

相关研究

《加息尾声将近！——美债收益率曲线倒挂的信号》2018.12.10

《美联储的信号与加息的前景》
2018.12.03

《消费贷带来了消费吗？——居民短贷高增的思考》2018.11.27

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: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

凤凰涅槃

——海通证券策略会上的发言

投资要点:

- **举债发展经济、已经没有出路。**我们的问题其实非常简单，过去靠举债发展的模式不可持续。当前中国经济处于内外交困，外需有贸易摩擦的影响，内需中的投资增速低迷、消费增速也在下滑，整体来看经济确实有下行的压力。但是经济下行的压力过去十年经常出现，回顾 08 年、12 年和 15 年，当时都感觉压力很大，但是都有惊无险的过去了。过去我们顶住经济下行的压力靠的是举债，08 年 4 万亿是企业部门出来举债，12 年是政府部门出来举债，最近 15 年这一次是居民部门出来举债，我们每一次都是靠举债来应对经济下行。但是这次好像这一招不灵了，我们举了这么多债以后，目前全社会的债务率到达了历史的顶峰，债务与 GDP 的比值达到了 250%，好像没有办法再通过举债来应对本轮经济下行了，这也是目前市场比较悲观的重要原因。
- **收货币驱劣币，减税奖励良币。**接下来，我们来看怎么去解决巨额债务的问题。有两件事很重要，第一件事是我们一定要收货币，第二件事是要减税。巨额债务对于我们而言是一个全新的挑战，但放眼全球却是经常发生。比如 08 年的美国和 90 年代的日本都曾遇到过。这里奥有一本新书叫《理解巨债危机》，给了一个很好的框架。根据他对全球去杠杆的研究，要想解决巨额债务问题，需要做好四件事情：一是货币紧缩，二是债务违约，三是重新创造货币，四是重新分配财富。其中凡是和货币政策有关的事情我们都已经做完了，目前剩下的都是和财政政策有关的，需要财政出面给居民、企业和穷人减负。财政政策是今年所有政策的焦点。今年上半年，我国税收增速远高于经济增速，宏观税负还在上升，但 3 季度税收增速明显下降，10 月份税收增速甚至转负，说明减税终于发生了，这归功于 5 月份增值税税率下调和 10 月份个税起征点上调，减税迟到但未缺席。减税让利于民，经济繁荣基石。过去我国经济处于起飞阶段，可以靠政府来集中力量办大事。但现在我们的经济体量这么大，外需已经不够我们发展了，必须要回到内需，而且很多模仿的对象已经被我们超越了，需要靠自己创新。而只有减税给居民，大家才有钱消费；只有减税给企业，大家才有钱创新。所以减税所代表的小政府、大市场是中国经济走向繁荣的必经之路。而应对贸易摩擦，更需要减税降费来增强我们的实力。而打赢三大攻坚战代表国内政策转向公平优先，但并未否定效率的重要性，而减税是兼顾公平与效率的最佳选择。
- **中国资本市场，迎接历史机会。**今年三季度以来，美联储加息和缩表的节奏加快，美债利率创下新高，美股高位承压。美国经济出现减速迹象，但其研发创新驱动是可持续的经济增长模式，不会出现长期大萧条。美国经济的强大在于占据了制造业最高端的研发设计，而居民资产通过年金投入优秀科创公司，一起享受创新红利。过去中国企业处于制造业的最低端，但是华为的手机售价开始和苹果接近，如果能多一些华为，就可以为中国居民创造巨额财富，化解地产泡沫。收缩货币打击投机，减税降费股债双牛！为什么华为只有一个？因为货币超发环境下，大家首选是地产投机，如果未来我们下决心收缩货币、减轻税负，那么将会有越来越多的企业会像华为学习，中国的研发创新将充满希望。美国里根在 80 年代开启了收缩货币、大幅减税的新政，带来了股债双牛的行情，我们在过去两年的金融去杠杆带来了今年的债券牛市，而我们相信今年开始的减税降费也会孕育新一轮股票牛市！

目 录

1. 举债发展经济、已经没有出路	3
2. 收货币驱劣币，减税奖励良币	3
3. 中国资本市场，迎接历史机会	5

很荣幸和大家分享一下我们对明年资本市场的观点，回想一下 2018 年在金融市场上大家确实感觉到压力很大，股市没有赚到钱，展望 2019 年，过去十年比较流行的说法是：明年可能是经济比较困难的一年，但是我们认为明年是充满希望的一年，我们策略报告的名字叫《凤凰涅槃》，我去海外路演发现，中国人的勤奋是举世无双的，我们有这么大规模的内需市场，其实我们底子非常好，我们是一只凤凰，但过去几年我们努力的方向搞错了，所以才会感到比较难受。而最近两年我们很多政策的改变是对的，我们正走在正确的方向上，相信只要愿意坚持去做正确的事情，未来就会是充满希望的。

今天我主要汇报三个方面的观点：**第一个是过去我们的问题在哪里，第二个是我们怎么去解决这些问题，第三个是我们怎么看待未来的希望。**

1. 举债发展经济、已经没有出路

我们的问题其实非常简单，**过去靠举债发展的模式不可持续。**当前中国经济处于内外交困，外需有贸易摩擦的影响，内需中的投资增速低迷、消费增速也在下滑，整体来看经济确实有下行的压力。

但是经济下行的压力过去十年经常出现，回顾 08 年、12 年和 15 年，当时都感觉压力很大，但是都有惊无险的过去了。过去我们顶住经济下行的压力靠的是举债，08 年 4 万亿是企业部门出来举债，12 年是政府部门出来举债，最近 15 年这一次是居民部门出来举债，我们每一次都是靠举债来应对经济下行。

但是这次好像这一招不灵了，我们举了这么多债以后，目前全社会的债务率到达了历史的顶峰，债务与 GDP 的比值达到了 250%，好像没有办法再通过举债来应对本轮经济下行了，这也是目前市场比较悲观的重要原因。

2. 收货币驱劣币，减税奖励良币

接下来，我们来看怎么去解决巨额债务的问题。有两件事很重要，**第一件事是我们一定要收货币，第二件事是要减税。**

巨额债务对于我们而言是一个全新的挑战，但放眼全球却是经常发生。比如 08 年的美国和 90 年代的日本都曾遇到过。这里奥有一本新书叫《理解巨债危机》，给了一个很好的框架。根据他对全球去杠杆的研究，要想解决巨额债务问题，需要做好四件事情：**一是货币紧缩，二是债务违约，三是重新创造货币，四是重新分配财富。**

我们先来看一下货币，我们所有痛苦的根源来自于货币超发，那么货币超发是如何发生的？在发生过许多次的金融危机之后，全球都意识到货币超发是众多危机的根源，而货币超发往往源于商业银行的信贷投放过度，所以后来就诞生了巴塞尔协议，用资本充足率来约束银行的信贷投放行为。

我国在 09 年的货币超发源于巨额信贷投放，但当时我们还没有严格监管银行的信贷投放行为。而在 2012 年我国开始实施巴塞尔协议三，理论上按照我国商业银行 10% 左右的资本充足率，其资产增速就不应该超过 10%，12 年我国就不应该再出现货币超发。但恰好是从 13 年开始出现了影子银行的问题，许多非银行金融机构帮银行在表外逃避资本监管来投放信贷，比如说信托行业的总规模一度超过 20 万亿，其中很大一部分就是通道业务，所以说这一次是影子银行导致了货币超发。

因此，这两年的金融去杠杆、资管新规的实施是非常值得肯定的，因为这相当于把

我们货币超发的渠道彻底关闭了。在两年之内，我国包含表外的广义货币增速从 17% 降到 7%，这是非常了不起的成就，中国的货币超发应该是彻底结束了，**我们已经实施了货币紧缩。**

第二件事是债务违约。过去中国债市的垃圾债和国债的风险差不多，原因是没有违约，这意味着债务没法出清。但最近两年我们的债券市场有非常大的进步，在设置了合格投资者制度以后，散户被排除在外，而在以机构为主的市场，债务违约已经被广泛接受。今年债市的违约金额已经超过 1000 亿元，超过了过去四年的总和，这说明债务违约也已经开始了。

第三件事是货币的重新创造。如何理解货币在经济领域的作用？过去货币超发我们很难受，但是收缩货币同样也很痛苦。好像货币多了也不行，少了也不行，这特别像我们人体的血液。过去血液淤积在某些领域，比如地产和城投平台，就变成一个肿瘤，肿瘤越来越大，而我们的身体是越来越不健康。

而金融去杠杆类似于做手术，把肿瘤切掉了。但手术做完以后通常人体会比较虚弱，需要外部输血来维持生命。这个时候央行就很重要，因为央行可以在外部来输血。即便是美联储，08 年金融危机以后它的资产扩张了 5 倍，相当于外部大幅输血。今年中国央行出来降准，这是一个绝对正确的选择，相信未来央行会继续降准来提供支持。

但始终靠外部输血意味着我们还是一个病人，而健康的身体靠自身就可以造血。怎样才能恢复健康呢？美国给了示范，08 年美国出面把居民和企业的债务负担接过来，接过来以后就经济可以重新轻装上阵了，我们也可以这么做。

去杠杆的最后一件事就是财富的再分配。中国的债务问题有一个特点，几乎全都是内债，外债只占 GDP 的 15%，而内债占 GDP 的 250%。内部债务问题其实是分配问题，很多穷人还不起钱，如果把钱多分一点给穷人，经济就可以恢复正常运转。

所以，如果仔细分析和去杠杆有关的四件事情，可以发现凡是和货币政策有关的事情都已经做完了，目前剩下的都是和财政政策有关的，需要财政出面给居民、企业和穷人减负。

财政政策是今年所有政策的焦点。尤其减税今年是一波三折，上半年税收增速仍远超过经济增速，说明宏观税负还在上升。但 9、10 月份减税终于开始了，10 月份税收增速已经负增长，说明减税虽然迟到了但是没有缺席。今年我们有两次大规模的明确的减税，第一次是 5 月份下调 1% 的增值税率，我们估算减了差不多四、五千亿。第二次是 10 月份的个税改革，10 月份个税收入增速也从 21% 降到 7%，降了 15 个百分点，我们估算个税的这次减免一年可以减掉两、三千亿。所以今年能算出来的明确的减税至少有七千亿元左右，应该是值得肯定的。展望未来，我们认为还会有新一轮减税方案出台，11 月民营企业座谈会提到支持民企的第一步就是减税降费，尤其是要减增值税，未来增值税领域万亿级别的减税规模依旧值得期待，新一轮减税应该还是在路上。

如何理解减税政策对中国经济的作用？过去十年大家习惯了经济刺激，觉得刺激以后效果比较明确，基建和地产投资可以很快把经济拉起来，但大家对减税没有概念，感觉减税以后居民还是不愿意去消费。而我们把减税看得非常重要，**我们认为减税是未来中国经济走向繁荣的基石，这指向了新的发展模式。**

我们可以把中国经济发展分成两个阶段，**第一步是经济起飞，第二步是经济繁荣。**过去三十多年是经济的起飞阶段，其中 94 年是非常重要的分界线，当时做了分税制改革，改革后我国宏观税负逐年上升，目前我国广义宏观税负已经从 GDP 的 10% 上升到 30% 左右。政府占用的资源越来越多，意味着居民其实没有钱消费、企业没有钱创新，但过去没有内需没关系，我们可以靠外需；企业不创新也没有关系，我们可以去模仿，靠政府集中资源办大事，我们可以实现经济起飞。

但是我们发展到现在，经济体量已经很大了，外需已经不够我们消费了，需要转到要靠内需发展，这就需要减税给居民，增加居民收入促进消费。同样我们也难以再靠模仿来发展了，必须要靠自己创新，想要创新就必须给企业减税。**减税对应的是降低政府**

对经济资源的控制，对应的是小政府大市场，是我们未来通往经济繁荣的必经之路。

大家感觉过去几年有点不太对，民营企业的日子过得比较难受，产生了一些顾虑，资本市场也有很多的担心。过去确实方向上有一些彷徨，但我们相信目前正走在一个正确的方向上，这个背后有内外两大因素的推动。

第一个推动来自于外部，来自于国际环境。贸易摩擦我们承认确实对我们短期的经济发展有很大的伤害，但是我们着眼于长远，其实贸易摩擦在逼着我们做一个正确的选择。贸易冲突中美国的两大法宝，第一个叫关税壁垒，这提醒我们要发展内需，第二个是技术封锁，这也是提醒我们要去依靠自主创新。无论是内需还是创新都需要减税，都需要大力支持民营企业发展。所以贸易战长期来看对我们而言未必是坏事。

第二个是政府政策。我们看到十九大提出来，未来主要目标是打赢三大攻坚战：第一是防止环境污染，第二是化解金融风险，第三是精准脱贫，三大攻坚战的核心目标是强调公平问题。如果靠污染环境来致富、靠货币超发带来风险来致富、或者穷人无法致富，都是不公平的。

追求公平本身是对的，特朗普的美国优先也在讲公平，拉美没有实现公平发展，结果经济的发展不可持续。但是实现公平的手段可以再改进，过去我们很多政策是以行政的方式，比如治理环境污染用行政手段强行关厂，关厂的过程当中很多民营企业被关掉了，而没被关的国有企业受益，这其实是一种新的不公平。我们可以用更加市场化的手段，比如用环保指标来控制，只要符合环保指标的企业就可以生产，就不会误伤民营企业。其实如果我们改变政策的方式，依然可以实现公平。

而且我们相信，如果把公平作为一个核心目标的话，一旦产生了新的不公平，我们就会重新思考这个问题，也会重新纠错。**我们相信减税是兼顾公平和效率的最佳方式，我们应该会走到这个方向上。**

3. 中国资本市场，迎接历史机会

最后讲一讲我们未来的机会在哪里。

首先看下外部环境，现在大家有一个很重要的担忧，过去美国经济好的时候我们没有赶上，万一将来美国不好我们会不会跟着倒霉？大家很担心美国经济的未来走势。前一阵子我刚好去北美，带着这个问题我问他们怎么看未来美国的经济和资本市场？得到的回答是他们认同**美国经济和股市有短期回落的风险，但是不认为美国经济有长期萧条的风险。**

逻辑其实很简单，为什么大家担心美国经济出问题？因为觉得美国利率很高！利率高是怎么形成的？是因为美联储在加息，已经加了三年了！那么美联储为什么加息？其实原本美国没有央行，央行成立于1913年，央行成立之前特别像我们清朝的钱庄时代，没有央行也可以过日子，但是经济的波动特别大。后来美国人发明了央行，其实是希望有央行以后能熨平经济的波动，所以美联储加息不是为了把经济搞崩盘，而是希望经济不要过热、给未来有一点余地，这样万一经济不好还可以出来降息。

我们看到，近期美国经济开始回落以后，美国的加息预期马上发生了变化，本来市场预期后年加息周期结束，现在变成明年加息周期就有可能结束。美联储本身是在熨平经济波动，所以哪怕未来经济不好，只要美联储再降息，就不会让大家太痛苦，所以不用担心出现长期的萧条，哪怕是08年的金融危机在美国也就是持续了1年就结束了。

另外我们接触到很多长期投资的机构，他们说对美国经济和资本市场的信仰是发自内心的，基于他们过去几十年的投资经验，可能会在一两年亏钱，但是只要投资期限超过三五年几乎全都是赚钱的。因为**美国经济模式是创新驱动，美国经济增长很大一块来自于知识产权投资，来自于研发，只要创新不停，经济会不断创出新高，哪怕资本市场有泡沫，最后会通过创新来消化泡沫，这是大家对美国信心的根源。**

但是，毕竟中国的经济结构跟美国不太一样，他们是创新驱动，我们是房地产驱动，大家很担心房价下跌以后的影响。这次我们去了加拿大，加拿大跟我们的房地产比较像，金融危机以后他们房价涨了一倍，居民债务率比我们高一倍，也有很多中国人去买房，他们政府去年出了很多房地产税收政策，出了政策以后房价就下跌了，但这个下跌过程非常值得我们借鉴。

虽然过去他们的房价涨了一倍，但出政策以后房价并没有跌回原点，而是最多跌了20-30%就止跌了。对比我们的房地产市场，15年开始的这一波房地产牛市全国很多地方的房价涨幅超过一倍，短期房价暴涨明显不合理，但考虑到我们每年的名义经济增速也有10%左右，四年下来我国GDP总量增长了40%多，这部分经济增长对应的房价上涨应该是合理的，所以我们的房价哪怕下跌，也不会跌回原点，平均跌20-30%应该是个极限。但考虑到我们买房的首付比例是三成以上，这就意味着不会对银行体系产生冲击、产生金融风险，这是第一个结论。

第二个，加拿大不是所有的房价全都跌，投机性很强的别墅跌了不少，但是刚需的公寓房价格并没有怎么跌。所以对对应到中国，三四五线城市因为棚改货币化房价暴涨，未来货币化退出以后，房价有回落风险。但是一二线城市有人口流入和产业支撑，是因为限购导致房价回落，未来行政化的限购可以取消，只要有刚需的支持，其房价跌幅就相对有限。所以中国的房价回落不是世界末日，应该是有序的模式。

另一个问题是，如果不靠房地产，中国经济未来靠什么？海外给我们很多启发。比如加拿大很多华人去得比较晚，好地方都被本地人占了，他们住得离市区比较远，但是华人喜欢抱团，大家住在一块，而且华人特别重视孩子的教育，而且小孩又特别争气，所以一考试就会考出好成绩，很快当地就变成了学区房，然后开始涨价。所以其实不是房子上的钢筋水泥值钱，而是房子背后依附的教育、医疗等服务业资源值钱。所以，未来14亿中国人的消费升级，中国经济从工业向服务业的转型不会有问题，消费和服务业是中国未来的希望。

问题是，我们应该如何发展服务业？美国是第一大经济体，经济总量是20万亿美元，而我们是第二大经济体，我们的经济总量是13万亿美元。但其实我们的制造业规模超过5万亿美元，超过了美国的4万亿美元。但是我们的服务业规模只有7万亿美元，而美国高达16万亿美元，比我们大一倍还多，所以中美经济的差距主要就在服务业，问题是，凭什么美国的服务业比我们要大这么多？

大家如果去过美国旅游就知道，美国有著名的小费制度。我们在去很多中餐馆，都默认收取15%左右的服务费，但其实收了小费之后感觉服务并不比中国的餐馆好。也就是美国服务业的服务水平好像并不比中国高，比如美国的出租车司机每天也是在跑圈，干的活和中国司机是一样的，但是在美国开出租的年薪可能是5万美元，而在中国只有5万人民币，两者差距是中美汇率，我们统计美国所有的服务业，工资差不多都是中国的7倍。

为什么他们的服务业有那么高的工资？答案还是在制造业，美国虽然没有低端制造业，但是有高端制造业。苹果手机是一个很好的案例，来理解中美经济之间差异所在。大家很多人都用苹果手机，过去我也是主要用苹果手机，确实质量比较好。一部苹果手机销售均价800美金，其中大概一半是利润。苹果每年卖2亿部手机，算一下每年差不多是800亿美金的利润，给十倍估值的话市值就一万亿美金。而美国不光是有苹果，还有一堆这样的企业，像亚马逊、Google等，加在一块市值超过20万亿美元，超过了美国的GDP。而美国老百姓的主要财富不像中国全都是房地产，他们的主要财富是养老金，美国居民一共有30万亿美元养老金资产，主要投资方向就是美国的优秀企业，**只要这些大企业不停地研发创新，能够赚钱，股价能够涨，美国百姓就有钱，可以开心的互相服务，这是美国经济强大的根源。**

再来看一下中国，看一下整个手机行业，18年2季度，苹果销售份额不到15%，利润份额超过60%，三星也拿走了接近20%的利润份额，而中国国产手机占全球的销售份额接近50%，但是利润份额不到20%。我们的制造业很大，但是不强，关键在于我们的制造业不赚钱，所以老百姓也没有能力为服务付费。

但是华为的出现改变了这一切。最近华为也是焦点，在北美时候导游给我们讲这么一个故事，中国人国外旅游都要代购，买衣服、包都很便宜，带回来送人都很有面子。而目前老外来中国也要代购，排第一的就是华为手机，因为华为手机在中国买比国外便宜，Mate20 每部比国外便宜 2 千元钱。我最近也开始用华为手机，以前我对安卓手机有偏见，但用了 Mate20 以后发现非常好用，而且很多功能特别适合中国人，比如说自带美颜功能，确实很好用。如果大家以后都不去买苹果手机，都去买华为手机，华为手机每年销量也是 2 亿部，如果每一部也能赚 400 美元，那么华为的潜在利润也是 800 亿美金，也是一万亿美金的潜在市值。

而且如果大家都去买华为为了，那么苹果就赚不到钱了，苹果就没有钱搞研发创新了，那么美国的老百姓就没有资格去享受更贵的服务了。华为确实对美国的核心竞争力产生了威胁，所以美国才会对华为崛起感到紧张。而大家去支持华为，说一千道一万都不如去买一个华为手机。华为就是中国经济的希望，如果我们有 10 个华为、20 个华为，它们的潜在市值就会超过中国的 GDP，那么中国的所有泡沫都不成问题，我们就有资格享受更贵的服务了。

但是问题是中国的华为太少了，中国只有一个华为。为什么华为只有一个？**本质是货币超发使得我们的创新受到了很大的阻碍。**华为每年的研发费用接近 1000 亿人民币，而 17 年中国研发排第二的中国石油的研发费用也不到 200 亿，跟华为差得太远了。在过去 6 年当中，有 4 年的中国首富都是地产老板，在货币超发的环境下，投机房地产是条确定的捷径，而投资研发是不确定的苦径，所以大家都愿意走捷径。

这其实也是在美国 20 世纪 70 年代发生的故事，在美国当时也是货币超发物价飞涨，而股市有 10 多年没有涨，这代表做实业投资没有回报，而靠投机可以成为美国首富。后来美国 80 年代以后，投机分子破产了，出现了股市债市双牛，科技和金融新贵取代了商品投机成为美国的首富。

这个变化的背后是 1980 年里根竞选美国总统，他当时的竞选口号就是“让美国再次伟大”，后来被特朗普几乎一字不改的抄袭。而里根也是美国战后最伟大的总统，他提出了《经济复兴法案》，其中核心政策是两点，一是支持当时的央行行长沃克尔的货币紧缩，收缩货币后通胀回落，投机分子破产，利率出现了趋势性的下降。

这也是今年中国正在发生的事情，今年中国债券出现了大牛市，我们在年初说债券要涨的时候很多人不理解，说这个不太符合逻辑，到现在还有人问我，说紧缩货币的话利率不是该往上走吗？确实紧缩货币会有利率往上走，坏人利率往上走，因为紧缩货币我们是在惩罚坏人，与此同时，好人其实受到了奖励，因为货币收缩通胀回落，整体利率是往下的。因此，今年中国债市是非常完美的分化，垃圾债利率上升，国债利率下降。而且未来我们的利率走势跟以前有本质的区别，以前是**货币超发，利率动不动就要往上走，以后货币增速彻底下了台阶，通胀水平和利率中枢也会下台阶，所以这轮债券牛市也会比较长。**

里根的另一主要政策主张是减税，里根在任时发起了两次大规模减税，在 1970 年代美国的研发占比逐年下降，但是从 1980 年代开始，美国的研发和知识产权投资占 GDP 的比重开始持续上升，美国进入到创新驱动的信息技术时代。所以，如果我们也愿意像美国一样去减税，那么就会有越来越多的企业会像华为学习投入研发，华为就不会再孤单，我们也有希望进入创新时代。

过去的十年我们就好比美国的 70 年代货币超发，经济类似于滞胀，最佳配置是实物类资产，买房就是人生赢家，金融资产其实没有太大价值。但如果我们愿意去收缩货币，愿意去减税的话，其实会走向美国式的繁荣模式，会迎来股债双牛的行情。去年收缩货币，为今年的债券牛市打下了根基，相信如果今年我们愿意大幅减税，就会在未来迎来新一轮股票牛市，也衷心希望中国经济和资本市场未来能够繁荣、健康，谢谢大家。

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
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 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
 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 fyf11758@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
 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

电子行业 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	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 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@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 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@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(010)50949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@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 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	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 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@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 联系人 孟亚琦 myq12354@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 张恒晖 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 许樱之 xyz11630@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
 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