



国际关系深度报告

国际关系研究报告

证券研究报告

国金政策与战略组

分析师：杨佳妮（执业 S1130524040002）

yangjiani@gjzq.com.cn

联系人：商景皓

shangjinghao@gjzq.com.cn

复盘系列：2025 年美国—欧盟经贸争端

核心观点

美国与欧盟的经贸争端，是美国对外贸易争端中的关键一环。在 2025 年特朗普第二届任期开始后，特朗普多次指责欧盟对待美国的不公平贸易，美国与欧盟围绕关税、市场准入、采购、产品标准等问题不断发生摩擦。在对等关税、232 行业调查关税措施下，欧盟成为特朗普“关税霸凌”的主要受害者之一。尽管欧盟也试图通过谈判，与美国解决关税与其他经贸问题纠纷，但是，欧盟手中的筹码相比美国略显微弱，不足以使美国在欧盟关心的问题上让步太多。最终，美欧在 7 月下旬达成贸易协议，协议表面上美国占优，但欧盟也通过自身的策略，在后续执行中争取到了更多的回旋空间。对于中国来说，美欧经贸争端并非远离中国的孤立事件，中国既是美欧经贸谈判中可利用的筹码，也在与美国的谈判中，受到美欧经贸会谈进程的影响。

主要观点：

（1）美欧经贸争端长期存在与历史中，近年来双方关系的演变，注定经贸争端的爆发。早在 1930 年代，美欧便围绕钢铁、金属、农业、机械等产品的市场问题出现多次纷争。随着特朗普 2025 年重新入主白宫，美欧关系新一轮经贸纷争也随之到来。特朗普一改拜登时期的“民主同盟”理念，更加在意美欧经贸关系中的贸易逆差问题，认为是欧盟的不公平竞争导致了美国贸易失衡。除此以外，在特朗普追求的制造业回流美国与振兴本土科技产业的目标上，美欧之间也存在着巨大的分歧，这些分歧共同导致了 2025 年的美欧经贸争端。

（2）2025 年美欧经贸争端大致分为试探、升级、协议签署三个阶段。美欧关税问题，主要集中在 4 月份的美国单方面实施的对等关税，以及钢铝、汽车等 232 调查关税，这些关税导致欧盟对美国的出口遭到重创。在美国对欧盟加征关税之初，欧盟争取通过谈判与美国解决分歧，但是美国对欧盟的要价过高，使得双方谈判不欢而散。随后，欧盟对美国启动了反制政策，美国又多次对欧盟发出威胁，提高对欧盟的税率。在美欧“谈判-威胁-施压”的螺旋博弈下，美国始终占据着博弈的优势位置，欧盟最终在 7 月份对美妥协，签署对美经贸协议，将在关税、市场开放、对美投资、产品采购等问题上对美让步。美欧经贸争端暂告一段落。

（3）美欧经贸争端并非简单地经济问题，背后含有复杂的政治、经济、地缘博弈。首先，美欧的分歧点表现为本土利益与全球利益之间的深层矛盾，双方日益关注本土利益在经济合作中的得失问题，尤其是在数字经济、产品标准、增值税、产业规则等具体领域。其次，双方筹码不对等，决定了谈判地位的差异。美国的谈判筹码更加占优，能够从经济、政治、安全等多个领域对欧盟施压，相反，欧盟则在诸多关键领域对美国保持着依赖，这种不对等关系决定了欧盟最终只能通过妥协让步与美国达成协议。最后，美国对欧盟有着深层的战略考虑，欧盟对美国也有独特的应对策略。美国对欧盟的战略目标是虹吸欧盟产业，并通过打压政治建制派，刺激欧盟内部的分裂；欧盟方面则在筹码不占优的背景下，利用拖延时间、精准打击、空壳协议等策略与美国展开周旋，不断争取自己的利益。

（4）美欧经贸谈判，深度影响中国对外经贸关系。中美欧作为全球三大经济体，贸易联系密切，中国在美欧贸易争端中成为关键的外部变量，在一定程度上影响着美欧经贸博弈。同时，中国也是美国关税制裁的另一大目标国，中国在对美反制问题上又与欧盟保持利益一致，而欧盟与美国的谈判进展，又深深影响着中国与美国的经贸谈判。然而，中美欧三角关系并非仅仅局限在经贸领域，还受到俄乌冲突、产业结构、意识形态等外部因素的影响，这也导致三方关系注定是一个复杂、多维、动态的博弈过程。

风险提示

（1）尽管美欧矛盾加剧，但欧盟并未明显转向亲华，反而继续强调对华“去风险”与产业独立的要求。（2）特朗普扶持欧盟内部日益崛起的民粹势力，打造一个全球性的右翼政党联盟。



内容目录

一、历史上的美欧贸易争端.....	4
1、1930 年《斯姆特 - 霍利关税法案》争端.....	4
2、1970 年农产品与钢铁争端.....	4
3、2000 年钢铁贸易争端.....	5
4、2018 年特朗普第一届任期贸易争端.....	6
二、2025 年美欧关系的演变.....	6
1、政治：美欧关系从民主同盟向美国优先转变.....	6
2、贸易：美欧贸易逆差逐年加大.....	7
3、产业：美欧产业本地化战略的碰撞.....	7
4、科技：美欧从科技盟友到本土科技政策对立.....	7
三、2025 年美欧贸易争端复盘.....	8
1、争端导火线和对抗初期（1 月-4 月）.....	8
2、美欧谈判僵局与对抗升级（5 月-7 月）.....	8
3、美欧贸易一揽子协议达成（7 月底-8 月底）.....	9
四、美欧经贸谈判博弈.....	11
1、美欧经贸分歧领域.....	11
2、美欧谈判的筹码和策略.....	12
3、美欧经贸谈判的深层博弈.....	14
五、美欧贸易争端下的中美欧三角博弈.....	15
1、欧洲角度：中欧关系是欧盟对抗美国的筹码.....	15
2、美国角度：美国改善中美关系减少外部压力.....	15
3、中国角度：“联欧抗美”路线波折不断.....	15
风险提示.....	16



图表目录

图表 1: 《斯穆特-霍利关税法案》通过前后美国进出口情况	4
图表 2: 1960-1985 年美国产出的主要农产品出口情况	5
图表 3: 各国钢铁生产情况	5
图表 4: 2002 年前后钢铁争端时间线	5
图表 5: 影响美欧关系的几项重点问题	6
图表 6: 2005-2025 美国-欧盟贸易逆差变化图	7
图表 7: 欧盟对美 950 亿欧元反制清单降至 720 亿欧元	8
图表 8: 特朗普对欧加征关税表	9
图表 9: 美欧 7 月贸易协定 vs. 美欧 8 月贸易协定	9
图表 10: 美欧双方就 7 月贸易协议的分歧	10
图表 11: 数字服务税 (DST) 在欧洲的分布	11
图表 12: 美欧贸易逆差月度情况 (单位: 亿美元)	11
图表 13: 欧盟与美国之间货物贸易的有效关税税率 (%)	12
图表 14: 欧盟对美出口依赖趋势 (2009 - 2024)	13
图表 15: 美国 LNG 出口的增长趋势 (单位: 十亿立方英尺/天)	13
图表 16: 通用数据保护条例 (GDPR) 在全球的传播情况	14

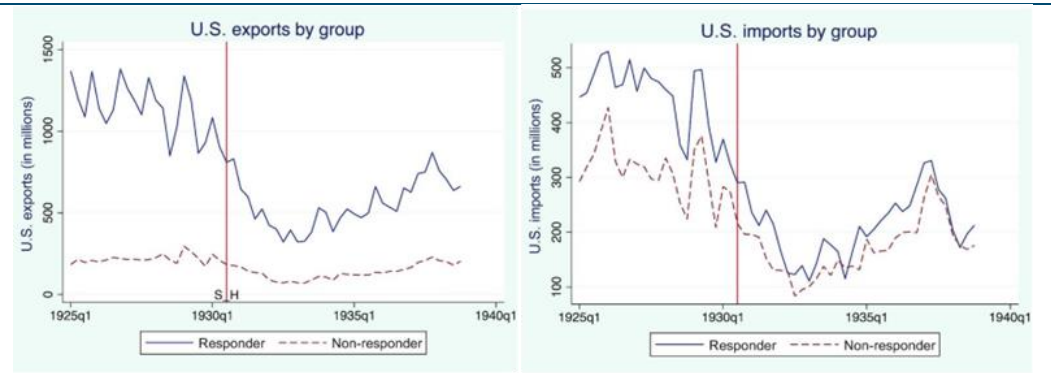


一、历史上的美欧贸易争端

1、1930 年《斯姆特-霍利关税法案》争端

1929 年美国大萧条爆发后，由共和党主导的国会试图通过对进口商品征收关税保护受重创的美国农场主，使其免受外国竞争的冲击。该法案仍于 1930 年由赫伯特·胡佛总统签署生效，对近 2000 类进口商品征收超过 50% 以上的关税——这是美国历史上最高的关税之一。该法案的通过立即引发了 10 余个贸易伙伴的反制，法国对美国制造的汽车征收高额税费，加拿大提高了对多种美国产品的关税，同时降低了英国产品的关税。意大利和瑞士等国甚至出现抵制美国产品的呼声。在这些报复措施与经济大萧条的双重影响下，美国出口在随后的几年内减少了 66%。最终，富兰克林·罗斯福总统于 1934 年废除了这一关税，并以与各国直接谈判的双边贸易协议取而代之。《斯穆特-霍利关税法案》自此被视为有害的“以邻为壑”贸易政策的典型案例。

图表1：《斯穆特-霍利关税法案》通过前后美国进出口情况



来源：Mitchener et al. (2021)，国金证券研究所

2、1970 年农产品与钢铁争端

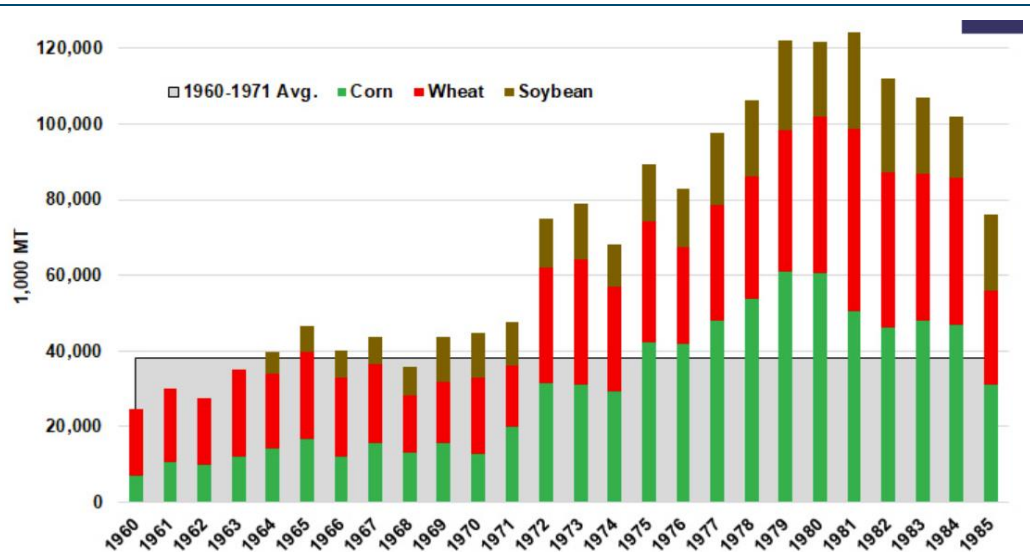
1967 年欧共体成立后，欧洲国家开始打造欧洲统一大市场，在关税、监管、生产补贴、市场开放等领域逐步开启一体化管理。其中，针对欧洲内部相对完整的产业链，欧共体抬高相关产品的进口关税，以保障欧洲内部供需的稳定，免受外部同类产品的冲击。

而在 1970 年后，美国国内陷入经济“滞胀”状态，国内生产过剩、需求增速放缓，美国企业普遍要求扩展海外市场，通过出口拉动经济增长，尤其是美国供应过剩、本土优势产业，对海外市场的需求日渐加大。

美国的扩大出口诉求与欧共体企图保护欧洲市场的做法形成对撞，双方在 1970 年代中期爆发了新一轮贸易战。本轮贸易战集中在农业和钢铁两大领域，两者均是美欧的优势产业，也是各国基础设施建设的必需品，美欧都在加强本国的市场保护、同时又在要求对方放开市场。在农业领域，美国批评欧共体的农业补贴与农产品高关税政策属“贸易保护”，欧共体则反驳美国“自由贸易”是选择性的。在钢铁领域，1982 年美国钢铁企业指控联邦德国等西欧十一国企业接受政府补贴并低价倾销，向美方提出“反倾销”和“反补贴”诉讼，引发钢铁贸易战升级。

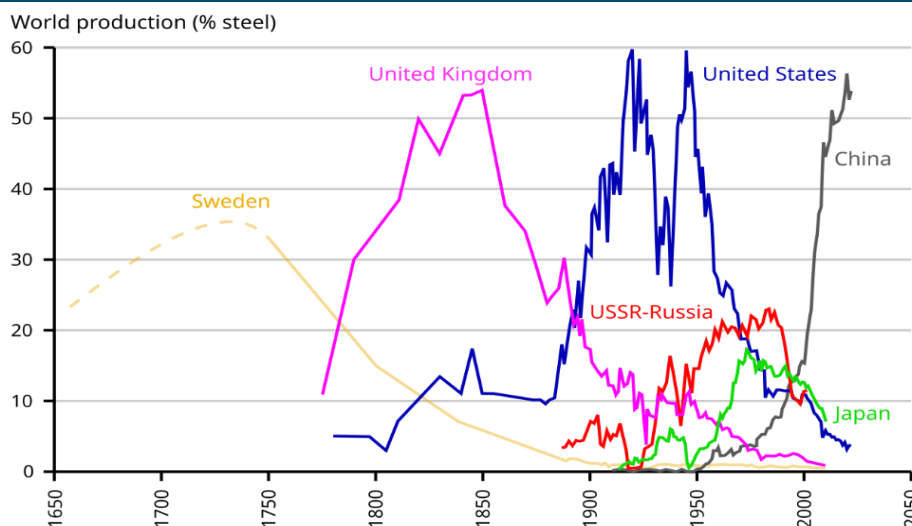


图表2：1960-1985 年美国产出的主要农产品出口情况



来源：FarmdocDaily，国金证券研究所

图表3：各国钢铁生产情况



来源：MartinPei (2020)，国金证券研究所

3、2000 年钢铁贸易争端

在 2000 年左右，美国钢铁行业面临着严重的困境。冷战结束后，全球经济向服务业、金融业转型，以钢铁为代表的传统产业走向衰落，钢铁的市场需求逐渐饱和，引发全球性的钢铁供应过剩的危机。为了保护美国本土钢铁产业，美国政府指责来自欧洲、亚洲的低价钢铁产品对美国的钢铁产业构成了不公平的竞争，导致国内钢铁企业失业率上升和产业衰退。

2002 年 3 月 5 日，美国总统布什签署了钢铁保障措施令，对进口钢铁产品实施为期一年的保障措施。具体措施包括对部分进口钢铁产品征收高达 8% 至 30% 的关税，以及对部分产品实施配额限制。美国钢铁关税政策出台后，遭到了多个国家和地区的反。欧盟、加拿大、墨西哥等国家纷纷采取报复性措施，对美国的农产品、汽车等产品征收关税。2003 年，美国与欧盟、日本等主要钢铁出口国达成了协议，美国同意逐步取消钢铁关税，而其他国家和地区也承诺减少对美国的报复性关税。

图表4：2002 年前后钢铁争端时间线

时间	事件案例
2001 年 12 月	USITC 确认进口钢铁对美国钢铁产业造成实质性损害，建议采取保护措施。



时间	事件案例
2002 年 3 月 5 日	布什总统宣布对部分进口钢铁产品征收 8%至 30%的临时关税，实施期为三年。
2002 年 3 月 7 日	欧盟就美提高钢铁进口关税一事，正式向世贸组织仲裁委员会起诉。
2002 年 3 月 20 日	美“201 条款”正式生效，多个国家钢铁产品出口美国受阻碍。
2002 年 11 月	多个国家（欧盟、日本、韩国、中国等）对美国钢铁关税提出异议，启动 WTO 争端解决程序。
2003 年 3 月 27 日	WTO 在初步裁决中称，美对进口韩钢铁征高额关税违规。
2003 年 7 月 11 日	美国 201 钢铁保障措施案专家组裁定美国的措施违反 WTO 规则。
2003 年 12 月 4 日	布什总统宣布撤销钢铁关税，结束为期约 1 年的保护措施。

来源：白宫等，国金证券研究所

4、2018 年特朗普第一届任期贸易争端

2018 年 3 月，特朗普政府以维护国家安全为由，依据美国《1962 年贸易扩展法》第 232 条款，宣布对进口钢铁和铝产品分别加征 25%和 10%的关税。随后，欧盟宣布对美国的报复性关税，重点包括威斯康星州生产的哈雷戴维森摩托车和肯塔基州的波本威士忌等标志性和政治敏感性产品。6 月，欧盟委员会通过了为应对美国对钢铁和铝征收关税而采取的再平衡措施的法规，这些措施将立即针对价值 28 亿欧元的美国产品再平衡，包括钢铁和铝产品、农产品以及各种其他产品的组合。

2018 年 6 月，美国在汽车贸易领域向欧盟发难，宣称要对欧产汽车增税，主要矛头指向德国。特朗普对美欧汽车贸易失衡极为不满，尤其抨击双方关税水平差异，欧盟汽车关税为 10%，而美国仅为 2.5%。美国这一举措进一步加剧了美欧之间的贸易紧张局势，双方贸易制裁你来我往，使得美欧经贸关系陷入更为严峻的局面。这些贸易争端不仅严重影响了美欧双方相关产业的发展，冲击了全球产业链和供应链的稳定，也对世界贸易秩序和多边贸易体制造成了严重的破坏。

二、2025 年美欧关系的演变

1、政治：美欧关系从民主同盟向美国优先转变

2025 年，在特朗普第二届任期开始后，特朗普政府以“美国优先”为核心原则，摒弃了二战后美欧基于共同价值观（多边主义、自由主义秩序）的同盟基础。其政策强调单边利己主义，将经济利益置于民主价值观之上，导致美欧意识形态出现破裂。这一意识形态转变的后果，是美欧政治上出现裂痕，传统的跨大西洋民主同盟在特朗普 2.0 时期逐渐让位于国家利益优先论，双方不再为同盟的存在而舍弃本土利益，反而会为了本土利益的满足而伤害对方的利益。

图表5：影响美欧关系的几项重点问题

美欧分歧	分歧表现	具体内容
美欧安全	提高防务开支	6 月 25 日，北约峰会决定将各国防务开支提升到 GDP 的 5%。美国总统特朗普要求其他北约成员国增加国防开支，以减少北约对美国的严重依赖。
	慕尼黑峰会	2 月 14 日，美国副总统万斯在峰会上呼吁欧洲国家增加国防开支，“分担负担”，抨击欧洲的自由民主退化以及欧洲的移民政策。
乌克兰问题	指责乌克兰	2 月 19 日，特朗普发文表示，泽连斯基“说服美国花费 3500 亿美元，卷入一场无法获胜、本就没必要开始的战争”。此番言论引发欧洲各国不满。
	矿产资源开发	5 月 1 日，美国与乌克兰签署协议建立美国-乌克兰重建投资基金，协议内容包括对乌克兰矿产资源的控制与开采规定等。特朗普强调，这项协议是美国对基辅在未来提供任何安全保障的先决条件。
美俄会谈	利雅得会谈	2 月 18 日，美俄代表在沙特首都利雅得举行会谈，美俄之间的互动令欧洲担心自己被排除在外，此前美国官员明确表示，乌克兰的和平谈判桌



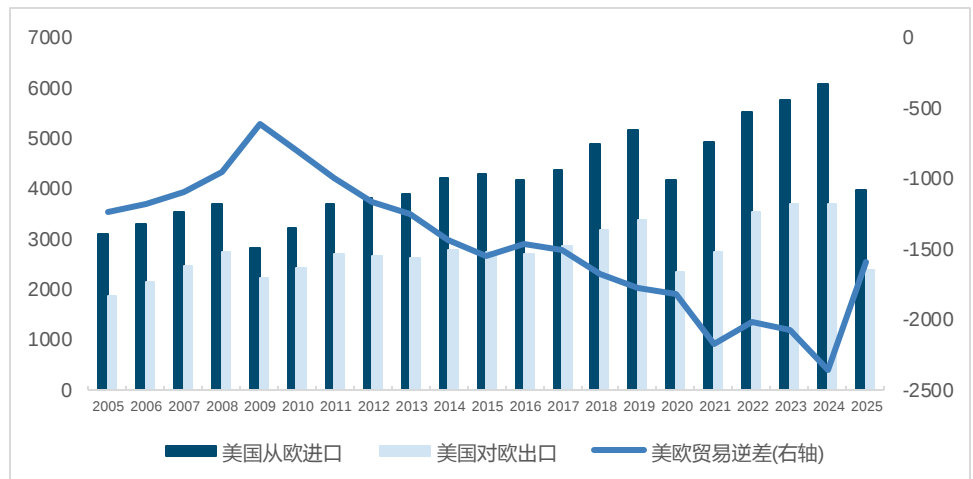
		上不会有欧洲的位置。
阿拉斯加会谈		8月6日，特朗普表示美俄阿拉斯加会谈，参与者不包括任何欧洲领导人。《纽约时报》报道说，特朗普视欧洲为“不可信任的对象”。
欧洲战略	防务自主	3月，欧盟先后发布“重新武装欧洲计划”、“2030准备就绪”的国防白皮书，这些动作展现了欧洲各国实现防务自主的战略决心。
自主	欧洲主权	6月7日，法国总统马克龙访问格陵兰岛，旨在回应美国对格陵兰岛的领土诉求，并“有助于巩固欧洲主权”。

来源：国金证券研究所

2、贸易：美欧贸易逆差逐年加大

特朗普认为贸易逆差是对美国的不公平贸易，在任期间多次利用贸易逆差的借口对外交征关税。美国与欧盟虽然关系密切，但是在贸易逆差问题上，欧盟却逐渐成为美国主要贸易逆差来源。在2005年至2024年的二十年间，美国从欧盟商品进口额从3100亿美元增长至6100亿美元左右，但美国对欧盟的商品出口额仅从1800亿美元增长至3700亿美元，美国对欧盟商品贸易逆差从1200亿扩大到2400亿美元。美国欧盟贸易逆差的扩大引起了特朗普的反感，特朗普认为欧盟“占美国便宜”，以各种理由“拒绝接受美国的汽车和农产品”，贸易逆差问题也成为随后美国对欧盟加征关税的直接理由之一。

图6: 2005-2025 美国-欧盟贸易逆差变化图



来源：Wind，单位：亿美元

3、产业：美欧产业本地化战略的碰撞

2022年，美国出台《通胀削减法案》（IRA），在新能源产业领域大力补贴本地投资。美版《通胀削减法案》被视为对欧盟产业的威胁，马克龙批评该法案对欧洲企业具有“超级进攻性”，损害欧洲利益。自美国IRA法案出台后，欧盟投资逐渐被大西洋对岸更具吸引力的补贴环境所吸走。大众、Northvolt等车企和电池企业明确表示因IRA而优先考虑在北美投资。受此影响，2023年欧盟推出《零碳工业法案》和《关键原材料法案》，旨在“加速实现碳中和”和“推动进口多元化”。可以看出，美国的本地化战略更为激进、以直接财政激励为主、带有明显“购买美国货”色彩的模式。在竞争之下，欧洲仍更强调规则、平衡进口依赖度、注重社会与环境标准。

4、科技：美欧从科技盟友到本土科技政策对立

冷战结束后至21世纪初，美欧在技术标准、知识产权保护、科研合作等方面形成了较为紧密的联盟格局。然而，随着2013年斯诺登事件，及特朗普1.0、2.0时期与欧盟在意识形态上的“逐渐疏离”，双方“科技盟友”的身份认同有所淡化，“科技竞争”的味道上升。

美国希望通过主导新一轮科技革命维持其霸权，欧盟则担忧在这一过程中被边缘化，导致双边在AI、半导体和数字税等领域相互信任下降，矛盾加剧。在芯片领域，美欧虽然有共同对华限制出口的诉求，但美国通过《芯片与科学法案》直接投入527亿美元，ASML、英飞凌等欧洲龙头企业更倾向于扩大在美国的投资，实现了对欧洲产业链的“虹吸效应”，也引发了欧洲的不满。尽管欧盟也于2023年推出《欧洲芯片法案》，但在



俄乌冲突导致的高电力成本背景下，仍难以阻止科技和制造业投资被美国虹吸。

三、2025 年美欧贸易争端复盘

1、争端导火线和对抗初期（1月-4月）

第一，牛刀小试：3月美欧钢铁铝汽车关税博弈。特朗普上台后，强调“公平对等贸易”，并指责欧洲在汽车、农产品和奢侈品上对美存在“结构性顺差”，必须通过关税手段加以纠正。3月，特朗普以“贸易失衡”和“保护本国产业”为由，先后宣布对欧盟部分钢铁、铝产品和进口汽车加征 25% 的高额关税。

第二，全面开战：4月美国对等关税激化美欧贸易摩擦。4月2日，特朗普签署行政令，宣布对所有全球国家的输美商品征收“对等关税”，其中对所有欧盟商品统一加征 20%。欧盟委员会主席冯德莱恩表示，此举将对全球经济造成“沉重一击”。另据报道，欧盟已经准备好了首批超 200 亿欧元的反制措施。

第三，欧盟反击：欧盟威胁启动“反胁迫机制”。欧盟对美反制 3 月初启，威胁对美科技公司使用“反胁迫工具”，威胁将对美国数字公司加征数字税。欧盟对美反制 4 月加码，公布 210 亿欧元的报复清单。针对特朗普的钢铝关税政策，欧盟于 4 月 9 日公布了 210 亿欧元的反制清单，主要包括玉米、小麦、大米、摩托车、家禽、水果、木材、服装和牙线等产品。

2、美欧谈判僵局与对抗升级（5月-7月）

第一，谈判破裂：美欧分歧较大。在对等关税发布后，欧盟曾多次试图与美国谈判，愿意通过扩大对美能源、农产品、武器采购等方式，削减美欧贸易逆差。4月9日，特朗普宣布对等关税暂缓 90 天执行，随后，欧盟也宣布暂缓实施报复性关税。这为欧盟与美国的贸易谈判提供了缓冲期，欧盟试图提出同美国互免工业品关税的建议，分管贸易和经济安全事务的欧盟委员谢夫乔维奇、意大利总理梅洛尼在 4 月中下旬纷纷访问美国，试图协商寻找解决方案。但是，在一些结构性问题上，美欧分歧依旧过大，导致谈判的举步维艰。特朗普坚持称欧洲国家应从美国购买 3500 亿美元的能源，抵消双方的贸易逆差。欧盟方面则不断重申其通过谈判解决贸易争端的立场，冯德莱恩也强调这一承诺：“我们的目标是建立无摩擦、互利的贸易关系。”美欧分歧过大，导致双方谈判举步维艰，没有出现实质性进展。

第二，千亿反制：欧盟公布 930 亿欧元的反制清单。欧盟对美反制 5 月升级，公布 950 亿欧元的反制清单。为了回应特朗普的“对等关税”与汽车关税，欧盟编制了一份价值 950 亿欧元的进口产品反制清单，以及一份价值 44 亿欧元的欧盟对美出口产品清单。950 亿清单涉及美国酒类、鱼类、飞机、汽车和汽车零部件、化学品、电气设备、保健产品和机械等产品。冯德莱恩表示，欧盟仍然全力致力于与美国达成谈判结果，但与此同时，将继续为所有可能性做好准备。7 月，欧盟对美反制降温，950 亿清单缩水至 720 亿，两项清单合计 930 亿欧元。7 月 14 日，欧盟宣布原定于当日启动的 210 亿反制清单（4 月公布）延期至 8 月 6 日。7 月 23 日，欧盟宣布将两份报复性关税清单合并，形成一份总额 930 亿欧元的统一清单，其中 210 亿清单保持不变，950 亿清单缩水至 720 亿。

图表7：欧盟对美 950 亿欧元反制清单降至 720 亿欧元

行业	价值变化
汽车及零部件	123 亿欧元→80 亿欧元
机械设备	120 亿欧元→94 亿欧元
飞机产品	105 亿欧元→110 亿欧元
电气设备	72 亿欧元→50 亿欧元
酒类	13 亿欧元→12 亿欧元
实验室试剂	移除
乐器弦	移除

来源：路透社、彭博社，国金证券研究所

第三，极限施压：特朗普威胁对欧盟加征 50% 关税。特朗普施压加码，威胁对欧盟加征 50% 关税。由于美欧谈判迟迟没有进展，欧盟并不愿在数字税、增值税、食品标准领域让步，5 月 23 日，特朗普宣布，自 6 月 1 日起对所有欧盟进口商品征收高达 50% 的关税。冯德莱恩回应称，若美国执意实施关税，欧盟将采取反制措施。5 月 25 日，经过与冯德莱恩的通话，特朗普同意将 50% 关税的生效日期推迟至 7 月 9 日，后又推迟至 8 月



1 日。在美国对欧盟加码关税的同时，美国的 232 调查行业关税也在纷纷落地。继钢铝、汽车 232 关税落地后，7 月 9 日，特朗普威胁对进口药品征收高达 200% 的关税，征税细节预计将于 8 月公布。欧盟是美国医药关税的直接受害者。制药业是欧盟的支柱产业，2022 年为其贡献了 3110 亿欧元的经济增量和 230 万个就业岗位。药品同时也是欧盟对美商品出口的第一大门类，2024 年占据对美出口总额的 22.5%。对此，欧盟方面在谈判中争取把医药列入贸易协议内容下，避免被单独加征高额关税。

图表8：特朗普对欧加征关税表

时间	状态	事件
2 月 10 日	签署行政令	特朗普签署行政命令，宣布自 3 月 12 日起对所有进口至美国的钢铁和铝征收 25% 的关税。
2 月 21 日	口头承诺	特朗普下令调查欧盟数字服务税。
3 月 13 日	口头承诺	特朗普威胁对欧盟酒类产品加征 200% 关税。
3 月 26 日	签署行政令	特朗普签署行政令，决定自 4 月 2 日起对所有进口汽车征收 25% 关税。
4 月 2 日	签署行政令	特朗普宣布对所有美国进口商品征收“对等关税”，其中对欧盟商品加征 20%。
5 月 4 日	口头承诺	特朗普威胁对外国制作电影产品征收 100% 关税。
5 月 24 日	口头承诺	特朗普威胁所有欧盟进口产品将加征关税统一上调至 50%，后两次延迟至 7 月 9 日、8 月 1 日。
5 月 30 日	签署行政令	特朗普宣布，自 6 月 4 日起将钢铝关税从 25% 提高至 50%。
7 月 9 日	口头承诺	特朗普威胁对铜征收 50% 关税，对药品征收 200% 关税。
7 月 12 日	口头承诺	特朗普威胁在 8 月 1 日后将对欧盟的对等关税从 20% 上调至 30%。

来源：国金证券研究所

3、美欧贸易一揽子协议达成（7 月底-8 月底）

（1）欧盟让步：接受美国不平等要求

7 月欧盟妥协让步，接受美欧贸易协议。7 月 27 日，特朗普与冯德莱恩共同宣布，美欧达成了新贸易协议。特朗普表示新协议包括，美国将对欧盟输美产品征收 15% 的关税、欧盟将对美增加 6000 亿美元投资以及在 3 年内购买价值 7500 亿美元的美国能源等。欧盟此前原定于 8 月 7 日启动的反制措施也随之延期 6 个月。冯德莱恩会后表示，这是能得到的最好结果，暗示了欧盟妥协让步的谈判底色。

8 月欧盟取得少量权益，协议细节仍待完善。8 月 21 日，美欧双方公布了贸易协议联合声明。比起 7 月协议，此轮协议公布了更多细则，欧盟争取到部分利益。但整体看，8 月协议仍是一份美方获益的“不平等”协议，多项议题仍悬而未决。

第一，欧盟没有争取到更多的豁免品类。欧盟争取到部分药品及其原料、飞机及零部件、软木等资源品适用最惠国税率，其他所有欧盟产品均接受美国的 15% 对等关税。同时，美国确保受 232 调查约束的汽车、芯片、木材税率不超过 15%，但对钢铝的适用税率仍留待进一步谈判。

第二，欧盟承诺大额采购和投资。2028 年前采购 7500 亿美元能源商品，400 亿美元 AI 芯片用于欧盟数据中心建设，以及 6000 亿美元额外战略投资。此外，欧盟承诺大量采购美国军事和国防装备，但未明确金额。

第三，美欧“数字交易税”争端告一段落。欧盟不征收或维持网络使用费（network usage fees），美欧承诺不对跨境数据流动（electronic transmissions）征税，并寻求达成一项永久性的多边承诺。

第四，原产地、农产品关税和其他机制议题留待谈判。一是敲定原产地规则（用于区分“本地货”还是“转出口”）。二是简化猪肉和乳制品的非关税壁垒。三是欧盟在碳边境调整机制（CBAM）和企业可持续性尽职调查指令（CSDDD）中给美国中小企业“特殊优待”，但具体规则仍待明确。四是美欧就网络安全相互承认协议谈判。

图表9：美欧 7 月贸易协定 vs. 美欧 8 月贸易协定

状态	行业	内容
落实	能源采购	预计采购额将达 7500 亿美元
	投资	预计到 2028 年欧洲将投资 6000 亿美元



状态	行业	内容
新增	数字贸易	不征收或维持网络使用费、不对跨境数据流动征税
	药品	232 调查前享受最惠国待遇
	芯片采购	将采购至少价值 400 亿美元的美国人工智能芯片
	对美关税	欧盟计划取消所有美国工业品的关税
	市场准入	欧盟为美国海产品、农产品提供优惠市场准入； 延长《美国与欧盟关于龙虾关税协定的联合声明》，范围扩大至加工龙虾
	绿色规则	欧盟将在碳边境调整机制（CBAM）和企业可持续性尽职调查指令（CSDDD） 中给美国中小企业“特殊优待”
	钢铝铜关税	有意考虑关税配额解决方案
悬而未决	汽车关税	美方维持 15% 关税上限，但将在欧盟正式提出“必要立法提案”
	原产地规则	双方将就原产地规则进行谈判
	敏感农产品	共同努力简化猪肉和乳制品卫生证书要求

来源：白宫、欧盟官网，国金证券研究所

（2）协议内容：美国表面赢了，但落实困难

第一，欧盟对美 7500 亿美元的能源采购既不符合欧盟需求，也不匹配美国实际产能。

欧洲能源需求有限，可能无法实现采购目标。2024 年，美国能源对欧盟出口总额约 760 亿美元。根据协议，欧盟将在 3 年内购买价值 7500 亿美元的美国能源，即平均每年 2500 亿美元，这意味着欧盟对美能源采购量将增长约 300%，至少 67% 的能源都将来自美国。考虑到欧盟对内部企业能源进口活动有限的控制力，企业采购可能仍以市场价格为导向，欧盟强硬扭转能源进口流向的可能性较低。

美国的能源供给也无法满足协议目标。美国 2024 全年石油和天然气出口总额约为 3300 亿美元，这意味着欧盟若要从美国每年额外进口 2500 亿美元能源，美国能源行业需进行大幅增产，难度较大。此外，如果美国强制扩大对欧出口，生产商可能被迫出口而非满足国内需求，从而推高美国本土燃料与电力价格，与特朗普压低通胀的政策目标相矛盾。

第二，虽然双方在 8 月协议中落实了多项内容，但在钢铝铜关税、汽车关税等方面仍“悬而未决”。

在 7 月达成的协议中，双方在投资、能源采购和食品标准、药品等多方面存在明显分歧。具体而言：在食品标准方面，美方宣称欧盟将在猪肉与乳制品标准上放宽限制，为美国农产品进入欧洲市场创造条件。但 7 月 28 日欧盟高层官员明确否认，强调“在敏感农产品方面没有作出任何让步”，双方甚至未就食品标准展开谈判。在钢铝关税方面，美方表示，钢铁、铝和铜的关税仍保持 50% 不变。欧盟文件则表示，美国将对欧盟实施关税配额管理，并将目前 50% 的关税降至历史最低。

图表 10：美欧双方就 7 月贸易协议的分歧

领域	美方表述	欧方表述
投资	未来三年内投资美国 6000 亿美元	对这类投资“表达了兴趣”
能源采购	承诺购买价值 7500 亿美元能源产品	预计采购额将达 7500 亿美元
食品标准	欧盟将放宽猪肉与乳制品标准	在敏感农产品方面没有作出任何让步
钢铝铜关税	对欧钢铝铜关税将保持 50%	美国将对欧盟实施关税配额管理
数字贸易壁垒	致力于解决不合理的数字贸易壁垒	未提及数字领域
药品	没有提及	232 调查前享受最惠国待遇
法律效力	没有提及	不具有法律约束力

来源：中国现代国际关系研究院，国金证券研究所

第三，欧盟内部对协议态度分化，反对声音较为明显。

一方面，德国等工业出口国对协议较为认可。德国总理默茨对该协议表示欢迎，因为德国的汽车产品从协议中获益。根据新协议此前欧洲汽车被加征的 27.5% 关税将降至 15%。而另一方面，法国、西班牙等农业、药品出口国则较为不满。法国总统马克龙指出法国将坚持立场，确保农业部门不做出让步。西班牙首相桑切斯支持欧盟与美国达成贸易协



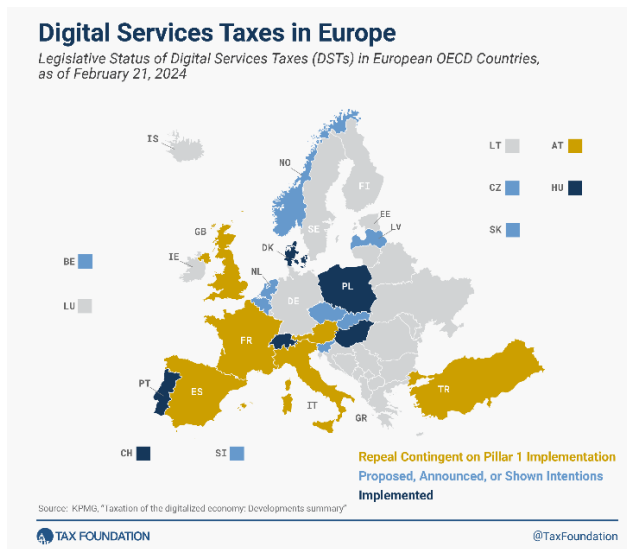
议，但对协议“没有任何热情”。此外，意大利总理梅洛尼的态度较为暧昧，认为达成协议是积极的，但需要确认细节。

四、美欧经贸谈判博弈

1、美欧经贸分歧领域

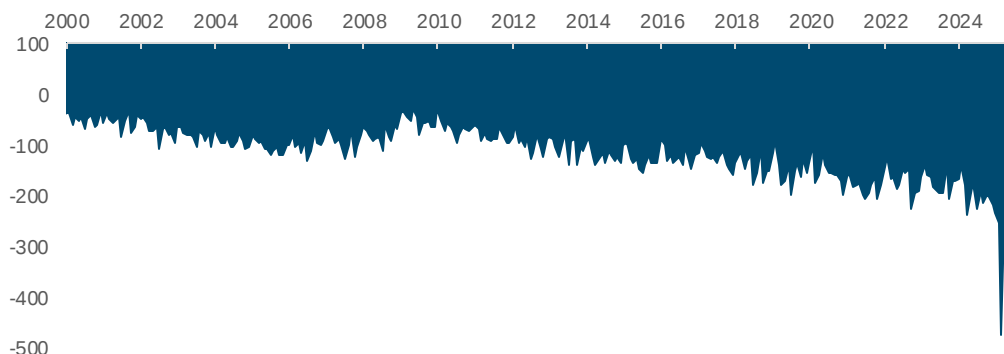
议题分歧：数字税、食品安全标准、贸易逆差。数字税方面，美国大型科技公司在欧盟业务广泛，是欧盟数字服务税的主要征收对象。特朗普多次批评欧盟的数字税问题，认为欧盟的数字税是一种“非关税壁垒”。欧盟方面为了限制美国公司、扶持欧盟本土数字企业，不愿在谈判中就数字服务税问题上让步，一定程度上导致美欧经贸谈判的停滞不前。食品安全标准上，欧盟有着严苛的食品安全标准，特朗普认为这些食品标准对美国农产品造成了非关税壁垒，阻碍了美国农产品对欧盟市场的进入。美国多次要求欧盟降低食品安全标准，但是欧盟均以监管自主权为由，拒绝在食品安全标准上让步。贸易逆差方面，欧洲长期依赖对美出口，双方贸易逆差持续扩大。联合国贸易和发展会议（UNCTAD）的报告指出，2025 年上半年，美国对欧盟的贸易逆差扩大至 2760 亿美元，为特朗普的贸易保护主义叙事提供了数据支持。

图表11：数字服务税（DST）在欧洲的分布



来源：Cristina Enache (2024)，国金证券研究所

图表12：美欧贸易逆差月度情况（单位：亿美元）



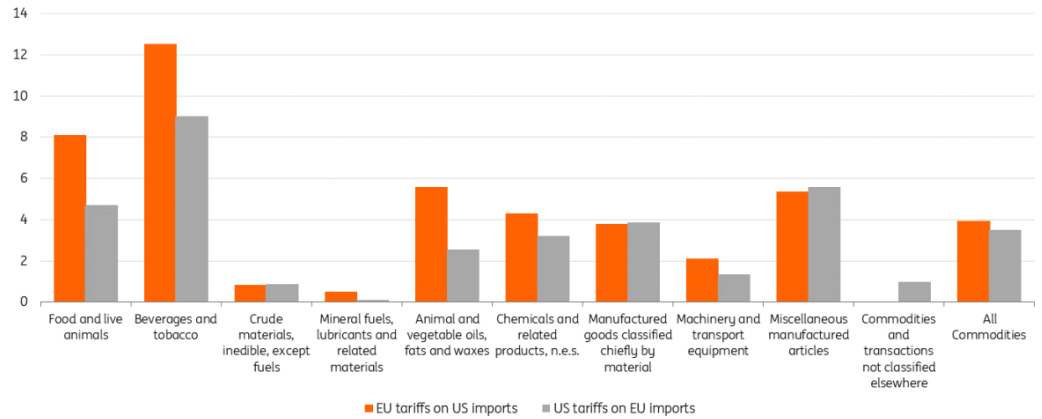
来源：iFind，国金证券研究所

关税分歧：贸易失衡现象 VS 单边主义手段。美国关注美欧贸易失衡的现象，欧盟指责美国单边主义的手段。美国认为，美国的工业品平均最惠国关税水平仅为 3.3%，而欧盟平均为 5%。这一表面上的差距被美国长期用来指责欧盟“保护主义过强”。特朗普在 2025 年 3 月强调，美国在乘用车进口关税上仅为 2.5%，而欧盟对美国产车征收 10% 关



税；此外，欧盟对美大豆的进口关税为 7.5%，对牛肉更是通过配额+高关税的“双重壁垒”方式限制进口。在欧洲看来，美国这种做法不仅伤害跨大西洋盟友关系，也削弱了双方在对华、对俄等大国战略上的协调。总体来看，美国对欧盟的批评主要是产业导向的“利益批评”，而欧盟对美国的批评不仅有规则导向的“合法性批评”，还带有战略层面的“政治批评”。

图表 13：欧盟与美国之间货物贸易的有效关税税率（%）



来源：WITS database for 2022，国金证券研究所

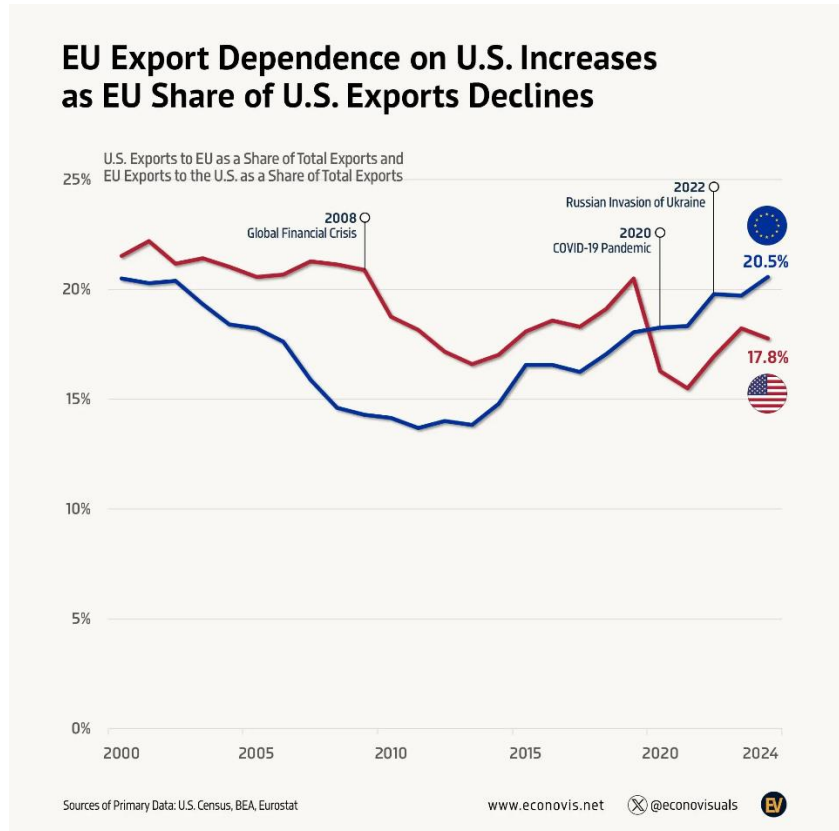
竞争分歧：出口增值税退税是否引发不正当竞争。欧盟推行的增值税退税政策，在与美国的争执中成为反复出现的议题。美国认为，欧盟的出口退税等于对外补贴，削弱了美国企业在国际市场上的竞争力；而欧盟则坚持认为增值税退税是全球普遍通行的制度安排，其本质是避免“双重征税”，并非补贴。欧盟平均出口增值税退税率在 15%-20%之间，而美国本身没有全国性增值税制度，因此在出口环节缺乏类似退税机制，这使得美国出口商在税负上往往劣势更大。以钢铁、机械设备、化工品等产业为例，美国企业在对外出口时仍需承担企业所得税与州税负担，而欧盟的出口商则能够凭借退税降低最终售价，进而增强国际市场竞争力。

2、美欧谈判的筹码和策略

美国的筹码占优：市场、能源、金融、安全。美国在对欧盟谈判时候，拥有“消费市场—能源供给—金融体系—安全保障”的复合筹码，而这些都是欧盟无法在短期内摆脱的结构性依赖，使得美欧在谈判桌上的力量对比明显失衡。从市场的角度看，美国是欧盟商品出口的最大单一目的地。2024 年欧盟对美出口额约为 5710 亿美元，占欧盟出口总额的近 15%。美国一旦提高关税或设立非关税壁垒，将直接冲击欧洲制造业和就业市场，尤其对德国、法国等出口导向型经济体的打击尤为明显。从能源的视角看，自俄乌冲突爆发以来，欧洲的能源供应逐步依赖美国。2024 年美国向欧洲出口的液化天然气（LNG）超过 4000 万吨，约占欧盟进口总量的 50%，高于俄气在俄乌冲突前的占比。从军事角度看，北约是欧洲安全的根基，而美国军费承担比例接近 70%，乌克兰危机尚未平息，波罗的海、东欧安全形势仍然脆弱，美国安全保护伞对欧洲来说不可替代。因此，尽管欧盟在关税、产业补贴和科技规则上不乏反制工具，但在战略谈判中始终面临美国的“安全捆绑”。

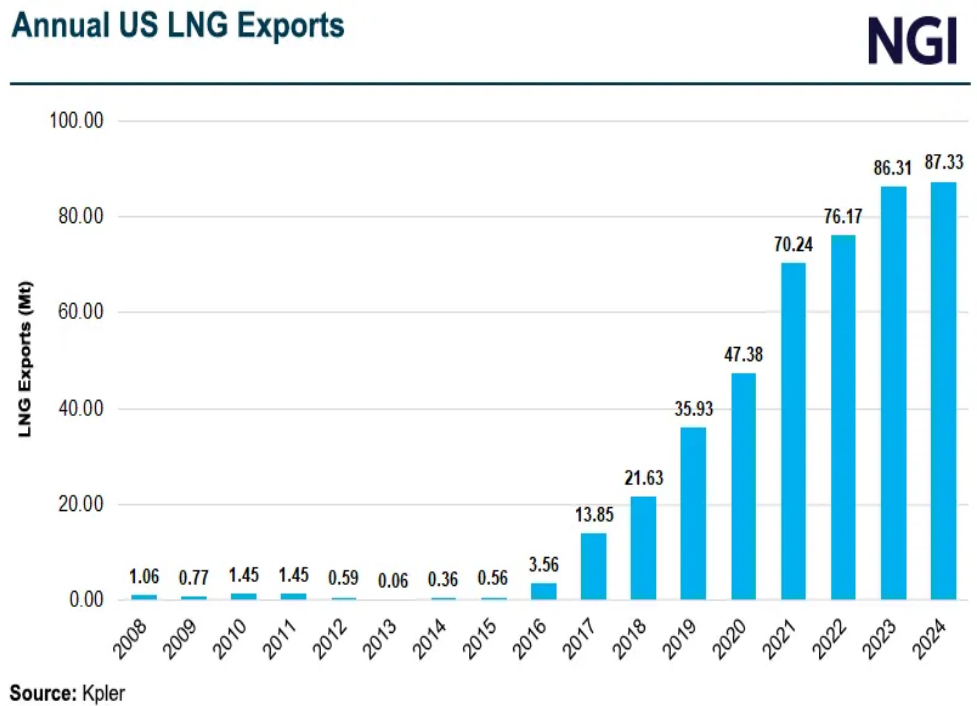


图表14：欧盟对美出口依赖趋势（2009–2024）



来源：Soltani（2025），国金证券研究所

图表15：美国 LNG 出口的增长趋势（单位：十亿立方英尺/天）



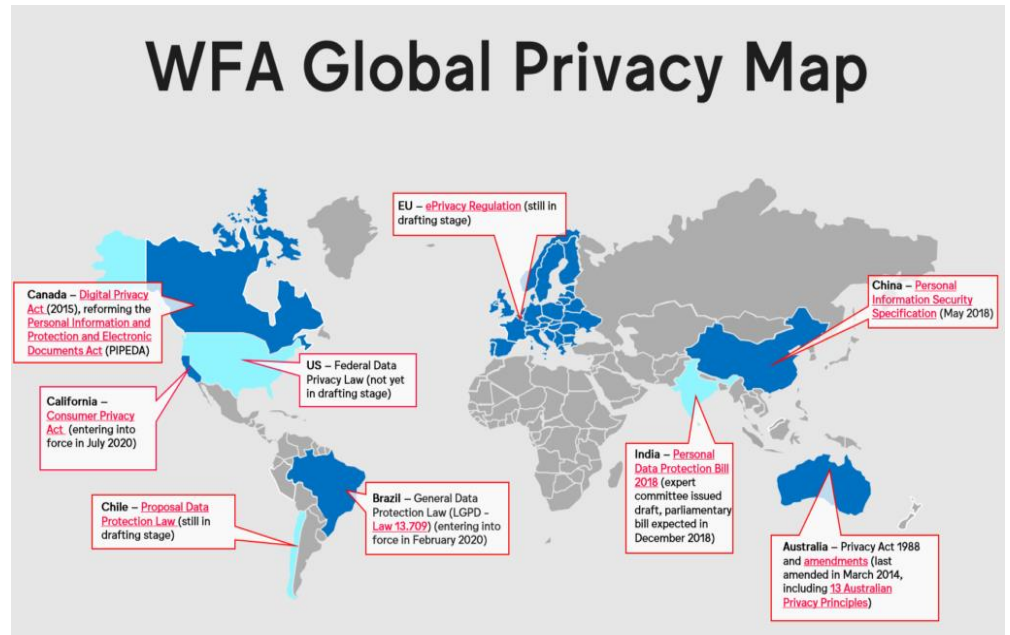
来源：Jacob Dick（2025），国金证券研究所

欧盟的筹码有限：规则、市场、联盟工具等。与美国相比，欧盟在美欧贸易谈判中的筹码确实相对有限。欧盟在与美国的博弈中更多依靠“规则、反制、联盟”三重工具来抵消部分劣势。规则是欧盟一贯赖以自我定位的核心筹码。欧盟内部拥有完备的单一市场立法体系，其《通用数据保护条例》（GDPR）、《碳边境调节机制》（CBAM）、《数字



市场法案》(DMA)，对规则的塑造能力，决定着欧盟对美在数字税、食品标准领域拥有更大的自主权。反制是欧盟的另一张筹码。2023 年底正式生效的“反胁迫机制”(Anti-Coercion Instrument)，赋予欧盟在遭遇第三国单边经济胁迫时快速启动报复措施的权力。这使得欧盟在面对美国关税威胁时，至少能以制度化的方式进行对冲，避免在政治压力下完全陷于被动。此外，欧盟还可通过与东盟、拉美、中国合作来牵制美国。在美欧贸易谈判过程中，欧盟多次争取与其他经济体“协调一致”，通过“第三方平衡”削弱美国在双边博弈中的优势。但是，这些筹码大多偏软性和中长期效果，缺乏美国关税、能源、金融和安全四合一筹码的立竿见影效果。

图表16：通用数据保护条例（GDPR）在全球的传播情况



来源：WFA，国金证券研究所

3、美欧经贸谈判的深层博弈

美国对欧盟的深层战略目的：虹吸欧盟产业，刺激欧盟的分裂。美国对欧盟的深层目标，并非简单的一纸协议，而是有着战略层面的长期考量。虹吸欧盟产业，推动制造业回流美国。特朗普 2.0 时期以来，便致力于发展本土制造业，吸引全球产业流向美国。欧盟产业体系丰富、品种多样，成为特朗普的目标。在对欧盟的经贸协议中，美国对欧盟的关税、采购、投资条款，均体现了美国要求欧盟转移生产、在美布局产业的战略考量。同时，美国正在对钢铝、汽车、医药等关键行业的 232 调查，这些产业也正是欧盟的优势产业，未来美国对欧盟高新技术产业的吸引力将更强，欧盟越来越多的产业将流向美国。扶持欧盟右翼政党，打压欧盟建制派力量，刺激欧盟的分裂。在美国关税的外部压力下，欧盟内部右翼政党多次批评执政的建制派政党，在对美谈判问题上犹豫不决，出卖欧洲利益；同时，美国特朗普、万斯等人也在利用慕尼黑安全会议等场合，支持欧盟右翼政党的崛起，并对欧盟建制派进行批评。美国对欧盟右翼政党的扶持、建制派的打压，更深层次用意是刺激欧盟政治的分裂，进而在政治、经济、安全等多个领域对欧盟全方位控制。

欧盟的策略弥补：拖延时间、精准反击、空壳协议。欧盟面对美国的施压，自身筹码有限，无法与美国形成“对等交易”。为此，欧盟在谈判中进行了策略弥补。首先，拖延时间是欧盟最常用的战术手段。由于欧盟内部 27 国决策机制复杂，谈判进程天然偏慢，这一结构性劣势反而可以在博弈中被动转化为优势，即通过拉长谈判周期，消耗美国的政治耐心。考虑到美国政策强烈受制于选举周期，尤其在 2025-2026 年特朗普政府急需在关税政策上“出政绩”的背景下，欧盟寄希望于拖延时间，通过关税问题的纠缠，放大美国经济的通胀问题，进而对特朗普政府施加政治压力，为欧盟争取对美谈判的时间筹码。其次，精准反击是欧盟基于约束的有限选择。欧盟更倾向于在政治敏感度高、产业集中度大的领域对美国相关“利益集团”施压。欧盟针对美国产品挑选波旁威士忌、哈雷摩托车、李维斯牛仔裤等具有美国象征意义、且集中在特定州的消费品征收报复性关税，以直接触动国会选区和关键选举。第三，空壳协议成为了美欧博弈的“均衡解”。欧盟深谙美国在国内需要“对外胜利”的政治逻辑，通过与美国签署形式化、框架化的协议来“制造进展”，从而避免冲突失控。欧盟赢得了喘息空间，实质问题则被不断搁



置，转化为长期博弈。整体而言，欧盟的策略弥补是通过“时间换空间”，辅以精准反击来制造政治成本，再以空壳协议稳定局面。这种策略虽难以彻底改变实力对比，却能有效避免谈判滑向“零和失控”，并在中长期为欧盟的规则和市场筹码发挥作用赢得窗口期。

五、美欧贸易争端下的中美欧三角博弈

1、欧洲角度：中欧关系是欧盟对抗美国的筹码

中国市场为欧盟在对美谈判中提供了额外支撑。2024 年中欧货物贸易额约为 7858 亿欧元，其中欧盟向中国出口 2133 亿欧元，中国对欧盟出口 5178 亿欧元，中欧贸易规模大。中欧在产业链、供应链方面高度交织，截至 2024 年底，欧盟对华投资存量达 1507.5 亿美元，当年流量 67.9 亿美元；中国对欧盟投资存量约 1095 亿美元，流量 70.9 亿美元。正是在中欧紧密的经贸关系支撑下，欧盟方面在对美问题上有了战略托底，即中欧关系保证了欧盟经济发展的底线，而美欧经贸谈判则决定了欧盟经济的上限。

欧盟将中欧关系视为对美谈判的重要筹码。欧盟在对美表态中虽然没有直接点名中国，但多次暗示将中国的“产能过剩”和“补贴竞争”作为美欧双方共同的“外部挑战”。这种措辞，一方面可在谈判桌上转移特朗普的注意力，试图把中国塑造成为美欧联合的“共同敌人”；另一方面也在尝试拉拢中国，向美国传递若对欧盟过度施压，欧方可能借助中国市场来实现战略平衡的信号。整体来看，在美欧贸易争端下，中国成为一个复杂变量因素，既是欧盟试图联合美国的攻击对象，也是欧盟为对抗美国的拉拢对象。

2、美国角度：美国改善中美关系减少外部压力

中国是美国贸易打压的另一大对象。在特朗普的对外贸易问题上，中国与欧盟共同成为美国的打压对象。特朗普多次指责中国的不公平贸易行为，包括贸易逆差、市场开放、本土保护等，这些指责与欧盟殊途同归。也就是说，在特朗普致力于寻求公平贸易、重塑以美国为核心的全球贸易体系下，中国和欧盟共同成为美国贸易打压和霸凌的对象。这反而为中欧关系树立了“共同敌人”，为中欧关系走近提供了有利机遇。

但是，美国也在防止自身陷入中国、欧盟多线作战的风险。在美欧矛盾逐渐激化的背景下，美国主动改善对华关系，其战略目的是为与欧盟的博弈创造一个更单纯的外部环境，避免中俄走近或欧洲倒向中国，从而使自己陷入被孤立的局面。2025 年 5 月后，中美建立经贸磋商机制，经过日内瓦、伦敦、斯德哥尔摩、马德里、吉隆坡等多轮经贸谈判，双方在出口管制、关税、TikTok、人员流动等问题上达成一系列共识。中美的对话机制，不仅为中美经贸问题的解决提供了机制平台，也通过缓和中美关系来减少美国多线作战的风险。

3、中国角度：“联欧抗美”路线波折不断

中美欧三角关系，已进入中美相互塑造“共同敌人”、欧盟“选边站”的循环。在关税问题上，中欧存在广泛的合作机遇，共同应对美国；在产能与俄乌问题上，美欧合作的空间更大，中国反而成为被孤立对象。也就是说，在全球性的地缘和经济问题上，欧盟成为中美均需要拉拢的合作对象，这也导致了欧盟在面对中美问题上，多次出现态度摇摆：在关税和贸易问题上，欧盟需要与中国站在一起；但是，在地缘问题上，又要对美国保持依赖。于中国而言，美国问题显然是当前的主要矛盾，中国更希望对欧盟采取拉拢和安抚策略，争取与欧盟实现合作，以共同应对美国的贸易问题。

在 4 月美国加征对等关税初期，中欧塑造了美国这一“共同敌人”，中欧关系进入短暂的蜜月期。冯德莱恩曾表示：“欧中致力于维护以世贸组织为核心、公平自由的多边贸易体制，维护全球经济贸易关系健康稳定发展，这符合双方和世界共同利益。”表示愿共同庆祝中欧建交 50 周年。随后，中欧同意尽快启动磋商，深入讨论市场准入相关问题，为企业创造更有利的营商环境，并立即开展电动汽车价格承诺谈判，以及讨论中欧汽车产业投资合作问题。中欧关系正在朝着深入合作的方向发展。

但是，进入 6 月以来，欧盟却多次以稀土、俄乌、产能等问题对中国开启制裁。6 月，欧盟委员会宣布将实施国际采购工具（IPI）措施，禁止未来 5 年内中国医疗器械厂商参与欧盟 500 万欧元以上公共采购合同的招标。此外，即便非中国企业参与投标，若其所使用的中国制造产品及零部件在合同总价值中占比超过 50%，亦将受到限制。该措施适用于欧盟全部成员国。10 月，荷兰政府宣布，因担忧关键技术可能被转移至中国母公司闻泰科技（Wingtech），决定对荷兰芯片制造商安世半导体（Nexperia）采取干预措施。中欧关系持续走低。

总体来看，“联欧抗美”路线是中国在美国贸易压力下，寻求多边主义合作、反对单边



主义关税的必然选择。欧盟作为全球最大的经济体之一、美国贸易霸凌的对象，必然成为中国寻求合作的方向。中欧关系也确实在 4 月份经历过短暂的蜜月期。但是，中欧关系本身也有着结构性问题，包括稀土、俄乌、产能以及战略层面的缺乏互信，导致中欧合作的范围和深度都相对有限，中欧关系也在 6 月以后不断经历波折。未来，在中美关系未得到根本性改善的背景下，中国对欧盟仍将保持战略拉拢与合作关系，争取实现与欧盟的相向而行，避免陷入与美国、欧盟两线作战的困境。

风险提示

(1) 尽管美欧矛盾加剧，但欧盟并未明显转向亲华，反而继续强调对华“去风险”与产业独立的要求。(2) 特朗普扶持欧盟内部日益崛起的民粹势力，打造一个全球性的右翼政党联盟。(3) 中国与欧盟关于俄乌、产能、稀土等问题未得到充分解决，欧盟存在对中国企业制裁的可能。(4) 在美国实体清单扩大化的趋势下，欧盟成员国将借美国实体清单扩大的名义对中国海外资产进行干预。(5) 美国与欧盟或将联合，针对中国的企业出海、产品出口予以调查和制裁，加剧中国对外贸易的不确定性。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究