

## 相关研究

《Inflation will be replaced by deflation, and monetary policy will be moderate and appropriate》2019.01.01

《实体经济观察 2018 年第 49 期: 寡淡的收官》2018.12.28

《通缩取代通胀, 货币松紧适度》2018.12.25

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: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

## 管窥 19 年经济, 即将发生的五大逆转

### 投资要点:

- **货币: 从去杠杆到稳杠杆。**过去两年, 影响中国经济和资产价格表现的一个关键因素就是去杠杆, 货币融资增速大幅回落。而展望 2019 年, 由于中国宏观杠杆率已经连续 5 个季度企稳, 而且当前广义货币增速已经降至 8%, 和我们估算的未来 10 年中国 6-8% 的 GDP 名义增速接轨, 这意味着当前的货币增速已经不需要再降, 未来我们有望正式进入稳杠杆阶段, 各项货币和融资增速都有望逐渐见底企稳。
- **政策: 减税让利重于刺激。**在过去 10 年, 我们的政策以刺激性为主, 但靠举债发展只能带来经济短期回升, 还有长期还债压力。而在过去两年我们进行了轰轰烈烈的去杠杆, 关闭了影子银行, 意味着不会重走举债发展老路。而在将来财政政策大有可为, 尤其是减税让利。虽然中国整体债务率水平比较高, 但是政府债务率还不高。因此如果政府通过低成本举债, 并将其用于减税让利, 就可以大幅减轻居民和企业的债务负担, 促进居民消费和企业创新。
- **经济: 内需潜力重于外需。**19 年的中国经济面临内外交困的压力, 其中外需受美国经济减速以及中美贸易冲突的拖累, 而内需虽然也有下行压力, 但存在结构性改善的空间。内需下滑的压力主要来自于人口老龄化和巨额债务。但是受益于过去两年的去杠杆, 我国有望步入稳杠杆阶段, 这其实有助于内需的见底企稳。其中企业部门债务率已经连续两年下降, 19 年企业部门融资有望改善, 支撑制造业投资。而持续的减税降费有望减轻居民的债务负担。债务率的企稳和大规模减税将成为 19 年内需改善的希望所在。
- **物价: 从高通胀到低通胀。**18 年的物价先升后降, 全年依然呈现温和通胀的格局。展望 2019 年, 我们认为通缩风险将大于通胀风险。首先, 自 18 年 4 季度以来, 商品价格出现了大幅下降, 使得 PPI 通缩风险大增, 而 CPI 非食品价格也将跟随 PPI 下滑。此外, 一切通胀都是货币现象, 但是 18 年的各项货币增速均在下滑, 这也预示着 19 年的各项物价指标大概率继续下滑。从更长的时间看, 我们将进入低通胀时代, 未来货币增速将企稳而非大幅回升, 货币增速中枢的回落将带来通胀中枢的下行。
- **配置: 金融资产优于实物。**在过去 10 年的货币超发时代, 中国资产配置的最佳选择是房地产。原因在于货币超发导致了高通胀预期, 而房地产等实物资产最受益于物价上涨。而在货币低增以后, 高通胀将被低通胀所取代, 金融资产将成为资产配置的首选。从债市来看, 将进入低利率时代, 债券牛市将继续。从股市来看, 货币收缩使得房价和租金涨幅回落、贷款利率下降, 这均有助于降低企业成本, 同时如果财政政策转向减税让利, 股市有望进入真正的回报时代。因此展望 2019 年, 虽然经济仍有下行压力, 但我们并不悲观。

## 目 录

---

1. 每周交流与思考.....	3
2. 经济：PMI 跌至线下.....	7
3. 物价：聚焦通缩风险.....	7
4. 流动性：加大逆周期调节.....	7
5. 政策：地方发债加速.....	8
6. 海外：特朗普讲话批评联储，CPTPP 正式生效.....	8

## 1. 每周交流与思考

在 2018 年初，我们曾经发布了报告《管窥 18 年经济，即将发生的五大逆转》，提出 18 年经济将发生五大变化，分别是：**CPI 强于 PPI、外需强于内需、一二线地产强于三四线地产、货币增速强于融资增速、需求回落强于供给收缩**。回头来看，我们的运气不错，其中大多数判断得到了实际走势的印证。

今年是 2019 年的第一天，新年新气象！在这辞旧迎新之际，我们再来展望一下 2019 年，看看有哪些变化可能会发生：

### 一、货币：从去杠杆到稳杠杆。

过去两年，影响中国经济和资产价格表现的一个关键因素就是去杠杆。

2017 年是金融去杠杆，广义货币 M2 增速从 11.3% 降至 8.2%，由于金融市场的资金大幅紧缩，使得利率出现了明显的上升，债市大幅下跌。

2018 年是经济去杠杆，社会融资总量余额增速从 13.4% 降至 9.9%，融资增速回落拖累经济和通胀下行，企业利润增速大幅下降、现金流吃紧，股市大幅下跌。

而展望 2019 年，我们认为中国经济有望正式进入稳杠杆阶段，各项货币和融资增速都有望逐渐见底企稳。

首先，宏观债务率已经企稳。

宏观杠杆率等于债务与 GDP 的比值，在过去 10 年，中国的 M2 平均增速高达 15%，而包含影子银行的广义债务平均增速接近 20%，远超 12% 的 GDP 名义增速均值，使得中国的宏观杠杆率持续上升。

但从最重要的债务率指标来看，我们测算 18 年 3 季末的中国宏观杠杆率为 242.8%，已经连续 5 个季度稳定在 242% 左右。从 M2 和 GDP 的比值来看，18 年末有望降至 201%，已经从 16 年末 208% 的峰值连续两年下降。

其次，货币融资增速有望筑底。

展望未来 10 年，我们认为中国的 GDP 实际增速均值有望保持在 4-5% 左右，再加上 2-3% 的温和通胀，中国 GDP 名义增速均值有望维持在 6-8% 左右。而当前中国的广义货币 M2 增速已经降至 8%，包含影子银行的银行总负债增速已经降至 7%，已经和未来潜在的 GDP 名义增速接轨。这就意味着即便保持当前的货币和债务增速不变，未来中国的债务率也不会大幅上升，因此当前 8% 的货币增速已经不需要再降，开始进入筑底期。

从最关键的社会融资总量指标来看，由于去杠杆导致的影子银行大幅萎缩，18 年三大非标融资下降了约 3 万亿，同比萎缩了 6 万亿，这使得 18 年社会融资总量同比萎缩近 4 万亿，导致社会融资总量余额增速大幅下降。

但是展望 2019 年，即便影子银行还在萎缩，只要其下降规模在 3 万亿以内，从同比来看就不会对社会融资总量形成拖累。而只要信贷保持相对稳定，同时企业债券和地方政府专项债大概率会有明显增长，那么 19 年的社会融资总量就会比 18 年有所改善，从而推动社会融资总量增速以及各项货币增速的见底企稳。

二、政策：减税让利重于刺激。

在过去 10 年，我们的政策以刺激性为主，主要靠货币来发展经济。

从 08 年到 18 年，我们经历了三轮债务周期。其中 08-09 年是企业部门举债，导致了企业债务高企和产能过剩；12-13 年政府部门开始举债，导致了政府隐性债务问题；15-18 年是居民部门举债，带来了居民部门债务高企和地产泡沫的风险。

而从全球以及我们自身举债发展的经验来看，可以发现其只在短期内有效，可以刺激经济短期回升，但在之后会带来还债的长期压力、从而拖累经济持续下行。

**在过去两年我们进行了轰轰烈烈的去杠杆。**通过金融去杠杆，我们实施了资管新规，关闭了影子银行。通过经济去杠杆，我们降低了企业部门债务率，同时也抑制了居民举债的进一步增长。

**不会重走举债发展老路。**展望未来，只要我们不放松影子银行，那么所有的新增货币创造要么通过银行的表内信贷、要么通过债券等直接融资，都会受到资本监管的约束，这意味着将来货币增速虽然会企稳、但是难以大幅回升，因而不会重走举债刺激的老路。

**而在将来财政政策大有可为，尤其是减税让利。**

虽然中国整体债务率水平比较高，但是政府债务率还不高。目前国债加上地方政府债务的余额大约 33 万亿，政府显性债务率约 36%。即便考虑地方融资平台举借的隐性债务，我们测算中国政府总债务率约 50%，远低于美欧的 100%、日本的 200%，因此中国的政府部门依旧存在举债的空间。

**政府部门举债的最大优势是低成本**，目前中国的国债利率仅为 3% 左右，远低于居民 6% 的房贷利率、企业 8% 左右的平均融资成本。但是政府部门投资的劣势在于效率较低，以负责铁路投资的中铁总为例，2017 年其总资产接近 8 万亿，然而 17 年的税后利润只有 18 亿、还是过去 5 年最佳水平，更不用说众多没有盈利靠财政补贴活着的政府融资平台。

**过去我们大量地方政府通过影子银行举债**，其成本高而投资效率低。而在 2018 年中央出台了《地方政府隐性债务问责办法》，建立了终身追责机制。与此同时，最新的中央经济工作会议提出加大地方政府专项债券发行，其实是用低利率的政府显性债务取代了高利率的政府隐性债务。

因此如果政府通过低成本举债，并将其用于减税让利，就可以大幅减轻居民和企业的债务负担，提高居民收入增加消费潜力、提高企业利润增加创新动力，使得中国经济走向靠消费和创新驱动的可持续发展之路。

### 三、经济：内需潜力重于外需。

回顾 2018 年，虽然有中美贸易冲突的影响，但出口增速整体表现并不差，前 11 个月的出口累计增速高达 11.8%，高于同期 9.1% 的社会消费品零售增速以及 5.9% 的投资增速，外需明显强于内需。

**展望 2019 年，我们认为外需存在下行风险。**

18 年前 11 月出口增速高于 17 年，源于全球经济仍处于扩张周期的尾声，美国经济表现超预期，与此同时中美贸易冲突的实质性影响还未体现。但 19 年美国经济的明显减速，全球经济增速同步放缓，加之关税税率上调预期下的赶出口效应消失，或将拖累外需的表现，使得 19 年中国出口增速明显下滑。

**但从内需来看，虽然也有下行压力，但存在结构性改善的空间。**

过去的十年，中国的内需增速在持续下滑，其中投资增速从 30% 降至 5% 左右，而代表消费的社零增速从 22% 降至 9%。

**内需下滑一方面源于人口结构的变化。**随着人口红利的结束，我国 15-60 岁的年轻人口数在 2011 年见顶，对地产、汽车等年轻型消费品的需求出现了长期的拐点。

### 另一个重要原因来自于债务的压力。

由于过去 10 年靠举债来发展经济的模式，我国的债务率不断上升。根据 BIS 的统计，17 年末我国企业债务率水平高达 160%，位于主要发达和新兴市场经济体的最高水平，过去的高投资导致了产能过剩、企业债务高企，从而制约了投资扩张。

17 年末我国居民债务率水平为 48.4%，虽然低于发达国家 80% 左右的平均水平，但由于我国 GDP 当中居民收入分配占比较低，居民债务收入比口径的居民债务率已经接近 100%，和美国差距不大，高债务水平也抑制了居民的消费潜力。

**展望未来，虽然人口结构的恶化对内需仍有制约，但受益于过去两年的去杠杆，我国有望步入稳杠杆阶段，这其实有助于内需的见底企稳。**

从投资来看，18 年制造业投资增速出现明显回升，其背后一个重要的原因在于**我国企业部门债务率已经连续两年下降**。而 19 年影子银行监管影响减弱以后，加上利率下降以后债券融资增加，企业部门融资有望改善，支撑制造业投资，从而对冲地产投资的下滑。

从消费来看，虽然居民债务率在过去几年快速上升，但是**持续的减税降费有望减轻居民的债务负担**。我们测算过去 3 年居民部门的新增债务约为 20 万亿，按照 5% 左右的贷款利率，对应每年新增 1 万亿左右贷款利息。18 年的个人所得税改革减税约 3000 亿左右，而 18 年增值税减税约 5000 亿，假设 19 年增值税新增减税规模能达到 1 万亿左右，那么增值税每年减税总额将达到 1.5 万亿，假设其中一半通过产品降价的方式归属于居民部门，那么相当于通过个税和增值税合计给居民部门减税 1 万亿左右，基本对冲掉了过去几年大幅举债的利息负担。

从美国的经验来看，减税政策虽然见效比较慢，往往要延后 2 至 4 个季度才生效，但是持续性比较强。我们的减税主要开始于 18 年下半年，由此推算其主要生效时间应在 19 年或者 19 年下半年以后。

综合来看，19 年的中国经济虽然面临内外交困的压力，但债务率的企稳和大规模减税将成为 19 年内需改善的希望所在。

从更长时间来看，中国过去的发展受益于全球化的推进，但目前特朗普的“美国优先”以及英国脱欧等均意味着去全球化升温，外需对中国经济发展的贡献趋于下降。而我国拥有 14 亿人口，我们的人均 GDP 仅为美国的 1/6，这说明我们的内需市场大有可为，未来内需的潜力远大于外需。

### 四、物价：从高通胀到低通胀

回顾 2018 年，预计全年 CPI 约在 2.1%，高于 17 年的 1.6%，同时也创下了 5 年新高。全年消费物价稳中有升，年末 CPI 约在 2% 左右，高于 17 年末的 1.8%。而 18 年 PPI 约在 3.5%，低于 17 年的 6.3%，全年工业品价格稳中有降，年末 PPI 约在 1% 左右，低于 17 年末的 4.9%。综合 CPI 和 PPI 来看，18 年全年依然呈现温和通胀的格局。

### 而展望 2019 年，我们认为通缩风险将大于通胀风险。

首先，自 18 年 4 季度以来，商品价格出现了大幅下降，使得 PPI 通缩风险大增。与年内的峰值相比，目前的油价跌幅高达 40%、钢价、煤价跌幅超过 10%。我们研究中国 PPI 走势，发现其中影响最大的三大原料价格就是煤价、油价和钢价，而按照目前这三者的走势，我们预测 19 年的 PPI 同比或下降 1.5%，重回通缩区间。

其次，从消费物价 CPI 来看，其中权重最大的是非食品价格，而我们观察 CPI 非食品价格和 PPI 走势高度相关，因为其中的居住和交通两大项价格指数均与能源价格相关，居住中包括水电燃料价格，交通通信中也包括交通工具及其燃料价格。所以随着 PPI 的大幅下降，CPI 非食品价格也开始明显回落。

而在CPI的食品价格部分,我们观察到猪价的长期走势也与中国经济周期高度相关,说明总需求对食品价格也有决定性的影响。虽然当前生猪和母猪库存处于历史低位,但4季度以来的猪价依旧明显回落,应和经济总需求的回落相关。预计18年10月份的2.5%应为本轮通胀高点,我们预测19年CPI或将降至1.5%左右。

综合CPI和PPI,两者均值或在19年降至0附近,也意味着整体上存在通缩风险。

此外,一切通胀都是货币现象,但是18年的各项货币增速均在下滑,截止18年11月,M2增速从2017年同期的9.1%降至8%,M1增速从12.7%降至1.5%,社会融资总量余额增速从13.9%降至9.9%。从历史经验看,货币指标往往比通胀指标领先半年到一年左右,这也预示着19年的各项物价指标大概率继续下滑。

**从更长的时间看,我们将进入低通胀时代。**

如果19年我们进入稳杠杆阶段,货币增速开始企稳,按照滞后1年的关系,就意味着在2020年的物价也有望止跌,因此本轮PPI通缩持续的时间或低于上一轮的4年左右,但这并不意味着会重回高通胀时代。

因为未来我们将稳杠杆而非再度加杠杆,那么货币增速将保持平稳而非大幅回升,我们预测未来10年的M2增速中枢就在7-8%左右,远低于过去10年的15%。这意味着未来10年的通胀中枢将比过去10年的3%左右明显下行,与之对应的是我们将迎来低通胀时代。

**五、配置:金融资产优于实物。**

在过去10年的货币超发时代,中国资产配置的最佳选择是房地产。原因在于货币超发导致了高通胀预期,而房地产等实物资产最受益于物价上涨。

从08年到17年,中国的广义货币从40万亿增长到167万亿,年均增幅高达15%。而从国内商品住宅成交均价来看,过去10年很多一二线城市的房价涨幅都在3倍以上,折算成年化涨幅超过15%,这差不多就是同期中国的货币增速。因此,在过去10年买房在中国就是人生赢家。

但在2018年,广义货币增速降至8%,我们预测未来10年的货币增速均值就在7-8%左右,假如房价涨幅与货币增速基本相当,那么对应的房价潜在涨幅就会降至每年7-8%左右。但我们还要考虑中国的房子没有土地所有权,只有房屋的所有权,而房屋的实际使用期限就在50年左右,所以相当于每年折旧2%。因此扣掉折旧以后未来中国房价每年的潜在涨幅或许就在5%左右,而且还要考虑过去10年中国的房价上涨透支了居民收入,所以可能未来很长一段时间房价都未必会涨了。

**而在货币低增以后,高通胀将被低通胀所取代,金融资产将成为资产配置的首选。**

**首先从债市来看,将进入低利率时代。**

过去10年中国的广义货币增速均值高达15%,对应的贷款利率均值接近7%,而国债利率均值接近4%。未来如果货币增速均值降至7-8%,那么对应的贷款利率或有望降至5%,国债利率均值降至3%以下。

**其次从股市来看,有望进入真正的回报时代。**

在货币超发以后,全社会的资金都在流向房地产,使得股市缺乏长期投资资金。同时从产业结构来看,货币超发使得金融和地产行业畸形发展,也使得上市公司的结构以周期行业为主,企业缺乏创新动力、盈利增长不可持续,无法创造稳定的回报。

但如果未来货币不再超发,房价涨幅回落将抑制地产行业发展,而利率下降会抑制金融行业扩张,而房价和租金涨幅回落、贷款利率下降均有助于降低企业成本。同时如果财政政策转向减税让利,降低企业的税收成本,那么就会形成金融、地产和财政三方

面反哺实体经济的良性循环，促进消费和创新，从而创造出稳定可持续的回报。

因此，展望 2019 年，我们并不悲观。虽然经济仍有下行压力，但是受益于过去两年的去杠杆，19 年我们即将步入稳杠杆阶段，货币和融资增速有望见底企稳。同时财政减税有望继续发力，提升居民消费和企业创新潜力，内需将有改善希望。而随着通胀的回落，我们将步入低利率时代，金融资产将取代实物资产成为配置首选，债市牛市有望延续，而股市将进入真正的回报时代。

## 2. 经济：PMI 跌至线下

1) **PMI 跌至线下**。12 月全国制造业 PMI 继续下滑至 49.4%，不仅降至荣枯线下，也创下 16 年 3 月以来新低、09 年以来同期新低，指向制造业景气明显转差。主要分项指标中，需求、生产、价格、库存全线下滑。分规模看，大、中、小型企业 PMI 全线下滑，中、小型企业 PMI 仍在线下。

2) **内外需均走弱**。12 月新出口订单指数回落至 46.6%，指向外需仍较低迷，而新订单指数继续下滑并跌破荣枯线至 49.7%，且跌幅大于新出口订单，加之进口指数也大幅下滑，均指向内需明显转差。

3) **生产继续滑落**。12 月生产指数降至 50.8%，创下 16 年 3 月以来新低、09 年以来同期新低，指向工业生产继续转弱，主要缘于需求低迷拖累、部分行业进入生产淡季。

## 3. 物价：聚焦通缩风险

1) **食品涨幅缩小**。上周食品价格涨幅缩小，其中蔬菜、鸡蛋价格小涨、禽价、猪价小跌。

2) **CPI 继续回落**。12 月食品价格持续上涨，其中商务部食用农产品价格、农业品农产品批发环比涨幅分别为 0.7%、2.1%，预计 12 月 CPI 食品价格环涨 0.5%，12 月 CPI 略降至 2%。

3) **PPI 大幅下降**。12 月以来国际油价大跌，国内钢价、煤价持续回落，截止目前 12 月港口期货生资价格环比下降 2.1%，预测 12 月 PPI 环比下跌 1.2%，12 月 PPI 同比涨幅下降至 0.7%。

4) **聚焦通缩风险**。4 季度以来，通缩风险明显升温，从生产资料价格来看，近期国际油价暴跌，而国内钢价、煤价也持续下跌，我们预计 19 年 PPI 将重现负增长，19 年 1 月份的 PPI 可能就会转负。

## 4. 流动性：加大逆周期调节

1) **利率涨跌互现**。上周货币利率涨跌互现，其中 R007 均值上行 130BP 至 4.19%，R001 均值下行 64BP 至 2.02%。DR007 上行 15bp 至 2.81%，DR001 下行 63bp 至 1.96%。

2) **央行继续投放**。上周逆回购到期回笼 4900 亿，央行逆回购操作 7300 亿，央行净投放 2400 亿。

3) **汇率小幅升值**。上周美元指数回落，人民币兑美元小幅回升，在岸和离岸人民币汇率分别回升至 6.87 和 6.88。

4) **加大逆周期调节**。上周央行召开 4 季度货币政策例会，指出宏观杠杆率趋于稳定，未来要加大逆周期调节的力度，提高货币政策前瞻性、灵活性和针对性。稳健的货币政策要更加注重松紧适度，保持流动性合理充裕，保持货币信贷及社会融资规模合理增长。

## 5. 政策：地方发债加速

1) **地方发债加速**。全国人大授权国务院提前下达部分新增地方政府债务：授权提前下达 2019 年地方政府新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元，合计 1.39 万亿元；授权国务院在 2019 年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的 60% 以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额，授权期限为 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。

2) **新一轮农村改革**。中央农村工作会议表示，要毫不放松粮食生产，深化农业供给侧结构性改革，聚力打赢脱贫攻坚战，抓好农村人居环境整治工作，推进新一轮农村改革，加快补齐农村基础设施和公共服务短板，扎实做好乡村规划建设和社会治理各项工作。

3) **财政政策加力提效**。全国财政工作会议表示，2019 年积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费；优化财政支出结构，树立过紧日子的思想，严格压缩一般性支出，加大对重点领域支持力度，提高资金配置效率，有效降低企业负担。

## 6. 海外：特朗普讲话批评联储，CPTPP 正式生效

1) **特朗普圣诞讲话批评联储、力挺美股**。上周二，美国总统特朗普发表圣诞讲话，再度批评美联储加息太快，对于美国政府再次关门，他表示在获得边境墙之前，联邦政府不会结束停摆状态，此外特朗普还力挺美国企业“是全球最佳”，称美股极具买入机会。

2) **《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）正式生效**。上周日，美国退出 TPP 后的改进版协议《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）正式生效，包括日本等发达国家和越南等新兴市场在内的 11 个国家组成了世界第三大自贸区。生效当天，澳大利亚、新西兰、加拿大、墨西哥、日本、新加坡 6 国将取消 90% 的商品关税，而剩余的越南等 5 国将在 2019 年逐渐加入，最终取消 98% 的商品关税。

3) **意大利通过新预算案**。上周日，意大利议会批准了 2019 年的新预算案，根据此前与欧盟达成的协议意大利将 2019 年赤字目标下调为 2.04%，意大利总理孔特表示，政府将在不调整预算内容、受益者范围及政策生效时间的前提下调低赤字比例，而按照修改后的预算，2019 年意大利经济增速预期将从 1.5% 下调至 1%。

4) **英国首相与欧盟继续商讨脱欧事宜**。上周一，英国政府称首相梅在圣诞期间仍与欧盟领导继续商讨脱欧事宜，致力于在脱欧协议上获得欧盟必要的保证，并希望在英国议会 1 月的脱欧协议表决中获得足够多数议员的同意。

## 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  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
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 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  
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(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 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 lfh12225@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 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 联系人 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