

相关研究

《百年孤独：拉美是如何落入陷阱的？——收入分配系列之一》2019.12.10

《小康社会收官，改革创新发力！——政治局会议点评》2019.12.08

《下沉市场，风光无限！——“消费和创新”系列之六》2019.12.04

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

如何看待金融行业的对外开放

——中国对外开放系列之二

投资要点:

- **金融行业加速开放。**为了履行加入WTO的承诺，2001-2004年间我国陆续出台多项文件，明确了外商投资我国金融机构的相关条件和程序，并放开了部分业务范围。**博鳌论坛标志着我国金融行业对外开放进入新的阶段。**在18年博鳌论坛上，我国公布了11条金融开放措施，主要包括放开外资持股比例限制、扩大外资参与机构的业务范围、放宽外资的设立条件、进一步深化资本市场对外开放等。今年7月国务院又提出了金融业对外开放的“新11条”，其中大部分内容也是针对金融机构的对外开放。围绕着这些开放方针，去年以来银保监会和证监会陆续发布了多项文件，并对外资金融机构管理条例进行多次修改，使得多项政策快速落地。作为经济运行的血液，对外开放的提速将为金融行业带来哪些改变，又会对经济产生何种影响？
- **日本：如何开放与金融业态变化。**1984年的《日元美元委员会报告书》标志着日本金融对外开放加快。为了回应美国开放日本金融市场的要求，日本于1984年发布《日元美元委员会报告书》，提出扩大欧洲日元市场、实施金融自由化、完成资本项目开放、允许境外金融机构参与日本资本市场四个方面的举措。随后1985年-1990年间，日本有计划的实施了多项金融对外开放政策。此外，日本还促使日元升值，并于1996年实施“金融大改革”进一步提高金融开放程度。**金融开放并未改变金融传统零售业务，但外资机构对公业务快速扩张。**由于零售业务需要有强大的网点优势和品牌信任度，外资银行传统的存贷款业务占比一直较低。但外资机构的专业性和海外融资优势为外资券商带来巨大的机遇，特别是承销、并购等对公业务快速扩张。此外，日本金融开放使得海外投资者的投资途径拓宽，投资便利度提升，这些加强了外资投资者的认可度，使得日本资本市场上外资占比也大幅提升。
- **日本：开放的好处与隐患。**好处：**促进直接融资发展，带来经济的短期繁荣和股市的大幅上涨。**外资机构对公业务的扩张促进了直接融资的发展，资本项目开放也拓宽了海外融资途径，日本大型企业融资便利性明显提高，传统贷款融资占比大幅下降。融资环境改善促进了优秀企业的发展，日本电气机械和运输设备等优势产业快速增长，金融行业也出现扩张。经济向好和外资流入也共同带来了日本股票市场的大幅上涨。**隐患：信用扩张失控形成资产价格泡沫，最终引发金融危机。**金融行业对外开放过程中，日本也在同步推进金融自由化，并扩大欧洲日元市场，这导致政府对金融环境的控制力下降。而为了应对日元升值压力，央行也一直采取宽松货币政策。金融监管落后叠加宽松货币政策导致信用扩张失控，同时日本国内金融机构面对外资机构的竞争，增加了高风险行业的贷款投放，这些导致日本金融风险大量积聚。最终地产泡沫在加息后破灭，经济短期繁荣最终成为泡影。
- **启示：促资本市场发展，守金融监管底线。**18年之前我国金融行业对外开放程度其实不高，而近期出台的多项政策针对持股比例限制、审批条件等方面均做出了重大的改变，未来金融开放的提速或将吸引外资金融机构的加速布局。**外资加入有望促进我国资本市场发展。**目前我国融资结构主要还是以贷款为主，日本经验告诉我们外资进入可以提高直接融资比重，改善我国的社会融资结构，也能增强外资对我国资本市场的认可度。**但需要保持政策定力，加强金融监管。**日本经验也告诉我们，金融对外开放过程中监管的缺位可能导致信贷扩张的失控，此时需要政府保持货币政策定力并加强高风险领域的监管，防止产生金融系统性风险。

目 录

1. 金融行业加速开放	5
2. 日本：如何开放与金融业态变化	6
2.1 80年代金融加速开放	6
2.2 零售业务遇阻，对公业务扩张	7
3. 日本：开放的好处与隐患	9
3.1 好处：促进直接融资，带来融资便利	9
3.2 隐患：信用扩张失控，资产价格泡沫	10
4. 启示：促资本市场发展，守金融监管底线	11

图目录

图 1	博鳌论坛金融开放 11 条	5
图 2	《日元美元委员会报告书》主要内容.....	6
图 3	日本金融开放进程.....	7
图 4	日本各类银行存款规模（十亿日元）	7
图 5	2019 年 9 月日本外资银行存款存量结构（%）	7
图 6	日本外资银行贷款和贴现票据规模（亿日元）	8
图 7	2003 年日本国内券商营业收入结构（%）	8
图 8	2003 年日本外资券商营业收入结构（%）	8
图 9	日本股票中外资持有占比（%）	9
图 10	2018 年日本主要衍生品产品外资交易占比（%）	9
图 11	日本大型工业企业贷款和债券在负债中的占比（%）	9
图 12	日本大型工业企业负债率（%）	9
图 13	日本电气机械、运输设备、金融和 GDP 同比（%）	10
图 14	东京日经 225 指数	10
图 15	贷款投向房地产和居民的占比（%）	10
图 16	日本私人部门杠杆率（%）	10
图 17	日本城市土地价格指数（2010 年=100）	11
图 18	消费、住宅投资和设备投资同比（%）	11
图 19	2018 年 OECD 评价各国金融服务开放程度	11
图 20	我国外资银行和外资保险的资产占比（%）	11
图 21	中国社会融资各部分存量（万亿）	12

表目录

表 1 博鳌论坛以后我国金融开放政策	6
--------------------------	---

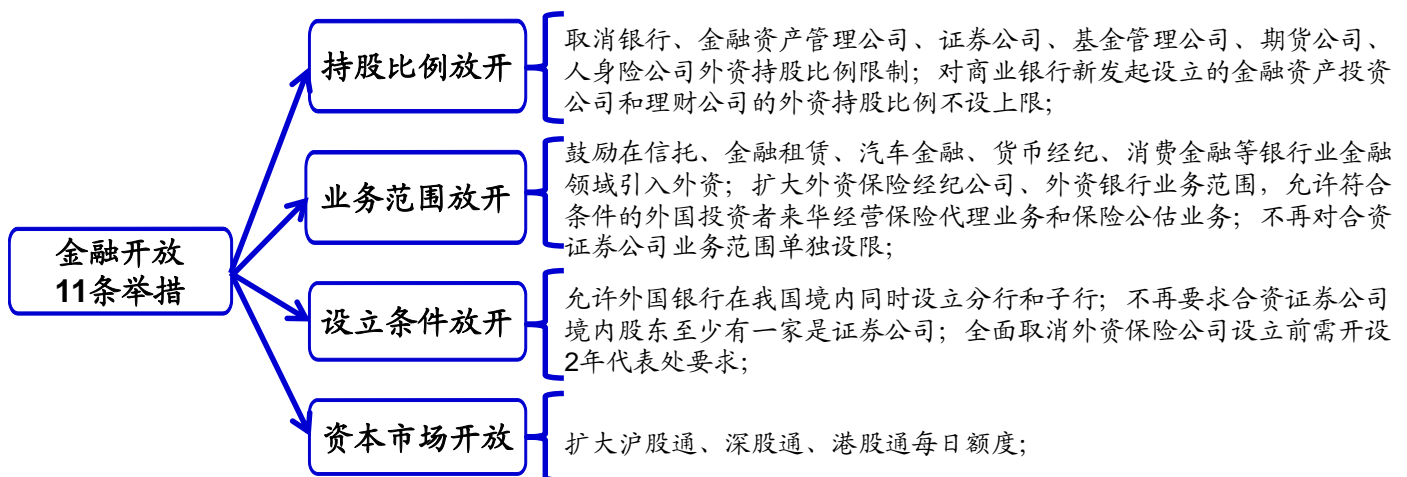
在上一篇专题中，我们重点分析了资本市场的对外开放，但是实际上目前我国金融领域的对外开放是全方面的，本篇专题我们聚焦金融行业的对外开放。

1. 金融行业加速开放

为了履行加入 WTO 的承诺，2001-2004 年间我国陆续出台多项金融行业对外开放的政策。银行业方面，2001 年国务院修订《外资金融机构管理条例》，放宽外资金融机构服务对象、设立条件与地域范围限制，同时外资银行经营人民币业务的地域范围不断扩大。证券业方面，2002 年的《外资参股证券公司设立规则》与《外资参股基金管理公司设立规则》明确了外资参股证券与基金公司的设立条件与程序。保险业方面，2001 年国务院颁布《外资保险公司管理条例》，2006 年 12 月外国保险经纪公司被允许设立独资保险经纪公司。

18 年的博鳌论坛标志着我国金融行业对外开放进入新的阶段。为了加强我国金融业国际竞争力，2018 年 4 月博鳌论坛上我国公布了 11 条金融开放措施，主要包括放开外资持股比例限制、扩大外资参与机构的业务范围、放宽外资的设立条件、进一步深化资本市场对外开放等。今年 7 月国务院又提出了金融业对外开放的“新 11 条”，其中大部分内容也是金融机构的对外开放，主要包括提前取消各类金融机构外资持股比例限制、允许外资开展信用评级业务、鼓励外资参与理财子公司和货币经纪公司的设立、放宽外资保险公司准入条件等。10 月国务院又印发《关于进一步做好利用外资工作的意见》，落实 7 月金融业对外开放“新 11 条”的相关内容。

图1 博鳌论坛金融开放 11 条举措



资料来源：人民银行，海通证券研究所

围绕着金融开放 11 条措施和“新 11 条”提出的相关内容，去年以来多项政策陆续落地。2018 年 4 月，银保监会发布《关于进一步放宽外资银行市场准入相关事项的通知》，允许外资银行开展代理发行、代理兑付、承销政府债券业务。同月，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，逐步放开合资证券公司业务范围，并统一了外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例。8 月，银保监会又发布《关于废止和修改部分规章的决定》，取消中资银行和金融资产管理公司外资持股比例限制，实施内外资一致的股权投资比例规则。2019 年 9 月，国务院针对《外资银行管理条例》与《外资保险公司管理条例》进行修改，降低外资银行与外资保险公司的准入门槛，同时进一步放开外资银行的业务范围。今年 10 月，证监会又正式宣布将提前取消期货公司、基金管理公司与证券公司的外资持股比例限制的具体时点。

整体来说，近两年金融行业对外开放政策快速落地，这反映了我国扩大金融对外开放的决心和信心。作为经济运行的血液，金融行业对外开放不光影响金融机构本身，也会通过融资影响经济发展。在金融开放节奏加快的今天，未来我国金融行业将面临哪些变化？又会如何影响经济？带着这些问题我们看看日本金融行业的开放历史。

表 1 博鳌论坛以后我国金融开放政策

发布时间	文件	主要内容
2018 年 4 月	关于放开外资保险经纪公司经营范围的通知	外资机构可以经营下列保险经纪业务：（一）为投保人拟定投保方案、选择保险人、办理投保手续；（二）协助被保险人或者受益人进行索赔；（三）再保险经纪业务；（四）为委托人提供防灾、防损或风险评估、风险管理咨询服务；（五）中国银行保险监督管理委员会批准的其他业务。
2018 年 4 月	关于进一步放宽外资银行市场准入相关事项的通知	扩大外资银行业务范围，允许外资银行开展代理发行、代理兑付、承销政府债券业务，允许在中国境内符合条件的外国银行管理行授权其他分行经营人民币业务和衍生产品交易业务
2018 年 4 月	外商投资证券公司管理办法	允许外资控股合资证券公司，合资证券公司的境内股东条件与其他证券公司的股东条件一致；逐步放开合资证券公司业务范围；统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例；完善境外股东条件
2018 年 8 月	中国银保监会关于废止和修改部分规章的决定	废止《境外金融机构投资入股中资金融机构管理办法》。中外资适用统一的市场准入和行政许可办法；取消中资银行和金融资产管理公司外资持股比例限制，实施内外资一致的股权投资比例规则
2018 年 8 月	外商投资期货公司管理办法	明确外商投资期货公司的界定；细化境外股东条件；规范境外投资者的间接持股情况；明确高级管理人员履职规定。
2019 年 9 月	修改《中华人民共和国外资银行管理条例》	放宽外资银行准入门槛；允许外国银行在中国境内同时设立法人银行和外国银行分行；放宽外资银行业务限制；对外国银行分行营运资金管理作出调整
2019 年 9 月	修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例》	放宽申请设立外资保险公司的条件；允许外国保险集团公司在我国境内投资设立外资保险公司，允许境外金融机构入股外资保险公司。

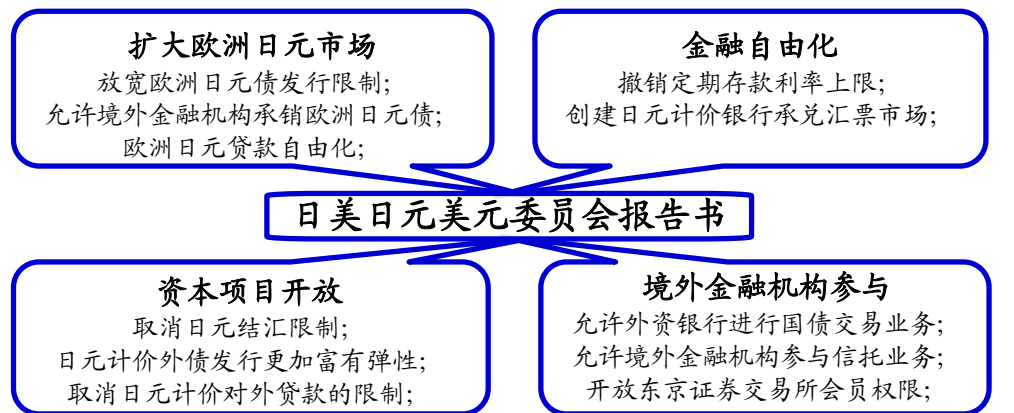
资料来源：银保监会、证监会，海通证券研究所

2. 日本：如何开放与金融业态变化

2.1 80 年代金融加速开放

1984 年的《日元美元委员会报告书》标志着日本金融对外开放加快。20 世纪 80 年代初的强势美元虽然促进了外资持续流入美国，但是也造成了美国巨大的贸易逆差，因此里根在 1983 年访日期间要求成立日元-美元委员会以应对汇率问题，同时督促日本开放本国金融市场。1984 年 5 月，日元-美元委员会发布《日元美元委员会报告书》，提出了日本金融开放的具体方案，主要内容包括：扩大欧洲日元市场；实施金融自由化；完成资本项目开放；允许境外金融机构参与日本资本市场等。

图 2 《日元美元委员会报告书》主要内容

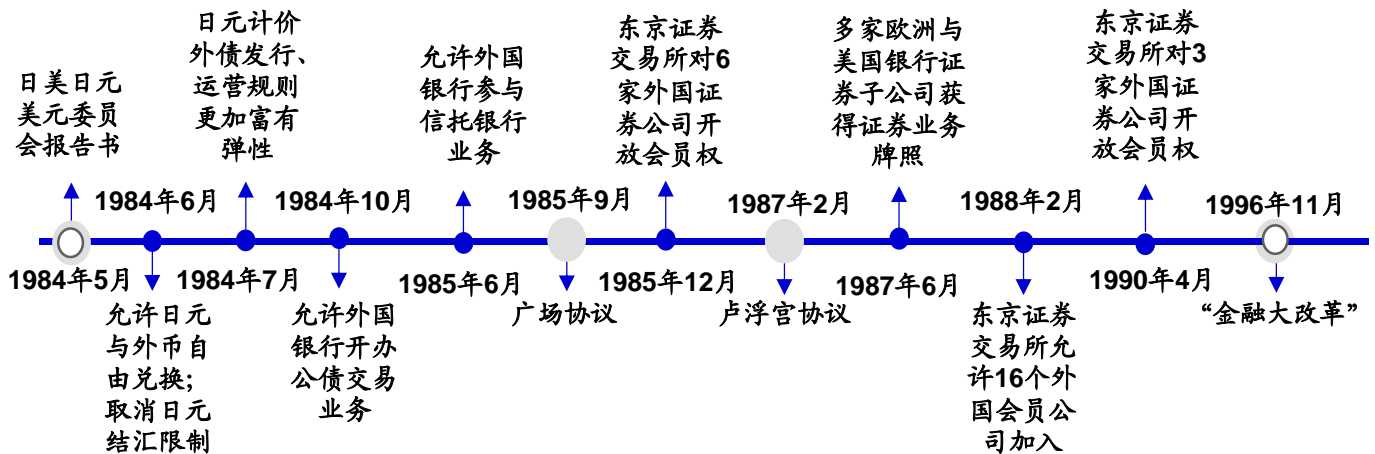


资料来源：《日元国际化对人民币国际化的镜鉴》，海通证券研究所

随后日本按照《日元美元委员会报告书》有计划地实施金融对外开放。业务范围方面，1984 年日本允许外国银行开办公债交易业务，1985 年又允许外国银行参与信托银行业务。在 1985-1990 年期间，欧洲和美国银行在日本的证券子公司相继获得证券业务牌照，而东京证券交易所也多次对外国证券公司开放会员权。就欧洲日元市场开放而言，

欧洲日元债的发行条件、发行人限制被不断放宽，同时外资机构参与欧洲日元债发行的限制也逐步取消。在资本项目开放方面，日本取消了日元结汇限制，并放宽外债、对外贷款发行要求，清除了资金在日本境内外流动的阻碍。

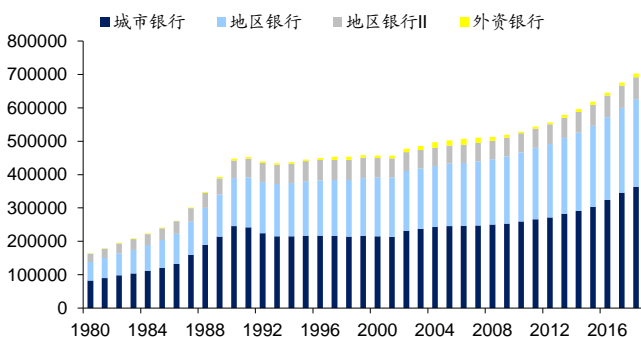
此外，日本还促使日元升值，并实施“金融大改革”进一步提高金融开放程度。1985年9月，美国、日本、联邦德国、法国、英国签订诱导美元对主要货币有序贬值的广场协议，日元开始快速升值，美元兑日元汇率从85年9月的236.6大幅下降至87年1月的154.7。1987年2月，卢浮宫协议决定停止美元贬值，日元大幅升值的趋势才得以暂停。除了80年代中后期日本的开放提速以外，1996年日本提出实施“金融大改革”，在打破金融分业界限、实施投资交易自由化等的基础上进一步开放金融市场。

图3 日本金融开放进程


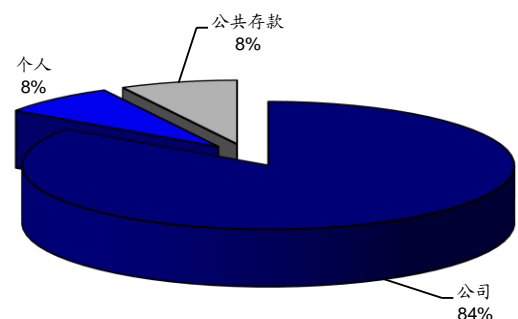
资料来源:《日本金融研究》,《日元国际化对人民币国际化的镜鉴》,海通证券研究所

2.2 零售业务受阻，对公业务扩张

日本的金融开放并没有对银行的传统存款业务带来太多变化。尽管金融对外开放提速以后，日本境内外资金可以自由流动，外资银行也可以有序开展业务，但是外资银行的存款在整体银行存款规模中的占比一直比较低。传统的存款业务需要有强大的网点优势和品牌信任度，而这些方面外资银行都难以在短时间超越内资银行。特别是08年金融危机之后，外资金融机构大量撤离日本市场导致外资银行存款规模出现了大幅下降，零售存款业务大幅萎缩，目前外资银行中84%的存款来自企业。

图4 日本各类银行存款规模（十亿日元）


资料来源:日本央行,海通证券研究所

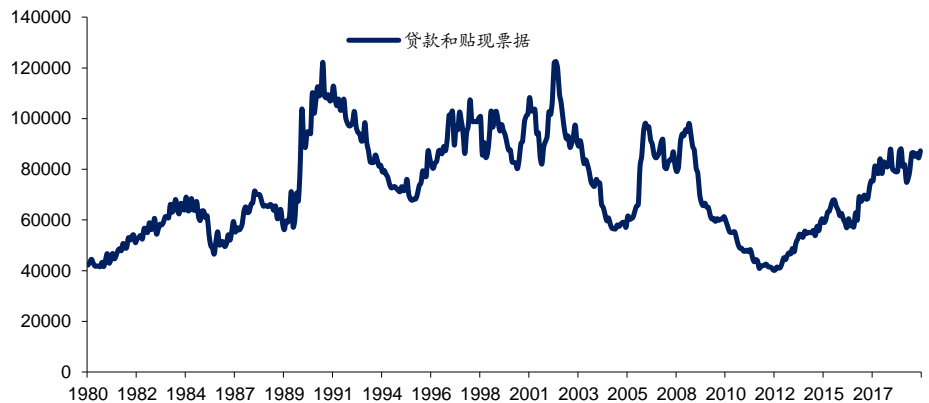
图5 2019年9月日本外资银行存款存量结构(%)


资料来源:日本央行,海通证券研究所

贷款方面，外资银行相关业务规模更是基本没有增长。80年代随着金融对外开放的提速，外资银行放贷规模出现了一个小幅增长，80年代末日本地产泡沫的疯狂也为外资银行带来了贷款业务的扩张。但随着地产泡沫的破灭，外资银行的放贷规模出现大幅下降，随后一直维持在9万亿日元的水平。而08年金融危机之后，随着外资的战略性撤

退，外资银行放贷规模一度出现下降，随后温和回升。

图6 日本外资银行贷款和贴现票据规模（亿日元）

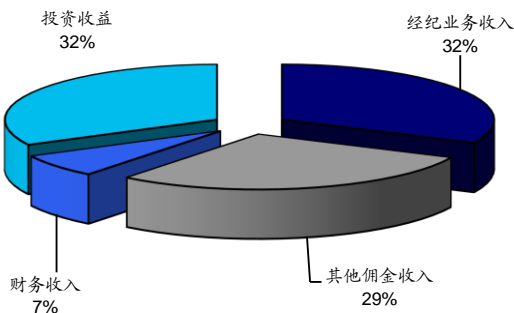


资料来源：日本央行，海通证券研究所

但金融开放为外资券商带来巨大的机遇，特别是承销、并购等对公业务快速扩张。尽管受限于网点和信任度，外资并没有因为金融开放占据传统的银行业务市场，但是外资在券商业务方面一度占据了近 30% 的市场份额。而从营业收入结构来看，外资券商与内资券商也存在明显的区别。2003 年日本外资券商中 53% 的营业收入来自于承销、并购等其他佣金服务，而经纪业务收入只占 14%。也就是说，外资券商对公业务的扩张带来了市场份额的稳步提升。

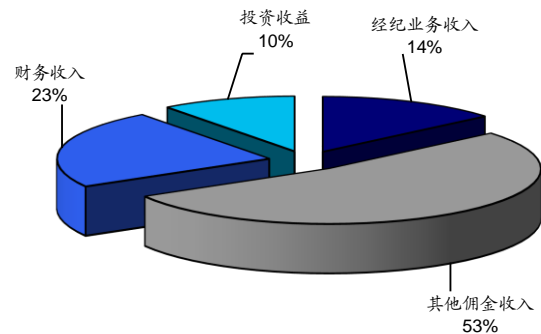
外资在券商对公业务方面的扩张其实不难理解。一方面，对公业务需要较强的专业性，而外资投行相比于日本本土券商在这面积累更多，同时对公业务不需要零售业务对网点的需求。另一方面，境内外资金的自由流动使得日本企业在海外融资的便利性加大，而外资券商在海外融资更具有优势，这也使得外资券商的对公业务能够不断增长。

图7 2003 年日本国内券商营业收入结构（%）



资料来源：日本证券业协会，海通证券研究所

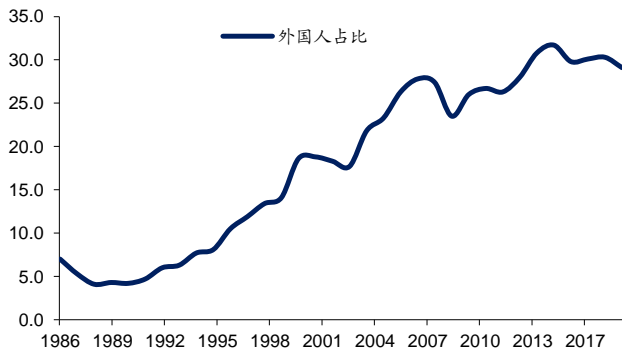
图8 2003 年日本外资券商营业收入结构（%）



资料来源：日本证券业协会，海通证券研究所

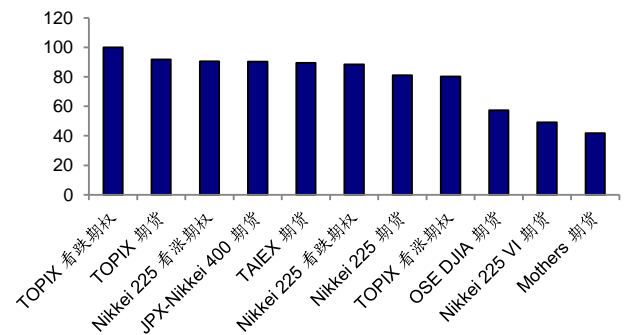
此外，日本金融开放提升了海外投资者的认可度，资本市场上外资占比也大幅提升。其实在 70 年代日本资本市场对外开放的投资限制就已经放开，但是当时海外投资者投资日本市场的途径并不方便，也存在资金流动的限制，因此外资在股票市场的占比并不高。但是随着金融对外开放，特别是 1985 年以后东京证券交易所陆续加入多家外资券商，海外投资者的投资便利大大加强，这也使得外资在日本股票市场的占比从 1986 年的 7% 上升至 2019 年 6 月的 29%。此外，日本金融衍生品市场的设立与金融开放所处同一时期，而外资凭借更丰富的经验在日本衍生品市场占据了大壁江山，2018 年外资在多个主要产品中的交易占比均超过 80%。

图9 日本股票中外资持有占比(%)



资料来源: JPX, 海通证券研究所

图10 2018年日本主要衍生品产品外资交易占比(%)



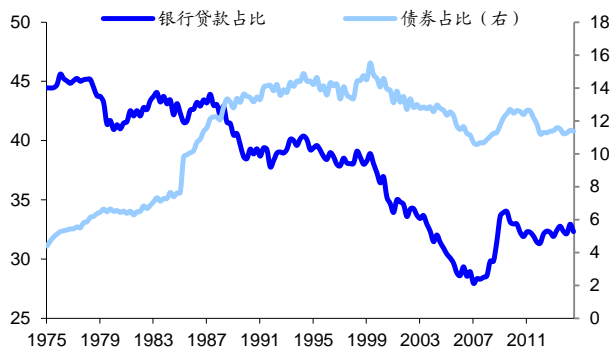
资料来源: JPX, 海通证券研究所

3. 日本: 开放的好处与隐患

3.1 好处: 促进直接融资, 改善融资环境

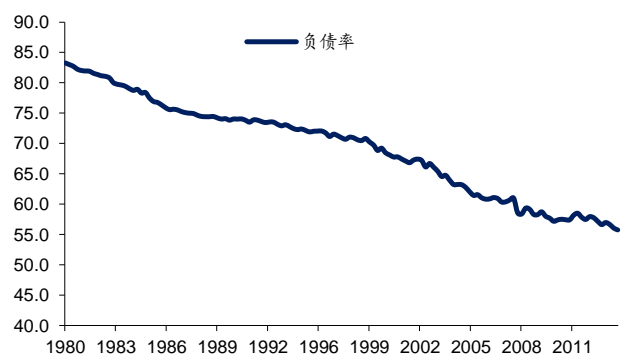
金融对外开放为日本企业提供了更多融资途径, 推动了日本直接融资的发展。前面提到, 外资金融机构进入日本市场后, 传统的银行业务并没有出现明显发展, 但是涉及直接融资的对公业务扩张明显, 而国内外资金自由流动也为企业的海外融资提供便利。企业融资途径得到丰富以后, 日本大型工业企业的传统贷款融资占比出现明显下降, 银行贷款占总负债的比重从1980年的42.6%下降至2007年的28.5%, 而债券占总负债的比重从1985年的10.1%上升至1989年的13.6%, 随后维持在12-14%左右。外资金融机构的进入也带来了大量海外投资资金, 促进了日本资本市场的发展, 并带动日本大型企业的负债率持续下降。

图11 日本大型企业贷款和债券在负债中的占比(%)



资料来源: 日本财务省, 海通证券研究所

图12 日本大型企业负债率(%)

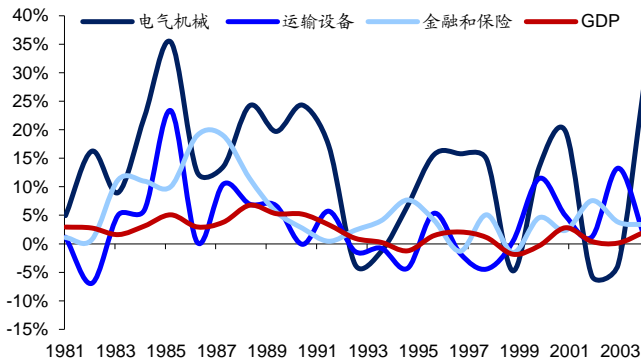


资料来源: 日本财务省, 海通证券研究所

融资的便利化促进了日本电气机械和运输设备等优势产业的扩张, 同时金融行业也出现了短期繁荣。更具市场化的直接融资使得大量优秀企业能够获得更便捷和便宜的资金, 进而促进相关产业的发展。80-90年代日本电气机械和运输设备行业的增加值同比增速一度分别达到35%和23%。同时, 外资的进入也促进了金融业的发展, 1986-1988年日本金融业增加值同比增速一直处于10%以上。

经济向好和外资流入也共同带来了日本股票市场的大幅上涨。融资途径的拓宽为企业扩大投资带来了资金支持, 整个经济活力的提高使得企业盈利高增; 而宽松的货币环境也有助于利率的下行, 并提升股票的估值。同时, 外资大量流入为日本股票市场带来增量资金, 进一步助推股市的大幅上涨。1985年-1989年间, 日经225指数从12980点上升至38130点, 累计涨幅达到193%。

图13 日本电气机械、运输设备、金融和 GDP 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 东京日经 225 指数



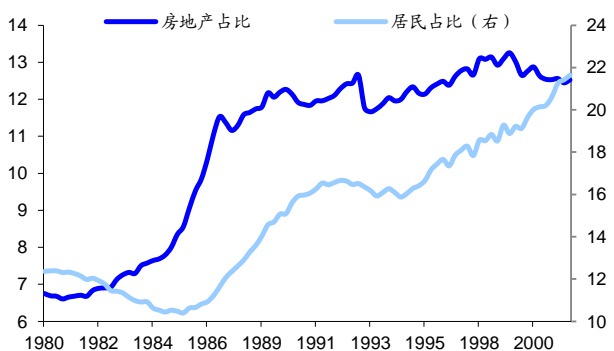
资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 隐患: 信用扩张失控, 资产价格泡沫

但经济和资本市场繁荣的背后也存在隐患, 日本开放过程中政府对金融领域的控制力下降, 国内金融机构经营压力加大。应《日美日元美元委员会报告书》的要求, 金融行业对外开放过程中, 日本也在同步推进金融自由化, 并扩大欧洲日元市场。金融自由化和开放也使得信用扩张方式改变, 而当时日本政府对金融领域的监管并未及时跟进, 这导致政府对国内金融环境的控制力下降。同时, 当时日本境内的金融机构既面临来自外资金金融机构的竞争压力, 也面临业务模式的变化, 国内金融机构的经营压力大幅上升。

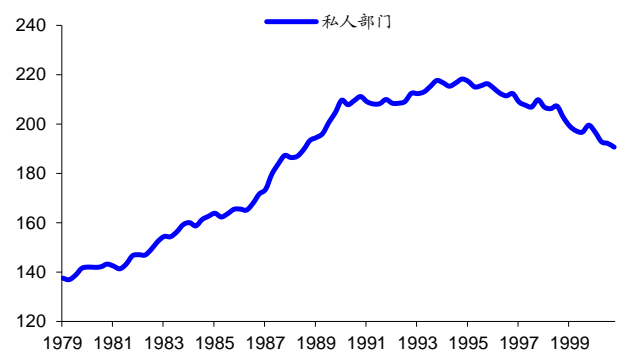
更便利的融资使得私人部门不断加杠杆, 而资金也大量流入房地产行业。前面提到, 日本大型企业的贷款占比持续下降, 这导致日本银行传统的贷款业务失去了优质的客户, 只能增加小企业贷款投放。欧洲日元市场的发展和日元持续升值又使得大型企业能够在境外获得更加便宜的资金, 资金的回流也增加了日本国内的货币供给。而为了应对日元升值对经济产生的压力, 日本央行采取了宽松的货币政策。便利的融资和较低的利率使得日本私人部门大幅加杠杆, 杠杆率从 1985 年的 165.4% 上升至 1989 年的 204.6%。同时, 在利率市场化的过程中, 日本银行的净息差也被不断压缩, 日本银行将大量贷款投放到高利率的房地产行业, 导致当时房地产和居民贷款的占比大幅上升, 1985 年-1989 年间分别累计增加 3.6 和 4.7 个百分点。

图15 贷款投向房地产和居民的占比 (%)



资料来源: BIS, 海通证券研究所

图16 日本私人部门杠杆率 (%)

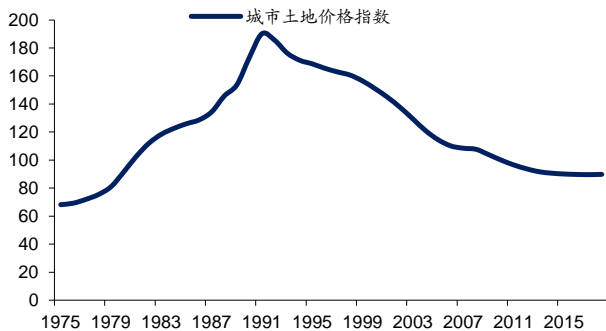


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

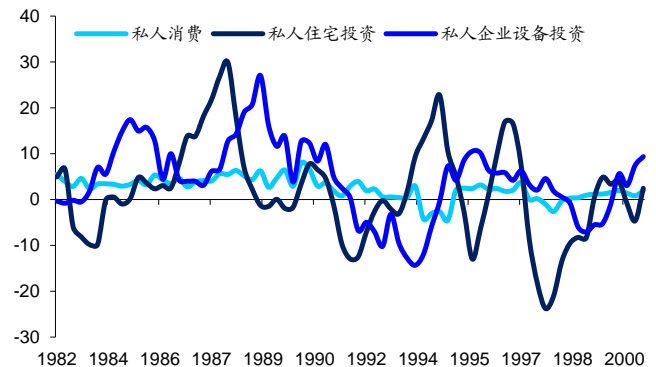
信用扩张的失控导致经济过热和资产价格泡沫, 金融风险积聚。资金大量涌入房地产使得日本土地价格出现大幅上涨, 并带动日本住宅投资增速大幅上升, 一度接近 30%。而地产投资的扩张也带动产业链上游大量产品的需求, 促进了企业设备投资的增长, 短期来看经济欣欣向荣。但地价过快上涨使得房地产投机风气盛行, 而宽松的货币环境又使得这种风气得以持续, 最终导致房地产价格泡沫越吹越大, 金融领域积累了大量的系统性风险。

地产价格暴跌引发金融危机, 短期的繁荣终成泡影。等到日本央行发现经济过热和资产价格泡沫开始采取加息举措时, 金融风险的积累已经难以承受大幅加息的冲击, 日

本房地产价格泡沫最终破灭，并带来了地产投资和设备投资的大幅下滑，最终导致经济增速出现明显回落。

图17 日本城市土地价格指数（2010年=100）


资料来源：Wind，海通证券研究所

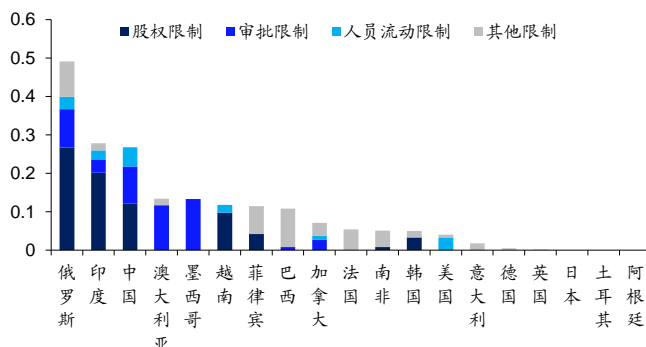
图18 日本消费、住宅投资和设备投资同比（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

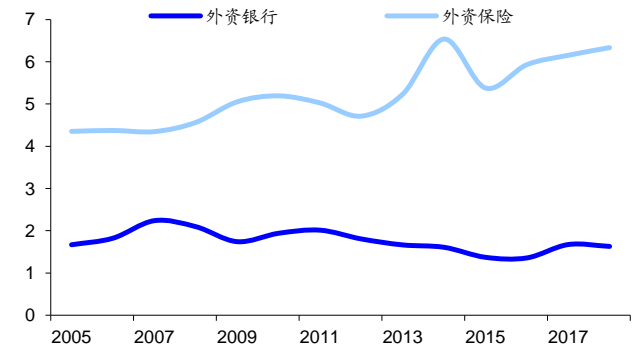
4. 启示：促资本市场发展，守金融监管底线

18年之前我国金融行业对外开放程度其实不高。根据 OECD 的评价，2018 年我国金融服务对外开放情况依旧不高，开放程度不光低于美国、日本、英国等发达国家，也低于巴西、南非、越南、墨西哥等发展中国家。从分项来看，我国金融行业对外开放的限制主要是在股权、审批和人员流动上。而 2018 年我国外资银行和外资保险的资产在整体银行和保险资产中的占比也分别仅为 1.6%和 6.3%。

但是从 18 年后陆续出台的各项政策可以看到，我国针对持股比例限制、审批条件等方面均做出了重大的改变，特别是 2020 年我国将取消证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司和寿险公司外资持股比例不超过 51%的限制。面对中国巨大的市场，金融开放的提速或将吸引外资金融机构的加速布局。

图19 2018 年 OECD 评价各国金融服务开放程度


资料来源：OECD，海通证券研究所，数值越大开放越低

图20 我国外资银行和外资保险的资产占比（%）


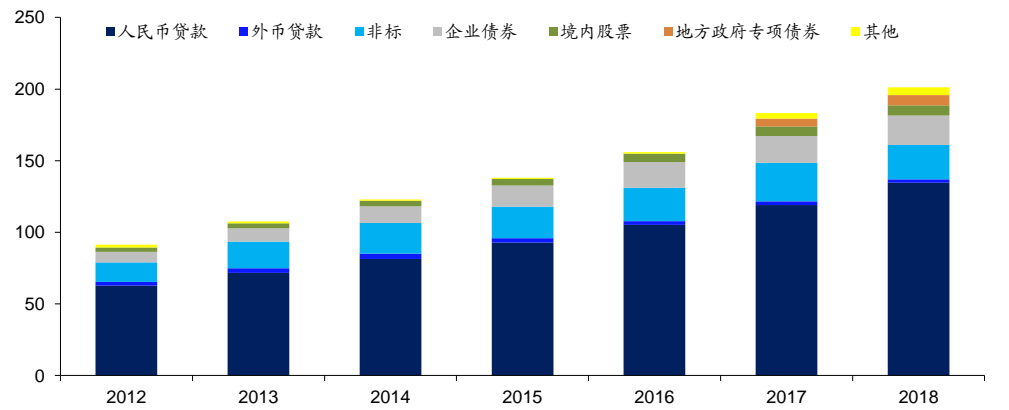
资料来源：Wind，海通证券研究所

外资金融机构加入有望改善我国的社会融资结构，提高直接融资比重。借鉴日本的经验，金融对外开放提速或不会对我国传统的零售金融业务产生较大冲击，但是将促进金融机构对公业务的发展，同时也会增强海外投资者对我国资本市场的认可度。目前我国融资结构主要还是以贷款为主，2019 年 10 月贷款在社会融资存量中的占比达到 67.9%，而债券和股票等直接融资方式占比过低。未来外资金融机构的加入或将促进我国资本市场的深度发展，同时也有利于我国直接融资规模的扩大。

但是需要警惕金融对外开放过程中可能积累的金融风险。同样是日本的经验告诉我们，金融改革过程中容易出现金融系统性风险加剧的情况，主要是因为金融领域的监管跟不上金融业务形态的转变，而金融机构的逐利性决定了监管的缺位可能导致信贷扩张

的失控，前几年我国非标等通道业务发展过猛也是这样的情况。未来随着外资金融机构的加入，金融业务创新或将提速并带来信用的扩张，此时需要政府保持货币政策定力并加强高风险领域的监管，防止可能产生的金融系统性风险。

图21 中国社会融资各部分存量（万亿）



资料来源：Wind，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
宋潇 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
姜璐璐(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(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
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyumiu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 pyl10297@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
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@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 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
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
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
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 xbj6583@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 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	通信行业 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(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗江江(010)56760091 lj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 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 潘莹练(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 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@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 张恒暄 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 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 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

蔡轶清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辛丽娟(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
巩柏含 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
李唯佳(021)23219384 liwj@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
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
郭金奎(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