

## 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

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

## 增速换挡，中枢下移 ——从日韩转型经验看下一个十年

### 投资要点:

- **告别高速增长，迎接中枢下移**
- **高速增长终结，“L”型的底在哪？** 回顾过去十年，中国经济增速从10年1季度的12.2%持续下滑至18年4季度的6.4%，高速增长已近尾声。展望未来十年，“L”型经济会在什么位置企稳？高质量发展阶段，增长中枢又在哪里？
- **经济中枢下移，跨越中等收入陷阱。** 高速增长终结并非偶然。1960年以来，仅有13个经济体顺利完成增速换挡，跻身高收入经济体行列。德国、日本、韩国、中国台湾是典型代表，其转型过程存在相似性：都是在经历了20-30年的高速增长、人均GDP达到美国的50-60%时，开启增速换挡；中速增长长期增速普遍减半，持续时间10-20年，最终人均GDP达到美国的70%-80%。
- **经历何其相似，转型值得借鉴。** 对德日韩及我国台湾人均GDP、工业化率、人口抚养比、城市化率、人均电力和粗钢消费、人均耐用品保有量等经济指标进行类比，当前中国和70年代中期的日本、90年代初期的韩国颇为相似。
- **日韩经验：增速换挡下的升级之路**
- **逃不开的中枢下移。** 日韩经济增速换挡的本质原因在于经济到了潜在增长率下降的临界点，来自要素层面的约束令高速增长难以为继。首先是劳动，高速增长末期，日韩都面临人口总量增速放缓、人口红利接近尾声、城市化进程减速的局面，而这又导致工资水平的快速提升。其次是资本，高速增长期，土地、能源等要素价格都经历了大幅上涨。最后是技术，随着与发达国家差距逐渐缩小，技术模仿的发展模式遭遇瓶颈，不得不转向主动创新。
- **产业结构腾笼换鸟。** 要素层面的变化也相应地带来了产业结构的调整。中速增长时期，日韩经历了较为一致的经济结构变化，工业增加值占比明显下降，服务业占比逐年上升，第二、三产业内部同样也在不断升级。日本制造业的支柱产业，从钢铁、有色、化工等基础原材料行业转为汽车、家电、机械，后者完成了从进口替代到出口拓展的华丽转身。韩国制造业支柱产业则从轻工业跃迁至电气、电子。随着人口红利消退、居民收入持续增长，中速增长长期，日韩消费持续从传统消费转向新兴消费，从实物消费转向服务消费。
- **政策决定转型路径。** 日韩经济转型过程中，政策同样发挥重要作用，在很大程度上决定了转型路径。石油危机为日本经济敲响警钟，日本政府及早下调GDP目标，采取稳健的货币政策应对通胀、积极的财政政策托底经济，并接连出台产业结构政策以帮助结构性萧条行业出清，令日本经济顺利转型。而韩国政府一度回避改革，仍试图维持高速增长，最终引发金融危机。危机后，韩国实施四大部门重点改革，尤其是金融改革清理不良债务、恢复融资功能，企业改革破解产能过剩、负债高企和财阀垄断，最终令韩国经济转危为安。
- **未来十年：中国经济增长中枢在哪里？**
- **中枢下行已成共识，转型升级不可避免。** 中国政府在13年底就已开始淡化经济增长目标，学术界的测算表明，“十三五”、“十四五”期间中国经济增速或持续下台阶，IMF、世界银行、OECD等国际机构也都预测未来五年中国GDP年均增速降至6%以下。日韩经验表明，供给层面的约束、发展模式的瓶颈、产业结构的调整，将是未来十年中国经济增长中枢下移的核心驱动因素。
- **走在正确的道路上，中长期增速或减半。** 我们认为，未来十年，中国经济增长中枢下移的路径会更像日本那样渐进，而非韩国那样危机倒逼，缘于当前政策走在正确的道路上：政府不仅主动调低GDP目标，也已从货币超发转向货币稳健，积极财政则是基建、减税双管齐下，去产能和补短板更是推动了经济、产业结构调整。参考日韩经验，我们预测，中速增长长期，中国经济增长中枢或较高速增长期（10.5%）减半至5%左右，持续时间约为十年。

## 目 录

---

1. 告别高速增长，迎接中枢下移 .....	5
1.1 中国经济：高速增长终结，“L”型的底在哪？ .....	5
1.2 他山之石：经济中枢下移，跨越中等收入 .....	5
1.3 经济比较：经历何其相似，转型值得借鉴 .....	6
2. 日韩经验：增速换挡下的升级之路 .....	8
2.1 逃不开的中枢下移 .....	8
2.2 产业结构腾笼换鸟 .....	9
2.3 政策决定转型路径 .....	13
3. 未来十年：中国经济增长中枢在哪？ .....	15
3.1 中枢下行已成共识，转型升级不可避免 .....	15
3.2 走在正确的道路上，中长期增速或减半 .....	16

## 图目录

图 1	中国 GDP 增速、工业增加值增速 (%)	5
图 2	德国实际 GDP 增速及人均 GDP (1990 年不变价国际元)	5
图 3	日本实际 GDP 增速及人均 GDP (1990 年不变价国际元)	5
图 4	韩国实际 GDP 增速及人均 GDP (1990 年不变价国际元)	6
图 5	中国台湾实际 GDP 增速及人均 GDP (1990 年不变价)	6
图 6	人均 GDP (1990 年不变价国际元) 对比	6
图 7	工业增加值占 GDP 比重对比 (%)	6
图 8	65 岁以上人口占总人口比重对比 (%)	7
图 9	城市化率对比 (%)	7
图 10	人均电力消费量 (千瓦时/人)	7
图 11	人均表观粗钢消费量对比 (吨/人)	7
图 12	城镇千人住宅新开工套数对比 (套)	7
图 13	人均汽车保有量对比 (辆/人)	7
图 14	每五年日本和韩国人口平均增长率 (%)	8
图 15	1950-2015 年间日本和韩国人口抚养比 (%)	8
图 16	1960-2017 年间日本和韩国城市化率水平 (%)	8
图 17	1960-2010 年间日本和韩国制造业工资增速 (%)	8
图 18	1955-1985 年间日本城市工业用地价格指数	9
图 19	1975-2010 年间韩国全国土地价格每年增长率 (%)	9
图 20	1950-1980 年间日本引进国外甲类和乙类技术项目数 (个)	9
图 21	中日韩三国人均 GDP 与工业增加值占比关系	10
图 22	中日韩三国人均 GDP 与服务业增加值占比	10
图 23	1956-1985 年间日本制造业各部分年均增速 (%)	10
图 24	日本部分制造业行业增加值占比 (%)	10
图 25	1955-1988 年间制造业和钢铁行业产能利用率变化 (%)	10
图 26	1960-2010 年间原油价格 (美元/桶)	11
图 27	日本通用机械、电气机械和精密仪器出口额占比 (%)	11
图 28	1970-2000 年间韩国制造业结构变化 (%)	11
图 29	2018 年全球半导体厂商销售额占比 (%)	12
图 30	中日韩三国人均 GDP 与资本形成额占比	12

图 31	中日韩三国人均 GDP 与最终消费占比 .....	12
图 32	日本 1970-1990 年间各类消费支出占比 (%) .....	12
图 33	1970 年以来韩国的消费升级趋势 (%) .....	12
图 34	1974 年后日本 M2 增速整体下行 (%) .....	13
图 35	1974 年后日本政府负债率快速上升 (%) .....	13
图 36	韩国 M2 同比增速 (%) .....	14
图 37	韩国财政盈余/GDP (%) .....	14
图 38	历年 GDP 目标增速和实际增速 (%) .....	15
图 39	多家机构对中国经济增速的预测 (%) .....	15
图 40	中国 GDP 增速及预测 (%) .....	16

## 表目录

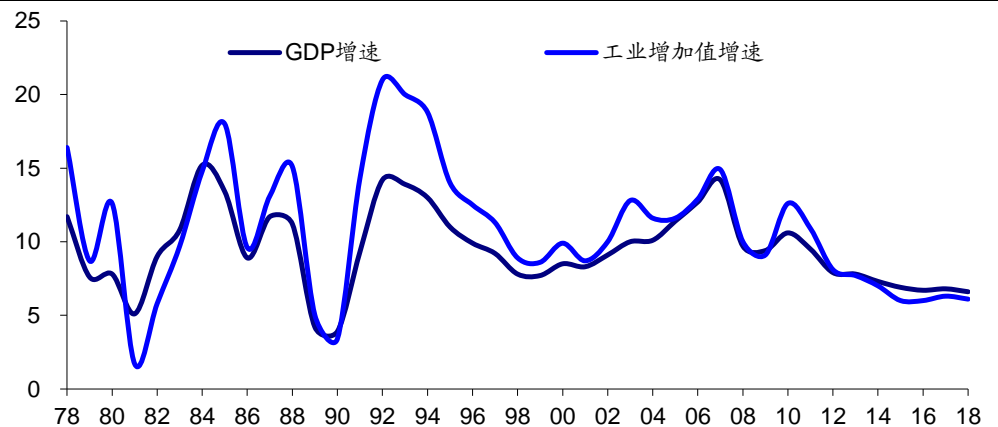
表 1	1960-1979 年日本主要经济计划 .....	13
表 2	1971-1978 年间的产业政策 .....	14
表 3	韩国四大财团财务结构的改善 .....	15

# 1. 告别高速增长，迎接中枢下移

## 1.1 中国经济：高速增长终结，“L”型的底在哪？

回顾过去十年，中国 GDP 增速从 2010 年 1 季度 12.2% 的高点持续下滑，到 2018 年 4 季度已降至 6.4%，创下了 2009 年 1 季度以来的新低。“权威人士”曾在 2016 年 5 月《开局首季问大势》中指出，“我国经济运行是 L 型的走势”，并强调“这个 L 型是一个阶段，不是一两年能过去的”。十九大报告定调，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”。站在当前时点，我们不禁要问：“L 型”的“L”已经出现，“—”又会出现在什么位置，能持续多久？高质量发展阶段，经济增长中枢在哪里？

图1 中国 GDP 增速、工业增加值增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

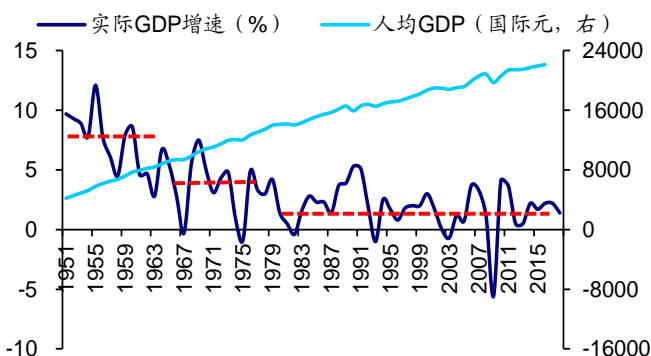
## 1.2 他山之石：经济中枢下移，跨越中等收入

根据世界银行统计，1960 年以来，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，但到 2008 年为止，仅有 13 个经济体步入高收入发展阶段，其中经济体量较大、较具代表性的有德国、日本、韩国、中国台湾。具体来看：

**德国：1960 年代中期。**1951-1965 年，西德实现了年均 7.1% 的经济高速增长。1965 年，西德人均 GDP（以 1990 年不变价国际元计算，下同）达到 9186 国际元，为同期美国的 68.5%。1966-1972 年，经过 7 年年均 4.0% 的经济增长后，西德步入高收入经济体行列，经济进入低速增长区间。

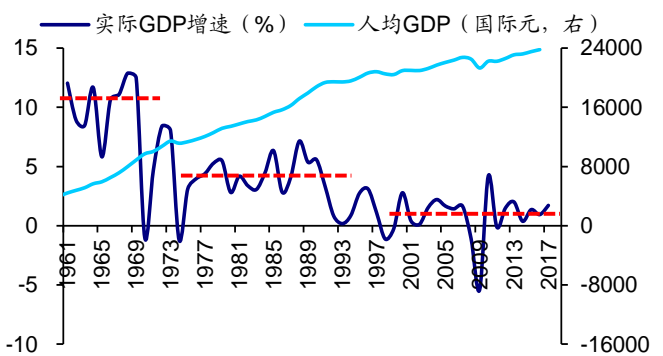
**日本：1970 年代初期。**1955-1973 年，日本实现了年均 8.8% 的经济高速增长，1973 年，日本人均 GDP 达到 11434 国际元，为同期美国的 68.5%。1974-1991 年，日本经济步入中速增长期，年均增速降至 4.1%，此后步入高收入经济体行列。

图2 德国实际 GDP 增速及人均 GDP (1990 年不变价国际元)



资料来源：WIND，Maddison Project Database，海通证券研究所

图3 日本实际 GDP 增速及人均 GDP (1990 年不变价国际元)



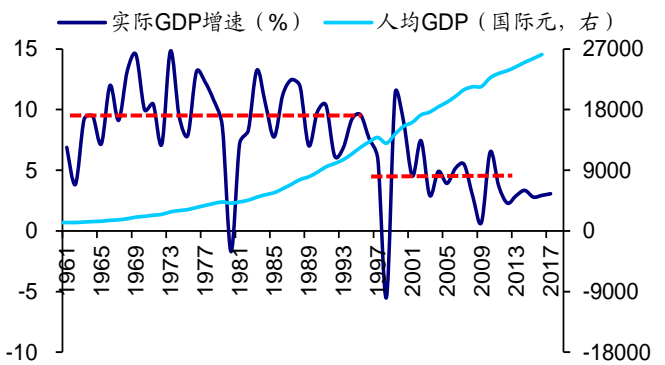
资料来源：WIND，Maddison Project Database，海通证券研究所



**韩国：1990 年代。**1961-1996 年，韩国经济持续高速增长，年均增速 9.4%。1996 年韩国人均 GDP 达到 13211 国际元，为同期美国的 52.1%。在此后的 1997-2010 年间，韩国经济增速下台阶，年均增速降至 4.7%。

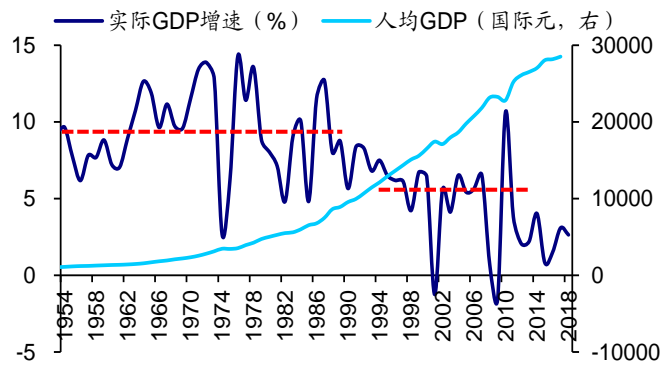
**中国台湾：1990 年代。**1951-1989 年，中国台湾经济高速增长，年均增速 9.5%。1990 年，中国台湾人均 GDP 为 9938 国际元，为同期美国的 42.8%。此后中国台湾步入中速增长阶段，1990-2010 年年均增速降至 5.5%。

图4 韩国实际 GDP 增速及人均 GDP (1990 年不变价国际元)



资料来源：WIND, Maddison Project Database, 海通证券研究所

图5 中国台湾实际 GDP 增速及人均 GDP (1990 年不变价国际元)



资料来源：WIND, Maddison Project Database, 海通证券研究所

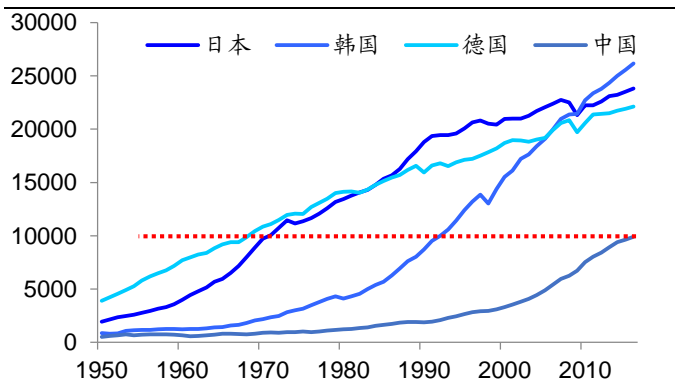
### 1.3 经济比较：经历何其相似，转型值得借鉴

不难发现，上述各经济体增长中枢下移的过程存在诸多相似之处。那么，类比来看，当前中国处在中枢下移的哪个阶段？这里我们通过比较主要经济指标来做综合判断。

**人均 GDP。**经济史专家安格斯·麦迪森 (Angus Maddison) 教授考虑了购买平价因素，使用国际元对全球各国的人均 GDP 数据进行统计，非常便于跨国比较。16 年中国的人均 GDP 为 9885 国际元，接近于 68 年的德国、70 年的日本、91 年的韩国。

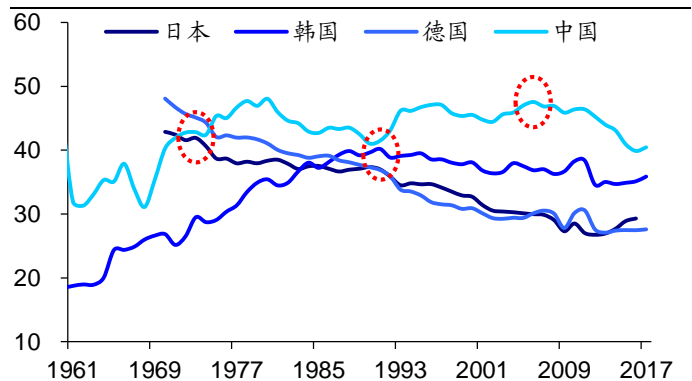
**工业化水平。**工业增加值占 GDP 的比重是度量一个国家工业化水平的核心指标。根据世界银行的统计<sup>1</sup>，日本工业化率在 70 年达到了最高点 42.9%，韩国则在 91 年达到最高点 40.2%，此后逐年下滑。中国的工业占 GDP 比重在 06 年达到峰值，此后逐步下滑，到 17 年已回落至 40.5%，接近于 74 年的日本、91 年的韩国。

图6 人均 GDP (1990 年不变价国际元) 对比



资料来源：Maddison Project Database, 海通证券研究所

图7 工业增加值占 GDP 比重对比 (%)



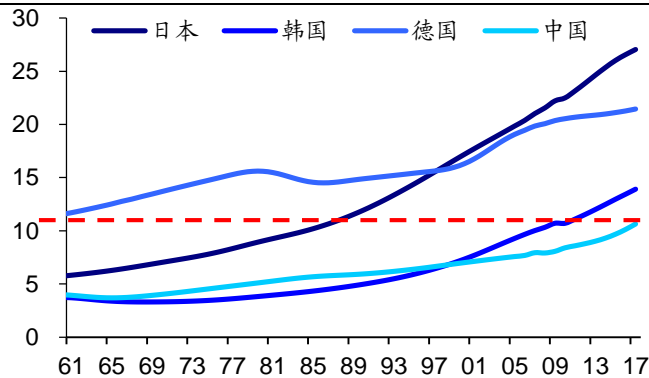
资料来源：WIND, 海通证券研究所

**人口结构。**相较于日韩，我国面临着更严峻的人口增长和老龄化问题。从人口增长看，我国现阶段人口出生率、增长率等指标相当于日本 80 年代与韩国 00 年后的水平。从老龄化程度看，17 年末，我国 65 岁以上年龄人口占总人口比重已升至 10.6%，明显高于 70 年代后期的日本与 90 年代的韩国，已接近 87 年的日本、09 年的韩国。

<sup>1</sup> 这里考虑可比性，统一采用世界银行口径数据。按照国家统计局口径，18 年中国工业增加值/GDP 已降至 33.9%。

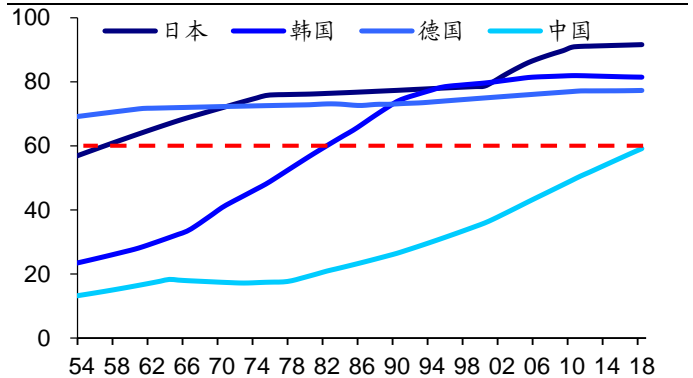
**城市化率。**根据联合国统计，18年中国城市化率水平达到59.2%，与56年的日本、82年的韩国较为接近。相比之下，德国城市化率在60年代初期就已突破70%，此后稳定上升至接近80%。值得注意的是，从日韩经验看，我国城市化率仍有提升空间，但12年以来，上升速率已开始放缓。

图8 65岁以上人口占总人口比重对比 (%)



资料来源：世界银行，海通证券研究所

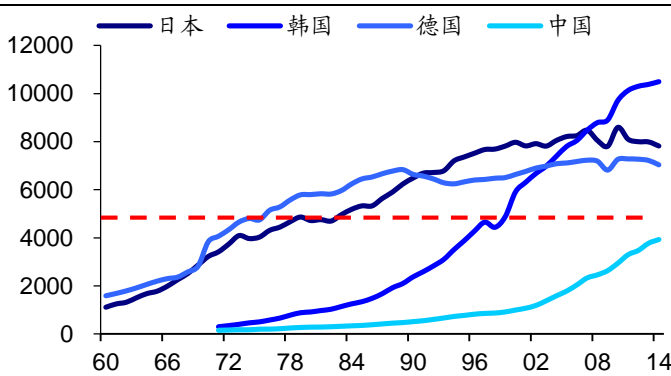
图9 城市化率对比 (%)



资料来源：WIND，联合国，海通证券研究所

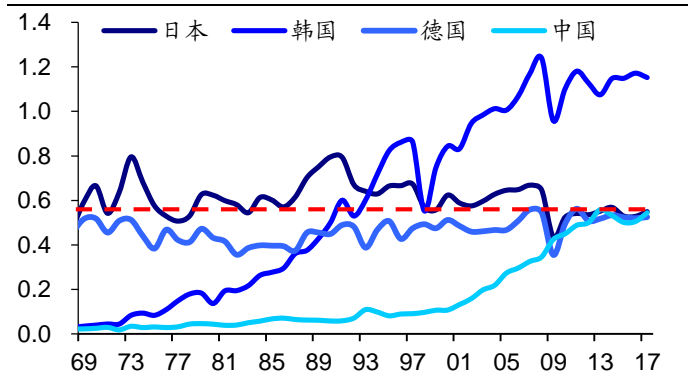
**人均电力、粗钢消费。**人均电力、粗钢消费是代表性的中观指标。根据世界银行的统计，14年中国人均电力消费量达到3927千瓦时，接近于71年的德国、73年的日本、95年的韩国。根据国际钢铁协会统计，17年中国人均粗钢消费量达到0.54吨，与70年代的日本、90年代初期的韩国较为接近。

图10 人均电力消费量 (千瓦时/人)



资料来源：WIND，海通证券研究所

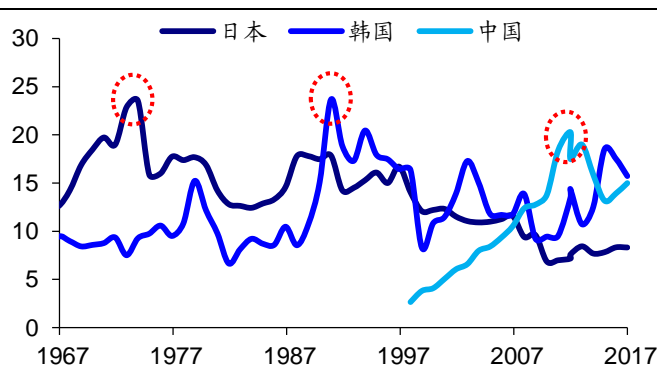
图11 人均表观粗钢消费量对比 (吨/人)



资料来源：WIND，Worldsteel，海通证券研究所

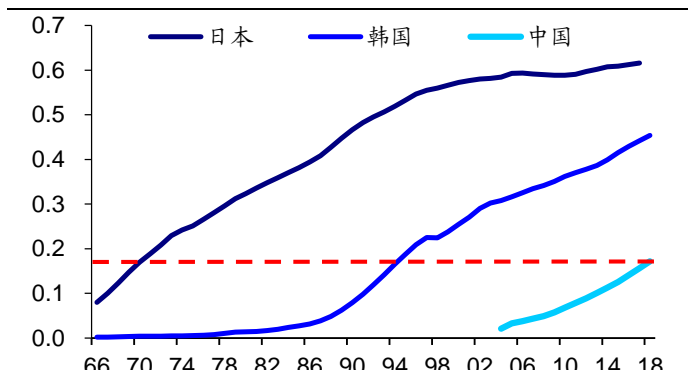
**耐用消费品渗透率。**从城镇每千人新开工套数来看，中国房地产周期峰值出现在13年，而日本、韩国则分别出现在73年和90年。再来看汽车，18年我国汽车保有量约0.17辆/人，接近于70年的日本和94年的韩国。

图12 城镇千人住宅新开工套数对比 (套)



资料来源：WIND，CEIC，海通证券研究所

图13 人均汽车保有量对比 (辆/人)



资料来源：WIND，CEIC，海通证券研究所

## 2. 日韩经验：增速换挡下的升级之路

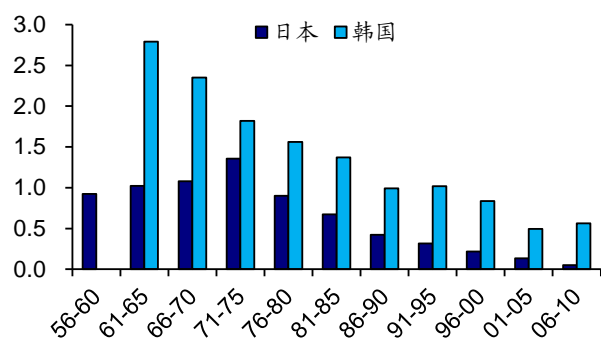
### 2.1 逃不开的中枢下移

日韩等国为何会从高速增长转向中速增长？我们认为，其本质原因还是日韩经济到了潜在增长率下降的临界点，劳动、土地、能源、技术等要素限制了 GDP 的高速增长。

**人口总量增速放缓。**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。71-75 年，日本总人口年均增长率仍有 1.4%，但到 76-80 年已降至 0.9%，其后更是持续下行。韩国的人口增速在 81-85 年间就已降至 1.5% 以下，90 年代初基本维持在 1% 的低位，而在其后的 01-05 年间更是降至不足 0.5%。

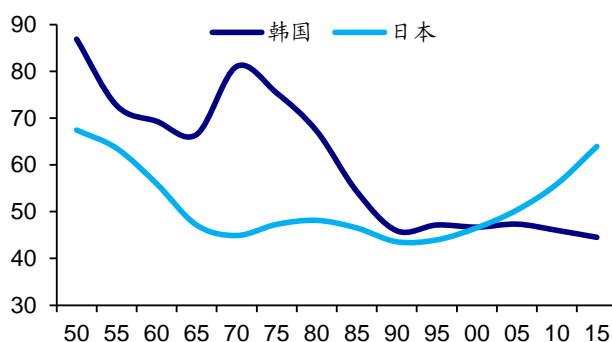
**人口红利已近尾声。**增速换挡时期，日韩两国人口抚养比快速下降阶段均已结束，抚养比长期低位持平，虽然还未步入劳动负担大幅加剧的上升期，但也说明人口红利在这一时期也已步入尾声。虽然日本人口抚养比在 92 年才真正降至 43.0% 的历史底部，但早在 69 年就已降至 45.2%，接近历史底部。类似的，韩国的人口抚养比要到 13 年才降至 36.2% 的历史底部，但 92 年以后，下行幅度明显放缓，每年降幅不到 1 个百分点。

图14 每五年日本和韩国人口平均增长率 (%)



资料来源：WIND，CEIC，海通证券研究所

图15 1950-2015 年间日本和韩国人口抚养比 (%)

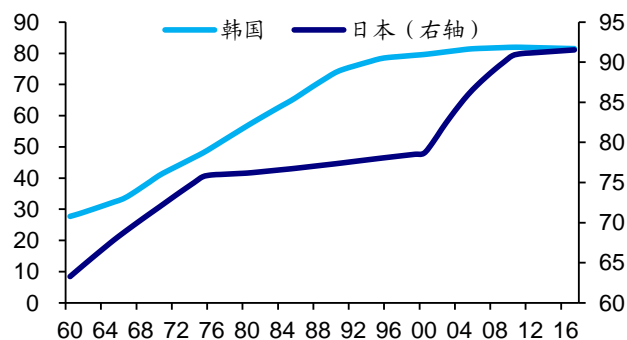


资料来源：CEIC，海通证券研究所。注：人口抚养比=非劳动年龄人口数/劳动年龄人口数，劳动年龄人口为 15-64 岁

**城市化进程减速。**更大的冲击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 70 年代中期、韩国在 80 年代末 90 年代初，城市化率上升速度均明显放缓。比如日本城市化率水平在 60-80 年间上升了 10 个百分点的，但 80-00 年间，仅提升了 2.5 个百分点。

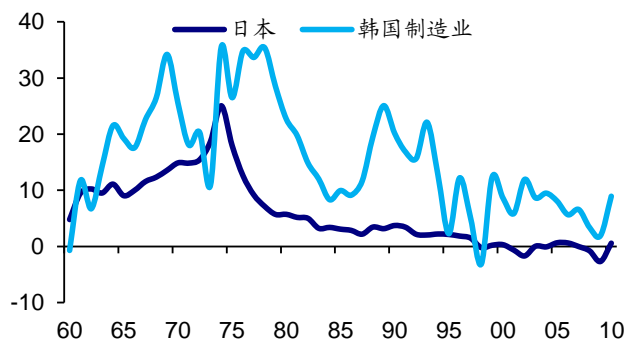
**工资水平快速推升。**随着人口红利逐渐步入尾声、劳动力转移空间的缩小，劳动供给相对于需求明显收缩，导致工资水平的快速提升。日本在 65-75 年间的年平均工资增速达到了接近 15% 的水平，韩国的制造业工资在 80-90 年间的年平均涨幅接近 16%，且此时工资水平基数也相对较高，劳动要素价格不再低廉。

图16 1960-2017 年间日本和韩国城市化率水平 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

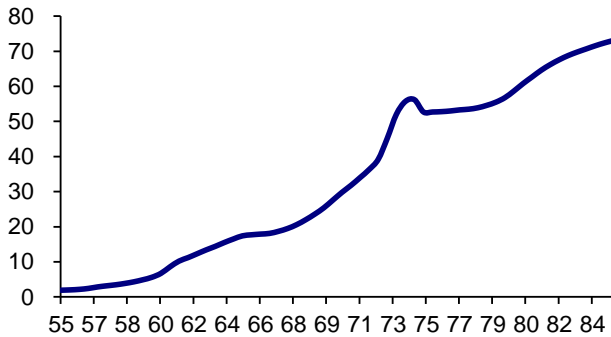
图17 1960-2010 年间日本和韩国制造业工资增速 (%)



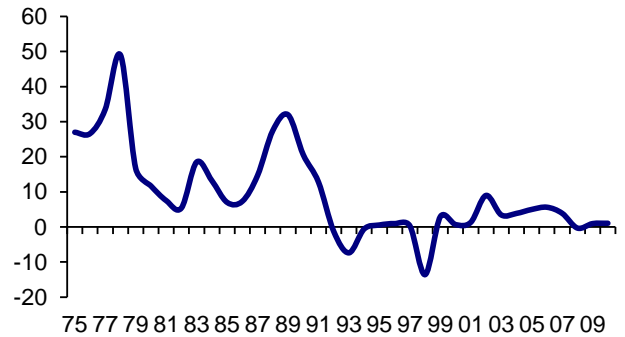
资料来源：CEIC，海通证券研究所



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。日本在 55-73 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。

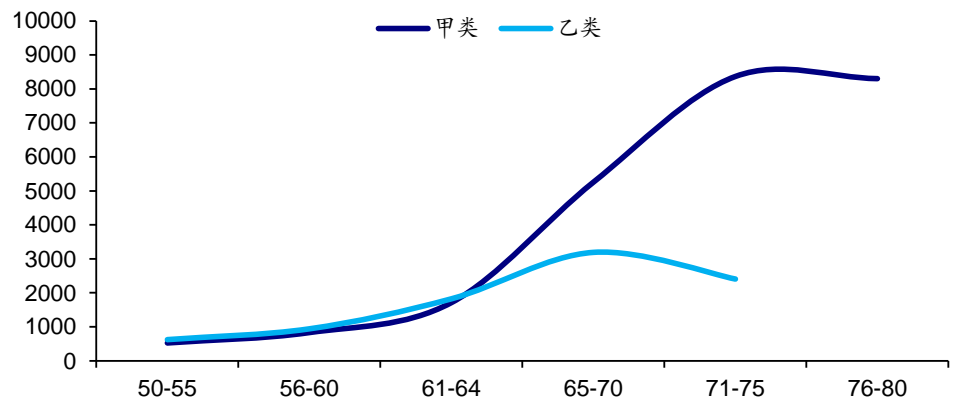
**图18 1955-1985 年间日本城市工业用地价格指数**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图19 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20 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

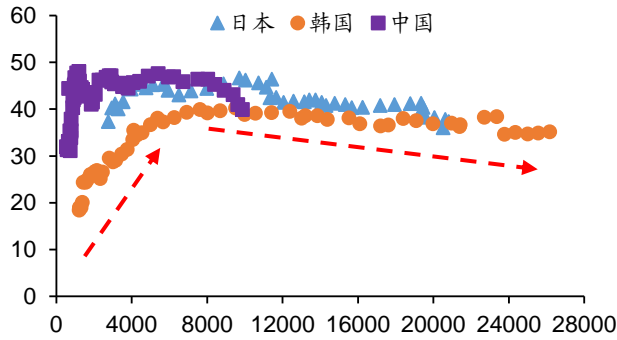
注：甲类技术为合同或付款期限超过一年的项目，乙类技术为不足一年的项目。

## 2.2 产业结构腾笼换鸟

要素层面的变化也相应地带来了产业结构的调整。

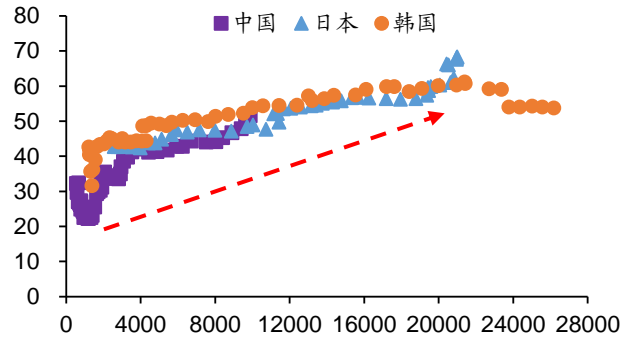
产业结构变化趋势一致。在高速增长期终结后，日本和韩国均经历了比较一致的产业结构变化，工业增加值占比明显下降，而服务业占比逐渐上升。如韩国工业增加值占比在 91 年达到 40% 的顶点后开始逐步回落，而日本工业增加值占比的顶峰出现在 73 年左右，对应着增速换挡的转型时期。从我国目前的情况来看，产业结构的变化方向也大概率与此相符。

图21 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（%）。

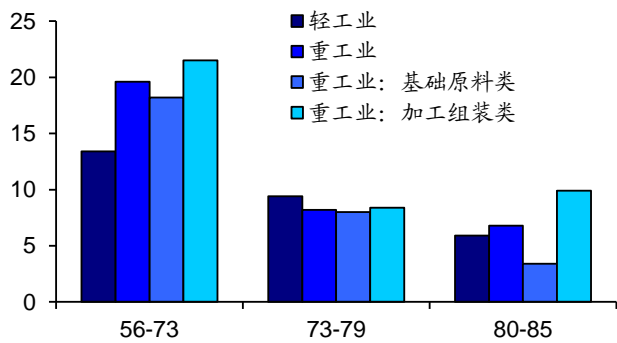
图22 中日韩三国人均 GDP 与服务业增加值占比



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（%）。

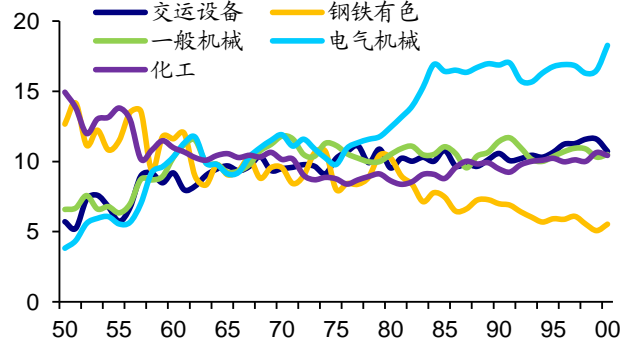
**日本制造业：从钢铁、化工到机械、汽车。**从制造业结构上来看，日本在增速换挡期经历了明显的产业升级，从科技含量偏低的钢铁、有色和化工等上游原材料类行业转向科技含量更高的机械、汽车等中游加工组装类行业。在 80-85 年间，日本加工组装类行业增加值增速近 10%，在各行业中一枝独秀，而伴随着日本的增速换挡，钢铁有色、化工行业的占比也在不断下降，机械和交通运输设备的增加值比重有了明显提升。

图23 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

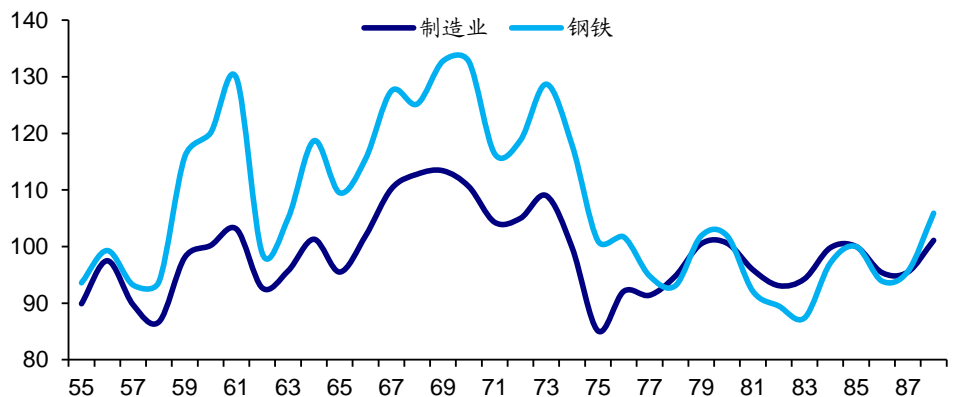
图24 日本部分制造业行业增加值占比（%）



资料来源：日本统计局, 海通证券研究所

**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25 1955-1988 年间制造业和钢铁行业产能利用率变化（%）



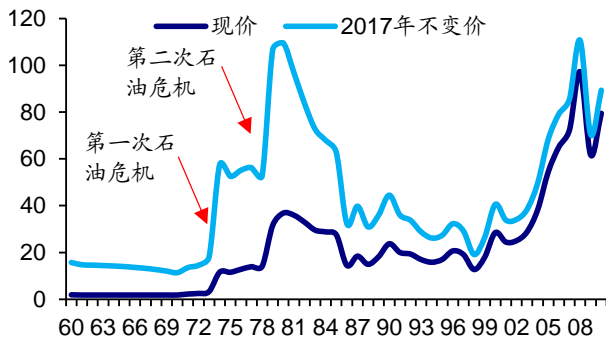
资料来源：《日本通商产业政策史》，海通证券研究所

### 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在国际汽车市场的占有率。

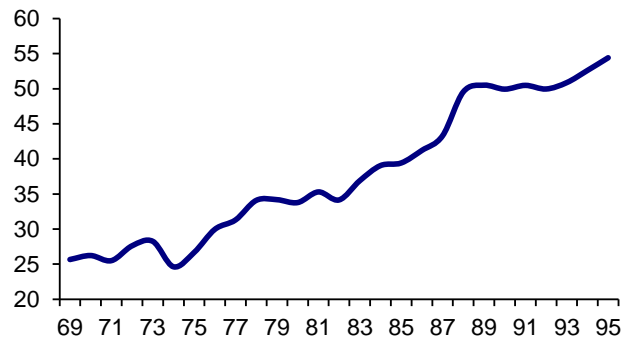
日本的机械行业经历了技术引进、进口替代再到出口拓展的发展历程。劳动力成本的上升使得工厂对机器替代人工的需求日益增加，而应对萧条的经济刺激政策使得政府引导的投资增加，均为机械行业带来了良好的发展环境，日本机械产品出口占出口总额的比重持续提升。此外，为了应对汇率上升的压力，如小松等厂商在此期间也开始由出口转向当地设厂生产，倒逼其通过创新和产业升级适应海外市场。

图26 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

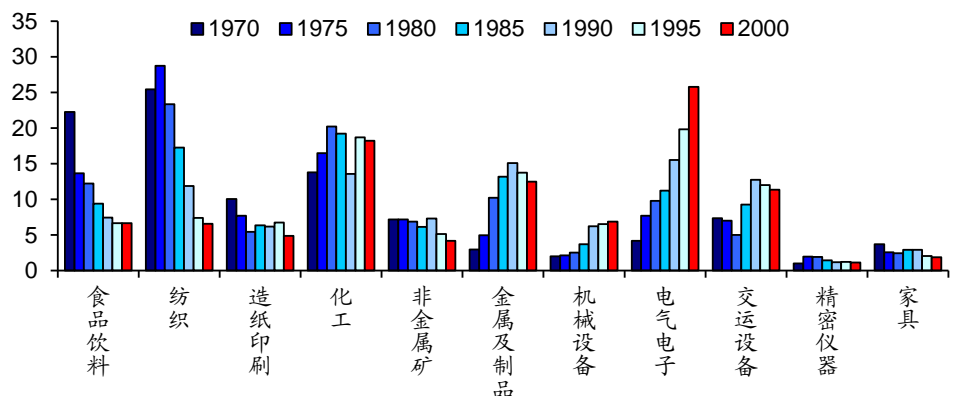
图27 日本通用机械、电气机械和精密仪器出口额占比（%）



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。

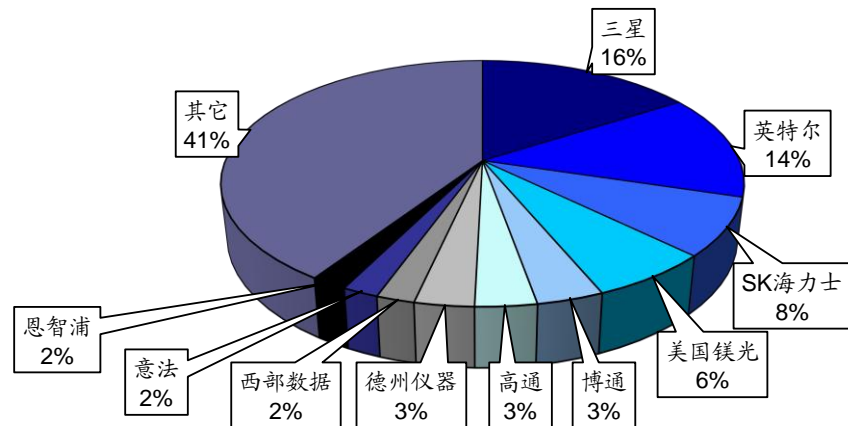
图28 1970-2000 年间韩国制造业结构变化（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

**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%。

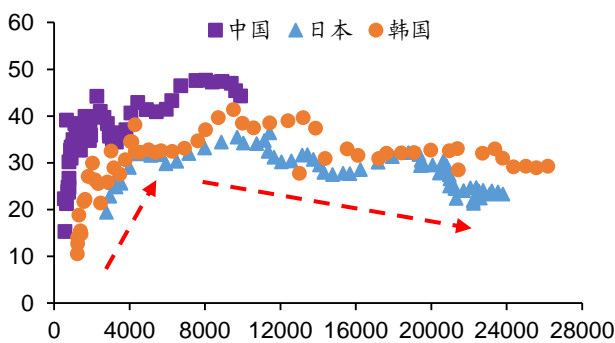
图29 2018 年全球半导体厂商销售额占比 (%)



资料来源: Garter, 海通证券研究所

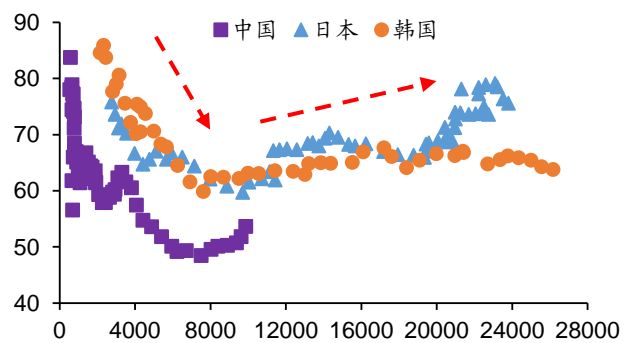
**投资趋落, 消费抬头。**从需求结构上来看, 后发国家的转型经验表明, 高速增长时期常伴随着投资的大规模扩张, 而增速换挡之后, 由于要素价格上升的制约, 投资需求将会有比较明显的回落。与此同时, 在高速增长长期被压抑的消费需求, 增速换挡之后会触底反弹, 占经济的比重料将不断走高。中国经济转型进程目前也正循着这一趋势推进。

图30 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 (%)。

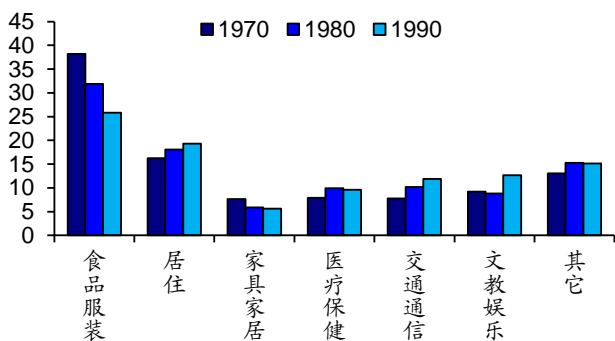
图31 中日韩三国人均 GDP 与最终消费占比



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 (%)。

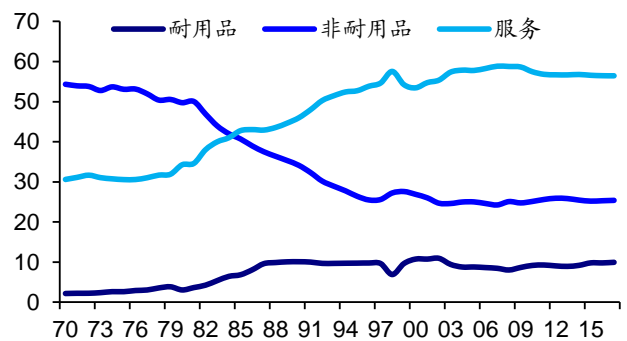
**消费: 从实物消费到服务消费。**增速换挡后消费对经济增长的作用日益提升, 与此同时, 在消费结构上也有所升级, 普遍表现为由实物消费向服务消费的切换。如日本在1970年食品服装类消费支出占比达38%, 而1990年仅有26%, 下降超过10个百分点, 这部分份额即被医疗、通信和文教等服务消费占比较高的支出科目所占据, 韩国的消费支出结构变化则更为明显, 服务消费占比从70年的30%左右持续攀升至10年的近60%, 而同期非耐用品消费则由54%降至25%。

图32 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33 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

## 2.3 政策决定转型路径

我们发现，在日本、韩国经济增速换挡、经济结构转型过程中，政策同样发挥了重要作用，在很大程度上决定了转型的路径。

### 日本：下调 GDP 目标，稳货币宽财政，调整产业结构

**被动下调 GDP 目标。**65 年后，日本政府在其经济政策中已经不再过度强调经济增长率，而是更多地考虑民生等问题。但在 70 年制定计划时，日本政府仍定了过高的目标增速（10.6%），并依然采取宽松的政策。突如其来的石油危机，令日本经济大起大落，也令日本政府意识到 10% 左右的高增长已经不可持续，76 年将 GDP 目标定为略高于 6%，并在 79 进一步下调至 5.5%。

表 1 1960-1979 年日本主要经济计划

主要经济计划	计划制定日期	计划期间	GDP 目标增速 (%)	GDP 实际增速 (%)
国民收入倍增计划	1960 年 12 月 27 日	1961 - 1966	7.2	10.7
中期经济计划	1965 年 1 月 22 日	1964 - 1968	8.1	10.6
经济社会发展计划	1967 年 3 月 13 日	1967 - 1971	8.2	10.9
新经济社会发展计划	1970 年 5 月 1 日	1970 - 1975	10.6	6.1
经济社会基本计划	1973 年 2 月 13 日	1973 - 1977	9.4	1973-75 年 4.1
昭和 50 年代前期经济计划	1976 年 5 月 14 日	1976 - 1980	高于 6	1976-79 年 4.8
新经济社会七年计划	1979 年 8 月 10 日	1979 - 1986	1980-85 年 5.5	1980-85 年 4.1

资料来源：《日本经济史 8：高速增长》第 226 页，海通证券研究所

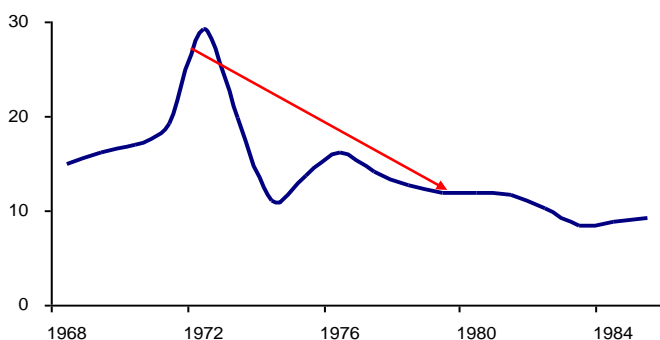
**货币政策整体稳健。**在经历了 73-74 年战后最严重的通胀后，日本银行进行了反思，更加重视控制货币供给。在 75 年的《关于日本货币供给的重要性》中，日本银行强调了稳健货币政策的取向。在应对 79 年第二次石油危机时，日本银行吸取了第一次石油危机的经验，提早紧缩货币，有效控制了通胀，那个时期的通胀的最高水平也仅有 8.7%。

虽然货币政策整体稳健，但利率仍然会依据通胀走势来进行调整。随着通胀在 74 年后缓解，75-78 年间，日本银行逐步下调贴现率，从 73 年末的 9.25% 历史最高下调至 78 年的 3.75%，直到 79 年第二次石油危机时才开始加息。

**财政政策明显积极。**与高速增长时期财政基本保持收支平衡形成鲜明对照，在 70 年代后半期，财政对国债的依赖程度迅速提高。77-78 年，为了顺应民众抱有的同美国和西德一起拉动世界经济的期待，政府采取了积极财政政策。而日本政府债务余额占 GDP 的比重，也从 74 年的 8% 左右，迅速上升至 80 年的 30%。

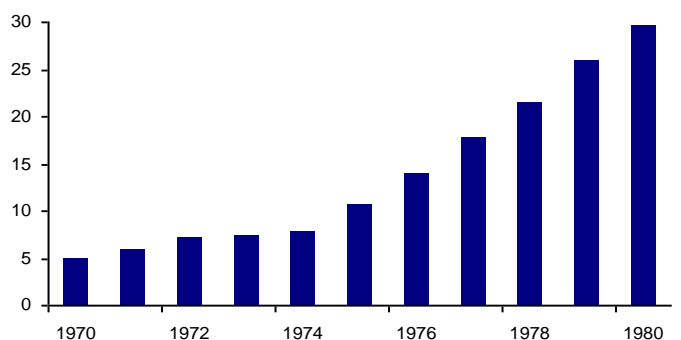
而从财政支出结构看，政府将更多的资源分配到了与民生相关的方面，社会保障支出占比从 60 年代的 15% 左右上升至 75 年后的 20%，而基建相关的公共事业费占比和给地方的转移支付占比都出现了一定程度的下降。素有第二财政之称的财政投融资在基础设施建设中曾有举足轻重的作用，它在道路、运输通信、地区开发等方面支出在 70 年代出现了明显的下降，在这时期，政府财政投融资更投向与民生相关的领域。

图34 1974 年后日本 M2 增速整体下行 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图35 1974 年后日本政府负债率快速上升 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所



**产业结构顺势调整。**日本经济转型期，产业结构出现了明显的两极分化，钢铁、有色、化工等基础原材料行业生产停滞不前，而汽车、家电景气高涨。供给要素条件的恶化叠加“尼克松冲击”和第一次石油危机，迫使日本调整产业结构。71-78年间，日本政府出台了一系列产业政策，对产业结构进行了调整和升级。

其中最具有代表性的是78年日出台的《特定萧条安定临时措施法案》，核心内容包括废弃过剩设备，限制或禁止新增设备，鼓励集约化、提高集中度等三个方面。日本政府指出，这些“结构性萧条行业”的特征是：“不能指望仅凭借一般性的景气振兴方案，短期性的生产、价格调整来扭转企业状况，即使情况暂时有所好转，在中长期内，由于产能显著过剩等原因，供求平衡难以恢复的行业。”

表 2 1971-1978 年间的产业政策

年份	政策名称	政策内容概要
1971	《关于七十年代通商产业政策的方针》	明确了“节省能源、资源，充实社会资本，加强防止公害，发展‘知识集约型’产业结构，以取代过去侧重重工业和化学工业”的产业政策。
1974	《产业结构长远规划》	强调提高加工程度水平和技术集约程度水平的知识集约型产业的比重，同时求得各产业的高级化。
1978	《特定萧条安定临时措施法案》	认定钢铁（平电炉）、铝精炼、合成纤维、造船、氨制造、纺织等 14 种产业为结构萧条产业，按照计划，共同将过剩设备废弃。

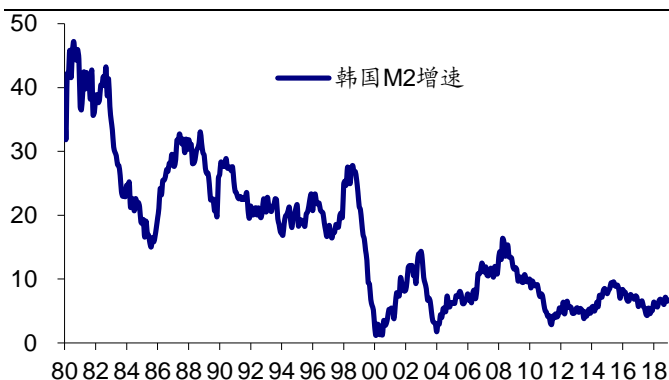
资料来源：日本统计局，海通证券研究所整理

### 韩国：从走老路稳经济，到全面彻底改革

**从货币紧缩到金融改革。**80年韩国全斗焕上台后，在制定第5个五年计划时，提出宏观稳定政策和民间主导的增长模式。为了实现宏观稳定，韩国实施了财政和货币紧缩政策，M2增速从83年之前的35%左右下调至20%左右，财政赤字占GDP比重也从81年的4.3%持续下行，并在87年实现财政盈余。但由于政府仍然直接控制信贷投放以及中央银行直接创造贷款，货币环境依然宽松。而为了保护出口竞争力，韩国政府推迟了币值调整，投机热钱流入导致国内货币被动投放。

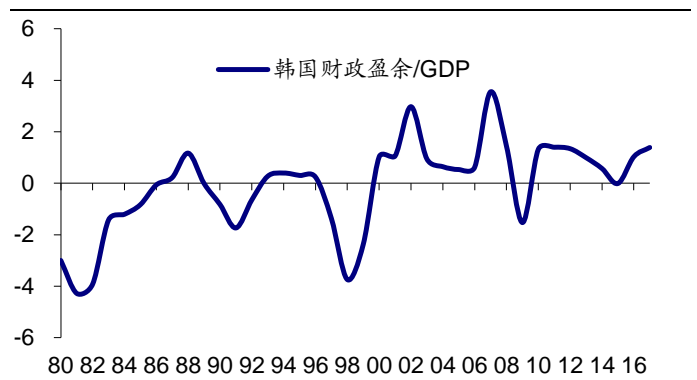
金融危机后，金大中政府启动金融、企业、政府、劳动四大部门结构改革。其中金融部门改革居首，具体包含四个方面。一是整顿不良金融机构，清理不良债权，调整银行结构；二是改革金融机构的经营机制，开放金融市场；三是建立独立统一的金融监管机构；四是培育资本市场。最终，金融机构不良债务被清理，正常的融资功能得以恢复，避免了信用环境继续恶化。

图36 韩国 M2 同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图37 韩国财政盈余/GDP (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

**从大而不倒到破产出清。**韩国重化工业产能过剩、盈利恶化的问题在70年代末已有显现。韩国政府在79-83年间实施了三轮重化工业投资调整，对调整对象企业提供救助措施和信贷支持，在85-90年间又实施了系统的产业合理政策，对政策指定对象给予税收减免、信贷支持和限制行业新进入者。但依靠增强垄断、限制准入、提供信贷和税收优惠的反竞争措施，不仅直接导致竞争失衡、财阀壮大，政府隐性担保令企业过度追求规模扩张，过剩产能迟迟得不到出清，同时也间接增大了银行风险。

金融危机后，韩国政府实施了“5+3”原则的企业部门结构改革。98年1月，韩国政府与四大财阀达成了提高企业管理透明度、禁止互相担保债务、改善财务结构、集中专业化经营、强化大股东和管理者责任等企业结构调整的五大原则。99年8月，韩国政府又增加了提高非银金融机构的治理结构、限制企业间循环出资和不正当内部交易、禁止非法继承和馈赠等三大补充原则。最终，企业负债率大幅下降，经营主业更加突出，财务结构和治理结构大幅改善，政企间“大马不死”的道德风险得到解除。

**表3 韩国四大财团财务结构的改善**

	98年底	99年底: 计划	99年底: 实际
债务比 (%)	352	197.7	137.9
债务比: 包括资产重估在内 (%)	286.8	171.8	147.4
债务 (兆韩元)	165.1	128.3	139.6

资料来源: Baekin Cha: Korea's Financial and Corporate Sector Reform, Korea Institute of Finance, 2000, 海通证券研究所整理

### 3. 未来十年: 中国经济增长中枢在哪?

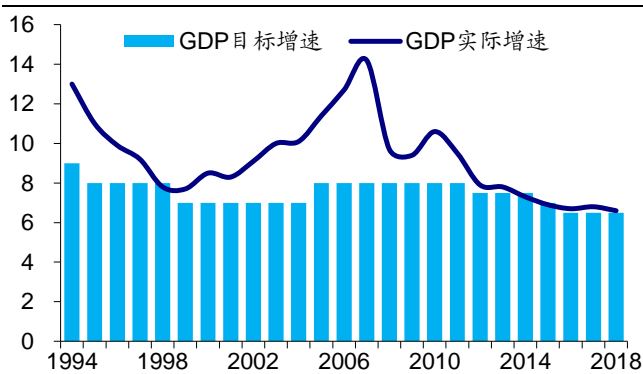
#### 3.1 中枢下行已成共识, 转型升级不可避免

未来十年中国经济增长中枢会如何演变? 显然, 高速增长步入尾声、潜在增速下行已经成为各界的共识。

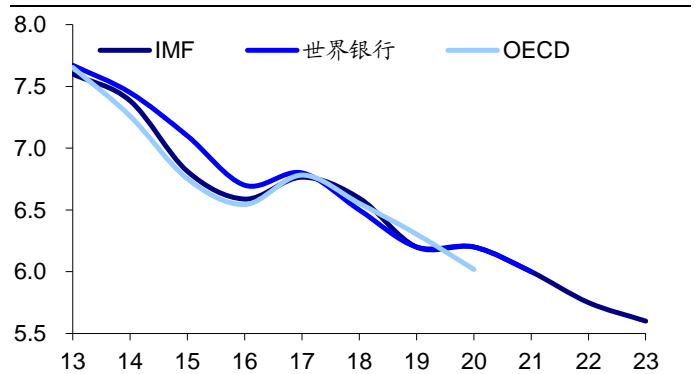
高层在13年底中央经济工作会议上就已开始淡化经济增长目标。中组部也在13年底发布《改进地方政绩考核工作通知》，引导地方政府淡化GDP考核。14年以来，全国两会公布的GDP增长目标也呈逐年下调之势。

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等国际机构也普遍预测未来五年中国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5.95%和5.9%。

**图38 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39 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下移的驱动力是什么? 借鉴日韩经验, 我们认为, 主要来自以下三个方面:

**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, 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。

三是产业结构的调整。随着工业化步入尾声，中国产业结构也同样亟待转型升级，钢铁、有色、水泥、化工、煤炭等昔日的支柱产业风光不再，而制造业中的医药、装备制造类行业，以及服务业中的信息服务业的崛起将成为必然。产业结构的调整与日本、韩国皆有相似之处。

### 3.2 走在正确的道路上，中长期增速或减半

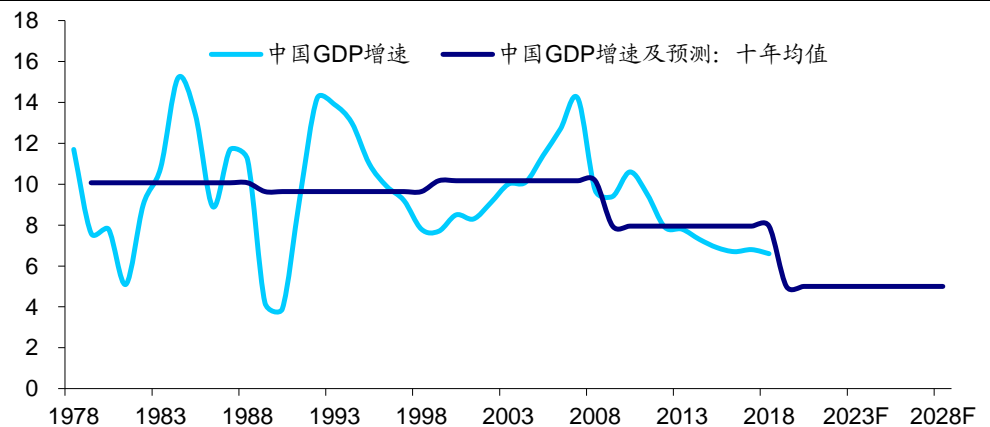
那么，未来中国经济增长中枢下移又会经历怎样的一个过程？这很大程度上取决于政策。类比来看，当前政策正沿着正确方向前进，这将避免中国经济大起大落。

首先，尽管未来两年经济增速仍须保持在合理区间，以实现十八大定下的“两个翻一番”目标，但中国政府早在 13 年底就已主动调低增长目标，淡化 GDP 考核已成定局。其次，过去两年去杠杆政策的实施、《资管新规》的落地，意味着以往货币超发的局面正在发生改变，货币政策基调已经从宽松转向稳健。第三，财政政策不仅力度较以往更为积极，重心也从扩大政府支出转向减税，这将有利于放活市场，激励转型。第四，去产能和补短板政策推动了中国经济、产业结构的调整，也加速了新旧动能的转换。

这意味着，未来十年，中国经济更有可能像 73-85 年的日本那样“软着陆”，而不是像韩国那样，贪求增长回避改革、直至金融危机帮助出清，导致“硬着陆”。

未来中国经济增长中枢会处在什么位置，持续多久？参考日韩经验，中速增长期，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%，韩国则从 9.4% 降至 4.7%，而中国高速增长期增长中枢约在 10.5%，我们判断未来十年中国经济增长中枢或在 5% 左右，持续时间应与日本相似，10 年左右。

图40 中国 GDP 增速及预测 (%)



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  
于博 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  
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@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  
 孔维练(021)23219223 kongwn@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@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 wjs11852@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 ftf11758@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  
 尹琴(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  
 张崢青(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 zxj12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf12225@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  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 联系人  
 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**

蔡钦清(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 lijw@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  
 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  
 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