

收益率指标 (2022/1/7)

期限	国债(%)
1Y	2.23
2Y	2.40
3Y	2.47
5Y	2.65
7Y	2.82
10Y	2.82
15Y	3.14

十年国开债收益率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

相关研究

- 《政府债供给展望与利率新低的思考》  
2022.01.03
- 《宽松预期仍高——海通固收利率债周报》  
2021.12.26
- 《宽信用与宽货币的“赛跑”》  
2021.12.19

分析师:姜珮珊

Tel:(021)23154121

Email:jps10296@htsec.com

证书:S0850517070004

联系人:孙丽萍

Tel:(021)23154124

Email:slp13219@htsec.com

## 美债利率飙升对中债的影响

### 投资要点:

#### ● 美债上行对中债主要是情绪和境外机构行为的间接影响

**为何美债飙升? 加息缩表预期大幅提前推升实际利率。**上周十年期美债利率大幅上行 24BP 至 1.76%、创 2020 年 2 月以来新高。利率上行主因实际利率大幅上行 32BP 至 -0.72%、创 2021 年 5 月以来新高,而通胀预期反而下行 8BP。从期限结构角度看,2 年期美债上行,10Y-2Y 期限利差走阔。薪资上涨和失业率持续改善显示就业市场强劲。12 月美联储会议纪要释放鹰派信号,加息与缩表预期纷纷提前,截至 1 月 7 日市场预期 3 月加息概率接近 90%。

**政策以我为主。**我国经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力,虽然近期经济环比改善但上半年同比下行压力仍较大,需要货币政策保持流动性合理充裕,从实体回报率和贷款利率关系、货币财政政策协调联动、银行息差角度来看,总量和结构性宽松政策仍可期(《宽松预期仍高 2021 年 12 月 26 日》)。

**中美利差收窄,境外机构增持减弱,主要影响国债。**境外机构已经占国债市场存量的 11%,也是 2021 年国债二级市场的最大净买入机构。历史上当中美十年期国债利差在 80BP 或者利差大幅收窄时期外债增持量明显走弱。当前十年期中美国债利差 106BP、仍处于较为舒适区间,若长端美债进一步走高导致中美利差收窄至 80BP 以下,需关注国债利率波动风险。

我们在 1 月月报《政府债供给展望与利率新低的思考》对 1 月债市较为谨慎,认为“新低之后建议控制久期”。上周债市的确表现偏弱,走出了熊陡行情。展望未来一周,依然建议控制久期节奏,资金面平稳、机构杠杆不高的背景下采取短债杠杆套息策略,1 月十年国债利率或在 2.7%~2.9% 区间波动,长债等待调整后的配置机会。

#### ● 基本面:需求仍弱、生产企稳,CPI 或反弹、PPI 或续降

1 月以来中观高频数据显示,钢材产量降幅收窄,沿海月均耗煤量同比增幅转正,行业开工率仍处于低位,30 城商品房成交面积和百城土地成交面积同比降幅继续扩大,出口综合指数增速均放缓。物价方面,我们预计 22 年 1 月 CPI 或抬升,PPI 或继续回落。

#### ● 上周回顾:资金面偏松,债市短债涨、中长债齐跌

**资金利率分化。**上周,央行资金净回笼 6600 亿元;R001、R007 周均值分别 +11BP/-141BP;DR001、DR007 周均值分别 +20BP/-36BP;3M Shibor 利率持平、3M 存单发行利率震荡下行,国股银票 1M、3M、1Y 转贴现利率均先上后下。

**供给小幅回升。**上周,利率债净供给环比增加 365 亿元。一级市场招投标方面,国开债、进出口行债和农发债需求均一般。截至 1 月 7 日,未来一周国债暂无发行计划、地方债计划发行 566 亿元。

**债市大多下跌,隐含税率上行。**上周,政策稳经济大盘的表态继续延续,债市供给小幅回升,资金面偏松,国内疫情多点散发,债市短债多涨而中长债齐跌。其中 10Y/30Y 国债利率仍处于低位(12%分位数及以下),国债和国开债期限利差大多走阔,10 年国开债隐含税率有所抬升。

## 目 录

1. 基本面：生产稳需求弱，CPI 反弹 PPI 续降 .....	4
2. 货币市场：央行净回笼、资金面偏松 .....	4
3. 一级市场：供给小幅回升，需求一般 .....	5
4. 二级市场：熊陡行情.....	7
5. 政策聚焦&债市展望：美债利率飙升对中债的影响.....	8
5.1 更大力度组合政策，稳定宏观经济大盘 .....	8
5.2 美债利率飙升对中债的影响 .....	9

## 表目录

表 1 利率债已发行与未来一周计划发行情况（截至 1 月 7 日） .....	6
表 2 国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率（截至 2022/1/7） .....	8

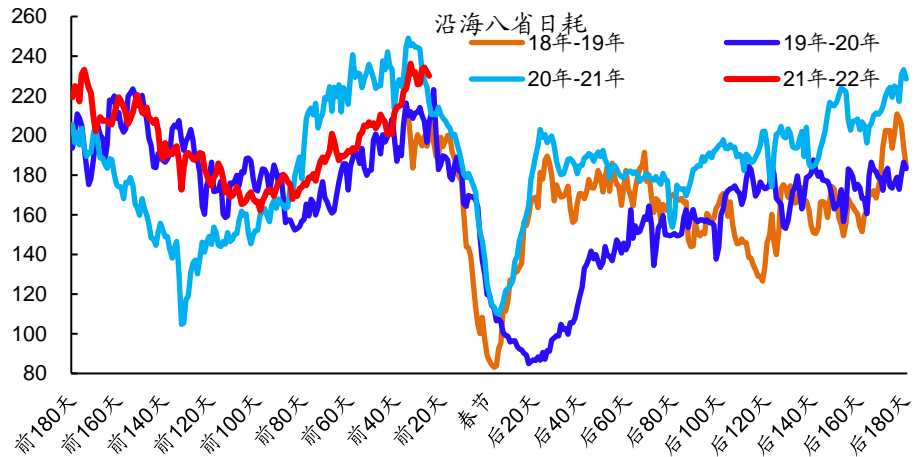
## 图目录

图 1	沿海八省日耗煤量 (万吨)	4
图 2	PPI 同比实际增速与预测值 (%)	4
图 3	每周公开市场投放规模 (亿元, 更新至 1 月 7 日)	5
图 4	隔夜回购利率 (%)	5
图 5	七天回购利率 (%)	5
图 6	三个月 shibor 和存单发行利率 (%)	5
图 7	国股银票转贴现收益率 (%)	5
图 8	国债、政金债、地方债和信用债发行规模对比 (亿元)	6
图 9	各期限固息国开债认购倍数 (倍)	6
图 10	各期限固息国债认购倍数 (倍)	6
图 11	同业存单发行量和净融资额 (亿元)	7
图 12	同业存单发行利率 (%)	7
图 13	利率债收益率 (%)	7
图 14	十年美债利率上行, 通胀预期稳定但实际利率飙升 (%)	9
图 15	美债: 短端利率走高, 期限利差走扩 (%)	10
图 17	美国失业率持续下降	10
图 18	美国通胀高企 (%)	10
图 16	境外机构是 2021 年国债二级市场的最大净买入机构 (亿元)	11
图 17	中美利差快速收窄时期, 境外机构增持量有所放缓	11

## 1. 基本面：生产稳需求弱，CPI 反弹 PPI 续降

1月以来，生产企稳，需求偏弱。从1月以来的中观高频数据来看，一方面，需求依旧偏弱，30城商品房成交面积和百城土地成交面积同比降幅一升一降（12月环比改善同比仍走弱），出口 SCFI、CCFI 综合指数环比同比增速继续放缓。另一方面，工业生产弱中企稳，样本钢企钢材产量同比降幅收窄，沿海八省月均耗煤量同比环比均改善，行业开工率仍处于低位。

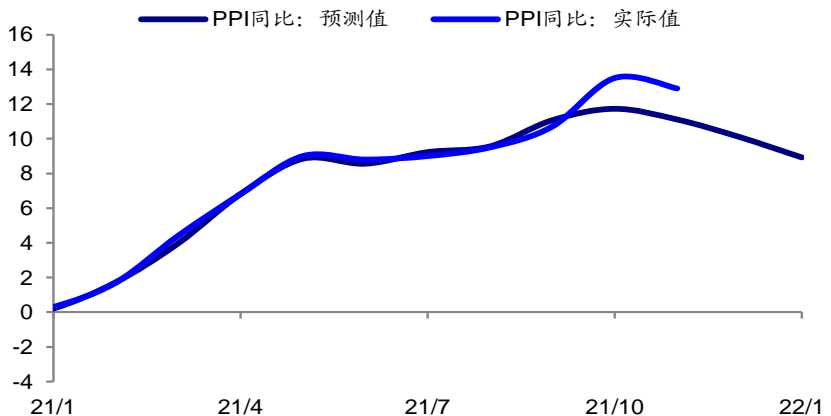
图1 沿海八省日耗煤量（万吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据更新至2022年1月6日

**1月CPI或抬升，PPI或续降。**1月以来猪价稳中略降，水果同比涨幅走阔，鲜菜同比涨幅转负，考虑到春节将至，猪价以及核心CPI或季节性回升，叠加CPI基数转负，我们预计1月CPI同比增速或小幅反弹；PPI方面，1月以来国际原油价格继续反弹但同比涨势回落，国内煤价、钢价、油价同比增速均放缓，生产资料价格指数环比降幅扩大，保供稳价政策继续发挥效力，我们预计1月PPI或继续回落。

图2 PPI同比实际增速与预测值（%）

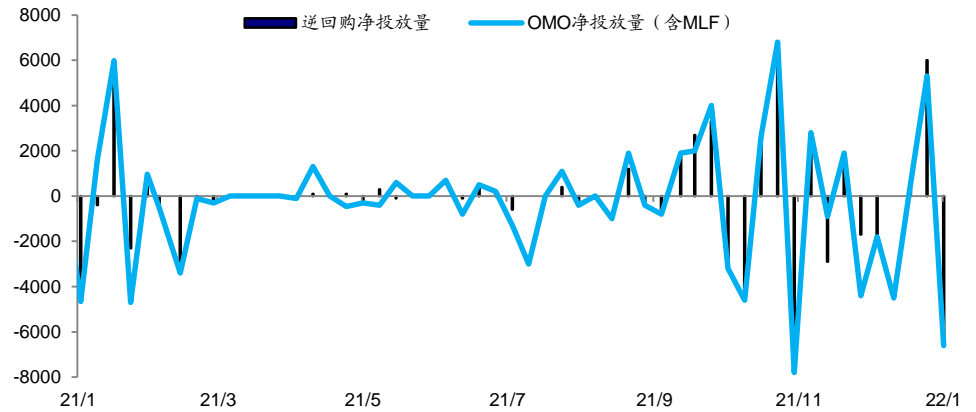


资料来源：Wind，海通证券研究所测算，21/12、22/1为预测值

## 2. 货币市场：央行净回笼、资金面偏松

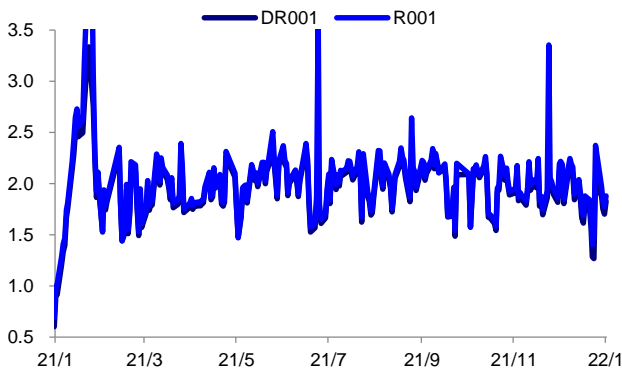
**央行资金净回笼6600亿元。**上周，央行公开市场逆回购投放400亿元、逆回购到期7000亿元，公开市场净回笼6600亿元。**资金利率分化**，具体来说，R001均值上行11BP至1.86%，R007均值下行141BP至2.18%；DR001均值上行20BP至1.79%，DR007均值下行36BP至2.00%。3M Shibor利率持平、3M存单发行利率震荡下行，国股银票1M、3M、1Y转贴现利率均先上后下。

图3 每周公开市场投放规模（亿元，更新至1月7日）



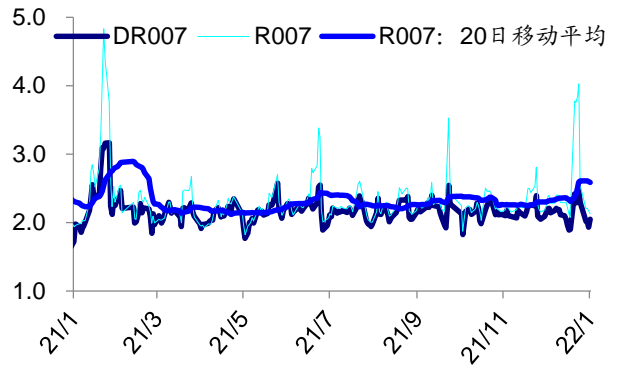
资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 隔夜回购利率（%）



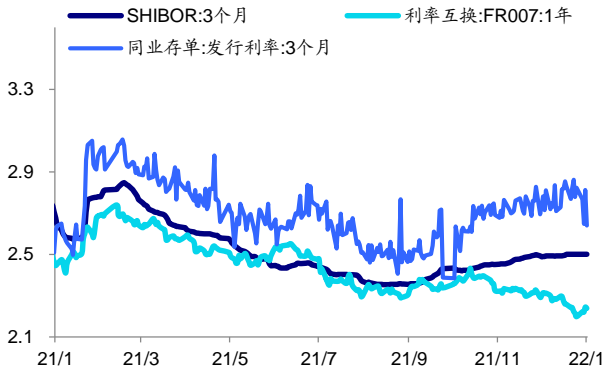
资料来源：WIND，海通证券研究所

图5 七天回购利率（%）



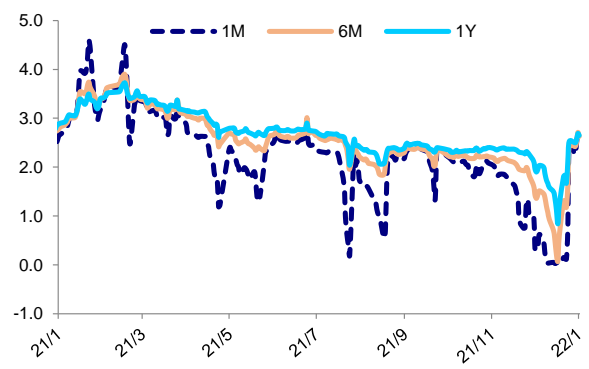
资料来源：WIND，海通证券研究所

图6 三个月shibor和存单发行利率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

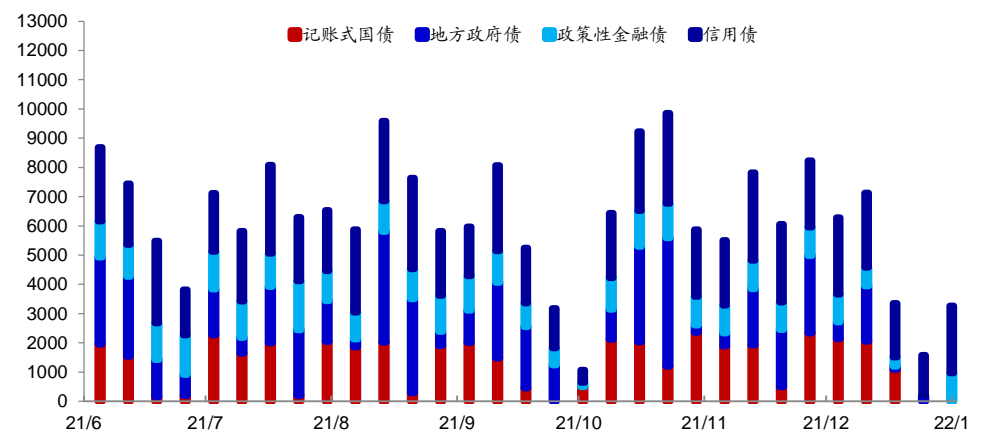
图7 国股银票转贴现收益率（%）



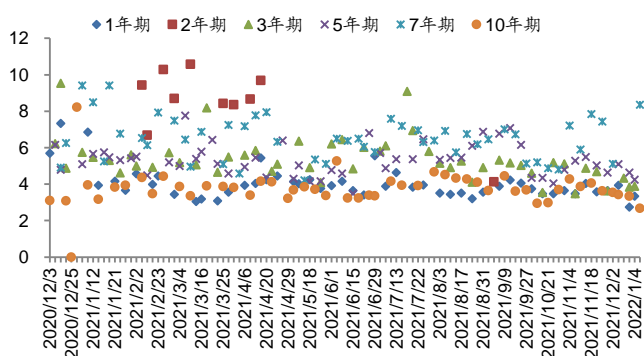
资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3. 一级市场：供给小幅回升，需求一般

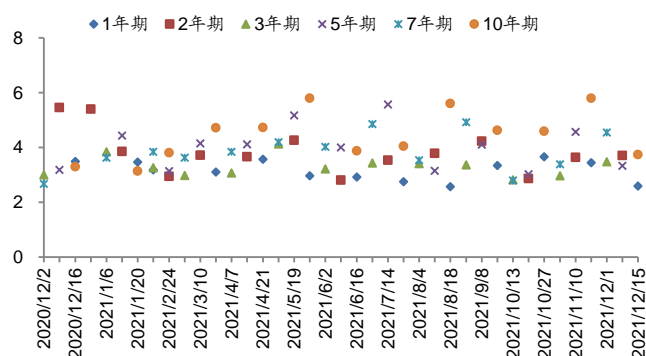
上周，利率债净供给 402 亿元，环比增加 365 亿元。总发行量 1053 亿元，环比增加 863 亿元。其中，记账式国债仍无发行；政金债发行 1053 亿元，环比增加 1053 亿元；地方债无发行，环比减少 190 亿元。截至 1 月 7 日，未来一周国债暂无披露的计划发行规模，地方债披露计划发行规模为 566 亿元、环比小幅回升。

**图8 国债、政金债、地方债和信用债发行规模对比（亿元）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**图9 各期限固息国开债认购倍数（倍）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**图10 各期限固息国债认购倍数（倍）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

上周，利率债一级市场招投标需求一般，国债+政金债总计划发行规模 990 亿元，实际发行规模 1053 亿元。国开债、进出口行债和农发债需求均一般，具体来说：

国开债需求一般，21 国开 09(增 16) 的认购倍数为 8.35 倍，需求较好；21 国开 08(增 13)、21 国开 18(增 5)、21 国开 16(增 7)、21 国开 15(增 13) 的认购倍数分别为 4.25、3.88、3.33、2.68 倍，需求一般。

进出口行债需求一般，22 进出清发 01 的认购倍数为 5.7 倍，需求较好；21 进出 22(增 12) 的认购倍数为 5.13 倍，需求尚可；21 进出 08(增 4)、21 进出 13(增 8)、22 进出 661、21 进出 05(增 28)、21 进出 10(增 21) 的认购倍数分别为 4.28、3.59、3.33、3.23、1.67 倍，需求一般。

农发债需求一般，18 农发 13(增 17) 的认购倍数为 6.54 倍，需求较好；21 农发 11(增 7)、21 农发 10(增 6) 的认购倍数分别为 4.14、3.42 倍，需求一般。

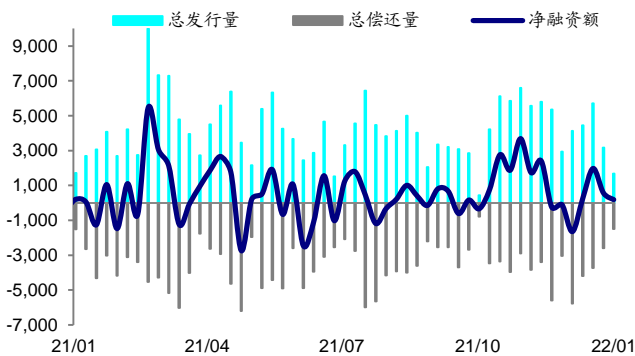
**表 1 利率债已发行与未来一周计划发行情况（截至 1 月 7 日）**

发行起始日	债券简称	计划发行 (亿元)	发行规模 (亿元)	期限 (年)	中标利率(%)	招标 标的	发行前一日二级 市场利率(%)	发行当日二级 市场利率(%)	认购倍数 (倍)
<b>国债+政金债:</b>		<b>990</b>	<b>1053</b>						
<b>上周已发行</b>									
2022/1/4	21 国开 16(增 7)	120	120	1	2.10	价格	2.28	2.29	3.33
2022/1/4	21 国开 08(增 13)	80	80	5	2.70	价格	2.76	2.77	4.25
2022/1/4	21 国开 18(增 5)	80	80	3	2.49	价格	2.56	2.57	3.88
2022/1/5	22 进出清发 01	30	30	1	2.08	利率	2.31	2.30	5.70
2022/1/5	21 农发 10(增 6)	70	73	10	3.12	价格	3.15	3.15	3.42
2022/1/5	21 农发 11(增 7)	60	70	1	2.08	价格	2.28	2.28	4.14
2022/1/5	18 农发 13(增 17)	30	40	5	2.34	价格	2.49	2.47	6.54
2022/1/6	21 进出 10(增 21)	80	120	10	3.15	价格	3.15	3.17	1.67

2022/1/6	21 进出 05(增 28)	60	60	5	2.80	价格	2.81	2.84	3.23
2022/1/6	21 国开 15(增 13)	200	200	10	3.05	价格	3.08	3.09	2.68
2022/1/6	22 进出 661	40	40	0.25	1.83	价格	2.10	2.09	3.33
2022/1/6	21 国开 09(增 16)	20	20	7	2.95	价格	2.98	2.99	8.35
2022/1/6	21 进出 13(增 8)	40	40	3	2.56	价格	2.61	2.63	3.59
2022/1/7	21 进出 08(增 4)	40	40	1	2.09	价格	2.28	2.24	4.28
2022/1/7	21 进出 22(增 12)	40	40	2	2.36	价格	2.46	2.45	5.13
<b>国债、政金债 未来一周计划发行</b>		<b>0、160</b>							
2022/1/10	21 农发 09(增 2)	30	30	3		价格			
2022/1/10	21 农发 08(增 17)	70	70	5		价格			
2022/1/11	21 农发清发 03(增发 18)	30	30	2		价格			
2022/1/11	21 农发清发 04(增发 15)	30	30	7		价格			
<b>地方债 未来一周计划发行</b>		<b>566</b>							

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**存单量降价稳。**上周, 同业存单发行 1677 亿元、环比减少 1490 亿元, 到期 1489 亿元, 净发行量 187 亿元、环比减少 387 亿元; 股份制银行 1 年同业存单发行利率基本持平在 2.65%。

**图11 同业存单发行量和净融资额 (亿元)**


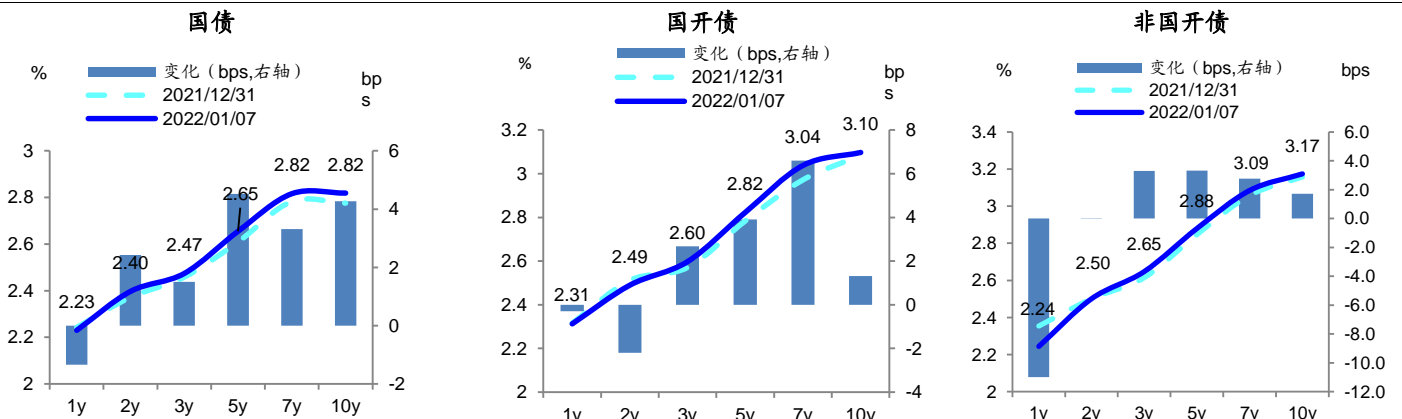
资料来源: WIND, 海通证券研究所

**图12 同业存单发行利率 (%)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 4. 二级市场：熊陡行情

**债市涨少跌多。**上周, 资金面偏松, 债市供给小幅回升, 政策稳经济大盘的表态继续延续, 国内疫情依旧偶有散发, 前期超调的短债有所回涨而中长债齐跌。具体来看, 1年期国债收益率下行1BP至2.23%, 10年期国债收益率上行4BP至2.82%; 1年期国开债收益率持平在2.31%, 10年期国开债收益率上行1BP至3.10%。

**图13 利率债收益率 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**短债利率仍偏高, 长债和超长债利率仍低, 国开债收益率整体更低。**从收益率绝对

水平来看，至 1 月 7 日 30Y 国债利率处于低位、分位数仅为 7%（滚动三年分位数，下同），整体来看长债和超长债利率整体偏低，除 3M 国债利率偏高、处于 39%分位数，其余中短期国债利率尚可、处于 12%~20%分位数区间。相比于国债，国开债收益率所处分位数水平整体更低，除 3M、1Y 期限位于 38%、16%分位数之外，其余期限分位数皆处于 11%分位数及以下。

**表 2 国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率（截至 2022/1/7）**

		利率水平(%)						
		3m	1y	3y	5y	7y	10y	30y
国债	中位数	2.12	2.44	2.76	2.95	3.10	3.11	3.71
	当前水平	2.05	2.23	2.47	2.65	2.82	2.82	3.36
	当前分位数	39	20	15	15	12	12	7
国开债	中位数	2.25	2.60	3.07	3.31	3.50	3.53	4.13
	当前水平	2.14	2.31	2.60	2.82	3.04	3.10	3.51
	当前分位数	38	16	8	8	6	11	1
		期限利差						
		3年-1年	5年-3年	10年-5年	10年-1年	30年-10年		
国债	中位数 (bp)	30	16	17	63	60		
	当前水平 (bp)	24	18	16	59	55		
	当前分位数 (%)	28	64	46	37	21		
	上周末分位数 (%)	19	42	47	20	26		
国开债	中位数 (bp)	45	25	20	88	58		
	当前水平 (bp)	28	23	27	78	41		
	当前分位数 (%)	5	41	84	18	11		
	上周末分位数 (%)	3	34	92	15	11		
		1y	3y	5y	7y	10y	30y	
		中位数	5.11	9.84	11.37	12.25	11.39	9.96
国开债隐含税率(%)	当前利率水平	3.59	4.77	5.96	7.30	8.99	4.21	
	当前分位数	27	3	1	6	6	2	

注：数据为滚动三年分位数

资料来源：Wind，海通证券研究所

**期限利差大多走阔。** 上周，10Y-1Y 国债利差走阔 6BP 至 59BP；5Y-3Y 国债期限利差最陡，处于 64%分位数；国开债曲线 10Y-5Y 期限利差最陡（处于 84%分位数），10Y-5Y 国开债期限利差比国债更为陡峭。整体来看，国开、国债除 10Y-5Y、30Y-10Y 利差收窄或持平之外，其余大多走阔。

**隐含税率仍处低位。** 从隐含税率来看，至 1 月 7 日 10 年期国开债隐含税率先下后上至 8.99%，位于 6%分位数；1 年期国开债隐含税率先上后下至 3.59%，位于 27%分位数，其余期限隐含税率整体有所抬升但所处分位数整体偏低（均处于 6%分位数及以下）。

## 5. 政策聚焦&债市展望：美债利率飙升对中债的影响

### 5.1 更大力度组合政策，稳定宏观经济大盘

日前<sup>1</sup>，工信部联合科学技术部、自然资源部印发《“十四五”原材料工业发展规划》，提出到 2025 年，原材料工业初步形成更高质量、更好效益、更优布局、更加绿色、更为安全的产业发展格局，到 2035 年，成为世界重要原材料产品的研发、生产、应用高地，产业体系安全自主可控。

**【评】**提升原材料工业保障能力，进一步促进保供稳价政策发挥实效，有助于从根源上缓解原材料涨价对中下游企业的压力传导，优化价格传导机制和产业发展结构。

国家外汇管理局开展跨境贸易投资高水平开放试点<sup>2</sup>。资本项目改革方面，一是拓宽

<sup>1</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/2022-01/03/content\\_5666170.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-01/03/content_5666170.htm)

<sup>2</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2022-01/04/content\\_5666420.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2022-01/04/content_5666420.htm)



企业跨境投融资渠道，支持中小微高新技术企业一定额度内自主借用外债，开展合格境外有限合伙人（QFLP）和合格境内有限合伙人（QDLP）试点...二是提升跨境投融资便利化水平...扩大资本项目收入资金使用范围...适度提高非金融企业境外放款规模上限。经常项目便利化方面，便利优质企业经常项目资金收付...

**【评】** 外汇领域改革开放进一步深化，为探索“更开放更安全”的外汇管理机制积累经验，有助于拓宽企业跨境投融资渠道，服务实体经济发展，助力宏观经济稳定。

中共中央政治局常委、国务院总理李克强主持召开减税降费座谈会，会议上指出<sup>3</sup>“当前受国际国内多重因素影响，我国经济出现新的下行压力，要加强跨周期调节...抓紧实施新的更大力度组合式减税降费，确保一季度经济平稳开局、稳住宏观经济大盘。要延续实施 2021 年底到期的支持小微企业和个体工商户的减税降费措施...加大增值税留抵退税力度，促进制造业企业科技创新和更新改造...国家将继续加大对地方转移支付力度，推动财力向市县基层下沉，为减税降费提供保障...”。

**【评】** 我们认为政策继续强调稳住宏观经济大盘，22 年继续推进规模性减税降费政策，更大力度组合式减税降费政策将落地，将进一步带动扩大消费和有效投资。

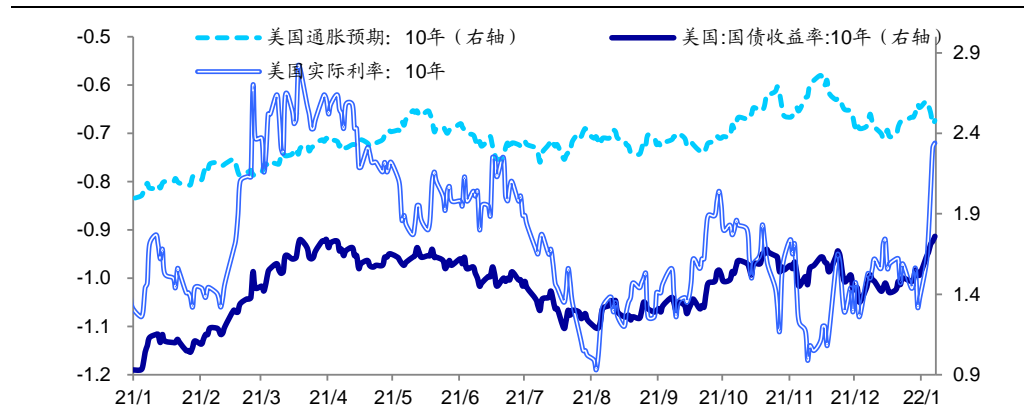
中央财经委员会办公室分管日常工作的副主任韩文秀：**稳定宏观经济不仅是经济问题，更是政治问题**<sup>4</sup>。其表示“要多渠道筹措资金，通过调入预算稳定调节基金、结转到 2022 年使用的地方政府专项债券资金等，保持必要的支出强度...财政政策和货币政策要协调联动、跨周期和逆周期宏观政策要有机结合...要适度超前进行基础设施建设，在减污降碳、新能源、新技术、新产业集群等领域加大投入，既扩大短期需求，又增强长期动能...对小微企业和个体工商户等的支持政策，该延期的要延期，该扩围的要扩围...要促进房地产业健康发展...坚持租购并举，加快发展长租房市场...要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制...要扩大高水平对外开放，努力把短期订单优势转化为中长期国际竞争优势，稳定外贸外资基本盘...社会政策要兜住兜牢民生底线...”。

**【评】** “七大政策组合”稳定宏观经济大盘，积极推出有利于经济稳定的政策，慎重出台有收缩效应的政策，政策发力要适当靠前。总之，各地区各部门都要担负起稳定宏观经济责任，这不仅是经济问题，更是政治问题。

## 5.2 美债利率飙升对中债的影响

实际利率飙升导致美债利率走高。上周十年期美债利率大幅上行 24BP 至 1.76%、创 2020 年 2 月以来新高。从实际利率与通胀率拆分开来看，利率上行主因实际利率大幅上行 32BP 至 -0.72%、创 2021 年 5 月以来新高，而通胀预期反而下行 8BP 至 2.48%。从期限结构角度看，2 年期美债上行 14BP 至 0.87%，10Y-2Y 期限利差走阔 10BP 至 0.89%。

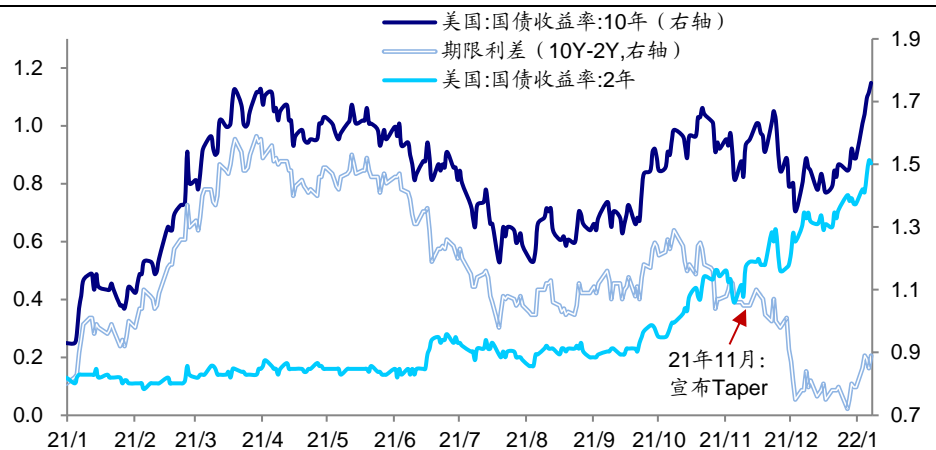
图 14 十年美债利率上行，通胀预期稳定但实际利率飙升（%）



<sup>3</sup> [http://www.gov.cn/premier/2022-01/05/content\\_5666581.htm](http://www.gov.cn/premier/2022-01/05/content_5666581.htm)

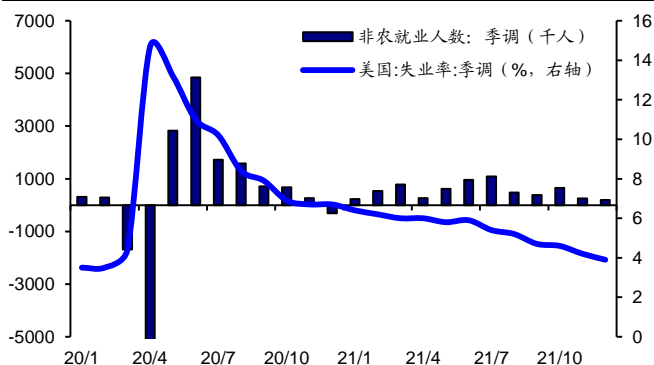
<sup>4</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1721013047769033740&wfr=spider&for=pc>

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 数据截至 1 月 7 日

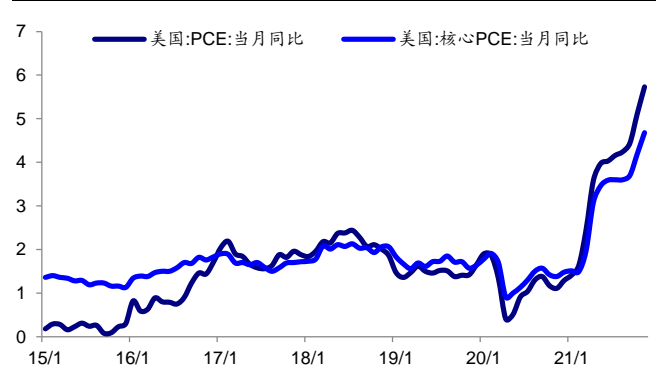
**图15 美债: 短端利率走高, 期限利差走扩 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所; 数据截至 1 月 7 日

**为何实际利率飙升? 就业向好, 通胀高企, 加息缩表预期大幅提前。**虽然 12 月非农数据不及预期, 但失业率降至 3.9%、创 2020 年 2 月以来最低, 平均时薪环比增加 0.6%, 薪资上涨和失业率持续改善显示就业市场依然强劲。12 月美联储会议纪要<sup>5</sup>释放鹰派信号, 一致认为加息前的通胀目标已远远达标, 大多数认为最大化就业目标也接近达成, 普遍认为有必要更早或更快地加息, 几乎所有人都认为首次加息后某个时间开始缩表。可见, 美联储加息与缩表预期纷纷提前, 截至 1 月 7 日市场预期 3 月加息概率接近 90%<sup>6</sup>。

**图17 美国失业率持续下降**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

**图18 美国通胀高企 (%)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

**政策以我为主, 美债上行对中债主要是情绪和境外机构行为的间接影响。**

**一方面, 货币政策以我为主, 保持宽松。**我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力, 虽然近期经济环比有所改善但上半年同比下行压力仍较大, 需要货币政策保持流动性合理充裕, 发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能。从实体回报率和贷款利率关系、货币财政政策协调联动、银行息差角度来看, 总量和结构性宽松政策仍可期(《宽松预期仍高 2021 年 12 月 26 日》)。

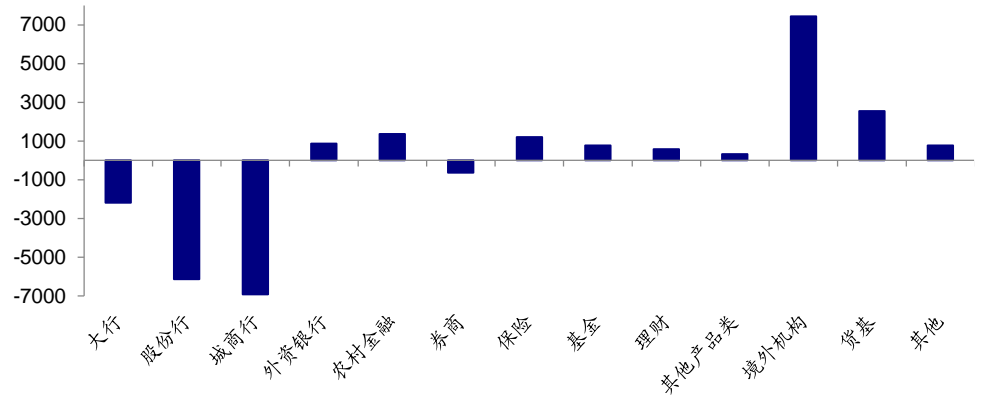
**另一方面, 中美利差收窄, 境外机构增持减弱, 主要影响国债。**我们认为, 加息预期抬升短债收益率和美元指数, 对于长端利率的影响或明显小于短端。境外机构已经占我国国债市场存量的 11% (截至 21 年 11 月), 也是 2021 年国债二级市场的最大净买入机构。历史上当中美十年期国债利差在 80BP 或者利差大幅收窄时期外资国债增持量明显走弱。当前十年期中美国债利差 106BP、仍处于较为“舒适”区间, 若长端美债进

<sup>5</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20220105a.htm>
<sup>6</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3649181>

一步走高导致中美利差收窄至 80BP 及以下需要关注国债利率波动风险。

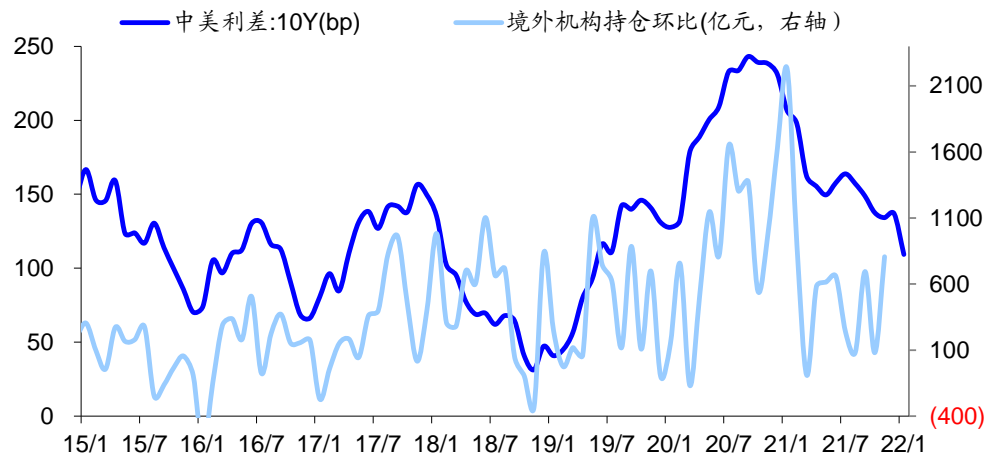
我们在 1 月月报《政府债供给展望与利率新低的思考》对 1 月债市较为谨慎，认为“新低之后建议控制久期”。事实上上周债市的确表现偏弱，走出了熊陡行情。展望未来一周，依然建议控制久期节奏，资金面平稳、机构杠杆不高的背景下采取短债杠杆套息策略，1 月十年国债利率或在 2.7%~2.9% 区间波动，长债等待调整后的配置机会。

图16 境外机构是 2021 年国债二级市场的最大净买入机构（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 中美利差快速收窄时期，境外机构增持量有所放缓



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

姜珺珊 固定收益研究团队

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

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

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com  
联系人  
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com  
李林芷(021)23219674 llz13859@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  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com  
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@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  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
联系人  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com  
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com  
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
联系人  
张紫睿 021-23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com  
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com  
方欣来 021-23219635 fxl13957@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  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com  
联系人  
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com  
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com  
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@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  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
李殊醒 02163411361 lsx11330@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

### 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  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
梁广楷(010)56760096 lqk12371@htsec.com  
联系人  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com  
联系人  
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com

### 公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
联系人  
余玫翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com  
联系人  
曹蕾娜 cln13796@htsec.com

### 互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
联系人  
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com  
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@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  
余金花 sjh13785@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

<b>电子行业</b> 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 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 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚洲洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 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	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxj12156@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 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	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 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	<b>银行行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王祎婕(021)23219768 wyj13985@htsec.com
<b>家电行业</b> 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	<b>造纸轻工行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 辜丽娟(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 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 sj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 谭德康 tdk13548@htsec.com 王祎宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 上官灵芝 sglz14039@htsec.com 董晓梅 dxm10457@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