

六月配置视点：今年业绩领先的基金有何特征？

2025 年 06 月 05 日

► 今年业绩领先的基金有何特征？

今年以来公募权益基金整体跑赢市场，基于各自基准计算，权益主动基金的信息比率平均为 2.67%，权益量化和指增基金的信息比率平均值为 9.11%。其中业绩领先的权益主动基金行业上专注型、轮动型、博弈型兼具，风格上主要为中成長以及中高估值，收益主要来自其选股能力和交易能力，风格收益和行业收益占比相对较小；行业则偏重于消费板块。业绩领先的权益量化基金或有向大盘与价值方向偏离，行业暴露来看对于金融的低配幅度和对于机械、电子的超配幅度均明显少于其他公募量化基金。

► 大类资产量化观点

1. **权益：景气度继续回升，六月择机波段。**景气度 5 月整体回升，金融景气度略有下降，工业景气度稳健回升；2025Q1 我们的景气度指数预测低估了 A 股净利润增速，反映新旧动能转换。信用扩张有所减弱，结构依然有待改善；从结构来看，信贷表现预计与去年同期相近，政府债券继续支撑社融增长。6 月震荡格局难有变化，择机波段增加超额。

2. **利率：6 月 10Y 国债利率或下行 9BP 至 1.60%。**经济增长因子继续回落，通货膨胀因子继续回落，债务杠杆因子略有回升，短期利率因子下行，综合来看 6 月 10Y 国债利率或继续下行。

3. **黄金：保持继续配置。**从胜率因素看，各因素共同推动黄金上涨；财政因子上行速率趋缓来自国防开支减少，整体消费与投资支出未下降。

4. **地产：供给侧压力回升。**房地产行业压力指数 0.569，行业整体压力有所上行。供给侧压力受开工端较弱表现而上升，而需求侧压力基本与上月持平。

5. **海外：外资延续小幅流入，印度权益阶段性反弹。**外资延续流入，NIFTY 50 指数 5 月上涨 1.71%。印度当前处于盈利增速不及预期带来的外资流出、估值下修阶段，配置价值或相对有限。

► 二元风格量化观点

1. **大势研判综合观点：推荐关注预期成长风格。**实际增速资产优势差继续回升，预期增速资产优势差继续回升，ROE 优势差边际继续下行但拥挤度较低，高股息类资产拥挤度保持高位。当下 Δg 和 Δg_f 都有扩张，其中预期增长板块更值得关注，6 月继续推荐成长风格。

2. **风格补充观察：小盘机构关注度加速回升。**美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或存在机会但长期看或已到拐点；5 月小盘相较于大盘关注度继续加速回升；从市值因子拥挤度来看，5 月小盘风格拥挤度小幅上行，目前继续维持高位；从季节效应来看，2010 年以来 6 月份大小盘无显著差异。

► 行业配置量化观点

1. **胜率赔率策略，推荐当下高胜率高赔率的行业：**有色金属、电子、电力设备及新能源、计算机、机械、农林牧渔。2024 年以来绝对收益 12.59%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 0.97%。

2. **出清反转策略，推荐处在行业出清结束、需求上升、竞争格局改善的行业，**本期推荐有色金属、电子、通信。

► **风险提示：**量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。



分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

分析师 祝子涵

执业证书：S0100525030005

邮箱：zhuzihan@mszq.com

相关研究

1. 量化大势研判 202506：推荐关注预期成长风格-2025/06/02

2. 量化周报：景气度继续回升-2025/06/02

3. 量化分析报告：2025 年 5 月社融预测：23296 亿元-2025/06/01

4. 量化专题报告：解码管理层论述：AI 驱动的年报 MD&A 分析与选股-2025/05/27

5. 量化周报：市场未有明显派发-2025/05/25

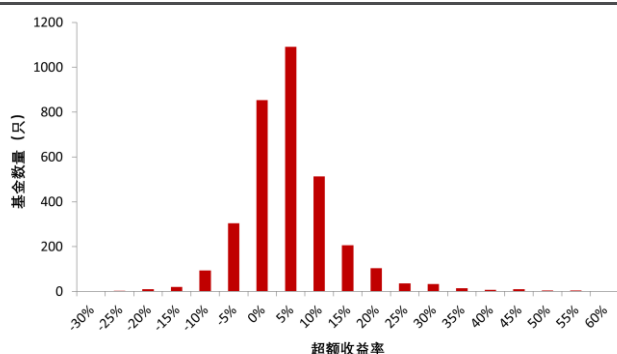
目录

1 今年业绩领先的基金有何特征？	3
1.1 权益主动基金	4
1.2 权益量化基金	6
1.3 小结	7
2 大类资产量化观点	8
2.1 权益：景气度继续回升，六月择机波段	9
2.2 利率：6月10Y国债利率或下行9BP至1.60%	12
2.3 黄金：保持继续配置	14
2.4 地产：供给侧压力回升	17
2.5 海外：外资延续小幅流入，印度权益阶段性反弹	19
3 二元风格量化观点	21
3.1 风格综合观点：推荐关注预期成长风格	21
3.2 风格补充观察：小盘机构关注度加速回升	23
4 行业配置量化观点	26
4.1 行业推荐：胜率与赔率	26
4.2 行业推荐：出清反转策略	28
5 风险提示	30
插图目录	31
表格目录	32

1 今年业绩领先的基金有何特征？

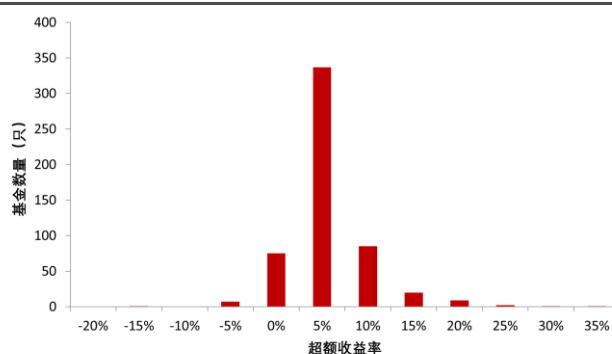
2025 年截至 5 月 30 日公募权益基金整体跑赢市场。权益主动基金绝对收益平均值为 2.51%，中位数为 1.13%，绝对收益为正的比例为 57.30%；权益主动基金相较于各自基准的超额收益平均值为 2.45%，中位数为 1.49%，超额收益为正的比率 61.19%。权益量化和指增基金绝对收益平均值为 2.48%，中位数为 1.49%，绝对收益为正的比例为 63.38%；权益主动基金相较于各自基准的超额收益平均值为 3.04%，中位数为 2.23%，超额收益为正的比率 84.57%。

图1：权益主动基金超额收益分布



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：权益量化和指增基金超额收益分布



资料来源：wind，民生证券研究院

基于基金各自的基准计算，权益主动基金的信息比率平均为 2.67%，权益量化和指增基金的信息比率平均值为 9.11%。基于信息比率排名，权益主动基金前 20 名平均信息比率为 26.1%，权益量化和指增基金平均信息比率为 31.5%。

表1：公募权益主动基金 2025 年截至 5 月 30 日信息比率前 20 名

基金代码	基金简称	基金经理	基金成立日	信息比率	基金收益	超额收益	基金规模(亿元)
010998.OF	博道消费智航A	刘玮明	2021/5/7	32.0%	8.3%	6.3%	2.74
009852.OF	银华品质消费A	张萍,王璐	2020/11/11	28.7%	31.5%	27.2%	6.81
019949.OF	中银价值发现A	刘腾	2024/8/20	27.9%	10.4%	10.6%	0.13
022286.OF	长城医药产业精选A	梁福睿	2024/10/22	26.7%	65.8%	59.8%	0.36
021247.OF	兴证全球红利A	张晓峰	2024/6/18	26.4%	3.6%	4.0%	3.08
017977.OF	信澳优享生活A	杨珂	2023/3/14	26.1%	39.5%	40.6%	8.82
015287.OF	永赢优质生活A	张海啸	2022/8/23	26.1%	20.2%	20.3%	1.92
017835.OF	信澳匠心回报A	张明烨	2023/9/22	25.9%	32.9%	33.9%	0.31
010421.OF	海富通消费优选A	刘海啸	2021/4/14	25.8%	33.7%	33.1%	1.12
018309.OF	招商社会责任A	朱红裕	2023/4/26	25.6%	14.9%	17.1%	10.38
005689.OF	中银医疗保健A	郑宁	2018/6/13	25.3%	52.1%	49.9%	7.78
020567.OF	泓德智选启航A	李子昂	2024/3/19	25.3%	5.7%	5.4%	1.41
019705.OF	鹏扬消费主题A	曹敏	2023/12/26	25.1%	17.9%	15.1%	0.13
021513.OF	富国港股通红利精选A	宁君,张峰	2024/8/13	25.1%	18.6%	14.5%	0.98
016155.OF	鹏扬消费行业A	曹敏	2022/8/9	25.1%	17.7%	14.9%	0.26
240020.OF	华宝医药生物A	张金涛	2012/2/28	25.0%	41.5%	38.5%	6.06
019982.OF	泓德智选启元A	李子昂,刘令宇	2023/11/21	25.0%	5.9%	6.7%	1.22
022164.OF	西部利得央企优选A	盛丰衍	2024/12/10	24.9%	7.4%	10.4%	2.46
180010.OF	银华优质增长	贾兴振	2006/6/9	24.7%	2.4%	4.2%	16.85
002801.OF	泓德泓信	李子昂	2016/6/1	24.6%	4.9%	5.7%	1.34

资料来源：wind，民生证券研究院

表2：公募权益量化和指增基金 2025 年截至 5 月 30 日信息比率前 20 名

基金代码	基金简称	基金经理	基金成立日	信息比率	基金收益	超额收益	基金规模(亿元)
008072.OF	景顺长城创业板综指增强A	黎海威	2020/5/25	39.0%	6.9%	6.5%	3.67
017953.OF	汇添富中证1000指数增强A	许一尊,王星星	2023/5/19	36.4%	9.7%	8.5%	3.38
006195.OF	国金量化多因子A	马芳,姚加红	2018/10/31	35.8%	12.1%	12.7%	29.93
014805.OF	国金量化精选A	马芳	2022/3/18	34.7%	11.6%	12.0%	18.49
019505.OF	国泰君安中证1000优选A	胡崇海	2023/12/12	33.2%	8.2%	7.0%	3.29
167702.OF	德邦量化优选A	李荣兴	2017/3/24	32.2%	2.6%	4.8%	0.50
019318.OF	汇添富国证2000指数增强A	吴振翔,王星星	2023/11/7	32.0%	13.2%	8.9%	3.12
022822.OF	鹏华中证1000指数增强I	苏俊杰,时赟超	2024/12/11	31.9%	9.0%	7.8%	3.06
016942.OF	工银瑞信中证1000指数增强A	何顺	2023/3/28	31.7%	11.6%	10.4%	0.93
166107.SZ	信澳量化多因子A	冯玺祥	2019/11/6	30.7%	7.5%	8.4%	0.11
015453.OF	中欧中证500指数增强A	钱亚婷,宋婷	2022/5/6	30.6%	5.5%	6.4%	3.42
017846.OF	国金中证1000指数增强A	马芳	2023/3/22	30.3%	10.6%	9.4%	3.43
162213.OF	宏利沪深300指数增强A	李婷婷	2010/4/23	30.3%	2.2%	4.4%	12.17
213010.OF	宝盈中证A100指数增强A	蔡丹	2010/2/8	30.0%	-0.1%	1.4%	1.82
017892.OF	鹏华国证2000指数增强A	苏俊杰	2023/2/21	29.8%	13.7%	9.4%	1.63
017644.OF	博道中证1000指数增强A	杨梦	2023/8/25	29.2%	10.7%	9.5%	2.51
018728.OF	华夏智胜新锐A	孙蒙	2023/7/7	28.6%	11.9%	10.8%	6.35
007831.OF	博道伍佰智航A	杨梦	2019/9/26	28.4%	8.9%	9.7%	6.62
017094.OF	易方达中证1000指数量化增强A	黄健生,殷明	2023/4/25	27.5%	5.2%	4.0%	2.56
001397.OF	建信精工制造指数增强	叶乐天,刘明辉	2015/8/26	27.5%	0.8%	6.2%	0.54

资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 权益主动基金

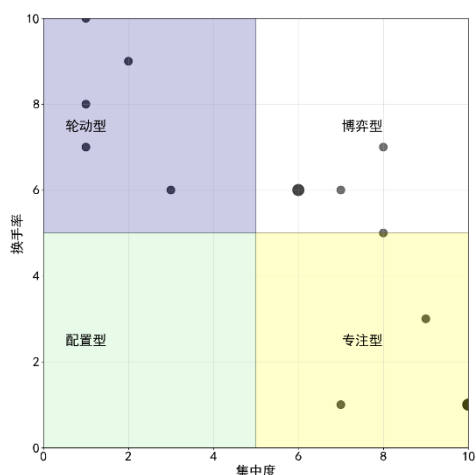
我们对今年信息比率前 20 且成立一年以上的公募权益主动基金进行类型刻画，其行业上专注型、轮动型、博弈型兼具，风格上主要为中成长以及中高估值。此类基金规模基本在 10 亿以下，主要有三类模式：

模式一：专注消费-中成长高估值

模式二：行业轮动-中成长中估值

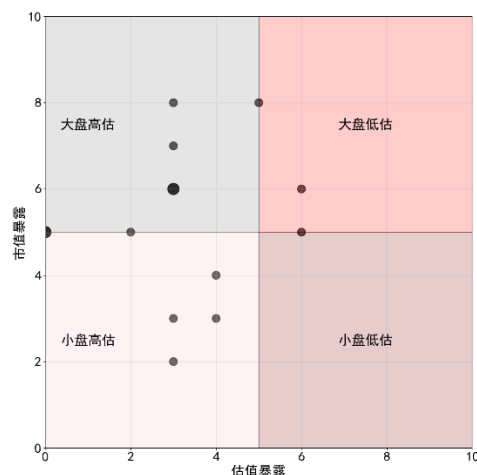
模式三：行业博弈-中成长高估值

图3：行业配置特征分布



资料来源：wind，民生证券研究院，注：黑点大小代表基金数量

图4：风格配置特征分布



资料来源：wind，民生证券研究院，注：黑点大小代表基金数量

表3：公募权益主动基金类型刻画

基金代码	基金简称	行业类型	成长	估值	市值
010998.OF	博道消费智航 A	专注型	中成长	高估值	大市值
009852.OF	银华品质消费 A	专注型	中成长	高估值	大市值
017977.OF	信澳优享生活 A	专注型	中成长	高估值	小市值
005689.OF	中银医疗保健 A	专注型	中成长	高估值	中市值
240020.OF	华宝医药生物 A	专注型	中成长	高估值	中市值
010421.OF	海富通消费优选 A	轮动型	高成长	中估值	中市值
018309.OF	招商社会责任 A	轮动型	中成长	中估值	小市值
019982.OF	泓德智选启元 A	轮动型	中成长	中估值	中市值
180010.OF	银华优质增长	轮动型	中成长	中估值	大市值
002801.OF	泓德泓信	轮动型	中成长	中估值	中市值
015287.OF	永赢优质生活 A	博弈型	中成长	高估值	中市值
017835.OF	信澳匠心回报 A	博弈型	高成长	高估值	小市值
019705.OF	鹏扬消费主题 A	博弈型	中成长	高估值	中市值
016155.OF	鹏扬消费行业 A	博弈型	中成长	高估值	中市值

资料来源：Wind，民生证券研究院

从收益来源看，三种模式基金今年的收益都主要来自于选股收益和交易与非重仓贡献。整体来看，风格收益和行业收益的贡献相对总收益来说相对较小，收益主要来自选股收益以及交易与非重仓贡献。业绩领先的权益主动基金的收益主要还是来自于其选股能力与交易能力。

表4：公募权益主动基金收益来源

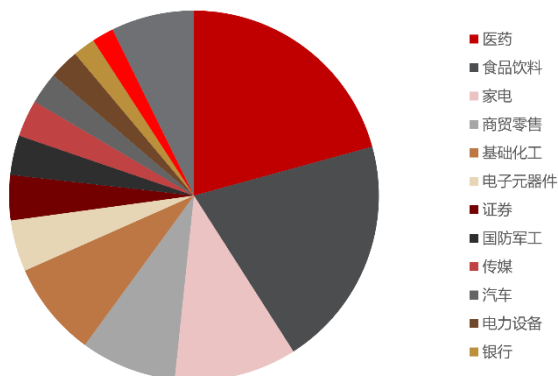
基金名称	模式	风格收益	行业收益	选股收益	交易与非重仓贡献
博道消费智航A	1	-3.4%	-0.3%	6.6%	5.4%
银华品质消费A	1	0.3%	2.3%	8.9%	15.2%
信澳优享生活A	1	5.6%	-1.6%	3.1%	20.2%
中银医疗保健A	1	-0.8%	-2.4%	46.9%	-1.7%
华宝医药生物A	1	3.9%	-2.4%	38.7%	-8.2%
海富通消费优选A	2	-2.2%	0.0%	28.5%	1.3%
招商社会责任A	2	-0.6%	3.5%	14.8%	1.0%
泓德智选启元A	2	3.4%	-1.1%	-6.0%	10.2%
银华优质增长	2	-3.5%	1.9%	8.6%	-2.2%
泓德泓信	2	1.5%	-5.0%	-3.8%	13.4%
永赢优质生活A	3	-0.5%	-0.2%	8.4%	11.5%
信澳匠心回报A	3	3.5%	0.4%	4.0%	14.2%
鹏扬消费主题A	3	-1.6%	1.3%	17.0%	-1.9%
鹏扬消费行业A	3	-1.0%	1.7%	18.0%	-3.7%

资料来源：wind，民生证券研究院，注：累计收益分解计算区间为 2025.01.01-2025.04.30

从行业分布来看，业绩领先的权益主动基金行业上主要持仓集中在消费板块。

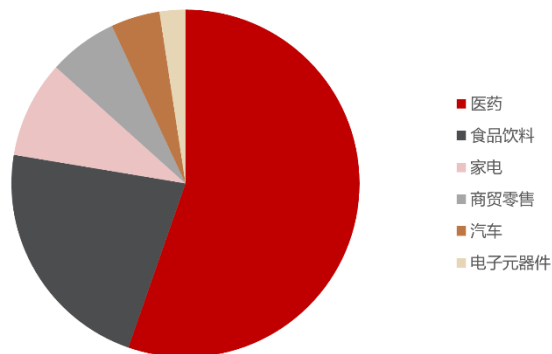
分模式来看，模式一专注型基金因其以消费赛道为主，持仓集中在医药和食品饮料行业；模式二轮动型基金持仓行业相对分散，以消费和制造板块为主；模式三博弈型基金集中押注的行业则为食品饮料、基础化工以及商贸零售。

图5：业绩领先权益主动基金行业分布



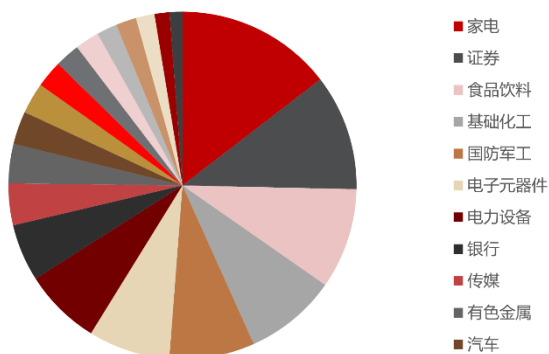
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：业绩领先权益主动基金模式一行业分布



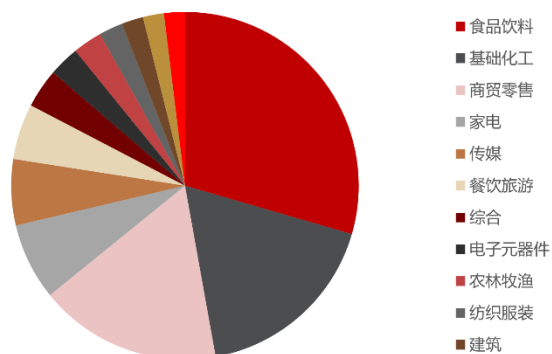
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：业绩领先权益主动基金模式二行业分布



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：业绩领先权益主动基金模式三行业分布

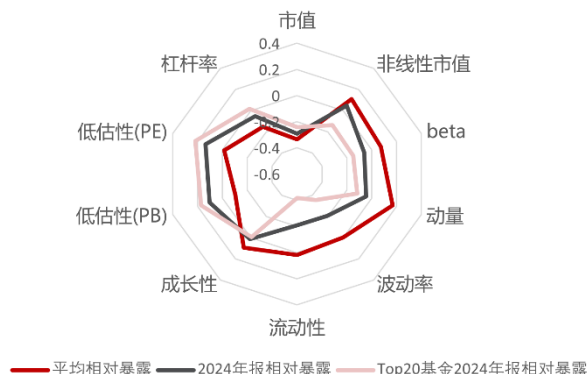


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 权益量化基金

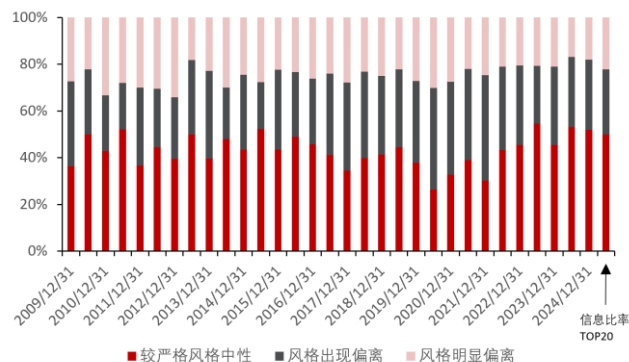
相对基准的风格暴露来看，信息比率 Top20 的公募量化基金或有向大盘与价值方向偏离。与整体公募量化基金的偏离相比，信息比率 Top20 的公募量化基金小市值偏离略少而低非线性市值偏离较大，说明其增配了大盘股；在低估性因子上的暴露也更高，说明其相较更偏向于价值；此外，其在低流动性和低波动率也有明显偏离。从风格的偏离情况来看，Top20 的公募量化基金与整体公募量化基金的风格偏离水平各类型占比相似。

图9：公募量化基金相对基准的风格暴露



资料来源：wind，民生证券研究院

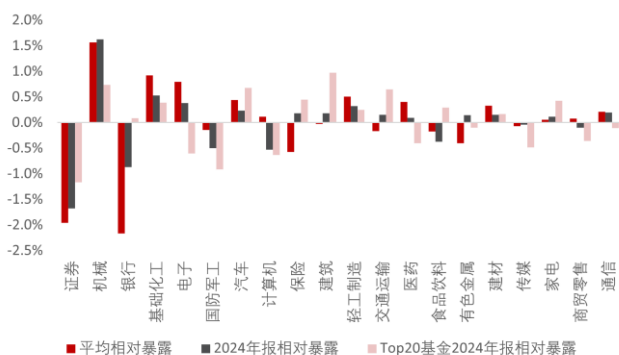
图10：公募量化基金在风格上的偏离情况



资料来源：wind，民生证券研究院，注：最后一条为信息比率前 20 名的量化基金在 2024 年报的风格偏离情况

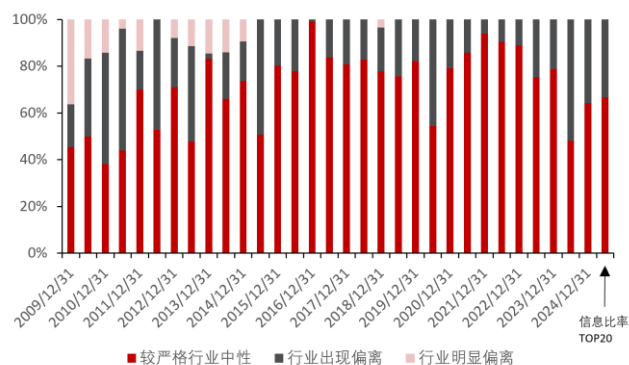
从行业暴露来看，信息比率 Top20 的公募量化基金对于金融的低配幅度和对于机械、电子的超配幅度均明显少于其他公募量化基金。长期来看公募量化基金相较于基准倾向于超配机械、化工、电子等行业而低配金融；而 2024 年报显示，Top20 的公募量化基金对于金融的低配幅度和对于机械、电子的超配幅度均明显少于其他公募量化基金，此外对建筑和食品饮料也有超配。从行业的偏离情况来看，Top20 的公募量化基金与整体公募量化基金的行业偏离水平各类型占比相似。

图11：公募量化基金相对基准的行业



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：公募量化基金在行业上的偏离情况



资料来源：wind，民生证券研究院，注：最后一条为信息比率前 20 名的量化基金在 2024 年报的风格偏离情况

1.3 小结

今年公募权益基金整体跑赢市场。其中业绩领先的权益主动基金行业上专注型、轮动型、博弈型兼具，风格上主要为中成长以及中高估值，收益主要来自其选股能力和交易能力，风格收益和行业收益占比相对较小；行业则偏重于消费板块。业绩领先的权益量化基金或有向大盘与价值方向偏离，行业暴露来看对于金融的低配幅度和对于机械、电子的超配幅度均明显少于其他公募量化基金。

2 大类资产量化观点

2025 年 6 月大类资产量化观点如下：

表5：2025 年 6 月大类资产量化观点

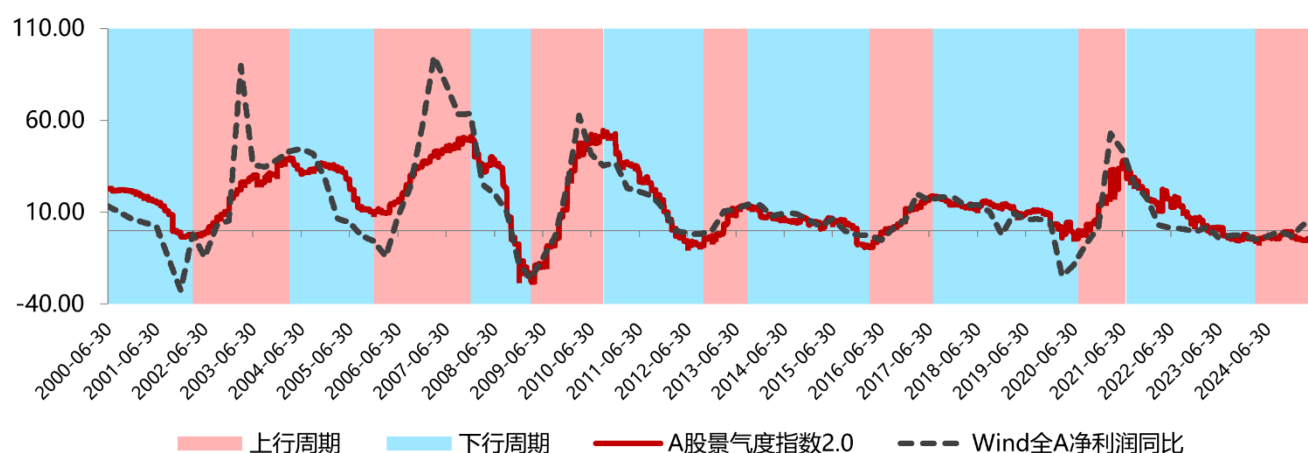
大类资产	观点
权益	核心：景气度继续回升，六月择机波段 - 景气度 5 月整体回升，金融景气度略有下降，工业景气度稳健回升；2025Q1 我们的景气度指数预测低估了 A 股净利润增速，反映新旧动能转换； - 信用扩张有所减弱，结构依然有待改善；从结构来看，信贷表现预计与去年同期相近，政府债券继续支撑社融增长； - 6 月震荡格局难有变化，择机波段增加超额。
利率	核心：6 月 10Y 国债利率或下行 9BP 至 1.60% - 2023 年以来样本外有 20 个月方向判断正确，胜率为 69%； - 经济增长因子继续回落，通货膨胀因子继续回落，债务杠杆因子略有回升，短期利率因子下行。 - 综合来看 6 月 10Y 国债利率或继续下行。
黄金	核心：保持继续配置 - 2023 年以来样本外有 22 个月方向判断正确，胜率为 76%； - 从胜率因素来看，各因素共同推动黄金继续上涨； - 财政因子上行速率趋缓来自于国防开支减少，整体消费与投资支出未下降。
地产	核心：供给侧压力回升 - 房地产行业压力指数 0.569，行业整体压力有所上行； - 供给侧压力受开工端较弱表现而上升，而需求侧压力基本与上月持平。
海外	核心：外资延续小幅流入，印度权益阶段性反弹 - 5 月印度股市场外资有小幅流入，FPI 净流入 23.44 亿美元； - 外资延续流入，NIFTY 50 指数 5 月上涨 1.71%； - 印度市场盈利增速不及预期，处外资流出、估值下修阶段，当下配置价值或相对有限。

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1 权益：景气度继续回升，六月择机波段

景气度 5 月整体回升，金融景气度略有下降，工业景气度稳健回升。我们考虑到 A 股净利润主要由金融业和工业构成，通过分别构建两者的高频景气度指数从而更为精确的做了 A 股利润同步预测。5 月以来金融业景气度有所下降，而工业景气度稳健回升，加和来看整体景气度回升，全 A 净利润 Q2 累计同比或将进一步改善。

图13：A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)

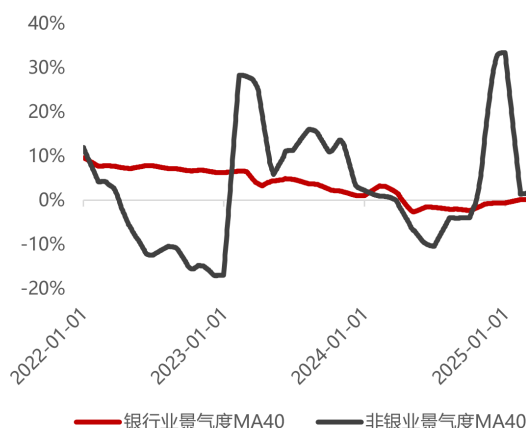


资料来源：wind，民生证券研究院

2025Q1 我们的景气度指数预测低估了 A 股净利润增速，反映新旧动能转换。

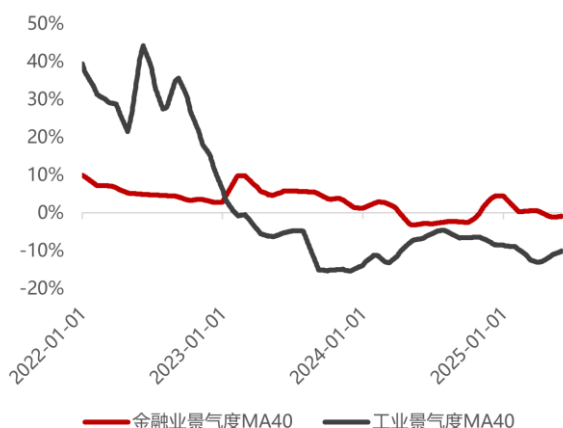
金融方面低估了非银的增速，而工业方面由于采用的指标和传统工业更为紧密因此低估了 TMT 等行业带来的增速扩张情况，反映了新旧动能切换的内生逻辑变化。

图14：银行与非银景气度变化



资料来源：wind，民生证券研究院

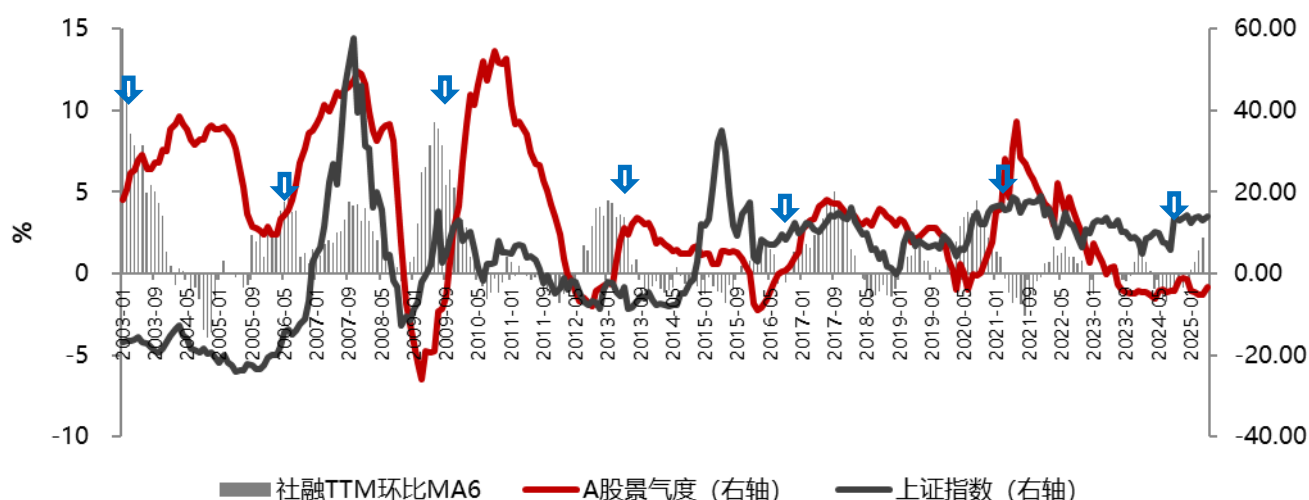
图15：金融与工业景气度变化



资料来源：wind，民生证券研究院

信用扩张有所减弱，结构依然有待改善。预计 2025 年 5 月新增社融约为 2.33 万亿元，同比增加 0.27 万亿元，社融 TTM 环比约为 0.74%。**从结构来看，信贷表现预计与去年同期相近，政府债券继续支撑社融增长。**信贷方面，大中城市新房成交量略低于去年同期水平，新增居民中长贷预计净增量基本与去年持平；5 月 PMI 为 49.5%虽有提升但仍处荣枯线下，新增企业信贷预计无突出表现。债券融资方面，政府债券延续较快发行节奏，净融资同比多增；企业债券净融资高频数据显显示较去年同期有所增长。

图16：上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化



资料来源：wind，民生证券研究院，注：图中上证指数为调整后的趋势示意

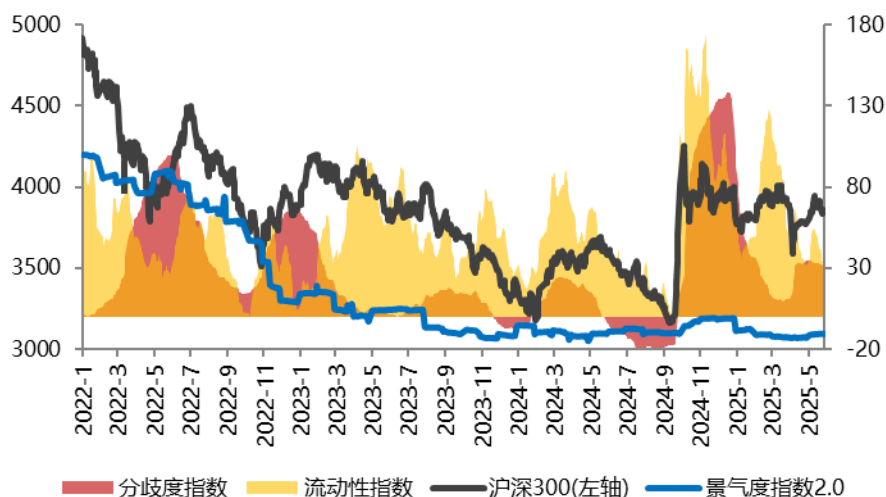
表6：5 月社融结构预测（单位：亿元）

总量预测	2025 年 5 月预测值	2024 年 5 月	2025 年 4 月预测值	2025 年 4 月
新增社融	23296	20623	14704	11591
社融 TTM 环比	0.74%	1.56%	4.46%	3.56%
结构预测	2025 年 5 月预测值	2024 年 5 月	2025 年 4 月预测值	2025 年 4 月
人民币贷款	8416	8197	4413	884
→企业贷款+居民短贷	6554	4043	3222	-6319
→居民中长贷	538	514	419	-1231
→企业票据融资	1324	3572	772	8341
外币贷款	-235	-487	-323	-130
委托贷款	32	-9	39	-2
信托贷款	134	224	109	-77
未贴现银行承兑汇票	-1398	-1331	-2797	-2794
企业债券	940	285	3474	2340
政府债券	14535	12266	9226	9729
非金融企业境内股票融资	168	111	236	391
存款类金融机构资产支持证券	-30	-426	-193	-316
贷款核销	734	734	520	631

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

6 月震荡格局难有变化，择机波段增加超额。上月月度配置报告中我们整体看多 5 月行情并提出关键在于流动性，复盘来看景气度逐步上行，分歧度有所下降整体市场较为稳健。当下依然处于震荡格局，景气度回升下总体市场中枢有望逐步提高但流动性平稳波动下预计节奏较缓。从沪深 300 形态上来看，近期上涨放量调整缩量，微观结构较为健康，6 月可高抛低吸。

图17: 分歧度、流动性、景气度变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：沪深 300 受阻力线影响短期回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图19：分歧度-流动性-景气度三维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

2.2 利率：6月10Y国债利率或下行9BP至1.60%

利率的本质是资金的价格。利率变动由资金的供需因素共同决定，民生金工利率预测框架采用结构化静态因子模型（Structured Static Factor Model），从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**经济增长、通货膨胀、债务杠杆、短期利率**，共同刻画利率的变动方向。

图20：10Y国债利率驱动因素模型

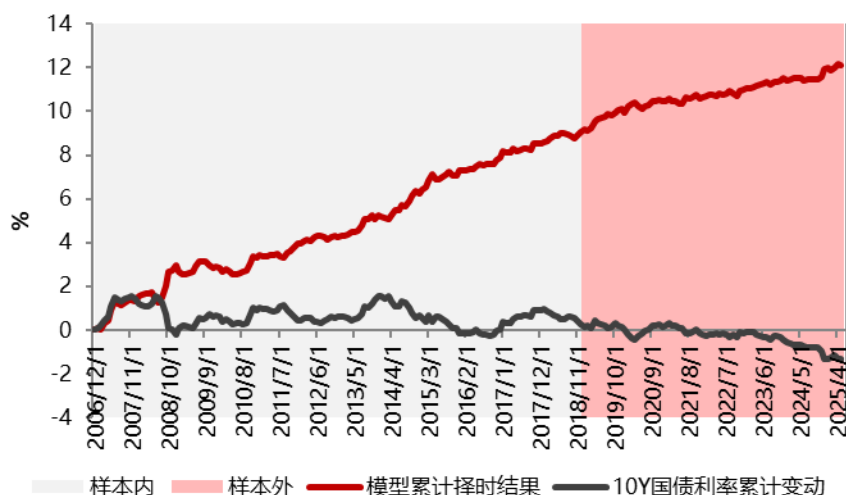


$$\Delta 10Y \text{ 国债利率} = \beta_1 \Delta \text{经济增长} + \beta_2 \Delta \text{通货膨胀} + \beta_3 \Delta \text{债务杠杆} + \beta_4 \Delta \text{短期利率} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度利率择时，2006 年以来样本内外均有 70%左右胜率。模型通过静态因子模型预测下月 10Y 国债利率变动方向，并通过累加或者累减实际变动以表示预测效果，以 2019 年初为样本内外节点进行统计，总体保持较高胜率。2023 年以来样本外有 20 个月方向判断正确，胜率为 69%。

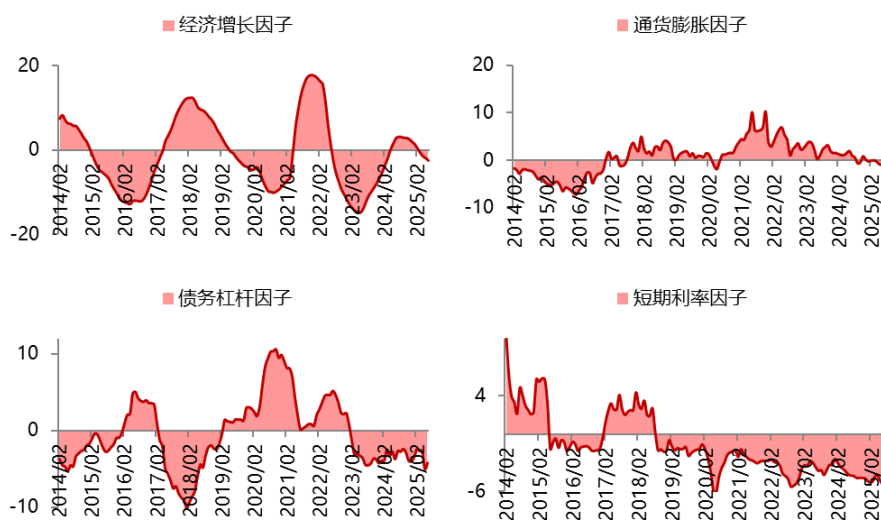
图21：静态因子模型历史月度利率择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院，注：择时结果计算方法为利率月度变动的累加（看多）或累减（看空）

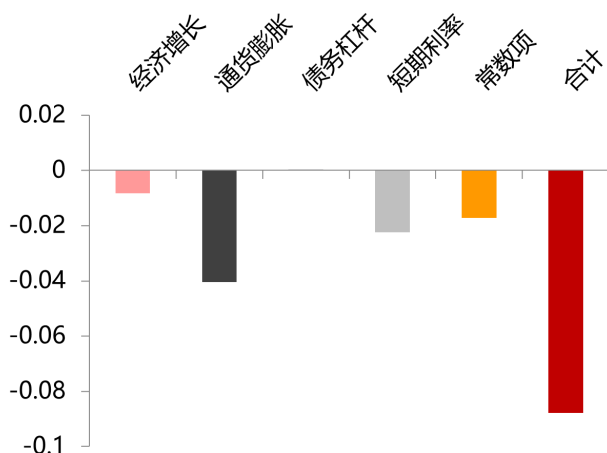
模型判断 6 月 10Y 国债利率或下行约 9BP 至 1.60%。从国债利率各驱动因子来看，经济增长因子继续回落，通货膨胀因子继续回落，债务杠杆因子略有回升，短期利率因子下行，基本金属中螺纹钢价持续下行，电解铜价格有所回升，综合来看 6 月 10Y 国债利率或继续下行。

图22：利率驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：10Y 国债利率 6 月预测各因子贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

图24：2018 年以来模型预测值与实际值对比

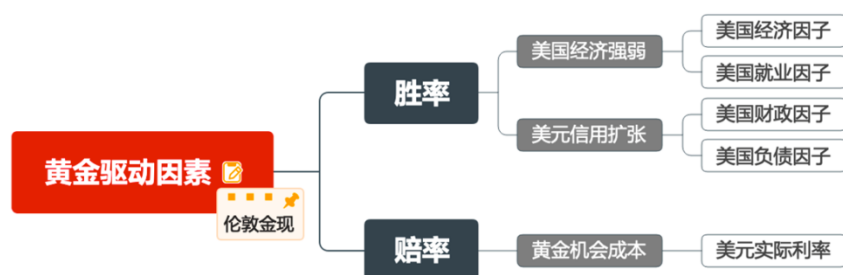


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 黄金：保持继续配置

黄金的本质是“高级别的保底信用”。当前信用最强货币为美元，因此黄金走势目前主要对标美元信用。美元信用主要体现在美国经济强弱、信用扩张强弱，美元实际利率等因素中。因此我们从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**美国经济、美国就业、美国财政、美国负债**，共同刻画黄金的变动方向，并采用**结构化静态因子模型**进行黄金的判断。

图25：黄金驱动因素模型

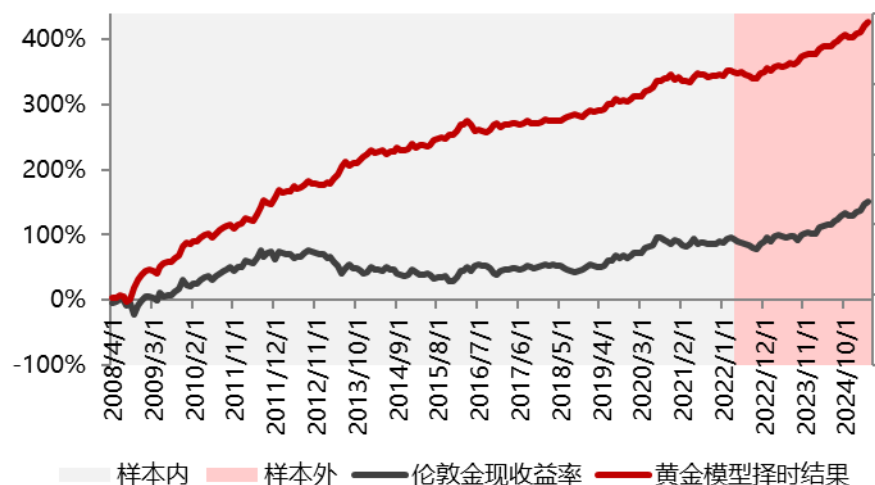


$$\Delta \text{伦敦金现} = \beta_1 \Delta \text{美国经济} + \beta_2 \Delta \text{美国就业} + \beta_3 \Delta \text{美国财政} + \beta_4 \Delta \text{美国负债} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度黄金择时，2008 年以来有 65%左右胜率。长期来说四因子模型对黄金走势有较高的解释度。黄金本身并无未来现金流，传统金融定价公式无法直接定价，本身交易价格受到叙事与情绪影响较大，四因子虽有较高解释度，但框架仍是开放的。2023 年以来样本外有 22 个月方向判断正确，胜率为 76%。

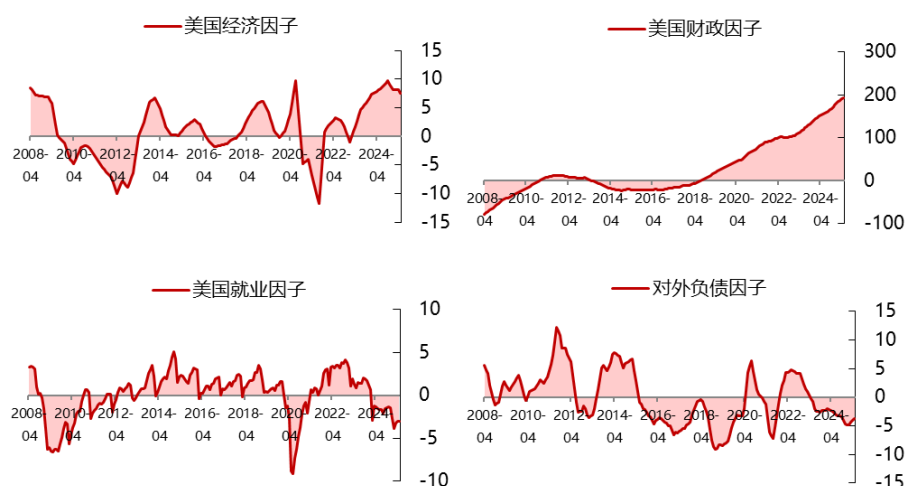
图26：静态因子模型历史月度黄金择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院

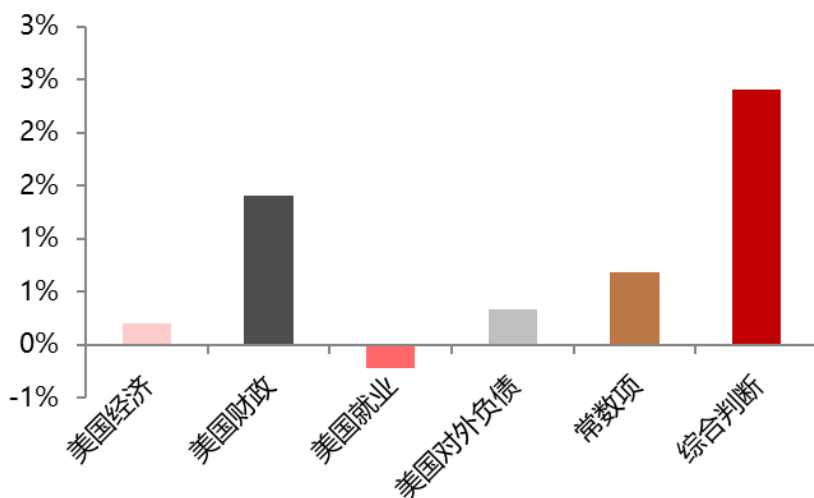
从胜率因素来看，各因素共同推动黄金继续上涨。与黄金相关的美国经济因子继续下行，财政因子保持上行但幅度有所趋缓，就业因子有所回升，对外负债因子上升，综合来看模型对接下来的黄金表现继续乐观。

图27：黄金驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

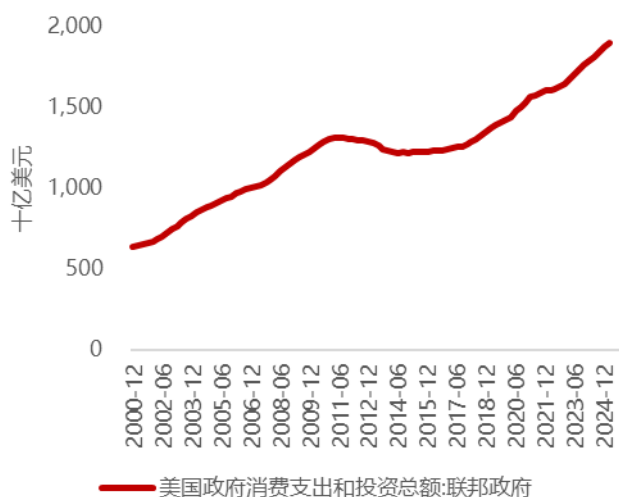
图28：伦敦金现 6 月预测各因子贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

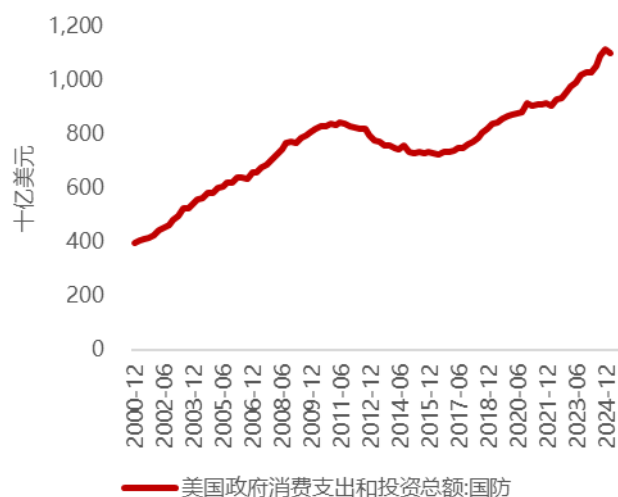
财政因子上行速率趋缓来自于国防开支减少，整体消费与投资支出未下降。我们模型中的美国财政因子由三个分项构成，其中国防支出有所下降，主要因为美国暂停对乌克兰的军事援助等因素造成，整体消费与投资支出仍保持较高增速水平。削减支出会一定程度上缓和美元信用压力，但同时也会对经济本身造成负面影响，因此后续黄金的上涨逻辑可能存在一些切换，但是全面制约黄金价格上行需要美国削减财政开支的情况下同时保证经济和就业，目前来看仍较为困难。

图29：GDP 中美国联邦政府消费支出和投资总额



资料来源：wind，民生证券研究院

图30：GDP 中美国国防消费支出和投资总额

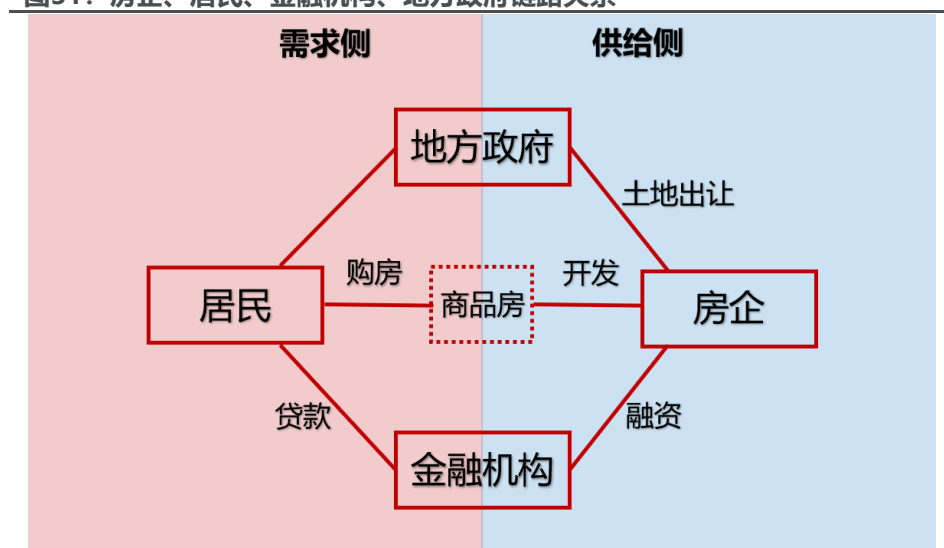


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 地产：供给侧压力回升

民生金工房地产行业压力指数的构建目标是追踪市场核心指标变化，衡量房地产业的承压状态。我们采用扩散指数的方式，通过房地产市场供给与需求各链路中的关键指标，从绝对水平和边际变动两个维度打分，加总标准化得到房地产行业压力指数。房地产行业压力指数的值越大表示当前房地产市场低迷并有形势继续恶化的潜在可能。房地产行业压力指数的更多细节请参考报告《视角透析：房地产行业压力指数构建》。

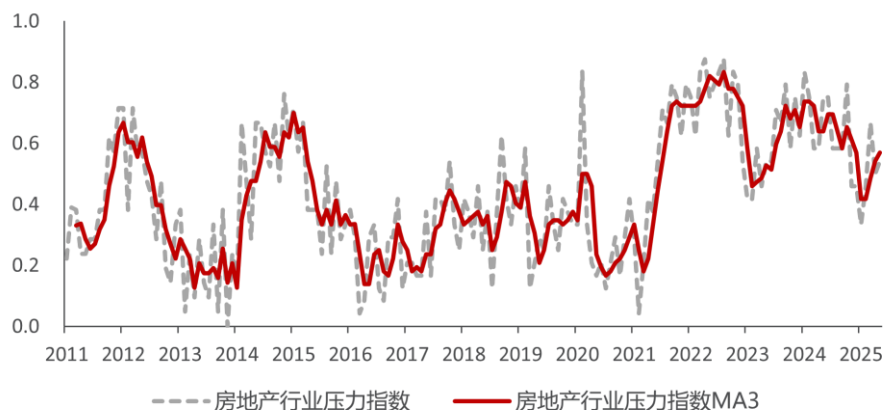
图31：房企、居民、金融机构、地方政府链路关系



资料来源：民生证券研究院绘制

截止至 2025 年 5 月 31 日,三个月移动平均的房地产行业压力指数为 0.569, 行业整体压力有所上行。从细分指标层面看, 土地市场成交改善; 商品房销售面积 同比继续回落且降幅扩大, 70 大中城市新房价格 连续 23 个月负增长, 环比降幅维持-0.1%; 房屋新开工面积 同比延续负增, 4 月为-22.3%; 房地产开发贷款余额 的增速有明显回落。从供需两侧来看, **供给侧** 压力受开工端较弱表现而上升, 而**需求侧** 压力基本与上月持平。

图32：民生金工房地产行业压力指数（2025.05）



资料来源：wind，民生证券研究院

图33：细分指标当期评分（2025.05）

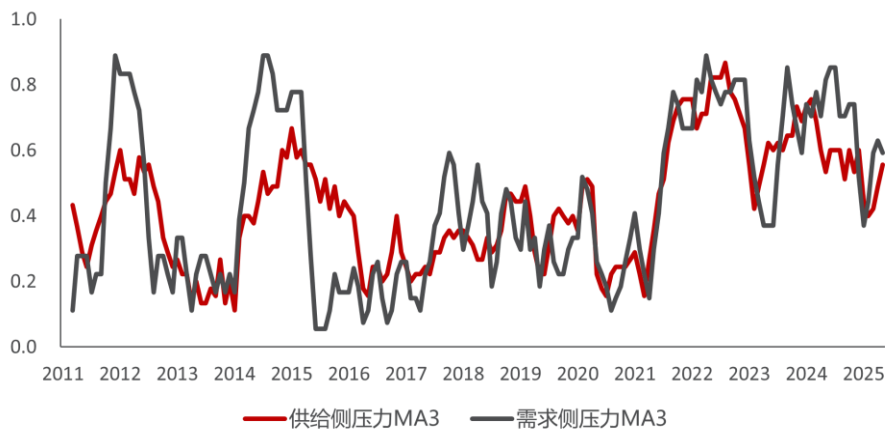
指标名称	当前观点
土地出让金	○●○●○●
成交土地溢价率	○●○●○●
商品房销售面积	●○●○●○
新建商品住宅价格指数	○●○●○●
房屋新开工面积	●○●○●○
新增个人住房贷款余额	○●○●○●
房地产开发投资完成额	●○●○●○
房地产开发贷款	○●○●○●

注：观点从左到右依次表示悲观、相对悲观、相对乐观、乐观
其中红色表示当前观点，粉色表示上一期观点

悲观 相对悲观
相对乐观 乐观

资料来源：wind，民生证券研究院绘制

图34：房地产供需两侧压力（2025.05）

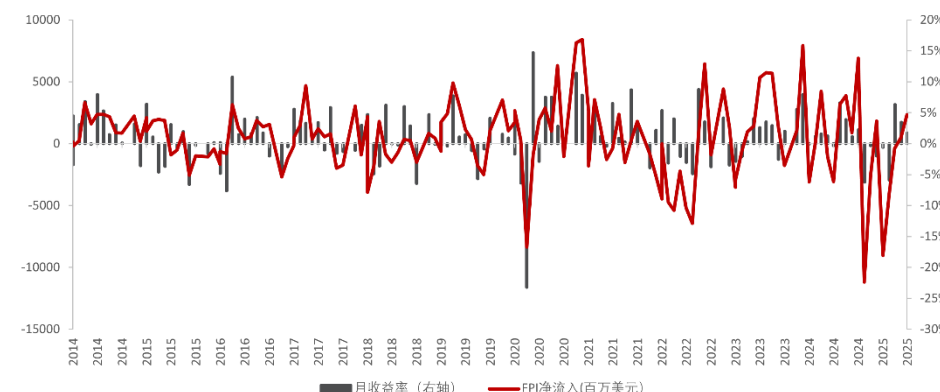


资料来源：wind，民生证券研究院绘制

2.5 海外：外资延续小幅流入，印度权益阶段性反弹

5月印度股权市场外资延续流入，FPI净流入23.44亿美元。外资在印度市场占比约37.0%，这使得其净流入的边际变化对印度市场走势有着较大影响。

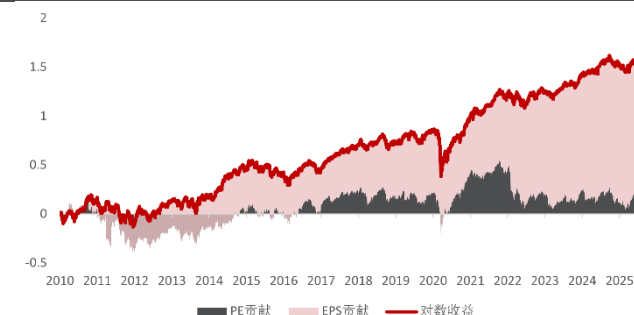
图35：NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入



资料来源：NSDL, Bloomberg, 民生证券研究院

外资延续流入，NIFTY 50 指数 5 月上涨 1.71%。根据 NSE 提供的 DII 和 FII 临时数据，5 月外国机构投资者净买入 1177 亿卢比，而印度国内机构投资者净买入 6764 亿卢比。资金面维度内外资机构投资者均延续买入态势。从收益分解来看，5 月的上涨主要来自于估值的回升，盈利仍是负贡献。

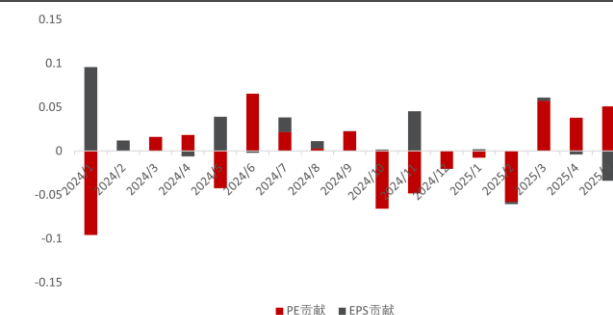
图36：印度 NIFTY 50 收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

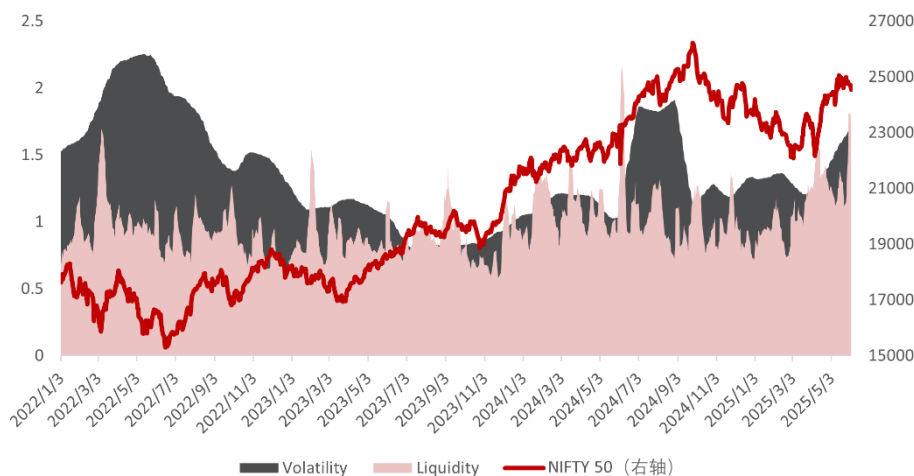
量价维度看，当前印度市场分歧度上行、流动性上行状态。历史上印度权益市场处于分歧度上升且流动性上升阶段时，主要行情为震荡和放量下跌，当前量价层面不看好印度市场。

图37：2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解



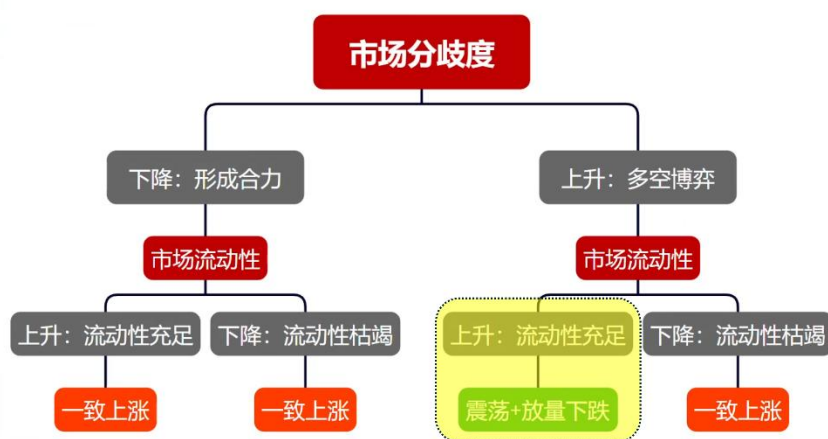
资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

图38：印度分歧度流动性变化趋势



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图39：印度分歧度-流动性二维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

外资流出的企稳是当前印度反弹的核心原因，但上涨的延续性预计较弱。印度经济的走弱与A股的修复带来外资的流出，是印度2024年9月以来下跌的核心原因；印度当前处于盈利增速不及预期带来的外资流出、估值下修阶段，配置价值或相对有限；5月虽然有反弹，但是盈利预期未有明显改善，估值仍然较高，预计上涨延续性不强。外资大幅重返印度市场或可以作为判断印度估值下修是否结束的关键信号。

表7：印度市场综合判断

维度	方向	说明
经济	↓	印度经济增速放缓，引发市场的担忧。
外资	↓	A股表现吸引全球资金，导致印度市场外资流出。
估值	↑	估值与自身历史比处于相对低位，但全球比较下估值较高（对应过去的高盈利增速）。
量价	↓	分歧度↑流动性↑，短期看处于震荡和放量下跌象限。
综合	↓	印度市场盈利增速不及预期，处外资流出、估值下修阶段，当下配置价值或相对有限。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3 二元风格量化观点

2025 年 6 月市场二元风格量化观点如下：

表8：2025 年 6 月市场二元风格量化观点

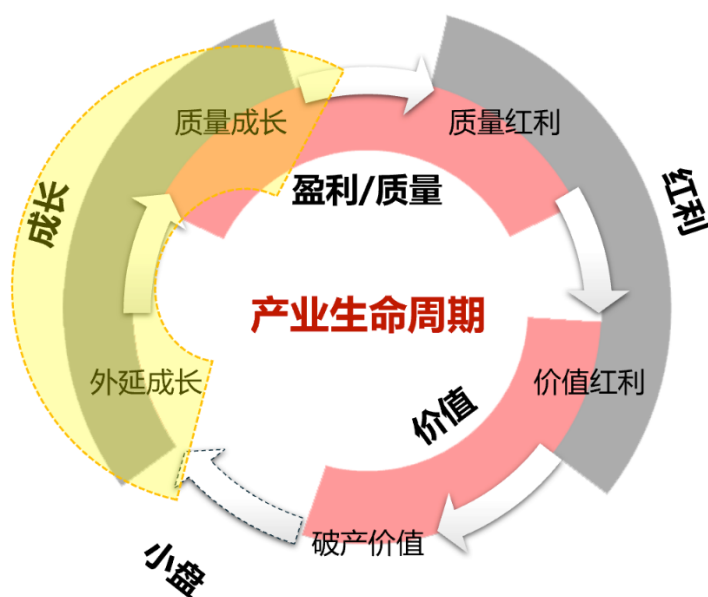
市场风格	观点
大势研判综合观点	核心：推荐关注预期成长风格 - 实际增速资产的优势差继续回升，保持实际成长类策略配置； - 预期增速资产的优势差继续回升，建议增配预期成长类策略； - ROE 的优势差边际继续下行，拥挤度较低，盈利能力策略虽短期有表现但不推荐； - 高股息类资产当下的拥挤度保持高位，纯红利类资产有拥挤风险； - 当下Δg和Δg_f都有扩张，其中预期增长板块更值得关注，6 月继续推荐成长风格。
风格补充观察	核心：小盘机构关注度加速回升 - 美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或存在机会但长期看或已到拐点； - 5 月小盘相较于大盘关注度继续加速回升； - 从市值因子拥挤度来看，5 月小盘风格拥挤度小幅上行，目前继续维持高位； - 从季节效应来看，2010 年以来 6 月份大小盘无显著差异。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1 风格综合观点：推荐关注预期成长风格

根据我们自下而上量化大势研判框架的推演，6 月推荐成长风格，其中预期成长类策略更值得关注。行业上推荐：1) 无烟煤；2) 铁路交通设备；3) 电力电子及自动化；4) 玻璃纤维；5) 白色家电Ⅲ；6) 综合金融；7) 船舶制造；8) PCB；9) 印染；10) 其他结构材料。具体判断依据详见报告《六月大势研判：推荐关注预期成长风格》。

图40：产业生命周期视角下风格轮转规律



资料来源：民生证券研究院绘制，注：黄色区间为当下占优风格

表9：量化大势研判配置策略近期选择

	实际成长	预期成长	盈利能力	质量红利	价值红利	破产价值
2023-01						
2023-02						
2023-03						
2023-04						
2023-05						
2023-06						
2023-07						
2023-08						
2023-09						
2023-10						
2023-11						
2023-12						
2024-01						
2024-02						
2024-03						
2024-04						
2024-05						
2024-06						
2024-07						
2024-08						
2024-09						
2024-10						
2024-11						
2024-12						
2025-01						
2025-02						
2025-03						
2025-04						
2025-05						
2025-06						

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 风格补充观察：小盘机构关注度加速回升

自 2016 年外资大量流入 A 股开始，美债利率对 A 股红利/成长相对强弱产生显著影响。逻辑上来说，红利资产现金流分布较为平均，久期较短，而成长资产现金流分布近小远大，久期较长，对资金成本的敏感性上来说后者更甚，因而美债利率会对两者的定价造成一定的影响。从过去规律来看，拐点上美债利率领先红利/成长相对收益，大约领先 3-6 个月不等。5 月十年美债利率再度走高，目前仍维持高位震荡，单月看红利成长差异不明显；但长期看美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或仍存在机会但长期来看预计已到拐点。

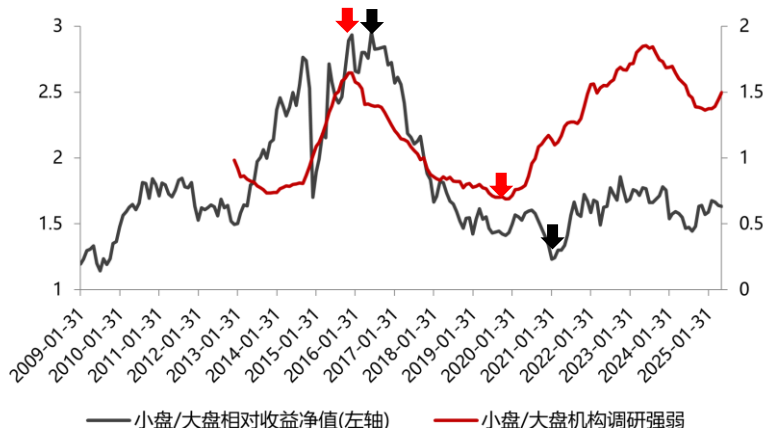
图41：红利/成长相对收益与美债利率



资料来源：wind，民生证券研究院

大盘/小盘的轮动大趋势上与机构调研强度有较高相关性。我们使用过去 30 日的平均调研次数作为机构调研强度的代理指标。大盘/小盘（沪深 300/中证 1000）的相对收益在月度频率上轮动较为频繁，但大趋势上与机构调研强度强弱有较高的一致性，且机构调研强度强弱的拐点一定程度上领先大盘/小盘轮动大趋势拐点，大小盘的轮动或与注意力机制相关。

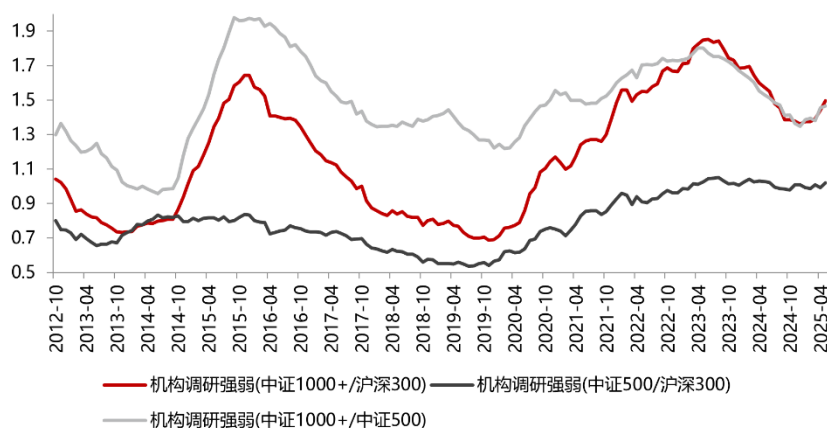
图42：小盘/大盘市场机构关注度强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理

5月小盘相较于大盘关注度继续加速回升。自2024年9月以来大盘相较于小盘关注度的上升趋势就有减缓迹象，2025年1季度中证1000+相对于沪深300/中证500的机构调研强度边际走强但斜率较低，4、5月斜率则出现明显走高，从机构关注度来看小盘或会出现长期趋势性机会。

图43：不同市值股票池机构调研强弱



资料来源: wind, 民生证券研究院, 注: 机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理, 中证 1000+ 指中证 1000 指数成分股及市值更小的其余股票的总和

从市值因子拥挤度来看，5月小盘风格拥挤度小幅上行，目前继续维持高位，需关注拥挤交易的风险。小盘拥挤度在5月继续维持在高位，较上月略有上行，拥挤交易对小盘的影响预计继续延续。

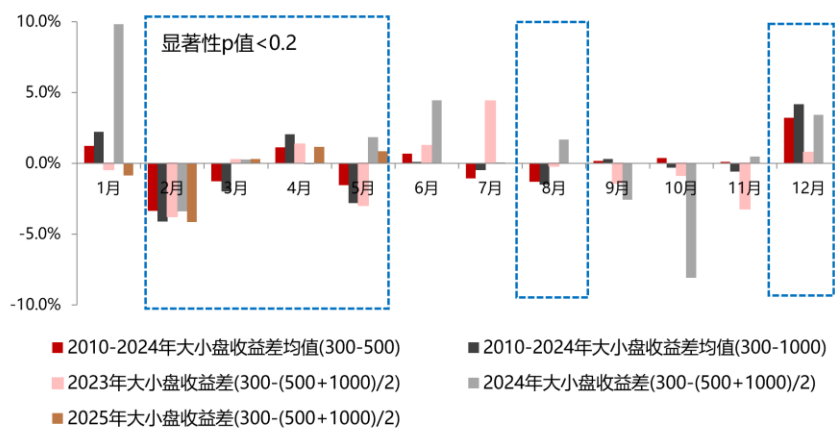
图44：市值因子拥挤度



资料来源: wind, 民生证券研究院, 注: 市值拥挤度使用沪深300和中证1000计算

从季节效应来看，2010 年以来 6 月份大小盘无显著差异。2010 年-2024 年期间 6 月份大盘占优比例 53.3%，平均跑赢小盘 0.10%。6 月份大小盘没有明显的季节效应。

图45：月度大小盘收益差（季节效应）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：300 代表沪深 300，500 代表中证 500，1000 代表中证 1000

4 行业配置量化观点

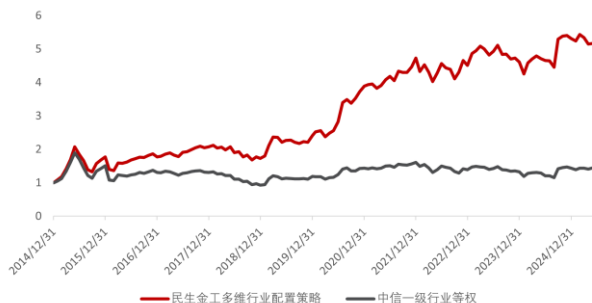
表10：2025 年 6 月推荐行业及权重

	多维行业配置策略	胜率赔率	出清反转
有色金属	20.0%	√	√
电子	20.0%	√	√
电力设备及新能源	13.3%	√	
计算机	13.3%	√	
机械	13.3%	√	
农林牧渔	13.3%	√	
通信	6.7%		√

资料来源：Wind，民生证券研究院

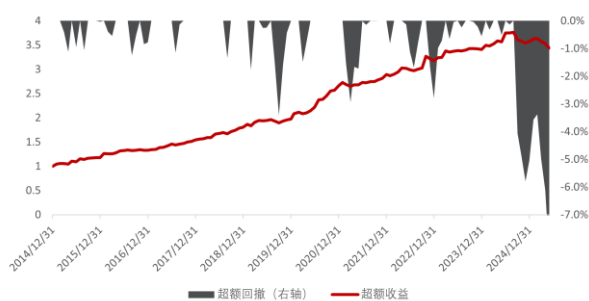
民生金工多维行业配置策略由两个行业配置策略组合而成，采取“恒星+卫星”的模式，其中胜率赔率策略、出清反转策略权重为 4：1，策略内部选取的行业等权持有。策略历史绝对收益与超额收益显著，2023 年绝对收益 2.36%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 7.26%。2024 年绝对收益 15.23%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 4.83%。2025 年绝对收益-2.75%，相对于中信一级行业等权的超额收益为-3.64%。

图46：民生金工多维行业配置策略绝对收益



资料来源：wind，民生证券研究院

图47：民生金工多维行业配置策略超额收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 行业推荐：胜率与赔率

投资的期望回报取决于投资的胜率和赔率。在行业配置中，胜率是行业短周期实现相对市场超额收益的概率，赔率刻画行业长周期能获得多少绝对收益。短期看，行业景气度往往决定了行业的胜率；长期看，行业的估值、股息率等决定了行业的赔率。高胜率的行业往往趋势较好、景气度较高，而高赔率的行业往往估值低、长期看有绝对收益空间。

我们从胜率和赔率两个维度对中信一级行业进行刻画，综合考虑胜率和赔率，推荐：有色金属、电力设备及新能源、计算机、机械、农林牧渔、电子。

图48：2025 年 6 月行业胜率赔率刻画



资料来源：wind，民生证券研究院

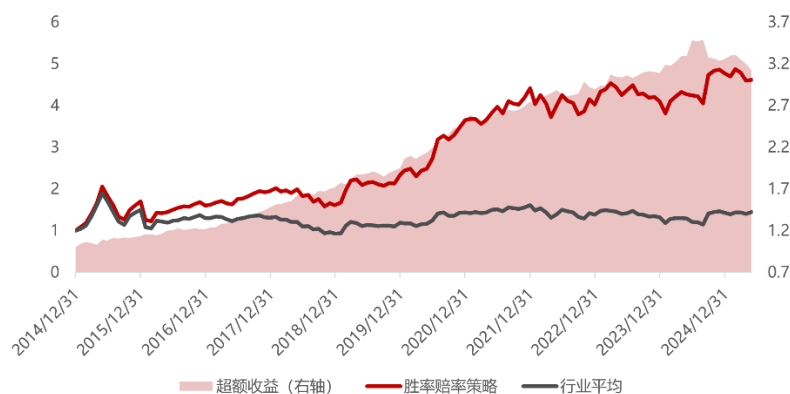
表11：2025 年 6 月行业胜率赔率刻画

推荐行业	胜率	赔率	胜率&赔率
有色金属	√	√	√
电力设备及新能源	√	√	√
计算机	√	√	√
机械	√	√	√
农林牧渔	√	√	√
电子	√	√	√
建材	√	√	
基础化工	√	√	
交通运输	√	√	
钢铁	√		
轻工制造		√	

资料来源：民生证券研究院绘制

策略历史表现如下，样本外超额显著，2024 年以来绝对收益 12.59%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 0.97%。

图49：胜率赔率策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 行业推荐：出清反转策略

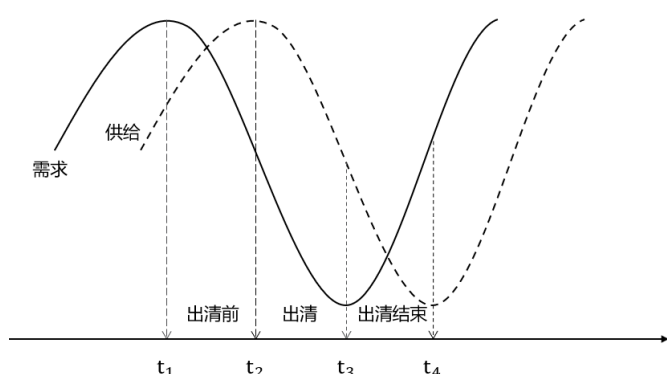
需求引导并且领先供给变化，在供给出清需求反转下行业回报将大概率提升。

在行业繁荣时期企业由于过度扩张、竞争导致产能过剩，出现供过于求的状态，而从该种状态到产能淘汰整合，资本撤离行业的过程称为行业出清。在出清尾声，需求端的回升使得企业盈利好转，而供给端还没有进入新的扩张时，将是布局行业的良好机会。

我们从行业需求、行业供给、行业竞争格局三个维度描述行业发展所处状态。

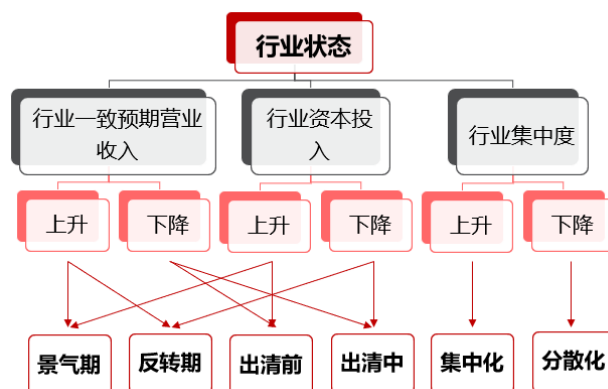
通过对每个指标上下行状态进行划分得到行业八种状态。我们将行业需求和供给均在下降时定义为行业出清状态，而将出清后行业需求端得到改善，行业供给未转向，同时集中度下行的状态定义为出清结束反转状态，观察行业是否能够在出清状态结束后基于格局变化获得超额收益。详细内容请参考报告《量化捕捉行业出清反转投资机会》。

图50：供需角度分析行业出清过程



资料来源：民生证券研究院整理绘制

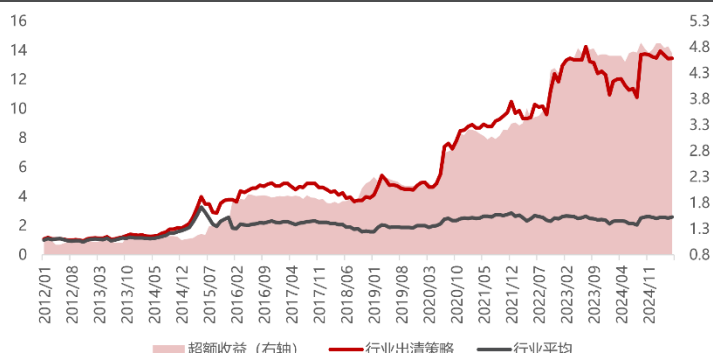
图51：行业状态划分标准



资料来源：民生证券研究院整理绘制

行业出清反转策略从2012年1月31日到2025年5月31日相对于行业等权组合实现显著超额收益，具体表现如下图所示。策略主要在熊市末期与牛市初期贡献超额收益。

图52：行业出清反转策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

当下处在反转期-分散化且前 6 个月出清过的行业为**有色金属、电子、通信**。

表12：各行业 2025 年 5 月状态

行业	2025 年 5 月状态
有色金属	反转期-分散化
电子	反转期-分散化
通信	反转期-分散化
基础化工	反转期-分散化
建材	反转期-集中化
机械	反转期-集中化
食品饮料	反转期-集中化
计算机	反转期-集中化
轻工制造	景气期-分散化
国防军工	景气期-分散化
农林牧渔	景气期-分散化
汽车	景气期-集中化
家电	景气期-集中化
纺织服装	景气期-集中化
石油石化	出清中-分散化
电力及公用事业	出清中-分散化
房地产	出清中-分散化
传媒	出清中-分散化
建筑	出清中-集中化
商贸零售	出清中-集中化
医药	出清中-集中化
交通运输	出清中-集中化
消费者服务	出清前-分散化
煤炭	出清前-集中化
钢铁	出清前-集中化
电力设备及新能源	出清前-集中化

资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。

插图目录

图 1: 权益主动基金超额收益分布	3
图 2: 权益量化和指增基金超额收益分布	3
图 3: 行业配置特征分布	4
图 4: 风格配置特征分布	4
图 5: 业绩领先权益主动基金行业分布	6
图 6: 业绩领先权益主动基金模式一行业分布	6
图 7: 业绩领先权益主动基金模式二行业分布	6
图 8: 业绩领先权益主动基金模式三行业分布	6
图 9: 公募量化基金相对基准的风格暴露	7
图 10: 公募量化基金在风格上的偏离情况	7
图 11: 公募量化基金相对基准的行业	7
图 12: 公募量化基金在行业上的偏离情况	7
图 13: A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)	9
图 14: 银行与非银景气度变化	9
图 15: 金融与工业景气度变化	9
图 16: 上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化	10
图 17: 分歧度、流动性、景气度变化趋势	11
图 18: 沪深 300 受阻力线影响短期回落	11
图 19: 分歧度-流动性-景气度三维择时框架	12
图 20: 10Y 国债利率驱动因素模型	12
图 21: 静态因子模型历史月度利率择时效果	13
图 22: 利率驱动因子长期变化趋势	13
图 23: 10Y 国债利率 6 月预测各因子贡献	14
图 24: 2018 年以来模型预测值与实际值对比	14
图 25: 黄金驱动因素模型	14
图 26: 静态因子模型历史月度黄金择时效果	15
图 27: 黄金驱动因子长期变化趋势	15
图 28: 伦敦金现 6 月预测各因子贡献	16
图 29: GDP 中美国联邦政府消费支出和投资总额	16
图 30: GDP 中美国国防消费支出和投资总额	16
图 31: 房企、居民、金融机构、地方政府链路关系	17
图 32: 民生金工房地产行业压力指数 (2025.05)	18
图 33: 细分指标当期评分 (2025.05)	18
图 34: 房地产供需两侧压力 (2025.05)	18
图 35: NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入	19
图 36: 印度 NIFTY 50 收益分解	19
图 37: 2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解	19
图 38: 印度分歧度流动性变化趋势	20
图 39: 印度分歧度-流动性二维择时框架	20
图 40: 产业生命周期视角下风格轮转规律	21
图 41: 红利/成长相对收益与美债利率	23
图 42: 小盘/大盘市场机构关注度强弱	23
图 43: 不同市值股票池机构调研强弱	24
图 44: 市值因子拥挤度	24
图 45: 月度大小盘收益差 (季节效应)	25
图 46: 民生金工多维行业配置策略绝对收益	26
图 47: 民生金工多维行业配置策略超额收益	26
图 48: 2025 年 6 月行业胜率赔率刻画	27
图 49: 胜率赔率策略收益	27
图 50: 供需角度分析行业出清过程	28
图 51: 行业状态划分标准	28
图 52: 行业出清反转策略收益	28

表格目录

表 1: 公募权益主动基金 2025 年截至 5 月 30 日信息比率前 20 名	3
表 2: 公募权益量化和指增基金 2025 年截至 5 月 30 日信息比率前 20 名	4
表 3: 公募权益主动基金类型刻画	5
表 4: 公募权益主动基金收益来源	5
表 5: 2025 年 6 月大类资产量化观点	8
表 6: 5 月社融结构预测 (单位: 亿元)	10
表 7: 印度市场综合判断	20
表 8: 2025 年 6 月市场二元风格量化观点	21
表 9: 量化大势研判配置策略近期选择	22
表 10: 2025 年 6 月推荐行业及权重	26
表 11: 2025 年 6 月行业胜率赔率刻画	27
表 12: 各行业 2025 年 5 月状态	29

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。本报告清晰准确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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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：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