下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

主权债务危机期间的大类资产表现

证券研究报告

宏观深度报告 / 2026.09.28

分析师 张伟
SAC 证书编号：S0160525060002
zhangwei04@ctsec.com

分析师 任思雨
SAC 证书编号：S0160525090006
rensy@ctsec.com

相关报告

1. 《美国中选的不同结局》 2026-09-21
2. 《广义财政收支边际承压》 2026-09-19
3. 《8 月经济：生产有所回暖，内需仍待接力》 2026-09-15

核心观点

- **1982 拉美债务危机。**美元周期反转的外部冲击叠加拉美自身外债过度累积共同引发新兴市场债务崩塌。1982 年墨西哥率先宣布无力偿还到期外债，随后巴西、阿根廷、委内瑞拉等 16 个拉美国家相继陷入偿债危机。**危机主要冲击新兴市场资产，避险资产与发达市场安全资产显著受益。**大宗商品中铜表现最突出，因拉美作为全球铜供应的重要产地，供给短缺抬升了价格。而降息带来的流动性充裕导致了拉美债务危机期间**美股、美债双牛**。

- **1998 年俄罗斯债务危机。**核心诱因是亚洲金融危机冲击后全球需求萎缩，而**俄罗斯经济高度依赖大宗商品的出口，叠加财政结构脆弱失衡导致了违约。**1998 年俄罗斯的实际利息支出已经高达财政收入的 43%、当年将近一半的财政收入用来还债付息。危机资产表现中俄罗斯债券收益率飙升明显、权益市场在爆发前已大幅下跌。而**大宗中原油价格表现向好**，主要来自于危机期间产油国的减产协议落地，供给端推升价格。**美国的股市表现相对较好，美债则呈现“V 型”震荡。**

- **2001 年阿根廷债务危机。核心根源为僵化的固定汇率局制度与巨额外币债务形成的矛盾。**固定汇率使得政府无法通过印钞来弥补财政赤字，只能依赖借入外债。2001 年阿根廷财政中剔除利息支付的赤字仅占 GDP 的 1.4%，但利息支出就占 GDP 的 5.4%。然而这轮危机中资产表现与此前两轮明显不同：**危机期间阿根廷股市因成为本币贬值中的对冲选择而持续大涨。而原油、黄金、铜受全球商品大牛市的影响，涨幅均可观。**

- **2010 年欧债危机。核心原因来自于欧元区制度性缺陷与成员国财政失控的双重矛盾，同时兼具财务造假风险。**欧债危机作为发达经济体爆发的重大主权债务风险事件，全球外溢性最强，**避险资产与发达市场的安全资产显著受益。**欧元区的德国股市在整个危机期间最终录得上涨，**大宗中避险属性的黄金优势明显，美债、美股也成较佳选择。**

- **避险资产受益确定性强。**主权债务危机成因：**一是**外币计价债务与本币收入之间的货币错配；**二是**不独立的货币政策使得在财政结构持续失衡时，本国失去调节能力；**三是**无法管控的外部资本带来周期性波动；**四是**对原材料产品出口的高依赖放大了贸易产生的冲击。大类资产表现，具有以下共性：①危机国**股市大多数下跌。②只要危机不演化为美国本土信用事件，美债利率下行与美联储宽松反而构成美股的利多。③大宗商品则需要考虑的是全球需求、供给格局以及资产风险偏好。**

- **风险提示：**主权债务脆弱性或加剧；风险或跨市场传染；历史类比存在不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1 1982 拉美债务危机 4
2 1998 俄罗斯债务危机 9
3 2001 阿根廷债务危机 15
4 2010 欧债危机 22
5 债务危机规律：避险资产受益确定性强 25
6 风险提示 26

图表目录

图 1: 1982 年时，墨西哥、巴西、阿根廷的利息占外债比例已分别高达 12.9%、12.3%、8.2% 5
图 2: 拉美部分国家的外汇储备在危机期间远低于外债，1982 年墨西哥外汇储备仅占外债的 2.1% .. 5
图 3: 墨西哥公共部门债务占 GDP 比重在 1982 年快速跳升至 61.5% 6
图 4: 拉美债务危机期间，墨西哥比索相对美元大幅贬值 6
图 5: 拉美债务危机后期，铜价大幅上升 7
图 6: 拉美债务危机期间，因美联储转向宽松，美股基本持续上涨 8
图 7: 拉美债务危机期间，美债处于下行大周期中 8
图 8: 1998 年俄罗斯石油产量处于底部，全球制造业占比也在下降 9
图 9: 1998 年俄罗斯出口占 GDP 比重约为 30%，而当年实际 GDP 同比增速为-5.3% 9
图 10: 1995 年至 1999 年，俄罗斯中央联邦区完全陷入恶性通胀中 10
图 11: 1998 年俄罗斯的利息支出已高达财政收入的 43% 10
图 12: 俄罗斯 RTS 指数在危机爆发前已大幅下跌 11
图 13: 俄罗斯的短期零息国库券 1998 年危机前收益率情况 12
图 14: 俄罗斯债务违约期间，卢布相对美元大幅贬值 12
图 15: 1999 年 3 月的减产协议达成，推升了原油价格上升 13
图 16: 俄罗斯债务危机期间，货币宽松+互联网繁荣推升信息技术、通信服务涨幅居前 14
图 17: 俄罗斯债务危机期间，美债收益率先下后上，整区间呈上行 14
图 18: 2001 年底阿根廷外债规模高达 1493 亿美元，而政府债务中 66.7%由美元构成 15
图 19: 阿根廷 2001 年的外汇储备仅占外债 9.5%，偿付外债能力降至阶段性低点 16
图 20: 1998-2003 年阿根廷合并公共部门财政运行情况 17
图 21: 2001、2002 年阿根廷中央政府债务占 GDP 比例分别为 48%、147% 18
图 22: 2001 年阿根廷债务危机期间，以比索计价大幅上涨 19
图 23: 阿根廷债务危机期间，原油、铜受全球需求走强影响，而大幅上涨 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：阿根廷债务危机期间，美股中的能源、材料、地产、金融行业涨幅靠前 20
图 25：阿根廷债务危机期间，美债利率先降后升 21
图 26：阿根廷债务危机期间，A 股整体震荡下跌 21
图 27：2007 至 2012 年间，欧元区部分国家债务占 GDP 比例快速上升 22
图 28：欧债危机期间，意大利、西班牙、德国指数表现分化 23
图 29：欧债危机期间，黄金上涨明显 24
图 30：欧债危机期间，美股中的通信服务、地产、必需消费品行业涨幅靠前 24
图 31：拉美、俄罗斯、阿根廷债务危机发生在美联储货币收紧之后 25

表 1：四次主权债务危机起始时间及事件 4
表 2：四轮债务危机中大类资产表现情况 26

下载日志已记录，仅供内部参考

主权债务危机是全球宏观体系的尾部风险的集中释放，本质是主权经济体财政收支失衡、外币债务偿付能力枯竭引发的信用崩塌。同时主权债务危机不仅有区域性冲击，还具有全球外溢影响。

当前全球主要经济体的财政债务情况亦存在不容忽视的风险，因此本文选择冲击影响范围较大的四次债务危机进行讨论，覆盖新兴市场与发达经济体，同时涵盖外币债务违约、固定汇率货币制度僵化、内部制度性债务失衡、财政造假等不同危机类型，能够全面反映主权债务危机的核心成因、演化逻辑与大类资产表现，为极端风险下的资产配置提供历史参照。

表1: 四次主权债务危机起始时间及事件

		起始时间	事件	终止时间	事件
1	拉美债务危机	1982 年 8 月 12 日	墨西哥率先宣布**无力偿还到期外债**	1989 年 3 月 10 日	美国财长正式公布布雷迪计划，**开启债务减免、债券置换的外债重组进程**
2	俄罗斯债务危机	1998 年 8 月 17 日	俄罗斯政府和中央银行发表联合声明，**宣布卢布大幅贬值、以卢布本位的债务将被重组，暂停外债支付**等	1999 年 8 月 3 日	俄罗斯与海外主要债权人巴黎俱乐部**达成债务重组协议**，启动外债置换
3	阿根廷债务危机	2001 年 12 月 23 日	临时总统罗德里格斯·萨阿**宣布暂停偿付约 930 亿美元主权债务**	2005 年 1 月 14 日	阿根廷政府正式对外**推出债务置换方案**，涉及 818 亿美元违约外币主权债
4	欧债危机	2010 年 4 月 23 日	希腊政府正式向欧盟、IMF **申请外部救助**，希望获得 450 亿欧元的贷款	2012 年 7 月 26 日	欧央行行长德拉吉发表“不惜一切代价保卫欧元”演讲，**承诺无上限干预欧元区主权债市场**

数据来源：IMF、俄央行、欧央行等，财通证券研究所

1 1982 拉美债务危机

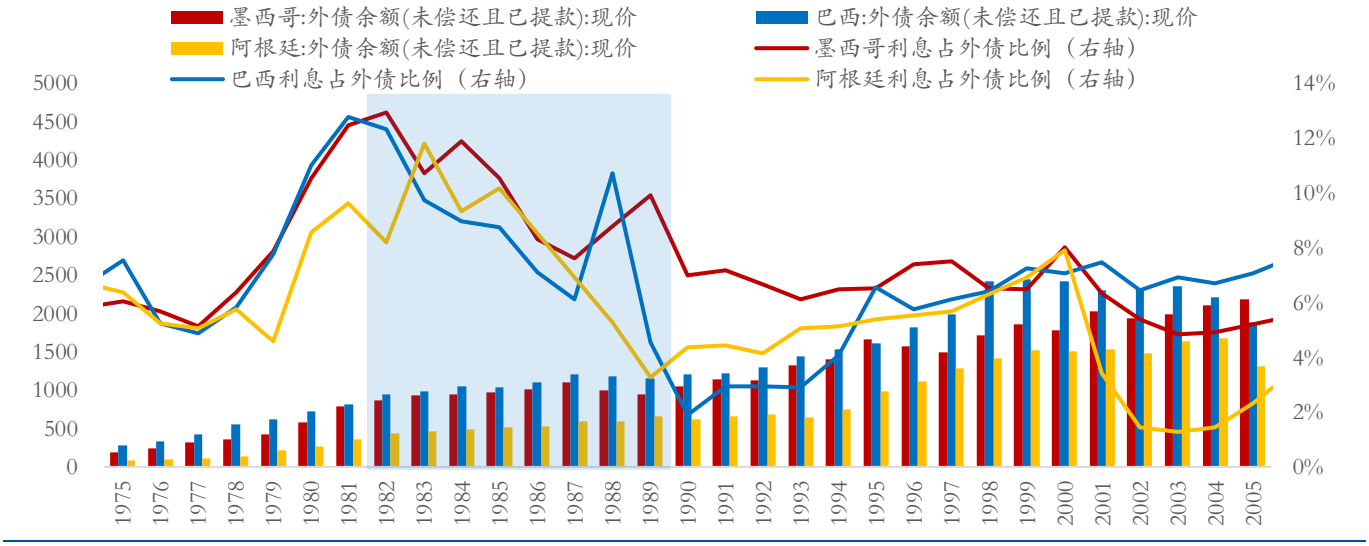
1982 年的拉美债务危机，是美元周期反转的外部冲击叠加拉美自身外债过度累积共同引发新兴市场债务崩塌。

20 世纪 70 年代，拉美各国依托廉价美元外债大规模举债扩张基建、刺激经济，外币债务规模持续攀升，**形成严重的外债依赖模式，**其中 1973 至 1982 年间，墨西哥、巴西、阿根廷外债的年均复合增速分别高达 23.2%、35.8%、20.1%。

然而 1978 年之后，美联储为遏制高通胀持续快速加息，美元指数大幅走强，全球美元流动性快速收缩，拉美国家美元外债偿债成本激增。到 1982 年时，墨西哥、巴西、阿根廷的利息占外债比例已分别高达 12.9%、12.3%、8.2%，达到区域性高点。同时，国际大宗商品价格回落，拉美资源出口型经济体财政收入大幅下滑，外汇储备快速消耗。到 1982 年时，墨西哥、巴西、阿根廷的外汇储备占外债总额的比例仅有 2.1%、4.2%、10.3%，远远无法覆盖对外债的支付。

下载日志已记录，仅供内部参考

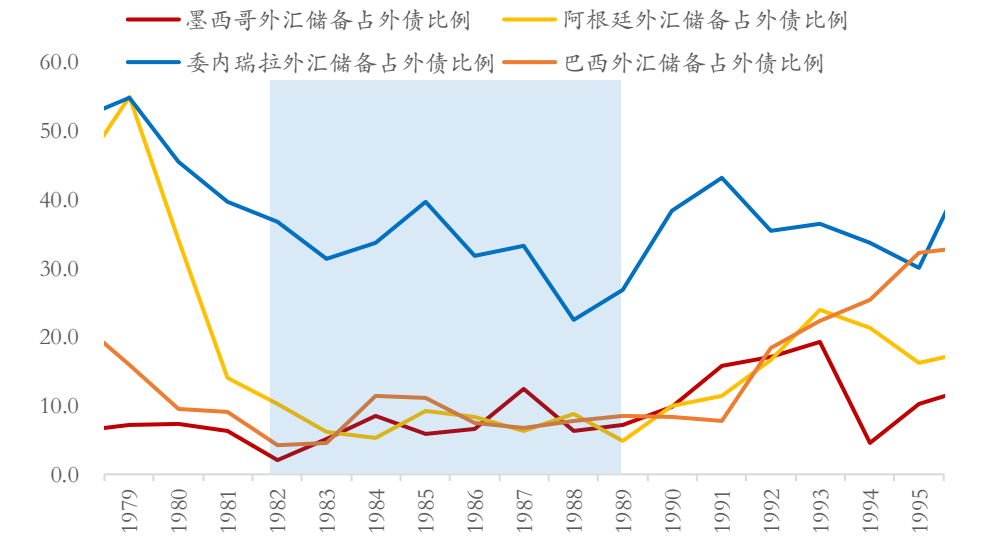
图1：1982 年时，墨西哥、巴西、阿根廷的利息占外债比例已分别高达 12.9%、12.3%、8.2%



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：亿美元、%。

在无法获得国际社会新的贷款后，1982 年 8 月 12 日，由于外汇短缺，墨西哥率先宣布无力偿还到期外债，随后巴西、阿根廷、委内瑞拉等 16 个拉美国家相继陷入偿债危机。到 1986 年底，拉美与加勒比地区的外债余额总和已经高达 3352.9 亿美元。1986 年拉美与加勒比地区的人均 GDP 下降至 1874.5 美元，较 1981 年下降 23%。直到 1990 年人均 GDP 才超过 1981 年水平，相当于拉美地区的经济陷入长达十年的停滞期，被称为“失去的十年”。

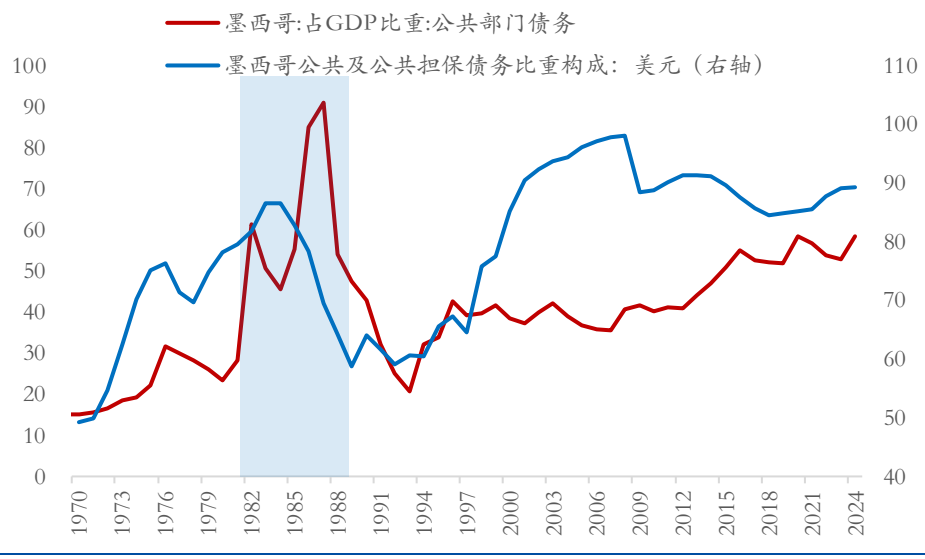
图2：拉美部分国家的外汇储备在危机期间远低于外债，1982 年墨西哥外汇储备仅占外债的 2.1%



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：墨西哥公共部门债务占 GDP 比重在 1982 年快速跳升至 61.5%



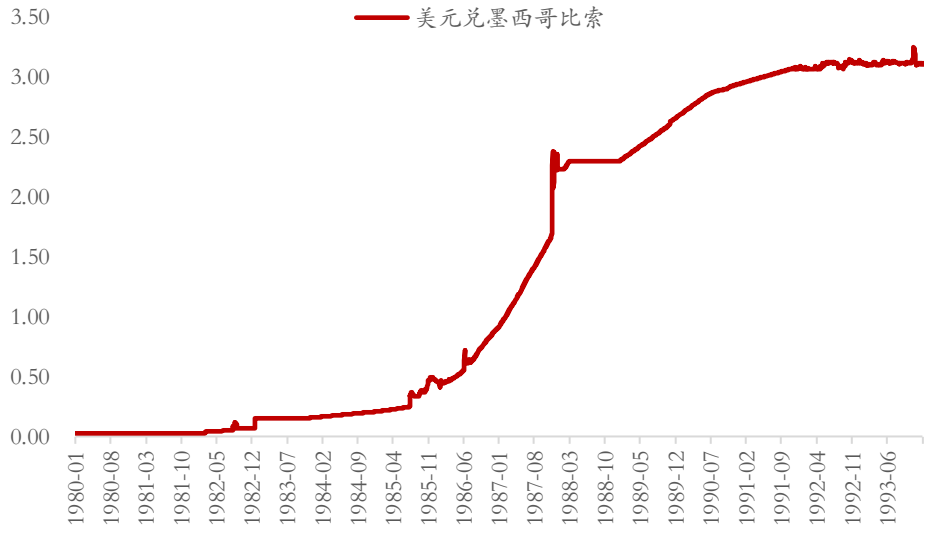
数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

而这一轮的拉美危机直到 1989 年 3 月 10 日时任美国财政部长的尼古拉斯·布雷迪提出解决债务危机的方案（也称“布雷迪计划”）才告一段落。这一方案核心是**允许债务国通过债务减免、债券置换方式重组外债**。该方案标志着拉美债务危机从违约阶段进入系统性债务和解周期。此后拉美主权风险溢价持续下行，跨境资本外流趋势逆转。

这期间资产的表现存在鲜明的割裂：危机主要冲击新兴市场资产，避险资产与发达市场安全资产显著受益。

危机国货币大幅下跌。美元兑墨西哥比索从 1982 年 8 月 12 日的 0.0695 持续上升至 1989 年 3 月 10 日的 2.3680，墨西哥比索相对美元贬值 97.1%。

图4：拉美债务危机期间，墨西哥比索相对美元大幅贬值



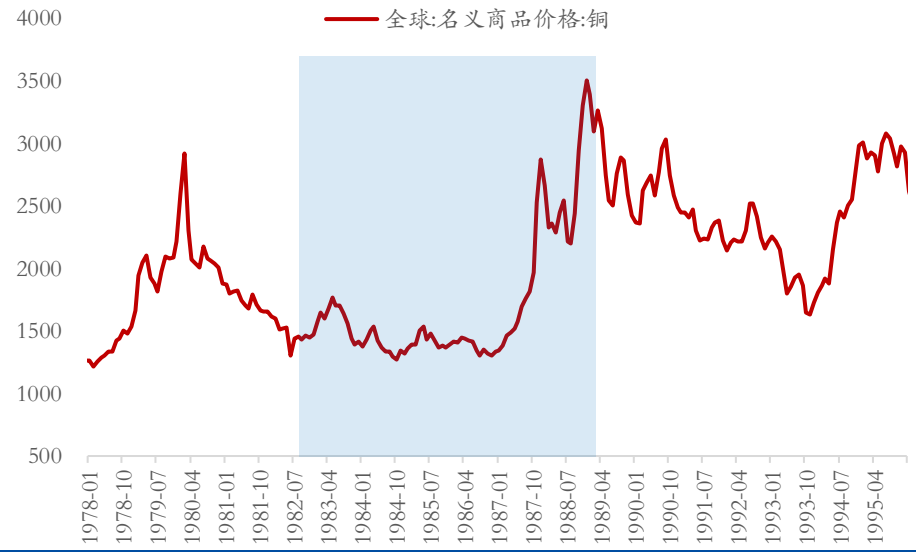
数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：比索/美元

下载日志已记录，仅供内部参考

大宗商品中，原油名义现货价从 1982 年 2 月的 32.4 美元/桶跌至 1989 年 3 月的 18 美元/桶，区间下跌 44.4%；而黄金表现相对坚挺，伦敦金现从 334.8 美元/盎司上涨至 393.5 美元/盎司，区间上涨 17.6%；**表现最突出的是铜**，铜名义现货价从 1452 美元/公吨上涨到 3264 美元/公吨，区间涨幅 124.8%。

铜的大幅上涨与拉美债务危机存在一定联系。在 1981-1985 年间，拉美地区的铜供应占全球的 22.4%。1978 年美联储开始转向加息后，全球的铜矿资本开支开始快速收缩。尽管 1981 年后美联储转向宽松，但拉美债务危机影响开始扩散，矿业投资进一步停滞。中长期的供给下降，也为后续铜价抬升埋下基础。

图5: 拉美债务危机后期，铜价大幅上升

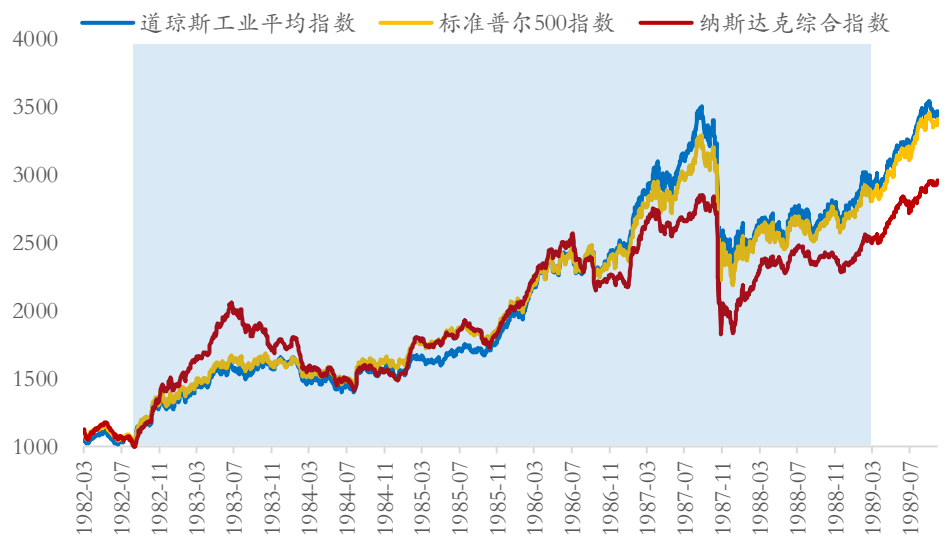


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：美元/公吨。

而美国市场与拉美市场的表现则恰恰相反——美国九大银行对拉美敞口高达其资本的 176%，拉美债务危机加剧了美国国内金融风险，而在压制美国国内高通胀的阶段性目标完成后，美联储也因国内的金融压力转向宽松，从 1981 年 6 月到 1987 年 4 月间处于降息大趋势中。多重因素推动下出现**美股、美债双牛行情：**在拉美债务危机期间（1982 年 8 月 12 日至 1989 年 3 月 10 日）美股道琼斯工业指数上涨 193.6%、标普 500 上涨 185.5%、纳斯达克指数上涨 152.5%；而 10 年期美债下行 421BP、2 年期美债下行 327BP。

下载日志已记录，仅供内部参考

图6：拉美债务危机期间，因美联储转向宽松，美股基本持续上涨



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：指数点；注：以 1982 年 8 月 12 日为标准 1000 点

图7：拉美债务危机期间，美债处于下行大周期中



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

此外，彼时**香港权益市场表现也较为亮眼**，从 1982 年 8 月 12 日至 1989 年 3 月 10 日上涨 185.6%。一是中国改革开放红利落地，二是美联储进入降息带来全球流动性改善，三是拉美危机后全球资本从拉美新兴市场撤出，部分资金分流至香港这一亚太离岸金融中心。

拉美债务危机最终的结果是：**当主权债务危机未伤及核心经济体金融体系的偿付能力、且促使核心央行转向宽松时，核心经济体的股、债反而受益**，而部分与危机国联系较小的新兴市场，也有可能获得资金流入而受益。

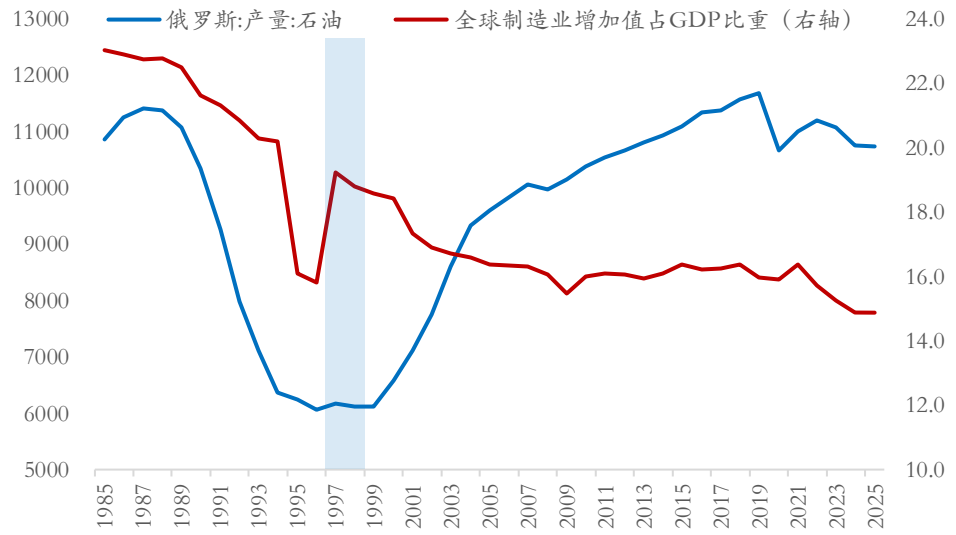
下载日志已记录，仅供内部参考

2 1998 俄罗斯债务危机

1998 年俄罗斯债务危机，核心诱因是亚洲金融危机冲击后全球需求萎缩，而俄罗斯经济高度依赖大宗商品的出口，叠加财政结构脆弱失衡导致了违约。

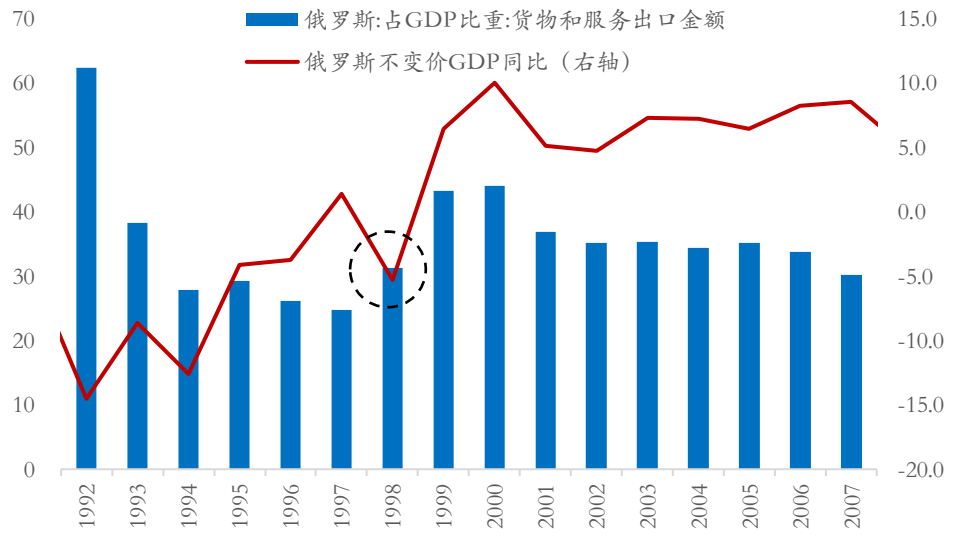
俄罗斯经济高度依赖石油、天然气等能源大宗商品出口，1997 年亚洲金融危机爆发后，全球需求萎缩，国际油价大幅下跌，造成俄罗斯财政收入与外汇储备大幅缩水。1998 年俄罗斯石油产量仅为 611 万桶/天，产量处于阶段性底部，而当年俄罗斯实际 GDP 同比增速为-5.3%，陷入负增长。

图8: 1998 年俄罗斯石油产量处于底部，全球制造业占比也在下降



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：千桶/天、%

图9: 1998 年俄罗斯出口占 GDP 比重约为 30%，而当年实际 GDP 同比增速为-5.3%

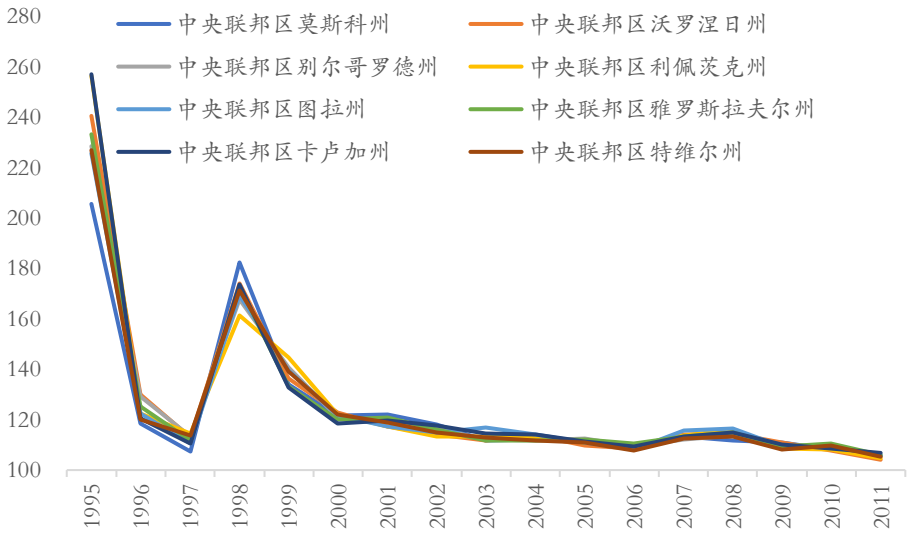


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

叠加当时俄罗斯的财政收支结构脆弱，常年通过“发新还旧”来维持高额财政赤字：1995 年 5 月，俄罗斯财政部和中央银行开始发行政府短期国债。为了在高通胀环境下提高国债的吸引力，1995 年国债利率为 168%、1996 年为 86.1%，扣除通货膨胀后实际利率分别为 37%、64%[1]。

图10: 1995 年至 1999 年，俄罗斯中央联邦区完全陷入恶性通胀中



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

之所以制定如此高的利率，是为了激励商业银行和外资等机构购买和持有国债，但高利率却进一步加剧了俄罗斯财政压力。1998 年俄罗斯的实际利息支出已经高达财政收入的 43%、当年将近一半的财政收入用来还债付息。而以美元计价的政府债务已高达 2420 亿美元，占 GDP 的 75%。

图11: 1998 年俄罗斯的利息支出已高达财政收入的 43%

Year	Primary deficit (percent of GDP)	Interest payments		Government debt[a]	
		Percent of GDP	Percent of revenues	US$ billions	Percent of GDP
1995	2.2	3.6	28	170	50
1996	2.5	5.9	47	201	48
1997	2.4	4.6	38	218	50
1998[b]	1.3	4.6	43	242	75

数据来源：世界银行《Russia 1998 Revisited: Lessons for Financial Globalization》，财通证券研究所。注：a.国内债务+外债，期末存量；b.未包含后续债务重组影响

[1] 陈新明:《俄罗斯经济转轨与国际货币基金组织》，载《当代世界与社会主义》2002 年第 2 期。

下载日志已记录，仅供内部参考

1998 年 8 月 17 日，俄罗斯政府和俄罗斯中央银行发表联合声明：一是俄罗斯卢布大幅贬值，汇率浮动区间将从 5.3 至 7.1 卢布兑一美元扩大为 6.0 至 9.5 卢布兑一美元。二是俄罗斯以卢布为本位的债务将被重组，以避免大规模的俄罗斯银行违约，重组办法则另外公布。三是一些银行对负债的支付，包括债务和货币期权的交易将被暂停。**主权债务实质性违约，成为苏联解体后俄罗斯最严重的金融经济危机。**

不同的是，俄罗斯债务违约并未像拉美债务危机那样延续数年。第一阶段的流动性冲击仅在 1998 年年内便演绎完毕。其中最重要的一点是卷入俄罗斯债务违约事件的有美国长期资本管理公司（LTCM），其高杠杆的“收敛套利”交易策略（押注两种历史价格关系紧密的资产，其价差最终会收敛到正常水平）在违约之后失效。这导致 LTCM 做多的俄罗斯、意大利等国债券价格暴跌，同时其做空的美国、德国债券价格却因抢购而飙升。该公司最终由美联储组织 14 家银行注资 36.25 亿美元救助。同时**美联储为避免长期资本管理公司倒闭引发系统性金融风险**，在 1998 年 9 月 29 日、10 月 15 日、11 月 17 日连续三次共降息 75BP。

而债务部分，俄罗斯与海外主要债权人巴黎俱乐部、伦敦俱乐部分别在 1999 年 8 月、2000 年 2 月达成债务重组协议，完成外债置换，这一轮俄罗斯债券违约才告一段落。

而在大类资产表现上相同的是：**主权债务危机对本国市场冲击显著，但对发达市场冲击有限。**

实际上从 1998 年 8 月 17 日俄罗斯宣告违约到 1999 年 8 月 3 日与巴黎俱乐部达成债务重组协议期间，俄罗斯 RTS 指数总体仅下跌了 0.5%。但需要考虑流动性冲击对俄罗斯股市的影响，即从 1998 年 8 月 17 日宣告违约到 1998 年 9 月 23 日美国长期资本管理公司获得注资期间，**俄罗斯 RTS 指数下跌了 58.6%，跌幅较大。**

图12: 俄罗斯 RTS 指数在危机爆发前已大幅下跌



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：指数点

下载日志已记录，仅供内部参考

俄罗斯债券则在危机爆发前便快速上行，甚至爆发前夕的 8 月 14 日俄罗斯国家短期零息国库券的收益率已高达 144%。

图13：俄罗斯的短期零息国库券 1998 年危机前收益率情况

Table 2. GKO Yield and Sovereign and Devaluation Risk Premia for Key Dates, 1998

Percent annually

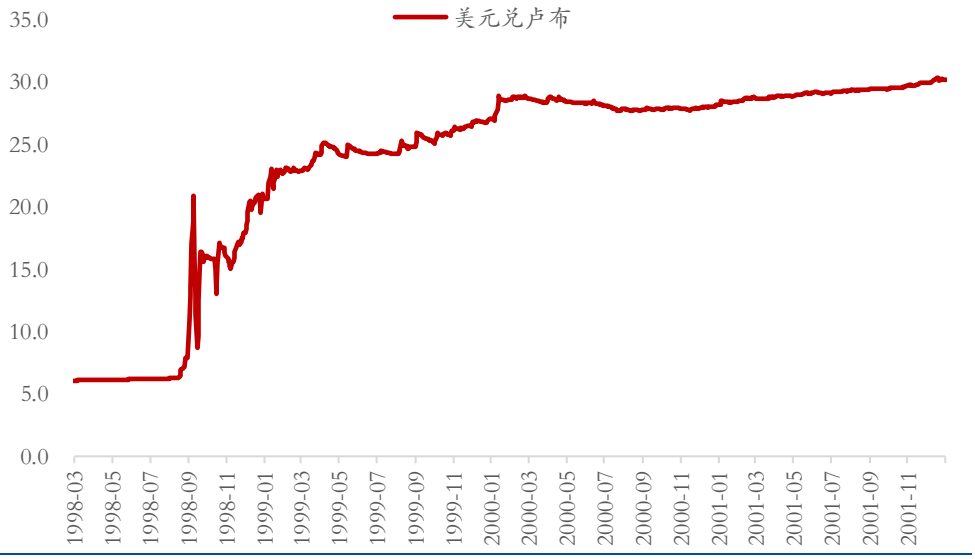
Date and event		GKO yield	Sovereign (default) risk premium	Devaluation risk premium
May 15:	Fiscal sustainability clearly in question.	39.3	4.8	23.0
July 13:	Announcement is made of IMF-led $22.6 billion rescue package and GKO-Eurobond swap.	102.3	8.5	82.3
July 14:	(day following rescue announcement)	58.2	8.1	38.6
July 20:	IMF board approves package. Disbursement is reduced from $5.6 billion to $4.8 billion as parliament stalls on key expenditure control and tax measures.	51.6	7.8	32.3
July 23	(day preceding GKO-Eurobond swap completion)	54.2	8.2	34.4
July 24:	GKO-Eurobond swap completed. GKO yields return to "crisis"' levels of mid-June, sovereign risk premium jumps.	66.4	10.0	44.9
August 6:	World Bank board approves crisis package–related loan, and disburses $300 million.	77.7	12.0	54.1
August 10	(Monday, one week before the meltdown)	99.0	20.0	67.5
August 14	(Friday preceding meltdown): $1.7 billion in reserves is lost as portfolio investors exit, bringing total loss from July 10 to August 14 to $4.5 billion. Russia's central bank bails out SBS-Agro bank with a $100 million loan.	144.9	23.8	109.5
August 17	(meltdown Monday): Devaluation and default.			

Source: Pinto and Ulatov forthcoming, table 4.
Note: If the yield on the one-year U.S. Treasury bill is 5 percent and the ruble/dollar target rate of depreciation is 6 percent, then the one-year GKO yield should be 11 percent (based on interest parity). If the yield is higher, the excess is the sum of the sovereign (default) risk premium and the devaluation risk premium (or the compensation for depreciation greater than the target of 6 percent). The sovereign risk premium was proxied by the spread on a short-maturity Russian government dollar borrowing, relative to the U.S. government; and the devaluation risk premium then was obtained as a residual. See Frankel and MacArthur (1988), who first used such a decomposition; and Pinto and Ulatov (forthcoming).

数据来源：世界银行《Russia 1998 Revisited: Lessons for Financial Globalization》，财通证券研究所

而俄罗斯卢布汇率跌幅较大，美元兑卢布从 1998 年 8 月 18 日的 6.43 升至 1999 年 8 月 3 日的 24.19，相对美元贬值 73.4%。

图14：俄罗斯债务违约期间，卢布相对美元大幅贬值



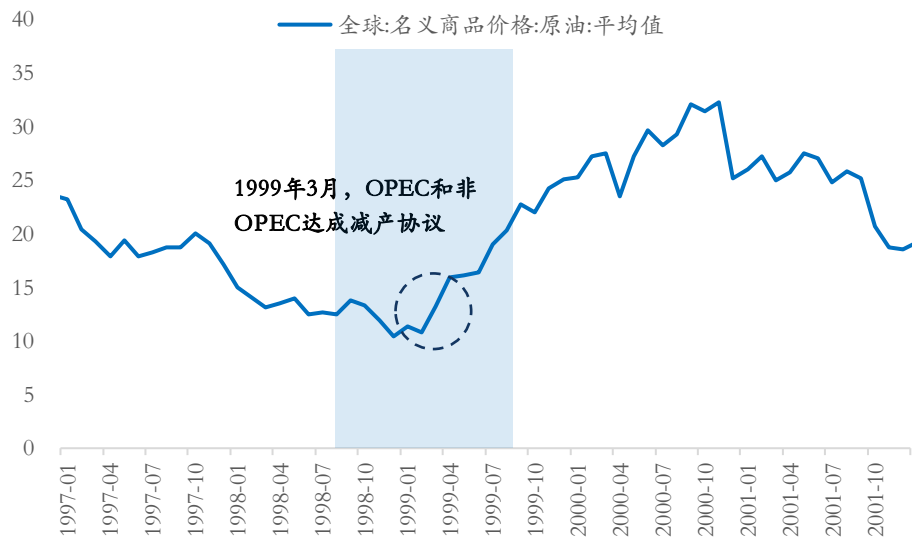
数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：卢布/美元

大宗商品方面，**本轮整个危机区间反而原油价格表现向好，黄金有所下跌，铜价则波动较小。**原油名义现货价从 1998 年 8 月 17 日的 12.5 美元/桶上涨至 1999 年

下载日志已记录，仅供内部参考

8 月 3 日的 20.3 美元/桶，区间涨幅 62.4%。而伦敦金现则由 285.1 美元/盎司下降至 256.3 美元/盎司，区间跌幅 10.1%。铜价则波动较小，从 1621 美元/公吨上涨至 1648 美元/公吨，区间仅上涨 1.7%。

图15: 1999 年 3 月的减产协议达成，推升了原油价格上升



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：美元/桶；注：月均价

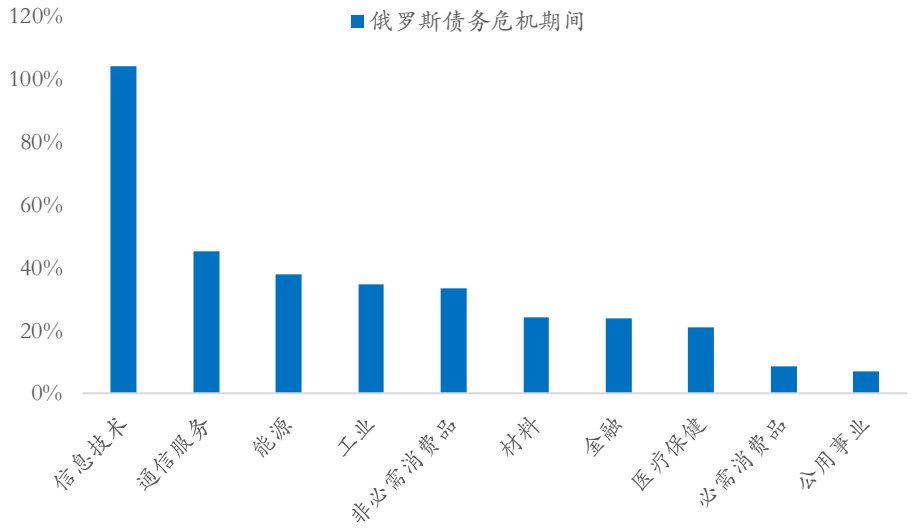
我们理解这主要是产油国在 1999 年 3 月达成了减产协议，推升了油价的上涨，同时也极大地改善了俄罗斯的财政和外汇状况，为其最终走出债务危机并提前偿还巴黎俱乐部债务提供了关键的资金来源。

而**美国的股市表现相对较好**，在俄罗斯债务违约总期间（1998 年 8 月 17 日至 1999 年 8 月 3 日）美股道琼斯工业指数上涨 26.7%、标普 500 上涨 24.4%、纳斯达克指数上涨 44.6%。

从行业来看，美国股市更多演绎内部逻辑，**互联网繁荣是最强主线**，信息技术 103.8%、通信服务 45.2%、能源 37.7%、工业 34.6%行业涨幅居前。

下载日志已记录，仅供内部参考

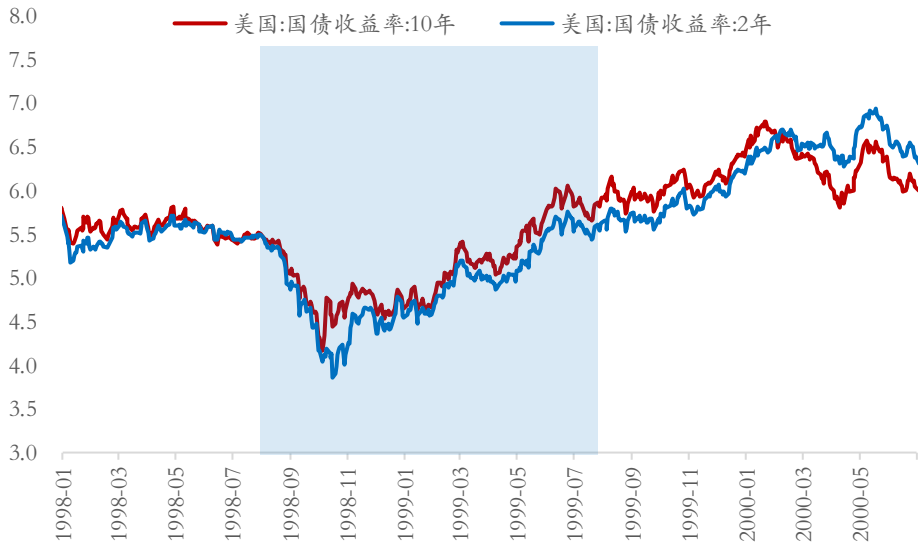
图16: 俄罗斯债务危机期间，货币宽松+互联网繁荣推升信息技术、通信服务涨幅居前



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所；单位：%；注：以 GICS 一级行业分类的月末收盘价计算涨幅

但**美债则呈现“V 型”震荡**。在俄罗斯债务危机的流动性冲击前期（1998 年 8 月 17 日至 9 月 23 日），10 年期美债下行 71BP、2 年期美债下行 82BP。但总期间内 10 年期美债上行 55BP、2 年期美债上行 31BP。

图17: 俄罗斯债务危机期间，美债收益率先下后上，整区间呈上行



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

而香港股市一是受益于美联储在 1998 年 9 月至 11 月的连续三次降息带来的流动性充裕，二是亚洲金融风暴后政府入市干预托底信心，恒生指数在俄罗斯债务危机期间上涨 86.5%。

下载日志已记录，仅供内部参考

A 股彼时处于市场化初期，外部影响相对有限，所以在俄罗斯债务危机期间，A 股反而在上涨，其中上证指数上涨 39.3%，而深证成指上涨 24.4%。

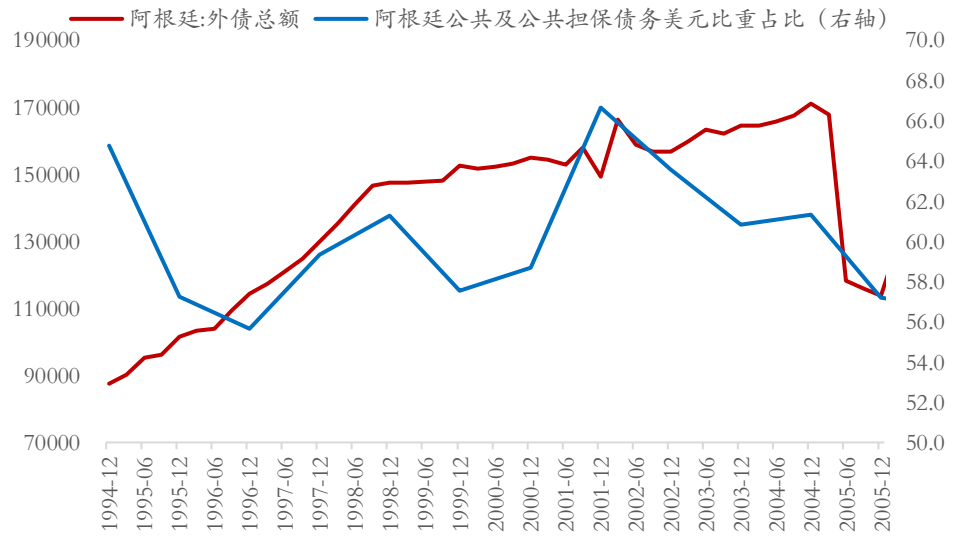
3 2001 阿根廷债务危机

2001 年阿根廷债务危机爆发的核心根源为僵化的固定汇率局制度与巨额外币债务形成的矛盾。

危机的根源在于 1991 年阿根廷推出的《自由兑换法》，将阿根廷比索与美元以 1:1 的汇率固定挂钩，并规定央行必须以等额外汇储备来发行比索。直到 2002 年 1 月 6 日，阿根廷国会才通过《经济紧急状态法案》正式终结维持十一年的比索与美元的法定固定汇率制度。

诚然固定汇率制度在初期确实成功遏制了阿根廷国内的恶性通胀，但它实质上放弃了独立的货币政策，导致比索币值被严重高估，削弱了阿根廷出口的竞争力。更致命的是，**它使得政府无法通过印钞来弥补财政赤字，只能依赖借入美元计价的外债来维持运转**。截至 2001 年底，阿根廷的外债规模已经攀升至 1493 亿美元，且绝大部分为美元计价外债，本币偿债能力完全受制于外汇储备。

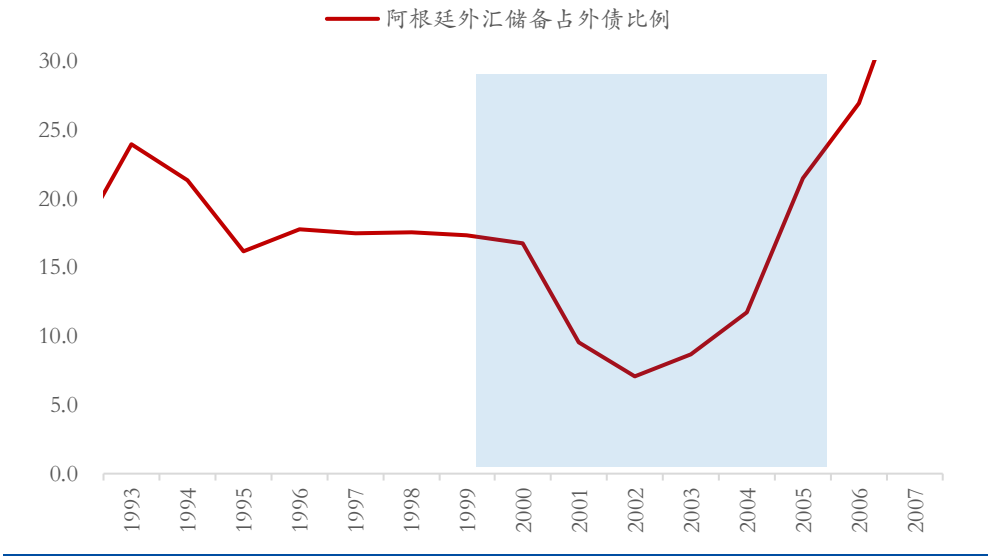
图18: 2001 年底阿根廷外债规模高达 1493 亿美元，而政府债务中 66.7%由美元构成



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：百万美元、%

下载日志已记录，仅供内部参考

图19：阿根廷2001年的外汇储备仅占外债9.5%，偿付外债能力降至阶段性低点



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

从阿根廷2001年的数据可以看到，不含利息支出的赤字规模约占GDP的1.4%，赤字率相对可控，但当年实际利息支出就占到GDP的5.4%，最终2001年的赤字规模约占GDP的6.8%。

而且在债务危机爆发后，2002年增加了大量的债务支出，包括银行危机救助发债、利息资本化。根据IMF测算数据，2002年全口径的阿根廷赤字约占GDP的25.3%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图20: 1998-2003 年阿根廷合并公共部门财政运行情况

	1998	1999	2000	2001	Est. 2002	Proj. 2003
	(In millions of Arg$)					
Revenue	**71,204**	**68,998**	**70,307**	**63,324**	**68,949**	**95,214**
Total tax revenue	52,018	49,675	51,542	46,930	50,697	73,151
Social security contributions	11,990	10,892	10,684	9,639	9,654	11,708
Other revenues 1/	7,196	8,431	8,081	6,754	8,598	10,355
Noninterest expenditure	**69,456**	**71,075**	**69,077**	**67,179**	**68,812**	**82,553**
Wages	24,916	26,596	27,014	26,577	25,721	30,253
Goods and services	6,492	6,729	5,981	6,104	6,127	7,827
Transfers to the private sector	26,518	27,219	26,795	25,667	28,594	33,244
Other	11,531	10,531	9,287	8,830	8,370	11,229
Primary balance	**1,748**	**-2,076**	**1,230**	**-3,855**	**137**	**12,661**
Interest 2/	7,851	9,655	11,529	14,457	35,080	49,557
Overall balance	**-6,103**	**-11,732**	**-10,298**	**-18,313**	**-34,944**	**-36,896**
Interest capitalization 3/	0	0	0	1,429	26,430	32,300
Overall cash balance	**-6,103**	**-11,732**	**-10,298**	**-16,884**	**-8,514**	**-4,596**
Memorandum items:						
Other debt creating expenditures 4/	1,244	1,861	1,569	1,552	38,100	10,200
of which : bonds issued to assist banks	0	0	0	0	36,000	3,600
Interest arrears	0	0	0	0	12,833	15,200
Augmented primary balance	**504**	**-3,937**	**-338**	**-5,408**	**-37,963**	**2,461**
Augmented overall balance	**-7,347**	**-13,592**	**-11,867**	**-19,865**	**-85,877**	**-62,296**
	(In percent of GDP)					
Revenue	**23.8**	**24.3**	**24.7**	**23.6**	**20.4**	**19.3**
Total tax revenue	17.4	17.5	18.1	17.5	15.0	14.8
Social security contributions	4.0	3.8	3.8	3.6	2.8	2.4
Other revenues 1/	2.4	3.0	2.8	2.5	2.5	2.1
Noninterest expenditure	**23.2**	**25.1**	**24.3**	**25.0**	**20.3**	**16.7**
Wages	8.3	9.4	9.5	9.9	7.6	6.1
Goods and services	2.2	2.4	2.1	2.3	1.8	1.6
Transfers to the private sector	8.9	9.6	9.4	9.6	8.4	6.7
Other	3.9	3.7	3.3	3.3	2.5	2.3
Primary balance	0.6	-0.7	0.4	-1.4	0.0	2.6
Interest 2/	2.6	3.4	4.1	5.4	10.4	10.0
Overall balance	**-2.0**	**-4.1**	**-3.6**	**-6.8**	**-10.3**	**-7.5**
Interest capitalization 3/	0.0	0.0	0.0	0.5	7.8	6.5
Overall cash balance	**-2.0**	**-4.1**	**-3.6**	**-6.3**	**-2.5**	**-0.9**
Memorandum items:						
Other debt creating expenditures 4/	0.4	0.7	0.6	0.6	11.2	2.1
of which : bonds issued to assist banks	0.0	0.0	0.0	0.0	10.6	0.7
Interest arrears	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8	3.1
Augmented primary balance	**0.2**	**-1.4**	**-0.1**	**-2.0**	**-11.2**	**0.5**
Augmented overall balance	**-2.5**	**-4.8**	**-4.2**	**-7.4**	**-25.3**	**-12.6**

数据来源：IMF《Argentina: Staff Report for the 2002 Article IV Consultation》，财通证券研究所

2001 年 12 月 23 日临时总统罗德里格斯·萨阿宣布暂停偿付美元主权债务，触发全面主权违约。

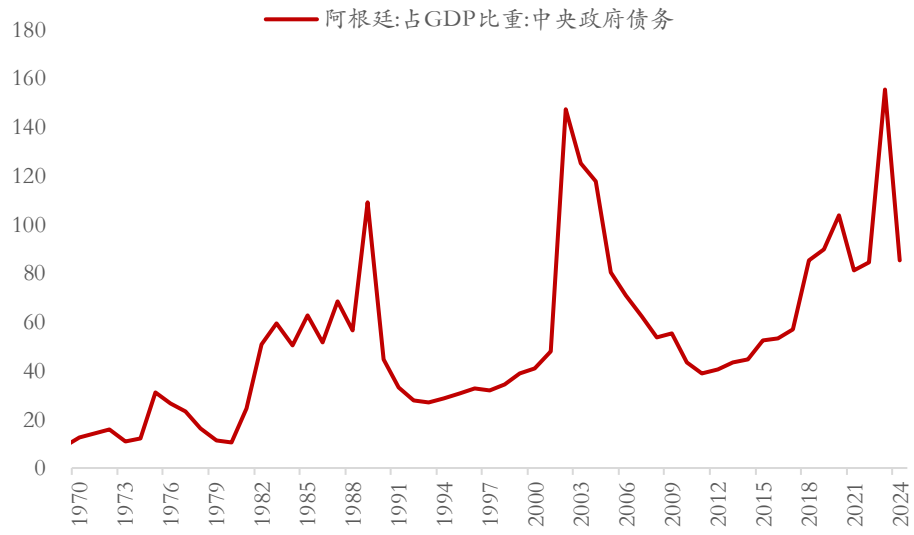
这一轮危机最终存在两轮债务置换，**一是 2005 年 1 月 14 日**，阿根廷政府正式对外推出债务置换方案，涉及 818.4 亿美元债务，旧债券折价 65%换成新债券；**二是 2010 年 4 月 15 日**，阿根廷宣布重启债务交换窗口，剩余部分债权人加入，两次置换的整体债权人参与率提升至 92%。剩余约 8%的债权人（以“秃鹫基金”美国埃利奥特管理公司旗下 NML 资本公司为主）拒绝折价支付，持续在美国纽约法院诉讼，引发 2014 年阿根廷主权债务的技术性违约。直到 2016 年 2 月 29 日，阿根廷才与“秃鹫基金”达成和解协议，同年 4 月完成资金兑付、美国法院解除付款账户冻结，阿根廷才完整重返国际债市。但在讨论债务危机的起始时间上，我们**选取 2001 年 12 月 23 日至 2005 年 1 月 14 日间**。

实际上从 1980 年代以来，阿根廷有过多次的主权债务违约情况：①拉美债务危机期间；②2001 年阿根廷债务违约；③2014 年没有向“秃鹫基金”全额交割造成的技术性违约；④2020 疫情期间的债务违约。但之所以单列 2001 年的阿根廷主权

下载日志已记录，仅供内部参考

债务违约，**一是此次违约债务的规模较大，二是这一轮的主权违约下危机国的股市表现较为异常。**

图21：2001、2002 年阿根廷中央政府债务占 GDP 比例分别为 48%、147%



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

阿根廷债务危机期间，大类资产表现与此前两轮明显不同：**主权债务危机对本国市场的名义价值反而没有造成显著冲击，发达市场并无明显优势。**

在本轮危机前，阿根廷股市的 MERVAL 指数在 2001 年 6 月初至 11 月底期间下跌 53.9%，但在 12 月 23 日公告外债暂停兑付后，阿根廷股市因成为本币持有人对抗贬值与通胀的“替代品”而暴涨，2001 年 12 月初至 2002 年 3 月底 MERVAL 指数以比索计大涨 105.6%，但以美元计价实质下跌 27.9%。

不过总体在 2001 年至 2005 年的阿根廷债务危机期间，阿根廷 MERVAL 指数上涨 319.6%，而以美元计价则上涨了 42.8%。**与前文讨论的两次主权债务危机表现均不同。**

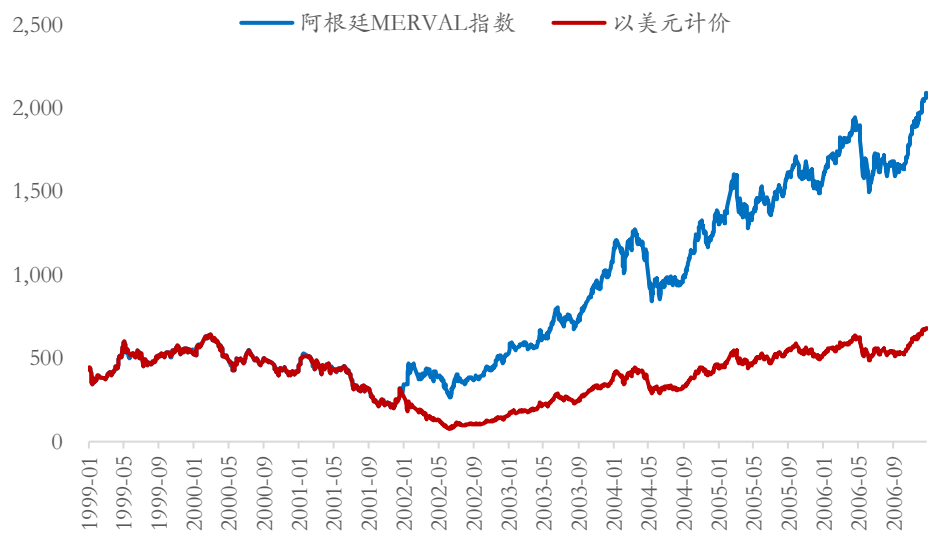
之所以阿根廷股市大涨，是因为 2001 年 12 月阿根廷推出了 Corralito（栅栏计划），冻结银行存款、限制居民提取美元存款，同时实施严格外汇管制，普通居民很难将比索资产兑换为美元、转移到海外。而**面临比索即将大幅贬值、购买力缩水的强烈预期，资金只能在封闭的境内金融市场内寻找载体，并且主权债违约、国债的流动性被冻结，股市成为国内少数可以自由交易的资产**，所以推高了阿根廷股市比索名义的股价。

需要注意的是，1998 俄罗斯债务危机期间俄罗斯央行也曾颁布了外汇管制。但俄罗斯股市并没有出现像阿根廷的大幅上涨，一是俄罗斯管制针对的是企业、银行的对外外币债务等，并非全面管制；二是俄罗斯的管制时间不长、持续仅为 90 天，并未像阿根廷持续一年之久。

此外，阿根廷债务危机发生时间正处于全球需求相对较强的宏观周期下，阿根廷比索的大幅贬值反而为阿根廷的出口提供了有利条件，贸易顺差从 2001 年的 62.2 亿美元大幅上涨至 2002 年的 166.6 亿美元，也为改善阿根廷经济增长提供了一定支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

图22：2001 年阿根廷债务危机期间，以比索计价大幅上涨

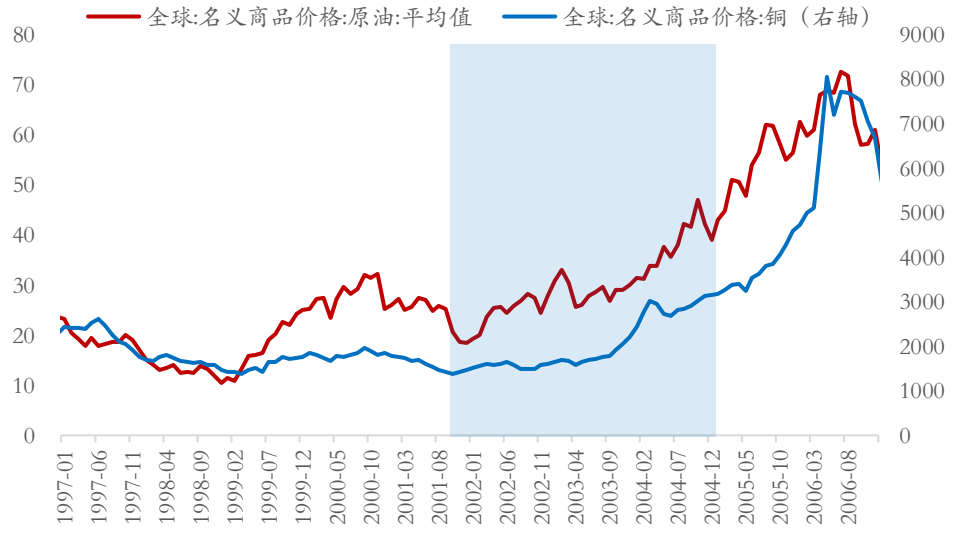


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：指数点

而阿根廷比索的汇率跌幅较大，美元兑阿根廷比索从 2001 年 12 月 20 日的 1.0 升至 2005 年 1 月 14 日的 2.9388，相对美元贬值 66%（期间最高升至 2002 年 6 月 26 日的 3.8675，相对美元贬值 74.1%）。

大宗商品方面，**本轮整个危机区间原油、黄金、铜的表现均向好。**原油名义现货价从 2001 年 12 月 23 日的 18.5 美元/桶上涨至 2005 年 1 月 14 日的 43 美元/桶，区间涨幅 132.4%。而伦敦金现则由 278.1 美元/盎司上涨至 423.2 美元/盎司，区间涨幅 52.2%。铜名义现货价从 1472 美元/公吨上涨至 3170 美元/公吨，区间涨幅 115.4%。

图23：阿根廷债务危机期间，原油、铜受全球需求走强影响，而大幅上涨



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：美元/桶、美元/公吨；注：月均价

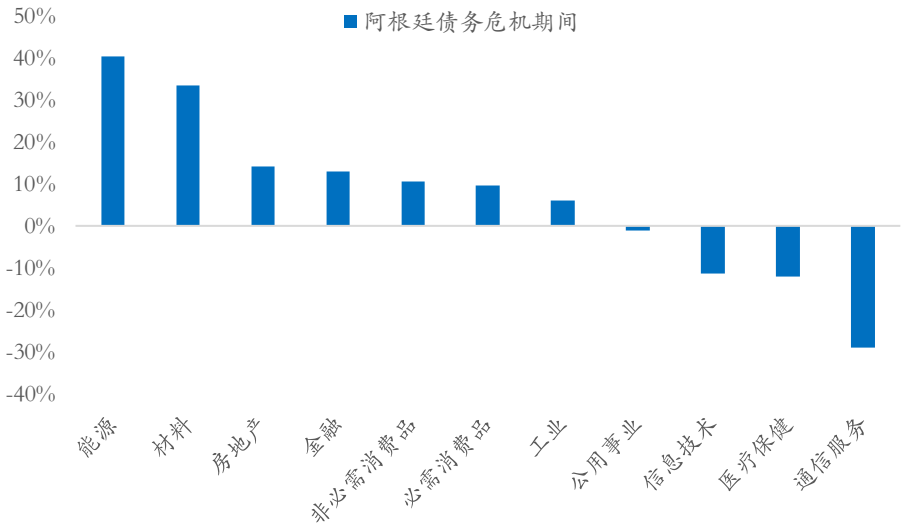
下载日志已记录，仅供内部参考

我们理解这主要是这一时期**恰逢全球需求相对走强**，阿根廷债务危机只是局部新兴市场的风险，**不足以逆转全球商品大牛市**——2001 年中国加入 WTO 带动新兴市场工业化提速，全球原油、铜的需求持续扩张；而互联网泡沫破裂后美联储持续降息，也奠定了黄金的上涨基础。

而**美国股市表现则并不具备比较优势**，阿根廷债务危机区间（2001 年 12 月 23 日至 2005 年 1 月 14 日）美股道琼斯工业指数上涨 5.2%、标普 500 上涨 3.5%、纳斯达克指数上涨 7.3%。

但从行业来看，美国**股市结构分化**，与大宗商品相关性较大的能源、材料上涨居前，分别上涨 40.3%、33.5%。而在全球需求走强下，地产 14.1%、金融 13%的上涨幅度也较可观。而互联网泡沫破裂后，通信服务、信息技术分别下跌 29%、11.5%。

图24: 阿根廷债务危机期间，美股中的能源、材料、地产、金融行业涨幅靠前

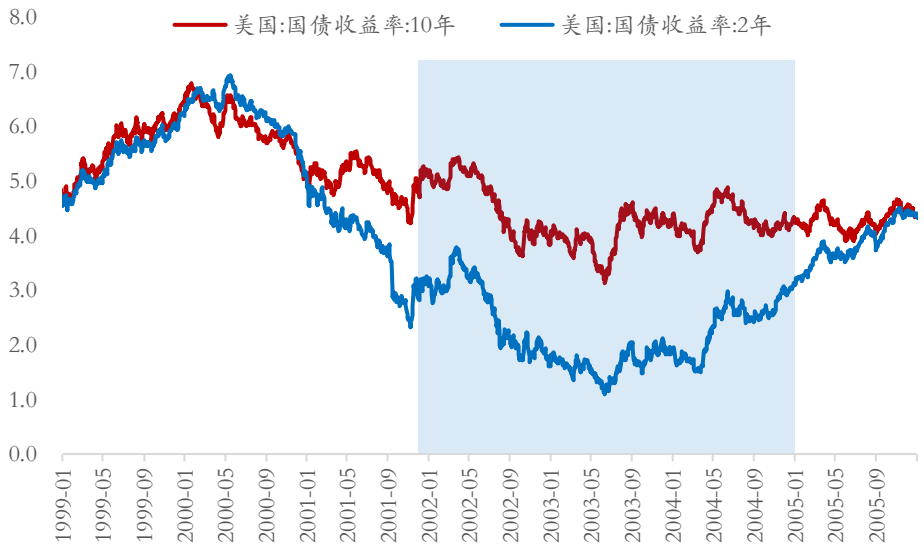


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所；单位：%；注：以 GICS 一级行业分类的月末收盘价计算涨幅

但美债收益率则先降后升，总体来看 10 年期美债下行 95BP，而 2 年期美债相差不大。

下载日志已记录，仅供内部参考

图25：阿根廷债务危机期间，美债利率先降后升

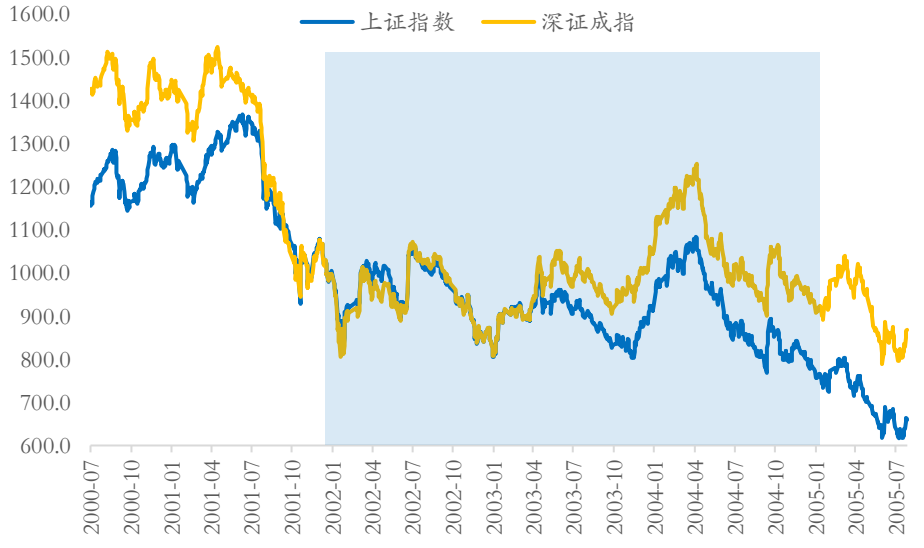


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

香港股市表现则具备一定优势，恒生指数在阿根廷债务危机期间上涨 20.9%。

而 A 股彼时外围影响相对有限，更多演绎内部逻辑。市场从 2001 年 6 月开始定价国有股减持，直到 2005 年 4 月正式启动股权分置改革试点，市场才逐步见底，这期间市场一直持续交易“全流通扩容预期”，所以上证指数下跌 24.1%，而深证成指下跌 8.3%。

图26：阿根廷债务危机期间，A 股整体震荡下跌



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：指数点；注：以 2001 年 12 月 21 日为 1000 点。

下载日志已记录，仅供内部参考

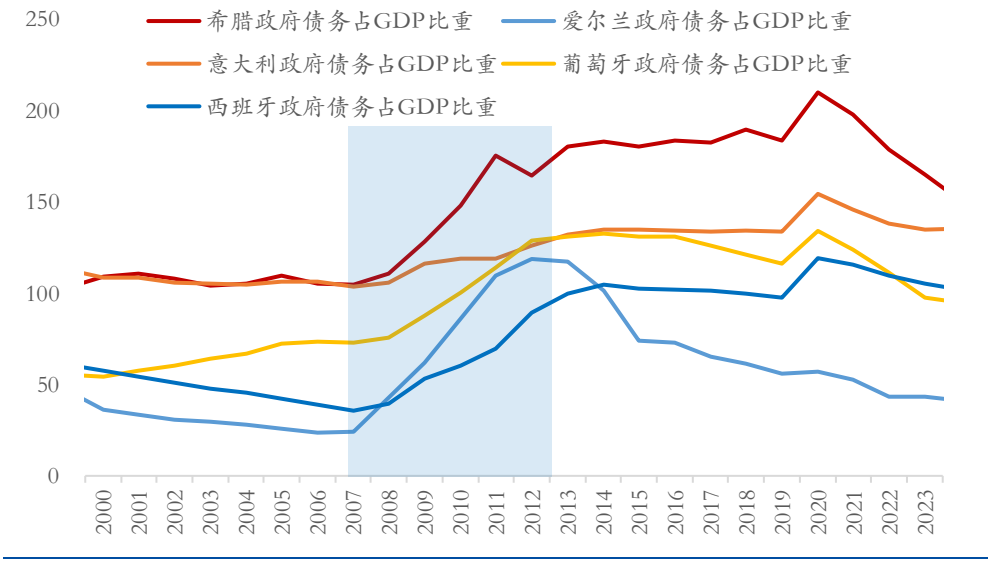
阿根廷债务危机间的大类资产表现提供了一个独特的资产定价样本：本币名义收益具有一定欺骗性，危机国资产的美元计价回报才是真正的量衡；然**而对被迫持有本币的国内投资者而言，股票与实物资产是较优的保值选择。**

4 2010 欧债危机

2010 年开始的欧债危机，核心原因来自于欧元区制度性缺陷与成员国财政失控的双重矛盾，同时兼具财务造假风险。

2009 年希腊新政府上台，披露前任政府刻意隐瞒财政赤字，赤字率远高于此前上报欧盟的数值，真实财政赤字率达 12.5%，远高于此前披露的 3.7%，市场对主权债务风险的担忧升温。而 2010 年 4 月 23 日，希腊政府正式向欧盟、IMF 申请外部救助，希望获得 450 亿欧元的贷款。自此拉开了欧债危机的序幕：以希腊为核心，逐步扩散至葡萄牙、意大利、爱尔兰、西班牙等欧元区国家，**是发达经济体首次大规模主权债务危机。**

图27: 2007 至 2012 年间，欧元区部分国家债务占 GDP 比例快速上升



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

尽管是欧元区，但成员国内部的经济结构存在明显差异。其中德国等北欧国家制造业强、单位劳动成本控制严格。然而南欧工资、福利持续上涨，劳动成本抬升，制造业竞争力持续走弱，这造成了南欧的经常账户贸易逆差。而 2000-2007 年间全球流动性充裕，跨境资本大量向南欧投放信贷，资金流入南欧房地产、消费，**南欧依靠资本流入弥补贸易逆差。**同时债权人把希腊国债视作接近德债的安全资产，希腊等国可以低成本持续发债，用来支撑高福利、公共部门薪资、基建。

但在 2008 金融危机之后，全球银行收缩跨境信贷，南欧过去依靠外资持续流入的模式难以为继，私人部门地产泡沫破裂（西班牙、爱尔兰），税收大幅下滑。

2010 年 5 月 10 日，欧盟成员国财政部长达成一项总额达 7500 亿欧元的救助机制，以帮助可能陷入债务危机的欧元区成员国，防止债务危机蔓延，同时欧洲央行宣布将购买欧元区国家公债。标志着**欧债危机最剧烈的流动性冲击阶段结束。**

下载日志已记录，仅供内部参考

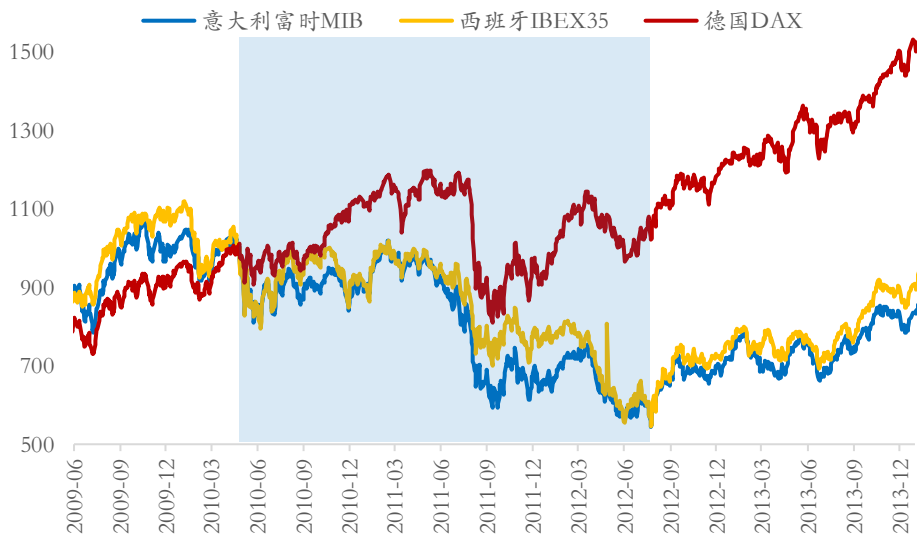
直到 2012 年 7 月 26 日，欧央行行长德拉吉发表“不惜一切代价保卫欧元”的演讲，承诺无上限干预欧元区主权债市场，市场恐慌快速消退。意大利、西班牙等核心边缘国主权债收益率持续下行，欧元区的主权债系统性风险解除。同年 9 月 6 日，欧央行正式公布 OMT 购债计划。此后局部国家后续仍有债务谈判，但**欧元区跨国有主权债务系统性危机到此结束**。

欧债危机本质上是欧元区统一货币政策、分散财政政策的制度设计，导致成员国丧失货币发行与汇率调节自主权，无法通过调节货币来化解债务压力。

在欧债危机期间，资产的表现呈现明显分化，欧债危机作为发达经济体债务危机，全球外溢性最强，**避险资产与发达市场的安全资产显著受益**。

欧债危机的流动性冲击阶段，即 2010 年 4 月 23 日至 5 月 10 日，**欧元区股市多数下跌**，意大利富时 MIB 指数下跌 7.3%、西班牙 IBEX35 指数下跌 4.3%、德国 DAX 指数下跌 2.4%。但从 2010 年 4 月 23 日至 2012 年 7 月 26 日整体来看，**欧元区股市表现分化**，其中意大利富时 MIB 指数、西班牙 IBEX35 指数分别下跌 41.6%、41.1%，但德国 DAX 指数反而上涨 6.7%。

图28: 欧债危机期间，意大利、西班牙、德国指数表现分化



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%；注：以 2010 年 4 月 23 日为 1000 点。

大宗商品方面，**避险属性的黄金相对上涨明显**。伦敦金现从 2010 年 4 月 23 日的 1157.6 美元/盎司上涨至 2012 年 7 月 26 日的 1615.8 美元/盎司。铜价变化较小，名义现价则从 7745 美元/公吨下降至 7584 美元/公吨，区间下跌 2.1%。原油名义现价虽然在整体期间上涨 15%，从 2010 年 4 月的 84.2 美元/桶上涨至 2012 年 7 月 26 日的 96.8 美元/桶。但流动性冲击阶段，油价在 2010 年 4 月 23 日至 5 月 10 日间下跌 10.2%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图29：欧债危机期间，黄金上涨明显

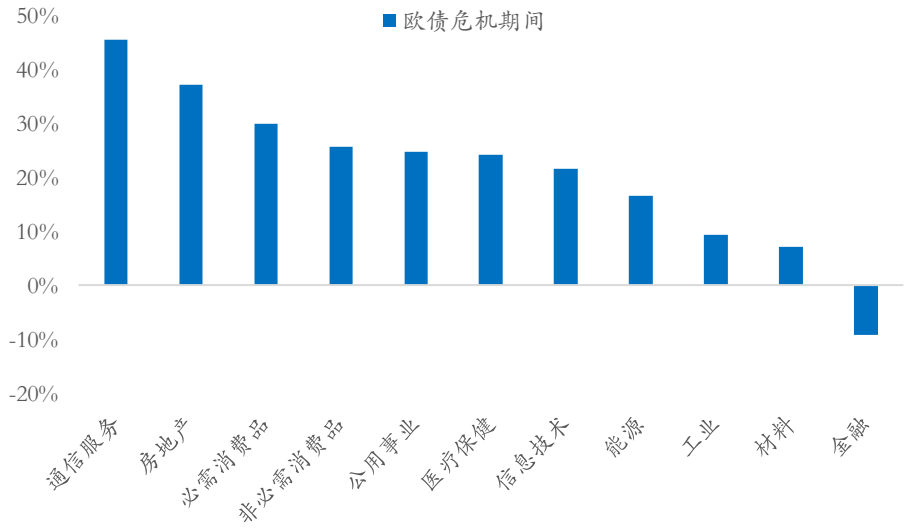


数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：美元/盎司。

而**美国市场则成为资本的“避风港”，尤其是美债表现突出**。从 2010 年 4 月 23 日至 2012 年 7 月 26 日期间，美股的道琼斯工业指数上涨 15.7%、标普 500 指数上涨 12.5%、纳斯达克指数上涨 14.9%。

从行业来看，美国股市行业大部分上涨，仅金融下跌。其中通信服务上涨 45.5%、房地产上涨 37.1%，必需消费品上涨 29.8%、非必需消费品上涨 25.7%、公用事业上涨 24.7%。

图30：欧债危机期间，美股中的通信服务、地产、必需消费品行业涨幅靠前



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所；单位：%；注：以 GICS 一级行业分类的月末收盘价计算涨幅

而美债价格持续上涨，收益率大幅下行，其中 10 年期美债下行 239BP、2 年期美债下行 87BP。

下载日志已记录，仅供内部参考

而**香港股市表现不佳**，从 2010 年 4 月 23 日至 2012 年 7 月 26 日，恒生指数下跌 11.9%。主要源于欧债危机是发达经济体首次大规模主权债务危机，期间反复出现恶化后全球资本进入风险去杠杆模式，资金从新兴市场撤出，回流美元、美债等避险资产，恒生指数承压。

与此前三次主权债务危机表现相似的是，**A 股依然在主要演绎独立逻辑**：受 2009 年四万亿带来的通胀压力，我国货币政策进入紧缩周期，而 2009 年 IPO 重启，2010-2011 年 A 股数量的扩容也使得主要指数表现承压。2010 年 4 月 23 日至 2012 年 7 月 26 日期间，上证指数下跌 29.1%、深证成指下跌 22.4%、创业板指下跌 29.3%。不过 2010 年 4 月、2011 年下半年、2012 年上半年欧债的三轮恶化，全球风险资产阶段性抛售，也传导至 A 股造成阶段性回撤。

5 债务危机规律：避险资产受益确定性强

复盘以上四轮主权债务危机成因，共性可以归纳为四条：

一是外币计价债务与本币收入之间的货币错配，使得本国债务对美联储货币政策毫无对冲能力；

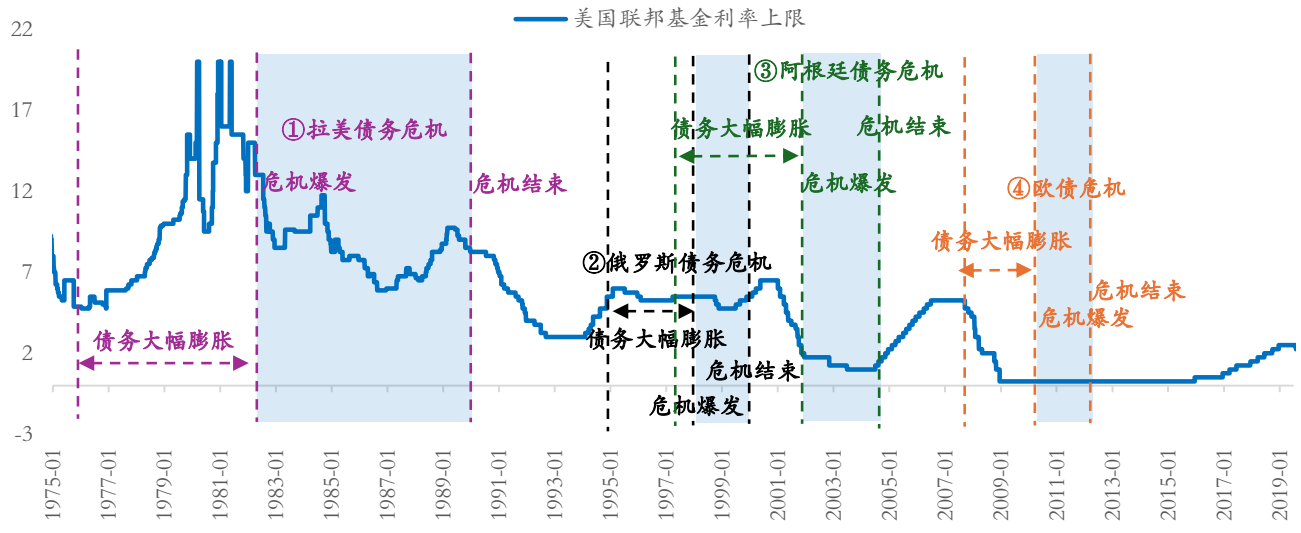
二是不独立的货币政策使得在财政结构持续失衡时，本国失去调节能力；

三是无法管控的外部资本带来周期性波动——廉价信贷涌入时债务激增，利率上行或风险偏好逆转时资本骤停；

四是经济增长结构中对原材料产品出口的高依赖放大了贸易产生的冲击。

而对于美国货币政策这一外生变量，我们理解**美联储货币宽松或是债务累计的必要条件，却并不是债务危机爆发的充分条件**。美国货币宽松容易催生新兴市场的美元信贷扩张、外债积累；而美联储加息收紧，会抬升美元债务利息、推高美元汇率，是主权债务危机重要触发条件之一。但四次危机里，欧债危机并不适用这套逻辑；所以危机爆发还必须叠加本国财政、汇率制度、内部基本面的重大缺陷。

图31: 拉美、俄罗斯、阿根廷债务危机发生在美联储货币收紧之后



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所；单位：%。

下载日志已记录，仅供内部参考

而对于大类资产表现，具有以下共性：

危机国股市的规律基本一致，股市大多数下跌。

美股的表现取决于危机是否直接冲击美国金融体系。只要危机不演化为美国本土信用事件，**美债利率下行与美联储宽松反而构成美股的利多**。不过历次债务危机期间，美股行业表现并不具备共性，仅有**非必需消费品**这一行业在俄罗斯、阿根廷、欧债的三次债务危机期间均居于 11 个 GICS 行业的前五。我们理解尽管债务危机期间美股受益于流动性充裕而均呈现上涨，但行业表现则更多是演绎产业独立逻辑。

A 股与海外主权债务危机呈弱相关，国内流动性与政策周期的解释力更强。

大宗商品**则需要考虑的是全球需求、供给格局以及资产风险偏好**。若全球需求走强，则原油、铜相应走强，而供给短缺也会推升两者上涨；但若风险偏好趋于避险，则黄金上涨确定性强。

表2: 四轮债务危机中大类资产表现情况

	美股			港股		A 股		美债					
	道琼斯工业指数	标普 500	纳斯达克指数	恒生指数	上证指数	深证成指	创业板指	10 年期	2 年期	原油	黄金	铜	危机国股市
拉美债务危机	193.6%	185.5%	152.5%	185.6%	-	-	-	下行 421BP	下行 327BP	-44.4%	17.6%	124.8%	-
俄罗斯债务危机	26.7%	24.4%	44.6%	86.5%	39.3%	24.4%	-	上行 55BP	上行 31BP	62.4%	-10.1%	1.7%	俄罗斯-0.46%
阿根廷债务危机	5.2%	3.5%	7.3%	20.9%	-24.1%	-8.3%	-	下行 95BP	上行 2BP	132.4%	52.2%	115.4%	阿根廷 319.6%
欧债危机	15.7%	12.5%	14.9%	-11.9%	-29.1%	-22.4%	-29.3%	下行 239BP	下行 87BP	15.0%	39.6%	-2.1%	意大利-41.6%、西班牙 41.1%、德国 6.7%

数据来源：Wind，财通证券研究所

从历史主权债务危机复盘不难发现，债务风险的爆发往往存在滞后性，低利率环境容易掩盖财政失衡，一旦融资条件收紧，存量高债务的脆弱性将快速暴露。

回到当下，**美国、欧元区、日本等发达经济体政府债务率处于历史高位**，构成全球资本市场不可忽视的风险。相较墨西哥、阿根廷、希腊等历史案例，发达经济体依托储备货币、央行干预能力，短期爆发急性主权违约概率偏低，但高债务环境下，长债收益率波动、财政调整阵痛、风险偏好冲击仍可能扰动全球大类资产。一旦市场质疑财政可持续性，可能引发全球债市重定价，带动权益、汇率与大宗商品联动调整，这也是全球资产配置需要持续警惕的宏观风险。

6 风险提示

主权债务脆弱性或加剧：若发达经济体财政赤字持续扩张叠加融资利率快速上行，美欧日等经济体的高债务脆弱性或将暴露，引发全球资产重定价与大幅波动。

风险或跨市场传染：主权信用风险一旦扩散，会通过银行资产负债表、跨境资本流动渠道冲击全球股市与大宗商品。

下载日志已记录，仅供内部参考

历史类比存在不确定性：拉美、俄罗斯、阿根廷、欧债危机的制度背景、货币体系存在显著差异，通过历史资产表现对未来情况进行外推有一定误差。



下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。