

相关研究

《减税几时有？——财税改革系列之六》
2018.09.25

《减税治好了“英国病”——财税改革系列之五》
2018.09.25

《美国税改的前世今生——财税改革系列之四》
2018.09.25

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:顾潇啸

Tel:(021)23219394

Email:gxx8737@htsec.com

证书:S0850514100001

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

制造业景气转弱，央行再度降准

投资要点:

- **宏观专题：既要增长、也要公平——拉美缘何从“奇迹”跌入“陷阱”？**
- **经济反弹背后的隐忧：如何权衡公平与效率？**过去两年中国的经济反弹伴随着基尼系数的回升，如何权衡公平和效率的关系，拉美经验或可提供借鉴。
- **30-40年代：土地集中痼疾，进口替代启动。**1930年代初“大萧条”令拉美经济遭受重挫，各国相继实施“进口替代工业化”战略。但土地高度集中、农村贫困人口增加，并大规模涌入城市，在加速城市化的同时，也为经济埋下隐患。
- **50-60年代：进口替代深化，以公平换效率。**随着拉美各国持续深化“进口替代”战略，工业化不断加速，但也产生了国内企业出口竞争力下滑、进口不降反升、过度依赖外资、通胀高企等代价。要素定价扭曲，也为贫富分化埋下隐患。
- **70-80年代：重增长轻分配，经济奇迹幻灭。**64年巴西保守派发动军事政变，并开始长达21年的军政府统治。重增长、轻分配的发展模式饮鸩止渴，虽在70年代初实现“经济奇迹”，但拉美经济社会也因此面临贫富分化加剧、产业结构畸形、债务大幅攀升等问题，70年代后期拉美经济急转直下，债务危机爆发。
- **90-00年代：产业结构倒推，福利赶超陷阱。**为偿还债务，拉美各国产业升级进程终止，进口替代功亏一篑。民粹主义主张加强劳工保护、增加社会支出，但不仅没能解决贫富分化问题，反而因为未能促进经济增长，令贫富分化加剧。
- **一周扫描：**
- **海外：鲍威尔鹰派讲话，美债利率创新高。**上周美联储主席鲍威尔鹰派表态。上周美国10年期国债收益率升破3.20%关口，为2011年以来首次。9月美国新增非农就业人数13.4万，比预期低30%，但这受飓风严重影响。上周美国和加拿大已达成框架协议，加拿大同意取消“class 7”的乳品定价协议，将向美国开放约3.5%的乳品市场份额。
- **经济：制造业景气转弱。**9月全国制造业PMI为50.8%，较8月小幅回落，制造业景气转弱。主要分项中，需求、生产、库存回落，价格上升。大型企业持平仍在线上，中型企业回落至线下，小企业上升重回线上。8月工业企业利润增速回落至9.2%，工业利润增速放缓主要缘于工业企业收入增速和工业品价格涨幅双双放缓，以及去年同期基数较高。9月41城地产销量增速继续下滑，前三周乘用车批零增速仍低，需求仍在走弱。而9月上中旬重点钢企粗钢产量增速明显回升，但9月发电耗煤增速跌幅继续扩大，工业生产仍难言改善。
- **物价：通胀短期反弹。**9月商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比涨幅分别为3.7%、6.1%，预测9月CPI升至2.6%。9月以来钢价、煤价、油价高位震荡，预测9月PPI同比涨幅回落至3.4%。由于雨水天气和猪瘟疫情等因素影响，8月以来食品价格出现明显反弹，而9月以来的食品价格涨幅仍高，加之油价在近期也创出新高，多种因素影响下CPI或在4季度出现短期反弹，但由于经济下行压力加大，PPI下行的趋势不变。
- **流动性：央行再度降准。**节前一周货币利率继续回升，R007均值上行至2.97%，DR007上行至2.72%。节前一周央行公开市场净回笼2300亿。过去两周美元指数连续回升，人民币兑美元重新贬值，在岸、离岸人民币分别贬至6.87、6.9。央行3季度货币政策例会称，未来稳健的货币政策保持中性，要松紧适度，管好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕。央行宣布10月15日起降准1%，在替换到期的4500亿MLF之后，可以释放7500亿基础货币，这意味着当前货币市场流动性整体依旧充裕。
- **政策：继续减税降费。**国务院总理李克强表示，下一步要更大力度简政、减税、减费。“减税”要加快推进增值税税率“三档变两档”，研究降低增值税税率。“减费”要动真格地降低合规收费，坚决惩治乱收费，同时继续降低企业物流、电力等各类成本。国务院总理李克强在浙江台州主持召开座谈会时强调，民营经济和国有经济一样，都是社会主义市场经济的重要组成部分。财政部发布《贯彻落实实施乡村振兴战略的意见》。

目 录

1. 既要增长，也要公平——拉美缘何从“奇迹”跌入“陷阱”？	6
1.1 经济反弹背后的隐忧：如何权衡公平与效率？	6
1.2 30-40 年代：“进口替代”启动，土地集中痼疾	6
1.3 50-60 年代：“进口替代”深化，以公平换效率	8
1.4 70-80 年代：重增长轻分配，“经济奇迹”幻灭	9
1.5 90-00 年代：产业结构倒退，福利赶超陷阱	11
2. 海外：鲍威尔鹰派讲话，美债利率创新高	12
2.1 鲍威尔鹰派讲话，美债利率创新高	12
2.2 北美地区达成贸易协定。	12
3. 国内经济：制造业景气转弱	12
3.1 工业利润增速放缓	12
3.2 制造业 PMI 小幅回落	14
3.3 需求继续走弱	16
3.4 生产难言改善	17
4. 物价：通胀短期反弹	17
4.1 食品涨幅缩窄	17
4.2 9 月 CPI 继升	17
4.3 9 月 PPI 回落	18
4.4 通胀短期反弹	18
5. 流动性：央行再度降准	19
5.1 货币利率分化	19
5.2 央行重新回笼	19
5.3 汇率重新贬值	19
5.4 央行再度降准	20
6. 政策：继续减税降费	20
7. 日历：聚焦 10 月初数据	21

图目录

图 1	中国 GDP 增速、全部工业增加值增速 (%)	6
图 2	全国居民收入基尼系数、高低收入组人均收入比	6
图 3	拉美主要国家 1920-1935 年间出口额 (百万本国货币)	7
图 4	拉美主要国家 1920-1935 年间实际 GDP 增速 (%)	7
图 5	制造业、采矿业和公用事业部门占国内生产总值比重 (%)	7
图 6	1940-44 年间拉美部分国家农业部门增加值占比 (%)	8
图 7	2003 年巴西土地结构情况 (%)	8
图 8	1940-1974 年间拉美国家工业行业占 GDP 比例 (%)	8
图 9	40 年代和 60 年代拉美国家制造业与农业部门用工之比	8
图 10	1945-65 年间巴西出口金额 (百万美元)	9
图 11	60 年代拉美国家出口占 GDP 比重 (%)	9
图 12	1967 年外资占 GDP 比重 (%)	9
图 13	60-70 年哥伦比亚、阿根廷和智利通胀水平 (%)	9
图 14	拉美、巴西、阿根廷、委内瑞拉经济增速: 1961-2000 (%)	10
图 15	巴西基尼系数: 十年均值 (%)	10
图 16	巴西、阿根廷、委内瑞拉、智利工业占经济比重 (%)	10
图 17	拉美资本形成总额增速、固定资产形成增速 (%)	11
图 18	拉美各国非正规部门的就业 (%)	11
图 19	拉美各国社会支出占 GDP 比重 (%)	12
图 20	规模以上工业企业利润总额同比增速 (%)	13
图 21	18 年 1-8 月工业企业利润总额增速: 分类型 (%)	13
图 22	规模以上工业企业主营业务收入同比增速 (%)	13
图 23	历年各月主营业务收入累计利润率 (%)	13
图 24	工业企业主营收入、产成品存货同比增速 (%)	14
图 25	库存销售比及增速	14
图 26	下游行业利润总额累计同比增速 (%)	14
图 27	中游加工行业利润总额累计同比增速 (%)	14
图 28	上游原材料行业利润总额累计同比增速 (%)	14
图 29	1-8 月各行业新增利润贡献率 (%)	14
图 30	全国制造业 PMI 综合 (历年月度比较) (%)	15

图 31	全国制造业 PMI 综合（时间序列）（%）	15
图 32	全国制造业 PMI 新订单（%）	15
图 33	全国制造业 PMI 新出口订单（%）	15
图 34	全国制造业 PMI 生产指标（%）	16
图 35	全国制造业 PMI 从业人员指标（%）	16
图 36	全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存（%）	16
图 37	全国制造业 PMI 购进价格指数和 PPI 环比增速（%）	16
图 38	41 城市旬度日均新房销量同比增速（%）	16
图 39	乘联会乘用车批发、零售销量增速（%）	16
图 40	中钢协重点钢企粗钢产量及库存旬度同比增速（%）	17
图 41	六大发电集团旬度发电耗煤同比增速（%）	17
图 42	前海农产品批发价格指数：蔬菜	17
图 43	猪肉批发价格（元/公斤）	17
图 44	商务部食品价格环比及食品 CPI 环比预测（%）	18
图 45	CPI 同比及成分同比走势预测（%）	18
图 46	环渤海动力煤价格（元/吨）	18
图 47	PPI 同比及环比（%）	18
图 48	农产品批发价格 200 指数	18
图 49	CPI、PPI 同比走势及预测（%）	18
图 50	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%）	19
图 51	R001 和 R007（%）	19
图 52	央行公开市场操作（亿元）	19
图 53	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	20
图 54	美元指数	20
图 55	央行公开市场净投放规模（亿元）	20
图 56	人民币存款准备金率（%）	20

表目录

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期	21
----------------------------------	----

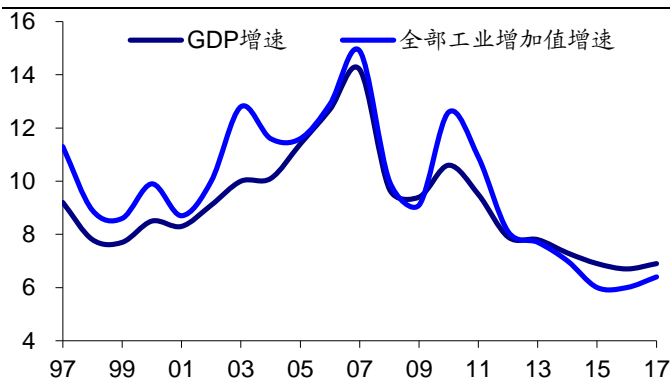
1. 既要增长，也要公平——拉美缘何从“奇迹”跌入“陷阱”？

1.1 经济反弹背后的隐忧：如何权衡公平与效率？

经济增速止跌反弹，收入差距再度扩大。回顾过去两年，中国经济增速在经历了连续6年的下滑后，终于在17年迎来了反弹，工业增加值增速也同步回升。与此同时，中国居民收入基尼系数也在连续7年下滑后，于16、17年见底回升。根据历年统计公报，按全国居民五等份收入分组，高收入组和低收入组人均可支配收入的比值，已从15年的10.4回升至17年的10.9。这意味着，在经济短期回暖的同时，收入差距再度扩大。

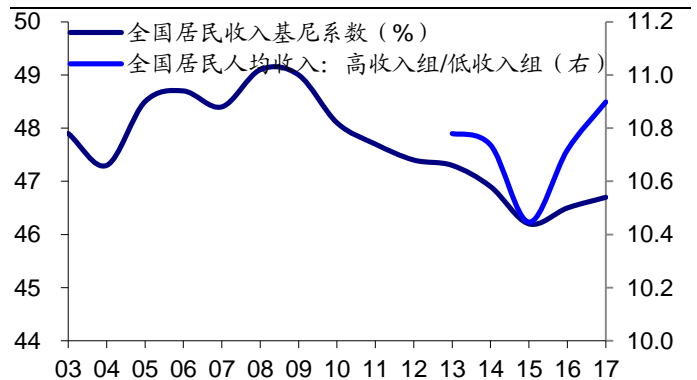
如何权衡公平与效率？而如果拉长时间看，建国以来，中国经济增速与基尼系数走势趋同，两者几乎是同升同降。改革开放初期，经济一穷二白，政府选择将发展放在首位，允许一部分人先富起来，之后的30年中国经济增速持续上升，但收入差距也持续扩大，到08年时基尼系数已接近50%。08年以后，虽然中国经济增速持续回落，但基尼系数也开始下降，收入差距开始收窄。而过去两年经济增速的回升，也伴随着基尼系数再度反弹。问题在于如何权衡公平与效率的关系？

图1 中国 GDP 增速、全部工业增加值增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 全国居民收入基尼系数、高低收入组人均收入比



资料来源：Wind，统计年鉴，海通证券研究所

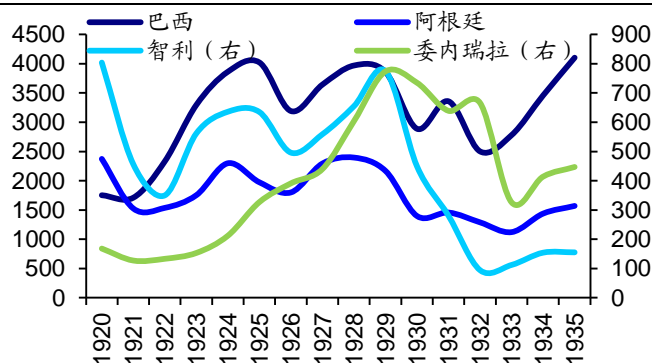
欲速则不达，若一味追求经济增长而忽视社会公平，发展到一定阶段反而会阻碍经济增长。二战后，拉美各国曾一度创造了“经济奇迹”，但随着贫富差距持续扩大、反噬经济，最终导致拉美国家最终陷入了“中等收入陷阱”。这为我们提供了借鉴和启示。

1.2 30-40 年代：“进口替代”启动，土地集中痼疾

萧条冲击全球经济，初级产品出口为主。1930年代，全球经济遭遇“大萧条”的冲击，全球主要发达国家实际经济增速在1930年由前一年的5.4%大幅转负至-8.6%，并且在1932年继续下行至低点-12.1%，直到1934年才走出负增长的泥潭。而此时拉美国家以出口初级产品为主，如在1931年巴西的出口结构中，咖啡占据了接近70%的出口金额，加上可可、橡胶、棉花和糖类等产品，共超过出口总金额的四分之三。

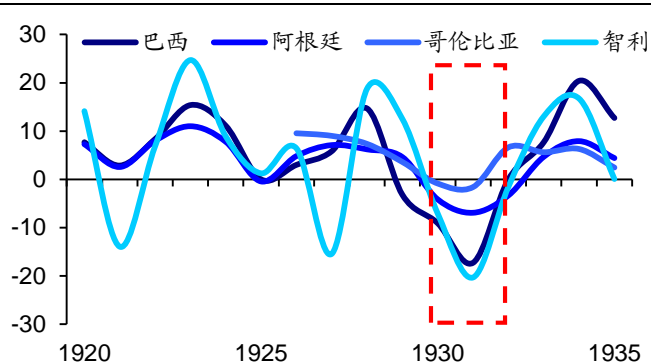
出口普遍回落，经济增长承压。以初级产品为主的出口结构在经济萧条时所受的冲击更深，拉美国家出口金额在1929年后普遍从高点开始回落，像阿根廷、智利在1932年的出口金额较29年已分别下跌41%、88%。拉美国家经济增长在这一期间自然也承受了不小的压力，巴西、阿根廷、哥伦比亚和智利在30-31年间平均经济增速分别为-13%、-6%、-1%和-14%，经济增长水平在30年代初均经历了较大程度的下滑。

图3 拉美主要国家 1920-1935 年间出口额 (百万本国货币)



资料来源: International History Statistics, 海通证券研究所

图4 拉美主要国家 1920-1935 年间实际 GDP 增速 (%)

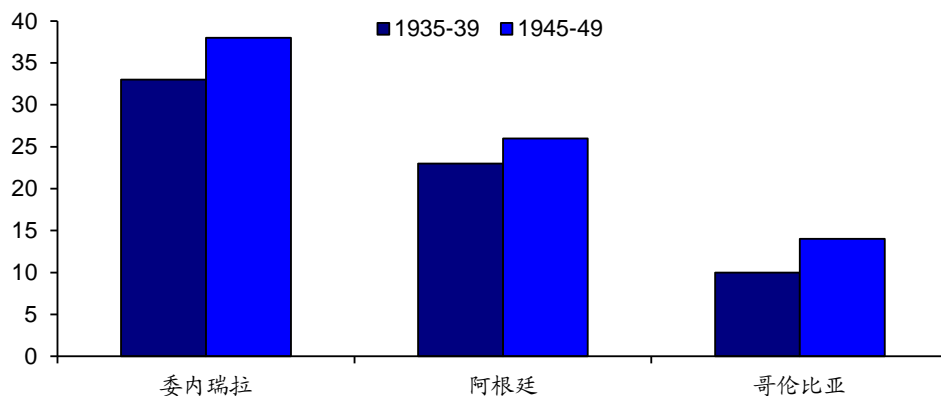


资料来源: International History Statistics, 海通证券研究所

进口替代初现, 政策保护加强。 依赖初级产品出口的经济结构在萧条冲击时显得尤为脆弱, 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚等拉美主要国家痛定思痛, 相继实施了“进口替代工业化”战略, 其核心是限制工业品进口, 并采取措施发展本国制造业, 以实现本国产品对进口工业品的替代, 促进本国工业化水平提升。在进口替代战略的指引下, 对本国企业的政策保护逐渐加强, 主要措施包括建立以关税手段为主的贸易壁垒、外汇管制以及补贴国内制造业企业等。

制造业发展提速, 工业化程度加深。 得益于保护国内产业的进口替代战略, 拉美国家在这一时期制造业行业发展速度加快, 工业化程度逐步加深。委内瑞拉、阿根廷和哥伦比亚等拉美代表性国家, 其 1945-49 年间制造业、采矿业和公用事业部门增加值占国内 GDP 比重普遍较 1935-39 年间上升 3 个百分点以上, 与此同时, 农业部门占比逐渐收缩。

图5 制造业、采矿业和公用事业部门占国内生产总值比重 (%)

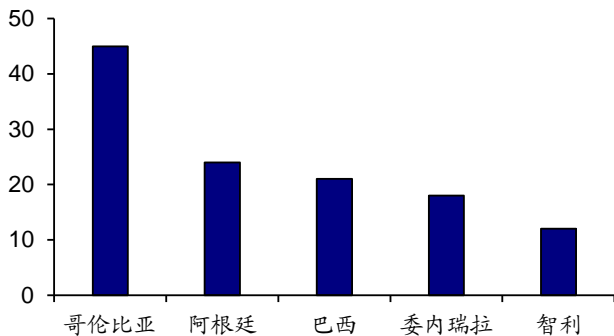


资料来源: International History Statistics, 海通证券研究所, 注: 哥伦比亚数据不包括供气、供水和供电。

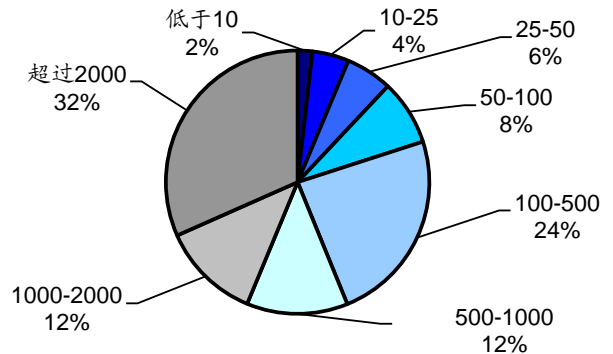
农业仍具规模, 土地高度集中。 虽然这一时期农业在拉美经济中的地位有所下降, 但其仍是最基本的生产部门, 在 40-44 年间阿根廷、巴西农业部门增加值占 GDP 比重均在 20% 以上, 哥伦比亚更是高达 45%, 委内瑞拉和智利也均超过 10%。但是拉美国家土地占有情况极不均衡, 土地主要集中于寡头势力而不是多数农民手中, 造就了农村贫困人口的增加。

贫困人口进城, 加重城市负担。 工业化进程推进带来的就业机会使得农村贫困人口开始涌入城市, 表面上加速了国家的现代化进程, 但拉美国家工业化速度尚不及城市化的速度, 1950 年拉美国家城市化率已达 41.4%, 较 1925 年水平提高了约 16 个百分点, 而同期像阿根廷这种较快工业化国家, 其工业部门产值占比也仅提升了约 9 个百分点左右。因此在工业化尚不足以完全消纳农村贫困人口就业的情况下, 贫困人口进城实际上扩大了社会的不稳定因素, 加重了城市的负担。

土地集中尚未缓解，贫富分化重要根源。土地集中问题在拉美国家一直未得到缓解，以拉美第一大国巴西为例，03年其土地构成中，占地面积超过2000公顷的大农户仍占据全国土地面积接近三分之一，而占地面积不足10公顷的农户所拥有的土地面积仅2%，高度集中的土地状况延续到现在，也是拉美国家贫富分化不断加剧的重要原因之一。

图6 1940-44年间拉美部分国家农业部门增加值占比(%)


资料来源: International History Statistics, 海通证券研究所

图7 2003年巴西土地结构情况(%)


资料来源: 《巴西城市化过程中贫民窟问题及对我国的启示》, 海通证券研究所, 注: 数据为不同占地规模(公顷)农户在所有土地面积中的比例。

1.3 50-60年代: “进口替代”深化, 以公平换效率

进口替代深化, 工业化程度提高。拉美国家在50年代至60年代“进口替代”战略继续深化, 追求资本密集型、技术密集型工业部门的发展, 并希望以此增加对工业品的需求。这一时期拉美国家工业化程度有了进一步地提高, 像阿根廷、巴西和智利在60年代末工业行业占GDP比重较50年代初提升幅度均在8个百分点以上。在就业人数上, 20世纪60年代制造业与农业部门经济活动人口之比也较40年代有了大幅度的上升, 制造业等工业行业在拉美经济中的重要性不断凸显。

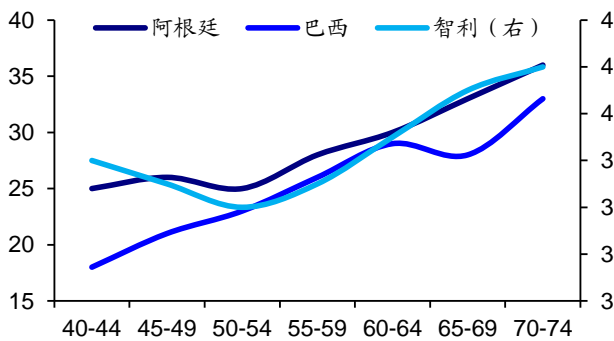
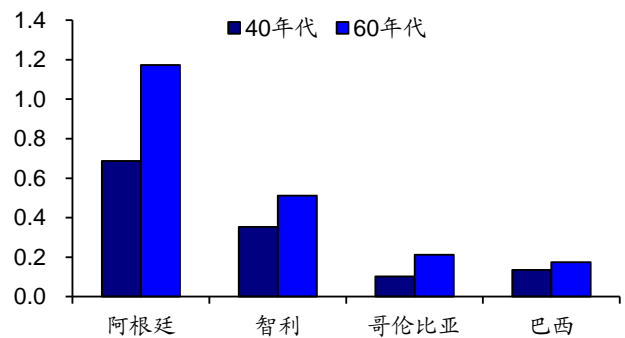
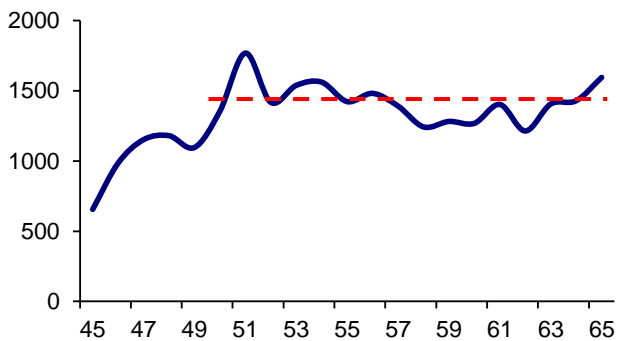
图8 1940-1974年间拉美国家工业行业占GDP比例(%)

 资料来源: International Historical Statistics, 海通证券研究所
 注: 数据包括制造业、采矿业和公用事业。

图9 40年代和60年代拉美国家制造业与农业部门用工之比

 资料来源: International Historical Statistics, 海通证券研究所
 注: 巴西数据包括建筑业。

进口替代战略虽然对拉美国家的工业化发展功不可没, 但也有其代价。

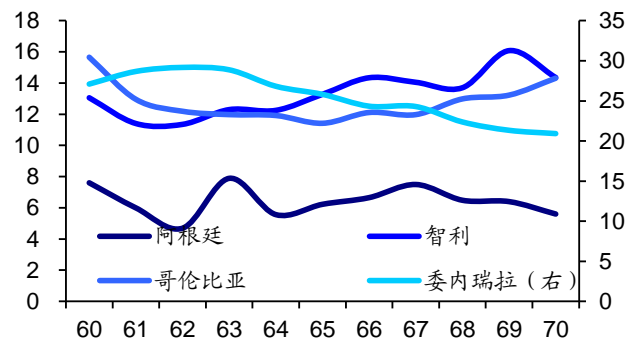
背离资源优势, 出口竞争力下滑。拉美国家的进口替代战略实际上同其具有的资源禀赋优势相背离, 过度关注于资本和技术密集型的重化工、机械制造、汽车制造等产业, 而忽视了在农矿产品等资源品上具有的比较优势。并且对国内产业过度实施补贴、价格保护、进口限制等政策保护措施, 使得本国制造业产品价格高昂、竞争力低下, 导致出口难以得到有效提升。1950-65年间巴西出口金额持续在区间内窄幅震荡, 而60年代以来拉美国家的出口与GDP之比基本原地踏步, 未见明显改善。

图10 1945-65 年间巴西出口金额 (百万美元)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图11 60 年代拉美国家出口占 GDP 比重 (%)

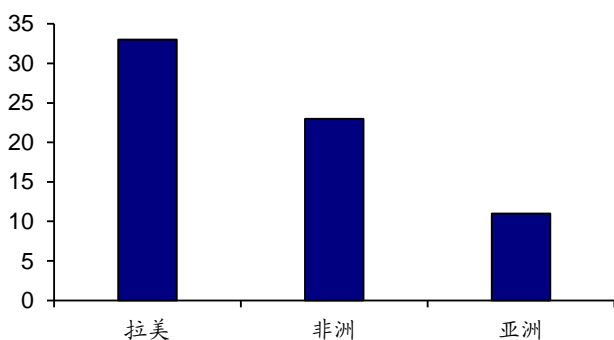


资料来源: WIND, 海通证券研究所

进口不降反升，并未有效替代。事实上拉美国家并未形成对进口的有效替代，过度向资本和技术密集型产业倾斜的政策也带来了对资本品、技术和原材料等更大的进口需求，拉美各国在这一时期的进口不降反升。巴西在70年的进口金额约是60年的2倍，委内瑞拉、智利和哥伦比亚等国70年的进口金额也普遍在60年的1.5倍以上。

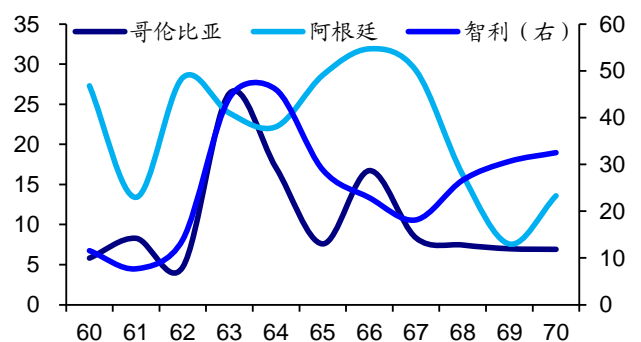
依赖外国资本，通胀有所上升。外资依赖是拉美国家经济发展模式的一大特点，如在1967年，拉美地区外资占GDP比重高达33%，而同期非洲、亚洲地区分别只有23%和11%，比拉美国家要低10个百分点以上。但外部资金稳定性较差，因此政府常会通过超发货币的手段来解决短期国内资金不足的问题，进而引发通货膨胀水平的上升。60年代像哥伦比亚、阿根廷和智利等国通货膨胀率水平均存在超过20%的时期，阿根廷和智利甚至一度分别突破了30%、40%。

图12 1967 年外资占 GDP 比重 (%)



资料来源: Patterns of Foreign Investment in Latin America in the Twentieth Century, 海通证券研究所

图13 60-70 年哥伦比亚、阿根廷和智利通胀水平 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

定价机制扭曲，埋下分化隐患。虽然从整体上来看，50-60年代拉美国家贫富差距并未大幅度恶化，甚至在阿根廷还有所收敛。但是进口替代带来的国内产业保护加上通胀水平的抬头，扭曲了资本、劳动力和技术的定价，为贫富差距的扩大埋下隐患。

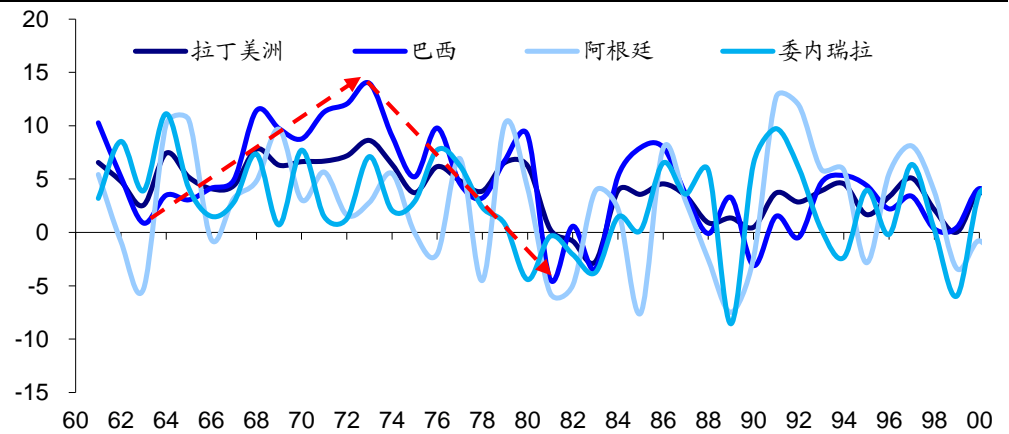
1.4 70-80 年代：重增长轻分配，“经济奇迹”幻灭

巴西贫富矛盾凸显，军政府政变登台。1961年8月，巴西总统夸德罗斯辞职，副总统古拉特继任。古拉特被视为巴西底层民众的代表，上台后试图打破政治僵局，大刀阔斧地推动社会与政治改革，尤其是土地改革，这令保守派不寒而栗。巴西的保守派在1964年发动军事政变。此后古拉特流亡海外，巴西开始了长达21年的军政府统治。

政策导向“劫贫济富”，“经济奇迹”昙花一现。巴西军政府依赖富人群体的支持，并未试图满足底层民众的诉求，而是将巨大的资源都投入到发展“进口替代政策”所需要的产业方面，社会财富被大量集中到少数人的手里。“重增长、轻分配”的发展模式令巴西经济迅速腾飞，创造了举世瞩目的“经济奇迹”。巴西GDP增速从63年的0.9%一路攀升

至73年的13.0%，并带动同期拉美地区经济增速持续上升。但饮鸩止渴终有代价，73年后巴西经济急转直下，到81年时经济增速已降至-4.4%的历史低位。

图14 拉美、巴西、阿根廷、委内瑞拉经济增速：1961-2000 (%)



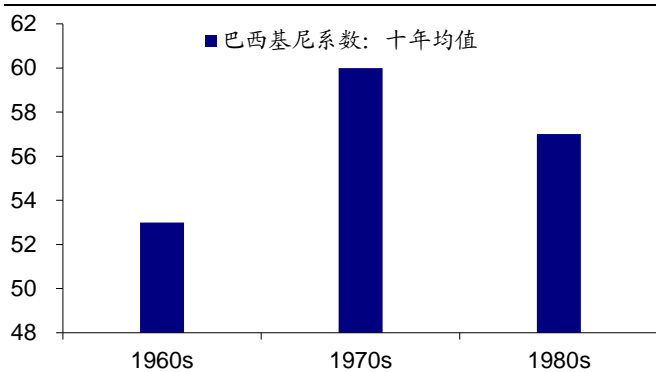
资料来源：Wind，海通证券研究所

而在“经济奇迹”昙花一现的表象下，实体经济早已千疮百孔，具体有三大症状：

一是贫富分化加剧。分配过于集中造成贫富分化加剧，社会财富被大量集中在少数富人手中，底层劳动者的工资却没有提高，反而越来越低。从收入分配看，50%最贫穷人口、30%较贫穷人口所占国民收入的比重逐年下降，而5%最富有人口收入比重则大幅提升。而在1964-1974年间，巴西人财富结构中，10%的最富有者占有财富比例是75%，而50%的最贫穷人口则占比不到10%。“劫贫济富”令本已不低的巴西基尼系数继续攀升，60年已经达到50%，70年继续上升至56.5%，80年则进一步升至58.8%。严重的贫富分化使得增长数据的“经济奇迹”对大多数人而言没有实质性意义。

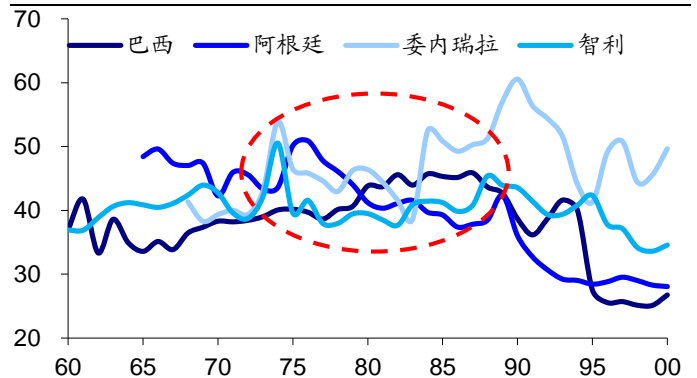
二是产业结构畸形。巴西政府致力于发展资本和技术密集型产业，以服务于巴西富人的需求，却缺乏劳动密集型产业以满足普通民众的需求。加之前期农村土地高度集中导致大量农村劳动力向城市转移，供需错配令城市产业吸纳劳动力的能力远赶不上城市人口的增长。而拉美各国在实施进口替代战略时，普遍过度关注于资本和技术密集型等产业，背离了具有比较优势的农矿产品等资源禀赋，且对国内产业过度实施补贴、价格保护、进口限制等保护措施，导致本国制造业竞争力低下。两方面因素共同作用下，拉美工业化发展严重滞后，工业占经济比重普遍在70、80年代见顶下滑。

图15 巴西基尼系数：十年均值 (%)



资料来源：The Rise and Fall of Brazilian Inequality，海通证券研究所

图16 巴西、阿根廷、委内瑞拉、智利工业占经济比重 (%)



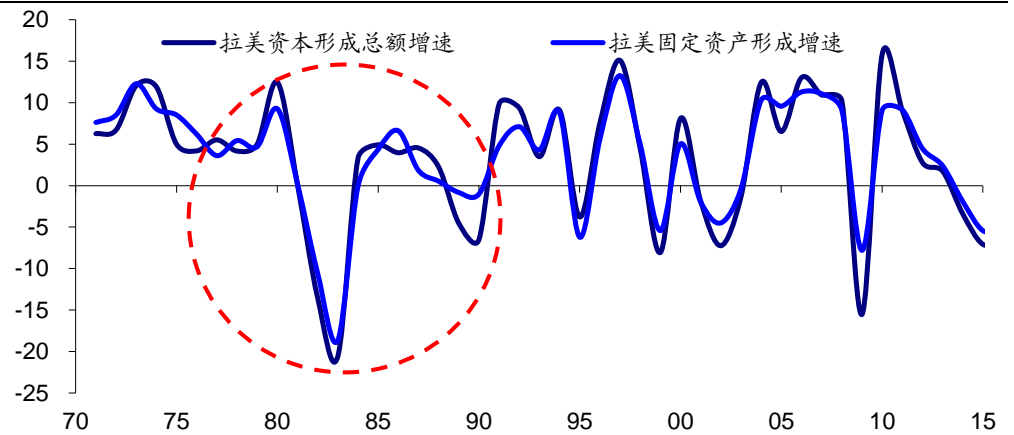
资料来源：CEIC，Wind，海通证券研究所

三是债务大幅攀升。70年代，拉美各国普遍面临“出口竞争力下滑、进口仍在持续增长”的困境，国际收支压力不断增大。而70年代中后期国际市场利率的走低，则促使拉美各国大量举借外债，以进一步实现进口替代工业化进程。到80年代初，拉美各国外债存量均达到年出口额的2倍以上，82年阿根廷和巴西外债存量超过当年出口额的4倍。出口能力的弱化令拉美国家偿还外债的能力和可能性不断削弱，最终爆发债务危机。

1.5 90-00 年代：产业结构倒退，福利赶超陷阱

产业结构被动倒退，“进口替代”功亏一篑。债务危机发生后，债权人不愿进行债务减免，而是要求拉美国家进行“应急”调整，最大限度获取贸易顺差，以偿还债务。拉美债务国不得不再次转向具有比较优势的初级产品出口部门，并严格抑制国内需求，特别是制造业资本品需求，以减少进口。为抑制进口需求对外汇的消耗，拉美国家被迫严格控制工业部门的资本品进口需求，导致制造业生产性投资大幅萎缩，产业结构升级进程戛然而止，进口替代导向的制造业升级之梦功亏一篑。

图17 拉美资本形成总额增速、固定资产形成增速 (%)

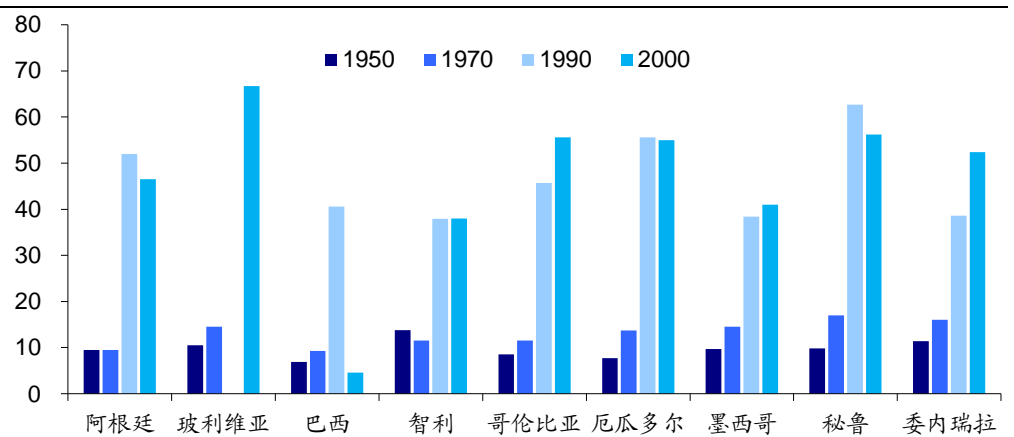


资料来源：Wind，海通证券研究所

拉美“民粹主义”登台：收入再分配，福利赶超。80年代后期，拉美经济陷入衰退，而伴随贫富差距进一步拉大，失业率也持续攀升。1985年，统治巴西20余年的军人政权还政于民，巴西开始了“再民主化”进程，“民粹主义”在拉美各国登台。拉美各国所采取的民粹主义政策并不完全一致，但其核心内容却是一致的，即通过政府主导的收入再分配和超出财政承受能力的补贴政策，学习发达国家的福利制度和就业保障制度，以达到快速提高低收入阶层的收入，快速缩小收入差距的目的。其具体内容包括以下两大方面：

一是加强劳工保护。拉美民粹主义政策向劳工利益倾斜，包括：1) 高度就业保护，劳资双方一旦签订劳动合同，往往是长期甚至是终身的；2) 集体谈判，工会组织的集体谈判成果往往成为本行业 and 全国各行业的工资、劳动条件和各种福利的标准，且较难改变；3) 高社会福利保障，拉美的社会保障水平在发展中地区是最高的，社会保障税率接近甚至高于发达国家。但从影响上看，一方面，工资和就业的双重刚性，令劳动力市场无法合理配置劳动力资源，也促使企业在长期以资本替代劳动，令失业问题更为棘手；另一方面，企业倾向于逃避巨额的社会保障税和解雇赔偿金，这导致非正规部门不断扩大，进入新世纪后，拉美各国非正规部门就业占比已普遍高于50%。

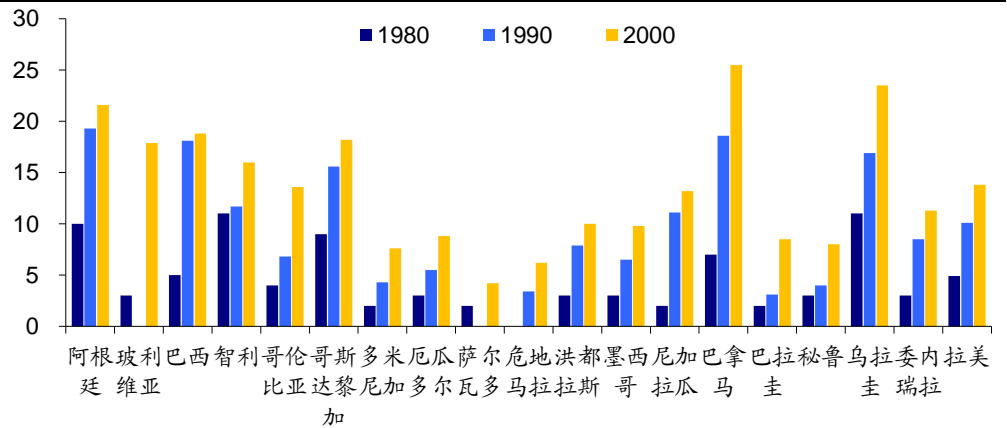
图18 拉美各国非正规部门的就业 (%)



资料来源：Harvard Economics Department EC1320 Lecture notes，海通证券研究所

二是增加社会支出。20世纪80年代中后期，拉美各国开始反思社会政策，意识到结构调整计划及经济改革并没有关注到大量穷人（占比约40%）的问题，于是引入社会安全网，并将有限的资源用于脱贫。其结果是，拉美各国的社会支出再度迅猛增长。以巴西为例，90年代初巴西联邦（中央）政府社会支出占GDP的比重约为11%，而加上地方政府的社会支出后，占GDP的比重已达18%，而到了90年代末，两者分别上升至13%和21%。然而，由于社会政策与经济增长脱节，大量增加的社会支出并没有获得预期的效果。

图19 拉美各国社会支出占GDP比重（%）



资料来源：《国际经济与社会统计资料》，ECLAC, Social Expenditure Database, 海通证券研究所

严重的贫富差距是民粹主义在拉美盛行的最重要依据，但民粹主义非但没有很好地解决贫富差距问题，反而因为未能促进经济增长，令贫富差距问题更加恶化。

2. 海外：鲍威尔鹰派讲话，美债利率创新高

2.1 鲍威尔鹰派讲话，美债利率创新高

鲍威尔称利率距离中性还很远。上周美联储主席鲍威尔鹰派表态：美国经济扩张可能延续相当一段时间；现在距离既不宽松也不紧缩的中性利率还有“一段长路”，在逐步走向它；企业担心很多贸易问题；未看到金融市场风险累积。

美债利率创新高。上周美国10年期国债收益率升破3.20%关口，为2011年以来首次，与此同时美元上行，美元指数一度涨至96.1。这次市场大幅波动主要源于最近两天美联储重量级官员，特别是有投票权的官员一起力挺美国经济并重申渐进加息目标。

9月非农数据低增。9月美国新增非农就业人数13.4万，比预期低30%，但这受飓风严重影响，当月29.9万人因坏天气没有工作。而且7月8月就业者合计上修8.7万，9月失业率创近五十年新低，薪资仍稳定增长。

2.2 北美地区达成贸易协定。

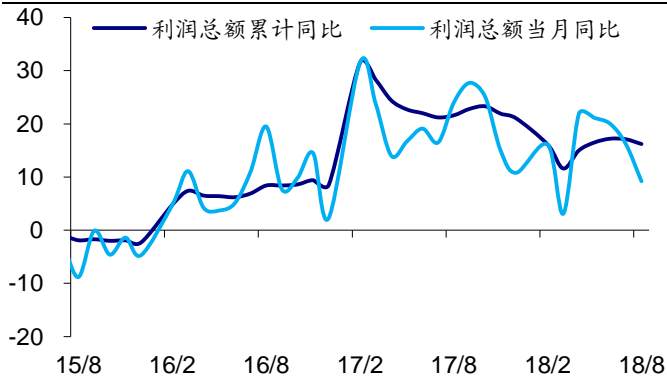
上周美国和加拿大已达成框架协议。加拿大同意取消“class 7”的乳品定价协议，将向美国开放约3.5%的乳品市场份额。作为交换，加拿大将接受一项配额制度，该制度将对加拿大制造的汽车出口到美国市场实行更严格的限制。

3. 国内经济：制造业景气转弱

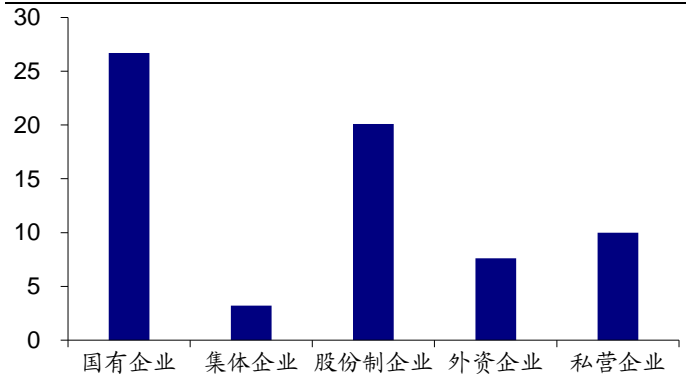
3.1 工业利润增速放缓

工业利润增速继续下行。1-8月规模以上工业企业利润总额同比增速继续回落至16.2%，其中8月当月同比增速9.2%，较7月大幅回落。8月工业利润增速放缓，主要缘于工业企业收入增速和工业品价格涨幅双双放缓，以及去年同期基数较高。

国企利润增速领跑。分类型看：1-8月国有企业利润增速回落至26.7%，继续领跑；集体企业利润增速回落至3.2%，依然殿后；股份制企业、外资企业、私营企业利润增速分别为20.1%、7.6%和10.0%，涨少跌多。

图20 规模以上工业企业利润总额同比增速 (%)


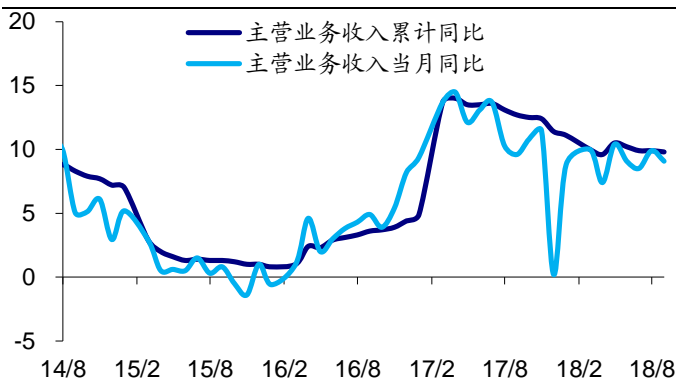
资料来源：Wind，海通证券研究所

图21 18年1-8月工业企业利润总额增速：分类型 (%)


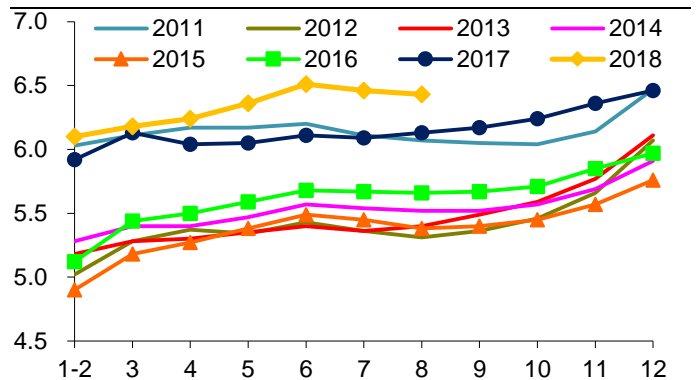
资料来源：Wind，海通证券研究所

工业收入增速再降。1-8月规模以上工业企业主营业务收入增速略回落至9.8%，其中8月当月增速9.1%。8月工业生产、销售增长均较低迷，工业品价格涨幅继续回落，指向供需两弱。工业利润增速仍高，主要是受工业利润率同比上升支撑。

主营利润率仍在同期高位。1-8月工业企业每百元主营业务收入中的成本费用为92.62元，同比减少0.37元。而1-8月工业企业主营业务收入利润率为6.43%，同比提高0.35个百分点，也是2011年以来的历史新高。

图22 规模以上工业企业主营业务收入同比增速 (%)


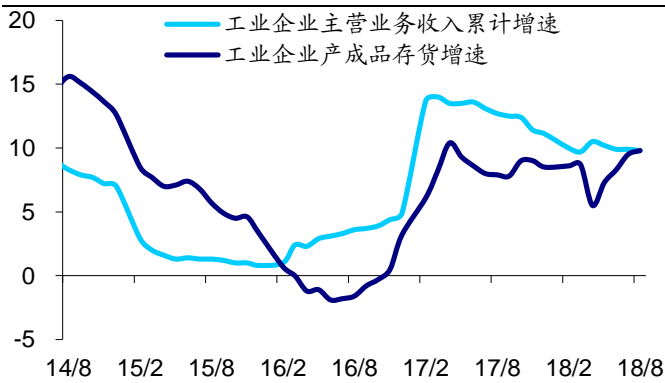
资料来源：Wind，海通证券研究所

图23 历年各月主营业务收入累计利润率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

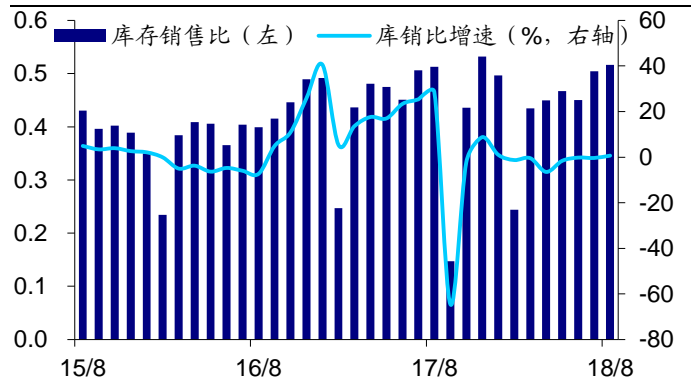
工业库存继续回补。8月工业产成品存货增速9.8%，连续4个月回升，并创下17年5月以来新高。8月库存销售比上升至51.6%，创下11年以来同期新高。均指向库存明显偏高。需求持续放缓，令库存被动回补，而价格涨幅也持续收窄。

图24 工业企业主营收入、产成品存货同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

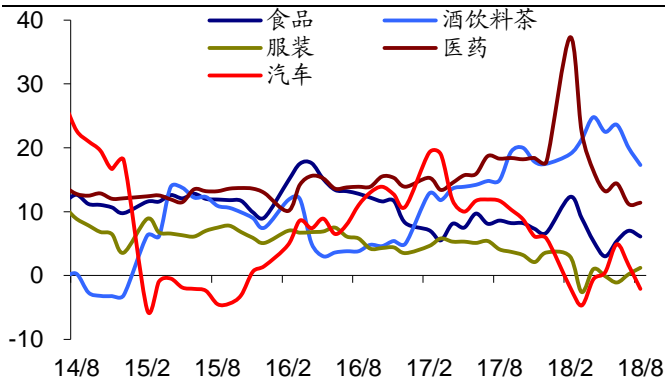
图25 库存销售比及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

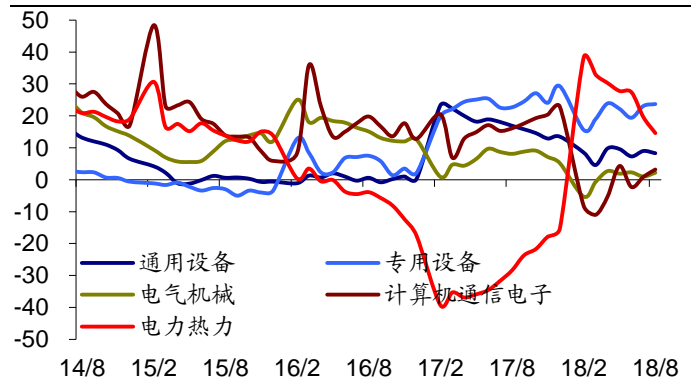
分行业利润增速涨少跌多。1-8月41个大类行业中34个利润总额同比增加。与1-7月相比,各行业利润增速涨少跌多。分上中下游看:下游涨少跌多,服装、医药升,食品、酒茶饮料、汽车均降;中游涨多跌少,专用设备、电气机械、计算机通信电子均升;上游涨少跌多,化纤、建材升,煤炭、钢铁、有色、化工均降,各行业中,化纤增速大幅上行,钢铁、有色、化工、电力、汽车增速显著回落。

图26 下游行业利润总额累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

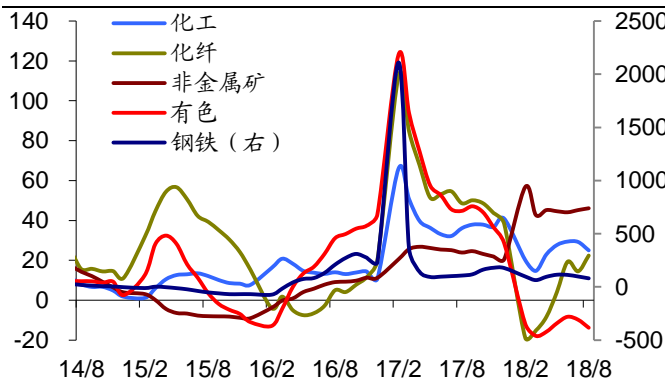
图27 中游加工行业利润总额累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

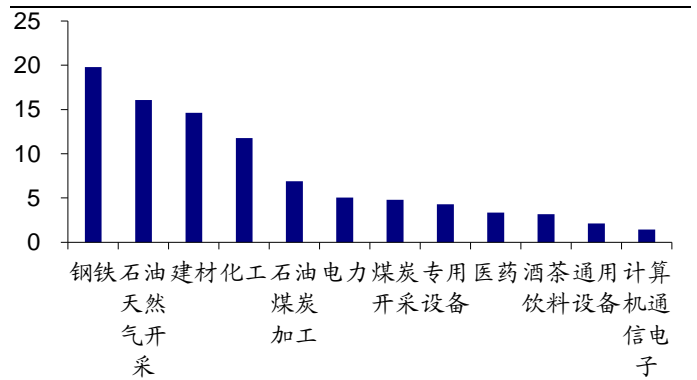
上游贡献边际转弱。1-8月消费品制造业、高技术制造业利润增速分别升至8%、6.4%,而采矿业、原材料制造业利润增速分别降至53.2%、36.4%。上游行业利润贡献边际转弱,但仍占据主导。1-8月钢铁、石油开采、建材、化工、石油煤炭加工等行业贡献了新增利润的69.2%。

图28 上游原材料行业利润总额累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

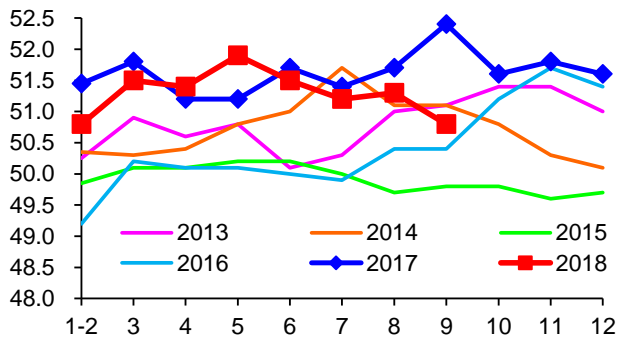
图29 1-8月各行业新增利润贡献率 (%)



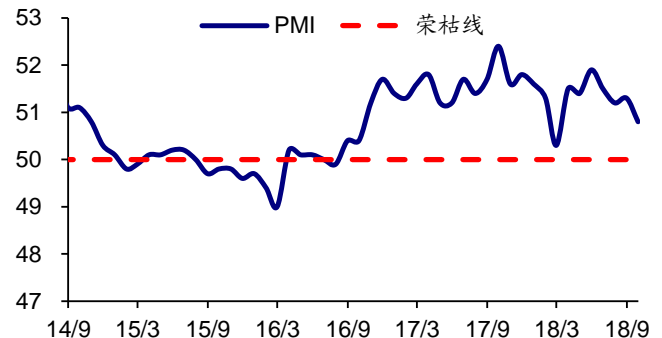
资料来源: Wind, 海通证券研究所。注:图中仅列示贡献率1%以上行业

3.2 制造业 PMI 小幅回落

9月制造业 PMI 小幅回落。9月全国制造业 PMI 为 50.8%，较 8 月小幅回落 0.5 个百分点，处历年同期中等偏低水平，指向制造业景气转弱。9 月 PMI 回落，原材料库存和从业人员显著下滑是主要拖累。主要分项指标中，需求、生产、库存回落，价格上升，反映供需扩张双双放缓，企业原材料采购成本加大制约补库存。分规模看，大型企业持平并仍在线上，中型企业回落至线下，小企业上升重回线上。9 月以来地产、汽车销量以及发电耗煤增速均趋于下行，指向供需双弱格局延续，后续经济依然承压。

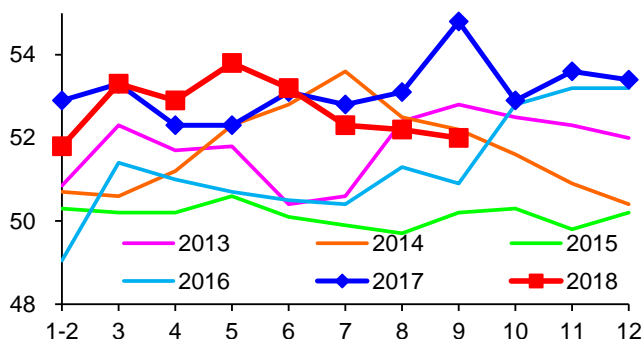
图30 全国制造业 PMI 综合（历年月度比较）（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

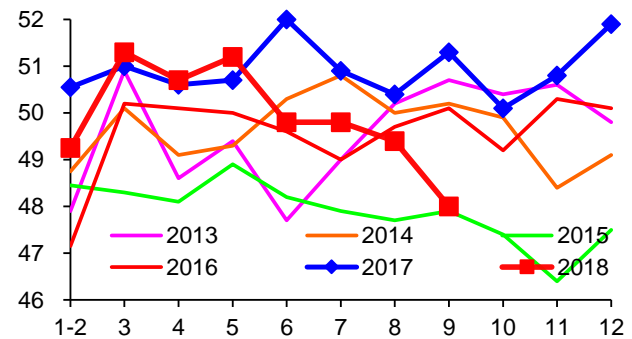
图31 全国制造业 PMI 综合（时间序列）（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

内需温外需冷。9月新订单指标由 8 月份的 52.2% 微幅回落至 52.0%，进口由 8 月份的 49.1% 回落至 48.5%，8 月社融增速继续回落，9 月以来地产、汽车销量增速依然较低，内需放缓但回落幅度温和。9 月新出口订单指标由 8 月份的 49.4% 大幅回落至 48.0%，创 31 个月以来新低。中美经贸摩擦持续升级，美国对我国出口产品加征关税，对部分外向度较高的行业产生较大影响。

图32 全国制造业 PMI 新订单（%）


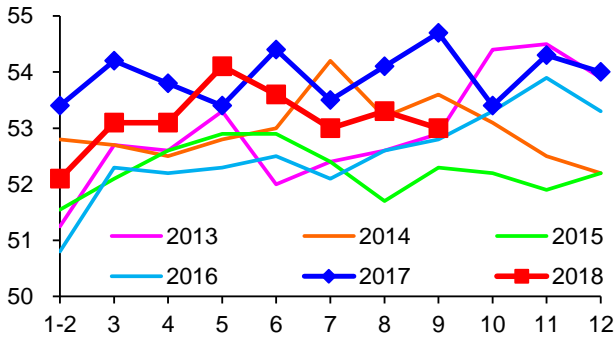
资料来源：Wind，海通证券研究所

图33 全国制造业 PMI 新出口订单（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

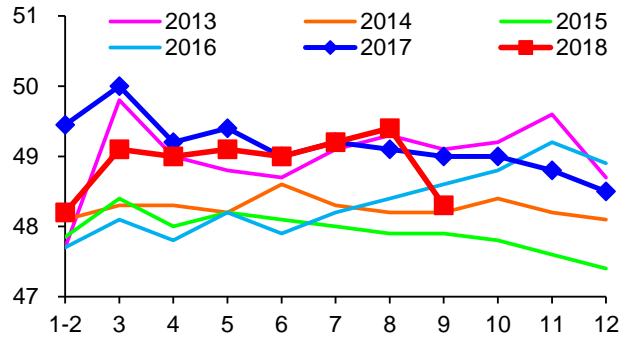
生产低点，就业回落。9月生产指标由 8 月份的 53.3% 回落至 53.0%，采购量也由 8 月份的 51.8% 降至 51.5%。9 月生产指数与 3 月以来的低点接近，且远低于去年同期的 54.7%，印证 9 月发电耗煤同比跌幅扩大至 11.1%，指向生产仍在下滑。9 月份从业人员由 8 月的 49.4% 大幅回落至 48.3%，由历史同期高位降至偏低水平，指向制造业企业用工量呈收缩态势。8 月全国城镇调查失业率为 5%，已连续两月保持在 5% 水平以上，在供需双弱格局延续、企业成本高企、后续经济承压的背景之下，就业压力逐渐显现。

图34 全国制造业 PMI 生产指标 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

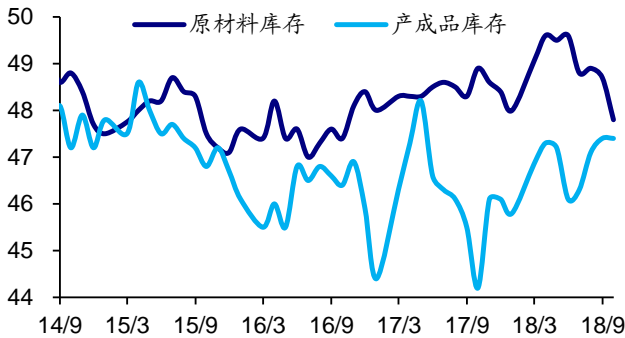
图35 全国制造业 PMI 从业人员指标 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

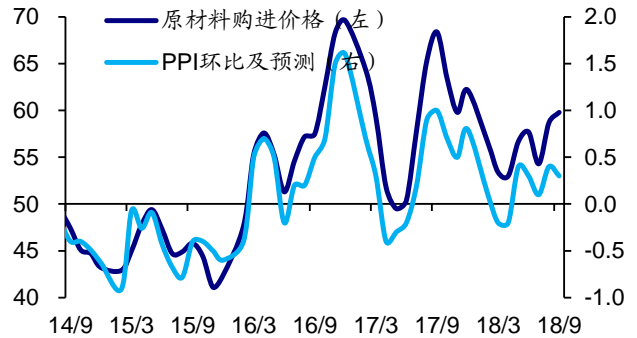
价格反弹，库存去化。9月原材料购进价格由8月份的58.7%大幅上升至59.8%，出厂价格持平在54.3%。购进价格大幅上升，印证9月以来港口期货生资价格环比上涨，但出厂价格持平预示企业利润率承压。我们预测9月PPI环比增速0.3%，同比增速回落至3.4%。9月原材料库存由8月份的48.7%回落至47.8%。产成品库存持平在8月份的47.4%。两者缺口继续缩窄。供需扩张放缓叠加原材料采购成本加大，令企业补库存动力不足。

图36 全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图37 全国制造业 PMI 购进价格指数和 PPI 环比增速 (%)

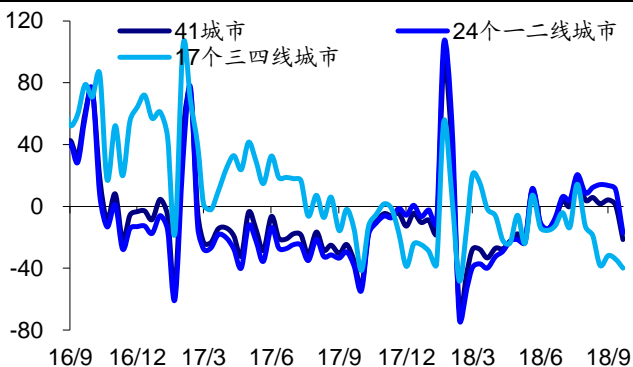


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.3 需求继续走弱

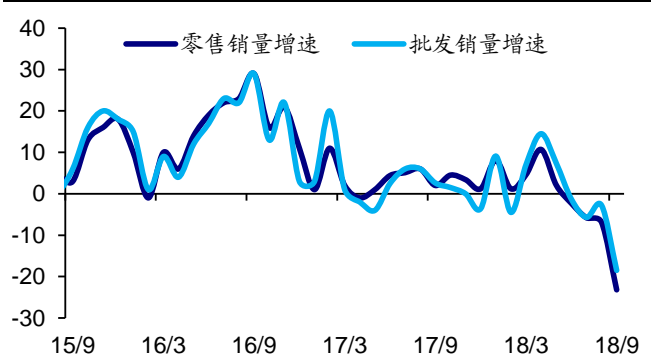
地产销售继续下滑，汽车需求依然偏弱。9月下旬41城地产销量同比增速大幅转负至-21%，而9月41城地产销量增速同样跌至-7.3%，指向地产销售继续下滑。9月第三周乘用车批、零增速回升至-15.2%、-18.5%，令前三周销量降幅较前两周略收窄，但仍较8月扩大。

图38 41城市旬度日均新房销量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图39 乘用车批发、零售销量增速 (%)

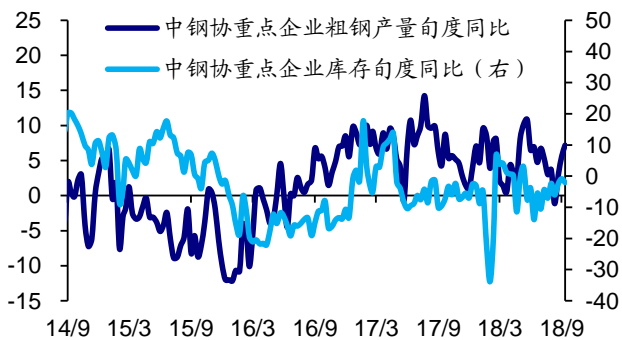


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.4 生产难言改善

粗钢产量增速回升，发电耗煤增速下行。9月中旬重点钢企粗钢产量增速继续回升至7.2%，上中旬产量增速6.4%，较8月增速明显上行。9月下旬六大集团发电耗煤同比增速降幅略收窄至-14%，但9月发电耗煤增速跌幅继续扩大至-11.3%，较8月大幅下行，生产仍难言改善。

图40 中钢协重点钢企粗钢产量及库存旬度同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图41 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 物价: 通胀短期反弹

4.1 食品涨幅缩窄

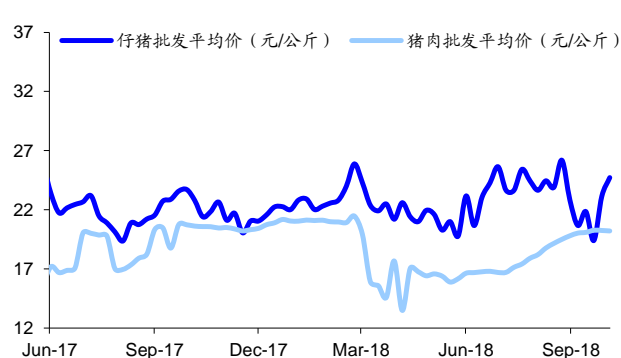
9月第三周猪价、菜价继续上涨，食品价格环比上涨0.9%，涨幅比前一周略有缩窄。

图42 前海农产品批发价格指数: 蔬菜



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图43 猪肉批发价格 (元/公斤)

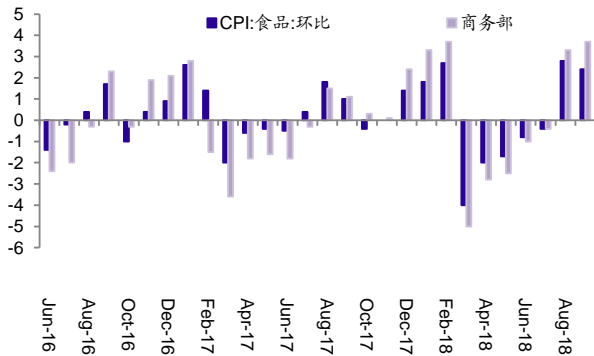


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2.9 月 CPI 继升

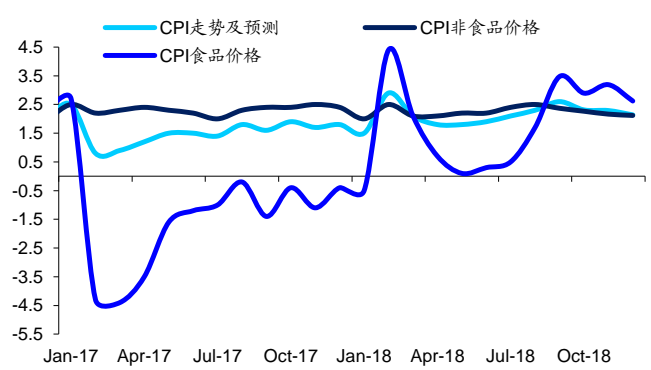
9月商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比涨幅分别为3.7%、6.1%，预测9月食品价格环比上涨2.4%，9月CPI升至2.6%。

图44 商务部食品价格环比及食品 CPI 环比预测 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图45 CPI 同比及成分同比走势预测 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

4.39月 PPI 回落

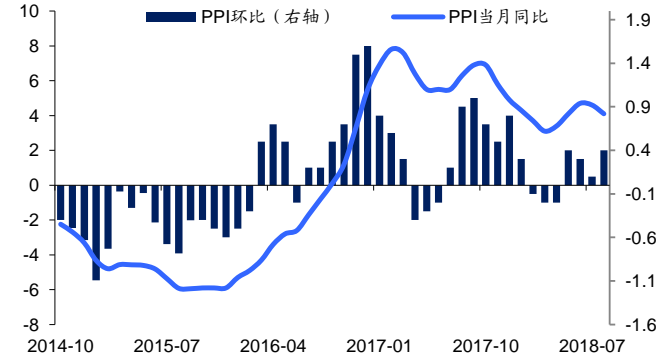
9月以来钢价、煤价、油价高位震荡，截止目前9月港口期货生资价格环涨0.5%，预测9月PPI环涨0.3%，9月PPI同比涨幅回落至3.4%。

图46 环渤海动力煤价格 (元/吨)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图47 PPI 同比及环比 (%)

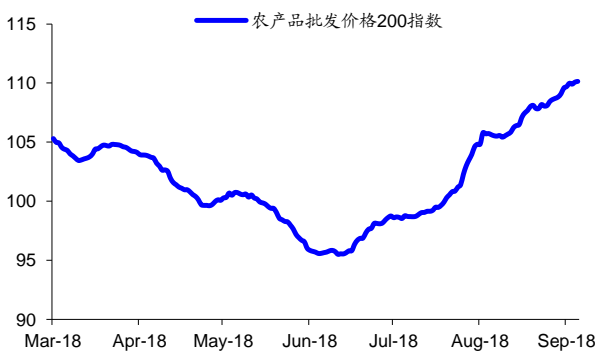


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.4 通胀短期反弹

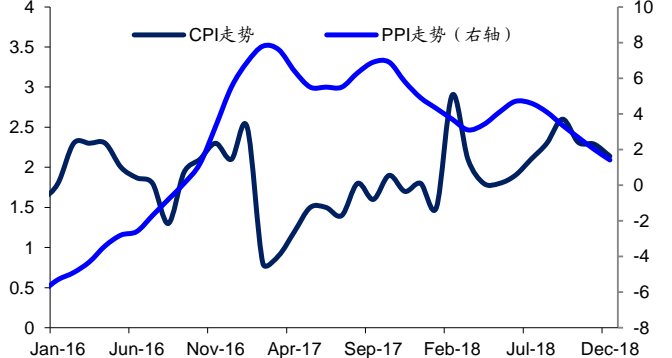
由于雨水天气和猪瘟疫情等因素影响，8月以来食品价格出现明显反弹，而9月以来的食品价格涨幅仍高，加之油价在近期也创出新高，多种因素影响下CPI或在4季度出现短期反弹，但由于经济下行压力加大，PPI下行的趋势不变。

图48 农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图49 CPI、PPI 同比走势及预测 (%)



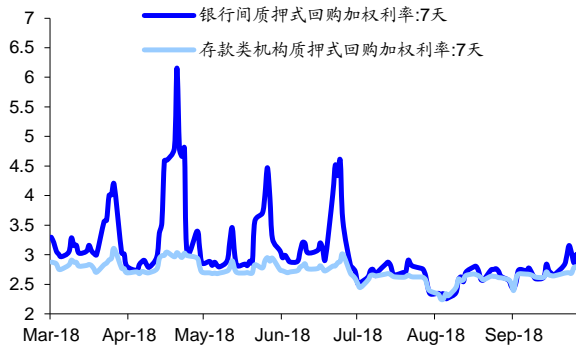
资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 流动性：央行再度降准

5.1 货币利率分化

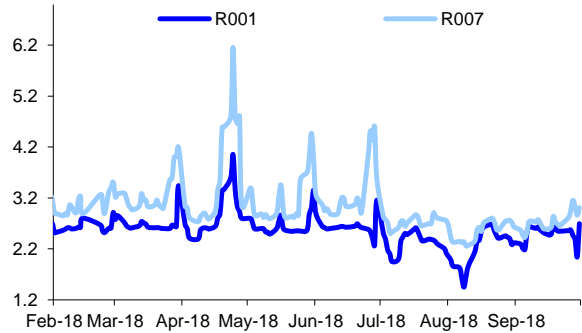
节前一周货币利率继续回升，其中 R007 均值上行 26bp 至 2.97%，R001 下行 12bp 至 2.46%。DR007 上行 6bp 至 2.72%，DR001 下行 10bp 至 2.44%。

图50 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图51 R001 和 R007 (%)

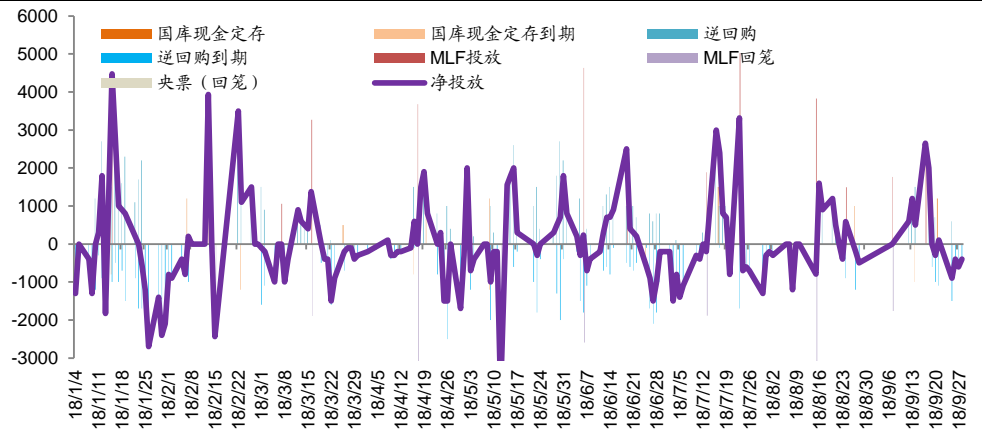


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行重新回笼

节前一周央行逆回购投放 600 亿，逆回购到期回笼 2900 亿，央行净回笼 2300 亿。

图52 央行公开市场操作 (亿元)

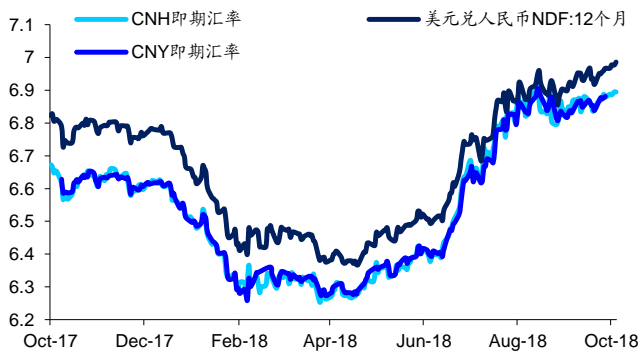


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.3 汇率重新贬值

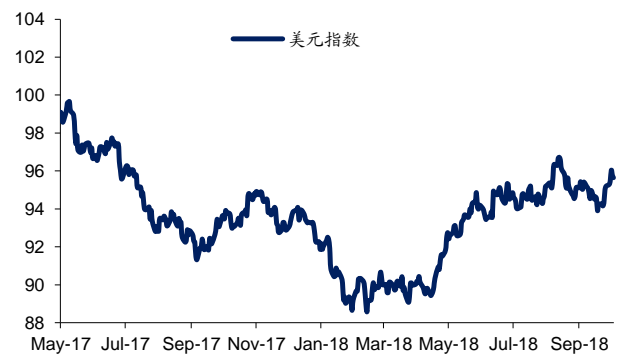
过去两周美元指数连续回升，人民币兑美元重新贬值，在岸、离岸人民币分别贬至 6.87、6.9。

图53 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图54 美元指数

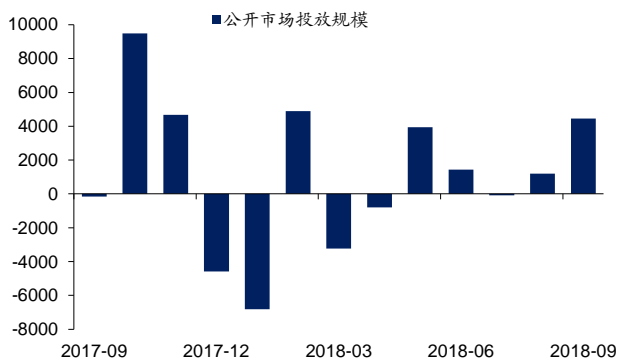


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 央行再度降准

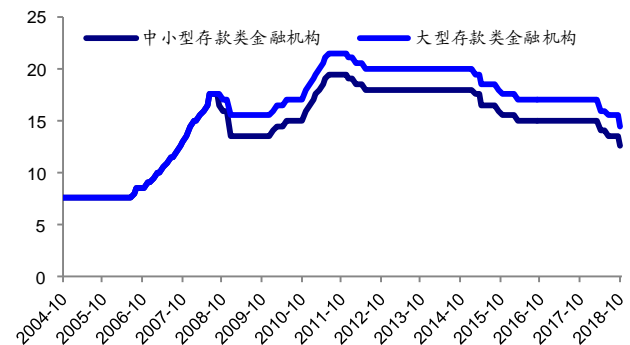
央行3季度货币政策例会称,未来稳健的货币政策保持中性,要松紧适度,管好货币供给总闸门,保持流动性合理充裕,引导货币信贷及社会融资规模合理增长。央行宣布10月15日起降准1%,在替换到期的4500亿MLF之后,可以释放7500亿基础货币,这意味着当前货币市场流动性整体依旧充裕。

图55 央行公开市场净投放规模(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图56 人民币存款准备金率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 政策: 继续减税降费

继续减税降费。国务院总理李克强表示,下一步要更大力度简政、减税、减费。“简政”要继续深化“放管服”改革,降低制度性交易成本。“减税”要加快推进增值税税率“三档变两档”,研究降低增值税税率。“减费”要动真格地降低合规收费,坚决惩治乱收费,同时继续降低企业物流、电力等各类成本。

支持民营企业发展。国务院总理李克强在浙江台州主持召开座谈会时强调,民营经济和国有经济一样,都是社会主义市场经济的重要组成部分。民营经济的管理者、经营者和生产者,都是中国特色社会主义的建设者。我国的基本经济制度以及社会主义市场经济早已写入宪法。必须坚持“两个毫不动摇”,对各类所有制企业一视同仁,这一点绝不会有变化。

实施乡村振兴。财政部发布《贯彻落实实施乡村振兴战略的意见》:公共财政更大力度向“三农”倾斜,落实涉农税费减免政策;鼓励地方政府在法定债务限额内发行一般债券用于支持乡村振兴、脱贫攻坚领域的公益性项目,将地方政府债务资金优先用于支持乡村振兴等党中央、国务院确定的重点领域,不得借乡村振兴之名违法违规变相举债。

7. 日历：聚焦 10 月初数据

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期

日期	重要经济数据指标	预期值	前期值
美国			
2018/10/10	美国 10 月 5 日当周 MBA 抵押贷款申请活动指数周环比	--	0%
2018/10/10	美国 9 月 PPI 环比	0.2%	-0.1%
2018/10/11	美国 10 月 6 日当周首次申请失业救济人数(万人)	--	20.7
2018/10/11	美国 9 月 CPI 环比	0.2%	0.2%
2018/10/11	美国 10 月 5 日当周 EIA 汽油库存变动(万桶)	--	-45.9
2018/10/11	美国 10 月 5 日当周 EIA 原油库存变动(万桶)	--	797.5
2018/10/12	美国 10 月密歇根大学消费者信心指数初值	100.8	100.1
中国			
2018/10/07	中国 9 月外汇储备(亿美元)	31050	31097.2
2018/10/08	中国 9 月财新服务业 PMI	51.4	51.5
2018/10/08	中国 9 月财新综合 PMI	--	52

资料来源：海通证券研究所根据相关资料整理

信息披露

分析师声明

姜超	宏观经济研究团队
于博	宏观经济研究团队
顾潇啸	宏观经济研究团队
李金柳	宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzz9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyumiu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
联系人
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 杨思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com