

3588 研究所

分析师:黄付生  
SAC 登记编号:S1340522060002  
Email:huangfusheng@cnpsec.com  
研究助理:高晓洁  
SAC 登记编号:S1340124020001  
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《3 月经济高频数据环比回暖，经济延续修复态势》 - 2025.03.24

宏观观点

## 特朗普的憧憬：关税之王麦金莱

### ● 核心观点

虽然许多人将特朗普与里根相提并论，但特朗普本人似乎更青睐麦金莱这位“关税之王”。特朗普不仅在就职演说中赞誉麦金莱“通过关税和才智让美国变得非常富有”，还将美国最高峰从迪纳利山改回麦金莱山以示敬意。

麦金莱于 1897 年 3 月就任总统并成功连任，但在 1901 年 9 月遭刺杀身亡。麦金莱以推行高关税著称。1890 年，时任国会议员的他提出《麦金莱关税法案》，将进口商品关税税率提高到 49.5%。1897 年，麦金莱作为总统支持通过了《丁利关税法案》。值得注意的是，麦金莱在执政后期对保护主义的态度有所转变。以关税闻名的麦金莱，恰恰成为美国贸易保护主义的分水岭。

麦金莱关税对美国内外造成诸多影响，对国内而言，一方面，关税政策保护了国内新兴产业的发展，以马口铁为例，在 1890 年之前，美国马口铁几乎全部依赖进口，主要来自英国南威尔士。在高关税的保护下，美国国内马口铁生产迅速扩张，进口量急剧下降，到 1895 年，美国的马口铁国内生产占比超过 60%，到 1898-1900 年，美国在马口铁方面基本实现自给自足，生产的数量与之前进口的数量相当。根据 Douglas A. Irwin 的研究，麦金莱关税使得美国马口铁产业的发展大约提前了 10 年。但另一方面，高昂的售价意味着美国普通消费者补贴了国内制造商。整体而言，美国国内对麦金莱关税的态度存在激烈矛盾。而特朗普政府也难免要面临财政可持续性和通胀、经济增长之间的两难抉择。与一个世纪前相比，今天最大的不同是全球供应链和国际生产网络的增长。这些因素使得贸易，尤其是中间产品和零部件的贸易，在美国经济中的重要性远远超过过去，关税对经济的破坏性也更大。据美国税收基金会的估计，假如特朗普在竞选中提出的 20% 普遍关税和对中国 60% 的关税最终实现，在外国报复之前，将使长期经济产出减少 1.3%。

国际方面，各国对关税的应对大不相同。夏威夷于 1898 年并入美国，但加拿大则走向截然相反的道路。作为英国自治领的加拿大迅速加深了与大英帝国的联系，在麦金莱关税法案通过后的两年内，加拿大对英国的农作物出口从 350 万美元激增至 1500 万美元，农副产品和动物出口从 1600 万美元增长到 2400 万美元。面对美国的保护主义举措，奉行自由贸易的英国并没有选择报复性关税，而是在自治领和殖民地之间施行了一系列优惠关税，被称为帝国特惠制（imperial preference）。加拿大在 1897 年对从英国进口的商品实施了帝国特惠制，几乎使英国向其出口价值增长了一倍，对冲了部分美国加征关税的影响。

特朗普的贸易政策与麦金莱有诸多相似之处，都试图通过关税振

兴国内产业。然而，当前全球政治经济环境与 19 世纪末麦金莱执政时期迥然不同，全球供应链高度整合，特朗普要如何重新诠释美国保护主义的历史基因，如何应对关税政策可能引发的通胀压力与贸易伙伴的反制措施，仍有待时间的检验与见证。

● **风险提示：**

各国政策博弈存在不确定性。

## 目录

1 麦金莱何许人也? .....	5
1.1 美西战争：19 世纪末美国的海外扩张之路 .....	6
1.2 保护主义的巅峰：从《麦金莱关税法案》到《丁利关税法案》 .....	7
1.3 麦金莱关税政策对国内的影响 .....	9
1.4 关税政策的国际影响 .....	12
2 从麦金莱到特朗普：保护主义的历史回响 .....	14
3 风险提示 .....	15

## 图表目录

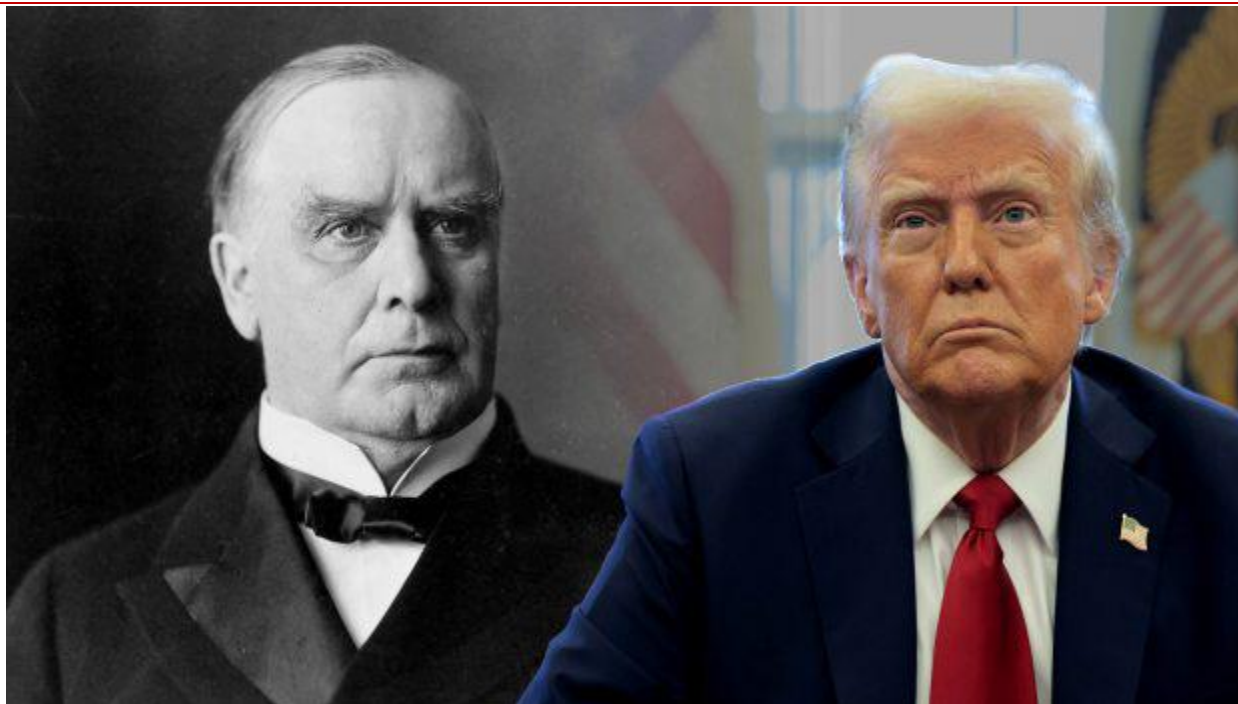
图表 1: 特朗普与麦金莱总统 .....	5
图表 2: 19 世纪末, 美国走向海外扩张之路 .....	6
图表 3: 1821-2024 年美国所有进口商品的平均关税税率 (%) .....	8
图表 4: 1840-2010 年代美国各部门劳动力占比 (%) .....	8
图表 5: 1840-2010 年代美国各部门产出占比 (%) .....	8
图表 6: 美国马口铁进口关税 .....	9
图表 7: 美国马口铁进口关税 (从价税) .....	9
图表 8: 19 世纪末, 美国马口铁国内生产量与进口量变化 .....	10
图表 9: 1870-1913 年美国出口变化 .....	11
图表 10: 美国历史关税对比 .....	11
图表 11: 1856-1899 年英国出口、劳动生产率和全要素生产率年化增速 (%) .....	12
图表 12: 面对特朗普的威胁, 加拿大的民族自豪感上升 .....	13
图表 13: 2025 年特朗普就任以来的关税政策 .....	14

## 1 麦金莱何许人也？

虽然许多声音将特朗普与美国历史上最伟大的总统之一里根相提并论，但特朗普本人似乎更青睐麦金莱，这位知名度不高的总统是美国历史上最积极的关税倡导者之一。特朗普在就职演说中赞誉：“麦金莱总统通过关税和才智让我们的国家变得非常富有，他是天生的商人，为西奥多·罗斯福的许多伟大成就提供了资金”。特朗普还将美国最高峰的名称从奥巴马时期改名的迪纳利山恢复为麦金莱山，以示敬意。

麦金莱出生于 1843 年，是美国第 25 任总统，也是最后一位参与过美国内战的总统。他 34 岁进入国会，担任了 14 年的联邦众议员，是一位经验丰富的政治家。麦金莱于 1897 年 3 月开始了他的第一届总统任期，并成功连任。不幸的是，1901 年 9 月，一名无政府主义者的刺杀结束了他的政治生涯，由此，他的副总统西奥多·罗斯福接任总统职位，开启了美国历史上著名的“进步时代”。

图表1：特朗普与麦金莱总统

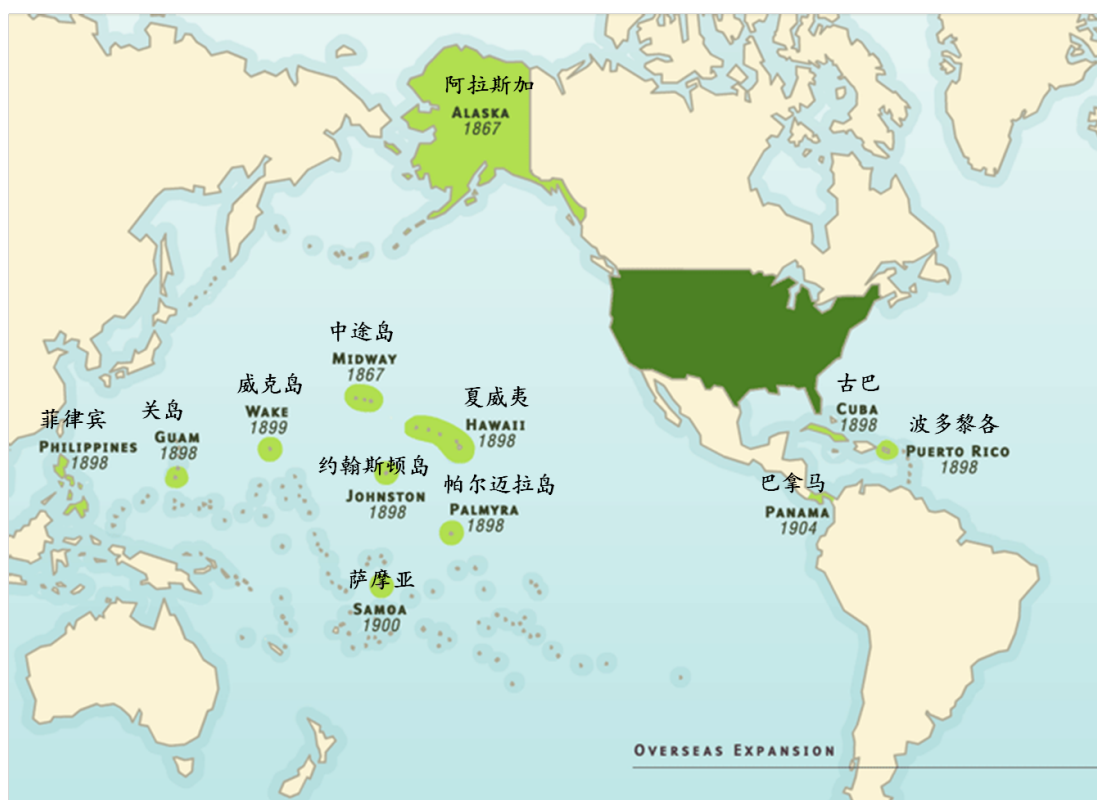


资料来源：WSJ，中邮证券研究所

## 1.1 美西战争：19 世纪末美国的海外扩张之路

回顾麦金莱执政期间，最大的事件莫过于美西战争。19 世纪后期，帝国主义和扩张主义在全球范围内盛行。在 1870 年至 1900 年期间，欧洲列强在非洲和亚洲夺取了 1000 万平方英里的领土，占世界陆地面积的 1/5。在这样的国际背景下，美国国内越来越多的声音担忧美国在争夺全球市场和原材料的过程中被排除在外，为麦金莱的扩张主义积累了民意基础。

图表2：19 世纪末，美国走向海外扩张之路



资料来源：the-map-as-history，中邮证券研究所

1898 年，西班牙殖民地古巴发生了暴乱，彼时的西班牙帝国已经是强弩之末，而美国则是国际政治舞台上冉冉升起的新星。美国以军舰“缅因号”在古巴海面爆炸沉没为由，发动了美西战争。这场战争被认为是近代史上伤亡最小、效率最高的战争，从 1898 年 5 月 1 日开战，到 7 月 17 日西班牙向美国投降，总共仅历时 78 天，被形容为一场“精彩的小战争”。美西战争使美国从西班牙手中

获得了关岛、波多黎各和菲律宾，并促成了夏威夷的并入，标志着美国开始走上海外扩张、成为全球强权之路。

## 1.2 保护主义的巅峰：从《麦金莱关税法案》到《丁利关税法案》

特朗普与偶像麦金莱有许多相似之处，其中最大的共同点莫过于他们对贸易保护主义的推崇。特朗普也将麦金莱称为“关税之王”。1896年，共和党竞选纲领中写道：保护主义是“美国工业独立的堡垒，它将税收负担放在外国商品上，同时保证国内繁荣”。

1890年，时任国会议员的威廉·麦金莱提出了《麦金莱关税法案》，将进口商品关税税率提高到49.5%。尽管遭到反对，国会仍于1890年10月1日通过了该法案。经过450多项修正案，该法案提高了大多数外国进口商品的税率，但同时取消了咖啡、茶叶、兽皮和糖等某些商品的关税，以吸引其他国家降低对美国出口商品的税收。

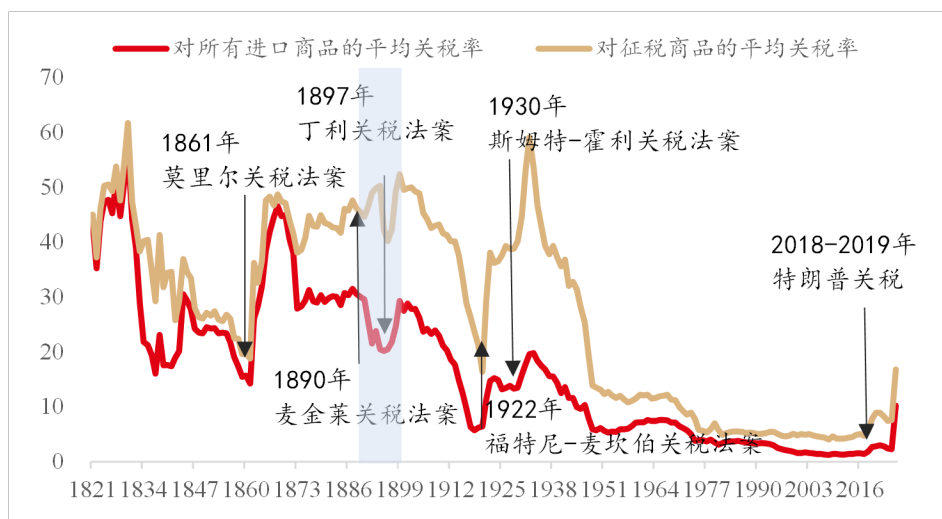
实际上，1890年税率上调后美国关税收入反而下降了4%，从2.25亿降至2.15亿美元。这主要是因为糖作为当时提升关税收入最大的商品被免税。如果将糖排除在计算外，关税收入提升了7.8%，由1.7亿上升至1.83亿美元。

然而，这份关税法案并不算成功，在海外遭到了多个国家的关税报复，在国内也遭到了民众的反对，特别是对农民来说，他们既要支付更高的国内供应品价格，又面临外国对美国出口品的报复性关税。由于民众的强烈不满，1890年共和党在议会选举中惨败，共和党在众议院的席位锐减。1892年大选中，总统本杰明·哈里森也败给了民主党的格罗弗·克利夫兰，未能连任。选举后不久，美国经济陷入衰退。1894年，克利夫兰政府推动通过了《威尔逊-戈尔曼关税法案》，下调了进口关税。

但麦金莱仍对关税情有独钟。1897年，麦金莱作为总统支持通过了《丁利关税法案》，该法案由缅因州众议员纳尔逊·丁利提出，提高了美国关税，以抵消1894年威尔逊-戈尔曼关税法案的降税措施。该法案对羊毛和皮革征收关税，提高了毛织品、亚麻布、丝绸、瓷器和糖的关税，糖的税率翻倍。《丁格尔关税法》生效了12年，成为美国历史上持续时间最长的关税。



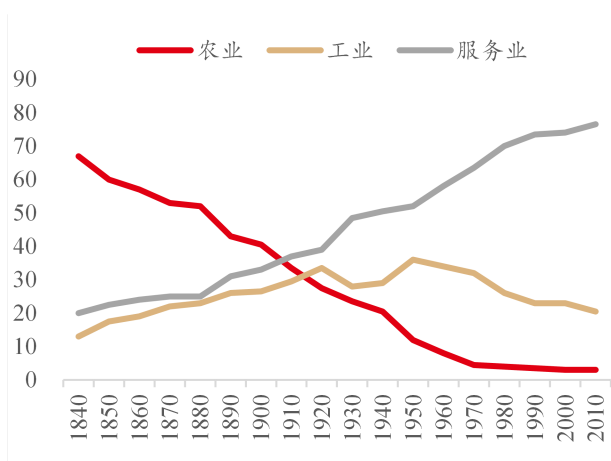
图表3：1821-2024 年美国所有进口商品的平均关税税率（%）



资料来源：PIIE, tax foundation, 中邮证券研究所

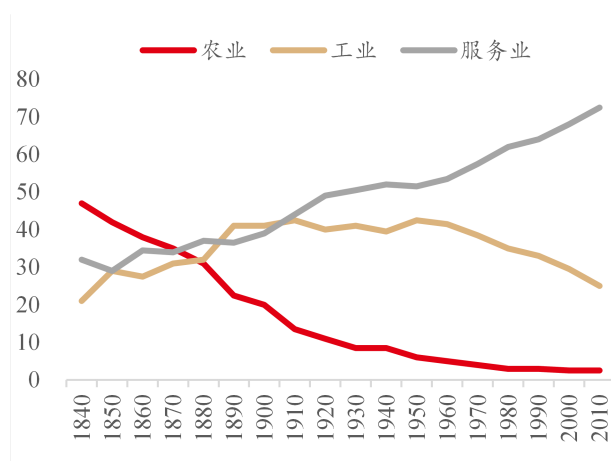
这些关税政策反映了当时美国经济结构的历史性转型。在1890年至1910年间，美国从主要出口农产品和进口制成品，转变为工业产品的净出口国。数据显示，农业部门的产出占比和劳动力占比持续下降，1890年美国工业总产值首次超过农业，工业和服务业逐渐成为支柱产业。

图表4：1840-2010 年代美国各部门劳动力占比（%）



资料来源：minnpost, 中邮证券研究所

图表5：1840-2010 年代美国各部门产出占比（%）



资料来源：minnpost, 中邮证券研究所



值得深思的是，被称为“保护主义的拿破仑”的麦金莱，在执政后期却开始重新审视其贸易理念。1901年9月5日，就在他遇刺的前一天，麦金莱在演讲中表示，排他性的时代已经过去，“互惠条约符合时代精神，而报复措施则不符合时代精神。如果我们的一些关税可能不再需要了，为了增加收入或鼓励和保护我们国内的工业，为什么不用它们来扩展和促进我们的海外市场呢？”这一思想转变源于美国工业实力的日益强大，随着制造业产能已超过国内需求，开拓海外市场成为经济发展的必然选择。历史的讽刺之处在于，以关税闻名的麦金莱，却恰恰成为美国贸易保护主义的分水岭。

### 1.3 麦金莱关税政策对国内的影响

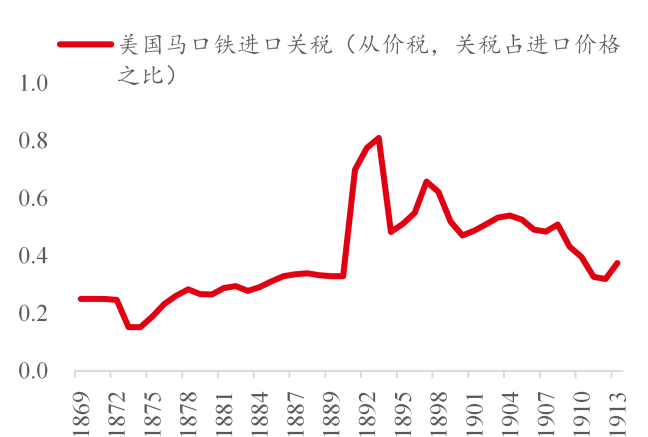
首先，本文以马口铁为例，探究关税对美国国内产业的影响。麦金莱关税法案出台后，美国受打击最严重的进口商品之一是锡制品，尤其是马口铁。当时，美国每年从外国进口数千万美元的锡制品。为了刺激美国本土的锡产业发展，麦金莱法案对进口锡的关税从30%提高到70%，使得使用进口锡变得不可负担。

图表6：美国马口铁进口关税



资料来源：NBER，中邮证券研究所

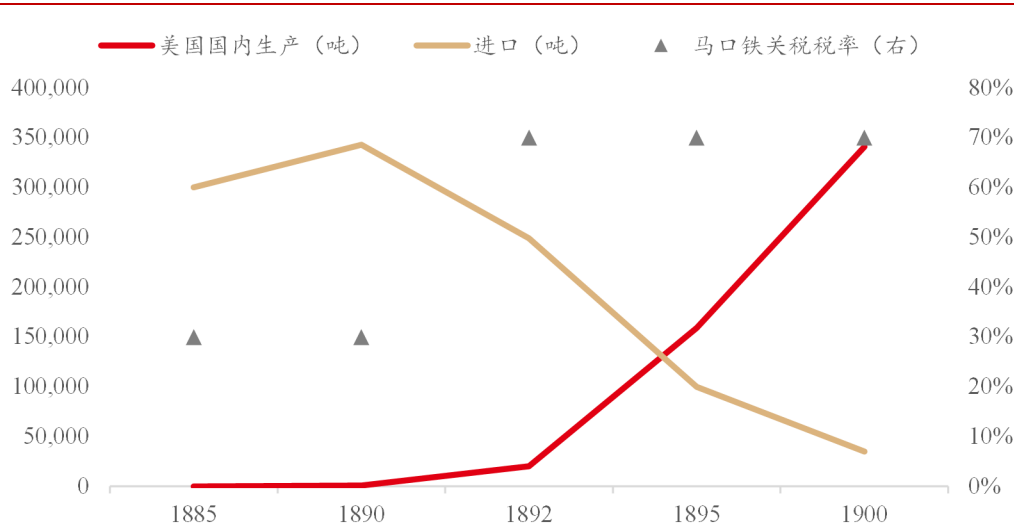
图表7：美国马口铁进口关税（从价税）



资料来源：NBER，中邮证券研究所

在 1890 年之前，美国马口铁几乎全部依赖进口，主要来自英国南威尔士。《麦金莱关税法案》通过征收 70% 的关税，为国内生产创造了利润机会，进口马口铁的成本大约提高了 2.2 美分/磅（当时马口铁的世界价格约为 2.5-3 美分/磅）。在高关税的保护下，美国国内马口铁生产迅速扩张，进口量急剧下降，到 1895 年，美国的马口铁国内生产占比超过 60%，到 1898-1900 年，美国在马口铁方面基本实现自给自足，生产的数量与之前进口的数量相当。

图表8：19 世纪末，美国马口铁国内生产量与进口量变化

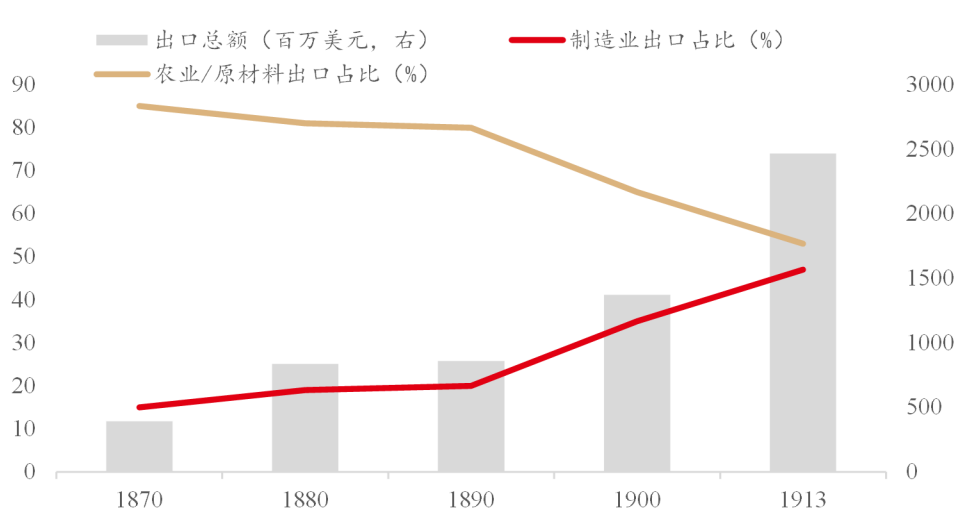


资料来源：o3 Deep Research，中邮证券研究所

马口铁是一个非常有代表性的案例，用来衡量关税对于美国国内产业的影响。这个行业在关税前几乎不存在，这是因为上游钢铁价格过于昂贵（受到关税作用），而麦金莱关税一边降低钢铁关税，一边大幅提高马口铁关税，双重刺激之下，国内产能迅速提升。根据 Douglas A. Irwin 的研究，麦金莱关税使得美国马口铁产业的发展大约提前了 10 年。

但正如“镀金时代”暗含的意思，繁华的背后，必定有人在负重前行。表面上看，关税确实保护了美国国内的新兴制造业，但实际上高昂的售价意味着美国普通消费者补贴了国内制造商。此外，对于农民来说，关税给他们带来的只有沉重的负担。除了要面对农用机械日益飞涨的价格，在他国的报复性关税下，农产品出口也面临需求减少和利润下降的打击。

图表9：1870-1913 年美国出口变化



资料来源：o3 Deep Research，中邮证券研究所

在消费者感受到了价格上涨的痛楚之后，1892 年，共和党在国会选举中惨败，在总统选举中，哈里森也输给了民主党候选人克利夫兰，并由此开启了以 1894 年《威尔逊-戈尔曼法案》为代表的民主党低关税实验。

整体而言，美国国内对关税的态度存在激烈的矛盾，大型制造商从中获利而农民的利益受损。对更多的人来说则是有利有弊，比如城市工人可能享有更多的就业机会，但对于作为消费者的他们来说，关税也提高了商品价格。

图表10：美国历史关税对比

	受影响的进口占 GDP 的份额	政策前平均关税 (应税进口, %)	政策后平均关税 (应税进口, %)	税率变化 (%)
麦金莱关税法案	2.70%	41.3	52	+10.6
特朗普关税, 2025 (假设2月1日宣布的政策兑现)	4.80%	7.4	17.3	+9.9

资料来源：PIIE，中邮证券研究所

摆在特朗普面前的也是相似的两难局面。关税虽然能增加财政收入，促进本地就业，但对于还未走出通胀阴影的美国消费者而言，关税的利弊孰轻孰重还有待考量。若特朗普政府要出台大规模关税政策，将不得不将经济上的约束考虑在

内。与一个世纪前相比，今天最大的不同是全球供应链和国际生产网络的增长。这些因素使得贸易，尤其是中间产品和零部件的贸易，在美国经济中的重要性远远超过过去，关税对经济的破坏性也更大。据美国税收基金会的估计，假如特朗普在竞选中提出的 20% 普遍关税和对中国 60% 的关税最终实现，在外国报复之前，将使长期经济产出减少 1.3%。

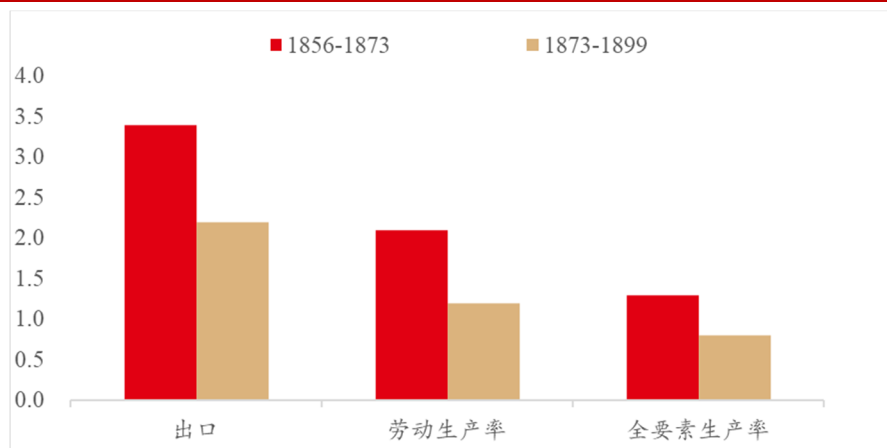
#### 1.4 关税政策的国际影响

特朗普就职后发表的“吞并”加拿大的言论看似惊世骇俗，但这种扩张主义论调在美国的历史上并不陌生，19 世纪 90 年代也发生过类似的故事，并且这个故事还有正面和反面两种结局。

对于严重依赖出口糖到美国的夏威夷来说，关税法案无疑严重损害了夏威夷的糖业，并促成了夏威夷王国的覆灭以及 1898 年并入美国。

但对于加拿大来说，事情的发展却截然相反。当时，一些共和党人期望通过高关税促使加拿大并入美国，但却激发了加拿大的民族主义情绪，加拿大民族主义者团结起来反对他们视为经济胁迫的行为。当时，作为英国自治领的加拿大迅速加深了与大英帝国的联系，在麦金莱关税法案通过后的两年内，加拿大对英国的农作物出口从 350 万美元激增至 1500 万美元，农副产品和动物出口从 1600 万美元增长到 2400 万美元。

图表11：1856-1899 年英国出口、劳动生产率和全要素生产率年化增速（%）

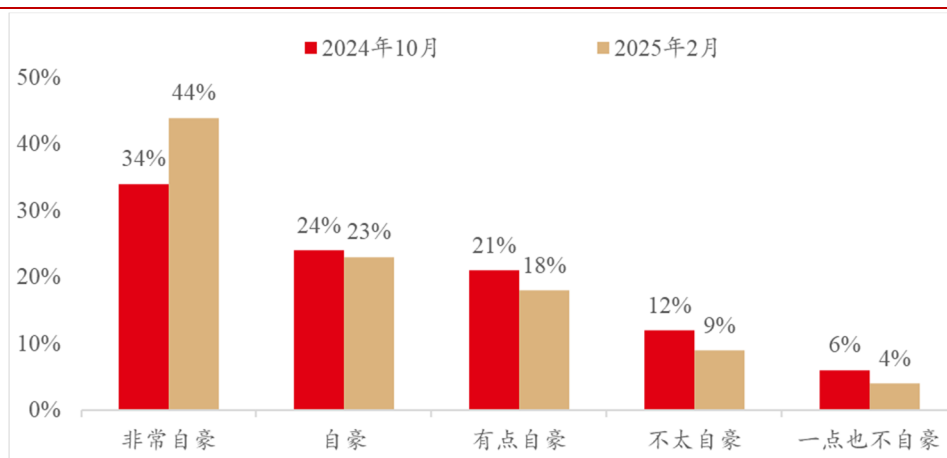


资料来源：economics observatory，中邮证券研究所

作为 19 世纪国力最为强盛的“日不落帝国”，英国对外奉行自由贸易。外国关税对英国的出口和生产率造成了负面影响。英国贸易委员会测算发现，1902 年，英国出口商品在印度的平均关税率为 3%，在德国为 25%，在法国为 34%，在美国为 73%，而平均关税率最高的是俄罗斯的 131%。

但面对美国的保护主义举措，奉行自由贸易的英国并没有选择报复性关税，而是在与自治领和殖民地之间施行了一系列优惠关税，被称为帝国特惠制（imperial preference）。英国自治领纷纷对从英国进口的商品实施了帝国特惠制：加拿大在 1897 年；新西兰和南非在 1903 年；澳大利亚在 1907 年；印度在 1927 年。加拿大的帝国特惠制几乎使英国向其出口价值增长了一倍，对冲了部分美国加征关税的影响。

图表12：面对特朗普的威胁，加拿大的民族自豪感上升



资料来源：usfunds，中邮证券研究所

在今天，我们似乎又看到了历史的重演。最近的一项民意调查显示，自 2024 年 12 月以来，加拿大民族自豪感上升了 10 个百分点。这对于一个总理刚刚于 1 月辞职的国家来说并非易事。显然，特朗普的扩张性言论在加拿大并不受欢迎，最终可能招致与他的期望相反的结果。

## 2 从麦金莱到特朗普：保护主义的历史回响

麦金莱的政策无论是在当时还是今天都颇具争议：高关税、领土扩张、贸易保护。特朗普如此推崇麦金莱，反映了他身上流传着的美国保护主义思想的历史基因。

图表13：2025 年特朗普就任以来的关税政策

目标商品或经济体	适用税率	日期	2024年进口规模	法律依据
加拿大	能源10%，其他25%	宣布于2月1日，计划于2月4日生效，后推迟至3月4日	能源1200亿美元，其他2920亿美元	IEEPA
墨西哥	25%	宣布于2月1日，计划于2月4日生效，后推迟至3月4日	5040亿美元	IEEPA
中国	最初为10%，后又追加10%至20%	宣布于2月1日，生效于2月4日，3月4日追加10%	4300亿美元	IEEPA
欧盟	25%	宣布于2月26日	5980亿美元	未知
钢铁和铝	25%	宣布于2月10日，计划于3月12日生效	结束钢铁豁免290亿美元、铝豁免120亿美元，扩大衍生品440亿美元	232条款
汽车	25%	宣布于2月12日，计划于4月2日生效	汽车2240亿美元，汽车零部件830亿美元	未知
铜	未知	调查始于2月25日，报告截止日期为11月22日	170亿美元	232条款
对等关税	未知	宣布于2月13日，报告截止日期为4月1日	未知	未知
半导体和制药	25%+	宣布于1月27日，2月18日指定税率，生效日期未知	未知（未指定产品类别）	未知
木材、原木及木制品	未知	宣布于3月1日，报告截止日期为11月26日	木材及木制品 229 亿美元	232条款
农产品	未知	宣布于3月3日，生效于4月2日	未知（未指定产品类别）	未知

资料来源：tax foundation，中邮证券研究所

特朗普的贸易政策与麦金莱有诸多相似之处。特朗普也将自己定位为美国工业和工人的捍卫者，谴责“糟糕的”贸易协定并主张提高关税。2025 年 2 月 1 日，特朗普宣布对来自中国的进口商品征收 10% 的关税，对来自加拿大和墨西哥的进口商品征收 25% 的关税。此后，他又推出“对等关税”政策，主张其他国家对美国商品征收多少关税，美国就对其商品征收同等税率，涉及全球多个经济体。此外，特朗普加征关税的目的与麦金莱也算是一脉相承，其意图都是为了保护国内制造业。例如，白宫上个月发布的声明中表示，加征钢铁和铝关税的目标是振兴国内钢铝工业，实现至少 80% 的可持续产能利用率。

从麦金莱的经历可以看出，关税是一柄双刃剑。在保护国内制造业免受外国竞争的同时，也有可能引发贸易伙伴的报复性措施，这些反制行动可能削弱美国制造业在海外的竞争力，最终转嫁成本至消费者和进出口贸易商。

纵观美国贸易政策的演变，无论是加征关税，还是互惠贸易条约，其根本目的都是保护美国国内制造业企业的利益。选择保护主义还是互惠贸易，从来不是意识形态的简单二分，而是取决于美国产业发展的特定阶段和实际需要。这也意味着为了实现美国制造业的竞争优势，特朗普的关税政策最终或将精细化，根据各个产业的不同发展情况量身定制，比如在对等关税的具体实施中按细分产品品类对齐税率，并且把增值税也纳入考虑。

特朗普对麦金莱的推崇不仅限于关税政策，还包括地缘政治扩张。在重新命名麦金莱山的行政命令中，特朗普写道：“（麦金莱）英勇地领导我们的国家在美国西战争中取得胜利。在他的领导下，美国享有快速的经济增长和繁荣，以及国家领土的扩张。”这种扩张思维在特朗普上台的言论中也有所体现：他曾提出收购格陵兰岛、控制巴拿马运河、吸收加拿大作为美国第 51 州等构想。然而，与 19 世纪末的帝国主义扩张不同，21 世纪的国际秩序使得传统武力扩张几乎不可行，这些雄心更多地需要通过经济手段、外交施压和战略威慑来表达。

也许，自认“天命所归”的特朗普正希望如麦金莱一般，成为保护主义的新“拿破仑”，带领共和党与美国走向新的“进步时代”。历史不会简单重复，而是押着相同的韵脚。当前全球政治经济环境与 19 世纪末麦金莱执政时期迥然不同，全球供应链高度整合，特朗普要如何重新诠释美国保护主义的历史基因，如何应对关税政策可能引发的通胀压力与贸易伙伴的反制措施，仍有待时间的检验与见证。

### 3 风险提示

各国政策博弈存在不确定性。



## 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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 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