

相关研究

《实体经济观察 2019 年第 41 期：需求偏弱，生产待察》2019.10.31

《10 月经济改善，通胀上行加速》2019.10.27

《政府有所作为，市场更有效率——兼论如何化解贫富差距！》2019.10.27

通胀来了吗，应该怎么办？

——海通宏观每周交流与思考

投资要点：

- **猪价大幅上涨，通胀加速上行。**19 年 9 月份，CPI 达到 3%，创下了近 6 年以来的新高。导致通胀上升的主要原因是食品涨价，尤其是猪价的大涨。9 月猪价同比上涨 69.3%，对当月通胀的贡献率高达 55%。目前猪肉在中国 CPI 中的权重大约在 2%-2.5%之间，由于猪价在 10 月份继续大涨，我们预测 10 月份的 CPI 或将升至 3.6%，11 月的 CPI 或将升至 4.5%。而在明年 1 季度，受到春节因素的影响，CPI 最高或升至 5%左右水平。而上一次中国通胀达到 5%，还早在 2011 年。
- **消费企稳向好，通胀预期回升。**为何通胀突然出现了大幅上升？目前上涨的并不止是猪价，肉禽蛋等的价格也出现了普遍上涨，因而不仅是因为生猪疫情的因素，还在于食品方面有着需求的支撑。统计局公布的消费结构数据显示，今年以来的饮料、粮油食品和日用品消费增速都是近几年的高位水平。原因在于大规模减税降费之后，居民可支配收入增速保持在 8.8%，居民消费者信心指数也维持在历史高位，支撑消费增速整体保持在 8.2%的平稳增长，这也就使得与消费有关的 CPI 出现了上行的压力。
- **货币增速企稳，PPI 即将见底。**为何会在当前出现通胀压力？从理论上说，一切通胀都是货币现象，因而源头还是在于货币增速。一是从增速比较来看，目前中国广义货币 M2 增速为 8.4%，而 3 季度 GDP 增速为 6%，货币增速仍高于经济实际增速，这两者之差其实是产生通胀的重要动力。二是从增速的走势来看，社会融资总量增速在 18 年 12 月见底回升，按照 1 年左右的领先性，预示着 PPI 以及 CPI 非食品价格都有望在今年年底见底回升。因此，基于货币和融资增速的企稳回升，物价更大概率是走向通胀而非通缩。
- **货币宽松受限，利率下行受阻。**在短期通胀加速上行的背景下，央行宽松货币政策将受到约束，首先，央行过去的宽松政策都发生在通胀下行期。其次，央行今年 10 月未操作 TMLF，而且 10 月 LPR 利率维持不变，意味着宽松货币政策低于预期，这也使得 10 月份的货币利率和国债利率均出现明显上升。但考虑到经济增速仍偏弱，央行也不会收紧货币政策，因此虽然利率下行受阻，但上行空间应该是有限的，10 年期国债利率不至于上行突破 3.6%左右的历史均值。
- **弱复苏非滞胀，股市盈利慢牛。**今年以来，股市和商品领涨，而债市和货币基金滞涨，意味着中国经济绝非滞胀。毕竟当前经济增速仍有 6%，增速偏弱但绝非停滞，而扣除猪价之后的核心通胀保持温和，弱增长加上温和通胀，这其实更加类似于弱复苏的状态。与此相应，我们认为未来中国最好的投资机会仍在股票市场，因为通胀环境下企业产品可以涨价，在增长的环境中企业的产量也在增加，因而量价两方面都能改善企业盈利。只不过通胀制约货币宽松，所以本轮股票牛市并非很多人所期待的水牛快牛，而是盈利改善支撑的长期慢牛。

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

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:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 每周交流与思考	4
2. 经济：地产销售回升	13
3. 物价：通胀加速上行	14
4. 流动性：宽松预期减弱	14
5. 政策：四中全会召开	14
6. 海外：美联储如期降息，日本央行下调经济预期	15

图目录

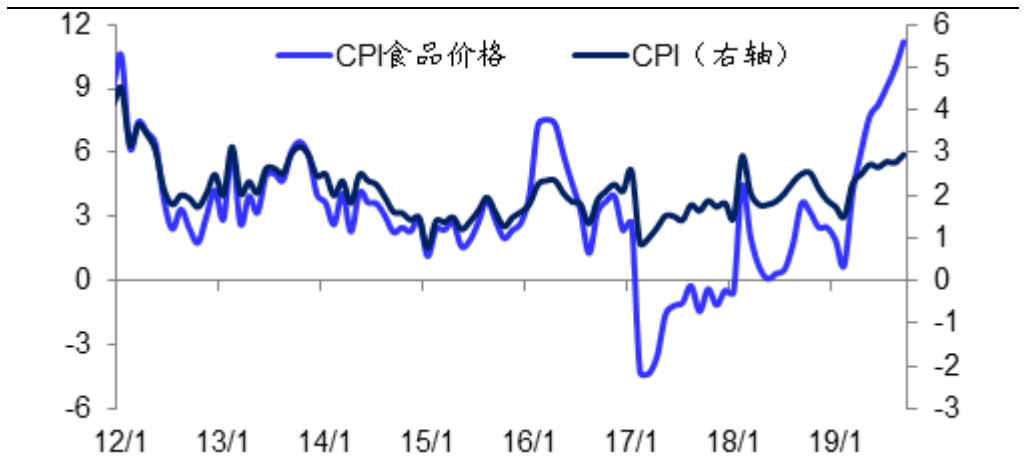
图 1	CPI、CPI 食品价格 (%)	4
图 2	CPI 猪价、商务部猪价、农业部猪价同比涨幅 (%)	4
图 3	CPI 走势及预测、商务部猪价同比涨幅 (%)	5
图 4	10 月商务部肉禽蛋价格涨幅 (%)	5
图 5	限额以上日用品、粮油食品、饮料零售增速 (%)	6
图 6	GDP 累计增速, 居民可支配收入累计增速 (%)	6
图 7	消费者信心指数, CPI (%)	7
图 8	中国 CPI、PPI 同比涨幅 (%)	7
图 9	中国 CPI、PPI 环比折年率 (%)	8
图 10	中国 CPI 非食品、PPI 走势与预测 (%)	8
图 11	中国 M2 增速, GDP 实际增速 (%)	9
图 12	中国社融总额增速 (领先一年), PPI (%)	9
图 13	母猪存栏量 (领先一年, 万头), 生猪价格 (元/公斤)	10
图 14	金融机构存款基准利率, CPI (%)	10
图 15	1 年期 LPR 和 5 年期 LPR (%)	11
图 16	7 天回购利率 R007 与 DR007 (%)	11
图 17	10 年期国债利率 (%)	11
图 18	美林投资时钟	12
图 19	19 年以来主要资产回报率 (%)	12
图 20	A 股净利润增速、GDP 名义增速 (%)	13

1. 每周交流与思考

一、猪价大幅上涨，通胀加速上行。

19年9月份，CPI达到3%，正式触及3%的政策目标，并且创下了近6年以来的新高，上一次CPI达到3%还是在13年的11月。

图1 CPI、CPI食品价格(%)



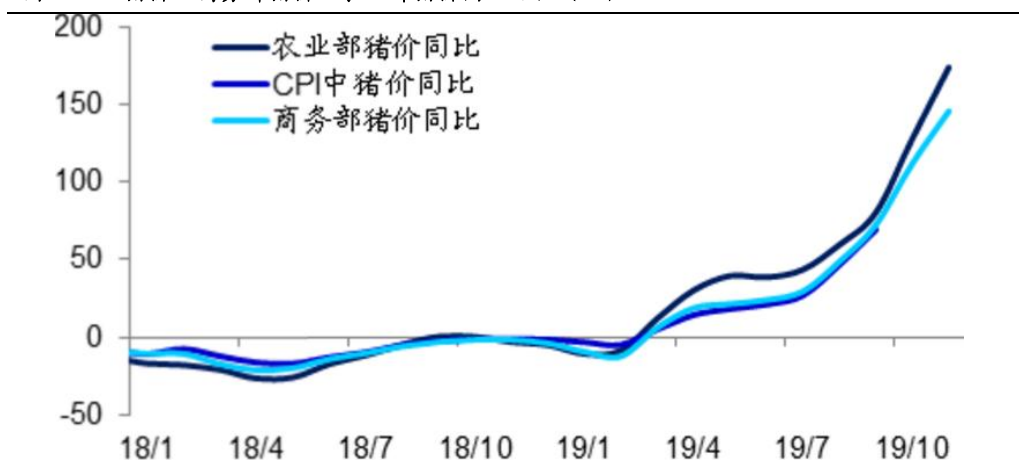
资料来源：Wind，海通证券研究所

导致通胀上升的主要原因是食品涨价，尤其是猪价的大涨。9月的CPI食品价格同比上涨11.2%，对当月通胀的贡献率达到3/4。而在食品价格当中，9月猪价同比上涨69.3%，对当月通胀的贡献率高达55%。

而进入10月份以来，猪价涨势未停。农业部的数据显示，10月全国猪肉均价已经涨至48.8元/公斤，比去年同期上涨128%。11月初的全国猪肉涨至55.9元/公斤，比去年同期上涨159%。

除了农业部以外，商务部也会每周公布全国猪价。其数据显示，截止10月第四周，全国猪价为51.21元/公斤，10月猪价同比涨幅为112%，远高于9月的72%。即便11月的猪价不涨，按照10月末的猪价来算，11月的猪价同比涨幅也将升至145%。

图2 CPI猪价、商务部猪价、农业部猪价同比涨幅(%)

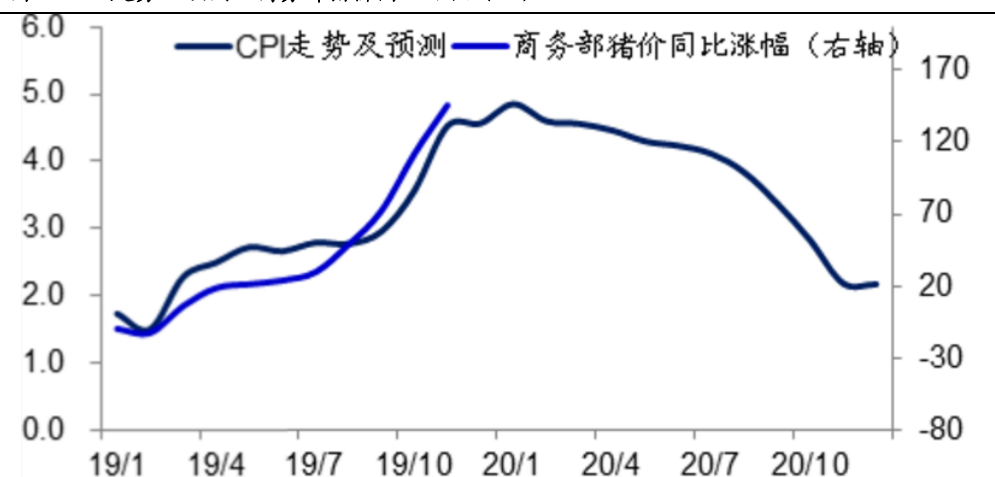


资料来源：Wind，商务部，海通证券研究所

目前猪肉在中国CPI中的权重大约在2%-2.5%之间，考虑到猪价在10月份的大涨，我们预测10月份的中国CPI或将升至3.6%，11月的CPI或将升至4.5%。而在明年1

季度，受到春节因素的影响，CPI 最高或升至 5%左右水平。而上一次中国通胀达到 5%，还早在 2011 年。

图3 CPI 走势及预测、商务部猪价同比涨幅 (%)



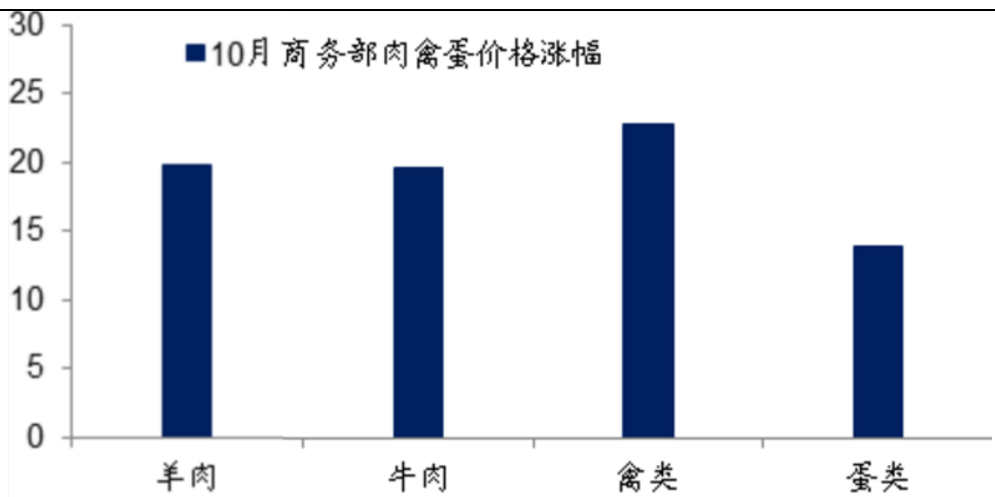
资料来源：Wind，商务部，海通证券研究所，19 年 10 月以后为预测值

二、消费企稳向好，通胀预期回升。

为何通胀突然出现了大幅上升？

有人说，就是因为猪价涨的太多，拿掉猪价以后就是通缩。但其实目前上涨的并不止是猪价，与猪价相关的肉禽蛋等的价格出现了普遍上涨。商务部的数据显示，10 月的鸡蛋价格涨幅约为 14%，牛肉和羊肉价格的同比涨幅约为 20%，禽肉价格涨幅约为 23%。

图4 10 月商务部肉禽蛋价格涨幅 (%)

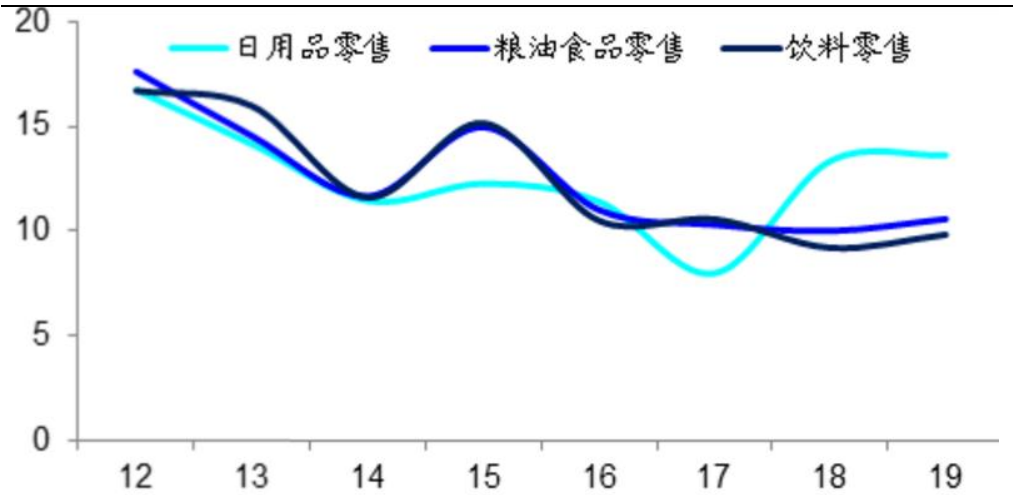


资料来源：商务部，海通证券研究所

如果只是猪价单独上涨，可以解释为生猪疫情导致猪肉供给下降，所以使得猪价上涨，但是难以解释肉禽蛋等商品价格的普遍上涨。唯一合理的解释是，在食品价格方面有着需求的支撑，所以使得食品类价格多有上涨。

统计局每个月会发布中国的消费数据，9 月份的社零总额增速是 7.8%，前 9 个月累计增速为 8.2%，低于 18 年全年的 9%，今年的消费增速看上去并不是特别强劲。

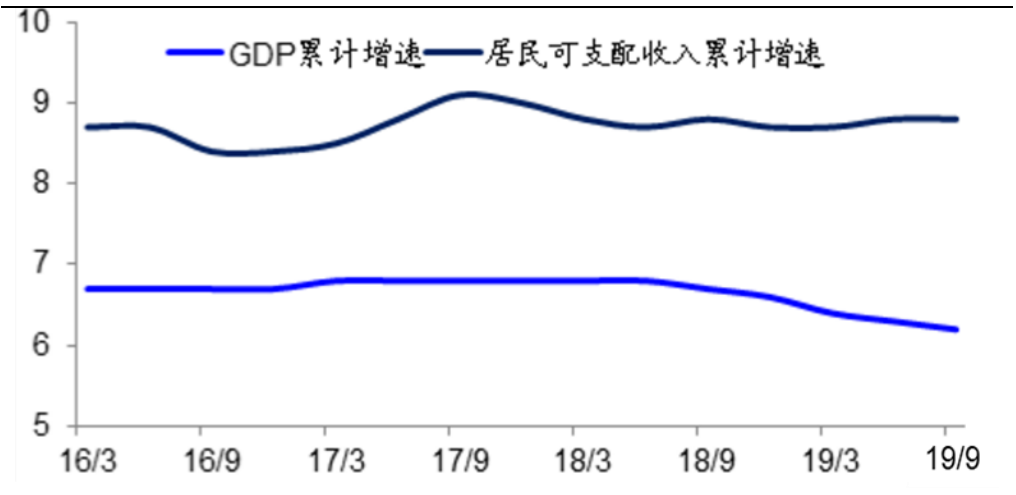
但统计局也发布消费的结构数据。今年前 9 个月饮料消费增速是 9.8%，粮油食品消费增速是 10.6%，日用品消费增速是 13.6%，分别是 2 年、3 年和 6 年新高。

图5 限额以上日用品、粮油食品、饮料零售增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

而今年真正拖累消费的是出行类商品，前9个月限额以上汽车销售累计下降0.7%，而去年同期增长0.2%，前9个月石油类消费同比增长1.7%，而去年同期增长14.4%，扣除出行商品之后的消费增速整体保持平稳。

消费保持稳定增长的背后，是居民的收入增速保持稳定。前三季度全国居民人均可支配收入为22822元，同比增长8.8%，增幅高于去年的8.7%，居民收入增速的改善远好于经济增速的下滑，这也侧面反映了大规模减税降费的作用。

图6 GDP 累计增速，居民可支配收入累计增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

印证消费向好的另一个指标是消费者信心指数，19年9月的最新读数是124.1，前9月的均值是124.4，均处于最近10年以来的最高位附近。虽然消费者信心指数好的让人难以置信，但其上升与通胀的回升是高度一致的。

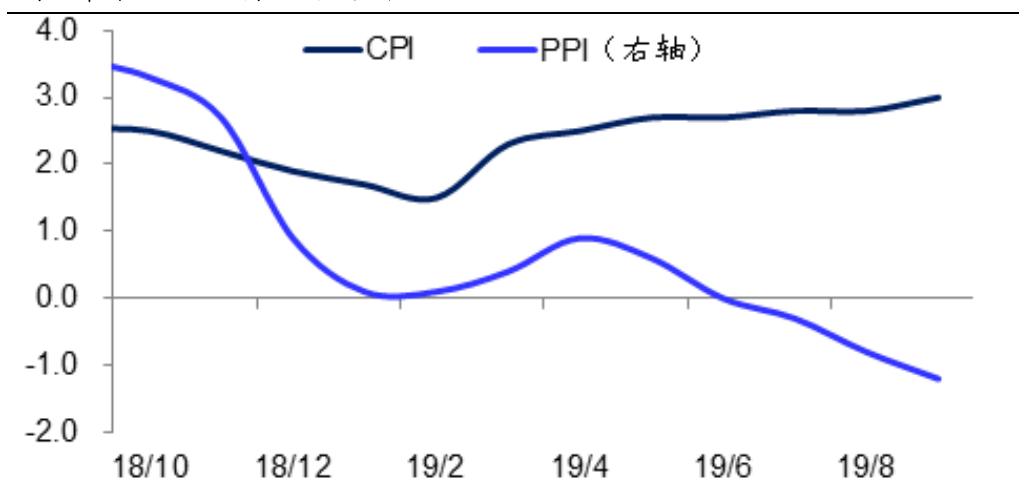
图7 消费者信心指数, CPI (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

因此, 虽然今年3季度的中国经济增速创下6%的新低, 但主要受到投资增速下滑和出口下降的拖累, 而减税降费之后居民收入增速达到8.8%, 消费增速整体保持在8.2%的平稳增长, 这也就使得与消费有关的CPI出现了上行的压力。

三、货币增速企稳, PPI即将见底。

目前中国到底是通胀还是通缩? 市场依然存在着巨大的争议。原因在于虽然9月的CPI达到3%, 但是9月的PPI仅为-1.2%, 看消费品价格是通胀, 但看工业品价格则是通缩。

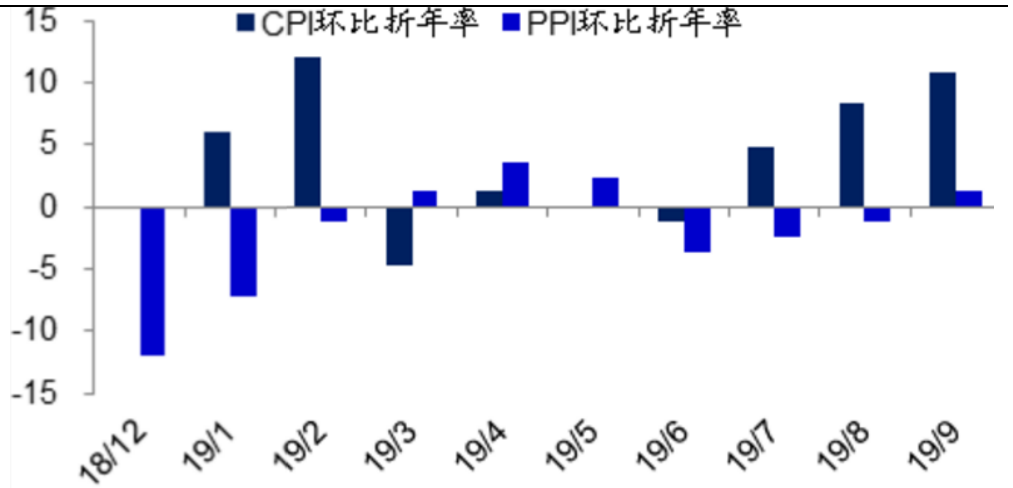
图8 中国CPI、PPI同比涨幅 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

在实际生活当中, 大家往往会觉得自己感受到的物价和统计局公布的不太一致。为什么会有这种感受? 一方面由于统计局的统计样本和大家平时关注的商品不一样。另一方面在于, 统计局公布的物价是同比指标, 也就是今年和去年同月之比, 而大家平时的感受往往是这个月与上个月的变化, 这其实是在做环比比较。

如果从环比来看9月的物价, 9月CPI环比上涨0.9%, PPI环比上涨0.1%, 折合年化涨幅分别为10.8%和1.2%, 其实呈现的是全面通胀的走势。

图9 中国 CPI、PPI 环比折年率 (%)



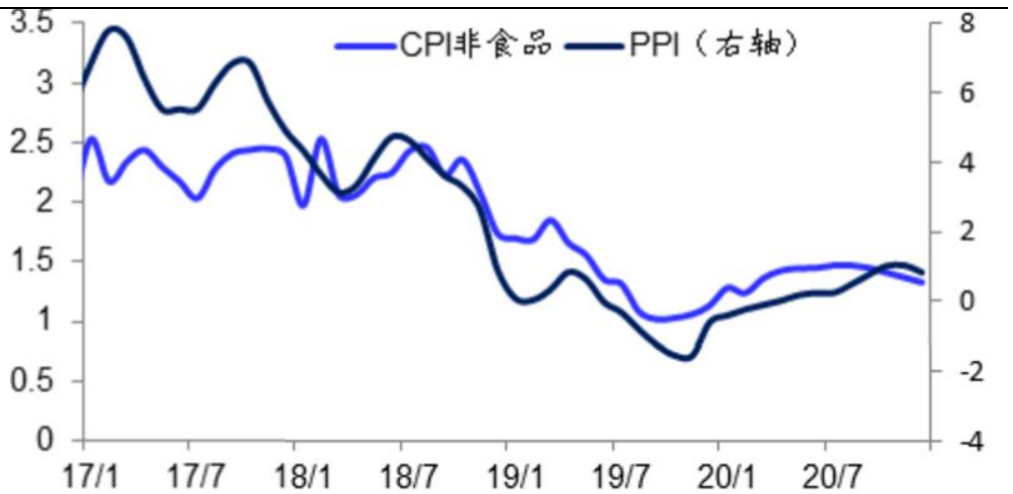
资料来源: Wind, 海通证券研究所

理解了同比和环比涨幅的区别之后,我们再来看中国的 PPI。可以发现虽然 9 月份的 PPI 同比涨幅只有 -1.2%,但其实 PPI 在过去 1 年的主要下降是发生在 18 年 12 月和 19 年 1 月,那两个月 PPI 环比累计下降了 1.5%,扣除这两个月后的 PPI 并没有下跌。

也就是说,到了今年 12 月以后,由于 PPI 环比大幅下降的两个月不再计入同比涨幅,届时 PPI 同比降幅有望出现明显缩窄,这意味着 PPI 即将在今年 11 月见底。

历史数据显示,中国的工业品价格 PPI 与 CPI 中的非食品价格走势高度一致,因而随着 PPI 的见底在即,CPI 非食品价格也有望在今年年底见底回升。

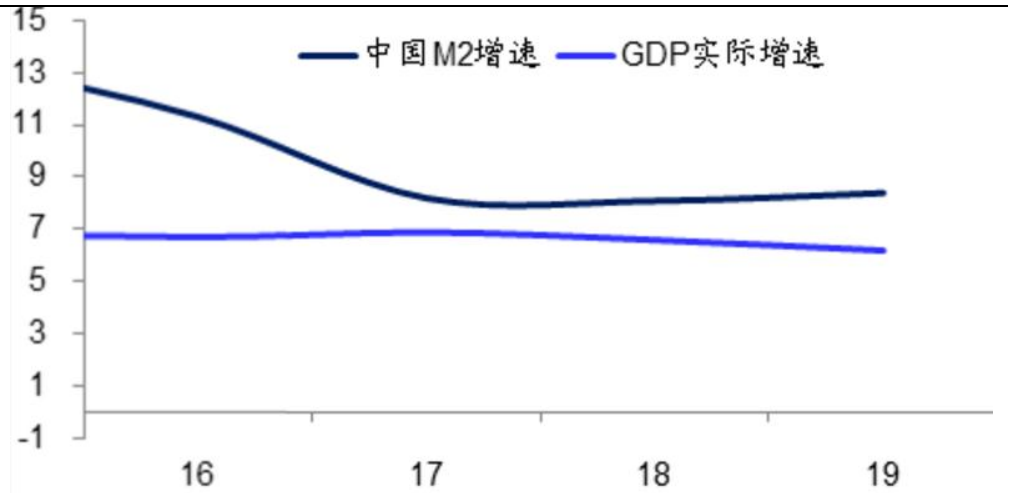
图10 中国 CPI 非食品、PPI 走势与预测 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 19 年 10 月以后为预测值

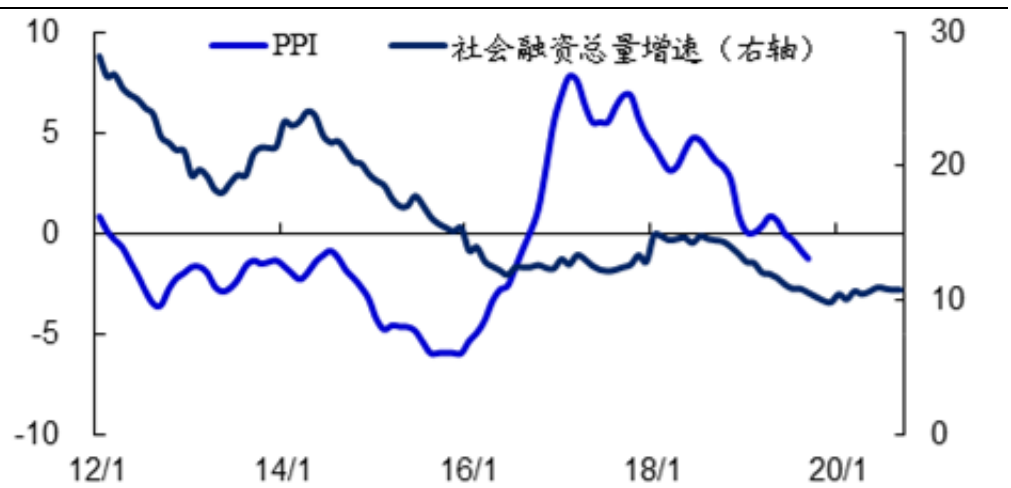
为何会在当前出现通胀压力?从理论上说,一切通胀都是货币现象,因而源头还是在于货币增速。

一是从增速比较来看,目前中国广义货币 M2 增速为 8.4%,而 3 季度 GDP 增速为 6%,货币增速仍高于经济实际增速,而且两者的差距在经过两年压缩以后重新扩大,这两者之差其实是产生通胀的重要动力。

图11 中国 M2 增速, GDP 实际增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

二是从增速的走势来看, 虽然本轮广义货币 M2 增速保持在 8% 左右, 看不出明显的变化趋势, 但是与之类似的社会融资总量增速则是在 18 年 12 月见底, 今年以来持续回升。而过去社融增速大致领先于 PPI 和 CPI 非食品价格变化 1 年左右, 这也就预示着 PPI 以及 CPI 非食品价格都有望在今年年底见底回升。

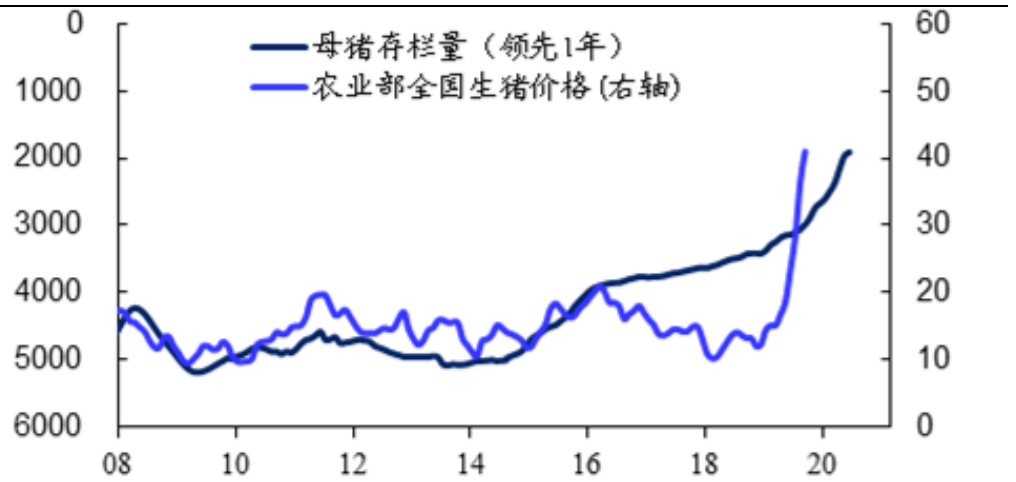
图12 中国社融总额增速 (领先一年), PPI (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

因此, 基于货币和融资增速的企稳回升, 未来大概率是 PPI 和非食品价格接力上行, 物价更大概率是走向通胀而非通缩。

虽然由于猪价大涨, 我们预测 2020 年上半年的 CPI 或将升至 4-5% 左右高位。但猪价不会永远上涨, 考虑到猪粮比已经创出 20: 1 的历史新高, 远超 6: 1 的盈亏平衡点, 预计母猪存栏有望从 4 季度开始逐渐恢复, 而到了 2020 年下半年生猪出栏量有望回升。与此相应, 猪价到明年下半年有望见顶回落, 而 CPI 也有望再次下降。

图13 母猪存栏量（领先一年，万头），生猪价格（元/公斤）



资料来源：Wind，海通证券研究所

但如果 CPI 非食品价格在明年持续回升，那么明年下半年的 CPI 并不会立即回落到通缩区间，而是有望保持在 2-3%左右的温和通胀区间。也就是说，虽然我们在未来半年左右的短期内会面临猪价大涨带来的高通胀压力，但是在更长期内还是温和通胀的走势。

四、货币宽松受限，利率下行受阻。

在短期通胀加速上行的背景下，央行宽松货币政策将受到约束。

根据我们的统计，过去 20 年的 4 次降息均发生在通胀的下行周期，而且是在通胀下行至官方政策目标之下以后。而目前通胀刚刚上行突破 3%的政策目标，这其实并不支持央行继续放松货币政策。

图14 金融机构存款基准利率，CPI (%)

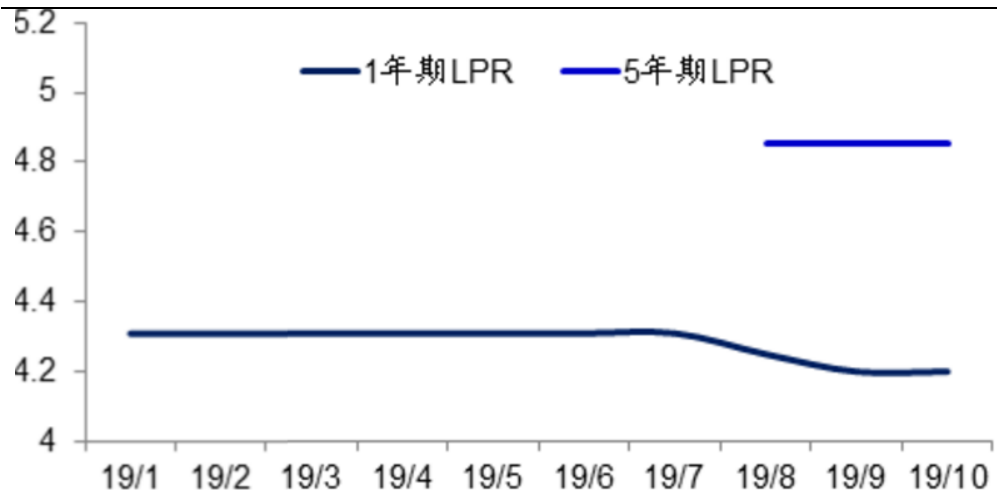


资料来源：Wind，海通证券研究所

从央行官员近期的表态来看，易纲行长强调货币政策要以我为主，货政司司长强调防止通胀预期扩散，这也意味着在国内通胀继续上行的背景下，即便海外降息不断，国内货币政策也将继续保持定力。

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，但是在 4 季度的第一个月 TMLF 并未出现。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 月以来的宽松货币政策低于预期。

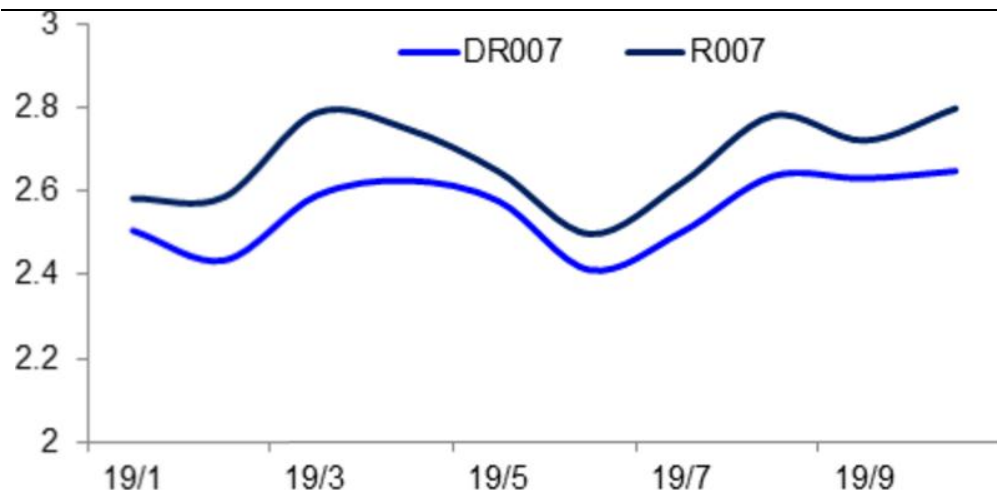
图15 1年期LPR和5年期LPR (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

与此同时,国内利率也出现了明显的回升。在短端的货币市场上,10月份R007和DR007均值分别为2.8%和2.65%,均创下年内的月度新高,而且已经连续4个月回升。

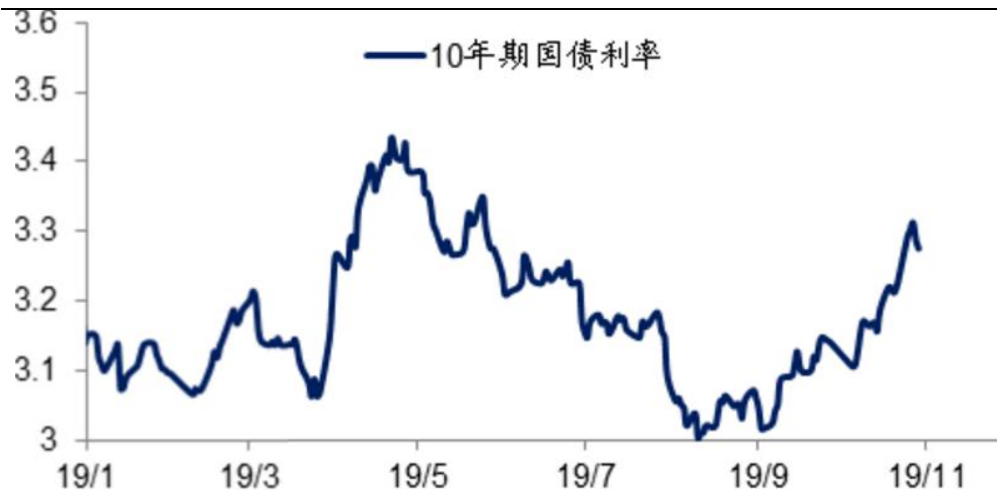
图16 7天回购利率R007与DR007 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而在长端的债券市场上,10月份的10年期国债利率一度触及3.31%的5个月新高,比8月份的最低点上行30bp。

图17 10年期国债利率 (%)



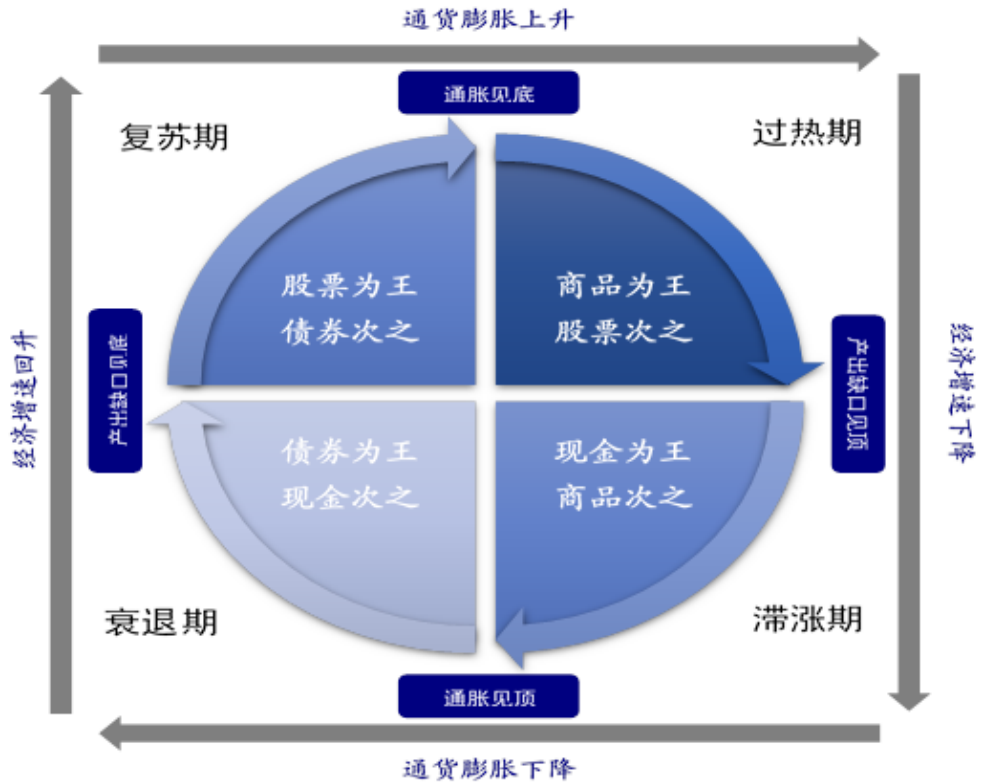
资料来源: Wind, 海通证券研究所

虽然短期通胀面临加速上行的压力，但是考虑到经济增速仍偏弱，央行也不会收紧货币政策，因此虽然利率下行受阻，未来不排除还会继续小幅上行，但上行空间应该是有限的，10年期国债利率不至于上行突破3.6%左右的历史均值。

五、弱复苏非滞胀，股市盈利慢牛。

很多人把中国经济当前的状况定义为滞胀，理由是经济下行，而且通胀上行。根据美林投资时钟，在滞胀的环境下，最佳配置是商品和现金，而股市和债市往往都会下跌。

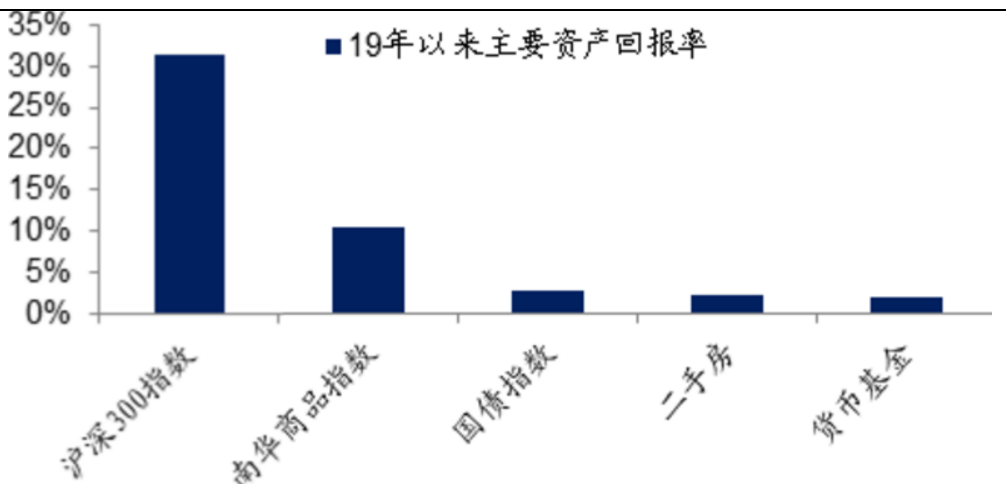
图18 美林投资时钟



资料来源：美林证券，海通证券研究所

但是今年以来，代表股市表现的沪深300指数涨幅高达31.3%，而同期南华商品指数涨幅为10.4%，银行间国债指数涨幅为2.9%，全国二手房挂牌价上涨2.4%（国信达数据），货币基金收益率约为1.9%。股市和商品的表现最好，其中又以股市最佳，这其实是在经济复苏期才会出现的现象。

图19 19年以来主要资产回报率（%）



资料来源：Wind，国信达，海通证券研究所，数据截止2019年11月1日

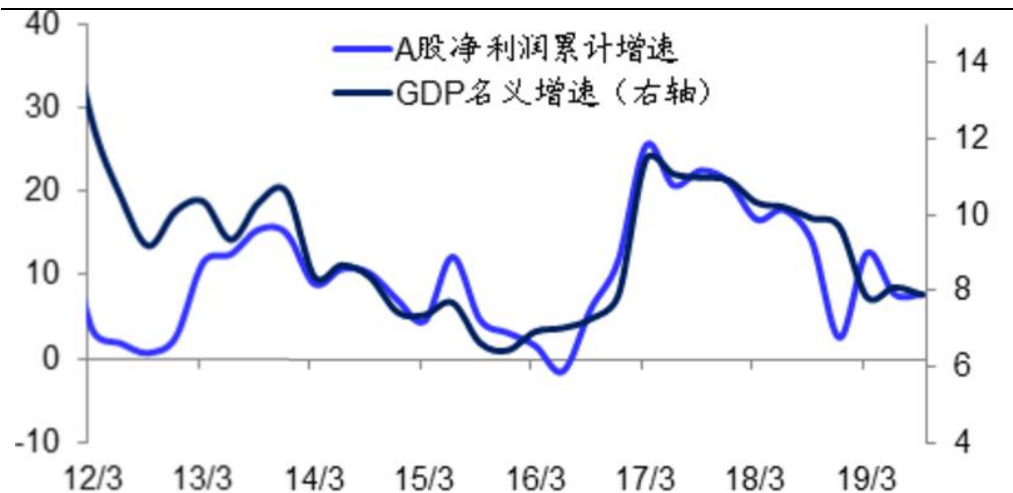
资产价格的表现意味着当前中国经济绝非滞胀。滞胀的真正定义是经济停滞，而且通胀大幅上升。但中国当前经济增速依然有 6%，实物指标的发电量增速也有 4.7%，这绝对不能称为停滞，只是弱势增长。而通胀虽然在短期加速上行，但主要由猪价所贡献，扣除食品之后的核心通胀保持温和上涨。从中长期来看，弱增长加上温和通胀，这其实更加类似于弱复苏的状态。

在通胀环境下，理论上股市和实物资产都能受益，但我们认为未来中国最好的投资机会仍在股票市场。

理由在于，虽然通胀环境下实物资产可以涨价，但是中国经济毕竟还在继续增长，这意味着企业的产品产量还在持续增加，因而量价两方面都可以提升中国企业的利润。也就是说，实物资产只是受益于通胀，而股市则是同时受益于通胀上升和经济增长。

今年前 3 季度，A 股上市公司的净利润增速为 7.8%，与 2 季度基本持平，与同期 7.9% 的 GDP 名义增速大致相当。未来只要中国经济保持 5-6% 左右的中速增长，再加上 CPI 和 PPI 综合以后的总体通胀保持在 2-3% 的温和区间，GDP 名义增速就有望稳定在 7-8% 左右，而企业盈利增速也有望保持在 7-8% 左右，再加上 2% 左右的股息率，只要股市的低估值保持稳定，A 股依然有望给投资者带来 10% 左右的年化回报率。

图20 A 股净利润增速、GDP 名义增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

因此，本轮股票牛市并非很多人所期待的水牛快牛，而是盈利改善支撑的长期慢牛。利率没有下降所以市场涨不快，但恰恰是涨的慢才能够持久。所以，通胀来了固然要小心，但配置在中国股票市场就足以对抗通胀。

2. 经济：地产销售回升

1) 地产销售回升。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%，占比最大的三四线城市地产销售继续改善。而克而瑞公布的 10 月全国百强地产企业销售增速从 5.3% 升至 11.2%，印证全国地产销售改善。

2) 汽车降幅扩大。乘联会 10 月前 27 日乘用车零售和批发增速均为 -15%，降幅比 9 月又有扩大。

3) 工业生产改善。10 月 6 大电厂发电耗煤增速升至 19.3%，意味着 10 月以来的工业经济仍在继续改善。

4) 制造业现分化。10 月中采制造业 PMI 回落至 49.3，而财新制造业 PMI 回升至 51.7 的 3 年新高，意味着制造业景气出现分化。

3. 物价：通胀加速上行

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%。

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%。

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%。

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。

4. 流动性：宽松预期减弱

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22bp至2.4%。

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。

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。

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。

5. 政策：四中全会召开

1) **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。

2) **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。

3) **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。

6. 海外：美联储如期降息，日本央行下调经济预期

1) **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。

2) **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。

3) **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%。

4) **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。

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
宋潇(021)232154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
应镓娟(021)23219394 yjx12725@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
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
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
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
周一洋(021)23219774 zyy10866@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
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜璐璐(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@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
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
李凡 lf12596@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
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@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
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
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
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@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
郑蕾 075523617756 zl12742@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
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
高瑜(021)23219415 gy12362@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
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@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 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 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 张崢青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@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 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 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 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@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 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@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(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@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)23154395 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 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
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金鑫 gjy12727@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