

经济回暖与关税阴云——3月宏观环境观察

宏观点评

日期： 2025.4.25

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

报告摘要

海外宏观：美国滞胀预期增加。2025年3月，全球制造业景气度小幅回落，PMI下降0.3个百分点至50.3%。其中，美国Markit制造业PMI从52.7%降至50.2%，反映出特朗普政策不确定性扰动预期；欧元区PMI升至48.6%，与美国差距持续缩小，日本PMI为48.4%。4月美国宣布“对等关税”后，制造业景气未受显著冲击，美国和欧元区PMI分别小升至50.7%和48.7%，或因90天关税豁免期引发“抢生产、抢出口”。但全球贸易已显现负面效应，如韩国出口前高后低，体现抢出口透支与关税冲击并存。与此同时，美国滞胀预期升温，企业新订单下降、物价上升，消费者信心下滑、通胀预期走高，关税措施进一步加剧滞胀与衰退风险。

国内宏观：“促消费”与“抢出口”推动经济回暖。一季度中国GDP同比增长5.4%，延续去年四季度增速，实现“开门红”。主要推动因素包括：一是去年四季度以来的政策组合拳持续发力，居民消费与政府投资均有所提振；二是中美“对等关税”预期带动“抢出口”行为，显著拉动了贸易顺差和工业生产。3月工业增加值同比增长7.7%，出口同比增长12.4%，但进口同比下降4.3%，显示出口强劲主要由抢出口效应驱动。消费方面，社零总额同比增长5.9%，为年内最高，家电、汽车等以旧换新政策覆盖品类贡献显著。投资方面，固定资产投资同比增长4.3%，基建发力（尤其电力投资）对冲了房地产下行影响。房地产方面，销售降幅收窄、现房销售大幅增长、库存去化速度加快，显示政策托底效应初步显现。物价低迷延续，CPI和PPI同比均为负，反映总需求仍偏弱，通缩压力仍在。社融同比增长8.4%，实体融资意愿增强。总体看，一季度经济修复动能较强，但美国关税措施滞后影响将在二季度逐步显现，政策支撑的连续性与精准性仍至关重要。

事件及政策：特朗普“对等关税”落地，全球不确定性快速上升。4月以来，全球资产价格在特朗普“对等关税”政策冲击下剧烈波动，宏观不确定性显著上升。若关税全面落地，美国关税水平将达近百年高位，对CPI可能带来约3个百分点的上涨压力。在90天暂缓期内，如未达成新协议，通胀或将快速上行，金融与货币政策空间受限。国内虽具政策储备，但难以完全对冲外部冲击，一季度“抢出口”助推净出口对GDP贡献率高达39.5%，关税实施后或压制二季度增速。为此，货币、财政、外贸与资本市场四方面需协同发力，近期中国加强与东南亚国家合作、推进贸易互惠，同时通过央行工具稳定市场，显示积极应对外部压力的战略部署。

大类资产：关税冲击下市场波动率大幅提高。4月以来，美国“对等关税”及中国反制引发全球资产剧烈波动，衰退预期升温，股市和工业金属下跌，美元失去避险属性，黄金则大涨。当前黄金上涨已由美元利率转向对美元信用的质疑，新兴市场增持黄金趋势明显，长期前景仍被看好。尽管短期若关税缓和金价或调整，但长期支撑依然稳固。股市反弹主要由风险偏好驱动，尚未反映基本面压力，波动性加大需警惕回调。中国债市方面，随着政策逐步发力，收益率仍有下行空间，配置价值提升。

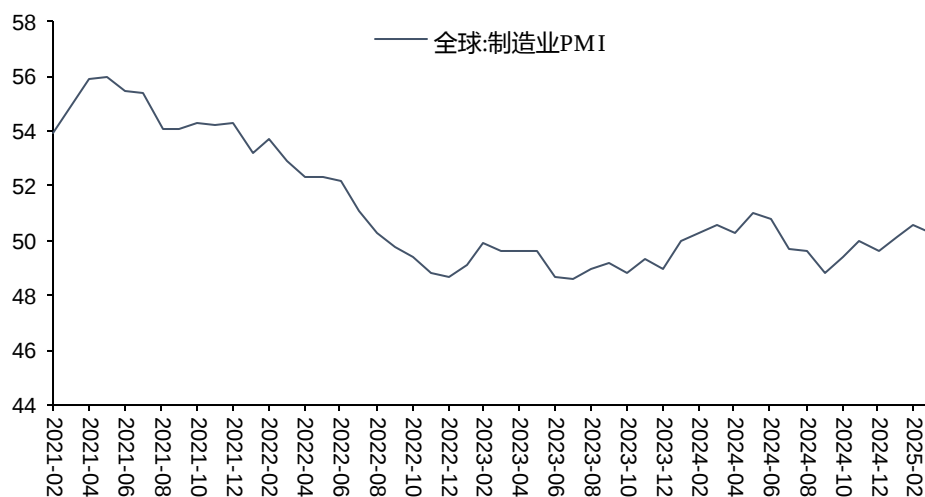
风险提示：

- 1、 中国政策力度不及预期；
- 2、 美国关税战持续升级。

海外宏观：美国滞胀预期增加

3月全球制造业景气度小幅回落，美国相对优势继续缩窄。3月全球制造业 PMI 边际下滑 0.3 个百分点至 50.3%。其中，美国 Markit 制造业 PMI 下降较为明显，从 2 月的 52.7% 下降至 3 月的 50.2%，这反映出特朗普的政策不确定性对于制造业预期的扰动。欧元区 PMI 指数继续回升至 48.6%，虽低于美国制造业景气度，但二者之间差距持续缩窄，美国经济相对于欧洲的优势在持续下降。日本 3 月制造业 PMI 为 48.4%，表现相对较弱。

图表 1：全球制造业景气度回落

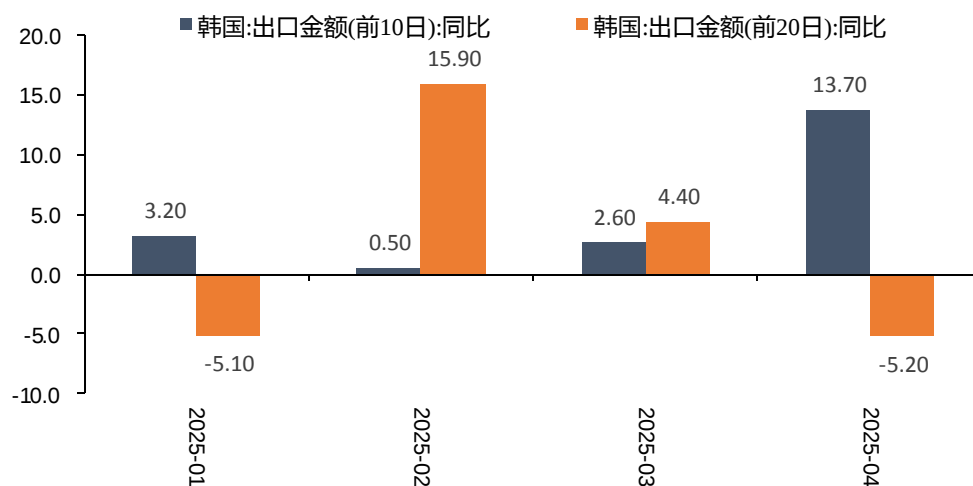


资料来源：Wind，五矿证券研究所

美国 4 月份的“对等关税”对制造业的冲击尚不显著。美国 4 月 Markit 制造业 PMI 小幅上升 0.5 个百分点至 50.7%，欧元区 PMI 上升一个 0.1 个百分点至 48.7%。即在美国“对等关税”公布之后，美欧制造业景气度不降反增。我们认为这可能因为特朗普宣布 90 天关税豁免期，所以部分国家和美国的生产商有赶在豁免期内“抢生产、出口”的动机。

但是关税对于全球贸易的负面作用已经显现。以有全球经济“金丝雀”之称的韩国为例，其 4 月前 10 日的出口同比增长 13.7%，显示出抢出口效应。前 20 日出口同比下降 5.2%，即 4 月 11 日-4 月 20 日之间出口大幅下滑，这第一方面是上旬抢出口的透支效应，另一方面也反映出关税对于出口的负面冲击。

图表 2：全球制造业景气度回升

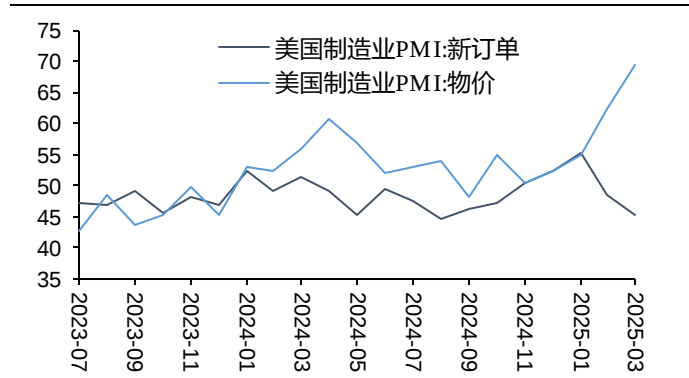


资料来源：Wind，五矿证券研究所

美国滞胀预期升温。从企业端调查来看，美国 3 月 ISM 制造业指数中，新订单指数继续下

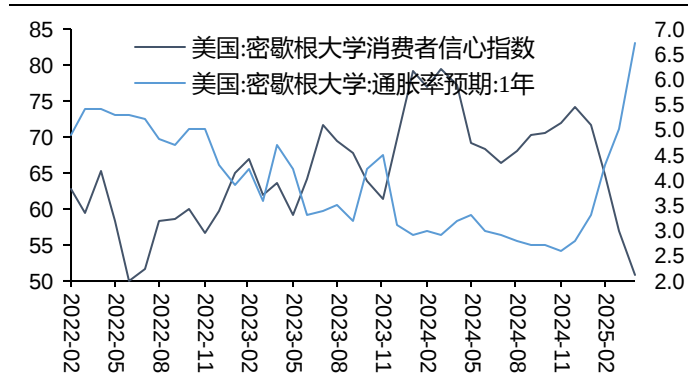
降，物价指数继续上升，显现出较强的“滞胀”特征。从居民端调查来看，美国消费者信心指数继续大幅下降，通胀预期大幅上升。也显现出“滞胀”预期。而特朗普加征关税无疑对经济也是“滞胀”性冲击，所以我们认为美国未来进入滞胀环境的可能性较高。衰退风险也不容忽视。

图表 3：ISM 制造业指数显示滞胀压力上升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 4：消费者预期也显示出滞胀特征

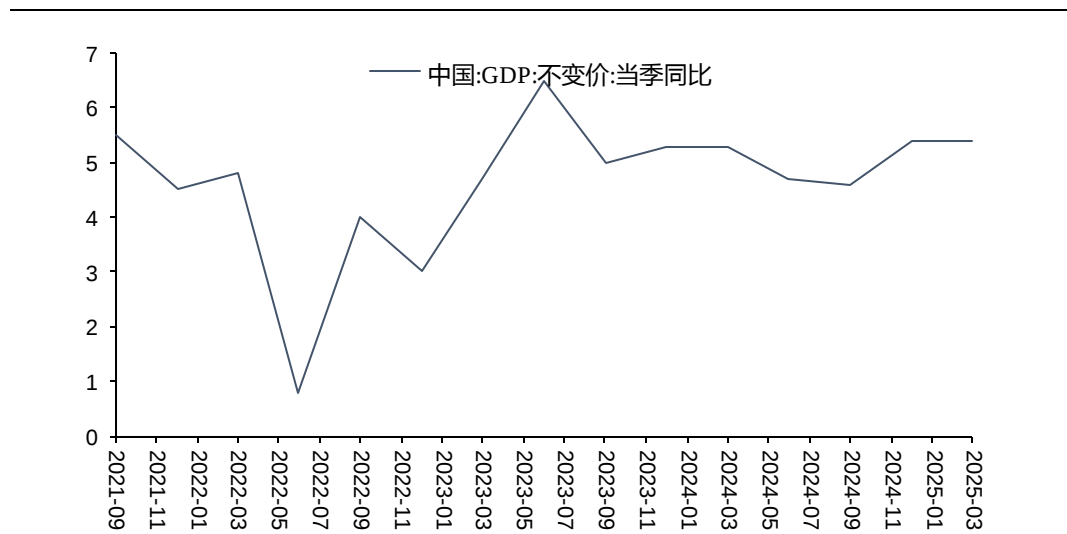


资料来源：Wind，五矿证券研究所

国内宏观：“促消费”与“抢出口”推动经济回暖

一季度中国 GDP 同比增长 5.4%，与去年四季度持平，超过全年 5% 的经济增长目标，中国经济实现“开门红”。一季度经济“开门红”的主要原因有二：一是去年四季度以来的一揽子经济刺激政策正在起效。居民消费和政府投资都有明显回暖。二是关税战预期之下，一季度有较为明显的“抢出口”现象，拉动了贸易顺差以及工业生产。

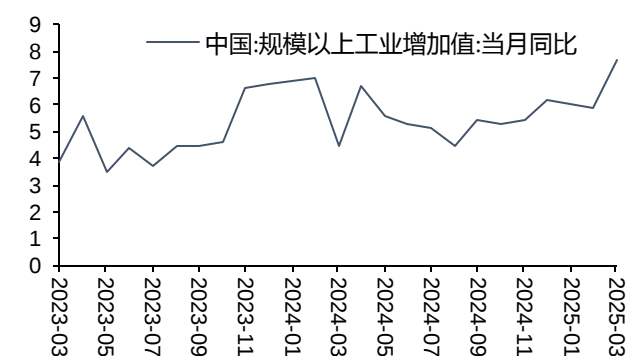
图表 5：一季度经济开门红



资料来源：Wind，五矿证券研究所

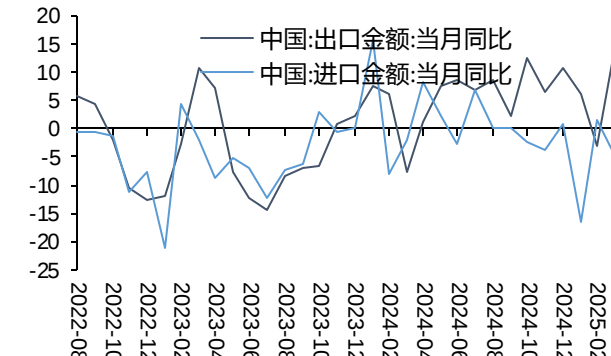
3 月工业生产和出口双双走强。工业增加值同比增长 7.7%，这是 2021 年 7 月以来的最高增速。与此相对应的是 3 月中国出口同比增长 12.4%，亦为近年来的较高增速。**我们认为“抢出口”效应是 3 月工业生产快速增长的重要原因。**美国特朗普总统提前预告了 4 月 2 日即将实施对等关税，所以国内外产业链有提前加快生产、抢出口以躲避关税的动力。通常进出口有较强的同步效应，但 3 月份进口同比增速为 -4.3%，与出口的高增长出现较大背离，这也侧面验证了 3 月份有特殊的“抢出口”因素存在。

图表 6：工业生产表现强劲



资料来源：Wind，五矿证券研究所

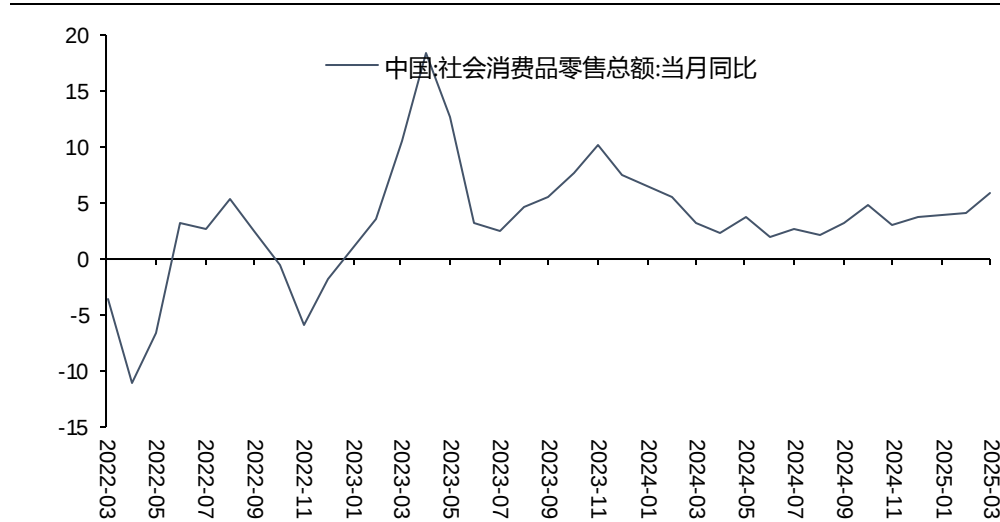
图表 7：出口增速较高



资料来源：Wind，五矿证券研究所

3月消费增长较强。社会消费品零售总额同比增长 5.9%，是 2024 年以来的最高增速。我们认为消费品以旧换新政策在其中起到了重要作用。从消费分项来看，家电、家具、通讯器材、汽车类消费是消费增长的主要动力，而这些类别亦是以前换新补贴的范围。此外，金银珠宝消费同比增速也较高，可能因为近期黄金价格大涨导致金饰消费额上升。

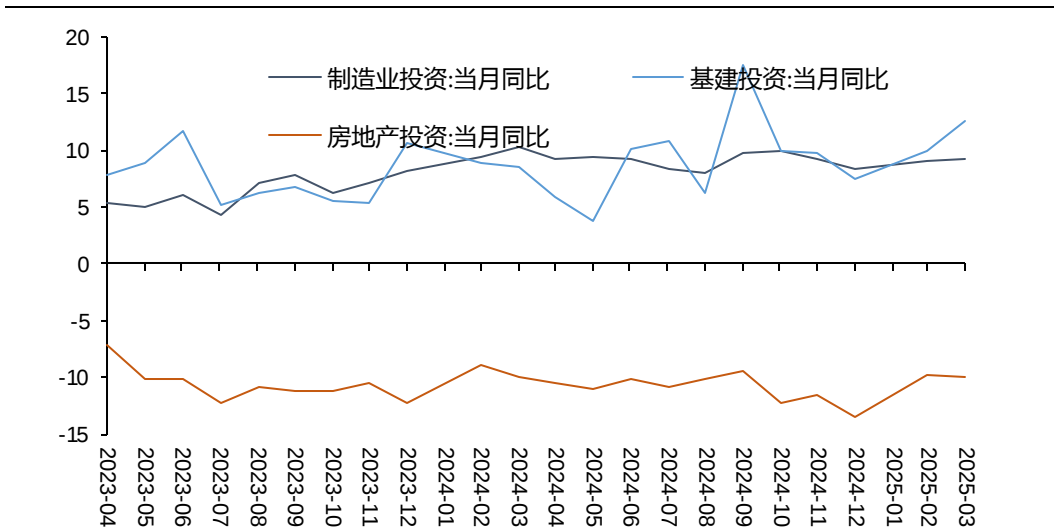
图表 8：消费增长较强



资料来源：Wind，五矿证券研究所

投资增速小幅回升，基建开始发力。我们测算 3 月固定资产投资同比增长 4.3%。其中，制造业投资同比增长 9.2%，全口径基建投资同比增长 12.6%，房地产投资同比下降 10%。基建投资是尤其是对于电力基建的投资是拉动总投资的主要动力。这反映出政府财政支出增加，加力稳增长。

图表 9：投资增速



资料来源：Wind，五矿证券研究所

房地产对经济拖累依然较大，但出现了一些积极信号。第一，商品房销售面积降幅继续缩窄。我们测算 3 月商品房销售面积同比下降 1%，较 2 月降幅收窄。居民购房意愿有所回暖。其中，现房销售同比增长 18.5%。期房销售同比下降 9.3%，二者之间的差值反映出居民对于商品房烂尾问题仍较为担忧。第二，新开工面积降幅仍大，3 月新开工面积同比下降 18.7%，反映出供给端持续收缩。第三，房屋库存持续去化。商品房待售面积同比增长 5.1%，是三年来最低增速，反映出在供给持续收缩、需求回暖的背景下，商品房去库存也在进行。**我们认为政策对于房地产市场止跌回稳的托底作用正在显现。**

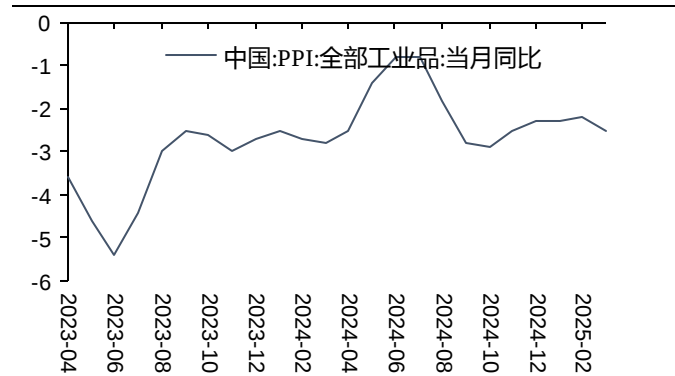
通缩压力依然很大。3 月 CPI 同比下降 0.1%，PPI 同比下降 2.5%。双双维持负值区间。核心 CPI 同比增长 0.5%，高于总体 CPI 水平，但也较为疲软。物价低迷反映出总需求仍然较弱，企业盈利也不易改善。

图表 10：CPI 同比负增



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 11：PPI 继续下降



资料来源：Wind，五矿证券研究所

社融增速持续回升。3 月社融存量同比增长 8.4%，在去年 10 月份以来持续回升，反映出实体经济融资意愿在逐步回升。居民与企业的短期和中长期贷款全面回升，即居民消费、购房和企业投资意愿都有所上升。

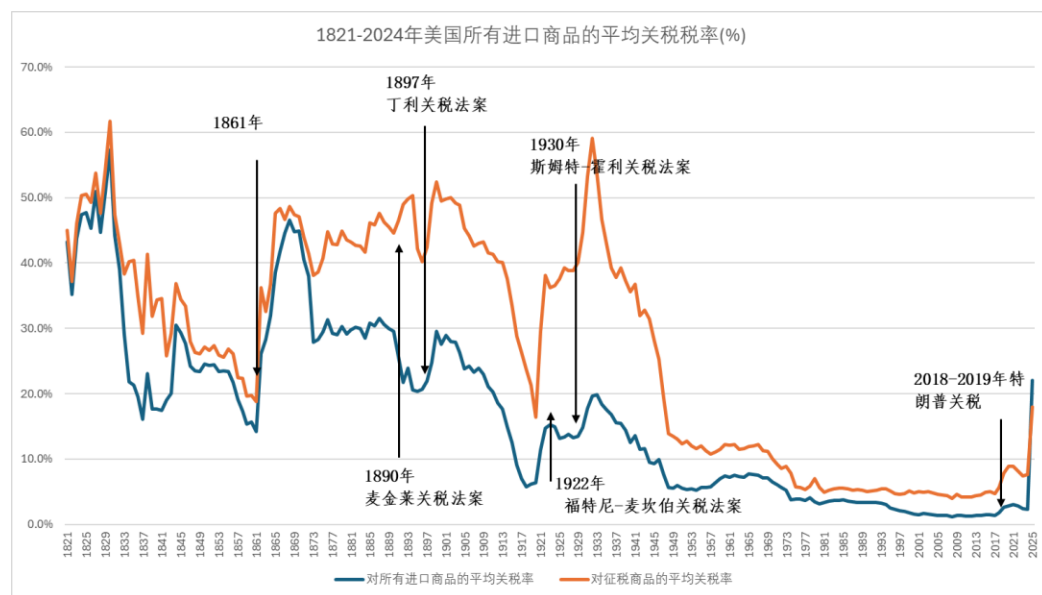
总体来看，一季度中国经济表现较好，政策效果正在显现，且房地产市场也出现回暖迹象。但是值得注意的是，美国“对等关税”于 4 月份落地，对于经济的负面影响没有在一季度显现，反而造成了“抢出口”的正向拉动。由于美国目前对大多数国家实行 90 天的关税豁免，所以短期内转口贸易仍可为出口提供一定支撑。但如果关税问题不能很快缓解，则二季度末以及三季度可能会出现较大的经济压力。我们认为政策对于经济的托底的必要性仍然很强。

政策：特朗普“对等关税”落地，全球不确定性快速上升

4月以来，全球资产价格受特朗普“对等关税”政策的影响下出现剧烈波动，宏观不确定性快速上升。市场普遍认为，美方此次设定关税水平的核心逻辑，是基于与各贸易伙伴的双边贸易逆差情况进行差异化测算，而非采用统一税率标准。由此可以看出，此次政策不仅具有较强的威慑性质，也释放出大量非市场化、地缘政治导向的信号。

如果本轮“对等关税”落地，将推动关税达到美国近百年来最高水平。而我们认为无论最终关税实际落地的比例是多少，逆全球化的进程都在加速。

图表 12：关税达到百年来最高水平

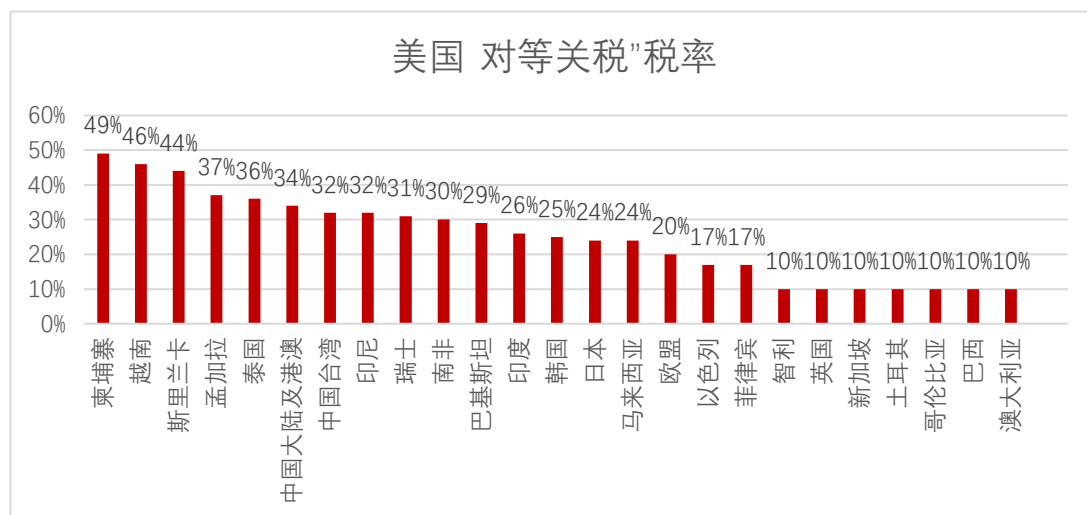


资料来源：PIIE，五矿证券研究所

从具体实施情况来看，美国作为关税措施的主动发起方，其做法体现出“新门罗主义”思维模式。观察各国适用的关税水平，可以发现北美、南美及英国整体税率较低，反映出美国对传统战略同盟和近邻区域的相对豁免态度。而欧洲国家普遍适用约 20% 的关税水平，位于全球中等偏上区间。值得关注的是，最高税率主要集中于以中国为核心的一系列亚洲国家，包括日本、韩国、越南、缅甸和印度，显示出美国此举在地缘政治层面具有明显的针对性及对制造业回流的高压态势。

从战略意图来看，美国试图重新界定其全球影响力边界。在继续将整个美洲地区视为其“战略后院”的同时，对亚洲尤其是东亚新兴经济体的崛起采取遏制姿态，借助高关税壁垒抑制相关国家的产业升级与市场扩张。这种区域性差异化关税策略，不仅体现了其国家安全逻辑对经贸政策的深度渗透，也标志着全球化背景下大国博弈重心的再次转移。

图表 13：4 月 2 日“对等关税”税率



资料来源：白宫，五矿证券研究所

根据我们测算，“对等关税”完全落地将会对美国 CPI 带来 3 个百分点左右的影响。2024 年美国总进口金额为 4.1 万亿美元，本次公布国家进口额约为 2.5 万亿美元。按照此次公布的：对部分国家高关税，对所有国家增收 10% 基本关税的方式计算，2.5 万亿美元的进口中预计关税水平将达到 34%，对 4.1 万亿美元则为 24%。2024 年美国消费总额为 16.27 万亿美元，进口占 25.25%。如果此次新关税完全落地，那么将对这四分之一的进口商品带来 24% 的价格增长，理论上可能推动 CPI 出现约 6% 的增长，而在汇率、出口商降价等因素的影响下，实际对美国 CPI 的影响或在 3% 左右。

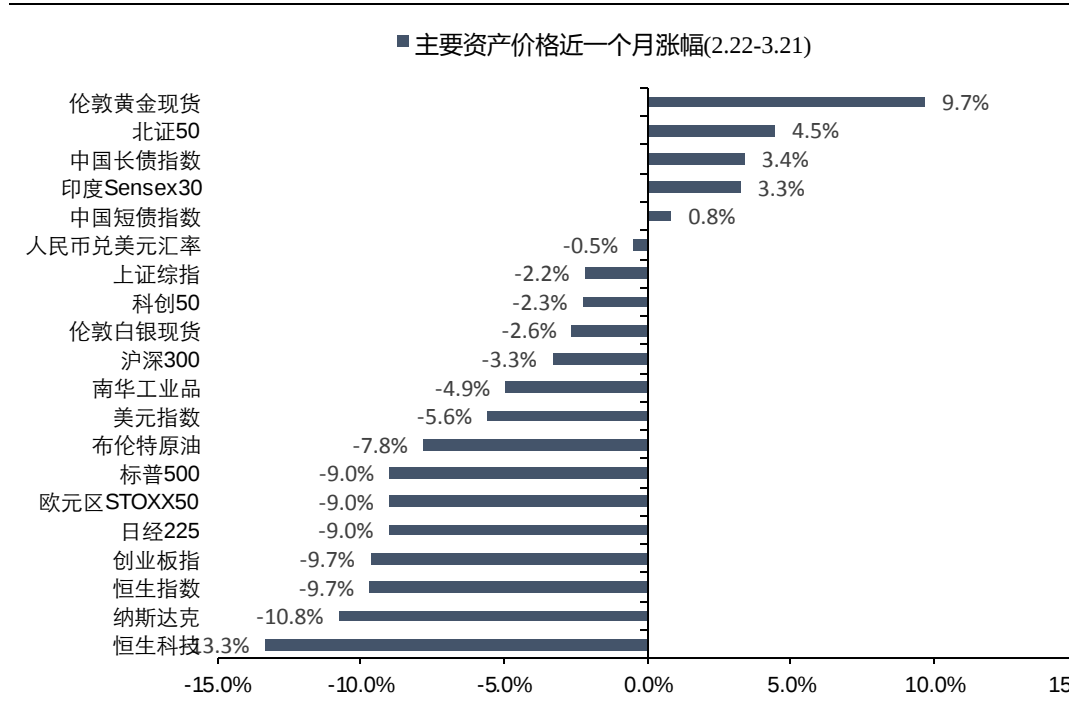
全球不确定性将在未来一段时间内延续。美国对关税实施了 90 天暂停的政策，在接下来的三个月内，美国需要和包括中国在内的主要贸易伙伴达成共识，否则通胀将在供给缺口下快速上升，且美联储的货币政策也难以对其修正。从目前美国的博弈方式和中国、日本、欧盟释放出的信号观察，我们认为大概率要到 90 天的后半段才有可能达成协议。除此之外，同一时间内，美债也将大幅到期，金融稳定以及可控回落的利率水平较为关键。

国内宏观政策储备充分，但或难以完全对冲关税影响。一季度，在关税扰动下，“补库存，抢出口”延续，一季度净出口对 GDP 贡献率达 39.5%，关税抬升或对二季度经济增速带来影响。我们认为，为了应对外部不确定性，货币、财政、外贸和资本市场四个方向。除了“适度宽松”的货币政策和“更加积极”的财政政策以外，外贸和资本能够分别对冲高关税带来的贸易规模缩减及外溢的资产估值冲击。从目前两者进展看，在 4 月 2 日美国“对等关税”落地后，中央率先在 4 月 8-9 日召开了中央周边工作会议，随后 4 月 14-18 日，中央领导人前往东南亚对越南、马来西亚、柬埔寨进行国事访问并达成多项共识。我们认为，在美国关税的高压态势下，中国与临近国家合作将进一步加强，其中包括双边贸易互惠协议的推行。此外，为了应对关税引起的资本市场波动，中央汇金利用央行再贷款工具，发挥了积极的稳定市场的作用。

大类资产：关税冲击下市场波动率大幅提高

美国特朗普政府于4月2日公布的“对等关税”及中国的反制是近一个月来资产价格的核心变动因素。特朗普的关税战及中国的反制引发全球衰退预期，各国股市均大幅下跌。工业金属亦在衰退预期下显著下跌。特朗普政府的政策不确定性也导致全球抛弃美元资产，美元指数没有表现出避险属性，反而大幅下跌。国际秩序的动荡引发黄金大涨。

图表 14：主要资产价格近一个月涨幅



资料来源：Wind，五矿证券研究所

我们仍然看好黄金价格的长期前景。目前主导金价的核心因素已经不是美元利率和美联储表态，而是全球对于美元信用的质疑。在全球风险资产暴跌之际，美元和美国国债均未表现出传统的避险属性，反而双双下跌，反映出市场已经开始质疑美元的国际地位和美国政府的偿债能力。同时，特朗普一度威胁解雇美联储主席鲍威尔，这加重了市场对于美元信用的担忧。这促使新兴市场国家抛售美元储备而转向黄金。我们认为这一趋势远未结束，黄金的长期上涨动力依然非常充足。

黄金的短期催化在于特朗普关税政策以及全球衰退预期。所以如果特朗普在关税问题上做出较大让步而达成与各国的较低关税水平的和解，那么黄金可能会进入阶段性的调整期。但美国“对等关税”造成的国际秩序的裂痕已无法弥合，所以我们认为黄金长期上涨趋势不变。

股市风险尚未消除。在“对等关税”靴子落地后，各国股市都出现了较大幅度的反弹，风险偏好有所恢复。但我们认为近一个月来股票市场的波动主要是源于风险偏好的变化，尚未完全体现经济基本面转弱的预期。如果美国关税问题未能有效很快解决，则对于全球贸易和经济的冲击将会在接下来的几个月内逐步显现，届时各国股票市场可能会受到盈利下调对股价造成的负面影响。同时，由于特朗普政府的政策朝令夕改，导致全球股市波动率明显加大。股票投资需要更加注重风险控制。

中国债券收益率仍有下行空间。目前中美关税战正处于对峙阶段，关税对经济冲击尚不明显，而政策也均有所保留。我们认为随着关税对经济基本面影响逐步显现，央行有望适时降准降息，并推动债券收益率进一步下行。我们看好债券市场的长期表现。

风险提示

- 1、 中国政策力度不及预期；
- 2、 美国关税战持续升级。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区东方路 69 号裕景国际商务广场 A 座 2208 室 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市海淀区首体南路 9 号 4 楼 603 室 邮编：100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
Postcode: 100037