

证券研究报告

海外策略双周报： 港股阶段调整，美股暂时止跌

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001、B0T313

陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001

研究助理

校星 一般从业资格编号：S1060123120037

2025年3月23日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券



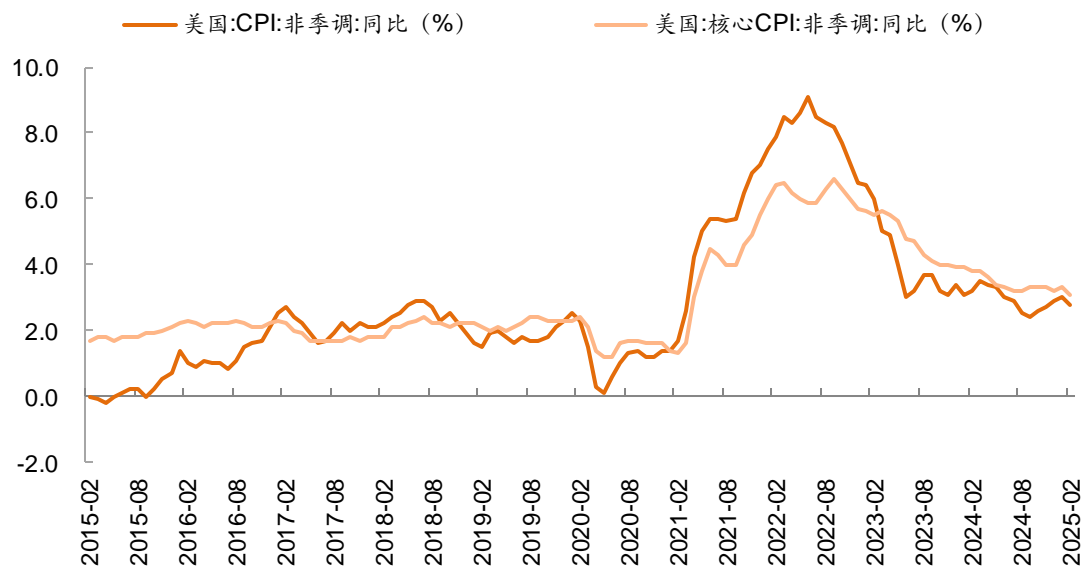
核心观点

- 海外资产层面，本周美股止跌，美债利率下行，美元小幅升值，黄金创新高。股市方面，近两周MSCI全球股指下跌1.19%，除印度、韩国、日本、新加坡外，大多数国家股价下行，标普500、纳指、道指分别下跌1.78%、2.27%、1.91%；债市方面，近两周2年期、10年期美债收益率分别下行5bp、7bp至3.94%、4.25%。不过，FOMC会议略偏鸽，部分缓解了市场对特朗普政策减少降息的担忧，美股本周止跌，美债利率下行。此外，美元指数上涨0.25%至104.2，主要受德国财政计划落地、短期利空出尽影响；COMEX黄金上涨3.79%，再创新高。
- 港股资产层面，本周港股波动加大，恒生科技有所回调。周内恒生指数、恒生科技、恒生综合指数分别下跌1.13%、4.10%、1.16%，主要受到两方面影响，一是科技龙头财报公布导致获利回吐，二是美联储会议略偏鸽推动美股上行，吸引部分外资回流。结构上，能源（1.13%）、金融（0.56%）、公用事业（0.54%）等红利资产领涨；综合业（-3.59%）、非必需性消费（-2.91%）、地产建筑（-2.26%）、资讯科技（-1.91%）领跌。资金面上，本周南向资金流入较上周明显收窄；国际中介持股占比周度变动由正转负，指向本周外资转向流出。
- 海外宏观层面，美国经济从衰退预期到滞胀阴云渐起。一方面，美国2月零售销售不及预期以及3月消费者信心延续下行，均指向居民消费较疲弱。另一方面，尽管美国2月通胀出现大范围放缓，但考虑到特朗普关税政策效应尚未完全显现，当前数据无法打消市场对未来通胀上行的担忧。因此，美联储在3月议息会议中，下调了2025年GDP预测0.4pct，上调2025年通胀预测0.2pct，显示出对滞胀风险的担忧。据CME数据，截至3月21日，市场预期2025年将于6月、9月、12月分别降息25bp，较两周前6月、7月、9月各降25bp的节奏有所延后。
- 海外政策层面，美联储暂停降息但放缓缩表，后续关注对等关税对通胀影响的预期差。其一，美联储3月议息会议如期暂停降息，但同时宣布放缓缩表节奏，市场解读中性偏鸽；经济预测显示滞胀风险升温，点阵图维持年内降息2次的预测，但CME数据显示降息节奏有所延后。其二，对等关税政策或有较大不确定性。近期特朗普、贝森特的表态指向对等关税将具有“灵活性”，贝森特乐观预计未来各国将会通过降低自身贸易壁垒来换取美国降低关税；再考虑到当前美国对墨西哥、加拿大的关税一拖再拖，则未来对等关税政策的落地也可能大打折扣。而据PIIE、牛津经济研究院及高盛等多方机构测算，除对等关税之外的各类关税（对中国及对部分特定行业的关税）对美国通胀的实际影响有限。因此，若届时对等关税的落地不及预期，则美国通胀面临的上行压力可能也大大低于当前的市场预期。
- 综上，尽管市场对美国通胀粘性的担忧持续，但考虑到对等关税政策可能有较大不确定性，需关注该政策对通胀影响的预期差。美股方面，短期看，4月2日对等关税计划时间点临近，叠加美联储确认了滞胀隐忧，美股仍有进一步回调的可能；中期看，我们认为通胀或难有持续上行的风险，伴随着经济放缓，市场降息预期回归，美股或扭转局势迎来反弹机会。港股方面，短期港股正处于估值修复后的震荡调整期，市场继续等待新的催化剂；但是，我们认为当前港股仍处于较好的战略配置区间，尤其港股科技资产具备中长期的投资价值，AI、消费电子等细分领域的机遇值得关注，此外，政策支持内需消费领域的优质资产、外部扰动加剧背景下的红利资产，均有配置价值。
- 风险提示：1) 宏观经济修复不及预期；2) 货币政策超预期收紧；3) 海外市场波动加大；4) 地缘局势升级；5) 市场风险加剧。

基本面（1/2）：关税效果有待显现，滞胀阴云恐难消散

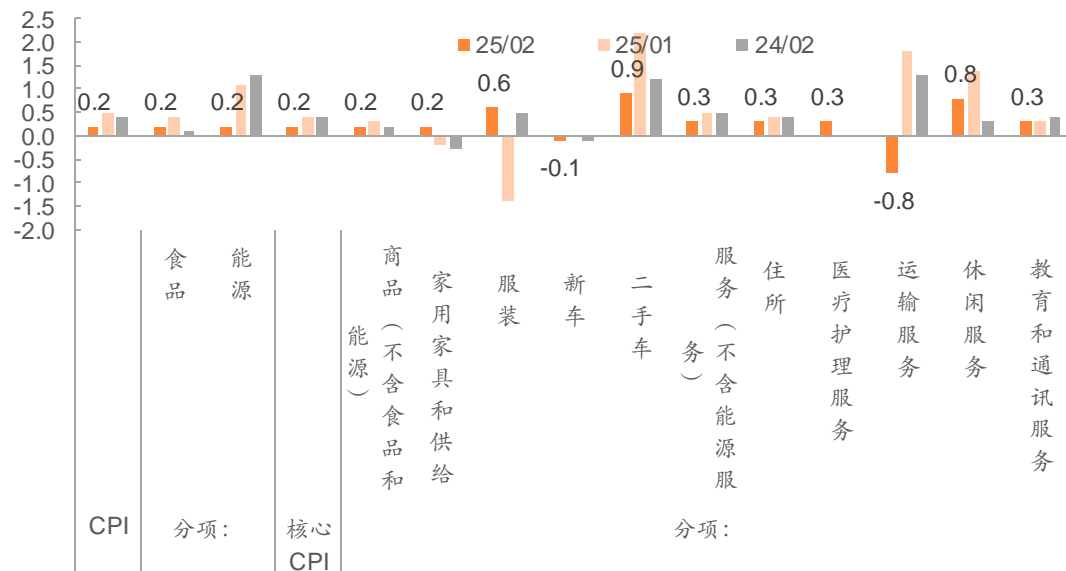
- 美国2月通胀回落，主因油价下行+需求边际放缓；2月零售销售不及预期+3月消费者信心延续下行，指向消费较疲弱。
- 其一，美国2月CPI出现大范围放缓。2月CPI同比2.8%，低于前值3.0%；核心CPI同比3.1%，低于前值3.3%。CPI、核心CPI环比均为0.2%，分别低于前值的0.5%、0.4%。从分项环比看，食品、能源、核心商品、核心服务价格均降温。其中，能源价格环比大幅走弱（从前值的1.1%降至0.2%）主因2月油价大幅下降。核心商品中，服装（从前值的-1.4%升至0.6%）、家具（从前值的-0.2%升至0.2%）价格环比上涨，可能部分反映关税带来的涨价效应，其余分项则相对偏弱。核心服务中，粘性较强且权重较大的住所价格环比小幅下降0.1pct至0.3%，运输服务（从前值的1.8%降至-0.8%）尤其是机票（从前值的1.2%降至-4.0%）价格环比明显转弱，休闲服务（从前值的1.4%降至0.8%）价格也有所降温，反映核心需求边际降温。

美国2月CPI、核心CPI双双回落



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年3月21日

美国2月CPI各分项环比 (%)

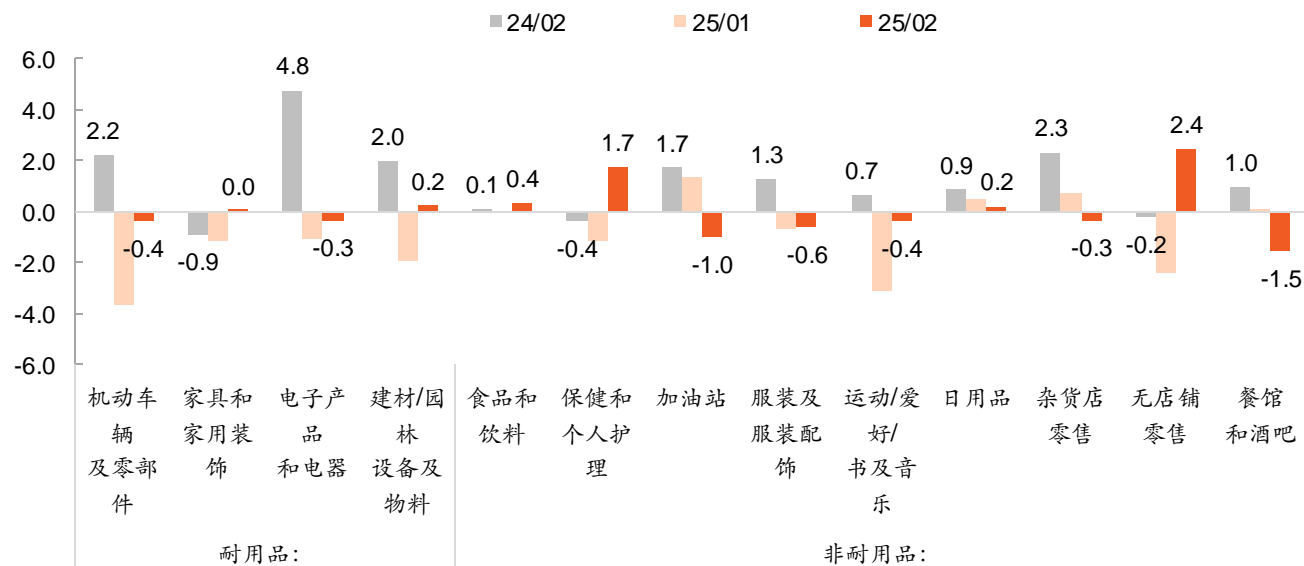


资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年3月21日

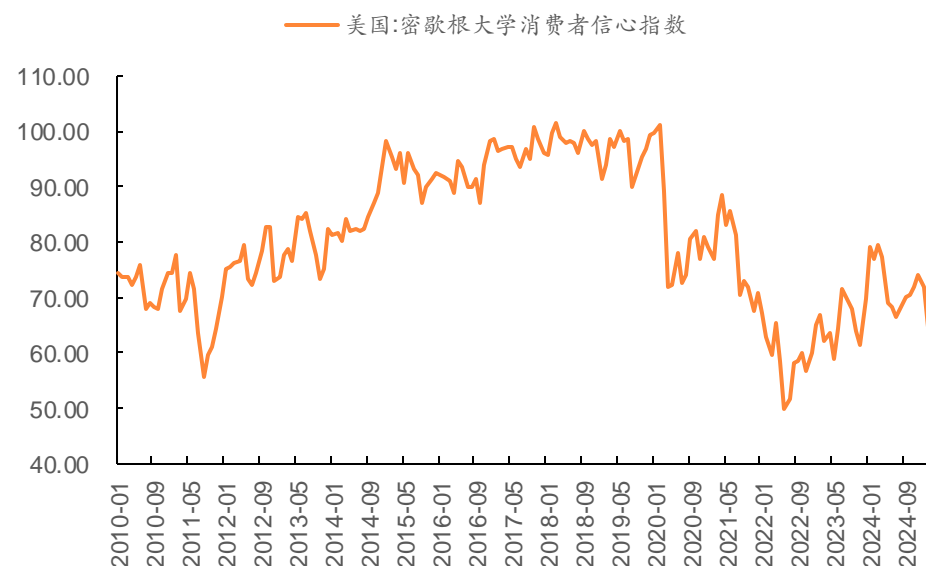
基本面（1/2）：关税效果有待显现，滞胀阴云恐难消散

- 其二，2月零售销售不及预期以及3月消费者信心延续下行，均指向居民消费较疲弱。其中，在1月低基数作用下，2月零售销售环比0.2%，增速转正，但明显低于预期的0.6%。此外，1月零售销售环比由-0.9%修正至-1.2%，指向美国居民消费动能较疲弱。从分项上看，无店铺零售（2.4%）、保健和个人护理（1.7%）消费环比涨幅领先，而餐馆和酒吧（-1.5%）、加油站（-1.0%）消费明显下降，或指向居民外出旅行、聚餐意愿低迷。此外，3月密歇根大学消费者信心指数从前值的64.7进一步下行至57.9，进一步佐证居民消费意愿不足。
- 整体来看，近期需求放缓有利于遏制通胀上行。不过，考虑到特朗普对华第二次加征的额外10%关税以及对钢铁、铝加征的25%关税均于3月才生效，而且对等关税的调查结果以及对汽车、农产品等商品的关税或到4月2日才揭晓，当前数据无法打消市场对未来通胀上行的担忧。此外，消费疲软以及3月消费者信心持续下行导致经济衰退隐忧持续，美国滞胀风险或继续发酵。

美国2月零售销售分项环比（%）



美国3月消费者信心持续下行



政策面：3月美联储如期按兵不动，4月开始将放缓缩表节奏

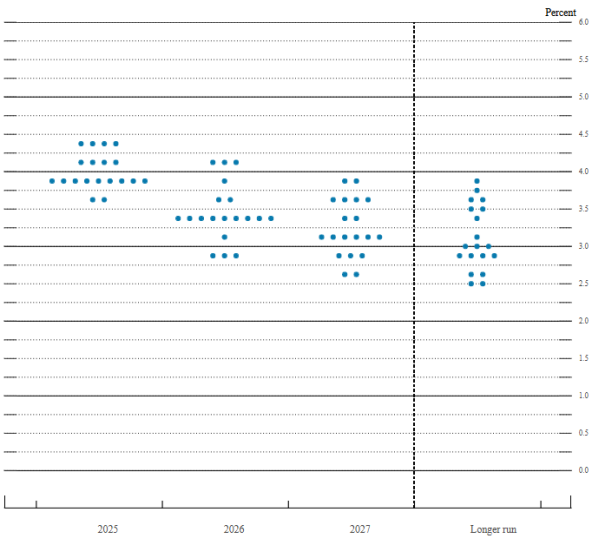
- 美联储经济预测显示滞胀风险升温，点阵图维持年内降息2次的预测，叠加宣布4月放缓缩表，市场对此次会议的解读偏鸽。
- 经济预测方面，相较于2024年12月，本次会议下调2025年GDP预测0.4pct，上调2025年通胀预测0.2pct，显示美联储对滞胀风险的担忧。点阵图方面，今年降息中次数值仍然维持在两次，但支持更多降息的人数有所减少，指向部分官员或对于通胀回落的前景缺乏信心。放缓缩表方面，宣布4月开始将美国国债的每月赎回上限从250亿美元降至50亿美元，同时，鲍威尔称之为“技术性决定”，而不是货币政策态度的变化。鲍威尔表态方面，称当前美国“硬数据”仍有韧性，偏安抚市场，同时多次强调政策效果的不确定性，指向美联储后续行动仍维持“后顾式”。鲍威尔称特朗普四大政策：贸易、移民、财政、监管政策对经济的影响目前还很难评估，尤其是贸易政策不确定性很高，并称当前美国“硬数据”仍有韧性，美联储有能力等待情况明朗，不需要急于调整政策立场。市场反应方面，会议当天美股收涨，美债利率小幅下行，市场对此次会议的解读偏鸽。
- 往后看，美联储姿态仍维持风险平衡，未来降息节奏取决于关税力度以及经济路径。若关税政策全面落地，考虑政策评估时间，美联储6月之前降息概率相对较小；但若后续关税政策更为灵活，并伴随经济放缓，美联储6月降息的概率或升温。

美联经济预测显示滞胀风险升温 (%)

美联经济展望	2024年12月预测	2025年3月预测	变化方向
2025年实际GDP增速	2.1	1.7	▼
2026年实际GDP增速	2.0	1.8	▼
2027年实际GDP增速	1.9	1.8	▼
2025年失业率	4.3	4.4	▲
2026年失业率	4.3	4.3	—
2027年失业率	4.3	4.3	—
2025年PCE通胀率	2.5	2.7	▲
2026年PCE通胀率	2.1	2.2	▲
2027年PCE通胀率	2.0	2.0	—
2025年核心PCE通胀	2.5	2.8	▲
2026年核心PCE通胀	2.2	2.2	—
2027年核心PCE通胀	2.0	2.0	—
2025年底联邦基金利率	3.9	3.9	—
2026年底联邦基金利率	3.4	3.4	—
2027年底联邦基金利率	3.1	3.1	—
长期联邦基金利率	3.0	3.0	—

资料来源：美联储；数据截至2025年3月21日

点阵图维持年内降息2次的预测



资料来源：美联储，平安证券研究所；数据截至2025年3月21日

CME显示市场预期2025年降息3次，首次降息在6月

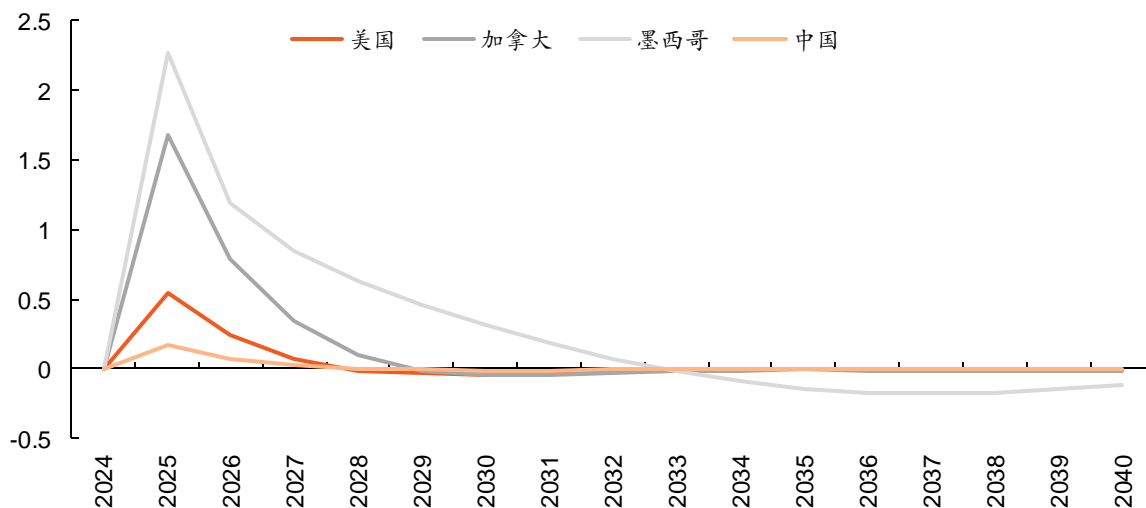
MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	85.7%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	67.3%	22.1%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	36.4%	46.7%	12.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	25.5%	43.2%	24.0%	4.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	11.3%	32.0%	36.2%	16.8%	2.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.1%	21.3%	34.0%	26.8%	9.9%	1.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	8.4%	23.3%	32.9%	24.2%	8.6%	1.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.5%	3.5%	12.8%	26.1%	30.3%	19.5%	6.4%	0.8%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.8%	4.5%	14.2%	26.6%	29.2%	18.2%	5.8%	0.7%
2026/6/17	0.0%	0.2%	1.4%	6.2%	16.4%	27.0%	27.2%	16.0%	4.9%	0.6%
2026/7/29	0.0%	0.3%	1.7%	6.8%	17.1%	27.0%	26.5%	15.3%	4.6%	0.6%
2026/9/16	0.0%	0.3%	1.9%	7.1%	17.4%	27.0%	26.2%	15.0%	4.5%	0.5%
2026/10/28	0.0%	0.3%	1.7%	6.7%	16.5%	26.2%	26.3%	16.0%	5.4%	0.9%
2026/12/9	0.3%	1.6%	6.0%	15.2%	24.9%	26.3%	17.3%	6.8%	1.5%	0.2%

资料来源：CME；数据截至2025年3月21日

政策面：关注特朗普对等关税政策对通胀影响的预期差

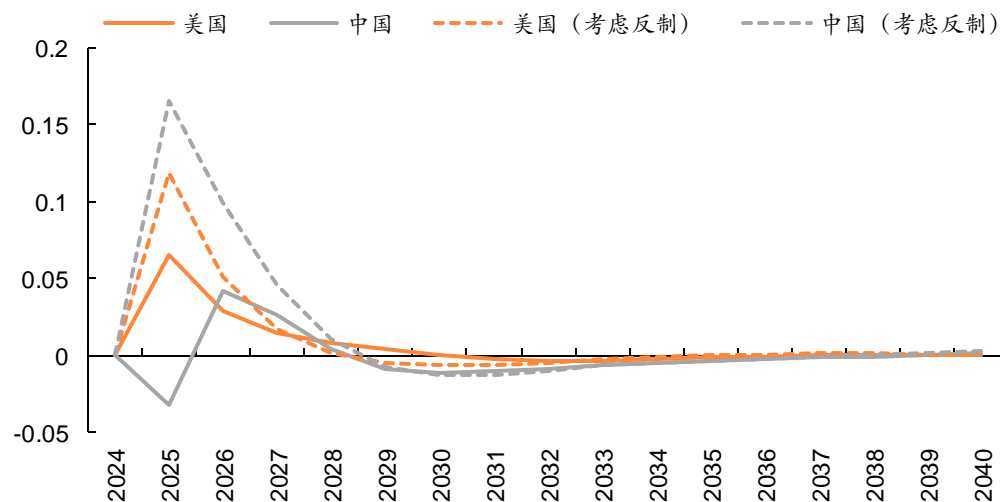
- 值得强调的是，未来对等关税的具体政策可能有较大“灵活性”，需关注该政策对通胀影响的预期差。
- 特朗普、贝森特的表态指向对等关税将具有“灵活性”，并乐观预计未来各国会通过降低自身贸易壁垒来换取美国降低关税。其一，据CNBC 3月21日报道，特朗普称对等关税不会有例外，但具有“灵活性”。其二，据路透社3月18日报道，美财长贝森特称其乐观地认为，由于当前部分协议已谈妥，叠加关税数据公布后，各国会寻求降低关税，因此部分对等关税可能不会实施。此外，贝森特补充说此前对加拿大、墨西哥、中国、欧盟和金属征收的关税将被计入各国的互惠关税税率。
- 若对等关税政策不及预期，美国通胀实际上行幅度或有限。其一，据高盛测算，基准情况下，除了已落地的对中国、墨西哥、加拿大的关税（预计是临时的）外，预计对钢铁、铝的25%关税、对中国和欧洲进口汽车的关税，还有其他特定行业（关键矿物、药品、半导体等）的关税将落地，整体上美国总体有效关税税率增加4%，使通胀上涨0.4%，GDP下降0.2%。其二，从当前关税政策看，美国对墨西哥、加拿大的关税一拖再拖，仅对华关税落地。据PIIE测算，对中国征收额外10%关税或推升2025年美国通胀0.1pct；据牛津经济研究院测算，即便是将对华关税提升至60%，最多将推高通胀0.7pct，实际影响较有限。

● 对中国额外加征10%关税+对墨西哥、加拿大加征20%对通胀的影响 (%)



资料来源：PIIE，平安证券研究所；数据截至2025年1月17日；注：仅考虑中国反制

● 仅对中国额外加征10%对通胀的影响 (%)



资料来源：PIIE，平安证券研究所；数据截至2025年1月17日

政策面：过去两周特朗普政策梳理

发布日期	简要内容	政策性质	政策当前进程
2025/03/09	在周日接受福克斯新闻频道采访时，当被问及他 是否预计2025年会出现经济衰退 时，特朗普回答说：“我不喜欢预测这样的事情。因为我们正在做的事情非常重大，所以有一个 过渡期 。我们正在将财富带回美国。这是一件大事。”他接着补充道：“这需要一点时间。这需要一点时间。”	总统言论	—
2025/03/09	商务部长卢特尼克表示，钢铁和铝的关税将于3月12日生效，而 木材和乳制品的关税将推迟到4月2日 。	商务部长言论	仅对钢铁、铝的关税落地
2025/03/10	马斯克将 联邦福利项目 描述为充满欺诈，暗示这些项目将成为他 减少政府开支运动的主要目标 。马斯克正在为总统唐纳德·特朗普提供建议，表示需要削减 5000 亿到 7000 亿美元 的浪费。	马斯克言论	进行中
2025/03/11	特朗普周二表示，他将把定于周三生效的关税对 加拿大的钢铁和铝 的计划关税从 25%翻倍至50% ，称这是对安大略省政府对出售给美国的电力价格上涨的回应。	总统言论	已取消
2025/03/11	特朗普在周二下午 取消对来自加拿大的钢铁和铝的关税翻倍至50%的承诺 ，这一转变发生在一名加拿大官员也放弃了对电力征收25%附加费的计划之后。	总统言论	—
2025/03/11	美国-乌克兰发表声明称：“双方代表团同意命名各自的谈判团队，并立即开始谈判，以实现持久和平，确保乌克兰的长期安全。”特朗普在会谈后对记者说，“这是全面停火。”“ 乌克兰已经同意了，希望俄罗斯也会同意。 ”	总统言论	俄乌谈判仍在进行
2025/03/12	特朗普 在白宫草坪展示其 购买的一辆特斯拉以支持马斯克 ，并称马斯克受到了非常不公平的对待。马斯克称“作为特朗普总统及其政府伟大政策的一个结果，以及对美国的信心之举，特斯拉将在未来两年内将美国的车辆产量翻倍。”	总统言论	—
2025/03/13	由于钢铁、铝关税生效，欧盟称计划下个月对美国威士忌和其他产品征收关税。对此，特朗普威胁称， 将很快对来自欧洲的葡萄酒、干邑和其他酒类进口商品征收200%的关税 。	总统言论	未实施
2025/03/13	马斯克领导的政府效率部（DOGE）在社会保障管理局有 10 名工作人员正在寻找证据来支持其关于 可能有数百万死者领取公共福利 的说法。	DOGE行动	进行中
2025/03/15	据路透社报道，消息人士称一些高级前俄罗斯官员抱怨凯洛格（此前被特朗普任命为俄乌特使）对基辅过于同情，不希望凯洛格参与旨在结束战争的高层讨论。特朗普周六表示，凯洛格将军的职责已从 俄乌特使缩小为仅负责乌克兰事务 。	总统言论	俄乌谈判仍在进行
2025/03/17	特朗普在Truth Social上发文宣布任命米歇尔·鲍曼为 新任美联储副主席 。	总统言论	已实施
2025/03/18	俄罗斯总统普京与美国总统特朗普通电话，俄称双方详细坦诚交流乌克兰局势，普京就特朗普30天停火提议提条件，包括于3月19日互换被俘人员、俄方支持俄乌30天内不攻击对方能源基础设施提议、解决俄乌问题关键前提是停止对乌军援等。	克里姆林宫文章	俄乌谈判仍在进行
2025/03/18	美财长贝森特称其乐观地认为，由于当前部分协议已谈妥，叠加关税数据公布后，各国会寻求降低关税，因此 部分对等关税可能不会实施 。	美财长言论	4月2日结束调查
2025/03/19	为了国家安全，美国必须立即采取行动， 尽可能促进国内矿产生产 （指关键矿物，以及铀、铜、钾盐、黄金和国家能源主导委员会主席确定的任何其他元素、化合物或材料）。本命令日期后的 45 天内，小企业管理局局长应提交立法建议，以支持从事矿产生产的国内小企业的融资。	行政令	进行中
2025/03/19	特朗普批评了美联储，敦促中央银行降低利率。美联储在美国关税开始逐渐影响经济时， 应该大幅降低利率 。	总统言论	—
2025/03/21	特朗普表示，他认为美国已经与俄罗斯和乌克兰达成了协议的框架，俄乌冲突很快将全面停火。	总统言论	俄乌谈判仍在进行
2025/03/21	特朗普称 对等关税计划将会有“灵活性” ，尽管他似乎反对为即将到来的关税设立例外。	总统言论	4月2日结束调查

资料来源：白宫，克里姆林宫，路透社，ABC News，CNBC News，Truth Social，FOX News，彭博社，平安证券研究所；数据截至2025年3月21日

大类资产表现： 3月FOMC会议略偏鸽派， 部分缓解对降息减少的担忧

- **FOMC会议略偏鸽**，部分缓解市场对特朗普政策或减少降息的担忧，美股本周止跌，美债利率下行；美元还受德国财政计划落地，短期利空出尽而小幅升值；滞胀风险持续，推动黄金再创新高。
- 股市方面，近2周MSCI全球股指下跌1.19%，除印度、韩国、日本、新加坡外，大多数国家股价下行，标普500、纳指、道指分别下跌1.78%、2.27%、1.91%。债市方面，2年、10年期美债收益率分别下行5bp、7bp至3.94%、4.25%。商品及外汇方面，美元指数上涨0.25%至104.2；COMEX黄金上涨3.79%，再创新高。

◎ 大类资产表现：债券、大宗商品与外汇

	近2周变动	月初至今	2025年初至今	近12个月走势
债券				
10Y中国国债	4.56	13.06	17.06	
10Y美国国债	-7.00	1.00	-33.00	
大宗商品				
ICE布兰特原油	1.73%	-1.93%	-4.22%	
COMEX黄金	3.79%	5.61%	14.73%	
COMEX白银	1.87%	5.76%	14.48%	
COMEX铜	8.29%	11.83%	26.84%	
外汇				
美元指数	0.25%	-3.17%	-3.99%	
美元兑人民币	0.15%	-0.48%	-0.68%	
美元兑日元	0.86%	-0.87%	-5.01%	
英镑兑美元	-0.05%	2.67%	3.20%	

◎ 大类资产表现：主要经济体股票指数

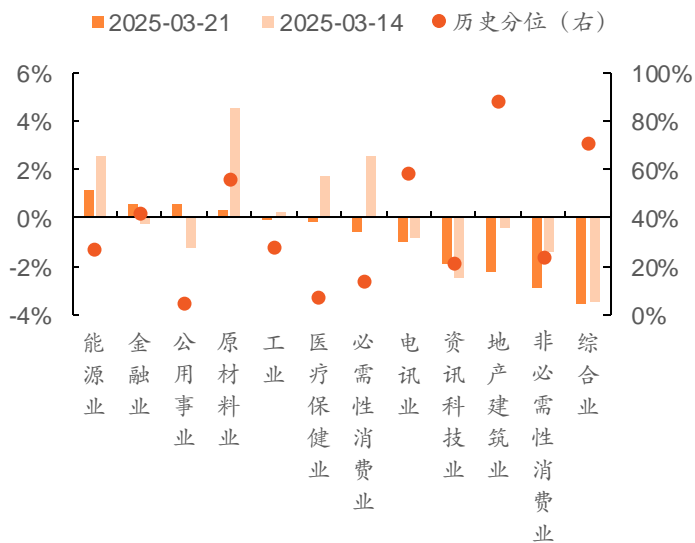
	近2周变动	月初至今	2025年初至今	近12个月走势
股指				
MSCI全球股票指数	-1.19%	-2.43%	0.08%	
发达市场				
道琼斯工业指数	-1.91%	-4.23%	-1.31%	
标普500指数	-1.78%	-4.82%	-3.64%	
纳斯达克指数	-2.27%	-5.64%	-7.91%	
英国富时100指数	-0.38%	-1.85%	5.80%	
德国DAX30指数	-0.51%	1.51%	14.98%	
法国CAC40指数	-0.96%	-0.85%	8.97%	
日经225指数	2.14%	1.40%	-5.56%	
富时新加坡STI	0.31%	0.79%	3.67%	
澳洲ASX200	-0.21%	-2.95%	-2.79%	
新西兰NZ50	-2.31%	-3.87%	-7.61%	
恒生指数	-2.24%	3.26%	18.09%	
新兴市场				
上证指数	-0.23%	1.32%	0.39%	
沪深300	-0.74%	0.63%	-0.51%	
创业板指数	-2.40%	-0.83%	0.50%	
韩国综合指数	3.11%	4.36%	10.15%	
印度SENSEX指数	3.46%	5.06%	-1.58%	
越南胡志明指数	-0.83%	1.61%	2.49%	
台湾加权指数	-1.63%	-3.66%	-3.59%	

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年3月21日；注：债券单位为bp

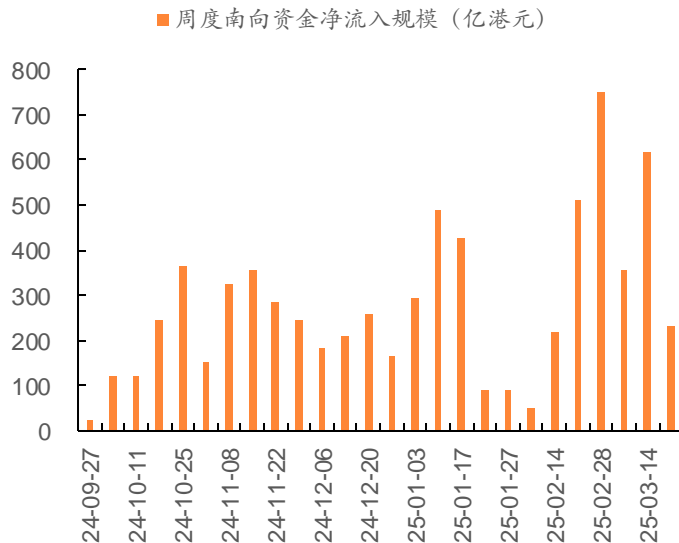
港股表现：受获利回吐、外部政策扰动，港股波动加大，恒生科技回调

- 科技龙头财报公布导致获利回吐，以及美联储会议略偏鸽推动美股上行，进而吸引部分外资回流，港股波动加大，恒生科技有所回调。本周小米、腾讯、美团、拼多多发布2024年财报，科技龙头业绩表现亮眼。但部分受财报公布后获利回吐以及腾讯资本开支计划相对保守（预计2025年资本支出占收入的百分比为低两位数）影响，市场情绪有所回落。此外，美联储会议略偏鸽，鲍威尔偏安抚市场，推动美股上行，进而吸引部分资金回流，对港股形成一定压制。在此背景下，本周（3月17日至21日）港股较上周（3月10日至14日）波动加大。周内恒生指数、恒生科技、恒生综合指数、恒生中国企业指数、恒生港股通分别下跌1.13%、4.10%、1.16%、1.53%、1.15%。
- 行业方面，本周多数行业均下跌，红利资产表现占优。港股波动加大背景下，能源业（1.13%）、金融业（0.56%）、公用事业（0.54%）行业领涨。多数行业均下跌，综合业（-3.59%）、非必需性消费业（-2.91%）、地产建筑业（-2.26%）、资讯科技业（-1.91%）领跌。
- 资金面上，本周南向资金流入较上周明显收窄，外资转向流出。南向资金方面，本周净流入230亿港元，较上周的616亿港元明显收窄，主要流向非必需性消费业、原材料业、金融业，个股主要流向阿里巴巴、腾讯。外资方面，国际中介持股占比周度变动由正转负，指向本周外资转向流出。

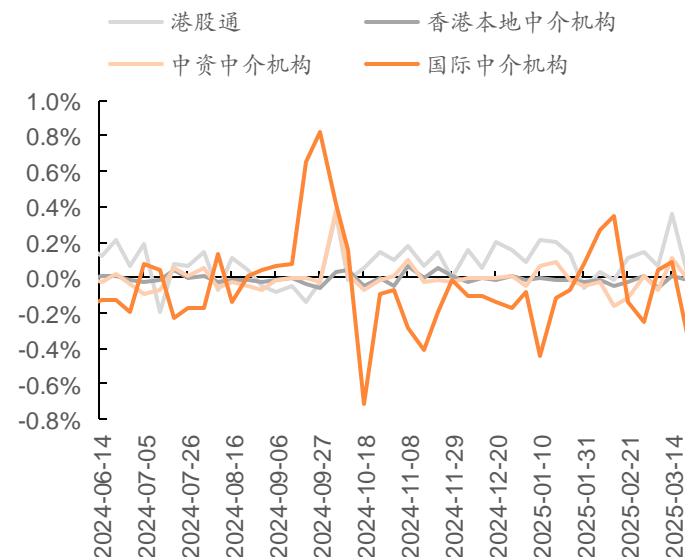
近两周恒生指数行业涨跌幅



本周南向资金流入规模有所下降



国际中介机构持股占比回落，指向外资流出



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年3月21日

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年3月21日

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年3月21日

5

未来两周重点关注

未来两周全球重点经济事件日历

地区	周一 3月24日	周二 3月25日	周三 3月26日	周四 3月27日	周五 3月28日
美国	/	2月新屋销售	/	第四季度实际GDP（终 值）、3月22日初请失 业金人数	2月PCE
欧元区	/	/	/	/	/
日本	/	日本央行公布1月货币 政策会议纪要	/	/	/
地区	周一 3月31日	周二 4月1日	周三 4月2日	周四 4月3日	周五 4月4日
美国	/	3月ISM制造业PMI	对等关税结束调查	/	3月非农
欧元区	/	3月欧元区CPI同比(初 值)	/	/	/
日本	/	/	/	/	/

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年3月21日



风险提示

- 1) 宏观经济修复不及预期：欧美未来经济修复节奏具有不确定性，将对全球相关资产价格走势形成影响；
- 2) 货币政策超预期收紧：美国经济仍具韧性，短期内宏观变量对货币政策干扰仍存；
- 3) 海外市场波动加大：全球经济增长放缓，新兴市场国家经济波动加大；
- 4) 地缘局势升级：地缘政治局势变化将对市场交易情绪等造成较大影响；
- 5) 市场风险加剧：全球大选、地缘冲突以及货币政策等带来的不确定性因素加剧市场风险。

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。