盘较大盘累计超额净值 .....	9
图表 10.微盘股较基金重仓累计超额净值 .....	9
图表 11.风格拥挤度历史分位(%) .....	9
图表 12.国证成长拥挤度（1 年）及超额累计净值 .....	10
图表 13.中证红利拥挤度（1 年）及超额累计净值 .....	10
图表 14.巨潮小盘拥挤度（1 年）及超额累计净值 .....	10
图表 15.巨潮大盘拥挤度（1 年）及超额累计净值 .....	10
图表 16.万得微盘股拥挤度（1 年）及超额累计净值 .....	11
图表 17.基金重仓拥挤度（半年）及超额累计净值 .....	11
图表 18.美债收益率与小盘较大盘累计超额趋势图 .....	11
图表 19.美债收益率与成长较红利累计超额趋势图 .....	11
图表 20.公募规模与动量较反转累计超额 .....	12
图表 21.万得全 A 指数表现及日均成交额 .....	13
图表 22 沪深 300 指数表现及日均成交额 .....	13
图表 23. 中证 500 指数表现及日均成交额 .....	13
图表 24 创业板指数表现及日均成交额 .....	13
图表 25.核心指数、风格指数、板块、行业量价表现 .....	14
图表 26.万得全 A 指数 PE_TTM 及百分位 .....	15
图表 27. 沪深 300 指数 PE_TTM 及百分位 .....	15
图表 28. 中证 500 指数 PE_TTM 及百分位 .....	15
图表 29. 创业板指数 PE_TTM 及百分位 .....	15
图表 30.A 股核心指数、风格指数、行业 PE_TTM 统计 .....	16
图表 31.万得全 A 指数 erp 及百分位 .....	17
图表 32.沪深 300 指数 erp 及百分位 .....	17
图表 33. 中证 500 指数 erp 及百分位 .....	17
图表 34. 创业板指数 erp 及百分位 .....	17
图表 35.A 股核心指数、板块、行业 erp .....	18
图表 36.股票主动型基金发行规模 .....	19
图表 37.股票主动型基金发行规模历史分位 .....	19

图表 38.股票被动指数型基金发行规模.....	19
图表 39.股票被动指数型基金发行规模历史分位.....	19
图表 40. 股票型基金总规模.....	20
图表 41. 股票主动型基金规模及股票被动指数型基金规模.....	20
图表 42. 融资余额 vs 万得全 A 指数.....	21
图表 43. A 股融资余额季度环比 vs 万得全 A 季度环比（万得全 A 同期收益率）	21
图表 44. A 股核心指数、风格指数、板块、行业机构调研活跃度历史分位数统计 .....	23
图表 45.国债利率水平.....	24
图表 46.国债利率变化.....	24
图表 47.中美 10 年期国债到期收益率走势.....	25
图表 48.中美利差（10 年期国债到期收益率）.....	25
图表 49.汇率及汇率指数水平.....	26
图表 50.汇率及汇率指数变化率（%）.....	26
图表 51. 美元指数与美元兑人民币汇率长期变化.....	26
图表 52.近 3 个月美元兑人民币离岸、在岸汇率及中间价.....	26
图表 53.商品指数收益率(%).....	27
图表 54.南华商品指数&CRB 综合指数累计净值.....	27

本报告时间统计口径：

近一周或本周：2025年03月28日至2025年04月03日；

近一月：2025年03月07日至2025年04月03日；

年初至今：2025年01月01日至2025年04月03日。

## 一、股票市场概览

本周 A 股市场整体下跌，港股市场整体下跌，美股市场普遍下跌，其他海外权益市场普遍下跌。  
(图表 1-3)

**A 股指数：**沪深 300 指数近一周下跌 1.4%，近一月下跌 2.1%，年初至今下跌 1.9%。偏股混合型基金指数近一周下跌 1.4%，近一月下跌 3.8%，年初至今上涨 3.8%。

**港股指数：**恒生指数近一周下跌 2.5%，近一月下跌 5.7%，年初至今上涨 13.9%。

**海外指数：**标普 500 指数近一周下跌 3.3%，近一月下跌 6.5%，年初至今下跌 8.2%。

其他核心股指表现详见下表。

图表 1.A 股市场指数收益率(%)

指数	近一周	近一月	年初至今
上证50	-0.7	-0.7	-0.8
沪深300	-1.4	-2.1	-1.9
中证500	-1.2	-2.8	2.1
中证1000	-1.0	-4.7	4.1
万得微盘股	1.6	1.0	15.5
创业板指	-3.0	-6.3	-3.6
万得全A	-1.2	-3.1	1.6
普通股票型基金指数	-1.2	-2.9	4.1
偏股混合型基金指数	-1.4	-3.8	3.8

资料来源：万得，中银证券

图表 2.港台市场指数收益率(%)

指数	近一周	近一月	年初至今
恒生指数	-2.5	-5.7	13.9
恒生中国企业	-2.2	-5.5	15.5
恒生科技	-3.5	-12.0	18.9
恒生港股通	-2.2	-4.9	14.4
台湾加权指数	-1.4	-5.7	-7.5

资料来源：万得，中银证券

图表 3.全球重要指数收益率(%)

指数	近一周	近一月	年初至今
沪深300	-1.37	-2.1	-1.9
恒生指数	-2.5	-5.7	13.9
纳斯达克	-4.5	-9.0	-14.3
标普500	-3.3	-6.5	-8.2
英国富时100	-2.1	-2.4	3.7
法国CAC40	-4.0	-6.4	3.0
德国DAX	-3.3	-5.6	9.1
日经225	-6.4	-5.8	-12.9
韩国综合	-2.8	-3.0	3.6
印度SENSEX30	-1.4	2.6	-2.4
MSCI发达市场	-2.8	-5.6	-4.7
MSCI新兴市场	-1.6	-2.3	2.5

资料来源: 万得, 中银证券

图表 4.沪深 300 & 恒生指数 & 标普 500 指数累计净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5.创业板 & 恒生科技 & 纳斯达克指数累计净值



资料来源: Wind, 中银证券

## 二、A股风格与拥挤度跟踪

### 1. 风格表现

本周风格指数普遍下跌；红利较成长占优，大小盘表现无显著差异，微盘股较基金重仓占优，反转较动量占优，超额收益特征总结如下（图表6）：

**成长较红利超额：**近一周为-3.3%，近一月为-6.2%，年初至今为1.0%。

**小盘较大盘超额：**近一周为0.0%，近一月为-2.0%，年初至今为5.8%。

**微盘股较基金重仓超额：**近一周为3.0%，近一月为3.1%，年初至今为13.8%。

**动量较反转超额：**近一周为-2.0%，近一月为-3.5%，年初至今为2.9%。

图表 6. 风格指数表现(%)

指数		近一周	近一月	年初至今
绝对收益	中证红利	0.9	2.8	-1.7
	国证成长	-2.3	-3.3	-0.7
	巨潮大盘	-1.3	-1.9	-2.0
	巨潮小盘	-1.3	-3.8	3.8
	万得微盘股	1.6	1.0	15.5
	基金重仓	-1.3	-2.0	1.7
	长江动量	-2.7	-5.3	3.1
	长江反转	-0.6	-1.8	0.2
相对收益	成长-红利	-3.3	-6.2	1.0
	小盘-大盘	0.0	-2.0	5.8
	微盘股-基金重仓	3.0	3.1	13.8
	动量-反转	-2.0	-3.5	2.9

资料来源：万得，中银证券

注：“长江动量”指数以最近一年股票收益率减去最近一个月股票收益率（剔除涨停板）作为动量指标，综合选择A股市场中动量特征强且流动性相对较高的前100只股票作为指数成分股，能够较好地表征A股市场中最具动量特征的股票的整体走势。

“长江反转”指数以最近一个月股票收益率作为筛选指标，综合选择A股市场中反转效应强、流动性较好的前100只股票作为指数成分股，并采用成分股近三个月日均成交量进行加权，旨在准确表征我国A股市场各阶段高反转特征个股的整体表现。

图表 7 成长较红利累计超额净值



资料来源：Wind，中银证券

图表 8. 动量较反转累计超额净值



资料来源：Wind，中银证券

图表 9. 小盘较大盘累计超额净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 10. 微盘股较基金重仓累计超额净值



资料来源: Wind, 中银证券

## 2. 风格拥挤度配置性价比

中银金工组重点关注的风格组拥挤度与超额收益特征具体如下。（拥挤度及累计超额净值计算方法见附录 1、附录 2）

图表 11. 风格拥挤度历史分位(%)

风格	本周末	上周末	上年末
成长	0%	0%	0%
红利	0%	0%	25%
小盘	5%	5%	0%
大盘	0%	0%	0%
微盘股	83%	84%	97%
基金重仓	90%	91%	92%

资料来源: 万得, 中银证券

### 1) 成长 VS 红利

成长风格拥挤度及超额净值持续处于历史低位；红利风格拥挤度当前仍处于历史较低位置，近期快速下降。

**国证成长：**国证成长较万得全 A 超额净值处于历史极低位置，近一周下行；1 年口径拥挤度处于历史极低位置（0%），近一周不变。（图表 12）

**中证红利：**中证红利较万得全 A 超额净值处于历史较高位置，近一周上行；1 年口径拥挤度处于历史极低位置（0%），近一周不变。（图表 13）

图表 12. 国证成长拥挤度（1年）及超额累计净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 13. 中证红利拥挤度（1年）及超额累计净值



资料来源: Wind, 中银证券

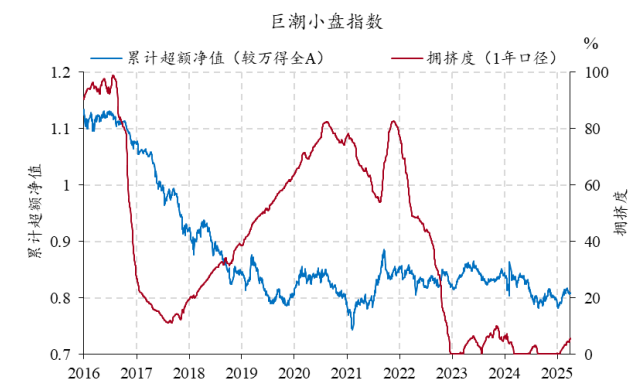
## 2) 大盘 VS 小盘

小盘风格超额净值及拥挤度持续处于历史低位；大盘风格近期拥挤度下降至历史较低位置。

**巨潮小盘：**巨潮小盘较万得全 A 超额净值处于历史极低位置，近一周下行；1 年口径拥挤度处于历史极低位置（5%），近一周上升。（图表 14）

**巨潮大盘：**巨潮大盘较万得全 A 超额净值处于历史极低位置，近一周下行；1 年口径拥挤度处于历史极低位置（0%），近一周上升。（图表 15）

图表 14. 巨潮小盘拥挤度（1年）及超额累计净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 15. 巨潮大盘拥挤度（1年）及超额累计净值



资料来源: Wind, 中银证券

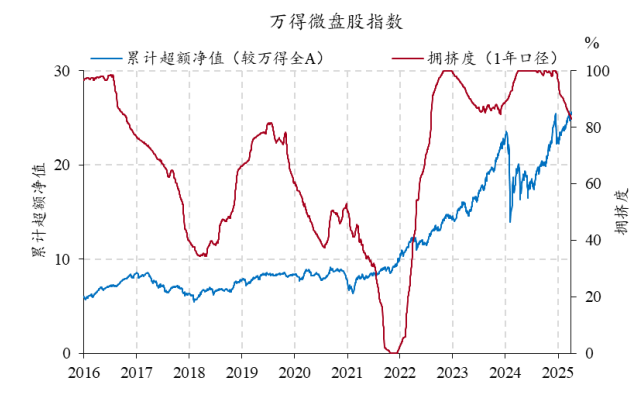
## 3) 微盘股 VS 基金重仓

今年以来，微盘股拥挤度持续处于历史极高分位，超额净值近期下跌；基金重仓拥挤度近一年波动剧烈，当前处于历史高位，超额累计净值处于历史低位。

**万得微盘：**万得微盘股指数较万得全 A 超额净值处于历史极高位置，近一周上行；1 年口径拥挤度处于历史极高位置（83%），近一周下降。（图表 16）

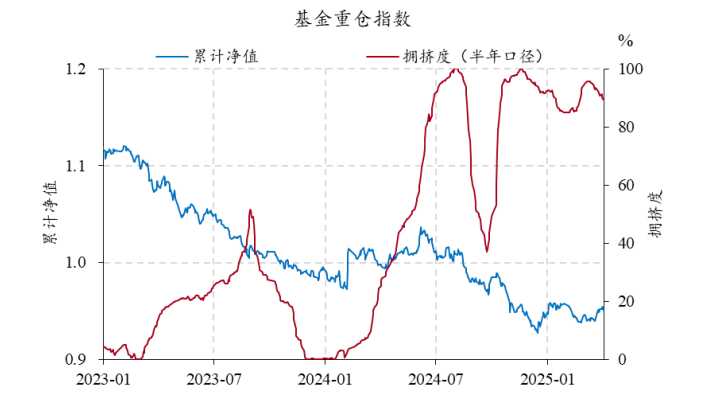
**基金重仓：**基金重仓指数较万得全 A 超额净值处于历史极低位置，近一周下行；半年口径拥挤度处于历史极高位置（90%），近一周下降。（图表 17）

图表 16. 万得微盘股拥挤度（1年）及超额累计净值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 17. 基金重仓拥挤度（半年）及超额累计净值



资料来源: Wind, 中银证券

### 3. 利率与大盘/小盘、成长/红利风格

基于 2019 年以来的经验可知，美债利率下行通常利好大盘及成长风格。美债利率及风格指数相对表现如下：

**近一周：**美国国债利率下行，国证成长跑输中证红利，与长期经验背离；巨潮大盘跑赢巨潮小盘，与长期经验一致。

**近一月：**美国国债利率下行，国证成长跑输中证红利，与长期经验背离；巨潮大盘跑输巨潮小盘，与长期经验背离。（图表 18/19）

图表 18. 美债收益率与小盘较大盘累计超额趋势图



资料来源: Wind, 中银证券

图表 19. 美债收益率与成长较红利累计超额趋势图



资料来源: Wind, 中银证券

### 4. 资金面与动量/反转风格

当前主动型股票基金资金总量处于长期下降阶段，反转较动量长期占优，与经验一致；本周该资金总量下降，反转较动量占优，与长期经验一致；本月该资金总量下降，反转较动量占优，与长期经验一致。（图表 20）

图表 20. 公募规模与动量较反转累计超额



资料来源: Wind, 中银证券

## 三、A股行情与成交热度跟踪

本周A股下跌（万得全A：-1.2%），成交热度下降。

### 1. 收益率

**核心指数：**沪深300下跌1.4%，中证500下跌1.2%，创业板下跌3.0%。

**板块：**本周领涨的板块为医药（1.2%）；本周领跌的板块为中游周期（-2.1%）。

**行业：**本周领涨的行业为电力及公用事业（2.5%）、农林牧渔（1.6%）、医药（1.2%）；领跌的行业为国防军工（-3.5%）、机械（-3.1%）、商贸零售（-3.1%）。

### 2. 成交热度

**（成交热度 = 周度日均成交额历史分位）**

**核心指数：**本周沪深300指数成交热度较上周上升；中证500、创业板指数成交热度较上周下降。

**板块：**本周成交热度最高的板块为中游周期（93%）；成交热度最低的板块为地产基建（70%）。

**行业：**本周成交热度最高的行业为汽车（97%）、国防军工（96%）、商贸零售（95%）；成交热度最低的行业为非银行金融（34%）、建筑（40%）、综合（45%）。（图表25）

图表 21. 万得全 A 指数表现及日均成交额



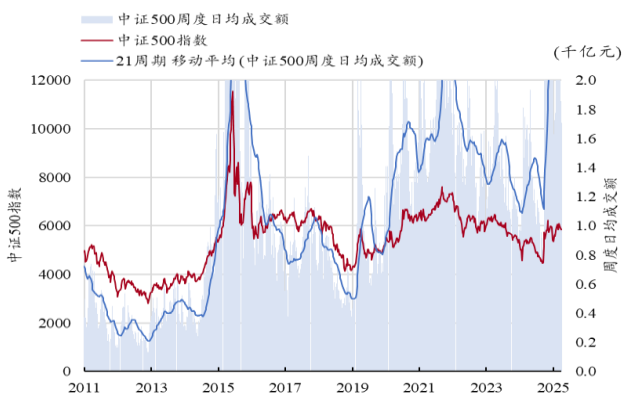
资料来源：Wind，中银证券

图表 22 沪深 300 指数表现及日均成交额



资料来源：Wind，中银证券

图表 23. 中证 500 指数表现及日均成交额



资料来源：Wind，中银证券

图表 24 创业板指数表现及日均成交额



资料来源：Wind，中银证券

图表 25. 核心指数、风格指数、板块、行业量价表现

指数	收益率(%)			周度日均成交额				量价变化		
	近一周	上一周	近一月	近一周(亿)	上一周(亿)	当前分位(%)	分位变动(%)			
核心指数	万得全A	-1.2	-1.3	-3.1	11368	12608	91	-3	价↓ 量↓	
	上证50	-0.7	0.2	-0.7	695	696	77	0	价↓ 量↓	
	沪深300	-1.4	0.0	-2.1	2441	2344	75	2	价↓ 量↑	
	中证500	-1.2	-0.9	-2.8	1708	1859	84	-3	价↓ 量↓	
	中证1000	-1.0	-2.1	-4.7	2391	2708	86	-5	价↓ 量↓	
	中小板	-2.9	0.1	-4.2	538	530	68	1	价↓ 量↑	
	创业板	-3.0	-1.1	-6.3	2973	3358	96	-1	价↓ 量↓	
	科创50	-1.1	-1.3	-8.1	882	890	89	0	价↓ 量↓	
板块	TMT	-2.1	-3.1	-9.8	3012	3367	92	-2	价↓ 量↓	
	消费	-0.4	-0.4	-0.9	1144	1227	77	-5	价↓ 量↓	
	医药	1.2	1.0	2.5	935	719	92	14	价↑ 量↑	
	金融	0.7	-0.2	1.5	411	371	78	7	价↑ 量↑	
	地产基建	-1.1	-0.5	-1.4	550	533	70	2	价↓ 量↑	
	上游周期	-1.4	-0.6	-0.1	589	792	77	-11	价↓ 量↓	
	中游周期	-2.1	-1.8	-3.6	2877	3552	93	-4	价↓ 量↓	
中游非周期	-0.4	-1.1	-0.3	1533	1678	92	-2	价↓ 量↓		
TMT	电子	-2.8	-2.2	-9.5	1311	1418	93	-2	价↓ 量↓	
	通信	-0.8	-3.5	-7.0	411	465	89	-3	价↓ 量↓	
	计算机	-1.7	-4.8	-12.8	970	1100	92	-2	价↓ 量↓	
	传媒	-1.5	-1.9	-6.7	321	383	80	-5	价↓ 量↓	
	消费	轻工制造	0.1	-2.8	-2.0	219	227	78	-2	价↑ 量↓
		商贸零售	-3.1	0.7	0.3	224	227	95	0	价↓ 量↓
		消费者服务	-0.2	-1.3	-1.0	94	133	85	-10	价↓ 量↓
		家电	-0.4	-2.3	-0.7	83	86	81	-2	价↓ 量↓
		纺织服装	0.2	-1.8	-2.4	139	141	80	0	价↑ 量↓
		食品饮料	0.0	0.3	2.3	240	261	67	-4	价↓ 量↓
农林牧渔	1.6	0.6	4.3	145	152	68	-3	价↑ 量↓		
医药	医药	1.2	1.0	2.5	935	719	92	14	价↑ 量↑	
金融	银行	0.9	0.0	2.1	252	207	90	7	价↑ 量↑	
	非银行金融	-0.9	-1.5	-2.9	130	136	34	-4	价↓ 量↓	
	综合金融	-1.0	-2.8	-4.6	29	28	84	1	价↓ 量↑	
地产基建	建筑	-0.1	-2.4	-0.2	79	91	40	-8	价↓ 量↓	
	建材	-0.9	-2.0	-1.8	133	149	83	-5	价↓ 量↓	
	房地产	-1.3	0.0	-1.5	339	292	75	7	价↓ 量↑	
上游周期	煤炭	0.5	-0.1	4.5	61	95	48	-25	价↑ 量↓	
	有色金属	-3.0	-0.1	-1.7	429	584	82	-10	价↓ 量↓	
	钢铁	0.0	-2.5	-1.5	99	114	74	-6	价↓ 量↓	
中游周期	石油石化	-0.3	-1.0	1.0	86	107	72	-13	价↓ 量↓	
	基础化工	-1.4	-0.4	-2.1	767	936	91	-4	价↓ 量↓	
	机械	-3.1	-1.6	-4.7	778	969	87	-5	价↓ 量↓	
	汽车	-2.8	-3.6	-6.3	1245	1540	97	-1	价↓ 量↓	
中游非周期	电力及公用事业	2.5	0.6	4.6	387	389	93	0	价↑ 量↓	
	电力设备及新能源	-2.0	-3.8	-4.8	288	342	87	-5	价↓ 量↓	
	国防军工	-3.5	-0.7	-4.3	645	717	96	-1	价↓ 量↓	
	交通运输	0.8	-0.3	1.2	182	190	77	-2	价↑ 量↓	
综合	-0.6	-2.4	-0.5	32	40	45	-10	价↓ 量↓		

资料来源：万得，中银证券

注：上表中“当前分位”指当前数据在“2010年1月1日至今”时间区间内的历史分位值。

## 四、A 股估值与股债性价比

### 1. 估值

当前 A 股 PE\_TTM 处于历史均衡分位（万得全 A：59%），边际不变。

**核心指数：**当前沪深 300 估值处于历史均衡分位（54%），边际下降；中证 500 估值处于历史均衡分位（50%），边际上升；创业板估值处于历史极低分位（11%），边际下降。（图表 30）

图表 26. 万得全 A 指数 PE\_TTM 及百分位



资料来源：Wind，中银证券

图表 27. 沪深 300 指数 PE\_TTM 及百分位



资料来源：Wind，中银证券

图表 28. 中证 500 指数 PE\_TTM 及百分位



资料来源：Wind，中银证券

图表 29. 创业板指数 PE\_TTM 及百分位



资料来源：Wind，中银证券

**板块：**当前估值处于极低分位的板块有消费（17%），估值处于极高分位的板块有地产基建（100%），估值处于较低分位的板块有中游非周期（39%），其余板块估值处于均衡状态。

**行业：**当前估值处于极低分位的行业有通信（18%）、食品饮料（17%）、农林牧渔（7%）、房地产（5%）、有色金属（17%）、石油石化（15%）、电力及公用事业（18%）、交通运输（11%），估值处于极高分位的行业有电子（84%）、计算机（88%）、建筑（82%）、钢铁（99%）、电力设备及新能源（86%），其余行业估值处于历史非极端分位。（图表 30）

图表 30. A 股核心指数、风格指数、行业 PE\_TTM 统计

指数	PE-TTM		PE-TTM百分位(%)			状态			
	本周末	上周末	本周末	上周末	分位变动(%)	当前状态	边际		
核心指数	万得全A	18.5	18.5	59	59	0	均衡	→	
	上证50	10.7	10.7	65	66	-2	较高	↓	
	沪深300	12.4	12.4	54	54	-1	均衡	↓	
	中证500	28.5	28.5	50	50	0	均衡	↑	
	中证1000	38.0	38.4	45	48	-6	均衡	↓	
	中小板	23.6	23.9	17	17	-5	极低	↓	
	创业板	31.3	32.2	11	12	-13	极低	↓	
	科创50	99.9	100.8	98	99	0	极高	↓	
板块	TMT	50.4	49.8	46	43	5	均衡	↑	
	消费	23.2	23.2	17	17	3	极低	↑	
	医药	40.2	40.3	57	57	-1	均衡	↓	
	金融	7.7	7.7	44	44	1	均衡	↑	
	地产基建	37.7	27.9	100	95	5	极高	↑	
	上游周期	19.4	19.2	51	49	3	均衡	↑	
	中游周期	23.3	23.9	53	55	-3	均衡	↓	
	中游非周期	26.4	26.8	39	42	-6	较低	↓	
行业	TMT	电子	72.4	71.9	84	83	1	极高	↑
		通信	22.4	22.1	18	17	6	极低	↑
		计算机	125.2	120.3	88	84	4	极高	↑
		传媒	68.4	57.3	76	66	16	较高	↑
	消费	轻工制造	10.0	9.9	30	29	3	较低	↑
		商贸零售	16.0	16.7	32	43	-26	较低	↓
		消费者服务	48.9	48.3	52	50	3	均衡	↑
		家电	26.9	27.2	35	36	-3	较低	↓
		纺织服装	49.2	52.2	71	76	-7	较高	↓
		食品饮料	21.7	22.0	17	17	-2	极低	↓
		农林牧渔	24.0	22.5	7	5	51	极低	↑
	医药	医药	40.2	40.3	57	57	-1	均衡	↓
	金融	银行	6.4	6.3	57	54	6	均衡	↑
		非银行金融	-	-	-	-	-	-	-
		综合金融	49.6	45.2	73	61	21	较高	↑
	地产基建	建筑	36.0	34.0	82	79	4	极高	↑
		建材	39.8	30.9	68	31	117	较高	↑
		房地产	13.0	13.3	5	7	-29	极低	↓
	上游周期	煤炭	11.7	11.4	49	46	7	均衡	↑
		有色金属	21.0	21.7	17	18	-9	极低	↓
		钢铁	505.3	155.0	99	97	2	极高	↑
	中游周期	石油石化	11.2	11.2	15	17	-12	极低	↓
		基础化工	34.9	34.9	45	45	0	均衡	↑
		机械	47.1	48.8	57	62	-9	均衡	↓
汽车		38.1	39.3	51	56	-8	均衡	↓	
中游非周期	电力及公用事业	18.5	18.2	18	17	11	极低	↑	
	电力设备及新能源	100.5	100.1	86	85	0	极高	↑	
	国防军工	30.6	32.1	72	74	-3	较高	↓	
	交通运输	16.2	16.3	11	12	-10	极低	↓	
	综合	-	-	-	-	-	-	-	

资料来源：万得，中银证券

注：上表中“百分位”指对应数据在“2010年1月1日至今”时间区间内的历史分位值。

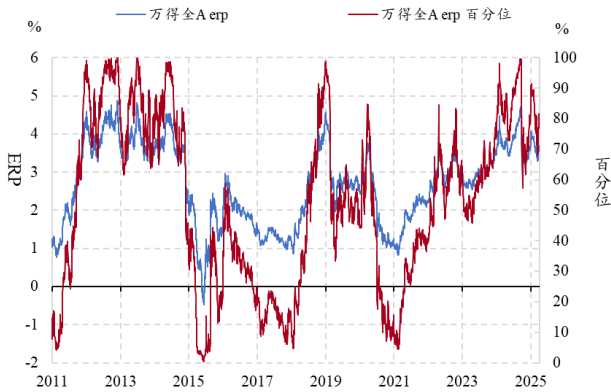
## 2. 股债性价比

从风险溢价指标 erp 角度看，当前配置权益整体性价比较高（万得全 A：79%）。

沪深 300 指数 erp 处于较高分位（80%），中证 500 指数 erp 处于极高分位（80%），创业板指数 erp 处于极高分位（96%）。（图表 35）

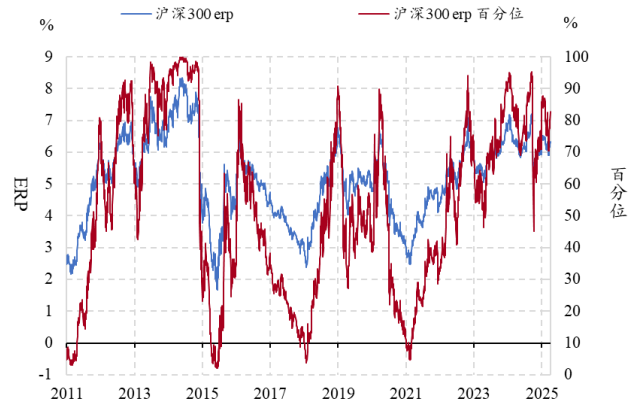
注：指数 erp = 1/指数 PE\_TTM - 10 年期中债国债到期收益率

图表 31. 万得全 A 指数 erp 及百分位



资料来源：Wind，中银证券

图表 32. 沪深 300 指数 erp 及百分位



资料来源：Wind，中银证券

图表 33. 中证 500 指数 erp 及百分位



资料来源：Wind，中银证券

图表 34. 创业板指数 erp 及百分位



资料来源：Wind，中银证券

图表 35. A 股核心指数、板块、行业 erp

指数	erp(%)		erp百分位(%)			边际		
	本周末	上周末	本周末	上周末	当前状态			
核心指数	万得全A	3.6	3.6	79	78	较高	↑	
	上证50	7.6	7.5	73	69	较高	↑	
	沪深300	6.3	6.2	80	79	较高	↑	
	中证500	1.7	1.7	80	80	极高	↓	
	中证1000	0.8	0.8	90	89	极高	↑	
	中小板	2.4	2.4	94	94	极高	↑	
	创业板	1.3	1.3	96	95	极高	↑	
	科创50	-0.8	-0.8	43	43	均衡	↑	
板块	TMT	0.2	0.2	92	92	极高	↓	
	消费	2.5	2.5	98	98	极高	↑	
	医药	0.7	0.7	96	96	极高	↑	
	金融	11.2	11.1	69	69	较高	↑	
	地产基建	0.9	1.8	12	34	极低	↓	
	上游周期	3.3	3.4	69	70	较高	↓	
	中游周期	2.4	2.4	84	82	极高	↑	
	中游非周期	2.0	1.9	94	93	极高	↑	
行业	TMT	电子	-0.4	-0.4	88	89	极高	↓
		通信	2.7	2.7	93	93	极高	↓
		计算机	-1.0	-1.0	85	85	极高	↓
		传媒	-0.3	-0.1	80	88	较高	↓
	消费	轻工制造	8.3	8.3	88	88	极高	↑
		商贸零售	4.3	4.2	93	90	极高	↑
		消费者服务	0.3	0.3	93	92	极高	↑
		家电	1.8	1.9	93	94	极高	↓
		纺织服装	0.3	0.1	72	69	较高	↑
		食品饮料	2.8	2.7	98	97	极高	↑
		农林牧渔	2.8	2.6	99	98	极高	↑
	医药	医药	0.7	0.7	96	96	极高	↑
	金融	银行	13.9	14.0	59	60	均衡	↓
		非银行金融	0.0	0.0	0	0	极低	-
		综合金融	0.2	0.4	71	75	较高	↓
	地产基建	建筑	1.1	1.1	43	44	均衡	↓
		建材	0.7	1.4	76	89	较高	↓
		房地产	5.9	5.7	100	99	极高	↑
	上游周期	煤炭	6.8	6.9	69	72	较高	↓
		有色金属	2.9	2.8	86	85	极高	↑
钢铁		-1.6	-1.2	21	22	较低	↓	
中游周期	石油石化	7.1	7.1	92	91	极高	↑	
	基础化工	1.1	1.1	76	76	较高	↑	
	机械	0.3	0.2	84	83	极高	↑	
	汽车	0.8	0.7	84	83	极高	↑	
中游非周期	电力及公用事业	3.7	3.7	97	97	极高	↑	
	电力设备及新能源	-0.8	-0.8	92	92	极高	↑	
	国防军工	1.4	1.3	54	49	均衡	↑	
	交通运输	4.4	4.3	100	100	极高	↑	
	综合	0.0	0.0	0	0	极低	-	

资料来源：万得，中银证券

注：上表中“百分位”指对应数据在“2010年1月1日至今”时间区间内的历史分位值。

## 五、A股资金面跟踪

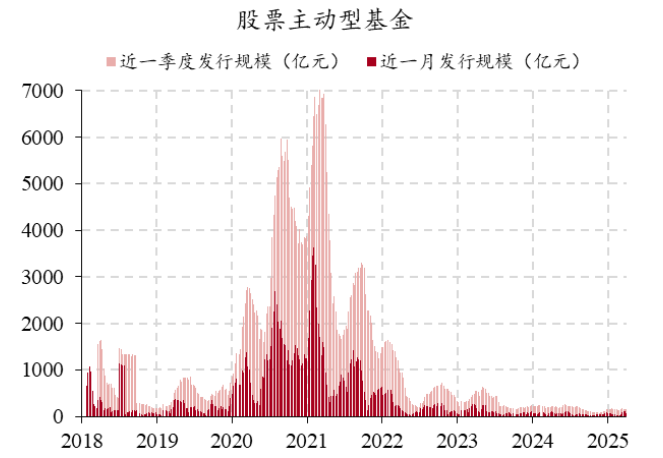
### 1. 公募基金规模

#### 1) 基金发行规模

**月度口径：**近1月股票主动型基金发行总规模为59.4亿元，边际下降，处于历史极低分位（18%）；近1月股票被动指数型基金发行总规模为217.3亿元，边际下降，处于历史极高分位（84%）。

**季度口径：**近1季度股票型基金发行总规模为156.2亿元，边际下降，处于历史极低分位（6%）；近1季度股票型基金发行总规模为716.3亿元，边际下降，处于历史极高分位（90%）。（图表36-39）

图表 36. 股票主动型基金发行规模



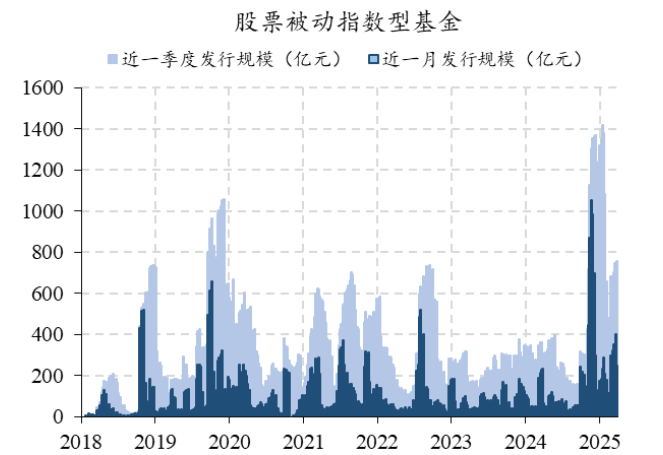
资料来源：Wind，中银证券

图表 37. 股票主动型基金发行规模历史分位



资料来源：Wind，中银证券

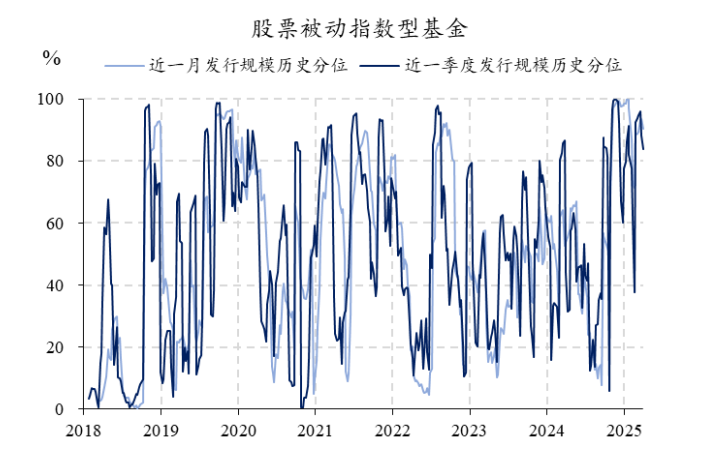
图表 38. 股票被动指数型基金发行规模



资料来源：Wind，中银证券

注：上图中“历史分位”指对应数据在“2018年1月1日至今”时间区间内的历史分位值。

图表 39. 股票被动指数型基金发行规模历史分位



资料来源：Wind，中银证券

#### 2) 基金存续规模

**股票型基金：**当前规模为8.28万亿元，近一周下降（-635亿元），近一月下降（-1257亿元）。

**股票主动型基金：**当前规模为4.15万亿元，近一周下降（-258亿元），近一月下降（-567亿元）。

**股票被动指数型基金：**当前规模为4.13万亿元，近一周下降（-377亿元），近一月下降（-690亿元）。（图表40/41）

图表 40. 股票型基金总规模



资料来源: Wind, 中银证券

图表 41. 股票主动型基金规模及股票被动指数型基金规模



资料来源: Wind, 中银证券

## 2. 资金面数据变化与市场表现对比

从长期规律看，A股融资余额通常与万得全A指数走势呈现同步略滞后效应，融资余额季度环比与同期万得全A收益拐点高度同步。

A股融资余额当前处于历史极高位置，近一周边际下行；万得全A本周下跌。

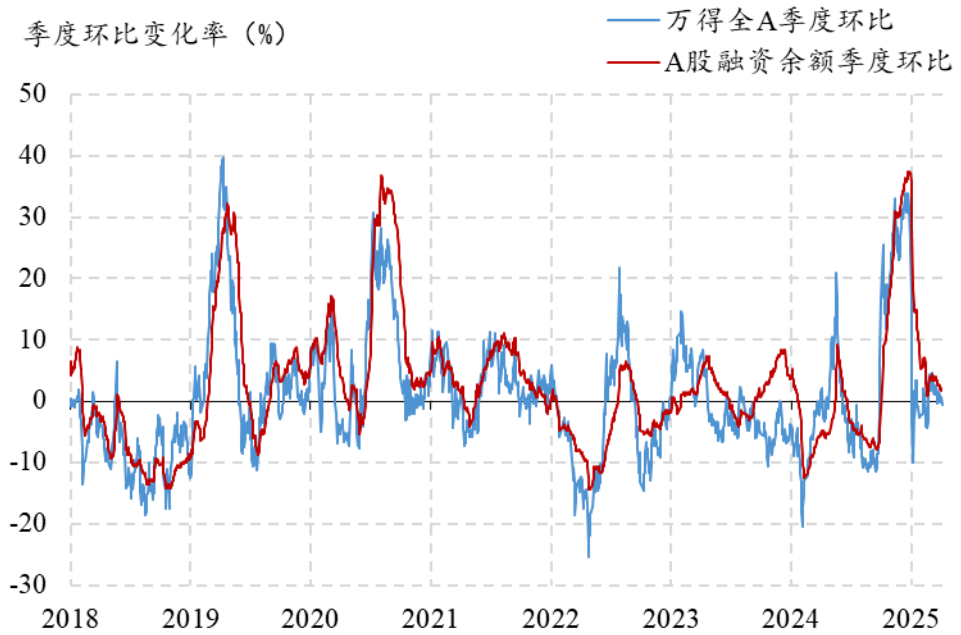
近一周，万得全A指数季度环比下行幅度扩大，A股融资余额季度环比上行幅度缩小。（图表 42/43）

图表 42. 融资余额 vs 万得全 A 指数



资料来源: Wind, 中银证券

图表 43. A 股融资余额季度环比 vs 万得全 A 季度环比 (万得全 A 同期收益率)



资料来源: Wind, 中银证券

## 六、机构调研活跃度历史分位数

### 1. 长期口径

**核心指数：**当前沪深 300（66%）机构调研活跃度处于历史较高分位，中证 500（92%）机构调研活跃度处于历史极高分位，创业板（60%）机构调研活跃度处于历史较高分位。

**板块：**当前机构调研活跃度历史分位居前的板块为中游周期（88%）；居后的板块为医药（7%）。

**行业：**当前机构调研活跃度历史分位居前的行业为商贸零售（99%）、汽车（94%）、基础化工（79%），居后的行业为医药（7%）、食品饮料（7%）、电力设备及新能源（19%）。（图表 44）

### 2. 短期口径

**核心指数：**当前沪深 300（80%）机构调研活跃度处于历史较高分位，中证 500（73%）机构调研活跃度处于历史较高分位，创业板（91%）机构调研活跃度处于历史极高分位。

**板块：**当前机构调研活跃度历史分位居前的板块为地产基建（84%）；居后的板块为中游非周期（30%）。

**行业：**当前机构调研活跃度历史分位居前的行业为综合金融（93%）、商贸零售（93%）、建材（92%），居后的行业为电力及公用事业（18%）、医药（33%）、轻工制造（38%）。（图表 44）

**注：**机构调研活跃度历史分位数计算方法见附录 3。

图表 44. A 股核心指数、风格指数、板块、行业机构调研活跃度历史分位数统计

指数		机构调研活跃度历史分位(%)								
		半年度口径				季度口径				
		本周末	上周末	当前状态	边际	本周末	上周末	当前状态	边际	
核心指数	上证50	95	94	极高	↑	78	78	较高	↑	
	沪深300	66	67	较高	↓	80	80	较高	↓	
	中证500	92	93	极高	↓	73	72	较高	↑	
	中证1000	67	63	较高	↑	98	98	极高	↑	
	中小板	62	62	较高	↑	100	100	极高	↓	
	创业板	60	63	较高	↓	91	91	极高	↑	
	科创50	57	57	均衡	↓	87	90	极高	↓	
板块	TMT	42	39	均衡	↑	61	66	较高	↓	
	消费	48	48	均衡	↑	63	59	较高	↑	
	医药	7	9	极低	↓	33	32	较低	↑	
	金融	44	45	均衡	↓	61	60	较高	↑	
	地产基建	57	56	均衡	↑	84	82	极高	↑	
	上游周期	52	53	均衡	↓	69	67	较高	↑	
	中游周期	88	87	极高	↑	46	52	均衡	↓	
	中游非周期	20	19	极低	↑	30	17	较低	↑	
行业	TMT	电子	46	47	均衡	↓	52	56	均衡	↓
		通信	60	54	较高	↑	86	78	极高	↑
		计算机	52	47	均衡	↑	61	63	较高	↓
		传媒	40	40	均衡	↑	75	77	较高	↓
	消费	轻工制造	32	31	较低	↑	38	40	较低	↓
		商贸零售	99	99	极高	↓	93	94	极高	↓
		消费者服务	78	85	较高	↓	53	49	均衡	↑
		家电	36	31	较低	↑	51	47	均衡	↑
		纺织服装	76	73	较高	↑	87	85	极高	↑
		食品饮料	7	5	极低	↑	40	32	均衡	↑
		农林牧渔	37	30	较低	↑	71	64	较高	↑
	医药	医药	7	9	极低	↓	33	32	较低	↑
	金融	银行	36	37	较低	↓	64	64	较高	↑
		非银行金融	77	76	较高	↑	48	37	均衡	↑
		综合金融	64	63	较高	↑	93	93	极高	↑
	地产基建	建筑	56	54	均衡	↑	63	62	较高	↑
		建材	42	38	均衡	↑	92	92	极高	→
		房地产	74	78	较高	↓	90	88	极高	↑
	上游周期	煤炭	74	70	较高	↑	63	56	较高	↑
		有色金属	65	67	较高	↓	73	74	较高	↓
		钢铁	22	23	较低	↓	66	64	较高	↑
	中游周期	石油石化	39	38	较低	↑	60	59	均衡	↑
		基础化工	79	79	较高	→	58	57	均衡	↑
		机械	50	49	均衡	↑	46	51	均衡	↓
汽车		94	94	极高	↑	59	59	均衡	↓	
中游非周期	电力及公用事业	68	70	较高	↓	18	17	极低	↑	
	电力设备及新能源	19	18	极低	↑	63	56	较高	↑	
	国防军工	48	55	均衡	↓	92	90	极高	↑	
	交通运输	61	56	较高	↑	46	42	均衡	↑	
	综合	33	36	较低	↓	71	70	较高	↑	

资料来源：万得，中银证券

## 七、利率市场

本周中国国债利率下跌，美国国债利率下跌，其他海外国债利率普遍下跌，中美利差处于历史高位。（图表 45/46）

中国 10 年国债：当前利率为 1.72%，较上周下跌 9.46bp，较上月下跌 8.22bp；

美国 10 年国债：当前利率为 4.06%，较上周下跌 21.00bp，较上月下跌 26.00bp；

中美利差：当前 10 年期国债中美利差为 2.34%，较上周下跌 11.54bp，较上月下跌 17.78bp。

其他国债利率水平及利率变化水平详见下表。

图表 45. 国债利率水平

利率水平 (%)		本周末	上周末	上年末
1 年期	中国国债	1.48	1.53	1.08
	美国国债	3.92	4.04	4.16
	日本国债	0.59	0.64	0.43
	欧元区公债	2.02	2.05	2.18
10 年期	中国国债	1.72	1.81	1.68
	美国国债	4.06	4.27	4.58
	日本国债	1.37	1.55	1.11
	欧元区公债	2.73	2.81	2.45
	中美利差	2.34	2.46	2.52

资料来源：万得，中银证券

图表 46. 国债利率变化

利率变化 (bp)		近一周	近一月	年初至今
1 年期	中国国债	-4.5	-7.2	39.9
	美国国债	-12.0	-13.0	-24.0
	日本国债	-5.9	-3.8	15.8
	欧元区公债	-3.4	-16.1	-16.0
10 年期	中国国债	-9.5	-8.2	4.3
	美国国债	-21.0	-26.0	-52.0
	日本国债	-18.5	-15.7	25.5
	欧元区公债	-7.8	-13.9	28.6
	中美利差	-11.5	-17.8	-56.3

资料来源：万得，中银证券

图表 47.中美 10 年期国债到期收益率走势



资料来源: Wind, 中银证券

图表 48.中美利差 (10 年期国债到期收益率)



资料来源: Wind, 中银证券

## 八、汇率市场

近一周在岸人民币较美元贬值，离岸人民币较美元贬值。

近一周，美元指数下跌 2.008%，美元兑人民币离岸汇率上涨 0.15%，在岸汇率上涨 0.559%，中间价上涨 0.191%；在岸与离岸汇率差值缩小，在岸汇率与中间价差值扩大。（图表 49/50）

图表 49. 汇率及汇率指数水平

汇率	本周末	上周末	上月末	上年末
美元指数	101.945	104.034	103.895	108.482
美元兑人民币离岸汇率	7.281	7.270	7.244	7.337
美元兑人民币在岸汇率	7.304	7.264	7.238	7.299
美元兑人民币中间价	7.189	7.175	7.171	7.188

资料来源：万得，中银证券

图表 50. 汇率及汇率指数变化率 (%)

汇率	近一周	近一月	年初至今
美元指数	-2.008	-1.876	-6.025
美元兑人民币离岸汇率	0.150	0.512	-0.770
美元兑人民币在岸汇率	0.559	0.913	0.075
美元兑人民币中间价	0.191	0.257	0.007

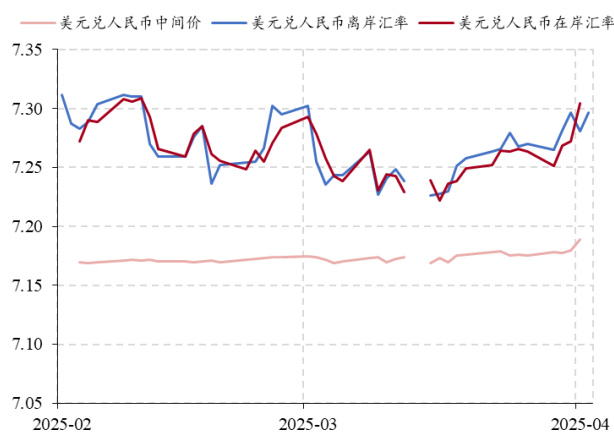
资料来源：万得，中银证券

图表 51. 美元指数与美元兑人民币汇率长期变化



资料来源：Wind，中银证券

图表 52. 近 3 个月美元兑人民币离岸、在岸汇率及中间价



资料来源：Wind，中银证券

## 九、商品市场

本周中国商品市场整体下跌，美国商品市场整体上涨。

**中国商品市场：**本周上涨的指数为南华农产品（0.83%）、南华贵金属（0.30%）；下跌的指数为南华商品（-0.45%）、南华工业品（-0.91%）、南华黑色（-0.24%）、南华有色金属（-1.86%）、南华能化（-0.59%）。

**美国商品市场：**本周上涨的指数为 CRB 综合（0.42%）、CRB 食品（1.81%）；下跌的指数为 CRB 工业（-0.53%）、CRB 金属（-1.32%）。（图表 53）

图表 53.商品指数收益率(%)

指数	近一周	近一月	年初至今
南华商品	-0.4	1.1	1.8
南华农产品	0.8	1.4	4.1
南华工业品	-0.9	0.1	-1.3
南华贵金属	0.3	6.2	15.7
南华黑色	-0.2	-1.0	-3.1
南华有色金属	-1.9	-0.4	3.4
南华能化	-0.6	0.6	-3.0
CRB综合	0.4	1.8	2.3
CRB工业	-0.5	1.2	5.6
CRB金属	-1.3	4.1	11.3
CRB食品	1.8	2.6	-2.3

资料来源：万得，中银证券

图表 54.南华商品指数&CRB 综合指数累计净值



资料来源：万得，中银证券

## 十、附录

### 1. 风格拥挤度分位点计算方法：

将各风格指数的近  $n$  个交易日的日均换手率在历史时间序列上进行 z-score 标准化并与万得全 A 的结果作差，最后计算该差值的滚动  $y$  年分位值。

半年口径拥挤度的参数设置： $n$  取 126（近半年），时间序列滚动窗口为 6 年（历史数据量满 3 年且不足 6 年时，以全部历史数据进行计算）。

1 年口径拥挤度的参数设置： $n$  取 252（近 1 年），时间序列滚动窗口为 6 年（历史数据量满 3 年且不足 6 年时，以全部历史数据进行计算）。

### 2. 风格指数累计超额净值计算方法：

以 2016 年 1 月 4 日为基准日，将各指数的每日收盘点数除以基准日收盘点数得到各风格指数及万得全 A 指数的累计净值。将各风格指数的累计净值除以同一交易日的万得全 A 指数累计净值得到各风格指数相对于万得全 A 指数的累计超额净值。

### 3. 机构调研活跃度分位数计算方法：

将板块（指数、行业）的近  $n$  个交易日的“日均机构调研次数”在滚动  $y$  年的历史时间序列上进行 z-score 标准化并与万得全 A 的结果作差得到“机构调研活跃度”，最后计算“机构调研活跃度”的滚动  $y$  年历史分位数。

长期口径机构调研活跃度的参数设置： $n$  取 126（近半年），滚动窗口为 6 年（历史数据量满 3 年且不足 6 年时，以全部历史数据进行计算）。

短期口径机构调研活跃度的参数设置： $n$  取 63（近一季），滚动窗口为 3 年（历史数据量满 1 年且不足 3 年时，以全部历史数据进行计算）。

## 十一、风险提示

量化模型因市场剧烈变动失效风险。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担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转载或转发的，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