

相关研究

《现代货币理论说了啥?》2019.05.26

《水果涨价影响几何?——物价观察系列之三》2019.05.22

《人民币不存在大幅贬值基础——从国际收支角度看汇率》2019.05.20

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

制造业景气仍弱，通胀预期下降

投资要点:

- **宏观专题：19年可选消费：否极泰来！**
- **消费下滑，何时休矣？**过去两年多消费增速的持续下滑引发市场担忧。一是从企业收入的角度，社消零售和限额以上零售增速相继创新低。二是从居民支出的角度，城镇居民人均消费性支出增速从16年的7.9%回落至19年1季度的6%附近。
- **跌跌不休，原因何在？**消费下滑主要有三方面原因：一是居民购房加杠杆过快，短期内透支了购买力，令居民资产负债表受损；二是前期小排量车购置税减免、国五标准实施，以及公路治超等政策刺激透支了汽车需求，导致去年以来汽车消费明显放缓；三是短期原因，节日错位导致4月社零同比增速明显下滑，掩盖了真实需求。
- **消费回暖，动力何来？**我们认为，19年消费增速有望回升，并成为本轮经济见底企稳的主要驱动力。首先，从消费的结构来看，必需消费有望保持稳定，而可选消费将会因低基数反弹。其次，在房住不炒、棚改退潮的背景下，前期居民加杠杆带来挤出效应将明显弱化。第三，18、19年居民部门减税，将直接提升居民可支配收入，提振居民消费。最后，对于消费中占比最高、过去两年消费端最主要的拖累，汽车消费受益于低基数效应以及新一轮的政策刺激，有望在19年下半年迎来回升。而从更长远的未来看，目前我国汽车保有量依然偏低，汽车行业增长空间可观，消费需求还远未顶。
- **一周扫描（2019年5月27日至6月2日）：**
- **海外：美国核心PCE同比持平前值，特朗普对墨西哥加征关税。**上周五，美国公布4月核心PCE物价指数同比1.6%，持平于前值。上周四，纽约联储宣布了缩表计划结束后的债券购买初步方案，从10月起把联邦机构债券和MBS的到期本金再投资于国债。上周五美国总统特朗普宣布自6月10日起对墨西哥所有商品加征5%关税。上周意大利副总理表示可能考虑放弃与五星运动的联盟，解散政府。
- **经济：制造业景气仍弱。**5月全国制造业PMI回落至49.4%，跌至线下且创下13年以来同期新低，指向制造业景气持续转弱，主要分项指标中，需求、生产双双放缓，价格回落，库存回补。4月规上工业企业利润总额同比增速-3.7%，较3月大幅下滑转负。3、4月工业利润增速大起大落，主要是受4月起实施增值税率下调影响，导致部分工业产品需求在3月提前释放。5月38城地产销量增速回落，前三周乘联会乘用车零售增速止跌企稳，需求改善仍弱。5月六大集团发电耗煤增速降幅扩大，工业生产放缓。
- **物价：通胀预期下降。**上周菜价、猪肉价格继续下跌，预测5月CPI食品价格环比持平，5月CPI同比涨幅回升至2.7%。5月以来钢价、煤价、油价高位回落，预测5月PPI环涨0.2%，5月PPI同比涨幅回落至0.7%。5月份以来，食品价格涨幅放缓，工业品价格通缩风险重燃，通胀预期下降。
- **流动性：央行维稳流动性。**上周货币利率走势分化，其中R007均值上行至3.01%，R001均值下行至2.49%。DR007上行至2.74%，DR001下行至2.42%。央行大幅投放，公开市场净投放5100亿。上周美元指数小幅反弹，人民币汇率小幅贬值，在岸与离岸人民币分别贬至6.9、6.94。央行表示将关注中小银行流动性状况，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，保持银行体系流动性合理充裕。
- **政策：推进新型城镇化。**商务部表示，中国将建立“不可靠实体清单”制度。对严重损害中国企业正当权益的外国企业、组织或个人，将列入“不可靠实体清单”。发改委召开推进新型城镇化年度重点工作电视电话会议，指出做好2019年新型城镇化工作，要着力抓好重点人群落户，提高农业转移人口市民化质量；着力促进城乡要素自由流动和公共资源合理配置，持续提升城乡融合水平。国常会表示进一步促进社区养老和家政服务业加快发展，放宽准入。

目 录

1. 宏观专题：19年可选消费：否极泰来！	6
1.1 消费下滑，何时休矣？	6
1.2 跌跌不休，原因何在？	6
1.3 消费回暖，动力何来？	8
2. 海外：美国核心 PCE 同比持平前值，特朗普对墨西哥加征关税	10
2.1 美国 4 月核心 PCE 同比 1.6%持平前值	11
2.2 意大利副总理或解散政府.....	11
3. 国内经济：制造业景气仍弱.....	11
3.1 制造业 PMI 降至线下.....	11
3.2 工业利润回落.....	13
3.3 需求改善仍弱.....	14
3.4 生产有所放缓.....	15
4. 物价：通胀预期下降.....	15
4.1 食品价格继降.....	15
4.2 预测 CPI 小幅回升.....	16
4.3 预测 PPI 小幅回落.....	16
4.4 通胀预期下降.....	16
5. 流动性：央行维稳流动性	17
5.1 货币利率分化.....	17
5.2 央行大幅投放.....	17
5.3 汇率小幅贬值。	18
5.4 货币维稳流动性.....	18
6. 政策：推进新型城镇化.....	19
7. 日历：聚焦 6 月初数据.....	19

图目录

图 1	社消总额名义增速、实际增速、限额以上零售增速 (%)	6
图 2	城镇居民人均可支配收入增速、人均消费性支出增速 (%)	6
图 3	城镇居民扣除房贷支出前后的可支配收入、消费支出增速 (%)	7
图 4	限额以上零售增速、汽车零售增速 (%)	8
图 5	假日数量同比变化	8
图 6	考虑假日因素前、后的社零总额增速 (%)	8
图 7	可选消费增速、必需消费增速 (%)	9
图 8	中国居民消费倾向	9
图 9	社零总额增速、限额以上零售增速 (%)	9
图 10	限额以上汽车类零售同比增速 (%)	10
图 11	乘联会狭义乘用车零售、批发销量同比增速 (%)	10
图 12	2017 年各城市汽车保有量 (万辆)	10
图 13	“国六”标准的排放限值	10
图 14	全国制造业 PMI 综合 (历年月度比较) (%)	11
图 15	全国制造业 PMI 综合 (%)	11
图 16	全国制造业 PMI 新订单 (%)	12
图 17	全国制造业 PMI 新出口订单 (%)	12
图 18	全国制造业 PMI 生产指标 (%)	12
图 19	全国制造业 PMI 就业指标 (%)	12
图 20	全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存 (%)	12
图 21	全国制造业 PMI 购进价格指数和 PPI 环比增速 (%)	12
图 22	规模以上工业企业利润总额同比增速 (%)	13
图 23	规模以上工业企业利润总额同比增速: 分经济类型 (%)	13
图 24	规模以上工业企业主营业务收入同比增速 (%)	13
图 25	历年各月工业企业营业收入累计利润率 (%)	13
图 26	工业企业营业收入、产成品存货同比增速 (%)	14
图 27	工业企业历年各月库存销售比 (%)	14
图 28	上、中、下游行业利润总额累计同比增速 (%)	14
图 29	下游消费品行业利润总额累计同比增速 (%)	14
图 30	中游加工行业利润总额累计同比增速 (%)	14

图 31	上游原材料行业利润总额累计同比增速 (%)	14
图 32	38 城地产销量月度同比增速 (%)	15
图 33	乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)	15
图 34	历年各周全国高炉开工率 (%)	15
图 35	六大发电集团发电耗煤同比增速 (%)	15
图 36	蔬菜平均批发价 (元/公斤)	16
图 37	猪肉批发价格 (元/公斤)	16
图 38	CPI 环比 (%)	16
图 39	CPI 同比及成分同比走势预测 (%)	16
图 40	环渤海动力煤价格 (元/吨)	16
图 41	PPI 同比及环比 (%)	16
图 42	农产品批发价格 200 指数	17
图 43	CPI、PPI 同比走势及预测 (%)	17
图 44	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)	17
图 45	R001 和 R007 (%)	17
图 46	央行公开市场操作 (亿元)	18
图 47	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	18
图 48	美元指数	18
图 49	央行公开市场净投放规模 (亿元)	19
图 50	超额存款准备金率 (%)	19

表目录

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期	19
----------------------------------	----

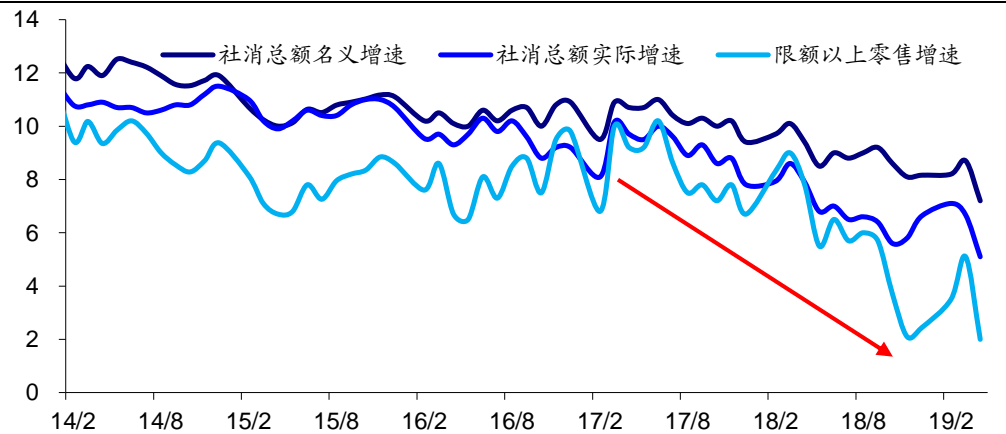
1. 宏观专题：19年可选消费：否极泰来！

1.1 消费下滑，何时休矣？

过去两年多以来，消费增速的持续下滑引发市场担忧。

通常我们可以从两个维度观察消费，一是从企业收入的角度，统计局每个月会统计批发、零售、住宿、餐饮类企业营业额，即社会消费品零售总额，以及限额以上单位消费品零售总额。我们发现，社消零售增速从16年10.4%下降至18年的9.0%，而限额以上零售则更为严峻，从16年的8.1%滑落至18年的5.7%。而到了19年4月，两者更是相继创下7.2%和2.0%的历史新低。

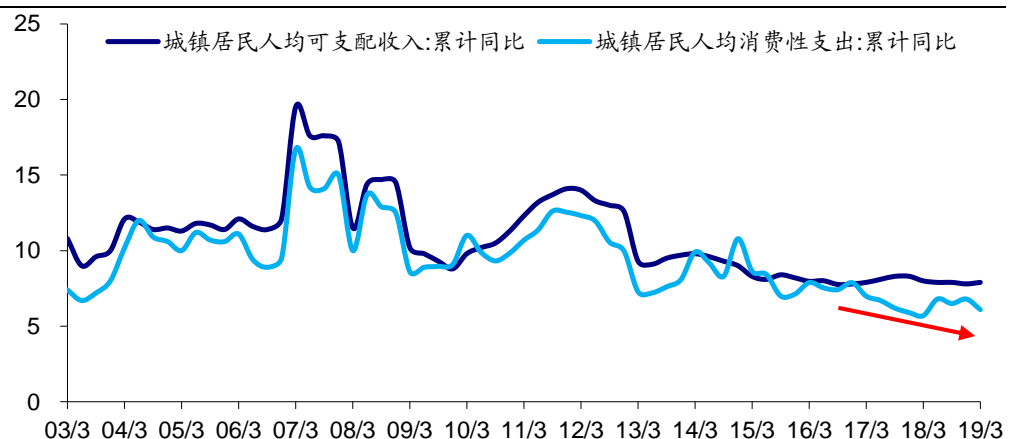
图1 社消总额名义增速、实际增速、限额以上零售增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

我们还可以从居民支出的角度来观察消费。统计局每个季度会统计居民用于满足家庭日常生活消费需要的全部支出，即居民消费支出。我们发现，虽然15-18年间，城镇居民人均可支配收入增速稳定在8%左右，但人均消费性支出增速从16年的7.9%快速下滑至17年的5.9%，虽然18年反弹至6.8%，但19年1季度再度回落至6%附近。

图2 城镇居民人均可支配收入增速、人均消费性支出增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

1.2 跌跌不休，原因何在？

总结来看，消费下滑主要由三方面原因。

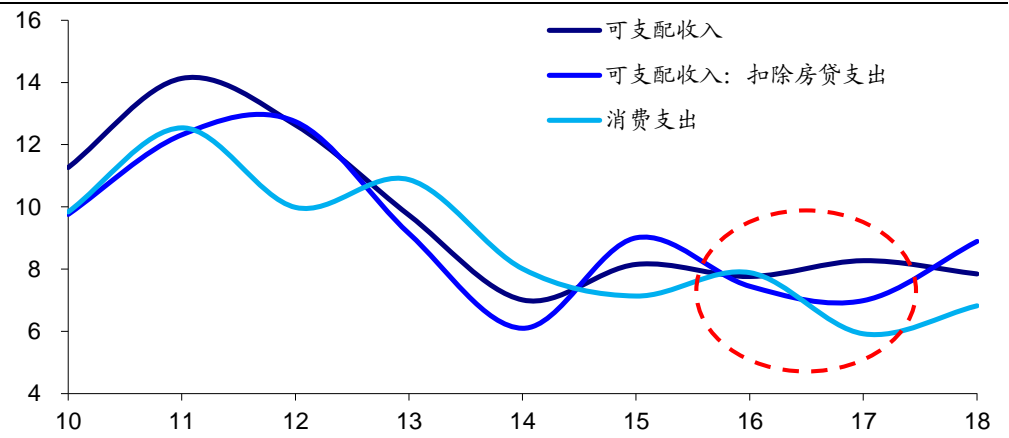
一是居民购房加杠杆过快，短期内透支了购买力，令居民资产负债表受损。

从金融机构贷款投向看，居民新增房贷从 13、14 年的 1.7 万亿飙升至 16 年的 4.96 万亿。虽然 17 年央行并未公布新增房贷，但考虑到过去几年“新增居民房贷/新增居民中长贷”基本稳定在 70%至 90%之间，即便 17 年按 85%保守估算，居民房贷也达到了 4.5 万亿。与之相应的是，居民房贷余额从 14 年的 11.5 万亿翻番至 17 年的 22 万亿，18 年又继续上升至 25.8 万亿，其中 16 年增速高达 35%。

从居民资产负债表收缩到消费增速下滑。然而，从统计的角度看，不论是购买住宅商品房，还是举借债务，都不会在居民消费支出中体现出来，更不会记入社会消费品零售总额当中。居住类消费支出指的是房租、水电煤、物业管理等方面的支出，既不包括购房也不包括还贷。但加杠杆购房带来的资产负债表受损，却会影响居民的潜在购买力，从而会影响消费。

我们注意到，17 年城镇居民可支配收入增速缓慢上升，但消费支出增速却急剧下滑。如果假定全体城镇居民分 25 年、按照当年房贷利率均值、等额本息来偿还房贷，那么扣除房贷利息后，17 年城镇居民可支配收入增速出现了明显下滑，但在 18 年有所回升，这与居民消费支出走势保持同步。

图3 城镇居民扣除房贷支出前后的可支配收入、消费支出增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

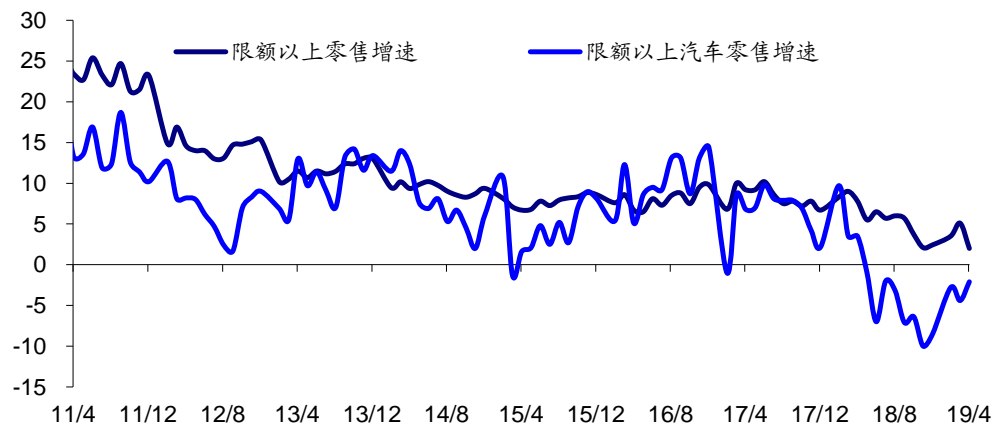
二是前期小排量车购置税减免、国五标准实施，以及公路治超等政策刺激透支了汽车需求，导致去年以来汽车消费明显放缓。

首先是乘用车领域的小排量购置税减半政策。15 年 9 月底，国务院召开常务会议，为促进新能源车和小排量汽车发展，自 15 年 10 月到 16 年底，对购买 1.6 升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠，即税率由 10%降至 5%。16 年底财政部发文，17 年优惠力度减半，税率由 5%上调至 7.5%，18 年恢复按 10%的法定税率征收车辆购置税。15、16 年的购置税减半、17 年的优惠力度减半，令乘用车市场大量购车需求前移，对未来需求形成透支。因而过去两年多时间里，乘用车销量增速冲高回落。

其次是商用车领域的公路治超以及国五标准。16 年 9 月起，交通部《超限运输车辆行驶公路管理规定》正式施行，而 17 年 1 月起，国五标准也在全国范围内全面实施。公路治超和国五标准的实施，令商用车市场面临大量更新需求，同样也对未来需求形成透支。因而过去两年以重卡为代表的商用车销量增速也是高开低走。

而观察中国限额以上零售的结构，耐用品与非耐用品各占一半，耐用品中占比最大的是汽车，占比达 2/3，非耐用品中最大的是石油及制品，占比达 1/4，而石油消费的 1/5 来源于汽车。由此可见，汽车消费对中国消费走势有着重要影响。从历史数据看，汽车消费也与限额以上零售增速走势一致，18 年以来限额以上零售增速创新低，背后也在于汽车销售出现负增长。

图4 限额以上零售增速、汽车零售增速 (%)

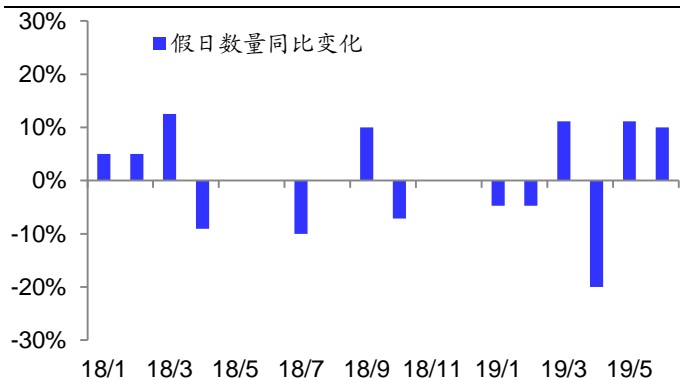


资料来源: Wind, 海通证券研究所

三是短期原因, 节日错位导致 4 月社零同比增速明显下滑, 掩盖了真实需求。

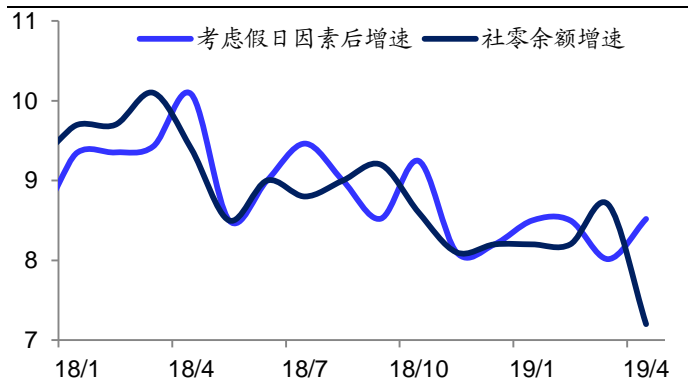
虽然 1 季度的消费增速回升, 但 4 月消费增速再度转弱, 再度令市场感到担心。但 19 年 4 月的假日只有 8 天, 比去年同期的 10 天减少了 20%, 而通常在节日期间的消费会比较多, 例如 19 年春节黄金周的日均消费是 1400 亿, 大概是 3 月平均水平的 1.4 倍, 而 18 年 10 月黄金周的日均消费为 2000 亿, 为 9 月水平的 2 倍。我们保守假设假日消费水平平均为工作日的 1.2 倍, 可以计算出今年 4 月的实际消费增速为 8.5%, 今年以来消费的累计增速为 8.4%, 均高于去年末的 8.2%。

图5 假日数量同比变化



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 考虑假日因素前、后的社零总额增速 (%)

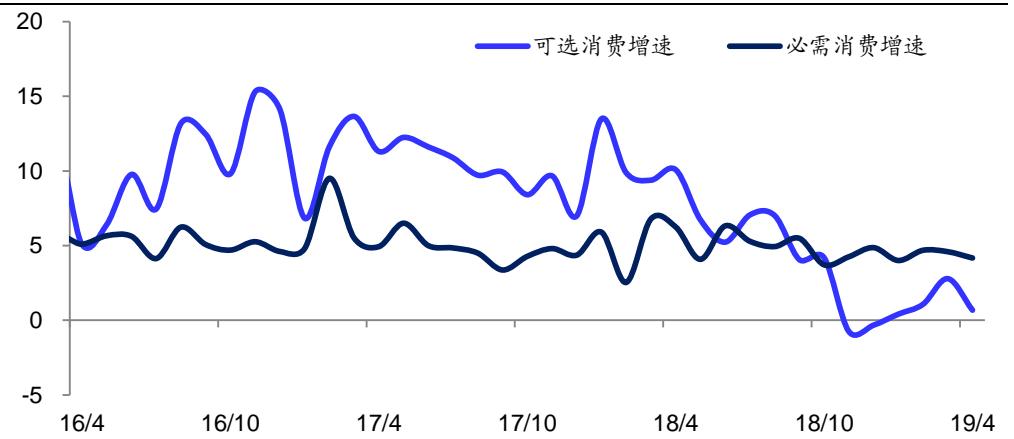


资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.3 消费回暖, 动力何来?

我们认为, 19 年消费增速有望回升, 并成为本轮经济见底企稳的主要驱动力。

首先, 从消费的结构来看, 必需消费有望保持稳定, 而可选消费有望因低基数反弹。在过去 1 年的经济下滑过程当中, 必需消费增速依然保持了平稳增长, 而可选消费增速的下滑是本轮消费下滑的主因, 但从去年末开始, 可选消费增速已经由负转正, 加上其中占比最大的汽车消费增速从 18 年 5 月起大幅下滑, 考虑低基数效应, 可选消费增速的回升应是大概率事件。

图7 可选消费增速、必需消费增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

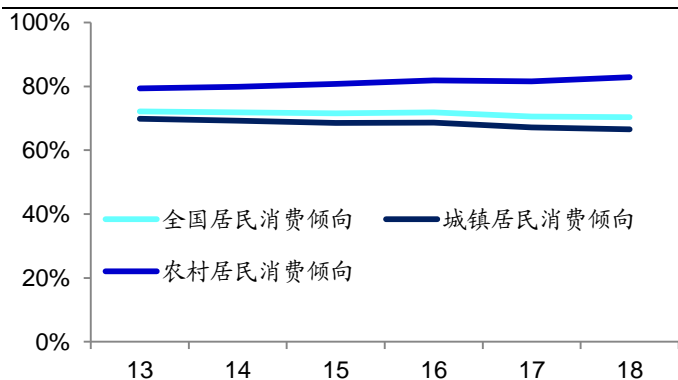
其次，在房住不炒、棚改退潮的背景下，前期居民加杠杆带来挤出效应将明显弱化。本轮经济下滑始于18年2季度，目前仍未见底，但政府保持定力，并未放松楼市调控。从政策效果看，16年以来，一是全国地产销量增速持续下行，单月增速最低曾到过-5%，而今年以来累计增速也才-0.3%；二是百城房价涨幅趋缓，同比增速从17年初的18.9%一路下滑至今年4月的4.3%，环比增速则在0.5%附近低位平稳运行。棚改货币化是过去两年三四线城市房价、地价高企的原因之一，今年则面临退潮。全国层面，从财政部下达的棚改目标来看，今年棚改计划完成285万套，相较去年的计划数近乎腰斩。

房住不炒、棚改退潮，势必令地产销售承压，虽然会在一定程度上拖累地产相关的家电、家具、建材等领域消费，但合计仅占限额以上零售的10%左右。并且，从整体看，在居民收入增速稳中略升、房地产对消费的挤出效应明显淡化的背景下，19年居民购买力有望得到修复，支撑消费增速回升。

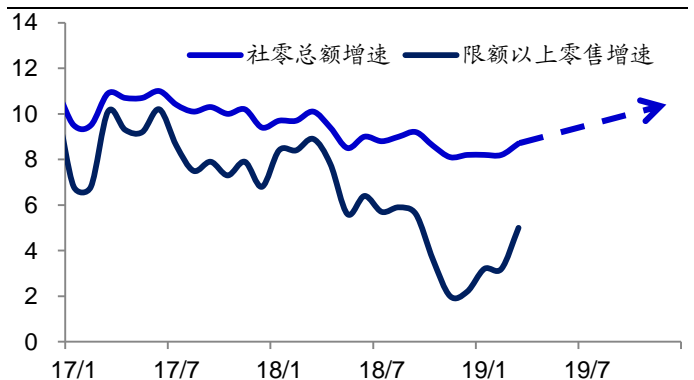
第三，18、19年居民部门减税，将直接提升居民可支配收入，提振居民消费。

过去两年，政策端最大的亮点在于减税降费。19年政府宣布减税降费2万亿，我们估算其中个人所得税减免大约5000亿，增值税下调大约10000亿，社保减税大约3000亿，还有2000亿是电信费、电费等下调。事实上，从18年4季度税收增速转负中，就能看出本轮政府减税的诚意。

而减税的最大作用是增加居民收入，提升居民消费。中国居民的人均收入刚刚接近1万美元，其实并不高，因而中国居民的边际消费倾向高达70%。我们测算今年给居民部门减税降费1万亿左右，可以增加7000亿的居民消费，提升消费增速2%，足以把社会消费总增速从年初的8%提升到年底的10%以上。

图8 中国居民消费倾向


资料来源：Wind，海通证券研究所

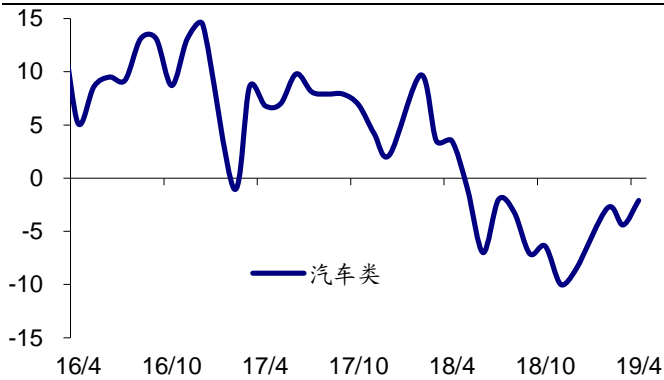
图9 社零总额增速、限额以上零售增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

第四，对于消费中占比最高、过去两年消费端最主要的拖累，汽车消费有望在 19 年下半年迎来回升。

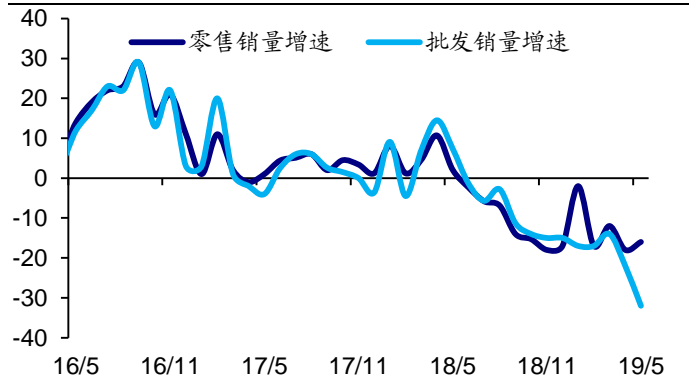
首先，低基数效应支撑汽车消费增速企稳。本轮汽车消费增速的快速下滑始于 18 年 4 月，缘于此前两年刺激政策透支需求。但今年 5 月以后政策调整影响消失。从高频数据看，5 月前三周乘联会狭义乘用车批发增速仍在下滑，但零售增速已较 4 月反弹。

图10 限额以上汽车类零售同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 乘联会狭义乘用车零售、批发销量同比增速 (%)



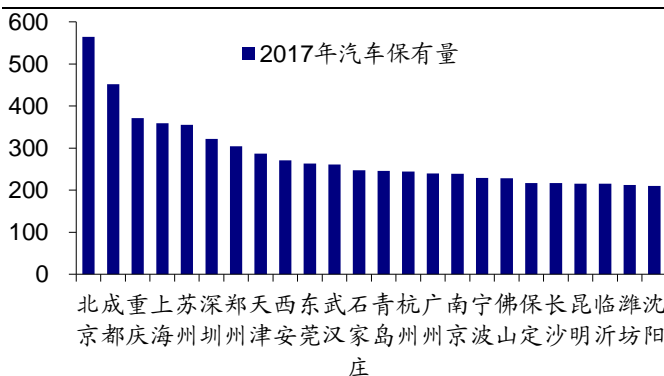
资料来源: Wind, 海通证券研究所

其次，新一轮政策刺激、政策放松来袭。今年 5 月底，广东省出台《广东省完善促进消费体制机制实施方案》，提出了九方面 29 条具体举措，其中最大的亮点是鼓励汽车消费，包括优化汽车消费环境，逐步放宽广州、深圳市汽车摇号和竞拍指标，扩大准购规模，其他地市不得再出台汽车限购规定等。

与此同时，今年 7 月起，上海、天津、杭州、深圳、重庆、南京、河北、河南、广东、山东、山西、海南、安徽、陕西、四川等 15 个省市将正式实施国家第六阶段机动车排放标准（简称“国六”标准）。“国六”标准实施有望带动下半年汽车行业“更新需求”。

而从更长远未来看，目前我国汽车保有量依然偏低，汽车行业增长空间可观。18 年我国汽车保有量 2.4 亿辆，较 17 年增长 10.5%，其中，小型载客汽车保有量达到 2 亿辆。但从人均看，每千人汽车保有量仅为 172.2 辆。而根据中国汽车工业年鉴的统计，15 年中国每千人汽车保有量仅为 118.8 辆，不仅远低于美欧日等发达国家，甚至低于全球平均水平。

图12 2017 年各城市汽车保有量 (万辆)



资料来源: 公安部, 海通证券研究所

图13 “国六”标准的排放限值

排放物	国五 (汽油车)	国六A	国六B
一氧化碳	1000 (mg/km)	700 (mg/km)	500 (mg/km)
非甲烷烃	68 (mg/km)	68 (mg/km)	35 (mg/km)
氮氧化物	60 (mg/km)	60 (mg/km)	35 (mg/km)
PM细颗粒物	4.5 (mg/km)	4.5 (mg/km)	3 (mg/km)
PN颗粒物		6×10^{11} 颗/km	6×10^{11} 颗/km

资料来源: 环保部、质检总局, 海通证券研究所

2. 海外: 美国核心 PCE 同比持平前值, 特朗普对墨西哥加征关税

2.1 美国 4 月核心 PCE 同比 1.6%持平前值

美国 4 月核心 PCE 同比 1.6%持平前值。上周五，美国公布 4 月核心 PCE 物价指数同比 1.6%，持平于前值，去年下半年以来美国通胀指标持续回落，物价升势放缓。上周四，美国公布一季度实际 GDP 终值，环比折年增速从 3.2%下修至 3.1%。

美联储宣布缩表后购债计划。上周四，纽约联储宣布了缩表计划结束后的债券购买初步方案。从 10 月起，联储将通过二级市场把联邦机构债券和 MBS 的到期本金再投资于 11 类不同久期的美国国债，对美债的再投资上限为单月 200 亿美元，超出金额将被再投资到机构 MBS。

特朗普对墨西哥加征 5%关税。上周五美国总统特朗普宣布自 6 月 10 日起对墨西哥所有商品加征 5%关税，并威胁税率从 7 月 1 日起逐月上调，10 月 1 日上调至 25%，直至非法移民问题得到解决。此外，特朗普还签署行政命令，6 月 5 日起终止对印度普惠制待遇。

2.2 意大利副总理或解散政府

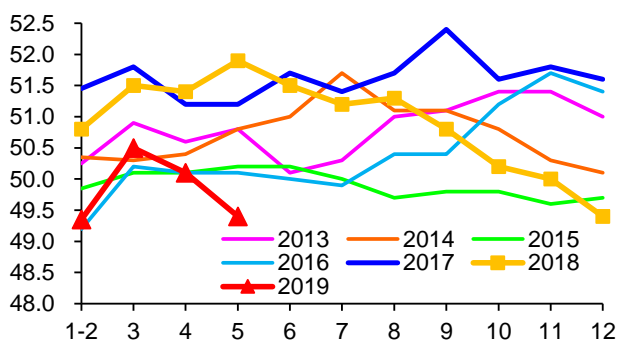
意大利副总理或解散政府。上周，彭博社报道称，因债务问题，欧盟考虑对意大利提出 35 亿欧元的罚款，决定可能会在 6 月 5 日做出。而意大利副总理萨尔维尼表示，如果五星运动党不能通过他提出的统一税收计划和其他优先措施，将考虑放弃与五星运动的联盟，解散意大利政府。

3. 国内经济：制造业景气仍弱

3.1 制造业 PMI 降至线下

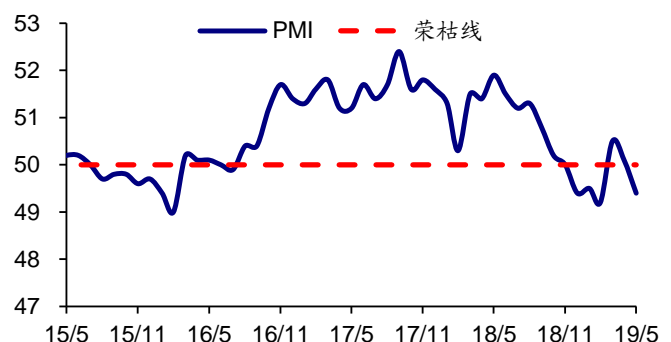
5 月制造业 PMI 降至线下。19 年 5 月全国制造业 PMI 为 49.4%，较 4 月回落 0.7 个百分点，跌至线下且创下 13 年以来同期新低，指向制造业景气持续转弱。主要分项指标中，需求、生产双双放缓，价格回落，库存回补。分规模看，大、中、小型企业 PMI 同步回落，但大型企业 PMI 仍在荣枯线上。

图14 全国制造业 PMI 综合（历年月度比较）（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

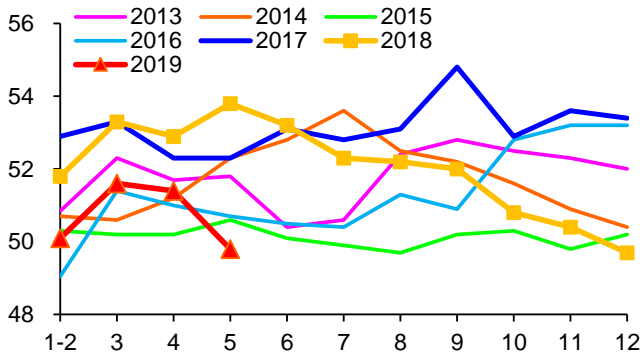
图15 全国制造业 PMI 综合（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

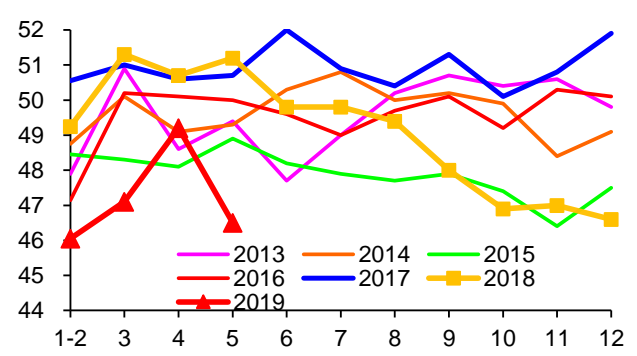
外需拖累需求下滑。5月新订单指数由4月的51.4%回落至49.8%，创年内新低以及13年以来同期新低。但新订单指数与新出口订单指数之差较4月回升1.1个百分点，指向内需仍较稳健。5月新出口订单指数自4月的49.2%大幅下滑至46.5%，降至15年12月以来的次低点，且创下13年以来同期新低，指向外需下滑拖累需求回落。

图16 全国制造业 PMI 新订单 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

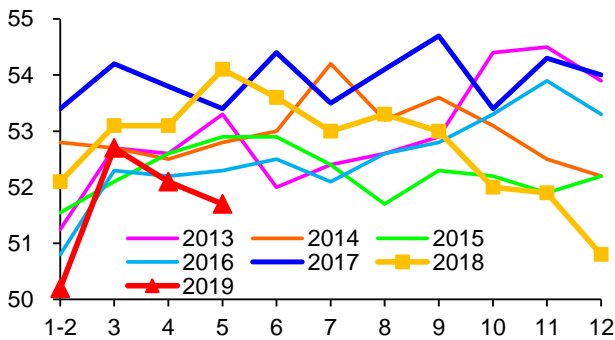
图17 全国制造业 PMI 新出口订单 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

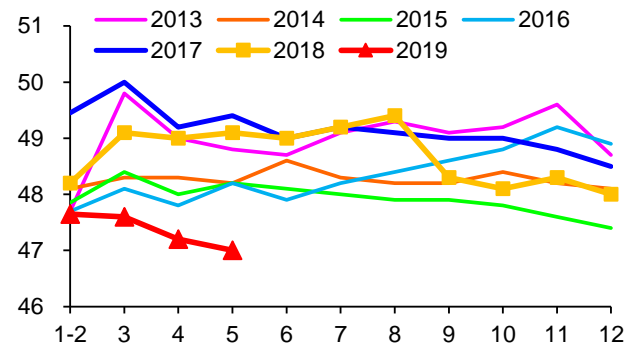
生产走弱，就业下滑。5月生产指数由4月的52.1%小幅回落至51.7%，仍在13年以来同期新低，印证5月发电耗煤增速降幅扩大至-18.7%，而汽车、钢铁等主要行业开工率多数处于历年同期低位，指向工业生产继续走弱。5月份从业人员指标由4月的47.2%继续下滑至47.0%，连续两个月下滑并创下09年3月以来新低，工业生产持续走弱使得制造业企业用工量继续萎缩。近期国务院发布通知成立就业工作领导小组，体现贸易摩擦冲击下对于就业问题的重视，稳就业政策或将全面发力。

图18 全国制造业 PMI 生产指标 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

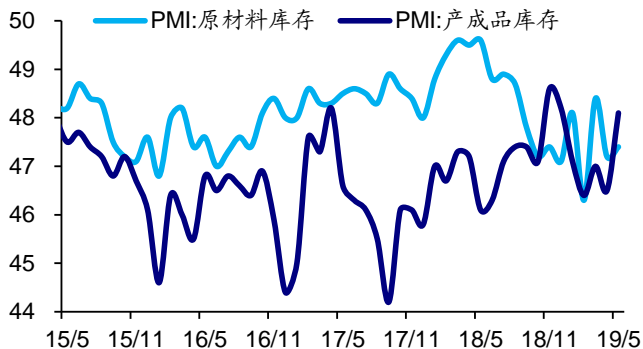
图19 全国制造业 PMI 就业指标 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

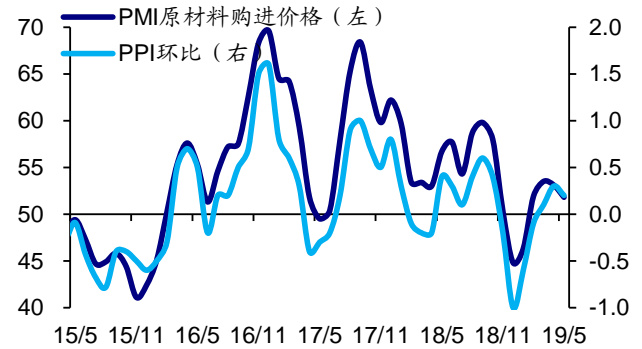
价格回落，库存回补。5月原材料购进价格指数由4月的53.1%回落至51.8%，出厂价格指数同步下行至49%，印证5月以来钢价、煤价、油价高位回落，我们预测5月PPI环比0.2%，同比涨幅回落至0.7%。5月原材料库存指数由4月的47.2%小幅回升至47.4%，产成品库存指数自4月的46.5%大幅上行至48.1%。需求、生产双双放缓，但受外需拖累，需求下滑幅度更大，令库存双双回补。

图20 全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 全国制造业 PMI 购进价格指数和 PPI 环比增速 (%)



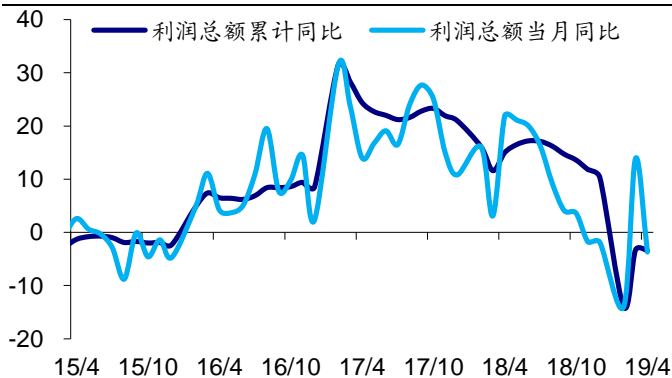
资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 工业利润回落

工业利润增速回落。1-4月规模以上工业企业利润总额同比增速稳定在-3.4%，其中4月当月增速-3.7%，较3月大幅下滑转负，但高于1-2月增速。3、4月工业利润增速大起大落，主要是受4月起实施增值税率下调影响，导致部分工业产品需求在3月提前释放，对4月形成透支。此外，去年4月基数较高，也对同比增速形成压制。

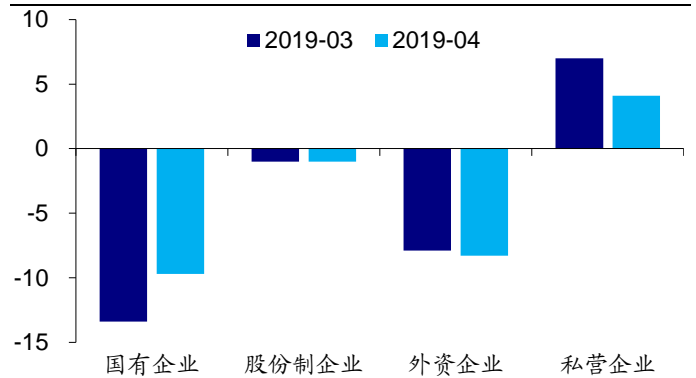
国企殿后，民企领跑。分经济类型看：1-4月国有及国有控股工业企业利润增速-9.7%，较1-3月降幅收窄，但依然殿后；**私营工业企业利润增速4.1%，较1-3月小幅回落，但继续领跑**；股份制企业、外资企业利润增速分别稳定在-1.0%和-8.3%。

图22 规模以上工业企业利润总额同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图23 规模以上工业企业利润总额同比增速：分经济类型 (%)

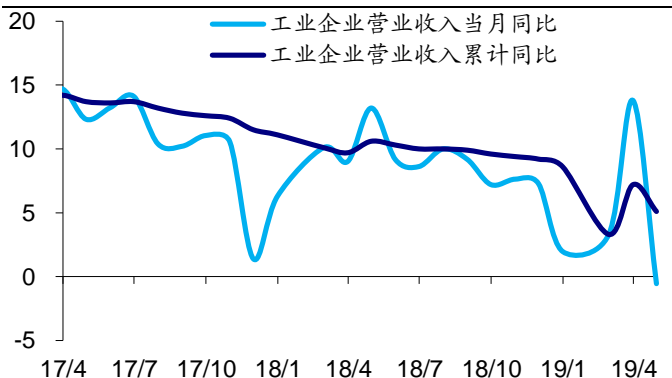


资料来源：Wind，海通证券研究所

工业收入增速放缓。1-4月规模以上工业企业营业收入同比增速降至5.1%，其中4月当月增速大幅回落至-0.6%。4月工业收入增速放缓，与工业增加值增速下滑相印证。增值税率下调导致工业产需前移、寅吃卯粮，从而对4月工业收入形成拖累。

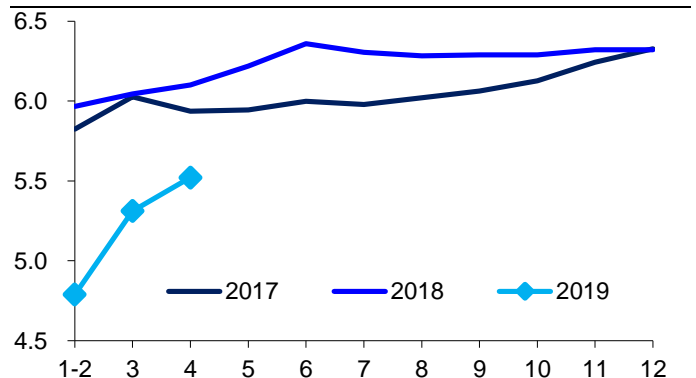
工业利润率略回升。虽然1-4月工业企业每百元营业收入中的成本费用合计为93.11元，不仅较1-3月回升，同比也增加0.46元。但得益于增值税率下调，1-4月营业收入利润率仍然回升至5.52%。

图24 规模以上工业企业主营业务收入同比增速 (%)



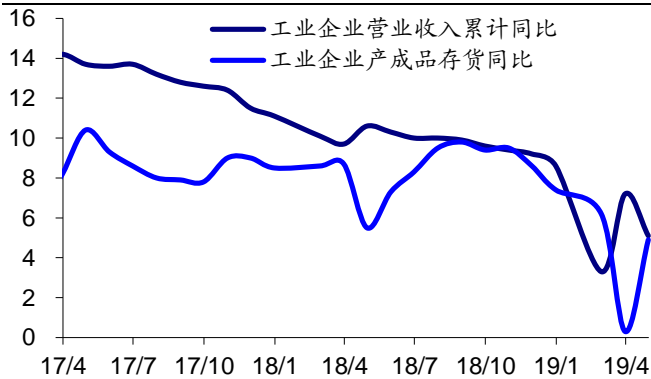
资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 历年各月工业企业营业收入累计利润率 (%)

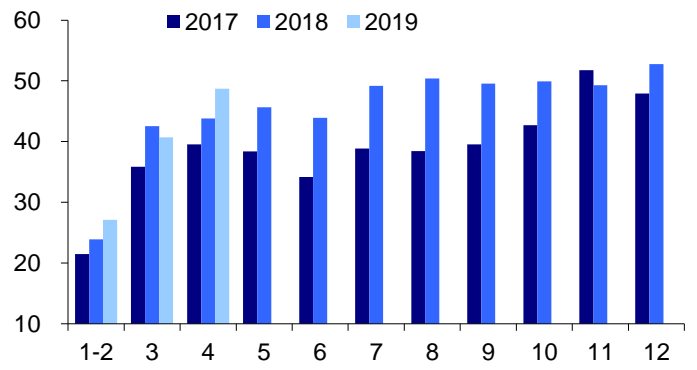


资料来源：Wind，海通证券研究所

工业库存短期回补。4月工业企业产成品存货增速回升至4.9%，而4月库存销售比48.7%，明显高于过去两年同期，均指向库存短期回补。增值税率调整令产需大起大落，而生产调整滞后于需求，因而库存短期被动回补。考虑到增值税率影响是脉冲式的，而当前需求仍在筑底，当前工业企业整体仍处去库存周期，并将逐渐转向被动去库存。

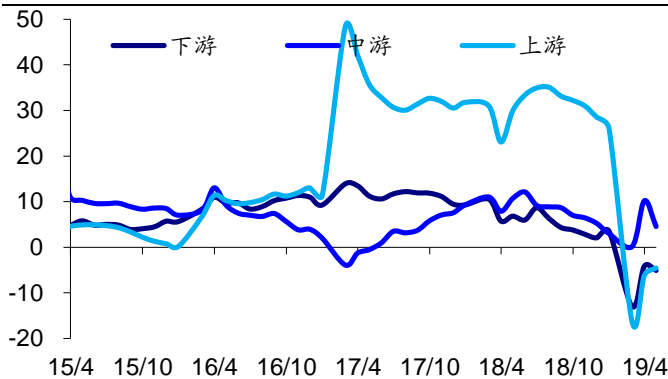
图26 工业企业营业收入、产成品存货同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

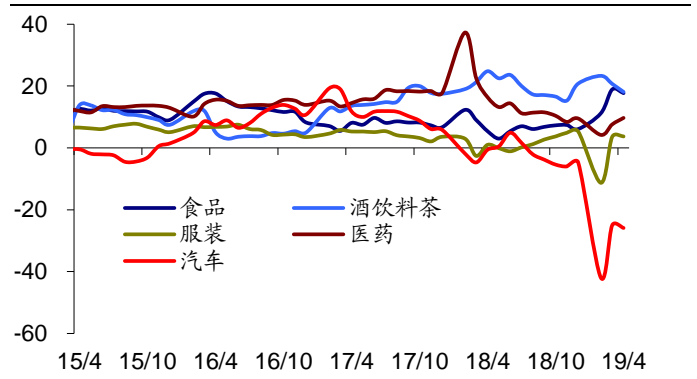
图27 工业企业历年各月库存销售比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

中游下滑上游回升。1-4月41个工业大类行业中,27个行业利润总额同比增加,14个减少,与1-3月相比,各行业利润增速涨少跌多。其中,受增值税率调整带来的产需前移影响,中游加工装备类行业利润增速普遍下滑;而上游原材料类行业利润增速涨多跌少,尤其是钢铁、石油加工、石油开采、化工等主要行业利润明显好转。

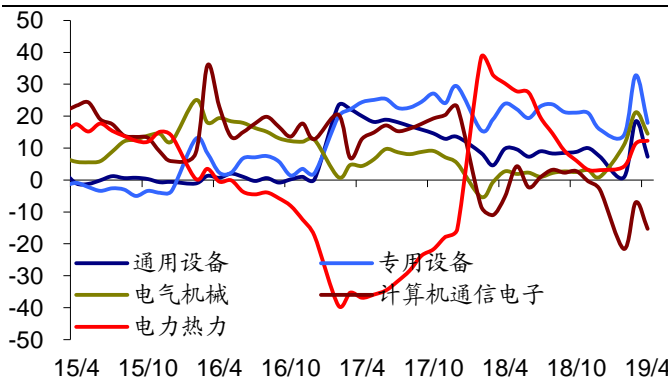
图28 上、中、下游行业利润总额累计同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

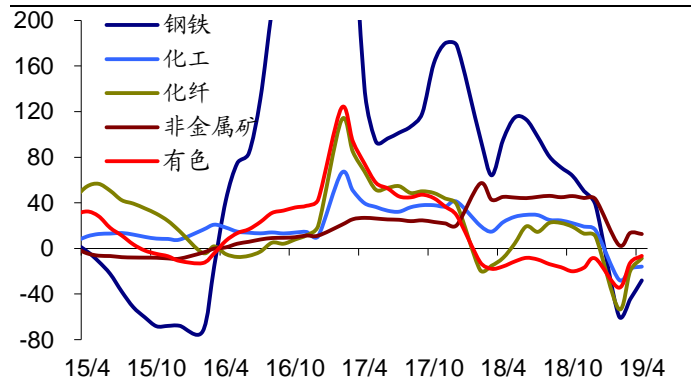
图29 下游消费品行业利润总额累计同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

行业利润涨跌互现。1-4月各行业利润增速涨跌互现,其中:下游涨少跌多,服装、医药上升,而食品、酒茶饮料、汽车均下滑;中游普遍下滑,仅电力热力略有回升,通用设备、专用设备、电气机械、通信电子均下滑;上游涨多跌少,钢铁、有色、化工、化纤均回升,仅电力热力略有回升。

图30 中游加工行业利润总额累计同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图31 上游原材料行业利润总额累计同比增速 (%)


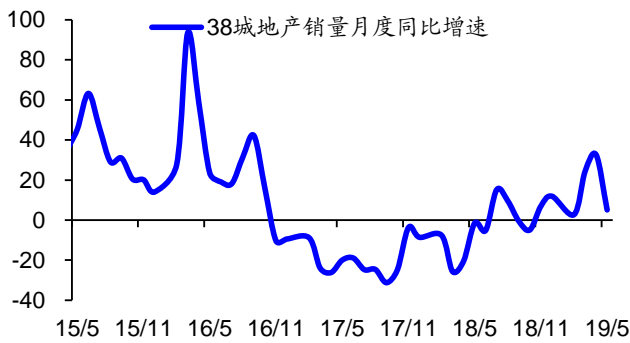
资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.3 需求改善仍弱

地产销量回落,汽车零售改善。5月38城地产销量增速回落至5.1%,其中各线级

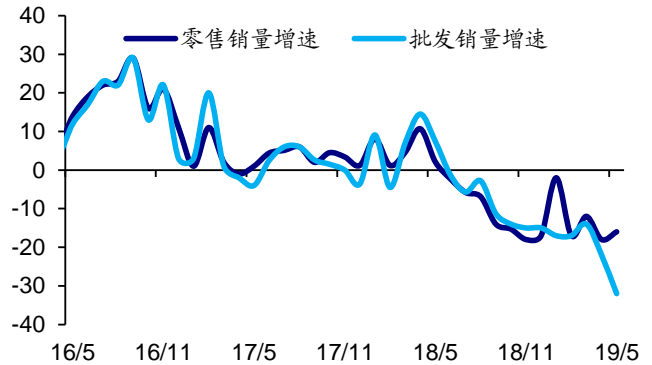
城市销量增速同步下滑。5月前三周乘联会乘用车批发、零售增速分别为-32%、-16%，虽然前三周批发增速尚在探底，但零售增速止跌反弹，指向终端需求有所企稳。

图32 38城地产销量月度同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图33 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)

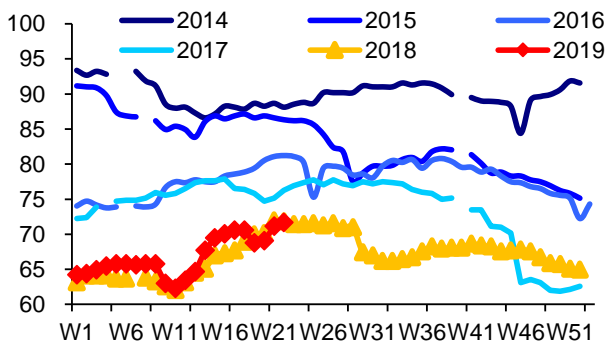


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.4 生产有所放缓

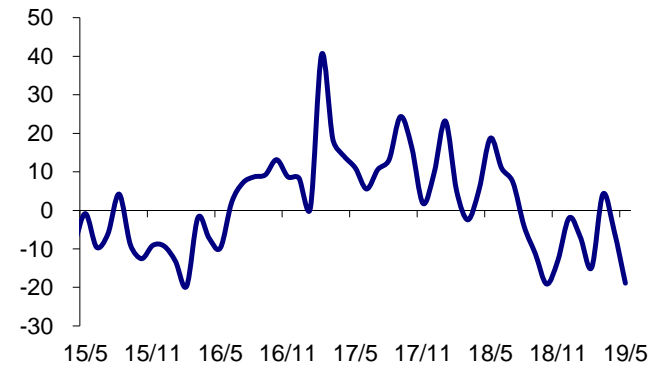
高炉开工继续回升，发电耗煤降幅扩大。上周全国高炉开工率继续回升至71.7%，但仍处14年以来的同期低位。5月六大集团发电耗煤同比增速降幅扩大至-18.9%，而汽车、钢铁和化工等主要行业开工率多数处于低位，指向工业生产依然偏弱。

图34 历年各周全国高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图35 六大发电集团发电耗煤同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

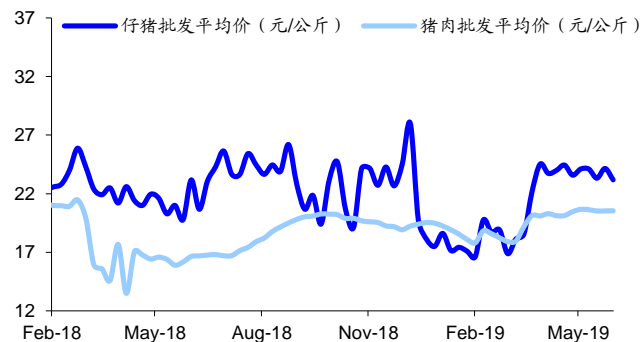
4. 物价：通胀预期下降

4.1 食品价格继降

上周菜价、猪肉价格继续下跌，食品价格环比下降0.5%。

图36 蔬菜平均批发价 (元/公斤)

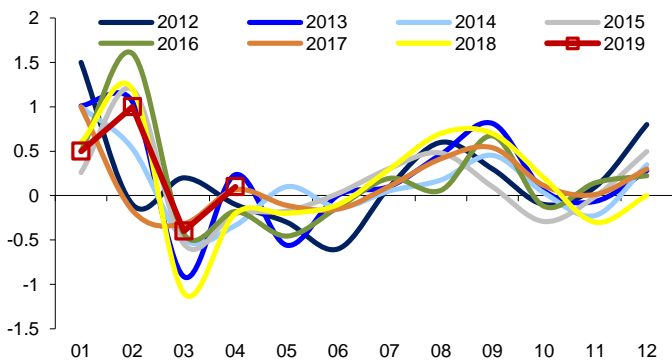

资料来源: Wind, 海通证券研究所

图37 猪肉批发价格 (元/公斤)


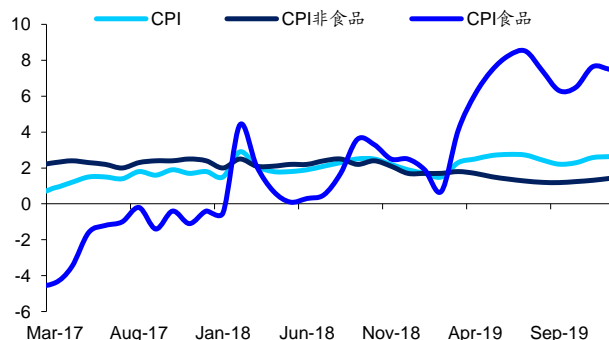
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 预测 CPI 小幅回升

5月以来商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比涨幅分别为0.2%、-1.4%，预测5月CPI食品价格环比持平，5月CPI同比涨幅回升至2.7%。

图38 CPI 环比 (%)


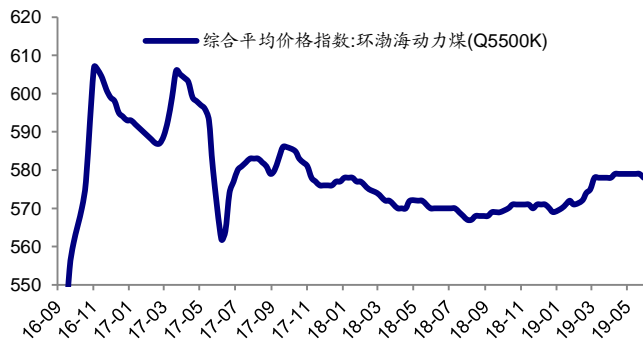
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图39 CPI 同比及成分同比走势预测 (%)


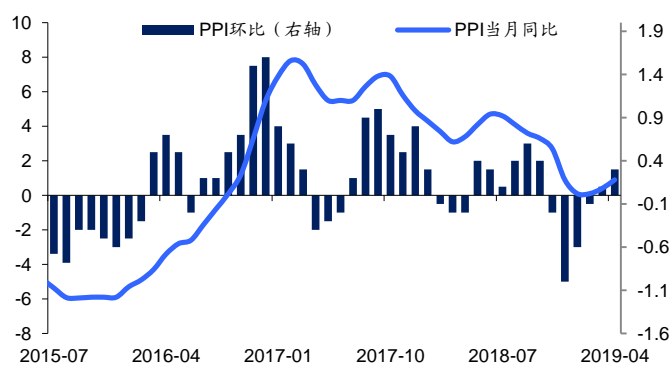
资料来源: WIND, 海通证券研究所

4.3 预测 PPI 小幅回落

5月以来钢价、煤价、油价高位回落，5月港口期货生资价格环比上涨0.3%，预测5月PPI环涨0.2%，5月PPI同比涨幅回落至0.7%。

图40 环渤海动力煤价格 (元/吨)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图41 PPI 同比及环比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.4 通胀预期下降

年初以来，由于猪价、水果价格的上涨，引发了通胀预期的上升。但进入5月份

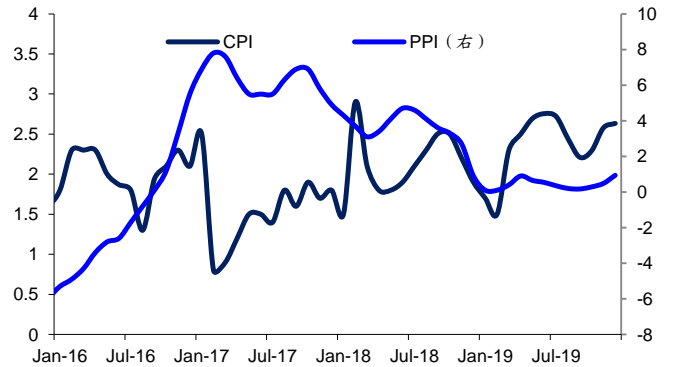
以来，猪价高位回落，食品价格涨幅放缓。而在商品价格方面，5月油价、铜价大幅下跌，这意味着工业品价格通缩风险重燃，因而综合来看，通胀预期正在明显下降。

图42 农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图43 CPI、PPI 同比走势及预测 (%)



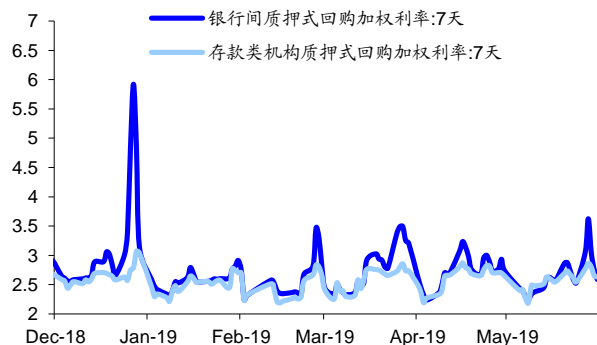
资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 流动性：央行维稳流动性

5.1 货币利率分化

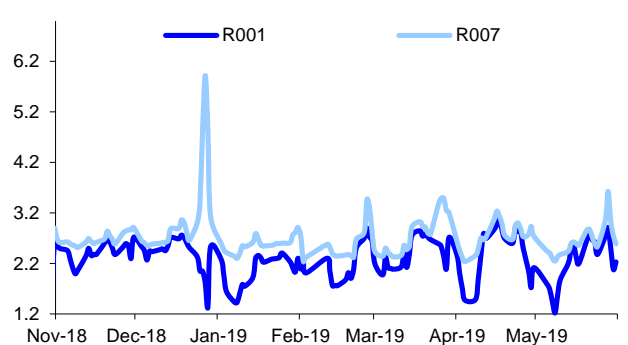
上周货币利率走势分化，其中 R007 均值上行 29bp 至 3.01%，R001 均值下行 14bp 至 2.49%。DR007 上行 9bp 至 2.74%，DR001 下行 15bp 至 2.42%。

图44 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图45 R001 和 R007 (%)

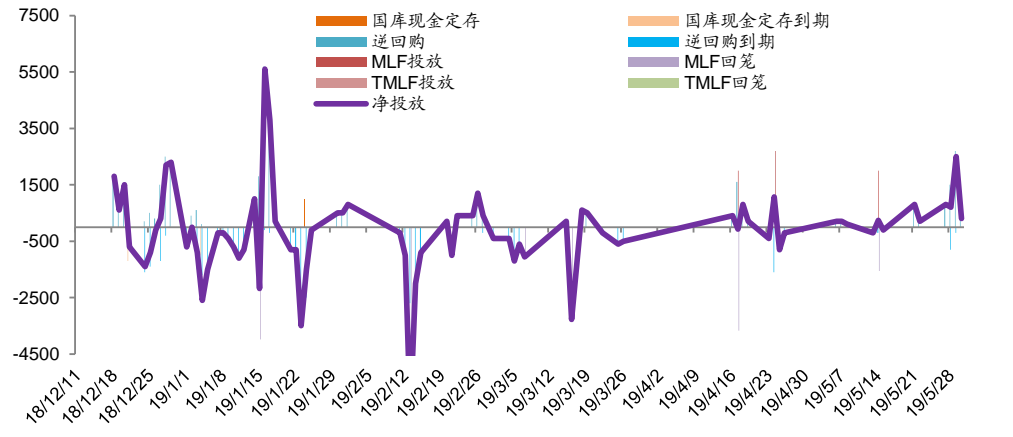


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行大幅投放

上周央行操作逆回购 5300 亿，逆回购到期 1000 亿，逆回购投放 4300 亿，国库现金投放 800 亿，公开市场净投放 5100 亿。

图46 央行公开市场操作 (亿元)

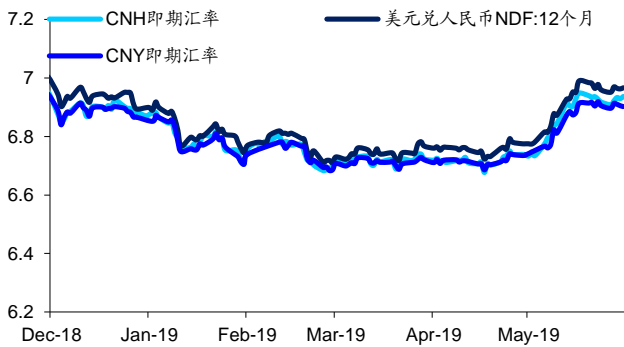


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.3 汇率小幅贬值。

上周美元指数小幅反弹，人民币汇率小幅贬值，在岸与离岸人民币分别贬至 6.9、6.94。

图47 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图48 美元指数

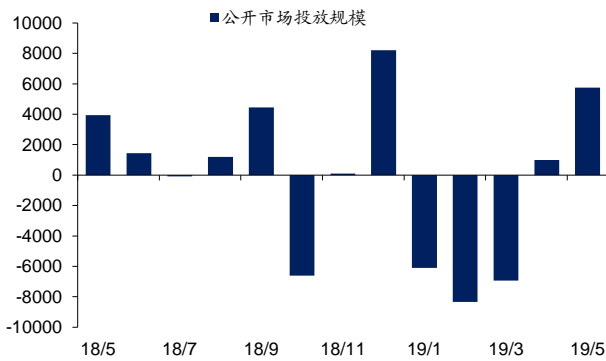


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 货币维稳流动性

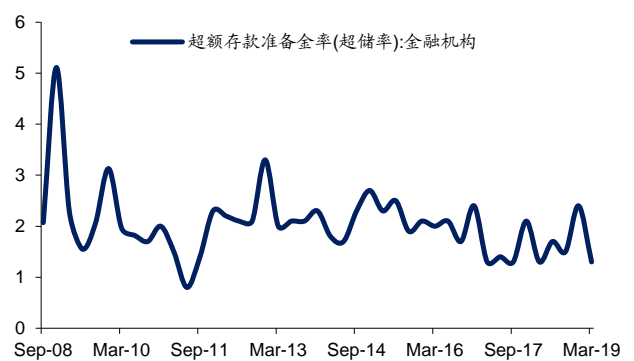
上周央行和银保监会宣布由于包商银行出现严重信用风险，决定对包商银行进行监管，引发了市场对中小银行信用风险的担忧。但央行表示将关注中小银行流动性状况，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，保持银行体系流动性合理充裕。而在5月份央行决定对县域金融机构额外降准3%释放3000亿资金，而在上周央行公开市场投放5000亿资金，有效地保持了货币利率的平稳运行。

图49 央行公开市场净投放规模 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图50 超额存款准备金率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 政策：推进新型城镇化

建立“不可靠实体清单”。商务部表示，中国将建立“不可靠实体清单”制度。对不遵守市场规则、背离契约精神、出于非商业目的对中国企业实施封锁或断供，严重损害中国企业正当权益的外国企业、组织或个人，将列入“不可靠实体清单”，具体措施将于近日公布。

推进新型城镇化。发改委召开推进新型城镇化年度重点工作电视电话会议，推动落实 2019 年新型城镇化建设重点任务。会议指出，做好 2019 年新型城镇化工作，要着力抓好重点人群落户，提高农业转移人口市民化质量；着力抓好城市群和都市圈规划建设，促进大中小城市和小城镇协调发展；着力提升硬实力和优化软环境，增强城市可持续发展能力；着力促进城乡要素自由流动和公共资源合理配置，持续提升城乡融合水平。

发展生活服务业。国常会表示，进一步促进社区养老和家政服务业加快发展，放宽准入，引导社会力量广泛参与社区养老服务，鼓励本科和职业院校开设家政服务专业，开展“家政培训提升行动”；加大对养老、托幼、家政等社区家庭服务业的税费政策优惠，进一步支持生活服务业发展。

7. 日历：聚焦 6 月初数据

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期

日期	重要经济数据指标	预期值	前期值
美国			
2019/06/03	美国 5 月 ISM 制造业指数	53	52.8
2019/06/04	美联储主席在“Fed Listens: 货币政策策略、工具和沟通实践会议”致开幕词	--	--
2019/06/04	美国 4 月扣除飞机非国防资本耐用品订单环比终值	--	-0.9%
2019/06/04	美国 4 月耐用品订单环比终值	--	-2.1%
2019/06/05	美国 5 月 ADP 就业人数变动(万人)	17.8	27.5
2019/06/05	美国 5 月 ISM 非制造业指数	55.6	55.5
2019/06/05	美国 5 月 31 日当周 EIA 原油库存变动(万桶)	--	-28.2
2019/06/06	美联储发布经济状况褐皮书	--	--
2019/06/06	美国 4 月贸易帐(亿美元)	-505	-500
2019/06/06	美国 6 月 1 日当周首次申请失业救济人数(万人)	--	21.5
2019/06/07	美国 5 月失业率	3.6%	3.6%
2019/06/07	美国 5 月非农就业人口变动(万人)	19	26.3

欧洲				
2019/06/03	欧元区 5 月制造业 PMI 终值	47.7	47.7	
2019/06/04	欧元区 5 月调和 CPI 同比	1.4%	1.7%	
2019/06/06	欧元区一季度 GDP 同比终值	1.2%	1.2%	
2019/06/06	欧元区一季度 GDP 季环比终值	0.4%	0.4%	
2019/06/06	欧元区欧洲央行存款便利利率	-0.4%	-0.4%	
2019/06/06	欧元区欧洲央行边际贷款利率	0.25%	0.25%	
2019/06/06	欧元区欧洲央行主要再融资利率	0%	0%	
2019/06/06	欧洲央行行长德拉吉在政策会议后讲话	--	--	
中国				
2019/06/03	中国 5 月财新制造业 PMI	50	50.2	
2019/06/05	习近平将于 6 月 5 日至 7 日对俄罗斯进行国事访问	--	--	
2019/06/05	科创板上市委审议工作正式启动	--	--	
2019/06/05	中国 5 月财新服务业 PMI	54.2	54.5	
2019/06/05	中国 5 月财新综合 PMI	--	52.7	
2019/06/07	中国 5 月外汇储备(亿美元)	30895	30949.5	

资料来源：海通证券研究所根据华尔街见闻整理

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
于博 宏观经济研究团队
李金柳 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。

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)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljli11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
吴其右 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjz11852@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 z zq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昭 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj112245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@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 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com