

【宏观专题】

全球化的必考“课”

——中国企业汇兑损失的思考

- ❖ **核心观点：**去年 4 月以来人民币持续走升，四季度升值明显加速，推动 A 股非金融上市企业汇兑损失扩大。去年下半年，样本企业汇兑损失占归母净利润比例达 5.2%，对盈利形成阶段性拖累。在人民币偏强仍在延续的背景下，市场开始关注汇兑损失是否会长期压制上市公司盈利。

我们认为，对此或无需过度担忧。**历史复盘显示**，汇兑损益波动的核心并非汇率波动本身，而是外汇敞口管理。人民币升值初期，企业可能“措手不及”，导致汇兑损失较大；随后伴随企业调整套保和敞口安排，盈利拖累通常边际缓和。**海外成熟市场经验也表明**，企业国际化程度提升往往伴随着汇率风险管理体系的逐步完善，其重点不是“赌单边”，而是控制敞口。未来随着中国企业出海深化，汇率管理有望从以外汇衍生品为主的金融套保，进一步走向资产负债币种匹配、收入成本自然对冲等系统化框架。

- ❖ **（一）现状观察：2025 年下半年汇兑损失达到净利润的 5.2%**

2025 年下半年，全 A 非金融企业汇兑损失规模快速上升，达到同期归母净利润的 5.2%；其同比增量约为 547 亿元，而同期归母净利润同比减少 545 亿元。换言之，汇兑损失的边际扩张基本相当于归母净利润的同比降幅，是当期盈利承压的重要解释变量之一。

- ❖ **（二）历史复盘：汇兑损益波动的主导因素是外汇敞口而非汇率**

历史复盘显示，人民币升值并不必然对应汇兑损失持续扩大，二者之间缺乏稳定的线性关系。

1) 重点关注两轮人民币升值周期。一是 2017 年 5 月至 2018 年 1 月，即期汇率由 6.9 附近升至 6.3 附近；二是 2020 年 6 月至 2022 年 3 月，即期汇率由接近 7.15 升至 6.3 附近。

2) 从时间序列看，汇兑损失通常在升值初期集中释放，随后边际压力趋于回落。以第二轮升值周期为例，2020 年下半年人民币即期汇率升值约 3.8%，汇兑损失占归母净利润比例降至-2.1%；而 2021 年上半年人民币升值幅度进一步扩大至约 4.4%，汇兑损失占比反而回升至-0.2%。

3) 从散点拟合看，汇兑损益占比与即期汇率水平本身的相关性较弱。2015Q1 至 2026Q1 的季度数据散点显示，汇兑损益占归母净利润比例与即期汇率季度均值之间的线性拟合关系较弱，拟合优度仅为 0.0005。

我们认为，其背后的核心原因或在于，公司通常会根据业务情况对外汇敞口进行套保和主动管理，因此人民币升值并不必然导致汇兑损失明显扩大。以上述两轮人民币升值周期为例，期间企业汇兑损失的阶段性走阔，或均与企业远期套保敞口的变化有关，第一轮更偏“主动押注”，第二轮更偏“被动暴露”。具体而言：

1) 第一轮升值周期中，汇兑损失走阔或主要源于企业在人民币贬值预期下主动增加美元多头敞口。①**从基本盘看**，出口收汇增长本身已推升企业外汇敞口。彼时境内银行代客涉外外币净收款为正，其中货物贸易项下 12 个月累计净收款达 1867 亿美元，同比增加 589 亿美元，反映出口企业外汇收入持续增长。②**从远期端看**，截至 2016 年 12 月，银行代客远期净结汇 12 个月累计规模为-848.5 亿美元，表明企业不仅未充分对冲，反而通过远期净购汇进一步增加美元多头敞口。

2) 第二轮升值周期中，汇兑损失初期走阔，或主要源于远期结汇未能及时覆盖外币收款增长。2020 年 6 月至 12 月，远期净结汇/外币净收款比例由 242.7% 降至 82.8%，显示企业远期套保覆盖程度明显下降。

3) 企业汇率风险管理或存在学习效应，第二轮升值周期中企业对风险敞口的调整或更为及时。数据详见正文。

- ❖ **（三）本轮跟踪：2026Q1 汇兑损失对盈利拖累或已显著减弱**

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：夏雪

邮箱：xiaxue@hcyjs.com

执业编号：S0360524070004

相关研究报告

《【华创宏观】如何思考美国通胀脱锚风险？》
2026-05-28

《【华创宏观】拐点—流动性量变的开始》
2026-05-21

《【华创宏观】旧尺难刻新舟，胜负定于中游——2026 年宏观中期策略报告》
2026-05-18

《【华创宏观】不一样的居民净资产修复》
2026-05-14

《【华创宏观】地缘扰动降温，美欧货币政策分化——全球货币转向跟踪第 13 期》
2026-05-13

本轮升值周期中，2025Q4 汇兑损失阶段性扩大后，2026Q1 其对盈利的拖累或已显著减弱。

1) 基于财务费用扣减其他分项估算，2026Q1 汇兑损益（负数表示费用）为-497 亿元，较去年同期 159 亿元汇兑收益同比多损失 657 亿元；但其占归母净利润比例仅为-5.7%，较 2025Q4 的-33.7%大幅改善。

2) 分行业看，汇兑损失拖累程度与境外收入敞口相关，高境外收入占比行业受影响更明显（图 9）。

3) 从未来风险管理角度看，梳理部分对外收入敞口较大的制造业上市公司公告可见，其近期公告的外汇衍生品交易额度基本覆盖全年境外业务毛利（图 10），有助于对冲境外利润端汇率风险。

❖ （四）海外经验：汇率风险管理是中国企业走向国际化的必修课

美日跨国企业的发展经验表明，收入全球化与外汇管理专业化通常相伴而行。对企业而言，汇率风险管理的核心并非判断汇率方向（不能“赌单边”），而是控制风险敞口。伴随企业出海不断深入，汇率风险管理也将从以外汇衍生品为主的金融套保，逐步延伸至资产负债币种匹配、收入成本自然对冲等更系统的风险管理框架。（数据详见正文）

❖ 风险提示：季度汇兑损益估算存在误差，汇率波动超预期

投资主题

报告亮点

- 1) 不简单线性外推“人民币升值=汇兑损失扩大”。本文通过历史复盘发现，汇兑损益与即期汇率水平本身相关性较弱，真正影响损益幅度和持续性的关键变量是企业外汇敞口及其管理方式。
- 2) 用两轮典型升值周期解释汇兑损失的形成机制。报告对 2017 年、2020-2022 年两轮人民币升值周期进行拆解，指出第一轮更偏“主动增加敞口”，第二轮更偏“套保覆盖滞后于外币收款增长”，从机制上解释汇兑损失为何多集中于升值初期。
- 3) 结合本轮数据验证汇兑拖累已有边际缓和迹象。基于财务费用分项估算，2026Q1 样本企业汇兑损失占归母净利润比例较 2025Q4 明显改善，显示本轮汇兑损失对盈利的拖累或已显著减弱。
- 4) 从海外经验延伸至中国企业出海的长期命题。报告引入美日成熟市场经验，说明汇率风险管理是企业国际化经营中的重要能力建设方向，并进一步提出中国企业未来或将从金融套保走向更系统的“金融套保+自然对冲”框架。

投资逻辑

- 1) 短期看，人民币升值加速确实对上市公司盈利形成阶段性扰动。去年 4 月以来人民币持续走升，四季度升值明显加速，推动 A 股非金融上市企业汇兑损失扩大。去年下半年，样本企业汇兑损失占归母净利润比例达 5.2%，成为盈利承压的重要扰动项之一。
- 2) 但汇兑损益的核心不在汇率方向本身，而在企业外汇敞口管理。历史经验显示，人民币升值并不必然对应汇兑损失持续扩大。升值初期，由于外汇敞口调整存在滞后，汇兑损失往往阶段性释放；随后伴随企业调整套保和敞口安排，盈利拖累通常边际缓和。
- 3) 中长期看，企业出海深化将推动汇率风险管理体系完善。海外成熟市场经验表明，国际化经营通常会对企业汇率风险识别、计量和对冲能力提出更高要求。未来中国企业汇率管理有望从以外汇衍生品为主的金融套保，进一步走向资产负债币种匹配、收入成本自然对冲等系统化框架。

目 录

全球化的必考“课”——中国企业汇兑损失的思考	6
（一）现状观察：2025 年下半年汇兑损失达到净利润的 5.2%	6
（二）历史复盘：汇兑损益波动的主导因素是外汇敞口而非汇率	7
（三）本轮跟踪：2026Q1 汇兑损失对盈利拖累或已显著减弱.....	8
（四）海外经验：汇率风险管理是中国企业走向国际化的必修课	10

图表目录

图表 1	全 A 非金融境外业务收入占比稳步提升	6
图表 2	去年下半年汇兑损失达到了净利润的 5.2%	6
图表 3	历史上汇兑损失多集中于升值初期	7
图表 4	汇兑损益占比与即期汇率相关性弱	7
图表 5	企业远期净结汇与外币净收款	8
图表 6	两轮升值周期中境外收入占比前五行业汇兑损益对比	8
图表 7	2026Q1 财务费用对盈利拖累边际减弱	9
图表 8	2026Q1 多数行业汇兑损失对盈利拖累边际减弱	9
图表 9	高境外收入行业汇兑损失对盈利拖累更明显	9
图表 10	境外收入居前的制造业企业外汇衍生品额度梳理	10
图表 11	成熟市场企业普遍使用衍生品	10
图表 12	90 年代有海外销售的美国企业使用外汇衍生品的比率已超六成	10
图表 13	受访日本企业汇率对冲工具使用率	11
图表 14	日本企业海外生产比率提升	11
图表 15	日本外向型龙头企业外汇损失对盈利的影响控制较好	11

全球化的必考“课”——中国企业汇兑损失的思考

去年四季度以来，人民币升值节奏加快并突破 7.0 关键关口，市场对汇率变动冲击上市公司盈利的关注明显升温。从去年年报和今年一季报来看，上市公司财务费用有所扩张，其中去年下半年 Wind 全 A 非金融上市公司的汇兑损失同比增量，一度达到归母净利润同比降幅的 100%。这也引出一个关键问题：若人民币后续延续偏强走势，汇兑损失是否会持续拖累出口企业盈利，影响幅度又有多大？本文将结合历史复盘与海外经验，对上述问题展开分析。

样本说明：为更准确刻画汇率波动对实体企业盈利的影响，本文重点考察非金融企业，选取 Wind 全 A 非金融上市公司作为研究样本，样本合计 5406 家。后文如无特别说明，相关统计均基于该样本展开。

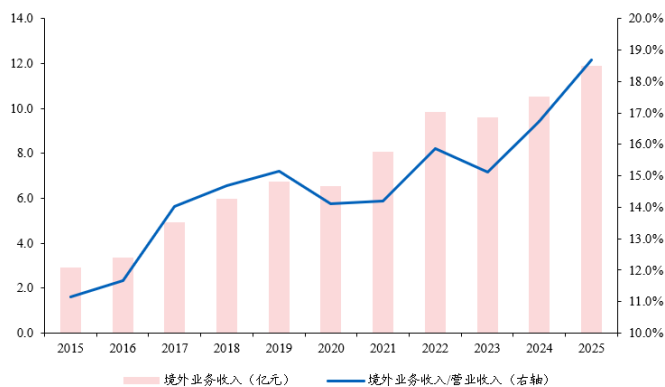
数据处理说明：由于“财务费用——汇兑损益”科目仅在半年报和年报中披露，目前最新为 2025 年下半年数据，为构造季度频率数据以观察近况，本文采用间接推算法估算季度汇兑损益。具体而言，以季报披露的财务费用为基础，扣减净利息支出（利息费用减利息收入）、手续费及其他财务费用后，得到季度汇兑损益估算值。其中，手续费及其他财务费用同样缺乏季度披露数据，本文根据半年度“手续费及其他财务费用”占财务费用的比例，对季度金额进行估算，2026Q1 比例参照 2025 年下半年。由于净利息支出的季度数据最早可追溯至 2018Q3，2018Q3 以前的季度数据则采用半年度金额均分至两个季度的方式进行替代。

（一）现状观察：2025 年下半年汇兑损失达到净利润的 5.2%

伴随境外业务收入占比提升，A 股非金融上市公司汇兑损益的绝对规模同步扩大。近年来，伴随企业出口和出海业务持续扩张，A 股非金融上市公司境外业务收入占比不断走高。2015 年至 2025 年，样本企业境外业务收入占营业收入的比重由 11.2% 升至 18.7%。在此背景下，汇兑损益规模中枢明显抬升。2022 年以来，A 股非金融上市公司半年度汇兑损益绝对值平均约为 265 亿元，显著高于此前不足 100 亿元的水平。

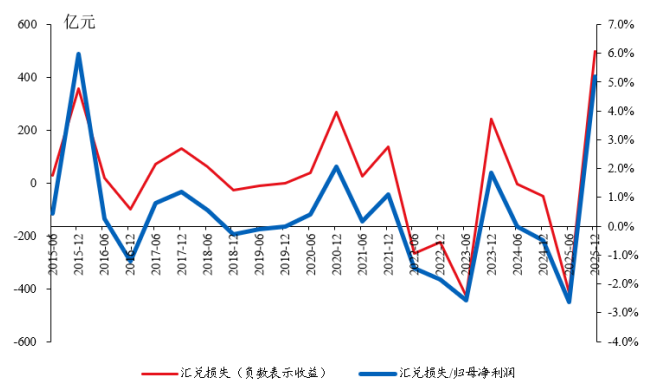
从最新数据看，2025 年下半年汇兑损失对盈利的拖累明显放大。2025 年下半年，全 A 非金融上市企业汇兑损失规模快速上升，达到同期归母净利润的 5.2%；其同比增量约为 547 亿元，而同期归母净利润同比减少 545 亿元。换言之，汇兑损失的边际扩张基本相当于归母净利润的同比降幅，是当期盈利承压的重要解释变量之一。

图表 1 全 A 非金融境外业务收入占比稳步提升



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 去年下半年汇兑损失达到了净利润的 5.2%



资料来源：Wind，华创证券

（二）历史复盘：汇兑损益波动的主导因素是外汇敞口而非汇率

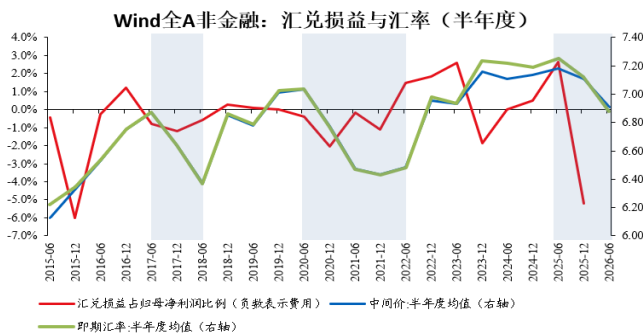
历史复盘显示，人民币升值并不必然对应汇兑损失持续扩大，二者之间缺乏稳定的线性关系。

1) 重点关注两轮人民币升值周期。一是2017年5月至2018年1月，即期汇率由6.9附近升至6.3附近；二是2020年6月至2022年3月，即期汇率由接近7.15升至6.3附近。

2) 从时间序列看，汇兑损失通常在升值初期集中释放，随后边际压力趋于回落。在两轮人民币升值周期中，汇兑损失占归母净利润的比例并未随着人民币升值持续扩大，反而多表现为升值初期快速上升、随后逐步回落。以第二轮升值周期为例，2020年下半年人民币即期汇率升值约3.8%，汇兑损失占归母净利润比例降至-2.1%；而2021年上半年人民币升值幅度进一步扩大至约4.4%，汇兑损失占比反而回升至-0.2%。

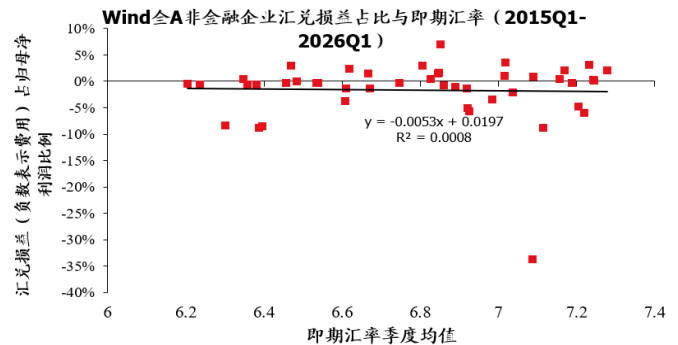
3) 从散点拟合看，汇兑损益占比与即期汇率水平本身的相关性较弱。2015Q1至2026Q1的季度数据散点显示，汇兑损益占归母净利润比例与即期汇率季度均值之间的线性拟合关系较弱，拟合优度仅为0.0005。

图表 3 历史上汇兑损失多集中于升值初期



资料来源：Wind，华创证券

图表 4 汇兑损益占比与即期汇率相关性弱



资料来源：Wind，华创证券 注：季度汇兑损益为估算值，具体方法详见正文数据处理说明

我们认为，其背后的核心原因或在于，公司通常会根据业务情况对外汇敞口进行套保和主动管理，因此人民币升值并不必然导致汇兑损失明显扩大。

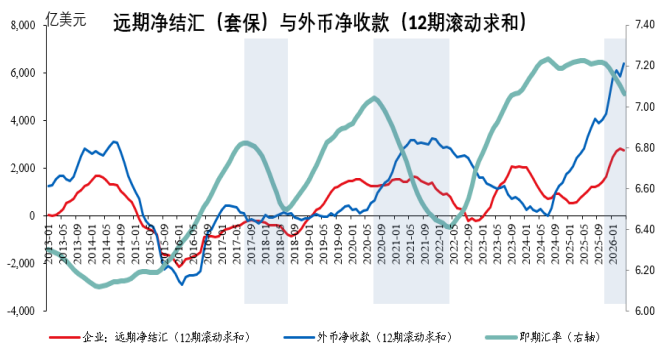
为观察企业远期套保情况，我们以银行代客远期净结汇，即远期结汇签约金额减远期售汇签约金额，作为企业远期套保的近似指标，并将其与银行代客涉外外币净收款进行对比。结果显示，两轮人民币升值周期中汇兑损失的阶段性走阔，或均与企业远期套保敞口的变化有关，第一轮更偏“主动押注”，第二轮更偏“被动暴露”。具体而言：

1) 第一轮升值周期中，汇兑损失走阔或主要源于企业在人民币升值预期下主动增加美元多头敞口。①从基本盘看，出口收汇增长本身已推升企业外汇敞口。彼时境内银行代客涉外外币净收款为正，其中货物贸易项下12个月累计净收款达1867亿美元，同比增加589亿美元，反映出口企业外汇收入持续增长。②从远期端看，企业不仅未充分对冲，反而通过远期净购汇进一步增加美元多头敞口。截至2016年12月，银行代客远期净结汇12个月累计规模为-848.5亿美元，表明企业在远期市场整体呈现净购汇状态。③在市场原本更偏向人民币贬值预期的背景下，2017年人民币不跌反升，使得前期积累的美元多头敞口集中转化为汇兑损失。行业层面看，家电行业受损较为明显，2017年上半年汇兑损失达13.2亿元，占A股非金融汇兑损失总额的18.3%；同期，家电行业境外业务收入占比仅9.7%。

2) 第二轮升值周期中，汇兑损失初期走阔，或主要源于远期结汇未能及时覆盖外币收款增长。2020 年 6 月至 12 月，远期净结汇/外币净收款比例由 242.7%降至 82.8%，显示企业远期套保覆盖程度明显下降。

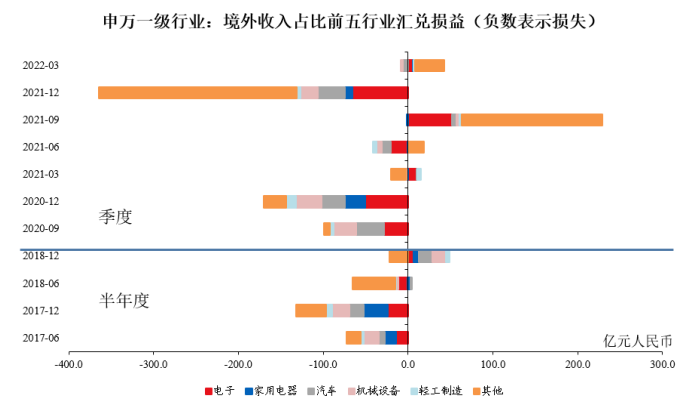
3) 企业汇率风险管理或存在学习效应，第二轮升值周期中企业对风险敞口的调整或更为及时。尽管第二轮人民币升值持续时间更长、累计幅度更大，但汇兑损失并未持续放大，而是在初期释放后快速收敛。2020 年下半年，全 A 非金融上市公司汇兑损失合计达 268 亿元，但 2021 年上半年已回落至 26.6 亿元。即使 2021 年上半年即期汇率累计升值 4.4%，对应汇兑损失也显著低于第一轮中 2017 年下半年、2018 年上半年分别升值 3.4%、4.1% 时的 131.6 亿元和 60.1 亿元（图 6）。

图表 5 企业远期净结汇与外币净收款



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 两轮升值周期中境外收入占比前五行业汇兑损益对比



资料来源：Wind，华创证券 注：季度汇兑损益为估算值，具体方法详见正文数据处理说明

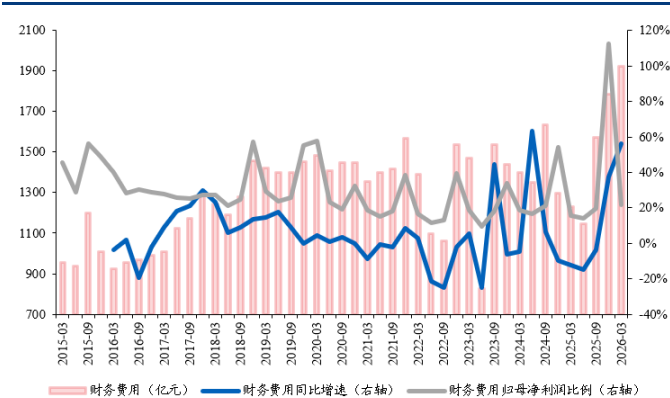
（三）本轮跟踪：2026Q1 汇兑损失对盈利拖累或已显著减弱

本轮升值周期中，2025Q4 汇兑损失阶段性扩大后，2026Q1 其对盈利的拖累或已显著减弱。

1) 从财务费用看（汇兑损益属于财务费用的子项），2026Q1 全 A 非金融上市公司财务费用合计 1923 亿元，同比高增 56.1%，但占归母净利润比例降至 21.9%，较 2025Q4 的 112.7% 显著回落。

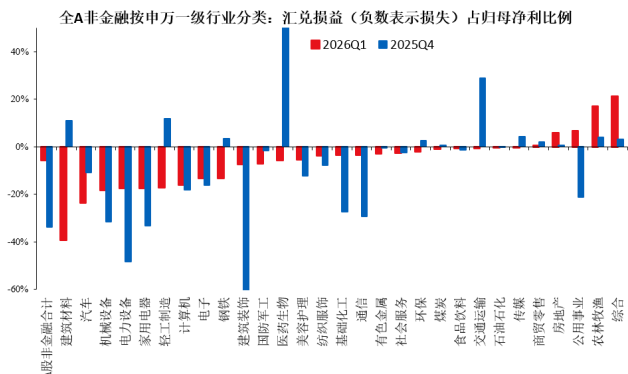
2) 进一步看，基于财务费用扣减其他分项估算，2026Q1 汇兑损益（负数表示费用）为-497 亿元，较去年同期 159 亿元汇兑收益同比多损失 657 亿元；但其占归母净利润比例仅为-5.7%，较 2025Q4 的-33.7%大幅改善。

图表 7 2026Q1 财务费用对盈利拖累边际减弱



资料来源: Wind, 华创证券

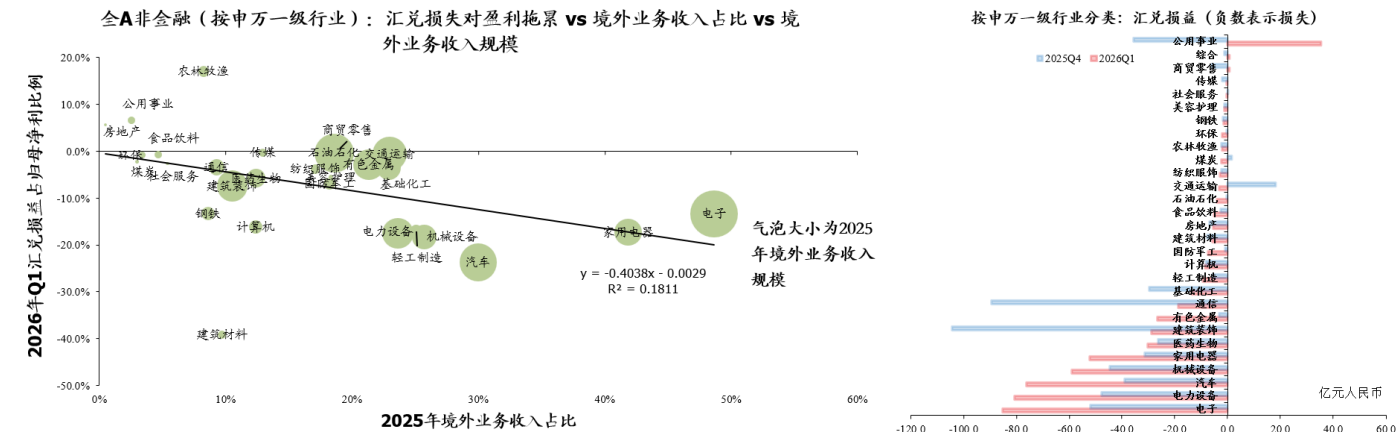
图表 8 2026Q1 多数行业汇兑损失对盈利拖累边际减弱



资料来源: Wind, 华创证券 注: 季度汇兑损益为估算值, 具体方法详见正文数据处理说明

分行业看, 汇兑损失拖累程度与境外收入敞口相关, 高境外收入占比的行业受影响更明显 (图 9)。不过, 相比 2025Q4, 多数行业汇兑损失对盈利的拖累已边际减弱。例如, 机械设备行业汇兑损益占归母净利润比例由 2025Q4 的-31.5%改善至 2026Q1 的-18.3% (负数表示汇兑损失)。

图表 9 高境外收入行业汇兑损失对盈利拖累更明显



资料来源: Wind, 华创证券 注: 季度汇兑损益为估算值, 具体方法详见正文数据处理说明

从未来风险管理角度看, 外向型制造业龙头已公告较高规模的外汇衍生品交易额度, 有助于对冲境外利润端汇率风险。梳理部分对外收入敞口较大的制造业上市公司公告可见, 其近期公告的外汇衍生品交易额度基本覆盖全年境外业务毛利 (图 10)。

图表 10 境外收入居前的制造业企业外汇衍生品额度梳理

行业	公司	公告时间	拟开展外汇衍生品交易额度	2025 年报		
				境外业务收入	境外业务成本	境外业务毛利
电子	工业富联	2026/3/10	530 亿元	3964.16 亿元	3689.21 亿元	274.95 亿元
汽车	比亚迪	2026/3/27	170 亿美元	455.85 亿美元	367.14 亿美元	88.71 亿美元
电子	立讯精密	2026/2/5	49 亿美元	415.46 亿美元	369.89 亿美元	45.57 亿美元
家用电器	美的集团	2026/3/30	370 亿美元	287.45 亿美元	211.00 亿美元	76.45 亿美元
家用电器	海尔智家	2026/3/27	65 亿美元	226.72 亿美元	170.99 亿美元	55.73 亿美元

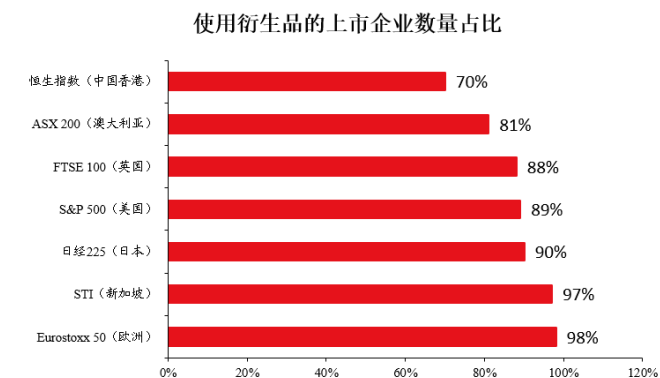
资料来源：Wind，华创证券 注：工业富联未披露境外业务成本，本文按整体毛利率估算其境外业务成本及毛利。

（四）海外经验：汇率风险管理是中国企业走向国际化的必修课

美日跨国企业的发展经验表明，收入全球化与外汇管理专业化通常相伴而行。对企业而言，汇率风险管理的核心并非判断汇率方向，而是控制风险敞口。伴随企业出海不断深入，汇率风险管理也将从以外汇衍生品为主的金融套保，逐步延伸至资产负债币种匹配、收入成本自然对冲等更系统的风险管理框架。

1) 成熟企业普遍善用衍生品管理风险。①从广义衍生品使用情况看，根据 ISDA 2025 年发布报告中的 Expand Research 分析，S&P 500、Nikkei 225、FTSE 100 和 STI 成分股中，使用衍生品的企业数量占比分别为 89%、90%、88% 和 97%，反映成熟市场大型企业对衍生品工具的使用较为普遍；相比之下，恒生指数成分股中使用衍生品的上市公司比例相对较低，为 70%（图 11）。②从外汇衍生品使用情况看，Allayannis and Weston（2001）基于美国 720 家大型非金融企业样本的研究显示，1990 年代存在海外销售收入的企业中，外汇衍生品使用率已达到 55%-64%，明显高于全样本的 32%—40%（图 12）。

图表 11 成熟市场企业普遍使用衍生品



资料来源：ISDA（2025）¹，华创证券

图表 12 90 年代有海外销售的美国企业使用外汇衍生品的比率已超六成

Table 2
Profile of firms's hedging over time

	90	91	92	93	94	95
Number of firms using derivatives						
1	232	246	267	273	291	291
Percent of sample						
2	32%	34%	37%	38%	40%	40%
Gross notional amount of foreign currency derivatives held (millions\$)						
3 Mean	105	130	187	194	202	279
4 Median	0	0	0	0	0	0
Number of firms using FDC with foreign sales > 0						
5	177	200	212	213	227	224
6	55%	57%	60%	61%	65%	64%

资料来源：Allayannis and Weston（2001）²，华创证券

2) 随着出海经营深化，企业可通过当地生产、当地销售提升收入与成本的币种匹配度，降低汇率波动对利润和现金流的扰动。

以日本为例，其汇率风险管理或呈现“金融套保+自然对冲”并行特征。①金融套保方面，根据日本经济产业研究所（RIETI）四年一度的问卷调查，2021 年受访日本上市制造业企

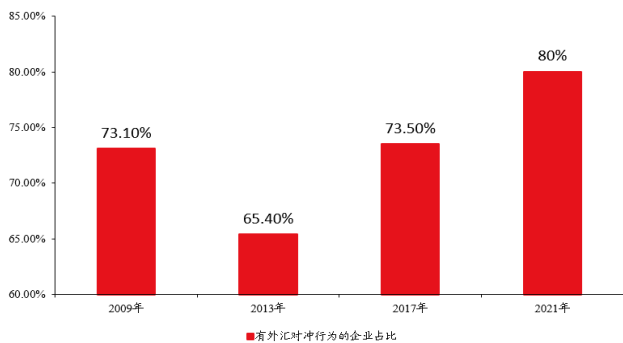
¹ ISDA, 2025, The Value of OTC Derivatives: Empowering Organizations to Manage Risks, Enhance Returns and Optimize Liquidity

² Allayannis, G., & Weston, J. P. (2001). The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. The Review of Financial Studies, 14(1), 243–276.

业中，使用市场型汇率对冲工具的比例达 80.0%，较 2009 年提高 6.9 个百分点。②自然对冲方面，伴随海外经营深化，日本企业全球产销匹配程度较高。以海外生产比率（海外生产/总生产）衡量，该比例由 1989 年的 13.7% 趋势升至 2025 年的 36.1%，仅低于海外销售额比率 4.9 个百分点；其中，电气机械、汽车、精密仪器等中高端制造业 2025 年海外生产比率分别达 42.6%、47.2%、37.6%。汽车行业产销匹配尤为突出，近三年海外销售额比率与海外生产比率差距平均仅 0.4 个百分点。

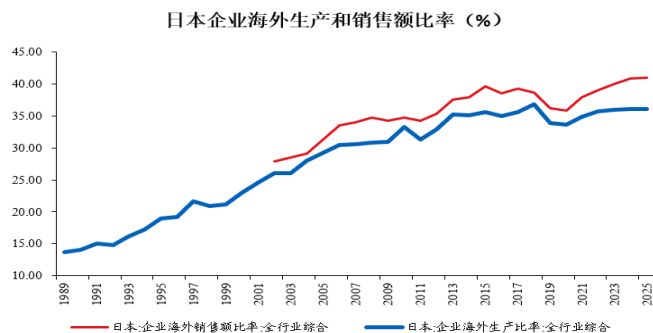
日本企业较成熟的汇率风险管理体系，有助于将汇率波动对利润表的冲击控制在较低水平。以 11 家日本外向型制造业龙头企业为例³，2013 年-2023 年，样本企业汇兑损益占归母净利润的比例大多稳定在 $\pm 4\%$ 以内（负数表示损失）。进一步看，这一影响还具有一定非对称性，汇兑损失占利润的比例通常更小，而在日元贬值阶段，企业则可能通过汇兑收益增厚盈利。例如，例如，2008-2009 年虽处于日元升值阶段，但样本企业整体仍实现汇兑正收益；2021 年以来日元明显贬值，汇兑收益亦对企业盈利形成正向贡献，2024 年占归母净利润比例最高达到 12.6%。

图表 13 受访日本企业汇率对冲工具使用率



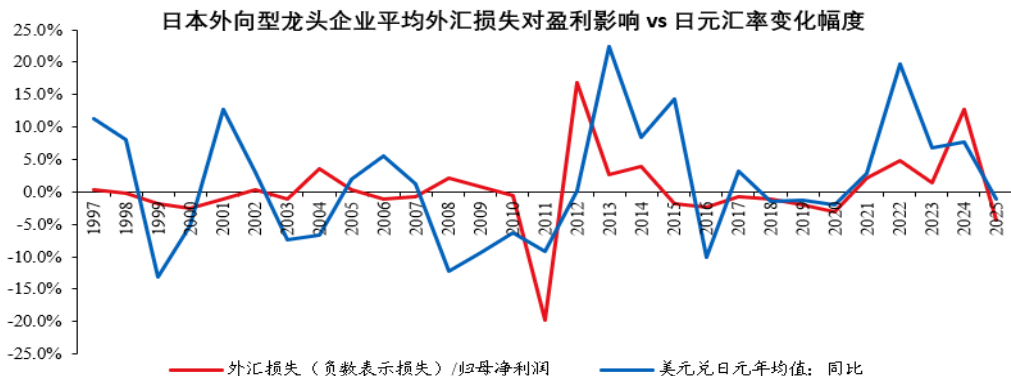
资料来源：日本经济产业研究所 (RIETI)，华创证券 注：数据为使用市场型汇率对冲手段的受访企业占全部受访企业的比例

图表 14 日本企业海外生产比率提升



资料来源：Wind，华创证券

图表 15 日本外向型龙头企业外汇损失对盈利的影响控制较好



资料来源：Bloomberg，华创证券 注：样本包括丰田、本田、索尼、松下、日立、三菱电机、佳能、小松、基恩士、村田、大金等 11 家日本上市公司

³ 丰田、本田、索尼、松下、日立、三菱电机、佳能、小松、基恩士、村田、大金等 11 家日本上市公司

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武晶晶	销售经理		wujingjing@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com

广州机构销售部	谢玮颖	资深销售经理		xieweiyi@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
- 中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；
- 回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522