

## 相关研究

《18年全球经济怎么样？——从PMI视角解读经济》2019.01.07

《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

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

## 经济增长趋缓，信心从哪里来？

### 投资要点：

- **如何反映对经济的信心？**目前主要有三种方式来刻画市场预期以及信心：第一种是基于金融市场的交易数据；第二种是基于调查统计而得到的各种信心指数；第三种是基于互联网大数据的统计。鉴于金融市场交易数据受干扰因素较多、对宏观经济信心的反映也比较间接，而互联网大数据相关产品还有待成熟。因此**信心指数最适合用来反映对宏观经济的信心及预期**。国际上对信心指数通行的统计方法基于问卷调查，再通过赋值等方式对主观态度进行量化，信心指数中目前以**消费者信心指数最为成熟**。通常来说，**信心指数与经济整体或其组成部分之间存在着高度相关性，甚至具备一定程度的领先性**。比如美国密歇根消费者信心指数，其走势就与美国个人消费支出增速高度相关。
- **经济趋缓，为何信心高企？**消费者信心指数与消费增速脱节。从国家统计局发布的消费者信心指数上来看，从16年下半年开始其与消费增速就出现明显脱节，并且与居民消费支出同样难以吻合，而非官方机构发布的数据呈现统一趋势，收入端也发现预期与现实的差距走扩。实际收入偏低的情况下，消费者对经济和收入的信心从何而来？归根结底，**消费者信心的高企还是同房地产有关**。我国房价增速大约领先消费者信心指数三至四个季度。15年三季度房价同比增速降幅开始收窄，此后更是一路升至高位，带动消费者信心指数触底回升。虽然居民整体收入改善程度不高，但是与房产相关的财产性收入大幅增长，这进一步强化了消费者信心，通过加杠杆来补充购房资金，甚至在地产政策收紧后不少采用了短期消费贷款形式。消费者信心并未作用于消费，却体现在了房市！**企业家、银行家、经济学家对经济信心高涨**。除消费者外，官方机构还分别就企业家、银行家和经济学家的调查编制了宏观经济信心指数，它们均反映出16年底至18年初对宏观经济的**信心高涨**。这一时期经济运行的典型特征即是GDP名义与实际增速的分化，企业家信心指数随GDP名义增速带动上行，而背后的推手来自于**去产能导致的工业品价格上升**。PPI增速上升使得企业利润改善，16年至17年工业企业利润增速年均提高10个百分点以上，18年保持高位。在企业利润回暖的情况下，企业家信心的走高自然也在情理之中。
- **重视预期管理，减税提振信心**。为什么需要关注经济主体的信心和预期？一方面，**政策对于宏观经济的影响会因预期而改变**。18年因贸易摩擦而导致的“抢出口”就是个很好的例子，而政策制定和实施过程中一定需要重视对于预期的管理，否则会使得政策效果打折乃至失效。另一方面，更为重要的是，**预期具有自我实现机制**。如果市场主体对于宏观经济的信心减弱，最终会反映到当期经济的显著下行，并且进一步削弱市场主体的信心，形成相互强化的恶性循环。**保持政策连贯一致，减税降费稳定预期**。既然稳定向好的预期对于宏观经济大有帮助，并且信心指数近来均有见顶回落的态势，那么，如何才能够稳住经济主体的预期，使其对我国宏观经济重拾信心呢？我们认为，**最关键的，还是要保持经济政策的连贯性与一致性，对于有利于我国经济长期发展的政策要坚决贯彻**。具体来看，一是要将**减税政策执行到底**，切实地改善居民和企业部门的收入，也能够体现出政府让利于民的诚意，经济主体的信心将会得到较大幅度的提振。二是**提供良好货币环境**。货币政策也应当与减税的积极财政政策相互配合，为信用扩张的修复提供良好的货币环境，随着宽货币向宽信用的传导机制逐渐恢复畅通，企业融资回暖也将缓解其信心的回落。

## 目 录

---

1. 如何反映对经济的信心? .....	5
2. 经济趋缓, 为何信心高企? .....	6
2.1 消费与信心脱节, 根源在于房市! .....	6
2.2 PPI 走高利润改善, 企业预期同样乐观 .....	9
3. 重视预期管理, 减税提振信心 .....	11
3.1 预期管理值得重视, 悲观预期自我实现 .....	11
3.2 保持政策连贯一致, 减税降费稳定预期 .....	11

## 图目录

图 1	美国咨商会消费者信心指数 .....	6
图 2	美国个人消费支出增速与消费者信心指数 .....	6
图 3	欧元区 GDP 实际增速与 Sentix 投资信心指数 .....	6
图 4	国家统计局发布的消费者信心指数与社消零售总额增速 .....	7
图 5	国家统计局发布的消费者信心指数与城镇居民人均消费支出增速 .....	7
图 6	银行卡消费信心指数与社消零售总额增速 .....	8
图 7	尼尔森消费者信心指数与社消零售总额增速 .....	8
图 8	央行发布的城镇储户未来收入信心指数与居民人均可支配收入增速 (%) .....	8
图 9	70 城新建商品住宅价格指数同比增速 (滞后一年) 与消费者信心指数 .....	9
图 10	全国居民人均可支配收入分项增速 (%) .....	9
图 11	消费贷款占居民部门贷款比重 (%) .....	9
图 12	企业家信心指数与 GDP 实际增速 .....	10
图 13	经济学家信心指数与 GDP 实际增速 .....	10
图 14	GDP 名义与实际增速 (%) .....	10
图 15	企业家信心指数与 GDP 名义增速 .....	10
图 16	CPI 与 PPI 当月同比增速 (%) .....	10
图 17	工业企业利润总额同比增速 (%) .....	10
图 18	美国自中国进口的关税清单商品增速 (%) .....	11
图 19	预期的自我实现机制 .....	11
图 20	大型存款类金融机构存款准备金率 (%) .....	12
图 21	财政收入、税收收入和增值税收入同比增速 (%) .....	12

## 表目录

---

表 1 对市场信心衡量的三种主要方法 .....	5
--------------------------	---

18年7月底政治局会议指出，在当前经济运行稳中有变的情况下，保持经济平稳健康发展要做好“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”的“六稳”工作，12月的政治局会议再次强调要进一步做好“六稳”，提振市场信心。而反映就业、金融、外贸、外资和投资情况的失业率、城镇新增就业人数、社会融资规模等一系列指标均已为市场所熟知。然而，怎样判断预期的企稳？怎样刻画市场对于经济的信心？目前尚缺乏相关的讨论，本报告对此进行展开分析。

## 1. 如何反映对经济的信心？

目前主要有三种方式来刻画市场预期以及信心：**第一种是基于金融市场的交易数据**。比如像股票市场交易量、反映波动率的VIX指标等，这一类数据频率较高，且基于客观交易情况，反映的信息比较真实，但其缺点在于交易数据受到的影响较多，很难排除其它因素的干扰。

**第二种是基于调查统计而得到的各种信心指数**。比如密歇根消费者信心指数、Sentix投资者信心指数等，这类指数对预期的测度更为直观，特别适合反映对宏观经济的信心，不足之处是结果或多或少会受到样本选择的影响。

**第三种是基于互联网大数据的统计**。比如利用文本挖掘和情感分析算法处理Facebook、Twitter等社交网站数据信息，或根据人们在如Google等网站上的搜索偏好来得到反映预期的指标。这一统计方式较为新颖，有着广阔的发展前景，但目前尚处于起步阶段，相关产品有待进一步成熟。

鉴于金融市场交易数据受干扰因素较多、对宏观经济信心的反映也比较间接，而互联网大数据相关产品还有待成熟。因此，**综合来看，信心指数最适合用来反映对宏观经济的信心及预期。**

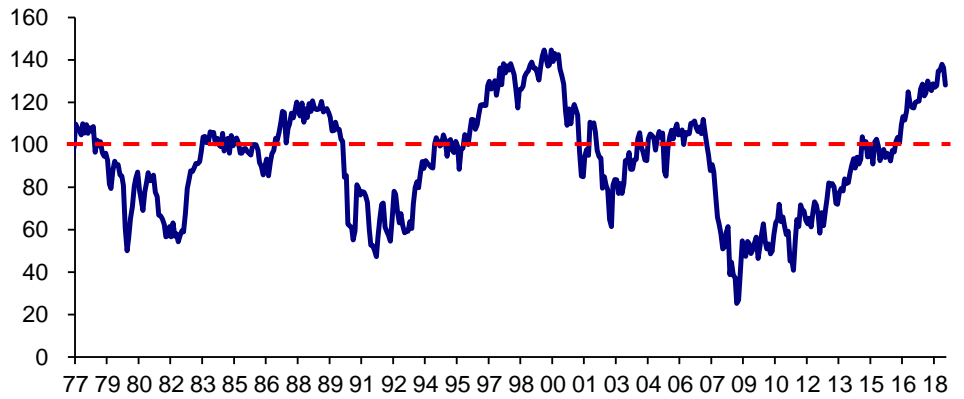
表 1 对市场信心衡量的三种主要方法

衡量方法	典型代表	可能的优势和不足
基于金融市场的交易数据	交易量、VIX、AMSI	频率较高，但干扰因素较多
基于调查的信心指数	密歇根消费者信心指数、美国咨商会消费者信心指数	适合反映对经济预期，但问卷调查的统计方式易受样本影响
基于互联网大数据的统计	Facebook, Twitter	方式相对新颖，发展刚刚起步

资料来源：海通证券研究所整理

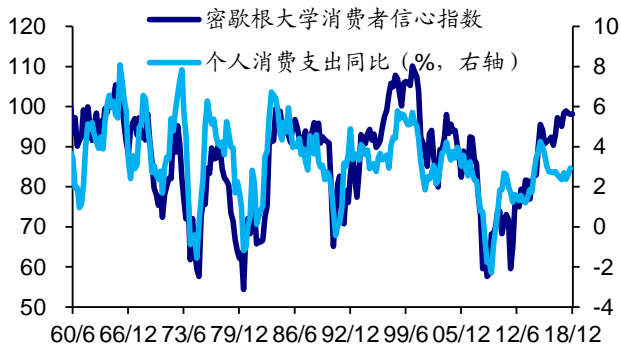
**信心指数编制基于问卷调查，量化主观态度**。国际上对信心指数通行的统计方法基于问卷调查，针对每个具体问题，让被调查者在积极、中性和消极态度中选择其一，再通过赋值以及加权平均的方式对主观态度进行量化，一般会确立基准值作为中性态度的度量，高于或低于基准值则被认定为信心充分或者信心不足。

信心指数中以消费者信心指数最为成熟，这一类指数通过对消费者的调查以反映其对宏观经济的乐观程度。如1967年开始公布的美国咨商会（the Conference Board）消费者信心指数，就被美联储作为调控利率水平时的参考指标，该指数编制即基于每月对5000户美国家庭的调查统计，取值范围在0-200之间，以100为中值水平，表明此时消费者信心为中立态度，高于100反映消费者情绪乐观，对前景有充分信心，反之则意味着信心不足。如从77年以来的指数表现上来看，目前美国消费者信心处于历史高位，然而回落态势已现。

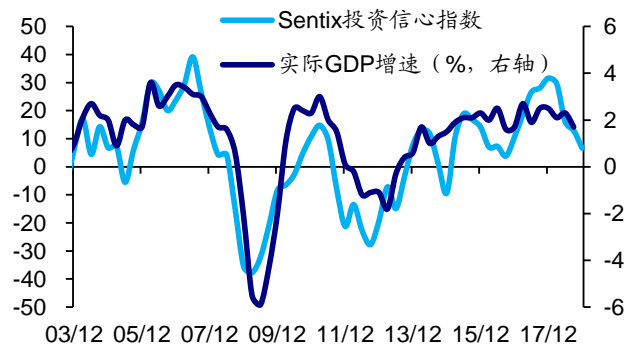
**图1 美国咨商会消费者信心指数**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

通常来说，信心指数与经济整体或其组成部分之间存在着高度相关性，甚至具备一定程度的领先性。比如美国另一个比较著名的消费者信心指数——密歇根消费者信心指数，其走势就与美国个人消费支出增速高度相关，而欧元区 Sentix 投资信心指数也与其 GDP 实际增速变化趋势基本一致。当然，信心指数和实际经济运行情况可能存在短期背离，特别是在经济处于转折期时，由于不确定性的加大，信心指数和实际经济运行情况的差距短期可能扩大，但持续时间不会太久。

**图2 美国个人消费支出增速与消费者信心指数**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**图3 欧元区 GDP 实际增速与 Sentix 投资信心指数**


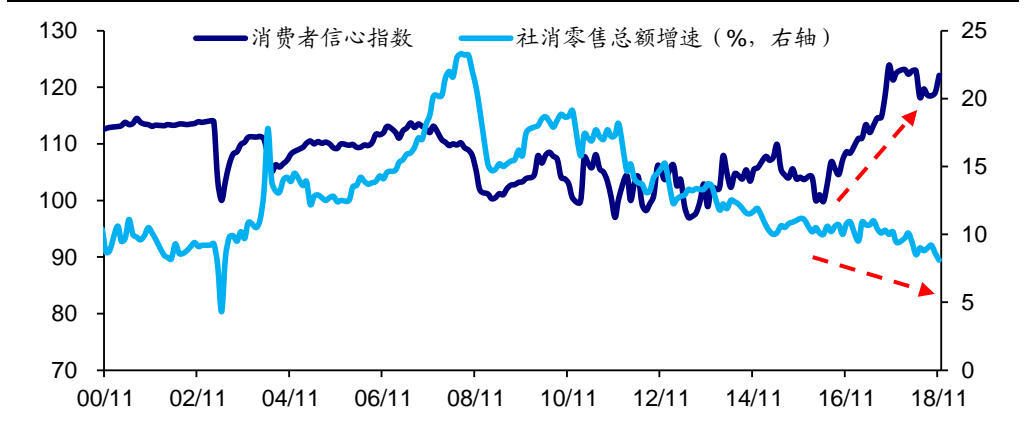
资料来源：WIND，海通证券研究所

## 2. 经济趋缓，为何信心高企？

既然从国际经验上来看，信心指数能够相对准确地反映市场主体对于宏观经济的预期，那么，对于我国而言，有哪些长期发布且有较高影响力的信心指数？它们与现实经济运行的关系又如何呢？

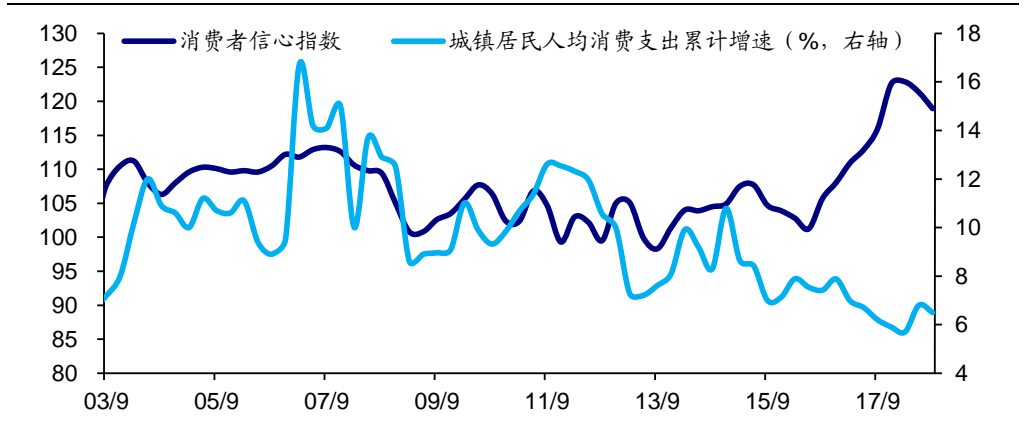
### 2.1 消费与信心脱节，根源在于房市！

**消费者信心指数与消费增速脱节。**国际上已相对成熟的消费者信心指数在我国同样存在。然而，从国家统计局发布的消费者信心指数上来看，其在 15 年以来走势就与社会消费品零售总额增速存在着一定程度的背离，而从 16 年下半年开始，消费者信心指数与消费增速更是明显脱节，比如 18 年消费增速屡创新低，11 月社消零售总额增速也降至 8% 左右，而消费者信心指数却在 18 年维持在 120 左右的高位。

**图4 国家统计局发布的消费者信心指数与社消零售总额增速**


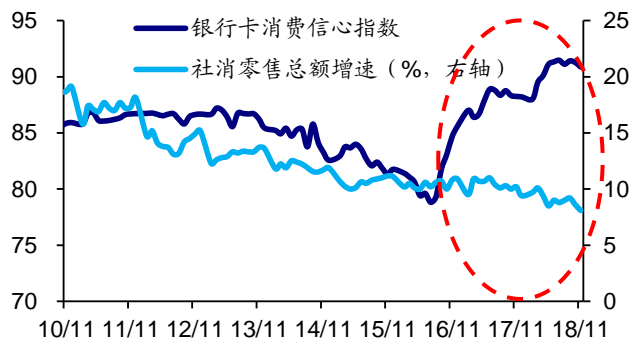
资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为当月同比增速

**消费者信心指数与居民消费支出同样难以吻合。**即便是考虑到包含服务消费在内的居民消费支出口径，16年末17年初以来，国家统计局发布的消费者信心指数同样与其走势难以吻合。消费者信心指数自16年2季度达到接近101的低点之后便一路上行，18年全年更是维持在历史高位水平，但城镇居民消费性支出的累计增速却从16年2季度的超过7.5%降至17年的不足6%，18年虽略有好转，但三季度累计增速也仅6.5%。

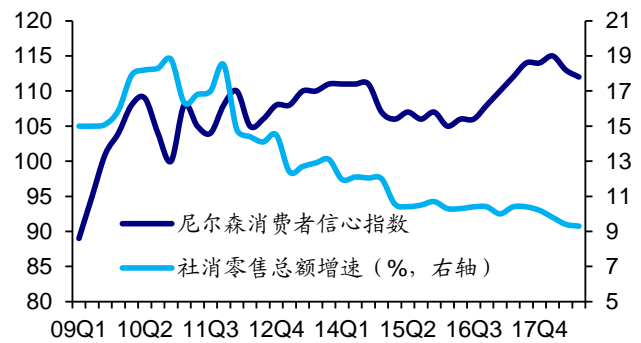
**图5 国家统计局发布的消费者信心指数与城镇居民人均消费支出增速**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**非官方机构指数并不具备优势。**而非官方机构发布的消费者信心指数，其走势与国家统计局的消费者信心指数基本一致，在与消费支出的吻合度上并不具备优势。如尼尔森公司（Nielsen）按季度发布的消费者信心指数、以及中国银联基于银行卡消费数据构建的银行卡消费信心指数，均在16年后半年开始大幅上升，并在17-18年达到并维持历史高位。不同来源的消费者信心指数均呈现出同样的变化趋势，也说明消费者信心指数与消费增速走势的差异并不来自于调查样本。

**图6 银行卡消费信心指数与社消零售总额增速**


资料来源：WIND，海通证券研究所，社消零售增速为当月同比

**图7 尼尔森消费者信心指数与社消零售总额增速**


资料来源：尼尔森，海通证券研究所，社消零售增速为累计同比

**城镇储户对收入同样信心十足。**在收入端，预期与现实的差距也在走扩。中国人民银行基于城镇储户调查而编制的未来收入信心指数显示，自16年四季度收入信心指数强劲回升，达到50%以上，其后一直维持在均值近54%的高位，最低时也未降低至52.5%以下。而城镇居民人均可支配收入增速近年来虽有起落，但17年增速最高时也仅8.3%，较14年之前9%以上的增速不可同日而语，较15年底也仅是微幅上升0.1个百分点，增速基本平稳，增长态势不强。

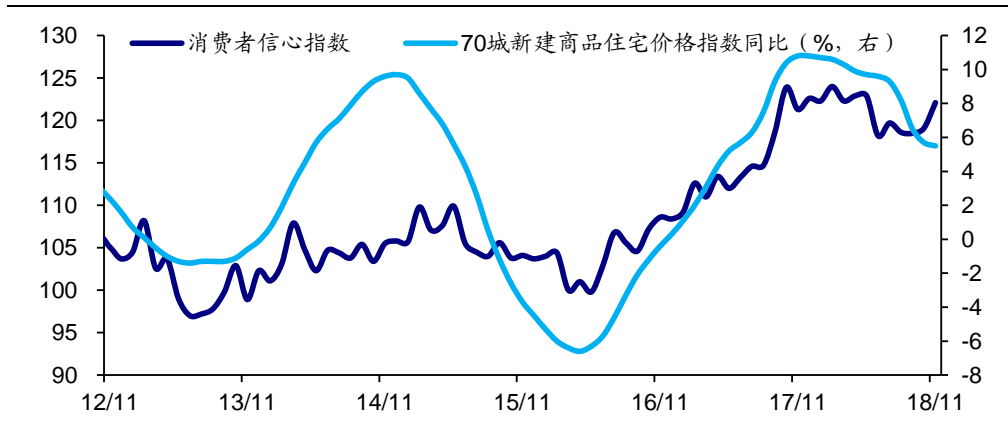
**图8 央行发布的城镇储户未来收入信心指数与居民人均可支配收入增速（%）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

既然居民收入近年来并无大幅变化，16年一季度至18年三季度城镇居民人均可支配收入累计同比增速均值尚不足8%，实际收入偏低的情况下，消费者对经济和收入的信心又是从何而来呢？

**消费者信心来自房价高增。**归根结底，消费者信心的高企还是同房地产有关。我们发现，我国的房价增速大约领先消费者信心指数三至四个季度。15年三季度70城房价同比增速降幅开始收窄，此后更是一路升至高位，而这也带动消费者信心指数在16年三季度左右开始触底回升，直至17年四季度达到本轮周期的顶点并维持高位。

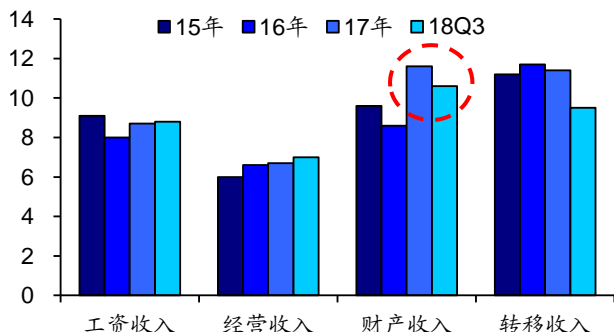


**图9 70城新建商品住宅价格指数同比增速（滞后一年）与消费者信心指数**


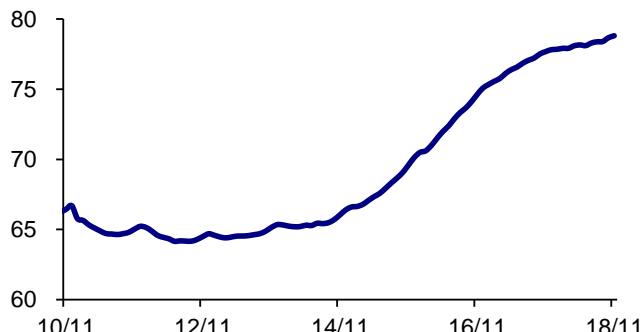
资料来源：WIND，海通证券研究所，70城房价同比增速数据为滞后一年值。

**财产性收入明显改善。**虽然整体来看居民收入改善程度不高，但是与房产相关的财产性收入有着较大幅度的增长，平均来看 17-18 年全国居民人均可支配收入增速较 16 年水平基本持平，但财产性收入增速大幅提升 2.5 个百分点，而工资性收入、经营性收入增速提升幅度均小于 1 个百分点，转移性收入增速甚至有所下降。

**消费者信心强化，收入不够贷款来凑。**财产性收入增速的提升进一步强化了消费者信心，在收入增长低于房价增速、消费者信心高企的情况下，居民通过加杠杆来补充购房资金，甚至在地产政策收紧后不少采用了短期消费贷款的形式。我们观察到居民部门消费贷款规模在持续攀升，15 年底的时候消费贷占居民部门贷款 70% 左右，而 18 年底已接近 80%，短期消费贷余额增速也从 17 年初的 20% 攀升至年末的 38%，并在 18 年维持在 30% 左右的高位。因此，**消费者信心并未作用于消费，却体现在了房市！**

**图10 全国居民人均可支配收入分项增速（%）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**图11 消费贷款占居民部门贷款比重（%）**


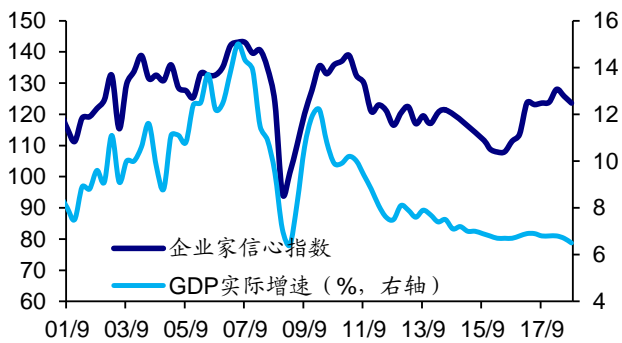
资料来源：WIND，海通证券研究所

## 2.2 PPI 走高利润改善，企业预期同样乐观

除了基于消费者调查所构建的信心指数之外，各机构针对其它类型群体调查所得到的与宏观经济相关的信心指数，其预期也普遍乐观。

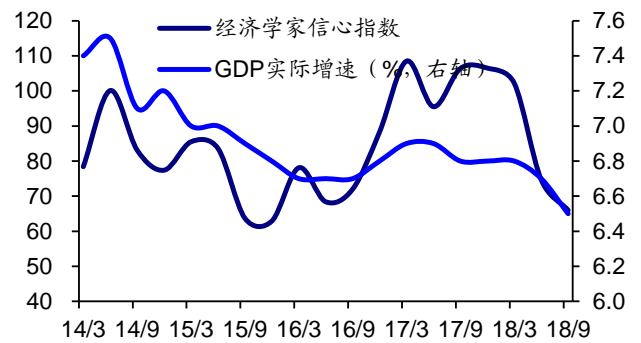
**企业家、银行家、经济学家对经济信心高涨。**国家统计局分别就企业家和经济学家进行调查编制了宏观经济信心指数，01 年开始就已公布的企业家信心指数长期以来与 GDP 实际增速的走势基本一致，在 14-15 年停止对外公开发布之后，16 年又重新对外发布，而虽然仍与经济增速相关，但波动性较之前明显加大，**信心指数高企却对应着实际经济增速走势的稳中趋缓。**自 08 年开始披露的经济学家信心指数也反映出 16 年底至 18 年初经济学家对于宏观经济的信心同样高涨，只不过 18 年以来，经济学家信心指数跟随经济增速很快回落，三季度已降至低位水平，或意味着经济学家对于经济的预期更具理性。此外，央行调查所得到的银行家和企业家信心指数自 16 年末以来也呈现出类似的信心强劲的情况。

图12 企业家信心指数与 GDP 实际增速



资料来源：WIND，东方财富网，海通证券研究所

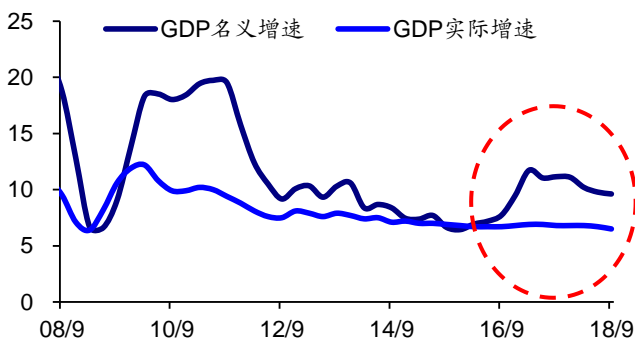
图13 经济学家信心指数与 GDP 实际增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

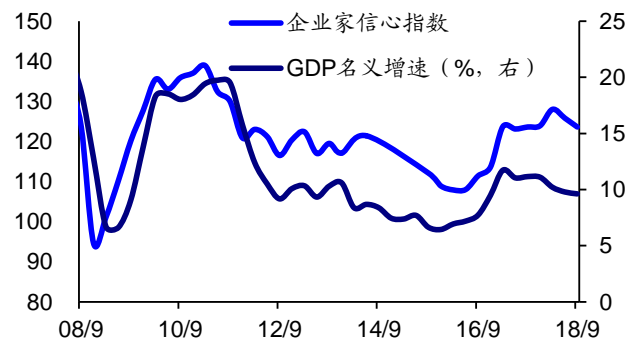
**GDP 名义与实际增速分化，企业家信心随名义增速走高。**16 年下半年以来，经济增长的一个显著变化即为 GDP 名义增速与实际增速的分化。15-16 年初 GDP 名义增速与实际增速之间的差距均不足 1 个百分点，而恰恰是从 16 年三季度至四季度开始，GDP 名义增速与实际增速开始出现明显分化，17 年差距甚至拉大至超过 4 个百分点。而从企业家信心指数来看，其与 GDP 名义增速的走势更趋一致，在名义增速冲高的带动下，企业家信心也随之攀上高位。

图14 GDP 名义与实际增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

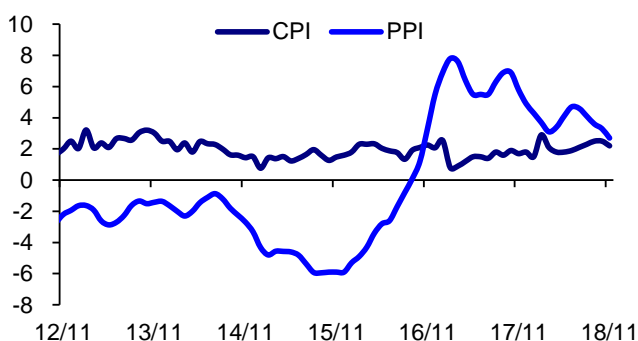
图15 企业家信心指数与 GDP 名义增速



资料来源：WIND，海通证券研究所

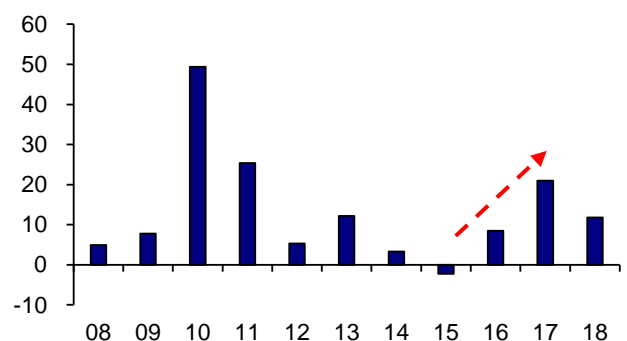
**去产能推高工业品价格，利润改善提振企业家信心。**GDP 名义和实际增速在这一时期分化的原因何在？去产能导致的工业品价格上升是主要推手。PPI 当月同比增速自 16 年 9 月由负转正以来一路上升，17 年至 18 年 10 月均维持在 3% 以上的水平，而 CPI 增速在同期多数时间处于 2% 以下。PPI 增速的上升带来了企业利润的改善，16 年全年工业企业利润增速由 15 年的 -2.3% 大幅上升至 8.5%，17 年又进一步上行至 21%，年均提高 10 个百分点以上，18 年以来虽有回落，但 11 月累计同比增速仍在 11.8% 的高位。在企业利润回暖的情况下，企业家信心的走高自然也在情理之中。

图16 CPI 与 PPI 当月同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图17 工业企业利润总额同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

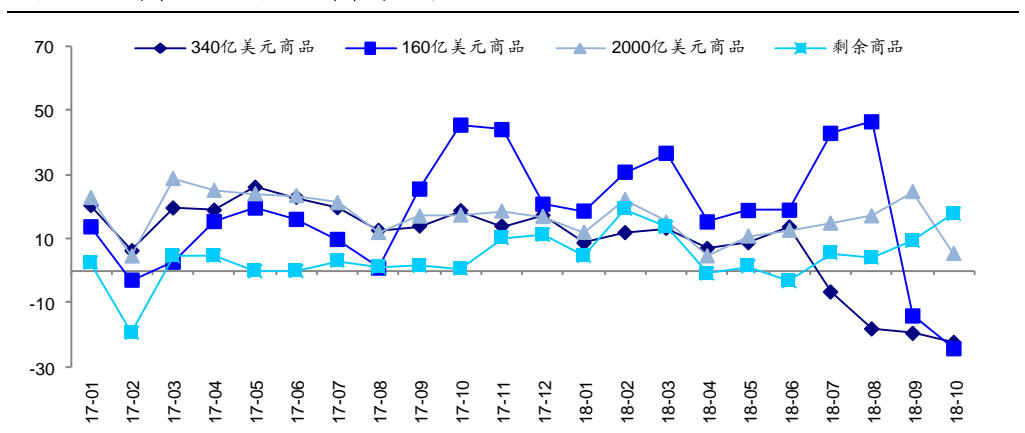
### 3. 重视预期管理，减税提振信心

#### 3.1 预期管理值得重视，悲观预期自我实现

为什么需要关注经济主体的信心和预期？

一方面，政策对于宏观经济的影响会因预期而改变。18年以来最典型的例子，莫过于中美贸易摩擦所引发的关税加码预期对出口增速的干扰，加征关税商品在18年内出口增速并未一路下滑，反而在政策落地前短期冲高，其主要原因即在于加征关税预期使得经营者“抢出口”，期望部分规避后期税率上升所造成的收入损失，而此时短期出口增速的回升并不意味着经济具备较强韧性，反而是以透支后期的出口潜力作为代价。因此，政策制定和实施过程中一定需要重视对于预期的管理，否则会使得政策效果打折乃至失效。

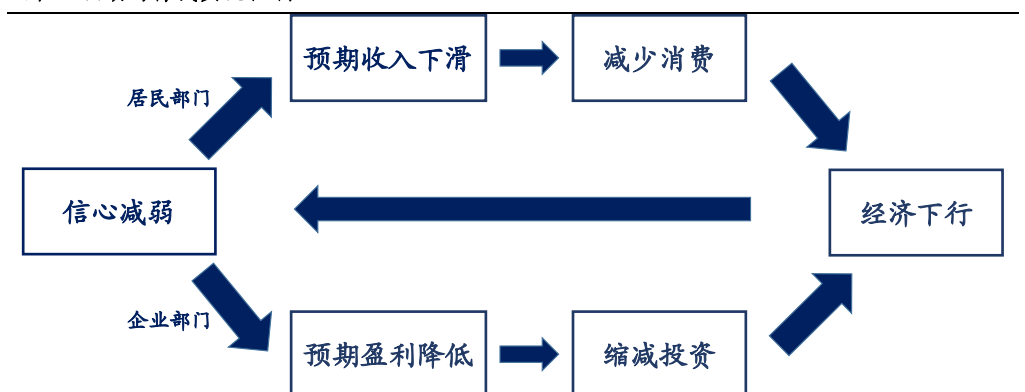
图18 美国自中国进口的关税清单商品增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

另一方面，更为重要的是，预期具有自我实现机制。如果市场主体对于宏观经济的信心减弱，那么，对于居民部门而言，他们预期自己未来的收入会有显著下滑，从而在当期就减少消费增加储蓄，以期为未来收入的下滑做好准备；对于企业部门而言，经营者会预期未来的企业盈利明显降低，从而缩减当期投资、增加资金储备加以应对。而消费和投资的回落使得经济在当期就会显著下行，并且进一步削弱市场主体的信心，形成相互强化的恶性循环。

图19 预期的自我实现机制



资料来源：海通证券研究所整理

#### 3.2 保持政策连贯一致，减税降费稳定预期

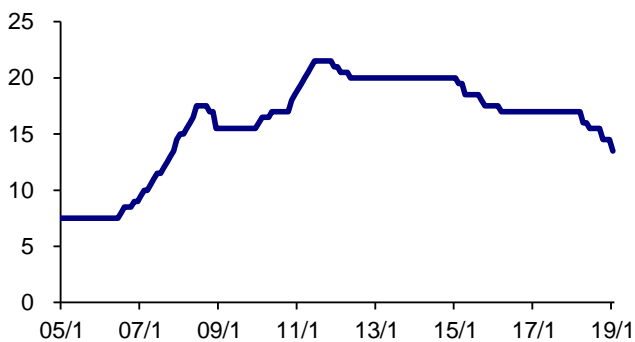
既然稳定向好的预期对于宏观经济大有帮助，并且我们观察到不论是消费者信心指

数还是企业家信心指数近来均有见顶回落的态势，那么，如何才能够稳住经济主体的预期，使其对我国宏观经济重拾信心呢？我们认为，**最关键的，还是要保持经济政策的连贯性与一致性，对于有利于我国经济长期发展的政策要坚决贯彻。**

**减税政策执行到底。**18年以来的积极财政政策以减税降费作为重要抓手，政策表态上也屡次强调减税政策的重要性以及进一步加大减税力度的决心。而我们认为，减税是未来20年中国经济走向繁荣的基石，将减税政策执行到底不仅能够切实地改善居民和企业部门的收入，也体现出政府让利于民的诚意，经济主体的信心将会得到较大幅度的提振。

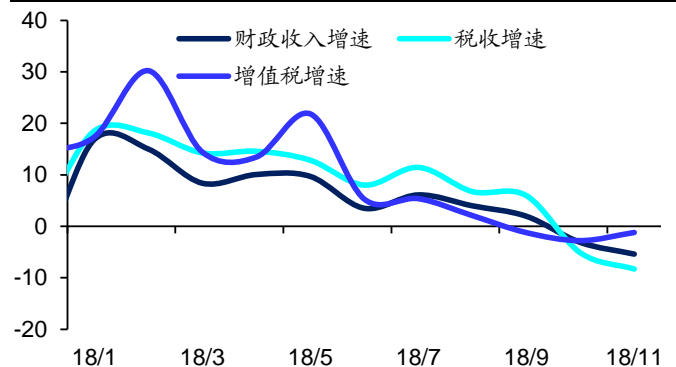
**提供良好货币环境。**在去杠杆使得影子银行体系收缩、经济下行压力明显加大的情况下，货币政策也应当与减税的积极财政政策相互配合，央行可以通过释放基础货币的形式保持流动性合理充裕，为信用扩张的修复提供良好的货币环境，18年以来央行多次降准、增加再贷款再贴现额度等举措，货币宽松的确在不断加码，而随着宽货币向宽信用的传导机制逐渐恢复畅通，企业融资回暖也将缓解其信心的回落。

图20 大型存款类金融机构存款准备金率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图21 财政收入、税收收入和增值税收入同比增速 (%)



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 tj11545@htsec.com  
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

**中小市值团队**

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
 钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com  
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
 潘莹练(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  
 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 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 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 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 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> 衣楦永(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