

## 相关研究

《目标做减法，政策做加法！——2020年《政府工作报告》解读》2020.05.22

《就业优先，财政发力——20年全国两会展望》2020.05.21

《改革蓝图铺开，释放需求潜力！——兼论经济体制意见的框架和亮点》2020.05.19

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

## 赤字货币化与货币大贬值

### 投资要点:

- **全球财政收支恶化。**新冠肺炎疫情对全球经济造成了巨大的冲击，而对政府财政的冲击还要更大。今年前4个月，美国的财政收入同比下降了18.5%，而财政支出同比上升了46%，财政赤字总额为1.1万亿美元，比去年同期增加了9000亿美元。根据美国国会办公室的预测，2020财年美国财政赤字总额将达到3.7万亿美元，财政赤字率将飙升至18%，直追二战时期创下的20%以上的历史最高峰。根据IMF的预测，今年发达经济体的整体财政赤字率将从19年的3%升至10.7%。
- **财政赤字货币化。**如何应对财政赤字的飙升？在疫情期间，增加财政收入以及压缩财政支出都不太可能，因而唯一的办法就是增加国债的发行。截止到今年5月19日，美国新增国债余额2.2万亿，年度新增规模已经创出历史新高。如何为巨额的国债发行融资？美联储在3月份启动了不限量的量化宽松货币政策，其最新的总资产已经增加了3万亿美元，其中新增国债1.8万亿美元，这意味今年以来美国新发国债的绝大部分都是被美联储印钞所购买。财政部发行国债并且通过央行购买的行为，其实就是财政赤字货币化。
- **中国财政三管齐下。**今年前4个月，全国财政收入同比下滑14.5%，而财政支出仅同比下滑2.7%，出现了1.15万亿的财政赤字，比去年同期高出8400亿。根据两会预算报告，考虑到收入下滑和支出的增加，今年政府的广义财政赤字约为8.5万亿，对应广义财政赤字率约为8.2%，创下1952年以来的新高。如何为这8.5万亿财政赤字融资？今年积极的财政政策三管齐下。其中预算财政赤字增加到3.76万亿，比去年增加1万亿。发行地方政府专项债券3.75万亿，比去年增加1.6万亿。另外还将新发1万亿的抗疫特别国债。
- **货币创造政府背书。**与财政赤字大幅上升相应的，是前4个月我国政府债券净发行规模达到1.91万亿，同比多增5200亿。而与欧美等国的区别在于，我国的政府债券主要不是由央行购买，而是由商业银行购买。但在我国央行资产负债中，除了硬通货的外汇和黄金资产外，持有商业银行债权的占比已经高达30%，这也意味着商业银行的背后有着央行的背书。今年4月份，我国广义货币增速已经达到11.1%，比去年末高出2.4%，而且政府明确表示要引导广义货币和社会融资规模增速明显高于去年，这也预示着未来广义货币增速有望继续回升。
- **货币超发必然贬值。**纵观美国的货币和财政史，我们发现与当前最为类似的是二战时期，今年美国的财政赤字率和广义货币M2增速或都会超过20%，接近二战时期的历史峰值。在二战期间和战后，我们发现主要货币对黄金都出现了明显的贬值。总结来说，在疫情的冲击之下，财政巨额赤字和货币超增的趋势不可避免，货币的贬值将是必然的趋势，我们未来需要从保值的角度来配置资产。相比于持有几乎没有回报的现金类资产，未来无论是持有优质的实物资产还是股票，应该会有更高的回报。

## 目 录

---

1. 全球财政收支恶化 .....	5
2. 财政赤字货币化 .....	8
3. 中国财政三管齐下 .....	11
4. 货币创造政府背书 .....	14
5. 货币超发必然贬值 .....	17

## 图目录

图 1	美国财政收入年度增速 .....	5
图 2	美国财政收入月度增速 (%) .....	5
图 3	美国财政支出年度增速 .....	6
图 4	美国 4 月财政支出及主要结构 (亿美元) .....	6
图 5	美国月度财政赤字 (亿美元) .....	7
图 6	美国年度财政赤字 (10 亿美元) .....	7
图 7	美国财政赤字率 .....	7
图 8	欧元区财政赤字率 (%) .....	8
图 9	发达经济体财政赤字率 (%) .....	8
图 10	美国新增国债余额 (亿美元) .....	9
图 11	美国政府新增债务率 .....	9
图 12	欧元区政府新增债务率 (%) .....	10
图 13	美联储总资产、其中国债资产 (亿美元) .....	10
图 14	美国广义货币 M2 增速 (%) .....	11
图 15	中国财政收入年度增速 (%) .....	11
图 16	20 年 1 季度中国分省市财政收入增速 (%) .....	12
图 17	中国财政收入与支出月度增速 (%) .....	12
图 18	20 年 1 季度中国分省财政赤字 (亿元) .....	13
图 19	19 与 20 年前 4 月广义财政赤字与结构 (亿元) .....	13
图 20	中国广义财政赤字率 .....	14
图 21	2020 年新增广义财政总赤字的结构 .....	14
图 22	19/20 年前 4 月国债净发行, 商业银行/央行净购买 (亿元) .....	15
图 23	央行持有政府债权 (亿元) .....	15
图 24	央行持有主要资产比重 .....	16
图 25	中国广义货币 M2 增速 (%) .....	16
图 26	2020 年前 4 月社融及分类同比多增 (亿元) .....	17
图 27	美国死亡人数 (万人) .....	17
图 28	美国广义货币 M2 增速、财政赤字率 (%) .....	18
图 29	二战前后美元兑帝国马克、日元汇率 .....	18
图 30	英国政府债务率 .....	18

图 31	二战前后黄金兑美元、英镑价格（1 盎司黄金） .....	19
图 32	美元兑黄金价格（盎司/美元） .....	19
图 33	美元指数、明晟新兴市场货币指数 .....	19
图 34	伦敦黄金现货交易价（美元/盎司） .....	20
图 35	再通胀环境下的大类资产配置 .....	20

近期，财政赤字货币化成为市场的焦点话题。到底有谁在搞财政赤字货币化，我们有没有可能实施，会产生哪些影响？

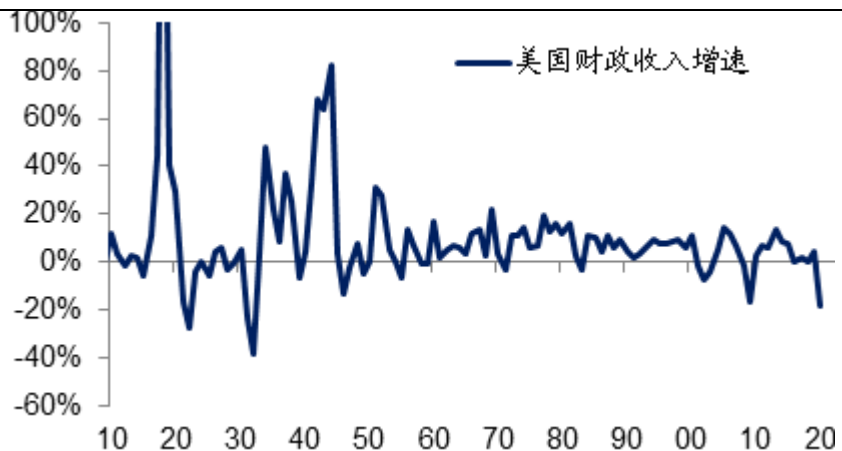
## 1. 全球财政收支恶化

### 失速的财政收入。

新冠肺炎疫情对全球经济造成了巨大的冲击，而对财政收入的冲击还要更大。这一方面是因为经济衰退，居民和企业的收入下滑，其上缴的税收也必然下降。另一方面，政府为了缓解疫情的影响，往往会大幅减税或者是延迟缴税，这会加剧税收的下降。

以美国为例，根据 IMF 在 4 月份的最新预测，预计 2020 年的美国经济将同比萎缩 5.9%，而财政收入则会同比下降 20%。事实上，美国今年前 4 个月的财政总收入同比下降了 18.5%，这一降幅已经超过 09 年的 16.6%，创下 1933 年以来的新低。

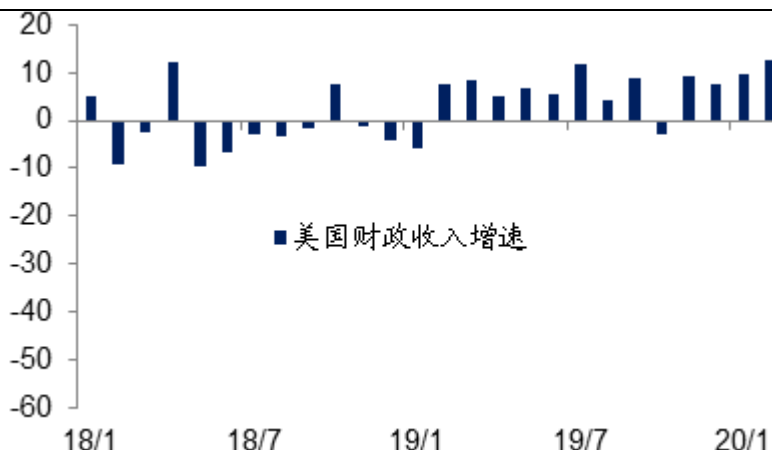
图1 美国财政收入年度增速



资料来源：美国财政部，海通证券研究所，20 年为前 4 月数据

尤其是在今年 4 月份，理论上每年的 4 月是全年税收占比最高的月份，但今年 4 月份的美国财政收入仅为 2400 亿美元，同比减少了 55%。

图2 美国财政收入月度增速 (%)



资料来源：美国财政部，海通证券研究所

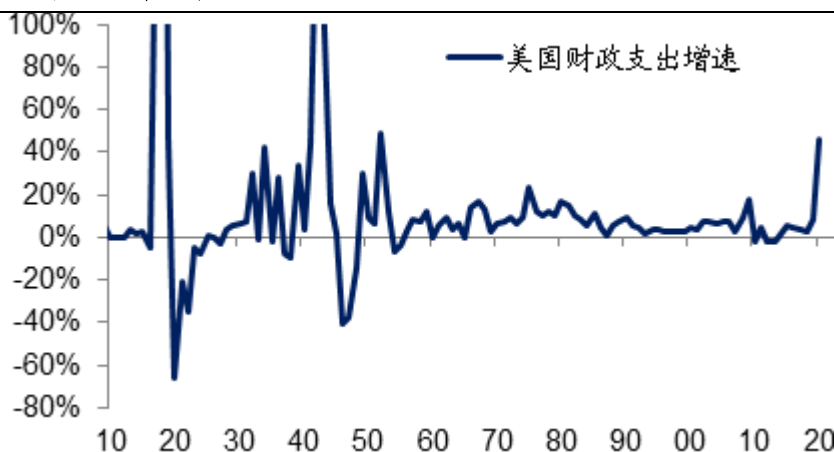
### 激增的财政支出。

与此同时，为了应对疫情对经济的伤害，财政支出必然会大幅上升。

按照 IMF 的预测，在今年美国经济同比下滑 5.9% 的背景下，其财政支出会逆势扩张 8%。事实上，美国今年前 4 个月的财政支出总额达到 1.1 万亿美元，同比上升了 46%，

财政支出增速创下 1953 年以来的新高。

图3 美国财政支出年度增速

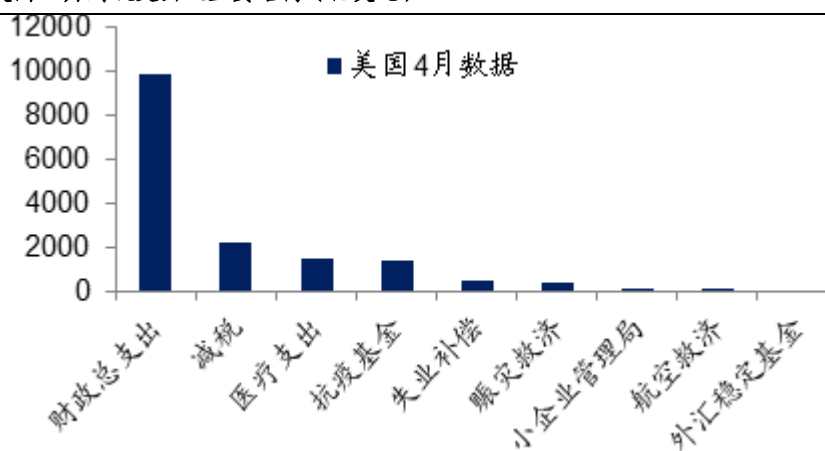


资料来源：美国财政部，海通证券研究所，20 年为前 4 月数据

财政支出的激增，源于史无前例的财政刺激计划。到目前为止，美国已经出台了 4 轮财政刺激计划，合计的财政刺激总规模接近 3 万亿美元，其中最大规模的是 3 月底生效的第三轮刺激，全称是《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》，简称《维生法案》。

正是因为《维生法案》的生效，美国 4 月份的财政支出高达 9800 亿美元，比去年同期增长了 1.6 倍，其中主要的支出包括减税 2210 亿美元，医疗支出 1520 亿美元，抗疫基金支出 1420 亿美元，失业补偿 490 亿美元，赈灾救济 400 亿美元，其他还有给小企业、航空业等提供的各种补助。

图4 美国 4 月财政支出及主要结构 (亿美元)



资料来源：美国国会预算办公室，海通证券研究所

由于花钱速度太快，美国国会又在酝酿第五轮 3 万亿美元财政刺激法案。

### 飙升的财政赤字。

财政收入大幅下滑，叠加财政支出激增，意味着财政赤字的大幅飙升。今年前 4 个月，美国财政赤字总额为 1.1 万亿美元，比去年同期增加了 9000 亿美元。

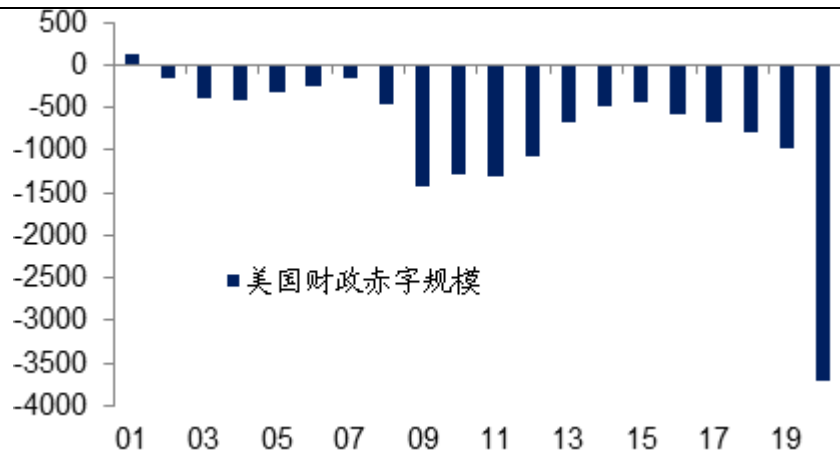
图5 美国月度财政赤字（亿美元）



资料来源：美国财政部，海通证券研究所

根据美国国会办公室的预测，在 2020 财年，美国财政赤字总额将达到 3.7 万亿美元，财政赤字率将飙升至 18%。相比之下，哪怕在次贷危机下的 09 年，美国财政赤字总额最高也就达到 1.4 万亿美元，财政赤字率最高达到 9.8%。

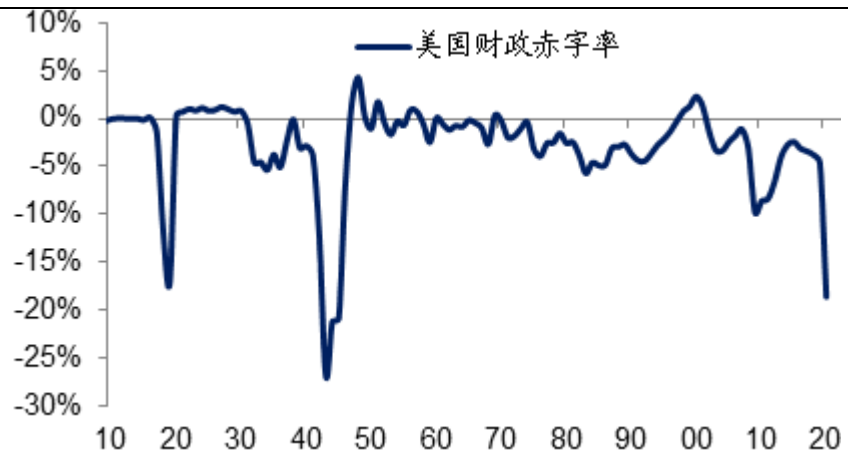
图6 美国年度财政赤字（10 亿美元）



资料来源：美国国会预算办公室，海通证券研究所，20 年为预测值

这也意味着美国今年的财政赤字将比比前的历史最高峰超出 1 倍以上，而其财政赤字率也将超越过去的 74 年，直追二战时期创下的 20% 以上的历史最高峰。

图7 美国财政赤字率

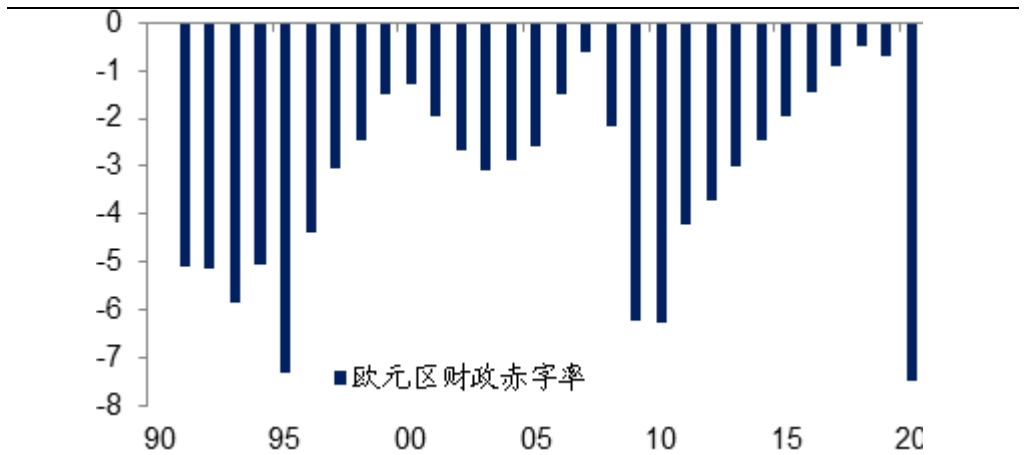


资料来源：美国财政部，海通证券研究所，20 年为预测值

财政赤字飙升的不仅是美国。根据 IMF 的预测，今年欧元区整体预算赤字率将从 2019 年的 0.7% 升至 2020 年的 7.5%，创下欧元区成立以来的新高。其中德国、法国、

意大利、西班牙的财政赤字率将分别达到 5.5%、9.2%、8.3%和 9.5%。

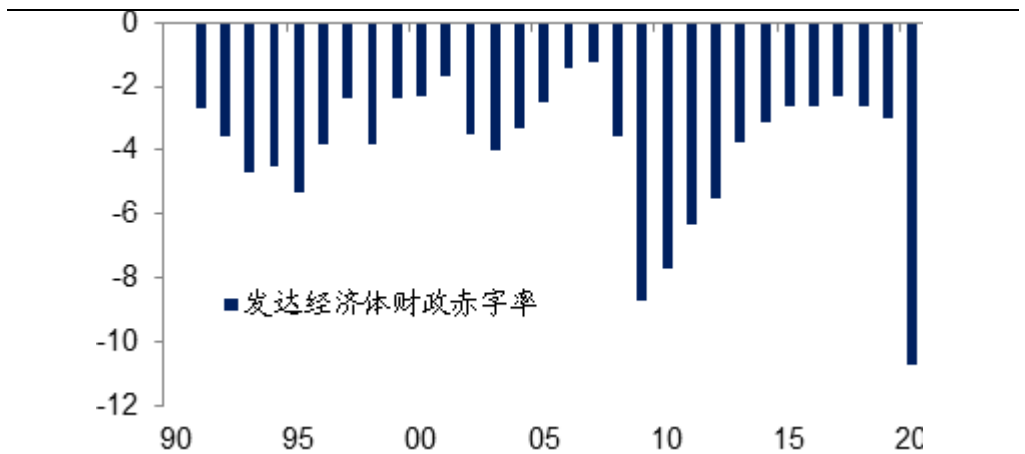
图8 欧元区财政赤字率 (%)



资料来源：IMF，海通证券研究所，20年为预测值

根据 IMF 的预测，今年发达经济体的整体财政赤字率将从 19 年的 3% 升至 10.7%，超过上一轮金融危机时期 09 年最高的 8.9%，创下近 30 年的新高。

图9 发达经济体财政赤字率 (%)



资料来源：IMF，海通证券研究所，20年为预测值

## 2. 财政赤字货币化

### 国债发行激增。

如何应对财政赤字的飙升？在疫情期间，增加财政收入以及压缩财政支出都不太可能，因而唯一的办法就是增加国债的发行，弥补财政赤字。

截止到今年 5 月 19 日，美国国债余额为 25.4 万亿美元，比年初增加了 2.2 万亿美元，年度新增规模已经超过 2010 年的 1.7 万亿美元，创出历史新高。从新增政府债务率来看，今年已经新增了 16.4%，超过 2009 年的新增 12.5%，创下 1946 年以来的 74 年新高。



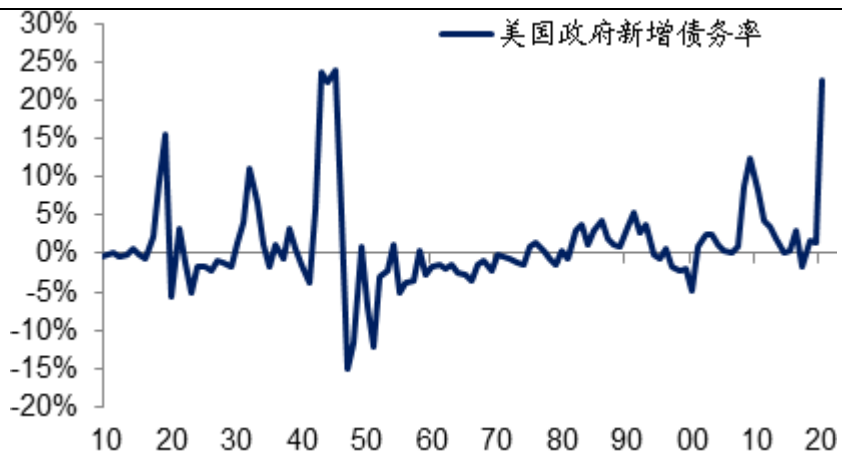
图10 美国新增国债余额（亿美元）



资料来源：美国财政部，海通证券研究所，20年截止5月19日

根据 IMF 的预测，今年美国政府债务率将升至 131%，比 19 年提高 22%，而此前只有二战时期 1943-45 年的新增政府债务率超过 20%。

图11 美国政府新增债务率



资料来源：美国财政部，IMF，海通证券研究所，20年为预测值

在欧元区也有类似的现象，今年 1 季度其政府债券余额新增 2000 亿欧元，已经超过去年全年的新增 1200 亿欧元。根据 IMF 的预测，今年欧元区的新增政府债务将达到 8000 亿欧元，欧元区政府债务率将从 84.1% 升至 97.4%，新增债务率 12.7%，超过 2009 年的新增 10.4%，创下欧元区成立以来新高。

图12 欧元区政府新增债务率 (%)



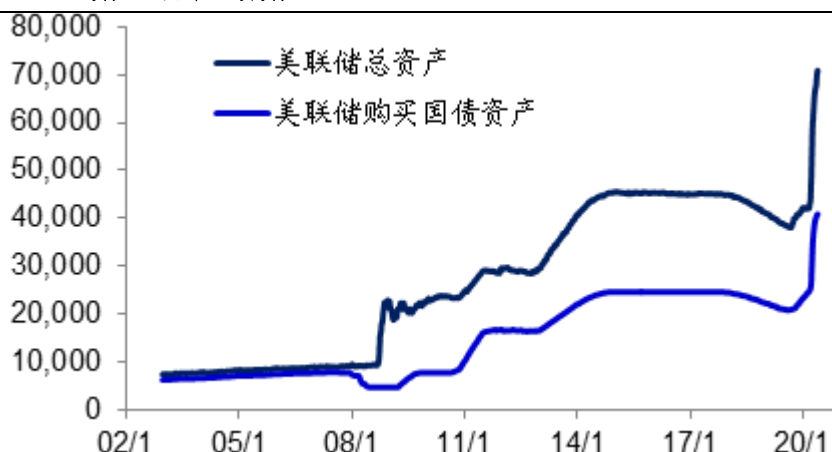
资料来源：IMF，海通证券研究所，20年为预测值

### 央行购买国债。

如何为巨额的国债发行融资？在发达国家，主要是靠央行印钞来买单。

在美国，美联储已经在3月份启动了不限量的量化宽松货币政策。截止5月20日，美联储的总资产已经达到7.1万亿美元，比去年末增加近3万亿美元，其中新增国债1.8万亿美元，这意味今年以来美国新发的2.2万亿美元国债，绝大部分都是被美联储印钞所购买。

图13 美联储总资产、其中国债资产 (亿美元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

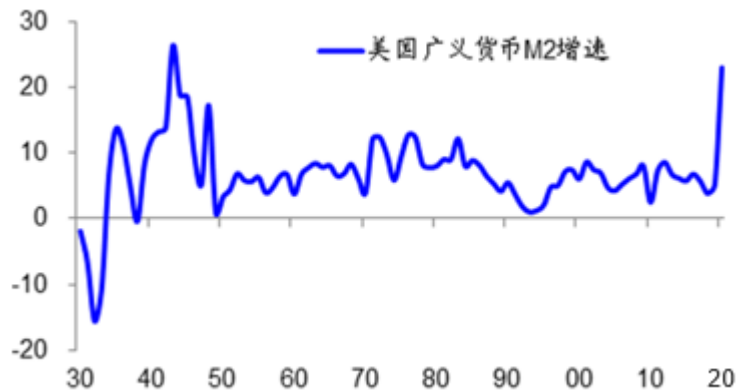
在欧元区，截止到5月15日，欧央行的总资产比年初已经上升了8100亿欧元，其中很大一部分也是欧洲各国的政府债券。

### 财政赤字货币化。

而财政部发行国债，并且通过央行购买的行为，其实就是财政赤字货币化。

虽然欧美国家的央行并没有直接印钞拿给政府花，也就是央行没有在一级市场上直接购买国债，而主要都是在二级市场上购买。但从结果来看，欧美政府今年实施的巨额财政刺激，其实最终都是靠央行印钞来买单的。

财政赤字化等同于央行直接印钞，其结果就是欧美各国的广义货币增速大幅上升。截止5月11日，美国广义货币同比增速已经达到23%，创下二战以来的最高增速。而欧元区3月广义货币M3增速达到7.4%，创下了09年以来新高。

**图14 美国广义货币 M2 增速 (%)**


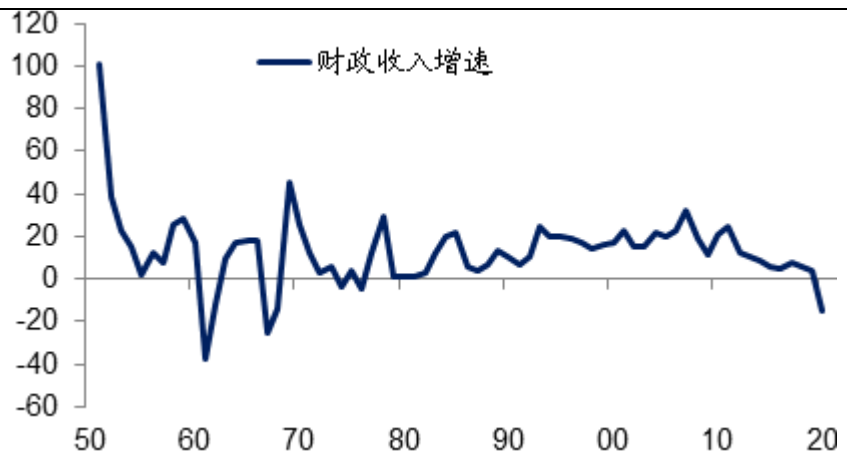
资料来源：Wind, FRED, 海通证券研究所, 20 年为 5 月数据

### 3. 中国财政三管齐下

财政压力很大。

今年以来，受到疫情的冲击，中国财政收支的压力也非常大。

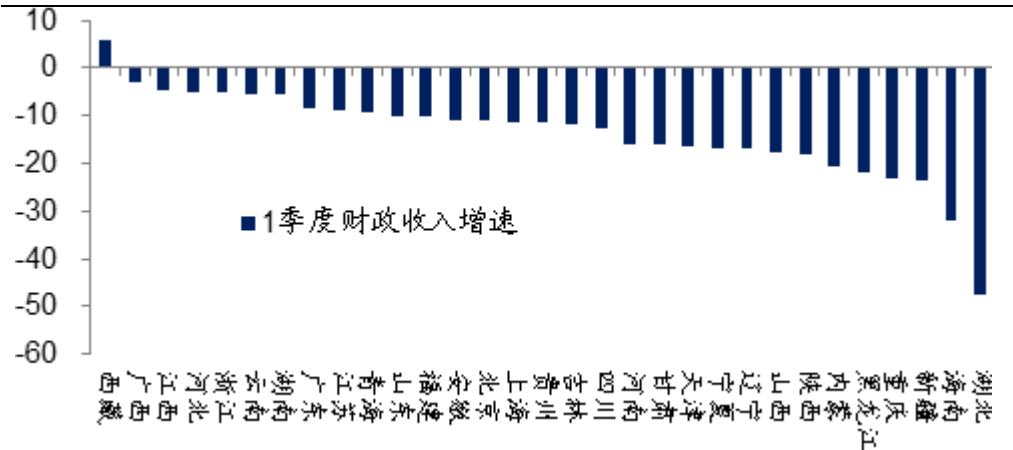
截止 4 月份，全国财政收入累计同比下滑 14.5%，增速创下 1968 年以来的新低。

**图15 中国财政收入年度增速 (%)**


资料来源：Wind, 海通证券研究所, 20 年为前 4 月数据

而从地方政府的财政数据来看，1 季度除了西藏财政收入保持正增长以外，其余 30 省市自治区的财政收入全部出现负增长，其中内蒙、黑龙江、重庆、新疆的财政收入降幅超过 20%，海南财政收入降幅超过 30%，而疫情重灾区的湖北财政收入降幅接近 50%。

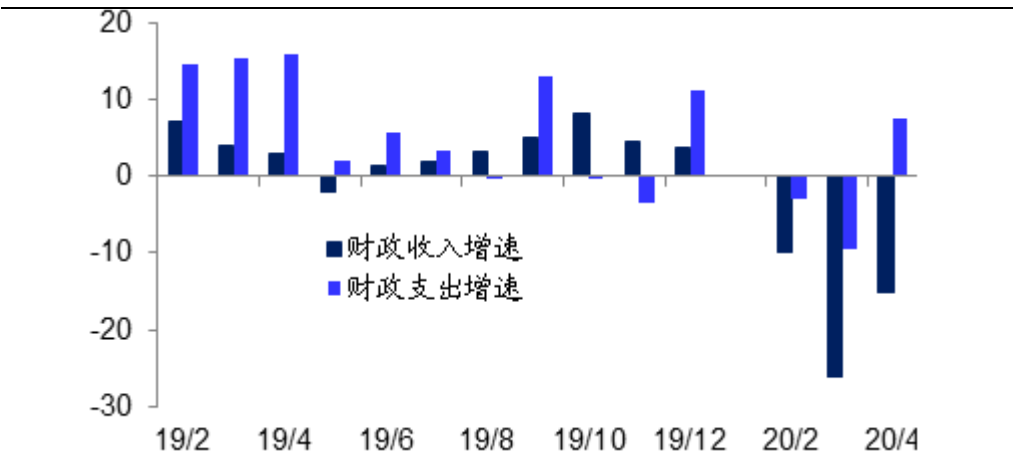
图16 20年1季度中国分省市财政收入增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

在财政支出方面,今年前4月全国财政支出累计同比下滑2.7%,降幅远低于财政收入。而且在4月份,全国财政收入同比降幅依然高达15%,但全国财政支出增速已经由负转正至7.5%。在地方政府层面,1季度全国绝大多数省份的财政支出降幅都在10%以内,其中山西、广西、河北、西藏、黑龙江五省的财政支出依然维持正增长。

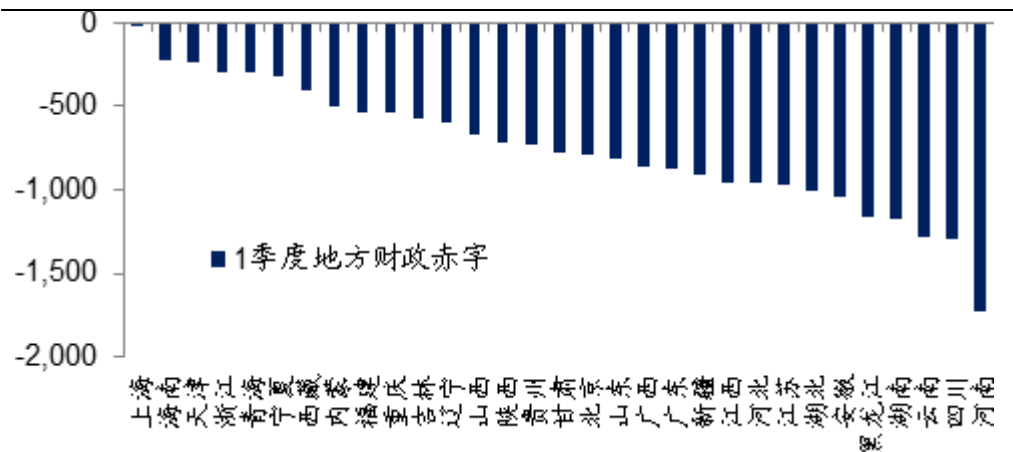
图17 中国财政收入与支出月度增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

**财政赤字激增。**

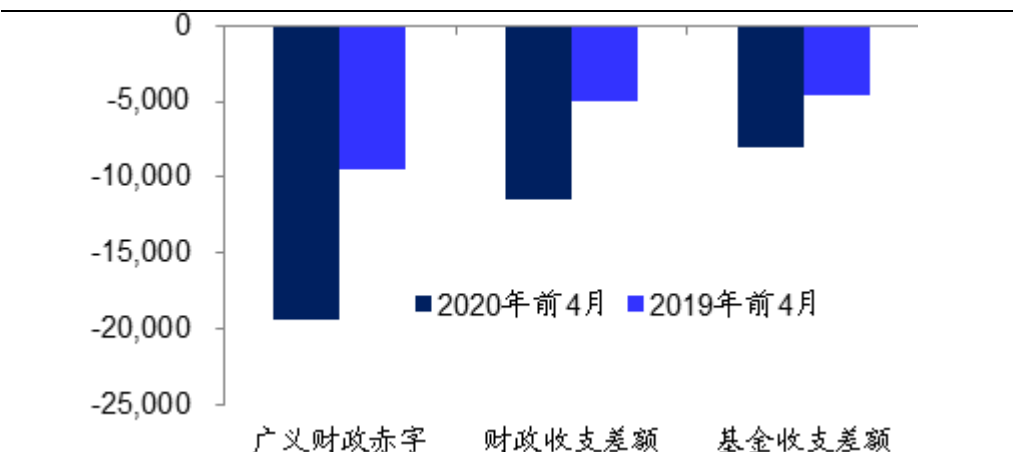
由于财政支出增速远高于财政收入增速,前4个月中国财政赤字总额为1.15万亿,比去年同期高出8400亿。其中地方政府的财政压力还要更大,1季度中国31省市财政皆为赤字,其中湖北、安徽、黑龙江、湖南、云南、四川、河南等七省的财政赤字均超过1000亿。

**图18 20年1季度中国分省财政赤字（亿元）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

单纯的财政赤字还不足以显示财政所面临的压力，因为我国的财政有两本大账，一个是公共财政预算，主要是税收和相关支出；另一个是政府性基金收支预算，主要是各种非税收入和支出，尤其是土地出让金相关的收支。

而今年前4个月，我国政府性基金收入同比下降9.2%，但基金支出增长14.9%，使得政府性基金收支也出现了8000亿元的赤字，比去年同期高出5100亿元。因此，今年前4个月我国政府广义的财政赤字达到1.95万亿元，同比多增了1.36万亿。

**图19 19与20年前4月广义财政赤字与结构（亿元）**


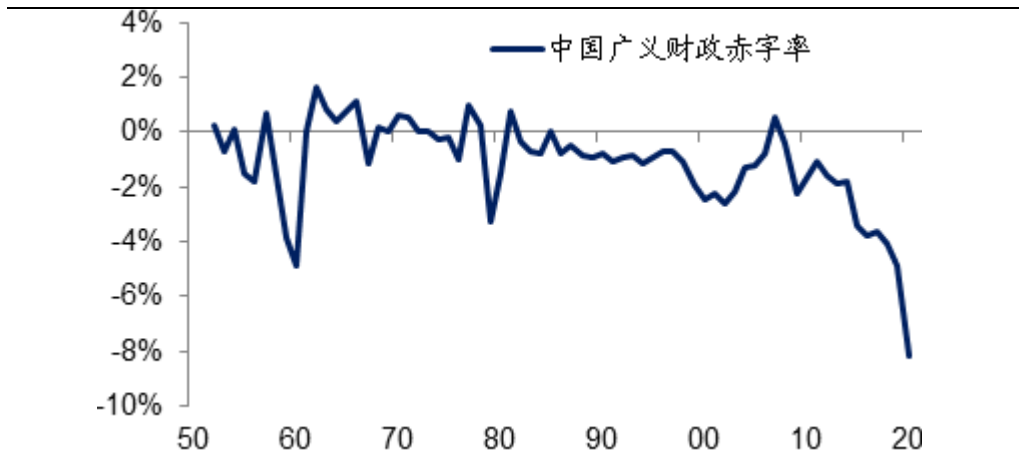
资料来源：Wind，海通证券研究所

根据两会预算报告，预计今年后几个月，随着生产生活秩序恢复，财政收入开始企稳回升，全年财政收入为18万亿，同比下降5.3%。同时预计全年财政支出为24.8万亿，同比增长3.8%。合计的实际财政赤字总额为6.8万亿。

在政府性基金预算方面，预计全年政府性基金预算收入为8.15万亿，同比下降3.6%。预计全年政府性基金预算支出为12.6万亿，同比增长38%，对应的政府基金收支赤字为4.45万亿。

而在公共财政和政府性基金预算中有一部分重合，原因是政府性基金不计入赤字预算，因而可以从政府性基金向公共财政调入资金，来弥补财政赤字。预计今年从政府性基金向公共财政调入资金约3万亿，从而使得预算财政赤字降至3.76万亿，以实现3.6%的名义财政赤字率。扣掉这部分重合之后，今年的广义财政赤字总额约为8.5万亿，对应广义财政赤字率约为8.2%，创下1952年以来的新高。

图20 中国广义财政赤字率

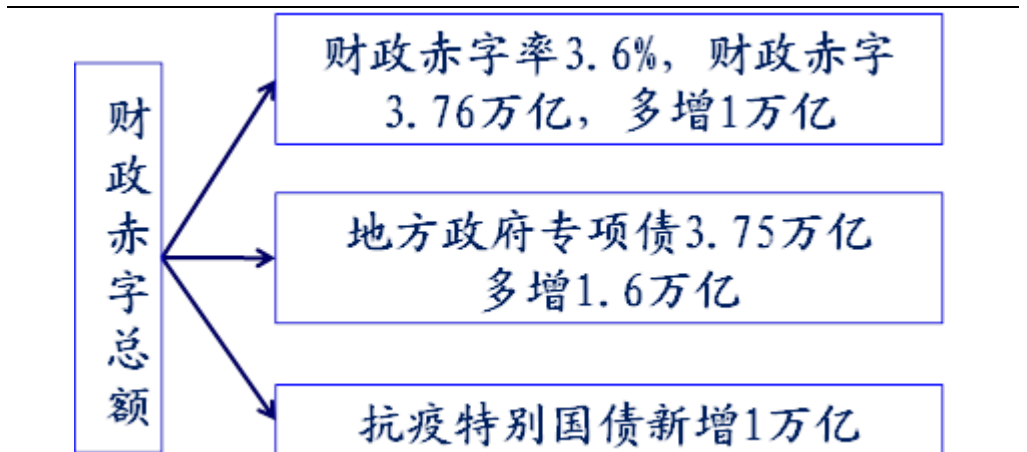


资料来源：Wind，海通证券研究所预测，20年为预测值

#### 财政三管齐下。

如何为这 8.5 万亿财政赤字融资？今年积极的财政政策三管齐下。其中预算财政赤字增加到 3.76 万亿，比去年增加 1 万亿。发行地方政府专项债券 3.75 万亿，比去年增加 1.6 万亿。另外还将新发了 1 万亿的抗疫特别国债。

图21 2020 年新增广义财政总赤字的结构



资料来源：两会预算报告，海通证券研究所

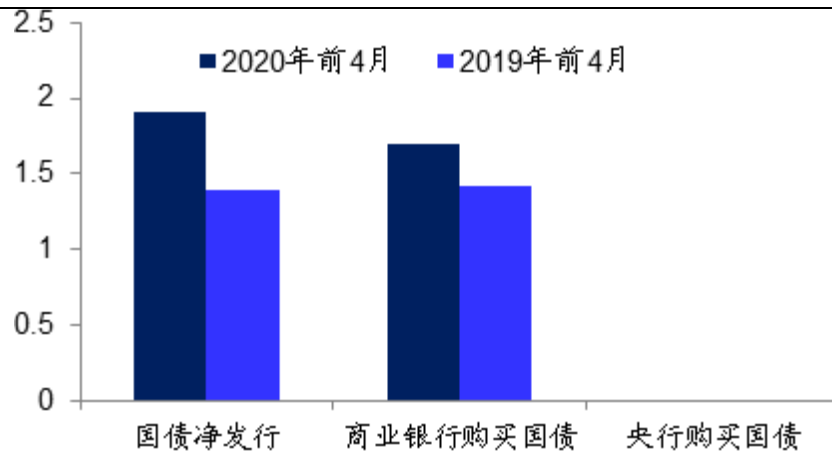
## 4. 货币创造政府背书

#### 商业银行购买国债。

与财政赤字大幅上升相应的，是前 4 个月我国政府债券净发行规模达到 1.91 万亿，同比多增 5200 亿。

而与欧美等国的区别在于，我国的政府债券主要不是由央行购买，而是由商业银行购买。今年前 4 月，我国央行持有的政府债权没有任何变化，而商业银行持有的政府债权增加了 1.7 万亿，这意味着今年新发政府债券的绝大部分都是由商业银行所购买。

图22 19/20年前4月国债净发行，商业银行/央行净购买（亿元）

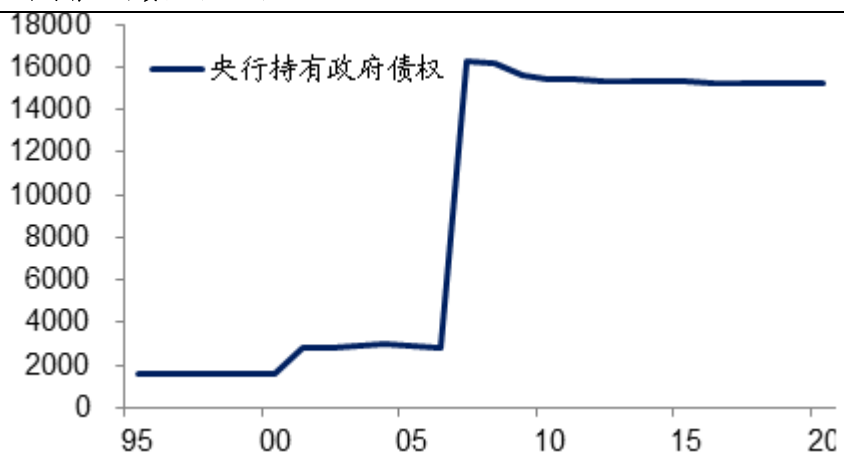


资料来源：Wind，海通证券研究所

我国的《中国人民银行法》规定，央行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券。也就是说，我国央行不能直接购买国债，但可以间接购买国债。从历史数据来看，除了少数特殊情况以外，我国央行基本上没有主动购买过国债资产。

我国央行正式披露资产负债表是从1995年开始，当时央行持有1500亿的国债资产，此后一直稳定在这一水平附近。一直到2007年，为了筹集中投公司的资本金，财政部发行了1.55万亿美元的特别国债，其中有1.35万亿向农行定向发行，发行当天央行从农行再认购了这部分特别国债，这也是唯一的一次央行持有国债资产的大幅增加。此后央行持有的国债资产稳定在1.5万亿左右，一直持续至今。

图23 央行持有政府债权（亿元）



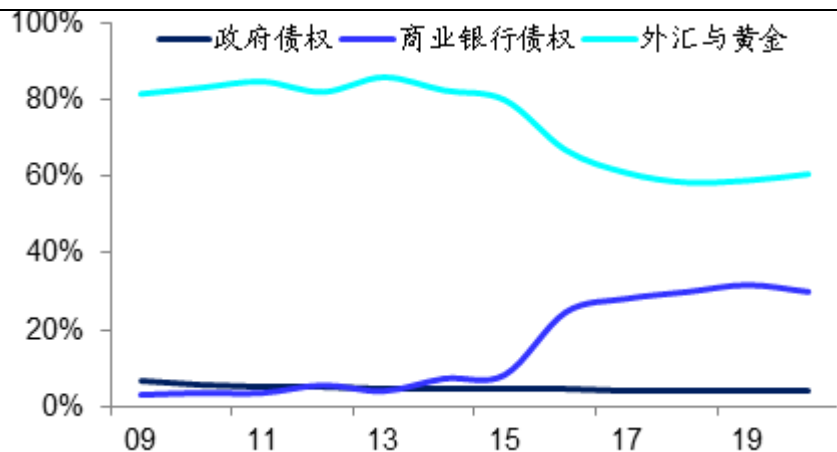
资料来源：Wind，海通证券研究所，20年为4月份数据

截止20年4月，我国央行总资产为36万亿，其中国债1.5万亿，占比仅为4%；占比最大的是22万亿国外资产，占比高达60%，主要是外汇和黄金，这意味着我国央行发行人民币主要是以外汇和黄金背书的，而黄金和美元都是全球硬通货。

但央行资产中占比第二大的是11万亿对商业银行债权，占比也达到30%，而且这一比例在过去10年大幅上升，从2010年的4%升至当前的30%，这说明央行在持续增持商业银行债权，并且将其作为人民币的背书。反过来说，这也意味着商业银行的背后有着央行的背书，商业银行购买国债资产也离不开央行的支持。



图24 央行持有主要资产比重

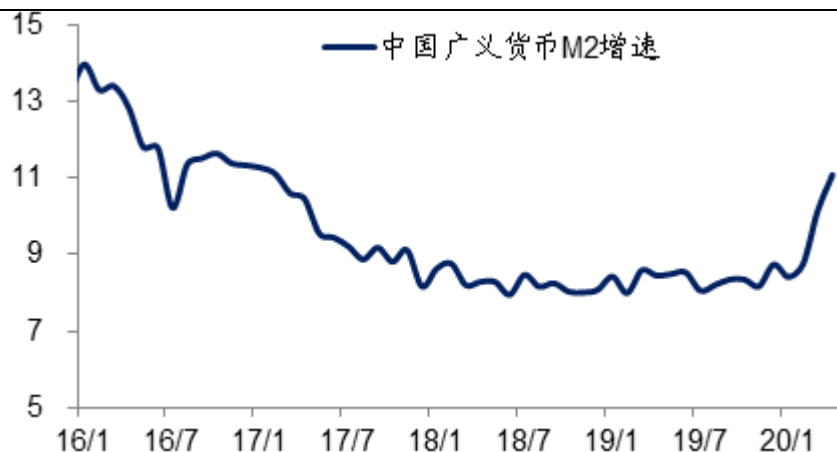


资料来源：Wind，海通证券研究所，20年为4月份数据

### 银行购买国企债权。

目前我国的广义货币总量高达 200 万亿，如果只是新增 8.5 万亿的财政赤字，哪怕这部分财政赤字全部都货币化，也就是带来 4% 的货币增速。但是截止到今年 4 月份，我国广义货币增速已经达到 11.1%，比去年末高出 2.4%，这还是在财政赤字没有上调、特别国债没有发行的情况下实现的。

图25 中国广义货币 M2 增速 (%)

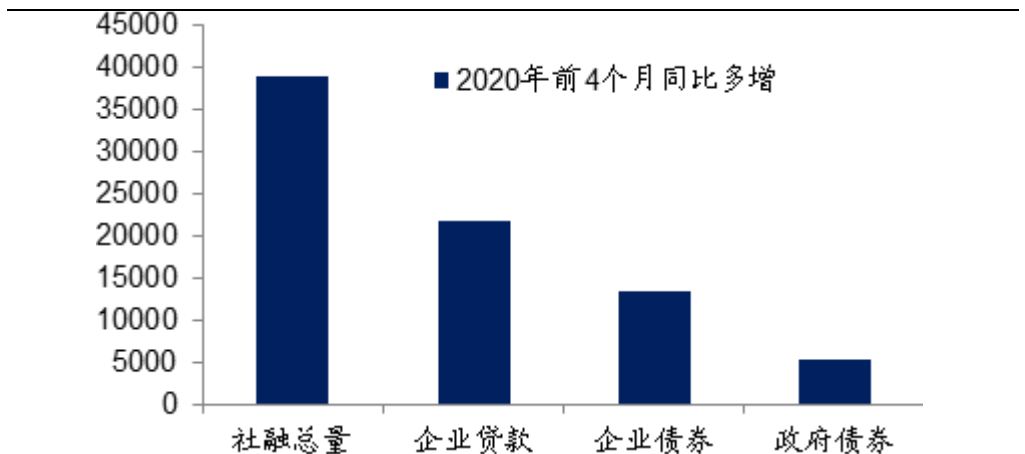


资料来源：Wind，海通证券研究所

在货币创造的过程中，政府、居民和企业都可以向银行借钱，从而创造出广义货币。今年前 4 个月，我国社会融资总量同比增加了约 4 万亿，其中约 5000 亿是政府债券，有 2.2 万亿是企业贷款，还有 1.3 万亿是企业债券。而我国的企业贷款和债券的 80% 左右都是国企的贷款和债券，这意味着融资需求的增加主要靠的是国企和政府，同时靠商业银行购买，由于中国商业银行主要都是国有银行，背后还有央行的背书，这其实也是政府隐性信用背书下的货币化过程。



图26 2020年前4月社融及分类同比多增(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

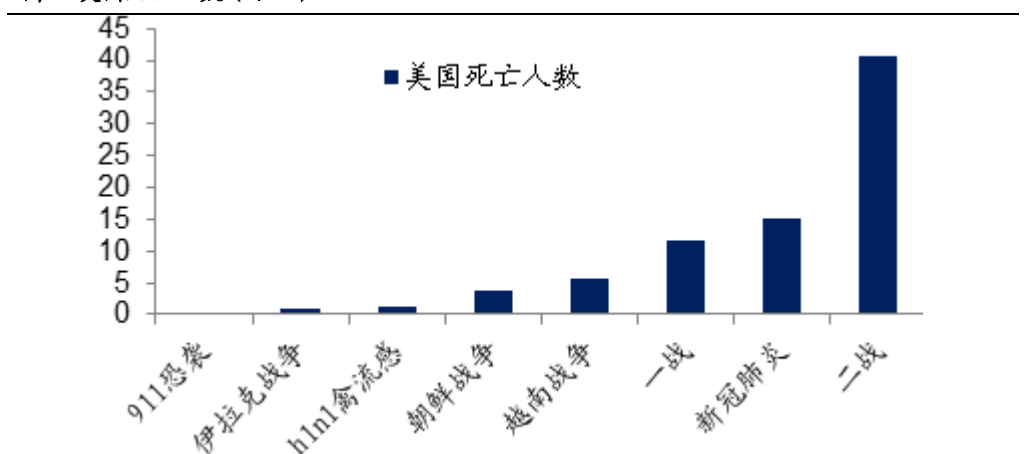
今年政府对于货币政策的定调是稳健的货币政策更加灵活,并且明确表示要引导广义货币和社会融资规模增速明显高于去年,这也预示着未来广义货币增速有望继续回升。

## 5. 货币超发必然贬值

危机印钞难以避免。

新冠肺炎对于全球而言是一次巨大的危机,而且其影响在很多方面都类似于一场战争。包括大面积的边境封锁和人员伤亡,以及经济的大面积冻结等等。例如根据华盛顿大学的最新预测,到8月4日美国死于新冠肺炎的人数或达到近15万,这意味着其导致的美国死亡人数将超过越战和一战,仅次于二战。为了应对疫情,全球各国发行大量国债,并且通过央行来购买,这也是战争时期的普遍现象。

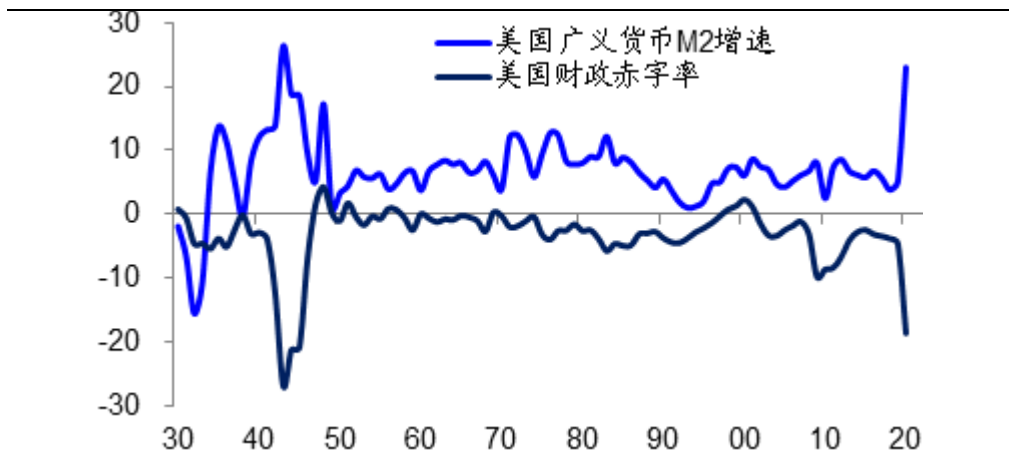
图27 美国死亡人数(万人)



资料来源: 维基百科, 海通证券研究所, 新冠肺炎为华盛顿大学预测

纵观美国的货币和财政史,我们发现历史上与当前最为类似的是二战时期。例如今年美国的财政赤字率或与1943-45年一样超过20%,而当前美国广义货币M2增速已经超过20%,接近1943年创下的26%的历史峰值。

图28 美国广义货币 M2 增速、财政赤字率 (%)

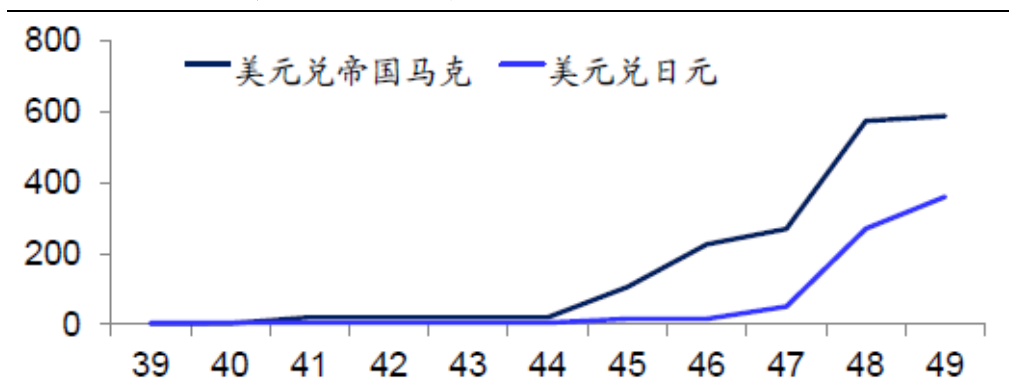


资料来源：美国财政部，FRED，海通证券研究所预测，20年为预测值

### 货币贬值如何保值？

在二战期间和战后，我们发现主要货币对黄金都出现了明显的贬值。作为战败国的德国和日本，其货币对美元和黄金都出现了指数级的贬值。

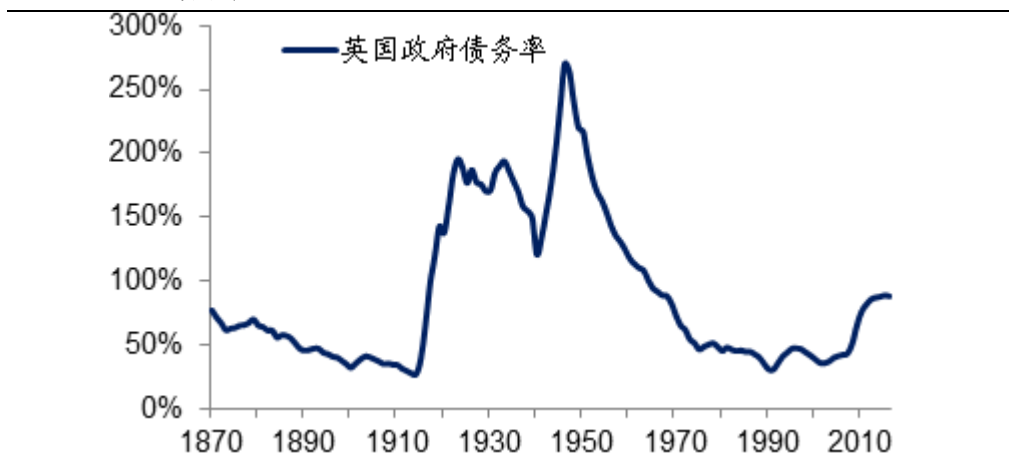
图29 二战前后美元兑帝国马克、日元汇率



资料来源：FRED，海通证券研究所

而即便是战胜国的英国，由于战争期间累积了巨额的债务，其政府债务一度超过GDP的2倍还多，因而在二战结束之后英镑对黄金和美元也出现了大幅贬值。

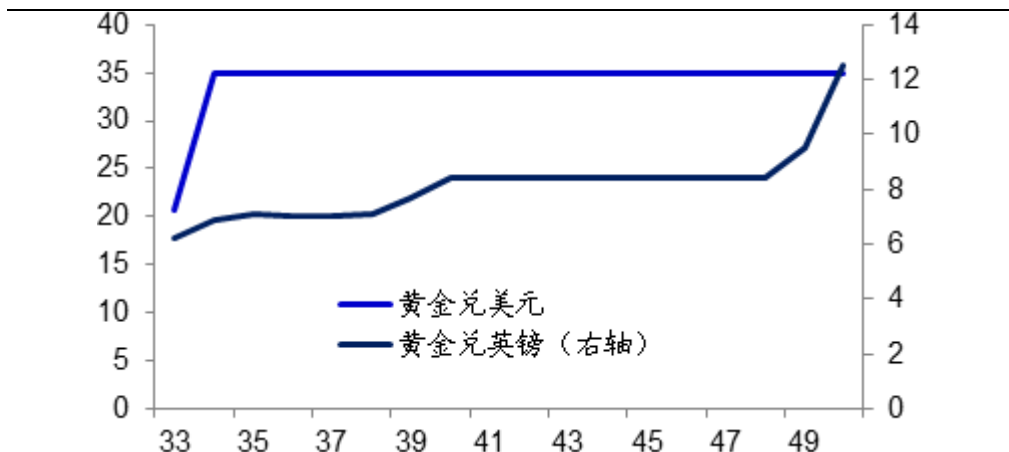
图30 英国政府债务率



资料来源：FRED，海通证券研究所

唯一在二战期间对黄金保持稳定的货币是美元，但其实美元早在1933年就宣布脱离金本位，并且一次性贬值了40%，相当于提前释放了贬值压力。

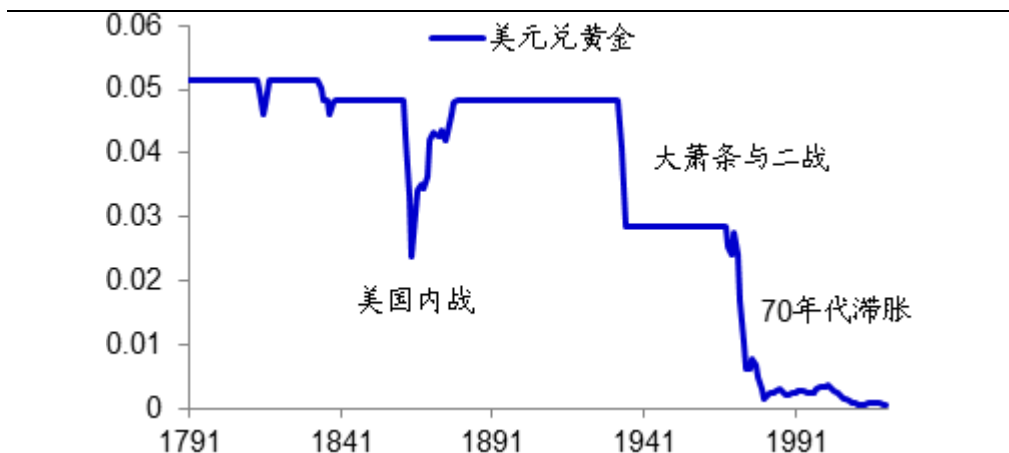
图31 二战前后黄金兑美元、英镑价格（1盎司黄金）



资料来源：FRED，海通证券研究所

我们研究了历史最悠久的纸币包括英镑和美元，发现其长期对黄金都是贬值的，而且主要的贬值都发生在战争或者危机时期，这对于当前的投资也非常有借鉴意义。

图32 美元兑黄金价格（盎司/美元）



资料来源：FRED，海通证券研究所

今年以来，在美联储大笔印钞的背景下，美元指数反而还升值了 3.5%，意味着美元对主要发达国家货币都是升值的，而新兴市场货币对美元贬值的幅度还要更多。

图33 美元指数、明晟新兴市场货币指数



资料来源：Wind，英为财经，海通证券研究所

美元升值的原因是大家都在放水，很多货币还不如美元。但是美元本身其实也是贬值的，体现为黄金对美元大涨了 14%。

图34 伦敦黄金现货交易价（美元/盎司）



资料来源：Wind，海通证券研究所

总结来说，在疫情的冲击之下，财政巨额赤字和货币超增的趋势不可避免，货币的贬值将是必然的趋势，我们未来需要从保值的角度来配置资产。相比于持有几乎没有回报的现金类资产，未来无论是持有优质的实物资产还是股票，应该会有更高的回报。实物资产可以寻找需求稳定、同时供给有约束的商品，包括黄金、部分食品农产品、原油、房地产；股市中可以从涨价抗通胀、成长抗通胀和货币抗通胀三个方向来寻找优质资产。

图35 再通胀环境下的大类资产配置



资料来源：海通证券研究所整理

## 信息披露

### 分析师声明

姜超 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒 lxx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com  
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com



<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 zzk11650@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒晖 zhx10170@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金蕊(010)58067851 gjy12727@htsec.com
---	---	--

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com