

## 相关研究

《消费贷带来了消费吗？——居民短贷高增的思考》2018.11.27

《居民高杠杆未来如何化解？——兼论债务率与消费的关系》2018.11.26

《寻找经济增长的新动能——兼论为何提出竞争中性》2018.11.23

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

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

## 美联储的信号与加息的前景

### 投资要点:

- **美联储传递了什么信号？**11月28日美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部午餐会发表讲话，提到当前的基准利率略低于（just below）中性利率，这与他10月初接受采访时表示利率距离中性利率还有很长一段路（a long way）形成对比，传递出偏“鸽”的信号。在上述讲话的后一天，美联储公布了11月议息会议的纪要，与9月会议对比发现，美联储官员更加注意加息对经济的负面影响。回顾近期美联储官员的发言，可以发现10月除了个别鸽派委员，多数官员认为美国经济强劲，支持明年进一步加息。而到11月之后，美联储官员的态度更多地转向中性甚至偏鸽。
- **市场预期发生了怎样的变化？**目前市场依然预期12月有较高的概率加息。11月美联储议息会议纪要中，几乎所有官员都认为保持渐近的加息节奏，与当前表现较好的就业和通胀情况相符，目前期货市场隐含的12月加息概率高达83%。但市场对明年加息次数的预期却明显下降。9月美联储公布的点阵图表明，委员们认为明年的利率水平或达到3.00-3.25%，对应加息次数在3次左右，但11月期货市场隐含的明年再加息2次的概率从33%降到了23%，仅加1次息的概率从28%上升至38%，而加息3次的概率则不足10%。对于12月议息会议，或许最大悬念不是加不加息，而是美联储对明年经济和通胀如何预测、点阵图怎样分布。
- **美联储未来的加息前景。**无论是美联储的态度，还是市场的预期，其实最终都是源于基本面。美国今年已持续加息三次的一个重要原因，就是经济保持较强复苏，今年美国GDP实际同比持续上升到第三季度的3.0%，环比在二季度度达4.2%，核心通胀率也达到了2%。但往后看，美国本轮复苏的经济增速或已见顶。中期选举后共和党失去众议院控制权，政府预算或将对加码财政刺激形成掣肘。而持续加息的利率环境、减税效应逐渐减弱、贸易摩擦透支库存投资等因素将抑制美国明年增速，其他经济体增速放缓又会拖累美国企业的海外利润和出口。今年三季度后不少经济指标有所放缓。美国制造业PMI指数从8月61%的高位持续回落，耐用品新订单同比也在三季度开始从8%以上回落到10月的4.5%，私人投资扩张步伐或将放缓，而随着利率上升，今年以来美国新建住房销售持续回落，意味着私人住宅投资或也有所降温。
- **未来美联储的加息安排究竟如何？**这还是要回到美联储货币政策的目标，也就是促进物价稳定和充分就业。一方面，美国核心PCE同比从7月的2.0%，回落到10月的1.8%。近期国际油价大幅下跌，未来或将拖累通胀回升。另一方面，美国就业市场依然保持紧俏，10月失业率依然在3.7%的低位。但总的来看，在17年到18年上半年，就业趋紧、时薪增速回升、核心通胀上行，都有利于加息决定的做出，但近来美国通胀增速回落和经济预期放缓，却提高了暂缓加息的可能。美联储既不希望经济过热，也不希望缩短经济的扩张，总是在这两者之间寻找平衡。因此，当前美国经济复苏接近尾声、财政刺激效果逐渐减弱，前期持续加息的影响就更值得关注。08年金融危机之后，除了就业和通胀，金融稳定也为各国央行所重点关注。虽然对美股调整的关注度近来明显上升，但美联储暂不认为已经危及金融系统的稳定。相对于企业盈利水平，美联储认为资产的估值水平大致合理，说明美联储对加息态度的变化并非来自股市的调整，主要还是源于经济与通胀。
- **总结来看，**近期美国通胀回升放缓，未来诸多因素可能拖累明年美国经济增速，美联储在考虑加息时变得更加谨慎，未来加息的节奏将根据经济数据的表现而更加灵活地决定。虽然目前12月加息概率仍高，但19年很可能只加息1-2次，这意味着本轮美国加息周期将较原本的预期提前结束。

## 目 录

---

1. 美联储传递了什么信号? .....	5
2. 市场预期发生了怎样的变化? .....	6
3. 美联储未来的加息前景 .....	7
3.1 经济增速或已见顶 .....	7
3.2 通胀和就业: 美联储的目标和依据 .....	8
3.3 金融稳定性: 如何看待与加息的关系? .....	10

## 图目录

图 1	美联储主席鲍威尔 10 月初和 11 月底讲话对比 .....	5
图 2	美联储 9 月和 11 月议息会议纪要对比 .....	5
图 3	期货市场预期 18 年 12 月加息的概率 (%) .....	6
图 4	期货市场对 19 年 12 月议息会议之后利率水平的预期 (%) .....	7
图 5	美国 GDP 同比和环比增速 .....	7
图 6	美国 CPI 和核心 CPI 同比 (%) .....	7
图 7	美国企业利润、海外利润和私人设备投资增速 (%) .....	8
图 8	美国制造业 PMI (%) .....	8
图 9	美国耐用品新增订单同比 (%) .....	8
图 10	美国房贷利率和新房销售折年数 .....	8
图 11	美国 PCE 同比和核心 PCE 同比 (%) .....	9
图 12	WTI 原油价格 (美元/桶) .....	9
图 13	密歇根大学调查对未来 12 个月的通胀预期 (%) .....	9
图 14	美国私人非农企业员工平均时薪同比增速 (%) .....	9
图 15	美国企业利润增速、私人固定投资增速和联邦基金目标利率 (%) .....	10
图 16	标普 500 指数 .....	11
图 17	标普 500 的远期市盈率 (倍) .....	11

## 表目录

---

表 1 近期美联储官员的表态.....	6
表 2 金融稳定脆弱性的四个方面 .....	11

## 1. 美联储传递了什么信号？

美联储主席最新讲话由“鹰”转“鸽”。11月28日美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部午餐会发表讲话，他提到当前的基准利率略低于（just below）中性利率，这与他10月初接受PBS采访时表示利率距离中性利率还有很长一段路（a long way）形成对比。尽管两次讲话对经济的判断相似，但关于利率的表述则出现了明显转变，传递出偏“鸽”的信号。

图1 美联储主席鲍威尔10月初和11月底讲话对比

10月初接受PBS采访	11月底纽约经济俱乐部午餐会
<p><b>关于经济:</b> 美国正处于非常积极的经济形势中（a remarkably positive set of economic circumstances），我们正在努力维持经济扩张，保持低失业率，并将通胀率保持在目标水平</p> <p><b>关于利率:</b> 利率仍然宽松，但我们正在逐步向利率中性方向迈进。我们可能超过中性水平，但我们现在距离中性还有很长的路要走（we're a long way from neutral at this point）</p>	<p><b>关于经济:</b> 我们的经济现在接近这两个目标（our economy is now close to both of those objectives.）。失业率3.7%，为49年来的最低点，许多其他劳动力市场强弱指标均达到或接近历史最高水平。通货膨胀接近我们2%的目标</p> <p><b>关于利率:</b> 按历史标准衡量，利率仍然较低，且略低于利率中性的估计区间（remain just below the broad range of estimates of the level that would be neutral for the economy），即既不加速也不减缓经济增长</p>

资料来源：美联储，海通证券研究所整理

而在鲍威尔发表上述讲话的后一天，美联储公布了11月议息会议的纪要，与9月会议对比来看，美联储已经开始注意加息对经济的负面影响。尽管9月和11月的议息会议都认为保持渐近的加息节奏（further gradual increases in the target range）与当前表现较好的就业和通胀情况相符，但9月议息会议更多的是对加息是否能够应对经济可能出现的过热情况的讨论，甚至部分参会人员提出需要将基准利率提高到长期水平以上以减少超调风险，而11月议息会议已经有一些美联储官员开始关注加息对经济增长可能带来的负面冲击，部分官员也表示目前利率接近中性利率。

图2 美联储9月和11月议息会议纪要对比

9月议息会议	11月议息会议
<p><b>相似处:</b> 参会者普遍预期联邦基金利率目标范围的进一步逐渐提高（further gradual increases）将与经济活动的持续扩张相一致</p> <p><b>不同处:</b> 一些（a number）参会者认为，有必要暂时将联邦基金利率提高到高于其所评估的长期运行水平（temporarily raise the federal funds rate above their assessments of its longer-run level），以减少委员会目标持续超调的风险</p>	<p><b>相似处:</b> 几乎所有参会者都重申了这样的观点，即联邦基金利率目标范围的进一步逐渐提高（further gradual increases）可能符合委员会保持最大就业和价格稳定的目标</p> <p><b>不同处:</b> 部分（a couple of）参会者指出，联邦基金利率目前可能接近中性水平，联邦基金利率的进一步提高可能过度减缓经济活动的扩张（further increases in the federal funds rate could unduly slow the expansion of economic activity），并对通货膨胀和通货膨胀预期造成下行压力</p>

资料来源：美联储，海通证券研究所整理

美联储的加息决定是由FOMC委员会的成员投票产生，因此除了关注美联储主席的言论以外，其他具有表决权的美联储官员的态度也值得关注。回顾近期美联储官员的发言，可发现10月份除了鸽派代表人物 Bullard，多数官员认为美国经济强劲，支持明年进一步加息。而到了11月后，美联储官员的态度更多地转向中性，副主席 Clarida 多次强调经济数据对加息决策的影响，或为转为放缓加息的鸽派路线做出了铺垫。

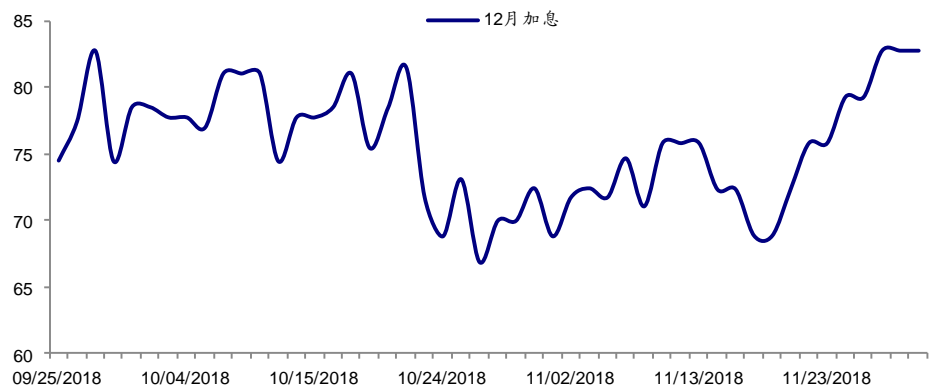
**表 1 近期美联储官员的表态**

时间	职位	官员	投票权	发言内容
10月5日	纽约联储主席	Williams	永久	美国经济动能利好, 就业市场将继续强劲增长, 完全没有看到任何的通胀迹象, 美联储距离中性利率还很远, 逐步加息到明年左右是正确的。
10月8日	圣路易斯联储主席	Bullard	2019	美国经济增速令人意外, 带来加息空间, 但不再有必要实施更高的利率水平, 认为目前利率接近中性, 美联储应该推迟进一步加息。
10月18日	圣路易斯联储主席	Bullard	2019	美国经济增长势头可能减弱, 目前货币政策路径有可能增加经济衰退的风险。不应该把更多的加息计划列入日程。
10月25日	美联储副主席	Clarida	永久	认为今天的货币政策仍然是宽松的, 在商业周期的这个阶段, 相信利率的进一步调整可能是合适的。
10月25日	克里夫兰联储主席	Mester	2018	如果股市出现更大幅度且更持久的下滑, 那么可能会对信心构成打击, 导致风险偏好和支出显著收缩。但现在距离这种情况仍然很遥远。
11月15日	亚特兰大联储主席	Bostic	2018	应当谨慎推进加息, 当前美联储利率并不远离中性利率政策。要密切留意数据, 以避免加息速度过快、或远远不够。
11月16日	美联储副主席	Clarida	永久	短期利率接近中性水平, 这将成为未来考虑货币政策的一个关键因素, 未来加息将取决于经济数据。
11月16日	美联储主席	Powell	永久	2019年美国可能面临三大增长挑战: 海外需求放缓, 国内财政刺激措施消退、美联储过去加息的经济影响滞后。
11月27日	美联储副主席	Clarida	永久	随着美国货币政策接近最佳长期设定, 美联储逐步采取加息措施是合适的。目前中性利率尚未确定, 未来的经济数据对于美联储明年的货币政策路径至关重要。
11月28日	美联储主席	Powell	永久	利率仅略低于对中性水平的估计范围。逐步加息的经济影响是不确定的, 可能需要一年或更长时间才能完全实现。目前没有预设加息路径。
11月28日	美联储副主席	Clarida	永久	当前利率水平仅略低于美联储长期中性利率预测值, 随着美国货币政策接近最佳长期设定, 美联储逐步采取加息措施是合适的。
12月1日	纽约联储主席	Williams	永久	未来中性利率将处于偏低水平, 美联储面临的问题是持续的低通胀而不是高通胀所带来的风险, 因此美联储需要仔细研究替代性政策框架。

资料来源: 华尔街日报、彭博等, 海通证券研究所整理

## 2. 市场预期发生了怎样的变化?

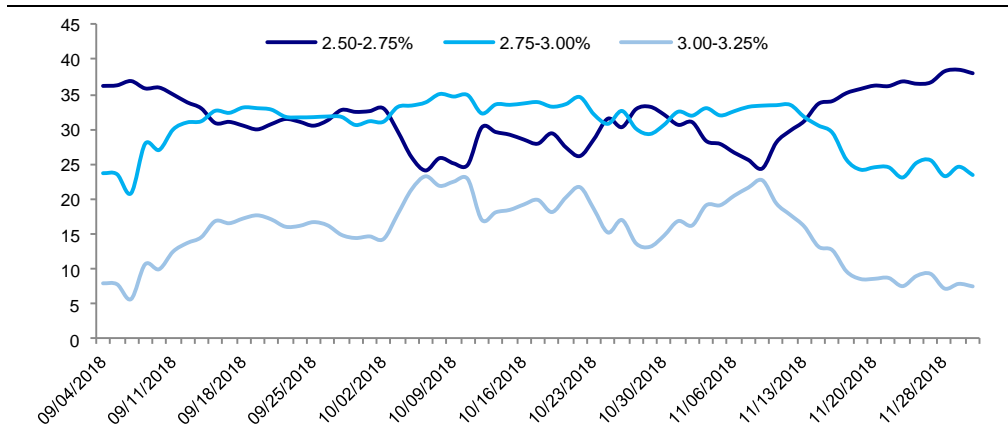
对于临近的12月议息会议, 市场依然预期有较高的概率加息。11月美联储议息会议纪要中, 几乎所有官员都认为保持渐近的加息节奏与当前表现较好的就业和通胀情况相符, 因此, 市场普遍预期12月会进行年内的第四次加息, 目前期货市场隐含的12月加息概率已经升至83%。

**图3 期货市场预期18年12月加息的概率(%)**


资料来源: CME, 海通证券研究所

但市场对明年加息次数的预期却明显下降了。9月美联储公布的点阵图表明，委员们认为明年的利率水平或达到3.00-3.25%，对应加息次数在3次左右，当时期货市场预期加息次数在2次（对应明年12月利率在2.75-3.00%）左右。但到了11月，期货市场隐含的明年再加息2次的概率从33%降至了23%，仅加1次息（对应明年12月利率在2.50-2.75%）的概率却从28%上升至38%，而加息3次的概率则不足10%。

图4 期货市场对19年12月议息会议之后利率水平的预期（%）



资料来源：CME，海通证券研究所

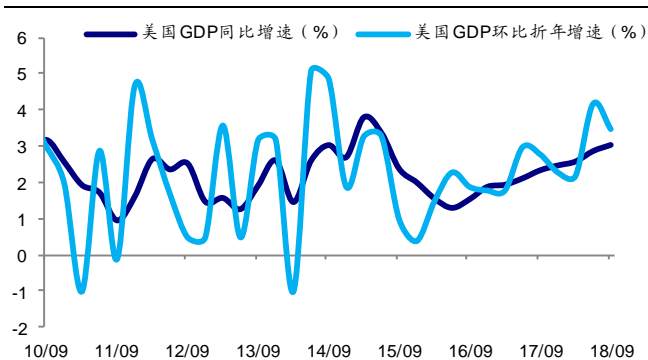
因此，对于12月即将召开的议息会议，或许最大的悬念不是加不加息，而是美联储对明年经济和通胀如何预测、暗示加息路径的点阵图会怎样分布。

### 3. 美联储未来的加息前景

#### 3.1 经济增速或已见顶

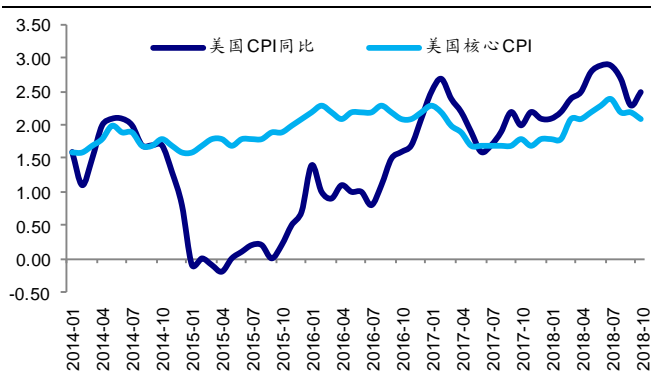
无论是美联储的态度，还是市场的预期，其实最终都是源于基本面。尽管特朗普不时指责美联储提高利率、表达对鲍威尔的不满，但实际上总统并无权罢免联储主席，从这个角度看，美联储其实还是相对独立的，货币政策依据经济基本面决定。美国今年已持续加息三次的一个重要原因，就是经济保持较强复苏，今年美国GDP实际同比持续上升到第三季度的3.0%，环比在二季度一度高达4.2%，核心通胀率也达到了2%。

图5 美国GDP同比和环比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

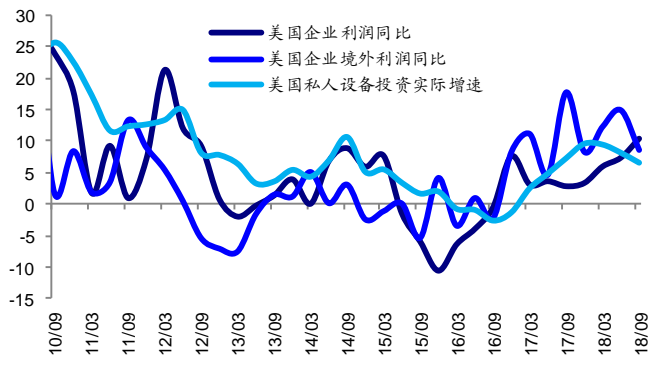
图6 美国CPI和核心CPI同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

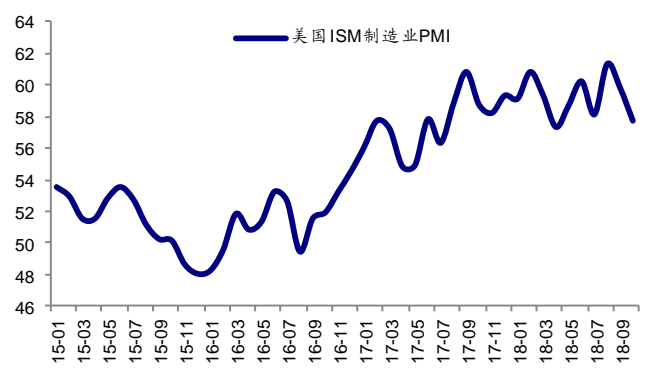
但往后看，美国本轮复苏的经济增速或已见顶。中期选举后共和党失去众议院控制权，政府预算或将对加码财政刺激形成掣肘。我们在此前的报告《复苏后的下一步——美国经济的现状与变化》中曾指出，持续加息的利率环境、减税效应逐渐减弱、贸易摩擦透支库存投资等因素将抑制美国明年增速，其他经济体增速放缓又会拖累美国企业的海外利润和出口，因此，明年美国经济增速大概率回落，直接影响未来的加息节奏。

图7 美国企业利润、海外利润和私人设备投资增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

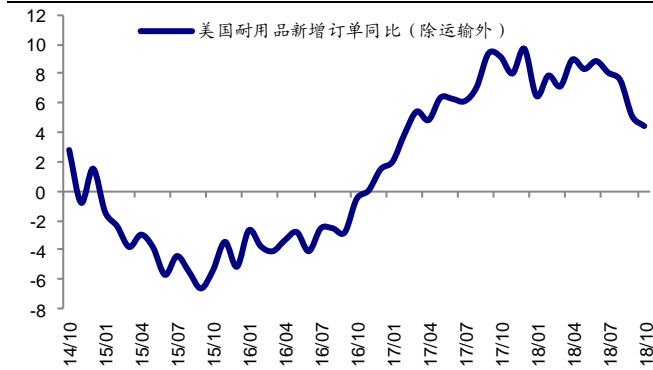
图8 美国制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

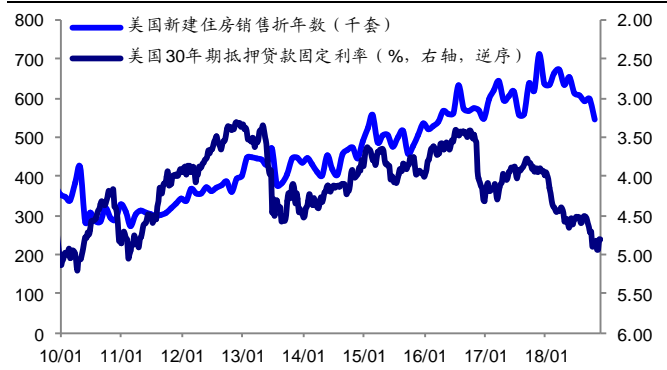
跟踪近期的经济数据可以发现, 美国经济确实开始发生了一些变化。不同于 17 年的持续向上, 今年三季度后不少经济指标有所放缓。美国制造业 PMI 指数从 8 月 61% 的高位持续回落。耐用品新订单同比也在三季度开始从 8% 以上回落到 10 月的 4.5%, 预示着私人部门投资扩张的步伐或将放缓。而随着利率上升, 今年以来美国新建住房销售持续回落, 意味着私人住宅投资或也有所降温。

图9 美国耐用品新增订单同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 美国房贷利率和新房销售折年数



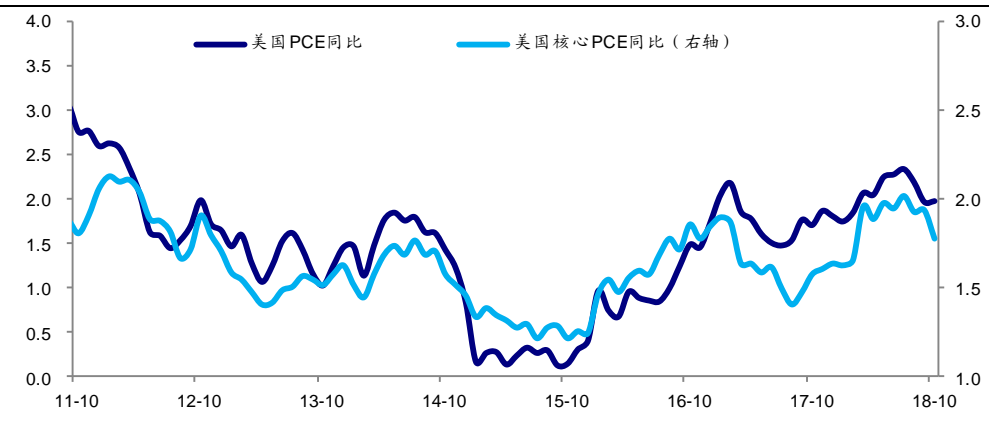
资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3.2 通胀和就业: 美联储的目标和依据

未来美联储的加息安排究竟如何? 这还是要回到美联储货币政策的目标, 也就是促进物价稳定和充分就业, 因而, 核心 PCE 和失业率仍是决定加息的最重要依据。

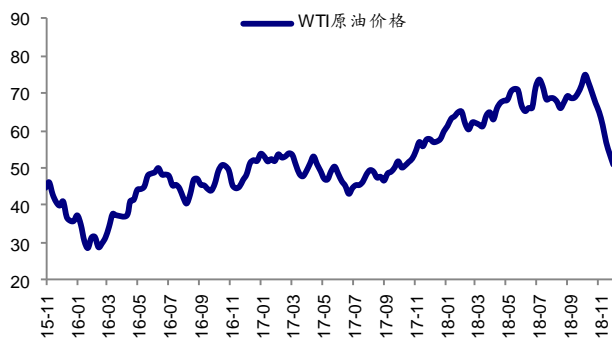
一方面, 最近两个月美国通胀增速略有放缓。今年三季度以来, 美国的 CPI 和核心 CPI 同比分别从 7 月的 2.9% 和 2.4%, 持续回落到 10 月的 2.5% 和 2.1%, 而美联储更关注的 PCE 和核心 PCE 同比也分别从 7 月的 2.3% 和 2.0%, 回落到 10 月的 2.0% 和 1.8%, 通胀上行速度变慢。



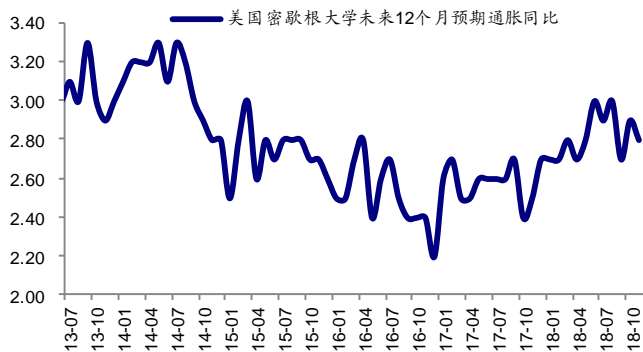
**图11 美国 PCE 同比和核心 PCE 同比 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

近期国际油价大幅下跌,WTI 原油价格从 10 月初的 76 美元/桶的高位跌去了近 1/3,目前仅有 50 美元/桶左右,未来或将拖累通胀回升。而最新的密歇根大学消费者调查显示,对未来 12 个月的通胀预期已从 6 月的 3.0%回落至 11 月的 2.8%。

**图12 WTI 原油价格 (美元/桶)**


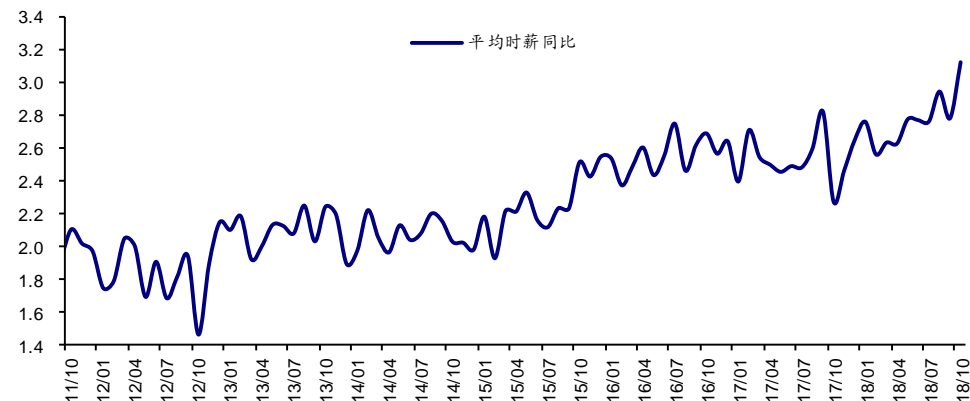
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图13 密歇根大学调查对未来 12 个月的通胀预期 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

但另一方面,美国的就业市场依然保持紧俏。今年 10 月份美国失业率依然维持在 3.7%的历史低位,同时今年以来美国非农企业员工平均时薪增速上升到 3.1%的近年新高,这似乎又与通胀的回落相背。

从货币政策的主要决策依据看,在 17 年到 18 年上半年,就业趋紧、时薪增速回升、核心通胀上行,都有利于加息决定的做出,但近来美国通胀增速回落和经济预期放缓,却提高了暂缓加息的可能,因而市场对明年加息次数的预期也就出现了下降。

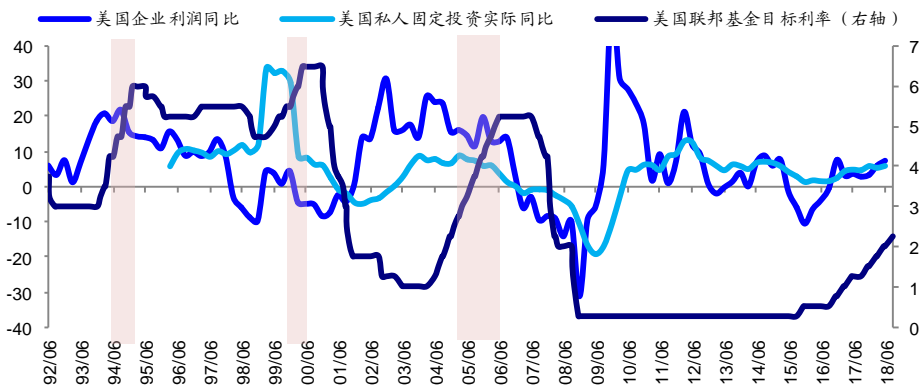
**图14 美国私人非农企业员工平均时薪同比增速 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

美联储既不希望经济过热，也不希望缩短经济的扩张，总是在这两者之间寻找平衡。鲍威尔讲话和 FOMC 会议纪要都提到，美联储关注向上和向下的两种风险：加息过慢会导致通胀走高或金融稳定失衡，加息过快会导致经济扩张缩短，所以货币政策操作是为了使这两种风险大体平衡。

如果在加息中后期，经济增速开始放缓，而继续保持原有的加息节奏，经济受到的抑制可能越来越大。加息后市场利率随之上升，企业面临更高的融资成本，盈利也受到挤压。历史上，1994-1995 年、1999-2000 年以及 2005-2006 年的加息中后期，美国的企业利润增速都开始放缓，盈利减少又进一步导致私人固定投资增速的回落。

图15 美国企业利润增速、私人固定投资增速和联邦基金目标利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

因此，当前美国经济复苏接近尾声、财政刺激效果逐渐减弱，前期持续加息的影响就更值得关注。鲍威尔在 11 月的讲话中提到，渐进加息对经济的影响可能要过 1 年甚至以上才能完全显现。这就意味着未来加息的节奏，将更加依赖对经济和各种风险的判断，加息与否将变得更加灵活、而非按照某个预设的路径。美联储 11 月的会议纪要中提到，不少委员认为以后会议声明应更关注数据和评估未来前景，有助于灵活应对经济环境变化，也反映了未来利率决定思路的微调。

### 3.3 金融稳定性：如何看待与加息的关系？

08 年金融危机之后，除了就业和通胀，金融稳定也为各国央行所重点关注，美联储也不例外。事实上 11 月底鲍威尔讲话的主题，正是结合新发布的金融稳定报告介绍监测金融稳定性的框架。美联储在报告中提到，金融稳定是实现充分就业和物价稳定这两个目标的关键因素，不稳定的金融体系中，负面事件更有可能带来严重的金融压力、扰乱信贷，最终导致失业率高企和金融危机。因此，货币政策的决定也可能会参考金融系统稳定的情况。

美联储认为冲击性的事件难以预测，而金融脆弱性却是随时间积累的，因此需要对金融系统的脆弱性进行监测和评估。美联储通过估值压力、私人部门的过度借贷、金融部门的过度杠杆和融资风险这四个方面对金融稳定情况进行分析。

表 2 金融稳定脆弱性的四个方面

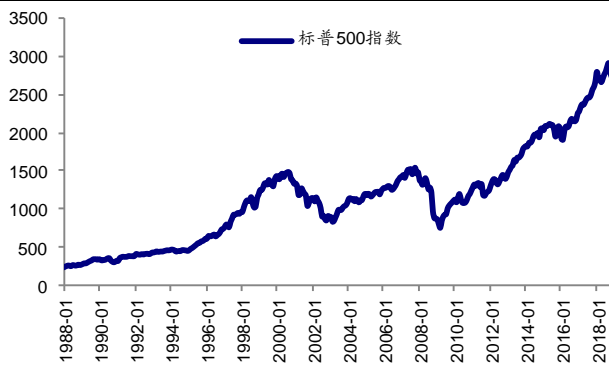
种类	影响	脆弱性水平及具体表现
估值压力	资产价格相对于经济基本面或历史标准处于高位,一般是受投资者风险偏好增强推动,意味着资产价格大幅下跌的可能性更大。	<b>普遍上升</b> <b>债券:</b> 收益率处于低位,近期有所上升 <b>股票:</b> 相对于预期收益,价格偏高 <b>房地产:</b> 商业地产价格增长快于租金 <b>耕地价格:</b> 接近历史高位
私人部门的过度借贷	当收入下降或资产贬值时,高债务负担的企业和家庭可能需要大幅削减支出,从而影响整体经济活动,带来的坏账会令金融机构蒙受损失。	<b>温和上升</b> <b>居民:</b> 相对于收入处于中低水平,且集中于信用风险较低的借款人 <b>企业:</b> 相对于 GDP 处于历史高位,收入较低、杠杆较高的公司最近的债务增长最快,表明信贷标准正在恶化
金融部门的过度杠杆	削弱金融机构在负面事件发生时吸收损失的能力,可能被迫削减贷款、出售资产,甚至倒闭,导致信贷紧缩。	<b>整体较低</b> <b>银行:</b> 尤其是最大的银行,资本规模和质量都处于高水平 <b>证券经纪商和保险:</b> 杠杆率远低于危机前的水平 <b>其他金融机构:</b> 对冲基金杠杆率迅速升至高位,无政府担保证券化工具发行量上升
融资风险	金融机构从公众融资的期限一般短于所做投资的期限,从而在负面事件发生时可能发生挤兑,金融机构可能被迫贱卖资产,招致巨额损失。	<b>整体较低</b> <b>银行:</b> 拥有高水平的流动资产和稳定的资金 <b>货币市场基金:</b> 更不易受到挤兑的影响

资料来源:美联储金融稳定报告,海通证券研究所

当前美国金融系统比 08 年危机前更具弹性,整体风险适度。美联储在金融稳定报告中提到,金融危机以来进行的改革使目前银行、证券、保险等各类金融机构更具抵御风险的弹性,整体风险水平较低。因此,或可推测短期内金融体系脆弱性对美联储货币政策影响较小

美股调整的关注度近来明显上升,但美联储暂不认为已经危及金融系统的稳定。虽然美股已经累积了接近十年的涨幅,但相对于企业盈利水平而言,资产的估值水平大致依然合理,金融稳定报告显示,股票市场整体的市盈率并没有大幅偏离历史的中位数,而今年出现股市调整目前使得市盈率略有回落,但仍高于中位水平,这也说明美联储对加息态度的变化,并非来自股市的调整,主要还是源于经济与通胀。

图16 标普 500 指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 标普 500 的远期市盈率(倍)



资料来源:美联储金融稳定报告,海通证券研究所

所以总结来看,11月以来随着美国通胀回开放缓,以及诸多因素可能导致明年美国经济增速回落,美联储在考虑加息时变得更加谨慎,未来加息的节奏将根据经济数据的表现而更加灵活。虽然12月美联储议息会议仍会大概率加息,但19年很可能只加息1-2次,这意味着本轮美国加息周期将较原本的预期提前结束。

## 信息披露

### 分析师声明

姜超 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

 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  
 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  
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
 联系人  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
 谭宏实(021)23219445 tsh12355@htsec.com

**固定收益研究团队**

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
 朱征星(021)23219981 zzx9770@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 tyj11545@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 nyum@htsec.com  
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
 潘莹莹(021)23154122 py110297@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  
 梁广楷 010 56760096 lgk12371@htsec.com

**汽车行业**

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
 联系人  
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@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  
 谢茂莹 xmx12344@htsec.com

**互联网及传媒**

 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  
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

**房地产行业**

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

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 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
<b>基础化工行业</b> 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	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄克晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋(01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 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	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lryj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	<b>机械行业</b> 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	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
<b>军工行业</b> 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	<b>银行行业</b> 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	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
<b>家电行业</b> 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	<b>造纸轻工行业</b> 衣楨永(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  
 辜丽娟(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  
 巩柏舍 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  
 李唯佳(021)23219384 liwj@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  
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-58067936 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  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@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