

相关研究

《理解黑天鹅：否极泰来——20年2季度中国经济与资本市场展望（PPT）》
2020.02.22

《西方不亮东方亮——19年4季度经济与资本市场展望》2019.08.23

《西方不亮东方亮——19年4季度经济与资本市场展望（PPT）》2019.08.26

理解黑天鹅：否极泰来——20年2季度 中国经济与资本市场展望

投资要点：

- **黑天鹅三大特征。**新冠肺炎疫情是一只巨大的黑天鹅，它具备塔勒布所说的三个典型特征：稀有性、极大地冲击性和事后可预测性。**首先，爆发的概率极低。**在新中国成立71年以来，只大爆发过三次甲类管理的传染病，平均每年大爆发的概率只有4%。在过去15年只有8个国家的疫情被世卫组织宣布为PHEIC，这意味着单个国家在某一年出现PHEIC的概率仅为0.2%。**其次，影响非常巨大。**首先，新冠肺炎对人民的健康和生命安全造成了巨大的伤害，新冠肺炎累计确诊人数超过7万，远超非典的8460人。其次，新冠肺炎对经济产生了巨大的影响，今年春节电影票房同比下降了99.6%，内地访港旅客数下降85%，春运旅客发送量同比下降50%，而且由于节后延期复工，1季度经济增速或出现明显回落。**最后，事后来看可以解释。**表面上看，新冠肺炎的基本传染数只是持平或略高于非典型肺炎，但是为何其影响这么大？因为当前交通的便捷程度远高于03年。以武汉为例，其管理人口1400万，而每天的公共交通800万人次，相当于平均每人两天乘坐一次室内公共交通，即便假设感染者每次出门传染1个二代患者，那么平均两天感染者的数量就会翻一倍，这其实就是武汉在疫情发生初期的实际情况。
- **黑天鹅影响分类。**黑天鹅虽然没办法预测，但是可以有效应对。我们把黑天鹅分成两类：**第一类是不那么黑的黑天鹅，也就是很快能看清楚的黑天鹅**，诸如美国的911，在美国加强航空管制之后，就不可能再有了。日本的311大地震，也不会频繁出现。03年的非典，在加强隔离管制以后很快就控制住了。**第二类是纯黑的黑天鹅，也就是看不懂的黑天鹅**，比如08年金融危机，由于金融机构把居民房贷包装买卖，没人知道别人有多少坏资产，使得危机错综复杂。**在第一类黑天鹅发生之后，其影响是非常短期的。**经济增速往往会在当季大幅下滑，但在随后的一个季度就会开始恢复，而股市的下跌也是绝佳的买入机会。**而在第二类黑天鹅发生之后，经济增速会发生持续的下滑，而风险资产会发生持续的下跌。**这一次新冠疫情事件属于第一类不那么黑的黑天鹅，其高传染性源于发达的交通，而采取全面的交通管制之后，2月上旬以来的新增确诊病例数持续下降，疫情拐点的曙光已经出现。我们预计疫情的影响主要体现在1季度，2季度以后随着疫情的结束，加上央行降息以及财政降费，经济增速将恢复到6%左右的正常水平，而届时风险资产将继续上涨，而国债利率或重新回升至3%左右。
- **疫情后四大变化。**展望未来，疫情终将过去，但有些改变是长存的。我们认为未来会发生四大变化，**一是都市圈取代大城市化。**武汉的疫情之所以传播如此迅速，与其发达的经济和交通有关，这意味着如果经济发展依赖于少数几个大城市，其实存在系统性风险。而在新型城镇化的战略之下，中小城市的户籍被全面放开，而大城市的户籍依然受到限制，这两者的交集就是大城市周边的都市圈。因而未来中国城市发展的前景未必是大城市进一步变大，而可能是都市圈的大发展。**二是适度储蓄取代过度举债。**过去中国债务增速高企，但经过新冠疫情之后，很多人会发现债务是永恒存在的，过度举债的行为模式可能会发生改变，居民的净储蓄或有望重新回升。**三是新经济取代旧经济。**这一次疫情期间，一面是传统经济的水深火热，另一面则是新经济的蓬勃发展。史上最长的春节，加上居家限足，使得居民对移动互联网的需求急剧上升，包括移动社交、新闻资讯、医疗服务、短视频和在线视频、手机游戏、生鲜电商、在线教育等行业都获得了长足的发展。**四是金融资产取代实物资产。**在过去的10年，城市化加上过度举债，使得实物资产尤其房地产是中国资产配置的最大赢家，而且旧经济的发展要占用土地资源，对房地产有利。而新经济多为无形资产，其主要体现方式是金融资产，尤其是股权资产。因而随着都市圈的蓬勃发展，以及新经济对旧经济的取代，居民或将减少举债增加储蓄，而金融资产或将优于实物资产。

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

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

联系人:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 黑天鹅三大特征.....	5
2. 黑天鹅影响分类.....	11
3. 疫情后四大变化.....	17

图目录

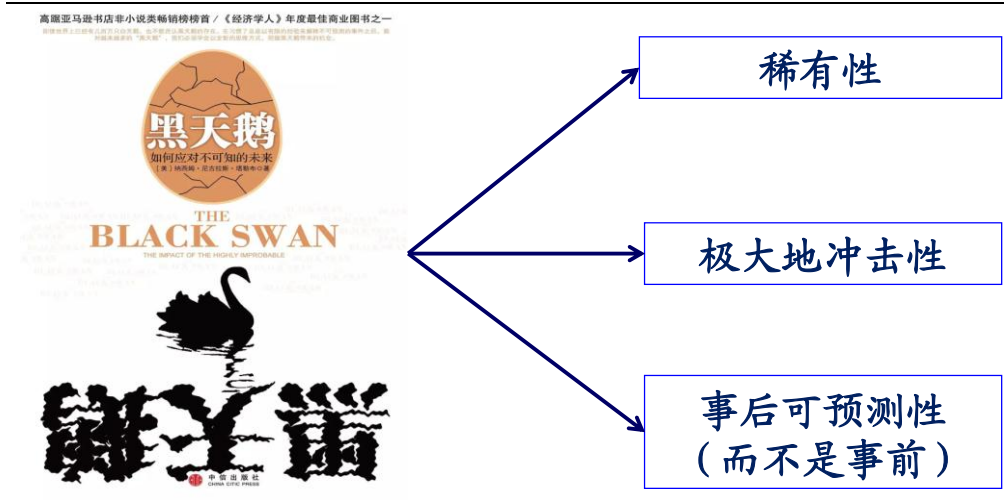
图 1	塔勒布：黑天鹅事件三大特征	5
图 2	中国传染病分类	5
图 3	7 种可感染人的冠状病毒	5
图 4	中国爆发过的三次甲类管理的传染病	6
图 5	WHO 六次宣布 PHEIC	6
图 6	新冠肺炎和非典累计确诊病例（例）	6
图 7	新冠肺炎和非典累计死亡人数（例）	6
图 8	全国票房收入增速，访港旅客增速（2020 年春节档）	6
图 9	历年春运旅客发送量增速（%）	7
图 10	2020 年春运旅客发送量分类增速（%）	7
图 11	6 大电厂发电耗煤（万吨）	7
图 12	百城拥堵指数	7
图 13	全国人口迁入累计同比增速	7
图 14	全国各省节后人口迁入规模相比去年同期	7
图 15	03 年各月社零增速（%）	8
图 16	03 年各月投资累计增速、出口增速（%）	8
图 17	中国投资、消费对经济增长的贡献率（%）	8
图 18	疫情对当季经济增速的影响估计（%）	8
图 19	各种疾病的基本传染数 R_0	9
图 20	民航客运量（万人次），高铁营运里程（公里）	9
图 21	武汉轨道交通运营里程、日均客流（公里、万人次）	10
图 22	武汉公共交通与轨道交通日均客流（万人次）	10
图 23	武汉确诊病例数（例），确诊病例翻番需要时间（天）	10
图 24	武汉、湖北省外、全国报告确诊病例时间	11
图 25	2 月 6 日全国湖北外城市确诊病例数排名（例）	11
图 26	黑天鹅简单分类	11
图 27	美国 GDP 环比折年率（%）	12
图 28	美国 GDP 环比折年率（%）	12
图 29	日本 GDP 环比折年率（%）	12
图 30	全国每日新增 SARS 感染病例（例）	13

图 31	03 年非典期间的经济增速 (%)	13
图 32	非湖北地区每日新增新冠肺炎确诊病例 (例)	14
图 33	湖北每日新增新冠肺炎确诊病例 (例)	14
图 34	2020 年春节期间广东、浙江人口迁入规模同比增速	14
图 35	国有大行法定准备金率、金融机构贷款基准利率 (%)	14
图 36	7 天逆回购招标利率、1 年期 MLF 中标利率 (%)	14
图 37	抗疫主要财政政策	15
图 38	企业部门中长期贷款增速	15
图 39	融资总量余额增速, GDP 增速 (%)	15
图 40	GDP 实际增速与预测 (%)	16
图 41	2020 年以来各类资产价格涨幅 (%)	16
图 42	美国标普 500 指数	16
图 43	美国标普 500 指数	17
图 44	日经指数	17
图 45	上证指数、10 年期国债利率 (%)	17
图 46	恒生指数	17
图 47	2000 年主要城市城区人口排名 (万人)	18
图 48	2017 年主要城市城区人口排名 (万人)	18
图 49	2019 年主要城市 GDP 排名 (亿元)	18
图 50	武汉、南京人口和 GDP 占本省比重 (%)	19
图 51	武汉人口迁入来源地 (%)	19
图 52	新型城镇化政策推进	19
图 53	09-19 年债务和 GDP 年均增速 (%)	19
图 54	过去 10 年的 3 次举债加杠杆 (%)	19
图 55	中国非金融部门总债务率 (%)	20
图 56	居民净储蓄余额 (亿元)	20
图 57	20 年春节互联网流量、全网用户使用总时长同比增速 (%)	20
图 58	春节移动社交、资讯类 APP 日人均使用时长增速 (%)	21
图 59	2020 年春节短视频行业 DAU (亿), 同比增速	21
图 60	2020 年春节视频、游戏类 APP 日人均使用时长增速 (%)	21
图 61	春节生鲜电商、在线教育 APP 的 DAU 和使用时长增速	21
图 62	大类资产配置变化	22

1. 黑天鹅三大特征

新冠疫情黑天鹅。没有人能想到，2020 年的新年会是以这种方式打开，新冠肺炎疫情是一只巨大的黑天鹅，改变了我们每一个人的生活。在塔勒布看来，黑天鹅事件具备三个典型的特征：稀有性、极大地冲击性和事后（而不是事前）可预测性，而新冠疫情具备所有这三大特征。

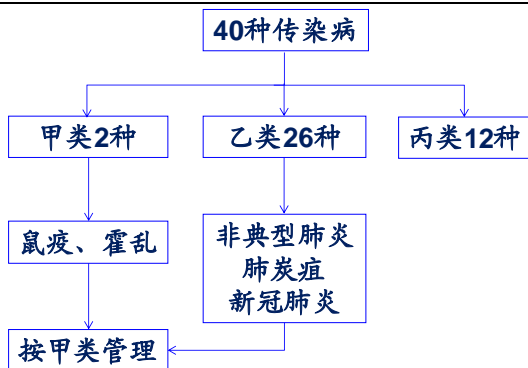
图1 塔勒布：黑天鹅事件三大特征



资料来源：中信出版社，海通证券研究所

第五种按甲类管理的传染病。新冠肺炎病毒属于冠状病毒家族，与非典型肺炎病毒一样，属于 7 种可以感染人的冠状病毒之一。国家卫健委将新冠肺炎列入按甲类管理的乙类传染病，这也是第五种按甲类管理的传染病，其他四种分别是鼠疫、霍乱、非典型肺炎和肺炭疽。

图2 中国传染病分类



资料来源：中华人民共和国传染病防治法，海通证券研究所

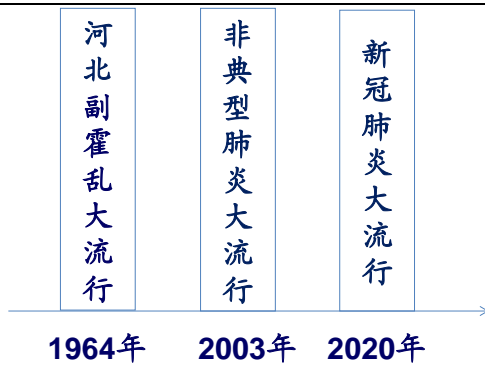
图3 7种可感染人的冠状病毒



资料来源：WHO，海通证券研究所

特征一：发生概率极低。为什么没人想到新冠肺炎疫情会突然爆发？因为这是个极小概率事件。自新中国成立 71 年以来，只大爆发过三次甲类管理的传染病，平均每年大爆发的概率只有 4%。世卫组织将新冠肺炎疫情列为“国际关注的突发公共卫生事件”(PHEIC)，在过去 15 年只有 8 个国家的疫情被宣布为 PHEIC，这意味着单个国家在某一年出现 PHEIC 的概率仅为 0.2%。

图4 中国爆发过的三次甲类管理的传染病



资料来源：海通证券研究所整理

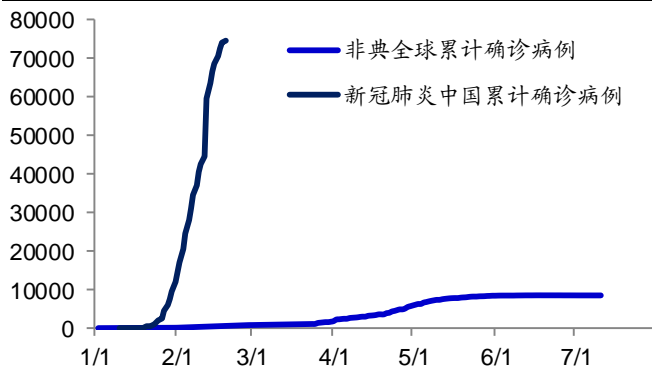
图5 WHO 六次宣布 PHEIC



资料来源：WHO，海通证券研究所

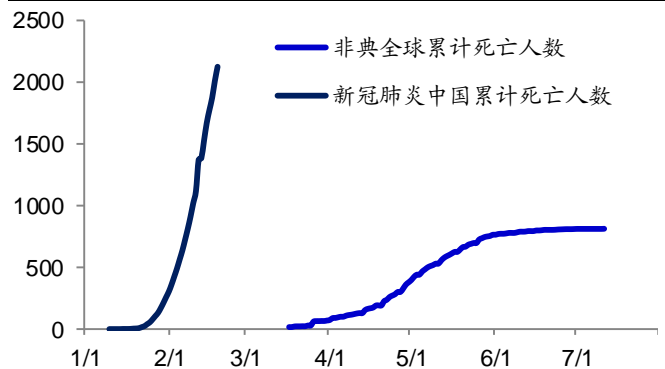
特征二：影响极大，传染性、死亡人数超 SARS。但是在新型肺炎爆发之后，其影响又是无比的巨大。首先，新型肺炎对人民的健康和生命安全造成了巨大的伤害，新型肺炎的传染性超强，截止 2 月 19 日累计确诊人数超过 7 万人，远超非典的全球累计确诊人数 8460 人；而且死亡人数超过 2000 人，也远超非典的死亡人数 813 人。

图6 新冠肺炎和非典累计确诊病例（例）



资料来源：Wind，海通证券研究所，从当年 1 月 1 日起算

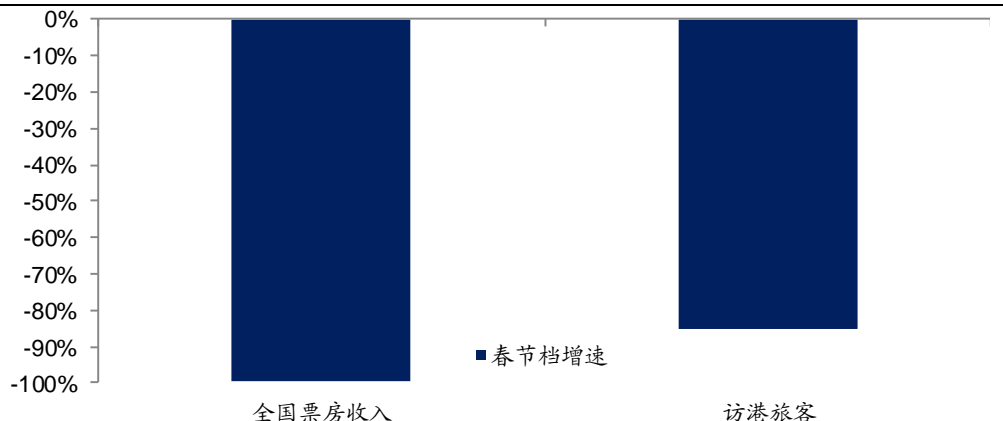
图7 新冠肺炎和非典累计死亡人数（例）



资料来源：Wind，海通证券研究所，从当年 1 月 1 日起算

经济冲击：消费旅游大幅下滑。其次，新型肺炎对短期的生活和经济也产生了巨大的影响。为了抑制新冠肺炎，武汉从 1 月 23 日开始封城，此后全国多地启动了突发公共安全事件一级响应，对交通和人群集体活动进行管制。而在世卫组织宣布 PHEIC 之后，多个国家和地区宣布采取出入境管制措施，限制中国或者湖北省的人员入境。而各种交通管制措施必然会对经济产生伤害。今年商务部和旅游局没有公布春节黄金周的消费和旅游收入数据，但从一些相关的数据推算，今年春节的消费和旅游收入肯定是大幅增长。例如春节期间全国票房增速下滑了 99.6%，而访港旅客同比下降了 85%。

图8 全国票房收入增速，访港旅客增速（2020 年春节档）

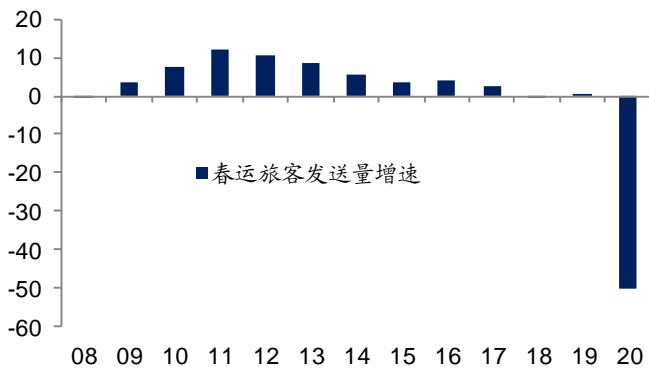


资料来源：电资办，中国香港入境署，海通证券研究所

注：20 年票房数据指 1 月 25 日-29 日，20 年访港游客数据指 1 月 24 日-30 日，增速均为农历同比。

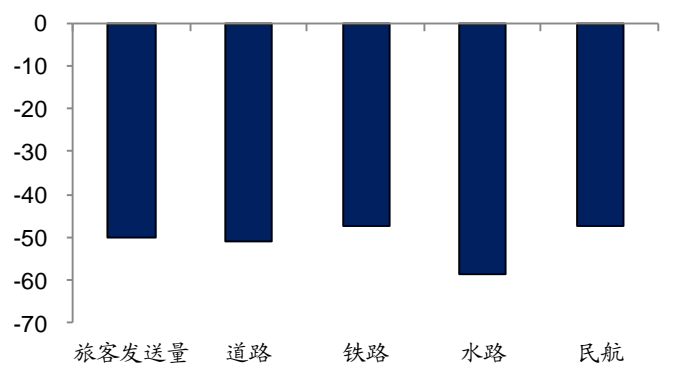
旅客发送下降近半。交通运输部公布数据显示，今年春运期间全国一共发送旅客14.76亿人次，同比减少50.3%，创下有数据以来的最大跌幅。其中铁路下降47.3%，道路下降50.8%，水路下降58.6%，民航下降47.5%。

图9 历年春运旅客发送量增速 (%)



资料来源：交通运输部，海通证券研究所

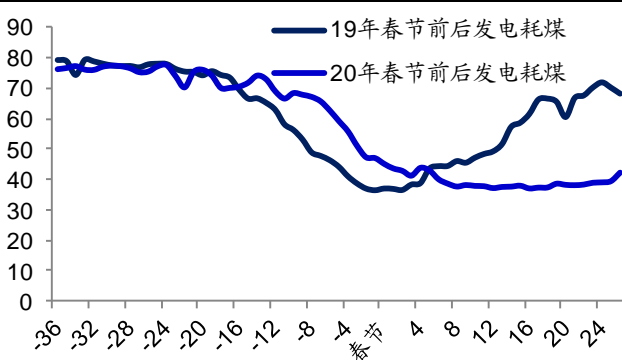
图10 2020年春运旅客发送量分类增速 (%)



资料来源：交通运输部，海通证券研究所

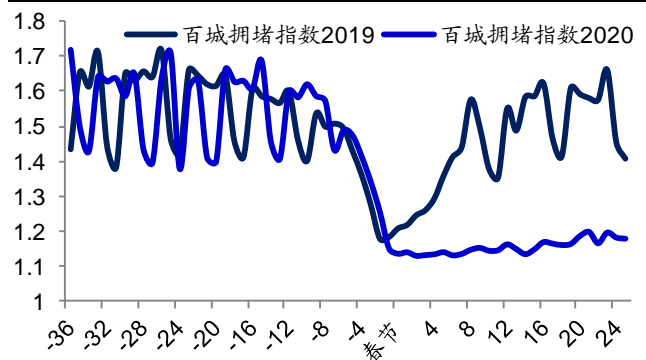
节后复工情况不佳。而由于春节的延长和节后复工的推迟，我们观察到节后的复工情况并不理想。目前6大电厂日均发电耗煤位于40万吨左右的历史低位水平，比去年同期下降40%。而高德地图百城拥堵指数也位于历史低位，比去年同期下降20%以上。

图11 6大电厂发电耗煤 (万吨)



资料来源：Wind，海通证券研究所
注：横轴指春节前36日至春节后25日

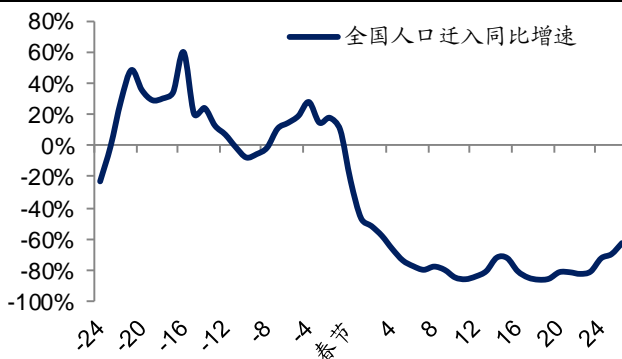
图12 百城拥堵指数



资料来源：高德地图，海通证券研究所
注：横轴指春节前36日至春节后25日

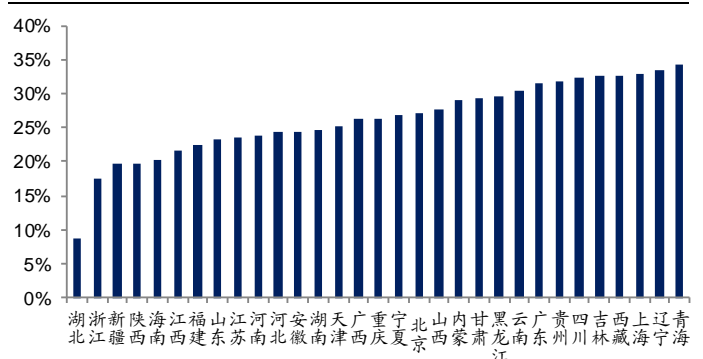
人口迁入明显偏慢。另外一个观察复工情况的指标是人口迁徙规模，从百度地图的人口迁徙规模指数来观察，今年节后26天的全国各省迁入人口总规模同比下降了74%，仅相当于去年同期的26%。分省份来看，湖北省最低为8.7%，最高的青海省也仅为34%。

图13 全国人口迁入累计同比增速



资料来源：百度地图慧眼，海通证券研究所
注：横轴指春节前24日至春节后26日

图14 全国各省节后人口迁入规模相比去年同期

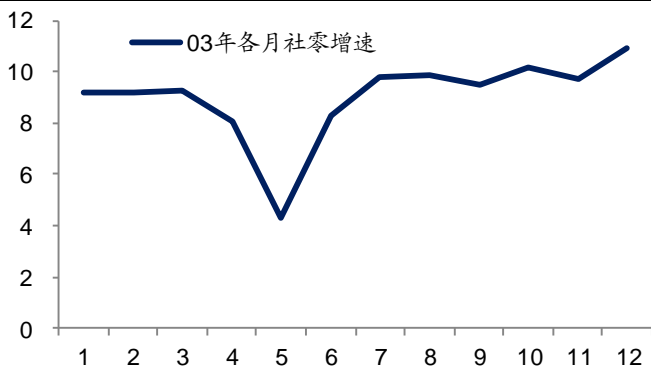


资料来源：百度地图慧眼，海通证券研究所，数据截至2月20日

03年非典：消费增速短期下滑。回顾历史，在03年非典期间，经济增速也曾经出

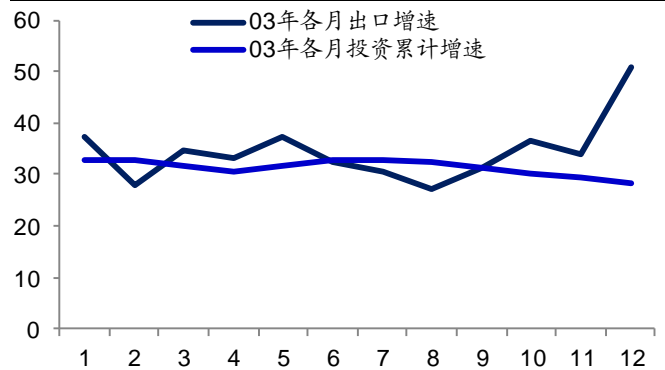
现了短期的小幅回落，但影响非常有限。从三大需求来看，出口和投资增速稳定在 30% 左右的高位，受影响的主要是消费。03 年 3 月的社会消费品零售总额增速为 9.2%，4 月的社零增速降至 8.1%，5 月份降至 4.3%，但在 6 月份以后消费增速又恢复到了 8% 以上。

图15 03年各月社零增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

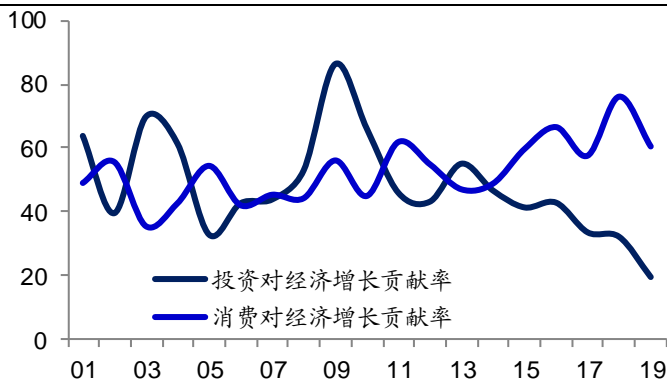
图16 03年各月投资累计增速、出口增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

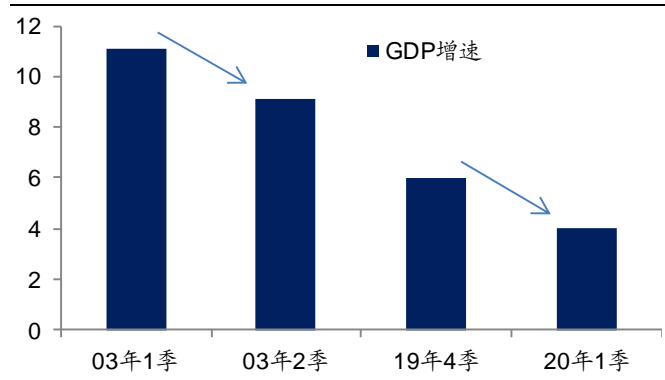
短期影响大于 03 年。相比之下，这一次新冠疫情对经济的影响要大于 03 年的非典对经济的影响。理由是当年经济只是增速出现了回落，而在今年春节期间的多项指标出现了显著的负增长。疫情对经济的影响主要是消费减速，但目前消费在经济中的占比远高于 03 年。而 03 年中国经济处于工业化的上行周期，即便 03 年 2 季度 GDP 增速从 11% 降至 9%，其实依然是非常高的增速。但是当前中国经济处于高债务下的下行周期，19 年 4 季度的 GDP 增速仅为 6%，哪怕经济增速下行幅度与 03 年 2 季度一样是 2%，经济就会从中速增长降至低速增长区域。

图17 中国投资、消费对经济增长的贡献率(%)



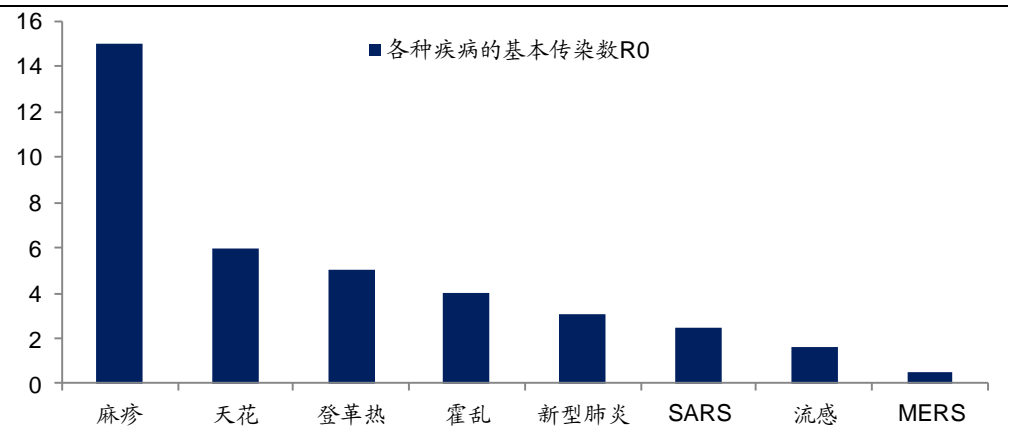
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 疫情对当季经济增速的影响估计(%)



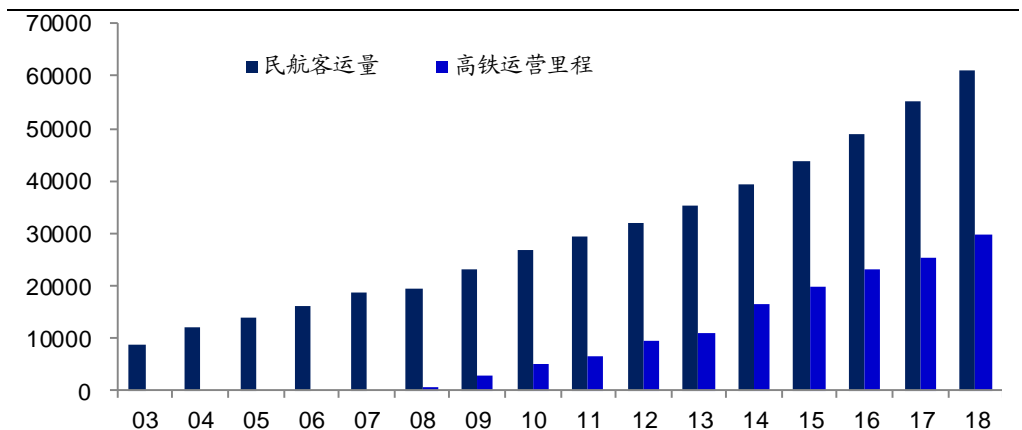
资料来源: Wind, 海通证券研究所

基本传染数：持平或略高于 SARS。在传染病学中，衡量疾病传染力的一个重要指标是基本传染数 R_0 ，也就是在没有外力干预的情况下，一代患者可以传染给二代患者的数量。国内外有多个研究团队对新冠肺炎的 R_0 值做了估算，其中比较有名的是英国的 JM Read 等团队的研究，他们最新估算新冠肺炎的 R_0 值为 3.11，而世卫组织在 1 月 23 日给出新冠肺炎的 R_0 值为 1.4-2.5。相比之下，非典型肺炎的 R_0 值约在 2-3。从基本传染数 R_0 值来看，貌似新冠肺炎只是持平或者略高于非典型肺炎，但是为什么其传播时间和数量要比非典型肺炎严重的多？

图19 各种疾病的基本传染数 R0


资料来源：JM Read, et al. 《Novel coronavirus 2019-nCoV: early estimation of epidemiological parameters and epidemic predictions》, Anderson and May 《Infectious Diseases of Humans: Dynamics and Control》, 海通证券研究所

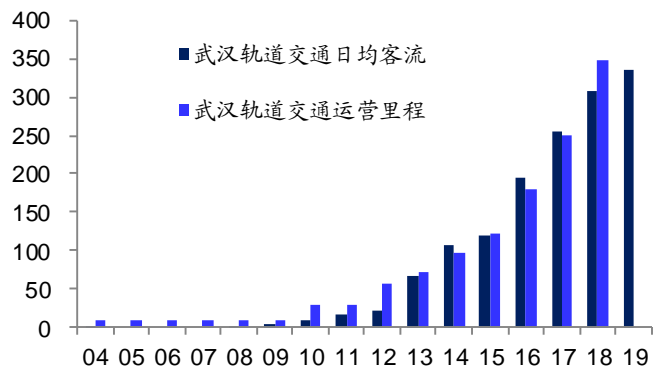
交通更加便捷，病毒传播更快。一个重要原因是当前的交通便捷程度远高于 03 年，使得病毒的传播更快。在 2003 年时，我国还没有高铁运营，每年航空客运总量不到 1 亿人次。而在 2018 年，我国的高铁运营里程超过 3 万公里，每年航空客运总量超过 6 亿人次，通过高铁和飞机，病毒很快就可以传播到全国乃至世界各地。

图20 民航客运量（万人次），高铁运营里程（公里）


资料来源：Wind，海通证券研究所

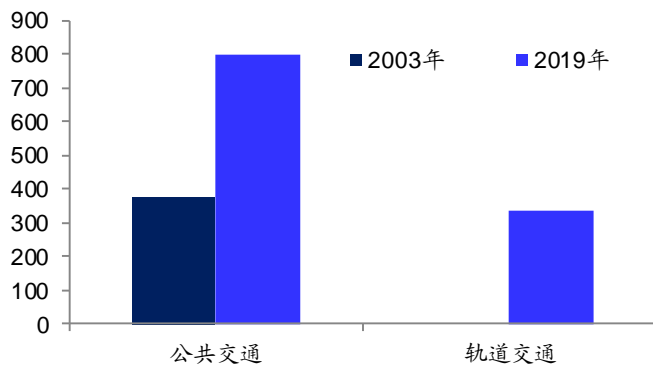
武汉交通发展迅猛。这一次疫情爆发源头的武汉处于交通要道，九省通衢，其交通也非常发达。根据交通运输部的数据，2019 年武汉市轨道交通日均客流 335 万人次，其中轨道交通占公共交通的比例为 41.9%（2018 年），推算 2019 年的日均公共交通总客流为 800 万人次。而在 2003 年的时候，武汉还没有建成轨道交通，当时公共交通的日均客流量为 374 万人次，不到现在的一半，这十几年公共交通的主要增加就是轨道交通。

图21 武汉轨道交通运营里程、日均客流（公里、万人次）



资料来源：交通运输部，武汉市交通运输年鉴，海通证券研究所

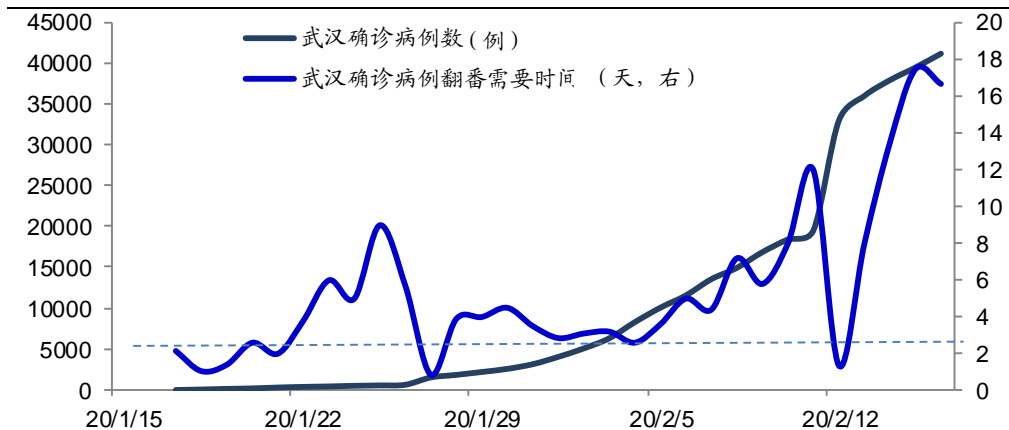
图22 武汉公共交通与轨道交通日均客流（万人次）



资料来源：交通运输部，武汉市交通运输年鉴，海通证券研究所

特征三：事后可预测，武汉初期病例两天翻番。 武汉的实际管理人口约为 1400 万，按照每天 800 万人次的公共交通计算，相当于平均每人两天乘坐一次市内公共交通。即便假设感染者每一次出门传染 1 个二代患者，那么在不采取任何措施的情况下，平均两天感染者的数量就会翻一倍。这其实就是武汉在疫情发生初期的实际情况，在 1 月 15 号武汉的新冠肺炎确诊数量仅为 41 例，到 1 月 21 日升至 363 例，6 天上升至 9 倍，算下来就是平均每隔 2 天病例总数翻一番。

图23 武汉确诊病例数（例），确诊病例翻番需要时间（天）



资料来源：Wind，海通证券研究所估算，确诊病例翻番时间以当日存量确诊病例余额增速估算

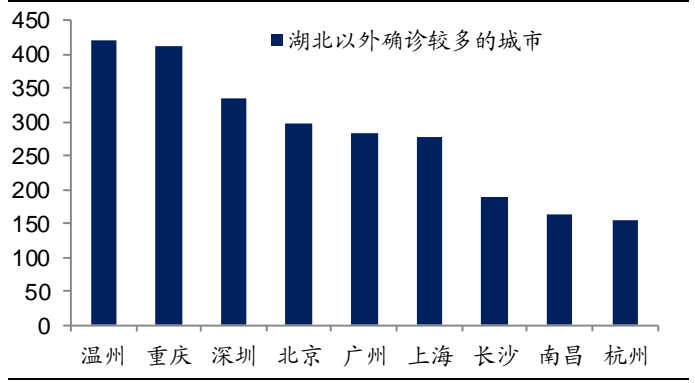
省外传播时隔 20 天。 在 2019 年春节期间，武汉平均每天的跨城客流量达到 72 万人次，以其 1400 万管理人口测算，意味着每人平均 20 天左右进出城一次，同样假设感染者每一次出门传染 1 个二代患者，那么在 20 天之后市外的病例数就会与武汉相当。而在湖北以外，外省中的广东省第一次报告确诊病例是在 1 月 19 日，比武汉 12 月 31 日首次披露确诊差不多相差 20 天。而在疫情初期，全国确诊病例较多的城市，其实就是经济和交通比较发达的城市。

图24 武汉、湖北省外、全国报告确诊病例时间



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图25 2月6日全国湖北外城市确诊病例数排名(例)

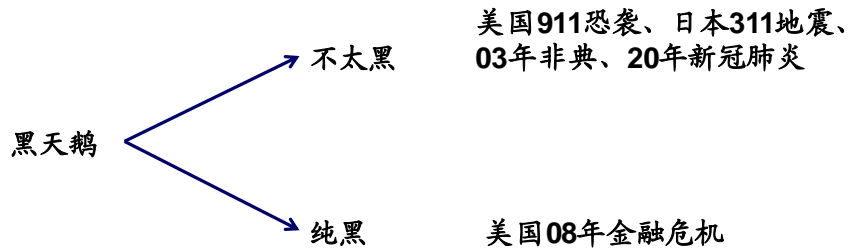


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 黑天鹅影响分类

黑天鹅简单分类。回首过去的 20 年, 发生过多次黑天鹅事件。但是这些黑天鹅事件又可以分为两类, 第一类是不那么黑的黑天鹅, 也就是说很快能看清楚的黑天鹅, 包括美国 911 恐袭、日本 311 地震、03 年的非典和今年的新冠肺炎疫情。第二类是纯黑的黑天鹅, 比如 08 年金融危机。

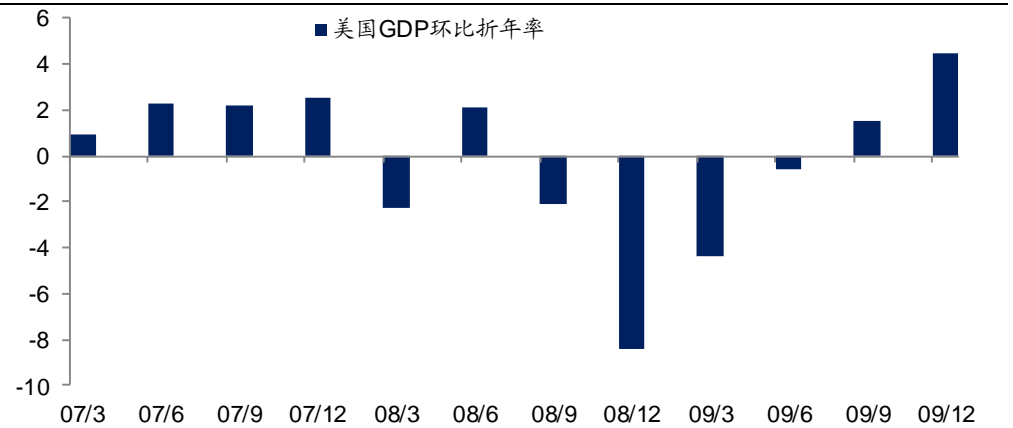
图26 黑天鹅简单分类



资料来源: 海通证券研究所整理

纯黑的黑天鹅: 经济影响深远。在第二类纯黑的黑天鹅发生之后, 经济影响则非常深远。以 08 年金融危机为例, 当时美国的居民举债过度, 而金融机构又把居民的房贷包装了进行买卖, 通过金融衍生产品交易扩散到全球, 这就使得 08 年金融危机显得错综复杂, 大家不知道各家金融机构到底有多少坏资产, 其影响也持续了好几年时间, 美国经济在 08 全年和 09 年上半年都出现了衰退。

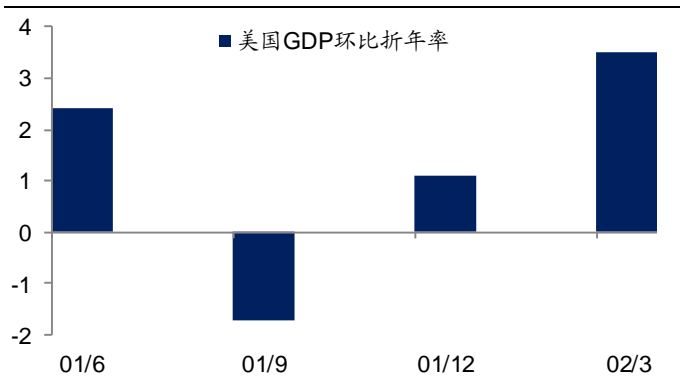
图27 美国 GDP 环比折年率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

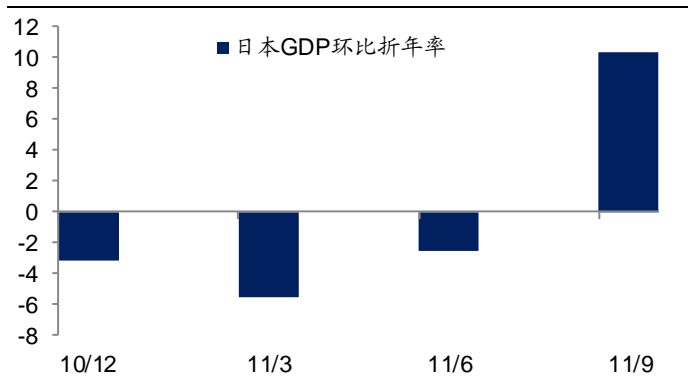
不太黑的黑天鹅：经济影响短暂。 第一类黑天鹅发生之后，其影响往往是非常短暂的。比如 911 恐袭，在美国加强航空管制之后，就不可能再有了。11 年的日本大地震，也不会频繁出现。回顾美国和日本当年的经济表现，都是在出现黑天鹅事件的当季经济增速大幅下滑，但随后的一个季度经济增速就开始恢复，到两个季度以后的经济增速就恢复了正常。

图28 美国 GDP 环比折年率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

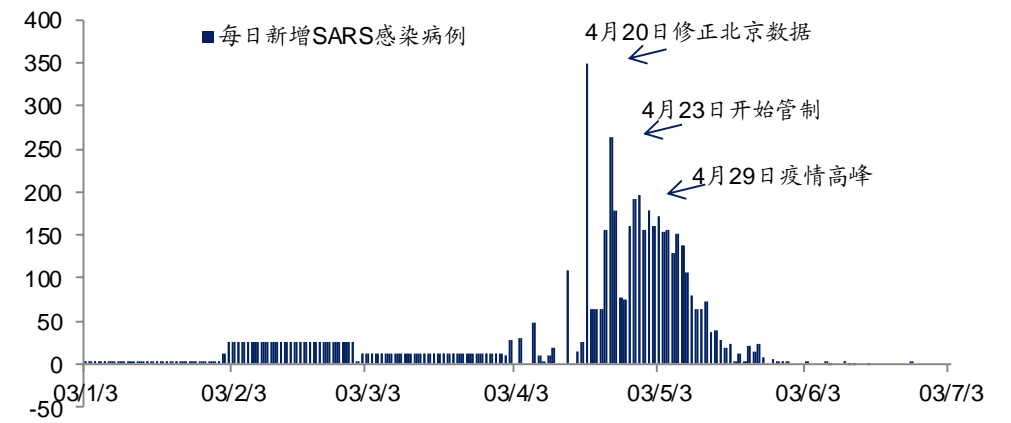
图29 日本 GDP 环比折年率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

2003 年：隔离控制 SARS 疫情。 03 年的非典也属于这一类，在加强交通管制之后，疫情就得到了有效的控制。03 年 SARS 疫情的拐点发生在 4 月下旬。首先是 4 月 20 日国务院召开新闻发布会，大幅修正了北京的确诊案例数。4 月 23 日起，北京公告对重点区域采取隔离措施，停止人群集体活动，对患者实施分级分类诊疗。在经过 6 天左右的非典平均潜伏期之后，在 4 月底非典病例的新增数就达到了每天 200 人左右的峰值，进入 5 月份新增非典病例数开始持续下降，到 6 月份世界卫生组织将北京从非典疫区名单中排除。

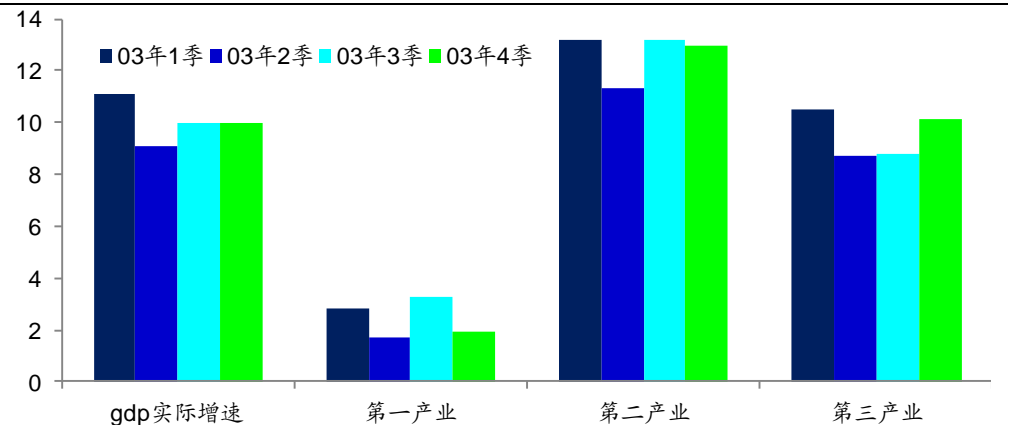
图30 全国每日新增 SARS 感染病例（例）



资料来源：1月-3月数据来源于广东省政府新闻办，为月度日均数据，其余来自WHO与中国卫生部通报，海通证券研究所

非典之后经济恢复。03年的交通管制主要是在4、5两个月实施，因而2季度的经济增速明显下滑，从11.1%降至9.1%。但在非典过后，中国经济迅速恢复了正常。03年3、4季度的GDP增速回升到10%，其中二三产业增速均有明显回升。而从需求来看，消费增速很快就恢复正常并且创出新高，6月份的社零增速回升到8.3%，而7月社零增速升至9.8%；而03年下半年的投资增速稳定在30%左右，出口增速则是进一步回升。

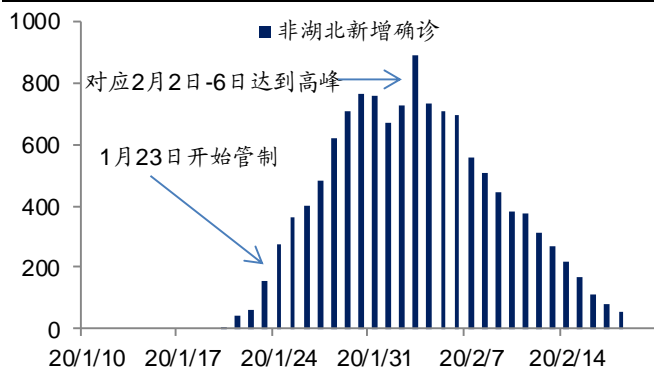
图31 03年非典期间的经济增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

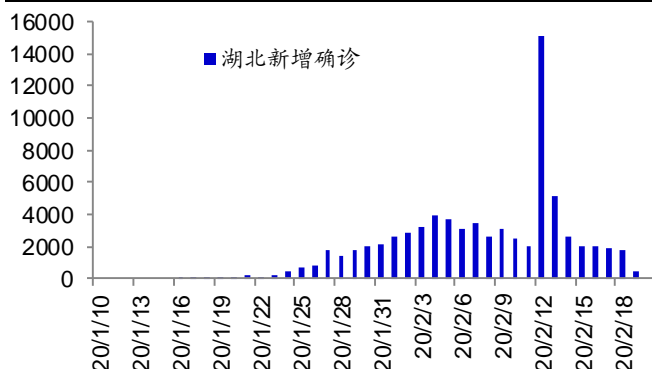
疫情拐点：2月上旬已经出现。而这一次的新冠疫情影响与03年非典一样，属于并不太黑的黑天鹅，因而其影响也是有限和可控的。本轮疫情的拐点出现在2月上旬。在1月23日武汉宣布封城之后，各地纷纷跟进了各种管制措施。按照新冠肺炎潜伏期10-14天测算，对应2月2日-6日间疫情达到高峰。目前非湖北地区2月3日以后的新增病例数持续下降，湖北地区2月4日以后的新增病例数也在下降。虽然2月12日湖北地区的新增确诊数大幅激增，但主要是放宽了确诊的标准，确保不遗漏病例，而且2月19日湖北地区的新增确诊数已经降至1000人以下。

图32 非湖北地区每日新增新冠肺炎确诊病例（例）



资料来源：Wind，海通证券研究所

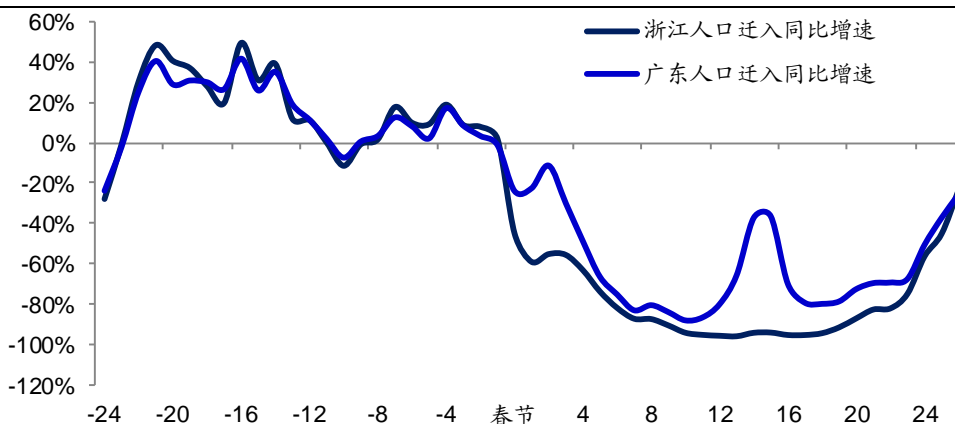
图33 湖北每日新增新冠肺炎确诊病例（例）



资料来源：Wind，海通证券研究所

发达地区：复工明显加速。目前湖北以外各省市的疫情逐步可控，我们观察到发达地区的复工正在迅速恢复，百度迁徙指数显示，截止2月20日，广东、浙江等地的人口迁入规模已经接近去年同期的75%左右，比此前的30%大幅上升。

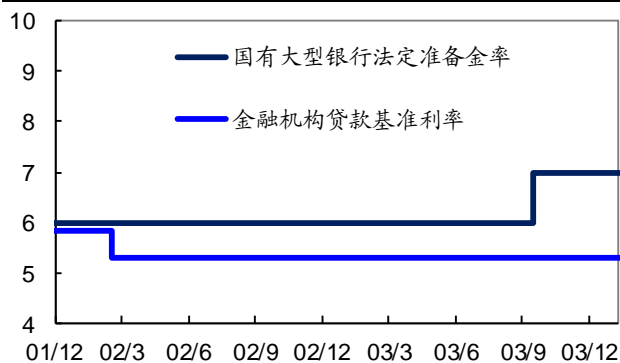
图34 2020年春节期间广东、浙江人口迁入规模同比增速



资料来源：百度地图慧眼，海通证券研究所。注：横轴指春节前24日至春节后26日

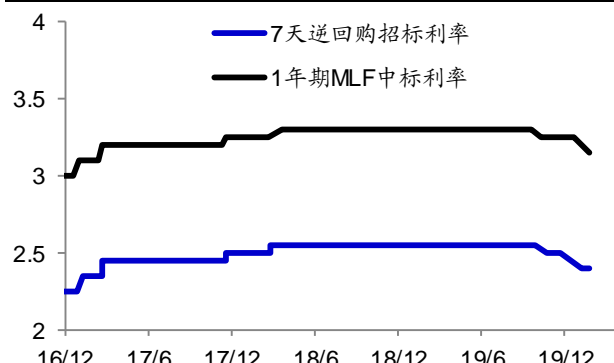
央行投放货币，及时启动降息。此外，本轮政府及时出台了多项财政和货币政策，力度远大于03年，也有助于对冲经济下滑的影响。在03年非典时期，经济只是短期小幅回落，央行的货币政策并没有发生太大变化，利率和准备金率都维持不变。而本轮央行在节后第一时间宣布反季节投放万亿货币，提供了3000亿元专项贷款，同时下调7天逆回购和1年期MLF招标利率10bp，LPR贷款利率也分别下调了10bp和5bp，实体经济的贷款利率也会得到相应下降。

图35 国有大行法定准备金率、金融机构贷款基准利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

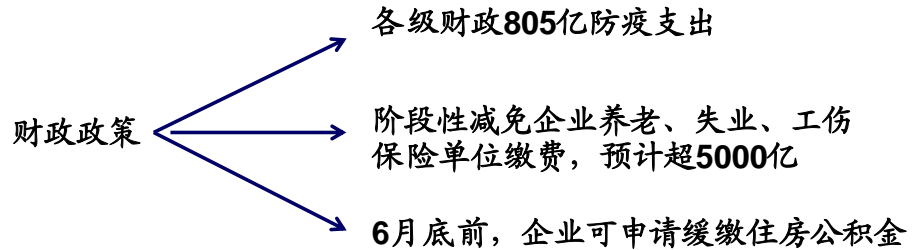
图36 7天逆回购招标利率、1年期MLF中标利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

财政加大减费力度。而在财政政策方面，力度也远大于03年，当时只是拨付了20亿的非典防治基金，而截至2月13日各级财政已经支出了805亿元用于抗疫。此外，中央进一步加大了减费力度，阶段性减免企业养老、失业和工伤保险缴费，同时也允许企业暂缓缴纳住房公积金，人社部估计可以为企业减免社保缴费5000亿元以上。

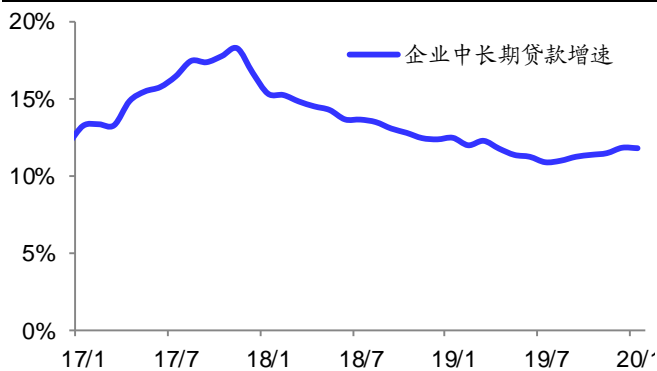
图37 抗疫主要财政政策



资料来源：财政部，人社部，住建部，海通证券研究所

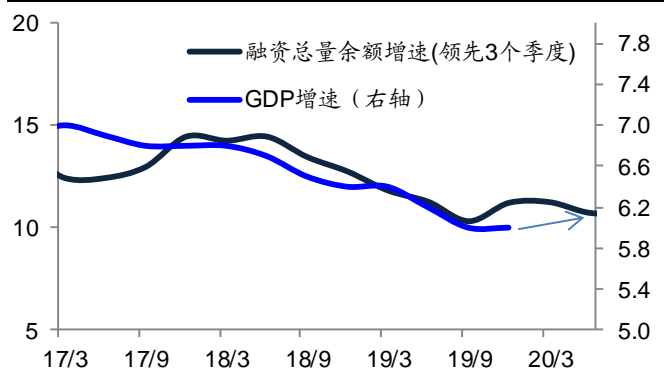
社融稳定增长，助力经济“抗疫”。社会融资是影响中国经济的最重要指标，2020年开年第一个月的社融增速保持在10.7%的稳定增长，其中企业部门中长期贷款增速连续6个月稳中有升。虽然由于交通管制的影响，2月份的居民部门信贷或小幅回落，但企业部门信贷受影响程度有限，而且在央行降息之后，融资成本的下降有助于稳定实体经济的融资需求。只要融资增速保持稳定，中国经济虽然会出现短期回落，但是中期增速不会出现大幅下滑。

图38 企业部门中长期贷款增速



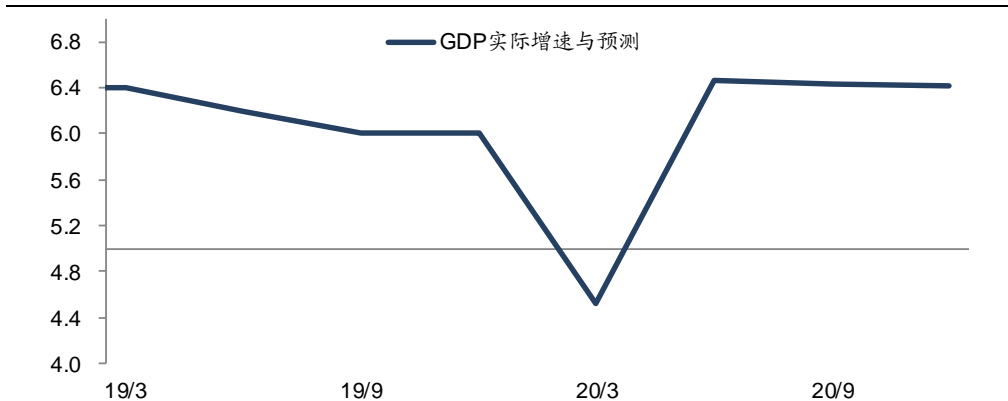
资料来源：Wind，海通证券研究所

图39 融资总量余额增速，GDP增速 (%)



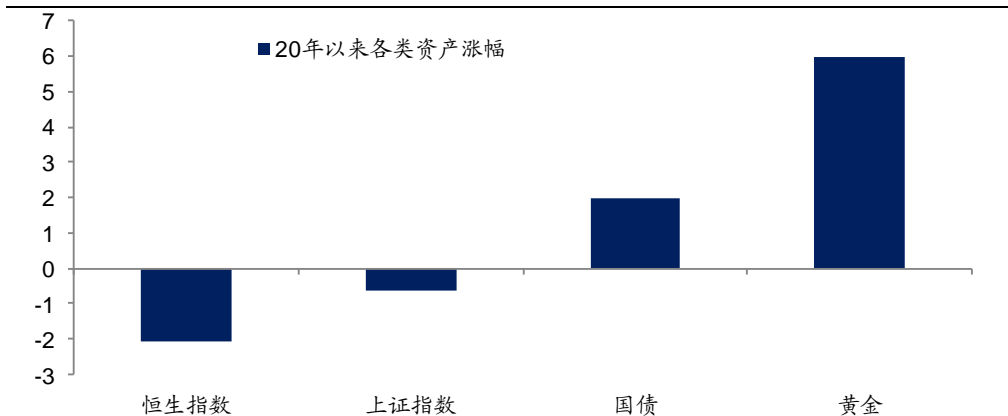
资料来源：Wind，海通证券研究所

夏季有望否极泰来。我们预计，受疫情影响，2020年1季度中国GDP增速或降至5%以下，但到2季度以后，随着疫情得到控制，交通管制解除，届时中国经济增速将重新上升到6%左右，而且考虑到灾后重建的需求，不排除届时经济增速短期会超过6%，而预计全年增速仍有望保持在5.5%左右。

图40 GDP 实际增速与预测 (%)


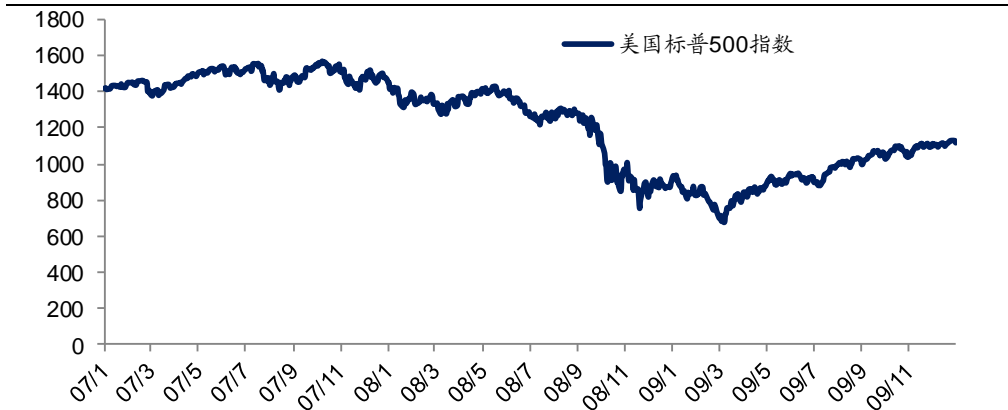
资料来源：Wind，海通证券研究所预测

疫情冲击：股市下跌，安全资产上涨。从短期来看，疫情带来了巨大的风险，因而风险资产会受到冲击，包括股票和房地产等等。今年以来的港股和 A 股都有下跌，源于市场担心疫情会影响企业的短期业绩。而各种交通管制也影响到地产销售，会导致地产需求下滑，对房价短期不利。在风险上升的同时，安全资产会在短期受到追捧。例如黄金今年以来已经上涨了近 6%，而中国国债也在年初以来大幅上涨。

图41 2020 年以来各类资产价格涨幅 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截止 2 月 20 日

纯黑黑天鹅：股市持续下跌。从历史经验来看，在负面的黑天鹅事件发生之后，风险资产往往都会下跌。但在上述纯黑的黑天鹅事件发生之后，风险资产的下跌往往是持续的。例如在次贷危机期间，美国股市从 07 年 10 月见顶到 09 年 3 月见底，一共跌了 18 个月，期间最大跌幅为 55%。因此在看不懂的黑天鹅出现之后，最好是老老实实的呆着，不要随便抄底。

图42 美国标普 500 指数


资料来源：Wind，海通证券研究所

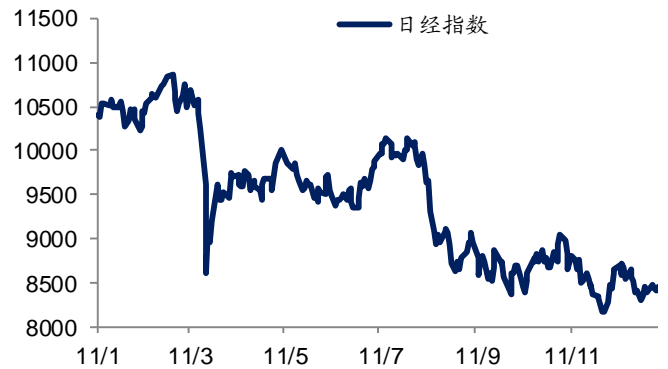
不太黑黑天鹅：股市买入机会。但是在不那么黑的黑天鹅事件发生之后，风险资产的下跌往往是非常短期的，反而是短期买入的机会。例如 01 年 911 之后，美国标普 500 指数在随后的一周内下跌了 12%，但是再过了两周之后，标普 500 指数就完全收复了失地，在 01 年末甚至创出反弹新高。在 11 年的 311 地震之后，日本股市在随后的两天下跌了 16%，而再过了两周之后，日经指数反弹了 13%，也收复了一半失地，而在 11 年下半年的重新下跌并非因为地震，而是受欧债危机、全球经济下滑的拖累。

图43 美国标普 500 指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

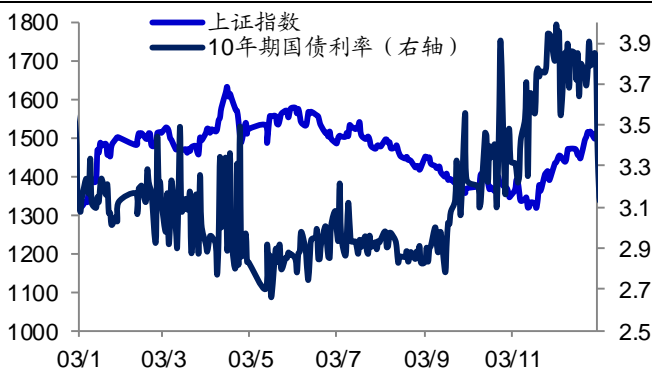
图44 日经指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

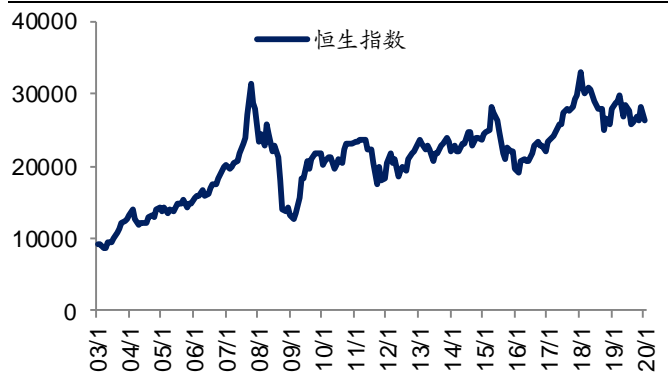
03 年非典过后：股涨债跌。在 03 年非典期间，在疫情爆发最严重的 4 月下旬和 5 月份，代表股市表现的上证指数在 5 月中旬相比 4 月中旬高点的最大跌幅为 9%，而代表债市表现的 10 年期国债利率在 4 月中旬还在 3% 左右，而 5 月中旬最低降至 2.7%，这意味着在非典疫情期间同样出现了风险资产下跌与安全资产上涨。但是在非典过后，03 年下半年的 A 股市场保持稳定，并没有进一步大幅下跌。而更为市场化的港股，在 03 年非典期间曾创下 8330 点的新低，此后则是一路上涨。而中国 10 年期国债利率在 03 年下半年大幅上升，重新回升至 3% 以上。我们相信，这一次市场的表现也不会例外，2 季度以后疫情有望得到控制，股市将收复失地，国债利率或重新回升。

图45 上证指数、10 年期国债利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图46 恒生指数

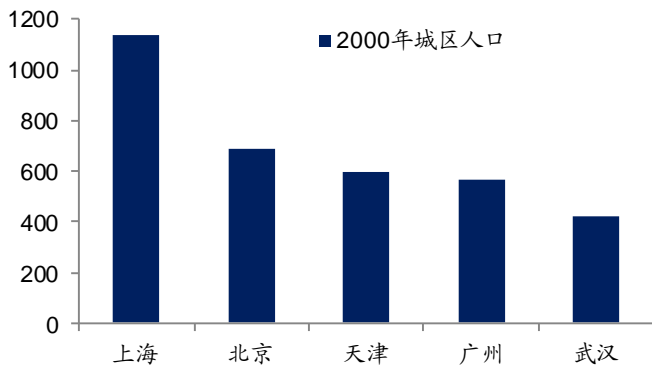


资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 疫情后四大变化

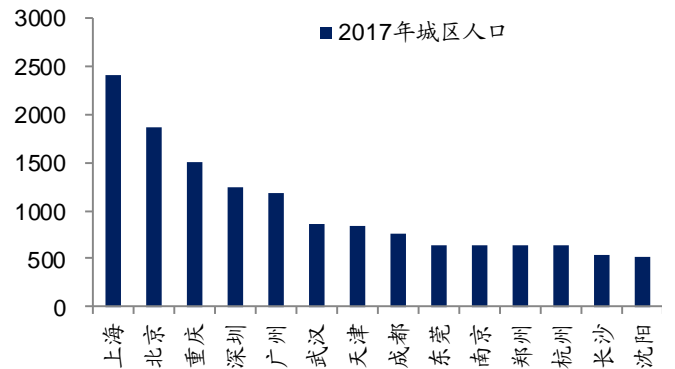
过去：大城市化。过去，中国的城市化是“摊大饼”的模式，人口从农村和乡镇向大中型城市集中，尤其是向大城市集中，大城市的规模越来越大。在 2000 年的时候，中国只有上海一座城市的城区人口超过 1000 万，4 座城市的城区人口位于 500-1000 万之间。截止 2017 年，中国共有 5 座城市的城区人口超过 1000 万，另外有 9 座城市的城区人口位于 500 万-1000 万之间。

图47 2000年主要城市城区人口排名(万人)



资料来源: 中国城市建设年鉴, 海通证券研究所

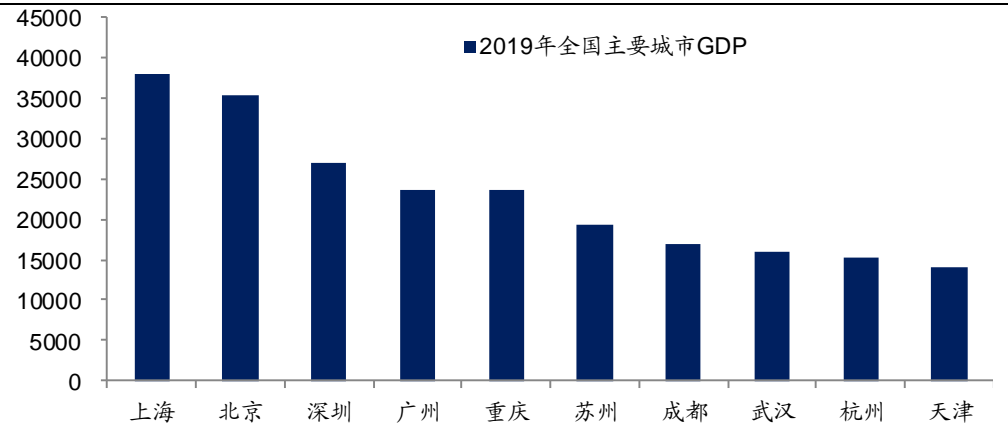
图48 2017年主要城市城区人口排名(万人)



资料来源: 中国城市建设年鉴, 海通证券研究所

城市越大效率越高。人口向大城市集中, 有利于实现规模经济、提高生产效率, 有助于经济的发展。上海、北京、重庆、深圳、广州这5座城市的城区人口最多, 它们同时也是中国城市 GDP 排名的前5名。这一次疫情发源地的武汉, 其常住人口1100多万, 其中城区人口约为869万(2017年数据), 城区人口数量排名全国第六, 同时武汉市的GDP也高居全国城市的第8名。

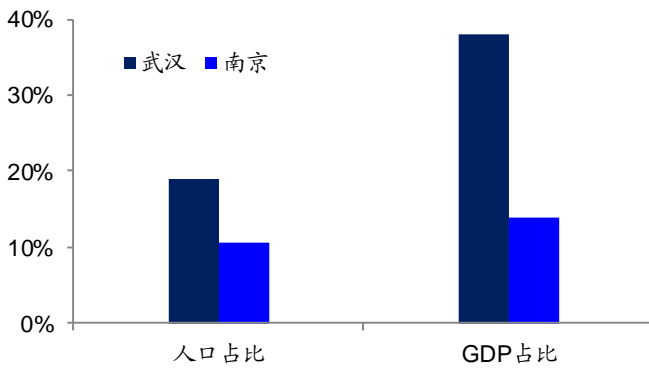
图49 2019年主要城市GDP排名(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

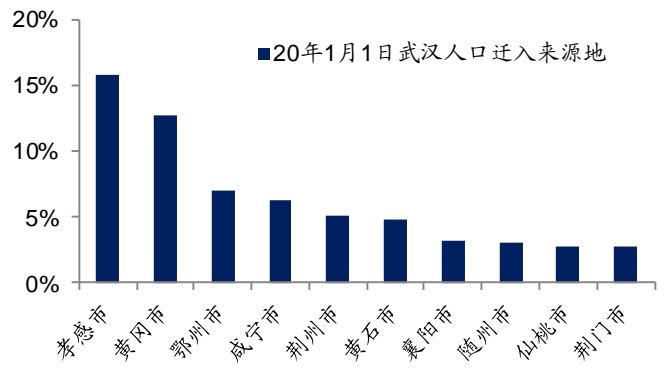
系统性风险上升。但是当经济和社会发展依赖于少数核心城市的时候, 一旦某个核心城市受到类似新冠疫情等突发事件的冲击, 风险就容易扩散, 从而形成系统性风险。而这一次武汉的疫情之所以扩散的如此之快, 其实就与发达的经济和交通有关。虽然武汉市的常住人口只占湖北省的19%, 但是其GDP占据了湖北省的38%, 这就使得湖北其他地区对于武汉极度依赖。百度迁徙的数据显示, 在正常时期, 武汉人口迁入来源的前10名全部来自于省内的其他城市, 而这些城市也是这一次疫情的重灾区。

图50 武汉、南京人口和 GDP 占本省比重 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 人口占比为 18 年数据, GDP 占比为 19 年数据

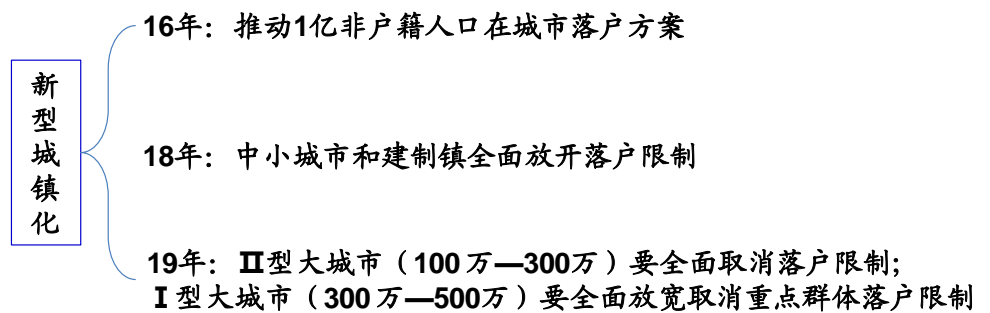
图51 武汉人口迁入来源地 (%)



资料来源: 百度地图慧眼, 海通证券研究所

新型城镇化: 都市圈大发展。而在新型城镇化的战略之下, 中小城市的户籍被全面放开, 而大城市的户籍依然受到限制, 这两者的交集就是大城市周边的都市圈。因而未来中国城市发展的前景未必是大城市进一步变大, 而可能是都市圈的大发展。

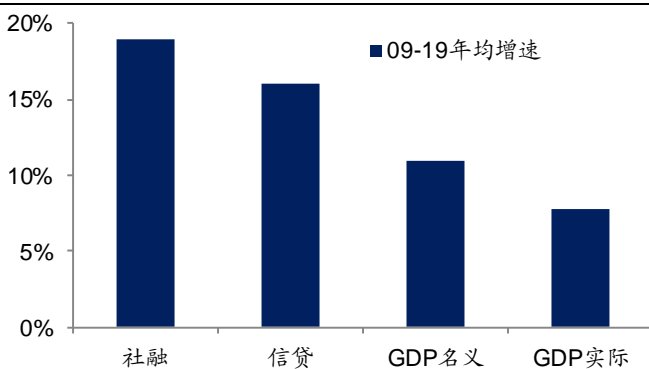
图52 新型城镇化政策推进



资料来源: Wind, 海通证券研究所

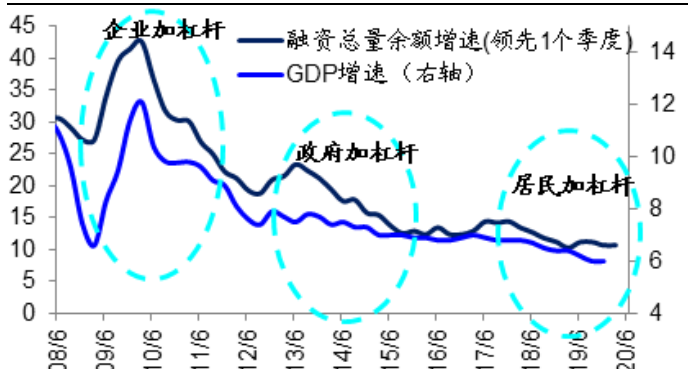
过去: 过度举债发展。在 09 年之后, 中国经济发展的一个重要特征是债务增速高企。从 09 年到 19 年, 中国的年均社融余额增速为 19%, 贷款增速为 16%, 均远超过同期 7.8% 的 GDP 增速和 11% 的 GDP 名义增速, 使得经济整体的债务率持续上升。其中最早开始举债的是中国的企业部门, 09 年中国总融资余额增速高达 36%。随后在 12、13 年, 政府部门通过融资平台举借了大量隐性债务。而在 16 年之后, 则是居民部门接力举债。

图53 09-19 年债务和 GDP 年均增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图54 过去 10 年的 3 次举债加杠杆 (%)



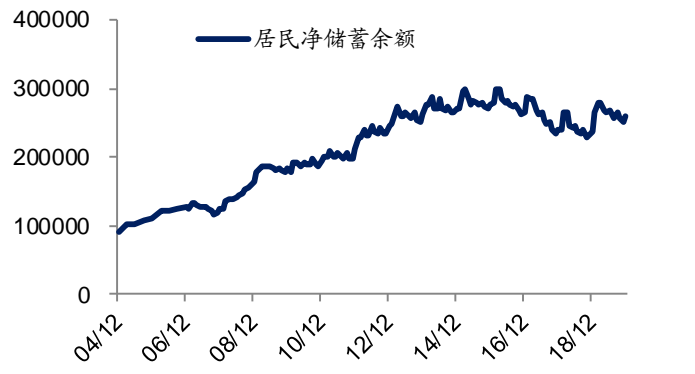
资料来源: Wind, 海通证券研究所

未来: 回归适度储蓄。但经过新冠疫情之后, 很多人发现假期延长了, 但是由于交

通管制的原因，很多企业没法及时开工，因而假期的收入预期是大幅下滑的。然而债务是永恒存在的，无论是企业的贷款还是居民的房贷，都要按时偿还本息，如果举债过度的话，短期偿债的压力会大幅上升。加上中国负债率已经升至历史高位，制约经济举债能力。因此从长期来看，过度举债的行为模式可能会发生改变，而量入为出的传统模式可能会逐渐回归，居民的净储蓄或有望重新回升。

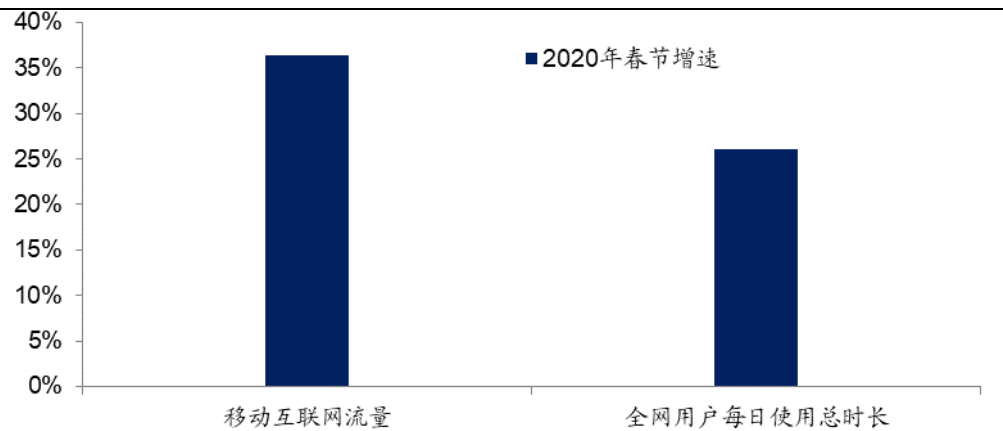
图55 中国非金融部门总债务率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图56 居民净储蓄余额 (亿元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

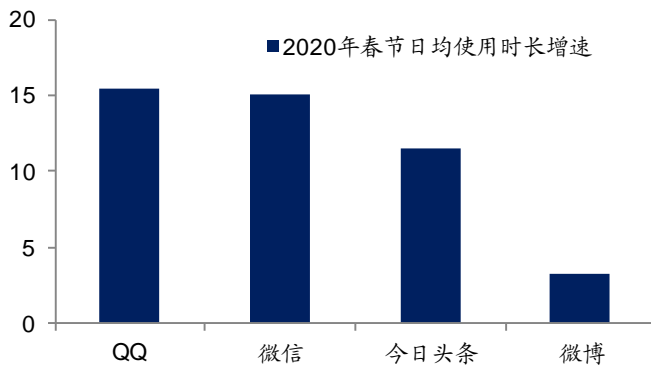
线上经济蓬勃发展。而这一次的新冠疫情期间，一面是传统经济的水深火热，餐饮、旅游等行业收入大幅下滑，另一面则是新经济的蓬勃发展。史上最长春节，加上居家限足，导致移动互联网的使用激增。工信部的数据显示，今年春节期间，移动互联网流量消费了 271.6 万 TB，同比去年春节增长 36.4%，除夕和初一两天的移动数据流量消费分别同比增长 42.1%和 40.8%。而极光报告显示，2020 年春节，全网用户 App 总使用时长较 2019 年春节增长了 26%。

图57 20 年春节互联网流量、全网用户使用总时长同比增速 (%)


资料来源: 极光报告, 工信部, 海通证券研究所

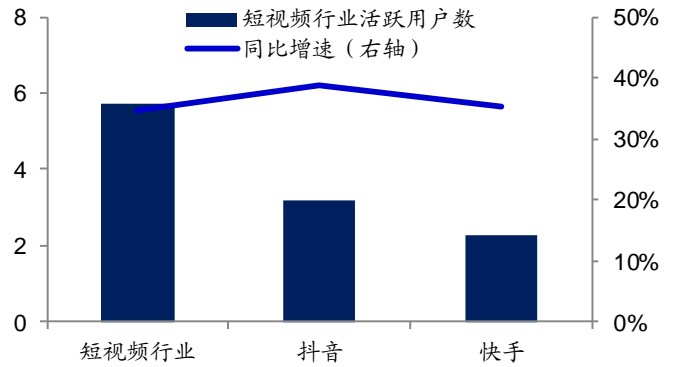
注: 20 年流量数据指 1 月 24 日-31 日; 20 年使用时长数据指 1 月 18 日-2 月 1 日, 增速均为农历同比。

移动社交、短视频活跃。由于网络拜年、获取疫情信息的需求激增，移动社交类、新闻资讯类 APP 的使用时长相比往年大幅上升。今年春节期间，微信和 QQ 的日人均使用时长较去年春节上升了 15%，今日头条的日人均使用时长增长了 11.5%。短视频、在线视频成为大家春节娱乐的重要方式。其中抖音和快手的日均活跃用户数量较去年春节上升了 35%以上。

图58 春节移动社交、资讯类 APP 日人均使用时长增速 (%)


资料来源: Questmobile, 海通证券研究所

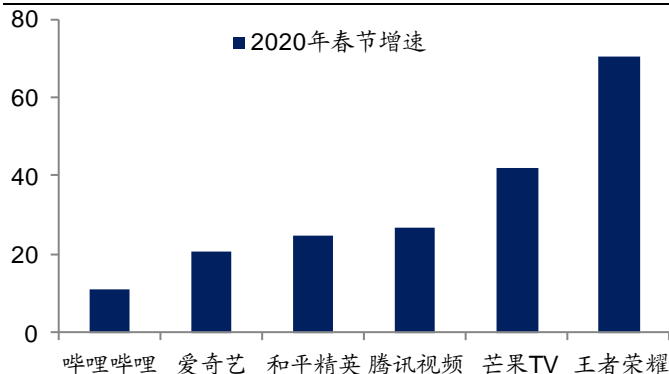
注: 19年数据为2月4日-10日; 20年数据为1月24日-2月2日

图59 2020年春节短视频行业 DAU (亿), 同比增速


资料来源: Questmobile, 海通证券研究所

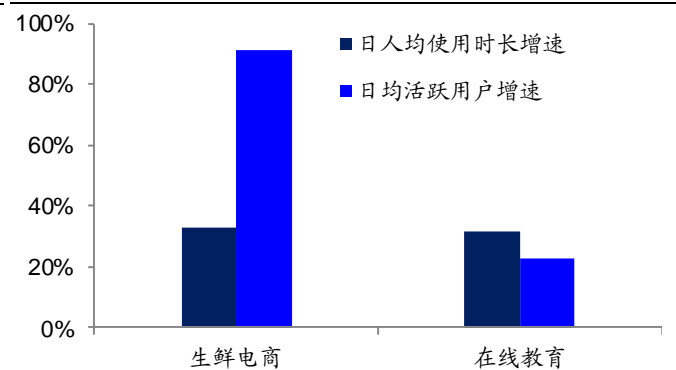
注: 19年数据为2月4日-10日; 20年数据为1月24日-2月2日

在线娱乐、生鲜电商、在线教育等大发展。在疫情和长假的影响下,爱奇艺、腾讯视频、芒果TV和哔哩哔哩等在线视频龙头的日人均使用时间也比去年同期明显上升。手机游戏行业也迎来了爆发式增长,王者荣耀的日人均使用时长比去年春节增长75%,和平精英也增长了25%。为了抗击疫情,大家减少出门,因而生鲜电商成为很多人买菜的首选,盒马、叮咚买菜、每日优鲜等APP的日均活跃用户规模比去年增长了一倍以上。由于疫情的原因,线下学习班纷纷停课,线上教育的获客成本大幅下降,学而思网校、猿辅导、作业帮等学习平台的用户量和用户时长均大幅增长。新经济取代旧经济的趋势一直都在,而疫情的出现更加强了这一趋势。

图60 2020年春节视频、游戏类 APP 日人均使用时长增速 (%)


资料来源: Questmobile, 海通证券研究所

注: 19年数据为2月4日-10日; 20年数据为1月24日-2月2日

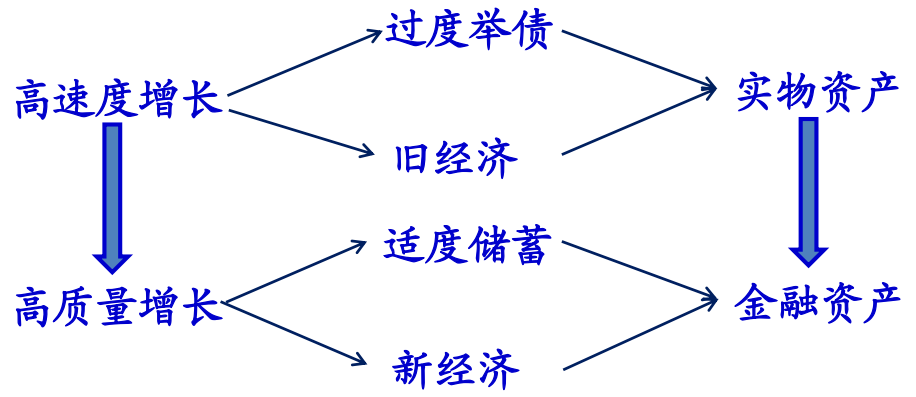
图61 春节生鲜电商、在线教育 APP 的 DAU 和使用时长增速


资料来源: Questmobile, 海通证券研究所

注: 19年数据为2月4日-10日; 20年数据为1月24日-2月2日

金融资产取代实物资产。最后一个变化是金融资产取代实物资产。在过去的10年,城市化加上过度举债,使得实物资产尤其房地产是中国资产配置的最大赢家。未来无论是都市圈的发展还是适度储蓄的回归,都意味着房价或从全面上涨转入结构性行情。过去旧经济的发展要占用土地资源,对房地产有利。而新经济多为无形资产,其主要体现方式是金融资产,尤其是股权资产。因而随着都市圈的蓬勃发展,新经济或将继续取代旧经济,居民或将减少举债增加储蓄,而金融资产或将优于实物资产。

图62 大类资产配置变化



资料来源：海通证券研究所

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
宋潇	宏观经济研究团队
陈兴	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 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@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
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
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@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
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
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@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 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李凡 lf12596@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
吴信坤 021-23154147 wxk12750@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
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@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
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
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
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@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
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@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
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@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
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
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@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 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@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 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 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 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 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 张崢青(021)23219383 z zq11650@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 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(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 联系人 颜慧菁 yhj12866@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 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@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(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@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 cy10636@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 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(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 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 寇冠男(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 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@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 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金鑫(010)58067851 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