

注定不对等：对等关税分析指南

2025年03月27日

➤ **全世界都在屏息凝神等待 4 月 2 日的到来，对等关税的推出或是今年美国贸易政策分水岭。**对等关税并不是一个简单的数字计算，在本报告中我们主要提供一个简单的框架，去分析“对等关税”的内涵和外延，给出美国关税框架的基准情形以及对中国的影响。

➤ **“对等关税”怎么对等？**背后的思路很“简单粗暴”：你对我的商品征收多少，我就对你的商品征收多少。

➤ **本轮加征将更加聚焦，主要针对所谓的“Dirty 15”**——对美征收高关税且贸易占比高的经济体，可能包括爱尔兰、德国、意大利、法国、瑞士、日本、韩国、印度、越南、马来西亚、加拿大、墨西哥、中国等国家和地区。

➤ **从“关税+增值税/销售税”对等的角度看，美国应该给中国减税；从“关税+增值税/消费+非税壁垒/监管补贴/工资制度”对等角度，美国有很大的弹性空间。**

➤ **但美国也不能“为所欲为”，也面临三大约束：**1) 自身的转型阵痛，高通胀（预期）和高利率下的滞胀局面；2) 外部的反抗越来越多，加拿大等传统盟友逐步放弃幻想、对美强硬；3) 微妙的国际格局下资本大量外流的风险。

➤ **对等关税怎么征收？**

➤ 听话的、主动示好、示弱的国家预计会收到“胡萝卜”，例如墨西哥，日本、印度、英国等。对加拿大则更可能是“先硬后软”。

➤ 预计不会对欧盟进行一刀切，还是会和主要国家“一国一议”。既要“照顾”意大利，又要看看德、法的诚意。

➤ 对中国可能还是会继续加征关税，“对等”只是幌子，主要的目的还是在施压，但加征幅度不超过 10%。

➤ **风险提示：**关税测算误差；特朗普超预期加征高关税。

**分析师 陶川**

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 邵翔

执业证书：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

分析师 林彦

执业证书：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

相关研究

1. 经济动态跟踪：关税下的出口：已知压力和未知风险-2025/03/26

2. 2025 年 1-2 月财政数据点评：如何理解开年财政个税高增长？-2025/03/25

3. 海外政策跟踪：4 月的新关税如何演绎？-2025/03/24

4. “美国不是例外”系列报告：美元的归途：破百的条件和时机？-2025/03/23

5. 财政动态观察系列（七）：生育补贴促消费的经济账-2025/03/20

目录

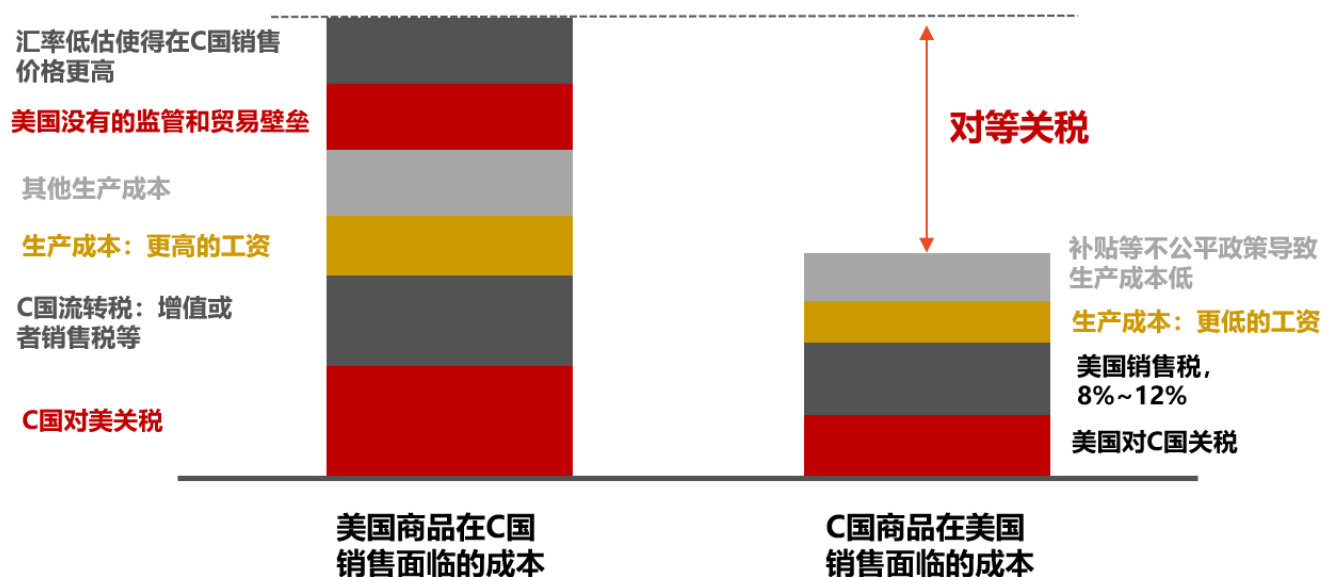
1 “对等关税” 怎么个对等法?	3
2 美国的“盘算”: 跳出关税看“对等关税”	7
3 客观约束: 美国真的能为所欲为吗?	10
4 美国会怎么做?	13
5 风险提示	16
插图目录	17

全世界都在屏息凝神等待 4 月 2 日的到来，对等关税的推出或是今年美国贸易政策分水岭。一方面，之前混沌的特朗普 2.0 关税整体框架逐步落地，市场能够更加精准地定价风险；另一方面，我们可以透过美国关税的框架去窥探特朗普的经济和地缘布局意图，尤其是如何看待中美之间的微妙关系。对等关税并不是一个简单的数字计算，在本报告中我们主要提供一个简单的框架，去分析“对等关税”的内涵和外延，给出美国关税框架的基准情形以及对中国的的影响。

1 “对等关税”怎么个对等法？

对等关税的思路其实有点反直觉。一般而言，我们对比一国商品在海外有没有竞争力，通常是在同一目标市场进行对比，例如看欧洲汽车在中国市场的价格竞争力，通常是把欧洲汽车在中国市场的售价和本地品牌价格进行对比，而不会和中国汽车在欧洲市场的售价对比。而对等关税正是基于后者，背后的思路很“简单粗暴”：你对我的商品征收多少，我就对你的商品征收多少。

图1：对等关税背后大致的思路

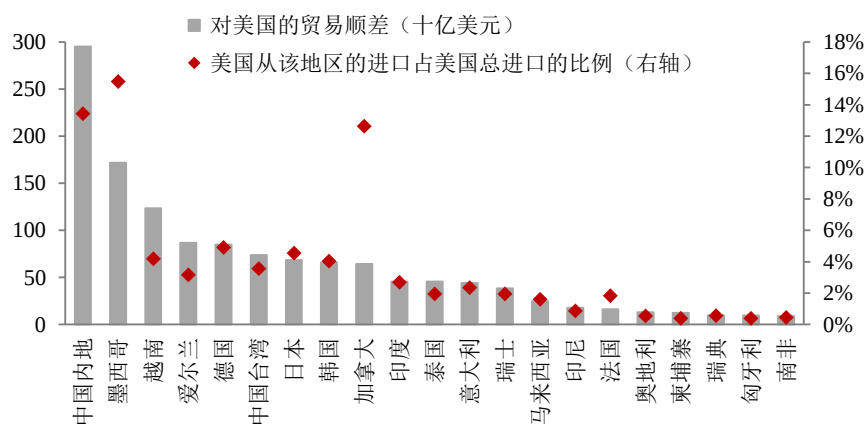


资料来源：白宫，民生证券研究院整理

征收的重点对象是谁？从上述框架可以看出，对等关税的征收计算其实非常复杂，这对于只有 200 多人的美国贸易代表办公室而言是巨大的工作负担，当然也考虑到市场和经济的承受能力，本轮加征将更加聚焦，主要针对所谓的“Dirty 15”——对美征收高关税且贸易占比高的经济体。我们在之前的报告中提到可能包括爱尔兰、德国、意大利、法国、瑞士、日本、韩国、印度、越南、马来西亚、

加拿大、墨西哥、中国等国家和地区。

图2：对美国贸易顺差额最高的 20 个国家和地区

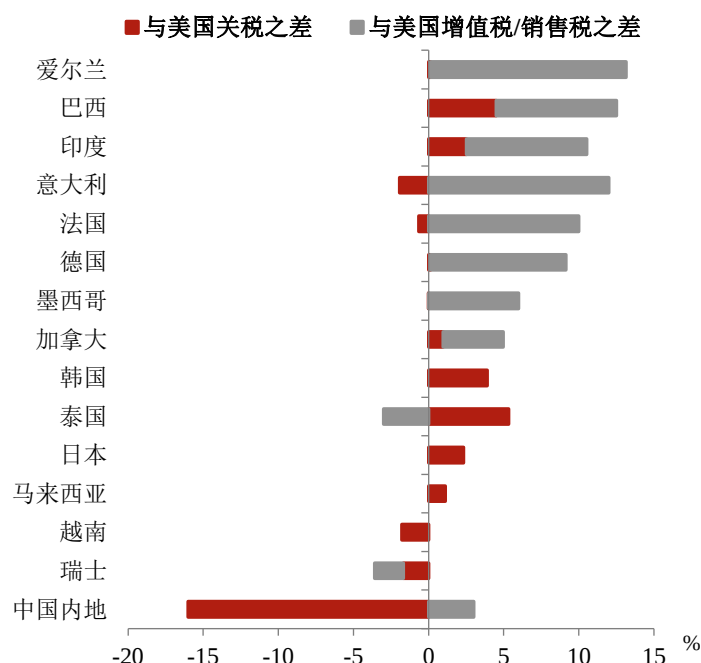


资料来源：美国普查局，民生证券研究院

注：数据时间为 2024 年。

怎么加？ 如果撇开难以量化的部分，简单按照“关税+增值税/销售税”以牙还牙的对等思路，中国可能是“Dirty 15”里最不该再被加征关税的经济体。在经过今年两轮中美互相加征关税之后，按 2024 年中美之间进口贸易进行加权，美国对中国进口商品的加权平均关税约为 32%，中国对美国的约为 16%至 17%（由于与 2018 至 2019 年相比全球贸易统计的 HS 码出现变化，所以计算时会出现一定微小误差）。中国当前标准的增值税率为 13%，即使不考虑美国平均 10%的销售税，中国相对美国也存在负向对等缺口（29%-32%=-3%），换句话说，美国要减税才公平。

图3：如果按照“关税+增值税/销售税”计算对等关税之差



资料来源：WITS, OECD, PIIE, Trade Map, 民生证券研究院

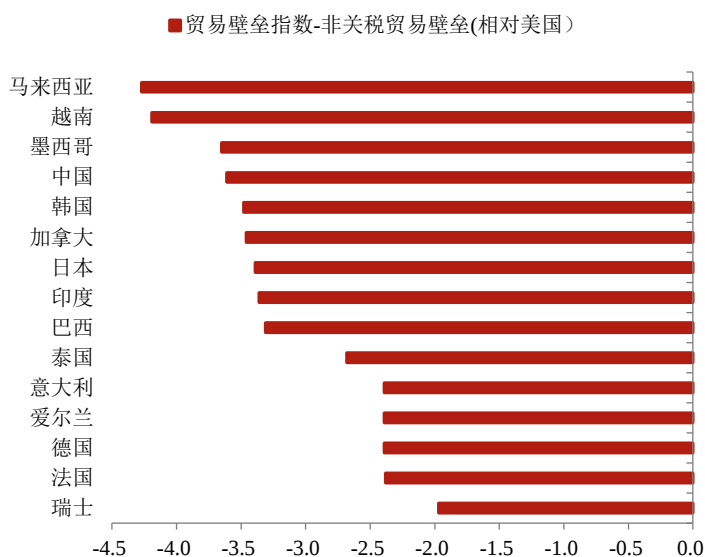
注：

1. 上述计算中把美国销售税税率设定为 10%；
2. 关税税率使用的是贸易加权的实际关税税率。除了中国外，其他经济体和美国之间的数据日期为 2022 年。
3. 中美之间的关税差异是使用最新的关税税率和 2024 年的贸易数据加权而得。

这应该不是美国的初衷。那么与中国对等的关键就在所谓的“非税壁垒”上，特朗普在 2 月签署的《对等贸易和关税备忘录》里除了提及关税和增值税外，非税壁垒、不公平的补贴和监管、汇率和工资低估等因素，也将成为加征关税的依据。**这些因素都较难量化为等价的关税**，这就让美国可能拥有“最终解释权”，比较典型的例如：

- ① **非税壁垒和不公平的补贴和监管：**非美经济体的非税壁垒普遍要比美国严格，美国占有不小的主动权，至于这些非税壁垒应该对应多少关税，并没有明确的标准。同样我们也很难知道还有不公平的补贴和监管究竟值几个点的关税。

图4：非美经济体在非关税壁垒上普遍要比美国更严格



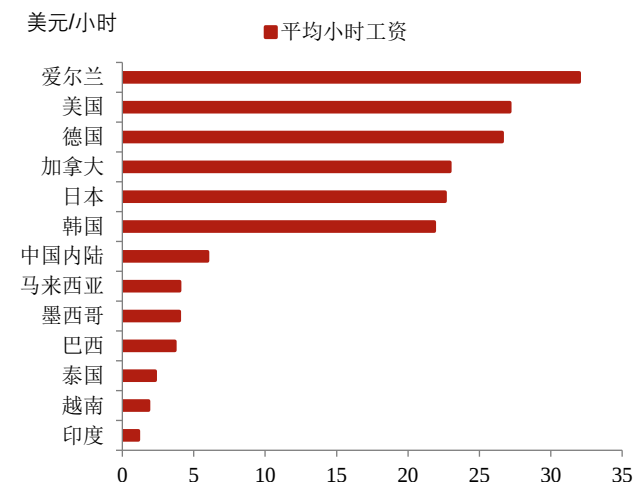
资料来源：Tholos，民生证券研究院

注：

1. 该指数度量的是非关税贸易壁垒的好坏程度，分数越高，则壁垒越轻。
2. 上述图表是用对应经济体的贸易壁垒指数（非关税贸易壁垒）减去美国，越小说明壁垒越严重。
3. 数据时间为 2023 年。

② **工资差异**：按照之前《美墨加协议》对于墨西哥的要求，美国更加关注的是**平均时薪**，例如明确要求汽车要符合原产地资格和优惠关税待遇的标准之一是生产工人的平均时薪不能低于 16 美元。2023 年美国制造业平均每小时工资约为 27 美元，明显高于新兴市场的贸易对手，当然由于行业结构的差异，直接对比可能并不恰当，但至少说明在薪资上，美国能够找到加征关税的理由。

图5：部分国家和地区制造业平均每小时工资

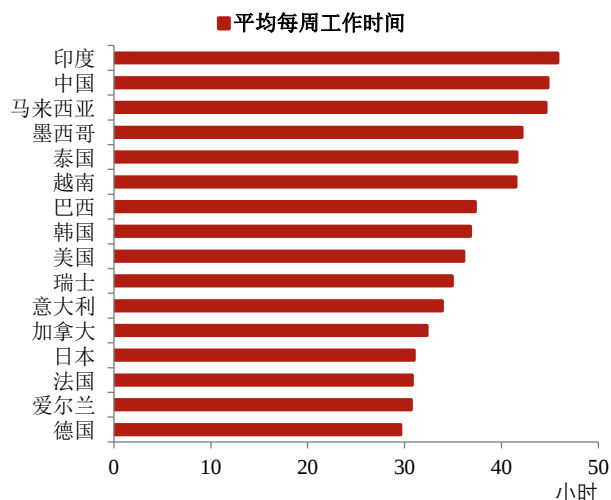


资料来源：iFind, Tradingeconomics, 民生证券研究院

注：

1. 上图使用的是 2023 年制造业的工资数据；
2. 发达经济体一般是小时工资数据，新兴市场经济体的工资多为月度，使用官方公布的每周平均工时进行换算。

图6：部分国家平均每周工作时间



资料来源：World Population Review, 民生证券研究院

此外，对于对等关税的征收会如何推进，我们认为至少需要考虑两个角度的问题：一是美国自己的盘算，二是美国所面临的约束。

2 美国的“盘算”：跳出关税看“对等关税”

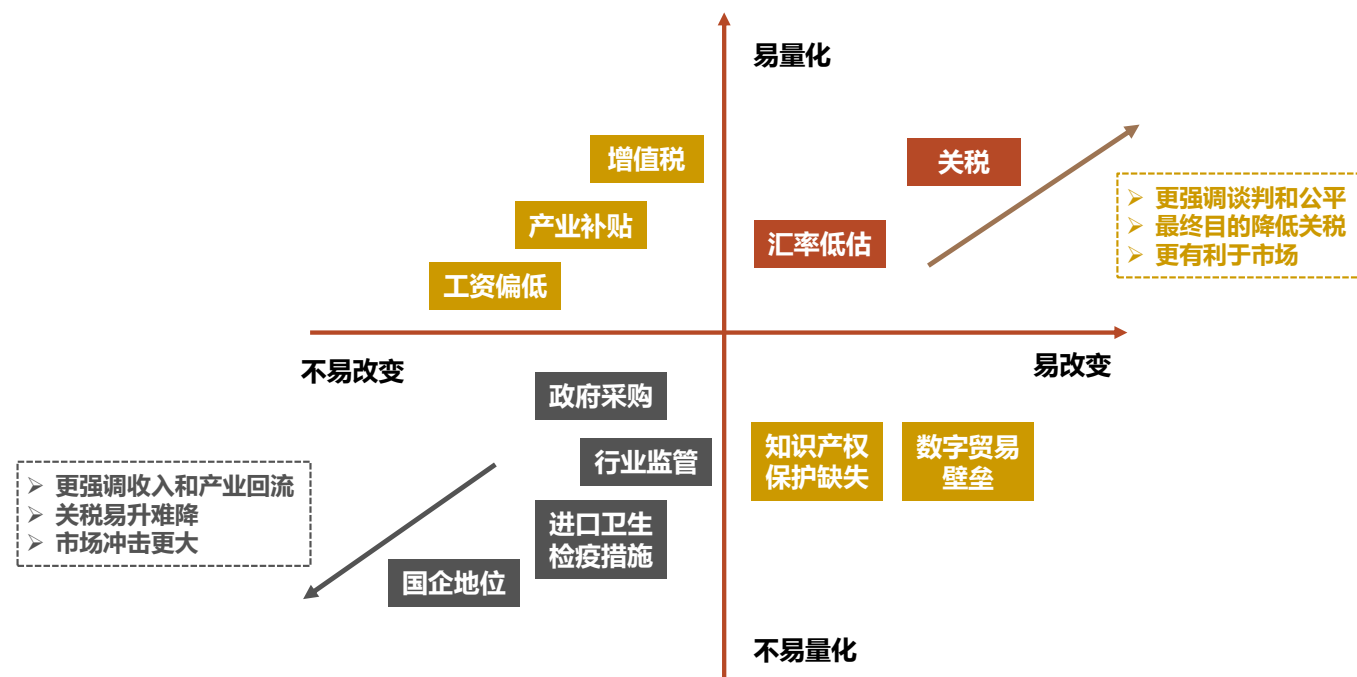
特朗普关税 2.0 最令人疑惑的地方就在于如何定位，对等关税可以提供一个捕捉真实目的的视角。对等关税最大的特点就是标准不客观，我们提供一个简单的框架，试图用于捕捉特朗普 2.0 对于关税的真实目的和定位。

我们把对等关税的征税依据用两个维度进行划分——**是否容易量化，以及是否容易改变**，如图 7。

最明确的就是易量化，而且容易改变的标准，比如**关税和汇率**（汇率不考虑特殊的政策诉求）。

其次是虽然可能不易量化，但是容易做出改变的，比如**知识产权、数字贸易壁垒等**，双方可以通过协商进行调整，尽量规避不必要的关税。

图7：对等关税标准的划分和背后的信号捕捉

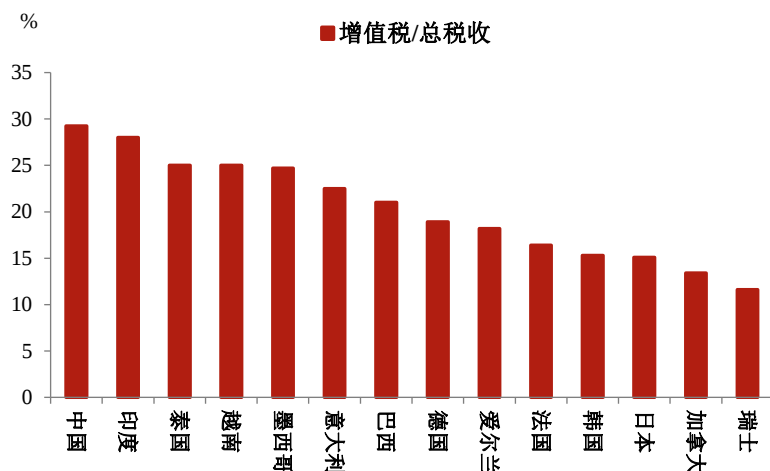


资料来源：白宫，民生证券研究院整理总结

容易造成僵局的是不易改变的部分，这往往涉及到一国的内政和发展规划。即使像增值税这种容易量化的因素，由于是重要的收入来源，而且主要国家当下都急需花钱（当前的美国除外），就某些商品和行业进行调整尚可，大刀阔斧地全面修改不太可能（也不划算）。更遑论时下重视安全的背景下去触碰那些敏感和深层制度涉及的税制安排。

因此，如果对等关税更注重上图中偏右、偏上的因素，那么我们可以认为特朗普的对等关税还是重在谈判和强调公平，是有可能达成一致、降低双边关税和壁垒的，也更有利于市场。相反，如果更加强调左下方的因素，那么高关税会存在更长的时间，需要更多的筹码交换、甚至无法达成一致。背后的隐含目的可能就是供应链重塑以及增加关税收入，这对于市场而言就不是好消息。

图8：增值税往往是非常重要的财政收入来源

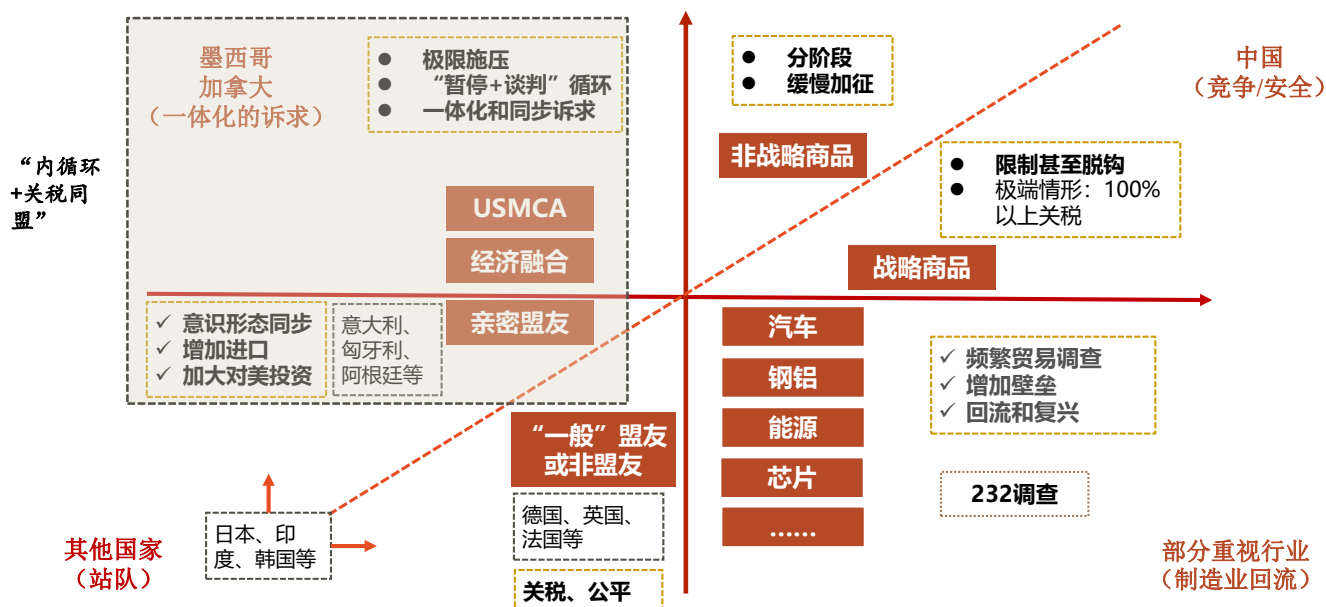


资料来源：OECD, iFind, 民生证券研究院

注：数据时间为 2022 年。

“一对一”背后的思考。与竞选期间和早期宣传的一刀切不同，这次的对等关税特定强调了“一国一议”，政策灵活的另一种说法就是，区别对待、“拉帮结派”。我们在之前的报告中曾提到，美国关税或者更广义对外政策的可能目的和布局——打造一个以盟友为主的经济投资内循环和关税同盟，重塑全球秩序。所以**“一对一”是结合意识形态和站队的**，而图 7 列举的征税标准的重点，大概率也是动态弹性的——盟友会使用更易量化和改变的标准，对于其他则相反。

图9：美国的关税的基本框架



资料来源：白宫，毕马威，民生证券研究院整理

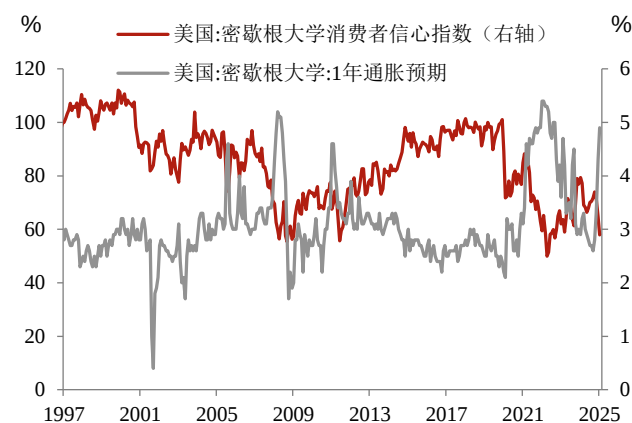
注：四个领域主要是根据美国关税和贸易政策的目的和功能差异来划分的。关税的形式上也存在针对经济体和针对行业两种类型。

3 客观约束：美国真的能为所欲为吗？

尽管日常看到特朗普在媒体发言中“为所欲为”，但是这一次可能真的不一样了。一方面是美国经济自身的转型“阵痛”；另一方面则是此前还“抱有幻想”的经济体开始正视现实、甚至利用现实煽动民族情绪，反抗和摩擦会越来越多。

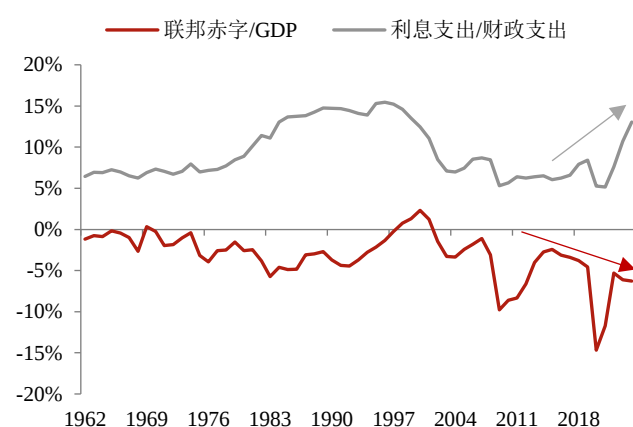
经济方面的分析和叙述已经很多，我们不再赘述。核心的一点，**有高通胀（预期）和高利率的“背刺”**，特朗普和他的内阁还是会缩手缩脚。而这其实也是非美经济体可以反击的点，比如面对关税**短期内**，统一提高价格或减少供给，对美汇率保持稳定等。

图10：美国高企的通胀预期令白宫头疼不已



资料来源：iFind，民生证券研究院

图11：骑虎难下的财政“上瘾”

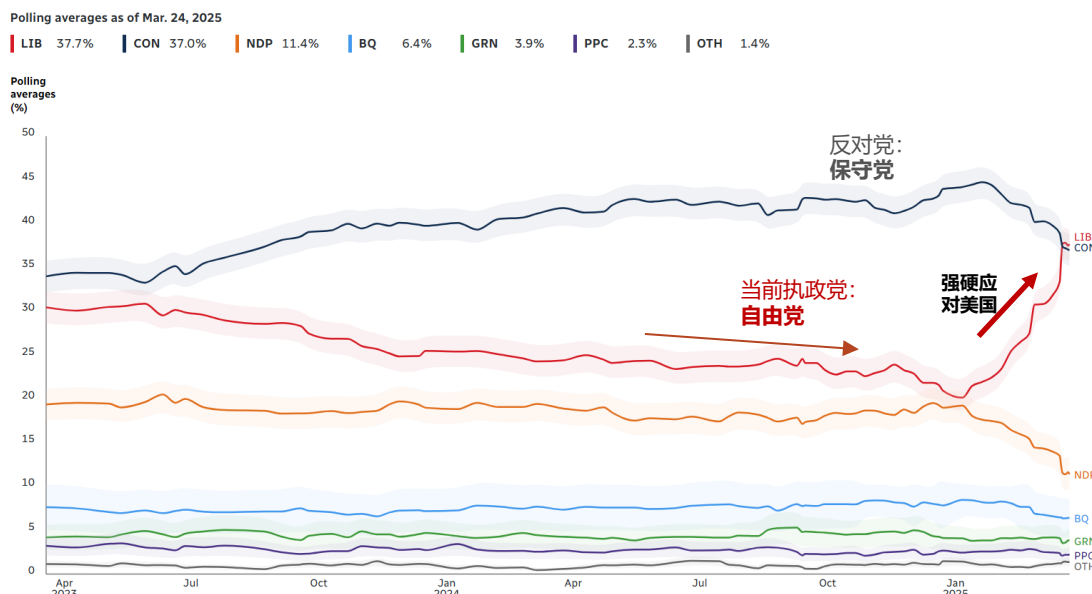


资料来源：iFind，民生证券研究院

对于美国而言，更大的变化可能来自外部。美国的传统盟友开始放弃幻想，正视现实，甚至开始调动国内的民族主义来对抗的美国。例如3月以来欧洲“觉醒”的叙事，一直以来享受着华盛顿共识和美国护航的欧洲诸国，终于开始打破固步自封，重新举起财政和国防的大旗。

而更加典型的可能是加拿大。加拿大执政党自由党是传统的左派建制政党，在特朗普胜选带来的全球右翼浪潮中一度岌岌可危，支持率跌至接近第三、前党魁特鲁多辞职，但之后自由党转向对美强硬，在关税问题上不让步，在乌克兰问题上站在欧盟一边。此后支持率一路拉升，新任党魁卡尼成为抗“特”英雄和下一任总理的热门人选。日前，卡尼已经宣布降解散议会、举行提前大选。

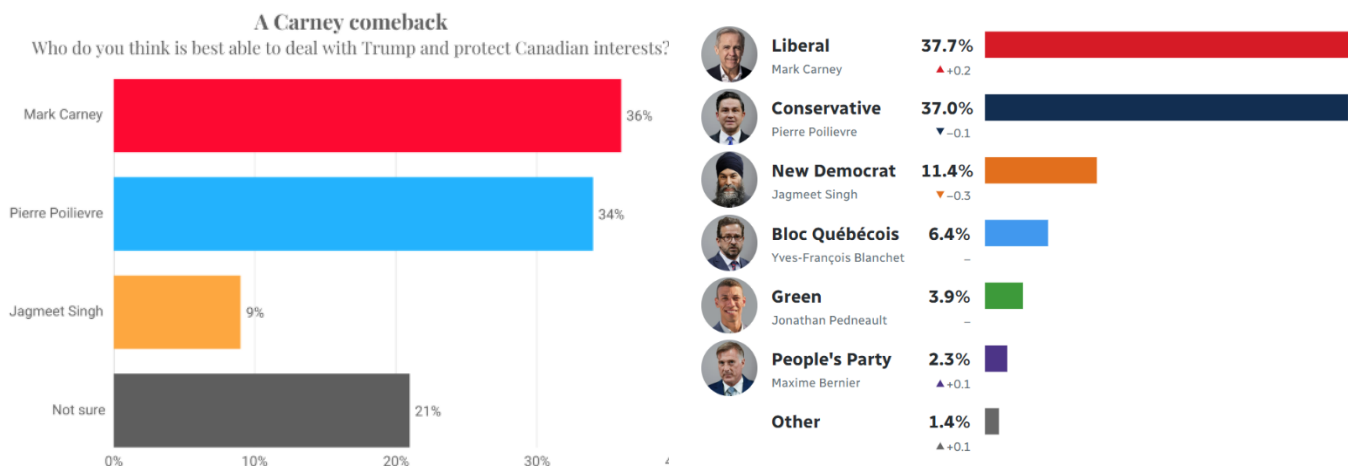
图12：加拿大执政党在民族主义情绪下的逆袭



资料来源：CBC News，民生证券研究院整理绘制

注：民调时间截至 2025 年 3 月 25 日。

图13：民调中自由党新党魁卡尼已经成为对抗特朗普和下届总理的最佳人选



资料来源：The logic, CBC News，民生证券研究院整理绘制

注：民调时间为 2025 年 3 月 23 日。

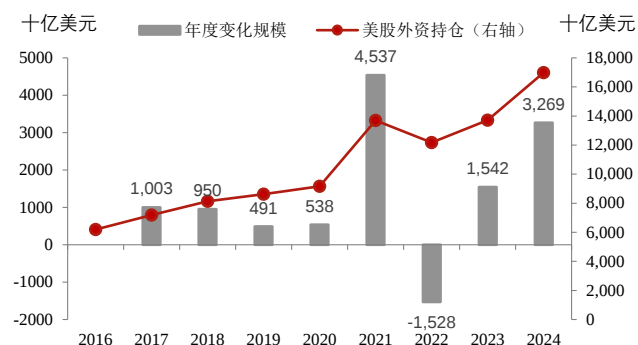
加拿大政治局势对于全球的影响不大，但是其背后的含义却意味深长。从示范效应上看，加拿大经历的一切似乎说明，对于特朗普政府一味顺从可能并不是最优解，适时地反抗可能更好；从更深层次意义上来看，在存量博弈的全球环境下，美国公开摆出了“美国优先”的姿态，以牙还牙、以眼还眼、以民族主义对抗民族主义可能会越来越普遍。这无疑会导致特朗普的全球政策会碰到更多障碍和摩擦。

除了国际政治形势可能的变化外，美国还面临着更现实的资金和流动性约束。

根据美国财政部的统计，2020年之后海外资金开始加速加仓美国资产，其中以美股为主。2021年至2024年外资增持7.8万亿美元美股（含市值变化）和1.4万亿美元的长端美债（含公司债等）。聚焦美股，其中存量里当前处于关税风口浪尖的中欧墨加持仓超过43%，2021年至2024年的增持浪潮中，这四个经济体仓位上涨3.5万亿美元，占总增量的45%，放缓的净流入甚至净流出无疑会使美国即将面临的流动性风险增加（详见《二季度美国的流动性挑战》）。

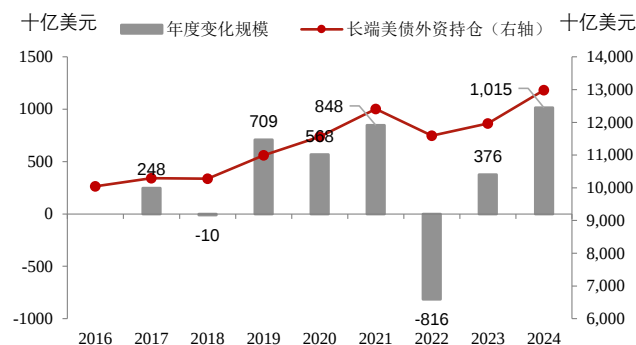
全面摩擦对于当前的美国经济和市场肯定不是好事。无论是关系交恶、出于安全考虑，还是国际秩序重构下需要金融稳定以及建设和发展本国经济和基础设施，资金的净流出都是“无法承受之痛”。

图14：2020年之后外资持有美股的规模迅速增加



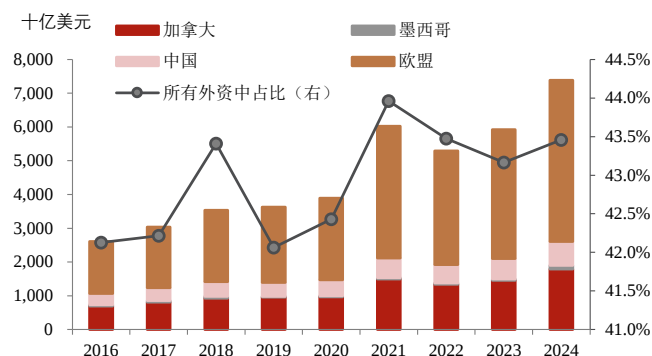
资料来源：US Treasury，民生证券研究院

图15：2020年后外资增持长端美债的规模有限



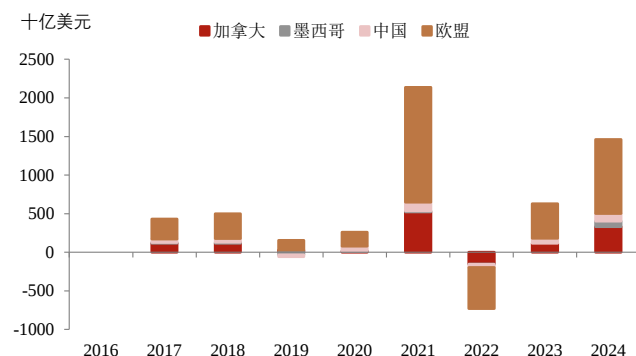
资料来源：US Treasury，民生证券研究院

图16：美股外资持仓中，中欧墨加占比超过40%



资料来源：US Treasury，民生证券研究院

图17：中欧墨加2020年之后对美仓位上涨明显

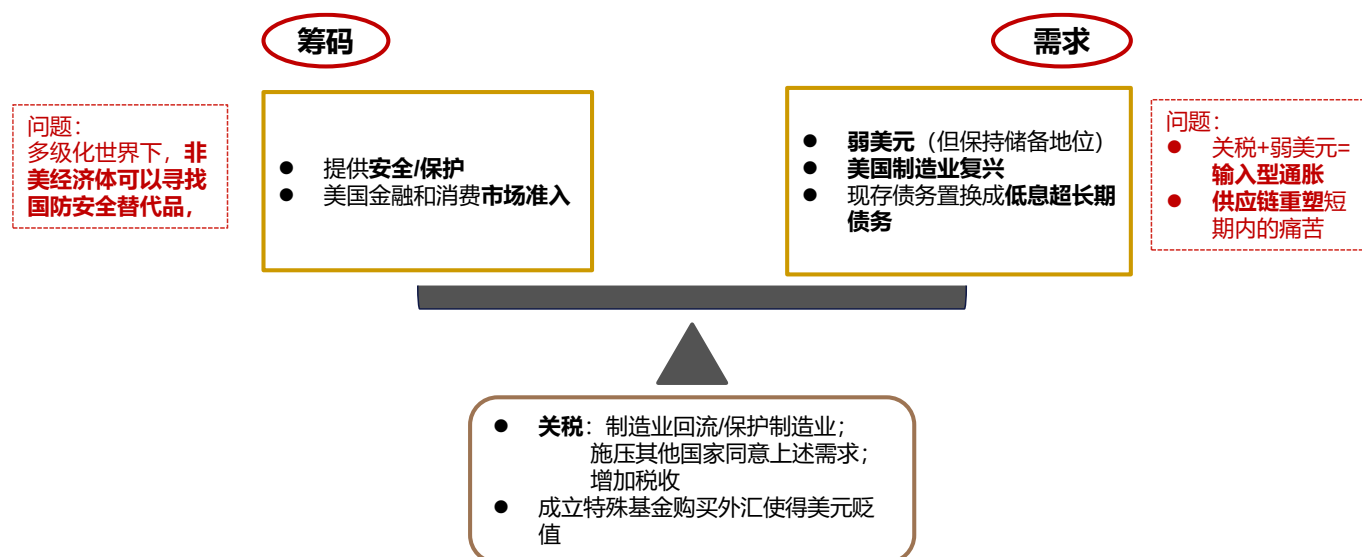


资料来源：US Treasury，民生证券研究院

更进一步讲，特朗普当前想要的转型需要非美经济体的配合和海外资金的支持。无论是特朗普的回到“黄金年代”，或是贝森特的财政“脱毒”，还是热议的“海湖庄园协议”，都离不开外部的助力。积重难返的制造业重回“黄金年代”离不开外商投资的持续支持；财政赤字收缩、债务负担下降的平稳过度，需要外资增持美

债；而既要又要的“海湖庄园协议”，美国无论是平稳化债还是美元贬值，都需要盟友的鼎力支持，毕竟当多极化的世界来临，并不是什么都不可替代，甚至是国防安全。

图18：所谓“海湖庄园协议”的核心内容



料来源: Hudson Bay Capital, 民生证券研究院整理绘制

4 美国会怎么做?

结合以上三个方面的考虑——对等关税的框架、特朗普政策自身的“盘算”以及面临的客观约束。对于4月会发生什么，我们做一个基本的判断：

关税不能只有“大棒”，听话的、主动示好、示弱的国家预计会收到“胡萝卜”顺势进行协商谈判。这里面可能包括墨西哥，以及在特朗普上台之初就主动寻求合作的日本、印度、英国等国。

欧洲方面，预计不会统一对欧盟进行一刀切，还是会和主要国家“一国一议”。既要“照顾”意大利，又要看看德、法的诚意，评估后续施压和合作的空间。

对加拿大预计会是“先硬后软”。对于“不听话”的加拿大，白宫初期预计不会手软，但毕竟是关系密切的近邻，而且考虑到内循环的大战略，等加拿大大选基本尘埃落定，美加关系缓和是大概率事件。

对中国大概率还是会继续加征关税，“对等”只是幌子，主要的目的还是在施压。一方面，当前中美之间除了通话外，还没有建立起正式的高级别磋商机制（类似上一次中美摩擦和谈判期间）；另一方面，中美之间还有很多合作的空间，不会把事情做绝，比如4月5日就将面临延期结束的Tiktok，因此加征的幅度很难超

过 10%（10%是之前两次加征的幅度）。

除此之外，参考美国给加墨的 Offer（对华加征关税换取美国的关税减免），美国对华的下一步可能要关注在对等关税的框架和协议下，与其他经济体合作、对中国转口贸易进行限制（比如越南、马来西亚等）。也就是如果你替我给中国加关税，我可能豁免你的关税。

此外需要注意的是，国家层面和行业层面的关税是相对独立的。因为两者目的不一样：国家层面的关税有谈判、公平、站队等诸多诉求，但是行业层面的关税主要定位就是**供应链重构和相关行业回流**，而且这些行业的关税一旦加征，取消会比较难。对于全球而言，4 月的风险可能主要不是来自于月初的对等关税，而是后续针对重点行业和商品的“定点”关税，比如汽车、半导体、基本金属，能源等。

图19：特朗普 2.0 关税政策的进展梳理

状态	对象	关税措施/计划的内容
已落地	北美	对来自加墨的不符合“美墨加协定”（USMCA）的商品征收25%普遍关税（其中加拿大能源10%、加墨的钾肥10%关税）。
	中国	对来自加墨的符合USMCA的商品征收25%普遍关税，推迟至4月2日。
	中国	对中国所有商品额外征收20%关税。
	全球	全球 钢铁和铝 征收25%关税，3月12日生效。
调查中	北美	《美国优先贸易政策》备忘录（1月20日发布）发起评估“美墨加协定”，4月1日发布调查报告。
	中国	《美国优先贸易政策》备忘录（1月20日发布）发起对中国的贸易审查，4月1日前完成审查报告。计划对所有中国制造或悬挂中国国旗的船舶船队收取美国港口停靠费用。
	全球	《互惠贸易和关税》备忘录（2月13日发布）发起“ 对等关税 ”调查，计划4月2日宣布“对等关税”的具体措施。
	全球	2月25日签署行政令，启动对 铜 进口威胁美国国家安全的232调查。 3月1日签署行政令，启动对 木材和木制品 进口威胁美国国家安全的232调查。
口头威胁		4月开始对加拿大 木材、乳制品 等商品征收高额关税。
		对 汽车、半导体、药品、芯片、木材 加征普遍关税。
		对“外部” 农产品 征收普遍关税，让美国农民“准备好开始生产大量农产品在美国国内销售”。 威胁对 欧盟 的商品加征25%关税。

资料来源：财联社，金融界，白宫，民生证券研究院

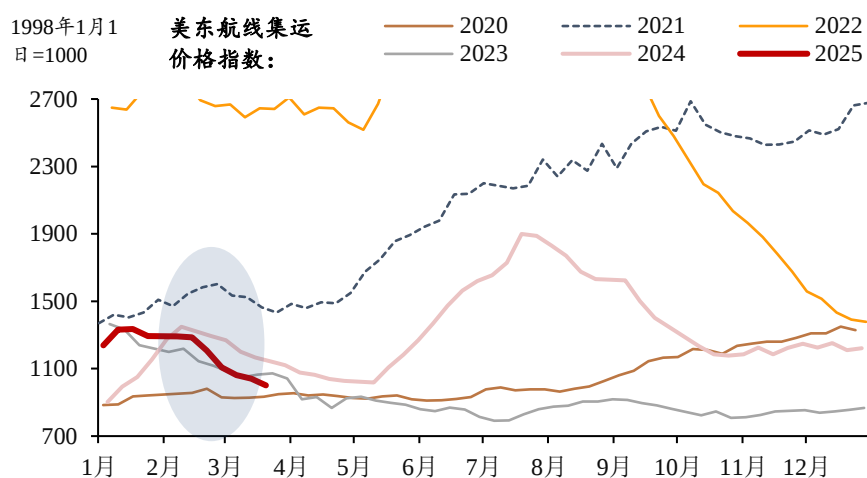
如果再加 10%对于中国意味着什么？我们在之前的报告中认为，从整体而言，3 月初累计加征 20%的关税对出口的负面影响会逐步显现，这从近期美东集运价格超季节性回落可管中窥豹，同时李强总理近期赴福建调研，并召开外贸企业座谈会，“外贸形势严峻”已初见端倪。

如果再加征 10%，今年美国对中国关税加征的幅度将达到 30%。与之相比，上一轮贸易摩擦中 2018 年 4 月至 2019 年 10 月，美国对中国加征关税的整体水

平也就略高于 10%。整体层面，如果静态计算，至多将拖累今年出口 4.3 个百分点、拖累实际经济增速 0.6 个百分点。当然通过适当的汇率贬值、贸易政策的优化以及企业出口的再布局，是可以对冲掉部分影响的。然而，可能更需要关注的是行业和企业层面的**非线性变化**，毕竟当前对美出口业务的利润率能稳定覆盖掉 30% 关税的行业并不多，**如果没法提价传导压力，对美业务的萎缩可能会明显加速。**

当然，一旦双方开始进行高级别磋商，关税被暂缓或者暂停的概率则会加大。不过这需要一些标志性的外交事件。

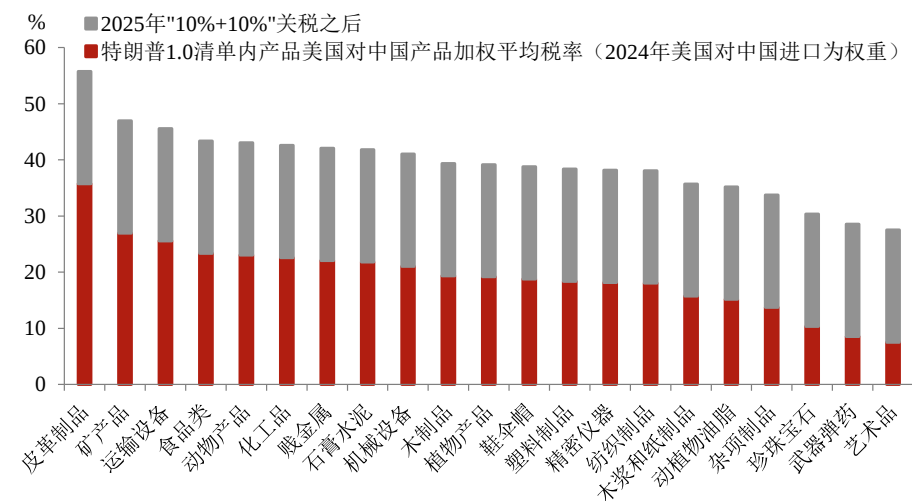
图20：中国美东航线的集装箱运价指数已经出现超季节性的下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

国家层面的对等关税博弈，对于行业而言的冲击会更大。撇开行业，而从国家整体层面去谈模糊的对等，对于很多行业而言只会更差，更何况这一次的对等关税对中国而言，立足点本来就不在“对等”，而更可能是又一次无差别的加征。

图21：经过今年两轮加征后，中国主要行业面临的关税水平



资料来源：Trade map, PIIE, 民生证券研究院绘制

5 风险提示

- 1) 关税测算误差：**由于公开可得的数据质量有限，本文中的测算的结果可能和最终的真实结果存在较大差异。
- 2) 特朗普超预期加征关税：**特朗普及其团队成员超预期强调关税的收入功能，或者刻意征收高关税迫使制造业回流，针对贸易伙伴加征的关税明显高于市场预期。

插图目录

图 1: 对等关税背后大致的思路	3
图 2: 对美国贸易顺差额最高的 20 个国家和地区	4
图 3: 如果按照“关税+增值税/销售税”计算对等关税之差	5
图 4: 非美经济体在非关税壁垒上普遍要比美国更严格	6
图 5: 部分国家和地区制造业平均每小时工资	7
图 6: 部分国家平均每周工作时间	7
图 7: 对等关税标准的划分和背后的信号捕捉	8
图 8: 增值税往往是非常重要的财政收入来源	9
图 9: 美国的关税的基本框架	9
图 10: 美国高企的通胀预期令白宫头疼不已	10
图 11: 骑虎难下的财政“上瘾”	10
图 12: 加拿大执政党在民族主义情绪下的逆袭	11
图 13: 民调中自由党新党魁卡尼已经成为对抗特朗普和下届总理的最佳人选	11
图 14: 2020 年之后外资持有美股的规模迅速增加	12
图 15: 2020 年后外资增持长端美债的规模有限	12
图 16: 美股外资持仓中, 中欧墨加占比超过 40%	12
图 17: 中欧墨加 2020 年之后对美仓位上涨明显	12
图 18: 所谓“海湖庄园协议”的核心内容	13
图 19: 特朗普 2.0 关税政策的进展梳理	14
图 20: 中国美东航线的集装箱运价指数已经出现超季节性的下滑	15
图 21: 经过今年两轮加征后, 中国主要行业面临的关税水平	16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048