



宏观研究

【粤开宏观】美国对华关税之变：动机与时机

2022年07月15日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】香港澳门双城发展图谱2022》2022-06-30

《【粤开宏观】从财税视角看浙江：共同富裕“先行兵”的喜与忧》2022-07-04

《【粤开宏观】美国下半年消费展望：盛极则衰》2022-07-05

《【粤开宏观】3000亿开发性金融债券对基建投资的拉动》2022-07-06

《【粤开宏观】拾级而上：下半年中国宏观经济展望》2022-07-07

摘要

近期美国政府高层吹风调整对华进口关税，引发市场热议。今年美国国内商品价格和进口价格双双大涨，高通胀对经济的负作用不断显现。美国政府下调对华关税时机是否成熟？动机与顾虑几何？未来关税调整具体如何落地？又会对中国造成哪些影响？

一、调降对华关税的动机：抗通胀、促消费、稳供应链三大诉求

1、**缓和通胀**。调降关税可以通过进口消费品零售、进口中间品价格传导、进口商品和国产商品竞争三个渠道压制通胀。假设**中国进口商品加征的关税全部取消，将导致美国平均进口价格下降 1.4%，至少带动美国 CPI 同比下降 0.21 个百分点**。

2、**提振消费**。降低进口消费品关税能减轻中低收入消费者的负担，节省消费支出。

3、**稳住供应链**。降低进口中间产品关税，将缓解制造业企业承担的成本压力，稳住供应链。

二、调降对华关税的时机或已成熟

1、**关税程序基本就位**，美国第一批中国商品清单加征的关税已于 7 月 6 日到期，关税复审程序征求意见期结束，接下来决定关税调整细节。

2、**关税豁免比例较低**，美国已宣布豁免关税的中国商品占清单内商品进口总额的 24%，还有进一步下调关税的空间。

三、调降对华关税仍面临部分阻力

1、**中期选举博弈**。拜登政府面临经济利益同政治立场的抉择，如果削减关税无法明显缓解通胀，反而会拖累民主党候选人中期选举的选情。

2、**政府内部分歧**。拜登政府内部对如何下调关税仍存在分歧。美国贸易代表戴琪、农业部长维尔萨克、国家安全顾问沙利文都反对取消关税。

3、**工会组织反对**。由 24 个美国工会组织联合组成的美国劳工咨询委员会 (LAC)，要求美国 USTR 延长全部中国进口商品关税。

四、调降关税的情景预测：分批次、暂时性、消费品优先

1、**节奏上，调降关税分批次进行**。调降不会一次性落地，大概率分批次进行。调整关税的节奏可能还取决于中美对话进展，美方或通过预留政策空间，争取谈判主动权。

2、**范围上，调降关税并非全局性**。调降关税的商品预计主要是居民消费品、以及对中国依赖度高的中间品。消费品主要集中在第三批和第四批清单。调



降关税商品中大概率不会包括钢铁、通信设备。

3、期限上，调降关税会是暂时性质。调降关税并不意味着中美贸易战的转向。美国推行阵营贸易、替代中国进口是长期趋势。美国或将继续运用非贸易手段降低对中国的依赖，将供应链和进口订单转移到东盟等其他新兴市场。

五、调降关税的两大影响：提振中国出口、利好人民币汇率

1、中国出口：调降对华关税后，中国占美国进口份额将回升。乐观情形下，假设对华加征关税全部取消、中国占美国进口份额完全恢复，将拉动中国出口增速 2.9 个百分点。往后看，下半年我国出口在压力中有望保持较强韧性。

2、人民币汇率：美国调降关税有助于促进中国出口，进而改善经常项目顺差，支持人民币汇率走强。但往后看，海外衰退、美元走强及中美博弈等因素将使人民币汇率波动加大。

风险提示：中美博弈摩擦升级；美国两党对立加剧。



目 录

一、调降对华关税的动机：抗通胀、促消费、稳供应链的诉求	4
二、调降对华关税的时机：首批关税到期、减免仍有空间	6
1、第一批对华进口商品清单的关税已经到期	6
2、前期仅豁免部分商品关税，还有进一步下调空间	7
三、调降对华关税面临部分政治阻力	8
四、调降关税的情景预测：分批次、暂时性、消费品优先	9
1、节奏上，分批次进行，根据内部流程和中美对话进展适时调整	9
2、范围上，调降消费品与中间品关税的可能性较高	10
3、期限上，暂时下调，美国推行阵营贸易、替代中国进口或为长期趋势	11
五、调降关税的两大影响：提振中国出口、利好人民币汇率	11
1、对中国出口的影响：取消全部关税或将拉动中国出口同比 2.9 个百分点	11
2、对人民币汇率的影响：出口提振汇率，但下半年汇率波动或加大	12

图表目录

图表 1：近期美国政界业界频繁发声呼吁调整对华进口关税	4
图表 2：美国进口价格指数与 CPI 双双上涨	5
图表 3：美国进口价格同比下降 1 个百分点将带动 CPI 下降 0.15 个百分点	5
图表 4：美国每年进口消费品约占国内居民消费的 14%	6
图表 5：美国对中国商品的关税较其他地区高出 16 个百分点	7
图表 6：美国对中国商品加征关税的基本情况	7
图表 7：美国进口中国 640 亿美元商品已经获得关税豁免	8
图表 8：民调显示美国民主党对调整对华关税的分歧严重	9
图表 9：近 1 个月内中美双方进行五次高层对话	10
图表 10：美国各批次清单中从中国进口的商品结构	10
图表 11：美国从印度和东盟的进口占比提升，部分替代中国进口	11
图表 12：我国对美国的出口在 2019 年受关税影响大幅下滑	12
图表 13：人民币汇率今年以来走势相对独立于美元指数	12



一、调降对华关税的动机：抗通胀、促消费、稳供应链的诉求

近期美国各界对调整对华进口关税的声音愈加强烈。特朗普时期对从中国进口商品加征的关税，大部分由美国企业和消费者承担。当前美国国内通胀居高不下，对华进口商品加征关税的副作用更加明显。美国政府调降对华进口关税颇为必要，当前具备缓和通胀、提振消费、稳定供应链三大动力加持。

图表1：近期美国政界业界频繁发声呼吁调整对华进口关税

时间	官员	表态
2022/04/22	白宫副国家安全顾问辛格	应当调整对华关税，放松自行车或服装等非战略性商品的关税，帮助降低通胀。
2022/04/27	美中贸易全国委员会	对从中国进口的商品加征关税是不必要税收，取消加征的关税将降低消费品价格，在高通胀背景下，每年可为每个家庭节省数百美元。
2022/05/05	贸易代表戴琪	美国寻求通过加征关税等举措在长期性的竞争中打败中国，但当下美国经济遭遇了困难，美国要尽快解决这一问题。
2022/05/10	总统拜登	在华盛顿向全国发表讲话，白宫正在审视前总统执政期间实施的惩罚性政策，这些加征关税提高了从尿布到服装、家具等所有商品的价格。
2022/05/18	全美零售联合会	取消有害的 301 关税将缓解美国部分通胀压力。
2022/05/23	总统拜登	对从中国进口商品征收关税是上届政府行为，降低关税正在考虑之中。
2022/06/05	商务部长雷蒙多	拜登政府决定保留对钢铁和铝的关税，正在研究是否取消对家庭用品、自行车等商品的关税。
2022/06/19	财政部长耶伦	有必要削减一些关税，部分关税并没有战略性目的，最终由美国人支付，损害了美国消费者和企业。
2022/07/05	参议员蒂姆凯恩	关税既没有经过深思熟虑，也没有得到很好的执行。必须现在就采取行动，取消加税将降低消费者的成本。
2022/07/08	总统拜登	尚未决定是否削减美国对从中国进口的商品征收的一些关税，并正在逐一进行审查。
2022/07/10	商务部长雷蒙多	拜登估计很快就会取消美国对华进口商品的部分关税，范围可能集中在家居日用品，但此举不会非常显著地缓解通胀。

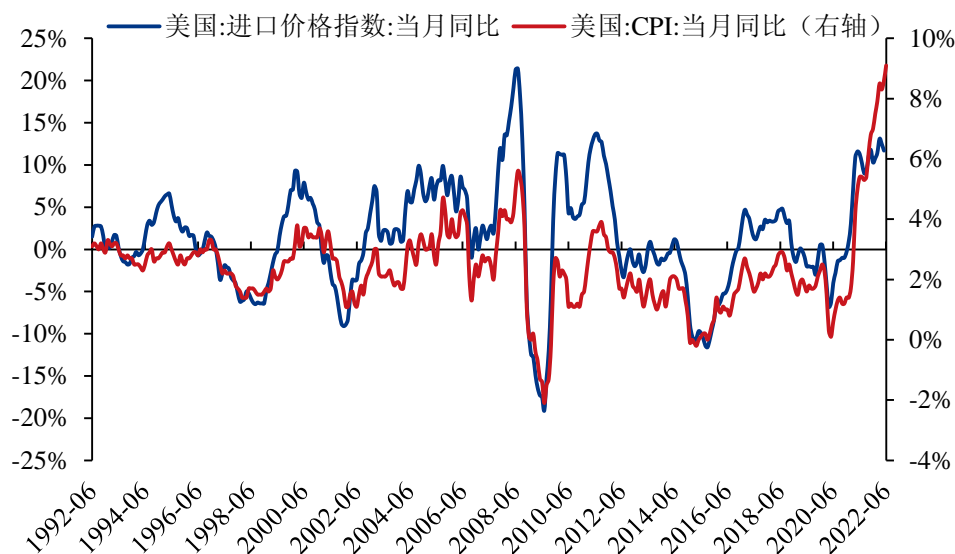
资料来源：新华社、CNBC、粤开证券研究院

首先，美国调降关税的最大动力来自于通胀压力。抑制通胀是美国政府当前的最优先事项。美国前财长萨默斯称，降低关税等贸易壁垒是当前最为重要的抗通胀政策。美国当前进口价格同比最高突破 13%，创 2008 年以来的新高，主要是由于能源燃料、工业品的推动明显，资本品价格相对温和。6 月美国 CPI 同比 9.1%，再度刷新四十年以来的新高。受输入性因素推动，美国零售食品和汽油价格环比仍在大幅上涨。

调降关税可以通过三个渠道缓和通胀压力。一是关税降低直接导致进口消费品零售价格下降。二是降低进口中间品和零部件的成本，可以通过产业链传导到下游终端产品。三是间接的替代效应，若进口产品和国产商品高度可替换，取消进口产品关税将加剧国产商品竞争，厂商将下调国产商品价格。历史数据回归显示，美国进口价格同比每降低 1 个百分点，将带动 CPI 同比下降 0.15 个百分点。根据 2021 年度美国从中国进口商品的份额为 14.8%，假设对中国进口商品加征的 483 亿美元关税全部取消，**将导致美国平均进口价格下降 1.4%，至少带动 CPI 同比下降 0.21 个百分点。**若考虑竞争效应，降低关税对通胀的影响幅度可能更大。

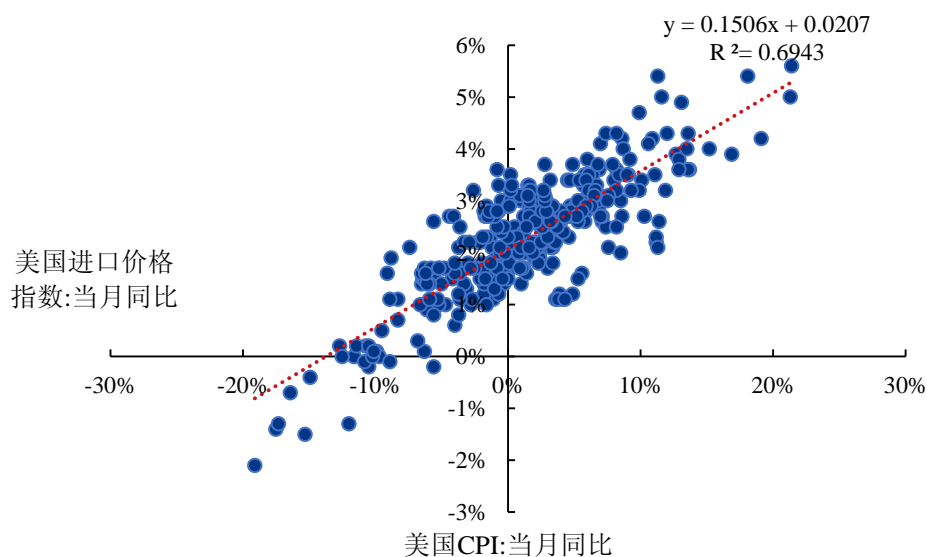


图表2：美国进口价格指数与CPI双双上涨



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：美国进口价格同比下降1个百分点将带动CPI下降0.15个百分点

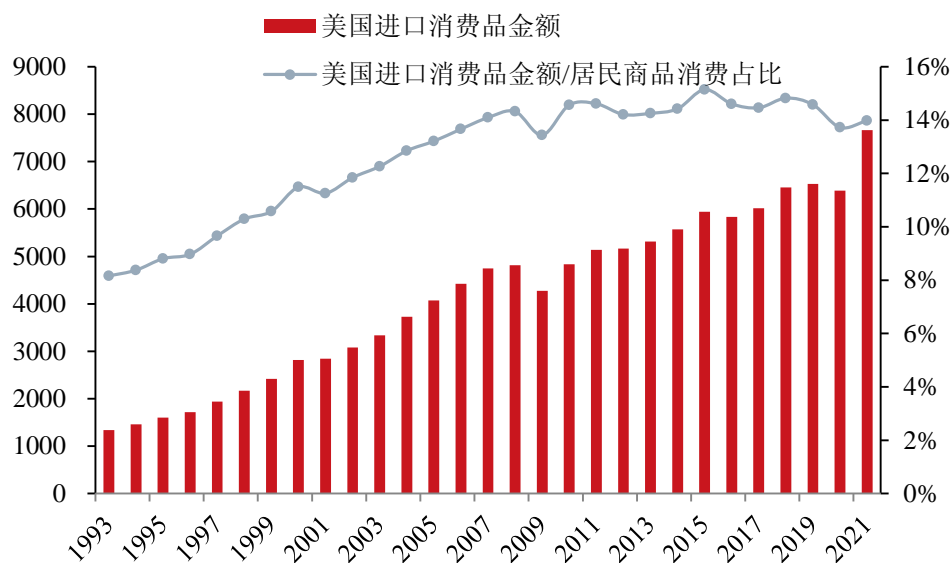


资料来源：wind、粤开证券研究院（数据样本选取1993/06-2021/06）

其次，降低美国居民生活成本，提振消费。近十年来，美国进口消费品金额大约占全部居民商品消费的14%左右。加征关税主要由美国消费者承担，由于低收入群体在贸易商品的支出比例较高，其生活成本受关税冲击程度更大。降低进口关税能减轻消费者负担，节省消费开支，尤其是改善中低收入群体的消费能力。美国智库彼得森国际经济研究所（PIIE）研究称，若美国取消全部进口关税，将为每个美国家庭平均节省797美元可支配收入。



图表4：美国每年进口消费品约占国内居民消费的14%



资料来源：wind、粤开证券研究院

再次，降低制造业成本，稳定供应链。美国加征关税的初衷是为了保护国内制造业。但由于人力成本和附加值低等因素，美国部分制造业如电力设备、光伏设备企业竞争力已积重难返。事与愿违的是，加征关税提高了美国企业进口零部件的成本，加剧了供应链压力，反而加速了企业衰落。特别是今年全球能源危机来袭，能源和电力产品需求激增，而美国国内产能不足，美国电价批发价格大涨，带动电力设备、光伏设备进口量价齐升。为缓解美国国内供应链压力，美国6月宣布调降了进口东盟光伏产品的关税。降低相关进口中间产品关税，有助于降低制造业企业承担的成本压力，稳住供应链。

二、调降对华关税的时机：首批关税到期、减免仍有空间

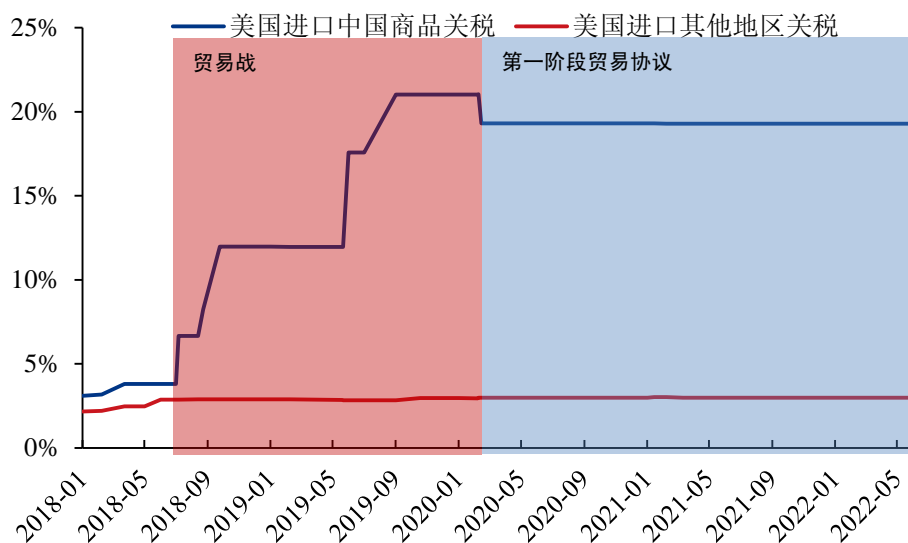
美国调降中国商品关税的时机或已成熟。一是关税程序恰逢其时，美国第一批中国商品清单加征的关税已于7月到期；二是关税豁免比例较低，美国仍有直接降低关税的空间。

1、第一批对华进口商品清单的关税已经到期

2018年以来，中美经贸关税水平大幅提升。特朗普政府奉行单边主义和美国优先战略，对中国启动“301调查”并挑起贸易战，在随后的两年内先后发布四份商品清单，对中国输美商品加征关税。直至2020年1月中美签署第一阶段经贸协议，美国才停止加征关税。目前，中国对美出口商品中约2/3被加征关税，美国对进口中国商品平均征收19.3%的关税，而其他地区的贸易加权平均关税约为3%。



图表5：美国对中国商品的关税较其他地区高出 16 个百分点



资料来源：PIIE、粤开证券研究院

第一批清单加征关税有效期已届满。根据美国 USTR 的工作程序，“301 调查”下的关税实施有限期为四年，到期前 60 天内需要启动关税复审程序，根据具体企业和行业的反馈材料，评判关税是否带来收益，USTR 才能做出维持或取消关税的决定。2022 年 5 月 3 日，美国 USTR 宣布，第一批、第二批清单加征关税分别于今年 7 月 6 日、8 月 23 日结束，即日起启动法定复审程序。¹第一步，公开征求意见，决定哪些商品继续保留关税，如果美国国内产业代表希望保留加征关税，就需要在 60 天内向 USTR 提交请求。下一步，USTR 将根据反馈意见情况，暂且保留已收到请求的商品关税，并邀请专业人士对该项关税进行评估，包括能否实现“301 调查”的目的，以及分析对美国经济和消费者的影响，进而最终决定是否调整关税。

图表6：美国对中国商品加征关税的基本情况

批次	加征商品金额 (2017)	加征关税生效时间	加征关税税率	加征关税的主要商品
List 1	340 亿美元	2018/07/06	25%	机械、电子元件、汽车零部件、摩托车
List 2	160 亿美元	2018/08/23	25%	集成电路、机械和零部件
List 3	2000 亿美元	2018/09/24	10%	家具、金属、家电、塑料、纺织品和皮革制品
		2019/06/01	升至 25%	
List 4A	1200 亿美元	2019/09/01	15%	锂电池、服装、鞋类、摄像机等消费品，以及机械零部件
		2020/02/14	降至 7.5%	
List 4B	1560 亿美元	2019/12/15*	15%*	手机、计算机、玩具、服装等消费品

资料来源：粤开证券研究院整理 (*List 4B 原计划于 2019/12/15 开始征税，但由于中美第一阶段贸易协议文本于 2019/12/13 达成，美国取消了加税计划)

2、前期仅豁免部分商品关税，还有进一步下调空间

拜登政府仅豁免部分中国进口商品关税。根据 2021 年度美国进口数据，四批清单商品金额分别为 247 亿美元、104 亿美元、1264 亿美元、1051 亿美元，较 2017 年都

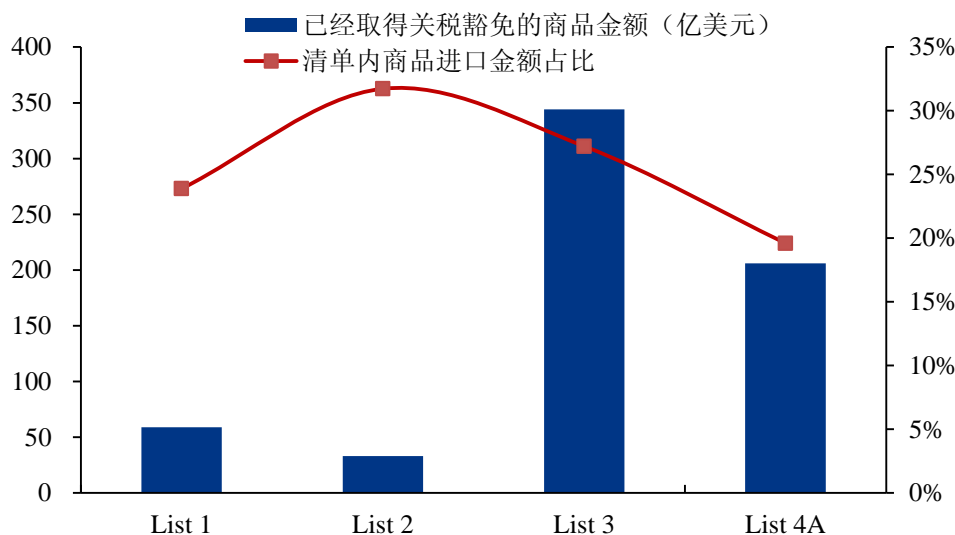
¹<https://www.federalregister.gov/documents/2022/05/05/2022-09688/initiation-of-four-year-review-process-chinas-acts-policies-and-practices-related-to-technology>



大幅变化。2022年3月，美国 USTR 发布对华进口关税豁免清单，包括 352 项商品免于加征关税，根据 2021 年度美国进口中国商品金额计价，合计 642 亿美元，占清单内商品金额的 24%。

今年美国多次减免其他国家的进口关税。拜登开始逆转特朗普时期的贸易政策，减免“232 调查”下的加征关税。今年 2 月宣布减免日本进口钢铁关税，3 月降低英国进口钢、铝关税，6 月豁免东南亚四国的光伏组件关税。这为减免“301 调查”下的中国商品关税做好了铺垫。

图表7：美国进口中国 640 亿美元商品已经获得关税豁免



资料来源：USTR、美国普查局、粤开证券研究院（以 2021 年度美国进口金额口径计算）

三、调降对华关税面临部分政治阻力

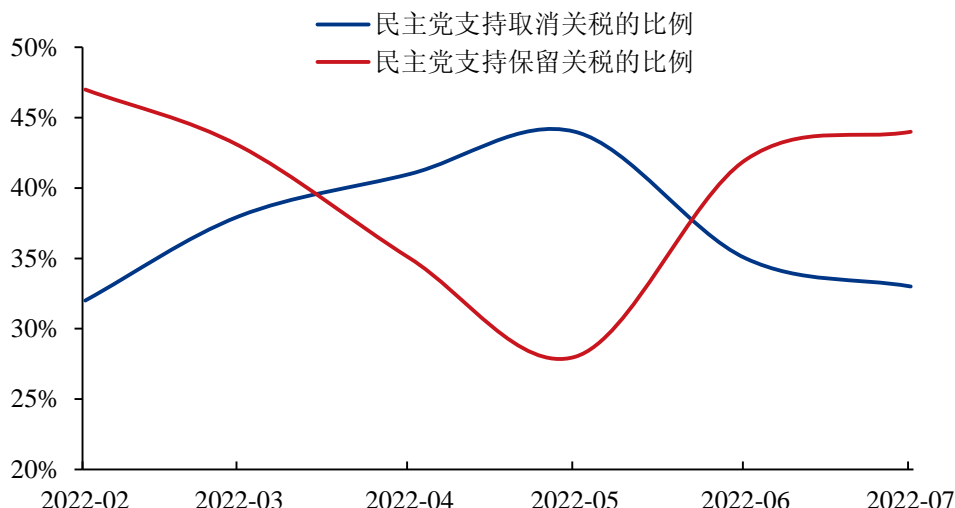
调降关税面临的阻力来自于美国中期选举博弈、政府内部分歧以及工会组织反对。

一是中期选举的政治博弈。拜登上任后采取的对华政策雷声大、雨点小，多次遭到共和党和党内激进派的批评。如今拜登在关税问题上仍左右摇摆，反映出经济利益和政治立场的背离。若调降关税，可以缓和通胀，改善福利；也可能被指责对华软弱，受到来自于共和党人的攻击。民主党内部不少人质疑下调关税抗通胀的效果，因为下调对华关税无法解决当前美国通胀最为严重的能源、住房服务问题。如果削减关税无法明显缓解通胀，反而可能会拖累民主党候选人中期选举的选情。民调显示民主党内保留派与取消派的比例仍十分胶着。

二是拜登政府内部分歧。拜登政府内部对如何下调关税仍存在激烈冲突。美国贸易代表戴琪、农业部长维尔萨克、国家安全顾问沙利文都反对取消关税。贸易代表和农业部保护美国本国的工业和农业利益，倾向于贸易保护主义。美国贸易代表戴琪就主张“工人优先”的贸易政策，需要保留关税作为保护就业的战略工具。6月22日，戴琪在美国国会听证会上表示，对华关税是一个重要的筹码，贸易谈判代表永远不会放弃筹码。而国家安全顾问作为传统鹰派，倾向于将贸易工具武器化，意图在大国博弈中保持竞争力。沙利文主张一边降低关税，一边启动新的“301 调查”对科技产品加征关税。



图表8：民调显示美国民主党对调整对华关税的分歧严重



资料来源：MorningConsult、粤开证券研究院

三是美国工会组织的反对。虽然美国工会力量不及往昔，但是拜登 2020 年胜选得益于铁锈带摇摆州的工人选民支持，因而拜登要尽量照顾工会的诉求。美国 USTR 启动关税复审程序后，已收到 400 多项要求维持对中国商品征收关税的请求，其中包括美国劳工咨询委员会（LAC）的请求。LAC 由美国钢铁工人联合会（USW）、美国劳联产联（AFL-CIO）等 24 个美国工会组织组成，他们一致要求美国 USTR 延长全部中国进口商品关税，防范制造业外流引起失业。

四、调降关税的情景预测：分批次、暂时性、消费品优先

考虑到美国国内经济前景、政治博弈的不确定性，美国调降对华关税仍有较大的不确定性。预计或将呈现三个特点：一是分批次调整关税，根据内部流程和中美对话进展相机行事；二是调整范围重点在消费品和中间品；三是调整关税影响偏短期。

1、节奏上，分批次进行，根据内部流程和中美对话进展适时调整

预计调降关税的商品清单将分批次公布。根据 USTR 的法律流程，301 调查下第一批清单的关税有效期已届满，第二批、第三批清单的关税有效期将于今年 8 月、9 月陆续到期。而根据总统的职权，拜登可直接宣布调整关税的决定，但具体实施细则仍不明朗。预计 7-8 月是关键窗口期，首批清单的关税复审结果有望公布。

调整关税的节奏可能还取决于中美对话进展。今年 6 月以来，中美高层对话沟通频率明显加快。中方明确要求美方取消全部对华商品关税，取消全部对华加征关税，有利于中美两国，有利于整个世界。出于谈判对华策略的考虑，美方大概率不会一次性减免关税，分批次调整，预留好政策空间，以保持谈判主动权。考虑到全球经济风险和供应链问题日益严峻，后续中美双方或将在宏观政策协调进一步沟通，届时美方调整关税的首批结果有望落地。



图表9：近1个月内中美双方进行五次高层对话

时间	事件
2022/06/10	国务委员兼国防部长魏凤和与美国国防部长奥斯汀举行会谈。
2022/06/13	中央外事工作委员会办公室主任杨洁篪同美国总统国家安全事务助理沙利文举行会晤，双方同意共同落实好两国元首共识，增进了解，管控分歧，扩大共识，加强合作。
2022/07/05	国务院副总理刘鹤与美财政部长耶伦通话，中方表达了对美国取消对华加征关税和制裁、公平对待中国企业等问题的关切。
2022/07/07	中央军委委员联合参谋部参谋长李作成与美军参联会主席米莱视频通话，双方认为，保持两军关系稳定发展、避免引发冲突对抗符合双方共同利益。
2022/07/09	外交部长王毅同美国国务卿布林肯举行会晤，中方向美方提出的四份清单，其中包括一份中美8个领域合作清单。

资料来源：新华社、粤开证券研究院

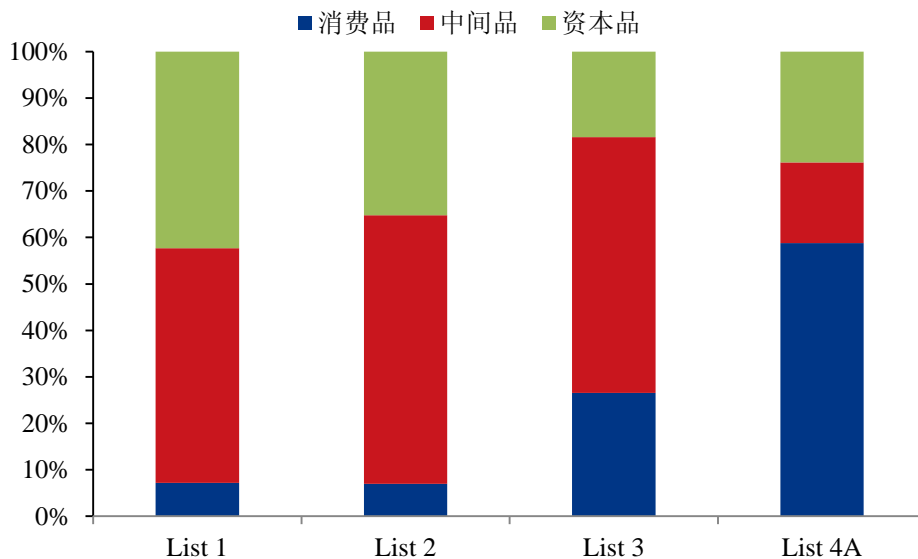
2、范围上，调降消费品与中间品关税的可能性较高

预计调降关税的商品只局限于个别品类。一类是与美国居民消费紧密联系的，包括服装、玩具、家用电器等；另一类是美国供应链目前对中国依赖度较高的，特别是能源生产相关的设备难以替代，如发电机、变压器等电力设备。

出于政治利益考虑，调降关税清单大概率不会包括钢铁、通信设备。拜登2020大选中依靠摇摆州选民支持最终胜出。今年8月密歇根州、威斯康辛州开展党内初选，为了迎合“铁锈带”选民支持，预计拜登不会取消中国进口钢铁制品关税。此外，美国仍会保留通信等科技产品的进口关税，以求继续打压中国制造竞争力，这是中美博弈长期化的体现。美国仍可能加码产业限制，针对科技产业发动新的301调查。

不同批次清单的商品结构不同。第一批、第二批、第三批、第四批清单（List 4a）中消费品占比分别为7%、7%、27%、59%。前两批清单以中间品和资本品为主，而第三批、第四批清单商品中消费品规模大，占比也高。如果拜登优先调降消费品关税，以2021年进口中国商品金额计算，四份清单分别包含17.8亿、0.7亿、335亿、617亿美元消费品，对应调降关税合计136亿美元。

图表10：美国各批次清单中从中国进口的商品结构



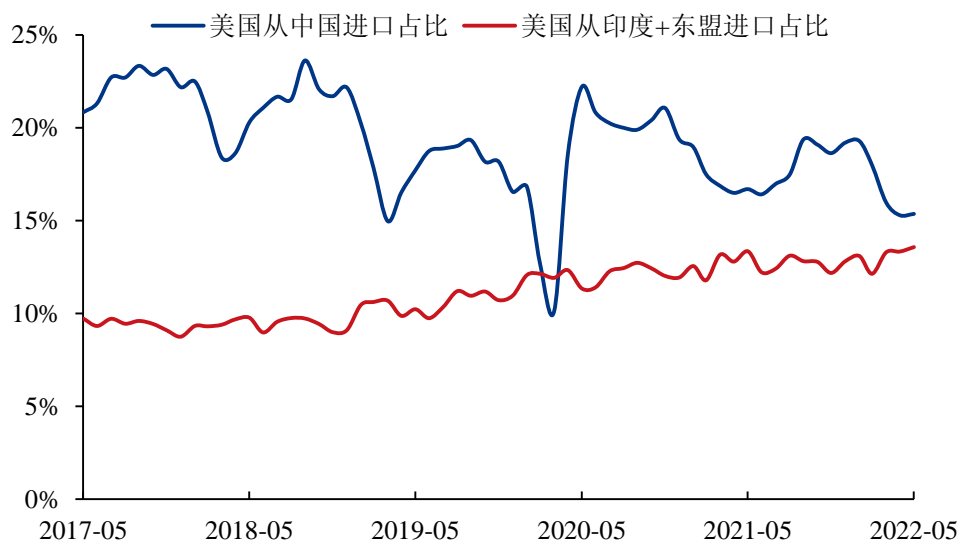
资料来源：USTR、美国普查局、粤开证券研究院（以2021年度美国进口金额口径计算）



3、期限上，暂时下调，美国推行阵营贸易、替代中国进口或为长期趋势

美国部分调降对华进口关税，并非贸易政策的转向。美国即便下调部分中国商品关税，影响的期限将偏短期。长期来看，美国带动西方盟友泛化国家安全，可能施加更多的非关税壁垒，通过特殊贸易协定，降低对中国进口的依赖。今年5月，拜登政府提出“印太经济框架”，这并非传统自贸协定，实质上是基于意识形态和盟友关系开展的阵营贸易（friend shoring），将阻碍自然形成的区域分工，制约比较优势的发挥，削弱中国在全球供应链的地位。

图表11：美国从印度和东盟的进口占比提升，部分替代中国进口



资料来源：wind、美国普查局、粤开证券研究院

五、调降关税的两大影响：提振中国出口、利好人民币汇率

1、对中国出口的影响：取消全部关税或将拉动中国出口同比 2.9 个百分点

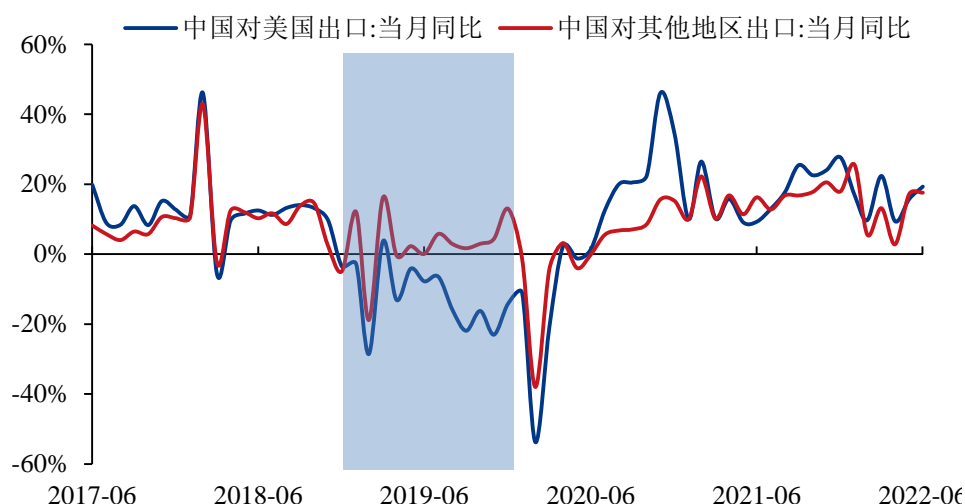
美国加征关税后，中国占美国进口的份额大幅下降。根据美国普查局贸易数据，2018年由于加征关税前的赶出口效应，中国占美国全部进口的份额高达 21.2%。而 2019 年贸易战严重冲击中国出口，美国从中国进口份额降至 18.0%。疫情爆发后，中国占美国进口市场份额小幅反弹后再度回落，2021 年度中国在美国进口市场份额为 17.8%。

调降对华关税后，中国占美国进口份额有望回升。中国占美国进口份额每提升 1 个百分点，将拉动中国对美出口增长 5.6%，增量占 2021 年度中国出口总额的 0.8%。预计美国调降关税是暂时性的，在窗口期内国内出口商将出现赶订单集中出口。**乐观情形下，假设对华加征关税全部取消、中国在美国进口的份额恢复到 2018 年的高位，即份额提升 3.4 个百分点，这将拉动美对华进口增长 19%，拉动中国出口增速 2.9 个百分点。**需要指出的是，此估算并未考虑其他经济体的贸易影响，而国际贸易影响因素众多，中国产品市场份额和美国需求恢复情况变数较大，估算可能偏高。

往后看，下半年我国出口面临两大压力。一是欧美衰退预期升温使得外需放缓；二是东盟等地区生产复苏对外贸订单产生竞争压力。**但预计出口增速仍保持较强韧性。**一是中美关税部分下调，提振对美出口；二是新能源汽车相关零部件出口保持高增长；三是东盟制造业景气度高，尽管在最终产品存在竞争，但对中国的中间品需求将随之增加。



图表12：我国对美国的出口在 2019 年受关税影响大幅下滑



资料来源：wind、粤开证券研究院

2、对人民币汇率的影响：出口提振汇率，但下半年汇率波动或加大

美国调降关税有助于促进中国出口,进而改善经常项目顺差,支持人民币汇率走强。今年,中美经济周期和货币周期的错位,人民币汇率走势逐渐独立于美元指数。4 月国内经济受疫情冲击,出口增速降至个位数,美元指数攀升同人民币快速贬值相伴随。但 6 月以来,出口韧性超预期是支持经济和汇率的重要因素。尽管美元指数持续攀升,并创出 2000 年以来的新高,但人民币汇率则保持低波动。

往后看,海外衰退、美元走强及中美博弈将使人民币汇率波动加大。一是当前海外衰退预期发酵,国内经济面临共振下行的风险。二是美联储紧缩和避险需求都支持美元强势,人民币汇率也将承压。三是下半年美国中期选举临近,中美在非关税领域的博弈可能增多,风险事件将加大人民币汇率波动。

图表13：人民币汇率今年以来走势相对独立于美元指数



资料来源：wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com