

相关研究

《19年基建投资如何看？——论基建投资反弹力度和投向》2019.01.05

《找工作变难了么？》2019.01.04

《2019年债市最确定、股市弹性大、房地产谨慎投资——第一财经《首席对策》专访》2018.12.24

18年全球经济怎么样？

——从PMI视角解读经济

投资要点：

- **全球 PMI 明显回落。** PMI 指数是微观层面企业运行状况的汇总数据，历史数据显示制造业 PMI 指数略领先于 GDP 增速，是经济重要的观测指标。18年12月全球制造业 PMI 指数下降至 51.5，全年 PMI 指数回落接近 3 个百分点，反映出 18 年全球经济增长势头减弱。分项来看，18 年新订单指数和新出口订单指数双双回落，需求的回落导致生产指数出现下降，产成品库存指数上升。而分行业来看，除必需品行业以外，18 年大部分行业 PMI 指数都出现明显下降，其中通讯设备、计算机设备和汽车及零部件行业领跌。通讯、计算机和汽车行业景气度大幅下降与 17 年这些行业处于高点有关，但是更重要的是因为 18 年国际贸易冲突升温。
- 在全球经济增长放缓的情况下，各个国家及地区的经济表现又如何？下面我们仍然从 PMI 视角分别对发达经济体和新兴市场经济体一一进行分析。
- **发达经济体：仍处扩张区间，增长势头减弱。** 尽管大部分发达国家制造业 PMI 仍然处于荣枯线以上，但是 18 年主要发达国家 PMI 指数均出现下降，各国经济增长势头明显减弱。**欧元区经济放缓明显。** PMI 指数下降幅度最大的三个国家均属于欧元区，其中需求指数和生产指数均大幅走弱，反映欧元区内需和外需都出现明显恶化，拖累生产。前期油价上涨和社会局势动荡导致其国内消费萎靡，而欧元区内部贸易需求下降和欧元有效汇率上升也导致出口受挫。**日本经济受出口拖累。** 18 年日本制造业 PMI 指数一直处于荣枯线以上，其中生产指数平稳，新出口订单指数下滑幅度较大。全球经济增速放缓导致日本出口恶化，并通过影响企业投资，拖累内需。**美国加息负面作用已显。** 在主要发达国家中，18 年美国的经济表现可谓一枝独秀，主要源于减税措施带来的短期刺激。但是 18 年美联储加息 4 次，加息对经济的压力已经反映在房地产市场，12 月 PMI 指数相比上月也有明显回落。
- **新兴市场：经济表现较弱，回落幅度不大。** 新兴市场国家及地区制造业 PMI 指数相对较低，但是 18 年指数下降幅度较小，反映经济恶化情况好于发达国家。但土耳其、中国台湾和马来西亚 PMI 指数下降幅度较大，他们代表了大部分新兴市场国家及地区目前所面临的问题。**土耳其：本币大幅贬值。** 土耳其的问题是在美元加息周期下，前期过度举债引发本国货币承压，货币大幅贬值导致该国通胀和利率攀升，抑制消费和投资。**马来西亚：资源品大跌。** 马来西亚的问题是过度依赖原油出口收入，国际原油价格下跌导致其国内收入下降，抑制需求。**中国台湾：外需回落。** 中国台湾的问题是在全球经济增长放缓的情况下，出口的大幅回落导致经济遭受冲击。
- **展望：19 年经济延续弱势。** 作为全球经济的重要引擎，我们认为 19 年主要发达国家经济都不容乐观。首先，美国经济或难以持续强劲复苏态势，主要原因是减税效用减弱和加息影响逐步显现。其次，欧洲社会局势动荡并没有减弱，今年可能还会出现黑天鹅事件，并且英国退欧的影响还未完全发酵。最后，日本经济已经受累于出口下降，而 19 年 10 月日本计划提高消费税率又将导致其国内消费出现回落。今年我国外需大概率出现回落，扩大内需成为稳增长重点。在全球经济走弱的背景下，我们预计今年我国出口难以有较好表现，而无论贸易谈判达成与否，我国贸易顺差都可能面临收窄局面，外需对经济的拉动将进一步减弱。在此背景下，扩大内需成为今年稳定经济增长的主要着力点，而目前扩大内需的重要手段之一就是大规模减税降费。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

目 录

1. 全球 PMI 明显回落	4
2. 发达经济体：仍处扩张区间，增长势头减弱	5
3. 新兴市场：经济表现较弱，回落幅度不大	8
4. 展望：19 年经济延续弱势	10

图目录

图 1	全球制造业 PMI 和 GDP 同比 (%)	4
图 2	全球 PMI 新订单和新出口订单指数 (%)	5
图 3	全球 PMI 生产和产成品库存指数 (%)	5
图 4	18 年 12 月全球主要行业 PMI (%)	5
图 5	18 年全球主要行业 PMI 变化 (%)	5
图 6	主要发达国家 18 年 12 月制造业 PMI 和 18 年全年 PMI 变化 (%)	6
图 7	德国、法国、意大利和欧元区制造业 PMI 指数 (%)	6
图 8	欧元区 PMI 生产、新订单、新出口订单指数 (%)	6
图 9	欧元区 PMI 新订单指数和零售销售指数同比 (%)	7
图 10	欧元区总出口、对俄罗斯和中国出口同比 (%)	7
图 11	日本 PMI 生产、新订单和新出口订单指数 (%)	7
图 12	日本消费、投资和净出口对 GDP 同比拉动率 (%)	7
图 13	美国 PMI 生产、新订单和新出口订单指数 (%)	8
图 14	美国房贷利率和新房销售折年数	8
图 15	18 年 12 月主要新兴市场国家及地区制造业 PMI 和 18 年全年变化 (%)	8
图 16	土耳其 PMI 生产、新订单和新出口订单指数 (%)	9
图 17	土耳其 CPI 同比和美元兑里拉汇率	9
图 18	马来西亚 PMI 生产、新订单和新出口订单指数 (%)	9
图 19	马来西亚 PMI 指数和国际原油价格 (%)	9
图 20	中国台湾 PMI 生产、新订单和新出口订单指数 (%)	10
图 21	中国台湾 PMI 新出口订单指数和出口同比 (%)	10
图 22	美国、日本、英国和欧元区 GDP 同比增速 (%)	10

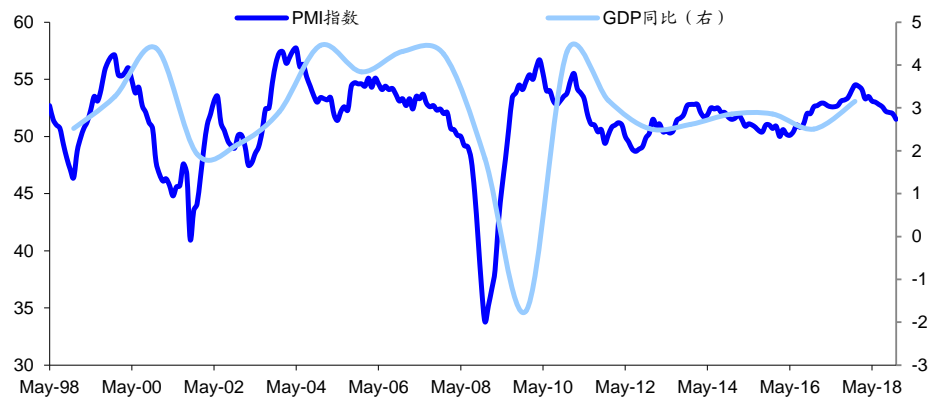
作为观测经济运行的重要指标之一，18年全球制造业 PMI 持续回落，12月份更是跌至2016年9月以来的历史低位。18年经济情况到底如何？我们尝试从 PMI 视角对各个国家的经济状况进行解读。

1. 全球 PMI 明显回落

制造业 PMI 指数略领先于 GDP 增速，是经济重要的观测指标。 PMI 全称采购经理指数（Purchasing Managers Index），主要通过对企业的采购经理或者运营负责人进行问卷调查，基于所有调查人对企业运营状况的判断汇总得到，属于微观层面的宏观数据。PMI 指数反映了一线人员对企业运行的判断，所谓春江水暖鸭先知，制造业 PMI¹ 指数往往与经济走势密切相关，并且略微领先。同时，由于 PMI 指数发布时间领先于其他经济数据，因此制造业 PMI 指数成为监测经济运行的重要指标之一。

18年 Markit 全球制造业 PMI 出现了明显回落。 由于指数编制的特有方式²，PMI 指数有一条荣枯线，当 PMI 指数大于 50 时，反映经济总体处于扩张状态；同时 PMI 属于环比概念，PMI 的上升意味着认为经济比之前好的人数占比越来越多。18年12月全球制造业 PMI 指数从年初的 54.4 下降至 51.5，尽管目前还处于 50 的荣枯线以上，但是全年 PMI 指数回落接近 3 个百分点，反映出 18 年全球经济增长势头逐步减弱，GDP 同比增速或将出现回落。

图1 全球制造业 PMI 和 GDP 同比 (%)



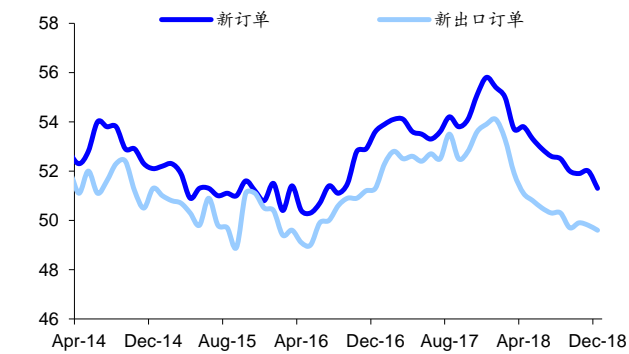
资料来源：CEIC，海通证券研究所

分项来看，18年新订单指数和新出口订单指数双双大幅回落。 制造业 PMI 指数分项涉及企业生产的多个方面，其中最重要的是衡量需求的新订单指数和新出口订单指数，其中新订单指标占总指数的权重达到 30%。18年全球制造业 PMI 新订单指数从年初的 55.4 下降至 12 月的 51.3，反映出全球整体需求持续走弱，而新出口订单指数更是下滑至荣枯线以下，说明全球经济走弱和贸易条件不断恶化导致出口需求持续萎缩。

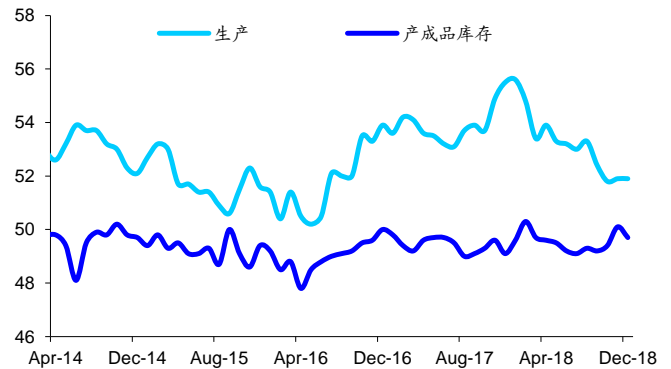
需求的回落导致生产指数出现下降，产成品库存指数上升。 除了需求指标以外，生产指数反映了企业的生产状况，权重达到 25%。18年全球制造业 PMI 生产指数从年初的 55.6 下降至 12 月的 51.9，说明在需求不佳的大环境下，企业生产规模出现萎缩。而生产指数下降的同时，产成品库存指数稳中略升，反映出企业去库存压力加大，也侧面印证了需求的疲软。

¹ PMI 可以分为制造业 PMI 和非制造业 PMI，目前制造业 PMI 的编制方法比较完备，同时与经济走势更加相关，大家主要关注的是制造业 PMI。

² 根据 HIS Markit PMI 介绍，PMI 指数=认为情况变好的人数占比+0.5*认为情况不变的人数占比+0*认为情况变差的人数占比，所以当 PMI 指数大于 50 时，意味着认为目前经济状况不比之前差的人数占比超过 50%，反之亦然。

图2 全球 PMI 新订单和新出口订单指数 (%)


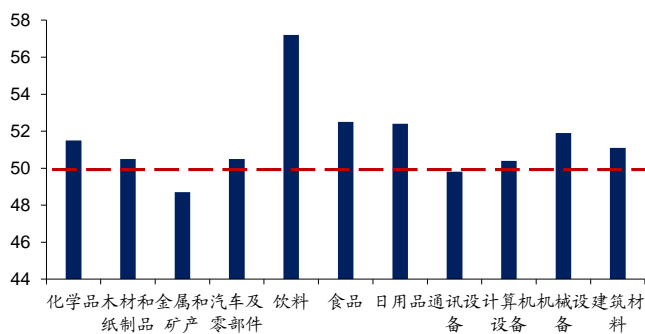
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图3 全球 PMI 生产和产成品库存指数 (%)


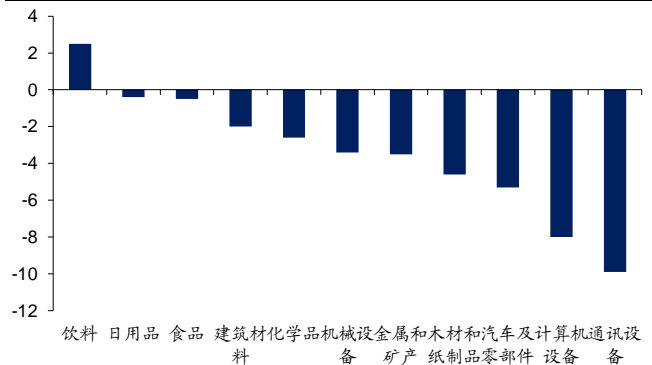
资料来源：CEIC，海通证券研究所

而分行业来看，除必需品行业以外，18年大部分行业 PMI 指数都出现明显下降。18年12月大部分制造业行业 PMI 指数仍然处于荣枯线以上，只有金属矿产行业和通讯设备行业 PMI 指数下降至 48.7 和 49.8。但是从变化幅度来看，18年除了饮料行业以外，大部分行业 PMI 指数出现明显下降，其中通讯设备、计算机设备和汽车及零部件行业领跌，全年下降幅度分别达到 9.9、8 和 5.3 个百分点，说明认为行业情况变差的人数占比持续提升。

通讯、计算机和汽车行业景气度大幅下降与 17 年这些行业处于高点有关，但是更重要的是因为 18 年贸易冲突升温。17 年全球经济回暖带动相关行业需求增加，汽车、通讯设备和计算机设备 PMI 指数都在年末达到了 2010 年以来的高点。而许多行业属于全球产业链布局，18 年逆全球化浪潮的崛起导致贸易冲突不断，打乱了相关企业的购货需求和生产计划，也打击了部分企业的生产信心，导致行业的需求和生产出现明显回落，行业景气度大幅下降。

图4 18年12月全球主要行业 PMI (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

图5 18年全球主要行业 PMI 变化 (%)


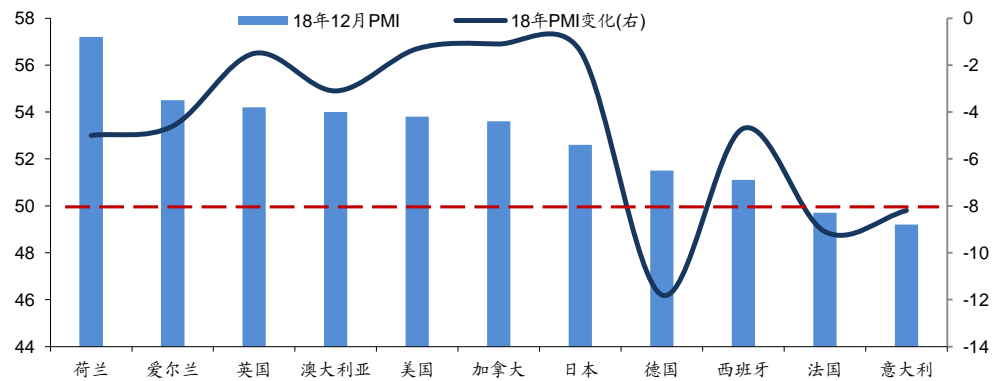
资料来源：CEIC，海通证券研究所

在全球经济增长放缓的情况下，各个国家及地区的经济表现又如何？下面我们仍然从 PMI 视角分别对发达经济体和新兴市场经济体一一进行分析。

2. 发达经济体：仍处扩张区间，增长势头减弱

大部分发达国家制造业 PMI 仍然处于荣枯线以上，但是 18 年均出现下滑。具体来说，除了意大利和法国的制造业 PMI 下滑至 49.2 和 49.7 以外，18 年 12 月其他主要发达国家制造业 PMI 指数均仍处荣枯线以上。尽管各国 PMI 指数都处于经济扩张区间，但是 18 年各国经济增长势头都明显减弱，主要发达国家 PMI 指数均出现下降。其中下降幅度最大的是德国、法国和意大利，全年下降幅度分别达到 11.8、9.1 和 8.2 个百分点。

图6 主要发达国家 18 年 12 月制造业 PMI 和 18 年全年 PMI 变化 (%)

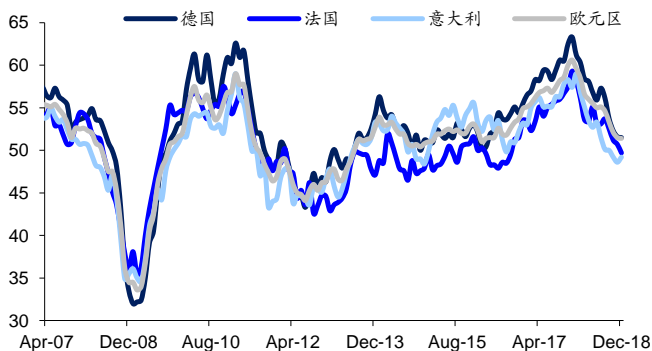


资料来源：CEIC，海通证券研究所

PMI 指数下降幅度最大的三个国家均属于欧元区，我们首先来看看欧元区 PMI 指数表现。由于同属于欧元区，各国商业贸易往来频繁，货币政策均由央行决定，德国、法国和意大利的制造业 PMI 指数走势与欧元区制造业 PMI 指数走势基本一致。因此，18 年三个国家 PMI 指数大幅下滑背后实际上反映的是整个欧元区经济增长出现明显放缓。

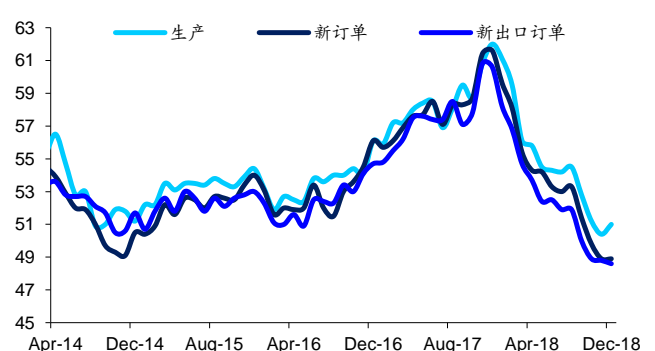
从分项来看，需求指数和生产指数均大幅走弱。欧元区 PMI 新订单和新出口订单指数从 18 年初开始就持续下滑，一年内累计下滑 11.9 和 11.3 个百分点，10 月以来新订单和新出口订单指数一直处于荣枯线以下，反映欧元区内需和外需都出现明显恶化。受到需求疲软的影响，欧元区企业生产情况也出现明显问题，PMI 生产指数一年内也累计下降 10.3 个百分点。

图7 德国、法国、意大利和欧元区制造业 PMI 指数 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

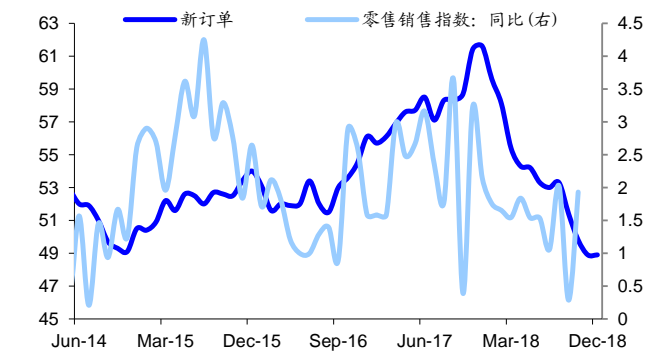
图8 欧元区 PMI 生产、新订单、新出口订单指数 (%)



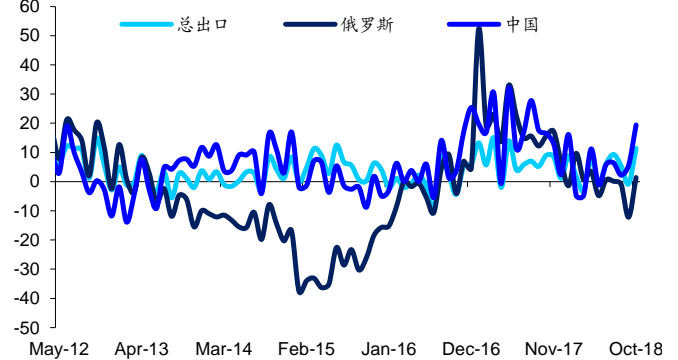
资料来源：CEIC，海通证券研究所

前期油价上涨和社会局势动荡导致其国内消费萎靡。欧元区零售销售指数与新订单走势一致，相比于 17 年 2-3% 的同比增速，18 年同比一直处于 2% 以下，印证国内需求不佳。欧元区国内需求不好由多方面因素导致，其一，前期国际原油价格大幅上涨导致汽车销售出现明显恶化，9 月欧元区机动车销售额同比下降至 2.1%，远低于 17 年末的 9.3%。其二，欧洲社会局势动荡，英国脱欧、意大利财政预算争端、法国黄背心运动等都导致居民生活受到影响，抑制了消费。

欧元区内部贸易需求下降和欧元有效汇率上升也导致出口受挫。首先，欧元区内部国家之间的贸易在欧元区各国出口中占比很大，所以各国国内需求的疲软也会导致相关国家的出口需求下滑。其次，尽管 18 年以来美元走强带动欧元走弱，但是以实际有效汇率来看，欧元仍然处于升值状态，这也导致欧元区对其他国家出口出现回落，其中欧元区对俄罗斯和中国的出口同比都有较大降幅。

图9 欧元区 PMI 新订单指数和零售销售指数同比 (%)


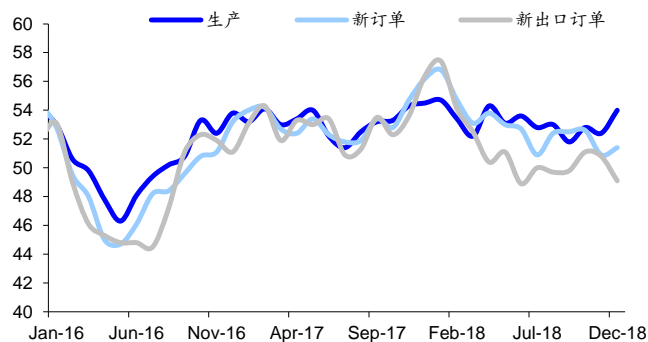
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图10 欧元区总出口、对俄罗斯和中国出口同比 (%)


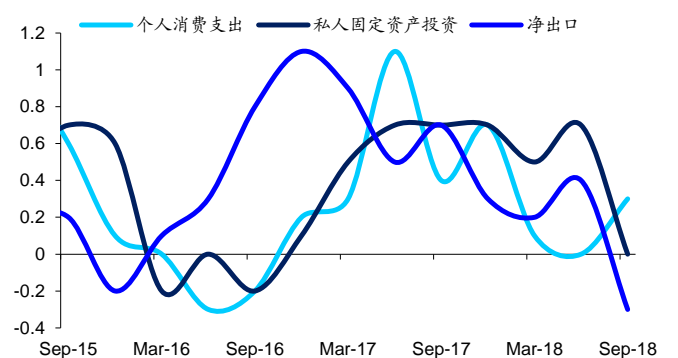
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

日本生产指数稳定,需求指数回落,而出口问题更为严重。2018年日本制造业 PMI 指数一直处于荣枯线以上,全年下滑幅度也未超过 2 个百分点,也就是说尽管日本情况也有所恶化,但是相比于欧元区要好很多。而从 PMI 分项来看,日本生产指数整体比较平稳,反映出工业生产情况不差。而 18 年上半年新订单和新出口订单指数均有下滑,但是出口的问题更为严重,下半年多个月份新出口订单指数都跌至荣枯线以下。

全球经济增速放缓导致日本出口恶化,已经对经济产生拖累。日本的出口回落发生在全球整体需求不佳的大背景下,11月出口同比已经跌至 0.1%,同时三季度净出口对 GDP 同比的拉动率跌至 -0.3%。出口的好转是前两年日本经济回暖重要的拉动力,而出口的恶化不光会影响外需,还会降低日本国内企业的投资需求,拖累内需。

图11 日本 PMI 生产、新订单和新出口订单指数 (%)


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

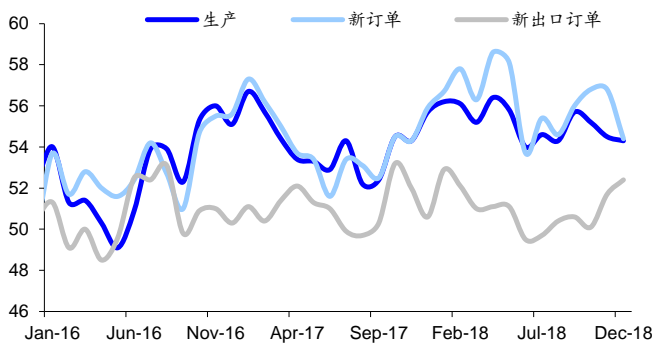
图12 日本消费、投资和净出口对 GDP 同比拉动率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

美国内需强劲,18年经济表现一枝独秀。相比于欧元区的增长困局和日本出口隐患,18年美国的经济表现可谓一枝独秀, GDP 增速持续走高,三季度创下了同比增速 3.0%,为 2015 年以来新高。从 PMI 分项指数来看,18年美国的经济主要依靠内需拉动,新订单指数在 4 月一度上升至 58.8,尽管近期有所回落,但是 12 月也处 54.3 的高位。美国的内需强劲离不开减税措施带来的短期刺激,根据美国税务政策中心 (TPC) 的测算,减税政策会在 2018 财年提升名义 GDP 达 0.8 个百分点。

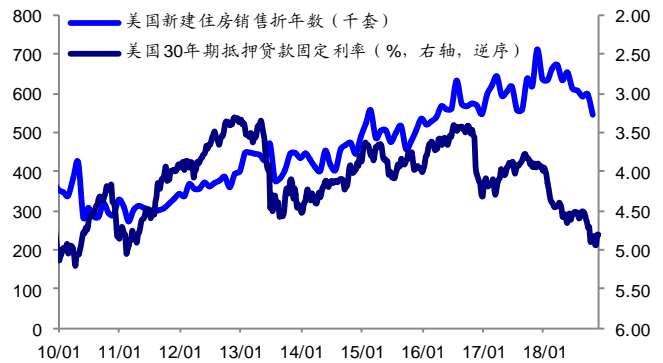
但是需要警惕加息对经济的向下压力。伴随着经济持续繁荣和通胀温和回升,美联储加息节奏明显加快,18年美联储加息 4 次。联邦基准利率的持续上升意味着货币宽松环境不再,最先反映的是房地产领域。18年二季度以来美国新建住房销售数量从年初高点 6.6 万套下降至 10 月的 4.2 万套,住房投资的下降会减弱中上游行业产品的需求,进而拖累企业生产和设备投资。12 月 PMI 指数和 PMI 新订单指数相比于上月分别下降 1.5 和 2.4 个百分点,反映出经济已经有所走弱。

图13 美国 PMI 生产、新订单和新出口订单指数 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图14 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

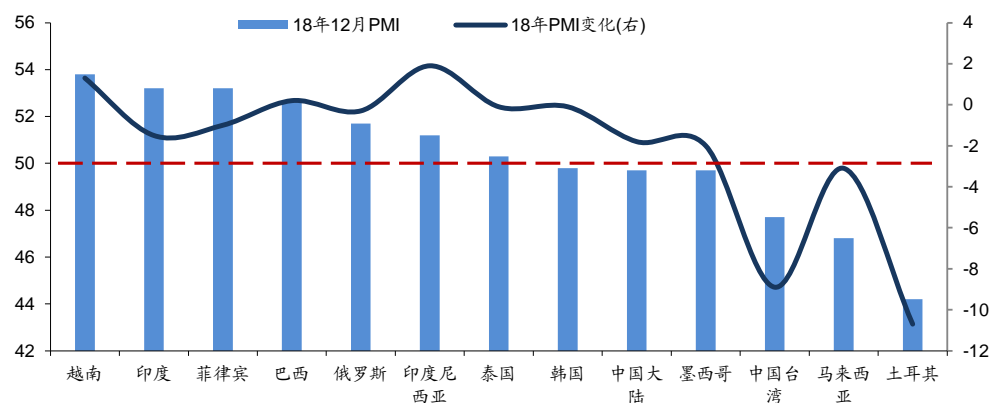
3. 新兴市场: 经济表现较弱, 回落幅度不大

新兴市场国家及地区制造业 PMI 指数相对较低。具体来说, 18 年 12 月土耳其、马来西亚和中国台湾的制造业 PMI 分别为 44.2、46.8 和 47.7, 远低于 50 的荣枯线, 说明这些国家和地区的经济出现了明显问题。同时, 韩国和泰国制造业 PMI 指数一直在荣枯线附近上下徘徊, 而中国大陆和墨西哥也在近两月跌至荣枯线以下。

但是从 18 年 PMI 变化来看, 新兴市场国家及地区的下降幅度较小。18 年除了土耳其、中国台湾和马来西亚 PMI 指数累计下降 10.7、8.9 和 3.1 个百分点以外, 其余国家及地区 PMI 下降幅度均不超过 2 个百分点, 部分国家还略有上升, 这说明大部分新兴市场国家及地区的经济相比之前没有出现明显回落, 部分经济状况还有所好转, 当然这也与 2017 年新兴市场国家及地区经济表现差于发达国家有关。

为什么土耳其、中国台湾和马来西亚 PMI 指数出现明显下滑? 下面我们对这几个国家和地区进行重点分析。

图15 18 年 12 月主要新兴市场国家及地区制造业 PMI 和 18 年全年变化 (%)

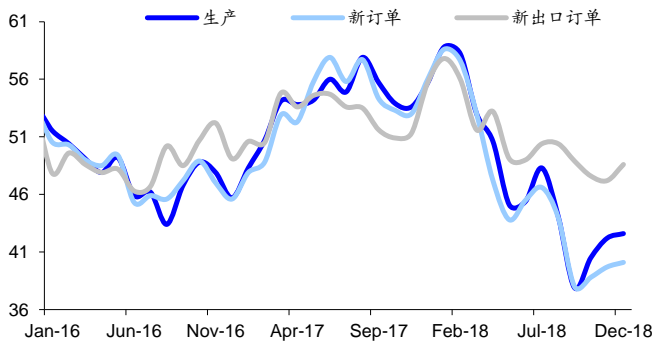


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

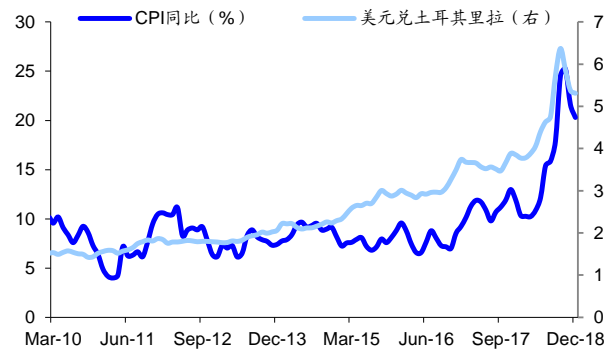
土耳其内需大幅下滑, 拖累经济。从土耳其的 PMI 指数分项来看, 18 年新订单指数和新出口订单指数均出现回落, 全年两者分别下降 15.9 和 7.1 个百分点。新订单指数下降幅度明显大于后者, 反映出土耳其内需疲软是经济恶化的主要原因。受其影响, 生产指数也从 18 年 1 月的 58.8 下降至 12 月的 42.6。

货币大幅贬值推升通胀, 导致土耳其内需恶化。18 年 7 月-8 月, 受到土耳其和美国交恶的影响, 土耳其货币里拉出现大幅贬值, 2 个月间累计贬值幅度超过 40%。本国货币大幅贬值导致土耳其出现输入性通胀, CPI 同比一度飙升至 25%, 目前也仍然维持在 20% 以上。同时, 为了应对本币贬值和高通胀问题, 土耳其还提高了利率。通胀的上

升会抑制消费需求，而利率的上升会抑制投资需求，两者共同作用会导致国内需求出现大幅下降。

图16 土耳其 PMI 生产、新订单和新出口订单指数 (%)


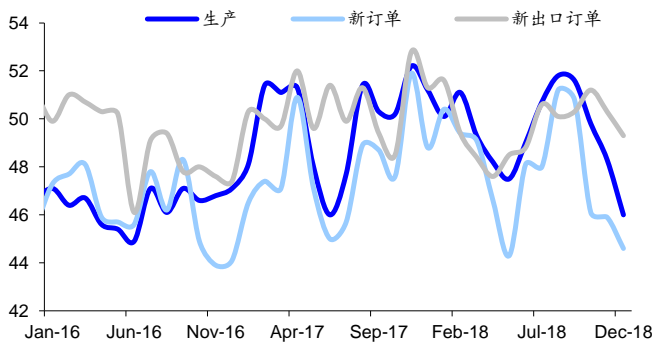
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图17 土耳其 CPI 同比和美元兑里拉汇率


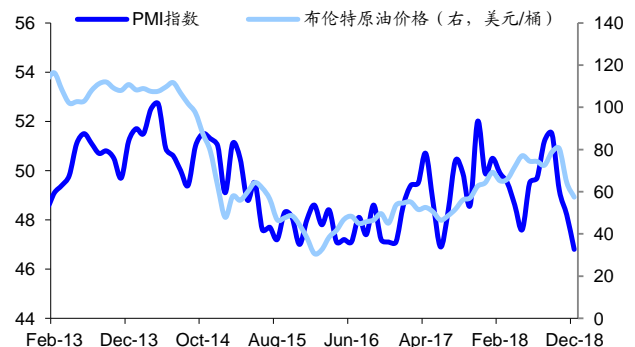
资料来源：Wind，海通证券研究所

与土耳其一样，马来西亚也出现了内需大幅下滑的情况。18年下半年，马来西亚的 PMI 新订单指数出现明显下滑，最近三个月累计下降 6.2 个百分点。需求的快速下降带动工业生产出现明显回落，12 月生产指数已经下降至 46。与新订单指数相比，新出口订单下降幅度较小，主要原因是 18 年以来马来西亚林吉特兑美元汇率贬值不少，在一定程度上刺激出口。

但是马来西亚内需回落主要与国际油价大跌相关。尽管马来西亚也出现过货币贬值，但是并没有发生恶性通胀，利率上浮也不多，马来西亚真正的问题在于油价。马来西亚 PMI 指数大幅下降出现于 18 年 10 月，而国际原油价格大幅下跌也始于 10 月。由于马来西亚是东南亚重要的原油出口国，油价下跌导致马来西亚国内收入下降，拖累消费和投资。

图18 马来西亚 PMI 生产、新订单和新出口订单指数 (%)


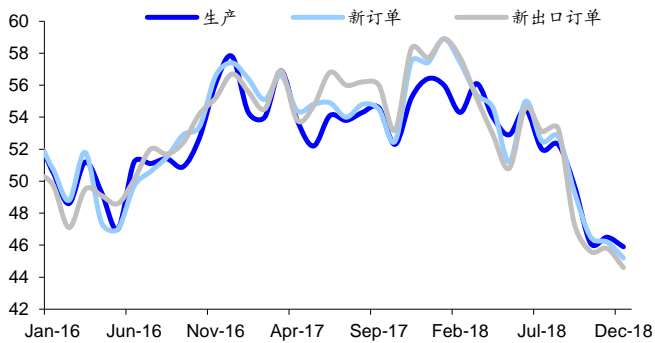
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图19 马来西亚 PMI 指数和国际原油价格 (%)


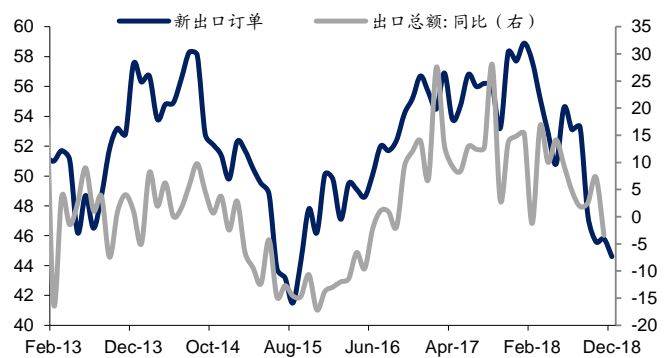
资料来源：CEIC，海通证券研究所

而中国台湾的问题在于内需外需交困。18 年中国台湾的 PMI 新订单指数和新出口订单双双下滑，两者分别累计下降 -12.2 和 -13.1 个百分点，受需求疲软影响，生产指数也下降 10.5 个百分点。中国台湾出口下滑与中国大陆和欧洲经济走弱和贸易冲突升级相关，11 月对中国大陆和欧洲的出口同比分别下降至 -3.4% 和 -4.2%。同时，作为中国台湾的支柱产业，18 年通讯电子行业整体表现不佳，导致台湾地区内部需求也受到较大影响。

土耳其、马来西亚和中国台湾实际上代表了大部分新兴市场国家及地区目前所面临的问题。土耳其的问题是在美元加息周期下，前期过度举债引发本币大幅贬值导致该国通胀和利率攀升，抑制消费和投资。马来西亚的问题是过度依赖原油出口收入，大宗商品价格下跌导致其国内收入下降，抑制需求。而中国台湾的问题是在全球经济特别是发达国家经济增长放缓的情况下，出口的大幅回落导致经济遭受冲击。

图20 中国台湾 PMI 生产、新订单和新出口订单指数 (%)


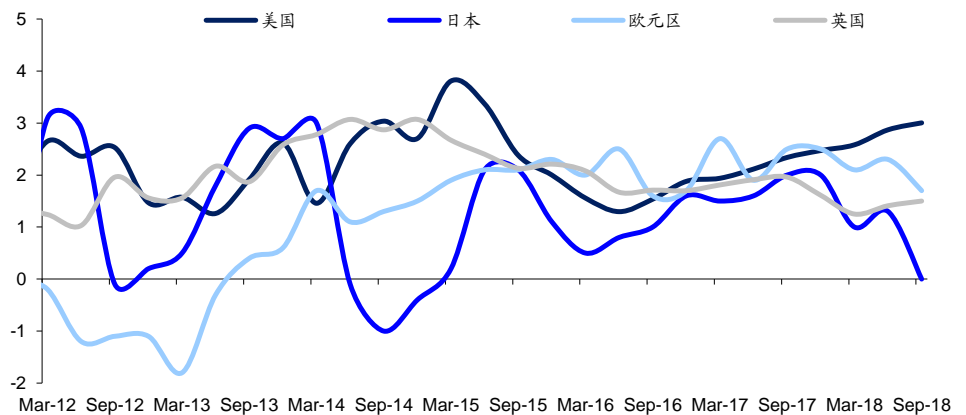
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图21 中国台湾 PMI 新出口订单指数和出口同比 (%)


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

4. 展望: 19 年经济延续弱势

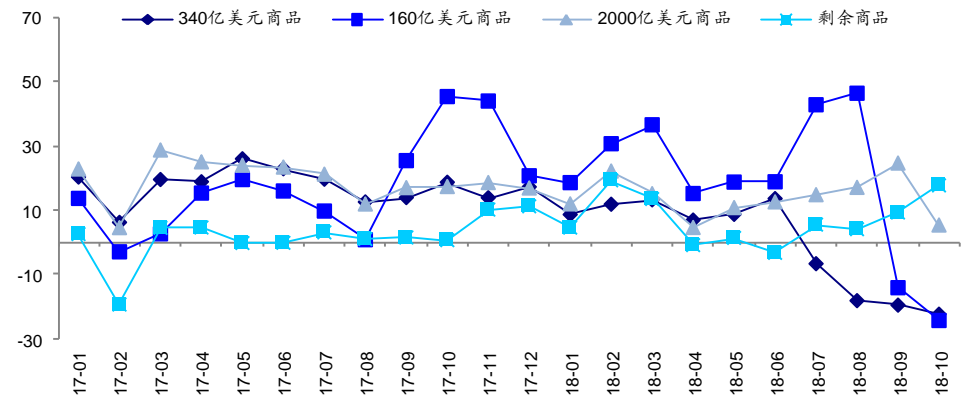
19 年全球经济走弱的故事或还会延续。发达国家作为全球经济的重要引擎, 各国均有各国的忧虑。首先, 19 年美国或难以持续强劲复苏态势, 一方面是因为减税政策效用边际减弱, 另一方面是 18 年美联储 4 次加息对经济的冲击开始显现。其次, 欧洲民粹主义的崛起, 本质上是欧洲的高福利与经济增长放缓之间难以调和的矛盾, 因此欧洲的社会局势动荡并没有减弱, 今年可能还会出现黑天鹅事件, 并且英国脱欧的影响还未完全发酵。最后, 日本经济已经受累于出口下降, 而 19 年 10 月日本计划提高消费税率又将导致其国内消费出现回落。

图22 美国、日本、英国和欧元区 GDP 同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

今年我国外需大概率出现回落, 扩大内需成为稳增长重点。在全球经济走弱的背景下, 我们预计今年我国出口难有较好表现。尽管 18 年美国已经先后对我国 500 亿美元和 2000 亿美元出口商品加征了 25% 和 10% 的关税, 但是在抢出口效应下, 贸易摩擦对我国出口的影响并没有真正显现。未来无论贸易谈判达成与否, 我国贸易顺差都可能面临收窄局面, 外需对经济的拉动将进一步减弱。在此背景下, 扩大内需成为今年稳定经济增长的主要着力点, 而目前扩大内需的重要手段之一就是大规模减税降费。

图23 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

信息披露

分析师声明

姜超 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 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
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 黄克晶(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 张弋(01050949962 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 lyj12399@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 zxj12156@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 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 联系人 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