

相关研究

《日本消费：经济兴衰下的成熟之路——“消费和创新”系列之二》2019.04.15

《混改 3.0，以退为进——兼议格力混改的示范意义》2019.04.15

《经济趋势向下，货币持续宽松——兼论当前的欧洲经济》2019.04.12

生产大幅反弹，社融增速企稳

投资要点：

- **海外经济：美联储发布新一期褐皮书，欧元区 4 月制造业 PMI 不及预期。**美联储上周三发布的褐皮书称，美国经济在 3 月至 4 月初实现轻微至温和增长，部分地区经济增长有所增强。经济前景展望总体变化不大，但将部分地区未来数月的经济展望由此前的“轻微至温和”下调至“轻微至适度”。上周四，欧元区公布 4 月制造业 PMI 初值 47.8，为 9 个月以来首次回升，但低于预期的 48。围绕飞机补贴争议，上周三欧盟公布了一份对价值约 200 亿美元美国产品加征关税的草拟清单，同时释放了通过谈判解决问题的意愿。日本上周五公布 3 月 CPI 同比 0.5%，符合预期，较前值 0.2% 有所上升，核心 CPI 同比 0.8%，高于预期和前值的 0.7%。
- **国内经济：生产大幅反弹，通胀风险可控，社融增速企稳**
- **生产大幅反弹。**1 季度 GDP 实际同比增速持平在 6.4%，名义同比增速回落至 7.8%。生产端，贡献主要来自服务业，但第二产业增速有所回升，其中 3 月工业增速大幅反弹至 8.5%。生产超预期反弹，原因主要有三个：一是政策积极、需求回暖，拉动生产；二是春节错位，导致基数较低；三是企业为扩大税收抵扣而主动增加备货，带动上游生产。需求端，净出口的贡献率回升转正，投资的贡献率有所下滑，消费的贡献率仍占据主导。3 月固定资产投资累计同比增速继续回升至 6.3%，其中制造业投资继续下滑，基础设施投资继续反弹，房地产投资仍处高位。3 月社消和限额以上零售当月同比增速反弹至 8.7%、5.1%，其中必需消费全线回升，可选消费普遍回升，汽车回落，仍是主要拖累。3 月全国地产销量增速反弹至 1.8%，仍处低位，也延续分化态势。展望未来，投资端的压力仍将持续显现，而在减税背景下，消费有望异军突起，成为本轮经济企稳的主力。
- **通胀风险可控。**3 月 CPI 环比下降 0.4%，同比大幅回升至 2.3%。猪周期启动叠加非洲猪瘟疫情导致猪价反季节性上涨，3 月环比涨幅 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点。猪价大涨引发高通胀预期，但高通胀需要货币超发配合，本轮货币增速相对平稳，增值税税率下调也会拉低非食品价格，4 月以来食品价格小幅上涨，我们预计 4 月 CPI 同比小幅上升至 2.6%，CPI 仍将处于温和区间。3 月 PPI 环比上涨 0.1%，同比回升至 0.4%。4 月以来钢价上涨，油价小幅回落，煤价先涨后跌，我们预计 4 月 PPI 环比持平，同比升至 0.6%。近期生产改善带动工业品价格上行，但本轮经济企稳重点不在投资，PPI 不存在大涨基础，未来通胀风险整体可控。
- **社融增速企稳。**3 月新增社融 2.86 万亿元，同比多增 1.28 万亿元，贡献主要来自对实体发放贷款、表外非标融资以及地方政府专项债。3 月人民币贷款增加 1.69 万亿元，同比多增 5777 亿元。其中，居民中长贷较 18 年同期多增 800 多亿元，或与 3 月一二线城市地产销量增速回升有关。企业一般贷款对于信贷的贡献上升，企业中长贷也有改善。3 月财政加强投放，财政存款同比多减 2100 多亿，M2 同比回升至 8.6%。M1 同比继续回升到 4.6%，企业流动性继续改善。3 月社融存量增速反弹至 10.7%，社融增速企稳预示经济有望企稳改善。近期猪价抬升通胀，虽然货币政策不至于因此收紧，但 3 月制造业景气改善、社融增速企稳，货币短期也难以大幅放松。
- **国内政策：推动高质量发展。**中共中央政治局会议提出，宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度；坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位；要以关键制度创新促进资本市场健康发展。国务院常务会议明确，要求更好汇聚众智促进经济社会平稳健康发展，确定进一步降低小微企业融资成本的措施，加大金融对实体经济的支持。发改委表示，今年中央预算内投资安排 5776 亿元，比去年增加 400 亿元，一季度已下达超过 80%，保障了重点建设项目资金需求，为实现经济平稳开局发挥了积极作用。

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. 海外经济：美联储发布新一期褐皮书，欧元区 4 月制造业 PMI 不及预期.....	6
1.1 美联储发布新一期褐皮书.....	6
1.2 欧元区 4 月制造业 PMI 不及预期	6
2. 3 月数据：生产大幅反弹，通胀风险可控，社融增速企稳	6
2.1 通胀：CPI 大幅回升，通胀风险可控.....	7
2.2 经济：经济开局平稳，消费引领企稳	10
2.3 工业：工业大幅反弹，行业普遍回升	12
2.4 投资：投资低位反弹，地产销售仍弱	13
2.5 消费：消费普遍回升，汽车仍有拖累	15
2.6 外贸：出口升进口降，顺差明显回升	17
2.7 金融：企业中长贷改善，社融增速企稳.....	19
2.8 财政：财政收入回落，支出进度较快	22
3. 政策：推动高质量发展.....	25

图目录

图 1	CPI 同比增速 (%)	7
图 2	历年 CPI 环比涨幅 (%)	7
图 3	CPI 食品价格同比增速 (%)	7
图 4	CPI 食品价格环比增速 (%)	7
图 5	猪肉 CPI 环比 (%)	8
图 6	猪肉批发价格和同比	8
图 7	CPI 各大类价格同比 (%)	8
图 8	CPI 各大类价格环比 (%)	8
图 9	农产品批发价格指数 (2015 年=100)	9
图 10	食品 CPI、非食品 CPI 和 CPI 同比及预测 (%)	9
图 11	PPI 同比和环比走势 (%)	9
图 12	PPI 生产资料和生活资料价格同比走势 (%)	9
图 13	布伦特原油价格 (美元/桶)	10
图 14	螺纹钢和热轧板卷价格 (元/吨)	10
图 15	CPI 和 PPI 同比及预测 (%)	10
图 16	GDP 同比增速、GDP 平减指数同比增速 (%)	11
图 17	三大需求对 GDP 同比的拉动 (%)	11
图 18	三驾马车季度名义增速 (%)	11
图 19	三大产业对 GDP 累计同比的拉动 (%)	11
图 20	GDP 增速和第二、第三产业增加值增速 (%)	11
图 21	社融、货币增速 (%)	12
图 22	工业增加值同比增速、季调环比增速 (%)	12
图 23	主要工业行业增加值同比增速 (%)	13
图 24	工业增加值增速和发电量增速 (%)	13
图 25	主要工业品产量同比增速 (%)	13
图 26	全国固定资产投资、民间投资同比增速 (%)	13
图 27	制造业投资累计同比增速 (%)	14
图 28	制造业分行业投资增速 (%)	14
图 29	基建投资、基础设施投资累计同比增速 (%)	14
图 30	基建投资、基础设施投资当月同比增速 (%)	14

图 31	扣除土地购置费前、后房地产投资增速 (%)	15
图 32	房地产投资名义和实际增速 (%)	15
图 33	全国商品房销售面积同比增速 (%)	15
图 34	38 城商品房成交面积同比增速: 分线级 (%)	15
图 35	全国土地购置面积同比增速 (%)	15
图 36	全国房屋新开工面积同比增速 (%)	15
图 37	社会消费品零售名义、实际增速及限额以上零售增速 (%)	16
图 38	必需品零售增速 (%)	16
图 39	汽车类零售增速 (%)	16
图 40	石油及制品类零售增速 (%)	16
图 41	家电音像、家具、建材类零售增速 (%)	16
图 42	网上零售增速、网上零售占社消零售比重 (%)	17
图 43	中国进出口总额、出口与进口同比增速 (%)	17
图 44	3 个月移动平均的进、出口同比增速 (%)	17
图 45	中国对美国、日本、欧盟月度出口同比 (%)	18
图 46	中国对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比 (%)	18
图 47	一般贸易、加工贸易月度出口同比 (%)	18
图 48	劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比 (%)	18
图 49	主要大宗商品进口量同比增速 (%)	18
图 50	主要大宗商品进口金额同比增速 (%)	18
图 51	集成电路进口数量和金额同比增速 (%)	19
图 52	我国重点进口商品进口同比增速 (%)	19
图 53	我国进出口增速及贸易差额	19
图 54	中国对美进出口及顺差增速	19
图 55	中国总顺差及对美顺差 (亿美元)	19
图 56	社会融资规模及同比多增 (亿元)	20
图 57	社会融资主要分项同比多增 (亿元)	20
图 58	历年各月未贴现的银行承兑汇票 (亿元)	20
图 59	历年各月新增委托贷款 (亿元)	20
图 60	历年各月居民中长期贷款增长 (亿元)	21
图 61	居民短贷和中长贷款同比多增 (亿元)	21
图 62	历年各月企业中长期贷款增长 (亿元)	21
图 63	企业贷款分项同比多增 (亿元)	21

图 64	历年新增财政存款（亿元）	21
图 65	居民和企业部门存款同比多增（亿元）	21
图 66	M0 同比增速（%）	22
图 67	M2 和 M1 同比增速（%）	22
图 68	企业各类总融资存量增速（%）	22
图 69	新旧口径社融以及政府和社会总融资存量增速	22
图 70	CPI 同比和 CPI 猪肉分项同比（%）	22
图 71	中采 PMI 指数	22
图 72	公共财政收入与财政支出同比增速（%）	23
图 73	中央和地方财政收入增速（%）	23
图 74	税收收入与非税收入当月同比增速（%）	23
图 75	各类税收收入增速（%）	23
图 76	中央和地方财政支出增速（%）	24
图 77	各项财政支出累计增速（%）	24
图 78	中央、地方本级政府性基金收入和国有土地使用权出让收入同比增速（%）	24
图 79	地方政府债券发行当月同比多增额（亿元）	24

1. 海外经济：美联储发布新一期褐皮书，欧元区 4 月制造业 PMI 不及预期

1.1 美联储发布新一期褐皮书

美联储上周三发布的褐皮书称，美国经济在 3 月至 4 月初实现轻微至温和增长，部分地区经济增长有所增强。经济前景展望总体变化不大，但将部分地区未来数月的经济展望由此前的“轻微至温和”下调至“轻微至适度”。就业人数继续增加，但失业率上扬，物价上涨缓和。

1.2 欧元区 4 月制造业 PMI 不及预期

上周四公布的数据显示，欧元区 4 月制造业 PMI 初值 47.8，为 9 个月以来首次回升，但低于预期的 48，德国 4 月制造业 PMI 初值 44.5，连续第 4 个月低于荣枯线，不及预期的 45，此前，德国经济部已将 19 年德国 GDP 增速预期由 1%下调至 0.5%。

欧盟公布对美 200 亿美元产品征税清单。围绕飞机补贴争议，上周三欧盟公布了一份对价值约 200 亿美元美国产品加征关税的草拟清单，5 月 31 日之前征求公众意见。欧盟表示不希望与美国以牙还牙，只是必须做好应对准备，并明确释放了通过谈判解决问题的意愿。欧盟还表示最终对多少商品加税将考虑 WTO 就波音补贴案的仲裁作出。

日本 3 月 CPI 同比回升。日本上周五公布 3 月 CPI 同比 0.5%，符合预期，较前值 0.2%有所上升，但与通胀目标仍有较大差距。剔除生鲜食品的核心 CPI 同比 0.8%，高于预期和前值的 0.7%。

2. 3 月数据：生产大幅反弹，通胀风险可控，社融增速企稳

生产大幅反弹。1 季度 GDP 实际同比增速持平在 6.4%，名义同比增速回落至 7.8%。生产端，贡献主要来自服务业，但第二产业增速有所回升，其中 3 月工业增速大幅反弹至 8.5%。生产超预期反弹，原因主要有三个：一是政策积极、需求回暖，拉动生产；二是春节错位，导致基数较低；三是企业为扩大税收抵扣而主动增加备货，带动上游生产。需求端，净出口的贡献率回升转正，投资的贡献率有所下滑，消费的贡献率仍占据主导。3 月固定资产投资累计同比增速继续回升至 6.3%，其中制造业投资继续下滑，基础设施投资继续反弹，房地产投资仍处高位。3 月社消和限额以上零售当月同比增速反弹至 8.7%、5.1%，其中必需消费全线回升，可选消费普遍回升，汽车回落，仍是主要拖累。3 月全国地产销量增速反弹至 1.8%，仍处低位，也延续分化态势。展望未来，投资端的压力仍将持续显现，而在减税背景下，消费有望异军突起，成为本轮经济企稳的主力。

通胀风险可控。3 月 CPI 环比下降 0.4%，同比大幅回升至 2.3%。猪周期启动叠加非洲猪瘟疫情导致猪价反季节性上涨，3 月环比涨幅 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点。猪价大涨引发高通胀预期，但高通胀需要货币超发配合，本轮货币增速相对平稳，增值税税率下调也会拉低非食品价格，4 月以来食品价格小幅上涨，我们预计 4 月 CPI 同比小幅上升至 2.6%，CPI 仍将处于温和区间。3 月 PPI 环比上涨 0.1%，同比回升至 0.4%。4 月以来钢价上涨，油价小幅回落，煤价先涨后跌，我们预计 4 月 PPI 环比持平，同比升至 0.6%。近期生产改善带动工业品价格上行，但本轮经济企稳重点不在投资，PPI 不存在大涨基础，未来通胀风险整体可控。

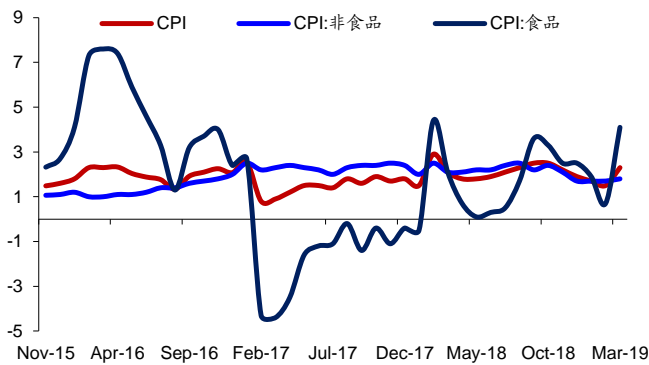
社融增速企稳。3 月新增社融 2.86 万亿元，同比多增 1.28 万亿元，贡献主要来自对实体发放贷款、表外非标融资以及地方政府专项债。3 月人民币贷款增加 1.69 万亿元，同比多增 5777 亿元。其中，居民中长贷较 18 年同期多增 800 多亿元，或与 3 月一二线城市地产销量增速回升有关。企业一般贷款对于信贷的贡献上升，企业中长贷也有改

善。3月财政加强投放，财政存款同比多减2100多亿，M2同比回升至8.6%。M1同比继续回升到4.6%，企业流动性继续改善。3月社融存量增速反弹至10.7%，社融增速企稳预示经济有望企稳改善。近期猪价抬升通胀，虽然货币政策不至于因此收紧，但3月制造业景气改善、社融增速企稳，货币短期也难以大幅放松。

2.1 通胀：CPI大幅回升，通胀风险可控

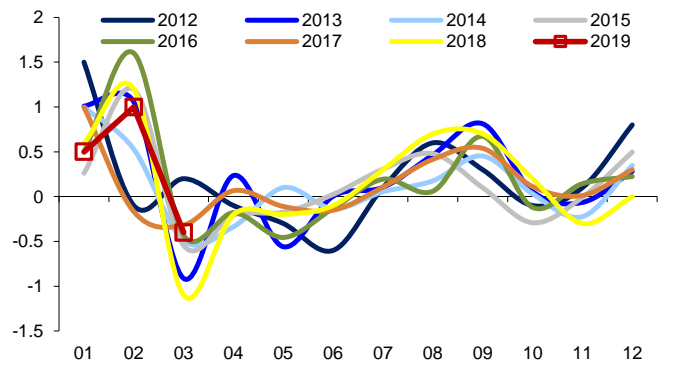
3月CPI环比下降0.4%，同比大幅回升至2.3%。3月食品CPI环比下降0.9%，节后食品价格季节性回落，鸡蛋、水产品、鲜菜和牛羊肉价格下降，各地猪肉价格涨跌互现，平均上涨1.2%，影响CPI上涨约0.03个百分点；非食品方面，节后出行需求减少，旅游、机票和住宿价格下降，务工人员返城，劳动力增加带动服务价格回落，成品油两次调价推动柴油和汽油价格上涨，3月非食品CPI环比下降0.2%。

图1 CPI同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 历年CPI环比涨幅 (%)



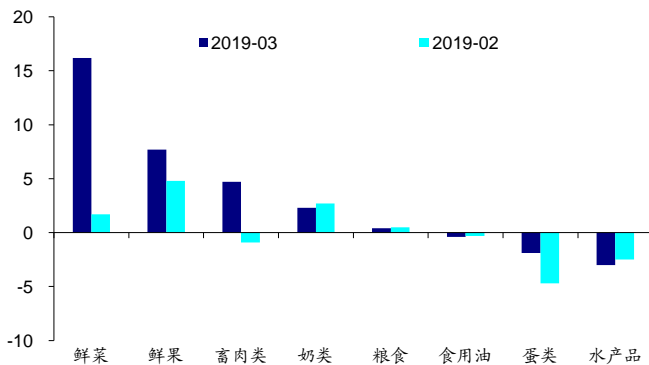
资料来源：Wind，海通证券研究所

3月食品价格环比-0.9%，远低于去年同期-4.2%，也低于历史同期均值-2.0%。

具体来说，春节过后需求减弱会导致大部分食品价格季节性回落，其中鸡蛋、水产品和鲜菜价格分别下降6.0%、3.6%和2.6%，牛肉、羊肉和鸡肉价格分别下降1.8%、1.7%和1.6%，上述六项合计影响CPI下降约0.21个百分点。但是受到猪周期启动和非洲猪瘟疫情影响，猪肉价格反季节大幅上涨，3月环比平均上涨1.2%，是食品CPI环比跌幅小于季节性的主要原因。

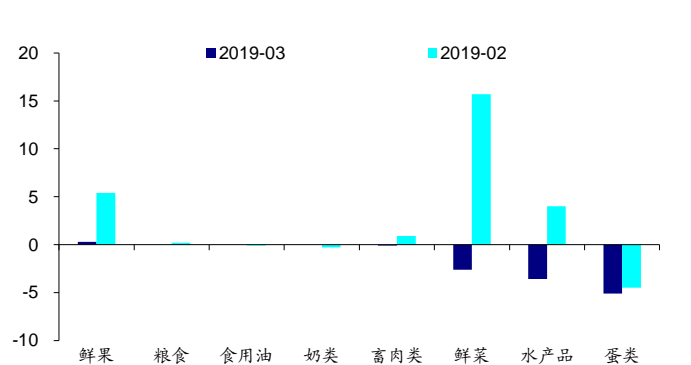
从同比来看，3月食品价格上涨4.1%，涨幅比2月上升3.4个百分点，创下18年2月以来新高。猪价反季节上涨带动猪肉价格同比由负转正，结束连续25个月的负增，影响CPI上涨约0.12个百分点。受到猪价上涨带动，畜肉价格同比也由2月-0.9%大幅回升至3月的4.7%。同时，多地低温阴雨天气导致鲜菜供给减少，由于价格环比跌幅小于去年同期，鲜菜价格同比大幅上涨至16.2%，影响CPI上涨约0.42个百分点。但是鲜菜价格上涨属于短期天气因素，目前菜价已经开始小幅回落，不会对CPI产生长期影响。

图3 CPI食品价格同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

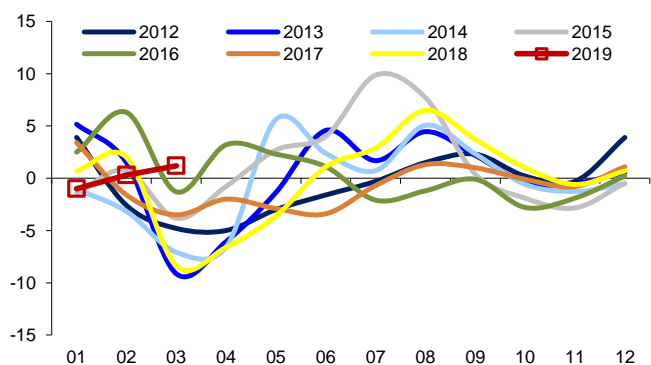
图4 CPI食品价格环比增速 (%)



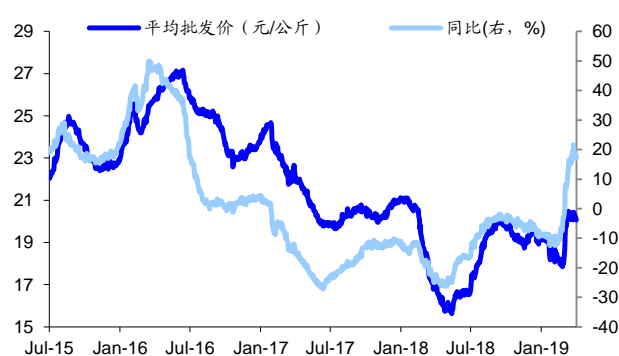
资料来源：Wind，海通证券研究所

3月猪肉价格上涨对CPI的拉动作用弱于预期。往往在春节后期猪肉价格受到需求减弱的影响会出现季节性回落，但是今年3月以来猪肉价格反季节上涨，目前猪肉价格已经上涨至20元/公斤以上。猪肉价格的这一波快速上涨引发了市场对通胀大幅上升的预期，但是从猪肉CPI同比来看，猪肉价格对CPI同比的拉动作用在0.12个百分点左右，小于预期，主要原因一是猪肉价格是反弹起点较低，猪肉价格同比仅上涨到5.1%；二是猪肉对CPI的权重下降，目前仅为2%左右。

但是今年猪肉价格仍然是CPI重要的影响因素。去年8月我国首例“非洲猪瘟”发现以来，疫情愈演愈烈，生猪和能繁母猪存栏量持续下降至27754万头和2738万头，创下历史新低。而3月以来猪肉价格的这一波上涨已经表明猪周期正式启动，未来随着生猪出栏量的持续下降，供给弱于需求的格局将支撑猪价持续上涨。我们预计本轮猪周期中猪肉价格有望在今年年底接近30元/公斤，并在明年年初达到33元/公斤左右。同时，目前猪肉批发价格同比已经上升至20%，就算猪肉价格不进一步上涨，4月猪肉CPI同比也有可能接近20%，届时对CPI同比的拉动将达到0.4个百分点以上。

图5 猪肉CPI环比(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

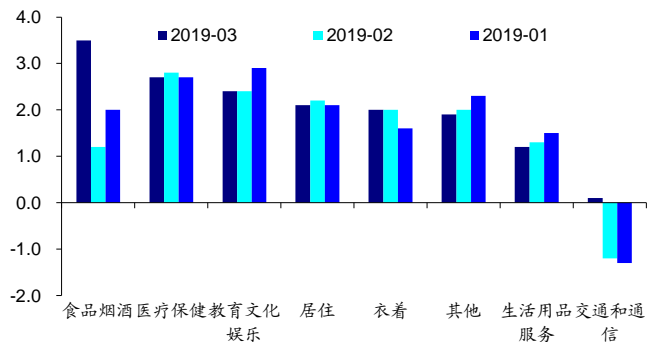
图6 猪肉批发价格和同比


资料来源: Wind, 海通证券研究所

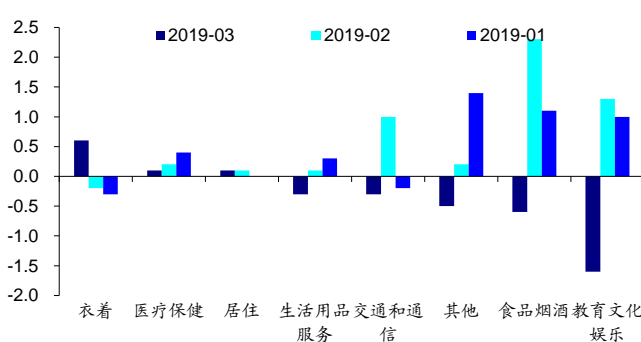
3月非食品价格环比下降0.2%，影响CPI下降约0.18个百分点。

具体来说，节后出行人数下降，旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降11.1%和1.5%，拖累教育文化和娱乐价格环比下降1.6%。同时，节后务工人员返城，劳动力增加，车辆修理与保养、家政服务和理发价格分别下降5.3%、4.1%和3.9%。而国际油价上涨带动成品油两次调价，汽油和柴油价格分别上涨3.6%和4.0%，减缓了交通和通信价格环比跌幅。整体来看，非食品价格环比属于季节性下降。

从同比来看，由于去年同期非食品价格环比下降0.4%，3月非食品同比小幅回升至1.8%，影响CPI上涨约1.46个百分点。其中医疗保健、教育文化和居住价格依然涨幅靠前，交通和通信价格由跌转涨。

图7 CPI各大类价格同比(%)


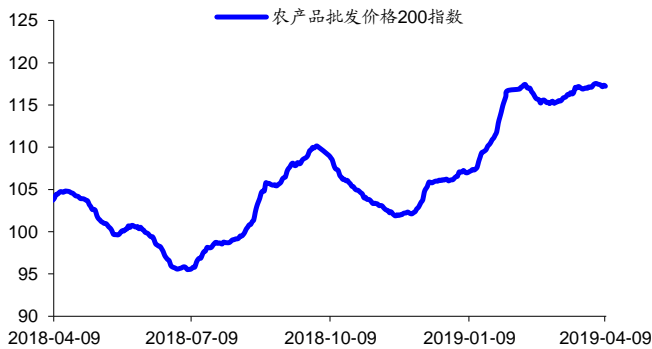
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 CPI各大类价格环比(%)


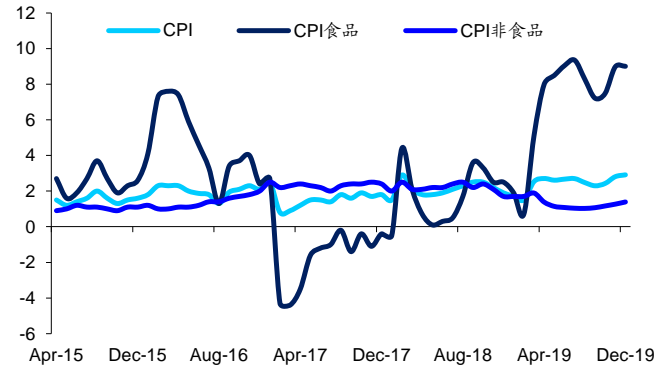
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4月以来食品价格小幅上涨，但考虑到去年同期食品CPI环比下降1.9%，预计4

月食品 CPI 同比或进一步大幅上升。我国增值税率下调将从 4 月开始实施，这意味着非食品价格可能出现下降，对冲食品价格同比上涨的影响。综合来看，我们预计 4 月 CPI 同比小幅上升至 2.6%。

图9 农产品批发价格指数 (2015年=100)


资料来源：Wind，海通证券研究所

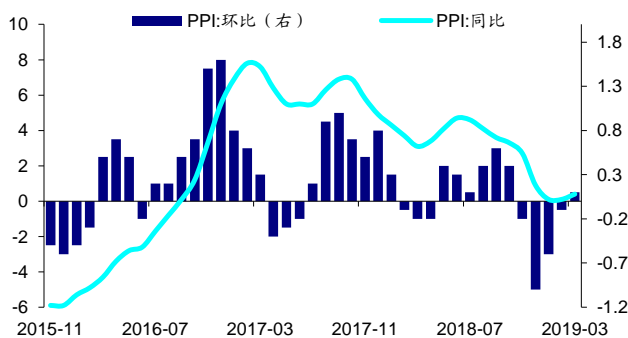
图10 食品 CPI、非食品 CPI 和 CPI 同比及预测 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

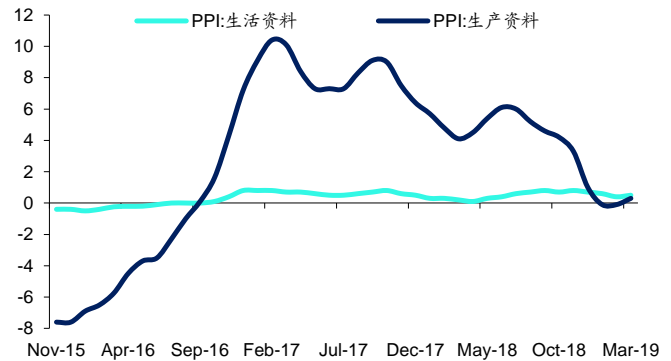
3月PPI环比由上月下降0.1%转为上涨0.1%，同比回升至0.4%，涨幅比上月扩大0.3个百分点。

从环比来看，生产资料价格由上月持平转为上涨0.2%，生活资料价格由上月下降转为持平。分行业来看，受到原油价格上涨影响，油气开采（5.6%）、燃料加工（2.3%）和黑金冶炼加工（1.1%）价格涨幅扩大，电子设备制造（-0.2%）和电气机械制造（-0.1%）价格降幅收窄，汽车制造业（0%）价格由降转平。

从同比来看，生产资料价格由上月下降转为上涨0.3%，生活资料价格上涨0.5%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。行业表现上，价格由降转涨的行业有油气开采和燃料加工，价格降幅收窄的行业有黑金冶炼加工、电气机械制造和汽车制造，价格涨幅扩大的行业有电子设备制造。

图11 PPI 同比和环比走势 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 PPI 生产资料和生活资料价格同比走势 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

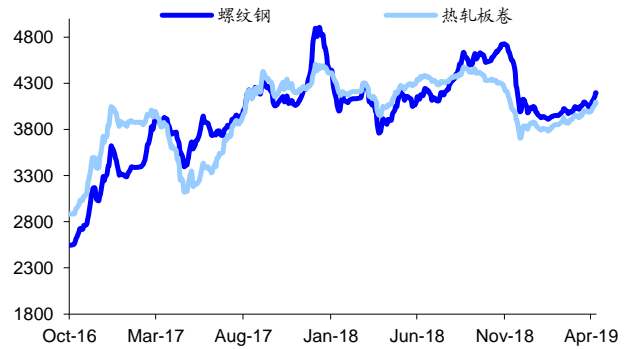
4月以来钢价上涨，油价小幅回落，煤价先涨后跌，预测4月PPI环比持平，4月PPI同比涨幅回升至0.6%。

图13 布伦特原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 螺纹钢和热轧板卷价格（元/吨）

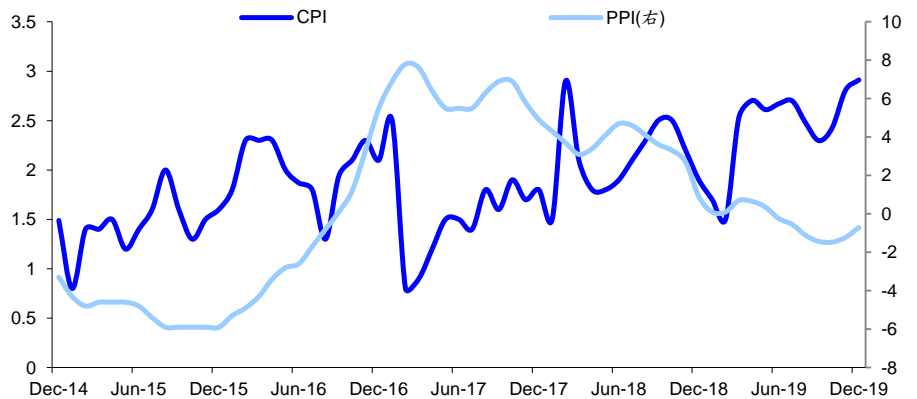


资料来源：Wind，海通证券研究所

受到供给减少预期的影响，年初以来国际油价持续上涨，目前累计涨幅达到 40%。同时，3 月 PMI 指数大幅反弹，制造业高频数据显示工业生产明显回升。国际油价上涨和生产改善共同推动 3 月工业品价格上行。但是目前地方政府隐性债务仍然处于规范过程中，进一步举债加大基建投资的力度不会太大，同时受到三四线城市棚改目标下调影响，房地产投资也难以出现明显回升。本轮经济企稳不会再像之前一样依靠投资拉动，这就意味着 PPI 大幅上涨缺乏需求基础。

而 3 月猪价大涨引发高通胀预期，从生猪和能繁母猪存栏量来看，今年猪价确实会持续上涨并对通胀产生一定推动。但是本轮猪价上涨更多是因为供给端收缩而非需求端扩张，其他食品价格或将保持稳定。此外，从历史情况来看，高通胀往往需要货币增速显著回升来配合，但是目前我国 M2 增速一直维持在 8% 左右，并没有出现货币超发的情况。同时，4 月开始下调增值税率也会对非食品价格产生一个短期向下冲击，并降低全年非食品 CPI 中枢。因此，我们预计今年 CPI 仍然会处于 2-3% 的温和区间。综合来看，我们认为未来通胀风险整体可控，货币政策不会因为通胀的温和上升而转为紧缩。

图15 CPI 和 PPI 同比及预测 (%)

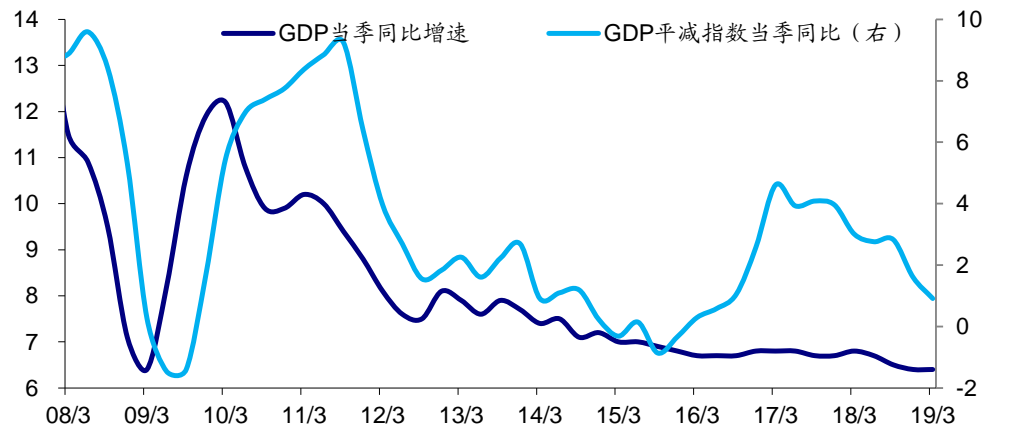


资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 经济：经济开局平稳，消费引领企稳

1 季度经济开局平稳。19 年 1 季度 GDP 同比增速 6.4%，较 18 年 4 季度持平，略低于 18 年全年增速。受工业品价格涨幅回落影响，1 季度 GDP 平减指数同比增速继续回落至 0.9%，因而名义 GDP 同比增速也下滑至 7.8%，反映前期社融增速回落的影响仍在持续显现。

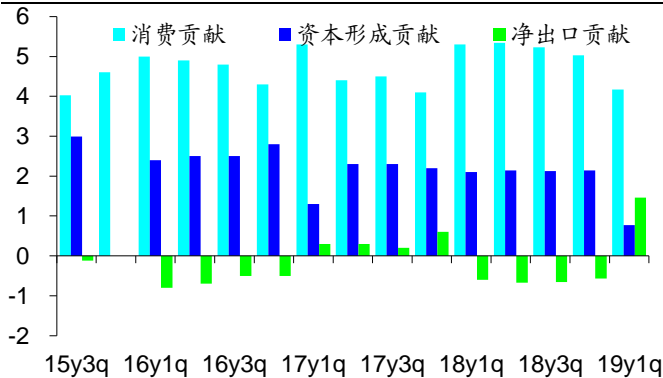
图16 GDP 同比增速、GDP 平减指数同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

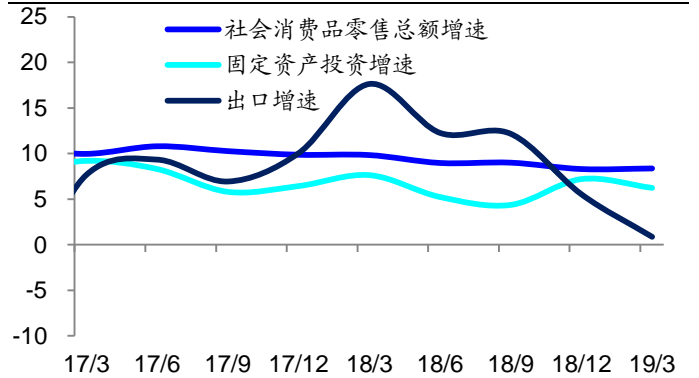
需求端, 贡献主要来自消费。从需求端看, 1 季度投资、出口增速均较去年 4 季度下滑, 消费增速保持平稳。三驾马车中, 由于贸易顺差较去年同期明显扩大, 净出口对经济增长的贡献率大幅上升至 22.8%; 而资本形成总额的贡献率大幅下滑至 12.1%; 最终消费支出的贡献率仍高达 65.1%, 是需求端的中流砥柱, 并且服务消费的贡献率进一步上升到 47.7%, 指向消费升级仍在延续。

图17 三大需求对 GDP 同比的拉动 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

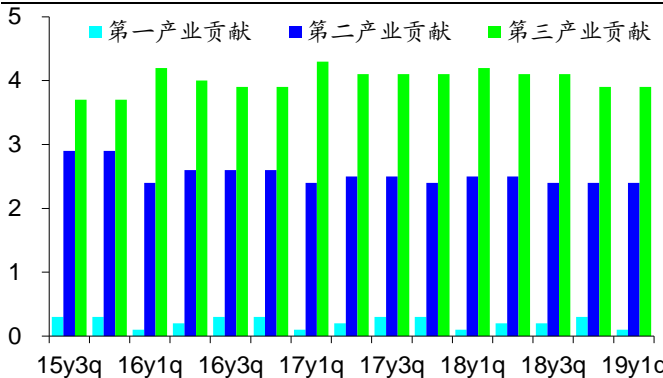
图18 三驾马车季度名义增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

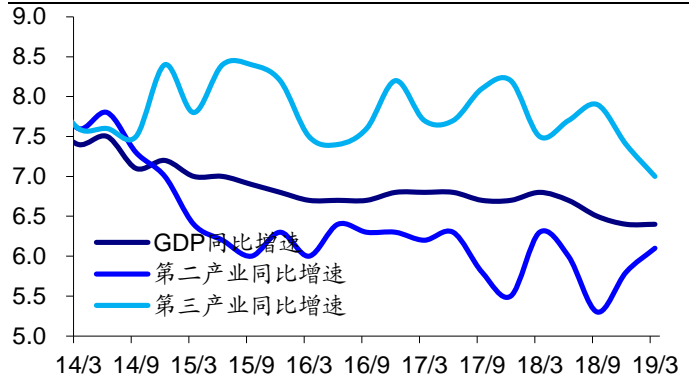
生产端, 贡献主要来自服务业。从生产端看, 1 季度第二产业增速回升至 6.1%, 第三产业增速回落至 7.0%。但由于第三产业增速持续高于第二产业, 其对经济增长的贡献率继续上升至 61.3%。

图19 三大产业对 GDP 累计同比的拉动 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

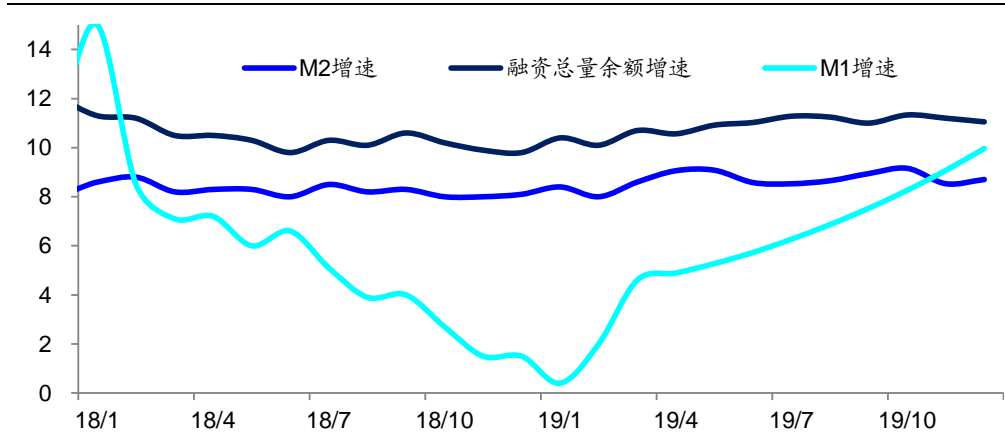
图20 GDP 增速和第二、第三产业增加值增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

展望未来, 一方面, 投资端的压力仍将持续显现。从领先指标看, 社融增速在 18 年末见底, 1 季度社融超预期, 带来短期投资增速依旧稳定。但 1 季度短期贷款的增加

难以持续，当前信贷发放受宏观审慎监管及银行资本充足率的严格约束，也难以重现 08 年 4 万亿盛宴，因而本轮社融改善的真正希望在于企业债和政府专项债等直接融资，这就意味着社融增速将见底企稳，而非大幅回升。而从投资分项看，制造业投资仍受前期盈利下滑拖累，房地产投资的高增长难以持续，基建投资也只是加快了专项债发行的频率、却没有大幅增加资金总量，因而后续投资端仍有下行压力。

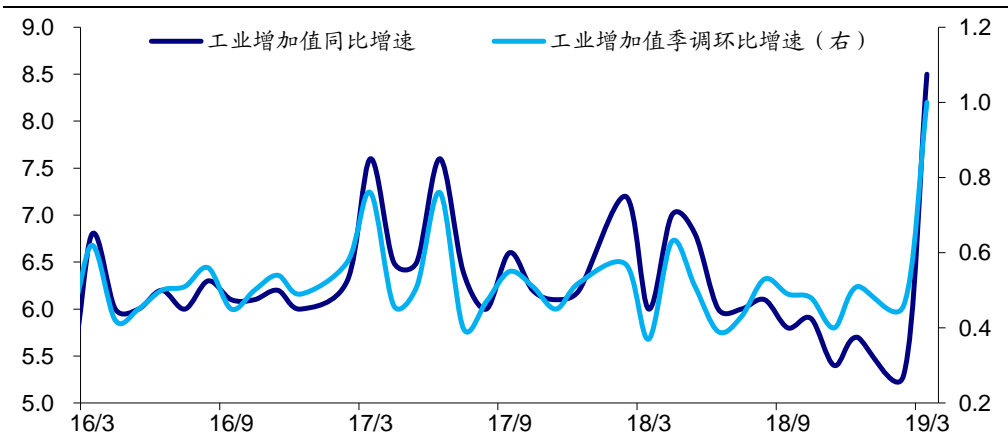
图21 社融、货币增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

而另一方面，消费端有望异军突起，成为本轮经济企稳的主要动力。今年减税降费规模达到 2 万亿，我们测算其中一半将归属居民部门，而中国居民的边际消费倾向大约在 0.8 左右，因而 1 万亿的新增收入有望增加 8000 亿左右的新增消费，并带动消费增速上升 2%，使得社零增速从目前的 8% 左右升至 10% 左右。考虑到目前消费贡献了 2/3 的经济增长，我们认为，未来即便投资增速小幅下滑，只要消费增速持续回升，经济依然有希望靠消费企稳！

2.3 工业：工业大幅反弹，行业普遍回升

3 月工业增速大幅反弹创新高。1 季度规模以上工业增加值同比增速 6.5%，较去年 4 季度回升。其中，3 月工业增加值同比增速、季调环比增速分别上升至 8.5%、1.0%，均创下多年新高，原因主要有以下两个。一是 3 月需求端三驾马车增速均出现回升，带动工业生产走强。二是春节错位导致去年同期基数较低，令 3 月工业增速超预期反弹。

图22 工业增加值同比增速、季调环比增速 (%)


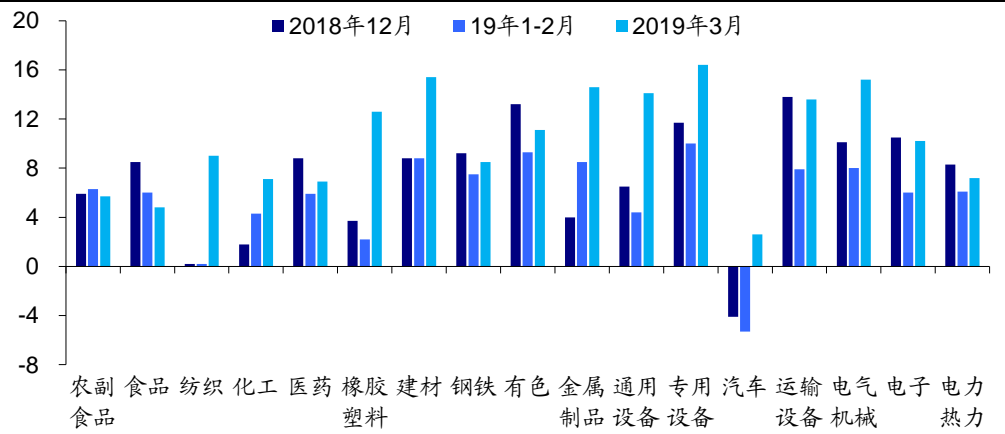
资料来源：Wind，海通证券研究所

工业生产的改善，在中微观层面亦有体现。

中观层面，3 月各行业增加值增速普遍回升。其中，下游消费类行业增速涨多跌少，其中汽车由负转正，仅农副、食品小幅回落；中游加工组装类行业、原材料类行业增速

全线回升，尤其是加工组装类行业增速均大幅上行；上游采矿业增速明显回升。

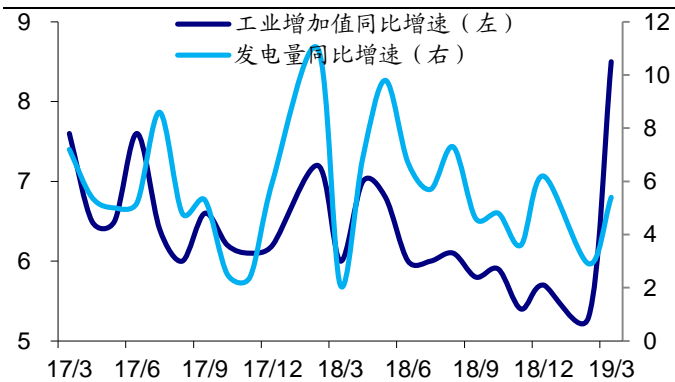
图23 主要工业行业增加值同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

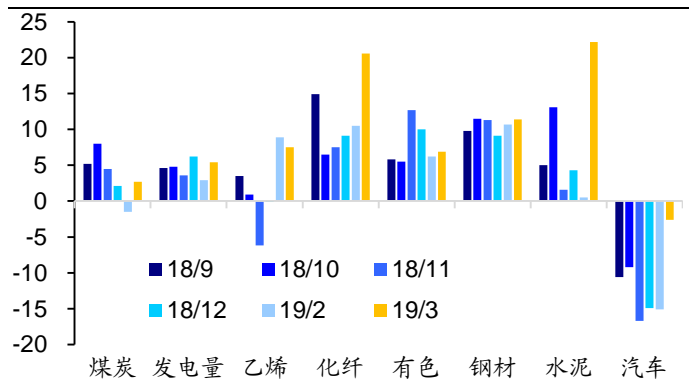
微观层面，3月各主要工业品产量增速普遍回升。其中，下游汽车产量降幅大幅收窄；中游钢铁、有色、水泥、化纤产量增速均回升，仅乙烯产量增速略有回落；上游煤炭产量、发电量增速均回升。

图24 工业增加值增速和发电量增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图25 主要工业品产量同比增速 (%)

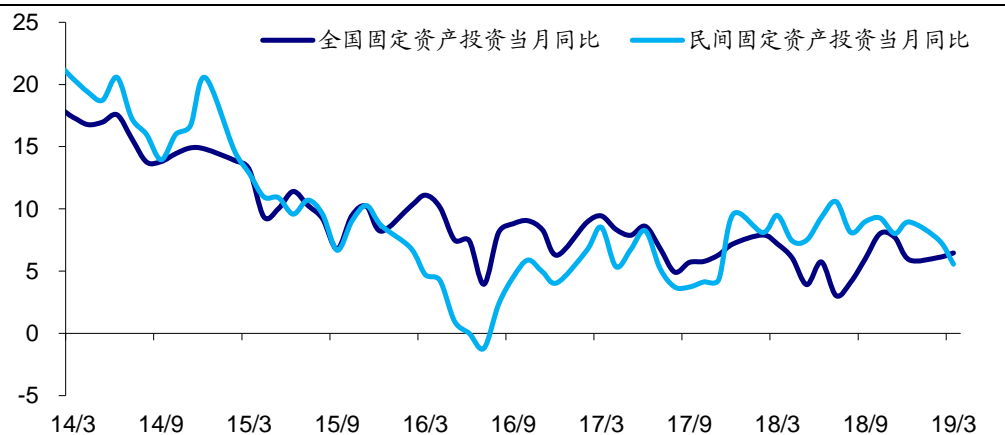


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.4 投资：投资低位反弹，地产销售仍弱

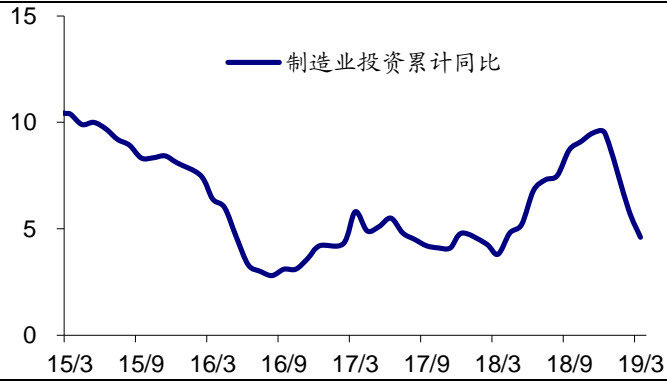
1季度固定资产投资增速回落，3月有所回升。1季度全国固定资产投资同比增速6.3%，较去年4季度的7.5%明显回落。但3月投资当月增速6.5%，较1-2月继续回升。不过，3月民间投资增速继续下滑至5.6%，意味着投资内生动力依然不足。

图26 全国固定资产投资、民间投资同比增速 (%)

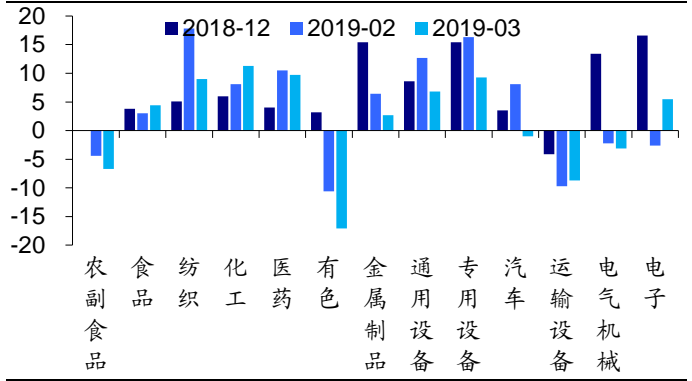


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3月制造业投资增速继续下滑。3月制造业投资累计同比增速4.6%，较1-2月继续下滑。从中观行业看，电子行业贡献较大，而拖累主要来自下游的汽车、纺织，中游的通用设备、专用设备，以及上游的有色。而前期盈利下滑对当期投资的拖累也仍在显现。

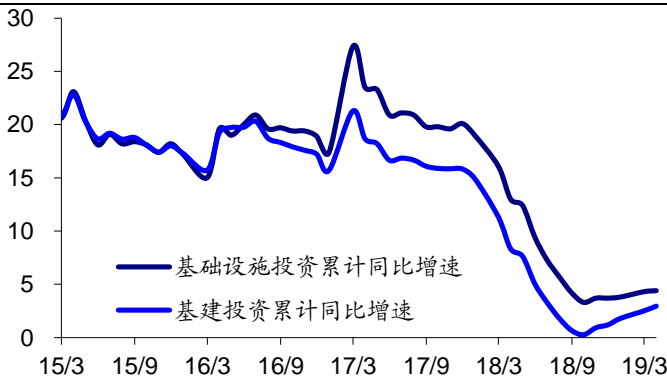
图27 制造业投资累计同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

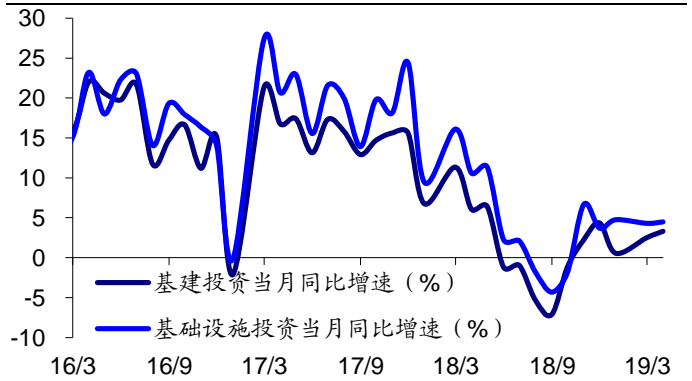
图28 制造业分行业投资增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所。

3月基础设施投资增速继续回升。1季度基础设施投资同比增速4.4%，我们估算旧口径下基建投资增速约为3.0%。其中，3月当月增速分别为4.5%、3.3%，均较1-2月回升。1季度财政收入增速仅6.2%，而支出增速高达15%，财政支出占到年初预算的25%，创下12年以来同期新高。财政支出进度较快，对基建投资起到支撑作用。

图29 基建投资、基础设施投资累计同比增速 (%)


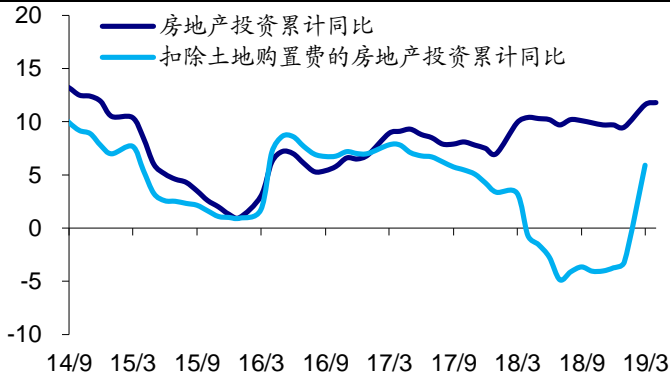
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 基建投资、基础设施投资当月同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

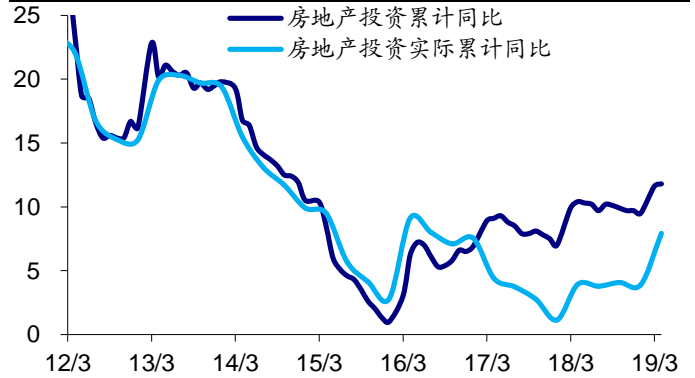
3月房地产投资增速仍处高位。1季度全国房地产投资同比增速11.8%，较去年4季度回升。今年以来，土地购置费增速明显下滑，1-2月土地购置费增速降至34.5%，剔除土地购置费后，1-2月房地产投资增速回升至5.9%。而地价涨幅也随之回落，并带来房地产投资名义、实际增速的收敛，1季度房地产投资实际同比增速回升至7.9%。

图31 扣除土地购置费前、后房地产投资增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

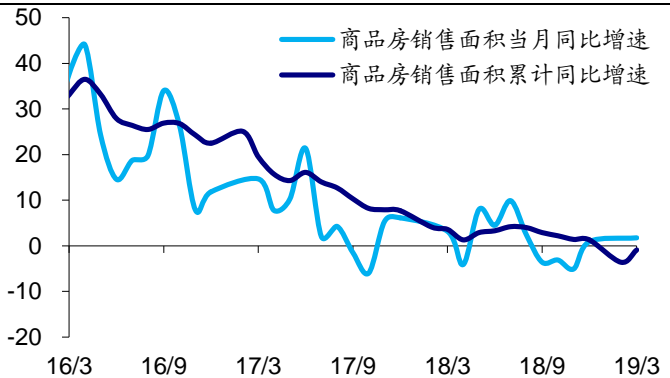
图32 房地产投资名义和实际增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

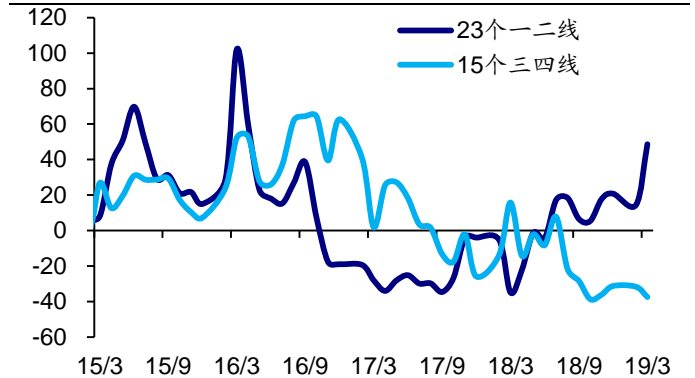
地产销量增速仍弱，不同线级分化延续。3月全国商品房销售面积同比增速1.8%，较1-2月略反弹，但仍处低位。我们高频跟踪的38城地产销量数据显示，3月地产销售继续分化，一二线明显改善，三四线相对低迷。

图33 全国商品房销售面积同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

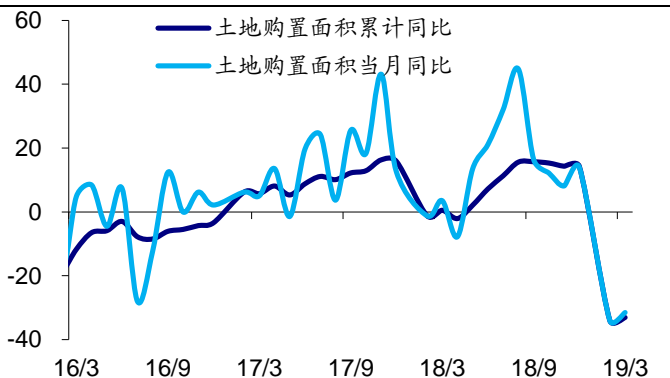
图34 38城商品房成交面积同比增速：分线级 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

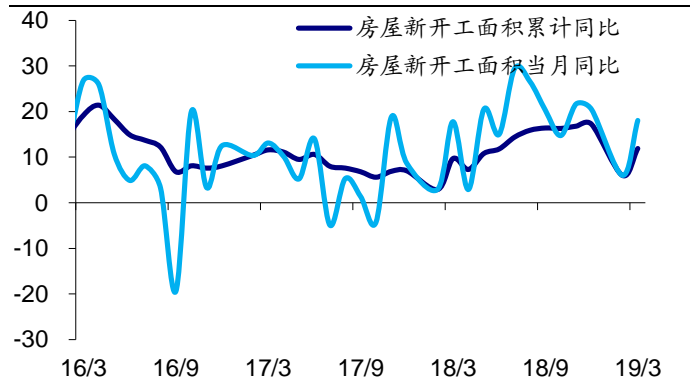
土地购置承压，新开工仍稳健。受地产销售短期反弹影响，3月新开工增速回升至18.1%，但土地购置面积跌幅仍在30%以上，或为未来地产投资蒙上阴影。

图35 全国土地购置面积同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

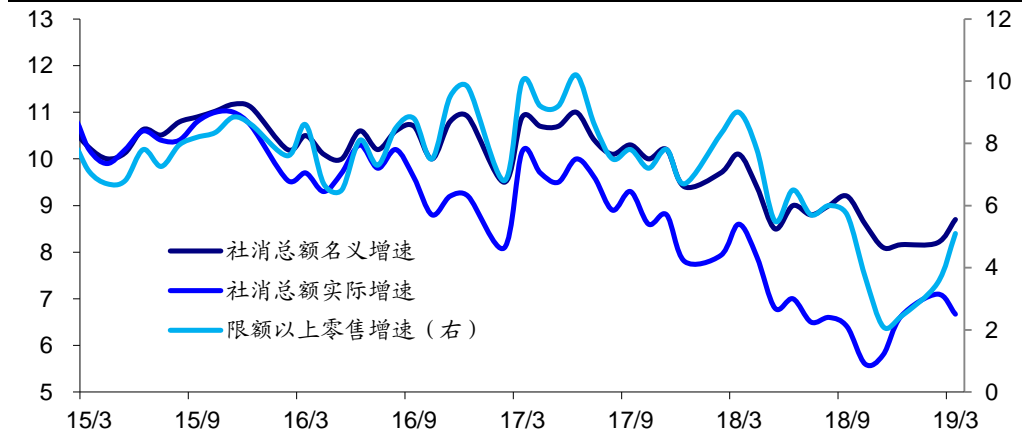
图36 全国房屋新开工面积同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

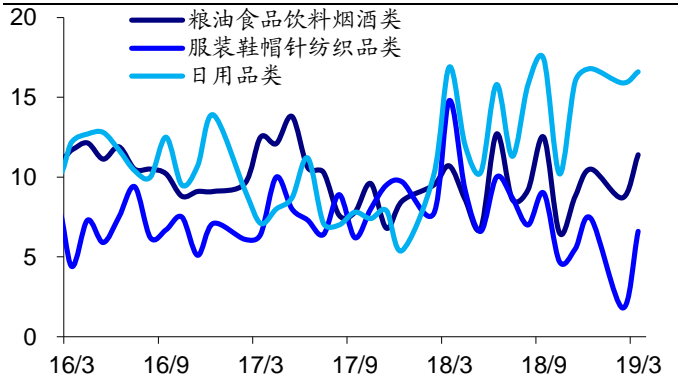
2.5 消费：消费普遍回升，汽车仍有拖累

1 季度消费增速保持平稳，3 月回升。1 季度社消零售、限额以上零售增速为 8.3%、4.1%，较去年 4 季度一平一降。其中，3 月增速分别为 8.7%、5.1%，均较 1-2 月回升。减税对消费的提振作用开始显现。

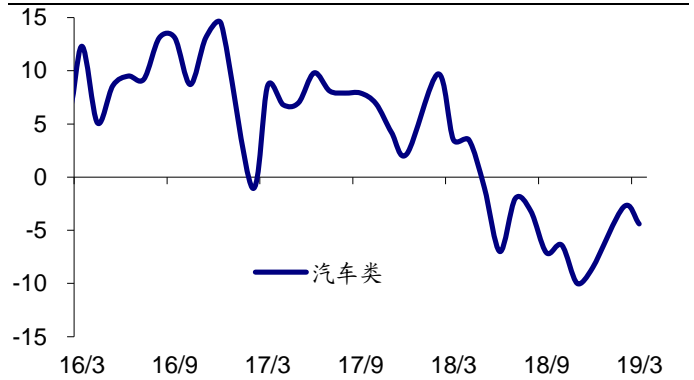
图37 社会消费品零售名义、实际增速及限额以上零售增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

必需消费全线回升。3月粮油食品饮料烟酒类零售增速11.4%，服装鞋帽针纺织品类零售增速6.6%，日用品类零售增速16.6%，均较1-2月回升。

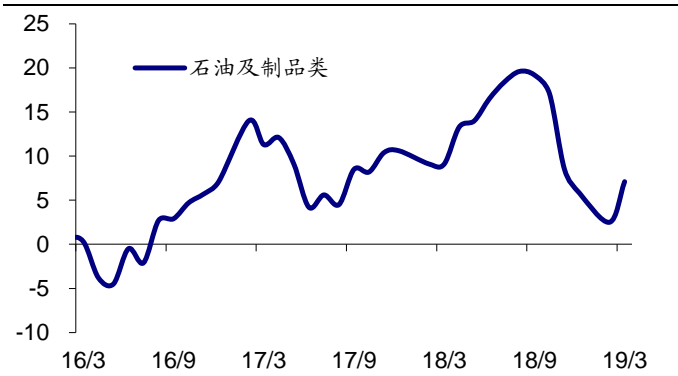
图38 必需品零售增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

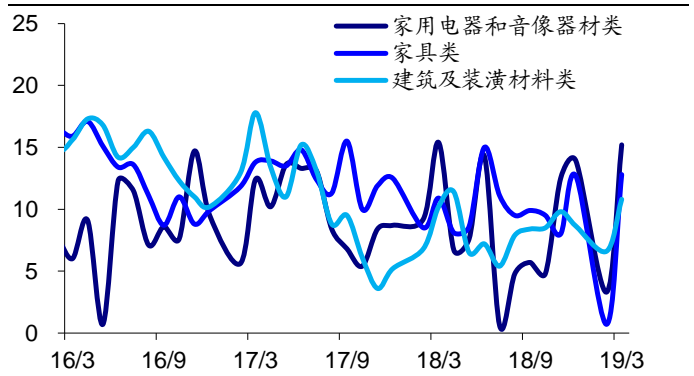
图39 汽车类零售增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

可选消费普遍回升，汽车仍是拖累。3月汽车零售增速-4.4%，较1-2月降幅扩大。但石油及制品零售增速回升至7.1%，地产相关的家电、家具、建材零售增速分别为15.2%、12.8%和10.8%，也是全线回升。而中西药品、通讯器材零售增速也同样回升。

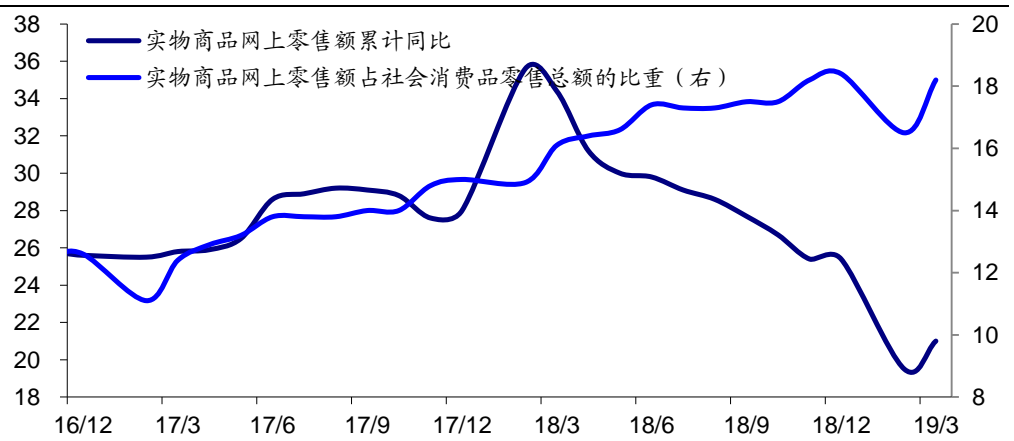
图40 石油及制品类零售增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图41 家电音像、家具、建材类零售增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

网上零售占比继续上升。1季度实物商品网上零售同比增速21%，较18年有所回落，但仍远快于社消零售整体增速，因而占后者的比重也稳定在18.2%高位。

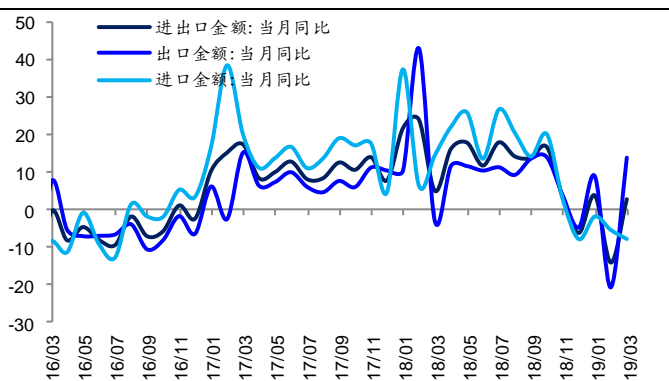
图42 网上零售增速、网上零售占社消零售比重 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

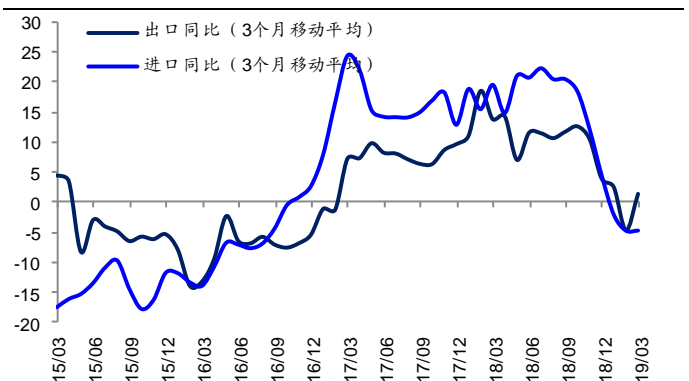
2.6 外贸: 出口升进口降, 顺差明显回升

3月我国以美元计价出口同比回升至14.2% (前值-20.7%)。由于外贸企业“春节前集中出口, 节后进口先行, 出口逐渐恢复”的特征, 去年春节偏晚对去年3月出口拖累明显, 出口基数偏低, 而对进口影响较少, 所以今年3月出口同比跳升。

一季度整体看, 我国出口同比增长1.4%, 较18年12月增速略有上升, 但不及18年全年累计增速, 说明剔除春节扰动后, 出口仅小幅改善, 在海外经济放缓的背景下, 出口整体依然偏弱。

图43 中国进出口总额、出口与进口同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

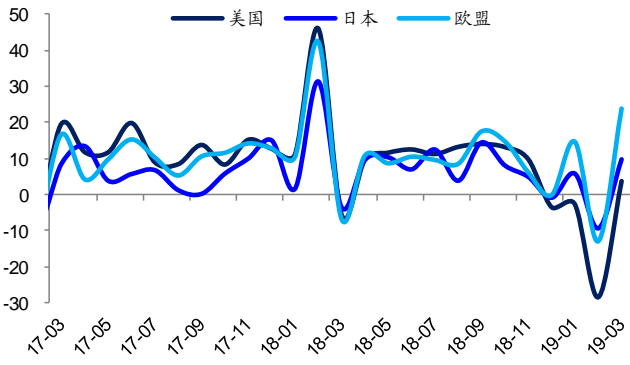
图44 3个月移动平均的进、出口同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

从国别和地区来看, 3月我国对美国(3.7%)、欧盟(23.7%)和日本(9.6%)出口增速均明显回升。新兴经济体中, 对东盟(24.8%)、韩国(6.7%)、印度(8.0%)出口增速转正, 对中国香港(-0.9%)出口增速跌幅收窄。

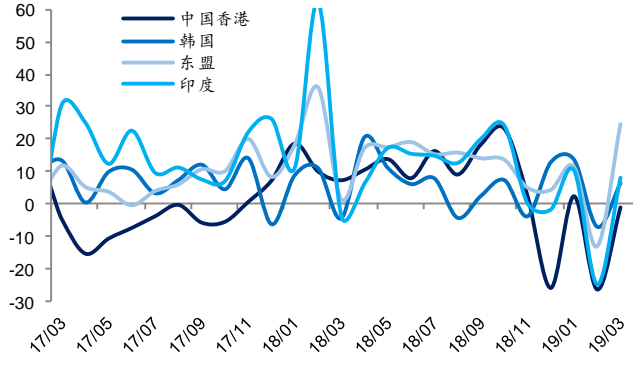
一季度整体来看, 在贸易摩擦背景下, 我国1-3月对美国总出口同比减少了9.0%, 而对欧盟和东盟出口同比分别增加了8.1%和9.1%。

图45 中国对美国、日本、欧盟月度出口同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

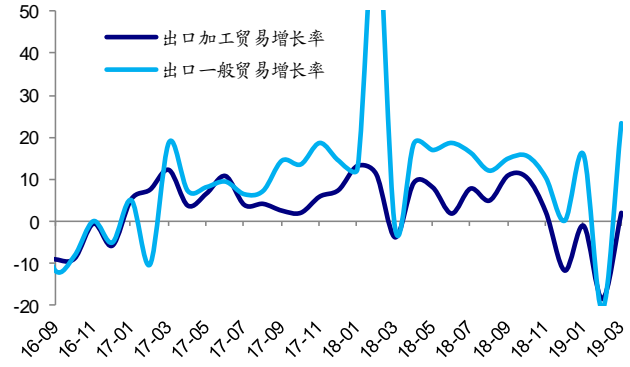
图46 中国对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

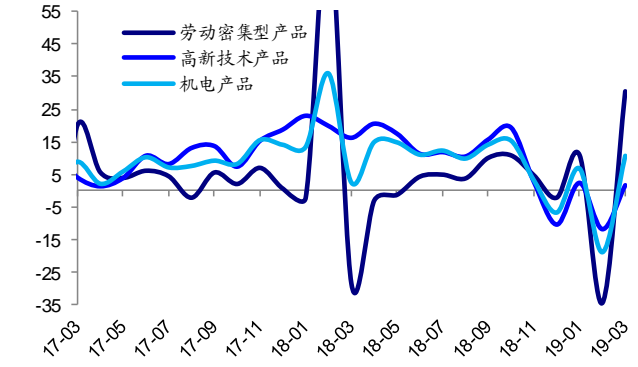
从贸易方式看, 3月一般贸易 (23.2%) 和加工贸易 (2.0%) 出口增速都大幅回升。历史上, 一般贸易在春节前后的出口增速波动通常都比加工贸易更大。从产品类型看, 3月劳动密集型产品 (30.5%)、机电产品 (10.6%) 和高新技术产品 (1.8%) 出口同比同样回升, 均与春节因素的扰动有关。

图47 一般贸易、加工贸易月度出口同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

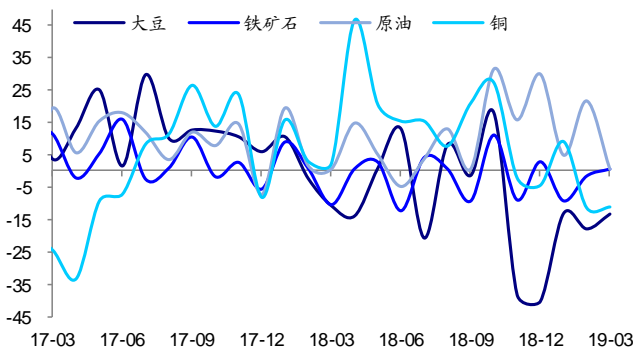
图48 劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

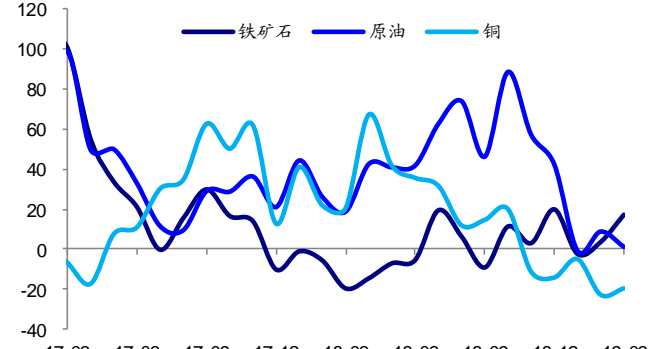
3月我国进口同比继续回落至-7.6% (前值-5.2%), 印证3月需求依然偏弱。从数量看, 3月我国进口大豆 (-13.1%)、铁矿石 (0.7%)、铜 (-11.1%) 和集成电路 (-5.3%) 同比增速较前月稳中略升, 但进口原油 (0.4%) 增速大幅回落, 是进口的主要拖累。从金额看, 铁矿石价格同比上涨, 进口铁矿石 (17.5%) 金额同比大幅回升, 而进口原油 (1.5%) 增速回落。从累计增速看, 1-3月进口金额同比-4.8%, 延续了18年12月以来的负增。

图49 主要大宗商品进口量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图50 主要大宗商品进口金额同比增速 (%)

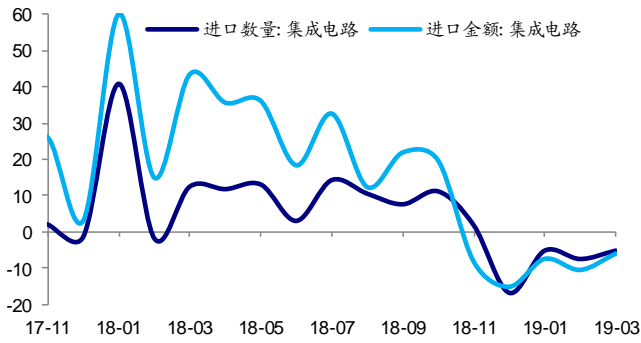


资料来源: Wind, 海通证券研究所

其他重点进口产品中, 仅初级形状的塑料 (-12.4%)、汽车及底盘 (-23.0%)、汽车

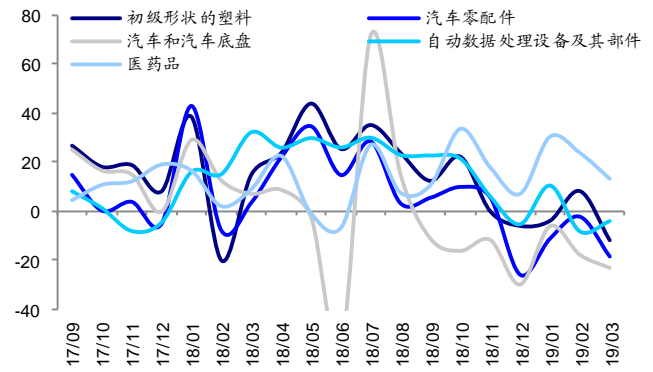
零配件 (-18.4%)、医药品 (13.0%) 进口金额同比增速回落, 而集成电路 (-6.1%)、自动数据处理设备 (-4.5%) 进口金额增速回升。

图51 集成电路进口数量和金额同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

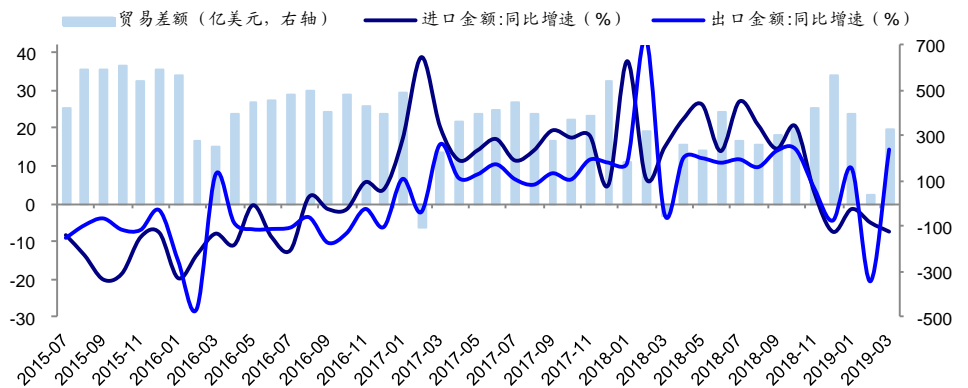
图52 我国重点进口商品进口同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

3月我国出口大幅改善而进口继续回落, 贸易顺差扩大至 326.4 亿美元, 1-3月累计顺差 763 亿美元, 较去年同期也明显改善。

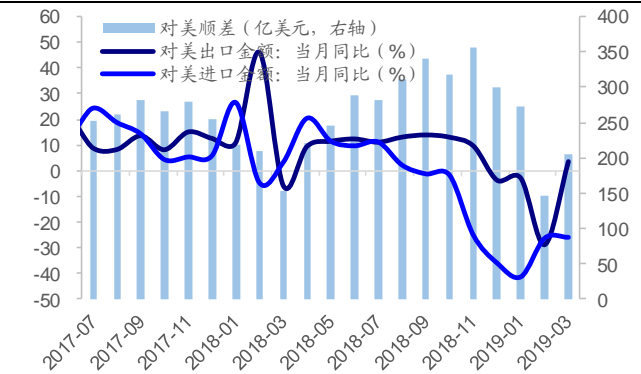
图53 我国进出口增速及贸易差额



资料来源: Wind, 海通证券研究所

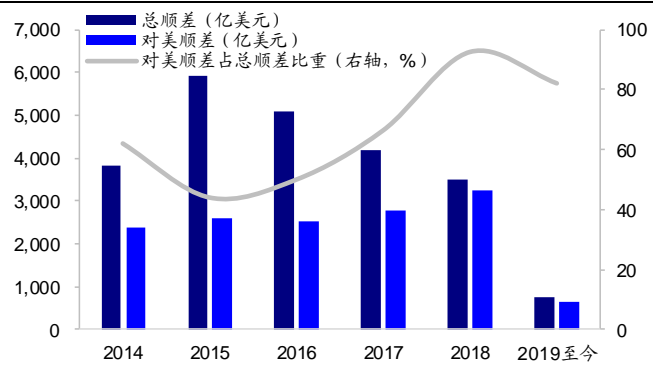
中美贸易方面, 1 季度我国对美国顺差 625 亿美元, 高于去年同期的 583 亿美元。但随着中美贸易协议渐近, 中国可能增加对美采购, 未来我国对美贸易顺差或将减少, 而目前对美顺差占我国总顺差的八成左右, 叠加整体外需放缓背景, 我国顺差仍有收缩的压力。

图54 中国对美进出口及顺差增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

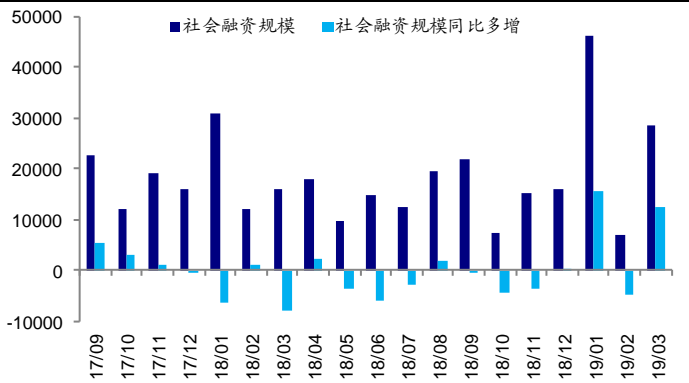
图55 中国总顺差及对美顺差 (亿美元)



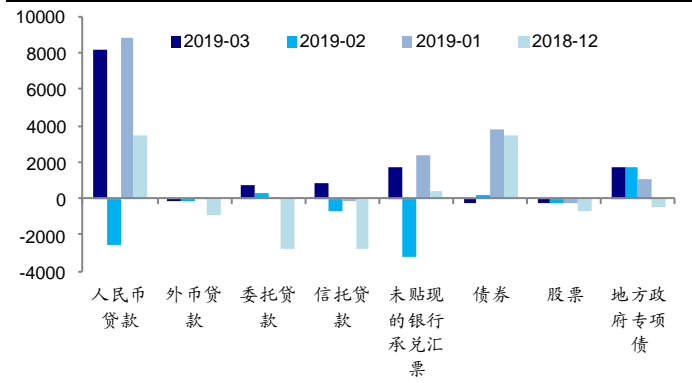
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.7 金融: 企业中长贷改善, 社融增速企稳

3月新增社融2.86万亿元，同比大幅多增1.28万亿元，贡献来自三块：一是对实体发放贷款1.96万亿元，同比多增近8200亿元，是最大的增量；二是表外非标融资整体同比多增3353亿元，其中未贴现银行承兑汇票增加1366亿元，同比多增1688亿元，委托贷款和信托贷款分别同比多增780亿元和885亿元；三是地方政府专项债融资增加2532亿元，同比多增1870亿元。而3月企业债券和股票融资新增规模平稳，分别同比小幅少增260亿元和286亿元。

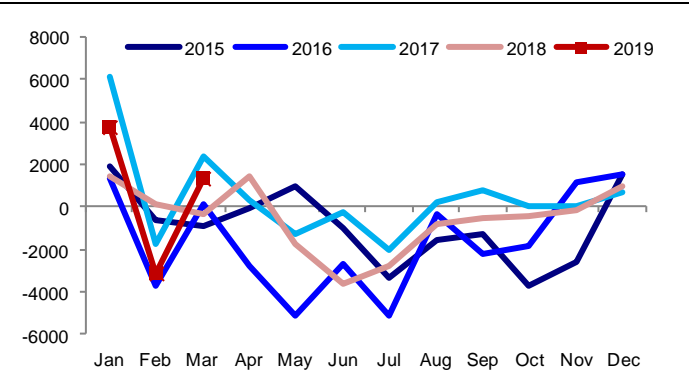
图56 社会融资规模及同比多增（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

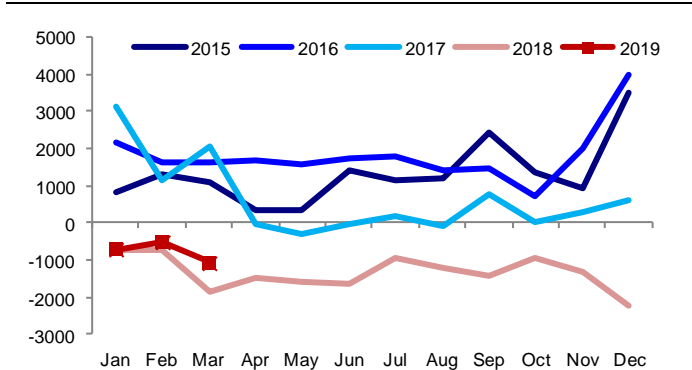
图57 社会融资主要分项同比多增（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

3月非标融资对社融的拖累转为了贡献。具体来看，未贴现的银行承兑汇票主要对应企业开具商票的活动，伴随春节后开工呈现季节性回升特征，而去年春节较晚影响3月开工进度，形成较低基数，导致未贴现的银行承兑汇票今年3月同比大幅多增；委托贷款和信贷贷款都在去年3月出现大幅萎缩，虽然3月委托贷款减少了1070亿元，但同比依然少减了800多亿元，未来这一趋势仍有望持续。

图58 历年各月未贴现的银行承兑汇票（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

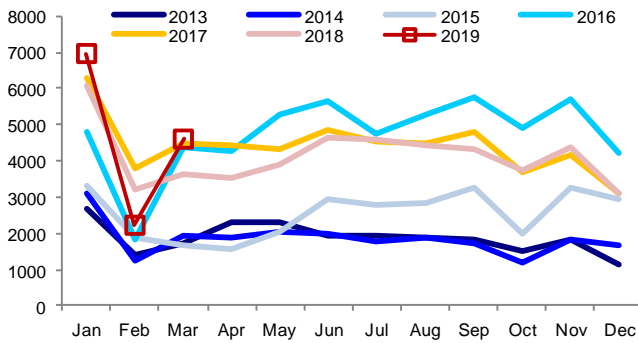
图59 历年各月新增委托贷款（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

3月人民币贷款增加1.69万亿元，同比多增5777亿元。

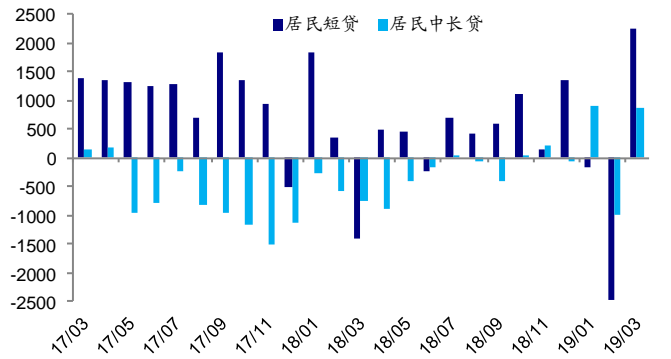
3月居民部门贷款增加约8900亿元，同比多增约3200亿元，居民短贷增加4300亿元，同比多增约2300亿元，与2月的大幅少增相比有所修复，而居民中长贷增加4605亿元，接近16和17年的水平，较18年同期多增800多亿元，或与3月一二线城市地产销量增速回升有关。

图60 历年各月居民中长期贷款增长(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

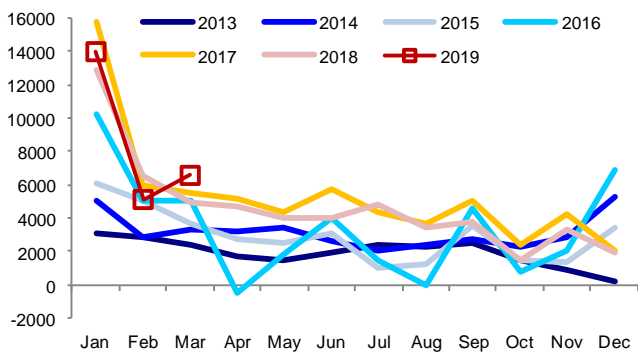
图61 居民短贷和中长贷款同比多增(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

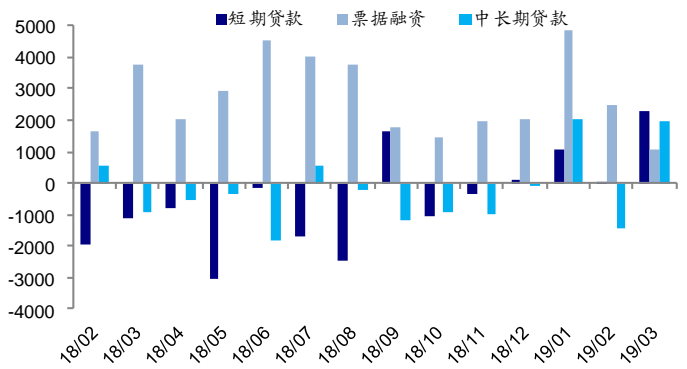
3月企业部门新增贷款1.07万亿,同比多增约5000亿元,其中企业短贷和中长贷分别同比多增约2300亿和近2000亿,票据融资同比多增约1100亿元,说明不仅票据融资仍在支持企业流动性改善,一般贷款对于信贷的贡献也在上升,而且企业中长贷已有改善,3月企业中长贷新增近6600亿元,超过历史同期水平,并且也是继1月之后再度同比多增,整个1季度企业部门信贷同比多增1.39万亿,表外融资管住后,宽信用在表内逐渐发生。3月非银金融机构贷款减少2700多亿元,同比多减2500亿元。

图62 历年各月企业中长期贷款增长(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

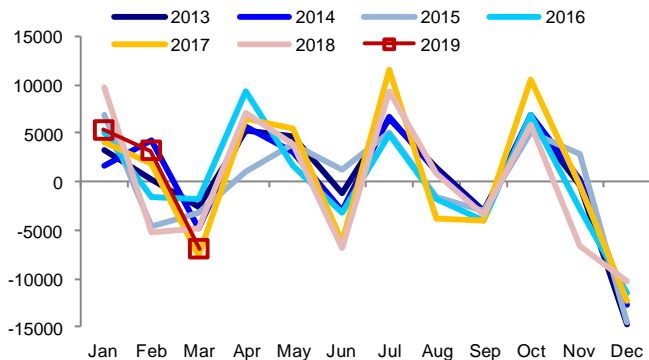
图63 企业贷款分项同比多增(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

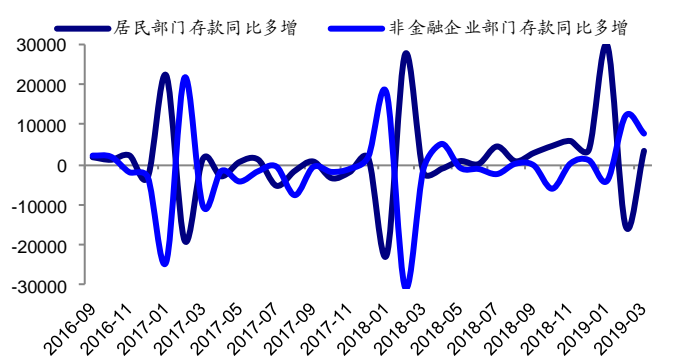
3月财政存款减少6928亿元,同比多减2100多亿,反映财政加强投放。3月企业和居民部门存款分别增加7560亿元和3476亿元。

图64 历年新增财政存款(亿元)



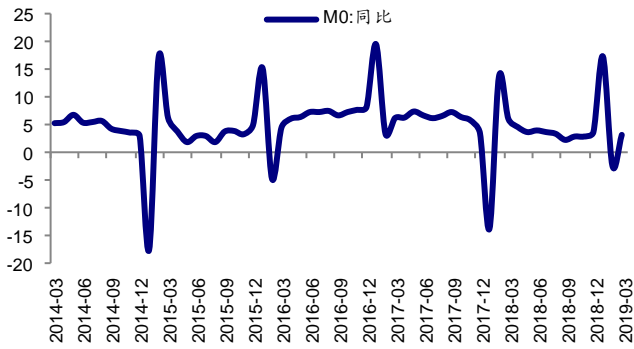
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图65 居民和企业部门存款同比多增(亿元)

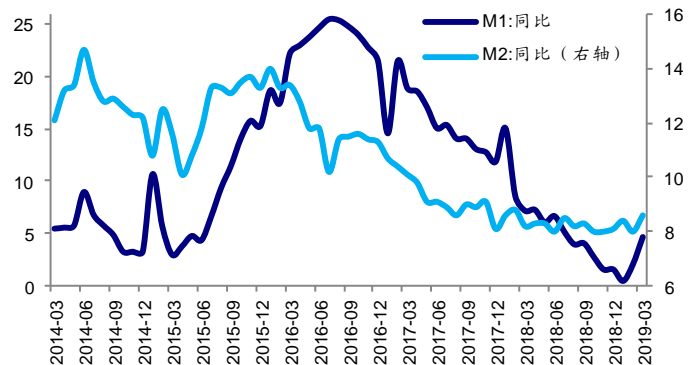


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3月M0同比回升到3.1%,主因春节扰动消退;M1同比继续回升到4.6%,反映企业存款明显增加、流动性持续改善;M2同比从8.0%回升至8.6%,或与财政加强投放以及企业信贷活动回升有关。

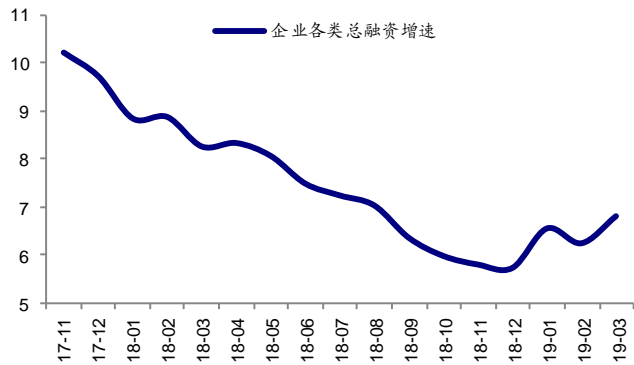
图66 M0 同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

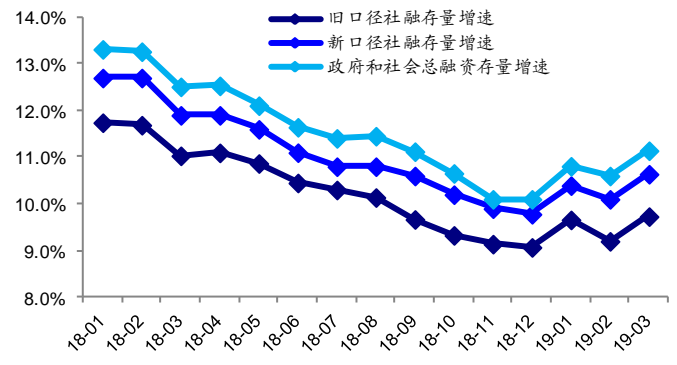
图67 M2 和 M1 同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3月社融存量增速从2月的10.1%反弹至10.7%，我们测算若不含专项债社融存量增速从9.2%回升至9.7%，政府和社会总融资存量增速从10.6%提高到11.1%，而包括信贷、非标、债券和股票在内的企业各类总融资的增速也回升到6.8%，不同口径的数据都指向社融增速已经企稳，预示未来经济有望企稳改善。

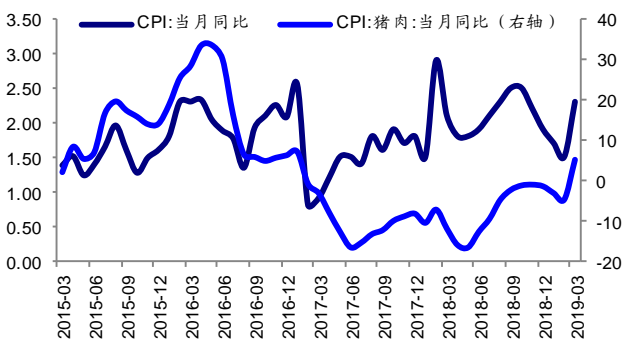
图68 企业各类总融资存量增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

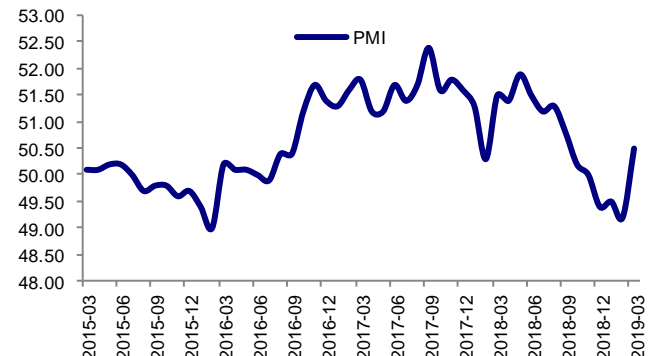
图69 新旧口径社融以及政府和社会总融资存量增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

而近期猪价抬升通胀，虽然货币政策不至于因此收紧，但考虑到3月以来制造业景气改善、PMI回升到荣枯线以上，信贷大幅多增、企业中长贷改善、社融增速企稳，货币政策短期也难以大幅放松，近期降准的概率大幅下降。

图70 CPI 同比和 CPI 猪肉分项同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

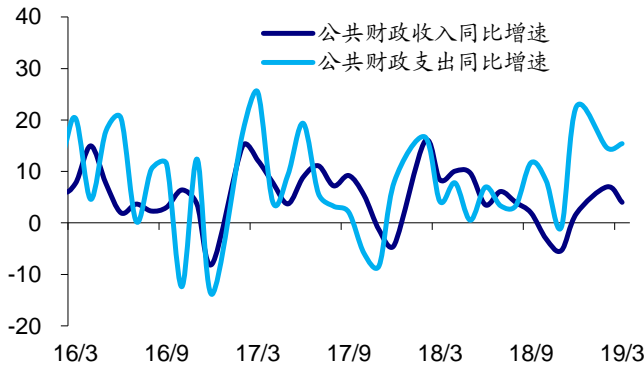
图71 中采 PMI 指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所

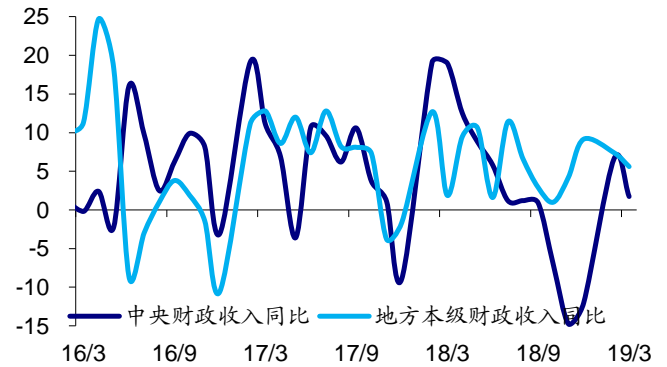
2.8 财政: 财政收入回落, 支出进度较快

3月全国一般公共预算收入14552亿元, 同比增速4%, 较1-2月增速小幅回落, 其中中央收入增速降至1.7%, 地方本级收入增速小幅回落至5.6%。一季度财政收入增

速 6.2%，与 18 年增速持平，一季度财政收入整体运行平稳，主因增值税、消费税和企业所得税三大税种支撑，三者合计贡献财政收入增幅 8.8 个百分点。

图72 公共财政收入与财政支出同比增速 (%)


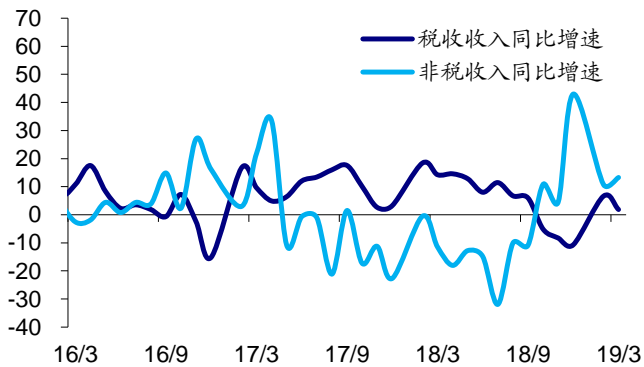
资料来源：Wind，海通证券研究所

图73 中央和地方财政收入增速 (%)


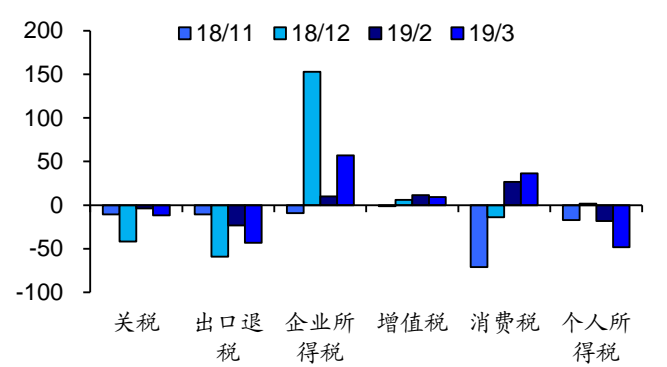
资料来源：Wind，海通证券研究所

3 月税收收入 11592 亿元，同比增长 1.9%，较 1-2 月的 6.6% 大幅回落，减税效应持续显现，非税收入 2960 亿元，同比增长 13.3%，较 1-2 月的 10.8% 略有回升。

分项增速涨跌互现。具体来看：3 月主要收入项目中，增值税增速小幅回落至 9.3%；消费税增速略有回升至 36.4%；企业所得税反弹至 57%，主因去年同期基数较低；个人所得税增速降幅扩大至 48.4%，高基数叠加减税效果继续显现；进口货物增值税、消费税增速由正转负至 -0.1%；土地和房产相关税收增速涨跌互现。

图74 税收收入与非税收入当月同比增速 (%)


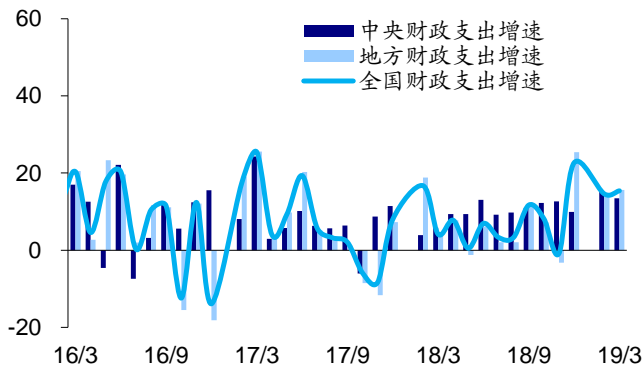
资料来源：Wind，海通证券研究所

图75 各类税收收入增速 (%)


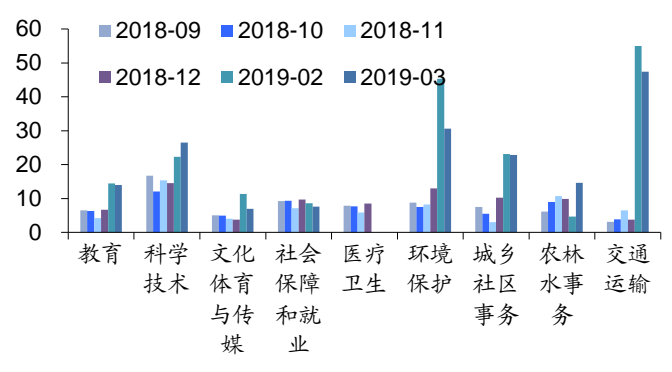
资料来源：Wind，海通证券研究所

3 月全国一般公共预算支出 25315 亿元，同比增速 15.4%，较 1-2 月 14.6% 的增速略有回升，其中中央支出增速略降至 13.5%，地方本级支出增速回升至 15.7%。一季度财政支出增速 15%，高于 18 年全年增速以及去年同期水平，1 季度财政支出进度也快于去年同期，在保障重点领域支出的同时使得资金尽快发挥效益。

1-3 月各项分项支出中，交通运输支出 (47.4%) 增速继续领跑。节能环保 (30.6%)、科学技术 (26.5%)、城乡社区支出 (22.8%) 增速较高、紧随其后，各分项支出累计增速较 1-2 月涨跌互现，其中交运、农林水等基建相关支出增速明显回升，意味着基建补短板稳增长政策持续推进。

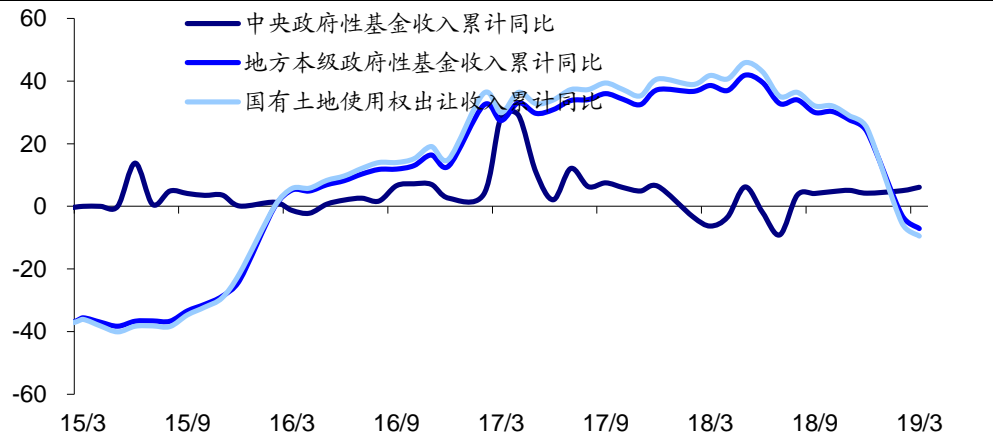
图76 中央和地方财政支出增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图77 各项财政支出累计增速 (%)


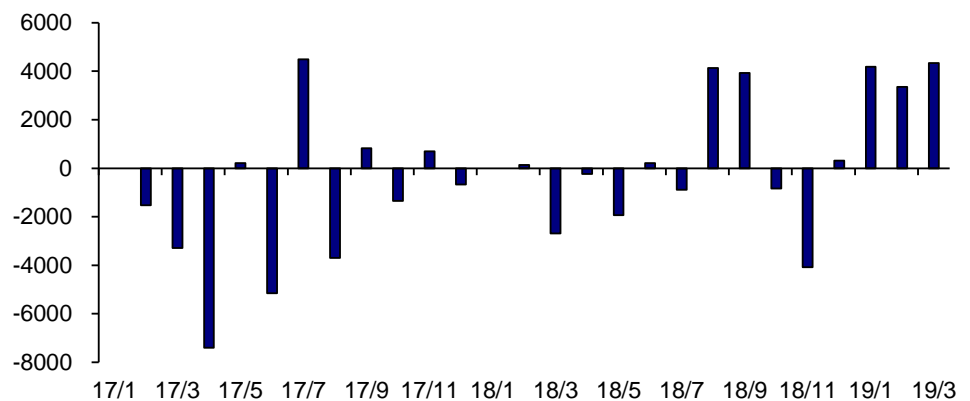
资料来源: Wind, 海通证券研究所

3月全国政府性基金收入累计 14300 亿元, 累计增速-6.2%, 较 1-2 月的-2.3%降幅扩大, 其中中央增速小幅回升至 6.1%, 地方增速继续下滑至-7.1%。国有土地使用权出让收入增速降幅继续扩大至 9.5%, 在土地市场景气度较低的情况下, 年内地产投资或将承压。

图78 中央、地方本级政府性基金收入和国有土地使用权出让收入同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

19 年 1 季度财政收入平稳而支出增速回升, 与往期节奏相比, 受到地方债发行前置的部分影响, 支出端进度明显加快, 财政收支矛盾也有所显现。但积极财政政策的发力对稳定经济运行有着重要作用, 随着二季度增值税率和社保费率的正式下调, 减税力度更大, 将会进一步推动居民和企业部门收入的好转, 经济增长也有望见底企稳。

图79 地方政府债券发行当月同比多增额 (亿元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 政策：推动高质量发展

推动高质量发展。中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。会议提出，宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度；坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制；要以关键制度创新促进资本市场健康发展，科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制。

降低小微企业成本。国务院常务会议明确，要求更好汇聚众智促进经济社会平稳健康发展；确定进一步降低小微企业融资成本的措施，加大金融对实体经济的支持；会议提出要坚持不搞“大水漫灌”，实施好稳健的货币政策，灵活运用货币政策工具，扩大再贷款、再贴现等工具规模，抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架；工农中建交 5 家国有大型商业银行要带头，确保今年小微企业贷款余额增长 30% 以上。

中央预算投资加快。发改委表示，今年中央预算内投资安排 5776 亿元，比去年增加 400 亿元，一季度已下达超过 80%，保障了重点建设项目资金需求，为实现经济平稳开局发挥了积极作用；一季度共审批核准固定资产投资项目 50 个，总投资 3703 亿元，其中审批 34 个，核准 16 个，主要集中在能源、交通运输、高技术等领域。

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
 吴其右 wqy12576@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 zxh12382@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zwx10402@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 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 lgg12371@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 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 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 z zq11650@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	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 z xj12156@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 张恒昭 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 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
 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 010-5806 7936 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