

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

海外策略双周报： 市场风险偏好改善，美元资产压力缓和

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5月5日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券



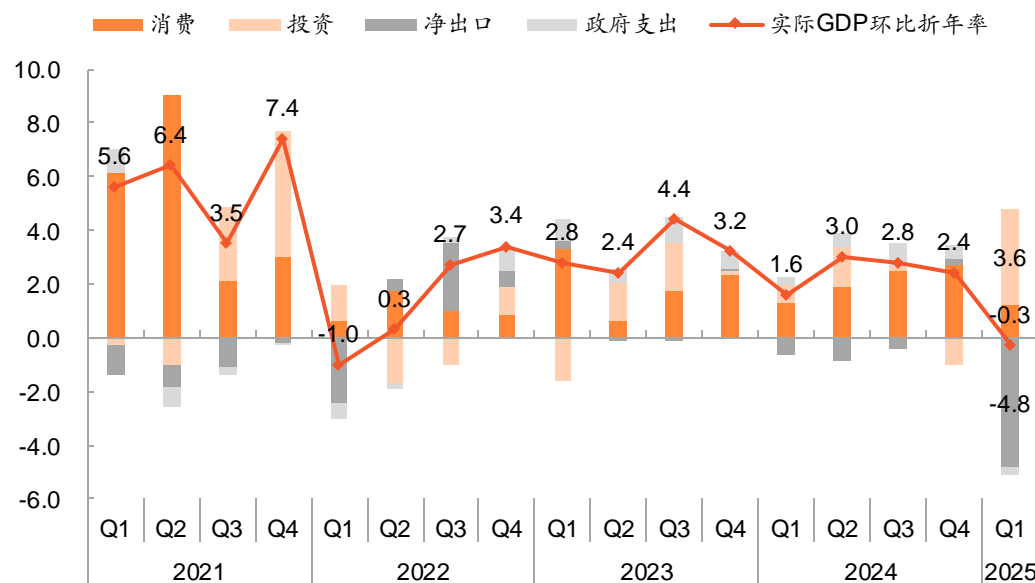
核心观点

- 海外资产层面，在特朗普称无意解雇鲍威尔、贸易局势边际缓和的背景下，市场风险偏好回升，美股、债、汇均出现上涨；后因基本面数据暂时稳健、降息预期降温，美元延续上行，美债利率转为上行，美股受部分大型科技股财报提振继续上涨；黄金则因避险情绪降温持续回调。股市方面，近2周MSCI全球股指上涨7.11%，绝大部分国家股市上涨，标普500、纳指、道指分别上行7.65%、10.38%、5.56%。债市方面，2年、10年期美债收益率分别变动2bp、-1bp至3.83%、4.33%。商品及外汇方面，美元指数上涨0.82%至100.0；COMEX黄金下跌2.81%。
- 港股资产层面，贸易局势边际缓和推动港股继续反弹。本周（4月28日-5月2日）恒生指数、恒生科技、恒生综合指数分别上涨2.4%、5.2%、2.4%，继上周（4月21日-4月25日）的2.7%、2.0%、3.1%继续反弹。结构上，科技、消费相关板块表现占优，资讯科技业、非必需性消费业以及医疗保健业反弹力度较大，电讯业、能源业等红利板块表现相对居后。资金面上，南向资金流入规模大幅回落，外资转为流入。
- 海外宏观层面，贸易逆差扩大拖累美国一季度GDP，但通胀降温、就业暂稳，关税影响尚未显现。1) 2025Q1美国GDP环比负增，贸易逆差扩大为主因。2025年一季度美国实际GDP环比增速从前值的2.4%回落至-0.3%，结构上受三方面影响：一是关税影响下的“抢进口”导致贸易逆差扩大，拖累GDP增长4.8pct；二是私人消费边际转弱，显示终端需求有所降温；三是政府支出在减支裁员的影响下，对GDP的贡献由正转负。2) 美国3月PCE通胀出现大范围降温，与3月CPI通胀回落表现较为一致。3) 劳动力市场表现稳健。4月非农新增就业人数小幅回落，失业率持平4.2%；但从非农调查的时间区间来看，当前就业数据可能尚未完全反应关税冲击。在此背景下，预计5月FOMC会议大概率维持利率水平不变，市场也将继续在后续的基本面数据中寻找交易线索。据CME数据显示，截至5月3日，市场预期2025年降息次数从两周前的4次减少至3次，首次降息时间从6月推迟至7月。
- 海外政策层面，美国试图加速关税谈判，后续进程不确定性仍较大，市场波动或将持续。一方面，美国正在试图加速关税谈判。据华尔街日报4月25日报道，特朗普政府计划未来以滚动的形式与18个国家进行反复多轮谈判，每周6个国家，截止日期为7月8日。另一方面，目前的谈判尚无实质性成果。其中，仅美国与印度或将达成协议框架，谈判进程相对靠前。截至4月30日，贸易政策不确定性指数（TPU）仍处于历史较高水平（与4月2日对等关税宣布后水平相当），意味着资产波动率可能仍较大。
- 综上，当前关税谈判处在拉锯战阶段，在其政策不确定性及推升美国滞胀风险的预期下，海外市场的波动或将持续。美股短期下行压力仍存，后续需看到关税谈判出现重大进展，或通胀持续可控带来市场降息预期回归，美股或才能真正扭转局势。港股短期将更聚焦内外部政策对基本面的实质性影响，同时关注科技领域新催化剂带来的结构性机会。结构上，建议关注三大主线：一是科技行情主线不变，港股科技资产具备中长期的投资价值，AI、互联网等细分领域的机遇值得关注；二是政策支持的内需消费领域的优质资产；三是关注外部扰动加剧背景下业绩稳健的红利资产。
- 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：贸易逆差扩大拖累美国一季度GDP增速

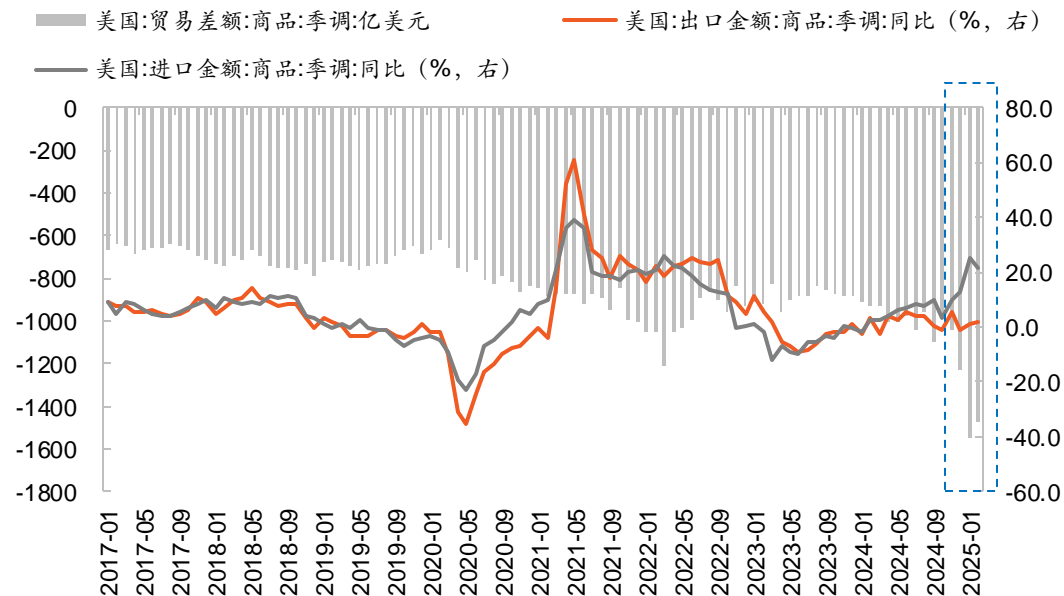
- 美国2025年一季度GDP环比负增，主要受关税影响下抢进口导致贸易逆差扩大的拖累，私人消费的贡献亦边际转弱；3月PCE与核心PCE同比均回落，4月非农数据暂时稳健，关税对通胀和就业带来的影响有待显现。
- 其一，2025年一季度美国GDP环比负增，贸易逆差扩大为主因。美国Q1实际GDP环比增速从前值的2.4%回落至-0.3%，从分项贡献来看，一是关税影响下的“抢进口”导致贸易逆差扩大，拖累GDP增速高达4.8pct；尽管部分抢进口转化为非住宅固定资产投资以及库存，分别对GDP产生1.3pct和2.3pct的正贡献，但仍难抵消贸易逆差对GDP的拖累。二是私人消费边际转弱，对GDP的贡献从前值的2.7pct回落至1.2pct，反应终端需求已经有所降温，对美国经济韧性的支撑或逐步减弱。三是政府支出的贡献由正转负，受减支裁员的影响，政府支出对GDP增长的贡献从前值的0.5pct降至-0.3pct。

美国实际GDP环比折年率及分项贡献（%）



资料来源：BEA，平安证券研究所；数据截至2025年5月2日

2025年一季度美国货物贸易逆差创新高

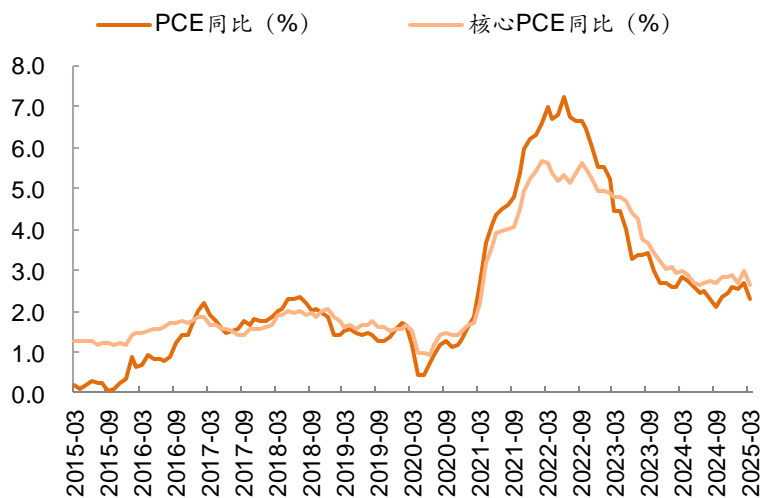


资料来源：Wind，平安证券研究所

基本面：通胀降温、就业暂稳，关税影响尚未显现

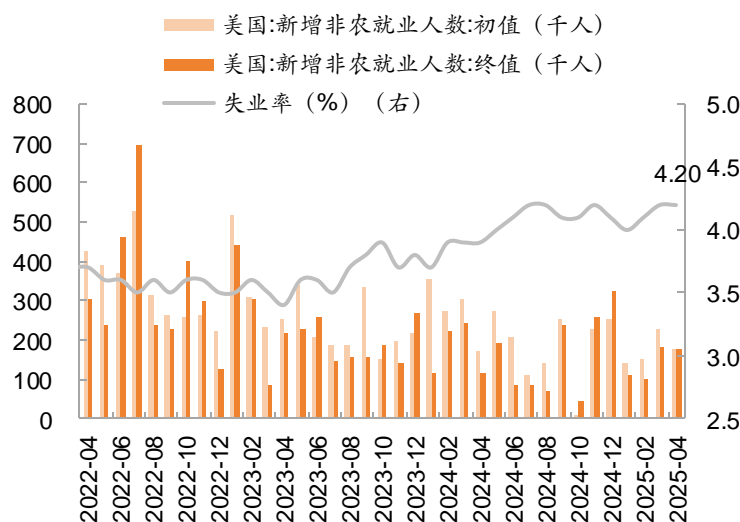
- 其二，美国3月PCE通胀大范围降温，关税效应有待显现。3月PCE同比降至2.3%（前值2.7%），核心PCE同比2.7%（前值3.0%）；3月PCE环比0.0%，核心PCE环比转负至-0.3%，较前值回落0.7pct。从分项来看，除食品外，能源、商品、服务通胀同比均较前值回落。
- 其三，4月非农就业与失业率数据显示劳动力市场仍稳健。4月美国新增非农就业17.7万人略高于市场预期（13.8万人），但前值从22.8万人下修至18.5万人；失业率维持4.2%不变；时薪环比增速从前值的0.3%小幅回落至0.2%。不过，联邦政府新增就业录得-0.9万人（前值-0.4万人），指向政府裁员对就业的拖累仍在发酵。整体看，美国就业市场暂时稳健，但考虑到4月非农调查期为4月12日当周，期间4月9日对等关税暂停，因关税政策不确定性较大，企业招聘/裁员行为或较为谨慎，当前就业数据可能尚未完全反应关税冲击。
- 整体看，关税政策的影响已通过抢出口前置性地对美国一季度GDP增长产生了拖累；但目前通胀降温、就业暂稳，关税对物价和劳动力市场的影响尚未显现。预计5月FOMC会议大概率维持利率水平不变，市场也将继续在后续的基本面数据中寻找交易线索。据CME数据显示，截至5月3日，市场预期2025年降息次数从两周前的4次减少至3次，首次降息时间从6月推迟至7月。

● 美国3月PCE与核心PCE通胀同比均边际回落



资料来源：Wind，平安证券研究所

● 美国4月失业率维持4.2%



资料来源：Wind，平安证券研究所

● 市场降息预期有所降温

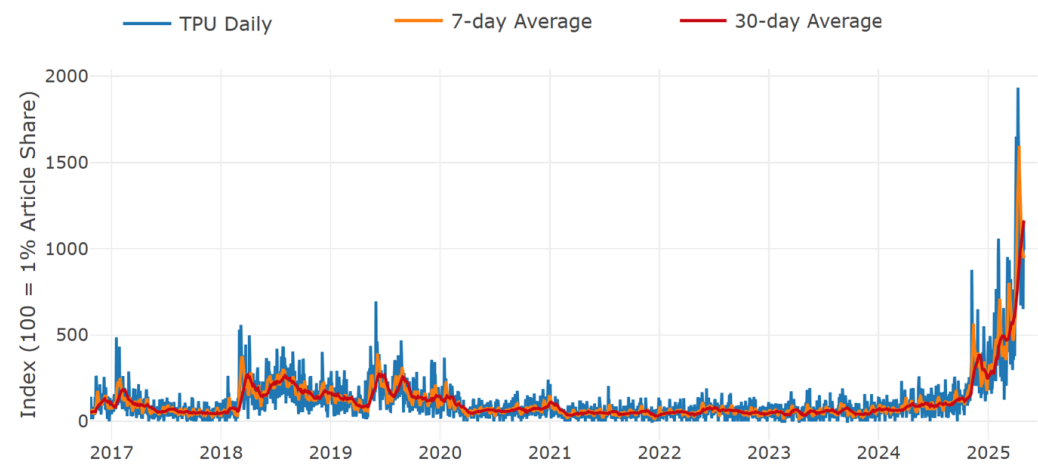
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	97.2%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	34.0%	65.1%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	23.4%	55.2%	20.7%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	18.9%	48.9%	27.6%	4.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	11.5%	36.9%	36.1%	13.5%	1.7%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	8.0%	28.8%	36.4%	20.7%	5.4%	0.5%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	15.8%	31.7%	30.5%	14.9%	3.6%	0.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	1.3%	8.1%	22.1%	31.2%	24.4%	10.5%	2.3%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.3%	2.7%	11.0%	24.0%	29.8%	21.5%	8.8%	1.9%	0.2%
2026/6/17	0.1%	0.9%	5.0%	14.5%	25.5%	27.5%	18.0%	6.9%	1.4%	0.1%
2026/7/29	0.2%	1.5%	6.2%	15.9%	25.8%	26.3%	16.6%	6.2%	1.2%	0.1%
2026/9/16	0.4%	2.2%	7.7%	17.5%	25.9%	24.8%	15.0%	5.4%	1.1%	0.1%
2026/10/28	0.5%	2.4%	8.1%	17.8%	25.8%	24.4%	14.6%	5.2%	1.0%	0.1%
2026/12/9	0.2%	1.3%	4.9%	12.4%	21.3%	25.2%	20.1%	10.5%	3.4%	0.6%

资料来源：CME，平安证券研究所；数据截至2025年5月3日

2 政策面：美国试图加速关税谈判，但尚无实质成果

- 近期美国试图加速关税谈判，但尚无实质成果，后续谈判进程的不确定性仍大。截至4月30日，贸易政策不确定性指数（TPU）仍处于历史较高水平（与4月2日对等关税宣布后水平相当），意味着资产波动率可能仍较大。
- 从关税谈判计划看，美国试图加速关税谈判。据华尔街日报4月25日报道，特朗普政府计划未来以滚动的形式与18个国家进行反复多轮谈判，每周6个国家，截止日期为7月8日。
- 从关税谈判进展看，尚无实质性成果。其中，美国与印度或将达成协议框架，谈判进程相对靠前，关注谈判阶段性进展中涉及的谈判条款。此外，近期中美贸易局势边际缓和。

当前贸易政策不确定性指数仍位于历史高位



资料来源：Matteo Iacoviello；数据截至2025年4月30日

美国与主要贸易国谈判最新进展

日期	谈判国家	美国官方表态	谈判国官方表态
4月29日	韩国	贝森特称一些贸易伙伴“更渴望坐下来，完成这项工作，然后回家竞选。”	时任韩国财政部长崔相穆表示，韩国并没有急于达成协议，“进展非常缓慢”，并补充说贝森特的评论可能并非专门针对韩国。
4月30日	印度	特朗普称与印度的关税谈判“进展顺利”，并暗示，一项协议或者至少一个谅解备忘录类型的框架可能即将达成。4月29日，印度政府官员称，印度提出愿对美方提供“前瞻最惠国待遇”。	印度商务和工业部发布声明称，印度与美国双方就双边贸易协定举行会谈，推进首阶段协议在2025年秋前达成，并实现“早期互利成果”。关于特定行业问题的面对面谈判计划从5月底开始。
5月2日	日本	美国财政部表示在“坦率而建设性”的贸易谈判后，美国和日本高级官员同意立即开始工作层磋商。	日本总理石破茂表示，还没有找到和美国之间达成共识的时机。如果协议对日本来说不可接受，他不会急于与特朗普政府达成关税谈判。
5月2日	中国	白宫经济顾问哈塞特称，中美两国政府就关税问题进行了“非官方的讨论”，中国上周降低对部分美国商品的关税是一个进展的标志。	中国商务部以不具名发言人名义提出，美国高层多次表态愿与中国就关税问题进行谈判，也通过相关方面多次主动向中国传递信息，希望与中国谈起来。对此，中国正在进行评估。
计划下周提出方案	欧盟	欧盟计划下周与美国谈判代表分享一份文件，该文件将概述一系列提案，以启动与特朗普政府的贸易谈判。	一名欧盟官员和一名欧盟外交官表示，欧盟委员会向欧盟国家提交了一份愿意向特朗普政府做出的让步清单，以及一份如果谈判失败将征收关税的新商品清单。

资料来源：路透社，CNBC，联合早报，国会山报，彭博社，Politico，平安证券研究所；数据截至2025年5月2日

政策面：过去两周特朗普政策总结

发布日期	简要内容	政策性质	政策当前进程
2025/4/21	特朗普在Truth Social发布他认为的 8项非关税“作弊”手段 ：（1）货币操纵；（2）作为关税和出口补贴的增值税；（3）低于成本倾销；（4）出口补贴和其他政府补贴；（5）保护性农业标准（例如 欧盟禁止转基因玉米 ）；（6）保护性技术标准（例如日本使用的“ 保龄球测试 ”来阻碍美国公司向日本销售汽车）；（7）伪造、盗版和知识产权盗窃；（8） 通过转运规避关税 。	总统言论	—
2025/4/21	特朗普再次要求鲍威尔立即降息 ，称其为“ 一个大失败者 ”，并警告如果鲍威尔不马上降息，美国经济将出现放缓。	总统言论	—
2025/4/22	特朗普表示，希望美联储主席鲍威尔在降息方面更加积极，但 无意解雇鲍威尔 。知情人士透露，美国财政部长贝森特等人向特朗普表达了解雇鲍威尔对金融市场影响的担忧。	总统言论	—
2025/4/22	财政部长贝森特在周二举行的摩根大通投资者闭门峰会上表示，他预计中美贸易战将出现缓和，并称尽管谈判尚未开始，但与中国达成协议仍是可能的。	官员言论	正在进行
2025/4/22	美媒POLITICO报道称，美国与日本、印度两国接近达成关税框架协议，但可能会留下许多需要后续详谈的细节问题。知情人士表示，最终协议可能需要几个月时间才能敲定，有些事情很复杂。另一名知情人士表示，我甚至不会将其称之为协议，这充其量就是意向书。报道称，这表明特朗普政府内部意识到，需要尽快释放更多信号，让金融市场相信他们有能力结束关税战。	官员言论	正在进行
2025/4/23	据《华尔街日报》知情人士消息称，特朗普政府正在考虑削减对华关税。一名白宫高级官员预测对华关税可能降至 50%-60% 。同时，特朗普政府也在考虑“ 分级方案 “，即对设计国家安全的商品征收至少 100%关税 ，对其他商品征收 30%关税 。同日，贝森特称美国不会单方面削减对华关税。	官员言论	正在进行
2025/4/23	通过优化联邦投资的劳动力发展项目以应对关键的劳动力需求和紧缺技能，使美国工人能够生产世界级产品并实施领先技术。	行政令	正在进行
2025/4/24	加快美国近海和深海关键矿产资源的开发，要求提高美国对海底矿产的勘探开发效率与资源投入， 减少对外国供应商的关键矿产依赖 。同时加强与盟友和产业合作，共同应对中国在海底矿产资源上的日益扩大的影响力，以确保美国在全球海底资源开发中占据有利地位。	行政令	正在进行
2025/4/24	特朗普坚称中美之间正在进行贸易谈判。此前，中国外交部发言人在回应中美谈判消息时明确表示，“ 这些都是假消息 。”此外，一名白宫官员透露，本周中美工作人员举行了较低级别的会谈和通话。	总统、官员言论	正在进行
2025/4/25	中方已给予或正在考虑给予部分美国进口商品关税豁免，部分工业化学品和半导体产品已获得关税豁免，中方正在审查是否给予 医疗产品关税豁免	官员言论	正在进行
2025/4/28	美国财政部长贝森特表示，中美贸易紧张局势应由中方率先缓和，并警告称美方拥有升级局势的工具，尽管不情愿使用。同时，贝森特称美国将优先与 15至17个其他“重要贸易伙伴” 谈判贸易协议，预计与印度的协议将率先达成。	官员言论	正在进行
2025/4/29	特朗普签署有关调整汽车及汽车零部件进口的修正案，公告显示，第一年（2025年4月30日至2026年4月30日）：车企可以申请最多相当于车辆价值3.75%的关税抵扣（即25%关税的15%）；次年关税抵扣额度将下调至最多2.5%（即25%关税的10%）；第三年关税抵扣政策将完全取消。于30天内提交相关计划。	公告	正在进行
2025/4/29	特朗普在命令中指出，虽然此前列出的每一项关税行动都服务于单独且不同的政策目的，但如果这些关税适用于同一商品，则不应叠加。其中，有关汽车及零部件的关税不叠加针对毒品、移民、钢铝相关关税；有关针对毒品或移民的关税不叠加钢铝相关关税。为遵守本命令而必要的HTSUS修改应最迟于 2025年5月16日前完成 。本命令应追溯 2025年3月4日或之后的所有入境商品 。	行政令	正在进行
2025/4/30	美国和乌克兰签署“ 美乌矿产协议 ”，建立 美乌重建投资基金 。该协议将赋予美国开发乌克兰自然资源（包括铝、石墨、石油和天然气）的投资项目的 特权 。美国将优先获得该基金的投资收益，其中部分将用于偿还美国未来对乌克兰的军事援助。	声明	已实施
2025/5/1	商务部表示，美方多次表态愿与中方就关税问题进行谈判，中方正在评估美方谈判意愿。	中方言论	正在进行
2025/5/2	特朗普在社交媒体上重申，“ 美国没有通货膨胀，美联储应当降低利率 。”	总统言论	—
2025/5/2	特朗普宣布2026年政府预算，提议将非国防可自由支配支出 削减1630亿美元 ，同时大幅增加国防与边境安全资金。	预算提案	正在进行

资料来源：白宫，Truth Social，路透社，华尔街日报，Politico，彭博社，平安证券研究所；数据截至2025年5月2日

3

大类资产表现：市场风险偏好回升，美元资产压力有所缓和

- 在特朗普称无意解雇鲍威尔、中美贸易局势边际缓和的背景下，市场风险偏好回升，美股、债、汇均出现上涨；后因基本面数据暂时稳健、降息预期降温，美元延续上行，美债利率转为上行，美股受部分大型科技股财报提振继续上涨。
- 股市方面，近2周MSCI全球股指上涨7.11%，绝大部分国家股市上涨，标普500、纳指、道指分别上行7.65%、10.38%、5.56%。债市方面，2年、10年期美债收益率分别变动2bp、-1bp至3.83%、4.33%。商品及外汇方面，美元指数上涨0.82%至100.0；COMEX黄金则因避险情绪降温有所回调，下跌2.81%。

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	-2.50	0.00	-5.09	
10Y美国国债	-1.00	16.00	-25.00	
大宗商品				
ICE布兰特原油	-9.43%	0.67%	-17.88%	
COMEX黄金	-2.81%	-1.57%	23.04%	
COMEX白银	-1.12%	-1.95%	9.87%	
COMEX铜	-0.16%	1.90%	16.75%	
外汇				
美元指数	0.82%	0.40%	-7.78%	
美元兑人民币	-0.56%	0.00%	-0.49%	
美元兑日元	1.96%	1.34%	-7.78%	
英镑兑美元	-0.19%	-0.46%	6.04%	

大类资产表现：主要经济体股票指数

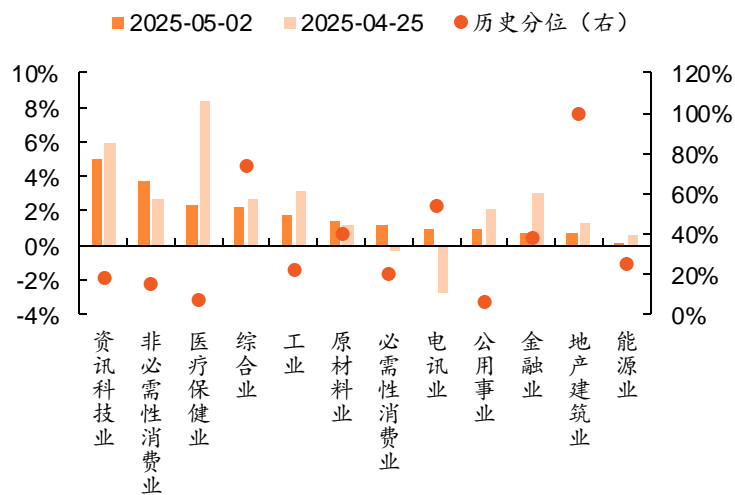
	近2周变动	月初至今	2025年初至今	近12个月走势
股指				
MSCI全球股票指数	7.11%	1.88%	0.94%	
发达市场				
道琼斯工业指数	5.56%	1.59%	-2.88%	
标普500指数	7.65%	2.11%	-3.31%	
纳斯达克指数	10.38%	3.05%	-6.90%	
英国富时100指数	3.88%	1.19%	5.18%	
德国DAX30指数	8.87%	2.62%	15.96%	
法国CAC40指数	6.65%	2.33%	5.28%	
日经225指数	6.05%	2.18%	-7.68%	
富时新加坡STI	3.35%	0.33%	1.52%	
澳洲ASX200	5.36%	1.38%	0.97%	
新西兰NZ50	1.72%	3.57%	-5.97%	
恒生指数	5.19%	1.74%	12.19%	
新兴市场				
上证指数	0.07%	0.00%	-2.17%	
沪深300	-0.05%	0.00%	-4.18%	
创业板指数	1.78%	0.00%	-9.04%	
韩国综合指数	3.08%	0.12%	6.68%	
印度SENSEX指数	2.48%	0.32%	3.02%	
越南胡志明指数	0.27%	0.00%	-2.60%	
台湾加权指数	7.18%	2.73%	-9.76%	

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年5月2日；注：债券单位为bp

港股表现：贸易局势边际缓和推动港股继续反弹

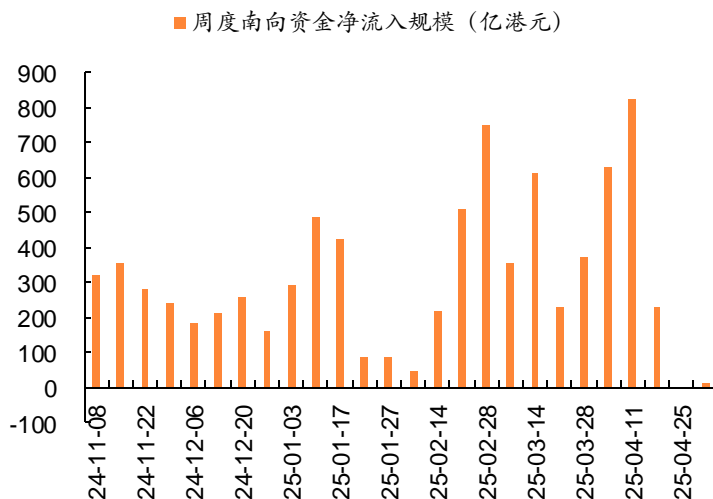
- 贸易局势边际缓和推动港股继续反弹。**国内方面，4月政治局会议继续坚持稳中求进的工作总基调，会议强调当前政策的重心为以内部确定性应对外部不确定性，具体举措包括促消费、支持科技创新、强化供应链安全等。海外方面，4月22日以来美国多次主动向中国传递缓和信号，5月2日中国回应称正在对此进行评估，中美贸易局势边际缓和提振市场风险偏好。在此背景下，本周（4月28日-5月2日）恒生指数、恒生科技、恒生综合指数、恒生中国企业指数、恒生港股通分别上涨2.4%、5.2%、2.4%、1.9%、2.4%，继上周（4月21日-4月25日）的2.7%、2.0%、3.1%、2.3%、3.3%继续反弹。
- 行业方面，科技、消费相关板块表现占优，红利板块表现居后。**近两周港股大部分行业均上涨，其中资讯科技业（上周、本周分别上涨5.98%、5.01%）、非必需性消费业（上周、本周分别上涨2.65%、3.71%）以及医疗保健业（上周、本周分别上涨8.37%、2.35%）反弹力度较大，电讯业、能源业等红利板块表现相对居后。
- 资金面上，南向资金流入规模大幅回落，外资转为流入。**南向资金方面，上周出现净流出4亿港元；本周再度转为净流入12亿港元，主要流向医疗保健业，个股主要流向康方生物。外资方面，近两周国际中介持股占比变动均为正，指向外资转为流入。

近两周恒生指数行业涨跌幅



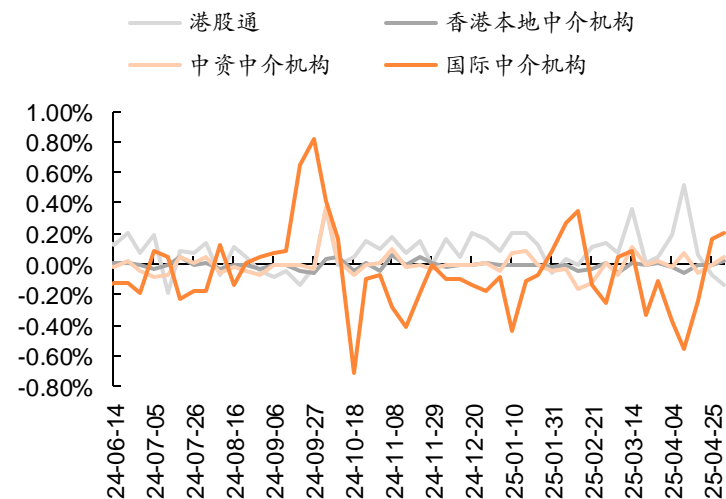
资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年5月2日

近两周南向资金流入规模先增后减



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年5月2日

国际中介机构持股占比变动反映外资流出边际放缓



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年5月2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 5月5日	周二 5月6日	周三 5月7日	周四 5月8日	周五 5月9日
美国	4月ISM非制造业PMI	/	/	5月3日当周初请失业金人数、5月美联储公布利率决议	/
欧元区	/	5月欧洲央行举行中央银行论坛，至5月7日	/	/	/
日本	/	/	/	/	/
地区	周一 5月12日	周二 5月13日	周三 5月14日	周四 5月15日	周五 5月16日
美国	/	4月CPI	/	4月PPI、4月零售销售、5月10日当周初请失业金人数	5月密歇根消费者情绪指数（初值）、4月新屋开工
欧元区	/	5月ZEW经济景气指数	/	/	3月欧元区进出口数据
日本	/		/	/	一季度GDP

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年5月2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。