

相关研究

《汇率的波动：利差的视角》2023.09.01

《存量房贷利率：怎么调？影响多大》

2023.08.10

《与“货币”的赛跑——海通宏观研究框架》

2023.08.06

国际货币如何更迭？ ——兼论“去美元化”的现状

投资要点：

- 近些年来，美元在国际贸易结算和全球央行外汇储备中占比有所下降，美元的国际货币地位有所下降。那么回顾全球几百年历史，国际货币是如何更迭的？当前“去美元化”趋势如何？背后原因何在？本篇专题拟对这些问题进行分析。
- 风险提示：历史影响因素概括不完全。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Tel: (021)23154148

Email:wyyq14704@haitong.com

目 录

1. 回顾：国际货币如何更迭？	4
2. “去美元化”：原因为何？	8
3. 国际货币：现状如何？	10

图目录

图 1	各国在全球的相对地位的演变	4
图 2	阿姆斯特丹银行未偿贷款 1781 年后攀升（百万荷兰盾）	5
图 3	1782 年后荷兰盾汇率持续贬值	5
图 4	英国出口占全球出口份额比重（%）	5
图 5	全球贸易中以英镑计价占比（%）	5
图 6	战争期间英国经常账户逆差加大（百万英镑）	6
图 7	英镑兑美元汇率变动	6
图 8	美国人均 GDP 在 1880 年就已超过英国（美元）	6
图 9	一战与二战期间美国黄金储备大幅上升	6
图 10	国际外汇储备中美元占比近年来呈下降趋势（%）	9
图 11	官方储备资产中黄金持有量（百万金衡盎司）	9
图 12	俄罗斯经济再度萎缩（%）	9
图 13	主要新兴经济体外债风险情况	10
图 14	新兴经济体过剩外汇储备规模（十亿美元）	10
图 15	各储备货币夏普比率对比	10
图 16	美元仍是国际支付中份额最大的货币（%）	11
图 17	美元在场外外汇交易中占比也明显领先其他货币（%）	11
图 18	出口发票计价货币占比（%）	11
图 19	外币债务中以美元计价比例（%）	11
图 20	08 年危机期间美联储交易对手央行互换额度（十亿美元）	11
图 21	新冠疫情期间美联储交易对手央行互换额度（十亿美元）	11

表目录

表 1	历次国际货币的更迭	7
表 2	各经济体“去美元化”措施	8

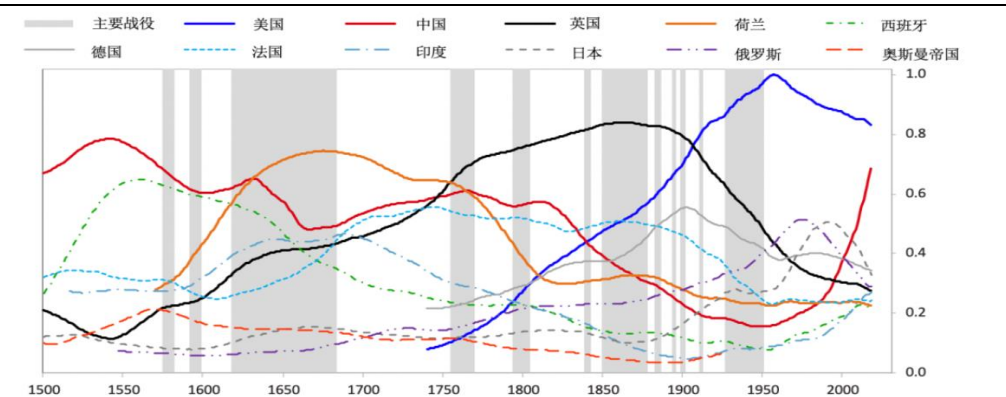
1. 回顾：国际货币如何更迭？

货币的国际地位是一国综合实力的体现。从 16 世纪至今的几百年时间内，随着西班牙、荷兰、英国与美国的依次崛起，西班牙银元、荷兰盾、英镑以及美元先后成为重要国际货币¹。回顾历史来看，一国货币在获得国际货币地位后通常会维持较长时间，以上国际货币的更迭平均持续了一个世纪，甚至更久。

例如，根据教育、竞争力、科技、经济产出、在世界贸易中的占比、军事实力、金融中心实力和储备货币等多个维度测算出的各国地位显示，16 世纪的西班牙、17 世纪-18 世纪的荷兰、19 世纪-20 世纪的英国以及 20 世纪至今的美国陆续占据着全球的重要地位。

另外，中国的综合国力也在迅速的崛起。

图1 各国在全球的相对地位的演变²



资料来源：瑞·达利欧，《原则：应对变化中的世界秩序》，海通证券研究所，纵轴表示一国相对其他国家水平（1=历史顶峰）。

那么，历次国际货币的更迭，可以为当前国际货币体系的发展提供哪些经验呢？具体来看：

16 世纪：西班牙。大航海时代，西班牙通过海外殖民扩张与贸易，迅速成为了 16 世纪欧洲的经济与军事强国，西班牙银元的影响力也不断扩大。一方面，1493 年-1850 年期间，西班牙殖民地（墨西哥、秘鲁等）的白银开采量占全球的 80% 左右。另一方面，西班牙银元含银量高，铸币质量好，在流通中也广受欢迎。

不过，西班牙的强国地位并没有一直维持下去。从经济来看，沉重的赋税抑制了西班牙国内工商业的发展，且大量涌入的金银也推升了西班牙国内通胀，使得西班牙大量商品依赖进口。从军事来看，连年的战争带来的巨大开支也给西班牙带来沉重负担。

贸易逆差与军事支出促使西班牙财富逐步流失，而其国内的工业与经济也未能较好地发展，使得西班牙逐步丧失了其在欧洲的优势地位。1588 年，西班牙“无敌舰队”被英国海军击败，也标志着西班牙衰落的开始。

17-18 世纪：荷兰。在赢得“荷兰独立战争”后，荷兰摆脱了西班牙的统治，并凭借其发达的造船业，在海上运输、贸易以及军事方面占据了优势地位，成为了享有盛誉的“海上马车夫”。例如，17 世纪中叶，荷兰共有商船 16000 余艘，总吨数占欧洲的 3/4，相当于英、法、葡、西四国的总和，荷兰东印度公司的贸易额也占到全世界总贸易额的一半。

同时，荷兰还引领了欧洲的金融创新，设立了荷兰东印度公司（具有现代意义的股

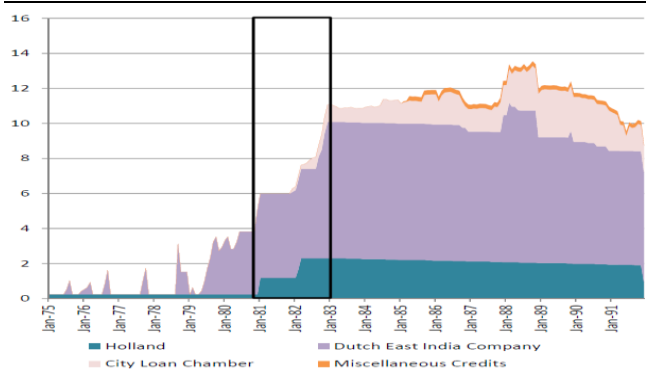
¹ Ilzetzi E, Reinhart C M, Rogoff K S. Rethinking exchange rate regimes[M]//Handbook of international economics. Elsevier, 2022, 6: 91-145.

² 相对地位的估计由 8 个维度（教育、竞争力、科技、经济产出、在世界贸易中的占比、军事实力、金融中心实力和储备货币）的大致平均值得出

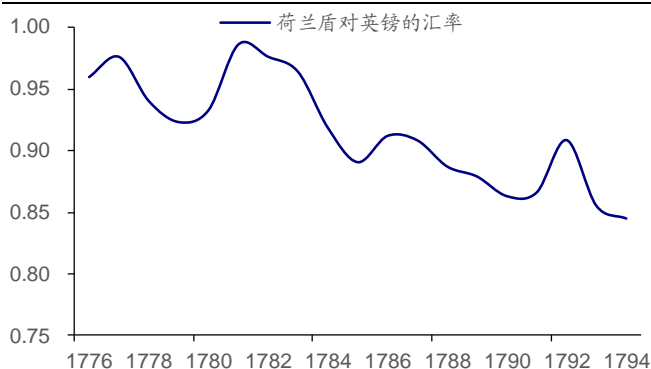
份有限公司)、世界上第一个股票交易所、以及阿姆斯特丹银行(被认为是世界上第一家中央银行)。阿姆斯特丹也在17世纪成为了世界金融中心,阿姆斯特丹银行开出的汇票也成为欧洲大部分地区的计价单位和价值储藏。

不过从18世纪开始,荷兰逐渐走向衰落。从军事来看,荷兰军事实力逐渐衰落,越来越多的军事冲突也使得荷兰负债累累。从经济来看,荷兰未能利用商业与金融的繁荣来促进工业的发展,使得经济实力逐渐落后于英国。此外,英国的《航海条例》也限制了荷兰的海上贸易网络,削弱了其贸易地位。

在第四次英荷战争(1780-84年)中,荷兰战败,荷兰东印度公司也损失了大量船只,并被隔绝在关键贸易航线之外,经营情况严重受创。为了救助大而不能倒的荷兰东印度公司,阿姆斯特丹银行发行了大量纸币为其提供贷款,最后遭到储蓄人的挤兑。荷兰盾的信誉也在持续贬值中逐步崩溃,标志着荷兰盾作为重要国际货币地位的终结。

图2 阿姆斯特丹银行未偿贷款 1781年后攀升(百万荷兰盾)


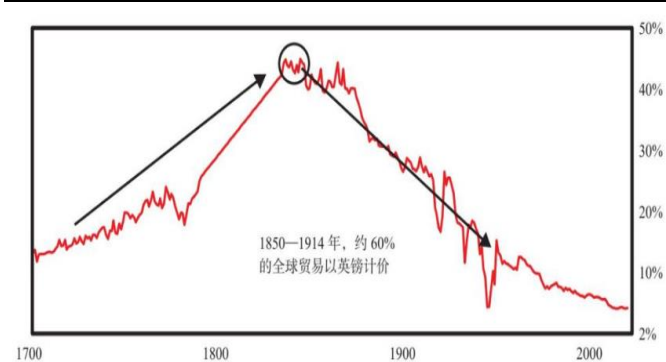
资料来源: Quinn 和 Roberds (2014), 海通证券研究所

图3 1782年后荷兰盾汇率持续贬值


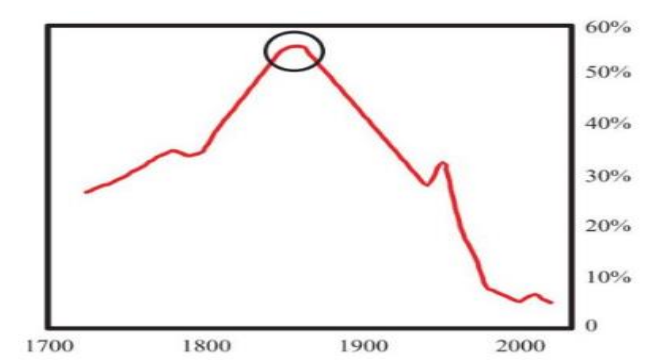
资料来源: Markus A Denzel, Handbook of World Exchange Rates England, 海通证券研究所

18-20 世纪: 英国。受工业革命与启蒙运动的推动,英国在政治、科学、经济等方面均有了明显的发展,生产力与经济实力均得到大幅提升。英国在拿破仑战争中的胜利更是奠定了其国际地位。在英国鼎盛时期,其人口仅占全球的2.5%,却创造了全球20%的收入,是名副其实的工业、贸易与军事强国。

并且在金融领域,伦敦取代了阿姆斯特丹成为了世界金融中心,以黄金为抵押的英镑也成为了新的重要国际货币,并进一步巩固了其在全球贸易中的地位。例如,1850年前后,英国出口约占全球出口份额的40%左右;1850-1914年,约60%的全球贸易以英镑计价。

图4 英国出口占全球出口份额比重(%)


资料来源: 瑞·达利欧,《原则: 应对变化中的世界秩序》,海通证券研究所

图5 全球贸易中以英镑计价占比(%)


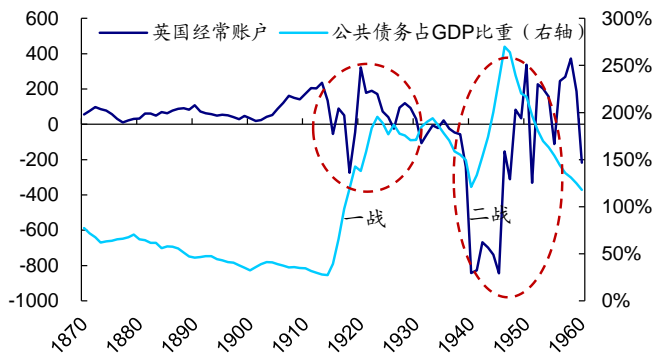
资料来源: 瑞·达利欧,《原则: 应对变化中的世界秩序》,海通证券研究所

不过在19世纪中后期,英国衰落的态势也逐渐显现。从经济来看,英国未能跟上第二次工业革命的步伐,使得经济规模逐渐被快速发展的美国赶超。从军事来看,一战与二战期间英国贸易逆差的大幅增加,使得其财政赤字与债务负担也显著上升。例如,

1946年，英国公共债务占GDP比重已上升至270%。

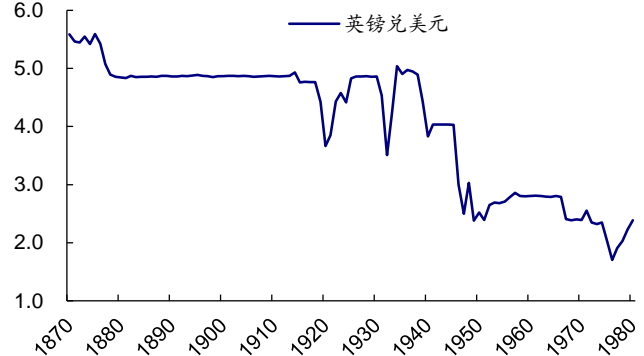
战争导致的财政状况恶化加速了英镑地位的衰落。首先，一战爆发后，英国于1919年停止了黄金的兑换，尽管英国在1926年恢复了金本位制度，但在持续的黄金与资本外流的压力下，英国最终于1931年宣布永久地退出了金本位，英镑在1931-1932年期间大幅贬值了23%左右。其次，1946-1949年期间，英国取消了资本管制，对英镑信心的下降使得其汇率再度经历了30%左右的贬值，各国也纷纷减少英镑的外汇储备。最后，英镑的国际地位在二战后逐渐削弱。

图6 战争期间英国经常账户逆差加大（百万英镑）



资料来源：NBER Macrohistory，海通证券研究所

图7 英镑兑美元汇率变动



资料来源：NBER Macrohistory，海通证券研究所

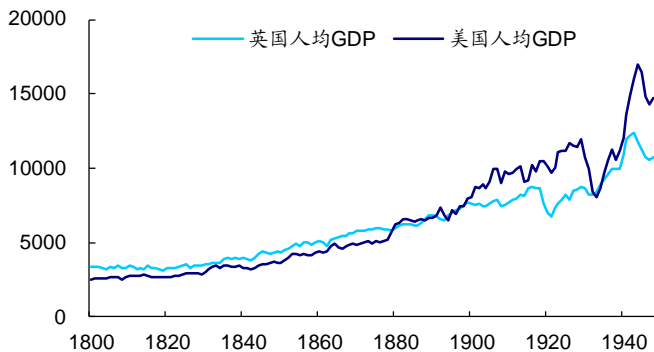
20世纪至今：美国。1944年，布雷顿森林体系确定了美元与黄金挂钩，其他货币与美元挂钩的制度，也标志着以美元为主导的国际货币体系的建立。纽约也成为了全球金融中心。

那么，美元是如何逐步取代英镑，成为当今国际货币体系的国际货币呢？

首先，美国在经济上早已具备超越英国的实力。在第二次工业革命的推动下，美国生产力大幅提升，经济也实现了快速增长。1880年，美国人均GDP水平已首次超过英国。强大的经济实力为美元获得国际地位提供了重要条件。

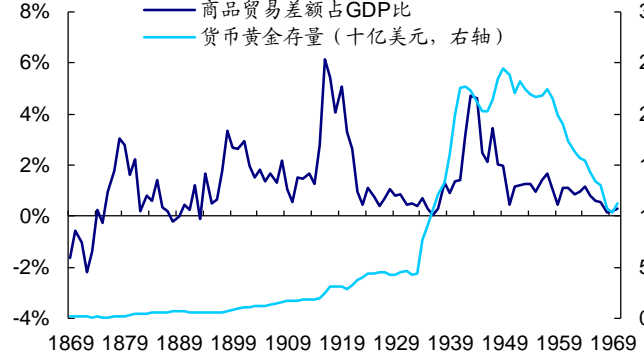
其次，美国在一战与二战期间积累了大量的财富。在战争期间，美国出口了大量商品，使得黄金源源不断地流入美国。美国商品贸易顺差占GDP的比重最高时期分别达到了6.2%（1916年）和4.8%（1943年）。美国逐渐成为全球最大的黄金持有者，1949年，美国黄金储备占全球的72.5%。充足的黄金储备为美元维持金本位提供了条件，也增强了其他国家对美元的信心。

图8 美国人均GDP在1880年就已超过英国（美元）



资料来源：Maddison Project Database (MPD) 2020，海通证券研究所

图9 一战与二战期间美国黄金储备大幅上升



资料来源：NBER、Mearsuringworth、Census，海通证券研究所

最后，美联储的建立推动了美国金融市场的发展，也在美元崛起中发挥着重要作用。一方面，美联储的设立帮助稳定了美国金融体系。在独立战争之后的很长一段时间内，美国都没有设立可以发挥最后贷款人职责的中央银行，银行挤兑恐慌与金融危机频发。

1913 年美联储正式成立，并在此后的宏观经济调控中发挥着重要作用，增强了外界对美国金融稳定的信心。

另一方面，美联储也在美国金融市场的深化方面发挥着积极作用。美联储成立后，出台了一系列政策鼓励银行开展承兑汇票业务，包括在二级市场上以较高价格买入以美元计价的承兑汇票，增加市场需求，促进美元在海外的接受度。

表 1 历次国际货币的更迭

国际货币	持续时间	兴起原因	货币影响力	衰落原因
西班牙	16 世纪	1. 西班牙为 16 世纪欧洲经济与军事强国 2. 凭借殖民统治从美洲获取了大量金银 3. 铸币质量高，广受欢迎	1493 年-1850 年，西班牙殖民地白银开采量占全球 80% 左右	1. 贸易逆差与庞大的军事支出使得西班牙财富大量流失 2. 国内工商业在重税与高通胀下未能获得较好发展 3. 欧洲其他国家崛起，“无敌舰队”的失败标志西班牙走向衰落
荷兰	17-18 世纪	1. 荷兰在海上运输、贸易以及军事方面均占优势 2. 金融创新使得阿姆斯特丹成为了世界金融中心	阿姆斯特丹银行的汇票成为欧洲大部分地区的计价单位和价值储藏手段	1. 英国凭借工业革命在经济实力上赶超荷兰 2. 第四次英荷战争失败后，阿姆斯特丹银行救助荷兰东印度公司大量发放贷款，陷入挤兑危机
英国	18-20 世纪	1. 第一次工业革命推动英国成为经济、贸易与军事强国 2. 伦敦取代阿姆斯特丹成为金融中心	1850-1914 年，约 60% 的全球贸易以英镑计价	1. 未能跟上第二次工业革命步伐，经济实力被美国赶超 2. 战争使得英国财政状况与贸易状况迅速恶化，黄金持续外流，最终难以维持金本位制度，英镑一路贬值
美国	20 世纪至今	1. 第二次工业革命推动下，经济实力快速增长 2. 一战与二战期间积累了大量的黄金储备 3. 美联储的建立推动了金融市场的发展	美元占全球官方外汇储备的 60% 左右，并且在外汇交易量、跨境信贷、贸易计价以及国际支付中都占据主导地位	/

资料来源：Ethan Ilzetzki 和 Carmen M. Reinhart, 《Rethinking Exchange Rate Regimes》, J. H. Elliott's, 《帝国西班牙, 1469-1716 年》、张家唐, 《论西班牙帝国衰落与大英帝国崛起的关系》、苏鹏宇, 宋德星, 《荷兰霸权兴衰的大战略得失解析——基于地缘政治的视角》、宋慧国, 《近代荷兰贸易霸权的兴衰》、余秀荣, 《金融创新、国际金融中心功能与十七世纪阿姆斯特丹国际金融中心》、瑞·达利欧, 《原则：应对变化中的世界秩序》、新浪财经、澎湃新闻、海通证券研究所整理

总的来说，从历次重要国际货币的更迭中，我们可以发现以下几个特点：

第一，强大的综合实力是货币获得国际地位的先决条件。国际货币更迭的背后对应着国家间综合实力的此消彼长。不管是在大航海时代凭借海上贸易崛起的西班牙与荷兰，还是在第一次与第二次工业革命推动下实现经济快速发展的英国与美国，其在经济、贸易以及对外开放程度方面均处于领先状态。

第二，国际货币的更迭往往会滞后于经济地位的交替。从历史上来看，国际货币的衰落是一个较为漫长的过程。即使经济实力上已经出现衰落迹象，其货币仍然可以维持一段时间的国际地位。例如，尽管美国经济规模已经在 19 世纪末超过英国，但英镑仍然在 20 世纪初期维持着统治地位。

国际货币更迭的滞后性很大程度上或与国际货币体系的路径依赖有关。一方面，货币的交易媒介、价值储藏、计价单位这三种功能之间具备较强的互补性，可以起到共同巩固国际货币领先地位的效果。另一方面，在国际货币的使用上存在一定的互相模仿行为，即人们倾向于选择市场上使用者较多的货币，这种网络外部性也增加了国际货币的粘性。此外，不同货币之间具有一定的转换成本，例如交易成本、学习成本等，也会降低使用者更换货币的意愿。

第三，战争通常是加速国际货币衰落的重要因素。战争期间庞大的军费开支会显著恶化参战国的财政状况，加大债务压力，从而削弱国际货币的信誉。即使是一战与二战

期间的战胜国英国，也会因难以维持金本位制度，面临英镑多次贬值的困境。

第四，发达的金融市场也是扩大货币国际影响力的关键。例如，阿姆斯特丹、伦敦与纽约发达的金融市场也均在当时推动了其国际货币的国际化进程。

2. “去美元化”：原因为何？

当前部分经济体“去美元化”的措施表现为推动以非美元货币进行贸易和结算。例如，受欧美金融制裁影响，俄罗斯表示自 2022 年 4 月起向“不友好”国家和地区供应天然气时需用卢布结算；2022 年 8 月，土耳其扩大与俄罗斯的贸易和能源合作，土耳其同意开始以卢布支付俄罗斯天然气费用。

除俄罗斯外，部分资源国和新兴市场国家也有推进“去美元化”。例如，2023 年 3 月，巴西与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，而是以本币进行贸易结算。3 月召开的东盟十国财政部长和央行行长会议，对如何减少对美元、欧元、日元和英镑等主要货币的依赖进行了讨论。4 月，印度与马来西亚也同意以印度卢比进行贸易结算。

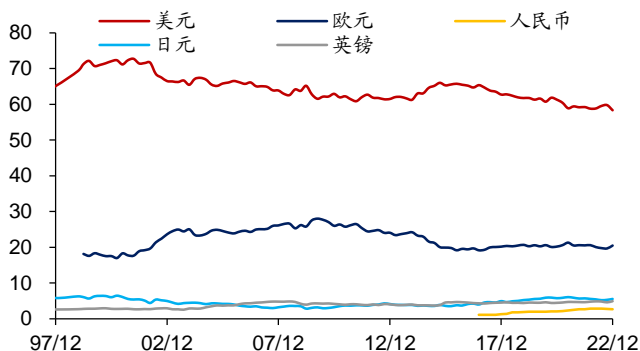
表 2 各经济体“去美元化”措施

	主要国家	时间	措施
欧洲	俄罗斯	2022.3	俄罗斯向“不友好”国家和地区供应天然气时改用卢布结算
	俄罗斯-中国	2023.1.17	俄罗斯开始进行货币互换以提供人民币
	法国-中国	2023.3.28	我国首单进口液化天然气跨境人民币结算交易完成(与法国道达尔能源)
亚洲	伊朗-俄罗斯	2022.7.19	伊朗外汇市场启用伊俄本币交易
	土耳其-俄罗斯	2022.9	土耳其同意开始以卢布支付俄罗斯天然气费用
	伊拉克-中国	2023.2.23	伊拉克允许以人民币结算对华贸易
	印度-马来西亚	2023.4.1	印度和马来西亚同意用印度卢比进行贸易结算
	亚洲清算联盟	2023.6	亚洲清算联盟计划于 6 月推出新的跨境金融结算系统，作为 SWIFT 系统的替代方案
拉丁美洲	巴西-中国	2023.3.30	巴西与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，而是以本币进行交易
	阿根廷-中国	2023.4.26	阿根廷将停止使用美元来支付从中国进口的商品，转而使用人民币结算

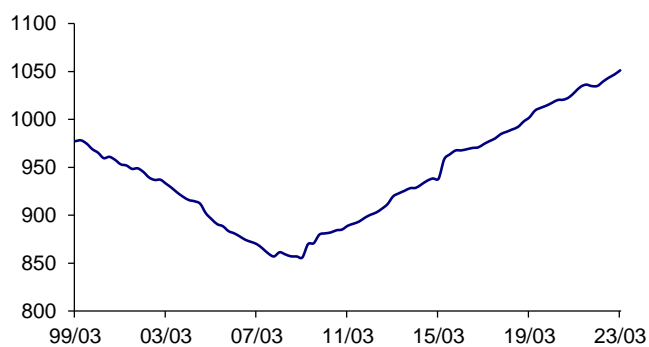
资料来源：财联社、新华网、新浪财经、第一财经、央视网、澎湃网、光明网、央视新闻、人民网、法新社、环球网、伊朗《世界报》、海通证券研究所

实际上“去美元化”的现象出现已久。例如，从国际外汇储备的货币构成来看，美元占比在 2001 年 2 季度达到高点 72.7%，此后逐步下降，截至 22 年底，已经下降至 58.4%。这一期间，欧元和英镑的份额有明显提升，分别增加了 2.8 个百分点和 2.3 个百分点。

从官方储备来看，全球主要经济体和国际组织的官方储备中黄金资产规模从 2009 年的低点持续回升，并屡创新高。截至 2023 年 1 季度，官方储备中黄金资产规模上升至 10 亿金衡盎司，较 2009 年 1 季度增长了 22.8%。

图10 国际外汇储备中美元占比近年来呈下降趋势(%)


资料来源：IMF COFER，海通证券研究所

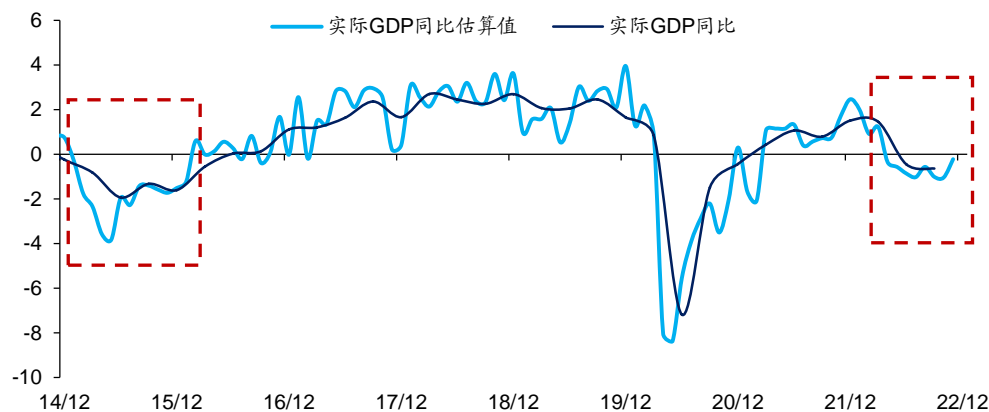
图11 官方储备资产中黄金持有量(百万金衡盎司)


资料来源：IMF，海通证券研究所

那么，“去美元化”的现象怎么看呢？

一方面，或与担忧美国潜在制裁风险有关。例如，过去几十年，美国对全球近 40 个国家进行过经济制裁，全世界近一半人口受到影响。其中，2000 年至 2021 年期间，美国的对外制裁增加了 9.3 倍。尤其是伊朗和朝鲜等常年遭受美国的制裁。

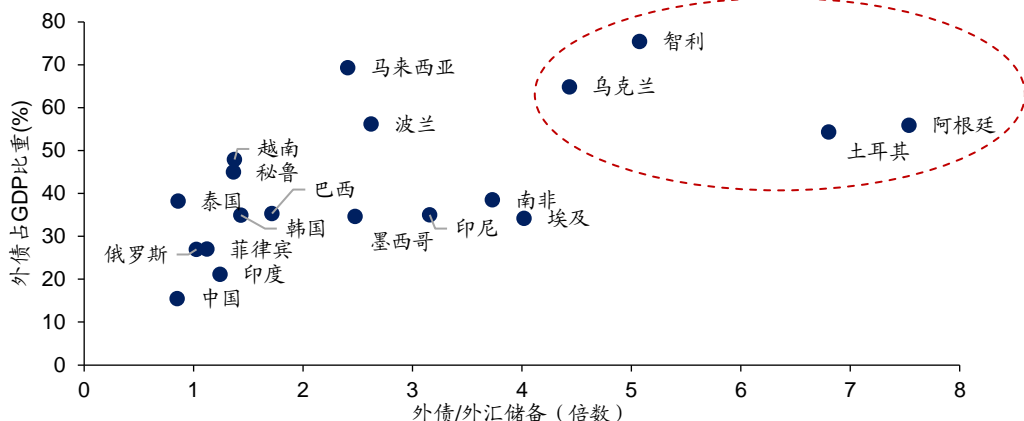
而近期因俄乌地缘风险事件，俄罗斯也遭受了美国的制裁。美国及其盟国冻结了俄罗斯大量的外汇储备与资产，并将俄罗斯几家主要银行剔除出 SWIFT 系统。在当前地缘政治不确定的背景下，这种工具的使用无疑给予了部分经济体“去美元化”的动机。

图12 俄罗斯经济再度萎缩(%)


资料来源：Wind，CEIC，海通证券研究所，2021 年之后数据为相对于 2019 年的年化平均增速。

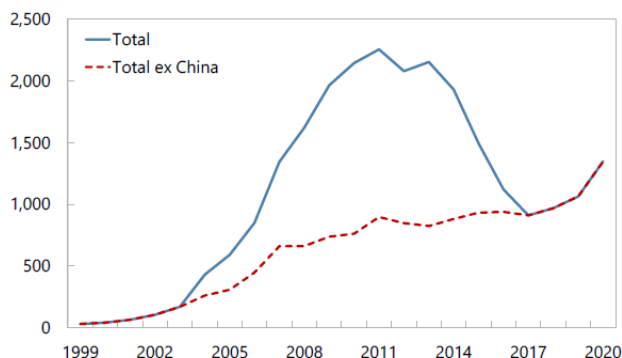
另一方面，或与对抗美元霸权有关。当前全球主要经济体货币政策的独立性相对有限，而美元又在国际货币体系中占据主导地位，多数经济体难以脱离美元周期的影响(美元周期即美国货币政策从宽松到收紧的过程)。

回顾国际金融史上的历次危机，每一轮都离不开美元周期的推波助澜。从 80 年代的拉美债务危机，到 90 年代初日本房地产和股市泡沫破灭；从 90 年代中期的亚洲金融危机，到 2008 年全球金融危机。这些危机几乎都发生在美国货币政策的紧缩时期，危机前也都经历了美元的宽松。

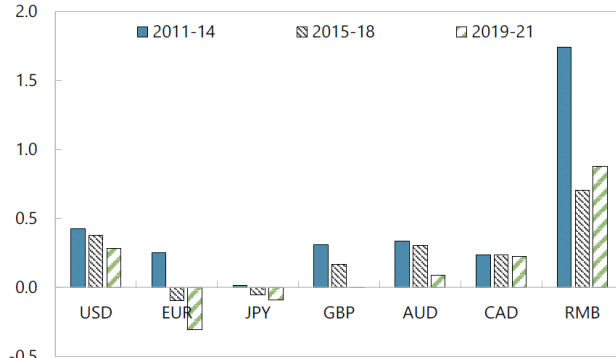
图13 主要新兴经济体外债风险情况


资料来源：Wind，海通证券研究所，注：数据为2021年。

此外，各国外币资产面临多元化配置的诉求。根据IMF测算，自2000年以来，其统计的56个新兴经济体当中，拥有过剩外汇储备的经济体数量在2008年之后便一直维持在30个左右。但外汇储备规模上升的同时，也伴随着持有成本的增加。尤其在美欧日等主要发达国家长期实行低利率政策的情况下，各国央行的储备资产管理者也得不更积极地进行多元化配置。而非传统货币往往能够提供更高的夏普比率。因此也推动了各国央行对资产进行多元化配置的诉求，人民币在外汇储备中的比重也逐渐提升至2022年12月的2.7%左右。

图14 新兴经济体过剩外汇储备规模 (十亿美元)


资料来源：IMF，《The stealth erosion of dollar dominance: active diversifiers and the rise of nontraditional reserve currencies》海通证券研究所，样本包含56个新兴国家。

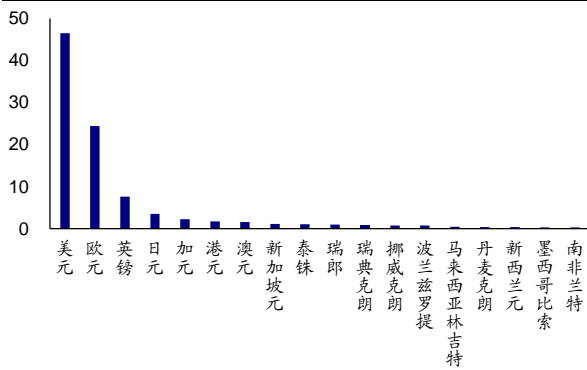
图15 各储备货币夏普比率对比


资料来源：IMF，《The stealth erosion of dollar dominance: active diversifiers and the rise of nontraditional reserve currencies》，海通证券研究所

3. 国际货币：现状如何？

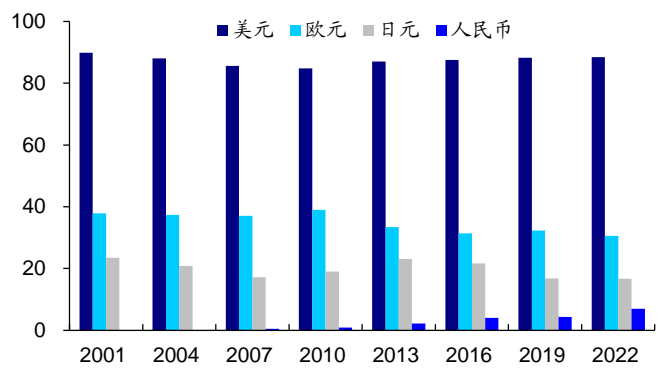
从“交易媒介”的属性来看，截至2023年7月，SWIFT金融报文处理美元的份额最高，超过40%；其次为欧元，份额为24.4%，下滑较多。同时，根据BIS的数据，2022年美元在全球场外外汇交易中的比重为88%左右，明显领先于其他的货币（欧元、日元等）。

图16 美元仍是国际支付中份额最大的货币 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023 年 7 月。

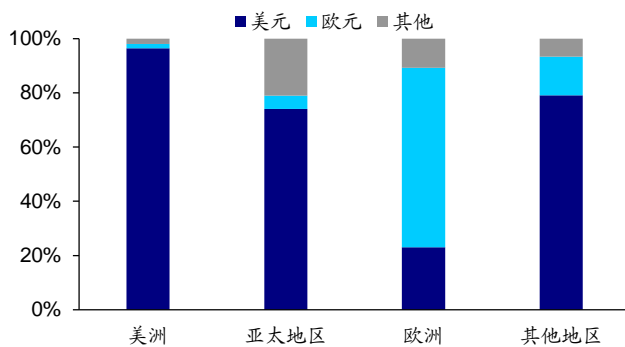
图17 美元在场外外汇交易中占比也明显领先其他货币 (%)



资料来源: BIS, 海通证券研究所, 因每笔外汇交易包含两种货币, 所以百分比总和为 200%。

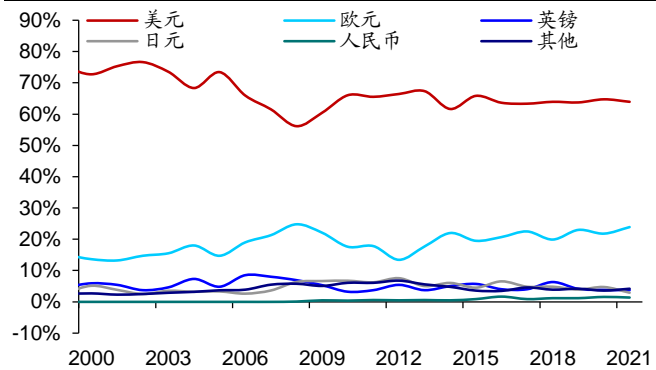
从“计价单位”的属性来看, 1999 年至 2019 年期间, 在美洲、亚太地区与世界其他地区的出口贸易发票中, 以美元计价的份额分别高达 96%、74% 和 79%。相比之下, 欧洲出口中使用美元计价的份额相对较小, 仅为 23.1%。从全球债务来看, 2021 年在全球发行的外币债务中, 以美元计价的份额高达 64%, 远高于排名第二位的欧元(24%)。

图18 出口发票计价货币占比 (%)



资料来源: FED, 海通证券研究所, 1999-2019 年

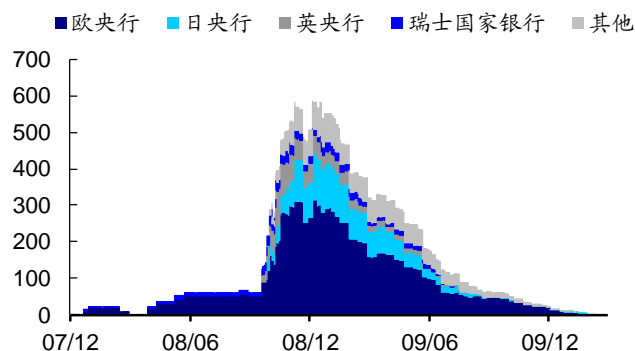
图19 外币债务中以美元计价比例 (%)



资料来源: FED, 海通证券研究所

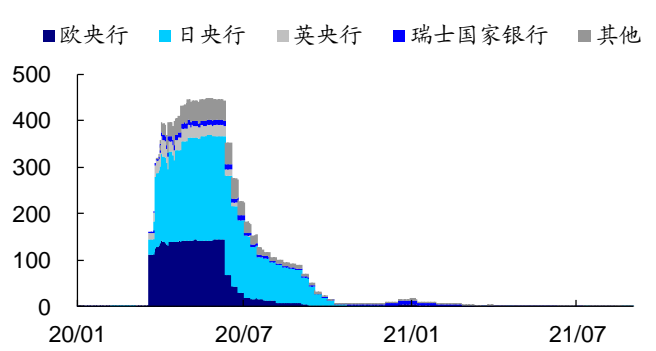
从资产配置的角度看, 虽然美元在外汇储备中的份额在近几年有所下降, 但 60% 左右的比重仍远远高于欧元、英镑、日元等其他货币。且在全球经济面临较大冲击时, 美元的流动性危机仍然时有发生。例如, 从美联储与全球主要央行的互换额度中可以看出, 在 2008 年金融危机与 2020 年新冠疫情期间, 全球主要央行对美元的融资需求明显提升。

图20 08 年危机期间美联储交易对手央行互换额度 (十亿美元)



资料来源: FED, 海通证券研究所

图21 新冠疫情期间美联储交易对手央行互换额度 (十亿美元)



资料来源: FED, 海通证券研究所

风险提示: 历史影响因素概括不完全。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 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。