

2024年5月15日

# 降低金融市场收益率，引导更多资金进实体

## 证券分析师：

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师：

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人：

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 投资要点

- **核心观点：**收益率是决定资金投向的一个关键性因素，如果金融市场收益率较低，实体投资收益率在扣除风险补偿后仍然较高，则会增加实体经济的吸引力。从投资性价比角度来看，当前我国金融市场投资收益率相对贷款利率可能偏高，国债、同业存单、企业债等金融产品相对吸引力偏强，一定程度上会影响资金进入实体经济的幅度，进而影响货币供给的有效性。随着经济增速下降，投资收益率也会降低，需要较低的利率水平与之配套。国际经验显示，美国和日本在经历经济增长降速换挡后，利率水平同步下行，经常处于极低水平。中长期看，我国经济增速已在缓慢下降，利率有下行诉求。实际利率角度，无论与国际相比，还是与我国历史中枢水平相比，当前我国实际利率明显偏高。目前我国价格水平过低，更有调降利率的需求。从政策利率与市场利率的利差水平看，目前利差处于偏高位置，如果要降低金融市场收益率，降低政策利率可能是一个比较有效的渠道。为了促进投资和消费，我们认为可以降低政策利率为引导，带动银行降负债端利率和金融市场收益率，弱化金融投资的吸引力，引导更多资金进入实体经济，促进经济高质量发展。
- **中长期看，我国经济增速或将缓慢下降，利率有下行诉求。**就发展规律而言，GDP增速换挡的过程中，投资回报率会逐步下行，利率水平相应也会趋于下行。如果利率偏高，将会导致企业融资成本高企，抑制投资需求和消费需求，不利于经济发展。国际经验显示，美国和日本在经历经济增长降速换挡后，利率水平同步下行。伴随潜在经济增长水平的下降，利率也需要相应下行。特别是经历了三年疫情对经济的冲击，目前可能需要比正常水平更低的利率以促进经济恢复。**短期看，降低利率水平可以缩小经济名义增速与实际增速间的“温差”。**今年一季度，我国名义GDP同比4.2%，与过去20年相比处于偏低水平，作为名义利率的10年期国债收益率均值也下行至2.41%，同样为历史低位。2023年Q2开始，我国名义增速慢于实际增速，GDP平减指数连续四个季度为负。站在逆周期调节角度，我国经济名义增速较低，因此需要更低的利率水平以提振投资和消费需求，使通胀温和上升。
- **我国金融市场投资收益率相对投资实体收益偏高，不利于资金流向实体经济。**我们选取贷款加权平均利率以衡量资金投资实体经济的收益率，近10年贷款利率整体下行，企业融资成本下降，有助于激发企业投资和创新活力，较好地推动了经济发展。但如果从资金收益角度来看，自2020年Q2以来，贷款利率与10年期国债收益率、同业存单收益率、企业债收益率、产业债收益率、城投债收益率等金融市场投资收益率的利差在不断收窄。从投资性价比的角度来看，贷款利率与金融市场收益率的利差持续收窄，表明国债、同业存单、企业债等金融产品对资金的相对吸引力在上升，这会一定程度上影响资金进入实体经济，进而影响货币供给的有效性。对于投资者来说，如果金融产品的投资性价比高于实体经济，便会促使更多资金投向金融市场，进而导致实体经济资金供给相对不足，影响社会整体经济结构。
- **政策利率较市场利率偏高。**从MLF看，截至今年4月，1年期MLF利率为2.5%，但1年期AAA同业存单到期收益率已连续4个月低于政策利率，4月均值为2.122%，5月上半月进一步下行至2.097%。从PSL看，截至今年3月，PSL利率为2.25%，但4月份5年期国开债、农发债、进出口债到期收益率均值均低于PSL利率，且5月上半月三者均值进一步下行。如果市场利率较长时间低于政策利率，政策利率似乎没有继续维持“高位”的必要。
- **从实际利率角度来看，无论横向还是纵向比较，当前我国实际利率明显偏高。**横向对比来看，我国实际利率水平在国际上处于高位。截至2024年3月，发达国家中，美国实际利率

处于低位 ( 0.71% ), 德国为0.26%, 日本实际利率仍然为负值 ( -1.95% )。发展中国家中, 越南实际利率自2022年9月以来整体下行, 今年4月为-1.52%。与上述国家相比, 4月中国实际利率为2.0%, 明显处于偏高水平。**纵向对比来看, 我国当前实际利率与历史均值相比处于偏高水平。**2000-2019年中国实际利率均值为0.97%, 美国为1.26%。今年4月, 中国实际利率较历史均值高1.01个百分点, 美国较历史均值低0.55个百分点。把时间拉长看, 截至今年4月, 2020年以来中国有三分之二的时间实际利率较历史均值偏高, 而美国有96%的时间实际利率低于历史均值。较高的实际利率不利于企业扩大投资和居民消费, 对经济恢复可能具有一定抑制作用。我们认为, 促进投资和消费需要继续降低政策利率, 弱化金融市场投资的吸引力, 引导实际利率下降, 从而提振经济活力, 使通胀温和上升。

- **国际经验显示, 低利率环境有利于创新发展。**20世纪80年代, 美国完成利率市场化改革, 银行存款利率不再具有吸引力, 居民财富从银行体系流向资本市场。1984-2000年, 美国非金融企业股权融资占比从65%攀升至90%。从IPO数量来看, 1980-2000年, 信息技术和可选消费企业的IPO数量位列全部行业的二、三位, 美国产业结构逐步偏向以高端制造为代表的新兴产业。2023年杰克逊霍尔会议上发布的论文 ( Ma & Zimmermann, 2023 ) 也显示, 货币政策可以通过需求和金融条件两个渠道影响科技创新, 高利率环境对科技创新有负面影响。
- **风险提示: 地缘政治风险; 政策落地不及预期; 海外金融事件风险。**

## 正文目录

1. 经济增速和投资边际收益下行要求资金利率下降 .....	5
2. 我国金融市场投资收益率相对投资实体收益偏高 .....	7
3. 我国实际利率总体偏高 .....	10
4. 国际经验：低利率环境有利于创新发展 .....	12
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1 日本经济增速、基准利率与 10 年期国债收益率, %	5
图 2 美国经济增速与基准利率, %	6
图 3 中国实际 GDP 增速, %	6
图 4 中国经济增速预测, %	6
图 5 中国 GDP 平减指数, %	7
图 6 中国价格水平位于低位, %	7
图 7 贷款利率与 10 年期国债到期收益率, %	8
图 8 贷款利率与 1 年期 AAA 同业存单到期收益率, %	8
图 9 贷款利率与 1 年期 AAA 企业债到期收益率, %	8
图 10 贷款利率与 1 年期 AAA 城投债到期收益率, %	8
图 11 企业新增中长期贷款与制造业投资增速, %	9
图 12 工业企业利润增速与 PPI 同比, %	9
图 13 社融增速下行, %	9
图 14 居民定期存款增速远高于活期, %	9
图 15 居民储蓄意愿较强, %	9
图 16 中美银行净息差对比, %	9
图 17 PSL 利率高于政策性银行融资成本, %	10
图 18 MLF 利率高于商业银行融资成本, %	10
图 19 中国 10 年期国债、通胀与实际利率, %	11
图 20 美国 10 年期国债、通胀与实际利率, %	11
图 21 越南 10 年期国债、通胀与实际利率, %	11
图 22 德国、日本实际利率, %	11
图 23 2020 年以来美国实际利率低于历史均值, %	12
图 24 2020 年以来中国实际利率整体高于历史均值, %	12
图 25 1970-2000 美国非金融企业股权融资比重, %	13
图 26 1980-2000 美国股市 IPO 数量, 家	13

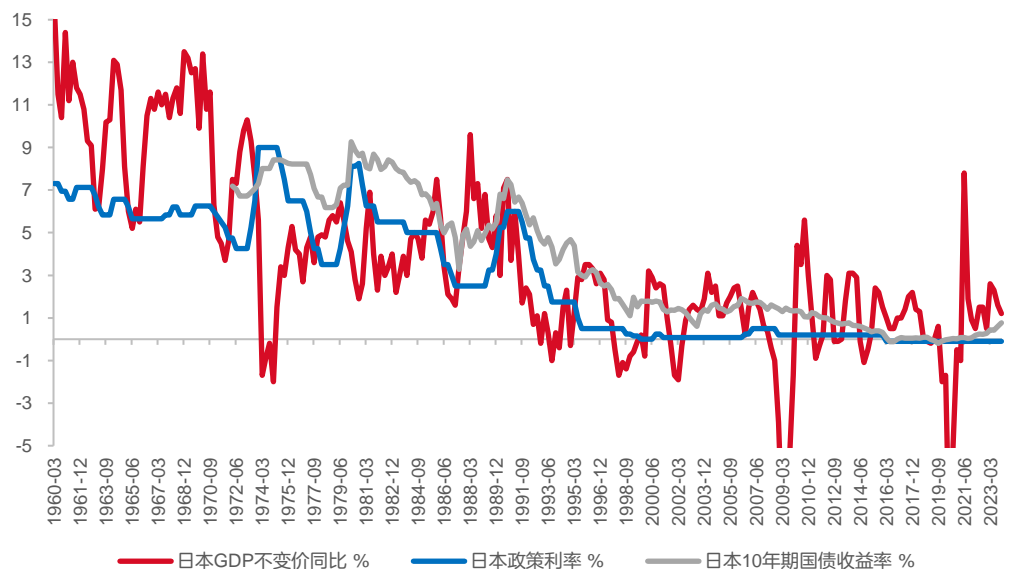
## 1.经济增速和投资边际收益下行要求资金利率下降

党的二十大报告指出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。高质量发展意味着我国经济增长方式将由粗放型转向集约型，由高速增长阶段转向高质量发展阶段。中长期看，我国经济增速或将缓慢下降，利率有下行诉求。就发展规律而言，GDP 增速换挡的过程中，投资回报率会逐步下行，利率水平相应也会趋于下行。因为利率决定了企业的融资和借贷成本，要使企业增加扩产以及投资的意愿，需要提高企业的投资回报率，并能补偿投资实体经济过程中可能产生的风险损失。如果利率偏高，将会导致企业融资成本高企，抑制投资需求和消费需求，不利于经济发展。

国际经验显示，美国和日本在经历经济增长降速换挡后，利率水平同步下行。从日本来看，1956 年至今，日本经济增长主要分为三个阶段：第一，1956-1973 年，日本实际 GDP 平均增速高达 9.3%，同期日本央行基准利率和 10 年期国债收益率也均位于高位，二者均值分别为 6.3%、6.9%。第二，1974-1995 年，日本实际 GDP 平均增速降至 3.6%，同期基准利率和 10 年期国债收益率的均值分别降至 4.7%、6.5%。其中，基准利率从最高 9% 降至最低 0.5%。第三，1996 年至今，日本实际 GDP 平均增速进一步下降至 0.7%，同期基准利率持续维持低位。值得注意的是，2016 年以来日本长期实行负利率政策（-0.1%）。直至今今年 3 月，日本央行宣布将基准利率目标区间上调至 0%-0.1%，回归零利率时代。日本 10 年期国债收益率均值也降至 1%，目前在 0.8% 左右。

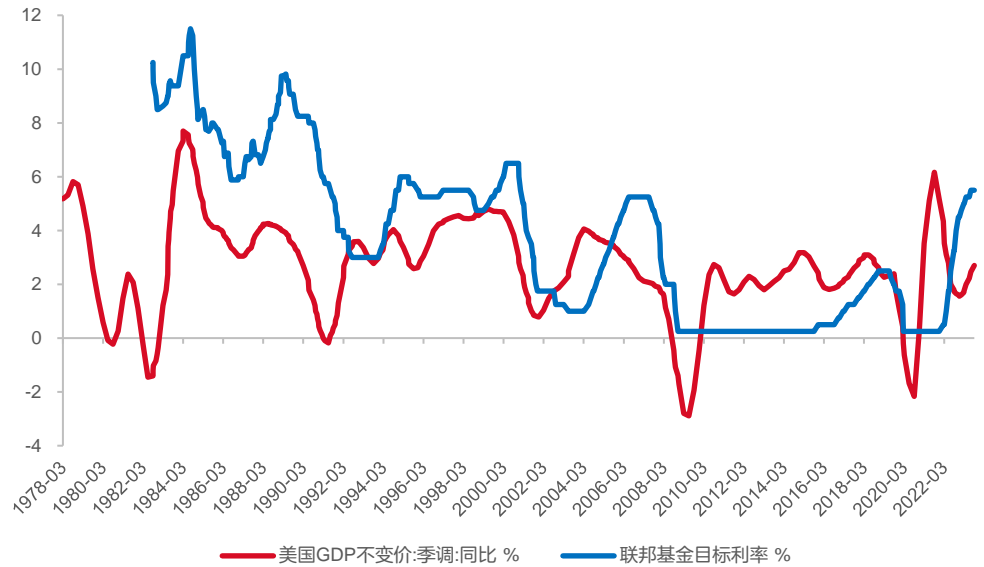
从美国来看，1982-2000 年，美国实际 GDP 年均增长 3.4%，相较 1950-1981 年年均 3.8% 的增速有所放慢，基准利率也从 10.25% 下行至 6%；2001-2022 年，美国实际 GDP 年均增速降至 2%，同期基准利率也整体下行，其中 2008 年至 2016 年基准利率低于 1%。

图1 日本经济增速、基准利率与 10 年期国债收益率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 美国经济增速与基准利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

长期而言，中国人民银行在 2023 年一季度货币政策执行报告专栏中提到“合理把握利率水平,过去 20 年我国实际利率总体保持在略低于潜在经济增速这一‘黄金法则’水平上。”就我国经济发展阶段来看，目前已从高速增长转为中速增长阶段。2024-2025 年，世界银行对中国实际 GDP 增速的预期分别为 4.5%、4.3%，IMF 的预期分别为 4.16%、4.12%。伴随潜在经济增长水平的下降，利率也需要相应下行。特别是经历了三年疫情对经济的冲击，目前可能需要比正常水平更低的利率，以促进经济恢复。

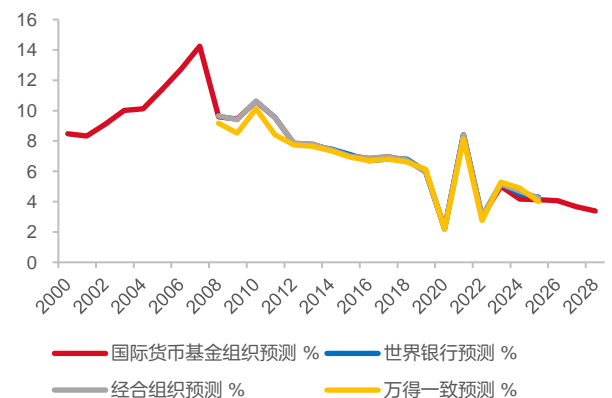
短期而言，今年一季度，我国名义 GDP 同比为 4.2%，与过去 20 年相比处于偏低水平，作为名义利率的 10 年期国债收益率均值也下行至 2.41%，同样为历史低位。2022 年 Q1 至 2023 年 Q1，中国名义 GDP 当季同比均值为 5.3%，高于实际 GDP 增速均值 3.3%。但进入 2023 年二季度，名义 GDP 增速慢于实际增速，GDP 平减指数已连续四个季度为负，2024 年一季度为-1.27%。站在逆周期调节角度，当前我国经济名义增速较低，因此需要更低的利率水平，以提振投资和消费需求，使通胀温和上升。

图3 中国实际 GDP 增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 中国经济增速预测，%



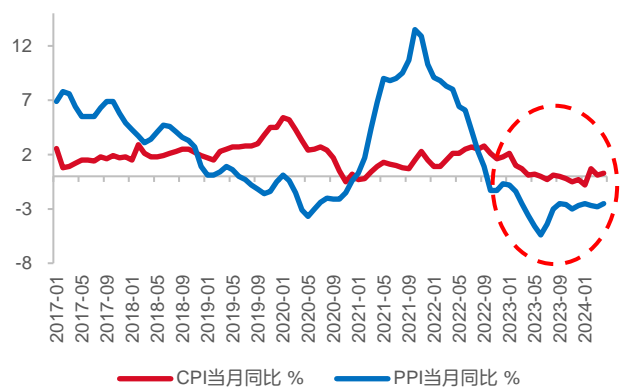
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 中国 GDP 平减指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 中国价格水平位于低位，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

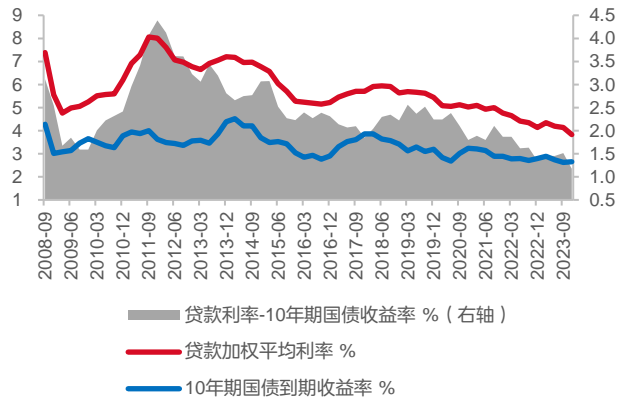
## 2.我国金融市场投资收益率相对投资实体收益偏高

我国目前金融市场投资收益率名义值较低但相对值较高，金融市场投资收益率相对贷款利率可能过高。资金的本性是“逐利避险”，这一本性将驱使资金更多投向高效率、低风险领域。具体而言，在同等风险水平下，“逐利”本性将驱使资金流向效率更高的行业、企业或部门；在同等收益水平下，“避险”本性将驱使资金远离风险高的行业、企业或部门。

我们选取贷款加权平均利率以衡量资金投资实体经济的收益率，近 10 年贷款利率整体下行，企业融资成本下降，有助于激发企业投资和创新活力，较好地推动了经济发展。但如果从资金收益角度来看，自 2020 年二季度以来，贷款利率与 10 年期国债收益率、同业存单收益率、企业债收益率、产业债收益率、城投债收益率等金融市场投资收益率的利差在不断收窄。具体而言，2020 年二季度至 2023 年四季度，贷款加权平均利率与 10 年期国债收益率的利差从 2.38 个百分点收窄至 1.17 个百分点；与 1 年期 AAA 级同业存单收益率的利差从 3.16 个百分点收窄至 1.25 个百分点；与 1 年期 AAA 级企业债收益率的利差从 2.93 个百分点收窄至 1.11 个百分点；与 1 年期 AAA 级城投债收益率的利差从 2.9 个百分点收窄至 1.09 个百分点。在贷款利率下行的同时，以 10 年期国债收益率为代表的金融市场收益率也在下降，但前者下行幅度更大。

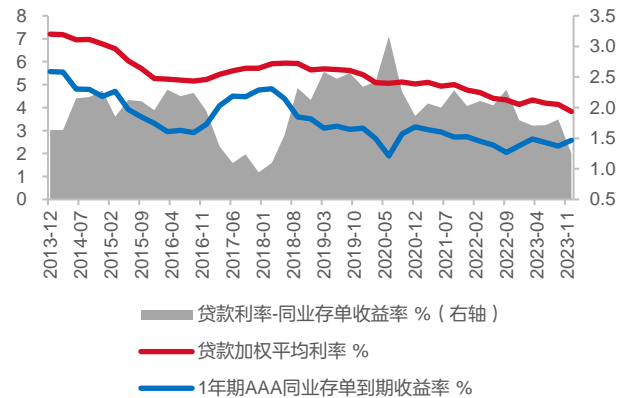
从投资性价比的角度来看，贷款利率与金融市场收益率的利差持续收窄，表明国债、同业存单、企业债等金融产品对资金的相对吸引力在上升，这会一定程度上影响资金进入实体经济，增加了资金在金融系统中空转的可能性。对于投资者来说，如果金融产品的投资性价比高于实体经济，便会促使更多资金投向金融市场，进而导致实体经济资金供给相对不足，影响社会整体经济结构。

图7 贷款利率与 10 年期国债到期收益率， %



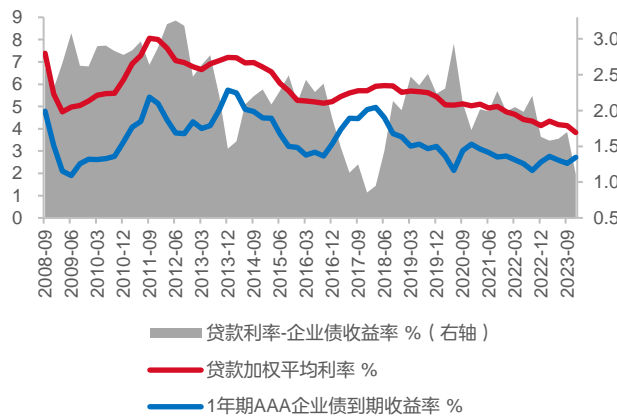
资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 贷款利率与 1 年期 AAA 同业存单到期收益率， %



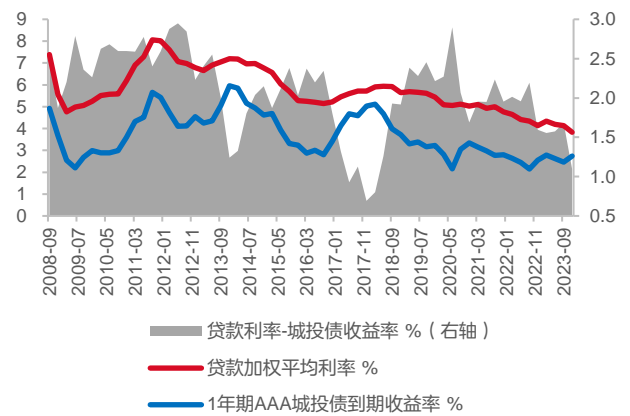
资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 贷款利率与 1 年期 AAA 企业债到期收益率， %



资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 贷款利率与 1 年期 AAA 城投债到期收益率， %



资料来源：Wind，东海证券研究所

**企业中长期贷款高增，但制造业投资增速偏低。**2023 全年，企业中长期贷款累计新增 13.57 万亿元，高于 2022 全年新增规模 11.06 万亿元，2023 年企业中长期贷款增速为 22.7%。尽管企业中长期贷款增速较高，但 2023 全年制造业投资同比仅增长 6.5%。一方面，可能与政策推动下中长期贷款主要投向基建领域有关；另一方面，由于企业利润不佳，资金投向制造业的意愿可能仍不足。从工业企业利润来看，2022 年 7 月至 2023 年 12 月累计同比增速连续 17 个月为负，2024 年开始转正，企业利润逐步改善。

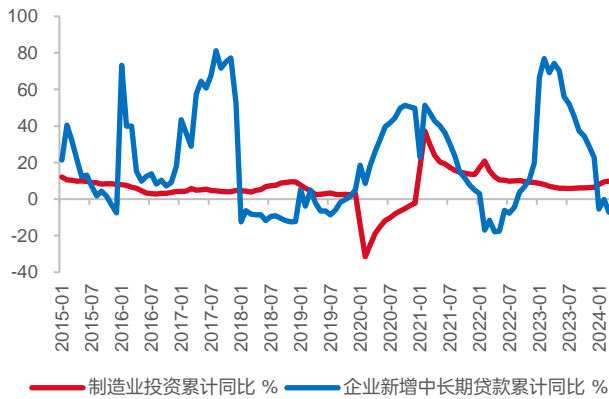
**实际利率偏高不利于居民消费需求的有效释放。**根据跨期效用最大化理论，居民个人获得的效用不仅取决于当期消费，还取决于对未来消费的预期。利率的变化将影响居民对资源的跨期配置，当利率偏高时，居民倾向于减少当期消费、增加储蓄；当利率偏低时，居民倾向于增加当期消费、减少储蓄。我国目前实际利率偏高，居民储蓄意愿较强，存款规模较大，不利于消费需求的有效释放。截至 2023 年三季度，居民累计新增存款 14.4 万亿元，同比增长 9.2%。央行在 2024 年一季度对城镇储户的问卷调查中，倾向于更多储蓄的储户占比为 61.8%，为历史次高值。

**我国商业银行净息差已处于较低水平，保持息差相对稳定可能会更有利于金融业的平稳发展。**2022 年以来，商业银行净息差持续下行。2023 年四季度已降至 1.69%，创历史新低，且低于《合格审慎评估实施办法（2023 年修订）》中“不低于 1.8%”的评分标准。如果商业银行净息差过低，则会影响银行资本的内源性补充，也关系到银行抵御风险的能力和金融体系的稳定性。从中美息差对比来看，美国银行业净息差长期保持在 3% 以上，截至 2023 年



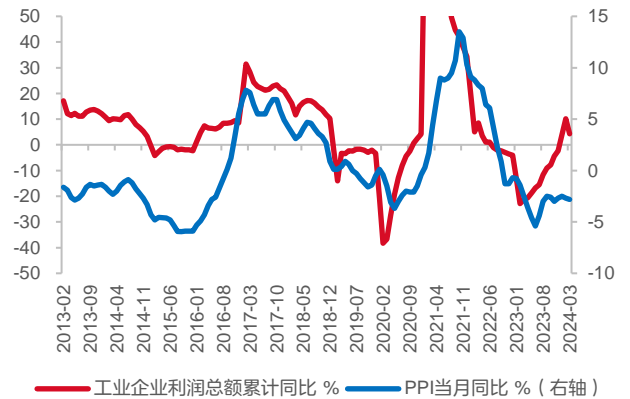
四季度，美国银行业净息差约为 3.3%，高于中国近 1.6 个百分点。因此，我国商业银行净息差可能不宜再继续缩小，未来可考虑降低存款准备金率、降低再贴现和再贷款利率等措施，降低商业银行负债端资金成本，进而进一步降低贷款成本，通过金融市场整体“让利”促进实体经济发展。同时，商业银行自身也需要进一步优化经营策略，通过增加信用债投资等方式，进一步增加对实体经济的支持，发挥好金融支持实体经济作用的动态平衡。

图11 企业新增中长期贷款与制造业投资增速，%



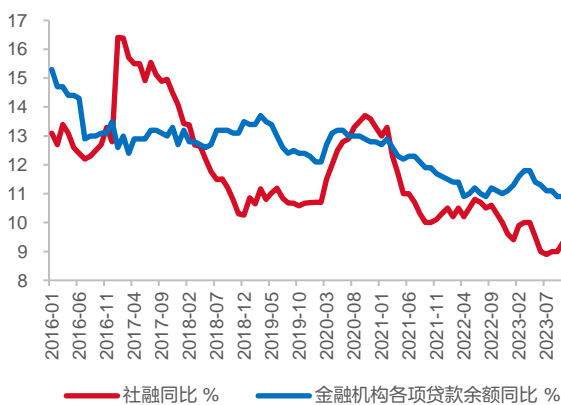
资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 工业企业利润增速与 PPI 同比，%



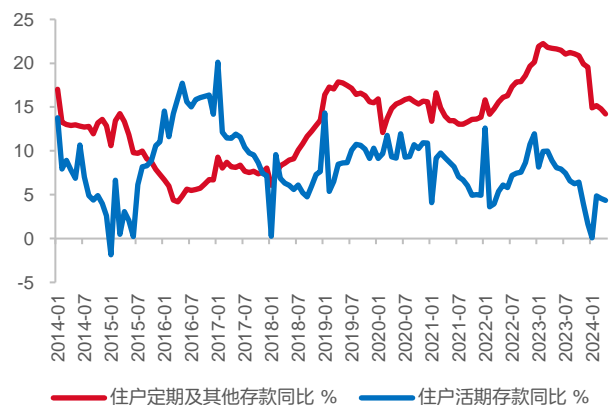
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 社融增速下行，%



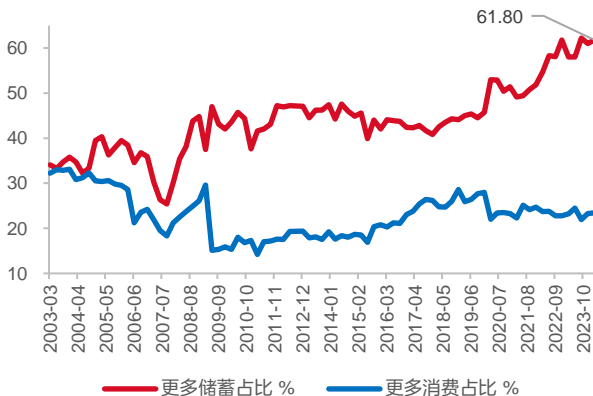
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 居民定期存款增速远高于活期，%



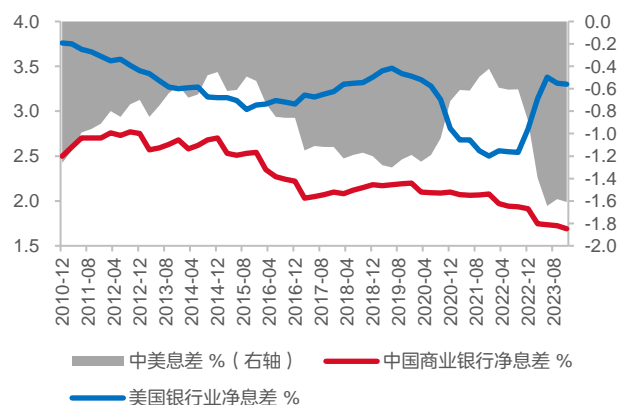
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 居民储蓄意愿较强，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 中美银行净息差对比，%

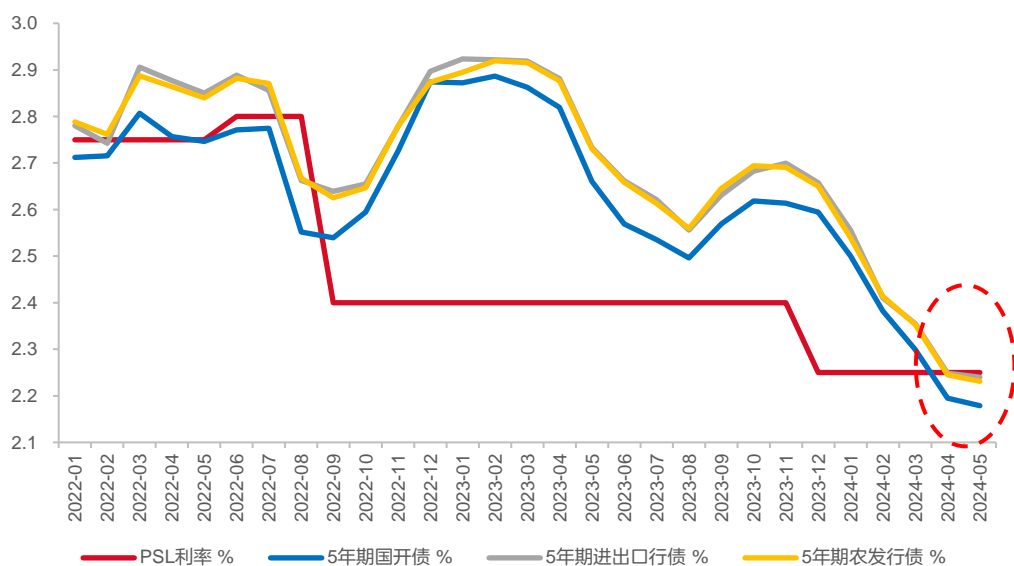


资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.我国实际利率总体偏高

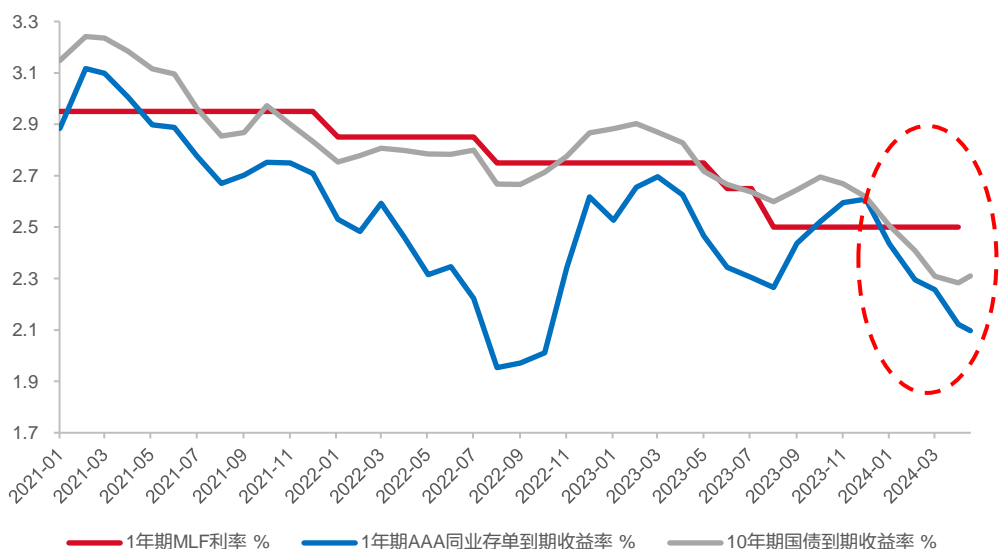
**政策利率较市场利率偏高。**从MLF看，截至今年4月，1年期MLF利率为2.5%，但1年期AAA同业存单到期收益率已连续4个月低于政策利率，4月均值为2.122%，5月上半月进一步下行至2.097%。同时，今年2月以来，10年期国债收益率同样运行在MLF利率之下，4月均值为2.283%，5月上半月略有上行至2.31%，仍低于政策利率。从PSL看，PSL资金可最多展期4次，期限最长5年。截至今年3月，PSL利率为2.25%，但4月份5年期国开债、5年期农发债、5年期进出口债到期收益率均值分别为2.195%、2.245%、2.249%，均低于PSL利率，且5月上半月三者均值进一步下行。整体而言，我国政策利率目前处于偏高水平。

图17 PSL 利率高于政策性银行融资成本，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

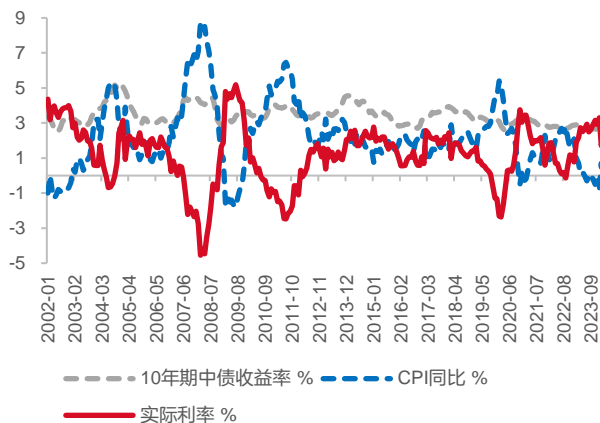
图18 MLF 利率高于商业银行融资成本，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

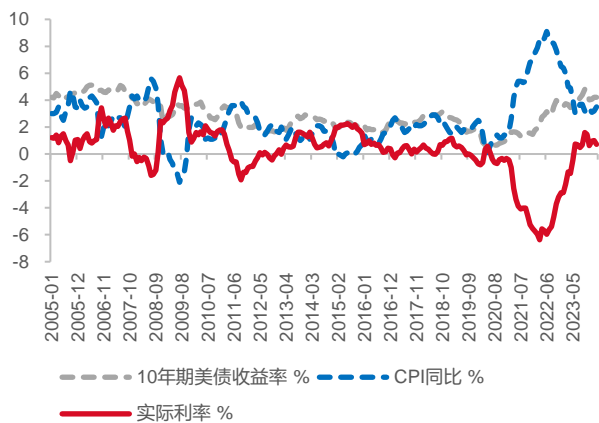
从实际利率角度来看，无论横向还是纵向比较，当前我国实际利率明显偏高。横向对比来看，我国实际利率水平在国际上处于高位。假设以 10 年期国债收益率作为名义利率，以 CPI 同比作为通货膨胀率，将 10 年期国债收益率减去通货膨胀率作为实际利率进行测算。截至 2024 年 3 月，发达国家中，美国实际利率处于低位（0.71%），德国为 0.26%（4 月数据），且德国实际利率今年 3 月才由负转正，日本实际利率仍然为负值（-1.95%）。发展中国家中，越南实际利率自 2022 年 9 月以来整体下行，今年 4 月为-1.52%。与上述国家相比，4 月中国实际利率为 2.0%，明显处于偏高水平。

图19 中国 10 年期国债、通胀与实际利率，%



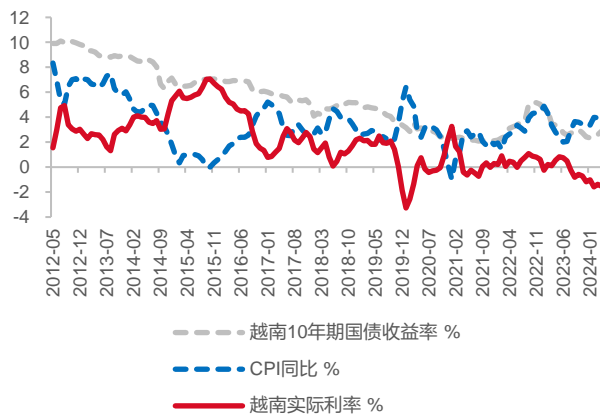
资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 美国 10 年期国债、通胀与实际利率，%



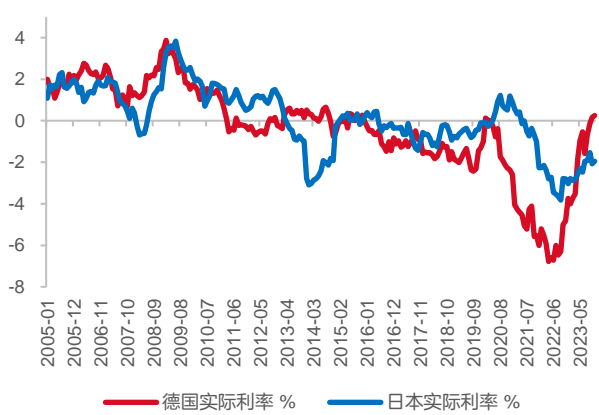
资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 越南 10 年期国债、通胀与实际利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

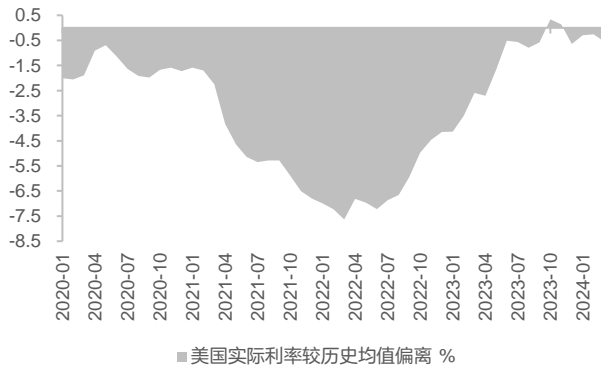
图22 德国、日本实际利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

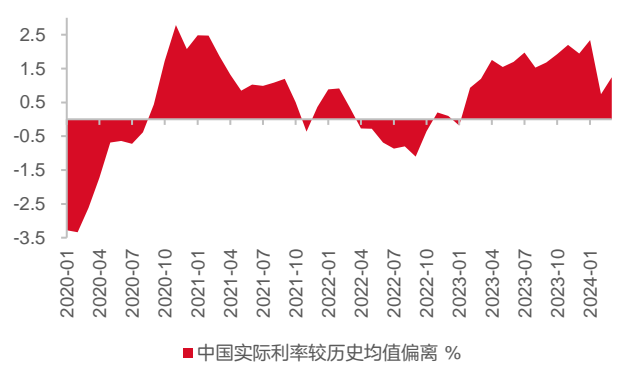
纵向对比来看，我国当前实际利率与历史均值相比处于偏高水平。2000-2019 年中国实际利率均值为 0.97%，美国为 1.26%。今年 4 月，中国实际利率较历史均值高 1.01 个百分点，美国较历史均值低 0.55 个百分点（3 月数据）。把时间拉长看，截至今年 3 月，2020 年以来的 52 个月当中，中国有三分之二的时间（35 个月）实际利率较历史均值偏高，而美国有 94% 的时间（49 个月）实际利率低于历史均值。较高的实际利率不利于企业扩大投资和居民消费，对经济恢复可能具有一定抑制作用。因此，我们认为，**促进投资和消费需要继续降低政策利率，弱化金融市场投资的吸引力，引导实际利率下降，从而提振经济活力，使通胀温和上升。**

图23 2020年以来美国实际利率低于历史均值，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图24 2020年以来中国实际利率整体高于历史均值，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

截至2024年5月11日，10年期中债到期收益率为2.3361%，4月CPI同比为0.3%，据此测算实际利率约为2.04%。假设2024年CPI同比上升1%，以此推算实际利率约为1.04%，如果回到2019年前的中枢水平（0.97%），则需要降息7个基点。由于经济增速逐步下行后利率也需要相应下降，因此可能需要降息30个基点左右。央行曾在2023年一季度货币政策执行报告中提到“政策利率调整时，在考虑当前经济金融形势基础上，向历史周期和全球各区域的平均值收敛”；2024年4月政治局会议指出“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本”。考虑到我国实施稳健的货币政策，决策时需要留出一定的政策空间，以及价格涨幅的不确定性，综合来看未来可能降息20个基点左右。

此外，中国社科院金融研究所在《中国宏观金融分析》2024年第一季度发布会上提到，当前我国处于金融周期下行阶段，宽货币向宽信用传导不畅。缓解金融周期下行对经济增长的负面影响，关键在于修复市场主体资产负债表和恢复信用创造能力。社科院金融研究所建议，2024年宏观政策应延续扩张基调并更加注重持续性，货币政策更多锚定物价目标，适时降准并继续较大幅度降息。

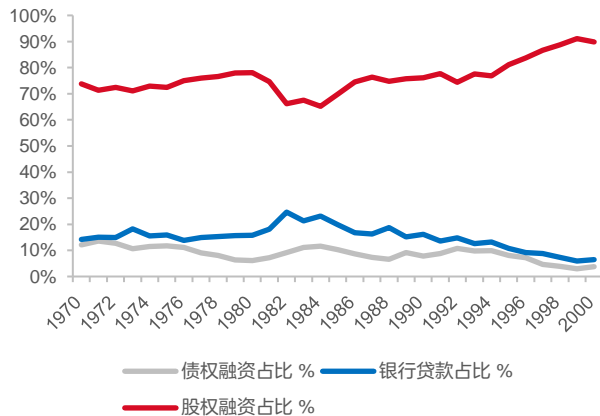
## 4.国际经验：低利率环境有利于创新发展

美国利率市场化改革完成后，居民财富从银行体系流向资本市场，股权融资的发展助推产业升级。20世纪80年代，美国完成利率市场化改革，银行存款利率不再具有吸引力，居民财富从银行体系流向资本市场。同时，新兴科技产业的发展需要长期稳定的资金支持，融资结构伴随产业升级持续优化，股权融资比重不断上升。1984-2000年，美国非金融企业股权融资占比从65%攀升至90%。从IPO数量来看，1980-2000年，美国产业结构逐步偏向高端制造和消费行业，信息技术和可选消费企业的IPO数量位列全部行业的二、三位，分别为197家、150家，美国产业结构逐步向新兴产业转变；同期，机械制造和能源设备企业的IPO数量仅为30家和11家。

高利率环境对科技创新有负面影响。2023年杰克逊霍尔会议上发布的论文（Ma & Zimmermann, 2023）显示，货币政策可以通过需求和金融条件两个渠道影响科技创新，进而对实际产出水平产生长期影响，高利率对科技创新有负面影响。具体而言，一是需求下降，导致创新型企业的投资期望收益减少，对高贝塔行业影响尤为显著。二是金融条件紧缩导致资金和风险承担意愿降低，早期阶段的融资成本上升、风险投资减少。2012年至2021年，

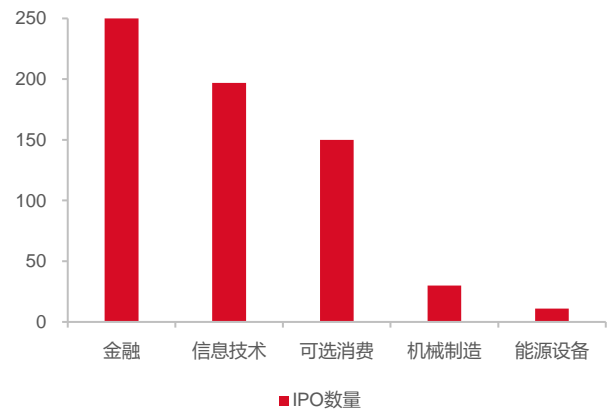
美国风险投资年均增长约 20%。但自 2022 年美联储加息以来，截至 2023 年 8 月，美国风险投资规模下降约 30%。实证研究发现，货币政策在紧缩 100 个基点之后，研发支出将在未来的 1-3 年下降约 1 个百分点至 3 个百分点，风险投资下降约 25 个百分点。这意味着在随后的 5 年内，产出水平和全要素生产率可能分别降低 1 个百分点、0.5 个百分点。从利率与产出的关系来看，利率上升不利于企业扩大研发支出，同时较高的资金成本也促使风险资本降低了对科创型企业的投资意愿，创新能力不足将会导致经济发展缺乏新动能，进而对产出水平有所制约。

图25 1970-2000 美国非金融企业股权融资比重，%



资料来源：OECD，东海证券研究所

图26 1980-2000 美国股市 IPO 数量，家



资料来源：Wind，东海证券研究所

表1 1990-2000 年美股 IPO 行业数量分布，家，%

	公用事业	电信服务	医疗保健	工业	房地产	金融	信息技术	必选消费	材料	可选消费	能源
2000	0	4	38	11	2	20	42	4	4	13	3
1999	3	6	8	28	5	44	51	6	8	17	8
1998	1	4	7	13	7	33	25	7	7	11	6
1997	2	5	18	11	13	27	29	8	4	16	9
1996	2	2	20	18	1	24	34	4	15	19	7
1995	8	3	17	15	3	23	29	4	8	15	4
1994	4	2	14	17	15	20	21	4	11	18	4
1993	2	0	10	10	14	20	19	7	8	31	9
1992	1	0	25	19	8	18	16	4	7	20	6
1991	1	1	11	7	2	11	9	4	3	10	3
1990	0	0	3	5	1	6	5	1	2	2	3
合计数	24	27	171	154	71	246	280	53	77	172	62
行业占比	1.8%	2.0%	12.8%	11.5%	5.3%	18.4%	20.9%	4.0%	5.8%	12.9%	4.6%

资料来源：Wind，东海证券研究所

表2 1990-2000 年美股增发行业数量分布，家，%

	公用事业	电信服务	医疗保健	工业	房地产	金融	信息技术	日常消费	材料	可选消费	能源
2000	3	1	8	4	2	1	25	0	1	2	2
1999	0	2	2	2	0	1	5	0	0	2	0
1998	2	0	2	2	11	0	1	0	2	0	1
1997	0	0	2	5	21	5	4	0	2	4	4
1996	0	0	5	4	10	2	3	0	0	3	0
1995	0	0	0	1	3	1	4	0	0	2	2
1994	0	0	0	0	4	0	2	0	0	2	0
1993	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1992	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
1991	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
1990	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合计	5	3	19	18	51	10	<b>46</b>	0	5	15	9
行业占比	2.8%	1.7%	10.5%	9.9%	28.2%	5.5%	<b>25.4%</b>	0.0%	2.8%	8.3%	5.0%

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 5.风险提示

- 1) **地缘政治风险**：当前俄乌、巴以局势存在不确定性，地缘冲突可能对大宗商品和全球经济有较大影响；
- 2) **政策落地不及预期**：若国内稳增长政策落地不及预期，可能导致市场信心无法顺利修复，国内经济复苏可能偏慢；
- 3) **海外金融事件风险**：可能导致全球出现系统性金融危机，对全球需求、国内经济和资产价格产生影响。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师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,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089