为什么经济 L 型企稳，哪些改革值得期待？——从债务视角理解中国经济

投资要点:

- **加杠杆一波三折。**过去十年，在社融增速的引领下，经济增速经历了三起三落。社融起伏的背后，是企业、政府和居民三个实体部门依次加杠杆。第一次是 09、10 年企业部门加杠杆，制造业投资增速激增至 30%以上，但代价是企业负债高企、产能过剩。第二次是 12、13 年政府部门加杠杆，银行通过表外给政府融资平台的非标项目融资，基建投资增速跳升至 25%，但代价是政府债务率攀升、隐性债务形成。第三次是 15-17 年居民部门加杠杆，居民举债买房令地产销售井喷，房价超预期大涨，代价是居民部门举债能力接近上限，消费出现下滑。经过过去十年三次加杠杆，我国总债务率已达 260%的历史顶峰。

- **稳杠杆左右腾挪。**供给侧结构性改革是过去 5 年的政策主线，对三大实体部门的债务结构产生了重要影响。企业部门中，去产能收缩供给，去库存拉动需求，带动工业盈利改善，上游国企盈利大幅改善，并主动降杠杆；但中下游民企因成本攀升而利润率承压，并因去杠杆带来的信用收缩而被动加杠杆。居民部门中，一二线房价大涨，房价收入比大幅上升，令一二线居民债务负担较重，透支消费能力；三四线房价涨幅温和，加之棚改货币化安置发力，三四线居民负债率较低，消费仍有潜力。政府部门中，地方政府举债受限，但中央政府债务率相对较低，且近几年来中国宏观税负持续上升，具备减税条件，而 17-19 年间减税降费目标也是逐年翻番。

- **不一样的弱复苏。**债务约束对货币政策、财政政策，以及稳增长的着力点，都产生了深远的影响。首先是货币政策，必须要兼顾“房住不炒”和“降低社会融资成本”，其结果是货币不再超发，以防止加杠杆卷土重来，以及改革贷款利率报价机制 LPR，来实现重点降低企业融资成本的“定向降息”。其次是财政政策，地方政府举债全面规范，使得积极财政重心从基建投资转向减税降费。而本轮稳增长的落脚点也从以往的刺激地产、基建投资，转向修复制造业投资和消费。因而政策传导相对漫长而平缓，经济难见“V”型强力反弹，而大概率是“L”型弱复苏。

- **改革红利仍可期。**在举债受限的大背景下，20 年政策的重心或在改革而非刺激。企业部门改革的方向是，国企提升效率、民企放松管制。19 年国资国企改革再度提速，核心是推动“管资本为主”，以实现国资保值增值。而营造公平竞争、打破垄断放松管制对于发展民企至关重要。政府部门改革的方向是，匹配中央和地方的财权与事权、提升转移支付效率、摆脱土地财政依赖等。消费税改革意义重大，不仅鼓励消费、也有望补充地方主体税种。居民部门改革的大方向是新型城镇化，目前 43.4%的户籍人口城镇化率和 59.6%的常住人口城镇化率之间仍有较大缺口，“取消重点群体落户限制”意味着城市户籍制度改革、农村土地制度改革均有望提速。而随着人口向大城市和都市圈集中，将带来生产效率的提升，以及住行和教育医疗等服务需求的增加。

相关研究

《经济低位企稳，20 年稳中向好——19 年 4 季度经济数据点评》2020.01.18

《美国百年历史轮回：市场也会失效，政府有效干预——收入分配系列之三》2020.01.15

《美伊冲突不断，如何影响通胀？》2020.01.13

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:ljl11087@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:应镓娴
Tel:(021)23219394
Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 加杠杆一波三折 5
2. 稳杠杆左右腾挪 8
3. 不一样的弱复苏 13
4. 改革红利仍可期 17

图目录

图 1 政府加社会融资总量余额增速、GDP 增速（%）.....5
图 2 制造业投资和工业增加值增速.....6
图 3 企业部门新增总融资（亿元）.....6
图 4 基建投资增速、工业增加值增速.....7
图 5 新增地方政府债、金融机构新增贷款总额（亿元）.....7
图 6 房地产投资增速、工业增加值增速（%）.....8
图 7 商品房销售金额、居民新增总贷款（亿元）.....8
图 8 5000 户工业企业销售成本设备利用水平（%）.....9
图 9 工业企业利润总额增速、PPI 增速（%）.....9
图 10 18 年规模以上工业企业分行业新增利润贡献率（%）.....10
图 11 16-18 年规模以上工业民企利润总额累计值（亿元）.....10
图 12 13-16 年国企、民企新增贷款（万亿）.....11
图 13 12-18 年一二三线城市房价收入比（倍）.....11
图 14 一线、二线、三四线及以下城市社消零售同比增速（%）.....12
图 15 历年减税降费目标（亿元）.....12
图 16 中国各类税负占比（%）.....13
图 17 中国地产销售、投资当季同比增速（%）.....13
图 18 中国 M2/GDP，非金融部门总负债/GDP.....14
图 19 1 年期 LPR、5 年期 LPR（%）.....14
图 20 历年基础设施投资增速（%）.....15
图 21 税收累计增速、GDP 名义增速（%）.....15
图 22 本轮经济、政策与以往存在较大差异.....16
图 23 工业企业利润增速、制造业投资增速（%）.....16
图 24 全国居民人均可支配收入增速、人均消费支出增速（%）.....17
图 25 混改和授权经营最终目的都是“管资本为主”.....18
图 26 激发活力三步走，改善民企三大表.....18
图 27 中央、地方财政收入比重（%）.....19
图 28 混改消费税改革的意义.....19
图 29 中央、地方在各项财政支出中的比重.....20
图 30 新型城镇化政策推进.....20

图 31　新型城镇化：不同规模层级城市协调发展 21
图 32　我国常住人口与户籍人口城镇化率水平（%）.....21

2019 年中国经济增速创下了近 29 年来的新低。2018 年 2 季度以来，中国 GDP 增速已经连续 7 个季度下滑或持平。站在当前时点上，市场最关心的问题莫过于：2020 年经济能否企稳？

1. 加杠杆一波三折

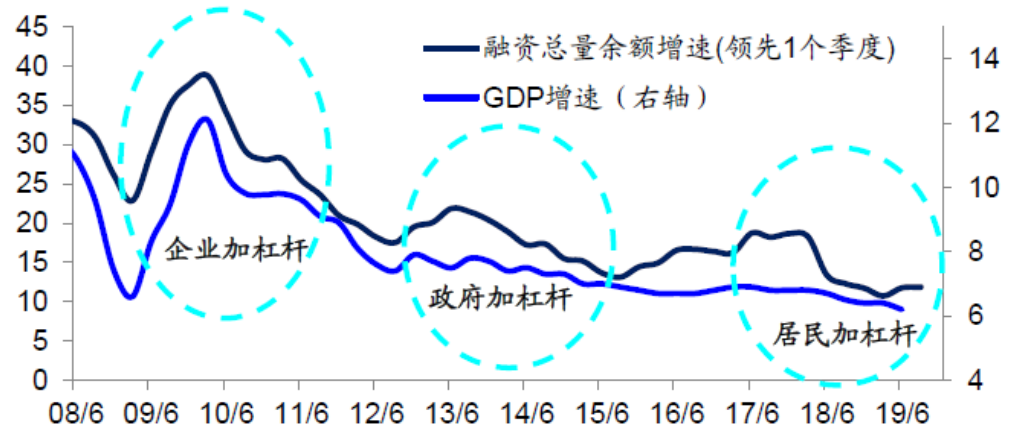
要回答这个问题，我们有必要理解当前经济面临的约束与潜力。

在我们看来，最大的约束来自于债务。我们经常说，中国经济是投资驱动的，而投资的另一面就是融资，融资扩张的潜力与约束将会决定投资，从而影响到经济增长，举债又是最常见的融资方式。

按照国际清算银行（BIS）的测算，截止 19 年 6 月底，中国宏观杠杆率已经达到 261.5%。回头看，09 年以前中国宏观杠杆率稳定在 150%以下，快速上升主要发生在过去十年。那么过去十年到底发生了什么呢？

我们将过去十年总结为：三次加杠杆。社会融资是宏观经济最重要的领先指标。从过去十年看，在社融增速的引领下，经济增速经历了三起三落。而社融增速起伏的背后，则是企业、政府和居民三个实体部门依次加杠杆。接下来我们对这三次加杠杆的过程和影响做一个回顾。

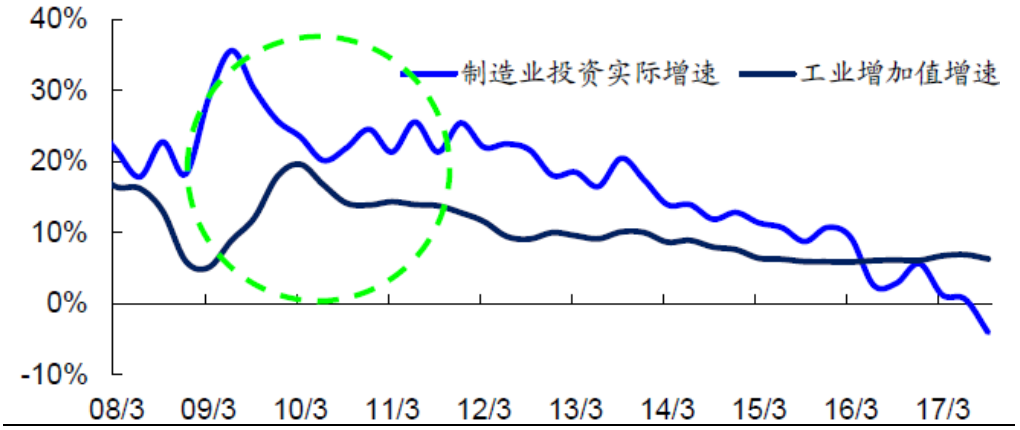
图1 政府加社会融资总量余额增速、GDP 增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

第一次是 09、10 年企业部门加杠杆。4 万亿刺激出台，拉升经济，也带来了蓬勃的资本市场，想必大家印象深刻，其具体过程我们不在此展开。总结来说，当时主要是中国的企业部门出来借钱。从结果来看，09 年的制造业投资实际增速激增至 30%以上，并带动了经济在 09、10 年短期回升。然而好景不长，11 年以后产能过剩使得制造业投资实际增速持续下滑，并导致了经济的再次下滑。

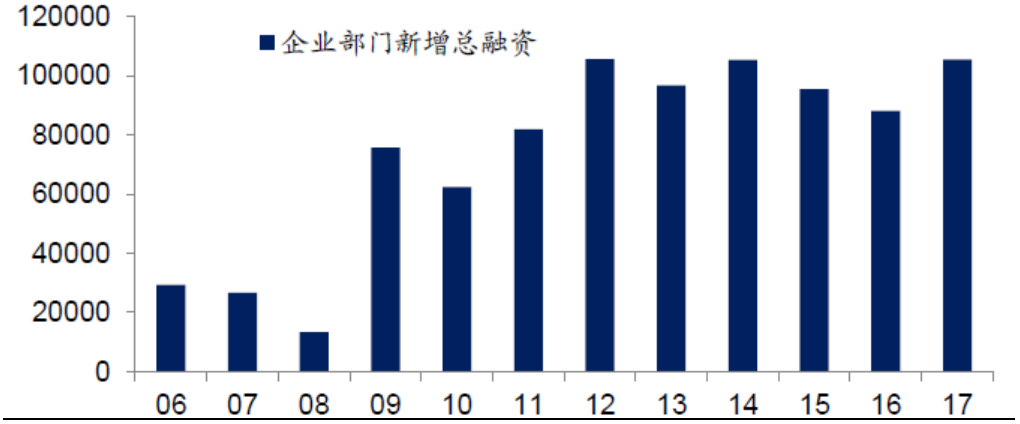
图2 制造业投资和工业增加值增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

这一次加杠杆的代价是，企业部门出现了负债高企、产能过剩等问题。08 年以前，中国企业部门平均每年新增总融资仅为 2 万亿，到了 09 年以后激增至 7 万亿，12 年以后上升到 10 万亿，此后基本稳定在这一水平。其中，债务负担较重的主要是国有企业，规模以上工业国企的资产负债率从 07 年的 56.5%攀升至 13 年的 62.3%，而同期民企资产负债率则从 58.4%下降至 54.0%。在债务高企、产能过剩的背景下，投资扩张受限，企业部门制造业投资增速从 11 年的 31.8%，持续下滑至 16 年的 4.2%。

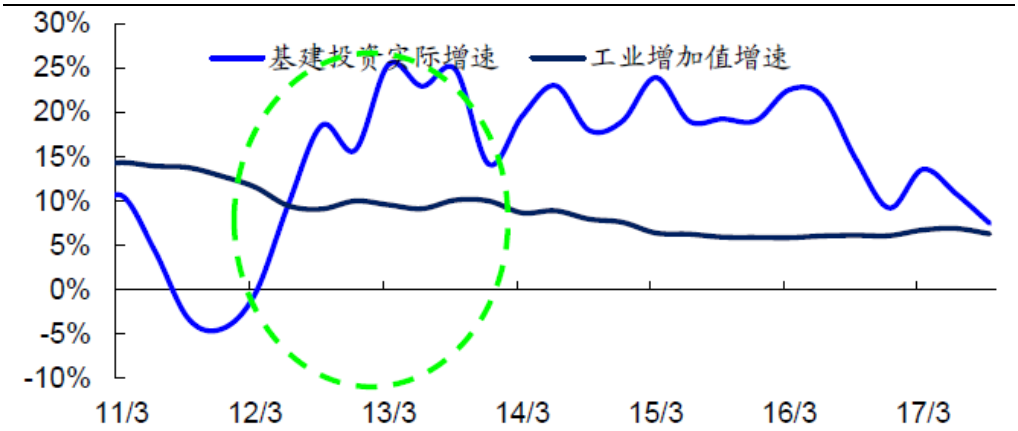
图3 企业部门新增总融资（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

第二次是 12、13 年政府部门举债。到了 12、13 年，非标融资开始兴盛，信托贷款增速从 12 年初的 18%上升到了 13 年中期的 100%以上，并带动了社会融资总量增速的反弹。而当年的信托贷款，主要是银行通过表外给政府融资平台的非标项目融资，而政府基建投资增速从 12 年初的-0.5%上升到 13 年中期的 25%，是 12、13 年经济短期企稳的重要动力。但是同样好景不长，13 年下半年政府开始整治非标融资，14 年以后的经济开始重新下滑。

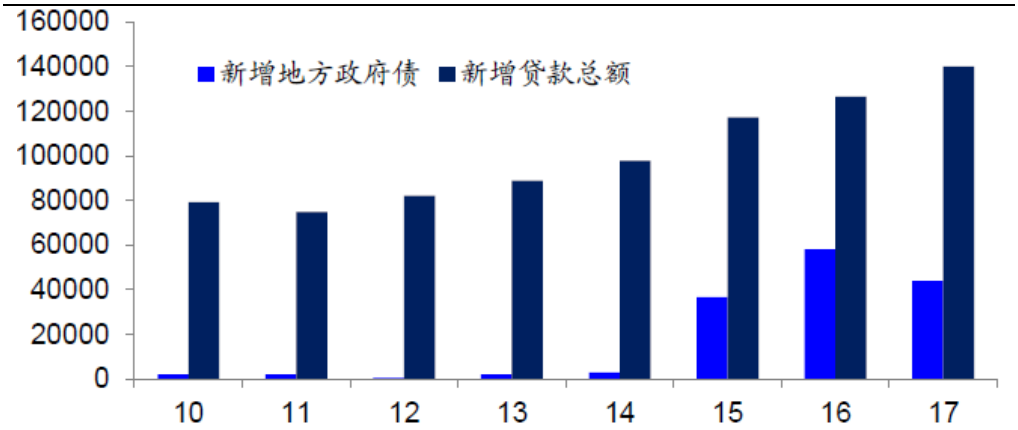
图4 基建投资增速、工业增加值增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

这一次加杠杆的代价是，政府部门出现了债务率攀升、隐性债务等问题。从 08 年开始，中国政府的债务率出现了持续的上升，从 14%激增至 50%以上。最初的上升靠的是不规范的融资平台贷款，12 年以后的上升靠的是融资平台信托贷款、城投债券等，而在 14 年政府债务审计之后，15 年推出的 3 年 13 万亿的债务置换计划又让政府合规地再加了一次较大的杠杆。而在 15-17 年，融资平台仍靠地方政府信用支持进行融资，一些不规范的政府购买、PPP 等融资的偿还仍要依靠财政资金，地方政府“隐性债务”由此形成。我们估算 17 年地方政府隐性债务高达 30.6 万亿元。

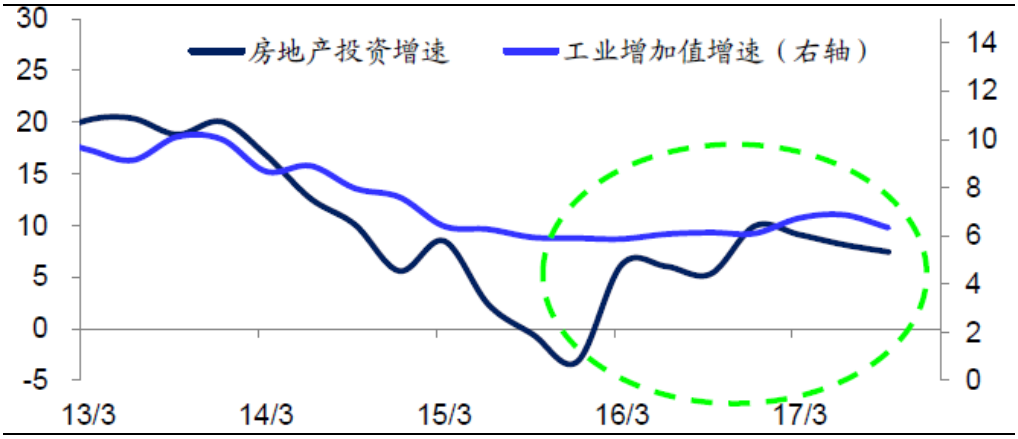
图5 新增地方政府债、金融机构新增贷款总额（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

第三次是 15-17 年居民部门举债。这一次加杠杆带给大家的感受可以说是“刻骨铭心”。11 年以后中国的人口结构已经出现拐点，但 15、16 年一线和重点二线城市房价超预期上涨，16、17 年中国地产销量又连续两年井喷，与人口结构和城市化率等基本面无关，来自于全民举债买房。得益于地产销售大幅走强，地产投资增速也由负转正，成为经济企稳的主要贡献者。但随着货币、信贷持续收紧，经济也在 18 年中再次迎来下滑。

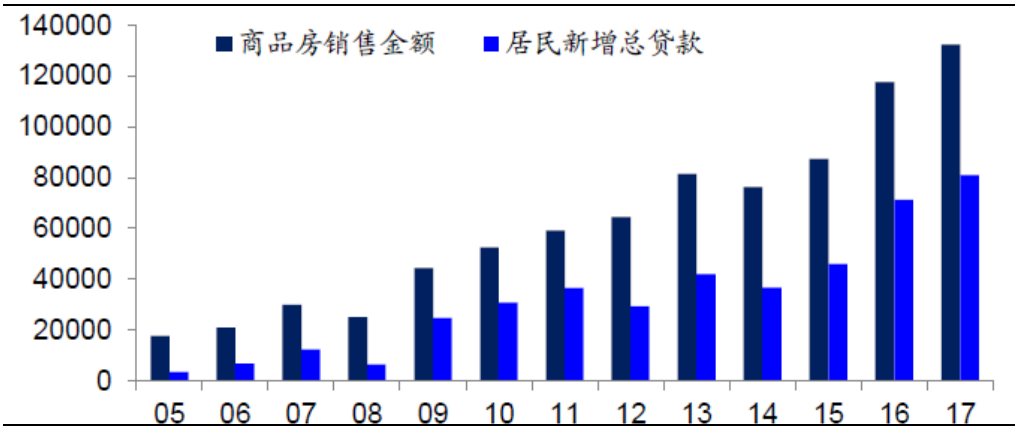
图6 房地产投资增速、工业增加值增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

这一轮加杠杆的代价是，居民部门举债能力接近上限。15 年时居民部门年度新增负债 4.6 万亿，到 16 年上升到 7.1 万亿，到 17 年已达 8 万亿。居民加杠杆的速度异常之快，14 年以前，居民房贷占住宅商品房销售额的比重基本稳定在 30%以下，但 15、16 年迅速上升至 36.6%、50.1%。边际杠杆率的快速上升使得债务收入持续走高。目前居民部门债务占居民可支配收入的比重已经超过 90%，和美国、日本的水平相当，意味着居民部门举债能力已经接近上限。

图7 商品房销售金额、居民新增总贷款（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

总结来说，过去十年，我们是三轮大举债、三轮加杠杆。经过我们的企业、政府和居民的轮番加杠杆，经济保持了中高速增长。每一次融资增速上升经济就往上走，融资增速下降经济就开始往下走。但是经过 10 年的举债之后，我们的总债务率达到了历史顶峰，目前已接近美国次贷危机爆发以前的水平，这意味着我们达到了长期债务周期的顶峰，不得不考虑换一种方式来发展。

2. 稳杠杆左右腾挪

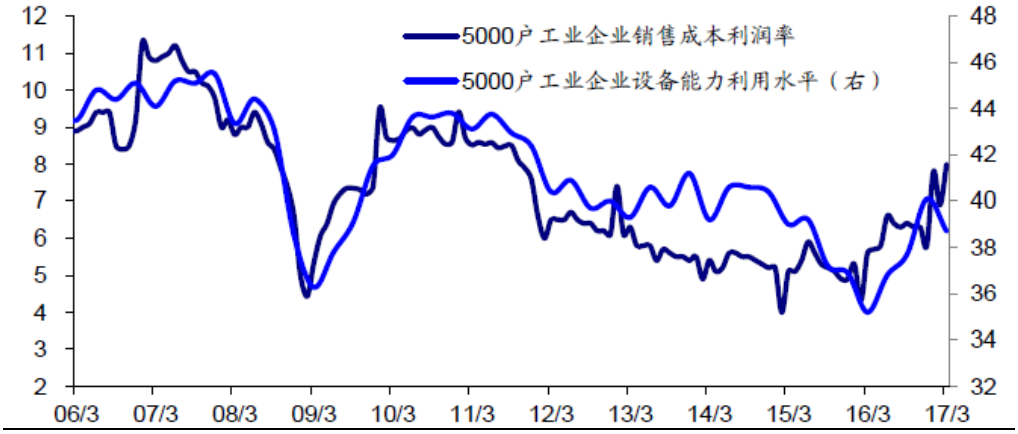
供给侧结构性改革在 15 年底拉开大幕，作为过去 5 年的政策主线，不仅主导了经济的起伏，对三大实体部门的资产负债同样产生了深远的影响。下面我们分部门展开分析。

首先是企业部门：国企主动降杠杆，民企被动加杠杆

从加杠杆到产能过剩。2010 年以后，中国工业企业部门整体面临较为严重的产能过剩的问题，产能利用率也随之快速下行。央行公布的 5000 户工业企业设备能力利用水

平指数也从 10 年 4 季度 43.8%的高点探底至 16 年 1 季度的 35.2%。供需关系的恶化也使得销售利润率同步下滑，并最终导致盈利增长低迷。

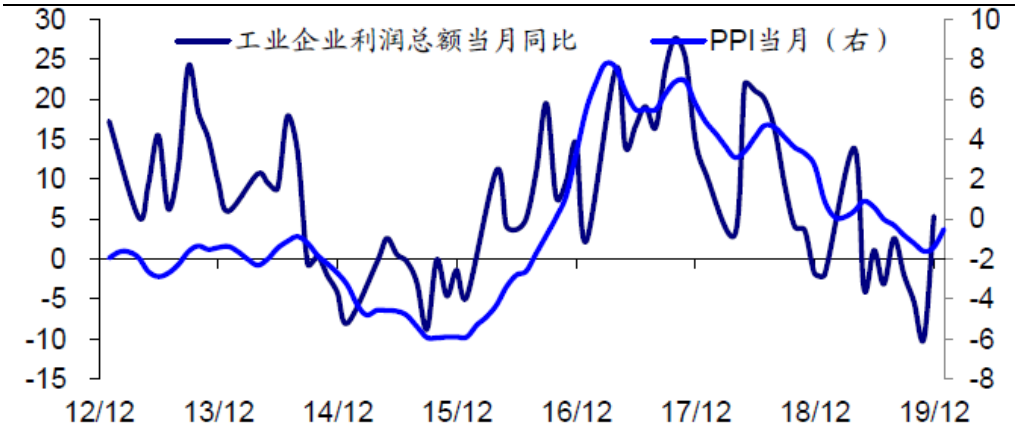
图8 5000 户工业企业销售成本设备利用水平（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

从去产能、去库存到盈利改善。16、17 年去产能、去库存相继发力，供给收缩叠加需求扩张，使得工业供需格局明显改善，同时也带来工业品价格明显上涨，两者共同驱动了工业企业利润回升。16、17、18 年规模以上工业企业利润增速分别为 8.5%、21%、10.3%，一扫 14、15 年的颓势。

图9 工业企业利润总额增速、PPI 增速（%）

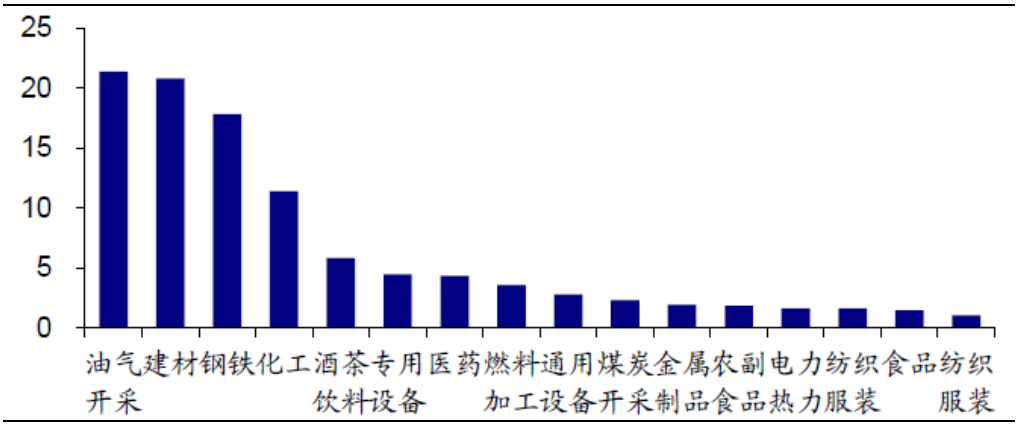


资料来源：Wind，海通证券研究所

国企：从盈利改善到资产负债表修复。但工业利润的增长却并不均衡。上游原材料类行业是去产能的主力，也是原材料价格上涨过程中最为受益的行业，各上游行业利润增幅与相关工业品价格涨幅高度相关。直至 18 年，钢铁、建材、化工、煤炭、石油开采等五大行业对工业利润增长的贡献率仍接近 80%。

值得注意的是，上游行业中，国资占据绝对主导，因而国企受益较大。国有工业企业利润增速从 15 年的-21.9%回升转正至 16 年的 6.7%，17 年飙升至 45.1%。盈利改善使得国企具备条件去杠杆，资产负债率从 15 年的 61.9%持续下降至 18 年的 58.7%。

图10 18 年规模以上工业企业分行业新增利润贡献率（%）

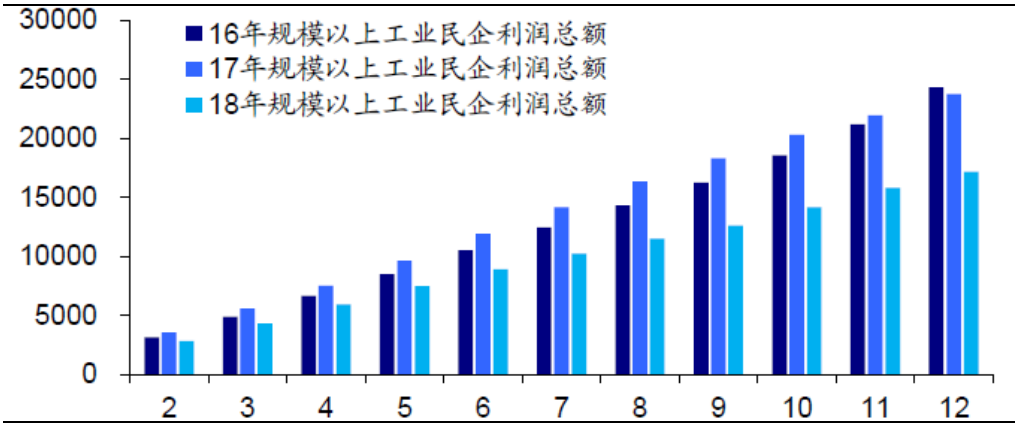


资料来源：Wind，海通证券研究所

民企："幸存者偏差"与利润率收缩。去产能对民营企业产生了两方面影响。一是大量产能落后、环保不达标的民企被关闭。比如规模以上工业企业中，私营企业 17、18 年利润增速分别为 11.7%、11.9%，似乎保持稳定。但实际上 16-18 年私营企业利润总额分别为 2.43 万亿、2.38 万亿、1.71 万亿，是逐年递减的。造成这一现象的原因在于，那些被关闭的民企不再被纳入工业企业的统计中，因而可比口径的样本不断被缩减。

二是民企主要集中在中下游行业，原材料价格上涨，对上游行业来说是收入上升，对中下游行业来说却是营业成本的上升。而去库存之后，房价和地价的大涨，也带来期间费用的上升。最终民企利润率明显收缩，盈利改善幅度较为有限。

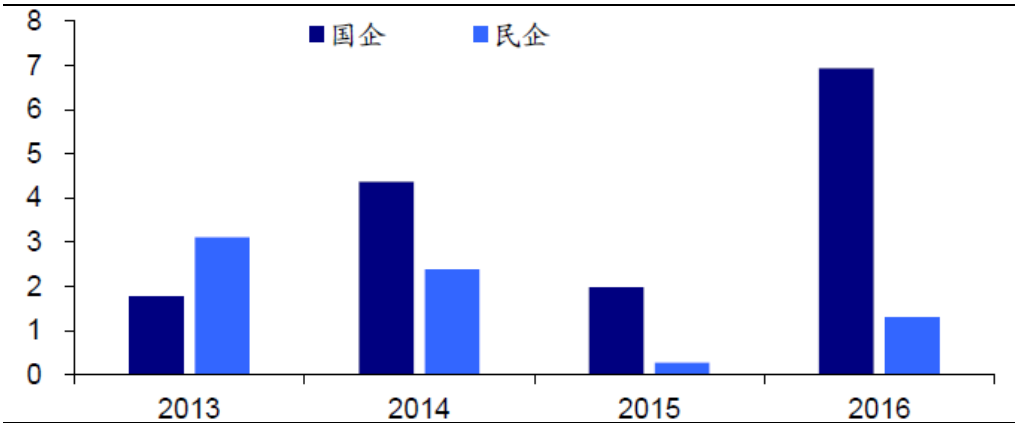
图11 16-18 年规模以上工业民企利润总额累计值（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

民企：信用收缩下的被动加杠杆。在过去几年，中国银行贷款结构的最大变化是从民企流向了国企。央行公布了截止 16 年的信贷投向结构数据，从增量信贷看，14 年后国企信贷狂飙猛进，民企信贷一路萎缩，16 年国企新增贷款 6.9 万亿、占比 78%，而民企新增贷款仅为 1.5 万亿，只占 17%。而根据中国财政科学研究院的统计，15-17 年间，国企平均融资规模从 7.15 亿元上升到 22.54 亿元，民企则从 5.99 亿元下降到 4.6 亿元。在"国企融资既容易、又便宜，而民企融资又难又贵"的背景下，去杠杆带来的信用紧缩，使得民企被迫加杠杆，民营工业企业资产负债率从 16 年的 50.7%回升至 18 年的 56.4%。

图12 13-16 年国企、民企新增贷款（万亿）

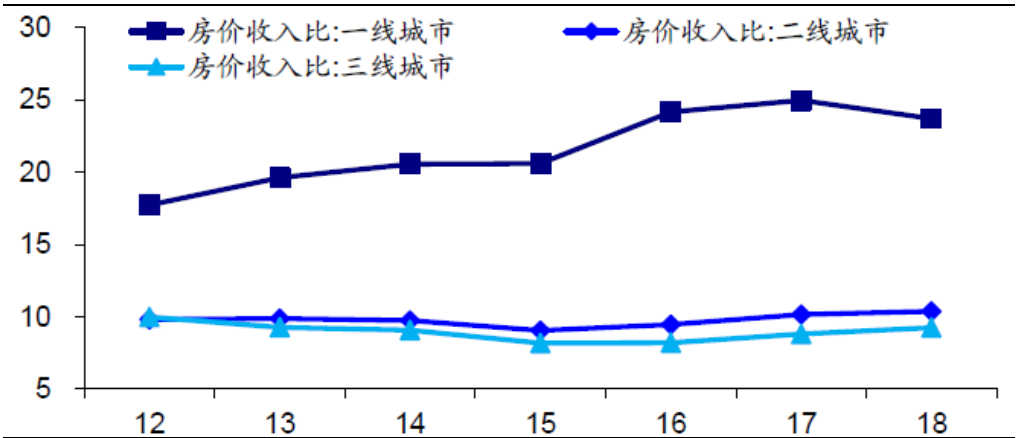


资料来源：Wind，海通证券研究所

其次是居民部门：一二线猛加杠杆，三四线仍有潜力

一二线居民：加杠杆购房，透支消费能力。15、16 年一二线城市房价大幅上涨，由于房价涨幅远超收入涨幅，居民的购房杠杆率、债务收入比均快速上升。其中债务负担较重的主要是一线和重点二线城市的居民，从房价收入比和消费的变化可以管中窥豹。4 个一线城市的房价收入比从 12 年的 17.7 倍迅速上升至 17 年的 25.0 倍。而 46 个二、三线城市的房价收入比直到 15、16 年都是小幅回落的，仅在 17、18 年小幅上升。巨额债务透支了居民消费能力，使得 17、18 年一二线城市消费增速普遍出现下滑。

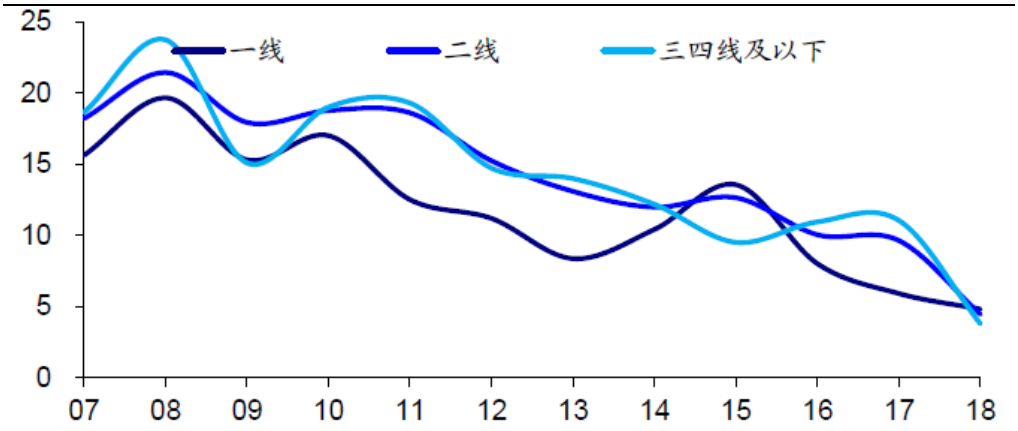
图13 12-18 年一二三线城市房价收入比（倍）



资料来源：Wind，海通证券研究所

三四线居民：货币化安置，仍有消费潜力。相比之下，三四线城市房价涨幅远不及一二线。并且得益于去库存政策发力，三四线城市居民购房受到棚改货币化安置支撑，货币化安置比例从 14 年的 10%持续上升至 17 年的 65%左右。因此，三四线城市居民负债率较低，其消费增速不降反升。而近几年“下沉市场”风光无限，也间接印证了低线级城市居民债务负担相对较轻，消费仍有潜力。

图14 一线、二线、三四线及以下城市社消零售同比增速（%）

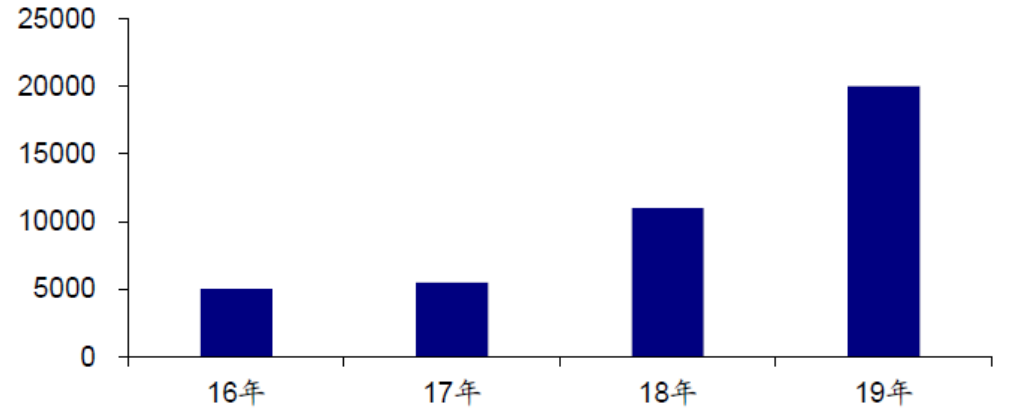


资料来源：Wind，海通证券研究所
注：一线为北上广深，二线为 31 个省会和计划单列市，其余为三四线及以下城市

最后是政府部门：中央让利减税，地方举债受限

如果说供给侧改革上半场的核心是去产能、去库存，中场是去杠杆，那么下半场的核心就是降成本、补短板。而广义的降成本不仅包含企业融资成本的下降，也包含减税降费。在 18 年政府工作报告中，供给侧结构性改革部分就强调，要深化“放管服”改革、进一步减轻企业税负、大幅降低企业非税负担等。17-19 年间，减税降费目标规模逐年翻番，从 17 年的 5500 亿元一路上升至 19 年的 2 万亿元。

图15 历年减税降费目标（亿元）

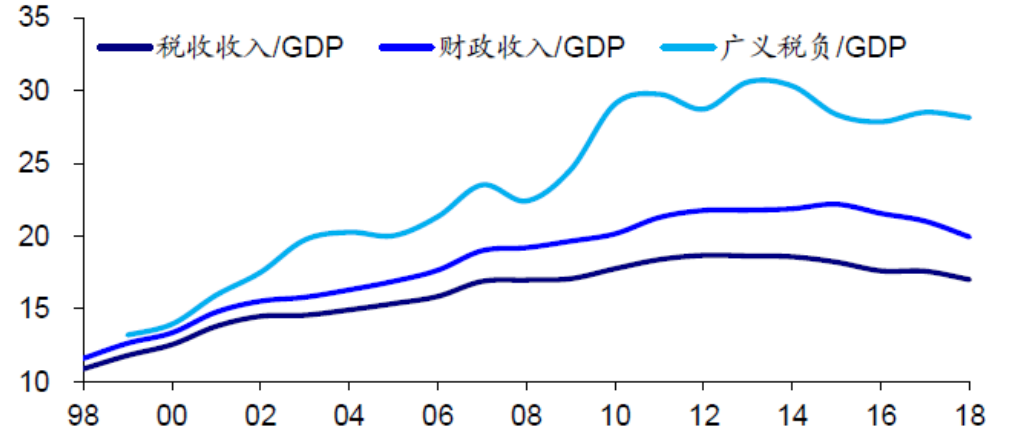


资料来源：Wind，海通证券研究所

一方面，私人部门亟待减税。企业部门中，国企资产负债表已逐渐修复，但随着原材料价格、租金、社保、出口关税等相继上升，中下游民企利润率明显偏低。居民部门中，一二线城市居民大幅举债，购买力透支使得消费增速超预期下滑。而无论是民营企业还是一二线居民，所面临的问题都是利润表受损，减税降费成为不二选择。

另一方面，政府具备减税条件。94 年分税制改革以来，财政收入、税收收入增速持续高于经济增速，导致宏观税负不断攀升。在 16 年全面实施营改增后，由于所有交易环节都需要提供发票信息，相当于税收监管大幅加强，导致税基大幅增加，税收增速再度高于经济增速。宏观税负的持续上升，不仅对企业、居民造成负担，也为减税降费奠定了基础。而在政府部门内部，虽然地方政府的债务率在 12、13 年显著上升，但中央政府的债务率仍处低位，具备加杠杆的空间。

图16 中国各类税负占比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

总结来说，供给侧结构性改革实施后，杠杆率总体趋稳，但出现了结构性的变化。企业部门中，国企盈利改善，也降低了杠杆率；但民企利润收缩，且被动加杠杆。居民部门中，一二线城市居民大幅加杠杆透支购买力，消费普遍低迷；三四线及以下城市居民负债相对较低，仍有消费潜力；政府部门中，地方政府举债受限；而不断攀升的宏观税负为中央政府主导减税提供了条件。

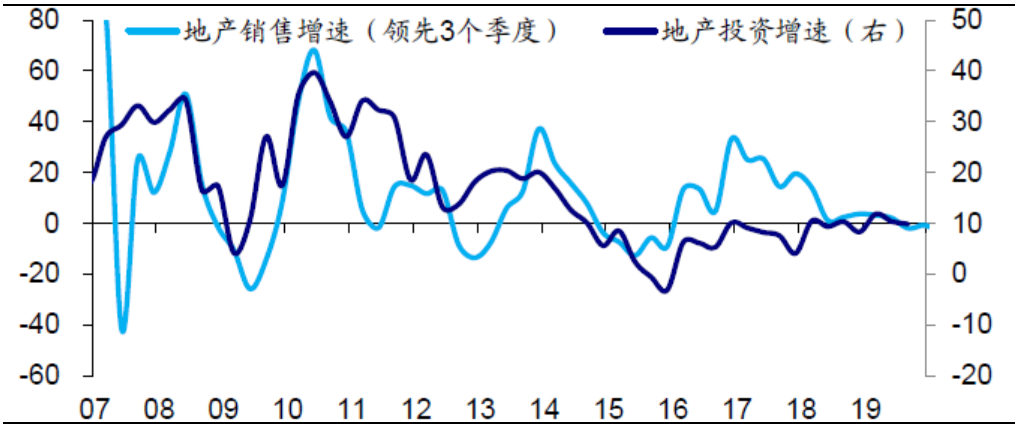
3. 不一样的弱复苏

从前面的分析不难看出，过去十年间，中国经济在负债端发生了翻天覆地的变化，主要体现为各主体举债融资受到不同程度的约束。在我们看来，债务约束对货币政策、财政政策，以及稳增长的着力点，都产生了深远的影响，与以往相比存在较大差异。

首先是货币政策，居民快速加杠杆、“房住不炒”决定了货币政策趋于稳健。

工业化时代，房地产投资拉动工业生产，因此也是稳增长的重要抓手。而地产投资资金来源一半以上来自销售回款，因此通过放松调控、货币放水来刺激地产销售，从而带动地产投资，成为以往屡试不爽的政策组合，既能够拉升工业投资，也不会影响到消费。但 16、17 年与以往相比最大的不同在于，房价超预期上涨。由于房地产本身具备投资属性，因此其价格不仅受供需影响，也受预期影响。过往经历使得“房价永远涨”的预期如此强烈，以至于居民部门加杠杆速度异常迅猛，短短两年间，居民部门举债就已接近上限，并导致居民消费超预期放缓。

图17 中国地产销售、投资当季同比增速（%）

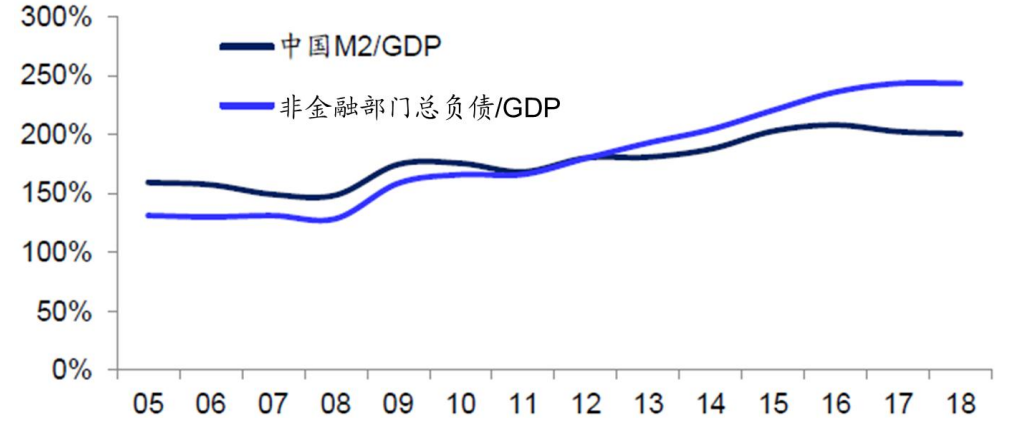


资料来源：Wind，海通证券研究所

如何修复居民部门资产负债表？首先得“止血”，即防止居民加杠杆卷土重来。一是

打消或修正“房价永远涨”的预期，我们看到 16 年底中央经济工作会议首次提出“房住不炒”，其目的正在于此。二是调控松紧适度，经济下行势必带来放松调控的压力，但必须避免形成一致预期，因而高层在提出“房住不炒”的同时，还强调“因城施策”，调控更为灵活，兼顾了稳经济和稳房价。三是不搞大水漫灌，货币不再超发是房价稳定的必要条件。

图18 中国 M2/GDP，非金融部门总负债/GDP

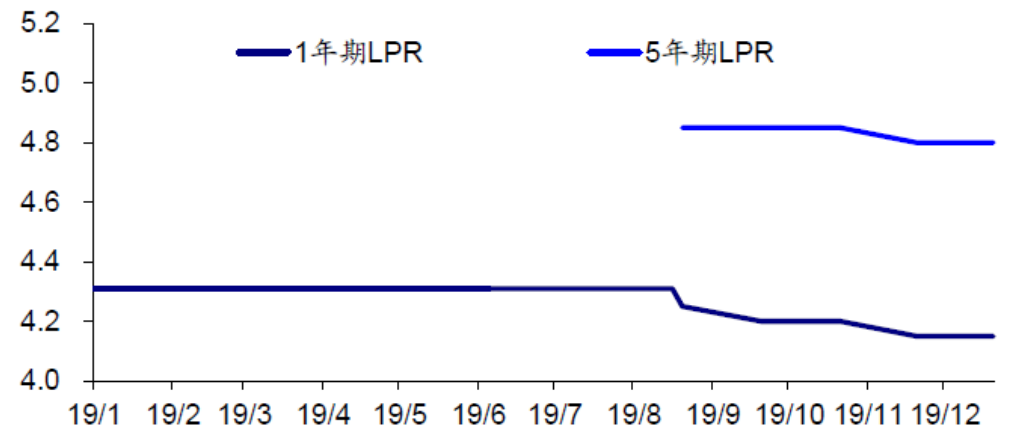


资料来源：Wind，海通证券研究所

“房住不炒”对货币政策产生了深远的影响。其含义在于，货币政策不仅需要关注经济增长和通货膨胀，还需要关注资产价格，需要兼顾“降低社会融资成本”和“房住不炒”，也即实施重点降低企业融资成本的“定向降息”。

我们看到，央行在 19 年 8 月改革贷款利率报价机制 LPR，其目的正是打破以往银行业的寡头垄断，通过引入中小银行参与竞争，有效降低企业贷款利率。而在 8、9 两个月，随着企业贷款利率挂钩的 1 年期 LPR 利率持续下调，企业中长期贷款增速也出现了回升。作为对比，与企业贷款利率相关的 1 年期 LPR 利率从 8 月中旬的 8.31%持续回落至 12 月中旬的 4.15%，而与居民房贷利率相关的 5 年期 LPR 利率直到 11 月才下降了 5bp。

图19 1 年期 LPR、5 年期 LPR（%）



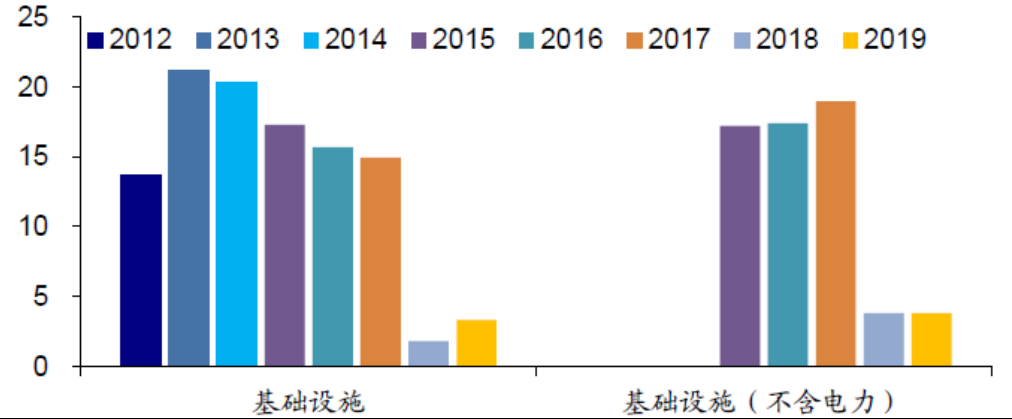
资料来源：Wind，海通证券研究所

其次是财政政策，地方政府举债受限，意味着基建仅是托底，积极财政重在减税降费。

以往基建投资是稳增长的另一重要抓手，13-17 年基建投资平均增速高达 18%。而地方政府是基建投资的主力。但在财权明显弱于事权、GDP 政绩考核制度的大背景下，地方政府普遍通过举债来实现基建投资高增长。而随着《资管新规》的落地，影子银行融资持续萎缩，政府举债全面规范，18 年新、旧口径下基建投资增速骤降至 3.8%、1.8%，19 年前 11 月也只是小幅回升到 4.0%和 3.5%。目前，各种政府不正规融资已被全面规范，加之地方政府债务率已经不低，指望地方政府再度大力加杠杆的空间非常有限，而

基建稳增长也是只托不举。

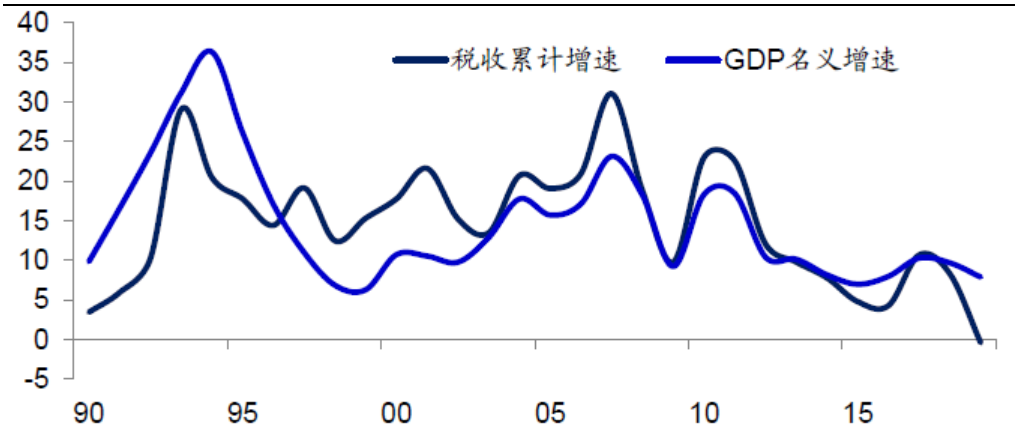
图20 历年基础设施投资增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

而政府举债全面规范，也对财政政策产生了深远的影响。当以往惯用的“扩大政府支出”式积极财政难以为继，积极财政政策的重心也逐渐转向“降低税收”。一方面，94 年以来，中国广义宏观税负持续上升，亟待减税为私人部门减轻压力。另一方面，当前企业部门（主要是民营企业）利润率偏低，居民部门购买力被透支，减税降费有望从资产端修复这两个部门的资产负债表，有效扩大总需求。19 年政府宣布减税降费 2 万亿，而根据财政部长刘昆在 19 年底的十三届全国人大第十五次会议上的讲话，19 年 1-10 月就已实现减税降费 1.97 万亿元，而全年减税降费数额将超过 2 万亿元。

图21 税收累计增速、GDP 名义增速（%）



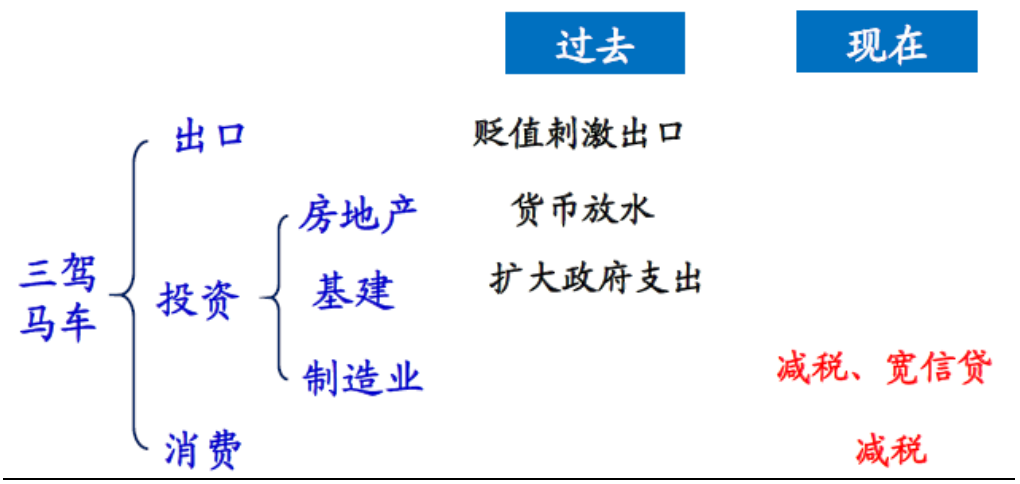
资料来源：Wind，海通证券研究所

而稳增长的抓手，也从刺激房地产投资和基建投资，转向了修复制造业投资、消费。

从需求端的三驾马车看，外需主要是出口，内需主要是投资和消费，而投资中占比最高的主要是制造业、基础设施和房地产。过去举债刺激投资的模式下，稳增长的主要抓手是房地产投资和基建投资，稳增长政策主要是货币放水和扩大政府支出，从政策放松到经济反弹，传导时间为 1-2 个季度左右，几乎是立竿见影，因而经济通常呈“V”型反弹。

但在居民、政府举债受限的背景下，本轮稳增长的主要抓手是制造业投资和居民消费。从政策力度来看，主要是在资产端“修表”而不是在负债端“扩表”，因而力度较以往更弱。从传导路径来看，一是降低企业增值税、改善企业盈利，从而提振制造业投资；二是降低居民所得税、改善居民收入，从而支撑居民消费。不过，不同于以往的“立竿见影”，从减税到制造业投资、消费的传导相对漫长而平缓。

图22 本轮经济、政策与以往存在较大差异



资料来源：海通证券研究所

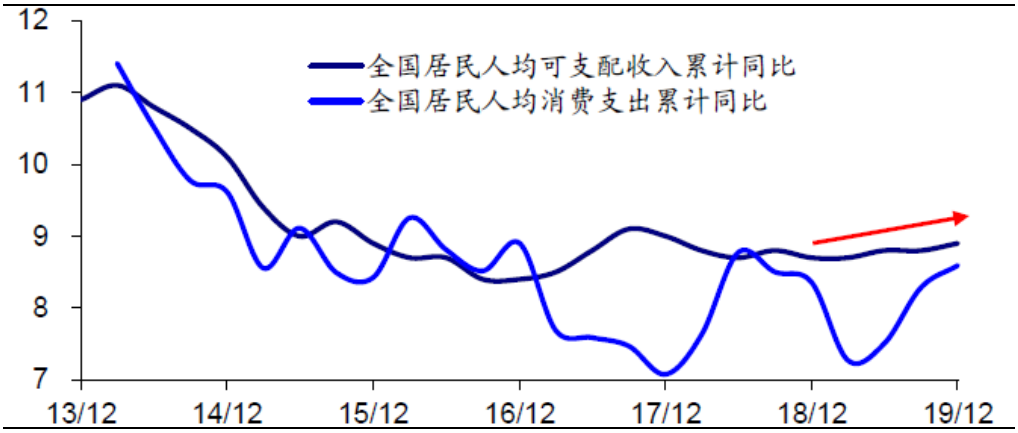
比如，从降低税率到企业盈利见底，从美国的经验看，一般需要 2-4 个季度，我们注意到，中国企业的国内增值税率正式下调始于 18 年 2 季度，而工业企业利润增速大致在 19 年 1 季度见底，传导时滞为 3 个季度。此外，从历史经验看，盈利见底到投资见底大致需要 1 年左右。而在经历了 2、3 季度漫长的筑底后，制造业投资增速也确实在 19 年底迎来回升。因此，从减税落地到制造业投资回升，传导时滞超过 1 年半，且较以往更为平缓。

图23 工业企业利润增速、制造业投资增速（%）

资料来源：Wind，海通证券研究所

再比如，从个税抵扣到居民可支配收入改善，再到消费支出回升的传导，同样缓慢，但确实在发生。本轮消费增速超预期下滑，一个重要的原因是居民加杠杆买房，导致可选消费明显走弱。但我们通常观察消费时所采用的社会消费品零售总额，仅包含实物消费，并未包含服务性消费，样本也不仅仅是居民部门，并不能很好的衡量减税对消费的影响。而从全口径的全国居民人均可支配收入增速看，从 18 年的 8.7%回升到了 19 年的 8.9%，人均消费支出增速也从 8.4%回升到了 8.6%。居民收入、消费增速双双回升，反映居民减税的效果开始兑现。

图24 全国居民人均可支配收入增速、人均消费支出增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

而这也是为什么一直以来，我们都在强调，本轮经济既不会出现失速下滑，也难以见到“V”型的强力反弹，而大概率是“L”型的弱复苏。

4. 改革红利仍可期

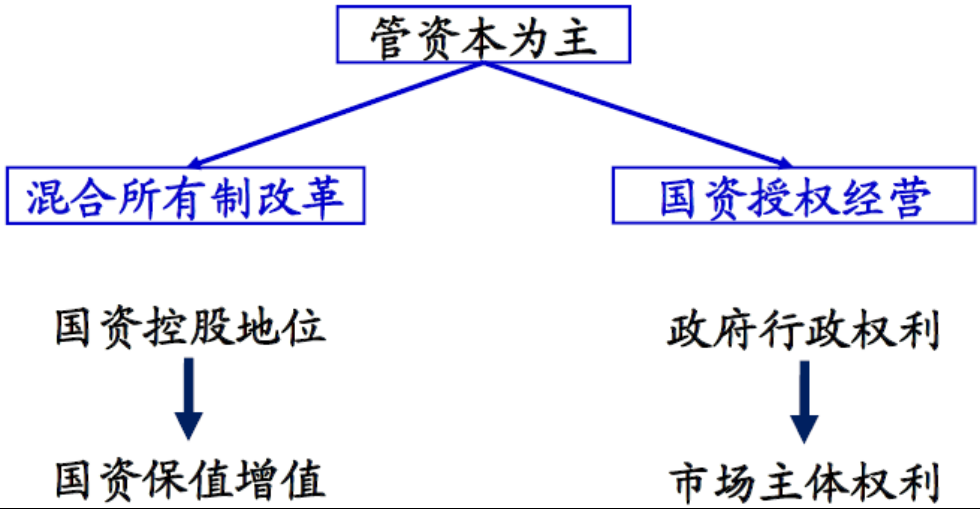
从中长期看，未来中国经济向上的动力来自何方？在我们看来，这取决于，哪个部门还具备资产负债表扩张的潜力。而在举债受限的大背景下，政府出台强力刺激政策概率并不大，我们预计 2020 年政策的重心在改革而非刺激。改革开放和创新驱动将打通资产负债表扩张的“任督二脉”，正如 19 年底中央经济工作会议所指出的，“要以创新驱动和改革开放为两个轮子，全面提高经济整体竞争力”。

企业部门：国企提升效率，民企放松管制

我们看到，19 年以来，国资国企改革再度吹响号角。4 月底国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》，6 月初国资委印发《国务院国资委授权放权清单（2019 版）》，进一步向管资本推进，加大对国有企业的授权力度。而到了 11 月初，国资委先后发布《中央企业混合所有制改革操作指引》和《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》。国务院国企改革领导小组也在 11 月初召开第三次会议，强调“未来三年是关键的历史阶段，要落实好国有企业改革顶层设计，抓紧研究制定国有企业改革三年行动方案，明确提出改革的目标、时间表、路线图。”

实际上，无论是国资授权经营、混合所有制改革，还是上市国企股权激励，落脚点都是“管资本为主”，最终目的都是实现国资的保值增值。其中，国资授权经营实现的是从政府行政权利到市场主体权利的转变，混合所有制改革实现的是从国资维持控股到国资保值增值的转变，而上市国企股权激励实现的是所有者缺位背景下国企经营效率的提升。

图25 混改和授权经营最终目的都是“管资本为主”

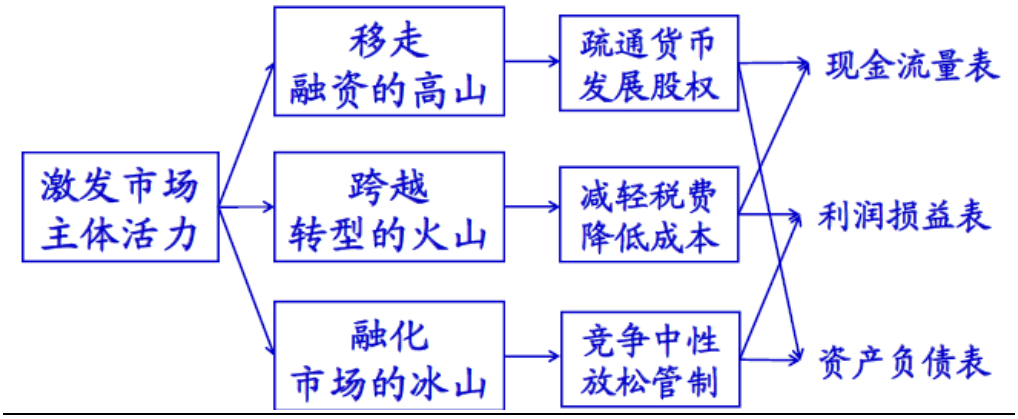


资料来源：海通证券研究所

国资国企改革对于民企同样重要。目前民企主要分布在制造业，尤其是中游加工组装类行业，由于各种各样“卷帘门”、“玻璃门”、“旋转门”的存在，在市场准入、审批许可、经营运行、招投标等各方面对民企形成不平等待遇，使得民企在服务业中占比整体偏低，不仅制约其利润率提升，也阻碍经济结构转型。

在 18 年 11 月初的民营企业座谈会上曾强调，要抓好六个方面政策举措落实，其中前三个方面分别是：减轻企业税费负担、解决民营企业融资难融资贵问题、营造公平竞争环境。19 年以来，我们已相继看到企业利润增速见底回升、企业贷款利率下降，以及企业贷款增速回升，意味着前两条正有序推进。而营造公平竞争环境仍须打破垄断、放松管制，相信随着国资国企改革的不断深化，也将逐步兑现。随着盈利、融资和需求的逐步改善，民营企业资产负债表也有望得到修复和改善。

图26 激发活力三步走，改善民企三大表

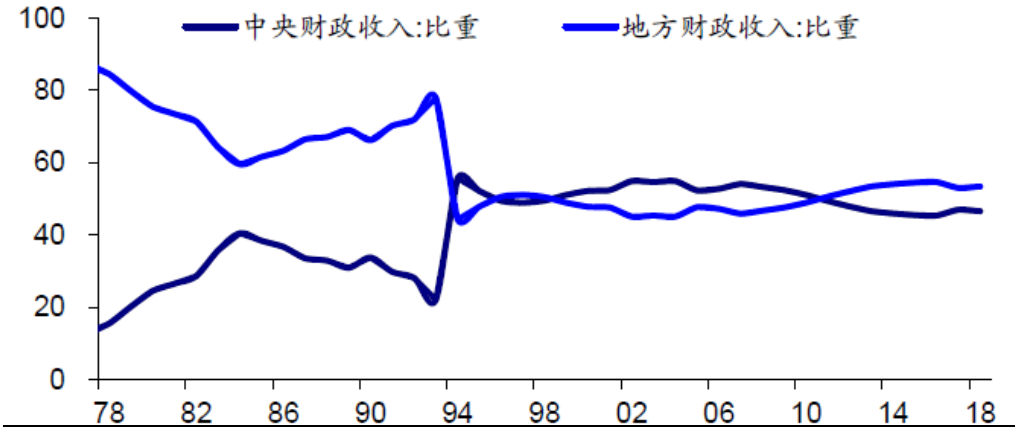


资料来源：海通证券研究所

政府部门：财税制度改革，财权事权匹配

造成地方政府债务高企的深层次原因在于，央地财权和事权长期不匹配。以 15 年为例，中央和地方在财政收入上的比重分别为 45.5%和 54.5%，但在财政支出上的比重则是 14.5%和 84.5%，显然地方财权严重低于事权。而 16 年营改增全面实施后，地方失去了营业税这一主体税种，像城镇土地使用税、耕地占用税、土地增值税、房产税等地方独享税种，其规模又普遍偏小，而原本增值税央地分享比例为 75:25，这使得财政收入分配愈发向中央政府倾斜。

图27 中央、地方财政收入比重（%）

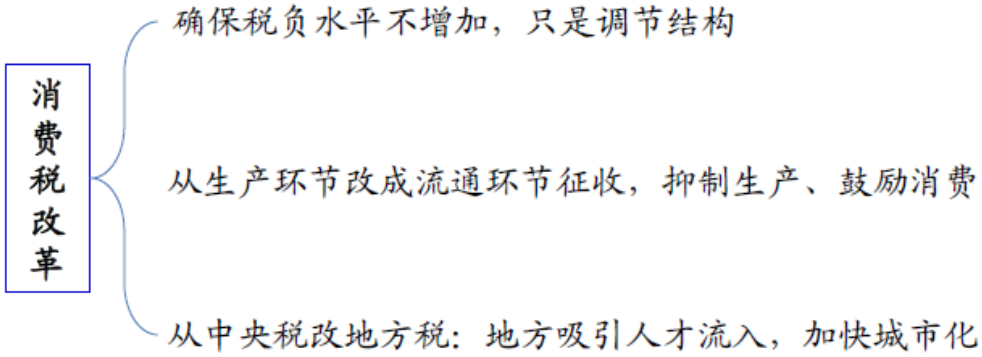


资料来源：Wind，海通证券研究所

事实上，当前财税体制存在诸多问题，中央和地方财权与事权不匹配还只是冰山一角。财税改革已是势在必行，不会推倒重来，而是修补完善，需要解决的问题还包括：如何提升中央对地方转移支付的效率？如何摆脱土地财政依赖？如何优化财政支出结构？

中央和地方的财权和事权重新划分已经开始。除了调整增值税分享比例至 50:50 之外，消费税征收环节后移并稳步下滑地方，也是财税改革的重要一步，未来环保、卫生医疗和社保等领域的部分职能也将逐步上交中央政府。而优化财政支出结构也同样在有序推进，随着经济增速下台阶、财政收入增速放缓，社保、医疗等领域的财政支出压力不断上升，传统基建领域和“三公”等行政经费开支正不断被压缩。

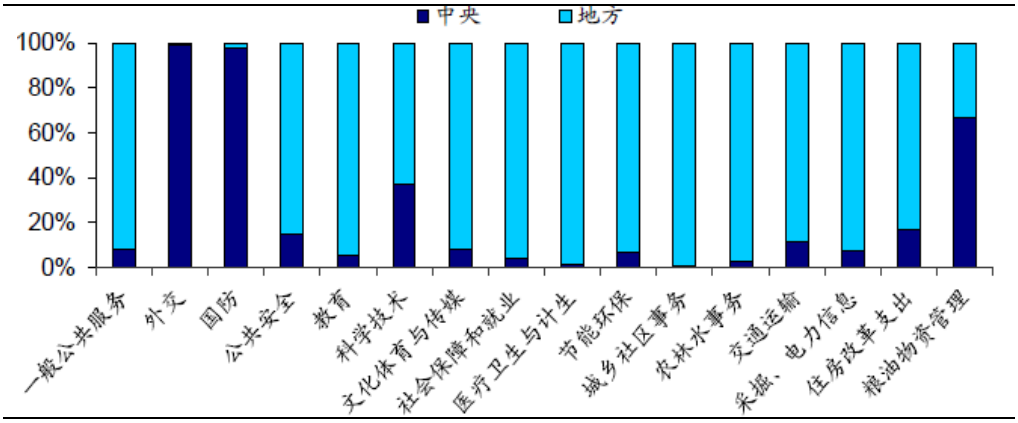
图28 混改消费税改革的意义



资料来源：海通证券研究所

我们预计，一方面，“事权上收”后，中央财政支出占比将明显增加，中央对地方的转移支付将有所削减，转而用在新增事权中。虽然减税经费令中央财政收入增速明显下滑，但目前的财政赤字率仍有上升空间，未来中央政府具备加杠杆的能力和空间。另一方面，地方政府虽然事权减少，但中央对地方的转移支付也会下降，加上地方政府举债全面规范，未来地方政府杠杆率有望稳中趋降，地方政府资产负债表也将得到修复。

图29 中央、地方在各项财政支出中的比重



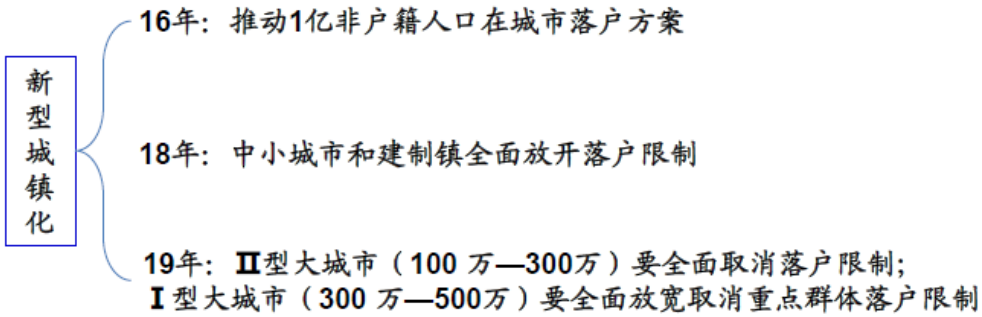
资料来源：Wind，海通证券研究所

居民部门：新型城镇化，从户籍到土地

虽然一二线城市居民资产负债表仍在缓慢修复，但三四线及以下城市居民债务负担较轻，仍然具备较强的消费潜力，18 年拼多多和趣头条的营收增速高达 6.5 倍、4.8 倍，就是最好的例证。如何释放其消费潜力？新型城镇化至关重要。

政府在十八大中提出了新型城镇化，在 16 年 10 月提出《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》，在 18 年提出中小城市和建制镇要全面放开落户限制，并在 19 年提出 II 型大城市（100 万-300 万）要全面取消落户限制，I 型大城市（300 万-500 万）要全面放宽取消重点群体落户限制。其中，“重点群体”指的是，在城镇稳定就业生活的新生代农民工、在城镇就业居住 5 年以上和举家迁徙的农业转移人口、农村学生升学和参军进入城镇人口。

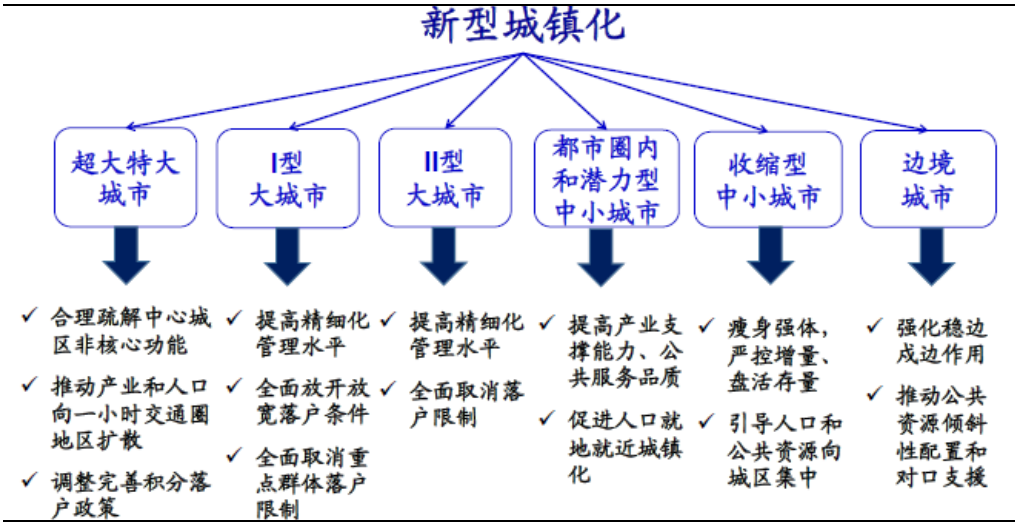
图30 新型城镇化政策推进



资料来源：国家发改委，海通证券研究所整理

“取消重点群体落户限制”，意味着城市户籍制度改革、农村土地制度改革均有望提速。户籍制度改革的核心是推进农民工市民化，加速户籍人口城镇化率向常住人口城镇化率的收敛，并最终扩大内需，带来投资和消费的扩张。而农村土地制度改革的核心是提高土地的使用效率和实现土地收益的合理分配，中长期来看，农地入市流转可以增加农民收入，为“重点群体”落户提供经济基础。

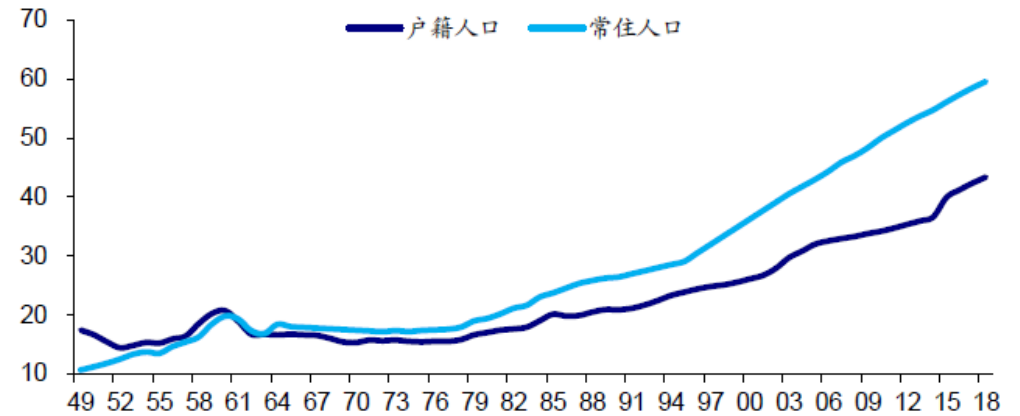
图31 新型城镇化：不同规模层级城市协调发展



资料来源：《2019 年新型城镇化建设重点任务》，海通证券研究所

18 年户籍人口城镇化率仅为 43.4%，和 59.6%的常住人口城镇化率之间仍有较大缺口。随着新型城镇化进程的推进，人口将持续从农村和乡镇向大城市和都市圈集中。人口的进一步集中必然会带来生产效率的提升，以及住行和教育医疗等服务需求的增加，同时，随着重点群体的落户，都市圈内居民的资产负债表也有望整体改善。而这足以支撑未来中国房地产销售不至于出现崩塌，同时也足以支撑居民消费的稳定增长。

图32 我国常住人口与户籍人口城镇化率水平（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

总结而言：

1）过去十年，中国三个实体部门，企业、政府、居民，轮番加杠杆，使得经济保持了中高速增长。但经过 10 年的举债之后，总债务率达到了 260%的历史顶峰。

2）过去五年，供给侧结构性改革的实施，也对债务产生了结构性影响。企业部门中，国企盈利改善并主动降杠杆，民企利润率偏低并被动加杠杆；居民部门中，一二线居民猛加杠杆，三四线居民杠杆温和；政府部门中，地方政府举债依然受限，中央政府具备加杠杆空间。

3）在债务约束下，货币政策从大水漫灌转向灵活适度，财政政策从扩大支出转向减税降费，稳增长从刺激地产、基建投资转向修复制造业投资和消费，经济有望呈现 L 型弱企稳，而非 V 型强反弹。

4）当前主要矛盾已转向需求侧，唯有通过改革释放需求潜力。三大领域改革值得期待，分别是：企业部门的国资国企改革、政府部门的财税制度改革，以及居民部门的户籍制度改革、土地制度改革。

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　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　chenyao@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　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
吴佳栓 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　fyf11758@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　苓(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　xbq6583@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　zzq11650@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　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　lfh12225@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
张恒晅　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
衣桢永(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
李唯佳(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 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽萱(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
郭金垚(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