

相关研究

《人口流动“正常”，需要多长时间？》  
2022.11.20

《财政“四本账”：核算与联系——财政  
分析框架之一》 2022.11.22

《人民币汇率如何走？——汇率研究框  
架一》 2022.11.17

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@haitong.com

证书:S0850521080001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:李林芷

Tel:(021)23219674

Email:llz13859@haitong.com

分析师:侯欢

Tel:(021)23154658

Email:hh13288@haitong.com

证书:S0850522080004

联系人:王宇晴

Email:wyyq14704@haitong.com

## 海外的“重启”之路 ——医疗、人口、经济的系统梳理

### 投资要点:

- 我们通过研究日本、韩国、中国香港、中国台湾、越南、新加坡的经验，来分析疫情集中爆发阶段前后的医疗冲击、人口流动、消费、生产、通胀等各方面的走势。
- **医疗冲击：需求有多大？** 疫情集中爆发阶段，疫情的严峻程度取决于各个经济体的疫苗接种情况、重点人群占比、医疗资源差异等。疫情形势越严峻、疫情峰值越高，对医疗资源的需求也就越多，容易发生医疗紧张。根据各个经济体的经验，在医疗资源相对紧张的地区，例如中国香港，危重症患者面临 ICU、住院病床的短缺；对于非重症人群，疫情集中爆发前期药品需求或短期高增。
- **人口流动：正常化需要多久？** 去年以来，海外部分经济体对疫情政策进行了明显调整。尤其是今年以来，人口出行方面的限制大幅减少。海外经济体在疫情政策大幅调整后，疫情的爆发也会对人口出行、经济活动产生影响。综合来看，大多数海外经济体在疫情集中爆发阶段，往往会出现人口流动的下滑，在疫情峰值过去后，人口流动又会出现恢复，前后影响时间大概为 3-4 个月。
- **消费：恢复了多久？** 对比不同国家和经济体，疫情集中爆发阶段会给整体消费造成短期冲击，一般在 3-4 个月左右，之后均进入修复通道，但消费总量没有回升至疫情之前的增长轨道。对比不同的消费品类和业态，从修复速度来看，食品饮料、超市消费等必需消费恢复最快，甚至在冲击期逆势增长；从修复高度来看，耐用品消费修复高度都偏低，线下服务消费恢复水平较高。
- **供应链：影响整体不大。** 从工业生产角度来看，今年以来，日韩的生产受疫情或疫情防控政策调整的影响相对较小，受全球外需变动的相对影响更大；而中国香港和中国台湾的生产则与疫情或疫情政策关联度较高。
- **通胀：服务业压力较大。** 疫情集中爆发阶段后，主要经济体随即迎来核心 CPI 同比的加速上行，其中服务业 CPI 的上行是重要推动力。从结构来看，越南、韩国、新加坡的教育、文化娱乐、家用设备和服务的 CPI 同比都已超过 2019 年；在外出需求的拉动下，服装鞋类价格较快上涨也是普遍现象。我们认为，再通胀的背后，除了人口流动和消费需求的复苏，还有疫情期间服务业供给端的增速回落，甚至出现收缩的影响。因此我国的人口流动如果“正常化”，服务业或也将启动“再通胀”。

## 目 录

---

1. 医疗资源：需求有多大？ .....	6
2. 人口流动：正常化需要多久？ .....	9
3. 消费：恢复了多少？ .....	13
4. 供应链：影响整体不大 .....	17
5. 通胀：服务业压力较大 .....	18

## 图目录

图 1	每百万人新增确诊病例（平滑后，例）	6
图 2	每百万人新增死亡病例（平滑后，例）	6
图 3	疫情集中爆发阶段初期（2022 年 1 月）接种率（%）	7
图 4	疫情集中爆发阶段初期（2022 年 1 月）老年人接种率（%）	7
图 5	老龄化程度（%）	8
图 6	重点人群相关指标	8
图 7	2020 年医疗资源分布	8
图 8	2019 年医疗服务可及性和质量指数	8
图 9	日本和韩国 ICU 住院人数（例）	9
图 10	中国香港医院病床占用率	9
图 11	中国香港医药相关零售销售量指数:同比（%）	9
图 12	中国台湾医药相关零售贸易指数:同比（%）	9
图 13	中国香港地铁客流量用了近 4 个月时间恢复到正常	10
图 14	中国香港人口流动趋势（相比 2020 年初的变化，%，7MMA）	10
图 15	我国台湾地区客运人数相比疫情前对比（%）	10
图 16	中国台湾人口流动趋势（相比 2020 年初的变化，%，7MMA）	11
图 17	日本铁路载客情况（百万人）	11
图 18	日本人口流动趋势（相比 2020 年初的变化，%，7MMA）	11
图 19	韩国人口流动趋势（相比 2020 年初的变化，%，7MMA）	12
图 20	越南交通客运人数变化（百万人次）	12
图 21	越南人口流动趋势（相比 2020 年初的变化，%，7MMA）	12
图 22	新加坡人口流动趋势（相比 2020 年初的变化，%，7MMA）	13
图 23	日本零售贸易指数（季调，2019=100）	14
图 24	韩国私人消费开支（万亿韩元）	14
图 25	中国香港零售销售指数（季调，2019=100）	14
图 26	中国台湾零售贸易销售额（季调，2019=100）	14
图 27	越南零售销售额（2019 同期=100）	14
图 28	新加坡零售销售指数（季调，2019=100）	14
图 29	日本分品类零售贸易指数（季调，2019=100）	15
图 30	韩国分品类零售销售指数（季调，2019=100）	15

图 31	中国香港分品类零售销售指数 (季调, 2019=100)	15
图 32	新加坡分品类零售销售指数 (季调, 2019=100)	15
图 33	中国台湾分业态零售贸易指数 (季调, 2019=100)	15
图 34	新加坡分业态零售销售指数 (季调, 2019=100)	15
图 35	日本消费修复高度 (%)	16
图 36	韩国消费修复高度 (%)	16
图 37	中国香港消费修复高度 (%)	16
图 38	中国台湾消费修复高度 (%)	16
图 39	越南消费修复高度 (%)	17
图 40	新加坡消费修复高度 (%)	17
图 41	日本制造业生产指数变动 (2019 年同期=100)	17
图 42	日本工业生产指数同比与出口同比趋势一致 (%)	17
图 43	韩国制造业生产指数变动趋势 (2019 年同期=100)	18
图 44	韩国工业生产指数同比与出口同比趋势一致 (%)	18
图 45	越南制造业生产指数变动 (2019 年同期=100)	18
图 46	越南工业生产指数同比与出口同比趋势一致 (%)	18
图 47	主要经济体核心 CPI 同比 (%)	19
图 48	主要经济体服务 CPI 同比 (%)	19
图 49	韩国核心 CPI 环比 (%)	19
图 50	新加坡核心 CPI 环比 (%)	19
图 51	日本核心 CPI 环比 (%)	20
图 52	中国台湾核心 CPI 环比 (%)	20
图 53	新加坡的 CPI 大类同比变化 (%)	20
图 54	韩国的 CPI 同比变化 (%)	21
图 55	越南的 CPI 同比变化 (%)	21
图 56	文化娱乐大类 CPI 同比变化 (%)	21
图 57	日本和中国台湾文化、体育和娱乐 CPI 同比 (%)	22
图 58	中国台湾文化、体育和娱乐 CPI 环比 (%)	22
图 59	教育 CPI 同比变化 (%)	22
图 60	户外用餐 CPI 同比 (%)	23
图 61	个人护理 CPI 同比 (%)	23
图 62	家政服务 CPI 同比 (%)	23
图 63	韩国 2021 年服务业存量企业数目相比 2020 年的变化 (家)	24

图 64	2020 年以后，越南服务业企业退出/进入市场比例明显上升 .....	24
图 65	中国台湾历年 1-10 月企业净增加规模（家） .....	25
图 66	韩国整体就业和服务相关就业人数变化（%） .....	25
图 67	中国台湾整体就业和服务相关就业人数变化（%） .....	25
图 68	越南、南非的劳动力参与率一直都没有恢复（%） .....	26
图 69	日韩和中国台湾劳动力参与率均已恢复（%） .....	26
图 70	我国住宿业设施总数减少（万家） .....	27
图 71	我国限额以上餐饮收入占比提升（%） .....	27
图 72	近三年各类在营门店数量变化（%） .....	27
图 73	近三年各细分类别在营门店数量变化（%） .....	27

## 表目录

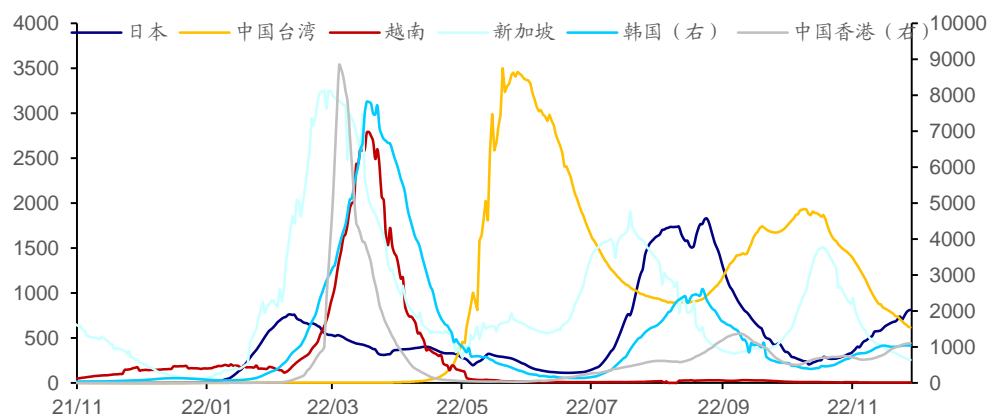
表 1	疫情集中爆发阶段（第一轮 Omicron 疫情）具体情况 .....	7
-----	------------------------------------	---

我们通过研究海外经济体的经验，来对疫情和医疗影响、人口流动、消费、生产、通胀等各方面进行分析。我们选择了日本、韩国、中国香港、中国台湾、越南、新加坡作为主要研究的对象。

## 1. 医疗资源：需求有多大？

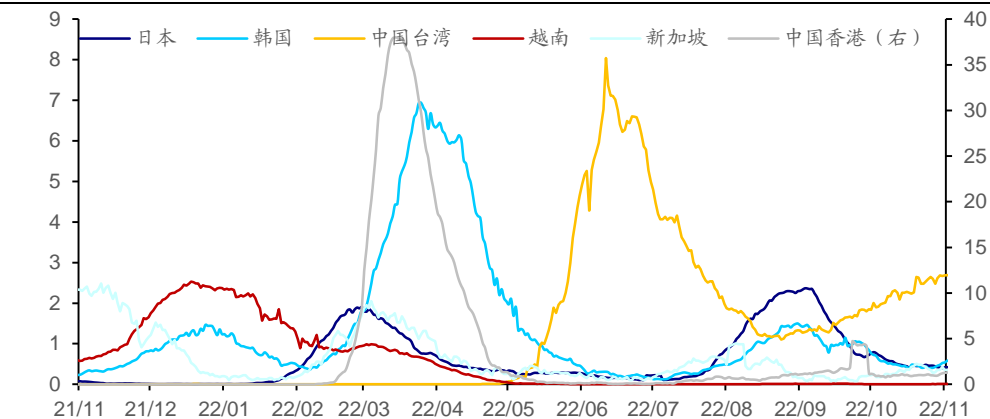
首先，我们要确定各经济体第一波较大规模冲击的 Omicron 疫情时间。大部分经济体第一轮 Omicron 疫情都开始于今年年初，峰值出现在 3-4 月，到 5 月左右基本结束，而中国台湾的第一轮 Omicron 疫情开始于今年 4 月底，峰值出现在 6 月，并持续至 8 月中旬。

图1 每百万人新增确诊病例（平滑后，例）



资料来源：OWID，海通证券研究所

图2 每百万人新增死亡病例（平滑后，例）



资料来源：OWID，海通证券研究所

各个经济体第一轮 Omicron 疫情的严峻程度不同，带来的医疗影响也存在差异。在我们观察的经济体中，从每百万人确诊病例和死亡病例来看，日本的疫情峰值明显较低，中国香港的疫情峰值则明显较高；韩国虽然确诊峰值较高，但死亡峰值较低；中国台湾、越南、新加坡的确诊峰值接近，相对较低，但死亡峰值存在差异，中国台湾相对较高，而新加坡相对较低。

**表 1 疫情集中爆发阶段（第一轮 Omicron 疫情）具体情况**

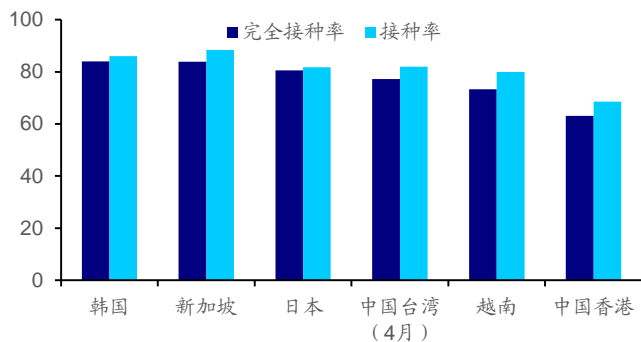
国家/地区	开始	峰值	结束	确诊峰值 (例/百万人)	死亡峰值 (例/百万人)
日本	2022 年 1 月	2022 年 2 月	2022 年 6 月	762.8	1.9
韩国	2022 年 1 月	2022 年 3 月	2022 年 6 月	7816.1	6.9
中国香港	2022 年 2 月	2022 年 3 月	2022 年 4 月	8839.0	38.0
中国台湾	2022 年 4 月	2022 年 6 月	2022 年 8 月	3460.5	8.0
越南	2022 年 1 月	2022 年 3 月	2022 年 4 月	2790.9	2.4
新加坡	2022 年 1 月	2022 年 3 月	2022 年 4 月	3250.0	2.1

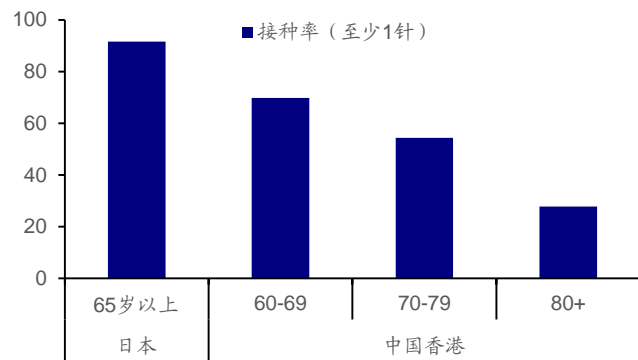
资料来源：OWID，海通证券研究所

疫情的严峻程度则取决于各个经济体的疫苗接种情况、重点人群占比、医疗资源差异等。

首先我们分析疫苗接种情况。全人口的完全疫苗接种率高，疫情相对缓和。我们主要观察了各经济体在疫情集中爆发阶段初期的完全接种率，可以看出，日本、韩国和新加坡的完全接种率较高，越南、中国香港和中国台湾在关键节点的完全接种率相对偏低，这部分解释了疫情严峻程度的差异。

老年人接种率则反映了重点人群的受保护情况。我们对比日本和中国香港发现，中国香港老年人口的接种率明显偏低，尤其是 80 岁以上人口的接种率仅为 27.8%，而日本 65 岁以上人口的接种率超过 90%。由于死亡病例中大部分为老年人口，所以当老年人口的接种率越低，死亡病例也就越多，这解释了日本和中国香港在死亡峰值上的差异。

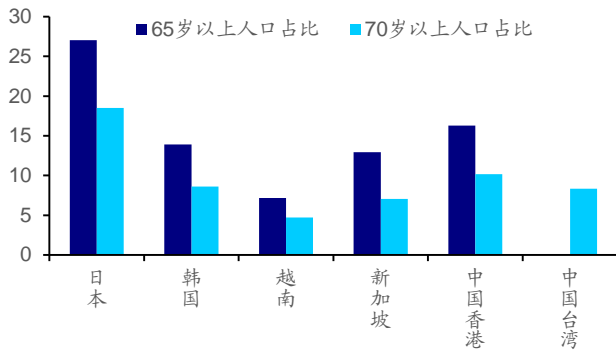
**图 3 疫情集中爆发阶段初期（2022 年 1 月）接种率（%）**

 资料来源：OWID，海通证券研究所  
 注：完整接种指完成第三针接种

**图 4 疫情集中爆发阶段初期（2022 年 1 月）老年人接种率（%）**


资料来源：OWID，海通证券研究所

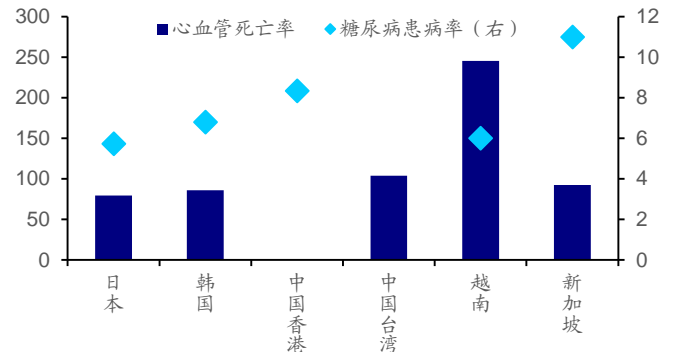
其次我们分析重点人群占比。老年人口是最需要关注的重点人群，老年人口占比越高，疫情的冲击也就相对更大，在我们观察的经济体中，日本老龄化程度最高，而越南老龄化率较低，其他国家的老龄化率比较接近。整体人群较年轻，部分解释了为什么相对来说疫苗接种率较低的越南，疫情形势并不是最严重的。除了老年人口外，其他需要关注的重点人群包括基础病患者，我们发现综合心血管疾病死亡率、糖尿病患病率这两个重点人群指标来看，我们观察的经济体间并没有明显差异。

图5 老龄化程度 (%)



资料来源: OWID, 海通证券研究所

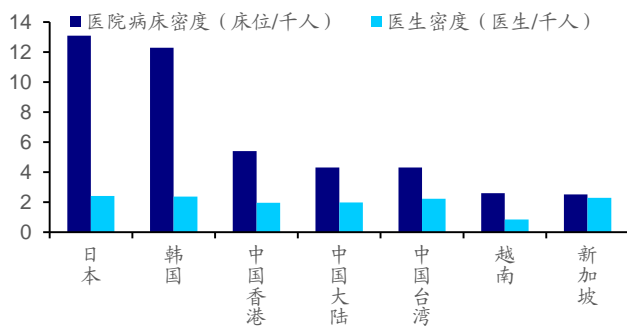
图6 重点人群相关指标



资料来源: OWID, 海通证券研究所

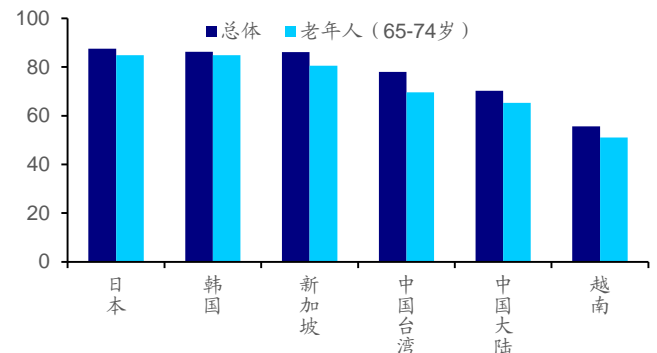
最后, 我们分析医疗资源禀赋差异。医疗资源越缺乏, 造成疫情形势更加严峻。从病床密度看, 日本和韩国明显高于其他经济体, 越南和新加坡的病床比较紧缺; 而从医生密度来看, 除了越南相对偏低外, 其他经济体比较接近; 从针对老年人的医疗服务可及性和质量来看, 越南和中国台湾明显偏低。综合来看, 医疗资源相对紧缺的越南、中国台湾和中国香港, 其疫情峰值明显偏高。

图7 2020年医疗资源分布



资料来源: indexmundi, 中国台湾医疗机构现在及医院医疗服务量统计 (2021年), 海通证券研究所

图8 2019年医疗服务可及性和质量指数


 资料来源: Haakenstad et al. (2022)<sup>1</sup>, 海通证券研究所

### 那么, 疫情峰值期间对医疗资源的需求有多少?

首先, 我们分析疫情需要哪些医疗资源。参考《新型冠状病毒肺炎诊疗方案 (试行第九版)》、美国 FDA 治疗方案等资料, 我们总结不同人群有不同的医疗资源需求。对于重症和危重症患者, 主要需要 ICU 床位、医务人员、体外膜肺氧合 (ECMO) 等医疗器械。对于普通型和轻症患者, 新冠口服药, 如利托那韦片 (Paxlovid), 发烧感冒常用药, 如布洛芬, 有效氧疗医疗器械。而对于尚未感染者, 往往会储备药品, 如中成药“三药三方”等。

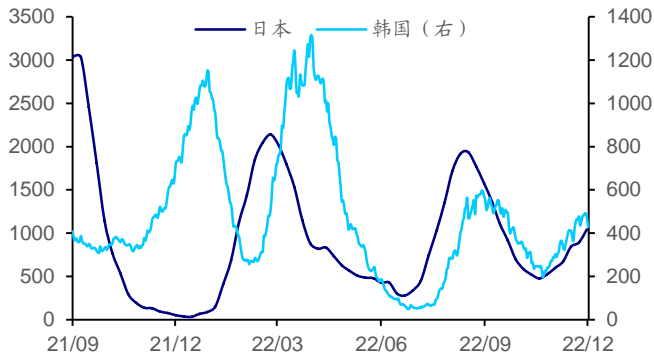
在医疗资源相对紧张的地区, 危重症患者可能面临 ICU、住院病床的短缺。日本在疫情高峰期 (2月23日左右), ICU 病人数和住院病人数分别为 2140 例和 29233 例 (17.2 例/每百万人和 235.8/每百万人), 当时日本全国专用于新冠疫情 ICU 和住院病床的使用率分别为 36% 和 55%, 不过在大阪等医疗资源相对紧张的地区, 新冠住院病床使用率超过 80%。

韩国在疫情高峰期 (3月31日左右) ICU 病人数共 1315 人 (约 25.1 例/每百万人), 而韩国在 2019 年的数据显示, 全国拥有 ICU 床位 8344 张, 占用率是 72.9%, 也就是说可用的 ICU 床位数约 2261 张, 基本能覆盖高峰期的需求。

<sup>1</sup> Haakenstad, Annie, et al. "Assessing performance of the Healthcare Access and Quality Index, overall and by select age groups, for 204 countries and territories, 1990–2019: a systematic analysis from the Global Burden of Disease Study 2019." The Lancet Global Health (2022).



中国香港在疫情高峰期(3月22日左右)住院和ICU病人人数分别为1574.9例/每百万人和16.1例/每百万人,当地的医疗资源数据显示,每百万人口约有5400张普通病床和71张ICU病床,假设无疫情时的使用率为75%,那么可用的病床数分别为1350和18张,医疗资源相对紧张。所以在疫情集中爆发阶段,中国香港医院病床占用率一度超过100%,产生医疗资源紧张的问题。

**图9 日本和韩国ICU住院人数(例)**


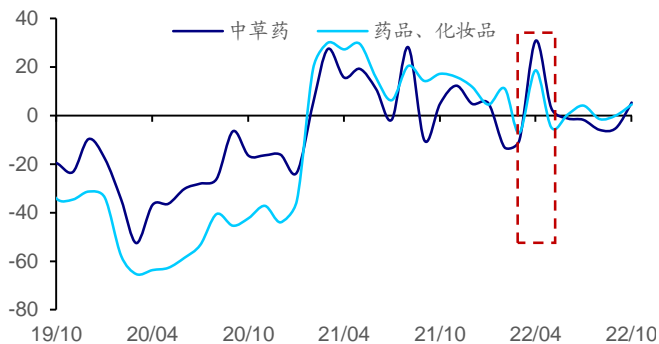
资料来源: OWID, 海通证券研究所

**图10 中国香港医院病床占用率**

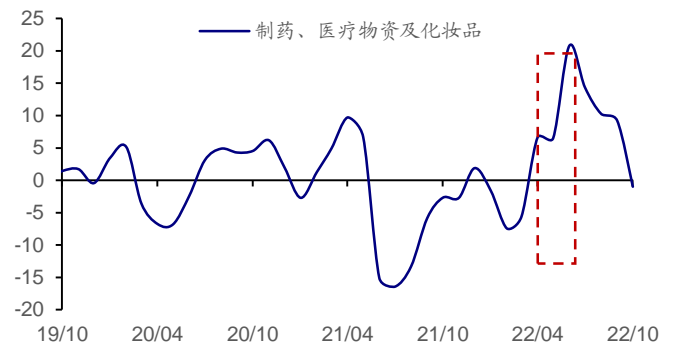

资料来源: 中国香港医院管理局, 海通证券研究所

对于非重症人群,疫情集中爆发阶段或带来药品需求短期高增。从日韩的经验来看,新冠口服药的需求一般不会短缺,根据智通财经的报道,截至3月底,辉瑞已向日本政府交付了近一万个Paxlovid疗程,但仅开出了2900个疗程的用量;截至4月17日,韩国已经接收了足够62.4万人使用的Paxlovid,但仅使用了库存的约三分之一。

而参照中国香港、中国台湾的经验,初期会出现对普通药品的大量需求,我们观察到在中国香港和中国台湾政策调整的初期,医药相关零售额同比增速均超过20%。

**图11 中国香港医药相关零售销售量指数:同比(%)**


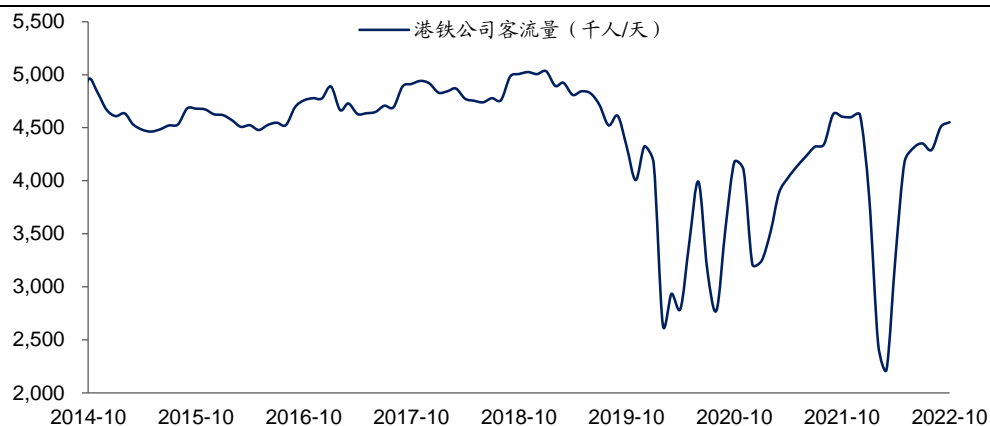
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

**图12 中国台湾医药相关零售贸易指数:同比(%)**


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

## 2. 人口流动: 正常化需要多久?

中国香港地区的人口流动“正常化”大约用了4个月。在2月份疫情爆发后,香港交通客流量出现大幅下降,3月继续下滑,4月份开始逐渐恢复,到5-6月份才恢复到正常水平。当然这里说的“正常”,只是相比本轮疫情爆发之前的水平(即1月份),并非是和疫情之前的2019年相对比。值得一提的是,尽管6月份之后,我国香港地区疫情也有回升,但对交通数据的影响已经不大。从人口流动趋势看,到零售娱乐场所、交通站点等地方的流动趋势也逐步趋于平稳。

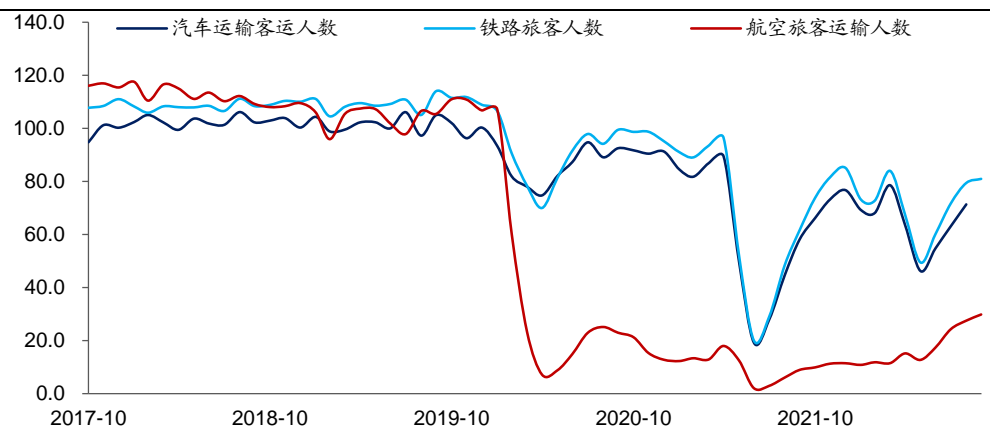
**图13 中国香港地铁客流量用了近4个月时间恢复到正常**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图14 中国香港人口流动趋势（相比2020年初的变化，%，7MMA）**

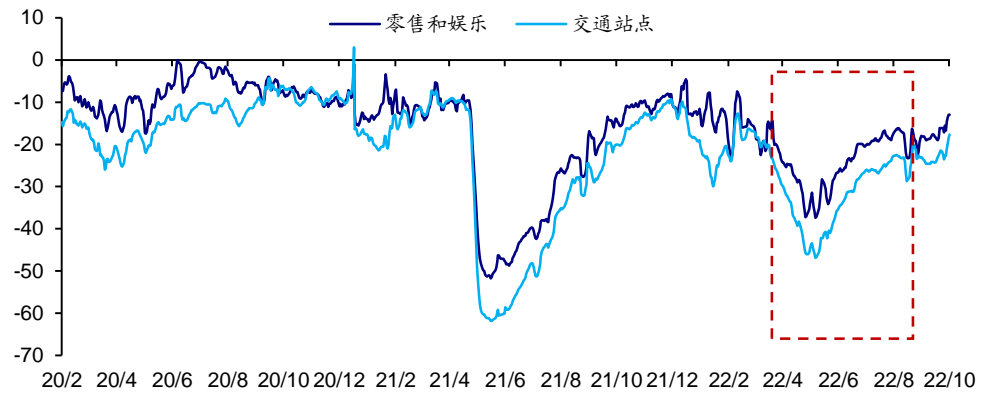

资料来源：CEIC，海通证券研究所

我国台湾地区的人口流动恢复，大概也用了4个月。在4月份我国台湾地区疫情爆发后，该地区汽车、铁路客运量明显回落，但到了今年8月基本回到了这一波冲击之前的水平，所以人口流动的恢复大概用了4个月的时间。

**图15 我国台湾地区客运人数相比疫情前对比（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

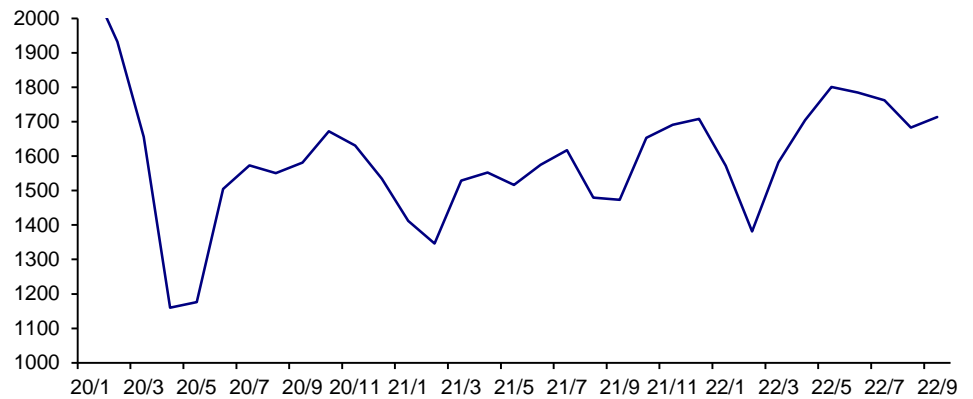
图16 中国台湾人口流动趋势（相比 2020 年初的变化，%，7MMA）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

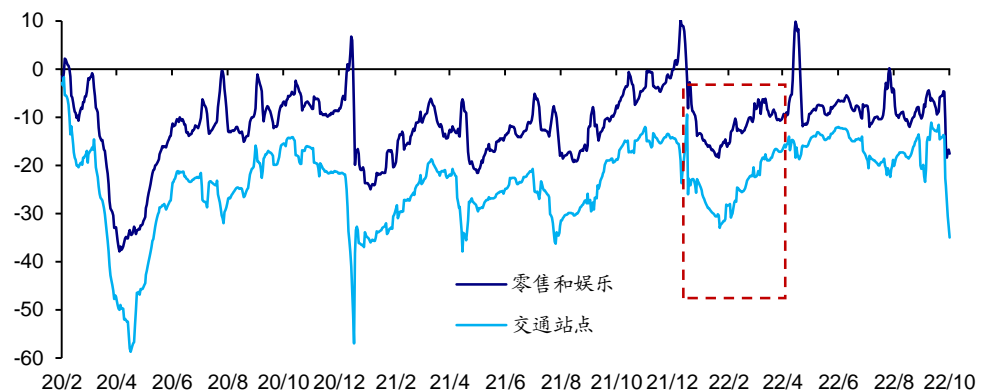
日本人口流动的恢复也接近 4 个月。在年初日本疫情有一波集中爆发，铁路客运量有明显下滑，4 月份回到相对正常的水平，前后用了 3-4 个月的时间。在 7 月份以后，日本再度出现疫情反弹，人口流动虽然也有回落，但回落幅度相对较小。

图17 日本铁路载客情况（百万人）



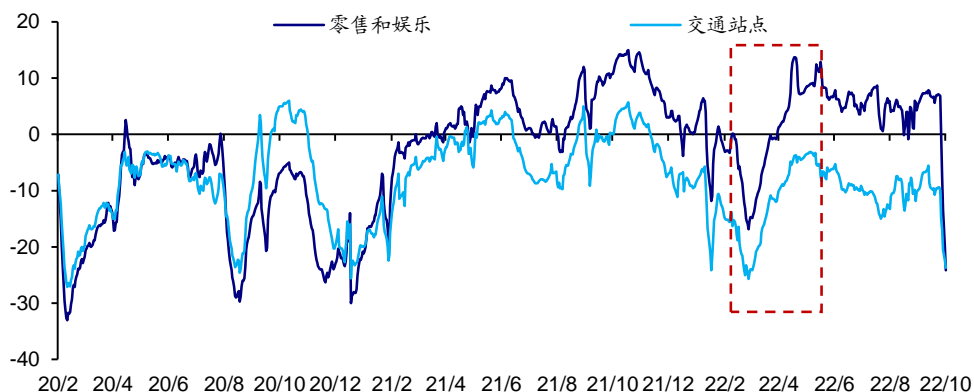
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图18 日本人口流动趋势（相比 2020 年初的变化，%，7MMA）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

韩国的人口流动恢复大概也是 4-5 个月时间。韩国的疫情大幅攀升于今年 1 月下旬，3 月中旬达到高点，5 月份回到相对低位。从人口流动先下降再回升看，总共也是持续了 4-5 个月的时间。7 月份以来，疫情虽然有所反弹，但韩国人口流动下滑幅度相对有限。

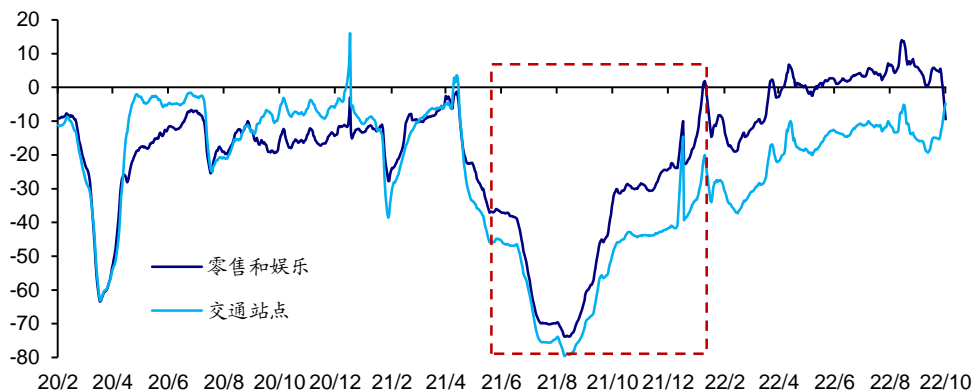
**图19 韩国人口流动趋势（相比 2020 年初的变化，%，7MMA）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**越南是比较特殊的。**今年 2 月初以来，确诊病例数大幅攀升，一直到 5 月初才回落至低位，差不多中间也经历了接近 3 个月时间。但越南整体交通客运量是在恢复的，这主要是因为从去年 10 月份之前，越南的疫情政策以严格防控为主，人口流动下降到了非常低的位置。而从去年 10 月就开始大幅调整疫情政策，今年 3 月宣布全面开放国际旅游，交通客运量反而提前快速回升，到今年 4 月回到相对正常的水平。

**图20 越南交通客运人数变化（百万人次）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图21 越南人口流动趋势（相比 2020 年初的变化，%，7MMA）**


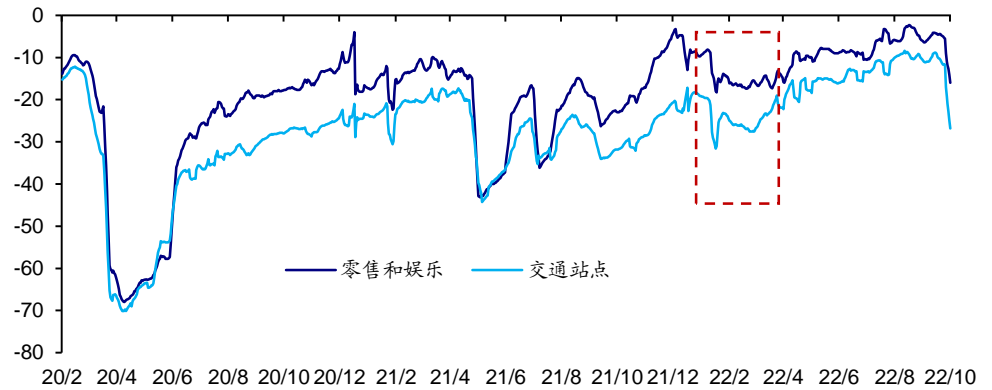
资料来源：CEIC，海通证券研究所

**新加坡的模式也比较特殊。**从去年四季度开始算，新加坡已经连续经历了 4 波新冠疫情的冲击，基本上每一波 3-4 个月，最大的一波是在今年的一季度。不过由于从去年以来，新加坡就在分步骤的优化疫情方面的管控，同时也做好疫苗接种、特效药等方面

的准备，疫情政策的调整步伐也是逐步的，所以从去年以来，新加坡的人口流动始终处于修复的通道。在今年一季度的那波疫情对人口流动虽然有扰动，但影响并不大。

综合来看，大多数海外经济体在疫情集中爆发的阶段，往往会出现人口流动的下滑，在疫情峰值过去后，人口流动又会出现恢复，前后影响时间大概为 3-4 个月。

图22 新加坡人口流动趋势（相比 2020 年初的变化，%，7MMA）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

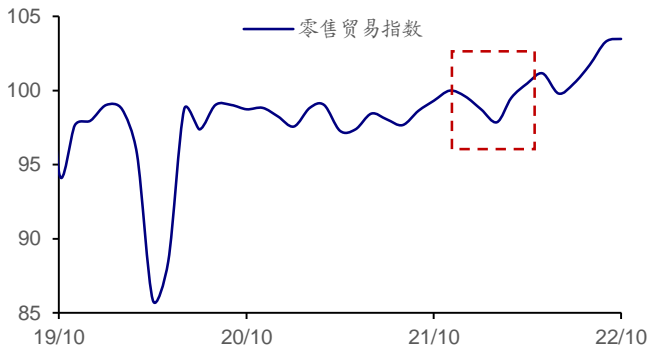
### 3. 消费：恢复了多少？

消费的表现其实和人口流动比较相关，所以消费在疫情集中爆发阶段和之后的表现也和人口流动的表现比较一致。

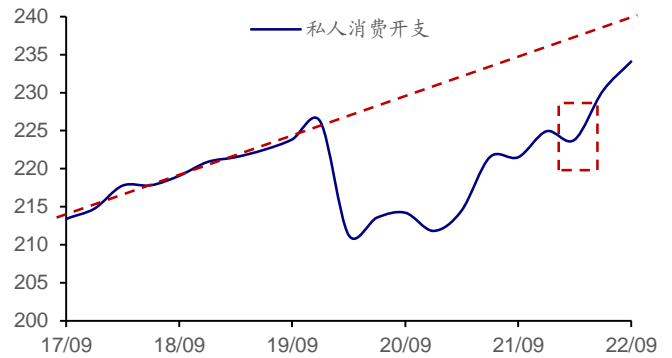
疫情集中爆发阶段会给整体消费造成短期冲击，一般在 3-4 个月左右。从零售贸易指数来看，在 1 月疫情集中爆发阶段开始后，2-3 月高峰期零售贸易指数回落，不过随着疫情缓和消费也开始修复，在 6 月本轮疫情集中爆发阶段结束之后持续修复。韩国在一季度疫情集中爆发阶段，消费也出现了比较明显的回落，但 3 个月左右的时间回归到正常的水平，之后开始不断修复。之后虽然有疫情的爆发，但对韩国消费的冲击已经不大。中国香港、中国台湾、越南和新加坡的消费均在疫情集中爆发阶段经历了 2 个月左右的回落，之后又回升，消费受冲击的阶段大致也是 3-4 个月。

对比不同经济体，从回落幅度来看，回落的幅度受疫情集中爆发阶段疫情形势的影响，由于中国香港疫情形势相对严峻，可以发现，其零售销售回落的幅度最大，而中国台湾、越南和新加坡，零售回落的幅度相对有限。

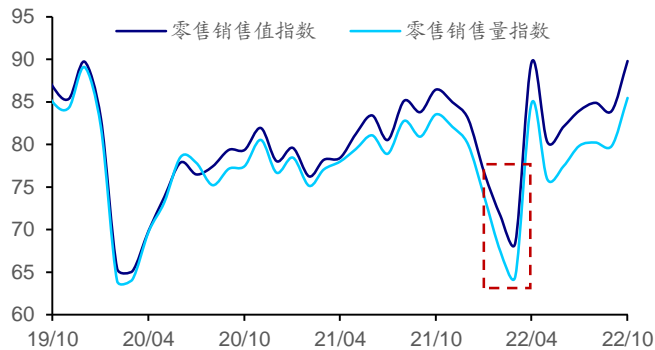
从修复节奏来看，度过疫情集中爆发阶段后消费均进入修复通道，不过由于各地疫情发展不同，会出现新一轮感染，但是从消费数据来看，不再会出现大幅度的回落，总体向好的趋势没有改变。从恢复高度来看，大多数经济体在经历大规模疫情爆发后，消费均有恢复，但消费总量没有回升至疫情之前的增长轨道。

**图23 日本零售贸易指数（季调，2019=100）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图24 韩国私人消费开支（万亿韩元）**


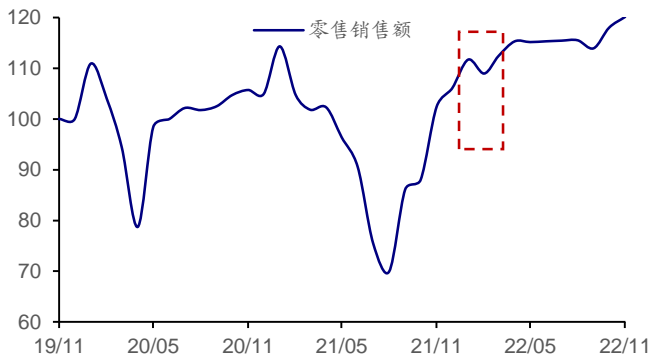
资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图25 中国香港零售销售指数（季调，2019=100）**


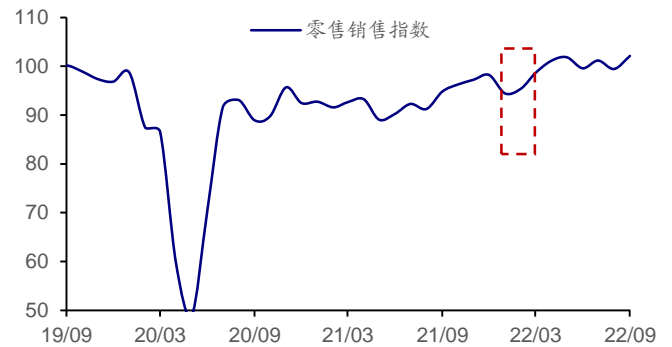
资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图26 中国台湾零售贸易销售额（季调，2019=100）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图27 越南零售销售额（2019同期=100）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

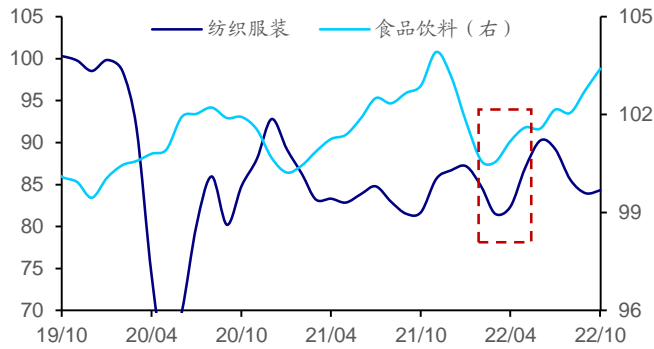
**图28 新加坡零售销售指数（季调，2019=100）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

我们再来看分结构的表现。首先是各类消费的修复节奏有差异。

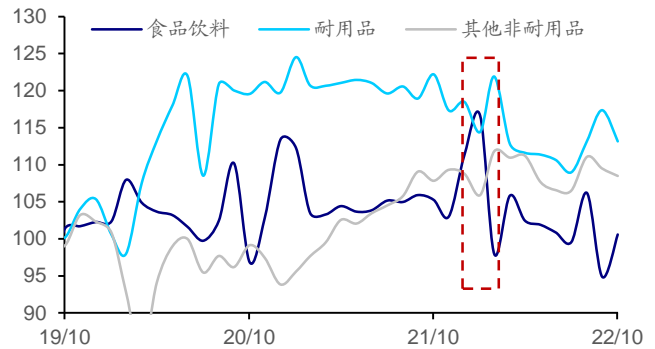
从分品类来看，食品饮料相对于其他消费，恢复最快，甚至在冲击期逆势增长。我们分析了韩国、中国香港、中国台湾和新加坡分品类零售销售数据，将必需消费中最“必需”的食品相关项目和其他项目拆分，并对其他消费分项的指数取平均，对两者进行比较。我们发现，食品饮料消费，在疫情集中爆发阶段会率先开始修复，甚至在疫情集中爆发阶段其他消费整体回落的情况下，会出现逆势增长的相反表现。这或是因为，食品饮料消费最具刚性，而且在疫情冲击的早期，消费者会囤积一些日常的必需品，尤其是食品，所以呈现逆势增长的趋势。

图29 日本分品类零售贸易指数（季调，2019=100）



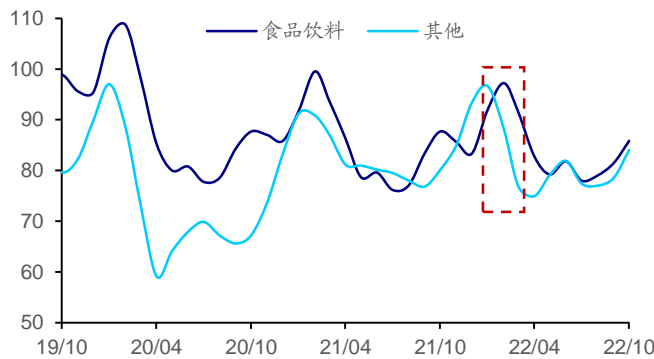
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图30 韩国分品类零售销售指数（季调，2019=100）



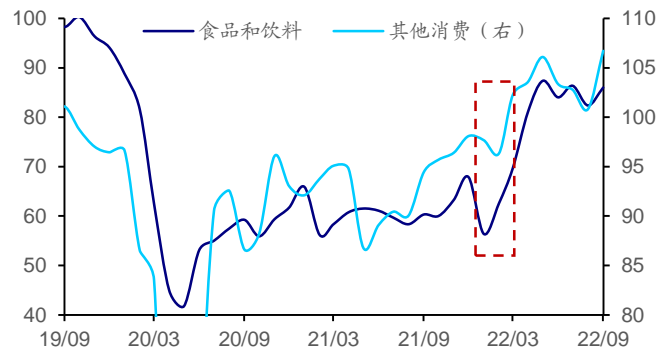
资料来源：Wind，海通证券研究所

图31 中国香港分品类零售销售指数（季调，2019=100）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

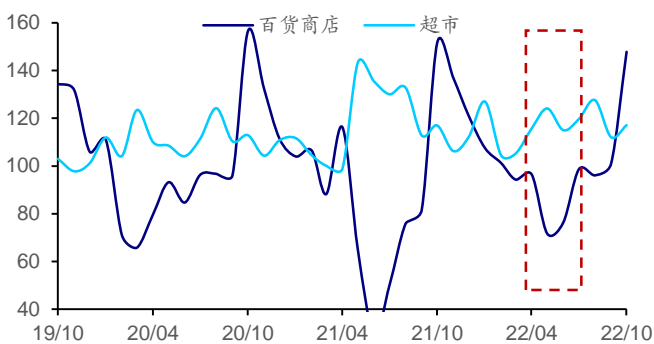
图32 新加坡分品类零售销售指数（季调，2019=100）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

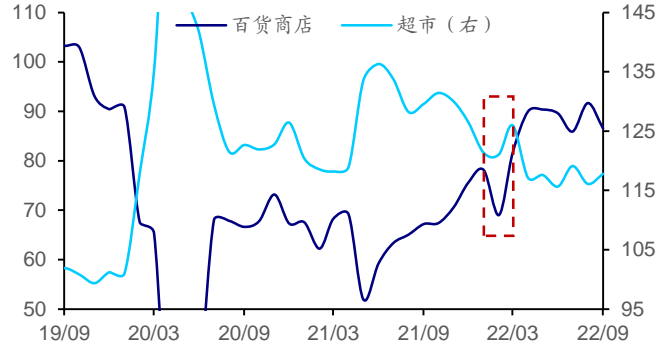
类似的，从分业态来看，必需消费为主的超市修复快于可选消费为主的百货。以中国台湾为例，百货商店和以食品饮料、日用品为主的超市分化明显，在4月进入疫情集中爆发阶段后，超市、便利店和零售店贸易指数均出现提升，且到9月已经超过疫情集中爆发前水平，而百货商店则经历了2个月的回落，才开始明显修复，且低于政策调整前水平。再看新加坡也有类似的表现，在今年1月疫情集中爆发阶段开始时，超市零售指数一反之间回落的趋势，开始逆势回升，而作为对比，百货商店零售指数则与整体消费趋势一致，经历了短期冲击。

图33 中国台湾分业态零售贸易指数（季调，2019=100）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图34 新加坡分业态零售销售指数（季调，2019=100）

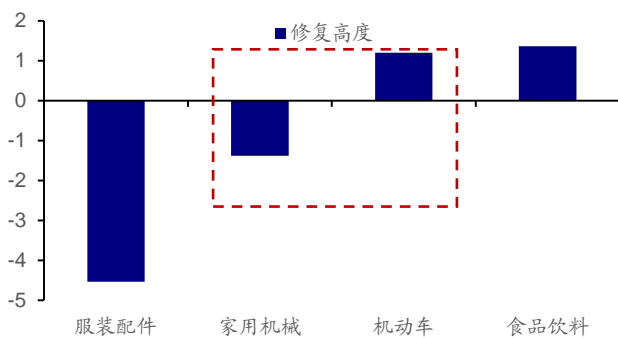


资料来源：CEIC，海通证券研究所

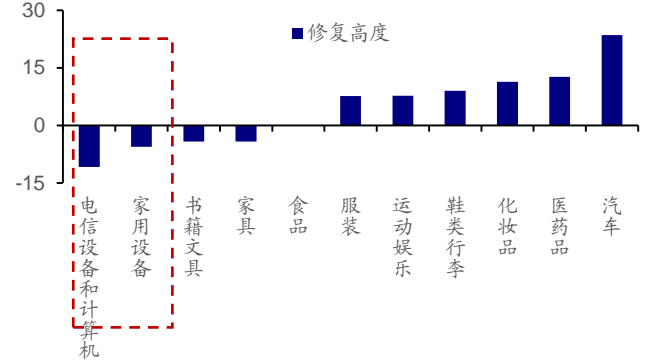
我们再来看修复的高度。那么如何测算修复的高度呢，由于目前距离各经济体疫情集中爆发阶段结束，刚过去3-6个月的时间，为了统一标准，我们用疫情集中爆发阶段结束后三个月消费相关数据的平均水平，与集中爆发前一个月的水平进行比较。

我们发现的第一个特点是，大部分经济体耐用品消费修复高度都偏低。家电、家用设备、机动车、家具等品类为代表的耐用品消费，在各个经济体，修复都偏低，例如韩国的电信设备、家用设备、家具，中国香港的耐用品消费，中国台湾的机动车、通信设备消费，新加坡的机动车消费，消费水平都要低于疫情集中爆发阶段前的水平，而且与疫情集中爆发阶段前的差异相对较大。这主要是由于，耐用品消费对于疫情相对不敏感，更多取决于消费者的收入和财富，所以表现相对疲弱。

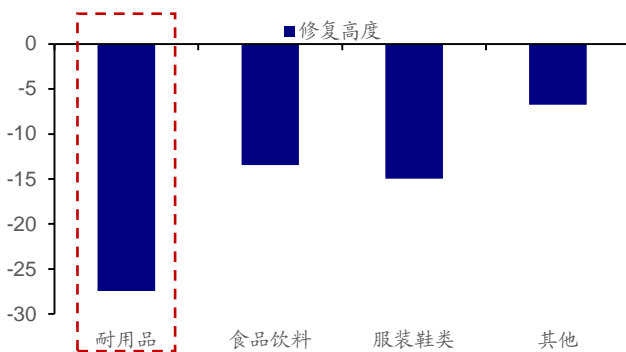
第二个特点是，线下服务消费在本轮疫情集中爆发阶段后恢复水平较高。从中国台湾和越南这两个有服务消费分项的经济体来看，在疫情集中爆发前期水平较低、弹性较大的线下服务消费，在度过疫情集中爆发阶段后，恢复高度相对偏高。例如在越南，在疫情集中爆发阶段后三个月，商品消费的平均水平只比疫情集中爆发前高了0.2%左右，但餐饮住宿消费却高了25.5%，而对疫情最为敏感的旅游消费，更是比之前增长2倍以上。而在中国台湾，疫情集中爆发阶段后三个月餐饮服务较之前增长7.4%，要高于大部分消费类型。

**图35 日本消费修复高度 (%)**


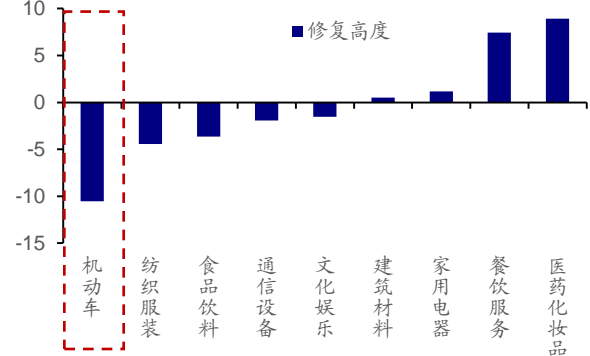
资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图36 韩国消费修复高度 (%)**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图37 中国香港消费修复高度 (%)**


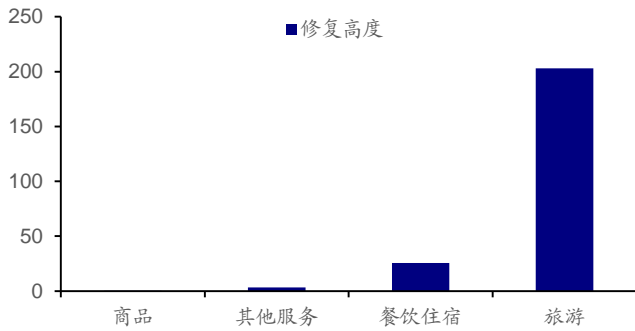
资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图38 中国台湾消费修复高度 (%)**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

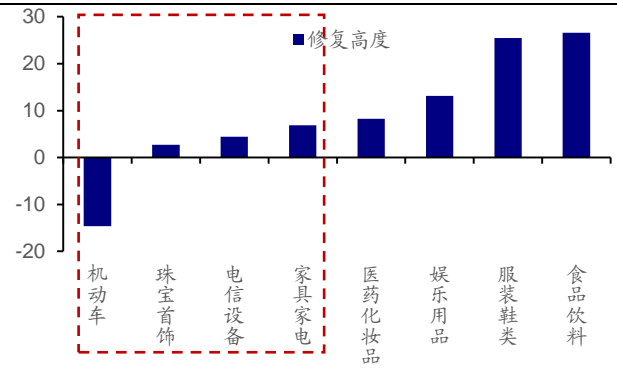


图39 越南消费修复高度 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图40 新加坡消费修复高度 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

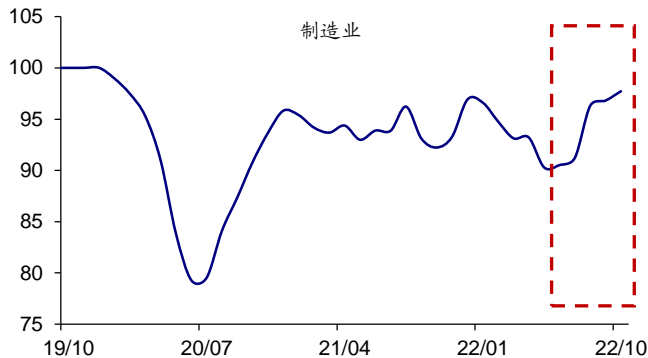
#### 4. 供应链: 影响整体不大

从工业生产角度来看,今年以来,日韩的生产受疫情或疫情防控政策调整的影响相对较小,受全球外需变动的影响相对更大;而中国香港和中国台湾的生产则与疫情或疫情政策关联度较高。

日本生产并未受新一轮疫情影响。日本从今年开始遭受了2轮疫情影响,尤其是6月中旬到10月中旬这一轮,是新冠疫情以来,日本最明显的一次疫情反弹。不过,我们发现日本工业生产从6月开始处于不断上行的趋势,并未受到这一波疫情的干扰。进一步来看,日本工业生产走势与外需走势是较为一致。

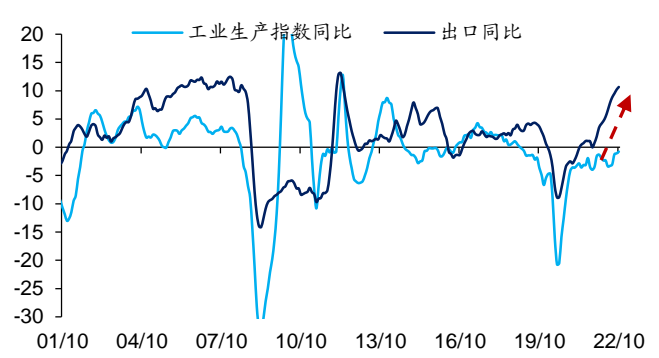
而且,我们从不同产品的工业生产角度来看,也是如此。日本消费品、投资品和资本品生产与外需的表现均较为一致,其中,耐用消费品的生产和出口反弹力度更强。

图41 日本制造业生产指数变动 (2019年同期=100)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图42 日本工业生产指数同比与出口同比趋势一致 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 2021年后为年化增速。

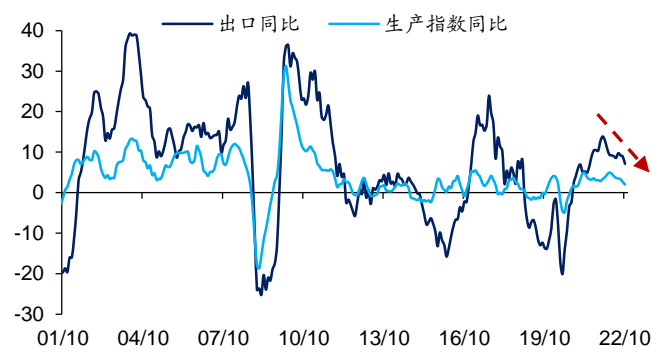
韩国也是如此。韩国在今年上半年遭受了新冠疫情以来最大的一波疫情,并在3月附近达到峰值,而韩国工业生产在3月之前一直处于上行趋势。分行业来看,也是如此。

而3月后生产的持续下滑,或与外需降温以及本国罢工等因素有关。从历史趋势来看,韩国工业生产与韩国外需走势是较为一致的。韩国今年以来出口呈现回落趋势,而且今年以来韩国持续不断的罢工事件,尤其是港口罢工对生产也有一定影响。

进一步来看,韩国出口以资本密集型产品为主,尤其是半导体、石化以及合成树脂等。我们发现,韩电子元件生产指数与半导体出口的相关度相对更高。

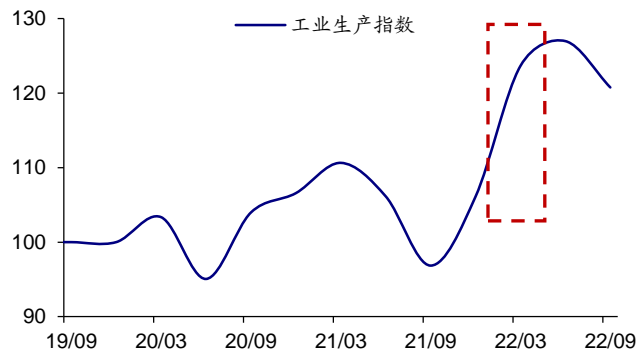
**图43 韩国制造业生产指数变动趋势（2019年同期=100）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图44 韩国工业生产指数同比与出口同比趋势一致（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所，2021年后为年化增速。

越南的生产端和疫情的相关性也不太大。越南在2021年10月疫情政策优化后，制造业生产快速修复，大概3个月左右恢复到疫情前水平。即使在今年2月遭受新一轮疫情影响，越南制造业生产依然延续上行的趋势。而近期的生产有所放缓或更多与外需降温有关。

**图45 越南制造业生产指数变动（2019年同期=100）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图46 越南工业生产指数同比与出口同比趋势一致（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5. 通胀：服务业压力较大

随着消费的修复，疫情集中爆发阶段后核心通胀的回升，确实成为各经济体的普遍现象。

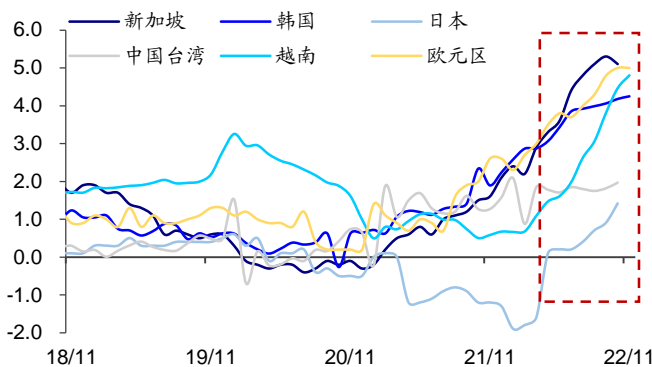
整体看CPI，截至到今年10月，有许多经济体的CPI同比已经创出了2008年以来的新高。但其中，受地缘政治、极端气候等的影响，能源和粮食这两种本身就波动比较大的类别，在今年出现了价格的大幅上涨，带动主要经济体普遍面临高通胀，尤其是那些初级产品进口依赖度比较高的地区。

而随着能源价格的回落，这些经济体的核心CPI，即剔除能源和食品的CPI“接棒”成为支撑CPI表现的重要因素，尤其是在全面优化疫情管控后。差不多在今年二季度左右，像日本、新加坡、越南、韩国等地区普遍出现了核心CPI上行的明显提速，尤其是日本和越南直接停止了下行趋势转而回升。涨幅比较领先的，比如11月越南的核心CPI同比已经上涨至4.8%，为有数据以来的新高；新加坡、韩国10月的同比也都在4%以上。相比之下，中国台湾的核心通胀上行速度偏慢，10月同比仅超过4月时0.2个百分点。

其中服务业通胀是重要的推动力量。从这类经济体表现看，在人口流动逐渐正常化后，消费、尤其是服务类消费需求端回暖，但供给端经历了几年的出清，往往都会出现服务类的通胀压力。包括中国台湾的服务CPI同比也已经上行到2.7%，成为核心通胀

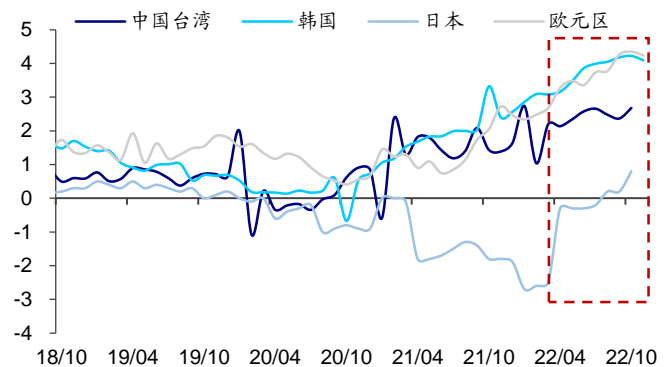
的主要贡献。

图47 主要经济体核心 CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

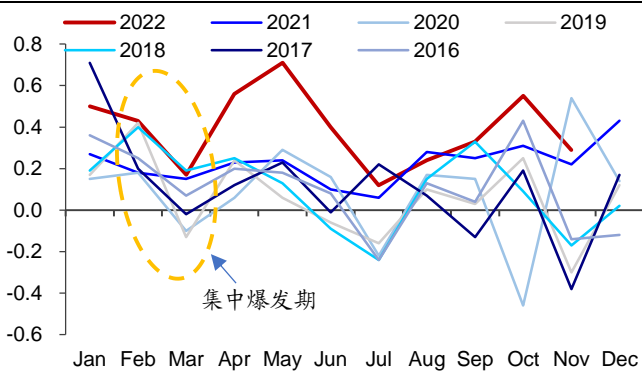
图48 主要经济体服务 CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

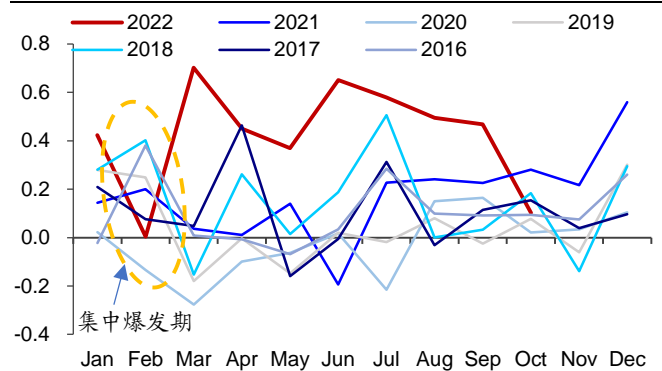
对于再通胀的时间,我们发现随着疫情集中爆发阶段高峰过去,核心通胀随即启动。同比数据会受到基数影响,核心 CPI 环比能更直观地反映当期通胀变化。对于韩国、新加坡以及越南,这三个地区同时在 2、3 月份到达今年的疫情高峰,也几乎都从今年的 3、4 月份起,核心 CPI 环比就出现了反季节性的上涨,而且幅度显著高于历史同期水平。

图49 韩国核心 CPI 环比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

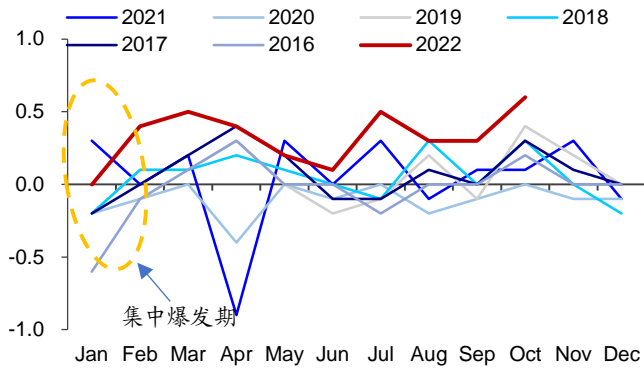
图50 新加坡核心 CPI 环比 (%)



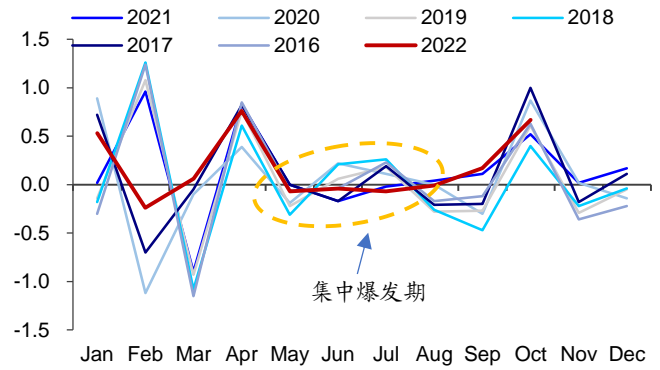
资料来源: Wind, 海通证券研究所

日本和中国台湾的通胀变化也与疫情有紧密关系。具体来看,日本更早地在今年 2 月时到达确诊峰值,同时,当地核心 CPI 环比就转正至 0.4%,创出历史同期新高。

而中国台湾的“再通胀”时间相对滞后,在疫情政策优化后的 5 月到 7 月期间,由于确诊病例迅速增长、对出行和消费形成了一定冲击,当地的核心 CPI 环比持续低于同期均值,进入 9 月以后才逐步上移到同期高位附近。而且因为再通胀的滞后启动,再加上今年的第二轮疫情仍在反复,当前我国台湾的核心通胀水平虽然已经创了近 20 年新高(剔除春节影响),但相比其他经济体依然是偏低,10 月同比仅有 1.97%。

**图51 日本核心 CPI 环比 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

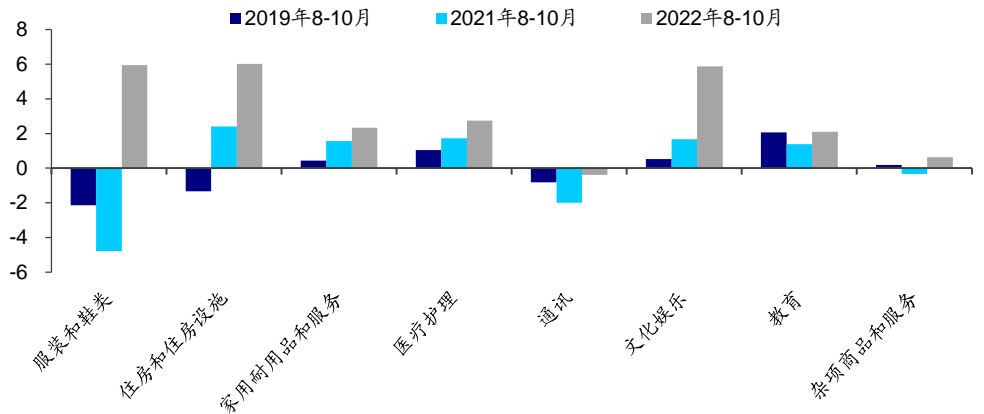
**图52 中国台湾核心 CPI 环比 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

那么随着人口流动的恢复，具体哪些行业的价格弹性会比较显著？除去受全球通胀影响的食品和交通分项，从越南、新加坡、韩国看，CPI 各大类的价格变化是比较类似的。

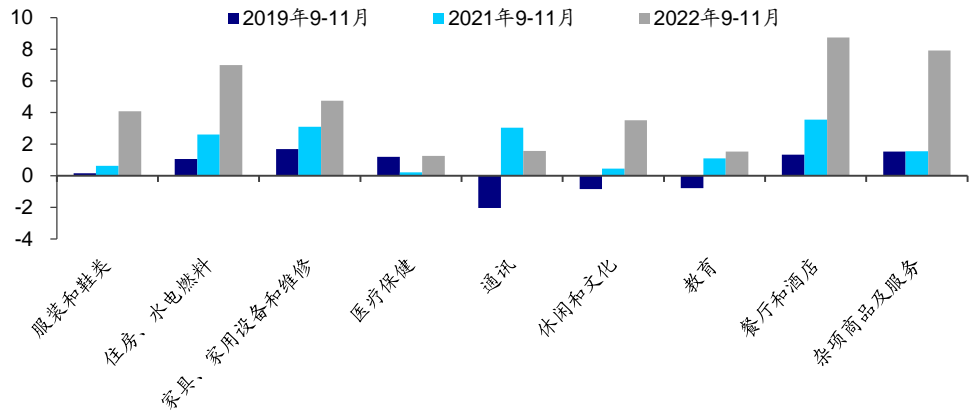
比如，近几个月，**教育、文化娱乐、家用设备和服务**的价格同比都已超过 2021 年同比，甚至比疫情之前的 2019 年还要高。再比如，在外出需求的拉动下，**服装鞋类**价格较快上涨也是普遍的现象。

还有住房相关的分项 CPI，其同比在几个国家和地区都是属于涨幅靠前的类别。从细项价格看，住房 CPI 除了受到燃气价格上涨拉动外，也与房租价格的上涨有关，比如新加坡的住宿价格同比已经接近 5%。但是韩国受到了房价的拖累，房租 CPI 同比今年以来是下滑的。而相比之下，分项中**通讯和医疗护理 CPI**在疫情政策优化后并没有很显著的涨价表现。

**图53 新加坡的 CPI 大类同比变化 (%)**


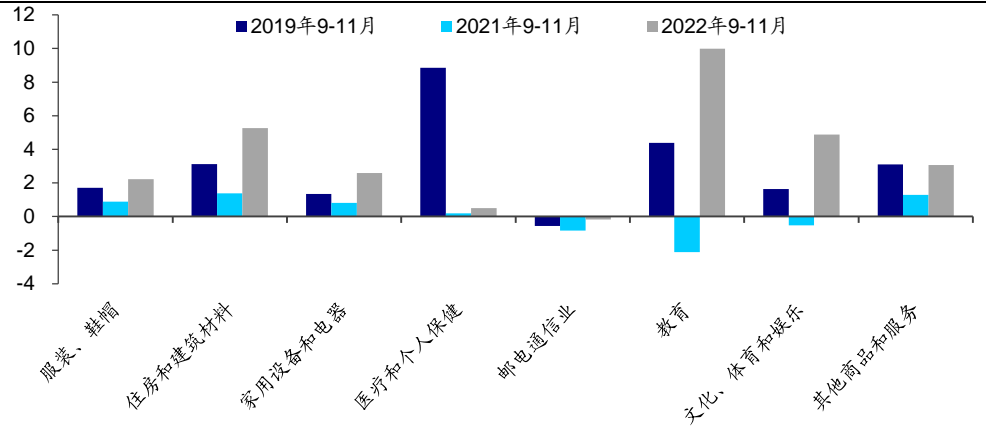
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图54 韩国的 CPI 同比变化 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

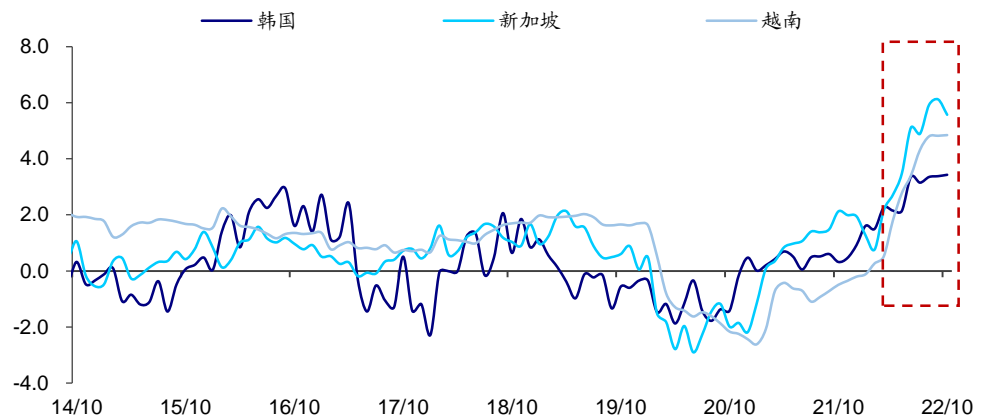
图55 越南的 CPI 同比变化 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

从趋势看，教育和文化娱乐两大典型的接触型行业，在“疫情集中爆发阶段”后价格就开始明显回升，确实与人口流动有较强的关联性。比如韩国、新加坡、越南三地的文化娱乐 CPI 同比都在二季度后加速上行。而且他们的文化娱乐大类价格弹性也比较高，截至 10 月，新加坡和越南的文化娱乐 CPI 同比已分别达到 5.6%和 4.9%，推动核心 CPI 表现。

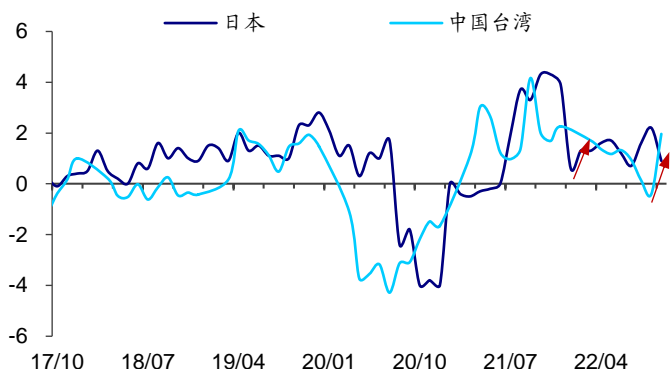
图56 文化娱乐大类 CPI 同比变化 (%)



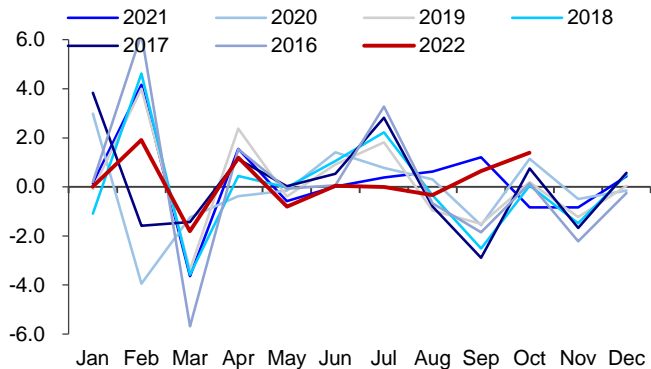
资料来源：Wind，海通证券研究所

相比之下，日本和中国台湾的价格恢复高度相对偏低，部分与疫情反复有关。以日

本为例，年初疫情高峰回落，日本文娱类 CPI 同比在 2 月出现上行，但由于 7、8 月当地又迎来新一轮更大的疫情，价格反弹明显受阻。

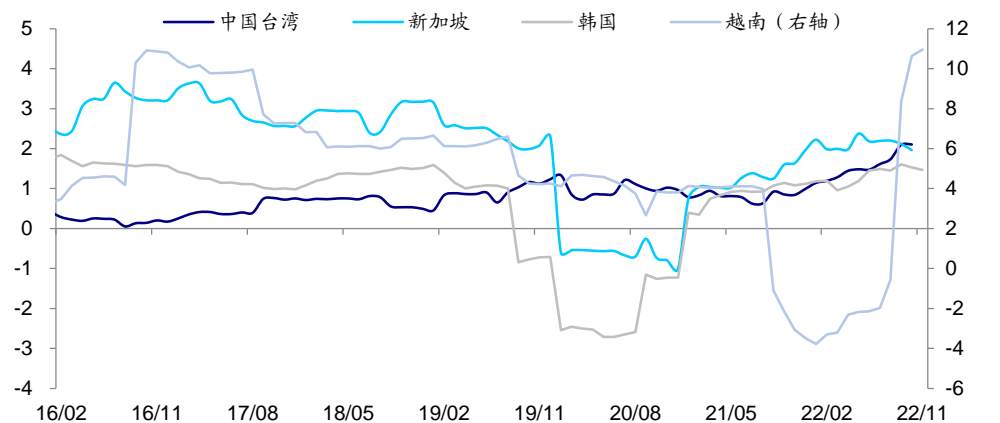
**图57 日本和中国台湾文化、体育和娱乐 CPI 同比 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图58 中国台湾文化、体育和娱乐 CPI 环比 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

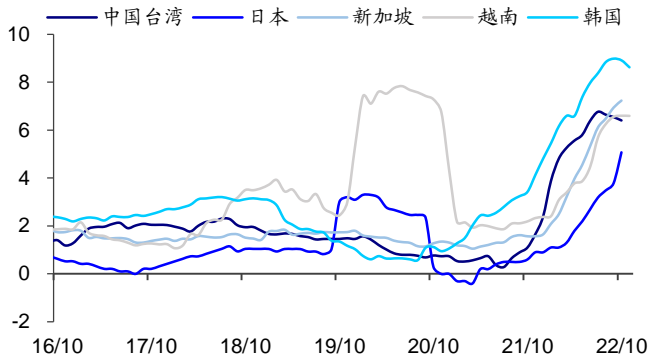
对教育大类的 CPI 表现来说，疫情期间，其需求端也有一定的刚性，因此近期价格反弹高度比较有限。但从趋势上看，多数经济体依然是呈现回升的态势。

**图59 教育 CPI 同比变化 (%)**


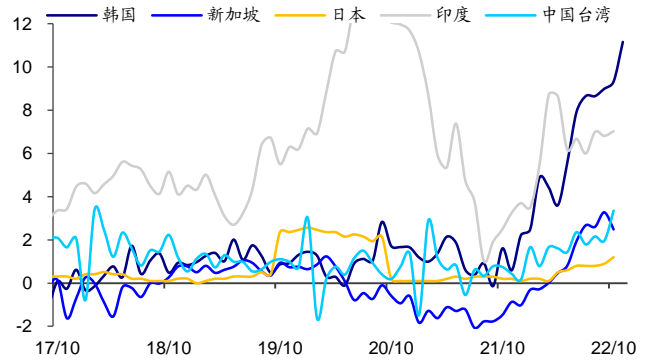
资料来源：Wind，海通证券研究所

CPI 细分类目中，还有像户外用餐、个人护理等与人口流动息息相关的行业都有比较类似的涨价趋势。个人护理属于杂项商品及服务大类，具体包括理发沙龙、美容护理等费用及所需的设备。差不多在今年二季度以来，各经济体的个护 CPI 同比都是趋势性的走高，其中比较典型的有韩国，当地的个人护理 CPI 同比飙升到了 11.2%（11 月）。

同样的还比如户外用餐费用，二季度以后，各地户外用餐价格的上涨速度非常快，连整体通胀幅度比较低的日本，其外食 CPI 同比也已经到了 5%（10 月）。不过由于全球性食品原材料涨价，户外用餐通胀的走高也存在一定的成本驱动的因素。

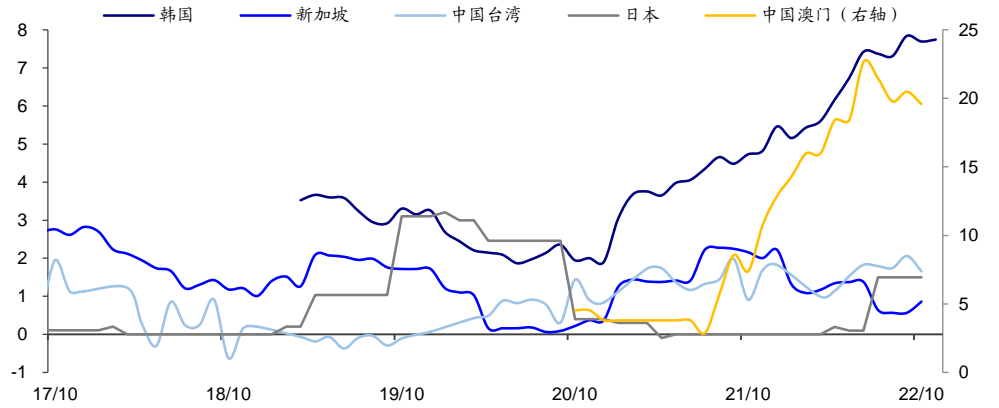
**图60 户外用餐 CPI 同比 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图61 个人护理 CPI 同比 (%)**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

另外，疫情以后人力成本的上涨也是推动服务业通胀的重要因素。以家政服务价格为例，包括韩国、中国澳门、日本在内的经济体，其家政服务CPI同比都在今年经历了不同程度的上涨；类似的，还有各种修理服务也是涨价势头不弱。不过新加坡在政策优化以来，家政服务CPI同比反而是回落的，或与当地的价格在去年已经明显上涨有关。

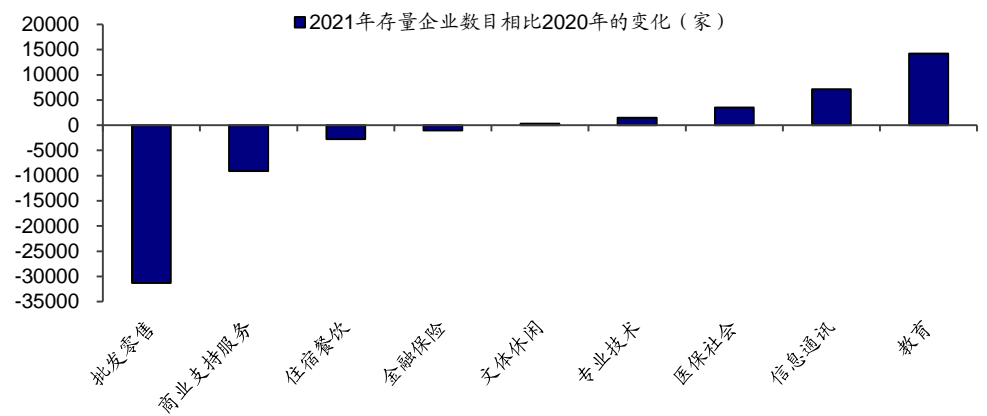
**图62 家政服务 CPI 同比 (%)**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

从通胀原因看，我们认为，持续两年多的新冠疫情导致许多行业市场出清，尤其是接触性服务业的供给端增速回落，甚至出现收缩。随着人口流动恢复、需求边际回暖，供需矛盾就会在短期内加速显化，由此各经济体普遍迎来核心消费通胀的快速上行。

比如，根据韩国统计局的数据，2021年韩国部分服务业企业的数量相比2020年出现收缩。比如批发零售行业企业净减少3.1万家，占到批零行业总量的2%；住宿餐饮企业数量减少近2800家，还有文化体育休闲行业仅是小幅增加300家。不过在2021年，韩国的教育企业数量依然是净增长的。

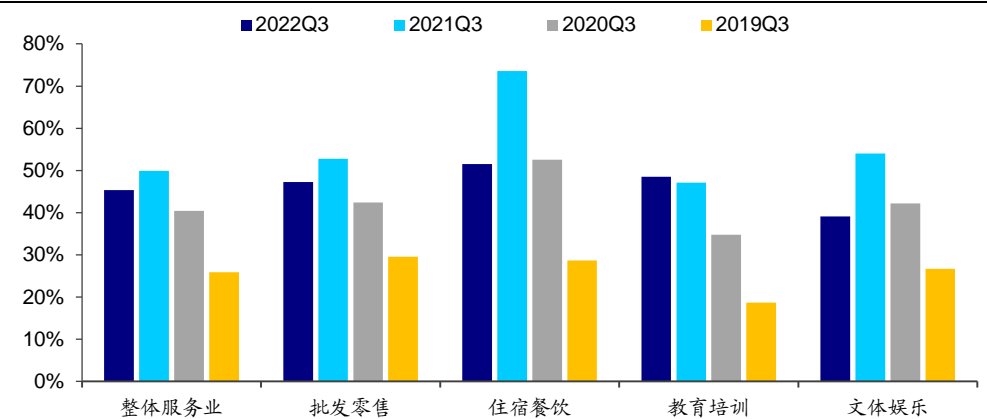
图63 韩国 2021 年服务业存量企业数目相比 2020 年的变化（家）



资料来源：韩国统计局，海通证券研究所

在越南，2020 年疫情发生以后，服务业企业退出市场的比例显著抬升。我们用累计停业和注销企业数量/新设和复工企业数量来衡量越南企业的出清情况。2019 年前三季度整体服务业的退出/进入市场比例在 25%，疫情三年平均达到 45%；尤其是住宿餐饮行业的比例大幅上行，2021 年前三季度累计在 70% 以上。到今年，由于疫情政策优化，情况正在好转，越南新设立企业数量明显回升，各服务行业的供给退出/进入市场比例也较去年普遍回落。

图64 2020 年以后，越南服务业企业退出/进入市场比例明显上升

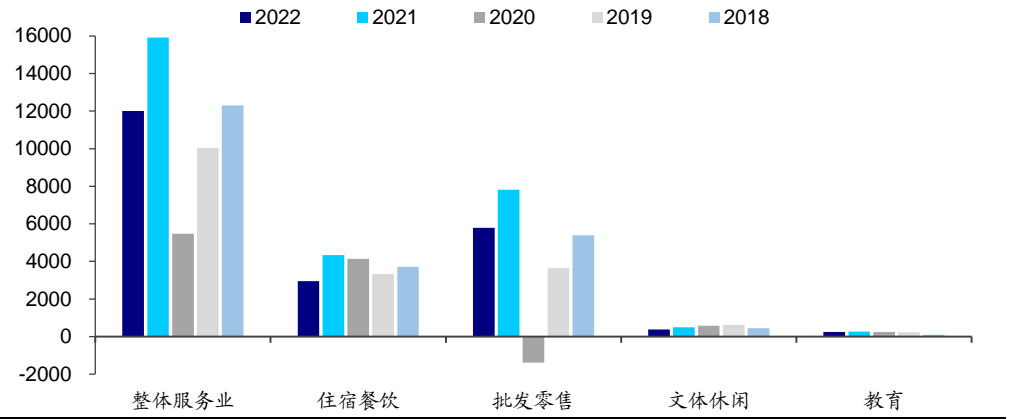


资料来源：越南统计局，海通证券研究所。注：退出/进入市场比，指每年前三季度新增的暂时停业和注销企业数量/新注册和重新开业企业数量的比值

对比来看，中国台湾的服务业企业增速在 2021 年就已经恢复。在 2020 年疫情发生后，当地整体服务业企业净增量较 2019 年时几乎折半（1-10 月累计），其中占比最大的批发零售业企业数量面临负增长。而到 2021 年，主要服务类企业的净增量已经明显恢复，甚至超过 2019 年同期。因此，在需求逐步恢复过程中，当地的供给端压力可能并没有那么显著，或也是近期通胀上行速度偏慢的另一个原因。



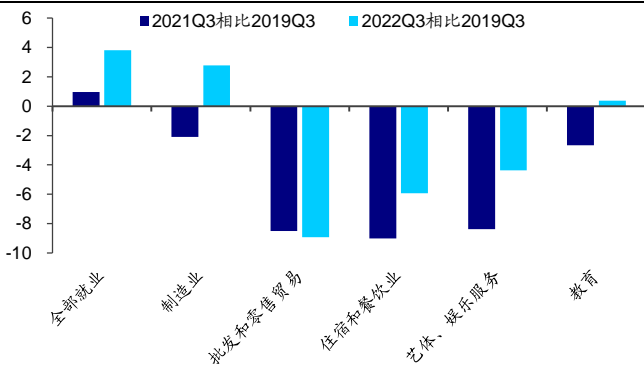
图65 中国台湾历年 1-10 月企业净增加规模（家）



资料来源：Wind，海通证券研究所

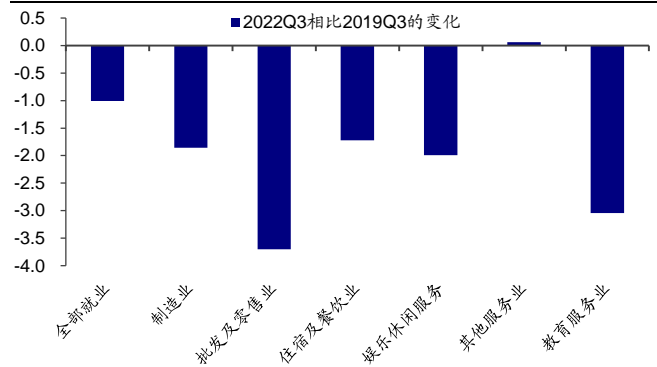
由于服务业企业出清相对较快，还有接触性行业本身的健康风险比较高，服务业的就业水平也恢复得相对较慢。以韩国为例，到今年三季度，全部行业就业总人数已经恢复并超过疫情之前 2019 年同期水平了，但结构上，批发零售、住宿餐饮、以及文体娱乐等服务行业的就业人数降幅还在 5% 水平甚至更多，意味着原先的服务业就业居民出现了向制造业、建筑业甚至农林牧渔业的转移。我国台湾整体也有类似的趋势，虽然当地服务业企业数量没有明显减少，但行业内的居民就业依然是收缩的，尤其是批发零售和教育服务业。就业“结构错配”带来的供给不足同样将提升成本、带来通胀。

图66 韩国整体就业和服务相关就业人数变化（%）



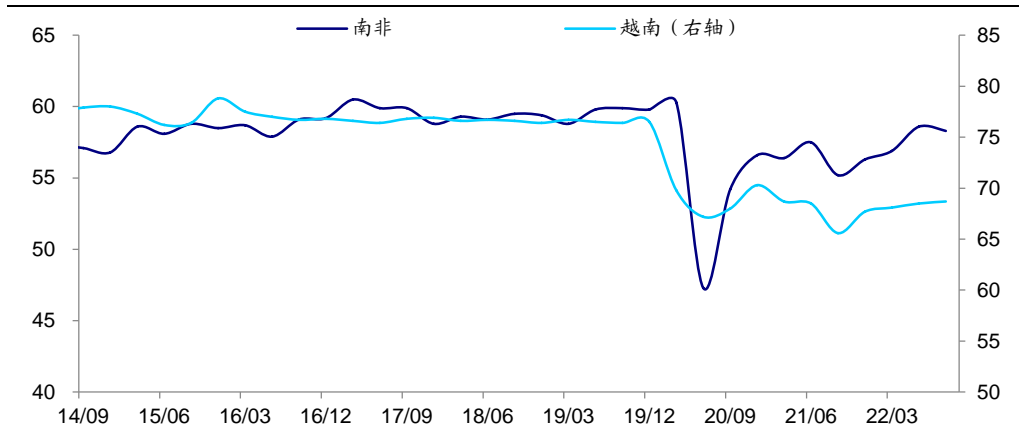
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图67 中国台湾整体就业和服务相关就业人数变化（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

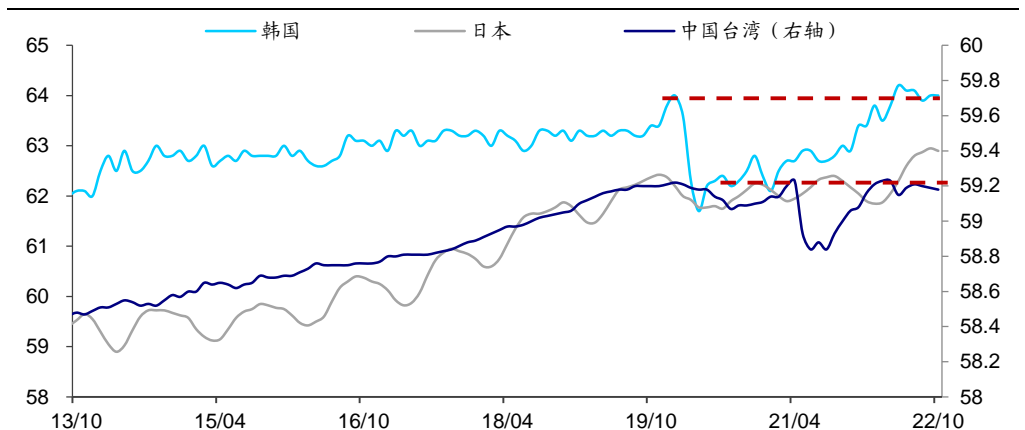
此外，还有经济体，如越南、南非在 2020 年疫情以后的劳动力参与率一直没能恢复。今年疫情政策优化以后，越南的劳动力参与率从去年底的 67.7% 缓慢提升至 9 月的 68.7%，但相比疫情之前（2019 年底）还有接近 8 个百分点的缺口。劳动力参与率恢复也需要时间，可能进一步导致服务业人力供给不足，带动价格上涨。

**图68 越南、南非的劳动力参与率一直都没有恢复 (%)**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

不过，东亚经济体，包括日韩、中国台湾的劳动力参与率普遍恢复较快，基本都已回到甚至超过疫情前2019年的水平。尤其是韩国，到今年10月已达到64%，比2019年同期还要高出0.6个百分点。

比较特殊的是我国香港，疫情政策优化后劳动参与率持续恢复，但与2019年同期依然有约2个点的缺口。

**图69 日韩和中国台湾劳动力参与率均已恢复 (%)**


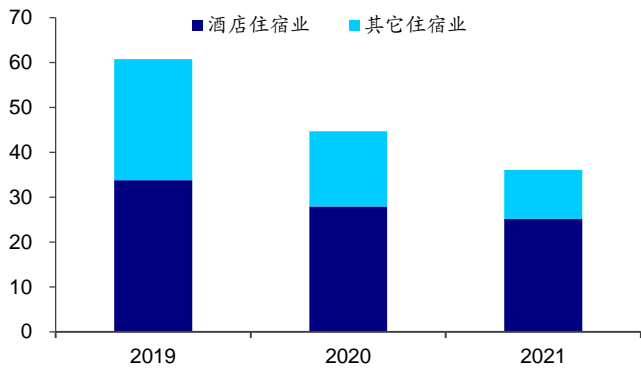
资料来源：CEIC，海通证券研究所

回到我国，我国服务业供给端也有收缩。过去几年，在疫情影响下，我国出行相关的需求受到影响较大，供给端出现了市场化出清，供给减少。

从受影响较大的住宿餐饮来看，住宿业设施减少，餐饮业集中度上升。根据中国饭店协会的数据，2019年时全国住宿业设施总数为60.8万家，2020年降至44.7万家，2021年降至36.1万家，较疫情前出现明显减少。

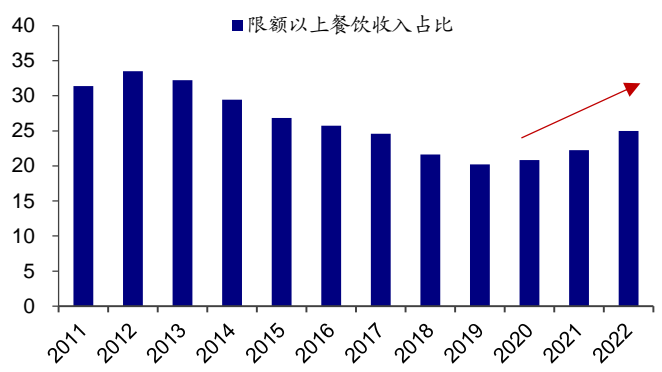
根据国家统计局发布的数据测算，从2012年到2019年，我国限额以上餐饮企业的收入占比是逐年下降的，这意味着中小餐饮经营者在提升“蛋糕”份额。但2020年以来，这一下降趋势逆转，开始上升，说明行业内部的整合也在加剧，行业集中度在提高。

图70 我国住宿业设施总数减少(万家)



资料来源: 中国饭店协会, 海通证券研究所

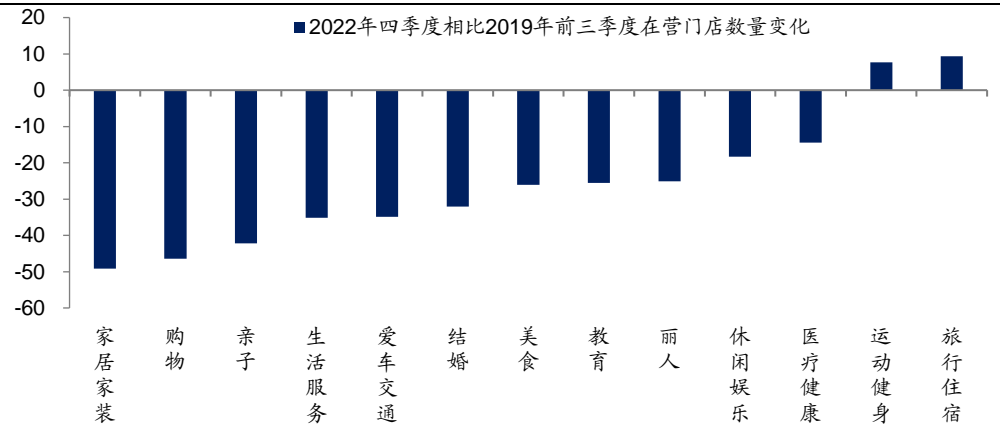
图71 我国限额以上餐饮收入占比提升(%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所, 截至 2022 年 10 月

拓展到更多零售服务业, 我们分析了 2022 年四季度各分行业在营门店数量, 较疫情之前 (2019 年前三季度平均数) 的变化。大部分行业的在营门店数都大幅减少, 其中, 家居家装、购物、亲子行业的在营门店数减少最多, 均在 40% 以上。

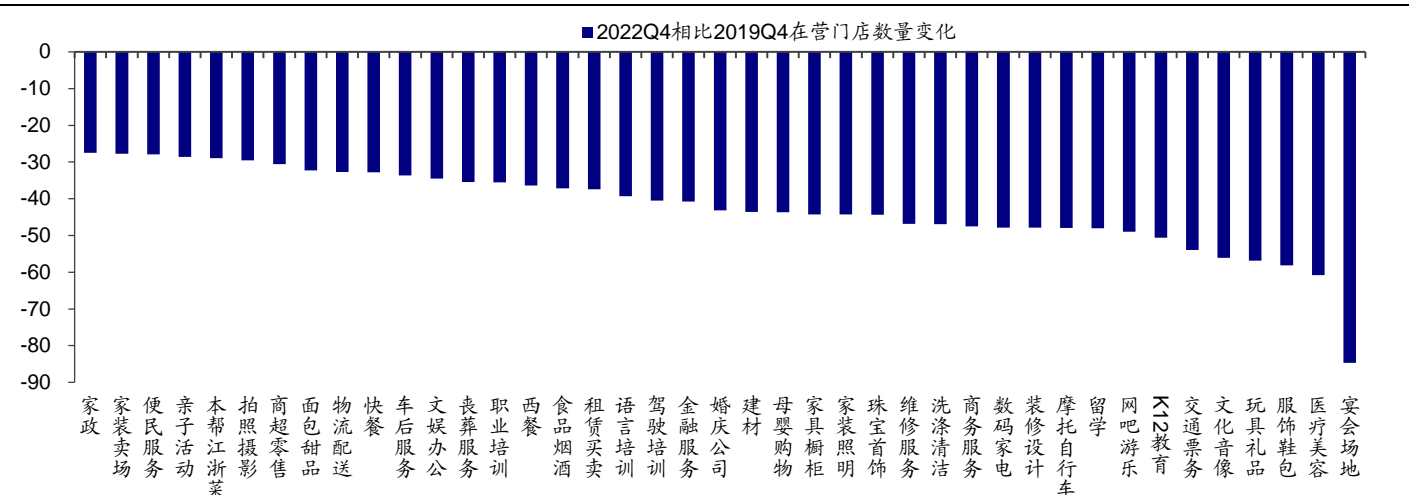
图72 近三年各类在营门店数量变化(%)



资料来源: 久谦数据, 海通证券研究所, 截至 2022 年 10 月底

而对于这些供给明显收缩的行业来说, 随着需求的边际恢复, 价格弹性可能相对更大。进一步来看, 宴会场地、医疗美容、服饰鞋包、玩具礼品等在各细分行业中门店数量的收缩程度领先, 相比 2019 年四季度的跌幅都在一半以上。另外, 像洗涤清洁、维修服务、家政等家庭生活服务类的在营门店也普遍减少。

图73 近三年各细分类别在营门店数量变化(%)



资料来源: 久谦数据, 海通证券研究所, 截至 2022 年 10 月底。

因此参考其他经济体的经验，人口流动如果“正常化”，我国服务业或启动“再通胀”。2018年我国核心通胀同比平均为1.9%；2019年为1.6%；2020年新冠疫情影响后，核心通胀同比平均为0.8%；2021年平均为0.8%；2022年1-10月平均为0.9%。从2013年公布数据以来，我国核心通胀同比从来没有低于1%。在过去几年里，供给端持续受到疫情的冲击，如果一旦需求边际改善，核心通胀可能趋于上行。

## 信息披露

### 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
应稼娴 宏观经济研究团队  
李俊 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@haitong.com邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@haitong.com涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@haitong.com余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

## 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
应稼娟(021)23219394 yjx12725@haitong.com  
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
侯欢(021)23154658 hh13288@haitong.com  
联系人  
李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com  
王宇晴 wyq14704@haitong.com

## 金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@haitong.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com  
联系人  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com  
曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com

## 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com  
江涛(021)23219819 jt13892@haitong.com  
张弛(021)23219773 zc13338@haitong.com  
联系人  
吴其右(021)23154167 wqy12576@haitong.com  
滕颖杰(021)23219433 tj13580@haitong.com  
章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com  
陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com  
魏玮(021)23219645 ww14694@haitong.com  
舒子宸 szc14816@haitong.com

## 固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jjs10296@haitong.com  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com  
张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com  
藏多(021)23212041 zd14683@haitong.com

## 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com  
高上(021)23154132 gs10373@haitong.com  
李影(021)23154117 ly11082@haitong.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
联系人  
余培仪(021)23219400 ypy13768@haitong.com  
杨锦(021)23154504 yj13712@haitong.com  
王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com  
刘颖(021)23214131 ly14721@haitong.com

## 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com  
王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

## 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@haitong.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com  
李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com  
联系人  
纪尧 jy14213@haitong.com

## 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@haitong.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@haitong.com  
联系人  
张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

## 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com  
梁广楷(010)56760096 lgg12371@haitong.com  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com  
联系人  
周航(021)23219671 zh13348@haitong.com  
彭婷(010)68067998 pp13606@haitong.com  
肖治键(021)23219164 xzj14562@haitong.com

## 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@haitong.com  
房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com

## 公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@haitong.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com  
联系人  
余玫翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com

## 批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com  
康璐(021)23212214 kl13778@haitong.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
联系人  
张冰清 021-23154126 zbzq14692@haitong.com

## 互联网及传媒

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

## 有色金属行业

陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@haitong.com  
张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

## 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com  
谢盐(021)23219436 xiey@haitong.com  
联系人  
曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

<b>电子行业</b> 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23219748 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@haitong.com 吴锐鹏 wrp14515@haitong.com 马菁菁 mj14734@haitong.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博 lb14830@haitong.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翊 yhy15080	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
<b>非银行金融行业</b> 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com 颜慧菁 yhj12866@haitong.com	<b>机械行业</b> 赵玥玮(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	<b>农林牧渔行业</b> 巩 健 gj15051@haitong.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com
<b>军工行业</b> 张恒晖 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com	<b>银行业</b> 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23219768 wj13985@haitong.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com	<b>造纸轻工行业</b> 郭庆龙 gq13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 吕科佳 lkj14091@haitong.com 联系人 王文杰 wwj14034@haitong.com	

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com  
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@haitong.com  
巩柏含 gbh11537@haitong.com  
滕雪竹 0755 23963569 txz13189@haitong.com  
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com  
李寅 021-23219691 ly12488@haitong.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com  
马晓男 mxn11376@haitong.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com  
谭德康 tdk13548@haitong.com  
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com  
张歆钰 zxy14733@haitong.com  
周之斌 zzb14815@haitong.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com  
董晓梅 dxm10457@haitong.com  
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@haitong.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com  
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com  
张钧博 zjb13446@haitong.com  
高瑞 gr13547@haitong.com  
上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
姚坦 yt14718@haitong.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