

相关研究

《扩张与集聚：城市的未来之路——“城镇化”系列之三》2019.12.30

《成功赶超：日韩如何兼顾效率公平？——收入分配系列之二》2019.12.24

《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

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

美伊冲突不断，如何影响通胀？

投资要点：

- **美伊冲突爆发，油价波动加剧。**美国伊朗冲突不断，油价先涨后跌。1月3日，美军空袭致使伊朗苏莱曼尼少将丧生，美伊冲突拉开序幕。随后伊朗政府宣布中止履行伊核协议，并向美军驻伊拉克空军基地发射导弹，10日美国正式宣布对伊朗进行新一轮制裁。美伊冲突爆发初期，国际油价出现暴涨，但随后美国和伊朗后续应对措施都相对克制，油价又吐回涨幅。**历史上中东局势动荡，确实会导致油价上涨。**美伊冲突之所以会引发油价上涨主要原因在于中东是重要产油地区。历史上第一次石油危机和第二次石油危机导致油价涨幅均超过200%，而90年代以来爆发的海湾战争和伊拉克战争也导致油价短期飙升，但涨幅有所减弱，随后油价也均出现回落。**油价大涨往往引发高通胀。**油价上涨往往会导致通胀明显攀升，1973年、1978年和1990年三次石油危机的爆发都引发了美国高通胀，而油价与我国PPI走势也密切相关。这次美伊冲突升级是否会影响未来油价走势？又会如何影响通胀？
- **未来油价如何演绎？**油价取决于供需，近期上涨主因供小于需。作为一种商品，历史上油价走势与原油供需关系密切相关。19年10月以来国际油价出现上涨，主要原因在供给缺口，9月沙特因石油设施遇袭导致原油产量大幅下滑，而原油需求则随着全球制造业PMI的企稳有所回暖。**中性情况下，20年原油供需基本平衡，布油或维持在60-75美元/桶之间。**需求方面，今年全球经济进一步失速风险不大，EIA和OPEC预测2020年全球原油需求会小幅反弹。供给方面，考虑OPEC与非OPEC达成的最新减产协议，2020年全年原油产量或是先降后逐步回升的情况，EIA预测全年供给与需求扩张相似。如果美伊冲突不进一步升级，短期扰动或加剧国际油价波动，但我们预计全年布伦特原油价格或在60-75美元/桶之间震荡。**美伊冲突全面升级或导致短期油价突破100美元/桶关口，但概率较低。**近期美伊冲突为未来原油供给增添了不确定性，如果美伊局势进一步恶化，中东整体原油供给都会受到影响。以第三次石油危机来衡量最坏的情况，冲突全面升级或导致原油价格短期突破100美元/桶的关口，但也不会维持太久。目前来看，美伊冲突进一步恶化概率较小。一方面，油价大涨不利于美国经济和股市，这是美国总统特朗普不想看到的。另一方面，18年以来美国对伊朗的制裁导致其经济持续下滑，也没有意愿扩大冲突。但是如果美伊关系不能缓和，我们认为今年中东地区还是会小冲突不断，这可能会加大今年油价的波动。
- **全年通胀怎么看？**全年PPI或将温和回升。从19年年初开始，货币和社融增速企稳回升，近期经济出现短期改善，若今年经济出现好转，中性情况下20年PPI同比增速或将温和回升。而如果美伊冲突升级，油价上涨或导致短期PPI同比提高6个百分点左右。**油价影响燃料分项，是19年非食品主要拖累。**非食品CPI分项下的交通运输燃料价格和水电燃料价格与油价走势基本一致，但变化幅度相对较小。通过其传导，我们测算油价同比上升1个百分点，将导致非食品CPI上升0.014个百分点左右。19年非食品CPI走弱就是主要受油价拖累，交通通信和居住分项贡献了非食品CPI大部分跌幅。**今年CPI将呈现食品回落而非食品小幅回升的格局。**中性条件下，非食品CPI或将跟随PPI回升，全年中枢或在1.6%。而生猪生产出现恢复，未来猪价或将回调并带动食品CPI回落。1月高点过后，CPI有望逐步落回至温和区间，并于下半年降至3%以内。若短期油价达到100美元/桶，或将导致CPI上升0.6个百分点左右，但美伊冲突升级只会带来短期扰动，不会改变全年通胀回落走势。

目 录

1. 美伊冲突爆发，油价波动加剧	4
2. 未来油价如何演绎?	6
3. 全年通胀如何看?	9

图目录

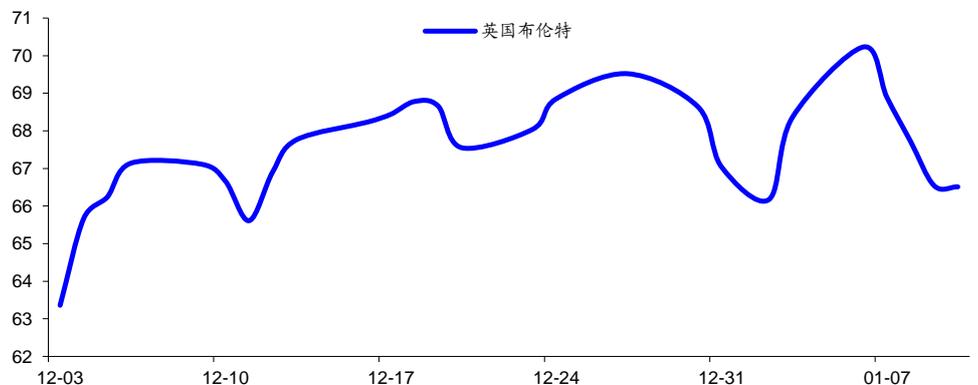
图 1	原油价格 (美元/桶)	4
图 2	中东原油日产量占全球比重 (%)	4
图 3	2018 年中东各国家原油日产量占比 (%)	4
图 4	国际原油平均价格 (美元/桶)	5
图 5	原油价格与美国 CPI 同比 (%)	6
图 6	原油价格与中国 PPI 同比 (%)	6
图 7	供需平衡差异 (百万桶/天) 与原油价格 (美元/桶)	6
图 8	原油供给量同比 (%)	7
图 9	全球制造业 PMI 和原油需求量同比 (%)	7
图 10	EIA 关于原油供需的预测	7
图 11	伊朗的原油产量和原油出口在全球的占比 (%)	8
图 12	英国布伦特原油价格及预测 (美元/桶)	8
图 13	美联储基准利率 (%)	9
图 14	美国 ISM 和 Markit 制造业 PMI (%)	9
图 15	M1 与 PPI 同比 (%)	9
图 16	交通工具用燃料 CPI 同比和油价同比 (%)	10
图 17	水电燃料 CPI 同比和油价同比 (%)	10
图 18	非食品 CPI 同比各分项拉动幅度 (%)	10
图 19	CPI 同比及预测 (%)	11

1. 美伊冲突爆发，油价波动加剧

1月以来，美国伊朗冲突不断，中东局势一波三折。1月3日，美军空袭伊拉克巴格达机场，致使伊朗苏莱曼尼少将丧生，美伊冲突拉开序幕。隔天，美军驻伊拉克军事基地遭到小规模袭击，随后美国和伊朗都称已锁定对方多个潜在打击目标。1月6日，伊朗政府宣布将不再遵守对离心机数量的限制，中止履行伊核协议，8日伊朗向美军驻伊拉克空军基地发射导弹，作为报复方式。随后特朗普发表讲话称袭击未造成美方人员伤亡，同时强调限制伊朗的核野心并将对伊朗实施新的经济制裁，但也提及美伊有就共同利益合作的可能。10日美国正式宣布对伊朗进行新一轮制裁。

由于局势动荡，国际油价短期内先涨后跌。美伊冲突爆发突然，市场初期以为局势会进一步恶化，英国布伦特原油价格从1月2日66.2美元/桶迅速上涨至1月3日68.4美元/桶，并且1月6日持续上涨至70.2美元/桶。但随后美国和伊朗后续应对措施都相对克制，市场对美伊冲突进一步升级的预期逐步降低，英国布伦特原油价格也从1月7日开始下跌，截至1月10日价格回落至66.5美元/桶。

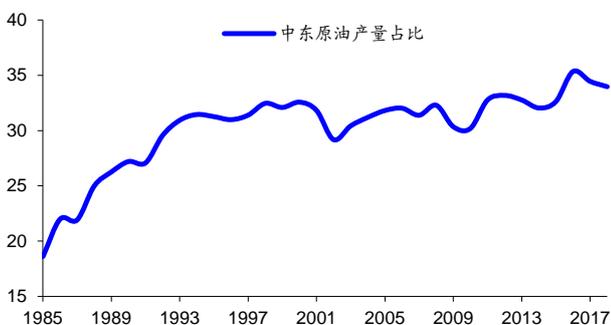
图1 原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，海通证券研究所

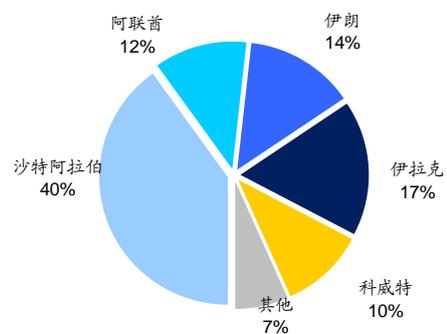
中东是重要产油地区，局势动荡会带来原油供给缩减的预期，并导致油价上涨。美伊冲突之所以会引发油价上涨主要原因在于中东是重要产油地区，其产量占全球总产量的比例逐年上升，2018年已经上升至34%。就中东各个国家具体来看，2018年沙特阿拉伯原油产量位居中东各国首位，占中东产量的比重达到40%。而本次冲突涉及的伊拉克和伊朗在中东的原油产量位居第二和第三，分别占比达到17%和14%。美伊冲突如果升级，伊拉克和伊朗的原油生产都会受到影响，而中东其他国家也会受到波及。因此，冲突爆发初期，市场对未来原油供给的缩减预期导致油价出现短期上涨。

图2 中东原油日产量占全球比重（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 2018年中东各国家原油日产量占比（%）



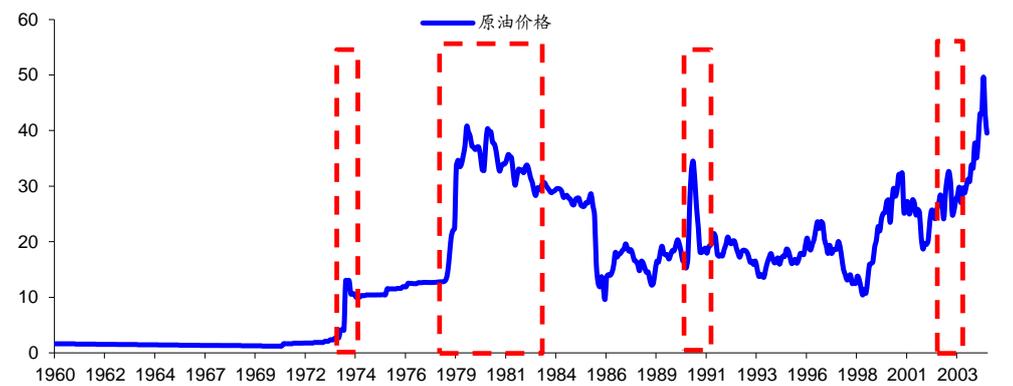
资料来源：Wind，海通证券研究所

历史上中东局势出现大的动荡确实会带来油价的大规模上涨，其中第一次石油危机和第二次石油危机导致油价涨幅均超过200%。1973年10月爆发中东第四次战争，埃

及、叙利亚对以色列发动攻击。随着冲突升级，阿拉伯产油国对支持以色列的西方国家实行石油禁运，中东原油供给急剧减少导致国际油价从 1973 年 9 月 2.7 美元/桶大幅飙升至 1974 年 1 月 13 美元/桶，累计涨幅达到 381.5%。1978 年底，伊朗巴列维王朝被推翻，伊朗连续多月停止输出石油，原油产量同比也大幅下滑至 1979 年的 -39.6%。1978 年伊朗原油产量占全球产量的比重达到 9%，伊朗的局势动荡导致全球原油供需失衡并将国际油价从 1978 年 10 月 12.9 美元/桶推升至 1979 年 11 月 40.8 美元/桶，累计涨幅为 217.1%。随后 1980 年 9 月伊拉克空袭伊朗，两伊战争爆发导致两国石油产量均出现大幅收缩，使得油价在 1980-1984 都处于较高水平。

而 90 年代以来爆发的海湾战争和伊拉克战争也导致油价短期飙升，但涨幅有所减弱，随后油价也均出现回落。1990 年 8 月伊拉克入侵科威特，海湾战争爆发，在多次谈判无果后，1991 年初以美国为首的多国与伊拉克爆发大规模武装冲突。海湾战争使得伊拉克和科威特原油产量同比在 1991 年分别下滑至 -86.6% 和 -78.4%，但供给收缩的预期已经事先反映在国际油价上，1990 年 7 月-10 月间油价从 17.2 美元/桶攀升至 34.5 美元/桶，累计涨幅超过 100%。1991 年 2 月海湾战争结束，油价从高位回落至 18.1 美元/桶，仅略高于战争发生之前的水平。而伊拉克战争时期，油价的反应更为超前。2002 年下半年美国与伊拉克关系就已经明显交恶，国际油价在年末就开始出现上涨，2003 年 2 月已经升至 32.9 美元/桶，累计涨幅为 23.7%。到 2003 年 3 月伊拉克战争真正开始后，油价反而因为战事马上结束的乐观预期而开始回落。

图4 国际原油平均价格（美元/桶）

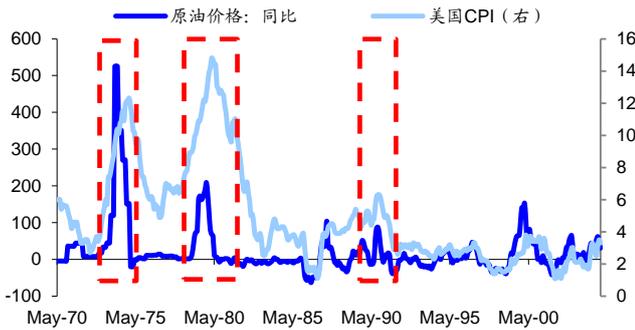


资料来源：Wind，海通证券研究所

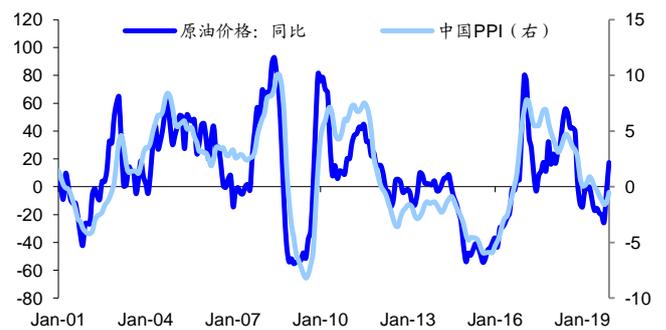
作为工业最重要的原材料之一，原油价格与生产密切相关，油价上涨往往会导致通胀明显攀升。1973 年、1978 年和 1990 年三次石油危机的爆发都引发了美国高通胀。具体来说，第一次石油危机期间，美国 CPI 从 1973 年 9 月 7.4% 大幅上涨至 1974 年 1 月 12.3%，并且 1974-1975 年间连续 15 个月 CPI 同比突破 10%。第二次石油危机期间，美国 CPI 同比再次于 1978 年 10 月 8.9% 上升至 1980 年 3 月的 14.8%，创下历史新高。而第三次石油危机期间，随着原油价格同比增速从 1990 年 7 月的 -2.8% 迅速飙升至 1990 年 10 月 87.3%，美国 CPI 也从 1990 年 7 月 4.8% 上升至 1990 年 10 月 6.3%。

而油价与我国 PPI 走势也密切相关。一方面，工业品价格中油气开采、燃料加工、化学制品等多个行业价格走势均与油价变化趋同；另一方面，21 世纪以来我国石油需求大幅增加，我国经济变化对油价的影响也越发重要。从历史情况来看，国际油价确实与我国 PPI 走势密切相关。2001-2003 年间，原油价格同比从 2001 年 11 月 -42.2% 大幅攀升至 2003 年 2 月 64.6%，PPI 同比也从 2002 年 1 月 -4.2% 上涨至 2003 年 3 月 4.6%。2015-2017 年间，原油价格同比从 2015 年 8 月 -54.3% 大幅上涨至 2017 年 1 月 80.0%，我国 PPI 随之从 2015 年 9 月 -6.0% 大幅上升至 2017 年 2 月 7.8%。

这次美伊冲突升级是否会影响未来油价走势？又会如何影响通胀？

图5 原油价格与美国 CPI 同比 (%)


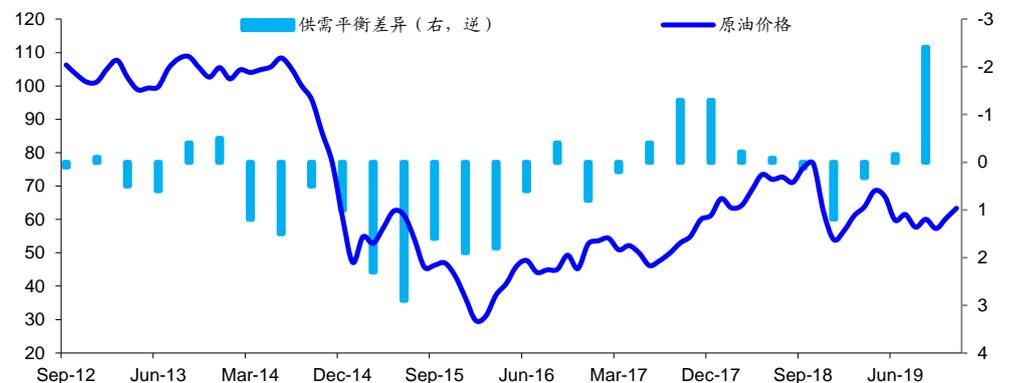
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 原油价格与中国 PPI 同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 未来油价如何演绎?

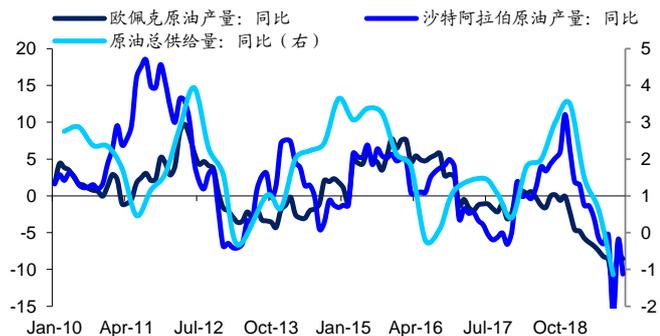
作为一种商品, 油价走势本质还是要回到原油供需关系上。当原油供给大于原油需求时, 油价下跌; 当原油需求大于原油供给时, 油价上涨。具体来看, 2015 年 2 季度原油供给比原油需求多 2.9 百万桶/天, 随后供需差异逐渐缩小变为供不应求, 2017 年 4 季度原油需求比供给多 1.3 百万桶/天。供需的变动带动油价从 2016 年 1 月 29.8 美元/桶持续上涨至 2018 年 5 月 73.4 美元/桶。而 19 年三季度原油供给出现了 2.4 百万桶/天的缺口, 这也是近期油价从 10 月 57.3 美元/桶上涨至 12 月 63.3 美元/桶的重要驱动因素。

图7 供需平衡差异 (百万桶/天) 与原油价格 (美元/桶)


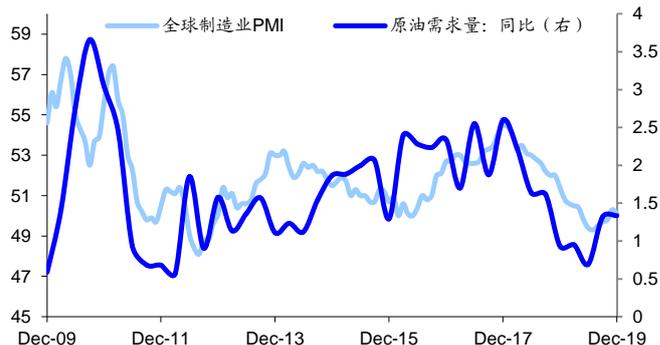
资料来源: Wind, 海通证券研究所

近期原油供需短期失衡是因为供给大幅萎缩。2019 年 9 月, 沙特阿拉伯境内石油设施遭到无人机袭击, 造成沙特境内石油生产能力大幅削减, 致使沙特原油产量同比增速从 2019 年 8 月 -5.3% 大幅下滑至 2019 年 9 月 -16.24%, 同期欧佩克原油产量同比也从 -8.7% 下降至 -12.4%, 进而带动原油总供给量同比增速从 2019 年 2 季度 0.6% 由正转负至 2019 年 3 季度 -1.2%。

而原油需求则随着全球制造业 PMI 的企稳有所回暖。受益于美联储货币宽松转向和中美贸易摩擦缓和, 全球制造业 PMI 从 2019 年 6 月的 49.4% 逐渐回升, 并于 11 月开始连续两月站上荣枯线以上。全球经济的边际回暖也带动原油总需求同比增速从 2019 年 2 季度 0.7% 上升至 2019 年 4 季度 1.3%。

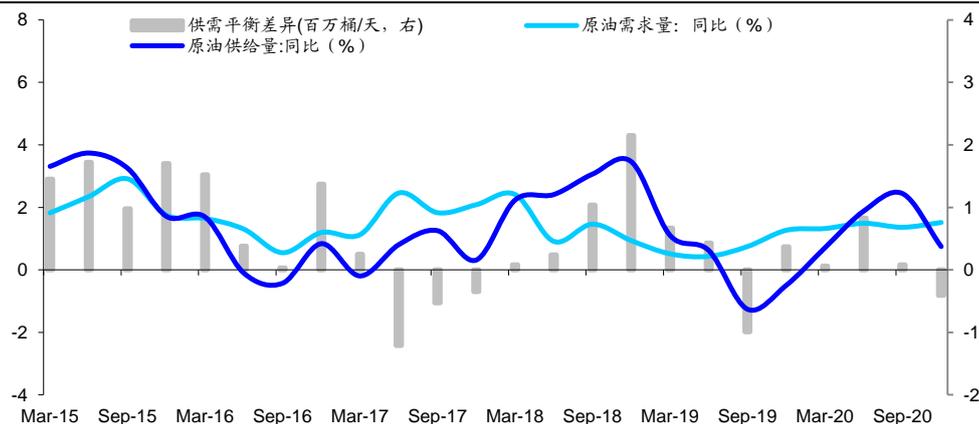
图8 原油供给量同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 全球制造业 PMI 和原油需求量同比 (%)


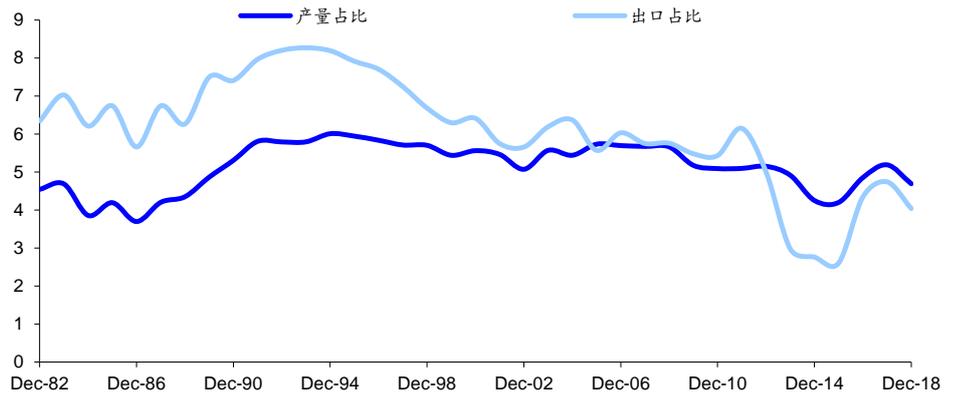
资料来源: Wind, 海通证券研究所

中性情况下, 20年原油总体供需基本平衡。需求方面, 今年全球经济进一步失速风险不大。主要发达国家中, 受益于19年美联储货币政策转向, 未来半年内美国经济支撑仍在, 趋势虽然放缓, 但衰退风险暂消; 而英国脱欧问题有望在今年尘埃落地, 欧洲内部和外部环境都会出现边际改善, 净出口对经济的拖累将减弱。根据 EIA 和 OPEC 的预测, 2020 年全球原油需求会小幅反弹, 好于 19 年的情况。供给方面, 若中东地区不出现明显动荡, 考虑 OPEC 与非 OPEC 达成的最新减产协议, 2020 年全年原油产量或是先降后逐步回升, EIA 预测全年供给与需求扩张相似。在原油需求和供给都出现边际好转的情况下, 2020 年全年原油将处于供需基本平衡的状态。

图10 EIA 关于原油供需的预测


资料来源: EIA, 海通证券研究所

但是近期美伊冲突为未来原油供给增添了不确定性。尽管目前伊朗原油产量和原油出口量在全球总供给的占比不高, 均不到 5%, 但目前全球原油供需处于紧平衡状态, 伊朗的原油产量短期难以由其他产油国弥补。而如果美伊局势进一步恶化, 我们认为中东整体原油供给都会受到影响。一方面, 伊朗对美国的报复行为将主要针对美国在中东地区的军事力量, 这会导致伊拉克境内出现局势动荡, 而伊拉克也是中东地区重要的产油国。另一方面, 如果冲突进一步升级, 伊朗也有可能对美国在中东的盟友进行袭击, 沙特首当其冲。此外, 如果伊朗短期封锁了霍尔木兹海峡, 将严重影响全球石油贸易运输, 也会带来原油供给的减少。

图11 伊朗的原油产量和原油出口在全球的占比 (%)


资料来源：OPEC，海通证券研究所

中性假设下，布油或维持在 60-75 美元/桶之间，但美伊冲突升级的话，布油或突破 100 美元/桶关口。前面已经提到，今年中性假设下原油供需都会出现小幅回暖，原油供需整体平衡。如果美伊冲突不进一步升级，我们认为全年布伦特原油价格或在 60-75 美元/桶之间，但短期扰动或加剧国际油价波动。而历史上三次石油危机导致油价分别上涨超过 300%、200%和 100%，如果以第三次石油危机的标准来衡量最坏的情况，那么美伊冲突全面升级或将导致布伦特原油价格短期突破 100 美元/桶的关口，但也不会维持太久。

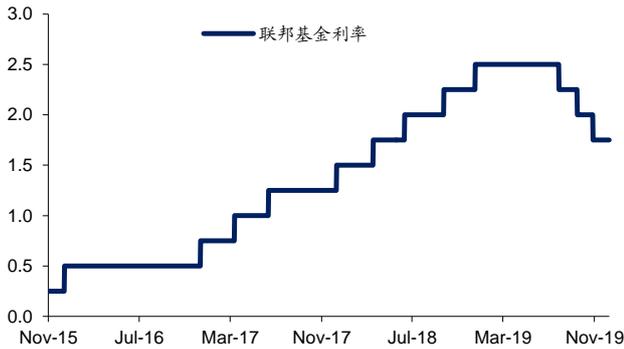
图12 英国布伦特原油价格及预测 (美元/桶)


资料来源：Wind，海通证券研究所预测

目前来看，美伊冲突进一步恶化概率较小。一方面，油价大涨不利于美国经济和股市，这是美国总统特朗普不想看到的。19 年美联储开启了连续三次的“保险式”降息，受此影响，美国经济出现边际改善，Markit 制造业 PMI 从去年 9 月开始持续回升，流动性宽松下美国股市也屡创新高。但是美联储降息的重要理由之一就是美国通胀一直比较疲软，而如果美伊冲突升温将导致油价大涨，进而带动美国通胀回升限制美联储的宽松空间，也会影响美国经济和股市。我们认为特朗普在此时对伊朗发难，部分是为了竞选提高民意的意图，如果冲突进一步恶化导致经济和股市出现问题，反而得不偿失。

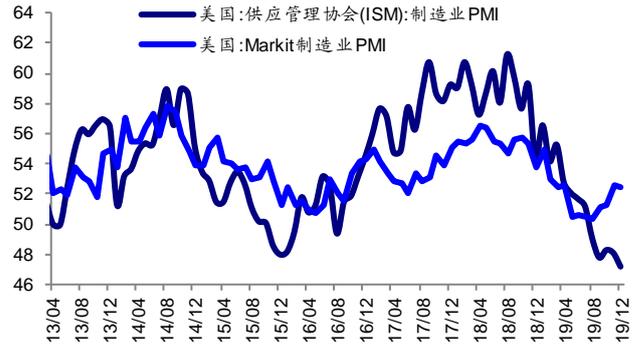
另一方面，18 年以来美国对伊朗的制裁导致其经济持续下滑，伊朗或也没有意愿扩大冲突。其实美伊冲突不是近期才爆发，18 年 5 月，美国总统特朗普宣布退出伊核协议，随后对伊朗进行经济制裁来施压。受制于美国的打压，伊朗经济出现下滑，伊朗也无意将冲突进一步升级。但是如果美伊关系不能缓和，我们认为今年中东地区还是会小冲突不断，这可能会加大今年油价的波动。

图13 美联储基准利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 美国 ISM 和 Markit 制造业 PMI (%)



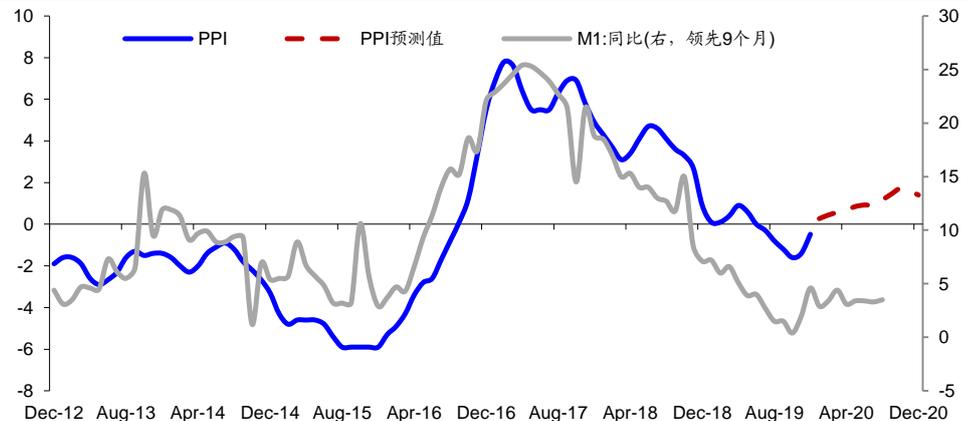
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

3. 全年通胀如何看?

关注油价是为了分析其对通胀的影响,那么今年全年通胀走势如何?我们首先来看看油价影响更大的 PPI。

全年 PPI 或将温和回升, 油价影响不容忽视。PPI 走势其实与经济更为相关,而兵马未到粮草先行,经济反弹之前往往需要看到信贷好转。19 年初社会融资增速和 M1 同比增速均已触底反弹,11-12 月 PMI 连续两月站上荣枯线也反映经济出现短期改善。若今年经济出现好转,中性情况下 20 年 PPI 同比增速或将跟随经济好转温和回升。而如果美伊冲突导致油价短期达到 100 美元/桶,考虑到油价对 PPI 的拉动,PPI 同比增速短期或将提高 6 个百分点左右。

图15 M1 与 PPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

油价主要通过交通运输燃料和水电燃料价格影响 CPI。从历史数据来看,交通和通信分项下的交通运输燃料价格和居住分项下的水电燃料价格与油价走势基本一致,但变化幅度相对较小。2015 年 1 月油价同比跌幅达到 55.8%,交通运输燃料 CPI 和水电燃料 CPI 同比也分别下跌 18.3%和 2.0%。而 2017 年 7 月-2018 年 6 月,油价同比增速从 8%上升至 60.1%,同时期交通运输燃料 CPI 同比从 1.2%上升至 17.8%。考虑到交通运输燃料和水电燃料分项在非食品 CPI 中的权重和油价变化幅度传导的减弱,我们测算油价同比上升 1 个百分点,将导致非食品 CPI 上升 0.014 个百分点左右。

图16 交通工具用燃料 CPI 同比和油价同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

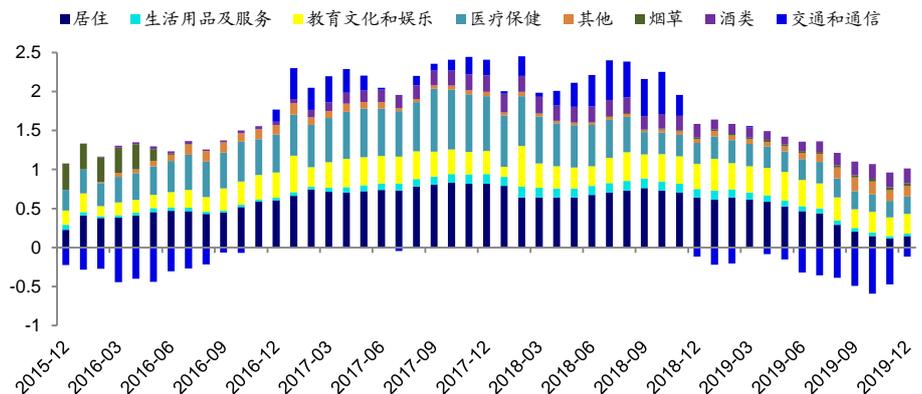
图17 水电燃料 CPI 同比和油价同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

19 年非食品 CPI 主要受油价拖累而走弱, 今年或将跟随 PPI 小幅反弹。19 年通胀一直呈现食品强而非食品弱的格局, 食品 CPI 走强与猪价大涨相关, 而非食品 CPI 走弱其实就是受到油价的拖累。19 年 4 月-10 月非食品 CPI 同比从 1.7% 下降至 0.9%, 而受到油价拖累影响, 同时期交通通信和居住分项 CPI 同比也分别从 -0.5% 和 1.8% 下降至 -3.5% 和 0.5%, 贡献了非食品 CPI 大部分跌幅。前面已经提到, 中性条件下, 若经济出现好转将带动 PPI 回升, 非食品 CPI 或将跟随 PPI 小幅反弹。我们预计非食品 CPI 全年中枢或在 1.6% 左右, 好于 19 年 1.4% 的均值水平。但是如果美伊冲突进一步升级, 假设油价短期达到 100 美元/桶, 或将导致短期非食品 CPI 相比于中性条件下上升 0.8 个百分点左右。

图18 非食品 CPI 同比各分项拉动幅度 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

生猪生产恢复, 未来猪价或将回调并带动食品 CPI 回落。19 年 11 月生猪存栏和能繁母猪存栏均双双回升, 而根据农业农村部 1 月 8 日的最新消息, 19 年 12 月全国能繁母猪存栏环比增长 2.2%, 连续 3 个月环比增长, 这意味着生猪生产在有序恢复。考虑到存栏到出栏的时滞, 2020 年下半年猪价有望见顶回落, 并带动食品 CPI 持续下降。值得注意的是, 去年猪价从 8 月开始加速上涨, 高基数效应下, 今年猪价同比和食品 CPI 同比或在 8 月-10 月加速回落。

今年 CPI 将呈现食品回落而非食品小幅回升的格局。今年春节在 1 月末, 预计短期内食品和服务价格都存在上行压力, 考虑春节错位, 1 月或是全年高点。全年来看, 生猪生产出现恢复, 未来猪价回调将带动食品 CPI 逐步回落。而经济出现企稳迹象, 非食品价格或将跟随经济好转小幅回升。1 月高点过后, CPI 有望逐步落回至温和区间, 并于下半年降至 3% 以内。而如果美伊冲突进一步升级, 假设油价短期达到 100 美元/桶, 考虑到油价对非食品 CPI 的影响和油价上涨对食品运输成本的拉动, CPI 同比在短期有可能跳升 0.6 个百分点左右。但是就算美伊局势进一步恶化, 油价可能也只是短期冲高, 并不会对全年通胀走势造成太大改变。

图19 CPI 同比及预测 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
宋潇 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

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

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

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜璐璐(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 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
郑景毅 zjy12711@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@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 李杰(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 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 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 罗江(010)56760091 lj12399@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 zxx12156@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 张恒暄 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 lj12245@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

蔡轶清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金奎(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com