

四月配置视点：港股估值与美元流动性冲击敏感度

2025 年 04 月 07 日

➤ 港股估值与美元流动性冲击敏感度

1. **港股的本轮行情主要受到科技板块基本面改善和估值重估的驱动。**分行业收益来看，恒指本轮上行主要来自于消费、医药、信息技术行业的贡献，传统行业（能源、公用事业、地产）等表现相对较弱。南向资金活跃，是当下港股交易主要力量。2025 年一季度南向资金成交金额占港股总成交比例平均在 57.6%，已达到历史高位。南向资金增持主要为科技板块，港股红利也仍具吸引力。
2. **基于过去五年估值的历史分位数，各板块的低估程度排序为：恒生医疗保健>恒生消费>恒生科技>恒生高股息率。**与美股 MAG7 相比，港股科技龙头仍有重估向上空间；高股息板块、消费板块与医药板块估值也都处于历史相对低位。
3. **美元指数与中国香港市场表现之间存在明显负相关关系。**对于流动性正向冲击（美元指数下行），恒生科技指数和恒生医疗保健指数更为敏感；对于流动性负向冲击（美元指数上行），恒生医疗保健指数与恒生消费指数更为敏感。

➤ 大类资产量化观点

1. **权益：工业景气度有所见底，四月或先下后上。**景气度 3 月整体继续下探，金融中银行、非银景气度都进一步下降，工业景气度有见底迹象。信用扩张有望延续，结构上政府债券继续发力；从结构来看，政府债券高增继续支撑社融增长，企业信贷表现回暖。3 月市场整体回撤，流动性处下降趋势，波动率有抬升苗头。
2. **利率：4 月 10Y 国债利率或下行 5BP 至 1.77%。**经济增长因子继续回落，通货膨胀因子有所回落，债务杠杆因子继续回升，短期利率因子反弹，综合来看 4 月 10Y 国债利率或转为下行。
3. **黄金：长期上涨逻辑不变。**从胜率因素来看，财政因子保持上行不变继续主导黄金上涨。从赔率因素来看，黄金当下是实际利率的类 gamma 资产，随着利率波动率的增加趋势性机会也将更强。
4. **地产：整体压力进一步抬升。**房地产行业压力指数 0.486，单月来看行业整体压力明显抬升。供给侧压力受地产开工端的影响有明显提升，而需求侧压力则受商品房销售的回落而有所上行。
5. **海外：印度外资流出暂缓，继续关注外资动向。**外资流出放缓下，NIFTY 50 指数 3 月上涨 6.30%。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：市场或很快由质量红利切回预期成长。**实际增速资产优势差继续回落，预期增速资产优势差再次回升，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继续升高。主流资产中 Δg_f 有小幅扩张，如若市场风险偏好能提升，可以关注新出现的高预期增长板块。
2. **风格补充观察：季节效应下关注大盘机会。**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；3 月小盘相较于大盘关注度继续回升；从市值因子拥挤度来看，3 月小盘拥挤度高位走平，仍需关注拥挤交易风险；从季节效应来看，2010 年以来 4 月份大盘相较于小盘显著占优。

➤ 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：电力设备及新能源、计算机、通信、农林牧渔、机械、有色金属。2024 年以来绝对收益 16.75%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 5.27%。
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、交通运输、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. 量化周报：流动性下行叠加分歧度上行-2025/04/06
2. 量化大势研判 202504：市场或很快由质量红利切回预期成长-2025/04/03
3. 量化分析报告：2025 年 3 月社融预测：56806 亿元-2025/04/01
4. 量化周报：窄幅震荡或延续-2025/03/30
5. 量化周报：阻力线测试再次失败-2025/03/23

目录

1 港股估值与美元流动性冲击敏感度	3
2 大类资产量化观点.....	9
2.1 权益：工业景气度有所见底，四月或先下后上	10
2.2 利率：4月10Y国债利率或下行5BP至1.77%	14
2.3 黄金：长期上涨逻辑不变	17
2.4 地产：整体压力进一步抬升	20
2.5 海外：印度外资流出暂缓，继续关注外资动向	22
3 二元风格量化观点.....	24
3.1 风格综合观点：市场或很快由质量红利切回预期成长	24
3.2 风格补充观察：季节效应下关注大盘机会	26
4 行业配置量化观点.....	29
4.1 行业推荐：胜率与赔率	29
4.2 行业推荐：出清反转策略	31
5 风险提示	34
插图目录	35
表格目录	36

1 港股估值与美元流动性冲击敏感度

2025 年一季度港股主要指数收益显著。截至 2025 年 4 月 3 日，恒生指数和恒生科技指数分别上涨 13.9%和 18.9%，而同期纳斯达克指数则下跌 14.3%。具体来看，2025 年初至 3 月 18 日区间，恒生科技持续上涨，区间涨幅达 36.6%，此后则开始回调，3 月 19 日至 4 月 3 日期间累计回调-13.0%。

图1：港股主要指数与纳斯达克指数走势



资料来源：wind，民生证券研究院

港股的本轮行情主要受到科技板块基本面改善和价值重估的驱动。1、2 月份恒生科技涨幅显著，3 月则出现回调，从收益分解来看，估值拉升带来的收益约占总收益的 40%左右，科技板块的上涨是基本面改善与价值重估共同作用的结果。从行业角度来看，收益主要来自于消费、医药、信息技术行业的贡献，传统行业（能源、公用事业、地产）等表现相对较弱。

图2：2025 年一季度港股主要指数表现

指数	Q1收益	1月收益	2月收益	3月收益	PE变动
恒生指数	15.3%	0.7%	13.6%	0.8%	12.1%
恒生科技	20.7%	4.9%	18.8%	-3.1%	8.5%
恒生高股息率	3.8%	-1.5%	2.9%	2.4%	6.2%
恒生消费	5.6%	-1.5%	2.1%	5.1%	0.9%
恒生医疗保健	25.2%	-0.1%	16.7%	7.4%	-22.9%

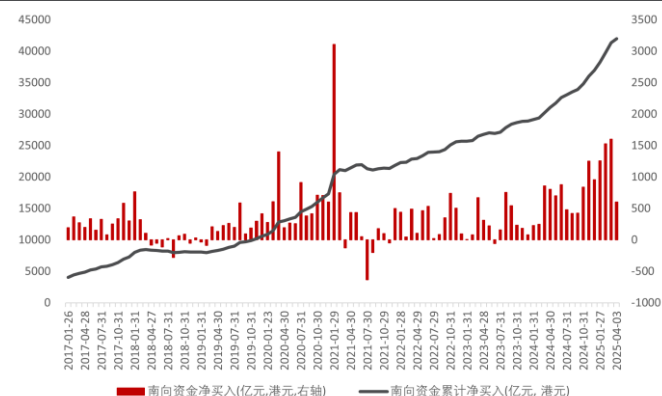
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2025 年一季度港股行业收益表现

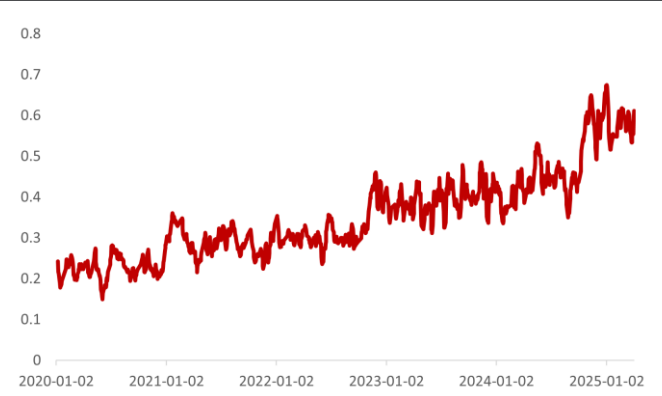
行业	2025Q1收益	行业	2025Q1收益
恒生指数	15.3%	香港通讯服务	12.5%
香港信息技术	20.9%	香港金融	10.2%
香港医疗保健	20.7%	香港房地产	3.9%
香港材料	19.3%	香港工业	-0.2%
香港可选消费	16.5%	香港能源	-3.4%
香港日常消费	12.5%	香港公用事业	-3.7%

资料来源：wind，民生证券研究院

南向资金活跃，是当下港股交易的主要力量。2025 年前三个月南向资金净买入分别为 1256 亿港元、1528 亿港元、1603 亿港元，而四月截至 3 日净流入又有 604 亿港元，南向资金的流入趋势明显增强。从南向资金总成交额占港股总成交的比例来看，2024 年 9 月以来中枢就有明显的抬升，2025 年 Q1 南向成交额占全市场成交比例平均在 57.6%，已达到历史高位。

图4：南向资金净流入


资料来源：wind，民生证券研究院

图5：南向资金占港股总成交额比例 5 日移动平均


资料来源：wind，民生证券研究院

分行业来看，南向资金主要流入了可选消费、信息技术以及金融行业。从具体节奏来看，信息技术行业 1 月南向资金出现大幅集中流入，2、3 月流入则有所放缓；可选消费行业从 2 月起流入大幅增加，具体到个股来看，主要是流入了阿里巴巴，其次是理想汽车，实质上还是科技板块；金融行业整体流入相对平稳，3 月流入提升，这说明港股高股息板块的依旧表现出较大吸引力。综合来讲，南向资金一季度主要流向了科技板块，其次则是高股息板块。

图6：南向资金 2025 年 Q1 行业流入（单位：亿元）

行业名称	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025Q1
可选消费	1.31	570.71	500.34	1072.82
信息技术	700.53	162.38	208.41	1071.32
金融	266.36	262.69	383.65	912.93
通讯服务	93.31	219.29	198.19	402.10
医疗保健	24.29	82.02	112.69	219.00
房地产	47.43	-1.63	83.89	148.57
公用事业	45.93	45.95	55.41	147.30
材料	23.64	17.25	112.19	134.20
工业	41.34	12.05	75.38	128.76
能源	96.26	-14.32	44.34	126.28
日常消费	29.74	27.32	44.73	101.79

资料来源：wind，民生证券研究院

图7：南向资金 Q1 净流入个股 TOP20

代码	名称	wind一级行业	南向Q1净流入（亿元）
9988.HK	阿里巴巴-W	可选消费	762
0700.HK	腾讯控股	信息技术	458
0941.HK	中国移动	通讯服务	219
0981.HK	中芯国际	信息技术	163
3968.HK	招商银行	金融	144
1810.HK	小米集团-W	信息技术	139
3988.HK	中国银行	金融	127
2015.HK	理想汽车-W	可选消费	113
2611.HK	国泰君安	金融	98
1088.HK	中国神华	能源	93
1024.HK	快手-W	通讯服务	87
1288.HK	农业银行	金融	67
2423.HK	贝壳-W	房地产	64
1398.HK	工商银行	金融	63
2899.HK	紫金矿业	材料	51
9992.HK	泡泡玛特	可选消费	46
9880.HK	优必选	信息技术	46
1658.HK	邮储银行	金融	46
1211.HK	比亚迪股份	可选消费	33
2533.HK	黑芝麻智能	信息技术	33

资料来源：wind，民生证券研究院

从港股科技龙头与美股 MAG7 的估值对比来看，港股科技板块的重估仍有向上空间。当前美股 MAG7 的 PE_TTM 均值为 42.2，约为港股科技龙头的 1.5 倍左右。若以 PEG 计算，MAG7 的 PEG 为 2.4，对应港股科技龙的 PEG 则为 1.4。当前港股科技龙头的估值与美股 MAG7 的估值比较下仍然处于低位。

图8：港股科技龙头与美股 MAG7 估值对比

代码	名称	PE_TTM	PE_TTM均值	g_fy1	PEG	PEG均值
AAPL.O	苹果(APPLE)	34.7	42.2	17%	2.0	2.4
AMZN.O	亚马逊(AMAZON)	34.0		17%	1.9	
GOOG.O	谷歌(ALPHABET)-C	19.0		9%	2.1	
META.O	脸书(META PLATFORMS)	23.4		6%	4.2	
MSFT.O	微软(MICROSOFT)	30.1		8%	3.8	
NVDA.O	英伟达(NVIDIA)	36.3		136%	0.3	
TESLA.O	特斯拉(TESLA)	117.6		42%	2.8	
0700.HK	腾讯控股	21.8	28.8	11%	2.0	1.4
0981.HK	中芯国际	96.2		75%	1.3	
1024.HK	快手-W	14.1		18%	0.8	
1211.HK	比亚迪股份	27.5		28%	1.0	
1810.HK	小米集团-W	48.4		38%	1.3	
3690.HK	美团-W	24.6		19%	1.3	
9618.HK	京东集团-SW	11.5		4%	3.0	
9888.HK	百度集团-SW	9.6		16%	0.6	
9988.HK	阿里巴巴-W	18.7		63%	0.3	
9999.HK	网易-S	15.8		7%	2.2	

资料来源：wind，民生证券研究院，g_fy1 为未来一年净利润增速预期

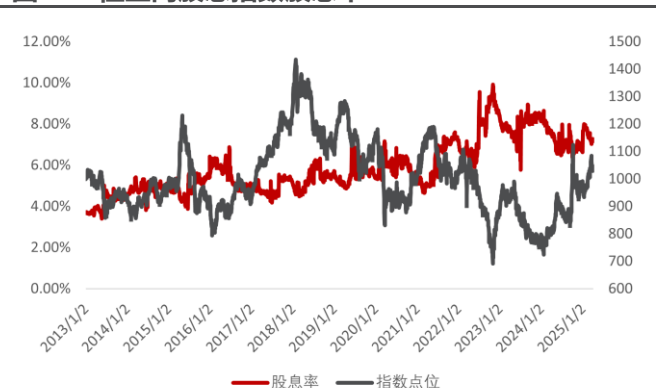
港股高股息板块的估值目前处于相对低位，PB 估值当前位于-0.5 倍标准差左右位置。截至 2025 年 3 月 31 日，恒生高股息指数 PB 为 0.59，处于历史 38.1%分位数，从估值来看相对较低；从股息率来看，恒生高股息指数股息率为 7.22%，相较于中证红利指数的 6.23%，其红利属性依然具备较好的配置价值。

图9：恒生高股息指数 PB 估值



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：恒生高股息指数股息率



资料来源：wind，民生证券研究院

港股消费板块当前估值目前也处于相对低位，PE 估值位于-0.5 倍标准差附近。由于恒生消费指数 2020-2022 年 8 月期间盈利受到较大影响估值出现明显异常抬升，我们剔除这部分区间估值数据进行研究。截至 2025 年 3 月 31 日，恒生消费指数 PE_TTM 为 17.52，处于历史 31.4%分位数。

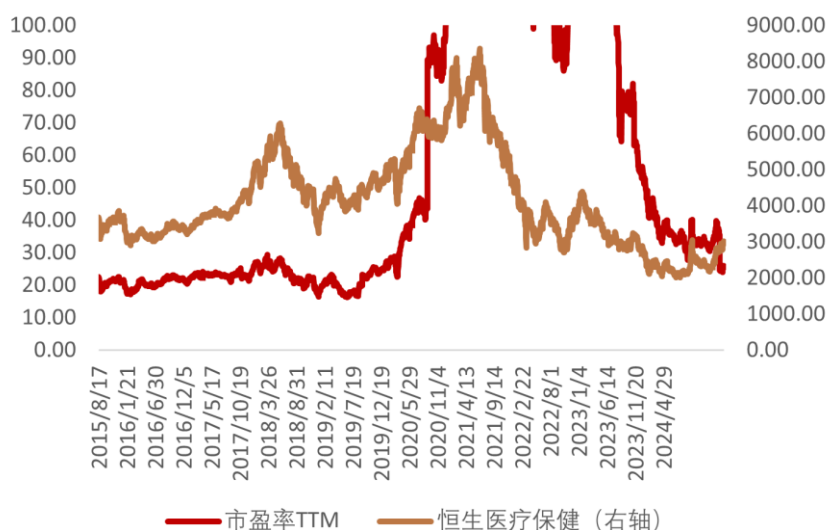
图11：恒生消费指数 PE 估值



资料来源：wind，民生证券研究院

港股医药板块经过前期的调整，估值已处于历史低位区间。截至 2025 年 3 月 31 日，恒生医疗保健指数 PE 估值为 25.26，估值基本处于 2020 年以来的最低值。A 股中信一级医药指数的 PE_TTM 同期估值为 40.22，相较而言港股医药板块的估值更低，具备较高的安全边际和估值修复潜力。

图12：恒生医疗保健指数 PE 估值

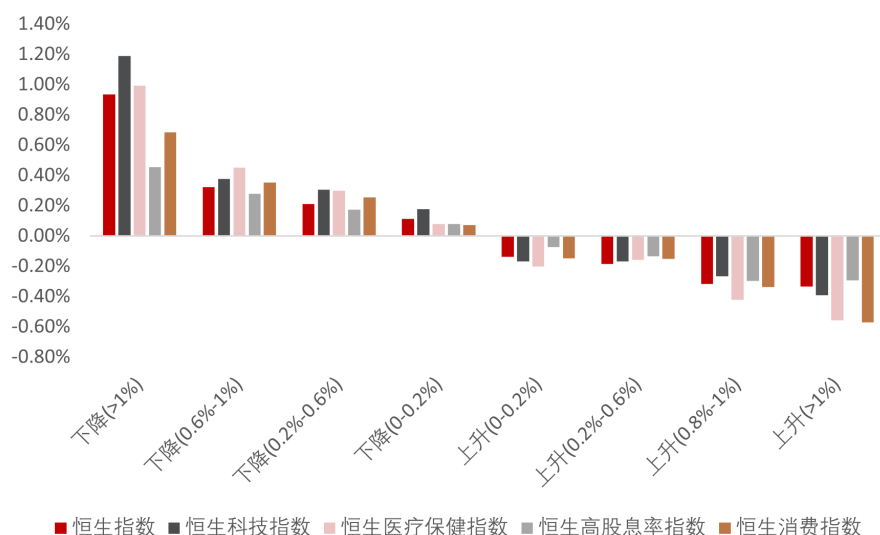


资料来源：wind，民生证券研究院，注：剔除了 2020-2023 年间 PE 估值超过 200 的数据点

基于过去五年估值的历史分位数，各板块的低估程度排序为：恒生医疗保健>恒生消费>恒生科技>恒生高股息率。

对于流动性正向冲击（美元指数下行），恒生科技指数和恒生医疗保健指数更为敏感；对于流动性负向冲击（美元指数上行），恒生医疗保健指数与恒生消费指数更为敏感。美元指数与中国香港市场表现之间存在明显负相关关系，当美元指数上行时，资金回流美国，压制港股表现，而美元指数下行时，全球流动性宽松，外资的流入利好于港股。我们统计 2015 年以来港股主要指数在受到美元指数不同方向及幅度下变化冲击的收益统计结果，可以看到当美元指数下行时，港股各主要指数普遍呈现正收益，并且其中恒生科技指数和恒生医疗保健指数相对来说弹性较大；而受到美元指数上行的冲击时，港股各主要指数表现不佳，并且恒生医疗保健指数与恒生消费指数对负向冲击的敏感度较高。

图13：港股主要指数与美元指数变动



资料来源：wind，民生证券研究院

综合来看，本轮港股的上行主要由科技板块驱动，消费、医药、信息技术行业的收益贡献，是基本面改善和价值重估共同作用的结果。

资金面维度来说，南向资金活跃，是当下港股交易的主要力量，南向资金最主要流向阿里巴巴、腾讯控股等科技相关股票，其次则是流向高股息的板块。

估值角度来说，当前港股科技龙头与美股科技龙头相比下估值还有差距，仍有重估向上的空间；高股息板块、消费板块一级医药板块的估值也都处于历史低位，具备较好的安全边际和估值修复潜力。基于过去五年估值的历史分位数，各板块的低估程度排序为：恒生医疗保健>恒生消费>恒生科技>恒生高股息率。

从流动性冲击影响来说，对于流动性正向冲击（美元指数下行），恒生科技指数和恒生医疗保健指数更为敏感；对于流动性负向冲击（美元指数上行），恒生医疗保健指数与恒生消费指数更为敏感。

2 大类资产量化观点

2025 年 4 月大类资产量化观点如下：

表1：2025 年 4 月大类资产量化观点

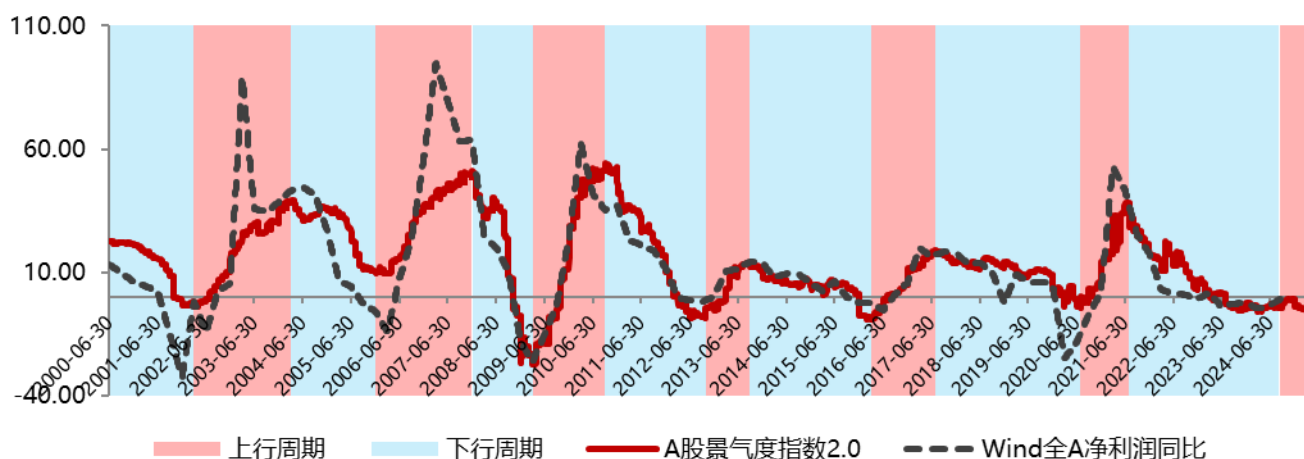
大类资产	观点
权益	核心：工业景气度有所见底，四月或先下后上 - 景气度 3 月整体继续下探，金融中银行、非银景气度都进一步下降，工业景气度有见底迹象； - 信用扩张有望延续，结构上政府债券继续发力；从结构来看，政府债券高增继续支撑社融增长，企业信贷表现回暖； - 3 月市场整体回撤，流动性处在下降趋势，波动率有抬升苗头。
利率	核心：4 月 10Y 国债利率或下行 5BP 至 1.77% - 2023 年以来样本外有 19 个月方向判断正确，胜率为 70%； - 经济增长因子继续回落，通货膨胀因子有所回落，债务杠杆因子继续回升，短期利率因子反弹。 - 综合来看 4 月 10Y 国债利率或转为下行。
黄金	核心：长期上涨逻辑不变 - 2023 年以来样本外有 20 个月方向判断正确，胜率为 74%； - 从胜率因素来看，财政因子保持上行不变继续主导黄金上涨； - 从赔率因素来看，黄金当下是实际利率的类 gamma 资产，随着利率波动率的增加趋势性机会也将更强。
地产	核心：整体压力进一步抬升 - 房地产行业压力指数 0.486，单月来看行业整体压力明显抬升； - 供给侧压力受地产开工端的影响有明显提升，而需求侧压力则受商品房销售的回落而有所上行。
海外	核心：印度外资流出暂缓，继续关注外资动向 - 3 月印度股权市场外资流出明显缩小，FPI 净流出 4.01 亿美元； - 外资流出放缓下，NIFTY 50 指数 3 月上涨 6.30%； - 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：工业景气度有所见底，四月或先下后上

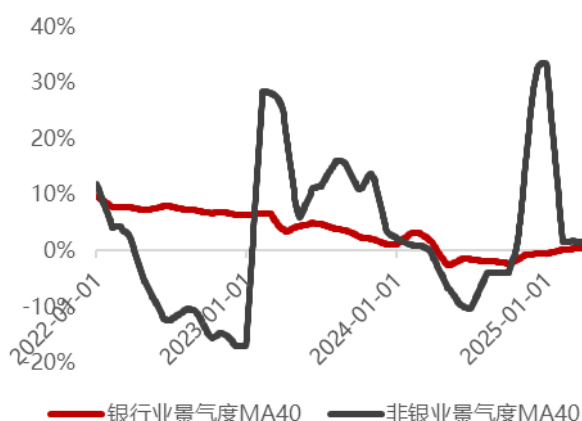
景气度 3 月整体继续下探，金融中银行、非银景气度都进一步下降，工业景气度有见底迹象。我们考虑到 A 股净利润主要由金融业和工业构成，通过分别构建两者的高频景气度指数从而更为精确的做了 A 股利润同步预测。三月以来金融业景气度持续下降，而工业景气度在三月初下降后有所企稳，三月底四月初回升。从景气度的预测来看，全 A 净利润 Q1 累计同比或将再次下降。

图14：A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)



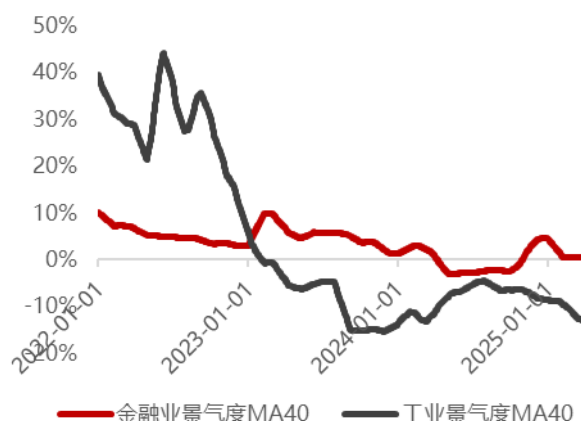
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：银行与非银景气度变化



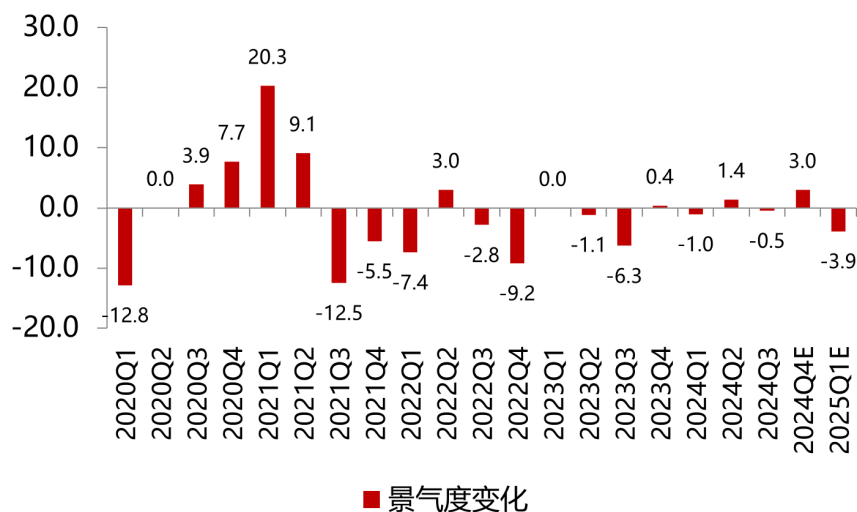
资料来源：wind，民生证券研究院

图16：金融与工业景气度变化



资料来源：wind，民生证券研究院

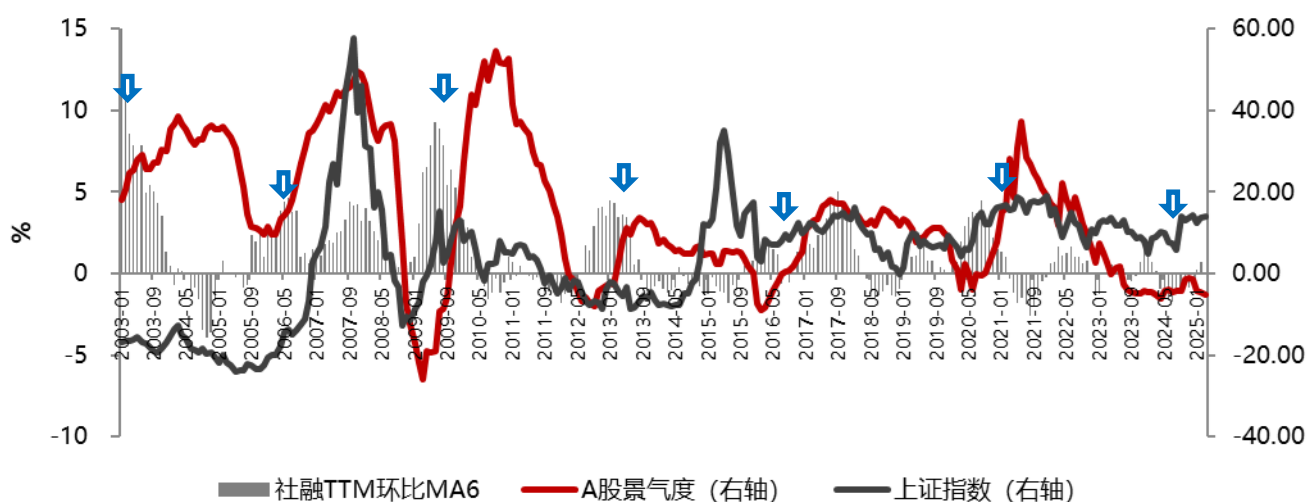
图17：2020 年以来各季度景气度指数变化



资料来源：wind，民生证券研究院

信用扩张有望延续，政府债券继续发力。我们预测 3 月新增社融约为 5.68 万亿元，同比增加 0.85 万亿元，社融 TTM 环比约为 2.42%。**从结构来看，政府债券高增继续支撑社融增长，企业信贷表现回暖。**信贷方面，大中城市新房成交量 3 月与去年同期基本持平，新增居民中长贷预计相对平稳；3 月 PMI 为 50.5%继续上行，新增企业信贷预计同比多增。债券融资方面，政府债券延续较快发行节奏，净融资预计同比大幅多增；企业债券净融资高频数据显示较去年同期有明显缩量。

图18：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

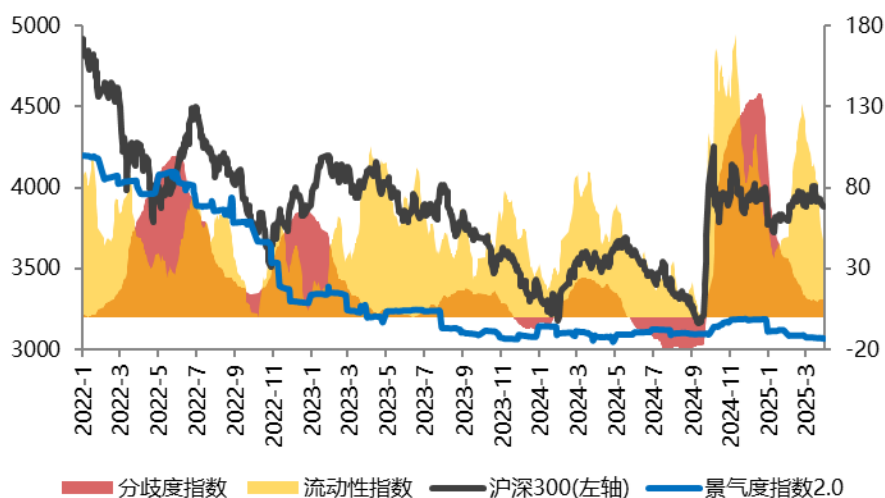
表2：3月社融结构预测（单位：亿元）

总量预测	2025年3月预测值	2024年3月	2025年2月预测值	2025年2月
新增社融	56806	48335	30520	22375
社融 TTM 环比	2.42%	-1.51%	4.66%	2.18%

结构预测	2025年3月预测值	2024年3月	2025年2月预测值	2025年2月
人民币贷款	37834	32920	13546	6528
→企业贷款+居民短贷	33714	30708	11644	5959
→居民中长贷	3438	4516	-400	-1150
→企业票据融资	682	-2500	2301	1693
外币贷款	-449	543	-512	-281
委托贷款	14	-465	19	-228
信托贷款	310	681	412	-330
未贴现银行承兑汇票	1877	3552	-2661	-2987
企业债券	75	4237	3175	1702
政府债券	15269	4626	16319	16939
非金融企业境内股票融资	427	227	14	76
存款类金融机构资产支持证券	-138	-588	-280	-269
贷款核销	1587	1587	488	542

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

3月市场整体回撤，流动性处在下降趋势，波动率有抬升苗头。分歧度即波动率见底有所回升，景气度处于下行状态。此环境下不论流动性变化风险都将增加，3月流动性持续回落带来调整，4月市场风险预计仍存。从沪深300形态上来看，价格遇到阻力线后突破失败，当下处于下跌趋势，触及支撑后或将好转。

图19：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

资料来源：wind，民生证券研究院

```

graph TD
    Root[市场分歧度] --> Left[下降：形成合力]
    Root --> Right[上升：多空博弈]
    
    Left --> L1[市场流动性]
    Left --> L2[A股景气度]
    
    L1 --> L1_1[上升：流动性充足]
    L1 --> L1_2[下降：流动性枯竭]
    
    L1_1 --> L1_1_1[一致上涨]
    
    L1_2 --> L1_2_1[上升：预期乐观]
    L1_2 --> L1_2_2[下降：预期悲观]
    
    L1_2_1 --> L1_2_1_1[一致上涨]
    L1_2_2 --> L1_2_2_1[持续阴跌]
    
    Right --> R1[市场流动性]
    Right --> R2[A股景气度]
    
    R1 --> R1_1[上升：流动性充足]
    R1 --> R1_2[下降：流动性枯竭]
    
    R1_1 --> R1_1_1[一致上涨]
    
    R1_2 --> R1_2_1[上升：预期乐观]
    R1_2 --> R1_2_2[下降：预期悲观]
    
    R1_2_1 --> R1_2_1_1[震荡上涨]
    R1_2_2 --> R1_2_2_1[放量下跌]
    
    subgraph Box1 [ ]
        direction TB
        C1[当前状态]
        C1 --> C1_1[触发极值状态]
        C1_1 --> C1_1_1[至少半仓]
    end
    
    subgraph Box2 [ ]
        direction TB
        C2[当前状态]
        C2 --> C2_1[下降：流动性枯竭]
        C2_1 --> C2_1_1[震荡下跌]
    end
  
```

资料来源：民生证券研究院绘制

2.2 利率：4 月 10Y 国债利率或下行 5BP 至 1.77%

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22：10Y 国债利率驱动因素模型

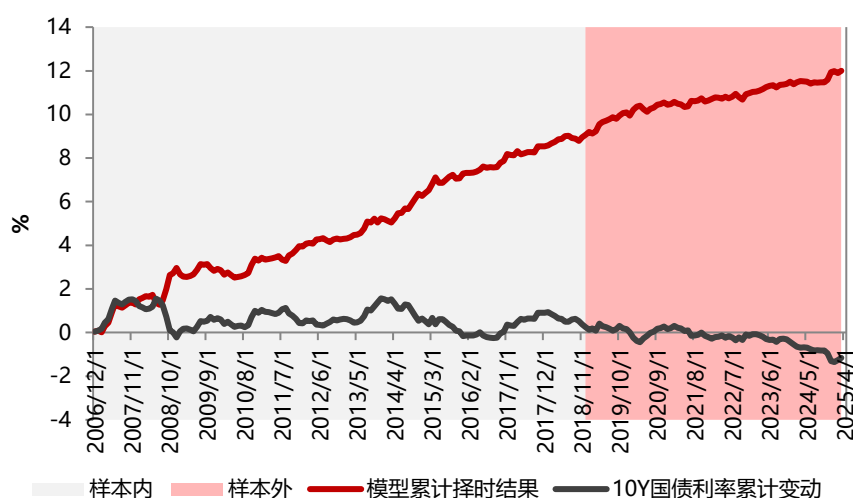


$$\Delta 10Y \text{ 国债利率} = \beta_1 \Delta \text{经济增长} + \beta_2 \Delta \text{通货膨胀} + \beta_3 \Delta \text{债务杠杆} + \beta_4 \Delta \text{短期利率} + \text{常数项}$$

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 19 个月方向判断正确，胜率为 70%。

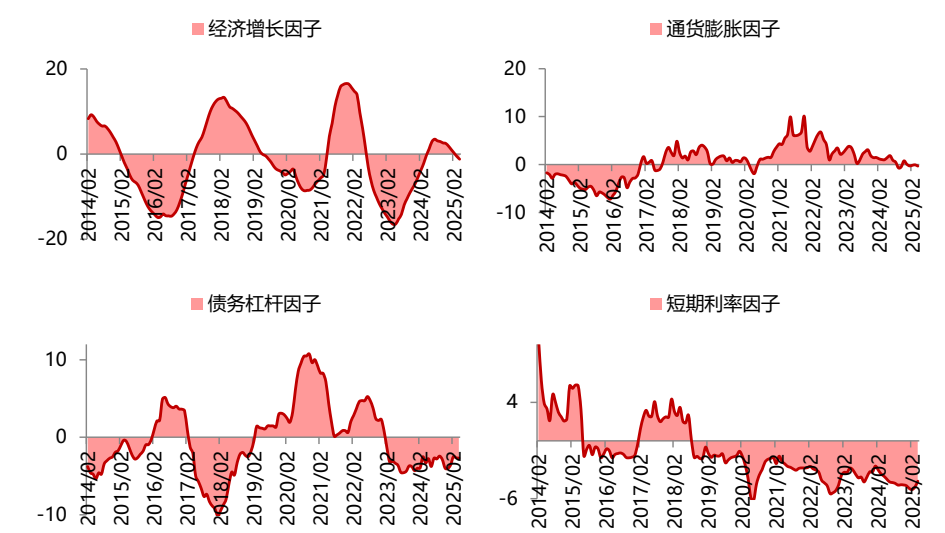
图23：静态因子模型历史月度利率择时效果



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）

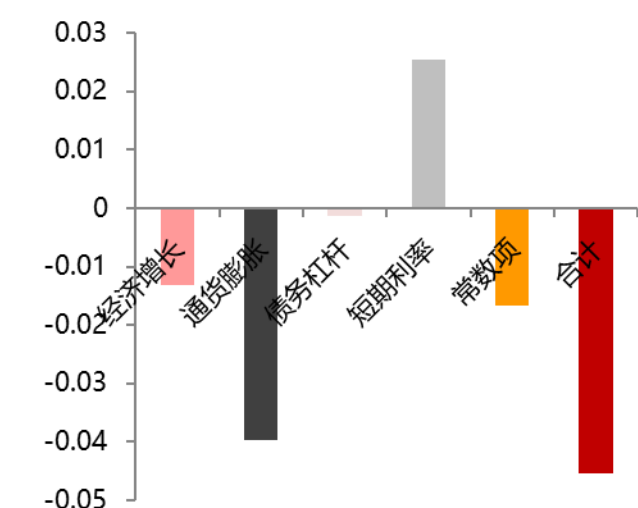
模型判断 4 月 10Y 国债利率或下行约 5BP 至 1.77%。从国债利率各驱动因子来看, 经济增长因子继续回落, 通货膨胀因子有所回落, 债务杠杆因子继续回升, 短期利率因子反弹, 基本金属中螺纹钢价格持续下跌, 电解铜价格有所上涨, 综合来看 4 月 10Y 国债利率或转为下行。

图24：利率驱动因子长期变化趋势



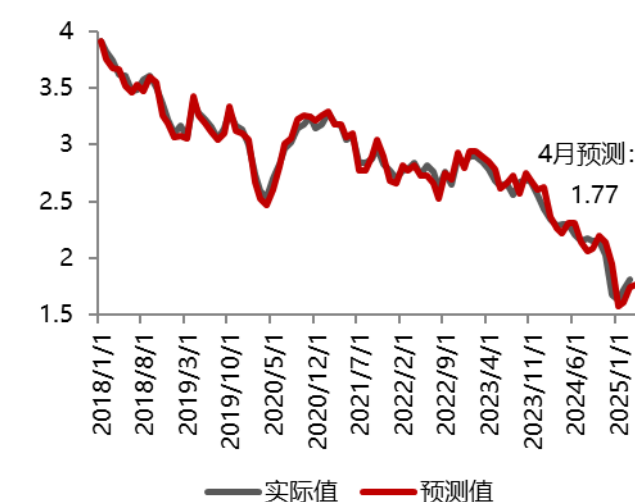
资料来源: wind, 民生证券研究院

图25：10Y 国债利率 4 月预测各因子贡献



资料来源: wind, 民生证券研究院

图26：2018 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

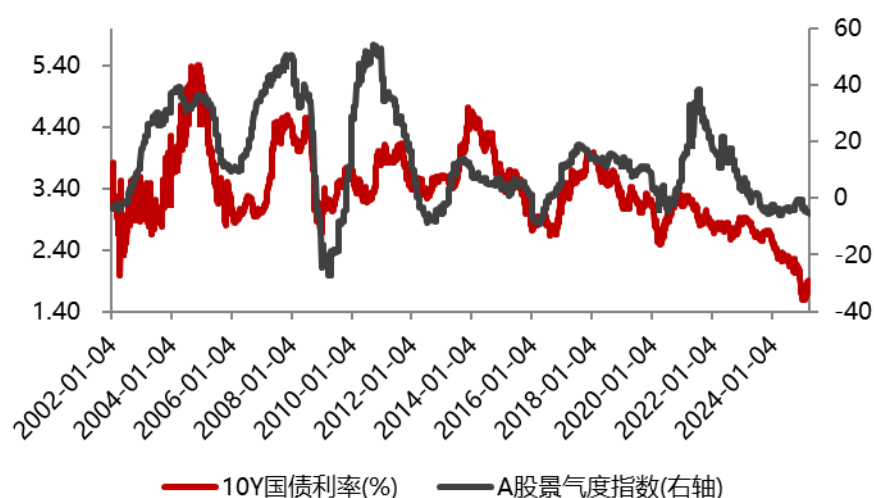
利率当下已突破长期运行下轨, 债券继续延续超买状态。我国 10 年期国债利率 2014 年起进入长期中枢下行通道, 以移动平均刻画均值回复规律明显失真。而以上下通道刻画均值回复更为合理, 2020 年通道上下轨构造完成后利率运行遇到上下轨回复规律明显。当下利率处于突破下轨状态, 同时利率当下与 A 股景气度间的背离也达到历史较大水平, 已经有所修复但未到合理水平。

图27：10 年期国债收益率走势通道与中枢



资料来源：wind，民生证券研究院

图28：10 年期国债收益率与 A 股景气度指数



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 黄金：长期上涨逻辑不变

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29：黄金驱动因素模型

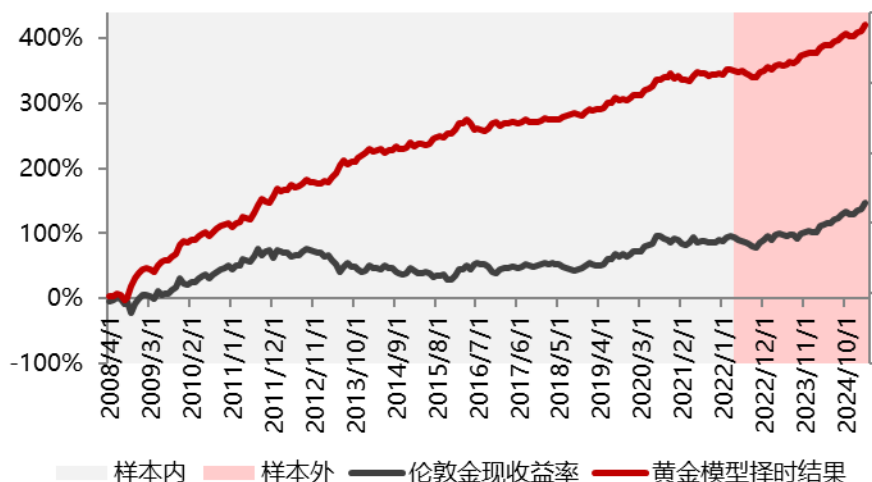


$$\Delta \text{伦敦金现} = \beta_1 \Delta \text{美国经济} + \beta_2 \Delta \text{美国就业} + \beta_3 \Delta \text{美国财政} + \beta_4 \Delta \text{美国负债} + \text{常数项}$$

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 20 个月方向判断正确，胜率为 74%。

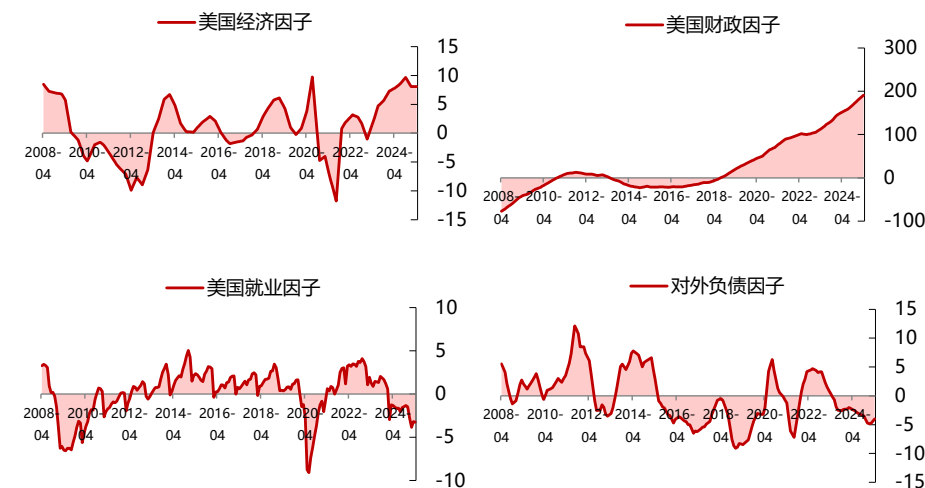
图30：静态因子模型历史月度黄金择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院

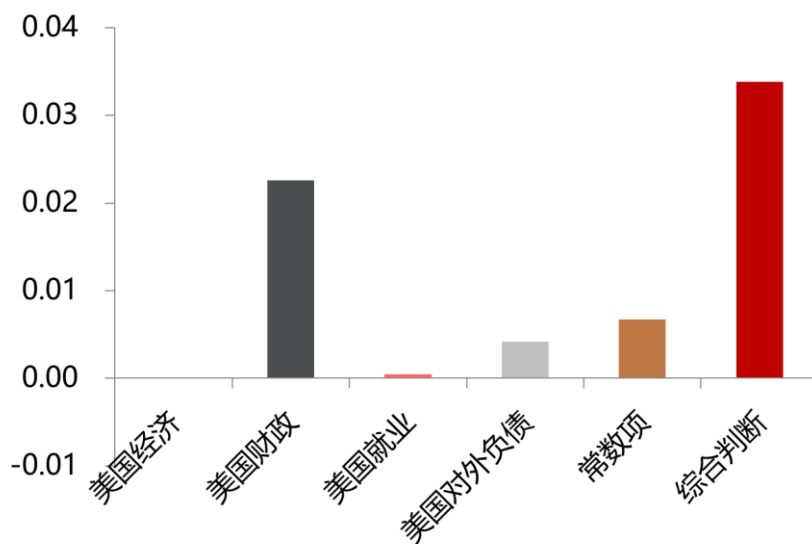
从胜率因素来看，财政因子保持上行不变继续主导黄金上涨。与黄金相关的美国经济因子变化不大，就业因子有所回落，对外负债因子上升，整体黄金驱动因素以财政为主，其余影响都较小。模型对接下来的长期黄金表现继续乐观。

图31：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32：伦敦金现 4 月预测各因子贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

从赔率因素来看，黄金当下是实际利率的类 gamma 资产，随着利率波动率的增加趋势性机会也将更强。美国实际利率可视为黄金机会成本，我们在报告《黄金：1978》中按照商品属性推导黄金定价公式同样主要与实际利率相关，但在美国政府高赤字率，美债信用评级下降背景下，黄金定价分母增加了美债违约利率项，使得与黄金走势的弹性有单边减弱（当下由于实际利率持续走弱，黄金的久期回升至 9 年）。从而使得黄金相对实际利率的线性关系变为不论实际利率趋势向上还是向下都上涨的关系，也即类 gamma 的做多实际利率波动率的资产。

$$PV_{Gold} = \frac{(1 + r_{inflation})^N}{(1 + r)^N} = \frac{1}{(1 + r_{real} - r_{credit})^N}$$

图33：黄金与美国实际利率走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图34：美国通胀预期



资料来源：wind，民生证券研究院

图35：以商品逻辑下黄金定价公式估算实际利率下行幅度与黄金上涨空间（2025.03.31 为基准）

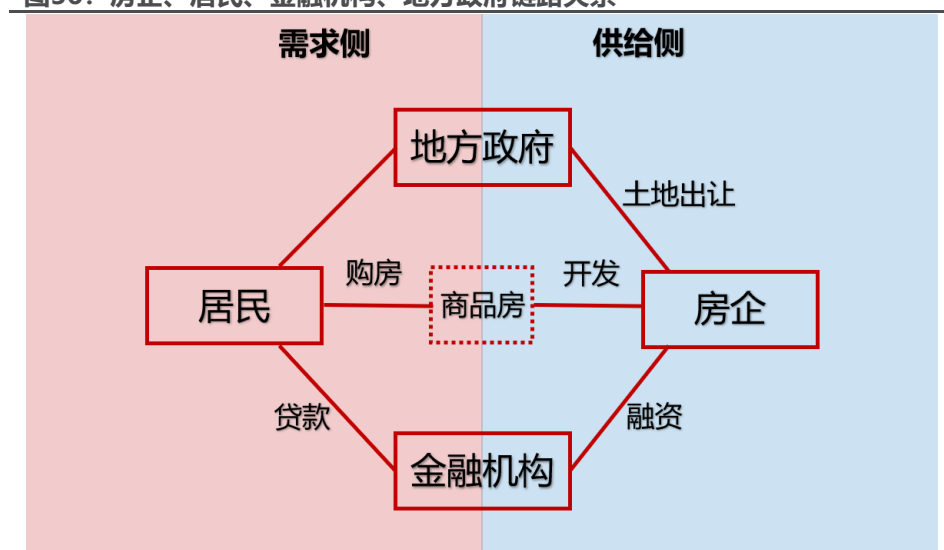
黄金合理定价		实际利率波动BP											
		150	125	100	75	50	25	-25	-50	-75	-100	-125	-150
黄金久期	5	2881	2920	2959	2998	3037	3076	3154	3193	3232	3271	3310	3349
	6	2835	2881	2928	2975	3022	3068	3162	3209	3255	3302	3349	3395
	7	2788	2843	2897	2952	3006	3061	3170	3224	3279	3333	3388	3442
	8	2741	2804	2866	2928	2990	3053	3177	3240	3302	3364	3427	3489
	9	2695	2765	2835	2905	2975	3045	3185	3255	3325	3395	3466	3536
	10	2648	2726	2804	2881	2959	3037	3193	3271	3349	3427	3504	3582
	11	2601	2687	2772	2858	2944	3029	3201	3286	3372	3458	3543	3629
	12	2554	2648	2741	2835	2928	3022	3209	3302	3395	3489	3582	3676
	13	2508	2609	2710	2811	2913	3014	3216	3318	3419	3520	3621	3723
	14	2461	2570	2679	2788	2897	3006	3224	3333	3442	3551	3660	3769
	15	2414	2531	2648	2765	2881	2998	3232	3349	3466	3582	3699	3816
	16	2367	2492	2617	2741	2866	2990	3240	3364	3489	3614	3738	3863
	17	2321	2453	2586	2718	2850	2983	3247	3380	3512	3645	3777	3909
	18	2274	2414	2554	2695	2835	2975	3255	3395	3536	3676	3816	3956
	19	2227	2375	2523	2671	2819	2967	3263	3411	3559	3707	3855	4003
	20	2181	2336	2492	2648	2804	2959	3271	3427	3582	3738	3894	4050

资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 地产：整体压力进一步抬升

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，衡量房地产市场的承压状态。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》。

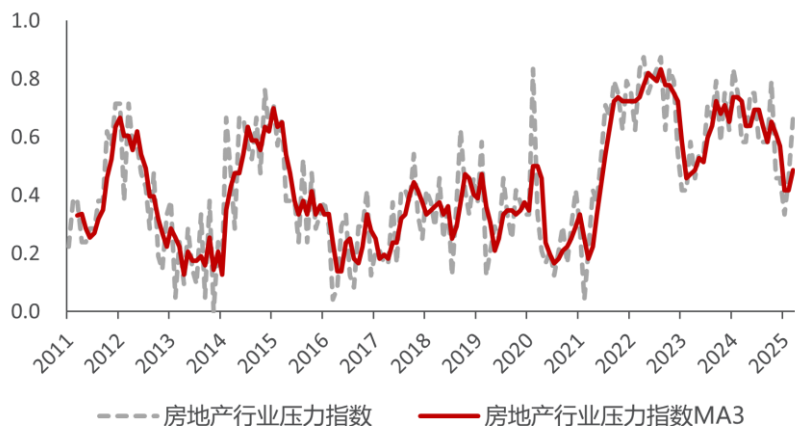
图36：房企、居民、金融机构、地方政府链路关系



资料来源：民生证券研究院绘制

截止至 2025 年 3 月 31 日，三个月移动平均的房地产行业压力指数为 0.486，单月来看行业整体压力明显抬升。从细分指标层面看，土地市场成交量降价升；商品房销售面积同比回落，70 大中城市新房价格连续 21 个月负增长，环比降幅维持-0.1%；个人住房贷款、房地产开发贷款与房屋新开工面积同比均负增。从供需两侧来看，供给侧压力受地产开工端的影响有明显提升，而需求侧压力则受商品房销售的回落而有所上行。

图37：民生金工房地产行业压力指数（2025.03）



资料来源：wind，民生证券研究院

图38：细分指标当期评分（2025.03）

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39：供需两侧压力（2025.03）

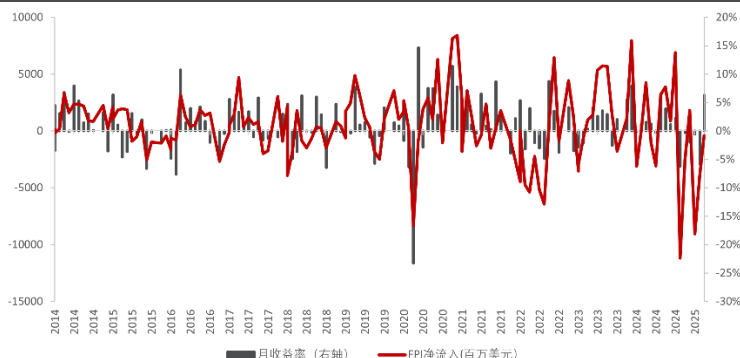


资料来源：wind，民生证券研究院绘制

2.5 海外：印度外资流出暂缓，继续关注外资动向

3 月印度股权市场外资流出明显缩小，FPI 净流出 4.01 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。

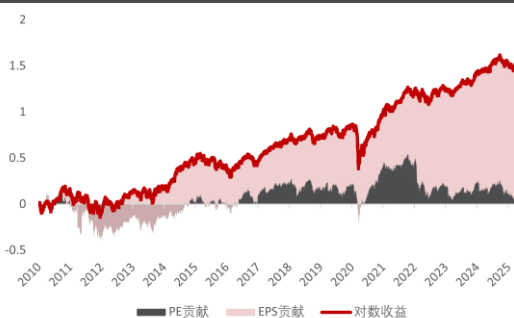
图40：NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入



资料来源：NSDL, Bloomberg, 民生证券研究院

外资流出放缓下，NIFTY 50 指数 3 月上涨 6.30%。根据 NSE 提供的 DII 和 FII 临时数据，3 月外国机构投资者净买入 201 亿卢比，而印度国内机构投资者净买入 3759 亿卢比。资金面维度内资持续维持买入，而外国机构投资者资金从流出转向为流入。从收益分解来看，3 月的上涨主要来自于估值的回升。

图41：印度 NIFTY 50 收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

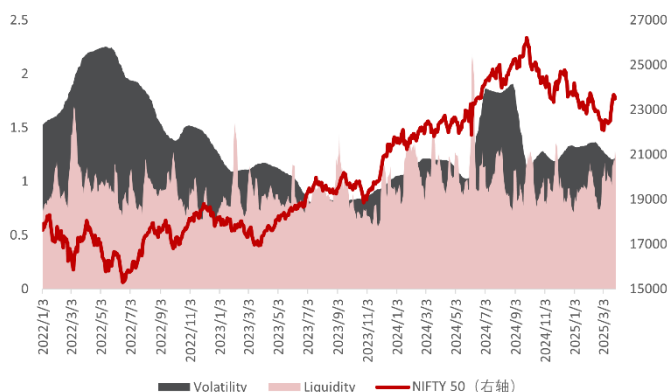
图42：2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

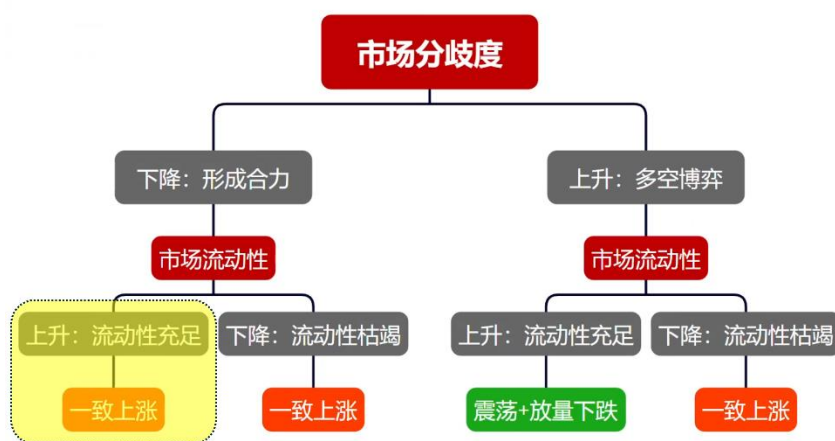
量价维度看，当前印度市场分歧度下行、流动性上行状态。历史上印度权益市场处于分歧度上升且流动性下降阶段时，主要行情为一致上涨，当前量价层面看好印度市场。

图43：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44：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；3 月虽然有明显反弹，但是盈利预期未有明显改善，估值仍然较高，外资目前只是暂止大幅流出，并未有转向为流入的表现，预计上涨延续性不强。外资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3：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↑，短期看处于一致上涨区间。
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 4 月市场二元风格量化观点如下：

表4：2025 年 4 月市场二元风格量化观点

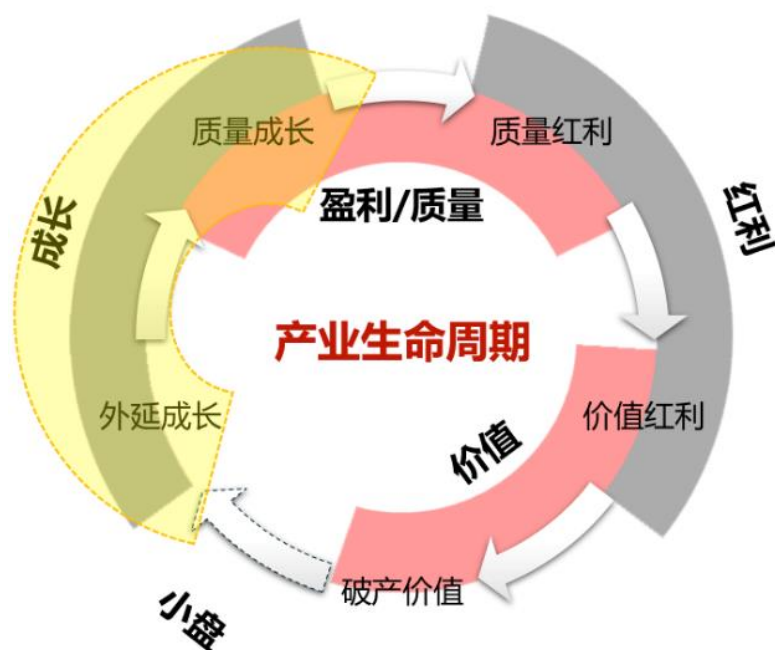
市场风格	观点
大势研判综合观点	核心：市场或很快由质量红利切回预期成长 - 实际增速资产优势差继续回落，实际成长类策略预计继续弱势； - 预期增速资产优势差再次回升，预期成长类资产机会值得关注； - ROE 优势差边际继续下行，拥挤度较低，避险属性或有助短期表现，但难以维持； - 高股息类资产拥挤度继续升高，纯红利类资产按照排序来说不占优； - Δgf 有小幅扩张，如若市场风险偏好能提升，可以关注新出现的高预期增长板块。
风格补充观察	核心：季节效应下关注大盘机会 - 美债利率下行趋势逆转可能性较小，红利短期或存在机会但长期看或已到拐点； - 3 月小盘相较于大盘关注度继续回升； - 从市值因子拥挤度来看，3 月小盘拥挤度高位走平，仍需关注拥挤交易风险； - 从季节效应来看，2010 年以来 4 月份大盘相较于小盘显著占优。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1 风格综合观点：市场或很快由质量红利切回预期成长

根据我们自下而上量化大势研判框架的推演，4 月权益整体先下后上的判断下，风格也可能从质量红利切回预期成长。具体判断依据详见报告《四月大势研判：市场或很快由质量红利切回预期成长》。

图45：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

图46：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						

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 风格补充观察：季节效应下关注大盘机会

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。3 月十年美债利率继续走弱，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47：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。

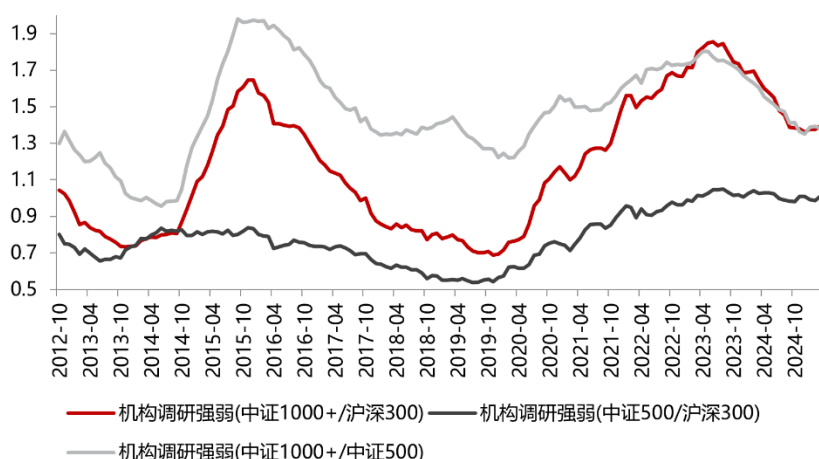
图48：小盘/大盘市场机构关注度强弱



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

3月小盘相较于大盘关注度继续回升。自2024年9月来大盘相较于小盘关注度的上升趋势就有减缓迹象，2025年3月中证1000+相对于沪深300/中证500的机构调研强度则连续三月出现边际走强，但斜率较低，当下是否为关注度从大盘切向小盘的拐点仍需后续确认。

图49：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，3月小盘风格拥挤度高位走平，仍然需要关注拥挤交易的风险。小盘拥挤度在3月继续维持在高位，拥挤交易对小盘的影响预计继续延续。拥挤度维度大盘占优，小盘当下需要较为关注拥挤交易风险。

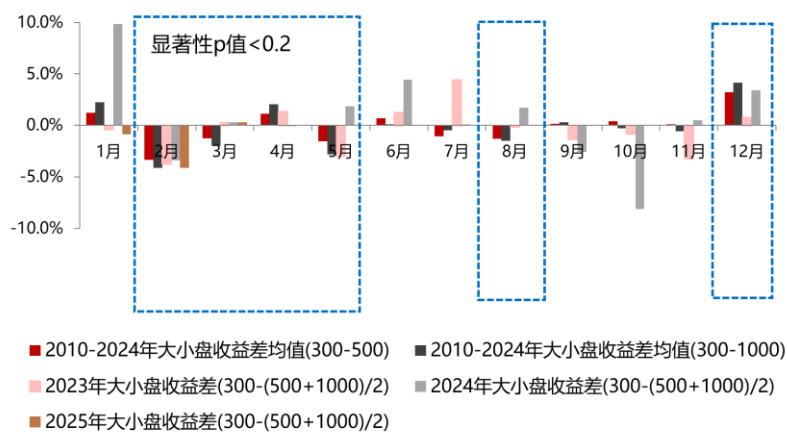
图50：市值因子拥挤度



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 4 月份大盘相较小盘显著占优。2010 年-2024 年期间 4 月份大盘占优比例 80%, 平均跑赢大盘 2.06%。4 月份大盘统计胜率赔率相较小盘都显著占优。

图51: 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5：2025 年 4 月推荐行业及权重

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

资料来源：Wind，民生证券研究院

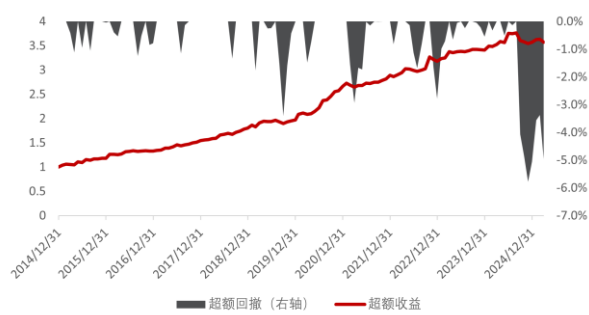
民生金工多维行业配置策略由两个行业配置策略组合而成，采取“恒星+卫星”的模式，其中胜率赔率策略、出清反转策略权重为 4：1，策略内部选取的行业等权持有。策略历史绝对收益与超额收益显著，2023 年绝对收益 2.36%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 7.26%。2024 年绝对收益 15.23%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 4.83%。2025 年绝对收益 0.45%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 0.33%。

图52：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53：民生金工多维行业配置策略超额收益



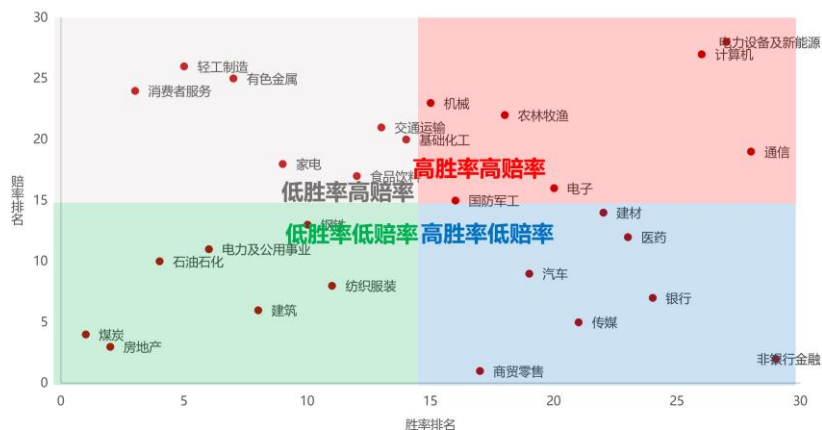
资料来源：wind，民生证券研究院

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：电力设备及新能源、计算机、通信、农林牧渔、机械、有色金属。

图54：2025 年 4 月行业胜率赔率刻画



资料来源：wind，民生证券研究院

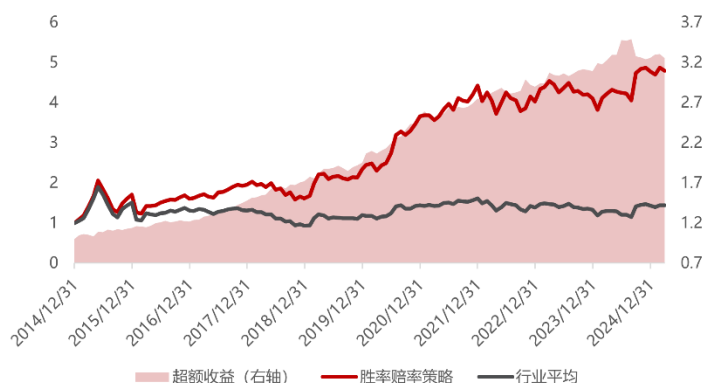
表6：2025 年 4 月行业胜率赔率刻画

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

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 16.75%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 5.27%。

图55：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

4.2.1 策略介绍

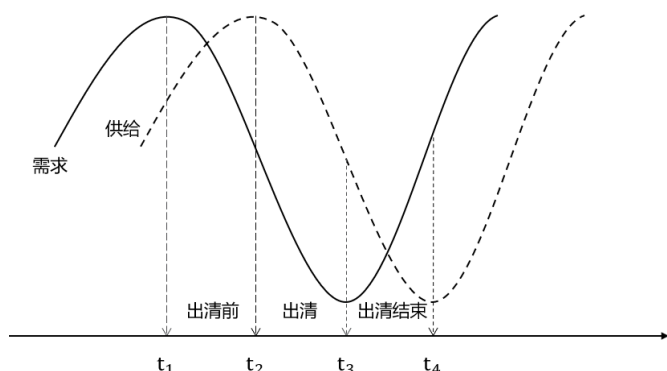
需求引导并且领先供给变化，在供给出清需求反转下行业回报将大概率提升。

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。

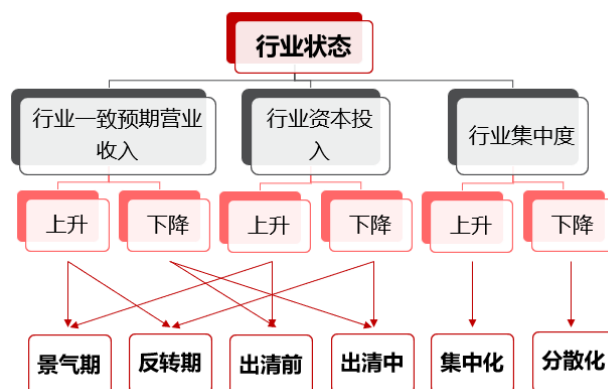
通过对每个指标上下行状态进行划分得到行业八种状态。我们将行业需求和供给均在下降时定义为行业出清状态，而将出清后行业需求端得到改善，行业供给未转向，同时集中度下行的状态定义为出清结束反转状态，观察行业是否能够在出清状态结束后基于格局变化获得超额收益。详细内容请参考报告《量化捕捉行业出清反转投资机会》。

图56：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57：行业状态划分标准

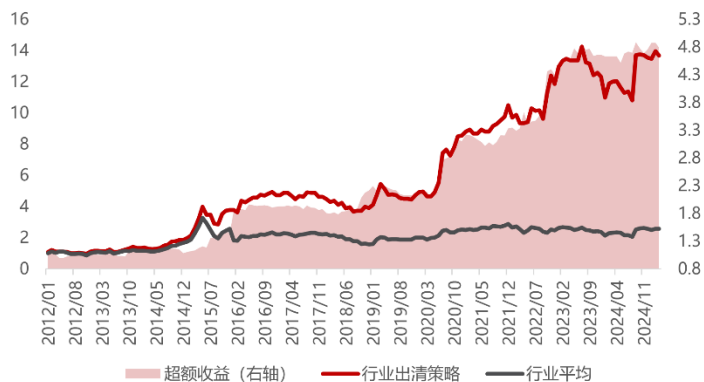


资料来源：民生证券研究院整理绘制

4.2.2 策略表现

行业出清反转策略从2012年1月31日到2025年3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58：行业出清反转策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2.3 策略最新观点

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、交通运输、通信**。

表7：各行业 2025 年 3 月状态

行业	2025 年 3 月状态
有色金属	反转期-分散化
交通运输	反转期-分散化
通信	反转期-分散化
汽车	反转期-集中化
商贸零售	反转期-集中化
农林牧渔	反转期-集中化
钢铁	景气期-集中化
纺织服装	景气期-集中化
食品饮料	景气期-集中化
建筑	出清中-分散化
轻工制造	出清中-分散化
电力设备及新能源	出清中-分散化
电子	出清中-分散化
煤炭	出清中-集中化
建材	出清中-集中化
医药	出清中-集中化
房地产	出清中-集中化
计算机	出清中-集中化
石油石化	出清前-分散化
国防军工	出清前-分散化
消费者服务	出清前-分散化
电力及公用事业	出清前-集中化
基础化工	出清前-集中化
机械	出清前-集中化
家电	出清前-集中化
传媒	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: 港股主要指数与纳斯达克指数走势	3
图 2: 2025 年一季度港股主要指数表现	3
图 3: 2025 年一季度港股行业收益表现	4
图 4: 南向资金净流入	4
图 5: 南向资金占港股总成交额比例 5 日移动平均	4
图 6: 南向资金 2025 年 Q1 行业流入 (单位: 亿元)	5
图 7: 南向资金 Q1 净流入个股 TOP20	5
图 8: 港股科技龙头与美股 MAG7 估值对比	6
图 9: 恒生高股息指数 PB 估值	6
图 10: 恒生高股息指数股息率	6
图 11: 恒生消费指数 PE 估值	7
图 12: 恒生医疗保健指数 PE 估值	7
图 13: 港股主要指数与美元指数变动	8
图 14: A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)	10
图 15: 银行与非银景气度变化	10
图 16: 金融与工业景气度变化	10
图 17: 2020 年以来各季度景气度指数变化	11
图 18: 上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化	11
图 19: 分歧度、流动性、景气度变化趋势	12
图 20: 沪深 300 受阻力线影响短期回落	13
图 21: 分歧度-流动性-景气度三维择时框架	13
图 22: 10Y 国债利率驱动因素模型	14
图 23: 静态因子模型历史月度利率择时效果	14
图 24: 利率驱动因子长期变化趋势	15
图 25: 10Y 国债利率 4 月预测各因子贡献	15
图 26: 2018 年以来模型预测值与实际值对比	15
图 27: 10 年期国债收益率走势通道与中枢	16
图 28: 10 年期国债收益率与 A 股景气度指数	16
图 29: 黄金驱动因素模型	17
图 30: 静态因子模型历史月度黄金择时效果	17
图 31: 黄金驱动因子长期变化趋势	18
图 32: 伦敦金现 4 月预测各因子贡献	18
图 33: 黄金与美国实际利率走势	19
图 34: 美国通胀预期	19
图 36: 房企、居民、金融机构、地方政府链路关系	20
图 37: 民生金工房地产行业压力指数 (2025.03)	21
图 38: 细分指标当期评分 (2025.03)	21
图 39: 供需两侧压力 (2025.03)	21
图 40: NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入	22
图 41: 印度 NIFTY 50 收益分解	22
图 42: 2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解	22
图 43: 印度分歧度流动性变化趋势	23
图 44: 印度分歧度-流动性二维择时框架	23
图 45: 产业生命周期视角下风格轮转规律	24
图 46: 量化大势研判配置策略近期选择	25
图 47: 红利/成长相对收益与美债利率	26
图 48: 小盘/大盘市场机构关注度强弱	26
图 49: 不同市值股票池机构调研强弱	27
图 50: 市值因子拥挤度	27
图 51: 月度大小盘收益差 (季节效应)	28
图 52: 民生金工多维行业配置策略绝对收益	29
图 53: 民生金工多维行业配置策略超额收益	29
图 54: 2025 年 4 月行业胜率赔率刻画	30
图 55: 胜率赔率策略收益	31

图 56: 供需角度分析行业出清过程	32
图 57: 行业状态划分标准	32
图 58: 行业出清反转策略收益	32

表格目录

表 1: 2025 年 4 月大类资产量化观点	9
表 2: 3 月社融结构预测 (单位: 亿元)	12
表 3: 印度市场综合判断	23
表 4: 2025 年 4 月市场二元风格量化观点	24
表 5: 2025 年 4 月推荐行业及权重	29
表 6: 2025 年 4 月行业胜率赔率刻画	30
表 7: 各行业 2025 年 3 月状态	33

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