

相关研究

《复苏后的下一步——美国经济的现状与变化》2018.10.15

《减税治好了“英国病”——财税改革系列之五》2018.09.25

《美国税改的前世今生——财税改革系列之四》2018.09.25

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

意大利为何成为欧洲最大变数？

——意大利的局势变化与影响

投资要点:

- 近期意大利国债收益率持续走高，国债下跌背后是投资者对意大利政局和经济的担忧，为何意大利会陷入困局，对欧洲又会产生何种影响？
- **民粹崛起的意大利政局。新一届政府组阁一波三折。**在今年3月的议会大选中，右翼势力获得多数票，但是由于没有政党或者联盟达到独立组阁的标准，意大利政府出现了两个月的“悬浮议会”。5月16日两个右翼政党联合组阁，但是由于总统拒绝疑欧经济学家担任财长，5月27日总理候选人孔特宣布放弃组阁。后经多方斡旋，五星运动党更换财政人选，6月1日，新政府宣誓就职，意大利组阁风波才算告一段落。**联合政府主张充满民粹主义。**虽然意大利最终成功组阁，但联合组阁的两党均属于右翼政党，其执政计划草案包括保证最低收入、增加政府支出、取消退休金改革、驱逐非法移民等，均充满民粹主义。
- **而近期政府提高赤字目标更加剧了市场担忧。**9月28日，意大利政府宣布未来三年财政赤字目标为2.4%，大幅超过了欧盟目标。考虑到预算草案需要经过欧盟委员会审批，而当前意大利政府和欧盟就赤字问题争议较大，未来预算赤字草案仍然充满变数，这会加剧意大利局势动荡。
- **民粹政府加剧经济动荡。**实际上，意大利的问题还远远不止政局动荡这一项。首先，**意大利的主权债务较高**，在欧元区国家中仅次于希腊，而近期意大利国债收益率又持续攀升。除了主权风险加剧，**意大利经济一直表现平平**，2017年意大利GDP增速仅为1.6%，远低于德国和法国，也不及欧元区2.3%的平均水平。**低迷的经济使得意大利银行业深陷泥沼**，意大利银行的不良贷款持续处于高位，负利率环境导致银行的利润被不断压缩。而银行业危机也影响到了意大利的经济和金融市场。
- 意大利的经济问题来源于多个方面：**其一，制度设计导致政府效率低下。其二，货币政策和财政政策操作空间有限。其三，财政支出过大导致政府不堪重负。**考虑到退出欧元区的弊大于利，政府制度短期难以修改，**目前意大利政府真正需要和能够着手解决的就是财政支出结构调整**，这样既可以为刺激经济的财政支出腾挪空间，又能解决财政赤字问题，以缓解政府债务过高的情况。但是，**维持支持率的目的迫使新政府难以真正有效解决现有问题。**相反，意大利右翼政府的频频动作反而加剧了金融市场的动荡。
- **被拖入泥沼的欧洲。**身为欧元区第三大经济体，意大利的困境自然会影响到欧洲其他国家。今年以来，**意大利股市的两次大跌都对欧洲主要股市形成了明显拖累**，股市上的联动实际上反映了意大利与欧盟在经济和金融市场上的休戚与共。意大利对欧洲经济的直接影响来自于紧密的贸易关系。同时，资本市场密切的投资活动也加剧了金融市场的联动效应，意大利市场的波动会通过投资盈亏很快传导到其他国家的金融市场。
- 前面已经分析，意大利的问题根结在于财政支出结构改革，而这一问题短期看不到缓解迹象，同时意大利民粹政府的执政理念与欧盟主流观点有很大差异，未来意大利局势还可能出现更多变数。未来，**意大利局势动荡将增加欧洲经济复苏的不确定性，延缓欧央行货币政策正常化进程，对欧元汇率产生压制，并助推美元指数走强。**

目 录

1. 民粹崛起的意大利政局	4
2. 民粹政府加剧经济动荡	6
2.1 不堪重负的经济	6
2.2 雪上加霜的政府	7
3. 被拖入泥沼的欧洲	9

图目录

图 1	18 年 3 月意大利议会选举支持率分布	4
图 2	意大利组阁历程	4
图 3	五星运动和北方联盟联合组阁的执政计划草案内容	5
图 4	意大利预算案审批流程	5
图 5	2017 年欧元区主要国家政府债务/GDP (%)	6
图 6	2017 年欧元区主要国家 GDP 增速 (%)	6
图 7	意大利制造业 PMI	6
图 8	意大利、法国、德国和欧盟不良贷款率 (%)	7
图 9	意大利三大银行利润率 (%)	7
图 10	意大利经济问题主要原因	7
图 11	PIIGS 五国社会福利支出/GDP (%)	8
图 12	PIIGS 五国财政盈余/GDP	8
图 13	意大利国债收益率 (%)	8
图 14	德国、法国和意大利主要股指走势 (2017 年底=100)	9
图 15	欧盟内部和外部出口规模 (十亿欧元)	9
图 16	意大利自欧盟内部进口规模 (十亿欧元)	9
图 17	意大利国际收支金融账户资产规模 (百亿欧元)	10
图 18	意大利国际收支金融账户负债规模 (百亿欧元)	10
图 19	欧元区和美国基准利率 (%)	10
图 20	欧元兑美元汇率	10

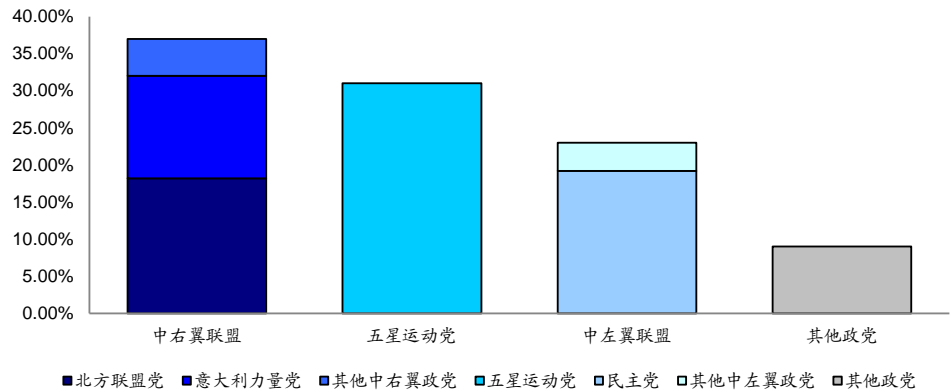
近期意大利国债收益率持续走高，国债下跌背后是投资者对意大利政局和经济的担忧，为何意大利会陷入困局，对欧洲又会产生何种影响？本篇专题我们尝试对这些问题进行分析。

1. 民粹崛起的意大利政局

16年底至今意大利政局就持续动荡。2014年时任联合政府内阁总理伦齐提出宪法改革法案，旨在改革两大议会的权力与构成。由于法案没有获得参众两院三分之二以上支持，法案最终在2016年12月进行全民公投。公投并未获得通过导致伦齐辞去总理职务，随后由真蒂洛尼临时接任，意大利政局动荡拉开序幕。

3月大选中右翼势力获得多数票，但出现两月“悬浮议会”。在今年3月举行的新一届议会大选中，迪马约领导的极右翼政党五星运动党获得31%支持率，位居首位。而前主要执政党民主党的支持率虽然达到19.2%，但其领导的中左翼联盟支持率仅23%。考虑到没有任何政党支持率超过独立组阁的标准，意大利政府出现了两个月的“悬浮议会”。

图1 18年3月意大利议会选举支持率分布

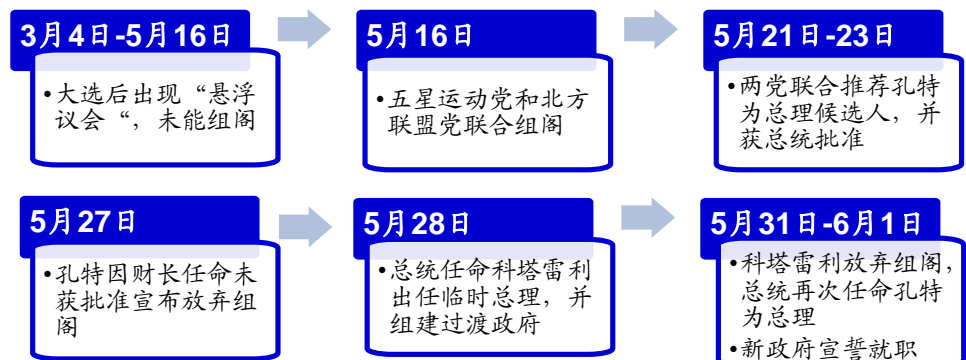


资料来源：搜狐网，海通证券研究所整理

随后组建内阁经历了一波三折。5月16日极右翼政党五星运动党和北方联盟党达成联合组阁协议，5月21日两党推选法律教授孔特为总理。由于总统拒绝特欧元怀疑论的经济学家萨弗那担任财长，5月27日孔特宣布放弃组阁。总统的举动引发两党不满，五星运动党声称有意弹劾总统。5月28日，总统任命前IMF官员、经济学家科塔雷利任临时总理，并授权他组建过渡政府，以待重新举行大选。

后经多方斡旋，五星运动党态度缓和，并称愿意更换财长人选且从未计划脱离欧元区。5月31日科塔雷利宣布放弃组阁，随后总统重新任命孔特为候任总理，并任命反对退出欧元区的经济学家乔瓦尼·特里亚出任财长。**6月1日，新政府宣誓就职，意大利此番组阁风波才算告一段落。**

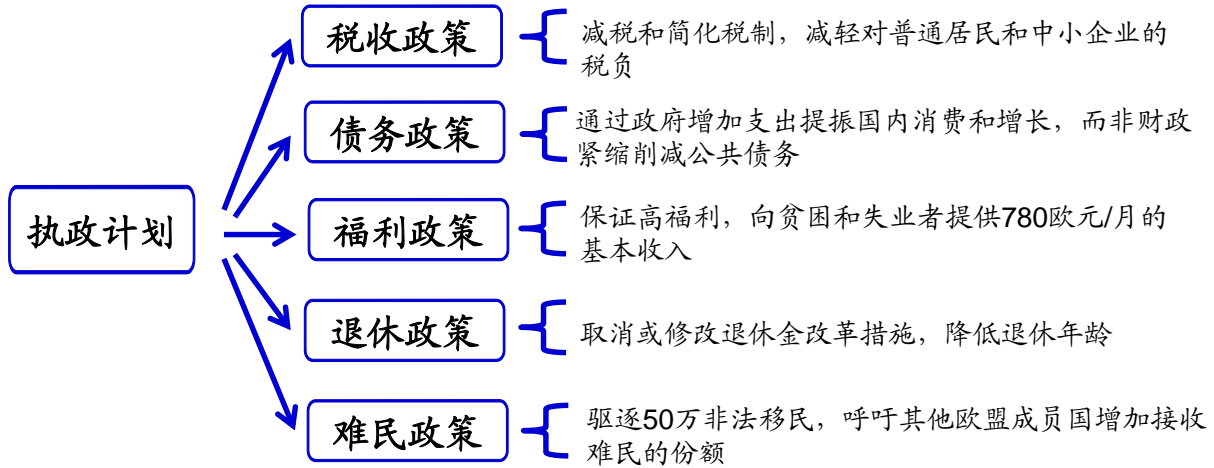
图2 意大利组阁历程



资料来源：海通证券研究所整理

虽然意大利最终成功组阁，并且疑欧的财长任命没有通过，但**联合组阁的五星运动和北方联盟党均属于右翼政党，其政策主张充满民粹主义**。具体来说，5月中旬披露的两党联合内阁执政计划草案主要涉及税收、债务、福利、退休和难民等多个方面。其中包括保证最低收入、增加政府支出、取消退休金改革、驱逐非法移民等均反映出了较强的民粹主义，前几项更会加大意大利的财政负担，不利于解决主权债务问题。

图3 五星运动和北方联盟联合组阁的执政计划草案内容

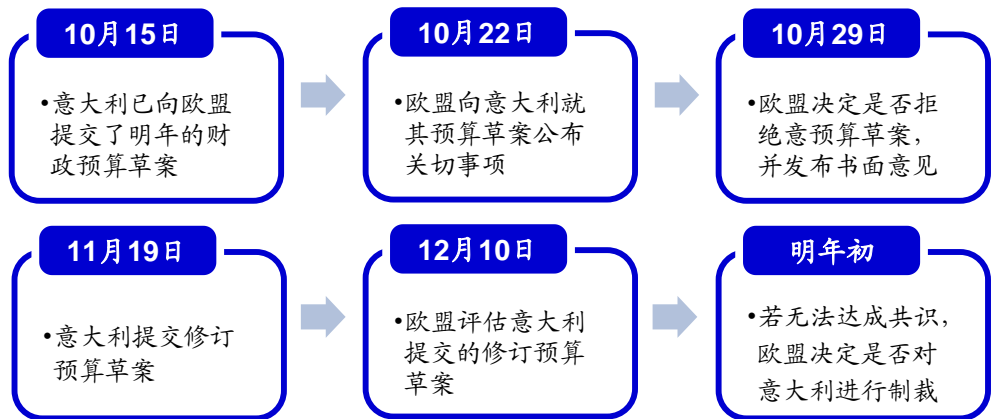


资料来源：海通证券研究所整理

而近期意大利政府批准提高政府赤字目标，又加剧了市场的担忧情绪。市场普遍关注意大利新政府 2019 年的赤字目标，主要因为执政联盟一直坚持增加财政赤字以兑现竞选中关于减税和高福利的承诺。9月28日，意大利政府宣布未来三年财政赤字目标为 2.4%，大幅超过了欧盟为上届政府设定的 2019 年赤字比重 0.8% 的目标，从而引发了欧盟的强烈不满。

预计意大利预算赤字的争议未来仍然充满变数。目前意大利政府已经向欧盟委员会提交财政预算草案，按规定委员会将在 10 月底前给予意见，决定草案是否通过。考虑到欧盟已经表示意大利扩大预算赤字目标违反了欧盟预算规则，并开始对意大利新政府施压，委员会不同意草案并迫使意大利修改的可能性较大。如果草案没有通过，意大利政府需要在欧盟意见发布三周后提交修订预算，随后欧盟委员会在三个星期内来评估意大利提交的修正预算草案。如果意大利拒绝改变其预算草案，明年初委员会将决定是否对意大利实施严格的惩罚措施。可见，未来意大利政府和欧盟针对赤字问题的争论仍会继续，这会加剧意大利局势的动荡。

图4 意大利预算案审批流程



资料来源：路透社，海通证券研究所整理

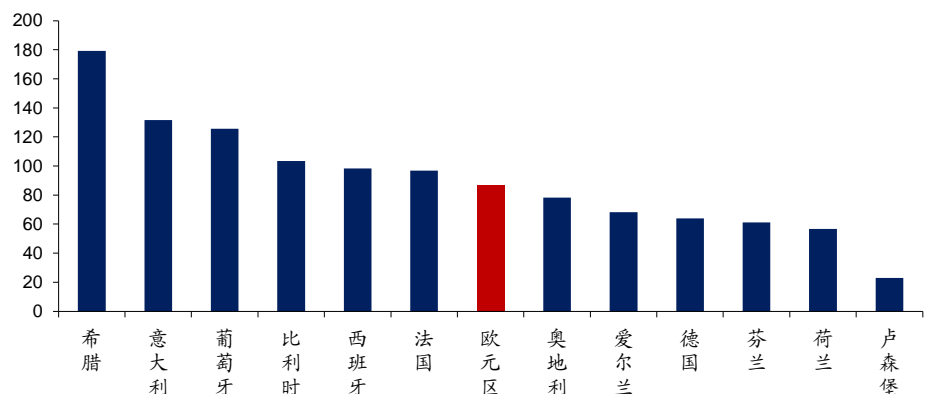
2. 民粹政府加剧经济动荡

2.1 不堪重负的经济

实际上，意大利的问题还远远不止政局动荡这一项。首先，意大利的主权债务较高，在欧元区国家中仅次于希腊。自 2008 年美国次贷危机之后，意大利政府债务占 GDP 的比重就持续攀升，年均增长超过 3 个百分点。截止 2017 年底，意大利政府债务占 GDP 的比重高达 131.7%，仅次于 09 年发生过严重债务危机的希腊，并且远高于欧元区 86.7% 的平均水平。

而近期意大利国债收益率又持续攀升。意大利政府债务过高导致投资者对意大利的主权信用产生担忧，同时意大利的政局动荡又加剧了这一问题。以意大利与德国 10 年期国债收益率利差来衡量意大利主权风险溢价，我们可以发现意大利风险溢价在近几个月持续攀升，目前已经达到 2013 年以来的最高值。

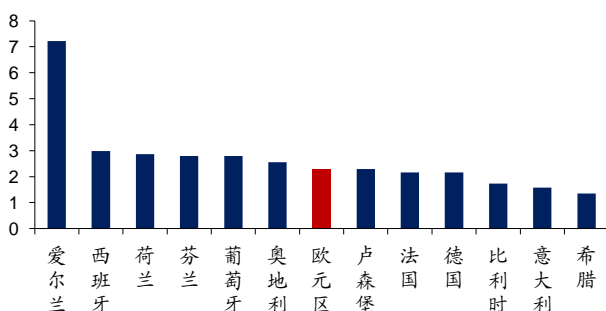
图5 2017年欧元区主要国家政府债务/GDP (%)



资料来源：BIS，海通证券研究所

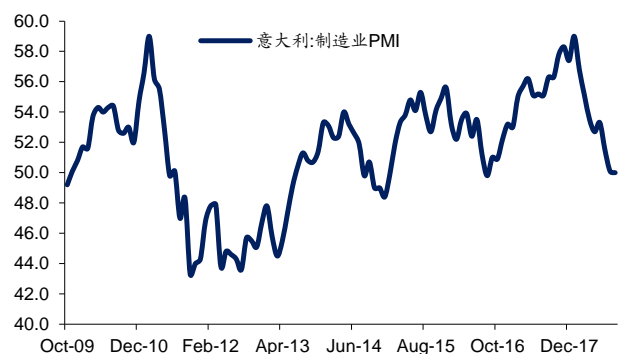
除了主权风险加剧，意大利经济一直表现平平。意大利与其他欧洲国家一样，在次贷危机时期经济遭受重创，GDP 增速一度跌至 -5.5%。随后几年经济有所反弹，但是反弹力度一直不如其他国家，2012-2013 年 GDP 也一直处于负增长状态。2017 年意大利 GDP 增速仅为 1.6%，远低于德国和法国，也不及欧元区 2.3% 的平均水平。

图6 2017年欧元区主要国家 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 意大利制造业 PMI

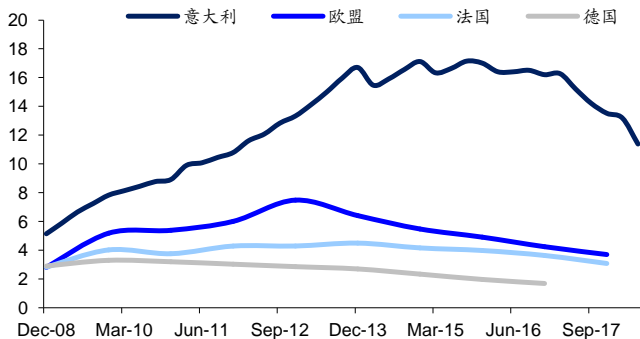


资料来源：Wind，海通证券研究所

低迷的经济使得意大利银行业深陷泥沼。一方面，经济的疲软和低效的司法体制导致意大利银行的不良贷款持续处于高位，尽管 14 年以来不良贷款率有所下降，但是 2018 年二季度不良贷款率仍然达到 11.4%，远高于同期欧盟其他国家水平。另一方面，经济的疲软导致意大利信贷需求不强，贷款利率持续走低，叠加欧央行的负利率政策，意大利银行的利润被不断压缩，甚至出现亏损。

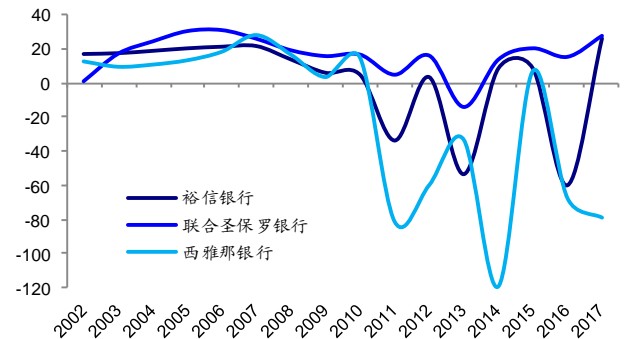
而银行业危机也影响到了意大利的经济和金融市场。意大利的融资体系主要以银行为主，2017年国内信贷规模达到3.4万亿美元，相当于当年GDP的173%，银行业危机导致意大利融资环境恶化，让整体经济复苏的前景蒙上阴影。同时，银行业的坏账问题引发投资者担忧，意大利最大银行裕信银行的股价从2015年底的超过30欧元每股腰斩到近期的12欧元每股，银行股的低迷也拖累整个金融板块和股市走低。

图8 意大利、法国、德国和欧盟不良贷款率 (%)



资料来源：世界银行，海通证券研究所

图9 意大利三大银行利润率 (%)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

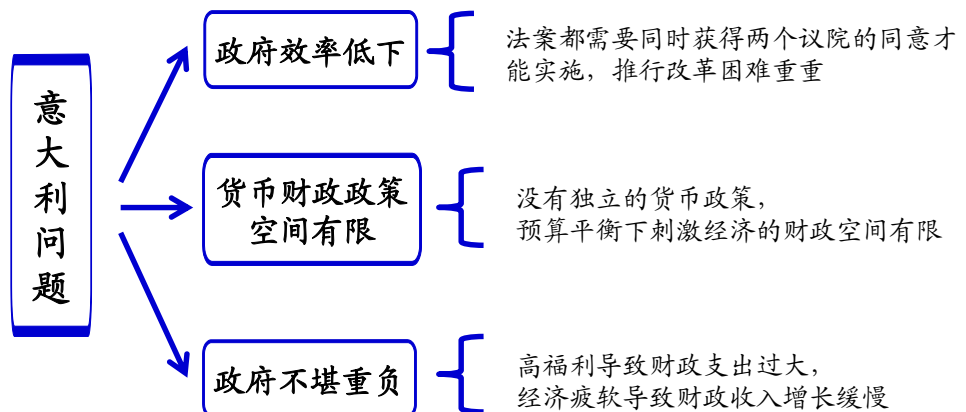
2.2 雪上加霜的政府

实际上，意大利的经济问题来源于多个方面：其一，制度设计导致政府效率低下。意大利政府提交的任何法案都需要同时获得两个议院的同意才能实施，这就导致法案经常因为两院的讨论和修改而耽误推行时间。意大利前总理伦齐提出宪法改革法案就是为了解决这一问题，但是16年底的全民公投并未通过，可见制度问题一时半会难以修改。

其二，货币政策和财政政策操作空间有限。一方面，意大利属于欧元区成员，没有独立的货币政策，因此无法利用宽松的货币政策或者汇率贬值来刺激经济增长，而这也是享有货币一体化的弊端。另一方面，为了应对欧洲债务问题，欧元区国家2012年签署了旨在协调财政政策的《欧洲经济货币联盟稳定、协调和治理公约》，要求各国政府结构性赤字不得超过GDP的0.5%，因此公约要求意大利财政平衡，在现有财政支出结构下，刺激经济的财政空间有限。

其三，财政支出过大导致政府不堪重负。意大利属于高福利国家，2017年意大利政府社会福利支出占GDP的比重达20%，远高于其他欧洲国家。过高的福利支出使得意大利的财政支出一直较大，叠加经济疲软导致财政收入增长缓慢，2017年意大利赤字率高达2.3%，而这也是意大利主权债务不断扩大的根源。

图10 意大利经济问题主要原因



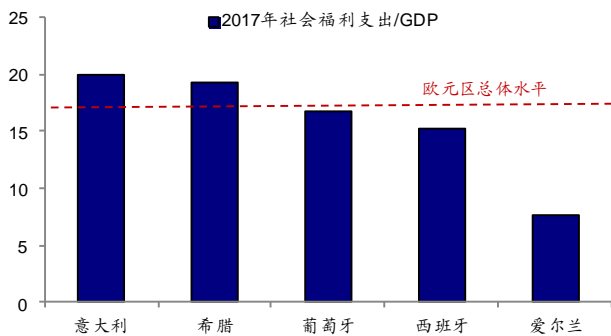
资料来源：海通证券研究所整理

考虑到退出欧元区的弊大于利，政府制度短期难以修改，目前意大利政府真正需要

和能够着手解决的就是财政支出结构调整，这样一方面能够为刺激经济的财政支出腾挪空间，另一方面也能解决财政赤字问题，以缓解政府债务过高的情况。

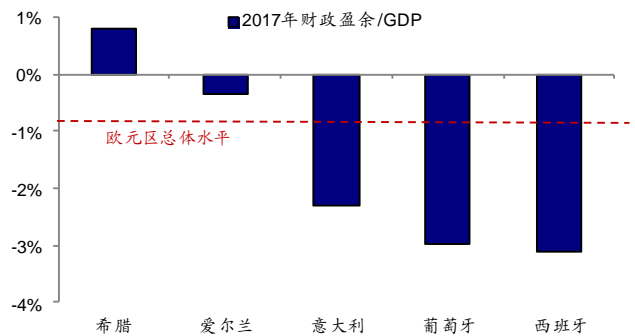
但是，从目前意大利政府的举措来看，维持支持率的目的迫使新政府难以真正有效解决现有问题。首先，在5月中旬披露的联合内阁执政计划中保证最低收入和取消退休金改革，反映出意大利民粹政府为了争取民意支持率维持了高福利政策，这将导致意大利福利相关财政支出难以缩减。其次，意大利内阁刚批准了具有争议性的扩张性预算案，大幅提高2019年的财政预算赤字至2.4%。目前该法案已被提交至欧盟委员会，这无疑会延缓意大利主权债务缩减的进程。

图11 PIIGS 五国社会福利支出/GDP (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 PIIGS 五国财政盈余/GDP

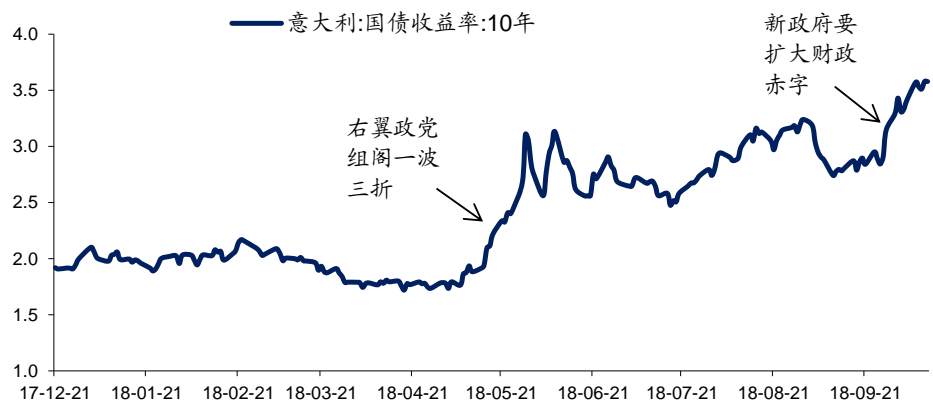


资料来源: Wind, 海通证券研究所

相反，意大利右翼政府的频频动作反而加剧了金融市场的动荡。今年以来意大利国债收益率出现过两次短期飙升的情况，并且都与政局动荡相对应。具体来说，今年5月以来，当时随着五星运动党和北方联盟党两党达成执政联盟的可能性越来越高，市场避险情绪激增。5月16日，两党达成组阁协议并计划推荐疑欧经济学家萨弗那担任财长，市场避险情绪进一步飙升。5月29日，当时两党组阁失败，意大利可能要重新举行大选，政局前景充满不确定性，市场避险情绪再次大幅升温，这期间意大利10年期国债收益率自2014年6月以来首次突破3%。

9月28日，意大利新政府宣布扩张性财政赤字目标，引发市场恐慌，国债收益率当日涨幅超过20BP。近期，10年期国债收益率已经突破3.5%，屡创近年新高。由于该财政赤字的争议预计会持续到年底，意大利国债收益率在近期可能还会由于政治因素经历大幅度波动。

图13 意大利国债收益率 (%)

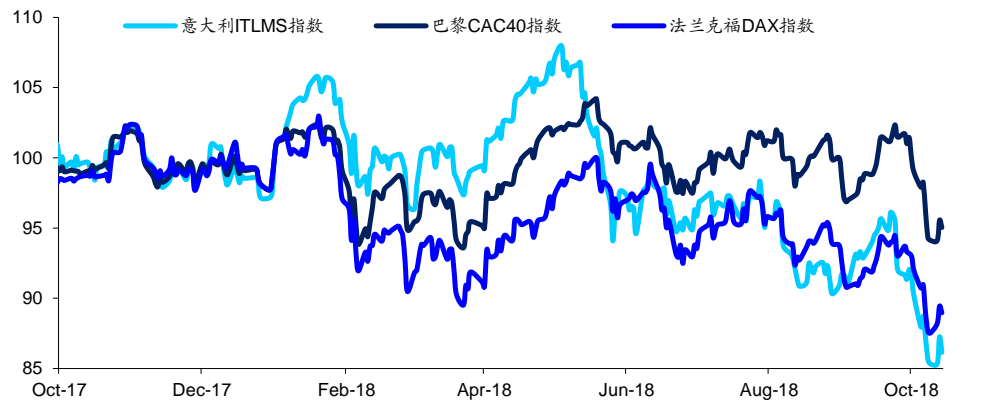


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 被拖入泥沼的欧洲

身为欧元区第三大经济体，意大利的困境自然会影响到欧洲其他国家。今年以来，意大利股市的两次大跌都对欧洲主要股市形成了明显拖累。具体来说，5月中下旬组阁波折导致意大利股市累计下跌超过8%，德国和法国股市在随后也出现了接近4%的下跌；而近期意大利政府意图扩大财政赤字的举动又导致意大利和法国股市截止10月17日下跌超过6%，德国股市也下跌超过4%。股市上的联动实际上反映了意大利与欧盟在经济和金融市场上的休戚与共。

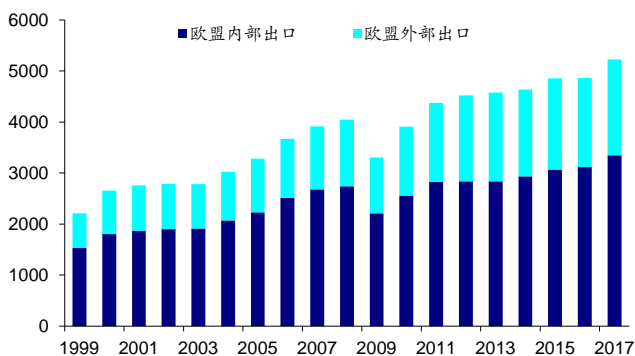
图14 德国、法国和意大利主要股指走势（2017年底=100）



资料来源：Wind，海通证券研究所

意大利对欧洲经济的直接影响来自于紧密的贸易关系。由于地理位置和欧元区货币一体化的原因，欧盟内部间贸易规模远大于外部贸易。2017年欧盟内部出口规模3.3万亿欧元，而外部出口规模仅为1.9万亿欧元。作为欧元区第三大经济体，2017年意大利从欧盟其他国家进口的商品规模达到2491亿欧元，占欧盟内部总贸易规模比重达到7.4%，占欧元区贸易比重更大。意大利局势的动荡导致意大利经济难有起色，这会影响到意大利对欧洲其他国家的进口需求，从而直接影响各国经济。

图15 欧盟内部和外部出口规模（十亿欧元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 意大利自欧盟内部进口规模（十亿欧元）

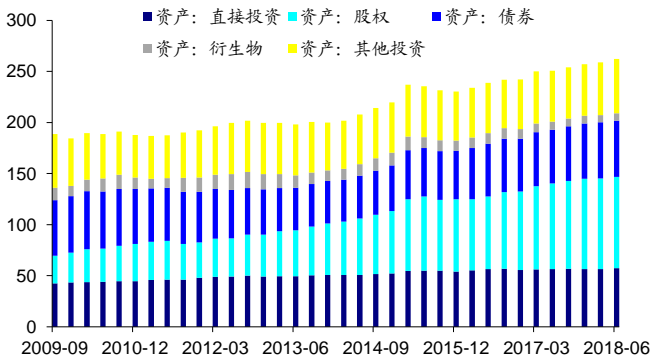


资料来源：Wind，海通证券研究所

同时，资本市场密切的投资活动也加剧了金融市场的联动效应。根据意大利国际收支情况，截止2017年意大利对外投资规模达到2.6万亿欧元，其中股权和债券投资规模分别达到8961亿欧元和5492亿欧元。而海外投资意大利的资金规模达到2.8万亿欧元，其中股权和债券投资规模分别达到2415亿欧元和9720亿欧元，这其中有一部分资金来源于欧洲各国。

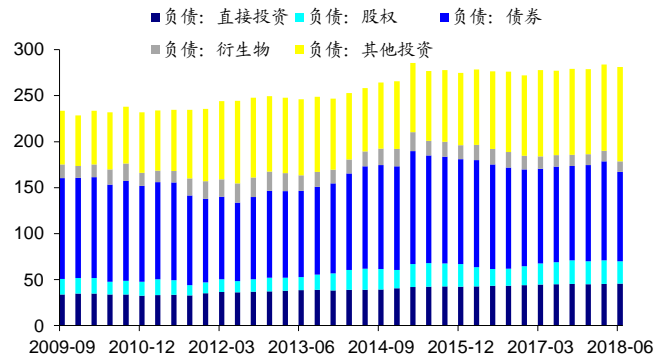
由于欧洲各国之间投资活动频繁，意大利市场的波动会通过投资盈亏很快传导到其他国家的金融市场。以意大利国债为例，意大利国债每轮下跌都会导致持有意大利国债的金融机构出现大额亏损，进而导致投资者抛售相关股票，而相关股价下跌又会影响到市场情绪，叠加意大利不利消息的催化，股市大跌在所难免。

图17 意大利国际收支金融账户资产规模（百亿欧元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 意大利国际收支金融账户负债规模（百亿欧元）

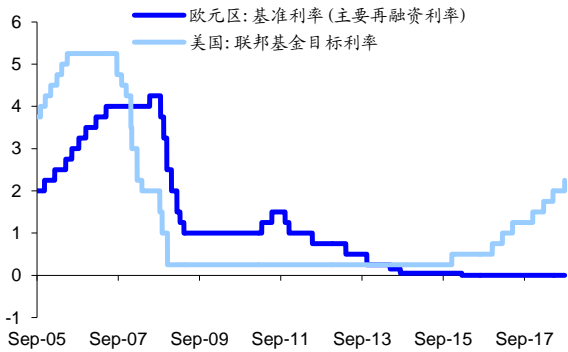


资料来源：Wind，海通证券研究所

意大利问题短期难以缓解，需注意未来民粹政府可能产生的黑天鹅。前面已经分析过，意大利的问题根结在于财政支出结构改革，而这一问题短期看不到缓解迹象，同时意大利民粹政府的执政理念与欧盟主流观点有很大差异，未来意大利局势还可能出现更多变数，后续意大利民粹政府与欧盟的争议可能会产生更多的黑天鹅，加剧欧洲金融市场的动荡。

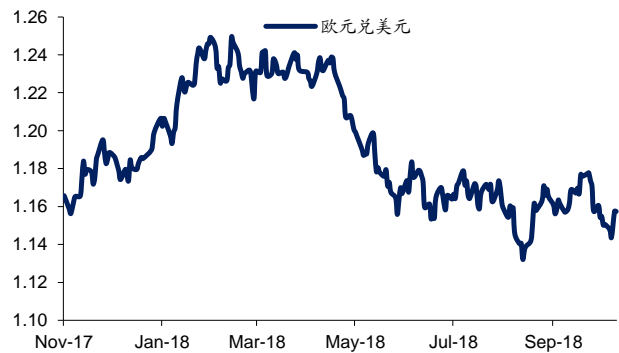
同时，意大利局势动荡增加了欧洲经济复苏的不确定性，延缓欧央行货币政策正常化进程，对欧元汇率产生压制，并助推美元指数走强。今年以来，欧洲经济复苏动能已经出现一定程度回落。考虑到意大利与欧洲休戚与共，意大利的局势动荡增加了欧央行货币政策正常化过程中的阻碍，有可能延缓欧央行的货币紧缩进程。今年美联储加息节奏明显加快，而欧央行的货币紧缩计划已经远远落后于美国，这将导致欧元汇率承受较大的贬值压力。考虑到美元指数中欧元占比较大，欧元兑美元贬值将进一步助推美元指数走强。

图19 欧元区和美国基准利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 欧元兑美元汇率



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

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

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@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
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@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
联系人
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

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
潘莹莹(021)23154122 py110297@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

汽车行业

王猛(021)23154145 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩 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 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
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

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
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

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹蓉(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@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 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 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com 联系人 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 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 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	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈(010)50949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 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	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@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 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@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	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 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 联系人 林加力(021)23214395 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
家电行业 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	造纸轻工行业 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

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 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