

相关研究

《实体经济观察 2019 年第 10 期：需求筑底，生产分化》2019.03.14

《Exports and imports growth both declined, and deflation risk is improving》2019.03.15

《外贸增速双降，通缩风险改善》2019.03.10

投资千万条，便宜第一条

——兼论当前中国市场的机会与风险！

投资要点：

- **赚钱两条路，生产与交易。** 今年以来虽然股市大涨，但也引发了对杠杆牛和泡沫牛的担心，到底我们投资是在赚谁的钱？在这里奥看来，只有生产性活动才能创造经济增长，而债务活动只会创造经济波动。与之相应，财富也有两种创造模式，第一种是赚生产的钱，无论是我们自己或者别人的工作，以及企业的有效经营，乃至国家的经济发展，都可以创造财富；第二种来源于交易，由于债务周期会导致经济的波动，我们也可以通过交易波动、低买高卖来创造财富。
- **债市收益稳定，来自经济生产。** 居民投资相对稳妥的渠道是银行存款和银行理财，少数人也会参与债券投资，还有部分会投资高风险的信托、P2P 与互联网金融。其中银行 1 年期存款利率在 2% 左右，3 个月银行理财收益率大约在 4.3%，而过去 17 年中国债券市场的平均回报率大约是 3.8%，但如果单独投资企业债的平均回报率大约是 5.4%，此外信托、P2P 等的回报率通常在 10% 甚至以上，这些投资其实都属于固定收益类投资，其收益来源于政府或者企业的债务，其实是在分享国家经济发展和企业经营的红利，两者一损俱损、一荣俱荣。
- **房市黄金十年，经济交易双赢。** 过去 10 年，房地产是中国最成功的投资方式，只要买房的人基本都在房子上面赚钱了，问题是大家在赚谁的钱？首先是赚了当地经济发展的钱、体现为房租的上涨；其次是赚了交易的钱，体现为房价租金比的上升，而在这个交易里面发生损失的是交易对手，要么是以前卖你房的人或者开发商，要么是以后买你房的接盘侠。但是现在中国经济在减速、工作年龄人口数量也开始下降，再加上房价租金比处于历史高位，这意味着未来想靠房子赚钱已经不太容易了。
- **股市赔钱千万条，买的太贵第一条。** 与房子一样，要想在股市里面赚钱，同样只有两个来源，一个来自于企业经营，另一个来自于交易对手。我们发现，如果在中国股市里面赔钱，买的太贵其实是最主要的原因。比如说，之所以过去 10 年上证指数下跌了 50%，因为上证指数的市盈率从 07 年的 55 倍跌到目前的 13 倍，跌幅超过 80%。创业板指数在 15 年见顶以来下跌超过 50%，因为 15 年时的市盈率高达 100 倍，目前只有 50 倍。而著名的乐视网在 15 年顶峰是市盈率超过 400 倍，相当于要 400 年经营才回本，结果后来业绩大亏，所以导致股价跌幅超过 90%。大家冲着牛市来买高估值或者没有估值的股票，其实是非常危险的行为。
- **便宜才有好货，A 股慢牛重启。** 反过来说，如果买便宜的东西，其实亏钱的概率就会小很多，甚至大概率是赚钱的。比如说，大家印象当中跑的最慢的银行股，其实长期持有下来的回报率并不低。哪怕在 07 年的最顶峰买了建行的股票，也不会赔钱。而茅台之所以成为 100 倍股，在于其估值长期稳定，而所以大家可以赚业绩长期高增的钱。而中国 A 股过去由于“严进宽出”，导致了高估值的泡沫，但目前制度设计正转向“宽进严出”，这将有助于抑制泡沫投机。再加上多年消化以后 A 股的整体估值处于历史低位，未来如果股市估值不再下降，只要我们减税降费之后经济和企业盈利保持在 7% 左右名义增长，再加上 2% 左右股息率，中国股市将有望实现每年 9% 左右回报，从而迎来靠盈利支撑的慢牛行情。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

目 录

1. 每周交流与思考.....	3
2. 经济：工业短期改善.....	9
3. 物价：通胀预期回升.....	9
4. 流动性：降准空间有限.....	10
5. 政策：“大水漫灌”不可取，减税降费 2 万亿.....	10
6. 海外：特朗普否决国会决议，英议会下院支持延期脱欧.....	10

1. 每周交流与思考

一、股市大幅上涨，到底赚谁的钱？

进入 2019 年以来，中国股市大幅上涨，截止目前 A 股主要指数的涨幅均超过 20%，而且从主板到创业板市场都有明显上涨，出现了难得的普涨行情，从全球来看 A 股也是在大幅领涨，一扫去年大幅下跌的阴霾。

但是对于本轮股市上涨，市场依然存在着很多疑虑，主要在于两个方面：

一是本轮股市涨的太快。不到 3 个月就涨了 20% 多，上涨的斜率容易让人联想起 2015 年的杠杆牛；目前融资融券每天交易金额已经超过了 1000 亿，超过 18 年的 3 倍水平，占沪深两市成交额的比例已经达到 10%，达到 17 年时的峰值水平。

二是本轮股市上涨缺乏经济基本面的足够支撑，让人担心出现泡沫牛。比如说猪被饿死的雏鹰农牧，18 年亏损金额高达 30 亿，今年以来涨幅高达 85%。亏损 7 个亿的领益智造，今年以来涨幅高达 145%。而通达信软件中的 ST 板块指数在 19 年 2 月 1 日见底以来的涨幅高达 30%，垃圾股的大涨也让人担心有大量散户入场，从而重演过去暴涨暴跌的魔咒。

如何理解这一轮股市的上涨，到底是泡沫化的水牛行情、还是可持续的长牛？我们首先要理解在投资里面我们到底是在赚谁的钱。

图1 融资融券交易金额（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

二、赚钱两条路，生产与交易。

在投资领域，我自己最推崇的是桥水基金的达里奥，原因在于他的基金业绩太好了，无论是 08 年的美国次贷危机、11 年欧债危机都是大赚特赚，18 年全球哀鸿遍野，而达里奥的基金又赚了 15%。而且达里奥并不是大空头，闲着没事就每天做空，而是定位自己是“全天候投资基金”，也就是无论经济好与不好都能赚钱，并且他也做到了这一点。

而达里奥的思想其实极其通俗易懂，在互联网上就可以免费看到。其实大家一定要明白，**真正值钱的思想其实都是免费的**，因为这些有思想的大佬早就财务自由了，根本就不屑于靠兜售知识来赚钱，反过来说那些需要花钱买来的知识十有八九都是交了智商税。

在达里奥眼中，**一切的经济活动都是由交易构成的**。我们去买房、买车其实都是在做交易，而在交易的背后有两种模式：第一种是通过努力工作、用工资来交换商品，第二种是通过债务、用贷款和信用卡来交换商品。

这个简单的思想背后，告诉我们**经济发展有两种模式：第一种是靠生产性活动、从长期看这是经济增长的真正来源；第二种是靠举债、从长期看这只会导致经济的波动。**

这其实也告诉我们有两种财富的创造模式：第一种是来自于生产，无论是我们自己或者别人的工作，以及企业的有效经营，乃至国家的经济发展，都可以创造财富；第二种来源于交易，由于债务周期会导致经济的波动，我们也可以通过交易波动、低买高卖来创造财富。**通俗的说，第一种是赚生产的钱，第二种是赚别人的钱。**

下面，我们就来看一下大家通常的几种投资方式，包括存款、银行理财、债券、信托、P2P、股票和房地产，到底都是在赚谁的钱。

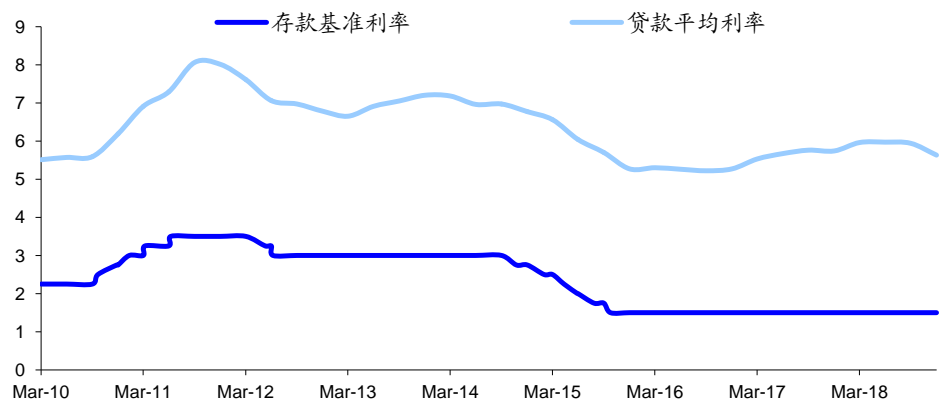
三、债市收益稳定，来自经济生产。

在中国老百姓的各种投资方式中，最令人放心的还是存款和银行理财，而这两者其实都是类债券的投资，**但所有的债券类投资，本质上都是在赚经济生产的钱。**

比如说我们存钱到银行，银行会根据不同期限来支付利息，目前 1 年期存款的基准利率是 1.5%，上浮 30% 的话实际在 2% 左右。而银行付给我们的利息并不是从天上掉下来的，最终来源于银行发放的贷款。18 年末银行的贷款平均利率大约是 5.6%，而中国银行贷款的对象主要是企业部门。因此，我们得到的存款利息，最终来源于企业的生产经营活动。

银行理财会提供比存款更高的收益率，目前全市场 3 个月银行理财的平均收益率大约在 4.3%。而银行理财的投资对象主要包括债券、信托、票据等，也有部分会投资在股票。其中债券包括国债和企业债，而信托和票据其实就是企业的贷款。**因此，银行理财的收益，主要来自于国家的经济发展和企业的生产经营。**

图2 存款基准利率和贷款平均利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

而如果直接去购买债券，代表性的中证综合债券总指数在 02 年诞生以来累计上涨了 83%，折合年化收益率大约在 3.8%。这一回报率高于存款利率，但略低于银行理财利率。原因在于前者包括了很大一部分国债，而银行理财主要投资于企业债，但国债利率远低于企业债。如果只是买企业债的话，代表性的中债信用债指数在过去 11 年的年化回报率大约是 5.4%，这已经接近银行的贷款利率水平。

因此，从长期来看买债券的回报率远高于银行存款，而接近甚至超过了银行理财，而债券的收益也来自于企业和政府。

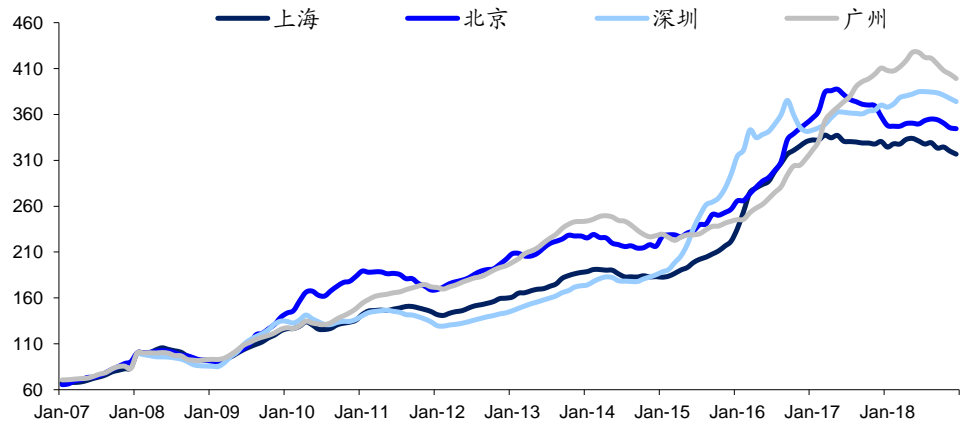
此外，还有一部分人会投资在信托、P2P、互联网理财等等，这些投资背后的最终资产大多也是企业和地方政府的债务，只不过有很多是银行不方便放贷的高风险业务，因此虽然看似收益率很高，通常高达 10% 甚至以上，但是风险也大，去年中国就出现了大量的 P2P 爆雷潮。

综合来看，如果长期投资在债券类的产品，其实是在分享国家经济发展和企业经营的红利，两者一损俱损、一荣俱荣。

四、房市黄金十年，经济交易双赢。

过去 10 年，在中国最为成功的投资方式莫过于房地产。从 07 年末到 18 年末，统计局的全国商品房销售均价涨幅为 150%，年均上涨 9%；中原地产的四大一线城市房价涨幅为 260%，年均上涨 12%。所有的房价指数涨幅均远超存款、理财和债券类产品的平均回报。

图3 中原地产的四大一线城市房价指数（以 2008 年 1 月为基期=100）



资料来源：Wind，海通证券研究所

那么问题来了，过去大家买房都赚钱了，到底是在赚谁的钱呢？

如果把房价分解为两部分，一部分是租金，另一部分是房价和租金的比值。那么租金的部分其实代表了经济生产的钱，而房价租金比的变化代表了交易的钱。

首先，租金是房价的根基，而租金的高低与当地经济发展密切相关。

过去 10 年虽然中国房地产是大牛市，但是投资在不同区域的结果是千差万别。比如说投资在主要的一二线城市，房价年均涨幅大都在 10% 以上。原因在于过去 10 年中国处于城市化的进程，人口持续流向一二线城市，推动一二线城市的经济发展、租金价格上涨。

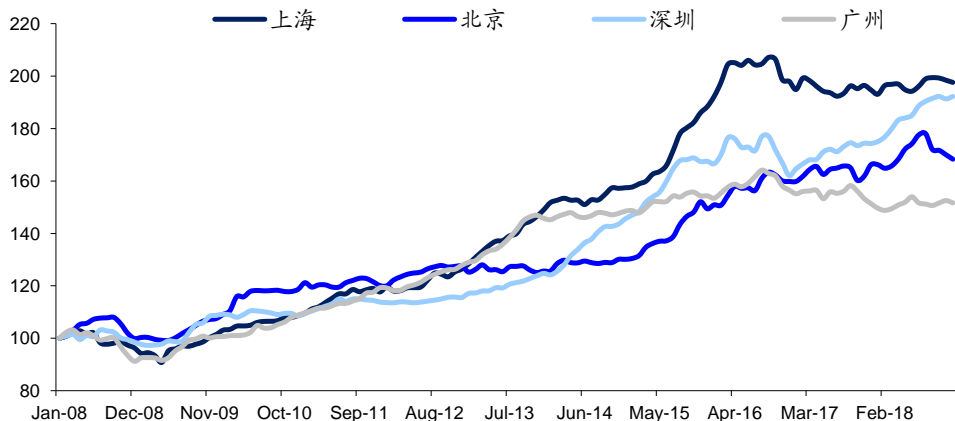
但如果投资在某些人口流出的城市，其实房价涨幅并不高。比如在黑龙江的鸡西市，10 年的户籍人口还有 190 万，到 17 年下降至 175 万，同期鸡西的商品房销售均价只是从 3300 元/平米涨到 3660 元/平米，年均涨幅只有 1.5%，甚至没有跑赢同期的银行存款利率。而鸡西市只是那些人口流出的城市的一个缩影。

其次，房价租金比在过去 10 年持续上升，大家也赚了交易的钱。

以四大一线城市为例，虽然从 07 年到 18 年，房租价格也涨了 80%，但其实折算成年化涨幅只有 5.5%，远低于同期 12% 的房价涨幅，因此其余一半房价上涨其实来自于房价租金比的上升，这其实就是赚了交易的钱。

既然是赚了交易的钱，那么就应该是有人赚钱，有人亏钱，但是过去 10 年大家买房基本都赚了钱，那么到底是谁在亏钱呢？

图4 四大一线城市租金指数（以 2008 年 1 月为基数=100）



资料来源：Wind，海通证券研究所

其实答案很简单，肯定是赚了交易对手的钱。只不过这个交易对手既可能是过去的手，也可能是未来的对手，既可能是别人，也可能是自己。

第一种是赚了过去的交易对手的钱。比如在 05、06 年买开发商的房子，相当于开发商把未来房价的上涨让渡给了你，所以聪明的开发商像李嘉诚之类，就懂得捂盘不卖。

第二种是赚了未来的交易对手的钱。比如日本从 1990 年到 2013 年的全国房价跌幅高达 80%，如果有人在日本 90 年的景气高点把房子卖了，那么后面每一个买下这个房子的人就是承担损失的人。如果在 90 年的高点没有卖房子，就是自己做了接盘侠。

因此，中国过去 10 年的房地产大牛市，在于大家既赚了经济发展的钱，又赚了交易的钱。但是现在中国经济在减速、工作年龄人口数量也开始下降，再加上房价租金处于历史高位，这意味着未来想靠房子赚钱已经不太容易了。

五、股市赔钱千万条，买的太贵第一条。

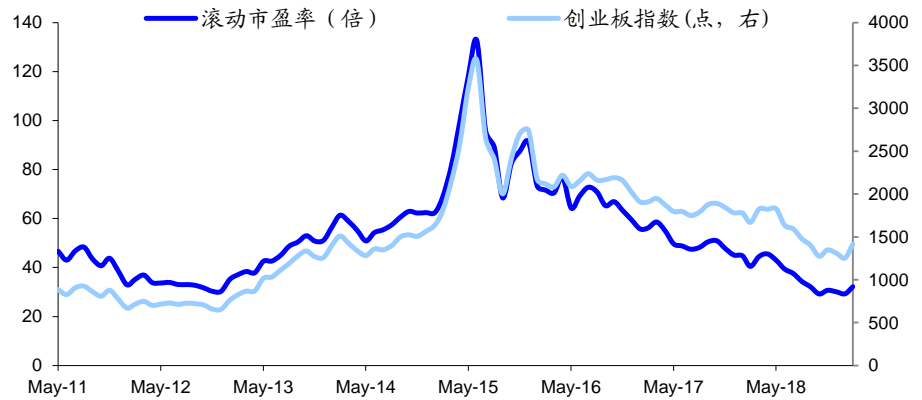
与房子一样，要想在股市里面赚钱，同样只有两个来源，一个来自于企业经营，另一个来自于交易对手。

我们发现，如果在中国股市里面赔钱，买的太贵其实是最主要的原因。

比如说上证指数在 07 年高点以来下跌了 50%，但其实同期上市公司的盈利增长了 180%，说明同期中国上市公司的经营在大幅改善。但就是因为 07 年买的太贵，当时上证指数的市盈率高达 55 倍，而到现在跌到只有 13 倍，因为估值跌掉了 80%，所以使得股市依旧大幅下跌。

再比如说创业板综合指数在 15 年最高达到 4400 点，当时的市盈率超过 100 倍，而目前的市盈率只有 53 倍，所以哪怕今年以来创业板涨幅超过 30%，但现在的创业板综合指数也不到 2000 点，比顶峰时期降幅超过 50%。

还有著名的乐视网公司，在 15 年的股价最高达到 179 元，而当时的每股盈利只有 0.4 元，相当于 400 多倍的市盈率，也就是如果它的业绩没有增长，需要 400 多年的经营才能让投资回本。而事后来看，乐视网的业绩非但没有增长，反而出现了持续巨额的亏损，目前的股价距离最高点已经跌去了 90%。

图5 创业板综合指数和市盈率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

因此,大家不要看目前的垃圾股涨的欢乐,比如ST板块,但这里面全部都是亏损的股票,说明这个板块根本没有业绩支撑,反过来看相当于市盈率是无穷大,没有估值而完全是靠着市场交易在驱动着上涨。哪怕今年2月以来的ST板块指数上涨了30%,但相比15年的高点依旧下跌了60%,因此想要在这里面赚钱,就要做好当韭菜的感觉。

我们统计今年以来A股涨幅的前30名,这些公司的涨幅都超过100%,我们发现其中PE为负或者PE超过100倍的公司有17家,占比57%;PE介于50和100之间的有10家,占比33%;而PE低于50的公司只有3家,占比仅为10%。

这说明很多散户冲着牛市进来,但买的却都是价格高高在上甚至没有估值的股票,大家已经全然忘记了乐视网当年的教训,从长期来看这其实是非常危险的投资行为。

六、便宜才有好货, A股慢牛重启。

反过来说,如果买便宜的东西,其实亏钱的概率就会小很多,甚至大概率是赚钱的。

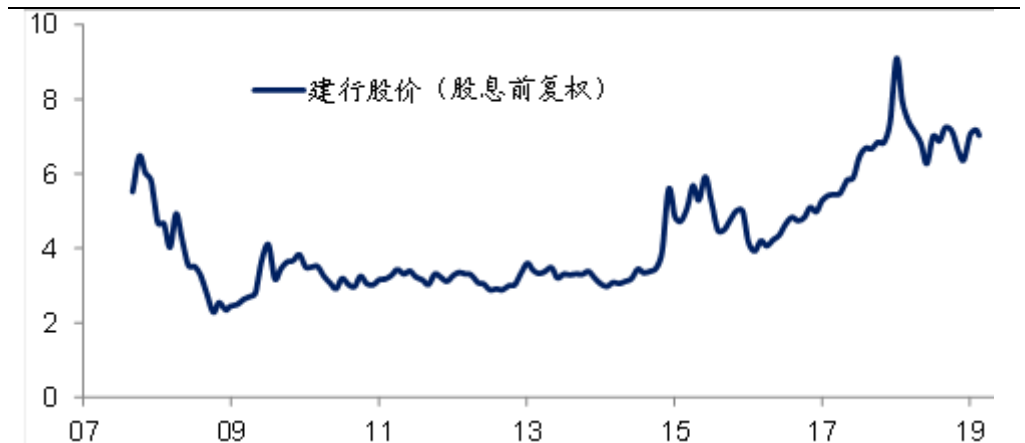
比如说,大家印象当中跑的最慢的银行股,其实长期持有下来的回报率并不低。

例如最晚上市的农业银行,其上市时的市盈率只有9倍,因为初始估值比较便宜,所以持有农行到现在的价格涨幅大约是40%,对应每年4%左右的股价涨幅,再加上4%左右的股息率,持有农行的年化收益率接近8%。

如果在农行上市的同一天购买了建设银行,建行当时的市盈率是8倍左右,再加上建行的盈利增长好于农行,那么持有到现在的涨幅大约是50%,对应每年5%的股价涨幅,再加上4%左右的股息率,持有建行的年化收益率接近9%。

而在11年到14年之间,中国的几大银行股都交易在7倍甚至以下的市盈率,在当时购买银行股到现在的年化回报率应该都在10%以上,不逊色于同期的房价涨幅。

而即便运气非常不好,不小心在07年牛市的顶峰买了银行股,比如说建设银行,当时的建行股价最高达到11.58元,而现在的最新价只有7.03元,持有11年来股价亏损了40%,相当于每年亏损4%,但考虑到每年超过4%的股息率,综合考虑下来其实并没有赔钱,建行的股息复权后的股价早已创出了历史新高。

图6 建设银行股价（元/股）


资料来源：Wind，海通证券研究所

茅台为什么赚钱？估值稳定，业绩长期高增长！

再比如说 A 股的股王贵州茅台，自从 2001 年上市以来，其股价涨幅超过 100 倍，年化涨幅约为 34%。相比于目前表现火爆的垃圾股，茅台的估值并不贵，在 2001 年时大约是 30 倍的市盈率，目前也依然保持在 30 倍左右。但是同期茅台的利润增长超过 100 倍，年化利润增速超过 30%，这其实就是茅台股价不断创新高的奥秘，估值稳定，大家长期赚上市公司业绩的钱。

过去股票“严进宽出”，买的贵所以赔钱！

因此，我们回头再来看一下 A 股市场，为什么过去 10 年大家没有赚钱，其实并不是中国经济没有增长、上市公司业绩不给力，其实就是因为 07 年的 A 股卖的太贵了，所以哪怕之后上市公司的业绩增长了近 2 倍，每年增长 11%，但都拿去还了高估值的债，相当于钱都被 07 年的人赚走了。

回顾中国股市，过去由于制度设计的原因，导致了股票的供应“严进宽出”，供给过少导致了 A 股的初始估值偏贵，而难以退市导致市场始终热衷于题材炒作，而高估值的痼疾是 A 股过去回报低迷的根本原因。

未来股票“宽进严出”，抑制泡沫投机！

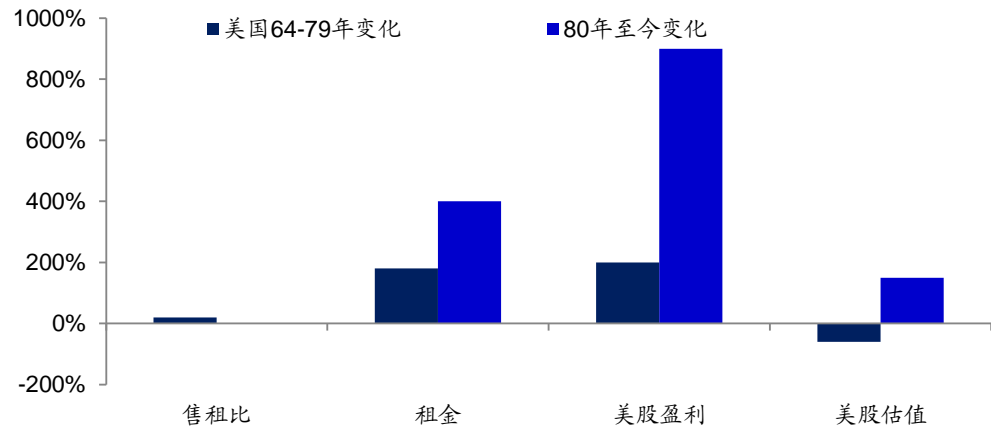
但是经过多年的努力消化之后，目前 A 股市场的整体来看非常便宜，这其实孕育着巨大的投资机会。虽然近期各种垃圾股确实上蹿下跳惹人注目，但是毕竟瑕不掩瑜，因为目前 A 股市场整体来看并不贵，比如说上证指数的市盈率是 13 倍，而沪深 300 指数的市盈率是 12 倍，不仅位于历史低位，也低于欧美等主要发达市场。

尤其是我们的制度设计在发生改变，股票供应正在转向“宽进严出”，尤其是科学创新板块的推出，尤其是引进注册制，真正放开股票的供应，同时加快垃圾股票的退市，这其实会从根本上抑制投机炒作，抑制垃圾股的估值上升。

便宜才有好货，A 股慢牛重启！

为什么美国股市在过去 40 年的涨幅高达 25 倍，年均涨幅达到 8.3%，其实其中来自于企业利润增长的贡献大约是每年 6%，和美国的 GDP 名义增速大致相当，而其余 2% 是来自于估值的提升，因为美国股市的市盈率从 79 年的 8 倍回升到了当前的 20 倍。再考虑股息率之后，美国股市过去 40 年的年化回报率就达到了 10% 左右。稳中有升的估值再加上持续增长的经济，这两者共同奠定了美股 40 年的大牛市。

图7 美国房市、股市涨跌原因



资料来源：Wind，海通证券研究所

而我们再来看目前的 A 股市场，我们上市公司的业绩增长在过去并不低，和 GDP 名义增速大致相当。如果我们同意中国经济未来只是减速而不会失速，在减税降费等各项政策的推动下，消费增速有望保持稳定增长，并带动未来 10 年中国 GDP 增速中枢保持在 4-5% 左右低位水平，再加上 2-3% 的物价增长，相当于每年 7% 左右的 GDP 名义增速，那么未来企业盈利增速也有望保持在 7% 左右。

如果我们投资在目前 12、13 倍市盈率的 A 股市场，选择那些低估值的蓝筹股，如果我们假设未来这个便宜的估值不再下跌，如果企业盈利每年增长 7%，那么就相当于股价每年上涨 7%，如果再考虑上证指数的股息率在 2% 左右，其实就相当于每年 9% 左右的回报率，这其实就接近美股过去 40 年的平均水平，已经非常可观了！

因此，我们认为对于当前股市中缺乏估值支撑的投机炒作需要谨慎，但 A 股市场整体而言依然极其便宜，未来只要我们坚持不走大水漫灌老路，而通过减税降费等各项改革政策提升增长潜力，那么 A 股将有望迎来靠盈利支撑的慢牛行情。

2. 经济：工业短期改善

1) **工业短期改善**。3 月上半月 6 大集团发电耗煤增速同比增长 7.5%，增速比前两个月的 -10.2% 有明显回升，意味着 3 月工业生产或有所改善。

2) **需求依旧偏弱**。3 月上半月 4 大一线城市地产销量同比增长 37.5%，12 个二线城市地产销售同比增长 16.6%，而 18 个三四线城市地产销售同比下降 18.2%，占全国销售 70% 的三四线城市地产销售依旧偏弱。3 月第一周乘联会乘用车零售、批发同比增速分别为 -25% 和 -32%，起步依旧偏弱。

3) **库存高位下降**。上周全国主要城市钢材库存下降至 1782 万吨，螺纹钢库存下降至 973 万吨，连续两周下降。而 6 大集团煤炭库存也从之前 1700 万吨的高位降至 1600 万吨左右，但秦皇岛煤炭库存则从春节期间 510 万吨的低位升至 570 万吨。

3. 物价：通胀预期回升

1) **食品价格回升**。上周菜价小涨，猪价大涨，禽蛋和水产品价格回落，食品价格环比上涨 0.3%。

2) **3 月 CPI 或回升**。3 月以来蔬菜价格季节性回落，而猪价则有明显回升，考虑到去年同期的 CPI 环比大幅下降，我们预计 3 月份 CPI 或回升至 2.3%。

3) 3月 PPI 或回升。3月以来国内油价上调,钢价小幅回升,煤价先升后降,生产资料价格整体上涨,截止目前3月港口期货生资价格环比上涨0.7%,预测3月 PPI 环比上涨0.4%,3月 PPI 回升至0.7%。

4) 通胀预期回升。2月 CPI 降至1.5%的低位,PPI 降至0.1%,引发了对通缩风险的担忧。但3月以来猪价底部回升,而且油价、钢价等生产资料价格也有明显上涨,或推动3月份 CPI 和 PPI 均出现不小的反弹,短期通胀预期明显回升。

4. 流动性: 降准空间有限

1) 货币利率回升。上周货币利率大幅回升,其中 R007 均值上行18bp 至2.57%,R001 均值上行24bp 至2.36%。DR007 上行16bp 至2.54%,DR001 上行23bp 至2.3%。

2) 央行小幅投放。上周央行重启逆回购,但仅投放200亿。

3) 汇率小幅回升。上周美元指数回落,人民币兑美元小幅回升,在岸与离岸人民币分别回升至6.71、6.72。

4) 降准空间有限。总理要求适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段,引导金融机构扩大信贷投放,降低贷款成本。上周央行行长易纲表示,中国目前的总准备金率为12%左右,与美欧等发达国家差不多,这意味着虽然目前准备金率仍有一定下调的空间,但这个空间比起前几年已经小了很多。

5. 政策: “大水漫灌”不可取, 减税降费 2 万亿

1) 不会让经济运行滑出合理区间。总理表示,中国经济确实遇到了新的下行压力。中国适度调低增速预期目标,用的是区间调控的方式。既和去年经济增速相衔接,也表明我们不会让经济运行滑出合理的区间。可以说给市场发出的是稳定的信号。总理同时提出,减税降费和简政、公平监管,是我们应对经济下行压力、激发市场活力的两个重要的关键举措。

2) “大水漫灌”不可取。总理表示,面对新的下行压力,要有有力举措。一种办法是搞量化宽松,超发货币、大规模提高赤字率,所谓“大水漫灌”,萝卜快了不洗泥,一时可能有效,但会带来后遗症,所以不可取。今年不确定的因素不少,我们留有了政策空间。比如我们今年提高赤字率0.2个百分点,而且我们还可以运用像存款准备金率、利率等数量型或价格型工具,这不是放松银根,而是让实体经济更有效地得到支持。

3) 年内减税降费近2万亿。总理表示,“我们还是要政过有痕,继续推进减税降费、简政,培育新动能、放宽市场准入,营造公平竞争环境等一系列的措施,为市场松绑,为企业腾位,为百姓解忧。今年下决心要进行更大规模的减税降费,减税降费红利近两万亿元。这可以说是应对当前经济下行压力的一个十分重要的关键性举措。此外,4月1日就要减增值税,5月1日就要降社保费率,全面推开。对基本养老保险单位缴费率,我们还明确,可以从原规定的20%降到16%。”

6. 海外: 特朗普否决国会决议, 英议会下院支持延期脱欧

1) 特朗普否决国会决议。上周四,美国国会通过一项决议,叫停特朗普此前为调拨资金修建边境墙而宣布的美国南部边境进入“国家紧急状态”,上周五特朗普签署否决令,否决了该项决议,随后美国国会众议院议长、民主党人佩洛西表示,为推翻特朗普的否决令,众议院将于3月26日举行投票。

2) 美国 2 月 CPI 略低于预期和前值。上周二，美国公布 2 月 CPI 同比增长 1.5%，略低于预期和前值 1.6%，为 16 年 9 月以来最小涨幅，环比增长 0.2%，是四个月以来首次上涨。2 月美国核心 CPI 同比增长 2.1%，亦不及预期和前值 2.2%。

3) 英议会下院投票支持延期脱欧。上周四，英国议会下院投票结果通过一项政府动议，该动议要求，如果议会在 3 月 20 日前通过脱欧协议，英国政府将与欧盟协商寻求将脱欧最终期限由 3 月 29 日推迟至 6 月 30 日，否则英国仍将寻求推迟脱欧，但最终期限取决于欧盟。上周二，英国议会曾大比例否决了首相同欧盟新达成的脱欧协议，上周三，议会投票反对英国在任何情况下无协议脱欧。

4) 日央行维持政策利率不变。上周五，日央行宣布继续维持政策利率-0.1%不变，维持 10 年期国债收益率目标在零附近，维持灵活购债承诺不变。日央行行长黑田东彦在新闻发布会上表示，全球经济放缓影响日本出口和生产，但日本国内经济仍能维持温和扩张，2%的通胀目标没有改变，实现需要时间，将更长时间观察薪资变动情况。

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
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
孔维琳(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
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
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 yll1569@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 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
 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
 巩栢舍 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
 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