

相关研究

《如何看待金融行业的对外开放——中国对外开放系列之二》2019.12.13

《百年孤独：拉美是如何落入陷阱的？——收入分配系列之一》2019.12.10

《下沉市场，风光无限！——“消费和创新”系列之六》2019.12.04

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

经济保持稳定，通胀预期回升

投资要点:

- **宏观专题：中国处在库存周期哪个阶段？**
- **库存周期：时长平均 40 月，共分四个阶段。** 库存周期为经济运行中平均长度为 40 个月的短周期，过去 20 年我国共经历 5 轮库存周期，平均长度为 38.6 个月。根据需求和库存的变化，库存周期可划分为主动补库、被动补库、主动去库和被动去库四个阶段。
- **宏观库存：工业主动去库，库销比仍偏高。** 自 17 年初以来，工业企业收入和库存增速均持续下滑，意味着目前仍处在主动去库存阶段，而从库存销售比来看，19 年 7-9 月，随着库存加速去化，去库存压力短期缓和，但 10 月库销比再创同期新高，意味着去库存压力再现。制造业 PMI 库存指标则显示产成品正在去库存，而同期原材料库存则有所回补。
- **行业库存：行业去库为主，下游弱势复苏。** 从行业库存情况来看，下游行业需求呈现弱复苏，使得其率先开始从去库阶段向补库阶段切换，其中地产相关的产业链明显领先；中游装备制造行业由于基建投资和出口的拖累，需求改善的信号并不明显，多数仍处于主动去库存阶段；上游行业普遍仍在去库，但地产链需求已有好转，拉动钢铁、煤炭有所回暖，水泥已进入主动补库阶段。综合判断，中观行业多数仍在去库，而地产链相关的需求有复苏迹象，带动部分行业开始补库存。
- **一周扫描（2019 年 12 月 9 日至 12 月 15 日）：**
- **海外：美联储 12 月会议按兵不动，英国大选保守党获胜。** 美联储 12 月议息会议宣布维持联邦基金目标利率在 1.5%-1.75% 不变。欧洲央行宣布维持三大关键利率不变，关键利率将维持在当前或更低水平。巴西央行连续第四次降息 50BP，土耳其央行将回购利率下调 200BP 至 12%，俄罗斯央行宣布降息 25BP 至 6.25%。英国保守党赢得大选胜利。
- **经济：短期保持平稳。** 11 月我国出口增速降至 -1.1%，降幅趋于平稳。受益于去年同期基数走低，11 月我国进口增速由负转正至 0.3%。11 月贸易顺差降至 387.3 亿美元。需求稳中有升，12 月上旬 35 城地产销量增速略升至 3.7%，11 月中汽协、乘联会汽车销量增速降幅较 10 月明显收窄。生产保持平稳，上周高炉开工率略降至 65.9%，但仍高于去年同期，12 月前两周六大集团发电耗煤同比增长 16%，与 11 月增速基本持平。
- **物价：通胀预期回升。** 上周猪肉价格环比上涨 4.5%，蔬菜价格继续上涨，食品价格整体上涨 1.9%。11 月 CPI 大幅反弹至 4.5%，11 月中旬以来猪价明显回落，预测 12 月 CPI 食品价格环比下跌 1%，12 月 CPI 小幅回落至 4.1%。11 月 PPI 同比降幅缩窄至 1.4%，12 月以来国内油价上调，煤价、钢价均值均比 11 月回升，预测 12 月 PPI 环比上涨 0.2%，12 月 PPI 同比降幅缩窄至 0.3%。整体看通胀预期依然趋于回升。
- **流动性：稳健货币灵活适度。** 上周货币利率回升，其中 R007 均值上行至 2.52%，R001 均值上行至 2.21%。DR007 上行至 2.38%，DR001 上行至 2.15%。上周公开市场没有资金到期，央行暂停公开市场操作。上周美元指数回落，人民币兑美元汇率回升，在岸和离岸人民币分别回升至 6.98 和 7.01。上周的中央经济工作会议表示，未来稳健的货币政策要灵活适度，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。
- **政策：中美第一阶段经贸协议。** 经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。央行、国家外汇管理局起草了《境外机构投资者境内证券投资资金管理暂行规定（征求意见稿）》，为进一步便利境外投资者的境内证券投资。国常会通过《中华人民共和国外商投资法实施条例（草案）》，实化促进和保护外商投资的措施，并部署推动进一步降低小微企业综合融资成本。

目 录

1. 宏观专题：中国处在库存周期哪个阶段？	6
1.1 库存周期：时长平均 40 月，共分四个阶段	6
1.2 宏观库存：工业主动去库，库销比仍偏高	7
1.3 行业库存：行业去库为主，下游弱势复苏	8
2. 海外：美联储 12 月会议按兵不动，英国大选保守党获胜	13
2.1 美联储 12 月会议按兵不动	13
2.2 英国大选保守党获胜	13
3. 国内经济：短期保持平稳	13
3.1 出口降幅平稳，进口增速转正	13
3.2 需求稳中有升	16
3.3 生产保持平稳	16
4. 物价：通胀预期回升	17
4.1 猪价出现反弹	17
4.2 CPI 冲高回落	17
4.3 PPI 降幅收窄	18
4.4 通胀预期回升	18
5. 流动性：稳健货币灵活适度	19
5.1 货币利率回升	19
5.2 央行暂停投放	19
5.3 汇率小幅回升	19
5.4 稳健货币灵活适度	20
6. 政策：中美第一阶段经贸协议	20
7. 日历：聚焦 12 月中旬数据	21

图目录

图 1	美国制造业库存同比增速：93-19 年（%）	6
图 2	日本制造业库存同比增速：93-19 年（%）	6
图 3	中国工业企业产成品库存累计同比增速（%）	6
图 4	库存周期的四个阶段	7
图 5	中国工业企业产成品库存累计同比增速（%）	7
图 6	工业企业产成品存货/主营收入（%）	8
图 7	工业企业产成品存货/营业收入（%）	8
图 8	中采制造业 PMI：产成品库存、原材料库存及两者之差（%）	8
图 9	全国商品房销售面积和待售面积累计同比增速（%）	9
图 10	汽车制造业营业收入和产成品存货累计同比增速（%）	9
图 11	汽车类零售额及中汽协、乘联会乘用车销量累计增速（%）	10
图 12	汽车经销商库存系数	10
图 13	通用设备制造业收入及产成品存货累计同比增速（%）	10
图 14	电气机械制造业收入及产成品存货累计同比增速（%）	10
图 15	Mysteel 样本钢厂钢材产量及库存增速（%）	10
图 16	历年钢材社会库存周度环比增速（%）	10
图 17	全国水泥平均价格（元/吨）	11
图 18	全国水泥企业库容比（%）	11
图 19	化纤制造业收入及产成品存货累计同比增速（%）	11
图 20	江浙织机涤纶 POY 库存天数（天）	11
图 21	六大发电集团发电耗煤和煤炭库存累计同比增速（%）	12
图 22	六大发电集团月度煤炭库存可用天数（天）	12
图 23	高炉开工率和钢厂焦化厂炼焦库存同比增速（%）	12
图 24	上中下游各主要行业当前所处库存阶段	12
图 25	中国进出口总额、出口与进口同比增速（%）	13
图 26	美国、日本、欧元区制造业 PMI	13
图 27	中国对美国、日本、欧盟月度出口同比（%）	14
图 28	对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比（%）	14
图 29	1-11 月我国对东盟主要国家出口占对东盟出口比重	14
图 30	我国对东盟主要国家出口同比增速（%）	14

图 31	一般贸易、加工贸易月度出口同比 (%)	15
图 32	劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比 (%)	15
图 33	主要大宗商品进口量同比增速 (%)	15
图 34	主要大宗商品进口金额同比增速 (%)	15
图 35	我国重点进口商品占总进口比重 (%)	15
图 36	我国重点进口商品进口金额同比增速 (%)	15
图 37	我国进出口增速及贸易差额	16
图 38	全球制造业 PMI 及新订单分项	16
图 39	35 城商品房月度销量增速 (%)	16
图 40	中汽协、乘联会乘用车销量同比增速 (%)	16
图 41	历年各周全国高炉开工率 (%)	17
图 42	六大发电集团发电耗煤同比增速 (%)	17
图 43	蔬菜平均批发价 (元/公斤)	17
图 44	猪肉批发价格 (元/公斤)	17
图 45	CPI 环比 (%)	18
图 46	CPI 同比及成分同比走势预测 (%)	18
图 47	环渤海动力煤价格 (元/吨)	18
图 48	PPI 同比及环比 (%)	18
图 49	农产品批发价格 200 指数	18
图 50	CPI、PPI 同比走势及预测 (%)	18
图 51	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)	19
图 52	R001 和 R007 (%)	19
图 53	央行公开市场操作 (亿元)	19
图 54	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	20
图 55	美元指数	20
图 56	央行公开市场净投放规模 (亿元)	20
图 57	金融机构超额准备金 (%)	20

表目录

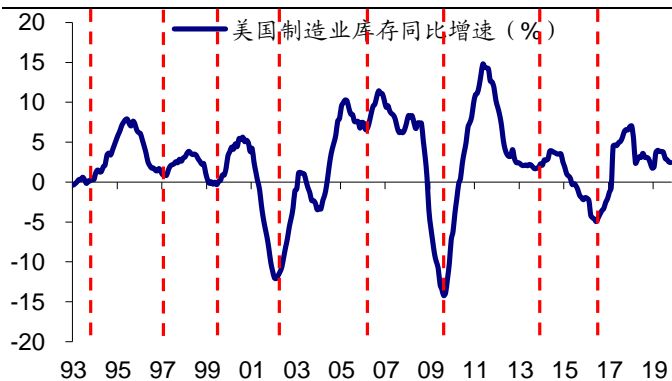
表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期	21
----------------------------------	----

1. 宏观专题：中国处在库存周期哪个阶段？

1.1 库存周期：时长平均 40 月，共分四个阶段

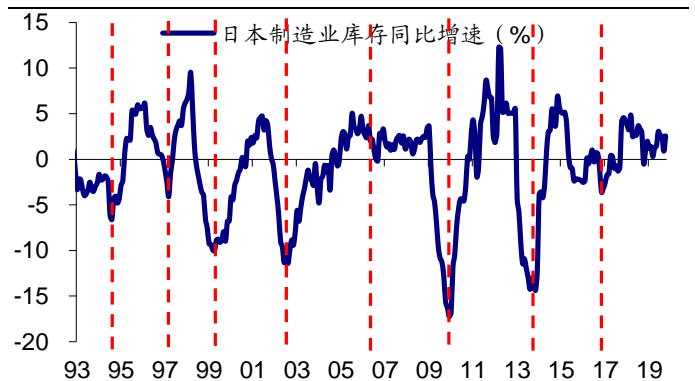
库存周期普遍存在。基钦周期（即库存周期、短周期）由英国经济学家约瑟夫·基钦（Joseph Kitchin）提出，他在对 1890-1920 期间美国、英国经济运行中的价格、利率和银行结算的考察中发现，经济运行中存在平均长度为 40 个月的短周期，即库存周期¹。我们以库存增速的上升和下降为一轮周期，美国在 93 年 8 月至 16 年 6 月之间，一共经历了 7 轮完整的库存周期，平均长度为 39.1 个月。日本在 94 年 8 月至 16 年 11 月之间，同样经历了完整的 7 轮库存周期，平均长度 38.1 个月。

图1 美国制造业库存同比增速：93-19 年（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

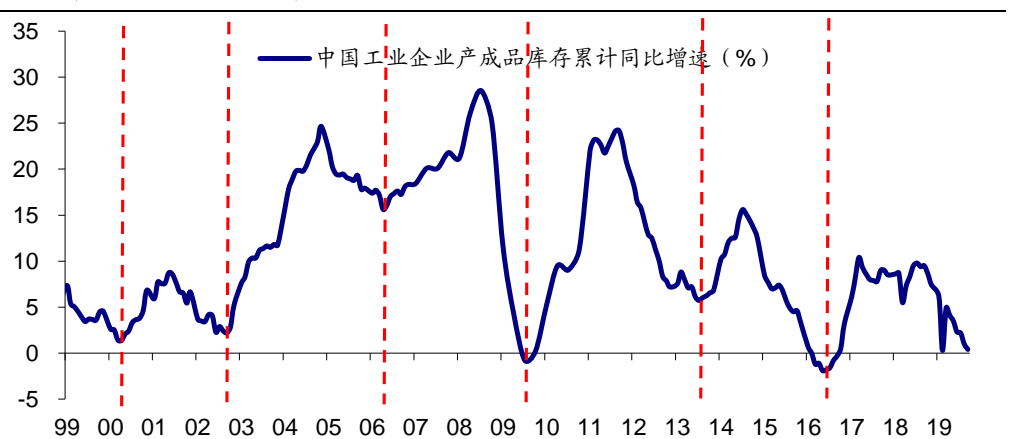
图2 日本制造业库存同比增速：93-19 年（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

过去 20 年：中国经历 5 轮库存周期。而在过去 20 年间，中国先后经历了 5 轮库存周期，平均长度为 38.6 个月。库存增速见底回升的时间分别是：00 年 5 月、02 年 10 月、06 年 5 月、09 年 8 月、13 年 8 月和 16 年 6 月。

图3 中国工业企业产成品库存累计同比增速（%）



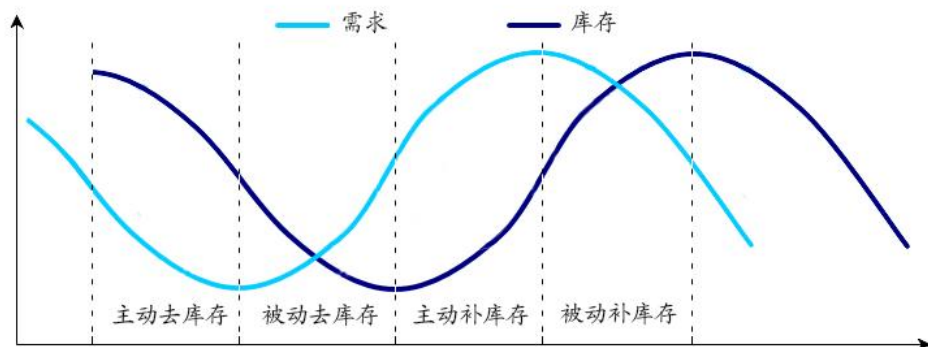
资料来源：Wind，海通证券研究所

库存周期的四个阶段。我们根据需求和库存的变化，将库存周期划分为四个阶段：**1、主动补库存：**需求已连续多月反弹，企业对未来逐渐乐观，企业的库存也已降至较低水平，企业逐渐补充库存以应对需求的反弹。**2、被动补库存：**需求开始下滑，但企业依然乐观，需求逐渐低于企业的预期，此时企业的库存进一步上升。**3、主动去库存：**需求回落，企业对未来经济状况的预期悲观，不得不主动降低库存以改善自身资金状况。**4、被动去库存：**需求触底反弹，但企业依然谨慎，需求逐渐超过企业的预

¹ Cycles and Trends in Economic Factors, Joseph Kitchin, Review of Economics & Statistics, Vol. 5, No.1 (Jan., 1923).

期，此时企业的库存进一步下降。

图4 库存周期的四个阶段

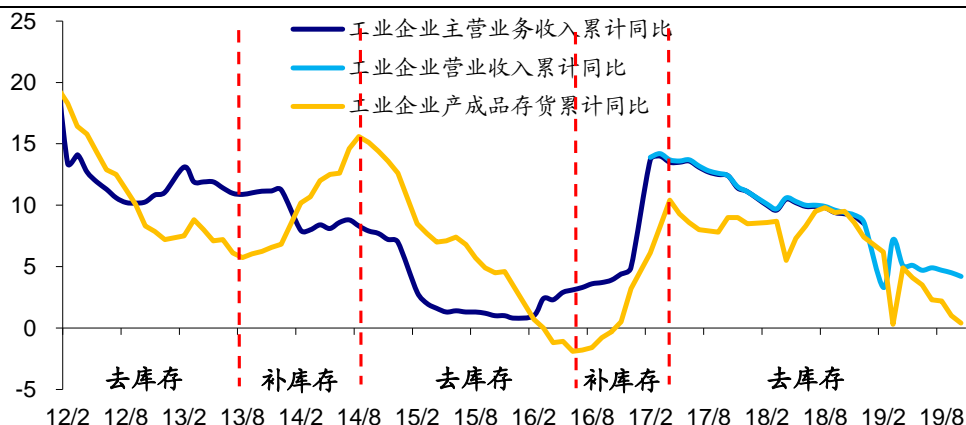


资料来源：海通证券研究所整理

1.2 宏观库存：工业主动去库，库销比仍偏高

工业企业库存指向主动去库存。规模以上工业企业产成品存货同比增速是判断库存状况最重要的指标。上一轮周期中，收入增速、库存增速分别在15年12月、16年6月见底回升，并分别在17年3月、17年4月见顶回落。自17年初以来，工业企业收入增速、库存增速均持续下滑，意味着目前仍处在主动去库存阶段。

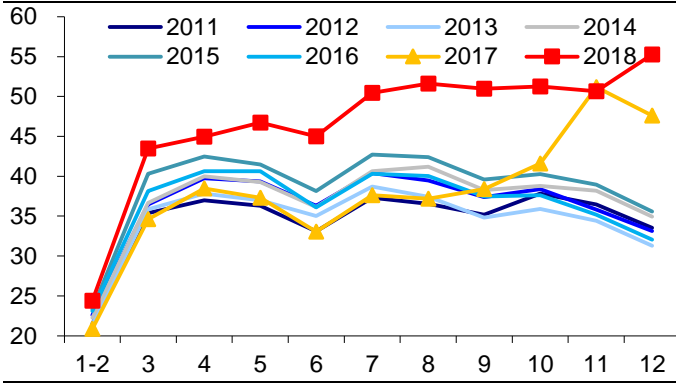
图5 中国工业企业营收和产成品库存累计同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

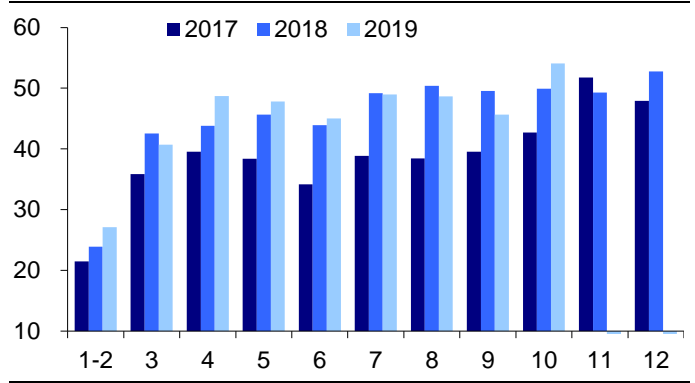
库存销售比指向库存去化压力仍大。库存销售比同样是判断库存状况的重要指标。从产成品存货/主营收入看，17年8月以来，工业企业去库存压力明显上升；而从产成品存货/营业收入看，19年7-9月，随着库存加速去化，去库存压力短期缓和，但10月库销比再创同期新高，意味着去库存压力再现。

图6 工业企业产成品存货/主营收入 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

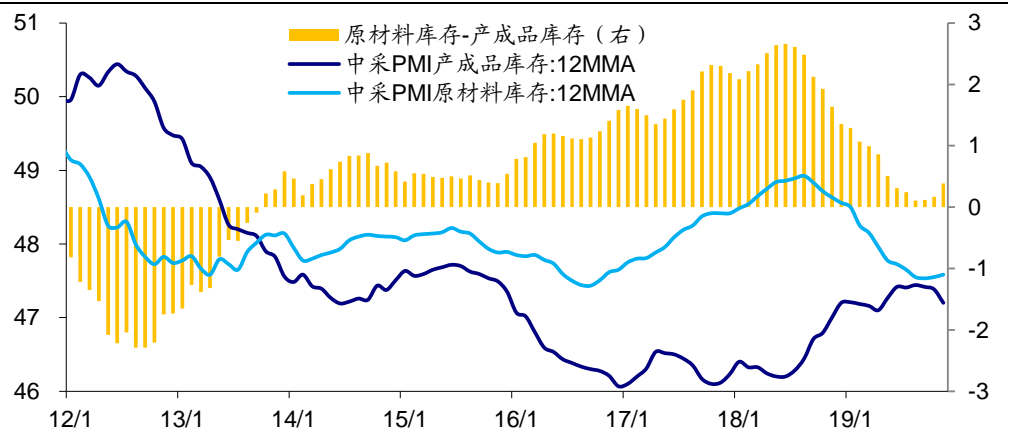
图7 工业企业产成品存货/营业收入 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

产成品去库存, 原材料补库存。制造业 PMI 库存 (包括原材料库存和产成品库存) 也是用于判断库存状况的常用指标。但考虑到制造业 PMI 波动较大, 我们作了平滑处理。数据显示, 产成品库存自 18 年中以来持续回升, 在 19 下半年见顶回落; 而同期原材料库存则持续下滑并触底反弹。原材料库存改善、产成品库存恶化, 指向需求低迷, 导致产成品库存被动堆积, 而生产同样走弱, 使得企业补充原材料库存意愿较弱。值得注意的是, 两者之差刻画了企业补库存的意愿。不难发现, 在经历了 16 年以来的被动补库存后, 制造业在 18 年中转向主动补库存。

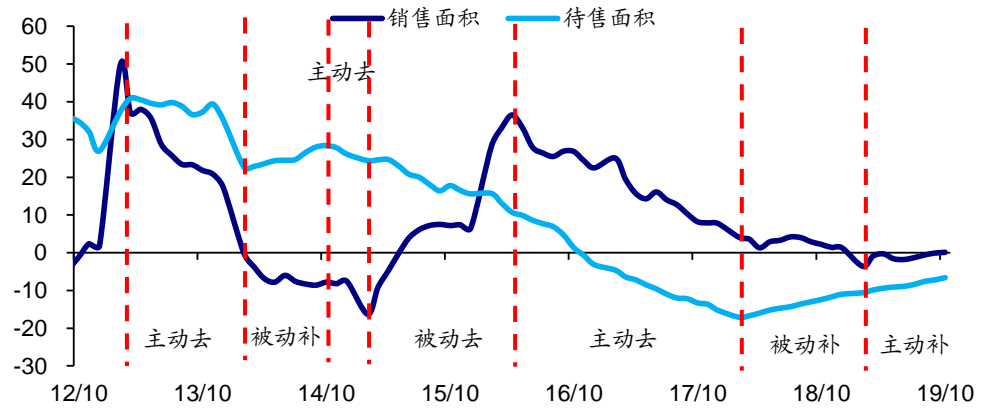
图8 中采制造业 PMI: 产成品库存、原材料库存及两者之差 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所。图中指标为 12 个月移动平均

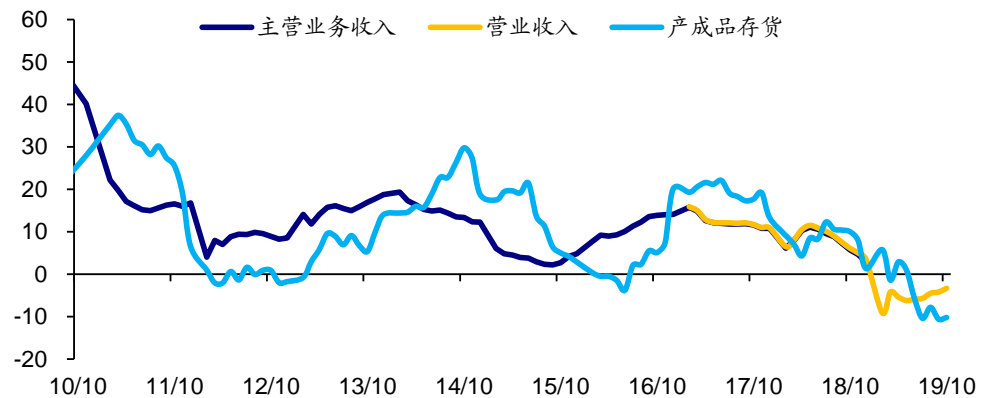
1.3 行业库存: 行业去库为主, 下游弱势复苏

地产: 需求低位平稳, 主动补库缓慢。我们以最常用的全国商品房待售面积同比增速作为地产库存的衡量指标。自 18 年 2 月待售面积累计增速见底以来, 地产行业从此前长达近 3 年的去库存阶段逐渐进入到了补库存阶段。但本轮补库存与以往有所不同, 由于当前对于地产调控未见明显放松, “房住不炒”仍是政策的主基调, 因此, 终端需求没有出现大幅反弹, 销售增速走势平稳, 略呈回升态势, 这也导致了当前补库存的节奏偏慢, 库存增速上行的斜率趋于扁平。基于需求稳中有升、库存缓慢上行, 我们判断地产行业整体正处于主动补库存的阶段, 但值得注意的是, 因城施策的调控政策下, 不同城市地产库存周期可能存在分化。

图9 全国商品房销售面积和待售面积累计同比增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

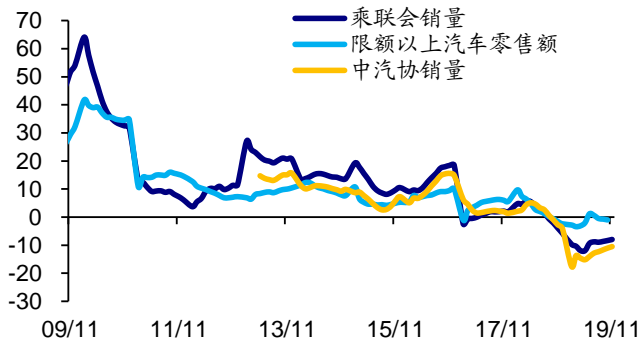
乘用车：厂商库存筑底，主动补库待发。受前期购置税优惠政策退出和国五国六标准切换的扰动，乘用车需求一度陷入低迷，但随着前期因素的影响逐渐消退，叠加低基数效应，近来乘用车行业需求正在逐步企稳修复。从厂商情况来看，汽车制造业营业收入累计同比增速已连续五个月回升，而产成品存货增速低位震荡，明显处于筑底阶段，综合来看，厂商已进入被动去库存的尾声，正在向主动补库存阶段切换。

图10 汽车制造业营业收入和产成品存货累计同比增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

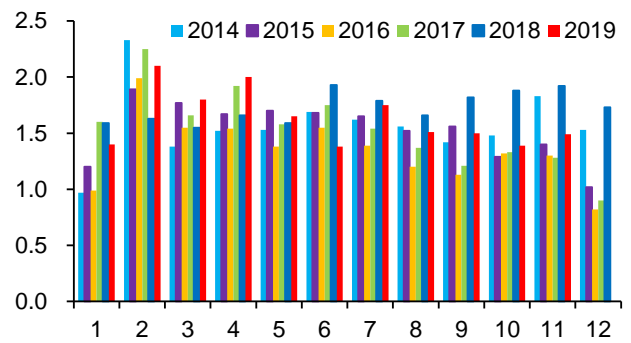
经销商仍在被动去库。从经销商层面来看，其同样受益于终端需求的整体修复，但收入实现尚有波折，限额以上汽车类零售额累计同比增速在19年6月曾由负转正至1.2%，但8月开始又再度转负至-0.5%，10月汽车类零售额累计增速-1%，仍高于年内-3.4%的增速低点。收入端的波折令经销商对补库存仍较谨慎，当前经销商库存系数远低于18年同期水平，经销商仍处于被动去库存阶段。

图11 汽车类零售额及中汽协、乘联会乘用车销量累计增速(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

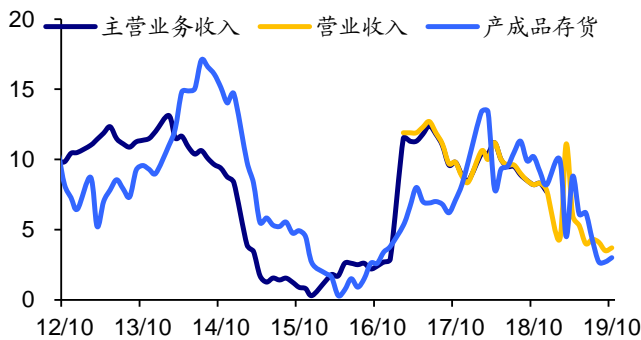
图12 汽车经销商库存系数



资料来源: WIND, 海通证券研究所

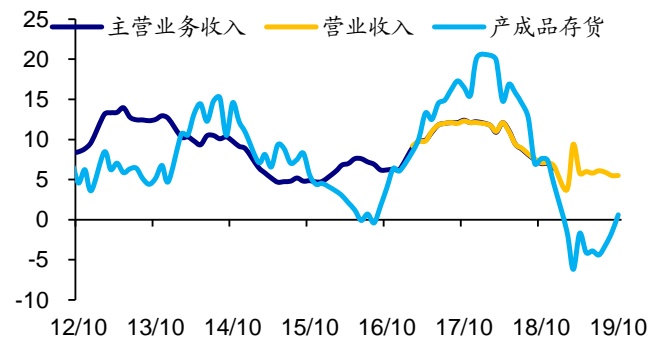
中游装备制造: 多数仍在主动去库。装备制造类行业多数仍处在主动去库存阶段。以通用设备制造业为例, 19年10月其营业收入累计增速3.7%, 仍处于年内低位, 而产成品存货增速也延续着自17年年中以来的下行趋势, 19年10月增速也仅3%。但需注意的是, 电气机械及器材制造业由于近来需求较为稳定, 营业收入累计同比增速自19年4月以来维持在5.5%-6.2%的区间窄幅震荡, 因此, 率先呈现出一定的补库特征, 自8月以来产成品存货增速降幅持续收窄, 10月增速已由负转正。

图13 通用设备制造业收入及产成品存货累计同比增速(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

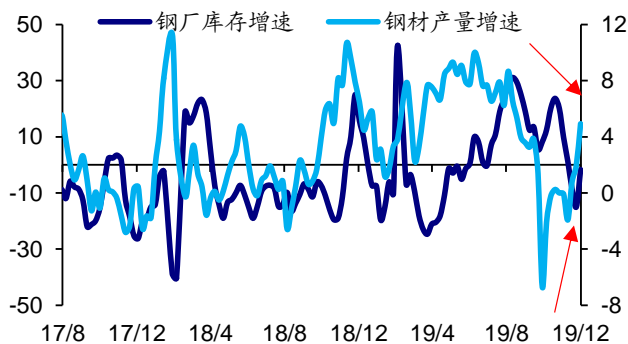
图14 电气机械制造业收入及产成品存货累计同比增速(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

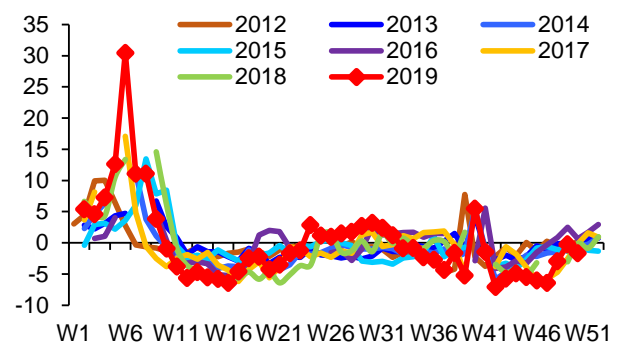
钢铁: 需求整体稳健, 库存被动去化。受益于今年以来房地产投资的韧性, 钢铁行业需求整体保持稳健, 特别是从8月末9月初开始, 由于国庆假期前后的供给收紧, 钢材社会库存持续去化, 且环比增速远低于18年水平, 多数时候也处在历年同期新低, 反映下游需求态势良好。假期过后, 供给约束逐步消除, 生产随需求走高, Mysteel 样本钢厂钢材产量增速由负增长的水平震荡上行至接近5%, 与此同时, 供需改善的格局下, 钢厂钢材库存增速明显下滑, 行业呈现典型的被动去库存特征。

图15 Mysteel 样本钢厂钢材产量及库存增速(%)



资料来源: Mysteel, 海通证券研究所

图16 历年钢材社会库存周度环比增速(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

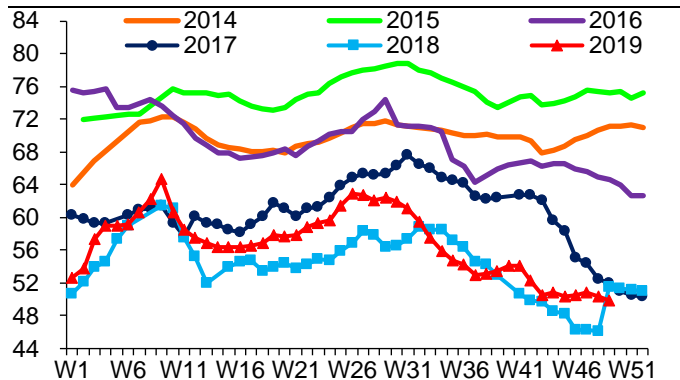
水泥：需求明显改善，库存略有回补。水泥的情况与其他工业行业略有不同，其不易储存的特性使得水泥多为即产即销，因此产量和销量的一致性较高，而库存只能作为短期供需差的参考指标。由于地产投资韧性的拉动以及前期行业自发供给约束影响的减弱，19年水泥产量增速较18年明显上行，价格中枢也水涨船高，反映下游需求有所走强。从库存情况来看，由于18年行业限产导致库容比普遍处于历史同期新低，19年以来库容比较18年同期略有提高，当前水泥行业处在主动补库存的阶段。

图17 全国水泥平均价格（元/吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

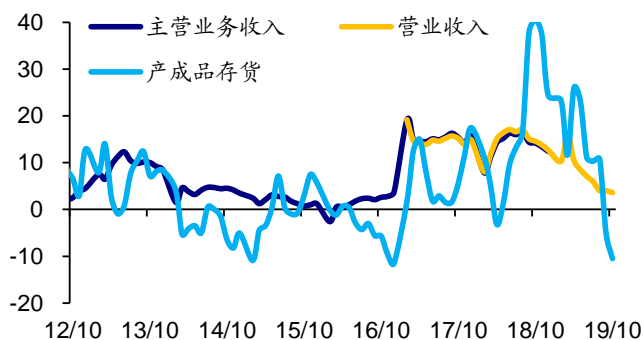
图18 全国水泥企业库容比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

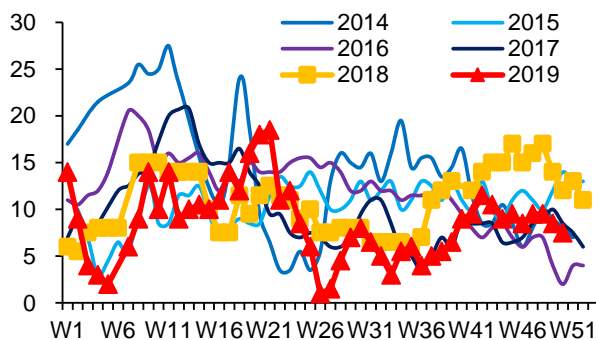
化工：需求延续弱势，库存主动去化。19年以来，化学原料制造业和化纤制造业的收入增速持续下行，延续弱势。从代表性的“PTA-聚酯切片-涤纶长丝 POY”产业链来看，PTA、聚酯切片和涤纶 POY 价格普遍处于低位，印证需求的低迷。库存端来看，涤纶 POY 库存天数显著低于去年同期水平，意味着行业库存仍处于去化阶段，化纤制造业产成品库存增速也是大幅回落，9月开始更是由正转负。综合来看，化工行业仍处于需求低迷下的主动去库存阶段。

图19 化纤制造业收入及产成品存货累计同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

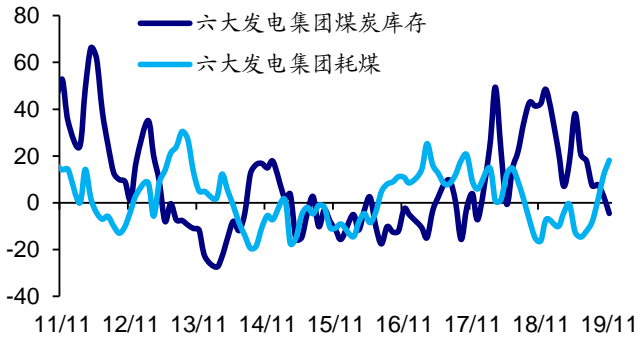
图20 江浙织机涤纶 POY 库存天数（天）



资料来源：Wind，海通证券研究所

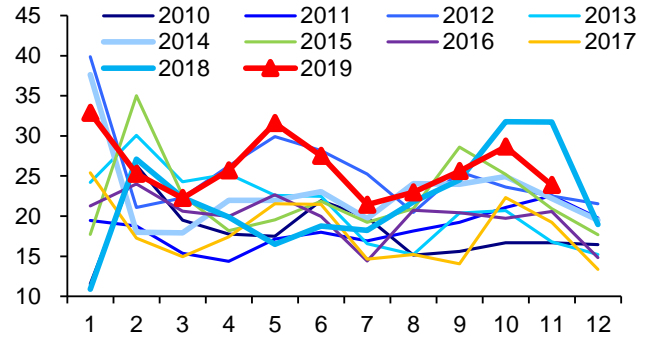
煤炭：被动去库存进行时。煤炭行业的下游需求主要来自于发电和炼钢，分别对应动力煤和焦煤。从动力煤来看，19年6月以来六大集团发电耗煤累计增速见底，此后持续回升、反弹力度较强，11月发电耗煤累计同比增速已达到过去两年的高点。需求强劲的同时，电厂煤炭库存逐步自高位去化，11月六大集团煤炭库存增速已由正转负。从库存可用天数来看，虽然今年以来库存可用天数普遍处于较高水平，但10月和11月可用天数已低于18年同期，多项指标均印证了动力煤正处于被动去库存阶段。

图21 六大发电集团发电耗煤和煤炭库存累计同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

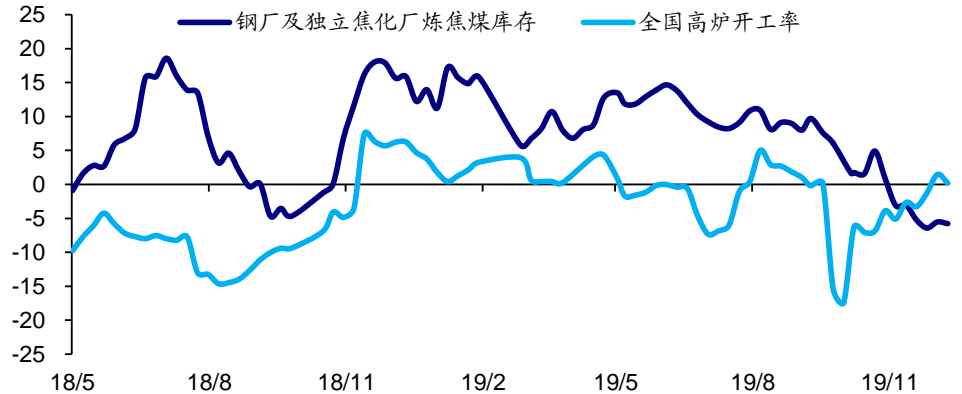
图22 六大发电集团月度煤炭库存可用天数 (天)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

焦煤方面, 在国庆假期影响逐渐消退之后, 全国高炉开工率同比增速持续回升, 钢企产量增速也有所修复, 均对应着焦煤需求的回暖。而样本钢厂及独立焦化厂的炼焦煤库存增速也由6月初的顶部开始震荡下行, 11月初以来保持负增长, 意味着焦煤和动力煤类似, 当然同样处在被动去库存的进行时。

图23 高炉开工率和钢厂焦化厂炼焦煤库存同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

总结来看, 下游行业需求呈现弱复苏, 使得率先开始从去库阶段向补库阶段切换, 其中地产相关的产业链明显领先; 中游装备制造行业由于基建投资和出口的拖累, 需求改善的信号并不明显, 多数仍处于主动去库存阶段; 上游行业普遍仍在去库, 但地产链需求已有好转, 拉动钢铁、煤炭有所回暖, 水泥已进入主动补库阶段。综合判断, 中观行业多数仍在去库, 而地产链相关的需求有复苏迹象, 带动部分行业开始补库存。

图24 上中下游各主要行业当前所处库存阶段

	主动去库	被动去库	主动补库	被动补库
下游	纺织服装	汽车经销商	汽车厂商 房地产、家电	
中游	通用设备、专用设备、铁路 船舶、计算机通信	电气机械		
上游	化工、有色	钢铁、煤炭	水泥	

资料来源: 海通证券研究所, 红色加粗字体为正在进行阶段切换的行业。

2. 海外：美联储 12 月会议按兵不动，英国大选保守党获胜

2.1 美联储 12 月会议按兵不动

美联储 12 月会议按兵不动。上周三，美联储 12 月议息会议宣布维持联邦基金目标利率在 1.5%-1.75% 不变。点阵图暗示大部分委员认为 2020 年仍需维持利率不变，仅 4 位委员认为应提高利率一次。记者会上鲍威尔表示，通胀依然低于目标，需要一段时间观察货币政策发挥作用，预计未来美联储的政策仍将保持观望。

2.2 英国大选保守党获胜

欧洲央行维持利率不变。上周四，欧洲央行宣布维持三大关键利率不变，确认自 11 月 1 日起已按 200 亿欧元/月的速度购债，重申只要有必要就将继续购债至下一次加息前，关键利率将维持在当前或更低水平，直至通胀达到目标水平附近。

巴西、土耳其、俄罗斯宣布降息。上周三，巴西央行连续第四次降息 50BP，基准利率降至 4.5%。上周四，土耳其央行将回购利率下调 200BP 至 12%，为今年第四次降息。上周五，俄罗斯央行宣布降息 25BP 至 6.25%，为今年第五次降息，并重申了宽松立场。

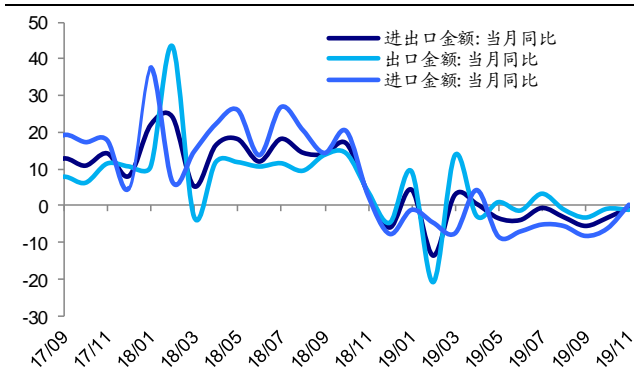
英国大选保守党获胜。上周四英国举行大选，现任首相约翰逊所领导的保守党最终获得下院超过半数席位，赢得大选胜利。随后约翰逊重申，将在 2020 年 1 月 31 日前完成脱欧。

3. 国内经济：短期保持平稳

3.1 出口降幅平稳，进口增速转正

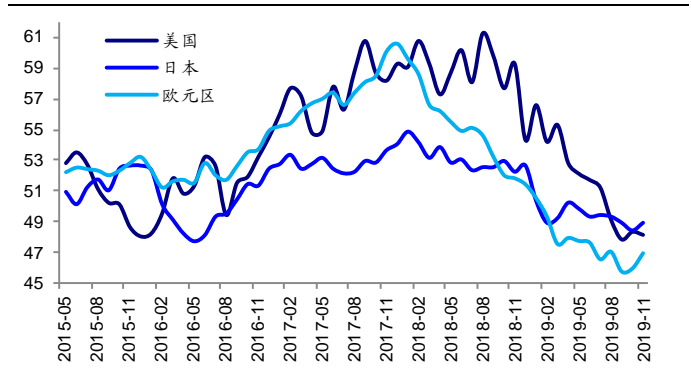
出口降幅平稳。11 月我国以美元计价出口同比增速 -1.1%（前值 -0.8%）。11 月美国 Markit 和 ISM 制造业 PMI 一升一降，欧元区和日本制造业 PMI 有所回升，虽仍处荣枯线下，但呈现暂稳迹象。

图25 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26 美国、日本、欧元区制造业 PMI

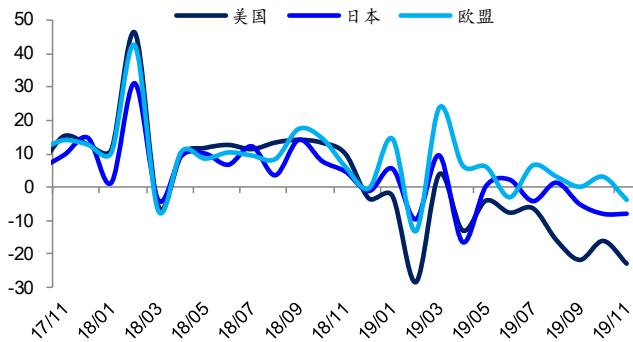


资料来源：Wind，海通证券研究所

从国别和地区来看，11 月我国对美国 (-23.0%) 出口降幅扩大，11 月中美贸易紧张情绪有所缓和，或使对美出口效应部分缓解；11 月对欧盟 (-3.8%) 出口增速转负，对日本 (-7.8%) 出口增速稳定；11 月我国对新兴经济体出口大多改善，对东盟 (18.0%)、印度 (-3.8%)、中国内地对中国香港 (-7.2%) 出口增速均明显回升，仅对韩国 (0.5%)

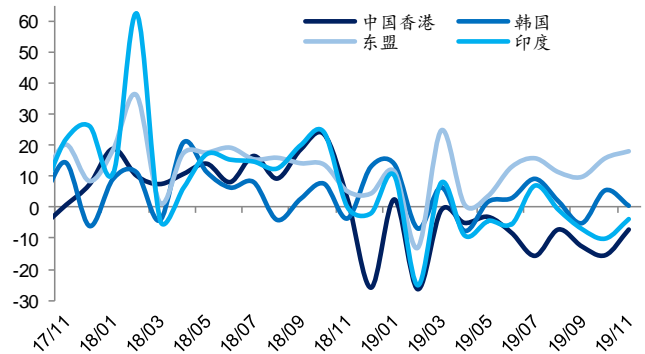
出口增速放缓。

图27 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28 对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比 (%)

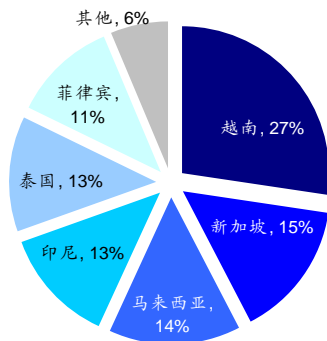


资料来源: Wind, 海通证券研究所

今年我国对东盟出口保持强劲增速。从结构上看,今年 1-11 月我国对东盟国家出口中,对越南出口占比最高(27%),其次是新加坡、马来西亚、印尼、泰国和菲律宾,这六国共占我国对东盟出口的 94%。

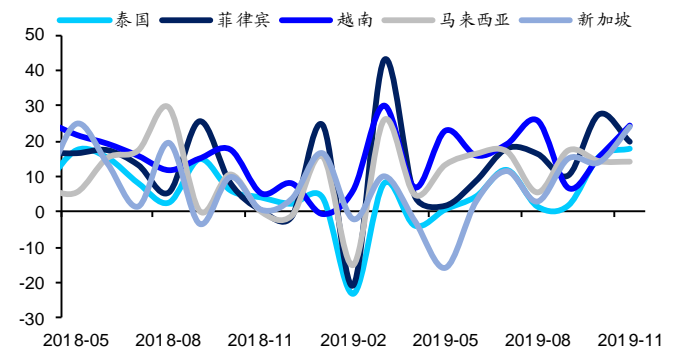
从增速上看,今年以来我国对泰国、越南、新加坡、泰国、马来西亚、菲律宾五国的出口增速均保持高位,我们认为,原因可能与中美贸易紧张之后,我国加强与“一带一路”国家经贸联系以及部分产品绕道东南亚国家有关。

图29 1-11 月我国对东盟主要国家出口占对东盟出口比重



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 我国对东盟主要国家出口同比增速 (%)

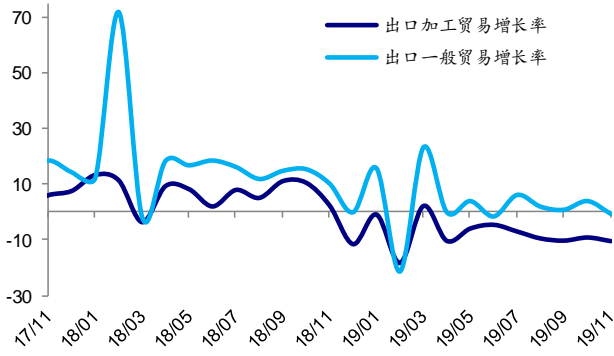


资料来源: Wind, 海通证券研究所

从贸易方式看,11 月一般贸易 (-0.6%) 出口增速回落,加工贸易 (-10.7%) 出口跌幅略有扩大。

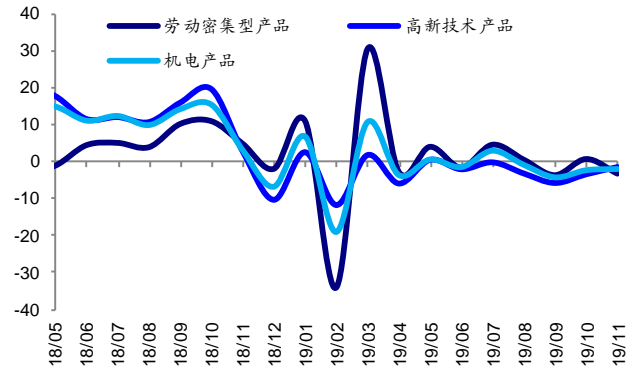
从产品类型看,11 月劳动密集型产品 (-3.3%) 出口增速由正转负,而这部分商品不少属于美国尚未加税的类别,其增速放缓或与对美抢出口减弱有关,与对美出口增速放缓趋势一致。但 11 月机电产品 (-2.1%) 和高新技术产品 (-1.5%) 出口同比跌幅继续缩窄,反映外需出现边际企稳。

图31 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

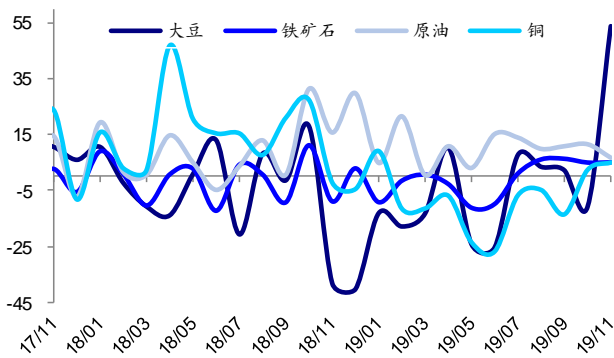
图32 劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

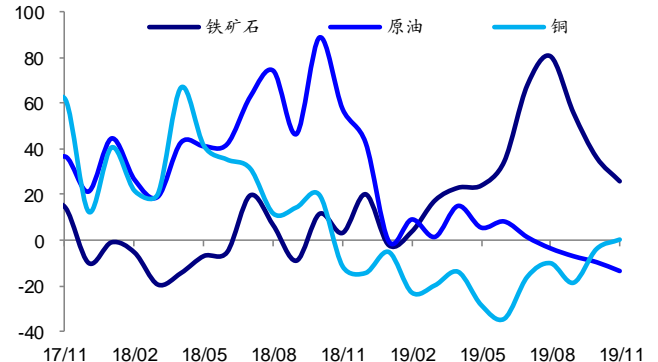
去年同期基数走低, 11月进口同比增速回升至 0.3% (前值-6.2%)。从数量看, 11月我国对美大豆增加采购, 进口大豆 (53.9%) 大幅增长, 此外进口集成电路 (33.7%) 同比持续回升, 铁矿石 (5.1%) 和铜 (5.0%) 增速略升, 而进口原油 (6.7%) 增速回落; 从金额看, 进口集成电路 (17.5%) 同比大幅转正、进口铜 (0.4%) 增速回升, 进口铁矿石 (25.9%) 和原油 (-13.5%) 增速放缓。

图33 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

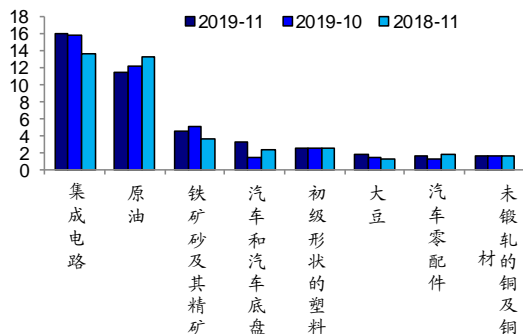
图34 主要大宗商品进口金额同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

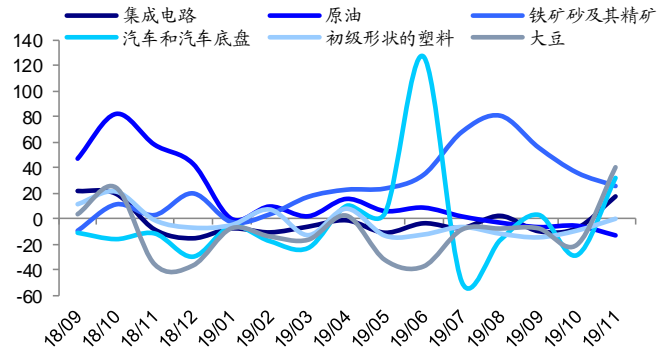
其他重点进口商品中, 11月我国汽车和汽车底盘 (32.0%) 进口增速大幅回升, 自动数据处理器 (3.4%)、塑料 (0.5%) 进口增速由负转正, 汽车零部件 (-5.5%)、液晶显示板 (-22.8%)、天然气 (-7.6%) 跌幅收窄, 医药品 (19.5%) 进口增速回落。

图35 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36 我国重点进口商品进口金额同比增速 (%)

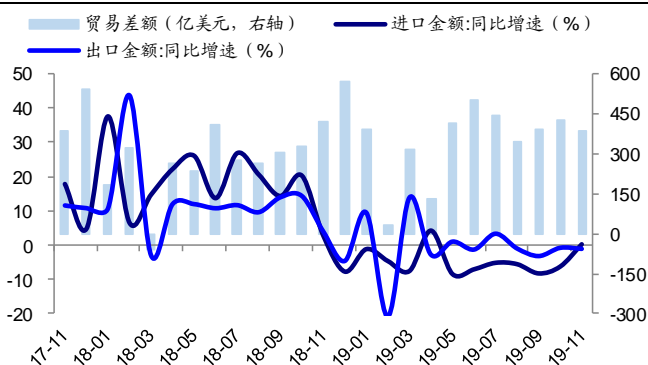


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

11月贸易顺差降至 387.3 亿美元。11月中美贸易紧张情绪短期缓和, 或使对美出口缓解, 对美出口增速明显回落, 而进口大豆和汽车大幅增加也与此有关, 未来磋商进展仍会影响短期外贸节奏。

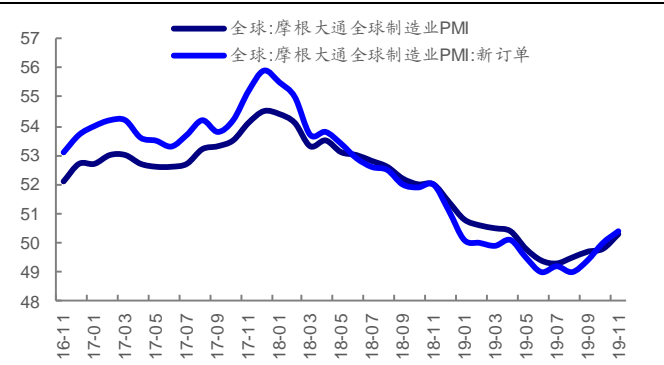
展望未来，我们对我国的外贸情况并不悲观。原因一是根本上决定出口的还是外需情况，近来外需整体弱中企稳，全球制造业 PMI 已连续 4 个月回升；二是尽管今年我国对美出口下滑，但后续冲击的空间较之前几轮加税已经比较有限，而今年我国对东盟等经济体出口持续增长，出口整体保持了较好的韧性。

图37 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38 全球制造业 PMI 及新订单分项

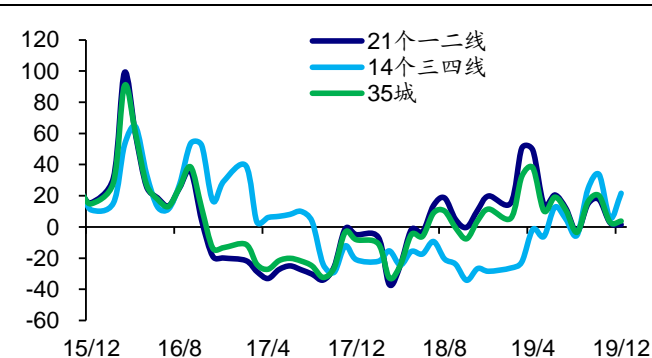


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 需求稳中有升

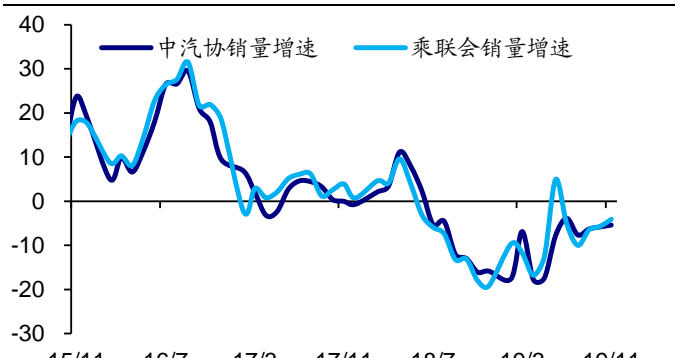
地产销售稳定，乘用车销售改善。12月上旬35城地产销量增速3.7%，较11月增速略有回升，其中二三线城市销量增速明显反弹，而一线城市由正转负。11月中汽协、乘联会汽车销量增速分别为-3.6%、-4.6%，降幅较10月继续收窄，12月上旬乘联会乘用车零售批发增速降幅分别为-21%、-9%。

图39 35城商品房月度销量增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，历年1-2月均为累计同比。

图40 中汽协、乘联会乘用车销量同比增速（%）

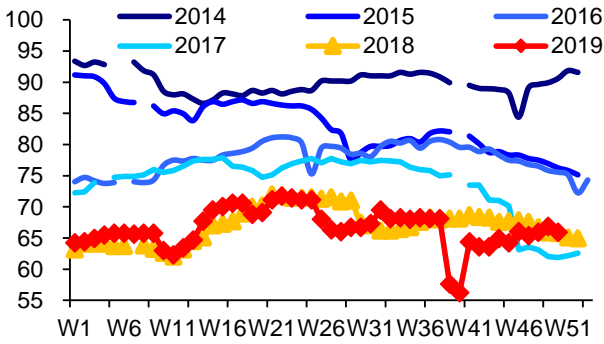


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3 生产保持平稳

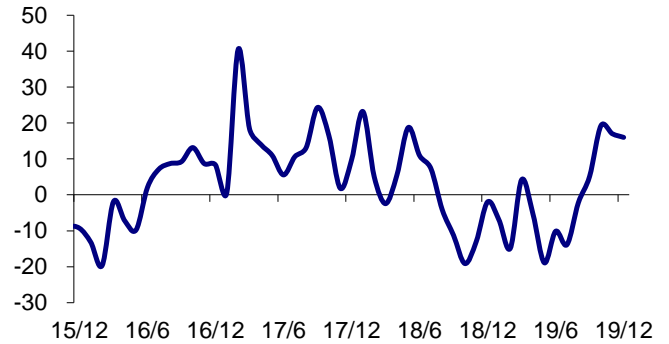
高炉开工略降，发电耗煤稳定。上周高炉开工率略降至65.9%，同比小幅回落，但仍高于去年同期，而Mysteel样本钢厂钢材产量增速续升。12月前两周六大集团发电耗煤同比增长16%，与11月增速基本持平，意味着工业生产保持平稳。

图41 历年各周全国高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图42 六大发电集团发电耗煤同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 物价: 通胀预期回升

4.1 猪价出现反弹

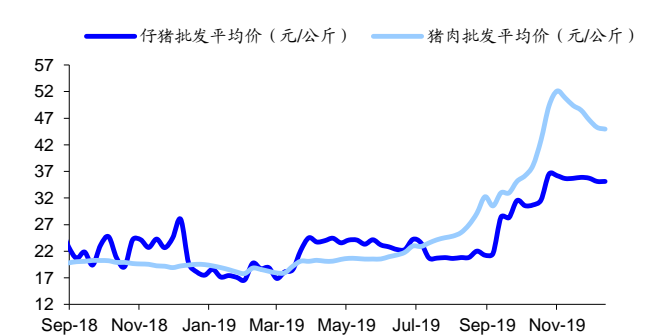
上周猪肉价格环比上涨 4.5%，在连续三周下跌之后首次反弹，蔬菜价格继续上涨，禽蛋价格小幅下跌，食品价格整体上涨 1.9%。

图43 蔬菜平均批发价 (元/公斤)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

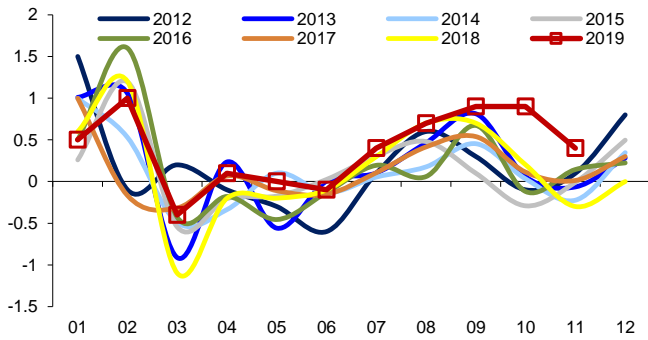
图44 猪肉批发价格 (元/公斤)



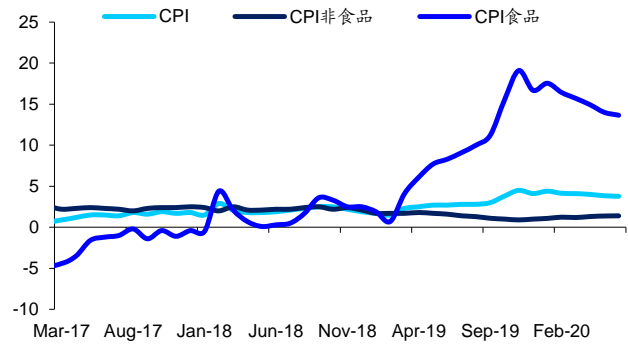
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 CPI 冲高回落

11月CPI大幅反弹至4.5%，主因猪价大涨推动食品价格上涨。11月中旬以来猪价明显回落，截止目前12月商务部食用农产品价格环比下降1.7%，预测12月CPI食品价格环比下跌1%，12月CPI小幅回落至4.1%。

图45 CPI 环比 (%)


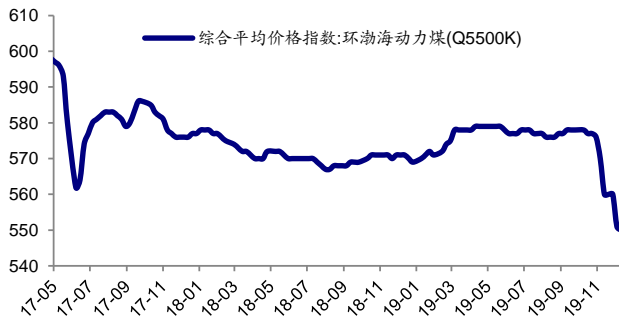
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图46 CPI 同比及成分同比走势预测 (%)


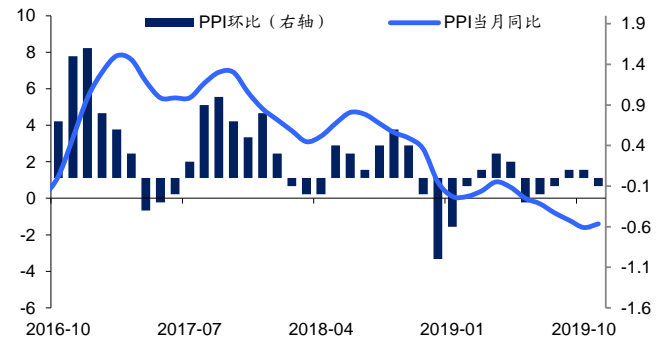
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.3 PPI 降幅收窄

11月PPI同比降幅缩窄至1.4%，12月以来国内油价上调，煤价、钢价均值均比11月回升，截止目前12月港口期货生资价格环比上涨0.3%，预测12月PPI环比上涨0.2%，12月PPI同比降幅缩窄至0.3%。

图47 环渤海动力煤价格 (元/吨)


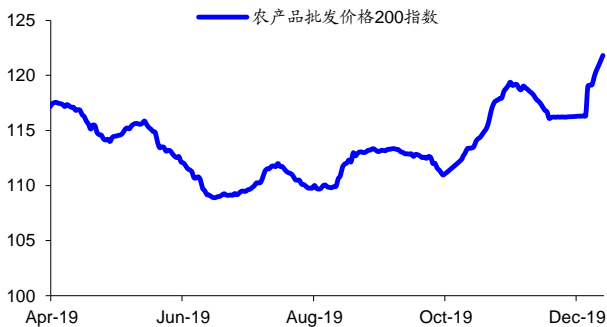
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图48 PPI 同比及环比 (%)


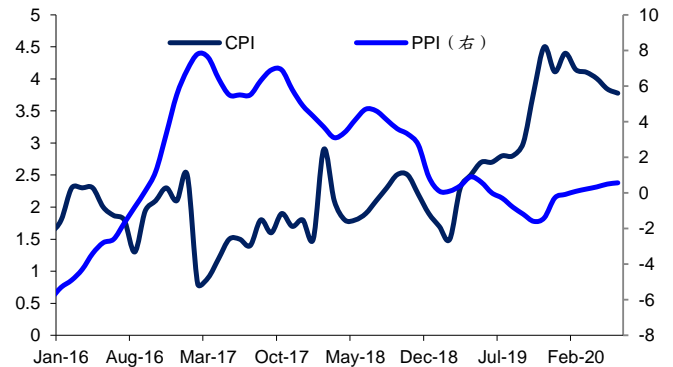
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.4 通胀预期回升

虽然11月中旬以来猪价整体下跌，有望带动12月CPI小幅回落至4%左右。但12月以来生产资料价格整体上涨，12月PPI同比降幅有望大幅缩窄，整体看通胀预期依然趋于回升。

图49 农产品批发价格200指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图50 CPI、PPI 同比走势及预测 (%)


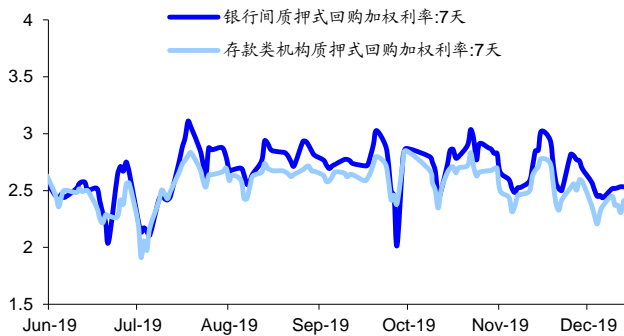
资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 流动性：稳健货币灵活适度

5.1 货币利率回升

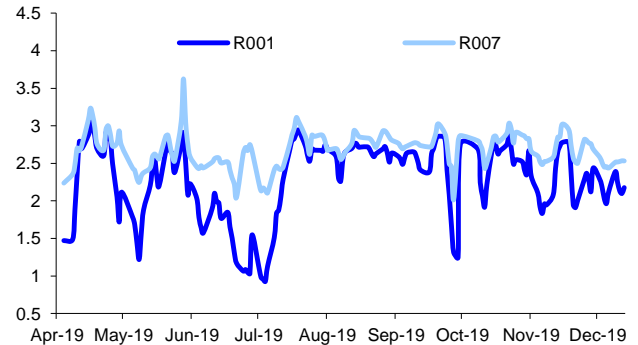
上周货币利率回升，其中 R007 均值上行 3bp 至 2.52%，R001 均值上行 9bp 至 2.21%。DR007 上行 7bp 至 2.38%，DR001 上行 10bp 至 2.15%。

图51 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图52 R001 和 R007 (%)

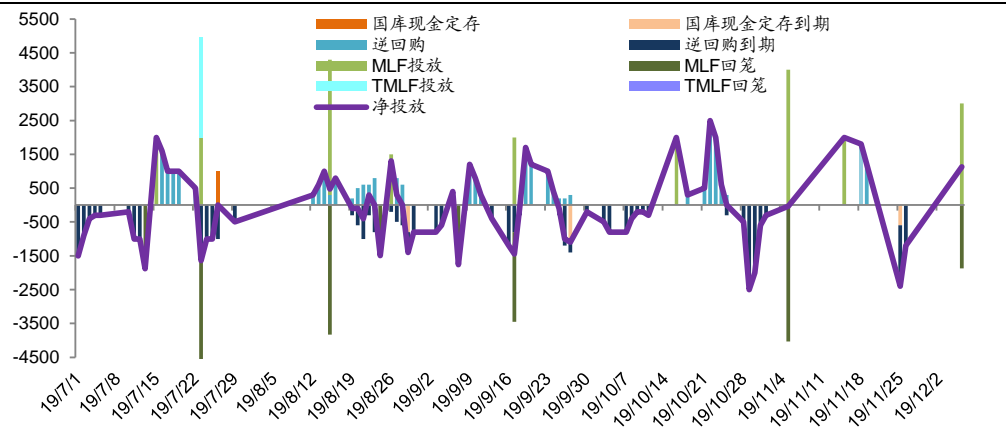


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行暂停投放

上周公开市场没有资金到期，央行暂停公开市场操作。

图53 央行公开市场操作 (亿元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

5.3 汇率小幅回升

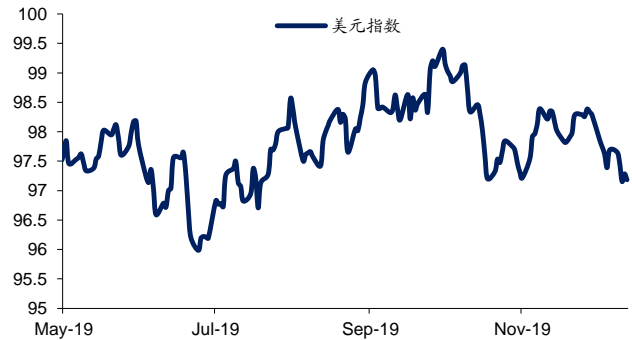
上周美元指数回落，人民币兑美元汇率回升，在岸和离岸人民币分别回升至 6.98 和 7.01。

图54 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图55 美元指数

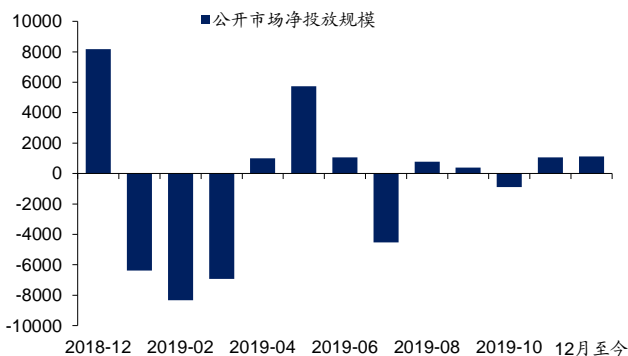


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 稳健货币灵活适度

上周的中央经济工作会议表示,未来稳健的货币政策要灵活适度,保持流动性合理充裕,货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应,降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革,疏通货币政策传导机制,增加制造业中长期融资,更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。

图56 央行公开市场净投放规模(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图57 金融机构超额准备金(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 政策: 中美第一阶段经贸协议

中美第一阶段经贸协议。中方关于中美第一阶段经贸协议的声明:经过中美两国经贸团队的共同努力,双方在平等和相互尊重原则的基础上,已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。同时,双方达成一致,美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺,实现加征关税由升到降的转变。

境外机构投资者境内证券新规。央行、国家外汇管理局起草了《境外机构投资者境内证券投资资金管理暂行规定(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》)。这是央行、外汇局取消合格境外投资者(QFII/RQFII)投资额度限制后,为进一步便利境外机构投资者境内证券投资而拟出台实施的管理规定。

降低小微企业综合融资成本。国务院总理李克强 12 月 12 日主持召开国务院常务会议,通过《中华人民共和国外商投资法实施条例(草案)》,实化促进和保护外商投资的措施;部署推动进一步降低小微企业综合融资成本。

7. 日历：聚焦 12 月中旬数据

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期

日期	重要经济数据指标	前值	预测值
美国			
2019/12/16	12 月 NAHB 房价指数	70	71
2019/12/17	11 月新屋开工(年化环比)	3.8%	2%
2019/12/18	上周 API 原油库存变化(万桶)	141	--
2019/12/18	上周 EIA 原油库存变化(万桶)	82.2	--
2019/12/18	纽约联储主席威廉姆斯在新闻发布会(关于纽约地区当前经济情况和劳动市场)上致开幕辞, 并参加小组讨论	--	--
2019/12/18	波士顿联储主席罗森格伦在纽约预测机构俱乐部发表讲话	--	--
2019/12/19	上周季调后初请失业金人数(千人)	252	--
2019/12/19	1 月 NAR 季调后成屋销售(年化环比)	1.9%	-0.2%
2019/12/20	第三季度个人消费支出物价指数终值(年化环比)	1.5%	--
2019/12/20	第三季度实际 GDP 终值(年化环比)	2.1%	2.1%
2019/12/20	12 月密歇根大学消费者信心指数终值	99.2	99.2
2019/12/20	11 月个人消费支出物价指数(环比)	0.1%	--
2019/12/20	11 月个人消费支出(环比)	0.3%	0.4%
2019/12/20	11 月个人收入(环比)	0%	0.3%
欧元区			
2019/12/16	12 月 Markit 制造业采购经理人指数初值	46.9	47.1
2019/12/17	10 月季调后贸易帐(十亿欧元)	18.3	--
2019/12/18	11 月消费者物价指数终值(同比)	0.7%	1%
中国			
2019/12/16	11 月规模以上工业增加值(同比)	4.7%	5%
2019/12/16	1-11 月城镇固定资产投资(同比)	5.2%	5.2%
2019/12/16	11 月社会消费品零售总额(同比)	7.2%	7.6%
2019/12/16	国内成品油开启新一轮调价窗口	--	--
2019/12/16	国家统计局发布 70 个大中城市住宅销售价格月度报告	--	--
2019/12/16	国新办举行新闻发布会, 请国家统计局新闻发言人付凌晖介绍 2019 年 11 月份国民经济运行情况, 并答记者问	--	--

资料来源：海通证券研究所根据 FX168 财经报社等相关资料整理

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
姜珮珊(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 nyu@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
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

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 z zq11650@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 l yj12399@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 联系人 颜慧菁 yhj12866@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 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@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 颜慧菁 yhj12866@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 cy10636@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 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