

## 相关研究

《实体经济观察 2019 年第 46 期：生产保持稳定》2019.12.05

《PMI 重回线上，通胀冲高回落》2019.12.01

《中国经济分析中的几个误区——兼论为何经济好于悲观预期！》2019.12.01

# 全球经济改善的曙光——兼论投资周期有望重启！（海通宏观每周交流与思考）

## 投资要点：

- **全球经济同步改善。**近期全球多个经济体的经济数据出现了回升。其中美国最重要的非农就业数据在 3 季度以来逐渐恢复，11 月新增非农就业升至 26.6 万，预示 4 季度美国经济有望继续改善。19 年 11 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数升至 50.3% 的荣枯线之上，同时也创下了 19 年 5 月以来的新高。分国别来看，美国 Markit 制造业 PMI 指数连续 3 个月回升，德国和法国的制造业 PMI 指数连续两个月回升，中国 11 月中采制造业 PMI 大幅升至 50.2%，也是近 8 个月以来的最高值。
- **贸易摩擦影响缓和。**从经合组织公布的 OECD 国家 GDP 增速来看，本轮全球经济的下行始于 18 年初，导致本轮全球经济下滑的一个重要原因是全球贸易的萎缩，2018 年初特朗普政府开始对各种进口产品加征关税，贸易摩擦的爆发使得全球贸易受到了巨大的冲击，中美欧日四大经济体的出口总增速从 18 年 1 季度的 15.8% 降至 19 年 2 季度的 -3.2%。但进入 19 年下半年以后，由于中国对美出口的大部分产品已经被加征了关税，加上中国对美出口的持续下滑，美国可以用于加税的筹码持续减少，贸易摩擦的影响逐渐弱化，全球贸易的降幅也开始收窄。
- **宽松货币改善融资。**18 年初以来全球经济下滑的另一个重要原因在于货币紧缩，美国上一轮加息从 17 年开始加快，到 18 年开始推动国债、企业债等利率上升。而中国从 17 年开始金融去杠杆，也在 17 和 18 年推高了国内利率水平，而 18 年的社融增速大幅下降，信用紧缩导致了经济的持续下滑。进入 19 年以来，主要国家的货币政策先后都发生转向。首先是中国在年初从去杠杆转为稳杠杆，贷款利率稳中有降，而社融增速也在年初企稳回升。而美国也在 7 月以后 3 次降息，并带动全球利率水平普遍下降，依赖于融资的欧元区信贷增速已经出现回升。
- **投资周期有望重启。**过去一年多的全球经济减速，主要体现为投资的减速。如果未来贸易摩擦的影响减弱，加上货币宽松之后信用重新开始扩张，那么投资增速的回升应该是大概率事件。目前美中欧日等各国的库存投资都位于低位水平，首先最有希望回升的是库存投资，从而支撑未来的一到两年全球经济出现改善。而在 5G 等新技术的大规模运用在即的背景下，未来不排除企业的设备投资也会出现回升，而设备投资能否启动将决定本轮全球经济回升的持续时间。

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

## 目 录

---

1. 每周交流与思考.....	4
2. 经济：短期保持平稳.....	13
3. 物价：通胀短期回升.....	13
4. 流动性：货币政策稳健.....	14
5. 政策：打好三大攻坚战，确保全面建成小康社会.....	14
6. 海外：美国就业数据好于预期，欧元区 PMI 继续回升.....	14

## 图目录

图 1	美国 GDP 环比增速, 非农就业新增人数 (% , 千人)	4
图 2	摩根大通全球制造业 PMI (%)	5
图 3	美日欧制造业 PMI (%)	5
图 4	OECD 国家、G7 国家工业生产指数 (%)	5
图 5	OECD 国家、G20 国家 GDP 环比增速 (%)	6
图 6	中美欧日出口总增速 (%)	6
图 7	韩国出口增速 (%)	7
图 8	美国对华计划加征关税总额与预测 (亿美元)	7
图 9	美国 10 年期国债利率、联邦基金利率 (%)	8
图 10	美国最优惠贷款利率 (%)	8
图 11	中国非金融企业贷款平均利率、银行一般贷款利率 (%)	9
图 12	中国融资总量余额增速、GDP 增速 (%)	9
图 13	中国银行贷款平均利率、10 年期国债利率 (%)	10
图 14	10 年期美日德国债利率 (%)	10
图 15	美国投资贡献 GDP 增速、GDP 环比增速 (%)	11
图 16	欧盟 28 国投资贡献 GDP 增速、GDP 环比增速 (%)	11
图 17	中国投资贡献 GDP 增速、GDP 同比增速 (%)	11
图 18	美日欧存货对 GDP 环比增速的拉动 (%)	12
图 19	中国工业企业存货、产成品库存增速 (%)	12
图 20	中国制造业投资增速 (%)	13

## 1. 每周交流与思考

在过去的几个月，全球经济不约而同地出现了改善的迹象，到底本轮全球经济改善的原因是什么，是否可以持续，明年的全球经济能否继续回升？

### 一、全球经济同步改善

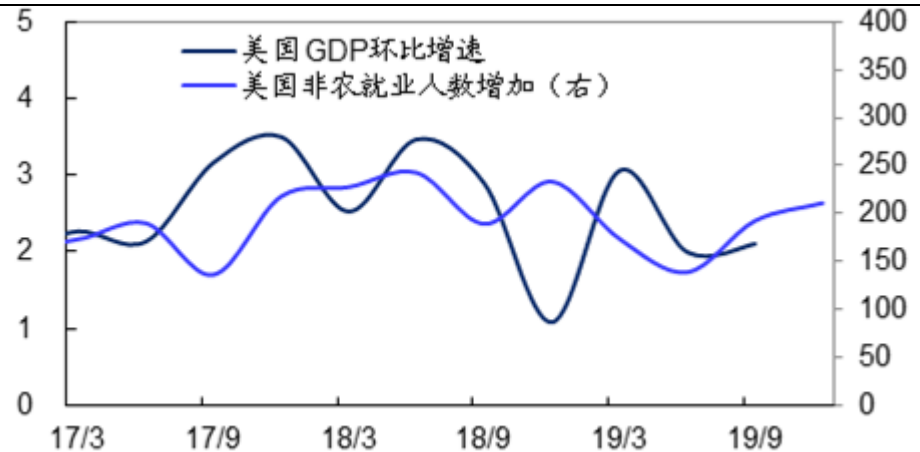
#### 美国非农就业回升。

作为第一大经济体，美国经济对全球有着巨大的影响。而美国经济靠消费驱动，消费又来自于就业的支撑，因而非农就业是观察美国经济走势的最重要指标。

在 18 年 2 季度以后，美国新增非农就业人数逐季下滑，从最高的月均 24.3 万降至 19 年 2 季度最低的月均 13.9 万，这也使得美国经济增速持续放缓，从 18 年 2 季度的 3.5% 降至 19 年 2 季度的 2%。

但从 19 年 3 季度开始，美国新增就业开始逐渐恢复，3 季度升至月均 19.3 万，而 3 季度 GDP 环比增速也从 2% 回升至 2.1%。而 4 季度以来升至月均 21.1 万，刚刚公布的 11 月新增非农就业大幅上升至 26.6 万，意味着 4 季度美国经济或有望继续改善。

图1 美国 GDP 环比增速，非农就业新增人数（%，千人）



资料来源：WIND，海通证券研究所，非农就业为季度的月均值数据

#### 全球制造业改善。

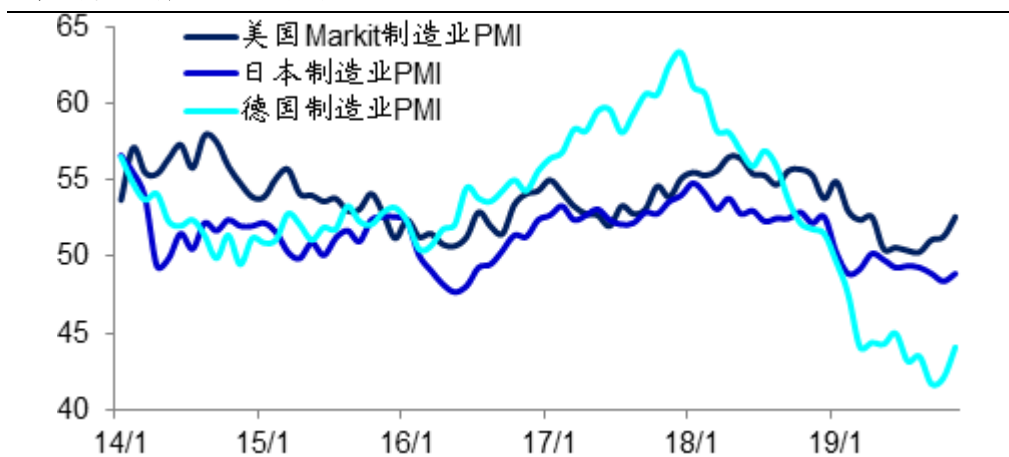
而且近期有起色的不仅是美国经济，全球主要国家的制造业都有改善的迹象。

19 年 11 月，摩根大通全球制造业 PMI 指数升至 50.3% 的荣枯线之上，同时也创下了 19 年 5 月以来的新高。

**图2 摩根大通全球制造业 PMI (%)**

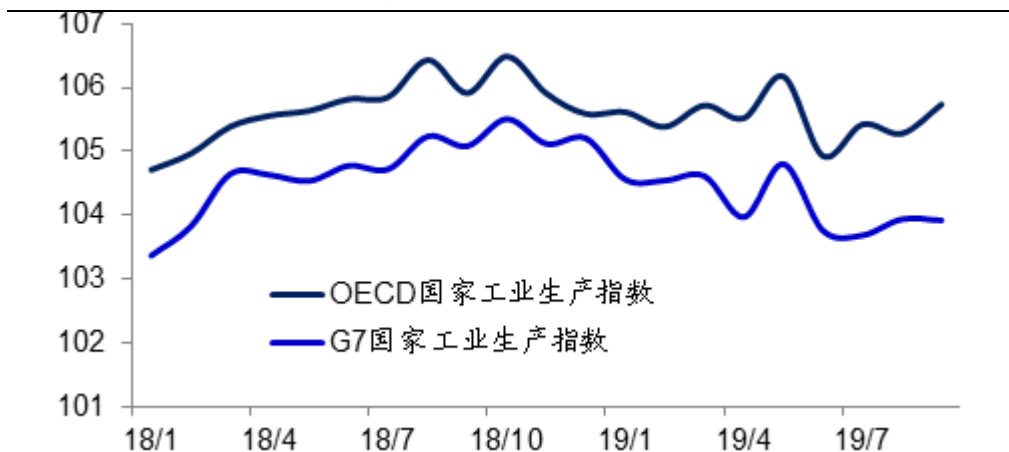

资料来源：WIND，海通证券研究所

从主要国家来看，19年11月美国ISM和Markit制造业PMI指数一升一降，其中Markit制造业PMI指数升至52.6%，已经连续3个月回升。19年11月的欧元区制造业PMI回升至46.9%，连续两个月回升，其中德国和法国的制造业PMI指数均有回升。19年11月的日本制造业PMI回升至48.9%，近7个月以来首次出现明显改善。而中国11月中采制造业PMI大幅升至50.2%，也是近8个月以来的最高值。

**图3 美日欧制造业 PMI (%)**


资料来源：WIND，海通证券研究所

此外，经合组织公布OECD国家9月工业生产指数为105.7，自从7月份以来已经连续3个月回升，也印证全球制造业出现了明显改善。

**图4 OECD国家、G7国家工业生产指数 (%)**


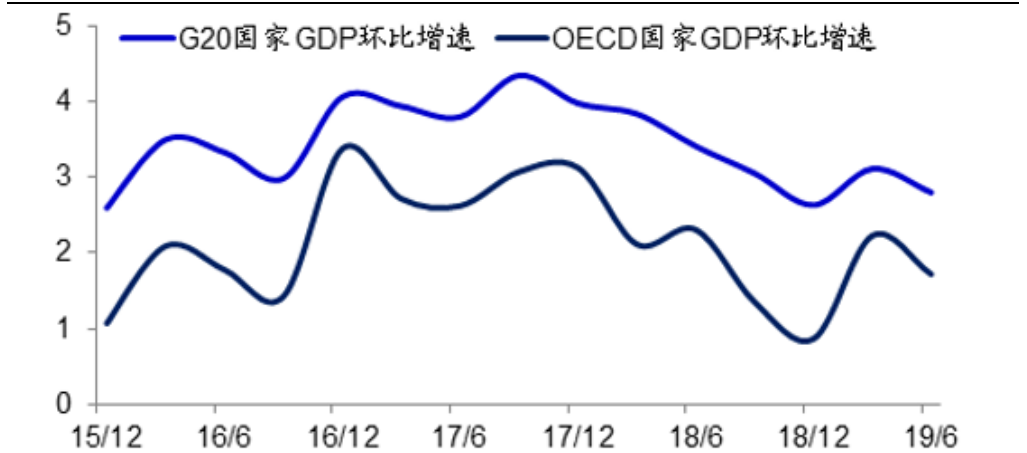
资料来源：WIND，海通证券研究所

## 二、贸易摩擦影响缓和

### 贸易下滑拖累经济。

从经合组织公布的 OECD 国家 GDP 增速来看,本轮全球经济的下行始于 18 年初。在 17 年 4 季度, OECD 国家 GDP 环比增长 3.1%, 而到了 19 年 3 季度, GDP 环比增速已经降至 1.7%。

图5 OECD 国家、G20 国家 GDP 环比增速 (%)

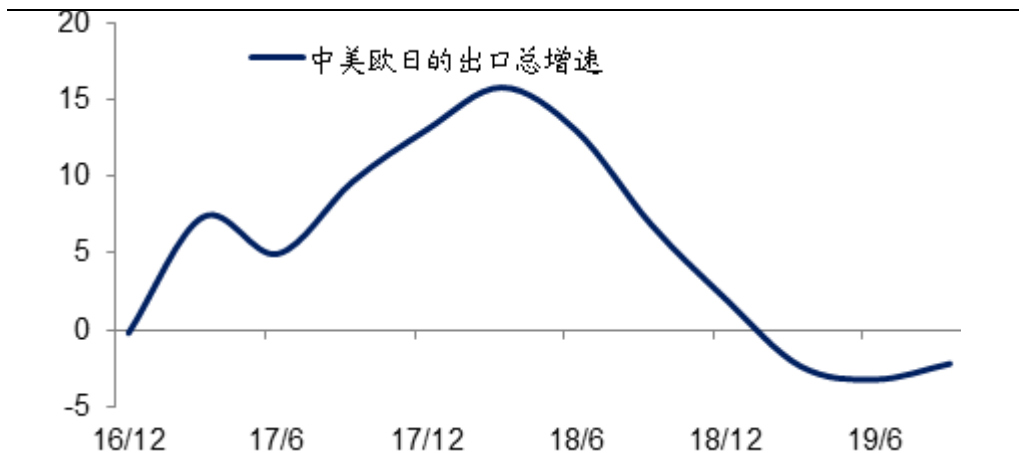


资料来源: WIND, 海通证券研究所

导致本轮全球经济下滑的一个重要原因是全球贸易的萎缩。2018 年 3 月, 特朗普政府宣布对所有进口的钢铁和铝分别加征 25% 和 10% 的关税。2018 年 6 月, 特朗普宣布对 500 亿美元中国进口产品征收 25% 的关税。此后又分别在 18 年 9 月、19 年 5 月、19 年 8 月宣布对中国的 5500 亿美元进口产品征收 15%-30% 不等的关税税率。

由于中国和美国分别是全球前两大经济体和贸易国, 中美贸易摩擦的爆发使得全球贸易受到了巨大的冲击。我们统计了美国、中国、欧盟和日本这四大经济体的出口总额, 在 18 年 1 季度时 4 大经济体的出口增速依然高达 15.8%, 但到了 19 年 2 季度就大幅下降至 -3.2%。

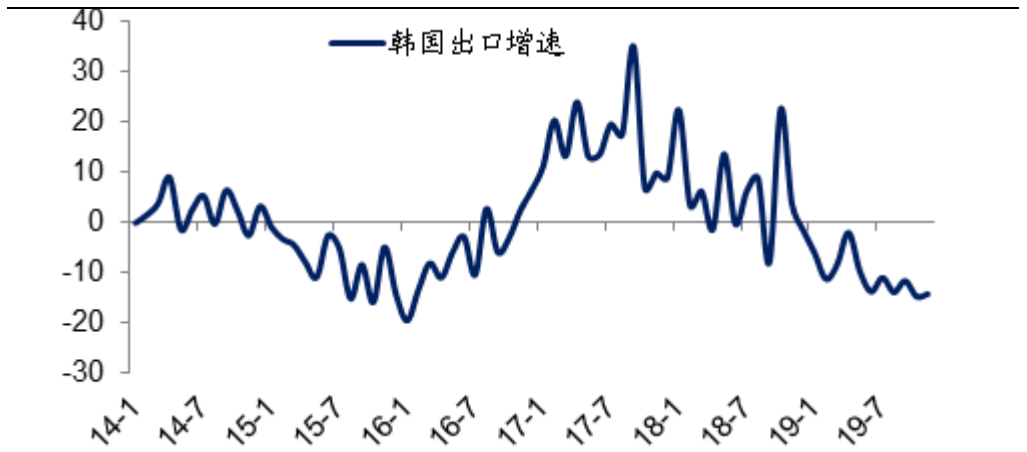
图6 中美欧日出口总增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 欧洲为欧盟 28 国数据

而作为全球经济的金丝雀的韩国, 受到贸易摩擦的影响, 其出口增速从 18 年初以来持续下滑, 18 年初的出口增速高达 22.3%, 而到 19 年 10 月已经降至 -14.8%。

图7 韩国出口增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

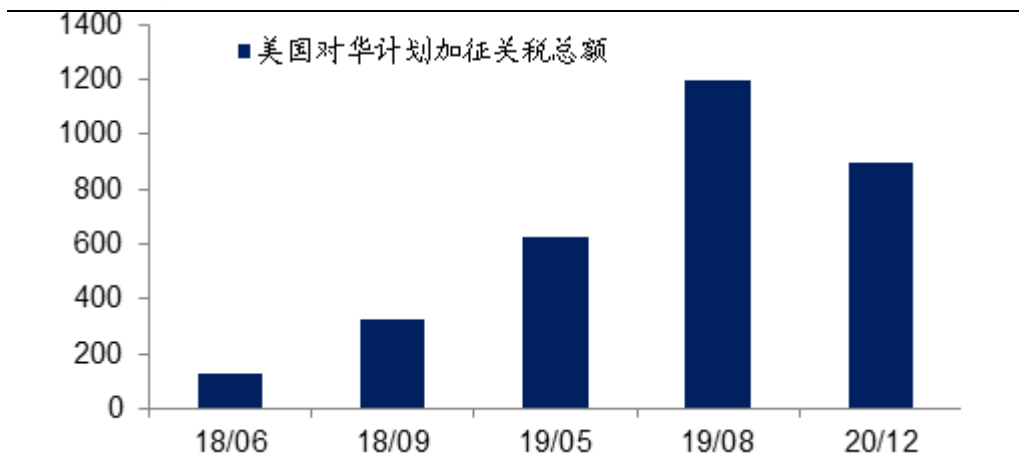
### 贸易摩擦影响缓和。

到目前为止，贸易摩擦主要发生在中美之间，而且是以美方增加关税为主。美国已经宣布对中国的 5500 亿美元出口产品征收关税，其中前 2500 亿美元商品征收 30% 的关税，而后 3000 亿美元产品征收 15% 的关税，合计关税总额达到 1200 亿美元。

从 18 年初美国宣布额外征收关税开始，贸易摩擦的影响就在不断扩大。但是到了 19 年 5 月份，已经有 2500 亿美元中国商品被加征了 25% 的关税，合计关税总额为 625 亿美元，占 1200 亿美元关税总额的比例已经超过一半。而在 19 年 8 月份以后，虽然美方再次宣布加税，但新增的关税额并没有超过此前的 625 亿美元，而且其中的很大一部分到目前为止依然暂缓加征 15% 的关税。

而按照美国的对华贸易统计，今年前 10 个月美国从中国的进口商品总额为 3821 亿美元，同比下降 15%，由此推算今年美国从中国进口商品总额将降至 4500 亿美元左右，美方能够加税的筹码将进一步减少。按照约 20% 的平均关税税率估算，美国 2020 年合计能从中国产品上征收的关税总额将从 1200 亿美元降至 900 亿美元左右。

图8 美国对华计划加征关税总额与预测 (亿美元)



资料来源：WIND，海通证券研究所，2020 年为预测值

此外，在 10 月份国务院副总理刘鹤访美之后，双方开始考虑先达成第一阶段贸易协定。在 11 月 26 日中美双方最新一次通话中，双方就解决彼此核心关切问题进行了讨论，就解决好相关问题取得共识，同意就第一阶段协议磋商的剩余事项保持沟通。如果中美双方达成短期协定，暂缓征收新的关税，意味着贸易摩擦的影响将进一步下降。

而从中美欧日四大经济体的总出口增速来观察，今年 3 季度的降幅已经从此前的 3.2% 缩窄至 2.2%，这也从侧面印证贸易摩擦对全球经济的影响正在逐步缓和。

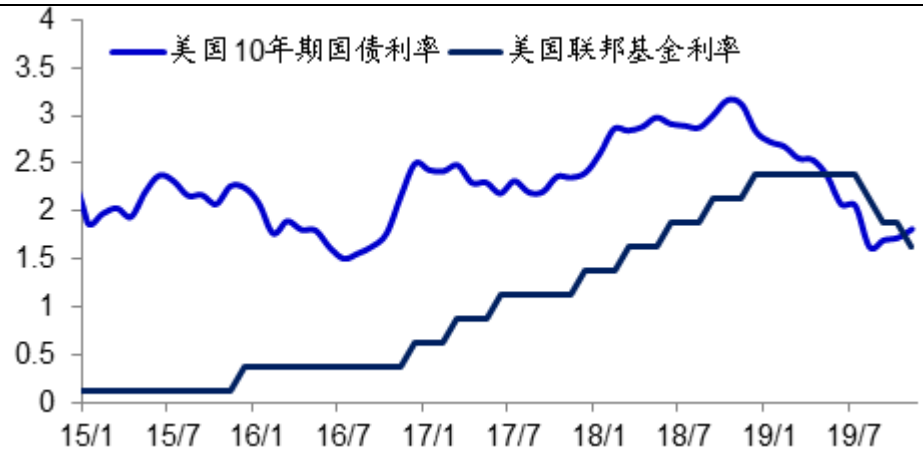
### 三、宽松货币改善融资

货币紧缩经济下滑。

18年初以来全球经济下滑的另一个重要原因在于货币紧缩。

美国是全球第一大经济体，而美联储也是全球的第一大央行，其货币政策会影响全球的利率走势。美联储上一轮加息始于15年年末，联邦基金利率从0%开始持续上升，但在最初的一年只加息了25bp，因而对长期国债和企业债等市场利率的影响并不大。

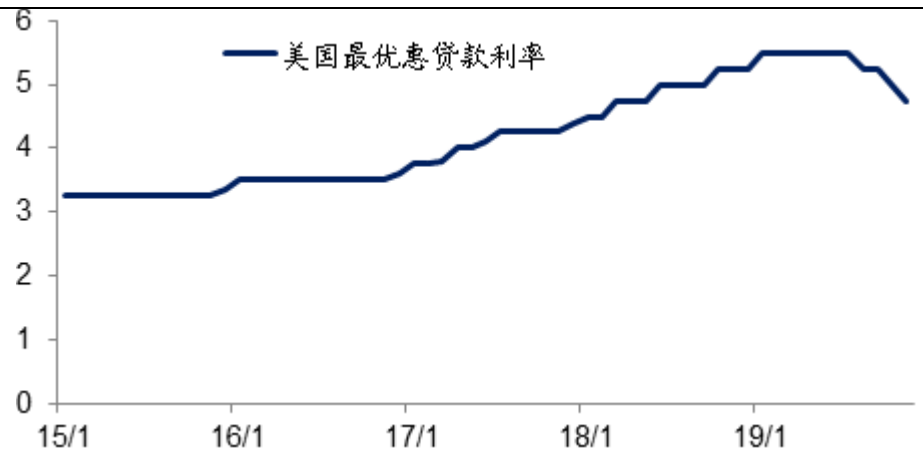
图9 美国10年期国债利率、联邦基金利率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

但是进入18年以后，10年期美债开始偏离金融危机以后2.4%左右的均值而持续上行，到18年末最高升至3.2%，并带动了企业债等融资利率的上行。而美国的银行贷款利率直接挂钩基准利率，其最优惠贷款利率也从最低的3.25%逐渐升至5.5%。

图10 美国最优惠贷款利率 (%)

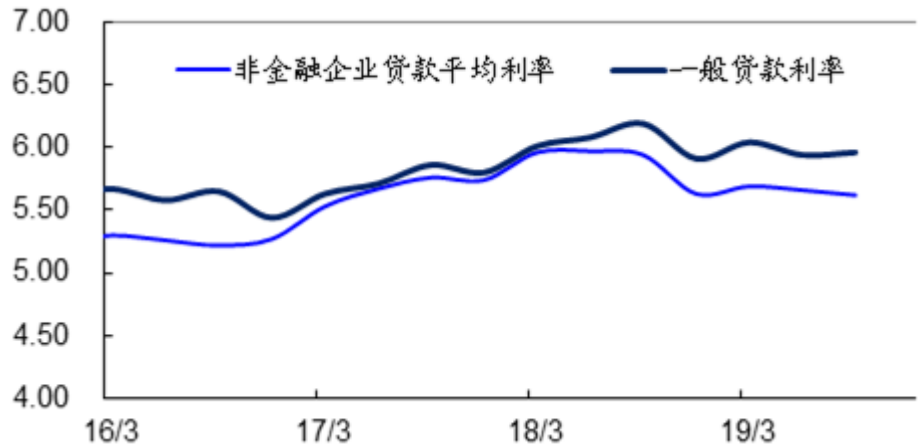


资料来源：WIND，海通证券研究所

而在中国，由于17年开始的金融去杠杆，也在17和18年推高了国内利率水平。而进入18年以后，虽然国债利率高位回落，但和经济关系最为密切的贷款利率依然在持续回升，银行一般贷款利率从17年末的5.8%升至18年3季度的6.2%。



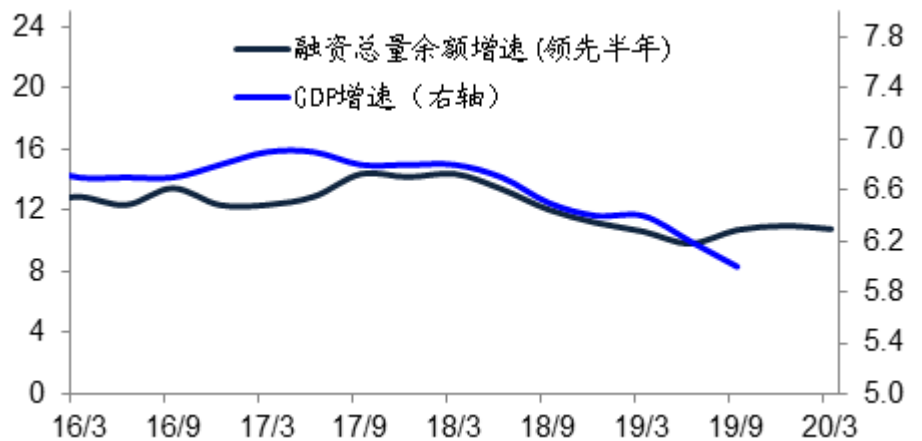
图11 中国非金融企业贷款平均利率、银行一般贷款利率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

而同期的社会融资余额增速从 13.5% 降至 10% 左右，信用紧缩导致了经济的持续下滑。

图12 中国融资总量余额增速、GDP 增速 (%)



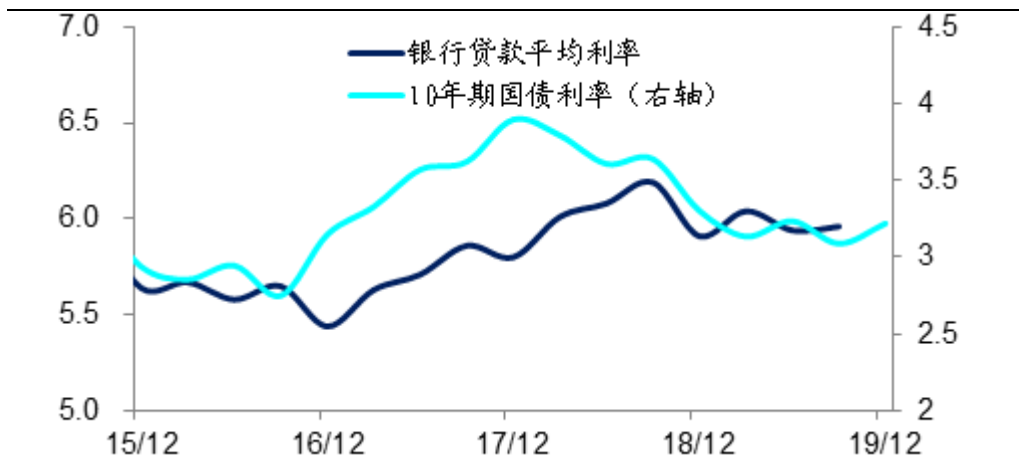
资料来源：WIND，海通证券研究所

### 宽松货币改善融资。

进入 19 年以来，由于经济下行的压力体现，主要国家的货币政策先后都开始发生变化，不再继续收紧甚至转向了宽松的货币政策。

政策最先发生变化的是中国，从去杠杆转向了稳杠杆，意味着从实际偏紧的货币政策转向了稳健中性的货币政策。

体现在国债利率上，目前中国的 10 年期国债利率为 3.2%，比 17 年末 4% 左右的峰值明显下降，而债市中 5 年期 AA 级企业债利率也从 6% 降至 4.5%。此外，中国最重要的银行一般贷款利率也从 18 年 3 季度之后开始回落，今年 3 季度已经小幅降至 5.96%。加上央行在今年 8 月份以后启动 LPR 改革，预计 4 季度贷款利率有望继续回落。

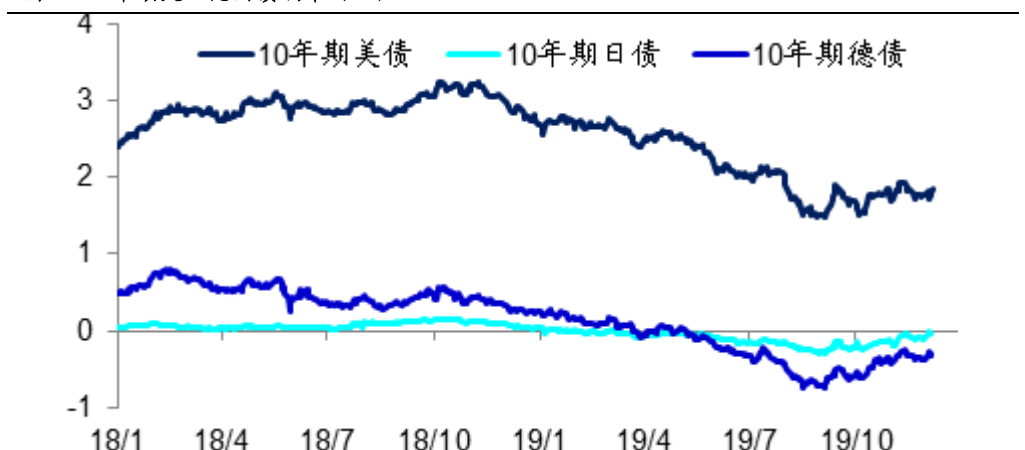
**图13 中国银行贷款平均利率、10年期国债利率 (%)**


资料来源：WIND，海通证券研究所

从中国社融融资总量增速的表现来看，从19年初起小幅回升，到19年6月增速最高回升至11%。3季度以来虽然社融增速再度走弱，但截止10月的增速仍有10.7%，高于去年末的9.9%，意味着信用扩张相比去年仍有改善。

而美国的货币政策也在今年7月末正式转向宽松，之后美联储连续3次降息。而国债、企业债和贷款利率等融资利率均出现了明显下降，其中10年期国债利率从18年末最高的3.2%降至2%以下，BAA级企业债利率从5.3%降至4%以下，而银行最优惠贷款利率从最高的5.5%降至4.75%。

受益于美联储的货币转向，欧洲和日本的利率也在今年跟随下行。例如德国10年期国债利率从18年末最高的0.5%一度降至-0.6%，而同期10年期日债利率也从0.15%降至-0.25%，目前德日国债利率有所回升，但依然维持在负利率区间。而在利率下降之后，欧元区的信贷增速在今年3季度出现了小幅的回升。

**图14 10年期美日德国债利率 (%)**


资料来源：WIND，海通证券研究所

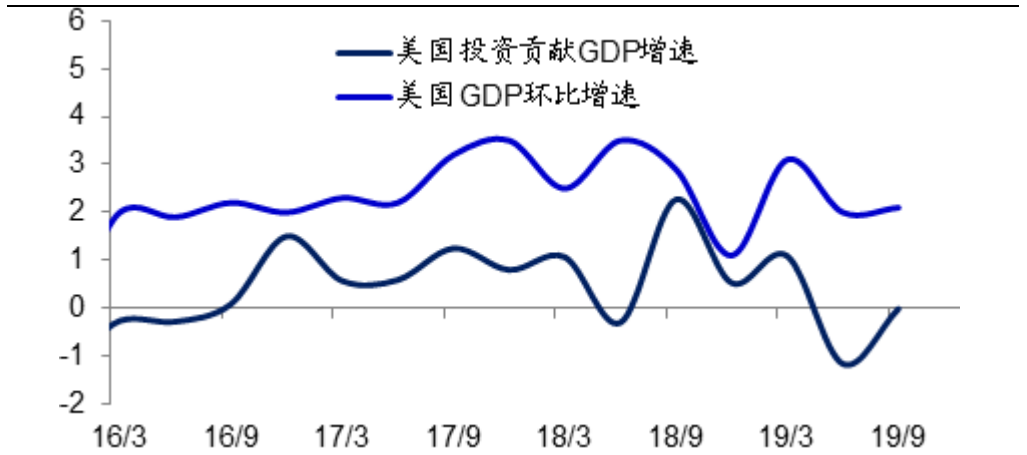
#### 四、投资周期有望重启

##### 投资拖累经济下滑。

无论是贸易摩擦还是信用紧缩，影响的都是企业投资的信心，因而过去一年多的全球经济减速，主要体现为投资的减速。

以美国为例，其GDP增速从17年4季度的3.5%降至今年3季度的2.1%，其中投资的贡献率从0.8%降至0%，贡献了很大一部分的经济减速。

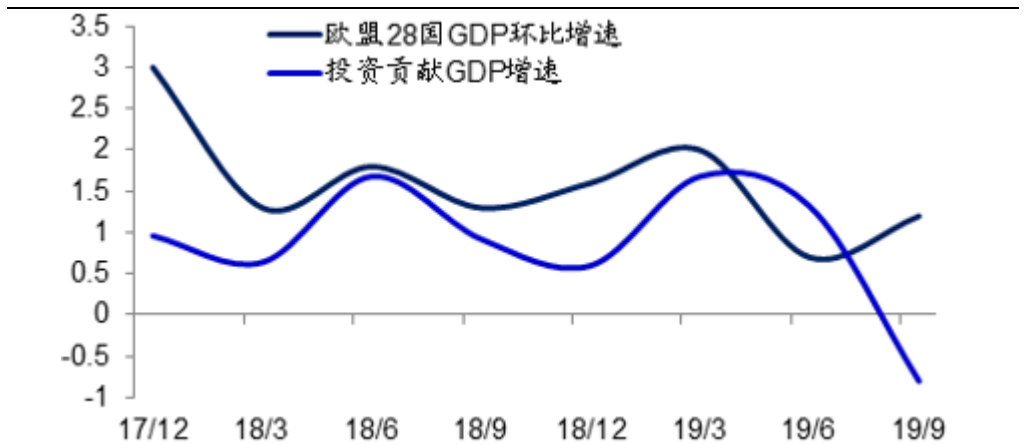
图15 美国投资贡献 GDP 增速、GDP 环比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

而在欧盟 28 国, 其 GDP 环比增速从 17 年 4 季度的 3% 降至 1.2%, 其中投资的贡献率从 1% 降至 -0.8%, 经济减速几乎全部来自于投资。

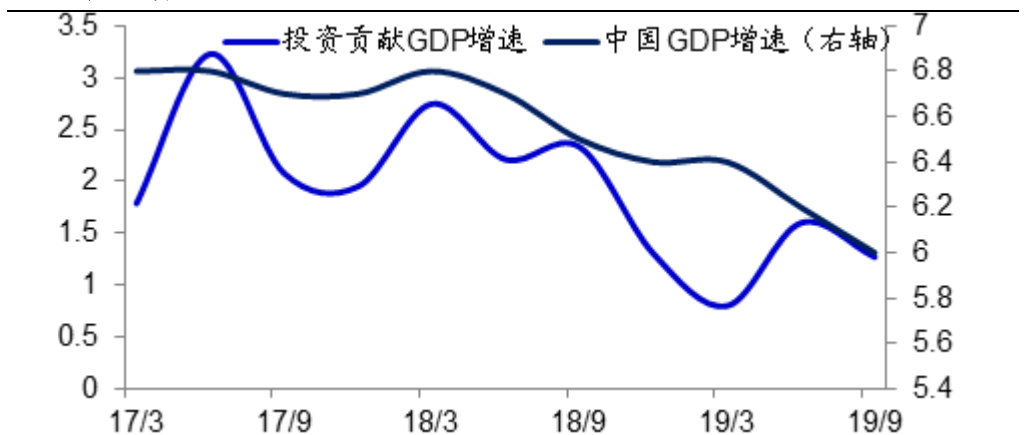
图16 欧盟 28 国投资贡献 GDP 增速、GDP 环比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

而在中国, GDP 增速从 17 年 4 季度的 6.7% 降至目前的 6%, 其中投资的贡献率由 1.9% 降至 1.3%, 经济的减速也几乎全部来自于投资下滑。

图17 中国投资贡献 GDP 增速、GDP 同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

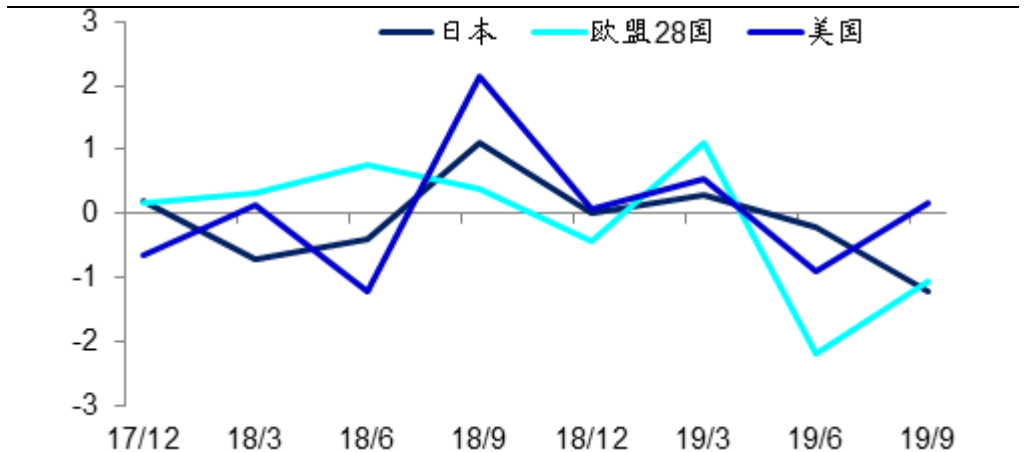
反过来说, 如果未来贸易摩擦的影响减弱, 加上货币宽松之后信用重新开始扩张, 那么投资增速的回升应该是大概率事件。

### 库存周期有望重启。

首先，最有希望回升的是库存投资。

目前，美日欧等各国的库存投资都位于低位水平。在今年3季度，美国存货对GDP增速的贡献率为0.2%，欧盟28国为-1%，日本为-1.2%。其中欧盟和日本都是连续两个季度为负，而美国上个季度存货的贡献率也位于-0.9%的低位。

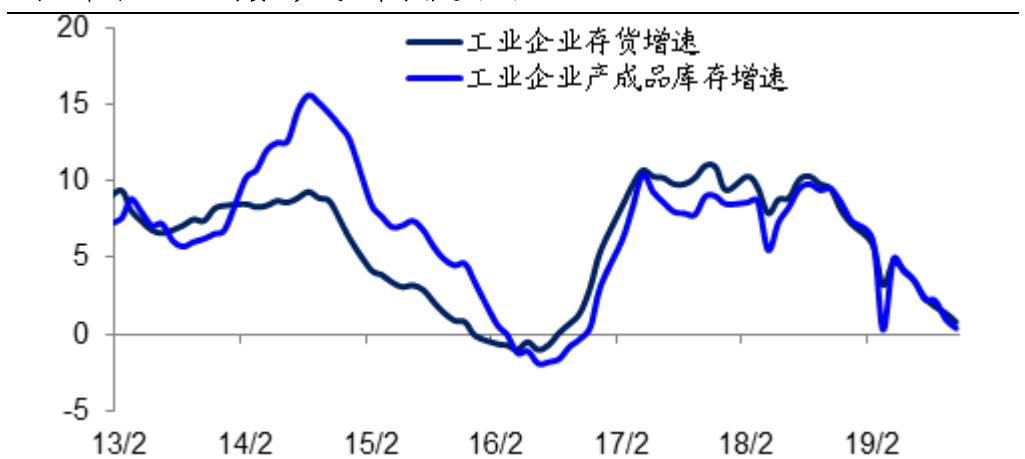
图18 美日欧存货对GDP环比增速的拉动(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

中国虽然没有公布GDP中存货投资的数据，但是工业企业存货数据显示，19年10月的工业企业存货同比增长0.8%，产成品存货同比增长0.4%，两大存货增速均已下滑一年以上，而且接近16年时上一轮周期的底部水平，这也印证目前中国经济的库存水平位于历史低位。

图19 中国工业企业存货、产成品库存增速(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

而存货投资周期是最短的投资周期，通常也被称为基钦周期，持续时间在2-4年左右，上行和下行周期各占一半。本轮全球经济的下行始于18年初，到目前为止已经持续近两年，主要的拖累就是投资增速尤其是库存投资增速的下行。与之相反，如果未来存货投资周期再次启动，意味着未来的一到两年全球经济将有望出现改善。

### 关注设备投资周期。

在美国和中国，过去两年中下滑的不仅是存货投资，更主要的是企业的设备投资。例如美国的非住宅投资贡献GDP增速从17年末的1.1%降至今年3季度的-0.4%，而中国的制造业投资增速从17年的4.8%降至今年2.6%的历史新低。

**图20 中国制造业投资增速 (%)**


资料来源：WIND，海通证券研究所

未来如果全球经济出现改善，加上5G等新技术的大规模运用在即，那么不排除企业的设备投资也有望出现回升，而设备投资周期又被称为朱格拉周期，其持续时间远高于存货周期。

综合来看，我们认为全球经济在经过两年的下滑之后，由于贸易摩擦影响减弱，加上货币宽松改善融资，未来库存周期有望从低位重启，从而支撑全球经济在未来一到两年短期改善，而本轮经济回升的时间则取决于设备投资能否启动。

## 2. 经济：短期保持平稳

**1) 地产销售稳定。**11月五大、百家房企销售面积增速分别降至18.1%、6.4%，增速比10月份略有回落，但仍好于6月至9月6.5%和-1%的平均增速。12月以来，33个城市地产销售面积同比增长8.4%，增速比11月的7.4%略有回升。

**2) 汽车销售改善。**11月乘联会乘用车批发、零售同比增速分别为-5%、-3%，较10月一升一平，意味着汽车销售有所改善。

**3) 生产保持平稳。**11月6大集团发电耗煤同比增长17%，12月第一周发电耗煤同比增长24%，意味着发电量增速及对应的经济生产保持平稳。

## 3. 物价：通胀短期回升

**1) 猪价继续回落。**上周猪肉价格环比下跌3%，连续三周下跌，但蔬菜价格上涨，食品价格整体下跌0.8%，降幅比前一周缩窄。

**2) CPI短期冲高。**11月以来猪价先涨后跌，截止目前11月商务部食用农产品价格环比上涨2%，预测11月CPI食品价格环比上涨1.5%，11月CPI升至4.4%。但由于最近几周猪价的大幅下跌，预计12月CPI有望降至3.8%。

**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上涨0.1%，预测11月PPI环涨0.1%，11月PPI同比降幅缩窄至1.3%，12月PPI同比降幅有望继续缩窄至0.1%。

**4) 通胀短期回升。**虽然11月猪价冲高回落，但由于11月猪价均值相比10月继续抬升，因而11月CPI仍将短期冲高至4%以上。而近期生产资料价格持续上涨，预计11月PPI降幅有望收窄。整体看短期通胀仍在继续回升。

## 4. 流动性：货币政策稳健

1) **货币利率回落**。上周货币利率回落，其中 R007 均值下行 28bp 至 2.49%，R001 均值下行 18bp 至 2.12%。DR007 下行 24bp 至 2.31%，DR001 下行 18bp 至 2.05%。

2) **央行投放货币**。上周 MLF 到期 1875 亿，但央行超量续作 3000 亿 MLF，净投放货币 1125 亿。

3) **汇率保持稳定**。上周美元指数回落，人民币兑美元汇率保持稳定，在岸和离岸人民币均稳定在 7.03 左右。

4) **货币政策稳健**。央行行长易纲在《求是》杂志发表文章《坚守币值稳定目标 实施稳健货币政策》，称货币政策需要关注经济增长，又不能过度刺激经济增长，要把保持币值稳定和维护金融稳定更好地结合起来，货币政策需要与其他政策相互配合。中国经济增速仍处于合理区间，通货膨胀整体上也保持在较温和水平，加之我们有社会主义市场经济的制度优势，应尽量长时间保持正常的货币政策。

## 5. 政策：打好三大攻坚战，确保全面建成小康社会

1) **打好三大攻坚战，确保全面建成小康社会**。中央政治局召开会议分析研究明年经济工作，明年要坚决打好三大攻坚战，确保实现脱贫攻坚目标任务，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，确保不发生系统性金融风险。要加快现代化经济体系建设，推动农业、制造业、服务业高质量发展，加强基础设施建设，推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局，提升科技实力和创新能力，深化经济体制改革，建设更高水平开放型经济新体制。

2) **多措并举稳就业**。国务院常务会议部署进一步多措并举稳就业，要求大力支持灵活就业，启动新就业形态人员职业伤害保障试点，将阶段性降低失业保险和工伤保险费率等政策延续实施 1 年，完善残疾人就业保障金制度；会议通过《保障农民工工资支付条例（草案）》。

3) **落实好减税降费**。财政部印发《关于编制 2019 年度中央和地方财政决算（草案）的通知》指出，临近年末，各级财政部门要在继续落实好减税降费政策的同时，加强收支预算执行管理，努力实现财政收支平衡。通知表示，要切实做好提前下达明年专项债部分新增额度工作，确保明年年初即可使用见效，形成对经济的有效拉动。

## 6. 海外：美国就业数据好于预期，欧元区 PMI 继续回升

1) **美国就业数据好于预期**。上周五，美国公布 11 月非农就业人数增加 26.6 万，远超预期 18.3 万和前值 12.8 万；失业率 3.5%，低于预期和前值 3.6%；非农私人企业平均时薪环比增长 0.25%，涨幅较前月回落 0.1 个百分点，同比增长 3.1%。

2) **欧元区 PMI 继续回升**。上周一公布的数据显示，欧元区 11 月制造业 PMI 终值 46.9，虽然仍处荣枯线下，但高于前值 45.9，连续两个月回升。11 月德国、法国制造业 PMI 分别为 44.1 和 51.7，均创 5 个月新高。

3) **OPEC+ 决定额外减产计划**。上周四，欧佩克发表声明称，2020 年一季度 OPEC+ 减产规模在现有基础上增加 50 万桶/日，欧佩克国家承担其中 37.2 万桶/日，非欧佩克产油国承担 13.1 万桶/日。上周五，沙特能源大臣表示，沙特额外自愿减产 40 万桶/日，届时 OPEC+ 的总减产量将达 210 万桶/日。

**4)日本内阁批准财政刺激计划。**上周四,日本内阁批准了一项总额 26 万亿日元(约合 2400 亿美元)的刺激计划,公共部门将支出大约 13.2 万亿日元,其余部分联合民间企业投入,重点包括强化灾后重建基础设施、为经济衰退风险预做准备、推动 2020 年东京奥运会后的经济发展等。

## 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 nyumiu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹莹(021)23154122 pyl10297@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  
房乔华 0755-23617756 fqh12888@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

<b>电子行业</b> 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	<b>煤炭行业</b> 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	<b>电力设备及新能源行业</b> 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
<b>基础化工行业</b> 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	<b>计算机行业</b> 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	<b>通信行业</b> 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
<b>非银行金融行业</b> 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	<b>交通运输行业</b> 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	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 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	<b>机械行业</b> 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	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 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	<b>食品饮料行业</b> 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
<b>军工行业</b> 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 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	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 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	<b>造纸轻工行业</b> 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 lijw@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  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
 郭金奎(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