

关税落地首月，经济有何影响——4月宏观环境观察

报告摘要

海外宏观：转口贸易火热，经济存在韧性。4月份美国“对等关税”落地首月，但由于美国对额外关税设定了90天的豁免期，并与大多数国家开始谈判，所以主要国家实际受到的经济冲击有限，且转口贸易强劲。供应链压力初步显现但可控。未来经济走势主要取决于美国 and 各国谈判的情况，如果对外关税加征幅度能降至10%，则美国有望避免衰退，全球贸易受到的冲击也预计有限。

国内宏观：出口超预期，内需相对疲软。4月在美国关税的影响下，国内经济总体显现出韧性。出口在转口贸易的支撑下保持强劲，并拉动了工业生产。但企业投资预期受到了一定冲击，内需依然疲软。目前中美互相大幅降低关税水平，短期内出口预计仍有支撑。但贸易政策不确定性造成的供应链转移会对出口结构有长期影响。

政策：美国关税谈判推进，国内政策渐进推出。在金融市场波动的影响下，特朗普政府对外强硬态度有所松动，与多国展开关税谈判。从美国与英国、中国签署的政策看，目前为止只与英国达成了贸易协议，并且还只是备忘录的性质，和中国达成的更多的是暂时性的贸易协议。从两个协议达成的情况看，对全球10%的基础关税已经逐步成为共识。美联储5月会议按兵不动，我们预计下半年美联储将继续降息。国内推出一揽子金融政策支持稳市场预期，数量型、价格型、结构政策同时出台，全面夯实基本面。

大类资产：全球股市反弹，贵金属回调。近一个月大类资产交易的主线为美国与各国关税进行豁免并展开谈判后金融市场风险偏好回升。股市表现强劲，人民币与美元双双升值，贵金属回调。我们认为黄金将进入一段时间的调整期，以消化此前的大幅上涨和对恐慌情绪的过度定价。但黄金的长期上涨动力仍然充足，且在不确定性较大的环境下有较好的风险分散功能，逢低配置是较好的选择。股市受益于风险偏好回升，不过目前各国股市的反弹动力主要来自于风险偏好变化，未来贸易政策不确定性可能会给企业基本面造成一定压力。美元阶段性反弹，长期前景仍弱。人民币预计将维持震荡的格局。

风险提示： 1.中国出口超预期下滑；2.中国政策落地不及预期；3.美国关税谈判出现大幅反转。

宏观点评

日期： 2025.05.21

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

- 《《推动公募基金高质量发展行动方案》：政策方向及影响》(2025/5/20)
- 《两难之中静观其变——美联储5月会议点评》(2025/5/13)
- 《一揽子金融政策如何稳市场稳预期？》(2025/5/9)
- 《稳增长，抗外扰——4.25 政治局会议点评》(2025/4/25)
- 《经济回暖与关税阴云——3月宏观环境观察》(2025/4/25)
- 《八维解析“对等关税”下的中国产业韧性图谱》(2025/4/16)
- 《美国“对等关税”影响分析》(2025/4/3)
- 《经济回暖，政策加力——2月宏观环境观察》(2025/3/25)
- 《美元降息周期未止——美联储3月会议点评》(2025/3/21)
- 《《提振消费专项行动方案》政策点评》(2025/3/19)

海外宏观：转口贸易火热，经济存在韧性

直接贸易受冲击较大，转口贸易较强

4 月 9 日美国“对等关税”落地，并对中国加征畸高关税，对全球贸易产生了较大扰动。具体体现在以下两点：

第一，直接贸易受损较大。以有全球经济“金丝雀”之称的韩国为例，其 4 月前 10 日出口同比增长 13.4%，显示出关税落地前的“抢跑”效应；4 月前 20 日出口同比增速则大幅下降至-5.3%；全月出口同比增长 3.7%。5 月前 10 日出口同比再度下降 23.8%。其中对美国出口同比下降 30.4%。中国 4 月对美出口同比下降 21%。这些都体现了美国关税战对于出口的直接影响。

第二，转口贸易火热。以东南亚重要的转口贸易地越南为例，其 4 月出口同比增长 21%，较 3 月不降反增。中国出口结构中，4 月对东盟出口同比增速大幅上升至 20.8%。体现出转口贸易的火热程度。

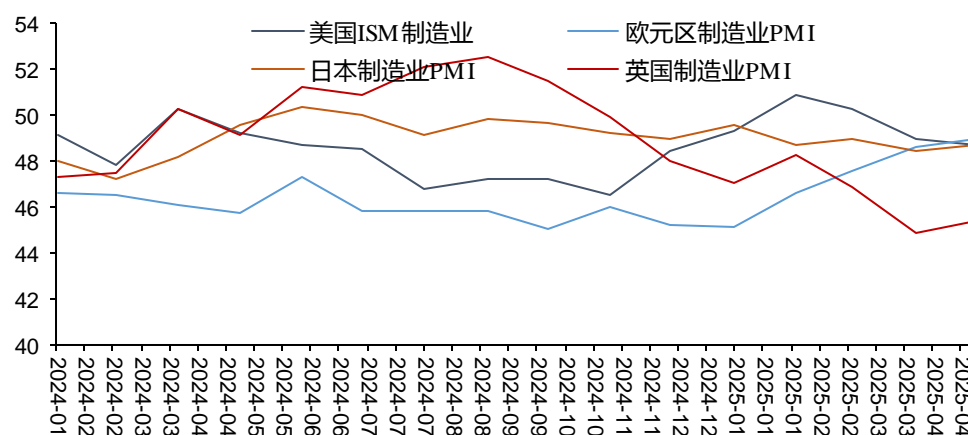
转口贸易火热的重要原因是 4 月份美国对除中国外的所有国家的额外关税进行了 90 天的豁免，所以中国对美国的出口可以经由东南亚等国家转口。尤其是在 90 天后形势不确定性的情况下，供应商还有较强的“抢转口”的动力。

我们认为 4 月份典型国家的贸易结构反映出两个推论：**第一，美国对外加征的 10% 基准关税可能对全球贸易影响有限**，4 月转口贸易火热甚至有“抢转口”的行为，显示出在 10% 的加征幅度下供应商对美出口意愿仍然较强。**第二，部分商品的更高的关税可能会严重阻碍对美出口。**比如特朗普政府对进口汽车额外加征 25% 关税，导致韩国汽车出口大幅下跌，对总出口形成严重拖累。

主要经济体仍有韧性，美国滞胀预期继续升温

4 月美国“对等关税”落地，但是主要经济体并未立刻显示出经济压力。美国 Markit 制造业 PMI 指数为 50.2%，与 3 月持平；ISM 制造业 PMI 指数为 48.7%，较 3 月小幅下降 0.3 个百分点。欧元区制造业 PMI 不降反升，较 3 月上升 0.4 个百分点至 49%。日本制造业 PMI 较 3 月上升 0.3 个百分点至 48.7%。总体来看，发达国家制造业都显示出了较强的韧性，短期内受关税冲击有限。

图表 1：主要国家 4 月制造业景气度保持平稳



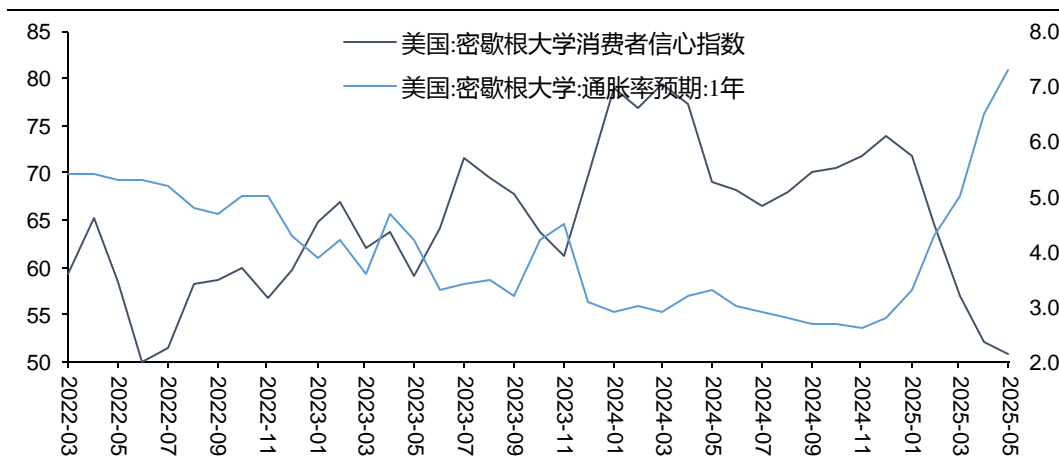
资料来源：Wind，五矿证券研究所

我们认为 4 月发达国家制造业的韧性可能有在 90 天的美国额外关税豁免期内抢生产和抢出

口的推动。但生产商面临的成本上升的压力已经开始显现，如果美国与多数国家的谈判不能顺利降低关税，则全球制造业前景仍将面临较大下行压力。

美国滞胀预期继续升温。2025 年以来，美国消费信心指数持续下降而通胀预期持续上升，这一趋势在 5 月延续。密歇根大学消费者信心指数 5 月下降至 50.8，这是在 2022 年 7 月高通胀环境之后的最低值。同时 1 年期通胀率预期达到 7.3%，是 1982 年以来的最高值。这反映出美国居民部门对于“滞胀”的预期非常强烈。这一方面可能会带来“滞胀”预期的自我实现，即在通胀预期下工会要求涨薪，零售商也有提价的动机。另一方面居民强烈的“滞胀”预期可能会影响到特朗普的支持率，从而削弱其对外鹰派的底气。

图表 2：美国滞胀预期持续升温



资料来源：Wind，五矿证券研究所

总体而言，4 月份美国“对等关税”落地首月，但由于美国对额外关税设定了 90 天的豁免期，并与大多数国家开始谈判，所以主要国家实际受到的经济冲击有限，且转口贸易强劲。供应链压力初步显现但可控。未来经济走势主要取决于美国 and 各国谈判的情况，如果对外关税加征幅度能降至 10%，则美国有望避免衰退，全球贸易受到的冲击也预计有限。

国内宏观：出口超预期，内需相对疲软

抢转口拉动工业生产，但出口订单快速下行

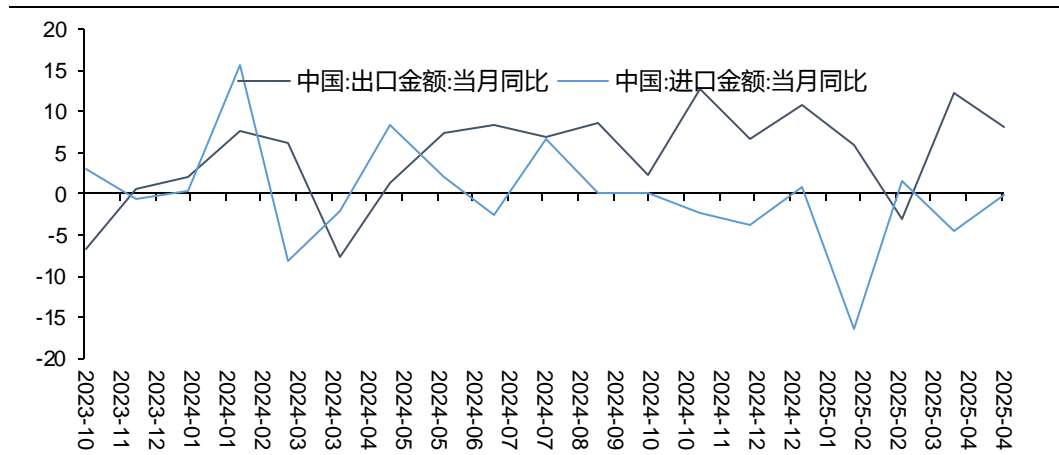
美国关税落地首月，中国出口虽有下滑但超出预期。4 月中国出口同比增长 8.1%，处于近年来较高水平。我们认为原因有以下两点：

第一，如前文所述，由于美国对除中国外的所有国家的额外关税豁免 90 天，带来了转口贸易的时间窗口。中国对东盟的出口大增，而东盟是中国转口贸易的重要中转站。而且由于 90 天豁免期过后的形势仍存在不确定性，所以“抢转口”的动机也很强。

第二，中国加强了与非美国国家的贸易关系。中国对欧盟、日本等贸易伙伴的出口保持强劲，是贸易总盘子稳定的重要支撑。

抢出口与抢转口同时也拉动了工业生产。4 月工业增长值同比增长 6.1%，制造业增加值同比增长 6.6%，处于近年来较高水平。考虑到消费和投资数据相对疲软，我们认为抢出口对工业生产拉动不小。

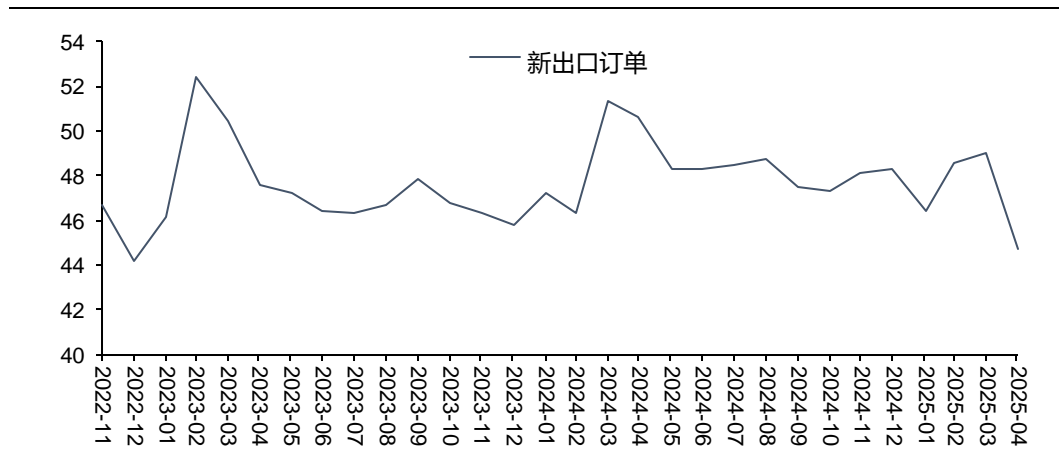
图表 3：中国 4 月出口超预期



资料来源：Wind，五矿证券研究所

虽然出口在转口贸易的支撑下有较强的韧性，但前景依然存在较大不确定性。4 月 PMI 指数中新出口订单指数大幅下降至 44.7%，是 2022 年末疫情之后该指数的最低点。所以，**虽然转口贸易支撑了短期出口，但贸易政策带来的不确定性对国内生产商造成的压力将继续显现。**

图表 4：新出口订单大幅下降



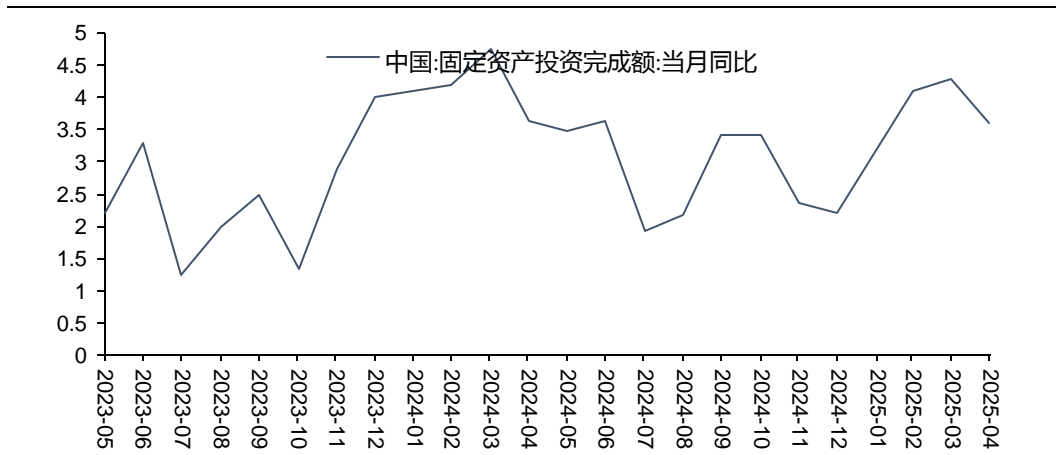
资料来源：Wind，五矿证券研究所

消费与投资边际走弱

1-4 月固定资产投资累计同比增长 4%，我们测算当月同比增长 3.6%，较 3 月同比增速下降 0.7 个百分点。其中，制造业投资同比增长 8.2%，较 3 月下降 0.9 个百分点；全口径基建投资同比增长 9.6%，较 3 月下降 3 个百分点；房地产开发投资同比下降 11.3%，较 3 月下降 1.3 个百分点。

我们认为制造业投资增速下行反映出关税对于制造业企业预期产生一定冲击。在较大的不确定性下，企业进行长期投资的意愿会有所降低。基建投资增速显示出地方政府财政压力仍在，但我们认为未来政府加大开支对冲经济压力是必要途径。我们认为房地产开发投资下降源于供给端持续收缩导致的施工面积下降。总体而言，4 月份固定资产投资并未显现出逆周期的对冲作用，需要关注外部不确定性对于经济实体的预期影响。

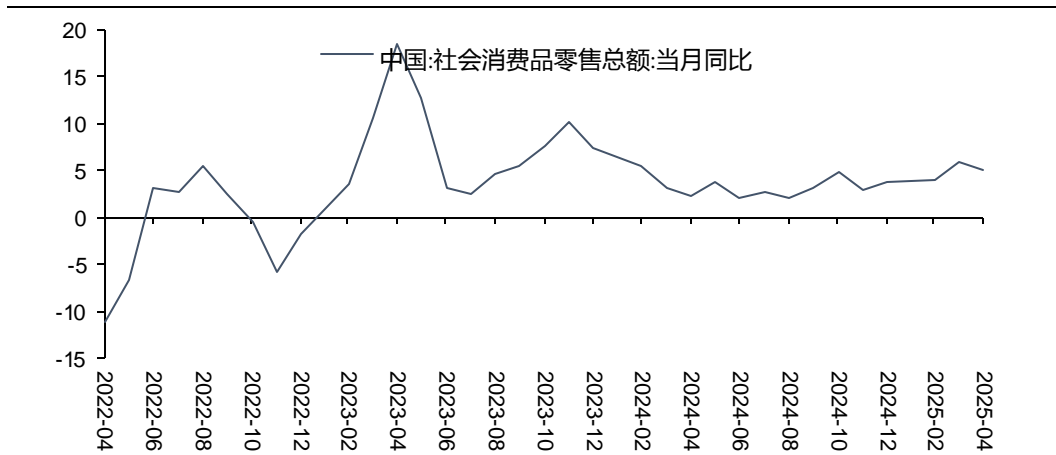
图表 5：固定资产投资下行



资料来源：Wind，五矿证券研究所

4 月社会消费品零售总额同比增长 5.1%，较 3 月下降 0.8 个百分点。消费增长的主要动力在于消费品以旧换新补贴的相关商品带来的拉动作用，比如家具家电、电子产品，增长强劲。非补贴类商品表现较弱。补贴带来的增量更多是一次性的，我们认为未来更需注重从居民收入端入手提振整体的消费能力。在外部环境面临较大不确定性的情况下，消费更需发挥压舱石的作用。

图表 6：消费增速下行

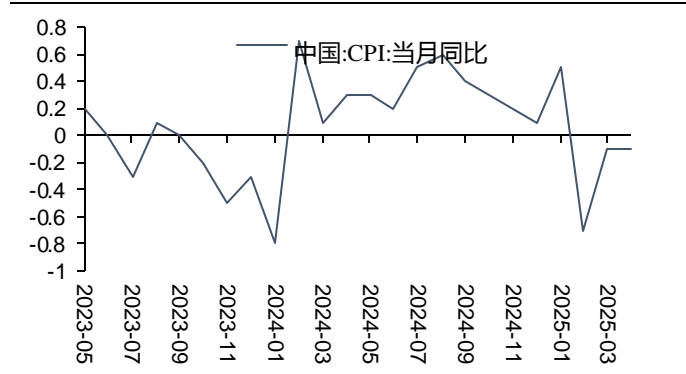


资料来源：Wind，五矿证券研究所

通缩压力仍大

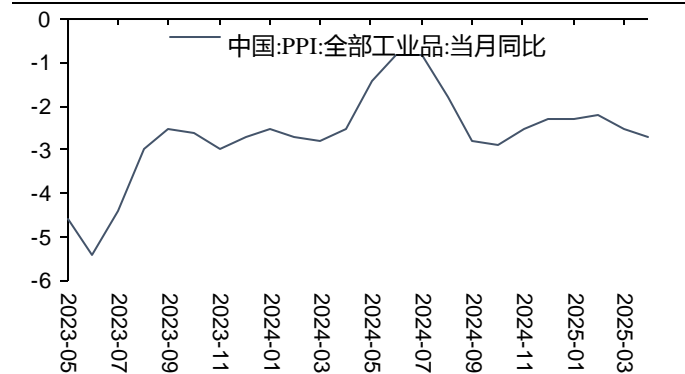
4 月 CPI 同比下降 0.1%，PPI 同比下降 2.7%，CPI 与 PPI 双双处于负值区间，通缩压力较大。通缩环境下，企业盈利和居民名义收入都存在较大压力。5 月 20 日国新办举行新闻发布会，国家发改委指出，“一些企业陷入‘内卷式’竞争，大打价格战、制假售假、以次充好，严重扭曲了市场机制，扰乱了公平竞争秩序，必须加以整治。”我们认为未来有望展开以走出通缩为主要目的的供给侧改革，推动通胀回升。

图表 7: CPI 处于负值区间



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 8: PPI 再度下行



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

总体来看, 4 月在美国关税的影响下, 国内经济总体显现出韧性。出口在转口贸易的支撑下保持强劲, 并拉动了工业生产。但企业投资预期受到了一定冲击, 内需依然疲软。目前中美互相大幅降低关税水平, 短期内出口预计仍有支撑。但贸易政策不确定性造成的供应链转移会对出口结构有长期影响。

政策: 美国关税谈判推进, 国内政策渐进推出

美国与多国展开关税谈判, 美联储提出滞胀风险

5 月以来, 全球资产价格受特朗普关税谈判进展影响出现一定波动, 但整体好于 4 月。其中在美国与日本、欧盟谈判出现摩擦后, 市场对关税谈判在短期内出现了看空的态度, 直到 5 月 8 日与 5 月 13 日与英国、中国谈判出现转机, 市场情绪逐步回暖。

5 月 8 日, 美国与英国达成协议, 成为此轮贸易战以来首个贸易谈判成功的国家, 具体包括: 10% 的基本关税税率将维持不变。英产汽车关税将从 27.5% 大幅降至 10%, 且配额为 10 万辆汽车, 这一配额几乎覆盖了英国去年对美出口的全部数量; 英国出口钢铁原本的 25% 的关税将降为零。同时, 双方就牛肉贸易达成了新的互惠市场准入协议——英国农民将获得 1.3 万吨的免关税配额。另外, 英国还将取消对从美国进口的乙醇关税。而制药、电影等其他领域的关税谈判仍会继续推进。随后, 5 月 13 日, 中美发表《中美日内瓦经贸会谈联合声明》, 其中双方将对等关税维持在 10%, 24% 的关税在初始的 90 天内暂停实施。

从美国与英国、中国签署的政策看, 目前为止只与英国达成了贸易协议, 并且还只是备忘录的性质, 和中国达成的更多的是暂时性的贸易协议。从两个协议达成的情况看, 对全球 10% 的基础关税已经逐步成为共识。我们认为这是造成美债利率持续上扬的关键, 即对全球通胀抬升的观点逐步形成统一。除此之外, 5 月 18 日, 特朗普推行的大规模减税法案已经通过众议院, 这意味着财政缺口的扩大或需要提升关税对冲。

美联储 5 月会议按兵不动。在关税的影响下, 美国滞胀压力扩大。在 5 月 8 日的美联储议息会议中, 会议公告中添加了“高失业和高通胀的风险都有所上升”的表述, 鲍威尔在新闻发布会上也表示“如果已宣布的大幅提高关税措施持续下去, 可能会导致通胀上升、经济增长放缓和失业率上升”, 表明美联储高度重视滞胀风险。从白宫最新表态来看, 对于和各国的关税谈判, 美国政府不打算取消 10% 的基准加征幅度, 即关税的影响还会在未来持续体现, 尤其在进口价格上。我们认为美国陷入滞胀的可能性较大, 衰退的概率也不低。

我们预计下半年美联储将继续降息。虽然美联储没有给出任何对于未来政策路径的指引, 但我们预计下半年仍会继续降息 3-4 次。首先, 就短期趋势而言, 经济下行比通胀上行的压力更加明显。如果关税造成美国经济衰退, 则在衰退阶段会出现需求萎缩导致的通缩动力, 从而在一定程度上对冲关税的通胀压力。所以对于美联储而言, 呵护经济可能相对更加紧迫。

其次，金融市场可能会倒逼美联储加大宽松力度。如果特朗普政府的贸易谈判进展不够顺利，或经济基本面恶化速度过快，则美国股市可能会再度出现抛售潮。同时，近期美国长端国债收益率也大幅上行，市场对美债的抛售力度也增加。为了维护金融稳定，美联储实施降息的必要性较强。我们认为美联储降息周期仍会持续，全球流动性仍将趋于宽松，宽松周期的节奏可能受到关税战的干扰，但是大方向不变。

国内政策渐进推出

为了应对宏观经济走弱，国新办于2025年5月7日上午9时举行新闻发布会上联合中国人民银行、金融监管总局、中国证监会介绍推出“一揽子金融政策支持稳市场预期”政策。

会上，人民银行推出一揽子货币政策刺激政策，主要分为三大类共计十条措施，从数量型、价格型以及结构型货币政策着手，整体体现出了对宏观经济、资产价格、市场预期的全面呵护。同时，政策展现出较强的延续性，与2024年9.26政治局会议精神保持一致。不仅有效落实了存量政策，更进一步加力推出增量政策。

图表9：“一揽子金融政策”整理

政策类型		10项货币政策
数量型政策	主要通过降准等措施，加大中长期流动性供给，保持市场流动性充裕。	1. 降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元。
		2. 完善存款准备金制度，阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的5%调降为0%。
价格型政策	主要包括下调政策利率、降低结构性货币政策工具的利率以及调降公积金贷款利率。	3. 下调政策利率0.1个百分点，即公开市场七年期逆回购利率从目前的1.5%降至1.4%，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约0.1个百分点。
		4. 下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，包括各类专项结构性政策工具利率。例如，支农、支小再贷款利率从目前的1.75%降至1.5%；抵押补充贷款（PSL）利率从目前的2.25%降至2%。
结构性政策	旨在完善现有结构性货币政策工具，并创新新的政策工具，支持科技创新、扩大消费、普惠金融等领域。	5. 降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，五年期以上首套房利率从2.85%降至2.6%，其他期限的利率同步调整。
		6. 增加3000亿元的科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的5000亿元增加至8000亿元，持续支持“两新”政策的实施，即大规模设备更新和消费品以旧换新。
		7. 设立5000亿元“服务消费与养老再贷款”，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。
		8. 增加支农支小再贷款额度3000亿元，并调降再贷款利率，与调降再贷款利率的政策形成协同效应，支持银行扩大对涉农小微和民营企业的贷款投放。
		9. 优化两项支持资本市场的货币政策工具，将证券、基金、保险公司互换便利5000亿元和股票回购增持再贷款3000亿元额度合并使用，总额度变为8000亿元。
		10. 创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本的再贷款资金，可购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限的科创债券融资提供支持。

资料来源：国新办，五矿证券研究所

本次一揽子金融政策为近年最大，我们认为，一揽子金融政策在此时出台有几个原因：首先是对冲美国“对等关税”同时对冲二季度以来宏观经济放缓，其次是为近期即将的中美谈判增加更多筹码，第三是在美元信用走弱，推动人民币被动升值，此时降准降息空间较大。

从结构看，数量型、价格型、结构政策同时出台，全面夯实基本面。本次政策展现出自上而下，从总量到结构的特征。从最近几年货币政策的实施情况看，此次数量和价格都属于大规模流动性投放，进一步缓解企业融资难、融资贵的问题，为宏观经济抵御不确定性提供了充足的流动性。结构型货币政策主要从供给侧为实体经济提供流动性，同时强调稳定金融资产价格的目标。

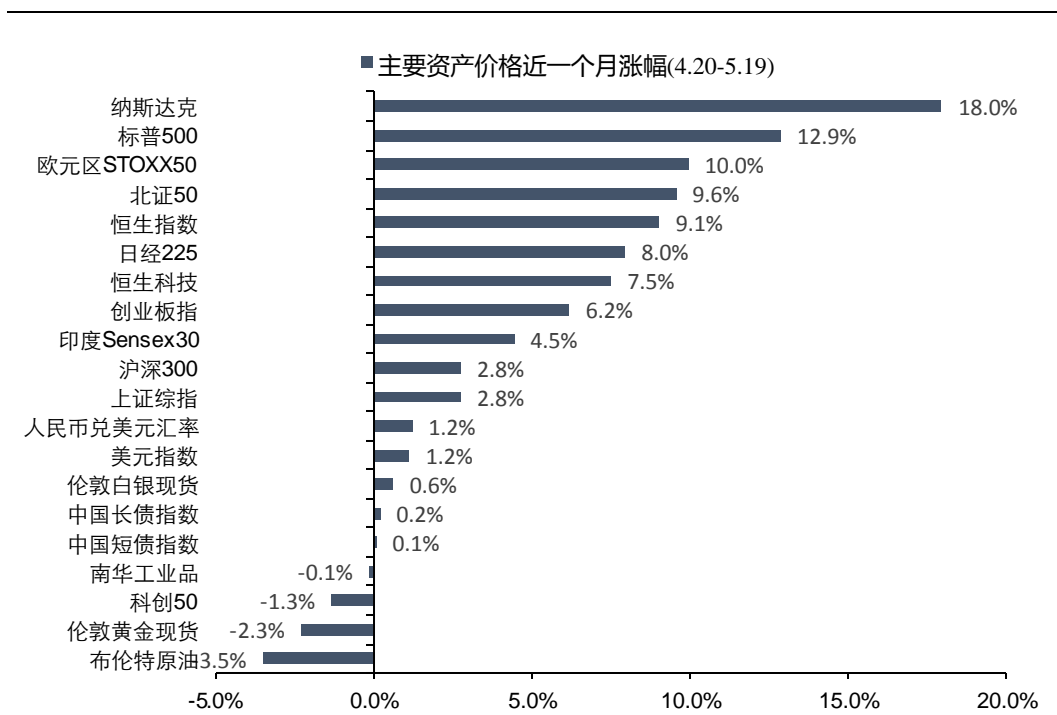
结构型货币政策角色逐步走强，未来货币政策空间较大。此次降准 50BP，降准幅度与去年保持一致，未来空间依然较大。从此次政策看，1.1 万亿元再贷款工具包括 3000 亿元科创和技术改造、5000 亿元服务消费和养老、3000 亿元支农支小分别针对科技创新、拉动内需、养老和农业，有较强的针对性，与两会等中央会议释放出的重点板块保持一致，相较于总量货币政策，可以更有效地“补短板，稳民生”。利率方面，此次降息 10BP，传递出政策利率继续下行的空间依然充分。进入 2025 年后，利率下调步伐明显放缓，我们预计后续年内总量降息幅度或将减少，但结构型货币政策依然延续。整体来看，在此次政策出台后，货币政策将趋于稳定，短期内不会再有降准降息，但整体依然在宽松通道上，二季度及下半年的宽松政策更多取决于关税冲击和国内宏观基本面的恢复情况。

除货币政策外，金融监管总局、证监会再推多项加码政策。从“总量调节”转向“结构优化+预期管理”并重，政策工具精细化体现出应对复杂局势的成熟路径。在资本市场方面，监管层不再单纯依赖央行货币政策进行对冲，而是通过精细化的监管调整、制度性资本入市设计，在提升市场弹性和稳定性的同时，塑造更可持续的稳增长环境。资本市场改革全面发力，围绕“新质生产力”加速打造从融资到退出的完整生态链条。政策组合不仅是对过去资本市场制度性不足的修补，更是对未来经济“从重资产向高技术、高效率、高附加值”的结构跃迁提供底层金融支撑，资本市场被明确定位为“引导资源配置、服务结构调整、支撑高质量发展”的关键场域。

大类资产：全球股市反弹，贵金属回调

近一个月大类资产交易的主线为美国与各国关税进行豁免并展开谈判后金融市场风险偏好回升。股市表现强劲，人民币与美元双双升值，贵金属回调。

图表 10：主要资产价格近一个月涨幅



资料来源：Wind，五矿证券研究所

贵金属进入阶段性调整，长期前景仍看好。我们在上个月的月度观察中阐述，“所以如果特朗普在关税问题上做出较大让步而达成与各国的较低关税水平的和解，那么黄金可能会进入阶段性的调整期。但美国‘对等关税’造成的国际秩序的裂痕已无法弥合，所以我们认为黄金长期上涨趋势不变。”由于近期特朗普政府在关税问题上表现不再强硬，与中国的贸易谈判也取得了超预期的进展，所以全球金融市场风险偏好大幅回升，贵金属的避险需求下降。我们认为接下来黄金将进入一段时间的调整期，以消化此前的大幅上涨和对恐慌情绪的过度定价。

但黄金的长期上涨动力仍然充足，且在不确定性较大的环境下有较好的风险分散功能，逢低配置是较好的选择。

股市受益于风险偏好回升，但不确定性仍大。近一个月特朗普政府的态度转变刺激全球股市大幅上涨，中美等重要股市指数已经收复“对等关税”以来的跌幅。不过目前各国股市的反弹动力主要来自于风险偏好变化，而非基本面因素。未来贸易政策不确定性给全球供应链及经济造成的影响将持续体现，给企业基本面造成一定压力。

美元阶段性反弹，长期前景仍弱。美国关税谈判的进展促使全球抛售美元资产的进程放缓，美元出现阶段性反弹。同时，由于中美关税战大幅缓和，人民币也出现反弹。我们认为在全球贸易格局和产业链重塑的大背景下，各国分散货币储备的需求将长期存在，美元阶段性的反弹不改长期走弱的前景。人民币预计将维持震荡的格局。

风险提示

1. 中国出口超预期下滑；
2. 中国政策落地不及预期；
3. 美国关税谈判出现大幅反转。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010