

相关研究

《央行转鸽，宽松重来？》2019.02.20
《19年地方两会：调降增速，积蓄动能》
2019.02.19
《返乡的农民工，还回城么？——人口与
就业系列之二》2019.02.19

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

需求依旧低迷，贷款利率下行

投资要点:

- **宏观专题：未来十年中国经济增长中枢在哪？**
- **高速增长面临终结。**二战以来，全球仅有个别经济体在经历高速增长、步入中等收入行列后，实现经济增速换挡、跻身高收入行列。西德、日本、韩国、中国台湾是典型代表，分别在60年代中期、70年代初期、90年代完成增速换挡。
- **日韩增速缘何换挡？**根本原来来自供给约束，包括人口总量增速放缓、人口红利接近尾声、城市化进程减速、工资水平快速推升、土地能源价格大幅上涨、技术模仿陷入瓶颈等多个方面，这与当前中国经济面临的情况颇为相似。
- **产业结构腾笼换鸟！**日韩在增速换挡期间，工业占比均见顶下滑，日本制造业重心从钢铁、化工转向机械、汽车，韩国则从轻工业转向电子。日韩居民也都经历了从实物消费到服务消费的升级。这与当前中国经济结构转型殊途同归。
- **中国经济中枢在哪？**考虑到当前中国的供给约束、经济指标、产业结构均与70年代日本、90年代韩国相似，增速换挡已经来临。淡化GDP、宽财政稳货币、产业结构顺势调整的政策取向，决定了中国经济大概率软着陆。借鉴日韩高速、中速增长长期增长中枢变化，我们判断未来十年中国经济增长中枢或在5%左右。
- **一周扫描（2019年2月18日至2月24日）：**
- **海外：美联储公布1月会议纪要，欧元区PMI跌破荣枯线。**上周三美联储公布1月会议纪要，考虑到通胀疲软、贸易问题等风险，货币政策行动应有耐心。上周四公布的美国18年12月耐用品订单初值环比增长1.2%，不及预期的1.7%。上周四欧央行1月会议纪要显示，鉴于经济数据持续疲软，央行官员表达了对经济放缓的担忧。上周四，欧元区公布2月制造业PMI初值49.2，为13年6月以来首次跌破荣枯线。
- **经济：需求依旧低迷。**2月上中旬地产销量跌幅仍达19%，印证地产需求疲弱。2月前两周乘用车批发和零售增速分别是-58%和-57%，受春节错位因素影响，后续降幅有望缩窄，但全月销售仍不乐观，需求依旧低迷。上周高炉开工率略回升至65.8%，虽高于去年同期，但仍处于历年同期低位，节后复工整体偏弱。2月前22天发电耗煤增速跌幅扩大至16.9%，1月和2月上中旬发电耗煤合计同比增速-15.5%，较去年11、12月跌幅仍扩大，年初工业生产依然偏弱。
- **物价：通胀压力仍弱。**节后食品价格小幅回落，上周猪价、禽价、蛋价、水产品价格下跌，菜价小幅上涨，预测2月CPI食品价格环比上涨1.9%，2月CPI同比涨幅下降至1.1%。19年2月以来油价大幅回升，煤价钢价小幅回升，预测2月PPI环比上涨0.4%，2月PPI同比涨幅或小幅回升至0.5%。19年2月春节食品价格涨幅远低于预期，再加上春节错位效应，或使得2月CPI出现明显下降。而2月生产资料价格虽然环比有所回升，但从同比涨幅或仍在0左右，整体看目前的通胀压力依然十分有限。
- **流动性：贷款利率下行。**上周货币利率小幅回升，其中DR007上行至2.33%，DR001上行至2.01%。上周央行逆回购投放600亿，国库现金到期回笼1000亿，央行净回笼400亿。在岸人民币汇率升至6.72，离岸人民币升至6.71。央行18年4季度货币政策报告认为经济运行稳中有变、变中有忧，未来稳健的货币政策保持松紧适度，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。我们认为，未来政策仍以降准和公开市场操作为主要工具，并推进从数量型调控为主向价格型调控转变。
- **政策：深化金融供给侧改革。**中央政治局召开会议宣布今年经济社会发展目标任务，要统筹实施好宏观政策、结构性政策、社会政策，落实积极的财政政策、稳健的货币政策和就业优先政策。中共中央政治局第十三次集体学习表示，要深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力。中共中央、国务院印发了《中国教育现代化2035》提出，以农村为重点提升学前教育普及水平，提升高中阶段教育普及水平。

目 录

1. 宏观专题：未来十年中国经济增长中枢在哪？	6
1.1 高速增长面临终结	6
1.2 日韩增速缘何换挡？	7
1.3 产业结构腾笼换鸟	9
1.4 中国经济中枢在哪？	12
2. 海外：美联储公布 1 月会议纪要，欧元区 PMI 跌破荣枯线	13
2.1 美联储公布 1 月会议纪要	13
2.2 欧元区 2 月制造业 PMI 跌破荣枯线	13
3. 国内经济：需求依旧低迷	13
3.1 需求依旧低迷	13
3.2 工业生产偏弱	14
4. 物价：通胀压力仍弱	14
4.1 食品价格回落	14
4.2 预测 2 月 CPI 下降	15
4.3 预测 2 月 PPI 回升	15
4.4 通缩压力仍弱	15
5. 流动性：贷款利率下行	16
5.1 货币利率回升	16
5.2 央行小幅回笼	16
5.3 汇率小幅升值	17
5.4 贷款利率下行	17
6. 政策：深化金融供给侧改革	18
7. 日历：聚焦 2 月末数据	18

图目录

图 1	德国实际 GDP 增速及 OECD 领先指标.....	6
图 2	日本实际 GDP 增速及 OECD 领先指标.....	6
图 3	韩国实际 GDP 增速及 OECD 领先指标.....	6
图 4	中国台湾实际 GDP 增速 (%)	6
图 5	1956-1990 年间每五年日本人口平均增长率 (%)	7
图 6	1971-2010 年间每五年韩国人口平均增长率 (%)	7
图 7	1950-2015 年间日本人口抚养比 (%)	7
图 8	1950-2015 年间韩国人口抚养比 (%)	7
图 9	1960-2000 年间日本城市化率水平 (%)	8
图 10	1960-2016 年间韩国城市化率水平 (%)	8
图 11	1960-1990 年间日本工资指数及同比增速.....	8
图 12	1970-2010 年间韩国制造业工资指数及同比增速	8
图 13	1955-1985 年间日本城市工业用地价格指数.....	8
图 14	1975-2010 年间韩国全国土地价格每年增长率 (%)	8
图 15	1950-1980 年间日本引进国外甲类和乙类技术项目数 (个)	9
图 16	中日韩三国人均 GDP 与工业增加值占比关系	9
图 17	中日韩三国人均 GDP 与服务业增加值占比	9
图 18	1956-1985 年间日本制造业各部分年均增速 (%)	10
图 19	日本部分制造业行业增加值占比 (%)	10
图 20	1960-2010 年间原油价格 (美元/桶)	10
图 21	日本通用机械、电气机械和精密仪器出口额占比 (%)	10
图 22	2018 年全球半导体厂商销售额占比 (%)	11
图 23	中日韩三国人均 GDP 与资本形成额占比.....	11
图 24	中日韩三国人均 GDP 与最终消费占比	11
图 25	日本 1970-1990 年间各类消费支出占比 (%)	12
图 26	1970 年以来韩国的消费升级趋势 (%)	12
图 27	历年 GDP 目标增速和实际增速 (%)	12
图 28	多家机构对中国经济增速的预测 (%)	12
图 29	38 城市旬度日均新房销量同比增速 (%)	14
图 30	乘联会乘用车批发零售销量增速 (%)	14

图 31	全国高炉开工率及同比增速 (%)	14
图 32	六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)	14
图 33	前海农产品批发价格指数: 蔬菜	15
图 34	猪肉批发价格 (元/公斤)	15
图 35	商务部食品价格环比及食品 CPI 环比预测 (%)	15
图 36	CPI 同比及成分同比走势预测 (%)	15
图 37	环渤海动力煤价格 (元/吨)	15
图 38	PPI 同比及环比 (%)	15
图 39	农产品批发价格 200 指数	16
图 40	CPI、PPI 同比走势及预测 (%)	16
图 41	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)	16
图 42	R001 和 R007 (%)	16
图 43	央行公开市场操作 (亿元)	17
图 44	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	17
图 45	美元指数	17
图 46	央行公开市场净投放规模 (亿元)	18
图 47	金融机构贷款利率 (%)	18

表目录

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期	18
----------------------------------	----

1. 宏观专题：未来十年中国经济增长中枢在哪？

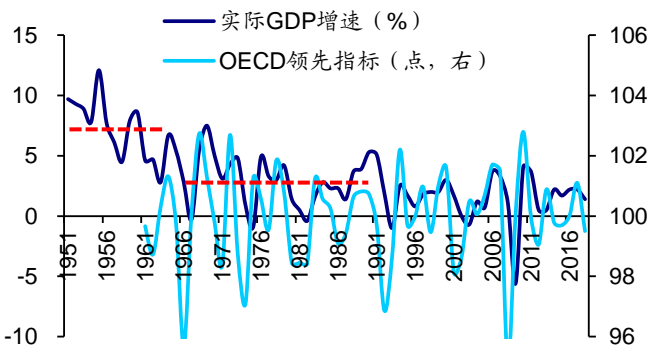
1.1 高速增长面临终结

高速增长必然终结。二战以来，全球共有 101 个经济体经过一段时期的快速增长，步入中等收入经济体行列，但此后普遍遭遇瓶颈、增速放缓，仅有少部分经济体成功实现经济增速换挡，跻身高收入经济体，其中尤以西德、日本、韩国、中国台湾为代表。

西德：60 年代中期。51-65 年期间，西德实现了年均 7.12% 的高速增长。66 年，西德人均 GDP（以 1990 年不变价国际元计算，下同）达 9388 国际元，为同期美国的 66.4%。在 66-72 年间，经过 7 年年均 4% 的增长后，步入前沿国家的低速增长区间。

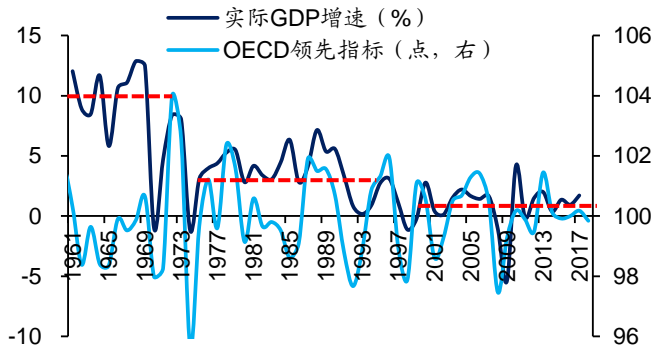
日本：70 年代初期。上世纪 50 到 70 年代，日本经历了近 20 年的高速增长期，61-73 年，GDP 平均增长率为 8.78%。截至 73 年，日本人均 GDP 达到 11434 国际元，为同期美国的 68.5%。此后，日本经济增长中枢明显下移，74-91 年，日本 GDP 平均增速仅为 4.09%，不到高速增长期的一半，92-17 年 GDP 平均增速更是降至 0.95%。

图1 德国实际 GDP 增速及 OECD 领先指标



资料来源：WIND，OECD，海通证券研究所

图2 日本实际 GDP 增速及 OECD 领先指标

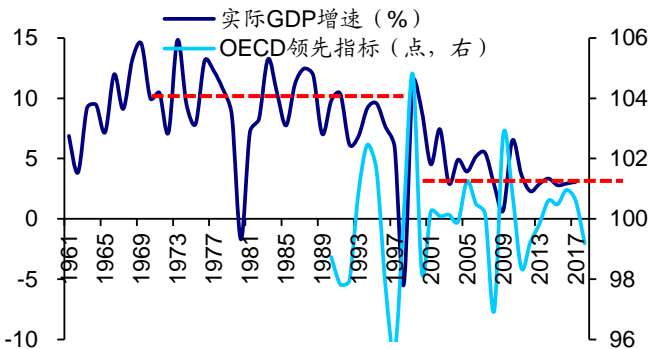


资料来源：WIND，OECD，海通证券研究所

韩国：90 年代。自 60 年代起到 90 年代，韩国经济以平均每年 9.4% 的 GDP 增速高速追赶，截至 96 年，韩国人均 GDP 已达到 13211 国际元，为同期美国的 52.1%。而在此后的 97-10 年间，韩国年均 GDP 增速下滑到 4.7%，进入中速增长阶段。

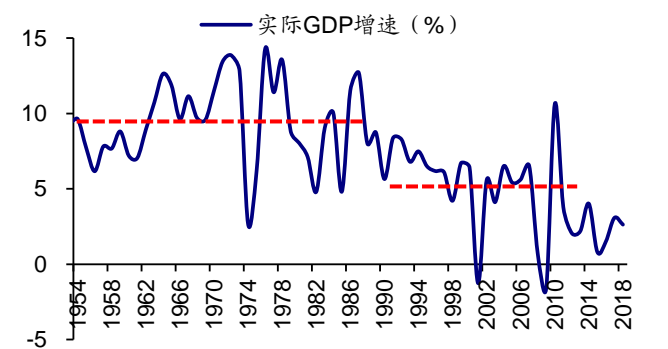
中国台湾：90 年代。中国台湾在 52-89 年的近 40 年时间内，持续处于高速增长阶段，年均 GDP 增速 9.51%。截至 90 年，中国台湾人均 GDP 为 9938 国际元，是同期美国的 42.8%。此后中国台湾步入中速增长阶段，90-10 年 GDP 平均增速降至 5.48%。

图3 韩国实际 GDP 增速及 OECD 领先指标



资料来源：WIND，OECD，海通证券研究所

图4 中国台湾实际 GDP 增速 (%)

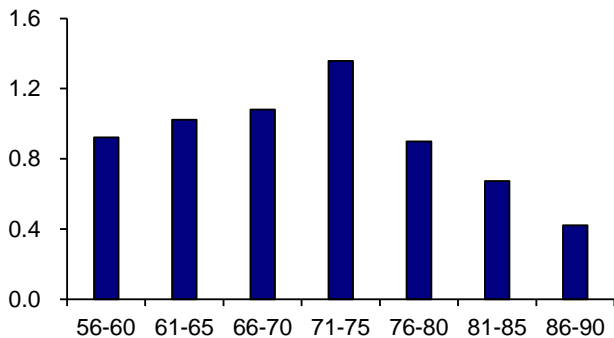


资料来源：WIND，OECD，海通证券研究所

1.2 日韩增速缘何换挡?

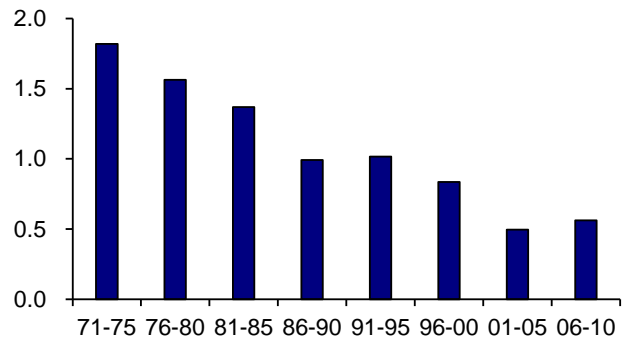
人口总量增速放缓。首先，最大的变化还是来自于人口因素，在增速换挡时期，日本和韩国的人口总量增速均有减缓，这意味着社会总需求的下降。1971至1975年间日本人口的年平均增长率达1.4%，但1976至1980年间的人口年平均增长率已降至0.9%，下降了0.5个百分点，其后更是延续下行趋势。而韩国的人口增速在1981-1985年间就已降至1.5%以下，90年代初基本维持在1%的低增速中枢，而在其后的2001-2005年间更是降至不足0.5%。

图5 1956-1990年间每五年日本人口平均增长率(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

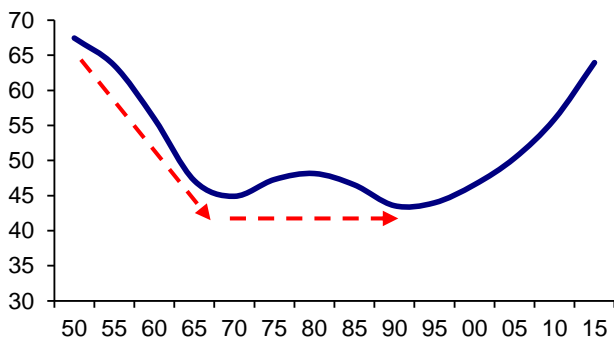
图6 1971-2010年间每五年韩国人口平均增长率(%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

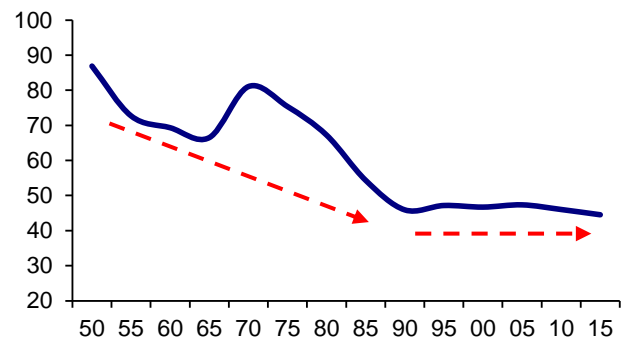
人口红利已近尾声。从人口的年龄结构上来看，根据联合国人口署的数据，增速换挡时期日韩两国人口抚养比快速下降阶段均已结束，抚养比长期低位持平，虽然还未步入劳动负担大幅加剧的上升期，但也说明人口红利在这一时期也已步入尾声。如日本在1950-1970年间总抚养比从67%下降至45%，而1970年至1990年间从45%先升后降至44%；韩国在1950-1990年间抚养比也从87%降至46%，而1990-2010年基本持平在46%的水平。

图7 1950-2015年间日本人口抚养比(%)



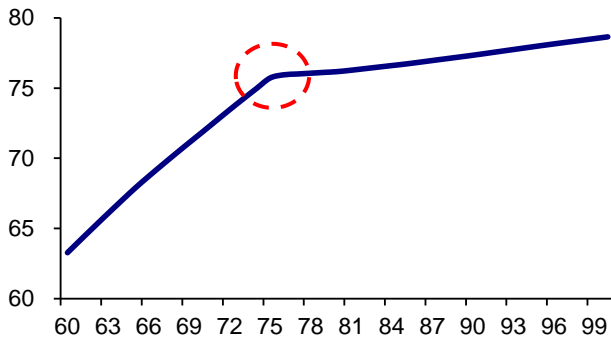
资料来源: 联合国, 海通证券研究所

图8 1950-2015年间韩国人口抚养比(%)

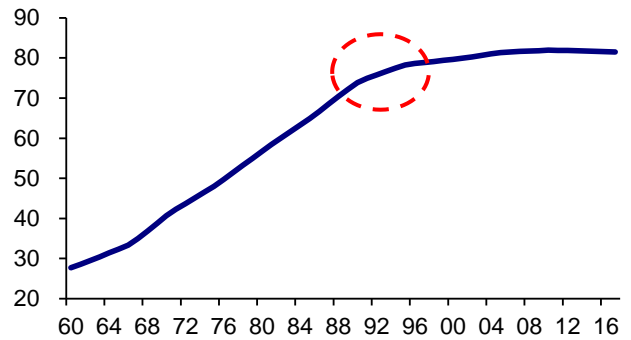


资料来源: 联合国, 海通证券研究所

城市化进程减速。更大的冲击或许还不是人口红利，而来自于劳动力转移空间的缩小，支撑经济高速增长的一大重要因素来自农村劳动力向城市的转移，但这种转移终有尽头。日本在上世纪70年代中期、韩国在80年代末90年代初，城市化率的上升速度均有明显的减缓。比如日本城市化率水平从1960年的63%升至1980年的76%，增加超过10个百分点，而从1980年至2000年，仅提升2.5个百分点左右。

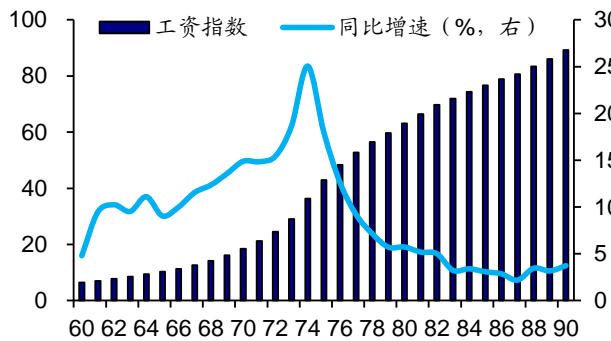
图9 1960-2000 年间日本城市化率水平 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

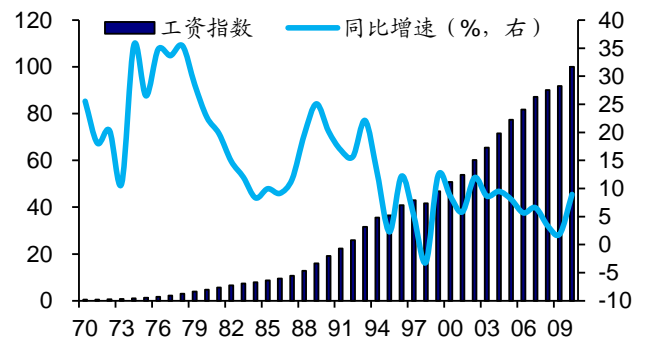
图10 1960-2016 年间韩国城市化率水平 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

工资水平快速推升。随着人口红利逐渐步入尾声、劳动力转移空间的缩小，劳动供给相对于需求明显收缩，导致工资水平的快速提升。日本在 65-75 年间的年平均工资增速达到了接近 15% 的水平，韩国的制造业工资在 80-90 年间的年平均涨幅接近 16%，且此时工资水平基数也相对较高，劳动要素价格不再低廉。

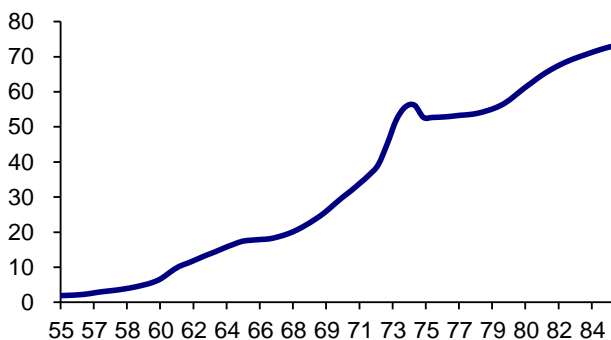
图11 1960-1990 年间日本工资指数及同比增速


资料来源：CEIC，海通证券研究所

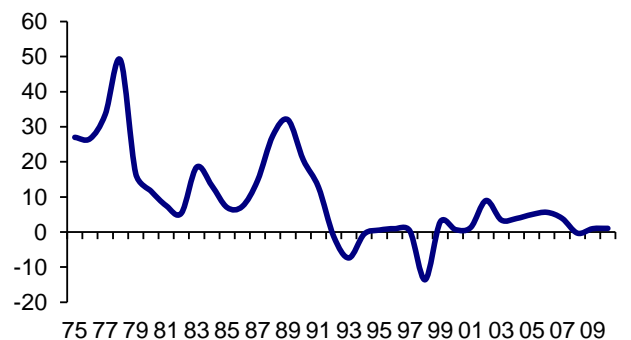
图12 1970-2010 年间韩国制造业工资指数及同比增速


资料来源：CEIC，海通证券研究所

其次，土地、能源等要素价格也都经历了较大幅度的上涨。土地要素对经济的贡献举足轻重，在经济发展初期，低廉的土地价格吸引企业增加投资建厂，而随着对土地需求的增加，土地价格也会逐步抬升。如日本在 1955-1973 年间，城市工业用地价格增长了 25 倍，韩国在 75-90 年间的土地价格年平均增速也有近 20%。此外，日本、韩国在经济增速换挡期前均有石油危机冲击，能源的价格也已不再便宜。

图13 1955-1985 年间日本城市工业用地价格指数


资料来源：CEIC，海通证券研究所

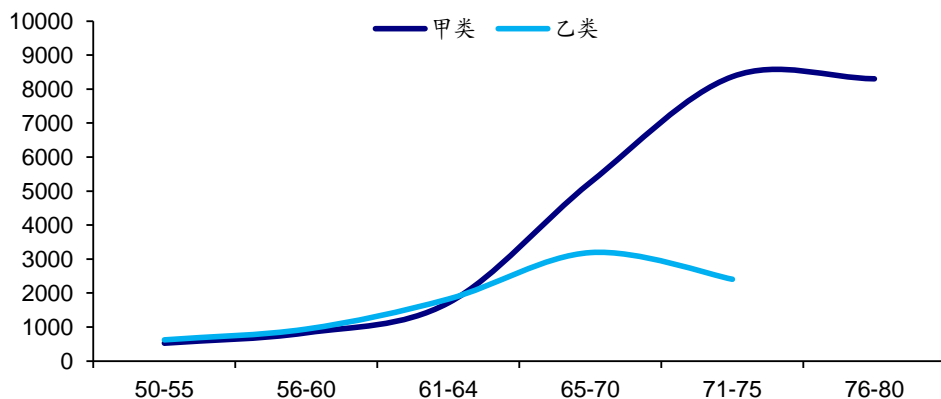
图14 1975-2010 年间韩国全国土地价格每年增长率 (%)


资料来源：Korea Appraisal Board，海通证券研究所

最后，技术模仿陷入瓶颈。在经济起步时期，后发国家可以通过技术引进和模仿的方式实现追赶，但在与发达国家差距逐渐缩小之后，部分行业已处国际前列，技术模仿的发展模式就会遭遇瓶颈，需要转向主动创新，但模仿容易创新难，潜在经济增

速的下行也就成为了必然。如日本海外技术引进项目数量在 65-75 年间达到顶峰，其后增长放缓而趋于平稳，韩国也是在 92 年之后 PCT 专利申请量有了大幅度的跃升，其背后反映的均是增速换挡期技术模仿向创新的切换。

图15 1950-1980 年间日本引进国外甲类和乙类技术项目数（个）



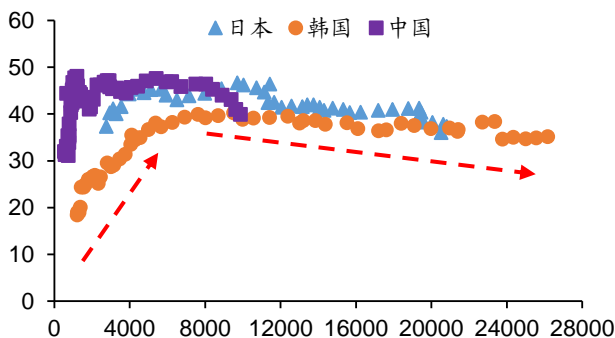
资料来源：日本经济产业省，海通证券研究所

注：甲类技术为合同或付款期限超过一年的项目，乙类技术为不足一年的项目。

1.3 产业结构腾笼换鸟

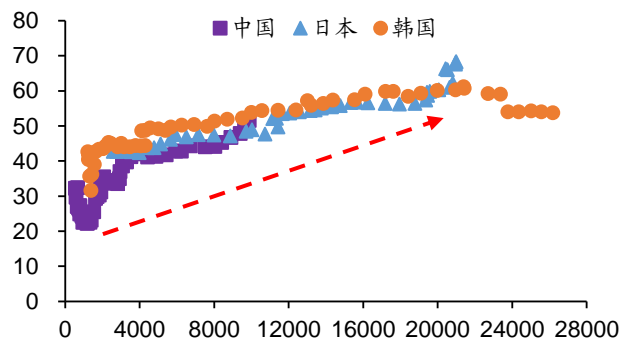
产业结构变化趋势一致。在高速增长期终结后，日本和韩国均经历了比较一致的产业结构变化，工业增加值占比明显下降，而服务业占比逐渐上升。如韩国工业增加值占比在 91 年达到 40% 的顶点后开始逐步回落，而日本工业增加值占比的顶峰出现在 73 年左右，对应着增速换挡的转型时期。从我国目前的情况来看，产业结构的变化方向也大概率与此相符。

图16 中日韩三国人均 GDP 与工业增加值占比关系



资料来源：Maddison Project Database, WIND, 海通证券研究所
注：横轴为人均 GDP（1990 国际元），纵轴为工业化率（%）。

图17 中日韩三国人均 GDP 与服务业增加值占比

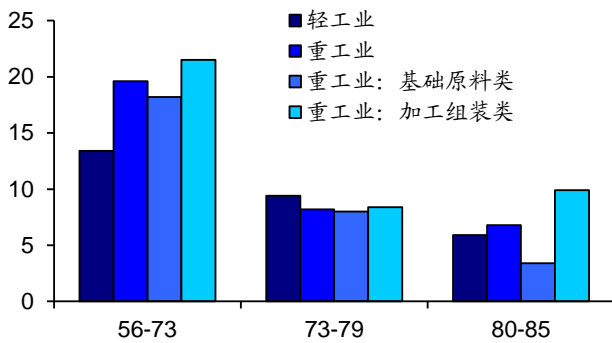


资料来源：Maddison Project Database, WIND, 海通证券研究所
注：横轴为人均 GDP（1990 国际元），纵轴为服务业增加值占比（%）。

日本制造业：从钢铁、化工到机械、汽车。从制造业结构上来看，日本在增速换挡期经历了明显的产业升级，从科技含量偏低的钢铁、有色和化工等上游原材料类行业转向科技含量更高的机械、汽车等中游加工组装类行业。在 80-85 年间，日本加工组装类行业增加值增速近 10%，在各行业中一枝独秀，而伴随着日本的增速换挡，钢铁有色、化工行业的占比也在不断下降，机械和交运设备的增加值比重有了明显提升。

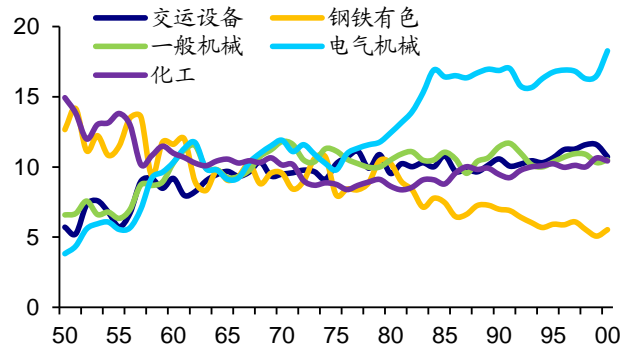
化解产能过剩。随着总需求的下行以及产能扩张太快，以钢铁为代表的日本传统制造业行业遭遇了长期的产能过剩。日本制造业行业的产能利用率从 69 年 113.4% 的高点降至 75 年 85.1% 的低点，其中以钢铁行业尤为严重，同期的产能利用率从 132.8% 降至 101%，其后更是降至 100% 以下，甚至达到过 87.4% 的低点。日本政府特别出台《特定萧条法案》，旨在化解以钢铁等为代表的结构萧条行业的过剩产能。

图18 1956-1985年间日本制造业各部分年均增速(%)



资料来源: 日本统计局, 海通证券研究所

图19 日本部分制造业行业增加值占比(%)

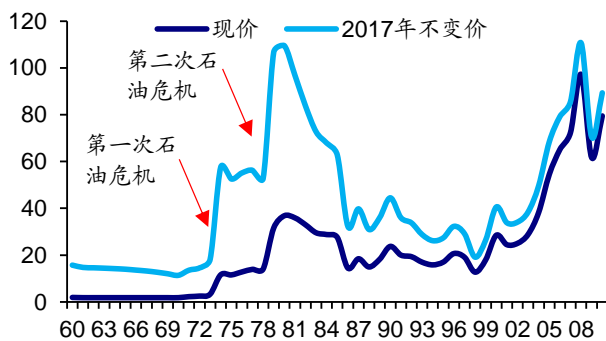


资料来源: 日本统计局, 海通证券研究所

汽车、机械: 从进口替代到出口拓展。第一次石油危机严重地推升了日本的通胀水平, 治理通胀的紧缩政策也成为高速增长终结的导火索, 但祸兮福之所伏, 石油价格的攀升令消费者对油耗低、小型化汽车更加青睐, 而日本原本以小型车生产为主, 借欧美市场不景气的机会迅速提高了其国际汽车市场的占有率。

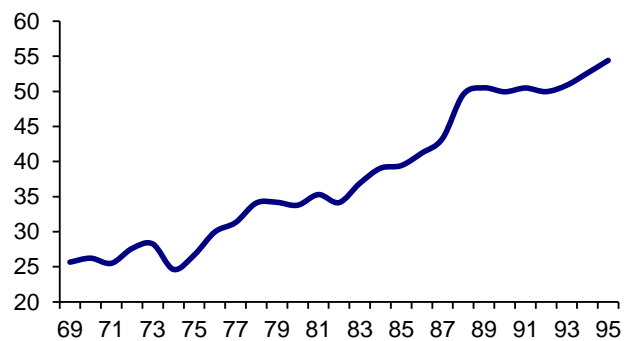
日本的机械行业经历了技术引进、进口替代再到出口拓展的发展历程。劳动力成本的上升使得工厂对机器替代人工的需求日益增加, 而应对萧条的经济刺激政策使得政府引导的投资增加, 均为机械行业带来了良好的发展环境, 日本机械产品出口占出口总额的比重持续提升。此外, 为了应对汇率上升的压力, 如小松等厂商在此期间也开始由出口转向当地设厂生产, 倒逼其通过创新和产业升级适应海外市场。

图20 1960-2010年间原油价格(美元/桶)



资料来源: 《BP 能源统计 2018》, 海通证券研究所

图21 日本通用机械、电气机械和精密仪器出口额占比(%)

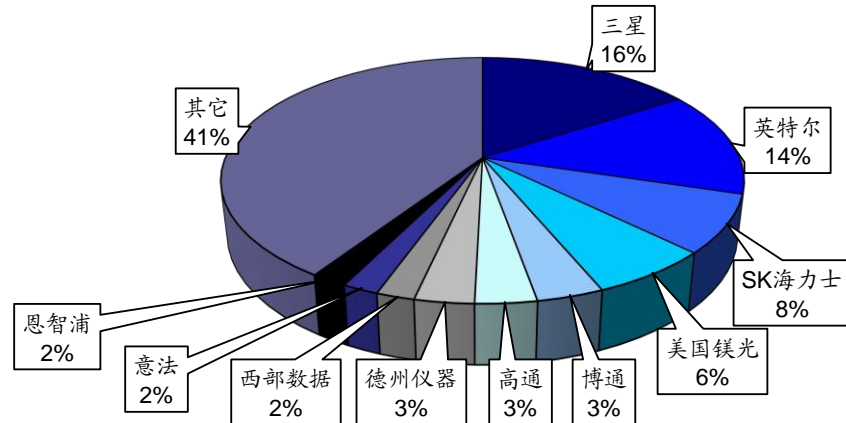


资料来源: 日本统计局, 海通证券研究所

韩国制造业: 从轻工业到电子。韩国的制造业结构在增速换挡前后同样经历了较为明显的变化。此前韩国制造业中轻工业的比重较高, 像食品饮料、纺织服装等行业一度占到制造业增加值总量的20%以上, 在增速换挡期前后, 轻工业占比持续下降, 至2000年, 韩国曾经的制造业第一大行业纺织业在增加值总量的占比尚不足7%。而与之相对应的是, 电气电子行业的快速崛起, 由1970年占制造业比重仅4%的小行业跃升至2000年占比达25%, 成为韩国制造业的第一大行业。

政府着力引导, 资源集中整合。受制于汇率上升和中国低廉劳动力冲击, 增速换挡时期韩国轻工业发展面临举步维艰的境地。而借着全球信息化开始起步的浪潮, 政府密集出台支持集成电路等电子行业发展的规划, 着力引导产业结构调整, 并以大财团为主要抓手, 推动资金、人才和技术集中整合, 充分发挥资金和技术密集的优势。目前韩国电子行业在全球居于领先地位, 18年全球半导体市场销售中, 韩国公司三星和海力士分别占据第一和第三位, 市占率总和超过20%。

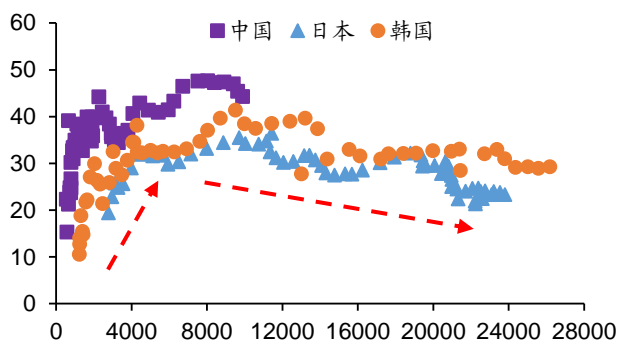
图22 2018 年全球半导体厂商销售额占比 (%)



资料来源: Garter, 海通证券研究所

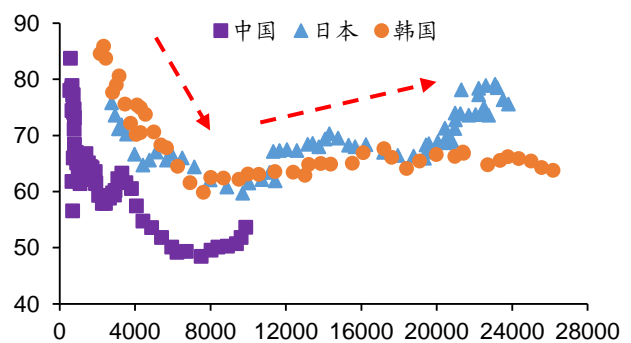
投资趋落，消费抬头。从需求结构上来看，后发国家的转型经验表明，高速增长时期常伴随着投资的大规模扩张，而增速换挡之后，由于要素价格上升的制约，投资需求将会有比较明显的回落。与此同时，在高速增长长期被压抑的消费需求，增速换挡之后会触底反弹，占经济的比重料将不断走高。中国经济转型进程目前也正循着这一趋势推进。

图23 中日韩三国人均 GDP 与资本形成额占比



资料来源: Maddison Project Database, WIND, 海通证券研究所
注: 横轴为人均 GDP (1990 国际元), 纵轴为资本形成额占比 (%)。

图24 中日韩三国人均 GDP 与最终消费占比

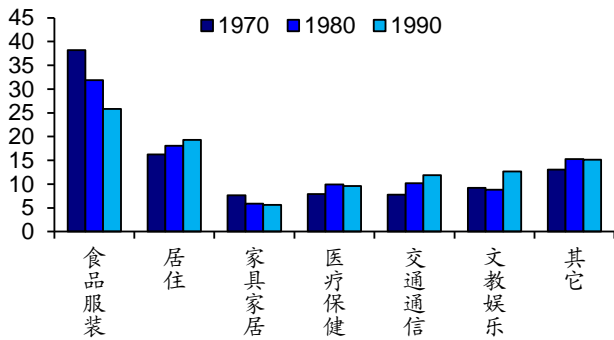


资料来源: Maddison Project Database, WIND, 海通证券研究所
注: 横轴为人均 GDP (1990 国际元), 纵轴为最终消费占比 (%)。

消费：从实物消费到服务消费。增速换挡后消费对经济增长的作用日益提升，与此同时，在消费结构上也有所升级，普遍表现为由实物消费向服务消费的切换。如日本在 1970 年食品服装类消费支出占比达 38%，而 1990 年仅有 26%，下降超过 10 个百分点，这部分份额即被医疗、通信和文教等服务消费占比较高的支出科目所占据，韩国的消费支出结构变化则更为明显，服务消费占比从 70 年的 30% 左右持续攀升至 10 年的近 60%，而同期非耐用品消费则由 54% 降至 25%。

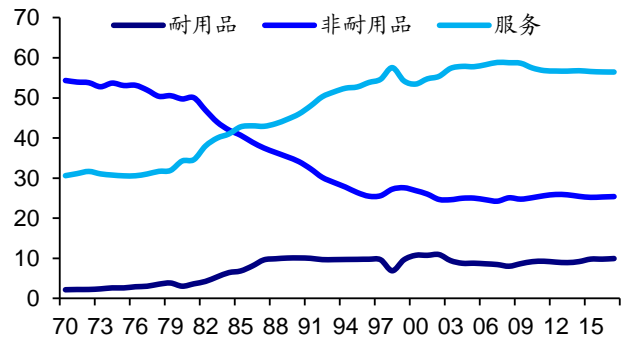
投资：地产投资明日黄花。人口红利和农村人口向城市转移在高速增长期推升了住宅需求，地产投资在这一时期也经历美好时光，但随着人口红利已近尾声，适龄人口减少以及转移趋势的消退，意味着增速换挡后势必会有住宅需求的减弱，而房地产投资的需求也随之同步放缓。如日本战后在 70 年代初新开工套数达到近 18 套的最高峰。70 年代末，年轻人口总量见顶之后，新开工住宅也开始趋势性的回落。80-90 年代基本在 10 套左右。韩国在 90 年代中期之后也面临着住宅新开工的下滑。

图25 日本 1970-1990 年间各类消费支出占比 (%)



资料来源：日本统计局，海通证券研究所

图26 1970 年以来韩国的消费升级趋势 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

1.4 中国经济中枢在哪？

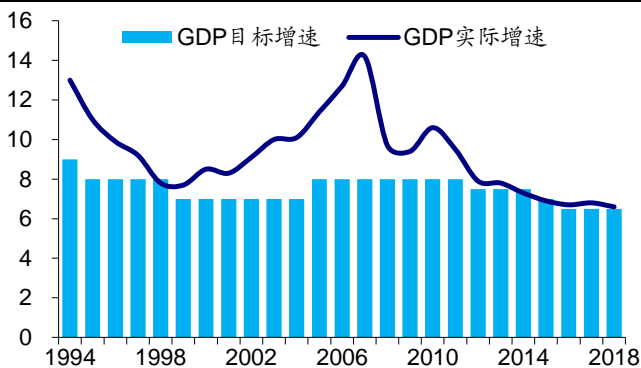
随着高速增长步入尾声，潜在增速下行、增长中枢下移已经成为共识。

高层在 13 年底中央经济工作会议上就已开始淡化经济增长目标。中组部也在 13 年底发布《关于改进地方党政领导班子和领导干部政绩考核工作的通知》，引导地方政府淡化 GDP 考核。14 年以来，全国两会公布的 GDP 增长目标也呈逐年下调之势。

学术界对未来中国经济潜在增速进行了测算，有两种较具代表性的观点。一是 15 年时任国研中心副主任的刘世锦提出，未来十年 GDP 平均增速 6.2%，二是 16 年时任央行金融研究所所长长的姚余栋提出，十三五期间 6.5%、十四五期间降至 5% 左右。

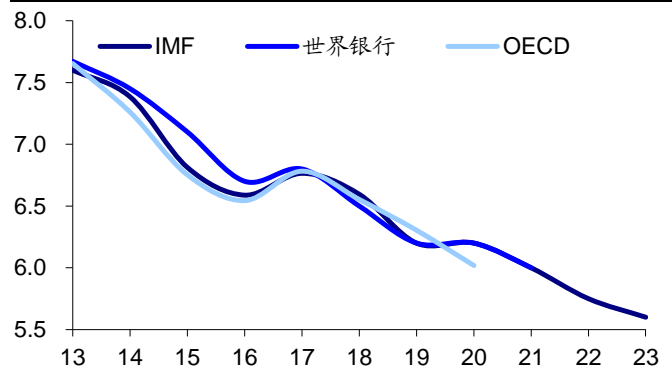
此外，IMF、世界银行、OECD 等国际机构也都纷纷预测未来五年中国 GDP 增速或仍处下行通道，IMF、OECD 预测未来五年中国 GDP 平均增速分别为 5.9% 和 5.9%。

图27 历年 GDP 目标增速和实际增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图28 多家机构对中国经济增速的预测 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

未来十年中国经济增长中枢在哪？这取决于以下几方面因素：

一是供给层面的约束。目前中国人口红利已近尾声，城市化进程减速，工资水平推升，土地、能源价格已明显上涨，技术模仿陷入瓶颈，而这些都是导致日韩经济增速换挡的根本原因。

二是经济发展的阶段。目前中国人均 GDP、工业化率、人口抚养比、城市化率、人均电力和粗钢消费、房车等耐用消费品渗透率均与 70 年代末期日本、90 年代中期韩国趋同，日韩在经济发展到相应阶段面临经济转型、增速换挡。

三是产业结构的特征。而随着工业化步入尾声，中国产业结构也同样亟待转型升级，这与 70 年代中期的日本颇为相似。

四是主要政策的取向。中国政府早在 14 年就已开始主动调低并淡化增长目标。而随着供给侧结构性改革的实施，货币政策也由宽松转向稳健，《资管新规》剑指影子银行；财政政策不仅更为积极，重心也从基建转向减税；去产能和补短板更是推动产业结构调整升级，加速经济动能新旧转换。

前三点表明，中国经济已经处在了增速换挡的当口。第四点则表明，中国经济增速换挡，更有可能像日本那样“软着陆”，而不是像韩国那样经历金融危机后“硬着陆”。也就是说，未来十年中国经济或步入中速增长期，“L”型进入“一”阶段。

考虑到中速增长期，日韩经济增长中枢均较高速增长期“减半”（日本从 8.8% 下台阶至 4.1%，韩国从 9.4% 降至 4.7%），而中国高速增长期增长中枢约在 10.5% 左右，我们判断未来十年中国经济增长中枢或在 5% 左右。

2. 海外：美联储公布 1 月会议纪要，欧元区 PMI 跌破荣枯线

2.1 美联储公布 1 月会议纪要

上周三美联储公布 1 月会议纪要，联储官员认为，考虑到通胀疲软、贸易问题等风险，货币政策行动应有耐心，几乎全体官员一致支持今年公布停止缩表的计划，释放今年有望结束缩表的信号。联储官员并不确定今年有无可能加息，部分官员认为，若经济符合预期，或有必要继续加息。上周五，美联储递交国会的半年度货币政策报告重申了对加息的耐心，预计资产负债表的长期规模将“远超”08 年危机前水平。

美国 12 月核心耐用品订单两连跌、成屋销售下滑。上周四公布的美国 18 年 12 月耐用品订单初值环比增长 1.2%，不及预期的 1.7%，核心资本品订单环比下跌 0.7%，连续两个月下滑。同日公布的成屋销售数据显示，1 月成屋年化销量仅 494 万户，近三年来首次跌破 500 万户。

2.2 欧元区 2 月制造业 PMI 跌破荣枯线

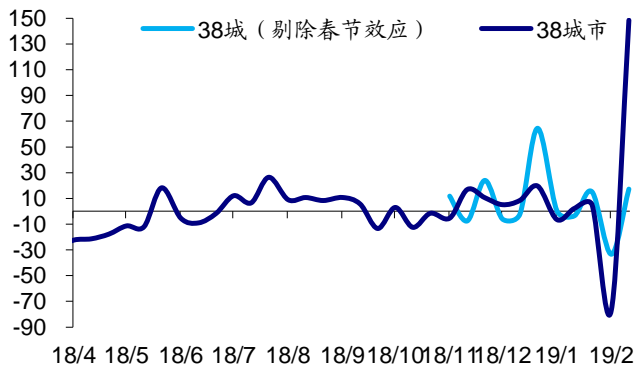
上周四欧央行公布的 1 月会议纪要显示，鉴于经济数据持续疲软，央行官员表达了对经济放缓的担忧，并指出由于英国脱欧、贸易冲突等风险，经济放缓持续的不确定性正在增加。会议讨论为银行提供新一轮廉价长期贷款，计划对定向长期再融资操作（TLTRO）进行迅速分析。

欧元区 2 月制造业 PMI 跌破荣枯线。上周四，欧元区公布 2 月制造业 PMI 初值 49.2，为 13 年 6 月以来首次跌破荣枯线，预期 50.3，前值 50.5，但服务业 PMI 初值 52.3，为 3 个月高点。德国 2 月制造业 PMI 进一步下滑至 47.6 的 74 个月新低，而法国制造业 PMI 反弹至 51.4，创 5 个月新高。

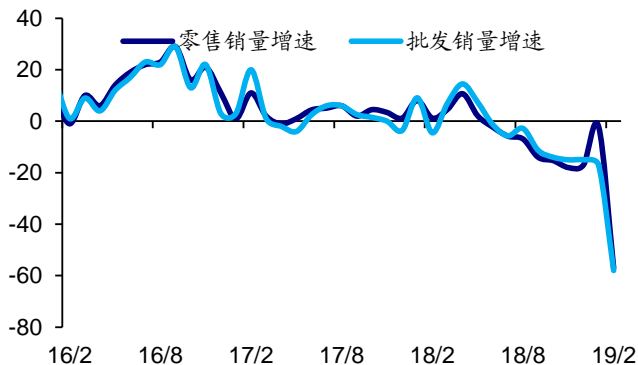
3. 国内经济：需求依旧低迷

3.1 需求依旧低迷

地产销售仍低，汽车销售承压。受春节错位影响，2 月中旬 38 城地产销量增速转正，但 2 月上中旬地产销量跌幅仍达 19%，印证地产需求疲弱。2 月前两周乘用车批发和零售增速分别是 -58% 和 -57%，其中主要受到春节错位因素影响，后续降幅有望缩窄，但全月销售仍不乐观。

图29 38城市旬度日均新房销量同比增速 (%)


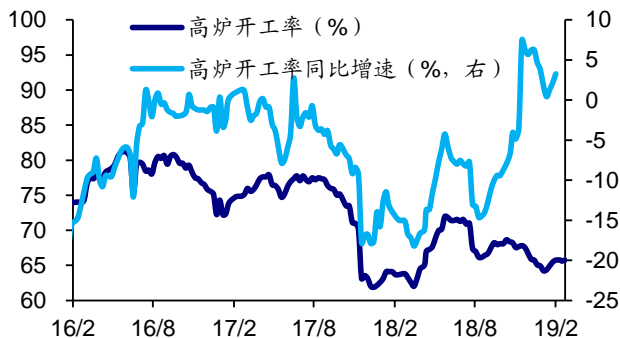
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 乘联会乘用车批发零售销量增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 工业生产偏弱

高炉开工仍处低位，发电耗煤降幅收窄。上周高炉开工率略回升至 65.8%，虽高于去年同期，但仍处于历年同期低位，指向节后复工整体偏弱。2月前 22 天发电耗煤增速跌幅扩大至 16.9%，1 月和 2 月上中旬发电耗煤合计同比增速-15.5%，较去年 11、12 月跌幅仍扩大，指向年初生产依然偏弱。

图31 全国高炉开工率及同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图32 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 物价：通胀压力仍弱

4.1 食品价格回落

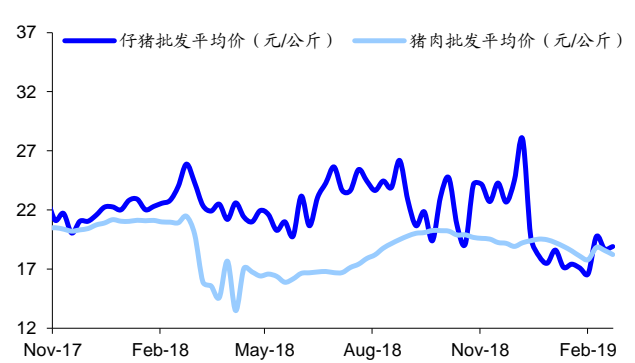
节后食品价格小幅回落，上周猪价、禽价、蛋价、水产品价格下跌，菜价小幅上涨，食品价格环比前周下跌 0.3%。

图33 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34 猪肉批发价格（元/公斤）

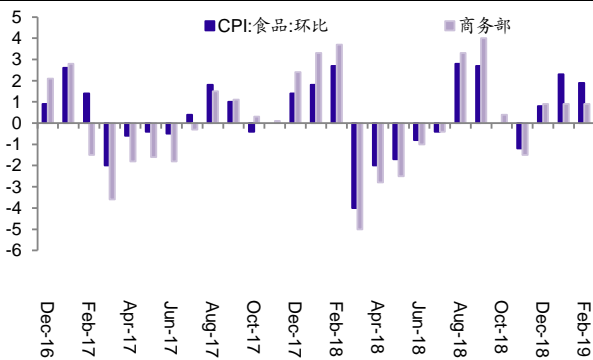


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 预测 2 月 CPI 下降

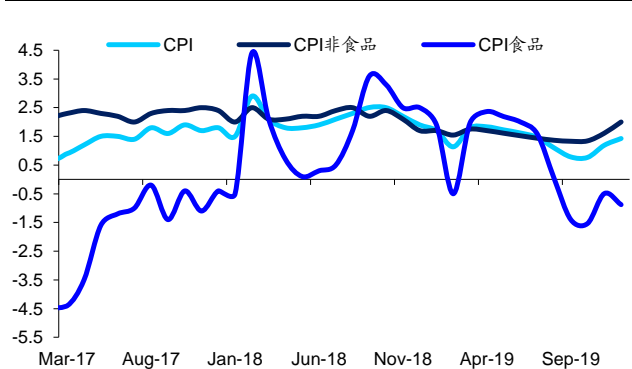
19 年 2 月上旬食品价格节前反弹，但节后食品价格迅速回落，截止目前 2 月商务部食品价格环比上涨 0.9%，农业品农产品价格环比上涨 6.8%，预测 2 月 CPI 食品价格环比上涨 1.9%，2 月 CPI 同比涨幅下降至 1.1%。

图35 商务部食品价格环比及食品 CPI 环比预测 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图36 CPI 同比及成分同比走势预测 (%)

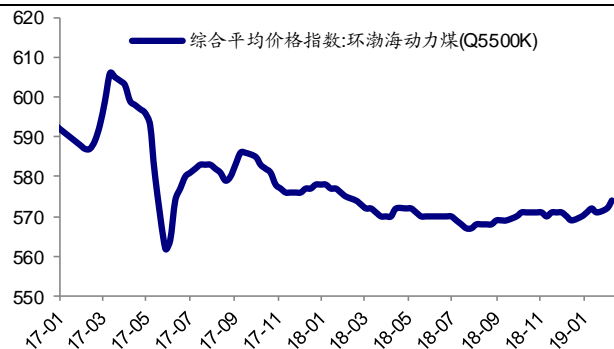


资料来源：WIND，海通证券研究所

4.3 预测 2 月 PPI 回升

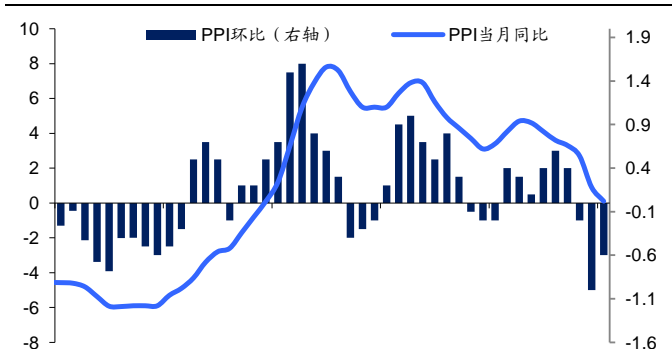
19 年 2 月以来油价大幅回升，煤价钢价小幅回升，截止目前 2 月港口期货生资价格环比上涨 0.7%，预测 2 月 PPI 环比上涨 0.4%，2 月 PPI 同比涨幅或小幅回升至 0.5%。

图37 环渤海动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图38 PPI 同比及环比 (%)



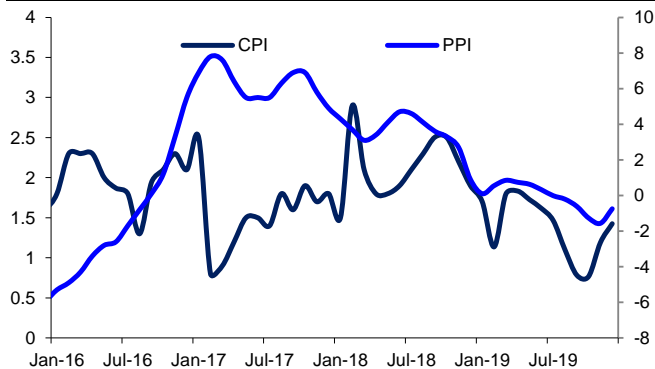
资料来源：Wind，海通证券研究所

4.4 通缩压力仍弱

19年2月春节食品价格涨幅远低于预期，再加上春节错位效应，或使得2月CPI出现明显下降。而我们预计2月生产资料价格虽然环比有所回升，但从同比看涨幅仍在0左右，整体看目前的通胀压力依然十分有限。

图39 农产品批发价格200指数


资料来源：Wind，海通证券研究所

图40 CPI、PPI 同比走势及预测 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

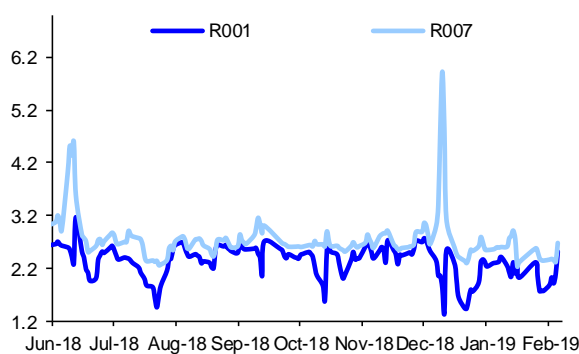
5. 流动性：贷款利率下行

5.1 货币利率回升

上周货币利率小幅回升，其中 R007 均值下行 2bp 至 2.42%，R001 均值上行 15bp 至 2.08%。DR007 上行 2bp 至 2.33%，DR001 上行 14bp 至 2.01%。

图41 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

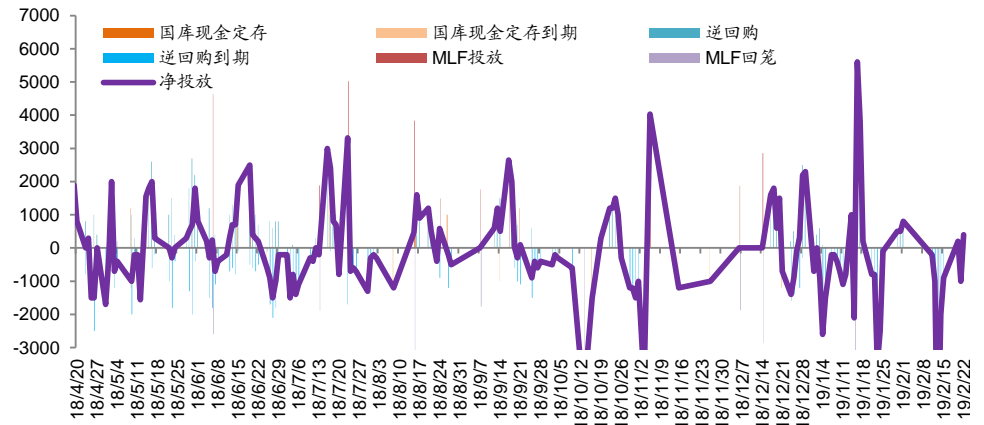
图42 R001 和 R007 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行小幅回笼

上周央行重启逆回购操作，逆回购投放 600 亿，国库现金到期回笼 1000 亿，央行净回笼 400 亿。

图43 央行公开市场操作 (亿元)

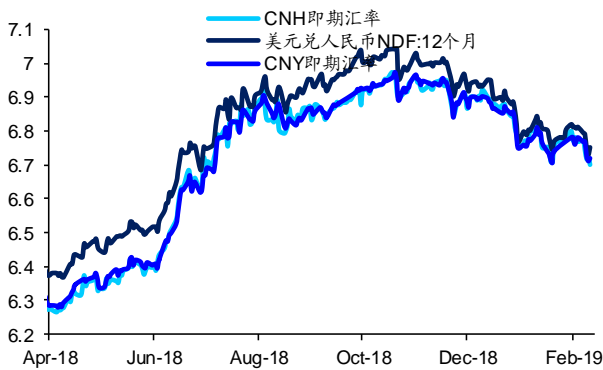


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.3 汇率小幅升值

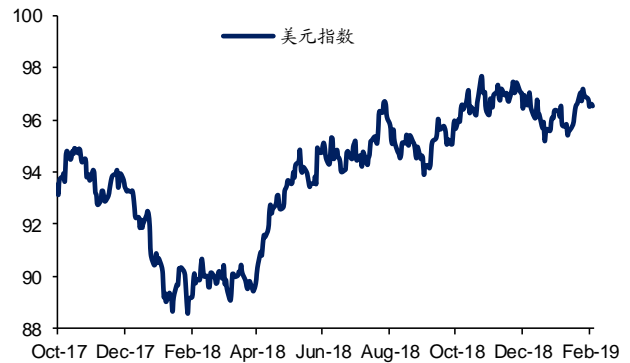
节前一周美元指数回落, 人民币兑美元大幅升值, 在岸人民币汇率升至 6.72, 离岸人民币升至 6.71。

图44 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图45 美元指数

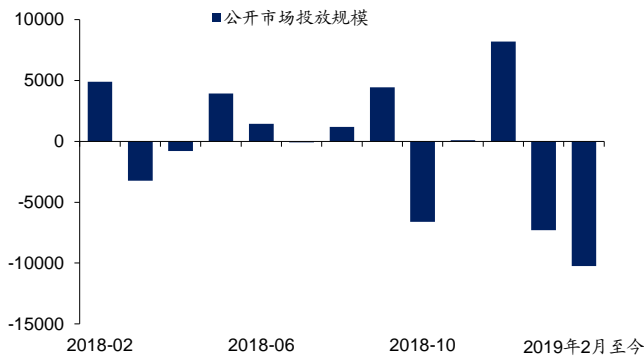


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 贷款利率下行

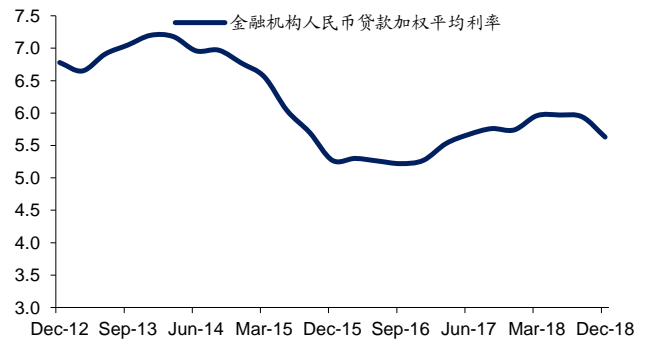
央行 18 年 4 季度货币政策报告显示, 18 年 12 月金融机构贷款利率 5.63%, 较 9 月下降 31bp, 出现明显下行。央行认为经济运行稳中有变、变中有忧, 未来稳健的货币政策保持松紧适度, 保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。但“稳健”不是维持不变, 而是根据形势动态优化和逆周期调节。我们认为, 未来政策仍以降准和公开市场操作为主要工具, 并推进从数量型调控为主向价格型调控转变。

图46 央行公开市场净投放规模（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图47 金融机构贷款利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 政策：深化金融供给侧改革

积极财政稳健货币。 中央政治局召开会议，称实现今年经济社会发展目标任务，要统筹实施好宏观政策、结构性政策、社会政策，落实好积极的财政政策、稳健的货币政策和就业优先政策；要着力优化营商环境，培育壮大新动能，促进形成强大国内市场，推进脱贫攻坚和乡村振兴，促进区域协调发展，加强污染防治和生态文明建设，深化重点领域改革，推动全方位对外开放，更好保障和改善民生。

深化金融供给侧改革。 中共中央政治局第十三次集体学习表示，要深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力；要建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，完善资本市场基础性制度，把好市场入口和市场出口两道关，加强对交易的全程监管。

教育现代化。 中共中央、国务院印发了《中国教育现代化 2035》提出，以农村为重点提升学前教育普及水平，提升高中阶段教育普及水平。确保按在校学生人数平均的一般公共预算教育支出逐年只增不减，保证国家财政性教育经费支出占国内生产总值的比例一般不低于 4%。到 2035 年，总体实现教育现代化，迈入教育强国行列，推动我国成为学习大国、人力资源强国和人才强国。

7. 日历：聚焦 2 月末数据

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期

日期	重要经济数据指标	预期值	前期值
美国			
2019/02/26	美国 12 月营建许可(万户)	129	132.8
2019/02/26	美国 12 月新屋开工(万户)	125.5	125.6
2019/02/26	美联储主席鲍威尔在参议院金融委员会就美国货币政策和经济情况作证词陈述。	--	--
2019/02/26	美国 2 月谘商会消费者信心指数	124.2	120.2
2019/02/27	特朗普与金正恩在越南会晤。	--	--
2019/02/27	美国 12 月商品贸易帐(亿美元)	-753	--
2019/02/27	美联储主席鲍威尔在众议院金融服务委员会就美国货币政策和经济情况作半年度证词陈述。	--	--
2019/02/27	美国 12 月扣除飞机非国防资本耐用品订单环比终值	--	-0.7%
2019/02/27	美国 12 月耐用品订单环比终值	--	1.2%
2019/02/27	美国 1 月成屋签约销售指数同比	--	-9.5%
2019/02/27	美国 2 月 22 日当周 EIA 原油库存变动(万桶)	--	367.2

2019/02/28	特朗普与金正恩在越南会晤。	--	--
2019/02/28	美联储副主席克拉里达在全美商业经济协会(NABE)第 35 届经济政策年会上发表演讲, 题为“美联储委员会的观察”。	--	--
2019/02/28	美国四季度个人消费支出(PCE)年化季环比初值	3.8%	3.5%
2019/02/28	美国四季度实际 GDP 年化季环比初值	2.5%	3.4%
2019/02/28	美国 2 月 23 日当周首次申请失业救济人数(万人)	--	21.6
2019/03/01	美国 12 月个人消费支出(PCE)环比	0.3%	0.4%
2019/03/01	美国 1 月个人收入环比	0.3%	--
2019/03/01	美国 2 月密歇根大学消费者信心指数终值	96	95.5
2019/03/01	美国 2 月 ISM 制造业指数	56	56.6
欧洲			
2019/03/01	欧元区 2 月制造业 PMI 终值	--	49.2
2019/03/01	欧元区 2 月调和 CPI 同比	1.5%	1.4%
中国			
2019/02/28	中国 2 月官方制造业 PMI	49.5	49.5
2019/02/28	中国 2 月官方非制造业 PMI	54.5	54.7
2019/02/28	中国 2 月官方综合 PMI	--	53.2
2019/03/01	中国 2 月财新制造业 PMI	48.7	48.3

资料来源: 海通证券研究所根据相关资料整理

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
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
谭实宏(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
姜珮珊(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 ly10882@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 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
联系人
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
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桂(010)56760092 wj11852@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
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
尹苓(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

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 联系人
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 联系人
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com
 张峥青(021)23219383 zzq11650@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 lzf11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com
 联系人
 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 周丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
 联系人
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 zxx12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf112225@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
 张恒旭 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
 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
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@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