

相关研究

《不走老路，股债双牛——海通证券研究所总量研究会议纪要》2019.04.01
《就业的压力能否顶住？——人口与就业系列之三》2019.03.28
《猪周期开启，如何影响通胀？——物价观察系列之一》2019.03.25

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

美国消费缘何长期走强？

——“消费和创新”系列之一

投资要点:

- 美国消费长期走强，令各国艳羡。究其原因何在？本报告中将作详细分析。
- **美国消费概况：主导经济增长，结构不断优化。**二战后，消费主导美国经济增长。从增量看，1953年以来，消费对GDP同比的拉动率持续高于投资、净出口和政府支出，消费对经济增长的贡献率平均达到70%。从存量看，个人消费支出占GDP比重先降后升，1967年探底至58.9%，并在1981年后进入快速上升通道，2018年已近70%。美国消费结构经历了从商品到服务、从非耐用品到耐用品的升级。服务消费占比在1970年首次超过商品消费，此后差距持续扩大，到2018年已是后者两倍。商品消费中，非耐用品比重下降，耐用品比重上升。而比较过去40年各品类消费增速，服务消费中的医疗、耐用品中的娱乐用品增速领跑，表现优异。
- **消费强劲背后：人口收入主推，减税信贷助力。**美国消费持续走强，驱动力主要来自五个方面。一是年轻人口高增，奠定消费基础。二战后，美国先后迎来婴儿潮、回声潮，不仅令其人口总量快速增长，也导致人口年龄结构明显优化。加之女性崛起并成为劳动力市场的中坚力量、移民涌入补充劳动力，美国的劳动参与率和就业率双双提升，为消费需求扩张、消费结构调整奠定了扎实的数量基础。二是收入稳定增长，消费持续升级。二战后，美国经济稳健增长，收入分配向劳动报酬倾斜，因而“人均GDP-人均收入-人均消费支出”传导得以顺畅进行。收入水平的提升，不仅令消费稳健增长，也推动了从传统消费到新兴消费、从物质消费到服务消费的升级。三是减税改善收入，提振消费能力。美国居民消费率显著上升始于80年代。而80年代最大的变化在于政策主线从刺激需求转向改善供给，最典型的是里根政府实施的两次大规模减税。减税本质上是政府让利于民，通过改善居民收入来提振居民消费支出，从而拉动经济。历史上，三轮减税都起到了很好的效果。四是消费信贷扩张，提升消费杠杆。而80年代另一大变化来自于消费信贷、消费金融的大发展。70年代的大滞胀令居民从储蓄转向消费，得益于减税带来的收入改善，美国消费金融产品的创新，以及不断完善的消费信贷法律体系，美国消费信贷规模从1950年底的200亿美元激增至1980年底的3500亿美元，占社会消费品零售总额的比重也从90年代初的40%升至目前的60%以上。但这势必也带来居民债务的明显上升，80年代后期、00年代初期美国家庭负债比率两轮上升，均由消费贷款扩张驱动。五是技术创新浪潮，降低消费成本。技术进步导致部分商品、服务价格降低，不仅带来消费结构的变化，也令消费方式发生转变。技术进步使得电子产品价格持续走低，令个人电脑和手机得到普及，也带动了相关商品、服务消费的大幅增长。而随着互联网服务以及电子设备的普及，电子商务这种新的购物方式也逐渐得到认可。
- **资本市场反馈：成长消费领跑，强于周期金融。**资本市场提供了重要的反馈机制，股票市场在长期是称重器，消费领域的优质公司，由于盈利稳健增长、屡创新高，其市值在长期也都显著上升。比如，医药领域的龙头公司强生，市值从90年底的239亿美元，上升到18年底的3461亿美元，涨幅19倍；再比如，必需消费领域的龙头公司可口可乐，市值从81年的43亿美元，增长到18年的2015亿美元，涨幅47倍。而回顾90年以来标普500各行业涨幅，与高端消费和创新相关的信息科技、医疗保健分别以18.9倍、14.2倍领跑，可选消费和必需消费以12倍和8.9倍紧随其后，表现均远好于与工业投资相关的工业、能源、原材料，也强于金融、地产。而观察过去十年各行业表现，信息科技、可选消费、医疗保健依然领跑。

目 录

1. 美国消费概况：主导经济增长，结构不断优化.....	5
1.1 消费主导经济增长，增速平稳占比上升.....	5
1.2 服务消费取代商品，非耐用品占比提升.....	5
2. 消费强劲背后：人口收入主推，减税信贷助力.....	7
2.1 驱动力之一：年轻人口高增，奠定消费基础.....	7
2.2 驱动力之二：收入稳定增长，消费持续升级.....	9
2.3 驱动力之三：减税改善收入，提振消费能力.....	10
2.4 驱动力之四：消费信贷扩张，提升消费杠杆.....	11
2.5 驱动力之五：技术创新浪潮，降低消费成本.....	13
3. 资本市场反馈：龙头千亿美元，强于周期金融.....	14

图目录

图 1	美国 GDP 同比拉动率 (%)	5
图 2	美国个人消费支出及增速	5
图 3	美国个人消费支出/GDP (%)	5
图 4	美国商品消费和服务消费占比变化 (%)	6
图 5	美国商品消费中耐用品和非耐用品消费占比变化 (%)	6
图 6	1980-2018 年美国服务消费中各分项年均增速 (%)	6
图 7	1980-2018 年美国耐用品消费中各分项年均增速 (%)	7
图 8	1980-2018 年美国非耐用品消费中各分项年均增速 (%)	7
图 9	美国总人口及增速	8
图 10	美国劳动年龄人口占比及增速 (%)	8
图 11	美国劳动力参与率 (%)	8
图 12	美国净移民人数及占总人口比重	8
图 13	美国绿卡获得者人数 (万人)	8
图 14	美国分年龄段各类支出占消费支出比重 (%)	9
图 15	美国各年龄段人口占比变化 (%)	9
图 16	美国人均 GDP	9
图 17	美国人均 GDP、个人收入、个人消费支出增速 (%)	10
图 18	美国劳动者报酬占 GDI 比重 (%)	10
图 19	全球主要国家及地区食品烟酒支出占比与收入水平	10
图 20	里根政府时期税改措施 (1981-1988)	11
图 21	美国人均收入同比增速 (%)	11
图 22	美国消费金融创新、监管进程	12
图 23	美国消费信贷规模及增速	12
图 24	美国消费信贷占社消零售、居民负债、GDP 比重 (%)	12
图 25	美国家庭负债比率 (%)	13
图 26	美国居民部门杠杆率 (%)	13
图 27	个人电脑及外围设备和手机服务的消费支出价格指数	13
图 28	美国电子商务零售额及其在零售总额中所占比重	14
图 29	美国两大龙头医药公司市值增长情况 (亿美元)	14
图 30	可口可乐总市值与每股盈利增长情况	15

图 31 过去 30 年标普 500 分行业走势（1990 年底收盘价=100）	15
图 32 过去 10 年标普 500 分行业走势（1990 年底收盘价=100）	15

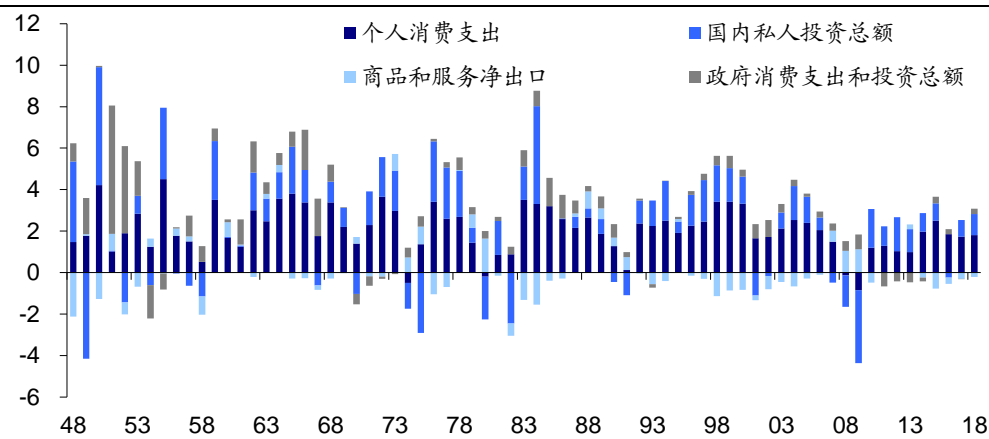
美国消费长期走强，令各国艳羡，究其原因何在？本篇报告中，我们将对二战以来美国消费情况进行回顾，揭示消费强劲的五大驱动力，以及资本市场这一重要反馈机制。

1. 美国消费概况：主导经济增长，结构不断优化

1.1 消费主导经济增长，增速平稳占比上升

消费主导经济，贡献 70% 增长。二战后至今，消费成为美国经济最重要的驱动力。1953 年以来，个人消费支出对美国 GDP 同比拉动率普遍高于投资、净出口和政府支出。1953-2018 年间，美国 GDP 年均实际增速为 3.0%，个人消费支出的拉动率平均为 2.1%。也就是说，过去 66 年间，美国经济增长中，70% 是由居民消费所贡献的。

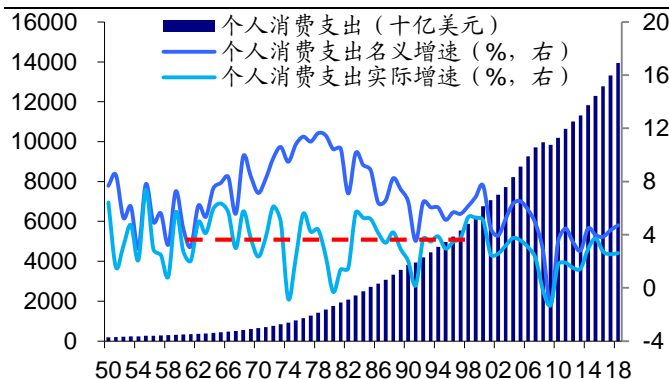
图1 美国 GDP 同比拉动率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

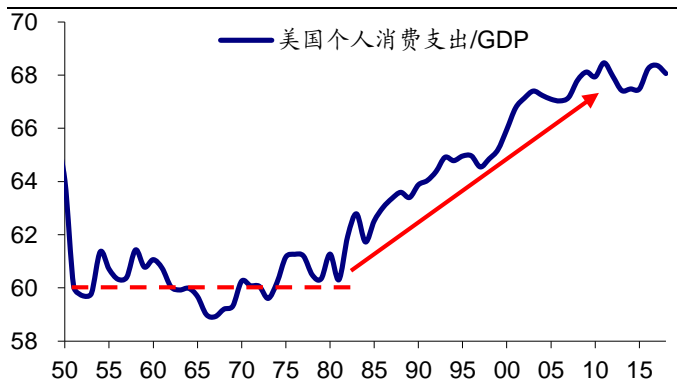
消费增速平稳，消费率先降后升。观察美国个人消费支出，虽然名义增速受滞胀等因素影响，在 70 年代明显抬升，并在 80 年代以后持续回落，但在整个 20 世纪后半叶，实际增速都保持在 4% 左右。再观察美国消费率（个人消费支出占 GDP 的比重），1950-1980 年间徘徊在 60% 左右，其中 1967 年探底至 58.9%，此后缓慢震荡上升，并在 1981 年后进入快速上升通道。也就是说，美国消费整体保持稳定增长，消费率显著上升始于 80 年代。

图2 美国个人消费支出及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 美国个人消费支出/GDP (%)

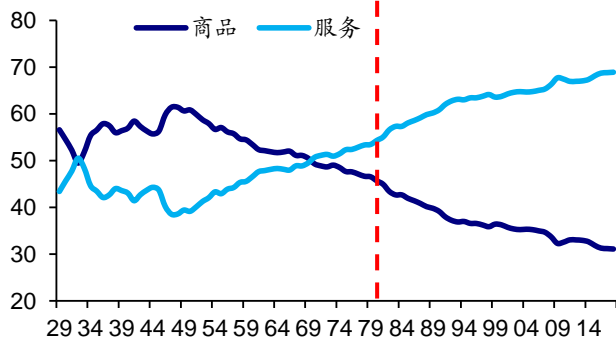


资料来源：Wind，海通证券研究所

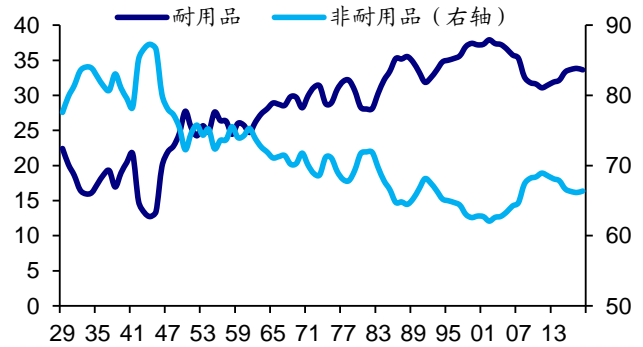
1.2 服务消费取代商品，非耐用品占比提升

消费升级的经验路径：由商品到服务，由非耐用品到耐用品。除去消费总量的持续增长之外，美国 80 年代以来的消费结构也经历了显著的变化，而其结构变化趋势与其它国家经济发展过程中的消费升级路径颇为相似，具有一定的普遍性。具体表现为：由商品消费转向服务消费，由非耐用品消费转向耐用品消费。

1970 年美国个人消费支出中，服务消费占比首次超过商品消费，80 年代以来，两者的差距持续扩大，服务消费和商品消费的比重由 80 年的约 1.2:1 升至 18 年的 2.2:1。而商品消费的内部结构也有了明显改变，耐用品消费占比由 80 年的 28% 升至 18 年的 34%，提升了约 6 个百分点，而非耐用品消费占比震荡下行。

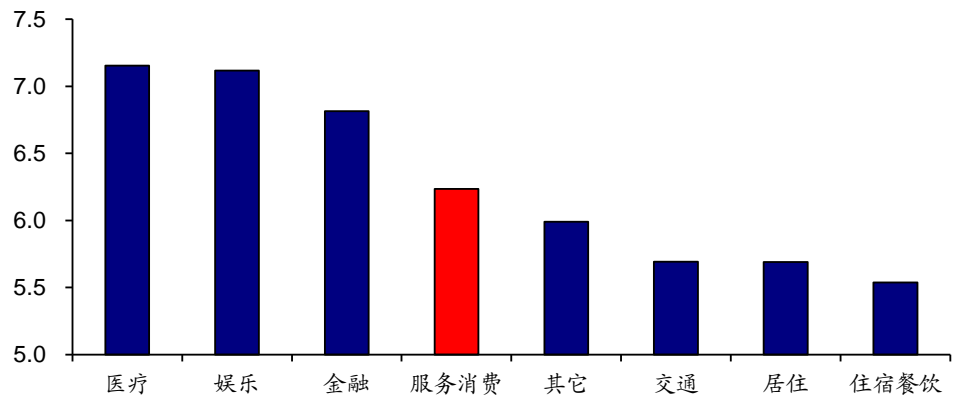
图4 美国商品消费和服务消费占比变化 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

图5 美国商品消费中耐用品和非耐用品消费占比变化 (%)


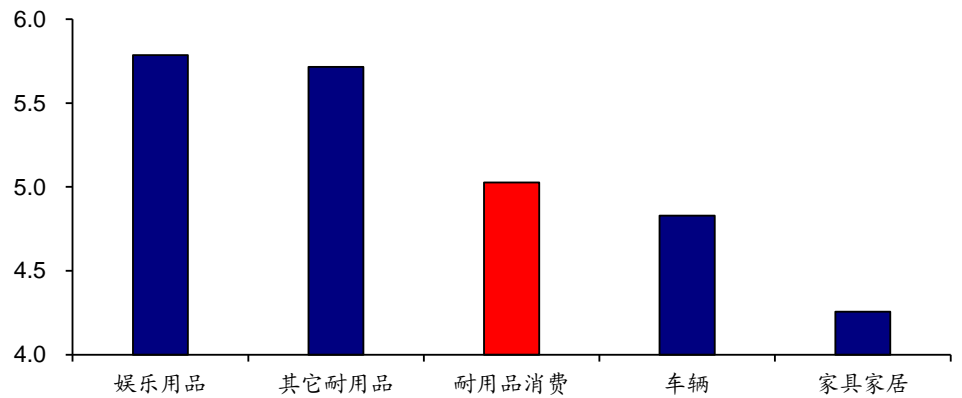
资料来源：WIND，海通证券研究所

医疗服务需求旺盛，娱乐、金融拉动增长。具体来看，在各项服务消费中，医疗服务消费需求增长最为迅猛，1980-2018 年，居民全部服务消费支出年均增速 6.2%，而医疗服务消费支出年均增长 7.2%，高出服务消费整体增速 1 个百分点左右。此外，娱乐服务、金融服务支出在这一期间也都有较快的增长，拉动服务消费占比持续提升，而相对来看，居住和住宿餐饮类消费支出增长较为缓慢。

图6 1980-2018 年美国服务消费中各分项年均增速 (%)


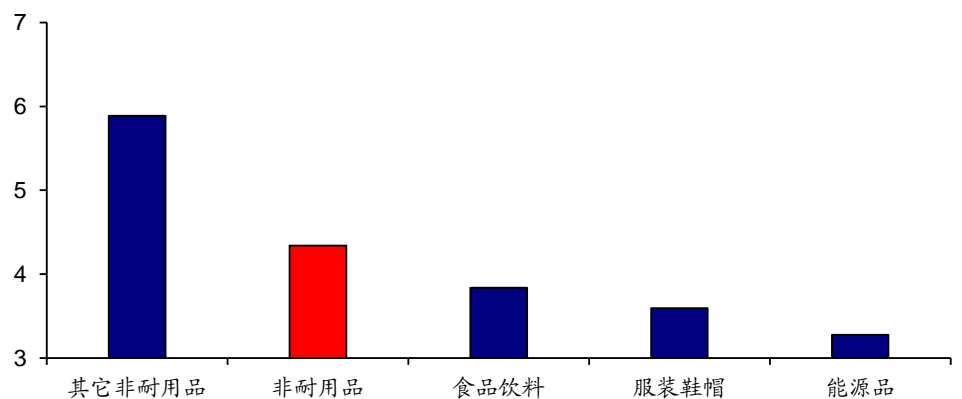
资料来源：BEA，海通证券研究所

娱乐用品快速增长，汽车、家居明显拖累。在耐用品消费中，和娱乐服务紧密联系的娱乐用品消费增长速度较快，其 1980-2018 年间的年均增速达到 5.8%，较整体耐用品消费的年均增速要高 0.8 个百分点左右，而紧随其后的是包含手表珠宝、医疗设备、和通信工具等其它耐用品消费项目。这一时期汽车和家居类消费在耐用品消费中的增长速度尤为缓慢，对耐用品消费的增长形成明显拖累，两者年均增速均不足 5%。

图7 1980-2018年美国耐用品消费中各分项年均增速(%)


资料来源：BEA，海通证券研究所

非耐用品多数下滑，药品、个人护理等商品占优。在非耐用消费品中，传统的食品、衣着类消费增长尤为缓慢，1980-2018年间两者年均增速均不足4%，包含汽油等在内的能源品消费增速同样不高。而在非耐用品消费增长普遍下滑的背景之下，药品、玩具和宠物用品和个人护理用品等其它非耐用品类实现了较为快速的增长，其在这一时期年均增速近6%，甚至快于耐用品消费的增长速度。

图8 1980-2018年美国非耐用品消费中各分项年均增速(%)


资料来源：BEA，海通证券研究所

2. 消费强劲背后：人口收入主推，减税信贷助力

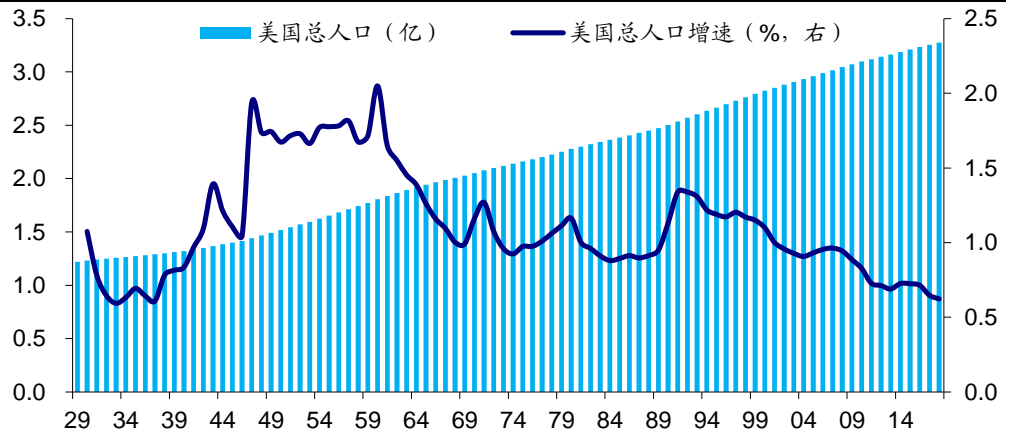
为何美国消费能够实现长期稳健增长？

如果说1920年代“柯立芝繁荣”时期，从“禁欲主义”到“消费主义”的观念转变带来了美国大众消费的崛起，那么人口扩张和收入增长则是美国消费持续走强背后最主要的驱动因素，居民减税、消费信贷和技术进步则起到了助推作用。

2.1 驱动力之一：年轻人口高增，奠定消费基础

二战后迎来婴儿潮，人口奠定消费需求。二战结束后，美国迎来婴儿潮，1946-1964年间，美国共有7600万婴儿出生，约占目前美国总人口的1/4。与之相应的是，美国总人口数从46年的1.41亿大幅上升至64年的1.92亿，年均增速高达1.7%。80年代中前期至90年代中后期，婴儿潮时期出生人口到达婚育年龄，回声潮引发了新一波人口高峰。虽然此后美国人口增速有所滑落，但在08年之前基本稳定在1%左右。人口总量的显著增加，为美国消费需求的增长奠定了基础。

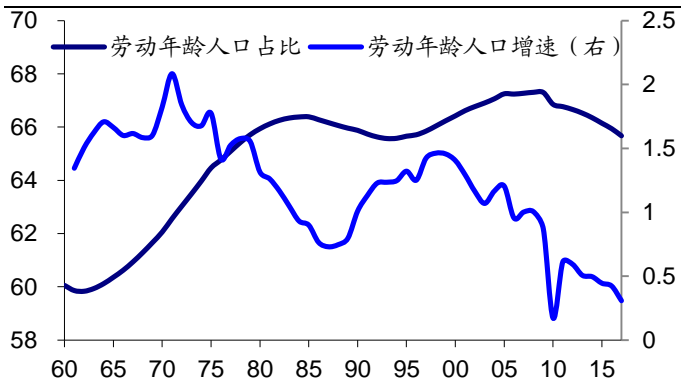
图9 美国总人口及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

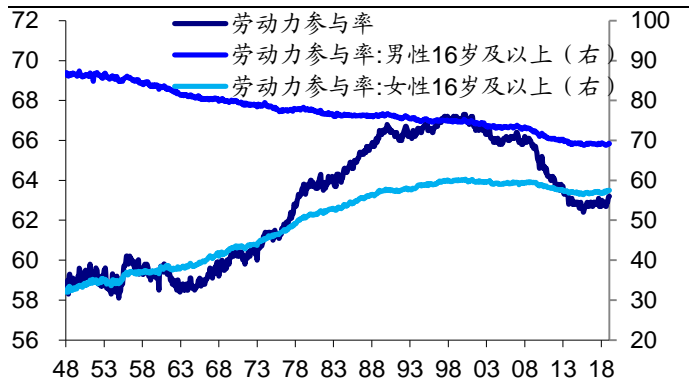
劳动年龄人口 M 型，女性支撑劳动力参与率。 婴儿潮、回声潮对美国人口的影响，不仅在于总量的扩张，更在于年龄结构的改善。美国劳动年龄（15-64 岁）人口先后在 70 年代初期、90 年代末期迎来快速增长。而劳动年龄人口占比走势也呈“M”型，先后在 1985 年和 2010 年见顶。而从性别结构看，二战后女性崛起成为劳动力市场的中坚力量，不仅提升了劳动参与率和就业率，也对消费需求的扩张升级提供支撑。

图10 美国劳动年龄人口占比及增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

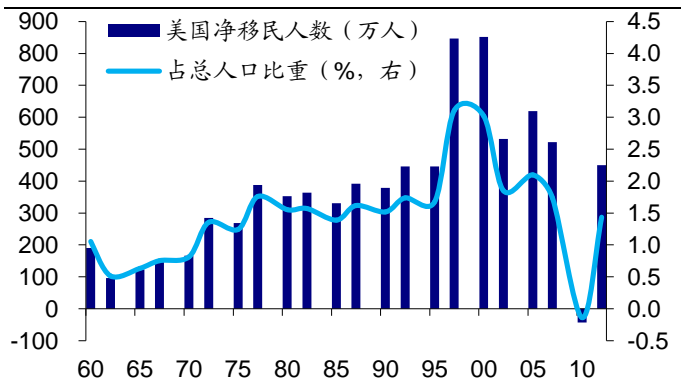
图11 美国劳动力参与率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

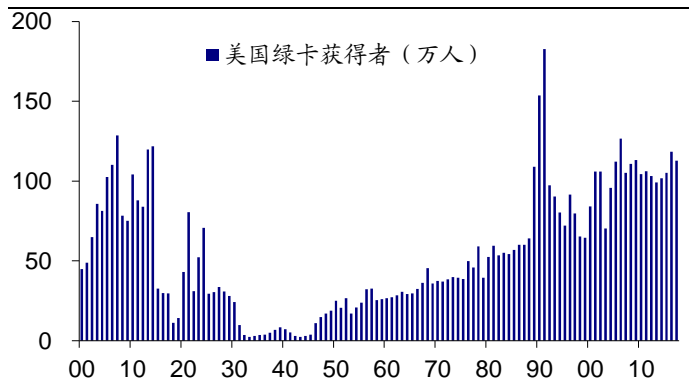
移民持续涌入，占比逐年提升。 此外，移民人口的持续增加，也对美国总人口形成补充。净移民人数从 62 年的 96 万人持续上升至 97 年的 847 万人，占总人口的比重从 0.5% 上升至 3.1%。绿卡获得者数量也从 46 年的 11 万人上升至 91 年的 183 万人。两者均在 90 年代达到峰值。

图12 美国净移民人数及占总人口比重



资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 美国绿卡获得者人数 (万人)

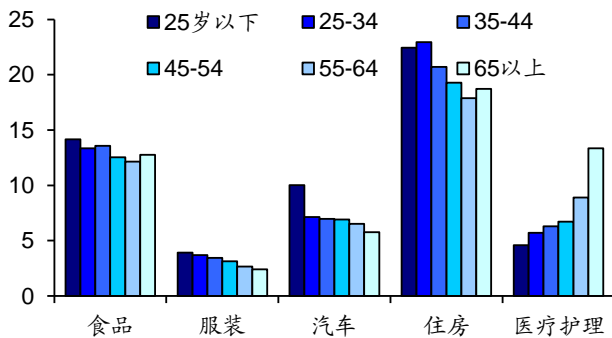


资料来源：Wind，海通证券研究所

消费结构随人口年龄结构调整。虽然美国由于外来移民的涌入，减缓了人口老龄化的进程，但是趋势也已显现，65岁以上人口比重已由80年的11%升至目前的15.4%。而不同年龄段人口对应着不同的消费需求，如年轻人对食品服装等必需品以及汽车、住房等需求相对旺盛，这部分支出在消费支出中占比偏高，而老龄人口对应着医疗以及个人护理类消费支出的较高比例，而对耐用消费品和必需品消费的需求较弱。

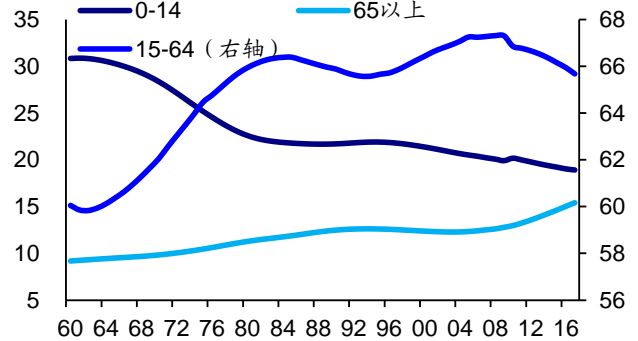
人口年龄结构的改变使得消费结构随之调整，表现为美国医疗类消费支出的大幅增长，另外，其对汽车以及食品服装等消费占比下滑也具有一定的解释力。

图14 美国分年龄段各类支出占消费支出比重 (%)



资料来源：BLS，海通证券研究所，数据为17年。

图15 美国各年龄段人口占比变化 (%)

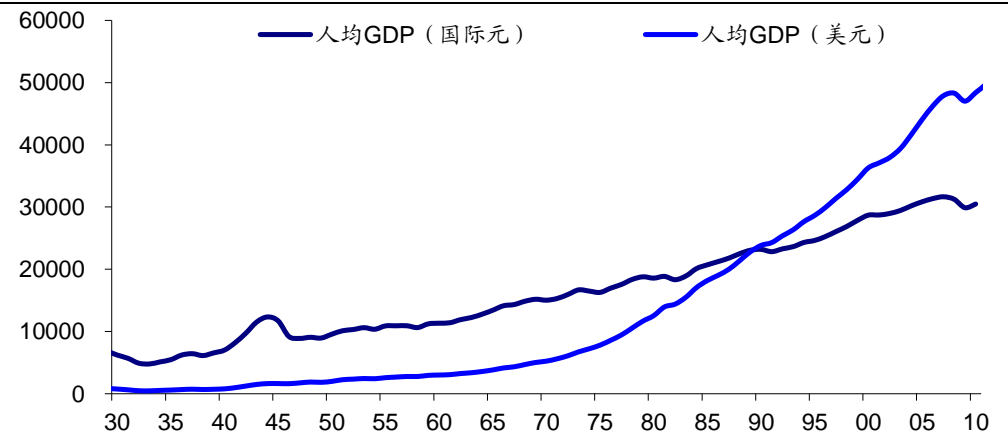


资料来源：WIND，海通证券研究所

2.2 驱动力之二：收入稳定增长，消费持续升级

人均GDP加速上行，率先步入高收入。二战后至今，美国经济整体保持稳健增长，率先步入高收入经济体。1951年，美国人均GDP分别突破2000美元、10000国际元大关，并在70年代后期加速上行，到2000年已分别升至36305美元、28702国际元，年均增速高达6%、2.2%。

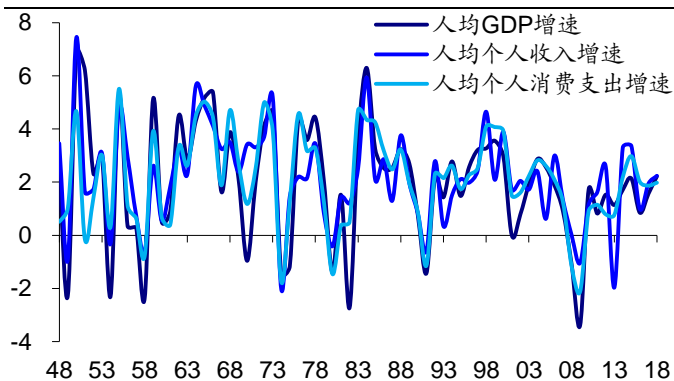
图16 美国人均GDP



资料来源：Wind，海通证券研究所

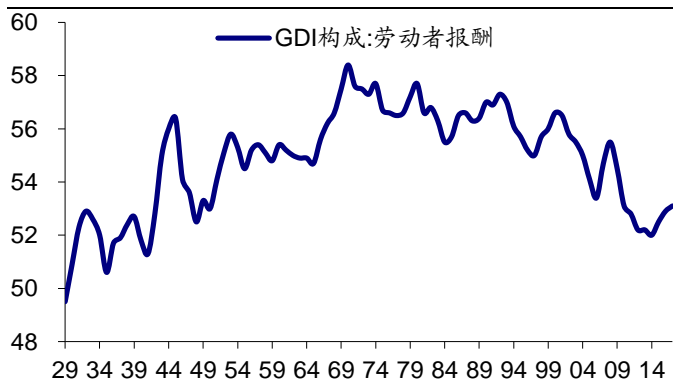
从人均GDP到人均收入和消费支出。人均GDP和收入分配共同决定了人均收入，人均收入和边际消费倾向又共同决定了人均消费，因而人均GDP增速、人均收入增速和人均消费支出增速基本保持同步。从收入法看，美国劳动者报酬占国内总收入(GDI)比重在50-70年间持续上升，在70-90年间高位企稳，在90年代之后震荡下行。收入分配向劳动报酬倾斜，也是居民消费率持续上升的重要原因之一。

图17 美国人均 GDP、个人收入、个人消费支出增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 美国劳动者报酬占 GDI 比重 (%)

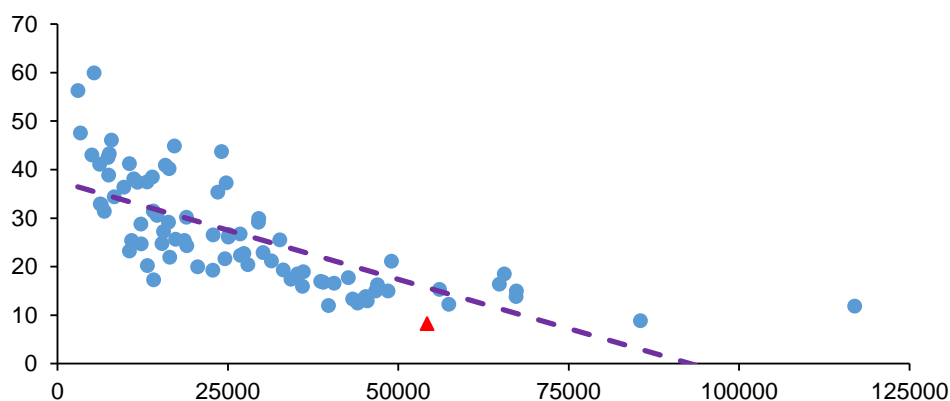


资料来源: Wind, 海通证券研究所

收入水平大幅提升，必需消费支出下降。早在 19 世纪恩格尔就已发现，随着国家收入水平的提升，食物类支出在消费支出中的占比持续下降（即恩格尔定律），全球各国的发展情况与这一规律也大体吻合。而从 80 年代以来，美国居民的收入水平经历了较大幅度的提升，在人口总量保持增长的背景下，18 年的人均实际可支配收入约是 80 年的 2 倍，年均增速也接近 2%。

收入水平的提升带动了居民消费需求的转变，在满足基本物质生活需要的同时，追求更高层次的精神享受，表现为食品、衣着类消费占比的下降和娱乐类消费支出的持续增长。

图19 全球主要国家及地区食品烟酒支出占比与收入水平



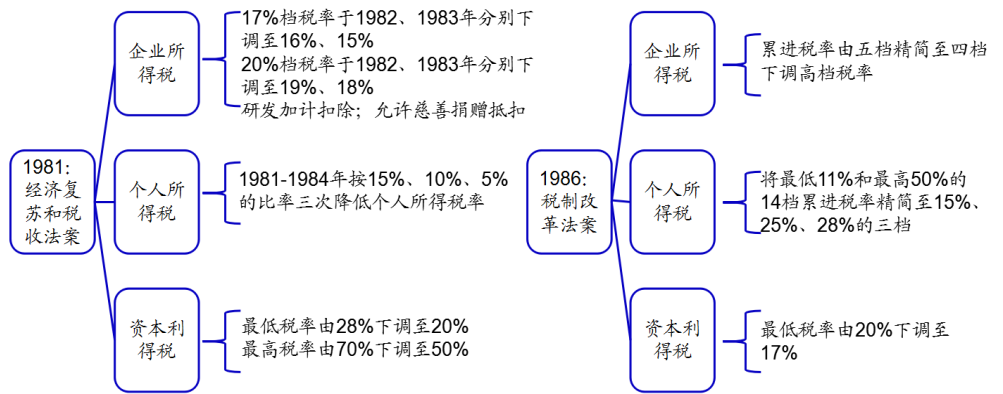
资料来源: USDA, World Bank, 海通证券研究所, 红色三角为美国。

注: 横轴为人均 GDP (2011 年国际元), 纵轴为食品烟酒支出占比 (单位为百分比)

2.3 驱动力之三：减税改善收入，提振消费能力

消费黄金年代，减税改善收入。80 年代可谓是美国居民消费的黄金年代，收入法下，劳动者报酬占 GDI 比重高位企稳；支出法下，居民消费支出占 GDP 比重持续上升。那么 80 年代到底发生了什么？从政策层面看，80 年代美国最大的变化是摒弃凯恩斯主义的刺激需求，转而选择供给学派的改善供给。其中最具代表性的是里根政府实施的两次大规模减税，个税方面主要是降低个人所得税税率、14 档并 3 档。这导致收入分配中，生产和进口税占比下降、劳动者报酬占比上升，本质上是政府部门向居民部门让利。

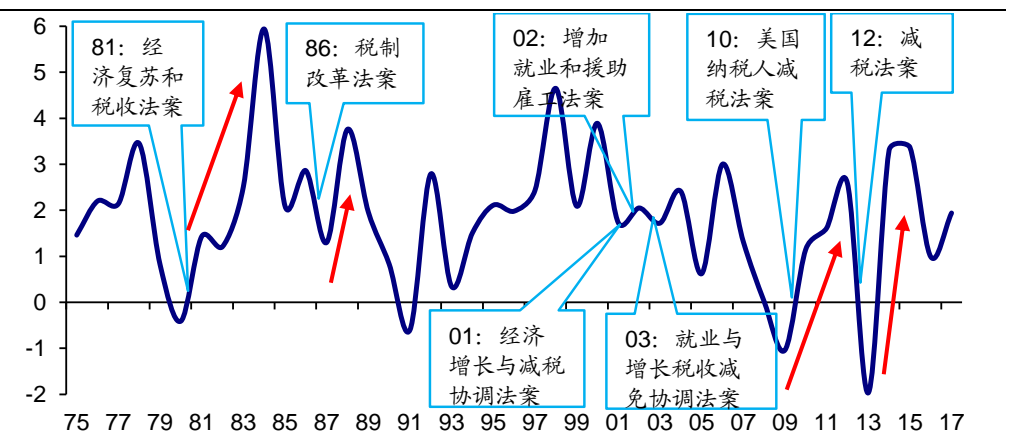
图20 里根政府时期税改措施 (1981-1988)



资料来源: 海通证券研究所整理

三轮减税: 改善收入提振消费。回头看, 美国居民消费扩张升级之路并非一帆风顺。每一次经济衰退, 势必导致消费增速下滑, 而每一次经济回升的背后, 也都有消费增速反弹的贡献。减税则是历史上美国政府改善居民收入、提振消费, 从而拉动经济的重要政策工具, 也都起到了很好的效果, 值得我们借鉴。

图21 美国人均收入同比增速 (%)



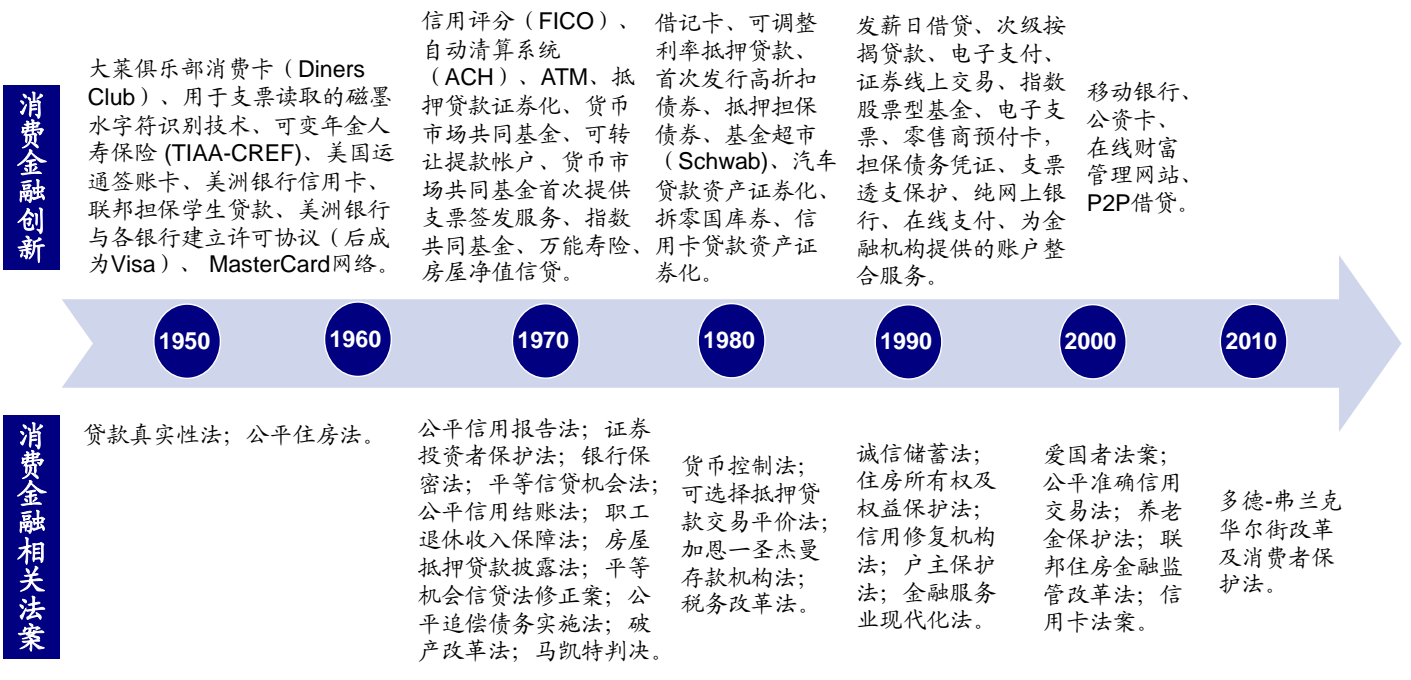
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.4 驱动力之四: 消费信贷扩张, 提升消费杠杆

消费信贷大发展, 从储蓄到消费。80年代的美国居民消费的另一大重要变化来自消费信贷、消费金融的大发展。70年代的大滞胀改变了美国人的储蓄习惯, 持续的高通胀令美国居民意识到: 与存钱相比, 借贷和消费更为划算。这导致80年代美国居民收入配置从储蓄转向消费, 其结果一是国民储蓄率见顶下滑, 二是居民消费率持续上升, 并进而举债消费。

消费信贷三大支柱: 减税、创新、监管。而得益于里根政府减税带来的收入增厚, 美国消费金融产品的创新, 以及不断完善的消费信贷法律体系, 美国消费信贷也在80年代迎来爆发式增长。其中, 消费金融产品的创新包括三个方面: 一是广谱化、多样性的借贷模式, 从抵押贷款到次级按揭贷款不一而足, 互联网的发展也带来了新的支付方式; 二是Visa、MasterCard两大银行卡组织的成立, 以及信用卡的普及, 令消费信贷更为便捷; 三是70年代起逐步完善、较为全面的征信体系, 以Experian、TransUnion和Equifax为代表, 目前三大征信机构已覆盖85%左右的美国公民。

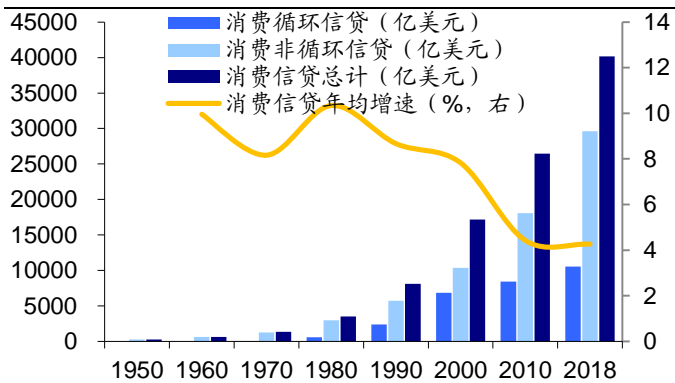
图22 美国消费金融创新、监管进程



资料来源：《美国消费金融发展简介》，《二战后美国消费金融史》，海通证券研究所整理

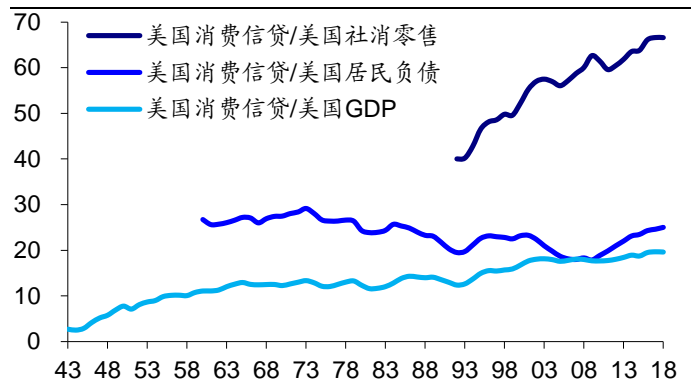
消费信贷规模激增，占社消比重逐年攀升。美国消费信贷在 20 世纪 70、80 年代迎来高速增长期，总体规模从 1950 年的 200 亿美元左右，激增至 1980 年的 3500 亿美元。消费信贷占美国社消零售的比重持续上升，90 年代约在 40% 左右，目前已超过 60%；占 GDP 的比重也从 80 年代初的 10% 左右，上升到目前的 20% 左右；占居民负债的比重也始终保持在 20% 以上，最高曾到过 30%。

图23 美国消费信贷规模及增速



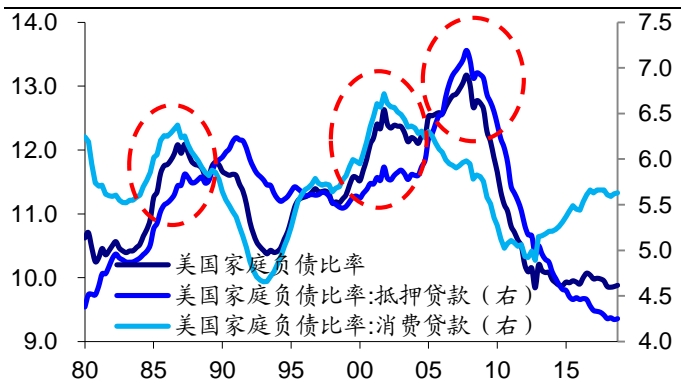
资料来源：Wind，海通证券研究所

图24 美国消费信贷占社消零售、居民负债、GDP 比重 (%)

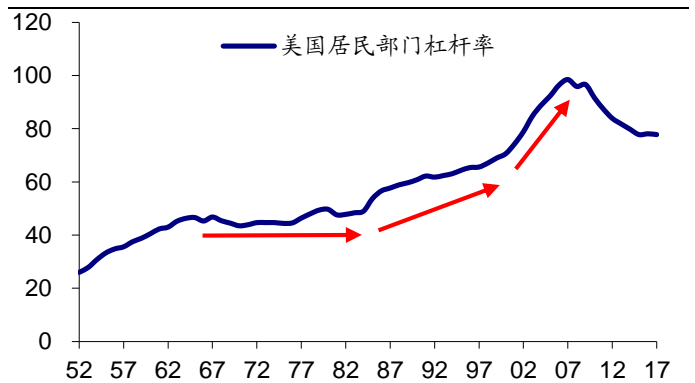


资料来源：Wind，海通证券研究所

而这势必带来美国居民债务的上升。1980 年以来，美国家庭负债比率一波三折，其中 80 年代后期、00 年代初期两轮上升，都是由消费贷款扩张所驱动，07 年的历史大顶则主要由抵押贷款扩张驱动。而与之相应的，美国居民部门杠杆率在 60、70 年代保持平稳，但在 80、90、00 年代加速上行，也同样在 07 年见顶。

图25 美国家庭负债比率 (%)


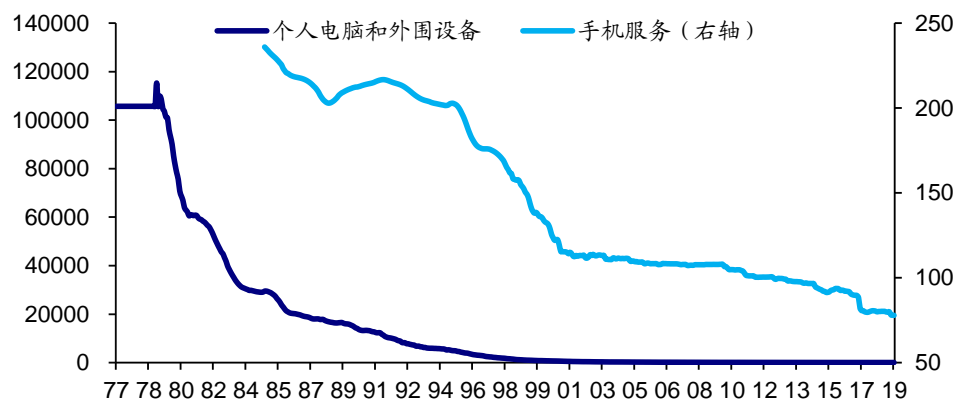
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图26 美国居民部门杠杆率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

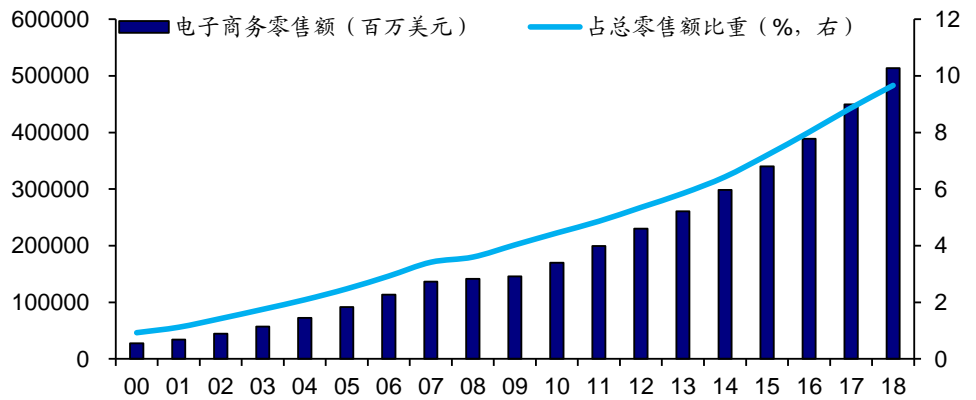
2.5 驱动力之五：技术创新浪潮，降低消费成本

技术进步降低成本，“昔日贵族”进千家万户。技术进步带来部分商品价格的降低，配合收入水平的提高，使得旧日的昂贵消费品能够进入千家万户，这对美国消费的影响同样不容忽视，特别是在很大程度上改变了美国的消费结构。根据美国个人消费支出价格指数来看，个人电脑及其外围设备、手机服务在 80 年左右的价格约是现在的几百倍，正是由于技术进步使得消费电子产品的价格持续走低，才使得电脑和手机普及到了千家万户，并带动了相关商品和服务消费的大幅增长。

图27 个人电脑及外围设备和手机服务的消费支出价格指数


资料来源: CEIC, 海通证券研究所, 2012 年为基准值 100.

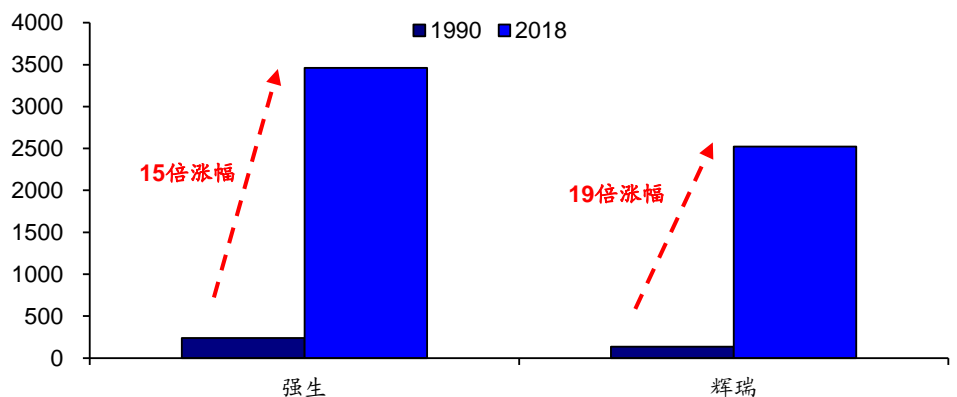
购物方式转变，电商渐获认可。技术进步不仅带来了消费结构的变化，也使得人们的购物方式发生了转变，随着互联网服务以及电子设备的普及，电子商务这种新的购物方式逐渐获得认可。2000 年初，美国电子商务零售额仅有不足 300 亿美元，占零售总额比重也只有不足 1%，而 2018 年，全美国电子商务零售额已经超过 5000 亿美元，年均增速接近 18%，占零售总额比重也已在 10% 左右。

图28 美国电子商务零售额及其在零售总额中所占比重


资料来源：CEIC，海通证券研究所

3. 资本市场反馈：龙头千亿美元，强于周期金融

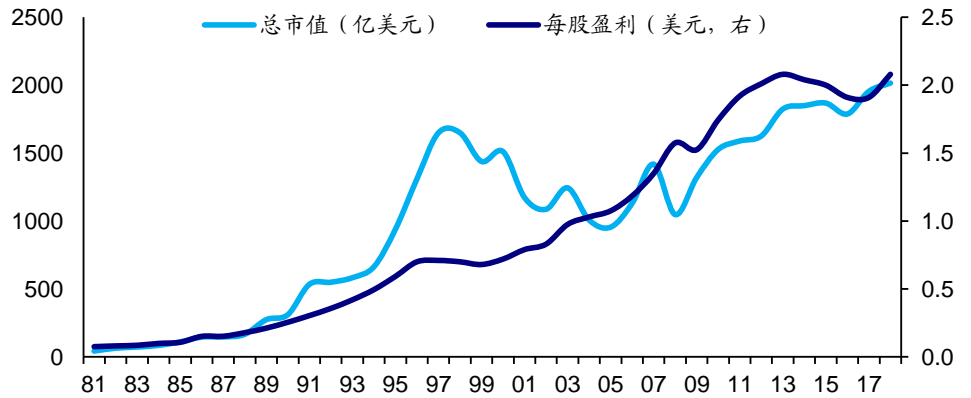
医药公司做大做强，龙头突破千亿美元。人口年龄结构的转变以及收入水平的提高，使得人们对医疗相关消费需求大幅增长，相应地带动了医药公司规模迅猛扩张，在资本市场上，龙头公司的市值也迭创新高。90年至18年期间，美国两大龙头医药公司强生和辉瑞市值规模的涨幅均超过15倍，而18年仅美国强生公司一家的市值规模就超过我国A股所有医药类上市公司市值的总和。

图29 美国两大龙头医药公司市值增长情况 (亿美元)


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所，数据时间分别为当年最后一个交易日。

必需消费也有亮点，可口可乐稳健增长。在消费结构升级的浪潮下，必需消费中同样存在着投资亮点，受益于行业集中度上升，可口可乐公司的市值规模和盈利水平从80年代以来屡创新高、稳健增长。81年其每股盈利仅有0.08美元，而18年已经接近2.1美元，约是81年的26倍，市值规模也从81年的43亿美元左右增长到18年的超过2000亿美元。巴菲特也曾表示，其最成功的投资就是投资可口可乐公司。

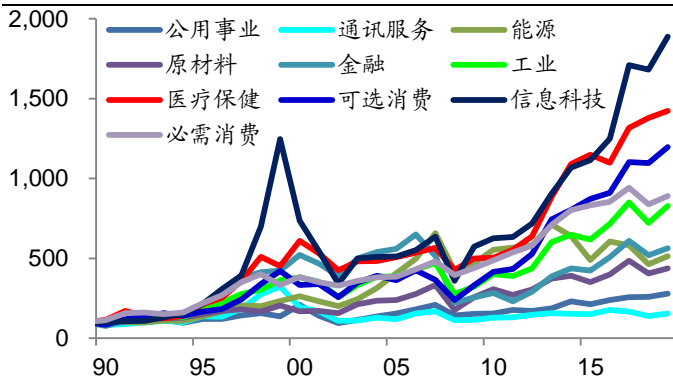
图30 可口可乐总市值与每股盈利增长情况



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

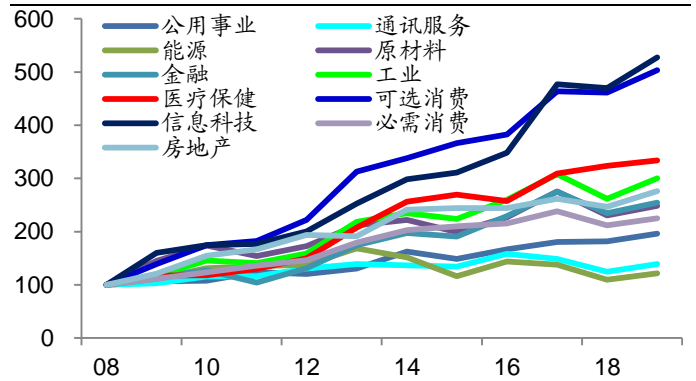
美国消费强劲增长，在资本市场表现亮眼。回顾90年以来标普500各行业涨幅，与高端消费相关的信息科技、医疗保健分别以18.9倍、14.2倍领跑，可选消费和必需消费以12倍和8.9倍紧随其后，表现均远好于与工业投资相关的工业、能源、原材料，也强于金融、地产。而观察过去十年各行业表现，信息科技、可选消费、医疗保健依然领跑。

图31 过去30年标普500分行业走势(1990年底收盘价=100)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图32 过去10年标普500分行业走势(1990年底收盘价=100)



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
 张向伟(021)23154141 zxw10402@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
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@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
 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
 朱军军(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
 吴佳桢(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 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
 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
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@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(010)50949962 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 lfz11585@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 张恒晖 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 谭敬沂(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
 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