



渡河未济，但已过中流

——二季度宏观经济形势分析

✍ 郭磊

执业证书编号 S1230110100020

☎ 021-64718888-2017

✉ guolei@stocke.com.cn

本报告导读： 中国经济渡河未济，但已过中流，系统性风险将有所减弱

投资要点：

- 当前中国经济怎么样？通胀怎么样？政策怎么想？在这篇报告中，我们将就这三个基本问题谈一下我们的看法。
- 我们认为中国经济正在经历的是 2010 年 12 月“后危机时代”以来第二轮小周期放缓。下一步会如何？我们持谨慎乐观的态度。主要理由包括：第一，上一次小周期下滑即历时 3 个月，规律性明显，两次“复苏中的反复”具有较大相似性；第二，发电量、工业增加值、关键上游产品的进口、规模以上企业利润等关键指标保持着稳定，这意味着中国经济的“大型发动机”仍在；第三，作为先导指标的波罗的海航运指数目前已经开始见底回升；3 月的汇丰 PMI 预览中新出口订单亦出现明显回升，这意味着随着欧美经济的进一步恢复，中国经济的“外部螺旋桨”可能在二季度有所好转。第四，几个另类预测指标亦不悲观。
- 当前草根调研关于实体经济有乐观及悲观两种判断，我们觉得经济的再度二元化的趋势是其中的一个根源，这将是此轮夹生饭复苏的一个必然代价。
- 通胀是另一核心问题。前期市场存在较大的风险溢价，其主要逻辑莫过于对经济滞涨的担忧。关于通胀的规律性及全年通胀走势预期，我们在前期已有明确揭示，二季度将是高位徘徊期；而这次我们通过部分同步指标对 3 月份数据的预测研究显示，尽管通胀高企，但 2011 年第一季度通胀并未有较预期更严重的情况出现。3 月数据再次预示通胀于二季度末出现周期性放缓是大概率事件。
- 简言之，中国经济的本次着陆虽渡河未济，但已过中流。我们由此认为此轮政策紧缩也已棋过中盘，进入了下半场。下半场的主要特征是政策的“确定性”在显著上升。根据我们对于存款准备金利率上限估算、利率理论目标位以及央行政策思路的解析，货币政策已经进入相对确定的区间，政策节奏和政策力度将基本可预期。风险不是对严峻性的描述，而是对预期不确定性的描述。从这个意义上，系统性风险将有明显减弱。
- 从外部来看，欧洲可能于 4 月加息，美联储开始首提宽松货币政策退出问题，如两大事件能够成形并与中国紧缩下半场承接，则政策可更有效地实现过渡。
- 变数之一是房地产调控。房地产调控事关民生，在某种意义上属于政策红线，如果地方目标与中央既定目标出现较大冲突，则可能酝酿新的紧缩风险。

相关报告

新周期嬗变与新经济再阐释——

2011 年中国宏观经济逻辑与展望

季节性、趋势性还是超调——2 月

宏观经济数据点评

中国式通胀：成因、规律及趋势

两个月触及政策目标位？——2 月

金融统计数据点评

日元辐射：地震后全球资本流向问题

报告撰写人： 郭磊

数据支持人： 郭磊





正文目录

1.	经济怎么样？	3
1.1	目前正在经历“后危机时代”以来的第二轮小周期经济放缓	3
1.2	不必过于担心的理由之一——“大型发动机”仍在运行	4
1.3	不必过于担心的理由之二——“外部螺旋桨”正在好转	5
1.4	不必过于担心的理由之三——几个另类预测指标亦不悲观	5
1.5	关于实体经济分歧的实质：经济的再度二元化倾向	6
2.	通胀怎么样？	7
2.1	前期我们关于通胀的研究及基本结论	7
2.2	3月数据预测分析显示尚未出现较预期更严重的通胀局面	7
2.3	数据再次预示通胀于二季度末周期性放缓是大概率事件	7
2.	政策怎么想？	8
2.1	综合来看，本次着陆“渡河未济”，但“已过中流”	8
2.2	政策也已棋过中盘，后半场的主要特征是确定性的上升	9
2.3	如果政策后半场能与外围市场的两大趋向承接，则过渡更为顺畅	10
2.4	潜在风险存在于房地产调控等领域，部分民生指标已经是政策红线	10





火在水上，未济。君子以慎辨物居方——《易经》

我把确定性看得非常重。……只要找到确定性，那些关于风险因素的所有考虑对我就无关大局了。你之所以会冒重大风险，是因为你没有考虑好确定性——沃伦·巴菲特

1. 经济怎么样？

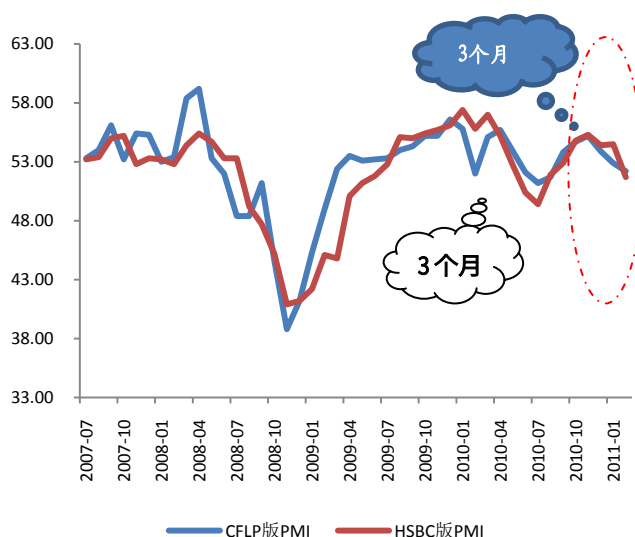
显而易见，当前正在经历“后危机时代”第二轮小周期经济放缓 很显然，近几个月中国经济增长呈现放缓趋势。不过，目前理论界关于放缓指标的判断过多集中于投资、出口、预期 GDP 等绝对指标，而在我们看来，“后危机时代”到来之后（如果我们以 2010 年 12 月 3 日政治局会议中政策转向为标志），固定资产投资伴随着政策退出将必然出现一个回落过程；出口的回落则掺杂着基数效应、外围市场环境变化等一系列结构性因素，均无法客观反映周期性。GDP 在未来也无法复制 4 万亿投资拉动之下偏高的局面，但这并不表示经济一直处于下滑之中。因此，我们倾向于用景气指标来做关于小周期的判断。

如果我们以 2008 年 12 月 PMI 的触底回升为标志，则时至今日宏观经济共经历了两次“复苏中的反复”，每次时间均为 3 个月，规律性明显；当前正在经历的，即是第二轮小周期的放缓。从另一景气指标中国 OECD 领先指标走势判断下的时间跨度稍异，但基本结论类似。

表：2008 年底经济复苏以来经历的两次小周期下滑

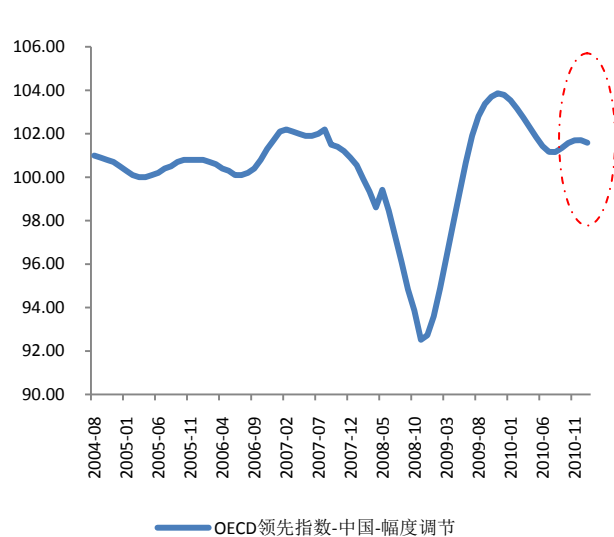
时间段	2008.12-2009.12	2010.5-2010.7	2010.8 - 2010.11	2010.12 - 2011.2
宏观经济态势	回升	小周期下滑（3 个月）	回升	小周期下滑（3 个月）

图 1 本轮放缓中，PMI 已经出现了连续 3 个月的下滑



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 2 中国 OECD 综合领先指数亦出现小幅放缓

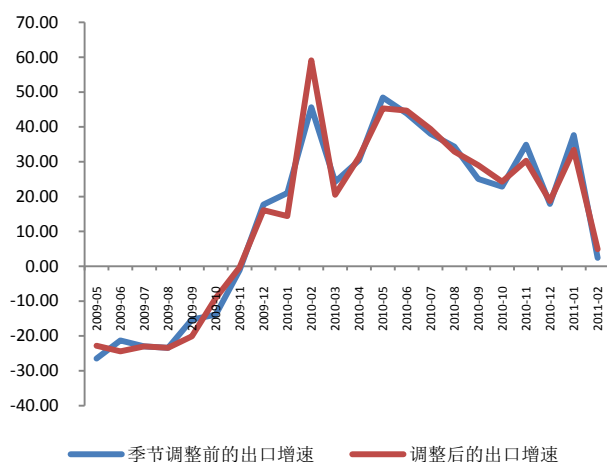


资料来源：wind 浙商证券研究所



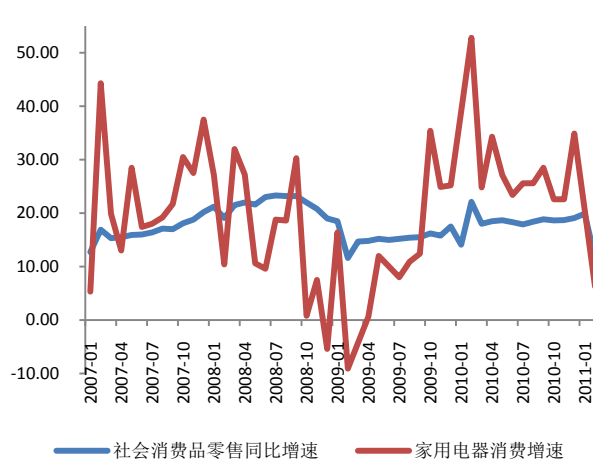


图3 本轮放缓中，出口亦出现较大幅度的下滑



资料来源: wind 浙商证券研究所

图4 2月消费指标的下滑速度出乎市场意料



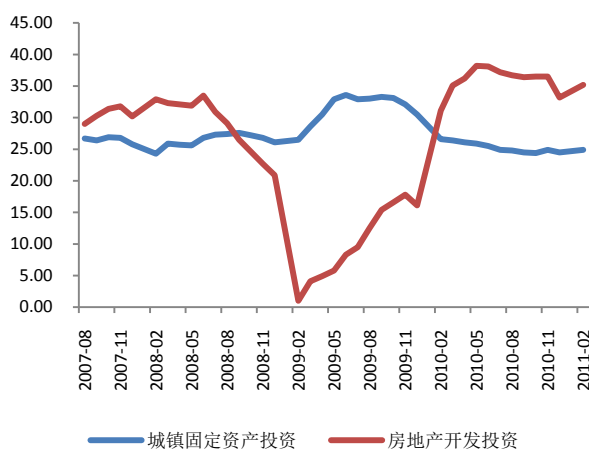
资料来源: wind 浙商证券研究所

不必过于担心的理由之一——“大型发动机”仍在运行 市场中关于经济硬着陆的担忧一直存在，但在我们看来，对二季度的中国经济不必过于担心。发电量、固定资产投资、工业增加值、规模以上企业利润等关键指标保持着稳定，这意味着中国经济的“大型发动机”仍在。如果我们把危机时代的2009年和2010年的情况当作异常值(outlier)，以常规均值来看，仅资本形成就可以贡献5.0左右的GDP增长。

关键上游产品的进口基本平稳，小幅度放缓在季节性范围之内。而在经济历次探底的时段，该项数据均大幅下滑。

政策调控风暴之下房地产投资的异动引起市场担心。但2011年保障房计划相当于一个“稳定器”。1000万套保障房将投入1.35万亿，而2010年房地产开发总投资4.8万亿，其中商品房投资3.4万亿，办公楼和商用投资7400亿。即使假设悲观情形下2011年商品房投资增速为0，办公楼和商用投资增速维持去年，保障房投资全部按计划完成，则全国房地产开发投资仍可以维持19%左右的增速；正常情形下房地产投资增速将在25%以上。

图5 城镇固定资产投资和房地产开发投资依然平稳



资料来源: wind 浙商证券研究所

图6 发电量这一重要指标已经见底回升

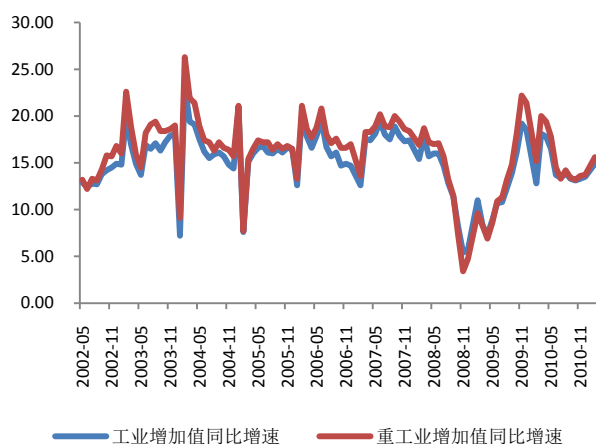


资料来源: wind 浙商证券研究所



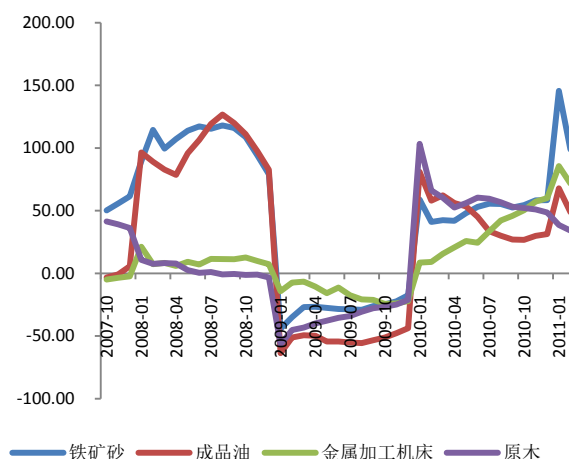


图7 工业增加值增速已经触底回升



资料来源: wind 浙商证券研究所

图8 部分关键上游产品进口仍基本平稳



资料来源: wind 浙商证券研究所

不必过于担心的理由之二——“外部螺旋桨”正在好转 在本轮小周期放缓中，出口增速出现较大幅度下降。这一下降一则是“后危机时代”政策退出和实体经济增速恢复常态的一个综合性结果。我们前期经验研究显示，汇率折算后的出口/GDP 绝对值是一个比较稳定的数字，以这一指标的常规趋势判断，2011 年出口的重心值将在 15%左右；二则是本轮小周期下滑的一个直接反映，2 月出口甚至出现个位增长的一种超调现象。

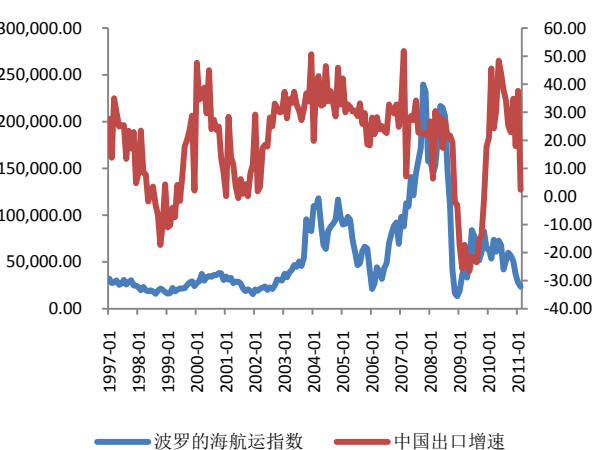
然而我们认为乐观迹象正在出现。波罗的海航运指数自 2010 年 12 月以来持续下跌，目前已经开始见底回升；3 月的汇丰 PMI 预览中新出口订单亦出现明显回升。这意味着随着欧美经济的进一步恢复，中国经济的“外部螺旋桨”可能在二季度有所好转。

图9 波罗的海航运指数已经见底回升



资料来源: wind 浙商证券研究所

图10 波罗的海指数是中国出口的先导指标



资料来源: wind 浙商证券研究所

几个另类预测指标的考察 海外学者曾经用五个另类的先行指标预测中国经济变化，分别是化肥产量、台湾出口订单（台湾省企业拿到订单后一般会立刻通知对岸的大陆工厂加工）、集装箱运输量增幅、摩天大楼高度以及供应商交货时间。我们部分吸收这些指标的合理性，简单看一下其中除摩天大楼以外的四项指标，作为我们前述结论的参考。

从上述先行指标来看，化肥、集装箱吞吐量指标处于比较乐观的回暖趋势之中；台湾外销订单出现明显下降，部分反

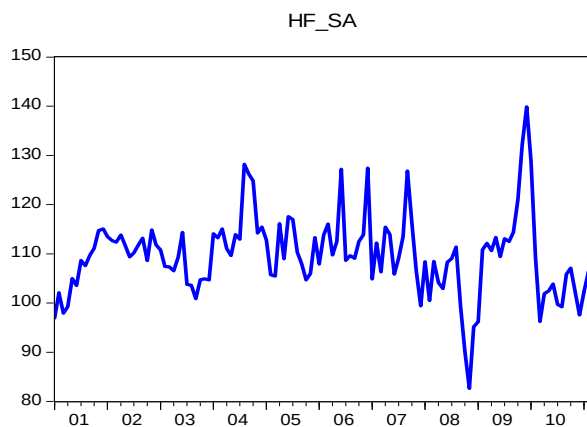




映了国内加工贸易类企业当前和未来状况的不佳；供应商配送时间指数是 PMI 的一个分项指标，这一指数在小拐点后连续走低，反映制造业正在经历着一轮大周期放缓和小周期去库存，和宏观大势相符，且指标趋势并不是剧烈下降。

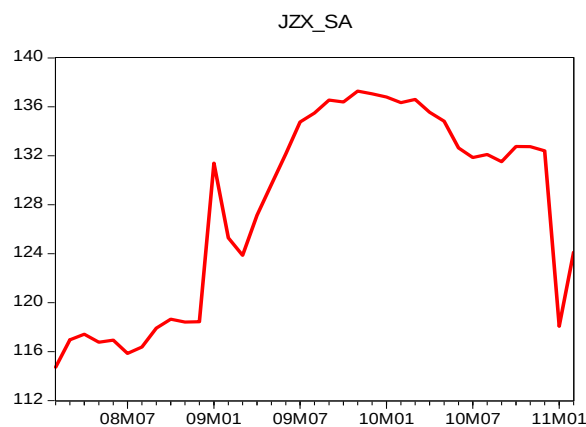
整体来看，这几个指标提供的预测印象并不悲观；其中稍微负面一点预测的是加工贸易的出口。

图 11 季节调整后的化肥产量变化



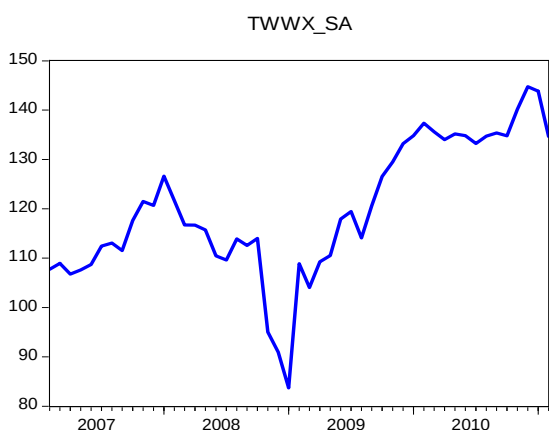
资料来源: wind 浙商证券研究所

图 12 季节调整后的集装箱吞吐量变化



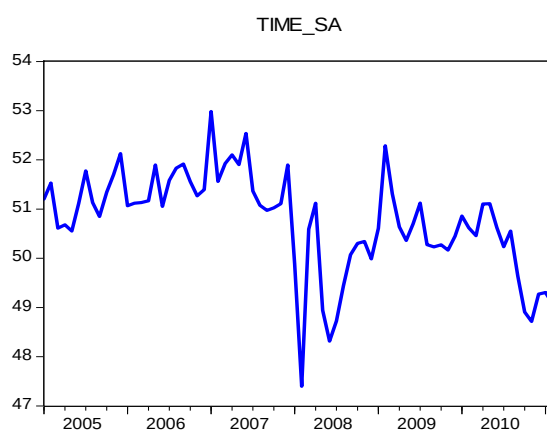
资料来源: wind 浙商证券研究所

图 13 季节调整后的台湾省外销订单指数变化



资料来源: wind 浙商证券研究所

图 14 季节调整后的供应商配送时间指数的变化



资料来源: wind 浙商证券研究所

为什么市场关于实体经济的感受有分歧？——经济的再度二元化 当然，我们并不是认为市场中对于当前经济形势的担忧毫无道理。我们认为从本轮经济下滑中受损最大的是大量的中小企业。

由于货币紧缩的过程中更多地采取了提高资金获得难度而不是资金价格的方式，信贷成为了一种更为稀缺的资源，这进一步拉大了大中型企业和民营中小企业的资源不平衡。由于通胀速度快于利率上涨幅度，大型企业的实际资金成本是下降的；而民间借贷利率的飙升预示着中小企业贷款成本越来越高。

由于劳动力成本上升凸显，劳动密集型为主的中小企业面临更大的成本上升压力，因此，加工内销企业、加工贸易企业所受到的冲击也远大于成熟的制造业企业。

同时，由于大中型国有企业多处于通胀上游，天然面临通胀转嫁的优势；而身处下游的中小企业则不易转嫁通胀，盈





利空间下降更为剧烈。

因此，在当前的经济形势下，经济有一种再度“二元化”的趋势。这一逻辑将部分解释目前理论界对于实体经济“乐观”还是“悲观”的分歧。在二元化趋向，实体经济一般是海水，一般是火焰。这在某种意义上也是中国经济进行夹生饭类型的周期间过渡的一个必然成本。只有当宏观基本面进一步转好、通胀下行、紧缩逐渐结束的时候，实体经济的结构才能进一步改善。

图：当前经济阶段中逐渐形成的经济“二元化”现象

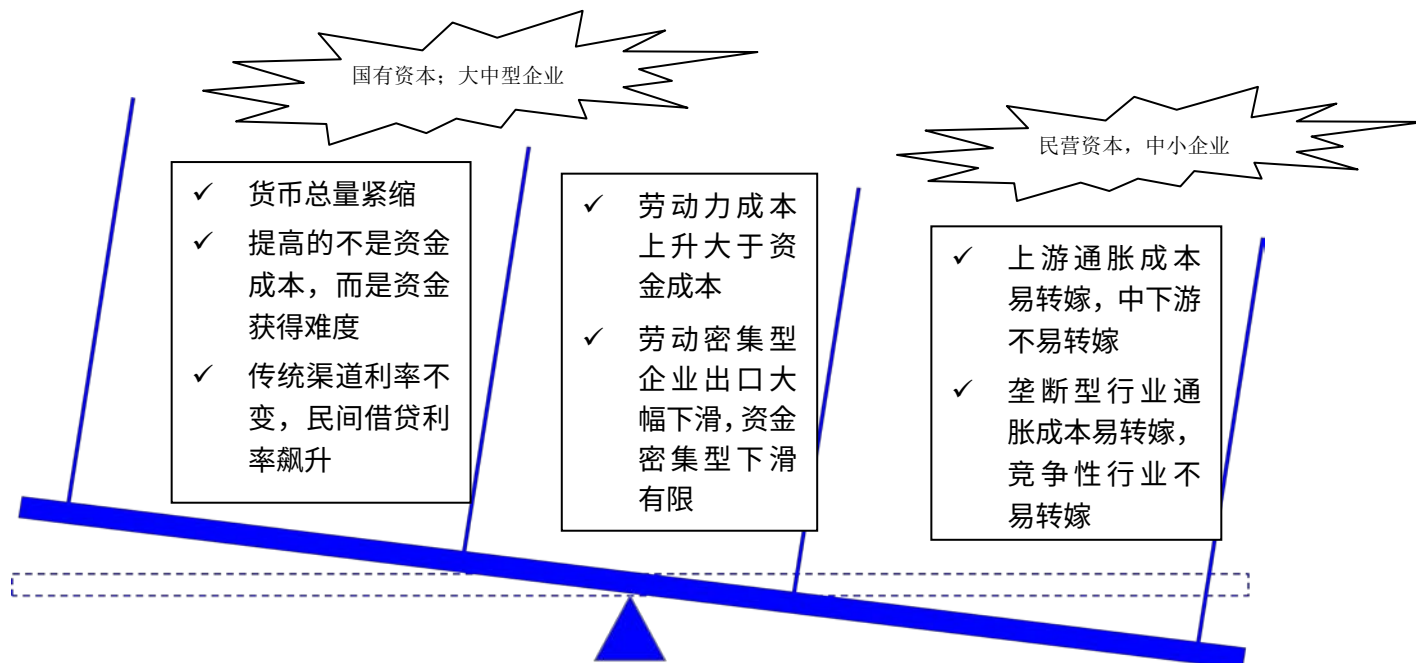
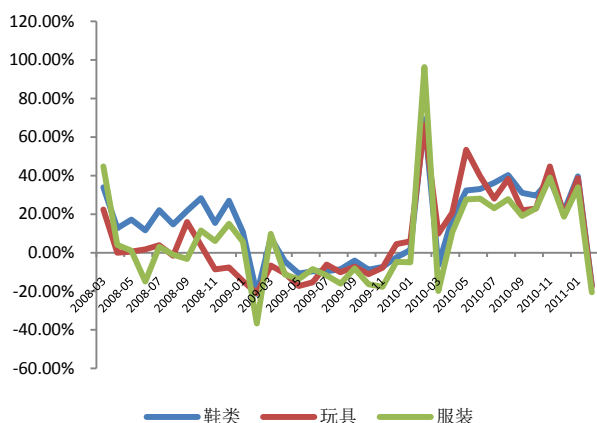
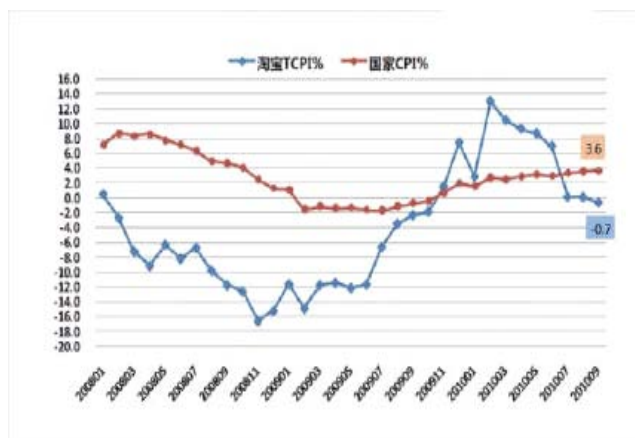


图 15 劳动密集型企业的出口下滑幅度远大于整体幅度



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 16 即时通胀上升时，小企业产品价格也可能下降较快



资料来源：wind 浙商证券研究所





2. 通胀怎么样？

前期我们关于通胀的研究及基本结论 前期我们的研究显示，有五点经验规律对于我们判断通胀有预示意义，其分别代表着中国式通胀与货币供给因素、周期性因素、结构性因素、输入性因素及汇率政策的关系。考虑到各个变量的先导性，CPI 的全年平均水平将达到 4.2 左右，5-6 月附近将是周期性通胀的最后高位，之后将明显走低；PPI 的高位将更持久些，但下半年也将趋于回落。

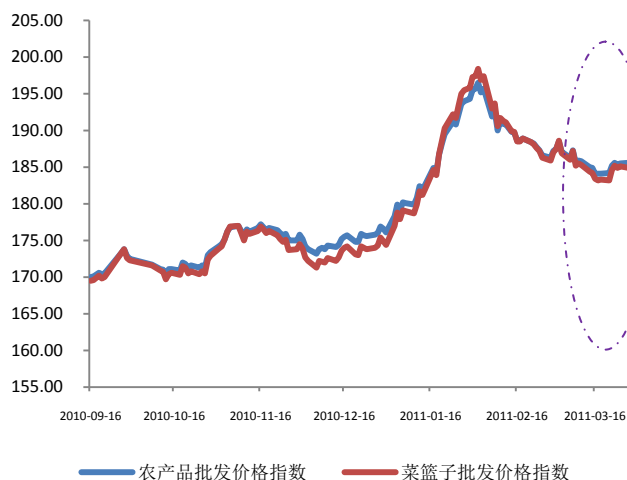
详细内容可以参考我们的报告《中国式通胀：成因、规律及趋势》。

3 月数据预测分析显示尚未出现较预期更严重的通胀局面 3 月通胀数据尚未公布，但我们可以根据一些同步指标来做一些预测分析。

农业部公布的农产品价格指数和菜篮子价格指数在 3 月份基本走低，最后一周出现了小幅度反弹，但并不掩盖当月走低的情况。考虑到农业部数据和统计局数据的同步性，预计 3 月食品 CPI 可能出现环比下降。商务部数据并不完整，从可以观测到的区间来看，分项指标涨跌互现，粮食、食用油、肉类出现连续上涨；蛋类、水产品类则出现下跌。

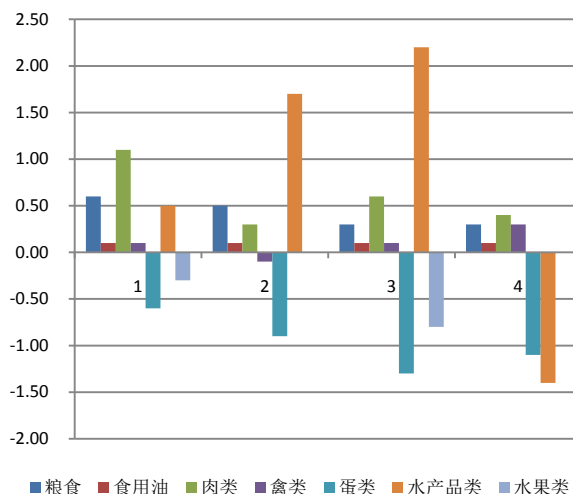
由于 3 月翘尾因素远大于 2 月，因此 CPI 同比数字可能继续走高。但从食品价格的变化趋势来看，至少食品通胀并未出现失控局面。通胀目前正在高位，但没有迹象表明通胀较预期更为严重。

图 17 3 月农业部农产品和菜篮子价格指数基本在走低



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 18 2.25-3.18 日的四周商务部食用农产品价格指数



资料来源：wind 浙商证券研究所

3 月数据再次预示通胀于二季度末出现周期性放缓是大概率事件 同时需要指出的是，3 月农业部等预测数据验证了当前通胀的一个重要的周期内的趋势：食品价格的环比涨幅在减弱，环比很可能已经触顶。

从经验数据来看，食品价格环比触顶往往领先于食品 CPI 同比触顶 3 个月。2006 年以来的情形中，2006 年 12 月、2007 年 8 月、2008 年 2 月、2009 年 1 月、2010 年 2 月、2010 年 8 月的六次周期完全符合，例外的情况则少得多。

由于更多受到来自 PPI 的传导作用，非食品价格的上涨趋势可能将延续。但 3 月的汇丰 PMI 预览数据显示 3 月投入价格指数和产成品价格指数均有下降，非食品部分的环比上涨幅度无疑在减小。相关情况仍待正式数据的公布，但 CRB 指数的情况可以为 PMI 购进价格指数作出一定解释。2 月 CRB 指数环比出现较大升势；而 3 月环比略有下跌，

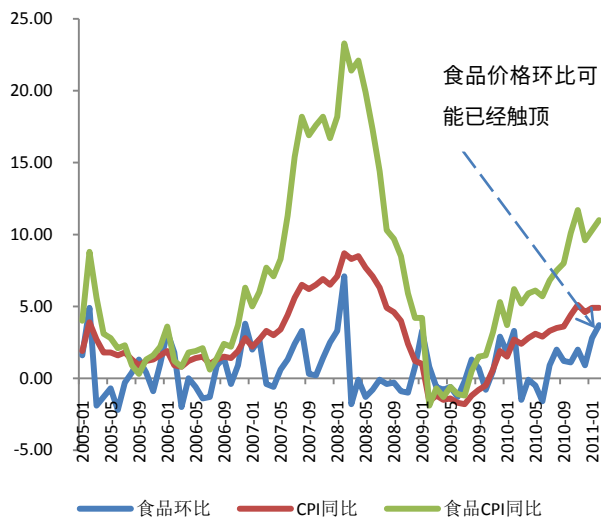




其中上半月出现幅度跌势。

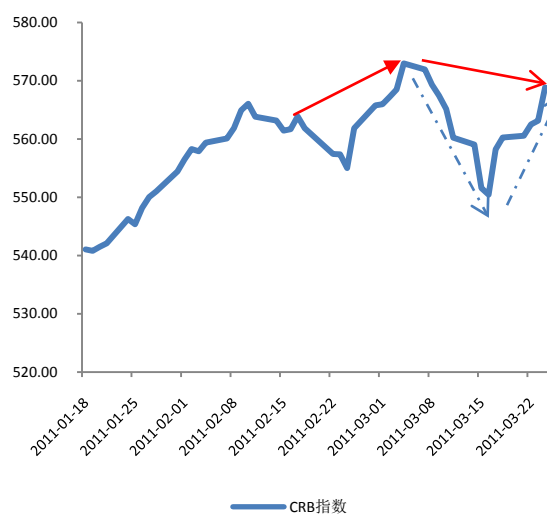
3月数据再次预示通胀于二季度末出现周期性放缓是大概率事件。

图 19 3月农业部农产品和菜篮子价格指数基本在走低



资料来源: wind 浙商证券研究所

图 20 2月、3月 CRB 指数可以为 PMI 价格指数作出解释

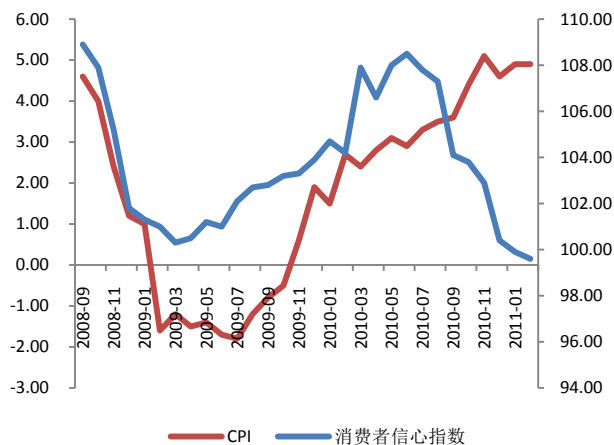


资料来源: wind 浙商证券研究所

3. 政策怎么想？

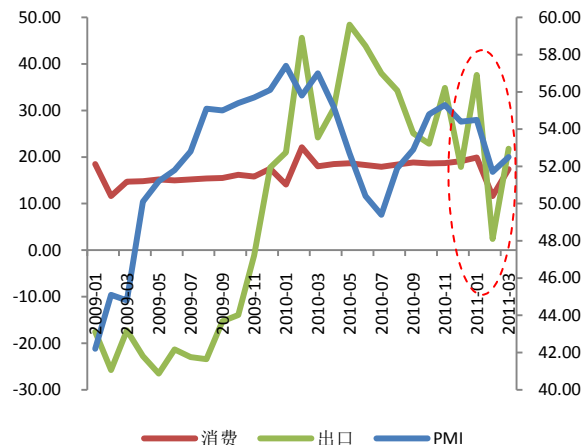
综合来看，本次经济着陆“渡河未济”，但“已过中流”。如果把本次经济着陆看作一次涉水，则宏观经济仍渡河未济。从增长来看，出口、消费的企稳尚待进一步确认；从货币环境来看，通胀对消费者信心产生了较大挫伤，只有通胀的环比下降才能重塑通胀走低的预期。但从另一方面说，本次经济着陆已过中流。从 PMI 规律来看，本轮经济放缓已经度过了最严重的阶段；尽管通胀的同比数据依然在上升，但环比增幅的下降已经可期待，通胀的周期性进一步确认。一致预期显示主要经济指标将触底回升。

图 21 CPI 上升已经给消费者信心带来较大挫伤



资料来源: wind 浙商证券研究所

图 22 市场一致预期之中 3 月份将出现明显拐点



资料来源: wind 浙商证券研究所





政策在想什么？对全年宏观经济政策基调的一点解读

关于 2011 年的宏观政策基调，我们认为温总理《政府工作报告》中已经有提示，我们在这里做一点深入的解读。

首先，宏观政策的依据是什么？政府工作报告强调的是“今年，我国发展面临的形势依然极其复杂。世界经济将继续缓慢复苏，但复苏的基础不牢。发达经济体经济增长乏力，...新兴市场资产泡沫和通胀压力加大，保护主义继续升温，国际市场竞争更加激烈，不稳定不确定因素仍然较多。...我国经济运行中一些长期问题和短期问题相互交织，体制性矛盾和结构性问题叠加在一起，加大了宏观调控难度。我们要准确判断形势，保持清醒头脑，增强忧患意识，做好应对风险的准备”。一句话，政策存在对滞胀的较高警惕。

其次，今年的主要任务是结构调整吗？有别于市场认为的政府工作报告指出 2011 年是转型元年，我们认为政府工作报告暗示 2011 年的重点并不是转型，报告表述是“总的考虑是，为转变经济发展方式创造良好环境”，即为转型创造环境。这也可以揭示为什么十二五期间 GDP 目标是 7%，而 2011 年是 8%。2011 年之后已经在增长率上为转型留下了空间，而 2011 年总体要保持连续性，防止波动（“实现上述目标，要保持宏观经济政策的连续性、稳定性，提高针对性、灵活性、有效性，.....防止经济出现大的波动”）。

第三，今年的首要目标是什么？毫无疑问，控制通胀是今年的首要政策目标，政府工作报告指出“要把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”。因此，对于这一首要任务的跟踪将是我们把握政策姿态的主要线索。近期政策眼中形势怎么样？3 月 27 日公布的央行一季度例会新闻稿认为“当前我国货币信贷形势正向宏观调控的方向发展”，这里已经有别于前期“货币信贷和流动性管理及防范金融风险的任务依然艰巨”的提法；3 月 28 日，人民日报发表文章《物价总水平如何稳定》，文章首先指出“价格水平渐行渐稳，农产品价格涨跌互现”，最后指出“在物价调控过程中，要努力寻找控通胀和保增长之间的平衡点，不使经济运行出现大的起落。”整体来看，政策已经对节奏较有信心。

货币政策也已经棋过中盘，后半场的主要特征是确定性的上升

货币政策也已经棋过中盘。自 2010 年以来，政策先后使用了 9 次存款准备金率的调整和 3 次加息。

从公开市场操作情况来看，4 月份仍是央票集中到期的月份，高达 4980 亿；同时 3 月份滚动了 2000 多亿的 28 天正回购到 4 月，合计超过 7000 多亿。因此 4 月份有较大概率上调一次 RRR。5 月份到期央票就大为缩减，只有 1790 亿，完全在公开市场操作能够应付的范围。

但公开市场操作并不能解释上调存款准备金率的全部动机。3 月 1 日-20 日央票和正回购到期 4470 亿，而期间央票回笼 950 亿，正回购回笼 3920 亿，共实现净回笼 400 亿，完全游刃有余。但在这种情况下，央行仍然坚持了一次上提存款准备金。我们认为，期间外汇占款的高位可能助推了这一政策操作，即存款准备金要发挥“池子”作用。

到期流动性回收、外汇占款对冲双重政策目标加大了对存款准备金率政策的难度。但即便如此，我们认为存款准备金率政策已经棋过中盘。当前大型机构存款准备金率是 20%，已接近实际上的存款准备金率的上限。我们可以根据央行货币司司长张晓慧 2008 年发表于《经济研究》上的论文《中国的准备金、准备金税与货币控制》来探求政策层对这一问题的看法。在该论文中，张晓慧根据模型计算得出准备金率的上限大约在 23% 左右。该计算依据的货币条件是 2008 年 3 月的一年期存款利率 4.14% 和一年期贷款利率的 7.93%。当前一年期存贷利率分别是 3% 和 6.06%，粗略计算下存款准备金率的上限仍基本在 24% 左右。央行基于保守操作考虑，一般不会把政策用满，因此我们认为实际操作上留给存款准备金率的空间将不超过 4 次。

$$\text{准备金率} \gamma = \frac{1}{2} \frac{i_t^L - i_t^D}{i_t^L (1 - i_t^R)}$$





利率空间较大。根据适度正利率的目标，理论目标位在 4.2 左右，则全年应该有 4-5 次左右的加息。但央行近期有关政策思路的口风决定了这一政策空间不会用满。

证据之一是 3 月 11 日央行行长周小川表示利率政策不能只顾 CPI；同时，关于正利率，他认为央行追求的是中期范围内实际正利率，而不是短期利率的正负。

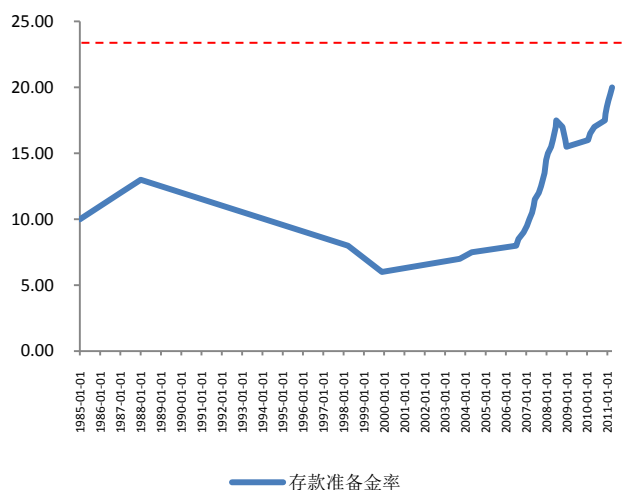
证据之二是 3 月 23 日央副行长易纲在香港科技大学的讲话，易纲称“相对全球的利率水平，个人认为中国目前的利率很舒服，太高了会吸引热钱”——直接指出了目前利率政策主要的掣肘在于热钱。

证据之三是 3 月 24 日央行网站发表了央行货币司司长张晓慧的署名文章《国际顺差条件下货币政策工具的选择、使用和创新》，文章称“国际收支持续顺差条件下利率工具的运用在某种程度上受到制约”，所以央行把存款准备金当作了个常规工具，“由于结构调整有一个过程，未来中国国际收支顺差的状态可能还会持续一段时间...随着市场自身和国家政策的调整，国际收支趋于平衡应该是大的趋势。在此过程中市场经济体制将不断完善，利率、汇率等改革将继续推进，中国货币政策也将更有条件逐步增强以利率为核心的价格型工具的作用，从偏重数量型调控向更多运用价格型调控转变”——根据我们的解读，文章是暗示存款准备金率需要逐步向利率工具过渡；但在目前顺差较大和热钱流入较快的阶段，这个过渡仍需要一段时间。

从目前浮息债点差与同期限固息品种的收益率比较来看，隐含着大约 2 次的加息预期。

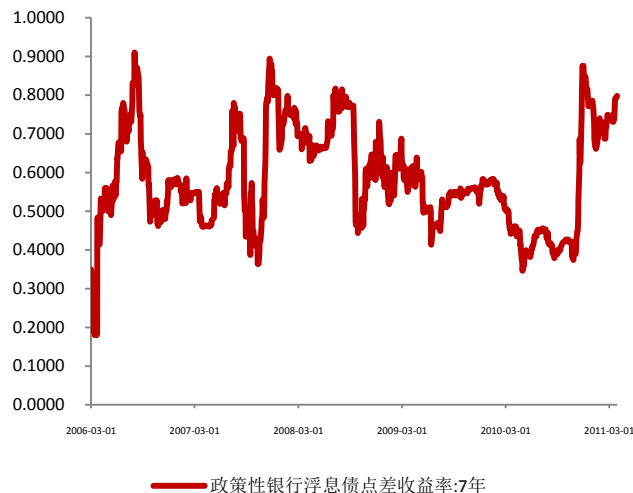
综合判断，我们认为实际操作上留给存款准备金率的空间将不超过 4 次，最有必要性的操作将只有 1-2 次；加息频度最多可能将有 3 次，预计二季度将会有两次。政策空间和政策节奏比较明确。

图 23 存款准备金率的理论红线



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 24 浮息债点差收益率曲线蕴含的加息预期有所减弱



资料来源：wind 浙商证券研究所

如果政策后半场能与外围市场的两大趋向承接，则过渡更为顺畅 由于欧元区通胀压力不断加大，货币政策措施收紧势在必行。从政策口风判断，4 月欧洲央行将加息 25 个基点几无悬念。

与此同时，美联储关于宽松货币政策的提法首次浮现，值得重视。费城联储主席普罗索（Charles Plosser）25 日表示，当时机来临时，美联储必须以一切有效措施来收紧货币政策。芝加哥联储主席埃文斯和亚特兰大联储主席洛克哈特同日也表达了类似观点。





相对来说，欧元区加息相对比较明确；而美国则更需要更长的过渡期，但无论如何，其货币宽松政策的逐渐收紧是可以预期的。欧美货币的加息一旦形成，将对全球流动性带来广泛影响，目前新兴市场经济体所经受的流动性输入威胁将大为减弱。

如果这一过程能够在下半年出现，则中国紧缩政策的淡出可以有一个天然的台阶，整个过渡将更为顺畅。

潜在风险存在于房地产等领域，部分民生指标已经是政策红线 2011年2月，国务院发布极其严厉的“国八条”房地产调控措施，并要求各地方政府在一季度前向社会公布当地房价调控目标。迄今为止，全国有近40个城市公布了自己今年的房价调控目标，而已公布调控目标的绝大多数城市将当地的房价涨幅定在10%左右。

地方政策给宏观调控带来了“虎头蛇尾”的感觉，与中央关于此轮房地产调控的既定计划也可能有一定差距，很可能无法使大众舆论满意。房价这样的民生指标在某种意义上已经是政策红线，调控目标的冲突可能酝酿新的紧缩风险。





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

客户服务

楼小飞

+86 21 64716569

louxiaofei@stocke.com.cn

服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

宏观

郭磊

+86 21 6471 8888-2017

guolei@stocke.com.cn

行业比较

戴康

+86 21 6471 8888-1211

daikang@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

