

相关研究

《实体经济观察 2019 年第 44 期：需求偏弱，生产尚可》2019.11.21

《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）》2019.11.17

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

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

利率下调不等于降息周期 ——如何理解当前的货币政策！

投资要点:

- **利率下调眼花缭乱。**在过去的几个月，关于央行降息的声音不绝于耳。到目前为止，主要有三类利率出现了下调。第一类是 LPR 利率，8 月央行宣布启动贷款市场报价利率形成机制改革（LPR），1 年期 LPR 下调了 6bp，此后在 9 月和 11 月又分别下降了 5bp。第二类是 MLF 利率，11 月 5 日，央行公布 1 年期 MLF 操作利率由此前的 3.3% 降至 3.25%。第三类是逆回购利率。11 月 18 日，央行公告 7 天逆回购招标利率下降 5bp 至 2.5%。
- **实际降息微乎其微。**但是从市场的感受来看，实际的降息幅度却是微乎其微，体现在两个方面。首先，基准利率仅下调 5bp。11 月以来的三次降息，其实是一件事。先是 MLF 利率下调了 5bp，然后逆回购招标利率跟随下调了 5bp，之后 LPR 利率跟随 MLF 下调了 5bp。其次，贷款利率几乎未降。央行公告 9 月份的一般贷款加权平均利率为 5.96%，比 6 月份上升 0.02%。而在 10 月份 LPR 利率保持不变，11 月 LPR 利率跟随基准利率下调了 5bp，因而最新的银行一般贷款利率或已降至 5.91%，相比于 6 月份的水平只是下降了 3bp。
- **货币政策不会收紧。**既然利率下调幅度如此有限，那么为什么央行要下调利率呢？原因是 8 月份以后猪价大涨导致通胀大幅上升，引发了货币政策收紧的担忧，使得国债利率大幅上升，贷款利率也存在上升风险。但与此同时，3 季度经济增速创新低，如果放任通胀预期推高利率水平，考虑到通胀上行以猪价为主，结构性通胀导致的货币紧缩确实会误伤经济。因而央行通过小幅下调利率释放了明确的信号，即不会因为猪价大涨而收紧货币政策，可以稳定市场预期，防止利率水平大幅上升。
- **不可轻言降息周期。**但是另外一方面，我们认为央行短期的降息空间有限，绝非进入了降息周期，理由在于。首先，正常一次降息是 25p，真要降息就不是 5bp。其次，要防范通胀预期从猪价向其他领域扩散。再次，政府提出不将房地产作为短期经济刺激的手段，如果未来真的进入降息周期，万一导致地产泡沫死灰复燃，肯定是得不偿失。最后，政府一直强调要坚持结构性去杠杆。过去两年我们成功地稳住了中国的债务杠杆率，如果我们采用总量上的大幅降息政策，刺激货币融资继续回升，那么就有可能导致中国宏观杠杆率重新大幅回升。
- **珍惜正常货币政策。**总结来说，我们认为在未来同时面对结构性通胀和经济下行压力的情况下，央行选择小幅下调政策利率，传递的信息是货币政策不会收紧而误伤经济，但同时也意味着货币政策不会大幅放松。理由在于长期经济增长与货币无关，按照中国目前 7.9% 的 GDP 名义增速，最新银行一般贷款利率均值为 5.96%，与经济增长相比目前的贷款利率并不算高。当前中国经济的主要问题并非融资贵，而是融资难。因此，在货币政策方面，目前中国需要的并不是大幅降息，而是应该进一步加大改革和开放的力度，疏通货币政策的传导机制。

目 录

1. 每周交流与思考.....	4
2. 经济：需求基本稳定.....	12
3. 物价：猪价明显回落.....	13
4. 流动性：回购利率下调.....	13
5. 政策：不搞大水漫灌.....	13
6. 海外：美联储公布 10 月会议纪要，欧元区 11 月 PMI 有所回升.....	14

图目录

图 1	1 年期与 5 年期 LPR (%)	4
图 2	7 天逆回购招标利率、1 年期 MLF 中标利率 (%)	5
图 3	非金融企业一般贷款平均利率、房贷平均利率 (%)	5
图 4	CPI 走势及预测, 商务部猪价同比涨幅 (%)	6
图 5	银行贷款平均利率、10 年期国债利率 (%)	7
图 6	中国 GDP 实际增速 (%)	7
图 7	10 年期国债利率、货币利率 R007 (%)	8
图 8	CPI 与 PPI 走势及预测 (%)	8
图 9	居民购房贷款增速、房贷利率 (%)	9
图 10	中国非金融部门总债务率 (%)	9
图 11	日本与欧元区 GDP 同比增速 (%)	10
图 12	美国 GDP 名义增速、最优惠贷款利率 (%)	10
图 13	美国联邦基金利率、1 年期国债利率 (%)	11
图 14	中国 GDP 名义增速、金融机构贷款利率 (%)	11
图 15	国企与民企新增贷款占比	12
图 16	国企与民企信用债净融资 (亿元)	12

1. 每周交流与思考

在过去的几个月，关于央行降息的声音不绝于耳，但是看看自己的贷款账单，感觉更像是别人家的降息。到底如何理解本轮利率下调，中国是不是真的进入了所谓的降息周期？

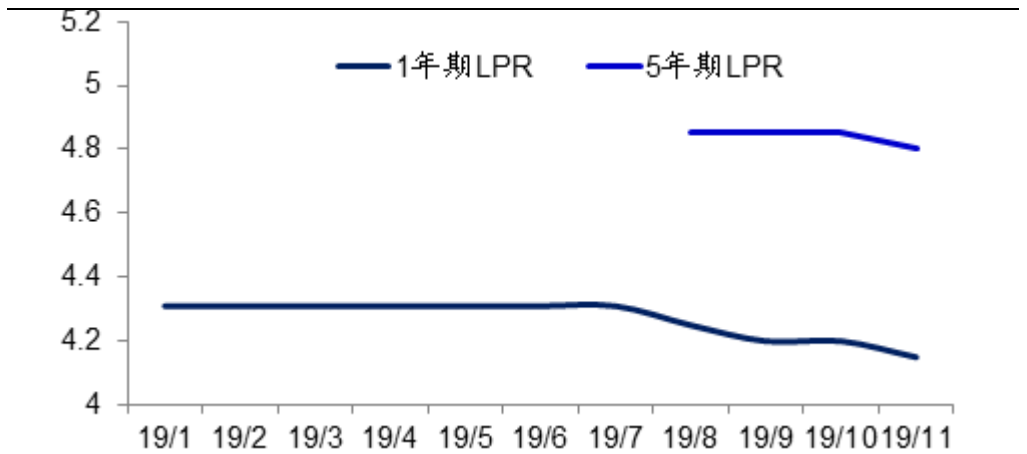
一、利率下调眼花缭乱

本轮利率下调始于8月17日，央行宣布启动贷款市场报价利率（LPR）形成机制改革。到目前为止，主要有三类利率出现了下调。

第一类是LPR利率。

8月20日，央行公布1年期LPR为4.25%，比此前的4.31%下调了6bp。而在9月20日，1年期LPR下降5bp至4.2%。在最近的11月20日，不仅1年期LPR再度下调5bp至4.15%，5年期以上LPR也首度下调5bp至4.8%。

图1 1年期与5年期LPR (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

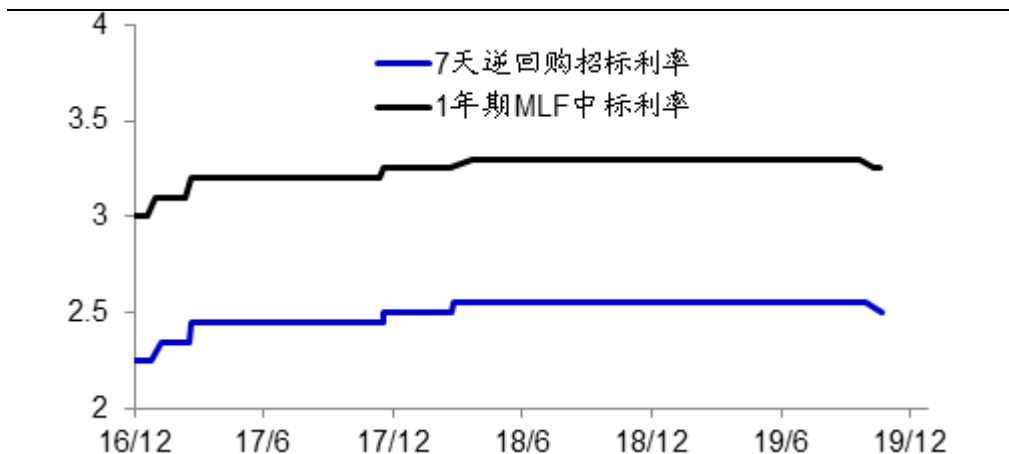
第二类是MLF利率。

11月5日，央行公布1年期MLF操作利率由此前的3.3%降至3.25%，这也是16年2月以来MLF利率的首次下调。

第三类是逆回购利率。

11月18日，央行公告7天逆回购招标利率下降5bp至2.5%，这也是15年10月份以来逆回购招标利率的首次下调。

图2 7天逆回购招标利率、1年期MLF中标利率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

二、实际降息微乎其微

但是从市场的感受来看,实际的降息幅度却是微乎其微,体现在两个方面:

首先,基准利率仅下调 5bp。

在上述三大利率中,MLF和逆回购招标利率由央行决定,可以视为基准利率。而LPR利率由商业银行在MLF基础之上加点报价,其实是由商业银行决定,是市场利率指标。

自从2016年央行创设1年期MLF之后,其与同期逆回购招标利率的走势基本一致,每一次变动时的调整幅度也完全一样。而到目前为止,MLF和逆回购利率均只下调了5bp,这说明本轮基准利率仅下调了5bp。

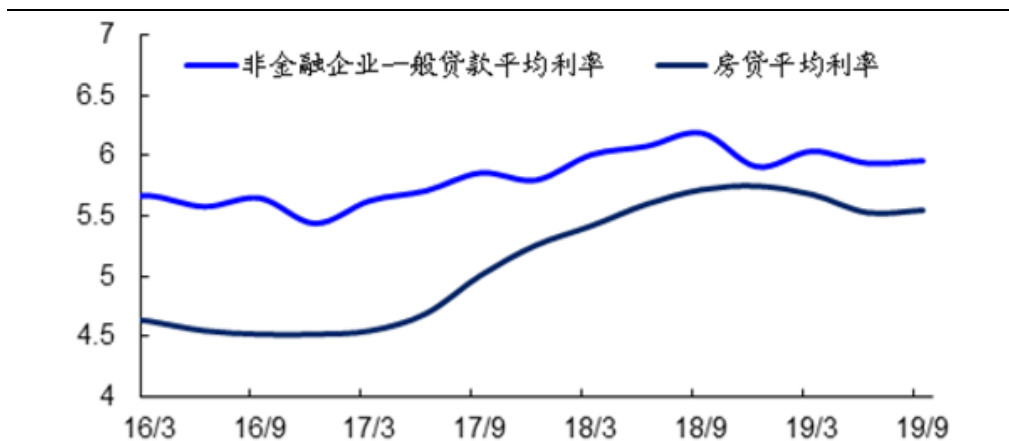
因此,11月以来的三次降息,其实是一件事。先是MLF利率下调了5bp,然后逆回购招标利率跟随下调了5bp,之后LPR利率跟随MLF下调了5bp。

其次,贷款利率几乎未降。

央行在3季度货政报告中披露,在8月份启动LPR改革之后,9月一般贷款中利率高于LPR的贷款占比为83.05%,这一比例比8月的84.13%微幅下调。

但是另一方面,央行公告9月份的一般贷款加权平均利率为5.96%,比6月份上升0.02%。也就是说,即便在央行启动LPR改革之后的9月份,银行的实际贷款利率也并未下降。

图3 非金融企业一般贷款平均利率、房贷平均利率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而在 10 月份 LPR 利率保持不变，11 月 LPR 利率跟随基准利率下调了 5bp，因而最新的银行一般贷款利率或已降至 5.91%，相比于 6 月份的水平也只是下降了 3bp。

与居民有关的贷款利率主要是房贷利率，6 月末的房贷利率平均为 5.53%，9 月份时则升至 5.55%。最新的房贷利率挂钩 5 年期 LPR，在 11 月也下调了 5bp，因而最新的房贷利率约为 5.5%。

假设你在 6 月份贷了一笔 20 年的 100 万按本息支付的房贷，按照当时 5.53% 的房贷利率，每个月需要还款 6896 元。而按照最新 5.5% 的房贷利率，每个月需要还款 6879 元，相比之前节约 17 元，下降程度非常有限。

三、货币政策不会收紧

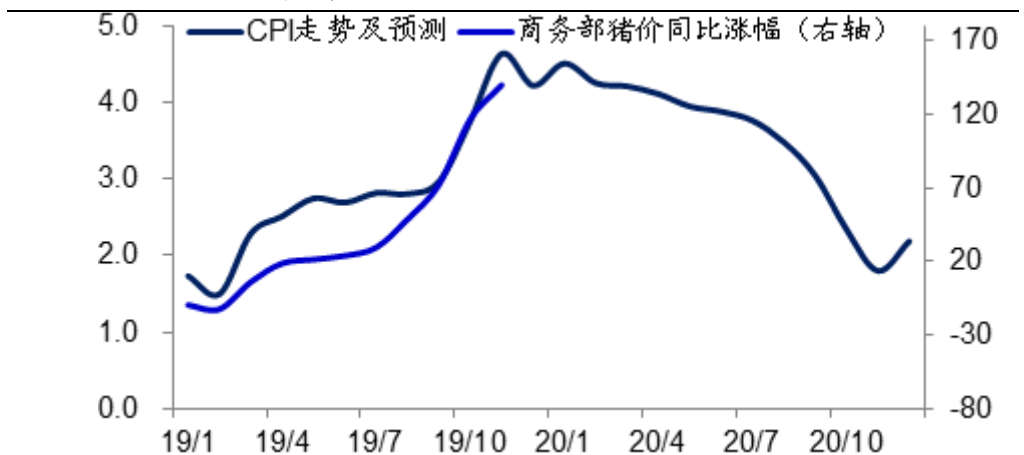
既然利率下调幅度如此有限，那么为什么央行要下调利率呢？

在我们看来，这一次央行微幅降息传递的主要信息是货币政策不会收紧，从而稳定利率预期，防止利率上行误伤经济。

通胀引发紧缩预期。

在今年 8 月份以后，受到生猪疫情的影响，猪价突然加速上涨，连续 3 个月的环比涨幅都在 20% 左右。由于猪价大涨，9 月 CPI 达到 3% 的政策目标，并且在 10 月份进一步上升至 3.8%。

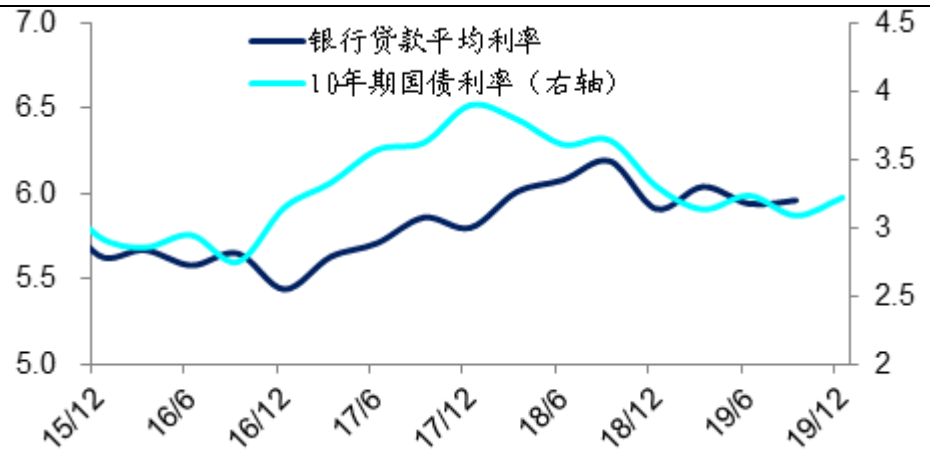
图4 CPI 走势及预测，商务部猪价同比涨幅 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，19 年 11 月以后为预测值

而通胀的大幅上升引发了货币政策收紧的担忧，反应在债券市场上，则是 10 年期国债利率大幅反弹，从 8 月中旬最低的 3% 升至 9 月末的 3.3%。

而历史经验表明，国债利率是贷款利率的领先指标，如果国债利率持续上升，那么往往过一段时间之后贷款利率也会跟随上升。

图5 银行贷款平均利率、10年期国债利率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所，19年11月以后为预测值。

经济下行仍需宽松。

但是另一方面，当前经济下行依旧承压，仍需要宽松货币政策的支持。

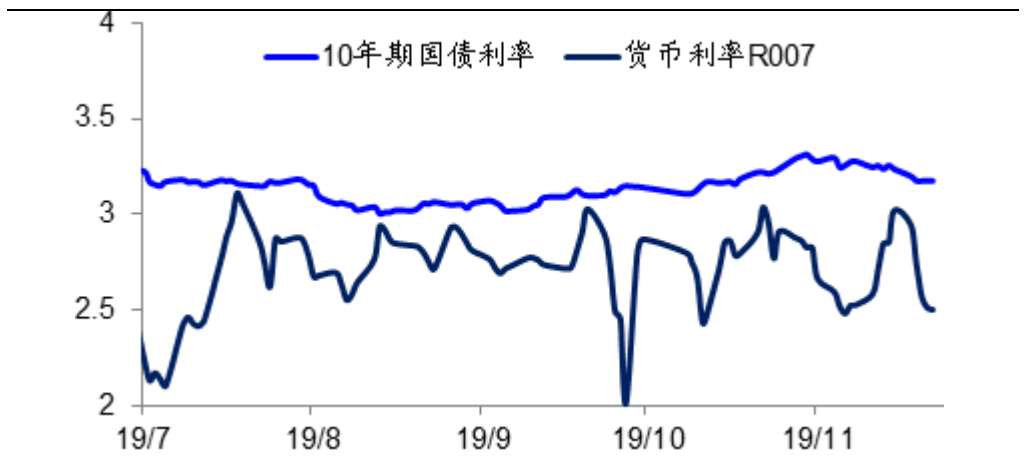
3季度的GDP增速降至6%，创下了近30年的新低水平，已经低于98年亚洲金融危机和08年全球金融危机时的季度最低值。而10月份的工业增速降至4.7%，仅高于8月的4.4%，为年内次低值；从三大需求来看，10月仅出口降幅略有改善，而消费投资增速均有下滑，意味着短期经济仍有下行压力。

图6 中国GDP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

在这样的背景下，如果放任通胀上行预期推高利率水平，考虑到通胀上行以猪价为主，结构性通胀导致的货币紧缩确实会误伤经济。因而央行通过微幅下调利率释放了明确的信号，即不会因为猪价大涨而收紧货币政策，从而可以稳定市场预期，防止利率水平大幅上升。

在央行11月下调政策利率之后，最新的10年期国债利率已经回落到3.2%左右，这意味着利率上行的预期已经被有效的扭转，这也有助于经济的低位企稳。

图7 10年期国债利率、货币利率 R007 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

四、不可轻言降息周期

但是另外一方面，我们认为央行短期的降息空间有限，绝非进入了降息周期，理由在于：

首先，真要降息就不是 5bp。

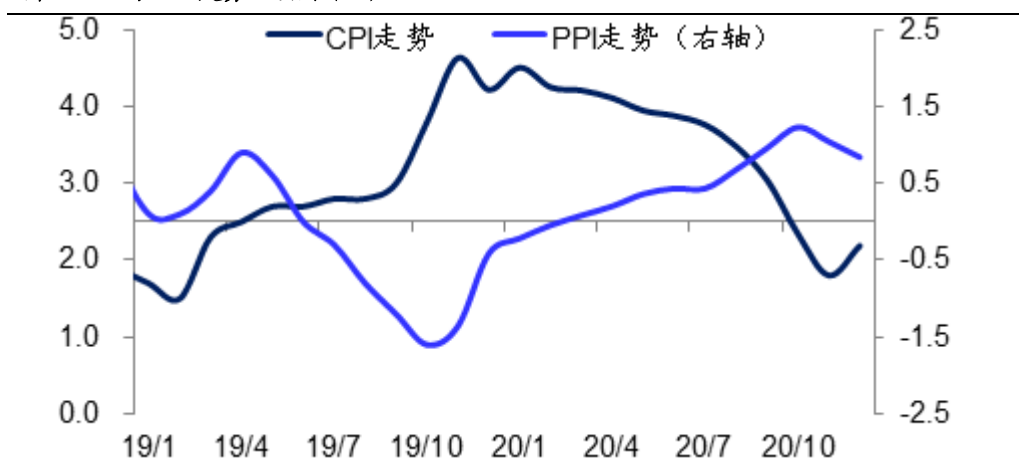
在国际上，通常一次降息的幅度是 25bp，例如美联储今年 3 次降息共下调利率 75bp。而在国内，2010 年以后我国贷款基准利率每次下调的幅度也是 25bp，此前的最小下调幅度则是 18bp 和 27bp。

由此可见，一次 5bp 的利率下调远低于国际和历史平均水平，其作用是防止利率上升而非引导利率大幅下降。

其次，要防范通胀预期发散。

在央行 3 季度货政报告中，明确提出未来一段时间需警惕通胀预期发散。

而央行也用专栏讨论了物价走势，认为不存在持续通胀或通缩的基础。预计到 2020 年以后，一方面猪价上涨引发的结构性通胀将逐渐消退，另一方面基数效应消退后 PPI 有望见底回升，CPI 与 PPI 的差距有望缩窄。

图8 CPI 与 PPI 走势及预测 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所，19 年 11 月以后为预测值。

在这样的背景下，如果货币政策大幅放松，叠加 PPI 见底回升，则有可能会刺激通胀从猪价向其他领域扩散。因而要防止通胀预期发散，仍需保持稳健的货币政策，这也意味着利率下调的空间有限。

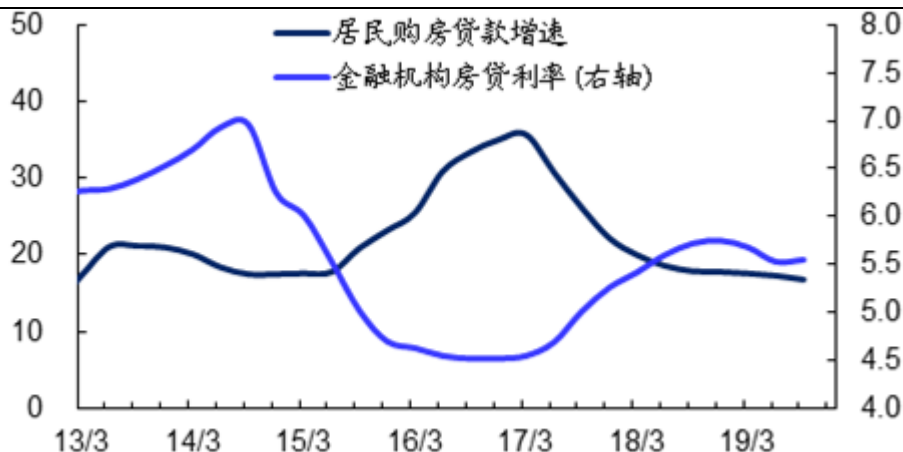
再次，要避免刺激房地产。

在7月份的政治局会议中，明确提出“不将房地产作为短期经济刺激的手段”，而央行也在3季度货币政策报告中呼应了这一提法。

而按照最新的贷款利率机制，房贷利率挂钩5年期LPR，由MLF利率以及银行加点共同决定。

假设未来真的进入降息周期，也就是持续下调MLF中标利率，就会导致房贷利率不断下调，结果就是重新刺激房地产，万一导致地产泡沫死灰复燃，肯定是得不偿失的。

图9 居民购房贷款增速、房贷利率(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

最后，要坚持结构性去杠杆。

在18年4月份召开的中央财经委员会会议上，第一次提出“结构性去杠杆”。19年的政府工作报告也把“坚持结构性去杠杆”作为重要目标。而在央行3季度货币政策报告中，也重申要“有序推进结构性去杠杆”。

在过去的两年，得益于资管新规等政策，我们成功地稳住了中国的债务杠杆率。按照修正后的18年GDP数据，我们测算18年末的宏观杠杆率为239%，连续6个季度稳定在这一水平。

但是进入到2019年以来，宏观杠杆率又出现了小幅上升的趋势，我们测算3季末的宏观杠杆率又升至245%。原因在于，目前社会融资总量余额增速为10.7%，仍高于7.9%的GDP名义增速。如果这个时候我们采用总量上的大幅降息政策，刺激货币融资继续回升，那么就有可能导致中国宏观杠杆率重新大幅回升。

图10 中国非金融部门总债务率(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

因此，无论是从防止通胀预期发散，还是不刺激房地产以及结构性去杠杆的角度，都不支持中国未来进入降息周期。

五、珍惜正常货币政策

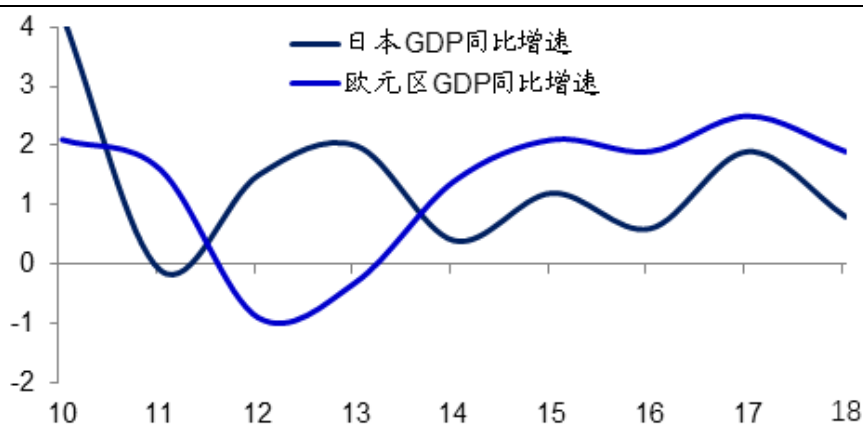
即便是未来央行为了加大逆周期调节的力度而继续降息，我们认为至多还有少数几次 5bp 左右的幅度，整体降息空间非常有限，理由在于：

零负利率毫无意义。

首先，如果靠大幅降息就能把经济搞好，那么目前实施负利率的日本和欧元区应该是经济最好的经济体，但结果恰恰相反，日本和欧元区的经济长期在衰退边缘挣扎。

因此，真相是长期经济增长与货币无关，靠货币和债务发展经济只会导致短期的泡沫和长期的萧条。

图11 日本与欧元区 GDP 同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

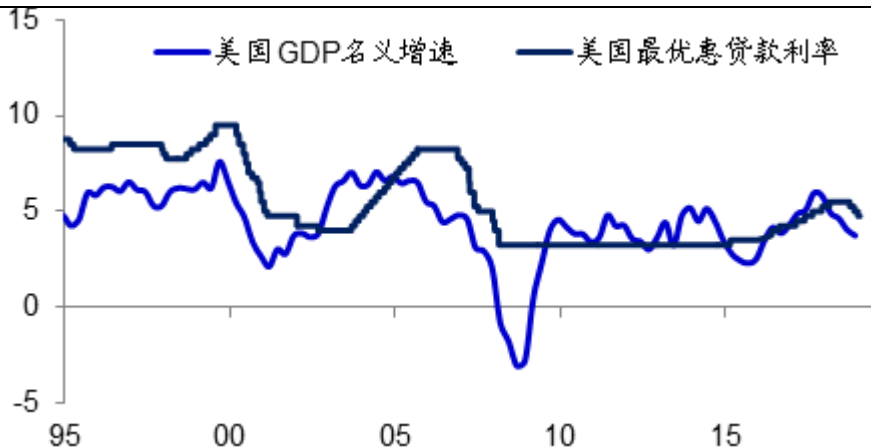
利率匹配经济增长。

从宏观上看，利率水平其实是与经济增长水平相匹配。美国的国债利率在 2% 左右，高于日本和欧元区的负利率，原因在于美国拥有更高的经济增长水平。

通常一个国家的 GDP 名义增速，决定了企业贷款利率的上限，再扣减掉信用利差之后，就是国债利率水平，而央行的基准利率则与短期国债利率相接近。

例如美国目前的 GDP 名义增速大约在 4-5% 左右，其银行最优惠贷款利率为 4.75%，与 GDP 名义增速大致相当。

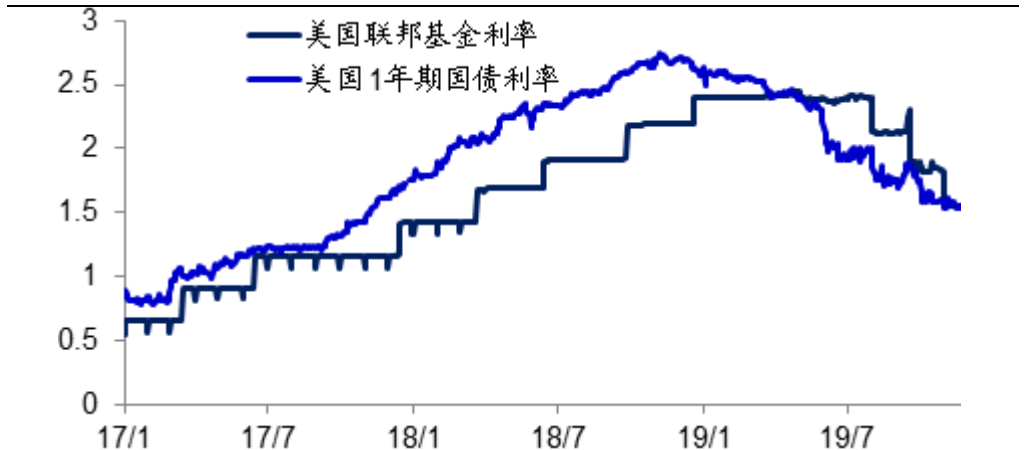
图12 美国 GDP 名义增速、最优惠贷款利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

其 1 年期国债利率为 1.56%，与贷款利率的利差为 300bp。而央行基准利率区间为 1.5-1.75%，与 1 年期国债利率接近。

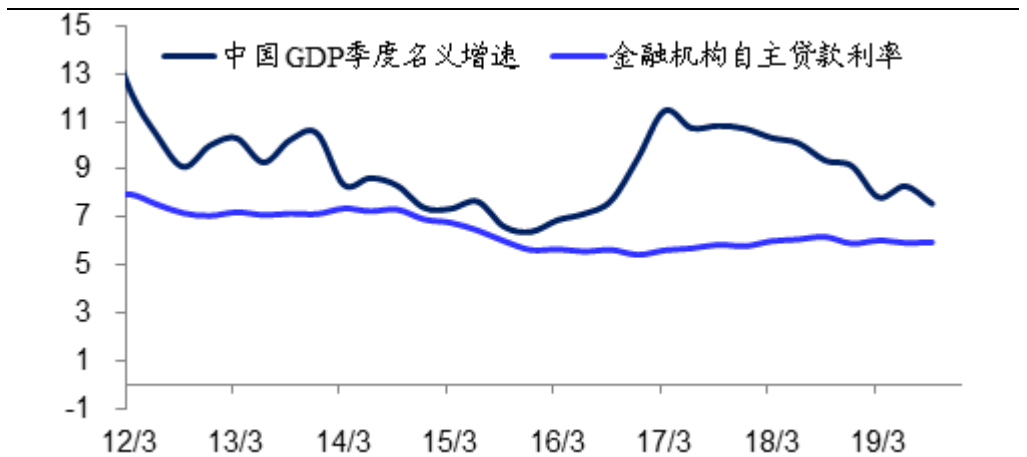
图13 美国联邦基金利率、1 年期国债利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

而按照中国目前 7.9% 的 GDP 名义增速，最新银行一般贷款利率均值为 5.96%，贷款利率依然大幅低于 GDP 名义增速，说明与经济增长相比，目前的贷款利率并不能算特别高。目前中国 1 年期国债利率为 2.64%，与贷款利率的利差也是在 300bp 左右，与美国类似。因而目前 7 天逆回购招标利率保持在 2.5% 左右，其实也不算高。

图14 中国 GDP 名义增速、金融机构贷款利率 (%)

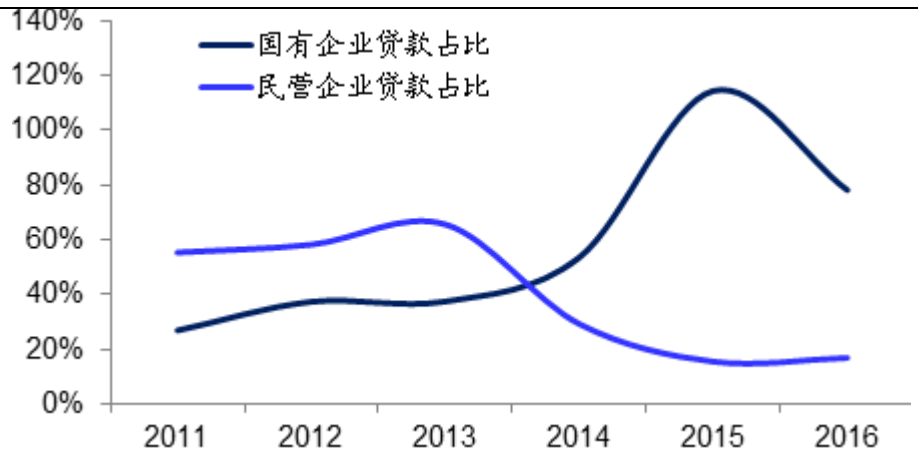


资料来源：Wind，海通证券研究所

融资不在贵而在难。

当前中国经济的主要问题并非融资贵，而是融资难。按照央行公布的数据，在 2013 年以前，民企占新增贷款的比重高达 60%，而在 2014 年以后下降到只有 20%。

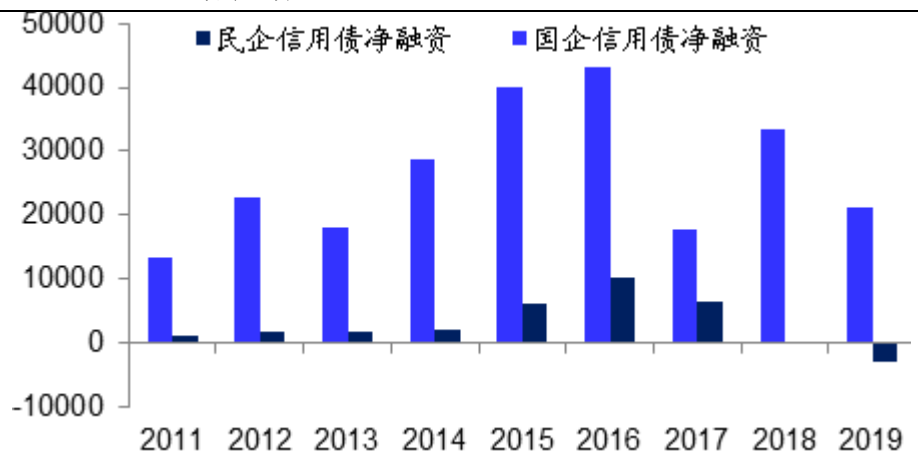
图15 国企与民企新增贷款占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

而从债券市场来看，在 15-17 年民企占信用债净融资的约 20%，而在 18 年民企信用债的净融资接近于零，截至 19 年 11 月民企信用债净融出约 3000 亿。

图16 国企与民企信用债净融资（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 19 年 11 月 22 日

为什么民企融资难？关键还是在于金融体系以国有企业为主，因而信贷天然倾向于国有企业。而破局的关键则是进一步打破金融业的垄断。近期国务院宣布允许外资在中国开设控股甚至独资的银行、保险、券商和基金，其实就是打破金融业的垄断，有助于加剧金融业的竞争，改善民企未来的融资状况。

因此，在货币政策方面，目前中国需要的并不是总量货币政策，而是应该进一步加大改革和开放的力度，疏通货币政策的传导机制。

总结来说，我们认为在未来同时面对结构性通胀和经济下行压力的情况下，央行选择小幅下调政策利率，传递的信息是货币政策不会收紧而误伤经济，但同时也意味着货币政策不会大幅放松，没有所谓的降息周期。

2. 经济：需求基本稳定

1) 线下地产稳定。11 月前 21 天 4 个一线城市地产销售同比上升 26%，11 个二线城市地产销售同比下降 4.2%，18 个三四线城市地产销售同比上升 8.4%，11 月以来地产销售增速比 10 月有所下滑，但三四线城市地产销售依然稳定。

2) 汽车降幅缩窄。11 月前 17 天，乘联会乘用车零售和批发增速分别为 -13% 和 -11%，前两周汽车销售虽弱，但相比于第一周有明显改善。

3) **发电增速稳定。**11月前22天的6大电厂发电耗煤同比增长15.6%，其中中旬以来发电耗煤增速还有回升，意味着11月以来的发电增速依旧稳定。

3. 物价：猪价明显回落

1) **猪价明显回落。**上周猪肉价格环比下跌6.9%，蛋禽、蔬菜价格也有下跌，食品价格整体下跌2.8%。

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4.3%，预测11月CPI食品价格环比上涨2.5%，11月CPI升至4.6%。

3) **PPI降幅收窄。**11月以来煤价回落，钢价反弹，油价小幅上调。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环比持平，11月PPI同比降幅缩窄至1.4%。

4) **通胀预期改善。**进入11月以来，猪价明显回落，意味着通胀预期短期有所改善，虽然11月CPI仍将大幅上升，但12月CPI有望高位回落。而在PPI方面，11月以来钢价和油价上涨，加上去年末PPI环比大幅下降的拖累即将消失，PPI有望见底回升，并在明年年初由负转正。

4. 流动性：回购利率下调

1) **货币利率回落。**上周货币利率回落，其中R007均值下行14bp至2.66%，R001均值下行34bp至2.2%。DR007下行17bp至2.49%，DR001下行33bp至2.14%。

2) **央行继续投放。**上周公开市场没有资金到期，央行操作逆回购投放资金3000亿，此外国库现金投放资金500亿，合计投放资金3500亿。

3) **汇率小幅贬值。**上周美元指数小幅回升，人民币兑美元汇率小幅贬值，在岸和离岸人民币均回落至7.04。

4) **回购利率下调。**上周央行下调7天逆回购招标利率5bp至2.5%，与此前MLF操作利率下调的幅度一致，有助于降低金融机构边际资金成本，助推LPR报价和企业实际利率降低，意在应对短期经济压力，加强逆周期调节。但利率下调仅5bp，并未大幅降息，体现微调 and 精准的思路。央行货政报告提出防止通胀预期发散，考虑到未来半年通胀仍高，央行进一步下调利率的空间有限，货币政策整体仍将维持稳健格局。

5. 政策：不搞大水漫灌

1) **不搞大水漫灌。**国务院总理李克强同主要国际经济金融机构负责人共同会见记者时表示，中国有把握实现年初确定的经济社会发展目标，保持经济运行处在合理区间。将继续保持宏观政策连续性和稳定性，用好逆周期调节工具。无论外部形势如何变化，中国都会坚定不移实施更高层次的对外开放。将精准施策，抓好减税降费政策落实，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激。

2) **完善社会主义经济。**国务院副总理刘鹤人民日报撰文：坚持和完善社会主义基本经济制度，坚持和完善公有制为主体、多种所有制经济共同发展，激发各类市场主体活力；加快完善社会主义市场经济体制，建设高标准市场体系。

3) **应对人口老龄化。**国务院印发《国家积极应对人口老龄化中长期规划》，从夯实

社会财富储备、改善劳动力有效供给、打造为老服务和产品供给体系、强化科技创新能力等 5 个方面部署应对人口老龄化的具体工作任务。《规划》提出，选择有特点和代表性的区域进行应对人口老龄化工作综合创新试点。

6. 海外：美联储公布 10 月会议纪要，欧元区 11 月 PMI 有所回升

1) 美联储公布 10 月会议纪要。上周三，美联储公布 10 月 FOMC 会议纪要，大多数委员认为 10 月降息后，短期内不用进一步降息，除非经济发生重大变化，否则当前利率是合适的，所有委员都不同意实施负利率，认为负利率不是提振美国经济的有效工具，此外委员们还对常备回购便利工具进行了讨论。

2) 美联储无发行数字货币计划。上周三，美联储主席鲍威尔重申美联储没有发行中央银行数字货币 (CBDC) 的计划和必要，但正在进行“小规模基于研究的技术实验”，以便更好理解可用于支持 CBDC 的技术，同时密切关注全球数字货币的进展。

3) 欧元区 11 月制造业 PMI 有所回升。上周五，欧元区公布 11 月制造业 PMI 初值为 46.6，较前值 45.9 有所回升，德国、法国 11 月制造业 PMI 分别为 43.8、51.6，也均高于前值。同日，欧央行行长拉加德表示，欧元区内需疲弱通胀过低，将在近期开始货币政策评估。

4) 日本出口降幅扩大。上周三，日本公布 10 月出口同比-9.2%，前值-5.2%，同比降幅为 3 年来最大。其中对美国出口同比减少 11.4%，对亚洲出口同比减少 11.2%，对美汽车、飞机发动机出货量及对中国塑料品出货量下降是主要拖累。

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 ljli11087@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
姜珺珊(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 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 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 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
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
 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
 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 zzk11650@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 ljy12399@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 lfh12225@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

张恒昶 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 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
 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
 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