



Research and
Development Center

美国对华关税调整推演： 豁免可能大于减免

2022年7月23日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

美国对华关税调整推演：豁免可能大于减免

2022年7月23日

- **美国对华关税的两手战略：一手是关税清单，一手是豁免清单。**2018年至今，美国共对中国加征了四轮关税，这四轮关税在此期间曾经历不同批次的关税豁免和原豁免清单的继续延长。四轮清单加征金额由小及大，加征范围由局部向全方位蔓延。与之相对应，每一轮关税豁免聚焦的范围也逐步扩大：商品的豁免范围从一开始聚焦机械设备和仪器仪表，到二轮关税豁免逐步扩展至塑料橡胶等化学产品，再演化为三、四轮关税豁免范围进一步向纺织原料等日常消费品延伸。
- **豁免清单上，目前多数商品的豁免有效期已经结束并重返高关税状态，尚在豁免有效期内的商品清单仅余医疗防疫用品和“352豁免清单”。**早期美国针对前四轮加征清单的多批豁免已经陆续到期，截至目前，尚处于豁免有效期内的商品清单仅余两大项豁免：一是疫情相关的医疗防疫用品豁免清单，二是今年最新一批“352豁免清单”。但随着美国防疫物品生产能力加强，医疗护理用品豁免清单有所收缩。“352豁免清单”呈两大特征，一是机械器具占据豁免数量的主要位置，二是关税豁免中消费品项目所占比例有所提升。除此以外，大部分加征商品豁免到期后，原加征清单继续执行前期的附加税率，约一半商品重新回到高关税状态。
- **关税调整方向：下一步，美国对华关税调整的主要方向可能是杂项制品、机械设备、纺织原料和部分与日常出行相关的运输设备等。**美国在讨论关税调整时，主要基于以下四个方面的考虑：1) 进口商品的关税调整对通胀的贡献程度。2) 进口商品对华的战略重要性或者与“中国制造2025”等工业计划的相关性。3) 进口商品由美国或者第三方国家供应的可替代程度。4) 进口商品的额外关税对国内利益相关者的经济损害。综合来看，我们认为美国对华关税调整的主要方向可能是杂项制品、机械设备、纺织原料和部分与日常出行相关的运输设备。
- **关税调整方式与力度：美国或将用更多豁免替代关税取消，预计美国取消和豁免项目约为总体清单的15%，贸易价值约为400-500亿美元。**在高通胀和美国国内压力双重夹击下，我们认为美国进行关税调整的方式主要还是豁免，取消关税的商品仅是一小部分。原因有三：一是关税豁免对物价的缓冲作用与取消关税并无明显区别；二是关税取消后重新启动的程序繁琐；三是取消关税面临政治压力更大。若美国此轮关税调整主要使用关税豁免方式，按照历史覆盖比率进行估测，我们预计今年可能会有400-500亿美元的出口商品被豁免或者取消。
- **风险因素：全球经济形势超预期，中美国际关系的不确定性。**

目录

一、美国对华关税豁免有限，多数仍面临高关税	4
1.1 四轮关税豁免已到期，豁免有效期内仅余两大清单	4
1.2 目前多数商品的豁免有效期已经结束并重返高关税状态	14
二、美国调整对华关税的四大主要考虑	14
2.1 高通胀是再谈关税调整问题的直接刺激	15
2.2 进口商品对华战略重要性会限制美国的关税调整	16
2.3 进口商品供应可替代性是影响关税调整的重要因素	18
2.4 美国利益相关者的经济损害是调整关税的阻碍因素	19
三、美国调整对华关税展望	21
3.1 关税调整方向：杂项制品、机械设备与部分运输设备可能是调整的主要方向	21
3.2 关税调整方式：更多的豁免与更少的关税取消	22
3.3 关税调整力度：预计美国取消和豁免的商品价值约有 400-500 亿美元	22
风险因素	23

表目录

表 1：自中美贸易战以来，美国对中国的四轮加征关税	4
表 2：一轮关税豁免范围聚焦机械设备和仪器仪表	5
表 3：Tranche 1 的多批豁免清单的延长涉及机械器具和仪器仪表	6
表 4：二轮关税豁免范围继续扩展至塑料橡胶等化学产品	7
表 5：Tranche 2 的豁免清单的 3 批延长关税豁免	8
表 6：三轮关税豁免范围继续由机械设备向纺织原料等日常消费品延伸	9
表 7：Tranche 3 延长豁免清单的汇总表	10
表 8：四轮关税豁免范围也涉及向纺织原料等日常消费品	11
表 9：Tranche 4 (List 4A) 延长豁免清单汇总表	12
表 10：中国制造 2025 的十大重点领域	17
表 11：预计美国取消和豁免的金额可能约为 400-500 亿美元左右	23

图目录

图 1：COVID-19 相关的医疗用品豁免集中于仪器仪表和塑料橡胶	13
图 2：352 项豁免清单中机械器具和纺织原料靠前	13
图 3：仍在加征的商品清单几乎覆盖所有行业	14
图 4：6 月美国 CPI 通胀“破 9”	15
图 5：CPI 各分项对通胀的贡献程度	16
图 6：美国从中国进口金额最高的是机械器具	18
图 7：美国进口中中国占比较高的行业集中于鞋帽、机械器具和杂项制品	19
图 8：请求清单和豁免清单中显示出对部分行业的规避	20
图 9：352 项豁免清单更侧重于清单 3 和清单 4	20
图 10：杂项制品和部分运输设备等可能是关税调整的主要方向	21
图 11：运输设备调整力度有限，动植物油、矿物产品可能继续加征	22

一、美国对华关税豁免有限，多数仍面临高关税

美国对华关税政策有两手战略，一手是紧抓关税清单不放，另一手多次通过豁免清单。为理清豁免清单与关税清单的现状，我们回顾历次豁免清单上的商品类别范围、尚处于有效期内的两大清单以及仍在执行的关税清单。

1.1 四轮关税豁免已到期，豁免有效期内仅余两大清单

美国对华加征的四轮关税都经历过豁免和豁免的再延长。自美国对华开启 301 调查后，美国对中国一共加征了四轮关税，对应的贸易价值分别为 340、160、2000 和 3000 亿美元。从这四轮加征清单的金额和范围来看，加征金额由小及大，加征范围由局部向全方位行业蔓延。但截至目前为止，美国对中国加征的清单只剩下 3700 亿美元。因为在 2019 年 12 月中美双方达成了协议，美方暂停加征 3000 亿清单中价值 1800 亿美元商品的关税，因此 3000 亿美元的清单只剩下 1200 亿美元的商品仍存在有效关税。2018 年至今，这四轮关税经历了不同批次的关税豁免和原豁免清单的继续延长，一至四轮关税豁免的聚焦范围都在不断变化：

1) 一轮关税豁免范围主要聚焦于机械设备和仪器仪表。第一轮美国对华加征的关税于 2018 年 7 月 6 日开始实施，涉及贸易价值为 340 亿美元，这一轮加征清单涉及的行业相对集中，主要是机械设备、仪器仪表、运输设备、化学制品和塑料橡胶的商品项目。在豁免范围上，豁免方向也聚焦于机械设备和仪器仪表，部分清单虽然涉及运输设备，但数量相对较少。在延长原豁免清单时，运输设备和机械设备是主要的方向，而对机械设备、仪器仪表的豁免大多是具有限制性功能和使用范围的零部件。

2) 二轮关税豁免范围由机械设备扩展至塑料橡胶等化学产品。第二轮美国对华加征的关税于 2018 年 8 月 23 日开始实施，涉及贸易价值为 160 亿美元。此轮加征清单增加了化学产品和贱金属等类别，涉及的行业范围与第一轮相比有所增加。在豁免范围上，关税豁免不仅集中在机械器具、运输设备、仪器仪表类别上，还进一步向塑料橡胶等化学产品延伸。在延长原豁免清单时，贸易代表办公室大多聚焦于与出行相关的摩托车零配件等运输设备与机械器具，还有塑料制品为主的化学制品。

表 1：自中美贸易战以来，美国对中国的四轮加征关税

	清单对应	贸易价值	加征内容	加征开始时间	税率
第一轮 (Tranche1)	List1	340 亿美元	818 个细分项目	2018-07-06	25%
第二轮 (Tranche2)	List2	160 亿美元	279 个细分项目	2018-08-23	25%
第三轮 (Tranche3)	List3	2000 亿美元	约 5766 个细分项目	2018-09-24	10%
				2019-05-10	25%
第四轮 (Tranche4)	List4A	1200 亿美元	约 3255 个细分项目	2019-09-01	15%
				2020-02-14	7.5%
	List4B	1800 亿美元	(已暂停)	2019-12-15	-

资料来源：USTR，信达证券研发中心

注：List4B 已暂停加征关税

表 2：一轮关税豁免范围聚焦机械设备和仪器仪表

分类	HTS 两位数字编码	HTS 编码对应的商品描述	项目数量 (个)	8 批豁免清单中数量 (个)								
				2018.12	2019.3	2019.4	2019.5	2019.6	2019.7	2019.9	2019.10	
第一轮	化学产品	28	无机化学品；贵金属、稀土金属、放射性元素或同位素的无机或有机化合物	1	0	0	0	0	0	0	0	0
	塑料橡胶	40	橡胶及其制品	2	0	0	0	0	0	0	0	0
	机械器具	84	核反应堆、锅炉、机械和机械器具及其零部件	417	15	16	11	10	24	31	83	31
		85	电气机械设备及其零部件；录音机和复印机、电视机及其零部件	186	1	6	3	7	12	18	49	29
	运输设备	86	铁路或有轨电车、机车车辆及其零部件；铁路或有轨电车轨道固定装置及其配件及其零件；各种机械（包括机电）交通信号设备	17	0	1	0	0	0	0	0	0
		87	铁路或有轨电车以外的车辆及其零配件	41	0	0	0	0	0	0	2	0
		88	飞机、航天器及其零部件	15	0	0	0	0	0	0	2	1
		89	船舶、船只和浮动结构	10	0	0	0	0	0	0	0	0
	仪器仪表	90	光学、摄影、测量、检查、精密、医疗或手术仪器和仪器的零件及其配件	129	2	5	1	3	2	7	28	7
	合计 (个)			818	18	28	15	20	38	56	164	68

资料来源: USTR, 信达证券研发中心, 豁免时效为豁免之日起一年内

注: 豁免清单中项目数量使用 8 位数的编码进行加工汇总, 橙色高亮标记豁免清单涉及的行业

表 3: Tranche 1 的多批豁免清单的延长涉及机械器具和仪器仪表

豁免批次	豁免清单延长前的有效期	分类	HTS 编码	继续延长豁免期的具体商品	延长豁免数/原豁免数	比例
第一轮	2018.12.28-2019.12.28	机械器具	84	压花纸模具、手柄组件等	3/15	20.0%
			85	民用波段的传输装置	1/1	100%
		仪器仪表	90	放射性治疗设备、 <u>不用于互联网的恒温器等</u>	2/2	100%
	2019.3.25-2020.3.25	机械器具	84	用于游泳池、水族馆的滤水设备、净水器、 <u>不组装在机柜中的数据存储单元等</u>	7/16	43.8%
			85	不超过 16W 的电动机	1/6	16.7%
		运输设备	86	车辆空气制动器及零部件	1/1	100%
		仪器仪表	90	塑料注射器	1/5	20.0%
	2019.4.18-2020.4.18	机械器具	84	用于纺织物的棘轮绞车、卡车轮胎或钢铁铸件、船只方向盘(d<75cm)、铝管支架等	5/11	45.5%
			85	-	0/3	0.00%
		仪器仪表	90	检查电压或电气连接的仪器	1/1	100%
	2019.5.14-2020.5.14	机械器具	84	用于废水处理的过滤或净化设备、空气净化器等	5/10	50.0%
			85	-	0/7	0.00%
仪器仪表		90	无拍摄功能的立体显微镜、用于光学显微镜的护目镜等	2/3	66.7%	
2019.6.4-2020.6.4	机械器具	84	离心泵、太阳能热水器零部件、输送机滚轮等	10/24	41.7%	
		85	电梯速度控制器和发动机	3/12	25.0%	
	仪器仪表	90	用于术中的一次性表面电极	1/2	50.0%	
2019.7.9-2020.7.9	机械器具	84	塑料泵部件、用于机动车空调设备的压缩机等	3/31	9.70%	
		85	工业炉的结构部件、电解设备等	4/18	22.2%	
	仪器仪表	90	气象站机组等	2/7	28.6%	
2019.9.20-2020.9.20	机械器具	84	旋转压缩机、一次性塑料过滤器、家用洗碗机轴承等	22/83	26.5%	
		85	电动机、印刷电路板组件等	11/49	22.4%	
	运输设备	87	越野车、工程卡车	2/2	100%	
		88	-	0/2	0.00%	
	仪器仪表	90	磁共振成像设备、二氧化碳检测仪等	16/28	57.1%	
2019.10.2-2020.10.2	机械器具	84	用于加工橡胶的双螺杆挤出机、铜制安全阀等	5/31	16.1%	
		85	直流电机等	2/29	6.90%	
	运输设备	88	-	0/1	0.00%	
	仪器仪表	90	计算机断层扫描仪等	2/7	28.6%	

资料来源: USTR, 信达证券研发中心

注: 豁免清单中项目数量使用 8 位数的编码进行加工汇总

表 4：二轮关税豁免范围继续扩展至塑料橡胶等化学产品

	分类	HTS 两位数编码	HTS 编码对应的商品描述	项目数量 (个)	3 批豁免清单中数量 (个)		
					2019.7	2019.9	2019.10
第二轮	矿物产品	27	矿物燃料, 矿物油; 沥青物质; 矿物蜡等	3	0	0	0
	化学产品	34	肥皂, 洗涤剂, 润滑剂, 造型膏, “牙科蜡”等	3	0	0	0
		38	其他化学产品	2	0	0	0
		39	塑料及其制品	146	6	22	8
	石料玻璃	70	玻璃和玻璃器皿	1	0	0	1
	贱金属	73	铁或钢制品	6	0	2	1
		76	铝及其制品	2	0	1	0
	机械器具	84	核反应堆、锅炉、机械和机械器具及其零部件	31	8	9	5
		85	电气机械设备及其零部件; 录音机和复印机、电视机及其零部件	36	9	8	13
	运输设备	86	铁路或有轨电车、机车车辆及其零部件; 铁路或有轨电车轨道固定装置及其配件及其零件; 各种机械(包括机电)交通信号设备	13	1	1	1
		87	铁路或有轨电车以外的车辆及其零配件	19	1	2	0
		89	船舶、船只和浮动结构	1	0	0	0
	仪器仪表	90	光学、摄影、电影摄影、测量、检查、精密、医疗或手术仪器和仪器的零件及其配件	16	6	1	6
	合计 (个)				279	31	46

资料来源: USTR, 信达证券研发中心

注: 豁免清单中项目数量使用 8 位数的编码进行加工汇总, 橙色高亮标记豁免清单涉及的行业

表 5: Tranche 2 的豁免清单的 3 批延长关税豁免

	豁免批次	豁免清单 延长前的 有效期	分类	HTS 编码	继续延长豁免期的 具体商品举例	延长豁免数/原豁免数	比例
第二轮	1	2019.7.31- 2020.7.31	化学产品	39	聚乙烯薄膜、聚乙烯矩形板等	3/6	50.0%
			机械器具	84	汽油发动机等	3/8	37.5%
				85	车轮速度传感器等	3/9	33.3%
			运输设备	86	-	0/1	0.00%
				87	装有往复式活塞内燃发动机的摩托车	1/1	100%
	仪器仪表	90	电子临床温度计	1/6	16.7%		
	2	2019.9.20- 2020.9.20	化学产品	39	聚氯乙烯薄膜、丙烯酸聚合物等	8/22	36.4%
			贱金属	73	铁、钢梁、钢管等	1/2	50.0%
				76	-	0/1	0.00%
			机械器具	84	-	0/9	0.00%
				85	未安装连接器的非铜绝缘导体	1/8	12.5%
			运输设备	86	-	0/1	0.00%
				87	装置电动推进电机的摩托车	1/2	50.0%
	仪器仪表	90	-	0/1	0.00%		
	3	2019.7.31- 2020.7.31	化学产品	39	石油树脂	1/8	12.5%
			石料玻璃	70	-	0/1	0.00%
			贱金属	73	-	0/1	0.00%
			机械器具	84	机床架	1/5	20.0%
				85	直流电机	4/13	30.8%
			运输设备	86	电机快动开关、车辆缓冲器等	1/1	100%
			仪器仪表	90	-	0/6	0.00%

资料来源: USTR, 信达证券研发中心

注: 豁免清单中项目数量使用 8 位数的编码进行加工汇总

3) 三、四轮关税的豁免范围继续从机械设备向纺织原料等日常消费品延伸。第三、第四轮美国对华加征的关税分别于 2018 年 9 月 24 日和 2019 年 5 月 1 日开始实施, 涉及贸易价值分别为 2000 亿美元和 3000 亿美元。与前两轮相比, 三、四轮加征清单的贸易价值明显增大, 加征清单范围也进一步扩大, 几乎覆盖了前两轮未涉及到的大部分消费品。与之相对应, 豁免清单的范围也更加广泛, 开始由机械设备向纺织原料等众多日常消费品扩展。在延长原豁免清单时, 塑料橡胶、纺织原料、鞋帽制品、木浆纸品等消费品的豁免比例明显提升, 尤其是在第四轮的延长豁免中, 木浆纸品、纺织原料、杂项制品、塑料橡胶等类别的延长豁免数超过原豁免数的一半。

表 6：三轮关税豁免范围继续由机械设备向纺织原料等日常消费品延伸

	分类	HTS 两位数编码	加征关税项目数量 (个)	豁免清单中项目数量 (个)			
				2019.8-2019.9	2019.10-2019.12	2020.1-2020.3	2020.4-2020.5
第三轮	活动物	02、03、04、05	303	0	3	4	1
	植物产品	07、08、10、11、12、14	349	0	5	3	11
	动植物油	15	8	0	0	0	0
	食品饮料	16、17、19、20、21、22、23、24	331	0	2	1	2
	矿物产品	25、26、27	157	0	0	0	0
	化学产品	28、29、31、32、33、34、35、36、37、38	1297	1	9	27	24
	塑料橡胶	39、40	177	6	5	20	9
	皮革皮毛	41、42、43	186	1	1	8	6
	木制品	44、45、46	273	3	4	3	6
	木浆纸品	47、48	243	1	3	5	8
	纺织原料	50、51、52、53、54、55、56、57、58、59、60	917	5	13	24	6
	鞋帽制品	65、67	28	0	0	1	1
	石料玻璃	68、69、70	225	0	5	14	10
	珠宝首饰	71	48	0	0	0	0
	贱金属	72、73、74、75、76、78、79、80、81、82、83	493	7	23	33	30
	机械器具	84、85	408	9	28	49	49
运输设备	86、87、88、89	135	7	20	22	12	
仪器仪表	90、91	88	0	5	5	6	
杂项制品	94、96	103	4	12	19	13	
总计 (个)			5766	44	138	238	194

资料来源: USTR, 信达证券研发中心

注: 豁免清单中项目数量使用 8 位数的编码进行加工汇总, 橙色高亮标记豁免清单涉及的行业

表 7: Tranche 3 延长豁免清单的汇总表

	有效延长时间	分类	HTS 两位数编码	延长豁免期限的具体商品举例	延长豁免数/原豁免数	比例
第三轮	2020 年 8 月 7 日起生效, 豁免延长至 2020 年 12 月 31 日	活动物	02、03、04、05	冷冻黄鳍、黑线鳕等	3/7	42.9%
		植物产品	07、08、10、11、12、14	冻干苹果、香蕉和桃子等	5/16	31.3%
		食品饮料	16、17、19、20、21、22、23、24	帝王蟹肉、雪蟹肉等	1/5	20.0%
		化学产品	28、29、31、32、33、34、35、36、37、38	洁肤用的有机表面活性产品、零售洗衣粉、人造石墨、除草剂等	15/58	25.9%
		塑料橡胶	39、40	一次性手套（医疗用途除外）、塑料盖等	7/28	25.0%
		皮革皮毛	41、42、43	人造纤维纺织背包、聚酯行李袋、皮革盖	3/13	23.1%
		木制品	44、45、46	便携式一次性烤架等	2/13	15.4%
		木浆纸品	47、48	纸质笔记本和竹制托盘等	4/13	30.8%
		纺织原料	50、51、52、53、54、55、56、57、58、59、60	丝绸织物、尼龙毛毯等	19/43	44.2%
		鞋帽制品	65、67	一次性帽子	1/2	50.0%
		石料玻璃	68、69、70	钢化安全玻璃片、机动车凸面和平面后视镜玻璃等	5/24	20.8%
		贱金属	73、74、75、76、78、79、80、81、82、83	脚手架、模板或坑道支撑用的支柱、燃气率配件等	13/65	20.0%
		机械器具	84、85	活塞发动机（不包括航空发动机）、手动泵等	49/95	51.6%
		运输设备	86、87、88、89	自行车、轮胎托架附件等	15/39	38.5%
		仪器仪表	90、91	光学显微镜、机械计时器等	6/14	42.9%
杂项制品	94、96	软垫椅子、折叠椅子和组件等	13/26	50.0%		

资料来源: USTR, 信达证券研发中心

注: 豁免清单中项目数量使用 8 位数的编码进行加工汇总

表 8：四轮关税豁免范围也涉及向纺织原料等日常消费品

	分类	HTS 两位数编码	加征关税项目数量 (个)	豁免清单中项目数量 (个)				
				2020.3	2020.5	2020.6	2020.7	2020.8
第四轮	活动物	01、02、04、05	392	1	0	1	2	0
	植物产品	06、07、08、09、10、12、13、14	213	0	0	0	0	0
	动植物油	15	61	0	0	0	0	0
	食品饮料	16、17、18、19、20、21、22、23、24	455	0	0	0	0	0
	矿物产品	25、26、27	15	0	0	0	0	0
	化学产品	28、29、32、33、34、35、36、38	109	1	1	1	0	0
	塑料橡胶	39、40	31	2	2	2	5	1
	皮革皮毛	41、43	39	0	0	0	0	0
	木制品	44	9	0	0	0	0	0
	木浆纸品	48、49	27	1	0	1	2	0
	纺织原料	52、53、54、55、58、59、60、61、62、63	652	4	0	8	13	0
	鞋帽制品	64、65、66、67	103	1	1	0	1	0
	石料玻璃	69、70	67	0	3	0	0	1
	珠宝首饰	71	51	0	0	0	0	0
	贱金属	72、73、74、76、78、82、83	397	0	0	2	6	0
	机械器具	84、85	240	4	0	4	13	2
	运输设备	87、88、89	16	0	0	0	1	0
仪器仪表	90、91、92	212	1	0	6	9	0	
杂项制品	94、95、96	159	0	0	5	10	1	
艺术收藏	97	7	0	0	0	7	0	
总计 (个)			3255	15	7	30	69	5

资料来源: USTR, 信达证券研发中心

注: 豁免清单中项目数量使用 8 位数的编码进行加工汇总, 橙色高亮标记豁免清单涉及的行业

表 9: Tranche 4 (List 4A) 延长豁免清单汇总表

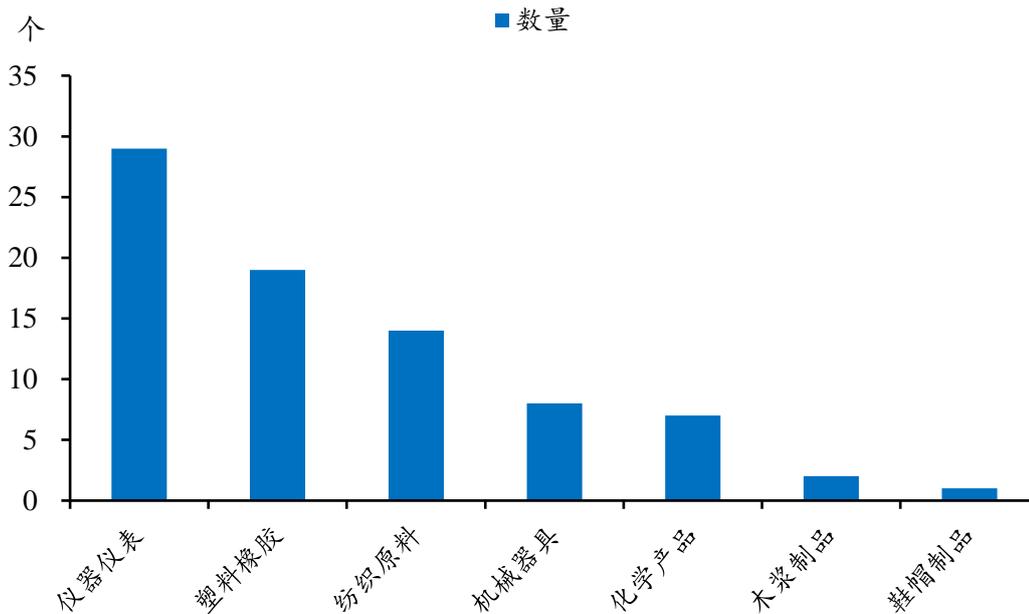
	分类	HTS 两位数编码	延长豁免期限的商品举例	延长豁免数/原豁免数	比例
第四轮	活动物	01、02、04、05	用作填充物的鸭毛或鹅毛等	2/2	100%
	化学产品	28、29、32、33、34、35、36、38	糖精、颜料、化妆品和护肤品等	1/3	33.3%
	塑料橡胶	39、40	无菌瓶、一次性无菌窗帘和塑料罩、一次性塑料分药杯等	4/7	57.1%
	木浆纸品	48、49	壁纸、印刷艺术品和画册等	3/3	100%
	纺织原料	52、53、54、55、58、59、60、61、62、63	手套、婴儿襁褓袋、针织长袍等	17/23	73.9%
	鞋帽制品	64、65、66、67	运动帽	1/2	50.0%
	石料玻璃	69、70	-	0/1	0.00%
	贱金属	72、73、74、76、78、82、83	轻质 G1060 镀锌圆钢丝	1/8	12.5%
	机械器具	84、85	家用缝纫机、手动水龙头零件、电视液晶显示器等	8/22	36.3%
	运输设备	87、88、89	-	0/1	0.00%
	仪器仪表	90、91、92	棱镜望远镜、表壳、立式钢琴等	14/15	93.3%
	杂项制品	94、95、96	儿童安全座椅的配件、枕套、金属箭头、由天然山羊毛制成的毛刷等	9/13	69.2%
艺术收藏	97	油画、素描、蜡笔、邮票等	3/7	42.9%	

资料来源: USTR, 信达证券研发中心

注: 豁免数使用 8 位数 HTS 编码对所有豁免清单进行加工汇总

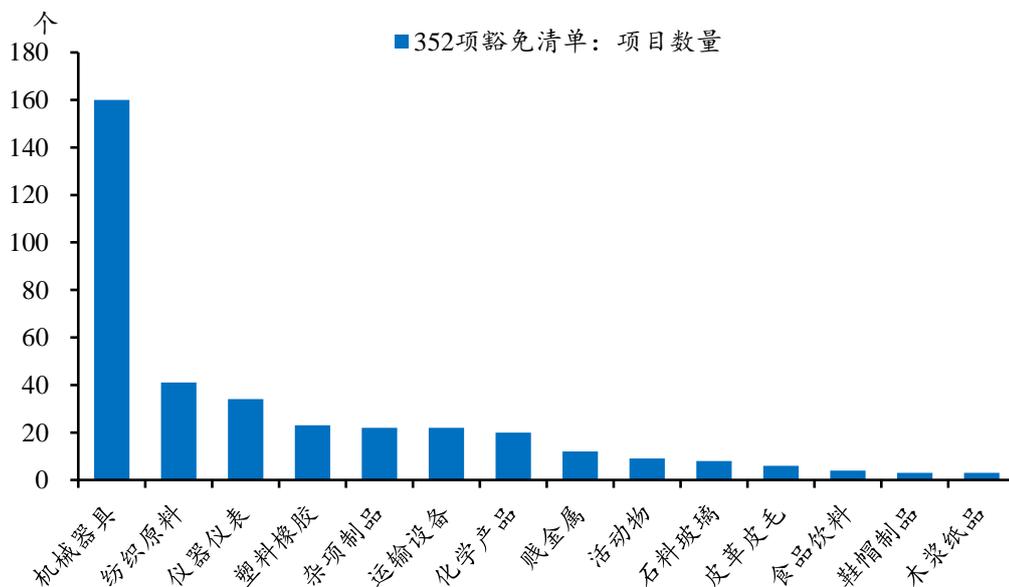
尚在豁免有效期内的商品清单仅余医疗防疫用品和“352 豁免清单”。尽管早期美国针对前四轮加征清单豁免了多批商品,但这些豁免清单已经陆续到期。截至目前,尚处于豁免有效期内的商品清单仅余两大项:一是疫情相关的医疗防疫用品豁免清单,二是今年最新一批“352 豁免清单”。

1) 在防疫需求推动下,美国再次延长中国防疫用品的关税豁免期。在新冠疫情大爆发后,美国各类防疫器材、口罩和药品供应严重不足,再加上国内生产活动受限,美国不得不依赖从中国进口的商品。在防疫需求的推动下,医疗商品被纳入豁免清单。2022 年 5 月 27 日,美国贸易代表办公室(USTR)宣布继续延长对中国医疗防护产品的关税豁免期,即将原有效期再延长六个月至 2022 年 11 月 30 日。这是防疫用品进入豁免清单后,第二次延长其豁免有效期。但需要注意的是,此次豁免清单涵盖的医疗护理产品数量也在减少,我们认为这可能是奥密克戎变异病毒致死率下降,美国防疫物品生产能力逐步恢复,因此原关税豁免清单上的部分商品不再继续延长豁免。

图 1：COVID-19 相关的医疗用品豁免集中于仪器仪表和塑料橡胶


资料来源: USTR, 信达证券研发中心

2) 除抗击新冠肺炎疫情的医疗物资外，有效的豁免清单仅剩“352 豁免清单”。早期针对前四轮加征关税的豁免清单已经接连到期，尚在有效期内的豁免清单除了与新冠疫情防控相关的商品外，仅剩今年 3 月美国贸易代表办公室 (USTR) 宣布的最新一批豁免清单——“352 豁免清单”。“352 豁免清单”恢复了一部分对华加征关税的豁免清单，豁免期从 2021 年 10 月 12 日一直持续到 2022 年 12 月 31 日。从豁免类别上看，该清单商品不仅涉及机械器具、纺织原料、仪器仪表等类别，还包含海鲜、农产品等商品类别在内。从豁免数量上看，该清单豁免数量最高的还是机械器具，此外，消费品豁免项目所占比例也有所提升。

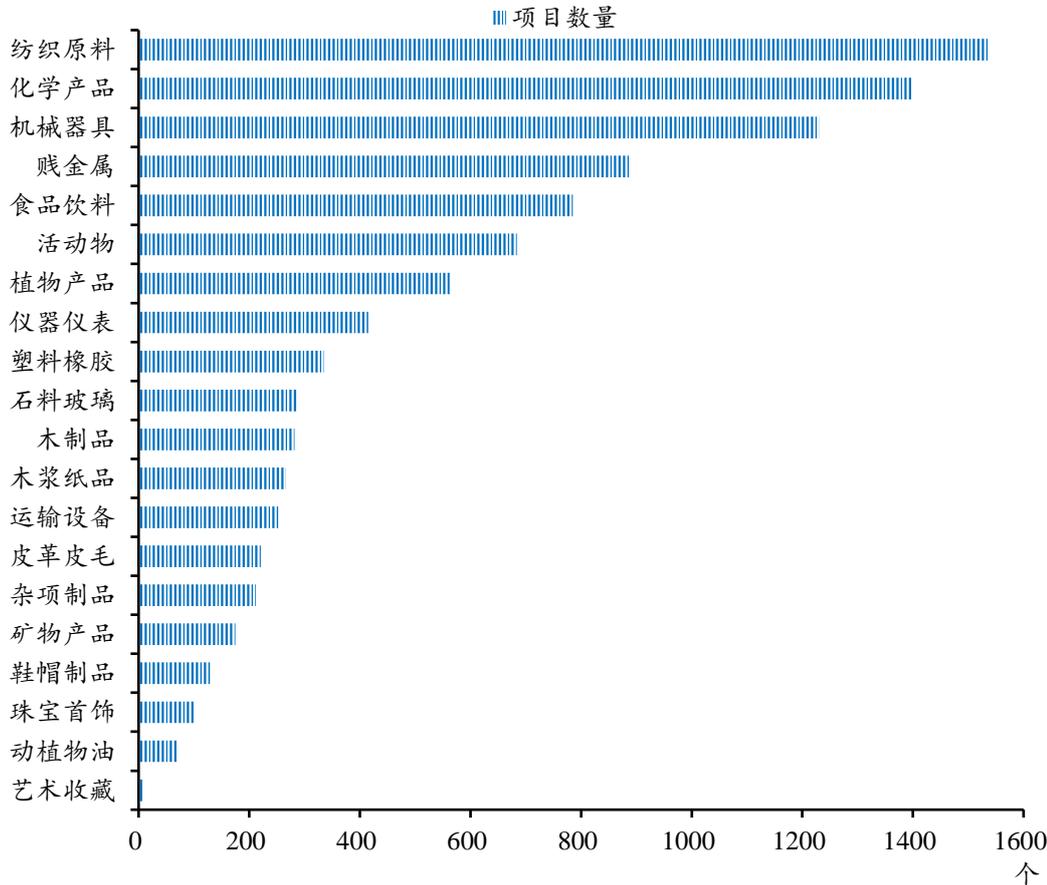
图 2：352 项豁免清单中机械器具和纺织原料靠前


资料来源: USTR, 信达证券研发中心

1.2 目前多数商品的豁免有效期已经结束并重返高关税状态

大部分加征商品豁免有效期已结束，重新回到高关税状态。在加征期间，综合考虑美国国内企业的压力和呼声，贸易代表办公室已经发布多批豁免关税的商品清单。尽管四轮加征清单的部分商品被纳入豁免清单，但截至2021年年底大多豁免清单均已到期，豁免到期的加征清单继续执行前期的附加税率。尽管第一轮关税清单(340亿美元)已经于今年7月6日到期，但仍有3360亿美元在加征关税。从加征税率上看，扣除刚到期的340亿美元不算，也有64.29%的清单商品加征税率为25%，35.71%的清单商品加征税率为7.5%，超过一半的商品重返高关税状态。

图 3：仍在加征的商品清单几乎覆盖所有行业



资料来源: USTR, 信达证券研发中心

二、美国调整对华关税的四大主要考虑

2022年5月3日美国贸易代表办公室(USTR)发布了关于中国301关税四年期法定审查的通知,通知表示中美贸易战期间对中国商品加征的关税即将到期,相关部门正启动复审程序以商讨下一步行动方向。截至目前,对华301关税的复审程序仍在进行中,关税调整的最终复审结果尚未落地。结合美国当前形势与美国贸易代表办公室公布的历史联邦公告来看,美国在讨论关税调整时,主要基于以下四个方面的考虑:

- 1) 进口商品的关税调整对通胀的贡献程度。
- 2) 进口商品对华的战略重要性或者与“中国制造2025”等工业计划的相关性。
- 3) 进口商品由美国或者第三方国家供应的可替代程度。
- 4) 进口商品的额外关税对国内利益相关者的经济损害。

2.1 高通胀是再谈关税调整问题的直接刺激

高通胀压力下，关税下降或有利于缓解放消费者额外的物价压力。当前美国通胀居高不下，其中部分原因是对于进口商品的不合理关税，因为加征关税会提高美国国内市场的商品价格。这背后的逻辑在于两个方面，一方面关税变化能非常直接地影响美国进口商品的价格，所以对最终消费品加征的关税会转移到消费者身上；另一方面，即使加征的商品不是最终消费品，也会影响到商品的成本。因为中间品的关税也会增加使用部门的成本。因此，美国再维持此前的关税政策将不利于控制通胀水平，而降低关税能给价格增加下行压力，利于通胀缓解。

基于高通胀下的关税调整可能性：运输商品>家具和生活用品。在疫情影响之下，美国国内经济压力变大，6月通胀继续爆表。通胀高企一方面影响了国内民众的生活消费，另一方面也对中期选举产生威胁。在当前高通胀的形势之下，美国会尽可能抓住一切手段和措施遏制通胀，而美国此时再谈关税调整更多是基于自身所处形势的考量。关税调整成为美国降通胀的新方式，那么在商讨关税调整结果时，清单商品对通胀的贡献程度就很可能成为主要的关注点。根据美国劳工部的通胀数据，在各分项对6月通胀贡献中，燃油对通胀的影响最大，其次是住房、运输相关商品和家具生活用品，因此美国对华的关税调整大概率聚焦于运输商品、家具和生活用品。

图 4：6月美国 CPI 通胀“破9”

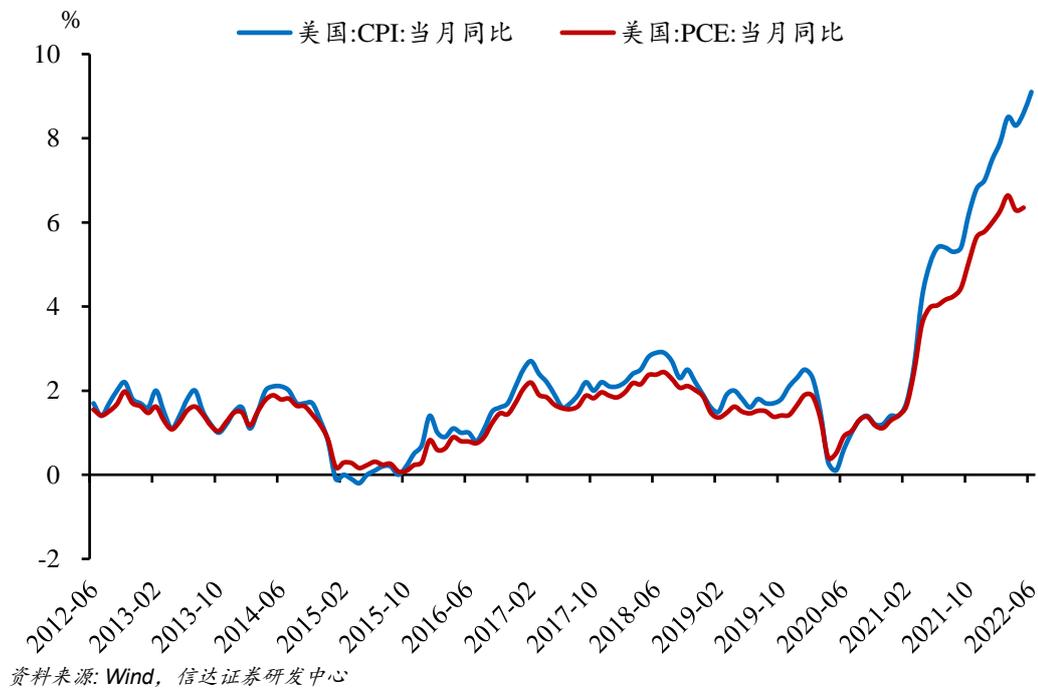
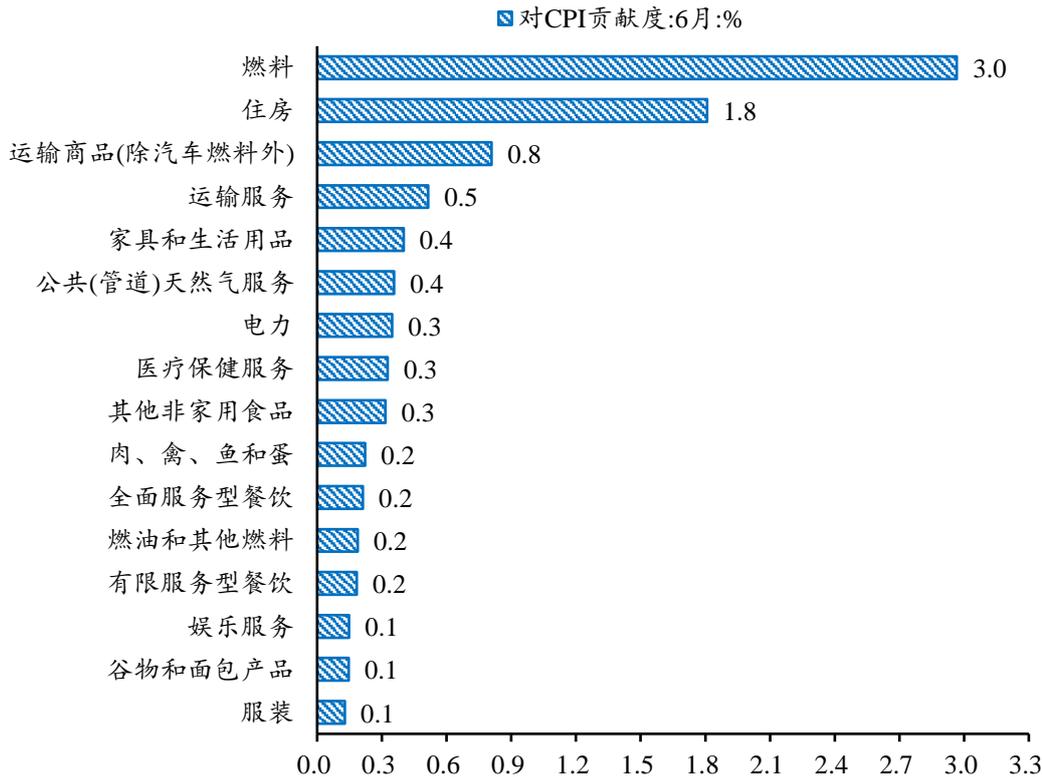


图 5: CPI 各分项对通胀的贡献程度


资料来源: DOL, 信达证券研发中心

2.2 进口商品对华战略重要性会限制美国的关税调整

美国打压中国的战略意图不变, 关税调整会尽可能避开航天航空、集成电路等相关产业。美国贸易代表办公室声称中国对美国的出口存在“不合理、不公正的贸易做法”, 因此向中国发起贸易战。这冠冕堂皇的理由背后是美国打压中国高新技术产业、遏制中国高端制造业发展的战略意图。对比发现, 加征商品直接指向中国制造重点发展方向。美国所列的征税清单(尤其是清单一、二)聚焦于机械器具和运输设备, 与《中国制造 2025》的十大重点领域相重合, 因为这些类别正是航空航天设备、信息通信设备所在行业。而当下美国打压中国的意图没有改变, 因此美国在调整关税时会优先考虑战略意义不强的商品, 并尽可能避开涉及集成电路等信息技术产业的部分。

表 10：中国制造 2025 的十大重点领域

重点领域	内容
1 新一代信息技术产业	(1) 集成电路及专用装备 。着力提升集成电路设计水平，不断丰富知识产权（IP）核和设计工具，突破关系国家信息与网络安全及电子整机产业发展的 核心通用芯片 ，提升国产芯片的应用适配能力。掌握高密度封装及三维（3D）微组装技术，提升封装产业和测试的自主发展能力。
	(2) 信息通信设备 。掌握新型计算、高速互联、先进存储、体系化安全保障等核心技术，全面突破第五代移动通信（5G）技术、核心路由交换技术、超高速大容量智能光传输技术、“未来网络”核心技术和体系架构，积极推动量子计算、神经网络等发展。研发 高端服务器、大容量存储、新型路由交换、新型智能终端、新一代基站、网络安全 等设备。
	(3) 操作系统及工业软件 。开发安全领域操作系统等工业基础软件。突破智能设计与仿真及其工具、制造物联与服务、工业大数据处理等 高端工业软件 核心技术，开发自主可控的高端工业平台软件和重点领域应用软件，建立完善工业软件集成标准与安全测评体系。
2 高档数控机床和机器人	(1) 高档数控机床 。开发一批精密、高速、高效、柔性 数控机床与基础制造装备 及集成制造系统。加快高档数控机床、增材制造等前沿技术和装备的研发。以提升可靠性、精度保持性为重点，开发高档数控系统、伺服电机、轴承、光栅等主要功能部件及关键应用软件，加快实现产业化。
	(2) 机器人 。围绕汽车、机械、电子、危险品制造、国防军工、化工、轻工等 工业机器人、特种机器人 ，以及医疗健康、家庭服务、教育娱乐等服务机器人应用需求，积极研发新产品，促进机器人标准化、模块化发展，扩大市场应用。突破机器人本体、减速器、伺服电机、控制器、传感器与驱动器等关键零部件及系统集成设计制造等技术瓶颈。
3 航空航天装备	(1) 航空装备 。加快大型飞机研制，适时启动宽体客机研制，鼓励国际合作研制重型直升机；推进干线飞机、直升机、无人机和通用飞机产业化。突破高推重比、 先进涡浆（轴）发动机及大涵道比涡扇发动机技术 ，建立发动机自主发展工业体系。开发 先进机载设备及系统 ，形成自主完整的航空产业链
	(2) 航天装备 。发展新一代 运载火箭、重型运载器 ，提升进入空间能力。加快推进国家民用空间基础设施建设，发展新型卫星等空间平台与有效载荷、空天地宽带互联网系统，形成长期持续稳定的卫星遥感、通信、导航等空间信息服务能力。推动载人航天、月球探测工程，适度发展深空探测。推进航天技术转化与空间技术应用。
4 海洋工程装备及高技术船舶	大力发展深海探测、资源开发利用、海上作业保障装备及其 关键系统和专用设备 。推动深海空间站、大型浮式结构物的开发和工程化。突破豪华邮轮设计建造技术，全面提升液化天然气船等 高技术船舶 国际竞争力，掌握重点配套设备集成化、智能化、模块化设计制造核心技术。
5 先进轨道交通装备	加快新材料、新技术和新工艺的应用，重点突破体系化安全保障、节能环保、数字化智能化网络化技术，研制先进可靠适用的产品和轻量化、模块化、谱系化产品。 研发新一代绿色智能、高速重载 轨道交通装备系统 ，围绕系统全寿命周期，向用户提供整体解决方案，建立世界领先的现代轨道交通产业体系。
6 节能与新能源汽车	继续支持电动汽车、燃料电池汽车发展，掌握汽车 低碳化、信息化、智能化 核心技术，提升动力电池、驱动电机、高效内燃机、先进变速器、轻量化材料、智能控制等核心技术的工程化和产业化能力。
7 电力装备	推动大型高效超净排放煤电机组产业化和示范应用，进一步提高超大容量 水电机组、核电机组、重型燃气轮机 制造水平。推进新能源和可再生能源装备、先进 储能装置、智能电网用输变电及用户端设备 发展。突破大功率电力电子器件、高温超导材料等关键元器件和材料的制造及应用技术，形成产业化能力。
8 农机装备	重点发展粮、棉、油、糖等大宗粮食和战略性经济作物育、耕、种、管、收、运、贮等主要生产过程使用的先进农机装备，加快发展大型拖拉机及其复式作业机具、大型高效联合收割机等 高端农业装备 及关键核心零部件。提高农机装备信息收集、智能决策和精准作业能力，推进形成面向农业生产的 信息化整体解决方案 。
9 新材料	以特种金属功能材料、高性能结构材料、功能性高分子材料、特种无机非金属材料 and 先进复合材料为发展重点，加快研发先进熔炼、凝固成型、气相沉积、型材加工、高效合成等新材料制备关键技术和装备。积极发展军民共用特种新材料，加快技术双向转移转化，促进新材料产业军民融合发展。高度关注颠覆性新材料对传统材料的影响，做好超导材料、纳米材料、石墨烯、生物基材料等 战略前沿材料 提前布局和研制。
10 生物医药及高性能医疗器械	发展针对重大疾病的化学药、中药、生物技术药物新产品，重点包括新机制和新靶点化学药、抗体药物、抗体偶联药物、全新结构蛋白及多肽药物、新型疫苗、临床优势突出的创新中药及个性化治疗药物。 重点发展影像设备、医用机器人等高性能诊疗设备 ，全降解血管支架等高值医用耗材，可穿戴、远程诊疗等移动医疗产品。

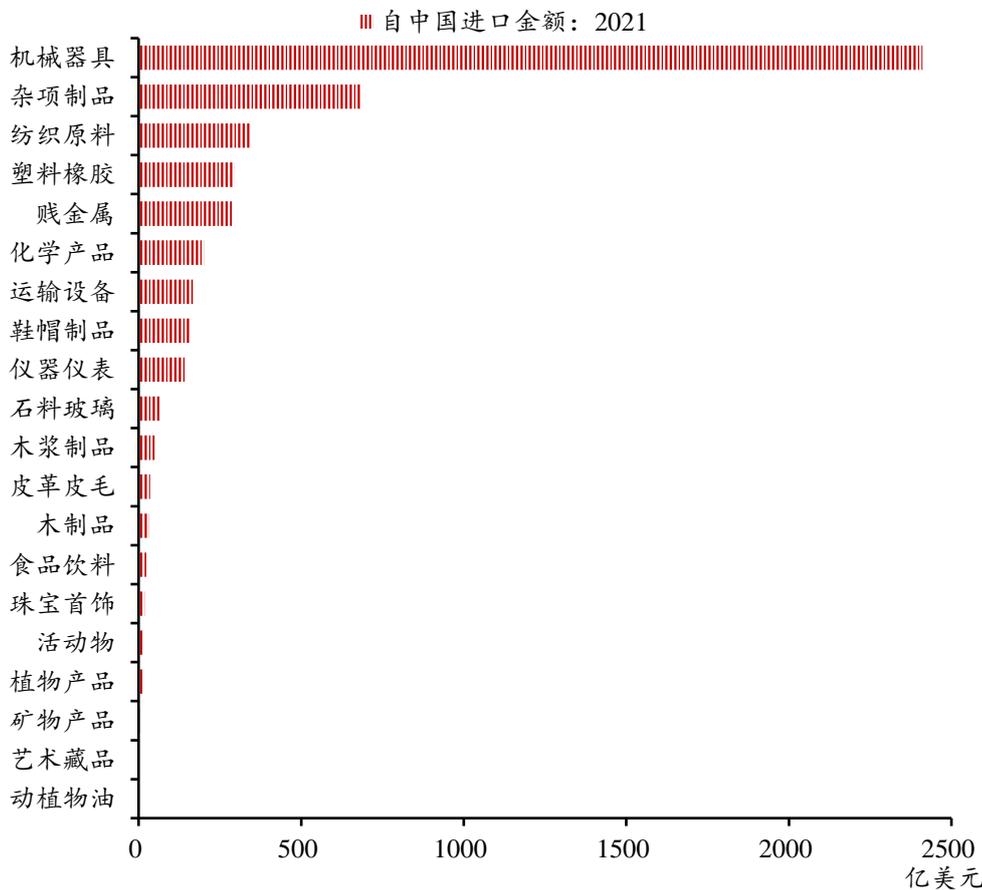
资料来源：国务院，信达证券研发中心

2.3 进口商品供应可替代性是影响关税调整的重要因素

美国关税调整必须考虑商品供应的可替代性。倘若美国选择继续对中国的进口商品征收关税，那么为了缓解商品对国内通胀的影响，美国有两种方法可以选择：一是通过国内生产供应来部分替代市场对进口商品的需求，二是通过第三方国家类似的商品供给来替代中国进口。两种选择中，后者的可能性更大。因为在疫情压制之下，美国国内的供应链依旧面临较大压力，国内生产难以满足需求，因此由国内供应部分替代进口的可行性不高。而如果通过第三方国家供应来替代中国进口商品，则需要考虑中国进口在总进口中的份额，中国占据的进口份额越高，对美国进口供应来说就越重要，找到具备相同量级的第三方国家供应难度就越大，可替代性相对较小。

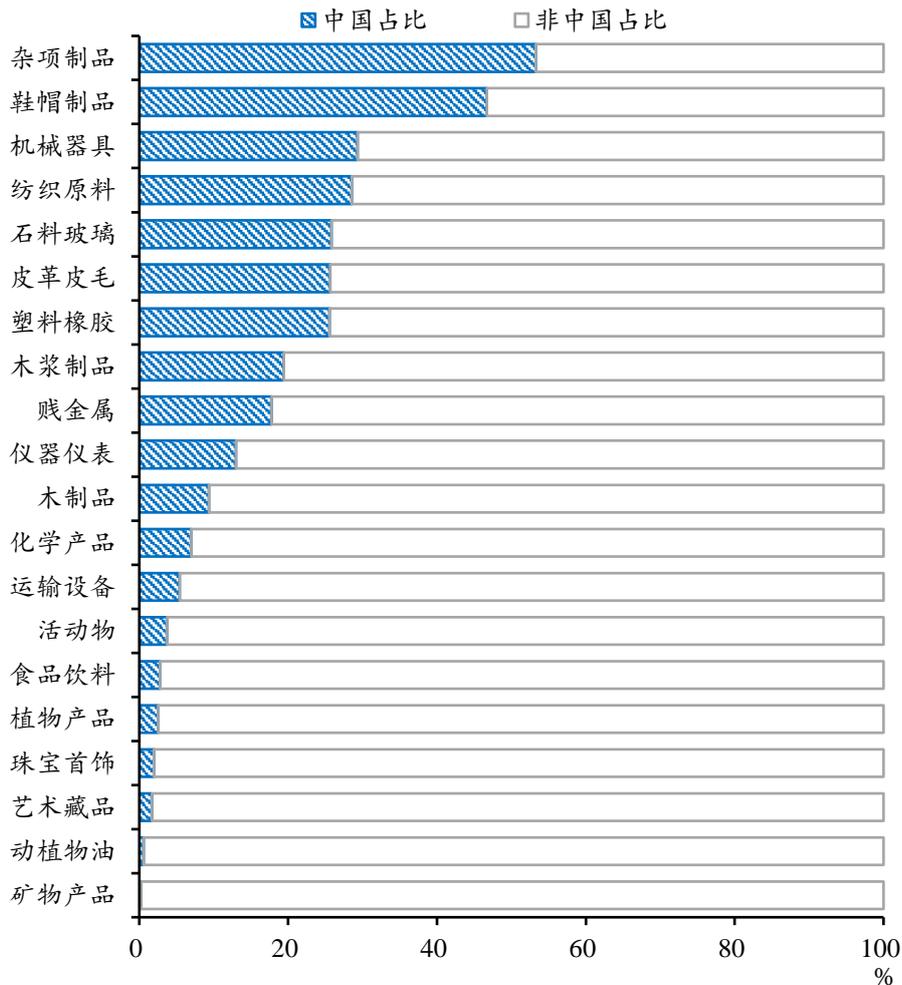
基于进口商品的供应可替代性，关税调整的可能性：杂项制品>鞋帽制品>机械器具>纺织原料。尽管自2018年开始美国就对我国大多进口商品加征了关税，但在关税复审中，继续加征还是做出调整需要考虑这些特定商品由第三方国家供应来替代的可能性有多大。若中国进口在美国进口中的占比较高，那么寻找替代供应的难度可能更大，更可能对这些类别做出调整。从进口分项上看，美国从中国进口商品中金额靠前的分项是机械器具、杂项制品和纺织原料，分别占美国总进口的29.33%、53.25%和28.56%，此外鞋帽制品的占比也高达46.71%。因此，基于进口商品的供应可替代性来考虑，可能豁免或取消的类别为杂项制品、鞋帽制品、机械器具和纺织原料。

图 6：美国从中国进口金额最高的是机械器具



资料来源: USTIC, 信达证券研发中心

图 7：美国进口中中国占比较高的行业集中于鞋帽、机械器具和杂项制品



资料来源: USTIC, 信达证券研发中心

2.4 美国利益相关者的经济损害是调整关税的阻碍因素

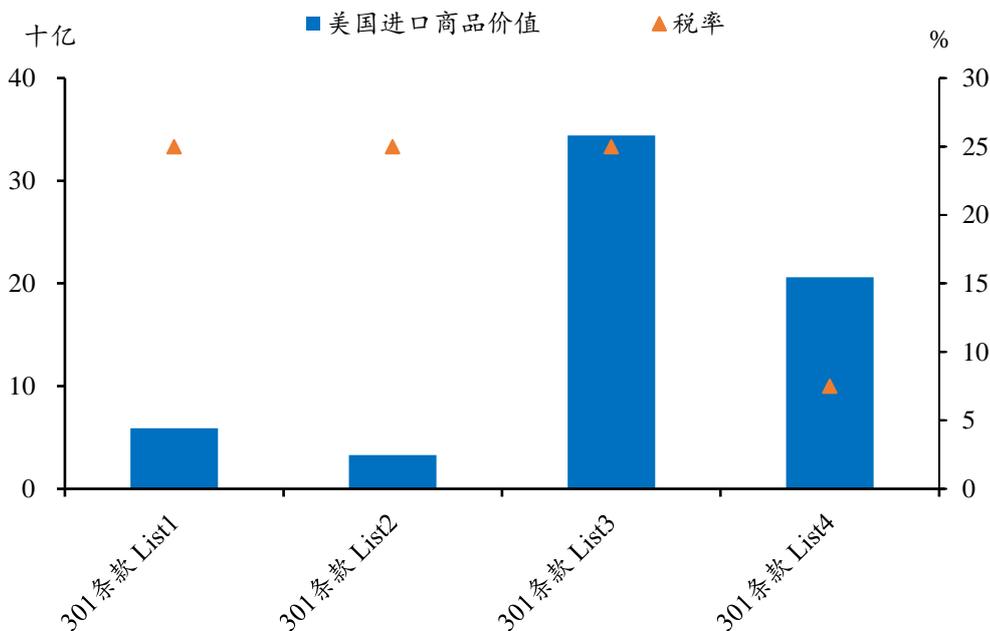
美国的关税调整必须绕开美国利益相关者经济损害较严重的行业。2018 年美国借助关税这一贸易保护措施来保护本国市场，国内多个利益相关者从加征清单中受益。而现在美国开启关税调整复审程序，关税的调整很可能会动到利益相关者的“蛋糕”。因此，商讨是否豁免或取消关税时需要考虑关税调整对国内利益相关者造成的经济损害，包括对美国小企业、就业、制造业产出和关键供应链的影响，绕开美国利益相关者经济损害较严重的行业。

从“352 豁免清单”中总结，矿物产品、动植物油、珠宝首饰、植物产品继续加征的可能性较大。直接观察细分行业关税对利益相关者的经济损害难度较大，我们可以从请求清单及其压缩程序中看出利益相关者对关税的考虑。在前期的豁免清单中，有 549 项被请求延长豁免，经过公众意见征询和审查后最终确认有 352 项商品重新确认豁免关税。在请求豁免到最终豁免的压缩中，可以看到美国是经过一定考虑和筛选才最终确定豁免清单。从“352 豁免清单”中可以观察到矿物产品、动植物油、珠宝首饰、植物产品继续加征的可能性较大。此外，从“352 豁免清单”还可以发现：1) 豁免侧重于含日常消费在内的清单三和四，2) 豁免主要集中在居民日常消费品、工业半成品及中间元件，这些商品的关税豁免有利于降低美国目前的 CPI 和 PPI。

图 8：请求清单和豁免清单中显示出对部分行业的规避

	加征清单	549请求清单	352豁免清单
01-05 活动物	✓	✓	✓
06-14 植物产品	✓	✓	✗
15 动植物油	✓	✗	✗
16-24 食品饮料	✓	✓	✓
25-27 矿物产品	✓	✗	✗
28-38 化学产品	✓	✓	✓
39-40 塑料橡胶	✓	✓	✓
41-43 皮革皮毛	✓	✓	✓
44-46 木制品	✓	✓	✗
47-49 木浆纸品	✓	✓	✓
50-63 纺织原料	✓	✓	✓
64-67 鞋帽制品	✓	✓	✓
68-70 石料玻璃	✓	✓	✓
71 珠宝首饰	✓	✗	✗
72-83 贱金属	✓	✓	✓
84-85 机械器具	✓	✓	✓
86-89 运输设备	✓	✓	✓
90-92 仪器仪表	✓	✓	✓
94-96 杂项制品	✓	✓	✓
97 艺术收藏	✓	✓	✗

资料来源: USTR, 信达证券研发中心

图 9：352 项豁免清单更侧重于清单 3 和清单 4


资料来源: American action forum, 信达证券研发中心

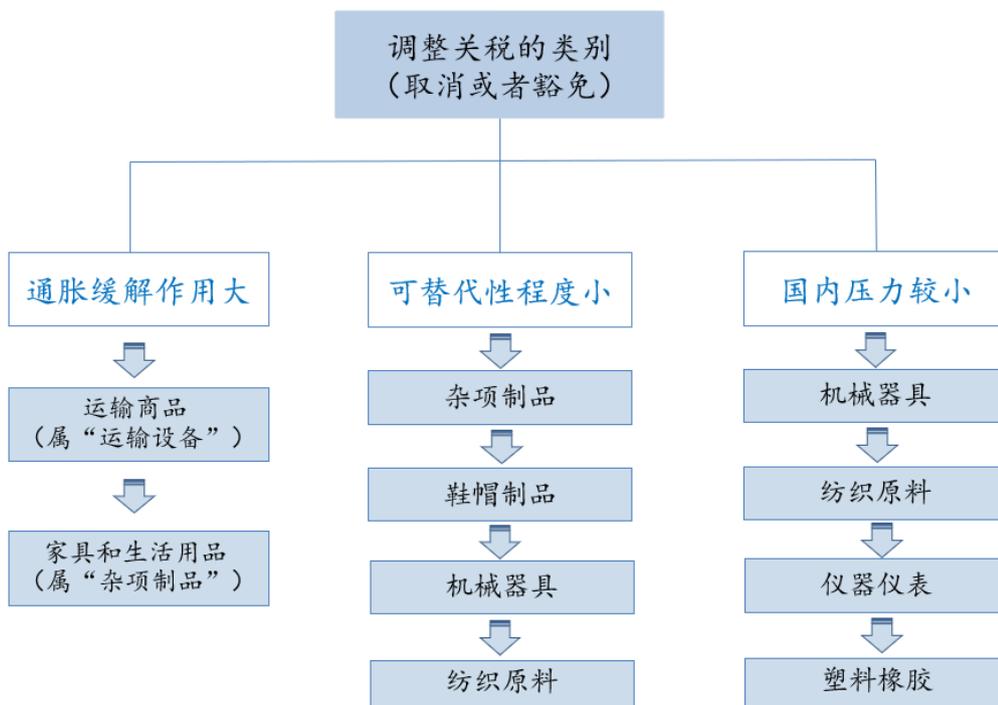
三、美国调整对华关税展望

基于美国对关税调整的四点考虑，我们从关税调整的方向、方式和可能力度展望美国对华的关税政策。

3.1 关税调整方向：杂项制品、机械设备与部分运输设备可能是调整的主要方向

下一步，美国对华关税调整的主要方向可能是杂项制品、机械设备、纺织原料和部分与日常出行相关的运输设备等。美国做出关税调整（包括取消或者豁免）的目的主要是两个，一个是缓解当下燃眉之急的高通胀，一个是继续打压中国的高技术产品。从通胀贡献上考虑，家具等杂项制品、与日常出行相关的运输设备零件对降通胀的作用较大。从可替代性考虑，杂项制品、鞋帽制品、机械器具和纺织原料的可替代性难度较大。而从国内压力上看，“352 豁免清单”中豁免项目数量最多的就是机械器具、纺织原料、仪器仪表和塑料橡胶。综合以上考虑，我们认为杂项制品、机械设备、纺织原料和部分与日常出行相关的运输设备可能是下一步关税调整的主要方向。

图 10：杂项制品和部分运输设备等可能是关税调整的主要方向



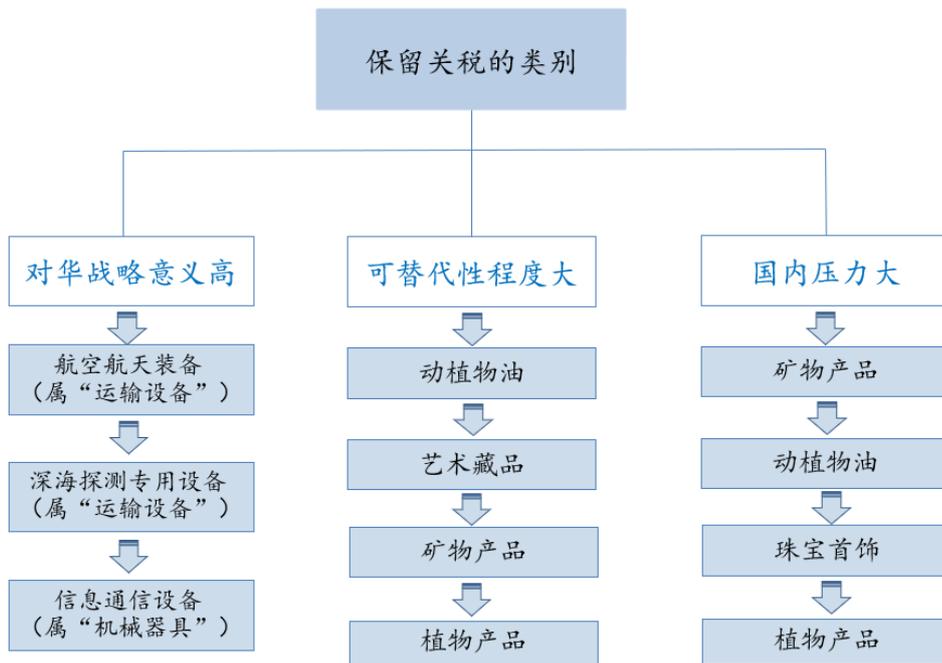
资料来源：信达证券研发中心

运输设备、仪器仪表等类别调整比例可能有限。从历史豁免清单上可以看到，美国对运输设备和仪器仪表等分类的豁免力度有限，这主要是受到该类别对中国战略重要性的限制。从进口商品对中国的战略意义上考虑，凡涉及到中国制造 2025 的产品关税，美国在做关税调整时都十分谨慎。由于中国制造 2025 十大重点领域中的航天航空设备、深海探测设备等多属于运输设备，因此这些类别的调整力度可能十分有限，要么是对豁免项目的数量比较少，要么是对豁免商品有功能性限制，如：仅豁免不用于互联网的恒温器等、非高端交运设备及其零附件。

动植物油、矿物产品、木制品很可能继续保留加征的关税。从商品的可替代程度上看，中国在美国进口金额中占比较低的类别分别是动植物油、艺术藏品、矿物产品、植物产品等。这些进口类别美国可以使用其余供应商来替代份额本就不高的中国，因此很可能继续保留此类关税。从国内压力上看，549 请求清单中未请求动植物油、矿物产品和珠宝首饰的豁免，可见这些类别的加征项目没有严重损害其经济利益。而 352 最终豁免项目驳回了植物

产品、木制品等豁免，因此综合来看，我们认为动植物油、矿物产品、木制品等很可能继续保留加征的关税。

图 11：运输设备调整力度有限，动植物油、矿物产品可能继续加征



资料来源：信达证券研发中心

3.2 关税调整方式：更多的豁免与更少的关税取消

高通胀和美国国内压力双重夹击下，美国可能会用更多的豁免清单来替换关税取消。当前美国正处于关税调整的路口，继续加征、取消还是豁免是众多因素综合考虑后的结果，我们认为当前拜登全部取消关税的政治压力较大，更可能会取消小部分关税并用更多的豁免清单来进行关税调整。原因有三：1) 关税豁免对物价的缓冲作用与取消关税没有明显区别。从结果上说，在豁免期内，关税取消与关税豁免对于商品的价格影响来说并无很大区别，二者均能对价格起到缓冲作用。2) 关税取消后重新启动的程序繁琐。从程序上看，关税豁免到期后自动返回加征状态，但是关税取消后重启需要重新做出 301 调查。3) 取消关税面临政治压力更大。从政治压力上看，取消关税面临的国内压力可能更大，因为很可能被认为“对华软弱”，过高的国内压力对于中期选举而言也不是一个有利因素。因此，在关税调整的选择上，我们猜想拜登可能会选择用更多的豁免清单来替换关税的取消。

3.3 关税调整力度：预计美国取消和豁免的商品价值约有 400-500 亿美元

关税调整力度上，预计今年可能会有 400-500 亿美元的出口商品被豁免或者取消。在历次关税豁免中，豁免商品清单常比两位 HTS 编码更加细致，因此以两位 HTS 编码划分的豁免清单存在豁免覆盖率（豁免商品数量/加征商品数量）。我们以两位 HTS 编码下豁免清单项目数和原加征清单项目数的比值估测四轮豁免清单中的豁免覆盖率，根据历史豁免覆盖率中枢和加征清单的贸易价值，可以大致估算出此次美国取消或者豁免的商品贸易价值的水平，我们预计今年可能会有 400-500 亿美元的出口商品被豁免或者取消。

表 11：预计美国取消和豁免的金额可能约为 400-500 亿美元左右

分类	历史豁免覆盖率：%	贸易价值：亿美元
清单一	4.03 %	340
清单二	18.48 %	160
清单三	11.66 %	2000
清单四	25.96 %	1200
已豁免 352 项	/	642
平均豁免覆盖率	15.03 %	
清单尚加征金额	/	3058
复审豁免与取消估测金额	/	460

资料来源: USTR, 信达证券研发中心

风险因素

全球经济形势超预期，中美国际关系的不确定性。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。