

## 相关研究

《18年全球经济怎么样？——从PMI视角解读经济》2019.01.07

《19年基建投资如何看？——论基建投资反弹力度和投向》2019.01.05

《找工作变难了么？》2019.01.04

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:ljl11087@htsec.com

证书:S0850518070004

## 开年大反弹，汇率怎么看？

### 投资要点:

- **哪些因素影响汇率？货币政策与利率平价。**利率水平是影响汇率波动的重要因素之一，反映了利率平价，其背后是经济基本面的差异和货币政策的变化。利率很大程度上可以解释中美即期汇率的变动趋势。**货币供需与经济增长。**国际收支刻画了本币与外币相对的需求，非储备金融账户变动与资本流动有关，经常账户则主要与贸易有关，贸易顺差带来外储积累，有助于支撑汇率，而贸易逆差对应着消耗外储。长期来看，货币超发程度也影响汇率，本质上决定货币长期价值的，是货币增速与经济增长的相对关系，因而汇率的长期趋势其实反映了经济增长的潜力。
- **18年：人民币是如何贬值的？18年人民币汇率大体趋势与美元指数有着很强的关联。**18年初美元指数低位盘整，人民币汇率呈现出偏强走势；18年二季度美元指数大幅反弹，人民币贬值压力也逐渐上升，最终在三季度明显贬值；18年四季度美元指数从持续上行变为高位震荡，人民币汇率也相应维持在6.9左右弱势震荡。其次，**中美贸易摩擦也对18年的人民币汇率产生了较大影响。**对一篮子货币的CFETS人民币汇率指数大幅走低始于18年6月，主要时间节点与中美贸易摩擦有关。18年6月中旬至8月中旬的两个月内，美元指数仅上升1.4%，但CFETS汇率指数跌幅高达5.2%，其中既有对前期人民币汇率偏强的修正，更有贸易战担忧下汇率的超跌。**最后，下半年央行也加强了对外汇市场顺周期行为的调控。**央行在三季度开始采取多项逆周期调节措施，并频繁出面对市场传递稳定汇率的讲话，一定程度上防止了汇率大幅贬值的自我强化。
- **19年：开年大反弹，汇率怎么看？**进入19年央行全面降准，货币宽松加码，但人民币汇率非但没有加深贬值，反而明显反弹。**我们认为今年人民币贬值压力将较18年减轻，人民币汇率有望走稳，从弱势贬值转向双向波动。**(1)**美国加息尾声，外部约束减轻。**18年四季度以来，伴随着减税效应减退、加息效果传导，美国一些重要经济指标出现回落，暗示本轮美国经济复苏拐点很可能已经出现，同时美国通胀上行速度放缓，美联储传递偏鸽信号，18年12月议息会议后美元指数回落了超过1%，同期不少新兴市场货币都出现明显涨幅。美国加息后期，美元指数上行空间往往比较有限。**19年中美经济大概率由18年的分化变为同向，货币政策分歧趋于收敛，将改善人民币的外部环境。**(2)**贸易冲突暂缓，顺差影响可控。**一方面，近期中美谈判传出积极信号，助推短期汇率反弹。18年12月初G20峰会后，中美暂停冲突升级并重启磋商，对人民币的悲观情绪缓解，12月以来美元指数下跌1.6%，但美元兑人民币汇率从6.95附近反弹至6.75，涨幅近3%。**另一方面，中国未来增加进口会压缩顺差，形成汇率的贬值压力，但我们认为这种压力比较可控。**过去半年人民币明显贬值，但并未像15年那样导致外储大幅流失。而扩大进口也不必然导致赚取顺差能力的丧失。过去几十年的经验表明，扩大开放有利于提升国内效率、促使真正优秀的企业脱颖而出，对提高国内产业的竞争力并不是坏事，因而很难出现长期严重逆差和耗尽外储。(3)**金融市场开放，资本加大流入。**人民币国际化推进与金融市场扩大开放，正共同吸引资金流入。16年人民币加入SDR后到18年三季度，其他国家人民币储备资产的持有规模翻了一倍，占比也在提升。17年以来，外资对我国债市和股市呈持续流入的态势，与16年末相比，境外机构和个人持有的境内人民币股票和债券资产规模都翻了一倍。**汇率企稳有助于吸引资金流入，而金融市场开放和外资流入反过来又会增加对人民币的需求，有助于支撑汇率。**

## 目 录

---

1. 哪些因素影响汇率? .....	5
1.1 货币政策与利率平价 .....	5
1.2 货币供需与经济增长 .....	5
2. 18年: 人民币是如何贬值的? .....	6
3. 19年: 开年大反弹, 汇率怎么看? .....	8
3.1 美国加息尾声, 外部约束减轻 .....	8
3.2 贸易冲突暂缓, 顺差影响可控 .....	10
3.3 金融市场开放, 资本加大流入 .....	11

## 图目录

图 1	中美 1 年期国债利差及美元兑人民币汇率 .....	5
图 2	中国国际收支账户主要非储备项目差额及美元兑人民币汇率 .....	6
图 3	中国和美国 M2 规模 (万亿美元) .....	6
图 4	美元指数及美元兑人民币汇率 .....	7
图 5	中美 10 年期国债利差和美元兑人民币汇率 .....	7
图 6	CFETS 人民币汇率指数走势 .....	8
图 7	美国耐用品新订单同比 (%) .....	9
图 8	美国 PCE 和核心 PCE 同比 (%) .....	9
图 9	近期美元指数持续回调 .....	9
图 10	1 月前 11 天美元指数及主要新兴市场汇率变化 (%) .....	9
图 11	美元指数和美联储基准利率 .....	9
图 12	中美 10 年期国债收益率走势 (%) .....	10
图 13	美元兑人民币汇率及美元指数 .....	10
图 14	外储与人民币汇率 .....	11
图 15	阿根廷主要出口产品的占比 (%) .....	11
图 16	中国主要出口产品的占比 (%) .....	11
图 17	官方储备资产中的人民币规模和占比 .....	12
图 18	境外机构和个人持有境内人民币金融资产 (亿元) .....	12
图 19	沪港通和深港通北向成交月度净买入 (亿元) .....	12
图 20	银行间市场境外机构持有债券规模和占比 .....	12

## 表目录

---

表 1 18 年央行加强对汇率的逆周期调控.....	8
----------------------------	---

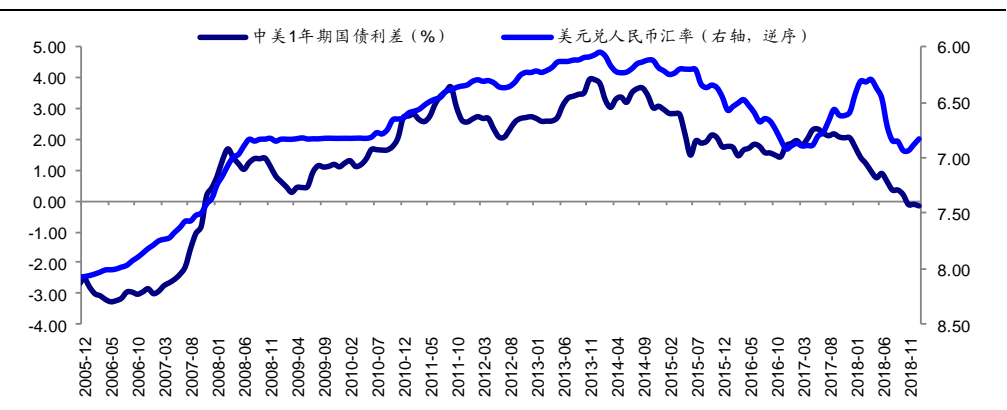
## 1. 哪些因素影响汇率？

### 1.1 货币政策与利率平价

利率水平是影响汇率波动的重要因素之一，其背后是经济基本面的差异和货币政策的变化。这反映了利率平价的含义，资金总是倾向从利率低的国家流入利率高的国家以获得更高收益，因而两国利率的相对变动就会影响资本流动的方向和汇率。利率平价下，对即期汇率而言，利率相对走高的国家汇率升值，而另一方则有贬值压力。

利率平价很大程度上可以解释中美即期汇率的变动趋势。中国汇率机制几经改革，但整体趋势也符合利率平价的规律，中美汇率的走势反映了中美之间的利差变化。08年危机以后，美国采取超级宽松的货币政策，中美1年期国债利差从0逐渐扩大到14年最高时的近400BP，人民币保持升值趋势，而随着美国退出QE并逐步加息，中美利差开始收窄，人民币汇率升值趋势也转为贬值。

图1 中美1年期国债利差及美元兑人民币汇率

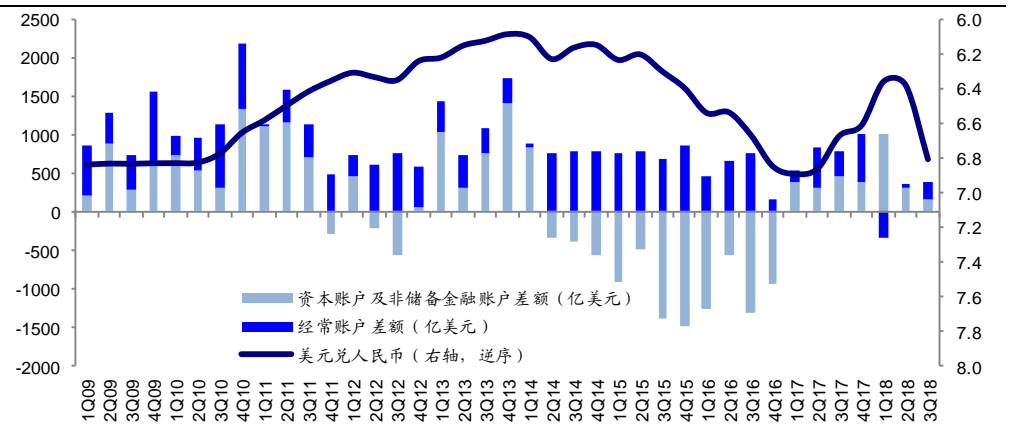


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 1.2 货币供需与经济增长

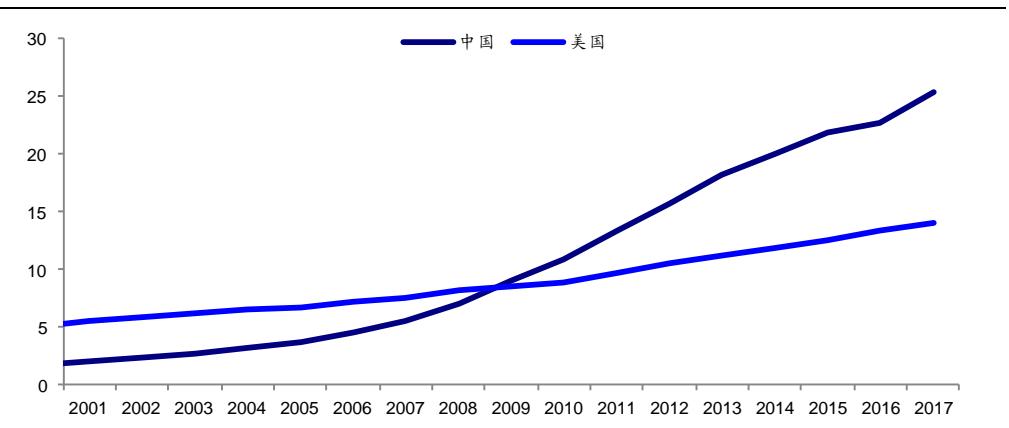
汇率可以看作是不同货币的标价，既然是价格就离不开供求关系。

国际收支刻画了本币与外币相对的需求，因而也影响着汇率。简言之，外汇支出大于外汇收入对应国际收支逆差，意味着对外币的需求大于供应，本币就面临贬值压力。国际收支下的非储备金融账户变动与资本流动有关，是资本流向利率和收益更高的国家的结果，这也与利率平价联系在一起；而国际收支下的经常账户则主要与贸易有关，贸易顺差带来外汇储备积累，从中长期看，外汇储备有助于对汇率形成支撑，而贸易逆差对应着外汇支出更多，会消耗外储。

**图2 中国国际收支账户主要非储备项目差额及美元兑人民币汇率**


资料来源：Wind，海通证券研究所

而从长期来看，汇率还和对应国家货币的供应有关，也就是货币超发程度影响货币的价值。一国的货币严重超发往往对应着货币的贬值，这也可以从购买力平价的角度来理解，超发货币如果都对应到一定的可贸易品上，那么过量的货币供应就必然导致购买力的降低。15年之后人民币贬值压力的上升一定程度上也与过去十年人民币的持续超发有关，从广义货币 M2 的角度衡量，08 年之前中国的 M2 规模还低于美国，但在随后的十年里中国 M2 快速增长，到 2017 年已几乎是美国 M2 的两倍。

**图3 中国和美国 M2 规模（万亿美元）**


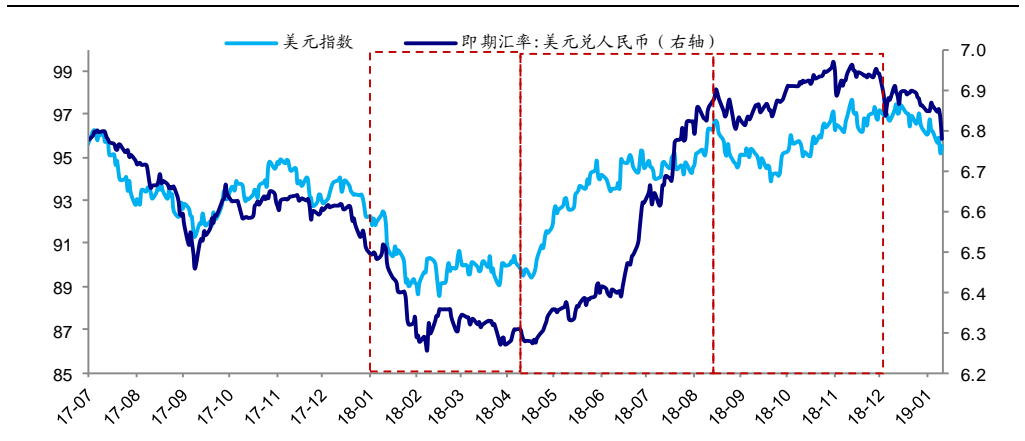
资料来源：CEIC，海通证券研究所

更进一步看，决定货币长期价值的，本质上还是货币增速与经济增速的相对关系，因而汇率的长期趋势其实反映了经济增长的潜力。与十年前相比，到 17 年末中国的广义货币是 08 年的 3.6 倍，而名义 GDP 规模是 08 年的 2.7 倍，而美国的这两个比例分别为 1.7 倍和 1.3 倍。如果经济潜在增速放缓，但货币持续高增，最终只会带来通货膨胀和货币贬值的后果，而如果提升技术、人口、土地等要素对经济增长的贡献，改善经济潜在增速，那么长期来看汇率便会趋向升值。

## 2. 18 年：人民币是如何贬值的？

回顾 18 年的汇率表现，人民币汇率大体趋势与美元指数有着很强的关联。18 年美元的相对强弱很大程度上决定了人民币是弱势还是强势，两者的表现大致可以分为三个阶段：首先是 18 年初美元指数经历前期下跌后低位盘整，人民币汇率相应呈现出偏强的走势；其次在 18 年二季度，美元指数大幅反弹，人民币贬值压力逐渐上升，最终在三季度出现了一波明显的贬值；最后，到四季度美元指数从持续上行变为高位震荡，而人民币汇率也相应维持在 6.9 左右弱势震荡。

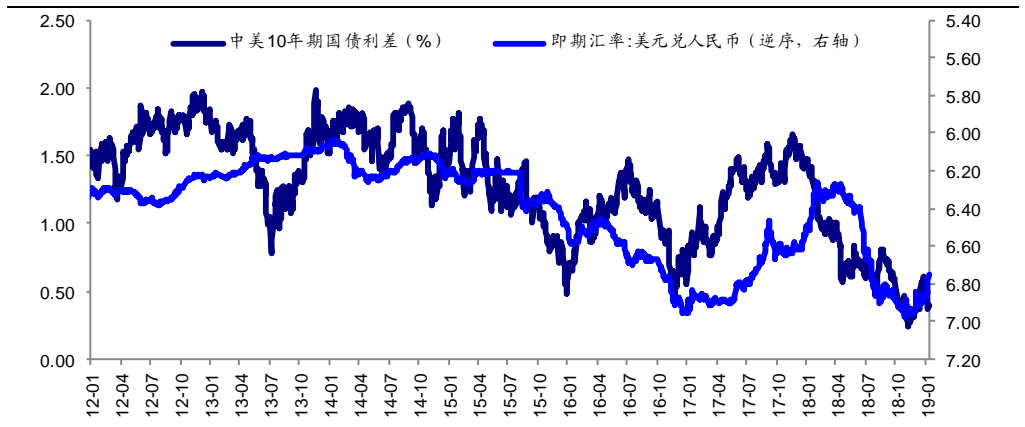
图4 美元指数及美元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

这背后一方面有美国经济复苏超预期、通胀加速上行，加息预期上升的原因，另一方面也与国内经济下行压力逐渐凸显，货币政策边际放松有关。18年美国GDP实际同比增速由17年第三季度的2.3%持续上升至18年第三季度的3.0%，而同期中国经济增长却出现下行压力，GDP实际增速由6.8%下滑至6.5%，由此带来货币政策分化，美联储加息四次并持续缩表，而中国央行多次降准、货币实际放松，最终就体现为中美债利差在18年前三季度持续收窄，人民币汇率贬值压力增加。

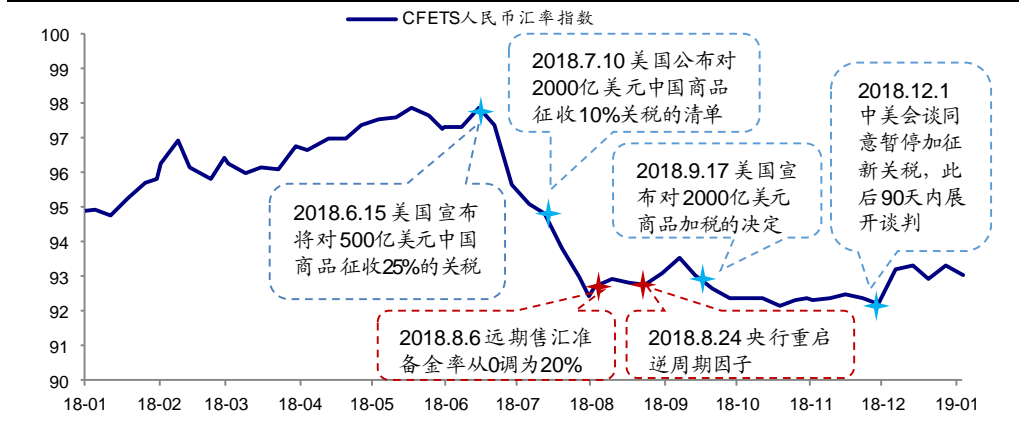
图5 中美10年期国债利差和美元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

其次，中美贸易摩擦也对18年的人民币汇率产生了较大影响。人民币汇率的形成机制参考的是一篮子货币，从一篮子汇率可以看到美元之外其他因素对人民币的影响。CFETS汇率指数的大幅走低始于18年6月，主要的时间节点都与中美贸易摩擦有关：18年6月15日美国宣布将对500亿美元商品加征关税的决定，CFETS汇率指数随即从97.85的高位拐头向下，随后7月美国宣布加税商品规模可能扩大到2000亿美元，人民币再度加速下跌。18年6月中旬至8月中旬的两个半月内，美元指数仅上升了1.4%，但CFETS汇率指数跌幅却高达5.2%，这其中既有国内经济增速放缓、下行压力逐渐凸显后，市场对前期人民币汇率偏强的修正，更有贸易战担忧下汇率的超跌。

图6 CFETS人民币汇率指数走势



资料来源：Wind，海通证券研究所

最后，下半年央行也加强了对外汇市场顺周期行为的调控。央行在18年第二季度的货政报告中特别提到外汇市场“追涨杀跌”的顺周期行为和“羊群效应”，并在三季度开始采取了多项逆周期调节措施：包括8月提高远期售汇保证金率、重启逆周期因子、发行离岸央票等，并且频繁出面对市场传递稳定汇率的讲话，一定程度上防止了汇率大幅贬值的自我强化。

表1 18年央行加强对汇率的逆周期调控

时间	措施
6月19日	人民银行易纲行长就金融市场波动问题接受采访
7月3日	人民银行易纲行长、外管局潘功胜局长就人民币汇率问题发表看法
8月6日	将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0调整为20%
8月24日	在人民币对美元汇率中间价报价模型中重启逆周期因子
9月20日	人民银行与香港金管局签署关于发行离岸票据的备忘录
10月26日	外管局潘功胜局长在记者会上回应汇率波动问题，并对空头势力喊话
10月31日	人民银行宣布将于11月7日在香港发行200亿元离岸央票

资料来源：中国人民银行，海通证券研究所

### 3. 19年：开年大反弹，汇率怎么看？

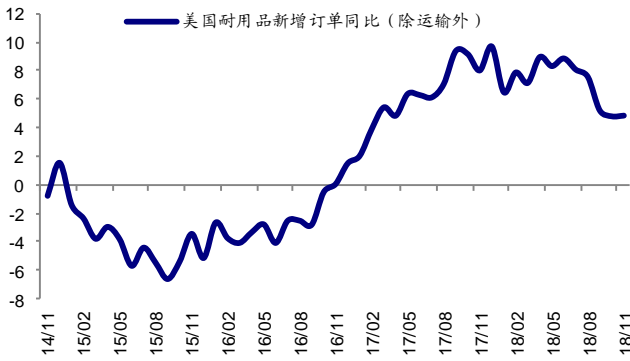
进入19年以来，央行实施了全面降准，货币政策宽松加码，但人民币汇率非但没有加深贬值，反而还出现了明显反弹，其中原因何在？未来走势又将如何？我们认为，今年人民币贬值压力将较18年减轻，人民币汇率有望走稳，从弱势贬值走向双向波动。

#### 3.1 美国加息尾声，外部约束减轻

可以看到，18年美国强劲经济、美元持续走强，是影响人民币在内的新兴市场汇率的一个主要因素。但展望19年，随着美国复苏拐点出现，加息尾声临近，这一影响有望减轻。18年四季度以来，伴随着减税效应的减退、加息效果的传导，美国与制造业相关的耐用品新订单、与房地产相关的新屋销售增速都持续回落，这都暗示了本轮美国经济复苏的拐点很可能已经出现，而与此同时，美国通胀上行速度也开始放缓，因此19年加息也会变慢。

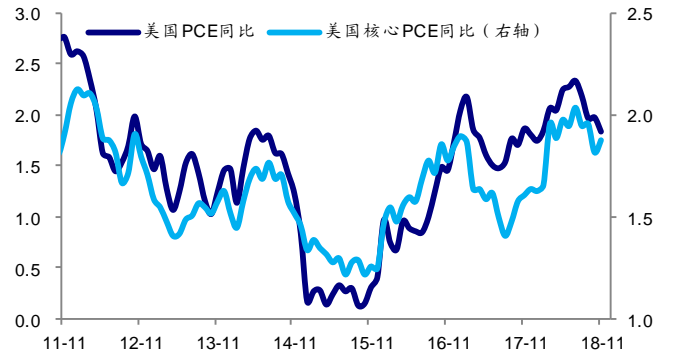


图7 美国耐用品新订单同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

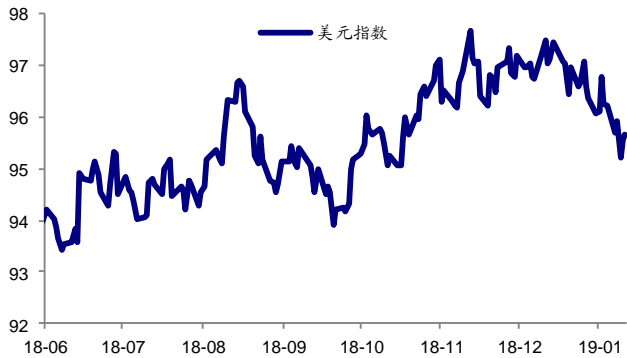
图8 美国 PCE 和核心 PCE 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

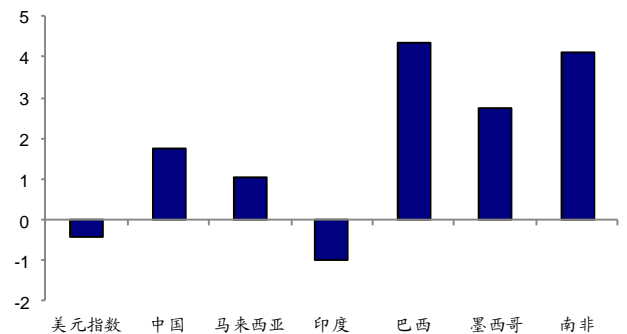
今年以来人民币的大幅反弹很大程度上正与近期美元指数的回落有关。18年12月议息会议如期加息,但同时也下调了19年预期的加息次数,而美联储主席鲍威尔虽然在会后提及将按计划继续缩表,但在随后的几次讲话中,他又多次表态对加息有耐心,并且愿意倾听市场担忧,必要时也可以调整缩表计划,传递了偏鸽的信号。因而18年12月议息会议之后,美元指数持续回落了超过1%。今年以来美元指数下降了0.4%,而同期不少新兴市场货币都出现了明显的涨幅。

图9 近期美元指数持续回调



资料来源: Wind, 海通证券研究所

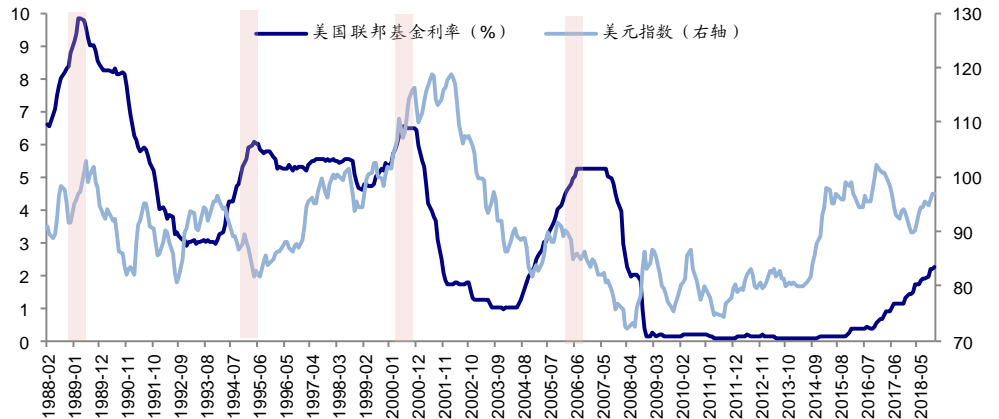
图10 1月前11天美元指数及主要新兴市场汇率变化 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

回顾历次加息后期的美元表现,美元指数上行空间也都比较有限。从最近三十年的几轮加息周期来看,美联储加息结束之后美元都很难维持强势,其中,1989年、2000年美元指数几乎是伴随着加息结束而开始回落、震荡,而1995年、2006年则是在加息进入尾声、尚未结束时候,就开始走弱了。如果美联储最终在今年就结束了本轮加息,那么人民币的外部制约也就会随之减弱。

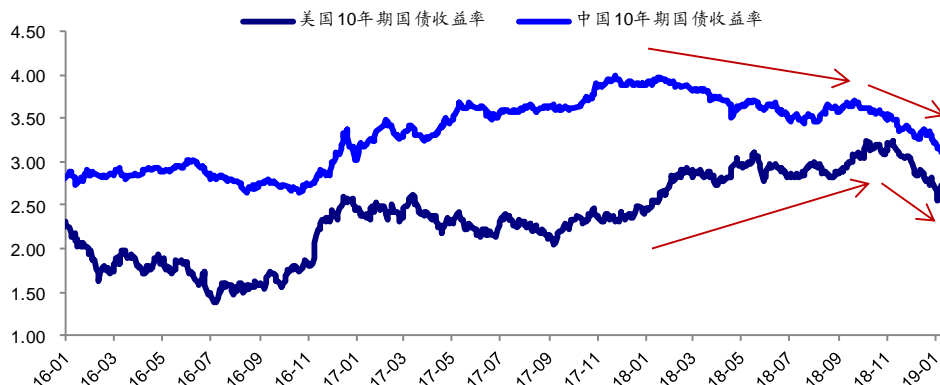
图11 美元指数和美联储基准利率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

19 年中美之间的经济趋势大概率由 18 年的分化变为同向，因而货币政策的分歧也会收敛，这将改善人民币的外部环境。18 年四季度开始，美债收益率见顶回落，未来中美经济周期将从分化逐渐变为同向，人民币的贬值压力较 18 年将有所缓解。

图12 中美 10 年期国债收益率走势 (%)



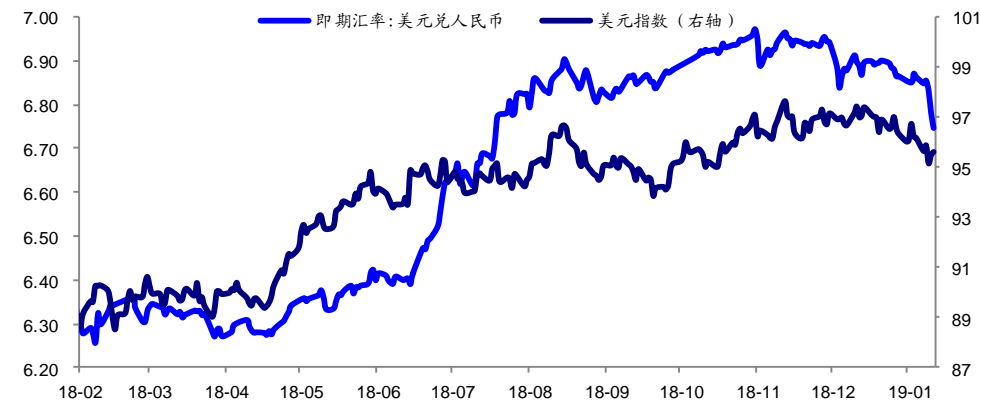
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3.2 贸易冲突暂缓，顺差影响可控

贸易问题给去年的人民币汇率带来了较大的波动，未来也仍会影响汇率走势。

近期中美谈判传出积极信号，助推短期汇率反弹。去年几次美国加关税的时间点，都对应了人民币汇率的走贬。而去年 11 月开始，随着传出重回贸易谈判的意向，人民币汇率逐渐反弹，尤其是 12 月初 G20 峰会后，双边暂停冲突升级并重启磋商，对人民币的悲观情绪也得到缓解。12 月以来美元指数仅下跌了 1.6%，但美元兑人民币汇率从 6.95 附近反弹至 6.75，涨幅接近 3%，贸易冲突短暂缓和，有助于修复之前因担心贸易冲突升级而造成的人民币汇率的超跌。

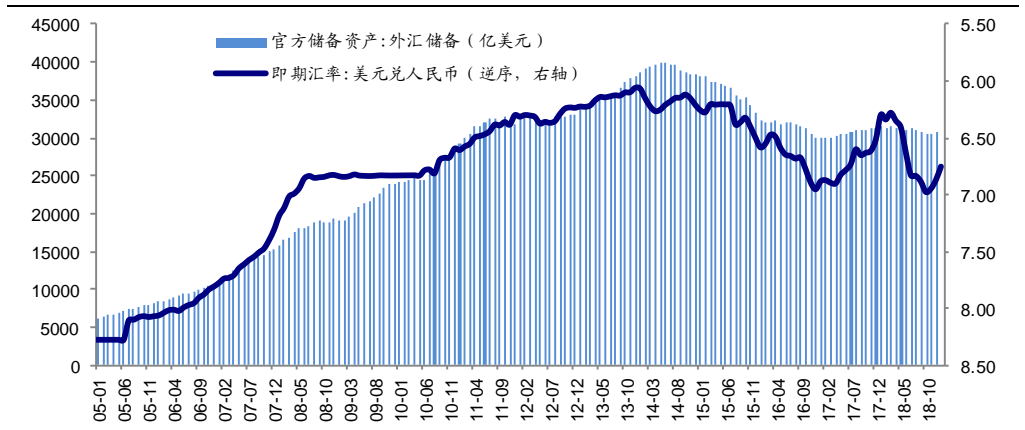
图13 美元兑人民币汇率及美元指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

而在扩大开放的背景下，中国未来增加进口又会压缩顺差，形成汇率的贬值压力，但我们认为这种压力也应该比较可控。贸易顺差缩窄对汇率的影响在于可能导致外储下降，中长期人民币汇率与外储之间也的确有着较深的关联，但从最近来看，随着央行对汇率波动幅度容忍的扩大和退出常态化干预，过去半年人民币明显贬值，但并未像 15 年时那样导致外储的大幅流失。

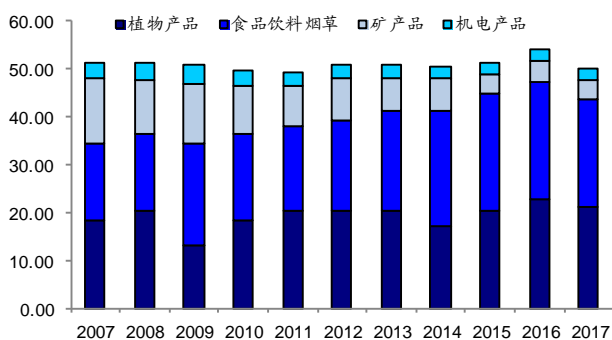
图14 外储与人民币汇率



资料来源：Wind，海通证券研究所

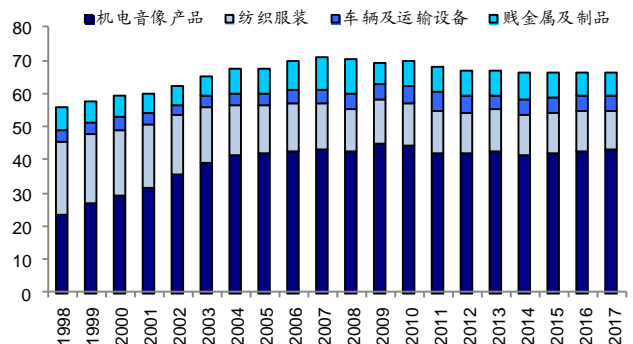
并且需要厘清的是，扩大进口也并不必然会导致赚取顺差能力的丧失。支撑中国贸易顺差的是较低的加工成本、较强的制造能力以及较完整的配套产业，短期来看这些优势依然存在。而从中长期看，中国与其他一些出口过度依赖自然资源和农产品的国家也不同，资源品受国际大宗商品价格影响较大，价格下跌可能造成严重逆差。而依靠制造加工的出口，通过不断优化要素配置、积极融入全球产业链，中国企业的竞争力就不会消失。虽然增加进口短期会对顺差产生压力，但过去几十年的经验表明，扩大开放有利于提升国内效率、促使真正优秀的企业脱颖而出，对提高国内产业的竞争力并不是坏事，因而很难出现长期严重逆差、最终耗尽外储的结果。

图15 阿根廷主要出口产品的占比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

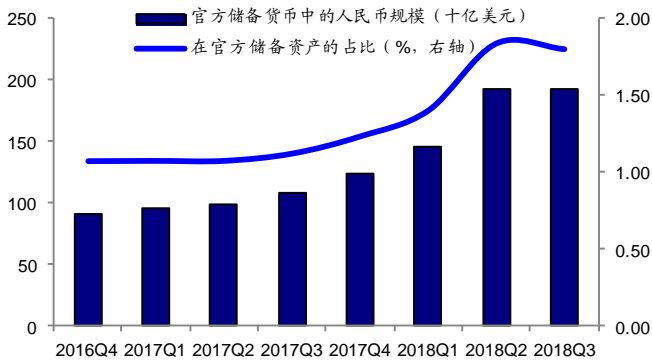
图16 中国主要出口产品的占比 (%)



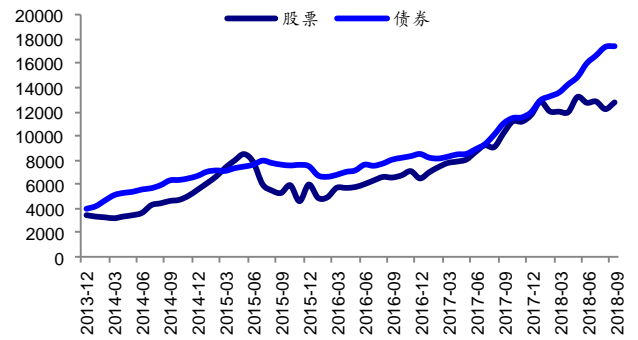
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3.3 金融市场开放，资本加大流入

此外，随着金融市场的进一步开放，资本对中国债市和股市的流入也都在加大。近年人民币国际化推进与金融市场扩大开放，正在共同吸引资金的流入。2016年人民币加入SDR后，其他国家对人民币储备资产的持有明显增加，IMF统计的各国官方储备中人民币规模到18年三季度较16年末已翻了一倍，各国人民币储备资产占总储备资产之比也从16年末的1.1%提升到18年三季度的1.8%。17年以来，外资对我国债市和股市呈持续流入的态势，与16年末相比，境外机构和持有的境内人民币股票和债券资产规模都翻了一倍。

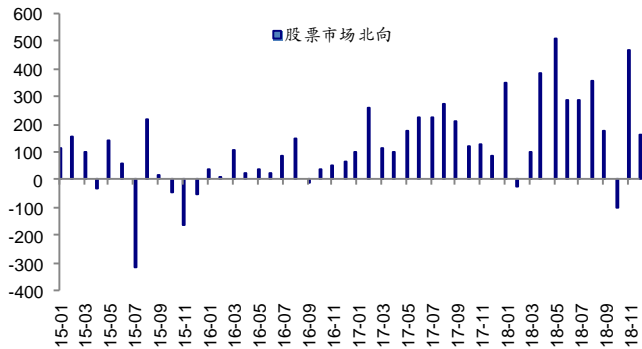
**图17 官方储备资产中的人民币规模和占比**


资料来源：IMF，海通证券研究所

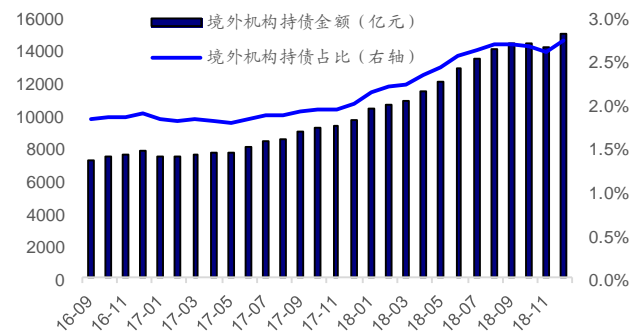
**图18 境外机构和個人持有境内人民币金融资产（亿元）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

对于股市而言，当前A股估值和美国、日本、德国等主要股市的估值相比都更低，对QFII等外资存在较强吸引力，沪港通和深港通北向资金数据也显示，16年底以来大多数月份都是成交净买入；而对于债市而言，境外机构也在持续增加配置，根据中债的统计，18年末境外机构持有的债券规模较17年末增加了约50%，在银行间债券市场的占比也上升到2.7%。汇率企稳有助于吸引资金流入，而金融市场开放和外资流入反过来又会增加对人民币的需求，有助于支撑汇率。

**图19 沪港通和深港通北向成交月度净买入（亿元）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图20 银行间市场境外机构持有债券规模和占比**


资料来源：中国债券信息网，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  
李金柳 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  
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
 联系人  
 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  
 蔡思源(021)23219433 csy11033@htsec.com  
 联系人  
 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 tj11545@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  
 梁广楷(010)56760096 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  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
 刘欣(010)58067933 lx11011@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  
 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  
 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 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄克晶(021)23154131 hjj10361@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 张弋(01050949962 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 lyj12399@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 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@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 张恒昶 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 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 联系人 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 许樱之 xyz11630@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  
 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  
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@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  
 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