



静而不争

2025 年 04 月 27 日

➤ **衰退预期回摆, 风险资产反弹之后又到关键的路口。**随着全球衰退预期回摆, 风险资产上行, 黄金下跌。但值得关注的是, 日股、德股和美股的纳斯达克指数在经过这一轮反弹修复之后, 已经快回到了加征关税之前的位置。**基本可以确定的是无论如何“缓和”, 经济的状态也回不到加征关税之前。**值得关注的是, 相较于 2018 年, 中国对美出口依赖度已明显下降, 但美国对中国进口依赖度并未改善, 中国经济将在本轮的博弈中更具韧性。从这个角度而言**中国资产在全球范围内可能更具性价比。**从 A 股内部来看, 内需+金融板块的大部分股票已经回到加征关税之前的位置, 甚至部分创出新高; 另一方面, 前期跌得最多的受损板块反弹较大, 但并未创出新高, 或许只是有限修复。市场的风险度相较之前已经明显下降, 新的趋势已经开始, 中国新的内外需构建工作或许是核心, 短期不确定性的下降并未逆转这一主线。我们认为, **中美贸易摩擦“缓和”与否市场都会进入冷静期:** 由于前期资本市场是本轮贸易冲击维稳的核心, 如果出现缓和, 那么前期对冲板块可能面临压力, 市场的维稳力量也会逐步撤出; 反之, 市场的定价也会向逐步显现的经济基本面靠拢, 同样有一定的压力。

➤ **政策的着力点: 长效机制的贯彻 VS 短期对冲的节奏与必要性。**本周五召开了中共中央政治局会议, 总结来看, 由于一季度的经济数据表现不错, 而未来的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, **因此这一次的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”。**我们应该认识到的是长效机制政策与短期对冲政策的区别: (1) 以“关注中低收入群体”和平衡资本与劳动分配关系为代表的长效机制政策实际上并不因贸易摩擦而变化, 这些注重于调结构、促消费的政策一直都是在促进高质量发展、共同富裕的大背景下持续进行。**这一类政策的特点是持续性强但变化较慢, 对经济的拉动短期看不到明显的弹性。**(2) 而有一些政策的确是明显承担了短期对冲的任务, 比如适时的降准降息以支持实体经济发展、扩围提质实施“两新”政策、加力实施“两重”建设以及提高失业保险基金稳岗返还比例等, 这些政策的出台更偏应对而非预判, 强度可能取决于经济增长承压的情况, **这一类政策的特点是及时性高, 对经济的拉动弹性较大。**在上述政策基调之下, 对于资本市场定价的潜在影响是: (1) 前期“埋伏”政策短期对冲力度加大的投资者可能落空。(2) 未来 1-2 个季度, 基本面可能面临阶段性的压力测试。短期对冲政策的权重可能会根据实际经济运行的效果有所调整。

➤ **海外: 短期制造业补库对需求仍有支撑, 未来非美外需构建同样重要。**从欧美最新公布的 4 月 PMI 数据来看, 制造业活动仍在持续恢复, 明显好于预期, 尤其是其中的产出分项。欧美制造业都在加紧生产和补库, **对于中间品和资本品的需求仍有支撑,**但由于关税对消费者预期造成冲击导致了服务业走弱, 未来终端消费品的需求存在明显压力。同时我们观测到**转口贸易比终端贸易表现更好:** 受美国对中国加征大幅关税的影响, 从 4 月 7 日开始亚洲-北美东海岸的集装箱空白运力占比急剧上升; 与之相比的是越南港口到港船数量已经突破 1600 艘。但当 90 天的缓和期过去之后, 全球制造业的补库行为可能也会告一段落, 而各个国家其实也需要时间去消化前期积累的库存。为了应对由于关税带来的需求下行压力, **以日韩为代表的非美主要经济体也开始逐步寻求制定刺激内需的政策, 未来可能会扩散到其他更多非美国国家,**而这些国家的内需刺激实际上也会为我们的制造业产能寻求出路提供可能性, 而实际上寻找非美需求之路从 2018 年后已经开始, 未来外需的重建和内需构建同样重要。

➤ **静而不争, 关注中长期。**2025 年年初至今, 宏观经济波动率放大导致了市场风格不断出现切换, 这使得大部分投资者过于聚焦短期宏观命题走向而忽视长期变化。我们认为, 无论贸易摩擦存在与否或者程度如何, 一些长效机制的构建并不会因此停止, 中国新外需构建的步伐不会停止, 未来的投资机遇也应该围绕这些领域进行: 内需的构建和全球经济秩序的重塑。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**。

➤ **风险提示:** 特朗普的关税政策超预期; 国内经济运行不及预期。



分析师 牟一凌

执业证书: S0100521120002

邮箱: mouyiling@mszq.com

分析师 方智勇

执业证书: S0100522040003

邮箱: fangzhiyong@mszq.com

相关研究

1. 市场温度计系列之二十九: 个人与机构情绪短暂形成共振后再度走向分歧-2025/04/26
2. 2025Q1 基金持仓深度分析: 内求同, 外借力-2025/04/23
3. 资金跟踪系列之一百六十五: ETF 仍是主要买入力量, 两融净流出幅度放缓-2025/04/21
4. A 股策略周报 20250420: 预期或将回摆-2025/04/20
5. 市场温度计系列之二十八: 市场情绪仍未出现明显上行信号-2025/04/19

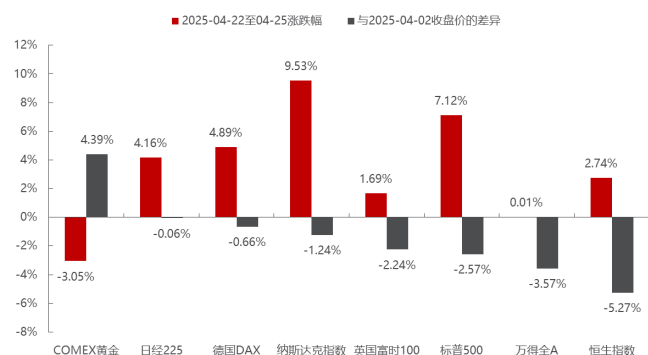
目录

1 中美贸易摩擦“缓和”与否，市场都会进入冷静期	3
2 政策的着力点更看重长效机制，短期对冲偏应对而非预判	6
3 海外：短期制造业补库对需求仍有支撑，未来非美需求或接力	8
4 保持定力，布局中长期变化	10
5 风险提示	11
插图目录	12

1 中美贸易摩擦“缓和”与否，市场都会进入冷静期

随着中美开始在各自的贸易圈进行磋商，同时投资者对于中美开启谈判也存在一定预期，全球衰退预期回摆，风险资产上行，而黄金出现了下跌。本周二至周五（2025-04-22至04-25，全文同）全球主要股票市场都出现了反弹，尤其是美股，反弹超过7%，而黄金下跌了3.05%。我们曾在上周周报《预期或将回摆》中提到，随着中美经济数据的公布以及贸易摩擦阶段性缓和迹象的出现，中美货币受损最严重的格局以及全球衰退预期或将出现回摆。但值得关注的是，日股、德股和美股的纳斯达克指数在经过这一轮反弹修复之后，已经快回到了加征关税之前（2025-04-02）的点位，而A股和港股则相对而言还有3%以上的差距。基本可以确定的是无论如何“缓和”，经济的状态也回不到加征关税之前，但股票市场如果回到加征关税之前可能值得警惕。更何况在逆全球化的趋势下，对于仍需要大量进口满足自身需求的美国而言，其进口对中国的依赖度依旧不低，但中国出口对美国的依赖度反而明显下降，我们有理由相信中国的经济将会更具韧性。从这个角度而言A股与港股当前在全球范围内可能都更具性价比。

图1：本周二至周五，以美股为代表的全球风险资产大反弹，而黄金下跌，但值得关注的是不少指数已经接近加征关税之前的点位



资料来源：wind，民生证券研究院。

图2：美国进口对中国的依赖度并不低，但中国出口对美国的依赖度明显下降

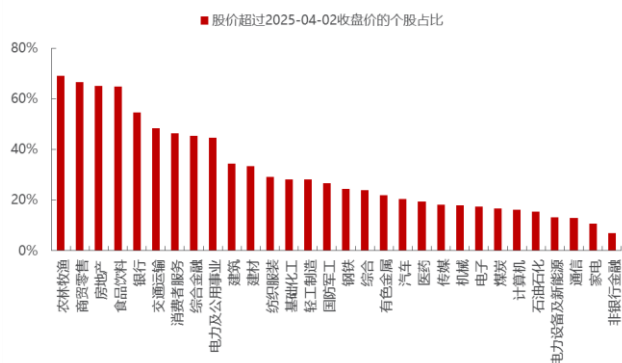


资料来源：ADB，民生证券研究院

A股内部来看：（1）从股价的位置来看，股价超过2025-04-02收盘价的个股占比超过50%的行业主要有农林牧渔、商贸零售、房地产、食品饮料以及银行，处于40%~50%的行业有交通运输、消费者服务、综合金融以及电力及公用事业，上述行业主要属于内需+金融领域，仍有19个行业的占比都低于30%；（2）从2025-04-08市场企稳反弹以来的涨跌幅贡献来看，主要是前期预期受损较多且下跌较多的板块贡献较多。所以当前A股内部的结构出现了明显的分化：内需和金融大部分股票已经回到加征关税之前，但其实由于前期下跌较少且本身预期不受关税影响，因此即便预期回摆反弹幅度也十分有限；而很多制造业和科技板块则相反，反弹幅度更大，但股价距离加征关税前还有一定距离。值得思考的是，无论如何“缓和”，由于外部环境回不到过去，后续内需的重要性实际上可能要比关税加

征之前更为重要，这意味着内需的定价可能就是可以超越加征关税之前；对于前期预期受损下跌较多的板块而言，部分板块的位置和估值可能就是回不到从前了；但不排除有一些未来能找到新外需的还有更广阔的空间。

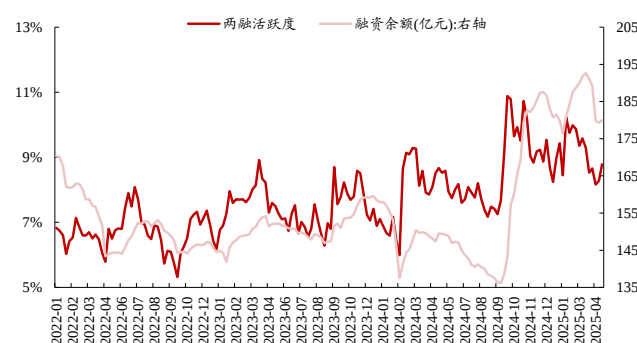
图3：从股价的位置上看，内需+金融板块的大部分股票率先修复至加征关税之前的位置



资料来源：wind，民生证券研究院。

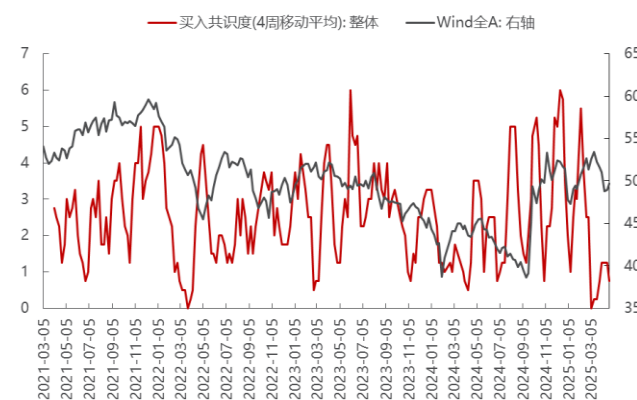
从交易层面来看，本轮反弹过程中个人投资者没有明显回归，两融和龙虎榜的交易活跃度修复十分缓慢。短期预期受损、下跌较多的板块或还有一定的修复动能，但当前资金形不成明显合力，近期行业轮动速度明显加快。

图5：当前两融的交易活跃度正从“924”以来的低点缓慢修复，但依然处于相对低位



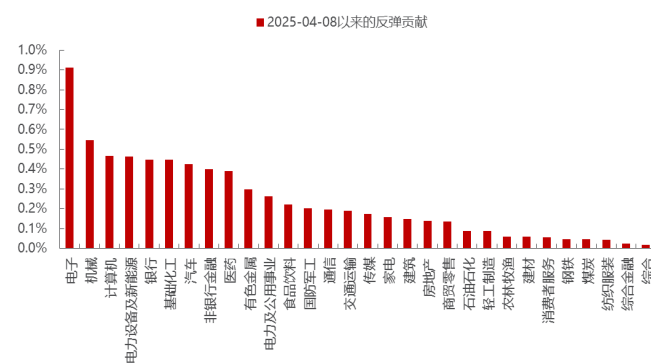
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：当前投资者整体的买入共识度并不高



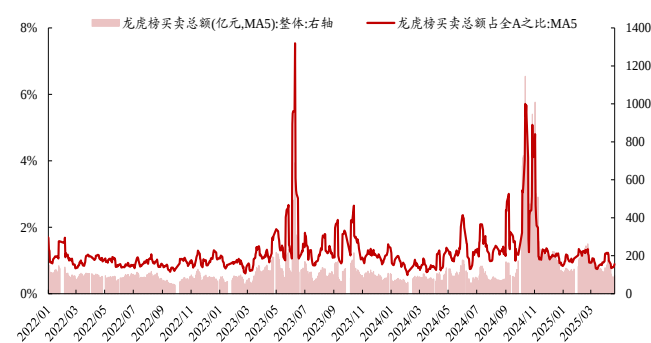
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：但从反弹的贡献来看，主要是前期预期受损较多、下跌较多的板块贡献最多



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：当前龙虎榜的交易活跃度正从“924”以来的低点缓慢修复，但依然处于相对低位



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：近期行业轮动速度持续抬升



资料来源：wind，民生证券研究院

所以根据上述分析,未来市场的驱动力可能不再是中美贸易摩擦“缓和”与否:如果出现缓和,那么实际上前期押注内需对冲的板块会面临压力,市场的维稳力量可能也会逐步撤出,而即便前期预期受损的板块会有所修复,但由于这一轮反弹较大的板块也是它们,所以修复空间可能也十分有限,而且实际上它们中的大部分板块可能就是无法回到加征关税之前的位置;如果不出现缓和,那么市场的定价将会走向基本面的压力测试。相比之下,在这个阶段去理解内循环的长效机制和外循环的需求重构,围绕上述两个方面去寻找投资机遇可能才是比博弈缓和更为重要的任务。

2 政策的着力点更看重长效机制，短期对冲偏应对而非预判

本周五召开了中共中央政治局会议，分析研究当前经济形势和经济工作。总结来看，由于一季度的经济数据表现不错，而未来的经济增长承压情况在关税谈判落地之前并无法准确预估，**因此这一次的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”，在未来的经济政策层面也更加强调长效机制的贯彻，尤其是把稳就业放在首位，同时增强消费对经济增长的拉动作用。**

我们应该认识到的是长效机制政策与短期对冲政策的区别：(1) 以“提高中低收入群体收入”为代表的长效机制政策实际上并不因贸易摩擦而变化，这些注重于调结构、促消费的政策一直都是在促进高质量发展、共同富裕的大背景下持续进行，只不过外贸环境的变化使得这些政策的战略地位再次抬升。这一类政策的特点是持续性强但变化较慢，对经济的拉动短期看不到明显的弹性。(2) 而有一些政策的确是明显承担了短期对冲的任务，比如适时的降准降息以支持实体经济发展、扩围提质实施“两新”政策、加力实施“两重”建设以及提高失业保险基金稳岗返还比例等，这些政策的出台更偏应对而非预判，强度可能取决于经济增长承压的情况，这一类政策的特点是及时性高，对经济的拉动弹性较大。我们可以把长效机制政策理解为趋势项，能够跨越经济周期的波动；而短期对冲政策为周期项，可能略领先于经济周期的运行。

图9：周五政治局会议的政策分类：长效机制政策 VS 短期对冲政策

政治局会议原文	政策类型判断/解读
着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。	对内高质量发展的确定性毋庸置疑，这是不因贸易摩擦而转移的政策意志。
要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。	短期对冲政策，财政和货币政策空间仍较大。
要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。	长效机制政策，实现收入分配再平衡，从而提升底层人民的消费水平。
加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。	短期对冲政策，继续做好“两新两重”。
加快推动内外贸一体化。培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序。	长效机制政策，重构外贸体系，同时对内继续进行经济结构转型，科技创新。
继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。	长效机制政策，继续化解地方政府债务问题。
加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和老旧小区改造。	短期对冲政策
加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。	长效机制政策，继续进行房地产的转型。
对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。	短期对冲政策

资料来源：中国政府网，民生证券研究院整理

在上述政策基调之下，对于资本市场定价的潜在影响是：(1) 前期“埋伏”政策短期对冲力度加大的投资者可能落空，而这可能带来部分板块的抛压。(2) 未来1-2个季度，基本面可能面临阶段性的压力测试，核心在于中美双方都还不能十分

确定对冲政策的力度，未来政策对经济的托底效果与经济出现明显压力之间可能存在时滞。目前来看，4月以来花旗经济意外指数显示中国经济好于预期而美国经济低于预期。所以短期政策对冲的必要性下降，节奏可能偏慢，更偏观望应对而非提前预判。

图10：2018年我国经济政策不确定指数明显抬升



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：当前中国经济好于预期而美国低于



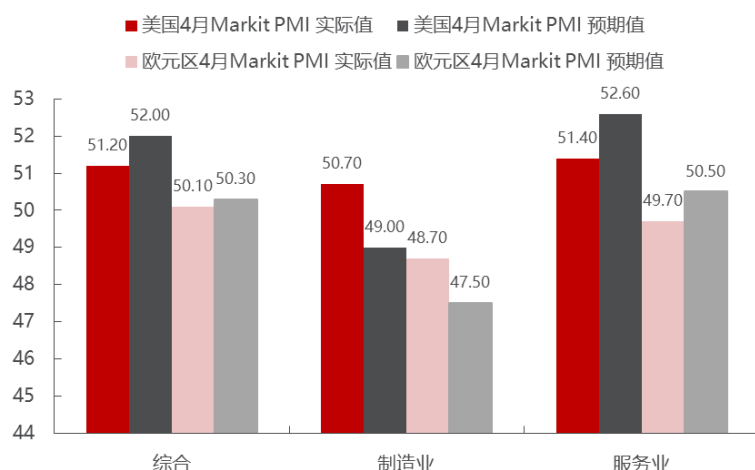
资料来源：wind，民生证券研究院

所以无论未来的关税谈判进展如何，对内进行结构转型、促销费、对外进行贸易体系重构的长期趋势并不会因此改变，但短期对冲政策的权重可能会根据实际经济运行的效果有所调整。

3 海外：短期制造业补库对需求仍有支撑，未来非美需求或接力

从欧美最新公布的 4 月 PMI 数据来看：共同的特点是综合 PMI 均有所下降且低于预期，拖累的核心原因在于服务业，而制造业活动仍在持续恢复，明显好于预期，尤其是其中的产出分项：欧元区的制造业 PMI 产出分项从 50.5 跳升至 51.2，创近三年新高；美国的制造业 PMI 产出分项从 3 月的 48.6 升至 50.2，重回荣枯线上方。上述制造业与服务业的分化意味着的是在 90 天关税缓和期下，欧美制造业都在加紧生产和补库，对于中间品和资本品的需求仍有支撑，但由于关税对消费者预期造成冲击导致了服务业走弱，未来终端消费品的需求存在明显压力。所以至少未来一个季度制造业的活动强于服务业的趋势可能不会扭转。

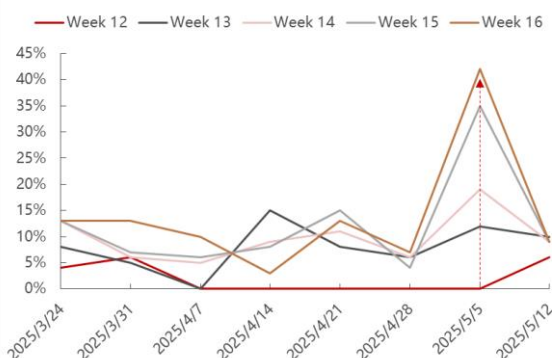
图12：欧美 4 月 PMI：制造业强于服务业



资料来源：S&P Global，民生证券研究院

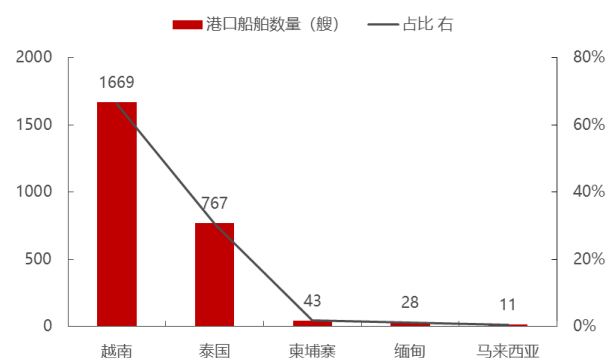
同样地，我们可以看到的是在 90 天关税缓和期下，转口贸易比终端贸易表现更好：受美国对中国加征大幅关税的影响，从 4 月 7 日开始亚洲-北美东海岸的集装箱空白运力占比急剧上升；与之相比的是越南港口到港船舶数量已经突破 1600 艘。

图13：亚洲-北美东海岸的集装箱空白运力占比急剧上升 (Week 12 指 2025-03-17 至 03-22，依次类推)



资料来源：Sea-Intelligence，民生证券研究院。注：纵轴为空白运力占比。

图14：当前最新数据显示越南的港口到港船舶数量已经突破 1600 艘



资料来源：Marinetraffic，民生证券研究院

但不得不面对的问题是：当 90 天的缓和期过去之后，制造业的补库行为可能也会告一段落，而各个国家其实也需要时间去消化前期积累的库存。但为了应对由于关税带来的需求下行压力，和中国一样，以欧日韩为代表的非美主要经济体也开始逐步寻求制定刺激内需的政策，未来可能会扩散到其他更多非美国国家，而这些国家的内需刺激实际上也会为我们的制造业产能寻求出路提供可能性。只不过非美国国家需求刺激可能存在时滞，因此在制造业补库结束到需求再度恢复中间可能就会存在全球需求下行的阶段。

图15：欧日韩纷纷表态要通过内需刺激政策来应对关税的潜在冲击

日期	国家/地区	发言人	具体政策举措
2025/4/17	韩国	韩国政府召开产业竞争力强化会议	推出了针对汽车及零部件产业的综合扶持方案，主要包括三大方向：紧急流动性支持、投资环境改善与内需刺激。宣布通过韩国进出口银行设立“危机应对特别金融计划”，计划每年新增9万亿韩元融资额度，为受到美国关税政策冲击的出口企业提供保障。将对半导体行业的支持计划提高到33万亿韩元（约合232.5亿美元）。
2025/4/24	欧洲	欧洲央行管委马迪斯·穆勒	如果贸易不确定性对经济增长的打击超出预期，欧洲央行可能被迫要把利率降到“中性”水平以下，以对经济起到刺激作用。
2025/4/25	日本	日本政府召开应对美国特朗普政府关税政策的综合对策本部会议	推出包括加强支持企业融资、维持就业和培养人才、刺激国内消费等5大方面政策的紧急对策包，以应对美国关税政策可能给日本企业和国民造成的负面影响。

资料来源：人民网、新华财经、新浪财经等，民生证券研究院整理

4 保持定力，布局中长期变化

2025 年年初至今，中国资本市场先后经历了经济预期的下行、Deepseek 带来的中国资产的重估行情以及当前中美贸易摩擦冲击过后的企稳回升，虽然上证指数当前回到了 3300 点附近，但宏观经济波动率放大导致了市场风格不断出现切换，这使得大部分投资者过于聚焦短期宏观命题走向而忽视长期变化，投资体验反而可能不如指数走势显示的那样平稳。我们认为，无论贸易摩擦存在与否或者程度如何，一些长效机制的构建并不会因此停止，中国新外需构建的步伐不会停止，未来的投资机遇也应该围绕这些领域进行：内需的构建和全球经济秩序的重塑。

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) 特朗普的关税政策超预期。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。

2) 国内经济运行不及预期。文中对于未来国内经济的假设是企稳，如果遭遇波折，那么对于内需板块而言也不利。

插图目录

图 1: 本周二至周五, 以美股为代表的全球风险资产大反弹, 而黄金下跌, 但值得关注的是不少指数已经接近加征关税之前的点位.....	3
图 2: 美国进口对中国的依赖度并不低, 但中国出口对美国的依赖度明显下降.....	3
图 3: 从股价的位置上看, 内需+金融板块的大部分股票率先修复至加征关税之前的位置.....	4
图 4: 但从反弹的贡献来看, 主要是前期预期受损较多、下跌较多的板块贡献最多.....	4
图 5: 当前两融的交易活跃度正从“924”以来的低点缓慢修复, 但依然处于相对低位.....	4
图 6: 当前龙虎榜的交易活跃度正从“924”以来的低点缓慢修复, 但依然处于相对低位.....	4
图 7: 当前投资者整体的买入共识度并不高.....	4
图 8: 近期行业轮动速度持续抬升.....	4
图 9: 周五政治局会议的政策分类: 长效机制政策 VS 短期对冲政策.....	6
图 10: 2018 年我国经济政策不确定指数明显抬升.....	7
图 11: 当前中国经济好于预期而美国低于.....	7
图 12: 欧美 4 月 PMI: 制造业强于服务业.....	8
图 13: 亚洲-北美东海岸的集装箱空白运力占比急剧上升 (Week 12 指 2025-03-17 至 03-12, 依次类推).....	8
图 14: 当前最新数据显示越南的港口到港船舶数量已经突破 1600 艘.....	8
图 15: 欧日韩纷纷表态要通过内需刺激政策来应对关税的潜在冲击.....	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