

相关研究

《美元的再“变局”——海通宏观 2023 年年度展望（海外篇）》2022.12.15

《“重启”之路——2023 年海通宏观年度展望》2022.12.03

《“重启”之路——2023 年海通宏观年度展望（PPT）》2022.12.01

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@haitong.com

证书:S0850521080001

货币如何“类财政”？

——海通宏观 2023 年年度报告(货币篇)

投资要点:

- **货币政策如何“精准”？** 2022 年 12 月政治局会议中指出，2023 年“稳健的货币政策要精准有力”。其实过去几年，我国货币政策的调控框架已经发生了较大变化，操作工具也更加丰富多样。尤其是结构性货币政策工具在发挥着越来越大的作用，甚至对我国的狭义流动性、广义流动性都产生了较为重要的影响。所以我们关于 2023 年货币政策的年度展望，就从对结构性货币政策工具的研究开始。
- **结构政策：狭义和广义流动性的重要影响变量。** 2023 年结构性货币工具预计依然是宽信用发力的重点，或可以关注政策工具的期限延长、规模扩大、种类丰富、利率调降等。而结构性货币政策工具的使用，也会继续对基础货币的投放方式、狭义流动性、广义流动性都产生较大影响。
- **总量政策：两个利率或存在调整空间。** 2019 年以来，我国逆回购利率已经从 2.55% 降到了 2.0%，逆回购政策利率调整空间在明显减小。我们认为，若要继续调降，调整幅度上也会相对谨慎。主要关注两大重点利率的调整可能，一是 5 年期以上 LPR 利率，二是存款政策利率，或都存在空间。
- **宽松节奏：通胀或是要重点关注的扰动项。** 在 2023 年上半年，疫情或仍对经济构成扰动，房地产等领域仍然面临债务出清压力，货币政策大概率会维持稳健宽松，增加对实体经济的支持。但在 2023 年下半年，随着人口流动的正常化，我国的通胀、尤其是服务类的通胀压力大概率会有抬升，可能会对货币政策的总量宽松构成一定牵制。

目 录

1. 货币如何“类财政”?	4
2. 货币流动性影响多大?	6
3. 2023 年货币政策: 方式和节奏?	8

图目录

图 1	结构性货币政策工具的主要对比	4
图 2	三大政策性银行发放信贷余额规模 (亿元)	6
图 3	降准释放资金和置换 MLF 规模 (亿元)	7
图 4	2022 年以来主要工具投放基础货币情况 (亿元)	7
图 5	历年前三季度银行信贷的行业结构 (亿元)	7
图 6	我国存款准备金率已经低于部分新兴经济体 (%)	8
图 7	商业银行净息差 (%)	9
图 8	货币基金利率和存款基准利率出现倒挂 (%)	9
图 9	全球主要可比经济体的 1 年期存款利率水平 (%)	10
图 10	5 年期 LPR 或继续调整 (%)	10
图 11	过去几年我国核心 CPI 同比一直在低位徘徊 (%)	11
图 12	资金利率向逆回购政策利率回归 (%)	11

表目录

表 1	当前的结构性货币政策工具梳理	5
-----	----------------	---

1. 货币如何“类财政”？

通常来说，货币政策是一种总量的宏观政策，货币放出去后要控制货币最终流向哪里是比较大的挑战。财政政策是一种偏结构的宏观政策，可以比较精准的对特定领域或特定群体进行定向支持。近几年，结构性的货币政策工具在不断落地，定向支持某些特定领域，正发挥着越来越积极的作用，某种程度上来说承担了“类财政”的功能。相比之下，总量性的货币政策工具（利率）使用的频率和力度在逐步变小。

我们预计 2023 年结构性货币政策工具依然会在宽信用方面发挥重要作用，所以需要结构性货币政策工具的操作方式、规模做一下分析。

结构性货币政策主要为再贷款或资金激励的方式。根据央行的定义，我国的结构性货币政策工具是央行用于引导银行信贷投向的，主要采用再贷款或资金激励的方式。其中再贷款占据着主导的位置，而且我们的再贷款普遍采用的是“先贷后借”的模式，也就是说商业银行先以相对于普通贷款更优惠的利率（多数在 LPR 附近），向对应的领域投放信贷，然后可以按季度（部分按月）向央行申请更低息的再贷款，拿到“廉价”的基础货币。资金激励主要是针对普惠小微贷款支持工具的，央行按照普惠小微贷款余额增量的 2% 给金融机构提供激励资金。

图1 结构性货币政策工具的主要对比

	碳减排支持工具	抵押补充贷款 (PSL)	支小再贷款
创设时间	2021 年 11 月 8 日	2014 年 4 月 25 日	2014 年 3 月 20 日
发放机构	21 家全国性金融机构，2022 年 8 月纳入德意志银行（中国）、法国兴业银行（中国）	最初仅针对国家开发银行，2015 年 10 月起扩大至国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行	地方性金融机构
操作方式	先贷后借：金融机构向碳减排企业发放碳减排贷款后，可向央行申请低成本资金支持。发放碳减排贷款的利率应与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平。	先借后贷：央行主动向政策性银行发放 PSL，银行再向相应领域发放贷款。	先贷后借：地方法人银行先发放小微企业和个体工商户贷款，之后等额申请支小再贷款。2021 年 9 月新增 3000 亿要求贷款平均利率在 5.5% 左右。
资金成本	按贷款本金的 60% 提供资金支持，利率为 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次（可视作三年期的再贷款）。金融机构需向人民银行提供合格质押品。	2014 年 9 月 PSL 利率为 4.5%，此后几轮调整到 2015 年 11 月降至 2.75%，期限为 3-5 年。采取质押方式发放，合格抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产。	期限设置为 3 个月、6 个月、1 年三个档次，可展期两次，最长可达 3 年；目前 3 个月、6 个月和 1 年期再贷款利率分别为 1.7%、1.9% 和 2.0%。无需抵押品。
支持领域	重点支持清洁能源、节能环保和碳减排技术三个碳减排重点领域，并强调初期的碳减排重点领域范围突出“小而精”。	初期用于加大棚户区改造重点项目，目前可用于支持发放棚改贷款、重大水利工程贷款和人民币“走出去”项目贷款。	支持金融机构扩大小微企业信贷投放。

资料来源：中国人民银行官网，中国人民银行公众号，中国政府网，新华社，国新网，Wind，海通证券研究所

央行的结构性货币工具分为长期的和短期的。支农支小再贷款和再贴现是我国长期使用的结构性工具。短期工具上，2020 年疫情发生后，除了总量性降准降息外，央行还先后安排了第三批再贴现再贷款，额度总计 1.8 万亿元，并两度下调支农支小再贷款利率。此外还创设了两项直达实体经济的政策工具，共计提供 4400 亿元专项再贷款资金支持。

去年以来结构性工具覆盖行业不断扩展。2021 年末，在支持“双碳”的大背景下，央行接连推出碳减排支持工具和煤炭清洁高效利用专项再贷款，合计规模在 1 万亿以上。再到今年，央行进一步扩展了定向支持行业的范围，设立了科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造专项再贷款。而近期央行计划新推出 2000 亿元的房地产再贷款支持房企“保交房”，并且资金是零成本的，“精准滴灌”再添一个领域。不过，从央行目前的安排看，行业支持工具多为阶段性工具。

从央行支持额度看，各类再贷款在今年的新增额度达 8400 亿元以上；截至 10 月，现有结构性工具的支持额度合计在 4.98 万亿以上。从投放规模看，截至 9 月，结构性货币政策工具累计投放额度超过 2.9 万亿（不包括 PSL），相比 2021 年底增长近 5000 亿元。考虑到碳减排支持工具、科技创新再贷款都是按贷款本金的 60% 提供支持、普惠小微贷款支持工具是 2% 的激励资金比例，受结构性工具支持的专项贷款累计增量大约在 4.4 万亿元水平。

表 1 当前的结构性货币政策工具梳理

工具名称	支持领域	发放对象	开始时间	实施期	贷款利率	额度(截至 10 月)	余额(截至 9 月)
支农再贷款	涉农领域	农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行	1999 年	长期工具	2.00%	7600 亿元	5587 亿元 (含 1576 亿元扶贫再贷款)
支小再贷款	小微企业、民营企业	城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和民营银行	2014 年	长期工具	2.00%	16400 亿元	13863 亿元
再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2008 年	长期工具	2.00%	7000 亿元	5449 亿元
抵押补充贷款(PSL)	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行			2.80%	-	26481 亿元
普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2021 年 12 月	到 2023 年 6 月末	按余额增量的 2% 提供激励	400 亿元	213 亿元
碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21 家全国性金融机构、德意志银行(中国)、法国兴业银行(中国)	2021 年 11 月	到 2022 年末	1.75% (60% 比例)	8000 亿元	2469 亿元
煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	开发银行、进出口银行、工农中建交	2021 年 11 月	到 2022 年末	1.75%	3000 亿元	578 亿元
科技创新专项再贷款	科技创新企业	21 家全国性金融机构	2022 年 4 月	未提及	1.75% (60% 比例)	4000 亿元	800 亿元
普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	开发银行、进出口银行、工农中建交	2022 年 4 月	实施期暂定两年	1.75%	400 亿元	4 亿元
交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	农发行、邮储银行、工农中建交	2022 年 5 月	到 2022 年末	1.75%	1000 亿元	103 亿元
设备更新改造专项再贷款	10 个领域设备购置与更新改造	21 家全国性金融机构	2022 年 9 月	到 2022 年末	1.75%	2000 亿元以上	10 月开始申请
						49800 亿元 (除 PSL)	29066 亿元 (除 PSL)

资料来源：人民银行官网，海通证券研究所

除了结构性工具本身承担“类财政”功能外，今年的货币政策整体上与财政政策的协同联动明显增强，可以说对狭义财政政策形成有力补充。

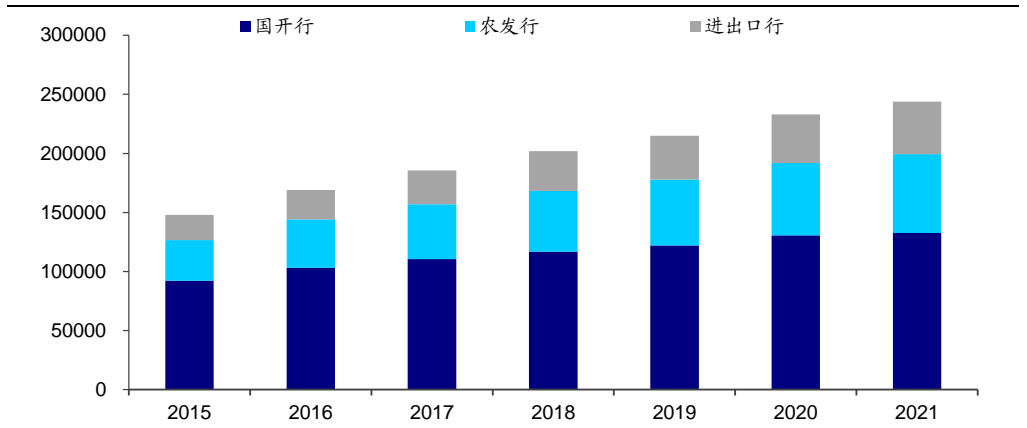
首先，再贷款工具与财政贴息创新性协同。对于设备更新专项再贷款工具，除了央行本身提供的 2000 亿额度低息再贷款外，还有财政给予的 2.5% 贴息。也就是对符合要求的贷款企业来说，今年四季度实际上可以拿到贷款成本不高于 0.7% 的超低息贷款。这样的操作下，财政和货币政策的配合明显增强，类似于中央财政加 50 亿的杠杆，同时央行提供资金 2000 亿元，一同作用于制造业投资。

其次，政策性银行发挥“准财政”功能，弥补下半年财政资金的缺口。今年财政前置发力的特点明显，为了弥补下半年专项债等资金的“缺位”，政策性银行陆续推出三项措施，包括调增 8000 亿元信贷额度、提供“保交楼”专项借款、设立并投放超 7400 亿元的政策性开发性金融工具支持基建。其中，政策性开发性工具作为项目资本金，具有明显的乘数效应，各银行为金融工具支持的项目累计授信额度已超过 3.5 万亿元（截至 10 月末）。

此外，今年央行还宣布向财政上缴结存利润 1 万亿元以上，这也是带有“准财政”色彩的措施。实际上在疫情爆发以前，央行向财政上缴利润也是日常操作。而上缴的利润就是财政的收入，主要目的也是为了提高积极财政的支持力度。不过在这个过程中，央行也会被动释放基础货币。根据货政执行报告，截至三季度末，央行已经上缴利润超

过 1.13 万亿元，有效补充了狭义财政。

图2 三大政策性银行发放信贷余额规模（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 货币流动性影响多大？

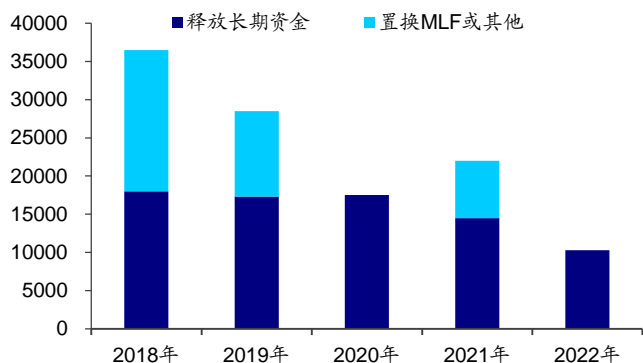
那么从 2020 年以来结构性货币政策的广泛运用，会产生哪些影响？往后看这一趋势又是否会延续？

对狭义流动性来说，基础货币投放的结构边际上发生了变化。在《货币：如何创造、如何观测？——海通宏观分析框架》中，我们详细阐述过我国央行基础货币投放的三个阶段。简单来说，上世纪 90 年代的时候，我们基础货币投放以再贷款为主导；2001 年以后，随着我国贸易顺差的持续扩大，我国的货币投放转向以外汇占款为主导；而后从 2014 年以来，央行增加 MLF、PSL、以及再贴现再贷款等货币政策工具的主动投放，来弥补外汇占款的缺口。

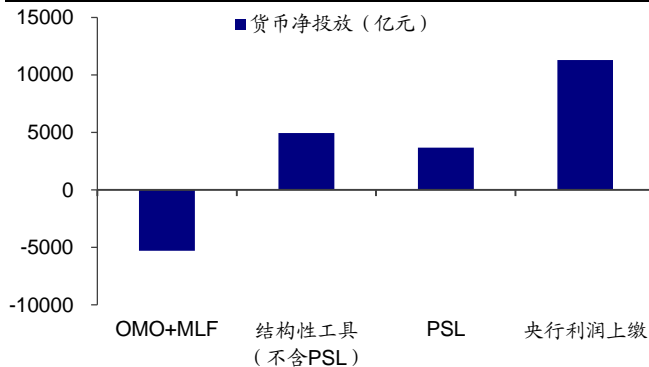
而从 2020 年开始，结构性政策工具投放的基础货币规模显著增加。2020 年到 2021 年末，支农、支小再贷款和再贴现余额增长约 1.3 万亿元；今年以来结构性工具的货币净投放大约在 5000 亿元左右。规模合计已经大幅超过这三年 MLF 的净投放规模（7100 亿元，截至 11 月底）。这意味着，以再贷款为代表的结构性工具已经成为央行扩表的重要工具。

而且结构性工具的增大投放，也可以部分替代对降准的需求。今年我们只进行了两轮 25bp 的小步幅降准，共投放 10300 亿元长期资金，明显低于 2020 年、2021 年降准释放的资金总量（分别为 1.75 万亿和 2.2 万亿）。

如果工具规模进一步扩张，对资金面也可能造成短期扰动。由于多数再贷款工具都是按季度发放的，那么工具大规模集中投放或集中到期的时候，可能也会引起资金面的短期波动。

图3 降准释放资金和置换 MLF 规模 (亿元)


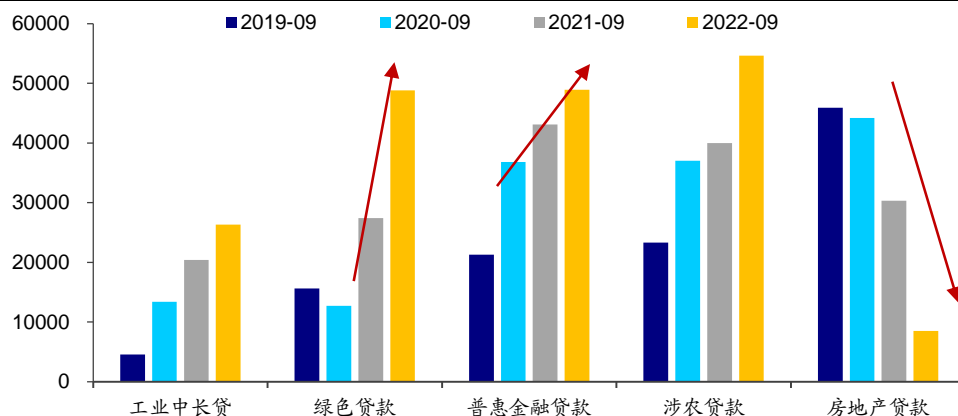
资料来源：中国人民银行，海通证券研究所，其他指支持“债转股”等，2022年数据截至12月15日

图4 2022年以来主要工具投放基础货币情况 (亿元)


资料来源：Wind，海通证券研究所，结构性工具为前三季度数据，其他数据截至11月底

广义方面，信贷结构明显变化，再贷款工具效果不容忽视。从近年来银行信贷的投向看，结构上发生了明显变化，主要体现在投向房地产领域的贷款占比明显回落，而对重点行业和环节的放贷明显增加。到今年前三季度，绿色信贷投放相比去年同期增长了80%，再加上普惠金融贷款，两者合计已撑起了整体信贷一半以上的新增量。

一方面，政策对房地产融资形成抑制，地产信贷的挤出效应明显下降；另一方面，再贷款具有“杠杆效应”，可以撬动更多的资金投入。根据新华社客户端百家号，4月18日的全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定会议就提出，要通过2000亿元科技创新再贷款和用于交通物流领域的1000亿元再贷款撬动1万亿元资金，预期的放大效应达到3倍以上。

图5 历年前三季度银行信贷的行业结构 (亿元)


资料来源：Wind，海通证券研究所

我们认为，未来货币政策工具发挥“类财政”效果、同时与财政政策的协同性增强将成为重要的趋势。关键的原因或在于总量性政策的操作空间也在明显变小。

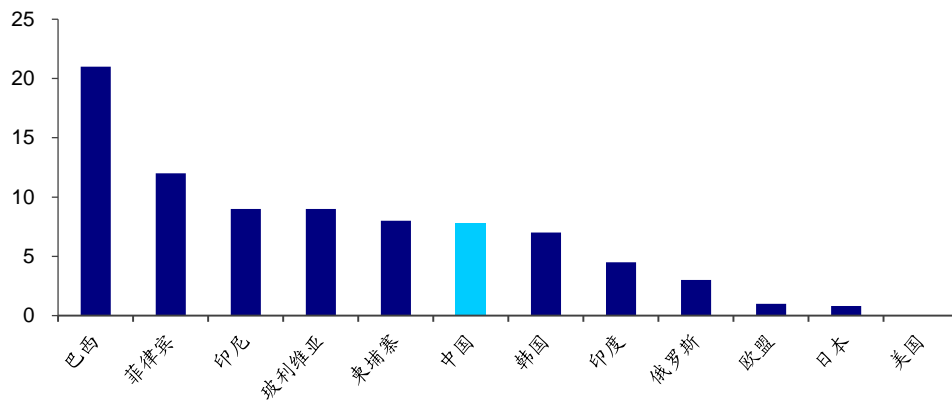
在存款准备金率方面，2020年以后我国准备金率经历了频繁的调整，12月最新调整以后，金融机构加权平均存款准备金率已经降至7.8%。准备金率调整剩下还有多少空间？

从内部对比，我国历史以来最低的中小银行存款准备金率为6%，那么距离6%还有2个百分点（最新的中小银行指标为8%）。此外，近期央行的降准公告不断提到，“不含已执行5%存款准备金率的金融机构”，这意味着，**5%可能就是阶段性的下限；如果与5%对比，则大约还有不到300bp。**

从外部看，相比发达经济体，当前我国的准备金率相对要高一些。但作为一个新兴市场国家，我国的金融体系和发达经济体存在差异，和新兴市场经济体对比，当前7.8%的准备金率已经不算高了。所以**我们认为，我国的降准空间已经变得比较有限，接下来**

每次降准调整都会比较谨慎。

图6 我国存款准备金率已经低于部分新兴经济体 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

同时，逆回购利率已降到 2%，政策利率调整空间也在减小。2019 年以来，我国逆回购利率已经从 2.55% 降到了当前的 2.0% 水平。而央行其实一直强调要珍惜正常的货币政策空间。因为我国货币依然是新兴市场货币，中长期要维持内部和外部均衡的问题，因此在使用货币政策时依然是很珍惜空间的。即使是在 2020 年新冠疫情这种短期冲击较大的情况下，一年内总共也仅调降了政策利率 30bp，和 2016 年之前基准利率降息每次 25bp、而且是连续降多次的情况是不能比的。

参考海外主要经济体，在总量货币政策空间明显缩小以后，他们普遍增加了财政与货币政策的协同发力，尤其是 2020 年疫情以后，许多经济体开启了实质上的“财政赤字货币化”。

另一方面，我国已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，在这个过程中，结构性政策工具能够在助力经济结构转型、培育新动能、补齐短板等环节上发挥重要作用。就像我们前面提到的，近年来银行信贷的投向结构已发生了比较显著的变化。包括二十大报告全文中也明确提出“加强财政政策和货币政策协调配合，着力扩大内需”，已经指明了重要方向。

3. 2023 年货币政策：方式和节奏？

着眼于明年，货币政策的节奏和发力方向上可能有哪些特点？

大基调上，接下来经济形势依然比较复杂，货币政策仍需要发力稳增长。我们认为，明年结构性货币工具预计依然是宽信用发力的重点，或可以关注政策工具的期限延长、规模扩大、种类丰富、利率调降等。

首先，现有再贷款工具有望继续延期或增加规模。作为经济转型的新动能，绿色转型和科技产业发展潜力较大，仍需要金融政策的长期支持。二季度货政报告中，央行介绍说，未来几年绿色转型和新基建的投资需求合计可能在每年 5 万亿元水平。而目前碳减排支持工具、煤炭高效利用工具的实施期都是截止今年末；科技创新再贷款的设立规模也不高，为 4000 亿元。因此这类结构性再贷款工具仍可以延长期限或提升规模。而且现有工具的投放比例也仍有进一步提升的空间，或可以通过调整利率或提供财政贴息，来提升工具投放效率。

其次，结构性工具覆盖领域仍有充足的扩张空间。对于进一步促进信贷结构优化，央行在二季度货政报告也已提到，要抓紧时间窗口“立”，重点挖掘领域还包括城镇老旧小区改造、高技术制造业等。同时，对于明年，后疫情时期促进居民消费潜力释放是经济的重要增长极，政治局会议中也着重提到了要“充分发挥消费的基础作用”。因而结构

性货币工具或也可以进一步向居民消费倾斜。

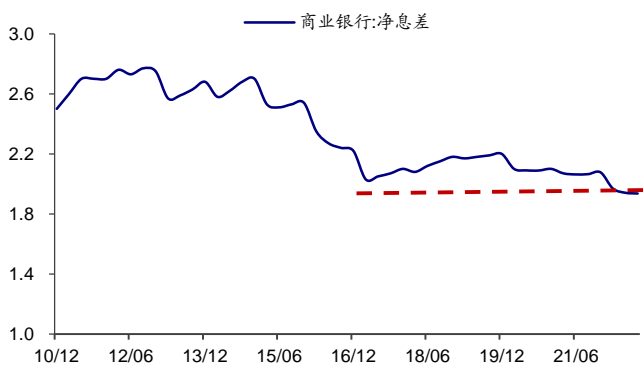
同时，政策性银行或将继续发挥“准财政”功能。经济稳增长压力下，明年财政政策仍需要积极发力支持基础设施建设、稳企业稳就业、扩大内需等。但财政本身直接发力实际上受赤字率和地方政府隐性债务的制约，那么相比之下，政策性银行具有不受预算硬约束的优势，或将继续发挥对财政的重要辅助作用。

而对于总量政策来说，政策利率宽松空间比较有限。前面我们已经分析过，2019年以来，我国逆回购利率已经从2.55%降到了2.0%，逆回购政策利率调整空间在明显减小。若要继续调降，调整幅度上也会相对谨慎。

相对有调整空间的，我们认为或许在存款端利率。若要继续调降实体部门融资成本，金融部门继续让利的空间并不大，截至9月商业银行净息差已经降至1.94%，为有数据统计以来的新低。所以需要继续降低金融机构的负债端成本。而对于负债端来说，政策利率引导成本下行的空间本身就较为有限，实际上的隐性下限是由存款利率所决定的。因而可能进一步引导长期存款利率调整。

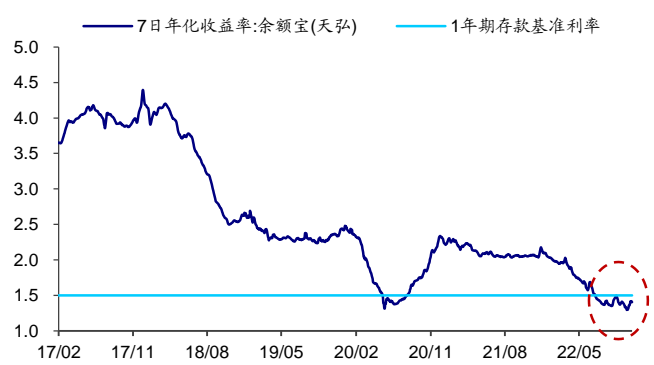
我国存款基准利率的调整条件或已基本具备。在2015年10月最后一次调降25个百分点后，我国的存款基准利率至今都没有进行过调整。但疫情以后，我们的货币基金利率不断向存款基准利率（1.5%）靠拢，截至12月上旬，全市场货币基金加权平均7日年化收益率为1.65%，较年初回落了80个bp，其中份额最高的余额宝利率和存款基准利率已持续发生倒挂。但理论上，因为定期存款是无风险的，而货币基金虽然风险较小，但依然存在利率风险、信用风险、流动性风险等，所以存款利率应该要比货币基金利率来的更低。所以当前的情况已经意味着即便调整存款利率也不会带来较大的吸储压力，存款利率出现调整的空间。

图7 商业银行净息差 (%)



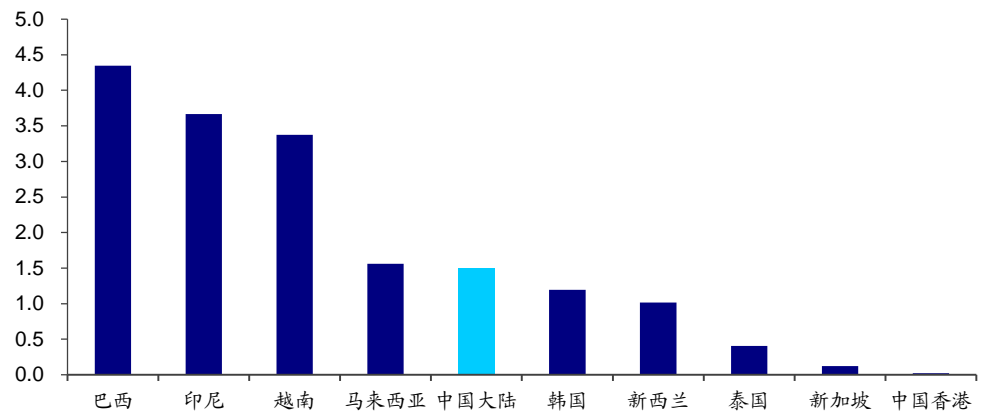
资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 货币基金利率和存款基准利率出现倒挂 (%)



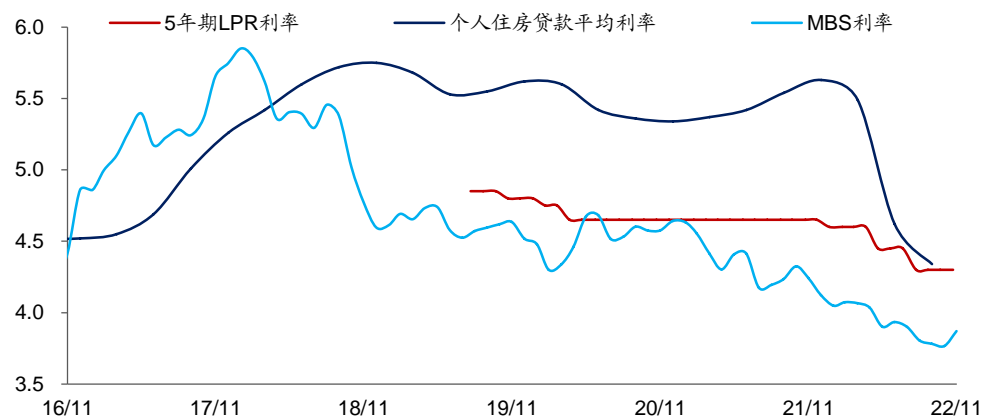
资料来源：Wind，海通证券研究所

不过从过去几年经验来看，货币政策对存款利率的调整会相对慎重。根据IMF的统计，我国存款利率水平在主要经济体中处在中间水平，略高于发达国家韩国、新西兰。此前央行曾表示“存款利率定价具有较强的外部性，存款市场竞争秩序事关广大人民群众的切身利益。”、“存款基准利率作为整个利率体系的‘压舱石’，要长期保留。”因此，作为“压舱石”，存款政策利率是否调整还需要看央行态度。

图9 全球主要可比经济体的1年期存款利率水平 (%)


资料来源：IMF，World Bank，海通证券研究所，图中为 2021 年数据

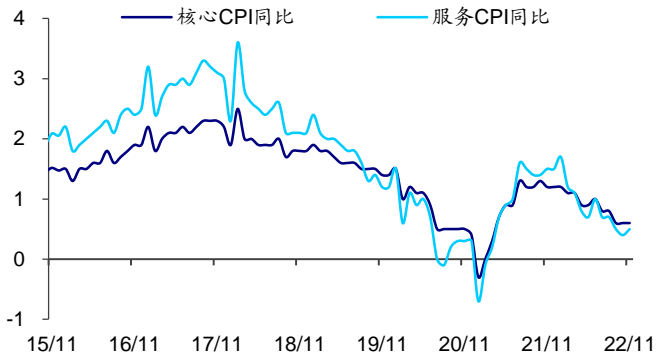
另一调整重点可能是 5 年以上 LPR 利率及房贷利率。当前房地产销售端表现依然疲软，要支撑地产需求，房贷利率仍可以继续调整。到今年 10 月，我们新发放的个人住房贷款平均利率已经降至 4.3%，也就是今年以来已经降了 133 个基点，但对比市场化的房贷利率水平，仍然有进一步调整的空间。而现在 5 年期以上 LPR 也在 4.3%，也就是说多地房贷利率已降至 5 年期 LPR 报价决定的最低值附近。为了引导房贷利率进一步下行，稳定房地产需求，预计 5 年期 LPR 仍会继续调整。

图10 5 年期 LPR 或继续调整 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

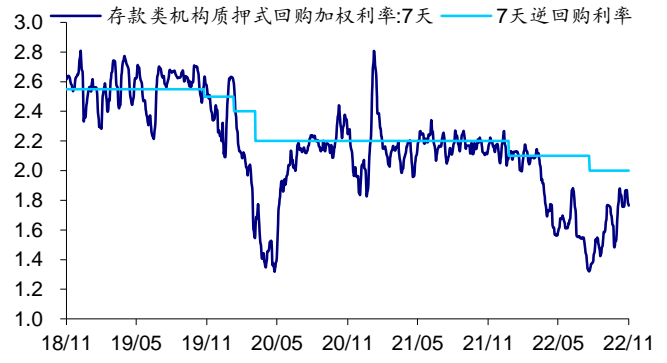
从节奏上来说，在 2023 年上半年，疫情或仍对经济构成扰动，房地产等领域仍然面临债务出清压力，货币政策大概率会维持稳健宽松，增加对实体经济的支持。但在 2023 年下半年，随着人口流动的正常化，我国的通胀、尤其是服务类的通胀压力大概率会有抬升，可能会对货币政策的总量宽松构成一定牵制。（参考专题报告《海外的“重启”之路——医疗、人口、经济的系统梳理》）。

图11 过去几年我国核心CPI同比一直在低位徘徊(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 资金利率向逆回购政策利率回归(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
应稼娴 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@haitong.com

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

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

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

 余文心 所长助理
 (0755)82780398 ywx9461@haitong.com

宏观经济研究团队

 梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
 应镓娴(021)23219394 yjx12725@haitong.com
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
 侯欢(021)23154658 hh13288@haitong.com
 联系人
 李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com
 王宇晴 wyq14704@haitong.com

金融工程研究团队

 冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com
 黄雨薇(021)23154387 hyw13116@haitong.com
 张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com
 联系人
 郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com
 曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com

金融产品研究团队

 倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@haitong.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com
 江涛(021)23219819 jt13892@haitong.com
 张弛(021)23219773 zc13338@haitong.com
 联系人
 吴其右(021)23154167 wqy12576@haitong.com
 滕颖杰(021)23219433 tyj13580@haitong.com
 章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com
 陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com
 魏玮(021)23219645 ww14694@haitong.com
 舒子宸 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

 姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com
 张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com
 联系人
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
 方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com
 藏多(021)23212041 zd14683@haitong.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com
 高上(021)23154132 gs10373@haitong.com
 李影(021)23154117 ly11082@haitong.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
 联系人
 余培仪(021)23219400 ypy13768@haitong.com
 杨锦(021)23154504 yj13712@haitong.com
 王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com
 刘颖(021)23214131 ly14721@haitong.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ynniu@haitong.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com
 王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@haitong.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com
 李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com
 联系人
 纪尧 jy14213@haitong.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@haitong.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@haitong.com
 联系人
 张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
 梁广楷(010)56760096 lgg12371@haitong.com
 孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com
 联系人
 周航(021)23219671 zh13348@haitong.com
 彭婷(010)68067998 pp13606@haitong.com
 肖治键(021)23219164 xzj14562@haitong.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@haitong.com
 房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

 戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@haitong.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
 联系人
 余玫翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com

批发和零售贸易行业

 李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com
 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com
 联系人
 张冰清 021-23154126 zbzq14692@haitong.com

互联网及传媒

 毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 联系人
 崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

有色金属行业

 陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com
 陈先龙 cxl15082@haitong.com
 联系人
 郑景毅 zjy12711@haitong.com
 张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
 谢益(021)23219436 xiey@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23219748 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@haitong.com 吴锐鹏 wrp14515@haitong.com 马菁菁 mj14734@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翊 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com 颜慧菁 yhj12866@haitong.com	机械行业 赵玥玮(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 巩 健 gj15051@haitong.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com	银行业 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23219768 wj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gql13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 吕科佳 lkj14091@haitong.com 联系人 王文杰 wwj14034@haitong.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
滕雪竹 0755 23963569 txz13189@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
李寅 021-23219691 ly12488@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.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