

相关研究

《实体经济观察 2019 年第 49 期：供需略有放缓》2019.12.26

《效率与公平、市场与政府——兼论为何我们对中国发展道路充满信心!》2019.12.22

《实体经济观察 2019 年第 48 期：需求仍较稳定》2019.12.19

迎接中速、高质量增长时代 ——看好中国未来发展系列之二

投资要点:

- **首先，对于短期的中国经济，我们认为最差的时间已经过去了。**理由是本轮经济下滑源于 17 年开始的去杠杆，但目前去杠杆已经转入稳杠杆，虽然企业部门短期贷款增长乏力，但与投资有关的企业中长期贷款连续 4 个月企稳回升，说明经济需求有所改善。此外，不仅是 11 月经济数据全面改善，早在 9 月份开始发电量增速就明显回升，而且连续 3 个月稳定在 4% 左右，也意味着短期内经济最差的时间已经过去，经济改善已经出现了 3 个月。
- **其次，对于明年的中国经济走势，我们也保持乐观态度，认为 GDP 增速可以保持在 6% 左右，甚至可能比 19 年略有改善。**理由是最重要的消费增速过去两年主要受到汽车下滑的拖累，而明年的汽车销售有望止跌，从而支撑消费的改善。而在投资方面，传统的三大投资中基建和制造业投资的回升可以对冲地产投资的下滑，而在全球货币紧缩转向再宽松之后，中国的库存投资有望跟随全球同步回升。在出口方面，中美贸易摩擦短期缓和，明年的中国出口增速也有望由负转正。因此，综合来看三大需求明年都有改善的潜力。
- **最后，对于未来 10 年的中国经济，我们也保持谨慎乐观的态度。**虽然人口的数量红利消失了，但是得益于每年 1000 多万大学生毕业，带来了工程师红利。虽然城镇化接近尾声，但是随着高铁和互联网等基础设施的建设，以及户籍放开共享了教育和医疗资源，我们预计未来人口会进一步从乡镇和城郊向三四五线城市集中，三四五线城市户籍人口未来 10 年有翻番的潜力。新一轮对外开放的核心是将中国对外国开放，这其实不逊色于过去的外国对中国开放；此外中国本轮不再大水漫灌，而是大幅减税加大改革力度。
- **基于所有这三大红利，工程师红利、深度城市化以及深化改革开放，我们预计未来十年的中国经济有望保持在 5% 左右中速增长。**而正是基于我们对中国经济短期企稳、企业盈利有望改善的预期，我们对于明年的中国资本市场会继续看好，认为股市的慢牛行情有望继续延续。而基于对不走放水老路、加大改革开放力度、中国经济即将步入 L 型增长底部的判断，我们认为未来的中国资本市场有望迎来黄金十年！

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.....	5
2. 经济：供需略有放缓.....	26
3. 物价：通胀预期回升.....	27
4. 流动性：推进 LPR 运用.....	27
5. 政策：支持民企发展.....	27
6. 海外：美国 11 月耐用品订单下滑，日央行公布 12 月会议纪要.....	28

图目录

图 1	中国 GDP 实际增速 (%)	5
图 2	中国人均 GDP (美元)	5
图 3	全球高收入经济体人口、人口占比 (亿人)	6
图 4	美日韩到达人均 GDP1 万美元的时间及随后经济表现	6
图 5	韩国 M2 增速、GDP 增速 (%)	6
图 6	中国 M2/GDP, 非金融部门债务/GDP	7
图 7	中国民营企业债券净融资 (亿元)	7
图 8	融资总量余额增速, GDP 增速 (%)	8
图 9	企业中长期贷款增速 (%)	8
图 10	工业企业利润增速、工业增加值增速 (%)	9
图 11	发电量增速 (%)	9
图 12	限额以上可选消费增速、必需消费增速 (%)	10
图 13	中汽协与乘联会乘用车销售增速 (%)	10
图 14	中国投资累计增速	11
图 15	中国基建、制造业和房地产投资累计增速	11
图 16	房地产销售面积增速、土地购置面积增速 (%)	11
图 17	美国、日本、欧盟 28 国库存投资贡献 GDP 增速 (%)	12
图 18	中美欧日的出口总增速 (%)	12
图 19	美国 10 年期国债利率、联邦基金利率 (%)	13
图 20	中国工业产成品库存增速、10 年期国债利率 (%)	13
图 21	中国对美出口增速, 中国出口增速 (%)	14
图 22	中国 GDP 实际增速及预测 (%)	14
图 23	中国经济增长动力转变	15
图 24	中国 15-64 岁劳动年龄人口数量 (万人)	15
图 25	中国、日本、韩国出生率 (%)	16
图 26	我国人均受教育年限 (年), 受高等教育人数比例 (%) 及预测	16
图 27	美德日韩的人均受教育年限 (年)	17
图 28	全球 GDP、GDP 增速 (亿美元)	17
图 29	工资相对于资本服务价格的比率	18
图 30	A 股上市公司研发增速	18

图 31	中国城镇常住人口（万人）	19
图 32	中国城镇化率、新增城镇化率（%）	19
图 33	中国城镇化率与城市化率指标	20
图 34	新型城镇化政策推进	20
图 35	未来 10 年后中国户籍人口分布预测	20
图 36	美国人口最多的十大城市（万人）	21
图 37	移动网民各城市等级分布（%）	22
图 38	一线、二线、三四线及以下城市社消零售同比增速（%）	22
图 39	18 年各大互联网平台营业收入增长率（%）	23
图 40	中国出口占全球比重	23
图 41	外资持有中国股票和债券金额（亿元人民币）	24
图 42	中国实际利用外资规模（亿美元）	24
图 43	中国、美国 10 年期国债利率（%）	25
图 44	税收累计增速、GDP 名义增速（%）	25
图 45	CPI 走势及预测，商务部猪价同比涨幅（%）	26
图 46	GDP 名义增速，上市公司净利润累计增速（%）	26

1. 每周交流与思考

本文是看好中国未来系列的第二篇，核心内容是我们对中国短中长期经济增长的理解。

站在 2019 年末展望 2020 年，大家依然有很多担忧，其中一个就是担心经济增长。2019 年 3 季度，中国 GDP 增速降至了 6%，这也是近 30 年以来增速的最低值，来年中经济还会不会继续减速？

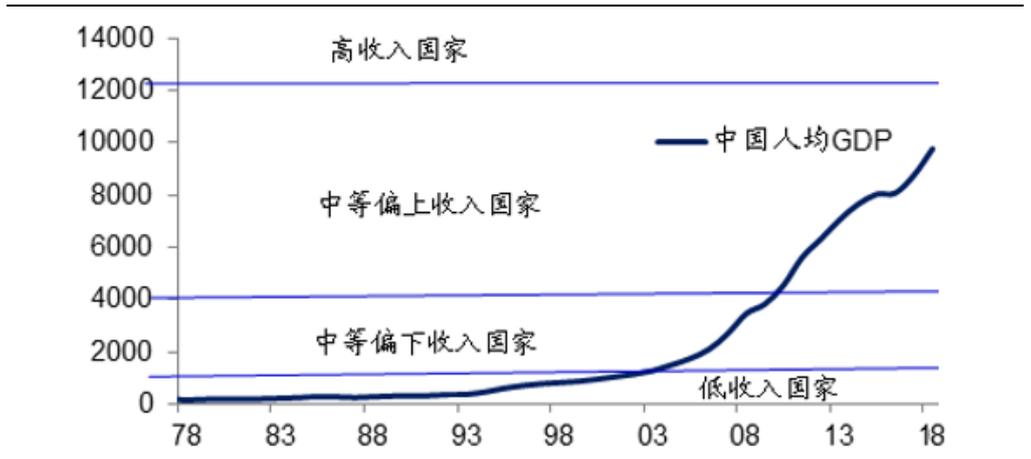
图1 中国 GDP 实际增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

要理解中国经济增速的变化，有一个重要的背景是中国人均 GDP 的变化。截止 2018 年，中国的人均 GDP 已经达到 1 万美元，按照目前的发展速度再发展两到三年，中国会正式跨入世界银行所定义的 1.2 万美元的高收入国家门槛，这是一个非常了不起的成就。

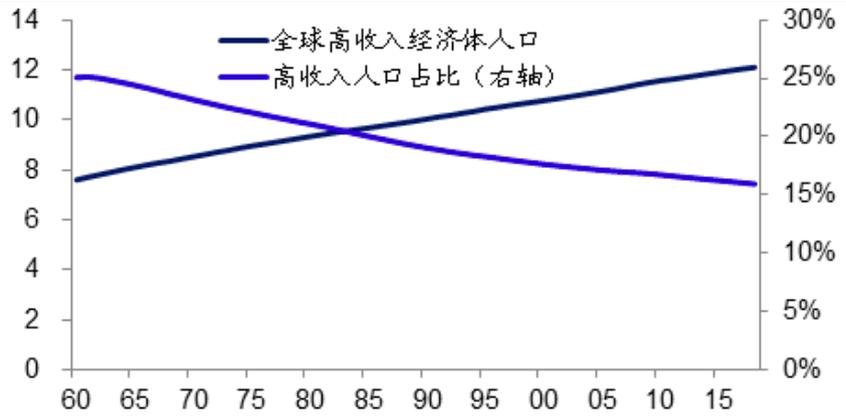
图2 中国人均 GDP (美元)



资料来源：Wind，世界银行，海通证券研究所

要知道在 1990 年，全球高收入经济体人口的总数是 10 亿，而经过了近 30 年的发展，2018 年全球高收入人口的总数也只是上升到 12 亿。其中最主要的构成包括北美的 3 亿多人，西欧的 5 亿多人，加上日本的 1 亿多人，以及亚洲四小龙的近 1 亿人。如果我们的 14 亿人全部加入进来，会把全球高收入经济体人口总数增加一倍多，达到 26 亿，全球高收入人口的占比会从 15.9% 升至 34%。这意味着从人均 GDP 的角度看，中国即将整体进入全球前 1/3 的行列。

图3 全球高收入经济体人口、人口占比 (亿人)



资料来源: Wind, 世界银行, 海通证券研究所

因此, 中国经济增速的下滑, 其实是经济发展到一定程度之后的自然下滑。我们观察发达国家的美国、日本和韩国, 在他们达到 1 万美元的人均 GDP 之后的十年, GDP 平均增速分别为 3%、4%和 5%左右。这意味着未来 10 年中国经济增速只要能够保持在 5%左右的中速增长, 其实就不逊色于这些发达国家。

图4 美日韩到达人均 GDP1 万美元的时间及随后经济表现

	美国	日本	韩国
到达人均 GDP1 万美元时间	1978年	1983年	1999年
第二年 GDP 增速	3.20%	4.50%	8.90%
第三年 GDP 增速	-0.30%	5.20%	4.50%
后十年 GDP 平均增速	3.10%	3.80%	4.70%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

但如果非要长期保持经济高增速, 反而未必是好事。好比韩国在 90 年代初期人均 GDP 就已经突破了 1 万美元, 之后依然维持在 8%左右的高增速, 主要靠的是 20%左右的货币增速。其实就是靠企业大幅举债来发展, 结果在亚洲金融危机爆发之后付出了惨痛的代价, 人均 GDP 又掉到了 1 万美元以内, 直到 1999 年才第二次正式突破 1 万美元。

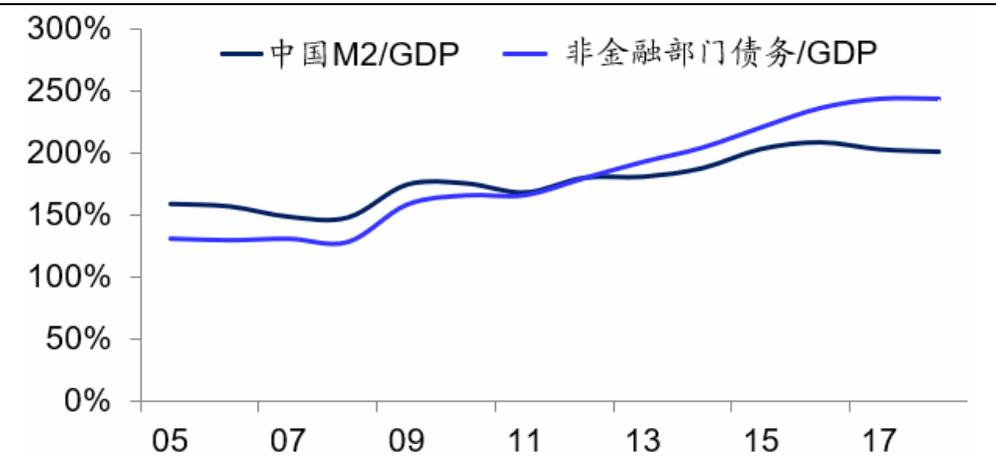
图5 韩国 M2 增速、GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

这也是我们在过去 10 年交的学费。在 08 年金融危机之后，我们走上了靠举债发展的道路，虽然维持了平均 8% 左右的经济增速，但主要依靠的是年均 15% 左右的货币增速，结果也导致了货币超发，出现了严重的债务问题。

图6 中国 M2/GDP，非金融部门债务/GDP



资料来源：Wind，海通证券研究所

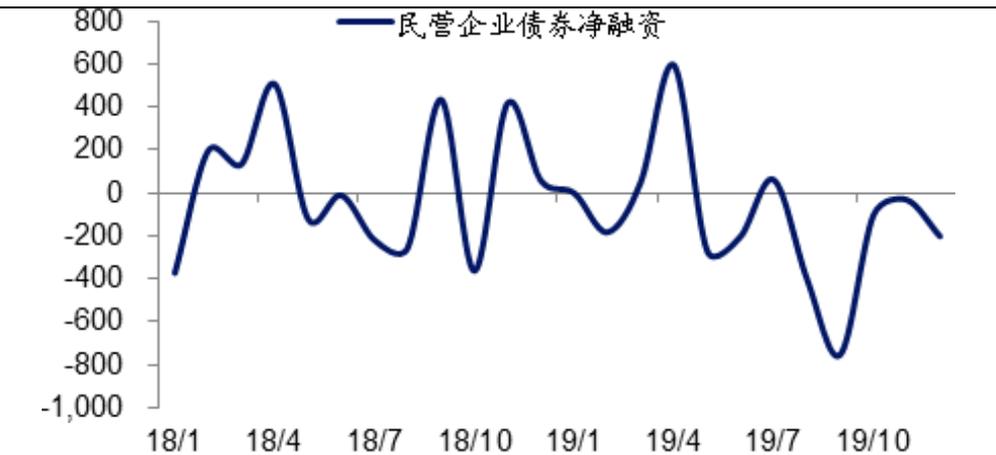
而恰恰是在过去两年的大力去杠杆之后，中国的债务率停止了大幅上升，风险最大的企业部门债务率明显下降。但由于货币增速的大幅下行，也带来了信用紧缩的问题，叠加贸易摩擦影响外需下滑，引发了对经济增速持续下行的担忧。

在我们看来，不必对于经济的下行过于担忧。对于未来的中国经济走势，我们有短期、中期和长期三个判断。

首先，对于短期的中国经济，我们认为最差的时间已经过去了。

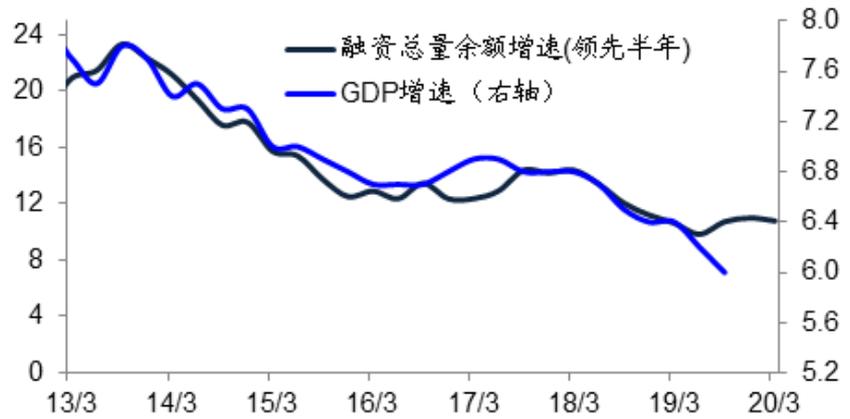
如何分析短期经济走势？很多人说宏观数据不可靠，要看微观的企业经营情况。而现在民营企业融资艰难，说明信用还在收缩，意味着经济依然不好。如果我们说经济最差的时间已经过去了，就会认为我们盲目乐观。

图7 中国民营企业债券净融资（亿元）



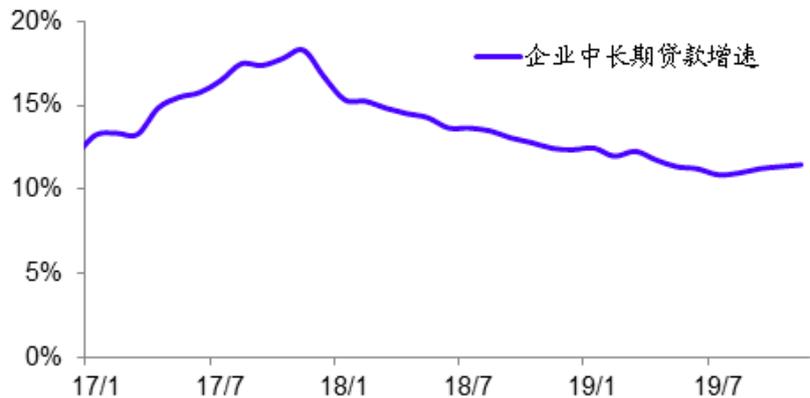
资料来源：Wind，海通证券研究所

但在我们看来，从微观数据来观察经济走势，其实是管中窥豹，未必能看得到真相。而且我们也不是盲目乐观派，比如我们在 2017 年年中提出“繁荣的顶点”，而当时从微观来看，经济依旧一片欣欣向荣。但在我们看来，当时的经济改善依然靠的是举债加杠杆，其实并不可持续。而之后恰恰是因为去杠杆，使得社会融资增速下滑，最终导致了经济的持续下滑。

图8 融资总量余额增速，GDP 增速 (%)


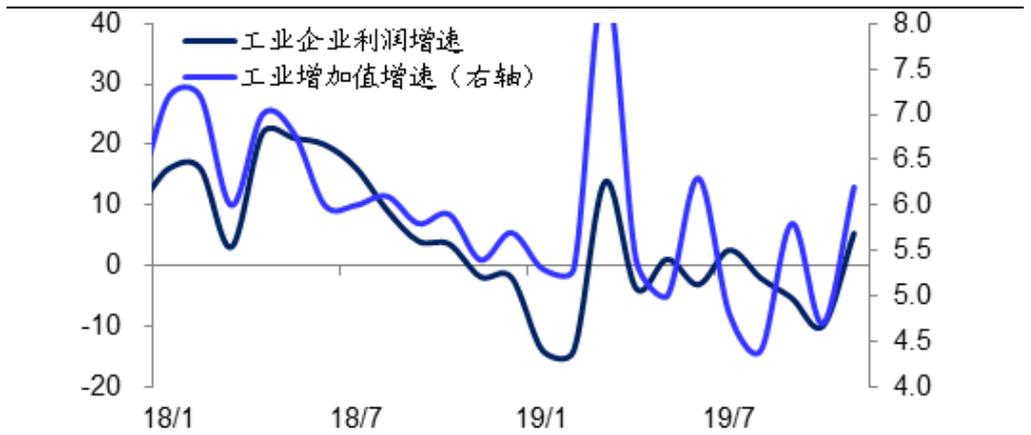
资料来源：Wind，海通证券研究所

而现在的情况与当时恰好相反。虽然微观来看部分民营企业融资依旧困难，其实都是因为过去去杠杆导致的，目前主要体现为流动性的压力，以及企业部门的短期贷款增长乏力。但是从 19 年初开始，我们已经从去杠杆转入稳杠杆，银行加大了对企业部门整体的信贷投放，尤其是企业部门中长期贷款增速连续 4 个月企稳回升，这些是与投资需求有关的融资，其回升也意味着短期经济出现了触底改善。

图9 企业中长期贷款增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

而且经济的改善有着数据的支撑。在资本市场，大家感受到经济改善的时间是 12 月，因为 12 月公布的 11 月经济数据明显改善，包括工业增加值增速回升，工业企业利润增速由负转正等。有很多人质疑 11 月的经济改善是否只是昙花一现，因为工业数据的波动很大，不能把波动当成了趋势。但其实早在 3 个月以前，中国经济就已经出现了改善的信号。

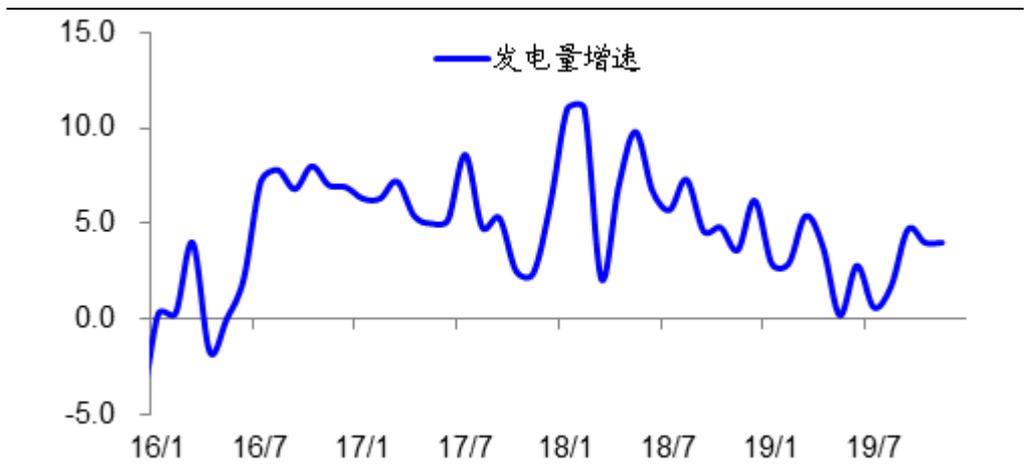
图10 工业企业利润增速、工业增加值增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

如何准确观察短期中国经济走势? 有很多指标可以参考, 例如 GDP、投资、消费、出口、工业、服务业等等, 但各种数据其实都有自己的缺陷, 例如 GDP 增速的公布频率太低, 每年只公布四次, 而资本市场希望每天都能看到数据的最新变化。而其余的投资和工业等数据都是结构数据, 单独一项都不足以反映中国经济的全貌。

我们发现, 发电量增速是一个很好的反映中国经济走势的指标。原因是所有的行业都要用电, 而且电力很难储存, 发电增速又是一个实物指标、很难造假, 因而发电增速其实是比工业增速更准确的观察中国经济走势的指标。

而观察今年发电量增速的走势, 可以发现最差的时间是在今年的 5 月和 7 月, 发电增速接近零增长。而 9 月份的发电增速回升至 4.7%, 10、11 两月的发电增速稳定在 4%, 这意味着经济的改善已经出现了 3 个月, 并非 11 月才开始改善。而且发电量增速的变化经得起历史的检验, 上一次发电量增速的下滑始于 18 年初, 恰好也是上一轮中国经济增速下滑的起点。

图11 发电量增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

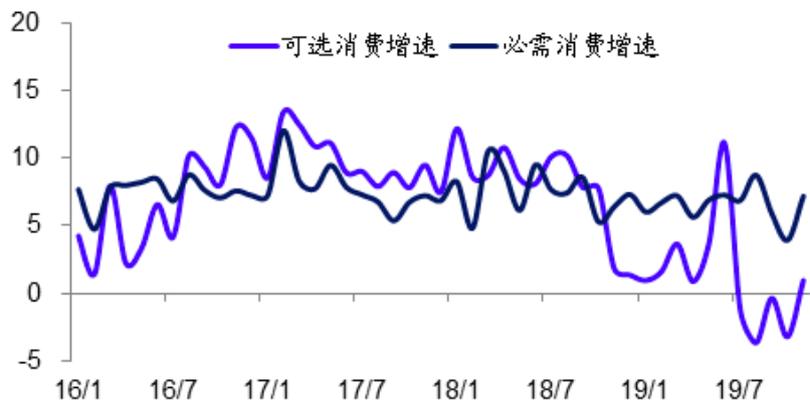
其次, 对于明年的中国经济走势, 我们也保持乐观态度, 认为 GDP 增速可以保持在 6% 左右, 甚至可能比 19 年略有改善。

下面我们将从三驾马车的角度来对 2020 年经济展开分析。

一看消费, 明年或许还有改善的空间。

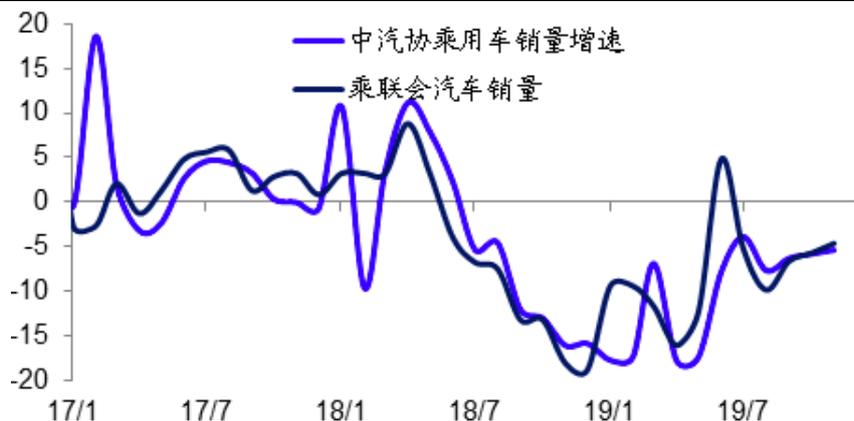
目前消费已经是中国经济增长的绝对主力。截止今年 11 月, 社会消费品零售总额增速为 8%, 领跑三大需求。

消费通常可以分成两大构成，一半是必需消费品，另一半是可选消费品。其中必需消费品主要包括食品、服装、日用品等，这些属于刚性消费，其在过去 4 年的增速变化不大，我们预计明年必需消费增速也有望继续保持平稳。

图12 限额以上可选消费增速、必需消费增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

可选消费品主要包括汽车、家具、家电等，其中占比最大的是汽车，占消费的比重超过 10%。而过去两年中国消费增速下滑的主因是可选消费增速的下滑，尤其是汽车销售已经连续两年大幅负增长。但中国的千人汽车保有量远低于同等发展水平的国家，未来汽车行业依然有较大的发展空间。目前主要行业协会均预测 2020 年的汽车销售增速有望由负转正，这将有助于改善明年的消费增长。

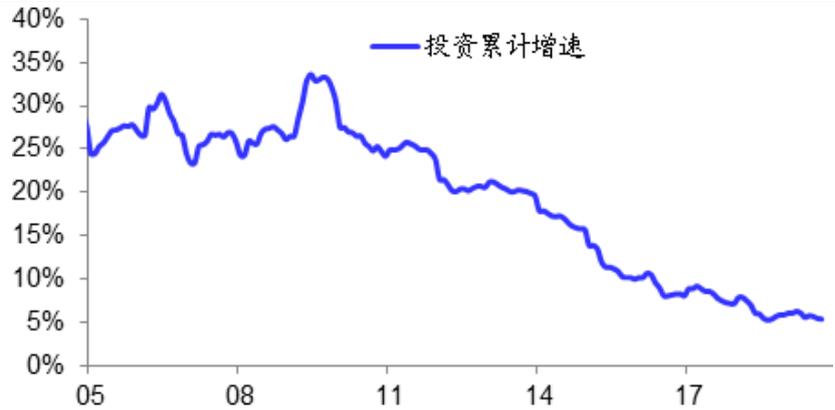
图13 中汽协与乘联会乘用车销售增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

二看投资，明年并不会更差。

目前投资增速仅位于 5% 左右的历史低位，但还是有人担心明年投资会继续减速。

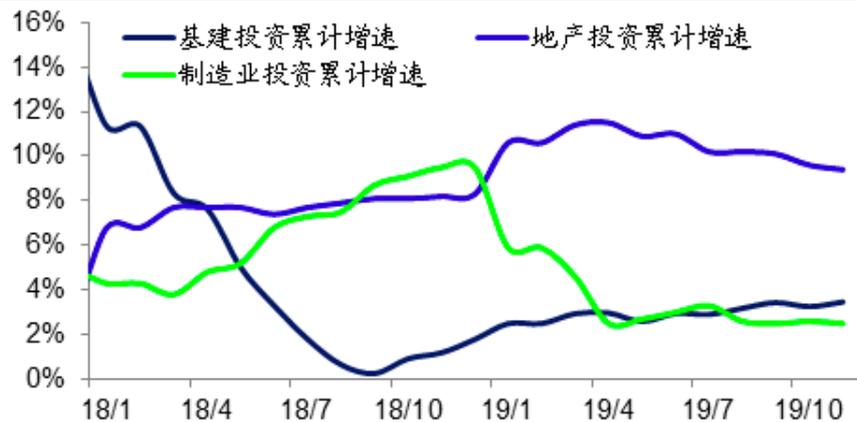
图14 中国投资累计增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

通常,中国的投资包括三大类,地产、基建与制造业投资。目前的情况是基建和制造业投资增速都在3%左右的低位,但地产投资增速一枝独秀高达10%。由于地产调控一直未见明显的放松,不少人担心明年地产投资增速会不会大幅下滑。

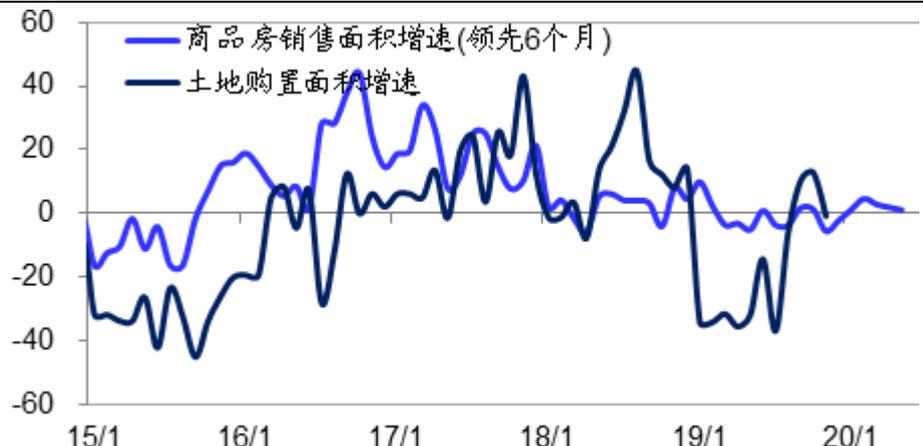
图15 中国基建、制造业和房地产投资累计增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

这种担忧在今年前8个月都是合理的,因为地产商一直没有拿地,必然会影响后续的地产投资。但由于过去几个月地产销售持续正增长,9月份之后地产商又重新开始拿地了,全国土地购置面积增速由负转正。这也意味着未来地产投资大幅跳水的概率显著下降,至多只是温和下滑,我们预计2020年的地产投资增速或从10%降至5%,但不会降至0以下。

图16 房地产销售面积增速、土地购置面积增速 (%)

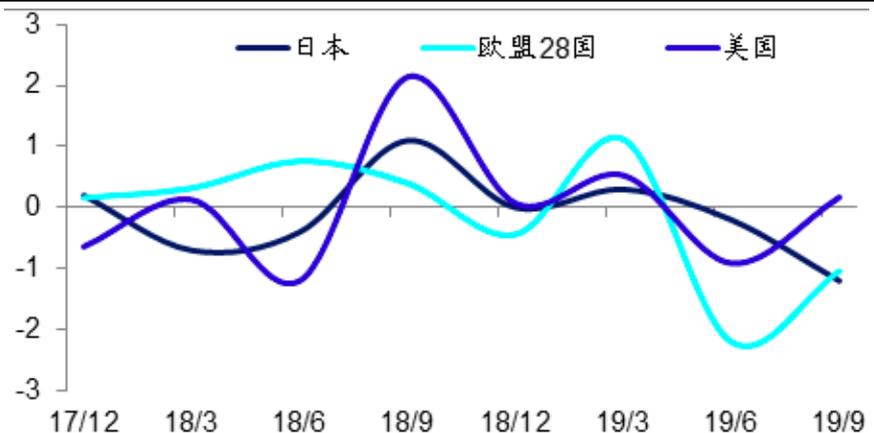


资料来源: Wind, 海通证券研究所

与此同时，政府加大了基建托底的力度。2020 年的地方政府专项债提前下发了 1 万亿，比去年同期多了 20%，我们预计 2020 年的基建投资增速有望从 3% 回升至 5% 左右。此外，目前制造业投资增速位于 3% 左右的历史低位，考虑到中美贸易摩擦短期缓和以及企业中长期贷款增速企稳回升，我们预计这部分投资增速明年也有望回升至 5% 左右。因此传统的三大投资增速明年有升有降，明年总体维持在 5% 左右的难度并不大。

但是在讨论中国投资的时候，通常会漏掉一项存货投资，因为中国统计局并不公布这项数据，但这其实是短期内最重要的一项投资。而从美日欧等国公布的经济数据来看，过去 1 年多全球经济同时下滑，其实都与存货投资的下行有关。

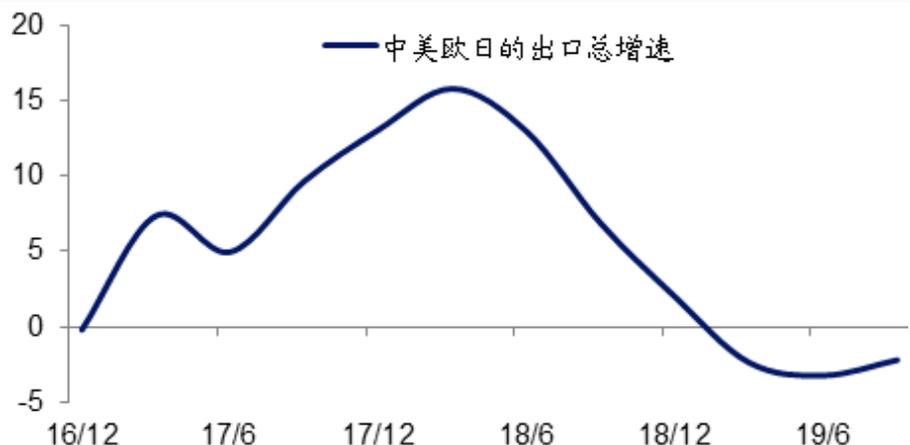
图17 美国、日本、欧盟 28 国库存投资贡献 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

在 2018 年初，全球经济遭遇了两大寒流。第一个冲击来自于中美贸易摩擦，由于全球经济的老大和老二产生的摩擦，结果是全世界都遭殃，我们统计全球主要经济体的贸易增速从 18 年初见顶以后大幅下滑，到 19 年已经变成了负增长。

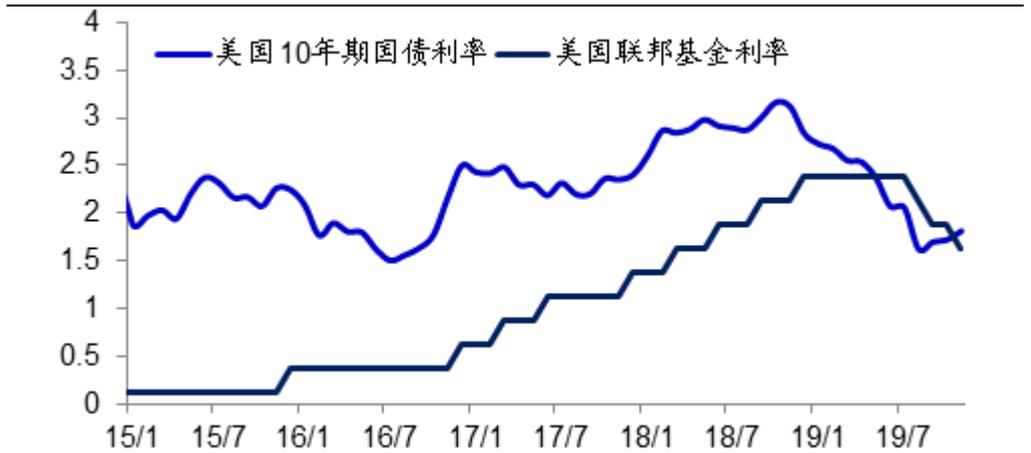
图18 中美欧日的出口总增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

第二个冲击来自于货币紧缩，中国在 17 年开始去杠杆，18 年社会融资增速出现了显著下降；而美国则是经过 2 年多的加息之后，在 18 年年初长期国债利率正式脱离 2% 左右的均值上行，到 18 年末一度升至 3% 以上，引起了全球的货币紧缩。

图19 美国 10 年期国债利率、联邦基金利率 (%)



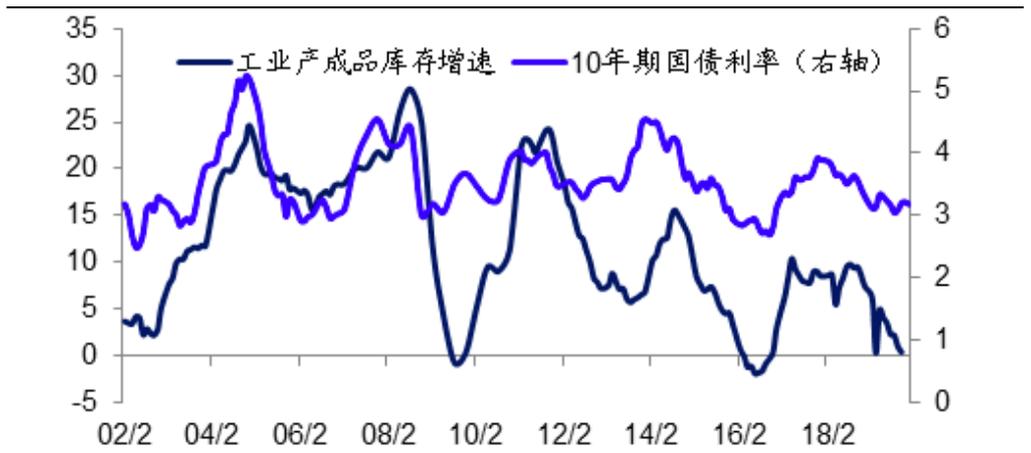
资料来源: Wind, 海通证券研究所

在贸易摩擦和货币紧缩的双重威胁之下，受影响最大的是企业部门。对企业来说，不仅是设备投资被推后，连存货投资都在大幅压缩。反映在经济增长的数据上，就是投资对经济增长的贡献由正转负，尤其是存货投资大幅下滑。我们在美国、日本、欧洲的经济数据中，都观察到存货投资在过去一年中大幅下降，这意味着过去一年的全球经济都处于库存下行周期。

但是展望 2020 年，我们注意到全球经济的两大冲击都发生了变化。首先是货币从紧缩变成了再宽松。在美国，19 年下半年已经三次降息，其长期国债利率重新降至了 2% 以下，引领全球货币走向再宽松。在中国，自从 19 年年初以来，已经从去杠杆转入稳杠杆，社会融资增速见底企稳。其次是贸易摩擦趋于改善，中美已经就第一阶段贸易协议文本达成一致，而全球主要国家的贸易增速降幅已经开始了收窄。

而在两大冲击因素改变之后，全球经济在近期同时出现了改善迹象。不仅是中国的制造业 PMI 短期回升，摩根大通全球制造业 PMI 也已经连续 4 个月出现改善。我们认为，2020 年的全球库存周期有望从下行期回到上行期，从而带动 2020 年的全球经济改善。而中国工业企业存货增速目前已经降至历史底部区域，意味着国内库存周期处于底部位置，2020 年有望跟随全球同步改善。

图20 中国工业产成品库存增速、10 年期国债利率 (%)

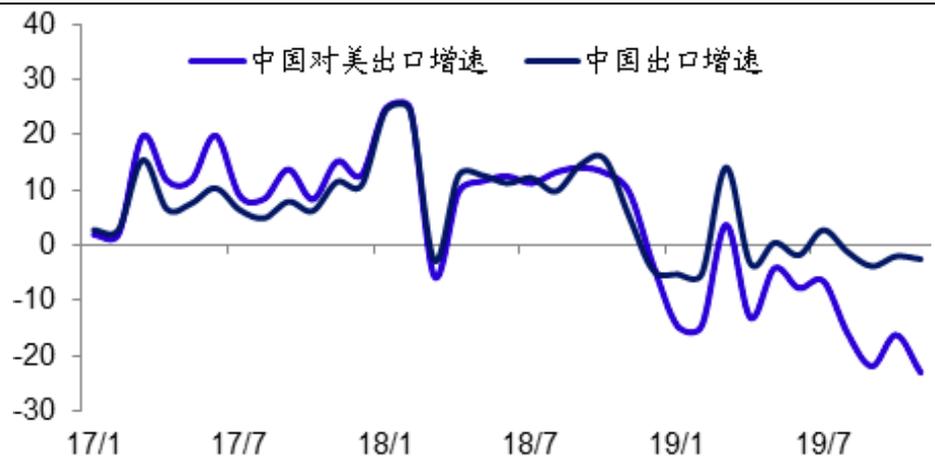


资料来源: Wind, 海通证券研究所

也就是说，明年传统的三大投资有望保持总体稳定，而存货投资有望明显回升，那么 2020 年投资的表现其实有望好于 2019 年。

三看出口，我们认为明年大概率会有所改善。今年中国的出口增速出现微幅负增，主要源于对美国的出口下滑。但如果 2020 年全球经济同步改善，中美贸易摩擦短期缓和，那么中国的出口增速也有望由负转正。

图21 中国对美出口增速，中国出口增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

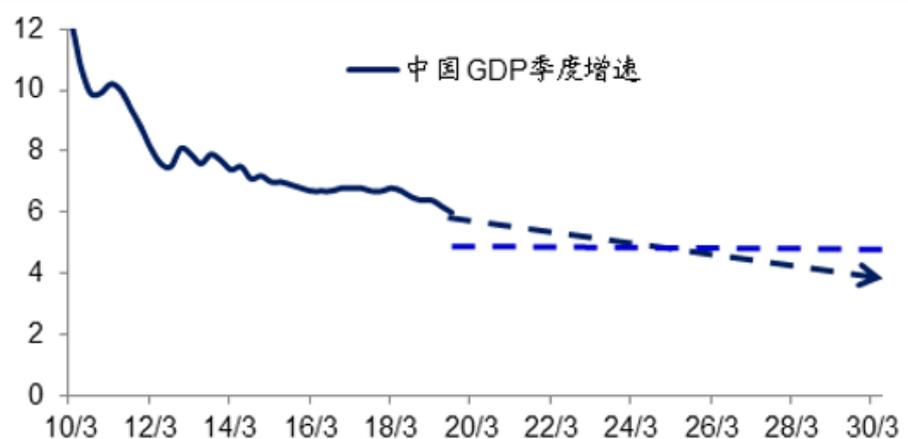
因此，综合来看消费、投资和出口三大需求，在货币再宽松和中美贸易摩擦缓和的背景下，明年其实都有企稳改善的潜力。因而我们预计 2020 年的经济增速依然能维持在 6% 左右甚至以上的水平。

最后，对于未来 10 年的中国经济，我们也保持谨慎乐观的态度，我们认为中国经济增长或许正在步入中长期的底部区域。

对于未来中国经济潜在增速的位置，目前市场上存在着巨大的争议。前一段时间，余永定老师接受新京报采访时明确提出，中国经济要守住增速不低于“6”的底线，引发了巨大的争议，不少人说“6%的增速是不是太高了？”而近期市场上也有“保四”的观点，又有人说“4%的增速是不是太低了？”

但在我们看来，对于未来 10 年而言，4% 和 6% 的经济增速差别并不大。在过去的 10 年，中国经济增速从 2010 年的 12% 降至当前的 6%，平均每年下滑 0.6%，所以过去每一次所谓的经济见底都是一种假象。但如果未来 10 年的中国经济增速只是从 6% 降至 4%，平均每年才下滑 0.2%，每个季度才下滑 0.05%，几乎感觉不到太大的差别。这其实意味着 L 型增长的底部即将出现，虽然这个 L 型并没有那么平，但是斜率也不高。

图22 中国 GDP 实际增速及预测 (%)

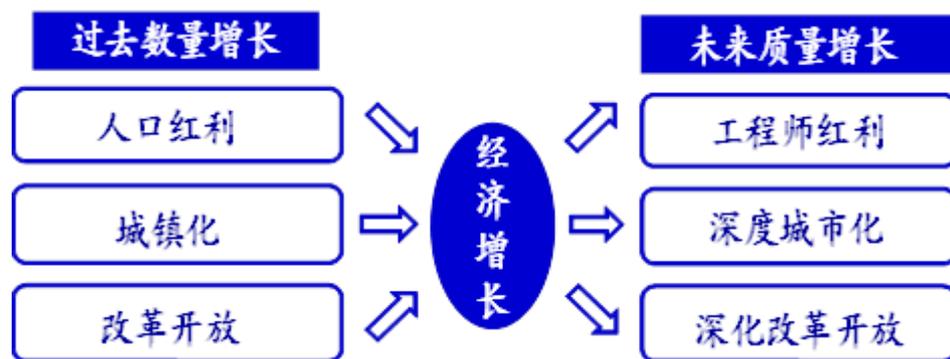


资料来源: Wind, 海通证券研究所

问题在于，未来 10 年中国经济增速靠什么维持 5% 左右的中速增长？

我们认为，过去支撑中国经济高速增长的主要是传统的三大红利，包括“人口红利”、“城镇化”和“改革开放”。而未来支撑中国经济中速增长的将是三大全新的红利，包括“工程师红利”、“深度城市化”和“深化改革开放”。理解了这三大全新的红利，也就理解了未来在中国投资收益的主要来源！

图23 中国经济增长动力转变



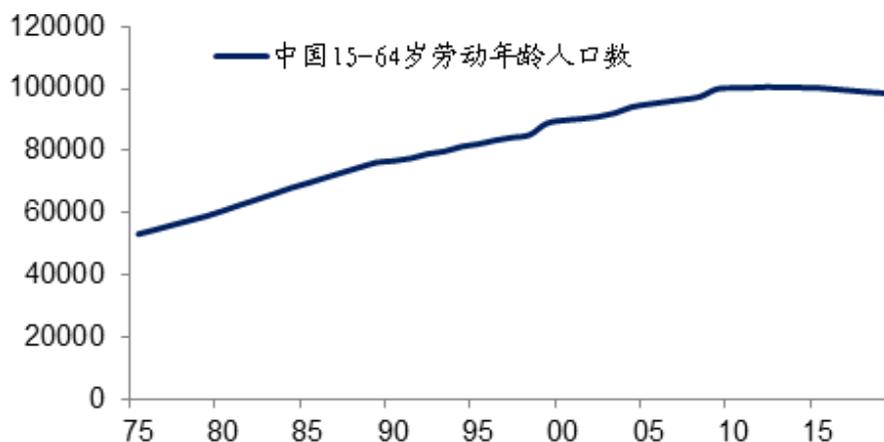
资料来源：海通证券研究所

第一大红利：从“人口红利”转向“工程师红利”！

在经济学中，劳动力人口的定义是 15-64 岁，而其余年龄段的主要是老人和小孩，属于被抚养人口。

中国在改革开放之后，受到计划生育政策的影响，人口抚养比持续下降，而青壮劳动力的数量持续上升。从 78 年到 13 年，劳动力人口总数从 5.6 亿升至 10.06 亿，年均增幅约为 2%，这就是我国过去的人口红利，为经济的高速增长立下了汗马功劳。

图24 中国 15-64 岁劳动年龄人口数量（万人）



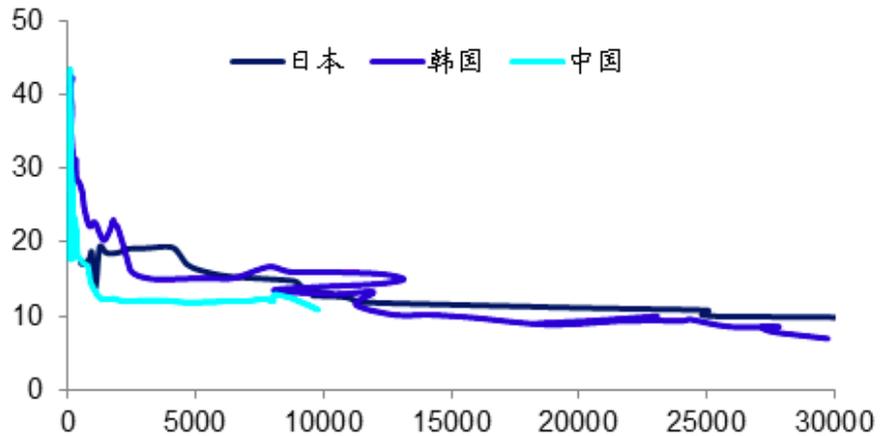
资料来源：Wind，海通证券研究所

但是计划生育政策在实施初期会降低小孩数量以及抚养比，在后期则会增加老人数量以及抚养比。到了 2013 年之后，中国劳动力人口总数开始下降，截止 2018 年我国劳动力人口总数已经下降至 9.9 亿，这也意味着人口红利已经正式结束。

由于能干活的人变少了，很多人对中国未来的经济增长很悲观。但是值得我们思考的是，为什么中国人不愿意生育了？表面上看，是因为计划生育政策的原因，但其实早在 2016 年全面二胎就已经放开了，而真正生育三胎和四胎的比例很低，这意味着即便全面放开计划生育政策可能也收效甚微，问题并不在于计划生育政策。

真相其实是因为经济发展以后，抚养成本上升，因而出生率下滑。我们观察历史，发现在日本和韩国在当年人均 GDP 跨越 1 万美元之后，他们的出生率也降到了 10% 的低位，和目前中国的水平差不多。

图25 中国、日本、韩国出生率 (%)

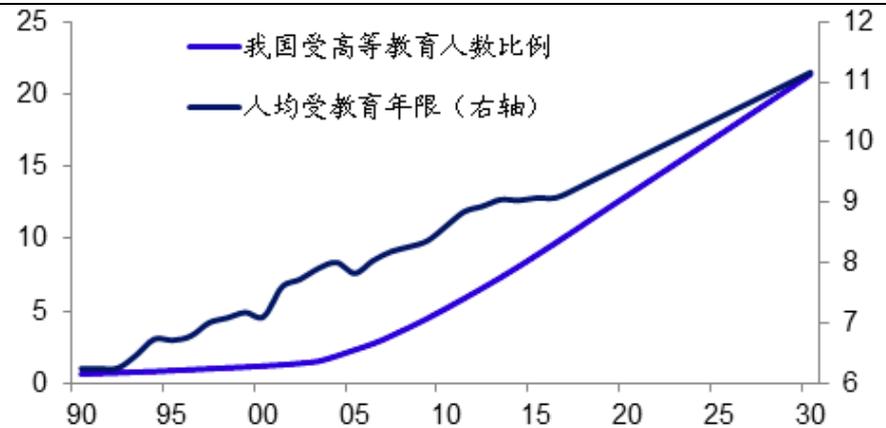


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴为人均 GDP, 单位美元。

今年的双十一有一个数据非常有意思, 就是天猫商城的进口商品销售排行榜, 猫粮排第一, 而奶粉只能排第二, 也就是说大家现在宁愿养猫, 也不想生小孩。这其实就和抚养成本有关, 养猫花费不大, 而且输出的都是正反馈。而养小孩要花钱花时间, 而且经常是负反馈, 所以大家就不太想养。

但是反过来想, 既然现在大家养育小孩既花了钱又花了时间, 那么人口的质量肯定是提高了。如何衡量人口的质量呢? 我们发现有一个重要的指标, 叫做人均受教育年限。目前全体中国人平均在 9.2 年左右, 只是相当于一个初中毕业生。但我们的优势在于, 每年毕业的大学生数量超过 1 千万, 只要坚持下去, 10 年以后中国的大学生数量有望翻一倍, 人均受教育年限将从 9.2 年升至 11 年以上, 从初中生变成高中生, 人口的质量会出现明显的提高。

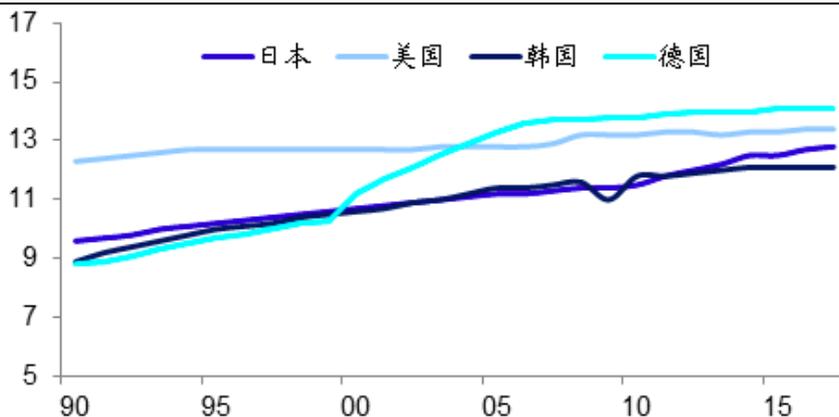
图26 我国人均受教育年限 (年), 受高等教育人数比例 (%) 及预测



资料来源: Wind, 海通证券研究所

当年韩国和日本在跨越 1 万美元人均 GDP 之后, 虽然出生率也处于低位, 但是不妨碍日韩保持了 10 年的经济中速增长, 靠的并不是人多, 而是人口更有质量。在 1990 年, 韩国的人均受教育年限不到 9 年, 目前已经升至 12 年以上, 而日本则是从 9.6 年升至 13 年。

图27 美德日韩的人均受教育年限（年）



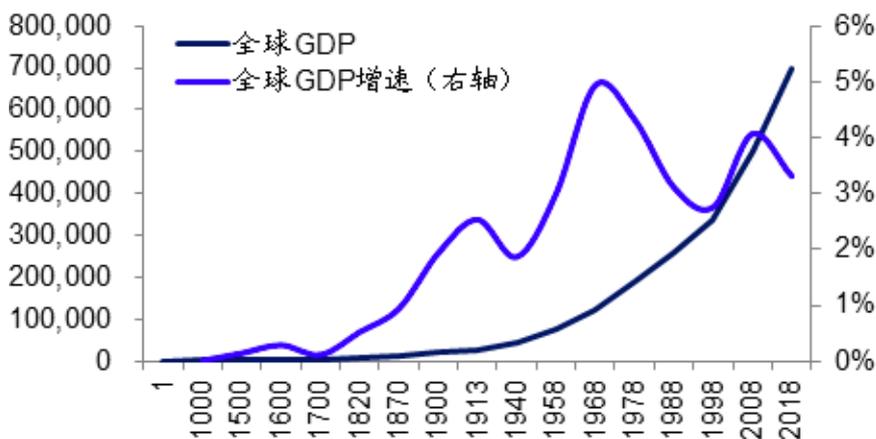
资料来源：Wind，海通证券研究所

因此，未来中国的劳动力人口虽然变少了，但是以受教育水平来衡量，正在出现显著的提升。我们预测未来 10 年中国的人均受教育水平每年有望提升 2%，这其实并不逊色于过去每年 2% 的劳动力数量红利，我们称之为“工程师红利”。

但是很多人对于人口的质量红利不以为然，认为其不像人口数量红利那么显而易见。这其实是一种误解，**其实人口的质量才是长期经济增长的最关键因素。**

如果大家回顾历史，可以发现虽然人类的文明史有几千年，但是现代经济史只有两百多年。因为之前在农业经济时代经济长期停滞，是在工业革命之后才出现了有显著意义的经济增长。

图28 全球 GDP、GDP 增速（亿美元）

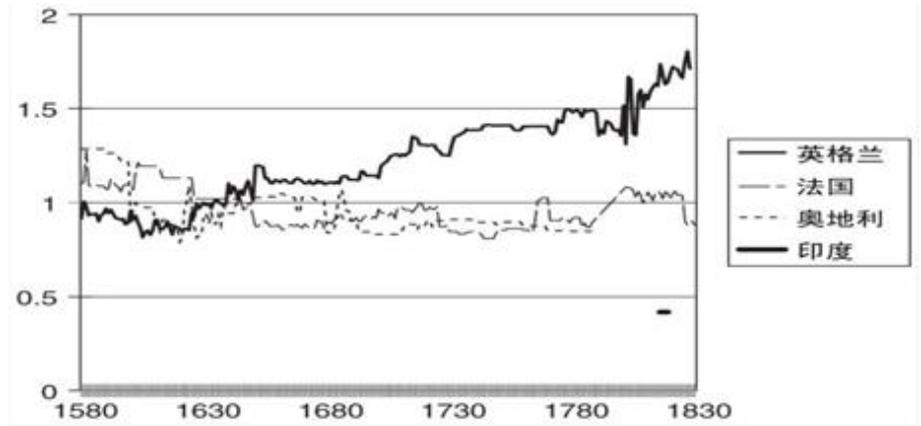


资料来源：Wind, Maddison，海通证券研究所

问题是，为什么会爆发工业革命？有人回答说因为欧洲出现了资本主义制度，而亚洲没有，所以会在欧洲爆发工业革命。但这不能解释为什么工业革命唯独在英国爆发，而不是在德国和法国。

后来经济史学家发现，**关键的差异其实是劳动力的成本不一样。**当时英国的劳动力是最贵的，英格兰的劳动力/资本比率比欧洲大陆高出 60%，因而英国的企业靠雇佣劳动力没法赚钱，只能努力研发创新，发明机器设备来替代劳动力。而当时的欧洲大陆由于劳动力比较便宜，企业雇佣劳动力就可以赚钱，因而没有动力进行发明和创新。因此，虽然早在 17 世纪，牛顿就已经发现了万有引力定律，科学知识开始在欧洲普及，但是只有英国人努力地创新，把科学知识转化为先进技术，发明了蒸汽机和纺织机。

图29 工资相对于资本服务价格的比率

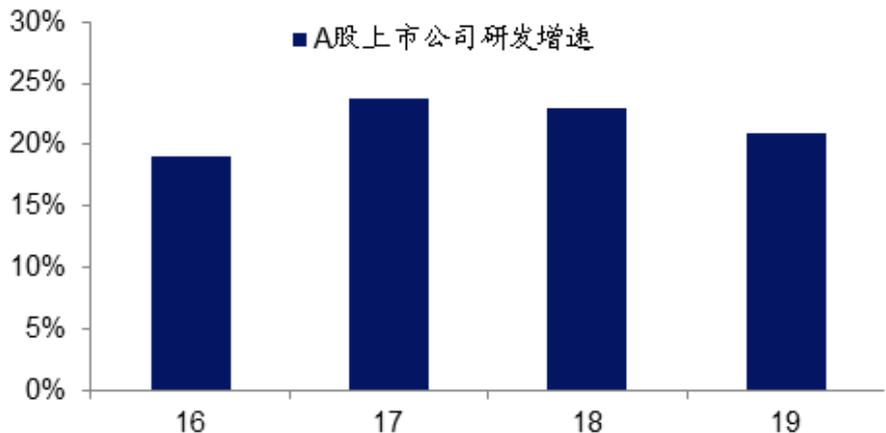


资料来源：牛津通识读本：全球经济史，海通证券研究所

理解了工业革命的历史，其实就可以理解中国经济目前正在发生的转变。过去中国经济增长靠的是人口红利，我们拥有的是大量廉价劳动力，因而比较适合劳动密集型产业的发展。反映在资本市场上面，就是 06-07 年的上一轮牛市主要是工业和周期行业领涨。

而当前中国的人均 GDP 已经达到 1 万美元，廉价劳动力正在逐渐消失，而每年有 1 千多万大学生毕业，这意味着如果企业还是从事劳动密集型产业，可能连成本都覆盖不了，因而必须向高新产业转型。反映到企业层面，是 A 股所有企业的研发支出已经连续 3 年维持 20% 以上的增长，这一轮股市中领涨的恒瑞医药和立讯精密等公司，其实都是长期坚持高比例研发投入的公司。

图30 A 股上市公司研发增速



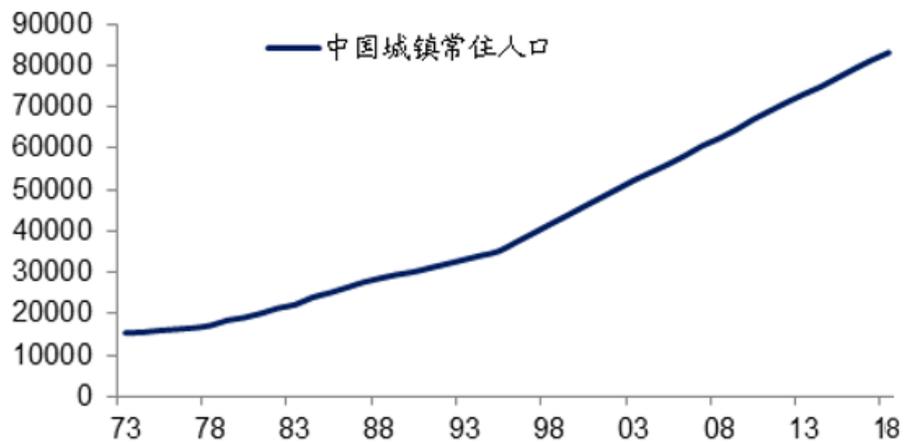
资料来源：Wind，海通证券研究所

只要中国的企业愿意增加研发投入，其实就可以利用好中国的工程师红利，支撑未来 10 年中国经济的中速增长。

第二大红利：从“简单城镇化”转向“深度城市化”！

在过去 40 年，城镇化是中国经济发展的重要动力。从 1978 年到 2018 年，我国城镇常住人口从 1.7 亿升至 8.3 亿，平均每年增长 4%。伴随着城镇化，农村人口源源不断进入城市和乡镇，带动了衣食住行相关需求，推动了中国经济的高增长。

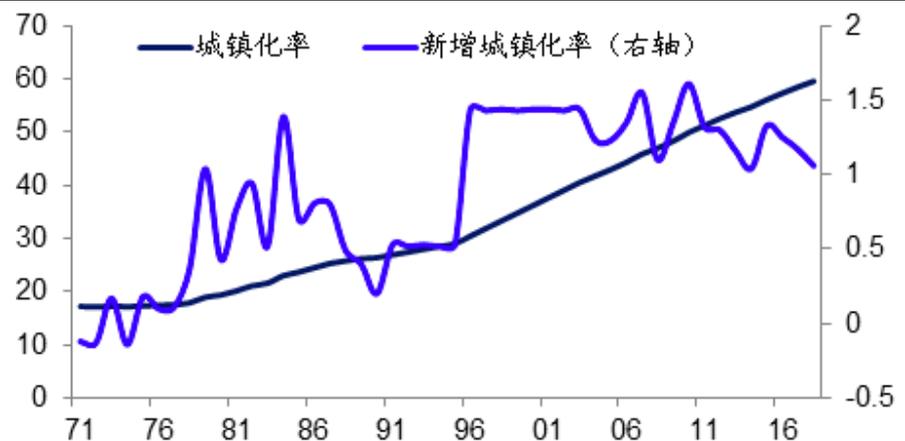
图31 中国城镇常住人口（万人）



资料来源：Wind，海通证券研究所

但是到 2018 年末，中国的城镇化率已经达到 60%，距离 70% 的成熟期不远，这意味着城镇化已经步入尾声阶段，由此很多人担心未来中国的房地产和汽车等诸多产业不会遭遇长期下行拐点，因为能进城的农民已经不多了。

图32 中国城镇化率、新增城镇化率（%）

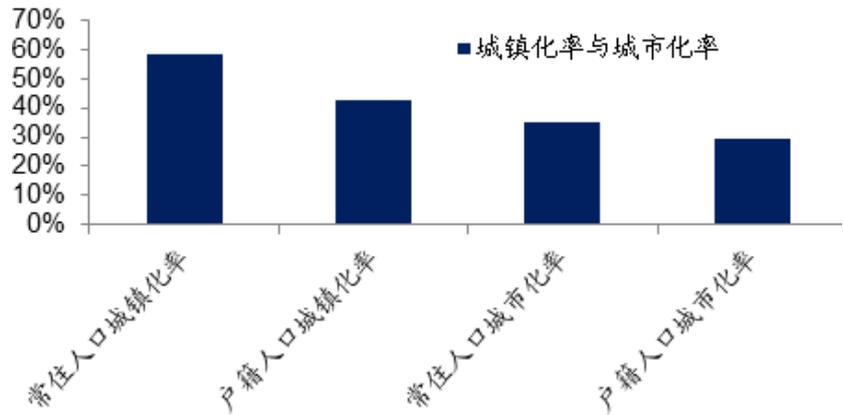


资料来源：Wind，海通证券研究所

我们也同意，中国的城镇化步入了尾声阶段，但这并不是意味着中国经济失去了希望，而是步入了一个新阶段，我们称之为“深度城市化”。

如果仔细观察中国的城镇化，可以发现其中包含了城市和乡镇两个维度，城镇化并不等于城市化。按照 2017 年城市统计年鉴的数据，当年我国城镇化率接近 60%，大约有 8 亿人口常住在城镇，但其中真正住在城市建成区的人口只有 5 亿，而其余的 3 亿人口中，有两亿住在乡镇，还有 1 亿住在城市的边缘区域。此外，在常住城市建成区的 5 亿人口中，也只有 4 亿有户口，这意味着中国的户籍人口城市化率只有 30%，仅为 60% 城镇化率的一半。

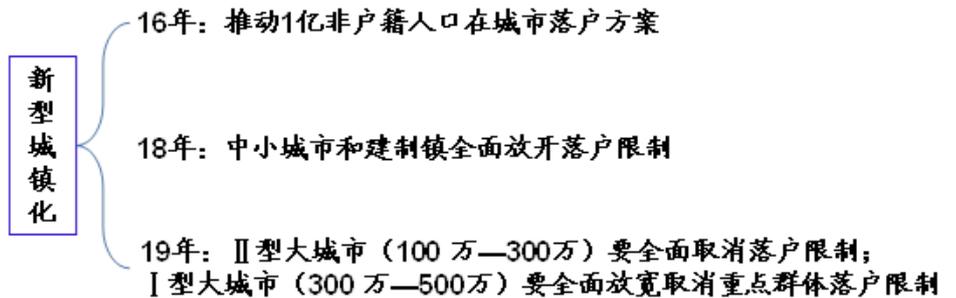
图33 中国城镇化率与城市化率指标



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据为 17 年。

在 2016 年，政府提出了一个新的目标，叫做“新型城镇化”，核心是以人为本。我们的解读就是“深度城市化”，让所有居民共享城市的美好生活，而主要政策工具是放开户籍的限制。在 2018 年，政府宣布在小城市放开户籍限制，而在 2019 年又进一步提出，要在大中型城市放开落户限制。目前全国除了 14 个一线和强二线城市以外，其余的 600 多个城市按要求都要逐渐放开落户限制。

图34 新型城镇化政策推进

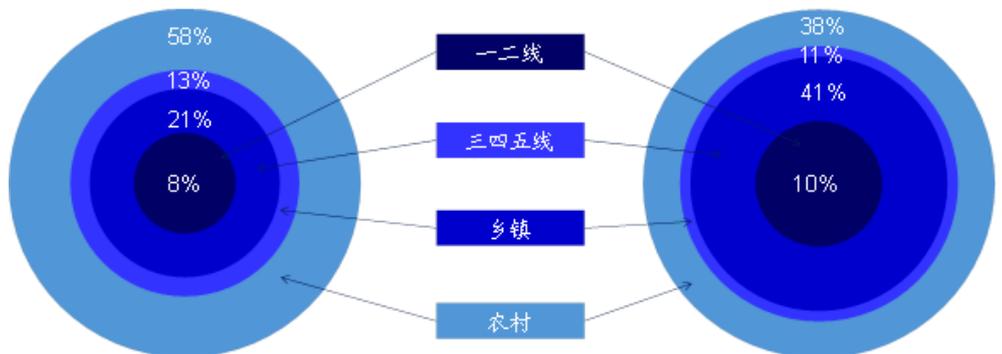


资料来源：中国政府网，海通证券研究所，括号内数字为城区常住人口

随着户籍的全面放开，我们认为许多三四五线城市将步入大发展时代。

过去中国的城镇化时代，其实是一个哑铃型的发展结构，人口要么涌向一二线城市，要么留在乡镇和城郊，而作为中间层的三四五线城市发展不足，到 17 年为止这些城市建成区的户籍人口占全国的比重只有 20%左右。但随着户籍限制的放开，我们认为三四五线城市的城区人口在未来十年有翻番的潜力。

图35 未来 10 年后中国户籍人口分布预测

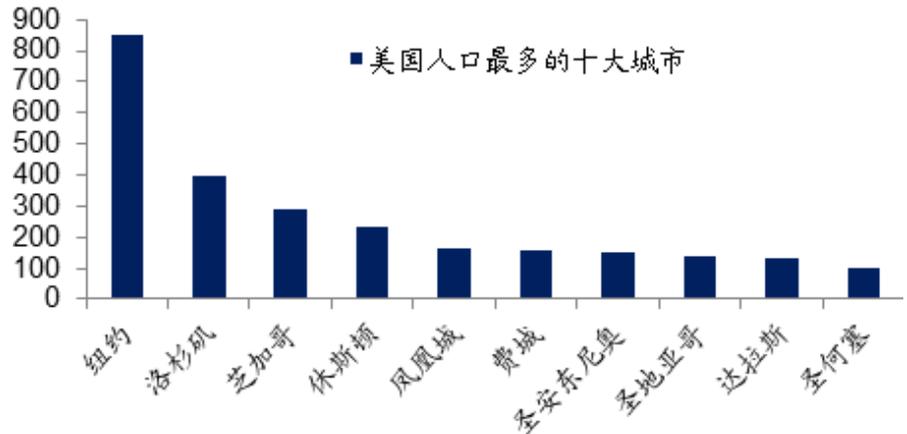


资料来源：Wind，海通证券研究所预测，左边圆形为 17 年数据。

我们需要重新审视中国的三四线城市。我相信，大多数人提到中国的城市，必然言必称北上广深，再往下就是各个省会城市，再往下可能很多城市的名字就不一定知道了。前几天我打了个快车，司机师傅是从安徽过来的，跟我说他来自蒙城县，末了还加了句话：“就是牛群做过县长的那个蒙城”，估计是怕我没听说过。后来我一查，蒙城县的人口也有 120 多万。

100 万人口的城市是个什么概念呢？如果放在美国，名字叫做圣何塞，是全美第十大城市。意大利米兰是欧洲第二大城市，人口也就只有 134 万。也就是说，中国哪怕是随便找一个四五线城市，以人口规模放在美国欧洲，其实都是全美乃至全欧的前十大、前二十大城市。

图36 美国人口最多的十大城市（万人）



资料来源：Wind，海通证券研究所

但是为什么大家过去对于三四线城市没有感觉？因为中国的一二线城市拥有太多的优势，诸如工作机会，还有生活的便利性。但是大家有没有发现，**由于高铁的贯通，以及移动互联网的普及，很多城市间的物理距离和虚拟距离正在大幅消失。**

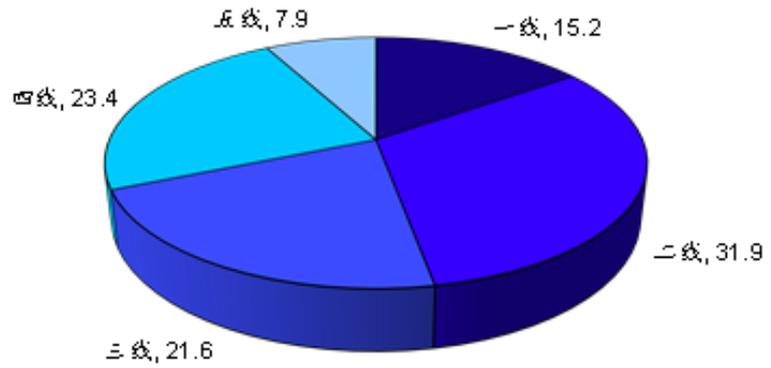
比如说以前大家都要到北上广深找工作机会，很多企业也把工厂设在这些地方。但是随着房价的上涨，其实企业也要重新权衡利弊。比如说华为是在深圳起家，但是由于深圳房价持续暴涨，华为已经把很大一部分的基地搬到了东莞，这其实是许多中国企业的缩影。

我有个朋友以前在深圳光明开工厂，但是由于深圳房价暴涨，连光明的房价也涨到了 5 万/平米，于是他就把工厂从深圳搬到了东莞，进而又搬到了湖南的郴州。郴州的房价只有深圳的 1/10，而高铁到深圳的距离也就是两个小时，为什么不能把工厂搬过去？

因此，中国的很多工厂并不是外迁，而是在内迁。我的这个朋友告诉我，他的很多老板朋友曾经把工厂搬到印度、越南，但是最后又搬了回来，因为劳动力的素质确实不一样，很多印度人受的教育是“这辈子干不好下辈子重修”，因此根本没有努力工作的动力，在越南经过法国人长期的殖民之后，喜欢浪漫而不喜欢加班。只有在中国，每年能有 1000 多万的高素质劳动力供应给市场，而且大家任劳任怨，给够钱就能加班。

但是很多人会说，哪怕工作机会搬到了三四线城市，这些地方也不太适合生活。以前可以这么说，因为以前大家的生活需要各种场景，需要高大上的商场购物中心。但是目前很大一部分的购物都是发生在网上，在一二线城市大家用淘宝购物，在三四线城市可以用拼多多，其实只是牌子不一样，质量差不了太多。

图37 移动网民各城市等级分布 (%)



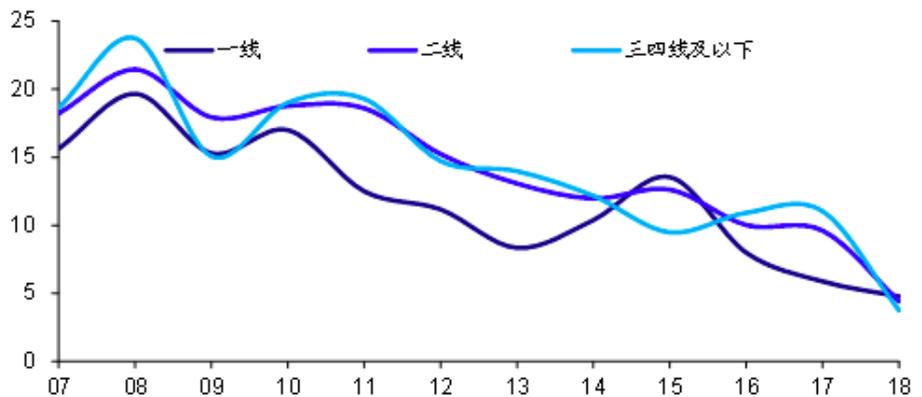
资料来源：Wind，CEIC，海通证券研究所，数据为19年3月

未来有哪些人会去三四五线城市？我们认为主要是两类人：一类是从一二线城市回流。过去很多人在一二线城市为了事业打拼，但是等到小孩上学以后，发现没有户口高考有限制，而回到三四五线城市可以落户，就可以给下一代提供更好的教育环境。另一类是从乡镇往外迁，过去很多人都是在农村或者乡镇成长，因为农村和乡镇都有学校，但目前随着人口的外流，很多农村的学校都消失了，而乡镇的学校虽然还在，但由于好老师都流失了，很多都去了开发商在城市开盘所配套的新学校，而负责任的中国家长为了下一代接受更好的教育，就需要在城市再买学区房。

因此，由于高铁的全面贯通，以及移动互联网的全面普及，加上户籍放开之后教育和医疗资源等的优势，我们认为未来十年部分三四五线城市将迎来大发展。但也并非所有三四五线城市都有机会，而是那些在一二线城市周边的三四五线城市，也就是在各大都市圈周边的三四五线城市。它们一方面承接了一二线城市产业的外迁，同时还有户籍、教育、医疗等公共资源的优势，从而可以持续发展壮大。

腾讯营销洞察近期发布了一篇《正在消失的壁垒——腾讯2019小镇新青年研究报告》，提出以三四五线城市青年为代表的小镇青年正在崛起。原因是随着经济快速发展，城镇化进程加速，移动互联网创新变革，让不同线级城市之间的差距不断缩小，物理和心理上的壁垒不断消失。三四五线城市已经成长为中国经济最重要的增长单元，而且由于三四五线的生活成本更低，因而其消费能力其实相对更强，其消费增速已经反超一二线城市。

图38 一线、二线、三四线及以下城市社消零售同比增速 (%)

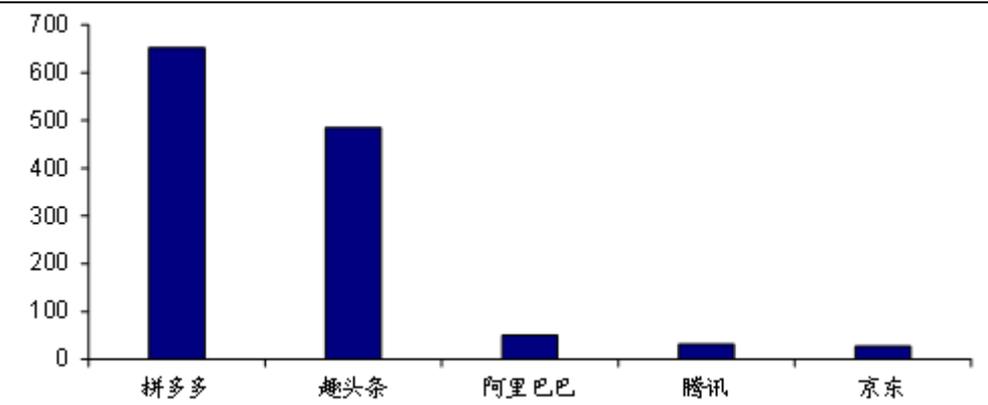


资料来源：Wind，海通证券研究所

而三四五线城市的深度城市化，可以解释很多现象。比如说今年拼多多的股价表现要好于阿里巴巴，原因就在于前者的主要市场是三四五线城市，而后者更多的是在一二线城市。而即便是阿里巴巴，今年的股价表现也很好，其新增客户的一半以上也是来自

于下沉市场。

图39 18年各大互联网平台营业收入增长率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

如果三四五线的深度城市化可以继续展开,那么就意味着未来中国消费领域的各个龙头公司的业绩在未来还有大幅增长的潜力。而由于深度城市化带来了新的住房需求,中国的地产销量有望短期稳定在17亿平米左右,不至于出现大幅失速下滑。

深度城市化将是支撑未来中国经济中速增长的第二个重要红利。

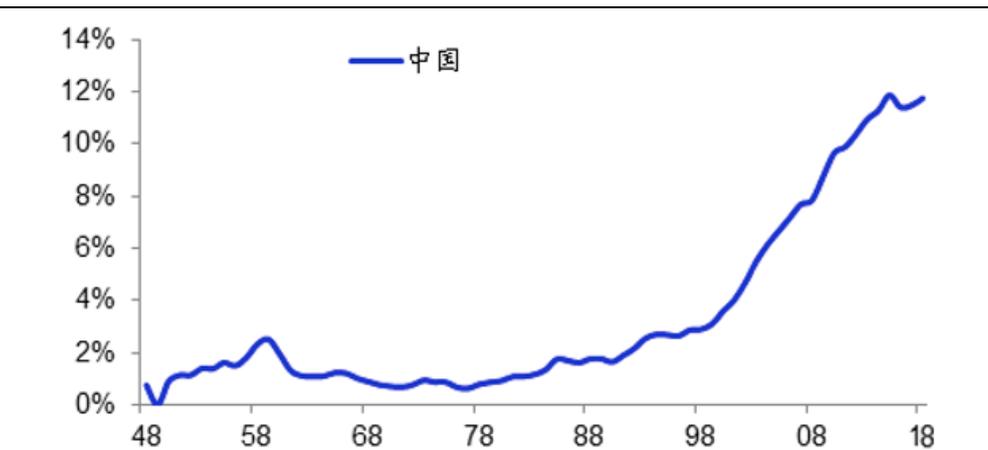
第三大红利是进一步深化改革开放。

上个月我去北美路演,当时中美还没有达成第一阶段贸易协议,而我们所接触的所有客户对中国资本市场的反馈都非常正面。金融投资者其实都是非常务实的,其评价完全是从自身的真实感受出发,在过去几年他们感受的中国市场发生了巨大的变化。

首先是对外开放的进一步深化,从外国对中国开放转向中国对外国开放。

过去40年中国的对外开放,其实主要是外部世界对我们开放。我们引进了海外资金和先进技术,成为了全球制造业工厂,我们的出口产品也行销全世界,推动中国经济高速增长。

图40 中国出口占全球比重



资料来源: Wind, 海通证券研究所

但是在中国向外国开放方面,其实有着诸多的限制。比如以前我们的很多行业限制外资进入,包括诸多服务业以及一些重要的制造业,外资即便进来也只能做小股东。再比如过去外资进入中国资本市场非常不方便,只能通过QFII和RQFII等机制,但是这些机制在进入和退出的过程中有着重重限制。

但是在最近两年,对外资进入中国的诸多限制正在取消。例如我们在金融行业以及

部分重要的制造业，放开了外资入股比例的限制，允许外资控股甚至是成立独资公司。而在资本市场方面，我们创设了股票通和债券通，外资可以通过这些机制随时进出中国资本市场。而在 19 年年末，央行发布了 QFII 投资新政，进一步简化了外资进出的限制。

对外开放的深化其实极大的改变了很多外资企业对中国的态度。即便是在中美贸易摩擦的背景下，我们上个月在美国交流的时候，所拜访的大型金融机构均明确表示要增加在中国市场的投资，原因无他，因为中国已经允许他们设立在华独资子公司，如果他们不进中国而竞争对手去了，他们就会失去一部分竞争力。目前已经有近 30 家外商资管公司设立了在华子公司，包括著名的贝莱德、桥水、瑞银等。

而正是得益于金融开放的加快，包括 MSCI、彭博等各个全球股票和债券指数纷纷把中国资本市场逐步纳入，这又进一步推动了外资进入中国资本市场。根据央行的统计，今年外资进入中国股市和债市的资金规模创下历史新高，外资占中国股市债市新增市值的比重已经接近 6%，成为不可忽视的一股力量。

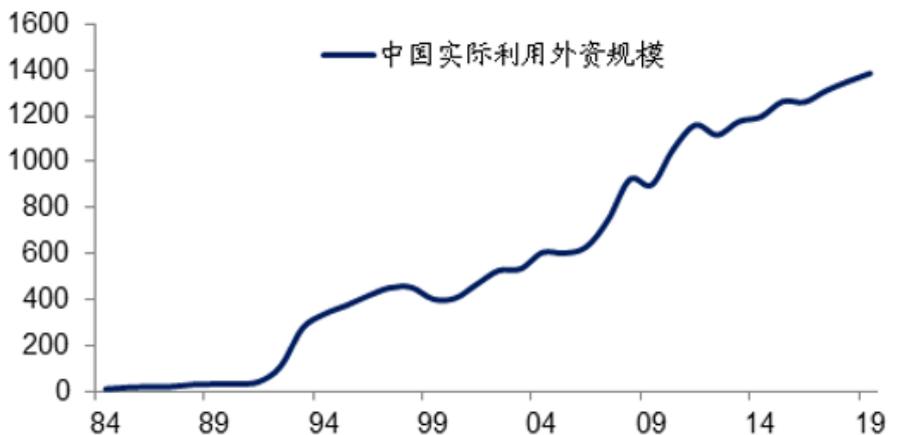
图41 外资持有中国股票和债券金额（亿元人民币）



资料来源：Wind，海通证券研究所

不仅是金融资本，外资实业资本也在继续进入中国。今年特斯拉、巴斯夫均在中国投资了规模近 100 亿美元的项目，原因在于我们允许其在汽车和重化工领域设立独资子公司。正是得益于中国市场的进一步开放，哪怕受到中美贸易摩擦的冲击，今年中国的外商直接投资依然增长了 3% 左右。

图42 中国实际利用外资规模（亿美元）



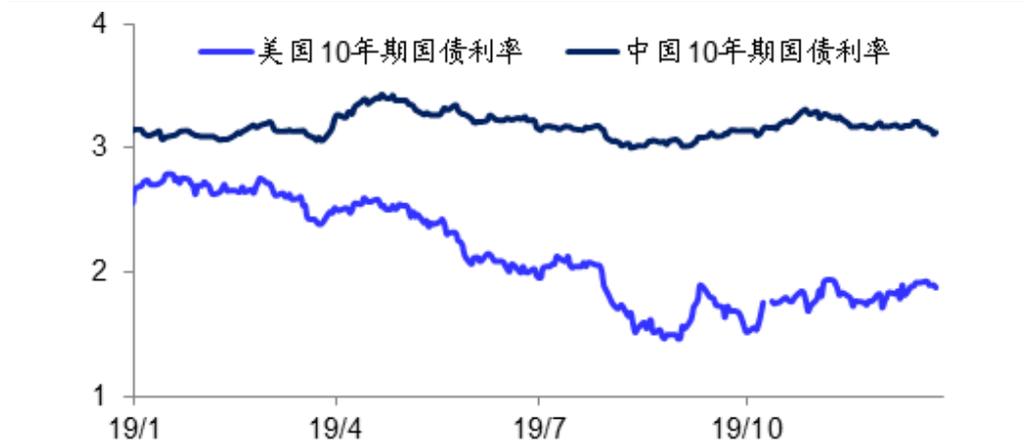
资料来源：Wind，海通证券研究所

因此，我们认为未来加大中国对外国开放的力度，其实是可以类比于过去外国对中国开放的红利。以前我们主要靠引进国外的资金，模仿国外的先进技术来发展，其实内部市场对很多企业依然有保护。而未来如果放开外国的资金和技术全面进入中国市场，让中国企业直接面对竞争，这其实有助于进一步提高中国经济的效率。

而在政策方面，面对中国经济下滑，这一次我们并没有重走货币放水的老路，而更多的是用改革的方式，释放经济的活力。

在海外，美联储今年3次降息各25bp，而中国央行只是下调了5bp的公开市场利率。从利率走势来看，今年美国10年期国债利率下行近100bp，而中国的10年期国债利率基本维持不变，这也意味着中国没有大水漫灌。中国央行更多的是用LPR改革，定向降低企业部门的贷款利率。

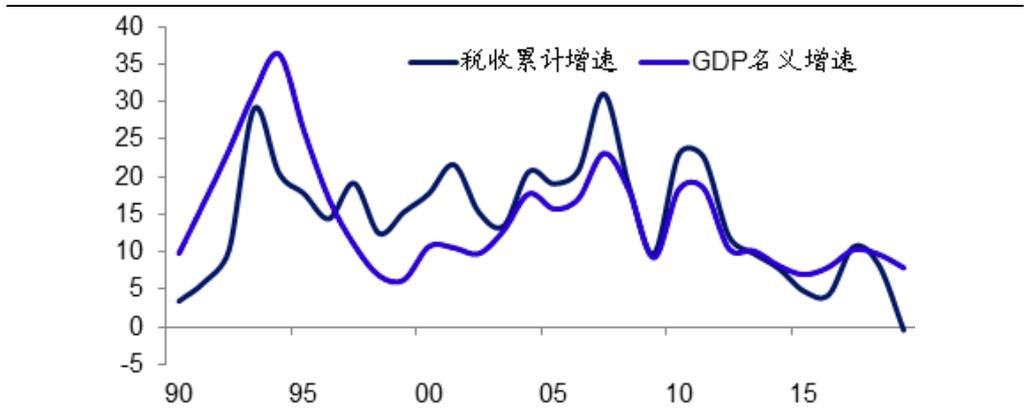
图43 中国、美国10年期国债利率(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

在税收政策方面，中国从18年开始实施大规模减税降费政策。不仅大幅提高了个税起征点，增值税率也从四档并三档，并且增值税率也大幅下调，此外企业社保费率也大幅下降。继18年减税超万亿之后，19年减税降费超两万亿，有效地缓解了居民和企业的负担，托底了经济下滑。

图44 税收累计增速、GDP名义增速(%)

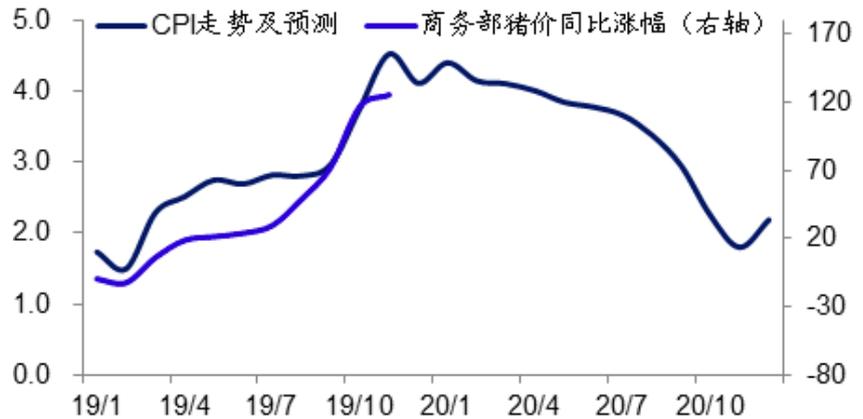


资料来源：Wind，海通证券研究所

展望未来，我们认为改革的红利有望继续释放，包括结构性的税收改革，进一步推动国有企业改革等等。

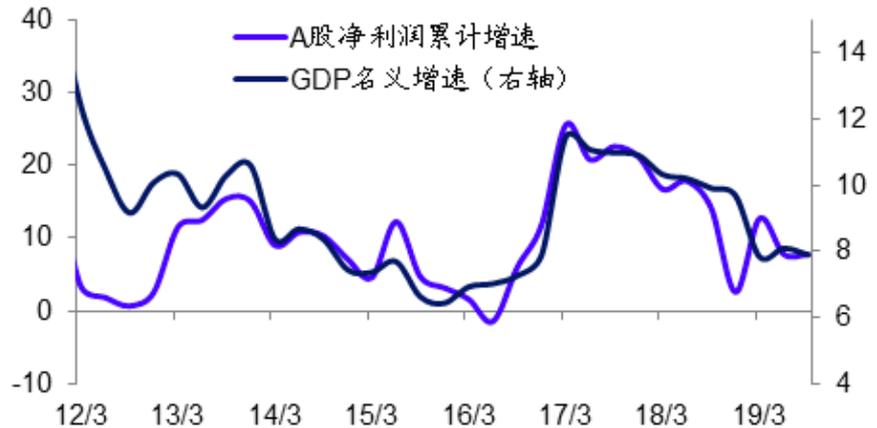
因此，基于所有这三大红利，工程师红利、深度城市化以及深化改革开放，我们预计未来十年的中国经济有望保持在5%左右中速增长。

此外，在通胀方面，我们预计未来10年的通胀率有望保持在3%左右温和区间。在短期之内，由于猪价大涨的原因，CPI升至4%以上，我们预计2020年年初的CPI或继续保持在4%以上高位。但猪价不会永远上涨，预计其影响有望在2020年下半年逐渐消失，届时我们预计CPI将有望重新回到3%以内。但也不用担心重新回到通缩，原因是我们预计明年年初的PPI将由负转正，并带动CPI非食品价格重新上涨。

图45 CPI 走势及预测，商务部猪价同比涨幅（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

展望未来 10 年，如果中国经济维持在 5% 左右中速增长，同时保持通胀率在 3% 左右温和区间，那么中国 GDP 的名义增速将有望保持在 8% 左右，这同时也是企业利润增速的长期均值，这也是大家投资中国各类资产的回报来源。

图46 GDP 名义增速，上市公司净利润累计增速（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

而对于 2020 年，由于我们预计 GDP 实际增速有望稳定在 6% 左右，而通胀中枢短期或升至 3% 以上。因而不排除 2020 年的 GDP 名义增速升至 8% 以上，而企业盈利增速的弹性更大，不排除会回升至 10% 以上。

而正是基于我们对中国经济短期企稳、企业盈利有望改善的预期，我们对于明年的中国资本市场会继续看好，认为股市的慢牛行情有望继续延续。而基于对不走放水老路、加大改革开放力度、中国经济即将步入 L 型增长底部的判断，我们认为未来的中国资本市场有望迎来黄金十年！

2. 经济：供需略有放缓

1) 地产销量下滑。12 月前 26 天 4 个一线城市地产销售同比下降 22%，17 个二线城市地产销售同比下降 5.4%，14 个三四线城市地产销售同比上升 1.7%，12 月以来地产销售增速比 11 月有所下滑，主要受到一二线城市去年同期高基数的拖累。

2) 汽车批发改善。12 月前 22 天乘联会乘用车批发、零售销量同比增速分别为 -4%、-13%，较 11 月增速一升一降。

3) 发电增速回落。12 月前 27 天 6 大电厂发电耗煤同比增长 6%，较 11 月增速有

所回落，意味着工业生产短期或将趋缓。

3. 物价：通胀预期回升

1) **食品价格继续涨**。上周猪肉价格环比下跌 0.3%，但蔬菜价格继续大幅上涨，水果禽蛋价格涨跌互现，食品价格整体上涨 0.7%。

2) **CPI 持平**。12 月以来猪价整体比 11 月回落，但蔬菜价格出现大幅反弹，截止目前 12 月商务部食用农产品价格环比下跌 1.0%，跌幅继续收窄，12 月农业部农产品批发价格环比上涨 3.4%，预测 12 月 CPI 同比持平。

3) **PPI 显著回升**。12 月以来国内油价上调，煤价保持稳定，钢价小幅上涨，截止目前 12 月商务部生产资料价格指数环比上涨 0.7%，预计 12 月 PPI 环比上涨，12 月 PPI 同比降幅大幅缩窄至 0.1%。

4) **通胀预期回升**。尽管 11 月以来猪价涨势放缓，但 12 月蔬菜价格出现明显上涨，12 月 CPI 或将维持高位。今年春节在 1 月，短期食品价格仍然存在上涨压力。而 11 月以来生产资料价格上涨，叠加去年的低基数效应，未来两月的 PPI 有望明显回升，我们预计 20 年 1 月 PPI 同比有望由负转正，总体看短期通胀预期仍趋回升。

4. 流动性：推进 LPR 运用

1) **货币利率大幅下行**。上周货币利率大幅下行，其中 R007 均值下行 65bp 至 1.97%，R001 均值下行 134bp 至 0.98%。DR007 下行 28bp 至 2.15%，DR001 下行 116bp 至 1.08%。

2) **央行小幅回笼**。上周央行逆回购投放货币 500 亿，逆回购到期回笼货币 800 亿，上周央行净回笼 300 亿。

3) **汇率小幅回升**。上周美元指数小幅回落，人民币兑美元汇率小幅回升，在岸和离岸人民币分别回升至 7.00 和 6.99。

4) **推进 LPR 运用**。上周六，央行就存量浮动利率贷款定价基准转换发布公告，规定自 2020 年 1 月 1 日起，各金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同，并且自 2020 年 3 月 1 日起，金融机构应与客户进行协商，将原合同约定的利率定价方式转换为以 LPR 为定价基准加点形成，这一举措将进一步推动贷款市场报价利率（LPR）的运用。

5. 政策：支持民营企业发展

1) **支持民营企业发展**。中共中央、国务院正式印发《关于营造更好发展环境 支持民营企业改革发展的意见》，肯定了民营经济的重要地位和作用，重点突出优化公平竞争的市场环境、完善精准有效的政策环境等“七个着力”来支持民营企业改革发展。

2) **确保就业稳定**。国务院印发《关于进一步做好稳就业工作的意见》，提出要坚持创造更多就业岗位和稳定现有就业岗位并重，全力防范化解规模性失业风险，确保就业形势总体稳定。在挖掘内需带动就业方面提到要鼓励汽车、家电、消费电子产品更新消费，有力有序推进老旧汽车报废更新，鼓励限购城市优化机动车限购管理措施。

3) **促进人才流动**。中办国办印发《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》，提到全面取消城区常住人口 300 万以下的城市落户限制，全面放宽城区常

住人口 300 万至 500 万的大城市落户条件,完善城区常住人口 500 万以上的超大特大城市积分落户政策,精简积分项目,推进基本公共服务均等化。

6. 海外: 美国 11 月耐用品订单下滑, 日央行公布 12 月会议纪要

1) 美国 11 月耐用品订单下滑。上周一, 美国商务部公布 11 月制造业耐用品订单初值季调环比下跌 2%, 预期增长 1.5%, 前值增长 0.2%; 非国防核心资本耐用品订单环比微升 0.1%, 不及预期 0.2%, 反映出美国制造业表现依然迟缓。

2) 在线购物支撑美国节日消费增长。上周四, 万事达发布数据, 11 月 1 日至平安夜期间, 美国零售销售总额同比增长 3.4%, 其中电商销售大增 18.8%, 占总销售额的 14.6%, 实体店销售增长 1.2%。

3) 日央行公布 12 月会议纪要。上周五, 日本央行公布 12 月会议纪要称, 实现物价目标动能丧失的可能性没有进一步上升, 海外经济下行风险仍存, 维持当前的宽松立场和购债是合适的; 根据未来的消费趋势, 将考虑是否需要再次扩大 QQE 的规模。

4) 意大利将对科技巨头征数字税。上周四, 意大利通过新税法, 将在明年 1 月 1 日起向一些全球收入超过 7.5 亿欧元 (其中包括至少 550 万欧元在意大利的收入) 的科技企业征收 3% 的数字税。

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
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wj11852@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 010-56760090 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 朱耘(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