

长期与短期，谁在承担关税成本？

报告发布日期

2025年03月20日

证券分析师

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080009
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001 香港证监会牌照：BUK982

研究结论

- 2025年3月6日彭博社报道称，沃尔玛要求部分中国供应商大幅降价，部分厨具和服装等供应商被要求每轮关税实施时降价高达10%，几乎承担特朗普关税的全部成本。与之相对的是，由于沃尔玛长期实施低价采购策略，供应商利润本就微薄，目前很少有中方供应商同意降价。这一则新闻再次激起对于美国关税成本由谁来承担的探讨。2018年中美贸易摩擦开启之后，美国进口价格和关税之间的联系是什么？中美之间关税短期和长期的成本究竟谁来承担？本文主要就这两个问题进行探讨。
- **2017-2019年美国从中国进口价格短期表现较弱，但是关税可能并非主要原因。** USITC的数据显示，美元口径下2017-2019年美国从中国进口的年均价格变化幅度（月频数据算术平均）弱于其他地区5.5个百分点左右，如果还原成进口来源国币种，则2017-2019年间从中国进口的价格降幅依然更大。但利用海关分项商品数据排除了个别价格波动明显异常且权重较高的自动数据处理设备（如商用大型服务器、工作站等）之后，2017-2019年间美国从中国进口价格走势与其他地区差异显著缩小，远低于关税水平。这一结论和诸多文献指出的一致，短期内中国承担的关税比例十分有限。**并且，短期大规模关税至少以脉冲式的方式推高了美国的进口价格以及核心CPI。**
- 2023-2024年中国出口价格较为低迷，这一现象在美国进口端也有显现，2023-2024年美国从中国进口的价格整体走弱。对此，有悲观逻辑认为，关税严重抑制了中国中长期对美出口价格，可能进一步压缩了出口利润空间。前述悲观逻辑中存在一个难以自圆其说的问题：如果真的是因为关税导致美国从中国进口商品的价格被迫下降，为什么美国从亚洲进口的价格走势系统性弱于其他地区，以及美国从中国和东盟的进口商品的价格走势为何十分相似？
- 我们认为，美国从中国进口价格走势相对偏弱，一方面是“友岸化”贸易策略显著推升了美国进口成本，美国选择从盟友高价进口商品，另一方面是2018-2024年，亚洲地区出口价格“内卷”现象明显，甚至日、韩的出口价格比中国还要更加“卷”。但即便如此，在排除这些系统性因素后，**中方也因长期的贸易摩擦而受损，尽管框定了可比范围，但亚洲内部的“内卷”现象在出口价格上仍无法完全解释长期美国从中国进口商品价格与美国从其他亚洲国家（如日本）进口商品价格之间的差距。**
- 综合来看，短期内虽然中国供应商可以顺利地向下传递成本，但长期确实难以进一步难以提价，美国付出了发动贸易战的成本与代价，中国也受到了伤害，这对未来也有一定借鉴意义。加税对中美贸易价格的影响如下：
- **美方短期：**承担主要关税成本，商品CPI会出现2-6个月左右的向上脉冲，其中上一轮关税已经涉及的商品，可能由于供给弹性更大，订单转口的速度会快于上一次，对美国通胀的脉冲消退会更快一些，但上一次尚未征税、对华进口依赖度最高的“深水区”（以消费电子为主的消费品）对美国通胀可能会造成较大影响。
- **美方长期：**长期来说表现承担关税成本的比例显著下降，但由于贸易摩擦降低供应链效率，以及倾向于从盟友高价进口商品，进口价格中枢依然持续上升。
- **中方短期：**几乎不承担关税成本，但对美出口订单量显著下降。
- **中方长期：**损失主要体现在两个方面：首先，表现上企业承担了比短期更多的关税成本，导致对美出口提价受到阻碍；其次，还存在许多无法直接观测到的潜在成本，例如美国直接进口来源的转变（也可能源于下游进口商转移供应链以规避关税的要求），这对中国企业出海的速度和海外运营的效率提出了更高要求。

风险提示

- **美国采取的贸易摩擦措施具有高度不确定性；不同统计来源的数据可能不完全可比；测算结果可能对某些特定假设较为敏感，从而影响结论和判断。**

相关报告

结构上的积极变化有待政策进一步巩固——2025年2月通胀数据点评	2025-03-12
是否真的有“抢出口”？——1-2月进出口点评	2025-03-11
东方战略周观察：德国两党政策规划的最新信号	2025-03-10

目录

2017-2019 年美国从中国进口价格短期表现较弱	4
但是关税可能并非主要原因	4
大规模关税至少脉冲式推高了美国核心 CPI	7
美国从中国进口的价格长期偏弱是否源于关税?	8
美国从中国进口价格指数长期偏弱	8
美国从中国和全球进口价格走势的楔，恰好与关税税率相近	8
但关税无法解释从东盟的进口价格走势基本和中国相近	10
除了关税，可能还有哪些原因?	11
“友岸化”贸易策略显著推升了美国进口成本	11
亚洲地区出口价格“内卷”严重	12
小额包裹和美国进口地区结构变化所带来的影响可能有限	13
长期来看，美国付出了发动贸易战的成本与代价，中国也受到贸易战的伤害	14
风险提示	16
附录	17
如何将美元口径下美国从其他地区的进口价格还原成其原币种口径?	17
USITC 的价格指数是如何计算的?	17

图表目录

图 1: 美国进口价格指数 (2018 年 1 月=100, 美元口径)	6
图 2: 美国进口价格指数及美元兑人民币汇率 (2018 年 1 月=100, 原币种口径)	6
图 3: 美国核心商品进口和从中国进口的价格指数	7
图 4: 美国商品 CPI 以及从各地区进口的价格走势 (美元口径)	8
图 5: 美国商品 CPI 以及从各地区进口的价格走势 (进口来源国币种口径)	8
图 6: 中国出口价格和 PPI 同比 (%)	8
图 7: 历年全球出口金额之和 (WTO 月频口径, 百万美元)	8
图 8: 欧盟从中国和其他亚洲地区进口价差并不显著 (2018 年 1 月=100, 欧元口径)	10
图 9: 日本对欧盟和美国出口制成品价差较小 (2018 年 1 月=100, 日元口径)	10
图 10: 美国进口价格指数 (2018 年 1 月=100, 按来源)	10
图 11: NAICS33 商品美国进口价格指数 (2018 年 1 月=100)	11
图 12: NAICS31 商品美国进口价格指数 (2018 年 1 月=100)	11
图 13: 美国进口来源地区结构占比 (%)	12
图 14: 部分美国盟国工业制成品出口份额 (%)	12
图 15: WTO 制成品出口价格 (2018 年 1 月=100)	13
图 16: 亚洲国家或地区工业制成品出口份额走势 (%)	13
图 17: 中国 BEC 口径出口价格定基指数 (2018 年同期=100)	14
图 18: 2022 年全球制造业成本竞争力指数 (美国本土=100)	14
图 19: 亚洲地区对美出口溢价指数 (计算过程中用的定基指数均为 2018 年 1 月=100)	15
图 20: 各国 PPI 定基指数 (2018 年 1 月=100)	15
表 1: 不同关税清单下, 美国从中国进口商品的价格变化与从其他地区进口同类商品价格变化的差值	6

2025年3月6日彭博社报道称，沃尔玛要求中国供应商大幅降价以应对特朗普关税政策，部分厨具和服装等供应商被要求每轮关税实施时降价高达10%，几乎承担特朗普关税的全部成本。与之相对的是，由于沃尔玛长期实施低价采购策略，供应商利润本就微薄，目前很少有中方供应商同意降价。一些供应商表示，降价超过2%就会亏损；还有供应商因上游供应商拒绝超过3%的降价要求，考虑从越南采购部分零件，但担心这会影响到产品质量。

这一则新闻再次激起对于美国关税成本由谁来承担的探讨，针对这一问题存在多种看法。有观点称美方将承担所有成本（如《纽约时报》3月1日所报道，最终转嫁给消费者），也有观点称中美将共同分摊，更有如前文所述，沃尔玛要求中国供应商承担全部关税的情况。与此同时，我们也观察到，尽管2024年出口增长依然强劲，但量价结构却呈现出明显的分化，出口价格走势明显偏弱，特别是美国从中国进口的商品价格也呈现疲软态势，这一现象引发了业界对美出口链长期利润率的深切担忧。

那么，2018年中美贸易摩擦开始之后，美国进口价格和关税之间的联系是什么？中美之间关税短期和长期的成本究竟谁来承担？本文主要就这两个问题进行探讨。

2017-2019年美国从中国进口价格短期表现较弱

理论上，关税会通过多种方式影响价格、生产和贸易，出口商价格与进口商价格所受影响最为直接。征收关税后，在卖方获得的价格（即出口商价格）与买方支付的价格（即进口商价格）之间形成了一道“楔子”。经济理论表明，一旦征收关税，国外出口商价格将会下跌，或者国内进口商价格将会上涨，亦或是两者兼而有之。因关税导致进口商价格上涨的幅度，被视为关税的“转嫁程度”。以中美为例，在完全转嫁的情况下，中国出口商的价格不会受到显著影响，利润率将保持不变，而美国进口商支付的价格则会与所征收的关税等额上涨，反之亦然。

USITC的数据显示，2017-2019年美国从中国进口的年均价格变化幅度（月频数据算术平均）弱于其他地区5.5个百分点左右。以2018年1月为指数的基期并设为100，2017-2019年美国从中国进口的价格指数（月频数据取算术平均）分别为87.6、95.3和94.6，而从其他地区进口分别为91.5、101.5和103.6，进口价格差距最终扩大了5.5个百分点至9.3%。

需注意，美国国际贸易委员会（USITC）的进口价格指数指的是进口消费（imports for consumption）的价格指数，这一口径含义较为广泛，包含满足生活需求的居民消费，和企业生产经营所需要的原材料和零部件等，但原文并未提到是否包含与投资有关的资本品。

但是关税可能并非主要原因

如前文所述，2018-2019年美国从中国进口的价格弱于其他地区，似乎和诸多文献和报道提到的上一轮关税成本主要由美国来承担不同。**为进一步验证美国从中国进口商品价格走势更弱是否与关税有关，本文将着重对比不同批次关税清单商品的价格变化情况。**

首先有两点值得一提：其一，各国海关统计的贸易额是不含税的。其二，为了计算方便，后文删除了中国和其他地区价格变化幅度差距的绝对值大于100%的样本，类似的处理异常值的方法在计算进出口价格指数的过程中经常用到，如中国海关在计算进出口价格指数时，只将变异系数在特定区间（第25-29章的HS编码在区间[0.5, 2.5]，其他HS编码在区间[0.5, 1.8]）的样本纳入计算。

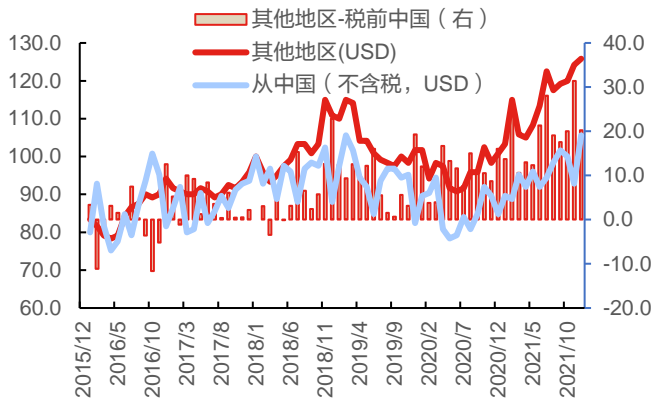
本文直接使用HHS8位编码下的“进口金额/进口数量”计算均价，在一些细分品种较多或品牌价差较大的商品编码分类下，均价容易受到影响。例如：

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

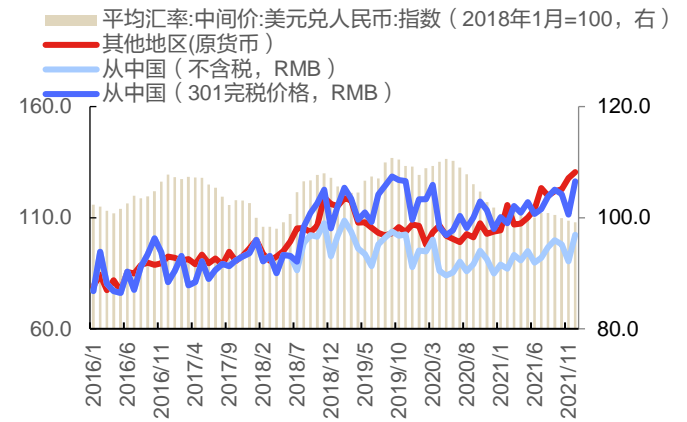
- 其一，HS 编码 8417 的自动数据处理设备同时涵盖笔记本电脑、平板等差异明显的产品，即便进一步细分，也无法完全避免这种情况，如 CPU、GPU 等单独零部件，即便按照 HS8 位编码（美国海关目录），也都分在“子目 847141 及 847149 以外的处理部件”中；
- 其二，个别商品存在单位不统一的问题，比如一双筷子和一个叉子都归在餐具类别中；
- 其三，存在由极值导致的偏差，例如男士衬衫品类中可能同时包含高价值和普通服装，当金额主要由高价值服装贡献，而数量却主要来源于普通服装时，就容易出现这种情况。
- 另外，HS 编码每 5 年更新一次，最近两次更新分别在 2017 年和 2022 年。最典型的例子是，2022 年以前 851712 用于指代蜂窝网络或其他无线网络的电话机，但从 2023 年开始，851712 编码不再存在，取而代之的是拆分成 851713 智能手机等其他科目，**这意味着这种计算均价的方式很难向前或向后拓展分析时间区间。**此外，关税政策落地可能致使企业在报关时有意调整报关 HS 编码以规避关税（如 Kid2 的婴儿床改造成摇椅以规避关税），也会造成类似误差。

我们选取了 2019 年全年与 2019 年第四季度（即 2019Q4，此时关税 1.0 清单已基本全部落地生效）的价格变化作为样本，并将它们分别与 2017 年同期的数据进行对比，以观察中短期内，美国从中国进口商品的均价变化情况，以及与从其他地区进口均价变化之差（如前所述，仅考虑所有时间区间内中国和其他地区价格变化差距绝对值小于 100% 的样本）。**从算术平均数和按照 2017 年贸易额样本内加权平均数两种统计口径来看，在考虑了汇率变化的情况下，受个别商品（如自动数据处理设备）的影响，2017 年至 2019 年间，美国从中国进口的价格走势确实呈现出较弱的趋势。**

- 不涉及关税的清单中，2019 年全年和 Q4 从中国进口价格增速算术平均分别低于其他地区 7.6、1.3 个百分点；如果使用加权平均，则全年低 1.14 个百分点，但 Q4 反而高 3.6 个百分点，和算术平均口径的差异在于最大权重项蜂窝网络或其他无线网络的电话机（即手机）从中国进口价格表现较强。
- Tranche3（关税第一次上升于 2018 年 9 月落地）中，2019 全年从中国进口价格增速算术平均分别低于其他地区 2.8 个百分点，而 Q4 从中国进口价格则变为高于 5 个百分点；加权平均全年低 7.8 个百分点，Q4 依然低 7.3 个百分点，和算术平均口径的差异在于最大权重项自动数据处理设备零部件（除了 847141 和 847149）全年从中国进口价格表现更弱。
- Tranche4（2019 年 9 月落地）中，2019 年全年和 Q4 从中国进口价格增速算术平均分别低于其他地区 5.6 和 10.5 个百分点；加权平均下，2019 年全年和 Q4 从中国进口价格增速分别低于其他地区 6.7 和 9.6 个百分点。
- **还原成进口来源国的币种之后，从中国进口的价格降幅可能也更大。**不同地区的原生币种口径的区间平均值来看，与 2017 年同期相比，2019 年全年和 Q4 美元相对于人民币大约升值了 2.2% 和 6.5%，而美元相对于其他币种（根据广义美元指数倒推，推算方法详见附录）大约升值了 2.6% 和 4.6%，即如果按原生货币口径（从中国按人民币，从其他地区按贸易额加权），2019 年 Q4 从中国进口被征税商品的相对价格走势会更强一些，但不足以弥补前文提到的差距。

图 1：美国进口价格指数（2018 年 1 月=100，美元口径）


数据来源：USITC，东方证券研究所 备注：根据 USITC 描述，此处美国的进口价格指数统计样本集为“用于消费的产品”（for consumption），包括了居民终端消费品，以及在消费过程中涉及的企业生产经营所需各种中间产品

图 2：美国进口价格指数及美元兑人民币汇率（2018 年 1 月=100，原币种口径）


数据来源：USITC，东方证券研究所 备注：根据 USITC 描述，此处美国的进口价格指数统计样本集为“用于消费的产品”（for consumption），包括了居民终端消费品，以及在消费过程中涉及的企业生产经营所需各种中间产品；此处 USITC 提供的 301 税率统一按照 25% 计算，可能与实际情况有出入，但不影响趋势。

不过值得注意的是，在排除了价格变化差距绝对值大于 100% 的情况下，Tranche3 和 4 中依然各有一个高权重异常项拖累价格读数，且都是自动数据处理设备，Tranche3 中“子目 847141 及 847149 以外的处理部件”（如 CPU、GPU 等单独零部件，不在一体机中，占 2017 年美国从中国总进口 0.87%，占 Tranche3 样本 45.5%），2019 年全年和 Q4 从中国进口的均价分别只有 2017 年同期的 63.2% 和 49.4%，分别低于其他地区 18.8 和 19 个百分点，如果去掉这一项，Tranche3 全年和 Q4 加权平均分别高于其他地区 0.1 和 1.4 个百分点。

Tranche4 中如果去掉其中的商用大型（10 公斤以上）自动数据处理设备（大型服务器、工作站等，商用为主，占 2017 年美国从中国进口的 0.21%，占 Tranche4A 样本的 12.7%），2019 年全年和 Q4 从中国进口的均价分别只有 2017 年同期的 56.3% 和 44.8%，分别低于其他地区 40.9 和 69.4 个百分点，如果去掉这一项，Tranche4 加权平均仅分别低于其他地区 1.71 和 1 个百分点，与无关税商品基本持平。

不过需注意，即便拆分到 HS8 位，仍无法避免统计上的误差，如前文提到部分自动数据处理设备中的价格波动远远超出税率量级，短期内也较难想象商品售价出现 40% 以上的降幅，中国海关统计的自动数据处理设备出口均价也并未在这一时期出现大幅回落。

表 1：不同关税清单下，美国从中国进口商品的价格变化与从其他地区进口同类商品价格变化的差值

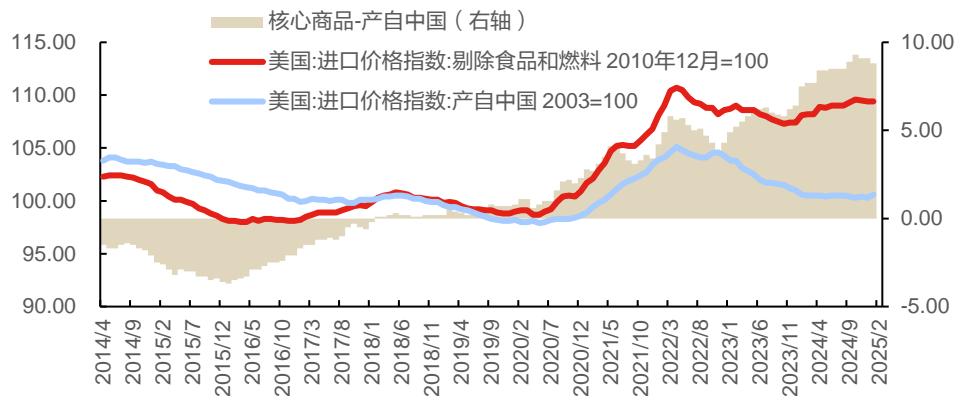
美元口径	2019/2017 全年			2019/2017Q4		
	无关税	Tranche3	Tranche4A	无关税	Tranche3	Tranche4A
算数平均	-7.6%	-2.8% (-2.2%)	-5.6% (-5.1%)	-1.3%	5.0% (6%)	-10.5% (-9.6%)
加权平均	-1.2%	-8.5% (0.1%)	-6.7% (-1.7%)	3.7%	-7.9% (1.4%)	-9.7% (-1%)

数据来源：USITC，东方证券研究所 备注：括号为进一步排除了个别自动数据处理设备异常值的情况

总体来看，虽然海关数据显示美国从中国进口价格弱于其他地区，但剔除个别价格变化异常的自动数据处理设备后，其余被征税商品的表现并没有显著弱于不涉及 301 关税的商品，说明 2017-2019 年内关税对出口价格影响有限。

此外，美国劳工局（后文简称 BLS）发布的进口价格指数（以美元计价）也显示，2017 年至 2019 年间，美国从中国进口商品的价格走势相较于其他来源确实较为疲软。然而，这一现象主要集中在 2017 年，而非关税措施全面实施的 2018 年。此外，2017 年美国核心商品进口价格定基指数为 99，从中国进口的价格定基指数为 100，而到了 2019 年全年，这两个指数分别变为 99.3 和 98.8。这意味着，与中国进口价格的差距从 2017 年的-1 个百分点变为 2019 年的 0.5 个百分点，仅仅只上升了 1.5 个百分点。这一扩大幅度仅略大于前文（详见表 1）根据海关数据计算得出的、未受关税影响商品的价格变化幅度之差（1.2 个百分点），说明关税对美国从中国进口的价格有影响，但幅度非常有限。

图 3：美国核心商品进口和从中国进口的价格指数



数据来源：BLS，同花顺，东方证券研究所 备注：核心商品指的是剔除食品和燃料的进口价格指数

需要补充说明的是，BLS 和 USITC 在数据来源以及对异常值的处理方法上存在差异，因此两者所得出的结果可能存在差异，如个别商品可能显著影响 USITC 进口价格的变化，这与我们在海关数据中观察到的情况相吻合，但未必会显著影响 BLS 的统计结果。USITC 的数据源于 USITC DataWeb/Census（海关数据），剔除了处于第 5 和第 95 百分位以外的异常值，在此基础上计算正常化价格的贸易价值加权平均值。而 BLS 的数据是通过调查问卷的形式收集企业反馈来统计的，不容易受到海关统计误差的干扰，会更加接近企业生产经营的真实情况。不过 BLS 的价格数据也并非没有缺点，虽然每年其都会对发布的进口/出口价格指数重新加权，但权重的调整是基于两年前的贸易数据。例如，2023 年发布的进口/出口价格指数的权重是基于 2021 年的贸易值。

大规模关税至少脉冲式推高了美国核心 CPI

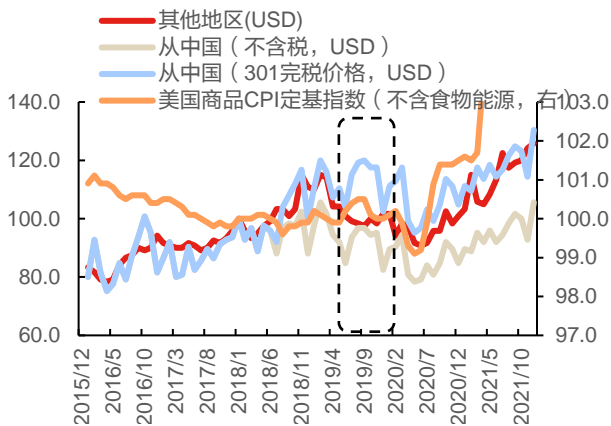
短期大规模关税至少以脉冲式的方式推高了美国的进口价格以及核心 CPI。“关税 1.0” Tranche3 在当时较为特殊，不仅涉及商品的规模、种类显著扩大，而且关税分两次上升，第一次于 2018 年 9 月 24 日，从 0% 升至 10%，第二次在 2019 年 5 月 10 日（原预计 2019 年 1 月 1 日），10% 升至 25%。

Tranche3 清单关税第二次上升后，美国本土核心 CPI 阶段性与从中国进口商品的价格走势一致，与从其他地方进口价格相反。由于美国核心商品项占 CPI 权重的比例有限，2018-2019 年美国 CPI 并无显著上行。但 2019 年 5-11 月美国核心商品 CPI 定基指数（以 2018 年 1 月为基期）经

历了一次倒 U 型走势，5、9、12 月分别为 99.9、100.5 和 100。这一走势与美国从中国进口商品（不论是否含关税）的价格变动趋势基本一致，而同期美国从全球其他地区进口的价格则是持续下行，这一过程在大规模关税落地后的 2-6 个月左右尤为显著。这一结论与诸多文献（往往控制了诸多变量）中的观点一致，即美国消费者，而不一定是直接的进口商，承担了成本。

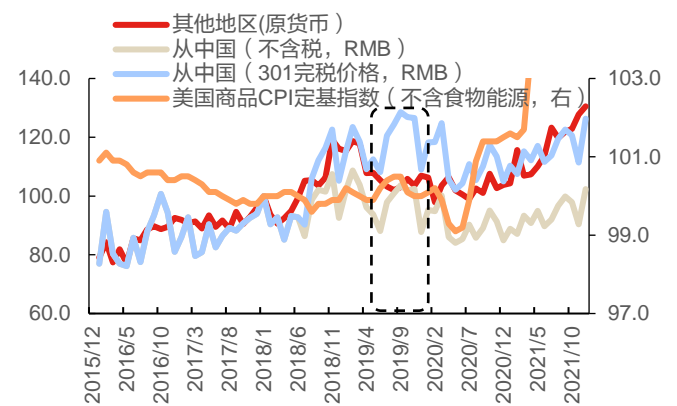
值得一提的是，即便考虑 2018-2019 年剧烈的汇率波动，这一结论依然成立，我们将 ITC 口径下美国从中国的进口价格还原成人民币口径，从其他地区的进口价格还原成其原生币种加权口径（方式和前文一致，详见附录），2019 年 6-11 月美国核心商品 CPI 定基指数走势依然与美国从中国进口价格变化走势一致。

图 4：美国商品 CPI 以及从各地区进口的价格走势（美元口径）



数据来源：USITC，同花顺，东方证券研究所

图 5：美国商品 CPI 以及从各地区进口的价格走势（进口来源国币种口径）



数据来源：USITC，同花顺，东方证券研究所

美国从中国进口的价格长期偏弱是否源于关税？

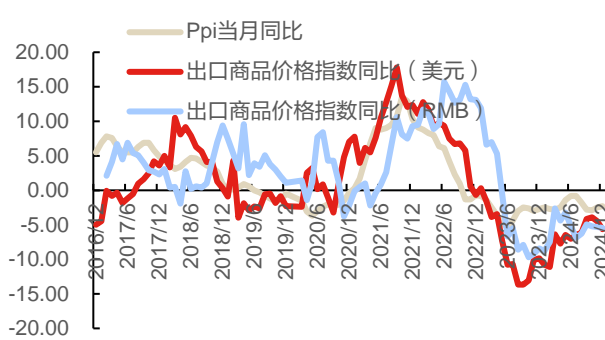
美国从中国进口价格指数长期偏弱

美国从中国和全球进口价格走势的楔，恰好与关税税率相近

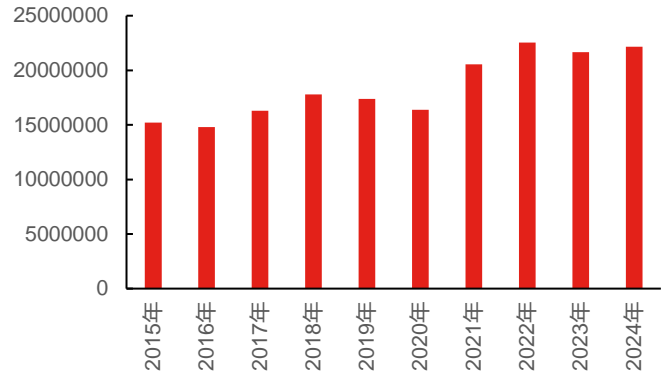
2023-2024 年中国出口价格较为低迷，2022 年的高同比基数、2023 年国际贸易需求偏弱可能都或多或少导致中国出口价格降幅较为显著，然而 2024 年，随着全球贸易需求回暖，出口价格指数仍较为低迷。

图 6：中国出口价格和 PPI 同比（%）

图 7：历年全球出口金额之和（WTO 月频口径，百万美元）



数据来源：同花顺，东方证券研究所 备注：美元口径出口价格数据使用美元口径出口金额和数量指数倒算得出



数据来源：WTO，东方证券研究所

这一现象在美国进口端也有显现，2023-2024 年美国从中国进口的价格整体走弱。BLS 的进口价格指数显示（图 3），2020 年后美国从中国进口的商品价格与从其他地区进口的商品价格之间的差距还在扩大。2020-2022 年间，这一现象或许还可以由疫情和俄乌冲突来解释，因为在这期间全球供应链压力指数明显偏高，而中国供应链展现出了更强的韧性。然而，2023 年后，即便中美之间关税规模并未显著扩大，中国出口价格指数仍在持续回落，且美国从中国和其他地区进口价格差距仍在持续扩大。

对此，有悲观逻辑认为，关税严重抑制了中国中长期对美出口价格，可能进一步压缩了出口利润空间——根据 BLS 的数据，以 2018 年 1 月为基期 100，按美元口径计算，2024 年美国进口核心商品价格定基指数月均值为 109，从中国进口价格定基指数仅 100.3，这一差距已经从 2019 年的 0.5 个百分点，扩大至 8.5 个百分点，即便是 2015-2016 年中国 PPI 十分低迷的时期，这一差值也仅上升了 3-4 个百分点。

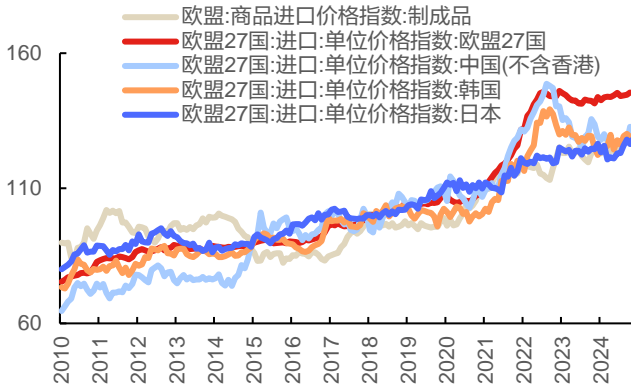
2024 年美国从中国进口商品的比例大约在 13.3% 左右（此处包含大宗，不完全严谨，SITC 口径下 2024 年食品、燃料等大宗也占美国总进口的 12.7%，剔除这些商品从中国进口的比例上升至 14.8%），基于此可粗略倒推 2024 年美国从其他地区进口核心商品价格定基指数为 110.6，即 2017-2024 年间美国从中国进口和其他地区进口长期价格差距扩大 9.8 个百分点左右（2023 年约为 6.8 个百分点），而如果以 2023 年贸易额加权计算（仅考虑从价税部分），截至 2024 年（特朗普关税 1.0+拜登关税）的 301 关税大约推升关税税率 9.4 个百分点（即实际对美出口税率为 11.9% 左右），两者较为相近，说明极端情况下美国进口端可能已经不再承担大多数关税成本。

并且剔除汇率影响后，这一结论也并未改变。与 2019 年相比，2024 年人民币（中位数）相较于美元大约贬值了 4.7%，而其他货币相对于美国加权大约贬值了 6.3%，仅相差 1.6 个百分点左右，说明即便考虑汇率因素，还原成各自进口来源国的货币口径后这一现象也没有完全消失。

与此同时，还有一些证据表明，美国从中国及其他地区进口商品时长期存在的价格差异可能并非正常现象，举例来说：

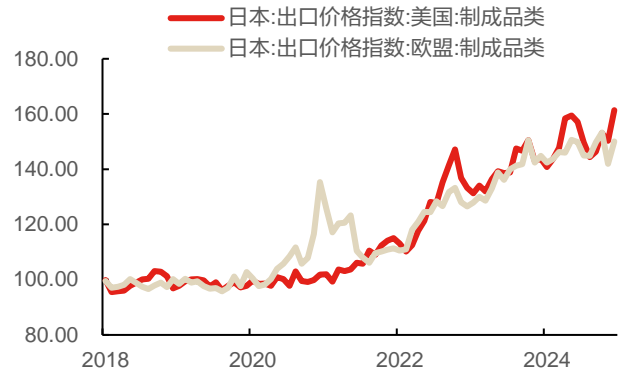
- **欧盟从中、日、韩进口商品的价格走势差距并不显著。**欧盟统计局的数据显示，欧元口径下，欧盟从中国进口商品的单位价格定基指数甚至略高于日本和韩国。
- **日本对美和其他地区出口价格指数长期走势也趋同。**2024 年 11 月，日元口径下，日本对欧盟和美国的出口价格定基指数分别为 153.1 和 153.3，没有显著区别，同时美国也并未对日本大规模征收关税。

图 8：欧盟从中国和其他亚洲地区进口价差并不显著（2018 年 1 月=100，欧元口径）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

图 9：日本对欧盟和美国出口制成品价差较小（2018 年 1 月 =100，日元口径）



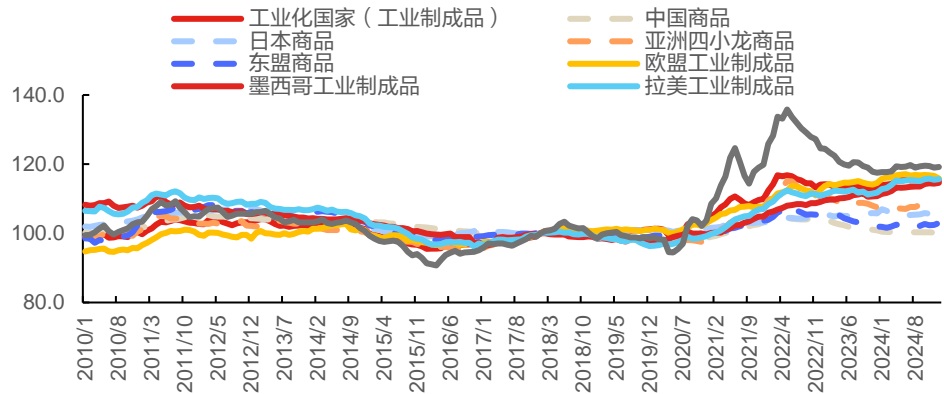
数据来源：同花顺，东方证券研究所

但关税无法解释从东盟的进口价格走势基本和中国相近

前述悲观逻辑中存在一个难以自圆其说的问题：如果真的是因为关税导致美国从中国进口商品的价格被迫下降，为什么美国从亚洲进口的价格走势系统性弱于其他地区？甚至美国从中国和东盟的进口商品的价格走势十分相似？

2018 年以来，虽然程度有所不同，但美国从亚洲四小龙（韩国、中国台湾、新加坡和中国香港）、东盟、日本进口工业制成品（NAICS31-33）的长期价格走势都弱于其他地区，其中美国从东盟进口商品的价格走势甚至和中国十分相似，而亚洲多数国家都并未被美国征收大规模关税。

图 10：美国进口价格指数（2018 年 1 月=100，按来源）



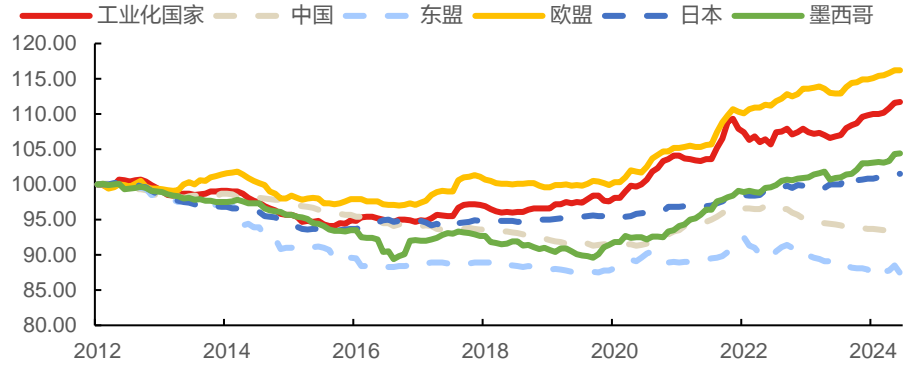
数据来源：St. Louis Fed, BLS, 东方证券研究所 备注：工业制成品指的是 NAICS 31-33 的商品；日本、中国、韩国等部分国家由于主要出口产品都是工业制成品，因此直接采用全商品口径作为替代；工业化国家指的是西欧、加拿大、日本、澳大利亚、新西兰和南非

更进一步，“关税 1.0”时期美国并未对东盟国家大规模征收 301 关税，美国从东盟进口 NAICS31（食品饮料、纺织品、皮革制品等）和 NAICS33（主要为机电产品）商品的价格指数走势不应该呈现出与从中国进口类似的特征。然而，自 2023 年以来，美国从东盟地区进口 NAICS33 对应行业的进口价格指数呈现出趋势性下降，到 2024 年末甚至低于 2018 年 1 月的水平，无论是绝对数值还是下降趋势，都与美国从中国进口相应商品的价格走势颇为相似，同时 NAICS31 对应行业的进口价格指数也有类似的现象。尽管东盟并未像中国那样被美国大规模征收关税（尽管存在对光伏、轮胎、钢铁缸体等部分商品的关税），但其商品价格走势却与中国相似，说明关税可能并非是中国长期对美出口价格低迷的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

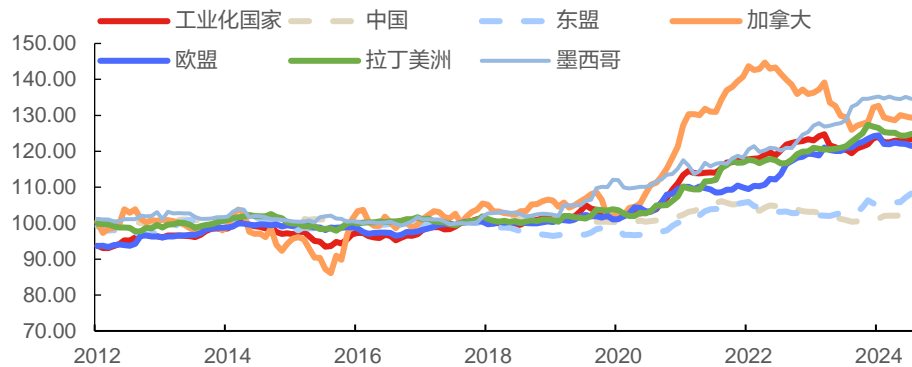
此外，至少中国的 PPI 同比变化与出口价格指数（同比概念，上年=100）之间存在着较强的相关性。而 2017-2023 年间，越南、泰国、马来西亚等贸易体量较大的东盟国家的 PPI 累计上升了 7%-10.6%不等，而中国同期仅上升了 3.9%。

图 11: NAICS33 商品美国进口价格指数（2018 年 1 月=100）



数据来源：St. Louis Fed, BLS, 东方证券研究所 备注：NAICS 33 包含金属加工、机械制造、电子设备制造、电气设备制造、运输设备制造、家具制造等；工业化国家指的是西欧、加拿大、日本、澳大利亚、新西兰和南非

图 12: NAICS31 商品美国进口价格指数（2018 年 1 月=100）



数据来源：St. Louis Fed, BLS, 东方证券研究所 备注：NAICS 31 主要是制造业中轻工业产品，如食品、饮料、烟草、纺织品、服装、皮革等相关产业；工业化国家指的是西欧、加拿大、日本、澳大利亚、新西兰和南非

除了关税，可能还有哪些原因？

“友岸化”贸易策略显著推升了美国进口成本

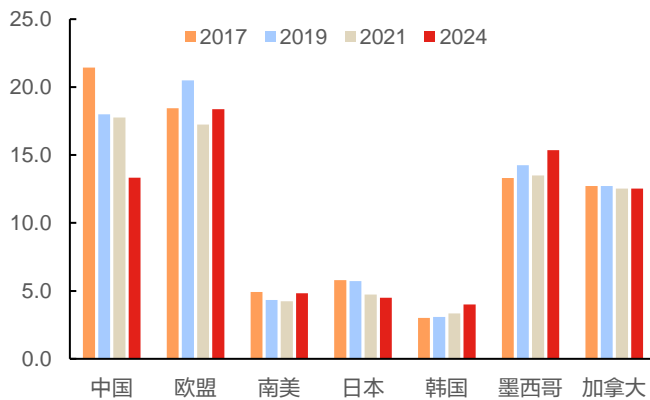
即便进口价格高企，近年来美国依然维持着从欧盟、加拿大等部分盟国进口商品的比例。2024 年美国从欧盟进口价格的定基指数（2018 年 1 月=100，后同）月均值大约为 116.9，明显偏高，然而 2024 年欧盟大约占美国总进口的 18.4%，与 2017 年基本持平；类似的现象在加拿大的贸易数据中也有体现，2024 年美国从加拿大进口价格的月均值大约为 118.9，2024 年加拿大大约占美国总进口的 12.5%，与 2017 年同期 12.7%也基本持平。

值得一提的是，美国从前述地区进口价格高企可能并非完全由技术进步和需求拉动：

- **2017-2023 年间欧盟和加拿大出口份额下降，可能说明产业竞争力下滑。**WTO 数据显示，2017-2023 年间欧盟、加拿大工业制成品出口份额分别下降 0.12 和 0.1 个百分点至 36.04% 和 1.62%。
- **2024 年欧盟和加拿大的产能利用率也都不如 2017 年，说明需求并不旺盛。**2024 年欧盟整体以及加拿大制造业（仅前三季度）的季均产能利用率分别为 78.3%和 77.7%，分别为 2017 年的 94.7%和 99.5%。值得一提的是，中国 2024 年制造业的产能利用率为 75.2%，为 2017 年的 97%，降幅介于欧盟和加拿大之间。

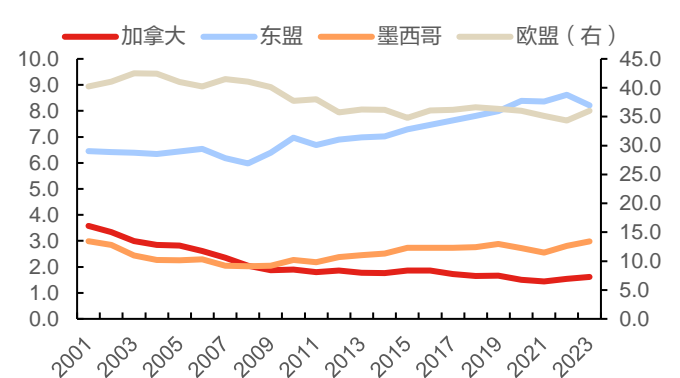
综合来看，在地缘事件的影响下，2022 年的能源价格脉冲可能已经系统性地抬升了美国盟友的生产价格，抬升了美国“友岸化”贸易战略的代价，以美国整体进口价格（不含中国）作为对照组可能存在问题。举例来说，2025 年 1 月 22 日的达沃斯经济论坛上，欧盟委员会主席冯德莱恩表示，在 2022 年之前，欧盟 45%的天然气和 50%的煤炭要从俄罗斯进口；由于俄罗斯廉价能源的中断，欧盟为此付出了巨大的代价（“But freedom came at a price”）；因欧盟拒绝依赖俄罗斯的能源资源，导致欧盟成员国能源价格大幅上涨，且至今没有下降（“sky-high energy costs and bills for many are yet to come down”）。类似的现象在日本也存在，2024 年 12 月油天然气进口价格定基指数已经达到 226.3，是 2018 年 12 月的 1.8 倍左右。

图 13：美国进口来源地区结构占比（%）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

图 14：部分美国盟国工业制成品出口份额（%）



数据来源：WTO，东方证券研究所

亚洲地区出口价格“内卷”严重

2018-2024 年，亚洲地区出口价格“内卷”现象十分明显，甚至日、韩的出口价格比中国还要更加“卷”。前文已经提到，2018 年以后，美国从亚洲国家进口商品的价格升幅明显要高于欧、美等其他地区。虽然程度有所不同，但 2018 年以后，亚洲地区的制成品出口价格走势也明显弱于其他地区。以 2018 年 1 月为基期，WTO 的制成品出口价格区间算数平均值显示：

- **2017-2024 年间，韩国、日本、中国台湾等其他亚洲地区出口价格长期下行压力甚至大于中国。**同时欧盟、美国、加拿大等欧美国家出口价格迅速攀升，与美国进口价格数据能够相印证。2017 年，全球制成品出口价格指数相比中国高出 2.8 个百分点，而中国台湾、日本、韩国、新加坡则分别高出中国 2 至 3.5 个百分点。2017 年的前 9 个月，全球制成品出口价格指数依然比中国高出 3.2 个百分点，上述四个地区的指数也维持在这一更高的范围（2 至 3.5 个百分点）内。然而，到了 2024 年的前 9 个月，情况发生了变化，全球制成品出口价格指数相比中国高出了 3.6 个百分点（与 2017 年同期相比只上升了 0.4 个百分点），但与此同时结构发生重大变化，中国台湾、日本、韩国、新加坡的指数却分别低于中国 2.4、10.6、9.2 和

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

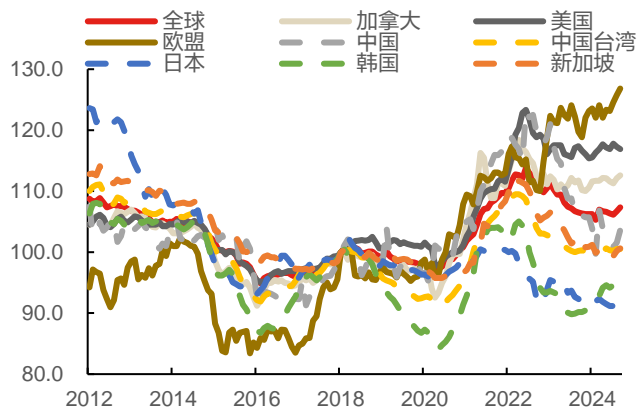
3个百分点（与2017年同期相比分别下降了5.6、14.2、11.2和6.5个百分点），而**美国、加拿大、欧盟的指数则分别上升了10.4、6.8和25.9个百分点，显著拉高全球出口价格。**

- 亚洲范围内，日、韩的出口价格长期走势比中国更疲软，一方面是产业相对竞争力不足，“以价换量”现象更加明显，表现为出口份额回落，另一方面，还部分和汇率有关。

根据WTO的年度贸易数据，2023年日本和韩国的工业制成品出口份额均低于2017年，而新加坡基本持平，中国大陆和中国台湾则均有上升。这一排序与出口价格长期相对走势的排序完全吻合。此外，在2024年的WTO月频数据（涵盖所有商品，不仅限于工业制成品）中也呈现出类似的特征。与此同时，虽然韩国制成品在全球范围内的出口份额逐渐回落，但是2022-2024年间占美国进口的比例明显上升，这与欧盟和加拿大类似。

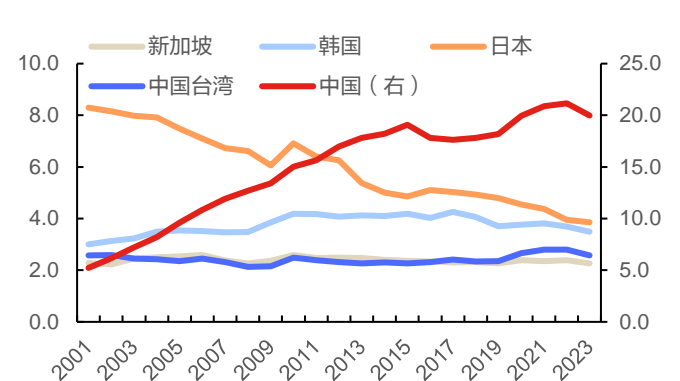
美元口径下的出口价格明显走弱，这在一定程度上与汇率有关，尤其是日本。以2017-2024年间对美贬值幅度较大的日元为例，如果按照日本当地的统计口径（对应日元口径）来看，2024年12月日本的出口商品价格定基指数（详见图9，2018年1月=100）甚至超过了140。然而，当WTO将其换算成美元口径时，由于日元在此期间的大幅贬值，最终得出的美元口径下的出口价格全面低于2018年同期水平。不过需要注意的是，尽管这一现象很大程度上与汇率有关，但日本出口价格（美元口径）低于2018年的情况也一定程度上表明，日本正在主动采取“以价换量”的策略以提升产品的竞争力，结果上依然是亚洲国家“内卷”。

图 15: WTO 制成品出口价格 (2018 年 1 月=100)



数据来源: WTO, 同花顺, 东方证券研究所

图 16: 亚洲国家或地区工业制成品出口份额走势 (%)



数据来源: WTO, 东方证券研究所

小额包裹和美国进口地区结构变化所带来的影响可能有限

劳工统计局（BLS）的权重计算存在两年的滞后性，因此权重上的影响实际上需要从2021年开始观察。受限于数据来源，本文只探讨为什么暂时不将这些因素纳入考量：

- 低价值货物出口价格可能会受到各国的政策约束（如美国小包裹限额为800美元，中国为50人民币，等等），但至少截至2024年并未出现这一情况。中国海关的HS98章特殊交易品及未分类商品（主要是低价值包裹）的出口价格指数显示，2023年确实只有2021年出口价格（月频数据算术平均，后同）的96.2%，但2024年为114.5%，价格波动并没有明显的天花板效应。

- 中国对美出口商品结构尚未出现根本性的变化，对价格加权指数波动率的影响或仍较为有限。

一般来说，汽车、消费品、资本品的美元价格会相对稳定，而零部件和非耐用品价格波动会更大一些。中国海关BEC4口径数据（只更新到23年，后续变为BEC5）显示，以2018年

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

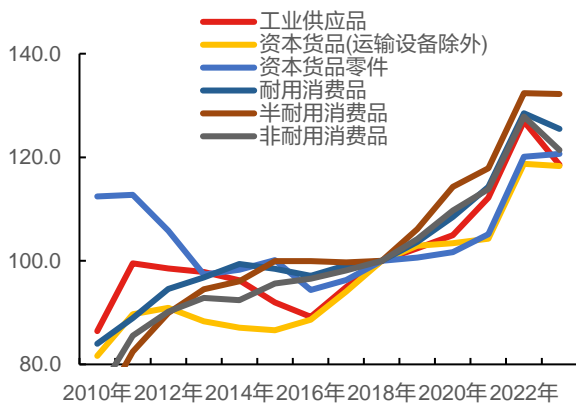
同期为基期 100，2022-2023 年中国出口价格（人民币口径）下行压力也确实主要体现在工业供应品（中间零部件）以及非耐用消费品，而资本品、半耐用消费品和耐用消费品价格中枢抬升之后基本维持稳定。

此外，即便加上汇率变化，前述结论可能依然具有参考意义。纽约联邦储备银行的研究表明，美国美元每升值 10%，非石油进口价格指数往往下降 3.2%。分项来看，汽车、消费品和资本货物几乎不受影响，美元升值 10%，汽车和消费品进口价格指数仅下降 1%，资本货物指数下降 2%，**外国企业倾向于维持这些商品在美国市场的美元价格稳定**。工业用品（中间产品为主）则不同，美元升值 10%，其价格指数预计下降 9%。

不过，近几年对美出口商品结构的变化可能暂时不会对价格指数波动产生如此大的影响。根据 BEC5 的分类，2021 年至 2023 年中国对美出口中，中间品的比例分别为 27.5%、30.9%、31.1%。尽管价格波动更大的中间品占比提升，可能在一定程度上解释了 2022 年以后对美出口价格波动放大的原因，但对美出口商品结构尚未发生根本性变化，因此这一影响应该较为有限。假如 2023 年中间品价格下降了 6.6%（该值等于 2022-2023 年 BEC 分类下工业供应品的实际出口价格降幅），即便按照中间品占比从 27.5% 上升到 31.1% 来计算，这也仅额外放大了对美出口价格波动约 0.24 个百分点，幅度相对有限。

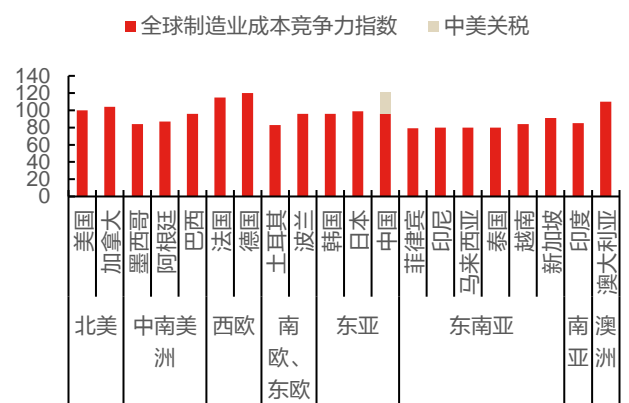
- 此外值得注意的是，美国从其盟国高价进口，并非指的是欧盟、加拿大等地区本身物价水平较高，而是 2022 年后这些地区通胀大幅上升的情况下，美国依然选择从这些地区进口。从 2017 年至 2024 年，美国从中国进口的比例从 21.4% 下降至 13.3%，合计下降了 8.1 个百分点，其中 2022 年至 2023 年间就下降了 2.7 个百分点，这一单年降幅仅次于 2018 年至 2019 年。然而，即便如此，根据波士顿咨询的全球制造业竞争力指数（该指数以 2022 年美国本土生产成本作为基准 100）的推算，2022 年至 2023 年间进口来源的变化对美国进口价格总指数以及不含中国的进口价格指数的影响可能仅在 0.2 至 0.3 个百分点之间，这一影响同样不足以解释长期的贸易价格走势分化。

图 17：中国 BEC 口径出口价格定基指数（2018 年同期=100）



数据来源：同花顺，东方证券研究所 备注：通过计算出出口价格月均同比读数的算术平均数来推算年增速

图 18：2022 年全球制造业成本竞争力指数（美国本土=100）



数据来源：BCG，东方证券研究所 备注：BCG 的报告中，中美关税按照 25% 价格计算

长期来看，美国付出了发动贸易战的成本与代价，中国也受到贸易战的伤害

综上所述，美国从中国进口商品的价格长期呈现偏弱走势，这在一定程度上是因为美国倾向于以高价从其部分传统盟国进口商品。

因此，在选取进口价格对照组时，我们重点考虑亚洲国家，而非美国整体进口价格。虽然客观上有相较于美元贬值的情况，但近年来亚洲内部出口价格竞争异常激烈，甚至 2024 年日韩出口价格还不如 2018 年同期。因此，我们认为在衡量关税对美国长期从中国进口商品价格的影响时，选择亚洲国家作为对照组更为合适。

后续将选择美国进口制成品价格指数和 WTO 制成品出口价格指数的差值（简称为对美出口溢价指数）作为参考基准，主要是因为自 2020 年以来，各国通胀水平出现了显著的分化趋势，如果不考虑当地价格因素的影响，可能难以准确判断是否存在对美出口提价受阻的情况。

尽管已经框定了可比范围，但亚洲内部的“内卷”现象在出口价格上仍无法完全解释长期美国从中国进口商品价格与美国从其他亚洲国家（如日本）进口商品价格之间的差距。根据 WTO 的数据，虽然在 2018 年至 2024 年间，中国制成品出口价格的走势相较于日本和韩国有优势（见图 17），但在同一时期内，美国从日本进口的商品价格走势却表现得比从中国进口的更强（见图 12）。

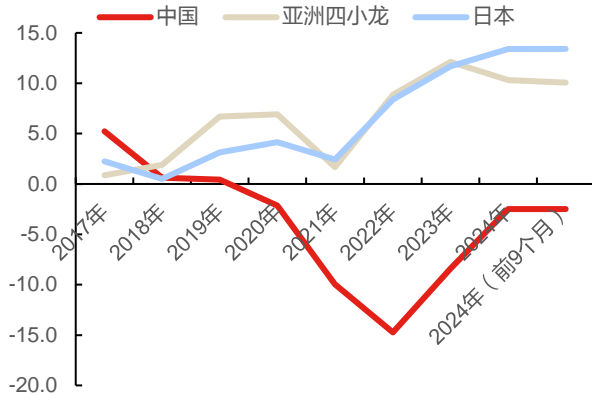
举例来说，均以美元计价，2018 年日本的 WTO 制成品出口定基指数（以 2018 年 1 月为基准 100）月均值为 100，而截至 2024 年前 9 个月已降至 92.2；然而，美国从日本进口的价格定基指数却从 2018 年的 100.5 上升至 2024 年前 9 个月的 105.6，说明对美出口溢价指数上升了 12.9 个百分点到 13.4。相比之下，2018 年中国 WTO 制成品出口定基指数月均值为 99.5，截至 2024 年前 9 个月已上升至 102.9；但同期美国从中国进口的价格定基指数仅从 100.1 微升至 100.4，对美出口溢价指数反而下降了 3.1 个百分点到 -2.5，说明长期来看，中国商品在美国提价空间明显受到限制。

不过需注意，即便用这种方法，宏观上可能也已经难以衡量中美双方承担关税的比例了。表观上来看，日本、亚洲四小龙对美出口溢价指数的变化幅度与中国对美出口溢价指数变化幅度之差均超过了中国对美出口 301 加权关税税率（9.4%），长期来说扰动因素太多，已难以剥离关税对贸易价格的影响。如果不考虑各国通胀问题，仅考虑美国进口价格走势的话，2018-2024 年前 9 个月，美国从中国、东盟、亚洲四小龙和日本进口的价格分别上升了 0.3、1.6、5.1 和 6.4 个百分点，中国对美出口 301 加权税率为 9.4%（和前文计算结果一致），那么中国承担关税的比例肯定也高于 2018-2019 年。

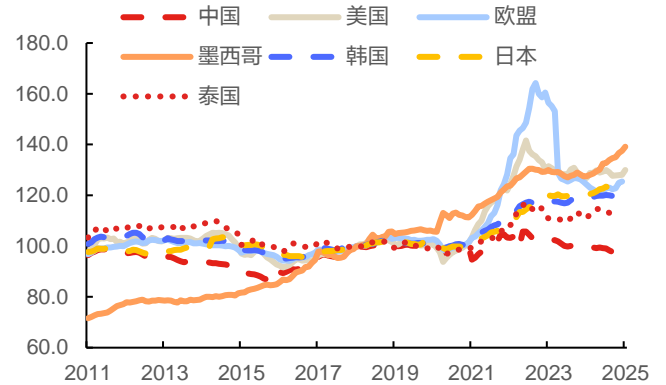
而宏观上难以准确测量的原因在于产业转移，导致很多可比口径的数据可能已经“消失”。同时对于供应链而言，关税只有 0 和 1 的区别。举例来说，即便“关税 1.0”的第四个清单最终只征收 7.5% 的关税（这是中美第一阶段贸易协议落地后的结果），美国从中国进口商品的比例下降的幅度，其实与前三个清单（征收 25% 关税税率）并无显著差异。这可能有以下两点原因：其一，第四个清单中传统消费品的比例可能更高，相比高技术含量的产品，传统消费品出口的议价能力和利润空间可能更有限，因此即便 7.5% 的税率也会对其产生显著影响（例如，沃尔玛供应链可能都仅有 2-3% 的利润空间）；其二，在关税存在上升预期的情况下，只要有能力转移到海外的供应链环节，可能都会选择出海以规避风险。因此，美国从中国进口不涉及关税商品的比例基本稳定，但只要商品涉及关税，即便只有 7.5%，供应链就可能选择出海。

图 19：亚洲地区对美出口溢价指数（计算过程中用的定基指数均为 2018 年 1 月=100）

图 20：各国 PPI 定基指数（2018 年 1 月=100）



数据来源：WTO, BLS, 同花顺, 东方证券研究所 备注：年频指数均采用月频指数算术平均值估计；美国工业制成品指的是 NAICS31-33 行业；亚洲四小龙 WTO 价格按照美国的进口额加权计算；溢价指数计算公式为，美国进口制成品价格定基指数和 WTO 制成品出口价格定基指数的差值



数据来源：同花顺, 东方证券研究所

综合全文来看，短期内虽然中国供应商可以顺利地向下传递成本，但长期确实难以进一步提价。美国付出了发动贸易战的成本与代价，中国也受到了伤害，这对未来也有一定借鉴意义。纵观全文，加税对中美贸易价格的影响如下：

- **美方短期：**承担主要关税成本，商品 CPI 会出现 2-6 个月左右的向上脉冲，其中上一轮关税已经涉及的商品，可能由于供给弹性更大，订单转口的速度会快于上一次，对美国通胀的脉冲消退会更快一些，但上一次尚未征税、对华进口依赖度最高的“深水区”（以消费电子为主的消费品）对美国通胀仍有较大影响。
- **美方长期：**长期来说表观承担关税成本的比例显著下降，但由于贸易摩擦降低供应链效率，以及倾向于从盟友高价进口商品，进口价格中枢依然持续上升。
- **中方短期：**几乎不承担关税成本，但对美出口订单量显著下降。
- **中方长期：**损失主要体现在两个方面：首先，表观上企业承担了比短期更多的关税成本，导致对美出口提价受到阻碍；其次，还存在许多无法直接观测到的潜在成本，例如美国直接进口来源的转变（也可能源于下游进口商转移供应链以规避关税的要求），这对中国企业出海的速度和海外运营的效率提出了更高要求。

风险提示

- **美国采取的贸易摩擦措施具有高度不确定性。**特朗普新一任期内，贸易政策变化多端，这不仅体现在政策频繁变动和实施力度难以预测上，还因为这些措施往往受到国内外多种因素的影响，涵盖政治、经济、社会等各个层面，“关税 1.0”的经验不一定能完全适用于当下。
- **不同统计来源的数据可能不完全可比。**举例来说，各个统计部门的价格指数之间存在不完全一致的情况，如日本央行和财务省公布的出口价格指数就存在差异；WTO 的制成品价格指数与各国价格指数即便经过汇率换算，可能仍存在一定差异；宏观价格指数和海关微观的商品价格走势之间也可能因个别商品存在较大差异。

- 测算结果可能对某些特定假设较为敏感，从而影响结论和判断。举例来说，以美国从东盟、韩国和日本进口的价格指数长期走势与中国进口价格指数之间的差异作为衡量中国承担关税成本的指标，可能会得出截然不同的结论。

附录

如何将美元口径下美国从其他地区的进口价格还原成其原币种口径？

在还原其他国家的原币种价格时，本文使用美联储提供的汇率以及广义美元指数倒推，广义美元指数权重依据美国经济分析局（BEA）发布的年度双边贸易数据确定，恰好适用于贸易领域，根据每年的权重从中剔除美元与人民币的汇率变动之后即可推算出其余贸易来源的加权汇率变化情况。

不过需要注意，外贸数据在汇率调整时可能采用上期汇率而非当期汇率。例如，中国海关月频贸易数据采用上个月第三个星期三的中间价汇率进行调整（若恰逢节假日则延后一周）。但由于美国并不公布其他币种口径的外贸数据，虽然本文暂未找到美国国际贸易委员会（USITC）对其汇率口径进行调整的相关信息，但为了保证后续与美元口径下的中国出口价格数据进行比较，本文也做了类似的处理，每个月价格数据换算时使用的均是上个月而非当月的平均中间价汇率（美联储口径）。

USITC 的价格指数是如何计算的？

此外，本文分析过程中仅纳入在时间序列中某一时刻从中国进口值为正的统计数据。每个统计报告编号下的平均单位价值，在样本期内该国首次进口的当月被标准化为 100。世界其他地区及中国不包含关税的平均单位价值，通过海关价值除以数量来计算。包含关税的平均单位价值，则是将平均单位价值乘以 1 加 301 条款关税税率得出。为与本章后续的事件研究分析保持一致，含关税价值是在 10 位协调关税系统（HTS）统计报告编号层面进行估算，而非使用税率规定代码信息。后续数值均依据首个数值进行标准化处理。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。