

相关研究

《美债利率：弧形顶——24年六大总量话题6》2023.12.18

《经济稳，股市进——中央经济工作会议解读》2023.12.13

《新质生产力：构建经济增长新动能——24年六大总量话题5》2023.12.15

首席经济学家:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:余培仪

Tel:(021)23185663

Email:ypy13768@haitong.com

证书:S0850523040002

联系人:李林芷

Tel:(021)23185646

Email:llz13859@haitong.com

联系人:藏多

Tel:(021)23212041

Email:zd14683@haitong.com

联系人:陈菲

Tel:(021)23185707

Email:cf15315@haitong.com

## 权益或将占优，利率低位震荡

### ——2024年大类资产配置展望

#### 投资要点:

- **核心结论:** ①23年国内经济曲折式前进，美国经济韧性超预期，美股、黄金资产涨幅靠前。②24年我国经济有望延续稳中向好趋势，海外经济或将面临较大下行风险。③24年权益资产或将占优，债市整体或呈低位震荡格局，商品方面关注黄金机会。
- **23年整体回顾: 经济曲折前进，美股黄金占优。** 23年我国经济在曲折中前进。年初疫情防控平稳后经济快速修复，进入二季度后经济修复动能趋缓。三季度以来稳增长政策助力经济好转。23年美国韧性超预期，美债利率大幅攀升。而11月以来，美联储进入加息尾声的信号逐渐清晰。从23年大类资产表现来看，美股与A股出现分化，黄金表现更优。23年中美股债走势出现分化，美股得益于科技股行情等因素大幅上涨，而A股整体走势震荡偏弱。债市方面，全年10Y国债利率先下后上；美债方面，前三季度美债利率一度接近5%，四季度以来迅速下行。大宗商品方面，得益于避险情绪升温等因素，黄金表现最优，而其余商品涨跌不一。
- **24年经济展望: 我国稳中向好，海外或将下行。** 逆周期和跨周期调节政策或持续发力，24年中国经济预计将延续稳中向好趋势。财政、货币和产业政策将持续发力稳增长、扩内需，货币政策将维持进一步稳健宽松，财政总量仍有进一步释放的空间和潜力。地产、基建、消费或是24年积极政策发力的重点领域。24年美国有较大的下行风险，美债利率大概率要继续震荡回落。美国经济方面，居民家庭的财富和超额储蓄的分布不均匀，居民债务负担压力已在加大，消费数据走弱，货币政策的抑制效应正在逐步体现，经济下行风险较大。美债供需方面，未来美债供给压力或有所减轻，需求端或也有所改善。综合来看，美债利率震荡回落的概率较大。
- **24年资产配置展望: 权益或将占优，利率低位震荡。** A股有望迎破晓，港股配置价值凸显。国内基本面复苏有望助力A股上行，白马成长板块已逐渐具备投资价值性价比。24年港股市场的配置价值或将提升，积极因素或推动港股迎来估值与业绩的双重修复。24年债市整体或呈低位震荡格局。票息策略仍占优，波段行情伺机而动；信用债市场结构性资产荒大概率延续；转债估值或在高位波动。24年大宗商品市场关注黄金配置机会。受益于美债实际利率下降、海外地缘政治风险等因素，金价有望进一步上涨。原油市场供需逆转，油价或震荡回落。工业金属价格或相对稳定，其中与新兴行业、基建相关的品种或表现更加占优。
- **风险提示:** 国内经济复苏不及预期，海外货币政策变化超预期。

## 目 录

---

1. 23 年整体回顾：经济曲折前进，美股黄金占优..... 4
2. 24 年经济展望：我国稳中向好，海外或将下行..... 6
3. 24 年资产配置展望：权益或将占优，利率低位震荡..... 8

## 图目录

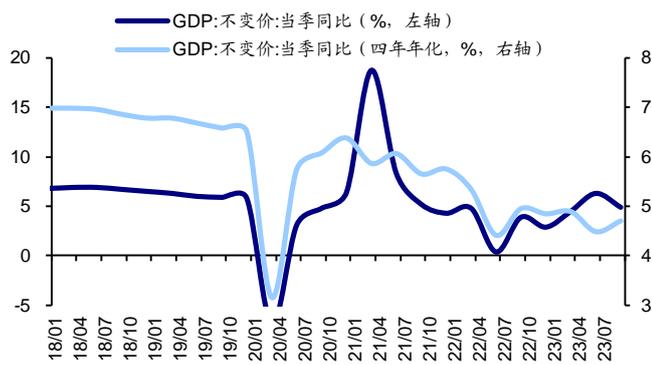
图 1	23 年经济修复曲折式前进.....	4
图 2	23 年基建投资和服务消费是经济修复的主要动力 .....	4
图 3	23 年美债长短端利率先上行再下行 .....	5
图 4	市场预期美联储将在 24 年 3 月开启降息 .....	5
图 5	23 年全球大类资产表现回顾 .....	5
图 6	23 年美股先后由风险偏好回升、流动性改善驱动上涨 .....	6
图 7	23 年经济曲折修复下 A 股震荡偏弱 .....	6
图 8	23 年中美利率走势整体分化 .....	6
图 9	23 年黄金价格震荡上行 .....	6
图 10	19 年主要经济体政府杠杆率（%，政府债务/GDP） .....	7
图 11	城中村改造预计可带动年均投资过万亿 .....	7
图 12	基建增速仍有抬升空间（%） .....	7
图 13	社零修复斜率未恢复至疫情前趋势 .....	7
图 14	美国家庭净资产在不同收入群体分布（%） .....	8
图 15	美国居民主要债务拖欠率明显上行（%，30 天+） .....	8
图 16	美国通胀整体已经明显下行（%） .....	8
图 17	美国信用卡零售和食品服务支出（超过疫情前的水平，%） .....	8
图 18	长久期债券发行速度放缓（十亿美元） .....	8
图 19	美国政府利息负担将不断加大（%） .....	8
图 20	A 股风险溢价率已接近 22 年 10 月底 .....	9
图 21	A 股股债收益比高于 22 年 10 月底水平 .....	9
图 22	本轮库存周期或已于 23Q3 见底回升 .....	10
图 23	24 年国内实际 GDP 同比增速有望达 5% 左右 .....	10
图 24	24 年全部 A 股归母净利润同比增速有望达到 5-10% .....	10
图 25	当前港股估值处于近二十年低位 .....	10
图 26	历史上 A 股港股归母净利润增速走势基本一致 .....	10
图 27	在宽财政+宽货币组合的前半程，债市走势偏震荡（%） .....	11
图 28	2021 年以来 10Y 国债利率区间大致是 MLF-20BP 至 MLF+30BP .....	11
图 29	金价和美债实际收益率明显负相关 .....	13
图 30	24 年原油供应或维持稳定 .....	13

回顾 23 年，国内经济修复路径较为曲折，同时海外流动性持续收紧、地缘政治扰动频发等多重因素交织，全球宏观形势和大类资产的研判难度明显提升。在此背景下，24 年大类资产的走势将如何演绎？本文对此进行分析。

## 1.23 年整体回顾：经济曲折前进，美股黄金占优

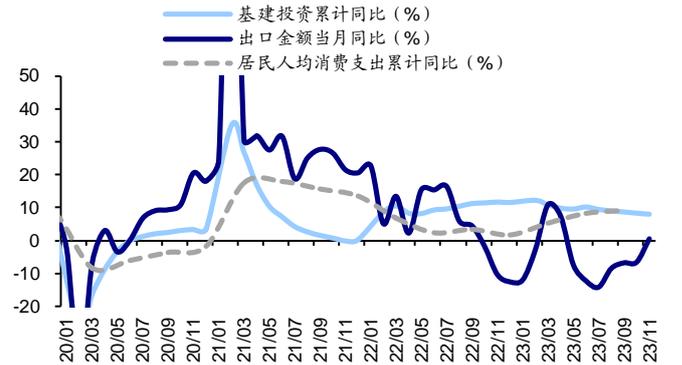
**23 年我国经济在曲折中前进。**年初疫情防控平稳转段后经济快速修复，一季度 GDP 增速同比增速达 4.5%，超过 Wind 一致预期的 4.0%。但进入二季度之后，一方面受外需放缓、地缘政治影响出口低迷，另一方面国内有效需求不足，地产、政府债务等重点领域风险隐患仍存，内外部因素交织下经济修复动能趋缓。为应对上半年经济新形势新挑战，三季度以来稳增长政策持续发力，经济再次边际好转。三季度 GDP 实际同比增速为 4.9%，剔除低基数效应的四年年化增速为 4.7%，高于二季度的 4.5%。从季调环比来看，三季度环比增长 1.3%，也较二季度明显回升。从结构看，23 年基建投资和服务消费是经济增长的重要抓手。受益于专项债发行和项目落地加速，1-11 月我国基建投资累计同比增速为 8.0%，是经济的重要支撑；同时，得益于疫后旅游、文娱消费复苏以及消费新业态的蓬勃发展，23 年服务消费复苏动力较强，前三季度居民人均消费支出累计同比增速为 9.2%，其中教育文化娱乐、医疗保健、交通通信分项增速分别为 16.4%、15.0%、11.3%，明显高于社零增速的 6.8%。此外，海外需求出现阶段性回暖，三季度以来出口明显改善，11 月出口当月同比增速由负转正，回升至 0.5%。

图1 23 年经济修复曲折式前进



资料来源：Wind，海通证券研究所

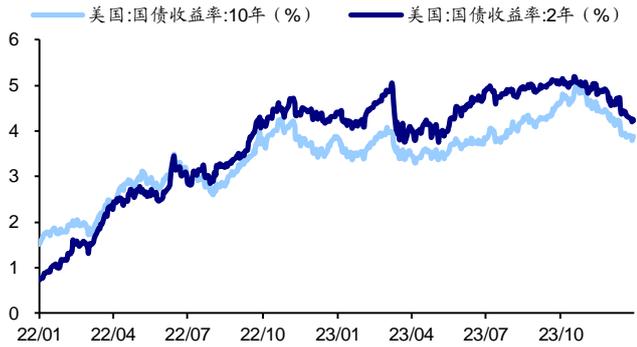
图2 23 年基建投资和服务消费是经济修复的主要动力



资料来源：Wind，海通证券研究所

**23 年美国韧性超预期，美债利率大幅攀升。**随着能源价格回落以及全球供应链复常，1-2 月美国 CPI 同比继续回落，但核心通胀仍维持在 5.5% 左右的高位水平。在高利率环境下，银行系统流动性压力逐渐显现，3 月以来硅谷银行等海外风险事件频发，对金融危机的担忧一度使得加息预期放缓、美债利率下行，但 4 月起市场避险情绪攀升，美债利率再度走强。下半年以来公布的美国经济数据超预期增长，三季度实际 GDP 年化季环比为 4.9%，高于市场预期 4.5%；同时三季度美国 CPI 同比出现小幅上行，7 月 FOMC 会议再次“放鹰”，随后美债利率大幅攀升至 2007 年以来的新高；美债供给大幅增加也进一步推动了美债利率上行，美国财政部三季度净融资规模从二季度预期的 7330 亿美元增加到了 10070 亿美元。而 11 月以来，美联储进入加息尾声的信号逐渐清晰。12 月 FOMC 会议明显偏鸽，表明美联储加息或已近尾声，截至 23/12/29，根据 FedWatch 数据，市场预计 24 年 3 月美联储开启降息的概率为 86%。叠加美债供需压力出现缓解，11 月起美债利率开始大幅下行，截至 23/12/29，美国 10Y 国债利率已跌至 3.88%，较 10 月底的最高点下降 110 个 BP。

图3 23年美债长短端利率先上行再下行



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/29

图4 市场预期美联储将在 24 年 3 月开启降息



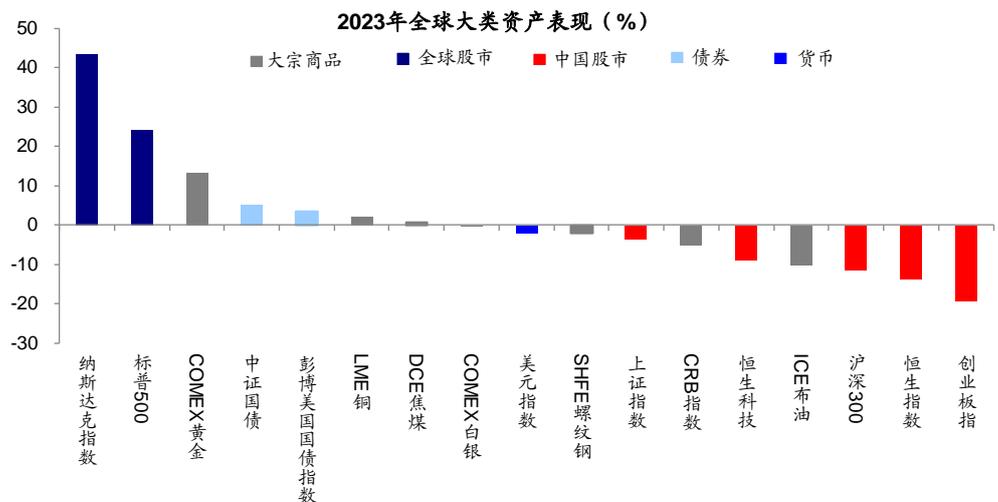
资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 2023/12/29

**23 年大类资产表现: 美股与 A 股出现分化, 黄金表现更优。**回顾 23 年, 各大类资产的全年收益率排名为美股>黄金>中债>美债>大宗商品>A 股 ≈ 港股。

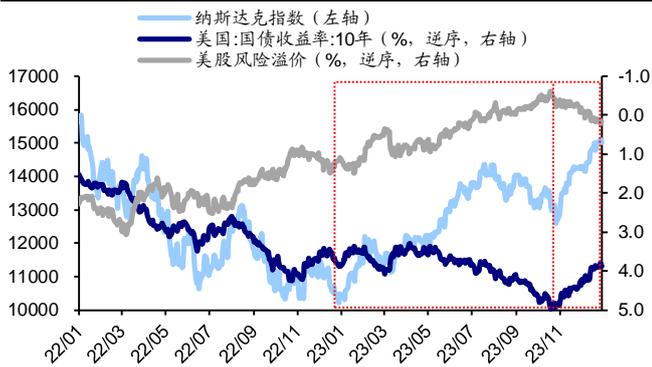
具体来看, 23 年中美股债走势出现分化。整体而言, 美股优于 A 股, 而中债略优于美债。美股作为 23 年全球表现最优的资产, 1-7 月得益于科技股行情以及风险偏好回升, 纳指涨幅超 38%, 11 月以来流动性环境改善驱动纳指再度上涨, 涨幅超 15%; 而 A 股方面, 受国内疫后宏观微观经济曲折修复、美元指数及美债利率多次冲高、海外地缘政治冲突影响, 整体走势震荡偏弱。债市方面, 全年围绕基本面与资金面展开博弈, 10Y 国债利率先下后上, 在 2.55%-2.95% 区间窄幅波动; 美债方面, 前三季度在美国经济韧性超预期、避险情绪攀升、美债供给增加等多重因素影响下, 10Y 美债利率一度接近 5%, 而四季度以来美联储加息预期降温, 美债供给压力趋缓, 美债利率迅速下行。

大宗商品方面, 黄金表现最优, 其余商品涨跌不一。一季度海外银行业风险事件发酵使得市场对金融危机与经济衰退的担忧升温, 避险情绪上涨推升了黄金价格, 上半年 COMEX 黄金最大涨幅约 13%, 而原油及其他大宗商品普跌。三季度全球经济景气边际回升, 全球制造业 PMI 在 8-9 月连续两个月上升, 国内外大宗商品价格出现普涨, 南华综合指数涨超 11%, CRB 商品指数涨幅也近 11%。进入四季度, 地缘避险情绪渐退, 供给过剩担忧趋弱, 油价持续下跌, ICE 布油跌 15%; 叠加全球经济景气复苏遭遇波折, 大宗商品价格整体下跌, CRB 商品指数跌幅近 7%; 与此同时, 四季度美联储持续放鸽, 在此背景下黄金价格再度走高, COMEX 黄金涨 13%。

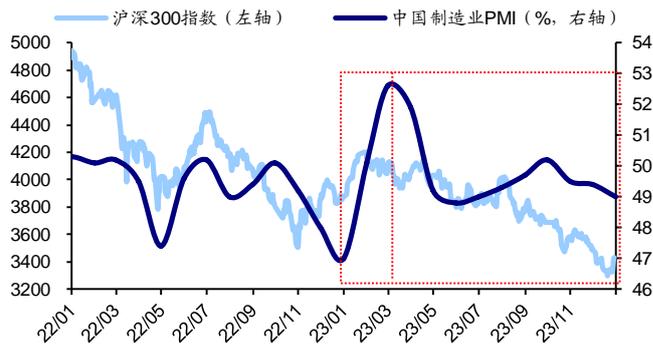
图5 23 年全球大类资产表现回顾



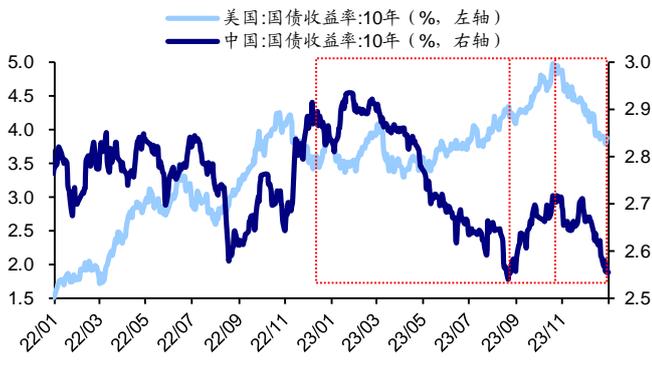
资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所, 截至 2023/12/29

**图6 23年美股先后由风险偏好回升、流动性改善驱动上涨**


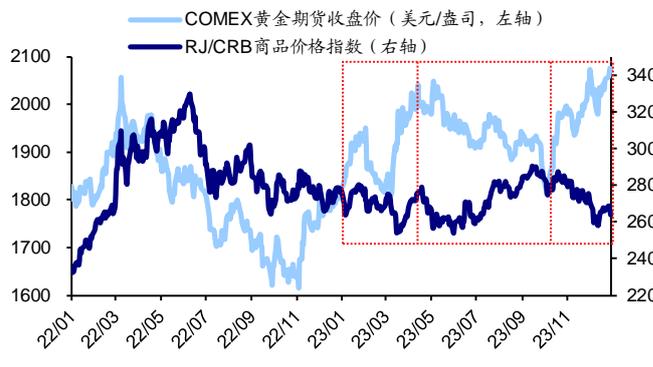
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/29

**图7 23年经济曲折修复下 A 股震荡偏弱**


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/29

**图8 23年中美利率走势整体分化**


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/29

**图9 23年黄金价格震荡上行**


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/29

## 2. 24年经济展望：我国稳中向好，海外或将下行

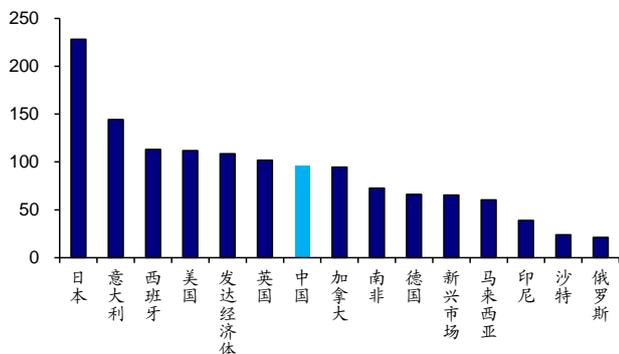
前文中我们回顾了23年的全球宏观运行和大类资产表现，展望24年，我们认为我国经济有望延续稳中向好趋势，而海外经济或将面临较大下行风险。

**逆周期和跨周期调节政策或持续发力，24年中国经济预计将延续稳中向好趋势。**我们预计2024年我国GDP增长目标或在5%附近，为了呵护经济更加稳健的增长，积极政策会继续逐渐落地。

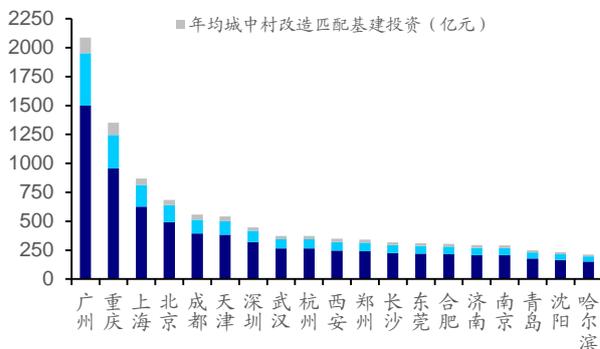
**财政、货币和产业政策将持续发力稳增长、扩内需。**12月11日至12日召开的中央经济工作会议定调积极，对于当前经济形势，会议指出，“进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战”。对于24年的部署，会议提出“要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，“要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”。因此我们预计24年货币政策将维持进一步稳健宽松，政策利率仍有一定调整空间，包括银行间的资金利率和银行存款利率。财政政策则将继续支撑经济需求端，基建、房地产、科学技术等领域会是支出的重点。当前我国政府杠杆率虽然高于新兴市场平均水平，但是相比发达经济体仍然较低，我国财政总量仍有进一步释放的空间和潜力。

**地产、基建、消费或是24年积极政策发力的重点领域。**首先，“三大工程”建设或拉动地产投资。参考海外经济体地产下行周期的经验，24年地产新房销售面积和开发投资额或较23年边际改善，但改善的幅度或受政策影响。目前正在逐步推进的“三大工程”——城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设和保障性住房建设，能够带来新增购房需求，但其体量大小取决于政策力度。我们预计，城中村改造计划、新建商品房投资和匹配基建投资预计可带动年均投资过万亿。其次，基建投资也可作为积极政策的“发力项”。从基建投资增速来看，23年11月基建增速回落至5.4%，这显示当前财政政策力度还有待增强，相较2022年同期13.9%的增速还有一定差距。随着24年积极财

政策的回归，基建增速或有所抬升。此外，扩内需也是 24 年积极政策发力的重点。中央经济工作会议提出要“扩大有效益的投资”，“培育壮大新型消费”，同时强调要“增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模”。当前社零修复斜率相较疫情前（13 年以来）趋势仍有差距，我们预计政策支撑下 24 年居民的收入预期和消费倾向有望持续修复，我国消费修复的潜力有望进一步释放。

**图10 19 年主要经济体政府杠杆率（%，政府债务/GDP）**


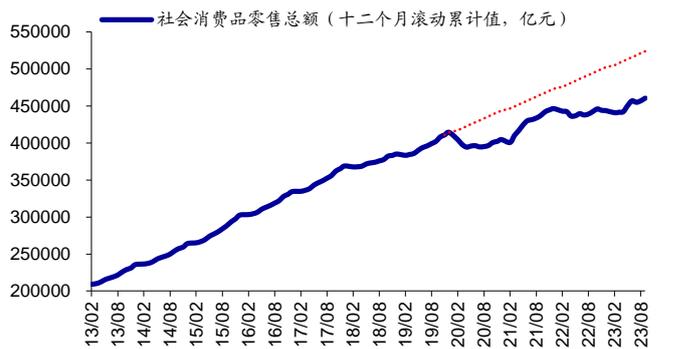
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图11 城中村改造预计可带动年均投资过万亿**


资料来源：Wind，第七次人口普查数据，《广州市城中村改造成本核算指引》，《城市居住区规划设计标准》，《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》，海通证券研究所测算

**图12 基建增速仍有抬升空间（%）**

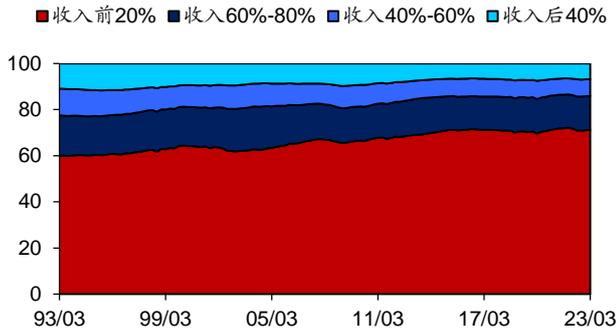

资料来源：Wind，海通证券研究所

**图13 社零修复斜率未恢复至疫情前趋势**


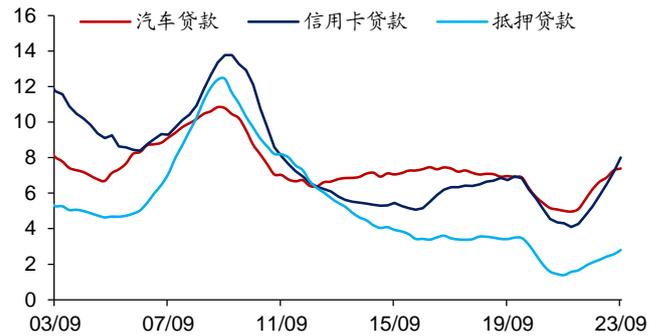
资料来源：Wind，海通证券研究所

**24 年美国较大的下行风险，美债利率大概率要继续震荡回落。**经济方面，尽管美国居民积累了一定的财富和超额储蓄，但实际上美国居民家庭的财富和超额储蓄的分布非常不均匀。加之，美国居民主要债务拖欠率均有所上行，尤其是汽车贷款和信用卡贷款拖欠率上升幅度大，美国居民承担的压力已在加大。并且，近期高频数据显示美国消费已经有所走弱。基于信用卡、借记卡和礼品卡等交易数据显示，自 2023 年 8 月以来，美国零售和食品服务支出较疫情前超支的规模开始呈下降趋势，11 月后已回落至低于疫情前（2020 年 3 月）的水平。因此我们预计，美国货币政策的抑制效应正在逐步体现，美国经济 24 年有较大的下行风险。事实上，12 月美联储 FOMC 会议已将 24 年经济预期下调 0.1pct 至 1.4%，IMF 于 10 月发布的最新一期《世界经济展望》预测美国 23/24 两年实际 GDP 增速分别为 2.1%/1.5%。

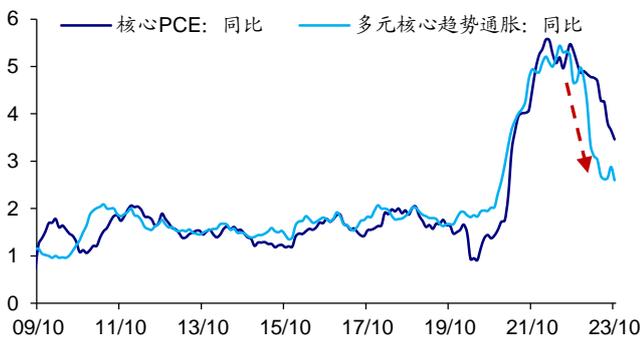
美债供需方面，未来美债供给压力或有所减轻，需求端或也有所改善。从供给端看，美国财政融资规模已有所减少，美国财政部预计 23 年 10-12 月融资 7760 亿美元，低于 7 月计划的 8520 亿美元，较 7-9 月的近 1 万亿美元也明显回落。同时，受制于付息压力约束，24 年美国财政支出再度扩张概率或也相对较小。从需求端看，一方面，美债利率短期仍处于相对高位，对海外投资者仍有较大吸引力。另一方面，随着美联储加息周期的结束，共同基金有望迎来资金回流。综合美国经济走势和美债供需关系变化，我们预计 24 年美债利率大概率要继续震荡回落。

**图14 美国家庭净资产在不同收入群体分布 (%)**


资料来源：美联储官网，海通证券研究所

**图15 美国居民主要债务拖欠率明显上行 (%)，30天+**


资料来源：Wind，美国纽约联储官网，圣路易斯联储官网，海通证券研究所

**图16 美国通胀整体已经明显下行 (%)**


资料来源：美国纽约联储官网，海通证券研究所

**图17 美国信用卡零售和食品服务支出(超过疫情前的水平,%)**


资料来源：BEA，海通证券研究所，其中支出数据进行4周移动平均

**图18 长久期债券发行速度放缓 (十亿美元)**

	2年	3年	5年	7年	10年	20年	30年	FRN
2023/05	42	40	43	35	35	15	21	22
2023/06	42	40	43	35	32	12	18	22
2023/07	42	40	43	35	32	12	18	24
2023/08	45	42	46	36	38	16	23	24
2023/09	48	44	49	37	35	13	20	24
2023/10	51	46	52	38	35	13	20	26
2023/11	54	48	55	39	40	16	24	26
2023/12	57	50	58	40	37	13	21	26
2024/01	60	52	61	41	37	13	21	28

资料来源：美国财政部，海通证券研究所

**图19 美国政府利息负担将不断加大 (%)**


资料来源：CBO，海通证券研究所

### 3. 24年资产配置展望：权益或将占优，利率低位震荡

如前所述，我们预计24年经济走势将呈现内强外弱的格局。对应到具体资产表现，我们认为24年权益资产或将占优，而债市方面利率债的配置价值或减弱。对于各类资产具体的配置价值，我们认为权益较有机会，港股的弹性或较大；我国债市方面信用债>利率债，同时转债建议关注平衡型品种；商品方面黄金表现或更优，工业金属相对平稳，原油震荡回落。具体分析详见下文。

**权益：A股有望迎破晓，港股配置价值凸显。**展望2024年，A股的基本面有望随着我国经济进一步回暖，港股估值与盈利或迎来双重修复。

基本面复苏有望助力A股上行。目前A股周期底部再次确认，参考历史，历次调整

中市场大底多是反复震荡筑底，一般顺序为政策底-市场底-业绩底。对于本轮情况而言，实际上22年4月起A股已整体处在政策底的区间中，但这次A股底部区域相较历史情况拉得更长，主要是源于本次经济运行及外部环境更复杂。从估值、资产比价等指标来看，当前A股调整幅度已显著，市场情绪和风险偏好都降至低位。例如截至23/12/29(下同)，当前市场估值水平与历史大底时已经较为接近，全部A股PE(TTM)为16.7倍、处05年以来从低到高27%分位。从库存周期看，当前新一轮库存周期或已于23年7月开启，未来进入补库阶段有望带动宏观基本面复苏，进而支撑A股上行。此外，从政策面看，23年12月召开的中央经济工作会议整体定调积极，提出要坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”，稳中求进的工作总基调明确。随着稳增长政策持续发力，国内经济有望进一步回暖，我们预计24年国内实际GDP同比增速有望达5%左右。落实到微观企业盈利层面，我们预计A股盈利将持续复苏，24年全部A股归母净利润同比增速有望达到5-10%。此外，海外宏观环境改善也将从一定程度上助力市场上行。随着美联储货币政策逐步宽松和美债供需压力持续缓解，24年美债利率或步入下行周期，在此背景下A股估值压制因素有望缓解，外资或出现积极变化。

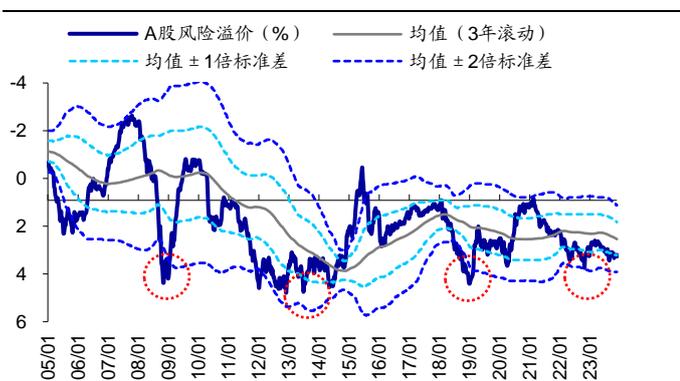
行业结构上，白马成长板块已逐渐具备投资性价比。当前以基金重仓股为代表的白马成长组合估值已处于历史中低水平，借鉴历史白马成长板块在A股盈利上行周期内业绩表现更优，因此24年业绩上行期白马成长有望在业绩表现上更为占优。白马成长中重视硬科技，关注半导体周期见底回升的电子，财政政策发力下的数字基建，以及政策+技术驱动的AI应用。白马成长中还应重视医药，关注创新药、血制品、医疗器械等细分领域。消费存在结构性机会，关注政策导向指引下新型文化消费加速发展，以及技术进步推进下智能消费需求释放。此外，若未来中央金融工作会议提及的相关领域政策逐渐出台落地，受益于政策的银行和券商估值可能修复，有望迎来阶段性机会。

表1 A股估值已回到历史低位

全部A股					全部A股剔除金融		
时间	PE(TTM, 倍)	PB(LF, 倍)	PE(TTM, 中位数, 倍)	PB(LF, 中位数, 倍)	时间	PE(TTM, 倍)	PB(LF, 倍)
2005/6/6	18.4	1.65	20.5	1.55	2005/6/6	18.4	1.63
2008/10/28	13.8	2.06	16.4	1.68	2008/10/28	15.3	1.98
2013/6/25	12.0	1.50	27.8	2.16	2013/6/25	19.3	1.75
2016/1/27	17.7	1.89	44.7	3.73	2016/1/27	35.4	2.47
2019/1/4	13.3	1.43	23.8	2.04	2019/1/4	18.1	1.72
<b>2023/12/29</b>	<b>16.7</b>	<b>1.47</b>	<b>25.4</b>	<b>2.51</b>	<b>2023/12/29</b>	<b>25.6</b>	<b>1.96</b>
<b>05年以来历史分位</b>	<b>27%</b>	<b>2%</b>	<b>16%</b>	<b>33%</b>	<b>05年以来历史分位</b>	<b>38%</b>	<b>15%</b>

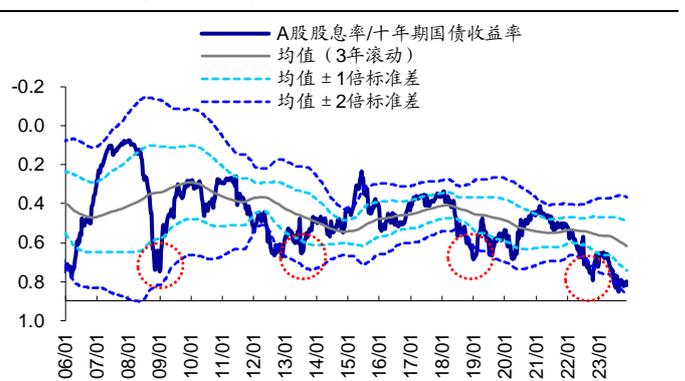
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至2023/12/29

图20 A股风险溢价率已接近22年10月底



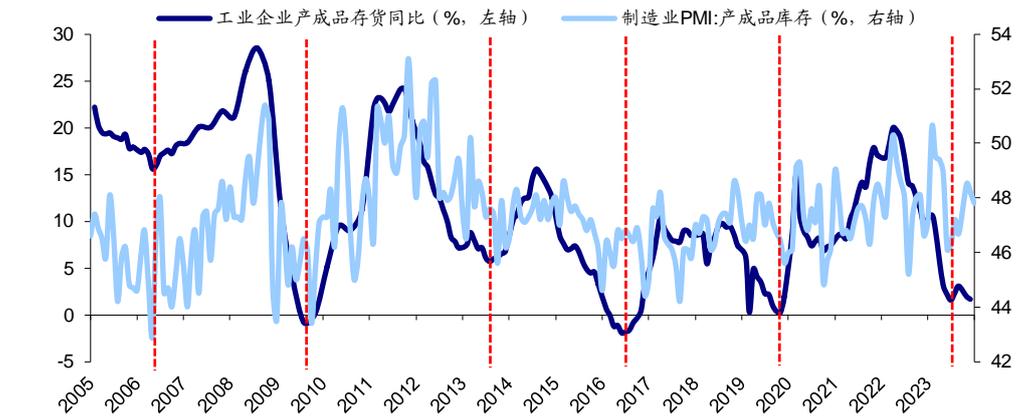
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至2023/12/29

图21 A股股债收益比高于22年10月底水平



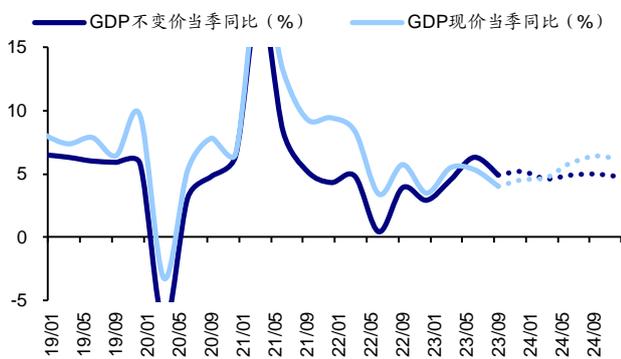
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至2023/12/29

图22 本轮库存周期或已于 23Q3 见底回升



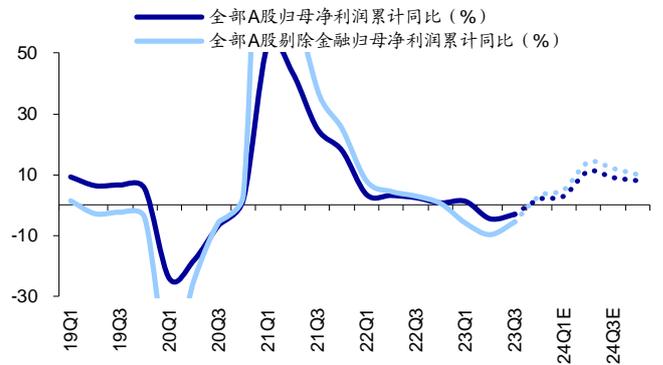
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 24 年国内实际 GDP 同比增速有望达 5%左右



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

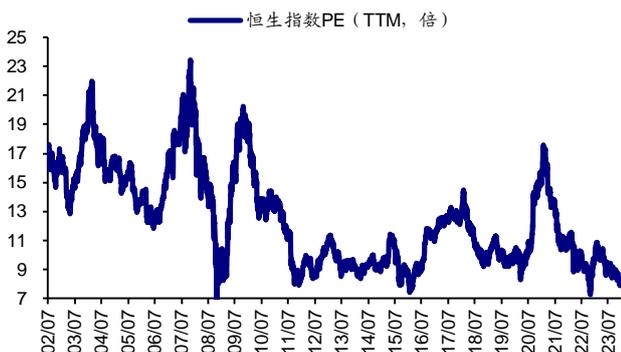
图24 24 年全部 A 股归母净利润同比增速有望达到 5-10%



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

积极因素或推动港股迎来估值与业绩的双重修复。受互联网监管收紧、美联储加息、国内基本面波折等因素影响，港股市场已连续 4 年下跌，创下历史记录。估值方面，港股估值已处于历史极低水平，截至 23/12/29，恒生指数 PE (TTM) 为 8.2 倍，处于 2002 年以来从低到高 2.2% 的分位数水平。展望未来，随着美联储开启降息，美债利率将逐步回落，美元指数可能随之走弱，这有利于港股估值回升和国际资金回流。此外，若未来中美关系继续缓解、国际地缘政治冲突出现转机，也将有助于提振市场风险偏好，从而推动当前估值较低的港股反弹。盈利方面，对比历史上 A 股和港股的归母净利润同比增速，可以发现两个市场的利润增速走势基本一致。如前所述，我们预计 24 年 A 股归母净利润同比增速或达 5-10%，因而港股基本面也有望随 A 股市场一同迎来修复。此外，刚结束的中央经济工作会议指出“以科技创新引领现代化产业体系建设”，并要求“发展数字经济，加快推动人工智能发展”，港股科技股有望迎来发展机遇。因此，随着前期利空因素的改善，24 年港股市场的配置价值或将提升。

图25 当前港股估值处于近二十年来低位



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/12/29

图26 历史上 A 股港股归母净利润增速走势基本一致



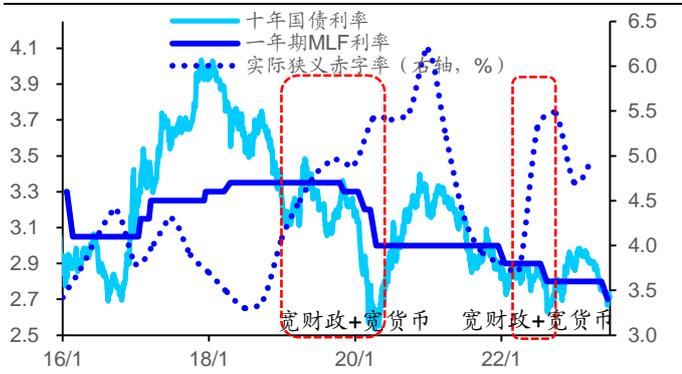
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**债市：动不失时，票息为盾。**展望 2024 年，我们预计债市整体或呈低位震荡格局。票息策略仍占优，波段行情伺机而动；信用债市场结构性资产荒大概率延续；转债估值或在高位波动。

**利率债：低位震荡，动不失时。**2024 年债市利率上行因素可能有：经济波折向好，宽财政、稳增长，通胀温和抬升，防资金空转，资金面波动加剧；债市利率下行因素可能有：宽货币配合，广谱利率继续下降，结构性资产荒延续，地产和出口有压力。我们认为，2024 年在“宽财政+宽货币”的组合下，债市利率持续上行的动力或也不足，稳增长政策、地产优化政策、活跃资本市场政策或继续出台，积极的政策将提振市场情绪，强化经济预期，现实与预期的交织持续演绎，债市走势或偏震荡，关注经济和宽信用的兑现路径和成色。此外，可能带动债市利率超预期突破的因素有：外部风险事件、海外地缘政治风险、理财赎回风波、财政或货币政策超预期等。

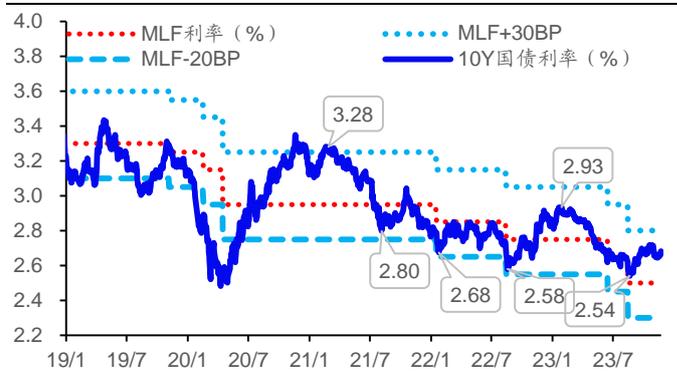
2021 年以来十年国债利率基本处于 MLF 利率-20BP 至 MLF+30BP 区间，2024 年 10Y 国债利率高点或可参考 MLF 加点的规律。考虑到货币稳健宽松，24 年十年国债利率低点有望突破 23 年。债市低位震荡行情下，我们认为票息策略仍占优，波段行情伺机而动，建议关注超长债和“利率+”品种银行二永债增厚收益的机会。

图27 在宽财政+宽货币组合的前半程，债市走势偏震荡（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图28 2021 年以来 10Y 国债利率区间大致是 MLF-20BP 至 MLF+30BP



资料来源：WIND，海通证券研究所

**信用债：顺势而为，博弈票息。**展望 24 年，化债持续推进叠加资本新规落地，或对信用债供需结构产生冲击，非金融信用债供给难以放量，配置力量不减，结构性资产荒大概率延续，建议顺势而为关注短债下沉机会，优质资产可考虑拉久期。板块方面，保持对城投债的信用挖掘，建议可在化债政策重点倾斜地区控久期适度下沉，同时防范尾部估值风险；民企债整体情绪拐点未至，还需耐心等待 24 年配置机会，短期可轻配经营表现好、就业贡献大的行业龙头，久期不宜过长；周期产业债优选景气行业央国企个券，可做品种挖掘；二永债关注 24 年供需调整，波动或加大。利差角度来看，期限利差尚有博弈空间，中长期信用债表现优于短端，负债端相对稳定的配置盘可对优质主体适当拉长久期增厚收益。

**可转债：攻守兼备，顺势施宜。**24 年我们预计供需或维持紧平衡，23 年转债估值中枢下移，24 年权益市场有望迎来高质量发展的新阶段，纯债利率偏低，机会成本不高，且供给对估值影响有限，24 年估值或在高位波动。24 年机会主要来自于股市赚钱效应、估值阶段性低点的修复和配置价值、条款博弈等。行业上建议关注硬科技电子及医药，消费存在结构性机会，另外转债汽车标的较多，建议关注智能驾驶相关，策略上重点关注平衡型品种。

**表 2 信用债品种利率水平与利差分位数(%, 截至 12 月 22 日)**

12月22日		二级资本债			永续债			中票			城投债		
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
当前利率水平	1年期	2.87	2.87	2.95	2.94	2.96	3.04	2.72	2.82	2.90	2.76	2.86	2.96
	2年期	2.90	2.92	3.02	2.95	2.97	3.06	2.79	2.89	3.02	2.84	2.94	3.04
	3年期	2.97	2.98	3.13	3.06	3.09	3.20	2.82	2.97	3.17	2.87	3.01	3.15
	4年期	3.03	3.06	3.21	3.10	3.17	3.31	2.89	3.08	3.43	2.93	3.09	3.28
	5年期	3.08	3.12	3.29	3.13	3.20	3.45	3.01	3.22	3.57	3.03	3.19	3.37
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	65	54	34	70	56	19	41	35	32	53	54	50
	2年期	74	66	35	55	47	23	81	63	32	91	77	55
	3年期	48	32	22	33	30	18	44	35	18	64	49	32
	4年期	22	16	11	14	16	5	29	23	1	45	36	13
	5年期	9	9	7	7	7	0	42	29	3	38	24	1
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	82	65	50	79	64	18	60	58	60	63	67	60
	2年期	73	61	23	33	25	6	82	65	36	89	70	29
	3年期	14	1	2	6	4	0	26	14	6	51	27	10
	4年期	0	0	0	0	0	0	27	22	2	28	21	5
	5年期	0	0	0	0	0	0	21	12	4	25	17	0
		企业债			永续期产业债			非公开产业债			普通金融债		
		AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
当前利率水平	1年期	2.75	2.85	2.91	2.90	2.97	3.14	2.87	2.97	3.01	2.67	2.73	2.80
	2年期	2.80	2.89	3.02	3.03	3.05	3.26	2.97	3.07	3.16	2.67	2.73	2.83
	3年期	2.84	2.98	3.18	3.06	3.13	3.53	3.02	3.16	3.45	2.72	2.82	2.92
	4年期	2.93	3.08	3.43	3.12	3.31	3.84	3.17	3.44	3.86	2.74	2.84	2.95
	5年期	3.01	3.23	3.58	3.24	3.45	3.98	3.29	3.64	4.02	2.84	2.94	3.08
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	64	49	29	58	23	9	28	21	5	51	42	27
	2年期	90	66	30	77	34	12	59	22	3	86	69	40
	3年期	65	36	18	53	14	11	25	5	4	81	81	47
	4年期	63	35	4	35	11	1	33	29	1	56	43	23
	5年期	50	41	5	37	9	1	42	41	2	65	50	39
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	72	63	56	63	29	8	39	27	15	79	73	66
	2年期	85	55	29	56	19	6	76	10	7	84	69	70
	3年期	43	13	5	12	0	0	19	5	1	72	78	70
	4年期	57	17	2	3	1	1	27	0	2	70	72	59
	5年期	26	8	3	1	1	0	20	1	3	91	88	78

注：数据分别为滚动三年分位数和滚动一年分位数，永续债利差滚动三年分位数为 2021 年 8 月 16 日以来。

资料来源：Wind，海通证券研究所

**商品：关注黄金机会。**展望 24 年，海外流动性环境有望得到改善，美元或有所回落，为大宗商品价格提供一定支撑。但是全球经济增速或有放缓，尤其是欧美经济下行趋势较为明显，大宗商品需求或较 23 年有所走弱，这将使得部分品类价格存在下跌的风险。在所有品类中，我们相对看好黄金的机会。

**黄金：关注配置机会。**从历史数据看，黄金价格和美债实际利率之间存在较高相关性。23 年 12 月 13 日，美联储最后一次议息会议公布了对 24 年的经济预期和点阵图，下修对 24 年经济增长的预测，并预示将会有 3 次 25 个基点的降息。2024 年美欧降息概率较大，这或将推动金价进一步上涨。除此之外，24 年美欧经济存在下行可能，且海外地缘政治风险尚存，黄金的避险属性或进一步加强，为金价提供另一重要支撑。

**原油：供需逆转，震荡回落。**我们预计，2024 年原油市场供需紧平衡的状态或有缓解。需求方面，全球经济或下行，对原油需求或较 23 年有所走低。供给方面，23 年由于沙特阿拉伯和其他 OPEC+ 国家的减产计划，全球原油供应增长有限，24 年根据 EIA 预测，在 OPEC+ 自愿减产到期后，原油产量或有回升。供需关系变化，或使得油价存在下行风险。

**工业金属：相对平稳。**需求端，全球需求受经济下行影响或有走弱，但国内基建和新兴行业需求、一带一路国家海外基建等或成为需求主力，为工业金属价格提供一定支撑。供应端，铜铝等产能具有刚性，短期供应难以出现明显回升。我们认为，总体来看工业金属价格或相对稳定，其中与新兴行业、基建相关的品种或表现更加占优。

图29 金价和美债实际收益率明显负相关



资料来源：Wind，海通证券研究所

图30 24年原油供应或维持稳定



资料来源：EIA，Wind，海通证券研究所，其中2024年为预测值

**风险提示：**国内经济复苏不及预期，海外货币政策变化超预期。

# 信息披露

## 分析师声明

荀玉根 策略研究团队  
 梁中华 宏观经济研究团队  
 郑子勋 策略研究团队  
 余培仪 策略研究团队

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。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 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

荀玉根 所长  
(021)23185715 xyg6052@haitong.com

邓勇 副所长  
(021)23185718 dengyong@haitong.com

余文心 副所长  
(8610)58067941 ywx9461@haitong.com

涂力鑫 所长助理  
021-23185710 tll5535@haitong.com

汪立亭 所长助理  
(021)23219399 wanglt@haitong.com

孙婷 所长助理  
(010)50949926 st9998@haitong.com

### 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com  
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com  
联系人  
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com  
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com  
贺媛(021)23185639 hy15210@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)23185653 ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com  
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com  
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com  
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com  
联系人  
卓泮莹(021)23183938 zyx15314@haitong.com  
马毓婕 myj15669@haitong.com  
付欣郁 02123183940 fxy15672@haitong.com

### 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com  
谈鑫(021)23185601 tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com  
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com  
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com  
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com  
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com  
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com  
联系人  
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com  
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com  
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com  
赵佳俊(021)23183327 zjj15910@haitong.com

### 固定收益研究团队

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com  
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com  
张紫睿(021)23185652 zzr13186@haitong.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com  
荀子勋(021)23219733 zxx12149@haitong.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com  
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com  
高上(021)23185662 gsh10373@haitong.com  
联系人  
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com  
陈菲(021)23185707 cf15315@haitong.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com  
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com  
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com  
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com  
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com  
联系人  
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com  
何韞露 hyl15943@haitong.com  
苏细健 sxj16001@haitong.com  
朱媛 zy16004@haitong.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com  
朱军军(021)23185963 zjj10419@haitong.com  
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com  
联系人  
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

### 医药行业

余文心(8610)58067941 ywx9461@haitong.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
朱赵明(021)23180000 zzm12569@haitong.com  
孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com  
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com  
联系人  
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com  
肖治键(021)23185638 xzj14562@haitong.com  
张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com  
江珅(021)23185638 js15833@haitong.com  
陈铭 cm15886@haitong.com

### 汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com  
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com  
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com  
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com  
联系人  
石佳艺 sjy15440@haitong.com  
潘若婵 prc15750@haitong.com

### 公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com  
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com  
余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com  
联系人  
阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com  
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@haitong.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
联系人  
张冰清(021)23185703 zbc14692@haitong.com  
李艺冰 lyb15410@haitong.com  
王逸欣 wx15478@haitong.com

### 互联网传媒行业

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

**有色金属行业**

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com  
 联系人  
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com  
 梁琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

**房地产**

谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com  
 涂力磊 021-23185710 tll5535@haitong.com  
 联系人  
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com  
 陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

**电子行业**

张晓飞 zxf15282@haitong.com  
 李轩(021)23154652 lx12671@haitong.com  
 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com  
 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com  
 文灿(021)23185602 wc13799@haitong.com  
 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com  
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com  
 联系人  
 酆奕滢 lyy15347@haitong.com  
 张幸 zx15429@haitong.com

**煤炭行业**

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com  
 王涛(021)23185633 wt12363@haitong.com  
 联系人  
 朱彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

**电力设备与新能源行业**

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com  
 房青(021)23185603 fangq@haitong.com  
 徐柏乔(021)23219171 xbq6583@haitong.com  
 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com  
 胡惠民 hhm15487@haitong.com  
 联系人  
 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com  
 马菁菁(021)23185627 mj14734@haitong.com  
 吴志鹏(021)23215736 wzp15273@haitong.com  
 罗青(021)23185966 lq15535@haitong.com  
 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@haitong.com  
 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com  
 陶裕斌(021)23187263 tyb15991@haitong.com

**基础化工行业**

刘威(0755)82764281 lw10053@haitong.com  
 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com  
 孙维容(021)23185389 swr12178@haitong.com  
 李智(021)23185842 lz11785@haitong.com  
 李博(021)23185642 lb14830@haitong.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com  
 杨林(021)23183969 yl11036@haitong.com  
 杨蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com  
 联系人  
 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com  
 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com  
 朱瑶(021)23187261 zy15988@haitong.com

**通信行业**

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com  
 于一铭 021-23183960 yym15547@haitong.com  
 联系人  
 夏凡(021)23185681 xf13728@haitong.com  
 徐卓 xz14706@haitong.com

**非银行金融行业**

何婷(021)23219634 ht10515@haitong.com  
 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com  
 孙婷(010)50949926 st9998@haitong.com  
 曹锐 010-56760090 ck14023@haitong.com  
 联系人  
 肖尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@haitong.com  
 陈宇(021)23185610 cy13115@haitong.com  
 罗月江(010)58067993 lj12399@haitong.com  
 联系人  
 吕春雨 lcy15841@haitong.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23185621 lx11040@haitong.com  
 盛开(021)23154510 sk11787@haitong.com

**建筑材料行业**

冯晨阳(021)23183846 fcy10886@haitong.com  
 申浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

**机械行业**

毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com  
 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com  
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com  
 联系人  
 丁嘉一 021-23180000 djy15819@haitong.com  
 刘绮雯(021)23185686 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(021)23185701 cyc13555@haitong.com  
 郭好格(010)58067828 ghg14711@haitong.com

**农林牧渔行业**

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com  
 巩健(021)23185702 gj15051@haitong.com  
 冯鹤 fh15342@haitong.com  
 联系人  
 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com

**食品饮料行业**

颜慧菁(021)23183952 yhj12866@haitong.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com  
 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com  
 联系人  
 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com  
 苗欣 mx15565@haitong.com

**军工行业**

张恒暄(021)23183943 zhx10170@haitong.com  
 联系人  
 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com  
 胡舜杰(021)23155686 hsj14606@haitong.com  
 李雨泉(021)23185843 lyq15646@haitong.com

**银行行业**

林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com  
 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com  
 联系人  
 徐凝碧(021)23185609 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  
 王祎婕(021)23185687 wyj13985@haitong.com  
 联系人  
 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com  
 李阳(021)23185618 ly11194@haitong.com  
 刘璐(021)23185631 ll11838@haitong.com  
 联系人  
 吕浦源(021)23183822 lpy15307@haitong.com

**造纸轻工行业**

郭庆龙 gq13820@haitong.com  
 高翩然 gpr14257@haitong.com  
 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com  
 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com

**环保行业**

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com  
 联系人  
 杨寅琛(021)23188562 yyc15266@haitong.com

## 研究所销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com	胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com	殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com	黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com	董晓梅 dxm10457@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com	季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com	郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com	黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com	张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com	胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com	郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
欧 阳 梦 楚 (0755)23617160	马晓男 mxn11376@haitong.com	高 瑞 gr13547@haitong.com
oymc11039@haitong.com	毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com	姚 坦 yt14718@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com	谭德康 tdk13548@haitong.com	上官灵芝 sglz14039@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com	邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com	王 勇 wy15756@haitong.com
	王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com	董 晋 dj15843@haitong.com
	周之斌 zzb14815@haitong.com	
	杨伟昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com	
	张歆钰 zxy14733@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