

相关研究

《实体经济观察 2019 年第 43 期：供需尚稳，改革提速》2019.11.15

《通胀预期升温，宽松依然受限》2019.11.10

《迎接大缓和，绝不是滞胀！——海通宏观每周交流与思考》2019.11.10

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

不容错过的中国机会——北美路演的体会！（海通宏观每周交流与思考）

投资要点:

- **海外市场：中国关注度上升。**在过去的两周，我到了北美路演。最重要的感受，其实是中美的经济融合越来越深，不仅是中餐在海外越来越受欢迎，海外对于中国资本市场的关注程度也是在持续上升。我们见到了好几家千亿美元级别的客户，都表示已经或准备进入中国市场。其背后的主要动力，是中国资本项目开放的不断推进。根据央行的统计，目前外资在中国股市和债市投资的存量占比约为 2-3%，但是今年的增量占比已经达到了 5-6%，成为不可忽视的力量。
- **中美关系：特朗普其实不差。**虽然特朗普上台之后，中美关系出现了恶化，但是美国投资者认为对中国政策转向的并不是特朗普，而是美国国会两党的集体共识，因为中国的崛起冲击到了美国的诸多利益。目前民主党的沃伦势头很猛，但其实沃伦不仅支持特朗普的关税政策，而且在美国主导秩序等各方面都是先锋，其上台以后中美关系可能会更差。而沃伦号称要对美国的富豪和大企业征税，同时分拆金融和科技巨头，引发了华尔街的普遍担忧。好在大家认为沃伦对特朗普的胜算不大，而中美有望达成阶段性协议，对双方都有利。
- **值得肯定：改革开放不刺激。**虽然大家也对中国经济的减速表示关心，但是更多的还是对本轮调控政策的肯定。从外资的角度，首先明显感受到的是资本市场开放的加快。其次，则是对金融去杠杆和不刺激的肯定。此外，中国实施的大规模减税降费，也受到了海外投资者的肯定。另外，我们也介绍了中国目前正在发生的深度城市化，也就是户籍放开的红利。这意味着，本轮并不是没有刺激政策，而是没有使用以往放水式的一次性刺激政策，而是更多使用改革性的长期刺激政策，所以也带来了更加长远的希望。
- **关注风险：债务地产与民企。**外资对于很多风险问题也很关注。首先对于债务问题，我们介绍中国目前的政策其实是稳杠杆而不是去杠杆，货币和融资增速与经济名义增速相匹配，因而是可以持续的状态。对于地产风险，在户籍放开带来的深度城市化红利支撑下，地产销售有望保持稳定，因而政府也没有必要放松地产调控。对于民企融资难的问题，并非因为国进民退，而是因为去杠杆。但大规模减税降费和汇率贬值其实帮助大量中小民企减轻了负担，而国企的市场化改革有望从根本上缓解国进民退的担忧。
- **投资中国：消费服务与科技。**展望未来，中国的投资机会主要是三个大方向：首先是大消费，中国已经成为消费主导型国家，消费增速也是以绝对的优势领跑经济。其次是大服务，我们的服务业占比早在 2013 年就超过了第二产业。最后是大科技，经过贸易摩擦的洗礼之后，中国上市公司的研发支出连续两年保持 20%以上的高增速。总结来说，虽然由于不搞刺激，中国经济未来或许还会继续减速，但是在进一步改革开放等政策红利的推动下，中国未来有望转向靠消费服务和科技创新来发展，中国资本市场也将是不可错过的投资机会。

目 录

1. 每周交流与思考.....	4
2. 经济：需求再度转弱.....	15
3. 物价：通胀预期上行.....	16
4. 流动性：货币政策稳健.....	16
5. 政策：促进有效投资.....	16
6. 海外：鲍威尔暗示降息暂停，美国 10 月 CPI 同比回升.....	17

图目录

图 1	外资持有中国的股票和债券市值（亿元人民币）	5
图 2	中美英德日等股票市场动态市盈率（倍）	5
图 3	中美英德日等最新 10 年期国债利率（%）	5
图 4	拜登和沃伦的民调支持率（%）	6
图 5	中国 GDP 增速（%）	8
图 6	7 天逆回购招标利率与 1 年期 MLF 中标利率（%）	8
图 7	中国财政收入增速、GDP 名义增速（%）	9
图 8	中国城镇化率与城市化率指标	9
图 9	10 年后中国户籍人口分布预测	10
图 10	美国总债务率（%）	10
图 11	中国总债务率（%）	11
图 12	中国 M2 增速、GDP 名义增速（%）	11
图 13	全国地产销量增速、百强地产企业销量增速（%）	12
图 14	18 年及 19 年 1-10 月新增违约主体性质情况（家）	12
图 15	沪深 300 指数、制造业 PMI	13
图 16	投资、消费对中国经济增长贡献率（%）	14
图 17	第二产业、服务业实际增速（%）	14
图 18	近 4 年 A 股上市公司研发支出增速	15

1. 每周交流与思考

在过去的两周，我到了北美路演，拜访了部分加拿大与美国的机构客户。我自己每年都会到北美路演两次，上一次过来是今年5月份，时隔半年以后再来，又别有一番感受。

一、海外市场：中国关注度上升

首先，最重要的感受，其实是中美的经济融合越来越深，这一点与政治无关。

我自己特别爱吃中餐，在出国以后也做好了入乡随俗的准备。但这一次无论是在多伦多、纽约、西雅图还是旧金山，我们入住的所有酒店居然都不约而同的提供了中式的早餐，包括油条、粥、包子、春卷、榨菜之类，这对于我而言是意外的惊喜。这么多北美核心城市的酒店都开始提供中式早餐，说明过来从事商务活动的华人越来越多。

我们从纽约到西雅图的时候是当地时间下午3点左右，由于美国东西部有3个小时时差，相当于纽约时间的下午6点了，肚子饿了的我们打算去吃当地的鼎泰丰。结果市中心的门店告诉我们需要等位一个小时，我们就直接去了郊区的鼎泰丰，发现门口排队的人也是密密麻麻，我们也等了半个小时才吃上饭。而且店里面的服务员和食客基本上都是老外，看着满屋子的老外嘴里喊着“小笼包”，有的举着蒸笼送包子，有的拿着筷子夹包子，顿时有种时光错乱的感觉。

老外愿意为好吃的中餐排队半个小时以上，说明好吃是硬道理，中餐很强大，征服了美国人的胃。推而广之，对于来自于中国的产品，只要质量好，美国人一样喜欢用，并没有特意排斥。

其实，随着中国经济的发展，不仅是中餐在海外越来越受欢迎，海外对于中国资本市场的关注程度也是在持续上升。

这一次到北美，我们又见到了很多新客户，尤其是量化基金型的客户。在美国资产管理行业，量化基金是一类巨大的存在，我们见的几家机构规模都是数千亿美元。而这些基金公司不约而同的表示，已经或者正在准备进入中国资本市场，投资中国是他们未来最重要的战略之一。

这个背后的主要动力，是中国资本项目开放不断推进。最早海外资金进入中国资本市场的渠道是Qfii和Rqfii，从这一渠道进中国要经过严格的审批，而且退出也不方便。但后来在沪深港通、债券通建立之后，理论上从这两个渠道可以随意进出中国资本市场，因而投资中国资本市场的便利性大幅提升。而且近期中国政府已经宣布取消了Qfii和Rqfii的额度限制，相当于进入限制完全取消；退出机制则是在18年重大修订，Qfii每月汇出资金不得超过总资产20%的规定已经取消了。

此外，过去外资在中国设立金融公司都有股份限制，只能占据小股东的位置。而近两年在这些领域的限制在逐步取消，外资控股的银行、保险、证券、基金公司正在相继设立。在资产管理领域，外资已经可以设立独资的私募基金公司(Wofe)。据中国证券投资基金业协会显示，目前已经有20多家全球资产管理公司在中国设立了独资子公司，包括著名的贝莱德、桥水、施罗德等等，例如著名的桥水基金在全球只有两个地方有工作室，一个在美国，另一个就在中国。

与中国资本市场开放相应，近几年中国的股市和债市相继被纳入到了摩根斯坦利、彭博巴克莱、摩根大通等全球指数，这也推动了外资的持续流入。

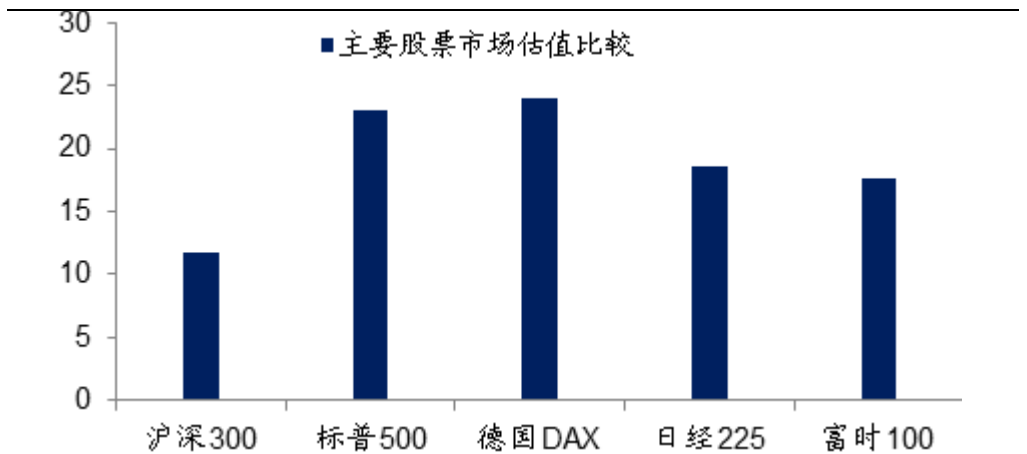
根据央行的统计，截止今年9月，外资持有中国股市和债市的市值分别为1.77万亿和2.18万亿，占中国股市和债市市值的比重分别为3.2%和2.3%，这一比重看似并不大。但是从增量来看，今年前9个月，外资持有中国股市的市值增加了6170亿，增幅高达54%，持有中国债市的市值增加了4720亿，增幅高达28%。外资占今年中国股市和债市增量市值的比重分别是5.6%和5.7%，外资的增量占比已经不可忽视。

图1 外资持有中国的股票和债券市值(亿元人民币)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

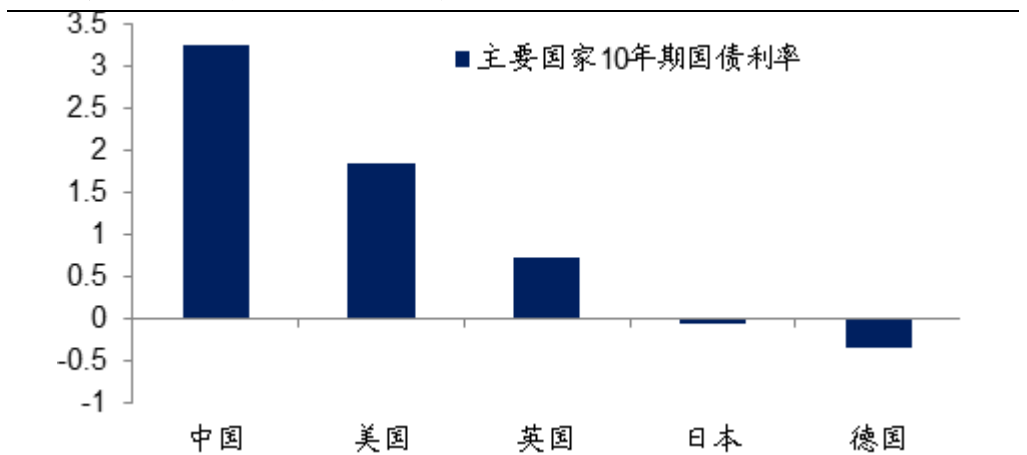
而今年中国股市中代表性的沪深 300 指数涨幅高达 29%，代表中国债市回报的银行间国债指数涨幅为 3.1%，其实都给外资带来了不错的回报。

目前沪深 300 指数的市盈率仅为 12 倍，低于美欧日股市普遍 20 倍左右的市盈率。

图2 中美英德日等股票市场动态市盈率(倍)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 19 年 11 月 15 日

中国 10 年期国债利率依然高达 3.24%，远高于美国的 1.84%，以及欧日的普遍负利率。这意味着面向未来，中国资本市场依然有着巨大的投资价值。

图3 中美英德日等最新 10 年期国债利率(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 19 年 11 月 15 日

因此，虽然美国国内有着许多政客在试图阻碍中美的资本往来，但是拥有 6000 亿美元资产和 550 万美国联邦雇员参与的美国退休金“节俭储蓄计划 (TSP)”，其管理者“美国联邦退休储蓄投资委员会 (FRTIB)”近期决定投资包括中国企业在内的国际指数基金。在 FRTIB 主席肯尼迪给美国参议员们的信中写到：“在新兴市场投资不仅是合法的，更是各行业受托人压倒性的选择，也是美国民众的选择。”

二、中美关系：特朗普其实不差

在美国的时候，大家关心的一个重要话题就是中美关系。

从中国人的角度来看，自从特朗普总统上台之后，中美的关系就开始恶化，美国对中国出口产品大幅增收关税，对中国科技加强封锁，各种针对性的措施不一而足。在我们看来，特朗普看似是近几十年来对华最不友好的总统。

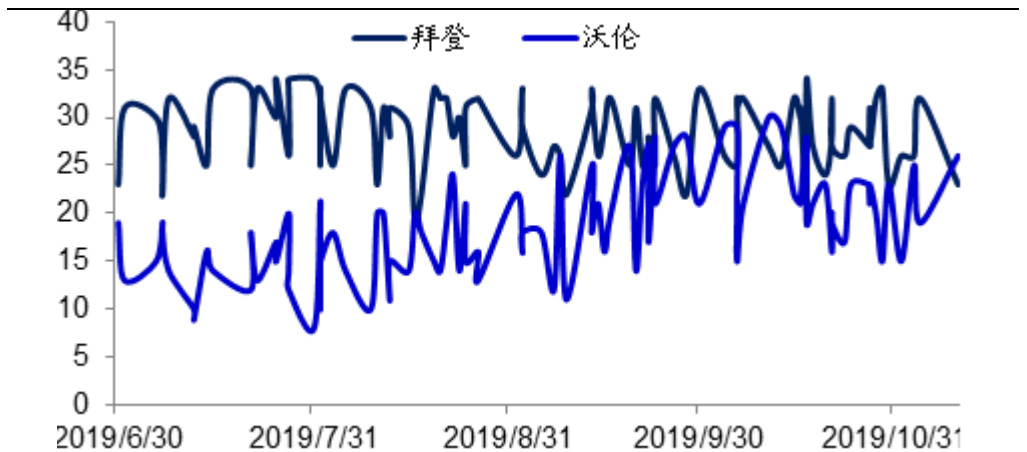
但是我们从我们所交流的美国投资者的角度来看，其实对中国政策转向的并不是特朗普，而是美国国会两党的集体共识“Bi-Partisan Consensus”。

背后的原因一方面在于中国经济的崛起太快，对美国全球老大的地位形成了冲击，也就是所谓的修昔底德陷阱。另一方面在于虽然中国经济的繁荣让全球受益，但是美国经济中受益于全球化的主要是大企业和富裕阶层，而美国的中低收入阶层的实际工资已经有几十年没有大的变化，其贫富差距日益扩大，也使得反全球化成为风口浪尖。

在这样的背景下，特朗普的很多政策其实是反映了美国国内的集体共识，换言之无论美国换谁做总统，可能其对华政策都不会有大的改变，甚至可能会更差。

比如说目前在美国民主党内，此前领先的拜登受到“通乌门”事件的影响，声望急剧下降，其领先优势大幅缩小，而参议员沃伦 (Warren) 的势头则是急剧上升。在 RealClearPolitics 网站统计的最近 4 项大型民调中，拜登对沃伦是两胜一平一负，在《经济学家》11 月中旬的民调中，沃伦的民调支持率达到 26%，高于拜登的 23%。

图4 拜登和沃伦的民调支持率 (%)



资料来源：RealClearPolitics，《经济学家》，海通证券研究所

而沃伦虽然是民主党，却明确支持特朗普的关税政策，其在受访时称，“关税是重组我们贸易政策的一部分，在必要时动用关税，有助于捍卫美国工人的权益。”

不仅在贸易政策上如此，沃伦向来就是对华鹰派。在美国参议院，沃伦和民主党的舒默、莱希，以及共和党的卢比奥、科宁组成了著名的跨党派政治联盟，她们推动通过了美国《2019 财年国防授权法案》，其中明确禁止任何美国政府部门使用中国华为与中兴两家公司的产品。

而在此前与路透社的访谈中，沃伦表示中国是竞争对手，美国对中国采取的“接触

政策”是个失败。而在沃伦的演讲中，倡导维护人权，以及维护美国主导的国际秩序，在很多方面也会冲击中国的利益。

这意味着，如果民主党的沃伦在 2020 年大选中当选美国总统，那么目前的中美贸易摩擦可能不仅不会缓和，甚至可能会进一步恶化。毕竟特朗普的贸易摩擦不仅是针对中国，还同时针对欧盟、日本等所有贸易伙伴，其实还给了我们与欧盟、日本进一步扩大合作的机会，华为能顶住美国全面制裁的压力就离不开这些贸易伙伴的支持。但倘若沃伦上台以后，以其他理由对我们进行围堵，毕竟欧盟和日本是美国的传统盟友，那么我们其实会面临更大的压力。

其实沃伦上台不仅对我们不利，对美国经济也是巨大的负面消息。沃伦认为，美国的市场经济已经被寡头垄断所破坏，有钱人越来越有钱，大公司越来越大，要想经济恢复正常，就必需对大公司和富人们征收新税。

沃伦提出，对于所有利润超过 1 亿美元的公司将征收 7% 的额外税，对净资产超过 5000 万美元的富豪征收 2% 的年税，对净资产超过 10 亿美元的超级富豪增收 3% 的年税。这意味着沃伦不仅不会做特朗普的减税政策，反而会大笔的加税。

此外，沃伦也将银行和科技巨头视为眼中钉，认为他们利用自己的资源影响了小企业和创新。如果沃伦当选，她将重启《格拉斯-斯蒂格尔法案》，分拆商业银行和投资银行；分拆科技巨头的各项业务，例如脸谱、谷歌、亚马逊和苹果等巨头都要被分拆。

因此，华尔街对沃伦的当选非常担忧，投资大佬利昂·库珀曼和都铎·琼斯都公开表示，如果沃伦胜选，美国股市将会下跌 25%。库珀曼说：“你不能通过让富人变穷来让穷人变富，资本主义是美国经济的基石”。

但好消息是，如果沃伦对上特朗普的话，大家认为其胜选概率并不高。原因在于沃伦所在民主党的票仓是美国的东部和西部，也就是美国的金融和科技中心，而特朗普的支持者则是美国中西部的中低收入阶层。沃伦的政策未必能够吸引到中低收入阶层的支持，但是却重创了民主党传统的支持者，所以其战胜特朗普的概率反而比不上传统民主党人拜登，因为拜登至少会保住民主党的基本盘。

与此相应，大家都认为中美在未来会达成某种程度的阶段性协议，因为这符合中美双方的利益。对于美方尤其是特朗普而言，中国进口农产品可以兑现其对农民的承诺，增加农民的支持率，而中美贸易摩擦的缓和也有助于改善美国经济，而经济的继续复苏有助于特朗普在 2020 年大选中连任成功。对于中方而言，重启美国农产品的进口也有助于降低国内高企的猪肉价格，同时贸易协定的达成可以缓解关税进一步上升的担忧，有助于改善出口和科技企业未来的生存环境。

三、值得肯定：改革开放不刺激

虽然中国经济在持续减速，我在美国的时候 3 季度中国 GDP 增速已经公布，6% 的增速创下了近 30 年的新低，虽然大家也对中国经济的减速表示关心，但是更多的还是对本轮调控政策的肯定，更多的使用了改革和开放的手段，而不是重走刺激的老路，所以也带来了更加长远的希望。

图5 中国 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

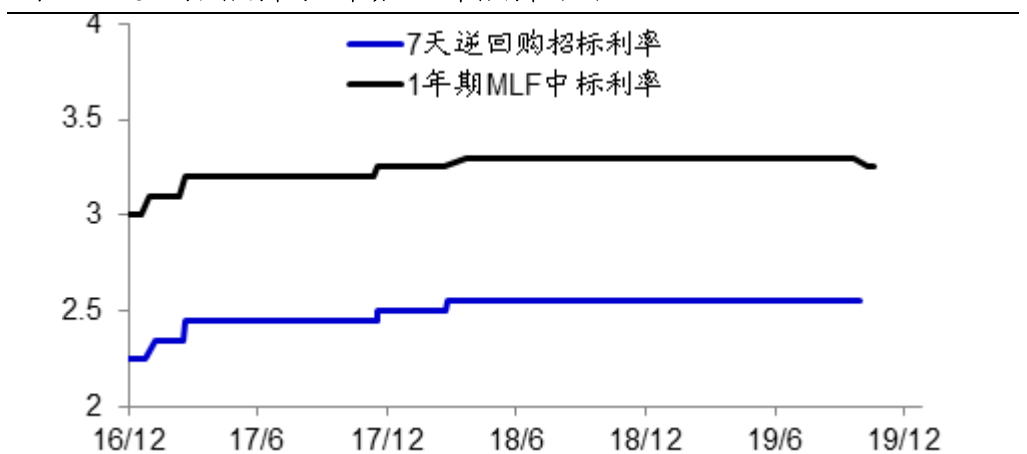
从外资的角度，首先明显感受到的是资本市场开放的加快。

受益于沪港通和深港通等的实施，海外资金在近几年可以很方便地投资在 A 股市场的优秀股票，而且贵州茅台、招商银行、中国平安、海螺水泥、格力电器、美的集团等诸多 A 股核心资产帮助外资赚到了不菲的财富，同时海外的阿里巴巴、美团点评、拼多多等中概股的表现也很出色，让大家对中国资本市场的观感明显改善。

其次，则是对金融去杠杆和不刺激的肯定。

本轮中国经济的减速源于 2017 年开始的金融去杠杆，之后中国的货币和融资增速大幅下降，经济增速也随之下滑。虽然去杠杆使得中国经济减速，但同时也降低了中国经济的系统性风险。尤其是在 2019 年经济增速创下历史新低的背景下，中国央行依然坚定不移地实施稳健中性的货币政策，到目前为止政策利率仅仅是下调 MLF 利率 5bp，而并没有跟随海外全面大幅降息。虽然增长有短期减速的压力，但不会有新一轮的债务和泡沫风险，这其实反而让外资对中国的未来更有信心。

图6 7 天逆回购招标利率与 1 年期 MLF 中标利率 (%)



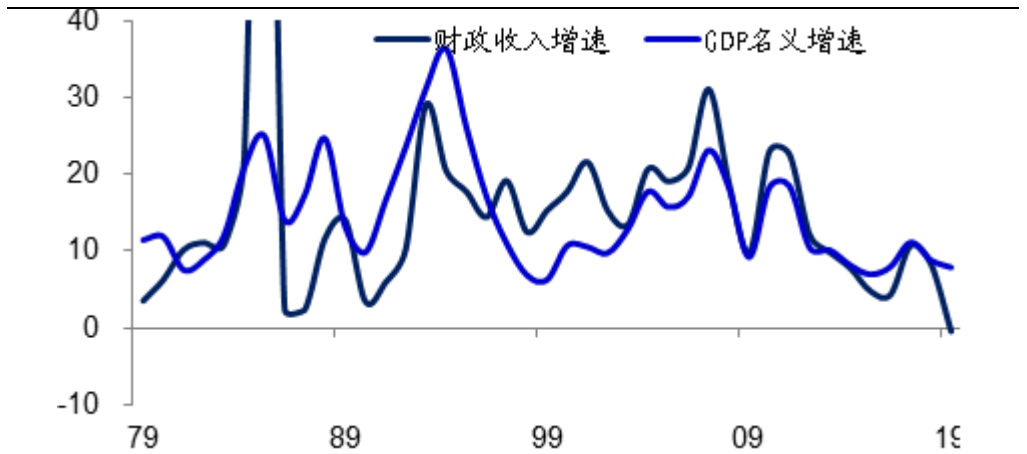
资料来源：Wind，海通证券研究所

此外，中国实施的大规模减税降费，也受到了海外投资者的肯定。

正常情况下，由于税收来自于经济的产出，在税率不变的情况下，税收增速就大致等于经济的名义增速。而今年前 3 季度中国经济的名义增速依然有 7.9%，但是税收增速则是 -0.4%，税收增速不仅远低于经济的名义增速，甚至出现了 40 年以来的首次负增长，这证明大规模的减税降费确实兑现了。

而宏观税负的下降，意味着政府对经济的控制下降，市场的力量增强，国进民退的趋势扭转，企业的盈利也有明显改善，这也增强了外资的信心。

图7 中国财政收入增速、GDP名义增速 (%)

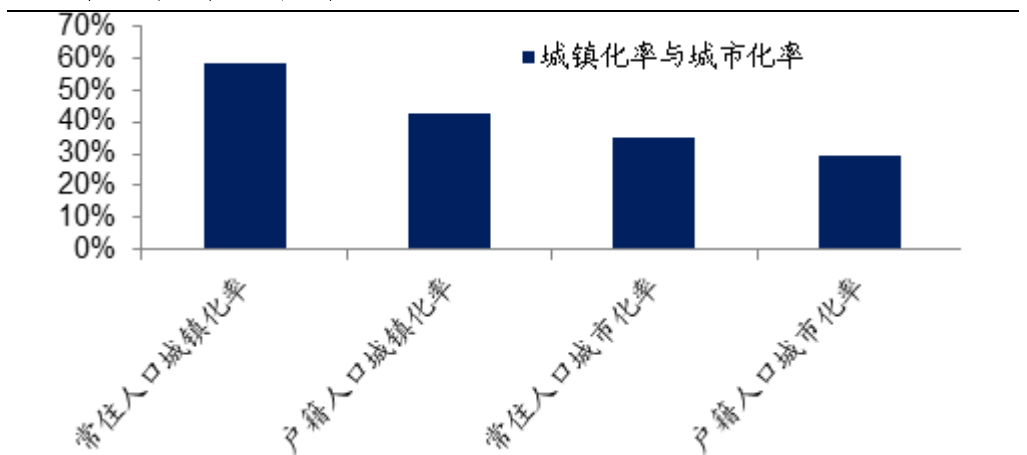


资料来源：Wind，海通证券研究所

另外，我们也介绍了中国目前正在发生的深度城市化，也就是户籍放开的红利。

虽然中国目前的城镇化达到了 60%，也就是近 8 亿人口常住在城镇，但其中其实有 3 亿人生活在乡镇和城市的边缘区，只有 5 亿人生活在城市的建成区，而这 5 亿人中只有 4 亿人有城市的户口，也就是中国的户籍人口城市化率其实只有 30%左右。

图8 中国城镇化率与城市化率指标

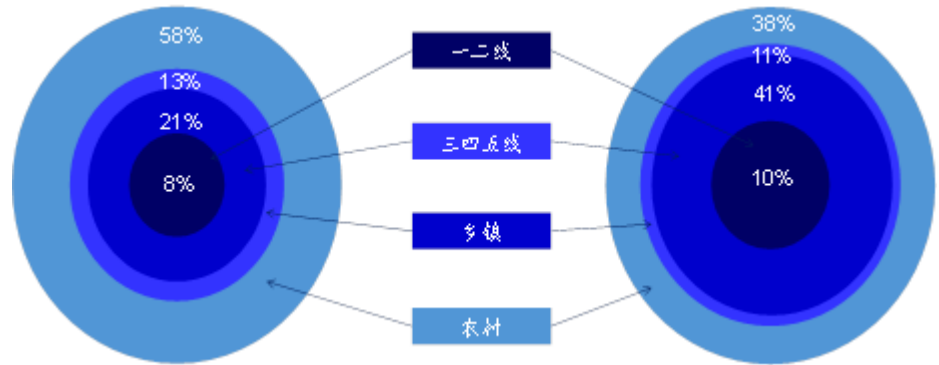


资料来源：Wind，海通证券研究所

而在 2016 年，我们提出了新型城镇化，核心就是以人为本的城镇化，目标就是实现 1 亿非户籍人口的落户。为此政府在 2018 年提出乡镇和小城市要放开户籍限制，而 2019 年又提出大城市要放开户籍限制。目前中国除了 14 个特大和超大城市以外，其余 600 多个城市按要求都要全面或者部分放开户籍限制。

与此相应，假设未来 10 年中国原有的城镇化率保持每年新增 1% 的速度不变，但由于户籍放开，这新增的 10% 人口会从农村直接进入三四五线城市。与此同时，我们预测在乡镇和城市的边缘区还有 10% 人口的户籍会转移到城市，这意味着 10 年以后中国三四五线城市的户籍人口占比有望从目前的 20% 升至 40% 左右。而人口进城必然会带动衣食住行教育医疗等各方面的消费需求，深度城市化有望成为中国经济未来 10 年的重要推动力。

图9 10年后中国户籍人口分布预测



资料来源：Wind，海通证券研究所

这意味着，本轮并不是没有刺激政策，而是没有使用以往放水式的一次性刺激政策，而是更多使用改革性的长期刺激政策，通过减税和户籍改革，让企业的负担长期下降，让居民长期愿意在城市安家放心消费。对于这一点，外国投资人也是非常肯定。

四、关注风险：债务地产与民企

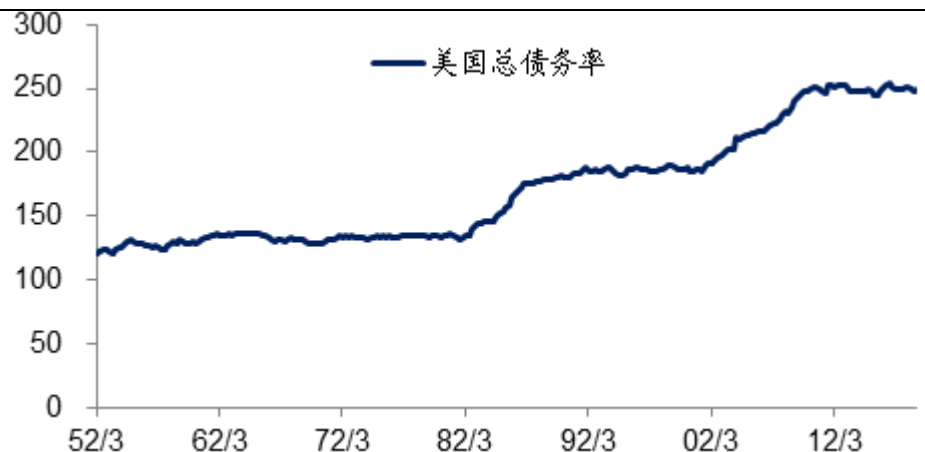
但毕竟外资对于中国市场并不是特别熟悉，因此对很多风险问题也很关注，主要集中在债务、地产与民企等相关的问题。

首先最关注的就是债务问题。

到底中国政府如何平衡债务与经济发展的关系？未来还要不要去杠杆，如果去杠杆导致经济失速，比如说2020年经济增速降至6%以下，还会不会再来一次加杠杆？

对于债务问题，我们介绍中国目前的政策其实是稳杠杆而不是去杠杆。因为从全球来看，都没有纯粹的去杠杆，即便美国经济在08年金融危机之后复苏，其实总债务率也没有下降，只是保持了250%左右的高位稳定。

图10 美国总债务率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

而中国的总债务率在2008年仅为130%，到了2016年末升至240%，接近美国金融危机之前的水平。但是经过两年的去杠杆之后，目前我国的总债务率稳定在250%左右。

图11 中国总债务率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而央行对货币政策的最新表态是,保持货币与融资增速和经济名义增速相匹配。目前我国 M2 增速为 8.4%、社融增速为 10.7%, GDP 名义增速为 7.9%, 前两者与后者大致相当, 这意味着总债务率基本稳定, 因而稳杠杆是可以持续的状态。

而只要货币和融资增速保持在 8-10% 左右, 其实就可以支撑 GDP 名义增速保持在 8% 左右, 这也意味着在稳杠杆的背景下, 中国经济不存在失速的风险, 其实也就不会出现新一轮强刺激与加杠杆。

图12 中国 M2 增速、GDP 名义增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

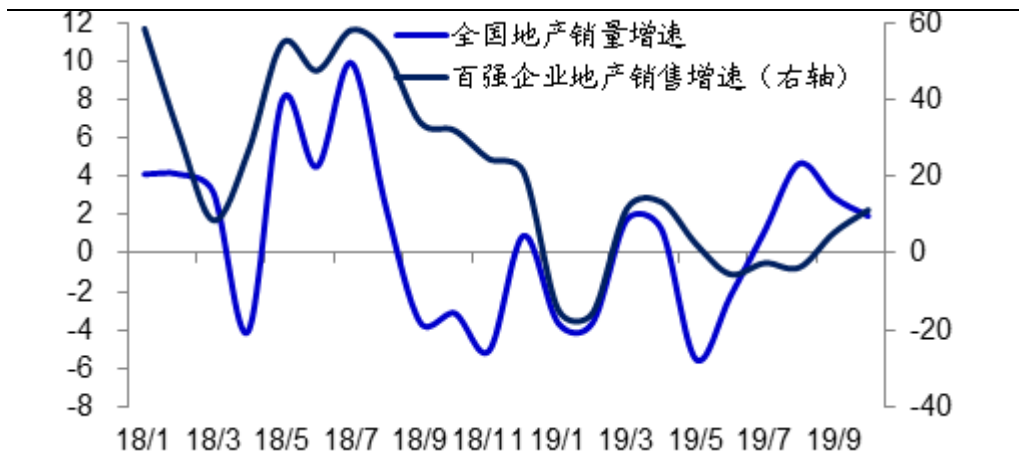
其次关心的是房地产的风险!

到目前为止中国的地产调控也没有放松, 如果未来地产销量持续下滑, 政府会不会重启刺激性政策? 如果调控一直不放松, 房地产市场有没有崩盘的风险?

我们介绍说, 在两年之前我们对中国的房地产市场也非常担心, 因为棚改货币化政策的实施, 使得中国地产销售面积从 13 年最高的 13 亿平米激增至 17 年的 17 亿平米, 而棚改政策毕竟不可持续, 如果棚改货币化政策退出, 中国地产销量会不会退回到 13 亿平米, 从而使得地产销售大幅下滑?

但是在 2019 年, 我们发现虽然棚改的目标比 2018 年下降了一半到了 300 万套左右, 按照每套 90 平米计算, 相当于减少了近 3 亿平米, 但是 2019 年的地产销售并没有大幅下滑, 而是保持了零增长。我们发现, 地产销售超预期的主要是三四五线城市, 而一个重要解释在于今年政府放开了三四五线城市落户的限制, 从而支撑了房地产的销量。

图13全国地产销量增速、百强地产企业销量增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

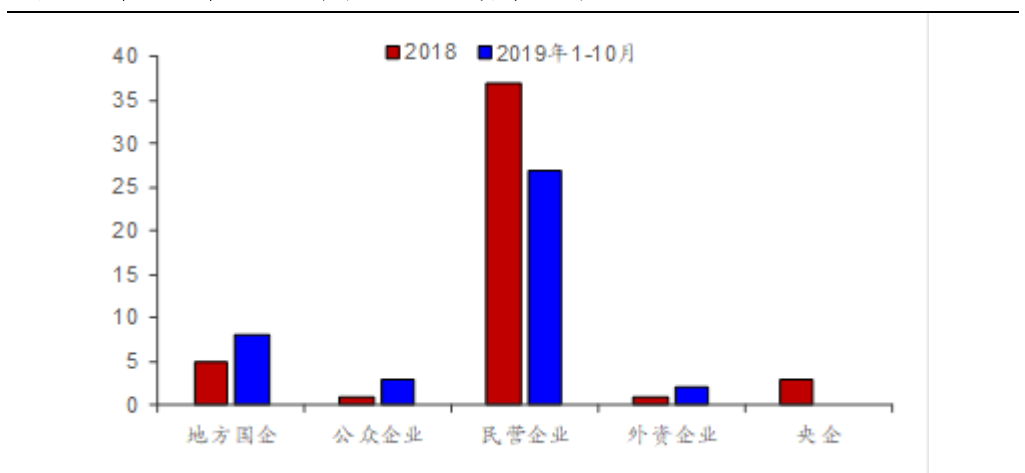
假设未来 10 年中国城镇化率的速度保持不变, 同时由于户籍的全面放开, 户籍人口城市化率也每年新增 1%, 那么就会额外带来 1500 万城市人口。假设 3 口一家, 对应 500 万套新增住房需求, 这其实可以对冲目前每年 600 万套左右棚改房的退出, 从而使地产销量稳定在 17 亿平方米左右, 不至于出现大幅跳水。

也就是说, 如果户籍放开带来的深度城市化的红利确实存在, 那么中国地产市场的销量并不会出现大幅跳水。与此相应, 政府也没有必要大幅放松地产调控政策, 而是可以维持现有政策不变。

最后, 如何理解民企的生存困境?

在我们看来, 确实最近几年中国民营企业的日子不太好过, 体现为民营企业的债务大量违约, 民企融资难, 所以一度产生了国进民退的担忧。

图14 18 年及 19 年 1-10 月新增违约主体性质情况 (家)



资料来源: 财汇资讯, Wind, 海通证券研究所

但其实民营企业融资难并非是国进民退造成的, 而是去杠杆造成的。因为中国的国企存在隐性的政府背书, 所以在去杠杆发生之后, 市场化的民企肯定是最先受损的。但是反过来说, 同样是民营企业, 为什么有的企业没事? 有的企业违约? 我们研究了大量民企债务违约案例之后, 发现其共性就是举债投资过度, 换句话说民企的债务违约其实是过度加杠杆造成的, 因此国进民退是结果而不是原因。

其实中国民营企业整体融资一直都受到限制, 这意味着能够举债融资的往往是头部大型民企, 而广大中小型民企一直与银行融资体系绝缘, 受去杠杆的影响并不大, 反而是受税收、关税等的影响更大。而这一次政府的大规模减税降费、汇率贬值其实是大幅降低了中小企业的经营成本, 这也使得到目前为止中国没有出现全面的失业问题。

而要想解决民企融资难的问题，关键是要实现国企经营的市场化。

过去我们对国企市场化的理解就是私有化。我们发现，私有化在竞争性行业是有效的，可以提高效率，而格力电器的混改落地说明在这一领域政府其实是愿意放手的。但是在金融、能源和电信等垄断行业，私有化未必是有效的，俄罗斯、阿根廷等国的私有化其实是巨大的失败，因为垄断行业私有化未必能提高效率，参照美欧等发达国家的经验，垄断行业提高效率的最佳方式其实是社会化。

欧美的大金融、能源集团，其实股权都是高度分散，经营管理层由社会选聘上任，其薪酬的绝大部分是股票期权，也就是高管的薪酬与公司的业绩挂钩，通过股权激励的方式，也可以很好地提高企业的经营效率。

而这一次为了给企业减税降费，政府把国企 10% 的股权划转到社保基金，这其实实现了国企社会化的第一步。未来国有企业将通过充实社保基金或者国有资本运营平台的方式，真正归属于全民所有。由于社保基金和国有资本运营平台有着资产保值增值的要求，其实就会增加对国企高管的业绩考核。

与此同时，国资委近期发布了《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》，允许将核心骨干人才的两年内股权激励数量提升至总股本的 5%，支持尚未盈利的上市公司实施股权激励，允许限制性股票的授予价格达到或者低于公平市场价格的 50%，但必须设计相应业绩解锁条件。这其实就可以更好的将国企骨干人才的利益和公司长远发展绑定，从而提高国企的经营效益和长期回报率。

如果未来能够实现国企经营的市场化，以及对国企从“管企业”向“管资本”的转变，其实就不再存在国进民退的问题。

五、投资中国：消费服务与科技

如果未来看好中国资本市场，应该投资什么方向？

我和一位长期在海外投资的华人基金经理聊天，其经验其实很好的总结了投资中国的方向变化。

在过去，他发现要不要投资美国主要看消费者信心指数，因为美国是消费主导型国家，消费好经济就好。投不投中国则是看制造业采购经理人指数，因为中国是生产型国家，制造业好经济就好。

但是今年虽然中国的制造业 PMI 一直位于 50% 以下的收缩区间，但是中国股市却是大幅上涨，原因在于中国已经从生产型国家转变为消费型国家，消费和服务业已经主导了中国经济走势，这使得过去的经验不再有效。

图15 沪深 300 指数、制造业 PMI



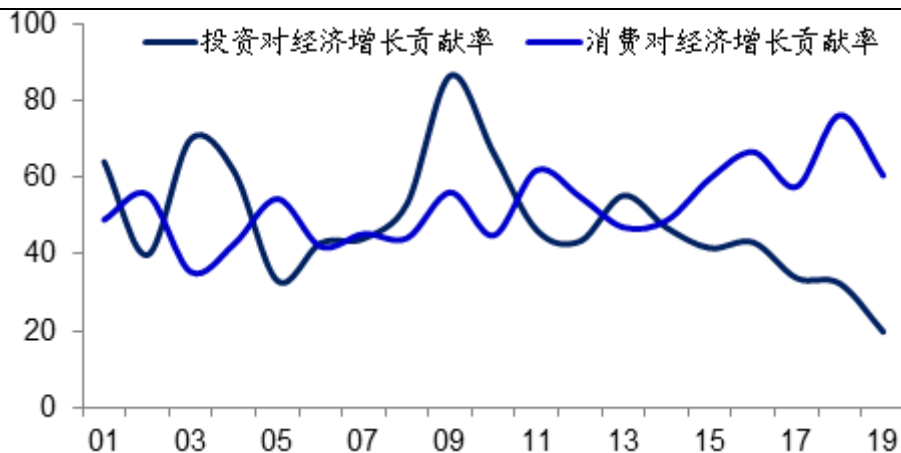
资料来源：Wind，海通证券研究所

展望未来，中国的投资机会主要是三个大方向：

首先是大消费。

在最近 5 年，中国消费对 GDP 增速的平均贡献率是 64%，远高于投资的 34% 和进出口的 2%，中国已经成为消费主导型的国家。从 19 年以来的数据看，今年前 10 个月，代表消费的社会消费品零售总额增速为 8.1%，代表投资的固定资产投资增速为 5.2%，而出口增速为 -0.2%，消费增速也是绝对的优势在领跑。

图16 投资、消费对中国经济增长贡献率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

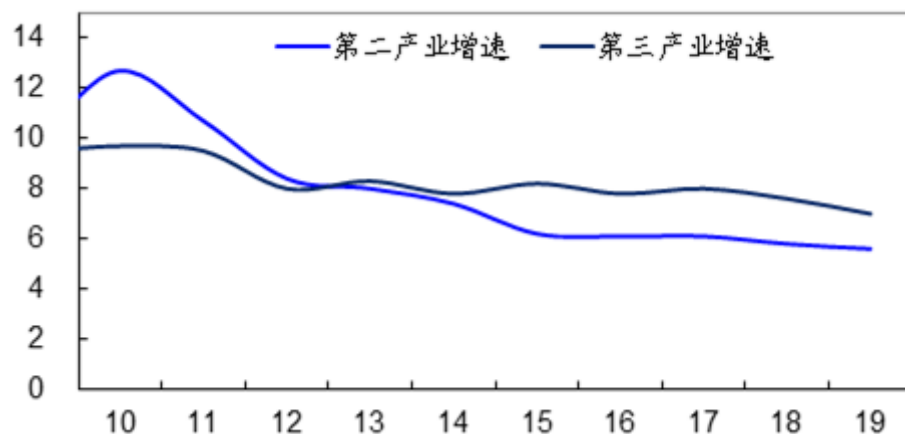
展望未来 10 年，如果深度城市化的红利得以实现，户籍放开之后三四五线城市建成区的户籍人口可以翻番，就意味着相应的各类消费也有翻番的潜力，再考虑价格的上涨，中国消费依然有望在未来 10 年保持在 7-8% 左右甚至以上的增速水平，因而消费依然是一片蓝海。

其次是大服务。

很多人看到 19 年 10 月的社会消费品零售增速下滑至 7.2%，就断言中国消费出现了大幅下滑。但是今年 10 月恰逢黄金周，黄金周全国旅游收入增速达到 8.5%，高于同期社零增速，也高于去年按照金额推算的 2.65% 的旅游收入增速。

事实上，中国经济中的服务业占比早在 2013 年就超过了第二产业。截止今年前三季度，中国服务业占比为 54%，远高于第二产业的 40%。而前 3 季度的服务业增速是 7%，远高于第二产业的 5.6%。

图17 第二产业、服务业实际增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 19 年三季度

与此相应，虽然 19 年 10 月份的工业增速下降至 4.7%，低于 3 季度 5% 的增速，但

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

是 19 年 10 月的服务业生产指数同比增长 6.6%，高于 3 季度的 6.5%。考虑到服务业的比重更大，10 月的经济整体并未大幅减速。

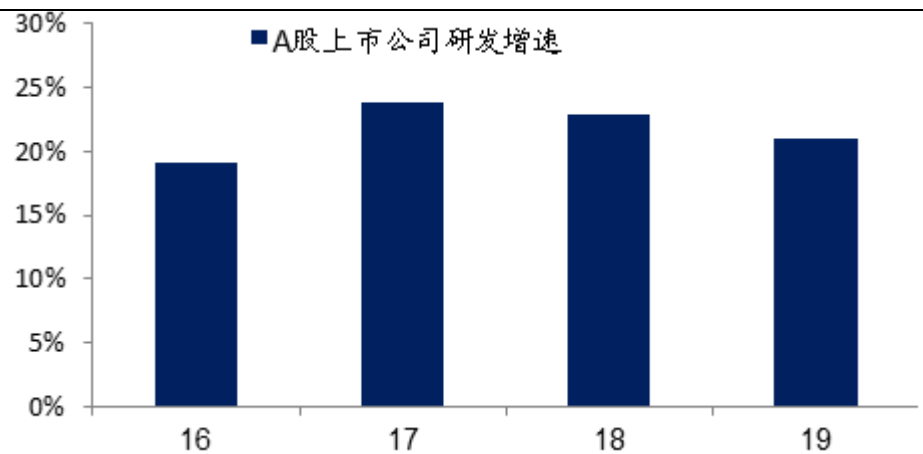
最后是大科技。

过去中国经济靠投资拉动，而投资则是靠货币和债务驱动，虽然增长很快，但这是一种外生型的增长模式，增长不可持续，而且后遗症也很大。

而未来中国经济转向消费和服务拉动之后，科技的重要性将会与日俱增，从而有望转向内生型的增长模式。纵观美国经济，其消费龙头公司亚马逊、苹果等其实是科技公司，通过持续高额的研发创新投入，来提升产品的吸引力。

而中国的企业在经过中美贸易摩擦的洗礼之后，重视创新的华为成为了中国企业的偶像和榜样，中国企业的研发和创新的意识大幅增强。根据我们的统计，中国上市公司 18 年的研发费用增长了约 23%，而 19 年上半年的增幅约为 21%，连续两年保持了高增长。

图18 近 4 年 A 股上市公司研发支出增速



资料来源：Wind，海通证券研究所，19 年数据截至上半年

目前，中国每年有近 1200 万大学生毕业，这其实是不可多得的人才红利。如果我们的企业能够大笔增加研发费用，其实就是给研发人员多发工资奖金，就可以利用好这一工程师红利，从而实现靠科技创新发展。

总结来说，虽然由于不搞刺激，中国经济未来或许还会继续减速，但是在进一步改革开放等政策红利的推动下，中国经济未来有望转向靠消费服务和科技创新来发展，而经济增长将更可持续，中国资本市场也将是全球不可错过的投资机会。

最后，引用美国最大的上市投资管理集团贝莱德的最新报告标题，“中国的投资机会大到不可忽视”！

2. 经济：需求再度转弱

1) 地产销售下滑。11 月前 14 天 4 个一线城市地产销售同比上升 26.4%，11 个二线城市地产销售同比下降 4.4%，18 个三四线城市地产销售同比下降 0.4%，11 月以来地产销售增速比 10 月有所下滑。

2) 汽车销售继降。11 月前 10 天，乘联会乘用车零售和批发增速分别为 -20% 和 -16%，汽车销售起步仍弱。

3) 发电增速稳定。11 月前 14 天的 6 大电厂发电耗煤同比增长 14.8%，意味着 11 月以来的发电增速依旧稳定。

3. 物价：通胀预期上行

1) **猪价首度回落**。上周猪肉价格环比下跌 1.9%，蛋禽价格也有下跌，蔬菜价格小幅上涨，食品价格整体下跌 0.6%。

2) **CPI 继续上升**。11 月以来猪价高位回落，但 11 月的猪价整体相比 10 月仍大幅上涨。截止目前 11 月商务部食用农产品价格环比上涨 5.6%，预测 11 月 CPI 食品价格环比上涨 3%，11 月 CPI 升至 4.7%。

3) **PPI 降幅收窄**。11 月以来煤价回落，钢价反弹，油价保持稳定。截止目前 11 月港口期货生资价格环比下跌 0.1%，预测 11 月 PPI 环比下降 0.1%，11 月 PPI 同比降幅缩窄至 1.5%。

4) **通胀预期上行**。进入 11 月以来，虽然猪价止涨回落，但由于猪价月度均值仍在大幅上升，预计 11 月 CPI 将再创新高。此外，由于去年末 PPI 环比大幅下降的拖累即将消失，PPI 也有望在今年年末见底回升，整体看未来半年的通胀预期趋于上行。

4. 流动性：货币政策稳健

1) **货币利率回升**。上周货币利率回升，其中 R007 均值上行 27bp 至 2.8%，R001 均值上行 59bp 至 2.54%。DR007 上行 25bp 至 2.66%，DR001 上行 52bp 至 2.47%。

2) **央行小幅投放**。上周公开市场没有资金到期，央行操作 MLF 投放 2000 亿货币。

3) **汇率小幅贬值**。上周美元指数小幅回落，人民币兑美元汇率小幅贬值，在岸和离岸人民币均回落至 7.01。

4) **货币政策稳健**。央行发布 3 季度货币政策报告，显示 9 月末金融机构超储率为 1.8%，比去年同期回升，但比今年 6 月份下降。9 月末金融机构贷款平均利率为 5.62%，比 6 月末下降 4bp，但主要源于票据利率下降，而企业一般贷款利率和房贷利率均上升 2bp。央行称未来货币政策保持定力，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，加强预期引导，警惕通胀预期发散。这意味着后续货币政策大概率保持稳健，不存在大幅宽松的基础。

5. 政策：促进有效投资

1) **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。

2) **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。

3) **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问题开展专项整治。

6. 海外：鲍威尔暗示降息暂停，美国 10 月 CPI 同比回升

1) **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。

2) **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。

3) **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。

4) **英国公布三季度 GDP**。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。

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 ljl11087@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
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@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
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
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgg12371@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 fufy11758@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 蒋俊(021)23154170 jj11200@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 李杰(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 xbcq6583@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 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 张戈 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 罗江江(010)56760091 lj12399@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 zxx12156@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 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昭 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 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡轶清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(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
 郭金焱(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