中美之间减少的贸易量去了哪儿?

——宏观经济周度观察

投资周报

自 2018 年美国发起针对中国的贸易争端以来，美国对中国前后加征四轮关税，中国也相应对美加征四轮关税予以反制。中美之间关税上升，贸易量下降，两国贸易均部分转向了其他贸易伙伴，对其他国家或地区贸易额的比重上升。其中，中国的对外出口中，东南亚国家联盟的占比明显上升。一方面这可能是中国通过东南亚国家的转口贸易上升，另一方面可能是中国生产成本上升、中美贸易摩擦不确定性长期存在的情况下，出现了下游产业链向东南亚的转移。

● 中美贸易额的变化

2018 年以来，中国对美国出口增速与占比均急剧下滑。与此同时，近 5 年，中国出口占全球比重在 13%附近较为稳定，并没有明显下降。中国对美贸易占比的下降伴随着的是对东盟贸易占比的上升。美国自东盟进口也在近年逐渐上升。从中美两国对东盟出口、进口的比重变化上来看，中国对东盟的出口替代了对美国的出口，但美国自东盟的进口上升幅度不及美国自中国进口的下降幅度。

● 对东盟的贸易量上升是否是转口贸易

对东盟等地区贸易量的上升，如果是东盟收入增长、中国东盟间的关税下降等原因带来的 ，那固然是好事，但是 2018 年以来东盟实际经济增速是下滑的，另外，如果是中国东盟间关税下降，那么中国从东盟的进口也相应增加，而事实是中国对东盟贸易顺差从 2018 年开始快速扩大，这不得不让我们思考以下两种可能导致的中国对东盟出口增加：一是中国商品经东盟的转口贸易上升，即通过东盟国家的简单组装或贴标签将产品包装成东盟国家商品再次出口，二是中国产业链的转移，即部分下游产业转移至东盟国家，中国将原材料和中间商品出口至东盟进行生产加工。这两宗情况可能同时存在，前者是贸易摩擦和关税壁垒下的短期避税，但是也面临着美国进口部门的溯源风险，后者则是在中国生产成本增加、产业升级背景下生产企业的中长期布局。

短期来看，美国对中国部分产品加征关税可能推动了中国生产商在东南亚进行转口贸易的行为。有些国家或地区长期作为转口贸易港口，例如香港、新加坡和美国，因为它们可以提供信息和物流的便利，以及帮助跨国公司避税、躲避贸易壁垒（关税和限额）等。但是由于美国的强力审查和加关税威胁，第三方国家也响应的加强了审查，中国对东盟国家出口额上升并不主要是经东盟进行转口贸易。

● 由中国向东盟国家进行产业转移

近年来，随着中国经济发展和产业升级，中国本地生产成本有所上涨，包括劳动力成本、应对合规要求带来的成本、企业承担的社保成本，以及环境保护力度加大带来的成本等。因此，一些服装纺织业和机械和电子制造业的公司逐渐将其工厂迁至以东盟成员国为主的新兴国家，他们采取的策略是“中国加一”，即在维持在中国产业的基础上，转移部分专业至东南亚国家。不过，这种产业转移并不等同于这些产业从中国的流失，而是与中国的产业升级相对应。

● 风险提示：海外疫情二次爆发；贸易摩擦再度加剧

潘向东（首席经济学家）
证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

陈韵阳（联系人）
chenyunyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：一季度经济数据的三个细节
2020-4-19

宏观报告：疫情下的新兴市场潜在风险
2020-4-12

宏观报告：如何用高频数据跟踪美国经济衰退
2020-4-5

宏观报告：特别时期的扩内需
2020-3-29

宏观报告：如何理解当前形势下的消费
2020-3-21

宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选
2020-3-8

宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪
2020-02-23

宏观报告：疫情推动“强美元”
2020-2-16

宏观报告：产成品周转天数高增之谜
2019-12-22

目 录

1、 中美之间减少的贸易量去了哪儿？ 3
2、 海外经济与市场流动性观察 8
3、 国内高频数据观察 10
3.1、 生产指标回升 10
3.2、 商品房销量同比回落 10
3.3、 油价下跌，猪肉价格上涨 11
3.4、 央行大幅净回笼，但提前预告 6 月 15 日左右 MLF 将一次性续作 11
3.5、 美元指数上涨，人民币汇率贬值 12

图表目录

图 1: 中国对美国进出口增速与占比 3
图 2: 中国出口地区和国家占比 4
图 3: 中国进口地区和国家占比 4
图 4: 中国出口占全球出口比重近年较为稳定 4
图 5: 美国对中国进出口增速与占比 5
图 6: 中国与美国对东盟国家进出口占比 5
图 7: 美国自中国和东盟国家进口机械和电子产品价值 7
图 8: 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升 9
图 9: 纽约联储每周经济指数回落 9
图 10: TED 利差持平 9
图 11: VIX 回升 9
图 12: 铜金比下降 9
图 13: 美国高收益债利差回升 9
图 14: 发电耗煤量回升 10
图 15: 商品房销量同比回落 10
图 16: 猪肉价格上涨 11
图 17: WTI 原油期货价下跌 11
图 18: 货币市场利率涨跌互现 12
图 19: 美元指数上涨 13
图 20: 人民币汇率贬值 13

表 1: HS-2 位码对应商品类别 6
表 2: 央行公开市场操作（2020.6.8-2020.6.12） 12

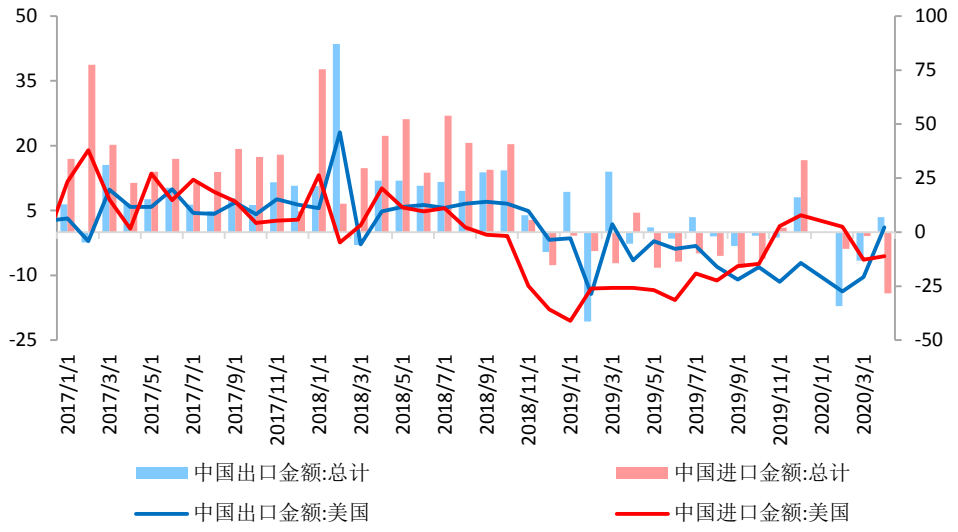
1、 中美之间减少的贸易量去了哪儿?

自 2018 年美国发起针对中国的贸易争端以来，美国对中国前后加征四轮关税，中国也相应对美加征四轮关税予以反制。中美之间关税上升，贸易量下降，两国贸易均部分转向了其他贸易伙伴，对其他国家或地区贸易额的比重上升。其中，中国的对外出口中，东南亚国家联盟的占比明显上升。一方面这可能是中国通过东南亚国家的转口贸易上升，另一方面可能是中国生产成本上升、中美贸易摩擦不确定性长期存在的情况下，出现了下游产业链向东南亚的转移。

1.1、 中美贸易额的变化

2018 年以来，中国进出口贸易增长有所减弱，这一方面是因为全球经济增长放缓、国内和海外需求下降，另一方面是受美国发起的贸易争端的影响。美国对中国加征关税，除了直接增加了企业进出口的成本，还带来很大的不确定性，伴随着每轮新加关税实施前的提前进出口、以及关税实施后贸易额的同比大幅下降。根据中国海关总署的数据，中国对美国出口增速与占比均急剧下滑。

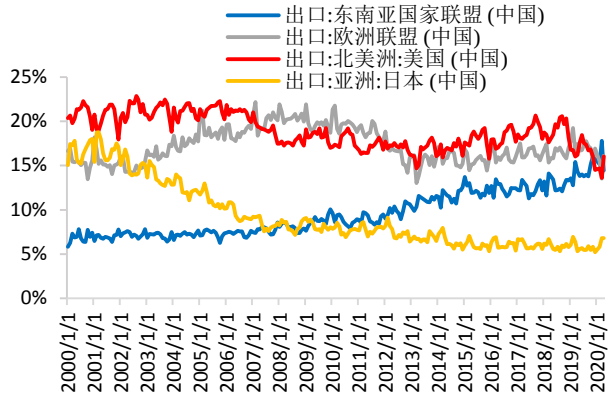
图1： 中国对美国进出口增速与占比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

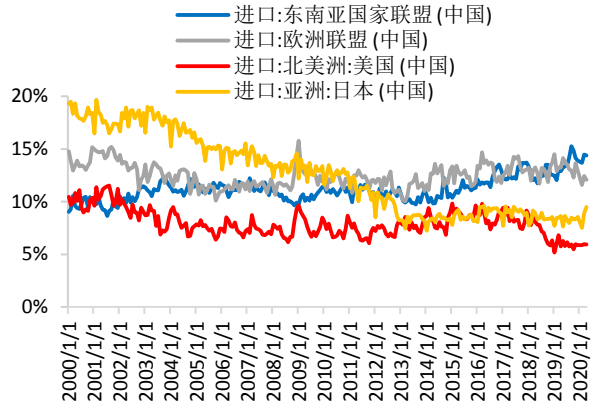
与此同时，近 5 年，中国出口占全球比重在 13%附近较为稳定，并没有明显下降。中国对美贸易占比的下降伴随着的是对东盟贸易占比的上升。

图2： 中国出口地区和国家占比



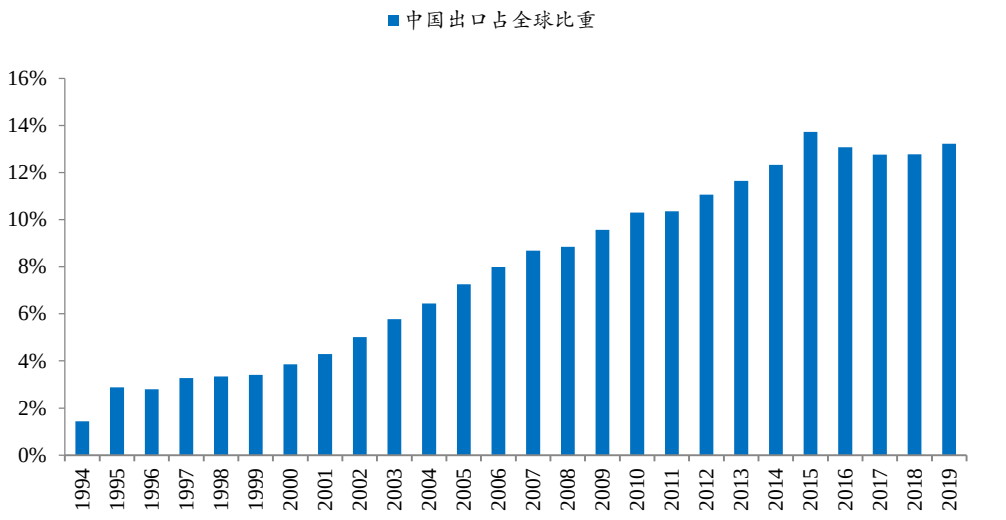
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 中国进口地区和国家占比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

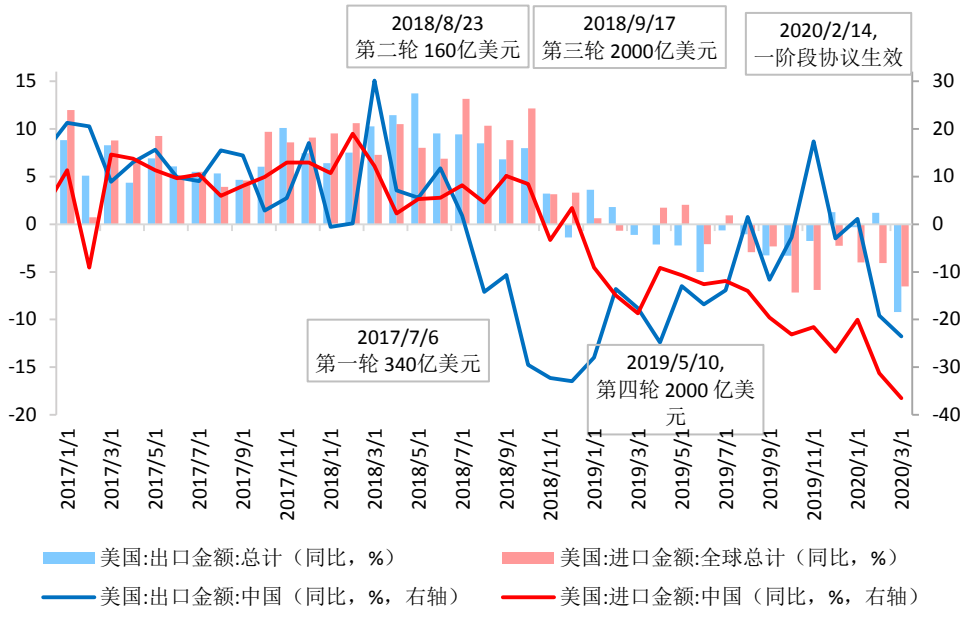
图4： 中国出口占全球出口比重近年较为稳定



资料来源：Wind，新时代证券研究所

中国统计的对美出口和美国统计的自中国进口商品值存在差异，背后原因是，一方面，中国海关的统计数据是出港商品值，在运输途中存在损耗、运输费用和关税的误差，并且海关排除了中间商品经中国的转口贸易，另一方面，美国对进口商品进行溯源，比如会将进口自香港的商品中来自中国大陆的转口贸易商品归入中国名下。虽然有以上原因影响，从美国方面的统计数据来看，自 2018 年以来，其对中国的进出口也呈现类似的增长率变化。

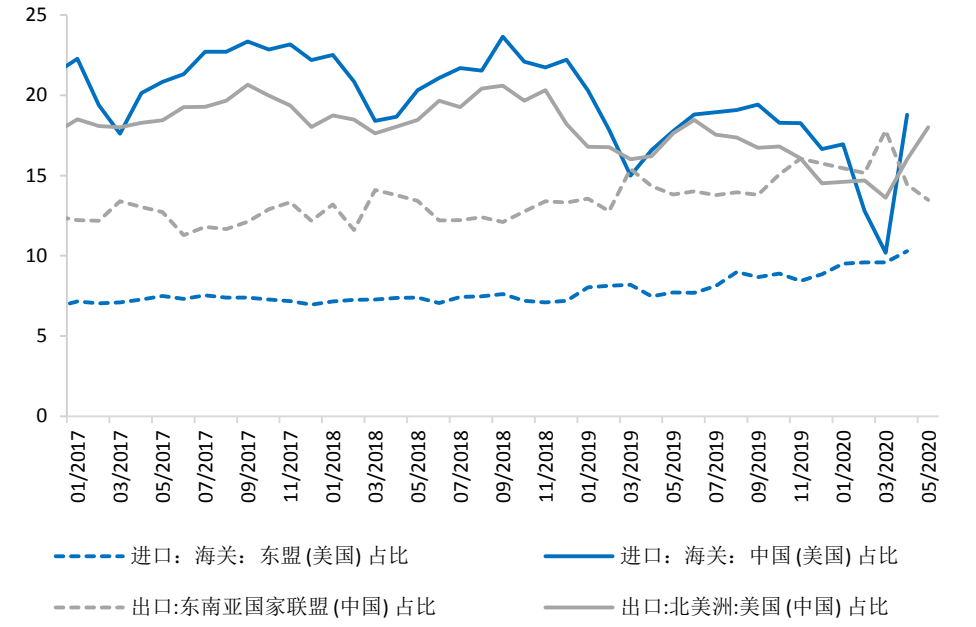
图5： 美国对中国进出口增速与占比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

美国自东盟进口也在近年逐渐上升。从中美两国对东盟出口、进口的比重变化上来看，中国对东盟的出口替代了对美国的出口，但美国自东盟的进口上升幅度不及美国自中国进口的下降幅度。

图6： 中国与美国对东盟国家进出口占比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、 对东盟的贸易量上升是否是转口贸易

对东盟等地区贸易量的上升，如果是东盟收入增长、中国东盟间的关税下降等原因带来的 ，那固然是好事，但是 2018 年以来东盟实际经济增速是下滑的，另外，如果是中国东盟间关税下降，那么中国从东盟的进口也相应增加，而事实是中国对东盟贸易顺差从 2018 年开始快速扩大，这不得不让我们思考以下两种可能导致的中国对东盟出口增加：一是中国商品经东盟的转口贸易上升，即通过东盟国家的简单组装或贴标签将产品包装成东盟国家商品再次出口，二是中国产业链的转移，即部分下游产业转移至东盟国家，中国将原材料和中间商品出口至东盟进行生产加工。这两宗情况可能同时存在，前者是贸易摩擦和关税壁垒下的短期避税，但是也面临着美国进口部门的溯源风险，后者则是在中国生产成本增加、产业升级背景下生产企业的中长期布局。

要区分转口贸易和产业转移，首先需要理解贸易中的商品涵盖哪些内容。贸易商品可分为三大类，包括中间商品（用于生产最终商品中的零部件），资本商品（有助于生产其他商品的固定投入）以及和制成品（消费品）。根据美国国际贸易委员会的进口数据和报告，2009-2016 年之间，美国对这三类商品的进口总值都在增长，资本商品进口增长了 65%，增速最高，2016 年达到 776 亿美元，而中间商品进口的增速仅次于资本商品，增长了 48%，达到 347 亿美元。美国对三类商品的进口中，中国均占有较高比例，其中中间商品的进口中中国占比约 10%。

一些行业的产品，比如机械类产品，是明确的资本商品，另一些行业，比如纺织和服装业，则既包括中间产品（纺织物），也包括制成品（服装）。国际通行的贸易商品分类方法，“协调制度”（Harmonized System，简称 HS），是世界海关组织编制的用以统一各国海关对商品分类的界定标准。协调制度编码的一级分类有 99 项，编号为二位码，二位码包含的商品还可以进一步分类记为四位码、六位码等，由此可以对商品进行粗分和细分。HS 二位码着重于产业和行业，因此 HS 二位码的进出口数据包括各产业链的中间商品和制成品。

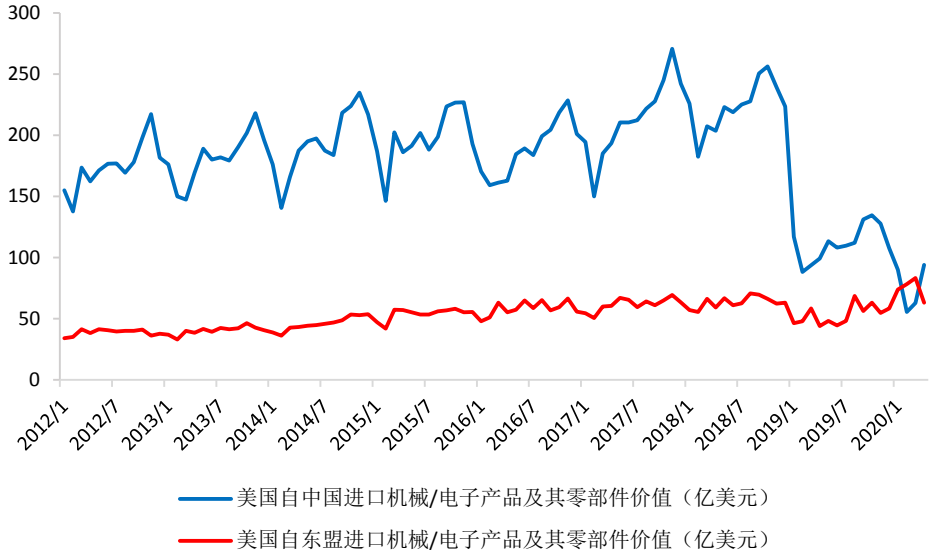
我们对美国自东盟和中国的进口商品按 HS 二位码进行分类，并总结出进口额排名靠前的项目，发现中国和东盟之间有较大重合，以类行业为主，一类是编号 84-85 的机械、电子产品和零部件，一类是编号 61-63 的纺织和服装类产品。其中，如果将 84-85 合并记为机械/电子及其零部件来看，自 2018 年来，美国自中国进口的该部分商品大幅下降，同时自东盟国家进口逐步上升。

表1： HS-2 位码对应商品类别

HTS-2 位码	商品类别
14	编结用植物材料；其他植物产品
61	针织或钩编的服装及衣着附件
62	非针织或非钩编的服装及衣着附件
63	其他纺织制成品；成套物品；旧衣着及旧纺织品；碎织物
84	核反应堆、锅炉、机器、机械器具及其零件
85	电机、电气设备及其零件；录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件

资料来源：国际海关组织

图7： 美国自中国和东盟国家进口机械和电子产品价值



资料来源：美国国际贸易委员会，新时代证券研究所

短期来看，美国对中国部分产品加征关税可能推动了中国生产商在东南亚进行转口贸易的行为。有些国家或地区长期作为转口贸易港口，例如香港、新加坡和美国，因为它们可以提供信息和物流的便利，以及帮助跨国公司避税、躲避贸易壁垒（关税和限额）等。根据国家间自由贸易协定，通过转口贸易避税需要符合原产地认定规则，通常要求商品需要在该国境内进行不同程度的制造过程。在全球价值链形成的背景下，许多公司供应链复杂且来自多个国家，原产地规则也变得越来越复杂，需要进行尽职调查以确保合规性。

美国自中美贸易争端以来也加紧了对来自第三方进口商品的产地核查。对于东盟国家而言，他们也不希望因转口贸易引发美国将关税加征至自己国家的商品。以东盟成员国中经济增长和贸易额增长较快的越南为例，近两年越南一直在加紧对原产地欺诈和转运的问题的自我核查。2019 年底，越南推出了第 119 号决议，以促进政府机构之间在信息共享和产品检查过程方面的合作，越南海关也加大了执法力度。在此之前，美国于 2019 年对越南的铝和钢铁产品征收关税，称某些越南产品实际上是在韩国和台湾生产的，更早的时候在 2017 年，美国对其认为实为源自中国的钢铁产品向越南征收了关税。

因此，**转口贸易避税的行为虽然可能部分存在，但是由于美国的强力审查和加关税威胁，第三方国家也响应的加强了审查，中国对东盟国家出口额上升并不主要是经东盟进行转口贸易。**

1.3、 由中国向东盟国家进行产业转移

近年来，随着中国经济发展和产业升级，中国本地生产成本有所上涨，包括劳动力成本、应对合规要求带来的成本、企业承担的社保成本，以及环境保护力度加大带来的成本等。因此，一些服装纺织业和机械和电子制造业的公司逐渐将其工厂迁至以东盟成员国为主的新兴国家，他们采取的策略是“中国加一”，即在维持在中国产业的基础上，转移部分专业至东南亚国家。不过，这种产业转移并不等同于这些产业从中国的流失，而是与中国的产业升级相对应。

中国是全球大多数生产和采购的中心，能够提供完备的供应链和充足的原材料。

构建这样的产业链体系需要较长时间、还依赖于庞大的人口与经济基础，东盟国家在产业发展程度上还不具备中国所能提供的完备的产业链体系。因此，大多数公司无法在短期内大规模地迁移到中国境外、或由东盟国家替代其在中国的供应商，制造企业从中国迁出的主要是产业链的中低端部分。以越南为例，其本身依靠中国提供的纺织，橡胶和塑料等多个行业的原材料进行生产，制造企业从越南等市场中获取低成本的生产资料，来补充其主体在中国业务。

外资对中国投资的稳定性体现在一项美国在华企业商会的调查中。“中国美国商会”是美国在华企业的主要商会组织，该商会于 2020 年 5 月 19 日至 23 日进行了 5 月份的针对新型冠状病毒肺炎疫情对会员企业影响的问卷调查，受访企业共 109 家，以技术和研发行业、工业和资源行业、消费行业及服务行业这四大行业为主，覆盖了大中小等规模的企业。接受调查的企业中有 38%表示将保持计划或增加现有投资，这一比例与上月一致，有 24%的受访企业表示，越来越需要其在华团队对本企业全球运营的支持，这一比例比上月增加了 10 个百分点。

2、 海外经济与市场流动性观察

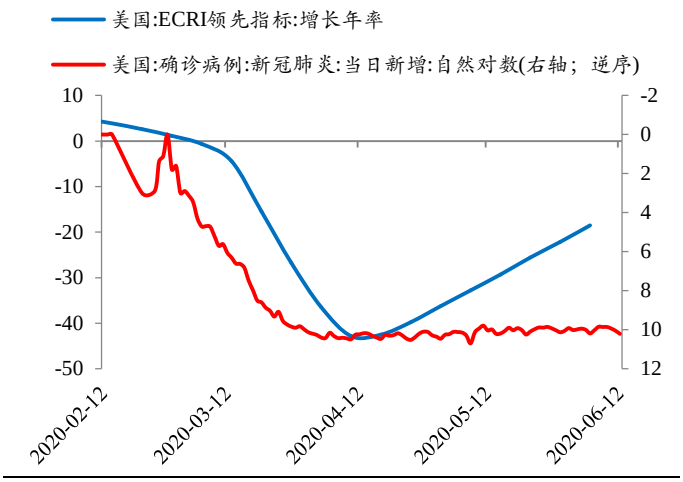
截至 6 月 12 日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为-18.5%，较前值(-22.1%)继续收窄；纽约联储每周经济指数（WEI）为-10.0%，前值上修至-9.6%。美国 6 月 12 日当周初次申请失业金人数为 154.2 万人，预期 155 万，连续八周下降，但仍约高为疫情前水平约六倍。

上周美联储公布了 6 月 FOMC 会议声明，维持联邦基金利率在 0%-0.25%区间不变，将超额准备金利率维持在 0.1%不变，符合市场预期，美联储票委均全票通过此次利率决议。FOMC 会议声明偏鸽，声明发布后美股三大指数、金价上涨，美元指数下跌，但稍后的新闻发布会上鲍威尔关于收益率曲线控制的陈述低于预期，资产价格又回调。周四周五两天市场进一步消化美联储悲观表态，叠加美国疫情重新加剧的潜在风险、美股大盘估值反映出的乐观预期难以兑现等因素，美国股市大跌。

美国 5 月通胀数据显示通缩持续但并未明显加剧。美国 5 月 CPI 同比 0.1%，预期 0.2%，前值 0.3%；5 月核心 CPI 同比 1.2%，预期 1.3%，前值 1.4%。美国 5 月 PPI 环比 0.4%，好于预期的 0.1%，前值-1.3%；5 月 PPI 同比-0.8%，预期-1.2%，前值-1.2%；5 月核心 PPI 同比 0.3%，预期 0.4%，前值 0.6%。美国 6 月密歇根大学消费者信心指数初值 78.9，前值 72.3，预期 75，表明对美国消费者情绪有所回升且好于预期。NBER 上周宣布，美国自 2020 年 2 月结束了长达 128 个月的经济扩张、进入衰退期。

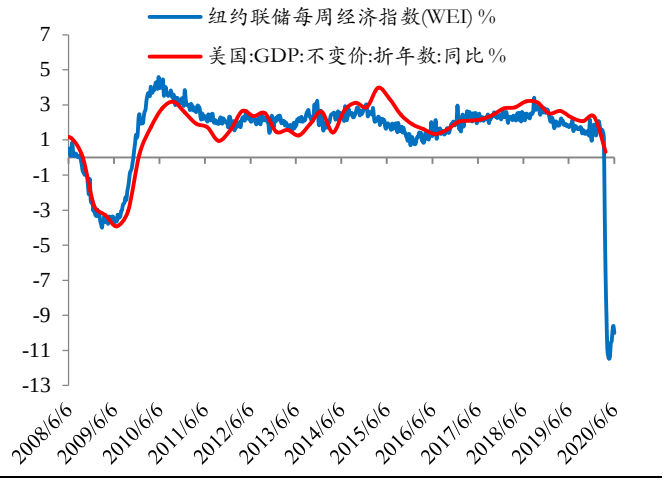
上周美国金融市场流动性压力和恐慌情绪加剧，VIX 于周四攀升至 40.8，后回落于 36.1，Ted 利差小幅上升。美国信用风险随之上升，高收益企业债利差从 5.5%涨至 6.4%。

图8： 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升



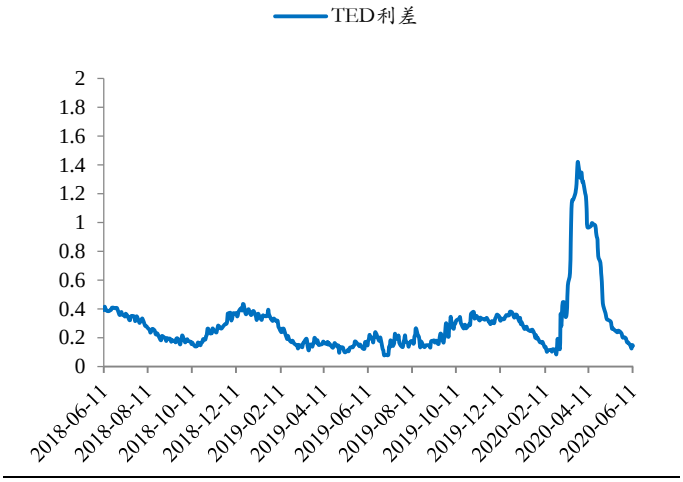
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 纽约联储每周经济指数回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： TED 利差持平



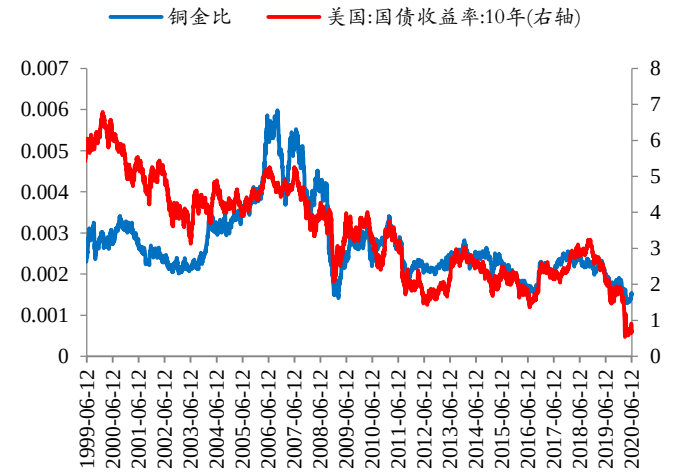
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： VIX 回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 铜金比下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 美国高收益债利差回升



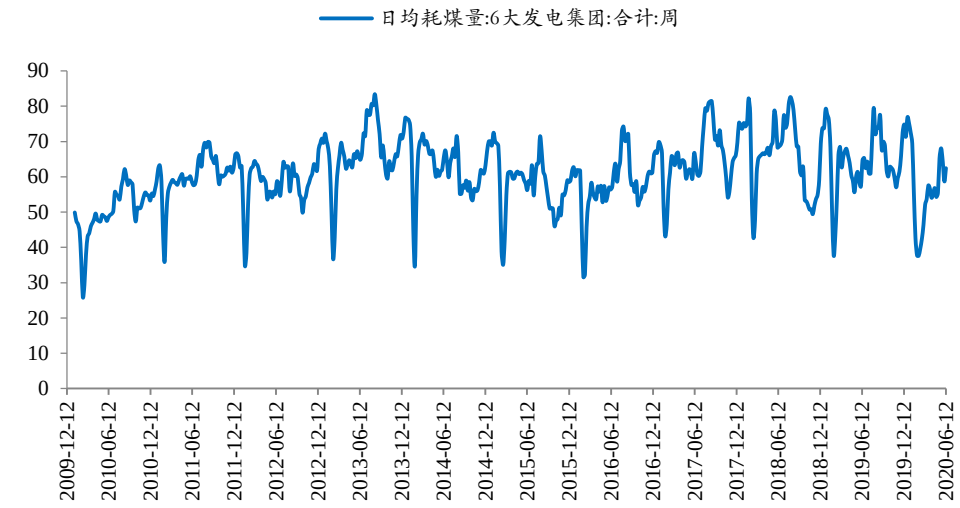
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 国内高频数据观察

3.1、 生产指标回升

上周，高炉开工率回 0.4%至 70.72%；6 大发电集团日均耗煤量上升 6.4%至 62.44 万吨；焦化企业开工率回升 0.5%至 72.23%。

图14： 发电耗煤量回升

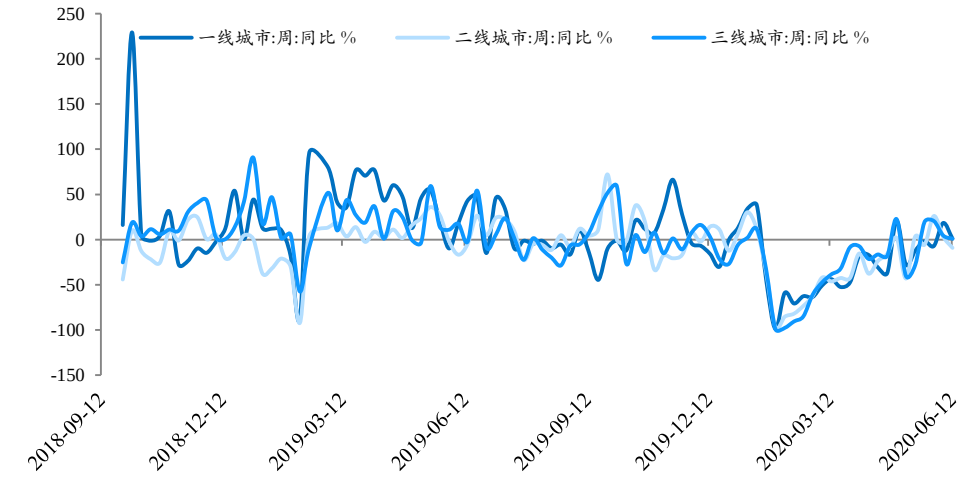


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、 商品房销量同比回落

上周，30 大中城市商品房日均销售面积从 51.2 万平米下降至 50 万平米。30 大中城市商品房销售面积同比增速从 6.4%回落至-4.1%，其中，一、二、三线城市商品房销售面积同比分别回落至 1%、-9.3%、0.9%。

图15： 商品房销量同比回落

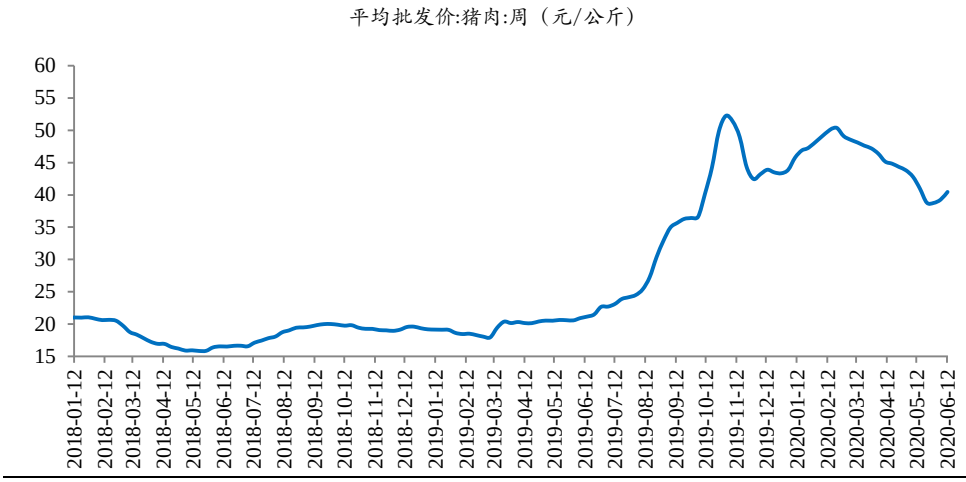


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.3、 油价下跌，猪肉价格上涨

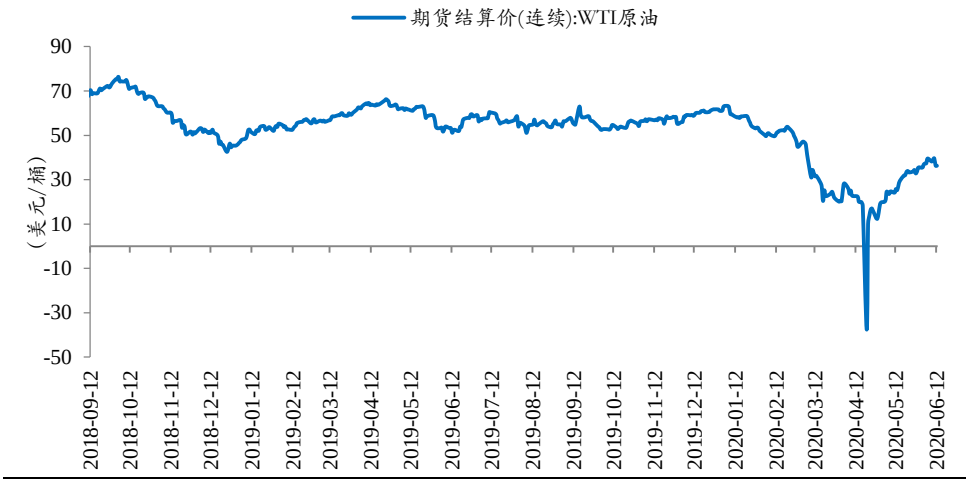
上周，28 种重点监测蔬菜价格下跌 0.1%，涨幅较前值（1.6%）下降。7 种重点监测水果价格下跌 2.3%，涨幅较前值（3.2%）回落。猪肉批发价一周上涨 3%，涨幅前值（1.3%）回升，连续 2 周上涨。原油价格下跌，其中，WTI 原油与布油价格分别下跌 8.3%、8.4%。

图16： 猪肉价格上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： WTI 原油期货价下跌



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.4、 央行大幅净回笼，但提前预告 6 月 15 日左右 MLF 将一次性续作

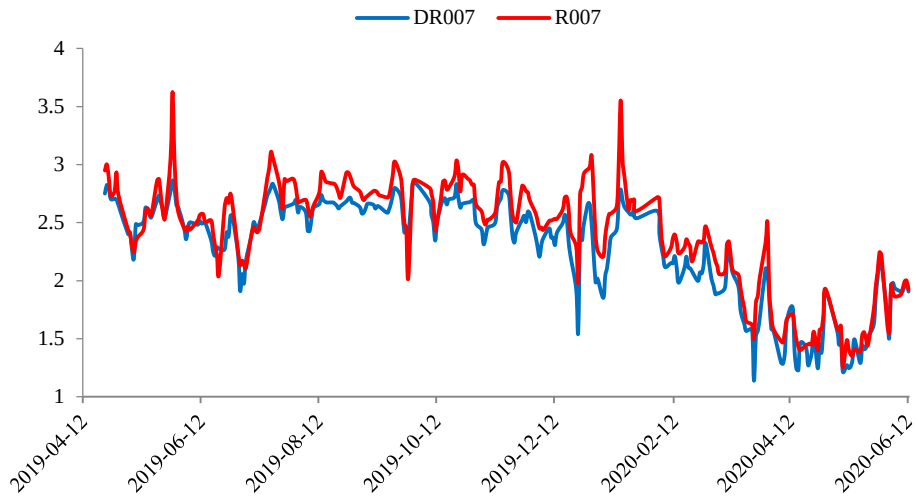
上周，为维护银行体系流动性合理充裕，央行开展 4200 亿元逆回购操作，上周有 2200 亿元逆回购和 5000 亿元 MLF 到期，一周合计净回笼 3000 亿元，虽然央行没有兑 6 月 8 日到期的 MLF 续作，但在公告里明确预告将在 6 月 15 日左右对本月到期的 MLF 一次性续做。货币市场利率涨跌互现，DR007 一周下降 2.9BP，R007 一周上升 6.3BP。

表2： 央行公开市场操作（2020.6.8-2020.6.12）

日期	央行公告
2020 年 6 月 8 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 6 月 8 日人民银行以利率招标方式开展了 1200 亿元逆回购操作。此外，人民银行将于 6 月 15 日左右对本月到期的中期借贷便利（MLF）一次性续做，具体操作金额将根据市场需求等情况确定。
2020 年 6 月 9 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 6 月 9 日人民银行以利率招标方式开展了 600 亿元逆回购操作。
2020 年 6 月 10 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 6 月 10 日人民银行以利率招标方式开展了 600 亿元逆回购操作。
2020 年 6 月 11 日	为对冲政府债券发行缴款等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 6 月 11 日人民银行以利率招标方式开展了 800 亿元逆回购操作。
2020 年 6 月 12 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 6 月 12 日人民银行以利率招标方式开展了 1000 亿元逆回购操作。

资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

图18： 货币市场利率涨跌互现

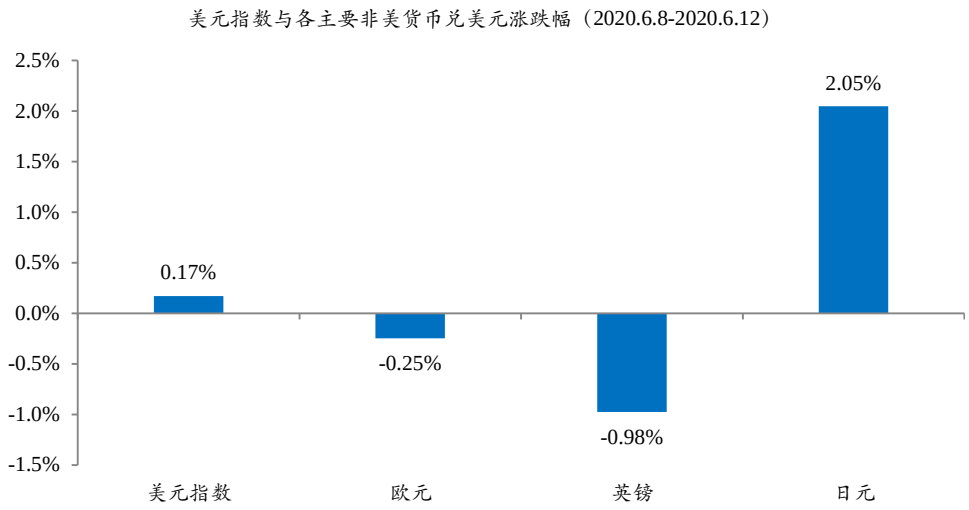


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.5、 美元指数上涨，人民币汇率贬值

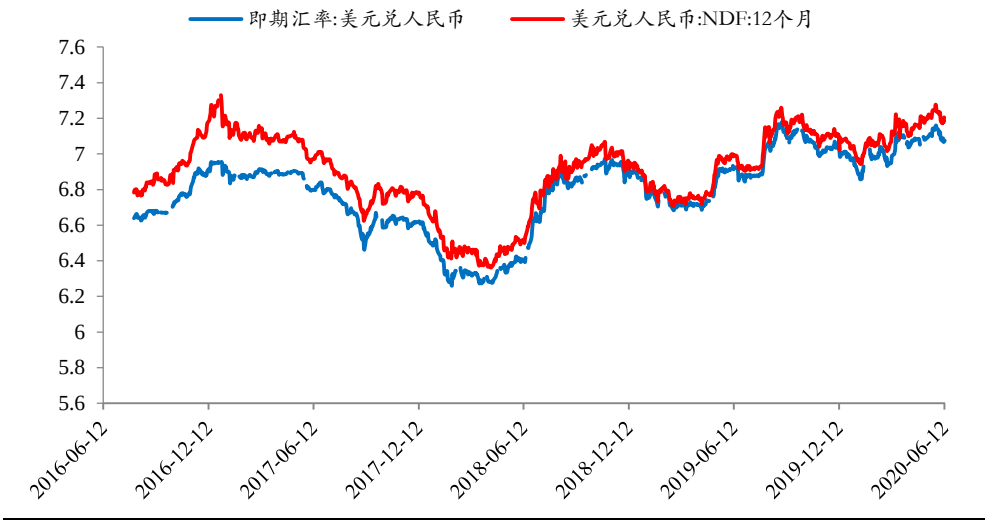
上周，美元指数回升 0.17%至 97.1，非美货币方面，英镑、欧元兑美元分别贬值 0.25%、0.98%，日元兑美元升值 2.05%。受美元指数上涨影响，人民币兑美元即期汇率一周贬值 0.17%。

图19： 美元指数上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： 人民币汇率贬值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

潘向东，首席经济学家，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社 2016 年 8 月出版。

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，9 年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/