

相关研究

《中国消费的韧性：没有日本式资产负债表衰退》2023.05.06

《行稳致远——中央政治局会议解读及对股债的影响》2023.04.29

《冬已去，春已来——23Q1 经济数据点评及大类资产启示》2023.04.18

高货币、低投资的原因和出路

——中国经济的几个背离思考 1

投资要点：

- **核心结论：**①由于财富配置重回存款端，相较于 M2 的高增长，实际的货币创造速度并没有那么快。②相比实际货币增速，当前的投资和通胀也依然偏低，源于企业和居民投资消费意愿尚不充足，货币流通速度下滑。③政策建议：一方面要稳定实体的融资需求，比如继续降低融资成本；另一方面要提振实体信心和预期，改善货币流通速度。
- 今年以来，随着疫情影响消退，我国经济迎来持续的修复。但在本轮复苏中，不少领域出现了比较明显的背离现象。我们将通过系列专题来一一分析这些和传统复苏周期不太一样的地方，基于此，我们也可以更细致地描绘出本轮经济复苏的图景，并对打通复苏中的“堵点”提出一些思考。本篇专题，我们从近期市场热议的“高货币”与“低投资、低通胀”共存的现象入手。
- 我们认为之所以出现这样的现象，一方面，由于货币体系内部结构的变化，用 M2 来衡量会有所高估，而实际的货币创造速度并没有那么高。另一方面，受预期等因素影响，实体部门的“花钱”意愿偏低，更多选择储蓄下来。所以即便创造了不少的货币，但实际的货币流通速度却在下降，也会对产出和价格形成抑制。
- 相应的，我们也可以从这两方面入手提振需求。一方面，需要继续发力支持居民企业部门融资，稳定融资需求。或可以进一步降低融资成本，尤其是居民存量房贷利率仍有调整的空间。另一方面，要着力提高货币流通速度，让实体愿意积极“花钱”，也就是要全方位提振信心和预期。

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:应稼娴

Tel:(021)23185645

Email:yjx12725@haitong.com

证书:S0850521080001

目 录

1. 背离现象：高货币、低投资、低通胀.....	4
2. 背后原因：M2 的指标偏差、货币流通速度下降.....	5
3. 政策建议：继续降低资金成本，提振信心	10

图目录

图 1	M2 同比高增、投资增速走低 (%)	4
图 2	国有企业和民间固定资产投资当月同比 (%)	5
图 3	M2 高增长和 CPI 同比的分化 (%)	5
图 4	住户部门新增定期存款和活期存款 (万亿元)	6
图 5	银行理财、信托资管和证券资管业务规模 (万亿元)	6
图 6	我国 M2 和社会融资同比增速 (%)	7
图 7	M2 和 M2+ 的同比增速变化 (%)	7
图 8	22 年银行理财破净带动规模回落 (万亿元)	7
图 9	住户部门存款和贷款增速明显分化 (%)	7
图 10	社融衡量的全部门货币流通速度测算 (次/年)	8
图 11	企业部门和居民部门的货币流通速度变化 (次/年)	8
图 12	城镇居民平均消费倾向变化	9
图 13	非金融企业部门定期和活期存款的增速分化 (%)	9
图 14	企业经营性贷款同比高于固定资产贷款 (%)	10
图 15	国企和民企的信用债净融资额 (亿元)	10
图 16	不同时点投放的居民房贷在当前时点的利率估算 (%)	11
图 17	货币基金收益率低位震荡 (%)	11
图 18	新增居民中长贷 (亿元)	11
图 19	30 大中城市商品房成交面积 (万平方米, 7 日 MA)	11
图 20	民营上市企业 ROIC 与一般贷款加权平均利率 (%)	12
图 21	阶段性结构性货币政策工具梳理 (截至 2023 年 3 月)	12
图 22	疫情以后居民储蓄意愿明显提升 (%)	13
图 23	我国总储蓄率还有不少的调整空间 (%)	13
图 24	企业家座谈会后 PMI 指数均企稳回升 (%)	13

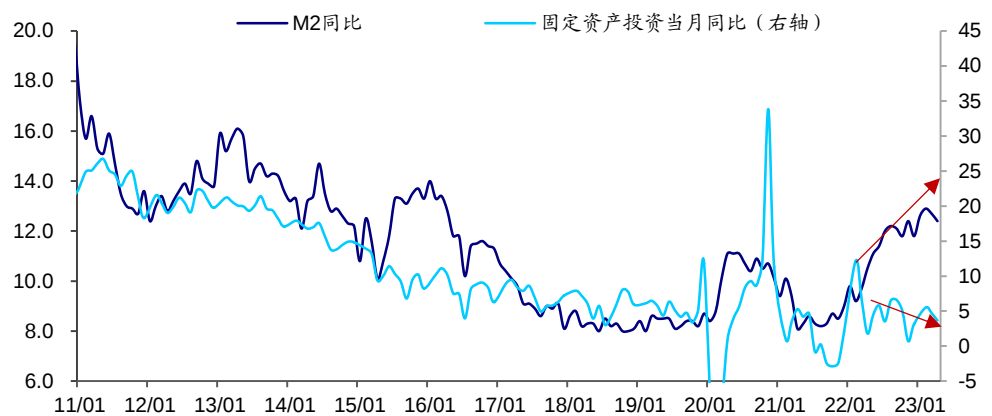
今年以来，随着疫情影响消退，我国经济迎来修复。但在本轮复苏中，不少领域出现了比较明显的背离现象。我们将通过系列专题来一一分析这些和传统复苏周期不太一样的地方，基于此，我们也可以更细致地描绘出本轮经济复苏的图景，并对打通复苏中的“堵点”提出一些思考。本篇专题，我们从近期市场热议的“高货币”与“低投资、低通胀”共存的现象入手，探讨背后的原因及应对措施。

1. 背离现象：高货币、低投资、低通胀

理论上，金融周期是经济周期的“晴雨表”，通常金融周期上行，对应着实体部门的大幅加杠杆，也就是实体经济有动力增加资本和消费支出，从而带动经济周期回升。

从本轮周期看，自 2022 年起，M2 增速就持续走高，到今年进一步上行超过 12%；4 月同比有所回落，不过仍有 12.4%，处在 2017 年以来的高位。但从投资端表现来看，固定资产投资增速在今年初小幅反弹后重新回落，4 月的投资同比进一步降至 3.7%。也就是，从去年开始，M2 同比和投资同比的走势出现明显背离，与以往我们金融周期和投资周期的正相关表现有较大的差异。

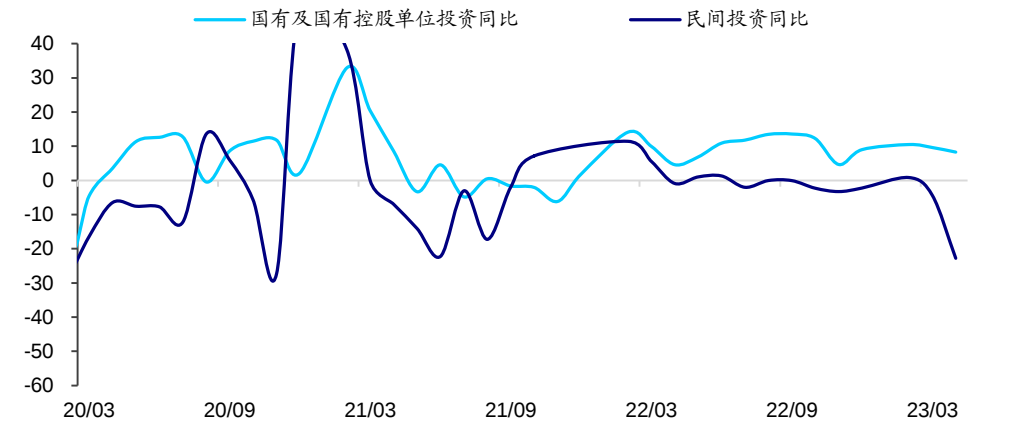
图1 M2 同比高增、投资增速走低 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

尤其是民间固定资产投资。今年 1-4 月，民间固定资产投资累计同比增速仅有 0.4%，相比于整体固定资产投资累计同比 4.7% 的增长明显偏低。根据登记企业的类型看，今年以来民营企业投资的累计同比已经转负，为 -6.7%，此前出现同比负增长的只有在 2020 年上半年疫情时期。

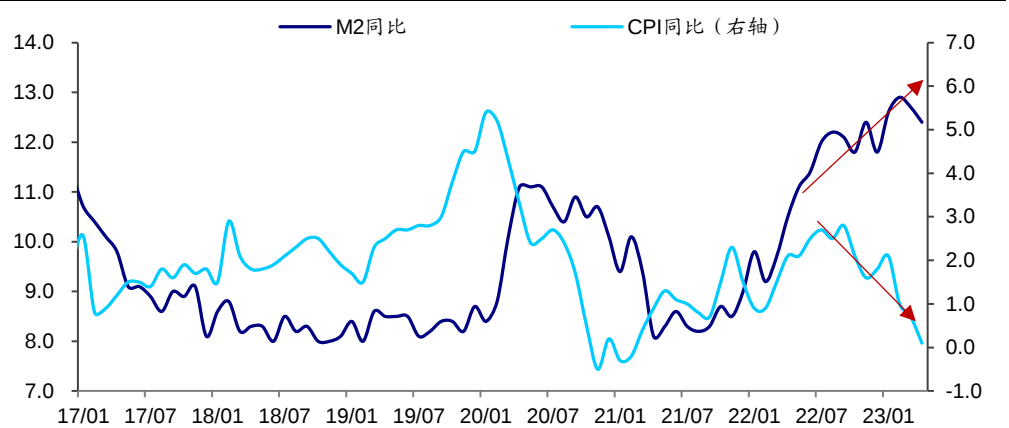
图2 国有企业和民间固定资产投资当月同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

除了投资端，与当前高增长的货币相背离的，还有我国持续偏弱的物价表现。最新公布的4月CPI同比仅为0.1%，PPI同比已经降至-3.6%。剔除食品和能源后，今年以来我国核心CPI同比保持在0.7%左右，远低于2020年疫情以前1.5%以上的增长。

图3 M2 高增长和CPI 同比的分化 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 背后原因：M2 的指标偏差、货币流通速度下降

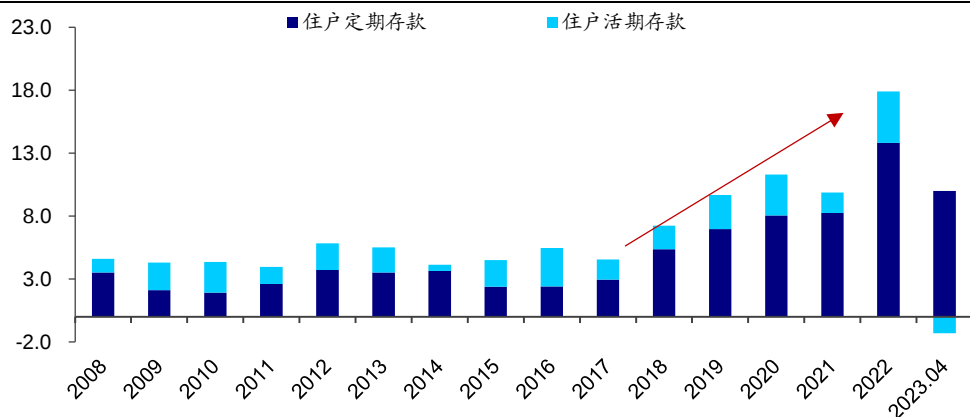
那么今年以来，货币表现和投资、通胀的分化背后，主要有哪些原因呢？

首先，我们认为，M2 的高增长并不完全对应着社会广义流动性的高增长。M2 理论上包括一切可能成为现实购买力的货币形式。在实际统计中，我国的 M2 主要包括流通中的现金、居民存款、企业存款加上非银存款，其实就是变现能力最高的货币。而对整个货币体系来说，过去十几年，随着金融创新的发展，表外理财、基金、资管等产品的规模不断扩张，已经不可忽视。从货币购买力角度，它们和银行存款并没有本质的区别，但不直接纳入到 M2 的统计体系中。（不过这里需要说明，M2 的统计包括非银存款。因此理财、资管等金融产品中以银行存款形式留存的部分，已经被计入 M2 中。）

所以如果说统计的 M2 占比相对稳定，那 M2 的变化确实可以用于衡量整体流动性。但实际上，受多方面原因的影响，货币体系的内部结构一直在发生较大的变化。尤其是 2018 年以来，我国居民财富配置结构发生了新的“迁徙”趋势，即居民金融资产的配置在不断从资管、信托、理财等其他产品重新转回存款端。从住户部门存款看，2018 年以后每年的新增存款就呈现出明显的上行趋势；而同期，理财等一些资管产品则大改此前迅速扩张的趋势，比如银行理财规模在 2018 年以后回升速度明显放缓，还有信托资管、证券资管等业务规模也没有再回到 17、18 年的高点。

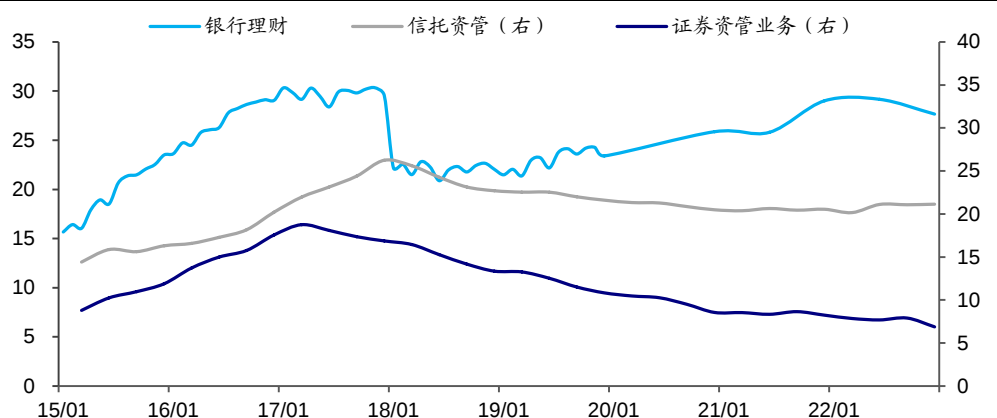
那么，新“迁徙”趋势的直接影响就是会扩大 M2 统计的比重，使得 M2 相对“高估”。因为即便整体货币派生没有新增，资金从理财、资管等产品赎回到存款端，这本身就会增加以存款为主的 M2 规模。所以，在内部结构大变的新趋势下，我们已很难用 M2 的增速直接来衡量广义流动性的变化。

图4 住户部门新增定期存款和活期存款（万亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 银行理财、信托资管和证券资管业务规模（万亿元）

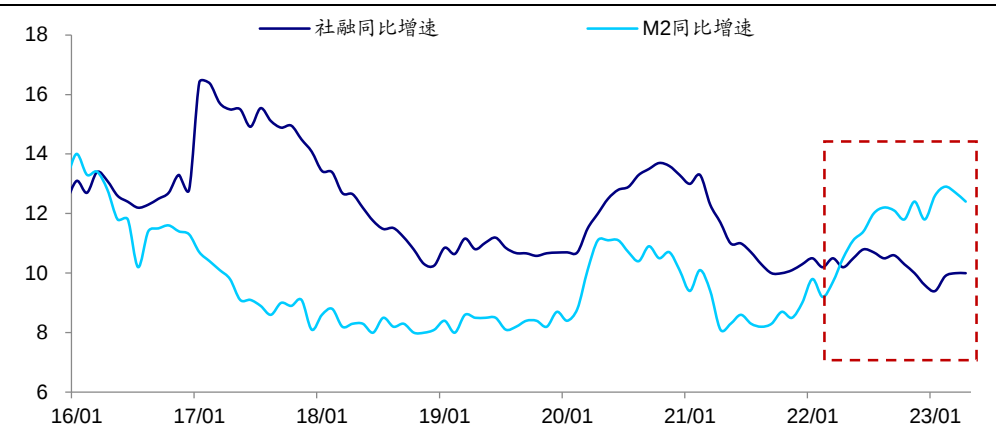


资料来源：Wind，海通证券研究所

那么我们还可以如何衡量货币创造活动的实际情况？

首先，我们认为相比于 M2 可能的统计“损漏”，从资产端入手的社融或能更好地衡量实体部门获取资金的情况。社融方面，今年一季度的社融表现也出现明显反弹，到今年3月连续三个月的季调环比折年率升至12.6%，但这是建立在去年四季度基数明显偏低的基础上的。从同比来看，一季度社融增速也只回升到10%水平，相比去年四季度以前的增速显然是有差距的；而相比于 M2 的增速更是要低出2个百分点以上。

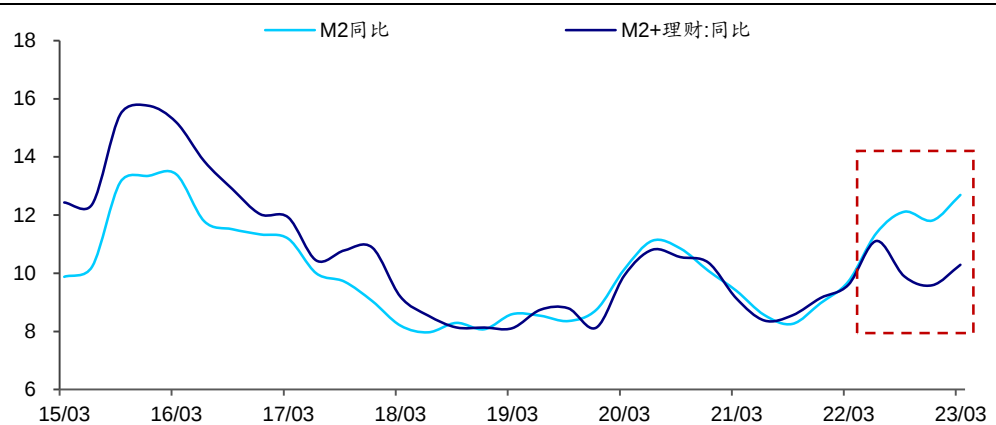
图6 我国 M2 和社会融资同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

其次,我们也可以尝试将货币统计进行部分还原。考虑到理财的货币属性最强,我们选择将表外理财重新计入 M2 中,并剔除同业理财和投向银行存款的部分。还原后的“M2+”或更适合描述银行体系向实体经济提供的总体广义流动性。结果显示, M2+今年以来同比增速在 10%左右,也接近社融的增长。

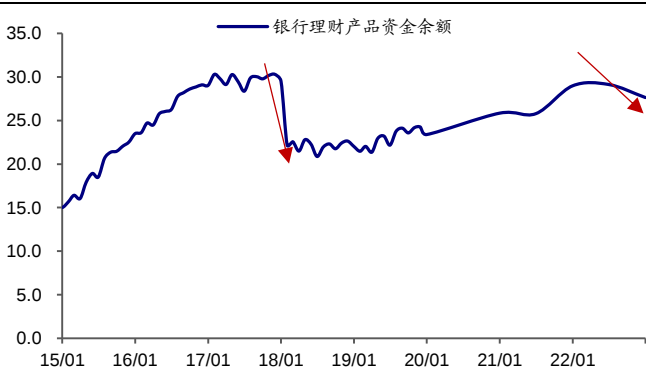
图7 M2 和 M2+的同比增速变化 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

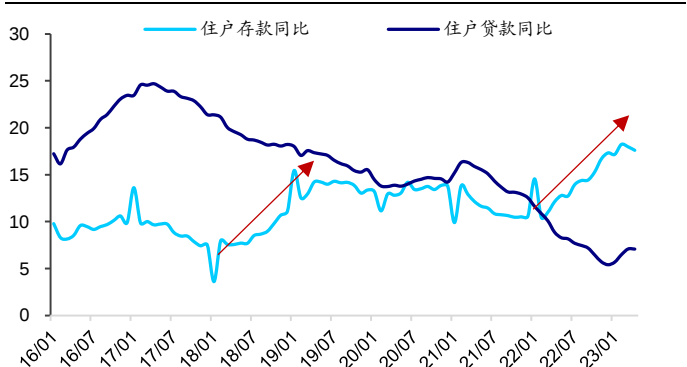
从这两个角度, M2 统计和实际货币创造的分化在 2022 年变得更为显著。比如对比 2022 年以来 M2 增速的回升, 社融同比却相对稳定甚至小幅回落; M2 和 M2+同比的显著背离差不多从 22 年下半年开始。这背后与 22 年理财净值化元年开启、理财破净带动居民存款加速回表是分不开的。所以我们才看到在住户部门贷款增速大幅回落的同时, 存款增速却能持续回升。类似的情形在 2018 年资管新规落地时也出现过, 同期社融衡量的货币创造速度迅速回落, 而 M2 增速则相对平稳, 也发生短期的分化。

图8 22 年银行理财破净带动规模回落 (万亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 住户部门存款和贷款增速明显分化 (%)



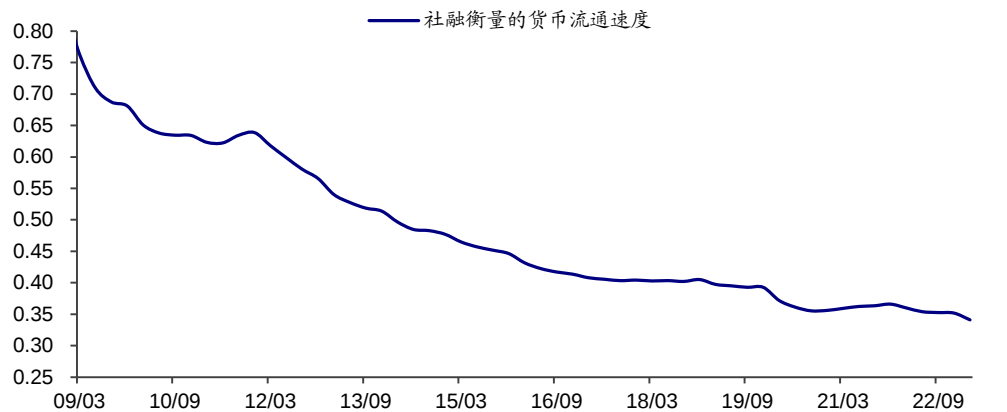
资料来源: Wind, 海通证券研究所

所以其实相较于 M2 的高增长，22 年以来实际的货币创造速度并没有那么快。结合社融和我们构建的“M2+”来看，实际货币增速差不多回到 2019 年水平。

但如果和 2019 年相比，却会发现今年不管是投资增速，还是 GDP 增速，都还要低一些。而且在产出偏低的同时，实体也没有出现通胀。这就要提出第二个重要因素。我们认为，可能的情形是企业借到钱并未积极投入生产和投资、居民部门也没有加快消费的步伐，而是更多选择储蓄下来；也就是虽然整体创造了不少的货币，但这些货币尚没有加速进入市场流通，反而被“沉淀”下来。

这个现象体现在费雪的货币数量方程式中，就是 $MV=PQ$ 等式中的 V 出现明显回落，从而对当前的产出数量 Q 与价格 P 都形成抑制。从社融测算的货币流通速度看，今年以来我国的货币流通速度在 0.34 次/年水平，而疫情之前几年的流通速度都能保持在 0.4 次/年左右。因此，货币流通速度的回落可能是一个更重要的原因。

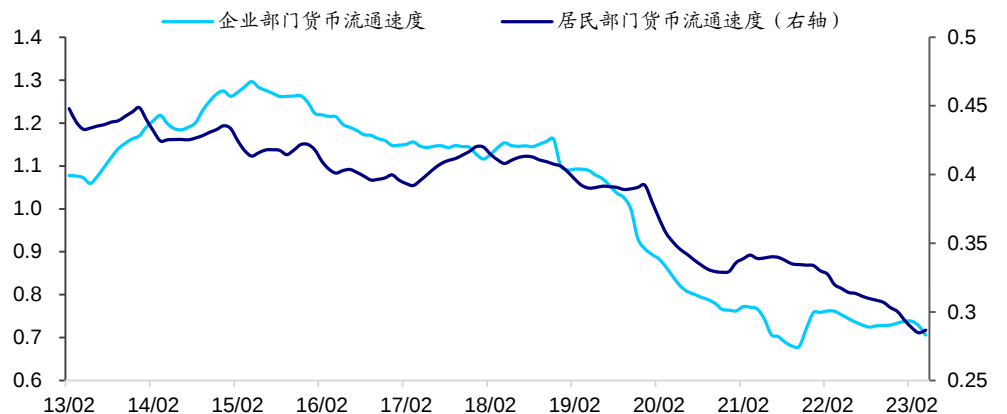
图10 社融衡量的全部门货币流通速度测算（次/年）



资料来源：Wind，海通证券研究所测算

而且分结构看，疫情以后，居民部门和企业部门的货币流通速度都出现较明显回落。我们选用社消零售额加上商品住宅销售金额作为居民部门的产出，选用固定资产投资完成额代表企业部门的产出。从估算结果看，相比 2019 年底，企业部门货币流通速度从 0.9 次/年降至 0.7 次/年；居民部门则从 0.4 次/年降至不到 0.3 次/年，而且居民部门的流通速度在 2022 年以来还出现了加速回落的趋势。可见，两大实体部门“花钱”意愿都不高。

图11 企业部门和居民部门的货币流通速度变化（次/年）

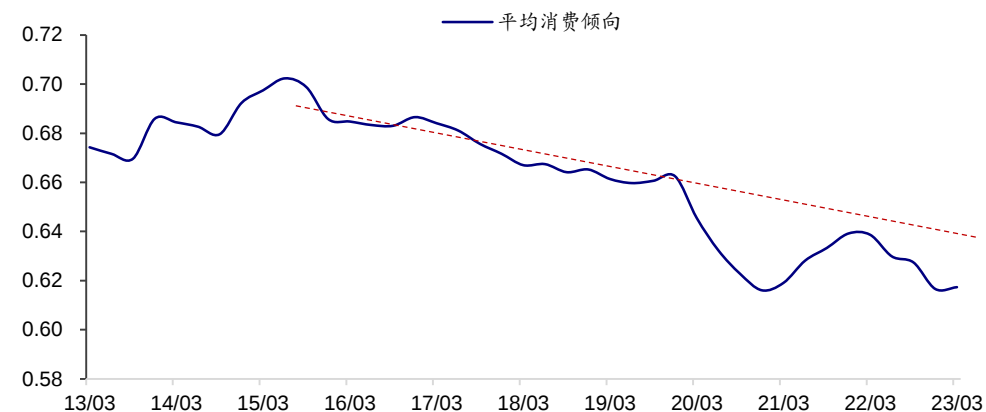


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

与之相对应，疫情以后居民的投资消费倾向明显下降。到今年，虽然疫情影响已经消退，但城镇居民的平消费倾向仅有小幅回升，相比疫情以前支出意愿依然偏低。包括房地产销售端，在前期积压需求集中释放完毕后，4月以来商品房销售的回落态势明显，5月下旬30大中城市商品房销售面积已经掉到2019年同期的74%水平。消费和购

房都是居民对企业部门进行货币交付，所以这也指向居民向企业部门的货币流通出现放缓。

图12 城镇居民平均消费倾向变化

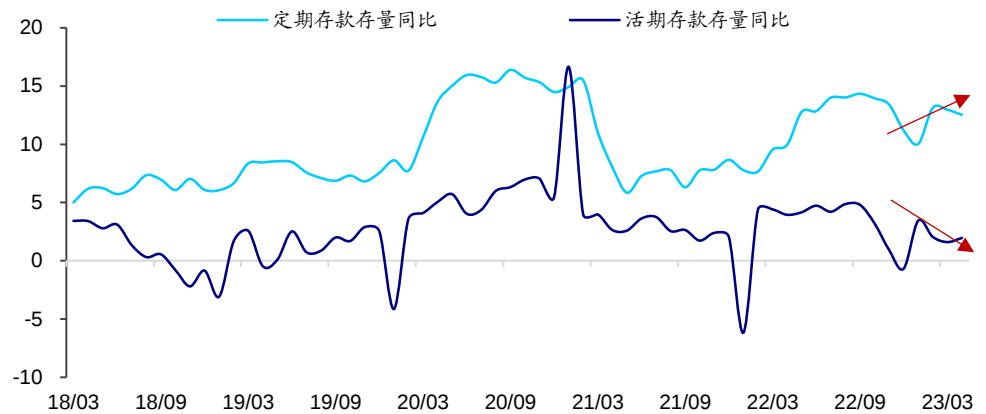


资料来源: Wind, 海通证券研究所

企业部门方面，今年以来的信贷表现确实比较亮眼。1-4月，企业部门新增中长贷共7.3万亿元，同比多增3.1万亿。但流通速度的回落意味着企业并没有将融到的资金积极投入经济。那么钱都去了哪里？一个明显的现象是今年以来企业部门资金活化程度并不高。尽管M2增速维持在高位，却没有带动M1的表现，M1与M2的剪刀差正处于历史高位。包括到4月，企业部门内活期存款的增速已经回落到1.96%，而定期存款还保持在12.5%的同比增长。实际上，企业在面临订单不足、利润压缩以及对未来预期不稳的情况下，将资金储蓄下来的动力更强。

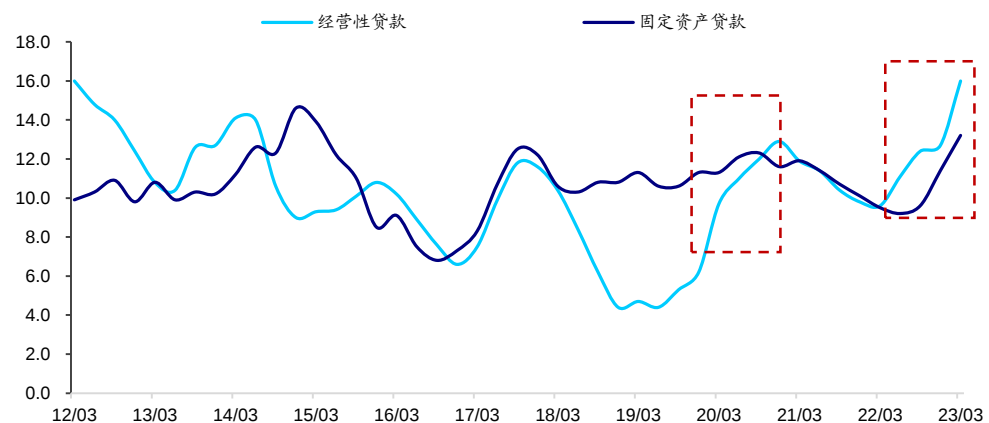
这也意味着今年以来，企业信贷的高增长更多还是依靠供给端的发力，而实体内生的融资需求仍有待增强。从贷款用途看，在宽松的融资环境下，一季度企业经营性贷款的增速要显著高于固定资产贷款：实物投资弱需求下，用途较为广泛的经营贷更受欢迎。

图13 非金融企业部门定期和活期存款的增速分化 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

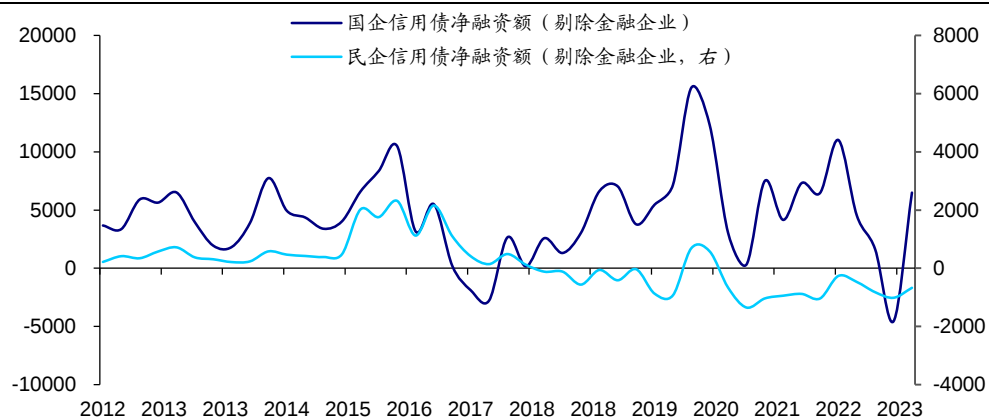
图14 企业经营性贷款同比高于固定资产贷款 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

在内生需求有待增强的情况下,企业部门内部分化也会更加明显。因为国有企业通常需要承担逆周期调节的功能,稳增长压力大的时候往往会先扩表、投资。而民营企业相对更能够体现经济内生动力的情况。尽管我们无法看到信贷投放的结构,但可以用债券净发行情况做个参考。今年一季度,国企的债券净发行重回高位,而民企的净融资仍在负值区间,表现比去年上半年还要更弱一些。这也可以解释民间投资今年以来只有0.4%的增长。

图15 国企和民企的信用债净融资额 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

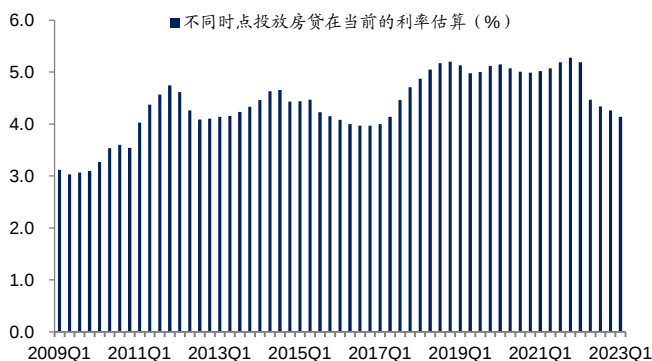
3. 政策建议: 继续降低资金成本, 提振信心

总结一下,之所以出现“高货币”与“低投资、低通胀”共存的现象,我们认为一方面,由于货币体系内部结构的变化,用 M2 来衡量会有所高估,而实际的货币创造速度并没有那么高。另一方面,受预期等因素影响,实体部门的“花钱”意愿偏低,更多选择储蓄下来。所以即便创造了不少的货币,但实际的货币流通速度却在下降,也会对产出和价格形成抑制。

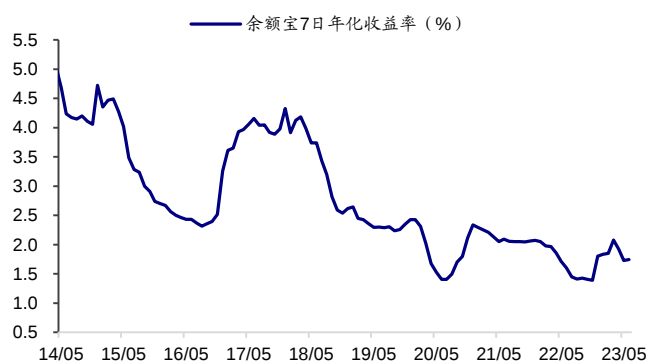
所以相应的,我们也可以从这两方面入手。第一是继续发力支持居民企业部门融资,稳定融资需求;另一点是着力提高货币流通速度,让实体愿意积极“花钱”。

第一,支持融资角度,或可以进一步降低融资成本。尤其是对居民部门来说,当前的融资成本,尤其是存量房贷利率依然处在高位,根据我们的估算,部分此前投放的房贷利率甚至还有 5% 以上。而对比之下资产端的回报率却在回落。从居民的资产端看,房地产作为占据主导的资产,价格发生调整;其他的金融产品提供的回报率相比往年也要偏弱,典型的例如余额宝的年化收益率从 2018 年平均 3.4% 最低下行至 1.4% (2022

年 11 月)。在负债端成本高企、资产端收益率偏弱的情况下,居民部门扩表的动力自然就会比较低。

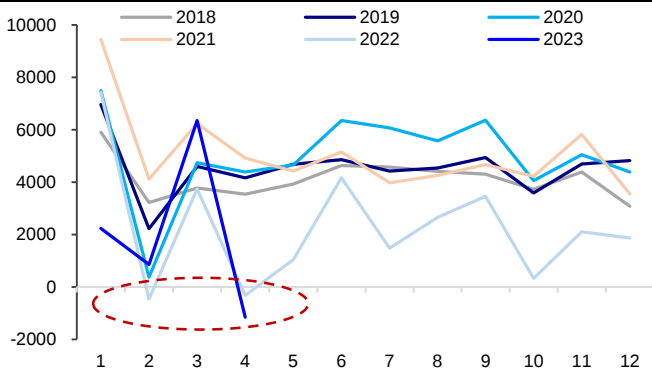
图16 不同时点投放的居民房贷在当前时点的利率估算 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

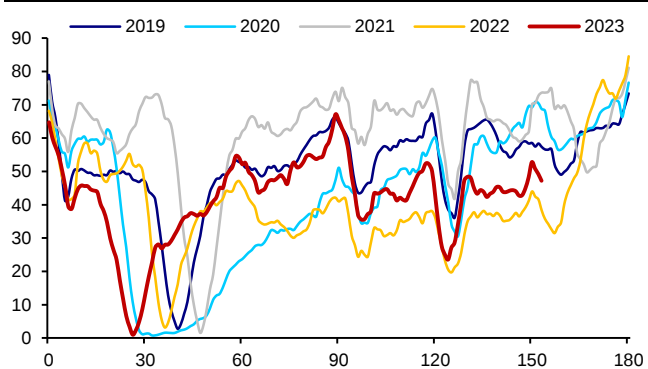
图17 货币基金收益率低位震荡 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

所以我们看到,二季度以来,房地产市场的压力在重新上升。因为一季度时有前期积压需求的支撑,像 30 大中城市商品房成交面积还回升到接近 2019 年同期;而二季度以来销售降温,5 月下旬回到 19 年同期的 70%多。而且不仅是加杠杆购房的需求偏弱,从去年开始居民部门还出现了“提前还房贷”现象,直到今年 4 月居民中长贷又出现负增长,这意味着居民还在继续“降杠杆”。因此从资产和负债利率角度,要转变这样的趋势、稳定融资需求,就有必要进一步对居民负债端成本进行调整。

图18 新增居民中长贷 (亿元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

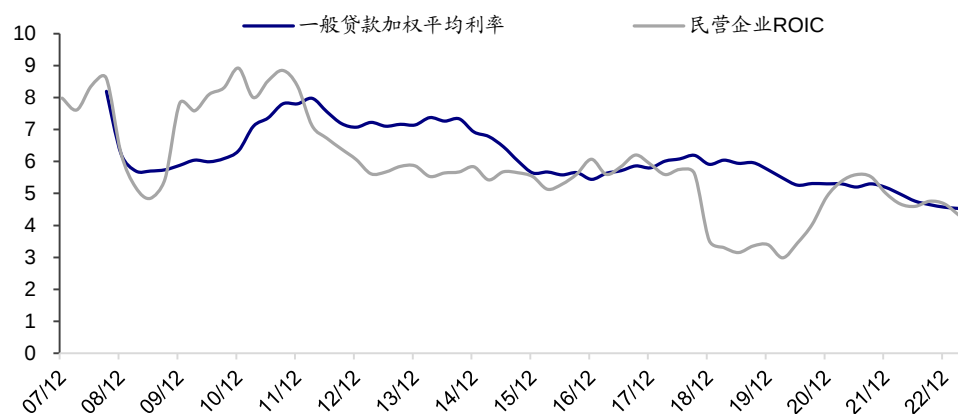
图19 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米, 7 日 MA)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴为距离元旦的天数

从结构看,有必要进一步缓解民营企业融资问题。尽管融资环境已经有明显的宽松,但其中国有企业相对更受益,中小民营企业还需要更多的金融政策支持,比如减轻民间资本的隐性壁垒、降低实际融资成本等。而且民营企业受疫情影响较大,资产负债表仍未得到根本性的恢复,可以进一步加强对中小企业的减税降费。

具体来看,去年以来央行持续引导实体融资成本的下行,截至 3 月一般贷款加权平均利率相比 2021 年底的时候已经回落近 70bp。但从绝对水平看,当前的一般贷款利率还略高于上市民营公司的平均投入资本回报率 ROIC。考虑到上市民企相对还是“优等生”,这也意味着对更多的民营企业、尤其是中小微企业来说,融资成本依然有进一步调整的需求。

图20 民营上市企业 ROIC 与一般贷款加权平均利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

此外, 还可以继续发挥结构性货币工具的作用。疫情以后, 结构性货币工具已成为央行宽信用的重要发力点; 尤其是从 2021 年创设碳减排支持工具以来, 央行不断扩展定向支持行业的范围。其中对于房地产领域, 央行已接连推出保交楼贷款支持计划、房企纾困专项再贷款等 4 项结构性工具。我们认为, 在已有工具的基础上, 货币政策方面仍可以继续加码创新, 对包括房地产或者消费等领域给予更多支持。

图21 阶段性结构性货币政策工具梳理 (截至 2023 年 3 月)

工具名称	支持领域	开始时间	贷款利率	额度	余额
普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	2022 年	2% (激励)	400 亿元	275 亿元
碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	2021 年 11 月	1.75%	8000 亿元	3994 亿元
煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	2021 年 11 月	1.75%	3000 亿元	1365 亿元
科技创新专项再贷款	科技创新企业	2022 年 4 月	1.75%	4000 亿元	3200 亿元
普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点, 普惠养老项目	2022 年 4 月	1.75%	400 亿元	10 亿元
交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流 (含快递) 企业	2022 年 5 月	1.75%	1000 亿元	354 亿元
设备更新改造专项再贷款	10 个领域设备购置与更新改造	2022 年 9 月	1.75%	2000 亿元	1105 亿元
普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	2022Q4	1% (激励)	/	269 亿元
收费公路贷款支持工具	收费公路主体	2022Q4	0.5% (激励)	/	0
民企债券融资支持工具	民营企业	2022 年 11 月	1.75%	500 亿元	0
保交楼贷款支持计划	保交楼项目	2022 年 11 月	0%	2000 亿元	5 亿元
房企纾困专项再贷款	房企项目并购	2023 年 1 月	1.75%	800 亿元	0
租赁住房贷款支持计划	试点城市收购存量住房	2023 年 2 月	1.75%	1000 亿元	0

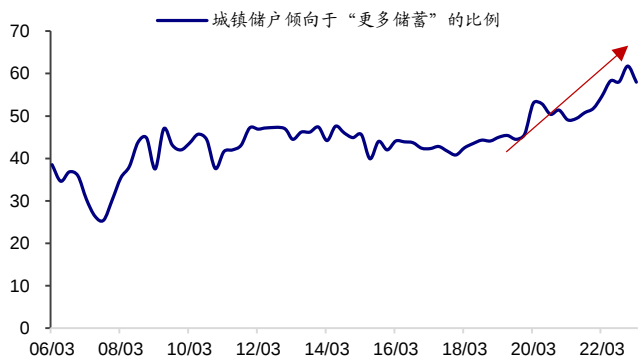
资料来源: 中国人民银行, 海通证券研究所

第二, 提升货币流通角度, 需要提振实体的信心和预期。居民和企业对于未来的信心强、预期好, 才会敢消费、敢投资, 支出增加了, 对于整个经济体系来说, 货币流转速度才能加快, 经济需求才能好起来。那么如何能够提振信心和预期?

我们认为, 对居民部门来说, 信心改善有赖于居民收入和收入预期的改善, 背后是就业市场的稳定。因此政策对于吸纳就业主力的中小企业、零售服务业、平台经济等可以给予更多补贴支持; 也可以适当提升个人所得税减免力度、加强社保补贴等, 以增加居民实际收入, 提振消费。此外, 疫情以后, 我国居民的储蓄意愿明显提升, 不利于货币流通的提速, 而且相比于海外主要经济体, 我国储蓄率还有不小的调整空间。从这个

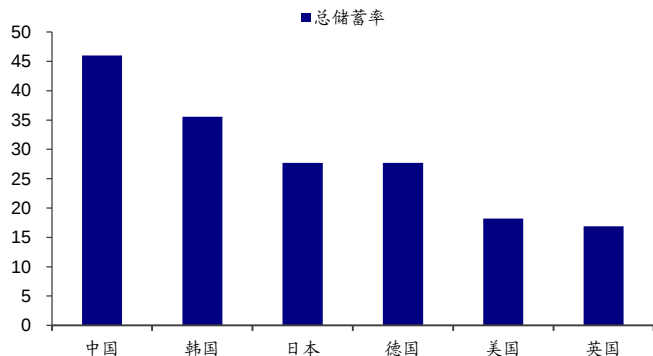
角度，社会保障制度的进一步完善，也将有助于减少居民的“后顾之忧”，降低储蓄意愿。

图22 疫情以后居民储蓄意愿明显提升 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

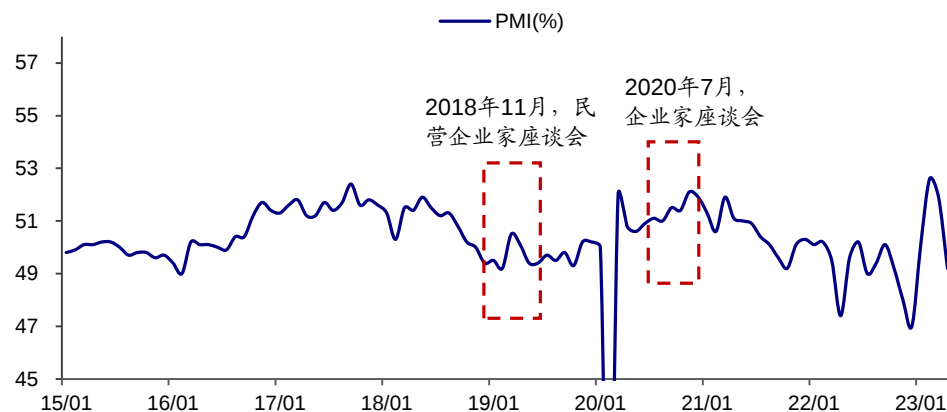
图23 我国总储蓄率还有不少的调整空间 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所, 图为 2020-2022 年平均值

对企业部门，尤其是民营企业部门，一方面，要继续改善民营企业的营商环境，保障民营企业依法平等使用资源要素、公开公平公正参与竞争、同等受到法律保护，并引导企业在创新上发挥积极作用。另一方面，可以加强沟通协调，保持政策预期稳定。类似于在 2018 年 11 月和 2020 年 7 月的两次企业家座谈会（援引新华社报道）以后，PMI 指数均出现企稳回升，指向企业加快生产步伐，信心有所提振。

图24 企业家座谈会后 PMI 指数均企稳回升 (%)



资料来源: Wind, 新华社, 海通证券研究所

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
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。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。	类 别	评 级	说 明
	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

路 颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com邓 勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23185715 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
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓泮莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 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)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
联系人
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏 玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
藏 多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高 上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@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
联系人
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
刘 颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈 菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@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

石油化工行业

邓 勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 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(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 lgk12371@haitong.com
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com
周 航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭 婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张 澄(010)56760096 zc15254@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

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
余玫翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
阎 石(021)23185741 ysh14098@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
高 瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@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
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
谢 盐(021)23185696 xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 联系人 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 卮奕滢 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	电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 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 mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@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)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 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)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏恩寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 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)56760091 lyj12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 联系人 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 13718567611 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@htesc.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)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 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 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wj13985@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 lpy15307@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq113820@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 yyc15266@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
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
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
张丽莹 (010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金珪 (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