

相关研究

《2023：货币与通胀，能否“和解”？》

2023.01.02

《欧洲滞胀：影响哪些中国制造？》

2022.12.28

《如何稳就业：新增和净增的缺口解析》

2022.12.23

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

中国的核心通胀：压力多少？

——2023年通胀研究系列一

投资要点：

- 在专题《海外的“重启”之路——医疗、人口、经济的系统梳理》中，我们详细梳理了海外经济体在疫情集中爆发期过去以后经济的变化。结果发现，包括日本、韩国、新加坡、越南、中国台湾等在内的经济体普遍在爆发期后迎来了核心CPI的加速上行。不过从通胀高度来看，不同经济体的反弹力度有所不同，背后的影响因素包括疫情反复情况、供给端的出清程度、以及本身经济周期等。
- 我们认为，对我国来说，由于同样面临供给端收缩的问题，我们接下来或也将面临相似的服务业再通胀压力。2023年，预计在服务业通胀的带动下，我国核心CPI表现或将明显回暖。根据我们的测算，中性涨价情景下，我国核心CPI在二季度就将回升至2%以上，在三、四季度间或升破3%。
- 今年宏观经济弱修复，通胀有所抬升，货币政策大幅收紧的可能性也不大。但如果核心CPI、服务业CPI、甚至整体CPI读数偏高，可能会限制货币政策进一步宽松的空间，甚至可能对银行间市场的利率水平构成一定扰动。而且我们的测算是偏中性的情形假定，实际的情况还需要我们密切观察，不排除通胀水平更高。
- 风险提示：本文详细阐述了分析逻辑和测算过程，测算中存在一定的假设，结果具有一定的不稳定性；国内部分地区疫情反复；居民消费释放不及预期。

目 录

1. 如何刻画核心 CPI?	5
2. 核心 CPI 涨价压力有多大?	8
2.1 其余服务价格.....	8
2.2 住房服务价格.....	11
2.3 核心商品价格.....	13

图目录

图 1	核心 CPI 八大分项权重 (%)	5
图 2	核心消费品项和服务项对核心 CPI 同比的拉动率 (%)	7
图 3	住房服务项和其他服务项对服务 CPI 同比的拉动率 (%)	8
图 4	旅游 CPI 与 2020 年疫情发生前仍有差距	8
图 5	教育服务 CPI 与 2020 年疫情前有差距	8
图 6	家庭服务 CPI 和交通工具使用维修 CPI 同比 (%)	9
图 7	其他经济体的家政服务 CPI 同比 (%)	9
图 8	韩国部分服务业工资同比增速提升 (%)	9
图 9	韩国的服务 CPI (2015 年=100)	10
图 10	中国台湾的服务 CPI 及其他服务 CPI (2016 年=100)	10
图 11	中性和悲观情景下, 其他服务 CPI 同比的预测值 (%)	10
图 12	中性情景下, 其他服务 CPI 回升至 19 年以前的增长 (2016 年=100)	10
图 13	自有住房和租赁房房租的 CPI 同比 (%)	11
图 14	北京租赁房房租 CPI 同比与二手住宅租金同比的逐步分化 (%)	12
图 15	上海住宅租金和居住 CPI 同比 (%)	12
图 16	天津住宅租金和居住 CPI 同比 (%)	12
图 17	住宅价格和房租 CPI 同比 (%)	12
图 18	中性情景下, 房租 CPI 和整体服务项 CPI 同比预测值 (%)	13
图 19	通信工具和交通工具 CPI (2011 年=100)	13
图 20	文娱耐用消费品 CPI (1994 年=100)	13
图 21	家用器具 CPI 和成本端的相关性 (%)	14
图 22	家庭日用杂品 CPI 与居民可支配收入当月同比 (%)	14
图 23	核心消费品 CPI 当月同比 (%)	15
图 24	中性情景下, 服务 CPI 的上行带动核心 CPI 表现 (%)	15

表目录

表 1 核心 CPI 分项权重	6
表 2 构建“四分法”描述核心 CPI 内部结构	7

在专题《海外的“重启”之路——医疗、人口、经济的系统梳理》中，我们详细梳理了海外经济体在疫情集中爆发期过去以后经济的变化。结果发现，包括日本、韩国、新加坡、越南、中国台湾等在内的经济体普遍在爆发期后迎来了核心 CPI 的加速上行。不过从通胀高度来看，不同经济体的反弹力度有所不同，背后的影响因素包括疫情反复情况、供给端的出清程度、以及本身经济周期等。

我们认为，对我国来说，由于同样面临疫情期间供给端收缩的问题，我们接下来或也将面临相似的服务业再通胀压力。那么 2023 年我们的核心 CPI、服务 CPI 可能会迎来多少的上行？本篇专题我们从理顺核心 CPI 的研究框架入手，对新一年的通胀走势进行分析。

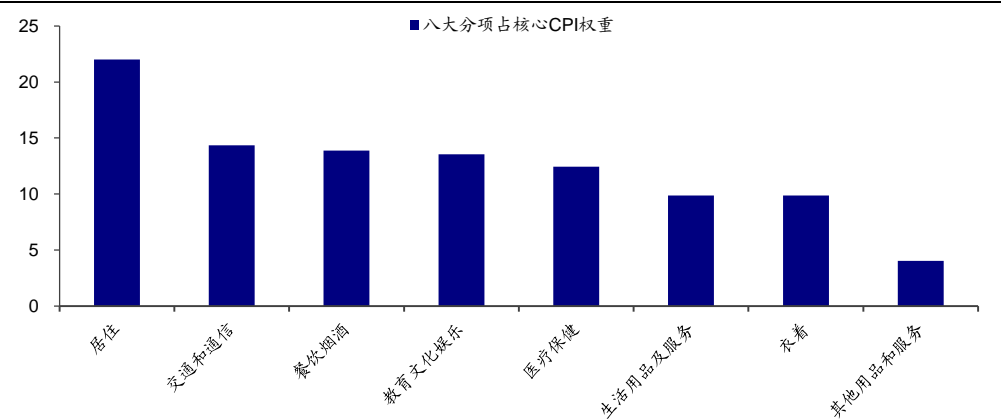
1. 如何刻画核心 CPI?

由于食品和能源价格较容易受到一些季节性和非经济因素的影响，造成 CPI 数值的波动加大，因此，要观测经济实际运行对物价的影响，核心消费价格或更值得关注。根据我国统计局的定义，我们的核心 CPI 指的是剔除了食品和能源分项之后的 CPI，具体来说剔除“食品烟酒”大类中的“食品”、“居住”中的“水电燃料”，以及“交通通信”中的“交通工具用燃料”三个分项后剩余的 CPI。因此我国的核心 CPI 包括核心消费品和服务项。

哪些分项价格会对核心 CPI 走势起到主导作用？根据统计局公布的年度分项价格和月度分项价格变化，我们对 CPI 中各细分项的权重进行了测算¹。剔除上述食品和能源的三个分项后，核心 CPI 在整体 CPI 中的权重大约占到 72.3%。

在核心 CPI 中，若按八大类拆分，权重最高的是“居住”项（剔除水电燃料），占核心 CPI 的比重达到 22%。而后是“交通和通信”（剔除交通工具用燃料）、“餐饮烟酒”（剔除食品）、“教育文化和娱乐”、“医疗保健”，这四大类的权重都在 10%-15% 之间。权重最低的是其他用品和服务项，占到 4.0%。

图1 核心 CPI 八大分项权重 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所测算，餐饮烟酒为“食品烟酒”项剔除“食品”，交通和通信项剔除了“交通工具用燃料”，居住项剔除了“水电燃料”

结合细分项目来看，居住大类的高权重主要和自有住房项目的支出较高有关。根据我们的测算，自有住房 CPI 在核心 CPI 中的占比超过 13%。此外，权重比较高的还有在外餐饮（9.7%）、医疗服务（7.7%）、服装（7.6%）、教育服务（6.6%）、住房保养维修及管理（5.5%），也反映了我国居民消费支出的主要去向。

¹ 由于国家统计局并不直接公布各类商品或服务的权重，而且公布的分类数据也不会覆盖所有基本分类。因此，我们分两步进行估算：首先对于 8 个大类的权重，我们使用月度环比数据用回归方法进行估算；而对于大类内部更细分的子项，我们使用公布的年度数据进行权重估算，从而覆盖到比月度公布数据更多的分项，得到相对更准确的权重水平。两步估算的结果相乘，即得到某一分项在整个“一篮子商品和服务”中的权重。

表 1 核心 CPI 分项权重

核心 CPI 中各细分项权重				
大类		子项		
食品烟酒 (剔除食品)	13.9%	茶及饮料	0.2%	
		烟酒	4.1%	
		在外餐饮	9.7%	
衣着	9.9%	服装	7.6%	
		鞋类	2.2%	
居住 (剔除水电燃料)	22.0%	租房房租	2.7%	
		住房保养维修及管理	5.4%	
		自有住房	13.9%	
生活用品及服务	9.9%	家具及室内装饰品	0.7%	
		家用器具	3.2%	
		家用纺织品	0.2%	
		家庭日用杂品	2.8%	
		个人护理用品	1.6%	
		家庭服务	1.4%	
交通和通信 (剔除交通工具用燃料)	14.3%	交通 (8.6%)	交通工具	3.0%
			交通工具使用和维修	2.5%
			交通费	3.1%
		通信 (5.7%)	通信工具	1.6%
			通信服务	3.9%
			邮递服务	0.3%
教育文化娱乐	13.5%	教育 (7.5%)	教育用品	0.9%
			教育服务	6.6%
		文化娱乐 (6.1%)	文娱耐用消费品	1.6%
			其他文娱用品	1.3%
			文化娱乐服务	0.8%
医疗保健	12.4%	药品及医疗器具	4.8%	
		医疗服务	7.7%	
其他用品和服务	4.0%	其他用品	1.8%	
		其他服务	2.3%	

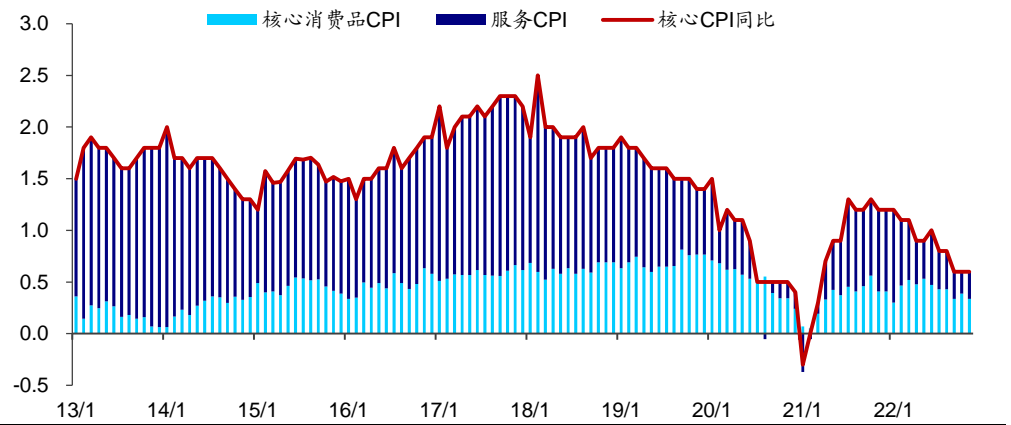
资料来源: Wind, 中国统计年鉴, 海通证券研究所测算

注: 需要指出的是, 对比统计年鉴中的价格分项, 统计局公布月度 CPI 的分项种类并不完整, 合计权重占到核心 CPI 的 57%。

我们尝试构建“四分法”，来描述核心 CPI 内部结构的变化。核心 CPI 首先可以分为核心消费品和服务项。从对核心 CPI 的影响看，服务项的权重小幅高于核心消费品，两者分别占到 53%和 47%。而且其中服务 CPI 的数值波动比较大，主导了核心 CPI 同比的变化。

不过对比海外经济体，我国的服务 CPI 权重依然偏低。比如在整体 CPI 中，美国的服务 CPI 权重占到 60%左右，而我国的服务项比重约占到 38%，仍不到四成。

图2 核心消费品项和服务项对核心 CPI 同比的拉动率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

而对于核心服务项，我们选择进一步将其分为“住房服务”和除了住房服务以外的“其余服务”项。其中，住房服务仅包括自有住房和租赁房房租两个细项。对于核心消费品，则可以二分为“耐用消费品”和“一般日用品”，一般日用品包括除了耐用品以外的所有核心商品。

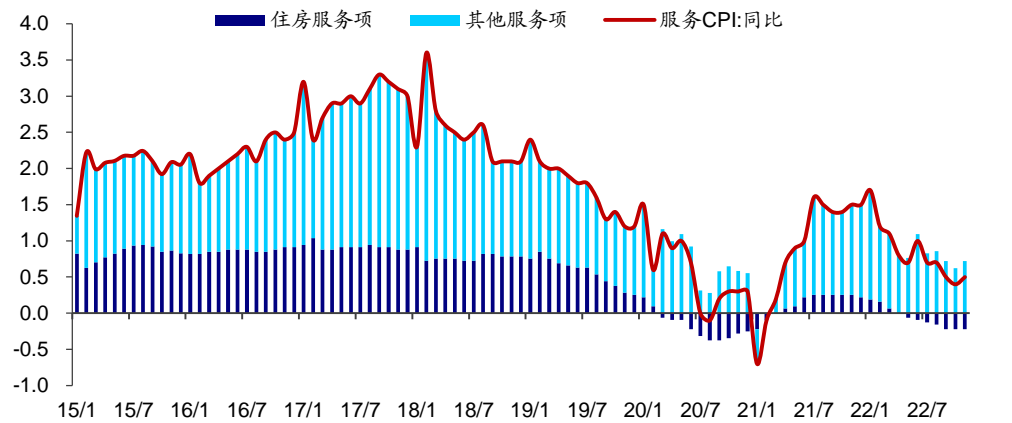
表 2 构建“四分法”描述核心 CPI 内部结构

核心消费品 47.2%			核心服务 52.8%			
耐用消费品 10.2%	家具及室内装饰品	0.7%	住房服务 16.6%	租赁房房租	2.7%	
	家用器具	3.2%		自有住房	13.9%	
	交通工具	3.0%	其余服务 36.2%		住房保养维修及管理	5.4%
	通信工具	1.6%			家庭服务	1.4%
	文娱耐用消费品	1.6%		交通工具使用和维修	2.5%	
一般日用品 37.1%	茶及饮料	0.2%		交通费	3.1%	
	烟酒	4.1%		通信服务	3.9%	
	在外餐饮	9.7%	邮递服务	0.3%		
	服装	7.6%	教育服务	6.6%		
	鞋类	2.2%	文化娱乐服务	0.8%		
	家用纺织品	0.2%	旅游	2.3%		
	家庭日用杂品	2.8%	医疗服务	7.7%		
	个人护理用品	1.6%	其他服务	2.3%		
	教育用品	0.9%				
其他文娱用品	1.3%					
药品及医疗器具	4.8%					
其他用品	1.8%					

资料来源：Wind，海通证券研究所测算

相比于住房服务，其余服务项是服务同比变化的主要贡献项。由于从2015年开始房租服务价格的波动较此前减弱，剔除住房服务后的其余服务项CPI波动就开始主导核心服务的价格走势。比如在2017年全国普遍开展医疗改革，医疗服务价格上涨带动服务CPI同比从2月的2.4%最高上行至2018年2月的3.6%。

图3 住房服务项和其他服务项对服务CPI同比的拉动率(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

依托“四分法”的框架，接下来我们尝试估算未来服务业价格上涨，可能带动核心CPI产生多少的上行压力？

2. 核心CPI涨价压力有多大？

2.1 其余服务价格

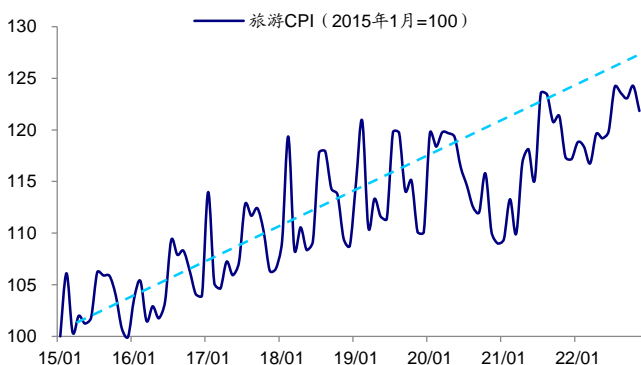
对于核心服务分项，我们首先来看起主导作用的其余服务项价格，也就是剔除自有住房和租房服务以外的服务项。

此前在海外专题《海外的“重启”之路——医疗、人口、经济的系统梳理》中，我们已经详细对比了主要海外经济体在疫情集中爆发过去以后的服务业表现。各经济体通胀的共同点可以总结为两类服务业价格的显著上涨。

一类是和人口出行、接触聚集相关的服务行业，比如文体娱乐、旅游、教育服务、个人护理等。在疫情期间，由于相关消费需求的走弱，行业价格表现也较为低迷。而随着疫情影响弱化、人口出行恢复，这类行业则呈现出不错的价格弹性。其背后除了受到需求恢复拉动外，疫情期间相关服务供给的出清也是推升通胀的重要原因。

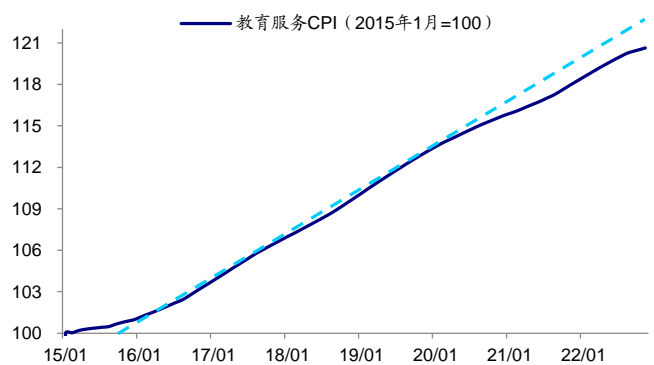
而我国，比如旅游CPI和教育服务CPI在2020年疫情发生后，均向下脱离了此前的增长轨道。考虑到在疫情期间我国的餐饮、零售等业态的供应端同样发生明显出清，接下来一样很可能面临价格的反弹压力。

图4 旅游CPI与2020年疫情发生前仍有差距



资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 教育服务CPI与2020年疫情前有差距

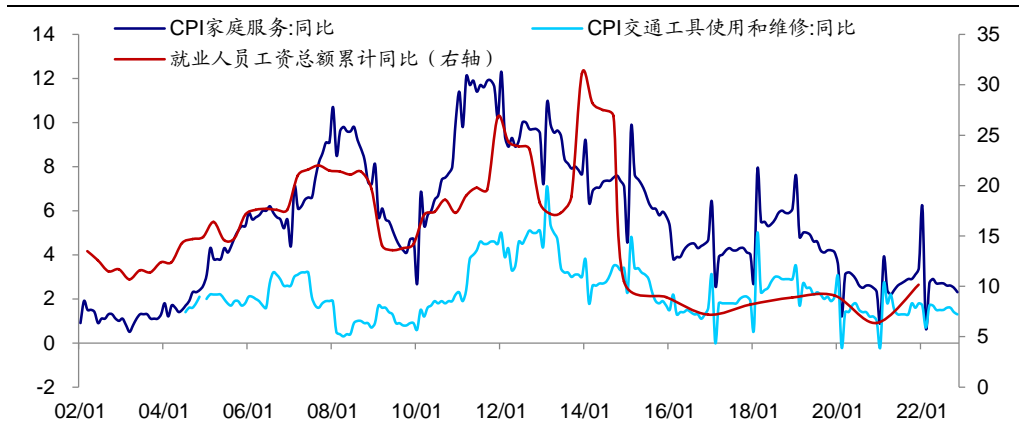


资料来源：Wind，海通证券研究所

另一类是受劳动力成本影响比较大的服务业，比如家政服务、维修服务。从历史表现看，我国的家庭服务和交通工具使用维修CPI呈现出显著的正相关性，其背后就是劳

动力成本的变化。

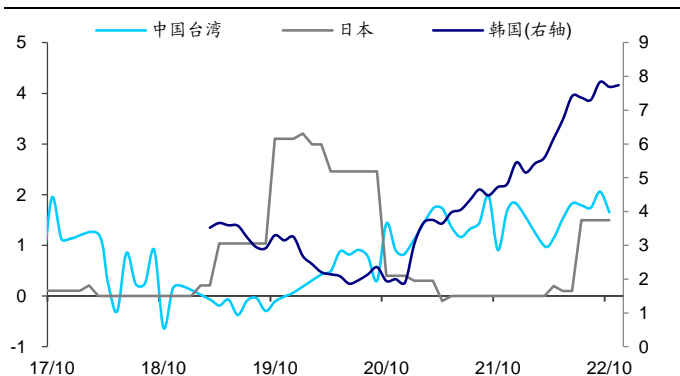
图6 家庭服务CPI和交通工具使用维修CPI同比(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

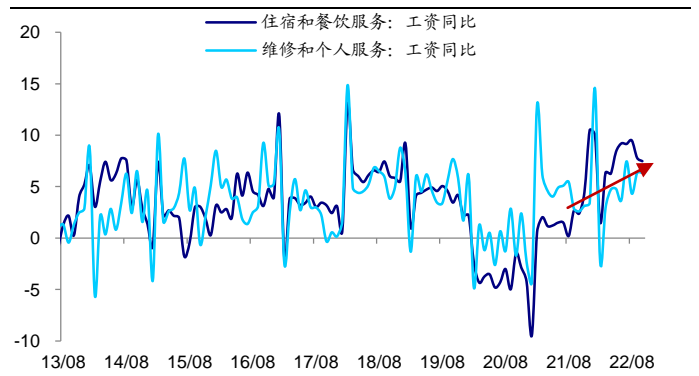
疫情期间,随着服务业需求的萎缩,就业结构也会发生转移,主要体现在第三产业就业向第二产业的转移上。而在疫情过去以后,随着需求的较快恢复,服务业的就业缺口便会体现出来,带动服务行业劳动力成本的回升。比如,在韩国,2022年二季度以来,包括住宿餐饮、维修和个人服务在内的行业工资增长呈现提速的趋势。因此,我们认为,就如同在日韩出现的家政类服务价格的上涨,我国的服务业劳动成本也将趋于回升。

图7 其他经济体的家政服务CPI同比(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

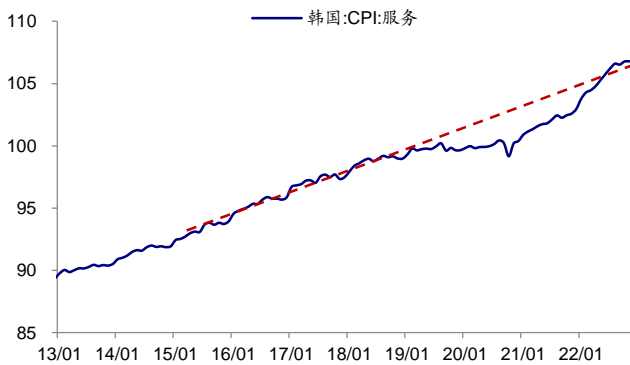
图8 韩国部分服务业工资同比增速提升(%)



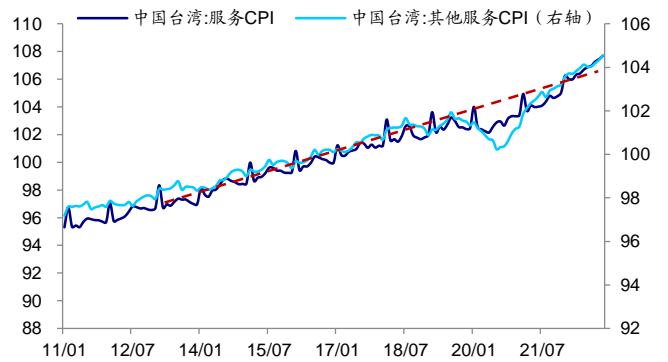
资料来源: Wind, 海通证券研究所

从权重上看,这些或更受益于疫情后修复的重点分项,权重能够占到其余服务项的接近七成。那么对我国来说,接下来我们的其余服务项价格增长空间有多少?

以韩国、中国台湾和新加坡的服务业CPI表现为参考,主要经济体的服务CPI基本上都在2022年下半年回到了2019年疫情以前的增长轨道,也就是说直接弥补了疫情以后的价格增长“缺口”,甚至像中国台湾的价格还要超过之前的轨道。

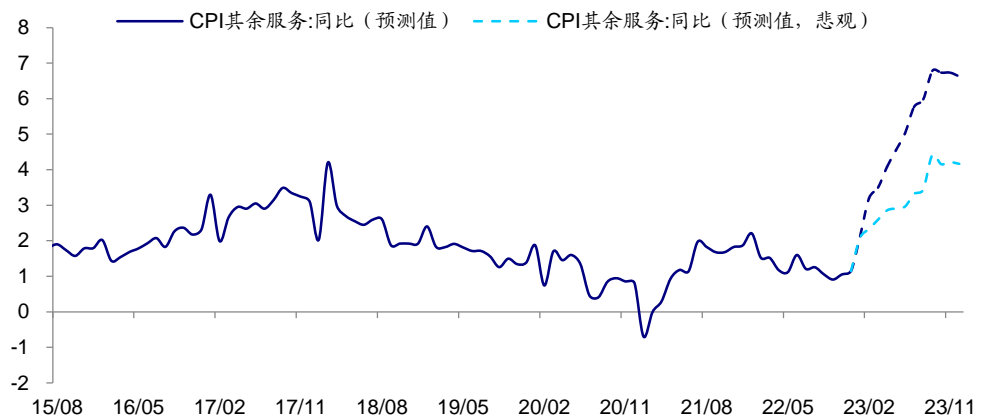
图9 韩国的服务CPI (2015年=100)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

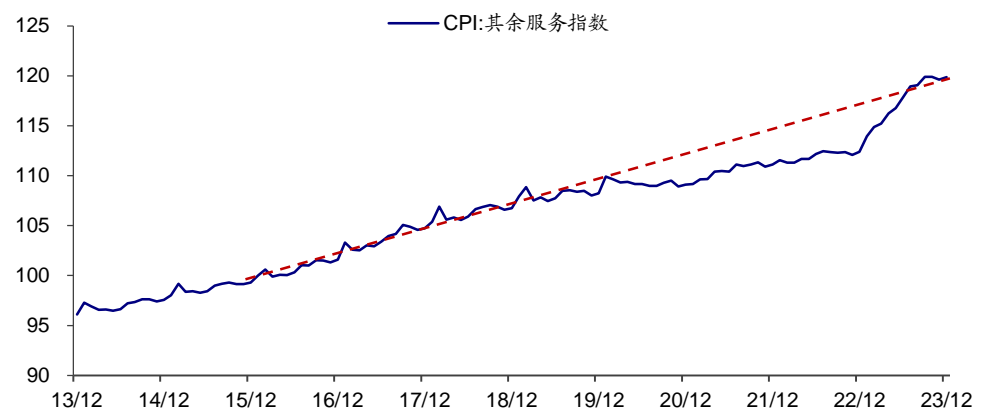
图10 中国台湾的服务CPI及其他服务CPI (2016年=100)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 其他服务CPI指剔除家外食物和居住服务的CPI

在中性情景下, 假设2023年随着疫情影响持续减弱, 我国的服务业在Q1启动涨价, 到Q2环比涨幅已高于历史同期, Q4基本回归季节性增长; 价格涨幅方面, 假设我国大陆也类似于韩国、中国台湾, 其余服务CPI也能在下半年回升至2019年以前的增长轨道。那么根据测算, 到2023年下半年, CPI其余服务项同比或将突破5%, 全年累计同比在5.1%水平, 拉动CPI同比约1.3个百分点。

图11 中性和悲观情景下, 其他服务CPI同比的预测值 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所预测; 中性情景指接下来疫情的扰动持续消退, 且我国大陆的服务业供给压力接近韩国、中国台湾; 悲观情景下, 假设部分地区疫情反复影响服务业需求的修复。

图12 中性情景下, 其他服务CPI回升至19年以前的增长 (2016年=100)


资料来源: Wind, 海通证券研究所预测; 中性情景指接下来疫情的扰动持续消退, 且我国大陆的服务业供给压力接近韩国、中国台湾

2.2 住房服务价格

剩下的住房服务分项，占到服务 CPI 的权重也有 31%。它又会如何影响今年的服务价格？

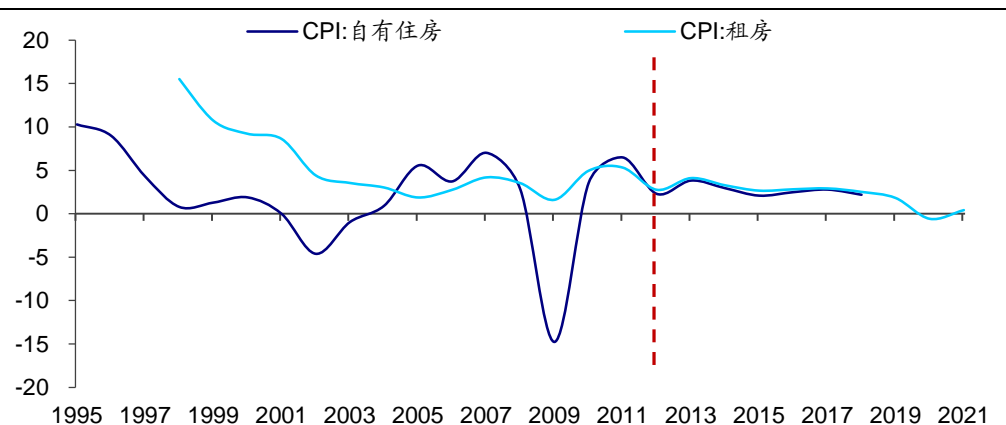
自有住房统计方法的转变，带动房租价格变化的影响增大。根据我们的“四分法”，住房服务分项包括租赁房房租和自有住房两项。自有住房价格从 2019 年开始便不再公布，应用此前的数据，我们估算其在服务 CPI 中的权重约占到 26%，是居住分项中权重最高的部分。

而 2013 年前后，我国逐步进行了自有住房价格统计方法的调整，对居住价格核算产生了比较大的影响。此前，我国对居民自有住房服务价值的统计采用的是成本法，具体来说就是利用房屋建造成本和折旧率得到房屋的固定资产折旧，再加上日常维护修理、资金成本等费用。调整后，自有住房的统计则以市场租金法为主，原理是假设住户在自由市场出租自己的住房，能够得到的市场租金就近似计为自有住房服务的价值。

自此，自有住房 CPI 和租赁房房租 CPI 的走势变得很一致。而在 2012 年以前，两者的分化是比较显著的，比如在 2009 年，自有住房价格同比负增长，而租房价格继续正增长。因为成本法下，自有住房价格会受到资金成本，也就是房贷利率等的显著影响，所以在 2009 年，随着房贷利率走低，自有住房价格变化显著。

因此随着自有住房和房租的价格趋于一致，我们在计算住房服务 CPI 时，选择用房租价格变化来近似替代自有住房项，房租 CPI 的影响权重将明显增大。

图13 自有住房和租赁房房租的 CPI 同比 (%)

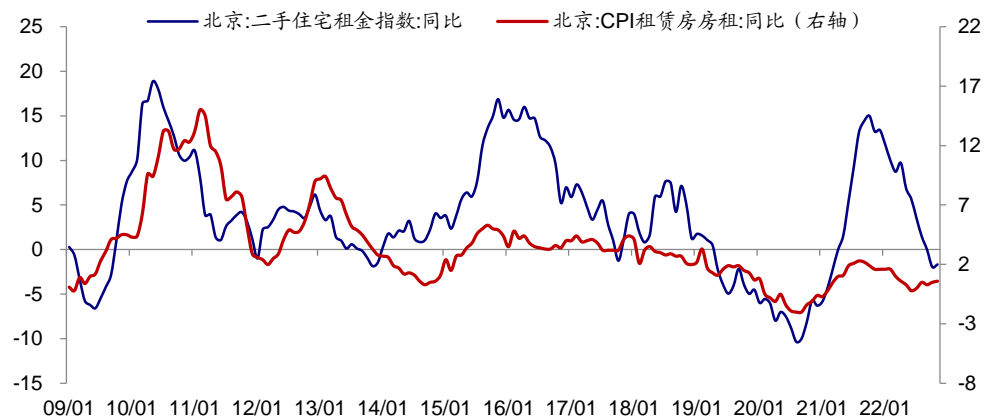


资料来源：Wind，海通证券研究所

但与此同时，房租 CPI 数据在反映实际的市场租金变化方面变得钝化，明显降低了房租价格的影响程度。2016 年以后，租赁房房租 CPI 波动明显减弱，而实际上主要城市的房租价格涨跌幅却并不小。以北京为例，2016 年、2018 年两轮的住宅租金涨幅分别很类似于 2010 年和 2012 年的水平，但房租 CPI 的同比增速和 10、12 年的时候相比要低很多；其他一线城市上海、深圳、二线城市天津的房租 CPI，也都差不多从 2016 年开始与市场统计的租金价格出现“脱轨”。

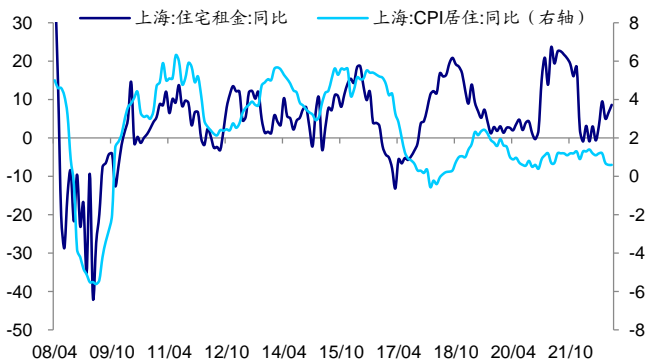
从原因看，一方面可能与公房房租权重调整有关（租赁房房租 CPI 又分为公房房租 CPI 和私房房租 CPI，公房房租价格波动小）；另一方面，CPI 房租的抽样调查样本可能与市场上调查机构的样本有所偏差。

图14 北京租房房租 CPI 同比与二手住宅租金同比的逐步分化 (%)



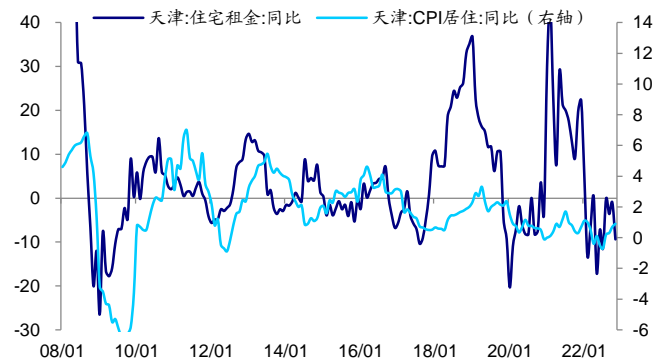
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 上海住宅租金和居住 CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

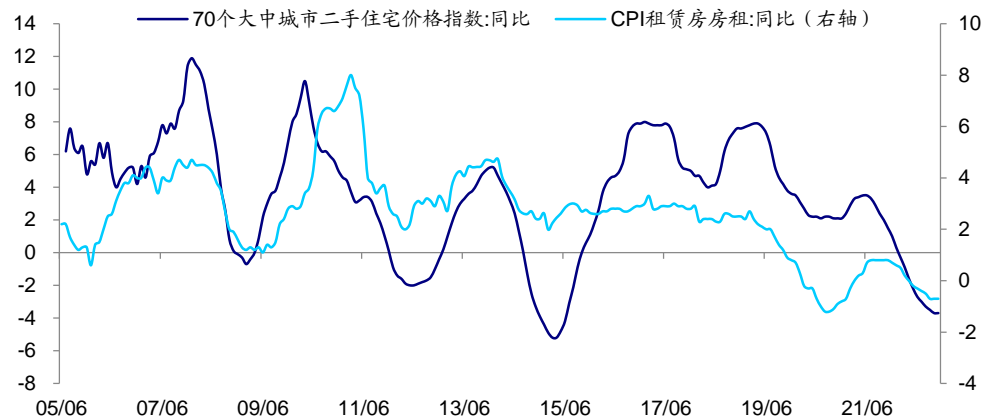
图16 天津住宅租金和居住 CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

往后看, 2023 年市场化租金价格的反弹可能仍将受到房价拖累。从需求端来说, 市场租金能够一定程度上受到疫情过去后就业修复的带动。但作为领先指标, 2023 年的房价预计反弹力度会比较有限, 可能依然对房租涨幅形成拖累。另外, 还需要考虑当前房租 CPI 对反映实际租金价格变化的敏感度明显下降。因此我们预期, 2023 年全年房租分项 CPI 表现或较 2022 年改善, 但反弹力度相对有限。

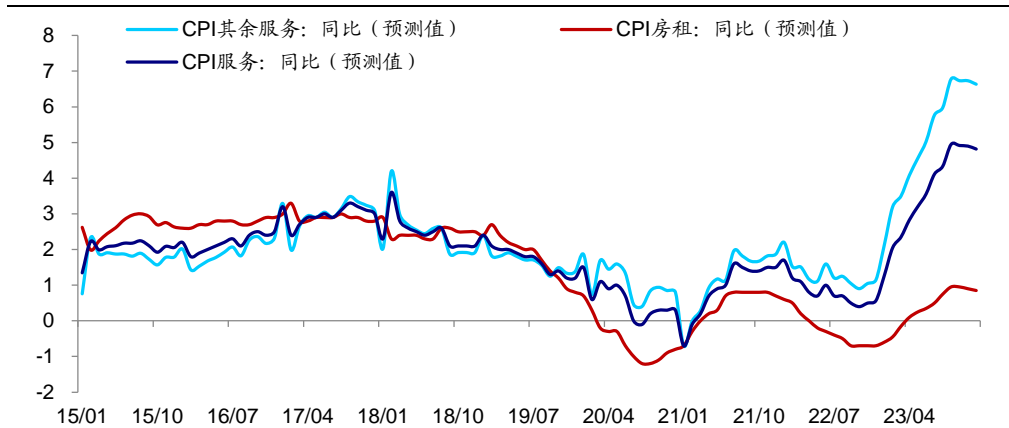
图17 住宅价格和房租 CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

结合其余服务 CPI (中性情景下, 预计下半年破 5%), 我们测算, 2023 年二季度服务 CPI 同比可能达到 3%, 再到三季度末, 服务 CPI 同比或有望突破 4%。在悲观情景下, 到三季度末, 服务 CPI 同比也可能来到 3% 水平。

图18 中性情景下，房租CPI和整体服务项CPI同比预测值(%)

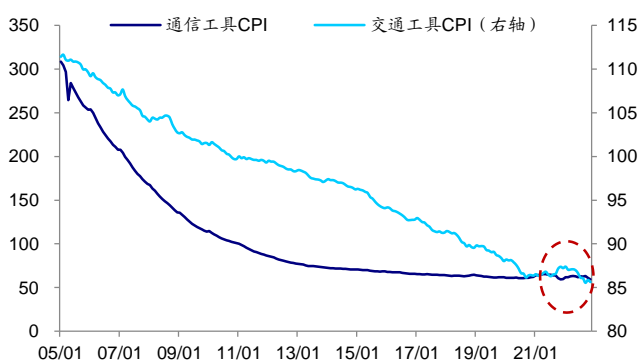


资料来源: Wind, 海通证券研究所预测, 2023年以后为预测数据

2.3 核心商品价格

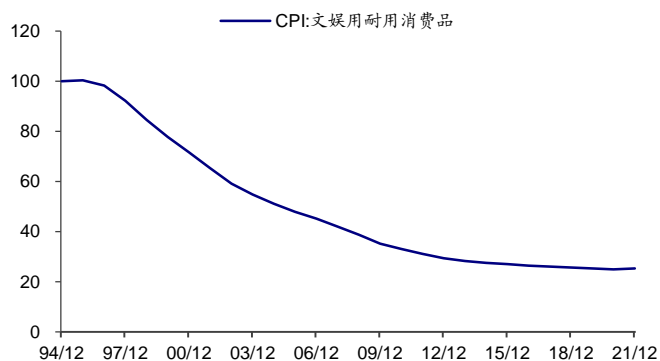
耐用消费品中，通信工具、交通工具、文娱耐用消费品的CPI表现在近20年都处于持续回落的通道，预计主要受益于技术进步、产能增长等中长期因素。在短期，其价格还会受到政策或供给短缺的影响。比如2021年下半年，交通工具CPI同比出现快速走高，其背后是全球芯片短缺引起的供给不足，2022年以后价格已经重新回落。

图19 通信工具和交通工具CPI (2011年=100)



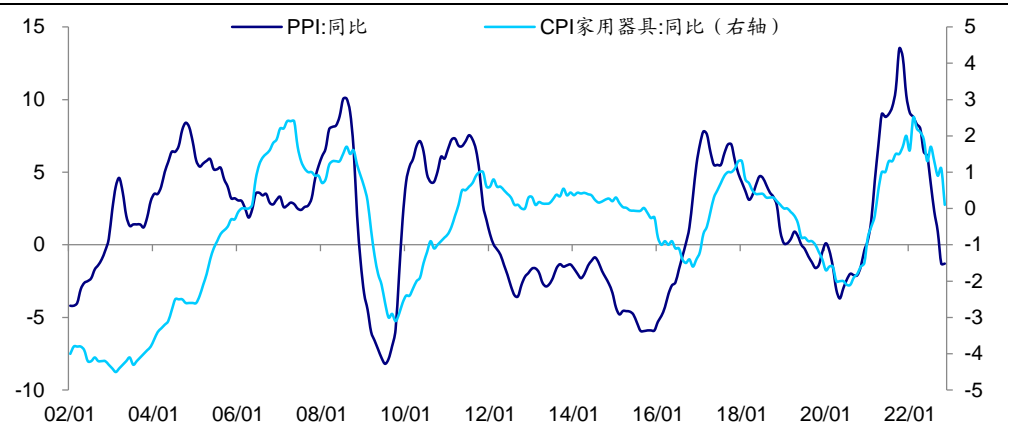
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 文娱耐用消费品CPI (1994年=100)



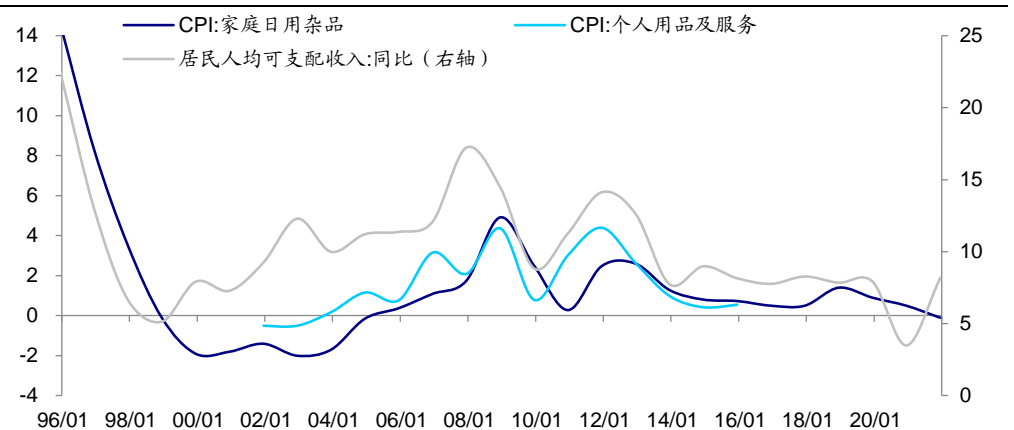
资料来源: Wind, 海通证券研究所

而像家用器具、家具等耐用品CPI则与上游工业品价格变化有较高的相关性。比如，在2021年供给约束驱动工业品价格上行的过程中，家用器具也呈现出较明显的涨价趋势。另一方面从需求端看，地产后周期相关的耐用品，价格也容易受到地产行业趋势的影响。

图21 家用器具 CPI 和成本端的相关性 (%)


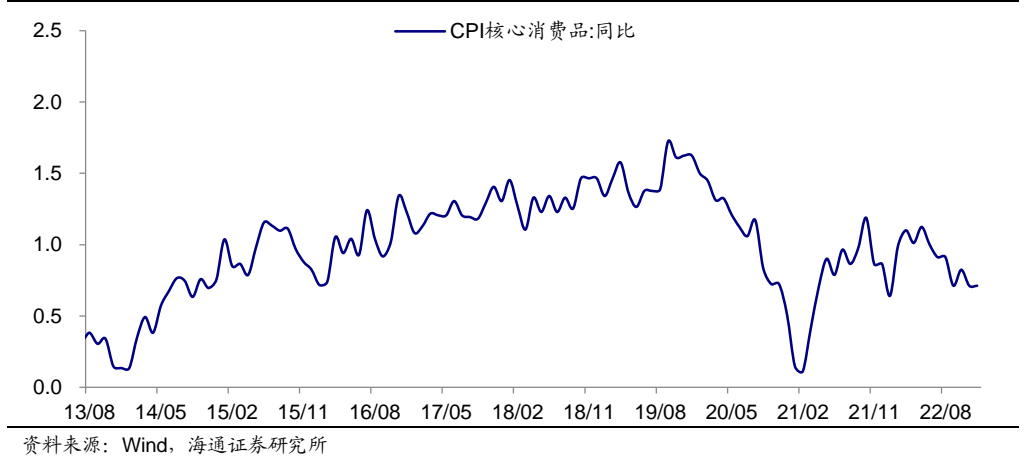
资料来源：Wind，海通证券研究所

疫情以后，消费需求回落带动一般日用消费品价格走低。理论上，日用消费品价格同样要受到上游成本涨价的影响。但上游原材料价格向 CPI 传导的效率，还受到需求端的扰动，尤其是在集中度比较低的日用品行业。如果需求疲软，价格传导更可能受阻滞。因此我们认为，疫情以后，消费需求的回落对其价格发挥主导影响。而如果之后消费需求迎来回暖，也就可以支撑日用品价格表现。

图22 家庭日用杂品 CPI 与居民可支配收入当月同比 (%)


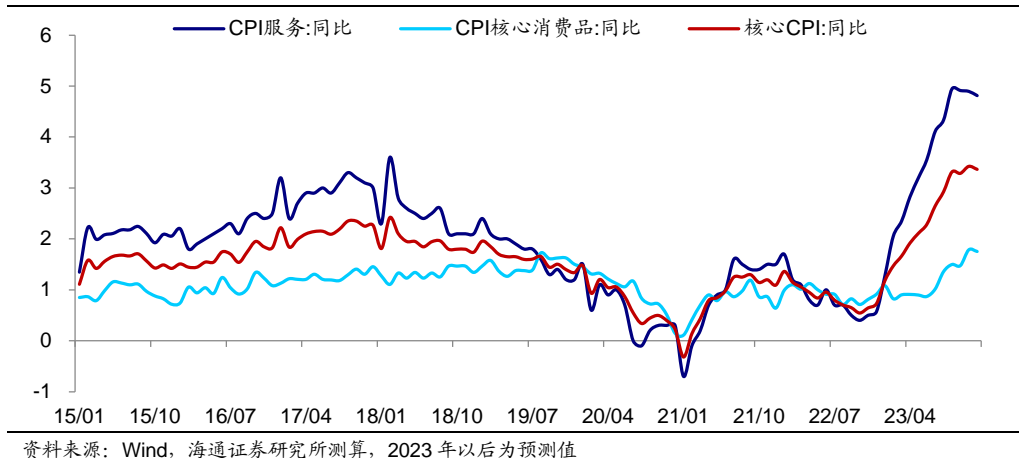
资料来源：Wind，海通证券研究所

往后看，对于核心商品部分，我国面临的涨价压力或较为缓和。当然，随着人口出行恢复、消费需求释放，核心商品价格也同样将出现修复。但与海外相比，一方面，2022 年海外经济体核心通胀的走高，一定程度上还受到工业品通胀带来的成本端影响；另一方面，与海外经济体不同，我国地产行业仍处于下行周期，将持续拖累上中下游相关行业需求与价格表现。我们假设 2023 年，核心消费品 CPI 环比增幅或将回到 2020 年疫情以前的水平，带动低基数下分项 CPI 同比持续回升。

图23 核心消费品 CPI 当月同比 (%)


综上所述, 20 年疫情发生以后, 我国的核心 CPI 同比已连续三年平均分别处于 0.8%、0.8%和 0.9%水平, 而到 2023 年, 预计在服务业通胀的带动下, 我国核心 CPI 表现或将明显回暖。根据我们测算, 中性涨价情景下, 我国核心 CPI 同比在二季度就将回升至 2%以上, 在三、四季度间或升破 3%。

今年宏观经济弱修复, 通胀有所抬升, 货币政策大幅收紧的可能性也不大。但如果核心 CPI、服务业 CPI、甚至整体 CPI 读数偏高, 可能会限制货币政策进一步宽松的空间, 甚至可能对银行间市场的利率水平构成一定扰动。而且我们前面的假定是偏中性的情形假定, 实际的情况还需要我们密切观察, 不排除结构性通胀水平更高。

图24 中性情景下, 服务 CPI 的上行带动核心 CPI 表现 (%)


风险提示: 本文详细阐述了分析逻辑和测算过程, 测算中存在一定的假设, 结果具有一定的不稳定性; 国内部分地区疫情反复; 居民消费释放不及预期。

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

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
联系人
李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com
王宇晴 wyq14704@haitong.com
侯欢(021)23154658 hh13288@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
联系人
郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com
曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@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
联系人
吴其右(021)23154167 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23219433 tjy13580@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
江涛(021)23219819 jt13892@haitong.com
舒子宸 szc14816@haitong.com
张弛(021)23219773 zc13338@haitong.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@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
孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com
张紫睿 021-23154484 zzz13186@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
联系人
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
联系人
周航(021)23219671 zh13348@haitong.com
彭婷(010)68067998 ppt13606@haitong.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@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
刘一鸣(021)23154145 lym15114@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
汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
联系人
张冰清 021-23154126 zbq14692@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@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
张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com
陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com

房地产行业

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

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书 02123219748 hjs14155@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@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
基础化工行业 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 联系人 李 博 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翊 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com	纺织服装行业 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
建筑建材行业 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	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 联系人 巩 健 gj15051@haitong.com	食品饮料行业 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
军工行业 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	银行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 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 王禕婕(021)23219768 wjy13985@haitong.com
家电行业 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	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 联系人 王文杰 wwj14034@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 吕科佳 lkj14091@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