

## 相关研究

《我国的产业能否留住?》2019.07.29

《从基准利率到 LPR——利率并轨的现状与展望(更新版)》2019.07.24

《困境中的德银,这次能脱身吗?》2019.07.15

## 炒房时代渐远,增配金融资产

## ——居民财富配置现状和比较

## 投资要点:

- **我国居民财富配置的现状。**我们估算,截至 2018 年末我国居民的总资产规模达 465 万亿元人民币,大部分配置在实物资产(房地产)。2018 年末,我国居民财富中的房地产规模约占居民总资产的 70%,而金融资产规模约占 30%。金融资产中,存款占据半壁江山,保险和银行代客理财分别占金融资产的 14%与 13%,其他类型金融资产规模占比偏低,股票资产规模约占居民金融资产的 6.3%、仅占居民总资产的 1.9%。
- **我国居民财富配置的演变。**从存量看,我国居民资产中的房地产占比一直高于金融资产,两者差距呈收窄趋势。90 年代中期以来,随着金融市场发展和资产配置意识提升,居民金融资产占比整体趋升、地产占比趋降,但 15 年来房地产在居民资产中的占比小幅回升。从增量看,并非每一年的居民新增资产都是房地产占大多数。2014 年居民新增金融资产占新增总资产的 55%,超过新增房地产的占比。对比 14 年和 13 年新增资产的结构,房地产比重下降了约 22 个百分点,减少的部分基本流向了金融市场相关领域。居民对金融资产的配置受到金融市场表现的影响。14 年股市经历大牛市,上证综指涨幅超过 50%,居民持有股票的财富市值明显提升,同时也吸引了居民将更多资金配置到金融市场相关的资产。13 年后,居民对房地产的配置主要受房价上涨和预期的影响。随着人口因素对地产的拉动减弱,房价涨幅对居民配置房地产更有领先意义,房价上涨预期引导了居民配置房地产的行为。15 年开始新一轮房价大幅上涨,导致了 16 年后居民财富中房地产比例的再度回升。
- **其他国家居民的财富配置。**美国:金融资产占七成,多为股票和保险。2018 年美国居民资产超过七成为金融资产,居民财富中,股票和投资基金占 32%,保险与养老金占 23%,而房地产仅占 24%。80 年代前后,美国居民在资产配置选择上发生明显变化,从房产逐渐转向股票、基金等金融资产。80 年代美股进入了一轮长牛,股价上涨使居民原本持有的资产升值,而赚钱效应更吸引资金入市带来新增配置。日本:地产占比降低,青睐低风险资产。目前日本居民也配置了超过六成的金融资产,其中有一半为现金与存款。90 年代以来,日本居民的资产配置偏好从房地产转向金融资产。房价下跌使得居民非金融资产大幅缩水、并减少新增配置,同时日本股市震荡下跌,叠加长期低通胀甚至通缩环境,导致居民更青睐低风险资产,17 年居民财富中现金和存款的比重比 94 年高 10 个百分点,近年日本股市有所回升,居民配置的股票和投资基金占比也相应提高。韩国:房地产配置仍高,与高房价有关。韩国居民财富中配置的非金融资产比重高于金融资产,其中房地产配置比重约四成。居民持有土地与房屋资产占比较高,与韩国房价持续上涨有关,2000 年以来韩国房价持续上涨,到今年已翻了一倍。
- **告别全民炒房,增配金融资产。**我国居民财富过于集中在房地产,金融资产只占 30%,主因股票和基金、保险和养老金比例偏低,这几类资产合计仅占居民总资产的 8%,而韩、日、美这一比例分别为 20%、30%和 56%。从国内外经验看,居民财富配置的结构受到市场表现和经济环境的影响,直接原因是各类资产的收益率,而追根究底则要看政策方向与经济增长模式。我们认为,未来我国居民资产中房地产的比例仍将趋降。一方面,人口红利见顶,住房刚需下滑,另一方面,经济不再过度依赖地产刺激,房价涨幅也回归合理区间。今年上半年 70 城二手住宅价格指数仅涨 2.2%,远低于其他代表性资产涨幅,居民对地产配置将更加理性。同时,居民对金融资产配置的提升依然可期。优化资本市场制度可以助力新兴产业,新兴产业发展又带来大量投资机会,给股市长期向好奠定基础,有助于吸引居民增加金融资产配置。随着告别全民炒房时代,居民财富向金融资产增配将是大概率!

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

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

## 目 录

---

1. 我国居民财富配置的现状 .....	4
2. 我国居民财富配置的演变 .....	5
2.1 地产比重趋降，近年有所反复 .....	5
2.2 股市楼市起落，收益影响配置 .....	6
3. 其他国家的居民财富配置 .....	8
3.1 美国：金融资产占七成，多为股票和保险 .....	8
3.2 日本：地产占比降低，青睐低风险资产 .....	9
3.3 韩国：房地产配置仍高，与高房价有关 .....	10
4. 告别全民炒房，增配金融资产 .....	11

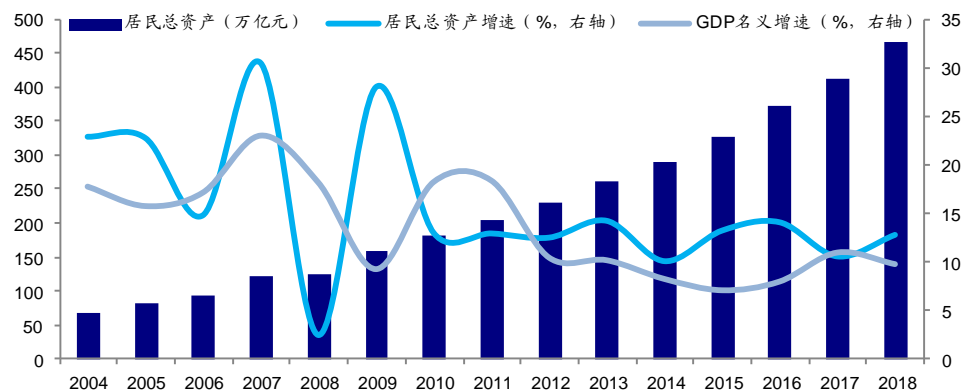
## 图目录

图 1	我国居民资产规模及增速、GDP 名义增速	4
图 2	中国居民资产规模（万亿元）	4
图 3	2018 年中国居民金融资产构成	5
图 4	中国居民金融资产与房地产占总资产比重（%）	5
图 5	中国居民所持金融资产、房地产规模增速（%）	6
图 6	每年中国居民新增资产的构成	6
图 7	2014 年中国居民新增资产构成	7
图 8	2013 年中国居民新增资产构成	7
图 9	上证综指历年涨幅（%）	7
图 10	上证综指走势	7
图 11	中国平均房价增速、居民房地产规模增速与平均房价增速之差（%）	8
图 12	2018 年美国居民资产配置分布（%）	8
图 13	美国居民资产配置增量分布（%）	9
图 14	美国标普 500 指数和居民股票基金持有份额	9
图 15	1994 年日本居民资产配置分布	10
图 16	2017 年日本居民资产配置分布	10
图 17	日本土地价格指数	10
图 18	东京日经 225 指数	10
图 19	2017 年韩国居民资产配置分布	11
图 20	韩国房屋购买价格指数（2019 年 1 月=100）	11
图 21	中、韩、日、美四国的居民资产配置结构（%）	11
图 22	中国 15-64 岁人口数量和比重	12
图 23	中国 M2 与房价同比（%）	12
图 24	不同时间我国各类代表性资产的收益率（%）	12
图 25	2018 年我国不同资产水平下的家庭配置结构	13

## 1. 我国居民财富配置的现状

过去几年，我国居民财富保持较快增长。我们估算，截至 2018 年末我国居民的总资产规模达 465 万亿元人民币，较 17 年增长 12.8%。08 年以前，我国居民资产增速中枢曾高达 20% 左右，而 2010 年以后随着我国经济增速下了一个台阶，居民财富的增速也回落到 12% 左右，过去三年（16-18 年）居民财富规模的复合增速为 12.5%。

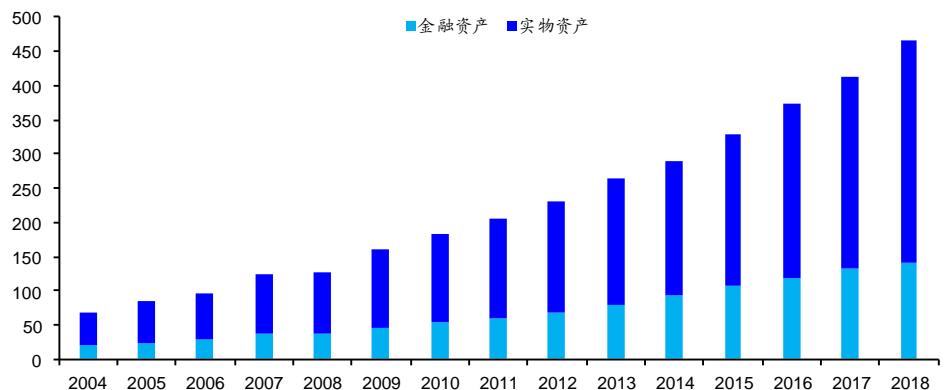
图1 我国居民资产规模及增速、GDP 名义增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

从结构看，我国居民财富的大部分配置在实物资产（房地产）。居民财富主要有金融资产与实物资产两种形式，对应到居民部门资产负债表，金融资产主要包括居民持有的现金、存款、股票、债券、证券投资基金、保险准备金、银行理财、信托等；而非金融资产（即实物资产）主要为房地产<sup>1</sup>。我们估算，截至 2018 年末，我国居民财富中的房地产规模约为 325.6 万亿元人民币，占居民总资产的 70%，而金融资产规模约 139.5 万亿元人民币，占比 30%。

图2 中国居民资产规模（万亿元）



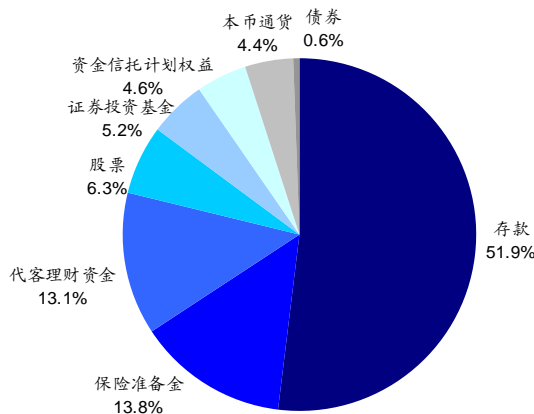
资料来源：Wind，海通证券研究所

在我国居民的金融资产中，存款比重最高，构成金融资产的半壁江山。我们测算，截至 2018 年末我国居民的金融资产中，存款规模约为 72.4 万亿元，占居民金融资产的 52%、占居民总资产的 15.6%；紧随存款之后的两类金融资产是保险和银行代客理财，规模分别约为 19.3 万亿元和 18.2 万亿元，分别占金融资产的 14% 与 13%，分别占居民总资产的 4.1% 和 3.9%。

<sup>1</sup> 说明：理论上，居民的实物资产也包括居民拥有的汽车、家电等耐用消费品以及奢侈品等，但其体量远不及居民拥有的房地产，因而在估算中我们将房地产近似看作居民全部的实物资产。

而其他类型的金融资产规模和占比偏低。我们测算，2018 年末我国居民持有股票资产规模约 8.8 万亿元，占金融资产的 6.3%、仅占居民总资产的 1.9%；持有证券投资基金 7.3 万亿元，占金融资产的 5.2%、居民总资产的 1.6%；持有信托计划权益规模 6.5 万亿，占金融资产的 4.6%、居民总资产的 1.4%；持有债券 0.8 万亿元，占金融资产的 0.6%、居民总资产的 0.2%。

图3 2018 年中国居民金融资产构成



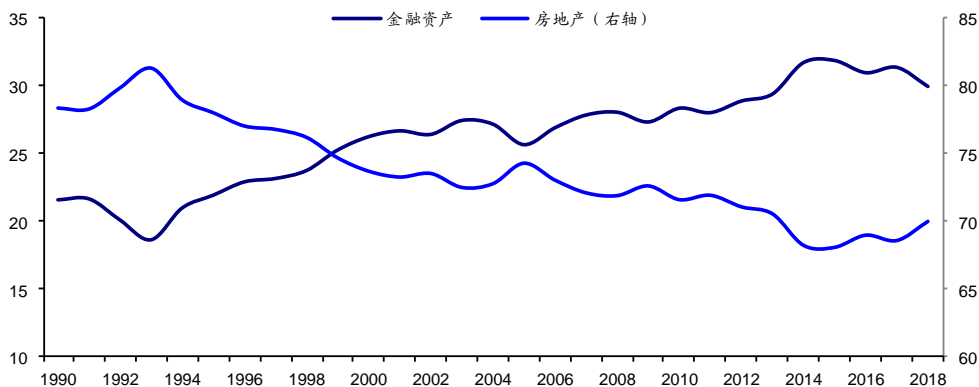
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2. 我国居民财富配置的演变

### 2.1 地产比重趋降，近年有所反复

从存量的角度看，我国居民资产中的房地产占比一直高于金融资产，两者差距呈收窄趋势，15 年后有所反复。90 年代中期以来，随着金融市场的发展和居民资产配置意识的提升，我国居民总资产中的金融资产占比整体趋升，从 93 年的 19% 提高到 14 年的 32%，而同期房地产占比则从 81% 降至 68%。但 15 年之后，由于地产刺激政策和房价上涨预期较强、而同期股指高位回落，居民配置地产的比重有所回升，15 年以来，房地产在居民资产中的占比回升 2 个百分点，金融资产占比略有下降。

图4 中国居民金融资产与房地产占总资产比重 (%)

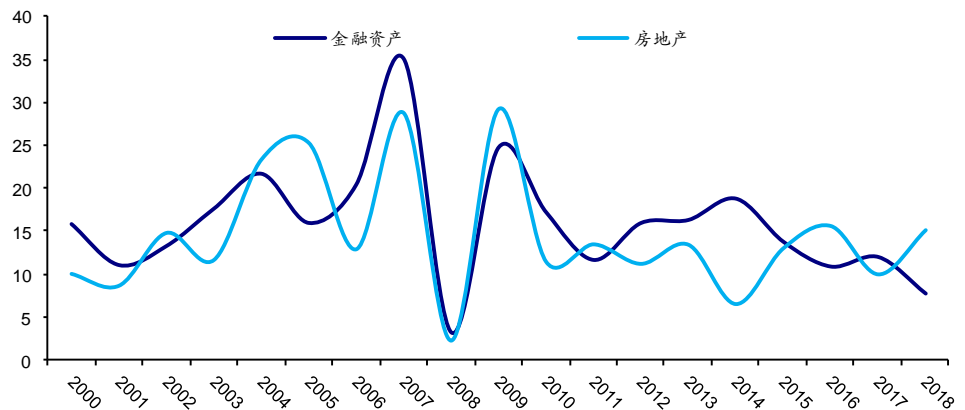


资料来源：Wind，海通证券研究所

2010 年以来，居民金融资产与房地产增速此消彼长。2006 年以前我国处在高速增长阶段，居民财富也快速增加，金融类和实物类资产增速都处在上升周期。2006-2010 年，经济过热、股市牛市、金融危机等事件对居民财富带来显著影响，金融资产和房地产增速同涨同跌。而 2010 年以后，随着经济和居民资产增速同步放缓，金融资产与实物资产规模增速更多地呈现此消彼长的特征。一方面，我国居民金融资产中最主要的构

成仍是存款，购房消耗居民储蓄；另一方面，部分年份房价上涨预期强于股市，购房的大额资金需求也挤出了居民对证券、基金等金融资产的配置。

**图5 中国居民所持金融资产、房地产规模增速 (%)**

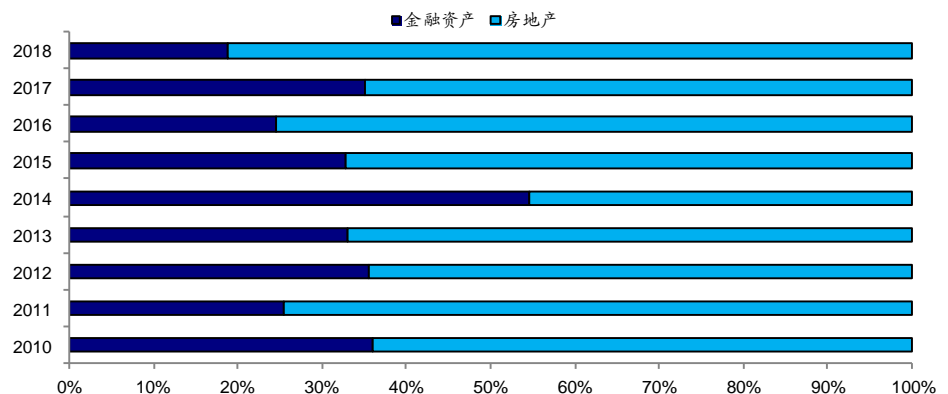


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.2 股市楼市起落，收益影响配置

而从增量的角度看，也并非每一年的居民新增资产都是房地产占大多数。2010、2012、2014、2017年，新增金融资产的占比都超过35%、房地产比重低于65%，而2014年新增金融资产占居民新增总资产的比重达55%，首次超过了房地产的占比。

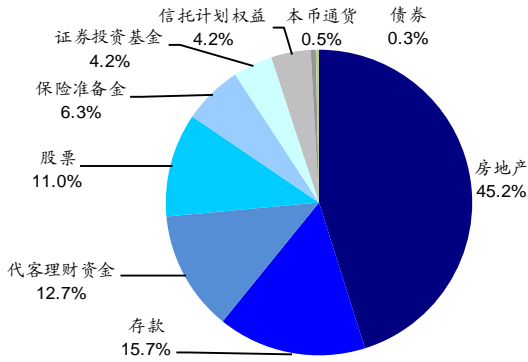
**图6 每年中国居民新增资产的构成**



资料来源：Wind，海通证券研究所

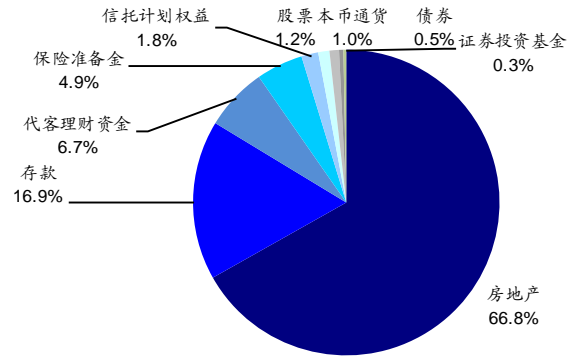
14年我国居民的新增财富减少了向地产的流入、增加了对金融市场的配置。拿13年居民新增资产的结构和14年相比，房地产的比重下降了约22个百分点，而减少的这部分比例基本都流向了金融市场相关的领域，其中，14年的居民新增财富中，股票的比重提高了10个百分点、理财提高了6个百分点、基金提高了4个百分点。

图7 2014年中国居民新增资产构成



资料来源: Wind, 海通证券研究所

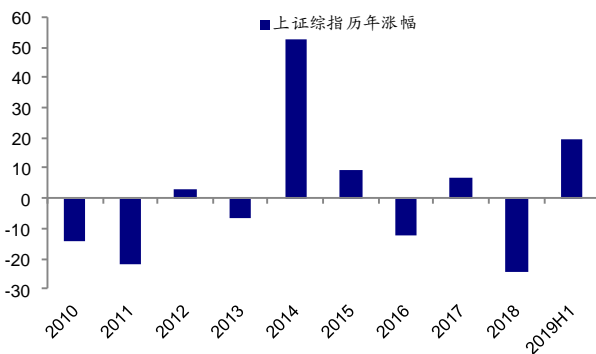
图8 2013年中国居民新增资产构成



资料来源: Wind, 海通证券研究所

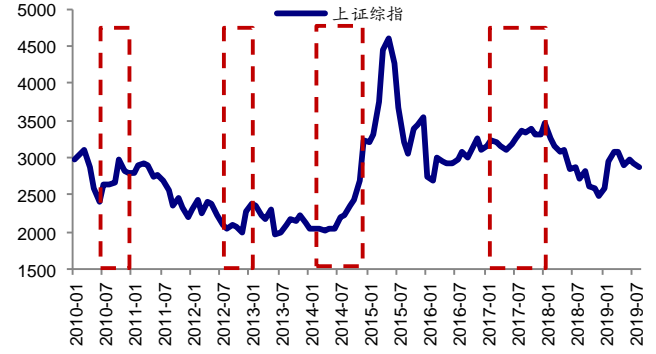
居民对金融资产的配置受到金融市场表现的影响。我国居民的金融资产中，虽然存款比重最大，但规模相对稳定，而股票、基金、理财等由于与金融市场相关，收益的波动更大、规模变化也比较大，其实是影响居民金融资产配置比重的关键。在居民对金融资产配置比例较高的年份，往往股市都有至少长达半年的上涨过程。尤其是14年股市经历大牛市，上证综指涨幅超过50%，一方面使得居民持有股票的财富市值明显提升，另一方面也吸引了居民将更多资金配置到金融市场相关的资产。

图9 上证综指历年涨幅(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

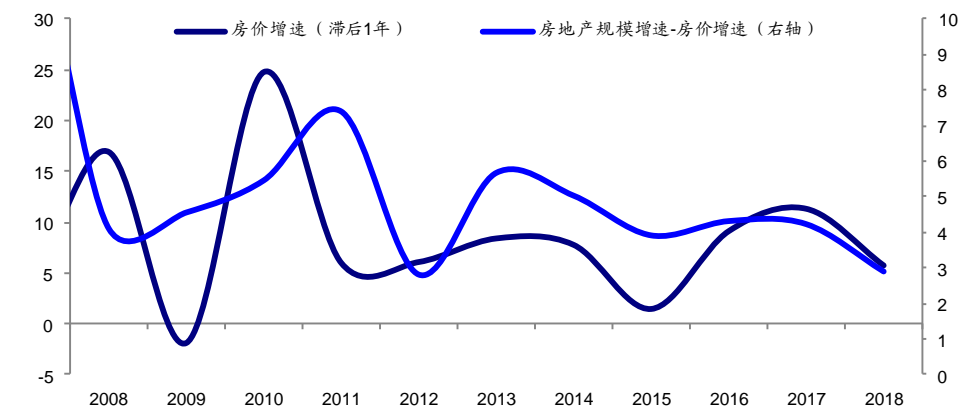
图10 上证综指走势



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而居民对房地产的配置，在13年后主要受房价上涨和预期的影响。14年居民增加股票而减少对地产配置，另一个原因在于14年初开始房价涨幅就见顶回落。将居民财富中房地产规模的增速减去平均房价增速，得到的差可以近似看作持有房地产面积的增速。这一差值在13年以来基本与滞后一年的房价涨幅同步，也就是说随着人口因素对居民配置地产拉动的减弱，房价涨幅似乎成为了居民财富对房地产配置的领先指标，房价上涨的预期引导了居民配置房地产的行为。而15年开始的新一轮房价大幅上涨，也恰恰导致了16年后居民财富中房地产比例的再度回升。

图11 中国平均房价增速、居民房地产规模增速与平均房价增速之差 (%)



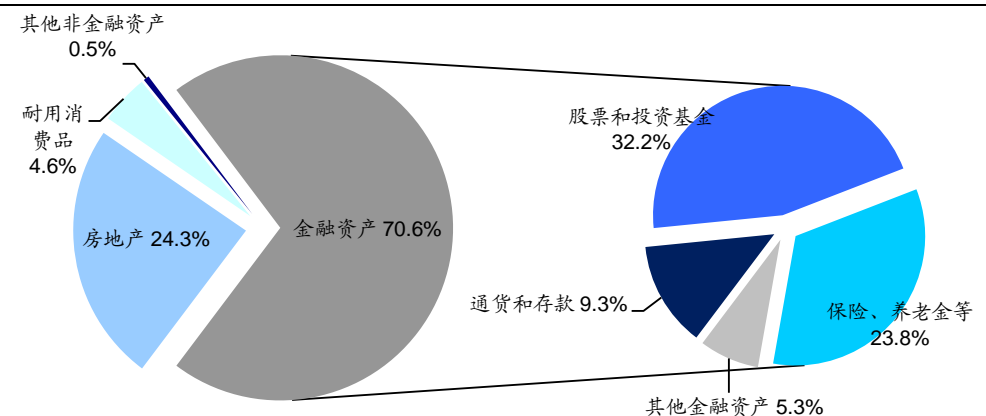
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 此处房价增速采用全国商品房销售均价计算

### 3. 其他国家的居民财富配置

#### 3.1 美国: 金融资产占七成, 多为股票和保险

美国居民配置的金融资产远超其他类资产。2018年美国居民的资产总规模达到120万亿美元, 其中超过七成配置了金融资产。在居民各类资产中, 股票和投资基金占比为32.2%, 房地产占比24.3%, 保险与养老金占比23.8%, 三者成为居民资产配置的主要去向。从资产分布来看, 美国居民对房地产的资产配置不高, 而金融资产中持有现金和存款的比例也较低, 仅为9.3%。因此, 相比于房地产, 美国居民更倾向于将资产配置于金融资产之中, 而且相比于现金、活期存款和定期存款, 他们更倾向于配置股票、基金、保险等资产。

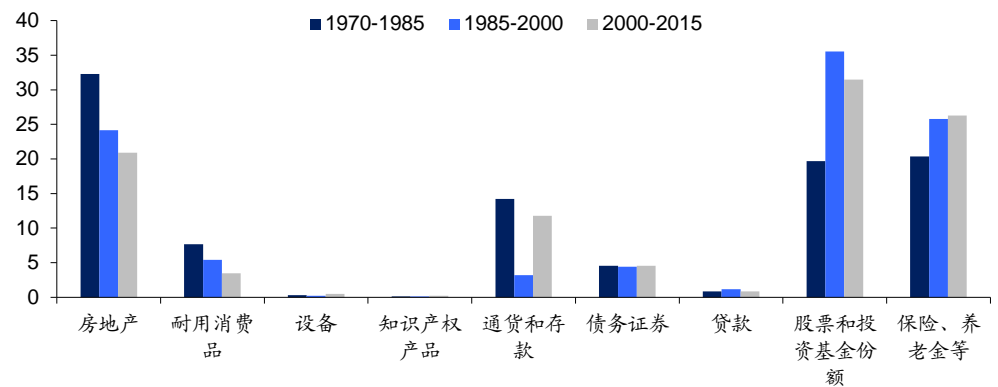
图12 2018年美国居民资产配置分布 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

美国的居民资产配置结构经历过从地产到金融资产的转变。从美国居民资产配置增量来看, 居民新增资产配置到房地产的比重持续下降, 从1970-1985年间的32.3%降至2000-2015年的20.9%。与此同时, 股票、基金、保险以及养老金的配置占比逐步扩大, 特别是80年代前后出现了明显上升。股票和投资基金的占比从1970-1985年间的19.7%上升至1985-2000年的35.6%, 保险、养老金的占比也从20.4%上升至25.8%。也就是说, 80年代前后美国居民在资产配置的选择上发生了明显的变化, 从房产逐渐偏向于股票、基金等金融资产。

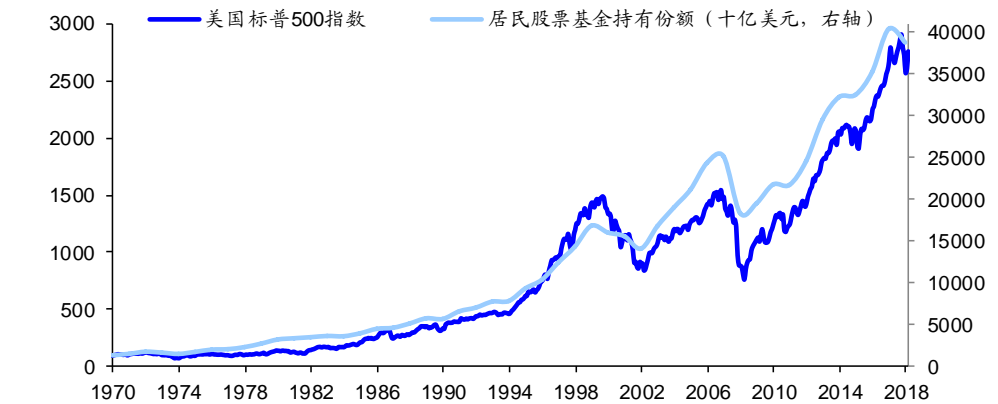


**图13 美国居民资产配置增量分布 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

美国居民资产配置在 80 年代前后发生变化，主要源于 80 年代开始美国的一轮长期大牛市。1980 年以来美国股市迎来了一轮长牛。短短十年，美国标普 500 指数就翻了近 2 倍，从 1980 年的 100 多点上升至了 1990 年的 300 多点。此后，牛市并未停止，反而加快了步伐，目前美国标普 500 指数已是 1980 年的近 21 倍。

一方面，赚钱效应吸引资金入市带来新增配置。随着美国股市持续走牛，美国居民纷纷将更多的资产配置于股票、基金等金融资产中，以获得较高的投资回报。另一方面，股价上涨也使得居民原来持有的资产升值。1980 年美国居民资产配置中股票和基金占比 23%，这部分资产受益于股票价格上涨，升值也快于其他资产，其在居民资产中的占比也就越来越大。

**图14 美国标普 500 指数和居民股票基金持有份额**


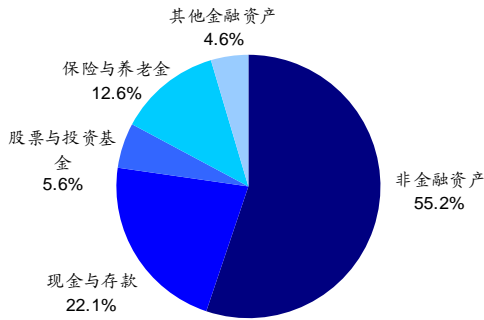
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3.2 日本：地产占比降低，青睐低风险资产

日本居民也配置了超过六成的金融资产，而金融资产中有一半为现金与存款。2017 年，日本居民资产总规模达到 2977 万亿日元，其中金融资产占比为 63.9%。具体来看，日本居民偏好低风险资产，持有的现金和保险类资产占比分别为 32.5%、17.5%，而股票和其他金融资产占比为 11.1%和 2.7%。因此，相比于股票和投资基金等高收益高风险的资产，日本居民更偏好配置低收益稳健型资产。

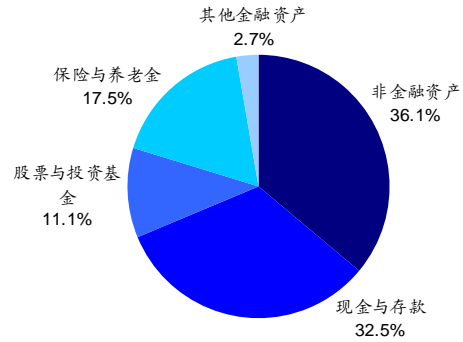
90 年代以来，日本居民的资产配置偏好从房地产转向金融资产。1994 年日本居民配置非金融资产的占比为 55.2%，其中大部分为房地产资产，而 2017 年这一占比较 94 年大降 19 个百分点，仅 36.1%，非金融资产规模减少 440 万亿日元。与之相对，1994 年到 2017 年，居民大幅增配金融资产，其中，现金与存款比重提升 10.4 个百分点，规模增加了 362 万亿日元，此外，股票与投资基金比重提升 5.5 个百分点，规模增加了 178 万亿日元，而保险与养老金比重提升 5.0 个百分点，规模增加了 177 万亿日元。

图15 1994年日本居民资产配置分布



资料来源：Wind，海通证券研究所

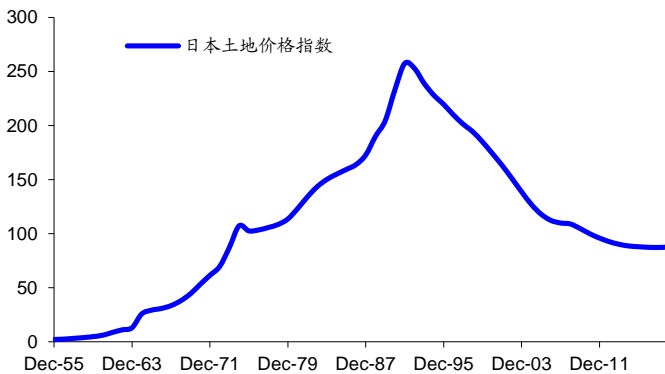
图16 2017年日本居民资产配置分布



资料来源：Wind，海通证券研究所

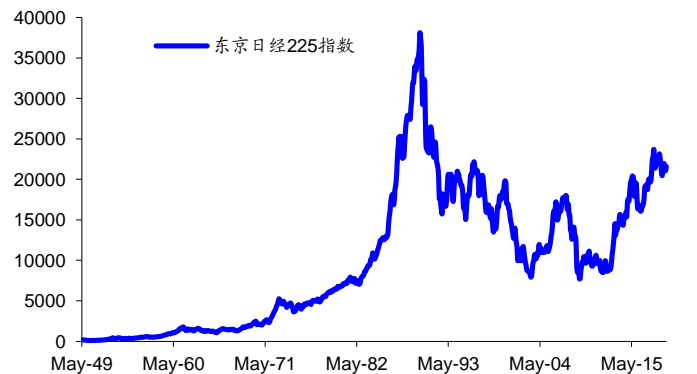
日本居民资产配置结构的转变源于90年代房市和股市的下跌。90年代房地产泡沫破裂，日本房价持续下跌，1991年至2018年跌幅高达66%。非金融资产大幅缩水，使得居民转向增配金融资产，同时原来持有的房产和土地价值也大幅缩水。而受到资产泡沫的影响，日本股市也震荡下跌，从1990年至2003年累计下降78%。上述冲击加上日本90年代后长期的低通胀甚至通缩环境，使得居民更加青睐低风险资产，因而90年代中期以来居民金融资产中，现金和存款的比重上升最多，近年日本股市有所回升，居民财富配置中的股票和投资基金比重也相应提高。

图17 日本土地价格指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 东京日经225指数



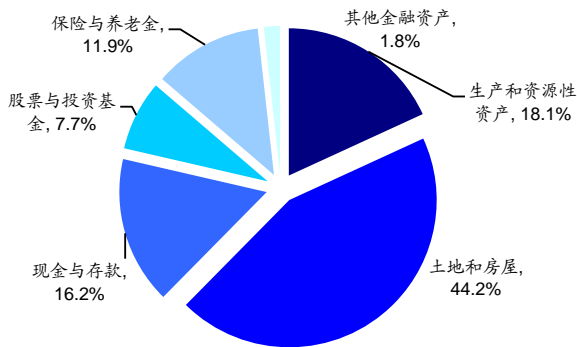
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3.3 韩国：房地产配置仍高，与高房价有关

韩国居民财富中配置的非金融资产高于金融资产，其中房地产配置比重约四成。2017年，韩国居民非金融资产的配置占比为62.3%，其中的土地与房屋占比高达44.2%。而金融资产中，韩国居民偏好低风险资产，持有的现金与存款和保险类资产占比分别为16.2%和11.9%。总体来看，韩国居民资产配置与我国相似，房地产资产配置比例较高，低风险资产配置比例较高。

韩国居民持有土地与房屋资产占比较高，也与韩国房价持续上涨有关。2000年以来韩国房价一直处于持续上涨状态，房屋购买价格指数从2000年1月到2019年7月累计上涨103%。而房价上涨一方面会吸引更多的居民资金投入到了房产和土地，另一方面居民手中持有的土地与房屋资产也会随着房价上涨不断增加。

图19 2017年韩国居民资产配置分布



资料来源：韩国央行，海通证券研究所

图20 韩国房屋购买价格指数（2019年1月=100）

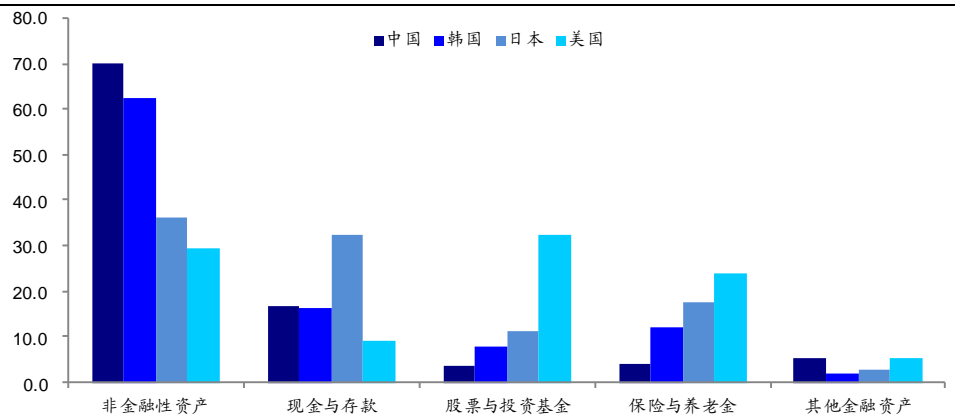


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4. 告别全民炒房，增配金融资产

我国的居民财富过于集中在房地产，而股票、基金及保险的配置偏低。与美国、日本、韩国相比，我国居民的财富呈现出过于集中配置在房地产的特征，占比高达70%，韩国虽然也很高，但非金融资产也只占其居民总资产的62%。我国居民财富中的金融资产比重只有30%，现金及存款虽然是最主要的形式，但从占总资产的比重来看，并没有特别高。我国金融资产的偏低主要是因为配置的股票和基金、保险和养老金比例在这几个国家中最低，这几类资产合计仅占我国居民总资产的8%，而韩国、日本、美国这一比例分别约在20%、30%和56%。

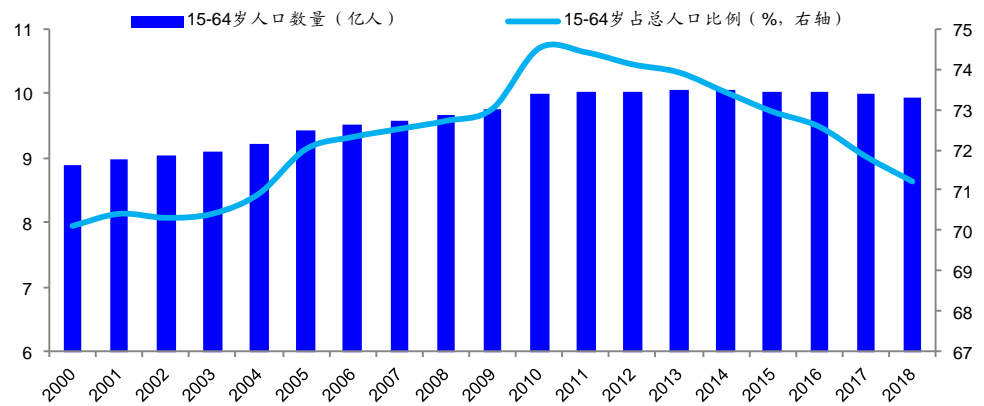
图21 中、韩、日、美四国的居民资产配置结构（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，中国和美国为2018年数据，日本和韩国为2017年数据

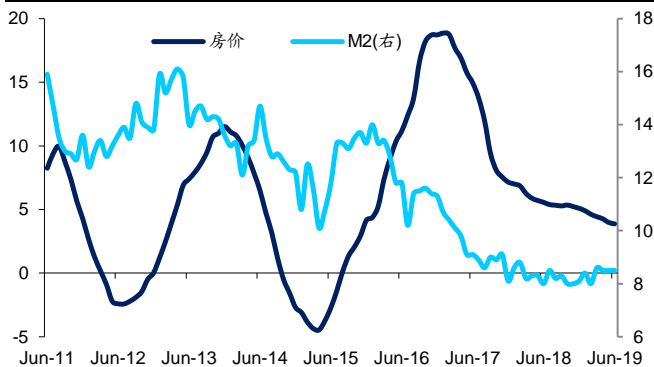
结合国内外的经验不难发现，不同资产的收益表现很大程度上影响着居民财富的配置，而这背后又与不同的经济政策方向密不可分。美国在80年代后，发展科技和服务业，鼓励和引导长期资金进入资本市场、支持实体经济发展，这本身就提高了居民对金融资产的配置，而随后开启了一段股市长期上涨，又导致居民对金融资产的配置进一步增加；14年我国股市大幅上涨，居民新增财富一度超过一半配置到了金融资产，但随着15年之后重新刺激地产、棚改货币化助力、房价大幅上涨，居民加杠杆购房，房地产在我国居民财富中的比例又重新回升。因此，未来居民财富配置的结构变化，直接原因要看资产的收益率表现，而追根究底则要看政策方向与经济增长的模式。

我们认为，未来我国居民资产中房地产的比例仍将趋降。一方面，随着人口红利见顶，住房需求将下滑。我国上一轮出生人口高峰在80年代后期，劳动年龄人口数量在2013年见顶，这意味着住房需求高峰已经见顶，而18年我国新出生人口仅仅1523万，创下过去50年的最低水平，这意味从人口来看，住房的刚性需求将持续下滑。

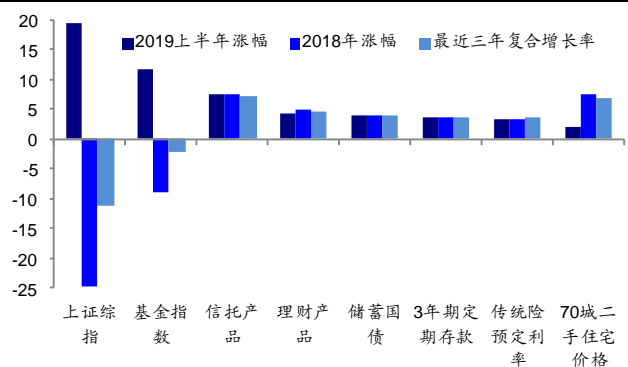
**图22 中国 15-64 岁人口数量和比重**


资料来源：Wind，海通证券研究所

另一方面，在“房住不炒”的理念下，政策不再走刺激地产的老路，房价增长也将回归合理区间。房价的上涨预期往往引导了居民财富对房地产的配置，近年随着货币超发结束，M2 同比从 11 年 15% 左右降至当前的 8.5% 左右，房价持续上涨的动力不再。7 月政治局会议也强调，不会将房地产作为短期刺激经济的手段。这都意味着未来房价过快的上涨将很难重现。今年上半年，我国 70 个大中城市二手住宅价格涨幅仅有 2.2%，不仅较过去三年明显回落，也远低于上半年其他各类代表性资产的涨幅。随着经济不再过度依赖地产刺激、房价上涨的预期逐渐扭转，未来居民对于房地产配置的比例也将重新趋降。

**图23 中国 M2 与房价同比 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图24 不同时间我国各类代表性资产的收益率 (%)**


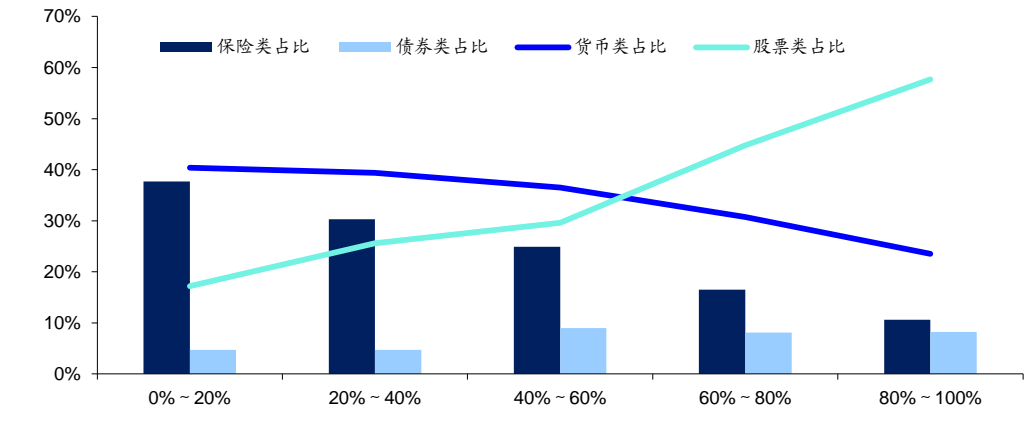
资料来源：Wind，海通证券研究所

与此同时，居民对金融资产，尤其是股票、基金等资产配置的提升依然可期。我国未来告别举债刺激经济的模式、进入高质量发展阶段，也将实现资本市场发展为新兴产业融资，而新兴产业为资本市场提供优质投资标的。今年以科创板为契机带来的一系列资本市场制度改革，正不断优化我国的金融市场环境。新兴产业的蓬勃发展又将为我国资本市场带来大量的投资机会，给股市长期向好奠定基础。

并且伴随收入的增长，居民对股票和债券类金融资产的配置也会增多。西南财经大学联合广发银行发布的《2018 中国城市家庭财富健康报告》调查表明，资产水平较高的家庭，往往资产管理意识更强，更青睐高收益高风险资产。我国人均 GDP 从 2000 年的 0.8 万元已经上升到 2018 年的 6.5 万元，未来随着居民可支配收入的进一步上升和家庭财富的积累，会有越来越多的居民选择增配证券类的金融资产。

因此，随着告别全民炒房时代，居民财富增配金融资产将是大概率趋势。

图25 2018年我国不同资产水平下的家庭配置结构



资料来源：中国家庭金融调查与研究中心，海通证券研究所，横轴为居民资产分位数

## 信息披露

### 分析师声明

姜超 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 lj11087@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  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
联系人  
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  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 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  
姜珮珊(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  
曾知(021)23219810 zz9612@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 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@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 0755-82900465 wjs11852@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@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  
高瑜(021)23219415 gy12362@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  
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 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	<b>电力设备及新能源行业</b> 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
<b>基础化工行业</b> 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	<b>计算机行业</b> 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 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博 rgb12695@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	<b>机械行业</b> 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	<b>钢铁行业</b> 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
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 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	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
<b>军工行业</b> 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	<b>银行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 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	<b>造纸轻工行业</b> 衣楦永(021)23212208 yzy12003@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  
 郭金鑫 gjy12727@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