



宏观研究

【粤开宏观】关税战下的美国：关税收入、实际税率与贸易格局演变

2025 年 10 月 12 日

投资要点

分析师：罗志恒

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

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

研究助理：孙文婷

邮箱：sunwentng1@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】从化债到化险，厘清地方债务风险的五个认知》2025-10-08

《【粤开宏观】历次牛市回调的原因是什么？有哪些特征？该如何应对？》2025-09-25

《【粤开宏观】牛市的成因是什么？牛市还能否延续？》2025-09-24

《【粤开宏观】迈向中等发达国家：“十四五”经济回顾与“十五五”经济增长目标测算》2025-09-21

《【粤开宏观】大国财政的担当：“十四五”时期我国财政治理成效回顾》2025-09-18

摘要

当地时间 10 月 10 日，特朗普在社交媒体发文，将对中国加征 100% 的关税，并对“所有关键软件”实施出口管制，于 11 月 1 日生效。尽管这被视为中美新一轮关税谈判前的极限施压手段，但若 100% 关税最终落地，将对中美双边贸易乃至全球贸易体系造成显著冲击，并进一步重塑美国的贸易格局。

2025 年以来，特朗普持续加码“对等关税”“232 关税”等多重关税措施，使得美国关税收入和平均关税税率均大幅跃升，并引发进出口贸易格局调整。本文系统梳理了 2025 年上半年美国关税收入变化、实际关税税率走势及进出口贸易结构演变，总结出以下主要特征：

第一，美国关税收入快速增长，超越消费税跃居联邦财政收入的第四大税种，仅次于个人所得税、社会保障税和企业所得税。

第二，关税收入取决于关税税率和进口规模，美国关税收入快速增长主要受关税税率大幅提高驱动。美国实际平均关税税率由 1 月的 2.2% 升至 6 月的 8.9%，税率涨幅呈现“2、3 月温和、4 月跃升、5、6 月放缓”的走势。

第三，美国对主要贸易伙伴征收的实际平均关税税率普遍上升，但差异显著。2025 年 6 月，美国对华实际平均关税税率最高，达 37.4%（最高峰出现在 5 月为 45.6%，随着中美互降关税在 6 月有所下降），较 1 月上升 26.5 个百分点；日本、韩国分别为 15.3%、12.0%；欧盟、越南、印度等在 5%-10% 之间；加拿大、墨西哥等则低于 5%。

第四，多数商品的实际关税税率上升，尤其是劳动密集型商品和“232 关税”覆盖品类的商品，前者主因美国对华大幅加征关税，后者则直接受“232 关税”冲击。

第五，美国对各经济体征收的实际关税税率普遍低于名义税率，具体有四大原因。预计未来实际税率将进一步上升，并向名义税率收敛。

第六，美国进口规模、出口规模和贸易逆差规模均同比增长。2025 年 1-7 月，美国进口规模同比增长 10.7%，出口规模同比增长 4.8%，贸易逆差规模同比扩大 21.3%。

第七，美国对主要贸易伙伴的进出口贸易表现分化。在贸易规模上，2025 年 1—7 月，美国仅对中国和加拿大的进出口规模双下降，对中国的进口、出口分别同比下降 18.9% 和 20.2%，降幅最大；对韩国表现为进口降、出口增；对其他经济体均为进、出口双增长。在贸易差额上，美国仅对中国、加拿大、韩国和日本的贸易逆差规模缩窄，对其他逆差来源经济体的逆差规模以及对顺差来源经济体的顺差规模均进一步扩大。这意味着美国通过对华加征高额关税，虽然对华逆差削减，但是其对全球的逆差并未实质性削减反而还在增加；充分证明比较优势的经济规律仍在发挥作用，美国在商品贸易和制造不具备比较优势，只能依赖从中国或者其他经济体进口满足庞大的需求，欧盟



已替代中国成为美国最大的贸易逆差来源地。

第八，美国对外贸易对中国市场的依赖度显著下降。2025 年 1-7 月，美国自中国进口占其总进口比重为 9.4%，同比下降 3.4 个百分点；美国对中国出口占其总出口比重为 5.2%，同比下降 1.6 个百分点。

风险提示：美国关税政策变化超预期、国际经济政治局势变化超预期



目 录

一、关税战以来，美国关税收入和平均关税税率显著上升	4
二、美国对主要经济体和商品的实际关税税率	8
（一）分经济体看，面临的美国实际关税税率普遍上升，但增幅分化	8
（二）分商品看，劳动密集型商品和“232 关税”覆盖品类的实际关税税率明显上升	10
三、为何美国对各经济体的实际关税税率普遍低于名义税率？未来实际税率将进一步上升，向名义税率收敛	11

图表目录

图表 1： 2025 年 1-8 月及上年同期，美国联邦财政收入构成	4
图表 2： 2025 年 1-8 月，美国关税收入及其占联邦政府收入比重	5
图表 3： 2025 年 1-6 月，美国对所有进口商品征收的实际平均关税税率	5
图表 4： 2025 年 1-7 月，美国当月进口金额及同比增速	6
图表 5： 2025 年以来，特朗普政府发动关税战的主要进程	6
图表 6： 美国对主要贸易伙伴加征的关税	7
图表 7： 截至 2025 年 10 月 11 日，美国对特定商品加征“232 关税”和“232 调查”情况	7
图表 8： 2025 年 1-7 月与 2024 年 1-7 月美国对主要贸易伙伴的商品进口规模比较	8
图表 9： 2025 年 1-7 月与 2024 年 1-7 月美国对主要贸易伙伴的商品出口规模比较	9
图表 10： 2025 年 1-7 月与 2024 年 1-7 月美国对主要贸易伙伴的商品贸易差额比较	9
图表 11： 美国对主要经济体征收的实际平均关税税率	10
图表 12： 美国对不同商品征收的实际关税税率（按 HS 两位数口径分类）	11

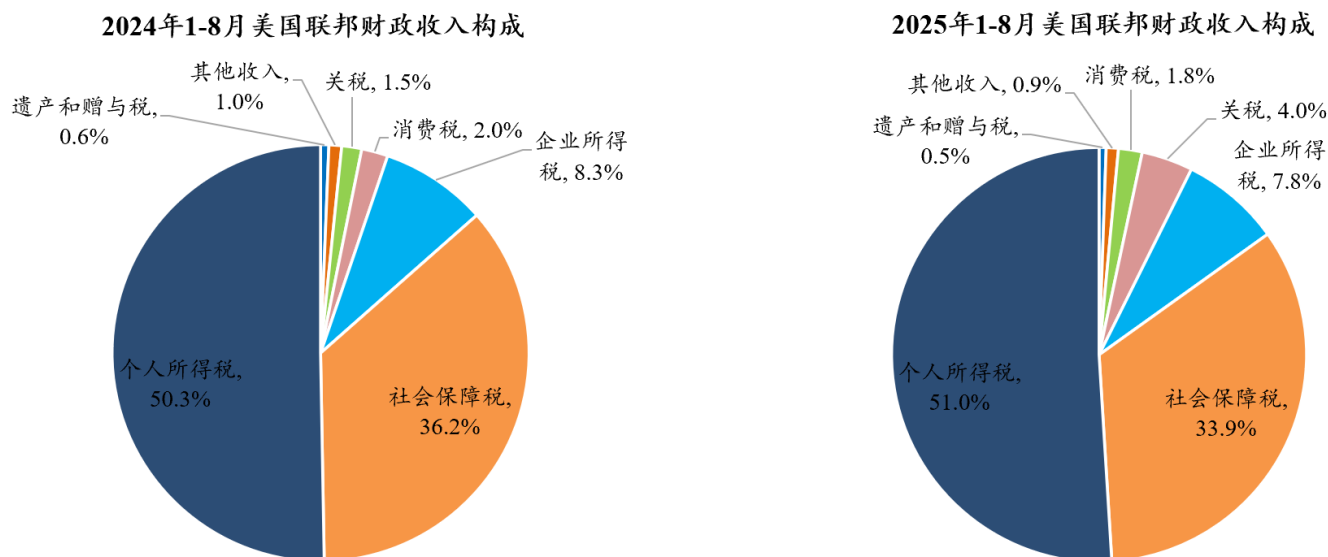


由于各类统计数据的可得性与发布时间存在差异，本文所使用的数据时间范围略有不同，整体分析以 2025 年上半年数据为主。其中，美国征收的实际平均关税税率以及分经济体、分商品的实际关税税率均采用美国人口普查局公布的上半年数据；美国进出口规模和贸易差额使用美国商务部经济分析局公布的 1-7 月累计数据；关税收入则采用美国财政部公布的 1-8 月累计数据。

一、关税战以来，美国关税收入和平均关税税率显著上升

特朗普发动关税战以来，美国关税收入快速增长，超越消费税跃居联邦财政收入的第四大税种，仅次于个人所得税、社会保障税和企业所得税。2025 年 1-8 月，美国关税收入累计达 1444 亿美元，是上年同期的 2.8 倍，占联邦政府收入比重达 4.0%，较去年同期上升 2.5 个百分点。

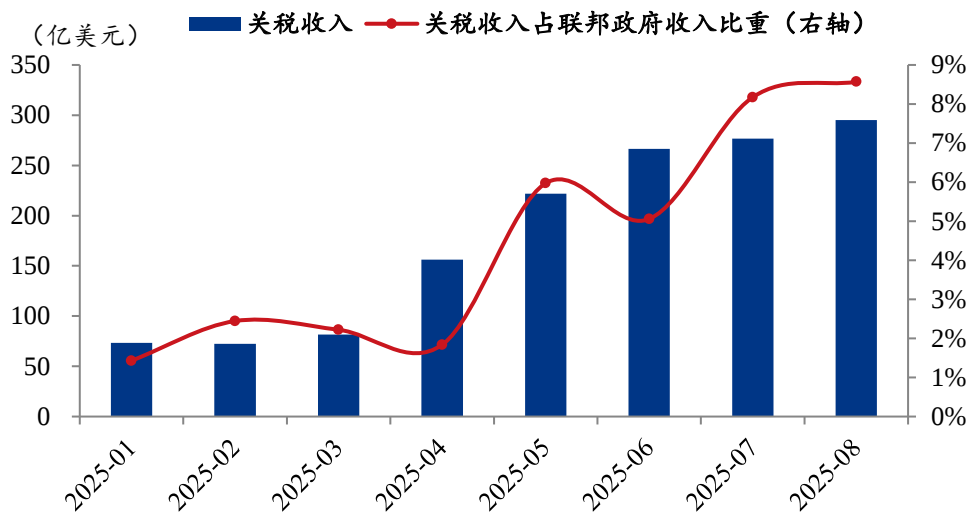
图表1：2025 年 1-8 月及上年同期，美国联邦财政收入构成



资料来源：Wind，粤开证券研究院整理



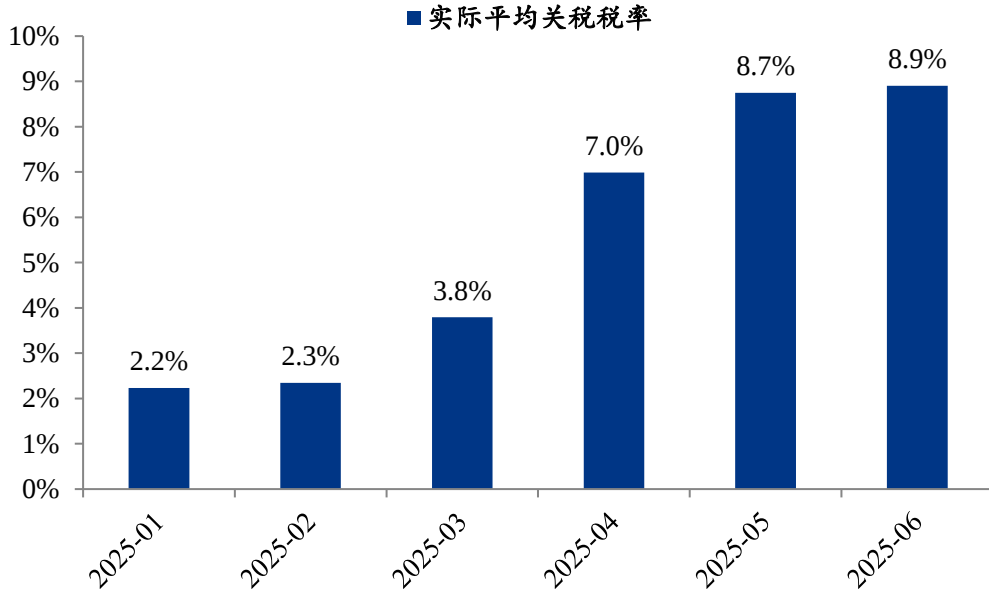
图表2：2025 年 1-8 月，美国关税收入及其占联邦政府收入比重



资料来源：Wind、粤开证券研究院

关税收入取决于关税税率和进口规模，美国关税收入快速增长主要受关税税率大幅提高驱动。2025 年 2 月以来，美国实际平均关税税率显著走高，由 1 月的 2.2% 升至 6 月的 8.9%。随着“抢进口”因素逐步消退，6 月美国进口同比由正转负，从 3 月的 26.4% 大幅回落至 6 月的 -1.4%。

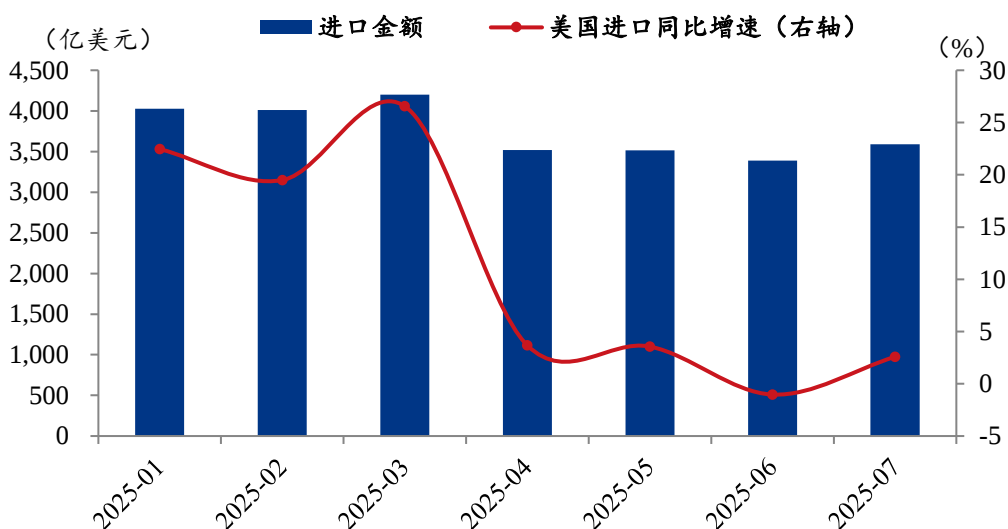
图表3：2025 年 1-6 月，美国对所有进口商品征收的实际平均关税税率



资料来源：美国人口普查局、粤开证券研究院



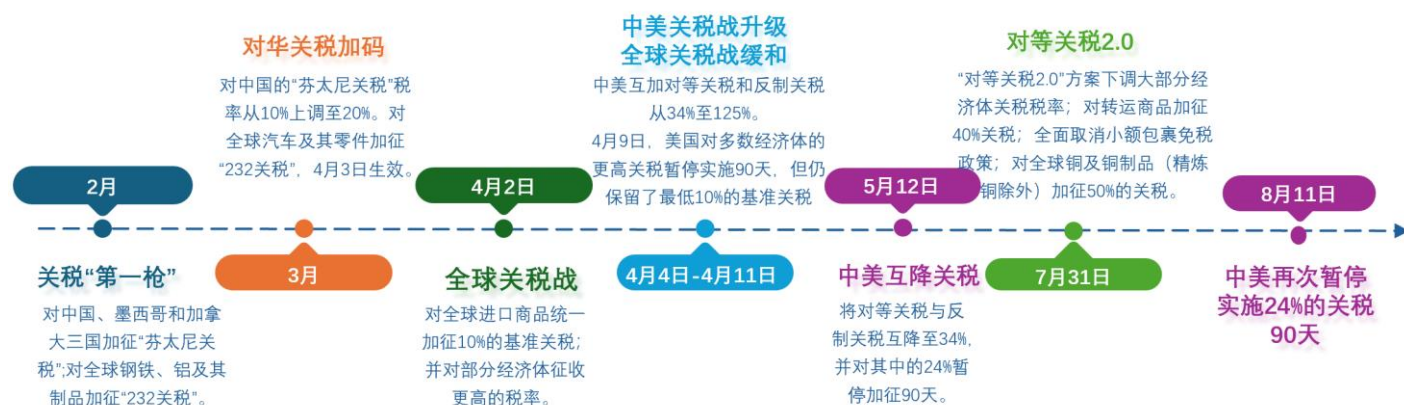
图表4：2025 年 1-7 月，美国当月进口金额及同比增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2025 年美国实际平均关税税率涨幅总体呈现“2、3 月温和、4 月跃升、5、6 月放缓”的走势。2、3 月的税率上升主要因为美国对中国、加拿大和墨西哥三大贸易伙伴加征“芬太尼关税”和对钢铁、铝加征“232 关税”，带动整体税率从 1 月的 2.2% 升至 3 月的 3.8%；4 月则因特朗普政府将加征关税范围扩大至全球，叠加对汽车及零部件的“232 关税”，使美国平均关税水平快速抬升至 7%；5 月至 6 月，部分经济体的更高对等关税被暂缓执行，使得美国实际平均关税税率虽仍处高位，但上升势头明显放缓。

图表5：2025 年以来，特朗普政府发动关税战的主要进程



资料来源：粤开证券研究院整理


图表6：美国对主要贸易伙伴加征的关税

经济体	美国实际征收的 平均关税税率 (2024 全年)	美国实际征收的平均 关税税率 (2025 年 6 月)	4 月 2 日 “对等关税 1.0” 税率	7 月 31 日 “对等关税 2.0” 税率	其他
中国	10.6%	37.4%	34%	34% (暂停 24%)	芬太尼关税 20%
加拿大	0.1%	2.4%	/	/	芬太尼关税 35%
墨西哥	0.2%	4.0%	/	/	芬太尼关税 25%
瑞士	0.6%	4.4%	31%	39%	
印度	2.4%	7.9%	26%	25%	惩罚性关税 25%
越南	3.9%	8.6%	46%	20%	
中国台湾	0.9%	3.3%	32%	20%	
泰国	1.6%	7.2%	36%	19%	
韩国	0.2%	12.0%	25%	15%	
日本	1.5%	15.3%	24%	15%	
欧盟	1.2%	8.4%	20%	15%左右	原最惠国待遇税率低于 15%的商品，将 税率补齐至 15%；原税率高于 15%的商 品，税率不变。即最低关税税率为 15%
英国	1.0%	7.9%	10%	10%	
巴西	1.3%	8.9%	10%	10%	惩罚性关税 40%

资料来源：美国人口普查局、美国白宫官网、粤开证券研究院

图表7：截至 2025 年 10 月 11 日，美国对特定商品加征“232 关税”和“232 调查”情况

商品	加征关税税率	生效/开启调查时间	进展
钢铁及其制品	50% (英国 25%)	6 月 4 日	签署行政令，已生效
铝及其制品	50% (英国 25%)	6 月 4 日	签署行政令，已生效
汽车及零部件	25% (符合《美加墨协定》的商品除外) 英国 10%	4 月 3 日	签署行政令，已生效
铜及其制品	50%	8 月 1 日	签署行政令，已生效
木材及木制品	对进口软木木材加征 10%关税，对厨房橱柜、梳妆 台及软垫家具加征 25%关税。2026 年 1 月 1 日起， 部分产品税率将进一步上调。	10 月 14 日	签署行政令
药品	特朗普在社交平台称，将对专利药品征收 100%关 税，除非相关公司在美国建立制药厂。	4 月 1 日	未签署行政命令
半导体	暂无	4 月 1 日	正在调查，暂未生效
关键矿产及衍生品	暂无	4 月 22 日	正在调查，暂未生效
重型卡车	暂无	4 月 22 日	正在调查，暂未生效
飞机	暂无	5 月 1 日	正在调查，暂未生效
多晶硅及衍生品	暂无	7 月 1 日	正在调查，暂未生效
无人机系统及零部件	暂无	7 月 1 日	正在调查，暂未生效
风力涡轮机及零部件	暂无	8 月 13 日	正在调查，暂未生效
医疗产品	暂无	9 月 2 日	正在调查，暂未生效
机器人和工业机械	暂无	9 月 2 日	正在调查，暂未生效

资料来源：美国白宫官网、美国商务部、粤开证券研究院整理



二、美国对主要经济体和商品的实际关税税率

（一）分经济体看，面临的美国实际关税税率普遍上升，但增幅分化

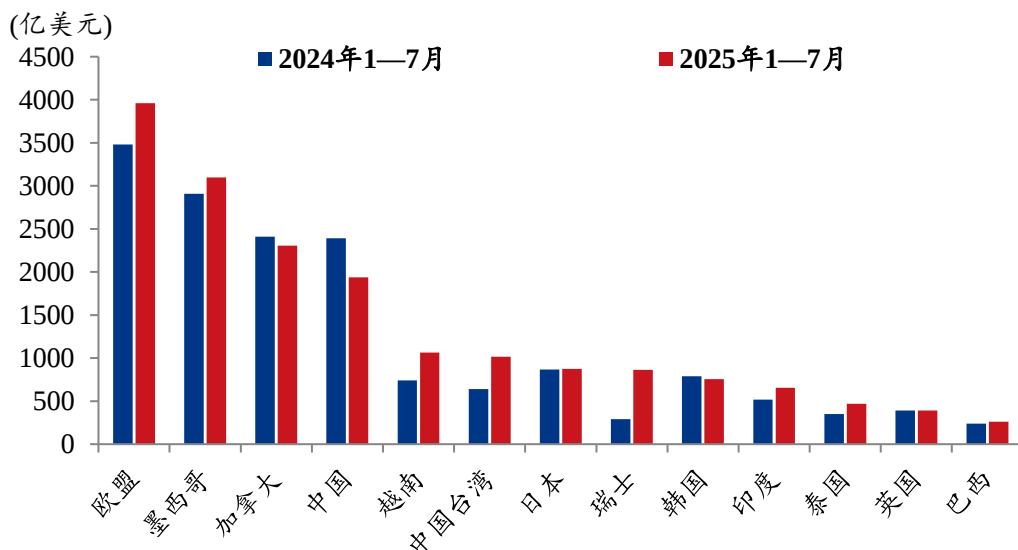
美国进口、出口和贸易逆差规模均同比增长。2025 年 1—7 月，美国进口规模同比增长 10.7%，出口规模同比增长 4.8%，贸易逆差规模同比扩大 21.3%。

分经济体看，美国对主要贸易伙伴的进出口贸易表现分化。将美国 2025 年 1—7 月的前十大出口目的地、前十大进口来源地及前十大逆差来源经济体取其并集，最终确定了美国 13 个主要贸易伙伴（见图表 8、9、10）。

在贸易规模上，在主要贸易伙伴中，2025 年 1—7 月，美国仅对中国和加拿大出现进、出口规模双下降，对中国的进、出口分别同比下降 18.9%和 20.2%，降幅最大；对韩国表现为进口降、出口增；对其他经济体均为进、出口双增长。

在贸易差额上，美国仅对中国、加拿大、韩国和日本的贸易逆差规模缩窄，对其余逆差来源经济体的逆差规模以及对顺差来源经济体的顺差规模均进一步扩大。这意味着美国通过对华加征高额关税，虽然对华逆差削减，但是其对全球的逆差并未实质性削减反而还在增加；充分证明比较优势的经济规律仍在发挥作用，美国在商品贸易和制造不具备比较优势，只能依赖从中国或者其他经济体进口满足庞大的需求，欧盟已替代中国成为美国最大的贸易逆差来源地。美国对英国贸易顺差显著增加，其中黄金出口激增是最主要的推动因素，1—7 月，美国对英国出口贵金属同比增长超 200%，全球金融避险需求导致大量黄金流入伦敦用于金融结算、托管及 ETF 持仓调整；对巴西顺差扩大主要是美国减少资源进口、增加航空器和工业设备等资本品出口。

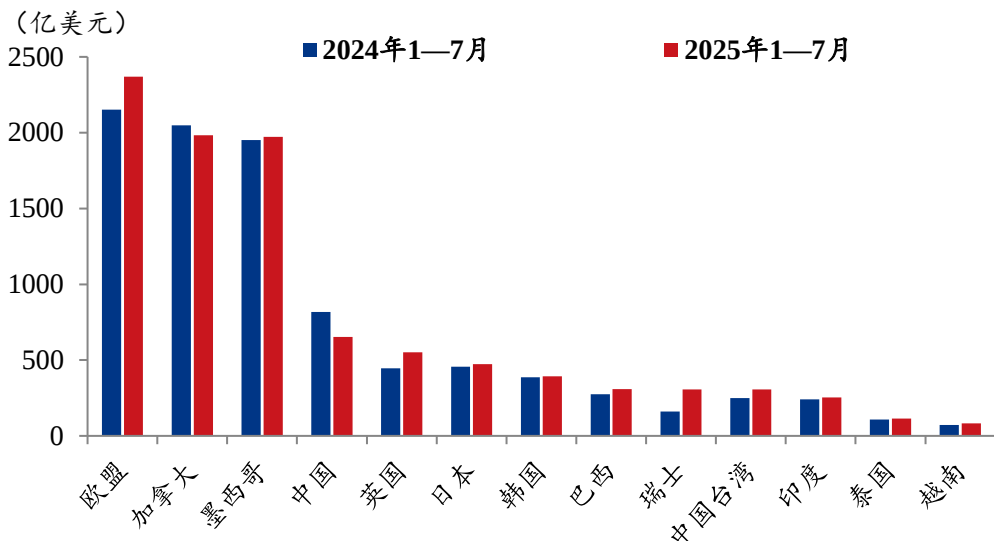
图表8：2025 年 1-7 月与 2024 年 1-7 月美国对主要贸易伙伴的商品进口规模比较



资料来源：美国商务部经济分析局、粤开证券研究院

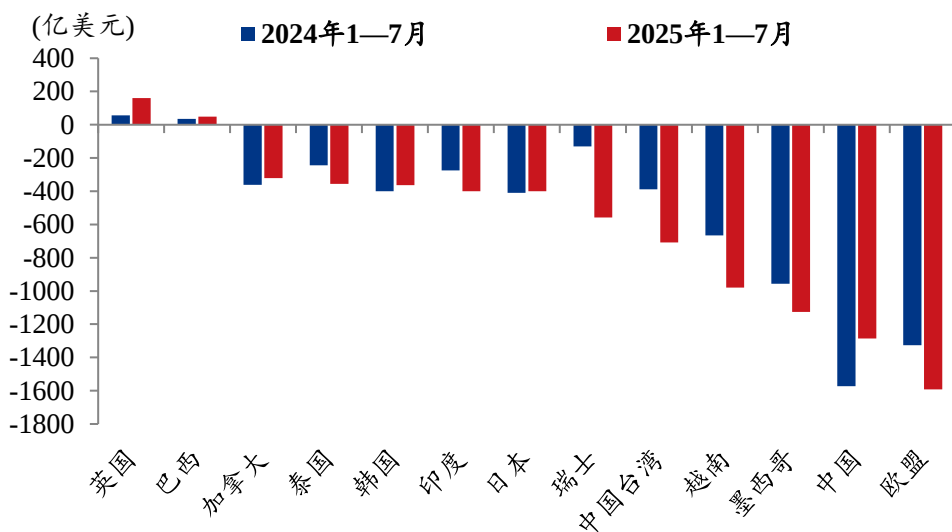


图表9：2025 年 1-7 月与 2024 年 1-7 月美国对主要贸易伙伴的商品出口规模比较



资料来源：美国商务部经济分析局、粤开证券研究院

图表10：2025 年 1-7 月与 2024 年 1-7 月美国对主要贸易伙伴的商品贸易差额比较



资料来源：美国商务部经济分析局、粤开证券研究院

美国对主要贸易伙伴征收的实际平均关税税率差异显著。按照 2025 年 6 月实际平均关税税率水平分类，可将美国的主要贸易伙伴分为四档：第一档是中国，实际平均关税税率最高，达 37.4%；第二档是日本和韩国，实际平均关税税率分别为 15.3%和 12.0%，仅次于中国，均超过 10%；第三档是欧盟、英国、巴西、印度、越南、泰国，实际平均关税税率在 5%-10%；第四档是墨西哥、加拿大、瑞士和中国台湾，实际平均关税税率均低于 5%。


图表11：美国对主要经济体征收的实际平均关税税率

	中国	日本	韩国	巴西	越南	欧盟	英国	印度	泰国	瑞士	墨西哥	中国台湾	加拿大
2025 年 1 月	10.9%	1.5%	0.2%	1.2%	3.7%	1.0%	0.8%	2.3%	1.4%	0.1%	0.3%	0.9%	0.1%
2025 年 2 月	13.9%	1.5%	0.4%	1.7%	3.4%	1.0%	1.0%	2.2%	1.4%	0.1%	0.3%	0.8%	0.1%
2025 年 3 月	25.0%	1.9%	0.4%	2.5%	3.4%	1.0%	1.2%	2.3%	1.5%	0.2%	3.8%	1.2%	1.9%
2025 年 4 月	37.5%	9.4%	5.5%	4.7%	4.8%	3.8%	6.2%	3.7%	2.7%	2.9%	4.1%	1.7%	2.3%
2025 年 5 月	45.6%	14.0%	12.1%	7.8%	7.0%	6.7%	6.8%	5.7%	5.9%	4.8%	4.3%	2.6%	1.9%
2025 年 6 月	37.4%	15.3%	12.0%	8.9%	8.6%	8.4%	7.9%	7.9%	7.2%	4.4%	4.0%	3.3%	2.4%
1-6 月增幅 (百分点)	26.5	13.8	11.8	7.7	4.9	7.4	7.1	5.6	5.8	4.3	3.7	2.4	2.3

资料来源：美国人口普查局、粤开证券研究院

对于中国，特朗普两届任期内对华多轮加税，使美国对华关税税率断层领先，美国从中国进口占其总进口比重显著回落，尤其是劳动密集型商品遭受较大冲击。特朗普第一届任期内，美国对华加征 4 轮“301 关税”，截至 2024 年底，美国对华实际税率约为 10.7%。第二届任期内，特朗普出台了针对中国的“组合拳”式加税政策，包括 20%的“芬太尼关税”、34%的“对等关税”（其中 24%暂停征收）、取消小额包裹免税待遇等。受关税影响，2025 年 1—7 月，美国从中国进口占其总进口的比重降至 9.4%，较去年同期下降 3.4 个百分点。从商品结构来看，劳动密集型商品（如玩具、纺织品、鞋类等）受关税的影响较为显著。2025 年上半年，美国自中国进口的玩具占其玩具总进口的比重为 58.2%，较 2024 年下降 15.1 个百分点。

对于日本和韩国，实际关税税率上升主要受美国对汽车加征“232 关税”影响。2024 年，日韩对美汽车出口占其对美总出口的比重均在 30%左右，美国上调汽车及零部件关税导致两国整体关税税率显著上涨。汽车关税上涨也影响日韩汽车对美出口，2025 年上半年，美国自韩国、日本进口汽车分别同比下降 15.8%和 3.8%。

对于越南、泰国、印度等东南亚和南亚经济体，实际关税税率小幅上升，且短期内美国自其进口占总进口的比重上升。以越南为例，依托 2018 年中美贸易摩擦后的产业链重构基础，并由于美国对越南的关税税率低于中国，导致部分企业的订单从中国转移至越南。2025 年上半年，美国自越南进口占总进口比重达到 5%，较 2024 年全年提高 0.8 个百分点。其中，劳动密集型商品进口比重显著增长，2024 年至 2025 年上半年，美国自越南进口玩具占自全球进口比重从 6.9%跃升至 15.1%，增长 8.2 个百分点，服装、鞋等商品与之相似。

（二）分商品看，劳动密集型商品和“232 关税”覆盖品类的实际关税税率明显上升

分商品来看，多数商品面临的美国实际关税税率显著上涨。按 HS 两位数口径分类，2025 年 6 月，98 类进口商品中，96 类商品的实际关税税率均较 1 月出现上升，且有 19 类商品的实际关税税率涨幅超过 10 个百分点。其中，劳动密集型商品和汽车及其零件、钢铁和铝及其制品的实际关税税率涨幅较大。

对于劳动密集型商品，2025 年 6 月，美国对雨伞、玩具、鞋征收的实际关税税率分别较 1 月上升 24.2 个百分点、17.1 个百分点和 13.1 个百分点。这主要是因为劳动密集型商品是中国对美出口的主要商品，受美国对华加征高额关税影响。2025 年 6 月，美国自中国进口玩具、鞋、雨伞、塑料制品分别占美国自全球进口比重的 43.7%（前文 58.2%为上半年占比数据，此处为 6 月当月数据）、22.5%、78.3%和 16.4%。



对于汽车及其零件、钢铁和铝及其制品，主要受“232 关税”影响。截至 2025 年 6 月，美国对钢铁、铝及其制品和汽车及其零件加征的“232 关税”均已生效。其中，6 月美国对钢铁、铝及其制品加征的关税税率从 25%提高至 50%，导致钢铁制品和铝及其制品的实际关税税率分别从 5 月的 29.8%和 21.3%大幅升至 39.3%和 33%。

98 类进口商品中，仅铜和能源品的实际关税税率略有下降。“对等关税”不适用于已被“232 关税”覆盖或正接受“232 调查”的商品，如铜、木材和药品；但“芬太尼关税”则覆盖这些商品。也就是说，截至 2025 年 6 月，除中国、加拿大和墨西哥外，美国从其他经济体进口铜及其制品无需加征额外关税，因此美国减少从加拿大和中国进口，转而增加从其他经济体进口。2025 年 6 月，美国从中国和加拿大进口的铜及其制品占全球进口比重分别较 1 月回落 5.2 个百分点和 12.9 个百分点，导致整体进口的铜及其制品实际关税税率下降。

图表12：美国对不同商品征收的实际关税税率（按 HS 两位数口径分类）

	雨伞	玩具	家具	蚕丝	鞋	毛皮制品	塑料制品	钢铁制品	铝及其制品	车辆及其零件	铜及其制品	能源品
2025 年 1 月	5.3%	1.5%	5.9%	2.0%	11.8%	2.7%	5.5%	6.2%	4.3%	2.3%	1.3%	0.1%
2025 年 2 月	6.2%	2.6%	5.8%	1.3%	13.7%	2.7%	5.5%	6.9%	4.1%	2.1%	1.3%	0.2%
2025 年 3 月	20.4%	9.7%	9.0%	3.2%	18.4%	3.8%	8.4%	17.4%	9.4%	4.0%	1.2%	0.7%
2025 年 4 月	26.9%	16.6%	12.0%	10.3%	23.2%	9.0%	11.1%	29.3%	21.7%	13.0%	1.0%	0.1%
2025 年 5 月	39.7%	21.9%	14.9%	20.9%	26.3%	14.9%	15.3%	29.8%	21.3%	17.1%	1.2%	0.1%
2025 年 6 月	29.5%	18.6%	14.5%	21.8%	24.9%	15.0%	12.6%	39.3%	33.0%	16.2%	1.0%	0.1%
1-6 月增幅 (百分点)	24.2	17.1	8.6	19.8	13.1	12.3	7.1	33.1	28.7	13.9	-0.3	-0.03

资料来源：美国人口普查局、粤开证券研究院

三、为何美国对各经济体的实际关税税率普遍低于名义税率？ 未来实际税率将进一步上升，向名义税率收敛

特朗普公布的关税税率是法定税率，即针对各经济体的“名义税率”，而本文计算的实际关税税率是通过“关税收入/实际进口额”得出的加权平均水平，均低于名义税率。

其一，替代效应导致高税率商品占比下降，低税率商品占比上升。一方面，进口商会在高关税生效前提前“抢进口”，或将订单转向未被加征关税或税率较低的经济体，从而降低了高关税商品在进口总额中的比重；另一方面，出口商会在高关税生效前提前“抢出口”，或通过第三方进行转口贸易，以此在一定程度上规避高关税。例如，汽车及零部件的“232 关税”于 3 月公布，4 月生效，3 月美国汽车进口同比增长 9.7%，4 月同比大幅降至-23.1%，这种贸易结构的动态调整影响了整体加权平均税率。

其二，部分商品豁免“芬太尼关税”或“对等关税”，拉低总体税率。例如，墨西哥和加拿大在《美加墨协定》（USMCA）框架下，大部分商品享有零关税待遇，同时加墨符合 USMCA 规定的商品又被豁免了“芬太尼关税”，导致两国应税商品在进口总额中的比重较低。2025 年 6 月，美国从加拿大进口的应税商品金额占总进口金额比重仅为 8.2%，从墨西哥进口的应税商品比重为 16.1%。此外，部分商品也获得了“对等关税”的临时豁免，例如手机、电脑、芯片等部分电子产品、“232 调查”商品等。

其三，在途豁免条款使得部分商品未被立即加征高关税，短期内仍享受之前的低关



税。特朗普政府在关税政策中设置了在途豁免机制，即在关税生效前已经离开出口国港口、正在运输途中的货物，抵达美国时可按原税率清关。该机制在关税政策刚落地的数月内，会导致大量本应适用高税率的商品仍按低税率征税，拉低了短期实际关税水平。例如，特朗普宣布“对等关税 2.0”生效时间为 8 月 7 日，但 8 月 7 日之前装船、10 月 5 日之前抵达美国的商品仍按原税率（暂停期内的 10% 基准关税）清关。

其四，保税仓与自由贸易区使得部分商品在进口统计和关税缴纳之间出现时间错位。为规避不确定的关税风险，越来越多的商品先行进入美国保税仓库或自由贸易区，在正式进入美国关税监管区前暂不缴纳关税。虽然这些商品在统计上已计入当月进口总额，但由于当月尚未缴纳关税，会拉低同期的实际关税税率。2025 年 6 月，美国从全球进口的商品中有 9.1% 进入了保税仓或自由贸易区，较 1 月提高 2 个百分点。但需要注意，这些商品若最终进入美国市场，仍需缴纳关税，拉高其未来出仓完税月份的实际关税税率。

未来各经济体面临的美国实际关税税率还将进一步上升。一方面，随着“对等关税暂停期”结束，转出口和小额包裹免税政策等“漏洞”被逐步封堵，多数经济体适用的最新税率将高停期内的税率。另一方面，随着在途豁免政策、保税仓操作等短期扰动因素消退，美国进口商品将更多直接适用最新关税税率，实际关税税率将向名义关税水平收敛并呈上升趋势。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

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“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。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，本公司不承担任何法律责任。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com