

宏观经济专题研究 世界货币变迁史

核心观点

世界货币更迭，本质是全球经济权力的转移，遵循“**贸易奠基、金融创新巩固、债务与军事失控崩塌**”的核心逻辑。我们梳理了其从金属本位到信用本位的变迁脉络：

西班牙银元：首个全球货币的兴衰（16世纪）

西班牙银元是首个跨三洲的世界货币，崛起依托南美白银资源（如波托西银矿贡献全球50%白银）与“白银高速公路”贸易网络，银元因高含银量、标准化铸造成全球硬通货。

衰落源于“战争-债务”恶性循环：16世纪西班牙为征战军费激增，1557-1596年四次债务违约重创信用，叠加1588年“无敌舰队”覆灭后白银输入锐减、银矿品位下降，银元逐步退出舞台。

荷兰弗罗林：金融创新驱动的霸权（17世纪）

西班牙银元衰落时，荷兰凭“海上马车夫”贸易优势，将弗罗林打造成新世界货币，实现金属货币向信用货币跨越。

核心支撑是1609年阿姆斯特丹银行的创新：账户清算体系缩短跨境结算时间、降低成本；100%准备金制度维持汇率稳定；金融衍生品创新扩大弗罗林使用范围。

衰落因1780-1784年第四次英荷战争：东印度公司巨亏，荷兰向银行巨额借款致准备金制度失效，弗罗林汇率暴跌、银行挤兑，再叠加产业空心化，1795年被法郎取代。

英镑：金本位下的霸权与衰落（19-20世纪）

19世纪英国借工业革命（生产力爆发）与自由贸易，19世纪末80%国际贸易以英镑结算，伦敦成全球金融中心；1717年牛顿定黄金价格，1816年《金本位制度法案》、1821年启用金本位，及英格兰银行职能完善，巩固英镑信用。

20世纪两次世界大战成转折点：一战英国军费激增，从债权国变债务国，暂停金本位致英镑贬值；二战军费再攀高峰，外汇储备锐减，1949年、1967年两次贬值，储备货币占比下滑。同期美国借美联储创新、纽约取代伦敦成票据中心，美元崛起。

总结：世界货币变迁的三大核心规律

- 贸易是基础：足够大的贸易体量是货币成为全球计价单位的前提，如西班牙白银航线、英国工业贸易等。
- 金融创新是核心：每一次金融制度突破（如荷兰账户清算、英国金本位）都降低货币使用成本、提升信用，推动货币本位跨越。
- 债务与军事是底线：债务失控（如西班牙违约、英国战争债务）摧毁货币信用，军事是贸易与金融的保护屏障，两者失衡则霸权崩塌。

风险提示：海外市场波动，海外经济增速下滑。

经济研究·宏观专题

证券分析师：邵兴宇 010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

证券分析师：田地 0755-81982035
cntiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

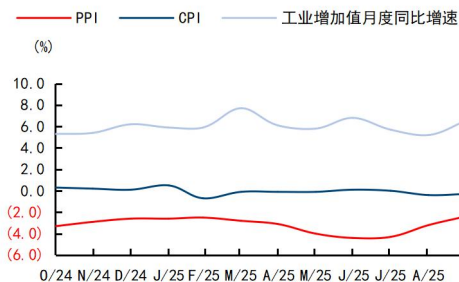
证券分析师：董德志

021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-0.50
社零总额当月同比	3.00
出口当月同比	8.30
M2	8.37

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济专题研究-“十五五”的三条经济线索》——2025-10-22
- 《宏观经济专题研究-贸易冲突再起，资产价格如何演绎？》——2025-10-11
- 《宏观经济专题研究-小商品、大市场：义乌外贸启示录》——2025-10-10
- 《宏观经济专题研究-收入分配与政府支出结构如何催生通缩压力？》——2025-10-10
- 《水牛还是价格修复？》——2025-09-25

内容目录

南美大发现、价格革命与西班牙的衰落	4
“海上马车夫”的兴衰	7
英镑的日升与日落	10
小结	13
风险提示	15

图表目录

图1： 贵金属开采量快速上升	5
图2： 16 世纪后期西班牙军费开支飙升	6
图3： 西班牙债务压力积累	7
图4： 荷兰商船数量在 17 世纪快速膨胀	8
图5： 阿姆斯特丹银行资产负债表结构	9
图6： 第四次英荷战争后荷兰弗罗林贬值	10
图7： 英镑在 1919 年后官方价格和市场价格发生大幅偏离	11
图8： 英美承兑汇票规模对比	12
图9： 英镑和美元在储备货币中的占比	13

货币是国家实力的镜像，世界货币的更迭则是全球经济权力转移的史诗。自 16 世纪以来，西班牙银币、荷兰弗罗林、英镑先后占据全球货币霸权的核心，最终被美元取代，每一次迭代都遵循着相似的逻辑：**贸易的全球扩张奠定基础，金融体系的创新巩固地位，而债务的失控与军事的溃败则成为霸权崩塌的导火索**。本文以历史脉络为轴，结合关键数据与重大事件，拆解世界货币从金属本位到信用货币的变迁历程，揭示隐藏在货币背后的国家兴衰规律。

南美大发现、价格革命与西班牙的衰落

16 世纪的西班牙，凭借南美大陆的白银资源与全球航运网络，缔造了人类历史上第一个真正意义上的世界货币——西班牙银元（Pieces of Eight）。它的崛起依托于跨洋贸易的爆发，凭借标准化的金属货币突破地域限制；而它的衰落，则源于军费与债务的恶性循环，最终在军事失利与经济空心化中退出历史舞台。

世界货币的诞生，必先扎根于足够庞大的贸易体量。1521 年西班牙征服墨西哥、1533 年征服秘鲁后，在安第斯山脉发现了储量惊人的银矿——仅波托西银矿（今玻利维亚境内）在 16 世纪末就贡献了全球 50% 的白银产量。这些白银通过两条“白银高速公路”流向全球：一条跨大西洋航线，每年春天满载白银的舰队从加勒比海出发，在飓风与海盗的威胁中抵达欧洲，支撑西班牙与欧洲各国的贸易；另一条跨太平洋航线（“马尼拉大帆船贸易”），将白银运抵菲律宾马尼拉，换取中国明朝的丝绸、茶叶与瓷器——当时明朝因“一条鞭法”改革急需白银作为货币基础，西班牙银元成为中欧贸易的核心媒介。

据史料记载，16 世纪末至 17 世纪初，西班牙每年从美洲输入的白银约 200 万比索，巅峰时期可达 400 万比索，占欧洲白银总量的 80%。这种大规模的白银流动，使西班牙银元成为首个跨越欧、亚、美三洲的货币：荷兰大革命的军费、英国海军的饷银、中国东南沿海的民间贸易，均以西班牙银元结算，其地位堪比今日的美元。

1541 年后（对应南美银矿大规模开采），全球黄金与白银年均产量迎来爆发式增长，其中白银产量增幅尤为显著。正是这一波“白银洪流”，为西班牙银元成为世界货币提供了物质基础——金属货币的信用核心在于稀缺性与稳定性，而南美银矿的持续供给，使西班牙得以维持银元的高含银量（93.7%）与标准化铸造，成为全球贸易的“硬通货标杆”。

图1：贵金属开采量快速上升

贵金属开采量在15世纪后迎来一次快速上升



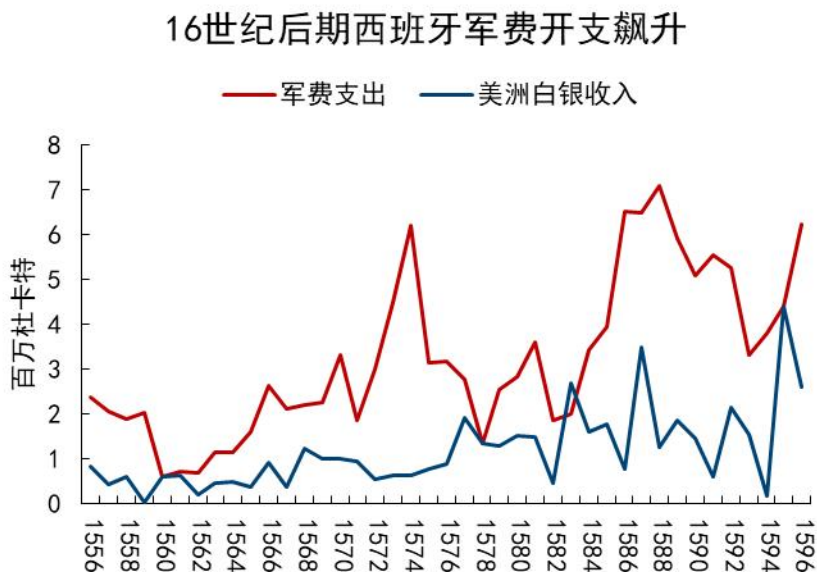
资料来源：安格斯·麦迪森，《世界经济千年史》，国信证券经济研究所整理测算

西班牙银元的全球流通，离不开金融制度的早期创新。1535年，西班牙在墨西哥城建立全球首个官方造币厂，采用水力压力机替代手工铸造，确保每枚银元的重量（27.468克）与含银量（93.7%）高度统一——正面为西班牙国王头像，背面为十字纹章，这种“国家背书+标准化工艺”的组合，解决了古代货币“成色不一、伪造泛滥”的痛点，使银元成为跨地域贸易中无需检验的“信任凭证”。

此外，西班牙王室建立了早期的“王室银行体系”，通过特许商人（如热那亚银行家）在欧洲各地建立分支机构，负责白银的运输与兑换。尽管这一体系尚未形成现代央行的独立性，但已具备“集中发行、跨区域清算”的雏形，为银元在欧洲大陆的流通提供了金融基础设施。例如，热那亚银行家通过“asientos”（短期贷款合同）为西班牙王室提供资金，同时将银元兑换网络延伸至意大利、法国等地，进一步扩大了银元的使用范围。

西班牙银元的霸权，最终毁灭于“战争-债务-贬值”的恶性循环。16世纪的西班牙堪称“欧洲战争机器”：为维持对荷兰的统治（八十年战争，1566-1648）、对抗英国海军、抵御奥斯曼帝国的地中海扩张，军费开支呈指数级增长。

图2: 16 世纪后期西班牙军费开支飙升

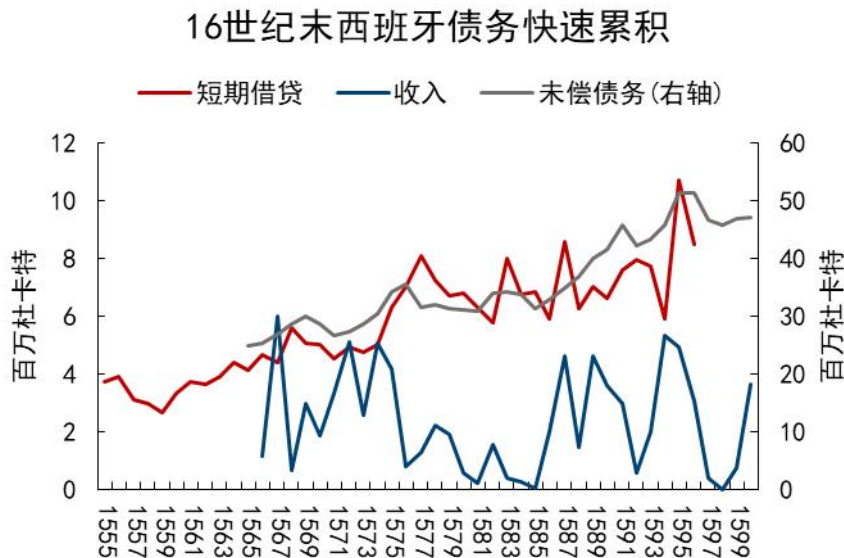


资料来源: Drelichman, Mauricio, and H. J. Voth 《Lending to the Borrower from Hell: Debt and Default in the Age of Philip II》(2009), 国信证券经济研究所整理测算

1561 年后, 西班牙未偿债务从 3000 万杜特飙升至 1596 年的 6000 万杜特, 而短期借贷占收入的比例持续上升, 1587 年甚至超过收入的 100%。面对债务压力, 西班牙国王菲利普二世在 1557 年、1560 年、1575 年、1596 年四次宣布债务违约, 导致热那亚银行家多次陷入危机——1575 年违约时, 西班牙拖欠的债务达 1230 万杜特, 相当于年财政收入的 1.9 倍。1566 年后西班牙军费支出持续高于美洲白银收入, 1588 年(无敌舰队出征年份)军费突破 700 万杜特, 是美洲白银收入的 1.5 倍。为填补缺口, 西班牙王室不得不依赖热那亚银行家的短期贷款, 债务规模急剧膨胀。

债务违约削弱了银元的信用, 而军事失利则彻底摧毁了西班牙的贸易霸权。1588 年, 西班牙“无敌舰队”在英吉利海峡被英国海军击败, 损失过半——这支舰队不仅是军事力量的象征, 更是白银航线的保护者。此后, 英国海盗频繁劫掠西班牙运银船, 荷兰则通过《航海法》限制西班牙商船进入欧洲港口, 西班牙的白银输入量从 1580 年的年均 300 万比索降至 1620 年的 150 万比索。同时, 南美银矿的品位下降导致开采成本飙升, 银元的金属基础被削弱, 欧洲各国开始转向荷兰盾与英镑结算, 西班牙银元逐渐退出世界货币舞台。

图3: 西班牙债务压力积累



资料来源: Drelichman, Mauricio, and H. J. Voth 《Lending to the Borrower from Hell: Debt and Default in the Age of Philip II》(2009), 国信证券经济研究所整理测算

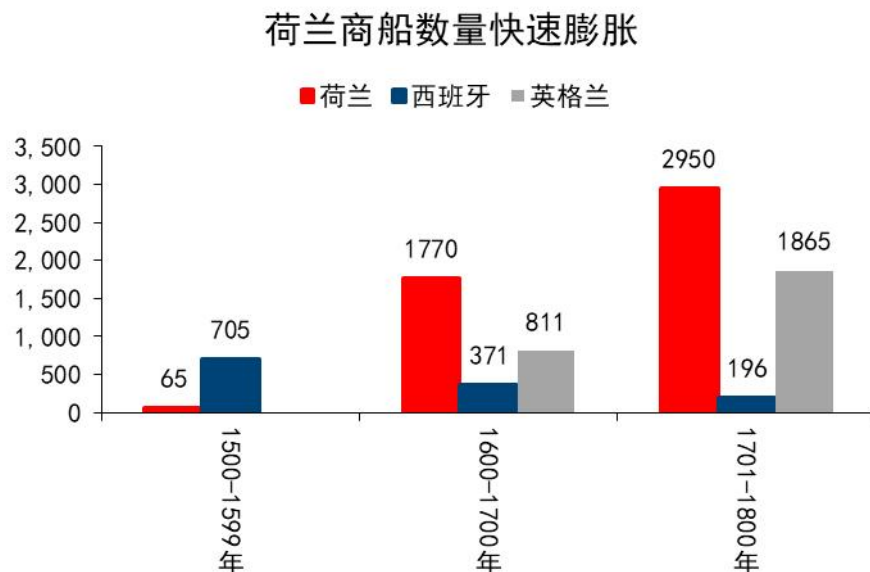
“海上马车夫”的兴衰

在西班牙银元衰落的同时，荷兰凭借“海上马车夫”的贸易优势与阿姆斯特丹银行的金融创新，将荷兰弗罗林（Guilder）打造成新一代世界货币。它的崛起证明：世界货币不仅需要金属支撑，更需要完善的金融体系与信用机制；而它的衰落，则揭示了“军事力量不足”对货币霸权的致命打击。

荷兰弗罗林的崛起，始于其无可匹敌的贸易规模。17 世纪的荷兰，凭借标准化造船技术（零件通用、流水线生产），将商船建造成本降低 30%，交付周期缩短至传统船厂的 1/3——阿姆斯特丹船厂年均建造 1000 艘商船，1670 年荷兰商船总量达 3500 艘，远超西班牙（196 艘）与英格兰（371 艘）的总和。

此外，荷兰构建了全球首个“三角贸易网络”：用弗罗林从美洲购买白银，运往中国换取丝绸与瓷器，再将东方商品运往非洲换取黑奴，最终用黑奴在美洲种植园换取蔗糖与棉花。这种跨洋贸易的规模，使弗罗林成为全球贸易的核心结算货币——17 世纪末，欧洲与亚洲的贸易中，80%以弗罗林计价，阿姆斯特丹成为全球首个真正意义上的金融中心。

图4: 荷兰商船数量在 17 世纪快速膨胀

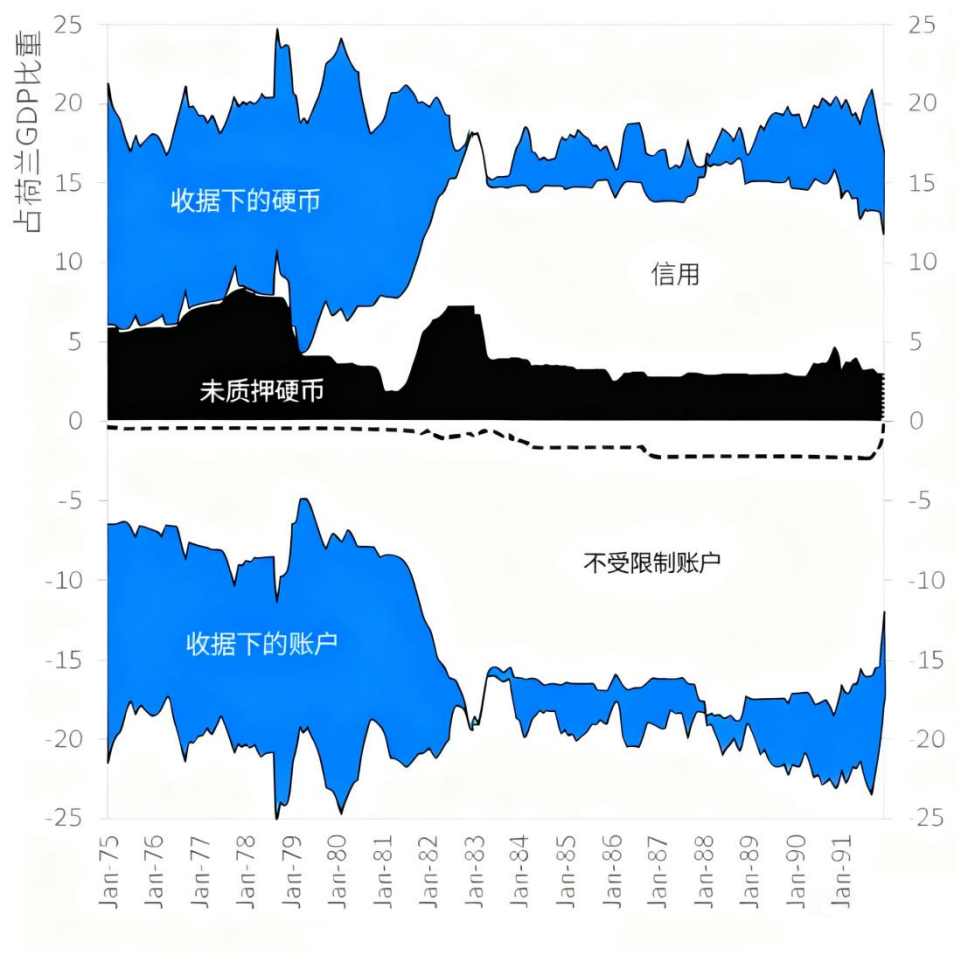


资料来源：安格斯·麦迪森，《世界经济千年史》，国信证券经济研究所整理测算

荷兰弗罗林的霸权，核心在于阿姆斯特丹银行（1609 年成立）的制度创新。与西班牙的金属货币不同，荷兰弗罗林率先实现了“从金属货币向信用货币的跨越”：

1. 账户清算体系：阿姆斯特丹银行允许商人通过账户转账完成交易，无需实际搬运金属货币——跨境结算时间从传统的数月缩短至 3 天，手续费降低 50%。这种“账簿货币”（Book Money）是现代电子支付的雏形，17 世纪末阿姆斯特丹银行的账户余额达 2000 万弗罗林，占欧洲跨境结算总量的 60%。
2. 100%准备金制度与汇率稳定：阿姆斯特丹银行对存款的金属含量进行严格检验，确保每 1 弗罗林的账户余额对应 1 弗罗林的白银储备（含银量 99.9%），这种“硬背书”使弗罗林的汇率长期稳定——1609-1780 年，弗罗林对黄金的汇率波动不超过 2%，远低于西班牙银元（波动达 15%）。
3. 金融衍生品创新：荷兰人发明了郁金香期货、海运保险期权、天气衍生品等工具，为贸易提供风险对冲——例如，东印度公司的股票在阿姆斯特丹证券交易所公开交易，1602 年 IPO 募资 650 万弗罗林，成为全球首个上市公司，其股票被欧洲各国王室与商人持有，进一步扩大了弗罗林的使用范围。

图5: 阿姆斯特丹银行资产负债表结构



资料来源: Stephen Quinn and William Roberds, 《Death of a Reserve Currency》(2014), 国信证券经济研究所整理测算

荷兰弗罗林的霸权，在第四次英荷战争（1780-1784）中被彻底击碎。这场战争的根源，是英国对荷兰贸易霸权的挑战：英国通过《航海法》禁止荷兰商船进入英国殖民地，同时在加勒比海劫掠荷兰运糖船；而荷兰则支持美国独立战争，激怒英国。

战争对荷兰的打击是毁灭性的：首先，荷兰东印度公司损失了一半的舰船，失去了对香料航线的控制，1780-1784年公司亏损达1500万弗罗林，股价从1780年的120弗罗林跌至1784年的40弗罗林；其次，荷兰为维持海军开支，向阿姆斯特丹银行大举借贷——战争期间银行对政府的贷款从100万弗罗林增至1400万弗罗林，导致银行的白银储备从700万弗罗林降至200万弗罗林，100%准备金制度名存实亡。

1784年战争结束后，荷兰弗罗林的国内贴水从0%飙升至5%，外汇汇率从100跌至88，意味着弗罗林对黄金的贬值幅度达12%。投资者纷纷将弗罗林兑换为黄金或英镑，阿姆斯特丹银行出现“挤兑”——1780-1783年，银行的账户余额从1700万弗罗林暴跌至30万弗罗林。

雪上加霜的是，荷兰的“过度金融化”导致产业空心化：18世纪末，荷兰造船业被英国铁甲舰淘汰，纺织业被印度棉布冲击，而荷兰商人仍沉迷于金融投机（如

郁金香泡沫），实体经济无法支撑货币信用。1795 年，法国革命军占领阿姆斯特丹，荷兰共和国灭亡，弗罗林被法国法郎取代，世界货币的霸权正式转移至英国英镑。

图6: 第四次英荷战争后荷兰弗罗林贬值



资料来源: Stephen Quinn and William Roberds, 《Death of a Reserve Currency》(2014), 国信证券经济研究所整理测算

英镑的日升与日落

19 世纪的英国，凭借工业革命的生产力优势与金本位的制度创新，将英镑打造成统治全球近百年的“日不落货币”；20 世纪的两战世界大战，使英国深陷债务泥潭，英镑逐渐衰落，而美国则通过贸易扩张、金融创新与军事优势，将美元推上世界货币的顶峰，完成了从金本位到信用本位的历史性跨越。

英镑的崛起，依然依托于当时英国无可撼动的工业与贸易实力。18 世纪 60 年代工业革命爆发后，英国的生产力呈爆发式增长：1850 年，英国的铁产量占全球总量的 50%，煤产量占 67%，棉布产量占 52%；1870 年，英国的海外贸易额达 4.5 亿英镑，占全球贸易总量的 25%，远超法国（12%）与德国（10%）。

为巩固贸易优势，英国推行自由贸易政策：1846 年废除《谷物法》，取消粮食进口关税；1849 年废除《航海法》，允许外国商船进入英国港口——这种“降低壁垒、扩大市场”的策略，使英镑成为全球贸易的“计价货币”：19 世纪末，80% 的国际贸易以英镑结算，英国的海外投资达 40 亿英镑，占西方国家总投资的 50%。例如，印度的棉花出口、澳大利亚的羊毛贸易、中国的鸦片贸易，均以英镑计价，伦敦成为全球航运与金融的中心。

英镑的霸权，核心在于“金本位制度”的建立与英格兰银行的央行职能完善：

1. 金本位的确立：1717 年，英国皇家铸币局局长牛顿将黄金价格定为每盎司 3 英镑 17 先令 10.5 便士，首次建立英镑与黄金的固定比价；1816 年，英国通过《金本位制度法案》，从法律上规定 1 英镑含 7.32238 克纯金；1821 年，英国正式启

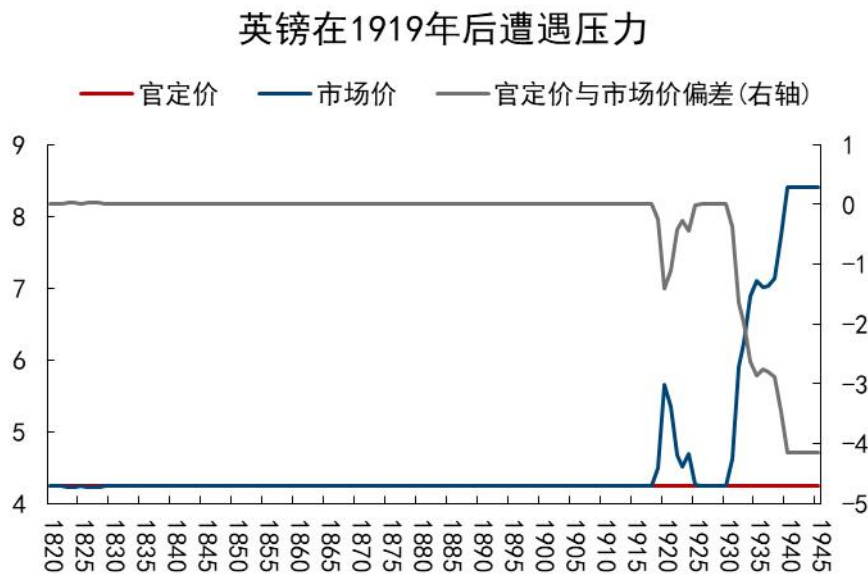
用金本位制，公民可将纸币自由兑换为黄金，黄金可自由进出口。这种“黄金背书”使英镑的汇率长期稳定——1821-1914年，英镑对美元的汇率波动不超过5%，成为全球最可靠的储备货币。

2. 英格兰银行的央行职能：1694年，英格兰银行以“向政府贷款120万英镑”为条件成立，最初仅负责发行纸币；1844年《英格兰银行条例》颁布后，英格兰银行成为唯一拥有纸币发行权的机构；1872年，英格兰银行开始为其他银行提供“最后贷款人”支持，稳定金融体系。例如，1825年英国爆发金融危机时，英格兰银行通过贴现商业票据向市场注入流动性，避免了银行体系的崩溃，进一步巩固了英镑的信用。

英镑的霸权，在两次世界大战中被彻底削弱，核心原因是“军事开支-债务扩张-货币贬值”的恶性循环：

一战的打击：1914-1918年，英国军费开支达100亿英镑，相当于战前15年的财政收入总和；为筹措军费，英国变卖了10亿英镑的海外资产（占海外投资的25%），并向美国借款47亿美元——战前美国欠英国30亿美元，战后英国倒欠美国47亿美元，从债权国沦为债务国。同时，英国暂停金本位（1914年），大量发行纸币，导致英镑贬值：1919年，英镑对美元的汇率从1:4.86跌至1:3.67，官价与市场价出现大幅偏离。尽管1925年英国财政大臣丘吉尔试图恢复金本位，但此时英国的黄金储备仅为战前的1/3，无法维持英镑与黄金的固定比价，1931年9月英国再次放弃金本位，英镑对美元贬值30%。

图7：英镑在1919年后官方价格和市场价格发生大幅偏离



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

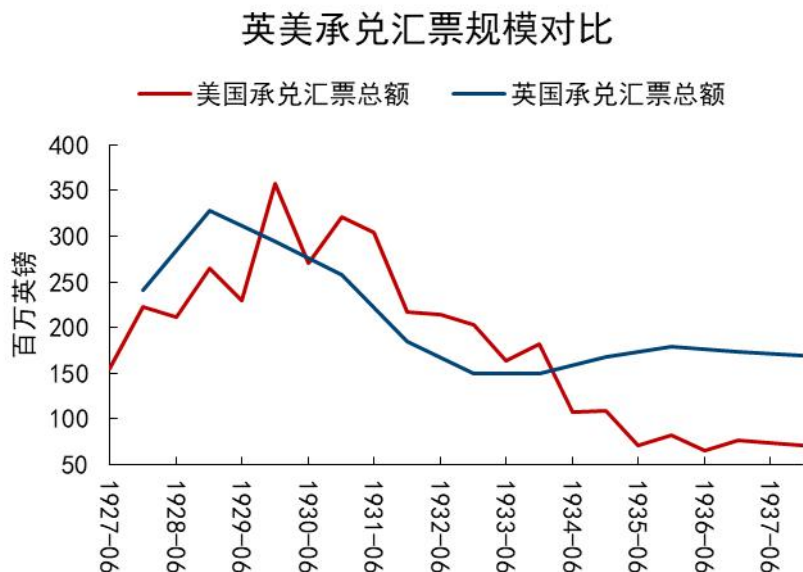
美元的国际化，离不开美联储的制度创新。1913年美联储成立后，通过促进银行承兑汇票市场推动美元成为国际货币。

银行承兑汇票是当时国际贸易中的核心支付工具，1914年前伦敦垄断全球承兑汇

票市场。美联储通过贴现窗口购买承兑汇票，降低市场利率（从 6% 降至 4%），同时允许美国银行在海外设立分支机构（如拉丁美洲），争夺贸易结算业务。

1927 年后，美国承兑汇票总额（实线）快速增长，1930 年超过英国（虚线），1937 年达 350 百万英镑，成为全球最大的承兑汇票市场。这一突破，使美元在国际贸易结算中的占比从 1914 年的 5% 升至 1930 年的 30%，纽约取代伦敦成为全球票据交易中心。

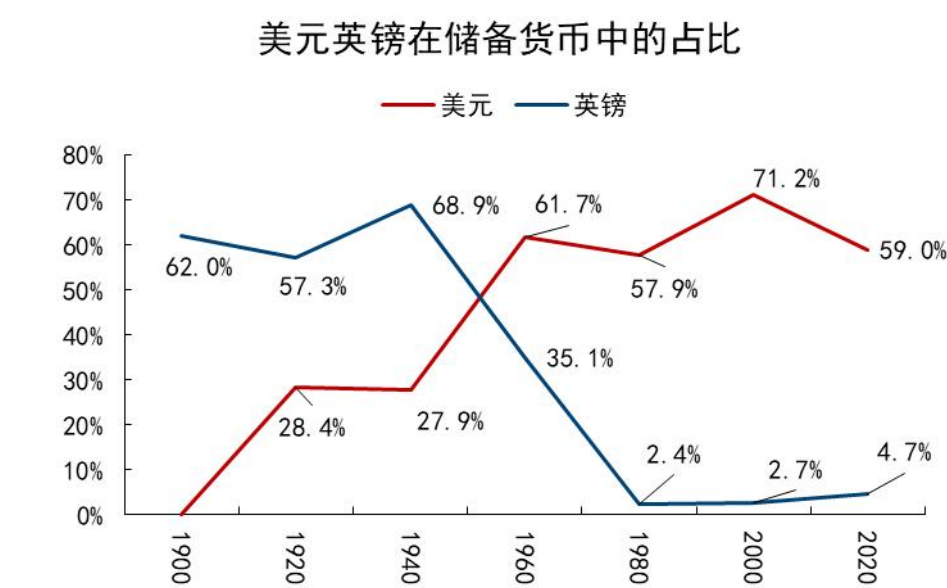
图8：英美承兑汇票规模对比



资料来源：Eichengreen, Barry, and M. Flandreau 《The Federal Reserve, the Bank of England and the rise of the dollar as an international currency, 1914-39》(2010)，国信证券经济研究所整理测算

而二战则给了英镑致命一击。1939-1945 年，英国军费开支达 250 亿英镑，国民财富损失 1/3，对外贸易逆差达 13.16 亿英镑；为维持战争，英国进一步变卖海外资产，并向美国借款 114 亿美元。1945 年二战结束时，英国的外汇储备仅为 10 亿美元，而美国的黄金储备达 200 亿美元，占全球总量的 75%。此时，英镑的信用彻底崩塌：1949 年 9 月，英国宣布英镑贬值 30.5%，兑美元汇率从 1:4.03 降至 1:2.80；1967 年 11 月，英镑再次贬值 14.3%，兑美元汇率降至 1:2.40，英镑含金量从 7.32 克降至 2.13 克。英镑占国际储备货币比重也在二战后彻底坠落。

图9：英镑和美元在储备货币中的占比



资料来源：Eichengreen, Barry, and M. Flandreau 《The Federal Reserve, the Bank of England and the rise of the dollar as an international currency, 1914-39》(2010)，国信证券经济研究所整理测算

小结

从西班牙银元到美元，近 500 年的世界货币变迁，始终遵循着三大核心规律，且在货币霸权切换的关键节点，存在一个显著共性特征：贸易是基础，金融创新是核心，债务与军事是底线，而世界货币的切换过程，通常伴随着旧霸权货币相对黄金贬值，或黄金因单一货币信用体系崩塌而呈现相对升值。

贸易基础决定货币的覆盖范围：西班牙的白银航线、荷兰的商船网络、英国的工业贸易、美国的全球市场，每一次世界货币的崛起，都伴随着全球贸易网络的扩张——没有足够大的贸易体量，货币无法突破地域限制，更无法成为全球信任的计价单位。而当旧货币的贸易支撑网络瓦解时，其与黄金的价值锚定关系也会率先出现裂痕。

金融体系决定货币的生命力：西班牙的标准化造币、荷兰的账户清算、英国的金本位、美国的承兑汇票市场，每一次金融制度的突破，都降低了货币的使用成本、提升了信用稳定性。金融体系的适应性，是世界货币从贵金属本位向信用本位跨越的关键；反之，当旧货币的金融支撑体系（如荷兰的 100% 准备金制度、英国的金本位）因危机失效时，货币便会失去与黄金挂钩的信用基础，贬值压力随之而来。

债务与军事决定货币的存续底线：西班牙的四次债务违约、荷兰的第四次英荷战争、英国的两次世界大战债务，每一次世界货币的崩溃，都源于债务失控与军事失利——债务是货币信用的隐形杀手，军事力量是贸易与金融网络的保护屏障，两者失衡便会直接触发货币信用危机，进而推动旧霸权货币相对黄金贬值：1784 年荷兰弗罗林因战争债务与银行准备金不足，对黄金贬值 12%；1931 年英国因一战债务与黄金储备枯竭放弃金本位，英镑对黄金贬值 30%；1949 年、1967 年英镑两次贬值时，其法定含金量从 7.32 克大幅缩水至 2.13 克，均印证了这一特征。

黄金作为超越单一国家主权的“终极价值锚”，在货币霸权切换期，往往成为市场规避信用风险的核心选择：当旧货币因贸易萎缩、金融失序、债务失控失去信任时，资本会转向黄金寻求保值，既凸显旧货币相对黄金的贬值，也间接推动黄金相对升值。这一特征并非偶然，而是黄金“非信用化”属性与货币霸权“信用化”本质碰撞的必然结果，贯穿了从金属货币到信用货币的整个变迁历程。

风险提示

历史数据缺失，经济增速下滑。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032