

## 相关研究

《日本的尝试，我们的启示——日本财政政策比较》2018.11.05

《增值税减并展望：效果几何，谁更受益？——财税改革系列之七》2018.10.30

《债务的轮回与启示——从金融周期看历次危机》2018.10.30

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

## 如何托住下滑的消费？ ——来自美英日的减税经验对比

### 投资要点:

- **减税如何促进消费？**今年以来，我国消费增速屡创新低，而我们认为，刺激消费最有成效的当属减税政策。减税如何促进消费？根据经济学原理，消费主要受到收入和消费品价格的影响。在收入端，减少个人所得税可以直接提高居民的可支配收入；而减少企业所得税可以提高企业的税后利润，一方面带来工资收入的提升，另一方面创造更多的就业机会，也能间接提高居民收入，居民收入的增长最终会带来消费规模的扩大。在价格端，减少间接税可以直接降低消费品价格，促进居民扩大消费量；同时减少间接税也可以减轻企业税收负担，增加企业盈利从而提高工资收入。
- **美英减税：提高收入，拉动消费。**美国经济在每轮减税政策后均强劲回升。而消费是复苏背后的重要力量。居民消费在美国经济结构中占比最大，每当减税政策出台之后，消费对于经济增长拉动作用均大幅上升。以里根政府时期为例，其分别于81年和86年推出了两项大规模的减税方案，核心内容在于对企业所得税、个人所得税和资本利得税等主要税种的税率进行大幅下调，税率结构也进行了精简优化。减税对于经济的改善可谓立竿见影，企业所得税率的下降增厚了企业利润，而企业盈利的回升也增强了其用工意愿，美国的失业率从83年初的10.4%降至85年的7%左右，这意味着此前的失业群体能够通过工作来提高自身收入。减税政策带动了居民可支配收入触底回升，也拉动消费强势反弹，美国居民消费支出增速从80年的-0.3%的低点一路回升至83年的5.7%，其后直到88年也大都维持在4%以上的增速水平。商品消费在减税政策下最为受益，而其中耐用性消费品是最大赢家。英国减税政策对于消费的促进与美国情况类似。以撒切尔政府时期为例，其同样推出了对所得税的大幅减免措施，由此带来居民收入改善和消费恢复，但不同之处在于，撒切尔政府同时采取了大规模的国企私有化举措，造成失业率的居高不下，因此这一时期英国消费增速的回升主要由就业者贡献。
- **日本加税：方向相反，背道而驰。**日本则提供了典型的反面案例。虽然其也推出过减税政策，但由于不能够坚持贯彻，特别是提高消费税的举措对冲掉了减税的积极影响。而加消费税直接提高成本，对消费的伤害作用更大。历史上，日本一共上调过三次消费税，每次消费税的提升都导致消费大幅下滑。如97年和14年消费税的提高令日本短期内消费环比增速一度下滑至-2.6%和-4.6%。可选消费品受到消费税上升的影响更强。由于生活必需品的价格弹性更小，价格上涨以后居民也只能被迫承受而不能大幅减少消费。但是耐用品消费价格弹性较大，加税会导致居民推迟或者不消费。
- **个税抵扣开好头，减增值税促消费。**我国今年消费增速因何出现大幅下滑？从长期影响来看，根本原因在于居民加杠杆买房对于购买力的挤出。而从短期扰动来看，汽车销售增速的下滑成为主要拖累。这其中就有小排量汽车购置税优惠退出对消费成本提高的影响。发达国家的发展经验表明，不论消费增速的下滑是来自居民收入的透支，还是消费成本的上升，其实都可以通过减税政策来解决，但需要明确的政策方向与一以贯之的政策定力。个税法修改实施为减税促消费开了好头，但由于税改前仅约1.87亿人交个税，且个税收入仅占税收收入的8%，释放的减税红利相对有限。而我们认为，要想真正地通过减税来促进消费改善，应该从增值税入手。减增值税以后意味着产品会自然降价，削减了消费成本，且其惠及人群最为广泛，减税规模也相当可观，能够有效对冲经济的下行压力。

## 目 录

---

1. 减税如何促进消费? .....	5
2. 美英减税: 提高收入, 拉动消费 .....	6
3. 日本加税: 方向相反, 背道而驰 .....	9
4. 个税抵扣开好头, 减增值税促消费 .....	11

## 图目录

图 1	社会消费品零售总额名义和实际同比增速 (%)	5
图 2	减税政策促进消费的传导机制	5
图 3	美国 GDP 增速: 1961-2017 年 (%)	6
图 4	居民消费支出对美国 GDP 同比拉动率 (%)	6
图 5	里根政府时期税改措施 (1981-1988)	7
图 6	美国企业利润当季同比增速: 78-88 年 (%)	7
图 7	美国季调失业率: 78-88 年 (%)	7
图 8	美国个人可支配收入实际当月同比增速: 78-88 年 (%)	8
图 9	美国居民消费支出实际增速: 78-88 年 (%)	8
图 10	美国商品和服务消费支出实际同比增速 (%)	8
图 11	美国耐用品和非耐用品消费支出同比增速 (%)	8
图 12	英国税收收入、居民消费支出以及家庭可支配收入增速 (%)	9
图 13	英国失业率水平和工业部门货币化工工资增速 (%)	9
图 14	消费税收入规模 (万亿日元)	10
图 15	日本消费环比 (%)	10
图 16	消费税实施当年各类消费品销售同比 (%)	11
图 17	居民负债/GDP、居民负债/可支配收入	11
图 18	居民扣除房贷前后的可支配收入、消费支出增速 (%)	11
图 19	限额以上企业商品零售总额分布	12
图 20	汽车类零售增速 (%)	12
图 21	2017 年我国税收收入结构	12

## 表目录

---

表 1 日本对于所得税的部分减税措施 .....	10
表 2 不同减税方案下减税规模的估算 .....	13

## 1. 减税如何促进消费？

今年以来，我国消费增速屡创新低，社会消费品零售总额同比增速从年初的 10.1% 持续下降至 9 月份的 9.2%。考虑到消费是经济增长的三驾马车之一，推出刺激消费的措施迫在眉睫，我们认为，其中最有成效的当属减税政策。

图1 社会消费品零售总额名义和实际同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

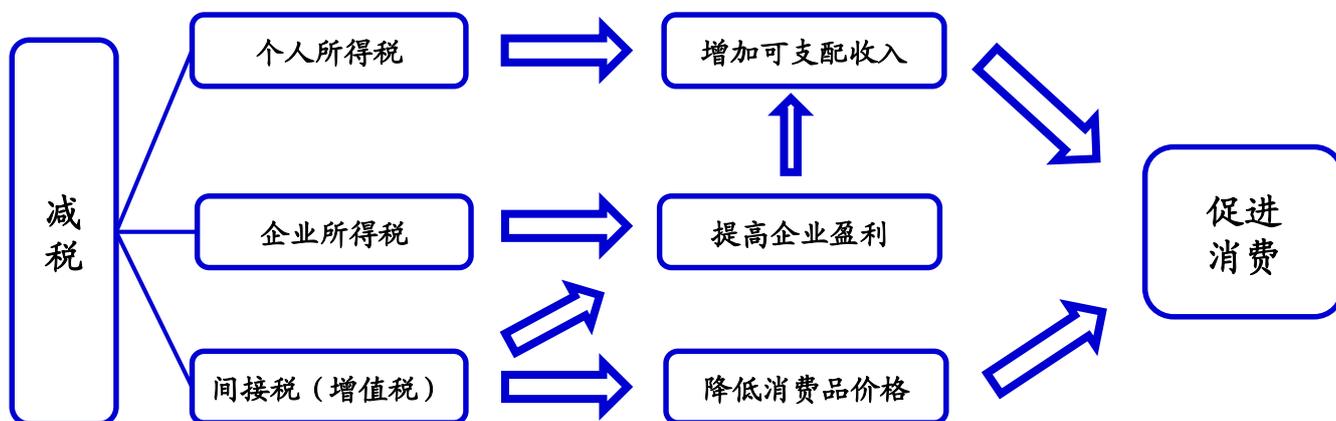
**减税如何促进消费？** 根据经济学原理，消费主要受到收入和消费品价格的影响，因此减税对消费的传导机制也可以通过这两个方面来理解。

**在收入端**，减少居民个人所得税可以直接提高居民的可支配收入；而减少企业所得税可以提高企业的税后利润，一方面可以带来工资收入的提升，另一方面可以创造更多的就业机会，也能间接提高居民收入。无论是哪种情况，居民收入的增长都会扩大私人消费规模。

**在价格端**，增值税等间接税主要由消费者和生产者共同承担。减少间接税可以直接降低消费品价格，促进居民扩大消费量；同时减少间接税也可以减轻企业税收负担，增加企业盈利从而提高工资收入。

那么，减税政策在实践过程中是否真的能够起到促进消费的作用？我们不妨从美英日三国的减税经验中寻找答案。

图2 减税政策促进消费的传导机制

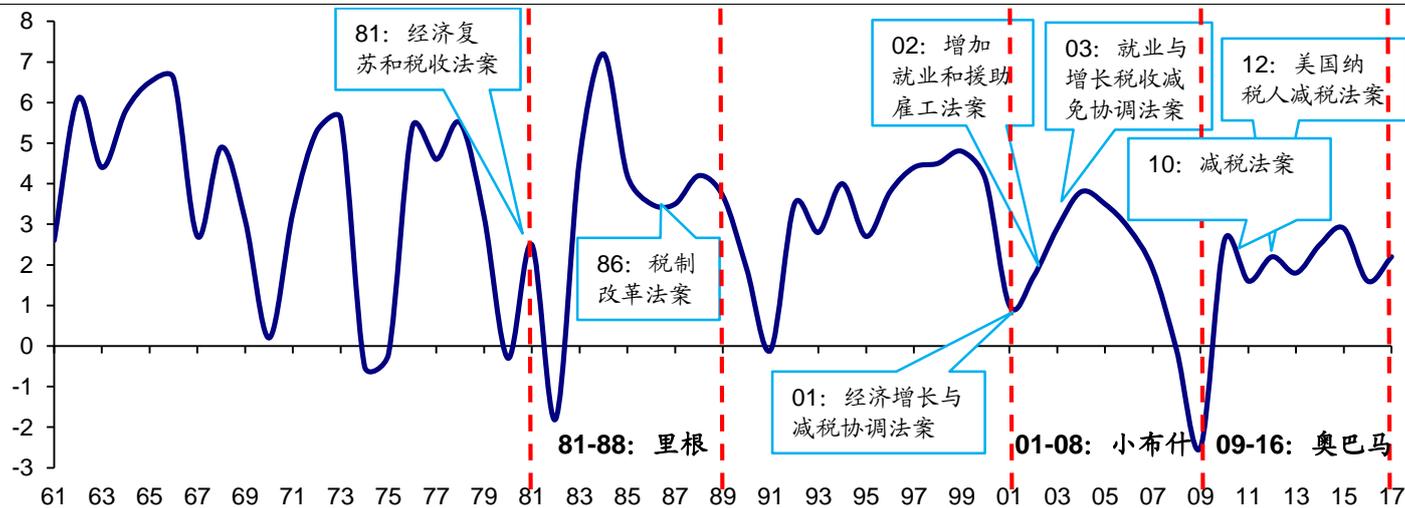


资料来源: 海通证券研究所整理

## 2. 美英减税：提高收入，拉动消费

**美国三轮减税，经济强劲回升。**自 20 世纪 80 年代以来，除去此次特朗普政府的减税政策，美国已先后实施了三轮大规模的减税改革，分别发生在 80 年代的里根政府时期、01 年左右的小布什政府时期和金融危机后的奥巴马政府时期，减税政策实施之后，美国经济均得到了强劲回升。

图3 美国 GDP 增速：1961-2017 年 (%)

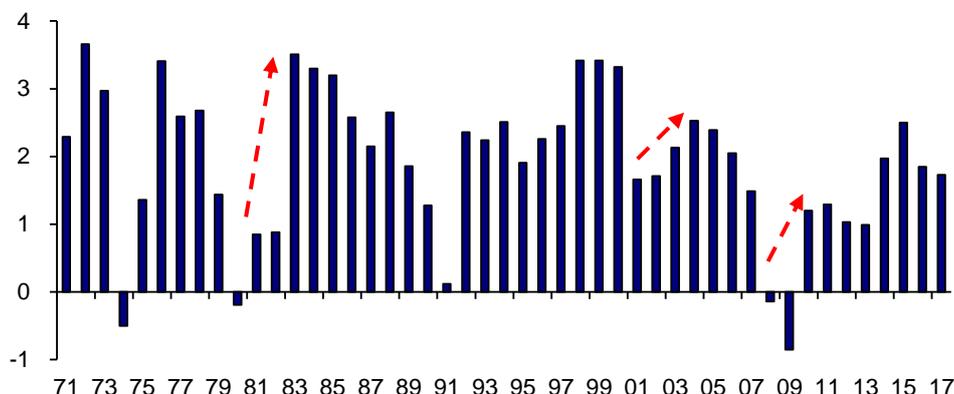


资料来源：Wind，海通证券研究所

**回升谁来带动？消费首当其冲。**那么，减税政策后美国经济回升的动力何在？我们发现，消费是经济复苏背后不可忽视的重要力量。居民消费在美国经济结构中占比最大，70-80 年就已达到 60% 的水平，00 年后更是超过了 65%。

而每当减税政策出台之后，我们都能够观察到消费对于经济增长拉动作用的大幅上升。比如 80 年代里根政府时期，伴随着 81 年《经济复苏和税收法案》的出台，对企业和个人所得税率以及资本利得税率大幅下调，居民消费支出对 GDP 同比增速的拉动由 80-82 年的不足 1 个百分点大幅升至 83 年的约 3.5 个百分点，小布什和奥巴马政府时期同样有类似的情况。

图4 居民消费支出对美国 GDP 同比拉动率 (%)

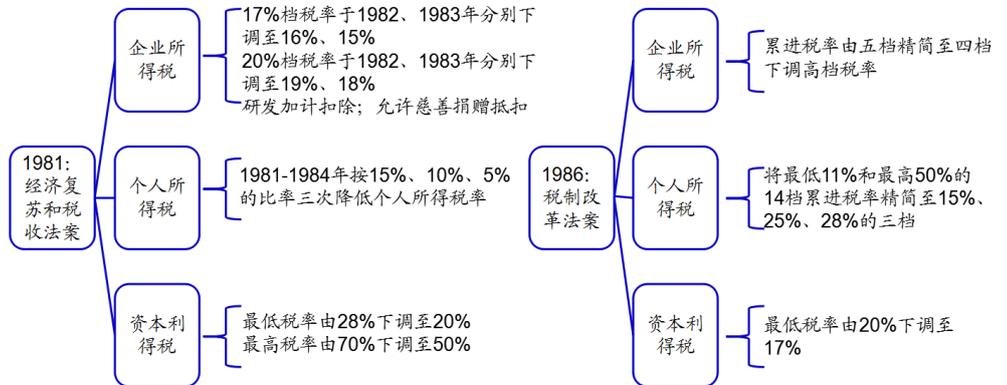


资料来源：WIND，海通证券研究所

由于美国三轮减税均面临有效需求不足的相似经济背景，其后也都通过类似的传导机制实现了经济的复苏，因此，我们不妨以影响最大的里根政府时期的减税政策为例，来分析减税政策对于消费的影响。

**里根政府上台，企业、居民税率下调。**美国 70 年代末经济饱受滞胀折磨，81 年里根上台，其政府认为税负过高是症结所在，高税负抑制了私人部门投资和生产的热情。因此在其执政期间分别于 81 年和 86 年推出了《经济复苏税收法案》和《税制改革法案》两项大规模的减税方案。法案的核心内容在于对企业所得税、个人所得税和资本利得税等主要税种的税率进行大幅下调，税率结构也进行了精简优化。

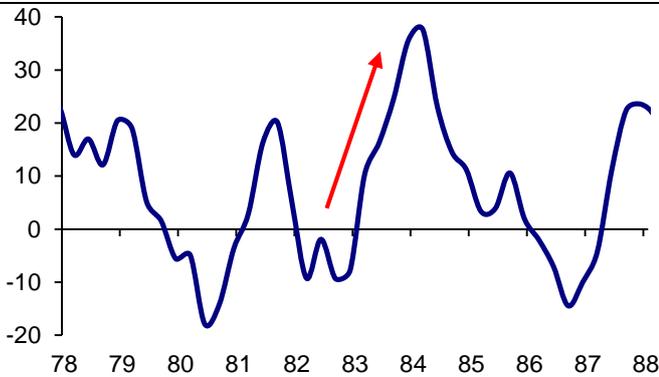
图5 里根政府时期税改措施 (1981-1988)



资料来源：海通证券研究所整理

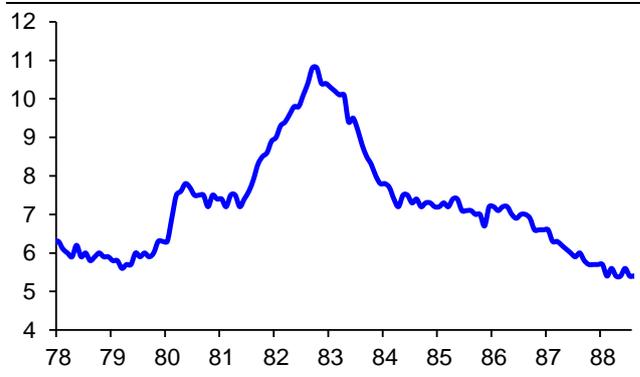
**企业盈利改善，失业率大幅下降。**减税对于经济的改善可谓立竿见影，企业所得税率的下降增厚了企业利润，经存货计价和资本消耗调整后的美国企业利润增速，从 82 年末的-7.8%一路上升至 83 年末的 35.5%。企业盈利的回升使得投资复苏，增强了企业的用工意愿，美国的失业率从 83 年初的 10.4%降至 85 年的 7%左右，并保持下滑态势，这意味着此前的失业群体能够通过工作来提高自身收入。

图6 美国企业利润当季同比增速：78-88年(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

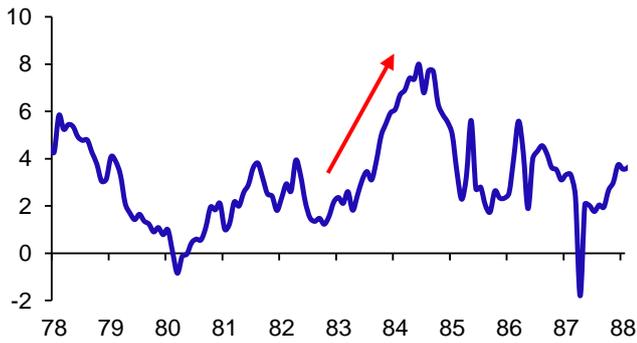
图7 美国季调失业率：78-88年(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

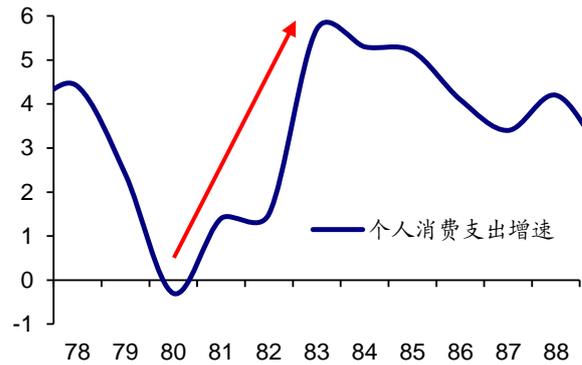
**可支配收入触底回升，拉动消费强势反弹。**里根政府时期的减税政策，一方面通过个人所得税减免直接增加居民可支配收入，另一方面通过企业盈利的改善，要么以扩大就业群体，要么以利润分配的方式，间接地提升了居民的收入水平。受减税政策提振，美国居民可支配收入增速由 80 年的-0.4%触底回升，84 年收入增速已达到 6%的高点。收入的回升拉动消费强势反弹，美国居民消费支出增速从 80 年的-0.3%的低点一路回升至 83 年的 5.7%，其后直到 88 年也大都维持在 4%以上的增速水平。

图8 美国个人可支配收入实际当月同比增速：78-88年(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

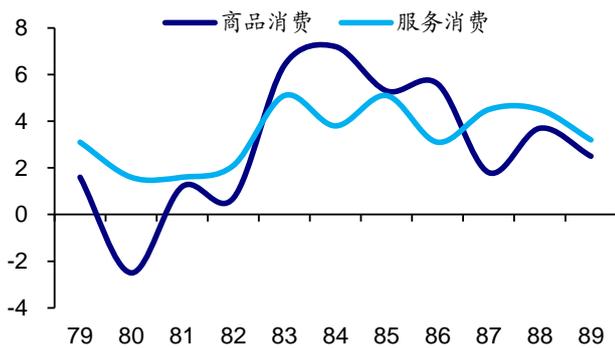
图9 美国居民消费支出实际增速：78-88年(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

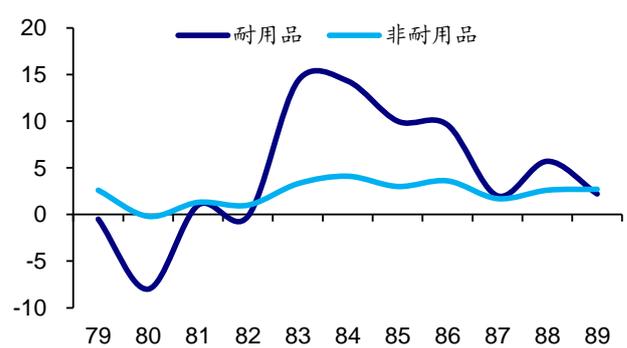
**耐用品消费成为减税赢家。**那么，减税政策带动下哪类消费最为受益？我们发现，波动性较大的消费品类成为减税政策的最大赢家。从商品和服务消费的对比来看，里根减税政策实施后商品消费支出增速由80年-2.5%的低点一直升至84年的7.2%，足足提高了近10个百分点，而服务消费支出增速仅由80年的1.6%提高到83年5.1%的高点，提升幅度仅3.5个百分点。而从商品消费中的耐用品和非耐用品消费对比来看，里根减税后耐用品消费支出增速从80年的低点-8%升至83-84年的超过14%，同期非耐用品消费增速仅由-0.2%升至3%-4%的水平，因此，以汽车、家具和娱乐商品等为代表的耐用品消费极大地受益于减税政策。

图10 美国商品和服务消费支出实际同比增速(%)



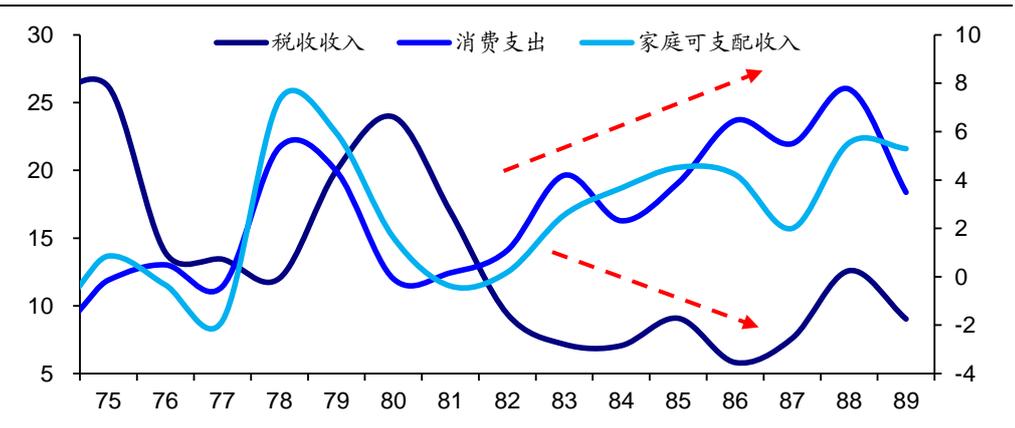
资料来源：WIND，海通证券研究所

图11 美国耐用品和非耐用品消费支出同比增速(%)



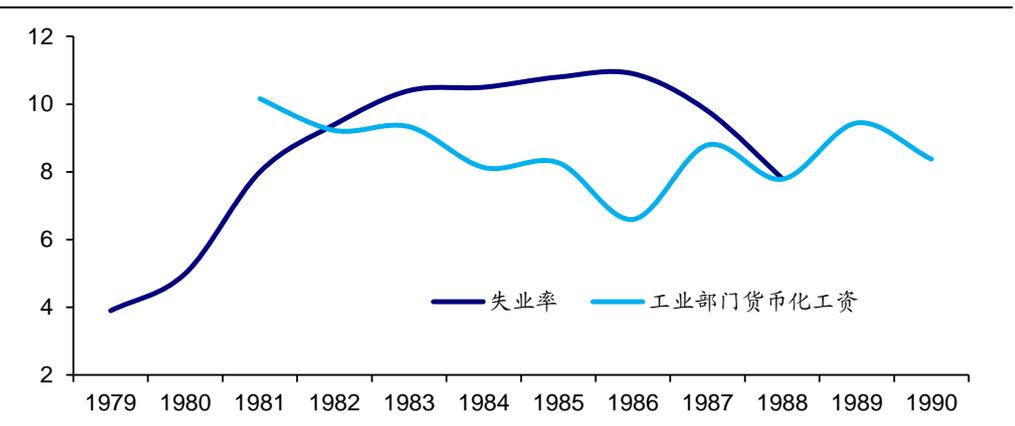
资料来源：WIND，海通证券研究所

**英国情况类似，减税增收扩大消费。**英国减税政策对于消费的促进与美国的情况类似。以与美国里根政府几乎同一时期的撒切尔政府为例，其在任期间同样推出了对所得税的大幅减免措施，包括个人所得税税率的削减、个税税率结构的大幅简化以及公司所得税率在其任期内下调接近20个百分点等。减税政策带来了居民收入的改善，进而使得消费也得以恢复。随着英国税收收入增速由80年的24%一直降至84年的7%，居民家庭可支配收入增速由81年-0.4%的低点回升至85年的4.5%，也带动居民消费支出增速由81年的0.2%左右恢复到86年6.5%的高位。

**图12 英国税收收入、居民消费支出以及家庭可支配收入增速 (%)**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**失业率居高不下，就业者贡献消费。**在减税对消费的促进上，英国撒切尔政府时期和美国的唯一不同之处可能在于，由于撒切尔政府同时采取了大规模的国企私有化举措，造成失业率一段时期的居高不下，82-87年一直维持在9%以上的水平，执政末期才有所下降。而同时工资增长相对较为稳定，工业部门货币化工资平均增速水平在81年-90年超过8.5%。因此，这一时期英国消费增速的回升主要由就业者贡献，不像美国还有部分原因在于失业者通过找到工作来改善收入状况。

**图13 英国失业率水平和工业部门货币化工资增速 (%)**


资料来源：International History Statistics，海通证券研究所

### 3. 日本加税：方向相反，背道而驰

**加税对冲影响，效果大打折扣。**日本的情况则不同于英美，事实上为我们提供了典型的反面案例。虽然其在80年代后期和90年代后期也集中推出了对于所得税的减免措施，但是由于其对减税政策不够坚持，在减税加税的道路上反反复复，更为重要的是，为了扩大收入、维持财政平衡而增加消费税的手段，事实上对冲掉了减税的积极影响，使得政策效果也大打折扣。特别地，提高消费税为代表的间接税直接作用于价格端，增加了居民的购物成本，对消费的伤害作用更大。

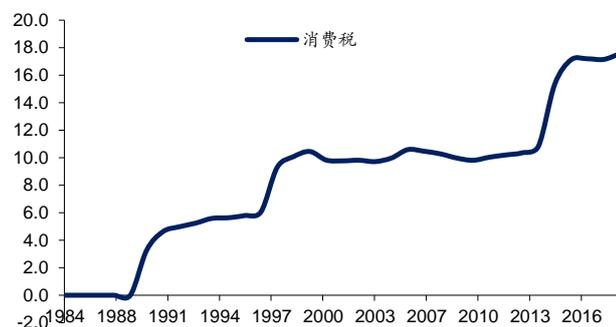
**表 1 日本对于所得税的部分减税措施**

涉及领域	日期	减税措施
个人所得税	1987年-1989年	1987年最低税率征税范围从年收入50万日元上调到150万日元，最高税率从70%下降至60%。 1988年最低征税税率范围进一步上调至年收入300万日元，同时征收税档缩小至6档。 1989年，取消年收入5000万日元的最高档
	1995年	每一档的征税范围均提高，其中最低档从300万日元提高到330万日元，最高档从2000万日元提高到3000万日元。
	1999年	取消最高档年收入3000万日元，但是900万日元和1800万日元税率相应上调
企业法人税	1988年-1990年	1988年企业法人税基准税率从43.3%下降至42% 1989年企业法人税基准税率从42%下降至40% 1990年企业法人税基准税率从40%下降至37.5%
	1998年-1999年	1998年企业法人税基准税率从37.5%下降至34.5% 1999年企业法人税基准税率从34.5%下降至30%

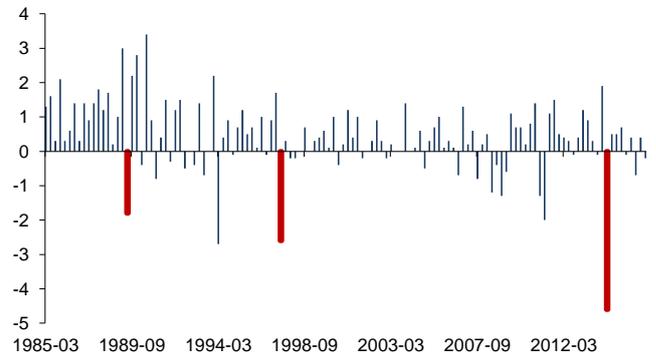
资料来源：海通证券研究所整理

历史上，日本一共上调过三次消费税。1989年日本正式引入了作为间接税的消费税，税率定在3%；1994年村山内阁通过了消费税率由3%上调至5%的税制改革法案，并于1997年实施；2011年野田内阁时期再次通过消费税率上调的法案，并于2014年上调3个百分点。

每次消费税的提升都导致消费大幅下滑。日本的消费税是一种间接税，增加消费税主要反映在消费品价格的上涨，这会迫使居民减少消费。由于前期其他减税政策带来的积极效果对冲，1989年消费仅出现短暂下滑后迅速回升，但是1997年和2014年消费税的提高对日本消费造成较大冲击，短期内消费环比增速一度下滑至-2.6%和-4.6%。

**图14 消费税收入规模（万亿日元）**


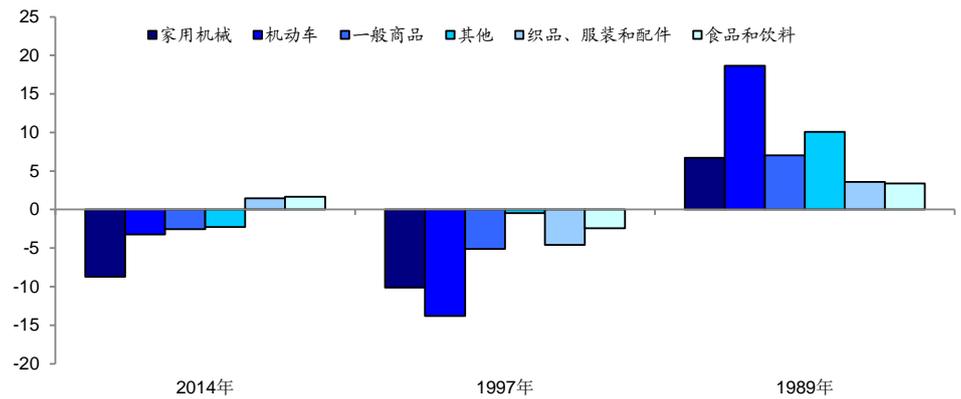
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图15 日本消费环比（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

可选消费品受到消费税上升的影响更大。消费税对消费的影响更为直接，下面我们可以进一步分析税收调整对消费结构的变化。由于消费税刚推出时对消费的冲击不大，1989年各类产品消费同比增速依然为正。但是，1997年和2014年家用机械和机动车等可选商品均受到了明显冲击；相比之下，食品、服装、杂货等生活必需品的销售降幅更小。因此，同美国的情况类似，税收增减对于耐用品消费的冲击更大。

税收变化对消费结构的差异来自于各类商品的价格弹性。由于食品、服装、杂货等消费品均属于日常生活中必须使用的商品，这类生活必需品的价格弹性更小，价格上涨以后居民也只能被迫承受而不能大幅减少消费。但是电器、汽车等耐用品消费并非生活必需，其价格弹性较大，增加增值税会导致居民推迟或者不消费。

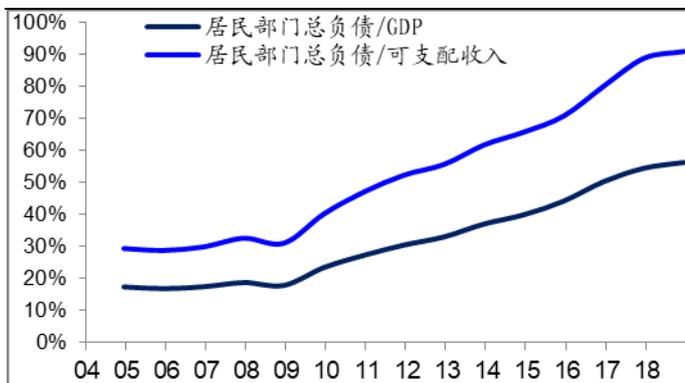
**图16 消费税实施当年各类消费品销售同比(%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

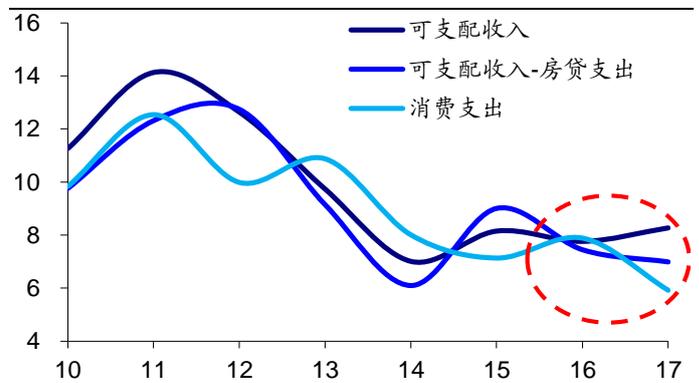
## 4. 个税抵扣开好头，减增值税促消费

反观我国，缘何今年消费增速出现了大幅下滑？

从长期影响来看，根本原因在于居民加杠杆买房对于购买力的挤出。17年底中国居民部门总贷款已经达到41万亿，占全国居民可支配收入的比重再创新高至90%，而同期城镇居民房贷余额是21.9万亿，占城镇居民可支配收入的比重也达到了60%。而居民获得工资性收入的年限，大抵和偿还房贷的年限相当，因此我们不妨假定居民分25年、按照当年房贷利率均值、等额本息来偿还房贷。据此测算，过去两年扣除房贷支出后的可支配收入增速出现明显下滑，15年尚在9%，16、17年则分别降至7.4%和7%。这也解释了17年居民可支配收入与消费支出增速之间走势的背离。

**图17 居民负债/GDP、居民负债/可支配收入**


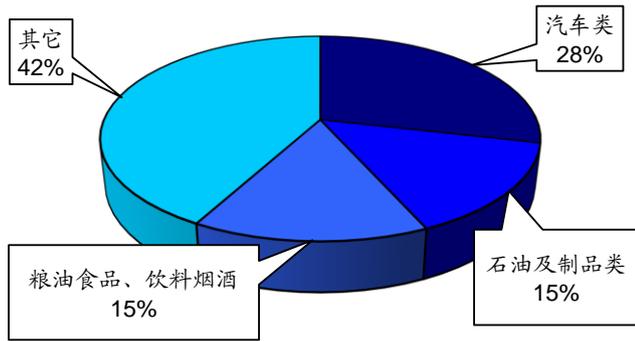
资料来源: WIND, 海通证券研究所

**图18 居民扣除房贷前后的可支配收入、消费支出增速(%)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

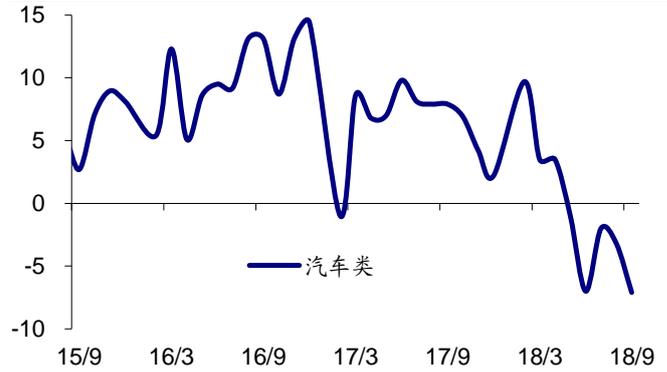
从短期扰动来看，汽车销售增速的下滑成为主要拖累。汽车是商品零售中的第一大品类，汽车类零售额约占限额以上企业零售总额的三分之一，而汽车类零售累计同比增速已由17年底的5.6%降至18年9月的0.2%，9月当月增速更是大幅下滑至-7.1%，创下02年以来的新低。这其中诚然有买房造成的购买力透支和中美贸易摩擦的影响，但不可忽视的是，18年小排量汽车购置税优惠的退出，无疑提高了消费者的购买成本，抑制了居民的购车热情。

图19 限额以上企业商品零售总额分布



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为 18 年 9 月累计值

图20 汽车类零售增速 (%)

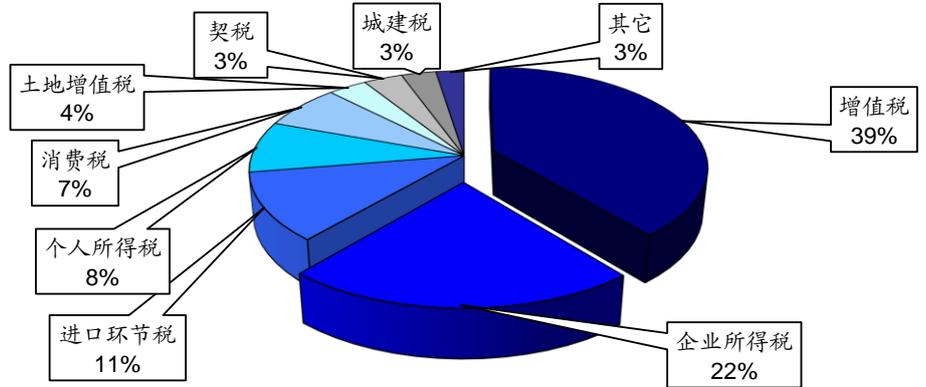


资料来源：WIND，海通证券研究所

发达国家的发展经验表明，不论消费增速的下滑是来自居民收入的透支，还是消费成本的上升，其实都可以通过减税政策来解决，但需要明确的政策方向与一以贯之的政策定力。党中央国务院在《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》中也指出，改善居民消费能力和预期要靠完善财税政策予以配合。

**个税抵扣开好头，惠及人群并不广。** 个税法中新的起征点和税率标准在 10 月开始实施，而财政部和国税总局也已出台关于个税专项抵扣的实施细则征求意见稿，把教育、医疗、住房、养老等四大支出列入到个税的抵扣范围，相当于月薪 10000 以下基本上都免征个税了，这体现了很大的诚意，通过各项抵扣来提升居民收入，为促进消费的复苏开了个好头。但这一政策惠及人群范围不广，力度也稍显不足，根据财政部官员披露的数据测算，在本次减税之前约有 1.87 亿人交个税，并且我国个税收入仅占税收收入的 8%，因此释放的减税红利相对有限。

图21 2017 年我国税收收入结构



资料来源：WIND，海通证券研究所

**增值税减免削减消费成本，受益广泛规模可观。** 而我们认为，要想真正地通过减税政策来促进消费的改善，那么就应该从我国第一大税种——增值税入手。由于增值税是流转税，所有居民购物时都间接支付了增值税，因此其影响的人群较为广泛。而减增值税以后意味着产品会自然降价，这也就削减了广大居民群体的消费成本。

根据我们的测算，增值税率全面下调 1 个百分点，将带来减税规模约在 6000 亿元左右，这已经相当于 17 年个税收入的一半，如果现有三档增值税率并为两档，则带来的减税规模最低也在万亿元左右，和个税收入规模已大体相当，因此增值税减免释放的红利更为可观，通过价格体系的调整，势必对消费端形成强有力的促进，有效地对冲经济的下行压力。

表 2 不同减税方案下减税规模的估算

减税方案	增值税减税幅度	减税规模估算	占 GDP 比重
全面下调 1%	9.1%	5766 亿元	0.63%
16%和 10%档税率下调 2 个百分点， 6%税率下调至 5.5%	15.2%	9600 亿元	1.06%
16%档税率并入 10%， 6%档税率降至 5%	18.6%	11747 亿元	1.29%
16%档税率下调至 13%， 10%档税率并入 6%	25.7%	16231 亿元	1.79%

资料来源：国家统计局，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

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  
联系人  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
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  
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
联系人  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
谭宏实(021)23219445 tsh12355@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  
姜珊珊(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  
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 nyum@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
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  
朱建军(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  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
梁广楷 lgk12371@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  
史岳 sy11542@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
强超廷(021)23154129 qct10912@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  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
联系人  
金晶(021)23154128 jj10777@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 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@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 xbj6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@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 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 联系人 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 张戈(010)50949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@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 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lryj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@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 联系人 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 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璐(0755)82900465 lx11212@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxx12156@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 张恒晖 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 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
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@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  
 宗亮 zl11886@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  
 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  
 杨祎昕(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  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@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  
 吴尹 wy11291@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

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