2020 年 06 月 27 日

证券研究报告•宏观专题报告

宏观评论

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

“稳杠杆”周期下的“加杠杆”能走多远？

摘要

近期，国务院常务会议再次提及降准，引发市场对新一轮宽松的预期，此后陆家嘴金融会议上，提出下半年整体流动性宽松预计仍将持续，但对疫情要有长期准备，为今后预留一定的政策空间。我们认为下半年货币政策将采取“预期松+实施控”的方式，实体经济仍有一定的加杠杆空间，但对幅度不应有过高期待。

- **本轮“加杠杆”是“稳杠杆”周期中的阶段性行为：**2018 年下半年以来货币政策处于“稳杠杆”的大周期下，今年初以来的宏观杠杆率快速上升是为应对突发疫情冲击而实施的逆周期“应急式”宽松，随着实体经济的恢复，加杠杆速度将逐步减缓。我们预计下半年经济增速将会转正，虽然受北京疫情、地缘政治和其他不确定性因素的冲击，但年内经济复苏的大趋势不会改变，货币政策将逐步重回“稳杠杆”的轨道之中。

- **从货币政策空间来看，下半年还有两次降准机会：**上半年，央行降准共释放流动性 1.75 万亿元，假设 2020 年降准刺激规模与 2008 年相同，下半年还有两次全面降准机会，当然是否会实施仍将是相机抉择。从利率视角来看，2020 年 1-6 月，贷款市场报价利率（LPR）共下调两次，与 2008 年相比，当前利率水平绝对值较低，下半年银行主动调降 LPR 的动力有限。

  下半年三大部门加杠杆空间总计约 17 个百分点：我们通过对居民贷存比、贷款、必需品消费、存款与可支配收入之间的比值进行综合测算，居民全年加杠杆的空间是 7.5 个百分点，下半年居民加杠杆的空间约为 3-4 个百分点；今年一季度，非金融企业杠杆率 161.1%，是 1993 年以来的最高值，考虑到随着杠杆率的抬升，企业债务风险也在不断累积，预计下半年企业加杠杆的速率会有所减缓，剩余空间约为 4-5 个百分点；当前政府部门安全边际高，上半年，政府显性杠杆率上升约 4.6 个百分点，下半年显性杠杆率上升空间 4 个百分点，考虑到其他隐性杠杆，保守估计下半年政府部门广义杠杆率约有 8 个点的上升空间。

- **下半年“加杠杆”的重点关注领域：**居民部门关注杠杆由房地产领域转向消费领域过程中带来的可选消费机会；企业部门中，居民服务、农林牧渔等基础民生领域目前杠杆率绝对值偏低，加杠杆空间较大，此外卫生和社会工作也有较大的政策性加杠杆机会，如果疫情年内不再爆发，三季度末文化、体育和娱乐业有可能出现恢复性“加杠杆”；政府部门加杠杆重点聚焦新旧基建、医疗与城乡建设，其中新基建由于需要引入社会资本，可关注中长期的杠杆空间。

- **风险提示：**下半年疫情二次爆发，企业因不确定性加剧缩减产能，地缘政治问题引发的全球动荡可能造成冲击，导致经济复苏不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

相关研究

1. 战略新篇，守正而升——2020 年下半年中国宏观经济展望 (2020-06-19)

目 录

1 本轮“加杠杆”是“稳杠杆”周期中的阶段性行为 1

2 下半年“加杠杆”的空间测算与结构分析 2

2.1 从货币政策空间来看，下半年还有两次降准机会 2

2.2 下半年三大部门加杠杆空间总计约 17 个点 3

3 下半年“加杠杆”的重点关注领域 7

3.1 居民部门：关注杠杆转移中的可选消费机会 7

3.2 企业部门：基础民生、农林牧渔及部分行业“恢复性”加杠杆 7

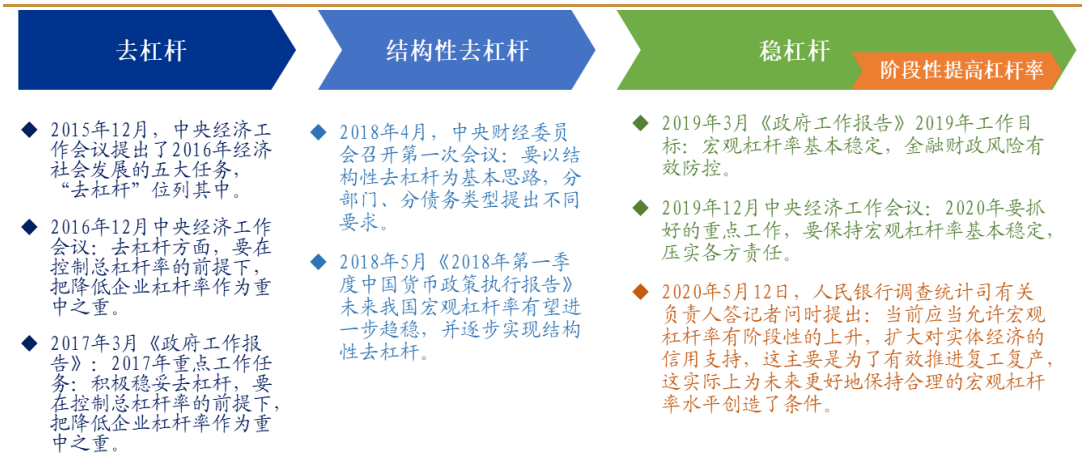
3.3 政府部门：重点聚焦新旧基建、医疗与城乡建设 8

6 月 17 日，国务院常务会议提出“综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力”，引发市场对新一轮宽松的预期。此后陆家嘴金融会议（6 月 18 日）上，提出下半年整体流动性宽松预计仍将持续，但需要结合经济复苏的情况考虑适时的退出和收回部分短期应对工具的额度，防止通胀卷土重来，对疫情要有长期准备，为今后预留一定的政策空间。我们认为下半年货币政策将采取“预期松+实施控”的方式，实体经济仍有一定的加杠杆空间，但幅度有限。通过对近年来中国杠杆调整的过程研究，我们认为目前中国经济处于“稳杠杆”的大周期之下，本轮加杠杆属于逆周期“应急式”宽松，随着经济复苏的趋势确认，货币政策也将逐步回到“稳杠杆”的轨道之中。从实体经济加杠杆的空间来看，下半年总计约有 17 个点，其中企业 4-5 个百分点左右，居民 3-4 个百分点，政府 8 个百分点左右；三大部门中，企业加杠杆的重点行业是居民服务、农林牧渔、卫生等基础民生领域，如果疫情不再爆发，文娱、体育、旅游等行业 3 季度末或存在恢复性加杠杆的机会；居民部门存在从房地产向消费领域的转杠杆机会，建议重点关注杠杆转移带来的可选消费机会；政府部门加杠杆的主要领域是基础民生和新基建，其中新基建看中长期机会。

1 本轮“加杠杆”是“稳杠杆”周期中的阶段性行为

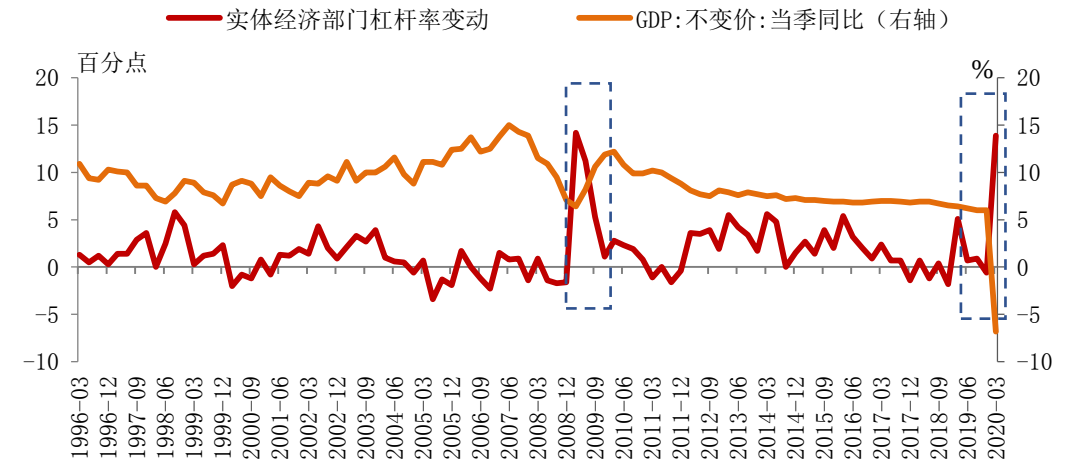
中国的货币政策随着经济的起伏松松紧紧，自 2015 年底中央经济工作会议将“去杠杆”列为年度五大任务之一以来，经历了：单纯去杠杆——结构性去杠杆——稳杠杆的过程，期间中国的实体经济杠杆率增速快速回落，由 2015 年上升 10 个百分点，至 2018 年下降 1.9 个百分点，2019 年后杠杆率有所上行，全年实体经济杠杆率回升 6.1 个百分点，至 245.4%。从政策定调来看，2018 年下半年以来一直是“稳杠杆”，2019 年 12 月的中央经济工作会议上，对于 2020 年重点工作描述依然是“要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任”。今年一季度宏观杠杆率的快速上升是为应对突发疫情冲击而实施的逆周期“应急式”宽松，类似于 2008 年金融危机发生后 2009 年的快速加杠杆（当年杠杆率上升 31.8 个百分点）。**目前的加杠杆属于“稳杠杆”大周期中的阶段性行为，将呈现出短期内杠杆率迅速上升，随着实体经济的恢复，加杠杆的速度将逐步减缓。**4 月起，国内多项经济指标已现回暖迹象，5 月继续保持稳健复苏，我们预计下半年经济增速将会转正，虽然受北京突发疫情、地缘政治等突发性冲击，但复苏的大趋势不会改变，年内货币政策将逐步重回“稳杠杆”的轨道之中。

图 1：2015 年以来中国宏观杠杆率的政策定调变化



资料来源：中国政府网、中国人民银行、《人民日报》等，西南证券整理

图 2：提升实体经济杠杆率应对经济增速快速下滑



数据来源：Wind，西南证券整理

2 下半年“加杠杆”的空间测算与结构分析

2020 年初，为对冲疫情对经济的影响，我国货币政策大幅宽松，宏观杠杆率显著上升。一季度，实体经济杠杆率 259.3%，是 1993 年以来的单季最高值，较 2019 年四季度大幅提高 13.9 个百分点，增幅为 2009 年以来的次高值，CPI 也从年初的 5.4%高位逐月回落，至 5 月已回落至 2.4%，从 6 月国务院和央行的政策表述来看，下半年流动性仍将保持宽松，但具体实施中会遵循市场规律，有保有控，因此，本轮加杠杆是有明确的边界约束的，我们将从货币政策的总量空间和居民、非金融企业、政府三大部门的杠杆结构对今年加杠杆的空间进行测算。

2.1 从货币政策空间来看，下半年还有两次降准机会

2016 年实施去杠杆后，2018 年宏观杠杆率出现了净下降，2019 年上升约 5.7 个百分点，增幅远低于 2008 至 2016 年均增长 10 个百分点的水平。今年一季度，我国实体经济杠杆率显著上升较 2019 年四季度大幅提高 13.9 个百分点，截止至 2020 年 6 月底，央行共降准 4 次，其中定向降准三次（包含两次对中小银行的定向降准），每次下调存款准备金率 0.5 个百分点，一次普惠金融定向降准，下调幅度 0.5-2 个百分点；全面降准 1 次，幅度为 0.5 个百分点。4 次降准共释放流动性 1.75 万亿元，基准情形（假设 2020 年 GDP 总量与 2019 年持平）下约占 GDP 的 1.77%。假设 2020 年降准刺激规模与 2008 年相同，目前降准空间仍有 1.12 万亿左右，按每次降准 0.5 个百分点计算，下半年还有两次全面降准机会，当然是否会实施仍将是相机抉择。从利率视角来看，2020 年 1-6 月，贷款市场报价利率（LPR）共下调两次，其中 1 年期 LPR 从 4.15%下调至 3.85%，共 30 个 BP；5 年期以上 LPR 从 4.80%下调至 4.65%，15 个 BP，与 2008 年相比，当前利率水平绝对值较低，下半年银行主动调降 LPR 的动力有限。

表 1：中国 2008 年与 2020 年 1-5 月货币宽松政策对比

年份	2008 年	2020 年 1-6 月
降准	**全面降准 2 次，**每次下调 0.5 个百分点。 **定向降准 2 次：** 2008 年 9 月 25 日起，除工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行暂不下调外，其他存款类金融机构人民币存款准备金率下调 1 个百分点，汶川地震重灾区地方法人金融机构存款准备金率下调 2 个百分点。 自 2008 年 12 月 5 日起，下调大型存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率 2 个百分点，同时，继续对汶川地震灾区和农村金融机构执行优惠的存款准备金率。 **总计约释放流动性约 1.8 万亿元，占当年 GDP 的 5.76%。**	**全面降准 1 次，**下调 0.5 个百分点。 **下调超额准备金率 1 次：**从 0.72%下调至 0.35%。 **定向降准 3 次：** 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。 对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。 **总计约释放流动性约 1.75 万亿元，占 GDP（基准情形）的 1.77%。**
降息	**人民币存款基准利率下调 4 次：**其中一年期人民币存款基准利率由 3.87%下调至 2.25%，共 162 个 BP。 **人民币贷款基准利率下调 5 次，**其中一年期人民币贷款基准利率由 7.47%下调至 5.31%，共 216 个 BP。	贷款市场报价利率（LPR）共下调 2 次：其中 1 年期 LPR 从 4.15%下调至 3.85%，共 30 个 BP；5 年期以上 LPR 从 4.80%下调至 4.65%，共 15 个 BP。

资料来源：中国人民银行，西南证券整理

2.2 下半年三大部门加杠杆空间总计约 17 个点

居民部门：下半年加杠杆空间约为 3-4 个百分点。自 2015 年末提出“去杠杆”以来，居民部门杠杆率一路攀升，从 2015 年四季度的 39.2%上升至 2020 年一季度的 57.7%，3 年时间杠杆率上升了 18.5 个百分点，分时间段来看，2016 年底-2018 年底，杠杆率增速显著下降，2019 年小幅回升，今年一季度回升加速，单季上升 1.9 个百分点，是 2016 年去杠杆以来的最高值。将时间区间拉长来看，这样的单季增幅曾分别在 2009 年三季度和 2020 年一季度出现过，从历史经验来看，居民部门的加杠杆未来仍有可能持续三到四个季度。空间方面，根据国际清算银行的相关研究，居民部门杠杆率警戒值是 85.0%，2019 年，中国居民杠杆率与日本（59.0%）接近，远低于美国（75.4%），看似加杠杆空间较大，但经过测算，我们认为 2020 年全年居民部门加杠杆的空间约为 6 个百分点。几个重要的匡算结果如下：

- **贷存比：**2020 年 5 月中国住户部门贷存比 66.2%，距 2016 年 1 月以来的最高位仅有 2.3 个百分点的空间，即使按照 75%的银行贷存比安全边界上限计算，上行空间也不足 10 个百分点。
- **贷款/可支配收入比：**2020 年 3 月，中国居民户月度新增贷款占当月可支配收入的 24.7%，与 2016 年 1 月以来的最高位相比还有 4.7 个百分点的空间，但 3 月当月占

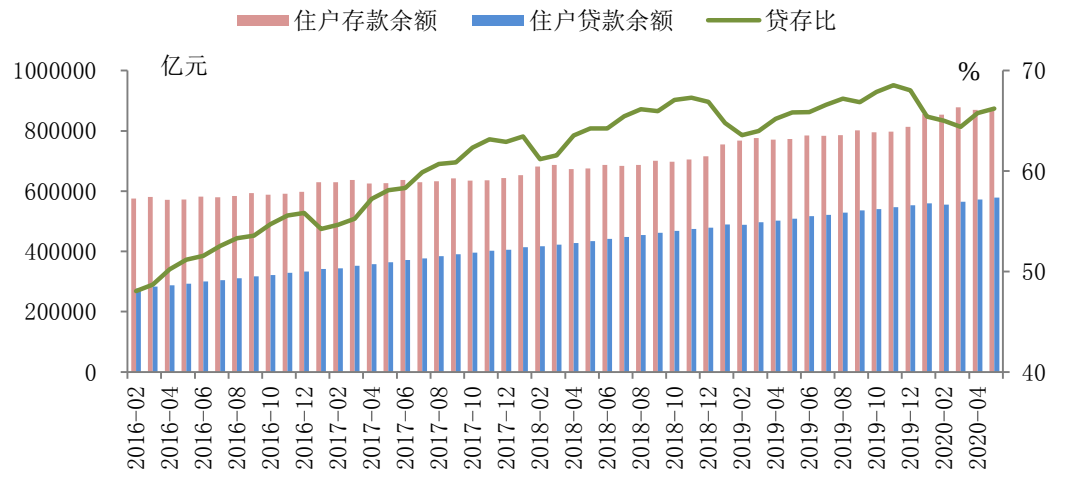
比增长高达 35 个百分点，是近 4 年以来的单月最高增幅，考虑到新增贷款多为收入稳定的城镇居民，可放贷人群增量有限，后续贷款增速很难维持如此高位。

- **必需品消费/可支配收入比：**2020 年一季度，必需品消费（衣、食、住）占可支配收入的比重为 42.0%，占比 2016 年以来基本保持稳定，由于必需品消费具有刚性，而可支配收入在经济复苏期难有大幅上涨，因此这一比例未来一段时期内仍将保持稳定。

- **存款/可支配收入比：**2016 年以来，虽然中国居民每月新增存款的比例有波动，但按年度来看，大多维持在 15%以上的水平，2019 年升至 21.4%。从国际比较和历史经验来看，即使是没有储蓄传统的美国，个人储蓄占可支配收入比重在 1942-1945 年（二战期间）也快速飙升至年均 26%，约为正常年份的 2-2.5 倍。

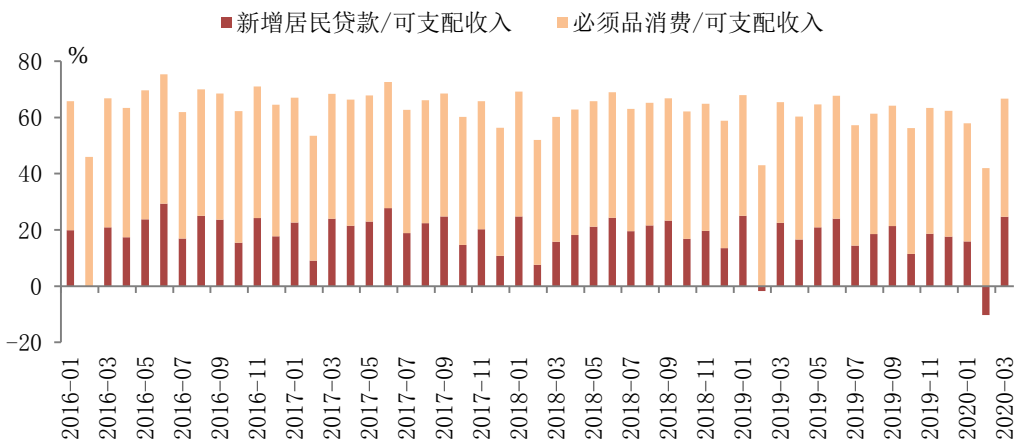
综上：今年一季度，居民部门每月新增人民币贷款和必需品消费，约占可支配收入的 67%，考虑到民间借贷和熟人之间的借贷等未纳入金融机构统计的负债，中国居民每月新增债务和必需品消费占当月可支配收入比重的实际数据会更高。同时，疫情以来，中国金融机构每月新增居民存款占可支配收入的比重也快速上升，假设 2020 年全年占比是 2019 年的 1.5 倍，那么剩余的可支配收入占比约为 1.5%，按 1：5 的加杠杆比例，居民全年加杠杆的增幅空间是 7.5 个百分点，减去一季度新增的 1.9 个百分点，下半年居民杠杆增加的空间约为 3-4 个百分点。

图 3：2016 年以来，中国居民部门贷存比波动上行



数据来源：Wind，西南证券整理

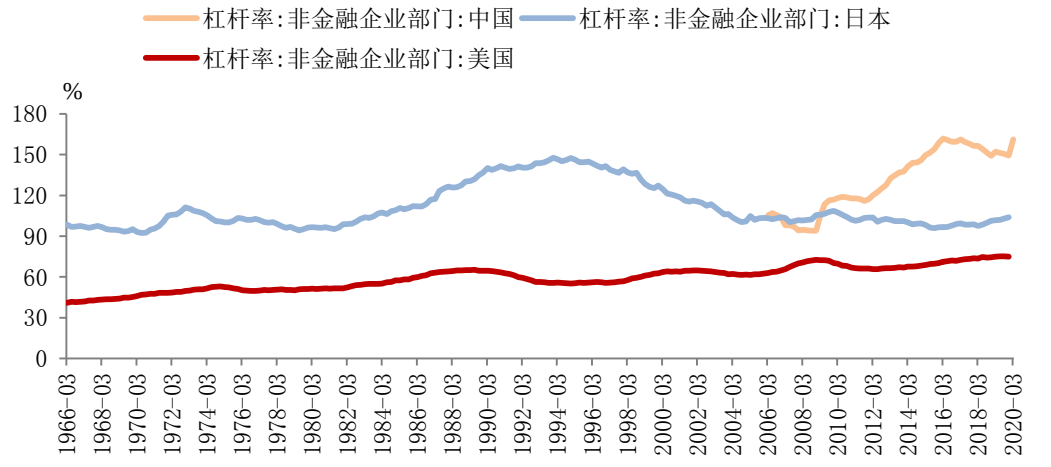
图 4：中国居民部门必需品消费和新增贷款占可支配收入比重上升



数据来源：Wind，西南证券整理

企业：杠杆率已在高位，下半年安全加杠杆空间 4-5 个百分点。今年一季度，非金融企业杠杆率 161.1%，较去年四季度快速上升 9.8 个百分点，杠杆率是 1993 年以来的最高值，单季增幅为次高值，仅低于 2009 年一季度 2.4 个百分点，按年度增幅计算，2008-2009 年的年度相对增幅为 20.4 个百分点[1]。从国际范围来看，中国非金融企业目前的杠杆率已远高于国际清算银行给出的 75%-90%合理区间，与发达经济体相比，2019 年中国非金融企业的杠杆率远高于同期美国（74.9%）和日本（103.9%），也高于 60 年代以来美、日的最高值，因此 2020 年非金融企业部门安全加杠杆的空间有限。我们假设今年非金融企业部门杠杆增幅与 2009 年相同，全年杠杆率总计可增加 22.6 个百分点，减去一季度的增幅（9.8 个百分点），并考虑到随着杠杆率的抬升，企业债务风险也在不断累积，我们预计下半年企业加杠杆的速率会有所减缓，剩余空间约为 4-5 个百分点。

图 5：当前中国非金融企业杠杆率已远超美国和日本

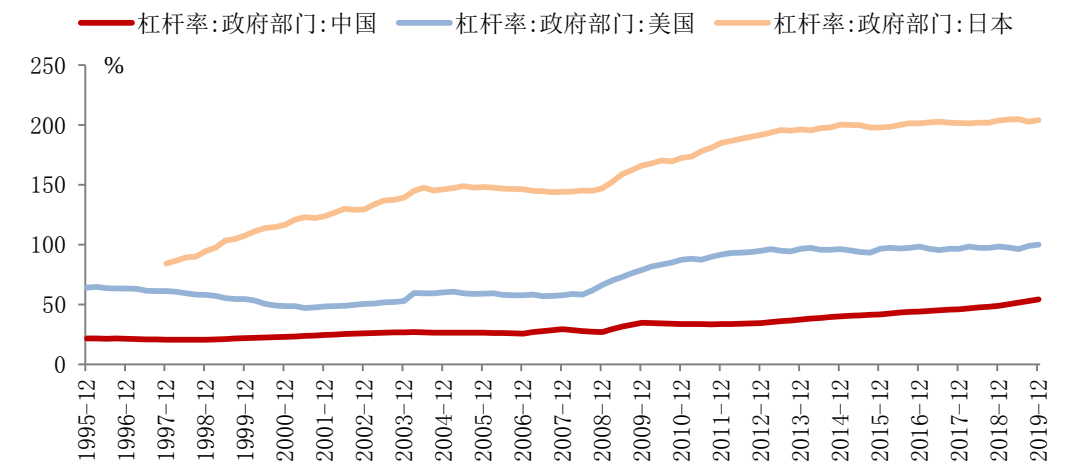


数据来源：国际清算银行（BIS），西南证券整理

[1] 此系列数据根据国家资产负债表研究中心 2020 年 5 月公布的最新数据计算。

政府部门安全边际高，下半年广义杠杆空间约为 8 个百分点。今年一季度中国政府部门杠杆率 40.5%，较去年四季度上升 2.2 个百分点，仅比 1998 年单季最高增幅低 1.7 个百分点，显性债务的杠杆率低于 60%的传统国际警戒线，如果考虑到地方政府的隐性债务，政府部门的广义杠杆率已超过 90%[2]，但仍远低于近年美国和日本水平。IMF 今年 4 月份预测：疫情冲击将致全球广义政府杠杆率大幅攀升，其中：发达经济体由 105.2%升至 122.4%，新兴经济体由 53.2%升至 62.0%，均超过 2008 年国际金融危机所引致的攀升幅度。在全球政府加杠杆的大背景下，中国政府的广义杠杆率政策空间较大。2020 年政府工作报告提出："2020 年，拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债"，在基准情形下（2020 年 GDP 与 2019 年持平），2020 年政府部门的显性杠杆率较 2019 年末将提升 8.6 个百分点，1-5 月，政府赤字额约为 21000 亿元；截止至 6 月中旬，财政部已下达 2020 年新增地方政府专项债券额度 22900 亿元，发行进度 96%，占全年计划发行量的 58.4%，截止至 6 月末发行抗疫特别国债，面值总额 1700 亿元，占全年发行计划的 17%；上半年，政府显性杠杆率上升约 4.6 个百分点，下半年显性杠杆率上升空间 4 个百分点，考虑到其他派生的隐性杠杆，按 1:1 估算，下半年政府部门广义杠杆率约有 8 个点的上升空间。

图 6：当前中国政府部门显性杠杆率低于美国和日本同期水平



数据来源：国际清算银行（BIS），西南证券整理

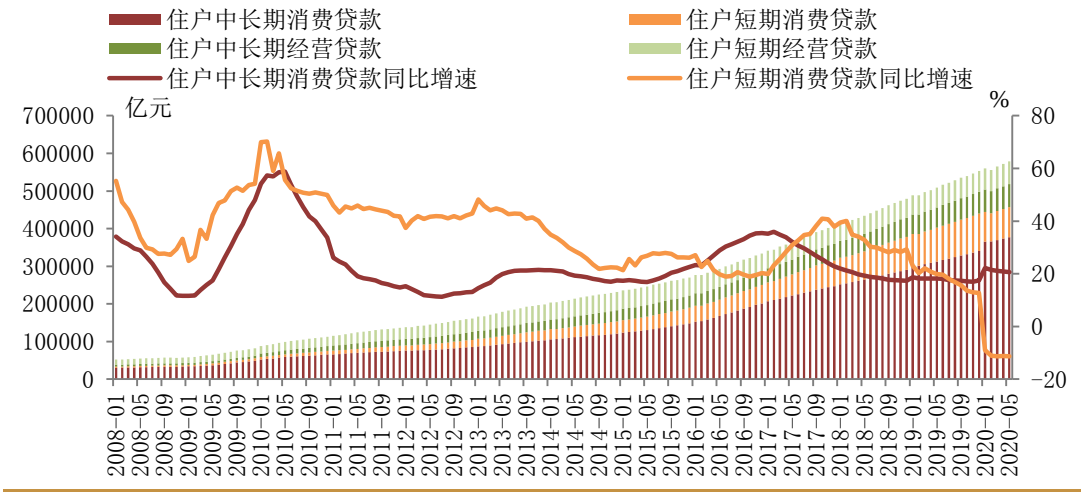
[2] 数据引自国家金融与发展实验室年会（2019），中国社会科学院经济研究所副所长、国家金融与发展实验室副主任张晓晶的"解剖中国债务灰犀牛"主题演讲。

3 下半年“加杠杆”的重点关注领域

3.1 居民部门：关注杠杆转移中的可选消费机会

年初以来，居民部门短期贷款中经营贷增速快于消费贷，其中居民短期消费贷自 1 月以来连续五个月负增长，疫情对居民消费的冲击非常大，日常消费的避险特征明显。而同期，居民部门的中长期贷款正好相反，消费贷增速快于经营贷。从 30 大中城市商品房成交套数来看，2 月份成交套数不及 2019 年同期的 1/3，但 3 月之后明显恢复，5 月同比增速收窄至 -5.0%，6 月增速虽又出现加速下降，但较 2 月降幅已收窄约 51.4 个百分点。与消费相比，居民购房受到的影响相对较小。考虑到就业市场仍有压力，预期收入不稳定等因素，居民加杠杆中会存在结构性分化，消费贷的主要群体受冲击较大，相对而言，住房按揭贷款的部分刚需仍会支撑居民中长期消费贷款保持一定增速。而本轮政策目的是要对居民杠杆结构进行调整，增加居民的短期消费贷和中长期的经营贷，目前监管部门正在促进居民消费和控制贷款用途之间取得平衡，防止经营贷和短期消费贷流入房地产市场，控制好流向后，居民加杠杆的结构能调整到什么程度仍有待观察，但在杠杆转移的过程中，可选消费可能会迎来一定程度的增长。

图 7：居民各类贷款增速的变化

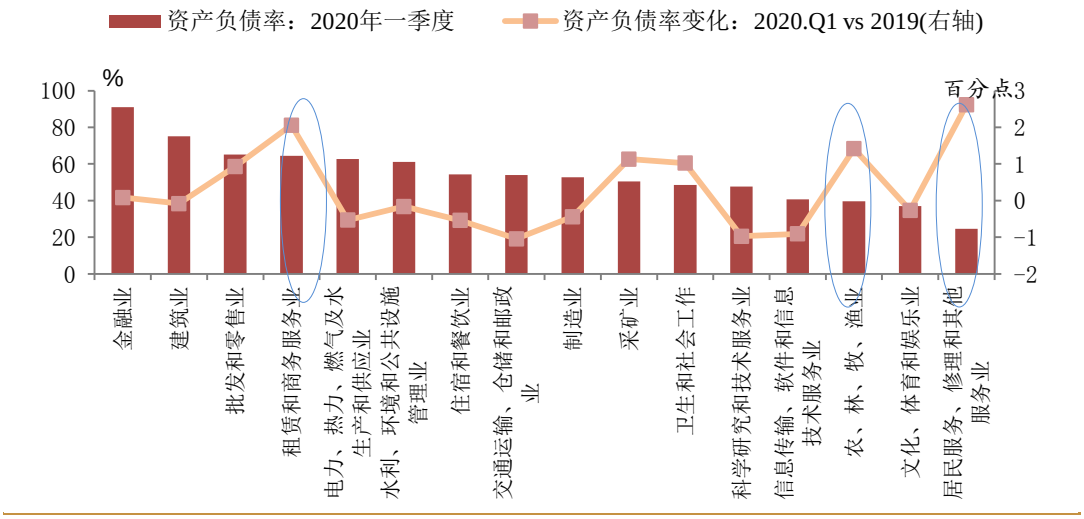


数据来源：中国人民银行，西南证券整理

3.2 企业部门：基础民生、农林牧渔及部分行业“恢复性”加杠杆

我们采用不同行业资产负债率，衡量企业部门的杠杆率。根据证监会对 A 股上市公司的行业分类，2020 年一季度 16 个大类行业中，金融业、建筑业、批发和零售业的资产负债率位列前三，均超过 60%，与 2019 年相比，资产负债率上升最快的行业是：居民服务、商务租赁和农林牧渔，其中，居民服务和农林牧渔一方面是由于此前杠杆率水平较低，资产负债率均小于 40%，另一方面这两个行业也是疫情之下政府资金的重点扶持对象，而商务租赁杠杆率的上升则属于被动型加杠杆。从今年政府的工作任务来看，“六保”的前“三保”仍是重中之重，并且居民服务、农林牧渔等基础民生领域目前杠杆率绝对值偏低，加杠杆空间较大，此外卫生和社会工作也有较大的政策性加杠杆机会，如果疫情年内不再爆发，三季度末文化、体育和娱乐业有可能出现恢复性“加杠杆”。

图 8：2020 年一季度 A 股上市公司不同行业资产负债率及变动情况

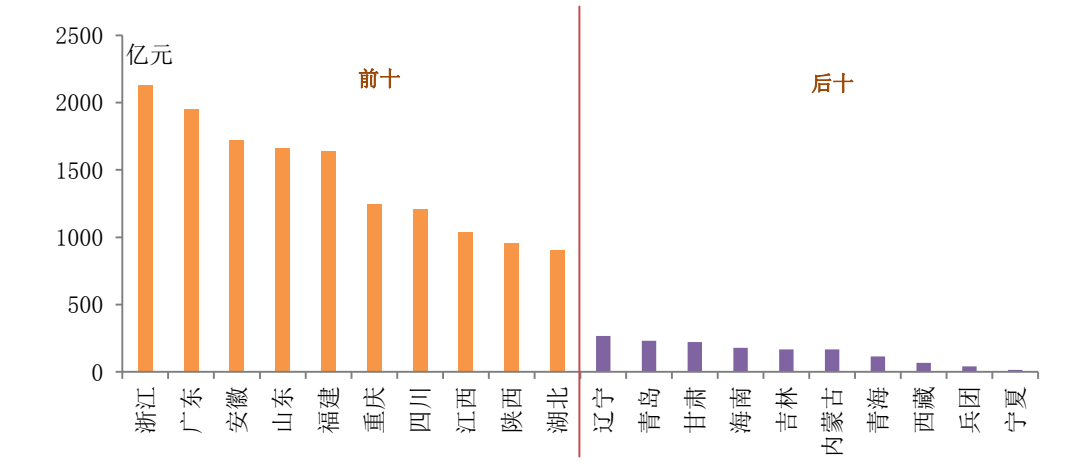


数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 政府部门：重点聚焦新旧基建、医疗与城乡建设

截至 6 月 15 日，全国各地发行新增专项债券 21936 亿元，发行进度 96%，从发行省份来看，浙江、广东、安徽、山东、福建的发行量位列前五，约占发行总量的 37.4%。从涉及的行业来看，8 成以上投向交通基础设施、市政和产业园基础设施、民生服务 3 个领域。其中，用于新建项目 7897 亿元、约占 36%，用于在建项目 14039 亿元、约占 64%。与政府工作报告中表述的“重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的‘两新一重’建设”的导向一致，预计下半年政府加杠杆的重点领域是基础民生和传统基建，在新基建方面，政府更希望的是引入更多的社会资本参与，所以加杠杆会是一个逐步累积的过程，我们看好中长期的加杠杆空间。

图 9：2020 年 1-6 月各省专项债发行额



注：数据截止至 2020 年 6 月 27 日。数据来源：Wind，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn