

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《宽松的货币政策择何时?》 -
2025.04.06

宏观研究

出口可能出现的变化及应对

● 核心观点

(1) 美国对等关税对我国出口产生较为明显影响

直接效应：此次美国对等关税额外加征 34% 税率，截至目前今年累计加征关税幅度为 54%，假设其他条件不变，我国对美国出口增速或回落 38.88%-49.68%，基本呈现断崖式下降。考虑我国对美国出口在我国总出口中占比 15% 左右，且假设我国对其他国家出口暂不发生显著变化，则会导致我国出口增速回落 5.8-7.5 个百分点。鉴于需求并非完全缺乏弹性，加征的关税并非完全转嫁给消费者，按照加征关税税率等比例提高出口价格，或在一定程度上高估加征关税对我国出口的影响。

间接效应：柬埔寨、越南、泰国、印度尼西亚、印度、马来西亚对我国产业链存在较高依赖，亦成为我国转出口的重要国家，而美国对以上国家加征对等关税，亦会对我国向其出口中间品产生影响。基于此分析，美国对以上国家加征对等关税后，或间接影响我国总出口下降 0.51 个百分点。

综上，假设其他条件不变，美国本轮加征关税或导致我国出口增速下降 6.3-8 个百分点。

(2) 后续出口可能的演绎和应对

预期一：考虑美国对全球无差别加征关税，美国经济不确定性或进一步演化，不排除美国特朗普基于美国经济自身考虑，调整对等关税政策，甚至重新定调中美关系，或降低中美贸易不确定性。若此情形兑现，美国对从我国进口商品关税或重新调整，我国出口或好于前文预期。

预期二：非美国国家加强合作，部分对冲我国对美国出口增速的回落。

预期三：为确保经济平稳增长，外需不确定性上升对应内需增长动能的提升，实现内外需动能切换，重点关注基建投资与消费协同发力、降准降息的落地，其中，投资方向或集中于“两重”和人工智能基础设施投资等新方向；若美元走弱符合预期，或国内扩内需政策效果兑现，二季度至少降息 10bp 的概率接近 100%，至少降息 15bp 的概率为 45.8%（详见报告《宽松的货币政策择何时?》）。此外，不排除财政动用储备政策，直接对冲出口产业链的负面影响。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 美国加征关税对我国出口的直接影响分析	5
1.1 总量视角：我国对美国出口价格弹性系数为-0.92	5
1.2 行业视角：我国对美国出口价格弹性系数为-0.72	5
2 美国加征关税对我国转出口的间接影响分析	6
3 我国对美加征关税对我国通胀的影响整体可控	9
4 后续出口可能的演绎和应对	11
4.1 美国对等关税对我国出口产生较为明显影响	11
4.2 后续出口可能的演绎和应对	11
风险提示	14

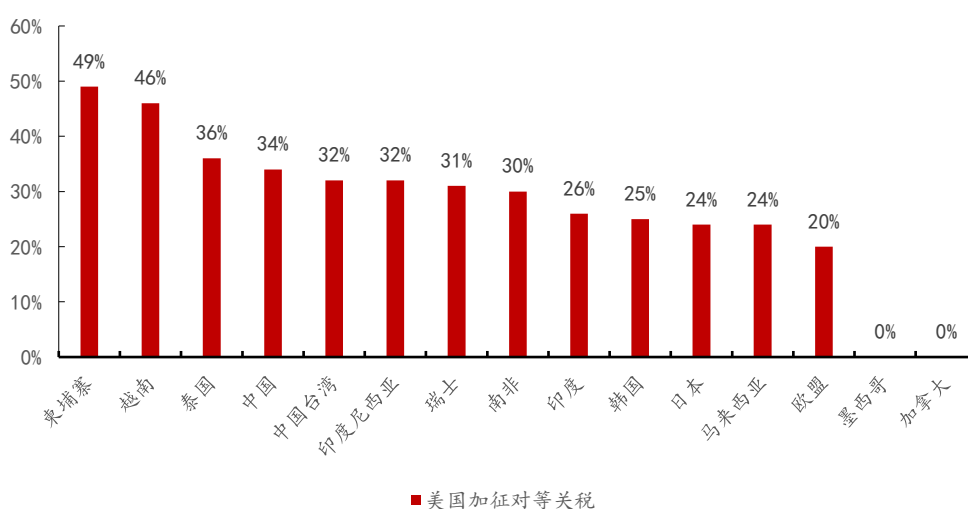
图表目录

图表 1: 美国对部分经济体加征对等关税	4
图表 2: HS2 分类下行业出口价格弹性	6
图表 3: 柬埔寨对美国出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	7
图表 4: 越南对美国商品出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	7
图表 5: 泰国对美国出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	8
图表 6: 印度尼西亚对美国商品出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	8
图表 7: 印度对美国出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	8
图表 8: 马来西亚对美国商品出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)	8
图表 9: 美国加征对东盟主要经济体加征对等关税对我国转出口的间接影响	8
图表 10: 我国从美国进口在我国总进口占比相对较小	9
图表 11: 我国从美国进口分项情况	10
图表 12: 我国从美国进口分项的依赖度	10

北京时间4月3日，特朗普依据 IEEPA（国际紧急经济权力法）宣布对等关税，将于美东时间4月5日 00:01 生效对全球额外加 10% 的基准关税，4月9日 00:01 生效对等关税。具体如下：一是对全球贸易伙伴普遍加征基准关税 10%；二是对特定国家加征更高关税，税率从 10%-49% 不等；三是结束了对小额进口（低于 800 美元）关税的豁免。

北京时间4月4日，我国针对美国对等关税政策采取了一系列反制措施，具体如下：一是自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税；二是商务部会同海关总署发布关于对钐、钇、铽、镱、镨、铕、钆等 7 类中重稀土相关物项实施出口管制措施的公告，并于发布之日起正式实施；三是商务部发布公告决定将 16 家美国实体列入出口管制管控名单，禁止对其出口两用物项；四是商务部发布不可靠实体清单工作机制关于将斯凯迪奥公司等 11 家美国企业列入不可靠实体清单的公告；五是商务部决定自 2025 年 4 月 4 日起对进口医用 CT 球管进行产业竞争力调查，对原产于美国、印度的进口相关医用 CT 球管进行反倾销立案调查；六是由于相关进口产品存在检验检疫问题，海关总署决定暂停 1 家美国涉事企业高粱输华资质，3 家美国涉事企业禽肉骨粉输华资质，并暂停 2 家美国涉事企业禽肉产品输华。

图表1：美国对部分经济体加征对等关税



资料来源：USITC，中邮证券研究所

1 美国加征关税对我国出口的直接影响分析

1.1 总量视角：我国对美国出口价格弹性系数为-0.92

为了量化美国对我国加征关税的影响，假设其他因素影响不变，重点考察出口价格、人民币汇率对出口的影响。在此基础上，构建我国出口量与出口价格指数的回归模型，估算我国出口量对出口价格的弹性系数。具体公式如下：

$$Q_t = C + \theta \times P_t + \beta \times \pi_t + \varepsilon$$

其中， Q 表示出口数量，指标为出口数量价格指数； P 表示出口价格，指标为出口价格总指数； π 表示美元兑人民币汇率；系数 θ 表示我国出口价格弹性。以上指标数据均来源于 wind 数据库。采用 2016 年 1 月—2024 年 12 月的月度数据。

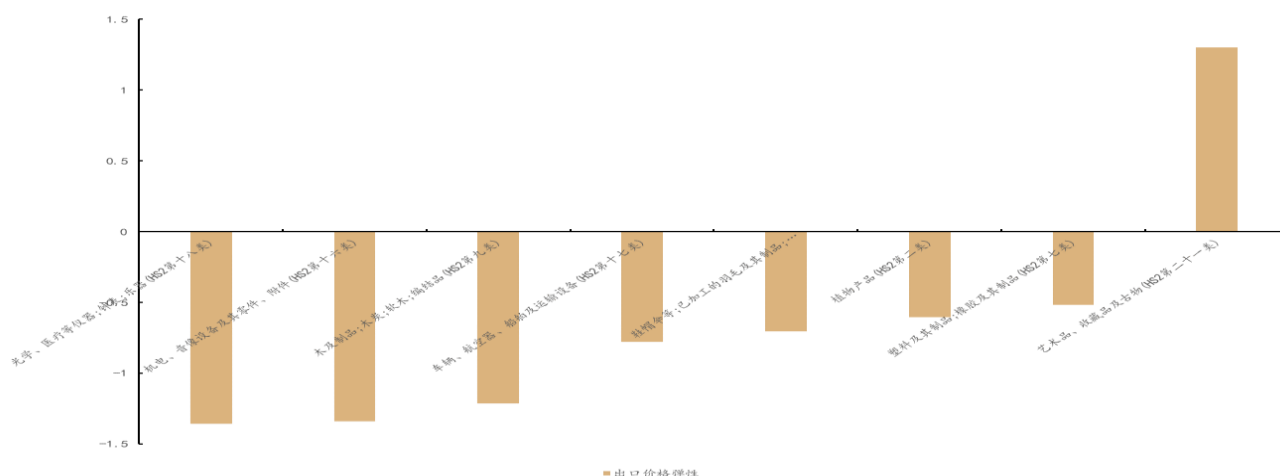
经检验可知，我国对美国的出口具有较为明显的价格弹性，出口价格弹性系数为-0.92，即出口价格上涨一个百分点将带动出口数量下降 0.92 个百分点。

1.2 行业视角：我国对美国出口价格弹性系数为-0.72

总量视角分析容易忽视各个行业出口价格弹性的差异。出口价格弹性较低或缺乏弹性的行业，可以将加征关税转移给消费者，进而对出口不会产生显著影响；出口价格弹性较高的行业，无法将加征关税转移给消费者，或只能部分转嫁给消费者，对出口或产生较为明显影响。基于此，本部分沿用前文分析方法，采用 HS 分类，从行业视角量化美国对我国加征关税的影响。

分行业来看，（1）光学、医疗等仪器；钟表；乐器（HS2 第十八类）、机电、音像设备及其零件、附件（HS2 第十六类）、木及制品；木炭；软木；编织品（HS2 第九类）、车辆、航空器、船舶及运输设备（HS2 第十七类）、鞋帽伞等（HS2 第十二类）、植物产品（HS2 第二类）、塑料及其制品（HS2 第七类）7 个行业出口价格弹性较高，出口价格弹性分别为-1.36、-1.34、-1.22、-0.78、-0.71、-0.60、-0.52。（2）艺术品、收藏品及古物（HS2 第二十一类）出口价格弹性为 1.30，即价格上涨一个单位，出口数量增加 1.3 个单位，这与该产品具有投资属性有关。（3）其他行业出口回归结果不显著，或可理解为出口价格缺乏弹性。

图表2：HS2 分类下行业出口价格弹性



资料来源：Wind，中邮证券研究所

按照 2024 年我国对美国各个行业出口占比计算，美国对所有进口自中国的商品的出口价格弹性系数为-0.72，即出口价格上涨一个百分点将带动出口数量下降 0.72 个百分点。

综上所述，基于总量视角和行业视角，我国对美国出口价格弹性在（-0.72，-0.92）左右，即其他影响因素不变，出口价格上涨一个百分点将带动出口数量下降 0.72-0.92 个百分点。此次美国对等关税额外加征 34% 税率，截至目前今年累计加征关税幅度为 54%，假设其他条件不变，我国对美国出口增速或回落 38.88%-49.68%，基本呈现断崖式下降。考虑我国对美国出口在我国总出口中占比 15% 左右，且假设我国对其他国家出口暂不发生显著变化，则会导致我国出口增速回落 5.8-7.5 个百分点。鉴于需求并非完全缺乏弹性，加征的关税并非完全转嫁给消费者，按照加征关税税率等比例提高出口价格，或在一定程度上高估加征关税对我国出口的影响。

2 美国加征关税对我国转出口的间接影响分析

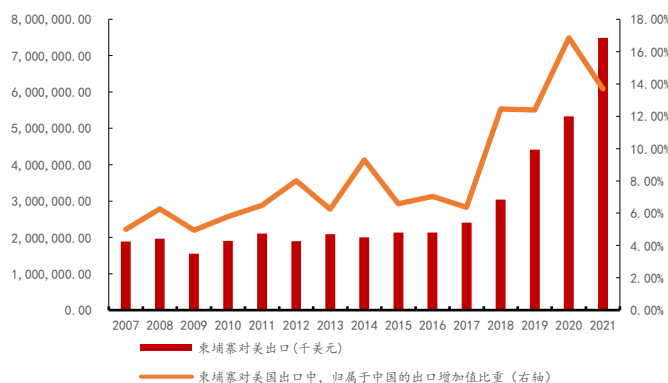
柬埔寨、越南、泰国、印度尼西亚、印度、马来西亚对我国产业链存在较高依赖，亦成为我国转出口的重要国家。美国对以上国家加征对等关税，亦会对我国向其出口中间品产生影响。一方面，柬埔寨、越南、泰国、印度尼西亚等国家对美国市场依赖度较高，美国贸易政策或导致以上国家对美国出口增速的回落，进而影响我国的中间品和资本品出口增速；另一方面，柬埔寨、越南、泰国、印

度尼西亚等国家是外向型经济体，或因出口增速回落，较为明显拖累经济增长，亦会拖累对我国进口。

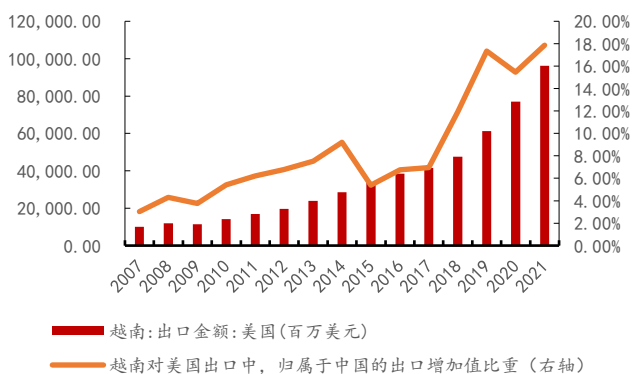
鉴于数据可获得性，假设柬埔寨、越南、泰国、印度尼西亚、印度、马来西亚对美国出口的价格弹性与我国接近，假设出口价格弹性约为 0.8，即关税导致价格上涨 1 个百分点，则出口下降 0.8 个百分点。本轮美国对柬埔寨、越南、泰国、印度尼西亚、印度、马来西亚加征对等关税分别为 49%、46%、36%、32%、26%、24%，预计以上国家对美国出口增速或下降 39.2 个百分点、36.8 个百分点、28.8 个百分点、25.6 个百分点、20.8 个百分点、19.2 个百分点。

根据 UIBE-GVC 数据库数据，2021 年柬埔寨、越南、泰国、印度尼西亚、印度、马来西亚对美国出口中，归属于我国的出口增加值占比分别为 13.69%、17.87%、4.25%、17.05%、2.91%、5.88%，则我国对柬埔寨、越南、泰国、印度尼西亚、印度、马来西亚出口中间品和资本品或分别下降 5.37 个百分点、6.58 个百分点、1.22 个百分点、4.36 个百分点、0.61 个百分点和 1.13 个百分点。

图表3：柬埔寨对美国出口中，归属于中国的出口增加值比重（%）



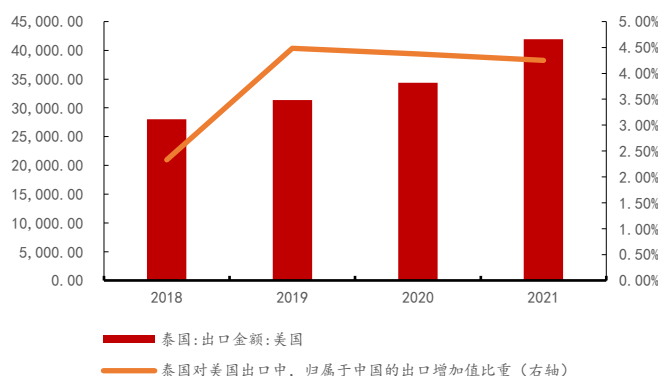
图表4：越南对美国商品出口中，归属于中国的出口增加值比重（%）



资料来源：UIBE-GVC，Wind，中邮证券研究所

资料来源：UIBE-GVC，Wind，中邮证券研究所

图表5: 泰国对美国出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)



图表6: 印度尼西亚对美国商品出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (千美元, %)



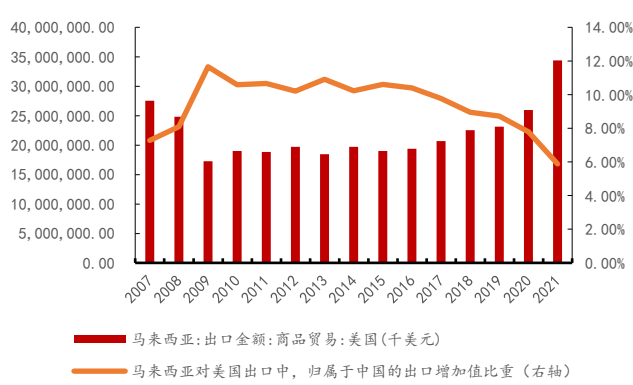
资料来源: UIBE-GVC, Wind, 中邮证券研究所

资料来源: UIBE-GVC, Wind, 中邮证券研究所

图表7: 印度对美国出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)



图表8: 马来西亚对美国商品出口中, 归属于中国的出口增加值比重 (%)



资料来源: UIBE-GVC, Wind, 中邮证券研究所

资料来源: UIBE-GVC, Wind, 中邮证券研究所

鉴于 2024 年我国对柬埔寨 (2023 年)、越南、泰国、印度尼西亚、印度、马来西亚出口占总出口的比重分别为 0.38%、4.6%、2.58%、2.29%、3.89%、2.62%, 以此判断, 美国对以上国家加征对等关税后, 或间接影响我国总出口下降 0.51 个百分点。

图表9: 美国加征对东盟主要经济体加征对等关税对我国转出口的间接影响

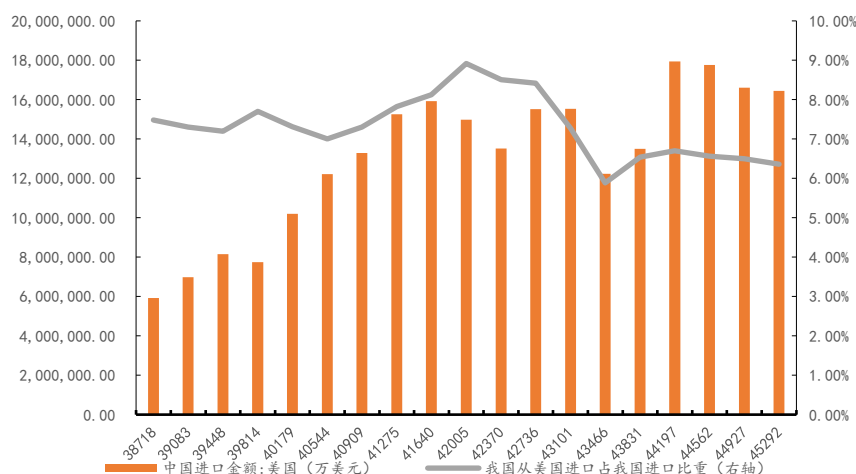
	美国加征对等关税	出口增速变动 (%)	对美国出口中, 归属于中国的增加值占比 (%)	我国出口中间品和资本品增速变动 (%)	对其出口占我国总出口的比例 (%)	对我国出口的影响 (%)
柬埔寨	49.00%	-39.2	13.69	-5.37	0.38	-0.02
越南	46.00%	-36.8	17.87	-6.58	4.6	-0.30
泰国	36.00%	-28.8	4.25	-1.22	2.58	-0.03
印度尼西亚	32.00%	-25.6	17.05	-4.36	2.29	-0.10
印度	26.00%	-20.8	2.91	-0.61	3.89	-0.02
马来西亚	24.00%	-19.2	5.88	-1.13	2.62	-0.03

资料来源: 中邮证券研究所

3 我国对美加征关税对我国通胀的影响整体可控

第一，从总量角度分析，我国对美国进口依赖度相对较低，我国对美国加征关税对通胀的影响相对有限。截至 2024 年，我国从美国进口总额为 1643.81 亿元，在我国总进口额度中占比仅为 6.36%，意味着我国对美国进口依赖度相对较低。

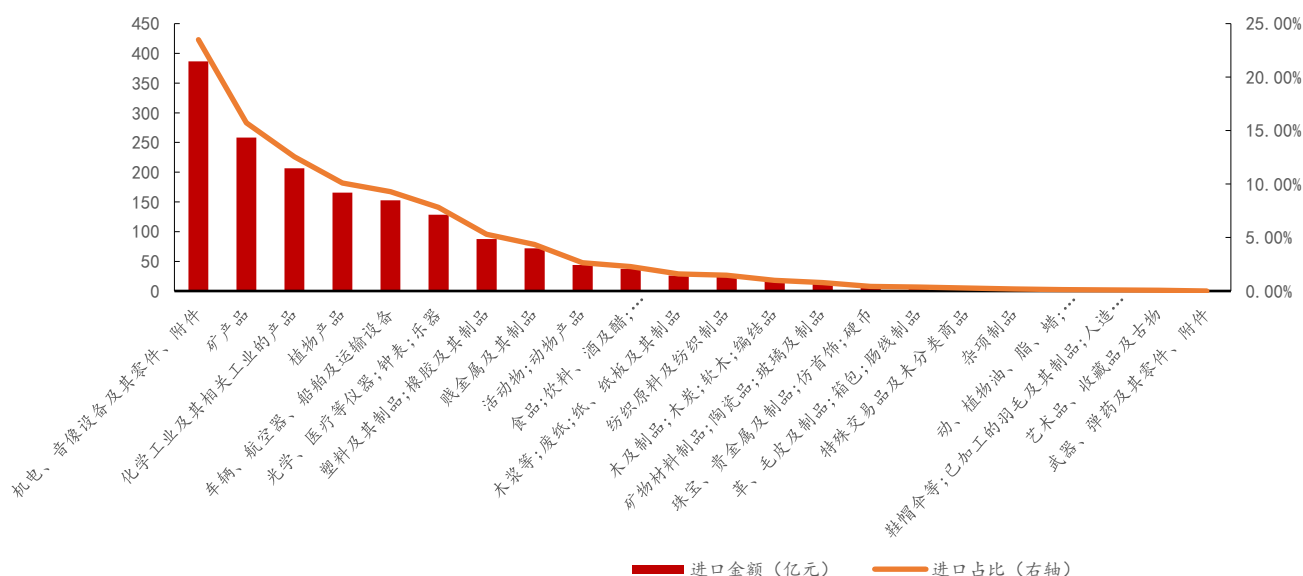
图表10：我国从美国进口在我国总进口占比相对较小



资料来源：Wind，中邮证券研究所

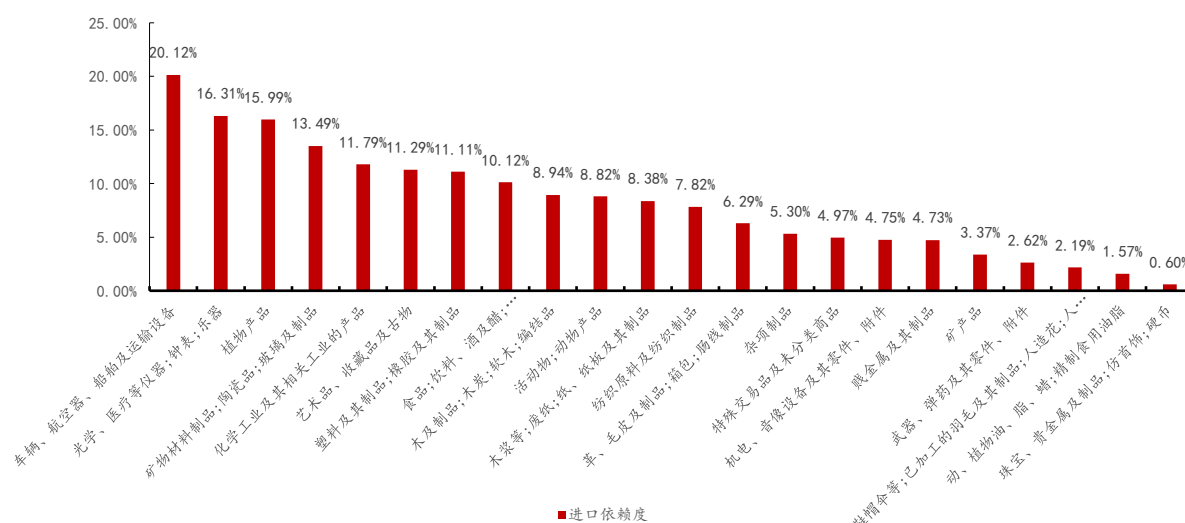
第二，从进口产品视角分析，对美加征关税后可能会对我国航空航天器、汽车、光学、医疗等仪器、农产品等在内的产品进口造成一定影响，从美进口的较高依赖可能会使得这些行业承担一定的进口成本提升。从进口额绝对值来看，2024 年我国从美国进口额排名靠前的主要是机电、音像设备及其零件、附件（386.30 亿元）、矿产品（258.38 亿元）、化学工业及其相关工业的产品（206.48 亿元）、植物产品（165.83 亿元）、车辆、航空器、船舶及运输设备（152.68 亿元）、光学、医疗等仪器、钟表、乐器（128.53 亿元）；从进口依赖度方面，我国对车辆、航空器、船舶及运输设备（20.12%）、光学、医疗等仪器、钟表、乐器（16.31%）、植物产品（15.99%）、矿产品（13.49%）、化学工业及其相关工业的产品（11.79%）、艺术品、收藏品及吉物（11.29%）、塑料及其制品、橡胶及其制品（11.11%）、食品、饮料等（10.12%）。

图表11：我国从美国进口分项情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表12：我国从美国进口分项的依赖度



资料来源：Wind，中邮证券研究所

基于以上分析，一方面，短期我国对美国农产品进口依赖度相对较高（15.99%），短期内或难以迅速寻找新的供应商而造成价格有所上涨，但由于农产品的可替代性相对较高，后续我国可转向其他国家进口，因此，中长期来看对我国物价的影响相对较小；另一方面，航空设备、汽车、光学仪器等进口依赖度亦较高，但考虑到加征关税后向消费端的传导或相对有限。这或加速我国国产替代进程。截至 2024 年底，我国本土品牌乘用车零售占比约为 65.2%，仍有较大提

升空间，本轮反制后我国汽车厂商有望获得替代美企的市场空间，也一定程度上可以缓解过剩产能。

4 后续出口可能的演绎和应对

4.1 美国对等关税对我国出口产生较为明显影响

直接效应：基于总量视角和行业视角，我国对美国出口价格弹性在 $(-0.72, -0.92)$ 左右，即其他影响因素不变，出口价格上涨一个百分点将带动出口数量下降 $0.72-0.92$ 个百分点。此次美国对等关税额外加征 34% 税率，截至目前今年累计加征关税幅度为 54% ，假设其他条件不变，我国对美国出口增速或回落 $38.88\%-49.68\%$ ，基本呈现断崖式下降。考虑我国对美国出口在我国总出口中占比 15% 左右，且假设我国对其他国家出口暂不发生显著变化，则会导致我国出口增速回落 $5.8-7.5$ 个百分点。鉴于需求并非完全缺乏弹性，加征的关税并非完全转嫁给消费者，按照加征关税税率等比例提高出口价格，或在一定程度上高估加征关税对我国出口的影响。

间接效应：柬埔寨、越南、泰国、印度尼西亚、印度、马来西亚对我国产业链存在较高依赖，亦成为我国转出口的重要国家，而美国对以上国家加征对等关税，亦会对我国向其出口中间品产生影响。基于UIBE-GVC数据库数据，测算以上国家对美出口中，归属于我国的出口增加值占比，同时假设各国出口价格弹性约为 0.8 ，估算美国加征关税对其出口影响，进而估算对我国出口中间品出口的影响。以此判断，美国对以上国家加征对等关税后，或间接影响我国总出口下降 0.51 个百分点。

综上，假设其他条件不变，美国本轮加征关税或导致我国出口增速下降 $6.3-8$ 个百分点。

4.2 后续出口可能的演绎和应对

预期一：考虑美国对全球无差别加征关税，美国经济不确定性或进一步演化，不排除美国特朗普基于美国经济自身考虑，调整对等关税政策，甚至重新定调中美关系，或降低中美贸易不确定性。若此情形兑现，美国对从我国进口商品关税或重新调整，我国出口或好于前文预期。

4月2日特朗普宣布的对等关税远超市场预期，短期关税政策的“迷糊”笼罩全球贸易。从当前时点来看，美国经济三重复合风险交织演进，关税、移民、美国经济从公共支出转向个人支出等政策外溢效应，叠加禽流感影响，美国通胀存在反复风险，美联储货币政策转向宽松窗口持续收窄，且政策外溢冲击居民部门，居民悲观预期走高，短期波动风险上升，滞胀风险增大，高企的债务可持续承压。

第一，从美国内部供求来看，虽然美联储认为美国就业市场处于均衡水平，但根据美国国会预算办公室预测短期自然失业率水平 4.4%，而 3 月美国失业率为 4.2%，低于自然失业率水平，意味着美国生产水平已经高于潜在生产水平，短期大幅超预期的关税政策，海外供给减少，叠加移民政策收紧，供需失衡或进一步加剧，短期寄希望于制造业回流弥补供需缺口，并不现实的；在供需失衡状态下，大幅加征关税，亦会导致美国消费者承担部分关税，进口商品价格会上涨。此外，仅从本次特朗普公布对等关税税率来看，大幅超预期的加征关税，或引发主要贸易伙伴的反制，关税的影响或存在持续冲击。与此同时，由于工资刚性，通胀上升，短期居民收入增速或难以匹配通胀上升水平，居民消费能力受损，短期消费或放缓。3 月美国制造业景气度连续第二个月放缓，制造业价格指数创 2022 年 6 月以来新高。

第二，关注美国高企债务的可持续问题。随着美国经济不确定性进一步加剧，或呈现滞胀特点，若国际资本外流，或直接冲击美国金融体系，警惕潜在重点领域的债务风险，如 CMBS 违约率升至 6.2%，为 2022 年以来新高，区域银行商业地产风险敞口超 2800 亿元。

第三，美国内部不稳定性因素有所增加。4 月 5 日，美国全国各地举行超过千场抗议活动，反对特朗普政府和埃隆·马斯克领导的政府效率部相关政策，有上百个社会团体参与，抗议地点涵盖纽约、芝加哥、波士顿、西雅图、洛杉矶等。

在此背景下，不排除美国特朗普政府基于自身考虑，重新衡量对等关税问题，甚至对中美贸易关系重新谈判定调，或降低中美贸易的不确定性。

预期二：非美国国家加强合作，部分对冲我国对美国出口增速的回落

从现实情况来看，美国武断的对等关税计算方式，基本传递了其重塑全球贸易秩序的内在想法，本质是从自由贸易向贸易保护主义转变，不符合经济发展一般规律，终将是作茧自缚，非美国国家合作或进一步加强。从历史经验来看，2019

年我国对欧盟和东盟出口增速回升，部分对冲了对美国出口增速回落。特朗普第一任期，因中美贸易紧张，2019 年我国对美国出口增速下滑，对美出口额占总出口额的比重为 16.72%，较 2018 年下降 2.57%。与此同时，我国对东盟和欧盟出口提速，出口贸易额占比分别为 17.12%和 14.41%，分别较 2018 年提升 0.57%和 1.47%。考虑 2019 年我国出口增速全年放缓，我国对欧盟和东盟出口提速，或部分对冲了我国对美国出口增速回落。此外，在美国供需失衡较为显著背景下，因美国对我国加征较高对等关税，而导致对我国进口减少，或从其他关税相对较低的国家加大进口以弥补供需缺口，不排除该部分国家对我国产业链存在依赖，或间接增大了我国出口，部分对冲我国对美直接出口的回落。因此，预期出口或向上修正 50%左右，影响出口增速或下降 3-4 个百分点，全年出口或仍有望维持正增长。

预期三：为确保经济平稳增长，外需不确定性上升对应内需增长动能的提升，实现内外需动能切换，重点关注基建投资与消费协同发力、降准降息的落地。

尽管促消费扩内需是当前的核心工作，但若切实改善有效需求不足，仍需要关注投资与消费的相互促进作用，即短期促消费政策拉动终端需求改善，同时积极财政政策亦需促进投资回暖，共同提振经济需求改善，进而实现生产与需求的良性循环（详见报告《经济延续温和修复，关注消费与投资协同发力》）。从历史数据来看，消费与投资并非此消彼长的关系，两者存在较高正相关关系，背后的逻辑很简单，投资增加意味着支出增加，从而创造更多收入，而收入增加自然会支撑消费增长。在出口不确定性增大、促消费政策持续落地背景下，亦需关注固定资产投资的边际改善情况，这或是有效需求实质性改善的重要支撑，其中，基建投资或是抓手明确的分项。后续仍需密切跟踪观察消费与投资协同发力、相互促进的情况。我们理解，在严控地方政府隐性债务的约束下，地方政府投资仍受到一定影响，并且我国经济增长动能发生变化，传统基建投资拉动作用边际减弱，投资方向或集中于“两重”和人工智能基础设施投资等新方向。此外，在货币政策方面，若美元走弱符合预期，或国内扩内需政策效果兑现，二季度至少降息 10bp 的概率接近 100%，至少降息 15bp 的概率为 45.8%（详见报告《宽松的货币政策择何时？》）；在财政政策方面，不排除财政动用储备政策，直接对冲出口产业链的负面影响。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048