

## 深度报告

## 宏观经济

## “世界经济巡礼”专题研究之一

2010年06月29日

本报告的独到之处

## 专题报告

## 欧元区经济：消费坚挺与产业竞争力下降的困局

## “世界经济巡礼”系列专题研究的说明

《从美国6大金融机构财报审视金融危机第二波》09-02-11

《欧美大型金融机构财务现状及其影响》  
09-03-15

《“去货币化”将主导下阶段宏观经济》  
09-04-14

《“大稳健”（the Great Moderation）趋势与  
中国区域振兴》09-06-12

《出口复苏主导2010年中国经济》09-12-14

《国信宏观周报》（1-45期）09-06至10-06

《战略性新兴产业：经济转型的真正突破口》  
10-06-11

在接下来的1-2个月之内，我们将完成“世界经济巡礼”系列专题，我们将系统地观察美国、欧洲、日本、印度、东南亚、韩国、台湾、拉美经济的（1）最新局面、（2）主要矛盾、（3）形成这些矛盾的历史原因、（4）政府应对策略、（5）经济演化前景、（6）对华现时经济的影响、（7）各地经济问题变化过程对中国经济转型的启示等七大问题。

我们先从欧洲开始。我们深知，问题框架易理，但由于我们的团队未能持续置身其中，直接感受经济变化，上述问题的理清难度相当的大，而就上述问题给予投资者一个简短的综合判断就更加艰难了。由此，投资者必须清楚，我们的报告主要基于以下几个方面展开：（1）直接数据梳理、（2）IMF、世界银行、WTO、各地央行的定期经济报告、（3）专家交流，这些专家包括中立机构的欧洲问题研究专家、部分基金研究人员和本所的行业研究员。由此，我们的报告肯定属初步探索性的，在某种程度上甚至是学习性质的，投资者的意见反馈对于我们研究提升和纠偏具有非常重要的意义。

不管如何，我们依然珍视外国经济研究的重要性。

2008、2009、2010E中国出口与GDP相比高达32%、24%、30%，而同期各国出口占GDP比重平均为20%、18%、19%，外贸对于中国经济的重要性依然很大，一笔货物在中国记出口，而在外国则记消费，是其GDP的有机组成部分，超越汇率、贸易政策，外国经济综合增速是左右中国出口增速的根本因素。离开外国经济形势分析，大量中国经济问题是无解的，中国出口若如市场一般猜测地那样由此一蹶不振，那么“反城市化”，乃至“反工业化”必将出现，中国最重要的经济进程面临中断，提振消费的就业根基也将受到极大挑战。另外，在经济信心和资本市场层面，我们可以看到外国经济的大量影响是瞬间或隔夜的，例如汇率、外盘期货对于A股资源板块的影响。

## 欧元区经济：消费坚挺与产业竞争力下降的困局

欧元区的基本研究结论是，欧元区经济的基本问题不在于市场普遍理解的需求萎靡，而在供给端的工业竞争力下降。

欧元区的终端需求并不像市场想象得那么地糟糕：欧元区私人消费已连续4个季度增长，当前季度私人消费已相当于危机前峰值的99.4%，政府消费危机以来连续8个季度增长，当前已相当于危机前峰值的106.7%，私人公共的消费加总较危机前峰值增加283亿欧元/季，或1.4%。

但在消费坚挺下，供给端的工业竞争力明显下降：欧元区工业生产仅为危机前峰值的85.4%，相当于10年前的水平，作为与工业生产指数相辅相成的指标，当前欧洲的产能利用率平均产能率只有76%，距离危机前的85%的水平仍然较远。

产业竞争力下降的第一个含义在于，危机后欧元区需求的恢复主要靠进口满足，欧洲进口已经连续三个季度回升，最新季度环比增速高达8.1%，5月欧洲从中国进口更大幅增长49.7%，累计值和当月值均已创出历史同期新高。

产业竞争力下降的还将影响消费需求对于本地投资的拉动，在工业不振的情况下，投资需求的不振难以避免，至最新有数据的2010年第一季度，欧元区的投资连续8个季度负增长。

另外，由于产业竞争力下降，政府财政支出所带动的需求增长综合地外溢至国外，这加大了政策难度。

## 宏观研究小组

联系人 周炳林  
分析师 林松立  
SAC执业证书编号: S0980209080421  
Tel: 0755-82130638  
Email: [zhoublin@guosen.com.cn](mailto:zhoublin@guosen.com.cn)

## 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 内容目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 摘要 .....                             | 4  |
| (1) “世界经济巡礼”系列专题研究的说明 .....          | 4  |
| (2) 对欧元区经济的主要判断 .....                | 5  |
| 一、欧元区经济最新局面 .....                    | 8  |
| 二、欧元区经济的主要矛盾及其原因分析 .....             | 8  |
| (1) 经济增速全球最慢 .....                   | 8  |
| (2) 人口因素支持消费坚挺 .....                 | 9  |
| (3) 产业竞争力下降导致投资持续下滑 .....            | 10 |
| (4) 更加全面地看待欧元区主权债务问题 .....           | 11 |
| (5) 出口将是欧洲经济的持续正面因素 .....            | 13 |
| (6) 欧元区意愿就业人口仍在增长，失业人口再就业是希望所在 ..... | 14 |
| 三、政府应对策略 .....                       | 14 |
| (1) 欧元贬值既是经济自我调节又是政策继续追求的目标 .....    | 15 |
| (2) 财政开始收紧、宽松货币维持更长时间已成必然 .....      | 15 |
| 四、欧元区经济前景判断 .....                    | 16 |
| 五、对中国现时经济的影响 .....                   | 16 |
| 六、对中国经济转型的启示 .....                   | 16 |

## 图表

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图 1: 中国出口比 GDP .....                        | 4  |
| 图 2: 全球平均出口比 GDP .....                      | 4  |
| 表 1: 欧元区四大需求危机前后对比 .....                    | 8  |
| 图 3: 全球主要区域经济增速对比 .....                     | 9  |
| 表 2: 全球主要区域经济增长详细数据 .....                   | 9  |
| 图 4: 欧元区、日本、中国人口增速较快 .....                  | 10 |
| 图 5: 欧元区、日本、中国人口规模比较 .....                  | 10 |
| 图 6: 欧洲进口连续 3 季度较快增长 .....                  | 10 |
| 图 7: 欧元区制造业产能利用率与投资 .....                   | 11 |
| 图 8: 工业生产经历失去 10 年 .....                    | 11 |
| 图 9: 发达国家 2010 年 2 季度产能利用率 .....            | 11 |
| 图 10: 各国产能利用率历史趋势 .....                     | 11 |
| 图 11: 当前主要国家工业生产相当于 05 年初的比例 .....          | 11 |
| 图 12: 主要国家工业生产指数 (以 2005 年 1 月为 100%) ..... | 11 |
| 图 13: 财政收支与经济增速关系存在明显区别 .....               | 12 |
| 图 14: 欧元区主要经济体财赤占 GDP 比例 .....              | 13 |
| 图 15: 欧元区应付利息占 GDP 比重稳定 .....               | 13 |
| 图 16: 欧洲意愿就业人口与实际就业人口 .....                 | 14 |
| 图 17: 欧元兑美元汇率 .....                         | 15 |
| 图 18: 欧洲信贷紧缩仍在持续 .....                      | 15 |
| 图 19: 中国三大产业就业人口分布 .....                    | 16 |

## 摘要

### 1. “世界经济巡礼”系列专题研究的说明

在接下来的1-2个月之内，我们将完成“世界经济巡礼”系列专题，我们将系统地观察美国、欧洲、日本、印度、东南亚、韩国、台湾、拉美经济的（1）最新局面、（2）主要矛盾、（3）形成这些矛盾的历史原因、（4）政府应对策略、（5）经济演化前景、（6）对华现时经济的影响、（7）各地经济问题变化过程对中国经济转型的启示等七大问题。

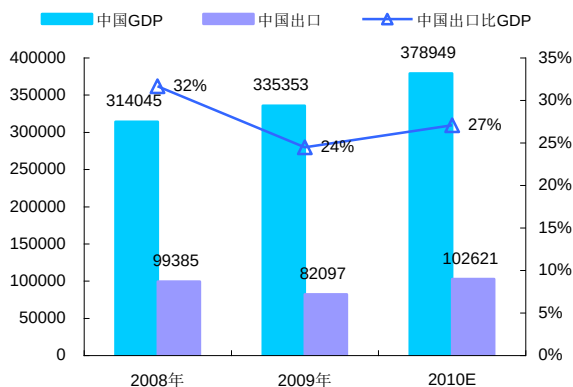
我们先从欧洲开始。我们深知，问题框架易理，但由于我们的团队未能持续置身其中，直接感受经济变化，上述问题的理清难度相当的大，而就上述问题给予投资者一个简短的综合判断就更加艰难了。由此，投资者必须清楚，我们的报告主要基于以下几个方面展开：（1）直接数据梳理、（2）IMF、世界银行、WTO、各地央行的定期经济报告、（3）专家交流，这些专家包括中立机构的欧洲问题研究专家、部分基金研究人员和本所的行业研究员。由此，我们的报告肯定属初步探索性的，在某种程度上甚至是学习性质的，投资者的意见反馈对于我们研究提升和纠偏具有非常重要的意义。

不管如何，我们依然珍视外围经济研究的重要性。

2008、2009、2010E 中国出口与 GDP 相比高达 32%、24%、30%，而同期各国出口占 GDP 比重平均为 20%、18%、19%，外贸对于中国经济的重要性依然很大，一笔货物在中国记出口，而在国外则记消费，是其 GDP 的有机组成部分，超越汇率、贸易政策，外围经济综合增速是左右中国出口增速的根本因素。离开外围经济形势分析，大量中国经济问题是无解的，中国出口若如市场一般猜测地那样由此一蹶不振，那么“反城市化”，乃至“反工业化”必将出现，中国最重要的经济进程面临中断，提振消费的就业根基也将受到极大挑战。另外，在经济信心和资本市场层面，我们可以看到外围经济的大量影响是瞬间或隔夜的，例如汇率、外盘期货对于 A 股资源板块的影响。置身局外的观察并非全是坏事，作为中国的研究人员，我们对于中国经济、各个行业的判断也时而感到彷徨和无绪，置身局外使得我们更加地纯粹地依赖数据的基本经济联系和历史规律探索，另外，当前经济信息的流动速度飞快，欧洲经济的新变化也并非全然无法观察。

图1：中国出口比GDP

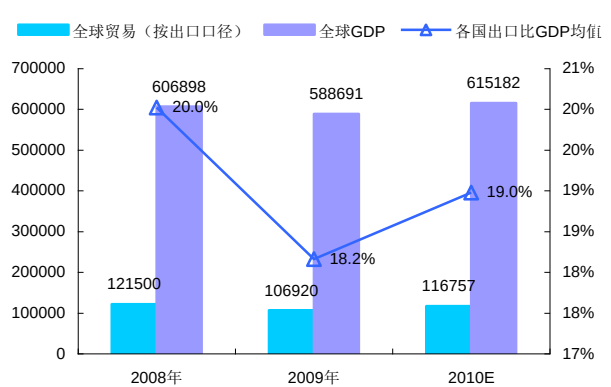
单位：亿元



数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

图2：全球平均出口比GDP

单位：亿美元



数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

## 2. 对欧元区经济的主要判断

1、增长速度全球最慢，2010 年、2011 年欧元区经济增长预计分别为 1%、1.5%。我们基本的研究结论是，欧元区经济的基本问题不在于市场普遍理解的需求萎靡，而在供给端的工业竞争力下降，当前欧洲工业生产、投资的恢复远慢于消费，大量原来的本地生产被进口所替代。

2、欧元区的终端需求并不像市场想象得那么地糟糕：欧元区私人消费已连续 4 个季度增长，当前季度私人消费已相当于危机前峰值的 99.4%，政府消费危机以来连续 8 个季度增长，当前已相当于危机前峰值的 106.7%，私人公共的消费加总较危机前峰值增加 283 亿欧元/季，或 1.4%。

3、系统看欧元区经济的前景，最重要的一点在于其总人口、意愿就业人口的持续增长，每年 150 万-200 万，这可能是欧洲消费表现相对坚挺的重要原因，也是本次研究之中令我们较为意外并倍加重视的一点。

一个经济，最黯淡的前景莫过于人口老化，总人口、意愿就业、实际就业人口同时下降（失业率可能也下降），而这并没有发生在欧元区身上。当前欧元区人口增长是出乎我们研究之前的意料的，由于从东欧、巴尔干和全球其他区域的移民一直保持较快增长，10 年来至今，欧元区人口一直维持了年均 0.5-0.6% 的增长，小幅高出中国的增速，更优于持续负增长的日本。由于地缘和语言上紧密联系，欧元区的衍生经济腹地一直较为广阔，这使得欧元区在某种程度类似于欧洲的珠三角、长三角和环渤海地区，分析欧元区经济时，发达经济体对周边落后地区的天然经济吸附力，以及由此产生的作用值得重视。

4、欧元区较大的问题在于本地经济竞争力下降。如前所述，欧元区季度总消费较危机前峰值增加 283 亿欧元/季，或 1.4%；但欧元区工业生产仅为危机前峰值的 85.4%，相当于 10 年前的水平，作为与工业生产指数相辅相成的指标，当前欧洲的产能利用率平均产能率只有 76%，距离危机前的 85% 的水平仍然较远。

产业竞争力下降的第一个含义在于，危机后欧元区需求的恢复主要靠进口满足，欧洲进口已经连续三个季度回升，最新季度环比增速高达 8.1%，5 月欧洲从中国进口更大幅增长 49.7%，累计值和当月值已均创出历史同期新高。

产业竞争力下降的还将影响消费需求对于本地投资的拉动，数据上看，欧元区的固定资本形成主要跟着欧元区的工业生产和产能利用率变动，在工业不振的情况下，投资需求的不振难以避免，至最新有数据的 2010 年第一季度，欧元区的投资连续 8 个季度负增长。毫无疑问，欧元区工业生产、产能利用率的双低迷是其投资连续负增长的重要因素。

5、由于产业竞争力下降，政府财政支出所带动的需求增长综合地外溢至国外，这加大了政策难度：政府希望刺激政策带动本地就业，刺激经济增长，增加财政收入，以此抵消政府增加支出所带来的赤字，而供给的外溢形成了欧元区失业率和投资的问题并未因其消费的坚挺而较快好转。这可能是欧元区财政赤字问题凸显出来的重要原因。

但是，即使如此，危机时分财政刺激政策的必要性仍然毋庸置疑，08 年之危机二战后罕见，欧美金融市场休克，大型金融机构岌岌可危，没有当时的救助政策，信心崩坏，经济下滑幅度可能更大，从而可能导致财政收入下滑幅度更大，这样，即使是从财政赤字的角度，不出政策不见得会比现在的境况更好。

相对于当前诸多一般性地讨论，我们需要更加全面地理解欧洲主权债务问题：对应企业的资产负债表、损益表和现金流量表，很多人将财政余额理解为政府的损益表，这是不对的，政府的财政收支应是应是一种现金流量表的概念，财政余额大约等于政府现金流量表的“经营净现金-利息支出”，因政府大量的资本性支出是财



政支出的直接构成部分，直接贡献财政赤字规模。这一误区的澄清非常重要，即财政问题不能光看赤字本身，更重要的是债务可持续性（借新还旧能否奏效）。

由于欧元区的单国政府哪怕是对国内民众的债务，其约束也是硬性的，市场担心这导致欧元区债务可持续性弱于其他地区，但是，欧元区整体对欧元区内民众仍属软性，只要经济政治向心力足够强，作为一个长期顺差的经济体（欠的都是自己钱），整体实现主权债务的可持续性并不是太大的问题，以上情况说明欧元区一致行动非常重要，过去一段时间的动荡，大约是达成一致行动的一种代价，现在，欧洲央行已经入市直接购买国债，希腊 50 亿欧元高收益率国债也获得市场超购 3 倍的追捧，欧债问题的担忧有望逐步缓解。

6、欧元区的出口也可能成为欧元区经济的正面因素，且这一点的持续性较强。其基本逻辑在于，欧元区的出口因应欧元区外经济增长速度而变，欧元区外的增长在未来数年均将显著高于欧元区本身，因而欧元区出口对其经济的影响将持续正面，这将是欧元区避免二次探底的重要基础。当前欧元区出口虽然距离危机前的峰值仍有 13% 的缺口，但也已连续增长了 3 个季度，相对于危机最低值已经增长了 12.4%。

7、近期欧元的大幅贬值对于提升欧元区经济竞争力具有积极作用。下阶段欧元区重要进口来源地——中国的货币升值对于欧元区困境的解决也具有重要意义。**这既是经济自我调节的重要方式，又将是欧元区政策继续追求的目标**，受此影响，欧洲工业、产能利用率、投资的恢复节奏将逐渐跟上其消费增长。

8、欧洲基准利率维持 1.25% 的历史最低位，而 M2 增速也降到了 1% 的历史最低位（过去 5 年平均 9%），这表明宽松货币政策的效果被银行体系货币创造的“不作为”全然抵消。这既与欧洲产能利用率、工业生产和投资低迷互为因果，又提示了欧洲当前私人消费的增长基本没有任何泡沫的成分，同时，不能有宽松货币政策必然导致通胀的臆断，在欧洲，**宽松货币政策至今仍然在艰难地应战商业银行体系自发的信贷紧缩**。

9、在财政政策受限、商业银行货币创造积极性不强的情况下，欧央行的宽松货币政策将延续更长时间，以低利率帮助欧洲国家缓解主权债务压力，并不断地刺激商业银行体系恢复造血功能，另外，由于 08 年金融危机导致救市创新措施依然可以随时动用，从金融方面出现第二波危机的可能性极小。未来欧洲将在**金融稳定、财政收紧和货币宽松**中维持缓慢复苏的趋势，这是我们观察到的诸多国际机构研究的难得共识。

10、总体上，欧元区经济低迷增长将持续至明年，欧元区连续 8 个季度的投资负增长从横向和纵向上比较均已属绝无仅有，按照当前速度，从 2011 年开始，产能利用率可能将提升至可以激发投资正增长的 80% 以上，但这段时间，恰逢欧元区财政收紧，另一块需求受压，因而投资支出的增加仅仅是抵消财政支出收缩对于总需求的负面影响，难以形成经济增速的加快。

11、受制于全球对其主权债务风险的关注和经济增速长期慢于其他区域，欧元汇率下跌之后的反弹将乏力，但进一步下跌的风险不大（因消费需求旺盛，主权债务风险有限）；由于拖累欧洲的不是终端消费需求本身，而是欧洲产业竞争力下降，因此，对下一步中国对欧洲的出口的预期不宜过分悲观，预计下半年增速因基数原因将从 1-5 月累计的 34.4% 水平下降，但全年仍有 20-25% 左右的水平。

12、欧元区问题可能离中国仍较远，中国并未具备高人均资本存量、高人均 GDP、高工资、高福利的特征，相关的通病尚无从谈起。

当前，对中国经济前景的多空两派观点，高度概括起来，悲观派不外基于经济在摆脱地产、出口依赖症的过程中大量矛盾显现，转型的成功概率不大，阵痛期可

能很长，这些观点无疑值得重视和警觉；然而，乐观派同样有其重要的支撑：中国尚有 3 亿的农业就业人口待转移，城市化、工业化空间巨大，中国人均收入不高且所处 3000 多美元的水平恰逢“罗斯托经济起飞理论”的加速期（注意罗斯托 1000 美元起飞理论为 1950 年代的美元价），经济不仅具备了进行财富积累、提高人均资本存量的能力，而且经济中，各类主体不管是企业还是个人，对于进一步改善当前状况的愿望和决心强烈。

欧洲经济大约彰显一个道理，“哀大莫过于心死”，当然欧洲之哀仅是其增长速度之哀，他们的经济已经高度发达，进一步增长的愿望和决心已经大大减弱，工作悠闲散漫，从一些交流中，我们了解到，一个去西班牙谈业务的中国人，因对方要去看斗牛，而会议延迟；一个意大利人因要开始其夏休，而将一次与中国人的会谈拖后一个半月。这在当前的中国几乎无法想象。

最后以一位基金客户的一篇博客文章结束本报告，这篇报告大概最能反应我们写完欧洲的报告反过来看中国的心境。（详见内文）。

## 欧元区经济：消费坚挺与产业竞争力下降的困局

### 一、欧元区经济最新局面

本轮危机中，欧元区经济从 08 年 2 季度至 09 年 2 季度经历了连续 5 个季度的负增长，随后有三个季度的复苏，幅度都较小，2010 年 Q1 经季调 GDP 规模仍较危机前峰值下降 2 % 左右。

在欧元区四大块需求中，私人消费权重最大，但波动性不大，危机前后的最大最小值差异 211 亿欧元/季，但幅度仅下滑 1.6%，且从 09 年中开始，已经有明显恢复迹象，2010 年 1 季度与危机前最大值差异为 33 亿欧元，下滑幅度缩减为 0.3%。

政府支出的凯恩斯主义色彩明显，政府消费支出危机后持续增加，2010 年 Q1 政府消费以及较危机前的最大值增加了 316 亿欧元/季或 7%，在其他需求悉数下滑的情况下，这有利于缓解经济剧烈下滑的压力，却加重了欧元区的主权债务问题。

固定资本投资的持续下滑是欧元区最大的问题，权重占 18.9%，但是下滑幅度很大，达 15%，且 2010 年 1 季度是危机后投资最少的季度，下滑趋势未见中止。最大最小差达到 770 亿欧元/季。以 2010 年 1 季度与危机前峰值对比，欧元区投资对经济下滑的贡献度达到-166%。

欧元区出口调整远早于整体经济，也是危机顶峰时期最严重的影响因素，当时的出口较危机前峰值跌去 23%，但是欧元区出口 09 年下半年同步于全球开始恢复，2010 年 Q1 的季度出口已相当于危机前的 87%，跌幅快速收窄至 13%。

表1：欧元区四大需求危机前后对比

单位：亿欧元/季

| 项目              | 总 GDP        | 私人消费         | 政府消费         | 固定资本形成        | 出口            |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 2010 年 Q1 值     | 22618        | 13025        | 5032         | 4274          | 3490          |
| 近年最大值           | 23080        | 13058        | 5032         | 5044          | 4014          |
| 最大值发生季度         | 08Q2         | 08Q3         | 08Q3         | 08Q1          | 08Q1          |
| 近年最小值           | 22332        | 12847        | 4716         | 4274          | 3104          |
| 最小值发生季度         | 09Q2         | 09Q1         | 08Q3         | 10Q1          | 09Q2          |
| 现值最大值差异         | -2.0%        | -0.3%        | 0.0%         | -15.3%        | -13.1%        |
| <b>最大最小值差异</b>  | <b>-3.2%</b> | <b>-1.6%</b> | <b>-6.3%</b> | <b>-15.3%</b> | <b>-22.7%</b> |
| <b>现值从最小值恢复</b> | <b>1.3%</b>  | <b>1.4%</b>  | <b>6.7%</b>  | <b>0.0%</b>   | <b>12.4%</b>  |
| 最大最小差           | -748         | -211         | -316         | -770          | -910          |
| 现值最大差           | -462         | -33          | 0            | -770          | -524          |

注：各指标最糟、最好的时刻不在同一季度发生

资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

### 二、欧元区经济的主要矛盾及其原因分析

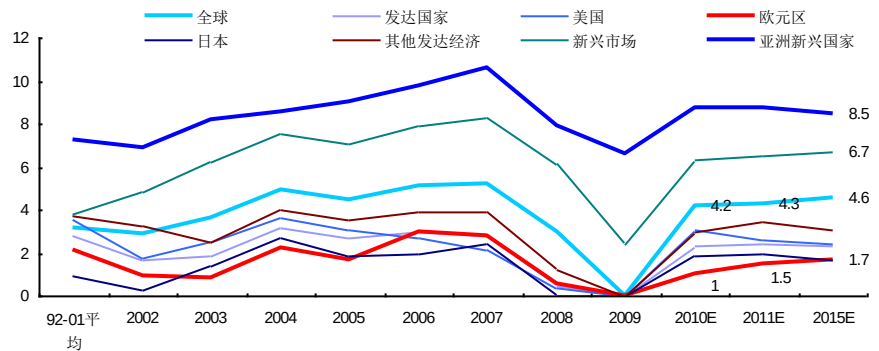
#### （1）经济增速全球最慢

欧洲增长速度全球最慢，2010 年、2011 年欧元区经济增长预计分别为 1%、1.5%。



图3: 全球主要区域经济增速对比

单位: %



资料来源: IMF, 国信证券经济研究所

欧元区经济增速的缓慢是一个已经发生多年并在未来的5年仍将持续的现象: 92-01年欧元区GDP平均增长2.1%, 02-09进一步下降到1.7%, 预计欧元区2010年经济增长仅为1%, 未来5年增速也仅在1-5-1.7%之间, 成为全球经济增长最慢的区域。

表2: 全球主要区域经济增长详细数据

单位: %

| 项目     | 1992-2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2015E |
|--------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 全球     | 3.2       | 2.9  | 3.6  | 4.9  | 4.5  | 5.1  | 5.2  | 3    | -0.6 | 4.2   | 4.3   | 4.6   |
| 发达国家   | 2.8       | 1.7  | 1.9  | 3.2  | 2.7  | 3    | 2.8  | 0.5  | -3.2 | 2.3   | 2.4   | 2.3   |
| 美国     | 3.5       | 1.8  | 2.5  | 3.6  | 3.1  | 2.7  | 2.1  | 0.4  | -2.4 | 3.1   | 2.6   | 2.4   |
| 欧元区    | 2.1       | 0.9  | 0.8  | 2.2  | 1.7  | 3    | 2.8  | 0.6  | -4.1 | 1     | 1.5   | 1.7   |
| 日本     | 0.9       | 0.3  | 1.4  | 2.7  | 1.9  | 2    | 2.4  | -1.2 | -5.2 | 1.9   | 2     | 1.7   |
| 其他发达经济 | 3.7       | 3.3  | 2.5  | 4    | 3.5  | 3.9  | 3.9  | 1.2  | -2.3 | 3     | 3.4   | 3.1   |
| 新兴市场   | 3.8       | 4.8  | 6.2  | 7.5  | 7.1  | 7.9  | 8.3  | 6.1  | 2.4  | 6.3   | 6.5   | 6.7   |
| 亚洲新兴国家 | 7.3       | 6.9  | 8.2  | 8.6  | 9    | 9.8  | 10.6 | 7.9  | 6.6  | 8.7   | 8.7   | 8.5   |

资料来源: IMF, 国信证券经济研究所

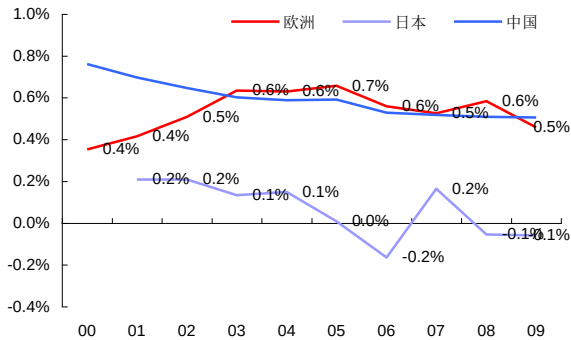
## (2) 人口因素支持消费坚挺

但是, 欧元区的终端需求并不像市场想象得那么地糟糕: 欧元区私人消费连续4个季度增长, 当前季度私人消费已相当于危机前峰值的99.4%, 政府消费危机以来一直在增长, 当前相当于危机前峰值的106.7%, 私人公共的消费加总较危机前峰值增加283亿欧元/季, 或1.4%。

系统看欧元区经济的前景, 最重要的一点在于其总人口、意愿就业人口的持续增长, 每年150万-200万, 这可能是欧洲消费表现相对坚挺的重要原因, 也是本次研究之中令我们较为意外并倍加重视的一点。

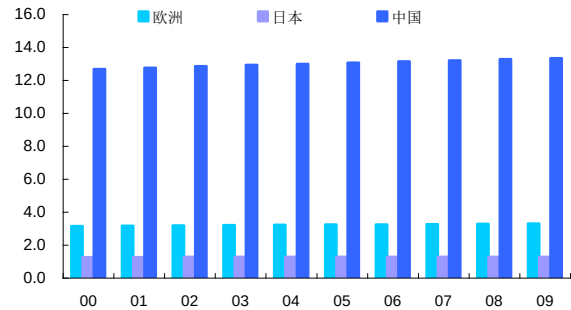
一个经济中, 最黯淡的前景莫过于人口老化, 总人口、意愿就业、实际就业人口同时下降(失业率可能也下降), 而这并没有发生在欧元区身上。当前欧元区人口增长是出乎我们研究之前的意料的, 由于从东欧、巴尔干和全球其他区域的移民一直保持较快增长, 欧元区人口10年来至今, 一直维持了年均0.5-0.6%的增长, 小幅高出中国的增速, 更优于持续负增长的日本。由于地缘和语言上紧密联系, 欧元区的衍生经济腹地一直较为广阔, 这使得欧元区在某种程度类似于欧洲的珠三角、长三角和环渤海地区。分析欧元区经济时, 发达经济体对周边落后地区的天然经济吸附力以及由此产生的作用值得重视。

图4：欧元区、日本、中国人口增速较快



数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

图5：欧元区、日本、中国人口规模比较 单位：亿人



数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

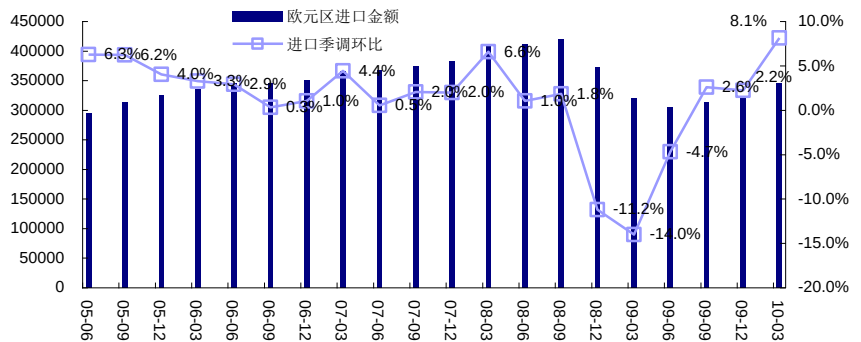
### (3) 产业竞争力下降导致投资持续下滑

欧元区较大的问题在于本地经济竞争力下降。如前所述，欧元区季度总消费较危机前峰值增加 283 亿欧元/季，或 1.4%；但欧元区工业生产仅为危机前峰值的 85.4%，相当于 10 年前的水平，作为与工业生产指数相辅相成的指标，当前欧洲的产能利用率平均产能率只有 76%，距离危机前的 85%的水平仍然较远。

产业竞争力下降的第一个含义在于，危机后欧元区需求的恢复主要靠进口满足，欧洲进口已经连续三个季度回升，最新季度环比增速高达 8.1%，5 月欧洲从中国进口更大幅增长 49.7%，累计值和当月值已均创出历史同期新高。

图6：欧元区进口连续3季度较快增长

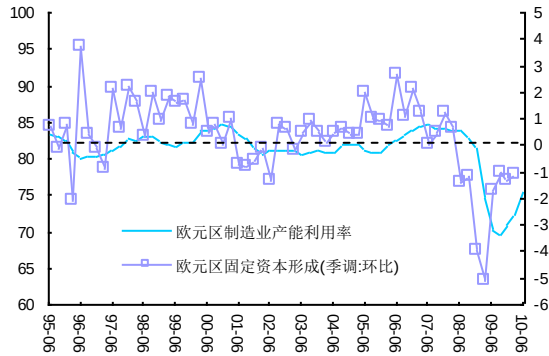
单位：百万欧元



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

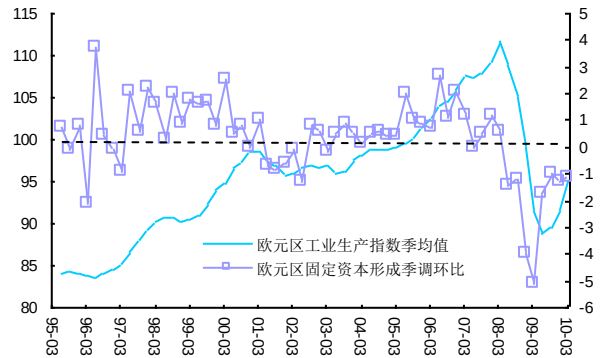
产业竞争力下降的还将影响消费需求对于本地投资的拉动，数据上看，欧元区的固定资本形成主要跟着欧元区的工业生产和产能利用率变动，在工业不振的情况下，投资需求的不振难以避免，至最新有数据的 2010 年第一季度，欧元区的投资连续 8 个季度负增长。毫无疑问，欧元区工业生产、产能利用率的双低迷是其投资连续负增长的重要因素。

图7: 欧元区制造业产能利用率与投资 单位: %



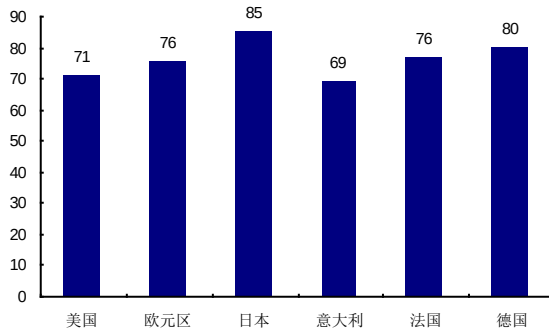
数据来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图8: 工业生产经历失去10年 单位: 左轴指数, %



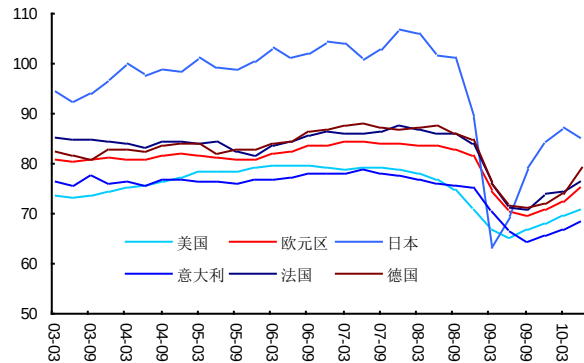
数据来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图9: 发达国家2010年2季度产能利用率 单位: %



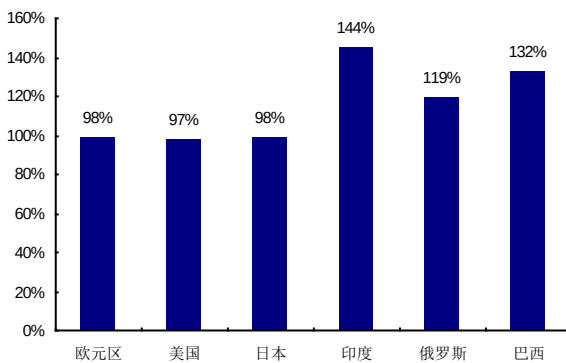
数据来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图10: 各国产能利用率历史趋势 单位: %



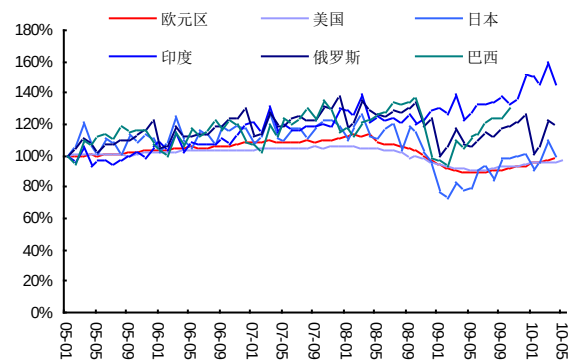
数据来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图11: 当前主要国家工业生产相当于05年初的比例



数据来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图12: 主要国家工业生产指数（以2005年1月为100%）



数据来源: CEIC, 国信证券经济研究所

#### （4）更加全面地看待欧元区主权债务问题

产业竞争力下降的影响还在于，欧元区财政支出所带动的需求增长综合地外溢至国外，这加大了政策难度：政府希望刺激政策带动本地就业，刺激经济增长，增

加财政收入，以此抵消政府增加支出所带来的赤字，而供给的外溢形成了欧元区失业率和投资的问题并未因其消费的坚挺而较快好转。这可能是欧元区财政赤字问题凸显出来的重要原因。

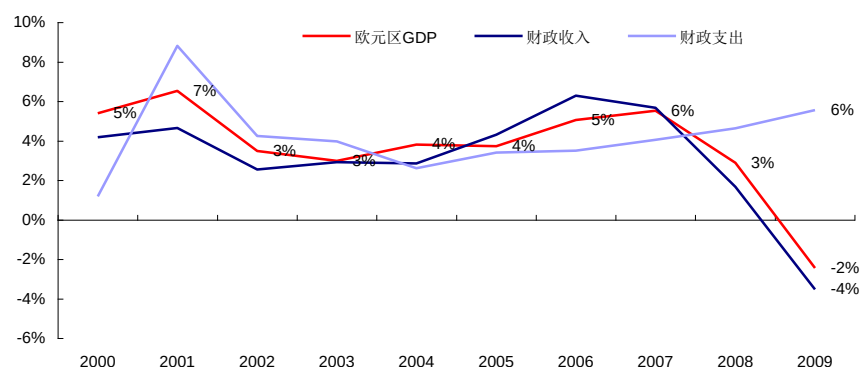
即使如此，危机时分财政刺激政策的必要性仍然毋庸置疑，08 年之危机二战后罕见，欧美金融市场休克，大型金融机构岌岌可危，没有当时的救助政策，信心崩坏，经济下滑幅度可能更大，从而可能导致财政收入下滑幅度更大，这样，即使是从财政赤字的角度，不出政策不见得会比现在的境况更好。

相对于当前诸多一般性地讨论，我们需要更加全面地理解欧洲主权债务问题：对应企业的资产负债表、损益表和现金流量表，很多人将财政余额理解为政府的损益表，这是不对的，政府的财政收支应是应是一种现金流量表的概念，财政余额大约等于政府现金流量表的“经营净现金-利息支出”，因政府大量的资本性支出是财政支出的直接构成部分，直接贡献财政赤字规模。这一误区的澄清非常重要，即财政问题不能光看赤字本身，更重要的是债务可持续性（借新还旧能否奏效）。

由于欧元区的单国政府哪怕是对国内民众的债务，其约束也是硬性的，市场担心这导致欧元区债务可持续性弱于其他地区，但是，欧元区整体对欧元区内民众仍属软性，只要经济政治向心力足够强，作为一个长期顺差的经济体（欠的都是自己钱），整体实现主权债务的可持续性并不是太大的问题，以上情况说明欧元区一致行动非常重要，过去一段时间的动荡，大约是一致行动的一种代价，现在欧洲央行已经入市直接购买国债，希腊 50 亿欧元高收益率国债也获得市场超购 3 倍的追捧。欧债问题的担忧有望逐步缓解。

另外，财政赤字应是周期性赤字与结构性赤字之和，结构性赤字指财政赤字在经济周期在中值阶段的规模，而周期性赤字等于总赤字减去结构性赤字，一般在经济衰退期增大赤字，而在经济扩张期表现为对结构性赤字的减少。从历史数据看，欧元区的结构性赤字大约在 2.5%-3% 之间，并未失控，2009 年 6.3% 的赤字规模约一半是周期性赤字，在经济结束负增长之后，该部分有望减少——尽管速度可能会很慢。另外，欧央行的低利率政策也使得主权债务规模增加，但主权应付利息却在减少，这也是有利问题解决的积极方面。

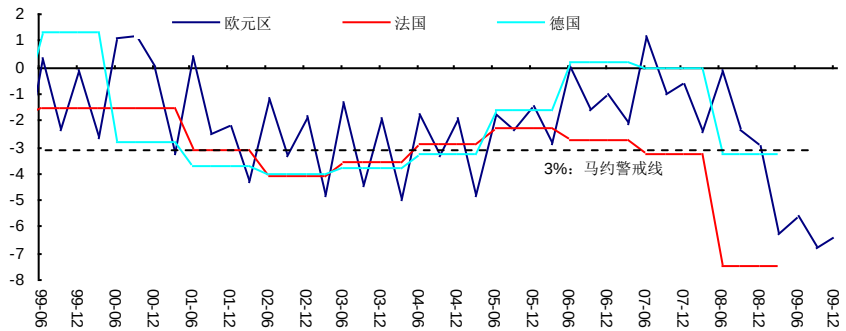
图13：财政收支与经济增长关系存在明显区别



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图14: 欧元区主要经济体财赤占GDP比例

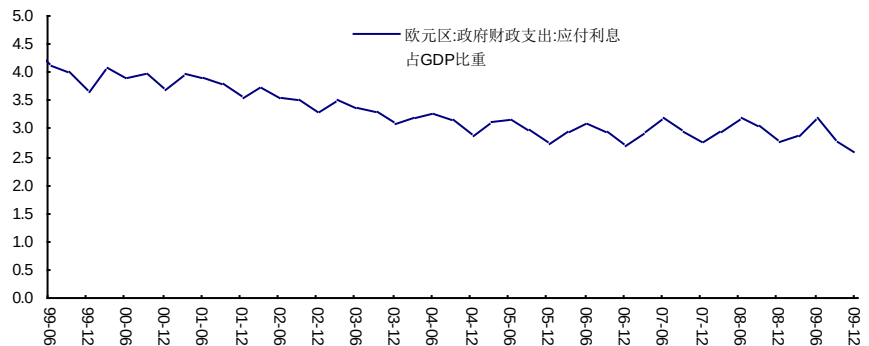
单位: %



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图15: 欧元区应付利息占GDP比重稳定

单位: %



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

### (5) 出口将是欧洲经济的持续正面因素

新的研究表明以净出口衡量出口在总需求中的作用有明显低估之嫌, 如进、出口均为 0, 以及进、出口均为 1 万亿美元, 后者蕴含着极大量的重要经济活动, 是工资、税收、利润、折旧回收等增加值产生的基础, 而前者则不会与四大增加值指标产生联系。为此, 尽管两种场景的净出口均表现为 0, 但其经济含义差异极大。

GDP=消费+投资+净出口(出口直接减去进口)的核算存在着很大的问题, 原因在于, 进口产品在国内分为三个用途, 一个是直接用于国内消费, 二是用于国内投资, 三是用于出口产品的生产。真正的“净出口”应该是“出口”减去“进口产品中用于出口生产的部分”(X-Mx), 由此, 大多数时期, 真正的“净出口”与出口总额之间比例关系应该非常稳定, 这类似一种投入产出或工业生产的增加值比例关系。(见公式 2)

$$GDP = C + I + X - M \quad (1) \quad C \text{ 消费, } I \text{ 投资, } X \text{ 出口, } M \text{ 进口。}$$

$GDP = C - C_m + I - I_m + X - X_m \quad (2)$   $C_m$  指进口产品用于国内消费部分,  $I_m$  指进口产品用于国内投资部分,  $X_m$  指进口产品用于出口生产部分。其中,

$$M = C_m + I_m + X_m \quad (3)$$

基于以上原理, 我们应该在经济分析中, 与消费和投资更加可比的口径是总出口的变化, 不宜将关注的焦点放在贸易余额上, 最简单的道理是, 总出口多了等于生意做大, 相应的增加值(利税工资等)就多, 这无疑最具决定性意义。

由此, 我们可以看出, 欧元区的外贸在总需求中扮演的作用也很重要, 其权



重相当于政府消费的 69%、以及固定资本形成总额的 82%。以总出口衡量的外贸对需求的影响表明，外贸是危机最早的信号，也是危机谷底时最重要的导因。出口下滑始于 08Q1，下滑过程中，离危机前最大季度出口值的降幅为 23%。

对于出口下一步的前景，我们认同 IMF4 月份公布《全球经济展望（WEO）》的观点（见图），出口将是未来欧洲经济中少有的较确定的稳定因素，逻辑很简单，欧元区内部需求当前面临较多的挑战，欧元区外经济综合增长快于欧元区是大概率事件，因此即使不考虑欧元贬值对其竞争力的短期提振作用，欧元区出口目的地国家的经济增速将快于欧元区本身，出口由此将持续成为欧元区经济重要的正面力量。

### （6）欧元区意愿就业人口仍在增长，失业人口再就业是增长的希望所在

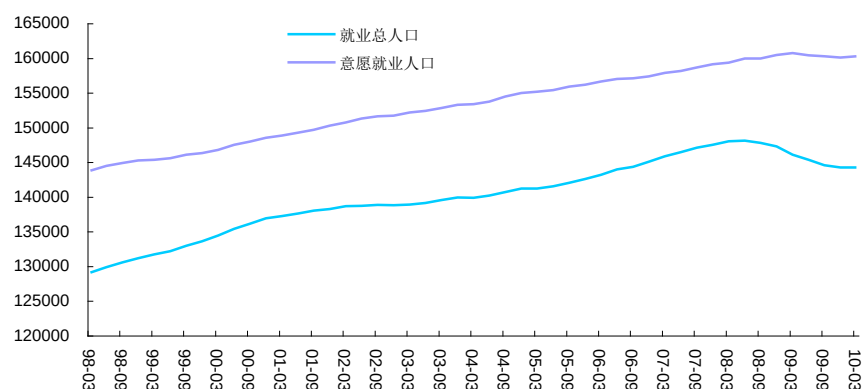
失业率高企与老龄化既有相同又有重要区别，两个现象均对就业人口总数产生压力，从而影响经济增速，但老龄化问题相对长期，失业率高企则应归为经济周期现象，老龄化导致“应就业人口”减少，从而“意愿就业人口”减少，而失业率是意愿就业人口中失业人口的比率，在某些条件下（如需求稳定），意愿就业人口减少可降低失业率，由此，失业率本质上不应是与老龄化关系太大的指标，其主要影响因素在各种经济制度的安排。

我们认为，老龄化对于欧洲经济的影响将有如下顺序，首先，老龄化将通过经济预期更早地抑制投资，接着，老龄化减少意愿就业总人口，而老龄化对消费的影响又慢于就业，欧洲的消费需求出问题可能需要等待其老龄化导致其总人口的较快下降，当前欧元区 16 国人口 3.3 亿，连续 10 年来在 110 万-200 万之间增长。

与市场普遍观点相反，我们认为，劳动力因素未来可能构成欧洲经济一次中期复苏的重要支撑，这是因为随着人口的增长，欧洲意愿就业人口一直处于长期增加的趋势中，当前约 1.61 亿人，而欧洲当前就业总人口约 1.48 亿人，比危机前峰值减少了 400 多万，这些数据证明，当前欧洲劳动力的减少具有明显的经济周期特征，不能将此与老龄化扯在一起。就业人口的失业以及新意愿就业人口的增加，使得欧洲当前失业人口 1600 万或 10%，按照其 7% 左右的长期结构性失业人口计算，未来将有 480 万人重新找到工作。这部分失业人口的再就业可能是推动一次中期复苏的重要力量。

图16: 欧洲意愿就业人口与实际就业人口

单位: 千人



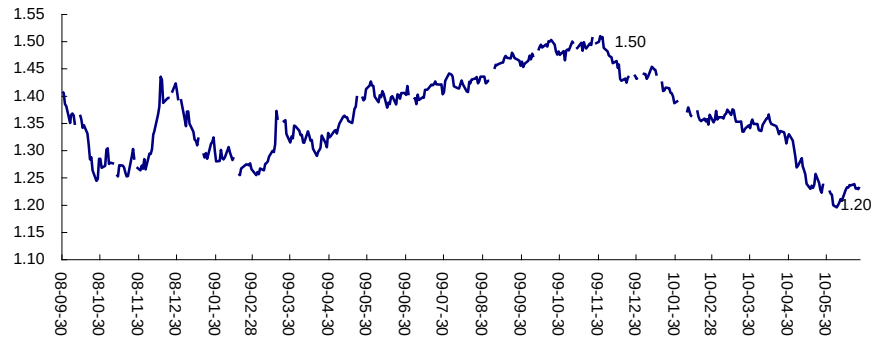
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

### 三、政府应对策略

## （1）欧元贬值既是经济自我调节又是政策继续追求的目标

近期欧元的大幅贬值对于提升欧洲经济竞争力具有积极作用，而这恰恰是欧元区问题当前最大的症结所在。下阶段欧洲重要进口来源地——中国的货币升值对于欧元区困境的解决也具有重要意义。这既是经济自我调节的重要方式，又将是欧元区政策继续追求的目标，受此影响，欧洲工业、产能利用率、投资的恢复节奏将逐渐跟上其消费增长。

图17：欧元兑美元汇率



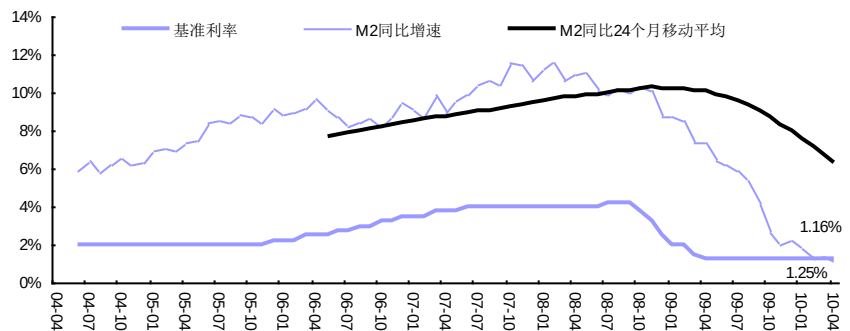
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

## （2）财政开始收紧、宽松货币维持更长时间已成必然

欧洲基准利率维持 1.25% 的历史最低位，而 M2 增速也降至了 1% 的历史最低位（过去 5 年平均 9%），这表明宽松货币政策的效果被银行体系货币创造的“不作为”全然抵消。这既与欧洲产能利用率、工业生产和投资低迷互为因果，又提示了欧洲当前私人消费的增长基本没有任何泡沫的成分，同时，不能有宽松货币政策必然导致通胀的臆断，在欧洲，宽松货币政策至今仍然在艰难地应战商业银行体系自发的信贷紧缩。

在财政政策受限、商业银行货币创造积极性不强的情况下，欧央行的宽松货币政策将延续更长时间，以低利率帮助欧洲国家缓解主权债务压力，并不断地刺激商业银行体系恢复造血功能，另外，由于 08 年金融危机导致救市创新措施依然可以随时动用，从金融方面出现第二波危机的可能性极小。未来欧洲将在金融稳定、财政收紧和货币宽松中维持缓慢复苏的趋势，这是我们观察到的诸多国际机构研究的难得共识。

图18：欧洲信贷紧缩仍在持续



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

#### 四、欧元区经济前景判断

总体上，欧元区经济低速增长将持续，欧元区连续 8 个季度的投资负增长从横向和纵向上比较均已属绝无仅有，按照当前速度，从 2011 年开始，产能利用率可能将提升至可以激发投资正增长的 80% 以上，但这段时间，恰逢财政收紧，另一块需求受压，因而投资支出的增加仅仅是抵消财政支出收缩对于总需求的负面影响。1%-2% 的经济增速可能将维持很长一段时间。由此，未来经济既不会二次探底，经济增速加快的可能性也较低。

#### 五、对中国现时经济的影响

汇率：受制于全球对其主权债务风险的关注和经济增速长期慢于其他区域，欧元汇率下跌之后的反弹将乏力，但进一步下跌的风险不大，因消费需求旺盛，主权债务扩散的风险有限。

出口：由于拖累欧元区的不是终端消费需求本身，而是欧元区产业竞争力下降，因此，对下一步中国对欧元区的出口的预期不宜过分悲观，预计下半年增速因基数原因将从 1-5 月累计的 34.4% 水平下降，但环比稳定，全年仍有 20-25% 左右的增长水平。

通胀：欧元区经济的低速增速将减少欧元区对于全球资源供给的争夺，欧元区在全球经济中份额巨大，欧元区低迷是考虑全球通胀形势时必须考虑的重要因素。

#### 六、对中国经济转型的启示

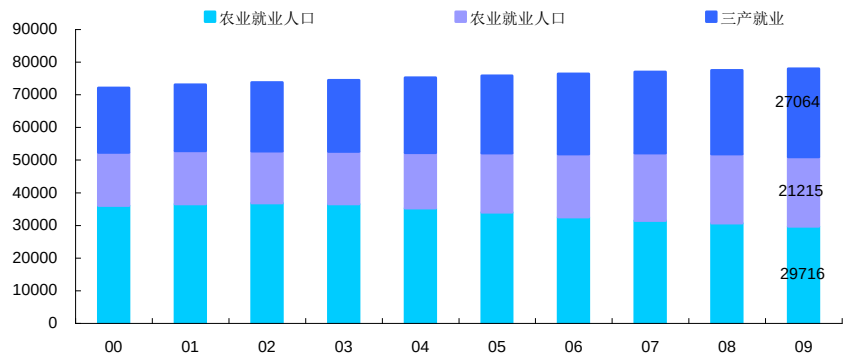
欧元区问题可能离中国仍较远，中国并未具备高人均资本存量、高人均 GDP、高工资、高福利的特征，相关的通病尚无从谈起。

当前，对中国经济前景的多空两派观点，高度概括起来，悲观派不外基于经济在摆脱地产、出口依赖症的过程中大量矛盾显现，转型的成功概率不大，阵痛期可能很长，这些观点无疑值得重视和警觉；

然而乐观派同样有其重要的支撑：中国尚有 3 亿的农业就业人口待转移，城市化、工业化空间巨大，中国人均收入不高且所处 3000 多美元的水平恰逢“罗斯托经济起飞理论”的加速期（注意罗斯托 1000 美元起飞理论为 1950 年代的美元价），经济不仅具备了进行财富积累能力，人均资本存量逐步提高，而且经济中，不管是企业还是个人，各类经济主体对于进一步改善当前状况的愿望和决心强烈。

图19：中国三大产业就业人口分布

单位：万人



资料来源：社保部，国信证券经济研究所

欧洲经济大约彰显一个道理，“哀大莫过于心死”，当然欧洲之哀仅是其增长速度之哀，他们的经济已经高度发达，进一步增长的愿望和决心已经大大减弱，工作

悠闲散漫，一个去西班牙谈业务的中国人，因对方要去看斗牛，而会议延迟；一个意大利人因要开始其夏休，而将一次与中国人的会谈拖后一个半月。这在当前的中国几乎无法想象。

最后以一位基金客户的一篇博客文章结束本报告，这篇报告大概最能反应我们写完欧洲的报告反过来看中国的心境。

“去世博园的感受：第一是拥挤，到处是人群，排长队；第二是赶，走马观花地看一个馆然后忙不迭地冲向另一个馆，从一个队伍到另一个队伍，偶见外国人在队伍里欣赏而景致而脚步较慢，马上有人抱怨并越之而过。即便是本地人，由于不能像日本老太太那样砸出 80 万的预算来，所以只要一次尽量多看几个馆；第三是秩序和环境不好，不断有人插队，维持秩序者早已疲而怠，于是观众之中不时口角乃至动手，有人不讲公共卫生，世博园里垃圾遍地，公共资源例如厕所和长凳使用状况也很糟糕。

世博仿佛就是中国经济增长状态的一个寓言秀：首先，人非常多，而资源有限，所以竞争极其激烈；其次，人既已多，且还极其积极主动，大家都在拼力追求收益，部分因为的确还穷、欲望满足的程度还低，部分则是因为文化，勤劳节俭忍耐；第三，人既已多，且极其积极主动，又且非常聪明且规则约束力不够。于是秩序不免局部混乱不断，而公共利益和环境被牺牲。即便有大批维持秩序、收拾残局者，亦顾此失彼乃至消极退让。

看了世博会，你就知道中国经济成长的动力何在：一个拥有这么多的、大多是不富裕而渴望富裕的、如此勤劳聪明活跃的人的国家，要想让它的增长慢下来，若非有绝大的压抑，其实是很难的。你只要给他一条缝隙，他就会顽强地成长。我隐约记得在那里看到过，其实在“那黑暗的解放前”，在大规模战争期间，中国的 GDP 增长率也可以维持在 4%-5%。

看了世博会，你就会知道中国的挑战何在：人口太多、资源不足、素质不高、规则文化缺乏。所有这些，都不是在短期内可以改变的，但都是在长期内可以改变的。从长期的观点看，中国各方面都在进步，中国的整体治理思路和政策方向是对头的，尽管从短期看，所有的进步都不明显，似乎停滞了。

230 多年前，亚当斯密在《国富论》中写道：比较一个国家的进步与否，需要放在足够长的时间纬度上。比如，在英国的查理王朝时期，经历了伦敦几乎毁于大火、大规模瘟疫、四次英法战争、两次内部叛乱，国家财政几乎破产。如果从当时生活的人来看，这个时代无疑是艰难困苦、前景迷茫的。但是事后来，查理王朝时期却是英国历史上（截至到斯密的年代）最为富裕、强大、进步的时期。具有划时代意义的、写下君主立宪制之最早一笔的《大宪章》就是在这个时期颁布的。

二战后的美国经历了失败的越战、嬉皮士运动、两次石油危机、数次核大战危险、总统遇刺或者几乎被弹劾、反复的经济衰退。生活其中的人可能看不出这个时代有何精彩。但是事实是，美国这个时期在各方面都有巨大的发展，并先后在政治、经济上战胜了苏联、日本、欧盟的挑战，成为全球霸主。这个时期成为了美国历史上最足以自傲的时代。在巴菲特 60 年的投资生涯中，最成功的一点，就是不被眼前的社会、经济波折所惑，坚持长期投资，最终享受了美国的壮大。

作为投资者，区分经济的短期波动和长期趋势，至关重要。这两者具有非常不同的分析要素和逻辑框架。短期内极其重要的东西，长期内影响力几乎为零，典型的就是货币政策；长期内极其重要的东西，短期内几乎可以视而不见，典型的就人力资本和社会制度的滴水穿石式的进步。在 2008 年大熊市使得市场对于中国的增长、转型前景极其悲观的时候，我就反复强调过一个观念：短期的问题在短期框架内分析，长期的问题在长期框架内分析。市场经常犯的错误的，就是把短期问题长期化——比如在景气高点喊出“黄金十年”，以及把长期问题短期化——

一比如对短期转型成果不彰的悲观。这背后，其实都是情绪使然。价值投资者的一大任务，就是要使自己免疫于这种情绪，同时发掘和利用这种情绪影响下的错误定价。

对于短期内中国经济的走势，我坚持“短期波动”的看法，即政策退出操作不够平滑带来大波动后均衡过程中的减幅波动。1-5 月份是政策出台密集期，6-9 月估计是政策效果体现的高峰期，四季度则是政策冲击力度衰减、经济自发动能再度体现的恢复期。从绝对意义上讲，这个波动阶段既有长期结构转型的影响成分，又有周期性运动的成分，又有非周期性波动的成分。但是从影响力的大小看，这个波动阶段主要是非周期性的波动。

对于中期中国经济的走势，我坚持“高增长转型可期”的看法。我尊重并珍视对政府抱怨、批评的声音，所谓“不满是向上的车轮”，这些声音是推动政府改进、推动社会进步的不可或缺要素。但是我同时相信，中国的政策、政府是在进步的，未来是会继续进步的，因为这符合政府自身的利益，符合政治的逻辑，是大势所趋。

目前，市场对于中长期前景、对于转型的前景，但有越多、悲观越多，就越好。这意味着市场给出了具有战略性投资价值的报价。只不过从短期而言，有可能还会有更好的报价。所以，基本的决心是强力买入，战术立场是耐心关注短期的经济指标、政策、技术面以寻找最佳买入时机。”

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间    |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

## 免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。



**国信证券经济研究所研究团队(含联系人)**

|                 |                |              |                |              |                |
|-----------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| <b>宏观</b>       |                | <b>策略</b>    |                | <b>交通运输</b>  |                |
| 周炳林             | 0755-82130638  | 黄学军          | 021-60933142   | 郑武           | 0755- 82130422 |
| 林松立             | 010-66026312   | 崔嵘           | 021-60933159   | 陈建生          | 0755- 82133766 |
|                 |                | 廖喆           | 021-60933162   | 岳鑫           | 0755- 82133766 |
|                 |                |              |                | 高健           | 0755-82130678  |
| <b>银行</b>       |                | <b>房地产</b>   |                | <b>机械</b>    |                |
| 邱志承             | 021- 60875167  | 方焱           | 0755-82130648  | 余爱斌          | 0755-82133400  |
| 黄飙              | 0755-82133476  | 区瑞明          | 0755-82130678  | 黄海培          | 021-60933150   |
| 谈焱              | 010- 66025229  | 黄道立          | 0755- 82133397 | 陈玲           | 0755-82130646  |
|                 |                |              |                | 杨森           | 0755-82133343  |
|                 |                |              |                | 李筱筠          | 010-66026326   |
| <b>汽车及零配件</b>   |                | <b>钢铁</b>    |                | <b>商业贸易</b>  |                |
| 李君              | 021-60933156   | 郑东           | 010- 66026308  | 孙菲菲          | 0755-82133400  |
| 左涛              | 021-60933164   | 秦波           | 010-66026317   | 吴美玉          | 010-66026319   |
|                 |                |              |                | 祝彬           | 0755-82131528  |
| <b>基础化工</b>     |                | <b>医药</b>    |                | <b>石油与石化</b> |                |
| 张栋梁             | 0755-82130532  | 贺平鸽          | 0755-82133396  | 李晨           | 021-60875160   |
| 陈爱华             | 0755-82133397  | 丁丹           | 0755- 82139908 | 严蓓娜          | 021-60933165   |
| 邱斌              | 0755-82130532  | 陈栋           | 021-60933147   |              |                |
| <b>电力设备与新能源</b> |                | <b>传媒</b>    |                | <b>有色金属</b>  |                |
| 皮家银             | 021-60933160   | 陈财茂          | 021-60933163   | 彭波           | 0755-82133909  |
|                 |                |              |                | 谢鸿鹤          | 0755-82130646  |
| <b>电力与公用事业</b>  |                | <b>非银行金融</b> |                | <b>通信</b>    |                |
| 徐颖真             | 021-60875162   | 邵子钦          | 0755- 82130468 | 严平           | 021-60875165   |
| 谢达成             | 021-60933161   | 田良           | 0755-82130513  | 程峰           | 021-60933167   |
|                 |                | 童成敦          | 0755-82130513  |              |                |
| <b>造纸</b>       |                | <b>家电</b>    |                | <b>计算机</b>   |                |
| 李世新             | 0755-82130565  | 王念春          | 0755-82130407  | 段迎晟          | 0755- 82130761 |
| 邵达              | 0755-82132098  |              |                |              |                |
| <b>电子元器件</b>    |                | <b>纺织服装</b>  |                | <b>农业</b>    |                |
| 段迎晟             | 0755- 82130761 | 方军平          | 021-60933158   | 张如           | 021-60933151   |
| 高耀华             |                |              |                |              |                |
| <b>旅游</b>       |                | <b>食品饮料</b>  |                | <b>建材</b>    |                |
| 廖绪发             | 021-60875168   | 黄茂           | 0755-82138922  | 杨昕           | 021-60933168   |
| 刘智景             | 021-60933148   |              |                |              |                |
| <b>煤炭</b>       |                | <b>建筑</b>    |                | <b>固定收益</b>  |                |
| 李然              | 010-66026322   | 邱波           | 0755-82133390  | 李怀定          | 021-60933152   |
| 陈健              | 010-66022025   | 李遵庆          | 0755-82130532  | 高宇           | 0755- 82130876 |
| 苏绍许             | 021-60933144   |              |                | 侯慧娣          | 021-60875161   |
|                 |                |              |                | 张旭           | 010-66026340   |
|                 |                |              |                | 蔺晓熠          | 021-60933146   |
|                 |                |              |                | 刘子宁          | 021-60933145   |
| <b>指数与产品设计</b>  |                | <b>投资基金</b>  |                | <b>量化投资</b>  |                |
| 焦健              | 0755-82133928  | 杨涛           | 0755-82133339  | 葛新元          | 0755-82133332  |
| 王军清             | 0755-82133297  | 彭怡萍          | 0755-82133528  | 董艺婷          | 021-60933155   |
| 彭甘霖             | 0755-82133259  | 刘舒宇          | 0755-82133568  | 林晓明          | 021-60933154   |
| 阳瑾              | 0755-82133538  | 康亢           | 010-66026337   | 赵斯尘          | 021-60875174   |
| 周琦              | 0755-82133568  |              |                | 程景佳          | 021-60933166   |
| 赵学昂             | 0755-66025232  |              |                |              |                |
| <b>交易策略</b>     |                |              |                |              |                |
| 戴军              | 0755-82133129  |              |                |              |                |
| 秦国文             | 0755-82133528  |              |                |              |                |
| 徐左乾             | 0755-82133090  |              |                |              |                |
| 黄志文             | 0755-82133928  |              |                |              |                |

**国信证券机构销售团队**

| 华北区（机构销售一部） |                                                       | 华东区（机构销售二部） |                                                      | 华南区（机构销售三部） |                                                        |
|-------------|-------------------------------------------------------|-------------|------------------------------------------------------|-------------|--------------------------------------------------------|
| 王立法         | 010-66026352<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn | 万成水         | 0755-82133147<br>13923406013<br>wancs@guosen.com.cn    |
| 王晓建         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   | 马小丹         | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn    | 魏 宁         | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |
| 焦 骥         | 010-66026343<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn | 郑 毅         | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |
| 李 锐         | 010-66025249<br>13691229417<br>lirui2@guosen.com.cn   | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn | 林 莉         | 0755-82133197<br>13824397011<br>linli2@guosen.com.cn   |
| 徐文琪         | 010-66026341<br>13811271758<br>xuwq@guosen.com.cn     | 刘 塑         | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn   | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn |
|             |                                                       | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn    | 甘 墨         | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com.cn    |
|             |                                                       | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn  | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |
|             |                                                       |             |                                                      | 黎 敏         | 0755-82130681<br>13902482885<br>limin1@guosen.com.cn   |
|             |                                                       |             |                                                      | 徐 冉         | 13632580795<br>xuran1@guosen.com.cn                    |