# 货币低增对应何种利率？
## ——兼论货币量与价的关系

相关研究

《增速换档，中枢下移——从日韩转型经验看下一个十年》2019.02.27

《票据高增意味着什么?》2019.02.26

《央行转鸽，宽松重来？》2019.02.20

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

## 投资要点:

- 17 年以来我国货币增速走低，未来在告别货币超发时代之后，货币低增很可能成为常态。那么，这是否意味着经济将长期面临货币收紧、推动利率上行？本文从货币增速和利率的关系出发进行了探讨。

- **货币增速和利率的关系。**货币的增速和利率分别反映了资金的量和价，直观感受两者应当是反向关系，这对于微观主体通常成立。**但对于宏观经济，货币增速和利率的关系在不同阶段往往呈现不同特征。**美国上世纪 80 年代末之前，货币增速和利率有明显的反向关系。而 80 年代末到 90 年代初，美国的货币增速和利率走势几乎完全同步回落。90 年代中期以后，货币增速和利率时而反向、时而同向，并不稳定。**从长期来看，利率和货币增速的趋势更像是一致的，**以 80 年代中期为界，利率的趋势与货币增长的中枢有关：80 年代中期之前，货币增速高、利率趋升；80 年代中期以后，货币增速放缓、利率趋降。这种现象并非特例，类似的情形也发生在英国。

- **如何理解两者关系的变化？短期反向，供给收缩推升利率。**80 年代美、英等国治理“滞胀”，主动收缩货币，短期推高利率。这种情况下总需求一开始并未发生明显冲击，而货币供给减少，对应利率的上升。**中长期同向，经济对货币依赖降低。**80-90 年代美国和英国货币增速和利率同步走低，原因在于收缩货币后控制了高通胀，经济的名义增速明显回落。90 年代末以来，美国和英国货币增速都低位震荡、经济的名义增速平稳，但利率仍在继续下行，原因在于经济对货币的需求也在降低。80 年代，美国将经济政策从货币刺激需求转向了改善供给，90 年代后，美国货币与经济增速之间的关系已经变得不再显著，经济增长的同时对货币的依赖减少了。**价格型中介目标，货币增速反映需求。**随着各国将货币政策的中介目标从数量转向价格，货币增速不再是央行政策直接调控的工具，而是反映了利率变动后对货币的需求。而在货币政策工具转向价格型之后，美、英、韩等国都出现了货币增速中枢下降、利率稳步下行的趋势，背后原因在于货币增速代表需求，而稳态下货币增长速度和全社会平均回报率以及利率水平应大致匹配，两者长期应当同向。

- **货币低增下的利率趋势。中国防风险收货币，利率由升到降。**17 年金融去杠杆推动下，过去两年我国货币增速明显降低，M2 同比从 14%左右降至 8%附近，增速几乎减半。金融监管收紧、打击空转套利等，导致银行体系资金紧张，而货币需求相对稳定，17 年利率短期上行。但 18 年以来货币增速继续维持低位，利率却再度回落。随着去杠杆逐渐从金融体系传向实体部门，17 年 4 季度社会融资规模增速开始下滑，意味着对货币的需求回落，18 年初 10 年国债收益率重新掉头向下。但在本轮利率下行的过程中，货币增速并未明显回升，这也印证了货币增速的下降已经不再是供给约束导致，而是反映货币需求的下降。**货币不再超发，低利率是方向。**债务达到顶峰之后，我国再难重走货币超发刺激经济的老路。而参照美国等国家的经验发现，**告别货币超发时代后，并没有因为收缩货币而出现利率的持续上行，相反低利率才是长期的方向：从经济来看，**政策转向改善供给、鼓励研发、推进改革，而非继续货币放水刺激需求，其实意味着我们更加重视制度、技术创新和人才等要素对经济的贡献，从而有助于减轻对货币的依赖，不会持续大幅推升利率。**从货币政策来看，**随着金融市场深化和货币政策中介目标在逐步转向价格，货币增速作为数量工具的意义明显降低，18 年的政府工作报告就已经不再公布 M2 的目标，货币增速实际上成为了反映货币需求的指标，未来货币低增常态不是代表货币持续紧缩，而是代表不走货币超发的刺激老路后，货币需求的下降，其实也就意味着利率走低仍是大的方向。

# 目 录

1. 货币增速和利率的关系 ..... 4
2. 如何理解两者关系的变化？ ..... 5
2.1 短期反向，供给收缩主导 ..... 5
2.2 中长期同向，货币依赖降低 ..... 6
2.3 中介目标转变，增速反映需求 ..... 7
3. 货币低增下的利率趋势 ..... 9
3.1 防风险收货币，利率由升到降 ..... 9
3.2 货币不再超发，低利率是方向 ..... 10

# 图目录

图 1　70-90 年美国 M2 增速及 10 年国债收益率（%）.....4
图 2　85-99 年美国 M2 增速及 10 年国债收益率（%）.....4
图 3　70 年代以来美国 M2 增速及 10 年期国债收益率走势（%）.....5
图 4　英国 M0、M2 增速及 10 年期国债收益率（%）.....5
图 5　美国实际 GDP 增速及通胀（%）.....6
图 6　英国名义及实际 GDP 同比增速（%）.....6
图 7　央行减少货币供给下的均衡变化（M 为货币供给，i 为利率）.....6
图 8　美国名义、实际 GDP 增速及 10 年期国债收益率（%）.....7
图 9　英国名义、实际 GDP 增速及 10 年期国债收益率（%）.....7
图 10　美国货币增速和经济增速（%）.....7
图 11　央行盯住利率时的均衡变化（M 为货币供给，i 为利率）.....8
图 12　美国 M2 同比、10 年期国债收益率、联邦基金利率（%）.....8
图 13　英国 M0 增速及国债收益率走势（%）.....9
图 14　韩国 M2 增速及国债收益率走势（%）.....9
图 15　中国 M2 增速及商业银行总负债增速（%）.....9
图 16　DR007（%）.....10
图 17　中国 10 年期国债利率（%）.....10
图 18　中国 M2 和社融增速（%）.....10
图 19　中国 GDP 实际增速（%）.....10
图 20　驱动经济增长的要素.....11

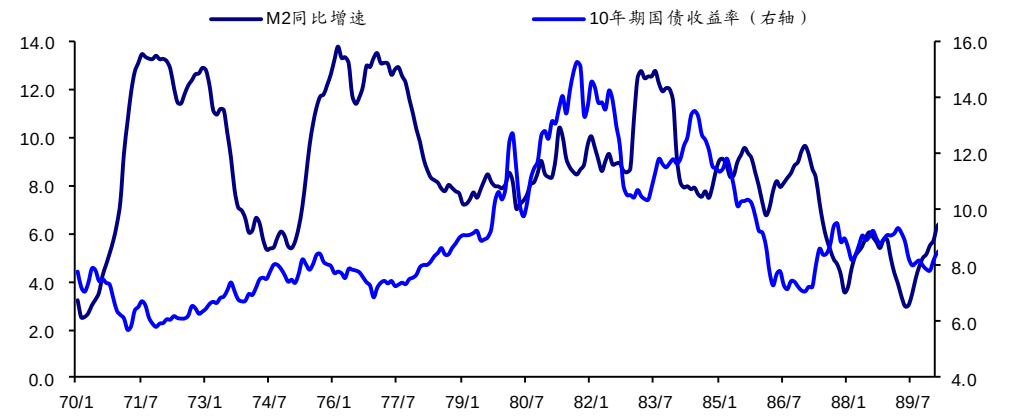
17 年以来，我国货币增速维持在低位，未来在规范影子银行融资、告别货币超发时代之后，货币低增很可能成为常态。那么，这是否意味着经济将长期面临货币收紧、推动利率上行？本文从货币增速和利率的关系出发，对该问题进行了探讨。

## 1. 货币增速和利率的关系

**货币的增速和利率分别反映了资金的量和价，直观感受两者应当是反向关系，这对于微观主体通常成立。**当一个企业面临借贷需求，如果市场上货币充足，那么企业的融资成本就往往比较低，而如果处在资金紧张、货币紧缩的环境，资金的价格——利率就会比较高。

**但对于宏观经济，货币增速和利率的关系在不同阶段往往呈现不同特征。以美国为例，上世纪 80 年代末之前，货币增速和利率有明显的反向关系。**这一时期，当 M2 同比增速降低，货币收紧时，美国 10 年期国债收益率相应走高，反之，当 M2 增速回升，流动性宽裕，利率回落。其中，70 年代美国货币增速经历两轮大起大落，美债收益率也随之出现两轮先降后升，而 80 年代初，美联储为治理通胀持续收缩货币供应量，美债利率也达到了阶段性的高位。

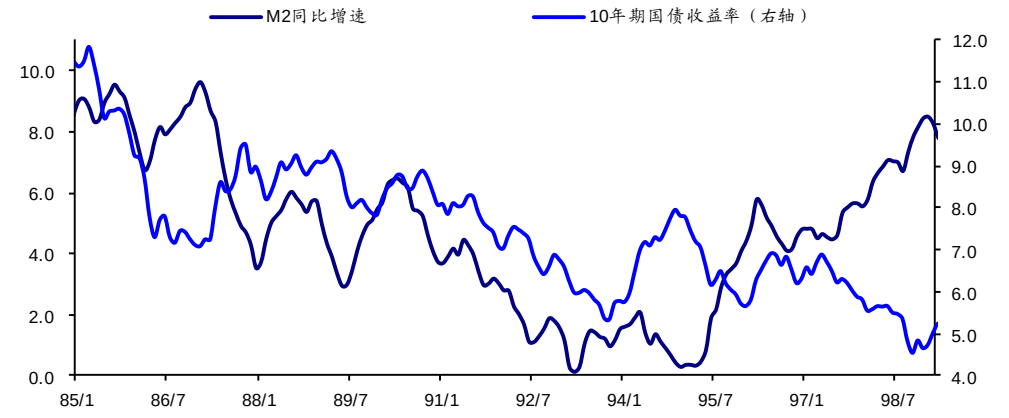
**图1 70-90 年美国 M2 增速及 10 年国债收益率（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

**但到了 80 年代末到 90 年代初，伴随美国货币增速下行，利率同步回落。**88-93 年，美国的货币增速和利率走势几乎完全同步，90-92 年 M2 增速由 6.5%降至 0 附近，而同一时期 10 年期美债收益率也由 8.9%回落至 5.3%。而在 90 年代中期以后，货币增速和利率的关系时而反向、时而同向，似乎并不稳定。

**图2 85-99 年美国 M2 增速及 10 年国债收益率（%）**




资料来源：Wind，海通证券研究所

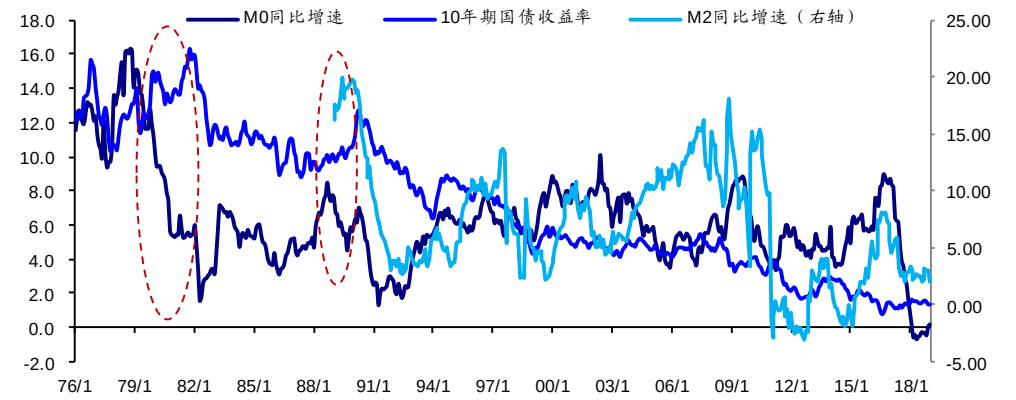
**而从长期来看，利率和货币增速的趋势更像是一致的。**以 80 年代中期为界对比可以发现，利率的趋势与货币增长的中枢有关：货币增速高、利率趋升，货币增速低、利率趋降。70 年代到 80 年代早期，美国货币增速水平在 10%左右的高位，10 年期国债的利率从 6%左右上行到接近 15%，而在 80 年代以来，货币增速中枢大幅降低到 5%左右，近 30 年间 10 年美债收益率也由 8%降至 2%附近。90 年代末以来，虽然 M2 增速波动放大，但利率仍延续了走低的趋势。

**图3 70 年代以来美国 M2 增速及 10 年期国债收益率走势（%）**

资料来源：Wind，海通证券研究所

**这种现象并非特例，类似的情形也发生在英国。**上世纪 70 年代末至 90 年代，英国部分时期货币增速与利率反向，如 79-82 年、88-89 年英国的 M0 增速和 10 年期国债收益率呈较明显的反向关系，但随后的 90-92 年间，M0 增速由 6.5%降至 2%，利率也由 12.5%大幅降至 6.5%，两者同步下行。长期来看，随着 90 年代以来英国货币增长中枢回落，利率也长期下行，10 年期国债收益率由 12%降至 2%左右。

**图4 英国 M0、M2 增速及 10 年期国债收益率（%）**



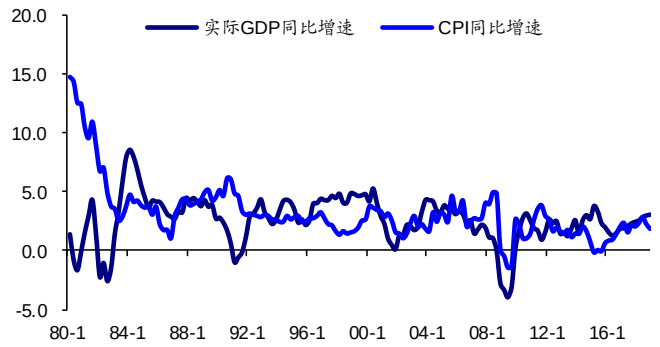

资料来源：Wind，海通证券研究所

# 2. 如何理解两者关系的变化？

## 2.1 短期反向，供给收缩主导

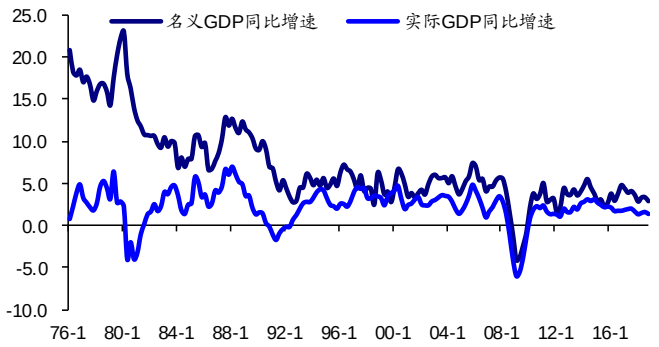
**上世纪 80 年代之前，美英两国货币增速和利率呈现比较稳定的反向走势。**当时的一个重要的背景是，两国经济陷入停滞，而通胀率居高难下，都处在滞胀时期。美国 80 年通胀高达 15%，但经济几度出现衰退，而英国在 70 年代后期 GDP 的名义和实际增速相差了近 20 个百分点。

图5 美国实际 GDP 增速及通胀（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

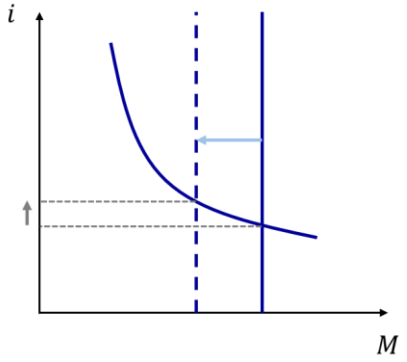
图6 英国名义及实际 GDP 同比增速（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

**80 年代美国和英国为治理“滞胀”，都采取了收缩货币的措施，主动减少货币供给，导致利率短期提高。**这种情况下，总需求并未发生明显冲击，但出于遏制通胀的目的，央行主动减少了货币供应、将货币增速控制在较低水平，因而在供需分析中，货币的供给曲线向左移动，而货币的需求曲线不动，均衡点便沿着需求曲线移至左上方，对应利率的上升。货币市场利率上升后，也进一步通过货币和债券市场传导到国债收益率。

图7 央行减少货币供给下的均衡变化（M 为货币供给，i 为利率）



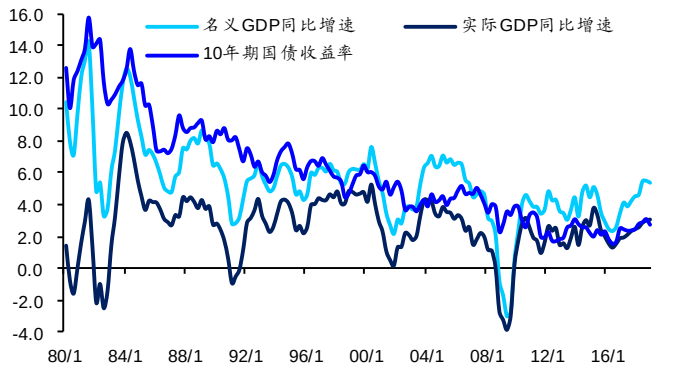

资料来源：海通证券研究所整理

## 2.2 中长期同向，货币依赖降低

**中长期看，过去的三十年，英美等国货币增速下降的同时，利率却是在降低的。**

**80-90 年代，美国和英国货币增速和利率同步走低，原因在于收缩货币后控制了高通胀，经济的名义增速明显回落。**通过 80 年代的收缩货币供给，美国将通胀率由 80 年代初的 15%的高位降至 90 年代的 3%左右，与此同时，美国名义 GDP 增速由 10%左右回落至 6%，国债利率由 10%降至 5%。英国的情况也与之类似，伴随着名义经济增速的回落，利率持续下降。

图8 美国名义、实际 GDP 增速及 10 年期国债收益率（%）



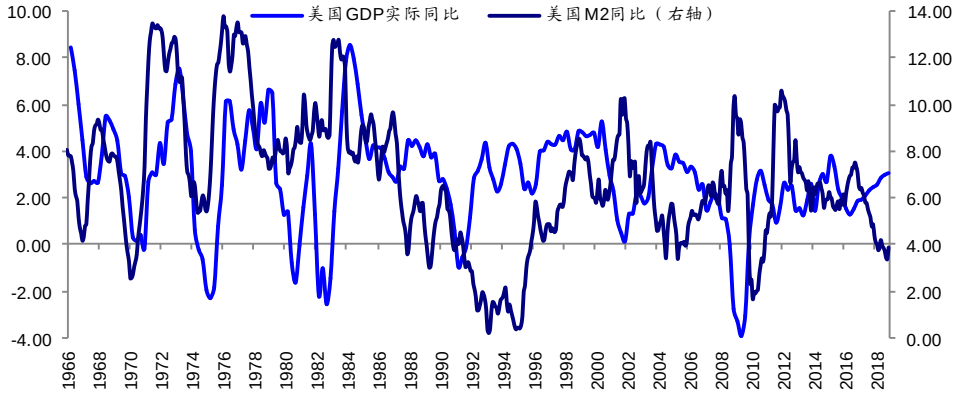

资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 英国名义、实际 GDP 增速及 10 年期国债收益率（%）

资料来源：Wind，海通证券研究所

**90 年代末以来，美国和英国货币增速都低位震荡、经济的名义增速平稳，但利率仍在继续下行，原因在于经济对货币的依赖也在降低。**80 年代以前，美国的 M2 增速几乎完美地领先于 GDP 实际增速、相关度高，说明货币对经济增长的作用十分显著。80 年代里根上台后，将经济政策的重点从货币刺激需求转向了改革供给，通过减税释放经济活力、发展直接融资支持研发型企业。与之类似，英国也在 80 年代推行了供给侧改革，采取了减税、私有化改革等措施。到 90 年代后，美国货币与经济增速之间的关系已经变得不再显著，说明经济增长的同时对货币的依赖降低了。

图10 美国货币增速和经济增速（%）



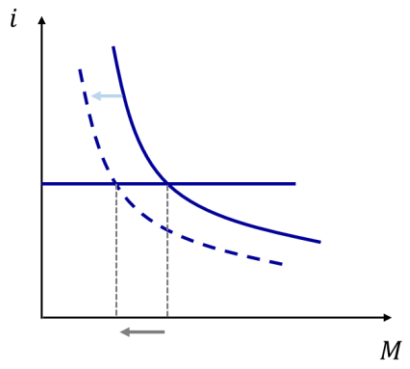

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.3 中介目标转变，增速反映需求

**货币增速的含义也从反映供给变为了体现需求，这又与货币政策中介目标的变化有关。**货币增速和利率的关系，有过反向、也有过同向，之所以产生这种差异，原因在于不同货币政策工具下，货币增速本身的含义发生了变化。

**如果以货币供应量作为货币政策的中介目标**，央行通过影响基础货币调节货币增速，那么货币增速本身便包含了政策含义，具有一定的外生性，主要反映了央行对货币供给的收紧或者放松，因此可以视作是引起利率变动的原因。**而如果以利率作为货币政策的中介目标**，货币增速则不是央行政策直接调控的工具，而是更多地受到信用活动扩张或者收缩的最终影响，其实反映了利率变动后对货币需求的变化。盯住利率的情况下，当经济对货币需求下降，需求曲线左移，新的均衡点就对应着货币供应量的降低。

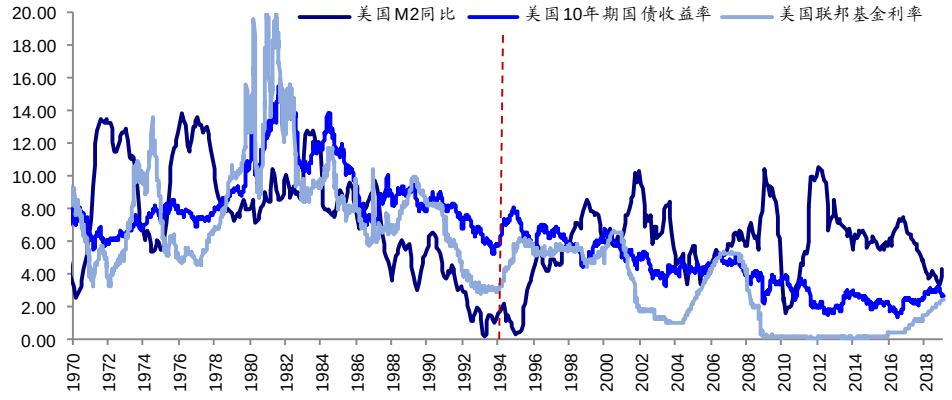
**图11 央行盯住利率时的均衡变化（M 为货币供给，i 为利率）**




资料来源：海通证券研究所整理

**美国 90 年代将货币政策中介目标从数量转向价格后，货币增速主要反映货币的需求。**在 70- 80 年代美联储货币政策以货币供应量为中介目标，而随着 80 年代后金融管制放松、金融创新加速，货币供应量的测度和把控难度都明显增加。美联储在 87 年将重点监测目标从 M1 转向 M2，但进入 90 年代后，货币供应量对美国经济增速的领先性还是失效了。93 年美联储宣布放弃货币供应量，改为以利率作为中介目标。在实行以利率为目标的价格型调控后，美国 M2 增速的波动加大，反映了经济对货币需求的变动，但 10 年国债利率的走势较 90 年代之前更加稳定，并且延续了缓慢下行趋势。

**图12 美国 M2 同比、10 年期国债收益率、联邦基金利率（%）**

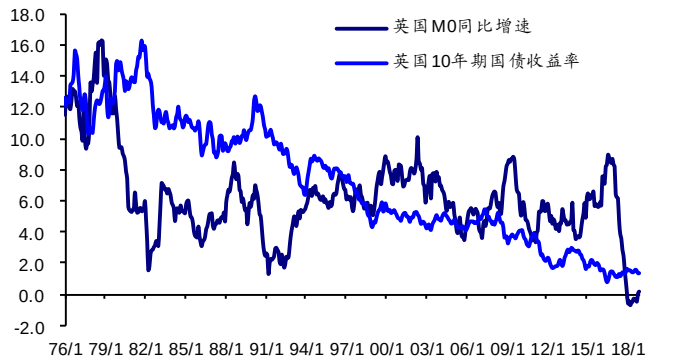



资料来源：Wind，海通证券研究所

英国、韩国等国也都在 90 年代末将货币政策框架从数量转向价格。英国 76-87 年采用 M3、M0 等数量型政策工具，到 97 年政策独立并确立利率作为中介目标。98 年前韩国采用数量型调控框架，中介目标经历 M1、M2、M2+CDs+信托资金、M3 等，99 年改用利率作为政策中介目标。**在货币政策工具转向价格型之后，与美国类似，英国、韩国也都出现了货币增速中枢下降，利率稳步下行的趋势。**

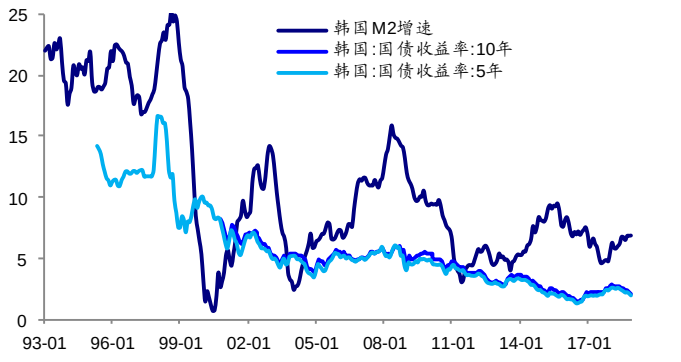
**这背后的原因在于，此时货币增速主要代表需求，而长期来看货币增长的水平其实应和利率大致匹配。**货币增速近似可以理解为存量货币增值的速度，在一个稳态的经济环境中，存量货币价值增长的速度应当与全社会的平均回报率相一致，而全社会的回报水平可以基于利率水平来衡量。因此，长期而言，高增长的货币对应较高的社会平均回报率和高利率，而低增长的货币则对应回报率的降低和较低的利率，美、英、韩等国在 90 年代之后其实都处在这一状态。

图13 英国 M0 增速及国债收益率走势（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 韩国 M2 增速及国债收益率走势（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

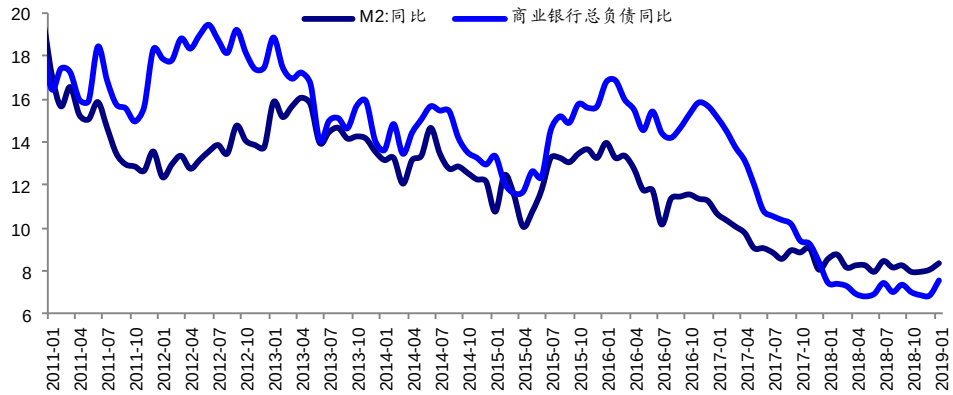
# 3. 货币低增下的利率趋势

## 3.1 防风险收货币，利率由升到降

**我国货币增速和利率之间同样有时呈反向关系、有时又同向变动。**

**过去两年我国货币增速明显降低。**16-17 年我国 M2 同比从 14%左右的高点降至 8%附近，增速几乎减半。这一轮货币收缩的主要原因在于 17 年金融去杠杆的推动，并且由于重点是对影子银行进行约束，使得一些原本未统计到 M2 中的货币大幅萎缩，从包含表外货币的商业银行总负债来看，17 年其同比增速由 16%降至 7%左右，远大于同期 M2 的降幅。

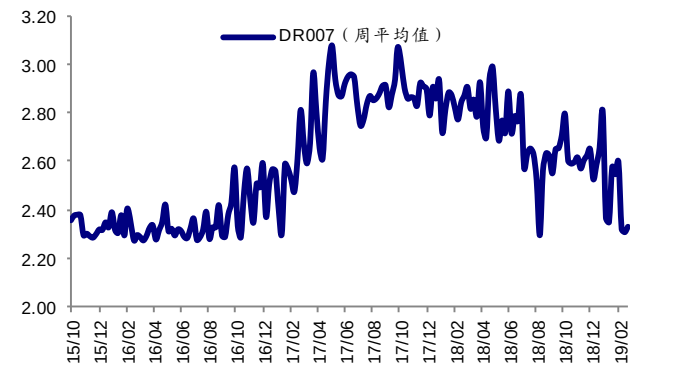
图15 中国 M2 增速及商业银行总负债增速（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

**伴随着货币的收缩，17 年利率出现了短期上行。**在防范风险的背景下，金融监管收紧、打击空转套利等行为，导致银行体系的资金趋于紧张，但当时实体经济依然平稳，对货币需求也相对稳定，因而最终利率上行，17 年 DR007 从 2.4%左右上升到 2.9%附近，同期的 10 年期国债利率也上行了超过 80 个 BP。

图16 DR007（%）



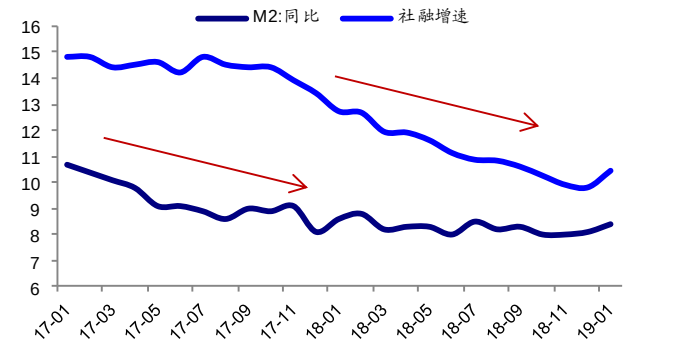

资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 中国 10 年期国债利率（%）

资料来源：Wind，海通证券研究所

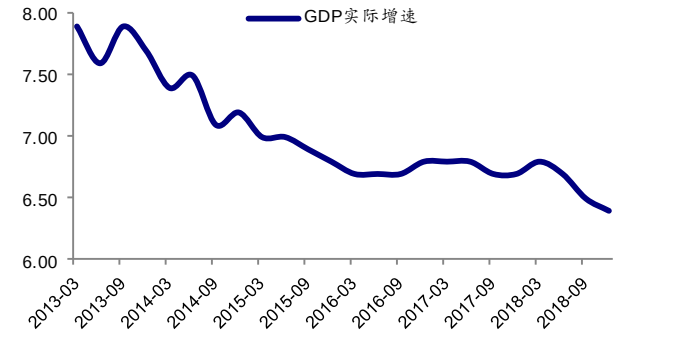
**18 年以来货币增速继续维持低位，但利率再度回落。**监管收紧之后，地产、城投等原先对影子银行融资比较依赖的企业信贷受到限制，去杠杆逐渐从金融体系传向了实体部门，17 年 4 季度社会融资规模增速开始下滑，意味着对货币的需求也开始回落，随后在 18 年初，10 年国债收益率重新掉头向下。18 年二季度央行开启新一轮降准，货币边际放松。**但在利率持续下行的过程中，货币增速并未有明显回升，这也印证了货币增速的下降已经不再是供给约束导致，而是反映了需求的下降。**

图18 中国 M2 和社融增速（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 中国 GDP 实际增速（%）




资料来源：Wind，海通证券研究所

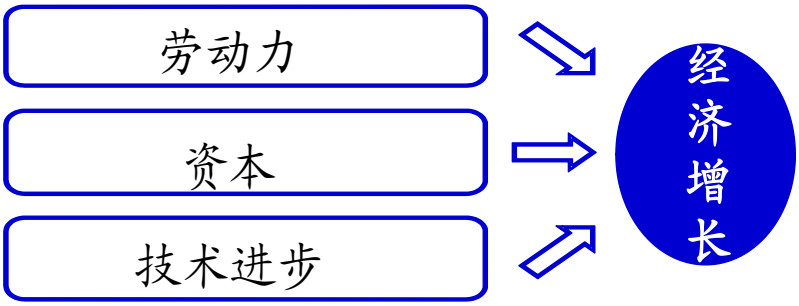
## 3.2 货币不再超发，低利率是方向

**债务达到顶峰之后，对系统性金融风险的防范，使得我国再难重走货币超发刺激经济的老路。**经历了企业、政府和居民的三轮加杠杆，我国经济各主体债务率进一步上升的空间已经十分有限，因而尽管去年以来经济再度承压，但央行依然没有“大水漫灌”，M2 增速也维持在低位。

**而参照美国等国家的经验发现，告别货币超发时代后，并没有因为收缩货币而出现利率的持续上行，相反低利率才是长期的方向：**

**从经济来看，我们有望像 80 年代的美国一样转向改革供给而非继续依赖货币刺激。**过去的十年我国每次经济承压都采取了货币刺激的方式，导致经济对货币过于依赖，而未来随着政策转向改善供给、鼓励研发、推进改革的方向，其实意味着我们更加重视制度、技术创新、人才等要素对经济的贡献，从而也减轻了经济增长对货币的依赖，降低了实际对货币的需求，因而不太会大幅推升利率。

**图20 驱动经济增长的要素**




资料来源：海通证券研究所整理

**从货币政策来看，我国也处在货币政策框架从数量型为主转向价格型调节的阶段，货币增速将更主要反映货币的需求而非政策目标。**随着金融市场深化和货币政策中介目标转向价格，货币增速作为数量工具的意义明显降低，18 年的政府工作报告就已经不再公布 M2 的目标，货币增速实际上成为了反映货币需求的指标。未来货币低增常态不是代表货币持续紧缩，而是代表不走货币超发的刺激老路后，对货币需求的下降，其实也就意味着利率走低仍是大的方向。

# 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
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　chenyao@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
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@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　zxh12382@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　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
联系人
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
朱军军(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
联系人
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
吴佳栓(010)56760092　wjs11852@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　fyf11758@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
谢茂萱　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
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

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
联系人
石　坚(010)58067942　sj11855@htsec.com

煤炭行业
李　淼(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　xbq6583@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
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
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　弋 01050949962　zy12258@htsec.com
张峥青(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
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

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
刘　璇(0755)82900465　lx11212@htsec.com
联系人
周慧琳(021)23154399　zhl11756@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
联系人
孟亚琦　myq12354@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
张恒晅　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)23214395　ljl12245@htsec.com
联系人
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
联系人
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
衣桢永(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
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 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽萱(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