

研报精选

2025年4月27日 第218期

宏观专栏

着力“四稳”——政治局会议点评

中共中央政治局4月25日召开会议。报告认为，会议重提“加强超常规逆周期调节”，着力“四稳”。财政政策或有增量预案，当前或主要聚焦于加快已有工具的运用。货币政策方面，未来或将从无风险利率与风险溢价两个角度营造适度宽松的货币环境。

特朗普的两个目标均难实现

报告认为，特朗普政府缩小美国贸易逆差、促进制造业回流的两个目标难以通过关税实现。实际上，美国内部分配问题比较严重，需要内部改革来缩减贫富差距，而非加征关税。

专题聚焦

从汇率、利率到风险溢价

报告认为，人民币汇率的韧性为松货币增加了空间。除了传统的松货币工具以外，干预风险溢价是更值得关注的政策选择，央行的结构性工具目前已经在稳定资本市场上有所尝试。

开年信贷的微观线索

报告认为，我国一季度信贷规模整体取得了“开门红”，体现了财政前置发力、央行流动性适度投放的效果，但居民加杠杆意愿偏弱、企业信贷需求不强等“隐忧”仍值得关注。

宏观专栏

着力“四稳”——政治局会议点评

中共中央政治局4月25日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议重提“加强超常规逆周期调节”，着力“四稳”，强化了对于企业主体和金融市场稳定的关注。财政政策或有增量预案，当前或主要聚焦于加快已有工具的运用，二季度财政支出继续受政府债支撑。货币政策方面，会议从无风险利率与风险溢价两个角度营造适度宽松的货币环境。消费方面，会议通过金融工具加强供给侧支持，以“两新”为抓手加强需求侧支持，并针对性地保障民生。房地产方面，加力城市更新和城中村改造，优化收储政策，持续巩固房地产市场稳定态势。科技创新方面，创新金融工具，发展新质生产力。

加强超常规逆周期调节，着力“四稳”。会议肯定年初以来经济工作，但也指出“外部冲击影响加大”。为此，政策需要“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”，尤其需要“坚定不移办好自己的事”，“以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”。在政策目标上，会议提出了“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”，相比2018年贸易摩擦背景下提出的“六稳”（即“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”），这次在强调对就业和预期的关注的同时，强化了对于企业主体和金融市场稳定的关注。具体政策上，除了“要加紧实施更加积极有为的宏观政策”，“既定政策早出台早见效”以外，还“要强化底线思维，充分备足预案”，“不断完善稳就业稳经济的政策工具箱”，“根据形势变化及时推出增量储备政策”。而继2024年12月9日政治局会议之后，会议再提“加强超常规逆周期调节”，我们认为若关税对经济的影响加大，政策创新和加力的空间也会加大。

财政政策或有增量预案，当前或主要聚焦于加快已有工具的运用，二季度财政支出继续受政府债支撑。今年一季度政府债发行前置有力支持稳增长，截至4月25日，今年国债净融资和新增专项债发行的序时进度分别约为25.6%和25.8%，均快于去年同期水平（去年同期分别为8.6%和18.0%），但未动用的政府债额度仍较高。会议指出要“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”，我们预计5-6月债券发行有望继续提速，而增量政策工具或视年内经

济压力及政府债使用进度而定。在稳增长外，会议同时强调“要持续用力防范化解重点领域风险”，要“继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题”，我们认为未来政策仍继续兼顾稳增长与防风险，不排除对企业欠款提供增量财力支持的可能。

从无风险利率与风险溢价两个角度营造适度宽松的货币环境。本次中央政治局会议延续“适时降准降息”的表述。我们认为，自美国对华加征关税以来，人民币汇率展现出一定韧性，这为降息进一步打开空间，降息的节奏将进一步取决于内部基本面的形势。除了传统的货币政策工具以外，需要关注如何解决风险溢价。本次政治局会议明确提出“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具”。我们认为这反映出了货币政策的另一个重要途径，就是通过央行资产负债表的工具精准支持经济运行的薄弱环节，通过降低风险溢价营造适度宽松的货币金融环境。从本次会议的表述来看，相关的金融工具可能主要用于“科技创新、扩大消费、稳定外贸”等方面。

消费方面，通过金融工具加强供给侧支持，以“两新”为抓手加强需求侧支持，并针对性地保障民生。会议提出“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具”来支持扩大消费，并具体提出了“设立服务消费与养老再贷款”。这一举措侧重于供给端，通过降低服务行业和养老机构融资成本，促进消费行业发展。需求端政策除了重申“两新”政策的加力扩围，还提出“提高中低收入群体收入”、“对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例”等民生性的举措。

加力支持城市更新和城中村改造，优化收储政策，持续巩固房地产市场稳定态势。从投资端来看，会议提出“加力实施城市更新行动”，根据住房城乡建设部统计¹，2024年我国共实施城市更新项目6万余个，完成投资约2.9万亿元，我们预计今年有望进一步加大投资力度。同时提出“有力有序推进城中村和危旧房改造”。住房城乡建设部²在2025年将加力实施城中村和危旧房改造，推进货币化安置，计划在新增100万套城中村改造和危旧房改造的基础上继续扩大

¹ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202501/content_7000209.htm

² https://www.gov.cn/zhengce/202501/content_6996418.htm

改造规模。**供给端**提出“加大高品质住房供给”，延续政府工作报告³的定调“适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的‘好房子’”。**需求端**提出“优化存量商品房收购政策”，未来或在收储领域加大政策支持力度，我们预期一方面可能聚焦于放松政策性金融工具对于收储的限制，另一方面可能聚焦于收储对象由城投转向部分房地产企业。

创新金融工具，发展新质生产力。在新质生产力的发展方向上，此次会议提出“培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业”，总体延续了2025年政府工作报告对新质生产力的表述。会议也指出要“加快实施‘人工智能+’行动”，我们认为AI+制造能与我国的制造业优势相结合，或将是我国AI应用的主要场景，智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端具有很大的发展潜力。在支持新质生产力发展的政策方面，此次会议提出要“创新推出债券市场的‘科技板’”。我们认为新型金融工具的提出，为新质生产力发展提供了更强的融资支持。3月6日，在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上，人民银行提出债券市场的“科技板”要“支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券，丰富科技创新债券的产品体系”，具体包括“支持商业银行、证券公司、金融资产投资公司等金融机构发行科技创新债券”，“支持成长期、成熟期科技型企业发行中长期债券”，“支持投资经验丰富的头部私募股权投资机构、创业投资机构等发行长期限科技创新债券”⁴。

以上观点来自：2025年4月25日中金公司研究部已发布的《着力“四稳”——政治局会议点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

³ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202503/content_7013163.htm

⁴ <http://lianghui.people.com.cn/2025/n1/2025/0306/c460142-40432705.html>

宏观专栏

特朗普的两个目标均难实现

特朗普政府试图通过加征关税促使美国贸易逆差收窄，制造业回流，我们认为这两个目标难以通过关税实现。首先，关税难以使得美国贸易逆差收窄。从理论来看，提升关税并不一定能够缩减逆差（扩大顺差）。根据勒纳对称定理，对进口征税等同于对本国的出口征税。从历史来看，1890年《麦金利关税法案》后，美国顺差一度上升，但是1930年《斯穆特-霍利关税法案》后，美国顺差下降，甚至一度转为逆差，说明了关税和贸易顺差之间的复杂关系。1890年，美国仍然处于工业化相对早期阶段，面临英国的竞争，关税可以保护其幼稚产业。而到了1930年《斯穆特-霍利关税法案》出台时，美国的国际地位已经超过英国，在全球出口中的份额也已经超过英国。对于一个大国而言，关税可能同时导致其进口和出口下降，而贸易逆差未必收窄。

关税难以促使制造业回流美国。前几年美国制造业投资一度加速，但并未持续，近来制造业新开工投资、短期的投资计划出现下滑。中国的中间品对美国的出口远低于对新兴市场的出口，也反映美国制造业回流缓慢。全球制造业产业链更多的是调整到新兴市场国家，而非美国。与之相应的是，中国与美国之间的供应链长度增加。全球供应链对中国的依赖度比较高，而且无论是从劳动者数量、质量，还是就业意愿来看，美国制造业回流都将面临着劳动力短缺的问题。美国制造业成本高，也是其制造业回流的挑战。此外，与东盟相比，除劳动成本和税率之外，中国在基建、土地成本，水电费用、治安等方面都具备优势。

美国面临衰退风险。特朗普政府的关税政策实施后，超过半数美国公民表示不支持，关税政策对企业和消费者的负面影响开始显现。企业进口增速开始反弹，投入价格、销售价格开始回升；消费者信心指数出现下滑，消费的通胀预期快速上升。美国财政赤字居高不下，债务问题仍未解决，关税扰动下或加剧金融市场风险。综合来看，特朗普关税或对美国产生滞胀式影响，美国衰退风险加大。除了“滞胀”风险，特朗普的减税、削减支出和关税组合或将损害

美国大多数家庭，对低收入人群损害更大，加剧美国内部不平衡。

实际上，从经济视角来看，美国没有非常突出的外部失衡问题，但内部分配问题很严重。美国的商品贸易存在逆差，但是服务贸易存在顺差。2024年，美国的商品贸易逆差占GDP比重为4.2%，服务贸易顺差占GDP比重为1.0%，两者相加总的逆差为3.2%。特别是，在美国对外投资净投资为负值的背景下，美国对外净投资收益表现出色。我们认为美国内部分配问题比较严重，需要内部改革来缩减贫富差距，而非加征关税，但特朗普政府的做法可能加剧内部收入差距。



以上观点来自：2025年4月23日中金公司研究部已发布的《特朗普的两个目标均难实现》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

林雨昕 联系人 SAC 执证编号：S0080124070052

专题聚焦

从汇率、利率到风险溢价

美国宣布加征关税之后，出现了股债汇“三杀”的罕见局面。除了交易因素以外，从基本面上来讲，市场在定价“美国的滞胀”以及一个“没那么差的欧元区”。从1971年1月到现在，美国股债汇同时出现明显下跌⁵的月份只有6个，如果4月美股、美债、美元不再大幅变化，2025年的4月将是1971年以来第7个单月美国股债汇都出现明显下跌的月份。一般来说，美股下跌、美债上涨、美元上涨是投资者更适应的资产变化组合。但如果美国面临的是“滞胀”风险，同时其他经济可以凭借“非美国”的力量支撑基本面，那么就有可能出现美国股债汇三杀的局面。2022年12月的美国股债汇三杀可以帮助我们理解这一轮调整的逻辑。

与美国罕见的股债汇“三杀”对应的是人民币汇率韧性。截至4月中旬，尽管美国对华已累计加征超100%关税⁶、远高于2018-2019年贸易摩擦期间的18%，但人民币对美元、日元和新兴市场货币贬值幅度明显低于2018-2019年，人民币对美元汇率也强于我们基于国债利差、中国资产风险溢价、美元投资者杠杆行为和贸易政策不确定性指数搭建的模型所预测的区间⁷。

人民币汇率的韧性为松货币增加了空间。降低利率中枢能有效降成本，存量贷款利率每下调10个bp就相当于节省2654亿元利息费用。居民平均消费倾向仍然有0.66，利率下降也可能支持消费。向前看，我们认为基本面是决定降息的关键因素，目前衍生品计入的中国降息预期已经接近去年12月的水平。

干预风险溢价是更值得关注的政策选择，央行的结构性工具目前已经在稳定资本市场上有所尝试⁸。对我国10年期国债利率的拆解显示，预期的短期名义利率和期限溢价当前均处于历史低位，二者可分别解释2021年至今国债利

⁵ 美元指数跌幅超过2%、美国国债利率上升的相对幅度超过利率水平的1%、标普500下跌超过4%

⁶ 数据来源于彼得森国际经济研究所（PIIE）：<https://www.piie.com/research/piie-charts/2019/us-china-trade-war-tariffs-date-chart>

⁷ 模型细节见我们之前的报告《[关税扰动对汇率影响多大？](#)》

⁸ 关于风险溢价和货币政策应对方法的详细讨论见我们之前的报告《[货币政策如何“超常规”](#)》

率下降的一半左右，反映市场可能计入了一个缓慢下调的政策利率路径，以及很低的长期加息预期。然而，利率过低会导致银行净息差缩窄，削弱降息对信贷的刺激作用，还可能助长银行投机行为，影响金融稳定。在此情况下，央行可通过扩表压低风险溢价，更有助于稳定经济增长。当前我国央行资产负债表有扩张空间。央行扩表也需要财政配合，海外经验表明这种协同能降低私人部门承担的风险，保障政策实施效果。



以上观点来自：2025年4月21日中金公司研究部已发布的《从汇率、利率到风险溢价》

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

开年信贷的微观线索——4月货币流动性跟踪

事件：人民银行发布3月金融机构信贷收支表、其他存款性公司资产负债表及货币当局资产负债表⁹。

开年信贷的微观线索。一季度新增贷款9.7万亿元，同比多增0.3万亿元，实现良好开局，体现出央行¹⁰“加大货币信贷投放力度”的政策导向。但从结构来看仍存在一些“隐忧”：1) 一季度新增居民贷款仅占全部新增贷款的11%，同比少增0.3万亿元，新增量为近10年的最低水平，体现居民加杠杆购房和提前消费仍较为谨慎；2) 利率较低、更容易“冲量”的短期对公贷款和票据贴现一季度合计新增3.0万亿元，为最近3年最高值，成为贷款多增的主要贡献，其中大型银行短期贷款+票据融资同比多增1.4万亿元，远高于中小银行（同比增量持平），体现出大行“冲量”意愿更强；3) 一季度末制造业中长期贷款和普惠小微贷款增速分别为9.3%和12.2%，分别较年初下行2.6和2.4个百分点，增速均为2020年以来最低水平，主要由于产业投资放缓以及小微企业信用风险上升。

资金整体供过于求。除居民贷款偏弱外，一季度企业中长期贷款同比少增约0.6万亿元，部分受到政府隐性债务置换的影响。根据《金融时报》¹¹测算，一季度用于化债的特殊再融资专项债对贷款的置换规模约1.6万亿元。3月企业新发放贷款平均利率为3.3%，在LPR未调整的情况下一季度下行13bp，体现信贷供给较为充裕、需求不强。在贷款利率下行、债券利率阶段性上行的背景下，一季度企业债同比少增0.5万亿元，主要由于一部分融资需求转向贷款。

财政前置发力。一季度政府债券净融资3.9万亿元，同比多增2.5万亿元，成为社融同比多增的主要贡献项目。从结构来看，估算政府债券净融资规模中约30%用于置换存量隐性债务，其余70%可用于新增投资。从财政支出进度来

⁹ <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/5570903/index.html>

¹⁰ <https://www.news.cn/fortune/20250321/478a0ab77c1a4a7dba481ae760afbf80/c.html>

¹¹ https://mp.weixin.qq.com/s/bTeXxTEXHlnBnKgXAOokKw?mpshare=1&scene=1&srcid=041333kUtlW0jlFpgoNI5GVk&sharer_shareinfo=004ce6120cc379776624fcb9345ae8f&sharer_shareinfo_first=004ce6120cc379776624fcb9345ae8f&color_scheme=light#rd

看，根据政府债券净融资额和政府存款变动的差额估算，一季度财政净支出同比增加约1.2万亿元，体现出财政前置发力的效果。

存款定期化趋势仍在延续。从存款数据来看，居民和企业定期存款增速分别为12.1%/7.1%，仍然高于活期存款增速（居民和企业分别为5.6%/-11.2%），体现出定期化趋势仍在延续，储蓄倾向仍然较高。但受益于债务置换和财政前置发力，企业活期存款增速从去年年底的-15.0%有所改善，但居民活期存款增速从去年的5.6%有所下滑。从历史经验看，居民储蓄倾向与房地产价格走势密切相关。

央行流动性投放适度。一季度央行扩表1.5万亿元，主要由于逆回购、MLF和结构性货币政策工具的超额投放，相比去年一季度的缩表1.8万亿元似乎明显更为“宽松”，但实际上对于央行的实际流动性投放情况还需要考虑其他三方面因素：1）2024年一季度央行降准1个百分点，释放流动性约1万亿元，而2025年一季度并未降准；2）财政存款同比多增1.1万亿元，对流动性也存在回收作用；3）一般性存款多增1.7万亿元，带来新增缴准需求约0.8万亿元，同比增加约700亿元。综合来看，央行综合流动性投放规模相比财政存款和缴准需求的影响同比多扩张约1万亿元，总体较为“适度”，同时降准降息暂未落地，我们认为体现出对汇率和银行息差的考虑。一季度央行增持88亿元，去年全年增持约200亿元，今年一季度增持速度加快。

银行间去杠杆。一季度银行同业融出规模下降0.6万亿元，同比多降2.5万亿元，导致资金面偏紧，货币市场利率中枢在一季度明显高于政策利率。银行间去杠杆主要由于银行同业存款利率自律新规后出现同业负债流失（非银存款同比多降1.3万亿元），叠加央行流动性投放阶段性偏紧。金融去杠杆导致非银机构抛售债券、利率上行，同时由于股市对于债市的吸引，出现理财赎回和负反馈现象，一季度银行理财产品规模同比多下降约6.6万亿元。

综合来看，尽管一季度信贷规模整体取得了“开门红”，但居民加杠杆意愿偏弱、企业信贷需求不强、小微和零售客户信用风险上升等领域的“隐忧”仍值得关注。在信贷资金整体供过于求的环境下，财政通过前置发力稳增长。

央行在保持流动性适度充裕的前提下也在关注汇率和银行息差的风险，银行负债流失的背景下“资产荒”和“负债荒”伴随出现，银行间出现去杠杆、债市利率波动。向前看，在信贷需求复苏基础仍然不稳固的环境下，我们预计货币政策仍有望保持宽松，二季度随着海外“衰退式降息”概率上升，国内降准降息窗口也有望开启。向前看，尽管关税仍有较大不确定性，但可能导致信贷需求下降和信用风险上升，我们预计政策通过提供流动性支持、扩大基建投资等方式进行对冲，重点关注珠三角、长三角等出口产业链密集区域和消费贷、经营贷等零售资产质量风险（参见我们的报告《[关税对金融系统的潜在影响](#)》）。



以上观点来自：2025年4月23日中金公司研究部已发布的《开年信贷的微观线索——4月货币流动性跟踪》

林英奇 分析员 SAC 执证编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

许鸿明 分析员 SAC 执证编号：S0080523080007 SFC CE Ref: BUX153

周基明 分析员 SAC 执证编号：S0080521090005 SFC CE Ref: BTM336

张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.4.21 中国宏观专题报告：从汇率、利率到风险溢价
- 2025.4.21 海外宏观简评：高关税或触发“衰退式”降息
- 2025.4.21 中国宏观热点速评：支出前置，财政脉冲回升——前3月财政收支数据点评
- 2025.4.23 中国宏观专题报告：图说中国：2025年二季度
- 2025.4.23 其他宏观专题报告：特朗普的两个目标均难实现
- 2025.4.23 中国宏观简评：近期以旧换新效果较好，后续乘数或有减弱
- 2025.4.25 联合解读：政治局会议联合解读
- 2025.4.25 中国宏观热点速评：着力“四稳”——政治局会议点评

策略及大宗商品

- 2025.4.23 公募一季报回顾：加仓科技成长及高端制造

固定收益

- 2025.4.21 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.4.21 信用债收益率跟踪周报：理财规模继续增长
- 2025.4.22 简评：如何理解固收+的“新进资金”——25Q1公募债基季报点评
- 2025.4.23 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.4.24 资产证券化分析周报：中航信托相关ABS的一些梳理
- 2025.4.24 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.4.25 简评：财政为先，货币接力，二季度债牛重启——政治局会议点评
- 2025.4.25 信用分析周报：中国信用债评级调整周报

行业

- 2025.4.21 工业：船舶301调查措施公布，较提案力度减轻
- 2025.4.21 家电及相关：1Q25空调出货：内销循序增长，外销衔枚疾行
- 2025.4.21 REITs：公募REITs周报（4.14-4.18）：市场频创纪录，关注一季报业绩披露
- 2025.4.21 电信服务：AIDC产业延续修复趋势，估值性价比提升
- 2025.4.21 主题研究：光伏周谈 | 主材降价玻璃库存上升，关注基本面变化的节奏（25年第16周）

- 2025.4.21 不动产与空间服务：周评#435：新房销售同比降逾一成，二手房同比增幅仍收窄
- 2025.4.22 主题研究：3月逆变器出口欧洲向好，Q2景气度延续
- 2025.4.22 东南亚研究：东南亚4月月报：宏观、互联网与消费
- 2025.4.22 交通运输物流：海南自贸港“羽翼”渐丰
- 2025.4.22 传媒互联网：基金1Q25传媒持仓分析：板块偏好小幅提升
- 2025.4.22 房地产：中金看海外 主题 | 美国近代房地产史：金融深化的得失与启示
- 2025.4.22 博彩及奢侈品：贵宾业务赢率较高，中场业务基本面疲弱
- 2025.4.23 银行：低利率时代的银行经营探讨
- 2025.4.24 汽车及零部件：特斯拉人形机器人追踪（十）：小鹏机器人亮相车展；特斯拉量产进展持续推进
- 2025.4.24 银行：1Q25理财评述：先抑后扬，聚焦流动性与监管节奏
- 2025.4.24 银行：银行仓位和估值到哪了？（1Q25）
- 2025.4.24 软件及服务：AI智道（6）：详解MCP，生态拆解和未来格局推演
- 2025.4.24 金融：海外资管1Q25业绩回顾：市场波动下迎来良好开局
- 2025.4.24 医疗健康：从数字化到数智化，医药工业迎来加速转型
- 2025.4.25 钢铁：产量调控改善行业格局，重申看好板块行情
- 2025.4.25 日常消费：基金1Q25食品饮料持仓分析：白酒重仓占比环比小幅上升，大众品类呈现分化
- 2025.4.25 不动产与空间服务：1Q25持仓：仓位延续回落，低配幅度收窄
- 2025.4.25 REITs：REITs一季报点评：基本面走到哪了？
- 2025.4.25 银行：政治局会议的金融信号
- 2025.4.25 房地产：巩固房地产稳定态势，关注城改和收储进展
- 2025.4.26 交通运输物流：1Q25基金持仓：配置比例下降，南下资金全面加仓

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn