通胀分析专题系列之 一

宏观经济报告

# 全球流动性刺激后，通胀会超预期吗？
## —基于通胀的短期和长期视角

**引言：**为应对疫情，包括中国央行在内的全球央行释放流动性以刺激经济，有些经济体甚至加大了财政货币化的力度。鲍威尔在 9 月的 FOMC 中表示，希望通胀数据在未来一段时间稍高于 2%；以及，即使就业水平已经超过委员会评估的“最大就业水平”，只要可预见地不引起过高通胀，美联储都不会干预。与此同时，点阵图显示到 2023 年末美联储都没有加息计划，表明货币政策收紧的时间点要往后挪。那是否预期意味着通胀存在企稳回升甚至高通胀的局面？本文基于通胀的短期和中长期视角，进一步深入分析美国和中国通胀在未来一段时间的通胀走势，以及其对资本市场的影响。

**一、更新传统通胀的分析框架：引入长期影响因素后的新凯恩新主义框架。**传统的凯恩斯物价理论等分析框架不太适用于当前的通胀分析，主要由于更侧重于分析通胀的短期走势。另外，随着经济开放程度的扩大，一个国家总资产的供需变化和价格水平经常会受到国际市场的影响和制约，导致国内资产供需之间的不平衡成为常态，进而促使流动性与国内物价水平之间呈现出更为复杂的动态关系。传统的通胀分析框架主要包括供需结构的变化，该框架下影响通胀的主要因素有： 理性预期、产出缺口、进口价格和实际成本等。我们通过加入影响通胀波动的长期因素：货币性因素（主要包括货币政策、财政政策、信贷、汇率）和结构性因素（全球化、人口、科技），从而对经典通胀分析框架做了进一步拓展，使其能够更好的解释通胀过去的变化和预测通胀未来的走势。

**二、为何金融危机后菲利普斯曲线（Phillips Curve）平坦化？—结构冲击为隐性因素，货币层面为显性因素。**进入 20 世纪后，全球经济的复杂性导致菲利普斯曲线失效，美国通胀并没有跟随劳动力市场呈明显反比变化，而是整体呈现区间震荡的走势。从结构化因素来看，首先，全球化推进的科技技术快速发展令供给曲线平坦化；其次，我们通过将 2010 年至 2019 年之间的全球平均通胀率和平全球均老年抚养率做出回归，证实了人口老龄化对通胀呈下行压力。从货币层面来看，次贷危机后非常规政策对通胀的拉动作用有限。 起因于美联储于 2008 年 10 月开始对银行的超额准备金付息，之后尽管美国处于低利率的状态，但是银行信贷和 M2 的增长速度远低于基础货币，导致货币派生处于失效的状态。货币派生受阻叠加信贷意愿下降，剩余流动资金更多流向股市等资产投资，贫富差距加大，形成“通胀不平等”。

**三、后疫情时代美国通胀的路径是什么？— “低位高区间”震荡，难有高通胀。**从短期供需来看，对疫情需求敏感的指标出现回升，表明短期通胀低点已过。但从产出缺口来看，内生性动能依然偏弱，预计整体产出缺口仍然处于收窄区间，对下一步通胀回升形成制约。未来看，大宗商品价格将成为左右通胀的主要边际因素。从中长期货币层面和结构性层面来看：财政政策对实体经济的救济停滞，货币政策传导效率下降加剧贫富差距，导致整体通胀下行。不过，从结构性因素来看，逆全球化抬高通胀中枢。

**四、中国通胀影响几何？— 预计未来通胀温和回升。**首先，从总量供需层面来看，CPI 和 PPI 剪刀差回落，全年物价水平低位波动。其次，从货币层面来看，货币政策刺激力度明显弱于金融危机时期，并未超发，不存在通胀压力；本次疫情爆发之后，央行坚持实施正常的货币政策，当前货币政策力度已经基本回归常态。第三，从结构性层面来看，虽然中国已经跨过“刘易斯”第一阶段，并成功进入第二阶段，但逆全球化+劳动力优势逐步出清、人口红利的消退和城镇化率的提升对整体通胀上行形成压力。

**五、通胀对货币政策影响有限、经济的恢复和政策的退出对股债影响较大。**在通胀涨幅温和背景下，对长端利率的提振有限，对货币宽松不会形成约束。首先，猪肉四季度供需关系将进一步缓和。其次，鲜菜价格受季节性因素的影响上涨不可持续。第三，四季度 PPI 通缩幅度收窄是大概率事件，但外围各种不确定因素的扰动将对 PPI 的修复形成延缓，年内走出同比通缩仍有一定的困难。关于货币政策：预计再定向降准一次，幅度 50bp。内部因素：中小银行负债成本压力相对更大，降准提供流动性的必要性有所上升。外部因素：中美关系的不确定。**流动性的边际变化导致股、债估值同向变动概率上升。**对债市的影响：4Q2020 长端收益率进一步上行空间不大。对股市的影响：经济的恢复和政策的退出形成拉锯。

**风险提示：**

1. 疫情二次爆发对全球经济影响的不确定性上行；
2. 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
3. 中美冲突进一步加剧，对人民币汇率形成较大影响。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

# 内容目录

**引言：** ..... **4**

**一、通胀的分析框架—总量、货币和结构性因素** ..... 4

1.传统的通胀分析框架—需求、成本和结构性 ..... 4

2.新的通胀框架—新凯恩斯主义+货币冲击+结构性冲击 ..... 5

**二、为何金融危机后菲利普斯曲线（Phillips Curve）平坦化？—结构冲击为隐性因素，货币层面为显性因素** ..... 7

**三、后疫情时代美国通胀的路径是什么？—"低位高区间"震荡** ..... 12

1.短期供给需求端快速修复，但内生性动力不足 ..... 12

2.中长期结构性因素抬高通胀中枢，但货币层面对其形成抑制 ..... 15

**四、国内通胀影响几何？—预计未来通胀温和增长** ..... 16

1.供需层面，全年物价水平低预期增长 ..... 16

2.货币层面对通胀提振有限 ..... 17

3.人口红利消退、逆全球化和城镇化率提升压低通胀整体水平 ..... 18

**五、通胀对货币政策影响有限、经济的恢复和政策的退出对股债影响较大** ..... 19

1.本轮通胀将不成为影响货币政策主要因素 ..... 19

2.流动性的边际变化导致股、债估值同向变动概率上升 ..... 20

# 图表目录

图表 1：通胀出现的三种情形 ..... 5
图表 2：影响通胀的三层因子 ..... 6
图表 3：菲利普斯曲线在金融危机后效果不太显著 ..... 7
图表 4：科技对全要素生产率的提高抑制了劳动成本 ..... 8
图表 5：全球老龄化和通胀呈反比 ..... 8
图表 6：全球通胀在 1980 年后震荡下行 ..... 9
图表 7：日本 CPI 仍在低位震荡 ..... 9
图表 8：欧元区调和 CPI 和资产总额反向背离 ..... 9
图表 9：超额存款准备金率在 08 年后上行 ..... 10
图表 10：货币超发时可以提振消费品通胀的路径 ..... 10
图表 11：金融危机后，美国股市和房地产指数经历了快速反弹 ..... 11
图表 12：M2 流通增速在 08 年之后震荡下行 ..... 11
图表 13：债务压制了 M2 流通增速 ..... 11
图表 14：美国家庭财富分布 ..... 12
图表 15：美国居民财富构成表 ..... 12
图表 16：最富有的 1%持有最多公司股票 ..... 12
图表 17：薪资收入和股票收益对比 ..... 12
图表 18：对疫情敏感和对疫情不敏感两大类别 ..... 13
图表 19：需求部门的负增长对通胀形成抑制 ..... 13
图表 20：产出缺口未来可能出现下行 ..... 13
图表 21：实际 GDP 低于潜在 GDP ..... 13

图表 22：WTI 原油价格和通胀预期之间的相关性较强.....14
图表 23：原油近期事件回顾.....14
图表 24：美国超额现金储存在疫情后大幅上行.....15
图表 25：美国核心资本订单迅速恢复.....16
图表 26：CPI 和 PPI 剪刀差回落.....17
图表 27：能繁母猪存栏上行对猪肉未来价格形成抑制.....17
图表 28：大豆库存仍然处于较高的库存位置.....17
图表 29：M2 和 GDP 之间差值将进一步回落.....18
图表 30：第一产业占就业比重在 2010-2013 年低于第二和第三产业占就业比重.....19
图表 31：农民工收入上行.....19
图表 32：城镇失业率下行.....19
图表 33：人口红利消退.....19
图表 34：今年 PPI 同比逐步改善，但预计仍是负值.....20
图表 35：今年二季度超储率反季节性回落（%）.....20

## 引言：

为应对疫情，包括中国央行在内的全球央行释放流动性以刺激经济，有些经济体甚至加大了财政货币化的力度。鲍威尔在 9 月的 FOMC 中表示，希望通胀数据在未来一段时间稍高于 2%；以及，即使就业水平已经超过委员会评估的“最大就业水平”，只要可预见地不引起过高通胀，美联储都不会干预。与此同时，点阵图显示到 2023 年末美联储都没有加息计划，表明货币政策收紧的时间点要往后挪。那是否预期意味着通胀存在企稳回升甚至高通胀的局面？本文基于通胀的短期和中长期视角，进一步深入分析美国和中国通胀在未来一段时间的通胀走势，以及其对资本市场的影响。

## 一、 通胀的分析框架—总量、货币和结构性因素

### 1. 传统的通胀分析框架—需求、成本和结构性

通胀的传统分析框架主要从四个视角出发：**第一，**需求拉动的通胀（当主要总需求超过了总供给，形成了通胀缺口，造成了物价的上涨）；**第二，**成本推动型通货膨胀（在没有超额需求的条件下，由于供给方面成本的上行引起的价格水平普遍上涨）；**第三，**结构型通货膨胀（在总供给和总需求大致平衡的状态下，由于经济结构方面的原因引起了整体物价上涨）；**第四，**预期和惯性通胀（在现实中，一旦形成了通胀，便会持续一段时间，通过预期对未来的经济形势作出判断，进而估计未来的通胀走势）。

#### 1）需求拉动通胀：凯恩斯物价理论、货币主义学派的通胀理论

**凯恩斯物价理论：**根据凯恩斯物价理论主要分析了总需求的改变和物价水平之间的关系，认为货币数量的增加不能对物价形成直接的影响。当充分就业时，由于产出已经达到了最大化，所以这个时候总需求的增加会促进一般物价水平上涨，达到真正的通胀。

**货币主义学派的通胀理论：**根据货币主义理论，货币供应量的变动是导致物价水平和经济活动变动的最根本原因，货币供给过多才是造成通胀的唯一原因。这也意味着如果货币数量和产量同比增长，则不会引发通胀，如果货币数量的增长率超过了产量的增长率，那么就会造成通胀。

#### 2）成本推动型通货膨胀：新古典综合学派通胀理论

**新古典综合学派通胀理论：**用成本推动型通货膨胀理论来解释通货膨胀与失业并存的现象。主张由于生产要素的上涨，导致成本上行，推动一般物价水平的上涨，同时，由于生产成本提高而导致企业生产压缩，进一步导致失业率的上升 。

#### 3）结构型通货膨胀：需求移动论、希克斯-托宾劳动供给理论和斯堪的纳维亚模型

**需求移动论：**该理论表明产业结构的变化带来一些部门的兴衰，导致需求将在部门之间发生转移。需求增加的部门，其工资物价自然会上升，但需求减少的部门，其工资物价未必下降。在总需求不变情况下，也会引发结构性通货膨胀。通货膨胀能持续多久，就取决于需求结构的变动能持续多久。

**希克斯-托宾劳动供给理论：**主要理论和需求移动论相似，表明市场劳动者比起绝对工资，更在乎相对工资，如果一行业的工资对比其他行业的工资相对下降，那么该行业的劳动者则可能会退出劳动力市场。所以在经济结构的变化中，某一部门的工资上升，将引起其他部门向它看齐，从而以相同比例上升。

**斯堪的纳维亚模型：**该模型表示经济欠发达的国家，当他们参与国际贸易，并处于完全竞争市场的背景下，其通货膨胀取决于三个因素：世界通货膨胀率，开放部门与非开放部门之间劳动生产率的差异，以及开放部门与非开放部门在国民经济中所占的比重。该模型利用世界性通货膨胀传递机制和部门结构来证明了开放经济中的小国会出现失业与通货膨胀并存的现象。

**4）预期和惯性通胀：理性预期学派和适应性预期**

**理性预期理论：**认为失业与通货膨胀无论是在短期还是长期中都不存在菲利浦斯曲线所描述的那种关系。如果货币供给增长率变动是可预期的，这样货币供给的增长使人们产生的通货膨胀预期只会推动工资的提高从而造成更高的通货膨胀率而不是降低失业率，理性预期学派认为扩张性货币政策只会引起通货膨胀不能降低失业率。

**适应性预期理论：**是一种关于预期形成的观点，对于过去的发展的事件规律以及经验对未来形成一个判断，预期将随时间推移缓慢发生变化。

**2. 新的通胀框架—新凯恩斯主义+货币冲击+结构性冲击**

**传统的凯恩斯物价理论等分析框架难以解释当前的通胀形势。**20 世纪 50 年代后，全球经历了较多产业变革以及转移，导致劳动力市场中资源优势发生了不断地转变，对不同国家资本开支周期形成了不同的影响。自从 1989 年新西兰提出通货膨胀目标制以来，通货膨胀目标制已经广泛普及。现在有 9 个发达经济体和 21 个新兴市场经济体是以“通胀目标”，这意味着越来越多的国家将通货膨胀作为货币政策的主要目标。由于不同的国家资本开支周期不同，而货币政策又存在着其独立性，不同国家通过调节货币政策的对其通胀进行把控，导致全球通胀面临多种因素扰乱。尤其随着经济开放程度的扩大，一个国家总资产的供需和价格水平经常会受到国际市场的影响和制约，导致国内资产供需之间的不平衡成为常态，进而促使流动性与国内物价水平之间呈现出更为复杂的动态关系。传统通胀理论主要是从研究单个或者两个因素分析对未来通胀的走势，但随着世界多变性，我们需要结合各种潜在因素，从当前实际情况来构建一个新的通胀分析框架。

***图表 1：通胀出现的三种情形***

| 通胀出现的三种情形 | | |
|---|---|---|
| | **现象** | **结果** |
| 1） | 货币市场和非货币市场的需求均同时大于货币市场和非货币市场的供给 | 全面通货膨胀 |
| 2） | 货币市场需求大于货币市场供给，而非货币市场需求等于或小于非货币市场供给 | 货币市场价格上升，而非货币市场价格不变或者下降 |
| 3） | 非货币市场需求大于非货币市场供给，而货币市场需求小于或等于货币市场供给 | 非货币市场价格上升，而货币市场价不变或者下降 |

来源：国金证券研究所

**以新凯恩斯交错定价理论为基础，市场供需和通胀预期成为了影响通胀的短期因素。**在 20 世纪 70 年代，美国等主要发达国家出现了滞涨的局面，出现了高失业率和高通胀同时出现的现象，对传统菲利普斯曲线提出了挑战，弗里德曼提出了通胀预期的作用，认为菲利普斯曲线只考虑了名义工资率，但是并没有考虑实际工资率，并提出了自然失业率假说，表示如果失业率维持在其自然水平之下，通胀预期则会有所提高，这反过来又会提高通胀预期，从而导致短期菲利普斯曲线再次上移，对菲利普斯曲线进行了修正，于是“附加预期的菲利普斯曲线”成为了短期通胀率动态的机制。尽管通胀预期的加入完善了菲利普斯曲线的基本框架，但为了更好地刻画通胀微观层面上的解释，新凯恩斯学派 Taylor 和 Calvo 提出了交错定价理论，在他们的基础上，Gali 和 Gertler 提出基于单位劳动成本的前向和混合菲利普斯曲线。新凯恩斯主义阐明了，在经济中出现需求或供给冲击后，工资和价格粘性使市场不能出清，经济会处在非均衡状态，即使有理性预期的存在，国家的经济政策也将起到积极作用，能够影响就业和产量。较传统的菲利普斯曲线，新凯恩斯菲利普斯曲线加入了理性预期、产出缺口、进口价格、粘性价格和实际边际成本等因素，为研究通货膨胀机制提供了比较全面的解释。

**加上结构性冲击和货币冲击因素，弥补了新凯恩斯缺乏研究影响通胀长期因子的不足。**由于新凯恩斯理论更多的分析了影响通胀的短期因子，所以其假设缺乏对影响通胀长期的考虑。**首先，**新凯恩斯理论其中的一个假设是“非市场持续出清假设”，认为由于信息和交易成本的不对称，价格粘性导致市场不能随着总需求的变动而迅速变化，所以市场不是完全竞争而是垄断竞争。但是从长期来看，随着全球价值链的升级，劳动力市场红利的转移，在受到结构性素冲击后，市场价格的粘性最终也会按照名义需求的变动而发生相应的转变。**其次，**另一个假设是“货币非中性”，认为在价格粘性的背景下，短期内货币会影响实际产出。认为财政政策对经济的影响存在滞后性，货币政策对经济的影响更具有有效力。但在 08 年金融危机后，全球央行大幅放水以达到刺激经济为主要目标，对利率、汇率、资产价格信贷传导产生了超预期的影响，货币对实际经济产出的影响趋弱。

***图表 2：影响通胀的三层因子***

| 影响通胀的三层因子 | | |
|---|---|---|
| 短期 | 总量因素 | 需求 |
| | | 供给 |
| | | 通胀预期 |
| 中长期 | 货币因素 | 货币政策 |
| | | 信贷 |
| | | 汇率 |
| | 结构性因素 | 全球化 |
| | | 科技 |
| | | 人口 |

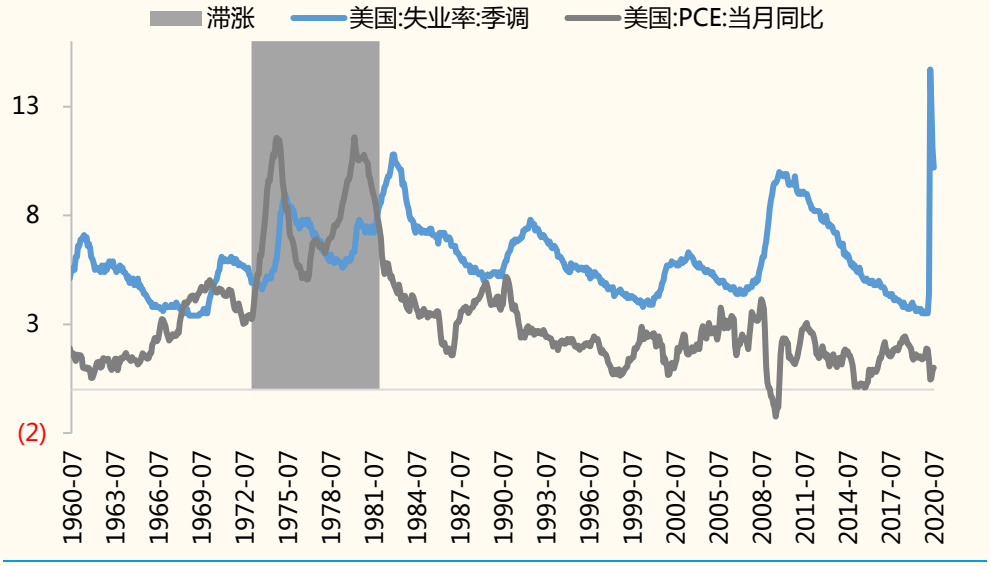
来源：国金证券研究所

**我们基于新凯恩斯主义的刚性价格模型，并考虑了货币供给冲击和结构型冲击（全球化、人口和科技），对为何菲利普斯曲线平坦化，以及未来美国和中国通胀的路径做出一个判断。**

## 二、 为何金融危机后菲利普斯曲线（Phillips Curve）平坦化？—结构冲击为隐性因素，货币层面为显性因素

菲利普斯曲线是用来衡量失业和通胀之间代替取舍关系的曲线，菲利普斯分析了英国 1860 - 1957 年间的年度工资通胀和失业率，其结果表明工资上涨和失业率之间存在稳定的反向关系。但进入 20 世纪后，全球经济的复杂性导致菲利普斯曲线失效，美国通胀并没有跟随劳动力市场呈明显反比变化，而是整体呈现区间震荡的走势。

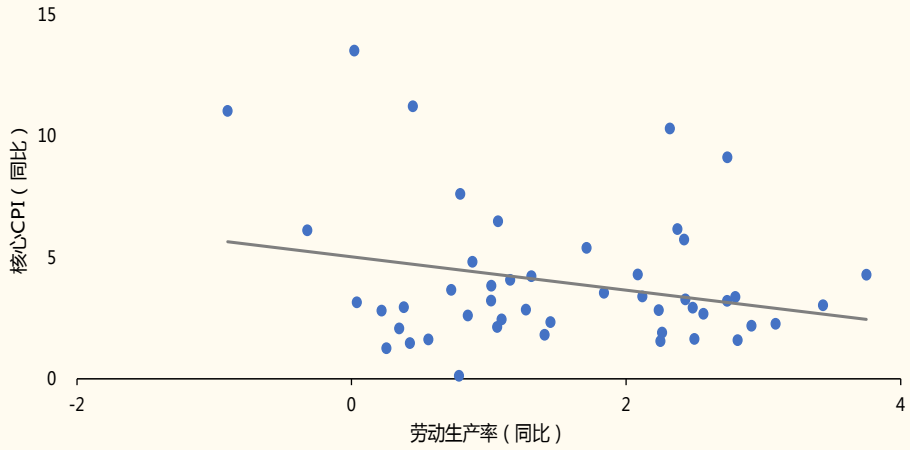
*图表 3：菲利普斯曲线在金融危机后效果不太显著*




来源：Wind，国金证券研究所

**从结构化程度来看，全球化推进的科技技术快速发展令供给曲线平坦化。首先，**技术创新直接影响到信息和通信技术的价格变化，导致电脑和家用电子产品的价格持续下降。**其次，**全球贸易的开放加速了全球化和技术进步，技术的快速发展降低了创建新公司的壁垒，改变了消费者搜索和比较产品价格的方式，促使消费者能够获益于高透明度市场，从而影响整个市场的产品价格。**第三，**技术通过诸如自动化等替代劳动力来提高生产率，从而影响通货膨胀。美联储主席格林斯潘（Alan Greenspan）曾经在 2005 年美国国会的证词中说：“过去十年来，美国和世界许多其他国家经历了低通货膨胀率和强劲的经济增长，归因于信息技术水平的大幅提高和数字经济的快速发展，尤其是在美国，这种技术提高了生产率的增长，抑制了单位劳动力成本，并有助于抑制通货膨胀压力。”生产率的提高直接转化为生产成本的降低，从而延缓通货膨胀的上升。

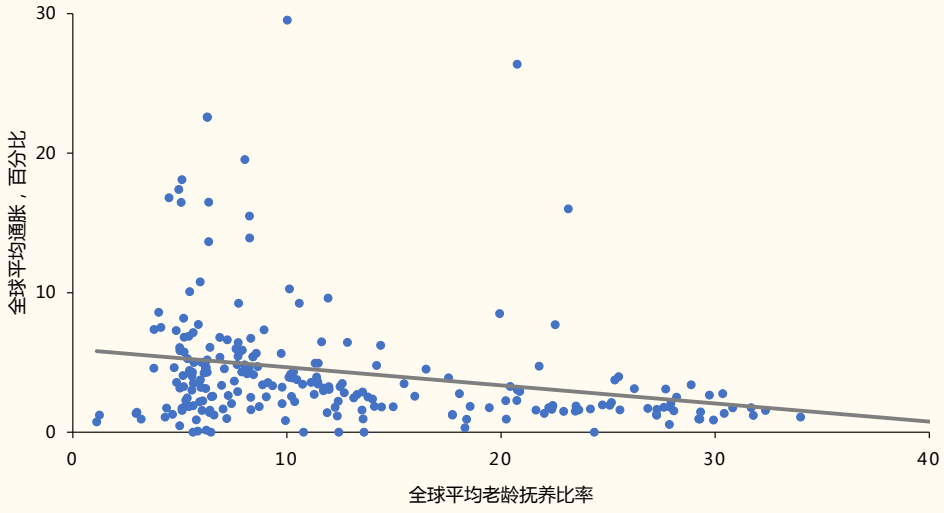
**图表 4：科技对全要素生产率的提高抑制了劳动成本**




来源：St. LouisFed，国金证券研究所

**人口老龄化对通胀呈下行压力。**一些国家的人口老龄化趋势近年呈递增态势，而部分国家的老龄化已经持续了相对较长的时间，比如日本和意大利，数据显示，高收入国家人口增长自 1961 年的 1.48%后一路下行到 2019 年为 0.44%，低收入和中等收入国家人口增长也从 1966 年的高点 2.45%下降到 2019 年的 1.20%，美国人口增长率从 1961 年的 1.66%回落到 2019 年的 0.47%。日经济学家藤田茂(Shigeru Fujita)和藤原一平(Ippei Fujiwara)在研究中探讨了日本劳动力老龄化和通缩压力之间的因果关系。他们的观点是，在一个技能因人而异的经济环境中，越来越多失去工作的老员工也失去了公司特有的技能，新人只能从事初级工作，对年轻工人的工资产生了负面影响，造成了长期的通货紧缩压力。随着劳动力人口的减少，预期寿命的延长，将拉低潜在的增长和总需求，如果货币政策不能做出及时的反应，过低利率可能会导致家庭的储蓄率大幅增长，投资的减少会对自然生产率产生长期下行压力。我们通过将 2010 年至 2019 年之间的平均通胀率和平均老年抚养率做出回归，证明了老龄化和通胀呈反比关系。

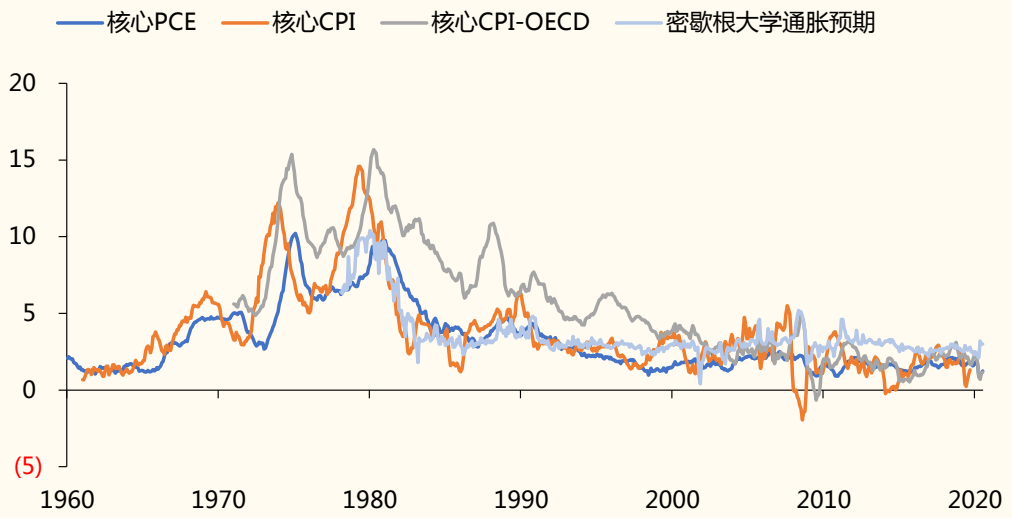
**图表 5：全球老龄化和通胀呈反比**




来源：St. LouisFed，国金证券研究所

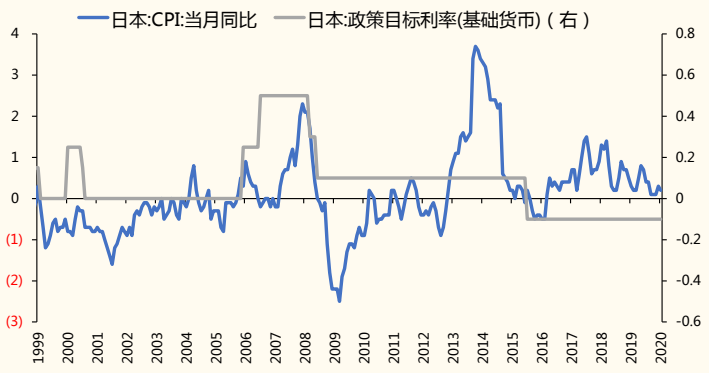
**从货币层面来看，次贷危机后非常规政策对通胀的拉动作用有限。**从历史上来看，次贷危机后，各国中央银行为了能够使经济摆脱困境，实施“负利率”政策，通过“征税”替代“利息”，目的是为了促使商业银行和储户将资金流入企业和消费，从而达到提振消费需求和支持实体经济发展的效果。欧洲央行于2014年6月宣布实施负利率政策，将隔夜存款利率降至-0.1%，虽然短期刺激了经济的回升，但随后由于欧央行货币政策和财政政策的不匹配，对各国的约束能力较弱，各国政府债务融资大幅扩张，出现主权债务偿付危机。为把经济从衰退和通缩拉出，欧央行于2015年启动QE，随后欧元区的通胀中枢有所上行，但大部分时间都维持在2%以内的低通胀区间。日本央行也探索了零利率和量化宽松操作，再加上近十年来逐步完善的通胀目标承诺制，构建了“QQE+YCC+2%通胀目标”的货币政策框架，主要通过压低名义利率，提升通胀预期来带动信贷和产出缺口的回升，但通胀近两年仍然在低位徘徊。费雪在1896年提出了零利率下限约束，指出如果经济人将货币借出反而收到负的利息，那么居民会倾向于持有现金，投资会因无法融资而下降。由于市场对未来货币政策空间感到担忧，则会降低他们的通胀预期，而通胀预期则会进一步压低通胀，导致日本央行投放的流动性都堆积在银行账户中，并没有投入到实质的消费和投资中，无法对通胀形成提振。

*图表 6：全球通胀在1980年后震荡下行*



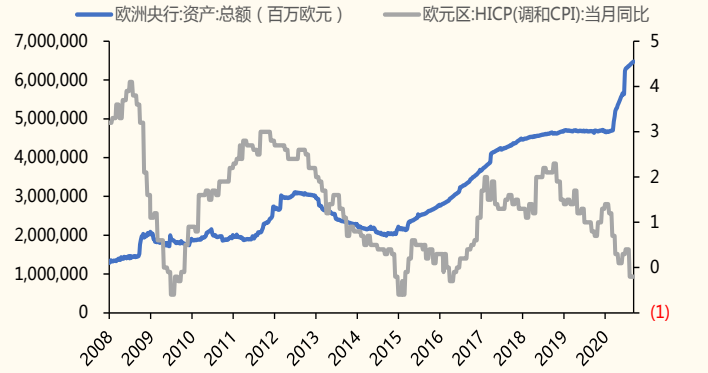

来源：Wind，国金证券研究所

*图表 7：日本CPI仍在低位震荡*




来源：Wind，国金证券研究所

*图表 8：欧元区调和CPI和资产总额反向背离*




来源：Wind，国金证券研究所

**我们需要注意到由低利率所支撑的经济低速增长和资产市场繁荣是脆弱的，高债务、资产市场非理性繁荣和社会贫富分化通常会对通胀形成下行压力。**

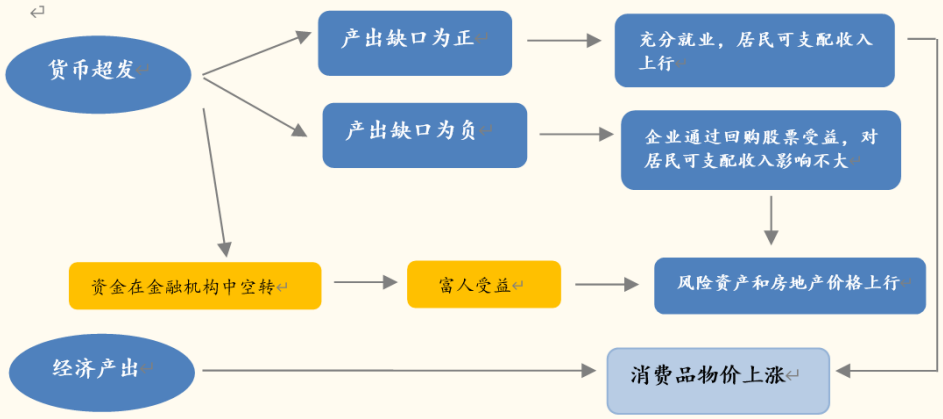
**1）2008 年后利率调控机制改革—>导致信用货币派生受阻。**在次贷危机之前，美联储主要通过公开市场操作来保证联邦基金利率向其目标水平收敛。另外两个工具即贴现窗口和超额准备金率，分别构成了联邦基金利率的上下限，贴现窗口只有在商业银行为应付准备金不足的特殊情况下才会被使用，而超额准备金率在 2008 年之前一直维持在 0，这意味着美联储对超额准备金不支付任何利息，银行对于将多余的资金放在超额准备金账户的意愿较低。金融危机后，美联储进行了大规模资产购买计划，为了鼓励银行有意愿去持有准备金，美联储于 2008 年 10 月开始对银行的超额准备金付息，促使商业银行将大量流动性作为超额准备金存放于其在美联储的准备金账户，其结果就是尽管美国处于低利率的状态，但是银行信贷和 M2 的增长速度远低于基础货币，导致货币派生处于失效的状态。

***图表 9：超额存款准备金率在 08 年后上行***




来源：Wind，国金证券研究所

***图表 10：货币超发可以提振消费品通胀的路径***




来源：国金证券研究所

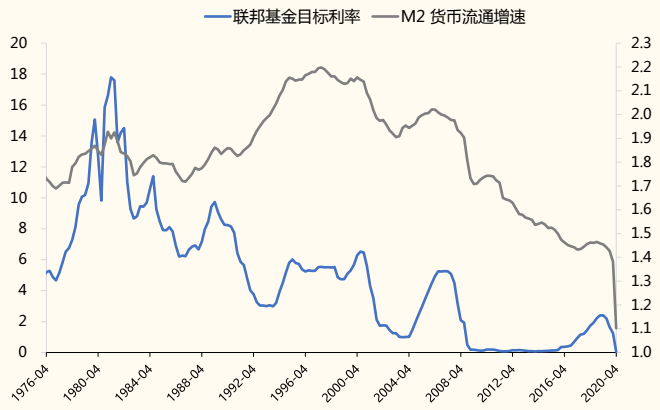
**2）货币派生受阻叠加信贷意愿下降—>剩余流动资金更多流向股市等资产投资。首先，**我们可以发现在 2000 年之后，美联储的资产负债表扩张只是很短暂了刺激了一下 M2 货币流通增速，但流通增速整体仍然呈下行趋势，低利率促使政府债务和居民债务不断增加，导致经济中的居民可支配收入中很大一部分都用来还款债务，而不是转移到生产性的投资中。**其次，**2008 年后美股上市公司回购规模不断攀升，根据标普道琼斯指数的数据统计，近十年间美股的股票回购金额达到了 51，600 亿美元，其中信息技术、金融、消费品行业位居前三位，回购的资金来源主要通过发债和海外利润的回流，由于需求缺乏，难以流入到实体经济中。

***图表 11：金融危机后，美国股市和房地产指数经历了快速反弹***



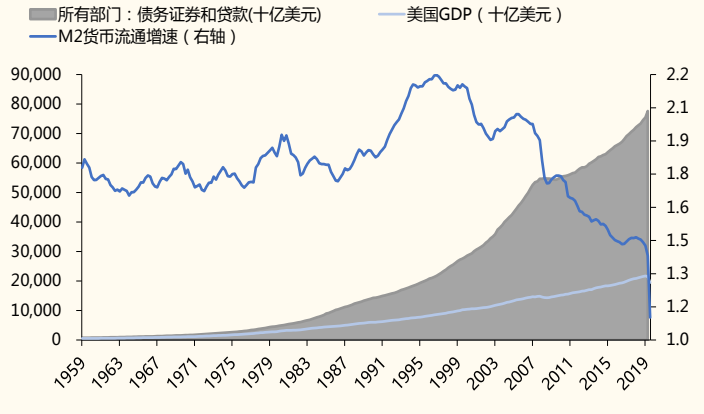

来源：Wind，国金证券研究所

***图表 12：M2 流通增速在 08 年之后震荡下行***




来源：St. LouisFed，国金证券研究所

***图表 13：债务压制了 M2 流通增速***

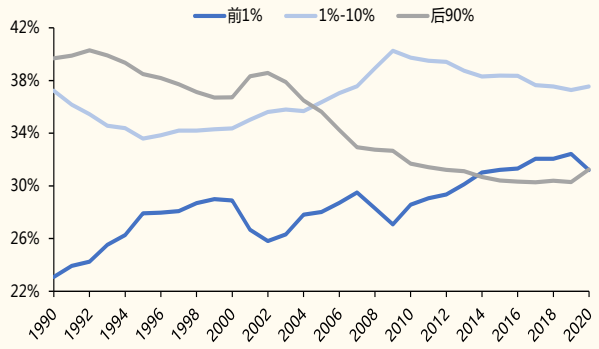



来源：St. LouisFed，国金证券研究所

**3）量化宽松加大房地产和股市等资产投资—>贫富差距加大，形成“通胀不平等”。首先，**从财富构成角度来看，3 月以来，美联储推出了一系列包括降息、无限量购买国债及 MBS 以及各种信贷市场投放工具，引导长期利率持续走低，风险资产和房地产受到了一定的刺激，但这种刺激并未能惠及普罗大众。美联储数据显示，财富最多的 1%的人在股票和共同基金占据 52%的份额，财富最

多的 10%的人占据份额 87%，剩余 90%的人在量化宽松的货币政策中受益甚微；另外，财富最多的 10%的人在房地产占据 44%的份额，财富底层 50%的人，只占据 13%的份额。宽松的货币政策无法直接给劳动力市场带来红利，所以意味着剩下 90%的人也无法在过去 10 年中获得和股市收益相匹配的薪资增长率。**其次，**由于市场预期金融资产会在宽松的流动性中受益，所以流动性在分流过程中更青睐于投资品，以至于低收入群体所需的一般生活品很难出现大幅通胀，而普通消费品占通胀的权重较高，只有当整体消费能够持续增长时，才能实现较高的通胀率，08 年之后“贫富差距”整体促使通胀中枢下移。

**图表 14：美国家庭财富分布**



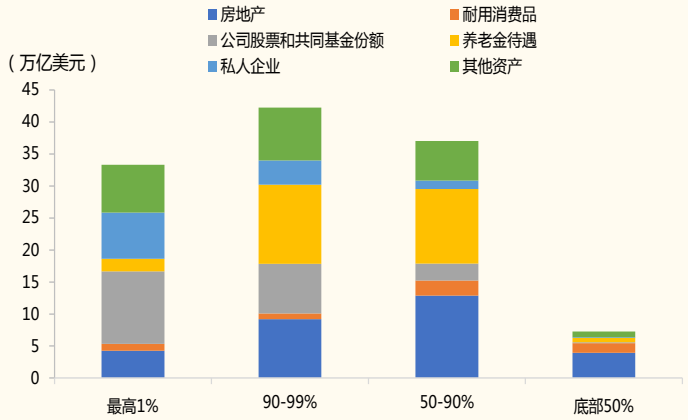

来源：美联储、国金证券研究所

**图表 15：美国居民财富构成表**

| 财富构成 | 最高 1% | 90-99% | 50%-90% | 底部 50% |
|---|---|---|---|---|
| 房地产 | 4.27 | 9.21 | 12.89 | 3.95 |
| 耐用消费品 | 1.06 | 0.89 | 2.36 | 1.48 |
| 公司股票和共同基金份额 | 11.33 | 7.75 | 2.64 | 0.16 |
| 养老金待遇 | 1.97 | 12.36 | 11.63 | 0.68 |
| 私人企业 | 7.22 | 3.79 | 1.34 | 0.12 |
| 其他资产 | 7.47 | 8.28 | 6.19 | 0.87 |

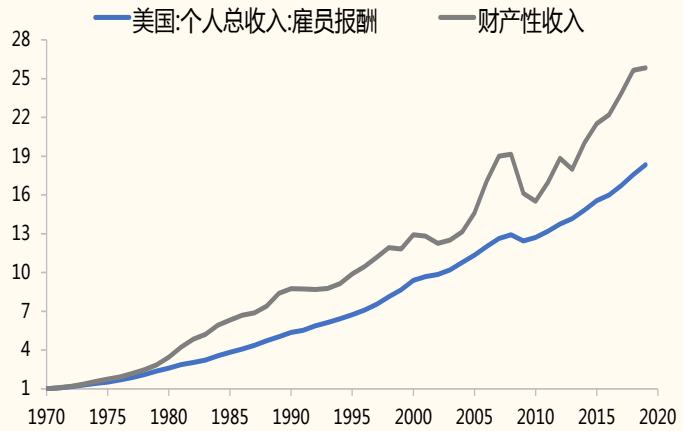
来源：美联储、国金证券研究所

**图表 16：最富有的 1%持有最多公司股票**




来源：美联储、国金证券研究所

**图表 17：薪资收入和股票收益对比**




来源：wind、国金证券研究所

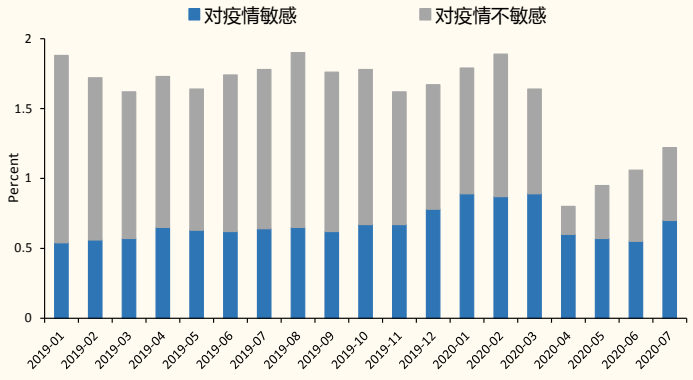
## 三、 后疫情时代美国通胀的路径是什么？—“低位高区间”震荡

### 1. 短期供给需求端快速修复，但内生性动力不足

**根据旧金山联邦储蓄银行的测算，对疫情需求敏感的指标出现回升，表明短期通胀低点已过。**9 月 3 日旧金山联邦储蓄银行发布了《A Simple Framework to Monitor Inflation》，主要提出了一个监测通胀的框架，使用分类变量的简单线性回归。文章表明与疫情相关的中断可能导致商品和服务的供求关系发生变化，其结果是无论是强制性还是自愿性的社会隔离均导致对许多产品需求的减少，尤其是餐饮和旅游业。同时，许多员工仍然无法安全返回工作场所，限制了可

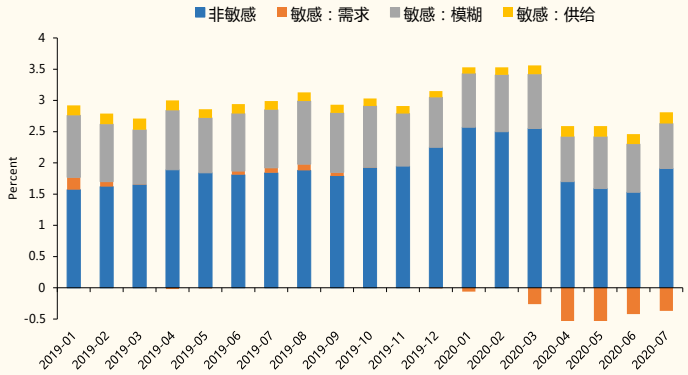
生产的商品和服务的数量。为了研究供求因素的不同作用，将核心 PCE 膨胀分为对疫情敏感和对疫情不敏感两大类别，其中对疫情敏感的类别继续细分为对需求敏感和对供给敏感两小类别，其测算结果表明疫情后核心个人消费价格指数的下降主要归因于需求部门出现负增长，需求敏感的分类在经历过 4 月和 5 月的大幅回落后，虽然仍处于负值，但现在出现企稳回升的走势。

**图表 18：对疫情敏感和对疫情不敏感两大类别**




来源：旧金山联邦储备银行，国金证券研究所

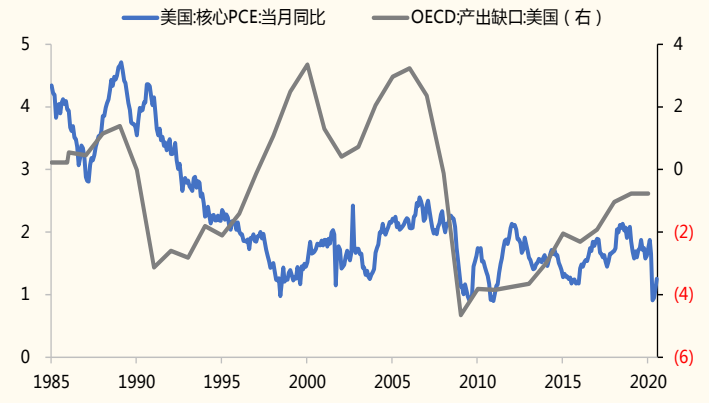
**图表 19：需求部门的负增长对通胀形成抑制**




来源：旧金山联邦储备银行，国金证券研究所

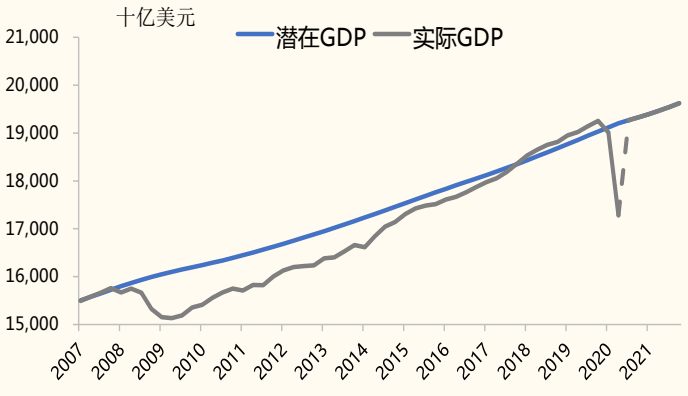
**但从产出缺口来看，内生性动能依然偏弱，预计整体产出缺口仍然处于收窄区间，对下一步通胀回升形成制约。**根据新凯恩斯“三角模型”，经济的产出缺是供给和需求的相对强弱的指标，也就是实际产出和潜在产出的差值，这意味着当产出缺口扩大时通胀压力上升，反之当产出缺口收窄时通胀压力下降。在 2020 年 1 月，也就是疫情爆发之前，美国国会预算办公室预计今年实际 GDP 将超过潜在 GDP。但 7 月份修正后预测显示，2020 年上半年实际 GDP 将大幅下降，下半年将出现部分复苏，随后复苏速度将放缓。根据修正后的预测，2021 年第四季度的实际 GDP 仍将比潜在 GDP 水平低 3.4%。

**图表 20：产出缺口未来可能出现下行**




来源：Wind，国金证券研究所

**图表 21：实际 GDP 低于潜在 GDP**

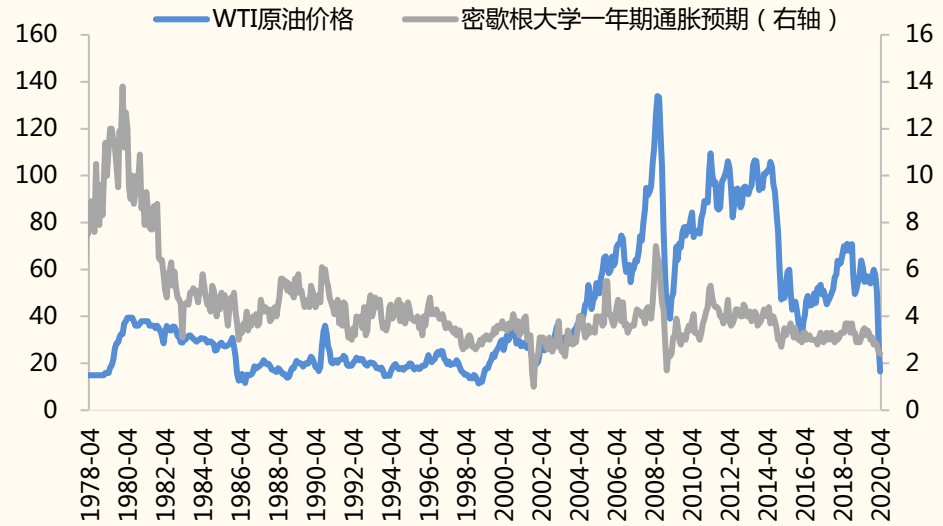



来源：St. LouisFed，国金证券研究所

**未来，大宗商品价格将成为左右通胀的主要边际因素。**自 2 月份以来，世界原油价格的暴跌对美国的通货膨胀预期造成了一定的负面影响，我们对 WTI 原油价格和密歇根大学一年期通胀预期两者相关做出回归，其数据显示即使是 08

年金融危机之后，两者之间的相关性高达 0.83。随着 OPEC+持续减产，沙特对减产执行不达标国家持续施压，美国页岩油产能受低油价影响持续被动减产，全球原油需求随各经济体推进复工进程持续恢复，在疫情二次爆发对需求的影响边际减弱的背景下，油价有望企稳。由于原油是经济的主要投入，如果投入价格上行，那么最终产品的成本也将跟随上行，公司将部分成本转移给消费者，导致最终对消费者价格通胀产生整体的连锁反应，尤其是在目前温和的通胀背景下，能源价格波动将有望成为驱动预期通胀的回升的主要边际因素。

**图表 22：WTI 原油价格和通胀预期之间的相关性较强**




来源：Wind，国金证券研究所

**图表 23：原油近期事件回顾**

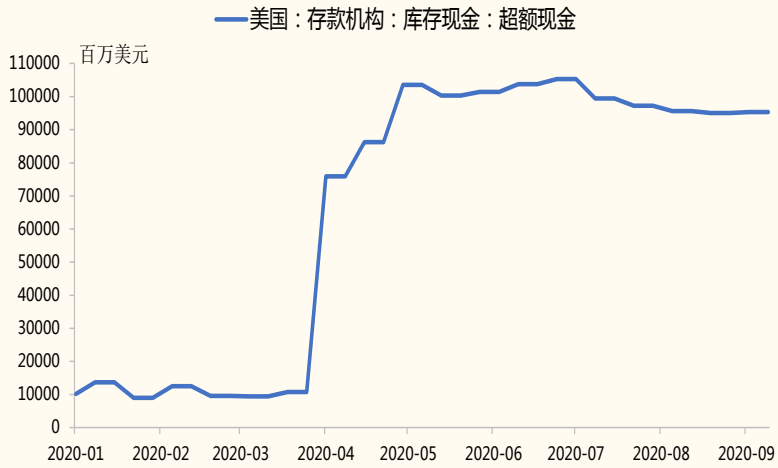
| 时间 | 事件 |
|---|---|
| 8 月 23 日 | 随着双风暴“马尔科”和“劳拉”逼近，墨西哥湾的时候生产商关闭了 82%（逾 100 万桶）的海上石油生产，受此消息影响，原油价格在 8 月 25 日达到近 6 个月来最高水平，WTI 原油 10 月期货报 43.3 美元/桶，布伦特原油 10 月期货报 46.32 美元/桶。 |
| 8 月 27 日 | 俄罗斯总统普京在接受采访时表示如果油价再高一点会更好，这暗示俄罗斯将在一段时间内继续实施减产协议。 |
| 8 月 31 日 | 随着经济复苏趋于平缓，原油全球需求疲软，阿联酋阿布扎比国家石油公司将把 10 月份对所有客户的出口配额削减 30%；由于中国减少石油进口，波斯湾-亚洲航线超大型油轮的订单处于 5 年来的最低水平。 |
| 9 月 9 日 | 原油市场供过于求，全球冠状病毒病例持续增长；美国暑期驾驶高峰期结束；沙特阿拉伯预期在 10 月削减其出口原油价格令原油市场承压，纽约原油大幅下跌，创 6 月以来最低收盘（每桶 39.78 美元）。 |
| 9 月 16 日 | 美国能源信息署公布的数据显示，美国原油库存意外大幅下降，减少 440 万桶，远高于 180 万桶的预期；美国因飓风“莎莉”的影响关闭墨西哥湾 26.87%的石油生产，因飓风造成供应中断的担忧为价格提供了支撑。 |
| 9 月 18 日 | 欧佩克及其减产同盟国每月一次的部长级联合市场监测委员会（JMMC）会议周四（9 月 17 日）举行，强调完全遵守减产协议，要求几个在减产协议履行方面不佳的参与国将补充减产时间延长到 2020 年 12 月底，为了达到市场再平衡以及实现石油市场长期稳定性。 |
| 9 月 28 日 | 9 月 21-9 月 25 日油价受到利比亚恢复原油出口的消息以及欧洲疫情二次爆发的影响小幅下跌，欧洲二次疫情，多国采取更严限制措施，经济复苏忧虑令市场再度承压，预期原油的供应会继续增加，但需求方面将继续疲软。 |

来源：公共信息整理，国金证券研究所

## 2. 中长期结构性因素抬高通胀中枢，但货币层面对其形成抑制

**财政政策对实体经济的救济停滞，货币政策传导效率下降加剧贫富差距，导致整体通胀下行。首先，**首轮财政刺激法案中的绝大多数救助政策已经在 8 月之前到期，这意味着失业群体自 7 月底后就将失去联邦每周 600 美元的额外补助金。特朗普政府签署的行政令虽然在名义上延长了每周 300 美元的联邦补助，但至今并未完全落实发放。9 月 23 日美联储主席鲍威尔和财政部长姆努钦一同出席的众议院听证会上，两人均强调了后续财政刺激计划的重要性。但两党隔阂让新一轮大规模财政刺激计划的出台变得十分困难。如果财政政策没有在低收入居民最需要的时刻“雪中送炭”，那么疫情的二次爆发可能会加剧劳动力的脆弱性，商品价格面临下行压力。**其次，**正如我们前者所述，2008 年之后由于美联储提高了超额准备金率，商业银行更愿意将资金放在超额准备金中，导致货币基本在银行体系内堆积或者在风险资产中。我们可以发现疫情过后，3 月底美国存款机构超额现金出现了大幅上涨，从 3 月 25 日的 107.46 亿美元迅速攀升到 4 月 1 日 759.06 亿美元，截止到目前仍然处于 963.13 亿美元的高位。根据 Institute for Policy Studies 发布的数据显示，截至 9 月 18 日，美国亿万富翁的财富增加了 8,450 亿美元，增幅为 29%。与此相对的是私营部门普通员工的集体工作收入下降了 4.4%左右，在财政政策对实体经济的救济停滞的同时，风险资产的分流加剧了贫富差距，将拉动整体通胀下行。

***图表 24：美国超额现金储存在疫情后大幅上行***




来源：Wind，国金证券研究所

**从结构性因素来看，逆全球化抬高通胀中枢。首先，逆全球化背景下，各国成本比较优势弱化。**在全球化的背景下，各国由于在资源等要素方面存在差异，促使生产商品中存在着相对比较优势，通过资源最优配置，最终实现生产效率最大化。对比之下，逆全球化是指全球经济发展到一定的阶段后出现不同程度和不同形式的市场再分割现象。近期民粹主义的抬头，加快了全球贸易的矛盾，具体体现为在国际间对商品、资本和劳动力等要素流动设置各种显性及隐性障碍，导致之前全球化带来的高效率、低成本效应逐步减弱，抬高全球通胀中枢。**其次，加快制造业回流对美国通胀形成上行压力。**近几年来，美国公司的资本投资形势加速从重工业向消费者服务和信息技术的转变。美国的资本支出已发展为偏重于技术的支出，超过一半的商业支出来自信息处理设备和知识产权产品。科技股目前的市场份额正在上升，而能源结构等传统资本支出领域的市场份额也在下降。疫情过后以不包括飞机在内的非国防资本订单出货量衡量，美国的核心业务投资支出经历了快速的 v 型复苏，数据显示，在经历 7 月核心资

本订单增长 2.8%之后，8 月继续增加 1.5%，但技术进步的代价就是就业流失。未来看，无论是特朗普还是拜登上台，均主张制造业回流，解决当前美国劳动力市场结构性问题，随着本土的劳动力成本提升，企业的生产成本也将上行，再进一步转嫁给消费者，带动物价水平中枢提升。

**图表 25：美国核心资本订单迅速恢复**



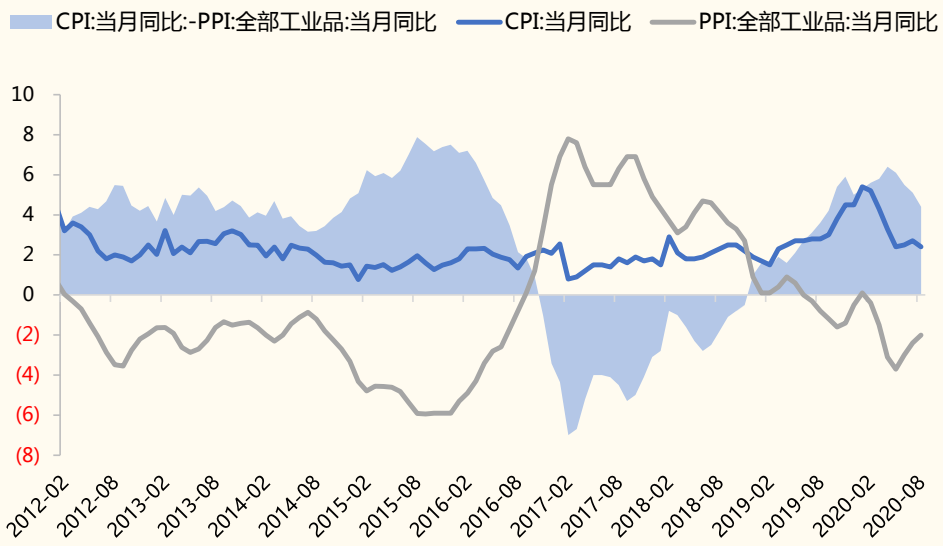

来源：Wind，国金证券研究所

## 四、 中国通胀影响几何？—预计未来通胀温和回升

### 1. 从总量供需层面，全年物价水平低位波动

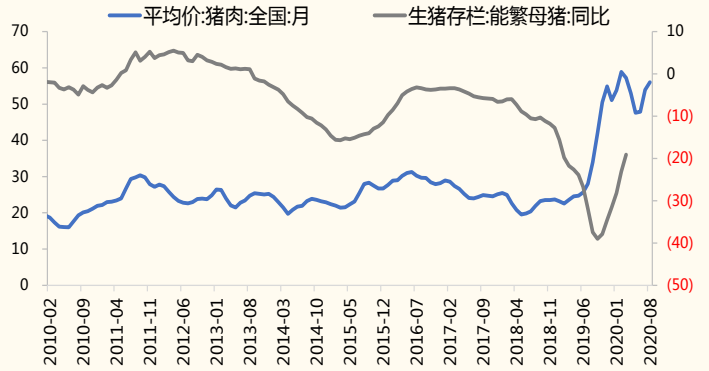
**从总量供需层面来看，CPI 和 PPI 剪刀差回落，全年物价温和回升。**8 月 CPI 同比 2.4%，涨幅回落 0.3 个百分点，重回下行通道，其中食品价格稳中有跌，猪肉同比较上月大幅下降，推动 CPI 回落。8 月 PPI 当月同比跌幅收窄至-2.0%，主要原因在于全球经济回暖，大宗商品价格上涨带动国内工业品价格上升，市场需求继续恢复，原油、煤炭、黑色金属、有色等多种工业品价格上涨。**从 CPI 角度来看，**1）能繁母猪存栏在去年 9 月已显拐点，出现大幅上行，近期猪肉进口大幅增长以及中央再次投放 2 万吨中央储备冻猪肉，各种因素表明食品价格上涨的概率并不大。2）受疫情以及今年各种天气影响，近期粮食价格出现一定上涨，但农业部公布的数据显示今年秋粮面积预计超过 12.8 亿亩，比上年增加 800 万亩，特别是东北地区高产作物玉米增加较多。全年粮食产量有望高位增长缓解通胀压力。**从 PPI 角度来看，**二次疫情爆发对工业品需求的影响边际减弱，随着全球经济的企稳回升，PPI 跌幅收窄但短期难以走出通缩。

**图表 26：CPI 和 PPI 剪刀差回落**



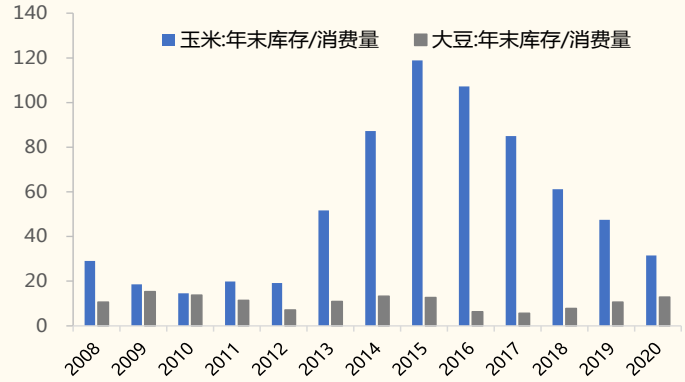

来源：Wind，国金证券研究所

**图表 27：能繁母猪存栏上行对猪肉未来价格形成抑制**




来源：Wind，国金证券研究所

**图表 28：大豆库存仍然处于较高的库存位置**



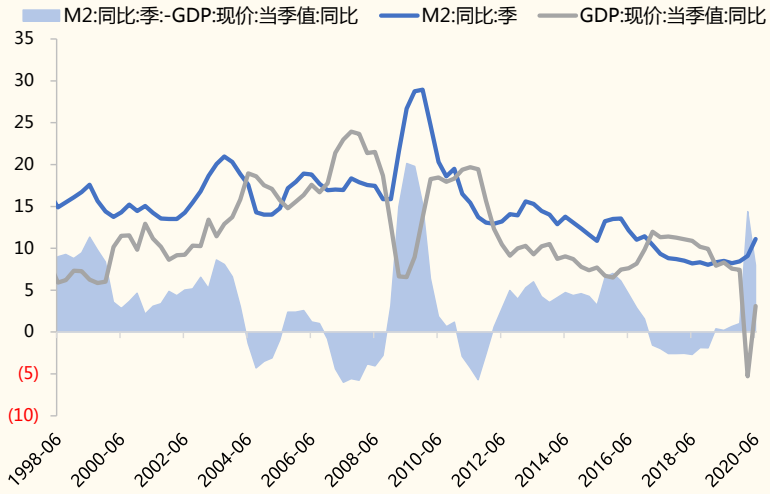

来源：Wind，国金证券研究所

## 2. 货币层面对通胀提振有限

**从货币层面来看，货币政策刺激力度明显弱于金融危机时期，并未超发，不存在通胀压力。首先，疫情爆发之后，央行坚持实施正常的货币政策。**今年前 8 个月，中国央行缩表 6078 亿元人民币，但中国银行业扩表 22.62 万亿元人民币，相比于美联储扩表 2.82 万亿美元和美国银行业扩表 2.27 万亿美元的背景下，本轮货币货币政策刺激更多的是强调精准滴灌和直达实体经济，对金融资产价格提振有限。**其次，当前货币政策力度已经基本回归常态。**在央行货币政策委员会召开 2020 年第三季度例会上，政府对未来货币政策的导向发生较明显的调整，2 季度其表述为“稳健的货币政策要更加灵活适度，把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置，坚持总量政策适度，促进金融与实体经济良性循环，全力支持做好“六稳”“六保”工作”。但在 3 季度例会上对其表述改为“稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向”。我们通过以 M2-名义 GDP 增速来表示货币超发程度，虽然该指标在 1 季度高达 14.40%，但在二季度已经出现回落，随着我国疫情防控与经济社会运行持续向好，当前国内货币政策力度已经发生边际收紧，预计 4 季度名义 GDP 继续回升，M2 同比相对保持稳定，M2-GDP 同比进一步回落。另外，如果欧美对于疫情的二次

爆发没有采取及时的措施，即使中国供给端快速修复，在受外部环境影响较大的背景下，需求端改善放缓，也将对通胀呈下行压力。

**图表 29：M2 和 GDP 之间差值将进一步回落**

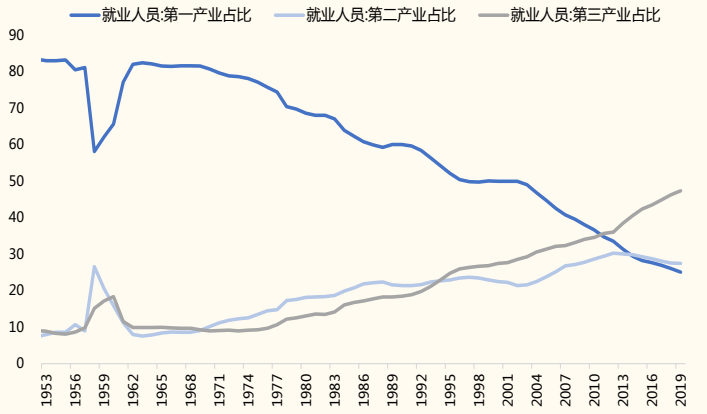



来源：Wind，国金证券研究所

### 3. 人口红利消退、逆全球化和城镇化率提升压低通胀整体水平

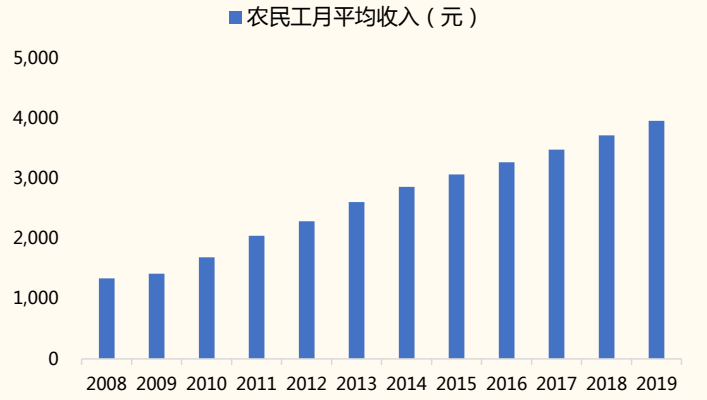
**从结构性层面来看，虽然中国已经跨过“刘易斯”第一阶段，并进入第二阶段，但人口老龄化和劳动力市场的转移节奏放缓对整体通胀上行形成压力。**中国经济发展一直遵循着二元经济结果模式，21 世纪之前，极为丰富的劳动力资源使得中国的劳动力从传统农业部门中释放并投入到工业部门的劳动生产中，实现了经济的高速增长。根据刘易斯的边际生产率理论，当农业部门的边际劳动生产率不断发展后，农村部门的产出从 0 开始上行，意味着刘易斯第一拐点的阶段到来，而这个阶段整体工资的上涨通常会带动整体通胀上行。结合我国目前的情况，从数量标准来看，我国农村剩余劳动力出现明显回落；从工资标准来看，05 年的“民工荒”和“涨薪潮”则主要由于劳动力市场供求变化导致了实际工资的上涨；从城镇登记失业率来看，我国的城镇失业率在 09 年之后持续下降，各项数据表明中国正式进入刘易斯第二阶段。但从未来看，我国通胀压力中枢回落。主要由于：**1）逆全球化+劳动力优势逐步出清。**在之前的全球分工体系中，中国在劳动密集型产品具有一定的优势，但随着中国对产业升级和对科技的需求的增加，劳动密集型产业转移到了相对便宜的其他国家。不同于美国作为消费大国，逆全球化对其带来通胀压力，中国作为一个生产国，产业转移叠加逆全球化将加快改变中国的产业结构，劳动力从贸易部门转向非贸易部门，进而拉低服务业价格，给国内带来通缩压力。2）**人口红利的消退。**人口老龄化导致整体消费升级动能边际回落，这意味财富的转移换代增速放缓，拖累通胀。**3）城镇化率还在不断提升。**由于大量的农村劳动力进入到城市，农业的发展可能会出现没有足够的人力资本对其进行支撑，与此同时，截至 2019 年年末，我国户籍人口城镇化率为 44.38%，远低常住人口城镇化率 60.5%，表明“人户分离人口”状态加剧，将进一步造成城乡差距拉大和福利不平等，随着工业部门的产能开始过剩，拖累工业部门的整体平均水平。

图表 30：第一产业占就业比重在 2010-2013 年低于第二和第三产业占就业比重



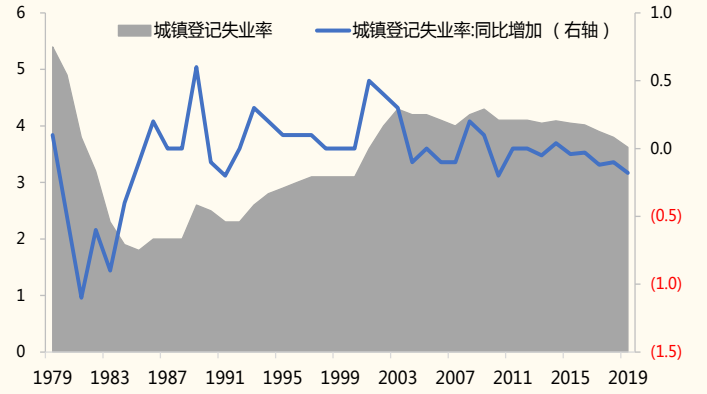

来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：农民工收入上行



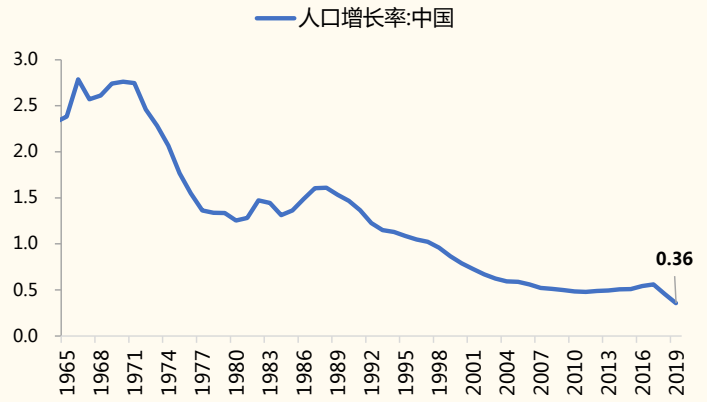

来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：城镇失业率下行




来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：人口红利消退




来源：Wind，国金证券研究所

## 五、 通胀对货币政策影响有限、经济的恢复和政策的退出对股债影响较大

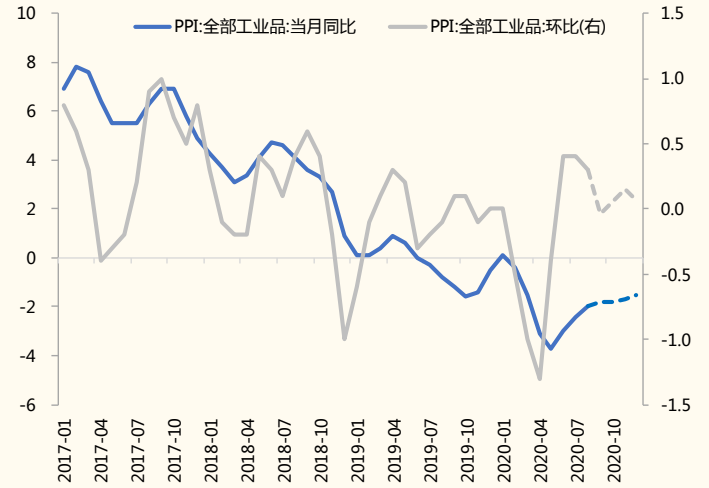
### 1. 本轮通胀将不成为影响货币政策主要因素

**首先，**猪肉四季度供需关系将进一步缓和。农业农村部在 9 月 15 日发布，8 月份生猪存栏同比增长了 31%，母猪存栏同比增长了 37%。猪肉价格在供给改善和去年高基数背景下回落趋势确定，后期将成为 CPI 回落的主要因素。**其次，**鲜菜价格受季节性因素的影响上涨不可持续。**第三，**虽然在需求边际修复的背景下，四季度 PPI 通缩幅度收窄是大概率事件，但 9 月以来原油价格再次明显下跌，以及外围各种不确定因素的扰动将对 PPI 的修复形成延缓，年内走出同比通缩仍有一定的困难。在通胀涨幅温和背景下，对长端利率的提振有限，对货币宽松不会形成约束。

**关于货币政策：预计再定向降准一次，幅度 50bp。内部因素：中小银行负债成本压力相对更大，降准提供流动性的必要性有所上升。外部因素：中美关系的不确定。**当前来看，货币政策已经渡过应对危机时期，提供流动性已经不是主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避免流动性过于宽

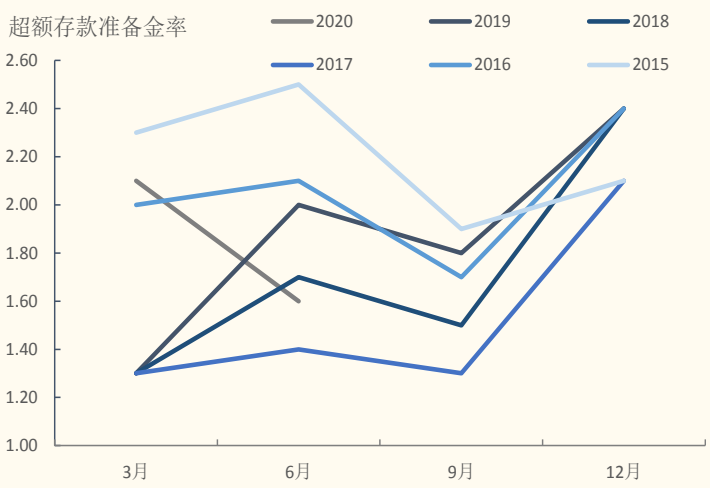
松造成可能的金融市场风险。金融系统让利 1.5 万亿元，属于站在银行角度（信贷供给端）来看，但能不能落实还需要看企业融资需求（信贷需求）。因此，货币政策还需要引导成本下降。**从内部因素来看，**从降低实体经济融资成本角度来看，货币政策要引导资金成本的下调。与大型银行相比，中小银行负债成本压力相对更大。定向降准可以增加中小银行超额准备金规模，部分减少对外部资金的依赖，改善信用扩张条件，避免实体经济融资成本的走高。当前超储率相对偏低，降准提供流动性的必要性有所上升。为引导实体经济融资成本的下降。**从外部因素来看，**一方面世卫组织和疾病专家普遍认为，即使年底疫苗能够问世，但也要到明年二三季度甚至年底才可能普遍接种，疫情的二次爆发可能会放缓中国复苏的动力。另一方面，当前美国大选仍然存在着不确定性，货币政策需要为中美关系的异常变动预留相应的政策空间。

*图表 34：今年 PPI 同比逐步改善，但预计仍是负值*




来源：Wind，国金证券研究所

*图表 35：今年二季度超储率反季节性回落（%）*




来源：Wind，国金证券研究所

**2. 流动性的边际变化导致股、债估值同向变动概率上升**

**对债市的影响：4Q2020 长端收益率进一步上行空间不大。**2020 年 5-8 月，中国经济逐步从疫情中恢复，货币政策宽松的主要发力点从“价”转向“量”，以及通胀预期和风险偏好的回升，带动长端债券收益率从低点大幅回升。但在 4Q 的宏观报告中，我们认为 10 年期国债收益率时进一步上行空间不大。判断理由在于：第一，CPI 进一步回落，中枢下移，PPI 通缩收窄，但仍然处于通缩区间内，保持震荡；第二，货币政策降准导致短端利率下行，带动长端利率下行。第三，中美关系的不确定性和疫情的二次冲击可能会带动风险偏好下行。

**对股市的影响：经济的恢复和政策的退出形成拉锯。**疫情对国内企业利润的冲击最坏的时间主要在一季度，对出口企业的冲击主要在二季度；宏观层面，名义 GDP 增速是利润的同步指标，而信用供给是名义 GDP 的领先指标。4 季度，海内外经济都将从疫情中恢复，名义 GDP 增速回升至正常水平的概率较高，这意味着总量上的企业利润改善的路径较为清晰。根据股利贴现模型，如果货币转向宽松，估值有望再度得到支撑，市场有望再度走强。

**风险提示：**

1. 疫情二次爆发对全球经济影响的不确定性上行；
2. 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
3. 中美冲突进一步加剧，对人民币汇率形成较大影响。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH