

## 相关研究

《凤凰涅槃——海通证券策略会上的发言》2018.12.13

《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》2018.12.3

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:ljl11087@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

## 经济继续回落，通缩风险升温

## 投资要点:

- **海外经济：美国 CPI 同比回落，欧央行月底退出 QE。** 受油价大幅下跌拖累，11月美国 CPI 同比从10月的2.5%回落至2.2%，为2018年1月以来的最低水平。欧洲央行公布12月会议决议，预计将至少在19年夏天结束前保持利率不变，并确认了将于18年12月底结束QE。欧洲央行行长德拉吉在讲话中表示下调今明两年经济预期，预计18年、19年GDP增速为1.9%、1.7%，较9月预测均下调0.1个百分点。欧元区、德国和法国公布12月制造业PMI初值，分别为51.4、51.5和49.7，分别是34个月、33个月和27个月的新低，而法国12月制造业、服务业和综合PMI均跌破荣枯线。
- **国内经济：经济通胀继续回落，社融下滑减税深化**
- **需求降幅扩大。** 11月经济维持供需两弱格局。生产端，11月工业增加值同比增速5.4%，创下16年3月以来的新低。环保约束放松令部分行业生产改善，但受需求低迷、盈利下滑拖累，工业生产整体转差。需求端，代表外需的出口增速骤降至5.4%，内需中消费增速创下8.1%的新低，仅投资累计增速低位略反弹至5.9%。三大类投资中，制造业继续温和回升，基建止跌企稳，房地产小幅回落仍处高位。11月全国地产销量降幅扩大至5.1%，12月上半月36城地产销量降幅较11月扩大，12月第一周乘用车批发、零售销量增速-43%、-41%，均较11月跌幅扩大，指向需求降幅扩大。12月上半月6大集团发电耗煤降幅扩大至4.9%，较11月收窄，指向生产短期稳定。
- **PPI 快速回落。** 11月CPI环比-0.3%，同比降至2.2%。鲜菜价格大跌、猪肉价格下跌，令食品CPI环比-1.2%，而能源、机票、旅游和宾馆住宿价格下跌，令非食品CPI环比-0.1%。12月以来食品价格企稳回升，考虑到去年同期基数较高，我们预计12月CPI小幅降至2%。11月PPI环比-0.2%，同比继续回落至2.7%。11月生产资料价格环比下跌，其中建材、煤炭开采价格上涨，而油气开采、石油煤炭加工、化工、钢铁价格下跌，而11月生活资料价格环比上涨。12月以来国内油价大幅下调，煤价、钢价持续下跌，我们预计12月PPI环比-1.2%，同比大降至0.7%。
- **社融继续下滑。** 11月新增社融1.52万亿元，同比少增3948亿元，新口径下社融增速降至9.9%。其中对实体发放贷款增加1.23万亿元，同比仅多增874亿元；委托、信托贷款、未贴现银行承兑汇票合计减少约1900亿元，同比多减约3600亿元；企业债券净融资增加3163亿元，同比多增约2300亿元，反映信用风险偏好略有提升。11月新增金融机构贷款1.25万亿元，同比多增1267亿元。其中票据融资同比多增近2000亿元，而企业短贷和中长贷分别同比少增300多亿元和900多亿元。11月财政存款减少6643亿元，同比多减约6300亿元，M2同比持平在8.0%，但M1同比降至1.5%的历史次低值，反映整体需求持续走弱、居民购房放慢、企业融资放缓、利润明显下滑。
- **减税效应深化。** 11月财政收入增速下滑至-5.4%，创17年以来新低，主因前期减税政策效应继续深化，其中税收收入跌幅扩大至8.3%。11月财政支出同比增速转负至-0.8%，创年内新低，主要受地方支出增长拖累，而前期支出进度较快也透支年底支出规模。11月政府基金收入累计增速回落至26.1%，其中土地出让收入增速回落至28.9%。
- **国内政策：攻坚重心转移、向改革要动力。** 中央政治局召开会议指出，明年要继续打好三大攻坚战，推动制造业高质量发展，推进先进制造业与现代服务业深度融合；着力激发微观主体活力，创新和完善宏观调控，保持经济运行在合理区间。中共中央召开党外人士座谈会，称要坚持向改革要动力。统计局表示，明年将有更大力度的减税降费措施。

## 目 录

1. 海外经济：美国 CPI 同比回落，欧央行月底退出 QE .....	6
1.1 美国 CPI 同比回落.....	6
1.2 欧央行月底退出 QE，欧元区 PMI 新低.....	6
2. 11 月数据：经济通胀继续回落，社融下滑减税深化 .....	6
2.1 通胀：CPI 继续回落，警惕通缩风险.....	7
2.2 工业：工业再创新低，仍处供需两弱 .....	10
2.3 投资：投资稳中略升，地产需求降温 .....	12
2.4 消费：消费再创新低，汽车、石油主要拖累.....	14
2.5 外贸：外贸大幅回落，顺差短期回升 .....	15
2.6 金融：社融继续下滑，宽松格局持续 .....	19
2.7 财政：财政收支新低，减税效应深化 .....	21
3. 政策：攻坚重心转移、向改革要动力 .....	23

## 图目录

图 1	CPI 同比增速 (%)	7
图 2	历年 CPI 环比涨幅 (%)	7
图 3	CPI 食品价格同比增速 (%)	7
图 4	CPI 食品价格环比增速 (%)	7
图 5	猪肉平均批发价格 (元/公斤)	8
图 6	CPI 鲜菜价格历年各月环比 (%)	8
图 7	CPI 各大类价格同比 (%)	8
图 8	CPI 各大类价格环比 (%)	8
图 9	前海农产品批发价格指数: 蔬菜	9
图 10	农产品批发价格指数 (2015 年=100)	9
图 11	PPI 同比和环比走势 (%)	9
图 12	PPI 生产资料和生活资料价格同比走势 (%)	9
图 13	布伦特原油价格 (美元/桶)	10
图 14	螺纹钢和热轧板卷价格 (元/吨)	10
图 15	CPI 和 PPI 同比及预测 (%)	10
图 16	工业增加值同比和季调环比增速 (%)	11
图 17	主要工业行业增加值同比增速 (%)	11
图 18	工业增加值增速和发电量增速 (%)	11
图 19	主要工业品产量同比增速 (%)	11
图 20	全国固定资产投资、民间投资同比增速 (%)	12
图 21	制造业投资同比增速 (%)	12
图 22	制造业分行业投资累计同比增速 (%)	12
图 23	新、旧口径下基建投资累计同比增速 (%)	13
图 24	三大类基建投资累计同比增速 (%)	13
图 25	房地产投资增速 (%)	13
图 26	剔除土地购置费前后房地产投资累计同比增速 (%)	13
图 27	全国商品房销售面积同比增速 (%)	13
图 28	商品房待售面积同比增速 (%)	13
图 29	全国土地购置面积同比增速 (%)	14
图 30	全国房屋新开工面积同比增速 (%)	14

图 31	社会消费品零售名义、实际增速及限额以上零售增速 (%)	14
图 32	必需品零售增速 (%)	15
图 33	汽车类零售增速 (%)	15
图 34	石油及制品类零售增速 (%)	15
图 35	家电音像、家具、建材类零售增速 (%)	15
图 36	网上零售增速、网上零售占社消零售比重 (%)	15
图 37	中国进出口总额、出口与进口同比增速 (%)	16
图 38	美、欧、日 PMI (%)	16
图 39	中国对美国、日本、欧盟月度出口同比 (%)	16
图 40	中国对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比 (%)	16
图 41	一般贸易、加工贸易月度出口同比 (%)	16
图 42	劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比 (%)	16
图 43	我国重点出口商品占总出口比重 (%)	17
图 44	我国重点出口商品出口同比增速 (%)	17
图 45	主要大宗商品进口量同比增速 (%)	17
图 46	主要大宗商品进口金额同比增速 (%)	17
图 47	我国重点进口商品占总进口比重 (%)	18
图 48	我国重点进口商品进口同比增速 (%)	18
图 49	美元计价的进出口增速及贸易差额	18
图 50	人民币计价的进出口增速及贸易差额	18
图 51	美国自中国进口的关税清单商品增速 (%)	18
图 52	社会融资规模及同比多增 (亿元)	19
图 53	社会融资主要分项同比多增 (亿元)	19
图 54	历年各月居民中长期贷款增长 (亿元)	19
图 55	居民短贷和中长贷款同比多增 (亿元)	19
图 56	历年各月企业中长期贷款增长 (亿元)	20
图 57	企业贷款分项同比多增 (亿元)	20
图 58	历年新增财政存款 (亿元)	20
图 59	居民和企业部门存款同比多增 (亿元)	20
图 60	M0 同比增速 (%)	21
图 61	M2 和 M1 同比增速 (%)	21
图 62	企业各类总融资存量增速 (%)	21
图 63	新旧口径社融以及政府和社会总融资存量增速 (%)	21

图 64	公共财政收入与财政支出同比增速 (%)	21
图 65	中央和地方财政收入增速 (%)	21
图 66	税收收入与非税收入当月同比增速 (%)	22
图 67	各类税收收入增速 (%)	22
图 68	中央和地方财政支出增速 (%)	22
图 69	各项财政支出累计增速 (%)	22
图 70	中央、地方本级政府性基金收入和国有土地使用权出让收入同比增速 (%)	23
图 71	当月财政收入、财政支出及其差额 (亿元)	23

## 1. 海外经济：美国 CPI 同比回落，欧央行月底退出 QE

### 1.1 美国 CPI 同比回落

**美国 CPI 同比回落。**上周三美国发布 CPI 数据，受油价大幅下跌拖累，11 月 CPI 同比从 10 月的 2.5% 回落至 2.2%，为 2018 年 1 月以来的最低水平，剔除食品和能源的 11 月美国核心 CPI 同比 2.2%，前值 2.1%。

### 1.2 欧央行月底退出 QE，欧元区 PMI 新低

**欧央行 12 月会议维持利率不变，确认月底退出 QE。**上周四，欧洲央行公布 12 月会议决议，预计将至少在 19 年夏天结束前保持利率不变；确保欧元区核心通胀水平继续在中期内低于并接近 2%，表述与前四次会议一致。声明还确认了将于 18 年 12 月底结束 QE，并表示再投资将持续到首次加息之后。

**欧央行下调今明两年经济增速预期。**上周四，欧洲央行行长德拉吉在讲话中表示，地缘政治、保护主义令经济面临下行风险，受外部需求走弱影响，预计经济动能放缓，下调今明两年经济预期，预计 18 年、19 年 GDP 增速为 1.9%、1.7%，较 9 月预测均下调 0.1 个百分点；预计 18 年通胀率 1.8%，较 9 月预测上调 0.1 个百分点，19 年通胀率 1.6%，较 9 月预测下调 0.1 个百分点。

**欧元区 PMI 新低，法国 PMI 跌破荣枯线。**上周五，欧元区、德国和法国公布 12 月制造业 PMI 初值，分别为 51.4、51.5 和 49.7，分别是 34 个月、33 个月和 27 个月的新低，而法国 12 月制造业、服务业和综合 PMI 均跌破荣枯线。

## 2. 11 月数据：经济通胀继续回落，社融下滑减税深化

**需求降幅扩大。**11 月经济维持供需两弱格局。生产端，11 月工业增加值同比增速 5.4%，创下 16 年 3 月以来的新低。环保约束放松令部分行业生产改善，但受需求低迷、盈利下滑拖累，工业生产整体转差。需求端，代表外需的出口增速骤降至 5.4%，内需中消费增速创下 8.1% 的新低，仅投资累计增速低位略反弹至 5.9%。三大类投资中，制造业继续温和回升，基建止跌企稳，房地产小幅回落仍处高位。11 月全国地产销量降幅扩大至 5.1%，12 月上半月 36 城地产销量降幅较 11 月扩大，12 月第一周乘用车批发、零售销量增速 -43%、-41%，均较 11 月跌幅扩大，指向需求降幅扩大。12 月上半月 6 大集团发电耗煤降幅扩大至 4.9%，较 11 月收窄，指向生产短期稳定。

**PPI 快速回落。**11 月 CPI 环比 -0.3%，同比降至 2.2%。鲜菜价格大跌、猪肉价格下跌，令食品 CPI 环比 -1.2%，而能源、机票、旅游和宾馆住宿价格下跌，令非食品 CPI 环比 -0.1%。12 月以来食品价格企稳回升，考虑到去年同期基数较高，我们预计 12 月 CPI 小幅降至 2%。11 月 PPI 环比 -0.2%，同比继续回落至 2.7%。11 月生产资料价格环比下跌，其中建材、煤炭开采价格上涨，而油气开采、石油煤炭加工、化工、钢铁价格下跌，而 11 月生活资料价格环比上涨。12 月以来国内油价大幅下调，煤价、钢价持续下跌，我们预计 12 月 PPI 环比 -1.2%，同比大降至 0.7%。

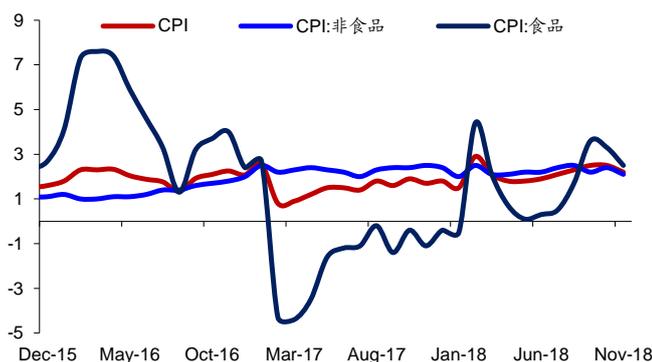
**社融继续下滑。**11 月新增社融 1.52 万亿，同比少增 3948 亿，新口径下社融增速继续降至 9.9%。其中对实体发放贷款增加 1.23 万亿，同比仅多增 874 亿；委托、信托贷款、未贴现银行承兑汇票合计减少约 1900 亿，同比多减约 3600 亿；企业债券净融资增加 3163 亿，同比多增约 2300 亿，反映信用风险偏好略有提升。11 月新增金融机构贷款 1.25 万亿，同比多增 1267 亿。其中票据融资同比多增近 2000 亿元，而企业短贷和中长贷分别同比少增 300 多亿元和 900 多亿元。11 月财政存款减少 6643 亿，同比多减约 6300 亿，M2 同比持平在 8.0%，但 M1 同比降至 1.5% 的历史次低值，反映整体需求持续走弱、居民购房放慢、企业融资放缓、利润明显下滑。

**减税效应深化。**11月财政收入增速下滑至-5.4%，创17年以来新低，主因前期减税政策效应继续深化，其中税收收入跌幅扩大至8.3%。11月财政支出同比增速转负至-0.8%，创年内新低，主要受地方支出增长拖累，而前期支出进度较快也透支年底支出规模。11月政府基金收入累计增速回落至26.1%，其中土地出让收入增速回落至28.9%。

## 2.1 通胀：CPI 继续回落，警惕通缩风险

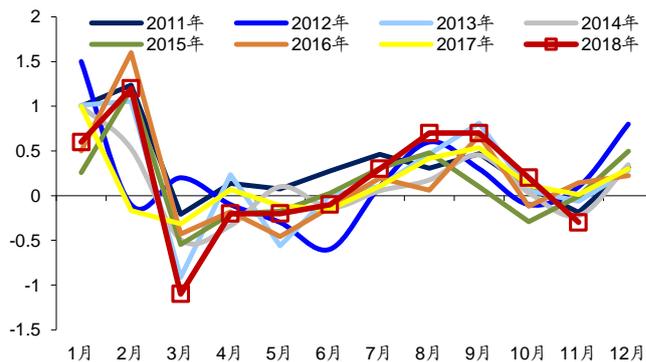
**11月CPI环比下跌0.3%，同比回落至2.2%。**食品方面，蔬菜市场供应充足，鲜菜价格大幅下跌，而非洲猪瘟疫情导致生猪出栏加快，猪肉供应增多推动猪肉价格下跌，11月食品CPI环比下跌1.2%。非食品方面，能源、飞机票、旅游和宾馆住宿价格下跌，衣着价格上涨，11月非食品CPI环比下跌0.1%。

图1 CPI同比增速(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 历年CPI环比涨幅(%)



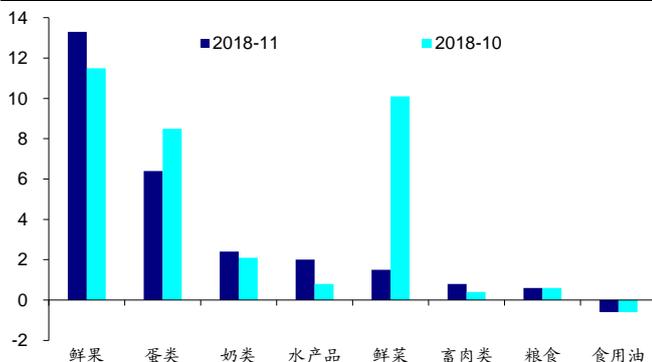
资料来源：Wind，海通证券研究所

**18年11月食品价格环比大幅下跌1.2%，同比从上月的3.3%继续回落至2.5%，是CPI同比回落的主要原因。**

从环比来看，蔬菜市场供应充足导致鲜菜价格大幅下降12.3%，影响CPI下降约0.33个百分点，是11月食品价格下跌的主要拖累。而非洲猪瘟疫情促使部分产地加快生猪出栏，猪肉供应增加也拖累猪肉价格下降0.6%。此外，牛羊肉价格略有上涨，鲜果价格也上涨3.7%，合计影响CPI上涨约0.08个百分点。

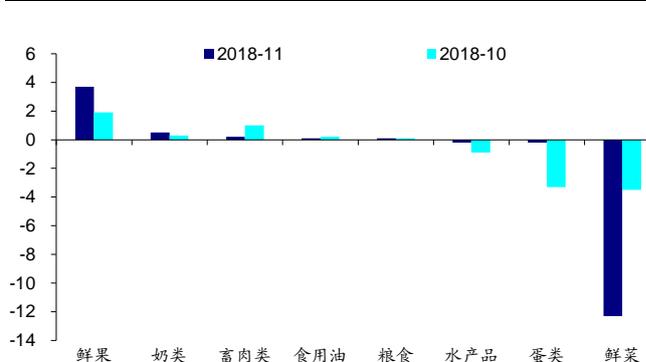
从同比来看，鲜果价格涨幅继续扩大，而鲜菜和鸡蛋价格涨幅收窄，合计影响CPI同比上涨0.27个百分点。猪肉价格降幅连续第6个月收窄，牛肉和水产品价格涨幅也有扩大。

图3 CPI食品价格同比增速(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 CPI食品价格环比增速(%)



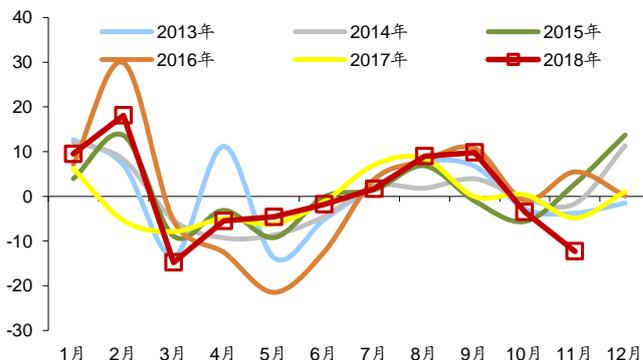
资料来源：Wind，海通证券研究所

6月以来，受到“非洲猪瘟”影响，猪肉价格触底反弹。但是随着疫情的持续蔓延，近期部分地区为避免损失提前出栏导致猪肉供应增加，并推动猪价小幅回落。但是提前出栏也会导致生猪存栏量持续走低，这预示着明年猪肉供应可能减少，需要警惕明年猪价走高的风险。

11月鲜菜价格大幅走低，环比跌幅达到12.3%，远低于历史同期水平。菜价大跌主要是因为11月蔬菜供应量加大，但是随着气温逐步转冷，蔬菜供应量会逐步减少，菜价对食品CPI的拖累作用可能会减轻。

**图5 猪肉平均批发价格（元/公斤）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

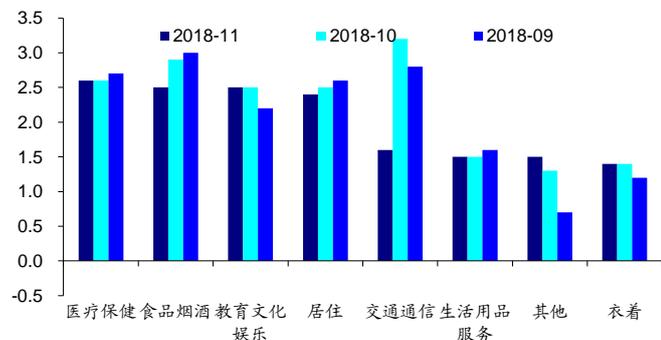
**图6 CPI鲜菜价格历年各月环比（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

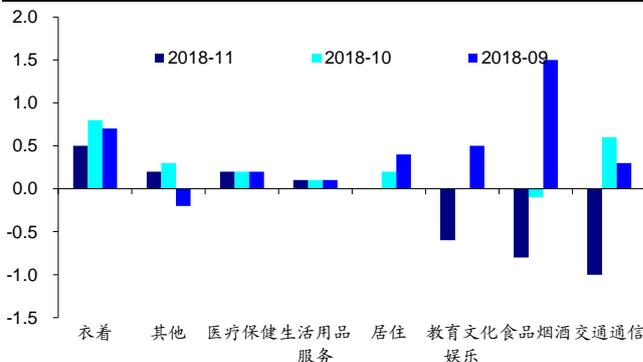
**18年11月非食品价格环比下跌0.1%，影响CPI下降约0.10个百分点。**

从环比看，国际油价回落带动汽油和柴油价格分别下降4.9%和5.2%，合计影响CPI下降约0.12个百分点，是非食品价格下降主因。旅游旺季已过，飞机票、旅游和宾馆住宿价格也出现明显回落，三项合计影响CPI下降约0.07个百分点。此外，衣着价格涨幅靠前，上涨0.5%。

从同比来看，非食品价格上涨2.1%，比上月下降0.3个百分点，影响CPI上涨约1.68个百分点。其中居住价格同比2.4%，影响CPI上涨约0.52个百分点，仍是非食品CPI的主要支撑。汽油和柴油价格涨幅有所缩窄，对CPI的影响从上个月的0.44个百分点下降至0.25个百分点。此外，医疗保健价格逐步稳定，同比涨幅维持在2.6%。

**图7 CPI各大类价格同比（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图8 CPI各大类价格环比（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

12月以来蔬菜和猪肉价格低位略有回升，鲜果、鸡蛋价格回落，农产品批发价格指数环比跌幅收窄，我们预计12月CPI同比继续回落至2%。

**图9 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

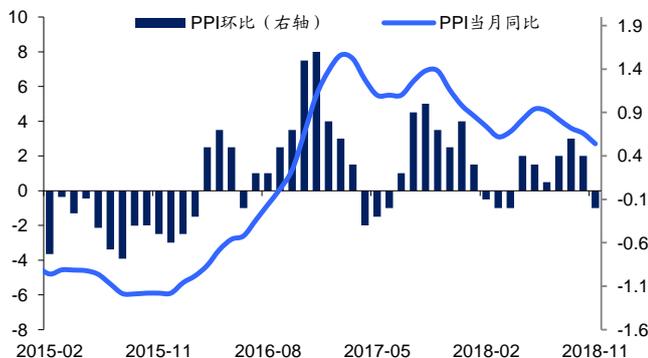
**图10 农产品批发价格指数（2015年=100）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

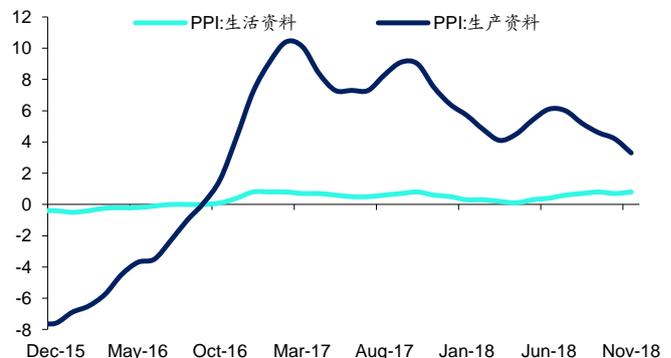
**11月PPI环比下跌0.2%，同比继续回落至2.7%，相比于上月下降0.6个百分点。**

从环比来看，生产资料价格下降0.3%，生活资料价格上涨0.2%。分行业来看，价格上涨的有23个，持平的有4个，下降的有13个。在主要行业中，非金属矿物制品（1.4%）和煤炭采选（1.3%）价格涨幅扩大；黑色金属（-1.1%）价格由平转降。而油价下跌带动石油相关行业涨幅回落，其中油气开采（-7.5%）、石油煤炭加工（-3.3%）、化学原料制品（-0.7%）价格由涨转降，合计影响PPI环比下降约0.30个百分点。

从同比来看，生产资料价格上涨3.3%，涨幅比上月回落0.9个百分点；生活资料价格上涨0.8%，涨幅比上月上升0.1个百分点。行业表现上，涨幅回落的有油气开采、石油煤炭加工、化学原料制品、黑金冶炼加工，四大行业合计影响PPI同比涨幅回落约0.74个百分点。涨幅扩大的有煤炭采选、农副食品加工和非金属矿物制品。

**图11 PPI同比和环比走势（%）**


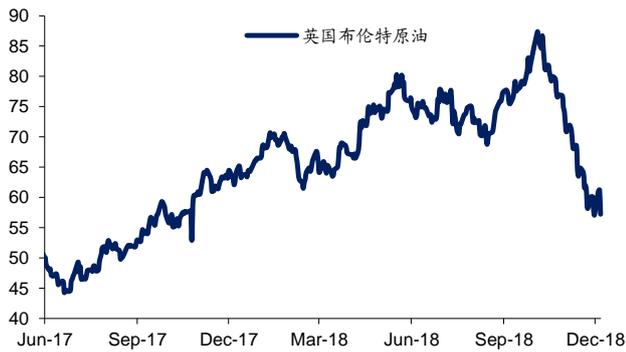
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图12 PPI生产资料和生活资料价格同比走势（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

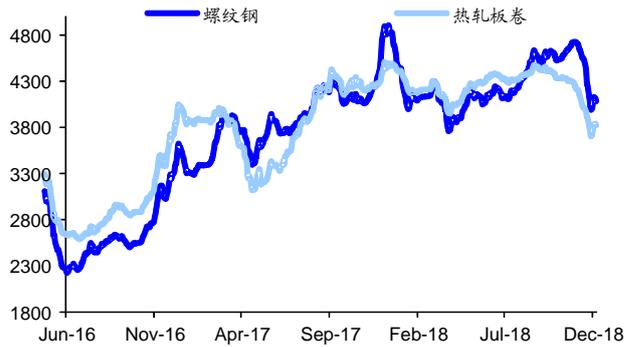
12月以来油价钢价低位震荡，煤价继续回落，我们认为近期商品价格的大跌必然会反映到12月的PPI当中，预计12月PPI环比下降1.2%。同时考虑到去年同期环比涨幅较大，我们预计12月PPI同比将降至0.7%。

图13 布伦特原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 螺纹钢和热轧板卷价格（元/吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

今年前 10 个月国际油价大幅上涨，涨幅高达 30%，而国内钢价煤价也维持高位，PPI 平均涨幅达到 3.9%。同时，下半年猪肉价格回升，畜肉价格对食品 CPI 的拖累逐步减弱，叠加蔬菜价格大涨，推动食品 CPI 同比在 9 月达到 3.6%。因此，三季度之前，市场一直担心出现滞胀问题。

但是 10 月以后，大宗商品价格均出现明显下跌，其中国际油价跌幅高达 30%，国内钢价跌幅接近 20%，国内煤价跌幅接近 10%，均抹掉了这些商品今年以来的全部涨幅。因此，四季度以来市场对通缩的预期又开始升温。

尽管过去几年支撑价格上涨的核心逻辑是供给收缩，但是从中长期来看，价格仍由需求决定，本轮商品价格上涨其实也离不开 16 年以来全球经济复苏带动的需求回暖。近期商品价格回落实际上就源于全球经济增长的放缓，12 月 7 日 OPEC+ 会议达成了减产 120 万桶/日的协议，但明年全球经济增长放缓可能继续拖累油价。在经济持续走弱的情况下，我们认为 2019 年或看到 PPI 同比落入通缩区间。因此，未来通缩才是真正需要警惕的风险，这也将支持央行保持宽松货币格局。

图15 CPI 和 PPI 同比及预测 (%)

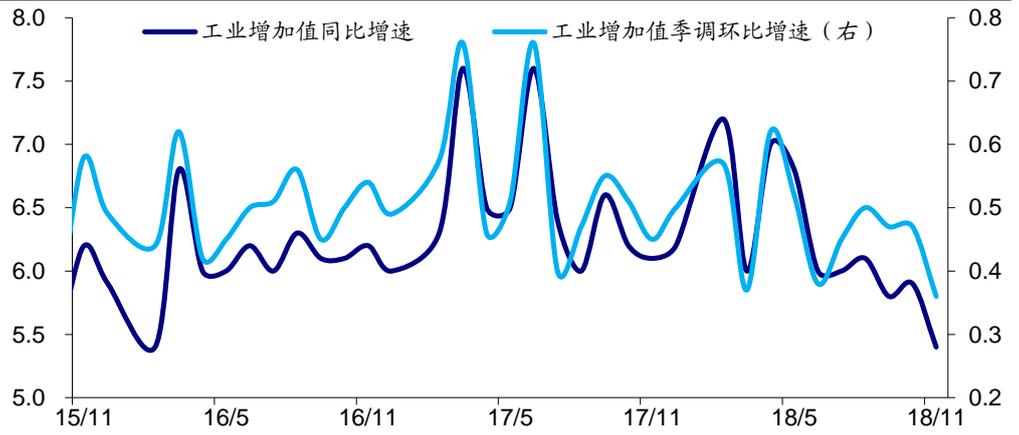


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.2 工业：工业再创新低，仍处供需两弱

**工业增加值增速再创新低。**11 月规模以上工业增加值同比增速 5.4%，创下 16 年 3 月以来的新低，季调环比增速 0.36%，也同样创下多年新低。受需求低迷、盈利下滑拖累，工业生产再度转差，而 11 月 PPI 增速的加速下滑也印证了工业仍处供需两弱格局。

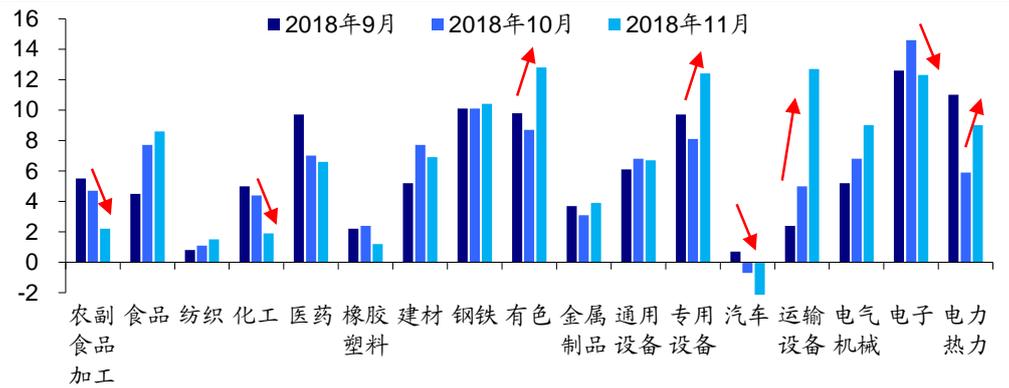
图16 工业增加值同比和季调环比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

各主要行业增加值增速涨跌互现。11月17个主要行业增加值增速涨跌互现,分上中下游看,下游涨少跌多,农副食品、汽车增速显著下滑;中游涨多跌少,运输设备、专用设备增速均大幅上行;上游涨少跌多,有色金属、电力热力增速回升,但化工增速显著下滑。因而,从中观看,专用设备、运输设备、有色贡献较大,而汽车、化工、电子是主要拖累。

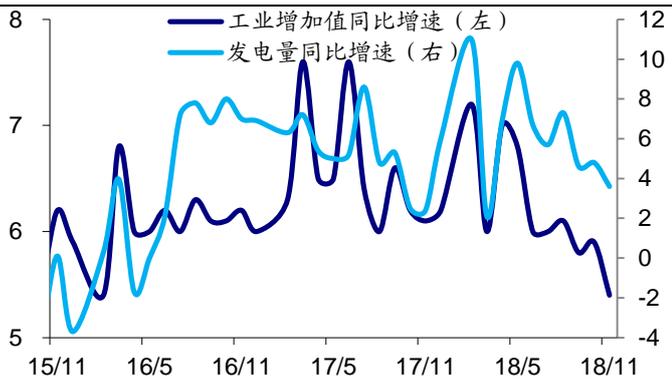
图17 主要工业行业增加值同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

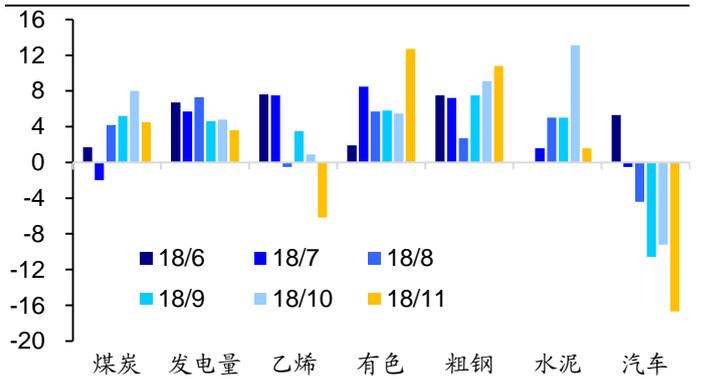
各主要工业品产量增速涨少跌多。11月发电量增速回落,印证工业增速下滑,各主要工业品产量增速涨少跌多,上游原油加工量、煤炭产量增速双双下行;中游粗钢、有色金属产量增速上升,但水泥、乙烯产量增速均大幅下滑;下游汽车产量跌幅扩大。因而,从微观看,钢铁、有色贡献较大,而煤炭、乙烯、水泥、汽车是主要拖累。

图18 工业增加值增速和发电量增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 主要工业品产量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 2.3 投资：投资稳中略升，地产需求降温

**固定资产投资增速继续缓慢回升。**1-11月全国固定资产投资同比增速继续回升至5.9%，其中11月当月增速小幅回落至7.7%。而1-11月民间投资同比增速也稳定在8.7%，11月当月增速也同样小幅回落至7.8%。

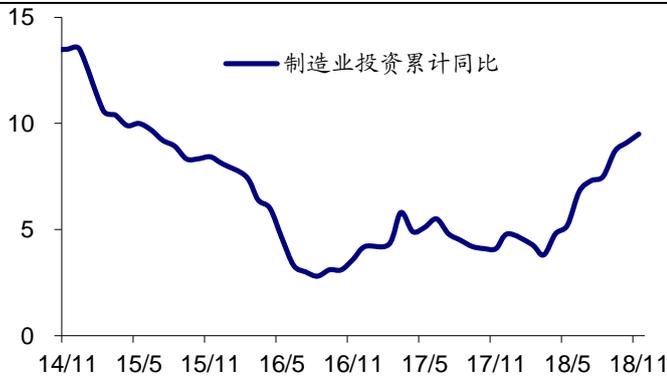
图20 全国固定资产投资、民间投资同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

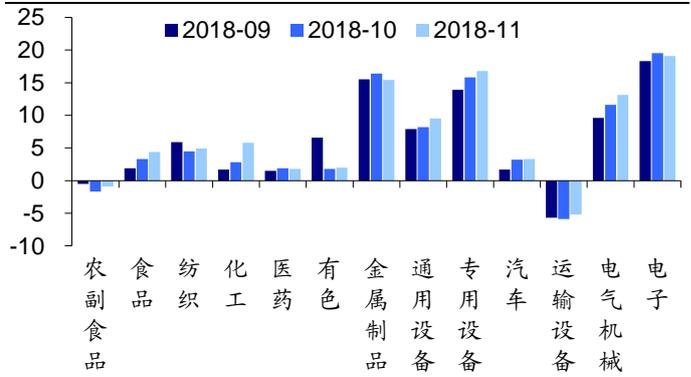
**制造业投资增速继续回升。**1-11月制造业投资增速继续回升至9.5%。今年4月以来，制造业投资增速持续上行，主要缘于去年工业利润大幅回升。分行业看，中游装备制造类行业增速普遍上升，化工增速也显著上升，是11月制造业投资累计增速回升的主要贡献者。展望19年，18年工业利润增速的下滑固然会对制造业投资形成拖累，但减税带来的利润增厚有望抵消这一影响，因而19年制造业投资有望保持平稳增长态势。

图21 制造业投资同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

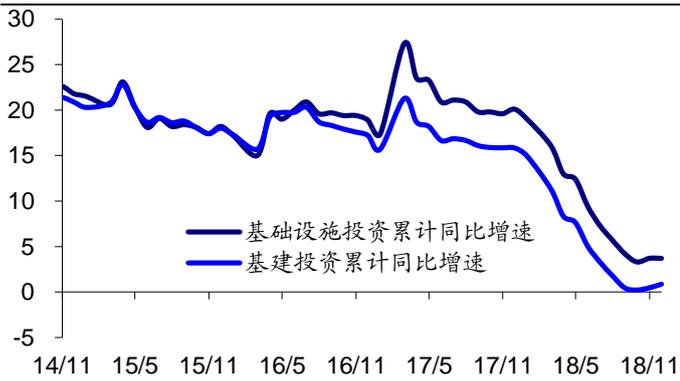
图22 制造业分行业投资累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

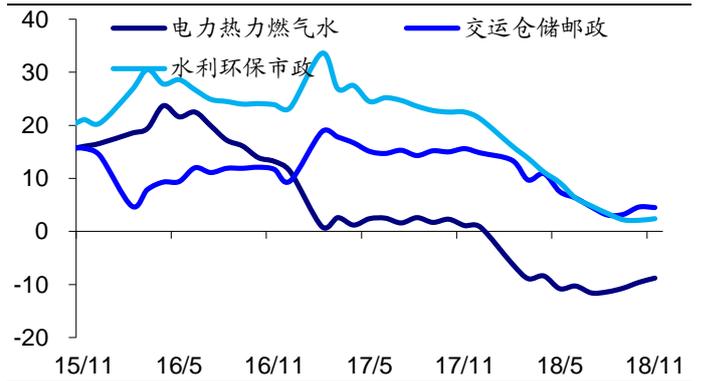
**基建投资止跌企稳。**1-11月新、旧口径下的基础设施投资累计同比增速分别为3.7%、0.9%，较1-10月一平一升。下半年以来，基建补短板政策发力，重大基础设施项目相继推出，基建投资增速也逐渐止跌企稳。展望19年，补短板发力有望继续带动基建投资增速反弹，但在地方隐性负债增长受限的背景下，回升幅度或较有限。

图23 新、旧口径下基建投资累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

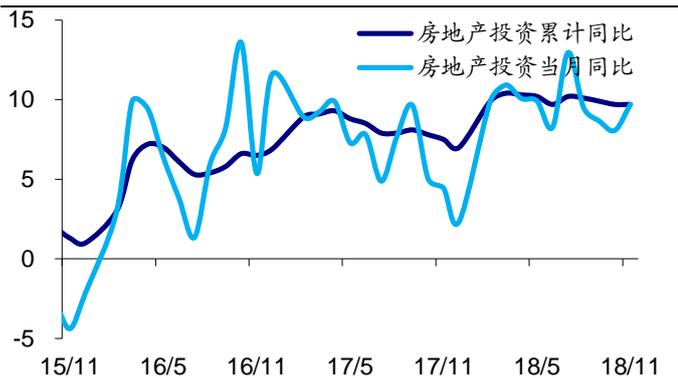
图24 三大类基建投资累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

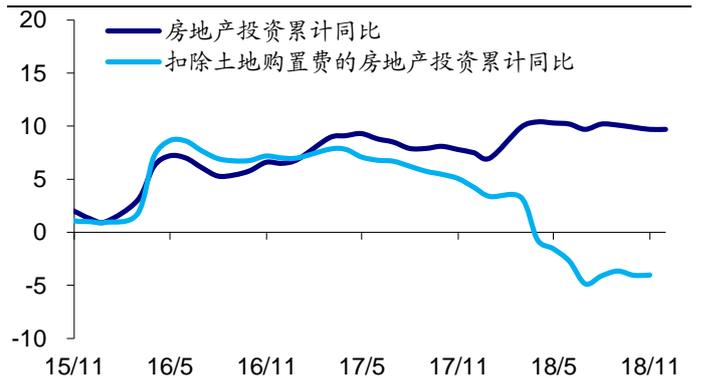
**房地产投资小幅回落。**1-11月房地产投资同比增速持平在9.7%，其中11月当月增速小幅反弹至9.7%。今年以来，房地产投资增速稳定在10%左右，主要归功于土地购置费高增长。1-10月土地购置费增速高达63.4%，剔除土地购置费后的房地产投资增速仅为-4.0%。而扣除价格因素后，1-9月房地产投资实际同比增速仅为4.1%，远低于名义增速9.9%，也印证今年以来地产投资高增与地价高企有关。展望19年，考虑到18年9月以来土地购置面积累计增速已持续下滑，土地购置费增速也将见顶回落，或导致19年地产投资增速明显下滑。

图25 房地产投资增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

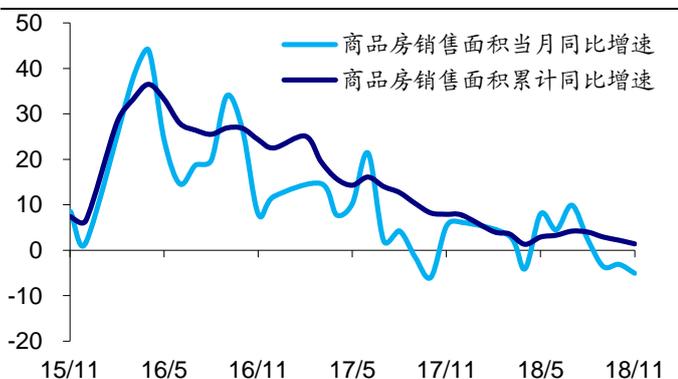
图26 剔除土地购置费前后房地产投资累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

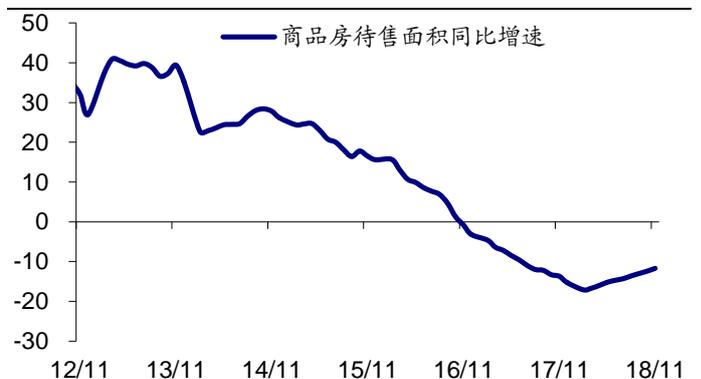
**地产销量跌幅扩大，库存去化继续放缓。**11月全国商品房销售面积同比增速-5.1%，再创新低，而待售面积继续回升至-11.7%。一二线城市调控未松、三四线棚改货币化退潮，叠加房贷利率高企，令地产需求继续转弱。

图27 全国商品房销售面积同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图28 商品房待售面积同比增速 (%)

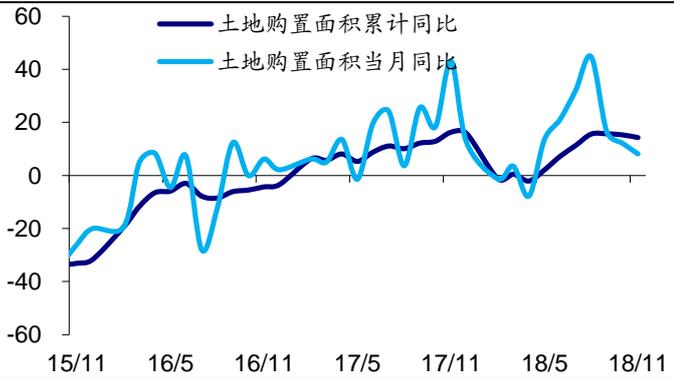


资料来源: Wind, 海通证券研究所

土地购置继续回落，新开工温和回升。地产销售低迷、库存去化放缓，令11月土

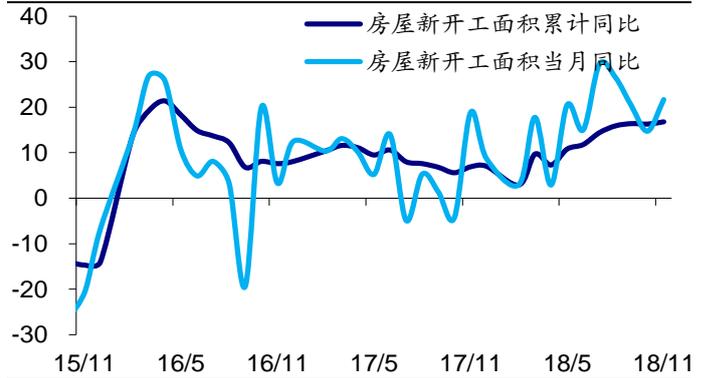
地购置面积增速继续下滑，而新开工增速仍温和回升。展望 19 年，虽然新开工持续改善，但未来土地购置费增速见顶下滑，势必令地产投资承压。

图29 全国土地购置面积同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 全国房屋新开工面积同比增速 (%)

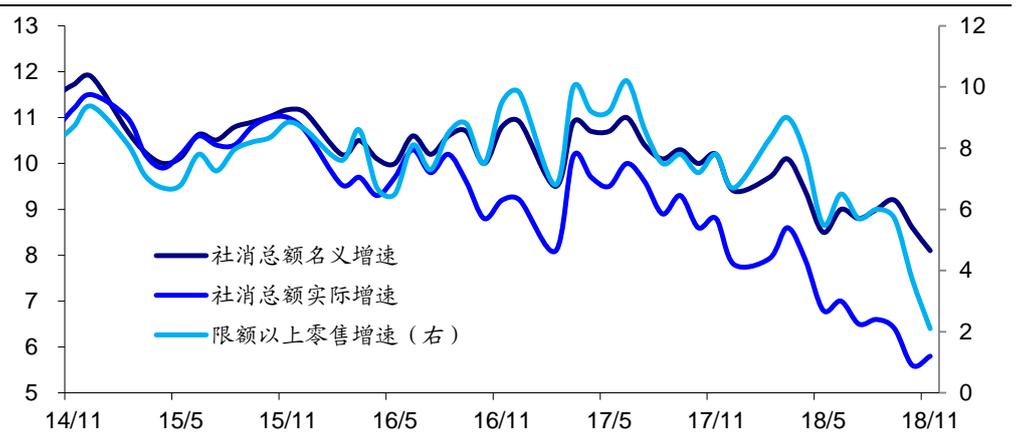


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2.4 消费：消费再创新低，汽车、石油主要拖累

**消费增速再创新低。**11 月社消零售增速 8.1%，限额以上零售增速 2.1%，均再创新低。值得注意的是，11 月社消零售实际增速 5.8%，较 10 月小幅反弹，名义增速下滑而实际增速反弹，反映价格涨幅明显回落，印证 11 月 CPI 同比增速降至 2.2%。

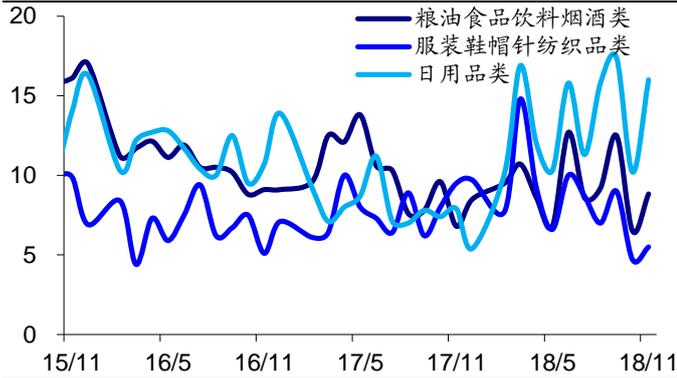
图31 社会消费品零售名义、实际增速及限额以上零售增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

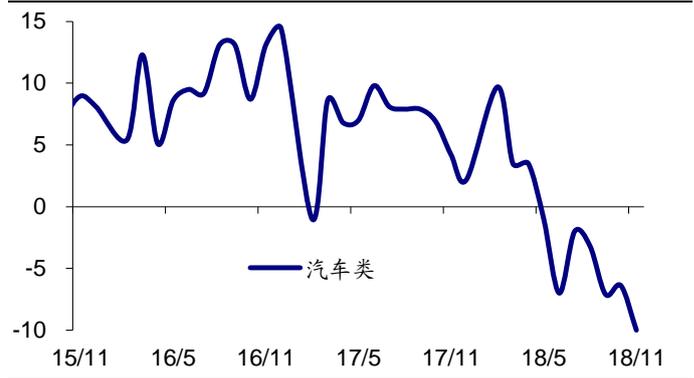
**必需消费增速反弹仍偏低。**分品类看，11 月必需消费增速普遍反弹，反映“双十一”对必需消费提振效果显著。其中，食品、服装、日用品零售增速分别回升至 8.8%、5.5% 和 16%，合计增速从 10 月的 6.3% 回升至 8.5%，但依然偏低。

图32 必需品零售增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

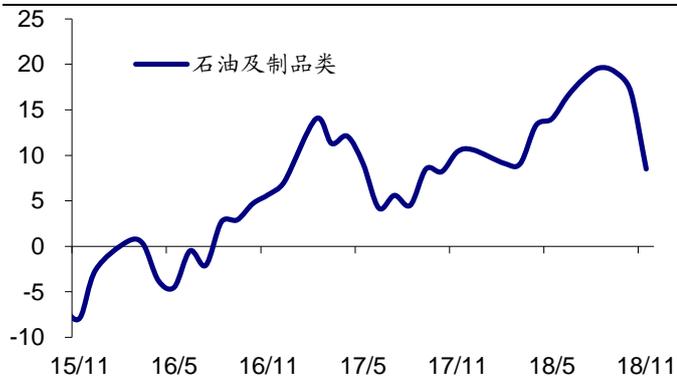
图33 汽车类零售增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

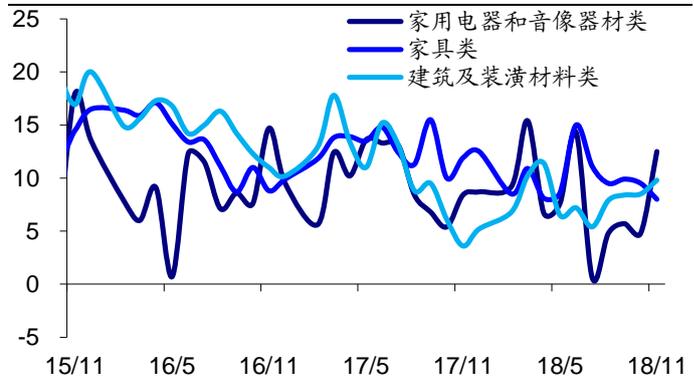
可选消费涨跌互现，汽车、石油拖累较大。11月可选消费增速涨跌互现。虽然地产相关的家电、家具、建材增速涨多跌少，但占比最高的汽车跌幅扩大至10%，占比次高的石油及制品增速腰斩至8.7%，成为消费增速下滑的主要拖累。

图34 石油及制品类零售增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

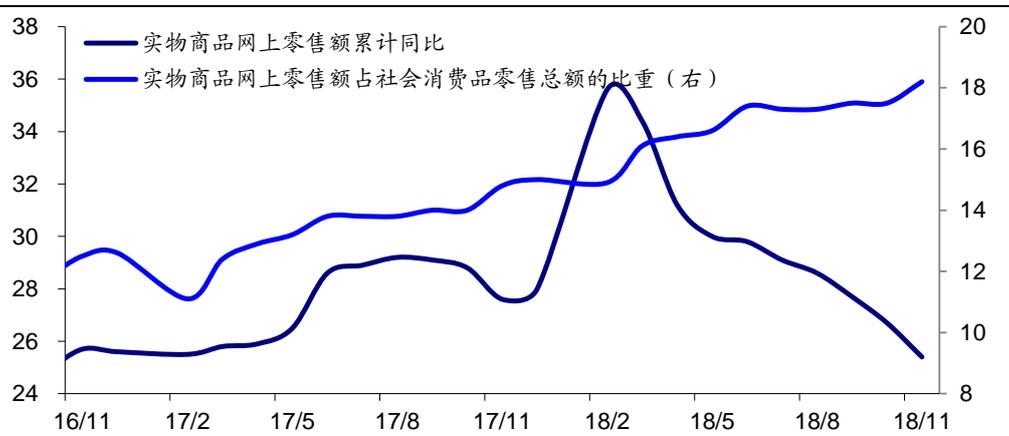
图35 家电音像、家具、建材类零售增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

网上零售增速继续下滑，占比继续走高。1-11月实物商品网上零售同比增速继续回落至25.4%，已低于去年28%的年度增速，当月增速也已降至17.8%，但仍远高于社消零售增速，占社消零售额比重则继续上升至18.2%。

图36 网上零售增速、网上零售占社消零售比重 (%)

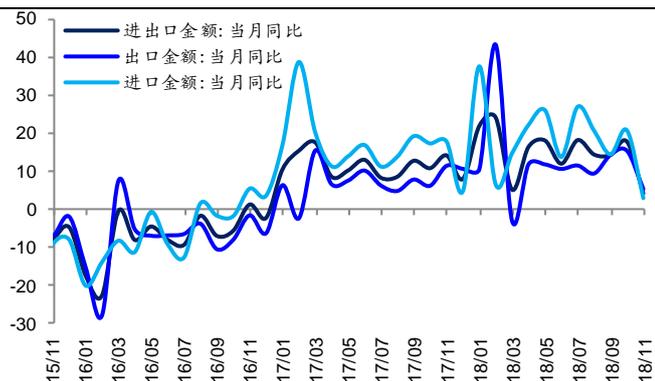


资料来源: Wind, 海通证券研究所

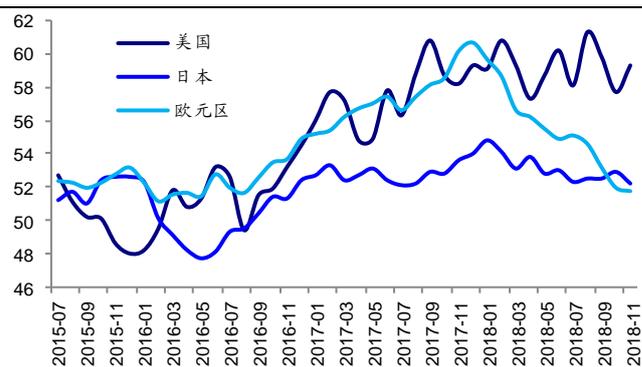
## 2.5 外贸：外贸大幅回落，顺差短期回升

11月我国以美元计价出口同比从10月的15.5%大幅回落至5.4%。一方面，11月

美国 PMI 小幅回升，而日本、欧元区 PMI 继续回落，主要发达经济体需求呈放缓趋势，另一方面，去年 11 月出口基数也较高。

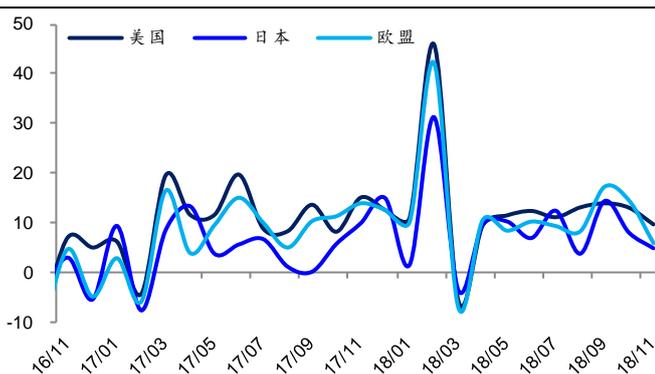
**图37 中国进出口总额、出口与进口同比增速 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所，如无说明，文中数据及图表均为美元计价下的统计，下同

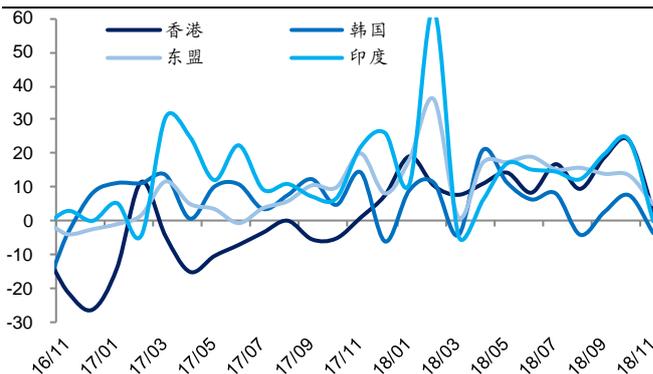
**图38 美、欧、日 PMI (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

从国别和地区来看，11月我国对美国（9.8%）、欧盟（4.8%）、日本（6.0%）出口增速较10月继续下滑。新兴经济体中，对东盟（5.1%）、中国香港（2.7%）、印度（0.1%）、韩国（-3.6%）出口增速都大幅回落。

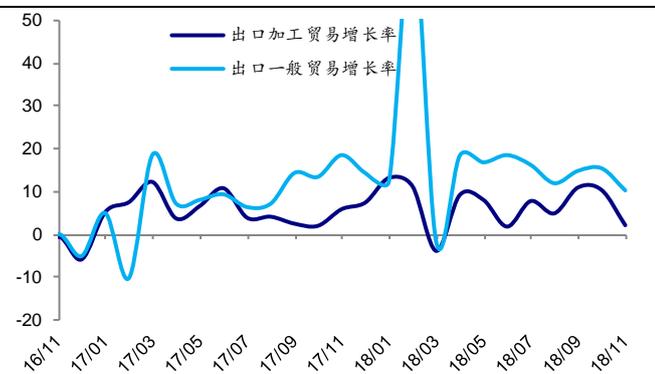
**图39 中国对美国、日本、欧盟月度出口同比 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

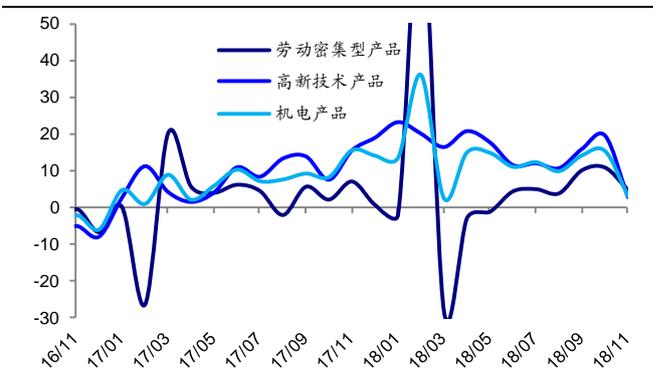
**图40 中国对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

从贸易方式看，一般贸易（10.2%）和加工贸易（2.2%）出口增速较10月都有明显放缓。从产品类型看，11月劳动密集型产品（4.8%），机电产品（3.0%）和高新技术产品（2.8%）出口增速大幅下滑，或与手机和集成电路有关。

**图41 一般贸易、加工贸易月度出口同比 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

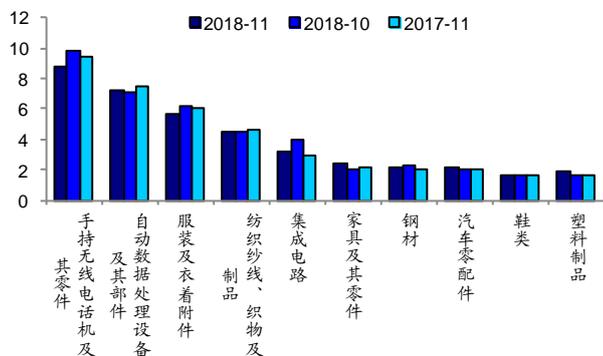
**图42 劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

11月出口走弱，具体产品中，手机和集成电路拖累明显。我国的主要出口商品中，出口金额居前的包括手机、电脑、服装、纺织、集成电路、家具等，合计占总出口的30%

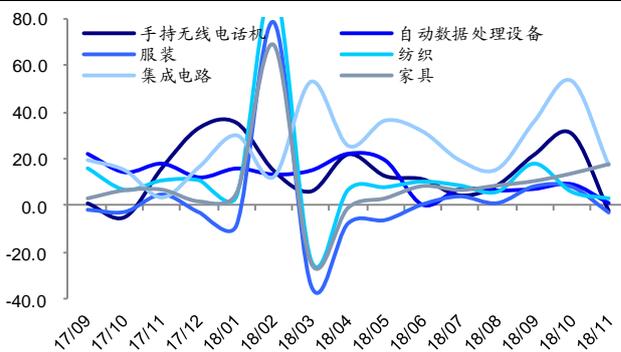
左右。其中，规模占比最大的手机及零件 11 月出口增速从 10 月的 30.5% 大幅下滑至 -2.0%、11 月集成电路出口增速从 10 月的 53.7% 大幅下滑至 17.5%，对出口的拖累明显，此外，自动数据处理设备（1.3%）、服装（-2.9%）、纺织（3.2%）的出口增速较 10 月也有所下滑。

图43 我国重点出口商品占总出口比重（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

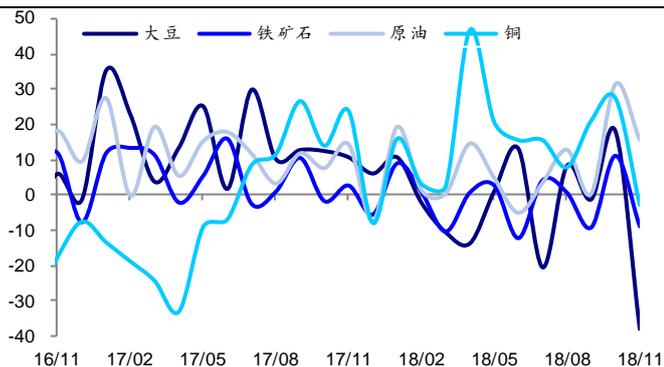
图44 我国重点出口商品出口同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

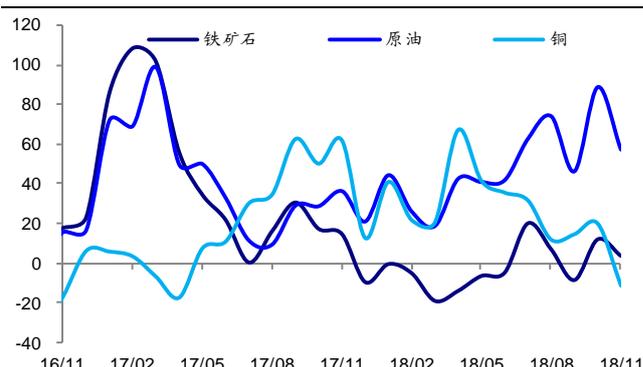
国内需求趋弱，叠加去年同期高基数，11 月我国进口同比从 10 月的 20.8% 大幅回落至 3.0%。从数量看，11 月我国进口原油（15.7%）、铁矿石（-8.8%）、铜（-3.0%）、集成电路（1.8%）、大豆（-38.0%）同比增速大降；从金额看，11 月进口原油（57.6%）、铁矿石（3.3%）和集成电路（-8.3%）同比也明显回落。

图45 主要大宗商品进口量同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图46 主要大宗商品进口金额同比增速（%）

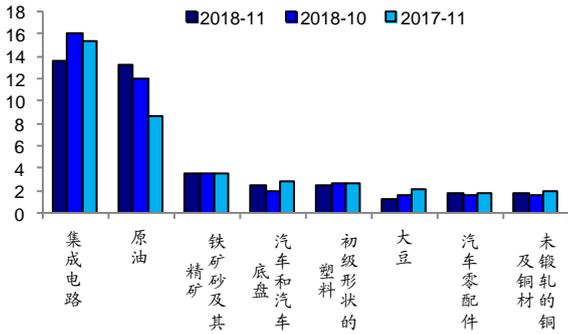


资料来源：Wind，海通证券研究所

我国的主要进口商品中，进口金额居前的是集成电路、原油、铁矿石、汽车及底盘、初级塑料、大豆等，合计超过总出口的三分之一。其中，11 月规模占比最大的集成电路进口增速从 10 月的 19.6% 大幅下滑至 -8.3%，此外，原油、铁矿石、塑料进口都明显回落，印证国内需求走弱，而国内汽车销售持续低迷，汽车及底盘进口已连续 3 个月负增。

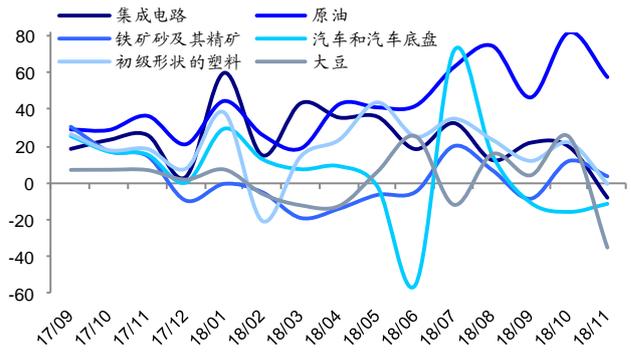
集成电路 11 月进口的数量和金额增速都大幅下滑，结合手机和集成电路出口亦同步回落，说明手机产业表现不佳或同时拖累了 11 月的进口和出口，这背后的原因可能包括：苹果新机型销售平淡、订单不佳，智能手机行业增长放缓、出货量持续下滑，以及中美贸易摩擦影响等。

图47 我国重点进口商品占总进口比重 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

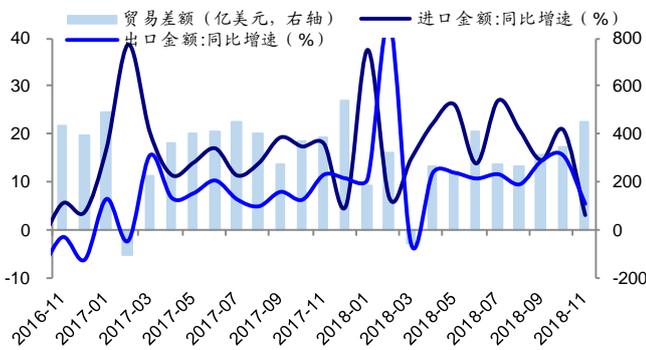
图48 我国重点进口商品进口同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

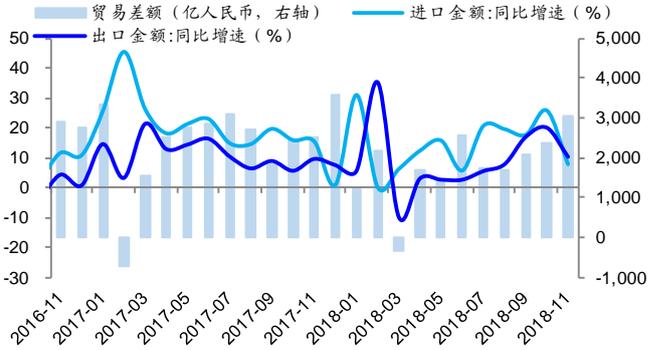
美元口径下, 11月进口增速的降幅大于出口, 贸易顺差继续回升到 447.5 亿美元。从人民币计价数据看, 11月出口 (10.2%) 和进口 (7.8%) 增速也都大降, 贸易顺差继续扩大至 3060.4 亿元人民币。

图49 美元计价的进出口增速及贸易差额



资料来源: Wind, 海通证券研究所

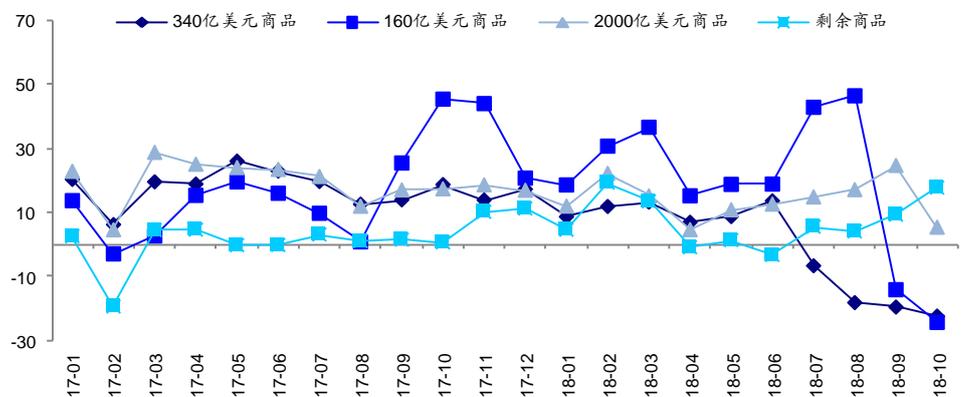
图50 人民币计价的进出口增速及贸易差额



资料来源: Wind, 海通证券研究所

美国统计的自中国进口的 2000 亿美元清单商品同比增速, 已从 9 月的 24.6% 降至 10 月的 5.3%, 而剩余未加税的商品进口增速 10 月上升至 17.7%。随着加税范围覆盖到我国对美出口的一半商品, 加税商品对美出口增速已经下降, 而未加税商品出口增速仍在提升, 整体上“抢出口”效应可能已经开始减弱。

图51 美国自中国进口的关税清单商品增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

目前中美暂停贸易摩擦升级, 根据白宫的声明, 一方面, 2000 亿美元商品税率是否提升至 25% 的决定将被推迟 90 天, 因此剩余未加税的商品出口不排除继续维持高增, 但总的“抢出口”效应可能没有前几个月强, 另一方面, 中国近期将增加对美农产品等的

进口，而对美的顺差是我国顺差的主要来源之一，尤其是今年 1-11 月我国对美的累计商品贸易顺差几乎与今年我国商品贸易总顺差规模相当，因此，我们预计未来在扩大开放、增加进口和“抢出口”效应消退的背景下，我国贸易顺差将趋收缩，外需对经济的拉动将进一步减弱。

## 2.6 金融：社融继续下滑，宽松格局持续

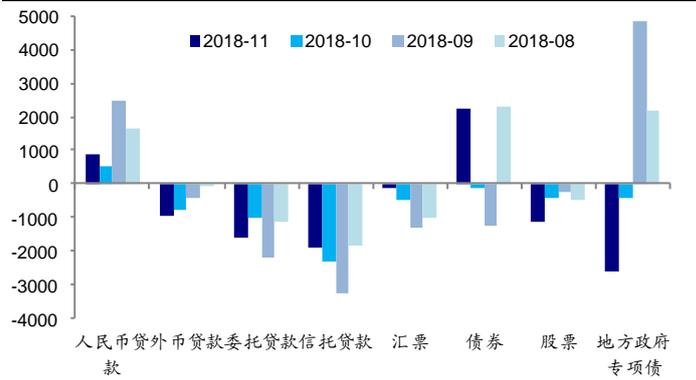
**11 月新增社融 1.52 万亿元，同比继续少增 3948 亿元。**其中 11 月对实体发放贷款增加 1.23 万亿元，同比多增 874 亿元，幅度依然不及 3 季度平均 2500 亿元左右的水平；表外非标融资萎缩继续拖累社融，委托、信托贷款、未贴现银行承兑汇票合计减少约 1900 亿元，同比多减约 3600 亿元，与 10 月幅度接近；11 月信用风险偏好略有提升，企业债券净融资增加 3163 亿元，同比多增约 2300 亿元，对社融形成较大贡献，但地方政府专项债融资减少 332 亿元，同比少增 2614 亿元，又大幅拖累社融。

图52 社会融资规模及同比多增（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

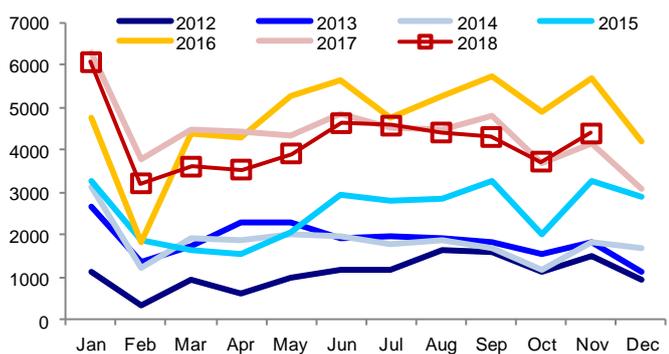
图53 社会融资主要分项同比多增（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

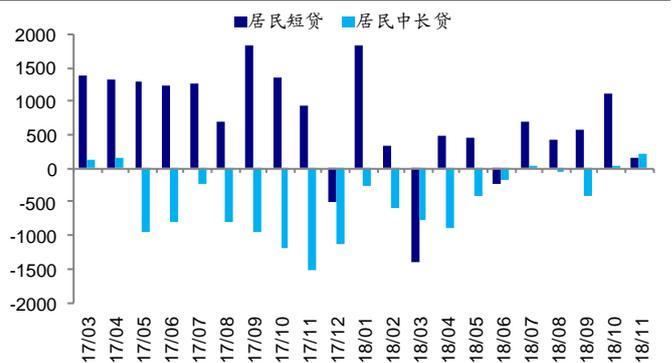
**11 月新增金融机构贷款 1.25 万亿元，同比多增 1267 亿元。**分部门来看，11 月居民部门贷款增加 6560 亿元，同比多增 350 多亿元，其中居民短贷和中长贷分别同比多增 140 亿元和 210 亿元，整体稳中略升。

图54 历年各月居民中长期贷款增长（亿元）



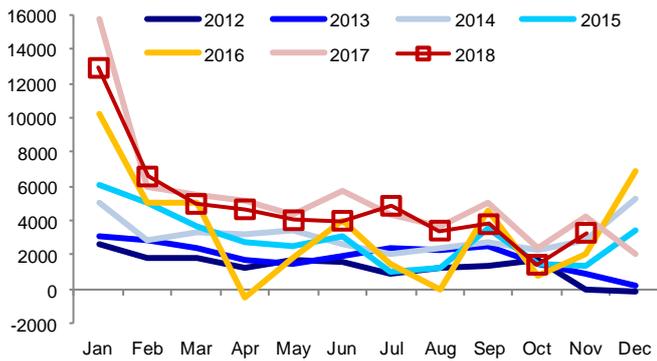
资料来源：Wind，海通证券研究所

图55 居民短贷和中长贷款同比多增（亿元）

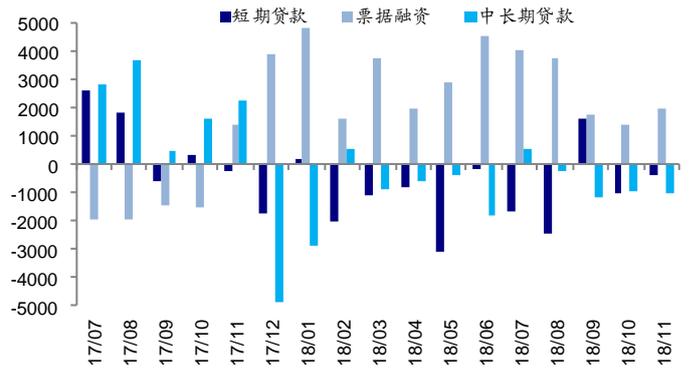


资料来源：Wind，海通证券研究所

**11 月企业部门新增贷款 5764 亿元，同比多增 500 多亿元。**从结构看，票据融资同比多增近 2000 亿元，而企业短贷和中长贷分别同比少增 300 多亿元和 900 多亿元。11 月在对信贷鼓励和支持民企融资等政策下，企业贷款由 10 月的同比少增 600 多亿元转为多增 500 多亿元，但企业票据融资仍是贷款的主要贡献，中长贷增长依然偏弱。

**图56 历年各月企业中长期贷款增长(亿元)**


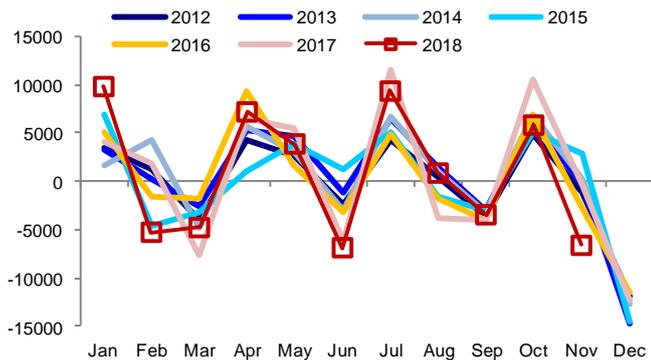
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图57 企业贷款分项同比多增(亿元)**


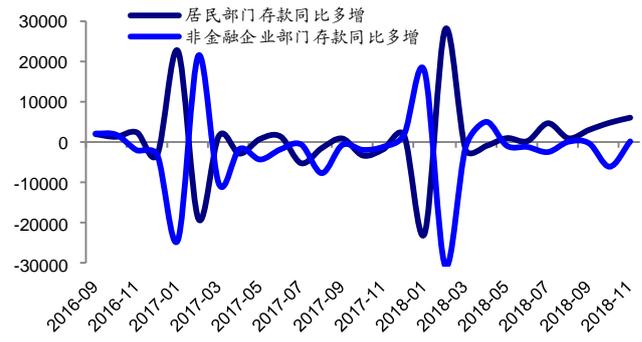
资料来源: Wind, 海通证券研究所

11月财政存款减少6643亿元,与去年同期相比多减了约6300亿元。财政存款已连续两月同比大幅少增或多减,与积极财政背景下减税和加快支出有关。

11月居民存款增加7406亿元,同比多增近5600亿元,非金融企业存款增加7335亿元,同比多增154亿元。今年5月以来,居民部门的存款同比多增规模就持续高于企业部门,印证今年居民购房放缓,居民存款向企业存款转移的幅度较去年同期降低,同时企业部门利润增速下半年以来持续走低。

**图58 历年新增财政存款(亿元)**


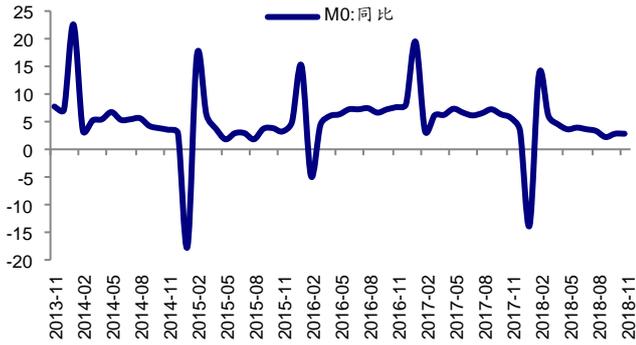
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图59 居民和企业部门存款同比多增(亿元)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

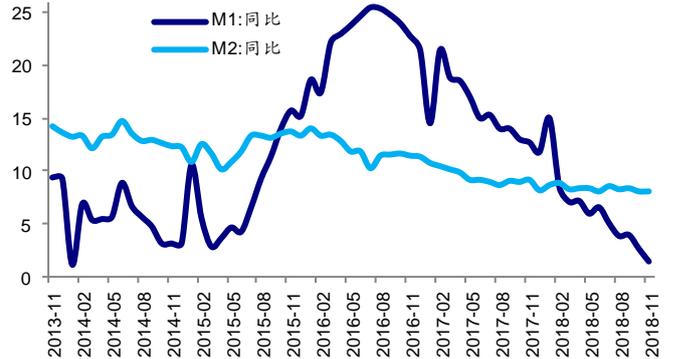
11月M2同比8.0%、M0同比2.8%,均持平于前月,但M1同比从前月的2.7%继续降至1.5%,是除14年1月(1.2%)之外的历史新低。我国M1和M0的主要差别在于M1多了企业活期存款,而M1和M2之间主要差别在于M2多了居民储蓄存款和企业的定期存款。因此,今年M1持续走低,说明企业部门活期存款大幅减少,以往M1增速的低点出现大多是由于春节月份错位导致,但今年以来M1走低出现在非春节月份,反映的是整体需求持续走弱、居民购房放慢、企业融资放缓、利润明显下滑。

图60 M0 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图61 M2 和 M1 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

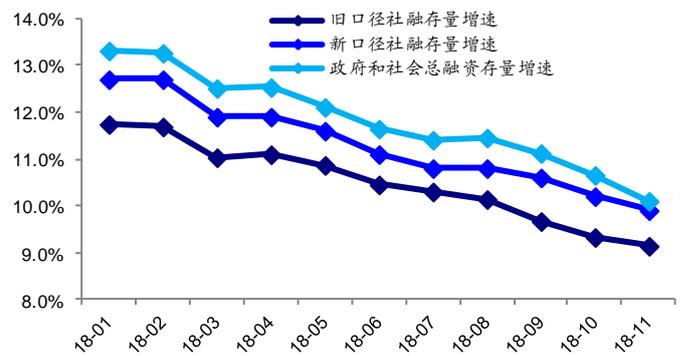
当前口径社融存量增速从10月的10.2%降至11月的9.9%。我们测算11月不含专项债的社融存量增速从10月的9.3%降至9.1%，政府和社会总融资存量增速从10月的10.7%降至10.1%，而包括贷款、债券、股票和非标融资在内的企业各类总融资的存量增速降至5.8%。当前国内经济下行压力仍大，同时通缩风险升温，而美国加息预期回落，内外部环境都支持货币维持实际宽松格局。

图62 企业各类总融资存量增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图63 新旧口径社融以及政府和社会总融资存量增速 (%)

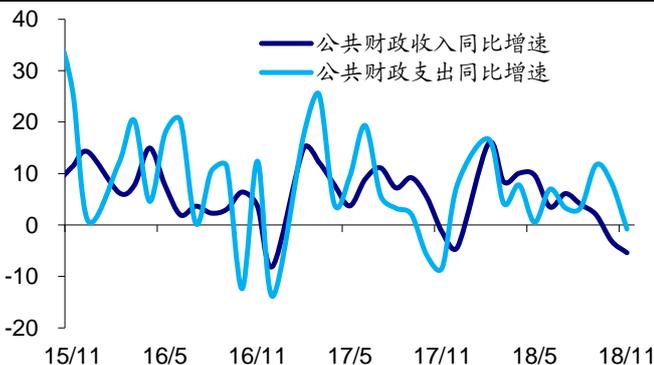


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2.7 财政: 财政收支新低, 减税效应深化

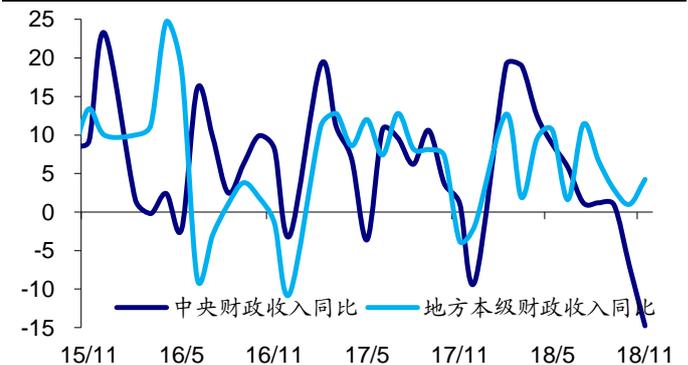
11月全国一般公共预算收入10775亿元, 同比下降5.4%, 较10月增速继续回落, 并创下17年以来增速新低, 其中中央增速跌幅扩大至-14.8%, 地方增速小幅回升至4.2%。财政收入增速创新低主因前期减税政策效应继续深化, 此外, 企业利润增速放缓所导致的税基收缩也对收入形成拖累。

图64 公共财政收入与财政支出同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图65 中央和地方财政收入增速 (%)

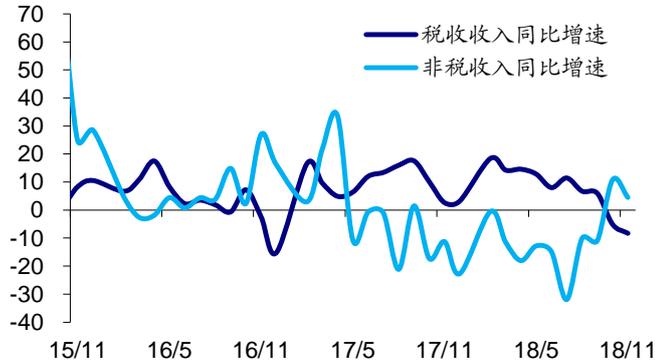


资料来源: Wind, 海通证券研究所

11月税收收入8051亿元，同比下降8.3%，较10月的-5.1%跌幅扩大，非税收入2724亿元，同比增速4.5%，较10月的10.8%同样大幅回落。

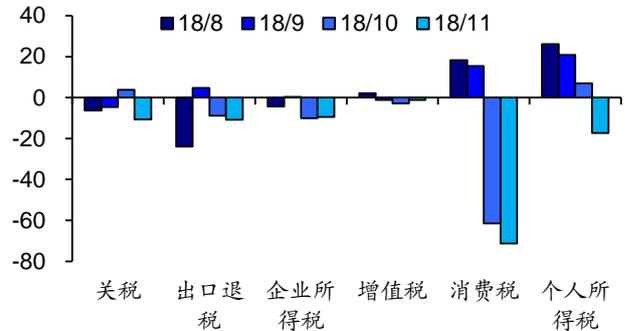
**分项增速涨跌互现。**具体来看：11月主要收入项目中，增值税增速跌幅收窄至-1.2%，但仍在低位；消费税增速跌幅扩大至-71%；企业所得税增速降幅略收窄至-9.4%，但仍保持负增；个人所得税增速由正转负至-17%，主因个税减税效应深化；进口货物增值税、消费税增速转负至-6%，主因进口增速大幅回落；土地和房产相关税收增速涨多跌少。

图66 税收收入与非税收入当月同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图67 各类税收收入增速 (%)

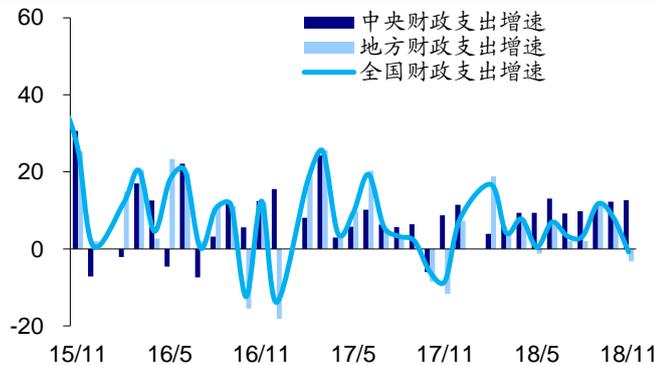


资料来源：Wind，海通证券研究所

11月全国一般公共预算支出16431亿元，同比增速-0.8%，较10月增速由正转负，其中中央支出增速略有上行至12.7%，地方支出增速大幅转负至-3.2%。支出增速转负主要受地方支出增长拖累，前期支出进度较快透支年底支出规模。

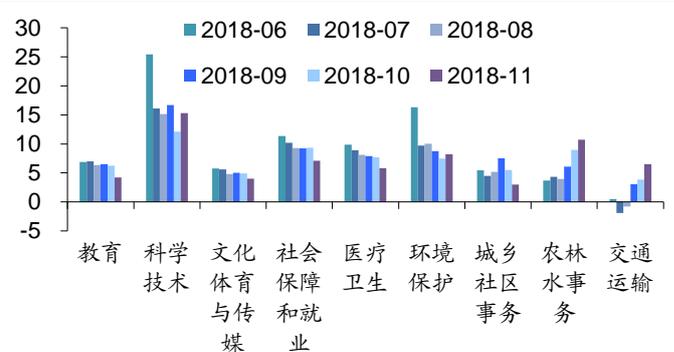
1-11月各项分项支出中，债务付息支出(20.6%)增速领跑，科学技术(15.3%)、农林水(10.7%)支出增速较高、紧随其后，而基建相关支出增速多数回升，整体来看各分项较10月支出累计增速涨跌互现。

图68 中央和地方财政支出增速 (%)



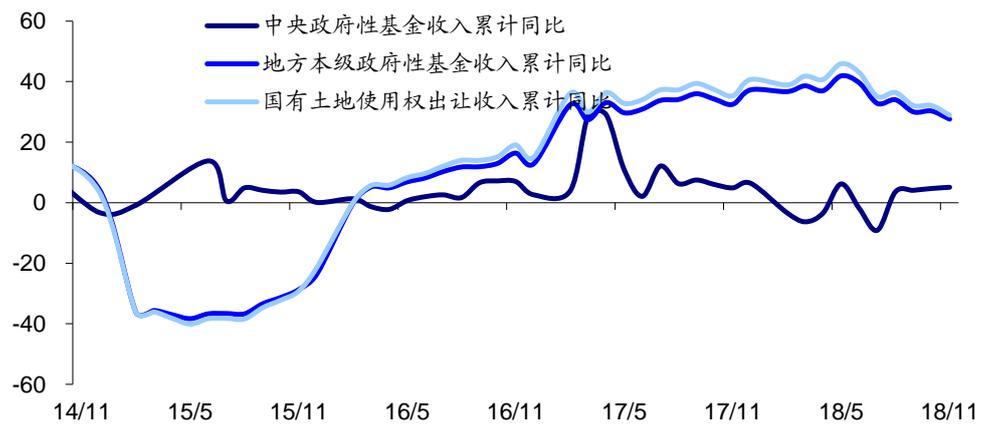
资料来源：Wind，海通证券研究所

图69 各项财政支出累计增速 (%)



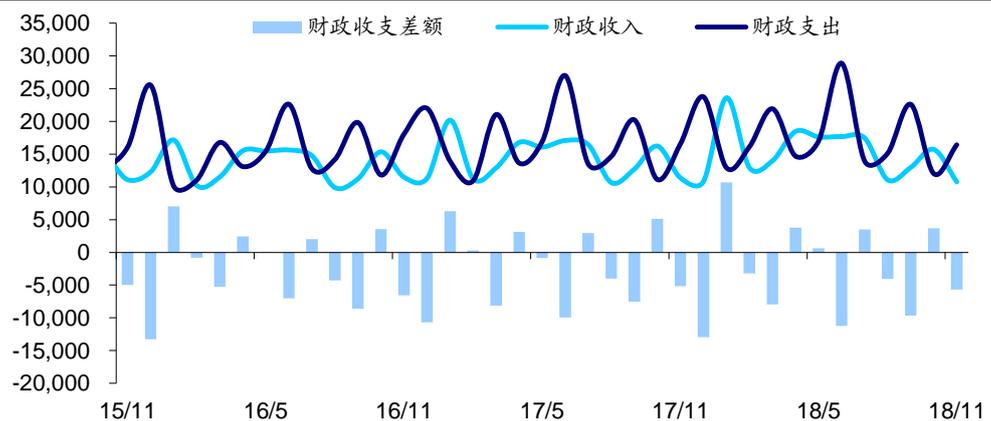
资料来源：Wind，海通证券研究所

11月全国政府性基金收入累计62151亿元，累计增速26.1%，较10月的28.4%小幅回落，其中中央收入增速略有回升至5.1%，地方本级收入增速小幅回落至27.6%，国有土地使用权出让收入增速回落至28.9%。

**图70 中央、地方本级政府性基金收入和国有土地使用权出让收入同比增速 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**减税效应深化。**11月公共财政收入和税收收入增速均创新低,其中个税收入增速由正转负,增值税增速保持负增、仍在低位,均指向减税政策效应继续深化,而财政支出增速同步转负,进一步印证了减税才是本轮积极财政政策的主线。目前在外需大幅回落、经济下行压力日益显现的背景之下,降低企业和居民部门负担的更大规模减税政策仍可期待!

**图71 当月财政收入、财政支出及其差额 (亿元)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3. 政策: 攻坚重心转移、向改革要动力

**攻坚重心转移。**中央政治局召开会议指出,明年要继续打好三大攻坚战,推动制造业高质量发展,推进先进制造业与现代服务业深度融合;着力激发微观主体活力,创新和完善宏观调控,统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作,保持经济运行在合理区间,进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期,提振市场信心。与去年底相比,本次会议淡化了去杠杆和楼市调控。

**向改革要动力。**中共中央召开党外人士座谈会,称要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,坚持向改革要动力,强化社会政策兜底保障功能;要坚定不移深化供给侧结构性改革,更多采取改革开放的办法,更多运用市场化、法治化手段,不断取得更扎实的成果。

**更大减税降费。**统计局表示,明年将有更大力度的减税降费措施,有关部门正在加快研究和推进;今年下半年以来推出了一些基础设施投资项目,在明年也会得到落地。

## 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 ljli11087@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 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  
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 黄竞晶(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 张戈(010)50949962 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 lry12399@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 zxx12156@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 张恒晖 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 许樱之 xyz11630@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