

相关研究

《高通胀的前世今生（海外篇）》

2019.11.11

《小镇青年的归宿：从城镇到城市——

“城镇化”系列之二》2019.11.11

《大类资产的历史变迁——兼论资产表现背后的宏观逻辑》2019.11.04

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

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

联系人:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

经济继续放缓，通胀预期上行

投资要点:

- **海外经济：鲍威尔暗示降息暂停，美国 10 月 CPI 同比回升。**上周三，鲍威尔称，美国不适合推出负利率，暗示短期内或不继续降息。美国 10 月零售销售环比增长 0.3%，好于预期；10 月工业产出环比下降 0.8%，是 18 年 5 月以来最大跌幅。美国 10 月 CPI 同比上升 1.8%，环比 0.4%，均高于前值，但 10 月核心 CPI 同比 2.3%，不及前值 2.4%。英国三季度 GDP 同比增速放缓至 1%，为 2010 年一季度以来最低水平。
- **国内经济：经济继续放缓，通胀预期上行，社融增速稳定**
 - **经济继续放缓。**10 月工业增加值增速 4.7%，较 9 月明显下滑，意味着工业生产再度转弱，但发电量增速保持稳定，主要缘于 10 月服务业生产指数增速稳中略升。1-10 月全国固定资产投资增速继续下滑至 4.2%。其中制造业投资增速有所反弹，拖累主要来自汽车制造业，但年初以来工业企业利润增速逐季回升，而企业中长期贷款增速也连续 3 个月回升，都对制造业投资形成助力；基建投资增速小幅回落，但国常会提出要降低部分基础设施项目最低资本金比例，有望对基建投资形成托底。10 月房地产投资增速高位回落，印证房企到位资金增速再度走弱。10 月全国商品房销售面积同比增速 1.9%，较 8、9 月小幅回落，但仍高于今年前 7 月增速。考虑到地产销售增速持续 4 个月为正，地产投资大幅下行的风险有所下降，韧性有所增强。10 月社消零售增速 7.2%，限额以上零售增速 1.2%，饮食类、服装类、出行类、居住类等四大类消费全线下滑，或与居民受“双 11”影响推迟消费有关。整体看，经济下行承压，但依旧维持在 5-6% 左右中速增长区间，而高通胀难成长期趋势，未来经济将迎来大缓和而非滞胀。
 - **通胀预期上行。**10 月 CPI 环比上涨 0.9%，同比大幅上升至 3.8%，创下 12 年以来新高。猪价继续大涨，而消费替代也助推其他肉类价格上涨，但鲜果和蔬菜供应充足，价格均出现下跌。预计 11 月 CPI 同比继续上升至 4.7%。10 月 PPI 环比上涨 0.1%，同比回落至 -1.6%。11 月以来国际油价回升，但国内煤价回落，钢价走势分化，我们预计 11 月 PPI 同比降幅缩窄至 1.5%。当前通胀处于分化状态，短期内会面临高通胀压力，春节错位效应下明年 1 月或是 CPI 高点。而从中长期来看，产能恢复或将带动猪价在明年下半年见底回落，但信贷回升或助推非食品 CPI 温和反弹，通胀将处于温和区间。
 - **社融增速稳定。**10 月新增社融 6189 亿元，同比少增 1185 亿元，拖累主要来自居民短贷与票据融资。10 月人民币贷款增加 6613 亿元，同比少增 357 亿元，其中居民部门贷款同比少增 1426 亿元，主因短贷拖累。10 月企业部门贷款同比少增 241 亿元，在央行鼓励增加制造业中长期信贷的背景下，企业中长贷连续 3 个月改善。10 月财政存款同比少增约 270 亿，M2 同比持平在 8.4%，M1 同比略降至 3.3%，M0 同比回升至 4.7%。10 月社融存量增速 10.7%，较 9 月略降 0.1 个百分点，整体依然稳定。考虑到通胀压力仍大，短期宽松依然受限，不过结构性的通胀也不会引发政策收紧，货币仍将保持稳健。
- **国内政策：促进有效投资。**国务院总理主持召开部分省份经济形势和保障基本民生座谈会，要推进市场化法治化国际化营商环境建设，释放体制机制创新潜力，要加强农民工工资清欠，做好猪肉等生活必需品保供稳价。发改委等 15 部门联合发布《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》，针对制造业重点行业、服务业重点领域，提出双向融合发展的 10 项可能路径。国务院常务会议决定健全固定资产投资项目资本金管理促进有效投资，下调基础设施项目最低资本金比例不超 5 个百分点。

目 录

1. 海外经济：鲍威尔暗示降息暂停，美国 10 月 CPI 同比回升.....	6
1.1 鲍威尔暗示降息暂停.....	6
1.2 英国三季度 GDP 放缓.....	6
2. 10 月数据：经济继续放缓，通胀预期上行，社融增速稳定.....	6
2.1 通胀：10 月 CPI 续升，通胀预期上行.....	7
2.2 工业：生产再度走弱，筑底仍有希望.....	11
2.3 投资：地产基建拖累，制造业增速反弹.....	14
2.4 消费：必需继续走弱，可选难言改善.....	16
2.5 外贸：进出口均改善，顺差继续回升.....	17
2.6 金融：社融增速稳定，企业中长贷改善.....	20
3. 政策：促进有效投资.....	23

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 (%)	8
图 4	CPI 食品价格环比增速 (%)	8
图 5	22 省市猪肉平均价格同比和猪肉 CPI 同比 (%)	8
图 6	自繁自养的生猪养殖利润 (元/头)	8
图 7	CPI 各大类价格同比 (%)	9
图 8	CPI 各大类价格环比 (%)	9
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 (%)	10
图 12	PPI 生产资料和生活资料价格同比走势 (%)	10
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 (%)	11
图 16	工业增加值同比和季调环比增速 (%)	11
图 17	主要工业行业增加值同比增速 (%)	12
图 18	出口交货值同比增速 (%)	12
图 19	粗钢产量、表观消费量同比增速 (%)	12
图 20	主要工业品产量同比增速 (%)	13
图 21	工业增加值、发电量同比增速 (%)	13
图 22	工业、服务业用电量占比变化 (%)	13
图 23	工业增加值、服务业生产指数同比增速 (%)	13
图 24	GDP、CPI 季度同比增速及预测 (%)	14
图 25	全国固定资产投资、民间投资当月同比增速 (%)	14
图 26	制造业投资同比增速 (%)	15
图 27	制造业分行业投资累计同比增速 (%)	15
图 28	新、旧口径下基建投资累计同比增速 (%)	15
图 29	基建投资分项累计同比增速 (%)	15
图 30	房地产投资同比增速 (%)	15

图 31	房地产投资增速、房地产投资资金来源增速 (%)	15
图 32	全国商品房销售面积同比增速 (%)	16
图 33	全国首套平均房贷利率 (%)	16
图 34	全国土地购置面积同比增速 (%)	16
图 35	全国房屋新开工面积同比增速 (%)	16
图 36	社会消费品零售名义、实际增速及限额以上零售增速 (%)	16
图 37	必需品零售增速 (%)	17
图 38	汽车类零售增速 (%)	17
图 39	石油及制品类零售增速 (%)	17
图 40	家电音像、家具、建材类零售增速 (%)	17
图 41	中国进出口总额、出口与进口同比增速 (%)	17
图 42	美国、日本、欧元区制造业 PMI (%)	17
图 43	中国对美国、日本、欧盟月度出口同比 (%)	18
图 44	对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比 (%)	18
图 45	中国对 RCEP 和美国出口增速 (%)	18
图 46	中国对 RCEP 和美国出口占比 (%)	18
图 47	一般贸易、加工贸易月度出口同比 (%)	19
图 48	劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比 (%)	19
图 49	我国重点出口商品占总出口比重 (%)	19
图 50	我国重点出口商品出口金额同比增速 (%)	19
图 51	主要大宗商品进口量同比增速 (%)	19
图 52	集成电路进口数量和金额同比增速 (%)	19
图 53	我国重点进口商品占总进口比重 (%)	20
图 54	我国重点进口商品进口金额同比增速 (%)	20
图 55	我国进出口增速及贸易差额	20
图 56	广交会出口成交额增速及我国出口规模半年增速 (%)	20
图 57	中国对美出口加税清单商品金额同比增速 (%)	20
图 58	社会融资规模及同比多增 (亿元)	21
图 59	社会融资主要分项同比多增 (亿元)	21
图 60	历年各月末贴现的银行承兑汇票融资 (亿元)	21
图 61	历年各月新增地方政府专项债融资 (亿元)	21
图 62	历年各月居民短期贷款增长 (亿元)	22
图 63	居民短贷和中长贷同比多增 (亿元)	22

图 64	历年各月企业中长期贷款增长（亿元）	22
图 65	企业贷款分项同比多增（亿元）	22
图 66	历年各月新增财政存款（亿元）	22
图 67	M2 和 M1 同比增速（%）	22
图 68	企业各类总融资存量增速（%）	23
图 69	社融以及政府和社会总融资存量增速	23

1. 海外经济：鲍威尔暗示降息暂停，美国 10 月 CPI 同比回升

1.1 鲍威尔暗示降息暂停

鲍威尔暗示降息暂停。上周三，鲍威尔在国会发表证词称，美联储降息空间没有以往大，美国不适合推出负利率；只要经济维持现有扩张，当前的货币政策目标立场就仍然适宜，暗示短期内或不继续降息；“低利率、低通胀和低经济”是美国经济新常态；认为目前美国政府的债务路径不可持续。

美国公布零售和工业数据。上周五，美国公布 10 月零售销售环比增长 0.3%，好于预期，并较前值-0.3%回升。同日公布的美国 10 月工业产出环比下降 0.8%，是 18 年 5 月以来最大跌幅，同比下降 1.5%，是三年来的最差表现。

美国 10 月 CPI 同比回升。上周三，美国公布 10 月 CPI 同比上升 1.8%，环比 0.4%，均高于前值，但 10 月核心 CPI 同比 2.3%，不及前值 2.4%。上周四数据显示，美国 10 月 PPI 环比增长 0.4%，为六个月来最大涨幅，但同比回落到 1.1%，是近三年新低。

1.2 英国三季度 GDP 放缓

上周一，英国公布三季度 GDP 同比增速放缓至 1%，为 2010 年一季度以来最低水平；环比增速 0.3%，好于前值-0.2%；其中服务业和建筑业分别增长 0.4%和 0.6%，但制造业未有增长。

2. 10 月数据：经济继续放缓，通胀预期上行，社融增速稳定

经济继续放缓。10 月工业增加值增速 4.7%，较 9 月明显下滑，意味着工业生产再度转弱，但发电量增速保持稳定，主要缘于 10 月服务业生产指数增速稳中略升。1-10 月全国固定资产投资增速继续下滑至 4.2%。其中制造业投资增速有所反弹，拖累主要来自汽车制造业，但年初以来工业企业利润增速逐季回升，而企业中长期贷款增速也连续 3 个月回升，都对制造业投资形成助力；基建投资增速小幅回落，但国常会提出要降低部分基础设施项目最低资本金比例，有望对基建投资形成托底。10 月房地产投资增速高位回落，印证房企到位资金增速再度走弱。10 月全国商品房销售面积同比增速 1.9%，较 8、9 月小幅回落，但仍高于今年前 7 月增速。考虑到地产销售增速持续 4 个月为正，地产投资大幅下行的风险有所下降，韧性有所增强。10 月社消零售增速 7.2%，限额以上零售增速 1.2%，饮食类、服装类、出行类、居住类等四大类消费全线下滑，或与居民受“双 11”影响推迟消费有关。整体看，经济下行承压，但依旧维持在 5-6%左右中速增长区间，而高通胀难成长期趋势，未来经济将迎来大缓和而非滞胀。

通胀预期上行。10 月 CPI 环比上涨 0.9%，同比大幅上升至 3.8%，创下 12 年以来新高。猪价继续大涨，而消费替代也助推其他肉类价格上涨，但鲜果和蔬菜供应充足，价格均出现下跌。预计 11 月 CPI 同比继续上升至 4.7%。10 月 PPI 环比上涨 0.1%，同比回落至-1.6%。11 月以来国际油价回升，但国内煤价回落，钢价走势分化，我们预计 11 月 PPI 同比降幅缩窄至 1.5%。当前通胀处于分化状态，短期内会面临高通胀压力，春节错位效应下明年 1 月或是 CPI 高点。而从中长期来看，产能恢复或将带动猪价在明年下半年见顶回落，但信贷回升或助推非食品 CPI 温和反弹，通胀将处于温和区间。

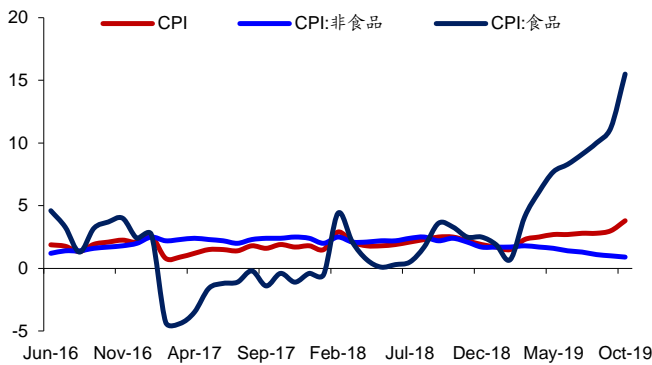
社融增速稳定。10 月新增社融 6189 亿元，同比少增 1185 亿元，拖累主要来自居民短贷与票据融资。10 月人民币贷款增加 6613 亿元，同比少增 357 亿元，其中居民部门贷款同比少增 1426 亿元，主因短贷拖累。10 月企业部门贷款同比少增 241 亿元，在央行鼓励增加制造业中长期信贷的背景下，企业中长贷连续 3 个月改善。10 月财政存款

同比少增约 270 亿，M2 同比持平在 8.4%，M1 同比略降至 3.3%，M0 同比回升至 4.7%。10 月社融存量增速 10.7%，较 9 月略降 0.1 个百分点，整体依然稳定。我们认为，考虑到通胀压力仍大，短期宽松依然受限，不过结构性的通胀也不会引发政策收紧，货币仍将保持稳健。

2.1 通胀：10 月 CPI 续升，通胀预期上行

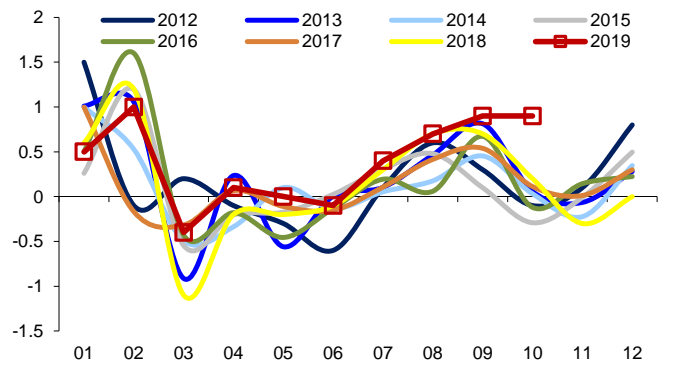
10 月 CPI 环比上涨 0.9%，同比大幅上升至 3.8%，创下 12 年以来新高。食品方面，猪价继续大涨，贡献 CPI 环比近九成涨幅，而消费替代也助推其他肉类价格上涨，但鲜果和蔬菜供应充足，价格均出现下跌，10 月食品 CPI 环比上涨 3.6%。非食品方面，国庆节出行增加，机票、住宿价格上涨，换季需求带动服装价格上涨，10 月非食品 CPI 环比上涨 0.2%。

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 (%)

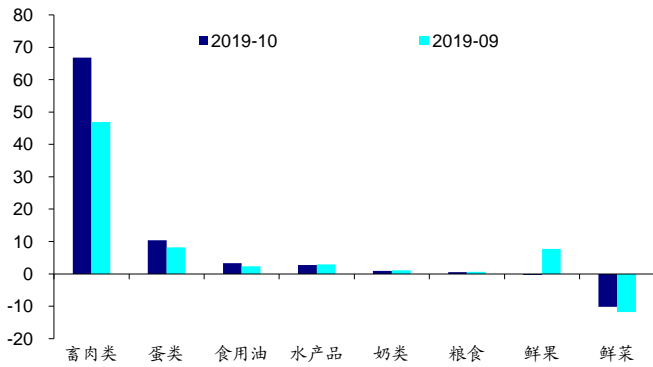


资料来源：Wind，海通证券研究所

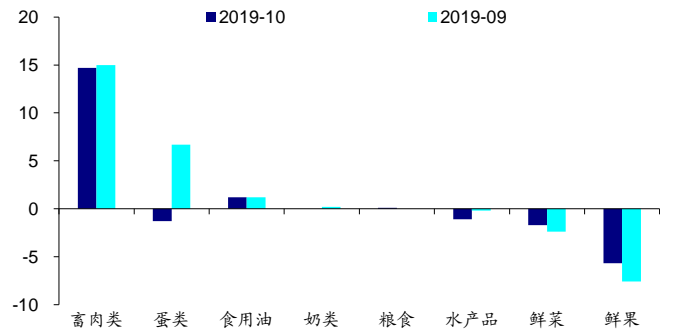
10 月食品价格环比上涨 3.6%，高于去年同期，历史上 10 月食品价格环比均值为 -0.5%，今年食品环比涨幅仍旧大幅强于季节性。

具体来说，非洲猪瘟导致猪肉供给减少，猪价环比继续大涨 20.1%，影响 CPI 上涨约 0.79 个百分点，也就是说 CPI 环比总涨幅的近九成由猪价贡献。受消费替代影响，其他肉类价格均有所上涨，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格涨幅在 1.0%—3.1% 之间。但蔬菜供应充足导致菜价下降 1.7%，而时令水果大量上市，鲜果价格下降 5.7%，合计影响 CPI 下降约 0.14 个百分点。

从同比来看，10 月食品价格上涨 15.5%，涨幅相比 9 月进一步上升 4.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 3.05 个百分点。其中猪肉价格同比上涨 101.3%，涨幅相比于 9 月进一步扩大 32 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.43 个百分点。牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在 12.3%—21.4% 之间，五项合计影响 CPI 上涨约 0.41 个百分点。而鲜果价格同比由涨转降，下降 0.3%，鲜菜价格同比下降 10.2%，跌幅有所收窄。

图3 CPI 食品价格同比增速 (%)


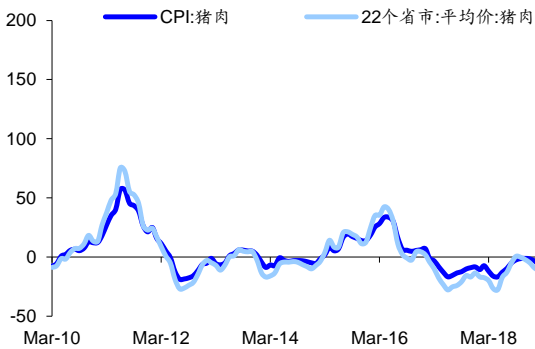
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 CPI 食品价格环比增速 (%)


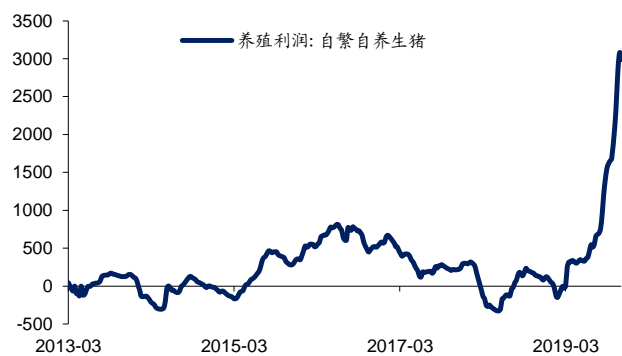
资料来源: Wind, 海通证券研究所

10月猪价继续大涨, 11月猪肉CPI同比仍将上行。10月以来猪肉价格继续大幅上涨, 10月猪肉CPI环比涨幅高达20.1%, 远超季节性。11月8日22省市猪肉平均价格已经上涨至54.1元/千克, 就按目前的价格来计算, 11月猪肉价格同比也将达到167%。而考虑猪肉CPI同比涨幅大约是22省市猪价涨幅的80%左右, 则11月猪肉CPI同比也可能升至120%-130%, 助推11月通胀继续上行。

存栏拐点或将出现, 明年下半年开始猪价可能回调。目前猪价上涨主要源于供需关系的失衡, 而9月生猪存栏和能繁母猪存栏再次创下19190和1913万头的历史新低。考虑到繁殖和生长的时滞, 猪价到明年二季度仍有上行压力。当前养殖户的补栏积极性不高或与非洲猪瘟影响有关。但是受到猪肉价格暴涨的影响, 11月自繁自养的生猪养殖利润已经达到3000元/头, 并且8月以来中央和各地纷纷出台了鼓励和补贴养殖的政策。预计年末生猪产能将逐步恢复, 需要密切关注10月能繁母猪和生猪存栏的情况。如果年末生猪存栏和能繁母猪存栏下降趋势得到扭转, 明年下半年猪肉供给或会出现好转, 并带来猪价下行。

图5 22省市猪肉平均价格同比和猪肉CPI同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

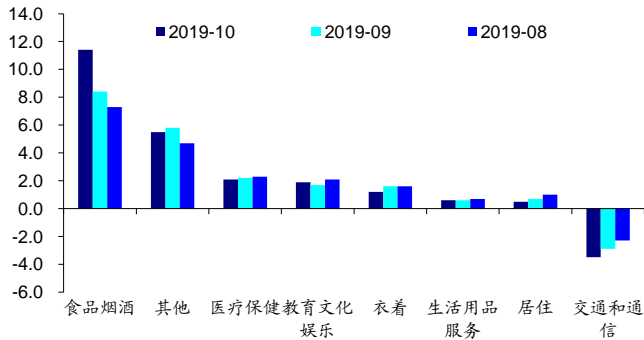
图6 自繁自养的生猪养殖利润 (元/头)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

10月非食品价格上涨0.2%, 影响CPI上涨约0.12个百分点。具体来说, 国庆节期间出行增加, 机票、旅行社和住宿价格分别上涨0.5%、0.7%和2.1%。而受换季需求影响, 服装价格上涨0.4%, 带动衣着分项环比上涨0.3%。

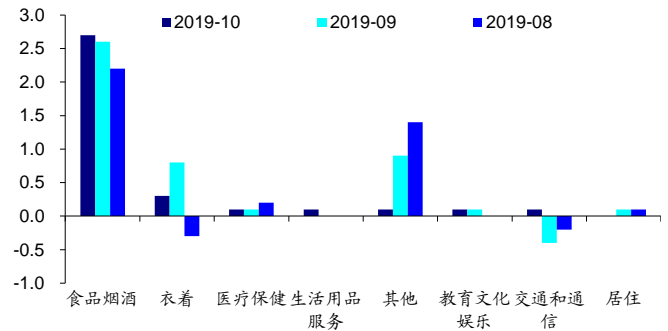
从同比来看,10月非食品价格上涨0.9%, 相比于9月继续下降0.1个百分点, 影响CPI上涨约0.70个百分点。其中国庆假期使得教育文化娱乐同比涨幅扩大, 其余分项同比涨幅收窄, 而交通和通信价格跌幅进一步扩大。

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

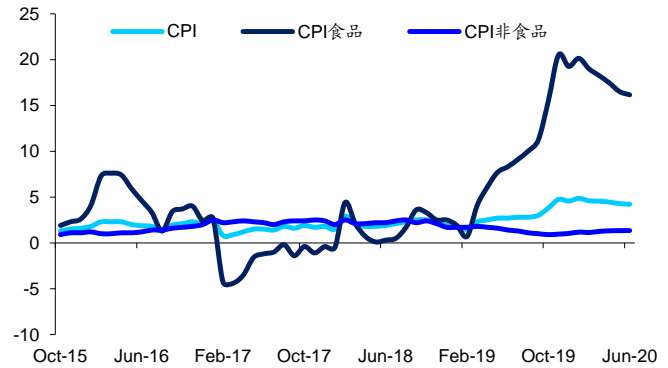
11月以来猪价涨幅趋缓,但是以目前猪价计算11月猪肉CPI同比还会进一步上升。同时11月以来蔬菜和鲜果价格平稳,下跌趋势也有所放缓,考虑到去年基数较低,我们预计11月CPI同比继续上升至4.7%。

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(%)

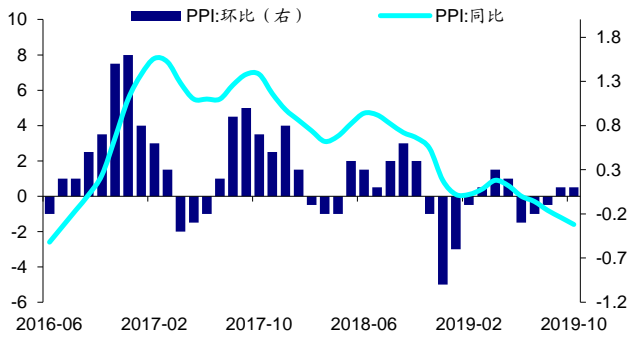


资料来源: Wind, 海通证券研究所

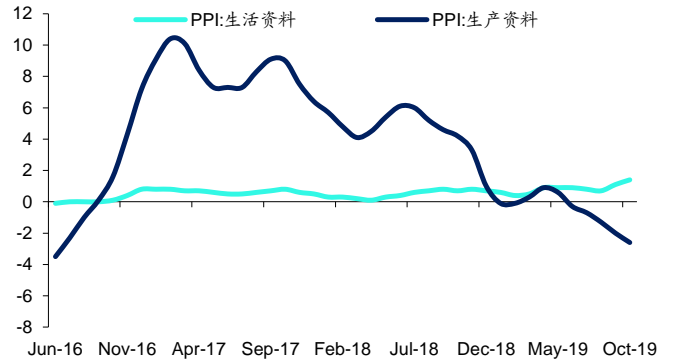
10月PPI环比上涨0.1%,同比继续回落至-1.6%。

从环比来看,10月生产资料价格持平;生活资料价格上涨0.3%。分行业来看,价格上涨的有17个,下降的16个,持平的7个。其中油气开采(0.8%)、燃料加工(0.4%)、燃气生产供应(0.3%)价格由降转涨,黑金采选(-0.5%)、黑色冶炼(-0.3%)、煤炭采选(-0.1%)价格跌幅收窄,农副食品加工(1.8%)价格涨幅与9月持平,有色金属冶炼(-0.3%)价格由涨转降。

从同比来看,10月生产资料价格下降2.6%,降幅扩大0.6个百分点;生活资料价格上涨1.4%,涨幅扩大0.3个百分点。行业表现上,价格降幅扩大的行业有油气开采、燃料加工、黑色金属和化学原料制品,价格涨幅回落的行业有黑金采选、有色金属,价格由涨转降的行业有煤炭采选。

图11 PPI 同比和环比走势 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

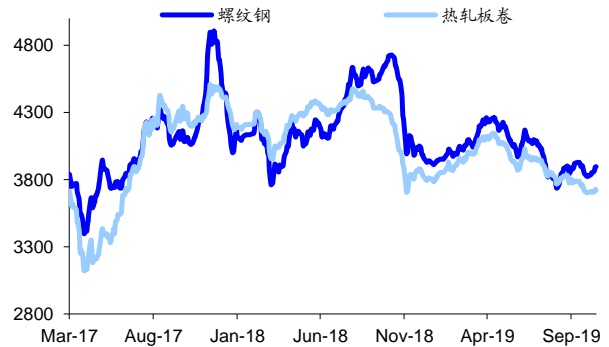
图12 PPI 生产资料和生活资料价格同比走势 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

11月以来国际油价小幅回升，但国内煤价回落，钢价走势分化，我们预计11月PPI同比降幅缩窄至1.5%。

图13 布伦特原油价格 (美元/桶)


资料来源：Wind，海通证券研究所

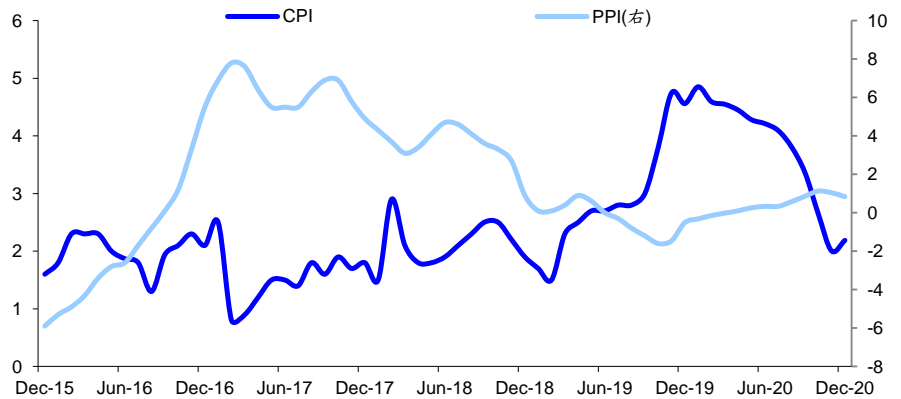
图14 螺纹钢和热轧板卷价格 (元/吨)


资料来源：Wind，海通证券研究所

自9月CPI同比破3以后，10月CPI同比继续跳升至3.8%。而当前通胀其实处于分化状态，目前通胀上行的主要原因在于食品价格上涨，10月食品CPI同比已经上升至15.5%的高点，而非食品CPI同比持续小幅下行。

食品价格上涨主因是猪价持续攀升，而高频数据显示11月猪肉价格同比增速还会进一步提升。9月能繁母猪和生猪存栏仍在下降，考虑出栏时滞，明年二季度之前供需失衡都将支撑猪价处于高位，因此未来猪价仍是短期通胀变化的核心。而非食品方面，18年四季度国际油价曾出现大跌，在低基数效应下PPI或在年末见底回升，并带动非食品CPI小幅反弹。因此，年末CPI同比还会继续上行，考虑到春节错位效应，明年1月或是CPI高点。

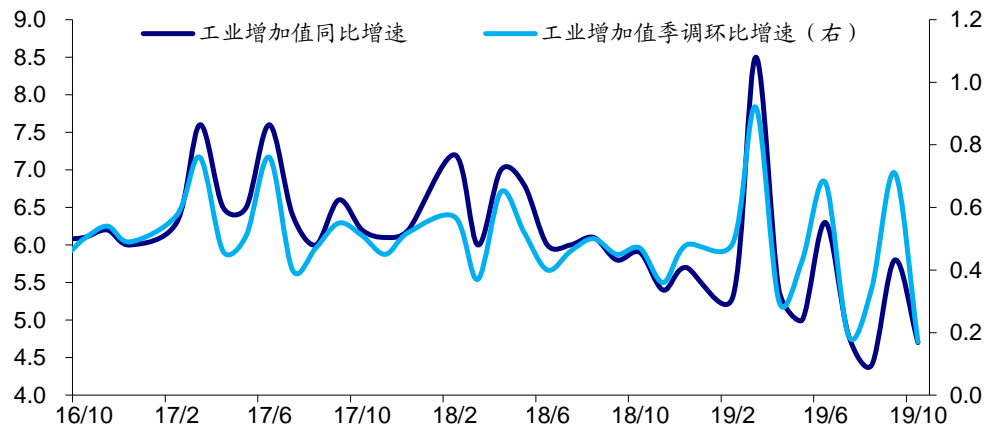
展望明年，猪价大涨带动生猪养殖利润屡创新高，生猪产能或在年末逐步恢复，这有利于明年下半年猪价走势的回落。而去年12月社会融资增速见底回升，考虑到信贷领先于PPI价格1年左右，预计明年PPI和非食品CPI同比增速都将温和回升，这将使得猪肉涨价效应减退以后，CPI同比也能保持在2-3%左右的区间内。整体来说，短期内我们会面临猪价大涨带来的高通胀压力，但是中长期来看，我国通胀将处于温和区间。

图15 CPI 和 PPI 同比及预测 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.2 工业: 生产再度走弱, 筑底仍有希望

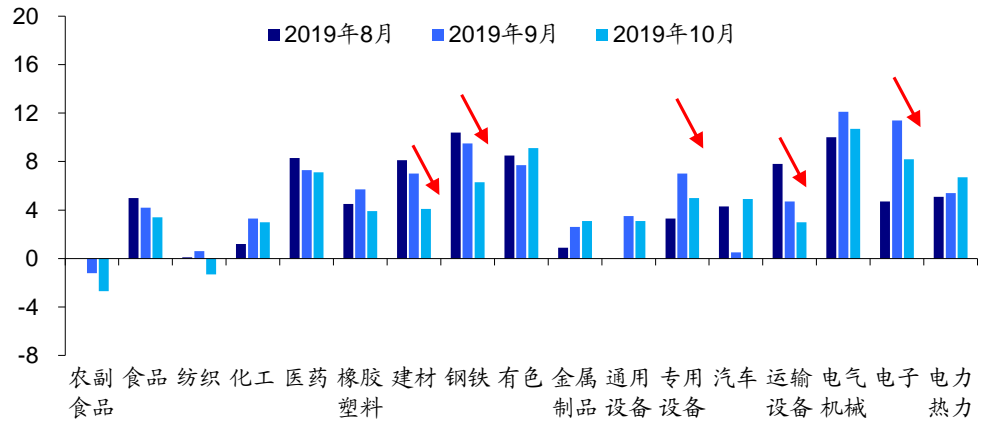
工业增速再度下滑。生产端, 10月规模以上工业增加值同比增长速 4.7%, 季调环比增速 0.17%, 均较 9月明显下滑, 指向工业生产再度转弱。

图16 工业增加值同比和季调环比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所。注: 1-2月为累计同比, 下同。

从中观看, 各主要行业增速普遍下滑。分上中下游看: 下游消费品类行业中, 汽车上升, 医药、农副、食品、纺织均下滑; 中游装备加工类行业中, 电力、金属制品上升, 通用设备、专用设备、运输设备、电气机械、电子均下滑; 中游原材料类行业中, 有色上升, 钢铁、建材、橡胶塑料、化工均下滑; 上游采矿业增速继续下滑。其中, 钢铁、建材、电子、专用设备等行业增速均明显下滑。

图17 主要工业行业增加值同比增速 (%)



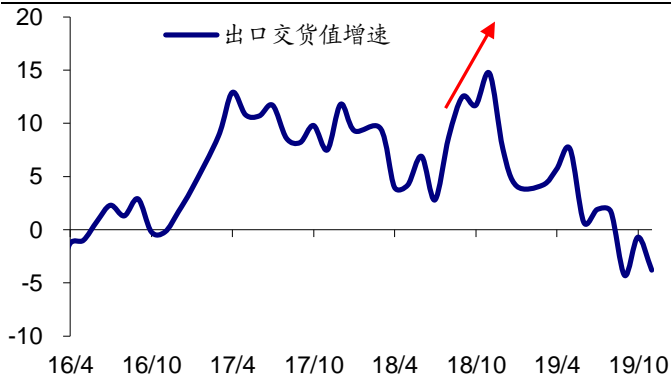
资料来源: Wind, 海通证券研究所

从中观看, 工业生产再度转弱, 主要有两方面原因。

一方面, “抢出口”高基数影响再现, 拖累装备加工类行业生产。受贸易摩擦升温导致的“抢出口”影响, 去年8-10月出口交货值同比增速超预期回升, 受高基数效应影响, 今年10月出口交货值同比降幅明显扩大, 带动出口依赖度较高的机电产品、高新技术产品生产转弱。

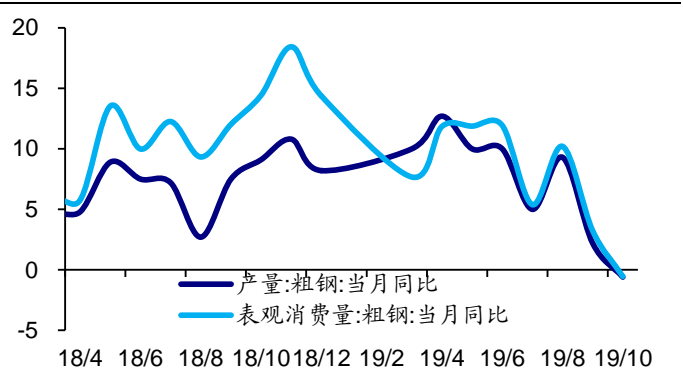
另一方面, 地产、基建投资放缓, 原材料类行业加大力度去库存。而受下游地产、基建投资短期走弱影响, 钢铁、水泥等行业加大力度去库存, 生产也明显放缓。

图18 出口交货值同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

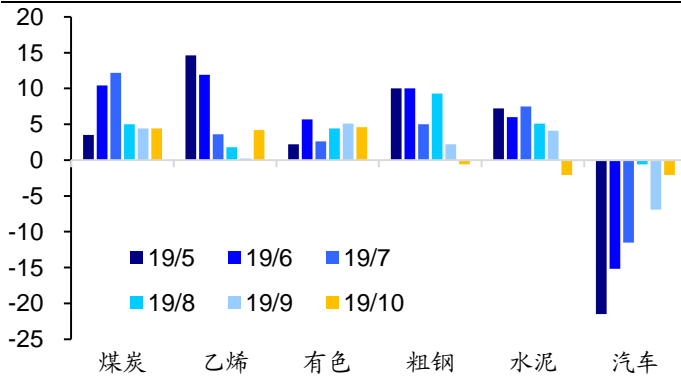
图19 粗钢产量、表观消费量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

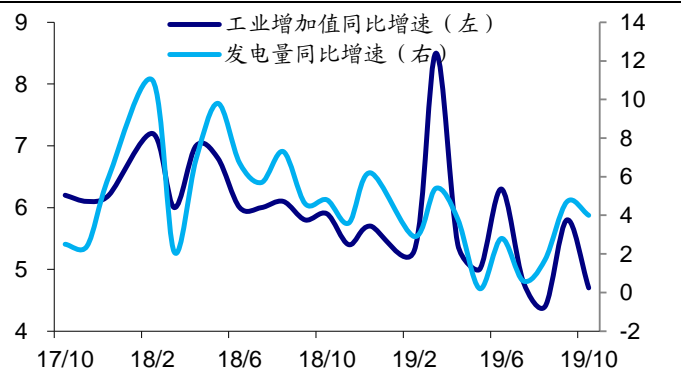
从微观看, 各主要工业品产量增速涨少跌多。具体看: 上游的煤炭产量增速持平; 中游的乙烯产量增速反弹, 但粗钢、水泥、有色金属产量增速均下滑; 下游的汽车产量降幅收窄。钢铁、水泥产量增速下滑转负, 也与相关行业增加值增速明显放缓相印证。

图20 主要工业品产量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

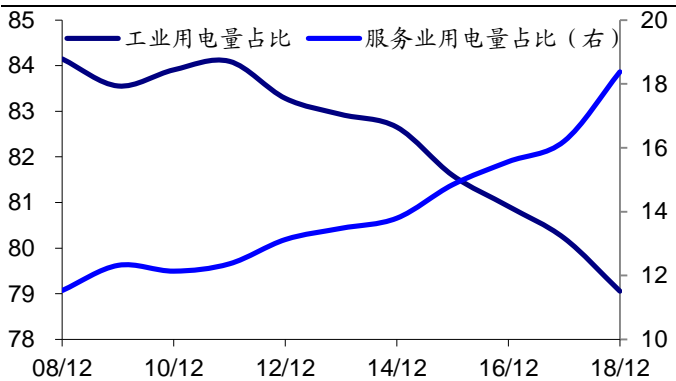
图21 工业增加值、发电量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

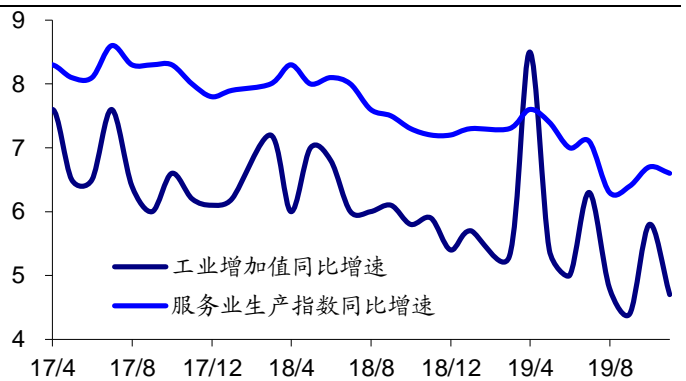
值得注意的是，实物指标中最重要的发电量增速仍保持稳定。从微观看，10月工业增速下滑主要是受钢铁、水泥等传统工业品产量增速下滑的影响。工业生产虽然与工业用电量高度相关，但随着过去几年服务业对经济增长的贡献率持续上升远超工业，工业和服务业的用电量占比也是此消彼长，发电量不仅涵盖了服务，也更真实的反映了经济的综合表现。而从服务业看，10月服务业生产指数同比增速较3季度稳中略升，受服务业企稳支撑，10月发电量增速也保持稳定。

图22 工业、服务业用电量占比变化 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 工业增加值、服务业生产指数同比增速 (%)



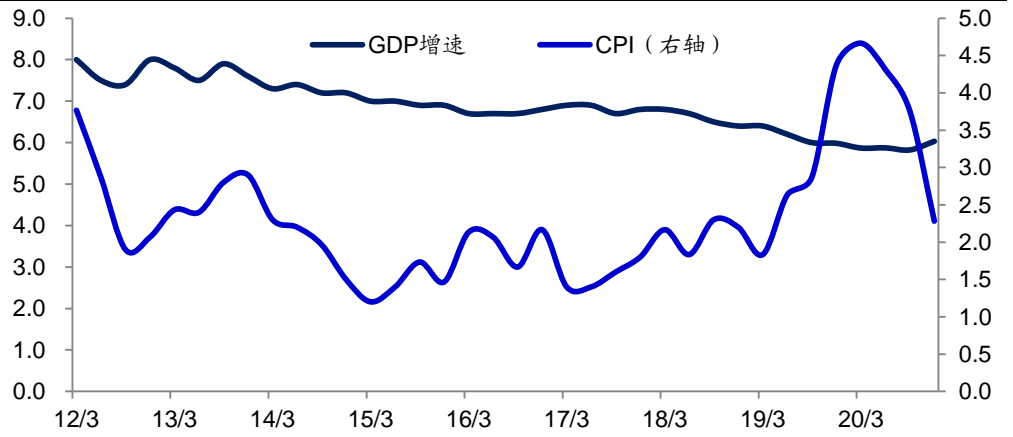
资料来源: Wind, 海通证券研究所。1-2月为累计同比

10月经济较9月小幅回落，但筑底仍有希望，未来经济将迎来大缓和而非滞胀。

生产端，高基数效应令出口交货值增速明显下滑，并带动装备加工类行业生产走弱，随着高基数效应的消退，11、12月出口交货值增速有望企稳回升。而发电量增速的企稳也指向服务业仍稳中向好。

需求端，盈利筑底和信贷回暖已经使得制造业投资逐步企稳，而国常会政策的落实有望托底基建投资，“双11”、“双12”等网购消费势头强劲料将带动年底消费改善。

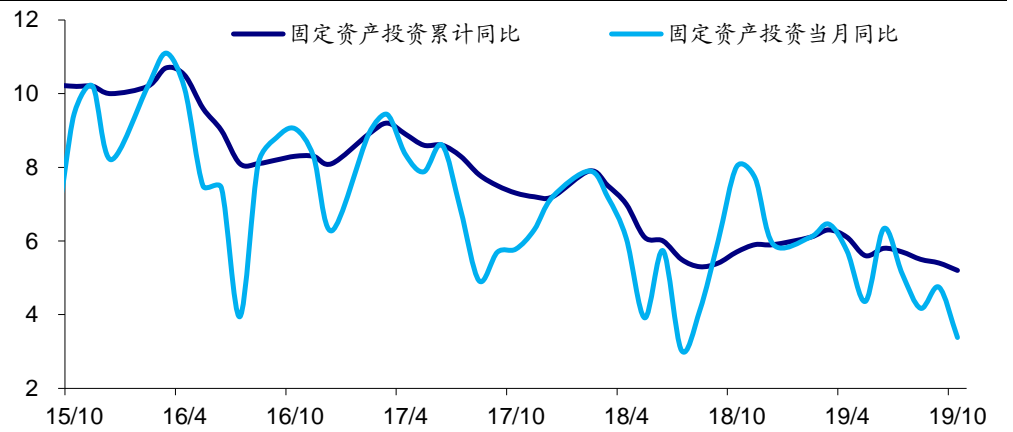
从高频数据看，11月上旬地产销售、发电耗煤虽小幅回落，仍都处于高位，指向供需两端仍保持稳定。整体看，经济下行承压，但依旧维持在5-6%左右中速增长区间，而高通胀难成长期趋势，未来经济将迎来大缓和而非滞胀。

图24 GDP、CPI 季度同比增速及预测 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.3 投资: 地产基建拖累, 制造业增速反弹

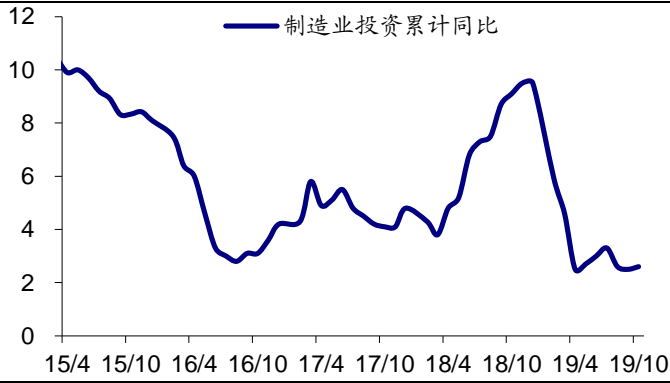
固定资产投资增速回落。先来看投资, 1-10月全国固定资产投资同比增速、民间投资同比增速分别回落至4.2%、4.4%, 其中10月当月同比增速分别回落至3.4%、1.5%。值得注意的是, 民间投资增速持续低迷、几近归零, 反映投资的内生动力依然偏弱。

图25 全国固定资产投资、民间投资当月同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所。注: 1-2月为累计同比, 下同。

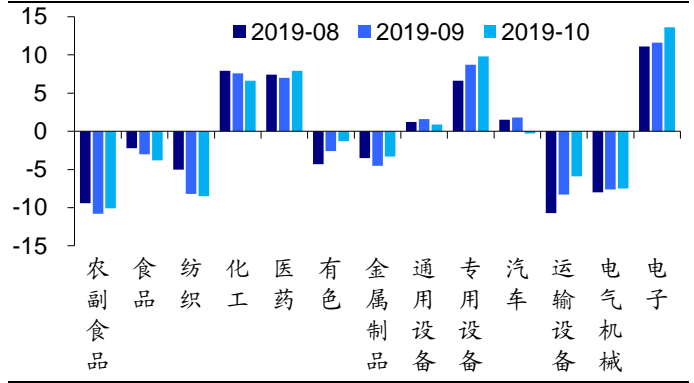
具体看, 三大类投资中, 制造业投资增速有所反弹。1-10月制造业投资增速反弹至2.6%。一方面, 年初以来工业企业利润增速逐季回升; 另一方面, 企业中长期贷款增速连续3个月回升。盈利筑底企稳和信贷环境改善, 均助力制造业投资增速反弹。其中, 中游装备加工类行业表现较好, 运输设备、电子、金属制品、专用设备等行业投资增速普遍上升, 而拖累主要来自下游消费品类行业, 尤其是汽车制造业。

图26 制造业投资同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

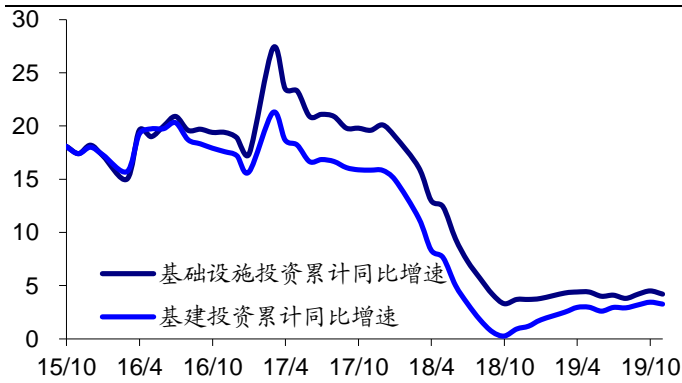
图27 制造业分行业投资累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

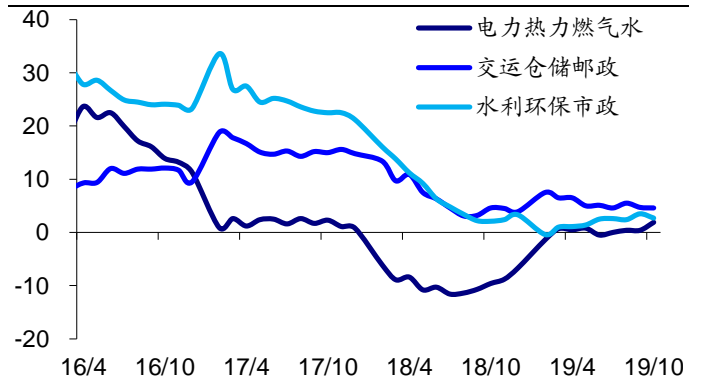
基建投资增速小幅回落。1-10月基础设施(不含电力等)投资同比增速回落至4.2%，而旧口径下的基建(包含电力等)投资同比增速也回落至3.3%。虽然当前新、旧口径下基建投资增速双双下滑、依然偏低，但国务院常务会议提出“完善固定资产投资项目资本金制度”，并强调“降低部分基础设施项目最低资本金比例”，有望对基建投资形成托底。

图28 新、旧口径下基建投资累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

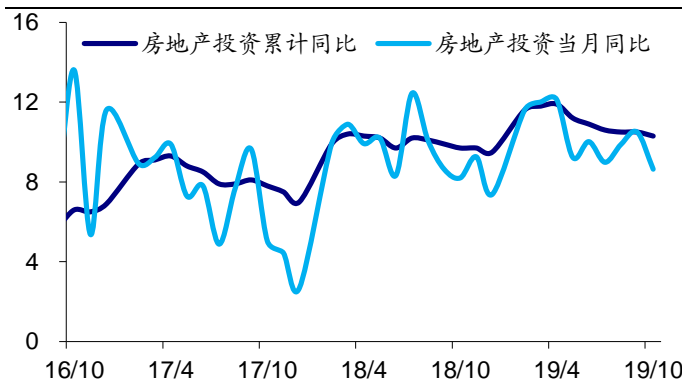
图29 基建投资分项累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

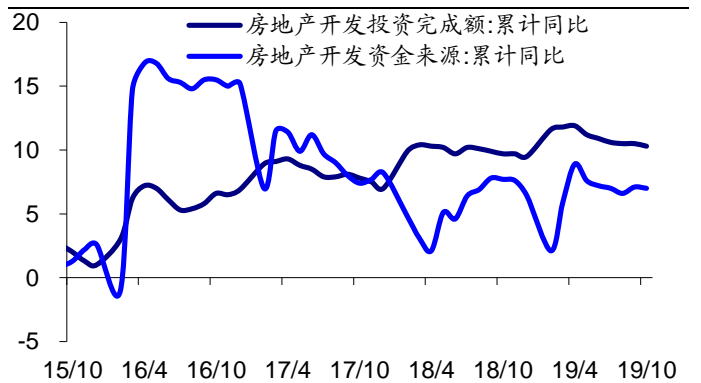
房地产投资增速高位回落。1-10月房地产开发投资同比增速回落至10.3%，印证房企到位资金增速再度走弱，其中10月当月同比增速下滑至8.6%，为年内最低值。虽然今年以来房地产投资增速高位回落，但由于地产销售增速持续4个月为正，而土地购置面积增速近2个月都转为正增长，地产投资大幅下行的风险有所下降，韧性有所增强。

图30 房地产投资同比增速 (%)



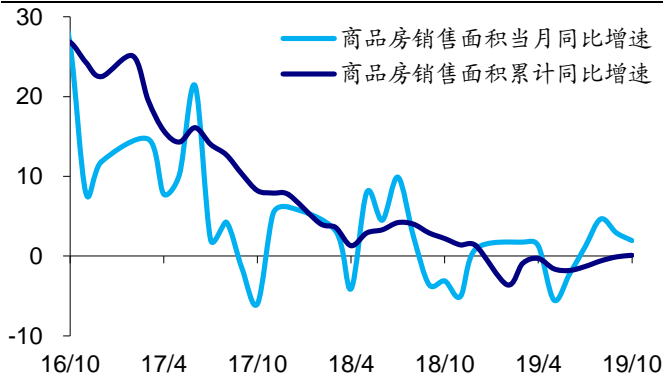
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图31 房地产投资增速、房地产投资资金来源增速 (%)

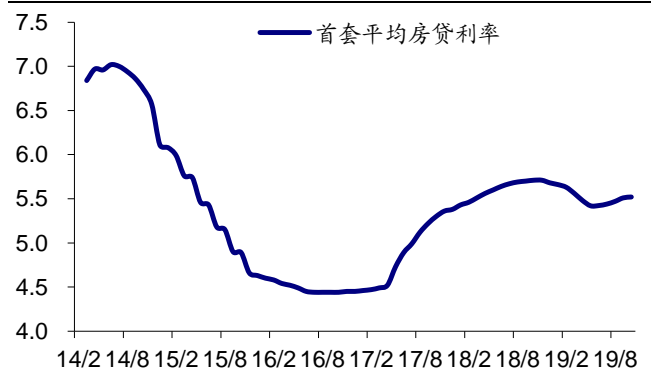


资料来源: Wind, 海通证券研究所

地产销售增速稳中略降。10月全国商品房销售面积同比增速1.9%，较8、9月小幅回落，但仍高于今年前7月增速。10月房贷利率继续上行，但因部分房企“以价换量”，低线城市地产销售依然强劲，使得地产销售整体保持稳定。

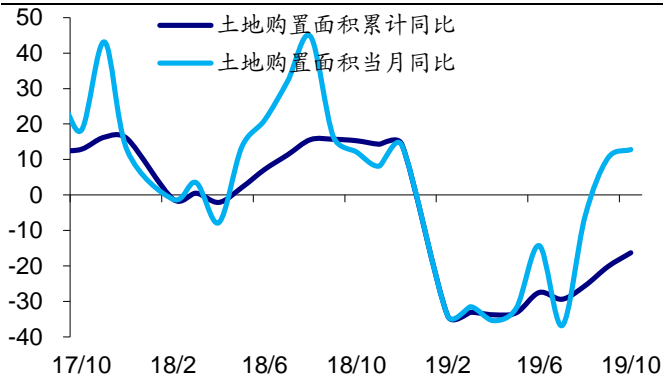
图32 全国商品房销售面积同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

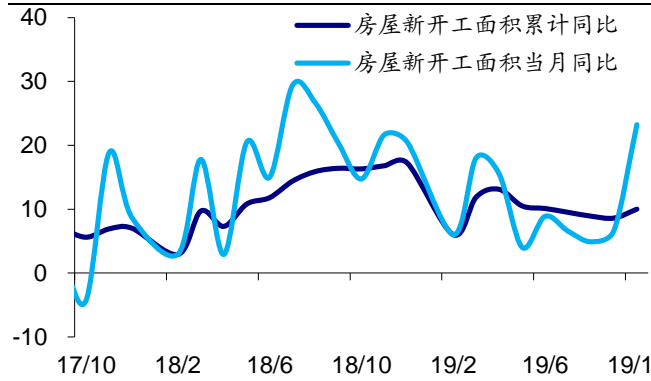
图33 全国首套平均房贷利率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

土地购置和新开工增速双双回升。得益于3季度以来地产销量增速、竣工增速相继见底回升,10月土地购置、新开工增速双双回升。虽然当前房企融资仍受约束,但考虑到地产销量持续4个月正增长,土地购置连续2个月正增长,以及新开工增速稳定在10%左右,当前地产投资大幅下行的风险有所下降,韧性有所增强。

图34 全国土地购置面积同比增速 (%)


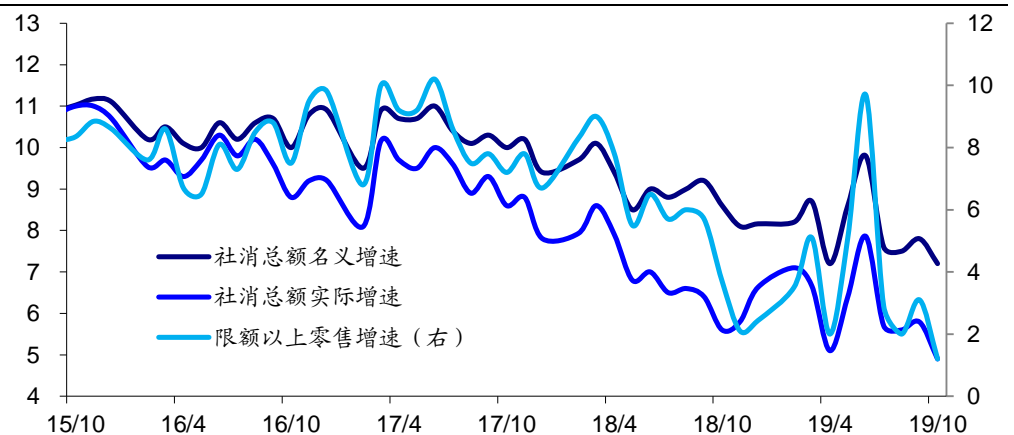
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图35 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

2.4 消费: 必需继续走弱, 可选难言改善

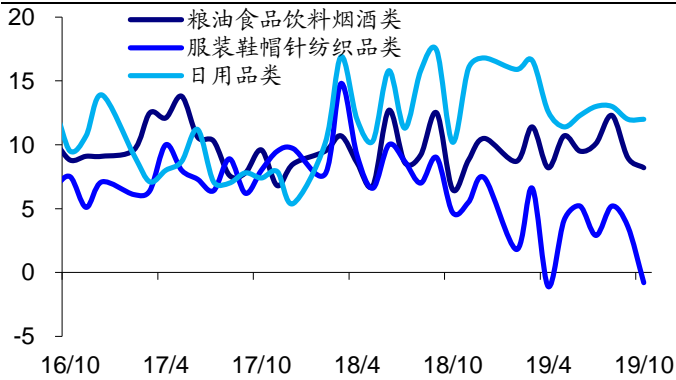
消费增速再度回落。10月全国社会消费品零售总额同比增速7.2%, 下滑并持平于年内低点; 限额以上单位消费品零售额同比增速1.2%, 下滑并创下新低。剔除汽车后, 社消零售增速、限额以上零售增速分别为8.3%、2.9%, 仍较9月下滑。10月消费表现低迷, 不排除受“双11”影响推迟消费, 而最重要的汽车消费增速也较3季度均值回升。

图36 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

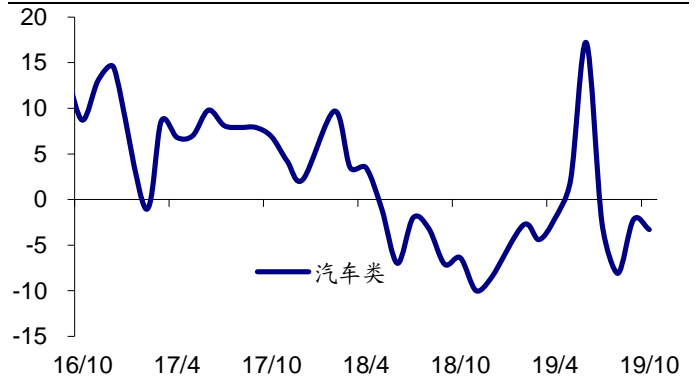
分品类看，必需消费继续走弱。10月食品饮料、纺织服装零售增速8.2%、-0.8%，均继续下滑，而日用品零售增速持平在12.0%。三项合计增速5.5%，较9月明显下滑。

图37 必需品零售增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

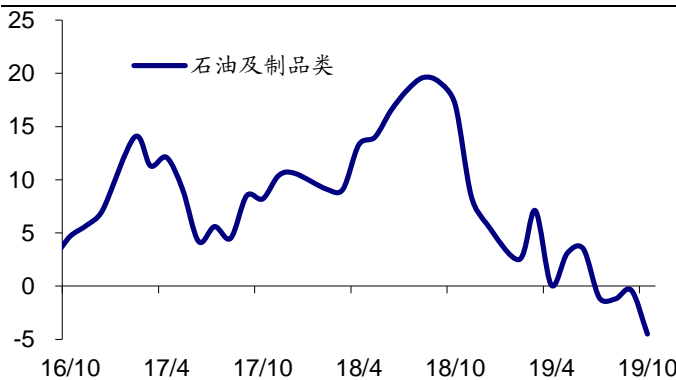
图38 汽车类零售增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

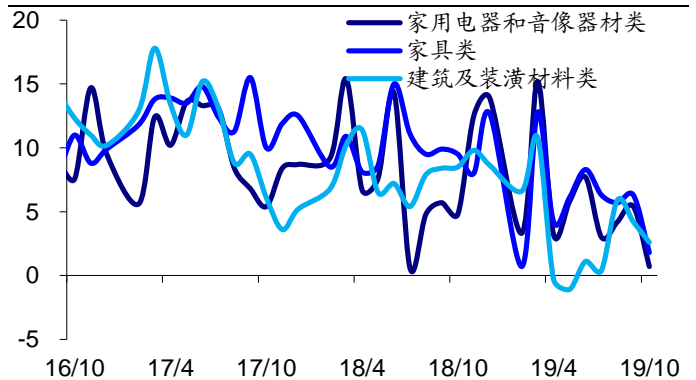
可选消费难言改善。10月汽车、石油及制品类零售降幅分别扩大至-3.3%、-4.5%；地产相关的家电、家具、建材类零售增速分别为0.7%、1.8%、2.6%，也是全线回落；通讯器材类零售增速大幅回升至22.9%，但主要源于去年同期基数偏低。整体看，10月饮食类、服装类、出行类、居住类等四大类消费全线下滑。

图39 石油及制品类零售增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图40 家电音像、家具、建材类零售增速 (%)

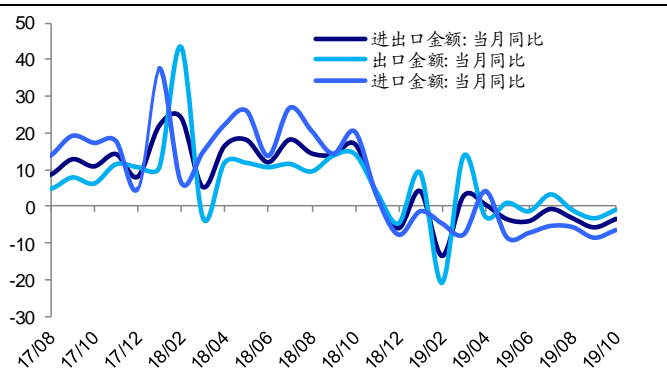


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.5 外贸：进出口均改善，顺差继续回升

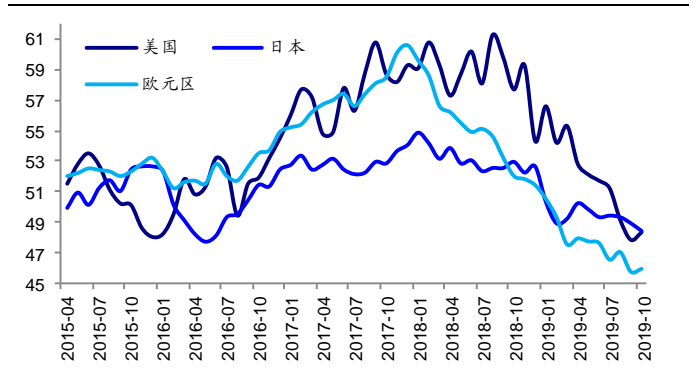
10月我国以美元计价出口同比降幅收窄至-0.9%，前值-3.2%。10月美国、欧元区PMI指数小幅回升，日本继续放缓，外需低位徘徊、整体平稳。

图41 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

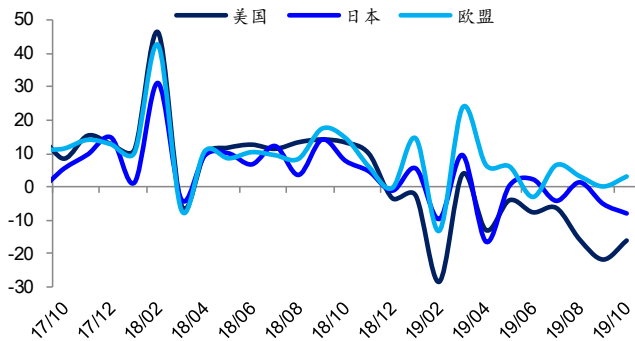
图42 美国、日本、欧元区制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

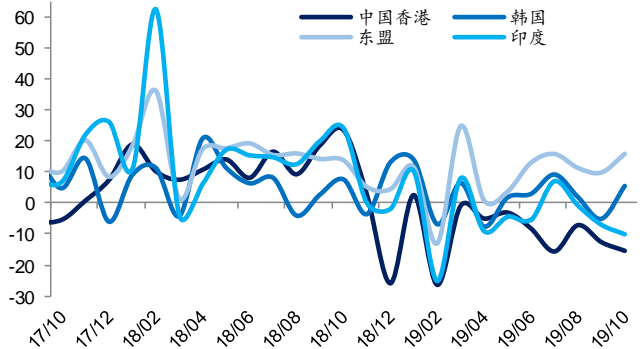
从国别和地区来看，10月我国对欧盟(3.1%)出口增速回升，对美国出口(-16.2%)降幅收窄，而对日本(-7.8%)出口增速继续放缓，与10月各经济体PMI走势基本一致；而新兴经济体中，对东盟(15.8%)、韩国(5.5%)出口大幅改善，对印度(-10.1%)、中国香港(-15.5%)出口增速继续回落。

图43 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

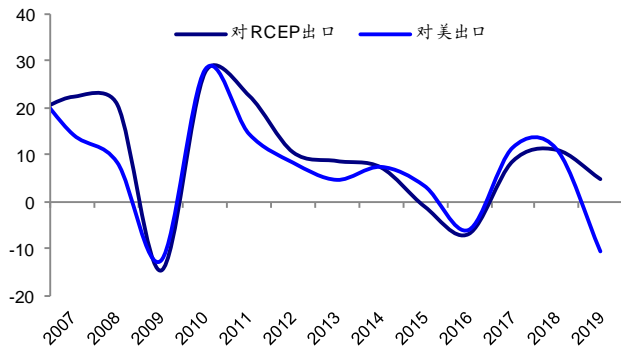
图44 对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

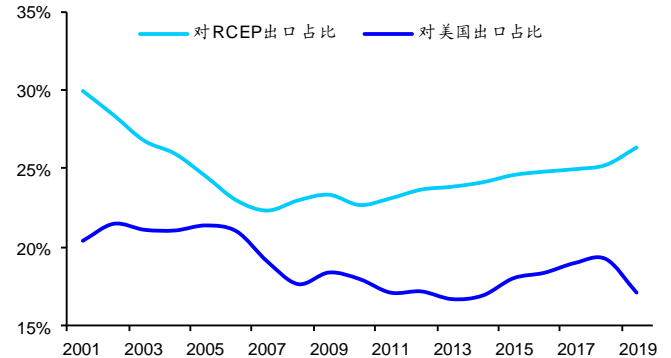
今年以来中国对东盟出口维持较高增速。11月4日商务部表示RCEP协议已结束文本谈判，有望于2020年签署¹。RCEP协议成员目前包括中国、东盟、日本、韩国、澳大利亚与新西兰共15个国家。18年以来中美贸易关系明显降温，但中国对RCEP成员国家的出口增速保持韧性，19年前三季度对这些国家的总出口同比增速4.4%，而占比也较18年上升1个百分点。未来协议签署或将进一步扩大区域内的贸易规模。

图45 中国对RCEP和美国出口增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 2019年为1-9月同比数据

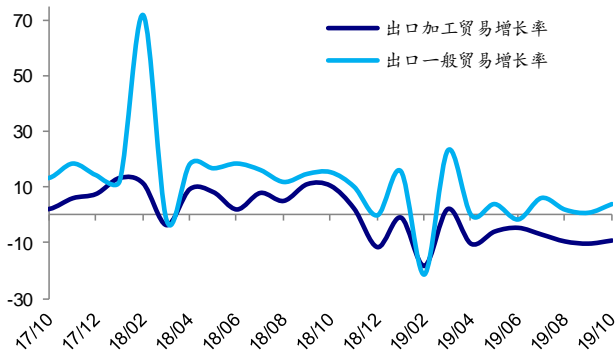
图46 中国对RCEP和美国出口占比(%)



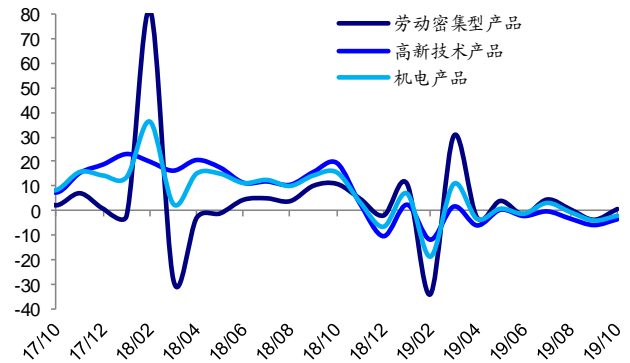
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 2019年为1-9月数据

从贸易方式看，10月一般贸易(4.0%)出口增速明显回升，加工贸易(-9.4%)出口跌幅有所缩窄。从产品类型看，10月劳动密集型产品(0.6%)出口增速由负转正，机电产品(-2.4%)、高新技术产品(-3.4%)出口跌幅较9月减小。

¹ http://www.gov.cn/xinwen/2019-11/05/content_5448685.htm

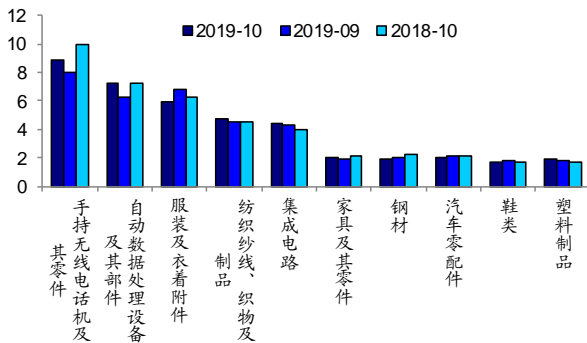
图47 一般贸易、加工贸易月度出口同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

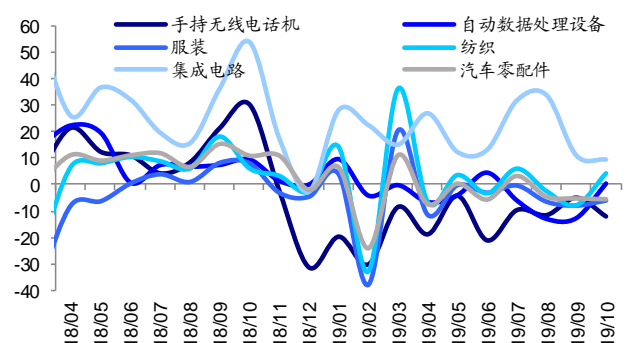
图48 劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

重点出口商品中, 出口增速大多回升, 自动数据处理设备回暖。10月自动数据处理设备(0.3%), 较前月-12.8%明显回暖, 同样增速由负转正的还有纺织(4.2%)和鞋类(1.1%); 塑料制品(11.1%)、服装(-5.9%)、家居(-4.4%)增速亦有改善; 而集成电路(9.5%)、手持无线电话机(-11.8%)、汽车零配件(-5.7%)出口增速继续放缓。

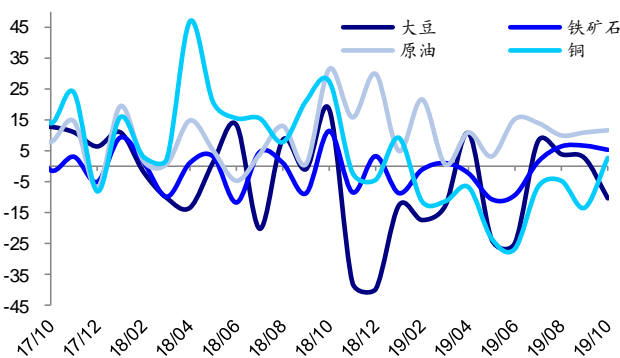
图49 我国重点出口商品占总出口比重 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

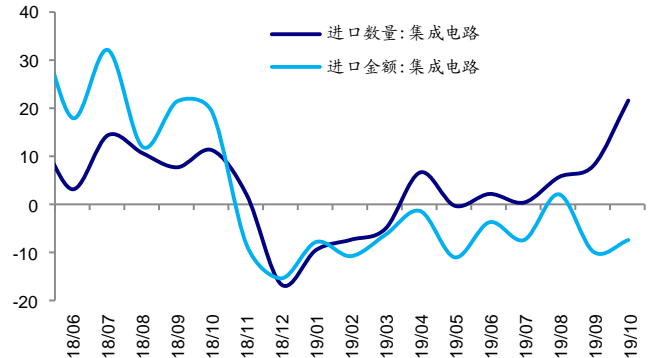
图50 我国重点出口商品出口金额同比增速 (%)


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

10月我国进口同比回升至-6.4%, 前值-8.5%。从数量看, 10月我国进口大豆(-10.7%)明显减少, 铁矿石(5.1%)增速略降, 而进口原油(11.6%)和铜(2.6%)增速回升; 从金额看, 价格因素导致进口铁矿石(36.3%)、原油(-9.6%)增速放缓。今年手机新机型需求乐观, 或支撑近期国内相关行业生产, 10月进口集成电路的数量(21.4%)大幅增加, 进口金额(-7.2%)同比回升。

图51 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

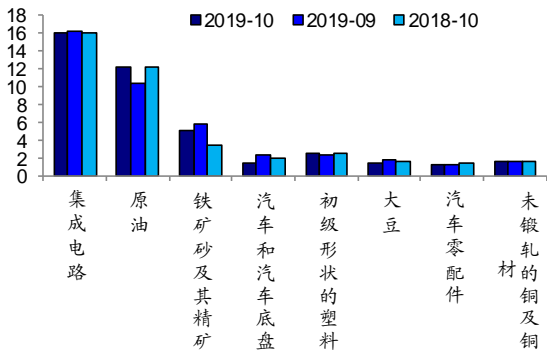
图52 集成电路进口数量和金额同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

其他重点进口产品表现涨跌互现。10月我国汽车底盘(-28.6%)进口增速转负, 但汽车零配件(-17.9%)、铜(-3.7%)、塑料(-8.7%)、自动数据处理器(-12.7%)进

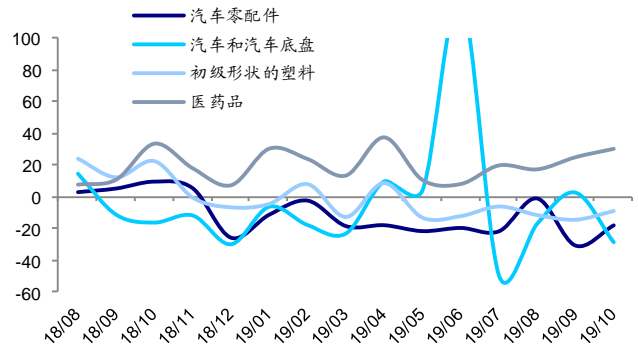
口增速跌幅均有收窄，而进口医药品（30.3%）增速持续回升。

图53 我国重点进口商品占总进口比重（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

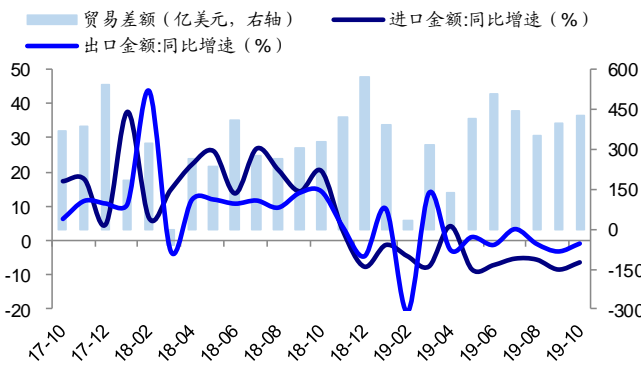
图54 我国重点进口商品进口金额同比增速（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

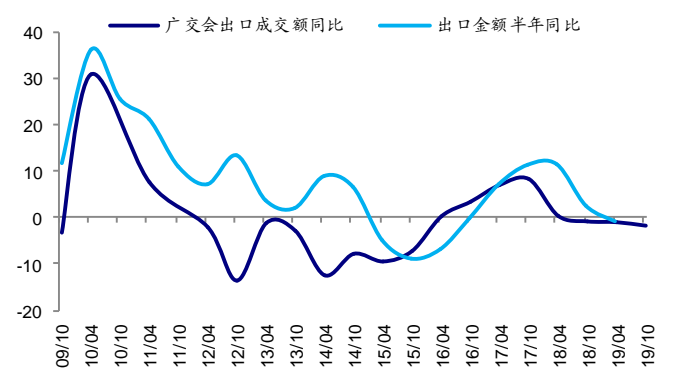
10月进出口增速双双改善，贸易顺差也回升至428.1亿美元，较去年同期高出近100亿美元。10月广交会出口成交额292.88亿美元，同比略降至-1.9%，意味着外需整体仍弱。

图55 我国进出口增速及贸易差额



资料来源：Wind，海通证券研究所

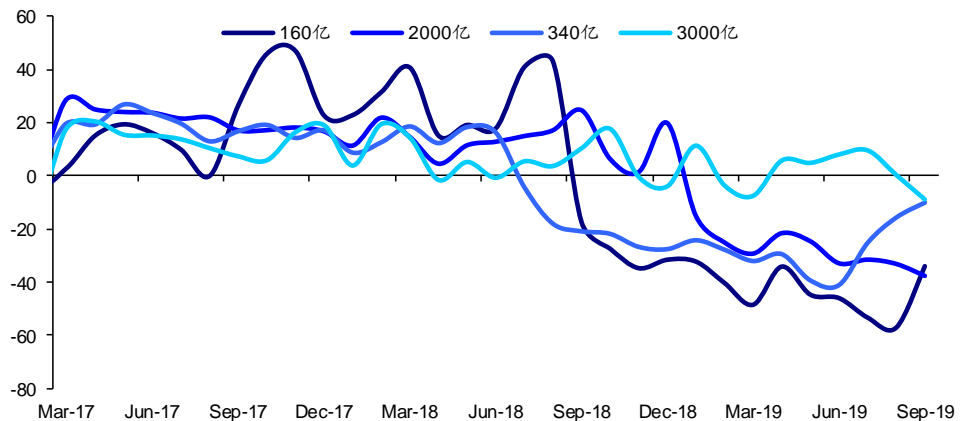
图56 广交会出口成交额增速及我国出口规模半年增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

但考虑到去年9月末美国开始对2000亿美元清单商品加税，因而去年10月之后我国对美出口明显放缓，基数大幅走低，而近期磋商取得积极进展，短期贸易担忧缓解，预计未来对美出口增速跌幅或继续收窄，有利于人民币汇率暂稳。

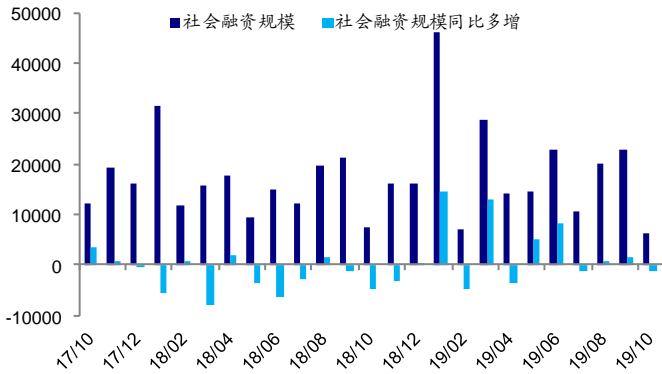
图57 中国对美出口加税清单商品金额同比增速（%）



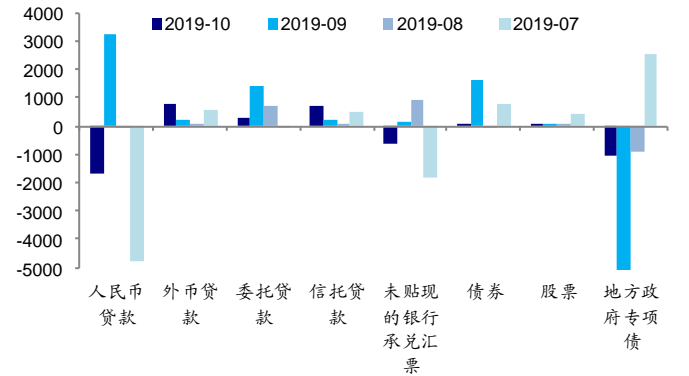
资料来源：USITC，海通证券研究所，各批次清单商品规模为美元计价

2.6 金融：社融增速稳定，企业中长贷改善

10月新增社融6189亿元，同比少增1185亿元。其中，对实体发放人民币贷款5470亿元，同比少增1671亿元；地方政府专项债融资净减少200亿元，同比多减1068亿元；而外币贷款折合同比少减790亿元；表外融资同比少减400多亿元（委托贷款、信托贷款分别同比少减282亿元和742亿元，未贴现银行承兑汇票同比多减600亿元）；企业债券净融资同比多增近100亿元；股票融资与去年同期大体持平。

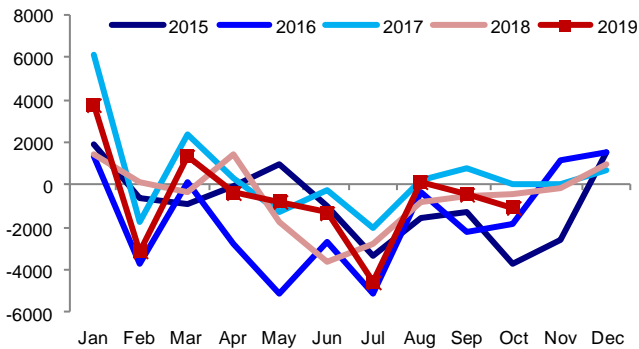
图58 社会融资规模及同比多增（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

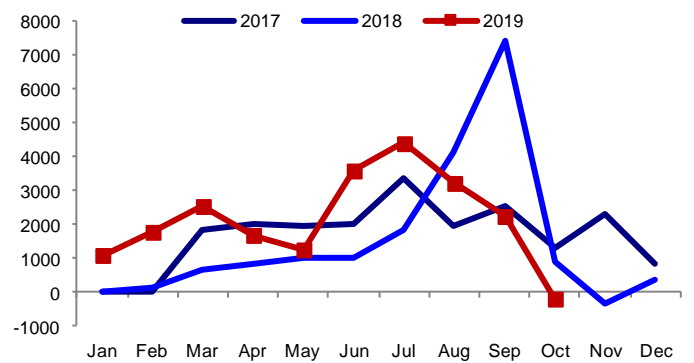
图59 社会融资主要分项同比多增（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

10月社融同比少增主要体现在人民币贷款、未贴现的银行承兑汇票和地方政府专项债三项。未贴现的银行承兑汇票多减600亿元，但绝对水平仍处于历史均值附近，而专项债今年发行节奏比去年提前，因而其同比少增也在预期之中。

图60 历年各月未贴现的银行承兑汇票融资（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

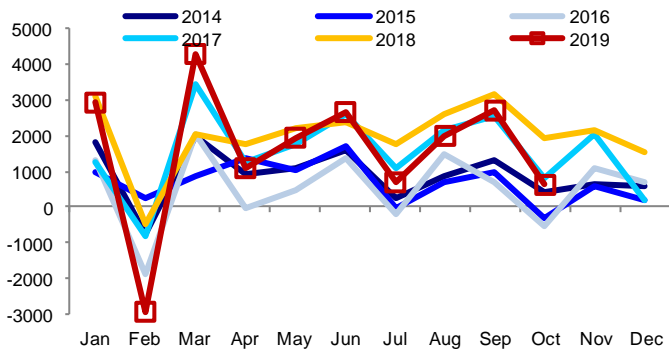
图61 历年各月新增地方政府专项债融资（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

10月人民币贷款增加6613亿元，同比少增357亿元。

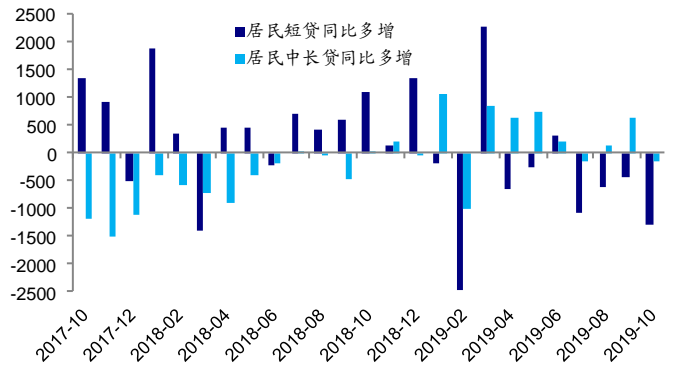
10月居民部门贷款增加4210亿元，同比少增1426亿元，主因短贷拖累。10月居民短贷同比少增近1300亿元，是信贷拖累的主要来源。去年居民短贷持续高增，但实际上存在部分流入地产的现象，在消费贷监管收紧后今年居民短贷整体不及去年。而10月居民中长贷增加3587亿元，同比小幅少增143亿元，印证短期地产销售仍有韧性。

图62 历年各月居民短期贷款增长(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

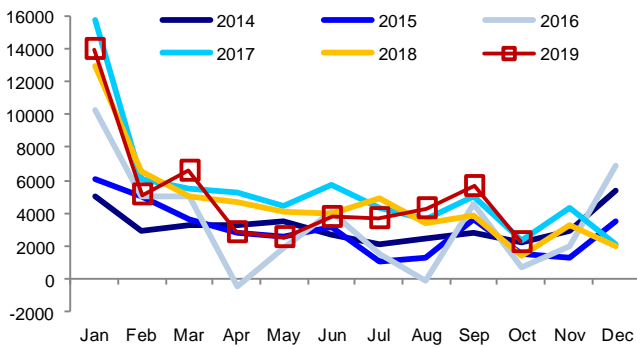
图63 居民短贷和中长贷同比多增(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

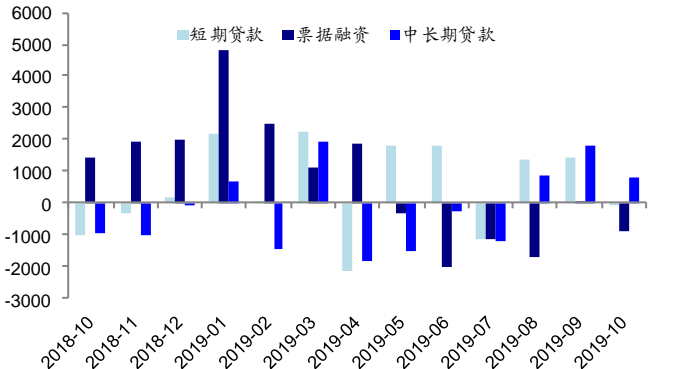
10月企业部门贷款增加1262亿元,同比少增241亿元,结构上有改善。10月企业中长贷增加2216亿元,同比多增787亿元,在央行鼓励增加制造业中长期信贷的背景下,企业中长贷连续3个月改善;而10月企业短贷同比多减44亿元,票据融资同比少增850亿元。此外,10月非银金融机构贷款同比多增近1400亿元。

图64 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

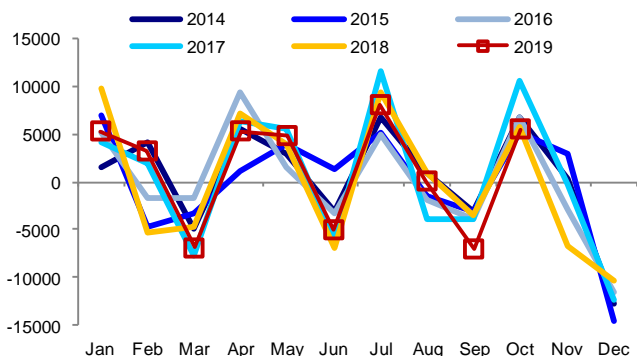
图65 企业贷款分项同比多增(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

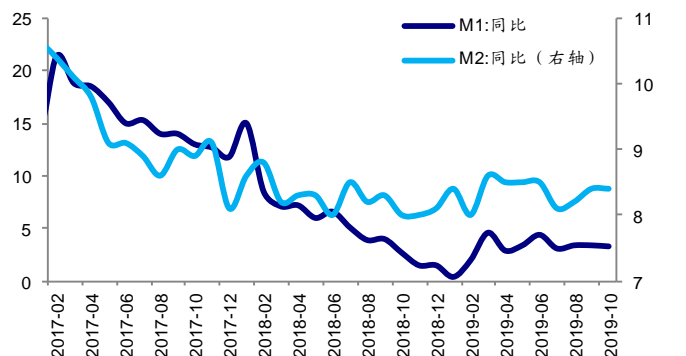
10月财政存款增加5551亿元,同比少增约270亿,居民部门存款同比多减2665亿元,企业部门存款同比多减989亿元。10月M2同比持平在8.4%,M1同比略降至3.3%,M0同比回升至4.7%。

图66 历年各月新增财政存款(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

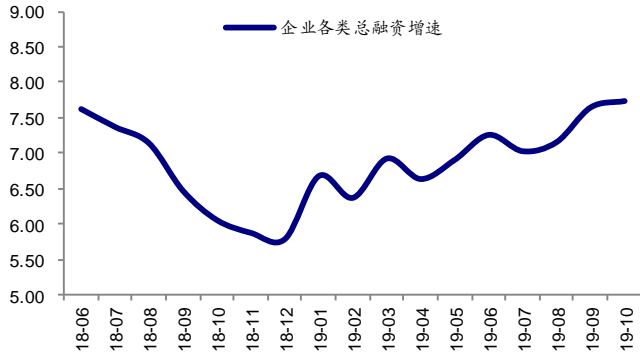
图67 M2和M1同比增速(%)



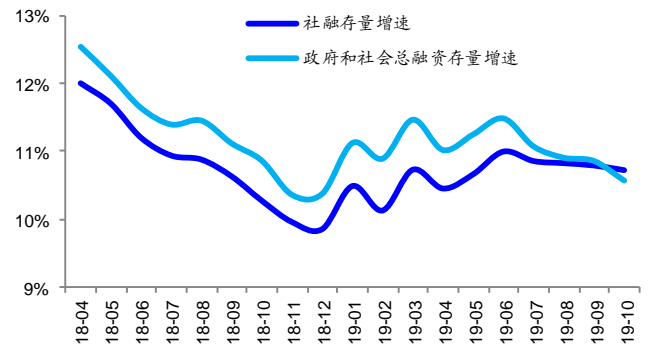
资料来源: Wind, 海通证券研究所

10月社融存量增速10.7%,较9月略降0.1个百分点,整体依然稳定。我们测算10月政府和社会总融资增速略降至10.6%。虽然10月新增社融同比少增,但拖累主要来自居民短贷与票据融资,这两项在去年均是处在历史偏高的位置。

而居民中长贷相对稳定、企业中长贷持续改善、广义货币增速平稳，都预示着经济仍有望企稳。10月包括信贷、非标、债券和股票在内的企业各类总融资增速较9月小幅回升到7.7%。近期通胀快速上行，引发10年国债利率明显调整，而上周央行降低MLF操作利率5BP以稳定利率预期。我们认为，考虑到通胀压力仍大，短期宽松依然受限，不过结构性的通胀也不会导致政策收紧，货币仍将保持稳健。

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 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

3. 政策：促进有效投资

保障基本民生。国务院总理李克强主持召开部分省份经济形势和保障基本民生座谈会，要推进市场化法治化国际化营商环境建设，释放体制机制创新潜力；增强新动能对经济的支撑力，释放市场潜力。要保障好基本民生，尽力而为，量力而行；两节临近，要加强农民工工资清欠，做好猪肉等生活必需品保供稳价。

推动产业融合发展。发改委等15部门联合发布《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》，针对制造业重点行业、服务业重点领域，提出加快原材料工业、消费品工业、装备制造业、汽车制造等重点行业双向融合发展的10项可能路径；支持符合条件的企业上市融资和发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具。

促进有效投资。国务院常务会议决定健全固定资产投资项目资本金管理促进有效投资，下调基础设施项目最低资本金比例不超5个百分点，基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金。会议部署对安全生产尤其是危险化学品生产管理等开展专项整治。

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
陈兴	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
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(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
姜珊珊(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 ymniu@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
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
吴佳桂 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@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 x bq6583@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 张峥青(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 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 张恒暄 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)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(010)58067851 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