

相关研究

《实体经济观察 2019 年第 22 期: 6 月起步稳健》 2019.06.13

《Production has improved a little but is still weak; inflation may top out》 2019.06.14

《生产弱势改善, 通胀或将见顶》 2019.06.09

钱荒不会重演, 流动性宽松无虞!

投资要点:

- **流动性出现隐忧。**在包商银行托管事件发生之后, 由于刚性兑付的打破, 市场流动性出现了分层, 体现为信用债利率和跨月资金利率的上升。宏观审慎评估体系 (MPA) 考核导致月末和季末会对流动性形成冲击, 而即将到来的 6 月末就是关键的时间节点。在中国的金融市场上, 国有大行和股份制银行是主要的资金融出方, 中小银行和非银行金融机构、各种金融产品是资金的融入方。而在对手方风险升温之后, 一方面是中小型银行自身缺乏资金, 另一方面是大中型银行提高了对交易对手和抵押品的要求, 中低等级信用债丧失了融资功能, 导致其利率也有明显上升。
- **风险释放而非开始。**在我们看来, 包商托管事件是去杠杆的结果, 因而其代表的是风险的释放而非开始。在中国, 商业银行是金融市场的主体, 也是货币信贷创造的主要机构。为了逃避资本监管, 非银行金融机构作为通道, 而与影子银行增长相伴的, 是中小银行的跨越式发展。中小银行高速扩张的一个重要支撑是同业负债, 资产扩张太快, 其实就使得其资产质量存在着极大的隐患。过去两年的金融去杠杆, 其实是提前释放了我国金融体系的系统性风险。虽然在这一过程中, 出现了包商银行托管这样的极端案例, 但我们相信这属于单次个案, 意义在于打破刚兑, 短期内不会再出现。
- **央行政策工具充足。**在我国金融市场上, 流动性呈现分层的结构。如果把流动性看做是一条河, 那么央行是流动性的源头, 大中型商业银行是流动性的上游, 而中小银行和非银行金融机构处于流动性的中下游。经过 13 年钱荒的教训之后, 央行创设了常备借贷便利工具 (SLF), 通过常备借贷便利工具, 央行可以绕过上游, 直接向中下游放水。而央行改善流动性的另一个重要创设是信用风险缓释工具 (CRMW), 这相当于是给金融机构购买金融资产提供了一个保险。在常备借贷工具和信用风险缓释工具等的作用下, 央行有能力直接提供流动性给中小银行以及民营银行, 从而避免资金淤积在大中型银行, 导致流动性结构性紧张。
- **全球宽松环境支持。**13 年的利率上升与国内外货币政策的同时收紧有关, 但是今年的内外部环境均发生了有利的变化。而今年市场流动性改善的一个重要有利因素是海外宽松周期重启。海外宽松周期的重启, 给国内流动性的稳定提供了重要的外部环境。目前 10 年期中美利差已经恢复到 114bp, 处于过去 10 年的中枢水平附近, 中美利差的保护足够安全, 使得国内利率也具备一定的下行空间。
- **市场流动性改善。**到目前为止, 从多个角度观察, 市场流动性已经出现了明显的改善, 我们认为 6 月的季末考核有望平稳度过, 而不会出现新一轮钱荒。首先, 从同业存单市场观察, 同业存单发行依旧大幅放量, 说明同业存单市场的需求已经得到了极大改善。另一个证明流动性改善的指标是短期货币利率保持低位。截止上周五, 标志性的 7 天回购利率为 2.51%, 隔夜回购利率仅为 1.77%, 前者是 3 年新低, 后者是 4 年新低。观察流动性的另一个视角是国债利率, 由于国债是流动性最好的资产, 因此如果发生流动性紧缩, 往往是国债被首先抛售。但是在今年 5 月份的包商银行托管之后, 中国的国债利率稳中有降, 这说明并没有出现流动性的大幅收紧。总结来说, 我们认为今年的国内外货币政策均趋于宽松, 而央行的锁短放长提供了稳定的长期资金。

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：6月生产改善.....	10
3. 物价：通胀或已见顶.....	10
4. 流动性：支持中小银行.....	10
5. 政策：减税效果显现.....	11
6. 海外：美国5月CPI涨幅不及预期，俄罗斯央行宣布降息.....	11

1. 每周交流与思考

在中国的股票市场，流传着一些与时间有关的谚语。比如说年初有“春季攻势”，指的是春天的股市往往有行情。再比如说“五穷六绝七翻身”，指的是股市往往在 5、6 月份下跌，到 7 月份则会从绝境中翻身，其实这个说法是从隔壁的港股传过来的。还有“金九银十”，每年的九、十月份恰逢黄金周，往往是大家花钱的旺季，对市场也是利好。

可以看出，这些谚语预示的年初和年末的行情都不错，就是年中比较难熬。而这恰恰也是今年的真实写照，在经过 1 季度股市的大幅上涨之后，2 季度的股市遭遇了较大的回调。而这背后的原因除了中美贸易摩擦的爆发之外，对于金融体系流动性的担忧也是重要的原因之一。

一、流动性出现隐忧。

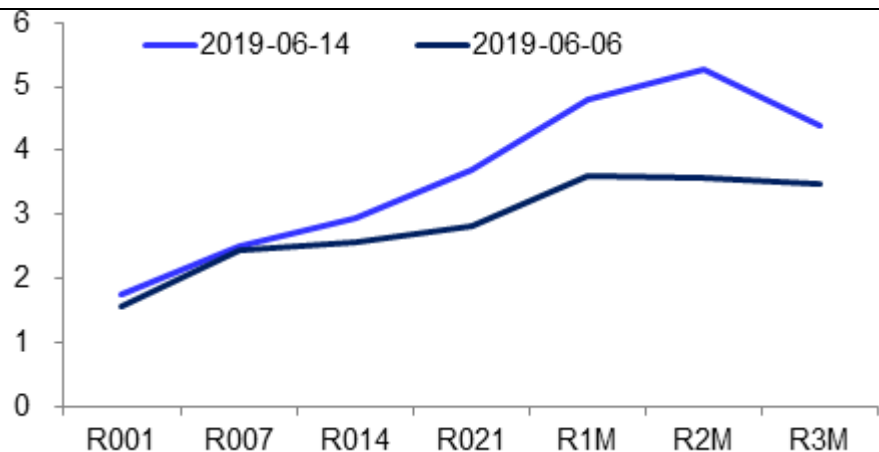
在包商银行托管事件发生之后，由于刚性兑付的打破，市场开始关注与包商银行类似的中小银行的对对手方风险，而中小银行又是非银行金融机构流动性的重要来源，这就使得市场流动性出现了分层，体现为信用债利率和跨月资金利率的上升。

跨月资金成本大升。

从 2017 年起，央行建立了宏观审慎评估体系（MPA），从资本和杠杆、资产负债、流动性、定价行为、资产质量等七个方面对银行进行考核，而 MPA 考核主要是按月监测、按季评估，使用的主要是月末、季末数据，因此在月末和季末就会对流动性形成冲击，而即将到来的 6 月末就是关键的时间节点。

为了保证年中的考核达标，不少中小银行就要提前准备 6 月末的资金。而由于对手方风险的升温，使得跨月资金成本大幅上升。从上周质押式回购利率的表现来看，以 14 天为界出现了巨大的差异。其中 14 天以内的资金成本变化不大，而超过 14 天以上的跨月资金成本大幅飙升。上周 21 天、1 个月、2 个月质押回购式利率分别上行 89、120、167bp，创下了 18 年末以来的新高。

图1 过去一周跨月回购利率大幅上升（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

低等级信用债利率上升。

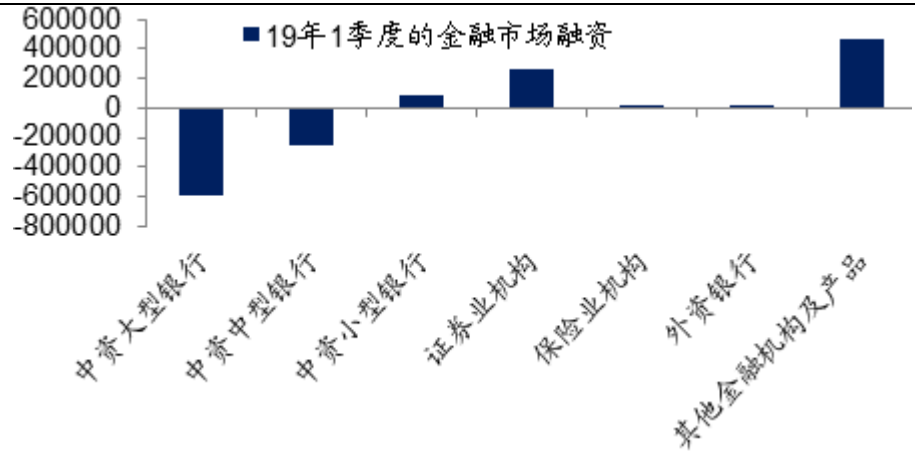
在中国的金融市场上，国有大行和股份制银行是主要的资金融出方，中小银行和非银行金融机构、各种金融产品是资金的融入方。

根据央行公布的数据，今年 1 季度，中资大中型银行通过回购和拆借净融出资金 85.2 万亿，而其他金融工具和产品融入 46.6 万亿，证券公司融入 25.6 万亿，中资中小型银

行融入 9 万亿。也就是说，大量的非银机构、金融产品是靠大、中型银行融出的巨额资金来保持运营。虽然中小型银行也是净融入资金，但是其承担了资金中介的角色，向大、中型银行融资，并向非银金融机构融出资金。

在这 85.2 万亿融资中，拆借和回购的比例大约是 1:6，拆借往往是信用融资，而回购则需要抵押品，这意味着绝大多数融资活动是通过提供抵押品的方式进行。

图2 1 季度金融市场融资结构 (亿人民币)

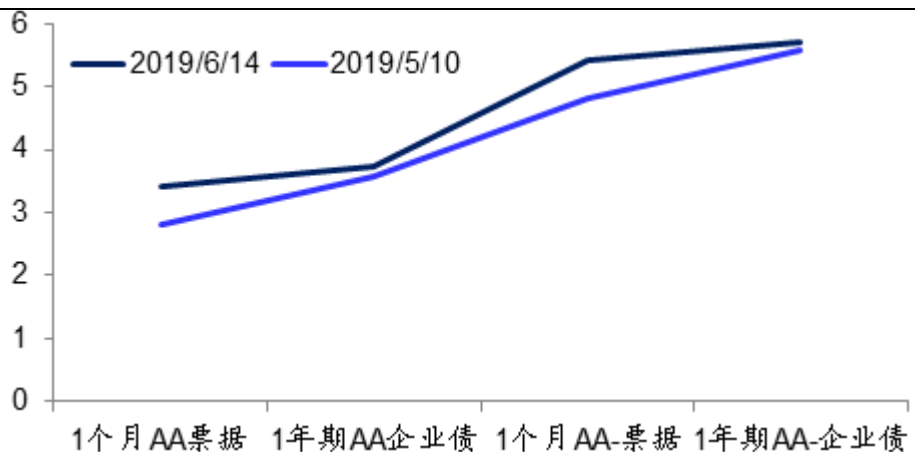


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 负数代表融出资金

而在对手方风险升温之后，一方面是中小型银行自身缺乏资金，另一方面是大中型银行提高了对交易对手和抵押品的要求，一般只接受利率债和高等级信用债，而大量中低等级信用债丧失了融资功能，导致其利率也有明显上升。

从票据市场来看，目前 1 个月期限的 AA 和 AA-级中票利率分别为 3.41% 和 5.4%，均比 5 月下旬的最低点上升 60bp。而在债券市场上，1 年期的 AA 和 AA-级企业债利率均比 5 月下旬的最低点上升 17bp。如果流动性得不到有效改善，那么后续中长期信用债的利率或许也会跟随上行，从而影响企业部门的融资能力。

图3 过去一个月信用债利率明显上升 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

二、风险释放而非开始。

如何理解包商托管事件的意义？

在我们看来，其是去杠杆的结果，因而其代表的是风险的释放而非开始。

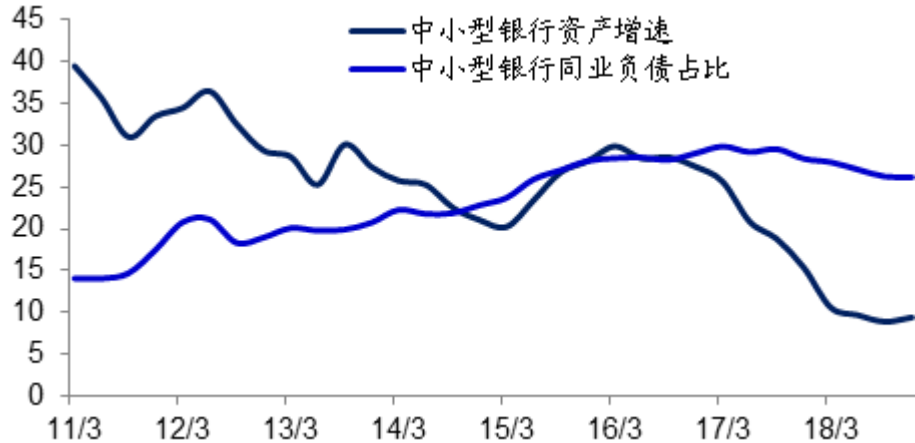
过去影子银行失控、中小银行发展过快。

在中国，商业银行是金融市场的主体，也是货币信贷创造的主要机构。而在 2012 年，中国实施了巴塞尔协议，用资本金约束了商业银行的信贷投放。但随之而来的，是中国影子银行的大发展，非银行金融机构作为通道、帮助商业银行逃避资本监管。

从 11 年到 17 年，我们统计中国三大影子银行的规模从 5.6 万亿增长到 57 万亿，6 年增长 10 倍，年均增速高达 147%。

而与影子银行增长相伴的，是中小银行的跨越式发展。在 2011 年央行披露中资中小型银行的总资产为 15 万亿，到 17 年末上升到 57 万亿，年均增速高达 25%，远超 10% 左右的资本充足率。

图4 过去中小银行靠同业负债高速扩张 (%)

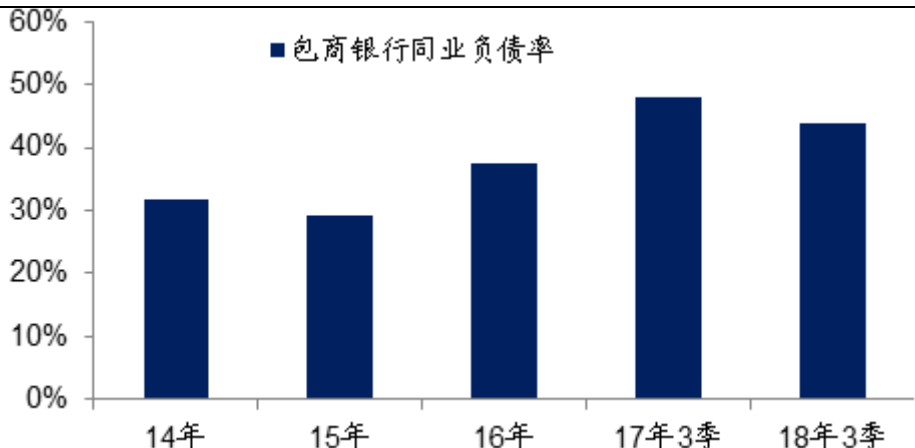


资料来源：Wind，海通证券研究所

而中小银行高速扩张的一个重要支撑是同业负债。我们以央行公布的中资中小型银行资产负债表，统计其同业负债占比在 11 年初时仅为 14%，而到 17 年时升至 30%。

而包商银行就是过去几年这一背景下的一个极端案例。其 17 年 3 季末的同业负债率高达 48%，其扩张高度依赖于同业市场。与此同时，其资产总规模从 11 年的 1100 亿上升至 17 年 3 季度的 5608 亿，年均增速超过 30%。资产扩张太快，其实就使得其资产质量存在着极大的隐患。

图5 包商银行同业负债率



资料来源：包商银行历年年报，海通证券研究所

金融去杠杆、提前释放风险。

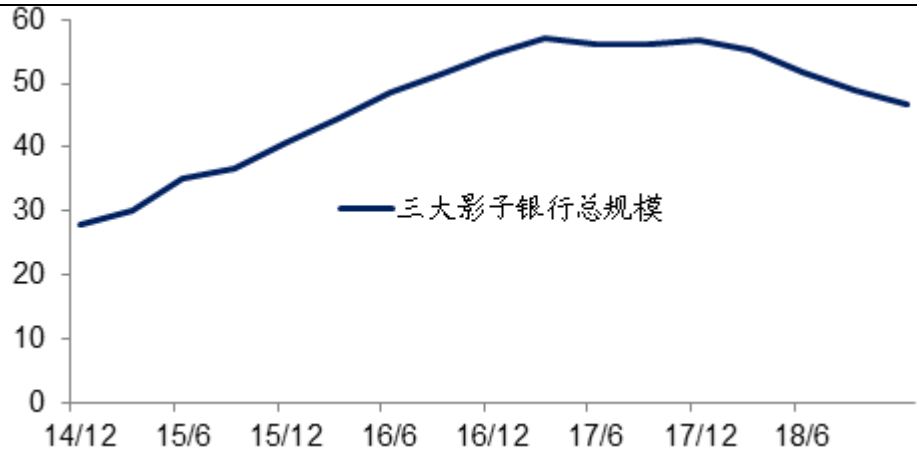
值得肯定的是，我们从 17 年开始了金融去杠杆，在 18 年还出台了资管新规，通过穿透式监管，彻底管住了影子银行。

我们测算 18 年的影子银行规模萎缩了 10 万亿，而在陆家嘴论坛上，银保监会主席郭树清表示我国在过去两年已经压降了 13.74 万亿的风险资产。

而管住影子银行之后，中小银行的扩张速度也出现了显著的下降，18 年的中小银行资产增速已经降至 9.4%，和资本充足率大致匹配。18 年末的中小银行同业负债占比已经降至 26%，远离了 1/3 的监管红线。这意味着中小银行整体的资产增速和同业负债占比已经远离了危险区域，进入可持续的区间。

因此，过去两年的金融去杠杆，其实是提前释放了我国金融体系的系统性风险。虽然在这一过程中，出现了包商银行托管这样的极端案例，但我们相信这属于单个个案，意义在于打破刚兑，短期内不会再出现。

图6 三大影子银行总规模（万亿人民币）



资料来源：Wind，海通证券研究所

三、央行政策工具充足。

流动性的分层结构。

在我国金融市场上，流动性呈现分层的结构。

处于流动性顶端的是央行，其提供流动性给金融机构，而金融机构则负责提供流动性给实体经济。比如说央行全面降准，就是释放流动性给所有的商业银行，商业银行得到资金之后就可以增加信贷投放。

在央行的日常操作中，通常是在公开市场提供流动性给大中型商业银行，而大中型商业银行再把资金融出给中小银行和非银行金融机构。也就是说，如果把流动性看做是一条河，那么央行是流动性的源头，而大中型商业银行是流动性的上游，而中小银行和非银行金融机构处于流动性的中下游。

如果是在正常的情况下，在央行释放流动性之后，资金会从源头向上中下游依次流动。但是如果发生极端情况，比如说资金淤积在上游，而在中下游发生缺水，就有可能导致流动性的结构性紧张。

比如说 13 年钱荒的发生，其实就是短期内大量中小金融机构借不到钱，使得利率出现了急剧的飙升。

常备借贷便利工具。

而经过 13 年钱荒的教训之后，央行创设了常备借贷便利工具（SLF），并且在 2015 年推广到了全国的中小银行。

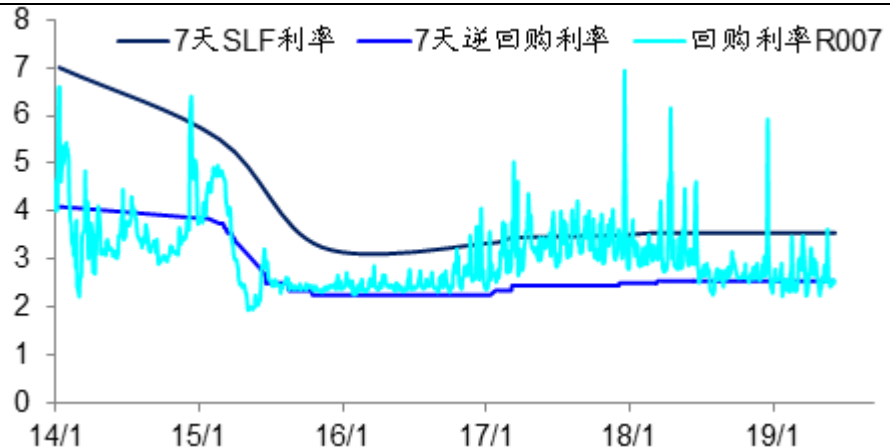
也就是说，通过常备借贷便利工具，央行可以绕过上游，直接向中下游放水。而且常备借贷工具具备主动性，中小银行可以根据自身需求向当地央行直接申请使用。

在常备借贷工具出现之后，其利率实际上成为了货币市场利率的上限，因为中小银行如果实在从市场上借不到钱，最差也可以以这一利率水平直接向央行借钱。

事实上，在 2013 年之后，中国的货币市场利率就进入了利率走廊的模式，利率上限是常备借贷便利的利率，而利率下限是逆回购招标利率。而自从有了利率走廊之后，就再也没有发生过钱荒，因为利率上限被 SLF 有效阻断了。

在 6 月 14 日，央行宣布增加 3000 亿再贴现和常备借贷便利的额度，并且将合格债券、同业存单、票据等作为质押品，这其实是增加了中小银行直接向央行借钱的能力，可以显著缓解流动性的结构性紧张。

图7 13 年以后 SLF 生效，利率走廊抑制钱荒 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，SLF 代表常备借贷便利工具。

信用风险缓释工具。

而央行改善流动性的另一个重要创设是信用风险缓释工具（CRMW），这相当于给金融机构购买金融资产提供了一个保险。而央行在 2018 年给中债增进公司注资 100 亿，并且在 2019 年将中债增进公司纳入公开市场一级交易商，其实就可以通过公开市场，及时为信用资产提供支持。

在 6 月 11 日，锦州银行发行了 20 亿元的同业存单，并得到了民企债务融资支持工具的支持，利率低至 3.21%。而在市场信心回暖之后，锦州银行的新发同业存单未再使用增信工具。

因此，在常备借贷工具和信用风险缓释工具等的作用下，央行有能力直接提供流动性给中小银行以及民营银行，从而避免资金淤积在大中型银行，导致流动性结构性紧张。

四、全球宽松环境支持

回首 2013 年，中国发生钱荒，不仅回购利率大幅飙升，而且 10 年期国债利率的上行幅度也达到 100bp，创下了近 5% 的多年高点。

13 年的利率上升与国内外货币政策的收紧有关，但是今年的内外部环境均发生了有利的变化。

13 年央行锁长放短，今年央行锁短放长。

从国内来看，13 年广义货币 M2 大幅上升，导致央行收紧货币政策。而央行的紧缩政策体现在两方面：一是在数量政策方面锁长放短，虽然央行通过逆回购投放短期资金，但同时通过续作到期的 3 年期央票回收长期资金，使得市场缺乏长期稳定的资金来源；二是在价格政策方面，央行大幅上调了逆回购招标利率。

今年以来的广义货币增速一直保持在 8% 左右水平，没有大幅回升，这意味着本轮

政策没有强刺激，因而通胀预期也不会大幅攀升。而在经济趋于回落的背景下，央行的货币政策保持了实际宽松，同样体现在两方面：

在数量政策方面，央行持续大幅降准，虽然央行同时在公开市场大幅回笼货币，但这相当于锁短放长，回收短期资金而投放长期资金，因而流动性整体保持充裕。

在利率政策方面，虽然央行没有下调逆回购招标利率，但引导市场利率运行在利率走廊的下限，其实也是释放了宽松的信号。

13 年美国紧缩周期前夜，今年美国宽松周期重启。

而在 2013 年，流动性的收紧恰逢美国处于新一轮货币紧缩周期的前夜，随后美国在 14 年退出 QE，在 15 年启动加息。当年的 10 年期美债利率上行超过 100bp，中美利差的缩窄也使得国内流动性难以宽松。

而今年市场流动性改善的一个重要有利因素是海外宽松周期重启。

图8 中美 10 年期国债利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

在美国，由于 5 月新增就业和制造业 PMI 的大幅下滑，降息预期急剧升温，目前市场预测美联储 7 月降息的概率高达 87.5%，而年内或有 3 次降息。而在日本、欧元区和英国，由于经济低迷，也都面临着再次降息的压力。

到目前为止，已经有新西兰、澳大利亚等多个发达国家降息，此外马来西亚、菲律宾、印度和俄罗斯等新兴市场国家也先后宣布了降息。

而海外宽松周期的重启，给国内流动性的稳定提供了重要的外部环境。目前 10 年期中美国债利差已经恢复到 114bp，处于过去 10 年的中枢水平附近，中美利差的保护足够安全，使得国内利率也具备一定的下行空间。

五、市场流动性改善

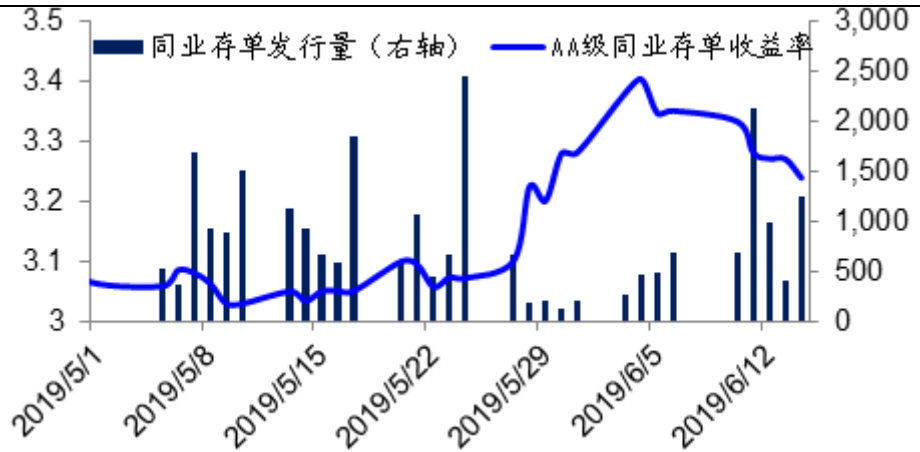
到目前为止，从多个角度观察，市场流动性已经出现了明显的改善，我们认为 6 月的季末考核有望平稳度过，而不会出现新一轮钱荒。

同存发行量升价降。

首先，从同业存单市场观察，其发行量已经从 5 月末的日均 200 亿左右，上升至上周的日均 1000 亿。上周面对 6000 亿同业存单到期的考验，同业存单发行依旧大幅放量，说明同业存单市场的需求已经得到了极大改善。

而从同业存单利率来观察，标志性的 AA 级 3 个月期同业存单收益率已经从 6 月初最高的 3.4% 降至 3.24%，也证明同业存单市场的大幅解冻。

图9 同业存单发行量，AA级同存收益率(%, 亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

短期货币利率保持低位。

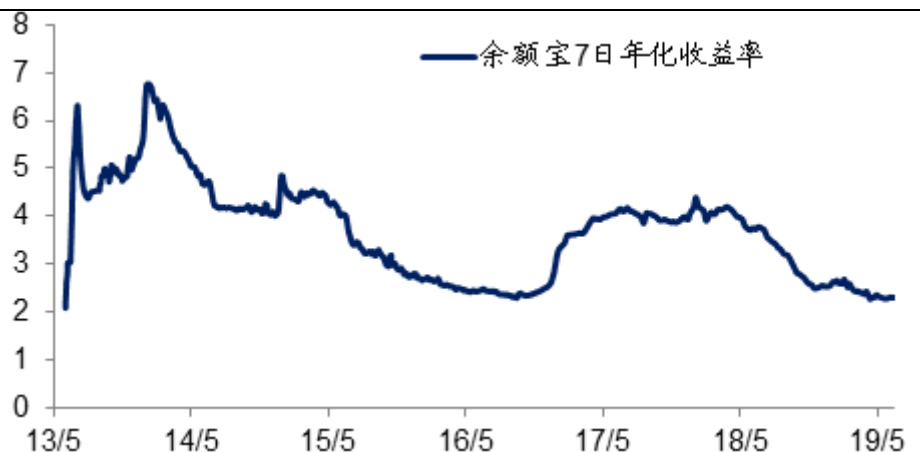
另一个证明流动性改善的指标是短期货币利率保持低位。

截止上周五,标志性的7天回购利率为2.51%,隔夜回购利率仅为1.77%,前者是3年新低,后者是4年新低。

在今年的回购市场上,隔夜回购成交量的占比高达84%,7天回购成交量的占比也达到10%,而14天以上逆回购的占比不到6%。因此虽然近期14天以上逆回购的利率出现了一定的上升,但由于其数量占比极为有限,并不代表市场流动性整体出现了明显的恶化。

而对于居民而言,感受货币利率的渠道是货币基金收益率。近代表性的余额宝7日年化收益率一直保持在2.3%左右,位于其成立以来的最低位水平,而在13年钱荒时其一度超过6%,这也证明了流动性依旧宽松。

图10 余额宝7日年化收益率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

国债利率继续回落。

观察流动性的另一个视角是国债利率,由于国债是流动性最好的资产,因此如果发生流动性紧缩,往往是国债被首先抛售。13年的钱荒就伴随着国债利率大幅飙升,而美国在08年次贷危机爆发之后其国债利率也一度大幅飙升。

但是在今年5月份的包商银行托管之后,中国的国债利率稳中有降,这说明并没有出现流动性的大幅收紧。

总结来说，我们认为今年的国内外货币政策均趋于宽松，而央行的锁短放长提供了稳定的长期资金。包商银行的托管是 17 年以来去杠杆的结果，代表的是风险的释放而非开始。而央行在 13 年以后建立的常备借贷便利工具使得央行可以直接支持中小银行，18 年的信用风险缓释工具使得央行可以支持民营企业。在多管齐下之后近期的货币利率、存单利率和国债利率的下行均表明当前流动性依旧宽松，钱荒不会重演！

2. 经济：6 月生产改善

1) **地产略有改善**。6 月前 12 天，4 大一线城市地产销售同比增长 19.2%，12 个二线城市地产销售同比下降 12%，18 个三四线城市地产销售同比上升 4.6%，其中三四线城市地产销售比 5 月份有所改善。

2) **汽车降幅仍高**。乘联会 5 月乘用车销量增速降幅从 16.1% 缩窄至 12.3%，但 6 月前 9 天乘用车零售、批发增速降幅分别扩大至 24.1%、48%，降幅仍大。

3) **生产明显改善**。6 月前 14 天，6 大电厂发电耗煤增速降幅从 5 月的 19% 降至 11.2%，意味着 6 月的工业生产或有明显改善。

3. 物价：通胀或已见顶

1) **食品价格继降**。上周猪价上涨，菜价、水产品、禽蛋价格下跌，食品价格环比下跌 0.1%。

2) **CPI 小幅下降**。6 月以来商务部食品价格、农业部农产品价格环比降幅分别为 0.5%、3.4%，预计 6 月 CPI 中食品价格环比下降 0.5%，CPI 同比涨幅降至 2.6%。

3) **PPI 或再度转负**。6 月以来油价、钢价、煤价明显回落，截止目前 6 月港口期货生资价格环比下跌 0.7%，预测 6 月 PPI 环比下降 0.4%，6 月 PPI 同比涨幅下降至 -0.2%。

4) **通胀或已见顶**。在食品价格上涨的推动下，5 月 CPI 创下 2.7% 的新高。但进入 6 月以来，食品价格涨幅回落，叠加油价等重要生产资料价格的大幅回落，PPI 和核心 CPI 价格趋于回落，我们预测年内通胀或已见顶，其中 4 月 PPI 和 5 月 CPI 分别是年内高点。

4. 流动性：支持中小银行

1) **货币利率略升**。上周货币利率略有回升，其中 R007 均值上行 10bp 至 2.55%，R001 均值上行 19bp 至 1.95%。DR007 上行 6bp 至 2.5%，DR001 上行 19bp 至 1.89%。

2) **央行投放货币**。上周央行操作逆回购 2750 亿，逆回购到期 2100 亿，央行公开市场净投放 650 亿。

3) **汇率保持稳定**。上周美元指数反弹，人民币汇率保持稳定，在岸与离岸人民币分别稳定在 6.92、6.93。

4) **支持中小银行**。上周央行决定于 2019 年 6 月 14 日增加再贴现额度 2000 亿元、常备借贷便利额度 1000 亿元，加强对中小银行流动性支持，保持中小银行流动性充足。中小银行可使用合格债券、同业存单、票据等作为质押品，向人民银行申请流动性支持。这意味着中小银行的流动性有望得到极大缓解，进而缓解非银金融机构的流动性压力。

5. 政策：减税效果显现

1) **减税效果显现**。2019年5月全国一般公共预算收入17268亿元,同比增速-2.1%,一般公共预算支出17356亿元,同比增速2.1%。财政收入增速的转负意味着减税效果已经显现。

2) **实施好金融调控**。国务院副总理刘鹤表示,不管暂时出现什么情况,中国经济长期向好的趋势不会改变,外部压力有利发展;国际金融危机发生以后,我国金融体系是正常的;宏观杠杆率的高速增长势头已被初步遏制,大力促进资本市场健康发展;要打好防范化解金融风险攻坚战,注意把握好处置风险的力度和节奏;实施好金融调控,加强货币政策、宏观审慎政策、微观审慎监管的协调配合。

3) **不能过度依赖地产**。银保监会主席郭树清表示,在经济转换动能的当下,要再次明确对待房地产行业的态度,不能过度依赖房地产经济,同时也要防止房地产企业融资过度挤占银行信贷资源。

6. 海外：美国5月CPI涨幅不及预期，俄罗斯央行宣布降息

1) **美国5月CPI涨幅不及预期**。上周三,美国劳工部公布5月CPI同比上升1.8%,低于预期1.9%,前值2%,汽油价格下跌抵消了食品价格的上涨,通胀整体温和;5月核心CPI同比上升2%,不及预期2.1%,前值2.1%,主要受二手车及医疗保健产品价格下降影响。

2) **特朗普再度“批评”美联储**。上周一,美国总统特朗普表示,美联储决策者已变得“非常具有破坏性”,其货币政策让中国在与美国的竞争中占据上风。特朗普认为,美联储加息太快,没有听从他的降息建议。

3) **俄罗斯央行宣布降息**。上周五,俄罗斯央行宣布降息25BP至7.50%,为去年3月以来首次降息。俄罗斯央行表示,上半年经济增速低于预期,预计19年经济增速1%-1.5%,此前预测为1.2%-1.7%。

4) **英国4月经济萎缩**。上周一,英国国家统计局公布4月经济环比萎缩0.4%,创2016年3月份以来最大月度跌幅。4月英国制造业环比下滑3.9%,而汽车制造量环比减少24%,原因在于主要制造商将定期停产维护的时间改到原定脱欧日期3月29日前后几周,以防范突然脱欧可能造成的冲击。

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
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 联系人
 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
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 联系人
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 吴其右(021)23154167 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 zhx12382@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
 郑子勤(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 nyum@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
 吴佳桢 0755-82900465 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 fyy11758@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
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
 杨凡(021)23219812 yf11127@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 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 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 潘莹练(021)23154122 pyl10297@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 张恒暄 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 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡轶清(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
 李唯佳(021)23219384 liwj@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