



暗藏的变化

2025 年 05 月 05 日

► **“对等关税”后的资产表现：欧美股市>中国权益资产、需求侧商品。**自 4 月 2 日美国实施“对等关税”以来，全球风险资产大多呈现“V”型走势，截至 5 月 2 日，不同资产的表现存在明显差异：欧美股市>中国权益资产、需求侧商品。我们认为，上述差异在于驱动因素与节奏上的差异：1) 需求相关的商品(铜、铝、原油等)直接计入了需求走弱预期，贸易谈判改善的影响有限；2) 白宫不断释放的贸易谈判的积极信号、“对等关税”实施之后的首份非农数据等，成为驱动美股修复至 4 月 2 日收盘价以上的主要因素。3) 中国权益资产主要在平准力量、政策预期的驱动下有所修复。值得关注的是，相较于其他国家的主动谈判，我国首先加强与非美经济体的合作，直到近期才释放出美方希望进行关税谈判的信息，这也是市场近期开始重新定价的驱动因素。我们认为，贸易谈判的逐步落地是市场定价重心切换的重要触发因素：从贸易摩擦本身转向经济基本面。当下美股在 4 月非农数据较好的催化下逐步修复到了极致，而中国资产的修复相对节奏较慢。考虑到相较 2018 年：中国出口对美依赖度明显改善而美国的进口对中依赖度仍然不变，当前中国资产依然是更有性价比的资产，而未来经济基本面将逐步成为更加重要的定价变量，中国资产、大宗商品由于较低的位置，在预期变化过程中有更大的修复空间或更小的下行压力。

► **海外：近忧缓解，远虑未消。**在白宫不断释放贸易谈判进度好消息的情况下，市场关注的重心逐步转向美国经济本身，而衰退担忧被 4 月非农数据阶段打消。然而，未来可能存在一些反向影响市场机制：一是较好的非农数据可能给予了特朗普在贸易谈判中表现更加强硬的筹码；二是美联储的降息节奏可能会后置。在关税暂缓 90 天到期之前，市场的波动率可能会再度被重新推高。此外，美国经济有两点值得关注：一是美国一季度零售商业表现不佳，这似乎指示着软数据走弱正逐步向消费本身传导；二是非农结构上，特朗普政策主推的制造业领域新增就业不佳，反而是教育和保健服务等领域占据主导，实际上，自 2023 年 10 月以来，美国制造业对于新增就业的贡献持续为负，这明显低于 2018 年。结合最新民调来看，潜在的经济压力与选票压力可能成为未来掣肘特朗普关税、削减开支政策的变量，特别是在三季度之后，那么反过来看，如果二季度贸易谈判仍不及预期，特朗普短期加大施压力度的概率也会上升。

► **国内：关税影响后，新路径渐渐明确。**从 4 月 PMI 来看，关税对于我国出口的影响可能已经逐步显现。相应地，近期中美贸易谈判也开始呈现接触的信号，我们认为，未来政策的短期对冲力度也将根据谈判而逐步明晰。在这种背景下，2025Q1 财报显示的中下游利润修复的趋势可能延续。此外，正如我们多次讨论的，当前中国有两大秩序的构建值得关注：一是保障中低收入群体收入和促分配的长效机制，二是中国非美新外需的构建，这也是在未来需要重视的投资领域。从市场表现来看，5 月 2 日离岸人民币大幅升值，中国权益资产与人民币表现继续呈现了明显正相关性，政策更加明确+自身更具韧性的中国资产可能正被市场重新定价。考虑到中国投资者可能是过去一段时间黄金的主要参与者，如果后续资金回流中国权益资产，黄金可能会继续承压，而黄金的上涨力量可能更加依赖于从美元资产撤离的投资者的买入力量。此外，五一节前 A 股中小成长的反弹市场给予了较多关注，因子视角看，涨幅靠前板块的特点是：中小市值、高估值、高海外收入占比/毛利率、较高的成长性、高主动偏股基金持仓。这意味着其未来行情的持续性至少对于贸易谈判与主动偏股基金行为提出了较高的要求。上市公司视角看，各行业对于 AI 的关注度并未出现类似于其他行业“奇点”时刻的斜率陡增阶段，反而全部 A 股对于 AI 的关注度在 2024 年出现了下降。综合来看，节前中小成长的反弹可能是短暂的。

► **中国资产的韧性不代表市场的全面行情，反而要关注结构与波动。**中美贸易摩擦初现缓和迹象，但依然未有实质进展的美日、美欧等贸易谈判可能蕴含着市场波动率放大的潜在触发因素。不过，无论是阶段缓和、还是贸易摩擦加大，我们认为，中国资产可能依然是更有性价比的资产，当然，基本面的韧性也就意味着平准力量的持续性存疑和市场博弈资金的结构转换，中国资产的修复不代表全市场无差别的上涨。内需的构建和全球经济秩序的重塑仍是重要力量。我们推荐：第一，受益中国需求构建的消费行业（旅游休闲、乳制品、食品、啤酒、定制家居、彩妆、服饰、商贸零售）；第二，在全球经济秩序重塑的过程中，“两个太阳”下的需求和供给将会重建，推荐：资源品（铜、铝、黄金）、资本品（工程机械、钢铁、自动化设备、化学制品等）；第三，应对潜在的外部冲击，低估值金融（银行、保险）、内部实物消耗+红利的煤炭。

► **风险提示：**国内经济恢复不及预期；特朗普关税政策超预期；测算误差。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 梅楷

执业证书：S0100522070001

邮箱：meikai@mszq.com

研究助理 季宏坤

执业证书：S0100124070013

邮箱：jihongkun@mszq.com

相关研究

- 1.策略专题研究：当关税冲突掩盖了弱复苏：2024 年报&2025 年一季度业绩深度解读-2025/05/05
- 2.市场温度计系列之三十：个人和机构情绪的分歧仍在-2025/05/04
- 3.策略专题研究：民生研究：2025 年 5 月金股推荐-2025/05/02
- 4.资金跟踪系列之一百六十六：北上回流，ETF 流出，个人活跃度呈现低位回升迹象-2025/04/28
- 5.A 股策略周报 20250427：静而不争-2025/04/27

目录

1 “对等关税”后的资产表现：欧美股市>中国权益资产、需求侧商品.....	3
2 海外：近忧缓解，远虑未消	7
3 国内：关税影响后，新路径渐渐明确	11
4 中国资产的韧性不代表市场的全面行情，反而要关注结构与波动.....	16
5 风险提示	17
插图目录	18

1 “对等关税”后的资产表现：欧美股市>中国权益资产、需求侧商品

自 4 月 2 日美国实施“对等关税”以来，全球资本市场先经历了波动率的大幅放大与风险资产的大幅下跌，随后随着关税征收暂缓(除中国外)以及贸易谈判的开启，全球波动率逐步收敛、风险资产也相应有不同程度反弹。**截至 2025 年 5 月 2 日，不同资产的定价存在明显差异：**印度股市、德股、日股、美股(纳指、标普 500)等市场的收盘价高于 4 月 2 日，相应地，中国资产(恒指、中证 800、纳斯达克中国金龙指数)、以及商品（铜、铝、原油等）的收盘价均不同程度低于 4 月 2 日，其中，铜、原油等商品的表现明显弱于 A 股与港股。

图1：2025 年 4 月 3 日以来的大类资产表现(截至 2025 年 5 月 2 日)

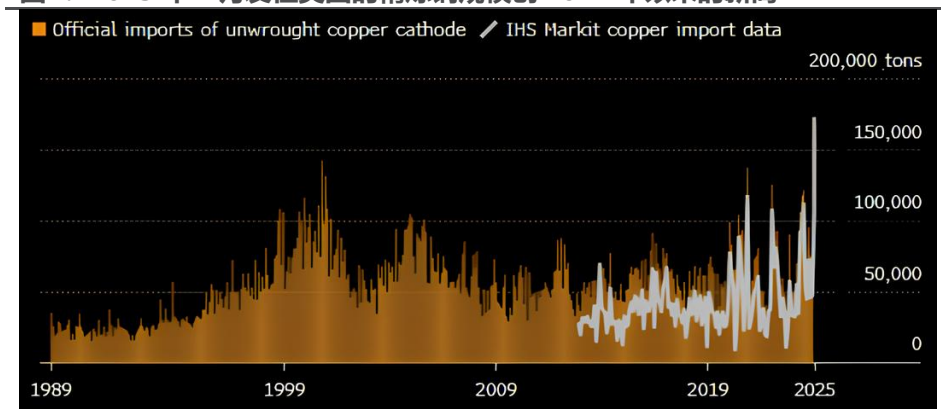
资产大类	细分资产	各类资产周度表现					区间涨跌幅:20250403-20250502
		2025-04-04	2025-04-11	2025-04-17	2025-04-25	2025-05-02	
商品	比特币	-3.3%	-0.3%	1.6%	12.6%	1.5%	11.8%
	黄金	-3.5%	7.2%	3.0%	0.1%	-1.5%	2.6%
	铝	-7.0%	2.6%	1.0%	4.4%	-0.9%	-2.9%
	锌	-4.4%	-0.2%	-2.8%	2.7%	-1.4%	-6.2%
	铜	-12.9%	3.4%	4.0%	2.2%	-2.9%	-6.8%
	白银	-14.8%	10.1%	2.0%	1.7%	-2.5%	-7.1%
	原油	-11.9%	-1.5%	4.8%	-3.1%	-6.6%	-18.0%
股指	印度SENSEX30	-1.6%	-0.3%	4.5%	0.8%	1.6%	5.1%
	澳洲标普200	-3.4%	-0.3%	2.3%	1.9%	3.4%	3.8%
	德国DAX	-7.8%	-1.3%	4.1%	4.9%	3.8%	3.1%
	日经225	-5.4%	-0.6%	2.4%	3.9%	3.2%	3.1%
	韩国综合指数	-1.6%	-1.3%	1.5%	3.1%	0.5%	2.2%
	纳斯达克指数	-11.4%	7.3%	-2.6%	6.7%	3.4%	2.1%
	标普500	-10.5%	5.7%	-1.5%	4.6%	2.9%	0.3%
	英国富时100	-6.4%	-1.1%	3.9%	1.7%	2.2%	-0.1%
	法国CAC40	-7.4%	-2.3%	2.5%	3.4%	3.1%	-1.1%
	道琼斯工业指数	-9.3%	5.0%	-2.7%	2.5%	3.0%	-2.2%
	恒生指数	-1.5%	-8.5%	2.3%	2.7%	2.4%	-3.0%
	中证800	-0.7%	-3.3%	0.3%	0.6%	-0.3%	-3.3%
	纳斯达克中国金龙指数	-10.6%	-5.3%	-0.5%	7.3%	3.1%	-6.8%
债券	胡志明指数	-8.1%	1.0%	-0.4%	1.0%	-0.2%	-6.9%
	中债-国债及政策性银行债财富(7-10年)指数	0.6%	0.3%	0.1%	-0.1%	0.3%	1.2%
	中债-国债及政策性银行债财富(1-3年)指数	0.1%	0.2%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.3%
	CBOT2年美债	0.5%	-0.6%	0.3%	0.0%	-0.1%	0.1%
汇率及VIX	CBOT10年美债	1.3%	-2.9%	1.3%	0.5%	-0.3%	-0.2%
	瑞郎	2.5%	5.5%	-0.5%	-1.0%	0.2%	6.7%
	欧元	2.4%	2.6%	0.1%	0.0%	-0.1%	5.0%
	日元	1.6%	2.4%	0.7%	-0.8%	-0.9%	3.0%
	离岸人民币	0.0%	0.2%	-0.3%	0.2%	1.1%	1.2%
	美元指数	-0.7%	-3.1%	-0.3%	0.2%	0.5%	-3.5%
	CBOE波动率(VIX)	110.6%	-17.1%	-21.1%	-16.2%	-8.7%	5.4%

资料来源：wind，民生证券研究院。注：1、2025 年 4 月 4 日的周表现仅统计对等关税施加之后的 4 月 3 日、4 月 4 日的累计回报；2、瑞郎、欧元、日元、离岸人民币均统计的是相较于美元的升贬值幅度。

我们认为，不同资产的定价差异在于驱动因素以及节奏上的差异：

1) 对于需求相关的商品(铜、铝、原油等)而言，其价格直接计入了需求走弱预期，关税暂缓与贸易谈判的改善对资产价格的推升相对有限，值得关注的是，即使美国 2025 年 4 月精炼铜进口创历史新高也未能推动铜价修复至前高，而原油则遭遇了需求走弱与增产的双重压制；

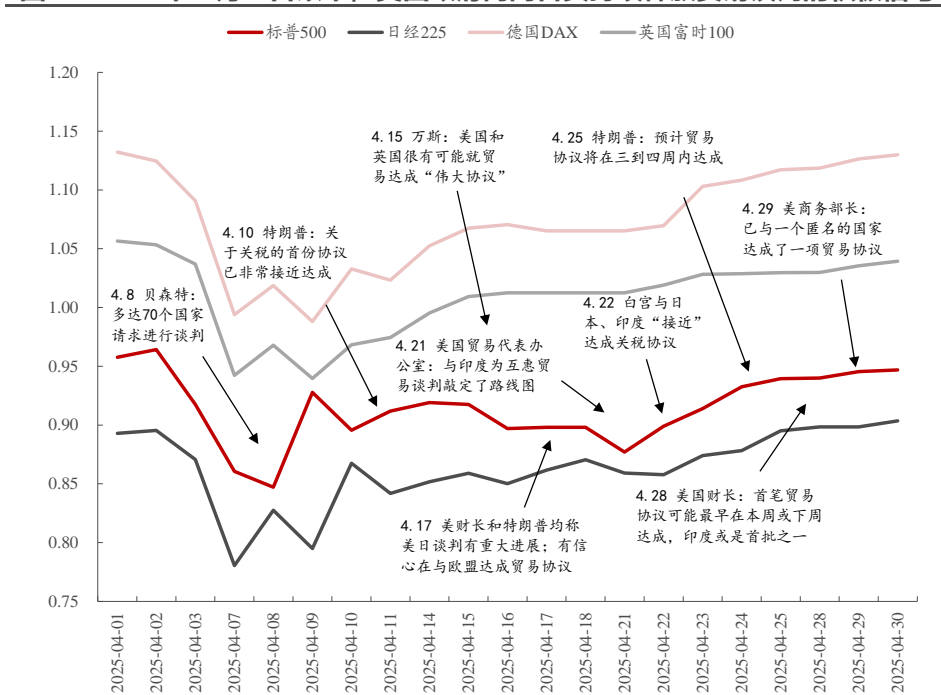
图2：2025年4月发往美国的精炼铜规模创2014年以来的新高



资料来源：彭博，民生证券研究院

2) 对于美股而言，**白宫不断释放的贸易谈判的积极信号、以及“对等关税”实施之后的首份非农数据等，成为驱动美股修复至4月2日收盘价以上的主要因素**：一方面，自4月8日以来，美国政府内阁官员在不断释放与包括英国、欧盟、日本、印度等在内的经济体进行贸易谈判的积极信号，并宣称与某些国家已经或者接近达成协议；另一方面，美国4月非农数据阶段打消了市场的衰退担忧。

图3：2025年4月8日以来，美国政府内阁官员持续释放贸易谈判的积极信号



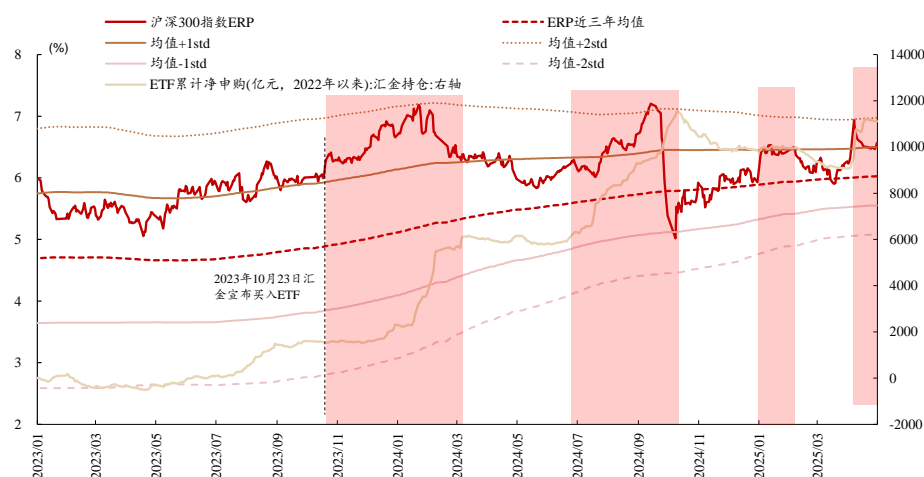
资料来源：新华网，环球网，彭博，民生证券研究院

3) 4月3日以来，**中国资产主要在平准力量、政策预期的驱动下有所修复**：一方面，从历史上看，2023年10月以来，当沪深300的3年ERP向上触及正一倍标准差时，汇金持仓的ETF往往被持续净买入，而4月7日随着沪深300的3年ERP快速跳升至正一倍标准差以上，汇金持仓的ETF被大幅净买入，市场也逐步修复；另一方面，对于政策的预期是驱动市场修复的另一因素，但正如我们

在上周周报《静而不争》所讨论的，由于一季度经济数据表现不错，而未来经济增长承压的情况在关税谈判落地之前并无法准确预估，因此 4 月政治局会议淡化了短期政策强刺激的预期，反而是更加强调“底线思维”、“备足预案”，这也带来了短期博弈政策对冲力度加大的投资者可能有所退场。

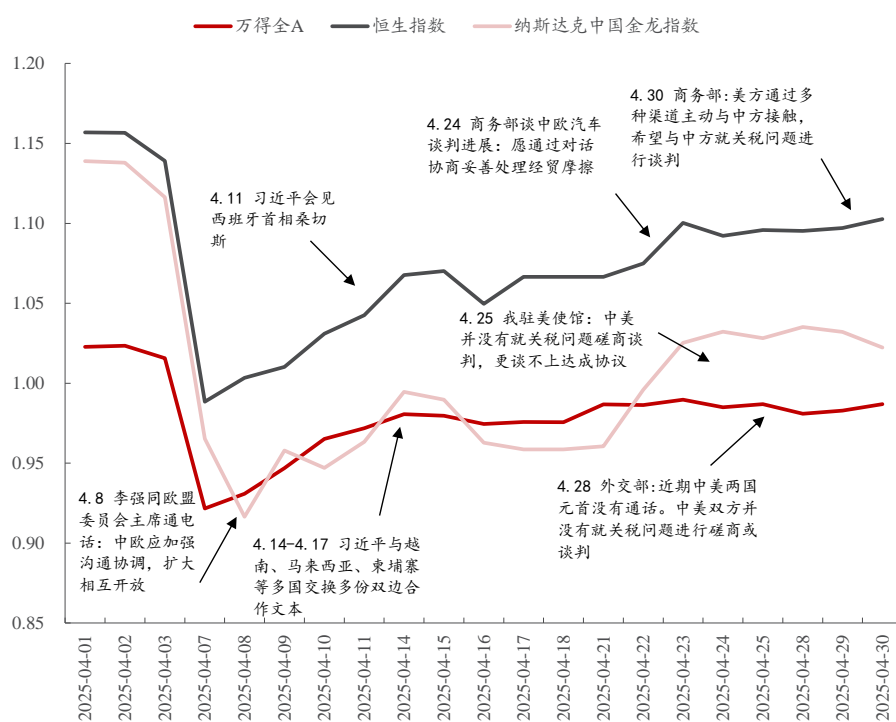
值得关注的是，相较于其他国家主动与美国进行谈判，我国首先加强与非美经济体的合作，并否认与美国进行过关税协商，直到近期才释放出美方多渠道希望与中方进行关税谈判的信息，这也是市场近期才开始重新定价的驱动因素。我们认为，贸易谈判的逐步落地是市场定价重心切换的重要触发因素：从贸易摩擦本身转向经济基本面。当下美股可能已经逐渐完成了这一切，并在 4 月非农的催化下逐步交易到极致。而中美贸易谈判才刚刚呈现接触的迹象，这意味着中国资产本身可能正处于从定价贸易谈判到经济基本面的转换过程当中。结合我们此前系列报告的讨论，考虑到中美之间进出口依赖度上中国比 2018 年更有优势，当前中国资产依然是更有性价比的资产，而未来经济基本面将逐步成为更加重要的定价变量。如果美国基本面具有韧性，那么中国基本面韧性或许会更强，结合大类资产的位置，未来中国资产修复时，商品可能跟随中国资产共同定价经济基本面的需求预期的修复。当然如果贸易冲击进一步升级，那么实物资产和人民币资产本身的位置较低，也更为安全。

图4：2023 年 10 月以来，当沪深 300 的 3 年 ERP 向上触及正一倍标准差时，汇金持仓的 ETF 往往被持续净买入



资料来源：wind，民生证券研究院。注：我们选取前 10 大持有人中有汇金的 ETF 作为汇金持仓的 ETF 的集合。

图5：2025年4月8日以来，我国首先加强与非美经济体的合作，并否认与美国进行过关税协商，近期才释放出美方多渠道希望与中方进行关税谈判的信息



资料来源：新华网，环球网，彭博，民生证券研究院

2 海外：近忧缓解，远虑未消

在白宫不断释放贸易谈判进度好消息的情况下，市场关注的重心逐步转向美国经济本身，2025Q1 的 GDP 数据、以及 4 月 ADP 数据的不及预期强化了衰退担忧，但这种担忧被 4 月非农数据阶段打消，市场的短期忧虑似乎有所缓解。然而，未来可能存在一些反向影响市场机制：

一是较好的非农数据可能给予了特朗普在贸易谈判中表现更加强硬的筹码，特别是考虑到当前美国与日本、欧盟等经济体的谈判并不如想象中的顺利，而即使因为强硬的谈判导致经济下滑，也可以将坏消息“甩锅”给拜登政府；

二是美联储的降息节奏可能会后置，良好的非农数据可能给予了美联储更多的观察窗口。实际上，在 4 月非农数据公布之后，市场也逐步将美联储下一次降息预期从 6 月推迟至 7 月。

我们认为，结合以上两点来看，在关税暂缓 90 天到期之前，市场的波动率（下行风险）可能会再度被重新推高。

图6：美国 2025Q1 的 GDP 增速与 4 月 ADP 增长不及预期，但新增非农明显超预期

指标	实际值	彭博预期
美国2025Q1GDP增速	-0.30%	-0.20%
个人消费支出增速	1.80%	
国内私人投资总额增速	21.90%	
商品和服务进口增速	41.30%	
商品和服务出口增速	1.80%	
政府消费支出和投资总额增速	-1.40%	
美国4月ADP就业人数增长	6.2万人	11.5万人
美国4月非农就业人口增长	17.7万人	13.8万人
美国4月失业率	4.20%	4.20%

资料来源：彭博，民生证券研究院

图7：特朗普倾向于把当前及未来一个季度经济的坏消息“甩锅”给拜登政府

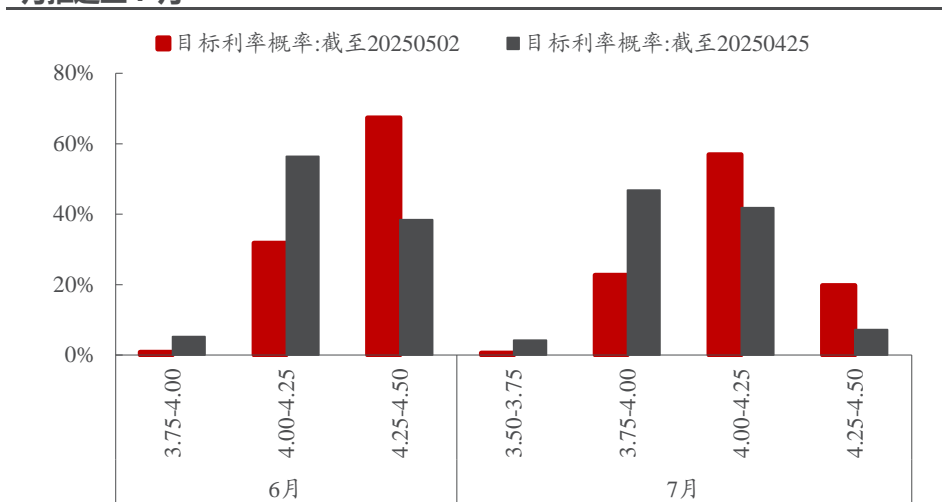
时间	发言
2025/03/02	贝森特在彭博采访上表示：目前是上届政府过去4年过度支出退潮后的后遗症。在6-12个月，美国才能展现特朗普经济。
2025/04/30	特朗普在社交媒体上表示：这是拜登的股市，不是特朗普的。我直到1月20日才接手。关税很快就会开始生效，公司正创纪录地大量迁往美国。我们的国家将会繁荣，但我们必须摆脱拜登的遗留问题。
2025/04/30	特朗普在白宫的内阁会议上表示：你甚至可以说下一个季度也算是拜登的问题，因为事情不是一天或一小时内发生的。

资料来源：wind，民生证券研究院

图8：从日本、欧洲政府的发言来看，当前其与美国的贸易谈判进展缓慢

国家/地区	时间	发言
日本	2025/04/09	日本财政大臣加藤胜信：不会将其持有的美债作为反制工具
	2025/04/14	石破茂：日本不打算做出重大让步，也不会急于达成协议
	2025/04/17	日媒：美日谈判不过是急躁下的“闹剧”
	2025/04/18	赤泽亮正：美日不会快速达成协议，很难说需要多长时间才能弥合双方之间的分歧
	2025/04/21	石破茂：如果日本放弃一切，我们将无法确保我们的国家利益
	2025/04/24	日本考虑增购更多美国大豆
	2025/04/25	美日财长会晤未提汇率目标；日本考虑增加美国玉米进口
	2024/05/02	日本财政大臣加藤胜信：日本持有美国国债是事实，把可成为谈判筹码的事项全部摆上谈判桌进行讨论是理所当然的
欧盟	2025/04/10	欧盟冯德莱恩：若与美谈判不顺，可能对美大型科技公司征税
	2025/04/15	欧盟委员谢夫乔维奇在华盛顿与美国商务部长会谈后表示：我们需要听到美国人更多的声音。我们需要更清楚地了解他们在这些谈判中希望得到什么结果
	2025/04/16	欧盟冯德莱恩：我们所熟知的西方世界，如今已不复存在
	2025/04/17	欧盟：如果谈判破裂，考虑对美国实施出口限制
	2025/04/23	欧盟东布罗夫斯基斯：欧盟已提出购买更多美国液化天然气，并降低某些商品的关税
	2025/05/02	欧盟准备向美国提出500亿欧元的合同交易，以期解决贸易问题
英国	2025/04/11	英国将暂停对89种产品征收全球关税，应对贸易摩擦
	2025/04/23	英媒：特朗普拟对汽车制造商免征部分关税
	2025/04/23	英国财政大臣雷切尔·里夫斯：英国不急于就关税问题与特朗普总统达成协议，但该国正在努力减少壁垒
德国	2025/04/28	德国候任总理默茨：敦促特朗普取消所有关税
法国	2025/04/30	法国财长：与贝森特讨论了相互实行零关税的想法，贝森特称这一想法并非不切实际

资料来源：彭博，民生证券研究院

图9：美国4月非农数据公布之后，市场对于美联储下一次降息的时点预期从6月推迟至7月


资料来源：FEDWATCH，民生证券研究院

此外，美国经济有两点值得关注：

一是虽然非农数据本身阶段打消了衰退担忧，但**美国一季度零售商业绩表现不佳**，这可能意味着过去美国政府不太关心的软数据走弱可能正逐步反映到零售消费本身；

二是非农的结构上，特朗普政策主推的制造业领域的新增就业不佳，反而是教育和保健服务、休闲和酒店业、专业和商业服务等领域占据主导，实际上，自2023年10月以来，美国制造业对于新增非农的占比持续为负，即美国制造业对于新增就业的贡献持续为负，这明显低于2018年。

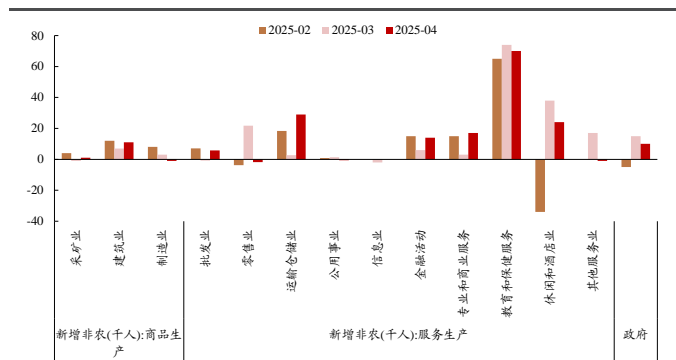
结合特朗普的最新民调(认可度持续回落，经济政策是主要拖累项)来看，潜在的经济压力与选票压力可能成为未来掣肘特朗普关税、削减开支政策的变量，特别是在2025Q3之后，那么反过头来看，2025Q2如果贸易谈判依然不及预期，特朗普短期加大施压力度的概率也会上升。

图10：最新披露的美国零售商财报表现不佳

公司	指标	实际值	彭博预期	前瞻指引
麦当劳:2025年Q1	营收:亿美元	59.56	61.25	正在应对最艰难的市场环境，经济压力正影响中等收入消费者
	净利润:亿美元	19.23	19.21	
	EPS:美元	2.68	2.68	
星巴克:2025财年Q2	营收:亿美元	87.62	93.06	美国民众外出就餐的支出正在减少
	净利润:亿美元	5.09	7.57	
	EPS:美元	0.45	0.66	
达美乐:2025年Q1	营收:亿美元	11.12	11.23	高通胀和宏观经济的不确定性冲击了消费者支出
	净利润:亿美元	1.69	1.4	
	EPS:美元	4.89	4.05	
Shake Shack:2025年Q1	营收:亿美元	3.21	3.28	正将消费者支出面临的压力以及今年通胀上升带来的不利因素考虑在内
	净利润:亿美元	0.06	0.07	
	EPS:美元	0.15	0.17	

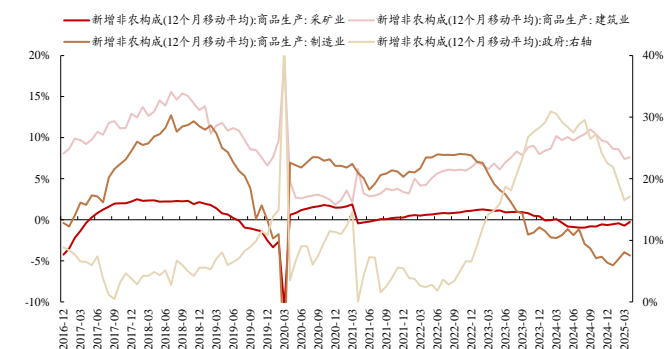
资料来源：彭博，民生证券研究院

图11：从结构上看，2025年4月美国新增非农主要来自教育和保健服务、休闲和酒店业、专业和商业服务



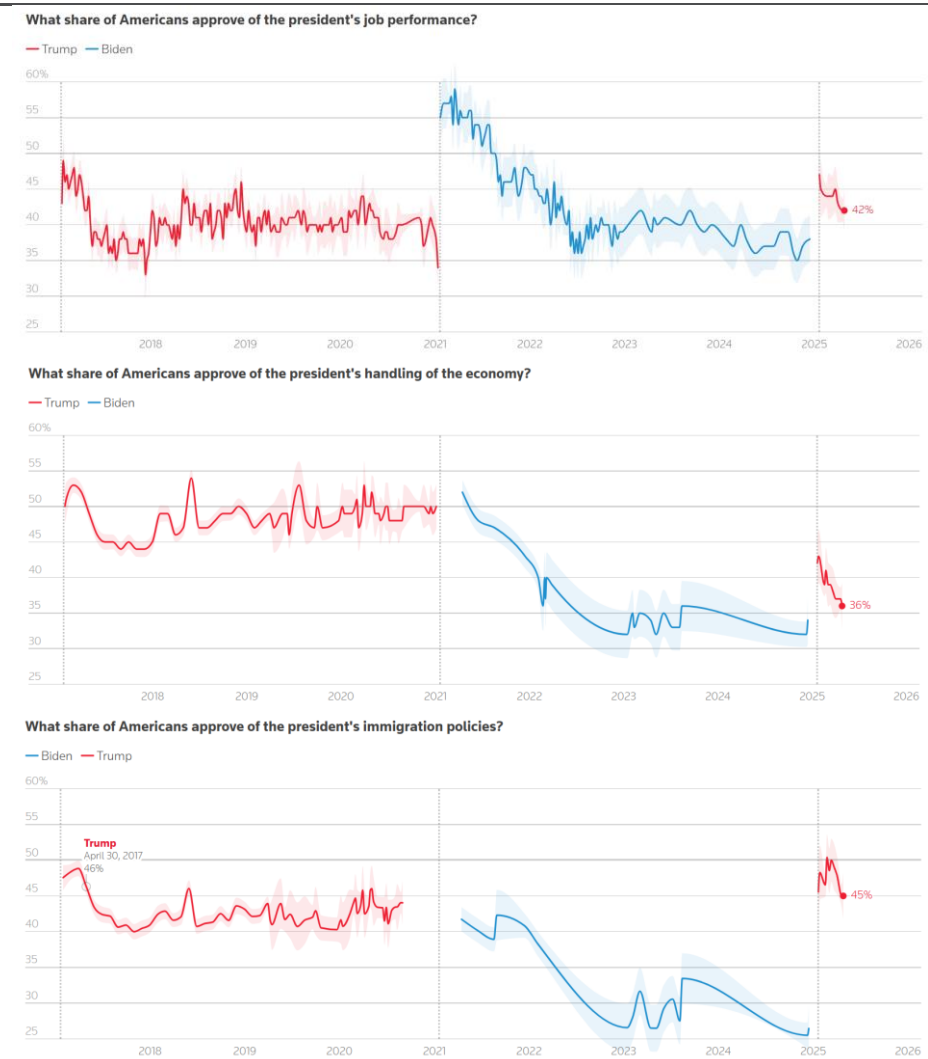
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：从12个月滚动的新增非农构成看，2023年10月以来，制造业对于新增非农的占比持续为负，这显著低于2018年



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：最新民意调查数据显示，特朗普整体认可度持续回落，其中，民众对于移民政策、经济政策满意度均有所回落，且对于经济政策的满意度较低

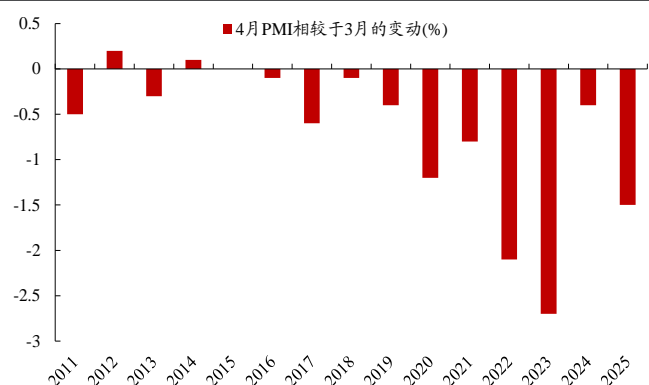


资料来源：reuters，民生证券研究院。注：数据截至 2025/4/27。

3 国内：关税影响后，新路径渐渐明确

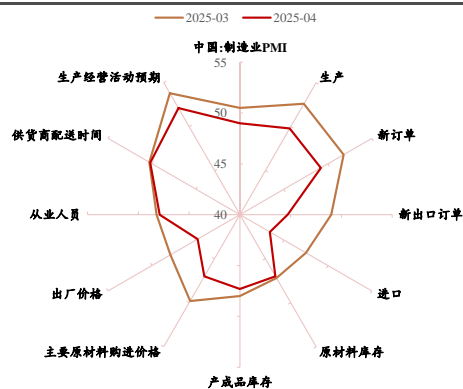
从4月PMI数据来看，关税政策对于我国出口的影响可能已经逐步显现：一方面，从4月制造业PMI的环比变动来看，其下行幅度仅次于2011年以来的2022年与2023年；另一方面，从分项来看，4月新出口订单分项快速回落，且回落速度明显快于新订单分项。相应地，近期中美贸易谈判也开始呈现了接触的信号，结合我们在上周周报《静而不争》的讨论，我们认为，随着近期中美贸易谈判开始接触，未来政策的短期对冲力度也将根据谈判的程度而逐步明晰。值得关注的是，2025Q1财报显示中下游利润正在修复，在这种背景下，我们认为，这种修复的趋势短期可能延续。此外，正如我们此前多次讨论的，当前中国有两大秩序的构建值得关注：一是保障中低收入群体收入和促分配的长效机制，二是中国非美新外需的构建，这也是在未来需要重视的投资领域。

图14：2011年以来，2025年4月制造业PMI相较于3月的回落幅度仅次于2022年与2023年



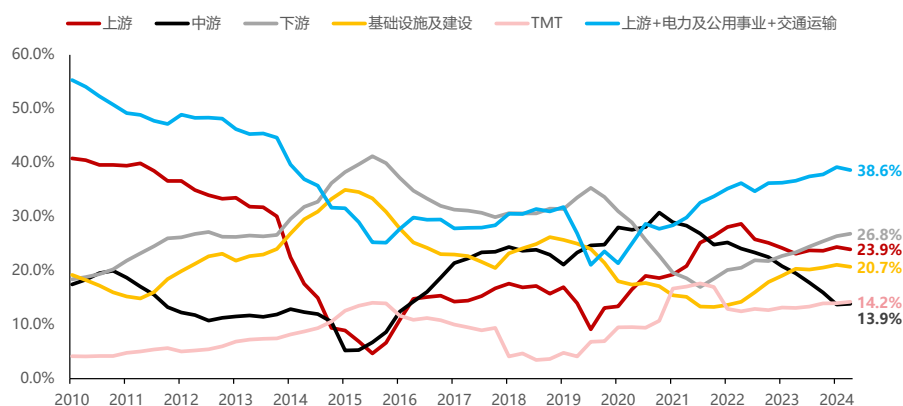
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：从分项上看，4月新出口订单分项回落速度明显快于新订单分项



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：从上市公司口径来看，下游利润逐步修复



资料来源：wind，民生证券研究院

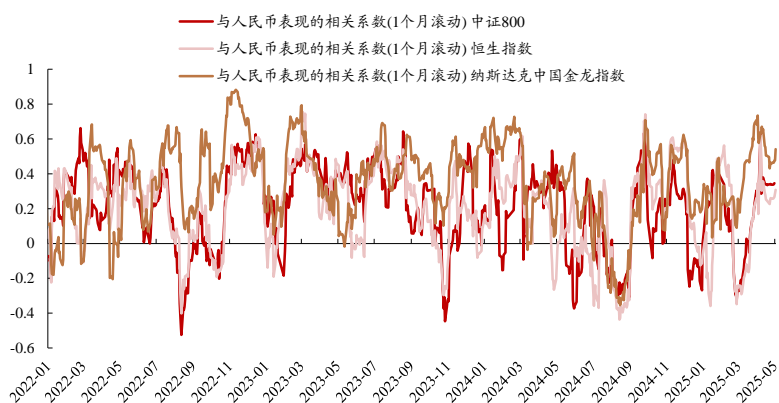
从市场表现来看，5月2日离岸人民币大幅升值，相应地，港股以及纳斯达克中国金龙指数均表现较好，中国权益资产与人民币继续呈现了明显的正相关性，

这意味着政策更加明确+自身更具韧性的中国资产可能正在被市场重新定价。

考虑到中国投资者可能是过去一段时间黄金的主要参与者：2025 年 4 月以来，伦敦金在亚盘时间上涨更加明显，而近期在亚盘时间下跌也较明显。这种背景下，黄金可能需要被重新讨论：

从相关系数来看，1) 美债过去绝大多数时间与金价正相关，但最近呈现负相关；2) 在金价上涨期，金价和人民币汇率指数(人民币相较于贸易加权的一揽子货币)多数时间呈现负相关或正相关性回落。这意味着过去一段时间黄金的上涨可能主要源于两种力量：中国投资者、从美元资产撤离的投资者(寻找美债替代品)。往后看，如果后续资金回流中国权益资产，黄金可能会继续承压，特别是在亚盘时间，而黄金的上涨力量可能更加依赖于从美元资产撤离的投资者的买入力量，这将取决于特朗普对于全球贸易系统的进一步破坏或者干预美联储等行为。

图17：从 1 个月滚动的相关系数来看，当前人民币相较于美元的强弱与中国权益资产的表现呈现明显的正相关关系



资料来源：wind，民生证券研究院。注：人民币表现指的是离岸人民币相较于美元的升值幅度，相关系数为正指的是人民币升(贬)值的时候往往也是中国资产上涨(下跌)的时候。

图18：2025 年 4 月以来，伦敦金在亚盘时间上涨更加明显，而近期在亚盘时间下跌也较明显



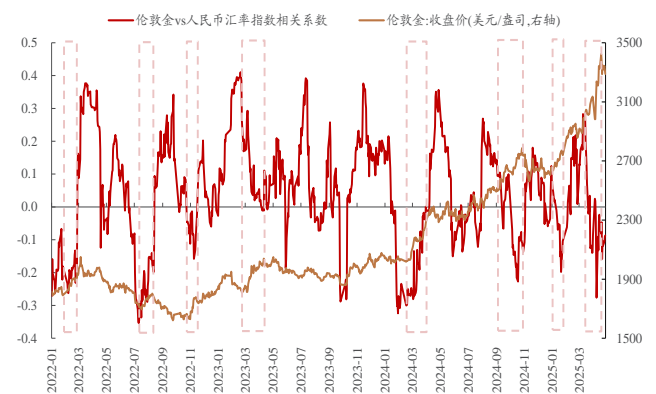
资料来源：wind，民生证券研究院。注：1、按照北京时间，我们将交易时间划分为亚盘 6:00-14:00，欧盘 14:00-20:00，美盘 20:00-5:00，逐日统计累计净值。2、以 2023 年 9 月 30 日为起点，净值均界定为 1。

图19：美债过去绝大多数时间与金价正相关，最近呈现负相关



资料来源：wind，民生证券研究院

图20：在金价上涨期，金价和人民币汇率指数多数时间呈现负相关或正相关性回落



资料来源：wind，民生证券研究院。注：人民币汇率指数的构建：选取境内市场存在人民币外汇即期交易、公布汇率中间价的外汇交易币种作为样本，使用双边贸易额占比的方法进行加权，综合表征人民币的价值变化。

此外，值得关注的是，五一节前一周(4月28日至4月30日)A股中的TMT、家电、机械等板块呈现了较为明显的反弹，市场也给予较多的关注度。从不同维度来看：

1) 从因子视角来看，无论是从行业整体、还是行业中涨幅前 20%的个股集合来看，涨幅靠前的行业均呈现的特点是：**中小市值、高估值、高海外收入占比/毛利率、较高的成长性、高主动偏股基金持仓**。这意味着其**未来行情的持续性至少需要两点重要的假设**：一是贸易谈判顺利，外需对于公司盈利影响不大；二是主动偏股基金不会遭遇负债端明显净赎回且主动偏股基金不会主动调仓卖出相关资产。站在当下来看，**这两点假设持续实现的难度可能不低**。

2) 从上市公司自身视角来看：与移动互联网、新能源不同的是，**各行业对于本轮 AI 的产业浪潮的关注度，并没有经历特别明显的斜率陡增的阶段**，大模型的出现或许对于 AI 产业本身而言具备重大意义，但可能并非所谓的“奇点”时刻。值得一提的是，**全部 A 股对于 AI 的关注度在 2023 年超越了新能源，但自 2024 年开始回落**。

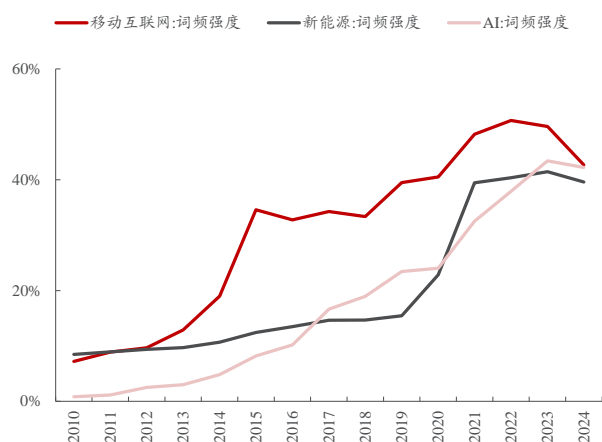
综合上述两点来看，本轮节前中小成长的反弹的持续性可能依赖于更加严格的假设，我们当下更倾向于认为节前中小成长的反弹可能是短暂的。

图21：五一节前一周(4月28日至4月30日)各行业表现及相应地因子暴露

各行业因子暴露(等权, 截至20250430)																
行业	盈利能力	成长能力	现金流能力	分红指标	盈利波动指标	海外收入指标	估值指标	动量指标	股价位置	主动股基持仓指标	分析师乐观指标	交易热度指标	流动性指标	市场波动指标	市值指标	周涨跌幅:20250428-20250430
传媒	43.8%	44.2%	46.3%	47.7%	52.9%	48.6%	57.5%	54.2%	50.7%	49.0%	45.3%	53.4%	39.6%	53.0%	55.2%	2.9%
计算机	42.9%	46.6%	46.5%	39.1%	53.8%	47.9%	70.8%	60.5%	53.2%	50.7%	51.8%	56.3%	45.7%	65.6%	50.7%	2.7%
电子	49.1%	57.0%	50.0%	42.8%	52.8%	57.4%	60.3%	56.9%	51.7%	57.3%	52.7%	51.4%	45.8%	60.6%	57.7%	1.3%
家电	59.7%	52.9%	51.2%	65.1%	45.3%	50.4%	45.2%	53.7%	53.5%	50.0%	54.6%	48.8%	54.4%	46.7%	51.7%	1.1%
机械	52.1%	52.6%	48.8%	52.3%	48.2%	54.0%	56.7%	60.4%	56.9%	54.1%	48.2%	58.2%	59.1%	55.9%	40.8%	0.9%
汽车	55.6%	56.4%	53.5%	52.2%	47.2%	53.6%	48.2%	63.8%	63.3%	56.3%	51.7%	57.9%	53.1%	53.1%	50.4%	0.7%
轻工制造	50.2%	48.5%	50.7%	57.6%	48.2%	52.8%	42.1%	54.7%	51.3%	50.7%	51.9%	53.2%	68.4%	46.2%	35.3%	0.6%
医药	52.7%	47.0%	51.3%	55.1%	47.5%	42.3%	51.4%	52.3%	43.3%	52.1%	55.4%	42.5%	51.0%	46.4%	50.4%	0.5%
通信	46.6%	50.0%	45.8%	41.7%	53.2%	53.5%	62.7%	54.2%	48.5%	50.8%	51.3%	55.7%	45.1%	58.3%	49.1%	0.0%
农林牧渔	50.0%	51.9%	54.7%	50.7%	57.9%	50.0%	41.9%	53.2%	50.1%	44.6%	49.2%	67.3%	41.0%	46.8%	44.1%	-0.1%
基础化工	49.2%	50.1%	49.6%	53.6%	52.1%	51.4%	46.8%	57.4%	52.1%	50.4%	48.6%	49.0%	55.0%	48.7%	45.7%	-0.2%
电力设备及新能源	50.3%	50.7%	48.6%	50.4%	51.9%	49.8%	48.4%	52.8%	45.4%	51.7%	57.3%	47.5%	48.3%	50.5%	51.0%	-0.2%
纺织服装	51.5%	45.5%	50.2%	63.9%	46.5%	50.5%	41.6%	54.6%	54.2%	50.3%	51.6%	53.5%	69.7%	43.5%	30.6%	-0.2%
石油石化	49.6%	50.8%	50.3%	54.3%	55.0%	41.4%	35.4%	45.1%	39.9%	39.5%	55.3%	34.7%	49.6%	32.9%	54.6%	-0.3%
国防军工	40.4%	44.6%	40.9%	39.3%	54.1%	40.2%	72.8%	53.5%	47.1%	48.5%	53.6%	46.3%	40.9%	56.1%	61.8%	-0.3%
钢铁	47.7%	40.1%	51.1%	62.2%	46.5%	39.8%	33.4%	45.0%	43.0%	41.9%	49.4%	26.8%	46.1%	35.2%	65.9%	-0.5%
食品饮料	58.3%	50.5%	55.9%	65.5%	41.5%	33.6%	49.7%	49.6%	46.3%	44.7%	56.8%	56.2%	41.2%	48.5%	53.1%	-0.6%
有色金属	56.6%	59.3%	50.4%	51.9%	52.1%	50.5%	41.7%	47.4%	48.4%	49.4%	54.2%	43.5%	31.6%	42.1%	67.2%	-0.9%
非银行金融	55.9%	58.2%	58.5%	54.9%	44.2%	42.3%	40.4%	43.1%	38.6%	32.9%	55.2%	20.1%	13.4%	39.5%	88.6%	-1.0%
建筑	44.5%	42.9%	43.0%	52.5%	49.9%	37.6%	43.6%	53.2%	46.2%	41.7%	57.2%	47.0%	61.5%	45.8%	38.4%	-1.2%
交通运输	53.9%	52.0%	56.5%	62.6%	42.5%	49.9%	32.1%	45.4%	47.0%	39.8%	53.0%	45.6%	36.3%	33.1%	63.3%	-1.3%
银行	72.6%	54.0%	50.4%	69.5%	5.1%	32.3%	20.0%	56.2%	72.2%	32.7%	53.4%	6.1%	9.4%	15.2%	91.5%	-1.4%
电力及公用事业	52.2%	50.4%	55.4%	59.2%	46.4%	40.6%	37.1%	54.4%	50.1%	41.5%	51.4%	42.4%	52.6%	34.4%	49.2%	-1.7%
建材	45.3%	41.0%	52.9%	58.3%	51.5%	51.5%	38.5%	51.2%	44.0%	47.4%	57.2%	42.2%	60.8%	42.2%	41.6%	-1.7%
消费者服务	46.9%	48.2%	53.1%	52.3%	63.4%	39.4%	55.2%	49.3%	41.9%	46.9%	49.6%	64.3%	44.1%	50.4%	41.7%	-1.7%
商贸零售	48.2%	44.3%	51.8%	59.6%	46.8%	48.2%	40.7%	52.7%	51.8%	46.9%	48.8%	67.0%	47.8%	49.6%	47.0%	-1.8%
煤炭	51.8%	41.6%	50.6%	71.5%	48.6%	27.9%	21.4%	26.3%	24.7%	32.8%	60.4%	20.0%	37.7%	30.8%	70.6%	-2.2%
房地产	36.4%	39.8%	45.6%	49.1%	62.2%	19.7%	44.6%	51.7%	40.7%	37.7%	51.2%	45.0%	54.2%	49.0%	49.5%	-2.9%
综合金融	46.6%	44.7%	44.1%	53.6%	62.0%	34.6%	55.5%	53.8%	47.5%	7.2%	40.2%	65.5%	35.5%	62.5%	60.7%	-3.2%
综合	40.4%	48.3%	42.7%	44.7%	54.5%	49.7%	50.8%	50.6%	40.2%	56.5%	34.5%	44.2%	62.1%	43.2%	30.3%	-3.5%
各行业内涨幅前20%标的因子暴露(等权, 截至20250430)																
行业	盈利能力	成长能力	现金流能力	分红指标	盈利波动指标	海外收入指标	估值指标	动量指标	股价位置	主动股基持仓指标	分析师乐观指标	交易热度指标	流动性指标	市场波动指标	市值指标	周涨跌幅:20250428-20250430
传媒	45.2%	45.4%	42.9%	42.3%	59.0%	49.2%	60.1%	66.0%	66.3%	53.0%	44.0%	63.8%	29.1%	62.9%	63.0%	2.9%
计算机	42.7%	47.5%	46.3%	35.3%	53.1%	44.8%	72.9%	73.8%	70.0%	57.7%	43.5%	62.9%	39.5%	71.9%	58.0%	2.7%
电子	43.8%	52.9%	48.6%	37.3%	58.4%	58.3%	64.1%	65.8%	63.5%	64.2%	45.8%	57.3%	53.0%	65.7%	50.4%	1.3%
家电	53.6%	45.9%	49.0%	57.5%	47.9%	50.8%	53.9%	67.0%	68.5%	51.2%	47.2%	65.2%	53.0%	55.1%	52.0%	1.1%
机械	49.2%	51.6%	48.8%	45.1%	51.0%	55.6%	63.8%	72.2%	73.8%	58.8%	37.6%	65.9%	59.2%	63.3%	42.9%	0.9%
汽车	58.5%	59.3%	57.6%	54.5%	45.8%	54.2%	51.6%	80.7%	84.7%	60.7%	36.3%	69.9%	54.4%	59.9%	50.0%	0.7%
轻工制造	49.5%	52.5%	41.5%	52.8%	56.3%	59.9%	50.5%	65.2%	68.8%	56.4%	52.8%	65.1%	60.3%	55.3%	41.2%	0.6%
医药	47.6%	46.3%	49.3%	51.2%	53.0%	45.8%	54.2%	65.6%	63.9%	58.9%	48.0%	45.7%	54.8%	53.7%	49.7%	0.5%
通信	44.2%	47.9%	47.8%	36.8%	59.7%	48.8%	69.6%	65.2%	60.7%	62.2%	28.0%	62.0%	53.7%	66.0%	43.7%	0.0%
农林牧渔	48.9%	52.9%	50.9%	43.5%	54.6%	52.0%	42.3%	68.2%	72.6%	48.3%	54.2%	61.6%	51.6%	47.5%	41.0%	-0.1%
基础化工	47.7%	50.4%	49.3%	47.8%	51.3%	53.2%	55.8%	70.9%	68.6%	58.0%	42.2%	60.5%	63.9%	54.9%	36.7%	-0.2%
电力设备及新能源	48.0%	50.6%	46.8%	48.8%	51.8%	53.1%	52.5%	67.8%	64.5%	57.3%	40.1%	59.1%	52.9%	58.2%	45.3%	-0.2%
纺织服装	46.9%	51.9%	41.0%	47.9%	53.2%	51.6%	64.5%	70.9%	76.0%	62.5%	31.7%	65.9%	70.5%	55.9%	26.3%	-0.2%
石油石化	39.4%	46.6%	43.9%	47.3%	52.5%	42.1%	50.3%	57.6%	57.6%	50.6%	50.4%	51.4%	68.7%	46.9%	33.3%	-0.3%
国防军工	33.3%	38.0%	40.0%	33.5%	59.3%	28.0%	82.4%	65.7%	63.6%	46.8%	50.5%	59.8%	50.2%	66.6%	49.6%	-0.3%
钢铁	47.2%	41.2%	57.7%	60.2%	42.6%	35.5%	20.3%	53.5%	60.2%	24.8%	34.8%	27.8%	47.9%	33.7%	75.5%	-0.5%
食品饮料	60.7%	54.2%	60.5%	68.4%	44.9%	38.9%	51.0%	61.3%	61.6%	44.3%	47.3%	47.6%	37.9%	43.1%	58.0%	-0.6%
有色金属	50.1%	55.0%	48.2%	53.6%	59.0%	54.7%	47.4%	59.5%	57.6%	46.1%	53.3%	45.4%	50.6%	45.7%	48.9%	-0.9%
非银行金融	59.0%	60.4%	57.2%	60.7%	47.8%	36.7%	32.6%	50.8%	53.1%	31.5%	48.4%	15.4%	12.4%	38.4%	90.9%	-1.0%
建筑	37.2%	46.0%	47.7%	42.9%	60.0%	34.4%	53.6%	69.5%	65.0%	59.8%	31.4%	60.7%	72.1%	53.2%	25.2%	-1.2%
交通运输	56.7%	54.8%	52.5%	64.9%	38.3%	43.6%	33.2%	54.2%	63.2%	39.0%	47.4%	35.9%	36.6%	30.0%	68.3%	-1.3%
银行	72.1%	53.7%	50.7%	68.6%	4.9%	22.1%	15.6%	69.1%	90.8%	34.9%	56.5%	4.4%	10.0%	14.8%	96.4%	-1.4%
电力及公用事业	43.4%	42.0%	50.4%	53.5%	52.8%	47.8%	44.9%	62.5%	59.7%	52.0%	49.7%	44.7%	70.9%	44.8%	31.4%	-1.7%
建材	38.1%	47.6%	49.8%	44.4%	59.1%	57.1%	42.5%	68.9%	68.7%	42.5%	46.3%	53.7%	66.5%	49.1%	38.4%	-1.7%
消费者服务	39.4%	32.6%	37.2%	42.7%	60.8%	36.6%	61.0%	47.1%	43.4%	42.7%	52.6%	51.6%	58.4%	58.5%	39.5%	-1.7%
商贸零售	48.1%	49.8%	51.7%	62.0%	44.4%	30.9%	47.0%	64.4%	69.3%	52.8%	39.6%	70.0%	55.8%	54.6%	45.9%	-1.8%
煤炭	38.7%	30.1%	57.4%	66.8%	59.9%	30.5%	40.3%	45.4%	52.2%	29.9%	38.2%	29.7%	55.0%	42.2%	52.2%	-2.2%
房地产	34.6%	40.8%	49.5%	44.6%	64.8%	23.1%	54.1%	64.3%	59.5%	54.2%	40.6%	48.1%	57.1%	52.5%	46.9%	-2.9%
综合金融	47.5%	55.9%	38.5%	40.5%	63.9%	2.7%	53.8%	69.5%	66.7%			55.9%	48.4%	47.0%	49.6%	-3.2%
综合	42.1%	46.7%	40.2%	49.6%	54.8%	36.5%	60.4%	51.8%	48.9%			21.7%	65.8%	37.5%	36.9%	-3.5%

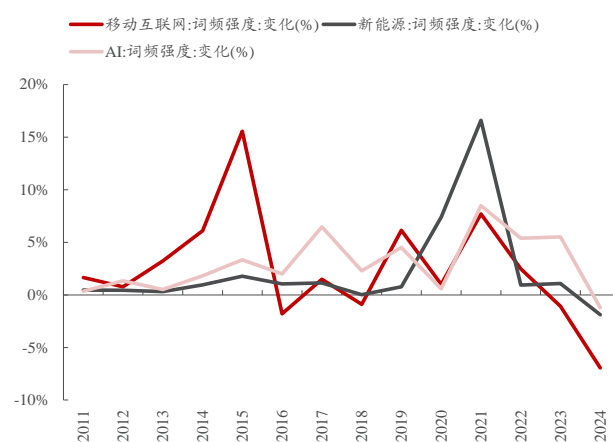
资料来源：wind，民生证券研究院。注：1、基于2025年4月30日最新的财务、估值以及交易数据等，我们计算全部A股的各个指标在全A截面上的分位数作为个股在该指标上的暴露程度，并按照不同的标签(行业、涨跌幅)进行汇总，此处采取的汇总权重均为等权；2、盈利能力包括：ROE、毛利率、销售净利率、资产周转率以及权益乘数；3、成长能力包括：营收增速、净利润增速、资本开支增速等；4、现金流能力包括：自由现金流增速、经营活动现金流净额与营收之比、净利润现金含量、全部资产现金回收率；5、分红指标包括：股息率、现金分红比例；6、盈利波动指标包括：ROE、营收增速、净利润增速、自由现金流增速的3年标准差；7、海外收入指标包括：海外收入占比、海内外毛利率之差；8、估值指标包括：市盈率、市净率、市现率、市销率、企业价值倍数、PEG；9、主动股基持仓指标包括：主动偏股基金持仓占比、个股持有基金的平均阿尔法；10、分析师乐观指标包括：分析师关注数量、目标价涨跌幅；11、市场波动指标包括：CAPM、偏度、标准差、半方差。

图22：全部 A 股上市公司对于 AI 的关注度已在 2023 年超过新能源，2024 年开始回落



资料来源：wind，民生证券研究院。计算方法：公司管理层经营与讨论中提及到相关词语的公司个数/总公司数。

图23：相比于移动互联网和新能源不同的是，全部 A 股上市公司对于本轮 AI 的关注度并没有经历明显的斜率陡增阶段，而是维持平稳的上涨趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

4 中国资产的韧性不代表市场的全面行情，反而要关注结构与波动

中美贸易摩擦初现缓和迹象，4月美国非农也暂时打消了衰退担忧，市场也获得片刻喘息之机。但依然未有实质进展的美日、美欧等贸易谈判可能蕴含着市场波动率放大的潜在触发因素。不过，无论是阶段缓和、还是贸易摩擦加大，我们认为，中国资产可能依然是更有性价比的资产，当然，基本面的韧性也就意味着平准力量的持续性存疑和市场博弈资金的结构转换，中国资产的修复不代表全市场无差别的上涨。内需的构建和全球经济秩序的重塑仍是重要力量。

基于上述推演，我们推荐：

第一，受益中国需求构建的消费行业（**旅游休闲、乳制品、食品、啤酒、定制家居、彩妆、服饰、商贸零售**）；

第二，在全球经济秩序重塑的过程中，“两个太阳”下的需求和供给将会重建，推荐：资源品（**铜、铝、黄金**）、资本品（**工程机械、钢铁、自动化设备、化学制品等**）；

第三，应对潜在的外部冲击，低估值金融（**银行、保险**）、内部实物消耗+红利的**煤炭**。

5 风险提示

- 1) **国内经济恢复不及预期。**如果后续国内经济恢复不及预期，那么文中关于国内需求恢复的基准假设便失效。
- 2) **特朗普关税政策超预期。**如果特朗普的关税政策超预期实施，那么短期对于全球需求的抑制将会带来冲击，与文中假设不符。
- 3) **测算误差。**数值模型是对历史的拟合，拟合本身存在误差，另外，统计样本本身也可能造成测算结果的误差。

插图目录

图 1: 2025 年 4 月 3 日以来的大类资产表现(截至 2025 年 5 月 2 日)	3
图 2: 2025 年 4 月发往美国的精炼铜规模创 2014 年以来的新高	4
图 3: 2025 年 4 月 8 日以来, 美国政府内阁官员持续释放贸易谈判的积极信号	4
图 4: 2023 年 10 月以来, 当沪深 300 的 3 年 ERP 向上触及正一倍标准差时, 汇金持仓的 ETF 往往被持续净买入	5
图 5: 2025 年 4 月 8 日以来, 我国首先加强与非美经济体的合作, 并否认与美国进行过关税协商, 近期才释放出美方多渠道希望与中方进行关税谈判的信息	6
图 6: 美国 2025Q1 的 GDP 增速与 4 月 ADP 增长不及预期, 但新增非农明显超预期	7
图 7: 特朗普倾向于把当前及未来一个季度经济的坏消息“甩锅”给拜登政府	7
图 8: 从日本、欧洲政府的发言来看, 当前其与美国的贸易谈判进展缓慢	8
图 9: 美国 4 月非农数据公布之后, 市场对于美联储下一次降息的时点预期从 6 月推迟至 7 月	8
图 10: 最新披露的美国零售商财报表现不佳	9
图 11: 从结构上看, 2025 年 4 月美国新增非农主要来自教育和保健服务、休闲和酒店业、专业和商业服务	9
图 12: 从 12 个月滚动的新增非农构成看, 2023 年 10 月以来, 制造业对于新增非农的占比持续为负, 这显著低于 2018 年	9
图 13: 最新民意调查数据显示, 特朗普整体认可度持续回落, 其中, 民众对于移民政策、经济政策满意度均有所回落, 且对于经济政策的满意度较低	10
图 14: 2011 年以来, 2025 年 4 月制造业 PMI 相较于 3 月的回落幅度仅次于 2022 年与 2023 年	11
图 15: 从分项上看, 4 月新出口订单分项回落速度明显快于新订单分项	11
图 16: 从上市公司口径来看, 下游利润逐步修复	11
图 17: 从 1 个月滚动的相关系数来看, 当前人民币相较于美元的强弱与中国权益资产的表现呈现明显的正相关关系	12
图 18: 2025 年 4 月以来, 伦敦金在亚盘时间上涨更加明显, 而近期在亚盘时间下跌也较明显	12
图 19: 美债过去绝大多数时间与金价正相关, 最近呈现负相关	13
图 20: 在金价上涨期, 金价和人民币汇率指数多数时间呈现负相关或正相关性回落	13
图 21: 五一节前一周(4 月 28 日至 4 月 30 日)各行业表现及相应地因子暴露	14
图 22: 全部 A 股上市公司对于 AI 的关注度已在 2023 年超过新能源, 2024 年开始回落	15
图 23: 相比于移动互联网和新能源不同的是, 全部 A 股上市公司对于本轮 AI 的关注度并没有经历明显的斜率陡增阶段, 而是维持平稳的上涨趋势	15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048