



宏观研究

【粤开宏观】全球关税：起源、演进历程及对财政的贡献

投资要点

2025 年 08 月 10 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：孙文婷

邮箱：sunwenting1@y kzq.com

研究助理：晁云霞

邮箱：chaoyunxia@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】特朗普“对等关税 2.0”有哪些变化？为什么？影响几何？》
2025-08-05

《【粤开宏观】对当前及下阶段房地产形势的研判及建议》2025-08-03

《【粤开宏观】育儿补贴规模每年或可达千亿“投资于人”信号意义明显》2025-08-01

《【粤开宏观】政治局会议释放的九大信号》2025-07-30

《【粤开宏观】房地产调整到了什么阶段？对经济的影响有多大？》2025-07-28

摘要

今年以来，关税再次成为全球经济与贸易政策的焦点。随着美国新一轮贸易保护主义抬头，全球多国在地缘冲突与财政压力下重新审视关税政策。关税这一原本在当前全球财税制度中的边缘非核心税种，正重新在全球贸易与财政博弈中占据重要位置。在此背景下，有必要厘清关税的起源、理解其职能变迁及内在驱动力的演变；同时，分析当前全球主要经济体财政对关税的依赖，是分析政策趋势和判断各国财政韧性的关键切入点。

一、认识关税：起源、职能及演进历程

古代社会主要存在四类税种：人头税（如中国的丁赋）、土地税、消费税（或营业税）和通行费（或港口税）。其中，通行费是最原始形式的关税，专门针对跨境货物或港口贸易征收。关税设立的初衷并非财政考量，而是用于控制人员、货物流动，维护边境秩序和城市治安，是国家主权的象征之一。在以农业为主的古代社会，由于跨境贸易有限、商业网络尚不发达，关税在全国财政体系中处于辅助地位，远不如土地税和人头税重要。16 世纪欧洲殖民扩张和国际贸易兴起后，关税地位才显著提升。

根据国际通行定义，关税是对依法进出关境的货物所征收的税收，具备四大特征：**适用于实物商品贸易、税负易转嫁、一般由中央征收管理、征管较简便。**

二、关税的职能变迁：经济发展水平与经济思潮的双重驱动

一般而言，关税的职能主要体现在三个方面：**筹集收入、保护产业和调控经济**。16 世纪以来，随着经济发展水平的提升与经济思潮的嬗变，全球范围内关税的职能定位呈现出阶段性演变，整体表现为：**筹集收入职能趋于弱化，保护产业和调控经济职能逐步凸显**，具体可划分为五个特征鲜明的阶段：

第一阶段（16 世纪至 18 世纪）：伴随资本主义萌芽和早期国际贸易扩张，欧洲国家普遍奉行重商主义，认为国家财富源于黄金和白银的积累。为实现贸易顺差，各国采取高额进口关税阻碍进口、出口补贴增加出口等手段，积极干预国际贸易，关税成为国家财富积累的工具。

第二阶段（19 世纪）：自由贸易理论兴起，工业国关税职能分化。在英国等工业先发国家，由于其逐步转向低关税甚至免税政策，关税的筹集收入职能弱化。在工业化起步较晚、产业尚未成熟的美国与德国等经济体，关税依旧承担筹集收入和保护产业的双重职能。

第三阶段（20 世纪上半叶）：在经济危机反复出现以及两次世界大战的背景下，“就业优先”、“国家优先”的保护主义思潮迅速兴起，关税成为一国保护



产业与缓解财政压力的重要手段。

第四阶段（二战后至 2017 年）：随着全球自由贸易体系确立以及主要经济体税收制度逐步成熟，所得税与增值税或消费税成为财政收入的主要来源，关税职能整体弱化。

第五阶段（2018 年至今）：特朗普政府奉行“美国优先”理念，推动保护主义回潮，关税的产业保护和经济调控职能反弹。但从更长的历史维度看，关税在整体财税制度中的非核心地位难以发生根本改变。

三、全球主要经济体财政对关税依赖度明显分化

本文采用关税收入占全国财政收入比重衡量一国财政对关税的依赖度。按照关税收入比重的高低，全球主要经济体可划分为三类：低依赖、中依赖和高依赖型经济体。整体上看，发达经济体的关税收入占全国财政收入比重偏低，发展中经济体的关税收入占全国财政收入比重偏高，这源于：经济发展水平越高，国内税制越完善、税基越大，越不依赖关税，更依赖更开放的国内和国际贸易体系。

一是低依赖型经济体：关税收入占全国财政收入比重低于 3%，主要包括发达经济体和中国、墨西哥、巴西等发展中经济体。2022 年，美国、日本、韩国、英国、加拿大、中国等主要经济体（占全球经济规模的 54%）的关税收入占全国财政收入比重分别为 1.2%、0.5%、1.7%、0.5%、0.5%和 0.9%。一方面，这些国家普遍拥有较为完善的税收制度和征管体系，依赖更加稳定和可持续的国内税源，如所得税、增值税、消费税等，关税作为收入筹集工具的地位日益边缘化。另一方面，特朗普 2.0 之前，全球主要经济体充分参与全球自由贸易体系，与多国达成双边或多边贸易协定，关税税率普遍较低。

二是中依赖型经济体：关税收入占全国财政收入比重在 3%-5%，主要包括印度、南非、泰国和越南等发展中经济体。2022 年印度、南非、泰国、越南的关税收入占全国财政收入比重分别为 4.1%、4.0%、3.5%和 3.1%。一方面，这类经济体处于税制结构转型的“过渡阶段”，税收征管能力不强。另一方面，相比其他发展中经济体，印度在贸易政策上具有一定的保护主义倾向，导致关税兼具收入筹集与产业保护的双重职能。

三是高依赖型经济体：关税收入占全国财政收入比重超过 5%，主要包括菲律宾等部分发展中经济体和最不发达经济体。2022 年菲律宾的关税收入占全国财政收入比重达 18.1%，远超其他国家。在菲律宾整体税收征管能力仍较薄弱的背景下，关税征管简便的特性使其成为重要的财政收入来源。除菲律宾等发展中经济体外，全球最不发达经济体（如非洲多数国家、部分太平洋岛国）的财政结构也普遍存在对关税高度依赖的特征。

风险提示：全球贸易政策变化超预期、国际经济政治局势变化超预期



目 录

一、关税的起源及特征.....	4
二、关税的职能变迁：经济发展水平与经济思潮的双重驱动	4
三、当前全球主要经济体财政对关税的依赖度	6
（一）财政对关税低依赖：发达经济体和大型发展中经济体	7
（二）财政对关税中依赖：越南、印度等发展中经济体	8
（三）财政对关税高依赖：部分发展中经济体和最不发达经济体	8

图表目录

图表 1： 16 世纪以来关税演变历程.....	5
图表 2： 全球主要经济体的关税收入占全国财政收入比重	7



一、关税的起源及特征

古代社会主要存在四类税种：人头税（如中国的丁赋）、土地税、消费税（或营业税）和通行费（或港口税）。其中，**通行费是最原始形式的关税，专门针对跨境货物或港口贸易征收**。关税设立的初衷并非财政考量，而是用于控制人员、货物流动，维护边境秩序和城市治安，是国家主权的象征之一。在以农业为主的古代社会，由于跨境贸易有限、商业网络尚不发达，关税在全国财政体系中处于辅助地位，远不如土地税和人头税重要。

16 世纪以来，随着欧洲海外殖民扩张和国际贸易网络的兴起，关税的地位迅速上升，逐步成为国家干预经济、获取财政收入、彰显国家主权的重要手段。进入现代社会，关税已成为各国财政体系中不可或缺的重要税种。

根据国际通行定义，关税是对依法进出关境的货物所征收的税收。与其他税种相比，关税主要具有以下特征：

其一，只适用于实物商品贸易，不适用于服务和资本跨境流动。

其二，税负易转嫁。关税是典型的间接税，进口商虽然是缴纳关税的法律主体，但可通过提高商品售价的方式，将实际税负转嫁给最终消费者。一般来讲，提高关税最直接的影响是进口商品的国内销售价格上升，加征关税的成本通常由消费者承担。当然，关税也有可能由进口商、出口商承担，这取决于商品的竞争力、稀缺性以及进出口双方的相对地位。

其三，一般由中央征收管理，属于中央税。关税是国家主权的直接体现，其征收管理通常由中央政府直属的海关机构负责具体执行，其收益权一般属于中央政府。

其四，征管较简便。相对于国内分散征收的税种，关税主要在货物报关环节一次性由海关统一征收，便于管理与执行。

二、关税的职能变迁：经济发展水平与经济思潮的双重驱动

一般而言，关税具备三大职能：**一是筹集收入**，通过对进口商品征税为国家提供财政收入；**二是保护产业**，用以保护本国产业免受国外竞争的冲击，尤其是对新兴或弱势产业的扶持；**三是调控经济**，国家可通过调整关税税率，引导资源配置、调节贸易结构，实现经济和产业政策目标。

随着经济发展水平提升与经济思潮演进，各国对关税职能的定位逐渐发生转变。16 至 18 世纪重商主义盛行，各国强调贸易顺差，关税主要作为积累国家财富的工具；19 世纪自由贸易理论兴起，尤其在英国主导下，关税逐步让位于市场机制；20 世纪初，在全球经济大萧条背景下，多数国家转向“国家优先”的保护主义路径，关税被用于保护就业和筹集收入；二战后，随着新自由主义逐步兴起以及全球自由贸易体系的确立，关税职能整体弱化；2018 年以来，美国特朗普政府推动保护主义回潮，关税再次被广泛用于保护本国产业和调控经济。同时，经济发展水平也决定了国家对关税的依赖程度。发达国家税制完善、税基广泛，更依赖所得税和消费税等内源性税种；而发展中国家尤其是最不发达国家，由于征管能力有限，往往更依赖征收便捷、成本较低的关税。**总体上看，关税的收入筹集职能趋于弱化，而其保护产业与调控经济职能则日益凸显。**

尽管关税制度可追溯至古代，但 16 世纪以前的关税多为地方性、零散性征收，制度不统一、职能未明晰，难以进行系统比较与全球趋势分析。因此，学界通常以 16 世纪重商主义兴起作为全球关税制度演化的起点。本文亦遵循这一划分框架，**重点梳理 16 世纪以来全球关税的五个主要发展阶段，以揭示其职能变迁路径与内在驱动力。**


图表1：16 世纪以来关税演变历程

关税演变阶段	时间	经济思潮	经济发展水平	主要职能
第一阶段	16 世纪-18 世纪	重商主义主导，强调贸易顺差与金银积累	资本原始积累期，国内税基薄弱，依赖关税筹资	以收入筹集职能为主
第二阶段	19 世纪	自由贸易兴起，强调市场开放和贸易自由	工业革命推动经济转型，税制逐步完善	职能分化：工业先发国家关税的筹集收入职能弱化；在工业后发国家，关税依旧承担筹集收入和保护产业的双重职能
第三阶段	20 世纪上半叶	保护主义盛行，强调国家优先	全球经济危机，产能过剩与失业率高企	筹集收入和保护产业职能被强化
第四阶段	二战后至 2017 年	新自由主义兴起，推崇自由贸易	产业链全球化，税收体系逐步成熟	关税职能整体弱化
第五阶段	2018 年至今	保护主义回潮	产业链重构、制造业回流	产业保护和调控经济职能反弹

资料来源：粤开证券研究院整理

第一阶段（16 世纪至 18 世纪）：重商主义下，关税成为国家财富积累的工具。伴随资本主义萌芽和早期国际贸易扩张，欧洲国家普遍奉行重商主义，认为国家财富源于黄金和白银的积累。为实现贸易顺差，各国采取高额进口关税阻碍进口、出口补贴扩大出口等手段，积极干预国际贸易。在这一阶段，关税是筹集财政收入的重要手段，以英国为例，1700 至 1800 年，其关税收入增长了约 3.5 倍¹，长期占中央财政收入比重的 20% 以上。

第二阶段（19 世纪）：自由贸易理论兴起，工业国关税职能分化。亚当·斯密和大卫·李嘉图的自由贸易理论兴起，促使英国等工业先发国家逐步转向低关税甚至免税政策。这背后的动因在于，随着工业革命深化，工业先发国家迫切需要全球市场来输出工业制成品，而自由贸易能最大限度拓展市场。1846 年，英国废除《谷物法》，并在此后大幅降低进口关税。与此同时，英国通过完善税收制度，特别是重新开始征收所得税，实现财政收入多元化，关税的筹集收入职能被逐步削弱。1846 年至 1913 年，英国关税收入占进口总值的比重从 25.3% 降至 5.4%，所得税等直接税收入占中央财政收入比重也超过了关税²。然而，在工业化起步较晚、产业尚未成熟的美国与德国等经济体，关税依旧承担筹集收入和保护产业的双重职能。在 1913 年美国《联邦所得税法》生效之前，关税仍稳定贡献约一半的联邦财政收入。

第三阶段（20 世纪上半叶）：保护主义回潮，关税的筹集收入和保护产业职能被强化。第一次世界大战后，主要经济体面临经济萎缩与高失业率压力，在此背景下，“就业优先”、“国家优先”思潮迅速兴起，关税再度成为一国保护产业与缓解财政压力的重要手段。英国于 1921 年通过《保护工业部门法案》，对精密仪器、化学品、金属制品征收保护性关税；法国于 1922 年通过《法国关税法》，提高工业品和农产品的进口税率。1921 年至 1930 年，美国通过多项法案，逐步将平均关税税率从 1920 年的 16.9% 提高至 1932 年的 59.1%，关税收入占联邦财政收入比重也从 1920 年的 4.9% 上涨至 1932 年的 17%。其中，1930 年美国通过《斯穆特-霍利法案》，更是引发英国、加拿大、法国等多国实施报复性关税政策，进而引爆全球贸易战。

第四阶段（二战后至 2017 年）：自由贸易体系确立，主要经济体税收体制逐步成熟，关税职能整体弱化。二战后，国际社会普遍认识到以邻为壑的关税壁垒和经济孤立主义

¹ Dal Bó E, Hutková K, Leucht L, Yuchtman N. Dissecting the Sinews of Power: International Trade and the Rise of Britain's Fiscal-Military State, 1689–1823. The Journal of Economic History. 2025;85(2):336–369. doi:10.1017/S0022050725000117

² Howe, Anthony. 1997. Free Trade and Liberal England, 1846–1946. Oxford: Clarendon Press.



对全球和平与繁荣造成的破坏。1947 年，23 个国家签署《关税及贸易总协定》（GATT），确立多边贸易谈判机制，规范关税和非关税壁垒。1947 年至 1994 年，全球主要经济体在 GATT 框架下共完成 8 轮多边谈判，推动成员国对工业品征收的加权平均关税税率由 40% 降至 5% 以下。21 世纪初，美国所有商品的平均关税税率由 20 世纪 70 年代的 10% 以上降至不足 2%，欧洲、日本、韩国等发达经济体也大致出现相同趋势。1990 年至 2023 年，韩国实际平均关税税率从 5.4% 降至 0.7%，关税税率下调直接导致关税收入减少。同时，随着各国税收体系逐步完善以及税收征管能力不断提升，所得税与增值税或消费税成为国家财政收入的主要来源，关税对财政收入的贡献逐步下降。

第五阶段（2018 年至今）：逆全球化和贸易保护主义回潮，关税的产业保护和调控经济职能反弹。2018 年以来，特朗普政府奉行“美国优先”理念，对华加征“301 关税”，对全球钢铁、铝等行业加征“232 关税”，试图以关税手段压制外部竞争、吸引制造业回流。在第二届任期，特朗普向全球发动“关税战”，引发中国、欧洲、加拿大等经济体出台反制措施。在此背景下，关税政策被广泛用于施压谈判、干预国际产业链、保护国内关键行业，其产业保护和经济调控职能显著增强。尽管美国关税收入有所回升，但其占联邦财政收入比重仍处于较低水平，关税在整体财税制度中的非核心地位未被根本改变。2019 年至 2024 年，美国关税收入显著上升，年均在 700 亿至 1000 亿美元之间，较 2018 年以前常年维持的 300 亿至 400 亿美元几乎翻倍。然而，关税收入在联邦财政收入中的占比仍不足 2%，明显低于 19 世纪末至 20 世纪初超过 40% 的历史水平，也低于 20 世纪 30 年代全球贸易战期间一度达到的 17% 的水平。

三、当前全球主要经济体财政对关税的依赖度

目前，全球主要经济体普遍建立了较为完善的现代税制架构，在中央政府与地方政府共同构成的全国财政体系中，财政收入主要来源于所得税、增值税或消费税等流转税、社会保障税（或费）等。在此背景下，本文采用关税收入占全国财政收入的比重衡量一国财政对关税的依赖程度，全国财政收入包括税收收入、社会保障缴款、转移性收入（grants）和其他收入。为了国际可比，财政收入数据来自 IMF 数据库，与分国别数据有差异。

按照关税收入占全国财政收入比重的高低，全球主要经济体可划分为三类：低依赖、中依赖和高依赖型经济体。

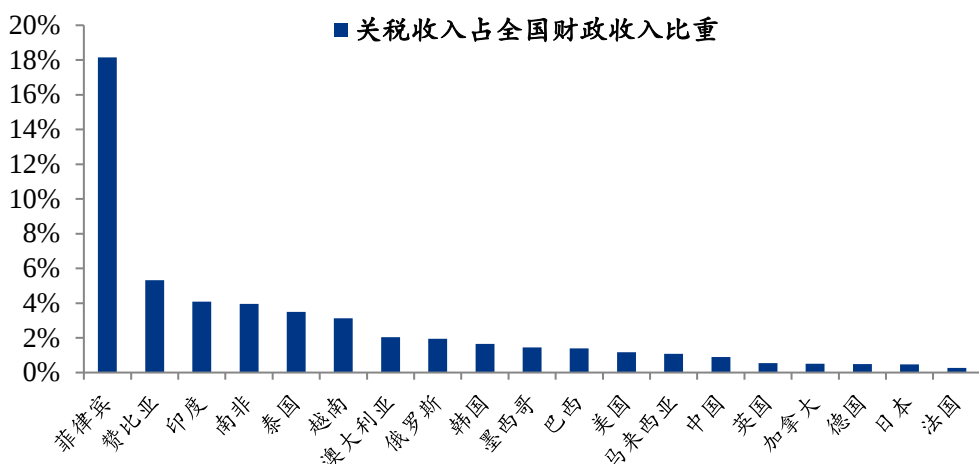
低依赖型经济体：关税收入占全国财政收入比重低于 3%，主要包括发达经济体和中国、墨西哥、巴西等发展中经济体；

中依赖型经济体：关税收入占全国财政收入比重在 3%-5%，主要包括越南和印度等发展中经济体；

高依赖型经济体：关税收入占全国财政收入比重超过 5%，主要包括菲律宾等部分发展中经济体和最不发达经济体。



图表2：全球主要经济体的关税收入占全国财政收入比重



注：俄罗斯、赞比亚为2021年数据，其他经济均是2022年数据；德国和法国关税收入为总关税收入，包括上缴欧盟和留存本国的关税收入

资料来源：国际货币基金组织、世界银行、印度财政部、德国联邦财政部、AMRO、Wind，粤开证券研究院

（一）财政对关税低依赖：发达经济体和大型发展中经济体

全球主要经济体关税收入占全国财政收入比重普遍低于3%。2022年，日本、加拿大、英国、中国、美国、韩国等主要经济体（占全球经济规模的54%）的关税收入占全国财政收入比重分别为0.5%、0.5%、0.5%、0.9%、1.2%和1.7%。对于欧盟成员国，由于其关税收入需上缴欧盟预算，成员国只保留约25%的关税收入作为海关行政征收成本的补偿，因此全国税收收入中关税收入比重普遍较低。

一方面，这些国家普遍拥有较为完善的税收制度和税收征管体系，依赖更加稳定和可持续的国内税源，如所得税、增值税、消费税等，关税作为财政收入筹集工具的地位日益边缘化。发达国家普遍实现了电子申报、自动信息交换、税收征信系统、征管数字化等改革，能够覆盖大多数纳税人群体与经济活动。这种高效、可信的税务体系确保了所得税、增值税、消费税等内源性税收的稳定增长。从税收结构来看，这些经济体的财政收入构成更趋多元和稳定。以日本为例，2024年中央财政税收收入中，个人所得税、企业税和消费税合计占比达86.3%，关税收入占比为1.2%；关税收入占全国财政收入比重仅为0.5%。

另一方面，特朗普2.0之前，全球主要经济体充分参与全球自由贸易体系，与多国达成双边或多边贸易协定，关税税率普遍较低。例如，《北美自由贸易协定》与《美墨加协定》规定，加拿大、美国和墨西哥之间的大量贸易商品享受零关税待遇。2024年，加拿大2/3的进口来源于美国和墨西哥，墨西哥42%的进口来源于美国和加拿大，在北美自由贸易体系下，商品零关税待遇普遍，加墨两国的关税收入也相对有限。欧盟内部取消了成员国之间的关税，商品可在成员国之间自由流通，进一步降低了各国关税收入。英国脱欧后与欧盟签署《英欧贸易与合作协定》，维持了彼此之间大部分商品的零关税待遇。



（二）财政对关税中依赖：越南、印度等发展中经济体

印度、越南、南非、泰国等部分发展中经济体的关税收入占全国财政收入比重在 3%-5%。2022 年印度、南非、泰国和越南关税收入占全国财政收入比重分别为 4.1%、4.0%、3.5%和 3.1%，反映其财政结构仍存在对关税的较高依赖。

一方面，这类经济体处于税制转型的“过渡阶段”，税收征管能力不强。以印度为例，尽管近年来推出商品与服务税（GST）等税改举措，但仍存在税率体系复杂、各级政府之间税权分立、征管效率不一等问题，导致国内税收体系稳定性和可持续性仍有限。GST 目前设有 0%、5%、12%、18%、28%五档税率，但其商品分类复杂、界定模糊，引发了大量争议与诉讼；地方与中央政府税权协调尚未完全平衡，各邦在财政能力、征管水平、税务合作意愿等方面差距大，影响全国统一税制的效率和可持续性。

另一方面，相比其他发展中经济体，印度在贸易政策上具有一定的保护主义倾向，导致关税兼具收入筹集与产业保护的双重职能。印度 2020 年提出“自力更生”政策，特别是在农产品、汽车、电子产品等领域通过提高关税以抑制进口，扶持国内产业。截至 2025 年 6 月底，印度对价格 4 万美元及以下的进口汽车征收 70%关税，对 4 万美元以上的进口汽车征收 100%关税。由于担忧本国产业受到冲击，印度于 2019 年退出《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）谈判，并至今（2025 年 7 月末）未与美国、欧盟等主要发达经济体达成双边贸易协定。

（三）财政对关税高依赖：部分发展中经济体和最不发达经济体

以菲律宾为代表的部分发展中经济体，其财政对关税的依赖度依然显著偏高。2022 年，菲律宾的关税收入占全国财政收入比重达 18.1%，远超其他国家。在菲律宾整体税收征管能力仍较薄弱的背景下，关税征收便利的特性使其成为重要的财政收入来源。

除菲律宾外，全球最不发达经济体（如非洲多数国家、部分太平洋岛国）的财政收入也普遍存在对关税高度依赖的特征。例如，2021 年赞比亚的关税收入占全国财政收入比重为 5.3%，显著高于大多数发达经济体。这类国家普遍面临税基狭窄、征管能力不足、经济活动高度非正规化等结构性问题，大量个体经营者和中小企业处于税收监管之外，导致所得税、增值税或消费税等国内税种征收困难。不过，与菲律宾相比，最不发达国家还面临额外制约因素，即进口规模普遍较小、税基有限。受限于收入水平低、居民消费能力弱，以及远离欧洲、亚洲和北美等全球工业中心，最不发达国家进口总量相对有限，从而制约了关税收入的增长空间。



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。

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