

深度报告

2010 年 12 月 30 日

2011 年海外经济的八大焦点问题

祝愿所有投资者在新的一年里身体健康、万事如意！

在本研究报告中，我们无法逐一枚举 2011 年海外经济可能发生的各项变化，而是挑选出了我们认为最可能影响资本市场运行的八大焦点问题，并基于我们的分析判断给予解答，供各位投资者参考。

美国经济将在 2011 年下半年加速复苏。2011 年下半年房地产去库存会进入尾声阶段，此时将是美国经济加速复苏的起点。消费增速在 2011 年下半年有所上升的可能性较大，会推动 GDP 增长率略微加快至 3%左右的水平。

美国失业率仍然居高不下，会维持在 9%以上的水平。一方面，复苏后劳动参与率可能会反弹，不愿就业的人群重返劳动力市场加剧就业压力。另一方面，美国经济复苏速度未能显著超过潜在 GDP 水平，根据奥肯定律，这就难以降低失业率。

美国房地产低迷趋势在 2011 年会逐渐改观。房地产可供销售月数降至历史正常水平还需要时间。在明年下半年房地产去库存化会进入尾声，这时房地产市场会出现自发性的改善，房地产投资的增速也会加快。

美联储第二轮量化宽松仅有部分效果，推出第三轮的概率很小。近期美国国债收益率水平明显上扬，与美联储预期相反。第二轮量化宽松仅在提升物价水平方面会有明显效果，目前通胀预期已经向历史正常水平回归。前期效果不彰以及通胀向正常水平回归都将降低第三轮量化宽松的出台概率。

欧元区各国经济增速在 2011 年仍将呈现分化。德国和法国的经济总量之和占了欧元区的一半，它们将继续扮演“火车头”的角色，而一些边缘国家的经济还是会受到财政紧缩的困扰，经济增速较慢，例如希腊和葡萄牙。由于边缘国占欧元区经济比重小，欧元区经济在德法等主要国家推动下，2011 年 GDP 增长率将接近 2%。

第二轮欧洲债务危机的可能性较小。葡萄牙出问题的可能性较大，但其经济规模小。西班牙当前的财政、银行体系和经济增长状况能在很大程度上避免大规模危机的发生。欧洲边缘国家的债务问题会时不时地令市场避险情绪略有上升，但其造成的负面影响远不会如希腊债务危机时那么大。

美元明年会处于贬值通道中，有四大证据。第一，美国欧元区货币政策迥异，与美联储执行第二轮量化宽松不同，欧洲央行在考虑的是通胀上行风险和明年何时推出非正常货币政策。第二，从明年美欧经济增速来看，欧元区经济增速的相对表现至少和美国持平。第三，美国经济二次探底的风险下降和欧债危机影响渐渐消退，避险情绪得到控制也不会推升美元。第四，美国经常项目逆差并没有改观。

大宗商品价格指数还能再创新高，但内部会出现分化。基于全球经济复苏持续和许多大宗商品供需紧张，大宗商品价格还能上升。然而，普遍上涨的时代过去了，因为一些商品在前期上涨后的产能扩张较快，导致 2011 年的供求关系不紧张。

相关研究

美联储量化宽松、美国中期选举与美元走势

2010 年 11 月 4 日

美联储即将推出第二轮量化宽松的货币政策

2010 年 10 月 12 日

美联储进一步宽松的货币政策渐行渐近

2010 年 9 月 27 日

对美联储 8 月份 FOMC 会议纪要的解读与评论

2010 年 9 月 1 日

对 8 月 27 日伯南克“经济形势和货币政策”讲话的解读与评论

2010 年 8 月 30 日

宏观经济高级分析师
SAC S0850203100099
李明亮
021-2321 9434
lml@htsec.com

联系人
高远
gaoy@htsec.com

目 录

1. 美国经济复苏会加速吗？	3
2. 美国失业率会降至 9%以下吗？	4
3. 美国房地产市场还会持续低迷吗？	5
4. 第二轮量化宽松效果如何，会有第三轮吗？	6
5. 欧元区经济复苏的前景如何？	7
6. 欧洲会发生第二轮债务危机吗？	8
7. 美元指数：反弹还是走软？	9
8. 大宗商品价格还能再创新高吗？	10

图 目 录

图 1 家庭持有的房地产价值（十亿美元）	3
图 2 劳动参与率（%）	5
图 3 劳动人口比率（%）	5
图 4 新屋和成屋的可供销售月数还在正常水平之上	5
图 5 美国 10 年期国债收益率与通胀预期（%）	6
图 6 欧元区各国在 2010 年和 2011 年的经济增长率（%）	7
图 7 德国、法国及边缘国家 GDP 占欧元区 GDP 的比重（%）	7
图 8 德国、法国及边缘国家 2011 年融资需求占 GDP 的比重（%）	8
图 9 美国和欧洲的经济先行指数（%）	9
图 10 CRB 大宗商品价格指数（1968 - 1982）	10
图 11 CRB 大宗商品价格指数（1999 年至今）	10

表 目 录

表 1 对 2011 年消费的敏感性分析	4
表 2 2010 年，2011 年美国宏观经济数据预测	4
表 3 房地产去库存化的历史经验	6

近几年来，海外经济运行对中国经济及资本市场的影响愈发深入。举几个例子：美国和欧洲采取的货币政策已成为我国央行决策的一个重要考虑变量，海外主要经济体的经济增长情况是我国出口的根本决定因素之一，美元指数和大宗商品的价格走势在很大程度上决定了我国输入性通胀压力的大小。在本研究报告中，我们无法逐一枚举 2011 年海外经济可能发生的各项变化，而是挑选出了我们认为最可能影响资本市场运行的八大焦点问题，并基于我们的分析判断给予解答，供各位投资者参考。

1. 美国经济复苏会加速吗？

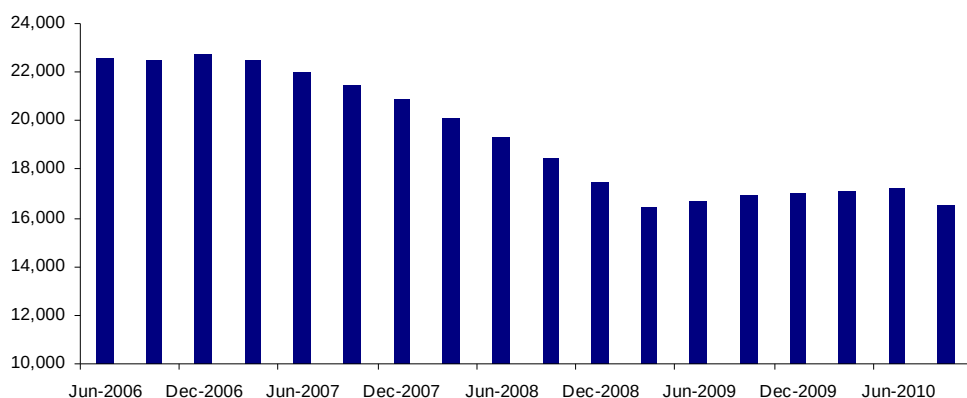
多角度地考察消费的决定因素对判断消费走势和美国经济前景来说是必备的一步。我们认为，持久收入和房地产财富是影响消费的最主要因素。

2010 年下半年以来的房地产市场各项指标都未明确显示利好信息，家庭持有的房地产价值相对 2009 年的低谷几乎没有改善，我们预期这种局面在 2011 年上半年还会持续。因此，在 2011 年上半年，“财富效应”对消费支出的刺激效果也很弱。

虽然房地产对消费的推动力不足，但收入对消费的支撑仍比较明显。2010 年以来，就业缓慢改善，雇佣成本指数也呈上升的趋势，实际个人可支配收入总体上呈现正增长，这与奥巴马政府采取的一系列政策（包括减税、失业救济）是密不可分的。在 12 月 17 日，奥巴马更进一步，签署了一系列法案，将小布什的全民减税政策延期两年，并将失业救济法案延长 13 个月等。这些法案能够支撑收入继续上升进而推动 2011 年的消费。但我们认为不能过分高估它们的正面影响，因为减税政策的延长会加剧民众和市场对美国财政赤字的担忧，推升国债收益率（融资成本）上升并对投资和消费产生不利影响。

我们认为，考虑以上所述的多项因素，在 2011 年上半年，消费的增幅及它对 GDP 的贡献将保持平稳。由于消费占 GDP70% 的权重，消费维持在 2% 左右的增速将大大降低经济二次探底（GDP 增速由正转负）的风险。

图 1 家庭持有的房地产价值（十亿美元）



资料来源：WIND,海通证券研究所。

我们预期 2011 年下半年，随着去库存的时间推移，房地产去库存会进入尾声阶段，房地产市场和相关投资会有所改善，假定房地产财富增长率为 5%。同时仍预期可支配收入增长率仍为 3%，据此推算，2011 年下半年个人消费支出增长率为 2.92%（表 1），由于它占 GDP70%，拉动 GDP 增长率 2 个百分点。消费增速在 2011 年下半年有所上升的可能性较大，加上房地产投资的逐渐回暖，这些刺激因素会推动 GDP 增长率略微加快至 3% 左右的水平。因此，我们看好明年下半年的美国经济。

表 1 对 2011 年消费的敏感性分析

个人消费支出增长率		可支配收入增长率		
		0	3%	6%
	0	0.82%	1.94%	3.05%
房地产财富增长率	5%	1.78%	2.92%	4.03%
	10%	2.78%	3.89%	5.01%

资料来源：CEIC，海通证券研究所

注：假设消费者信心指数在收入低增长时下降 5 个点，中等增长时不变，高增长时上升 5 个点。对房地产也是如此。

表 2 2010 年，2011 年美国宏观经济数据预测

	2010 年	2011 年	2011 年上半年	2011 年下半年
GDP 增长率(%)	2.8	2.6	2.2	3.0
个人消费者支出增速(%)	1.7	2.4	1.9	2.9
固定资产投资增速(%)	3.6	5.0	3.0	7.0
其中：住房投资增速(%)	-3.5	3.1	0.5	5.7
政府购买增速(%)	5.0	3	4.0	2.0
出口增速(%)	11.5	6.0	5.0	7.0
进口增速(%)	13.4	4.5	4.0	5.0
核心 CPI(%)	0.9	1.1	1.0	1.2
失业率 (%)	9.6	9.3	9.5	9.3
利率 (%)	2.25	3.06	3.06	3.06
汇率 (美元/欧元)	1.35	1.47	1.41	1.50
联邦基金利率 (%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25

资料来源：海通证券研究所

2. 美国失业率会降至 9%以下吗？

美国失业率已经连续 19 个月高于 9%，11 月高达 9.8%，其严重程度仅有“大萧条”时期能与之相比。我们认为，在 2011 年就业仍然居高不下，难以降至美联储成员预测的 9%水平。

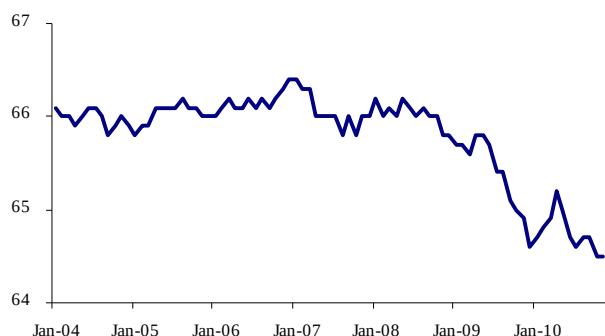
一方面，本次危机发生后，就业市场陷入深渊，让一些就业人员退出劳动力市场，还有适龄就业人员不愿进入劳动力市场，这表现为劳动参与率下降（图 2）。在经济复苏之后，这些退出劳动力市场的人员会逐渐进入市场，此时仅能通过大幅增加就业岗位才能显著地降低失业率，例如，假设 2011 年劳动参与率从年初的 64.5%反弹至 65%，需增加 100 万个就业岗位。

另一方面，根据奥肯定律（当实际 GDP 相对于潜在增长率上升 2%则失业率下降约 1%），结合我们预测 2011 年美国 GDP 增长率为 2.6%-2.8%，与美国长期潜在增长率持平，在此背景下，失业率仅会略微下滑，而难以降低至 9%以下。

据华盛顿邮报的 Neil Irwin 估算，美国经济年增长率达到 6%，失业率才能在 2012 年末回到 5.5%左右的长期目标水平，而年增长率为 3%，失业率要在 2020 年才回到长期目标水平。

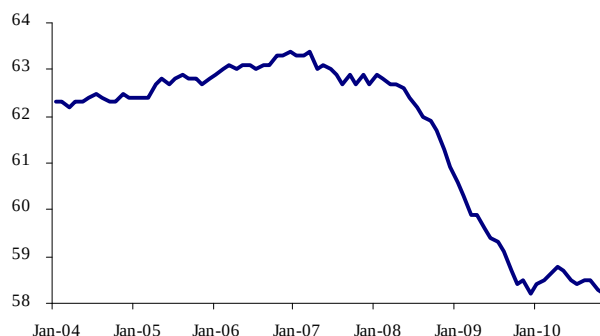
我们预测，2011 年 6 月美国失业率仅降至 9.5%，到年底会下降至 9.3%。

图2 劳动参与率(%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所。

图3 劳动人口比率(%)



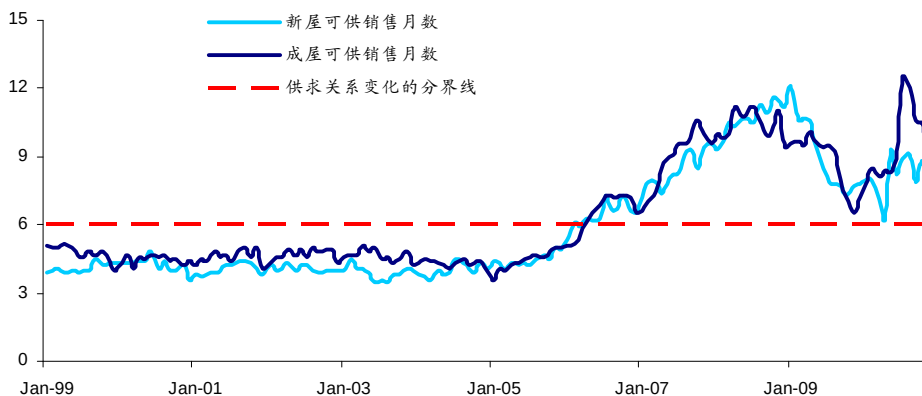
资料来源: CEIC, 海通证券研究所。

3. 美国房地产市场还会持续低迷吗?

购房税收优惠政策在 2010 年 6 月结束之后, 房地产市场成交量大幅滑落, 陷入低迷, 近几个月也没有明显改观。房地产市场在 2011 年还会持续低迷吗? 什么时候出现房地产市场复苏的拐点呢?

我们认为, 住房税收优惠政策对市场仅是数个月的短期扰动, 可以忽略扰动期的数据。仅当新屋和成屋可供销售月数实质性下降至历史正常水平(六个月之内), 才会迎来房地产市场复苏的拐点。

图4 新屋和成屋的可销售月数还在正常水平之上



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

从数次房地产去库存化的经验来看, 1970 年代以来三次去库存均用了一年以上的时
间, 最长的一次是在 1973-1975 年间, 历时 23 个月才完成去库存化过程。本次的房
地产调整幅度是二战以后最剧烈的一次, 我们认为, 从 2009 年 1 月的峰值时点至今仅
有 22 个月, 应该要比前几次更久一些, 房地产去库存化仍需“时间换空间”。

我们认为, 在明年下半年房地产去库存化会进入尾声, 这时房地产市场会出现自发
性的改善, 房地产投资的增速也会加快。

表 3 房地产去库存化的历史经验

新屋可供销售月数峰值的时点	峰值水平（月）	降至历史正常水平的时点	耗时
1973 年 12 月	10.1	1975 年 11 月	23 个月
1981 年 9 月	11.3	1982 年 11 月	14 个月
1991 年 1 月	9.4	1992 年 1 月	12 个月
2009 年 1 月	12.1	?	?

资料来源：海通证券研究所

注：可供销售月数连续两个月降至 6 以下，我们才认为是降至历史正常水平。

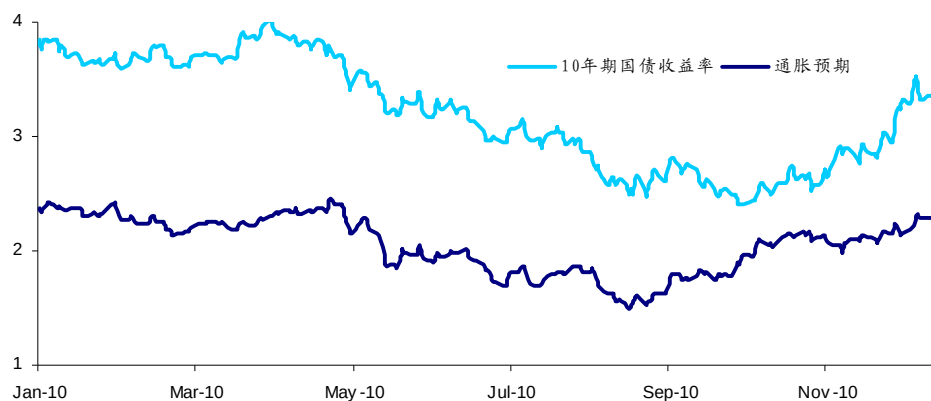
4. 第二轮量化宽松效果如何，会有第三轮吗？

美联储对第二轮量化宽松货币政策的预期是，通过降低中长期国债收益率、提高通胀预期及通胀水平，达到降低实际利率（即融资成本）从而促进投资和消费最终改善就业状况的效果。

谈到美联储第二轮量化宽松的效果，我们认为其在降低失业率目标方面难有成效。奥巴马在 12 月中旬签署了一系列的减税法案（将小布什政府的全民减税政策延长两年，失业救济法案延长 13 个月等），虽然对支撑收入进而推动消费存在正面效果，但其负面影响是，减税会扩大美国联邦财政赤字并让市场预期财政部会增加国债发行量，造成国债收益率在近期出现了明显的上扬，在一定程度上会抑制投资和消费，抵消减税法案的正面效果，也使美联储降低中长期国债收益率的目标变得难以实现，降低失业率难度很大，低于美联储成员预期。

然而，第二轮量化宽松在提升物价水平方面会有明显效果，目前通胀预期已经向历史正常水平回归，在 2011 年，核心 CPI 和核心 PCE 物价指数也会出现缓慢的回升。

图 5 美国 10 年期国债收益率与通胀预期（%）



资料来源：WIND, 海通证券研究所。

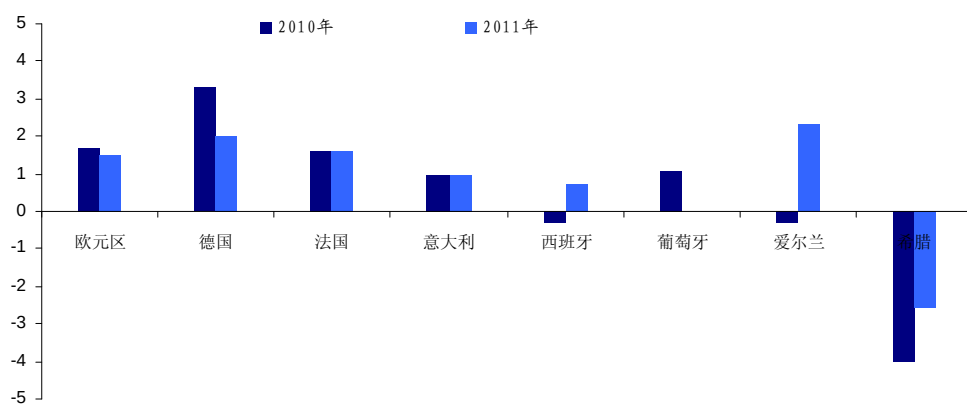
在未来的货币政策决策中，实际的经济数据会影响到量化宽松的执行甚至第三轮量化宽松的出台。从当前高企的失业率和低于联储目标的通胀率来看，美联储会切实执行第二轮量化宽松货币政策。然而，对于第三轮量化宽松，我们认为推出的概率较小，原因有两方面：一方面，通胀预期和通胀率会逐步回升至美联储满意的目标水平，使推出第三轮量化宽松只剩下高企的失业率这个理由；另一方面，美联储没有完成大幅降低国债收益率的目标，美联储成员内部分歧加大将加大推出第三轮量化宽松的难度。

5. 欧元区经济复苏的前景如何？

在 2011 年，欧元区各国经济增速仍将呈现分化。德国和法国的经济总量之和占了欧元区的一半，它们将继续扮演“火车头”的角色，而一些边缘国家的经济还是会受到财政紧缩的困扰，经济增速较慢，例如希腊和葡萄牙。

主要国家方面，德国和法国经济增长势头向好，可看以下几个方面：一是德法两国制造业复苏步伐较快，PMI 指标总体呈稳步上扬的趋势；房地产市场明显改善，德国已批准的住宅营建许可的相应价值在近几个月的同比增长均为 5% 以上，法国独立房屋和公寓的可供销售月数降至了历史正常水平；就业市场好于美国，德国的失业率从 2010 年 1 月的 8.1% 下降至 11 月的 7.5%。

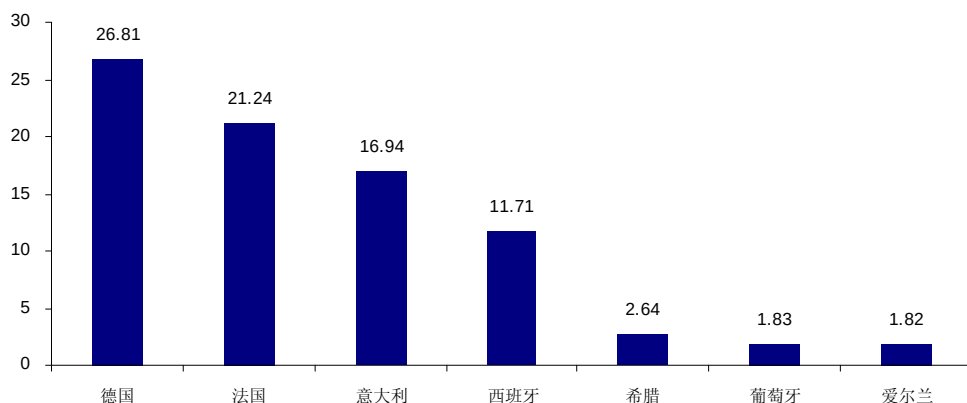
图 6 欧元区各国在 2010 年和 2011 年的经济增长率 (%)



资料来源：IMF，海通证券研究所。

对于受债务危机困扰的几个国家而言，欧元区第四大经济体西班牙的经济状况较好，一些经济先行指数，例如工业新订单、消费者信心指数和企业信心指数相比 2009 年都出现了明显的好转。而葡萄牙和希腊的经济内生增长动力不足，加上财政紧缩，这些国家经济在 2011 年仍将萎靡不振。

图 7 德国、法国及边缘国家 GDP 占欧元区 GDP 的比重 (%)



资料来源：Eurostat，海通证券研究所。

由于希、葡两国经济总量之和在欧元区比重不到 5%，对欧元区整体的经济增速拖累很小。2011 年欧元区经济在德法等主要国家推动下，GDP 增长率将接近 2%。

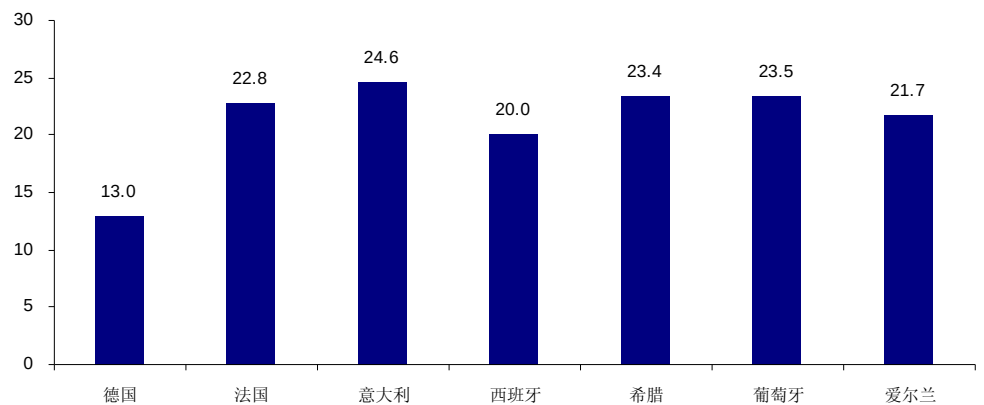
6. 欧洲会发生第二轮债务危机吗？

明年欧洲债务危机的风险点集中在葡萄牙和西班牙。

葡萄牙由于经济存在结构性问题，自身经济基础薄弱，次贷危机以来削减财政赤字缓慢，不如西班牙等国。它在 2011 年的融资需求为 385 亿欧元，占 GDP 的比重是欧元区各国中数一数二的水平，加上其市场融资成本一直处于上升状态，明年的融资压力不容乐观，最终可能寻求欧盟和 IMF 援助。我们认为，在 2011 年，葡萄牙的财政漩涡会让市场风险情绪在一段时间内有所上升，由于其经济总量小，对市场的负面影响和爱尔兰差不多或者低一些。

明年是否会发生类似于 2010 年上半年那么严重的欧洲债务危机，我们得密切关注西班牙。西班牙是欧元区第四大经济体，其经济规模是希腊、爱尔兰和葡萄牙三者之和的两倍。如果西班牙在未来出现巨额财政赤字或银行出现大规模倒闭而欧盟、IMF 和欧洲央行未给予及时有效的援助，那么欧洲将会迎来第二轮债务危机，同时对全球金融市场产生重大影响。因此，我们观察西班牙的政府债务、银行体系和经济增长状况。

图 8 德国、法国及边缘国家 2011 年融资需求占 GDP 的比重 (%)



资料来源：GS, 海通证券研究所。

注：GDP 数据为 2009 年的值

西班牙政府债务状况正朝着稳健的道路上发展。首先，西班牙政府债务占 GDP 的比重目前仅略高于国际公认的 60% 警戒线，比欧洲其它边缘国家都低。第二，西班牙的财政收入状况良好，能为未来几年财政巩固计划执行奠定基础。第三，西班牙的财政赤字在近几个月已经处于下降的趋势。最后，西班牙政府债务由外国投资者持有的比重较小，在一定程度上能抑制恐慌造成的非理性抛售行为。

西班牙银行体系并不糟糕。2009 年以来，西班牙银行体系的资本充足率呈现了快速回升的趋势，目前已经回复到了历史正常水平，在巴塞尔协议的 8% 以上。西班牙银行体系的信贷功能恢复得较好，其对私人部门贷款的同比增长率在 2010 年出现了正增长，对经济增长的支持增强。

从西班牙当前的财政状况和银行体系及更深层的经济增长数据来看，当前西班牙并不需要外界救助。即使西班牙万一需要救助，由于其经济在欧元区发挥着系统性的重要作用，虽然救助成本偏高，但欧盟、IMF 和欧洲央行也会尽快实施援助以防西班牙危机扩散带来的传染效应。

因此，欧洲边缘国家的债务问题会时不时地令市场避险情绪略有上升，但其造成的负面影响远不会如希腊债务危机时那么大。

7. 美元指数：反弹还是走软？

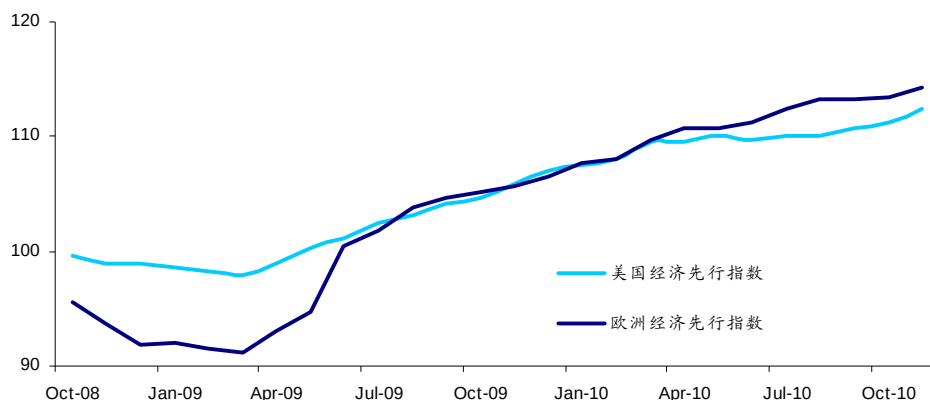
在量化宽松的背景下，我们认为美元明年整体上会处于贬值通道中，原因如下：

首先，我们看美国和欧元区的货币政策和利差。美国欧元区货币政策迥异，在美联储执行第二轮量化宽松的背景下，欧洲央行不为所动。欧洲央行的唯一目标是物价稳定，11 月份欧元区 CPI 同比增长 1.9%，已经接近 2% 的目标，货币政策没有再度放松的必要。欧洲央行一直在通过向商业银行吸收存款的方式对冲其购买的边缘国家债券，以保持其货币供给不变。欧洲央行行长特里谢进一步鼓励经济较差的成员继续实施财政紧缩政策，而德国央行行长韦伯更进一步地认为欧洲央行应立即退出国债购买计划。

从利差的角度，当前市场预期欧洲央行于明年下半年加息，而美国明年加息的可能性近乎于 0。欧美利差的扩大会促使美元贬值。近期欧元三个月 LIBOR 和美元三个月 LIBOR 之间利差也出现了扩大趋势，不利于美元。

第二，从 2011 年美欧经济增速来看，在 2011 年上半年美国经济仍然处于 2% 出头的缓慢复苏状态，房地产市场去库存化、财政刺激力度下降等因素都限制了经济快速回暖。而明年下半年随着房地产去库存化进入尾声，量化宽松货币政策逐步产生刺激效应，美国经济的增速会有所加快。欧元区方面，德国经济表现非常抢眼，虽然欧元区边缘债务国由于财政紧缩增长率较低但其占欧元区经济的比重较小，总体上欧元区经济相对改善的表现不会比美国差。我们从美国和欧元区的经济先行指数也可以印证，2010 年下半年以来的欧元区先行指数上升幅度明显快于美国。

图 9 美国和欧洲的经济先行指数 (%)



资料来源：美国谘商局，海通证券研究所。

第三是避险因素。虽然 2010 年 8 月由于经济数据非常难看，避险情绪使得美元出现了半个多月的反弹，但随着 2010 年 9 月以来出现好转，对于美国经济本身的避险情绪大大下降。我们早就说过，由于个人可支配收入和消费的稳健增长，美国经济二次探底的风险很小，因此我们认为美国经济自身难以使得避险因素上升。2011 年葡萄牙财政问题可能会让避险情绪在一段时间内有所上升，但其影响远不如希腊债务危机那么严重，负面影响还可能低于爱尔兰债务危机。我们认为，在欧盟和 IMF 大力干预下，欧洲债务危机的影响已经渐渐消退，随着欧洲各国平稳执行财政巩固计划，避险情绪也会下降。

第四，美国经常项目逆差在次贷危机后并没有明显改观。经常项目逆差占 GDP 的比重在 2010 年又有所扩大。长期的逆差加大了美元的贬值压力。我们认为，美国消费过多储蓄过少的模式需要较长时间才能转变，即使美元贬值也不能在一两年内有效地改变这点。因此，从国际收支角度来看，美元也难有起色。

我们归纳了考虑量化宽松效果各种情形下的美元中期走势：

情景一：量化宽松效果较好，美国经济在 2011 年上半年就有明显改观，这样美联储不会扩大量化宽松购买规模，那么欧元对美元将会形成震荡走势。

情景二：量化宽松效果一般，失业率仍然 9% 以上，通胀率有所提升，此时美联储也不会扩大国债购买，但仍将维持当前的联邦基金利率水平，那么美元将呈现弱势。

情景三：量化宽松效果很差，失业率仍在 9.5% 以上，通胀率继续向下，核心 CPI 持续低于 1%，经济二次探底的风险加大，这时避险情绪将会推高美元。

结合以上我们分析的四大证据，我们认为情景二发生的可能性最大，美元中期趋势很可能走软，欧元兑美元较有可能上升至 1: 1.5。

8. 大宗商品价格还能再创新高吗？

大宗商品价格在 20 世纪经历了三次大牛市，分别为 1906 - 1923 年，1933 - 1953 年，1968 至 1982 年，平均周期为 18 年。本轮大宗商品价格上升周期从 1999 年开始，至今经历了 11 年，从 18 年周期的角度来看，大宗商品价格还未进入周期末端阶段。

大宗商品价格的波动幅度很大。例如，1968 至 1982 年，CRB 指数从 100 点涨至 300 点。本轮大宗商品价格从 220 点左右启动，至今已上升至 500 点出头，从历史上的周期性波动幅度来看，有上升至 600 点的空间。更重要的是，全球经济持续复苏和大宗商品本身的供需基本面均支持大宗商品价格继续上涨。

从全球经济复苏的角度来看，美国经济在 2011 年下半年有望加速，欧洲经济在德国和法国等主要国家的拉动下仍能保持甚至超过 2010 年的增速。“金砖四国”的经济增速也将保持强劲增长，其中中国的 GDP 增长率会超过 9%。

从大宗商品价格本身的基本面来看，多数大宗商品的供需较为紧张。例如，工业金属中的铜和锌 2011 年的供需缺口比较大，美国农业部公布的数据显示近几月玉米和大豆的期末库存与消费量的比重处于下降趋势，预示着 2011 年有些农产品的供需紧张局势难有缓解。原油库存 5 月份以来一直下降，近期也推动油价上涨。

图 10 CRB 大宗商品价格指数（1968 - 1982）



资料来源：WIND，海通证券研究所。

图 11 CRB 大宗商品价格指数（1999 年至今）



资料来源：WIND，海通证券研究所。

虽然我们认为大宗商品价格指数还能再创新高，但我们认为大宗商品内部会出现分化，普遍上涨的时代过去了。这是因为一些商品（比如铝）在前期上涨后的产能扩张较快，导致 2011 年的供求关系不紧张。小麦相对其它农产品也不算供需紧张。综上所述，我们认为大宗商品价格指数仍有上涨空间，但上涨幅度没有 2004 至 2007 年那么大。

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 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

联系人

汤慧 (021) 23219733

tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益璠 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686
周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zqyong@htsec.com
zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400
刘惠莹 (021) 23219441

zghan@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674

hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407
联系人
唐爽爽 (021) 23219716

ouzh@htsec.com
tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
谢盐 (021) 23219436
联系人
董乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com
xiey@htsec.com
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com

罗少平 (021) 23219390
虞楠 (021) 23219382

luosp@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282

zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244

chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223

kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747
联系人
贾亚童 (021) 23219421

tl5535@htsec.com
jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowy@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
yinyq@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) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com