

2025年06月14日

# 填坑行情进入末期，配置转向均衡

## 定期报告

### 投资要点

#### ◆ 复盘历史，填坑后的震荡行中，盈利和资金是推动行业风格穿越震荡期的核心因素。

(1) 填坑后的震荡行情中，各类风格占优所需具备的条件各不相同。一是稳定风格占优往往受外部负面冲击、政策收紧等因素推动。二是经济预期回升、上游原材料价格上涨、企业盈利改善等可能导致周期风格占优。三是成长风格占优主要受产业趋势上行、政策和流动性宽松等因素推动。四是消费风格占优主要受经济修复预期、居民可支配收入和消费信心回升以及公募基金和外资的增配等因素推动。五是金融风格占优主要受宏观政策积极、盈利改善、市场情绪偏弱等因素推动。(2) 盈利和资金是推动行业风格穿越震荡期的核心因素。一是盈利增速上升或处高位可能使风格持续占优，如 2016 年和 2017 年的消费、2020 年的周期。二是资金持续流入也可能推动风格延续，如 2016 年外资增配消费、2017 年公募基金增配消费等。

#### ◆ 当前来看，成长风格中期可能继续占优，金融风格可能阶段性有所表现。(1) 成长风格中期可能继续占优。一是中短期政策依然偏积极，地缘风险冲击有限，稳定风格难占优。二是经济和盈利仍处于弱修复趋势中，上游原材料价格上涨可能是阶段性的，周期风格中期难占优。三是中短期流动性宽松、政策积极、产业趋势上行大概率持续，成长风格可能持续占优。四是收入预期依然偏弱，消费风格可能只有新消费等部分占优。五是中期来看，盈利处于弱修复，市场情绪可能改善，金融难中期占优；但短期市场情绪可能回落，金融可能阶段性占优。(2) 从推动行业风格穿越震荡期的条件来看，成长风格短期可能暂歇。一是盈利上，成长短期面临中报业绩的考验。二是资金流入上，短期外资和公募基金持续增配成长的动力偏弱。

#### ◆ 填坑行情可能进入末期，A 股短期可能震荡。(1) 根据推动填坑行情后的震荡结束的因素来看，A 股短期可能震荡。一是政策依然偏积极，但外部事件对市场情绪可能有一定压制。二是行业轮动可能基本完成。三是成交额和换手率等情绪指标已经达到 80% 以上的历史分位数。(2) 从 DDM 框架来看，A 股短期延续震荡走势。一是经济延续弱修复趋势不变。二是流动性短期维持宽松：首先，美元指数继续维持低位震荡；其次，央行短期可能加大资金投入；最后，融资和外资可能维持平稳流入。三是短期风险偏好维持中性：首先，中美关系短期有所缓和；其次，陆家嘴论坛等会议仍可能提振市场风险偏好；最后，伊以冲突可能压制全球市场风险偏好。

#### ◆ 行业配置：短期转向均衡配置科技、消费和低估红利方向。(1) 根据前述分析，科技成长中期可能持续占优，短期低估值蓝筹可能阶段性占优。(2) 当前科技成长中的电子、电力设备，蓝筹中的建材、家电、石化等行业情绪和估值偏低。一是科技成长方面，电子、电力设备、机械设备等行业成交额占比历史分位数较低；电力设备、通信等行业估值分位数较低。二是蓝筹方面，建材、建筑、家电等行业成交额占比历史分位数较低；农林牧渔、食品饮料、公用事业等行业估值历史分位数较低。(3) 短期建议均衡配置：一是预期可能边际改善和可能补涨的石化、券商、有色金属、军工、电新等行业；二是政策和产业趋势向上的传媒（AI 应用、游戏）、通信（算力）、计算机（国产软件）、机器人、电子（半导体）等。

#### ◆ 风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。

分析师

邓利军

SAC 执业证书编号：S0910523080001

denglijun@huajinsc.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsc.cn

### 相关报告

行稳致远—A 股下半年策略展望 2025.6.12

新股次新活跃度有所增强，细微处或可见积极变化-华金证券新股周报 2025.6.9

填坑行情后的震荡何时结束？ 2025.6.7

新股板块继续呈现震荡拉锯，等待变盘信号灵活应变-华金证券新股周报 2025.6.2

六月继续震荡偏强，结构性行情依旧 2025.6.1



## 内容目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 一、周度聚焦：当下市场风格如何轮动？            | 4  |
| （一）“填坑”行情后震荡末期行业轮动有何规律？       | 4  |
| （二）成长风格中期可能继续占优，金融风格可能阶段性有所表现 | 12 |
| 二、周度策略：填坑行情可能进入末期，A股短期可能震荡    | 13 |
| （一）填坑行情可能进入末期                 | 14 |
| （二）A股短期可能进入震荡趋势               | 14 |
| 三、行业配置：短期均衡配置科技、消费和低估值红利等方向   | 17 |
| （一）从情绪和估值角度筛选成长和蓝筹行业          | 17 |
| （二）短期建议均衡配置科技成长和低估值蓝筹         | 18 |
| 四、风险提示                        | 20 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第一段）  | 4  |
| 图 2：2016 年消费者信心指数持续攀升             | 5  |
| 图 3：2016 年地产销售、开工、投资增速维持高位        | 5  |
| 图 4：2016 年消费风格盈利稳定                | 5  |
| 图 5：2016 年原油、煤炭价格上涨               | 5  |
| 图 6：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第二段）  | 6  |
| 图 7：2017 年社零增速维持高位                | 6  |
| 图 8：2017 年四季度公募基金增配消费             | 6  |
| 图 9：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第三段）  | 7  |
| 图 10：2019 年下半年美联储多次降息             | 7  |
| 图 11：2019 年下半年消费盈利增速领先            | 7  |
| 图 12：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第四段） | 8  |
| 图 13：2022 年 PMI 持续增长，11 月全年最高     | 8  |
| 图 14：2022 年周期板块盈利增速持续高增长          | 8  |
| 图 15：2020 年下半年周期板块基金持仓占比增加        | 8  |
| 图 16：2022 年 11 月基建投资回升            | 8  |
| 图 17：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第五段） | 9  |
| 图 18：2023 年工业企业利润增速呈上升趋势，8 月由负转正  | 9  |
| 图 19：2023 年 9 月地产销售弱修复            | 9  |
| 图 20：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第六段） | 10 |
| 图 21：铜、铝价格大幅上升                    | 10 |
| 图 22：PMI 和固定资产投资完成额累计同比均下降        | 10 |
| 图 23：周期风格盈利增速 2024Q2 增强           | 11 |
| 图 24：外资增持周期风格                     | 11 |
| 图 25：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第七段） | 11 |
| 图 26：美联储自 2024 年 9 月以来多次降息        | 12 |
| 图 27：成长风格 2025Q1 增幅显著             | 12 |
| 图 28：外资增持成长风格                     | 12 |
| 图 29：2024 年货币政策宽松                 | 12 |
| 图 30：wind 预测成长、消费盈利增速较高           | 13 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 31: 半导体指数上升 .....                | 13 |
| 图 32: 本轮行业轮动基本完成 .....             | 14 |
| 图 33: 地缘风险指数上升 .....               | 14 |
| 图 34: 对美出口金额占比下滑 .....             | 15 |
| 图 35: 美西航线出口集装箱运价指数明显回升 .....      | 15 |
| 图 36: 万得一致预测 PPI 同比拐点可能在 6 月 ..... | 15 |
| 图 37: 食品价格仍拖累物价 .....              | 15 |
| 图 38: 5 月美国 CPI 同比上升 .....         | 16 |
| 图 39: CME 预测美联储最早于 9 月降息 .....     | 16 |
| 图 40: 人民币汇率有所升值 .....              | 16 |
| 图 41: 近期融资继续回流 .....               | 16 |
| 图 42: 稳增长政策加速落地 .....              | 17 |
| 图 43: 申万 31 个行业的情绪指标和估值指标 .....    | 18 |
| 图 44: 新能源汽车销量缓慢回升 .....            | 19 |
| 图 45: 4 月发电新增设备容量累计同比增速提升 .....    | 19 |
| 图 46: 国产软件业务收入回升 .....             | 19 |
| 图 47: 4 月半导体销售额增速明显 .....          | 19 |

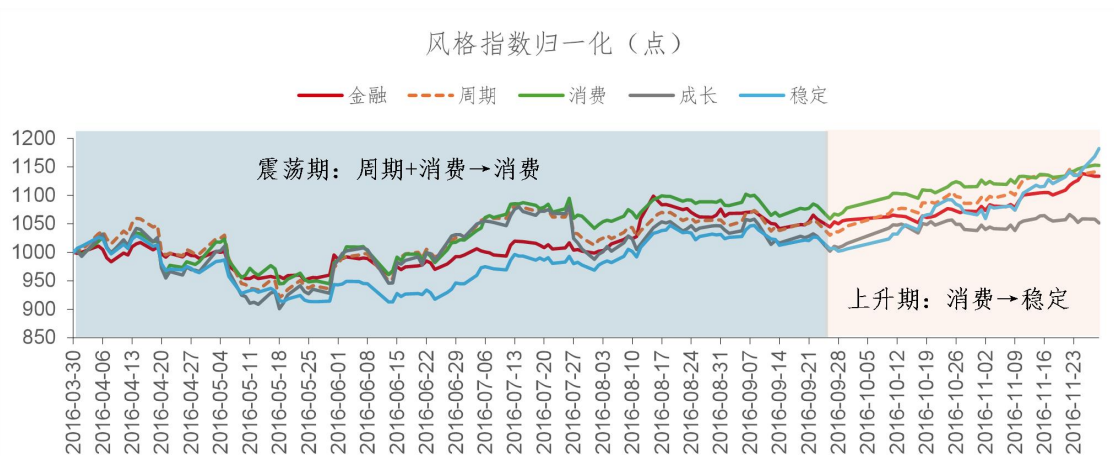
## 一、周度聚焦：当下市场风格如何轮动？

### （一）“填坑”行情后震荡末期行业轮动有何规律？

对于“填坑”行情结束后的震荡期，以及后续市场的走势的影响因素，我们在上周周报《填坑行情后的震荡何时结束？》中已经详细阐述，其中复盘了 2015 年以来 A 股共计出现的 7 次“填坑”后震荡的行情，本期周报我们将从风格入手，详细讨论该阶段风格的轮动规律。

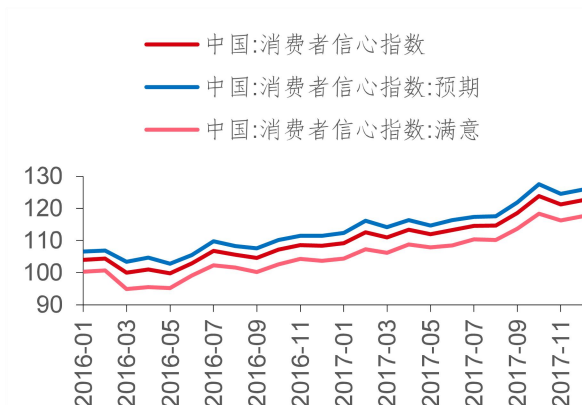
**第一段：震荡期风格从周期+消费转向消费，震荡结束后上升期内风格转向稳定占优。**（1）政策和产业趋势推动周期和消费风格占优。一是 2016 年供给侧改革持续推进，“三去一降一补”目标下周行业产能、产量均有下降，供给收缩下造成大宗商品价格上涨，周期板块景气回升。二是 2016 年消费升级趋势明显，全年消费者信心指数持续攀升，2016 年二季度我国城镇居民人均可支配收入累计同比增速高达 8%，推动消费风格走强。（2）盈利改善和资金流入下消费风格穿越震荡期。一是消费板块 2016 年单季度盈利增速分别为 19.7%、18.8%、31.2%、38.1%，盈利稳定性较强。二是外资偏好配置核心资产，而部分核心资产的优质标的集中于消费板块，2016 年三季度外资消费持仓规模高达 543 亿元（二季度为 481 亿），资金持续流入消费板块。（3）年底政策收紧，风格转向稳定板块避险。2016 年 12 月，证监会加强对举牌和杠杆收购行为的监管，政策转紧下风格切向具有避险属性的稳定风格。

图 1：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第一段）



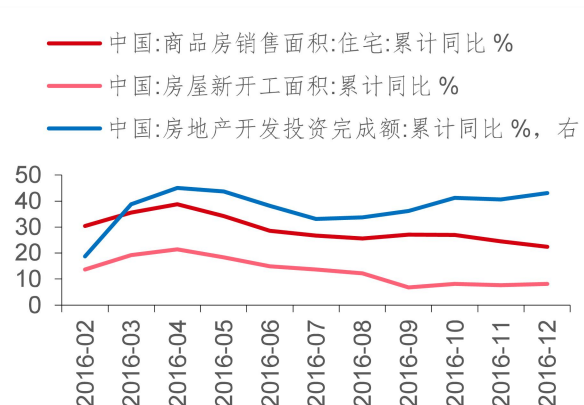
资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：2016 年消费者信心指数持续攀升



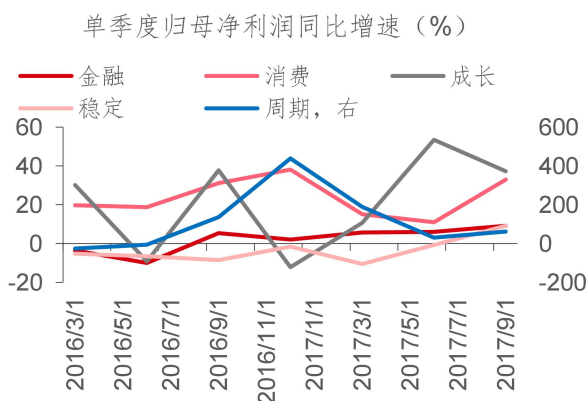
资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：2016 年地产销售、开工、投资增速维持高位



资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：2016 年消费风格盈利稳定



资料来源：华金证券研究所，wind

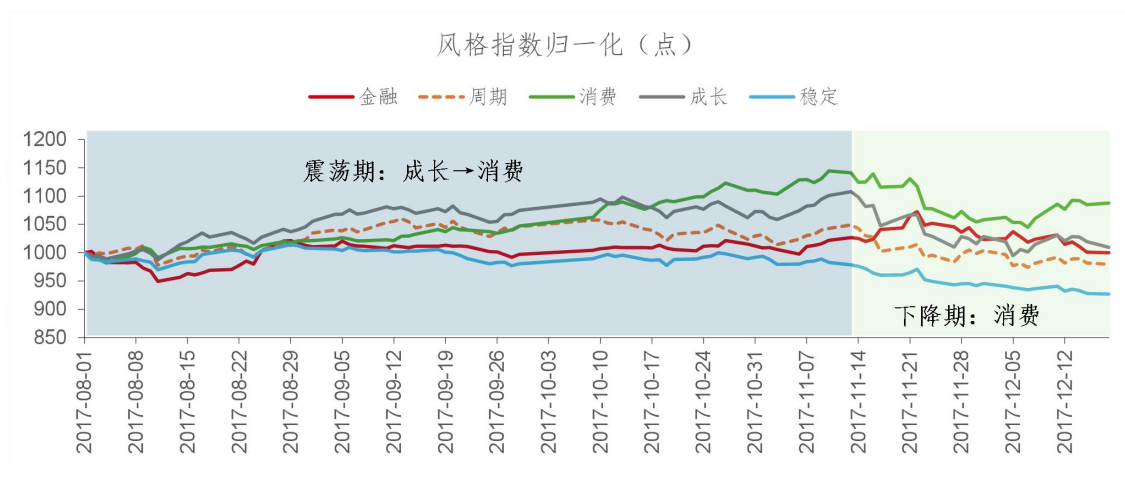
图 5：2016 年原油、煤炭价格上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

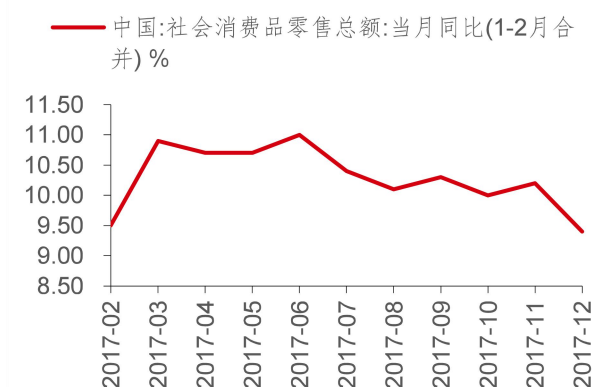
**第二段：震荡期风格为成长+消费，震荡结束后下行期间消费仍占优。**（1）该阶段流动性和盈利是决定成长风格的核心因素。一是震荡前期，成长风格明显占优，主要受益于 6 月美联储加息靴子落地、二季度成长板块盈利大幅修复（Q2 归母净利润同比增速高达 53.5%，为所有风格中盈利增速最高）等因素。二是当流动性和政策预期收紧、盈利增速转弱后成长风格被明显压制，例如 12 月美联储继续加息，同时资管新规落地扰动风险偏好，而成长盈利增速也呈下滑趋势，于 2017Q4 回落至-21.5%。（2）产业趋势上行、盈利改善和资金流入下消费风格穿越震荡期。一是经济基本面来看，2017 年全年消费者信心指数上升，全年社零单月增速均维持在 9%以上的高位，消费升级趋势较为明显。二是盈利来看，消费风格在 2017 年全年盈利增速维持稳定，单季度归母净利润同比增速均高于 10%，推动消费风格持续占优。三是资金来看，资金加码配置消费，推动风格延续，2017Q3 至 Q4 公募基金对消费板块持仓占比从 24.91%上升至 27.89%。

图 6：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第二段）



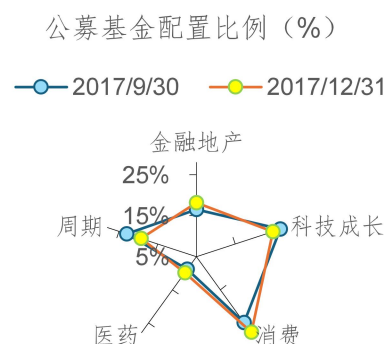
资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：2017 年社零增速维持高位



资料来源：华金证券研究所，wind

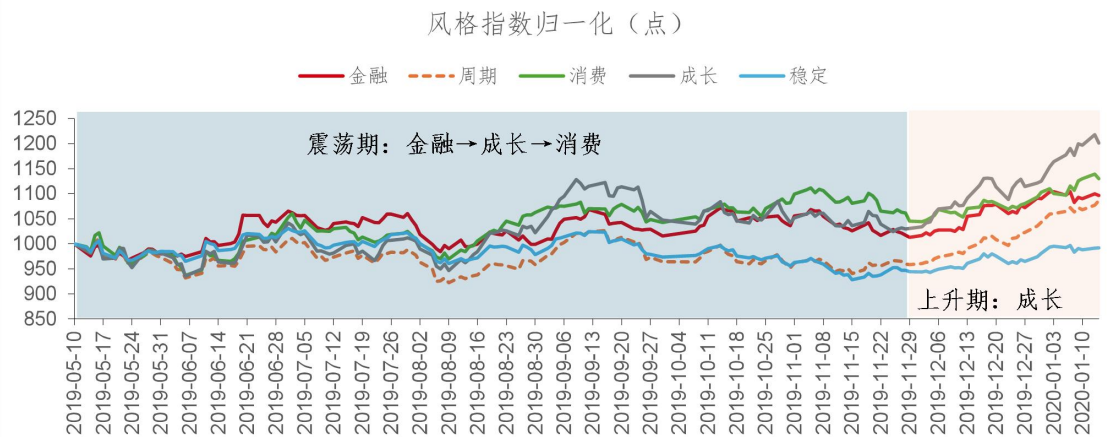
图 8：2017 年四季度公募基金增配消费



资料来源：华金证券研究所，wind

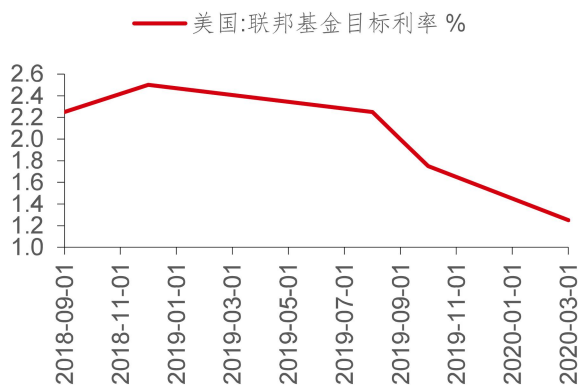
**第三段：震荡期风格从金融切至成长再切向消费，而上升期以成长为主线。**（1）外部风险加剧和盈利改善使金融前期占优。一是 5 月美国对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%，中美贸易摩擦加剧下资金转向大金融避险。二是 2019 年前三个季度金融板块单季度盈利增速均维持 15% 以上的高位，推动震荡前期金融占优。（2）流动性宽松、产业趋势上升、政策支持等推动成长风格崛起。一是 2019 年 8 月开始美联储开启降息，9 月央行定向降准，海内外流动性大幅宽松，叠加国产替代的催化，成长行情逐步开启。二是在季报披露的扰动下，风格逐步切向了盈利增速改善的消费（2019Q2-Q4 期间单季度盈利增速持续回升至 64.4%），直至 12 月初《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》征求意见稿发布，强化了后续新能车的产业上升趋势，公募基金也开始加码配置科技，风格才逐步切回成长。

图 9：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第三段）



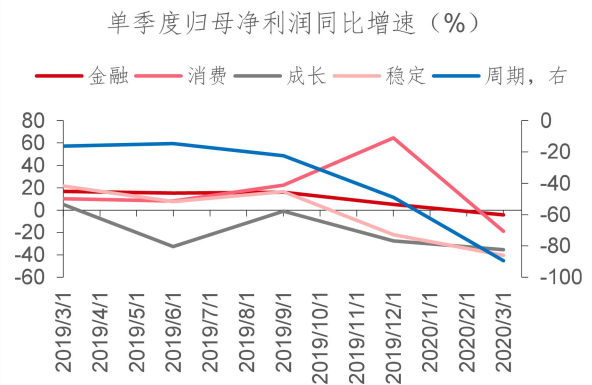
资料来源：华金证券研究所，wind

图 10：2019 年下半年美联储多次降息



资料来源：华金证券研究所，wind

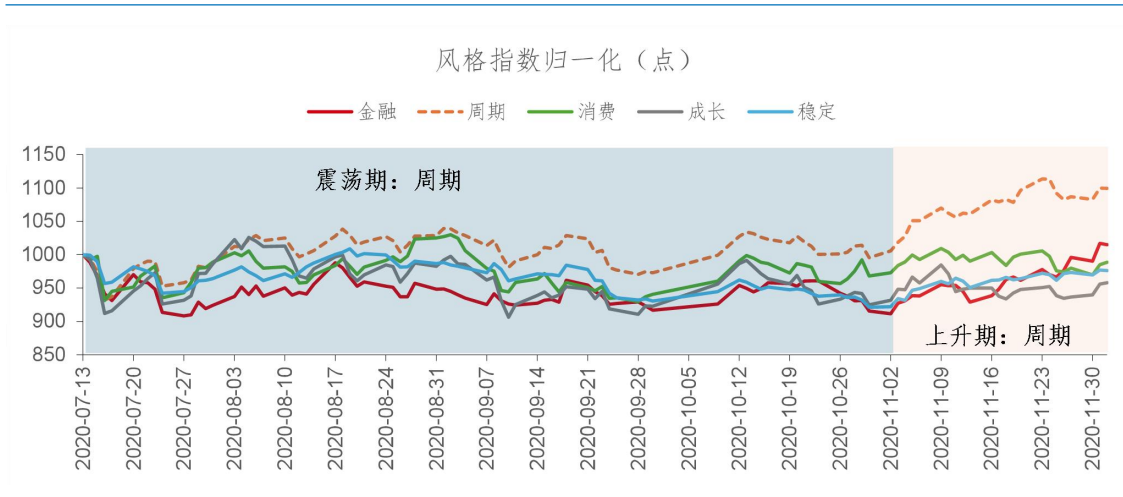
图 11：2019 年下半年消费盈利增速领先



资料来源：华金证券研究所，wind

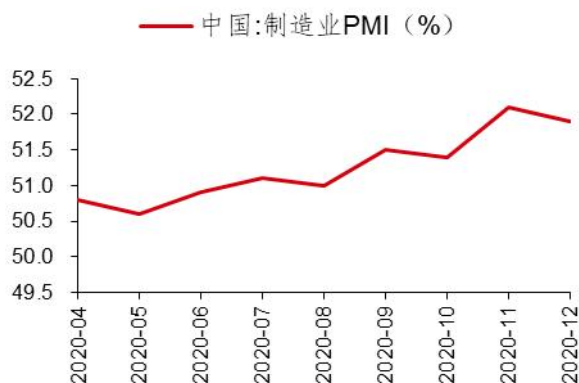
**第四段：震荡期和上升期，周期风格延续占优。**（1）基本面回暖和政策推动周期风格持续占优。一是基本面数据来看：首先，2020 年 1-11 月 PMI 持续增长，制造业景气度逐步回暖，为周期行业创造了订单增长、产能释放的基础条件；其次，2020 年 11 月起基建投资触底回升，地方政府性基金支出 11 月同比增速为 37.1%，交通运输财政支出 11 月同比增速为 16.7%，12 月达到 92.1%，基建投资托底叠加 PMI 在 11 月达到高位，周期风格在震荡后的上升期开始进一步凸显优势。二是政策端，5 月第十三届全国人民代表大会第三次会议强调要抓好“六稳”、“六保”，强政策预期下提振经济修复信心，周期风格明显占优。（2）盈利改善和资金流入下周期风格穿越震荡期。一是盈利增速持续增长，周期板块 2020 年单季度盈利增速一直延续高速增长趋势，在三季度由负转正（-28.7%→53.9%），四季度达到 124.8%的高点，助推周期板块持续占优。二是资金持续流入周期板块，二季度至四季度，北向资金持仓占比增加 2.9pts（11.7%→14.6%），基金持仓占比增加 3.4pts（-11.4%→-8.0%）。

图 12：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第四段）



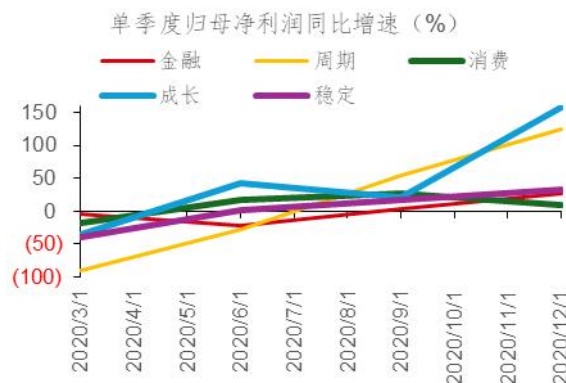
资料来源：华金证券研究所，wind

图 13：2022 年 PMI 持续增长，11 月全年最高



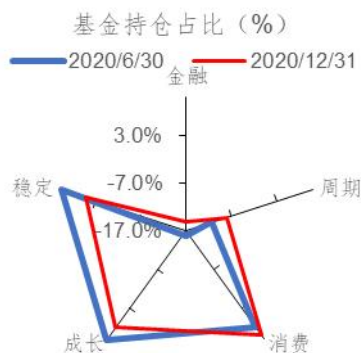
资料来源：wind，华金证券研究所

图 14：2022 年周期板块盈利增速持续高增长



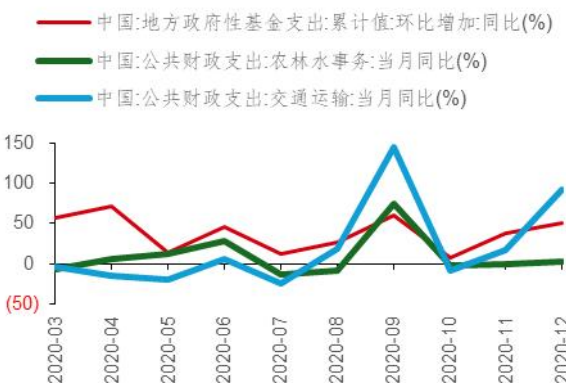
资料来源：wind，华金证券研究所

图 15：2020 年下半年周期板块基金持仓占比增加



资料来源：wind，华金证券研究所

图 16：2022 年 11 月基建投资回升

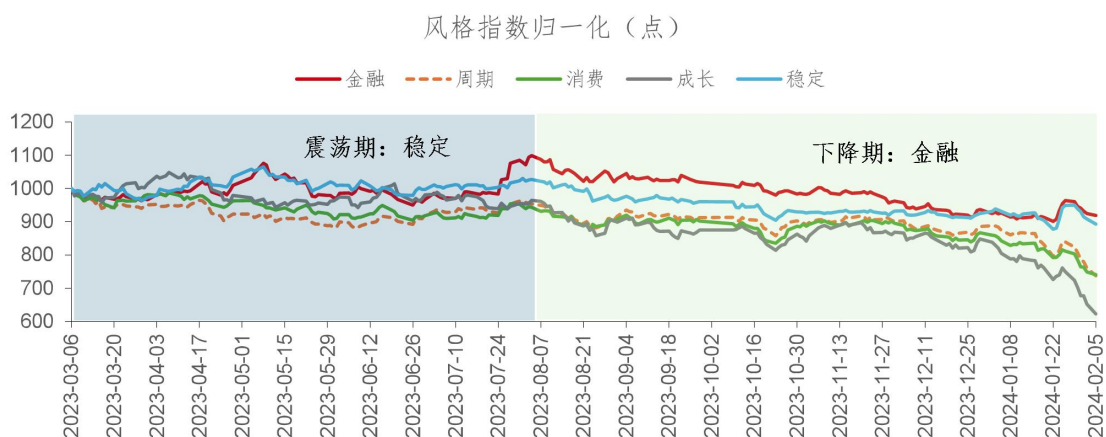


资料来源：wind，华金证券研究所

**第五段：震荡期稳定风格占优，震荡结束后的下降期风格转向金融占优。**（1）经济基本面偏弱、外部负面冲击和政策收紧下震荡期稳定风格占优。一是基本面来看，2023 年 3-8 月工业

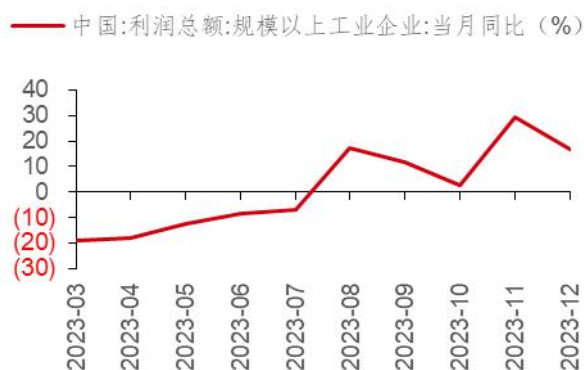
企业利润盈利增速偏弱，3月同比增速-19.2%，需求端疲软；3-6月PPI当月同比呈现深度负值且持续下行，6月同比增速-5.4%，经济增长动力偏弱。二是外部负面冲击，自2022年10月美国针对中国实施的“半导体新规”后，美国商务部将多家中国实体加入出口管制“实体清单”，中美贸易摩擦加剧。三是地产政策收紧，4月中央政治局召开会议再次强调“房住不炒”，市场风格偏向具有避险属性的稳定风格。（2）基本面弱修复、积极政策落地后震荡后下降期转向金融风格占优。一是基本面弱修复：2023年8月工业企业利润总额增速由负转正，延续上升趋势；PPI同比增速回升，8月同比增速达到-3.0%，需求端逐步回暖；商品房成交面积9月起回暖，房地产市场开始弱修复。二是金融板块明显受益于地产和货币政策宽松：地产政策上，7月10日中国人民银行、国家金融监督管理总局发布关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知；7月24日中央政治局会议会议精神未提“房住不炒”，整体基调更加积极；货币政策上，央行8月下调1年期LPR10个基点，9月降准0.25个百分点。

图 17：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第五段）



资料来源：华金证券研究所，wind

图 18：2023 年工业企业利润增速呈上升趋势，8 月由负转正



资料来源：wind，华金证券研究所

图 19：2023 年 9 月地产销售弱修复

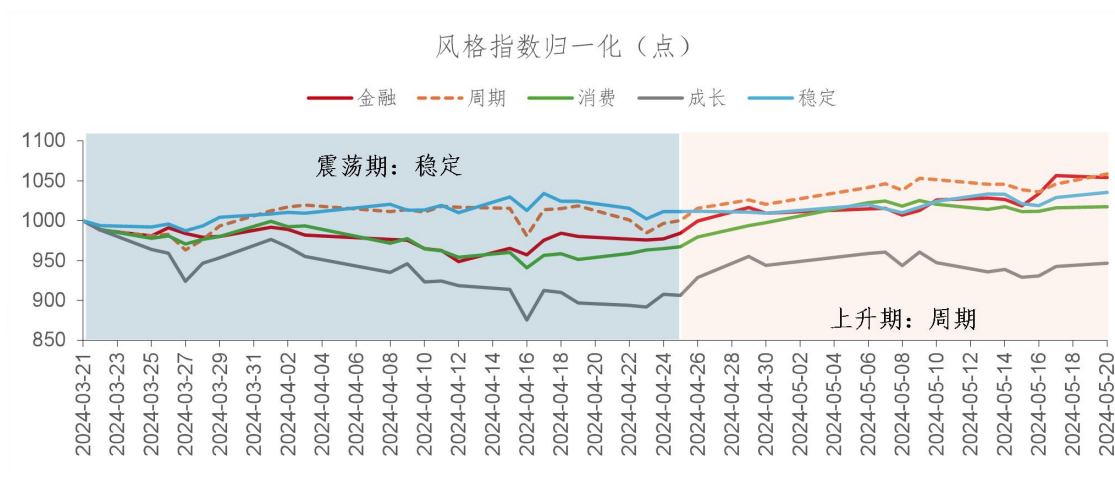


资料来源：wind，华金证券研究所

第六段：震荡期风格从稳定+周期转向周期，震荡结束后的上升期内风格转向周期占优。（1）产业趋势推动稳定和周期风格占优。一是经济预期悲观：制造业PMI自2024年3月的50.8%下降至2024年5月的49.5%，固定资产投资完成额累计同比从2024年3月的4.5%下降至4.0%；

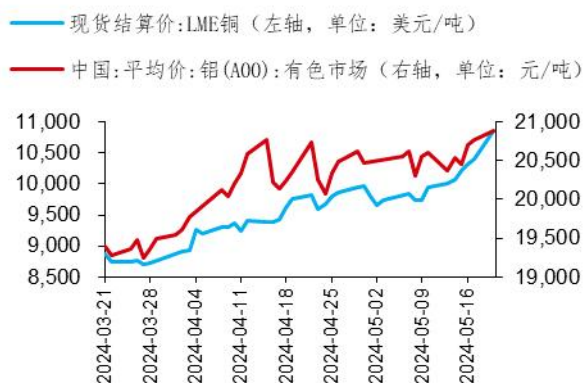
二是需求资源品价格持续走强：LME 铜价从 3 月 21 日 8,873.5 美元/吨飙升至 5 月 20 日 10,857 美元/吨（+22.3%），铝价从 19,400 元/吨升至 20,890 元/吨（+7.7%）。（2）盈利大幅改善、资金流入、政策支持下强化震荡结束后周期主线。一是周期板块盈利大幅改善：2024Q1 至 2024Q2 周期风格盈利增速由-3.9%至+6.2%。二是外资结构性增配：外资持仓占比中，周期风格 2024Q2 达到 22.2%，相较于 2024Q1 的 20.6%有明显增长。三是政策方面，2024 年 3 月 13 日，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，政策催化下风格切向周期。

图 20：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第六段）



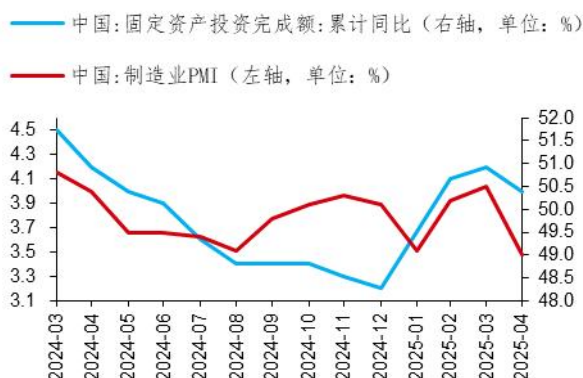
资料来源：华金证券研究所，wind

图 21：铜、铝价格大幅上升



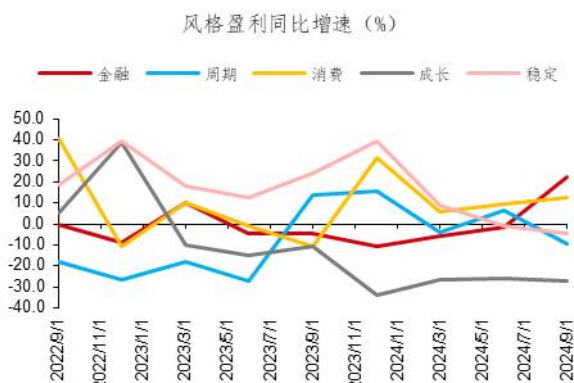
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 22：PMI 和固定资产投资完成额累计同比均下降



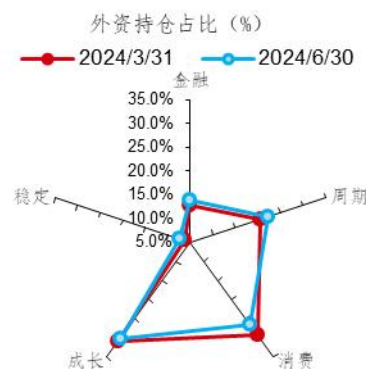
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 23：周期风格盈利增速 2024Q2 增强



资料来源：wind, 华金证券研究所

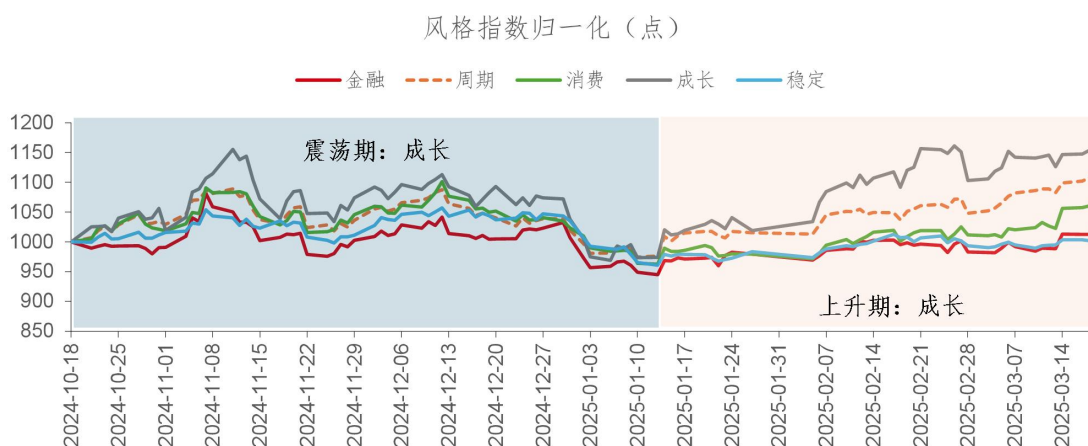
图 24：外资增持周期风格



资料来源：wind, 华金证券研究所

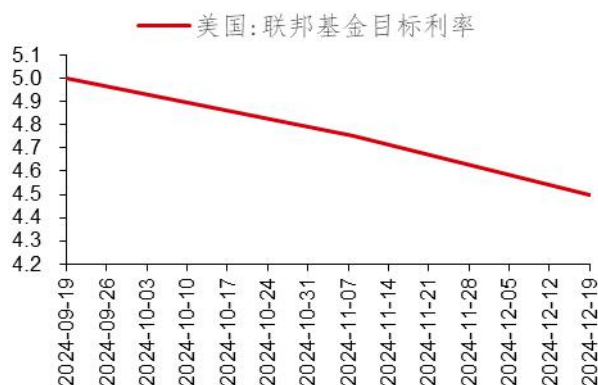
**第七段：震荡期风格成长持续占优，震荡结束后上升期内成长风格进一步强化。**（1）流动性宽松、产业政策催化下成长风格持续占优。一是美联储进入降息周期，联邦基金目标利率自 2023 年 7 月后开始下调，2024 年 9 月 19 日下调 25BP 至 4.75%。二是国内货币政策宽松，2024 年 9 月至 10 月，中国人民银行持续向市场投放流动性，接连下调存款准备金率、SLF 和 LPR，并设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。三是产业政策催化不断，国家集成电路产业投资基金（“大基金”）三期启动首批大规模投资，目标芯片全产业链。（2）盈利改善和资金流入下成长风格穿越震荡期。一是成长板块盈利大幅改善，盈利增速从 2024Q3 的 -26.89% 回升至 2025Q1 的 8.57%。二是外资结构性增配，成长风格 2025Q1 外资持仓占比达到 33.2%，相较于 2024Q3 的 30.5% 有明显增长。

图 25：“填坑”后震荡行情及后续上升期间风格轮动的表现（第七段）



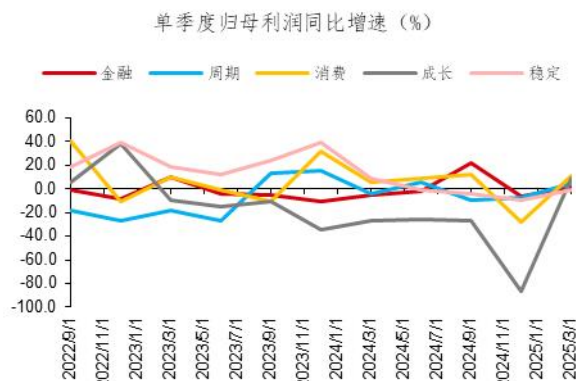
资料来源：华金证券研究所, wind

图 26：美联储自 2024 年 9 月以来多次降息



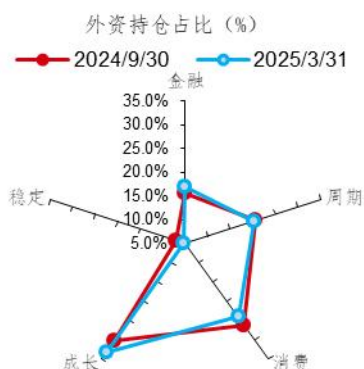
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 27：成长风格 2025Q1 增幅显著



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 28：外资增持成长风格



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 29：2024 年货币政策宽松

| 时间         | 政策内容                                                                                                 |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024.9.27  | 中国人民银行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。                                                   |
| 2024.9.27  | 中国人民银行下调常备借贷便利（SLF）利率。其中，隔夜利率从 2.55% 下调至 2.35%，7 天利率从 2.7% 下调至 2.5%，1 个月利率从 3.05% 下调至 2.85%。         |
| 2024.10.18 | 中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事项的通知》，设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。 |
| 2024.10.21 | 中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1 年期 LPR 为 3.1%，5 年期以上 LPR 为 3.6%，均较前次下降 0.25 个百分点。               |

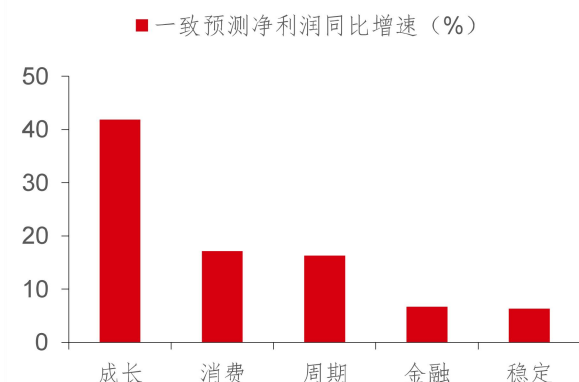
资料来源：华金证券研究所整理

复盘历史，填坑后的震荡行中，盈利和资金是推动行业风格穿越震荡期的核心因素。复盘 2015 年以来 A 股 7 次“填坑”后震荡行情中行业风格的表现，可以看到：（1）各类风格占优所需具备的条件各不相同。一是稳定风格占优往往受外部负面冲击、政策收紧等因素推动，如 2016/10-2016/11、2023/4-2023/7、2024/3-2024/4。二是经济预期回升、上游原材料价格上涨、企业盈利改善等可能导致周期风格占优，如 2016/4-2016/7、2020/7-2020/11。三是成长风格占优主要受产业趋势上行、政策和流动性宽松等因素推动，如 2017/8-2017/10、2019/8-2020/1、2024/10-2025/3。四是消费风格占优主要受经济修复预期、居民可支配收入和消费信心回升以及公募基金和外资的增配等因素推动，如 2016/7-2016/11、2017/10-2017/12、2019/10-2019/11。五是金融风格占优主要受宏观政策积极、盈利改善、市场情绪偏弱等因素推动，如 2019/6-2019/7、2023/8-2024/2。（2）盈利和资金是推动行业风格穿越震荡期的核心因素。一是盈利增速上升或处于高位可能使得风格持续占优，如 2016 年和 2017 年的消费、2020 年的周期。二是资金持续流入也可能推动风格延续，如 2016 年外资增配消费、2017 年公募基金增配消费、2020 年公募基金增配周期、2024 年外资和公募基金增配成长等。

## （二）成长风格中期可能继续占优，金融风格可能阶段性有所表现

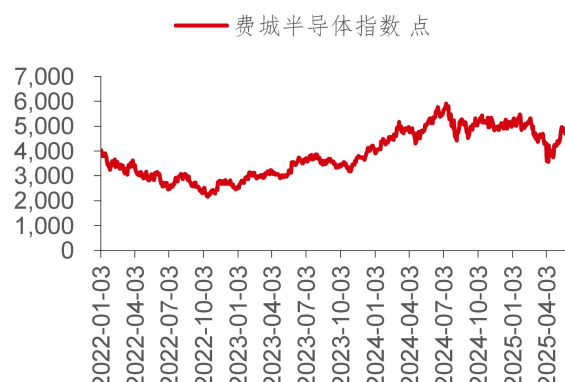
当前来看，成长风格中期可能继续占优，金融风格可能阶段性有所表现。(1) 从各类风格占优需要具备的条件来看，成长风格中期可能继续占优。一是中短期政策依然偏积极，短期地缘风险冲击有限，稳定风格难占优：首先，前期发改委提出大部分稳就业稳经济政策将在 6 月底前落地，政策积极预期仍较强；其次，伊朗和以色列的冲突对短期市场情绪有冲击，但对全球经济和流动性影响相对有限，避险情绪偏弱下稳定板块难占优。二是经济和盈利仍处于弱修复趋势中，上游原材料如原油、铜等价格上涨可能是阶段性的，周期风格中期难占优：首先，短期经济和盈利继续处于弱修复中；其次，油价上涨更多是受到伊朗和以色列冲突的短期影响，需求偏弱下包括原油在内的上游原材料中期上涨难持续。三是中短期流动性宽松、政策积极、产业趋势上行大概率持续，成长风格可能持续占优：首先，当前美国经济、就业、通胀数据均指向降息周期未完，美元偏弱下海外对国内宽松掣肘较小，保增长压力下国内央行维持流动性宽松的意愿较强，可能进一步降息降准；其次，近期工信部等九部门联合印发《关于加快推进科技服务业高质量发展的实施意见》，支撑科技创新和产业创新融合发展，支持科技创新和新消费等的政策仍在持续出台和落地实施；最后，人工智能、人形机器人等技术和产品不断更新迭代，费城半导体指数拐头向上、全球首个具身智能机器人“4S”店将亮相北京亦庄等，均指向产业上行趋势中短期延续。四是经济和收入预期依然偏弱，受关税政策影响，5 月出口增速出现一定下滑，同时地产投资、开工增速等仍处于低位尚未企稳，外资和公募基金可能增配部分新消费，消费风格可能只有新消费等部分占优。五是中期来看，政策依然积极，但盈利处于弱修复阶段，市场情绪可能改善，金融难中期占优；但短期可能受地缘冲突风险以及 7 月中报业绩等不确定因素影响，市场情绪可能回落，金融可能阶段性占优。(2) 从推动行业风格穿越震荡期的条件来看，成长风格短期可能暂歇，金融和稳定可能阶段性占优。一是盈利上，wind 一致预测 2025 年净利润同比增速中成长和消费增速居首，分别为 41.8%、17.1%，中期来看成长相对占优；但短期面临中报业绩的考验，AI、人形机器人、军工、新消费等行业增速能否回升面临不确定性。二是资金流入上，短期外资和公募基金持续增配成长的动力偏弱：首先，经济和盈利继续弱修复，叠加短期地缘风险上升和业绩期到来，外资流入的动力减弱；其次，一季度公募基金继续超配电子等成长板块，但电子涨幅相对靠后，短期机构资金进一步增配成长的动力可能较低。

图 30: wind 预测成长、消费盈利增速较高



资料来源: wind, 华金证券研究所 (注: 数据统计截至 6/12)

图 31: 半导体指数上升



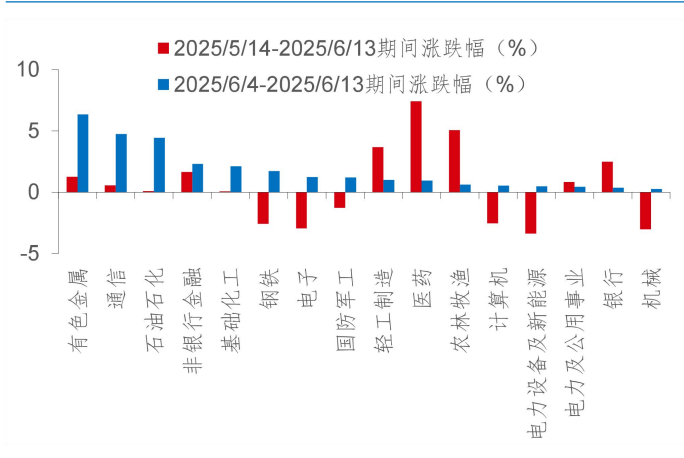
资料来源: 华金证券研究所, wind

## 二、周度策略：填坑行情可能进入末期，A 股短期可能震荡

## （一）填坑行情可能进入末期

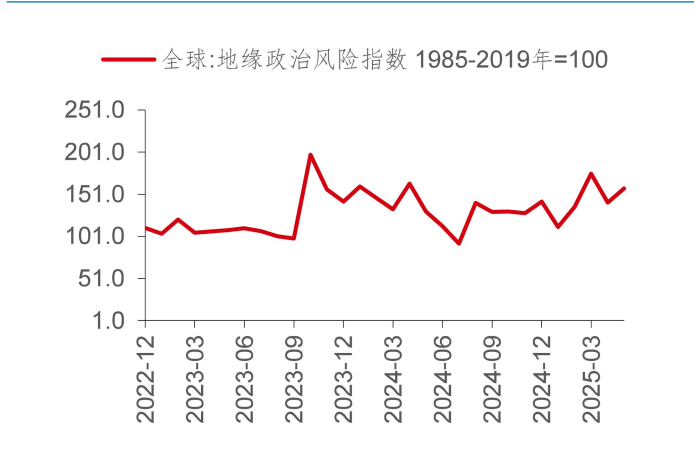
根据推动填坑行情后的震荡结束的因素来看，A股短期可能震荡。如我们报告《填坑行情后的震荡何时结束？》中所述，填坑行情后的震荡结束后A股多上涨，核心驱动因素是政策和外部事件、行业轮动、市场情绪等，比照来看：（1）政策依然偏积极，但外部事件对市场情绪可能有一定压制。如前所述，稳增长政策在6月仍有望积极落地，但地缘冲突风险上升对市场情绪有一定扰动。（2）行业轮动可能基本完成：首先，前期涨幅偏低的有色金属、石油石化、钢铁等板块近一周出现补涨；其次，前期涨幅较多的新消费、创新药等子行业出现回落。（3）成交额和换手率等情绪指标已经达到80%以上的历史分位数。一是当前上证换手率分位数（2010年起，下同）为87.8%。二是全A成交额历史分位数达96.3%，情绪处于高位。

图 32：本轮行业轮动基本完成



资料来源：华金证券研究所，wind

图 33：地缘风险指数上升



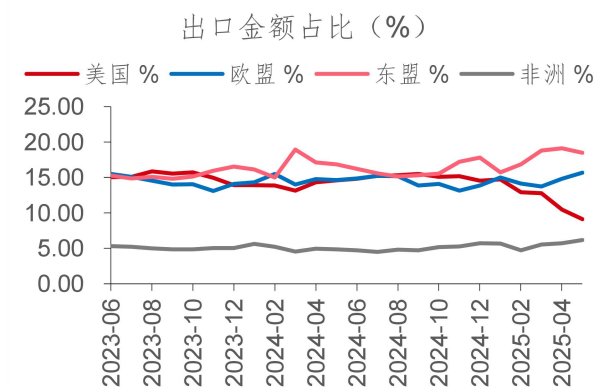
资料来源：华金证券研究所，wind

## （二）A股短期可能进入震荡趋势

经济延续弱修复趋势不变。（1）5月出口同比增速有所回落，同时5月物价指数整体仍偏弱。一是“抢出口”效应略有迟滞：数据上，5月单月出口金额同比录得4.8%（前值为8.1%），增速有一定下滑的主要原因仍是关税暂缓落实在5月中旬，而运力和订单修复需要时间，“抢出口”效应并未在5月得到明显体现；结构上，首先，国别来看，5月当月对美出口增速继续下滑至-34.5%（前值为-21.0%），但对欧盟、非洲、东盟等地出口增速继续维持高位，同时出口金额占比也均有回升，对美出口金额占比回落至9.1%左右，在新兴市场需求托底下即便后续关税风险上升，对出口的扰动也可能较为有限，其次，产品上，今年1至5月，我国机电产品出口增速达9.3%，其中自动数据处理设备及其零部件增长3.9%，集成电路增长18.9%，汽车增长6.6%，我国优势产品出口结构性优势仍在；后续来看，90天关税暂缓期尚未结束，“抢出口”效应有望在6月出口数据上得到体现，同时美西航线出口集装箱货运指数已经开始回升，短期出口韧性仍在。二是物价指数整体仍偏弱：CPI来看，5月CPI同比录得-0.1%，其中食品类CPI同比下探0.2个百分点，相较非食品类表现明显偏弱，农产品批发价格200指数仍处在低位下行区间，对整体物价形成拖累；PPI来看，受去年同期高基数影响，今年5月PPI同比录得-3.3%（前值为-2.7%），呈下探趋势，同时受外部不确定性因素影响，原油等上游原材料价格震荡下行，导致物

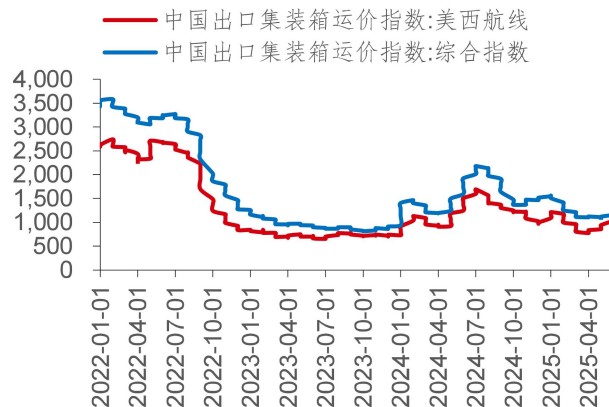
价水平较为低迷，但高端装备制造等产业发展仍带动相关行业价格同比上涨，高技术产品需求扩大下后续对 PPI 可能有一定支撑。(2) 一、二、三线地产周销售同比增速近几周明显回落。一是最新一二三线城市商品房周度销售同比数据分别为-9.71%、-21.75%、-19.92%，地产销售增速偏弱。二是原材料上，4 月水泥和平板玻璃产量同比增速仍为负，需求仍较为低迷。

图 34：对美出口金额占比下滑



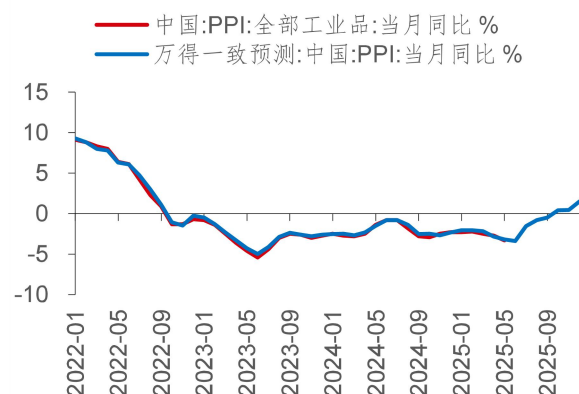
资料来源：华金证券研究所，wind

图 35：美西航线出口集装箱运价指数明显回升



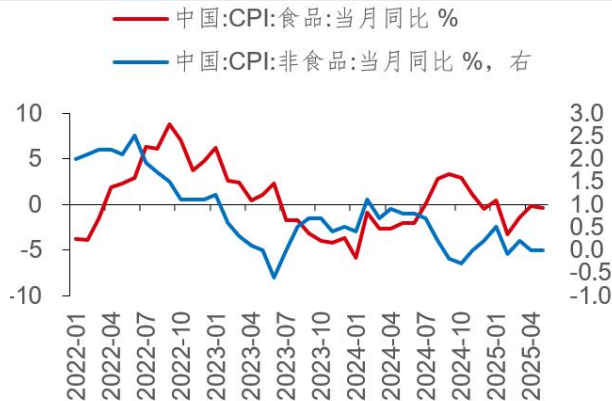
资料来源：华金证券研究所，wind

图 36：万得一致预测 PPI 同比拐点可能在 6 月



资料来源：华金证券研究所，wind

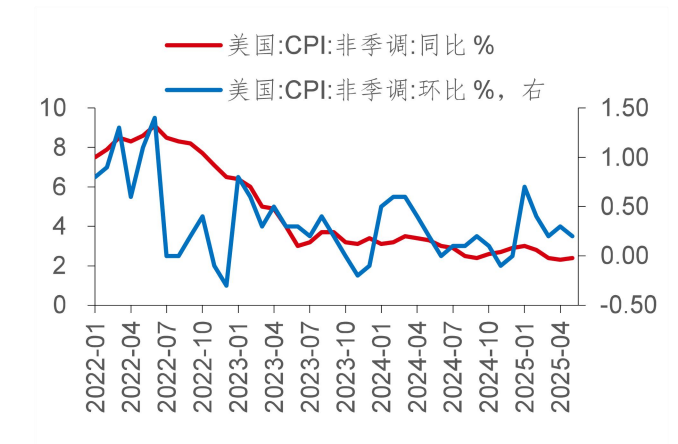
图 37：食品价格仍拖累物价



资料来源：华金证券研究所，wind

**流动性短期维持宽松。**(1) 国内流动性维持宽松趋势不变。一是海外方面：首先，5 月美国 CPI 同比录得 2.4%（前值为 2.3%），核心 CPI 同比录得 2.8%（前值为 2.8%），关税影响下通胀数据并未明显抬头，可能受消费需求提前释放所导致，后续即便关税政策在通胀数据上开始反应，在就业市场和经济数据的压力下也难结束降息周期，当前 CME 预测来看仍维持年内降息两次的预期不变；其次，美元指数继续低位震荡，人民币汇率有所升值，海外对国内流动性宽松的影响进一步减弱。二是国内方面，6 月 6 日央行通过公开市场操作回收流动性 6717 亿元，但后续月底资金面可能面临季节性紧张，政府债发行等压力下央行短期可能加大资金投入，流动性大概率维持宽松。(2) 短期融资继续回流。一是近期融资继续回流，本周截至 6 月 12 日，融资净流入 126 亿元，环比上升 75%，市场情绪逐步修复下融资开始回流。二是陆股通单日成交额及所占全 A 之比有一定回升，或指向外资较为活跃，后续在政策依然积极、外部风险扰动有限下融资和外资可能维持平稳流入。

图 38：5 月美国 CPI 同比上升



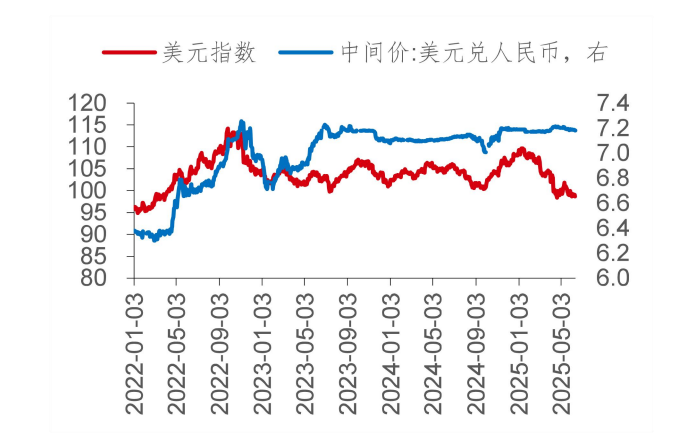
资料来源：华金证券研究所，wind

图 39：CME 预测美联储最早于 9 月降息

|              | 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 |
| 2025/6/18    |                                                       |         |         |         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 99.8%   |
| 2025/7/30    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 18.6%   | 81.3%   |
| 2025/9/17    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 12.2%   | 59.7%   | 28.0%   |
| 2025/10/29   | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 6.4%    | 37.1%   | 43.1%   | 13.4%   |
| 2025/12/10   | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 4.1%    | 26.1%   | 41.0%   | 24.0%   | 4.8%    |
| 2026/1/28    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 1.6%    | 12.9%   | 32.0%   | 34.2%   | 16.4%   | 2.9%    |
| 2026/3/18    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.8%    | 7.1%    | 22.2%   | 33.1%   | 25.5%   | 9.8%    | 1.5%    |
| 2026/4/29    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.2%    | 2.6%    | 11.5%   | 25.4%   | 30.9%   | 20.9%   | 7.4%    | 1.1%    |
| 2026/6/17    | 0.0%                                                  | 0.1%    | 1.2%    | 6.1%    | 16.9%   | 27.5%   | 27.0%   | 15.7%   | 4.9%    | 0.6%    |
| 2026/7/29    | 0.0%                                                  | 0.3%    | 2.3%    | 8.5%    | 19.3%   | 27.4%   | 24.5%   | 13.3%   | 4.0%    | 0.5%    |
| 2026/9/16    | 0.1%                                                  | 0.8%    | 3.8%    | 11.2%   | 21.3%   | 26.7%   | 21.7%   | 10.9%   | 3.1%    | 0.4%    |
| 2026/10/28   | 0.2%                                                  | 1.1%    | 4.5%    | 12.1%   | 21.8%   | 26.2%   | 20.7%   | 10.2%   | 2.9%    | 0.3%    |
| 2026/12/9    | 0.2%                                                  | 1.4%    | 5.1%    | 12.9%   | 22.2%   | 25.8%   | 19.8%   | 9.6%    | 2.6%    | 0.3%    |

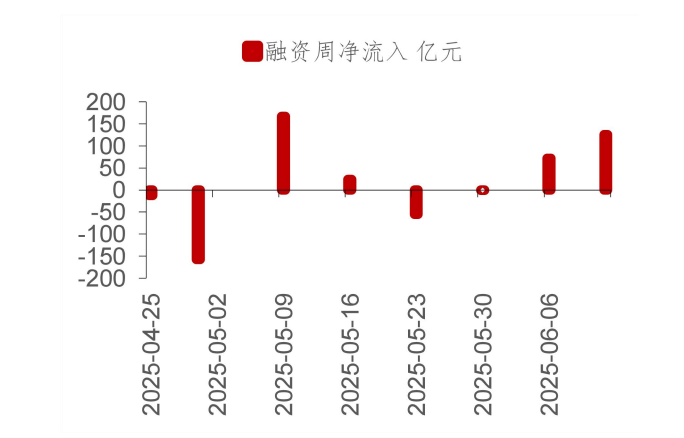
资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool

图 40：人民币汇率有所升值



资料来源：华金证券研究所，wind

图 41：近期融资继续回流



资料来源：华金证券研究所，wind

**短期风险偏好维持中性。**(1) 中美谈判释放一定积极信号。据外交部网站消息，近期中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及商务部长等举行中美经贸磋商机制首次会议，同时美方表示，本次会议取得积极成果，进一步稳定了双边经贸关系，将按照两国元首通话要求，共同落实好本次会议共识，中美关系短期有所缓和下风险偏好可能回升。(2) 短期政策依然积极，陆家嘴论坛等会议仍可能提振市场风险偏好。一是地方政府加码消费政策：江苏省人民政府办公厅印发的《江苏省实施提振消费专项行动若干措施》提出，大宗消费更新升级行动旨在释放消费潜力、消费品质提升行动注重品牌培育与创新、消费环境改善提升行动着力优化消费生态；深圳市人民政府办公厅印发实施《深圳市提振消费专项行动实施方案》，促进消费内容向智能化、绿色化、融合化转型升级；河南省人民政府办公厅印发《河南省提振消费专项行动实施方案》，提出做强数字消费、做大智能消费、发展低空消费的“新消费”相关举措。二是 2025 陆家嘴论坛以“全球经济变局中的金融开放合作与高质量发展”为主题，将于 6 月 18 日至 19 日期间在上海举办，论坛期间，中央金融管理部门还将发布若干重大金融政策，届时可能提振市场情绪。(3) 伊朗和以色列的冲突可能压制全球市场风险偏好。当地时间 6 月 13 日，以色列空军对伊朗发动军事行动，袭击了伊朗数十个与核计划相关的设施目标，称或已经打死伊朗多名军方高官和核科学家，双方冲突激化下对全球市场风险偏好形成一定冲击。

图 42：稳增长政策加速落地

| 日期    | 事件                                                                                                 | 政策                                                      |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
| 6月7日  | 江苏省政府办公厅印发《江苏省实施提振消费专项行动若干措施》，围绕六大方面提出62条具体举措，全方位扩大有效消费需求，促进消费市场持续回暖。                              | 大宗消费更新升级行动旨在释放消费潜力、消费品质提升行动注重品牌培育与创新、消费环境改善提升行动着力优化消费生态 |
| 5月30日 | 中共深圳市委办公厅、深圳市人民政府办公厅印发实施《深圳市提振消费专项行动实施方案》（以下简称《实施方案》），共提出三个方面39条具体措施。                              | 促进消费内容向智能化、绿色化、融合化转型升级                                  |
| 5月27日 | 为深入贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会及中央经济工作会议精神，落实《提振消费专项行动方案》要求，进一步扩消费、惠民生，稳增长、促发展，河南省人民政府办公厅印发《河南省提振消费专项行动实施方案》 | 做强数字消费、做大智能消费、发展低空消费                                    |

资料来源：华金证券研究所整理

### 三、行业配置：短期均衡配置科技、消费和低估值红利等方向

#### （一）从情绪和估值角度筛选成长和蓝筹行业

当前科技成长中的军工、电子、电力设备，蓝筹中的建材、家电、石化等行业情绪和估值偏低。（1）科技成长方面，电子、电力设备、机械设备等行业成交额占比历史分位数较低，分别为 60.30%、61.70%、65.00%；电力设备、通信等行业估值分位数较低，分别为 24.88%、18.57%。（2）蓝筹方面，建材、建筑、家电等行业成交额占比历史分位数较低，分别为 2.00%、6.80%、16.00%；农林牧渔、食品饮料、公用事业等行业估值历史分位数较低，分别为 5.80%、4.85%、15.08%。

图 43：申万 31 个行业的情绪指标和估值指标

|      | 成交额占比       |           | 换手率         |           | PE 估值       |           |
|------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|
|      | 最新交易日数据 (%) | 历史分位数 (%) | 最新交易日数据 (%) | 历史分位数 (%) | 最新交易日数据 (倍) | 历史分位数 (%) |
| 国防军工 | 5.01%       | 98.50%    | 3.46        | 92.80%    | 76.10       | 68.32     |
| 美容护理 | 0.67%       | 93.50%    | 4.84        | 98.00%    | 39.53       | 53.84     |
| 汽车   | 5.41%       | 82.90%    | 2.80        | 90.30%    | 25.81       | 60.31     |
| 医药生物 | 9.29%       | 82.40%    | 2.84        | 90.90%    | 34.88       | 47.59     |
| 石油石化 | 1.51%       | 81.70%    | 0.97        | 98.10%    | 16.77       | 52.92     |
| 社会服务 | 1.08%       | 81.00%    | 4.01        | 91.50%    | 41.49       | 32.49     |
| 通信   | 4.06%       | 70.50%    | 1.86        | 52.10%    | 30.47       | 18.57     |
| 银行   | 2.59%       | 67.40%    | 0.38        | 91.30%    | 6.52        | 53.13     |
| 纺织服饰 | 1.19%       | 67.00%    | 3.06        | 92.50%    | 25.54       | 50.51     |
| 计算机  | 8.23%       | 66.50%    | 3.84        | 81.00%    | 78.29       | 87.30     |
| 有色金属 | 5.35%       | 65.60%    | 2.62        | 83.00%    | 19.13       | 18.85     |
| 机械设备 | 6.18%       | 65.00%    | 2.57        | 83.00%    | 30.99       | 52.23     |
| 电力设备 | 6.30%       | 61.70%    | 2.59        | 78.20%    | 28.69       | 24.88     |
| 电子   | 9.94%       | 60.30%    | 2.21        | 54.60%    | 49.32       | 62.93     |
| 轻工制造 | 1.81%       | 58.30%    | 3.16        | 90.50%    | 27.87       | 55.58     |
| 传媒   | 3.88%       | 55.40%    | 3.94        | 88.70%    | 41.24       | 65.36     |
| 环保   | 1.03%       | 49.80%    | 2.09        | 81.40%    | 24.14       | 62.29     |
| 交通运输 | 2.20%       | 48.80%    | 1.18        | 86.80%    | 16.40       | 37.60     |
| 商贸零售 | 1.46%       | 43.60%    | 2.33        | 83.50%    | 37.32       | 76.72     |
| 食品饮料 | 2.90%       | 38.80%    | 1.98        | 80.30%    | 20.70       | 4.85      |
| 基础化工 | 5.46%       | 31.30%    | 2.73        | 95.60%    | 24.59       | 56.11     |
| 非银金融 | 3.39%       | 26.70%    | 1.13        | 67.00%    | 14.06       | 22.65     |
| 公用事业 | 1.79%       | 20.60%    | 0.94        | 60.50%    | 18.18       | 15.08     |
| 农林牧渔 | 1.34%       | 18.20%    | 2.58        | 75.80%    | 17.44       | 5.80      |
| 综合   | 0.19%       | 17.80%    | 2.61        | 81.00%    | 40.54       | 30.56     |
| 家用电器 | 1.34%       | 16.00%    | 1.81        | 72.80%    | 13.58       | 15.52     |
| 煤炭   | 0.58%       | 13.60%    | 1.18        | 64.00%    | 12.61       | 66.25     |
| 建筑装饰 | 1.29%       | 6.80%     | 1.10        | 55.00%    | 10.65       | 54.95     |
| 钢铁   | 0.42%       | 6.60%     | 0.76        | 44.50%    | 33.51       | 76.74     |
| 建筑材料 | 0.56%       | 2.00%     | 1.47        | 42.20%    | 25.55       | 67.41     |
| 房地产  | 0.88%       | 0.70%     | 1.46        | 69.30%    | 39.09       | 97.44     |

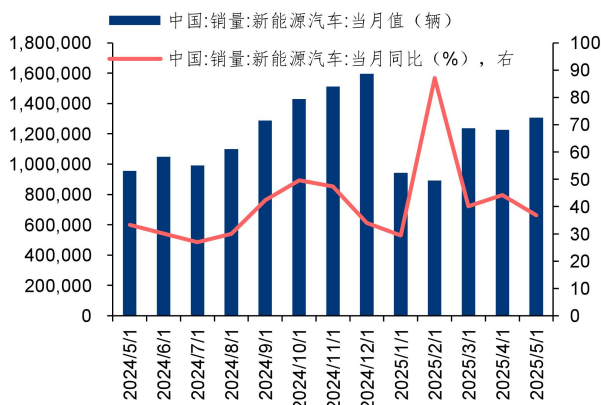
资料来源：wind 华金证券研究所（注：数据统计截至 6/13）

## （二）短期建议均衡配置科技成长和低估值蓝筹

短期建议逢低配置预期可能边际改善和可能补涨的石化、券商、有色金属、军工、电新等行业。（1）石化：GCEC 第六届中国石油和化工绿色发展峰会将于 6 月 17-19 日在广州举办，聚焦石油化工行业的绿色转型，推动行业实现安全、绿色、可持续发展。（2）券商：债券市场“科技板”落地已满一月，券商积极响应政策号召，截至 6 月 9 日，券商合计已发行科技创新债券 264 亿元，助力构建“科技—产业—金融”的良性循环。（3）有色金属：2025（第二届）中国再生有色金属科技大会将于 2025 年 6 月 13-15 日在江西南昌召开，会议以“绿色再生·创新驱动·共创未来”为主题，以推动再生有色金属产业的技术创新与绿色发展为重点。（4）军工：第 55 届巴黎航展将于 6 月 16 日开幕，代表中国制造的国家队中航天/中航航空大面积亮相，吸引众多眼球，推动中国航空产业链融入全球市场。（5）电新：一是中国汽车工业协会 6 月 11 日发布最新数据，新能源汽车表现尤为突出，单月销量达 130.7 万辆，同比增长 36.9%，占整体市场的

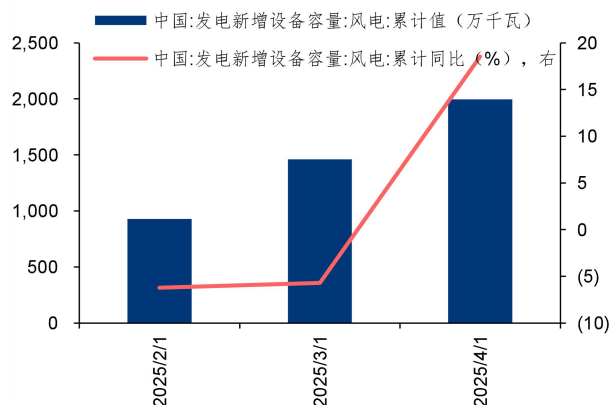
48.7%，1-5月新能源汽车累计销量560.8万辆，同比增长44%，行业电动化趋势持续加速；二是4月发电新增设备容量累计同比增速显著提升至18.5%，环比增长36.6%。

图 44：新能源汽车销量缓慢回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 45：4月发电新增设备容量累计同比增速提升



资料来源：华金证券研究所，wind

短期建议继续逢低配置政策和产业趋势向上的传媒（AI 应用、游戏）、通信（算力）、计算机（国产软件）、机器人、电子（半导体）等。（1）传媒：浙江省商务厅等 17 部门 6 月 10 日联合印发《关于支持游戏出海的若干措施》，围绕游戏产业提升、平台支撑、生态优化、要素保障四个方面推动游戏出海。（2）通信：2025 中国信息通信业发展高层论坛于 6 月 10-12 日在北京举行，被誉为“信息通信行业发展的风向标”，主题为“AI 领导力数智新未来”。（3）计算机：一是国产软件业务收入自去年年底回落后，于今年 3 月显著回升，达到 12,514 亿元；二是字节跳动旗下火山引擎正式发布了豆包大模型 1.6、豆包视频生成模型 Seedance 1.0 Pro、实时语音与播客等新模型，并升级了 Agent（智能体）开发平台等 AI 云原生服务，豆包 1.6 首创按“输入长度”区间定价，使综合使用成本降至豆包 1.5 深度思考模型的三分之一。（4）机器人：一是供需上，工业机器人产量 4 月增速显著提高，同比增长 51.5%，机器人生产企业的产能在逐步释放，市场对机器人市场前景较为乐观；二是理想汽车近期发布内部公告，宣布战略委员会决定成立“空间机器人”和“穿戴机器人”两个新的二级部门。（5）电子：一是 4 月半导体销售额高增，4 月销售额为 162 亿美元，同比增速达到 14.4%；二是 2025 世界半导体大会于 6 月 20-22 日在南京召开，聚焦于行业发展新动态，新趋势，新产品，新技术，以搭建国际性合作交流平台，促进半导体产业快速发展为宗旨。

图 46：国产软件业务收入回升

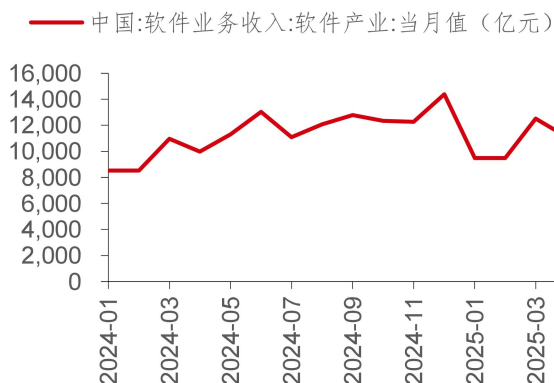
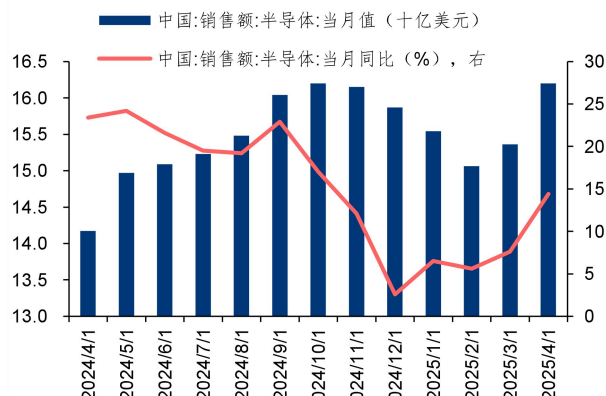


图 47：4月半导体销售额增速明显



资料来源：华金证券研究所，wind

资料来源：华金证券研究所，wind

## 四、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

## 分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)