

相关研究

《宏观专题 20151117：逃不开的美元周期——从历史上的危机看当前大类资产配置》2015.11.17

《戴上小红花，不断前进吧！——论人民币加入 SDR 的影响》2015.11.06

《谁知盘中餐，也没那么简单——从粮价大跌看通缩风险》2015.11.03

走出凯恩斯主义的“围城” ——供给侧改革的国际经验研究

投资要点：

- 在中央财经领导小组会议和亚太经合组织 APEC 工商领导人峰会上，习近平主席两次提到要加强“供给侧”结构性改革。何谓供给侧改革？在凯恩斯主义主导的需求侧管理大行其道的今天，为何突然提出要供给侧改革？国际上有哪些国家进行过供给侧改革？有何经验和教训？我们将推出系列报告阐述和回答这些问题，本报告将重点介绍供给侧改革的国际经验。
- 如何理解供给侧改革？**供给侧改革的理论源自经济学界的供给学派。供给学派认为生产的增长决定于劳动力、资本等生产要素的供给和有效利用，需求会自动调节至均衡，不会出现产能过剩，因此宏观调控的重点应该是刺激生产。**供给学派与凯恩斯主义相对立**。凯恩斯主义则认为经济低迷是因为有效需求不足，政策重心应放在刺激总需求上，与供给派观点恰好相反。历史上，凯恩斯主义和供给学派也是交替主导各国经济政策。**从实践看，减税和减少政府干预是供给侧改革的典型做法**。“里根经济学”和“撒切尔主义”是对供给学派观点的典型实践，前者侧重减税，后者侧重私有化改革。
- 美国经验：里根经济学**。经济陷入滞胀，凯恩斯主义失效。20 世纪 70 年代，美国通胀率高达 13.5%、失业率达 7.2%，而经济增长率仅-0.2%，深陷“滞胀”泥淖。同时美国经济也存在税率过高、限制进入、价格管制等诸多结构性问题。凯恩斯主义“神药”失效，复苏亟待新“药方”。**减税刺激生产，里根经济学破局**。1981 年里根就任美国总统后，开始奉行供给学派和货币主义的主张，提出“经济复兴计划”，主推减税，同时减少政府干预，缩减政府开支，紧缩货币供给。**经济回归繁荣，“大稳健”时代来临**。里根经济学大获成功，美国经济迎来“大稳健”时代，但也提高了美国的赤字率，增加了政府债务。但总体看，里根经济学为美国长期经济增长打下了坚实基础。
- 英国经验：撒切尔主义**。滞胀叠加结构问题，经济陷入衰退。70-80 年代的英国同样陷入了高通胀、低增长的“滞胀”泥淖，零售价格同比一度飙至 25%，GDP 增速出现负增长。同时英国也面临工会力量庞大、国企过多、政府干预过度等结构性问题。**撒切尔强推改革，国企私有化增效**。撒切尔 1979 年上任首相后，首先采纳了货币主义的观点，紧缩货币以控制通胀。同时采用供给学派的观点，加速推进国企私有化、减税、废除物价管制等改革措施，减少政府对经济的干预。**经济触底反弹，长期稳健增长**。经过改革，恶性通胀得到控制，英国经济触底反弹，各主要宏观经济指标波动率大幅减小。撒切尔的结构化改革被认为“挽救”了英国经济。
- 经验总结与借鉴**。突破凯恩斯主义稳增长，大刀阔斧地供给侧改革。中国当前虽然没有面临滞胀的局面，但经济的结构性问题不亚于当年的英美。例如国有企业占据着大量资源却经营效率低下，长期处于亏损状态。**减税和减少政府过度干预，构建“小政府”**。里根经济学和撒切尔主义的另一个精髓是经济上推崇自由主义，构建“小政府”，激发了私人部门的生产积极性。我国当前也存在政府干预经济过多的问题，需要进行改革，但我们也不推崇过度的自由主义。**供给侧改革不像凯恩斯主义那样“皆大欢喜”，需要有魄力的推动者**。凯恩斯主义的财政刺激相当于为私人部门提供挣钱的项目，而货币刺激相当于开着飞机直接“撒钱”，无论哪种方式都是“皆大欢喜”的结果。而供给侧改革更多是解决经济的长期结构性问题，会触动很多人的利益，需要有魄力的改革者来推动。

分析师：姜超

Tel: (021) 23212042

Email: jc9001@htsec.com

证书: S0850513010002

分析师：顾潇啸

Tel: (021) 23219394

Email: gx8737@htsec.com

证书: S0850514100001

联系人：梁中华

Tel: (021) 23154142

Email: lzh10403@htsec.com

目 录

1. 如何理解供给侧改革.....	5
2. 美国经验：里根经济学.....	6
2.1 经济陷入滞胀，凯恩斯主义失效.....	6
2.2 减税刺激生产，里根经济学破局.....	7
2.3 经济回归繁荣，“大稳健”时代来临.....	9
3. 英国经验：撒切尔主义.....	10
3.1 滞胀叠加结构问题，经济陷入衰退.....	10
3.2 撒切尔强推改革，国企私有化增效.....	11
3.3 经济触底反弹，长期稳健增长.....	12
4. 经验总结与借鉴.....	13

图目录

图 1	凯恩斯主义难以解释 70-80 年代高通胀、高失业的滞胀 (%)	5
图 2	供给学派主要政策	6
图 3	Laffer 曲线示意图	6
图 4	美国 70-80 年代面临高通胀、高失业 (%)	7
图 5	美国 80 年代初税收收入/GDP 比例大幅下降	7
图 6	降低企业所得税提高企业投资意愿 (%)	8
图 7	降低个税拉动消费增长 (%)	8
图 8	美国 82 年后产能利用率开始大幅提高	8
图 9	美国联邦基金利率和通胀水平 (%)	9
图 10	美国“大稳健”时代经济指标波动率明显下降 (%)	9
图 11	美国赤字率和政府债务增长率 (%)	10
图 12	英国 70-80 年代深陷滞胀泥潭 (%)	10
图 13	英国基准利率走势 (%)	11
图 14	紧缩压低了通胀，也令失业率大幅飙升 (%)	11
图 15	英国私有化收益的部门分布 (%)	11
图 16	英国私有化的形式 (百万美元)	11
图 17	人均产出增长率在 80 年代企稳回升 (%)	12
图 18	英国工业生产较欧元区更高	12
图 19	英国 80 年代通胀大幅下降，经济反弹 (%)	12
图 20	英国经济增长较欧元区国家更快	12
图 21	英国所得税和财政盈余状况 (%，四季度移动平均)	13
图 22	工业规模以上企业总资产中国有控股占比高达 37%	14
图 23	不同所有制工业企业三季度利润同比 (%)	14

表目录

表 1 美国部分服务类生产行业的放松监管与重组绩效影响	8
-----------------------------------	---

在中央财经领导小组会议(11月10日)和亚太经合组织 APEC 工商领导人峰会(11月18日)上,习近平主席两次提到要加强“供给侧”结构性改革。何谓供给侧改革?在凯恩斯主义主导的需求侧管理大行其道的今天,为何突然提出要进行供给侧改革?国际上有哪些国家进行过供给侧改革?有何经验和教训?

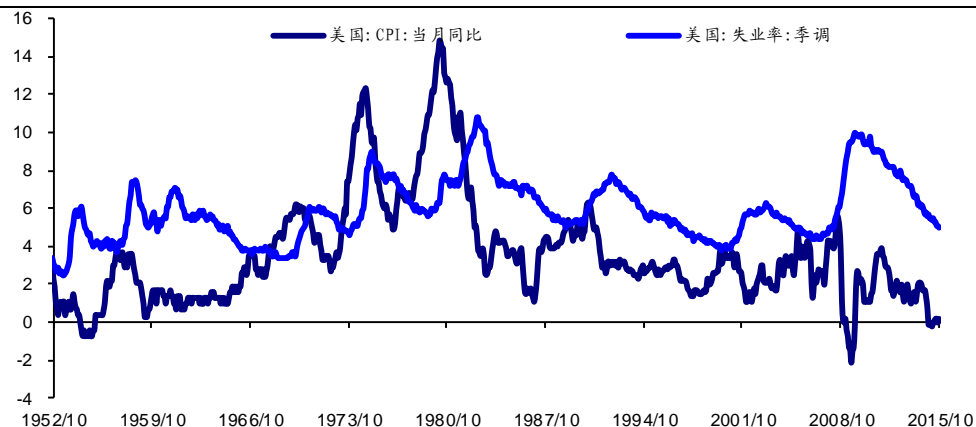
我们将推出系列报告阐述和回答这些问题,本报告将重点介绍供给侧改革的国际经验。

1. 如何理解供给侧改革

供给侧改革的理论源自经济学界的供给学派。供给学派认为生产的增长决定于劳动力、资本等生产要素的供给和有效利用,市场会自动调节生产要素的利用,所以应当消除阻碍市场调节的因素。最典型的供给学派理论是萨伊定律,它认为供给会创造自己的需求,例如人们生产商品后会消费一部分,剩余的部分拿到市场上与他人进行交换,所以不会存在生产过剩。**因此供给学派认为宏观调控政策的重点应该放在刺激生产上。**

供给学派与凯恩斯主义相对立。在20世纪30年代之前,供给学派占据主流地位,各国的经济政策也更关注生产。但大萧条时期出现了产能过剩的局面,这是供给学派难以解释的,于是凯恩斯主义提出的经济有效需求不足、应该刺激总需求的观点开始盛行。到了20世纪70-80年代,美欧等经济出现高通胀、高失业的滞胀,与凯恩斯主义的观点相违背,供给学派又占据了主流。由于凯恩斯主义是见效非常快的逆周期调节工具,滞胀过后,各国政府经受不住“诱惑”,凯恩斯主义观点又开始大行其道。

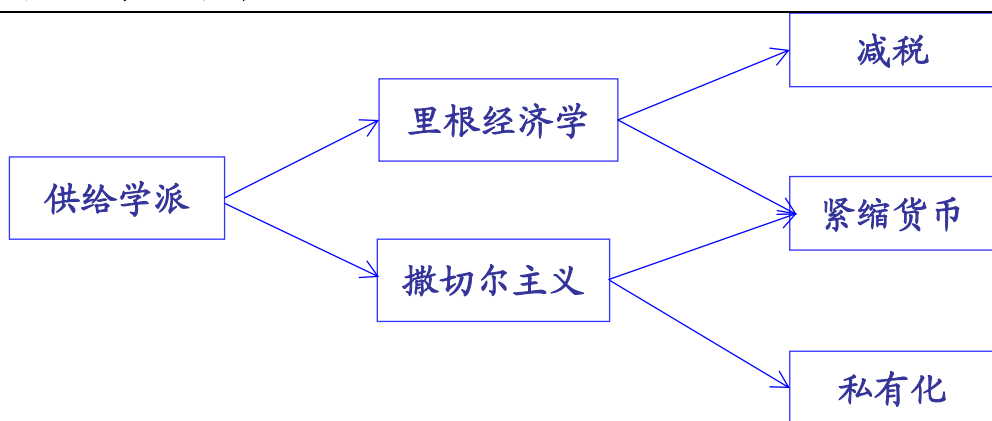
图1 凯恩斯主义难以解释 70-80 年代高通胀、高失业的滞胀 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

从实践看,减税和减少政府对经济生产的干预是供给侧改革的典型做法。“里根经济学”(Reaganomics)和“撒切尔主义”(Thatcherism)是对供给学派观点的典型实践,它们的共同点是减税和减少政府对生产的干预,且前者注重减税,后者注重国企私有化。

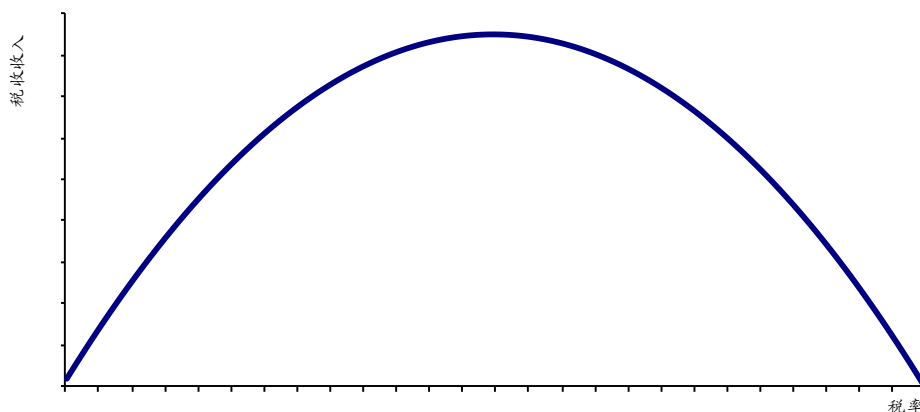
图2 供给学派主要政策



资料来源：海通证券研究所

根据 Laffer 曲线理论，税率不断提高时，经济活动会受到抑制，税收收入可能会减少。同时，政府的过度干预会扭曲市场行为，降低经济效率，正如里根所说，很多情况下，“政府不能解决问题，因为政府本身就是问题”。所以减税和减少政府干预可以提高企业和个人的生产积极性，刺激经济增长。

图3 Laffer 曲线示意图



资料来源：海通证券研究所

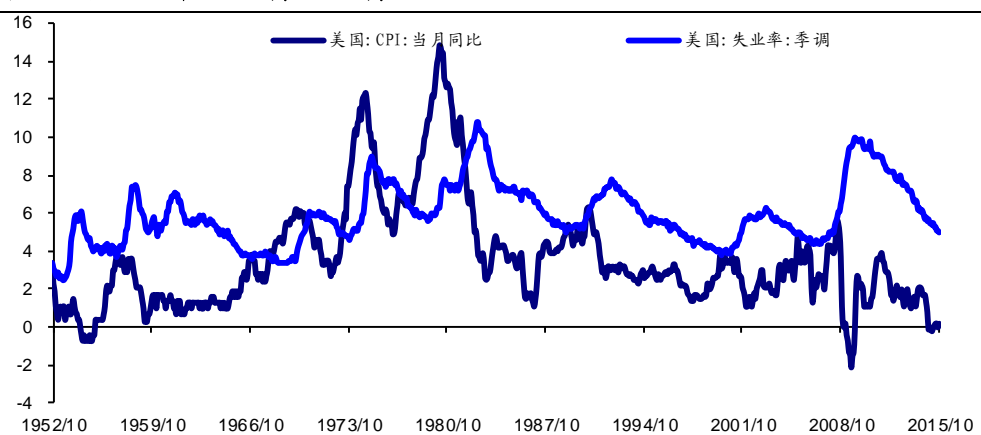
2. 美国经验：里根经济学

2.1 经济陷入滞胀，凯恩斯主义失效

美国经济面临高通胀和高失业。20 世纪 70 年代，美国受到滞胀困扰。一方面，通胀预期高企带来名义工资上升，减少了企业利润、压制了投资意愿；另一方面，“通胀预期上升—增加名义工资—物价上涨”的循环又使得通胀难以驾驭。在 1980 年底美国通胀率高达 13.5%、失业率达到 7.2%，而经济增长率仅为-0.2%，深陷“滞胀”泥淖。

同时美国经济也存在诸多结构性问题。例如个人所得税的边际税率最高达 70%，企业所得税率高达 46%，抑制了私人部门投资和生产的热情。此外，在交通运输、铁路、天然气、有线电视、银行等行业还存在限制进入和价格管制等问题，经营效率低下。

图4 美国 70-80 年代面临高通胀、高失业 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

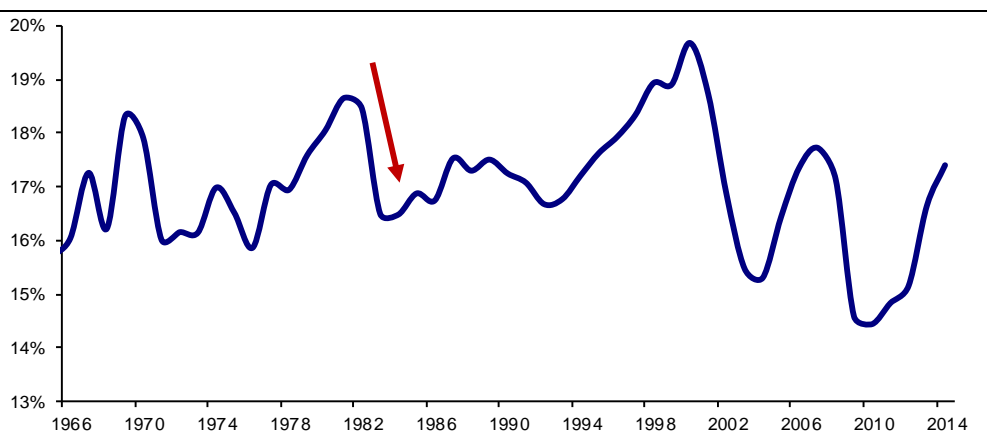
面对“滞胀”，凯恩斯主义的“神药”彻底失效。凯恩斯主义的总需求管理理论将资本主义世界从大萧条中拯救出来，用通胀打击失业，用失业打击通胀，然而在通胀和失业都起来时却显得束手无策，美国经济复苏亟待新“药方”。

2.2 减税刺激生产，里根经济学破局

1981年里根就任美国总统后，开始奉行供给学派和货币主义的主张，提出“经济复兴计划”，主要措施包括：降低税率，减少政府干预，缩减政府开支，紧缩货币供给。

税率降低提高居民收入，推动企业投资。里根上台后即开始全面降低税率，将个人所得税最高边际税率从70%降到28%，企业所得税从46%降至33%，同时允许企业加速折旧，对企业投资给予税收优惠。此外，还降低非劳动收入税率，1981年将资本收益税率从28%降至20%，1982年将个人利息、红利等非劳动收入最高税率从70%降低至50%。

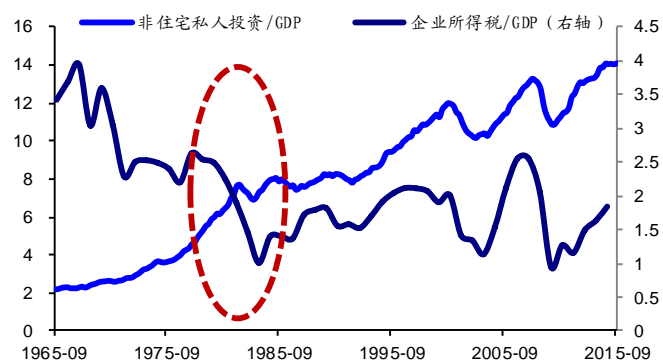
图5 美国 80 年代初税收收入/GDP 比例大幅下降



资料来源: Wind, 海通证券研究所

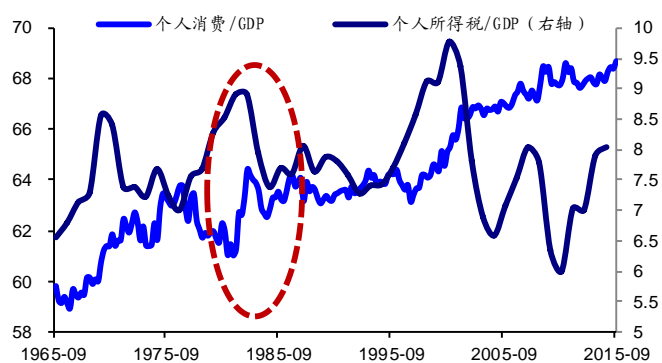
这些减税政策使得企业有效税率大幅下降。对于企业而言，通过降低固定资产成本、税收优惠等多种途径提高了盈利水平，也提高了企业投资意愿；对于个人而言，一方面，个税降低提高了可支配收入，增加了劳动供给意愿，另一方面，财产性收入赋税降低，提高了居民投资意愿，较好的投资回报带来的财富效应，又推动消费上行。

图6 降低企业所得税提高企业投资意愿 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 降低个税拉动消费增长 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

放松行政管制和推行私有化改革，减少政府对经济干预。里根上台前后美国政府就已开始放松对部分行业的管制，集中在航空、交通运输、铁路、天然气等行业。80年代后，在有线电视、银行、通讯等服务业也引入竞争和重组，放宽市场准入。随着竞争程度的提高，企业经营效率提升，也带动生产率大幅提高。

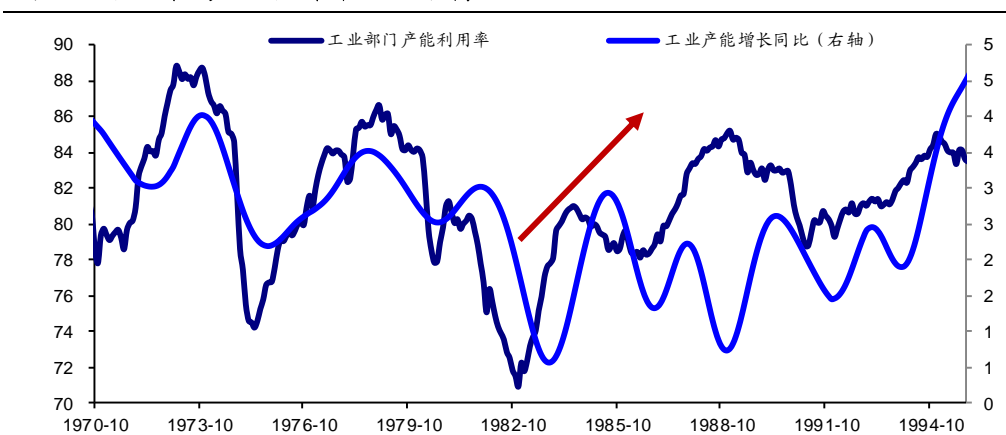
表 1 美国部分服务类生产行业的放松监管与重组绩效影响

行业分类	重组集中度指数	生产率改变 (%) (1980-1985 年相比 1973-1980 年)
放松管制的行业		
铁路运输	3.1	+7.1
航空运输	0.6	+1.9
商业银行	2.1	+3.0
未放松管制的行业		
公共交通	0.2	-1.3
电力公用事业	0.9	-1.6

资料来源：The 1980s merger wave: Industrial Organization Perspective，海通证券研究所

此外，80年代美国企业的并购和重组大幅增加，这既在于利率降低带来的融资成本下降（期间杠杆收购大规模发生），也在于里根政府在1981和1986年税收法案中降低资产收益税率和允许加速资产折旧带来的政策支持。1982年以后，美国产能利用率开始稳步提升，带动企业盈利增长。

图8 美国 82 年后产能利用率开始大幅提高

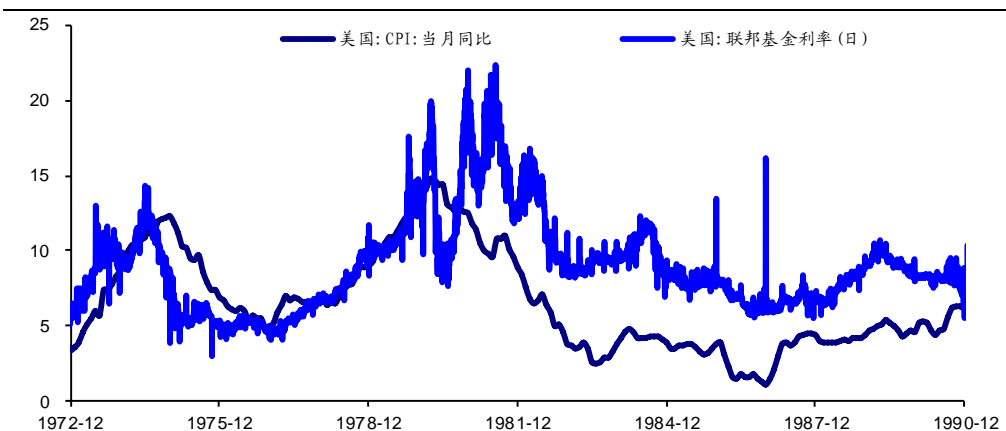


资料来源：Wind，海通证券研究所

采纳货币主义的观点，紧缩货币应对恶性通胀。时任美联储主席沃尔克将反通胀作为货币政策的主要目标，提高利率，降低货币供应量，联邦基金利率一度飙升至20%以

上。尽管在 1980 年通胀仍攀升至 15%，但紧缩政策的可信性和连续性最终改变了公众预期，到了 1984 年，通胀被控制在了 4% 以内。

图9 美国联邦基金利率和通胀水平（%）

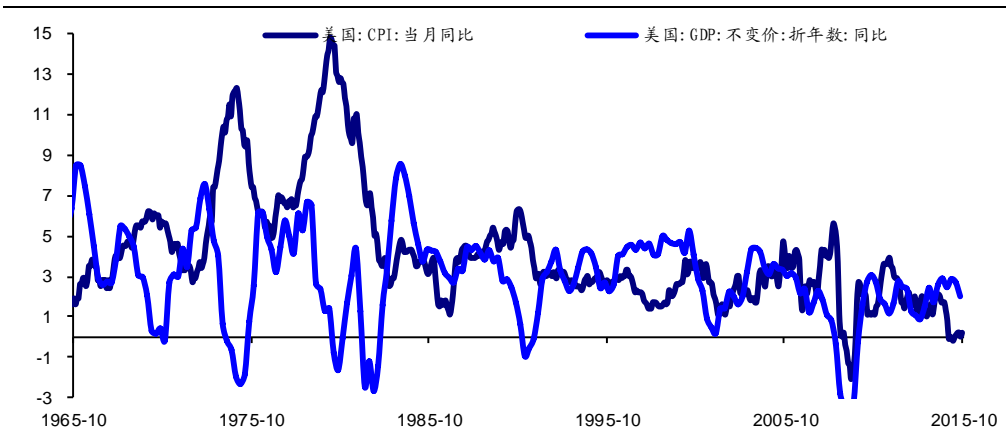


资料来源：Wind，海通证券研究所

2.3 经济回归繁荣，“大稳健”时代来临

里根经济学大获成功，美国经济迎来“大稳健”时代。里根经济学发挥了预期的效果，美国摆脱了滞胀的泥淖。80年代中后期，美国经济增长率从70年代的6%回落到3.5%左右，但是诸如实际GDP、工业生产、就业增长、失业率等周期性宏观指标的波动率却明显下降。由于经济预期稳定，私人主体能够较好地规划消费、安排投资活动，使得增长更有质量。

图10 美国“大稳健”时代经济指标波动率明显下降（%）

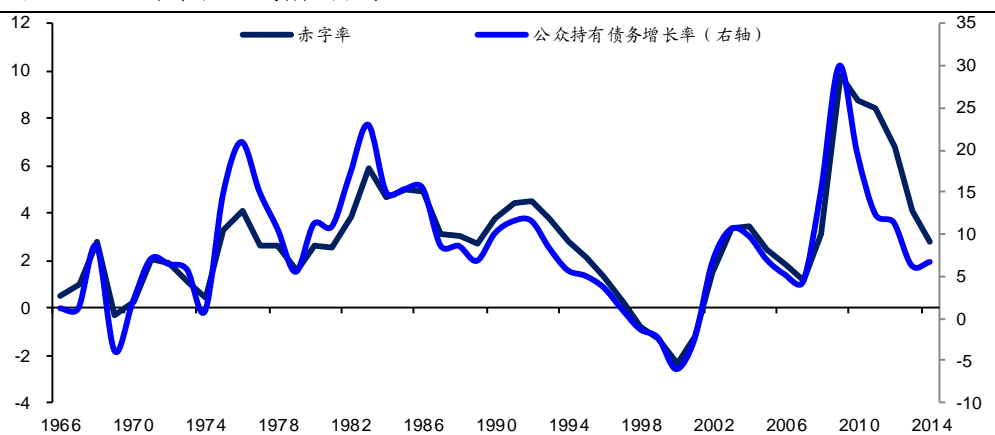


资料来源：Wind，海通证券研究所

里根经济学也提高了美国的赤字率，增加了政府债务。尽管里根经济学主张压缩政府支出，但在国防上的支出并没有减少，里根在任的8年间，国防开支增加了74%。再叠加上大规模减税，联邦赤字率大幅提升。1980年时美国联邦赤字率仅2.64%，1983年一度飙升至5.87%，政府债务也大幅增长。里根经济学因此也受到诟病。

但总体来说，瑕不掩瑜。里根经济学减小了政府对经济生产的过度干预，降低了税率，重新塑造了一个经济自由的美国，为接下来二三十年的美国经济繁荣打下了坚实的基础。

图11 美国赤字率和政府债务增长率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

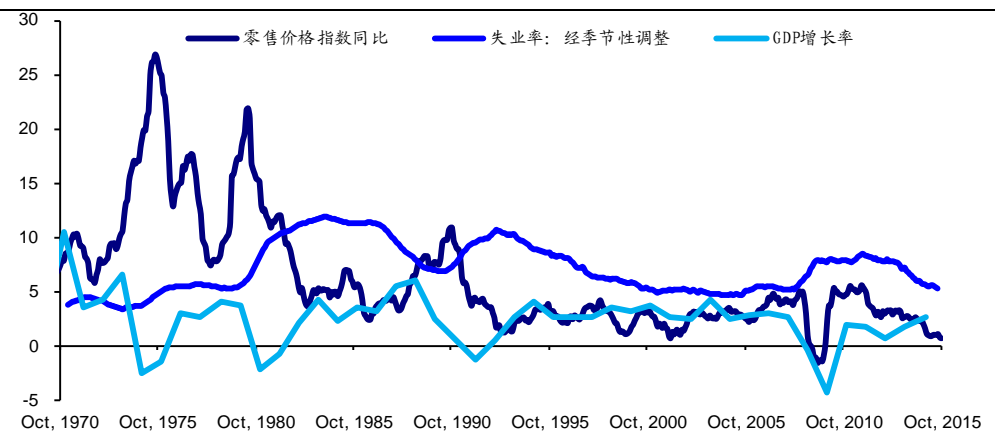
3. 英国经验：撒切尔主义

3.1 滞胀叠加结构问题，经济陷入衰退

70-80年代的英国同样陷入了高通胀、低增长的“滞胀”泥潭。英国零售价格指数同比在70年代一度上升至25%以上，GDP增速却大幅下滑，还出现了负增长。但由于英国的工会力量过于庞大，失业率并未反映生产的下行而大幅上升，在70年代都保持在5%左右的水平。

根据Keegan（1999）的研究，1979年，英国2000万劳动力中有1300万属于工会，1973到1975年英国的工资水平增长分别为15%、19%和23%，压缩了企业利润。同时，工资与物价螺旋式走高，在企业生产率未提高时，反而带来通胀压力。英国深陷“滞胀”泥潭。

图12 英国70-80年代深陷滞胀泥潭 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

国企过多降低了英国企业的经营效率。70年代的英国经济中，国有企业占据着重要地位，分散在煤炭、电力、天然气、运输等诸多行业。国企经营存在“软约束”，也缺乏有效市场退出机制，降低了英国企业的经营效率。根据学界测算，整个70年代，雇佣了全国25%劳动力的国有部门只贡献了10%的GDP。很多国有企业持续处于亏损状态，还需要政府财政来补贴。

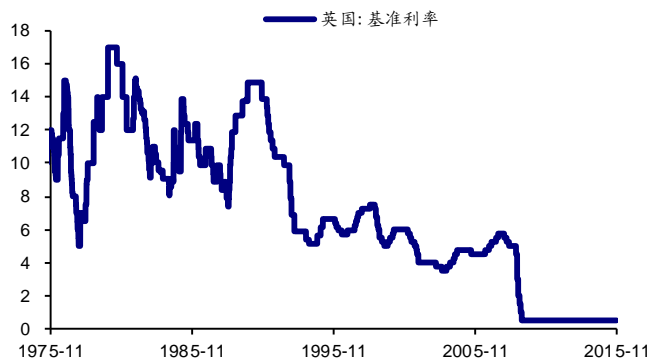
政府过度干预经济，财政压力较大。例如英国政府当时对部分亏损行业的补贴，扭

曲了资源配置效率，也加大了政府的财政负担。根据 Anonymous（1995）测算，1979 年公有制企业的损失每年需要花费每一个纳税人 300 英镑。

3.2 撒切尔强推改革，国企私有化增效

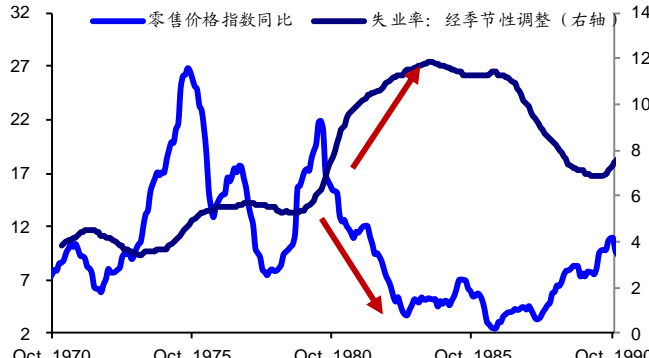
紧缩货币供给，严控通胀。撒切尔 1979 年上任首相后，同样采纳了货币主义的观点，做的第一件事情就是控制通胀。英国政府不惜以就业为代价，紧缩货币供给，基准利率在 1980 年一度达到 17%。失业率在 80 年代初也因此大幅攀升，从 5% 上升到 10% 以上。但紧缩政策达到了预期效果，英国的通胀水平从 21% 的高位迅速下降至 5% 以下。

图13 英国基准利率走势（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 紧缩压低了通胀，也令失业率大幅飙升（%）

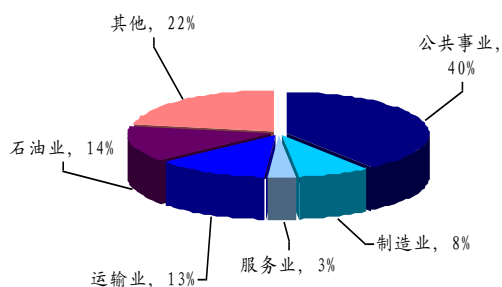


资料来源：Wind，海通证券研究所

加速推进私有化进程。撒切尔政府对没有必要保留国有成分的公司进行了大胆的私有化改革，如阿莫仙国际公司、英国石油公司、英国铁路酒店、国际计算机有限公司、费兰梯无线电缆、英国航空，英国货运和英国货运码头局。此外，诸如电话、天然气、水、电力等战略性国有部门也陆续上市。

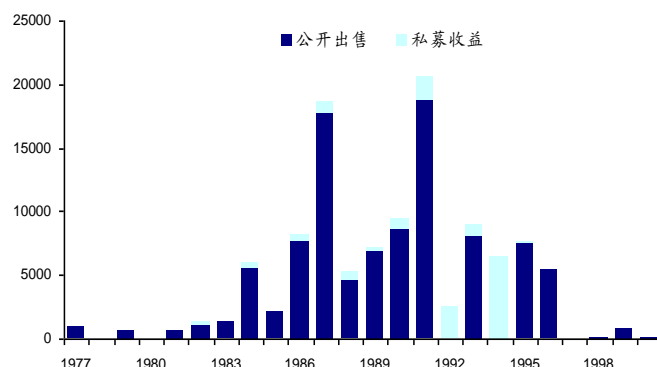
英国的私有化有几个特点：第一，公用事业的私有化是主要构成部分，占比达 40%，能源部门和部分制造业部门占比亦较高；第二，从私有化形式来看，大多采取公开发售方式；第三，为防止海外故意收购，英国也采用了“黄金股”形式保障国有控制权。

图15 英国私有化收益的部门分布（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

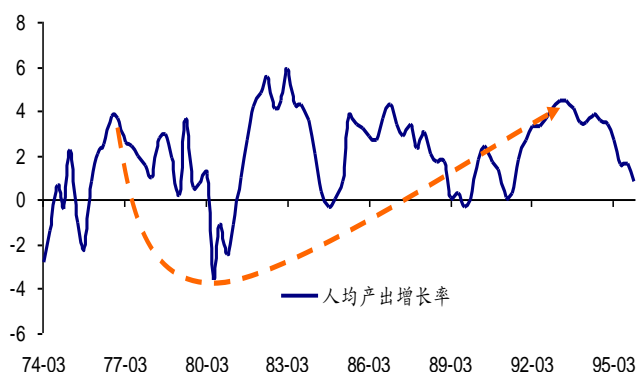
图16 英国私有化的形式（百万美元）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

私有化运动提高了企业效率。英国人均产出增长率在 80 年代后明显回升，人均 GDP、工业生产回升速度相比欧元区其他国家更快。尽管短期失业率走高，但效率得到提升后的各企业部门逐步吸纳了过剩劳动力，失业率在 80 年代中达到顶峰后明显回落。

图17 人均产出增长率在 80 年代企稳回升 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图18 英国工业生产较欧元区更高



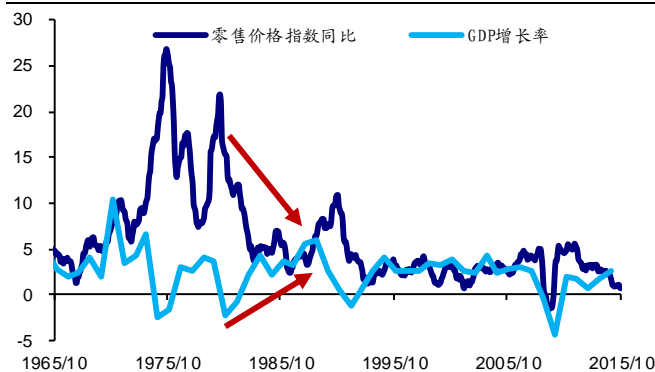
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

撒切尔政府还通过减税、废除物价管制等措施,减少政府对经济的干预。在其执政期间,高收入者的边际税率从 80%降到了 50%,低收入者的税率从 33%降到 30%。与此同时还取消工会的法定特权,解放了劳动力市场。也取消了外汇管制,废除了政府对物价、收入和股利的管制。

3.3 经济触底反弹,长期稳健增长

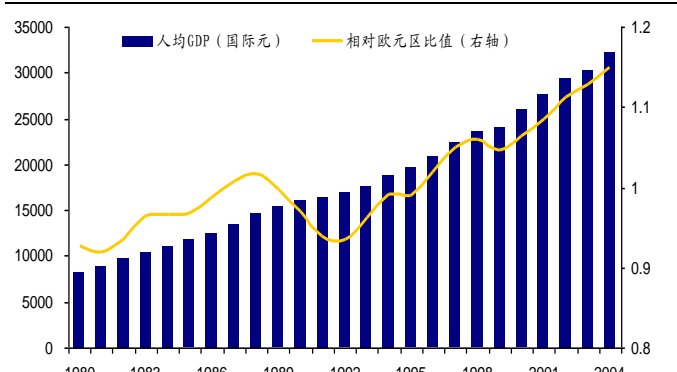
1981 年后,英国经济就开始触底反弹。80 年后,恶性通胀就得到了控制,同时 GDP 增速逐渐由负转正。和美国经济类似,英国经济也走上了平稳增长的路径,各主要宏观经济指标波动率大幅减小。与欧元区相比,英国的增长速度更快,且更加稳健。

图19 英国 80 年代通胀大幅下降,经济反弹 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

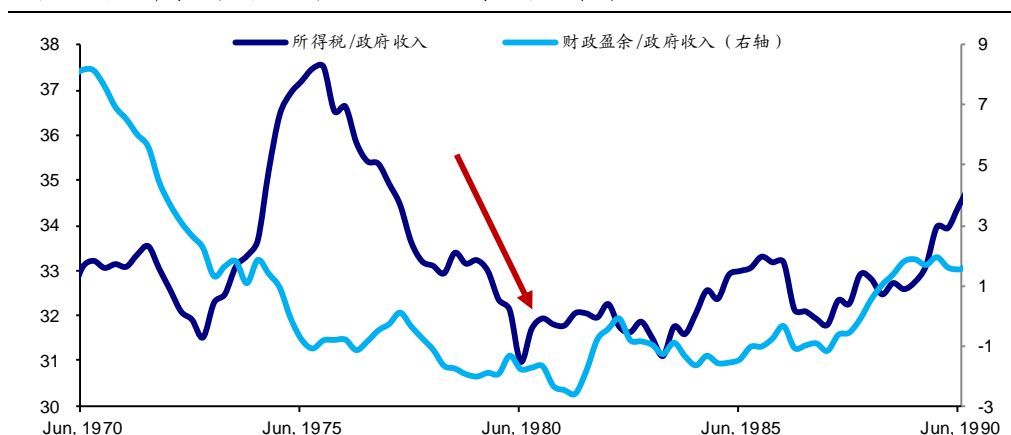
图20 英国经济增长较欧元区国家更快



资料来源: Wind, 海通证券研究所

尽管英国政府采取了减税措施,但财政状况并没有出现明显恶化,不久后还大幅好转。首先,英国政府压缩财政开支,减少了支出项;其次,私有化改革一方面减少了政府对国有企业的补贴,另一方面也激发了私人部门的活力,有利于提高税收;再次,政府减少对经济的干预提高了经济运行的效率,增加了税收收入。

图21 英国所得税和财政盈余状况（%，四季度移动平均）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

撒切尔对经济进行的多方面结构化改革，减少了政府对经济的干预，充分激发了私人部门的活力，为英国经济的长期增长打下了坚实的基础。因此，很多人评价撒切尔“挽救”了英国经济。

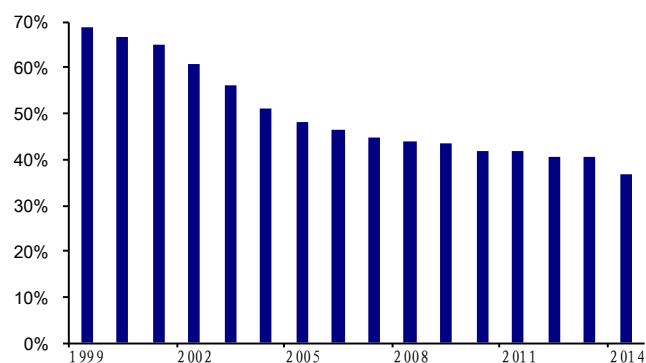
4. 经验总结与借鉴

为了解决 80 年代的滞胀问题，里根经济学和撒切尔主义均采用货币主义观点紧缩货币，也采用了供给学派的结构性改革。里根经济学侧重减税，撒切尔主义更侧重国企私有化。尽管中国当前所处时期和面临的形势和当时有所不同，但英美经验仍然有值得借鉴之处。

突破凯恩斯主义稳增长，大刀阔斧地供给侧改革。无论是里根经济学，还是撒切尔主义，都是对凯恩斯主义的大胆突破。70-80 年代的石油危机叠加英美内部的结构性问题，造成高通胀、高失业的局面，凯恩斯主义刺激总需求的思想变得束手无策。因为扩张型政策会加速通胀，紧缩货币又会推升失业，无论哪种措施都很难解决经济本身存在的结构性问题。所以供给学派的观点“粉墨登场”。

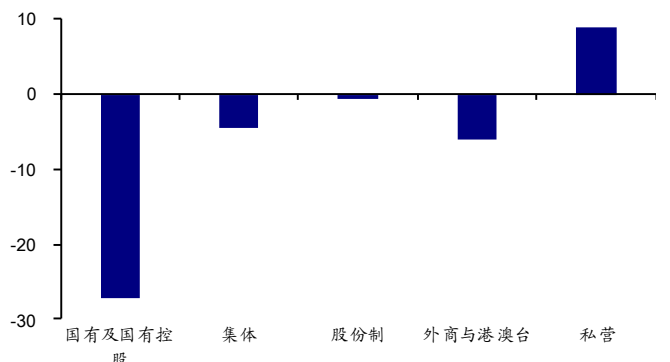
中国当前虽然没有面临滞胀的局面，但经济的结构性问题不亚于当年的英美。例如，工业规模以上企业的总资产中，国有控股占比高达 37%，但从今年三季度利润增速来看，国有及国有控股企业表现最差，利润同比大降将近 30%，而私营经济却依然保持 8.92% 的负增长。也就是说国有企业占用着大量的经济资源，却低效率的运行着，对经济构成拖累。此外，体制内企业获得银行贷款相对容易，而民营企业很难获得贷款，导致央行即使再“放水”，水也大都流向了国有及其关联企业，民营企业融资成本依然高企。这些都是供给端出了问题，单纯依赖凯恩斯主义的需求管理是很难奏效的。

图22 工业规模以上企业总资产中国有控股占比高达 37%



资料来源：WIND，海通证券研究所

图23 不同所有制工业企业三季度利润同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

减税和减少政府的过度干预，构建“小政府”。里根经济学和撒切尔主义的另一个精髓是经济上推崇自由主义，构建“小政府”。无论是减税，还是降低门槛、放松各种管制，都减少了政府的过度干预，激发了市场的活力。我国当前也存在政府干预经济过多的问题，金融、电信、能源、交通、教育、医疗卫生等诸多领域对民营企业开放程度低，且存在价格管制，此外企业税负过重，都降低了经济运行的效率。当然，我们也不推崇过度的自由主义，因为市场也有失灵的时候，且要考虑社会公平性问题，需要“小政府”来发挥作用。

供给侧改革不像凯恩斯主义那样“皆大欢喜”，需要有魄力的推动者。里根和撒切尔夫人都是“伟人”级的领导者，但依然在改革的过程中遇到非常大的阻力，步履维艰。凯恩斯主义的财政刺激相当于为私人部门提供挣钱的项目，而货币刺激相当于开着飞机直接“撒钱”，无论哪种方式都是“皆大欢喜”的结果，且短期对经济见效快，受到各国政府的推崇。而供给侧改革更多是解决经济的长期结构性问题，会触动很多人的利益，需要有魄力的改革者来推动。

信息披露

分析师声明

姜超
顾潇啸 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

江孔亮 副所长
(021)23219422 kljiang@htsec.com

邓勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
联系人
王丹(021)23219885 wd9624@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
秦泰(021)23154127 qt10341@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
张欣慰(021)23219370 zxxw6607@htsec.com
纪锡鹏(021)23219948 jxj8404@htsec.com
联系人
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
袁林青(021)23212230 yllq9619@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
赵晔 zy10383@htsec.com
姚石 021-23219443 ys10481@htsec.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyao@htsec.com
田本俊(021)23212001 tbj8936@htsec.com
联系人
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
联系人
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张雯(021)23154149 zw10199@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
张华恩(0755)82900465 zhe9642@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
钟青 23219635
联系人
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮 zyl10427@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
何继红(021)23219674 hejh@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
联系人
潘莹练(8621)23154122 pyl10297@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
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
联系人
王汉超 021-23154125 whc10335@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com
联系人
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com

电力设备及新能源行业

周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com
牛品(021)23219390 np6307@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 xqb6583@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟 zxxw10402@htsec.com

有色金属行业

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
刘博(021)23219401 liub5226@htsec.com
田源 23214119 ty10235@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com

机械行业

龙华(021)23219411 longh@htsec.com
徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
熊哲颖(021)23219407 xzy5559@htsec.com
联系人
韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com
赵晨(010)50949920 zc9848@htsec.com
张恒恒 010-68067998 zhx10170@htsec.com

医药行业

余文心 0755-82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
周锐(0755)82980398 zr9459@htsec.com
王威(0755)82780398 ww9460@htsec.com
联系人
高岳(010)50949923 gy10054@htsec.com
廖庆阳 01068067998 lqy10100@htsec.com
师成平 scp10207@htsec.com

建筑工程行业

赵健(021)23219472 zhaoj@htsec.com
联系人
金川(021)23219957 jc9771@htsec.com
毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

计算机行业

联系人
黄竞晶 021-23154131 hjj10361@htsec.com
谢春生 021-23154123 xcs10317@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
联系人
戚珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
孔梦迪(010)58067998 kmy10519@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
联系人
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com

社会服务行业

林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
联系人
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
李明刚 18610049678 lmg10352@htsec.com
联系人
刘海荣 23154130 lhr10342@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com

电子行业

董瑞斌(021)23219816 drb9628@htsec.com
陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
陈基明(021)23212214 cjm9742@htsec.com

纺织服装行业

焦娟(021)23219356 jj9604@htsec.com
唐苓(021)23212208 tl9709@htsec.com

通信行业

朱劲松 010-50949926 zjs10213@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com

互联网及传媒

联系人
王幽悠(021)23212210 wyy9632@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

公用事业

联系人
张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

宋立民 总经理

(021) 23212267
songlm@htsec.com

金芸 副总经理

(021) 23219278
jinyun@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com

上海地区销售团队

季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
黄慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com
孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
杨洋(021)23219281 yy9938@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦 (010) 58067988 yyq@htsec.com
隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
杨博 (010)58067996 yb9906@htsec.com
张景才 (010)58067977 zjc10211@htsec.com
李铁生 (010)58067934 lts10224@htsec.com
张妍 (010)58067903 zy9289@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