

相关研究

《如何战胜印钞机——百年货币史的观察!》2020.06.14

《经济恢复了几成?——新型肺炎疫情影响之七》2020.06.09

《真实就业压力几何,究竟来自何方?》2020.06.08

为何股市变牛、债市变熊?——选择比努力更重要!

投资要点:

- **选择比努力更重要。**统计局证实,中国有6亿人每个月的收入在1000元左右。我们的估算显示,19年末中国居民的人均总资产为37万元。很显然,中国居民在过去所积累的财富绝对不是靠储蓄,而是选择对了配置的资产。中国居民财富中的房产占比高达70%,而房价的持续上涨对城镇居民的财富增值做出了重要的贡献。但在英美等国,长期上涨的不仅是房价,还包括股价。这意味着我们对中国股市要高度重视,说不定其未来有望成为中国居民财富增长的另一重要来源。
- **股市债市牛熊互换。**在纸币时代,股市的表现从长期来看好于债市。在美国,从1933年脱离金本位至今,其标普500指数的年化回报率为10.5%,远高于10年期国债年化回报率的5.6%。在中国,2002年以来沪深300指数的年均涨幅为6.3%,高于10年期国债利率均值的3.5%。今年1季度,受到疫情的影响,中国债市短期领涨。但到了2季度,中国股市大幅反弹,而债市止涨下跌,到目前为止年内持有股票基金的平均回报率已经达到10%,超过持有债券基金的平均2%。
- **全球放水货币超发。**为何股市长期跑赢债市,而现金表现最差?关键原因就在于货币超发。其实在金本位时期,由于货币没有超发,长期没有通胀,房价和股价涨得很慢,固定收益类资产是最佳资产配置。但到了纸币时代,由于货币发行不再以黄金背书,而是以国债背书,就使得货币超发和通胀成为了长期现象,而房市和股市成为了最佳资产配置选择。因此,导致2季度全球股市和债市表现逆转的原因与过去的80多年一样,就是货币的再度超发,美国5月份的M2增速创下1944年以来的新高,中国的M2增速也创下3年新高。
- **融资激增利率上行。**很多人不理解今年2季度的债市下跌,因为宽松政策的声音言犹在耳。但如果我们看一下政策利率的历史,可以发现其往往滞后于市场利率的变化。本质的原因在于,利率并不是由央行决定的,而是市场决定的。如果借钱的人多了,利率自然会往上走。过去我们每一轮的加杠杆周期,都带动了利率的上行,根本原因就在于融资需求的大幅上升,今年3月又开始了大幅加杠杆,结果应该也不会例外。如果又想借很多钱,又不想付高利率,除非是美元这样的世界储备货币,否则还是要遵从市场规律。
- **盈利改善股票牛市。**在过去三轮加杠杆周期中,中国上市公司的盈利增速均出现了非常明显的回升,并且推动了同期的股市上涨。预计本轮融资增速的回升将持续到今年年底,而融资领先于经济一到两个季度,预计下半年的经济增速将有明显回升,并且持续到明年上半年,新一轮通胀上行周期也将重新出现,经济通胀的上行将推动企业盈利改善。总结来说,未来随着货币融资增速的继续回升,经济通胀和企业盈利将有望改善,因而股市有望转牛;而利率将重新上行,债市或将转熊。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

目 录

1. 选择比努力更重要	4
2. 股市债市牛熊互换	6
3. 全球放水货币超发	8
4. 融资激增利率上行	11
5. 盈利改善股票牛市	14

图目录

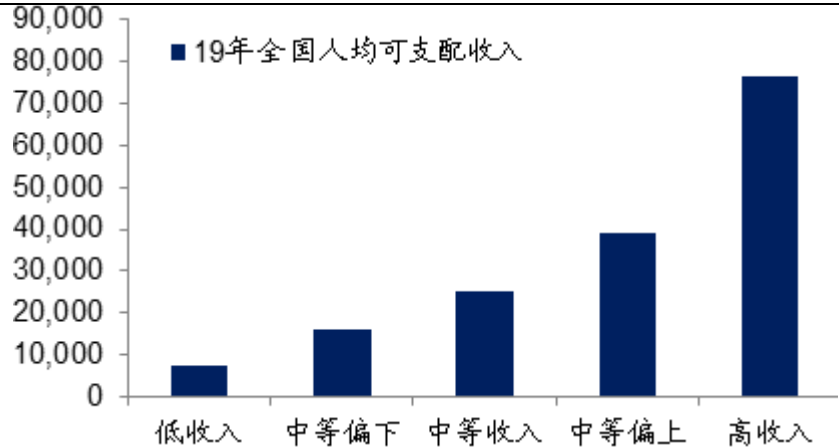
图 1	19 年全国家庭分组收入调查数据（元）	4
图 2	中国居民总财富（亿元）	4
图 3	每年人均储蓄与买房，各年末人均总资产（万元）	5
图 4	全国商品房销售均价（元/平方米）	5
图 5	美国纸币时代各类资产年均回报率	6
图 6	中国城镇居民家庭资产配置结构	6
图 7	纸币时代英美股市、债市和现金的年均回报率	7
图 8	中国股市、债市的长期年均回报率	7
图 9	20 年 1、2 季度股市、债市回报率	8
图 10	20 年 1、2 季度中证股基、债基回报率	8
图 11	金本位时期美国经济、通胀、货币和国债的年均增速	9
图 12	金本位时期美国各类资产年均回报率	9
图 13	纸币时期美国经济、通胀、货币和国债的年均增速	10
图 14	纸币时期美国各类资产年均回报率	10
图 15	美国广义货币与 GDP 增速差（%）	11
图 16	中国广义货币与 GDP 增速差（%）	11
图 17	中国 10 年期国债利率（%）	12
图 18	DR007、7 天逆回购招标利率（%）	12
图 19	外资持有中国债券市值占比	13
图 20	政府类债券净发行规模（亿元）	13
图 21	社融余额增速、10 年期国债利率（%）	14
图 22	新增社会融资总量与预测（亿元）	14
图 23	社融余额增速、发电量增速（%）	15
图 24	GDP 实际增速与预测（%）	15
图 25	社融余额增速、PPI（%）	16
图 26	社融余额增速、上市公司利润增速（%）	16
图 27	社融余额增速、沪深 300 指数（%）	17
图 28	加杠杆的影响与资产配置选择	17

今天我们主要讨论资产配置，在当下该如何配置金融资产。

1. 选择比努力更重要

6月15日，统计局在回答社会热点问题时表示，根据《中国统计摘要2020》中的住户收支调查表，中国低收入和中低收入家庭户共有6.1亿人，年人均收入为11485元，月人均收入近1000元，这证实了“有6亿人每个月的收入也就1000元”的说法。

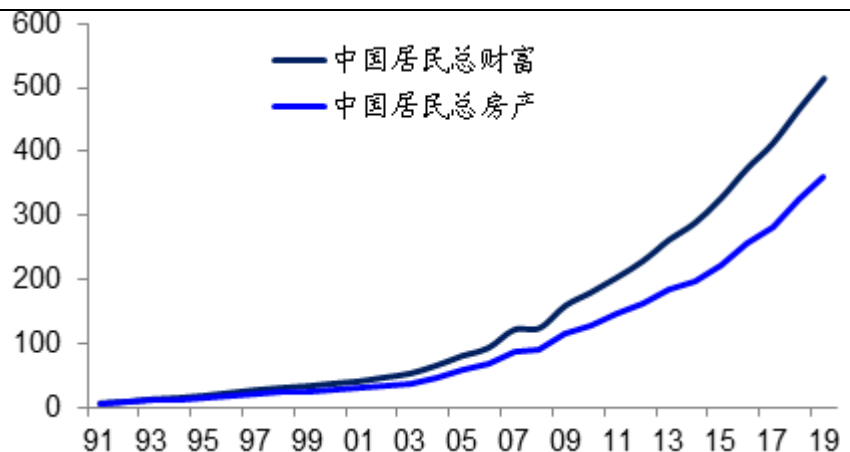
图1 19年全国家庭分组收入调查数据（元）



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据按20%分组。

近期统计局还援引社科院的相关研究成果称，2016年时中国居民部门总资产为358万亿元。我们也利用中国的各种数据对居民的总资产进行了估算，得到了结果与之类似，估算2019年时中国居民部门总资产为514万亿元，人均总资产为37万元，居民资产以实物资产为主，住房占比近七成。

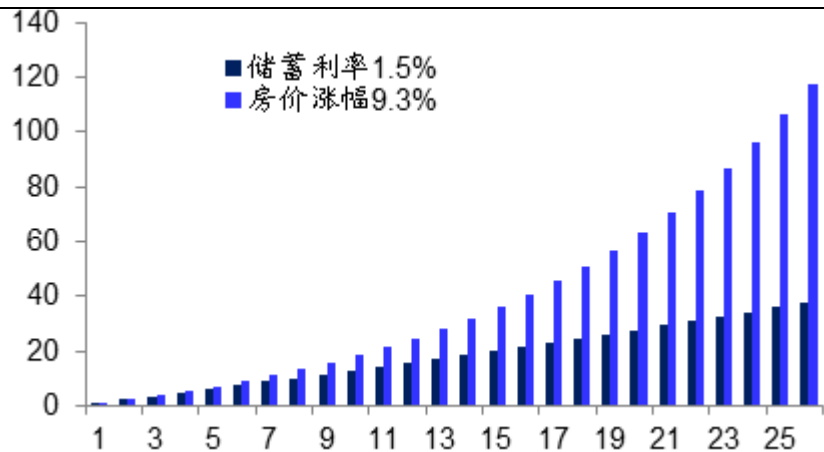
图2 中国居民总财富（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

假设我们就是月收入1000元，年收入为1.2万元。现在中国的1年期存款利率为1.5%，货币基金余额宝的收益率还不到1.5%，即便我们把所有收入都存起来，也要不吃不喝26年，才能达到全国居民人均资产的平均水平。

图3 每年人均储蓄与买房，各年末人均总资产（万元）



资料来源：Wind，海通证券研究所，假定储蓄利率 1.5%，房价涨幅为过去新房房价涨幅 30 年均值的 9.3%。

很显然，中国居民在过去所积累的财富绝对不是靠储蓄，而是选择对了配置的资产，居民资产中房产的占比高达 70%，而房价的持续上涨对城镇居民的财富增值做出了重要的贡献。

从 1990 年到 2019 年，中国新房销售均价年均涨幅为 9.3%。假设我们的月收入还是 1000 元，但是每个月的所有收入都存到房子上，那么 16 年之后，总资产就会超过 37 万元；而在 26 年后的总资产将达到 117 万元，比每年存 1.5% 的利息得到的 37 万元高出两倍。

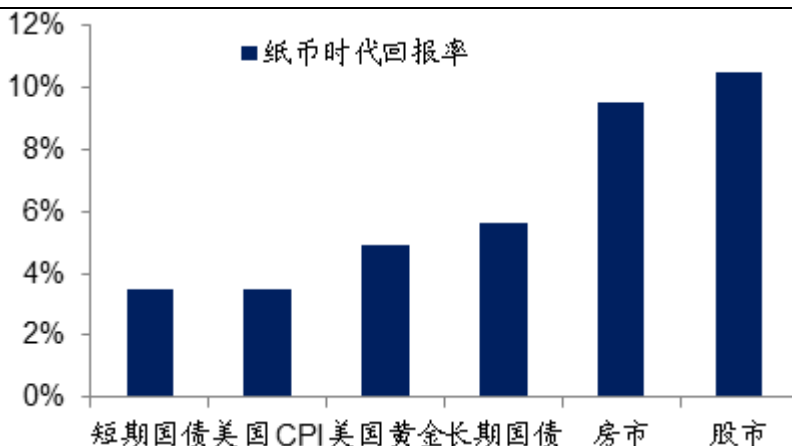
图4 全国商品房销售均价（元/平方米）



资料来源：Wind，海通证券研究所

事实上，房价的持续上涨并非是中国特有的现象。我们统计了美国和英国在金本位结束后 80 多年的数据，显示持有房产的长期年均回报率都在 10% 左右，这一方面是源于经济增长，同时也源于货币超发。而持有短期存款、货币基金等现金类资产的长期回报率是最差的，连通胀都跑不过。

图5 美国纸币时代各类资产年均回报率

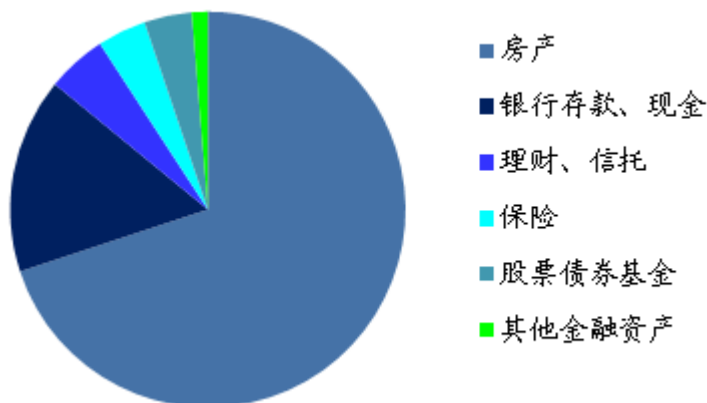


资料来源：JST Macrohistory Database, Wind, 海通证券研究所, 1933-2019年, 短债代表现金, CPI代表实物商品回报率

这就告诉我们，选择比努力更重要。如果一直努力工作，但是赚了钱只会存钱，其实钱越存越少，因为别人的钱存在资产里面，而资产的增值速度远比存款快。

但是在英国和美国，股市也实现了10%左右的长期回报率，美国居民财富的绝大部分都是金融资产。由于中国股市过去的表现不佳，中国居民对金融资产的配置也非常低。我们的统计显示，中国城镇家庭对金融资产的配置仅为30%，而且其中主要是银行理财、银行存款等低风险产品，而持有股票、债券、基金这些风险资产的比例仅为4%左右。

图6 中国城镇居民家庭资产配置结构



资料来源：Wind, 海通证券研究所测算, 数据为2019年

既然英美的历史数据显示股市的长期表现并不逊色于房市，这意味着我们对中国股市要高度重视，说不定其未来有望成为中国居民财富增长的另一重要来源。

2. 股市债市牛熊互换

股市长期跑赢债市。

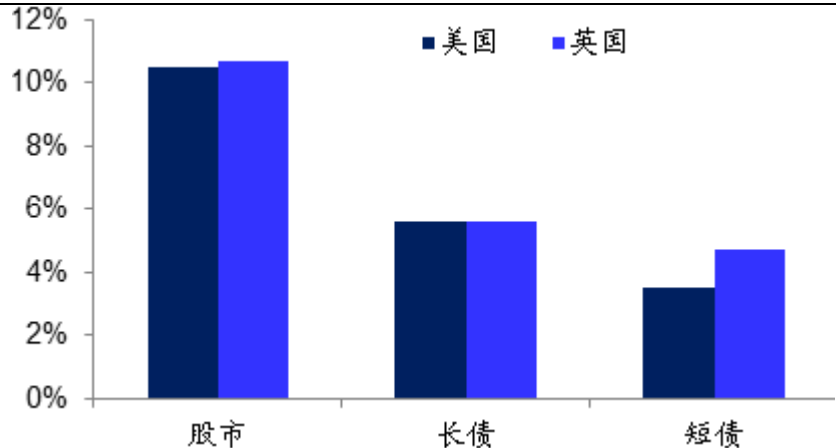
首先，在纸币时代，股市的表现从长期来看好于债市。

例如在美国，从1933年脱离金本位至今，其标普500指数的年化回报率为10.5%，其中股价年均涨幅为6.9%，年均股息率为3.6%。而同期持有10年期国债的年化回报率为5.6%，持有短期国债的年化回报率为3.5%。

在英国，从1931年脱离金本位至今，其股市年化回报率为10.7%，其中股价年均

涨幅为 6%，年均股息率为 4.7%。而同期持有 10 年期国债的年化回报率为 5.6%，持有短期国债的年化回报率为 4.7%。

图7 纸币时代英美股市、债市和现金的年均回报率

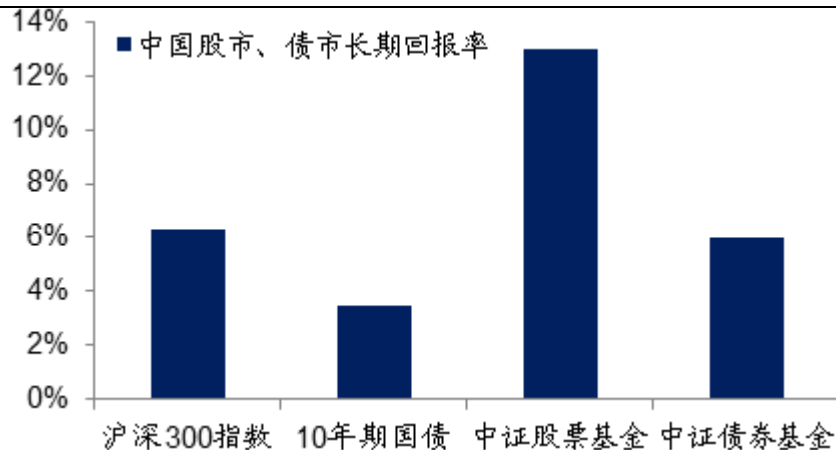


资料来源：JST Macrohistory Database, Wind, 海通证券研究所, 英国 1931 年、美国 1933 年退出金本位, 短债代表现金, 截至 2019 年

在中国, 10 年期国债利率和沪深 300 指数都是从 2002 年开始有连续交易的数据。从 2002 年至今, 沪深 300 指数的年均涨幅为 6.3%, 高于 10 年期国债利率均值的 3.5%。

对于老百姓来说, 投资股票和债券的最好方式是购买公募基金。从 03 年开始, 中证指数公司开始公布股票基金和债券基金指数, 可以将其看做是市场上所有股票基金和债券基金的平均回报率。从 03 年至今, 中证股票基金指数的年化回报率为 13%, 高于中证债券基金指数的 6%。

图8 中国股市、债市的长期年均回报率



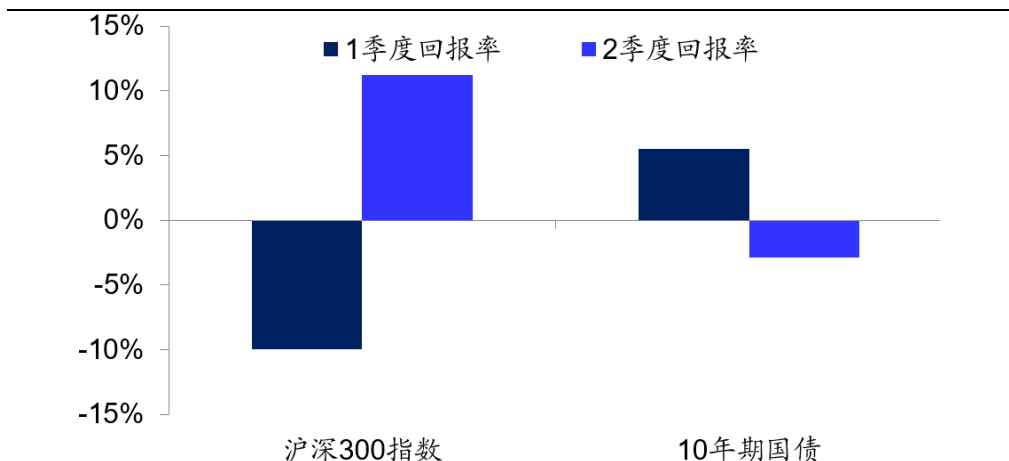
资料来源：Wind, 海通证券研究所, 数据起始 02/03 年, 截至 2019 年

股市债市牛熊互换。

今年 1 季度, 由于疫情的爆发, 中国债市出现牛市行情, 标志性的 10 年期国债利率从 3.14% 大幅降至 2.59%, 相当于上涨了 5.5%。与此同时, 股市则大幅下跌, 沪深 300 指数下跌 10%。

但是到了 2 季度, 股市和债市牛熊互换。债市快速进入熊市, 标志性的 10 年期国债利率从 2.59% 升至 2.88%, 相当于下跌了 2.9%。与此同时, 股市则大幅反弹, 沪深 300 指数上涨了 11.2%, 而创业板指数则大涨了 23.9%。

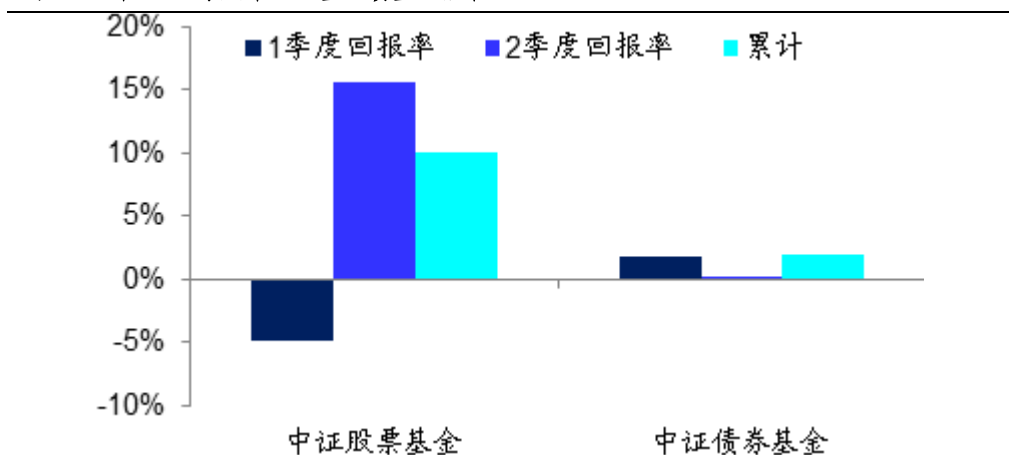
图9 20年1、2季度股市、债市回报率



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截止6月19日

如果大家分别投资了中证股票基金和债券基金指数，1季度时前者下跌4.9%，后者上涨1.76%。但2季度前者则上涨了15.6%，后者基本没涨。到目前为止股票基金的累计收益率为10%，远超债券基金的2%。这差距的8%，就是选对了金融资产配置方向的人在今年上半年所获得的超额奖励。

图10 20年1、2季度中证股基、债基回报率



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截止6月19日

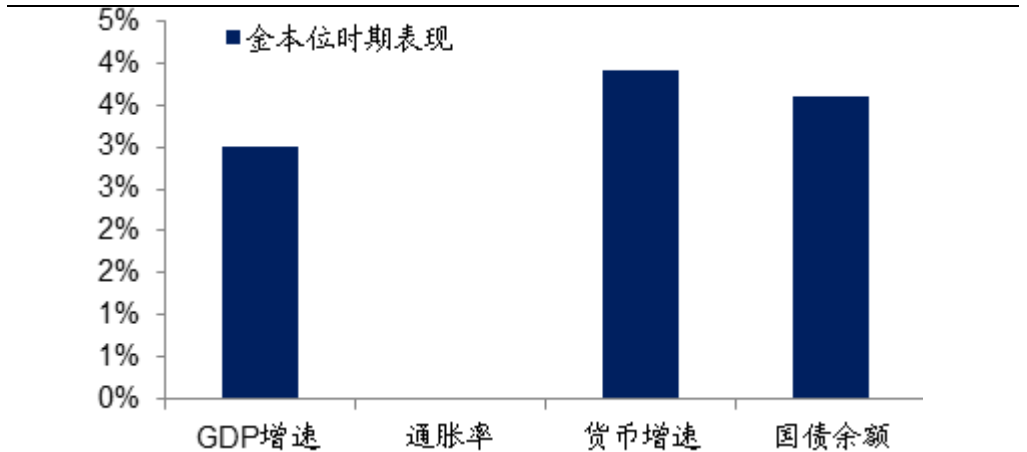
3. 全球放水货币超发

纸币时代资产为王。

为何股市长期跑赢债市，而现金表现最差？

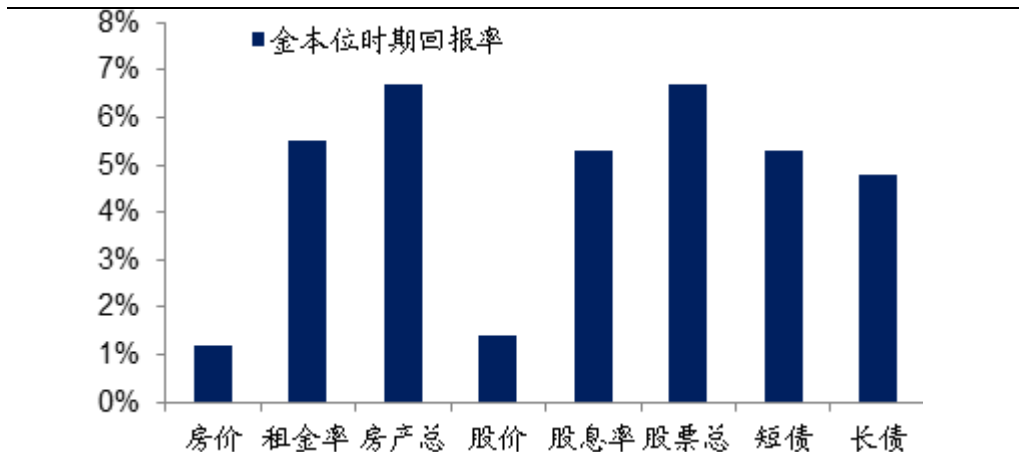
我们在上周的报告中，对金本位和纸币时代各类资产价格的表现进行的分析，发现股市和房市跑赢债市是在纸币时代才有的现象，其背后的关键原因就在于货币超发。

以美国为例，在金本位时期的1870-1933年，其GDP年均增速为3%，同期流通中货币年均增速为3.9%，两者大致相当。由于货币没有超发，所以也没有通胀。

图11 金本位时期美国经济、通胀、货币和国债的年均增速


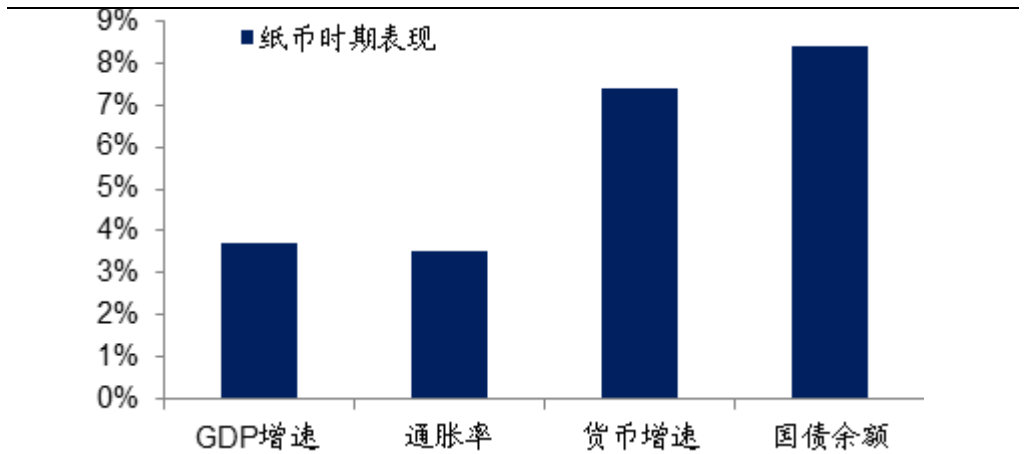
资料来源：JST Macrohistory Database, Wind, 海通证券研究所, 数据从 1870 年到 1933 年

在金本位时期，最佳配置是持有固定收益类资产，持有 10 年期国债的年均回报率为 4.8%，持有现金（短期国债）的年均回报率甚至达到 5.3%。而即便是持有房产和股票，由于房价和股价长期不涨，年均涨幅仅为 1.4% 左右，主要的回报是来自于租金和股息，其实也类似于固定收益类资产。

图12 金本位时期美国各类资产年均回报率


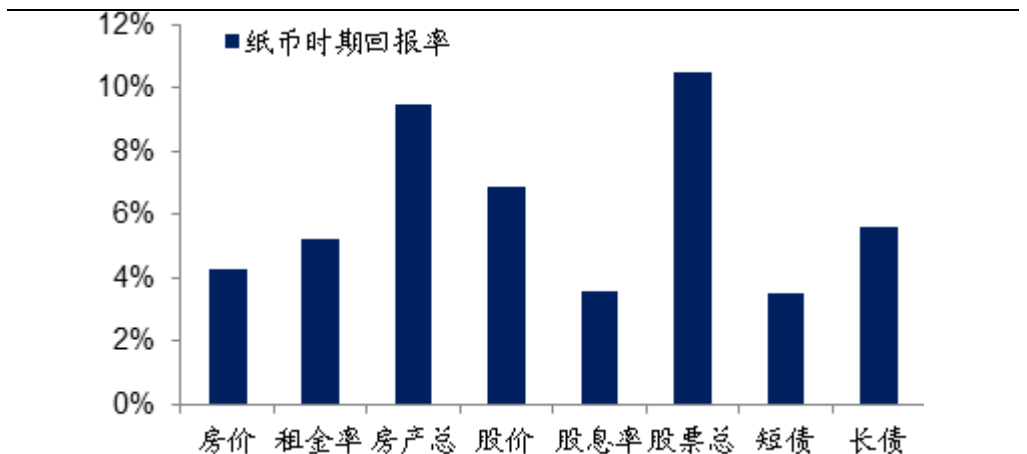
资料来源：JST Macrohistory Database, Wind, 海通证券研究所, 数据从 1870 年到 1933 年

但是到了纸币时代，由于货币发行不再以黄金背书，而是以国债背书，而国债可以随意制造，就使得货币超发成为了长期现象。从 1933 年到 2019 年，美国的国债余额增长了 1000 倍，年均增速高达 8.4%，远高于金本位时期的年均增长 3.6%。美国的广义货币增速升至 7.4%，远高于同期 3.7% 的 GDP 增速。

图13 纸币时期美国经济、通胀、货币和国债的年均增速


资料来源：JST Macrohistory Database, Wind, 海通证券研究所，数据从 1933 年到 2019 年

由于货币长期超发，通胀取代了通缩，1933 年至今美国的年均通胀率从此前的 0 升至 3.53%。在纸币时代，最佳配置是房市和股市，年均回报率都在 10% 左右。持有 10 年期国债利率的年均回报率为 5.6%，跑赢了通胀，但是远低于股市和房市。而持有现金（短期国债）的年均回报率为 3.49%，甚至是跑输通胀的。

图14 纸币时期美国各类资产年均回报率


资料来源：JST Macrohistory Database, Wind, 海通证券研究所，数据从 1933 年到 2019 年

全球放水货币超发。

因此，导致 2 季度全球股市和债市表现逆转的原因与过去的 80 多年一样，就是货币的再度超发。

以美国为例，其 5 月的 M2 增速已经升至 23.1%，创下 1944 年以来新高。而根据美国国会办公室（CBO）的最新预测，其 2020 年 GDP 将萎缩 6%，这意味着美国的货币相对于经济超发了近 30%，远超过去 86 年的平均超发 3.7%。正是因为货币的再度超发，使得美股大幅上涨，纳斯达克指数创出历史新高。而 2 季度以来 10 年期美债利率持平于 0.7%，债市已经停止上涨。

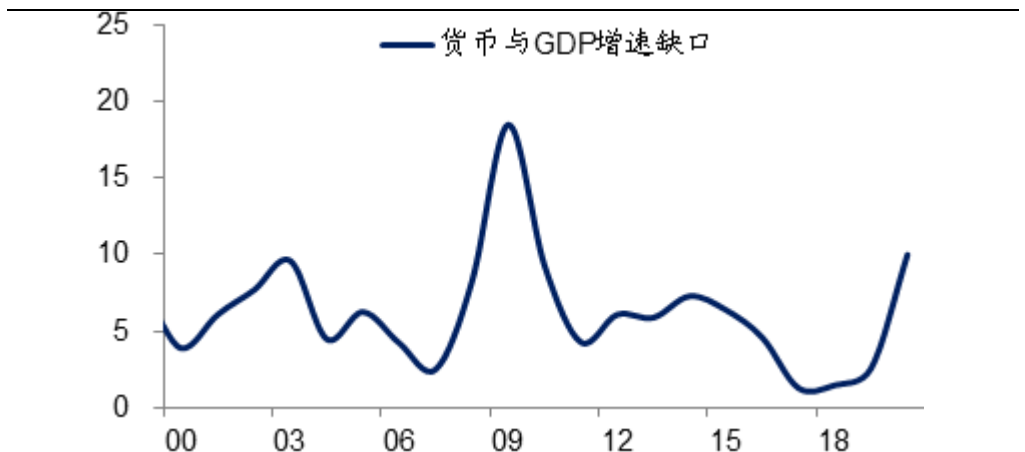
图15 美国广义货币与 GDP 增速差 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所预测，20年为预测值

在中国，5月份的广义货币M2增速升至11.1%，创下3年多的新高。而后续随着特别国债等的大规模发行，预计年末的M2增速有望升至13%以上。与此同时，由于新冠疫情的冲击，我们预计2020年的GDP增速将降至3%。这意味着我国的广义货币增速将比GDP增速高出10%，这一缺口将是2010年以来的最高值。

图16 中国广义货币与 GDP 增速差 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所预测，20年为预测值

同样是因为货币的再次超发，使得中国的资产价格表现逆转，股市转牛而债市转熊。

4. 融资激增利率上行

政策利率表现滞后。

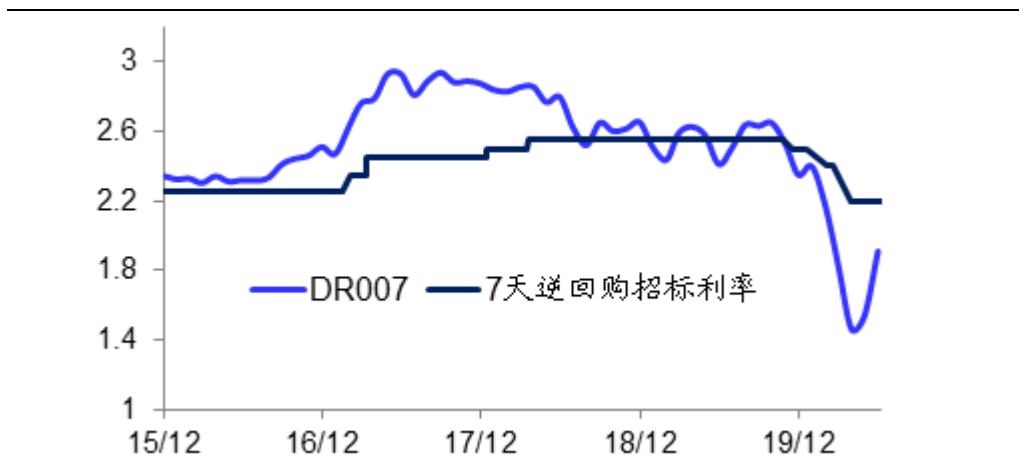
很多人不理解今年2季度的债市下跌，因为宽松政策的声音言犹在耳。但如果我们看一下政策利率的历史，可以发现其往往滞后于市场利率的变化。

例如从10年期国债利率来观察，这一轮债券牛市的起点是17年11月，10年期国债利率最高到过4.02%。

图17 中国 10 年期国债利率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

但当时依然处于加息周期当中，从 7 天逆回购招标利率来观察，央行曾在 17 年 12 月和 18 年 3 月两次上调了官方利率，但是在此期间，无论是货币市场上的 7 天逆回购利率、还是债券市场上的 10 年期国债利率，均已经开始了持续下行。

图18 DR007、7 天逆回购招标利率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

本轮政策利率下调始于 19 年 11 月，而这时债券牛市已经开始了两年了，各类市场利率也已经下行了两年了。因此，虽然未来不排除 DR007、1 年期 MLF、LPR 等官方利率在未来还会小幅下调，但是不妨碍市场利率的 DR007、R007 和 10 年期国债利率重新进入上行周期。

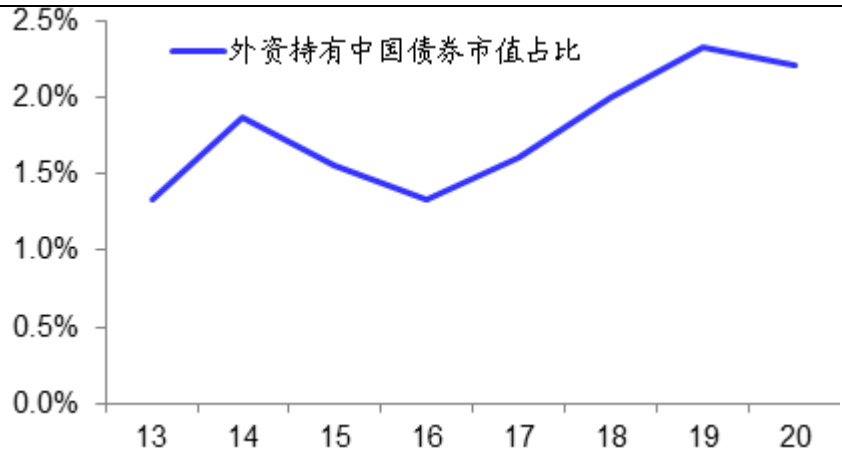
融资激增利率上行。

为何政策利率与市场利率的走势未必一致？本质的原因在于，利率并不是由央行决定的，而是市场决定的，可以顺水推舟，但无法逆水行舟。

大家知道吗？美国成立于 1776 年，而美联储成立于 1913 年，也就是说在美国成立之后 137 年都没有央行，但是利率一直都存在。利率先于央行存在这件事，本身就说明利率未必是由央行决定的。

还有很多人说，因为美国、欧元区、日本都在实施零利率，所以中国未来也必然会走向零利率。这个说法看似有道理，但在现实中也不成立。原因是中国的资本市场存在管制，外资在中国债市中的占比极低，因此中国利率的走势是由中国市场内部决定的，跟海外利率的关系并不大。

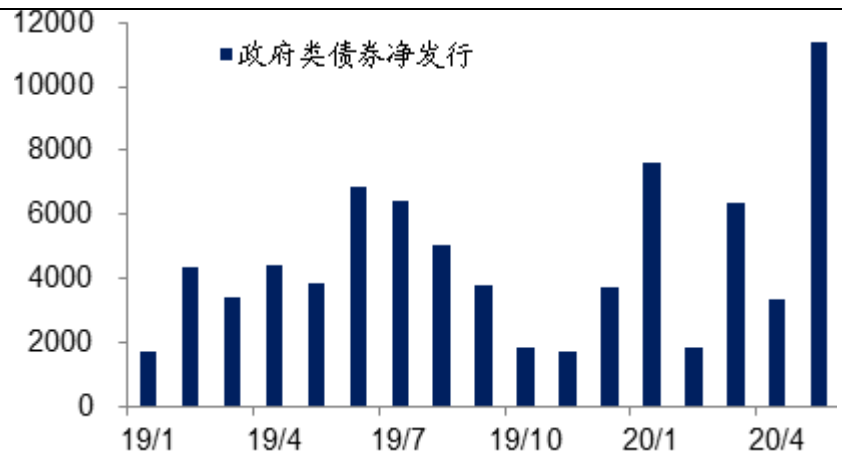
图19 外资持有中国债券市值占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

为何5月份国债利率开始大幅上升？一个重要原因就是政府债券发行规模的激增。央行公布的社融数据显示，今年5月份发行的政府债券高达1.14万亿，比4月份激增了8000亿。今年我们发行的政府债券总量高达8.5万亿，而前5个月只发行了3万亿，后面7个月还要发行5.5万亿。

图20 政府类债券净发行规模（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

而且我们还要考虑到，今年借钱的不仅是政府，大家都在借钱。在中国，代表资金需求的最主要指标是社会融资总量，里面包括了政府、企业、居民等所有的融资需求。从历史数据来看，社会融资总量增速的变化可以很好的代表融资需求的变化。

我们发现，在08年之后，中国曾经发生过三次加杠杆，也就是社融余额增速的回升。而在每一次加杠杆之后，都会出现一轮利率上行周期。

第一次是加杠杆始于08年10月，在2个月之后10年期国债利率见底回升。第二次加杠杆始于12年5月，同样是在2个月以后10年期国债利率见底回升。第三次加杠杆始于15年6月，但是这一次社融增速是L型底，社融增速见底之后维持在13%左右，到17年初大幅跳升至16.4%，而这一次10年期国债利率在16年底见底回升。

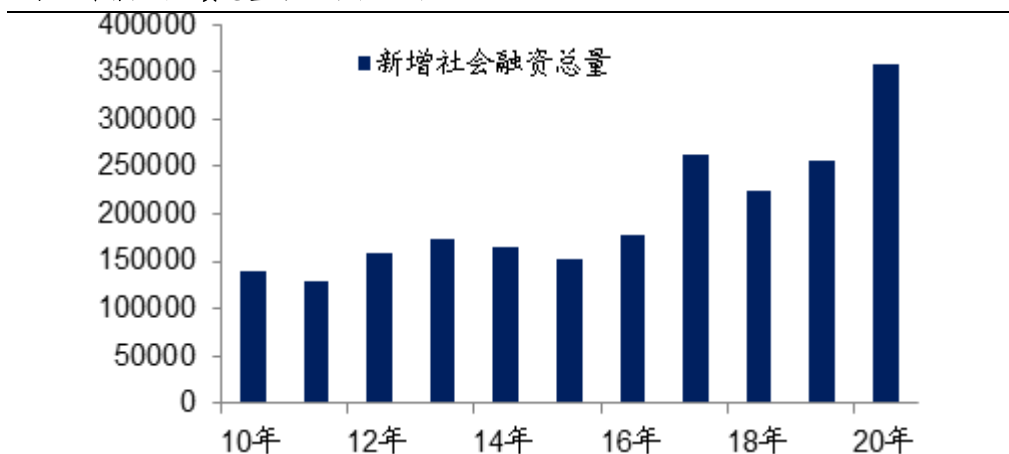
图21 社融余额增速、10年期国债利率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

本轮是第四次加杠杆。从社融增速的走势来看,其实在18年12月降至10.3%时已经见底了,但与上一轮一样一直保持L型,增速保持在10.7%左右。一直到今年3月份,社融增速出现连续跳升,到5月份已经升至12.5%,我们预计年末的社融增速有望升至14%以上,对应的新增社会融资总量将超过30万亿。

图22 新增社会融资总量与预测(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测, 20年为预测值

而利率作为资金的价格,归根到底是由市场供需决定的。如果借钱的人多了,利率自然会往上走,借钱的人少了,利率就会往下走。如果又想借很多钱,又不想付高利率,除非是美元这样的世界储备货币,可以在全球剪羊毛,否则还是要遵从市场规律。因此,在加杠杆周期开始之后,未来大概率我们会重新进入一轮市场利率的上行周期。

5. 盈利改善股票牛市

经济通胀趋于改善。

各种融资进入实体之后,必然会对经济产生作用。但由于从经济主体融资再到形成有效的投资消费需要一定的时滞,因而融资增速会领先于经济增速的变化。

由于中国GDP增速的数据在过去几年失去了波动性,我们用发电量增速来作为经济增速的替代,以观察经济周期的变化。可以发现,在过去的3轮加杠杆周期中,伴随着社融增速的回升,经济增速也会在1到2个季度以后出现明显回升。

图23 社融余额增速、发电量增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

从目前公布的数据推算，2季度的经济增速或将恢复至3%左右的弱势水平。但由于3月份的社融增速出现了明显回升，预计3季度各项财政资金有望到位，融资对经济的传导也将生效，下半年经济增速将恢复至6%左右的潜在增速水平。预计本轮社融增速的回升将持续到今年年底，并支撑明年上半年的经济增速继续回升。到明年各项非常规政策或将退出，而明年下半年经济增速或将重新下行。

图24 GDP实际增速与预测 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所预测，20年2季度以后为预测值

而伴随着融资高增和货币超发，通胀也将重新回升。在中国，CPI通胀中的食品价格波动巨大，真正值得重视的是代表核心物价的CPI非食品价格，而其走势与PPI保持一致，目前这两者都处于本轮下行以来的最低位水平。

而从过去三轮加杠杆的经验来观察，在融资增速大幅回升之后，PPI将滞后1到3个季度左右见底。由此推测，本轮PPI和CPI非食品价格最快有望在6月份左右见底回升，从而重新步入新一轮通胀上行周期。

图25 社融余额增速、PPI (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

盈利改善股票牛市。

在过去三轮加杠杆周期中，中国上市公司的盈利增速均出现了非常明显的回升，并且推动了同期的股市上涨。

在第一次加杠杆的 08-09 年，上市公司利润增速从 08 年 4 季度的 -88.9% 升至 09 年 4 季度的 592%。而同期沪深 300 指数从 08 年 4 季度上涨至 09 年 3 季度，最大涨幅超过 130%。

在第二次加杠杆的 12-13 年，上市公司利润增速从 12 年 3 季度的 -1.6% 升至 13 年 4 季度的 21.6%，期间沪深 300 指数从 12 年 4 季度上涨至 13 年 1 季度，最大涨幅超过 30%。

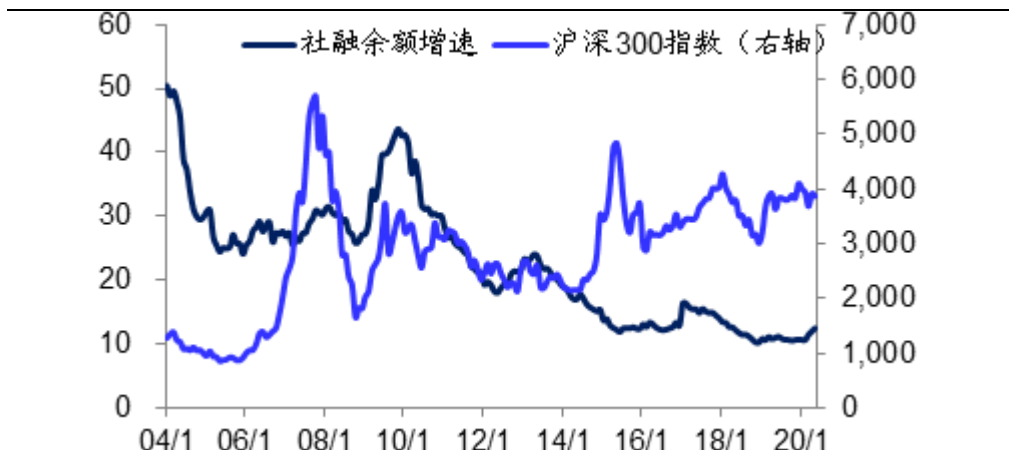
在第三次加杠杆的 15-17 年，上市公司利润增速从 15 年 4 季度的 -2.6% 升至 16 年 4 季度的 35%，而且到 18 年 2 季度依旧维持在 18.9% 的增速，期间沪深 300 指数在经历此前杠杆牛的剧烈波动之后，从 16 年 1 季度上涨至 18 年 1 季度，最大涨幅超过 50%。

图26 社融余额增速、上市公司利润增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

第四次加杠杆的起点其实是 19 年初，在 19 年社融增速企稳之后，19 年全年的上市公司利润增速已经恢复到了 12.1%，远好于去杠杆环境下 18 年时 2.6% 的利润增速。因而 19 年的股市虽然受到中美贸易摩擦冲击，但沪深 300 指数的全年涨幅依然达到 36%。

图27 社融余额增速、沪深300指数 (%)

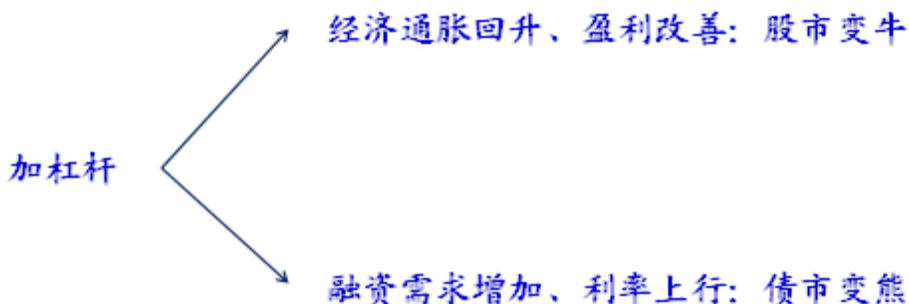


资料来源: Wind, 海通证券研究所

而20年受疫情影响,1季度上市公司利润同比下降21.4%。但由于3月起货币融资增速的大幅回升,企业盈利有望重新改善,这将有助于中国股市的重新上涨。

总结来说,未来随着货币融资增速的继续回升,经济通胀和企业盈利将有望改善,因而股市有望转牛;而利率将重新上行,债市或将转熊。

图28 加杠杆的影响与资产配置选择



资料来源: 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超 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
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
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
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@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
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

中小市值团队

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
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@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 23963569 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-82900477 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
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
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(010)58067828 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 xbj6583@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 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 zzk11650@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 lj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154653 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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行业 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
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@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