

月度报告

2009 年 6 月 17 日

信贷刺激仍将延续

- 基于如下三点理由，信贷刺激仍将延续：首先，固定资产投资高度依赖信贷资金；其次，地方财政资金不足使得地方投资项目也将依赖于信贷资金；再者，国务院近期发文对固定资产投资项目资本金比例进行适当调整，适当降低了最低资本金比例要求。这一举措无疑是默许地方政府及企业更大力度地运用信贷手段“加杠杆”式地投资，将助推信贷资金进入投资项目。
- 信贷的高增长不仅给投资提供了资金，也在改变着市场的预期。我们看到，市场人士纷纷减缓了对通缩的担忧而上调了通胀的预期。通胀预期在逐步弥漫，由此可能改变企业和居民的行为。从货币来看，M1 和 M2 的剪刀差在收窄，表明货币的定存化趋势在改变，更多的存款在被活期化，经济的活跃程度在提高。但是，从资金流向看，2008 年 11 月以来的新增贷款结构显示，贷款主要流向了政府投资项目，这一趋势在 5 月份进一步加强。在政府投资继续加大而月度新增贷款回落的背景下，民间私人投资能够获得多少信贷支持，尚有很大的不确定性。如果贷款结构不能进一步优化，民营和中小企业资金依然紧张，将阻碍民间投资的持续恢复。
- 去年市场对今年固定资产投资持悲观预期无非基于如下三个理由：第一，出于风险控制的考虑，经济周期下行之际，银行对其贷款行为将持审慎态度；第二，由于房地产市场不景气，土地出让金将大幅下，地方政府面临的资金缺口使得其对财政刺激心有余而力不足；第三，出口急剧下滑、产能严重过剩都制约了投资上行的空间。现在只有从上述三个维度修正认知的偏差才能理解当下的投资“狂欢”。首先，中国的金融体系具有相当的行政色彩，政府的窗口指导能有效地扩张信贷规模。加之，银行贷款大多流向政府基建项目，项目本身具有很强的隐性担保，放贷风险并不大。其次，尽管土地出让金大幅下滑，但地方政府通过设立城投公司发债和向银行借贷弥补了资金缺口。国务院下调基建项目及某些行业自有资金比例更是缓解了地方政府资金配套之忧，进而导致其加杠杆的冲动更加强烈。最后，中国东中西的地域差异为基础设施建设提供了相应的空间，而基建对上下游产业的辐射为经济“内循环”提供了依托。
- 一季度若不是在存货负向贡献 4%，GDP 增长率都将突破 10%。前瞻地看，伴随着去库存化接近尾声，投资高增长将带动 GDP 增速逐季改善，今年“保八”并无太大悬念。但以史为鉴，联想到 98 年投资高增长后的下落导致经济二次触底，当下的经济回暖同样存在隐忧。地方政府似乎仍未摆脱“一收就死，一放就乱”的旧行为模式。过度的基建投资可能面临较低的回报，若经济无法快速重返趋势性增长道路，以土地、税费为抵押举债的地方政府将面临偿还风险，而投资和经济或再次触底。

相关研究

宏观政策力挽经济硬着陆 2008.11.17

政策效应尚微 经济急速下跌 2009.1.17

需求萎缩制约“松货币”的政策效应
2009.3.31

警惕 V 型陷阱 2009.4.17

投资驱动下的经济回升 2009.5.19

宏观经济分析师

陈露

电话：021-2321 9435

Email: chenl@htsec.com

李明亮

电话：021-2321 9434

Email: lml@htsec.com

汪辉

电话：021-2321 9432

Email: wanghui@htsec.com

刘铁军

电话：021-2321 9394

Email: liutj@htsec.com

熊伟

电话：021-2321 9396

Email: xiongwei@htsec.com

目 录

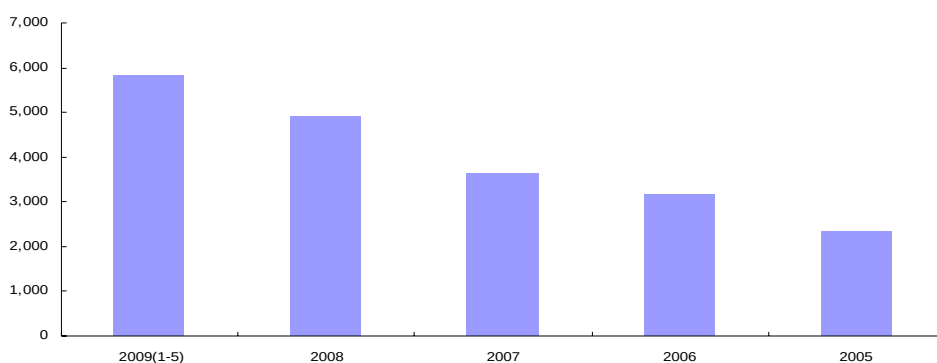
1. 本月视点：信贷刺激仍将延续.....	2
2. 经济回升态势进一步确立.....	5
2.1 下半年通缩压力减小 2010 年通胀压力有望出现	5
2.2 加杠杆下的投资狂欢.....	10
2.3 外需恢复尚早 出口继续低迷	12
2.4 消费稳步回升 与消费相关的配套改革有望加速推进.....	13
2.5 工业回升趋势确立 下半年增速超 10%	15
3. 宏观经济指标预测.....	17

1. 本月视点：信贷刺激仍将延续

纵观 2008 年 11 月以来的经济数据，最突出的两个特点是：一、适度宽松的货币政策的导向下，信贷超常规的高增长；二、政府主导下的固定资产投资增速高涨，为 97 年以来的次高点。这两个特点背后均是“政府之手”。因此，表面看，促使经济止跌回升的动力是信贷和投资，实质是政府力量。

当今全球经济刺激过程中最大困难之一在于金融机构“惜贷”，各国大力救助金融市场的好处难以通过信贷扩张传导到实体经济。但是，在中国的情况却恰恰相反，在政府的指导下，中国商业银行一改去年前 10 个月的谨慎态度，超常规地大幅度扩张信贷。2009 年一季度，各商行发放的新增贷款就相当于以前一年所发放的。到 5 月末，金融机构人民币各项贷款余额 36.21 万亿元，同比增长高达 30.6%。

图 1 2009 年 1-5 月的新增信贷超过以往全年规模（十亿）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

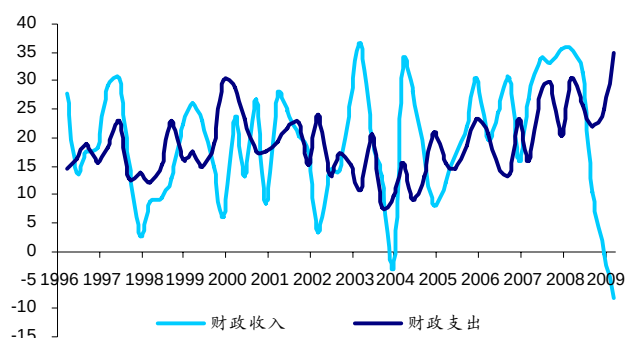
新增贷款特别是其中的中长期贷款主要流向了政府项目。央行 5 月 6 日发布的《中国货币政策执行报告（2009）》显示，一季度中长期贷款的 50.1% 投向基础设施相关行业。与之对应的是，一季度铁路运输业投资增速高达 102%。4、5 月信贷增量较前几月大幅下降，回落到 5918 亿元和 6645 亿元，但其中的中长期贷款的占比大幅提升，分别占到新增贷款的 84% 和 67.6%。4、5 月的中长期贷款的大部分依然是流入政府投资项目，这会在后续时间内继续支撑政府投资项目的高增长。

2009 年 1-5 月份，新增信贷达 5.84 万亿，这一规模比历史上全年的信贷规模还要高得多。4、5 月份的数据已经传达出，后续月度新增贷款数不可能延续一季度的超高状况。4 月份开始，信贷增速将回复到可持续的宽松水平，我们预计下半年信贷投放量尽管比不上一季度，但依然会在宽松状态。做出这一判断是基于以下理由：

首先，固定资产投资高度依赖信贷资金。贷款增速与固定资产投资增速之间存在明显的相关关系，月度累计城镇固定资产投资增速与贷款增长的波动基本吻合。

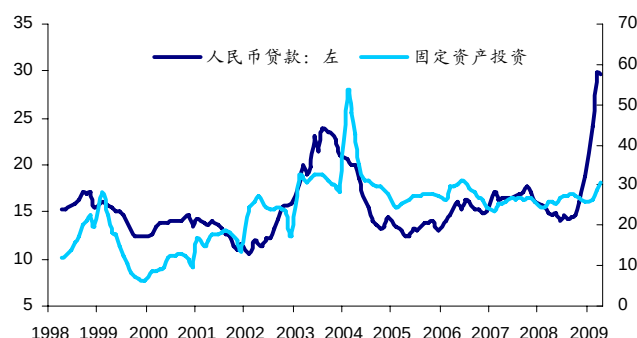
从历史数据可以看到，固定资产投资的高增速一直就有贷款增长作为支持，这次也不例外。要实现“保八”的任务，在进出口大幅下滑的情况下，投资是必须确保的。投资资金重要来源之一是信贷资金。2009 年 1 季度，财政收入同比下降 8.3%，4 月份财政收入同比下降 13.6%。在财政收入增幅负增长的情况下，投资对信贷资金的依赖度进一步提高。

图 2 财政收入和财政支出增速剪刀差拉大 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 3 贷款增速与固定资产投资增速相关 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

其次，地方财政资金不足使得地方投资项目也将依赖于信贷资金。在 4 万亿刺激经济计划中，中央拿出的投资资金是 1.18 万亿元，这部分资金基本已经落实。此外，其他资金来源是：地方配套资金、民间资金和银行信贷。目前，缺口最大的是地方资金，前期，审计署公告显示，截至 2009 年 3 月底，审计抽查的 335 个新增投资项目中，中央投资资金平均到位率为 94%，而地方配套资金到位率仅为 48%。为了解决地方资金问题，中央通过代地方发债方式解决了 2000 亿元的资金缺口，但是这显然远远不够。按照中央和地方 1: 1 的资金配比关系，每年尚有 3900 亿资金无法落实。这部分资金来源除了增发地方债之外，可能相当部分要靠银行信贷解决。

再者，国务院近期发文对固定资产投资项目资本金比例进行适当调整，适当降低了最低资本金比例要求。这一举措无疑是默许地方政府及企业更大力度地运用信贷手段“加杠杆”式地投资，将助推信贷资金进入投资项目。

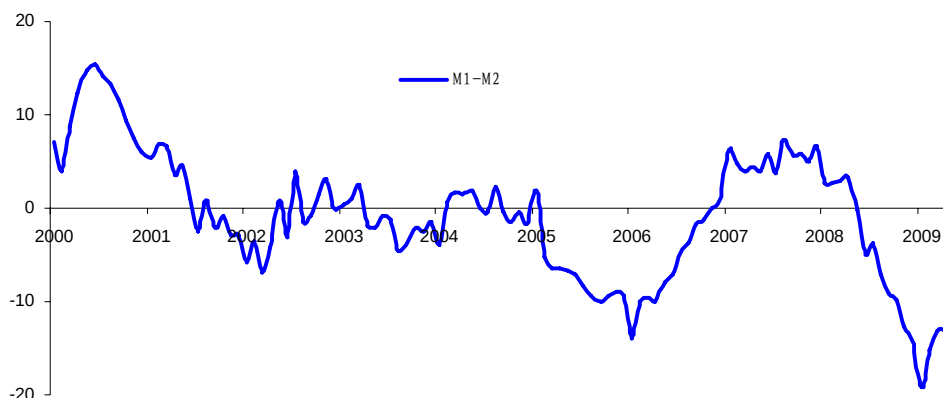
表 1 固定资产投资项目资本金比例的调整

	调整前最低资本金比例	调整后最低资本金比例
钢铁	40%	40%
电解铝项目	35%	35%
水泥项目	35%	35%
煤炭项目	35%	35%
电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、玉米深加工	20%	30%
机场、港口、沿海及内河航运项目	35%	35%
铁路、公路、城市轨道交通	35%	25%
化肥（钾肥除外）项目	25%	25%
钾肥	25%	20%
保障性住房和普通商品住房项目	35%	20%
其他房地产开发项目	35%	30%
其他项目	20%	20%

资料来源：国务院，海通证券研究所

信贷的高增长不仅给投资提供了资金，也在改变着市场的预期。我们看到，市场人士纷纷减缓了对通缩的担忧而上调了通胀的预期。通胀预期在逐步弥漫，由此可能改变企业和居民的行为。2009 年 5 月末，M2 余额 54.82 万亿元，同比增长 25.74%，增幅比上月末低 0.21 个百分点；M1 余额 18.2 万亿元，同比增长 18.69%，比上月末高 1.21 个百分点，M1 和 M2 的剪刀差在收窄，表明货币的定存化趋势在改变，更多的存款在被活期化，经济的活跃程度在提高。

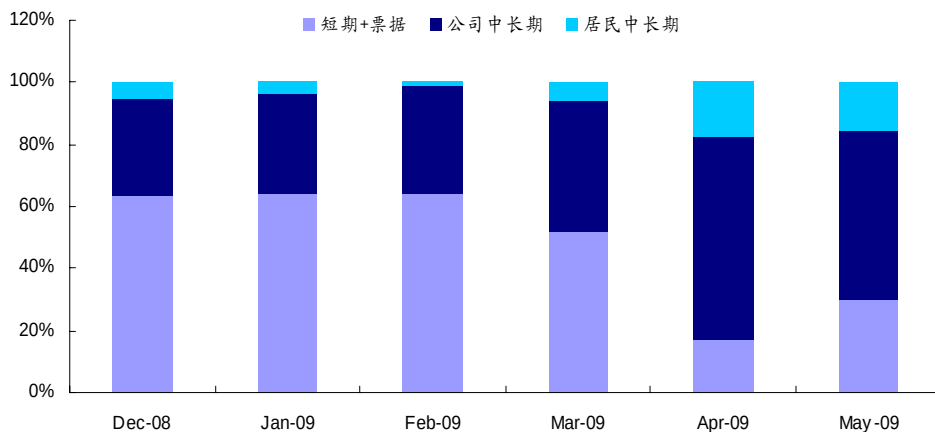
图 4 M1 与 M2 之差有所收窄 经济活动有所恢复



资料来源：CEIC、海通证券研究所

5月信贷结构进一步优化。5月当月人民币贷款增加6645亿元，其中居民户贷款增加显著，为1876亿元，占比达28.23%；票据融资额862亿元，在4月当月票融新增额大幅下降的情况下继续下降。在新增的中长期贷款4493亿元中，居民户增加1008亿元，非金融性公司及其他部门增加3485亿元。这表明，一方面随着房地产销售市场的回暖，住房按揭贷款增长迅猛；另一方面通过信贷创造的货币在继续流入实体经济。结合5月政府投资进一步加大的情况来看，非金融部门的中长期贷款依然主要流向了政府投资项目。

图 5 2008 年 12 月到 2009 年 5 月月度新增贷款的结构

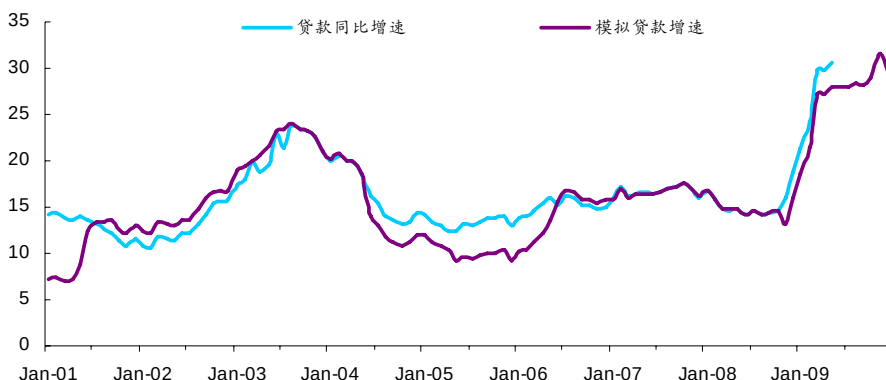


资料来源：CEIC、海通证券研究所

我们初步预计2009年全年新增贷款规模为9万亿元。除去1-5月份的5.84万亿，则未来个月里，平均每月新增信贷规模约4500亿元左右。按这样计算的信贷增速的结果如下图，它表明2009年6月份以后，信贷同比增速有回落的趋势。

如果全年新增贷款规模达9万亿，每月新增信贷4500亿元左右，则全年信贷增速为29.7%，高出2003年21%的历史最高水平8.7个百分点。

图6 贷款增速将在高位稳中略有下降(%)

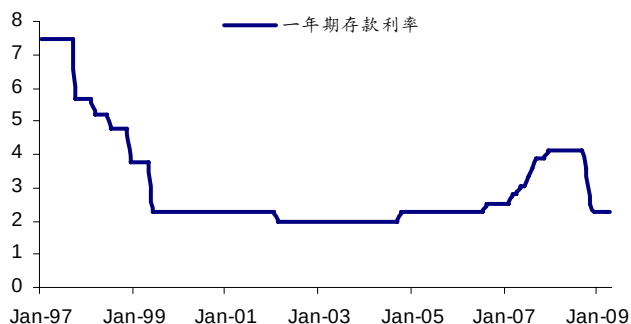


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

随着大规模经济刺激效应的逐步发挥,下半年经济回升是大概率事件,因此我们认为当前利率处于此轮经济周期的底部。我们预计全年CPI为-0.5%,年底发生通胀的可能性不大,年内再次降息的可能性接近于零。预计2009年下半年存贷款利率基本维持现有水平。

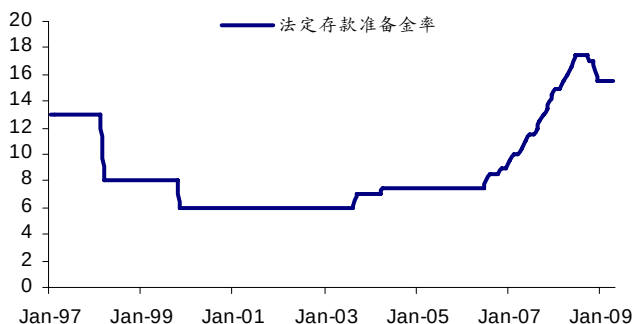
同样,预计存款准备金率也将维持不变。因为货币政策的基调不会改变,并且在遵循谨慎灵活的操作思路的情况下,央行回笼货币将以公开市场操作为主,基本没有必要调整存款准备金率。

图7 存款利率处于底部(%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图8 存款准备金率将维持不变(%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所。

2. 经济回升态势进一步确立

2.1 下半年通缩压力减小 2010年通胀压力有望出现

今年5月份,CPI同比下降1.4%,环比下降0.3%。与4月份相比,同比跌幅缩小0.1个百分点,环比跌幅扩大0.1个百分点。从主要分类看:5月份食品类同比下降0.6%,衣着类和交通通信类下降2.3%,居住类下降4.8%;扣除食品和能源的价格指数下降1.3%;服务项目下降1.3%;食品类环比下降0.6%,居住类环比下降0.3%。

2009年5月份CPI涨幅为-1.4%,呈现继续回落的态势。实际上,自2008年5月份以来,居民消费价格总水平涨幅已经持续回落了13个月。

表 2 PMI 及其主要构成 (%)

	2008												2009
	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
居民消费价格同比涨幅	7.7	7.1	6.3	4.9	4.6	4.0	2.4	1.2	1.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4
居民消费价格环比涨幅	-0.4	-0.2	0.1	0.1	0	-0.3	-0.8	-0.25	0.9	0	-0.3	-0.2	-0.3

资料来源: CEIC

5 月份 CPI 同比涨幅为负, 基本符合我们的预期。导致 CPI 涨幅回落的主要原因有两个方面: 一方面, 由于去年 5 月份较高的基数效应, 使得翘尾因素为负值。另一方面, 食品价格的持续回落导致了 CPI 下行。今年 3 月份、4 月份、5 月份食品价格环比涨幅分别为 -0.6%、-0.8%、-0.6%。

2009 年 6 月份、7 月份 CPI 同比涨幅将继续为负增长, 理由如下:

首先, 翘尾因素继续弱化。2008 年 6 月份、7 月份 CPI 同比涨幅处于高位, 分别高达 7.7%、6.3%。经我们初步测算, 2009 年 6 月份、7 月份翘尾因素对当月 CPI 的影响分别为 -1.4 个百分点和 -1.5 个百分点。

其次, 新涨幅因素逐步减少。从统计局、商务部以及农业部的价格监测数据看, 5 月份主要食品价格呈现跌多涨少的局面, 尤其是猪肉等占比权重较大的食品价格回落较为明显。此外, 受流感影响, 猪肉价格走低也是一个重要因素。自 2008 年 4 月份开始, 鲜猪肉价格连续 8 个月处于回落的态势。今年以来鲜猪肉价格月环比增长率回落幅度有所扩大据国家发展改革委价格监测中心发布, 5 月 27 日全国大中城市生猪平均出场价格为每公斤 9.75 元, 比上月底下降 3.75%; 主要玉米批发市场玉米批发价格为每公斤 1.66 元, 比上月底上涨 1.2%。目前的猪粮比价为 5.87:1, 已经连续四周低于预案设定的生产盈亏平衡预警点 (6:1), 与上月底的 6.18:1 相比下降约 5%, 为 2006 年 11 月份以来的最低点。

从环比数据来看, 我们认为未来两个月食品价格涨幅将逐步回落, 非食品价格将继续出现负增长。特别是最近 PPI 持续负增长, 将对非食品价格产生明显的下拉作用。

最后, 产能过剩的压力比较大。我国大多数行业仍然是一个供过于求的局面, 去产能化的过程才刚刚开始, 大量落后产能并没有真正被淘汰, 在这样的情况下, 只要需求稍微回升, 产能马上就会恢复, 产品的价格又会大幅下跌, 企业的效益就不可能好转。关于我国产能过剩的现状, 国家信息中心的两位专家的观点有一定代表性。根据国家信息中心祝宝良的估算, 我国的工业产能利用率水平目前只是正常时期的 60%。而国家信息中心张莱楠认为, 目前我国制造业平均有近 28% 的产能闲置, 35.5% 的制造业企业产能利用率在 75% 或以下。2008 年金融危机以来, 钢铁、汽车等工业品的供应量超过了国内外的需求, 出现行业产能过剩。此外制造业上游行业和一些新兴行业也出现大面积产能闲置状况。今年 1 季度氧化铝产能闲置 38%、焦炭业产能闲置 60%、水泥和平板玻璃产能闲置 20%、铁路设备制造业产能利用率降至 50% 以下。作为全球芯片制造发展最快的市场, 一季度中国半导体制造产能利用率下跌至 43%, 是 2004 年第二季度最高点 92% 以来的巨幅下跌, 芯片和半导体制造业产能闲置接近 60%。

我们认为, 2009 年 3 月 - 9 月份 CPI 涨幅将均为负。根据我们预测模型结果显示, 2009 年 6 月份、7 月份 CPI 涨幅分别为 -1.3%、-1.5%。

我们认为, 从 2009 年 10 月份开始, CPI 同比增长率将扭转持续数月为负的局面, 2010 年通胀压力有望出现, 理由如下:

第一, 中国经济最困难即将过去。从我国宏观经济领先指数来看, 同比降幅缩小,

环比已经连续 5 个月为正增长。据统计，2009 年 4 月份宏观经济先行指数同比增长率 -1.5%，与 3 月份相比降幅收窄了 1.2 个百分点。另外，沿海和内河港口货物吞吐量出现明显好转迹象。实际上，今年 3 月份沿海和内河港口货物吞吐量同比增长率为 -0.3%，降幅已经收窄；2009 年 4 月份沿海和内河港口货物吞吐量同比增长 9.5%。另外，从环比数据来看，沿海和内河港口货物吞吐量已经连续 2 个月出现正增长了。

第二，资金面比较宽松，导致一部分资本品和金融属性产品价格上涨。今年前 4 个月，新增人民币贷款达到 5.17 万亿。中国目前实施的货币政策，其宽松程度已经超越了 1997 年亚洲金融危机后的水平。货币供给保持较快增长将对商品房价格上涨起到重要的支持作用。2009 年前四个月广义货币同比增长率平均为 28%，而同期商品房价格（累计平均）同比涨幅为 13%。值得关注的是房地产消费市场的回暖带动了土地市场的回暖。房地产再度成为投资新宠，不仅购房者观望气氛有所淡化，开发商信心恢复，甚至开始出手抢地。2009 年 2 月份、3 月份、4 月份土地购置面积同比增长分别为 -30.0%、-47.3%、12.0%，其中 4 月份已经转为正增长了。另外，中央地土地监测系统显示，今年前四个月全国 12 个城市共成交土地 956 公顷，高于去年平均值的 5%，进入 5 月以后，土地成交量更是出现了井喷的状态。中国指数研究院最新的数据显示，有 24 个省市的住宅成交面积环比上升，占到总数量的 8 成。

第三，目前货币与信贷的高增长将 2010 年 CPI 产生明显的影响。由于管理层及时采取了适度宽松的货币政策和积极的财政政策，货币与信贷出现了快速增长。自从 2008 年 12 月份开始，广义货币同比增长率已经连续五个月均超过 20%，其中 2009 年 3 月份、4 月份分别为 30.1%、30.5%。今年 1 月份以来人民币信贷同比增长均超过 20%。弗里德曼在《美国货币史》的总结是：信贷宽松后的 22 个月附近，物价将会上涨。这也符合中国的通胀经验，那就是信贷猛增后的一年半到两年附近，高通胀就会来。经验数据表明，货币与信贷对 CPI 的影响存在一定的滞后期。2003 年 5 月份至 12 月份广义货币余额同比增长率均高于 20%，到了 2004 年 6 月份 CPI 涨幅才超过 5%。

第四，受美元贬值预期强化、投机资金等因素，国际大宗商品价格上涨压力增大。引发美元继续大幅贬值的主要原因是美国经济实力日趋减弱，以及由此而产生的过度举债。2009 财政年度的美国财政赤字将达到创纪录的 1.84 万亿美元，约为上一财年赤字规模的 4 倍。2010 年的财政赤字更高，为 2.33 万亿美元，估计今后数年还将保持很高的赤字水平。由于美国必须向海外借款以弥补预算赤字，美元很可能在未来数年内疲软。作为国际贸易结算货币的美元一旦走弱，将引发全球性的货币扩张。为应对金融危机，美联储采取了“量化宽松”的措施，通过直接购买长期国债释放流动性。继美国之后，英国、日本和欧洲的央行也向市场大量注入流动性根据历史经验，很可能在未来半年内推动大宗商品价格再创近期新高。

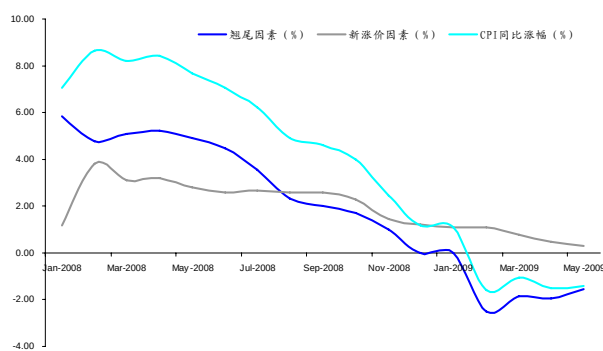
通过以上分析，我们预计 2009 年全年 CPI 涨幅 -0.5% 左右。

图 9 CPI 同比涨幅 (2006.01 - 2009.05)



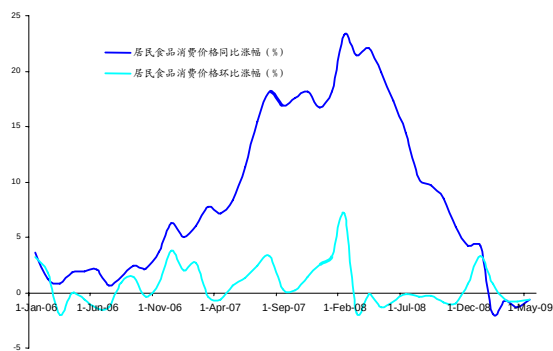
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 10 翘尾因素与新涨价因素对 CPI 的影响



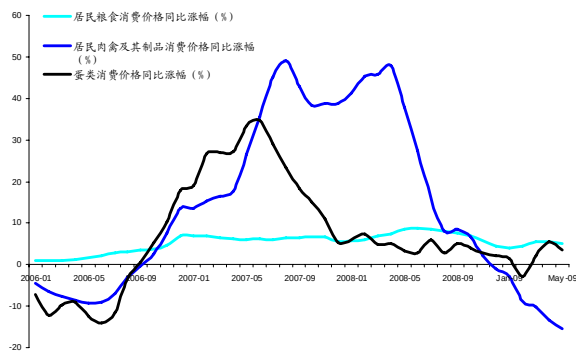
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 11 居民食品消费价格同比、环比涨幅



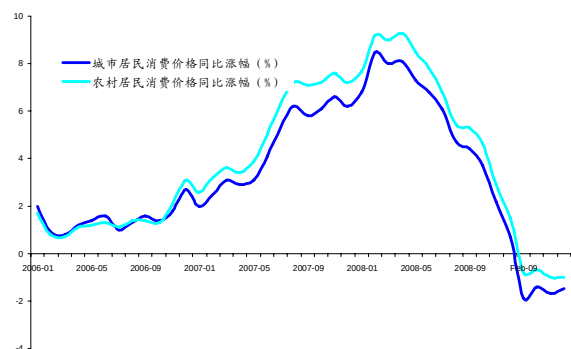
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 12 粮食、肉禽及其制品、蛋类消费价格同比涨幅



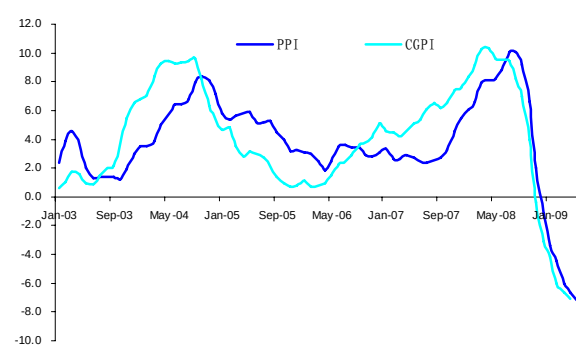
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 13 城市居民与农村消费价格同比涨幅



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 14 PPI 与 CGPI 涨幅



资料来源：CEIC，海通证券研究所

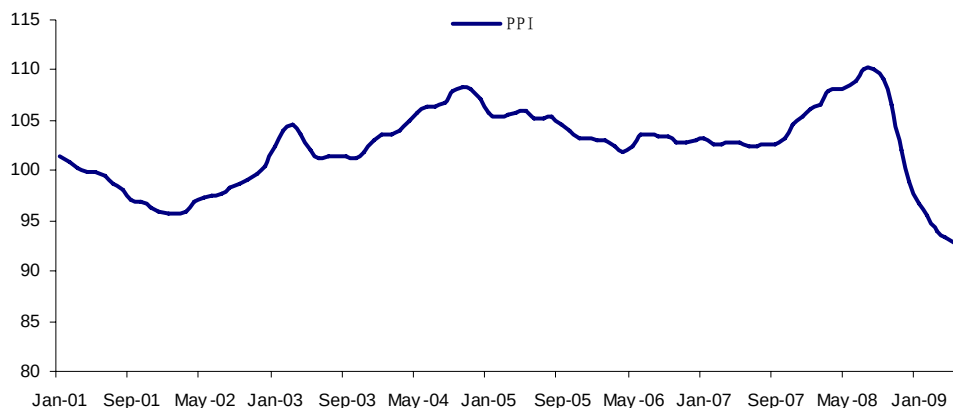
5 月份工业品出厂价格同比下降 7.2%，基本与我们之前下降 7% 的预期一致。对于 PPI 的未来走向，我们认为：

（1）去年同期过高基数使得 PPI 下滑趋势短期难以改变。由于 PPI 是同比数据，2008 年 8 月份 PPI 才达到高点，过高的基数使得 PPI 下降趋势短期难以改变。

（2）国际价格传导将使得 PPI 降幅趋缓，低点可能提前出现。短期影响 PPI 最重要的是货币因素，美元贬值使得国际大宗商品价格大幅上涨。而随着国际价格向国内传导，生产资料价格环比下降势头已经改变。商务部公布的周（6 月 1 日至 6 月 7 日）数据显示，重点监测的生产资料市场价格较前一周上涨 0.8%，已经连续两周环比上涨。而随着生产资料价格止跌回升，PPI 将在 7 月份出现年内低点。

由于 2008 年 6 月份 PPI 涨幅为 8.8%，基数更高，因此，我们预计 2009 年 6 月份工业品出厂价格同比下降 7.7%。

图 15 PPI (1997.01-2009.05)



资料来源：CEIC、国家统计局

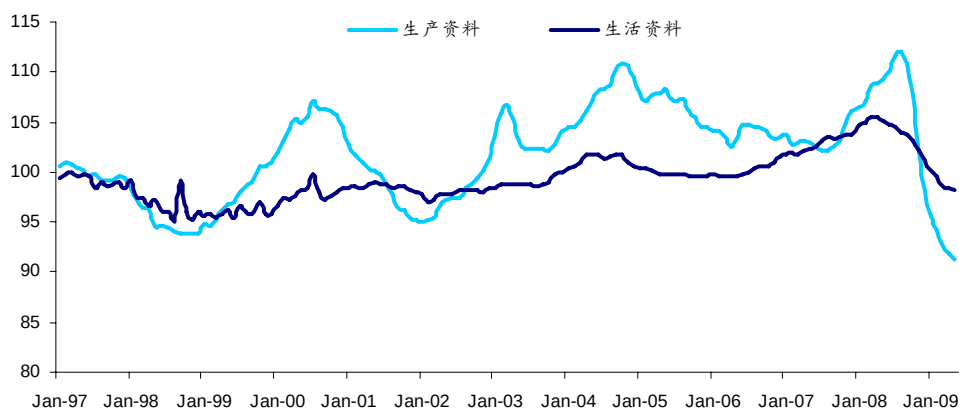
一、生活资料价格下跌 1.9%，食品、耐用消费品是促其下跌幅度加大的主要原因；生产资料价格同比涨幅继续下滑探底，在 8 月份之前可能无明显改善。

5 月份，生产资料出厂价格同比下降 8.8%，生活资料出厂价格同比下降 1.9%，生产资料依旧是 PPI 下跌的主要原因。

(1) 生活资料出厂价格同比下降 1.9%，连续三个月下跌超过 1%，食品和耐用消费品是促其下跌幅度加大的主要原因。值得注意的是是一般日用品类价格下降 0.8%，耐用消费品类价格下降 3%，降幅比 2009 年 4 月分别扩大 0.4 和 0.3 个百分点。这表明，居民的消费倾向比较低。我们认为，生活资料价格虽然下跌空间不大，但是逆转上升也存在很大难度，全国 36 个大中城市重点监测的食用农产品价格周（6 月 1 日至 6 月 7 日）数据比上周下降 0.4% 已经证明了这一点。

(2) 生产资料价格同比涨幅为负还将继续，但是由于货币因素和国际价格传导，生产资料价格环比已经出现上升，这使得其价格同比涨幅再下行空间有限。但是由于基数的原因，8 月份之前明显改善的可能性不大。

图 16 生产资料、生活资料价格指数 (1997.01-2009.05)



资料来源：CEIC、国家统计局

二、短期，货币因素和经济回升推动工业品出厂价格上行；长期，过剩产能制约工业品出厂价格上升的空间。

关于工业品出厂价格，我们认为：短期，货币因素和经济回升推动工业品出厂价格上行；长期，过剩产能制约工业品出厂价格上升的空间。

虽然 PPI 为负，而且未来月份继续下滑探底，但是我们认为，工业产品价格短期将继续回升。原因在于：（1）美元贬值使得国际大宗商品价格大幅上行，这将逐渐向国内传导；（2）去库存化取得显著进展、产能闲置使得供给减少，经济刺激计划使得相关行业产品需求上升，价格向下调整的压力已经大大减小。

但我们同时对这种价格回升的幅度谨慎乐观，2008 年工业品出厂价格大幅上涨的情形无法复制。由于过剩产能的存在，工业品价格大幅上涨的可能性不大，因为价格上涨立即就会使得闲置的产能重新启动，从而使价格上涨无法得到供求层面的支撑。

2.2 加杠杆下的投资狂欢

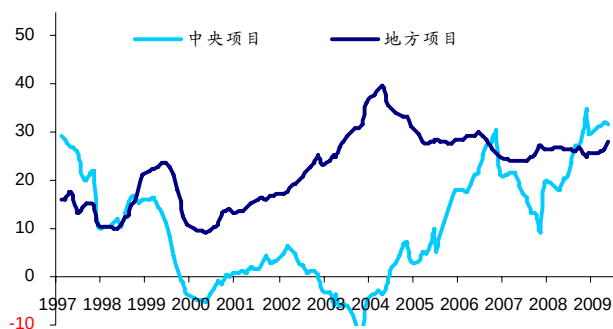
1-5 月，城镇固定资产投资 53520 亿元，同比增长 32.9%，增速再次超出市场预期。

5 月固定资产投资增速为 38.7%，比上月提高 4.7 个百分点。增速跃升的原因之一，去年同期汶川大地震导致基数相对较低：由于季节性因素，05-07 年 5 月的增速平均高出 4 月 1.8%，而 08 年 4 月与 5 月的增速几乎相等。考虑到资本品价格显著下降，实际增速远高于此。基期因素显然并非主导，更为关键的是加杠杆下投资的全面启动：

投资格局未有变化，地方项目已成主导。从项目隶属关系来看，中央项目的投资增速开始回落（当月增速 24.6%），但地方项目更大幅度的上扬（当月增速 40.1%）抵消了这一冲击。

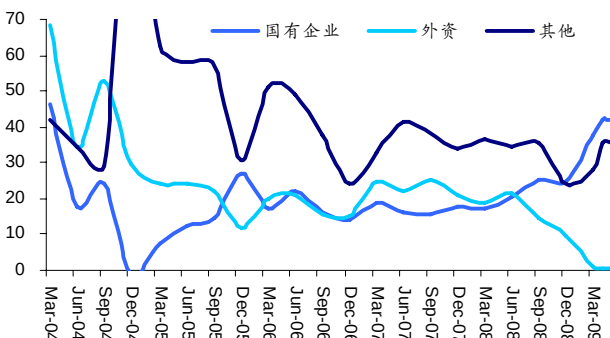
市场化投资加速上行。就企业注册类型而言，与出口密切相关的外商投资几近零增长，而市场化投资（即扣除外商及国有企业的其他投资）呈现加速上行。这不禁令人疑虑，企业盈利并未改善，投资何以全面启动？合理的解释是，政府保增长的政策使得微观主体的预期得到改善，企业对其去年底经济“硬着陆”之际过度收紧投资的行为开始修正。当然增值税改革、产业振兴规划等也是推动因素。

图 17 地方项目已成主导（1997.1-2009.5，%）



注：12 个月移动均值；资料来源：CEIC，海通证券研究所。

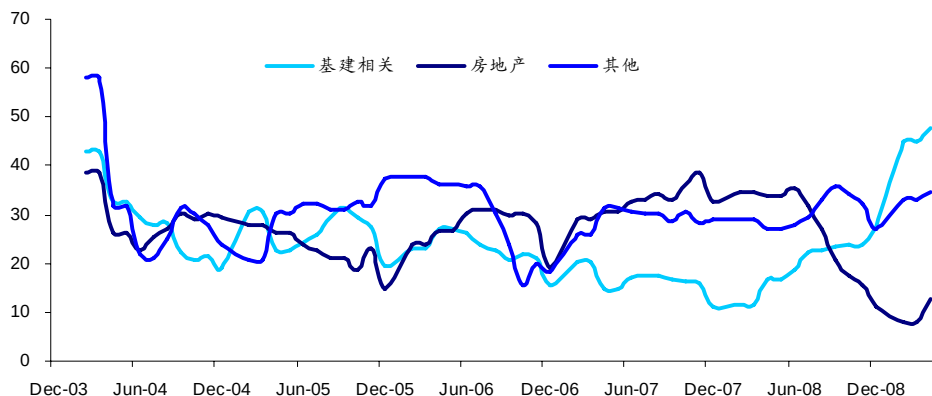
图 18 市场化投资加速上行（2004.03-2009.5，%）



注：外资含港澳台投资，以上均为三个月移动均值；资料来源：CEIC。

房市有所回暖，基建相关投资增长迅猛。行业结构亦印证了投资的全面增长。房价下跌和低利率提高了居民的购买能力。房地产销售明显回暖，库存进一步下降，开发商开始有动力新建住宅。基础建设投资的三个月的移动增速已高达 47.9%。进一步地，政府相关投资带动了上下游行业的投资：1-5 月，煤炭开采及洗选业投资同比增长 38.4%，非金属矿采选及制品业投资同比增长 56.2%，甚至连产能过剩的黑色金属冶压都增长了 7%。

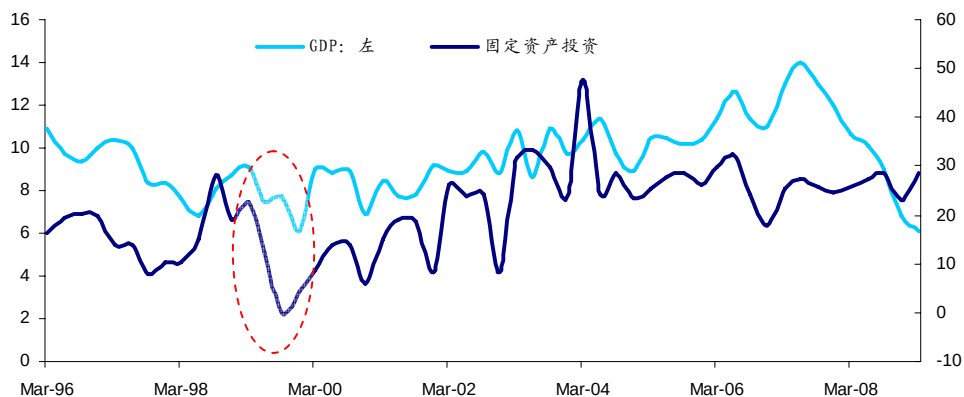
图 19 房地产回暖，基建相关投资增长迅猛（2004.02-2009.4，%）



资料来源：CEIC、国家统计局

加杠杆下的投资狂欢。去年市场对今年固定资产投资持悲观预期无非基于如下三个理由：第一，出于风险控制的考虑，经济周期下行之际，银行对其贷款行为将持审慎态度；第二，由于房地产市场不景气，土地出让金将大幅下，地方政府面临的资金缺口使得其对财政刺激心有余而力不足；第三，出口急剧下滑、产能严重过剩都制约了投资上行的空间。现在只有从上述三个维度修正认知的偏差才能理解当下的投资“狂欢”。首先，中国的金融体系具有相当的行政色彩，政府的窗口指导能有效地扩张信贷规模。加之，银行贷款大多流向政府基建项目，项目本身具有很强的隐性担保，放贷风险并不大。其次，尽管土地出让金大幅下滑，但地方政府通过设立城投公司发债和向银行借贷弥补了资金缺口。国务院下调基建项目及某些行业自有资金比例更是缓解了地方政府资金配套之忧，进而导致其加杠杆的冲动更加强烈。最后，中国东中西的地域差异为基础设施建设提供了相应的空间，而基建对上下游产业的辐射为经济“内循环”提供了依托。

图 20 98 年投资大幅下滑后的“W”型触底（1996Q1-2009Q1，%）



资料来源：CEIC、国家统计局

今年“保八”无忧，但未来地方政府的债务风险或将显现。一季度若不是在存货负向贡献 4%，GDP 增长率都将突破 10%。前瞻地看，伴随着去库存化接近尾声，投资高速增长将带动 GDP 增速逐季改善，今年“保八”并无太大悬念。但以史为鉴，联想到 98 年投资高速增长后的下落导致经济二次触底，当下的经济回暖同样存在隐忧。地方政府似乎仍未摆脱“一收就死，一放就乱”的旧行为模式。过度的基建投资可能面临较低的回本，若经济无法快速重返趋势性增长道路，以土地、税费为抵押举债的地方政府将面临偿还风险，而投资和经济或再次触底。

2.3 外需恢复尚早 出口继续低迷

根据中国海关总署今日发布的数据，5月进出口同比增速有较大幅度下滑，环比增速也继续下降，贸易顺差与上月基本持平，仍保持在百亿以上。我国2009年5月进出口总值为1641.27亿美元，与去年同期相比增速为-25.9%；其中，出口总值为887.58亿美元，与去年同期相比增速为-26.4%，进口总值为753.69亿美元，增速为-25.2%；贸易顺差133.89亿美元。

表3 2009年5月进出口总值与增速（单位：亿美元）

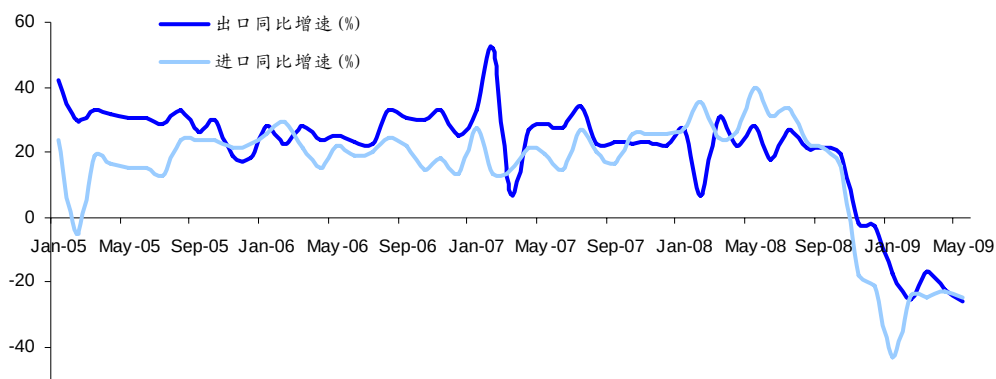
	当月	1至当月累计	当月比去年 同期增减±%	1至当月比去 年同期增减±%
进出口总值	1641.27	7634.91	-25.9	-24.7
出口总值	887.58	4261.42	-26.4	-21.8
进口总值	753.69	3373.49	-25.2	-28.0
进出口差额	133.89	887.93	-	-

资料来源：中国海关，海通证券研究所

一、出口增速继续下滑，进口有所企稳。

相比4月份差强人意的进出口数据而言，5月份的进出口是较令人失望的。无论是进出口总值增速还是出口、进口增速，较4月份环比都有下滑，环比分别下滑了3.1、3.8和2.2个百分点。当然，这里面有一定季节性因素的影响，今年5月只有19个工作日，而去年5月有21个工作日。即便是剔除了工作日的影响，进出口总值的增速为-21.7%，仅略好于4月-22.8%的增速，剔除工作日的影响后，出口增速-22.8%，进口增速-20.3%，环比来看，出口仍小幅下滑，而进口环比则上升了2.7个百分点。5月进口增速自去年9月份以来第二次超过出口。5月的进出口趋势与我们的预期是一致的，此前，我们预测出口5月环比将下滑，进口环比将增长，同时，进口增速将超过出口，不过进口增速比我们预期的回升速度更慢。总体上，5月的出口是不乐观的，进口有一定企稳迹象。

图21 我国进出口增速（2005.01-2009.05）

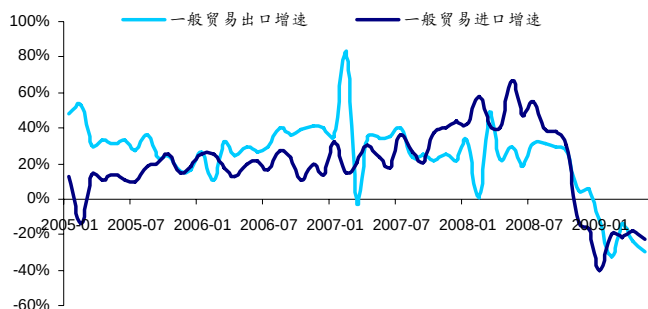


资料来源：中国海关，海通证券研究所

二、一般贸易出口增速波动较大，加工贸易进出口增速有所回稳。

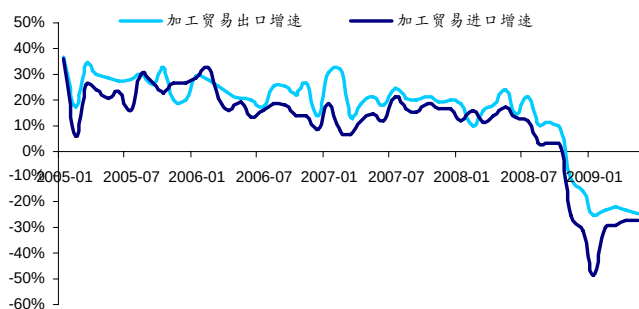
一般贸易出口增速5月同比下滑29.2%，而4月份同比下滑23.8%，增速较4月份继续下降了5.4个百分点，一般贸易已连续两个月环比大幅下滑。加工贸易增速同比下滑24.7%，较上月-23.2%的增速下降了1.5个百分点。如果剔除工作日的影响，一般贸易和加工贸易的出口增速分别为-21.7%和-16.8%，可见，加工贸易的出口增速环比回升了6.4个百分点，可见，加工贸易出口的回升速度快于一般贸易，主要原因是前期加工贸易进口增速回升力度较大、企稳较快相关，也反映出外需状况在一定程度上有所改善。一般贸易和加工贸易进口增速分别为-23.8%和-27%，剔除工作日影响后的增速为-15%和-19.3%，加工贸易的进口回升速度也快于一般贸易。

图 22 一般贸易进出口增速（2005.01-2009.05）



资料来源：中国海关，海通证券研究所

图 23 加工贸易进出口增速（2005.01-2009.05）



资料来源：中国海关，海通证券研究所

三、与欧盟双边贸易表现较好，与美国、日本环比降幅较大，与部分新兴经济体贸易状况改善。

5月份，中欧双边贸易268.43亿美元，环比下滑了1.7个百分点，1-5月累计同比增速-22.1%，比外贸总体增速高2.6个百分点；5月中美双边贸易总值224.45亿美元，环比下滑5.5个百分点，1-5月累计同比增速-17.1%，高出总体增速7.6个百分点；4月中日双边贸易158.75亿美元，环比下滑13.9个百分点，1-5月累计同比增速-24.6%，与总体增速大致相当。与部分新兴经济体贸易状况有所改善，如与巴西、新加坡、俄罗斯的双边贸易环比分别增长了8.3%、6.6%和6%，与东盟双边贸易环比保持了正增长；与荷兰、加拿大等部分发达国家环比增速在3%以上。

四、高新技术产品和机电产品出口环比增速略好于总体增速。

5月，高新技术产品和机电产品出口增速环比略好于总体增速，高新技术产品环比增速-2.8%，机电产品为-3.7%，分别好于总体1个和0.1个百分点。在大类出口商品中，5月较4月环比增长较快的有集成电路和鞋类，环比分别增长6.6%和3.7%，服装及衣着附件、手持无线电话机及其零件环比保持了正增长；自动数据处理设备及其部件、家具及其零件、纺织纱线、织物及制品环比下降幅度较大。

五、原油与铜进口量价齐升。

进口商品中，原油、未锻造的铜及铜材进口数量分别都上涨了5.7%，原油进口1709万吨，未锻造的铜及铜材进口42.3万吨，而原油和铜的单位价格分别上涨了10.4%和7.4%，原油与铜进口量上升与我国经济刺激计划有关，价格回升是由相关商品国际期货价格上涨引起。其他大类进口商品中，铁矿砂及其精矿、大豆及成品油的数量和价格均有回落，钢材进口数量回升、价格下降。

六、6月进出口环比或将回升，但仍将保持低增速。

我们预计后续出口仍将低迷，即便三四季度略有好转，但全年的出口贸易增速仍将为负值，主要原因在于：第一，全球经济衰退是影响我国出口增速的主导因素。根据IMF的预测，今年世界经济增速将在0以下，经济恢复增长要到明年；第二，人民币汇率强势影响我国出口企业的竞争力。进口方面，我们认为目前的进口已经出现企稳的态势。由于6月工作日增多，预计6月份进出口环比有所回升，出口增速为-15.4%，进口增速为-12.9%。

2.4 消费稳步回升 与消费相关的配套改革有望加速推进

5月份，社会消费品零售总额10028亿元，同比增长15.2%。分地域看，城市消费

品零售额 6840 亿元，同比增长 15.0%；县及县以下零售额 3188 亿元，增长 15.6%。分行业看，批发和零售业零售额 8486 亿元，同比增长 15.1%；住宿和餐饮业零售额 1411 亿元，增长 17.2%；其他行业零售额 132 亿元，增长 3.8%。分商品类别看，限额以上批发和零售业吃、穿、用商品类零售额同比分别增长 16.0%、21.2%和 14.4%。其中，粮油类增长 15.6%，肉禽蛋类增长 13.3%，服装类增长 22.1%，文化办公用品类增长 2.6%，体育、娱乐用品类增长 6.9%，日用品类增长 15.4%，家用电器和音像器材类增长 12.0%，家具类增长 33.3%，化妆品类增长 21.7%，金银珠宝类增长 28.7%，汽车类增长 23.8%，石油及制品类增长 5.0%，建筑及装潢材料类增长 12.6%，通讯器材类下降 7.8%。1-5 月累计社会消费品零售总额 48770 亿元，同比增长 15.0%。

表 4 社会消费品零售总额增长情况（%）

	2008												2009
	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1-2 月	3 月	4 月	5 月
社会消费品零售总额增长率	22	21.6	23	23.3	23.2	23.2	22	20.8	19	15.2	14.7	14.8	15.2
城市社会消费品零售总额增长率	22.9	22.3	23.5	24	23.9	23.9	22.1	20.3	19	14.4	13.7	13.9	15.0
县及县以下零售额增长	20.1	20.1	22.0	21.8	21.8	21.8	21.9	21.8	18.9	14.8	16.9	16.7	15.6

资料来源：中经网，海通证券研究所

社会消费品零售总额保持较快的增长态势。5 月份社会消费品零售总额增长率为 15.2%，与 2008 年同期相比，增幅回落了 6.4 个百分点。我们认为，社会消费品零售总额名义增长大幅度回落主要受物价因素的影响。扣除物价因素，今年 5 月社会消费品零售总额实际增长率为 16.6%。

我们认为，虽然美国次债务危机对中国出口影响比较大，对消费的负面影响已经有所体现，但 2009 年 6 月份、7 月份社会消费品零售总额将继续保持较快增长，主要基于如下几个方面考虑：

第一，城镇消费回升较快。今年以来，城镇社会消费品零售总额增长率呈现逐月回升的态势。2009 年 1-2 月份、3 月份、4 月份、5 月份城镇社会消费品零售总额增长率分别为 14.4%、13.7%、13.9%、15.0%。由于城镇社会消费品零售总额占全社会消费品零售总额的比重较高，因此城镇消费增长的回升将对拉动消费产生较大影响。2008 年城镇社会消费品零售总额占全社会消费品零售总额的比例为 68.2%，2009 年前五个月城镇消费比例为 67.7%。

我们认为，城镇社会消费品零售总额增长率回升主要得益于房地产市场回暖和股市的强劲反弹，这两方面的因素将对促进消费产生积极的影响。今年 1-5 月，全国商品房销售面积 24644.4 万平方米，同比增长 25.5%。与去年同期相比，今年前五个月全国商品房销售额增长 45.3%，增幅比去年同期高 48.1 个百分点。随着房地产刺激政策利好以及行业变化，改善型购房者开始入市，推高楼市成交量。政府从上年 9 月开始，不断出台有利推动中低端楼房需求的政策，其中包括减少借款利率，下调购房者的首期付款，加大房贷利率折扣和削减契税和印花税。这些政策大大降低了首次购房者的负担能力。股市上升所带来的财富效应对刺激起消费将起到积极的效应。

第二，政府惠农政策初见成效，并且将继续对刺激农村消费产生积极影响。政府加快落实“家电下乡”、“农机下乡”、“汽车、摩托车下乡”等工作，把中央财政的 400 亿元补贴资金用好用活，使企业增加销售、农民得到实惠。农村家电、汽车相对来讲占有率比较低，它的空间很大，但拥有量很小，政府采取一些财政补贴的措施，让农民得到实惠，购买比较便宜的家电、汽车，既可以解决生产能力过剩的问题，就可以解决需求。从今年前五个月的数据来看，农村消费增幅高城市。今年以来县及县以下零售额增长率已经连续 5 个月高于城镇消费增长率。5 月份县及县以下零售额增长率 15.6%，增幅比城市高 0.6

个百分点。

第三，与刺激消费相关的配套改革将加速推进，将为消费增长提供了重要的政策支持。一些更大力度的新举措也正在筹划和拟定之中。我们预期，下一阶段与扩大消费相关各项改革正在加紧推进，将以收入分配制度改革为核心，社会保障、教育、医疗、廉租住房制度、个人所得税等各项改革全面铺开。

关于这次收入分配制度改革的政策预期，我们认为：

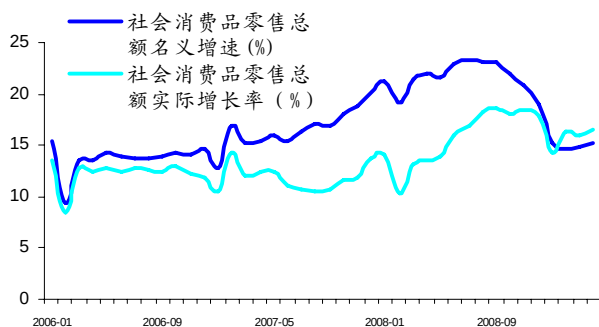
一、国民收入分配包括初次分配和再次分配两个层次。新的收入分配改革方案重点涉及调控垄断行业的高收入等，方案至少惠及 1.2 亿人。此次改革锁定在三个层面：一是提高低收入人员的收入水平。二是适当提高最低工资标准和企业离退休人员基本养老金标准。三是要解决当前公务员收入分配领域存在的突出问题，进行公务员薪酬制度改革。

二、收入分配制度改革的基本思路。这次改革主要包括八个方面：建立平等参与市场竞争的收入分配秩序；实施反垄断的分配调控政策；千方百计增加农民收入；加强对劳动者报酬的宏观管理；加大对城乡贫困人群的救助力度；加快完善社会保险制度；加大税收对收入差距的调节力度；实施积极的就业政策。

第四，这次金融危机对中国消费的负面影响程度小于预期。金融危机爆发以后，我国政府及时已经采取了系列措施，特别中西部地区积极承接东部产业转移，由于中西部承接产业转移的物流成本相对较低，将成为外商投资和东部劳动密集型产业转移的首选地。我们认为，中西部承接东部产业转移将有效缓解就业压力。

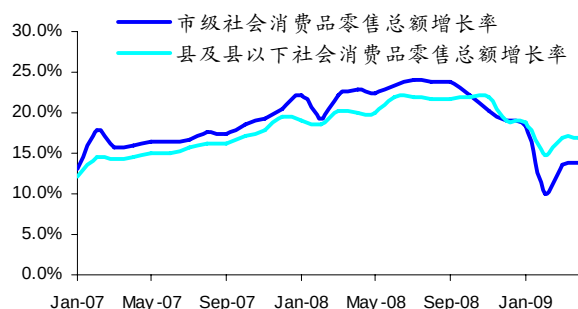
经初步测算，我们认为，2009 年 6 月份、7 月份社会消费品零售总额增长分别为 14.4%、14.6%。

图 24 社会消费品零售总额增长率（2006.01 - 2009.05）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 25 市级、县及县以下社会消费品零售总额增长率



资料来源：CEIC，海通证券研究所

2.5 工业回升趋势确立 下半年增速超 10%

表 5 工业增加值增速月度数据 (%)

2008.5	2008.6	2008.7	2008.8	2008.9	2008.10	2008.11	2008.12	2009 1-2	2009.3	2009.4	2009.5
16	16	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7	3.8	8.3	7.3	8.9

资料来源：CEIC、海通证券研究所

5 月份，工业增加值同比增长 8.9%，1-5 月，工业增加值同比增长 6.3%。经过 4 月

份工业增加值增速小幅回落，工业增加值重新走上上升通道。前 5 个月的数据显示经济回升的过程并非一帆风顺，我们对经济回升的高度保持谨慎乐观：总体上，2009 年工业呈缓慢回升态势，预计 6 月份工业增加值增速 9.2%，下半年回升到 10%以上。

一、外需继续低迷，过剩产能限制产销率回升高度。

5 月份出口交货值同比下降 15%，延续了自去年 11 月份以来的负增长态势，而且下滑幅度不断加大。这表明外需继续低迷，与昨天公布的进出口数据是一致的。虽然出口退税近期再度调整，可能出口交货值增速数据接下来会有改善，但无法改变外需萎靡的大格局。

表 6 出口交货值增速月度数据（%）

2008.5	2008.6	2008.7	2008.8	2008.9	2008.10	2008.11	2008.12	2009.1-2	2009.3	2009.4	2009.5
18.2	13.3	14.4	16.2	12.6	6.8	-5.2	-8.8	-10.6	-13.9	-14.3	-15

资料来源：CEIC、海通证券研究所

5 月份工业产品产销率 97.34%，比 4 月份回落 0.5 个百分点，我们之前对产销率不可太乐观的预期得到验证，庞大的过剩产能限制产销率回升高度。

表 7 工业品产销率月度数据（%）

2008.5	2008.6	2008.7	2008.8	2008.9	2008.10	2008.11	2008.12	2009.2	2009.3	2009.4	2009.5
98	97.5	98.1	97.8	97.6	97.4	97	97.8	97.3	96.9	97.83	97.34

资料来源：CEIC、海通证券研究所

二、随着去库存化的结束，政策对工业生产的刺激作用将表现更明显，而回升高度取决于市场力量。

政府投资带动了水泥、电网设备的需求，这使得非金属矿物制品业和电气机械及器材制造业保持较高增速，分别为 14.7%和 11.2%。而由于汽车购置税减免政策刺激，汽车需求旺盛，再加上政府对铁路方面的投资，交通运输设备制造业的工业增加值增速达到 12.8%。非金属矿物制品业和交通运输设备制造业表现突出。

其他行业有改善的迹象，增速上升明显的是通信设备、计算机及其他电子设备制造业（4.3%）、黑色金属冶炼及压延加工业（2.3%），比 4 月份分别加快 3.2 和 4 个百分点。纺织业、化学原料与化学制品业、通用设备制造业的工业增加值增速也都比 4 月份由所上升。在去库存化完成后，高速增长的固定资产投资对工业生产的拉动效应向更多行业扩散，政策刺激作用表现更明显。跟工业整体上升趋势不太协调的是电力和热力的生产供应业由 4 月份的 1.7%回落到 5 月份的 1%。

我们认为，随着企业去库存化的结束，政策对工业生产的带动效应在接下来月份将表现更为明显，但工业回升的高度取决于市场力量。目前来看，房地产投资正在恢复，汽车销售依然保持强劲增长。如果这两个涉及产业众多的行业景气度能够持续的话，则工业生产回升高度可能超出预期，但这充满不确定性，特别是房地产业。

三、去库存化结束，更多工业产品产量增速回升。

主要工业品产量方面，我们认为：

（1）去库存化结束，政府投资对工业品生产的带动作用表现更为明显。水泥产量同比增长 13.5%；而此前表现不甚明显钢铁产量增速有所上升。生铁和钢材产量分别为

4542.6 万吨和 5729.1 万吨，分别增长 6.0% 和 7.4%，粗钢产量 4646 万吨，也有之前的负增长转为正增长 0.6%。

(2) 政策刺激使得汽车产量增长势头强劲。汽车 114.8 万辆，增长 29.0%，比 4 月份加快 11.1 个百分点，其中轿车 60.8 万辆，增长 35.0%，比 4 月份加快 17.7 个百分点。

(3) 更能反映实际生产情况的发电量在 5 月份同比下降 2.7%，较 4 月份降幅收窄 0.8 个百分点。这与本月工业增加值增速回升相一致。但是，我们想提醒投资者的是：国家电网调度数据显示，5 月份发电量同比下降 3.5%（详细参见 6 月 4 日《中国证券报》），两个数据存在一些偏差。还有值得注意的是原油产量 1603.2 万吨，下降 1.1%，而 4 月份是 1559.4 万吨，增长 0.8%。

总体上，政策效应进一步扩散和市场力量的恢复使得工业生产逐步回升，下半年工业增加值增速将超过 10%，而回升具体能达到的高度则主要取决于诸如房地产业等市场力量的恢复程度。

3. 宏观经济指标预测

我们预计 2009 年二季度 GDP 同比增长 7.2%，比 2009 年第一季度有所回升。

表 8 主要宏观经济指标数据及预测 (%)

宏观指标	11	12	2009.1	2009.2	2009Q1	2009.4	2009.5	2009Q2E	2009E
GDP 增长率 (季度)		6.8			6.1			7.2	8.2
工业增加值增长率	5.4	5.7		5	5.1	7.3	8.9	9.2	10
城镇固定资产投资增长率	26.8	26.1		15.7	28.6	33.9	38.7	33.8	34.5
社会消费品零售总额增长率	20.8	19.0		14.2	15.0	14.8	15.2	14.9	13.9
出口增长率	-2.2	-2.8	-17.5	9.6	-19.7	-22.6	-26.4	-22.8	-12.9
进口增长率	-17.9	-21.3	-43.1	-19.5	-30.9	-23.0	-25.2	-20.5	-15.7
CPI 涨幅	2.4	1.2	1.0	-0.5	-0.6	-1.5	-1.4	-1.3	-0.5
PPI 涨幅	0.8	-3.3	-3.7	-2.5	-4.6	-6.6	-7.2	-7.1	-5.7
M2	14.80	17.82	18.79	18.5	25.5	25.95	25.74	25.4	22.6
人民币信贷	16.03	18.76	21.33	19.36	29.78	29.72	30.6	30.8	29.7

注：固定资产投资月度数据为当月值，季度为累计值；资料来源：CEIC，海通证券研究所

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。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授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业核心分析师
(021) 23219396
qiuzc@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业高级分析师
(021) 23219407
wangyh@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy @htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪 盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

朱 胤
化工行业分析师
(021) 23219378
zhuyin@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈峥嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈 勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

联蒙珂
固定收益及衍生产品核心分析师
(021) 23219395
lianmk@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周 健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219381

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com