

## 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》2019.12.4

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

## 工业生产反弹，通胀高点或现

## 投资要点:

- **海外经济：美国核心 PCE 同比略降，欧元区制造业 PMI 不及预期。**美国公布三季度 GDP 环比折年率终值 2.1%，与修正值持平，但消费增幅上调 0.3 个百分点至 3.2%，美国 11 月 PCE 指数同比增长 1.5%，高于前值，核心 PCE 同比 1.6%，略低于前值。欧元区公布 12 月 Markit 制造业 PMI 初值 45.9，不及预期和前值。英国央行公布利率决议，维持基准利率在 0.75% 不变，并一致同意维持 4350 亿英镑资产购买规模不变。日本央行公布利率决议，维持政策利率在 -0.1% 的水平，维持 10 年期国债收益率目标 0% 不变。英国议会下院以 358 票对 234 票的结果通过脱欧协议法案。
- **国内经济：工业生产反弹，通胀高点或现，社融增速稳定**
- **工业生产反弹。**11 月工业增加值增速 6.2%，较 10 月明显回升，并创下 5 个月新高，反映工业生产明显改善。工业生产改善的主因是需求好转，而不是暖冬导致开工时间较长。1-11 月全国、民间投资增速稳定在 5.2%、4.5%，当月增速双双反弹，指向投资的内生动力有所修复。1-11 月制造业投资增速微降至 2.5%，主要是受前期盈利低迷拖累。1-11 月新、旧口径下基建投资增速 4.0%、3.5%，一降一升，而当月增速双双回升。1-11 月房地产投资增速继续微降至 10.2%。11 月全国商品房销售面积、土地购置面积、新开工面积增速均有回落，未来房地产投资仍面临下行压力，但韧性较强。11 月社消零售、限额以上零售增速分别为 8.0%、4.9%，均创下 5 个月新高。11 月消费普遍回升，一方面与消费品价格涨幅扩大有关，另一方面也受到“双十一”促销带动。
- **通胀高点或现。**11 月 CPI 环比上涨 0.4%，同比继续上升至 4.5%，创下 12 年以来新高。猪肉供需失衡有所缓解，环比涨幅收窄，消费替代下其他肉类价格有所上涨，但鲜果供应充足带动价格下跌。11 月 PPI 环比下跌 0.1%，同比回升至 -1.4%，其中生产资料价格同比下降 2.5%，而生活资料价格同比上涨 1.6%。10 月生猪生产开始恢复，明年节后猪价可能迎来持续回调，带动食品 CPI 逐步回落。而非食品方面，18 年四季度国际油价曾出现大跌，低基数效应下 PPI 或将持续回升，并带动非食品 CPI 小幅反弹。整体来说，短期通胀压力仍在，但明年 CPI 有望落回温和区间。
- **社融增速稳定。**11 月新增社融 1.75 万亿元，同比多增 1505 亿元。11 月人民币贷款增加 1.39 万亿元，同比多增 1387 亿元。居民短贷同比大体持平、居民中长贷同比多增近 300 亿元，印证地产需求仍有韧性；企业中长贷和短贷均有改善，同比分别多增 900 多亿元和近 1800 亿元，8 月以来企业中长贷已连续 4 个月保持同比多增，信贷结构呈现改善趋势，票据融资同比少增约 1700 亿元。11 月 M2、M1 同比分别降至 8.2%、3.5%。总的来看，11 月社融存量增速稳定在 10.7%、中采 PMI 指数回升至荣枯线上，都指向经济有望短期企稳，同时考虑到 CPI 处于高位、PPI 或将回升，我们预计货币仍将维持稳健。
- **国内政策：做好“六稳”工作。**总理表示今年全年发展主要目标任务能够较好完成，明年我国经济发展可能遇到更大的下行压力、面临更复杂的局面。要全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定。国务院副总理韩正在住建部召开座谈会强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，保持定力，不将房地产作为短期刺激经济的手段，促进房地产市场平稳健康发展。银保监会已经注意到部分银行反映的理财业务存量处置过程中的困难和问题，正按新规方向有序调整。

## 目 录

1. 海外经济：美国核心 PCE 同比略降，欧元区制造业 PMI 不及预期.....	6
1.1 美国核心 PCE 同比略降.....	6
1.2 欧元区制造业 PMI 不及预期.....	6
2. 11 月数据：工业生产反弹，通胀高点或现，社融增速稳定 .....	6
2.1 通胀：11 月 CPI 破 4，通胀高点或现 .....	7
2.2 工业：工业生产反弹，暖冬并非主因 .....	10
2.3 投资：投资稳中略升，内生动力修复 .....	12
2.4 消费：消费短期新高，网络促销带动 .....	15
2.5 外贸：出口降幅平稳，进口增速转正 .....	16
2.6 金融：信贷整体改善，社融增速稳定 .....	20
2.7 财政：财政收入回落，支出跌幅扩大 .....	22
3. 政策：做好“六稳”工作 .....	25

## 图目录

图 1	CPI 同比增速 (%)	7
图 2	历年 CPI 环比涨幅 (%)	7
图 3	CPI 食品价格同比增速 (%)	7
图 4	CPI 食品价格环比增速 (%)	7
图 5	22 省市猪肉平均价格 (元/千克)	8
图 6	生猪存栏和能繁母猪存栏 (万头)	8
图 7	CPI 各大类价格同比 (%)	8
图 8	CPI 各大类价格环比 (%)	8
图 9	农产品批发价格指数 (2015 年=100)	9
图 10	食品 CPI、非食品 CPI 和 CPI 同比及预测 (%)	9
图 11	PPI 同比和环比走势 (%)	9
图 12	PPI 生产资料和生活资料价格同比走势 (%)	9
图 13	布伦特原油价格 (美元/桶)	10
图 14	螺纹钢和热轧板卷价格 (元/吨)	10
图 15	CPI 和 PPI 同比及预测 (%)	10
图 16	工业增加值同比和季调环比增速 (%)	11
图 17	主要工业行业增加值同比增速 (%)	11
图 18	主要工业品产量同比增速 (%)	12
图 19	工业增加值、发电量同比增速 (%)	12
图 20	粗钢产量、表观消费量增速 (%)	12
图 21	全国各大区域水泥企业库容比 (%)	12
图 22	全国固定资产投资、民间投资当月同比增速 (%)	13
图 23	制造业投资同比增速 (%)	13
图 24	制造业分行业投资累计同比增速 (%)	13
图 25	新、旧口径下基建投资累计同比增速 (%)	13
图 26	基建投资分项累计同比增速 (%)	13
图 27	房地产投资同比增速 (%)	14
图 28	房地产投资增速、房地产投资资金来源增速 (%)	14
图 29	全国商品房销售面积同比增速 (%)	14
图 30	全国首套平均房贷利率 (%)	14

图 31	全国土地购置面积同比增速 (%)	15
图 32	全国房屋新开工面积同比增速 (%)	15
图 33	社会消费品零售名义、实际增速及限额以上零售增速 (%)	15
图 34	必需品零售增速 (%)	16
图 35	汽车类零售增速 (%)	16
图 36	石油及制品类零售增速 (%)	16
图 37	家电音像、家具、建材类零售增速 (%)	16
图 38	网上零售增速、网上零售占社消零售比重 (%)	16
图 39	中国进出口总额、出口与进口同比增速 (%)	17
图 40	美国、日本、欧元区制造业 PMI	17
图 41	中国对美国、日本、欧盟月度出口同比 (%)	17
图 42	对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比 (%)	17
图 43	1-11 月我国对东盟主要国家出口占对东盟出口比重	18
图 44	我国对东盟主要国家出口同比增速 (%)	18
图 45	一般贸易、加工贸易月度出口同比 (%)	18
图 46	劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比 (%)	18
图 47	我国重点出口商品占总出口比重 (%)	18
图 48	我国重点出口商品出口金额同比增速 (%)	18
图 49	主要大宗商品进口量同比增速 (%)	19
图 50	主要大宗商品进口金额同比增速 (%)	19
图 51	我国重点进口商品占总进口比重 (%)	19
图 52	我国重点进口商品进口金额同比增速 (%)	19
图 53	我国进出口增速及贸易差额	20
图 54	全球制造业 PMI 及新订单分项	20
图 55	社会融资规模及同比多增 (亿元)	20
图 56	社会融资主要分项同比多增 (亿元)	20
图 57	历年各月末贴现的银行承兑汇票融资 (亿元)	21
图 58	历年各月企业债券融资 (亿元)	21
图 59	历年各月居民中长贷增长 (亿元)	21
图 60	居民短贷和中长贷同比多增 (亿元)	21
图 61	历年各月企业中长期贷款增长 (亿元)	21
图 62	企业贷款分项同比多增 (亿元)	21
图 63	历年各月新增财政存款 (亿元)	22

图 64	M2 和 M1 同比增速 (%)	22
图 65	企业各类总融资存量增速 (%)	22
图 66	社融以及政府和社会总融资存量增速	22
图 67	公共财政收入与财政支出同比增速 (%)	23
图 68	中央和地方财政收入增速 (%)	23
图 69	税收收入与非税收入当月同比增速 (%)	23
图 70	各类税收收入增速 (%)	23
图 71	中央和地方财政支出增速 (%)	24
图 72	各项财政支出累计增速 (%)	24
图 73	中央、地方本级政府性基金收入和国有土地使用权出让收入同比增速 (%)	24
图 74	我国月度财政收支差额 (亿元)	24

## 1. 海外经济：美国核心 PCE 同比略降，欧元区制造业 PMI 不及预期

### 1.1 美国核心 PCE 同比略降

**美国核心 PCE 同比略降。**上周五，美国公布三季度 GDP 环比折年率终值 2.1%，与修正值持平，但消费增幅上调 0.3 个百分点至 3.2%。同日公布的美国 11 月 PCE 指数同比增长 1.5%，高于前值 1.3%，核心 PCE 同比 1.6%，略低于前值 1.7%。

### 1.2 欧元区制造业 PMI 不及预期

**欧元区制造业 PMI 不及预期。**上周一，欧元区公布 12 月 Markit 制造业 PMI 初值 45.9，不及预期和前值，服务业 PMI 回升至 52.4；12 月德国、法国制造业 PMI 分别回落至 43.4 和 50.3。

**英国、日本公布利率决议。**上周四，英国央行公布利率决议，维持基准利率在 0.75% 不变，并一致同意维持 4350 亿英镑资产购买规模不变。上周四，日本央行公布利率决议，维持政策利率在 -0.1% 的水平，维持 10 年期国债收益率目标 0% 不变，日央行预计经济可能继续保持扩张，如有需要，将维持利率在当前或更低水平。

**英国议会通过脱欧协议。**上周五，英国议会下院以 358 票对 234 票的结果通过脱欧协议法案，英国首相约翰逊承诺明年 1 月 31 日前让英国脱欧，该法案还禁止延长 2020 年后的脱欧过渡期，这意味着英国需要在明年内与欧盟达成新的贸易协定。

## 2. 11 月数据：工业生产反弹，通胀高点或现，社融增速稳定

**工业生产反弹。**11 月工业增加值增速 6.2%，较 10 月明显回升，并创下 5 个月新高，反映工业生产明显改善。工业生产改善的主因是需求好转，而并不是暖冬导致开工时间较长。1-11 月全国、民间投资增速稳定在 5.2%、4.5%，当月增速双双反弹，指向投资的内生动力有所修复。1-11 月制造业投资增速微降至 2.5%，主要是受前期盈利低迷拖累。1-11 月新、旧口径下基建投资增速 4.0%、3.5%，一降一升，而当月增速双双回升。1-11 月房地产投资增速继续微降至 10.2%。11 月全国商品房销售面积、土地购置面积、新开工面积增速均有回落，未来房地产投资仍面临下行压力，但韧性较强。11 月社消零售、限额以上零售增速分别为 8.0%、4.9%，均创下 5 个月新高。11 月消费普遍回升，一方面与消费品价格涨幅扩大有关，另一方面也受到“双十一”促销带动。

**通胀高点或现。**11 月 CPI 环比上涨 0.4%，同比继续上升至 4.5%，创下 12 年以来新高。猪肉供需失衡有所缓解，环比涨幅收窄，消费替代下其他肉类价格有所上涨，但鲜果供应充足带动价格下跌。11 月 PPI 环比下跌 0.1%，同比回升至 -1.4%，其中生产资料价格同比下降 2.5%，而生活资料价格同比上涨 1.6%。10 月生猪生产开始恢复，明年节后猪价可能迎来持续回调，带动食品 CPI 逐步回落。而非食品方面，18 年四季度国际油价曾出现大跌，低基数效应下 PPI 或将持续回升，并带动非食品 CPI 小幅反弹。整体来说，短期通胀压力仍在，但明年 CPI 有望落回温和区间。

**社融增速稳定。**11 月新增社融 1.75 万亿元，同比多增 1505 亿元。11 月人民币贷款增加 1.39 万亿元，同比多增 1387 亿元。居民短贷同比大体持平、居民中长贷同比多增近 300 亿元，印证地产需求仍有韧性；企业中长贷和短贷均有改善，同比分别多增 900 多亿元和近 1800 亿元，8 月以来企业中长贷已连续 4 个月保持同比多增，信贷结构呈现改善趋势，票据融资同比少增约 1700 亿元。11 月 M2、M1 同比分别降至 8.2%、3.5%。总的来看，11 月社融存量增速稳定在 10.7%、中采 PMI 指数回升至荣枯线上，都指向经济有望短期企稳，同时考虑到 CPI 处于高位、PPI 或将回升，我们预计货币仍将维持

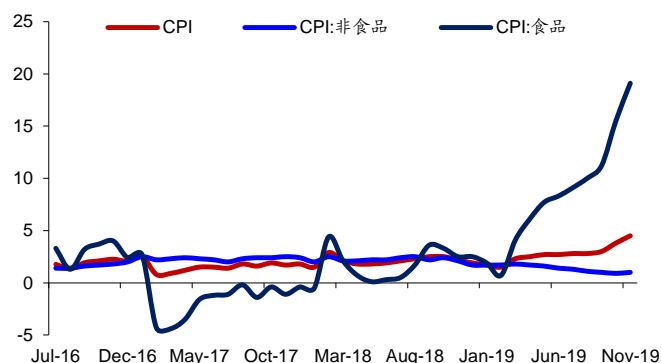


稳健。

## 2.1 通胀：11 月 CPI 破 4，通胀高点或现

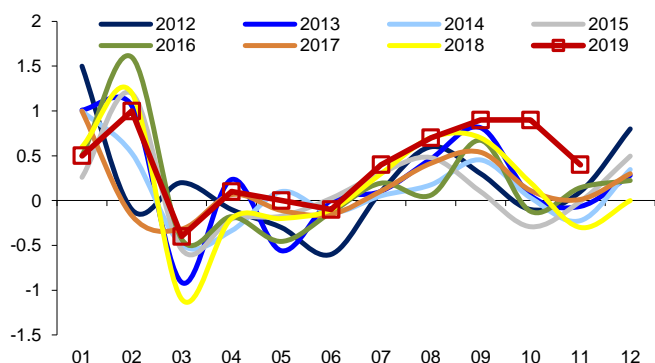
11 月 CPI 环比上涨 0.4%，同比继续上升至 4.5%，创下 12 年以来新高。食品方面，猪肉供需失衡有所缓解，环比涨幅收窄，消费替代下其他肉类价格有所上涨，但鲜果供应充足带动价格下跌，而鲜菜生产及储运成本上升带动价格上涨，11 月食品 CPI 环比上涨 1.8%。非食品方面，旅游淡季出行减少，机票、住宿价格下跌，换季需求带动服装价格略涨，11 月非食品 CPI 环比持平。

图1 CPI 同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 历年 CPI 环比涨幅 (%)



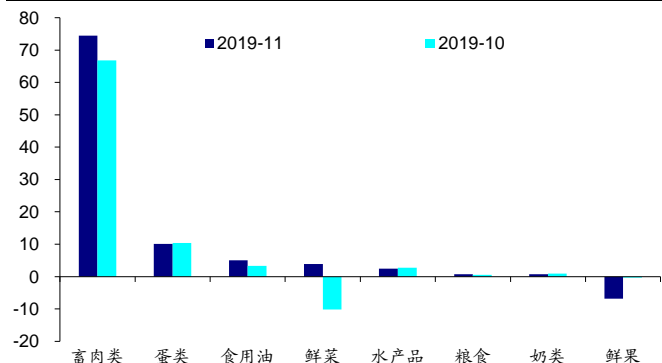
资料来源：Wind，海通证券研究所

11 月食品价格环比上涨 1.9%，高于去年同期，历史上 11 月食品价格环比均值为 -0.3%，今年食品环比涨幅仍旧大幅强于季节性。

具体来说，11 月猪肉供应紧张状况有所缓解，猪价环比上涨 3.8%，涨幅相比于 10 月大幅回落 16.3 个百分点，但对通胀的贡献仍然较大。而受消费替代影响，其他肉类价格也均有所上涨，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格涨幅在 1.3%—4.3% 之间。但供应充足带动鲜果价格继续下跌 3.0%，而生产及储运成本增加，鲜菜价格上涨 1.4%。

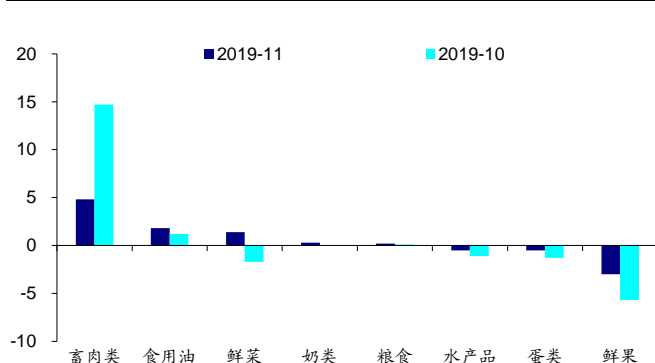
从同比来看，11 月食品价格上涨 19.1%，涨幅相比 10 月进一步扩大 3.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 3.7 个百分点。其中猪肉价格同比上涨 110.2%，涨幅相比于 10 月进一步扩大 8.9 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.64 个百分点。牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋价格涨幅在 11.8%—25.7% 之间。鲜果价格同比下降 6.8%，跌幅扩大；而鲜菜价格同比由降转涨，上涨 3.9%。

图3 CPI 食品价格同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 CPI 食品价格环比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

11 月猪价大幅回落，但年末仍存上行压力。11 月猪价冲高回落，22 省市猪肉平均价格从 11 月 1 日的 55.9 元/千克下降至 11 月 29 日的 46.3 元/千克，累计跌幅达到 17%。11 月猪价短期大幅下跌主要原因在于猪肉供需失衡问题得到缓解，但由于 10 月猪价持续上涨，使得 11 月猪肉 CPI 环比涨幅仍然有 3.8%。考虑到明年春节在 1 月末，传统

习俗下年末猪肉需求或出现扩大，短期猪价继续回落的空间不大。

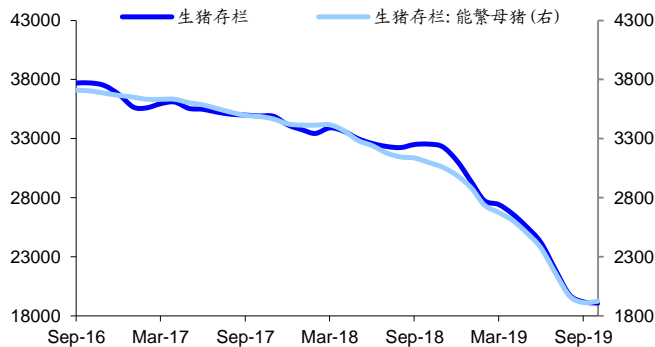
**存栏拐点已现，明年猪价回调可能提前到来。**本轮猪价上涨主要源于供需关系的失衡，对猪价未来中期走势的判断还是需要回到供需关系的变化上。尽管 10 月生猪存栏仍然持续下降，再次创下 19075 万头的历史新低，但是环比跌幅出现明显收窄，而 10 月能繁母猪存栏也出现 18 个月以来首次回升，这些积极信号都反映生猪生产在逐步恢复。如果今年内能够看到生猪存栏出现回升，就意味着明年年中之前有望出现猪肉供给的扩大，节后猪价可能迎来持续回调。

图5 22 省市猪肉平均价格（元/千克）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 生猪存栏和能繁母猪存栏（万头）

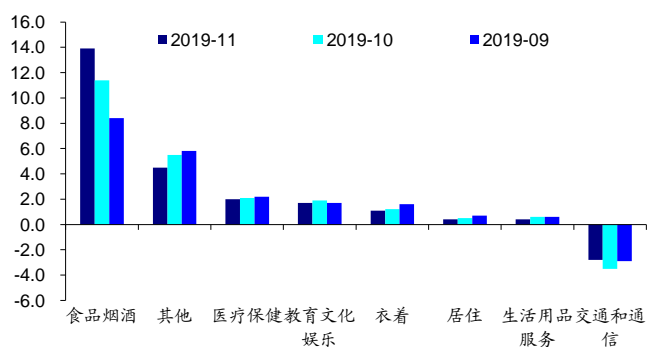


资料来源：Wind，海通证券研究所

**11 月非食品价格与 10 月持平。**具体来说，旅游淡季出行减少，机票、旅行社和住宿价格分别下降 11.0%、4.4%和 3.8%。而受换季需求影响，服装价格上涨 0.4%，带动衣着分项环比上涨 0.3%。

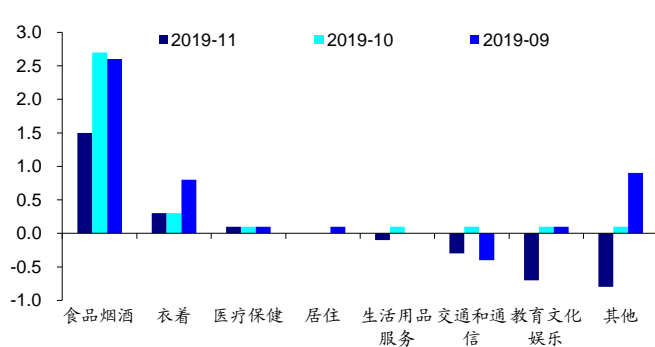
**从同比来看，11 月非食品价格上涨 1.0%，**相比于 10 月回升 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.77 个百分点。其中受到去年油价大跌带来的低基数效应，交通和通信价格跌幅收窄，是非食品 CPI 回升主因，而其余分项同比涨幅均出现收窄。

图7 CPI 各大类价格同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 CPI 各大类价格环比（%）

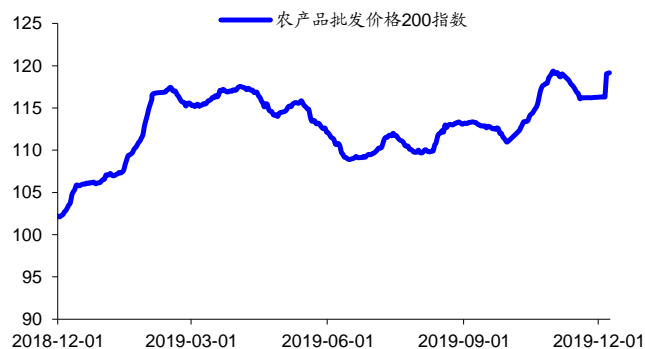


资料来源：Wind，海通证券研究所

11 月猪价冲高后大幅回落，尽管 12 月以来猪价小幅反弹，但是截至目前 12 月猪价均值相比于 11 月均值仍然出现大幅回落。12 月以来蔬菜和鲜果价格持续回升，但受到猪价大跌的影响，我们预计 12 月 CPI 同比或回落至 4.2%。

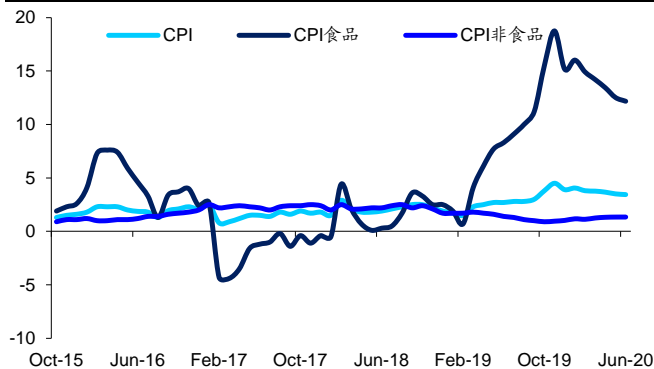


图9 农产品批发价格指数（2015年=100）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 食品CPI、非食品CPI和CPI同比及预测（%）



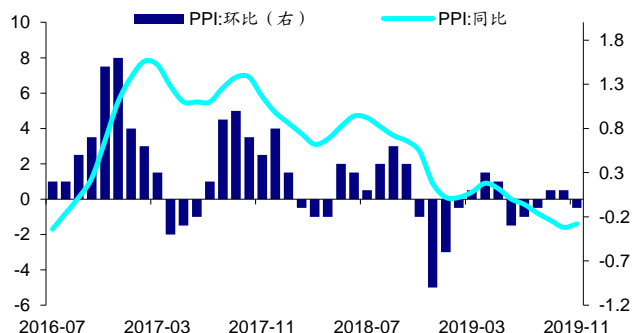
资料来源：Wind，海通证券研究所

11月PPI环比下跌0.1%，低基数效应下，同比回升至-1.4%。

从环比来看，11月生产资料价格下降0.2%；生活资料价格上涨0.3%。分行业来看，价格上涨的有12个，下降的19个，持平的9个。其中燃气生产供应（1.1%）、非金属矿物制品（0.8%）涨幅扩大，有色金属采选（-1.6%）、燃料加工（-1.0%）、化学原料制品（-1.0%）由涨转降，化学纤维（-1.9%）、黑金采选（-1.6%）、煤炭采选（-0.5%）降幅扩大，油气开采（0.1%）涨幅回落。

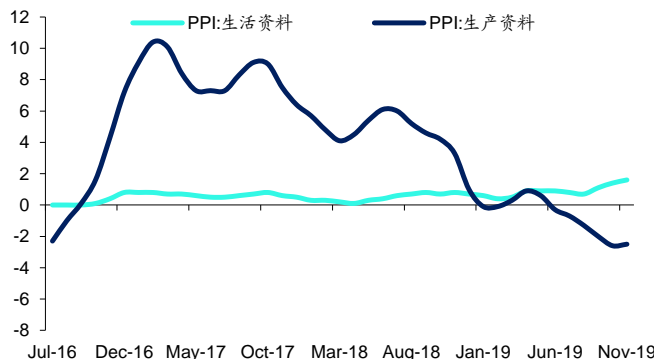
从同比来看，11月生产资料价格下降2.5%，降幅收窄0.1个百分点；生活资料价格上涨1.6%，涨幅扩大0.2个百分点。行业表现上，价格涨幅扩大的行业有农副食品加工和有色金属冶炼，价格降幅收窄的行业有化学纤维、油气开采、燃料加工和黑色金属，价格降幅扩大的行业有化学原料制品和煤炭采选。

图11 PPI同比和环比走势（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 PPI生产资料和生活资料价格同比走势（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

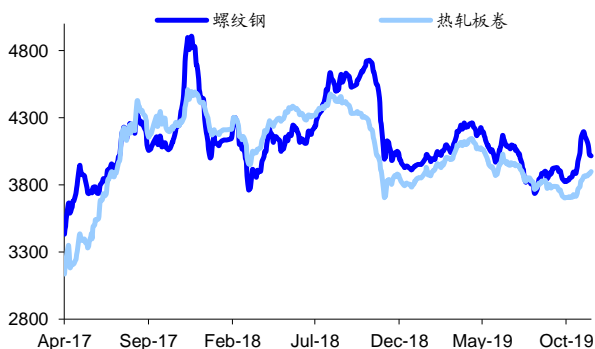
12月以来国际油价持续回升，国内煤价平稳，钢价走势分化。受到国际油价大跌的影响，去年12月PPI环比大幅下跌1%，考虑到去年基数较低，我们预计12月PPI同比大幅回升至-0.3%。

图13 布伦特原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 螺纹钢和热轧板卷价格（元/吨）

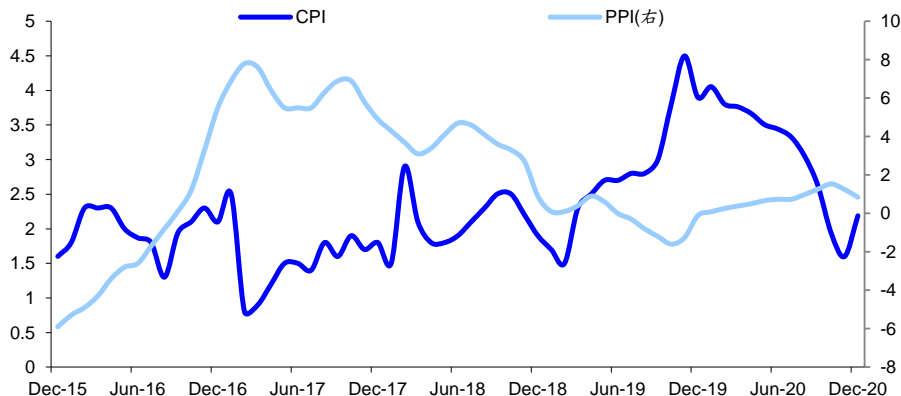


资料来源：Wind，海通证券研究所

自9月CPI同比破3以后，11月CPI同比继续上升至4.5%，并且食品分项贡献了3.7个百分点。目前食品价格上涨主要原因依旧是猪价，考虑到明年春节在1月末，年末猪肉需求扩大的情况下猪肉价格继续下跌空间不大，短期内食品价格仍将维持高位。而非食品方面，18年四季度国际油价曾出现大跌，低基数效应下PPI或将持续回升，并带动非食品CPI小幅反弹。

展望明年，猪价大涨带动生猪养殖利润屡创新高，10月能繁母猪存栏出现回升，生猪存栏跌幅收窄，反映生猪生产开始恢复，明年节后猪价或将出现持续回调，并带动食品CPI回落。而去年12月社会融资增速见底回升，考虑到信贷领先于PPI价格1年左右，预计明年PPI和非食品CPI同比增速都将温和回升。因此，短期来看，通胀压力仍在，但明年CPI有望落回温和区间，目前经济出现弱势企稳，货币政策将保持稳健中性。

图15 CPI和PPI同比及预测（%）

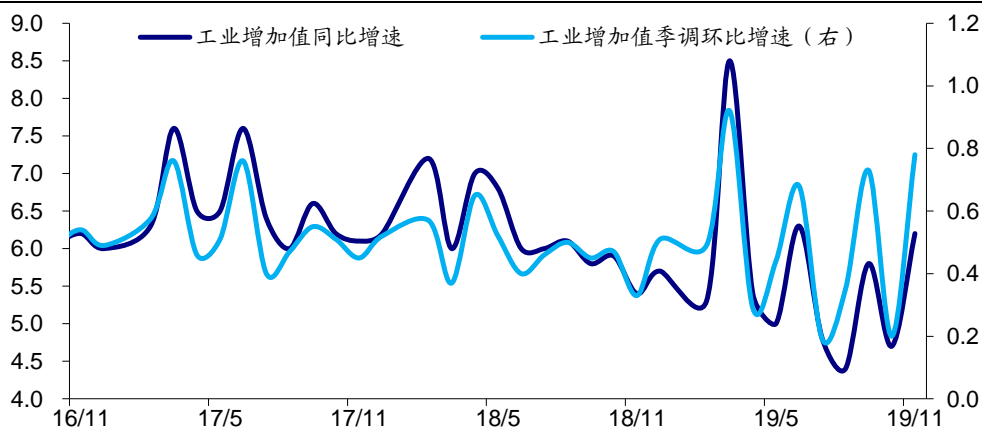


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.2 工业：工业生产反弹，暖冬并非主因

**工业增速再度反弹。**11月规模以上工业增加值同比增速6.2%，季调环比增速0.78%，均较10月反弹回升，并分别创下了5个月新高和8个月新高，反映工业生产明显改善。

图16 工业增加值同比和季调环比增速 (%)



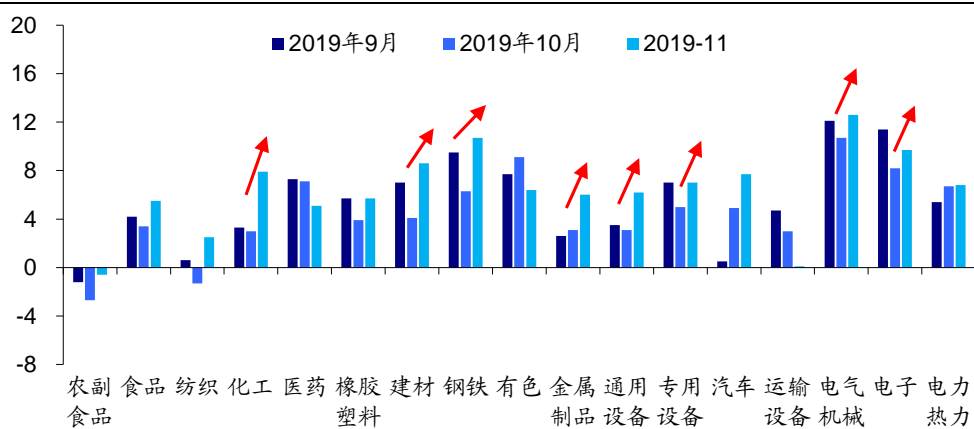
资料来源：Wind，海通证券研究所。注：1-2月为累计同比，下同。

11月工业生产的改善，在中、微观层面也有体现。

中观层面，17个主要行业增加值增速14升3降，普遍回升。其中，上游的化工、建材、钢铁，以及中游的通用设备、金属制品、专用设备、电气机械、电子设备等行业，增速均明显回升，而下游的汽车增速更是创下年内新高。

整体来看，中上游行业表现亮眼。一方面，前期“抢出口”引发的出口交货值高基数效应逐渐淡去，装备加工类行业生产随之回升。另一方面，基建趋稳、地产韧性之下，需求较为稳健，而去库存力度逐渐放缓，使得原材料类行业生产明显改善。

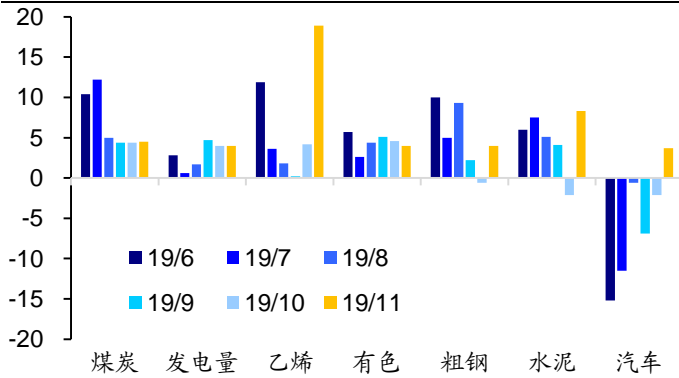
图17 主要工业行业增加值同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

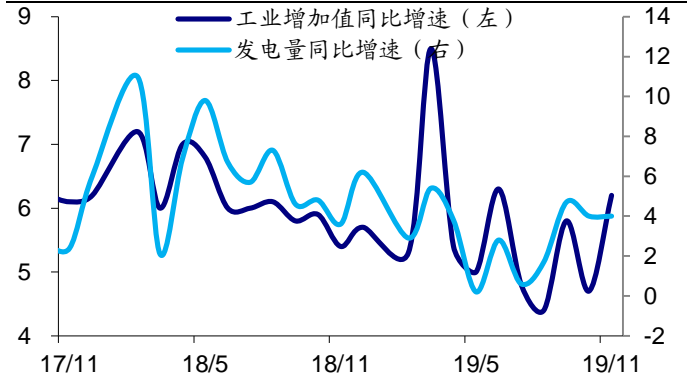
微观层面，各主要工业品产量增速涨多跌少，汽车表现亮眼。上游的煤炭，中游的钢铁、水泥、乙烯，以及下游的汽车产量增速均现回升，而发电量增速也保持平稳，仅有色金属产量增速小幅回落。其中汽车产量增速更是创下18年7月以来的新高。

图18 主要工业品产量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 工业增加值、发电量同比增速 (%)

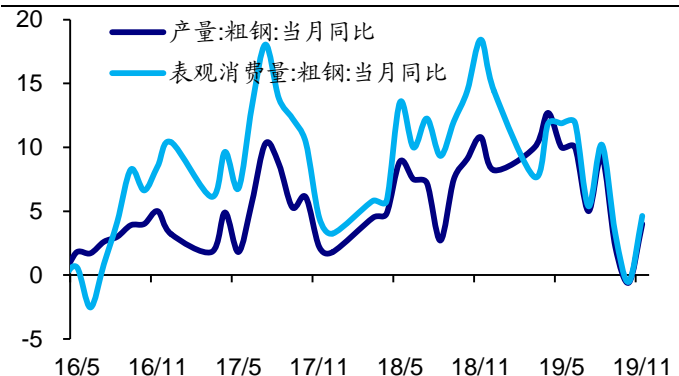


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**工业生产的改善是否具备持续性?** 有一种观点认为, 当前工业生产的改善主要是因为暖冬因素导致开工时间较长, 因而不具备可持续性。核心在于, 需求是否有所改善?

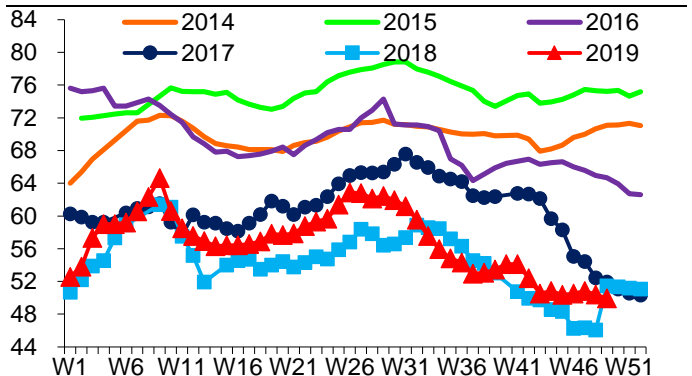
**生产改善缘于需求改善, 暖冬并非主因。** 不妨以钢铁、水泥这两个行业为例。粗钢的表观消费量 (产量+进口-出口) 可以很好地刻画内需, 水泥由于运输半径有限、不易存储, 因而水泥企业库容比 (库存/库容量) 也常用于刻画需求。11月粗钢表观消费量增速在去年基数不低的背景下依然反弹回升, 而水泥企业库容比也是持续位于历年同期低位, 加之水泥价格持续上涨, 这都意味着, 需求改善才是生产旺盛的主要原因。

图20 粗钢产量、表观消费量增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 全国各大区域水泥企业库容比 (%)

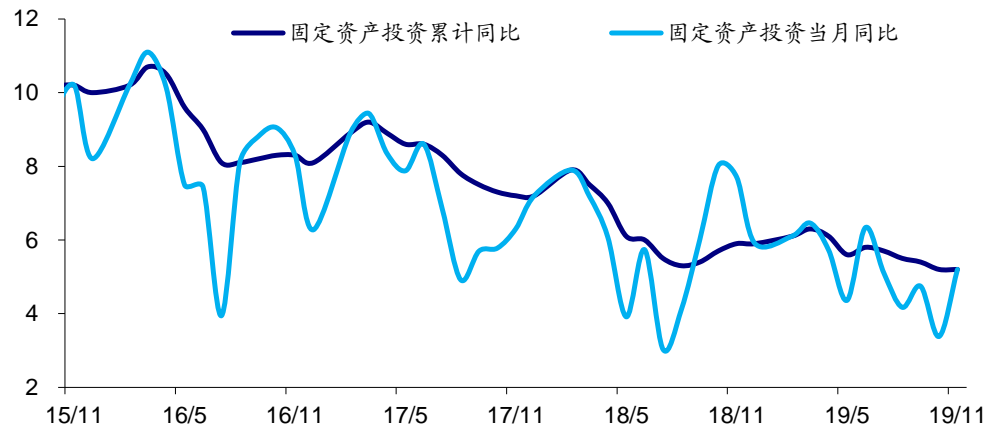


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2.3 投资: 投资稳中略升, 内生动力修复

**固定资产投资增速稳中略升。** 1-11月全国固定资产投资同比增速稳定在5.2%，其中11月当月同比增速从10月的3.4%反弹至5.2%。值得注意的是, 虽然1-11月民间投资增速依然稳定在4.5%，但民间投资当月同比增速回升至6.9%，创下了3月以来的新高, 这意味着投资的内生动力有所修复。

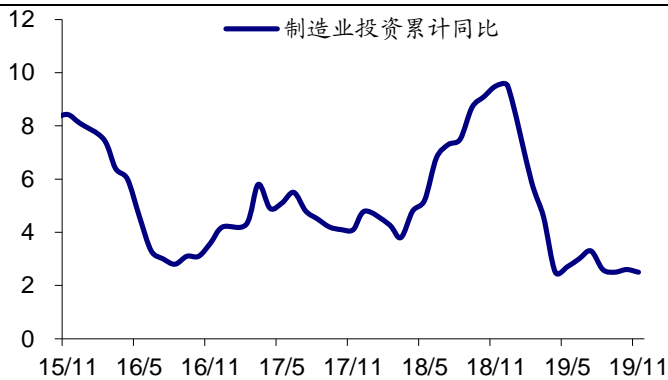
图22 全国固定资产投资、民间投资当月同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所。注：1-2月为累计同比，下同。

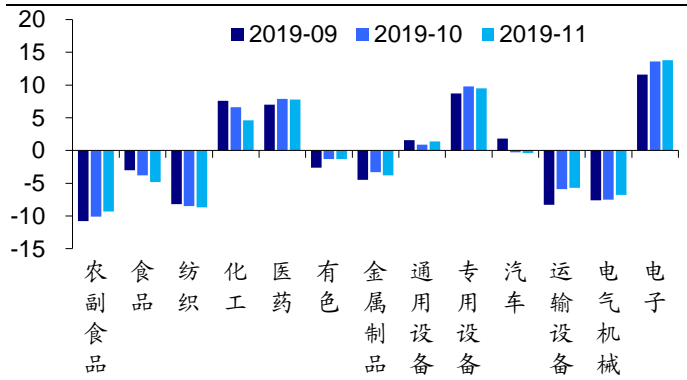
具体看，三大类投资中：**制造业投资增速保持稳定**。1-11月制造业投资增速微降至2.5%。受前期盈利低迷拖累，当前制造业投资仍处筑底阶段。从细分行业看，中游装备加工类行业表现较好，电气机械、通用设备、运输设备、电子设备增速均有所回升。展望未来，年初以来工业企业利润增速逐季回升，8月以来企业中长期贷款增速也是稳步回升，有望助力制造业投资增速在明年初反弹回升。

图23 制造业投资同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

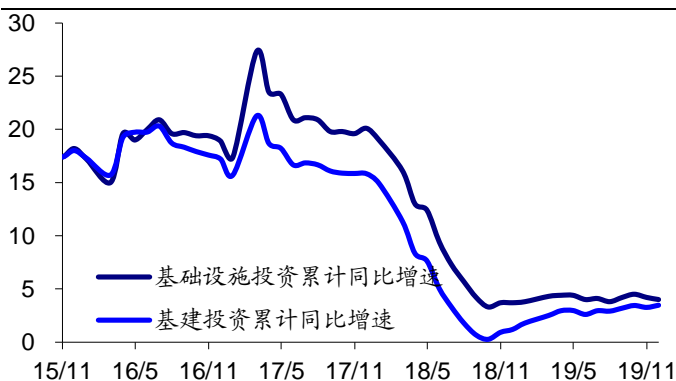
图24 制造业分行业投资累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

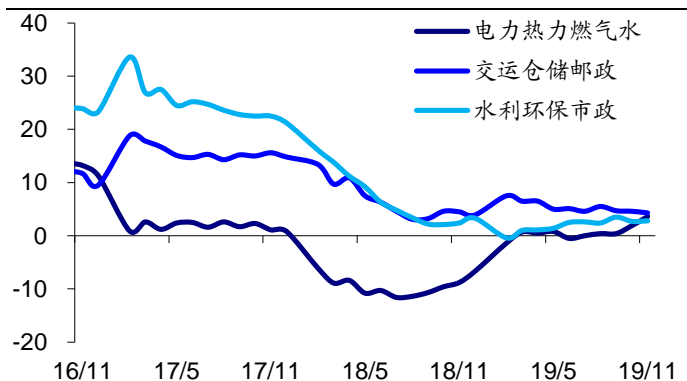
**基建投资增速稳中略升**。1-11月新、旧口径下基建投资增速分别为4.0%、3.5%，一降一升，而当月增速分别回升至2.3%、5.2%。从细分行业看，支撑主要来自水利环境公共设施，而拖累主要来自交运仓储邮政。展望未来，中央经济工作会议定调“引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的基础设施等领域”，而此前国务院已下调部分基建项目资本金比例，财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，这意味着2020年基建投资值得期待，1季度有望发力。

图25 新、旧口径下基建投资累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

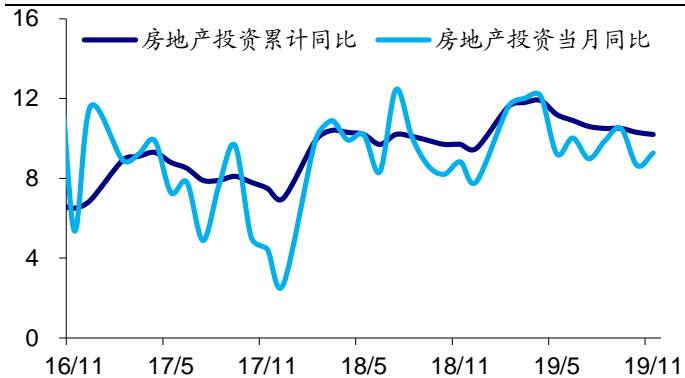
图26 基建投资分项累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

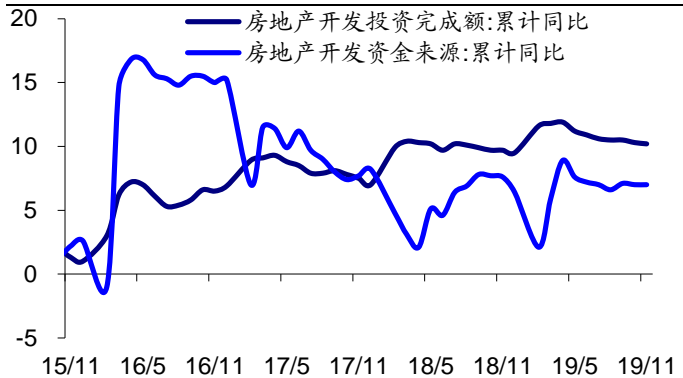
**房地产投资增速继续回落。**1-11月房地产开发投资同比增速继续回落至10.2%，而11月当月同比增速略反弹至9.3%，印证房企到位资金增速保持稳定。今年以来，虽然其他费用（主要是土地购置费）增速持续下滑，但建筑工程、设备工器具购置增速双双回升转正，对房地产投资增速形成支撑。展望未来，房企融资受限的大背景下，房地产投资仍面临下行压力。但考虑到3季度以来地产销售重回正增长、土地购置增速回升，房地产投资大幅下行的风险有所下降，韧性有所增强。

图27 房地产投资同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

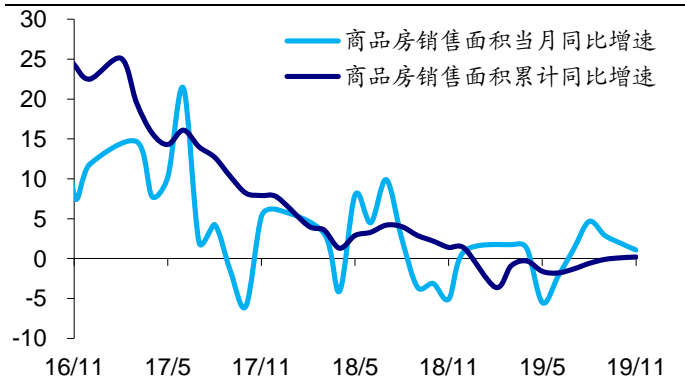
图28 房地产投资增速、房地产投资资金来源增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

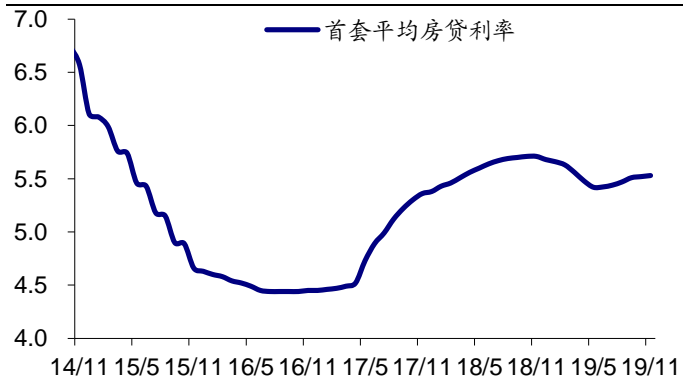
**地产销售增速稳中略降。**11月全国商品房销售面积同比增速微降至1.1%。11月房贷利率继续上行，叠加前期“以价换量”透支需求，令地产销售承压，但得益于新型城镇化放开户籍限制，以及去年同期基数走低，销量增速仍保持稳定。

图29 全国商品房销售面积同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图30 全国首套平均房贷利率 (%)

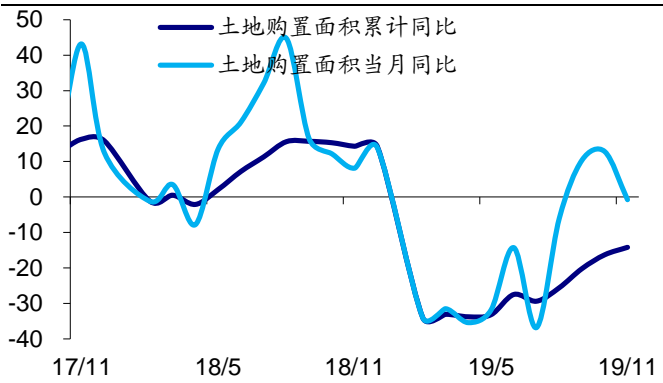


资料来源：Wind，海通证券研究所

**土地购置、新开工增速双双回落。**11月土地购置面积、新开工面积增速双双回落，主要是受地产销售稳中略降、房企融资仍受约束影响。未来房地产投资仍面临下行压力，但仍保持较强的韧性。

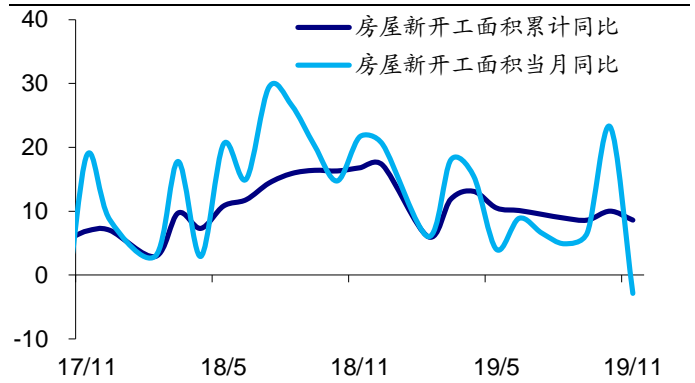


图31 全国土地购置面积同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图32 全国房屋新开工面积同比增速 (%)



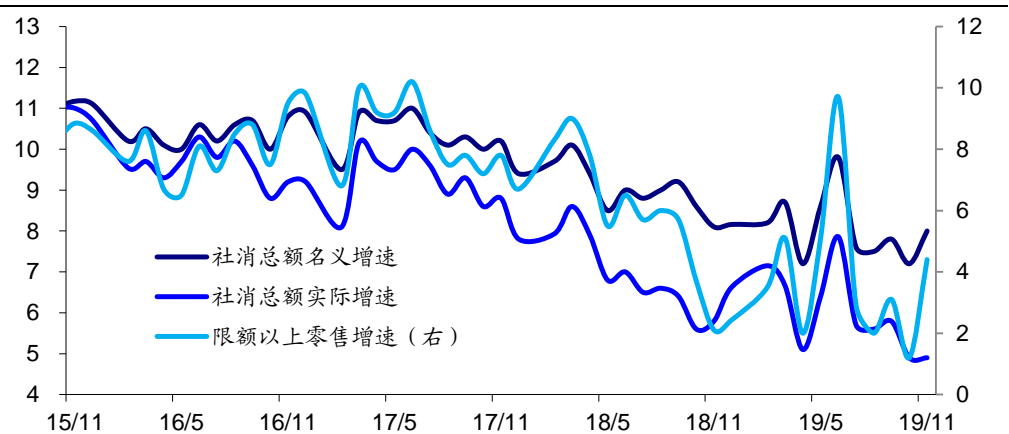
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.4 消费：消费短期新高，网络促销带动

**消费增速回升并创下短期新高。**11月社消零售、限额以上零售增速分别回升至8.0%、4.9%，均创下5个月新高，而社消零售实际增速稳定在4.9%。剔除汽车后，社消零售、限额以上零售增速分别为9.1%、6.6%，也都较10月明显回升。

整体看，11月饮食类、服装类、出行类、居住类等四大类消费全线回升。这一方面与消费品价格涨幅扩大有关，另一方面也受到“双十一”促销带动。

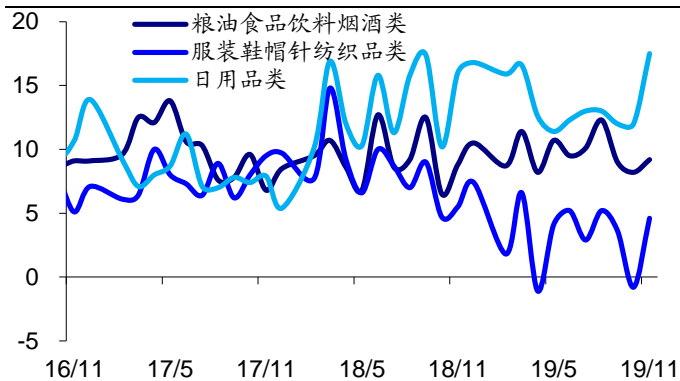
图33 社会消费品零售名义、实际增速及限额以上零售增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

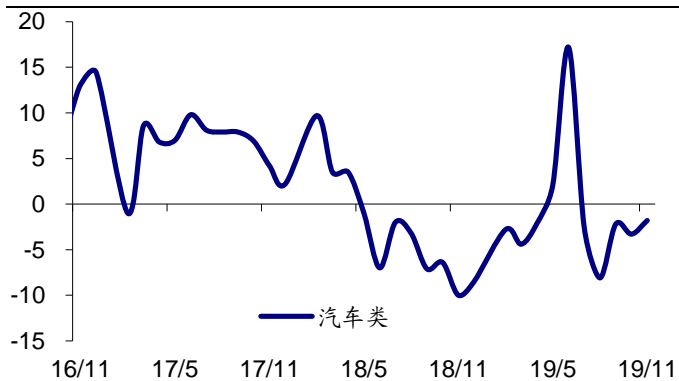
**分品类看，必需消费全线回升。**11月食品饮料、纺织服装、日用品零售增速分别为9.2%、4.6%和17.5%，均较10月明显回升。三项合计增速从10月的5.5%回升至8.7%，创下3个月新高。

图34 必需品零售增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

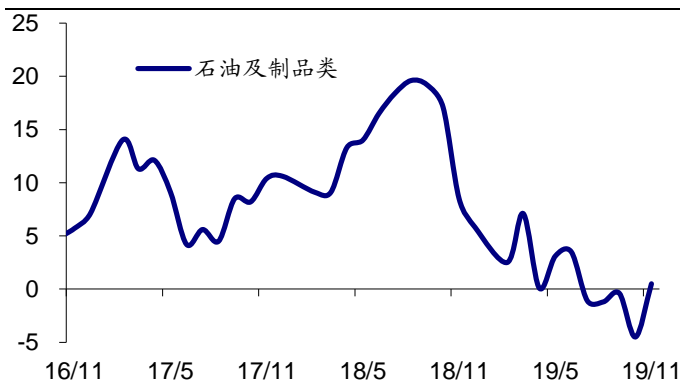
图35 汽车类零售增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

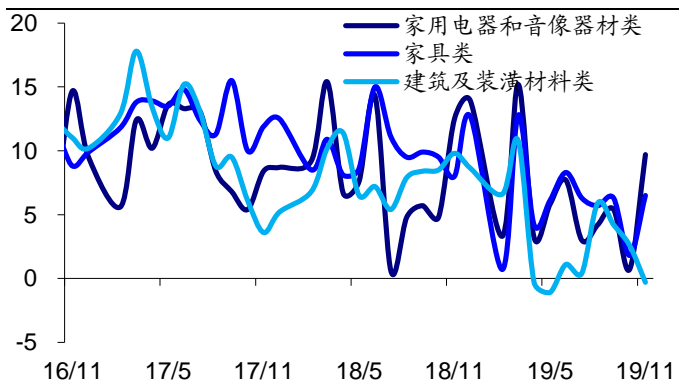
**可选消费普遍回升。**11月汽车零售降幅收窄至-1.8%，石油及制品零售增速回升转正至0.5%，而与地产相关的家电、家具、建材零售增速分别为9.7%、6.5%和-0.3%，较10月涨多跌少。

图36 石油及制品类零售增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

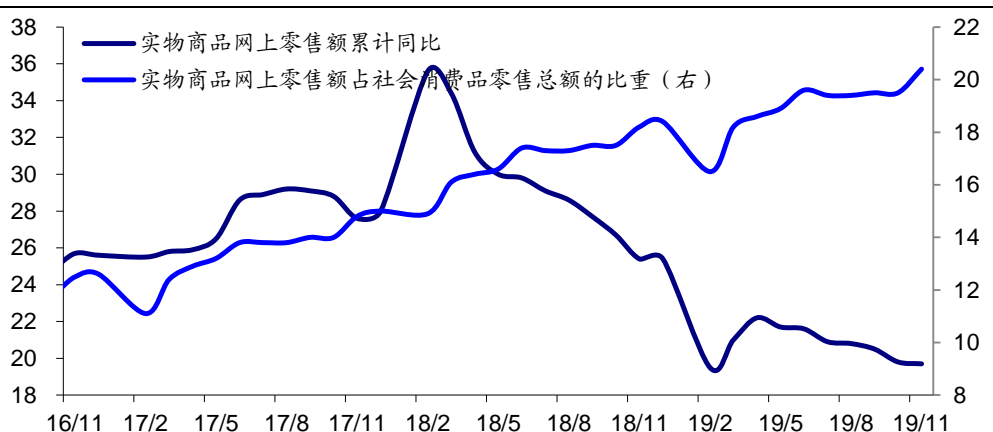
图37 家电音像、家具、建材类零售增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

**网上零售快速增长。**1-11月实物商品网上零售增速微幅回落至19.7%，但仍远高于社消零售总额增速，因而占比稳中略升至20.4%。实际上，11月实物商品网上零售当月同比增速从10月的19.2%大幅上升至26.7%，与“双十一”电商促销相关的商品零售增速也都明显加快，化妆品、家电音像、服装鞋帽零售增速分别较10月上升10.6、9.0和5.4个百分点。

图38 网上零售增速、网上零售占社消零售比重 (%)

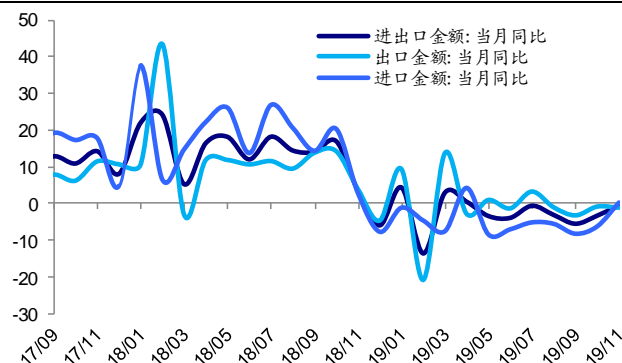


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.5 外贸：出口降幅平稳，进口增速转正

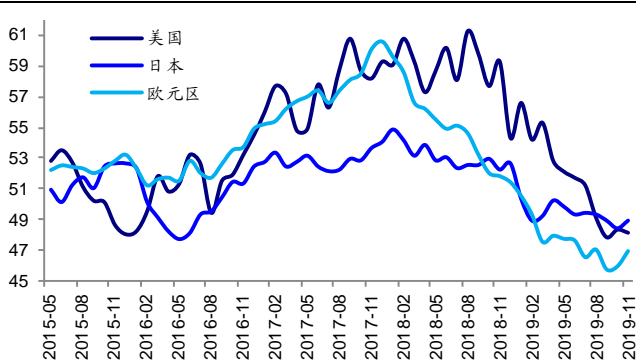
11月我国以美元计价出口同比增速-1.1%（前值-0.8%）。11月美国 Markit 和 ISM 制造业 PMI 一升一降，欧元区和日本制造业 PMI 有所回升，虽仍处荣枯线下，但呈现暂稳迹象。

图39 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

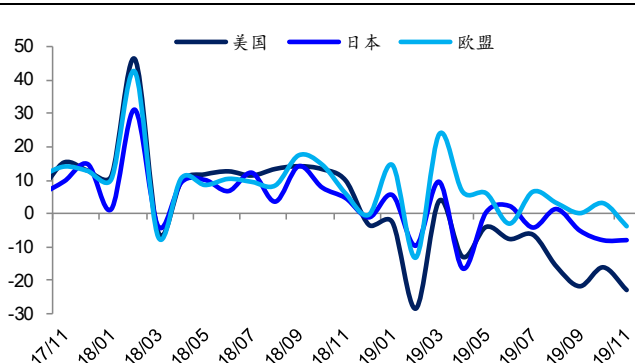
图40 美国、日本、欧元区制造业 PMI



资料来源：Wind，海通证券研究所

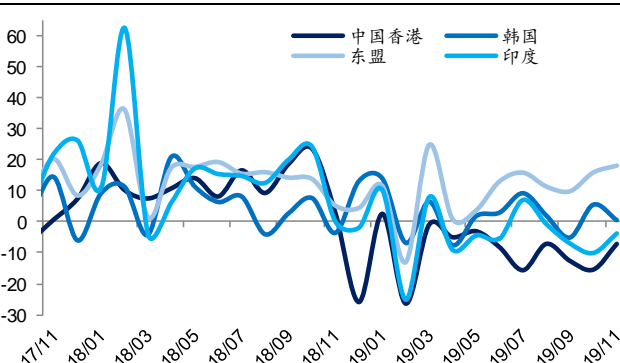
从国别和地区来看，11月我国对美国（-23.0%）出口降幅扩大，11月中美贸易紧张情绪有所缓和，或使对美抢出口效应部分缓解；11月对欧盟（-3.8%）出口增速转负，对日本（-7.8%）出口增速稳定；11月我国对新兴经济体出口大多改善，对东盟（18.0%）、印度（-3.8%）、中国内地对中国香港（-7.2%）出口增速均明显回升，仅对韩国（0.5%）出口增速放缓。

图41 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42 对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比 (%)

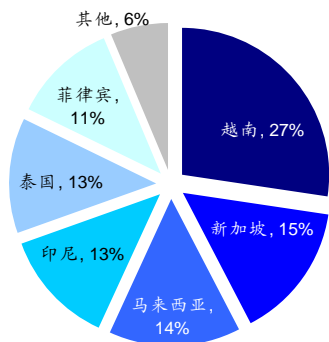


资料来源：Wind，海通证券研究所

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%。

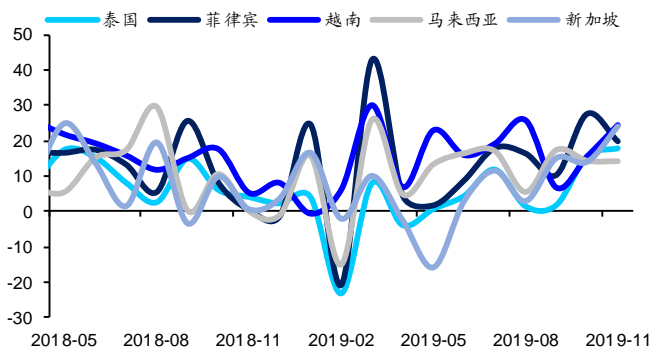
从增速上看，今年以来我国对泰国、越南、新加坡、马来西亚、菲律宾五国的出口增速均保持高位，我们认为，原因可能与中美贸易紧张之后，我国加强与“一带一路”国家经贸联系以及部分产品绕道东南亚国家有关。

图43 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44 我国对东盟主要国家出口同比增速 (%)

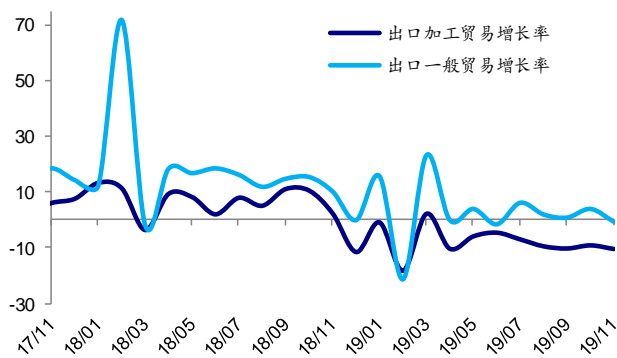


资料来源: Wind, 海通证券研究所

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。

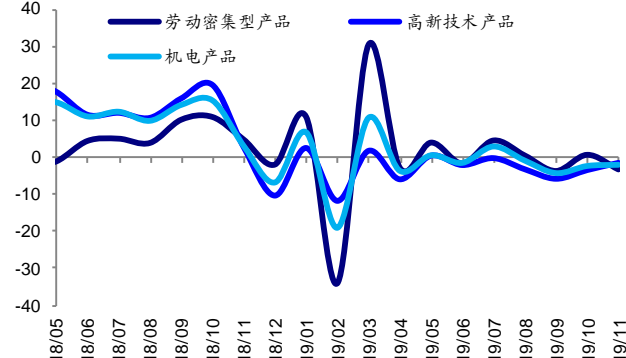
从产品类型看，11月劳动密集型产品（-3.3%）出口增速由正转负，而这部分商品不少属于美国尚未加税的类别，其增速放缓或与对美抢出口减弱有关，与对美出口增速放缓趋势一致。但11月机电产品（-2.1%）和高新技术产品（-1.5%）出口同比跌幅继续缩窄，反映外需出现边际企稳。

图45 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

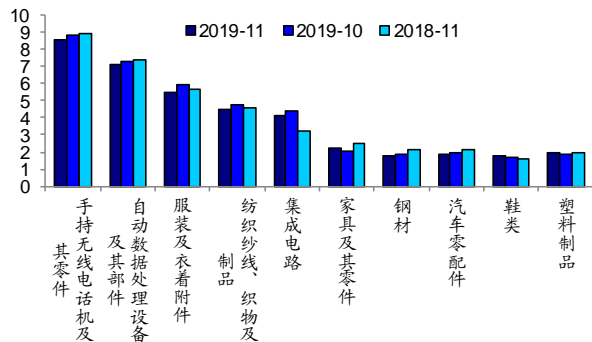
图46 劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

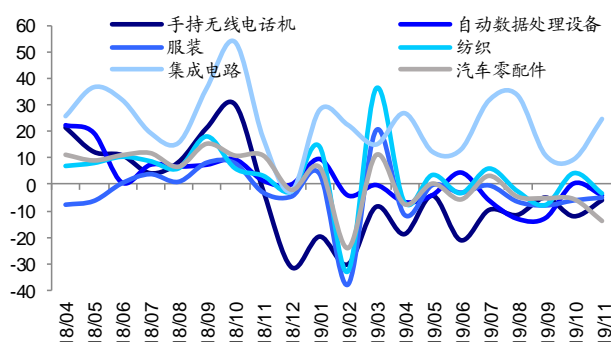
重点商品出口增速涨跌互现。11月集成电路（24.7%）出口增速较10月的9.5%大幅提升，手持无线电话机（-5.7%）、服装（-4.9%）和鞋类（5.3%）出口增速均有改善。而自动数据处理设备（-4.2%）、纺织（-3.5%）出口增速由正转负，塑料制品（0.5%）、家具（-12.9%）、钢材（-18.7%）、汽车零配件（-14.0%）出口增速回落。

图47 我国重点出口商品占总出口比重 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

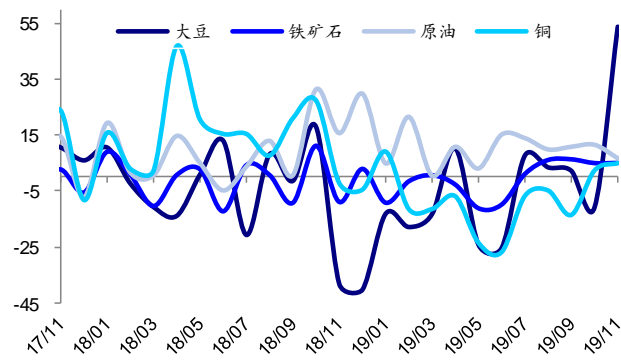
图48 我国重点出口商品出口金额同比增速 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

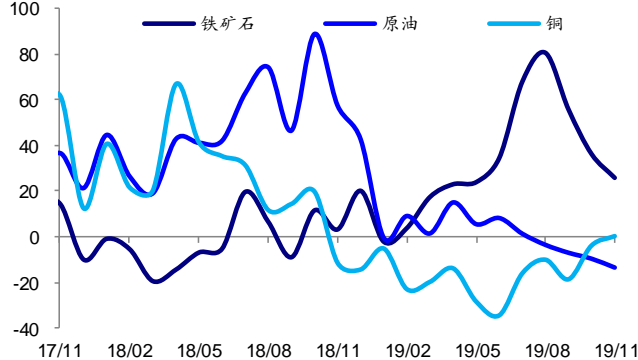
去年同期基数走低，11月进口同比增速回升至0.3%（前值-6.2%）。从数量看，11月我国对美大豆增加采购，进口大豆（53.9%）大幅增长，此外进口集成电路（33.7%）同比持续回升，铁矿石（5.1%）和铜（5.0%）增速略升，而进口原油（6.7%）增速回落；从金额看，进口集成电路（17.5%）同比大幅转正、进口铜（0.4%）增速回升，进口铁矿石（25.9%）和原油（-13.5%）增速放缓。

图49 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

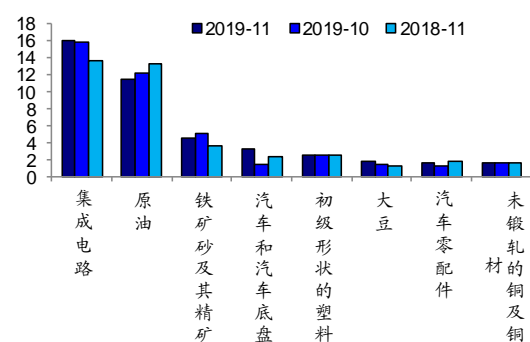
图50 主要大宗商品进口金额同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

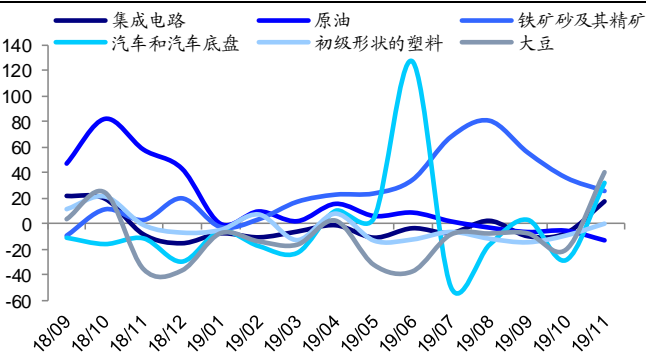
其他重点进口商品中，11月我国汽车和汽车底盘（32.0%）进口增速大幅回升，自动数据处理器（3.4%）、塑料（0.5%）进口增速由负转正，汽车零配件（-5.5%）、液晶显示板（-22.8%）、天然气（-7.6%）跌幅收窄，医药品（19.5%）进口增速回落。

图51 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52 我国重点进口商品进口金额同比增速（%）

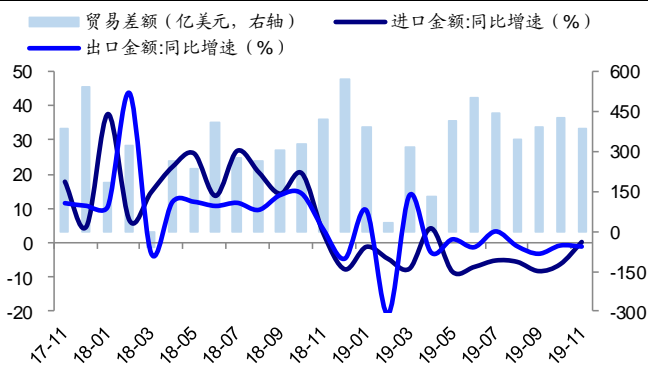


资料来源：CEIC，海通证券研究所

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，或使对美抢出口缓解，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。

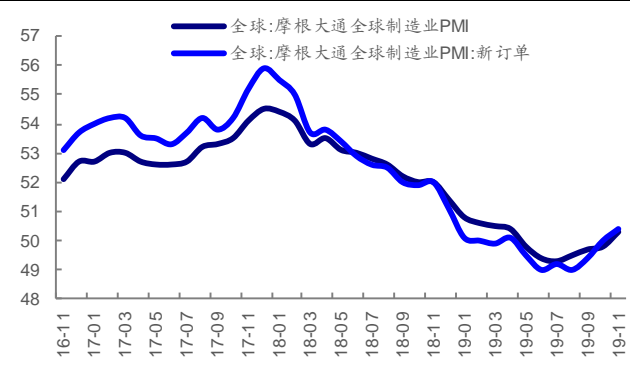
展望未来，我国的外贸情况并不悲观。原因一是根本上决定出口的还是外需情况，近来外需整体弱中企稳，全球制造业PMI已连续4个月回升；二是尽管今年我国对美出口下滑，但后续冲击的空间较之前几轮加税已经比较有限，而今年我国对东盟等经济体出口持续增长，出口整体保持了较好的韧性。

图53 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54 全球制造业 PMI 及新订单分项

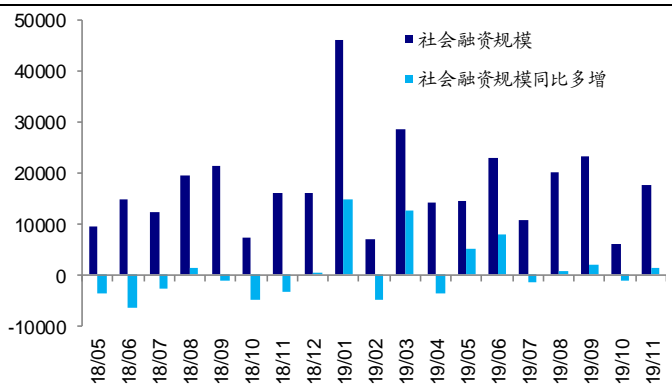


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.6 金融：信贷整体改善，社融增速稳定

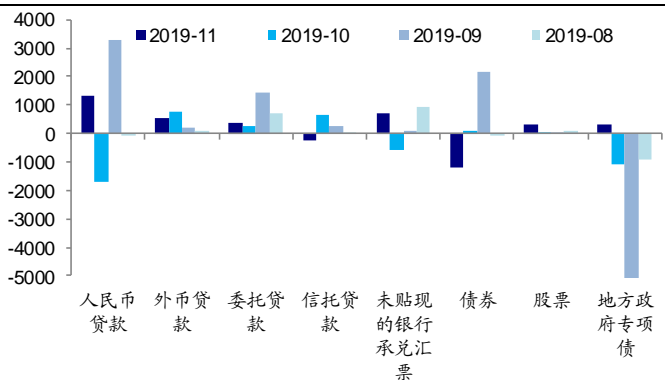
**11月新增社融1.75万亿元，同比多增1505亿元。**其中，对实体发放人民币贷款1.36万亿元，同比多增1331亿元，是社融多增的主要贡献；其他项也大多同比多增：外币贷款折合同比少减538亿元；表外融资同比多增830亿元；股票融资同比多增324亿元；地方专项债融资同比少减331亿元。

图55 社会融资规模及同比多增（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图56 社会融资主要分项同比多增（亿元）



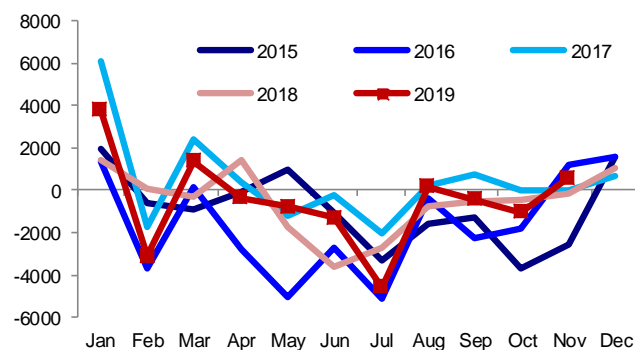
资料来源：Wind，海通证券研究所

**11月表外非标融资有所改善**，其中，未贴现的银行承兑汇票增加571亿元，较去年同期多增698亿元，开票增加有助于支持企业短期流动性需求；委托贷款减少959亿元，同比少减351亿元；而信托贷款减少673亿元，同比多减218亿元。

**11月企业债券净融资同比少增1222亿元，是社融的主要拖累。**但与历年相比，11月企业债券净融资的绝对规模2696亿元，其实处于中等水平，同比少增主因还是去年同期基数较高。去年10月底，央行开始引导设立民企债券融资支持工具，去年11月信用风险偏好提升，企业债券净融资同比多增2000多亿元。

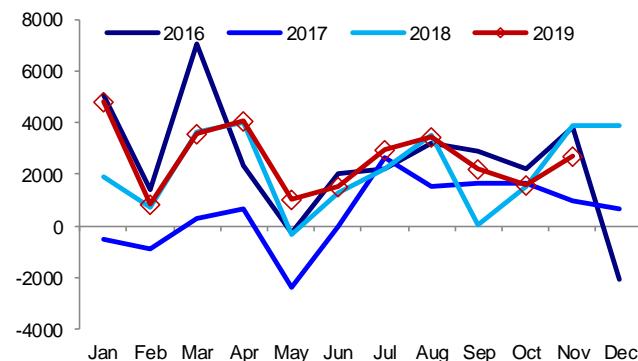


图57 历年各月未贴现的银行承兑汇票融资（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图58 历年各月企业债券融资（亿元）

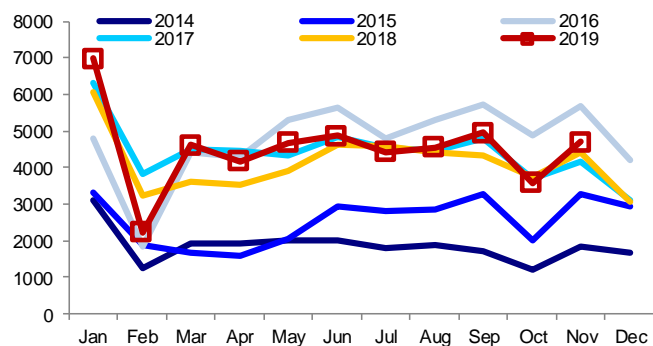


资料来源：Wind，海通证券研究所

11月人民币贷款增加1.39万亿元，同比多增1387亿元。

11月居民贷款增加6831亿元，同比多增约270亿元，其中居民短贷增加2142亿元，同比大体持平，居民中长贷增加4689亿元，同比多增近300亿元，印证短期地产需求仍有韧性。

图59 历年各月居民中长贷增长（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

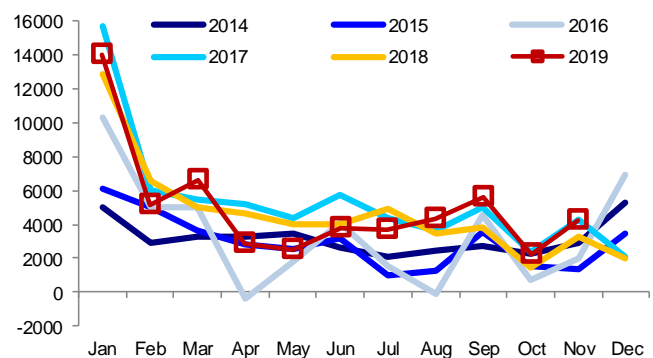
图60 居民短贷和中长贷同比多增（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

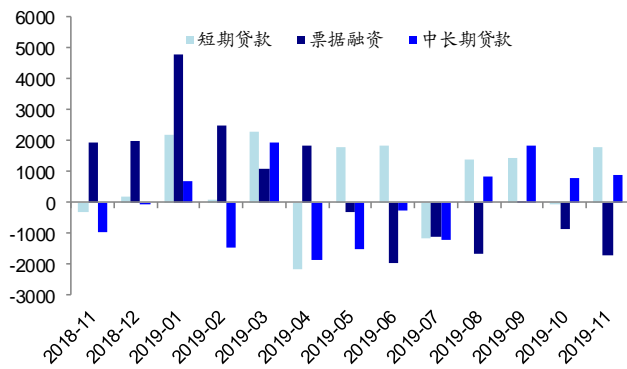
11月企业部门贷款增加6794亿元，同比多增约1000亿元，其中，企业中长贷和短贷均有改善，同比分别多增900多亿元和近1800亿元，而票据融资同比少增约1700亿元。7月底政治局会议和央行信贷结构调整优化会议都提出要增加制造业中长期贷款，可见重心不在总量而在结构，而8月以来企业中长贷已连续4个月保持同比多增，呈现改善趋势。

图61 历年各月企业中长期贷款增长（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图62 企业贷款分项同比多增（亿元）



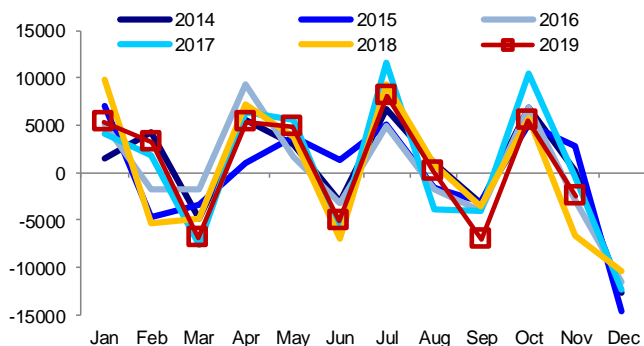
资料来源：Wind，海通证券研究所

11月财政存款减少2451亿元，同比少减约4200亿。居民部门存款同比少增4940

亿元，企业部门存款同比多增 1321 亿元。

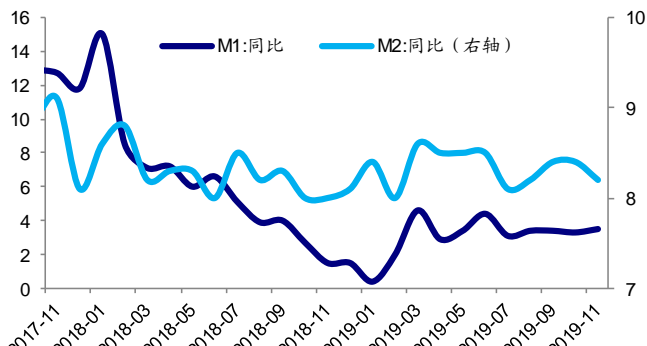
11 月货币增速整体平稳，其中，M2 同比略降 0.2 个百分点至 8.2%，或与财政存款少减有关，而 M1 同比略升 0.2 个百分点至 3.5%，或与企业信贷和表外融资多增以及地产销售韧性有关，M0 同比略升至 4.8%。

图63 历年各月新增财政存款（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图64 M2 和 M1 同比增速（%）

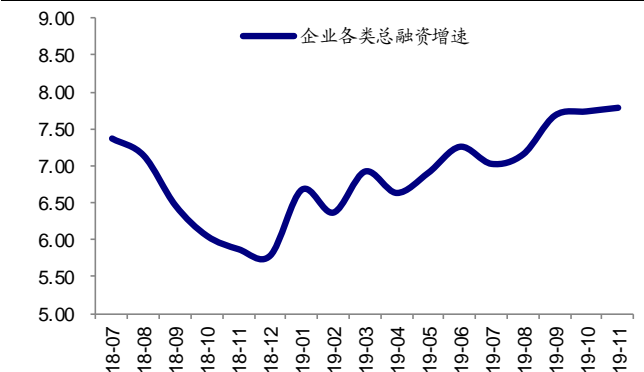


资料来源：Wind，海通证券研究所

11 月居民中长贷稳中略升、企业中长贷持续多增，信贷需求呈现企稳；而企业短贷和未贴现汇票同比多增，意味着企业的短期流动性也有改善。我们计算 11 月包括信贷、非标、债券和股票在内的企业各类总融资增速略升至 7.8%。

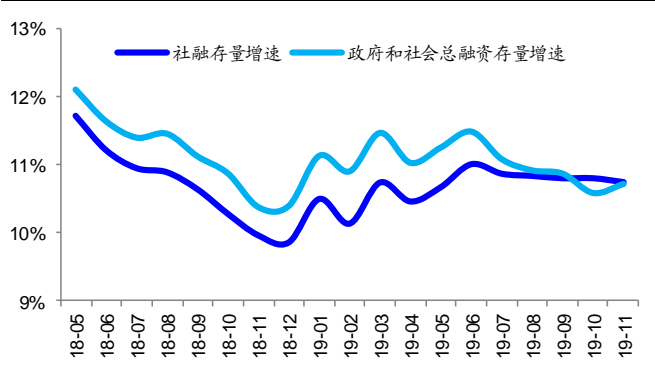
总的来看，11 月社融存量增速稳定在 10.7%、中采 PMI 指数回升至荣枯线上，都指向经济有望短期企稳，同时考虑到 CPI 处于高位、PPI 或将回升，我们预计货币仍将维持稳健。

图65 企业各类总融资存量增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图66 社融以及政府和社会总融资存量增速

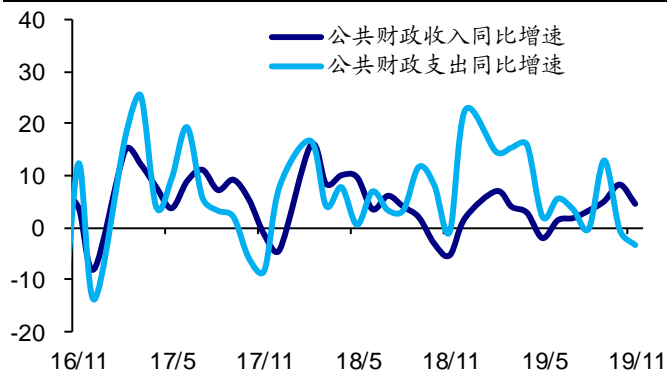


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.7 财政：财政收入回落，支出跌幅扩大

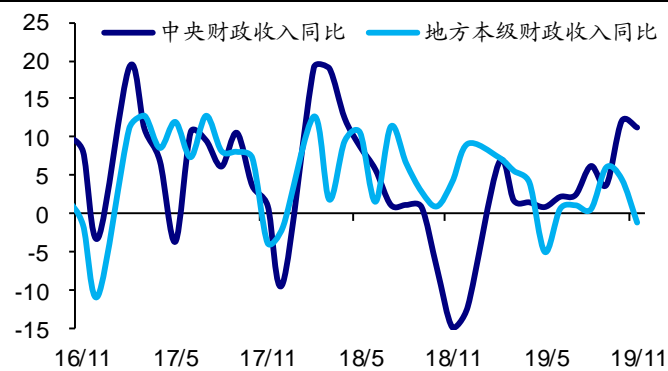
11 月全国一般公共预算收入 11263 亿元，即便去年同期基数有所走低，同比增速仍回落至 4.5%，其中中央收入增速略有回落至 11.3%，地方收入增速受去年同期基数抬升影响而由正转负至-1.1%。

图67 公共财政收入与财政支出同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图68 中央和地方财政收入增速 (%)

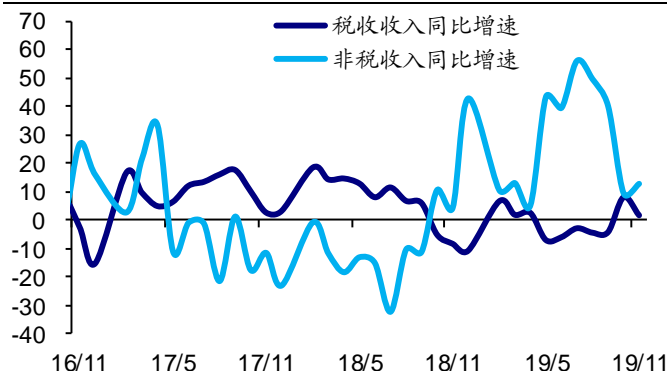


资料来源：Wind，海通证券研究所

11月税收收入8185亿元，同比增速由10月的8%大幅回落至1.7%，非税收入3078亿元，同比增速较10月的9.7%略有回升至13%。财政收入增速回落主要由税收收入增速下滑所带动。

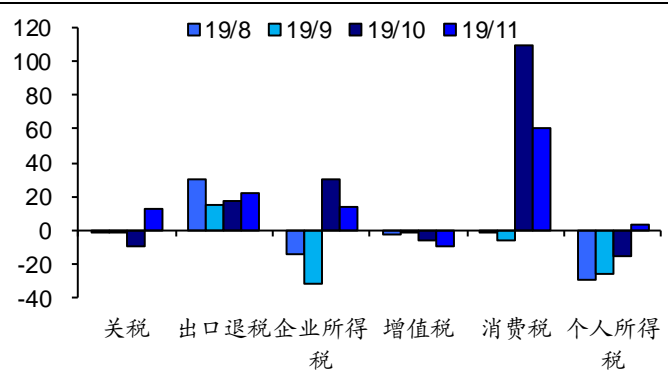
**分项收入普遍下滑。**具体来看：11月主要收入项目中，增值税收入增速降幅继续扩大至-9.7%，位于年内次低点，减税效应持续深化；消费税和企业所得税增速小幅回落，但因去年同期低基数影响而仍在年内高位，分别为60.9%、13.9%；去年减税政策实施造成的低基数也使得个人所得税增速由负转正至3.7%；进口货物增值税、消费税增速降幅收窄至-4.0%，印证进口增速转正；土地和房产相关税收增速普遍下滑。

图69 税收收入与非税收入当月同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图70 各类税收收入增速 (%)

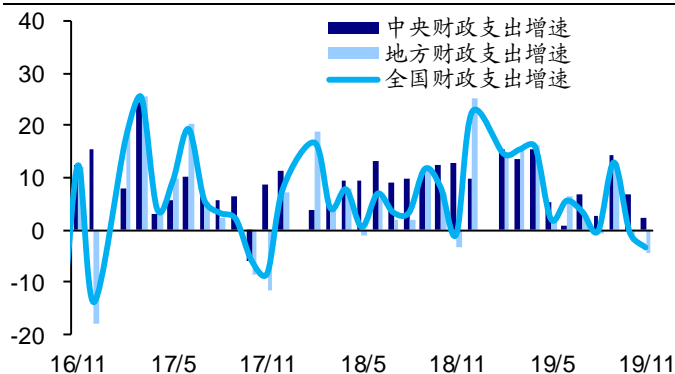


资料来源：Wind，海通证券研究所

11月全国一般公共预算支出15876亿元，同比增速降幅扩大至-3.4%，创17年12月以来增速新低，其中中央支出增速小幅回落至2.3%，地方支出增速降幅扩大至-4.5%。财政支出增速降幅扩大主因今年财政支出进度有所前移，对当前支出形成部分透支。

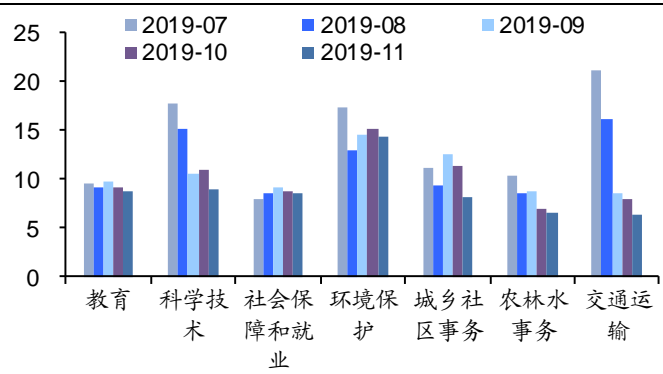
1-11月各项分项支出中，节能环保（14.3%）支出增速领跑。债务付息（12.7%）、卫生健康（9.1%）、科学技术（8.9%）支出增速较高、紧随其后，各分项支出增速较10月普遍回落。

图71 中央和地方财政支出增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

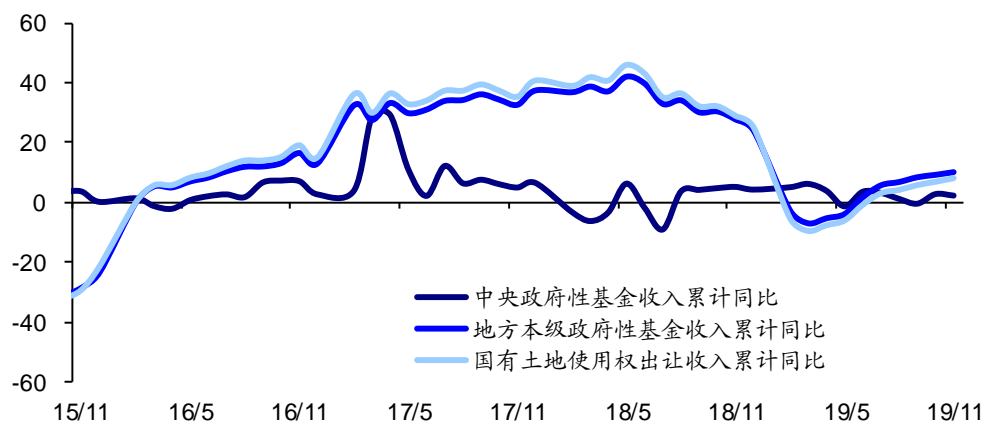
图72 各项财政支出累计增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

11月全国政府性基金收入累计68080亿元，累计增速9.5%，较10月累计增速8.7%继续上行，其中中央增速小幅回落至2.2%，地方增速继续上行至10%，国有土地出让收入增速续升至8.1%。

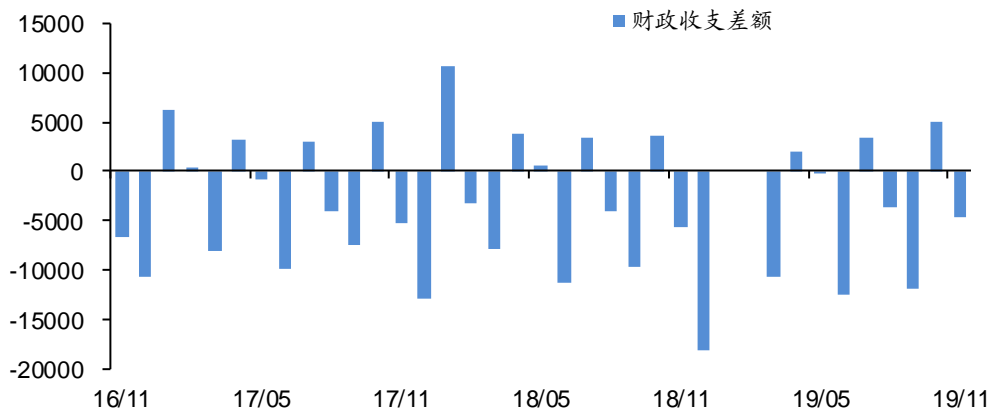
图73 中央、地方本级政府性基金收入和国有土地使用权出让收入同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

11月财政收支增速双双回落，一方面，减税降费做实做细，税收增速再度下降带动财政收入增速回落；另一方面，前期支出进度较快的情况下，年末支出未再加码，稳增长的同时避免强刺激，也缓解了收支矛盾。11月经济全面改善，而外部摩擦态势也有所缓和，四季度经济企稳有望，年内财政政策稳增长的压力也有所减轻。

图74 我国月度财政收支差额 (亿元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3. 政策：做好“六稳”工作

**做好“六稳”工作。**国务院总理李克强表示，今年全年发展主要目标任务能够较好完成，明年我国经济发展可能遇到更大的下行压力、面临更复杂的局面，各级政府工作任务艰巨，责任重大。要全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，推动高质量发展，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。

**促进房地产市场平稳健康发展。**国务院副总理韩正在住建部召开座谈会强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，保持定力，不将房地产作为短期刺激经济的手段。要坚持因城施策，落实城市政府主体责任，紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的目标，完善长效管理调控机制，做好重点区域房地产市场调控工作，促进房地产市场平稳健康发展。要完善住房保障体系，进一步加强城市困难群众住房保障工作，大力发展和规范住房租赁市场，着力解决新市民、年轻群体的住房困难。

**银行理财正按新规方向有序调整。**《证券日报》记者从银保监会近期重点工作通报会上获悉，银保监会已经注意到部分银行反映的理财业务存量处置过程中的困难和问题。按照资管新规补充通知精神，过渡期结束后，由于特殊原因而难以处置的存量资产，可由相关机构提出申请和承诺，经金融监管部门同意，采取适当安排，妥善处理。

## 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范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

## 宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应稼娟(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 yllq9619@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 zxh12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com  
李 凡 lf12596@htsec.com

## 中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(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 fty11758@htsec.com

## 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lkh11523@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 淼(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  
张菁青(021)23219383 zjq11650@htsec.com  
张 弋 01050949962 zy12258@htsec.com  
联系人  
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

## 非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com  
联系人  
任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com

## 交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com  
罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com  
李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
联系人  
李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com

## 纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com  
联系人  
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

## 建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
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 zxj12156@htsec.com  
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com  
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

## 农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com  
陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
联系人  
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

## 食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com  
联系人  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

## 军工行业

张恒恒 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  
巩柏合 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 010-5806 7936 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  
郭金钰(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