

2025 年 04 月 23 日

资本侵蚀下，美国政策路径推衍及中国资产应对

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

曹晋（联系人）

caojin1@kysec.cn

证书编号：S0790124080011

● 从关税对贸易影响，到“为何用关税”、“还会用什么”

近期全球资产价格波动缓和，是否代表关税最悲观的预期已释放？我们认为不是，关税是手段也是目的，并服务于美国多个改革目标，当前缓和是对谈判走势的无头绪。当前，厘清“往何处去”（即美国核心利益诉求）比关税影响更重要。本文从美元的全球流动机制、及【美国海外净负债/美国名义 GDP】展开，量化了海外净负债对美国经济的负面影响，力求提供一个更体系的视角，帮助理解特朗普政府为何如此激进地推动美国改革，以及未来的政策路径推衍。

● 美国长期贸易逆差的代价：资本侵蚀下，经济产出外流

1、被忽视的美国金融账户风险。大家都认为贸易赤字和制造业回流是特朗普开启关税的核心目的，但在我们更深入的研究下，更深层次的原因是资本侵蚀、及其驱动的美国经济产出的对外流失。鉴于市场对关税和特朗普行为的过度聚焦，我们认为，市场可能低估了该问题的严重性和美国可能采取的行动，以及美元资产潜在的折价和违约风险。

2、美国版资本侵蚀对美国的影响有多大？2024 年底，美国对外净负债约 26.2 万亿美元，占名义 GDP 89.8%。以回报率 5%计，相当于美国经济总产出中 4.5% 流向非美投资者。美国本土获得的产出增速约 4.39%，拖累约-0.89%。

我们认为该指标反映了美元资产的信用风险显著提升。分配视角：海外净负债的高占比，使经济产出严重外流；经济增长视角：外流资产收益，难以转化为消费和投资，拖累本土经济增长；偿债主体视角：面对高偿付成本，消费和偿债主体不一致导致违约可能性提升（政党变更、前人消费、后人偿债等）。

● 关税幕帘下，美国的改革路径推衍

1、特朗普 2.0 的核心目标及路径。经拆解美国海外净负债结构，我们判断：（1）为缩减海外净负债，缩减贸易赤字具有更高优先级，预计会延续较高的分级关税，制造业回流是对本土产出缺口的配套政策。（2）通过极不合理的关税水平极限施压，谋求各国增加对美订单、推动美元贬值、增加对美生产性投资等条件。

2、美联储决策框架对特朗普行为的影响。特朗普施压美联储应，究竟意味着对经济和金融资产的重视、还是对公众注意力的转移？我们认为大概率是后者，这隐含一个推论，特朗普团队对激进方案的思想包袱较小。

● 配置建议

大类资产配置：（1）回避美元资产风险。资金供给端变数较大，定价难度提升。（2）**2 个品种的增量逻辑：黄金&军工。**黄金短期需求侧增量逻辑清晰，长期走势取决于新国际货币体系的可能性；军工的内需属性提供防御价值，逆全球化趋势下军贸需求有望提供新增长极。（3）**贸易壁垒受损较小的初级产品。**

国内配置：内需消费+科技“自主可控+国产替代”+出口细分龙头和对欧出海的结构机会。

● **风险提示：**海内外政策超预期、全球流动性及地缘政治、定量模型预测性有限。

相关研究报告

《关税影响下的配置思路—投资策略专题》-2025.4.13

《美“对等关税”下策略视角的应对思路—投资策略点评》-2025.4.3

《自由现金流指数：更重视质量的红利优化方向—投资策略专题》-2025.3.30

目 录

1、从关税对贸易影响，“为何用关税”、“还会用什么”	3
2、美国长期贸易逆差的代价：资本侵蚀下，经济产出外流	4
2.1、被忽视的美国金融账户风险	4
2.2、美国版资本侵蚀——海外净负债占比	6
3、关税幕帘下，美国的改革路径推衍	9
3.1、特朗普 2.0 的核心目标及路径	9
3.2、美联储决策路径对特朗普行为的影响	10
4、配置建议	12
5、风险提示	13

图表目录

图 1：当前美元的流动机制下，美国消除贸易赤字会影响非美国国家对美元资产的需求	5
图 2：美国国际收支中，经常账户与金融账户呈反相关	5
图 3：美国国际收支头寸结构	7
图 4：美国海外净负债规模陡升至历史高位	7
图 5：2024 年美国本土的 GDP 增速受显著拖累	7
图 6：影响本国居民在名义 GDP 中分配额增速的 2 个关键因素—— Δ 海外净负债占比、资产回报率	7
图 7：海外净负债中，以直接投资和证券投资为主	8
图 8：美国海外总负债，股票在美股占比创历史高点	8
图 9：从海外净负债看美国的谈判路径：关税+汇率+金融资产转向生产性投资	10
图 10：美国通胀数据下行、失业率维持低位	11
图 11：关税后，美国消费信心下降、通胀预期抬升	11

1、从关税对贸易影响，“为何用关税”、“还会用什么”

近期全球资产价格波动缓和，是否代表关税最悲观的预期已经释放？

我们认为不是，关税是手段也是目的，同时服务于美国多个改革目标，当前的波动缓和体现的是对谈判走势的无头绪、迷茫。从定价视角来看，厘清“往何处去”（即美国的核心利益诉求）比关税影响更重要，如果不知道靶心在哪里，就无法判断哪些行为是核心诉求、哪些是烟雾弹。

值得注意的是，相较于特朗普 1.0 时期的中美贸易摩擦，当前美国经济自身的问题更突出。本文从美元的全球流动机制，以及 1 个具有较高观测价值的指标【美国海外净负债/美国名义 GDP】展开，量化了资本侵蚀对美国经济的负面影响，力求提供一个更体系的视角，帮助理解特朗普政府为何如此激进地推动美国改革，以及未来的政策路径推衍。

本届美国政府的多利益诉求存在矛盾性和反复性，如果割裂地逐一分析，难以辨析核心诉求，也就无从界定其行为边界。

比如，在美国低失业率高人工成本的背景下，为何执意以供应链安全为由，即使可能降低受益于全球产业链的企业利润，推动制造业回流？明知对经济、资产价格稳定会带来较大负面冲击，为何要掀起如此烈度的关税壁垒？又为何冒美元信用风险，提出海湖庄园协议中的“海外投资者债务置换”方案？

这种过度聚焦可能忽略底层一些根本性、趋势性的利害关系变化，从而错过资产核心定价逻辑的变化。比如，什么原因促使美国如此激进地全面改革？当前美国政策目标体系中的核心诉求是什么？此次是否是一个契机，翻开全球贸易体系和国际货币体系的新篇章？

2、美国长期贸易逆差的代价：资本侵蚀下，经济产出外流

2.1、被忽视的美国金融账户风险

大家都认为贸易赤字和制造业回流是特朗普开启关税的核心目的，但是我们更深入的研究下，更深层次的原因或是资本侵蚀。

特朗普在征收关税时，援引了 1977 年《国际经济紧急状态权力法》(IEEPA)，该法案允许美国总统在国家紧急状态下立即对贸易伙伴征收关税。为使用该法律，特朗普政府以“巨大且持续的年度美国商品贸易逆差所反映的情况引发了国家安全和经济安全担忧”为由，宣布进入国家紧急状态。

商品贸易逆差究竟给美国带来了怎样的安全担忧？关税又会带来哪些改变？

(1) 对于第 1 个问题：首先得厘清“双赤字+金融账户顺差”下美元全球流动机制的本质，以及美国的得与失。

美元全球流动机制的本质，是以美元为媒介，用美国资产的所有权（金融账户顺差）交换实物商品（贸易逆差）。该体系下，美国得到实物商品、企业的高利润率，代价是转移部分资产的所有权、本土的制造业外迁。

市场普遍认识到，安全担忧的一方面来自于供应链的安全性，但必要性似乎不足以发起如此级别的关税。从可行性来看，低失业率+高人工成本的背景并不利于制造业回流，且可能损害苹果、可口可乐等企业得益于全球供应链的高利润率。从动机来看，在美国挑起关税前，除了突发性公共事件 COVID 疫情外，并无以贸易保护为目的的国家行为主动危及过美国供应链。

易被忽略的安全担忧是：非美国国家持有的美元资产越多，从美国未来经济产出中获得的分配比例越大，硬币的另一面是——美国本土分到的蛋糕在变小。

在美国以美元换取实物商品（贸易逆差）的同时，由于非结算货币国的外汇储备投资需求，衍生出非美国国家的美元资产配置需求，形成美国金融账户的顺差。金融顺差及资本利得构成了非美投资者所持有的美元资产，但本质上都是负债，是以未来的资产收入分配权交换当期的实物商品。

(2) 对于第 2 个问题：市场普遍认识到，关税可以兼顾美国财政、贸易失衡和制造业回流等多目标，也清晰认识到对通胀、供应链和资产价格稳定的负面冲击。

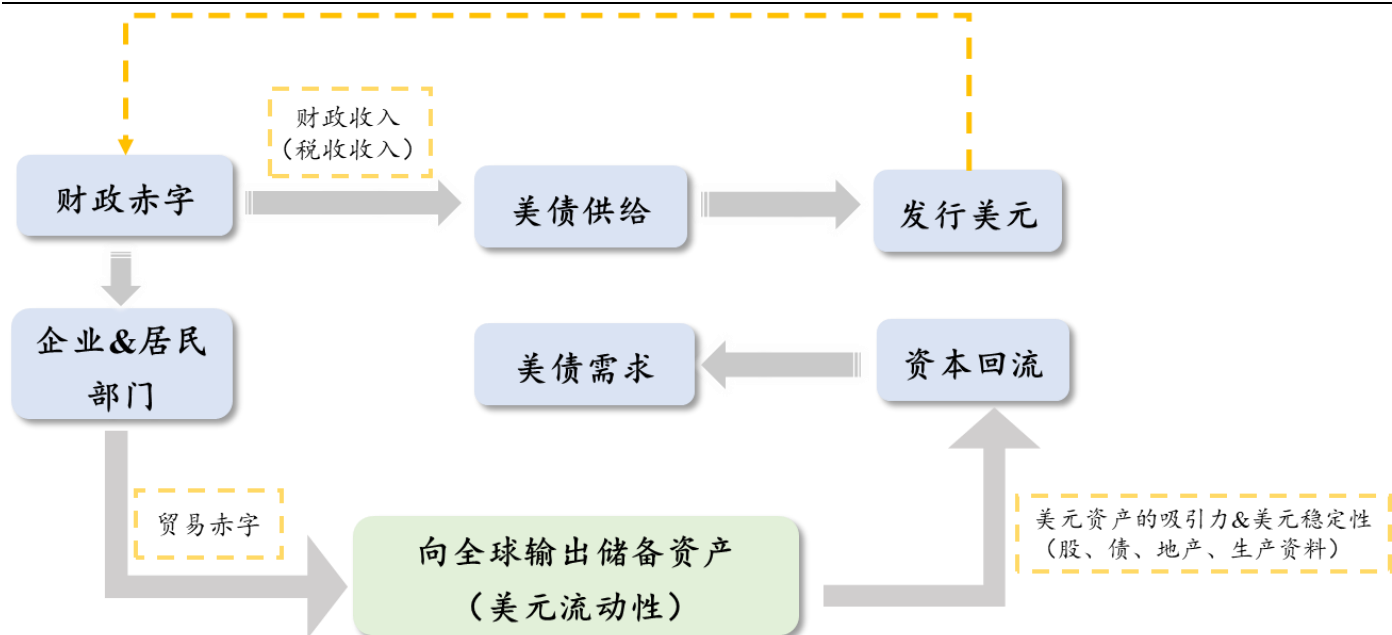
但在上述影响外，我们认为，关税于美国本国而言，代价还包括冲击美元的储备货币地位。特朗普试图缩减贸易逆差，并要求非美国国家增加对美投资，但同样会导致非美国国家通过贸易获取美元的路径失效，其衍生后果是，非美国国家将丧失充裕的流动性来形成美元资产配置需求，进而冲击美元的储备货币地位。

综合上述两个问题，我们判断，美国贸易改革的核心驱动力或来自于金融账户，体现为由过剩的美元流动性和贸易逆差所引发的，美国经济产出的对外流失趋势日渐加速、与隐有失控的迹象。

鉴于市场对关税影响和特朗普行为的过度聚焦，我们认为，市场可能轻视了当

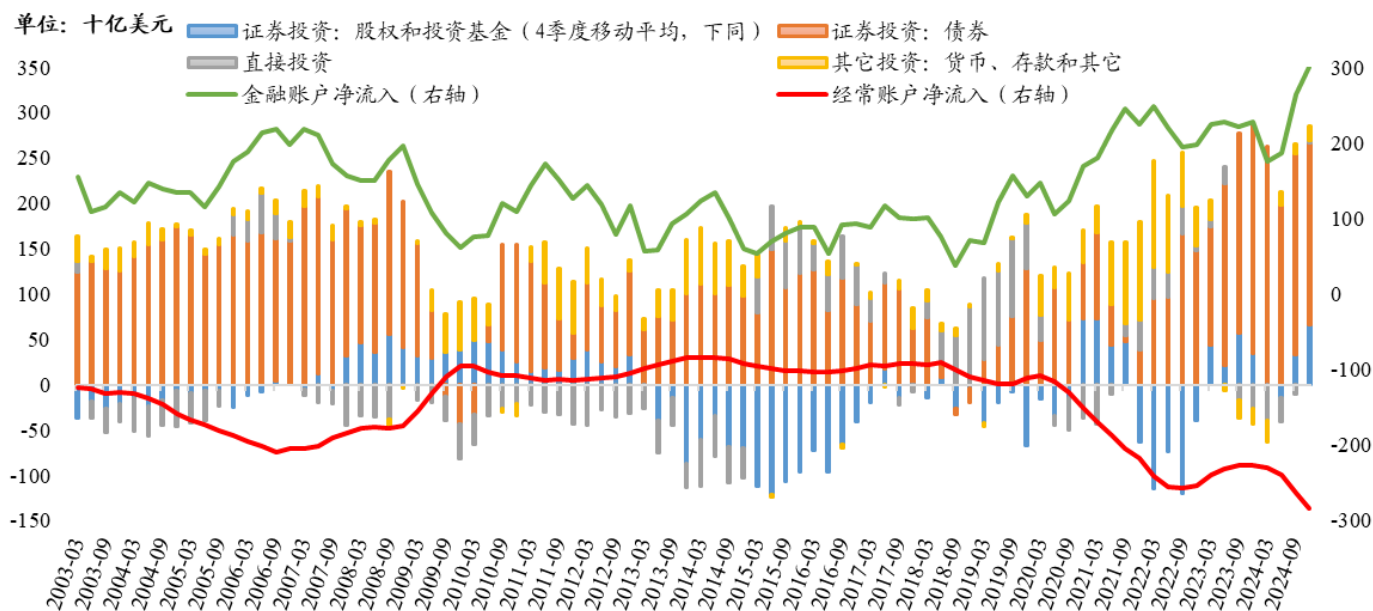
前和未来较长一段时间内，美元资产潜在的折价和违约风险。

图1：当前美元的流动机制下，美国消除贸易赤字会影响非美国国家对美元资产的需求



资料来源：开源证券研究所

图2：美国国际收支中，经常账户与金融账户呈反相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、美国版资本侵蚀——海外净负债占比

资本侵蚀对美国的影响有多大？我们采用了指标【美国海外净负债/美国名义 GDP】（下称美国海外净负债占比）来衡量，并量化了对美国本土产出分配的影响程度。

截至 2024 年底，美国对外净负债约为 26.23 万亿美元（不计储备资产），占美国 2024 年 GDP 比重约 89.88%，这是 1971 年布雷顿森林体系解体以来的历史最高水平（2000 年仅 14.99%）。

我们认为该指标反映了美元资产的信用风险显著提升：其一，分配视角下，海外净负债的高占比，使得经济产出的外流严重；其二，经济增长视角下，以增值目的资产收益，难以转化为消费和投资，拖累美国本土经济增长；其三，偿债主体视角下，面对高偿付成本，消费和偿债主体不一致导致偿付意愿下降（政党变更、前人消费、后人偿债等）。具体来看：

（1）分配视角：我们将美国名义 GDP 拆分为本土和海外两部分，3 个关键因素影响美国本土在经济总产出的分配量——海外净负债占比、资产投资回报率、海外净负债占比的环比增速。其一，当前美国海外净负债占比已处于历史高位，宏观层面看美国经济产出的外流变得严重，并拖累未来经济发展；其二，由于 2018 年后该占比的环比增速非常高，对美国本土实得总产出的增速拖累显著。

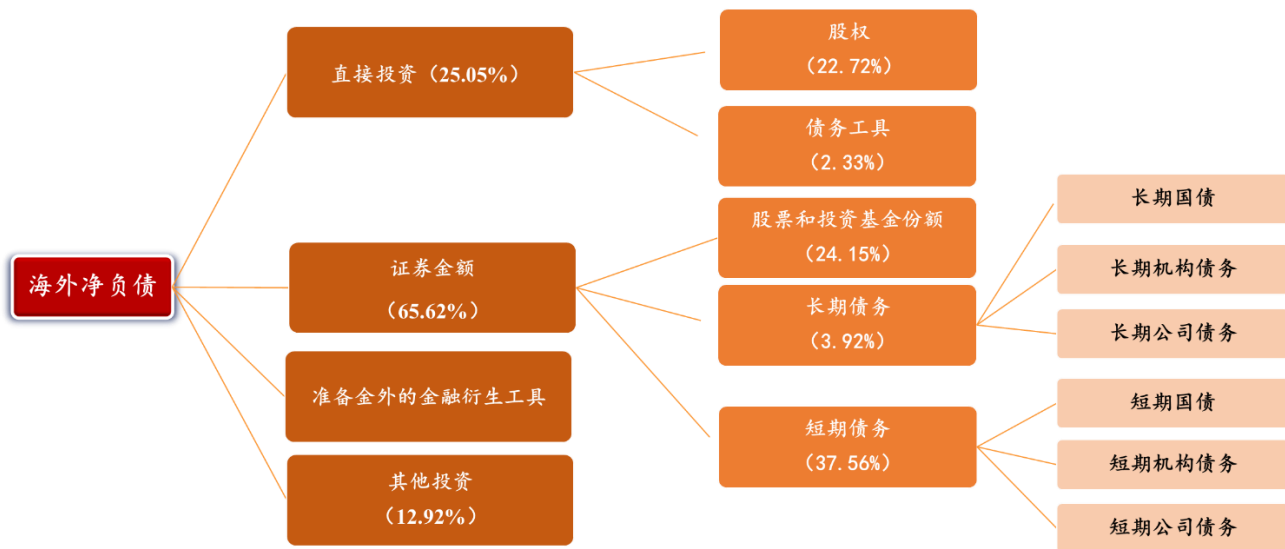
具体来看：

自上而下看，美国海外净负债占比和资产回报率越高，意味着非美投资者从经济增长中切走的蛋糕越大。以 2024 年底为例，若在 5% 的资产回报率水平下，相当于美国名义 GDP 中的 4.49%（美国海外净负债占比*资产回报率：89.88%*5%）将净流向非美投资者。当投资回报率增长时，美国年产出中流向海外投资者的比例是呈线性增长的。

自下而上看，获得感的视角通常是微观而具体的，将名义 GDP 增速视作美国本土的收入增长情况，**海外净负债占比的环比增速和资产回报率越高，美国本土当年的收入增长所受拖累越大。**2024 年美国名义 GDP 增速约 5.28%，剔除被海外投资者拿走的份额后，美国本土收入增速约 4.39%（计算同比时，基数也相应剔除，资产回报率仍为 5%），拖累约-0.89%。当投资回报率增长时，对本土收入增速的拖累是近似线性的。

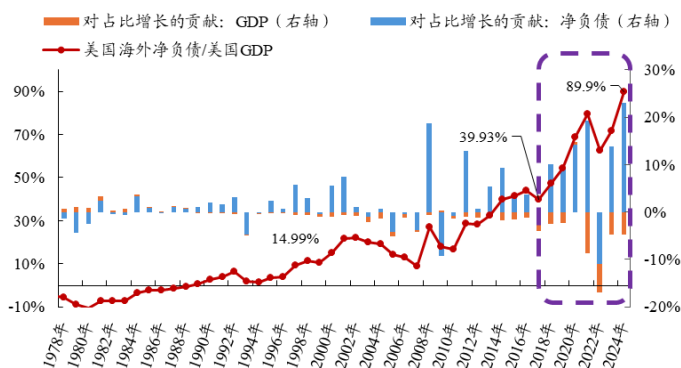
从增长趋势及影响来看，美国海外净负债占比在 2018 年后陡峭攀升，隐有难以控制的迹象。2000 年-2017 年美国海外净负债占比的年均增速约 1.14%，而 2018 年-2024 年均增速升至 7.14%，对美国本土获得名义总产出增速的压制较为显著，2018 年后的影响中位数为-0.45%。

图3：美国国际收支头寸结构



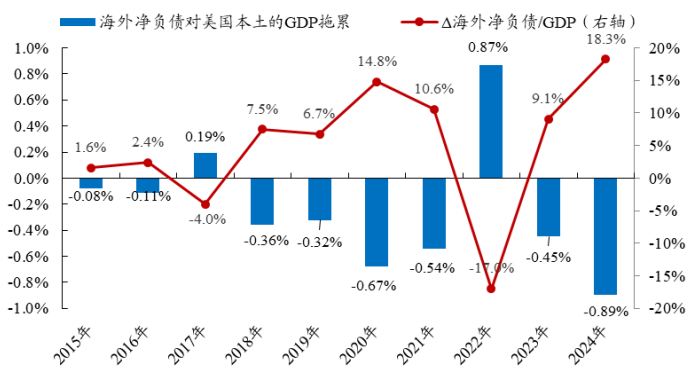
资料来源：开源证券研究所

图4：美国海外净负债规模陡升至历史高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年美国本土的GDP增速受显著拖累



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：影响本国居民在名义GDP中分配额增速的2个关键因素——Δ海外净负债占比、资产回报率

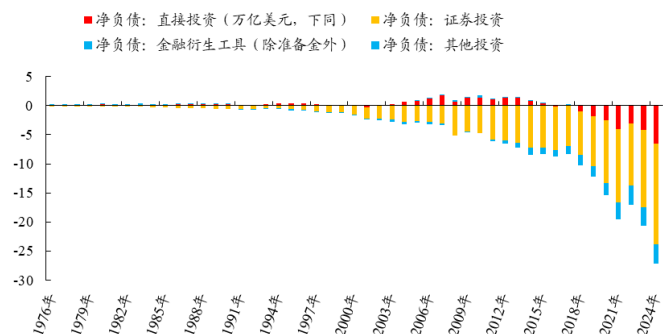
$$\begin{aligned}
 & \text{本国居民在名义GDP中分配额的增速} = \frac{\left[1 - \text{投资回报率} \times \text{海外净负债占比}_{t_1} \right] \times \text{名义GDP}_{t_1}}{\left[1 - \text{投资回报率} \times \text{海外净负债占比}_{t_0} \right] \times \text{名义GDP}_{t_0}} - 1 \\
 & = \frac{\text{名义GDP}_{t_1}}{\text{名义GDP}_{t_0}} \times \frac{\left[1 - \text{投资回报率} \times \left(\text{海外净负债占比}_{t_0} - \text{海外净负债占比}_{t_1} \right) \right]}{\left[1 - \text{投资回报率} \times \text{海外净负债占比}_{t_0} \right]}
 \end{aligned}$$

资料来源：开源证券研究所

(2) 经济拉动视角：海外净负债中以证券投资为主，获取收益但对美国本土的消费和投资再投入不足。2024 年美国海外净负债中，证券投资占比约 63.42%，由于非美投资者持有证券以增值为主要目的，相较于本土投资者，对美国本土形成投资和消费拉动效应较低。

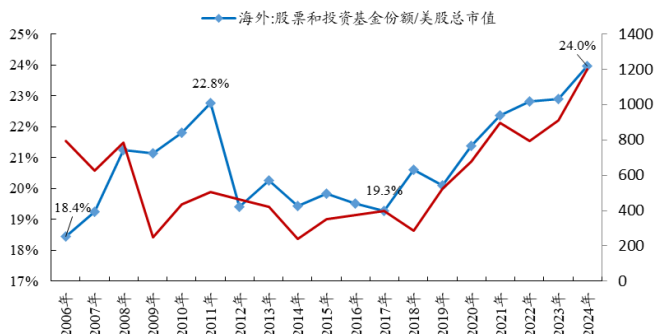
(3) 偿债意愿：当消费和偿付主体发生变更(政党更迭；前人消费、后人偿债)，美国或因高偿付代价，采取隐性违约、或非经济手段强制缩减海外净负债。美国海外净负债的根源是贸易逆差形成的他国外汇储备，即前人使用后辈的资产分配权来获取当期的实物收益，这种不对称的架构使得偿付代价超过某一阈值时，信用风险陡然增加。

图7：海外净负债中，以直接投资和证券投资为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国海外总负债，股票在美股占比创历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、关税幕帘下，美国的改革路径推衍

3.1、特朗普 2.0 的核心目标及路径

综合章节 2 对美元流动机制问题和海外净负债的负面影响，我们认为，当前市场或低估了美国长期贸易逆差形成的“非美资本侵蚀”，美国有足够的动机、且特朗普团队亦有足够强的执行欲望，采取激进、冒险的方式改变当前的“双赤字+金融账户顺差”局面。

通过拆解美国海外净负债指标的结构，我们判断：（1）为限制海外净负债进一步增长，缩减贸易赤字具有更高优先级，预计美国在长时间内继续执行较高水平的分级关税，促进制造业回流是针对本土产出缺口的配套政策。（2）4 月 2 日极不合理的关税水平，目的在于极限施压和谋取谈判筹码，核心目的在于各国增加对美订单、美元贬值、增加对美生产性投资等，从而减缓受到的资本侵蚀。

具体而言：

（1）海外净负债——增量：缩减贸易赤字具备较高优先级，关税水平取决于各国对其他方案的谈判结果，促进制造业回流是降低对外部供应链的依赖，作为填补本国产出缺口的配套政策。

会采取哪些方案降低贸易逆差？关税同时利于美国诸多目标，后续可能结合价格调整、要求增加对美订单等方式。

特朗普视角内，美国的关税政策符合当前美国诸多改革目标的短期利益：其一，增加财政收入，改善财政收支和缓解债务负担；其二，改善贸易失衡；其三，促进美国制造业回流。

最终关税水平如何？结合特朗普第一任总统任期内，对中国加征 20%关税并未引起美国国内通胀的大幅上升，我们判断，特朗普政府对预设的最终关税水平较为大胆。

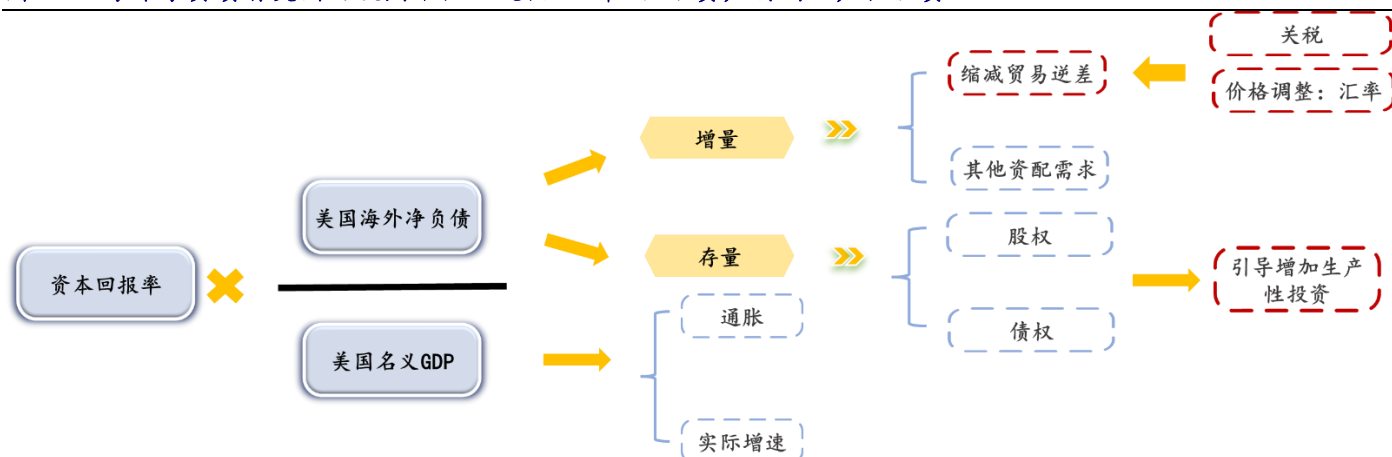
我们判断，除非其他方案谈判推动顺利，否则迫于缩减贸易逆差的压力，最终或采用较高水平的分级关税。最高档税率或在 30%-40%区间，多数国家或面临至少 10-20%的普遍关税。

此外，美国 4 月 2 日对多国提出的极不合理关税水平，或是特朗普政府的谈判筹码，以谋取在其他问题的谈判空间。要求增加对美订单、以及引导美元贬值都会作为美国政府当前考虑的主要手段。

（2）海外净负债——存量：对非美投资者持有的美国资产，或要求从金融资产转向生产性投资。生产线投资显著有别于持有金融资产的在于，能够创造就业、拉动本土居民收入。

（3）名义 GDP 增速：通过拉动美国经济增长，提高通胀容忍度，消化海外净负债。由于对通胀容忍度的主动权并不在白宫，且这个是美国内部决策机制，我们判断特朗普对该方向的期望有限。

图9：从海外净负债看美国的谈判路径：关税+汇率+金融资产转向生产性投资



资料来源：开源证券研究所

3.2、美联储决策路径对特朗普行为的影响

特朗普上任以来，频频施压美联储应采取行动降息，究竟意味着对经济和资产价格表现的重视、还是意图转移公众关注点？我们认为大概率是后者，这隐含了一个推论，对当前正在进行的改革，特朗普团队对采取激进方案的思想包袱较小。

需关注 2 个问题：美联储是否具备充足的行动动机？以及能否消除当前市场的不确定性？

(1) 针对第 1 个问题：金融资产不引发系统性金融风险的前提下，不会改变就业和通胀的目标。基于美联储的货币政策决策框架，第一优先级目标是“促进美国经济的最大就业、稳定物价和适度的长期利率”，其次才是“促进金融体系的稳定”。

这意味着在金融资产不引发系统性金融风险的前提下，不会改变就业和通胀的目标。现实和预期来看，当前经济条件不支持美联储转变立场，一方面就业市场仍较为稳定，另一方面在较高的政策不确定下，美国消费信心走低、通胀预期快速攀升。

(2) 针对第 2 个问题：降息也难改局势，当前对美元资产悲观的根源来自于改革对宏观稳态和资产定价体系的破坏，以及美元资产的信用风险，而非源于货币政策。

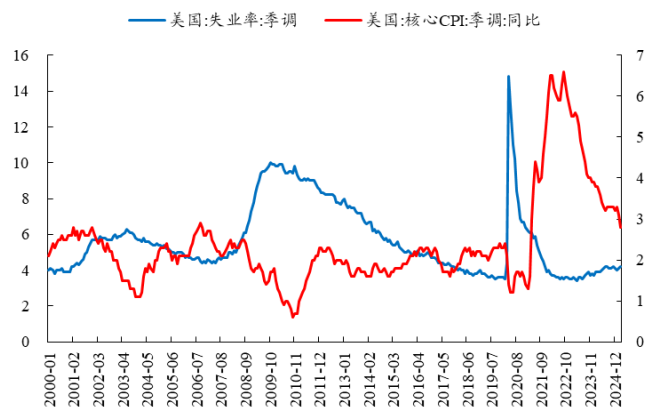
此外，部分投资者持有一个观点：美联储会因美国金融市场风险采取临时措施，我们认为该观点本身就隐含了一个前提假设——美元资产或美国经济会在短期受到剧烈的冲击。

(3) 在特朗普团队当前的目标优先级中，实现贸易、财政等改革的利益诉求或重于经济和资产价格的稳定性，尤其在有明确的转移关注对象时，其行为会更激进。从特朗普第一任期经验来看，尤其在其他系统可以作为特朗普的“注意力转移”对象时，对经济和资产价格波动的容忍度更高，会通过激进手段传达其强硬的政策态

度、谋求政治利益。

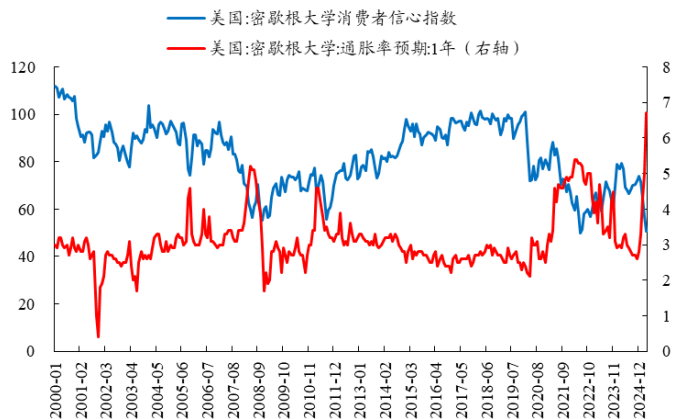
例如 2018 年 12 月，在中美关税对美股造成显著负向冲击略有缓和后，由于特朗普未能和国会民主党议员就再拨款 50 亿美元用于修建边境墙达成共识，恰逢 12 月 19 日美联储在年内第 4 次加息（特朗普年内多次表达不满），美国联邦政府在一年内第 3 次开始停摆，并创下 35 天的最长停摆时间记录。2018 年 12 月 3 日-12 月 24 日期间，美国三大指数平均跌幅达 15%

图10：美国通胀数据下行、失业率维持低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：关税后，美国消费信心下降、通胀预期抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、配置建议

基于上述视角，美方挑起的贸易保护主义或是未来一段时期的基准情形，短期内关税谈判方案、及对全球贸易格局和国际货币体系的潜在变数较大。在大类资产配置方面：

（1）建议回避美元资产风险

其一，资金供给端存在较大变数，包括美元资产配置需求、海外净负债受政策强制约束风险增加。前文章节 2.1 和 3.1 中提及，美国在贸易方面改革，可能扭转非美投资者对美元资产配置需求。同时，海湖庄园协议中提及的“对海外投资者持有美债置换”，以及对俄罗斯境外资产被冻结的前车之鉴，关税施压下，或对海外持有的美元资产用途提出更具体的要求；

其二，在美国改革的不确定性下，美元资产在定价上的难度提升。一方面来自美国政府债务解决方案中的信用风险；另一方面，全球贸易格局和供应链变化对企业的业绩冲击测算难度较大，在 2 季度才能初步得到数据验证，另有备货、订单取消、调价传导等影响下，3-4 季度业绩跟踪的指引意义或较强。

（2）重视 2 个品种的增量逻辑——黄金&军工

黄金：短期需求侧增量逻辑清晰，中长期取决于新国际货币体系的可能性。对于黄金的短期需求，一方面来自对美元资产信用的“跷跷板效应”；另一方面源自各国为可能的新国际货币体系增加谈判筹码。此外，价格层面受美元贬值预期，短期利好黄金价格上行。

我们认为，美国贸易赤字减少后，挑战之一是非美国国家将如何获取外汇储备。同时，在美国海外净负债造成的经济产出外流压力下，美国对改变当前货币体系亦有诉求。

长期来看，金本位的本质是货币制度的退化，无论本次是否是新货币体系的契机，以美国为主的多边贸易谈判方案确定为观测点，当各国不在具备以黄金为谈判筹码的诉求，或为较明确的调整时机。

军工：关税冲击下内需属性提供防御价值，逆全球化趋势下军贸需求有望提供新增长极。一方面，军工行业的内需属性稳固，抵御关税冲击的；另一方面，在贸易壁垒抬升背景下，单纯经济谈判或难达成利益一致，各国为维持军事威慑增加军费开支的预期升温。

（3）关注贸易壁垒受损较小的初级产品（未加工或略作加工的产品）。一方面，战略稀缺型资源受关税豁免、出口管制的可能性大，企业受益于议价权提升；另一方面，关税冲击下，低附加值产品达成贸易协议的概率更高，如特朗普第一任期内对美的能源和农产品订单。

国内权益方面，坚持“以我为主”，短期提高政策预期，以“内需消费”为对冲关税冲击和转型“内循环”的政策交集，以“科技成长”为经济的增量主线。重视内需政策线索：其一，现有政策加码（两新侧重消费品、生育补贴），其二，收入性政策（养老、医保+初次的收入分配——劳动工资）。

（1）内需：预计全年股价上行空间高于红利资产，作为“内循环”和对冲关税冲击的政策交集，政策的确定性更高。关注新消费的业绩弹性和传统消费中稳业绩、低估值品种。

（2）科技：“自主可控+国产替代”。

（3）出口&出海：关注细分龙头的抗风险性，一方面加强建设中国主导的自由贸易区，另一方面，政策引导部分产业出口转内销。关注出海结构性机会，中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）及小品类出海（如零食等）。

5、风险提示

海内外政策风险放大市场波动；

全球流动性及地缘政治恶化风险；

定量分析模型基于历史数据，不能代表未来。

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn