# 通胀加速上行，宽松预期减弱

## 投资要点:

- **宏观专题：大类资产的历史变迁**
- **美国资产的百年变迁。**在美国过去 100 年的投资中金融资产要好于实物资产，并且股市表现遥遥领先，从 60 年和 30 年的维度来看，金融资产的投资收益也都好于实物类资产。
- **美国不同时期的资产表现。**1918 年-1945 年股市波动剧烈，债市稳步攀升，油价持续低迷，黄金与美元保持固定。经济繁荣带来股市上涨，但随后投机引发股市泡沫，而供给过剩抑制油价上涨。1970 年-1980 年是金融资产的垃圾十年，商品的辉煌十年。两轮油价上涨均与中东局势动荡相关，而黄金价格上涨则是因为 1971 年布雷顿森林体系解体。石油危机叠加货币高增导致美国通胀上行，利率大幅升高拖累了债券收益。而在滞胀环境下，股市估值被不断压缩，企业盈利也出现下滑。80 年代以后才是真正属于金融资产的辉煌时代，相比之下，房地产略跑赢物价，但原油和黄金则跑输通胀。80 年代以后美国股债双牛主要得益于低通胀环境和稳定增长的企业盈利。低通胀一方面来自于收缩货币，另一方面是因为全球化降低了生产成本；而稳定增长的企业盈利离不开大幅减税与科技发展，同时也离不开全球化。
- **中国资产的二十年回首。**过去接近二十年的时间里，中国的房地产回报高于金融资产，其中过去十年，房价的表现远远胜于股市，最关键的原因在于货币超发。今年以来资产价格表现的逆转，类似美国 80 年代之后相对滞胀时期的转变。未来房地产为代表的实物类资产或将风光不再，长期来看，我国同样有望出现股债双牛的格局。
- **一周扫描（2019 年 10 月 28 日至 11 月 3 日）:**
- **海外：美联储如期降息，日本央行下调经济预期。**美联储 10 月议息会议宣布下调联邦基金利率 25BP 至 1.50%-1.75%。美国 10 月新增非农就业人数 12.8 万，好于市场预期。上周四，日本央行将 GDP 和非食品 CPI 预期分别下调至 0.6%和 0.7%。韩国 10 月出口同比下降 14.7%，进口同比下降 14.6%，进出口增速均创 16 年来新低。
- **经济：地产销售回升。**10 月全国制造业 PMI 降至 49.3%，但财新制造业 PMI 回升至 51.7 的 3 年新高，意味着制造业景气出现分化。9 月全国规上工业企业利润同比增速降幅扩大至-5.3%，主要受工业品出厂价格降幅扩大、销售增长放缓等因素影响。10 月龙头房企地产销售增速明显回升，而 10 月前 27 天乘用车批零增速降幅有所扩大。上周高炉开工率略上行至 64.9%，10 月六大集团发电耗煤增速回升至 19.3%，工业生产继续改善。
- **物价：通胀加速上行。**10 月第四周，猪价环比上涨 11%，其余肉禽、蔬菜价格均有不同程度上涨，食品价格整体上涨 4.6%。预测 10 月 CPI 食品价格环比上涨 2.5%，10 月 CPI 继续回升至 3.6%。10 月以来国际油价企稳回升，但国内煤价和钢价稳中有降，预计 10 月 PPI 环比上涨 0.1%，但由于高基数原因，10 月 PPI 同比降幅扩大至 1.5%。预计 11 月 CPI 或将升至 4.5%。明年春节的 CPI 最高或将触及 5%左右的水平。
- **流动性：宽松预期减弱。**上周货币利率回落，其中 R007 均值下行至 2.8%，R001 均值下行至 2.46%。DR007 下行至 2.65%，DR001 下行至 2.4%。上周央行暂停逆回购操作，净回笼 5300 亿。上周美元指数小幅回落，人民币兑美元汇率升值，在岸和离岸人民币均回升至 7.04。10 月宽松低于预期，而 10 月的货币利率均值大幅提升，R007 和 DR007 均创下年内新高。
- **政策：四中全会召开。**中国共产党第十九届四中全会公报提出，必须坚持社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，全面贯彻新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，加快建设现代化经济体系。总理主持召开国务院党组会议，强调当前要突出抓好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。中美保持通话。

**相关研究**

《对外开放提速，将如何影响资本市场？——中国对外开放系列之一》2019.10.29

《知往鉴今：上世纪 20-30 年代的美国》2019.10.28

《宏观专题 20191022：走在正确的道路上》2019.10.22

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:ljl11087@htsec.com
证书:S0850518070004
分析师:宋潇
Tel:(021)23154483
Email:sx11788@htsec.com
证书:S0850519070003
联系人:陈兴
Tel:(021)23154504
Email:cx12025@htsec.com
联系人:应镓娴
Tel:(021)23219394
Email:yjx12725@htsec.com

# 目 录

1. 大类资产的历史变迁 ..... 6
1.1 美国资产的百年变迁 ..... 6
1.2 美国不同时期的资产表现 ..... 6
1.3 中国资产的二十年回首 ..... 9
2. 海外：美联储如期降息，日本央行下调经济预期 ..... 11
2.1 美联储如期降息 ..... 11
2.2 日本央行下调经济预期 ..... 11
3. 国内经济：地产销售回升 ..... 11
3.1 制造业现分化 ..... 11
3.2 工业利润稳中略降 ..... 13
3.3 地产销售回升 ..... 15
3.4 工业生产改善 ..... 15
4. 物价：通胀加速上行 ..... 16
4.1 食品涨幅扩大 ..... 16
4.2 10 月 CPI 继升 ..... 16
4.3 PPI 降幅扩大 ..... 17
4.4 通胀加速上行 ..... 17
5. 流动性：宽松预期减弱 ..... 17
5.1 货币利率回落 ..... 17
5.2 央行大幅回笼 ..... 18
5.3 汇率小幅回升 ..... 18
5.4 宽松预期减弱 ..... 18
6. 政策：四中全会召开 ..... 19
7. 日历：聚焦 11 月上旬数据 ..... 19

# 图目录

图 1 过去 100 年各类资产的累计涨幅（以 1918 年为基期=1）.....6
图 2 1918 年-1945 年各类资产的累计涨幅（以 1918 年为基期=1）.....7
图 3 70 年-80 年油价、金价和物价的累计涨幅.....7
图 4 70 年-80 年股票、债券、房价和物价的累计涨幅.....7
图 5 美国 CPI 同比和国债收益率（%）.....8
图 6 标普 500 指数市盈率（倍）.....8
图 7 1980 年以来股价、债券和物价的累计涨幅.....8
图 8 1980 年以来油价、金价、房价和物价的累计涨幅.....8
图 9 美国 M2 和 PCE 同比（%）.....9
图 10 全球商品贸易占 GDP 比重（%）.....9
图 11 联邦基金利率和十年期国债收益率（%）.....9
图 12 道琼斯工业指数和企业盈利（以 1980 年为基期）.....9
图 13 2002-2018 年我国大类资产价格和 CPI 走势.....10
图 14 2002-2018 年我国大类资产累计涨幅（%）.....10
图 15 我国 M2 同比增速及名义 GDP 增速（%）.....10
图 16 中国 10 年国债到期收益率（%）.....10
图 17 2019 年前三季度我国大类资产价格和 CPI 走势.....11
图 18 2019 年前三季度 70 城及分线级城市二手房价走势.....11
图 19 全国制造业 PMI 综合（历年月度比较）（%）.....12
图 20 官方 PMI 与财新 PMI 指标（%）.....12
图 21 全国制造业 PMI 新订单（%）.....12
图 22 全国制造业 PMI 新出口订单（%）.....12
图 23 全国制造业 PMI 生产指标（%）.....12
图 24 全国制造业 PMI 就业指标（%）.....12
图 25 全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存（%）.....13
图 26 全国制造业 PMI 购进价格指数和 PPI 环比增速（%）.....13
图 27 规模以上工业企业利润总额同比增速（%）.....13
图 28 规模以上工业企业利润总额累计增速：分经济类型（%）.....13
图 29 规模以上工业企业营业收入同比增速（%）.....14
图 30 历年各月工业企业营业收入累计利润率（%）.....14

图 31 工业企业营业收入、产成品存货同比增速（%）.....14
图 32 工业企业历年各月库存销售比（%）.....14
图 33 上、中、下游行业利润总额累计同比增速（%）.....14
图 34 下游消费品行业利润总额累计同比增速（%）.....14
图 35 中游加工行业利润总额累计同比增速（%）.....15
图 36 上游原材料行业利润总额累计同比增速（%）.....15
图 37 五大、百家龙头房企地产销售面积同比增速（%）.....15
图 38 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速（%）.....15
图 39 历年各周全国高炉开工率水平（%）.....16
图 40 六大发电集团发电耗煤同比增速（%）.....16
图 41 蔬菜平均批发价（元/公斤）.....16
图 42 猪肉批发价格（元/公斤）.....16
图 43 CPI 环比（%）.....16
图 44 CPI 同比及成分同比走势预测（%）.....16
图 45 环渤海动力煤价格（元/吨）.....17
图 46 PPI 同比及环比（%）.....17
图 47 农产品批发价格 200 指数.....17
图 48 CPI、PPI 同比走势及预测（%）.....17
图 49 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%）.....18
图 50 R001 和 R007（%）.....18
图 51 央行公开市场操作（亿元）.....18
图 52 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率.....18
图 53 美元指数.....18
图 54 央行公开市场净投放规模（亿元）.....19
图 55 M2 同比（%）.....19

# 表目录

表 1　未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期.....19

# 1. 大类资产的历史变迁

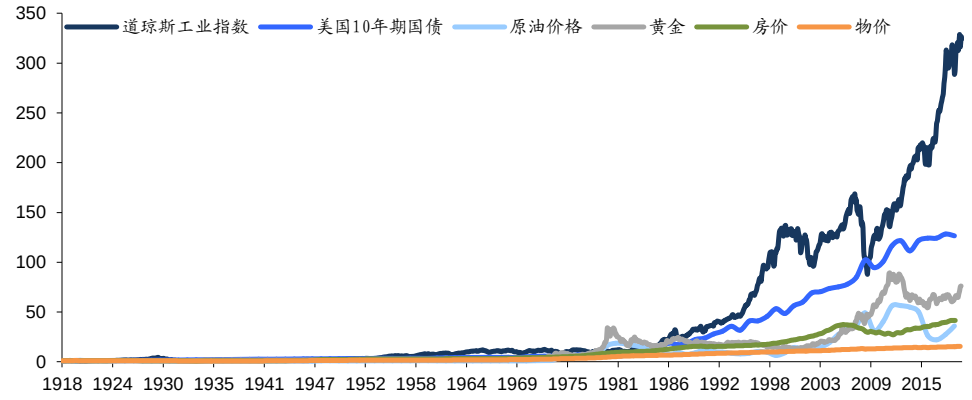
## 1.1 美国资产的百年变迁

如果给你一个机会在 100 年前的美国投资 1 万美元，你会如何选择投资产品？

根据我们的计算，在 1918 年用 1 万美元购买不同的资产，到 2018 年你的 1 万美元在股市中将变成 288 万美元，而如果你持续投资债券，你的 1 万美元也会变成 126 万美元。相比之下，大宗商品投资要略微逊色，投资原油和黄金仅能获得 36 万美元和 63 万美元，而如果你将资金投资于房地产，目前的房子价值也就值 41 万美元。因此，**在美国过去 100 年的投资中金融资产要好于实物资产，并且股市表现遥遥领先，而如果以物价 15 倍的涨幅为基准来衡量，所有资产的表现都跑赢了通胀。**

**其实不光是从 100 年的维度来衡量，从 60 年和 30 年的维度来看，金融资产的投资收益也都好于实物类资产。**尽管以过去 60 年的维度来看，原油和黄金的投资收益大幅上升，但股票和债券的收益仍能维持在较高水平，投资回报率相比于过去 100 年的 5.8%和 4.9%小幅上升至 6.4%和 6.1%。而在过去 30 年，股票投资回报相比于 60 年的年化收益又进一步大幅提升至 8.3%，相比之下实物资产投资回报均出现了明显的回落。

**图1 过去 100 年各类资产的累计涨幅（以 1918 年为基期=1）**



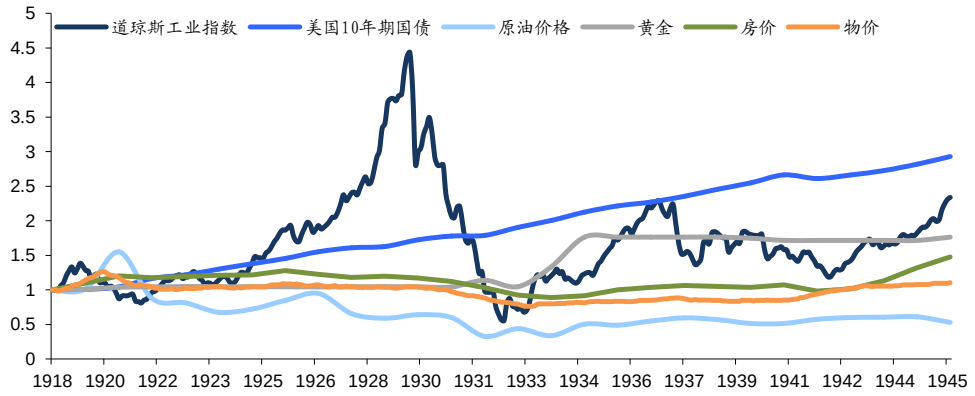

资料来源：Wind，海通证券研究所，股票指数没有考虑股息回报，国债投资假设每年进行一次债券买卖得到的利息和资本利得合计

## 1.2 美国不同时期的资产表现

**1918 年-1945 年股市波动剧烈，债市稳步攀升，油价持续低迷，黄金与美元保持固定。**1918 年-1945 年美国股市具有很强的波动性，特别是 20 年代出现了暴涨暴跌，但是如果投资债券则可以稳定赚钱，这段时间利率一直处于下行。相比之下，美国房价略跑赢物价，属于温和上涨。但原油价格一直处于比较低迷的状态。黄金在 1934 年之前走势与物价基本一致，1934 年美国规定 35 美元一盎司的黄金价格后，黄金价格一直维持在了这一水平。

**经济繁荣带来股市上涨，但随后投机引发股市泡沫。**1910-1920 年美国经济出现持续繁荣，上市公司企业盈利也不断攀升，带来美国股市的持续上涨。但是随着股市赚钱效应的日益显现，大量资金开始流入股市进行投机，股市泡沫化严重。股市的泡沫化最终以暴跌收场，并对当时的美国经济造成严重冲击，引发大萧条。**而供给过剩抑制油价上涨。**我们再来看看当时油价为何持续低迷。20 年代机械的尚未普及限制了原油的大幅需求，29 年大萧条后美国经济一度出现明显回落，对原油的需求也出现下降。而原油探测和开采技术的突破导致当时的原油供应出现明显扩张，产能过剩导致 1918 年-1945 年间油价一直处于比较低迷的状态。

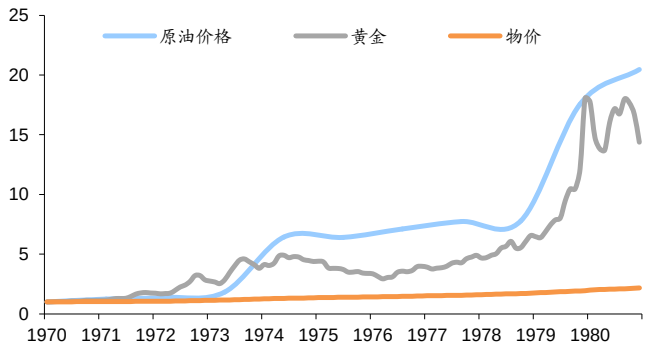
**图2 1918 年-1945 年各类资产的累计涨幅（以 1918 年为基期=1）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

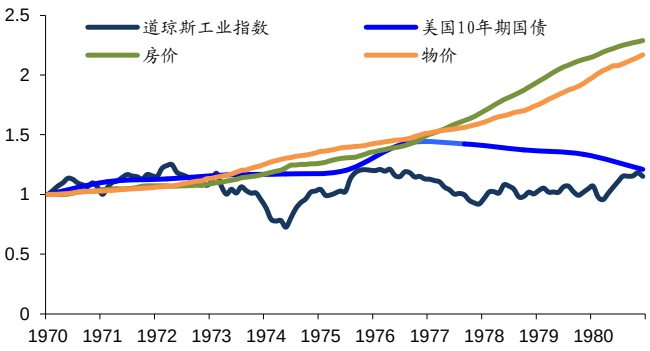
**1970 年-1980 年是金融资产的垃圾十年，商品的辉煌十年。**如果我们把时间段换到 1970 年-1980 年，这 10 年间美国股市基本没有出现上涨，1970 年 12 月道琼斯工业指数为 821.5 点，到了 1979 年 12 月道琼斯工业指数仍然只有 836.1 点。而如果你投资债券，在 1976-1980 年间债券资产将因为收益率的上行而出现亏损。相比之下，原油和黄金在这一时期都出现极强的投资价值，10 年间年化收益率分别达到 35%和 30%。此外，房价跟随物价也出现了一定程度的上涨，尽管相比于原油和黄金涨幅偏弱，但是跑赢了物价。

**图3 70 年-80 年油价、金价和物价的累计涨幅**




资料来源：Wind，海通证券研究所，以 1970 年为基期=1

**图4 70 年-80 年股票、债券、房价和物价的累计涨幅**




资料来源：Wind，海通证券研究所，以 1970 年为基期=1

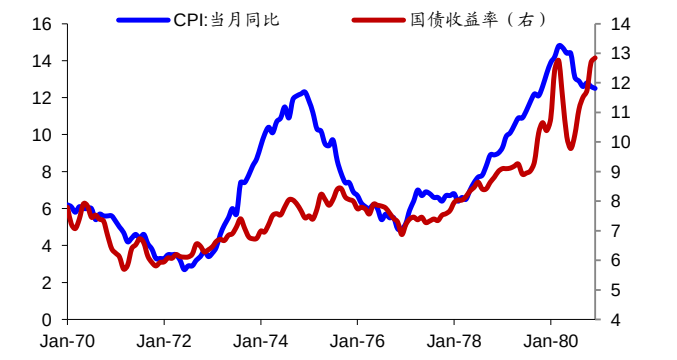
**两轮油价上涨均与中东局势动荡相关，而黄金价格上涨则是因为 1971 年布雷顿森林体系解体。**1973 年 10 月中东第四次战争爆发，阿拉伯国家为了打击发达国家对以色列的支持而宣布对美英等国实施禁运并减产。1978 年底伊朗政局出现动荡，石油产量出现锐减，原油出口也全部停止。两次中东原油供给的锐减导致油价分别在 1973 年末和 1978 年末出现暴涨。而在布雷顿森林体系下黄金兑美元的价格一直维持在 35 美元/盎司，但 60 年代后美国黄金储备因为越战等多重原因快速下降，随后美国不得不在 1971 年 8 月宣布停止以美元兑换黄金，布雷顿森林体系解体，以美元计价的黄金价格开始飙升，并在 1974 年达到 183 美元的历史新高。

**石油危机叠加货币高增导致美国通胀上行，利率大幅升高拖累了债券收益。**作为最重要的工业原料，原油价格的上涨导致美国陷入高通胀，而同时期美国也出现了货币增速维持高位的情况。两个因素叠加使得 1974 年 12 月和 1980 年 4 月 CPI 同比分别达到 12.3%和 14.7%的高位。通胀的上升带动利率出现大幅上行，美国 10 年期国债收益率从 1971 年 12 月的 5.9%大幅上行至 1980 年 3 月的 12.7%。而收益率大幅上行导致债券投资在 70 年代中后期出现明显亏损。

**而在滞胀环境下，股市也难有较强表现。**物价和利率的上行也抑制了消费和投资，需求疲软拖累经济，美国 GDP 在 1974 年和 1980 年均出现过负增。在滞胀的环境下，美国股指长期不增长的局面也就不难理解。一方面，通胀带动利率上行，股市估值被不

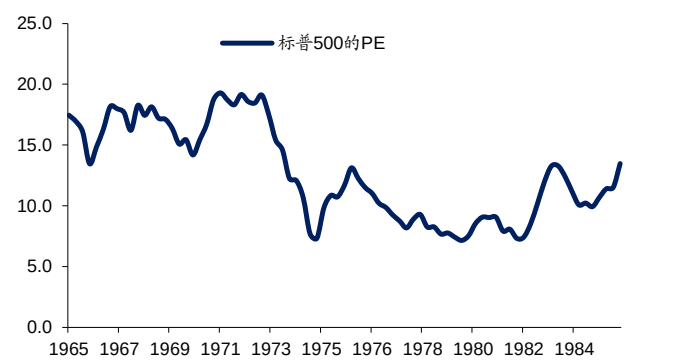
断压缩，美股市盈率从 1972 年 12 月的 19.1 倍下降至 1979 年 12 月的 7.4 倍。另一方面，经济表现较差也导致企业经营出现恶化，带动盈利下滑。

**图5 美国 CPI 同比和国债收益率（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

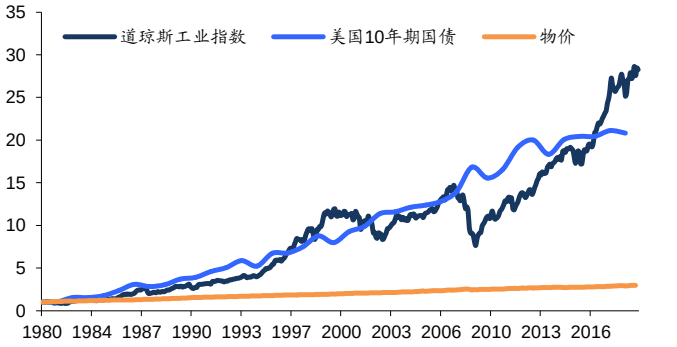
**图6 标普 500 指数市盈率（倍）**




资料来源：彭博，海通证券研究所

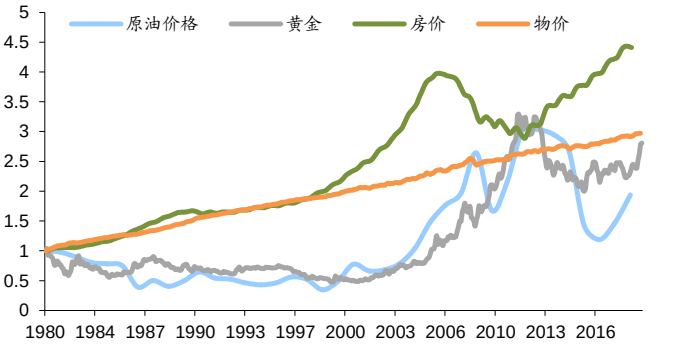
**80 年代以后才是真正属于金融资产的辉煌时代，相比之下，房地产略跑赢物价，但原油和黄金则跑输通胀。**1980 年以后美国的股市和债市开始大幅跑赢其他资产。道琼斯工业指数从 1980 年 12 月的 945 点上升至 2019 年 9 月的 26900 点，累计增长了 27 倍多，而 1980-2018 年间持续进行债券投资也能够获取近 20 倍的投资回报，相比之下物价仅上涨了 2 倍。但原油和黄金在 1980 年-2000 年表现非常低迷。2000 年以来，受到 911、伊拉克战争、次贷危机和欧债危机等多重事件的影响，黄金价格出现了短期上涨；而全球原油需求旺盛叠加地缘政治频发和 OPEC 限产的影响也助推油价上涨。此外，在 2000 年-2007 年美国居民疯狂加杠杆的浪潮中，美国房价也出现了一波短期上涨行情，并因为次贷危机的爆发而在 2010 年前跌去了大部分涨幅。

**图7 1980 年以来股价、债券和物价的累计涨幅**




资料来源：Wind，海通证券研究所，以 1980 年为基期=1

**图8 1980 年以来油价、金价、房价和物价的累计涨幅**




资料来源：Wind，海通证券研究所，以 1980 年为基期=1

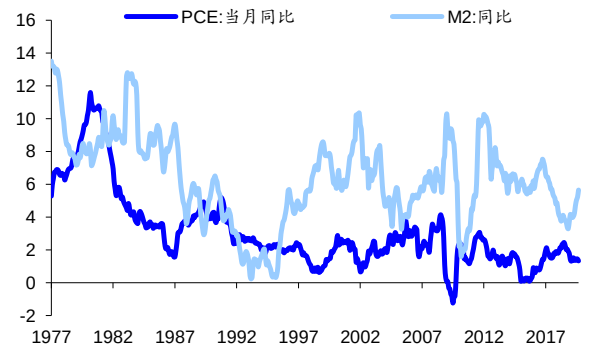
为何 80 年代以后美国出现了股债双牛？主要在于低通胀环境和稳定增长的企业盈利。

**低通胀一方面来自于收缩货币，另一方面是因为全球化降低了生产成本。**80 年代初里根上台以后坚定收缩货币以应对 70 年-80 年代的滞涨。随着货币增速的大幅下行以及石油危机的影响渐弱，美国 PCE 同比从 1983 年 10.8%的高点持续回落至 1994 年 2.1%的低点。95 年以后美国货币增速又出现上行，但是此时全球化浪潮袭来，全球商品贸易占 GDP 的比重从 1994 年的 30.7%上升至 2008 年的 51.4%。随着全球化的发展和我国低成本劳动力融入全球制造业产业链，美国商品的制造成本出现明显下降，使得随后 PCE 同比都一直维持在 2%左右的低位。

**而稳定增长的企业盈利离不开大幅减税与科技发展，同时也离不开全球化。**里根上台以后除了收缩货币还大力推行减税政策，将经济拉出了滞胀的泥沼，经济的逐步回暖叠加减税让利也带动企业盈利的改善。同时，90 年代初美国出现互联网浪潮，信息业开始爆发式发展，大量高科技企业的出现带动美国股市盈利能力持续提升。此外，在全球

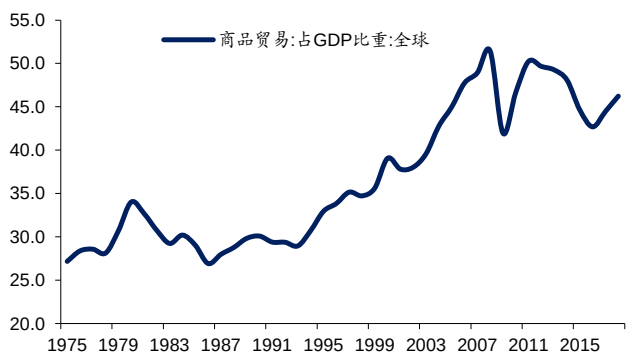
化过程中美国企业也通过海外投资降低了生产成本并获取了丰厚的收益。

**图9 美国 M2 和 PCE 同比（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

**图10 全球商品贸易占 GDP 比重（%）**

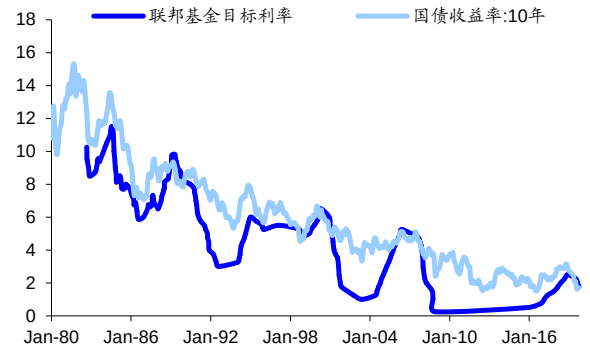



资料来源：Wind，海通证券研究所

**长期的低通胀环境使得美国利率中枢不断下移，债券走出长牛行情。**由于美联储的货币政策目标在于通胀和就业，一直处于 2%左右的温和通胀环境有利于美联储在经济出现低迷时能够放开手脚实施宽松的货币政策，这导致联邦基金利率在多次降息周期后不断下移，带动美国债券市场利率中枢也出现明显下降。在利率不断走低的过程中，投资债券不光能够获得票面利息还可以获得价格变动带来的资本利得。

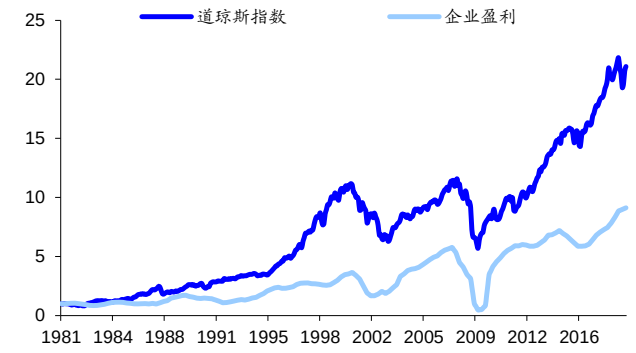
**而利率下行带来估值提升，叠加企业盈利稳定增长，美国股市也不断创出新高。**市场利率的不断下降使得美股市盈率在 1980 年-2000 年之间持续回升，随后维持高位。而受益于前面提到的多重利好因素，80 年以来美国股市企业盈利也一直处于稳步上升的状态，仅在 2001 年和 2008 年前后因为金融危机而出现过短暂下跌。整体来说，1980 年至今美股的年化收益在 8%左右，其中 6%的收益来自于企业盈利的增长，而剩余 2%来自于估值的提升。

**图11 联邦基金利率和十年期国债收益率（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

**图12 道琼斯工业指数和企业盈利（以 1980 年为基期）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

## 1.3 中国资产的二十年回首

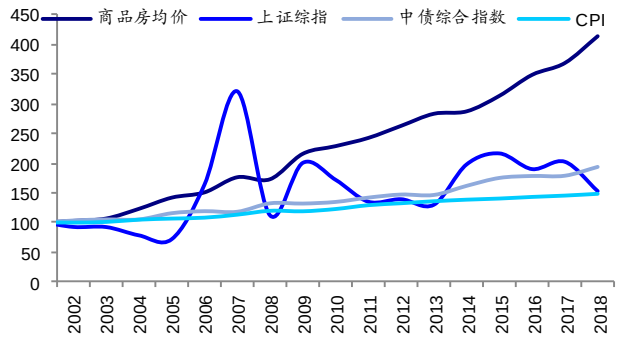
分析完美国大类资产的百年变迁，我们来看看中国近二十年的大类资产表现。

**过去接近二十年的时间里，中国的房地产回报高于金融资产。**考虑到我国金融市场和商品房机制形成的时间，我们以 02 年初作为计算我国不同大类资产回报的时间起点，以上证综指、中债综合指数、全国商品房住宅销售均价分别作为股票、债券和房地产三类资产的价格指标。2002-2018 年，我国房价、债券、股票的累计涨幅为 313%、92%和 52%，房地产的回报远远超过同期的金融资产，而上证综指的收益率仅勉强跑赢 CPI 的涨幅 49%。

**分阶段来看，商品房价格在 09 年后一路上行，而金融资产止步不前。**我国股市在 06-07 年出现一波大牛市，而 08 年受金融危机冲击又大幅下跌。如果不考虑 07-08 年的

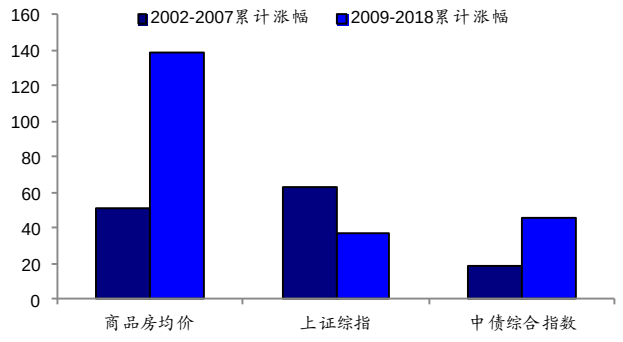
异动，可以发现我国的资产表现其实可以分为金融危机之前和之后两个阶段。02-06 年，股市的表现好于楼市、债市，而 09-18 年的十年里房价大幅上涨，股市、债市涨幅有限。

**图13 2002-2018 年我国大类资产价格和 CPI 走势**




资料来源：Wind，海通证券研究所，以 2002 年初为 100

**图14 2002-2018 年我国大类资产累计涨幅（%）**

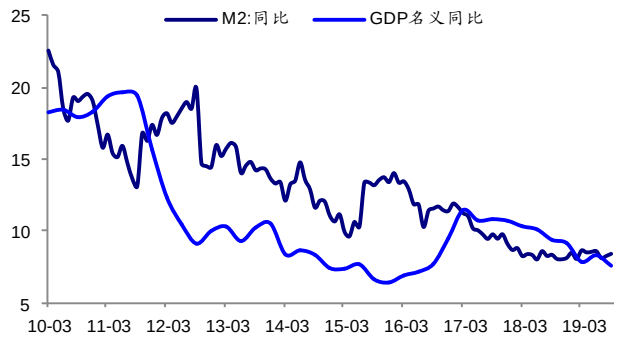



资料来源：Wind，海通证券研究所

**过去十年，房价的表现远远胜于股市，最关键的原因在于货币超发。**08 年之前，我国的 M2 增速和 GDP 名义增速基本匹配，M2 与 GDP 之比也大致稳定在 150%-160%的区间内，而 09 年以后，随着采取多轮举债刺激经济，货币持续超发，09-16 年我国名义 GDP 增速平均为 11%，而 M2 增速均值高达 16%，16 年 M2/GDP 上升到近 210%。**对资产而言，货币超发的环境下，首要的就是防止跟随货币贬值，因而保值属性强的实物类资产房地产也就从中受益最多。**

**而对于金融资产，虽然流动性充裕的确也会受益，但其回报还取决于其他因素。股票的表现与企业盈利有关。**企业的整体盈利情况大致与经济的名义增速同步，而 09 年以来的多数时间里，M2 增速远高于 GDP 名义增速，意味着尽管这十年企业盈利和经济名义增速仍有 11%左右，但货币的增速高达 15%，所以投资者预期房价的涨幅更快，资金也就更多地流向房地产，而愿意给股市的估值也就一降再降。**而债券的收益取决于利率走势。**虽然货币供应量上升之初，会带来资金充裕、利率下行，但是当地产、基建等投资大幅被刺激，又会使得对资金的需求增加，从而利率重新回升。所以从长期来看，18 年末我国 10 年期国债收益率在 3.2%左右，跟 09 年初的水平大致相当。也就是长期持有债券的回报，过去十年主要其实来自资本利得的再投资，债市整体上呈现牛熊交替，并未出现利率的持续趋势下行。

**图15 我国 M2 同比增速及名义 GDP 增速（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

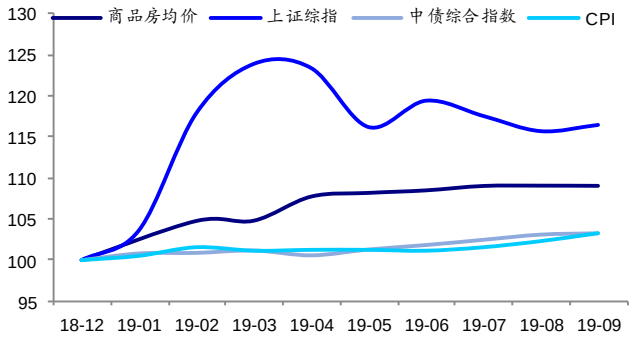
**图16 中国 10 年国债到期收益率（%）**

资料来源：Wind，海通证券研究所

**随着 18 年以来我国逐渐结束了货币超发，我国资产的表现与过去十年不同。**19 年以来，我国 M2 增速较过去十年的均值几乎减半，那么因货币超发而高涨的房地产价格也就增长乏力。今年 1-3 季度上证综指累计涨幅高达 16.5%，商品房住宅销售均价涨幅 9.0%，中债综合指数涨幅 3.2%。如果以二手房价来看房地产的回报，今年 1-3 季度 70 城二手住宅价格累计涨幅仅 3.3%，其中一线城市二手住宅价格仅上涨 1.5%。房市与股市的表现与之前十年相比，明显逆转。

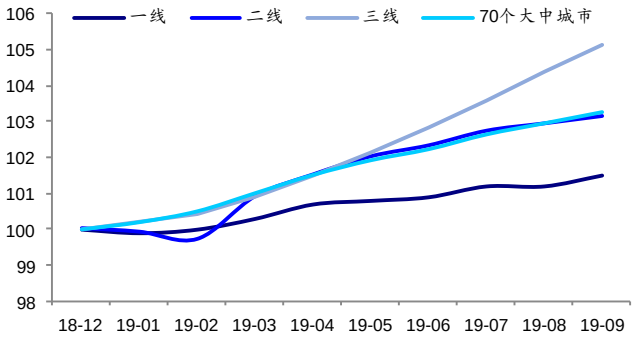
**今年以来资产价格表现的逆转，类似美国 80 年代之后相对滞胀时期的转变。**上世纪 70 年代，美国的货币超发导致了滞胀，推动实物资产价格上涨。而 1980 年以后，里根的供给学派收缩了货币，减税改善了供给，最终出现了股债双牛。**中国的供给侧结构性改革其实也与此类似：对企业来说，**大规模减税降费和改善供给，有利于企业利润的改善和长期的增长，从盈利上支撑股市表现；**而对利率来说，**通过去杠杆收缩货币和告别债务刺激，可以避免投资驱动模式下，经济对资金的大量需求，长期利率水平趋降，有利于债市的表现和股市的估值。**这意味着，未来房地产为代表的实物类资产或将风光不再，长期来看，我国同样有望出现股债双牛的格局。**

**图17 2019 年前三季度我国大类资产价格和 CPI 走势**




资料来源：Wind，海通证券研究所，以 2018 年末为 100

**图18 2019 年前三季度 70 城及分线级城市二手房价走势**




资料来源：Wind，海通证券研究所，以 2018 年末为 100

# 2. 海外：美联储如期降息，日本央行下调经济预期

## 2.1 美联储如期降息

**美联储如期降息。**上周四，美联储 10 月议息会议宣布下调联邦基金利率 25BP 至 1.50%-1.75%，会议声明删除了“将采取适当行动维持经济扩张”的表述，美联储主席鲍威尔记者会上表示，当前政策立场仍然适宜，暗示未来降息可能暂停。

**美国 10 月非农好于预期。**上周五，美国公布 10 月新增非农就业人数 12.8 万，好于市场预期，失业率 3.6%，比前月回升 0.1 个百分点，非农私人企业平均时薪环比 0.2%、同比 3.0%，薪资增长温和。

## 2.2 日本央行下调经济预期

**日本央行下调经济预期。**上周四，日本央行宣布维持-0.1%的政策利率不变，同时调整前瞻指引，删除了“维持低利率至少要到 2020 年春季左右”的表述，表示必要时会将利率保持在当前或更低水平。在展望中，日本央行将 GDP 和非食品 CPI 预期分别下调至 0.6%和 0.7%。

**韩国进出口增速下滑。**上周五，韩国公布 10 月出口同比下降 14.7%，主要拖累来自半导体和石化产品，进口同比下降 14.6%，较前值-5.6%大幅下滑，进出口增速均创 16 年来新低。同日公布的韩国 10 月制造业 PMI 略升至 48.4，仍在荣枯线下。

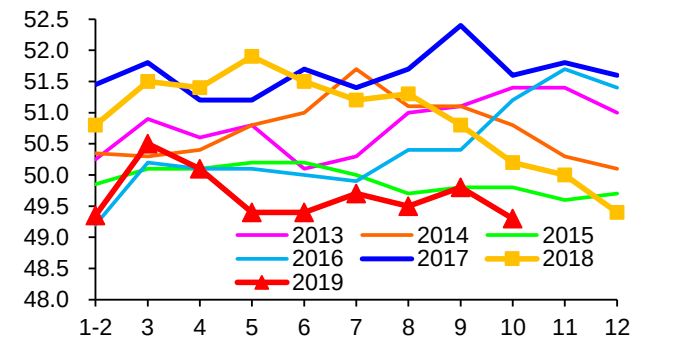
# 3. 国内经济：地产销售回升

## 3.1 制造业现分化

**10 月制造业 PMI 小幅回落。**19 年 10 月全国制造业 PMI 为 49.3%，较 9 月小幅回落 0.5 个百分点，并创下 3 月以来新低以及 13 年以来同期新低，指向制造业景气有所

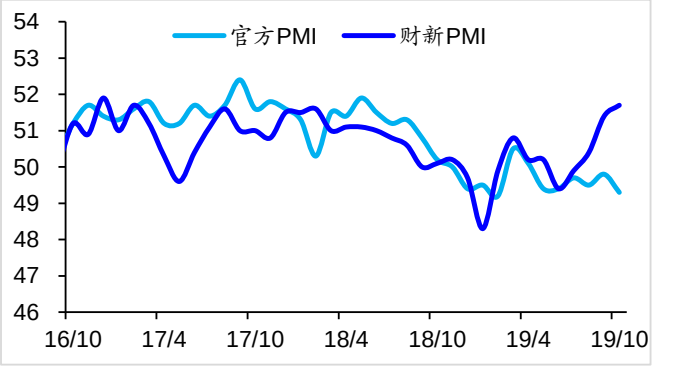
转弱。主要分项指标中，需求、生产双双放缓，价格回落，库存去化。分规模看，大、小型企业 PMI 同步转弱，仅中型企业 PMI 出现改善，但三者均在荣枯线下。然而，10 月财新制造业 PMI 回升至 51.7 的 3 年新高，意味着制造业景气出现分化。

**图19 全国制造业 PMI 综合（历年月度比较）（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

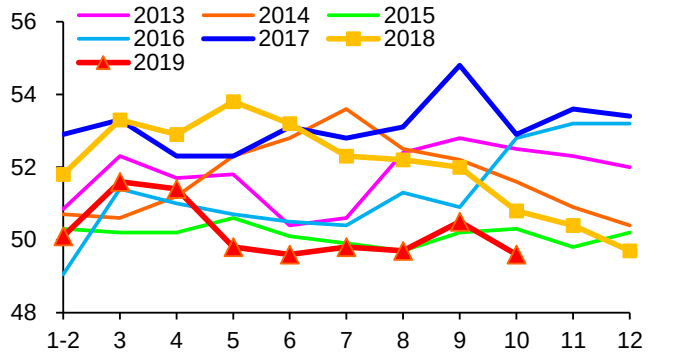
**图20 官方 PMI 与财新 PMI 指标（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

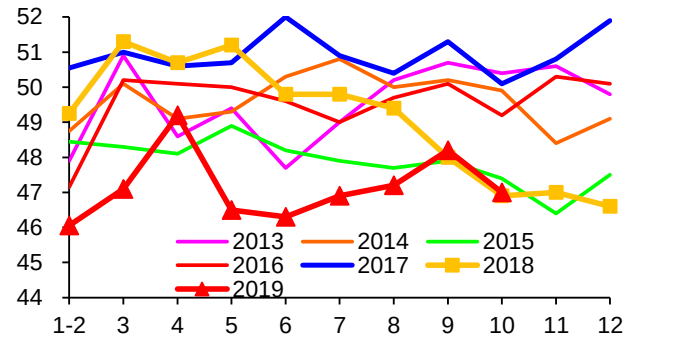
**内外需同步转弱。**10 月新订单指数由 9 月的 50.5%回落至 49.6%，再度降至线下，创 13 年以来同期新低，并与年内最低点持平，指向内需有所放缓。10 月新出口订单指数由 9 月的 48.2%回落至 47%，结束了自 7 月以来的持续回升态势，指向外需同步转弱。

**图21 全国制造业 PMI 新订单（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

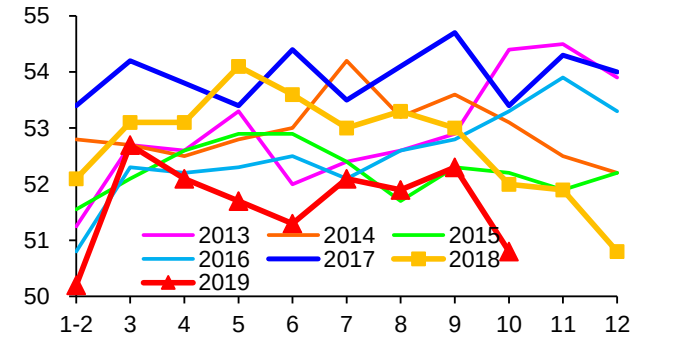
**图22 全国制造业 PMI 新出口订单（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

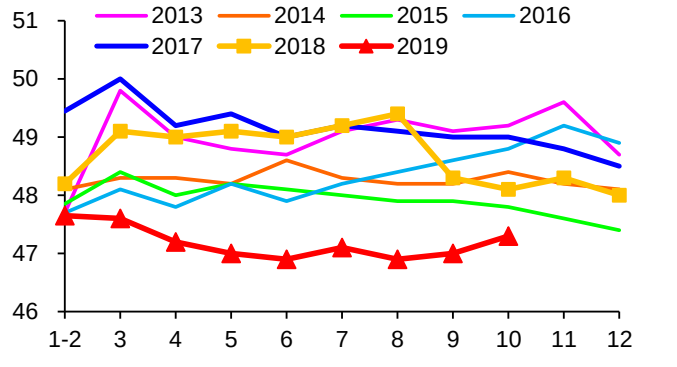
**生产下滑待察，就业持续改善。**10 月生产指数由 9 月的 52.3%下滑至 50.8%，创下 13 年以来同期新低和 3 月以来新低，是 10 月 PMI 下滑的主要拖累因素，但 10 月六大集团发电耗煤增速大幅回升至 19.4%，与其走势明显背离，生产回落尚待观察。10 月从业人员指标自 9 月的 47%上行至 47.3%，虽然仍处于 13 年以来同期新低，但已连续两个月出现回升，指向制造业企业用工量有所好转，就业压力边际减弱。此外，近期城镇调查失业率稳中趋缓，均意味着稳增长压力并未明显加大。

**图23 全国制造业 PMI 生产指标（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

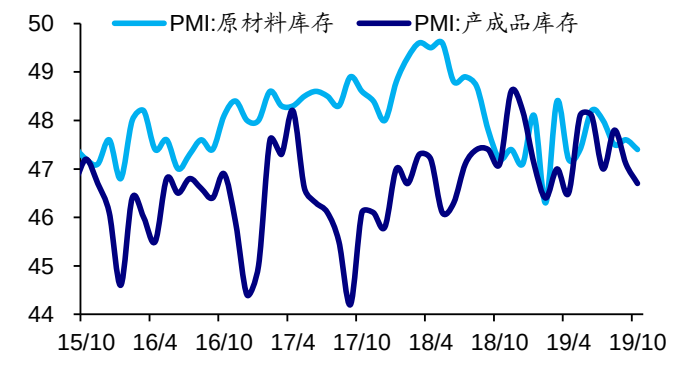
**图24 全国制造业 PMI 就业指标（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

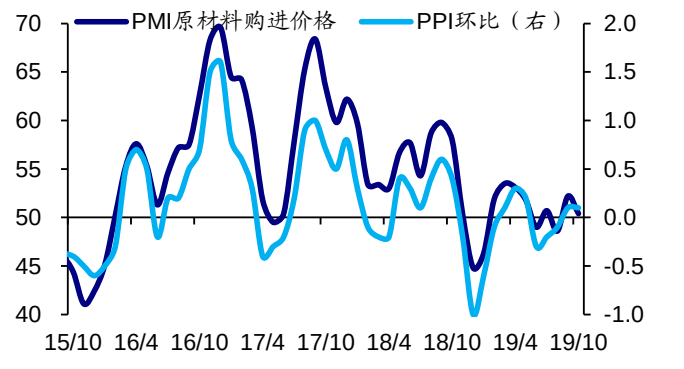
**价格回落，库存去化。**10 月原材料购进价格指数由 9 月的 52.2%回落至 50.4%，出厂价格指数同步下行至 48%，10 月以来国际油价企稳回升，但国内煤价和钢价稳中有降，我们预测 10 月 PPI 环涨 0.1%，同比因高基数降幅扩大至 1.5%。10 月原材料库存指数由 9 月的 47.6%微降至 47.4%，产成品库存指数自 9 月的 47.1%下滑至 46.7%，需求、生产双双放缓，但生产下滑较快，令库存有所去化。

**图25 全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

**图26 全国制造业 PMI 购进价格指数和 PPI 环比增速（%）**



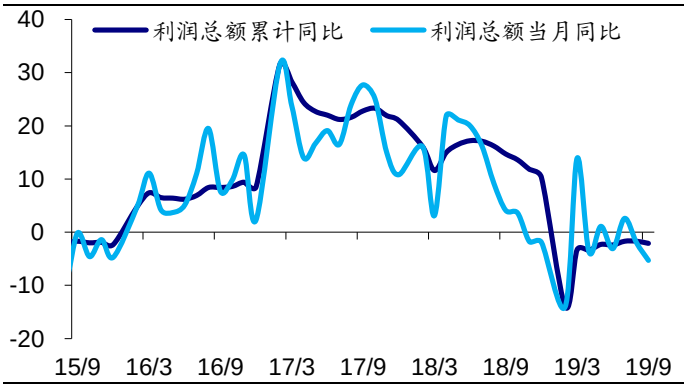

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 3.2 工业利润稳中略降

**工业利润增速降幅扩大。**1-9 月规模以上工业企业利润总额同比增速-2.1%，较 1-8 月降幅扩大。3 季度利润增速 1.8%，较 2 季度降幅略收窄，其中 9 月当月增速降幅扩大至-5.3%，主要是受工业品出厂价格降幅扩大、销售增长放缓等因素影响。

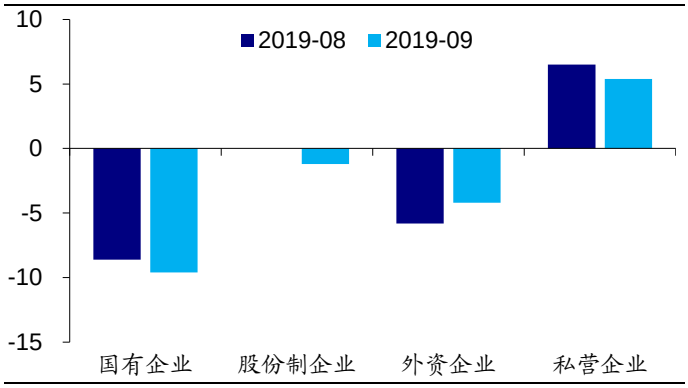
**国企依然殿后，民企继续领跑。**分经济类型来看，1-9 月国有及国有控股工业企业利润增速降幅扩大至-9.6%，依然殿后；私营工业企业利润增速继续回落至 5.4%，继续领跑；股份制企业利润增速下滑至-1.2%；外资企业利润增速降幅收窄至-4.2%。

**图27 规模以上工业企业利润总额同比增速（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

**图28 规模以上工业企业利润总额累计增速：分经济类型（%）**

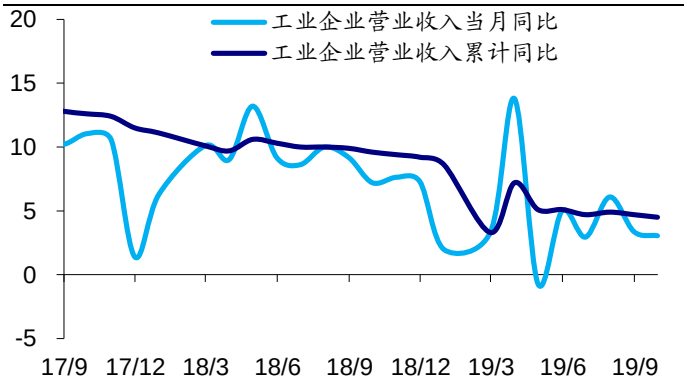



资料来源：Wind，海通证券研究所

**工业收入增速继续下滑。**1-9 月规模以上工业企业营业收入同比增速下滑至 4.5%，其中 9 月当月增速继续下滑至 3.1%。9 月工业企业生产明显改善，但受工业品价格降幅扩大影响，收入增速延续下滑态势。剔除价格后，9 月工业企业收入增速较 8 月回升。

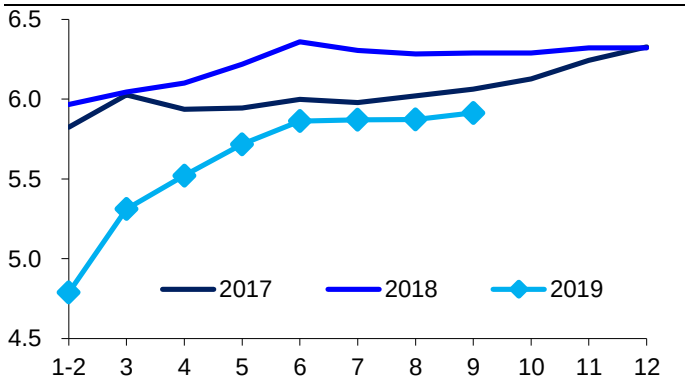
**工业利润率回升，依然偏低。**1-9 月工业企业每百元营业收入中的成本费用合计为 92.99 元，较 1-8 月下滑，同比增加 0.43 元。而 1-9 月工业企业营业收入利润率上升至 5.91%，同比降低 0.38 个百分点。

图29 规模以上工业企业营业收入同比增速（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

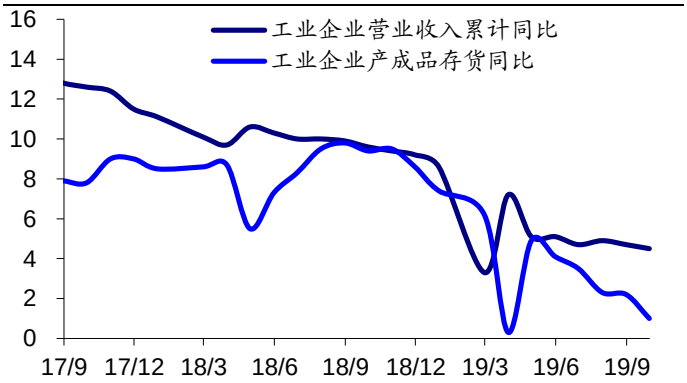
图30 历年各月工业企业营业收入累计利润率（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

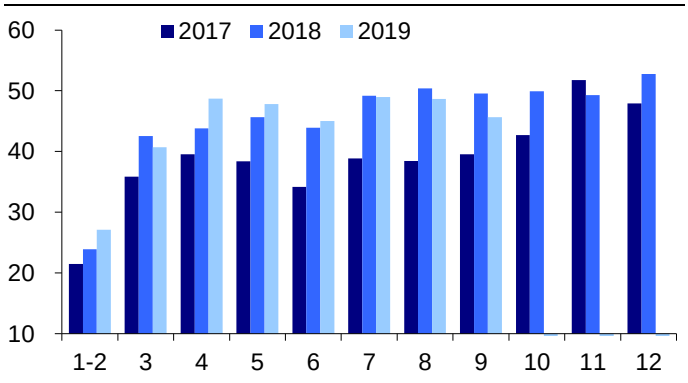
**库存增速几近归零。**9 月工业企业产成品存货增速继续回落至 1.0%，几近归零，创 4 月以来新低，而 9 月库存收入比 45.6%，仍低于去年同期，反映库存仍在去化，但去库存压力有所缓解，指向主动去库存已进入尾声。预计未来随着需求逐渐见底企稳，工业企业将转向被动去库存。

图31 工业企业营业收入、产成品存货同比增速（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

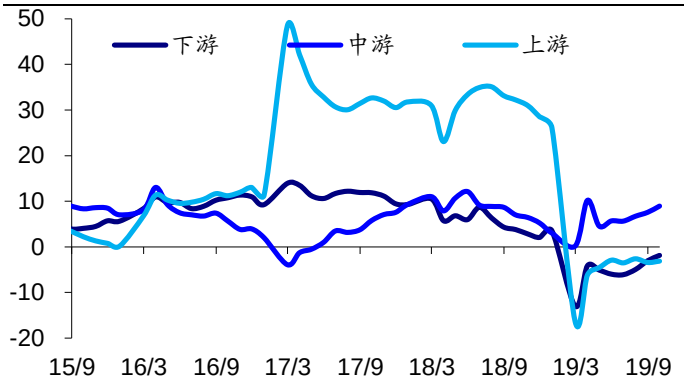
图32 工业企业历年各月库存销售比（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

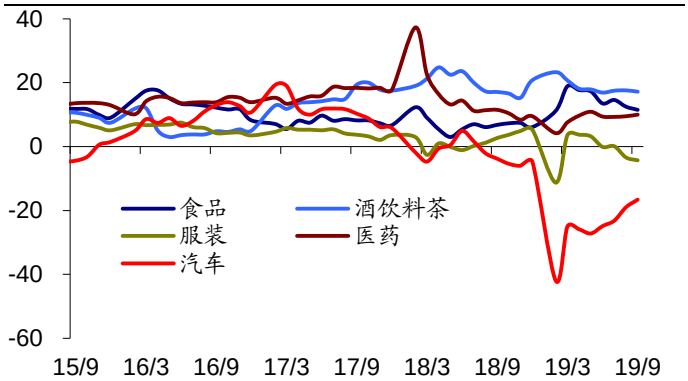
**汽车电子贡献较大，钢铁成为主要拖累。**1-9 月 41 个工业大类行业中，30 个行业利润总额同比增加，11 个减少。1-9 月，汽车制造业利润同比下降 16.6%，降幅较 1-8 月收窄 2.4 个百分点；计算机通信和其他电子设备制造业利润增速由 1-8 月的-2.7%回升转正至 1-9 月的 3.6%。受上述两个行业利润回暖影响，装备制造业利润增速由 1-8 月的-0.7%回升至 1-9 月的 0.9%。而黑色金属冶炼和压延加工业利润增速从 1-8 月的-31.3%降幅扩大至 1-9 月的-41.8%，成为主要拖累。

图33 上、中、下游行业利润总额累计同比增速（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

图34 下游消费品行业利润总额累计同比增速（%）

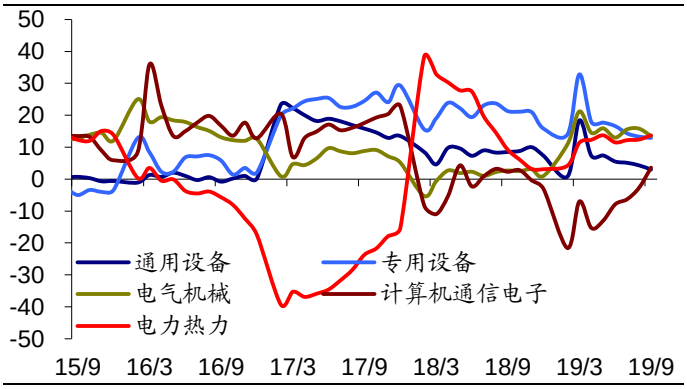



资料来源：Wind，海通证券研究所

**分行业利润涨跌互现。**1-9 月各行业利润增速较 1-8 月涨跌互现，分上中下游看：下游消费品类行业涨少跌多，其中汽车、医药回升，食品、饮料、服装下滑；中游装备

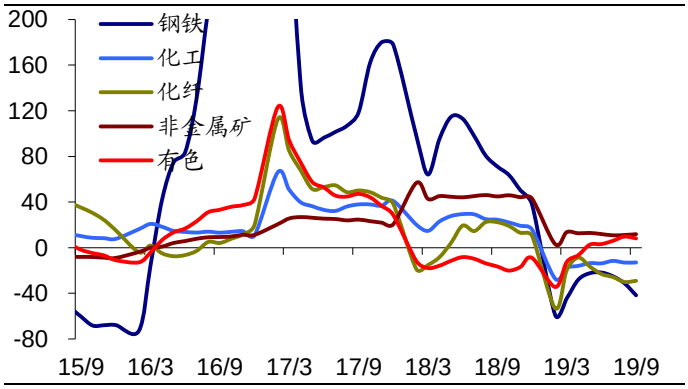
加工类行业涨少跌多，其中电子、电力上升，而通用设备、专用设备、电气机械下滑；上游原材料类行业涨多跌少，煤炭、化工、化纤、建材上升，而钢铁、有色下滑。

**图35 中游加工行业利润总额累计同比增速（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

**图36 上游原材料行业利润总额累计同比增速（%）**

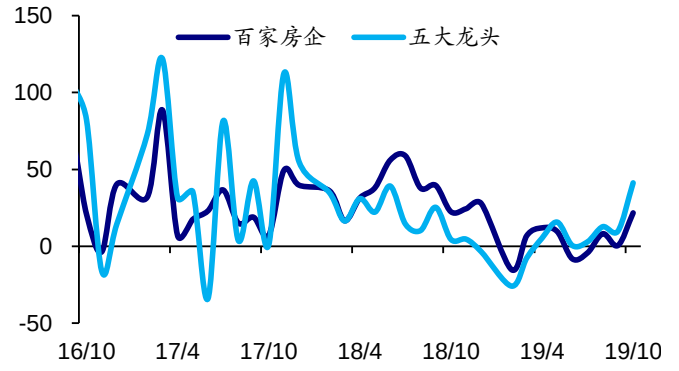



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 3.3 地产销售回升

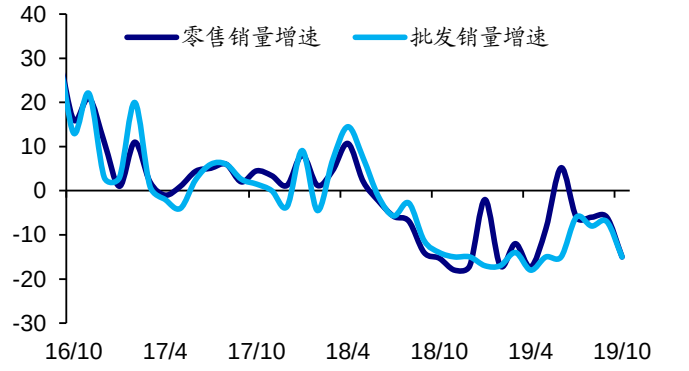
**地产销售回升，汽车降幅扩大。**10 月四大一线城市地产销量同比增长 6.6%，11 个二线城市地产销量同比增长 20.2%，16 个三四线城市地产销量同比增长 36.6%，占比最大的三四线地产销售继续改善。克尔瑞榜单数据显示 10 月五大、百家龙头房企销售面积增速分别升至 41.3%、21.7%。10 月前 27 天乘联会乘用车批发、零售同比增速均为-15%，较 9 月降幅有所扩大。

**图37 五大、百家龙头房企地产销售面积同比增速（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

**图38 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速（%）**

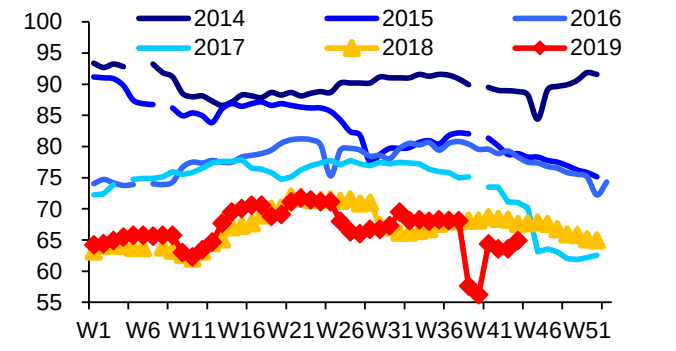



资料来源：Wind，海通证券研究所。

## 3.4 工业生产改善

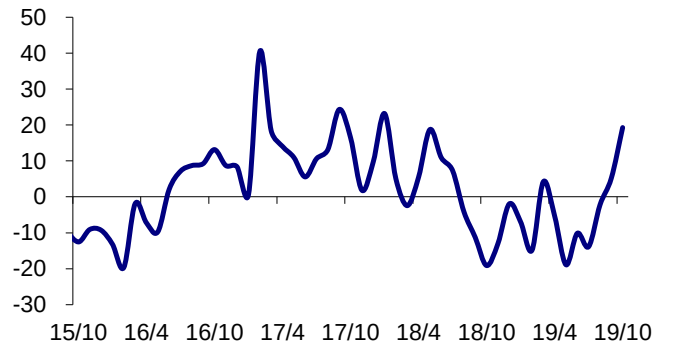
**高炉开工回升，发电耗煤上行。**上周高炉开工率回升至 64.9%，虽仍低于去年同期水平，但同比降幅有所收窄。受去年同期基数明显偏低影响，10 月六大集团发电耗煤增速大幅回升至 19.3%，再创新高，意味着 10 月以来的工业经济仍在继续改善。

图39 历年各周全国高炉开工率水平（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

图40 六大发电集团发电耗煤同比增速（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

# 4. 物价：通胀加速上行

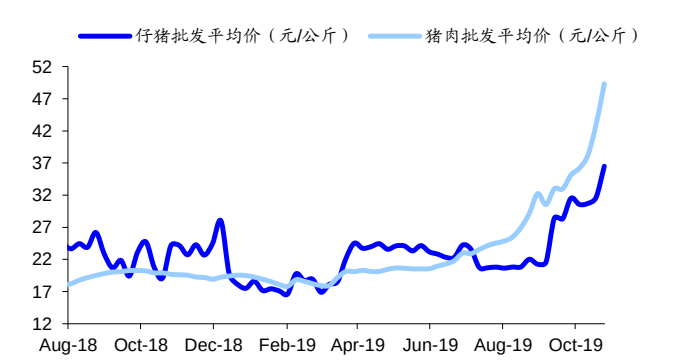
## 4.1 食品涨幅扩大

10 月第四周，猪价环比上涨 11%，其余肉禽、蔬菜价格均有不同程度上涨，食品价格整体上涨 4.6%。

图41 蔬菜平均批发价（元/公斤）

资料来源：Wind，海通证券研究所

图42 猪肉批发价格（元/公斤）

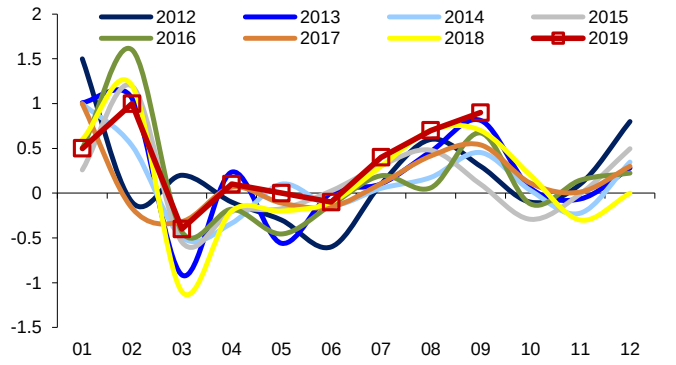



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4.2 10 月 CPI 继升

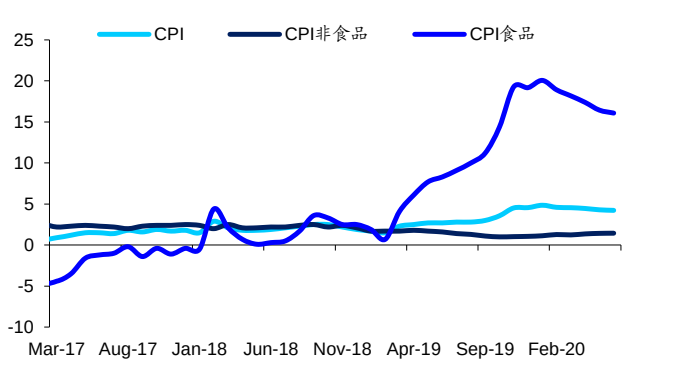
截止目前，10 月商务部食用农产品价格和农业部农产品批发价格环比涨幅分别为 4.2%和 2.7%，预测 10 月 CPI 食品价格环比上涨 2.5%，10 月 CPI 继续回升至 3.6%。

图43 CPI 环比（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

图44 CPI 同比及成分同比走势预测（%）

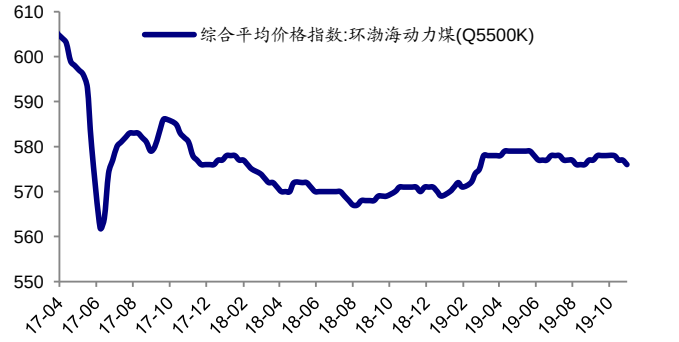



资料来源：Wind，海通证券研究所

### 4.3 PPI 降幅扩大

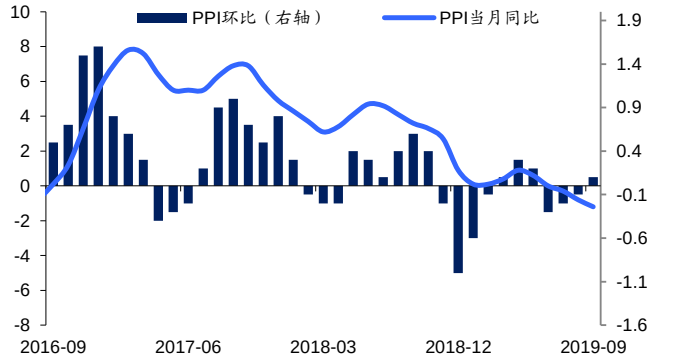
10 月以来国际油价企稳回升，但国内煤价和钢价稳中有降，预计 10 月 PPI 环比上涨 0.1%，但由于高基数原因，10 月 PPI 同比降幅扩大至 1.5%。

**图45 环渤海动力煤价格（元/吨）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

**图46 PPI 同比及环比（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

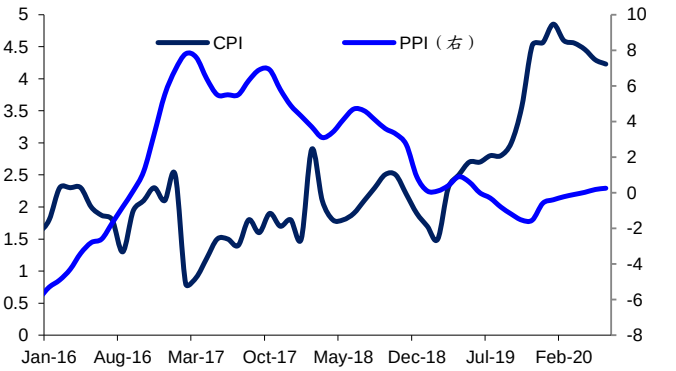
### 4.4 通胀加速上行

继 9 月猪价大涨之后，10 月猪价继续大幅上涨，短期内 CPI 或将出现大幅跳升。我们预计 10 月 CPI 将升至 3.6%，11 月 CPI 或将升至 4.5%。明年春节的 CPI 最高或将触及 5%左右的水平。

**图47 农产品批发价格 200 指数**

资料来源：Wind，海通证券研究所

**图48 CPI、PPI 同比走势及预测（%）**



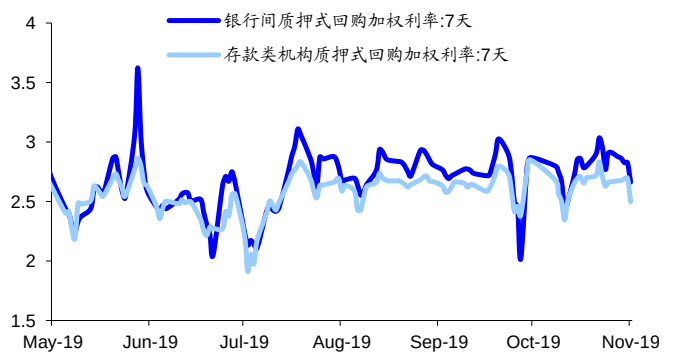

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5. 流动性：宽松预期减弱

### 5.1 货币利率回落

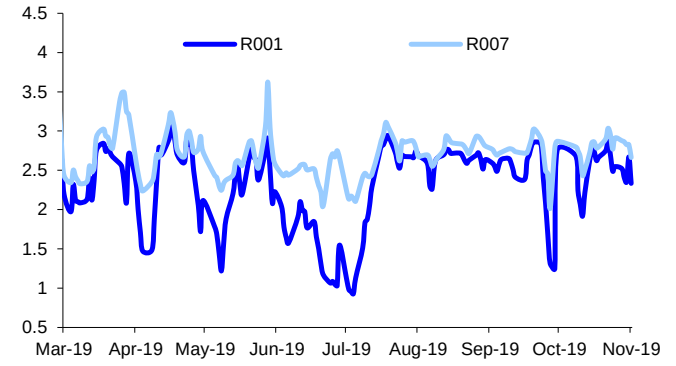
上周货币利率回落，其中 R007 均值下行 12bp 至 2.8%，R001 均值下行 21bp 至 2.46%。DR007 下行 6bp 至 2.65%，DR001 下行 22bp 至 2.4%。

图49 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

图50 R001 和 R007（%）

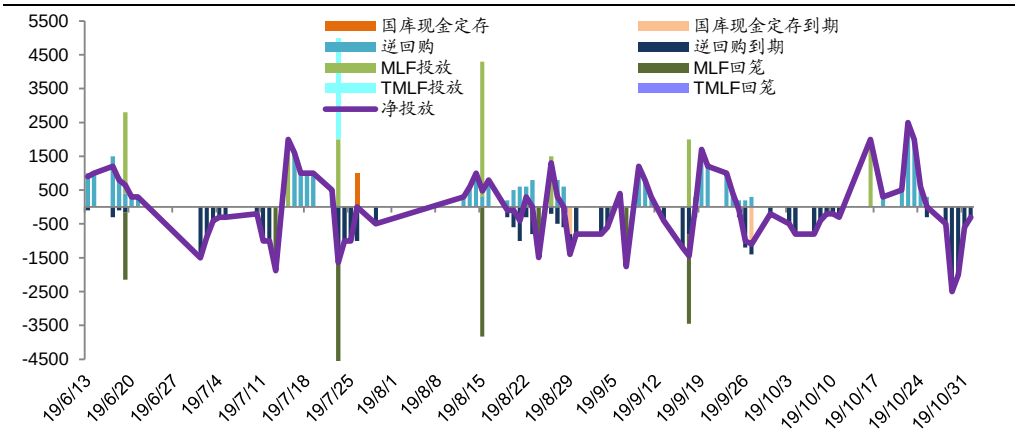



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5.2 央行大幅回笼

上周央行暂停逆回购操作，逆回购到期回笼 5900 亿，国库现金投放 600 亿，央行净回笼 5300 亿。

图51 央行公开市场操作（亿元）

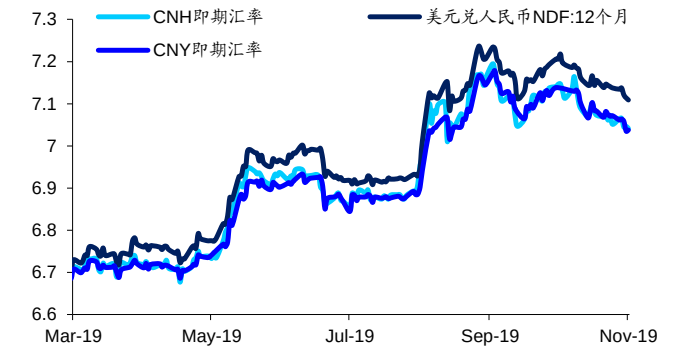



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5.3 汇率小幅回升

上周美元指数小幅回落，人民币兑美元汇率升值，在岸和离岸人民币均回升至 7.04。

图52 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率




资料来源：Wind，海通证券研究所

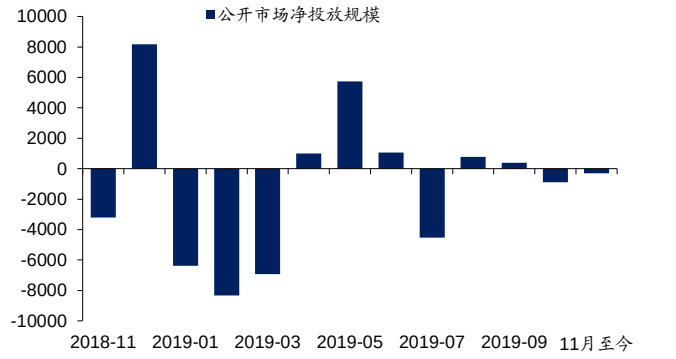
图53 美元指数

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5.4 宽松预期减弱

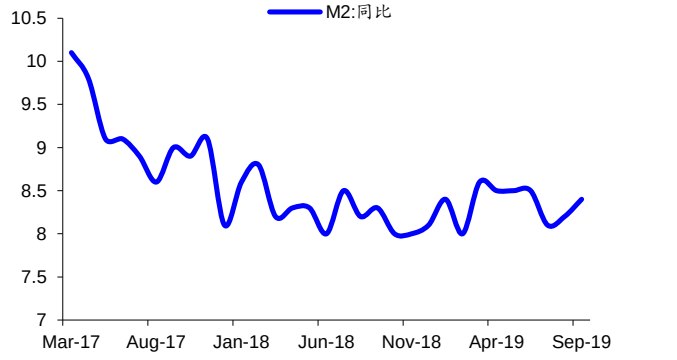
在过去的 3 个季度，央行在每个季度的第一个月均操作了 TMLF。但是 4 季度的第一个月已经过去，而央行仍未再次操作 TMLF。此外，在 8、9 两个月，1 年期 LPR 利率均有下调，但是在 10 月份 LPR 利率维持不变。整体来看，10 月宽松低于预期，而 10 月的货币利率均值也大幅提升，R007 和 DR007 均创下年内新高。

**图54 央行公开市场净投放规模（亿元）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

**图55 M2 同比（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

## 6. 政策：四中全会召开

**四中全会召开。**中国共产党第十九届中央委员会第四次全体会议公报提出，必须坚持社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，全面贯彻新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，加快建设现代化经济体系。要毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存，加快完善社会主义市场经济体制，完善科技创新体制机制，建设更高水平开放型经济新体制。

**做好六个稳工作。**李克强主持召开国务院党组会议，强调当前要突出抓好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，保持经济运行在合理区间，推动经济社会持续健康发展，为实现“两个一百年”奋斗目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦努力奋斗。

**中美保持通话。**中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方就妥善解决各自核心关切进行了认真、建设性的讨论，并取得原则共识。双方讨论了下一步磋商安排。

## 7. 日历：聚焦 11 月上旬数据

**表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期**

| 日期 | 重要经济数据指标 | 前值 | 预测值 |
|---|---|---|---|
| | 日期 | | |
| 美国 | | | |
| 2019/11/4 | 9 月耐用品订单终值(环比) | -1.1% | -1.1% |
| 2019/11/5 | 9 月贸易帐(十亿美元) | -54.9 | -55.5 |
| 2019/11/5 | 上周 API 原油库存变化(万桶) | 59.2 | -- |
| 2019/11/5 | 上周 EIA 原油库存变化(万桶) | 570.2 | -- |
| 2019/11/6 | 芝加哥联储主席埃文斯将发表讲话 | -- | -- |
| 2019/11/6 | 纽约联储主席威廉姆斯发表讲话 | -- | -- |
| 2019/11/7 | 上周季调后初请失业金人数(千人) | 218 | -- |
| 2019/11/8 | 11 月密歇根大学消费者信心指数初值 | 95.5 | -- |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 2019/11/8 | MSCI 公布 11 月份半年度指数评估结果，A 股迎来年内最后一次扩容安排 | -- | -- |
| 欧元区 | | | |
| 2019/11/4 | 10 月 Markit 制造业采购经理人指数终值 | 45.7 | 45.7 |
| 2019/11/4 | 9 月生产者物价指数(同比) | -0.8% | -1.2% |
| 2019/11/6 | 9 月零售销售(环比) | 0.3% | 0.1% |
| 中国 | | | |
| 2019/11/4 | 国内成品油开启新一轮调价窗口 | -- | -- |
| 2019/11/5 | 10 月财新服务业采购经理人指数 | 51.3 | 51.5 |
| 2019/11/5 | 10 月财新综合采购经理人指数 | 51.9 | -- |
| 2019/11/5 | 国家主席习近平将出席在上海举办的第二届中国国际进口博览会暨虹桥国际经济论坛开幕式及相关活动，并发表主旨演讲 | -- | -- |
| 2019/11/7 | 10 月外汇储备(十亿美元) | 3092.43 | -- |
| 2019/11/7 | 10 月贸易帐(十亿美元) | 39.65 | 41 |
| 2019/11/7 | 10 月美元计价出口(同比) | -3.2% | -- |
| 2019/11/7 | 10 月美元计价进口(同比) | -8.5% | -- |
| 2019/11/8 | 10 月末 M2 货币供应(同比) | 8.4% | -- |
| 2019/11/8 | 10 月社会融资规模(十亿元) | 2270.0 | -- |
| 2019/11/8 | 10 月新增人民币贷款(十亿元) | 1690.0 | -- |
| 2019/11/8 | 10 月末 M0 货币供应(同比) | 4% | -- |
| 2019/11/8 | 10 月末 M1 货币供应(同比) | 3.4% | -- |

资料来源：海通证券研究所根据相关资料整理

# 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
宋潇　　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　ljl11087@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　chenyao@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
姜珮珊(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　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　ymniu@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
吴佳栓 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　fyf11758@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
谢茂萱　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　苓(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　淼(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　xbq6583@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　lyj12399@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　lfh12225@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
张恒晅　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　ljl12245@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
衣桢永(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 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽萱(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