

当下是相对不重要的

2025 年 05 月 18 日

➤ **中美贸易谈判超预期后，各类资产对于缓和的定价也存在分化。**之前受损最严重的“夹在”中国供给和美国需求之间的越南股市出现明显反弹，基本回到 4 月 2 日前后水平，相较之下中国出口链中依然有超过一半的细分板块与个股尚未完成修复，投资者开始定价贸易冲击在总量层面的逐渐平息，但是转口贸易成为常态，结构冲击仍会存在。人民币和人民币资产（港股、A 股）周度都出现了明显反弹，但对于 A 股市场整体而言，在周中修复至 4 月 2 日水平后连续出现回调，贸易冲突缓和后市场反而失去主线，行业轮动速度重新抬升。美元资产表现较好，美债与美股出现明显上涨，美股实现了年初至今的由负转正，当然这背后也有一些美国自身其他利好消息的支撑（如 4 月通胀压力低于预期、特朗普政府在中东取得的外交成果等）。而受全球贸易不确定性收敛影响，前期表现出色的黄金出现连续回调。总结而言，我们前期提示的“全球两大国在冲突中货币贬值而资金流入中间货币的趋势不可持续”的逻辑得到了兑现，但也值得关注的是，由于 A 股前期受到事件情绪驱动带来的主题活跃力量正在退潮，资金定价回到基本面走势的特征会逐步显现。

➤ **往后看打破市场“宁静”的两大来源：总需求的下降与贸易缓和路径的反复。**需要意识到的是，近期美国“软”数据仍在走弱，而所谓“硬”数据的韧性大多停留在拜登时期的特征，贸易和谈只是把经济从快速衰退预期中挽救，美国经济整体延续 2025 年 Q1 以来下行的趋势并未改变，而美联储对货币政策框架的调整也并不构成是其将短期内降息的信号；对中国而言，在前期政策脉冲逐渐褪去后，经济在抢出口下的上行难以被定价，而政策出台又反而需要基本面走弱。中美可能都存在青黄不接的时期，全球经济本身可能存在新老动能换掉，美国重建供给+中国寻找需求都需要时间。与此同时，复盘 2018 年中美关税谈判过程，贸易缓和的实现路径上充满反复，并非是一蹴而就的过程。而事实上在本周中美商贸谈判后，美国 BIS 便升级了对华 AI 芯片出口的管制，意图为后续谈判增加自身筹码，本轮中美贸易博弈似乎远未结束，因此需要密切关注部分可能引发美国对华贸易态度发生转变的重要前瞻事件与信号：如贸易视角下美国与更多主流国家达成明显获利的贸易协议；国内事务视角中其降低通胀（如降低药品价格、降低油价等）、减税等关键事项的进展顺利；人事视角本轮谈判的美方主要代表人物财长贝森特的权利下放，而对华鹰派的官员重新走向台前；基本面视角美国硬数据仍具有明显韧性等。当然相较于美国，地产去金融化进入尾声的中国已经经历了压力测试，完整的供给能力也为未来需求构建创造了基础，中国资产的定价相对较低，在未来冲突中仍将具有韧性。

➤ **当下主题投资活跃，但力度未来很难回到一季度。**2025 年 Q1 的主题行业具备诸多条件的共振：经济基本面预期企稳向上为科技制造业提供了盈利基本面，而主题行业本身又存在催化，甚至引领了中国资产重估的叙事。当前贸易冲击阶段平复，但是全球经济在关税冲突前就在放缓的趋势仍未改变，未来出口有新的扰动，中小盘成长由于对出口的暴露更高，表现波动也会明显放大；当下贸易和谈带来的信心修复，来源恰好是中国总量供给在全球的优势，而不是单一科技行业的突破，反而核心科技主题当下缺乏新产业催化做进一步支撑。总结来看，2025 年 Q1 是科技突破引领市场风险偏好，而现在是市场风险偏好修复投资者风格阶段轮动科技主题，持续性资产较弱。

➤ **未破未立的尴尬，但新秩序，新故事一直在孕育。**第一，内需消费长效机制的逐步建立下板块具备净利润增长、股息支付和估值提升三类收益来源，推荐家电、食品饮料、化妆品、潮玩、旅游休闲、游戏、线上零售等；详细分析可参考前期周报《修复之后，关注变化》。第二，中国对外贸易体系重塑下部分提前完成出清供需格局相对良好的中国优势产业的产能价值有望逐渐体现（机械设备、汽车整车制造等），同样在这一过程中，供给端具备明显约束的资源品也将迎来新的机遇（铜、铝、黄金）；第三，随着经济转型的逐步推进与房地产的缓慢企稳，中国去金融化进程步入尾声，当前中国企业的投融资环境与意愿有所修复，而未来无论是构建新的内需增长范式抑或是中国外贸易体系重塑下人民币国际化进程的加速，都有望带动金融领域新的扩张，彼时金融板块基本面见底的时刻也将到来（银行、保险）。

➤ **风险提示：**国内库存周期超预期波动；部分行业格局调整时间超预期。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 吴晓明

执业证书：S0100523080002

邮箱：wuxiaoming@mszq.com

相关研究

1. 市场温度计系列之三十二：个人情绪继续回落，机构情绪震荡上行-2025/05/17
2. 资金跟踪系列之一百六十八：两融重新回流，北上继续买入-2025/05/12
3. A 股策略周报 20250511：修复之后，关注变化-2025/05/11
4. 市场温度计系列之三十一：情绪指标显示市场或延续偏弱走势-2025/05/10
5. 2025 年 4 月行业信息跟踪月报：大宗消费品、光伏行业的制造端景气度回落，厂商生产信心不强-2025/05/06

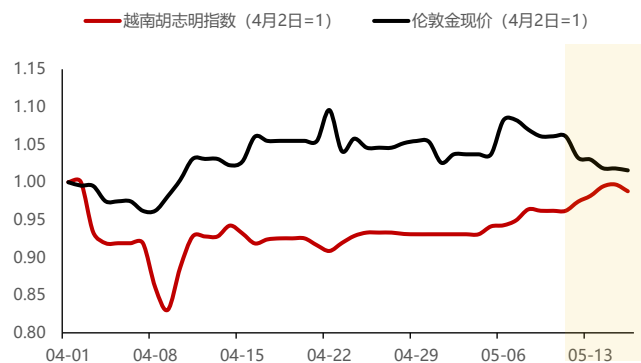
目录

1 中美商贸谈判的市场反馈	3
2 未来打破“宁静”的两大来源	4
2.1 客观存在的基本面总需求下降	4
2.2 中美贸易协议落地进程依然充满不确定性	5
3 长期的方向反而清晰	7
4 风险提示	10
插图目录	11

1 中美商贸谈判的市场反馈

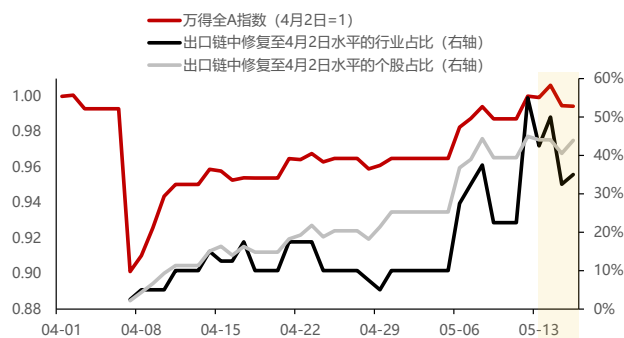
本周（2025年5月12日至2025年5月16日，下同）中美首轮贸易谈判结果公布，取得的成果超出市场预期，“夹在”中国供给和美国需求之间的越南股市出现明显反弹，黄金则出现明显下跌。对于A股市场而言则经历了先涨后跌，在修复至4月2日前后水平后出现回调，当前市场似乎短期失去了主线，行业轮动速度再度抬升至高位。值得一提的是，截至当前出口链相关（2024年海外业务占比超20%）依然有一半以上的细分行业与微观个股尚未完成修复，表明着当前市场对中国未来的本土出口依然相对谨慎。而相较之下，投资者对美元资产定价相对积极，美债与美股均出现明显上涨，当然这背后也存在一些美国自身其他利好消息的支撑，如4月CPI数据低于预期、美联储调整通胀框架、特朗普政府与中东达成系列投资协议等。

图1：本周中美首轮贸易谈判结果公布，取得的成果超出市场预期，“夹在”中国供给和美国需求之间的越南股市出现明显反弹，黄金则出现明显下跌



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：当前市场对中国本土出口依然相对谨慎，出口链相关依然有一半以上的细分行业与微观个股尚未完成修复



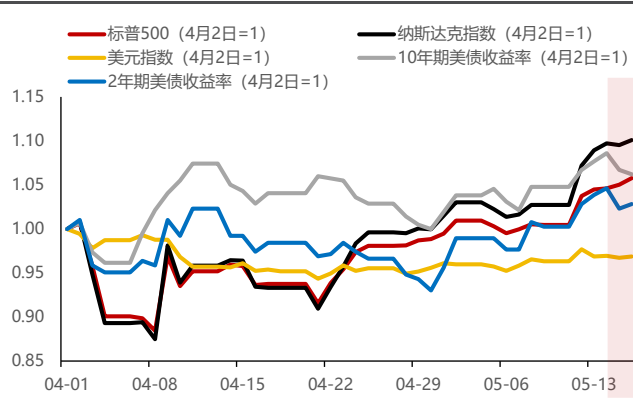
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：近期市场似乎短期失去了主线，行业轮动速度再度抬升



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：相较之下，投资者对美元资产定价相对积极，美债与美股均出现明显上涨



资料来源：wind，民生证券研究院

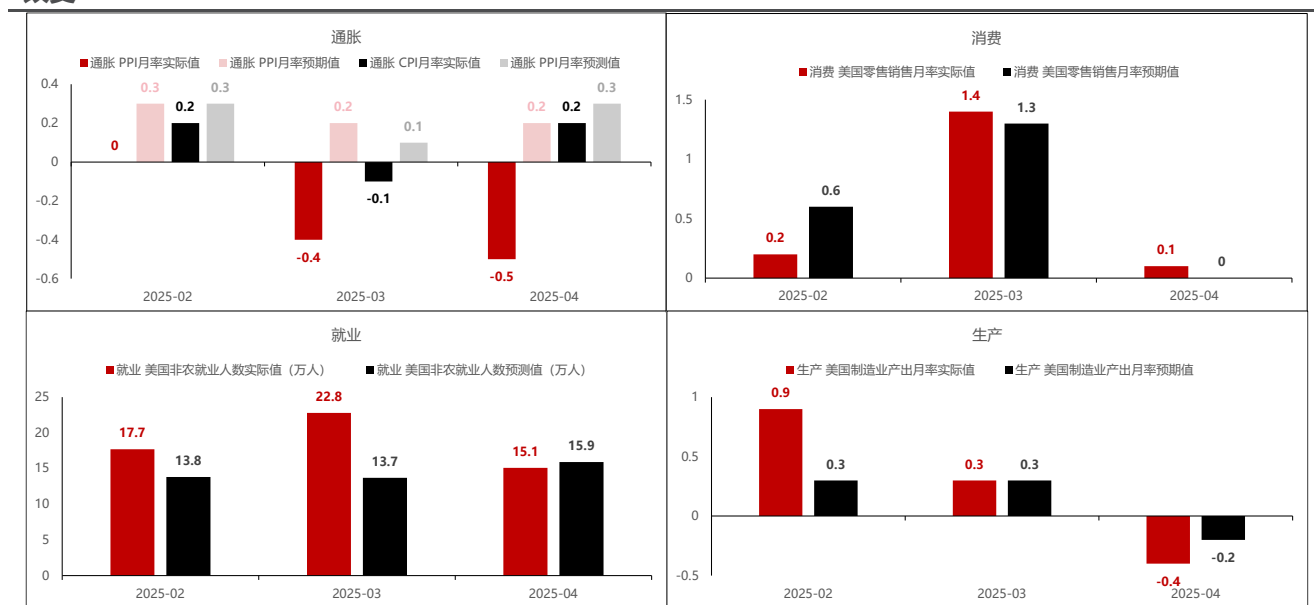
2 未来打破“宁静”的两大来源

当下各类资产对全球关税冲突缓和的定价逐渐趋向一致，随着未来中美两国的重心可能也会阶段性转向国内，市场未来可能将进入宏观波动阶段性收敛的阶段，然而这一阶段似乎并不会长期持续，往后看两大核心变量有望成为市场波动率回归的来源。

2.1 客观存在的基本面总需求下降

需要意识到的是，近期美国软数据依然持续走弱，而硬数据的韧性只是相较于市场前期的悲观预期而言，其整体延续 2025 年 Q1 下行的趋势也同样并未改变；而对中国而言，随着前期政策脉冲逐渐褪去，新的刺激政策的观察周期受关税阶段性缓和与抢出口影响可能被拉长，这会导致未来经济逐渐面临下行压力到决策层出台政策对冲再到实际效果显现之间存在多个风险放大的换挡期。当然相较美国，中国拥有更多的应对机制与手段，中国资产可能更具韧性。

图5：美国硬数据的韧性只是相较于市场前期的悲观预期而言，其整体延续 2025 年 Q1 下行的趋势也同样并未改变



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：美国以消费者信心为代表的软数据依然在持续走弱


资料来源：wind，民生证券研究院

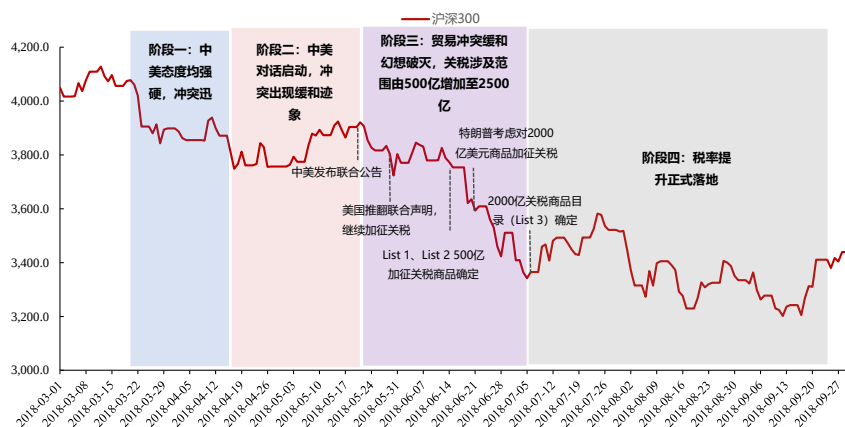
图7：当前中国港口货物与集装箱吞吐量均处于近两年来高点附近，抢出口效应明显


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 中美贸易协议落地进程依然充满不确定性

复盘 2018 年中美关税谈判过程，在 2018 年 5 月 20 日中美双方就贸易问题发表联合声明后，声明中提出将会采取一定措施来减少美国对话贸易逆差、在部分领域增加美国商品进口等，贸易冲突同样迎来阶段性缓和。然而在 5 月底，美方便推翻前期谈判结果，并在随后一个月内不断升级加征关税的举措，贸易谈判陷入拉锯战，并直到 2020 年初才真正达成阶段性的贸易协议。而事实上，在本周中美商谈谈判后，美国 BIS 便升级了对华 AI 芯片出口的管制，为后续谈判增加自身筹码，本轮中美贸易博弈似乎远未结束，往后看最直接的波动放大时刻便是特朗普在公开场合的新发言，当然这具有一定的不可测性，因此也同样要密切关注一些重要的前瞻事件与信号：如贸易视角下美国与更多国家达成新的贸易协议；国内事务视角中其降低药品价格、减税等关键事项的进展顺利；人事视角本轮谈判的美方主要任务贝森特的权利下放，对华鹰派的官员重新获得重视；基本面视角美国硬数据仍具有明显韧性等。

图8：在2018年5月20日中美双方就贸易问题发表联合声明后，在5月底，美方便推翻前期谈判结果，并在随后一个月内不断升级加征关税的举措



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：可能引发美国对华贸易态度发生转变的重要前瞻事件与信号梳理，以及当前的进展跟踪

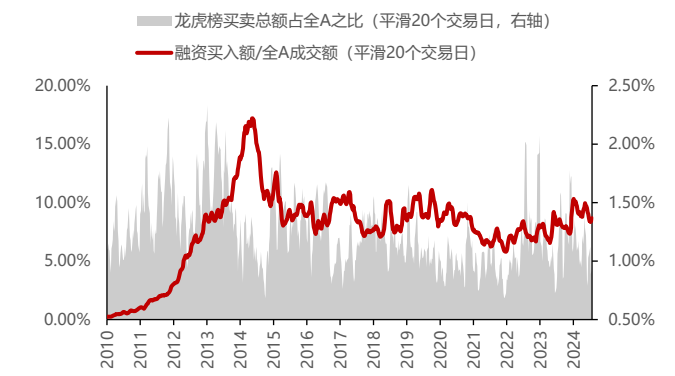
跟踪事项	时间	事件	内容
对外贸易谈判以及当前进展跟踪	5月9日	美国优先谈判名单曝光	彭博社援引多名知情人士消息称，特朗普政府已将约20个贸易伙伴列入首轮谈判优先名单，这份覆盖多元经济体的名单既包括日韩等主要贸易逆差国，也纳入了斐济、莱索托等微型经济体，希望以此建立可供后续谈判参考的模板。美国财政部长斯科特·贝森特证实，政府正与18个国家进行密集接触，但完整名单尚未公开。
	5月9日	英美关税谈判	美国和日本8日宣布达成一项新的贸易协议。根据协议，英国将扩大对美国农产品的市场准入，美国则将对英国汽车提供一定程度的关税减免。英国政府当天发表声明，英美将互相制裁关税。英国汽车出口至美国的关税将从27.5%降至10%，钢铁和铝产品的关税从25%降至零。特朗普表示，该协议的具体细节仍待敲定，“最终的细节正在整理中。接下来的几周内，我们会把一切敲定得非常明确。”
	5月13-16日	美国-中东地缘政治缓和	特朗普13日至16日访问沙特阿拉伯、卡塔尔和阿联酋三国。美方官员日前表示，特朗普此行将与这三国讨论投资和经贸合作等议题，预计将宣布达成多项协议。据新华社报道，当地时间5月15日，阿联酋总统穆罕默德·本·扎耶德·阿勒纳哈扬在阿布扎比会见到访的美国总统特朗普，双方达成价值总额超过2000亿美元的协议。
	5月13日	中美日内瓦谈判后特朗普关税表态	财联社5月14日电，美国官员表示，在美国与胡塞武装达成协议，并且与伊朗进行多次谈判后，美军部署在印度洋迭戈加西亚空军基地的B-2轰炸机已经撤回美国本土，美军对胡塞武装的空袭行动也已经结束。
	5月14-16日	韩美关税谈判	特朗普表示90天后若未达成一致，关税不回到145%，但可以很高
	5月15日	欧美关税谈判	韩国与美国就关税问题自14日至16日在韩国济州岛展开为期3天的协商。彭博社报道，本次会谈此前已由低级别官员在14日启动，随后格里尔与韩国产业通商资源部通商交涉本部长郑仁教于15日举行会晤，而16日安德根与格里尔举行会谈。韩国《首尔经济》报道称，韩方将提出包括造船、能源等产业合作方案，力争促使美国豁免已预告对韩征收的25%“对等关税”，并谋求在汽车、半导体等领域争取优惠关税待遇。双方旨在7月关税缓冲期结束前达成“7月一揽子协议”。
	5月15日	欧美关税谈判	财联社5月15日，据媒体援引消息人士报道，欧盟正在修订其对美贸易协议的提案，作为开启实质性谈判的第一步，即使特朗普政府在谈判中仍缺乏明确立场，并提出了被视为不切实际的要求。欧盟新版提案将包含更多细节，说明如何降低贸易和非关税壁垒，以及促进欧洲在美国的投资和购买美国产品，包括液化天然气（LNG）和用于人工智能（AI）的半导体。
	5月17日	越南美国关税谈判	5月15日下午，越南外交部发言人范秋娟在越南外交部例行记者会上就越南贸易谈判情况回答记者提问时表示：“越南一贯本着高效、坦诚、建设性、平等、相互尊重和互利共赢的精神，积极主动地推动与美国平衡、可持续的贸易与投资合作。”外交部发言人范秋娟表示，越美两国仍在就美国对越南出口产品采取的对等关税政策进行谈判。
对内税改以及当前进展跟踪	5月13日 5月17日	美国税改法案最新进展	5月15日美国众议院共和和民主党税收立法草案的文本，提出在未来十年减税超过4万亿美元，同时削减开支至少1.5万亿美元。根据报道，该法案还寻求将国家债务上限提高4万亿美元，低于参议院倾向的5万亿美元水平。5月17日当地时间周五，在国际三大评级机构穆迪下调美国信用评级后，白宫抨击称，这是一项政治决定。就在穆迪宣布上述决定的几个小时前，美国众议院预算委员会否决了共和党提出的大规模税收和支出议案。
对内降通胀举措以及当前进展跟踪	5月	美国国内商品降价进展	财联社5月12日，特朗普签署名为《向美国患者提供处方药“最惠国”价格》的行政命令，旨在降低美国市场的处方药价格。美国总统特朗普表示，美国药品价格将降低59%，还不止于此。汽油、能源、杂货等所有其他价格都下降。如果美国药品价格不下降，将针对汽车采取行动。
人事任免跟踪	5月	人事任命	5月1日美国总统特朗普在社交媒体上发帖宣布，由国务卿马尔科·鲁比奥暂时兼任他的国家安全顾问，原国家安全顾问迈克尔·沃尔兹出任美国驻联合国大使。
近期美国硬数据走势跟踪	4月	经济数据	通胀：4月CPI同比增速略有回落至2.3%，核心CPI同比较上月持平于2.8%，4月PPI同比增长2.4%，4月新增非农就业人数略有下降至17.7万人，失业率维持在4.2%。 增长：4月零售销售环比增长0.1% 利率：美联储5月以息会议维持联邦基金利率4.25-4.5%不变。

资料来源：wind，财联社，新浪财经，央视网，民生证券研究院

3 长期的方向反而清晰

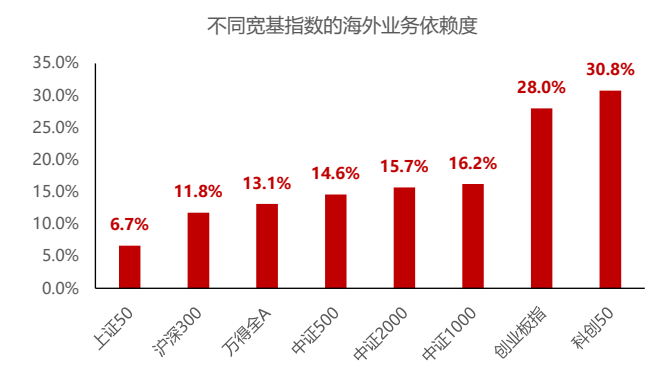
近期随着指数的逐渐修复，部分投资者关注度开始重新聚焦于市场能否回归4月前的交易特征与状态，即对主题投资、中小盘的交易热度回归开始报以期待。然而与2025年Q1经济基本面预期企稳向上，科技类主题投资存在明显的产业催化，投资者交易热情回归，以及中国资产重估叙事形成共识等多层因素共振不同，当前宏观波动率平稳的窗口期相对较短，主题投资主流参与者交易热度并不高；而主题投资本身一方面受行业轮动速度的加快影响比较难判断方向，难以出现广泛的赚钱效应；另一方面核心主题中由于缺乏业绩与新产业催化的进一步支撑，持续性可能也相对有限；与此同时，如果未来出口有新的扰动，中小盘成长由于对出口的暴露更高，市场波动也会明显放大。

图10：当前龙虎榜买卖额与融资买入额占全A成交额比重都在下滑，表明主题投资主要参与者散户与游资的交易热度并不高



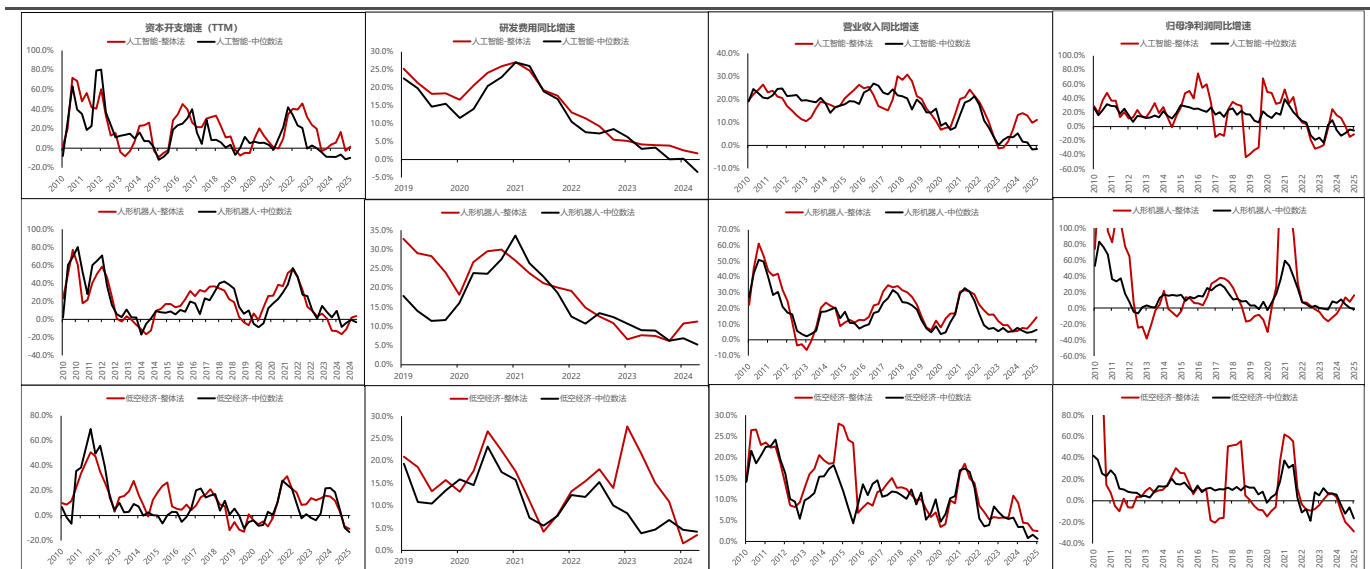
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：中小盘成长对出口的依赖度相对更高



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：以当前市场关注度较高的三大科技类核心产业主题为例，产业链整体业绩表现相对平淡，未来如果没有新的产业催化，行情持续性可能相对有限



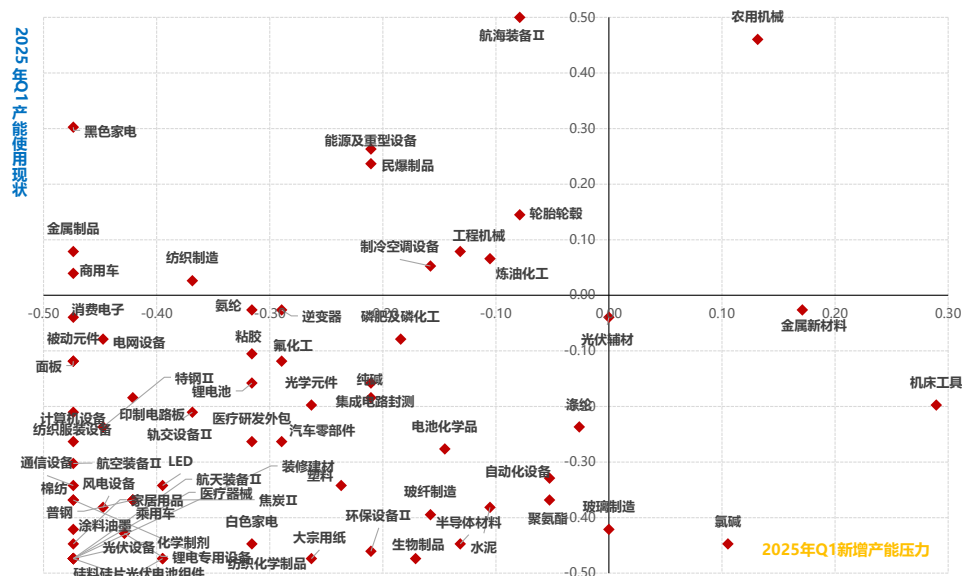
资料来源：wind，民生证券研究院

在市场暂时步入短期缺乏催化，中期却又充满不确定性，各类资产又大多完成修复的“尴尬期”，基于政策博弈与主题投资可能都不是最优选择，而是更应当聚焦于一些中长期变化的确定性，而新的长期投资机遇也有望在此孕育：

第一，内需消费长效机制的逐步建立下板块具备净利润增长、股息支付和估值提升三类收益来源，推荐**家电、食品饮料、化妆品、潮玩、旅游休闲、游戏、线上零售**等，详细分析可参考前期周报《修复之后，关注变化》；

第二，中国对外贸易体系重塑下部分提前完成出清供需格局相对良好的中国优势产业的产能价值有望逐渐体现**装备制造业**（机械设备、汽车整车制造等），同样在这一过程中，供给端具备明显约束的资源品也将迎来新的机遇（**铜、铝、黄金**）；

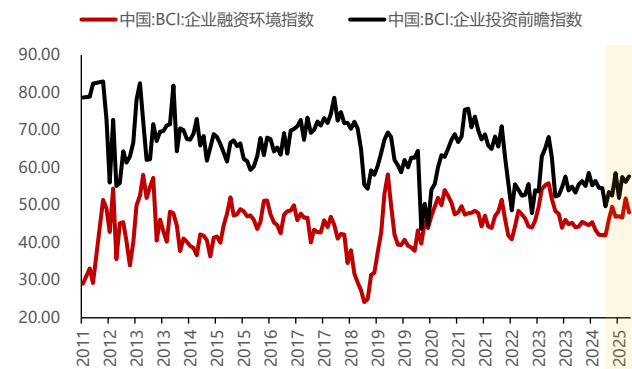
图13：截至 2025 年 Q1，处于供需格局相对良好的第二象限（产能利用现状高于历史中枢，新增产能压力低于历史中枢）的板块相较 2024 年 Q3 有所增加，其中大多为装备制造板块



资料来源：wind，民生证券研究院

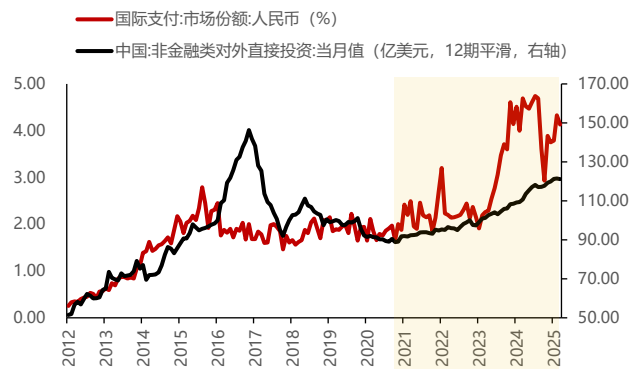
第三，随着经济转型的逐步推进与房地产的缓慢企稳，中国去金融化进程步入尾声，当前中国企业的投融资环境与意愿有所修复，而未来无论是构建新的内需增长范式抑或是中国外贸易体系重塑下人民币国际化进程的加速，都有望带动金融领域新的扩张（**银行、保险**），彼时金融板块基本面见底的时刻也将到来。

图14：当前中国企业的投融资意愿有所修复



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2021 年以来，国际支付中人民币份额持续抬升，未来伴随着中国对外投资与贸易的扩张，人民币国际化进程有望逐渐加快



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 风险提示

- 1) **国内库存周期超预期波动。**库存周期往往基于历史数据对外进行判断，如果未来波动超出预期，尤其是出口压力传导至企业生产意愿走弱，补库行为未发生，这将对实物资产与顺周期制造业景气度形成打击。
- 2) **部分行业格局调整时间超预期。**如果部分行业的产业格局加速下行或出清时间超出预期，那么中期问题将在短期内提前暴露，进而一定程度上压制市场情绪。

插图目录

图 1：本周中美首轮贸易谈判结果公布，取得的成果超出市场预期，“夹在”中国供给和美国需求之间的越南股市出现明显反弹，黄金则出现明显下跌	3
图 2：当前市场对中国本土出口依然相对谨慎，出口链相关依然有一半以上的细分行业与微观个股尚未完成修复	3
图 3：近期市场似乎短期失去了主线，行业轮动速度再度抬升	3
图 4：相较之下，投资者对美元资产定价相对积极，美债与美股均出现明显上涨	3
图 5：美国硬数据的韧性只是相较于市场前期的悲观预期而言，其整体延续 2025 年 Q1 下行的趋势也同样并未改变 ...	4
图 6：美国以消费者信心为代表的软数据依然在持续走弱	5
图 7：当前中国港口货物与集装箱吞吐量均处于近两年来高点附近，抢出口效应明显	5
图 8：在 2018 年 5 月 20 日中美双方就贸易问题发表联合声明后，在 5 月底，美方便推翻前期谈判结果，并在随后一个月内不断升级加征关税的举措	6
图 9：可能引发美国对华贸易态度发生转变的重要前瞻事件与信号梳理，以及当前的进展跟踪	6
图 10：当前龙虎榜买卖额与融资买入额占全 A 成交额比重都在下滑，表明主题投资主要参与者散户与游资的交易热度并不高	7
图 11：中小盘成长对出口的依赖度相对更高	7
图 12：以当前市场关注度较高的三大科技类核心产业主题为例，产业链整体业绩表现相对平淡，未来如果没有新的产业催化，行情持续性可能相对有限	8
图 13：截至 2025 年 Q1，处于供需格局相对良好的第二象限（产能利用现状高于历史中枢，新增产能压力低于历史中枢）的板块相较 2024 年 Q3 有所增加，其中大多为装备制造板块	9
图 14：当前中国企业的投融资意愿有所修复	9
图 15：2021 年以来，国际支付中人民币份额持续抬升，未来伴随着中国对外投资与贸易的扩张，人民币国际化进程有望逐渐加快	9

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：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