工业经济时代：货币地产互相强化
——海通宏观研究框架之二

相关研究

《中国制造业升级：现状、路径与方向》2019.08.29

《特朗普缓解了美国的贫富差距吗？——从贫富差距扩大的起因说起（更新版）》2019.08.28

《危机频发，阿根廷怎么了？》2019.08.26

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

投资要点:

- 地产投资决定经济
- 发电同步经济运行
- 地产决定工业走势
- 货币驱动工业经济
- 货币地产互相强化

目 录

1. 地产投资决定经济 4
2. 发电同步经济运行 6
3. 地产决定工业走势 8
4. 货币驱动工业经济。 9
5. 货币地产互相强化 12

图目录

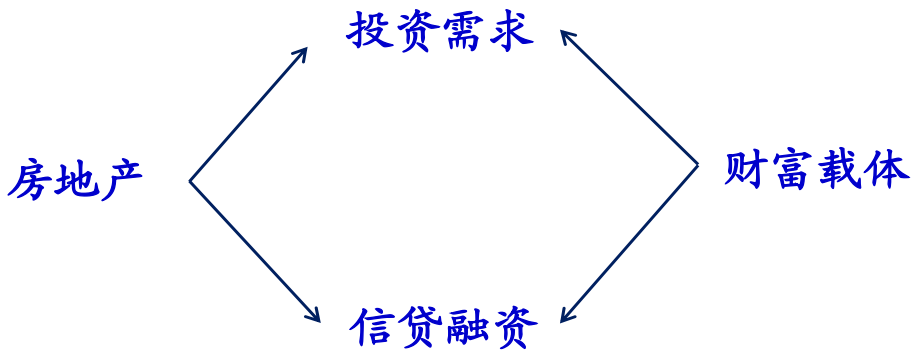
图 1 房地产与工业化 4
图 2 固定资产投资占比 GDP 4
图 3 投资对经济增长贡献率（%） 4
图 4 投资实际增速、GDP 实际增速（%） 5
图 5 中国投资各成分与 GDP 增速相关性（08-16 年） 6
图 6 地产投资增速、工业增加值增速（%） 6
图 7 发电量增速、工业增速（%） 7
图 8 发电耗煤增速、发电量增速（%） 7
图 9 重卡销量、铁路货运量增速（%） 8
图 10 挖掘机增速、地产投资增速（%） 8
图 11 地产投资同步于发电增速（%） 8
图 12 地产销量领先地产投资（%） 9
图 13 M1 增速与工业增加值增速（%） 9
图 14 余额宝 7 日年化收益率（%） 10
图 15 M2 增速与经济增速（%） 10
图 16 银行理财规模，理财与存款比值（万亿） 10
图 17 工业增加值增速、信贷增速（%） 11
图 18 GDP 增速、社会融资总量余额增速（%） 11
图 19 社会加政府融资增速、发电量增速（%） 12
图 20 中国 M2 增速、商品房销售额增速（%） 12
图 21 中原一线城市房价指数、广义货币 M2（万亿元） 12
图 22 中国居民房产总值（万亿） 13

看完美国以后，我们再来看中国经济的研究，我们分成三个部分，一是理解中国的过去，二是理解中国的现在，三是理解大类资产配置的变化。

首先要理解中国经济的过去。过去我们处于工业化时代，其中最核心的产业就是房地产。房地产有三大重要功能：一是提供了经济的需求，二是满足了银行的信贷需求，最后它是我们居民财富的载体。

为何在工业化时代，中国的房地产如此重要？

图1 房地产与工业化

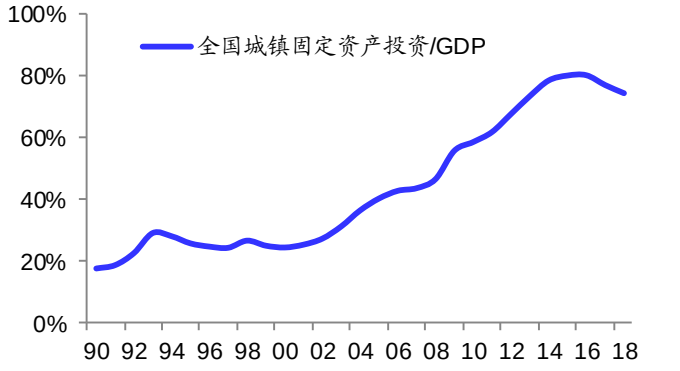


资料来源：海通证券研究所

1. 地产投资决定经济

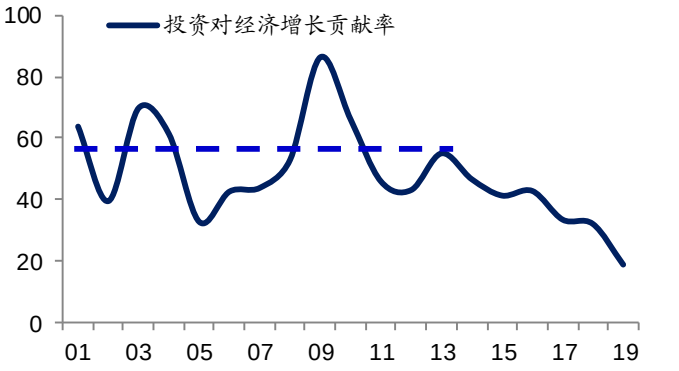
首先从经济的需求结构来看，我们知道经济的构成主要有投资、消费和出口三大项。而在过去很长一段时间，我们的经济增长的主要来源是固定资产投资。数据显示，从 01 年到 13 年，中国 GDP 年均增速为 9.7%，而投资贡献的 GDP 年均增速为 5.4%，投资贡献了一大半的经济增长。

图2 固定资产投资占比 GDP



资料来源：WIND，海通证券研究所

图3 投资对经济增长贡献率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

此外，统计局每个月会公布全社会固定资产投资的数据，18 年的全社会固定资产投资总额为 63.6 万亿，与当年 90 万亿 GDP 的比值为 71%。而在 00 年时，这一比值仅为 24%，在 16 年的最高值超过 80%。

因此，无论从对经济的贡献还是占经济的比重来看，投资过去曾是中国经济增长的核心引擎。

我们再把投资做一个分解，中国投资的成分与美国不大一样，我们在上一部分中介绍美国的投资包括存货投资、住宅投资和非住宅投资三大项，分别对应到存货周期、地产周期以及企业的设备投资周期等三大周期。

而中国的投资同样有三大项，分别是房地产投资、制造业投资和基建投资，这三项各自的占比都在30%左右。与美国相比，我们的投资中不包括存货投资的数据，因而对于存货周期的观察需要靠其他的渠道，比如说制造业PMI指数中有原材料和产成品存货指数，另外工业企业效益数据中也包含了存货的数据，此外大家还可以通过各个行业的微观数据来观察存货周期，例如电力、钢铁等行业的存货数据变化等。

我们投资数据中与美国相同的是房地产投资，而我们的制造业投资也基本上等同于美国的非住宅投资、也就是企业的设备投资，但我们多出来一大项叫做基建投资。

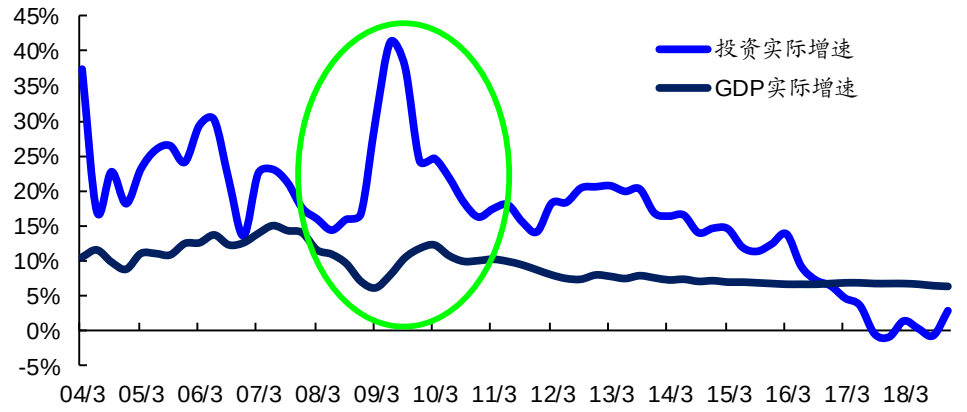
从理论上说，中国的工业经济是靠投资拉动，但是不是投资好中国经济就一定好呢？其实不一定！我自己有过一个深刻的教训。

我是2005年入行，从2007年开始独立做研究，而在2008年，就遭遇到了巨大的挑战。

按照我们在学校里面学习的三驾马车理论，也就是投资、消费加上出口共同拉动经济，而且其中投资占据主要地位，那么要知道08年中国经济的走势，关键就是要分析清楚投资的走势。

问题在于，08年的名义投资增速在前三季度都是回升的，直到4季度才小幅回落。而且我们做经济分析要把物价剔除，观察实际增速的变化，而在08年4季度的物价大幅下滑。因此，单纯就投资实际增速来看，在08年二季度至年末都是在持续回升。所以，如果简单认为投资决定中国经济，投资好中国经济就好，那么结论就是08年中国经济持续回升，这其实是大错特错，因为08年经济走势恰恰是完全相反，全年持续下滑。

图4 投资实际增速、GDP实际增速（%）

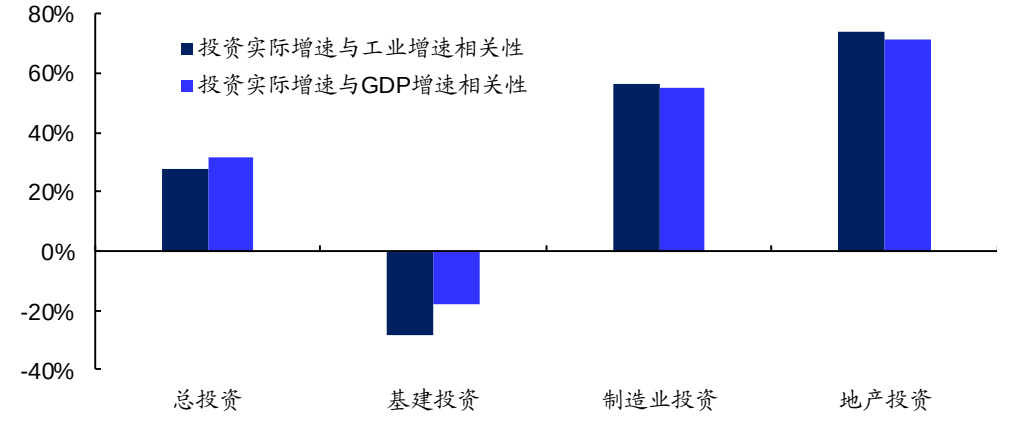


资料来源：WIND，海通证券研究所

其实，在08年虽然投资总增速与经济的走势背离，但是房地产投资实际增速一路下滑，与经济走势高度一致，也就是说总投资虽然不准确，但是地产投资走势是准确的。

问题出在哪里呢？如果把投资以及投资中三大成分与GDP实际增速进行相关性分析，可以发现总投资与GDP增速的相关性大约是30%，其中基建投资与GDP增速的相关性是负的，制造业投资与GDP增速的正相关性是50%左右，而地产投资与GDP增速的正相关性超过70%。

图5 中国投资各成分与 GDP 增速相关性（08-16 年）

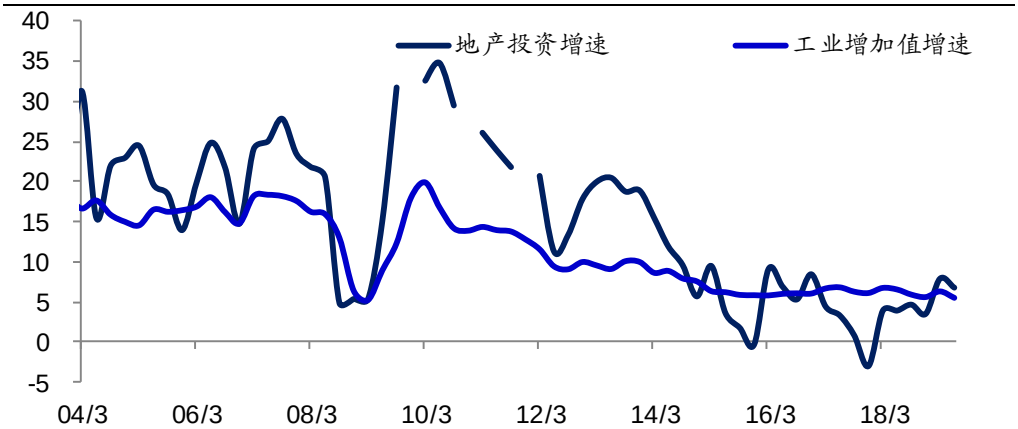


资料来源：WIND，海通证券研究所

也就是说，总投资与中国 GDP 的相关性并不高，原因在于基建投资与 GDP 增速负相关。这其实也容易理解，中国政府把基建投资作为对冲经济下滑的手段，这在 08 年表现的尤其明显，基建投资增速从年初的 3.7%升至年末的 22%，使得总投资依然稳中有升，其波动被熨平了，就无法准确反映经济的真实变化。

而与中国经济增长最相关的其实是房地产投资增速，从图形也可以看出，如果把地产投资增速和工业增速放到一起，可以发现两者几乎在每一个拐点上的走势都完全一致，直到最近几年相关性才有所减弱。

图6 地产投资增速、工业增加值增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

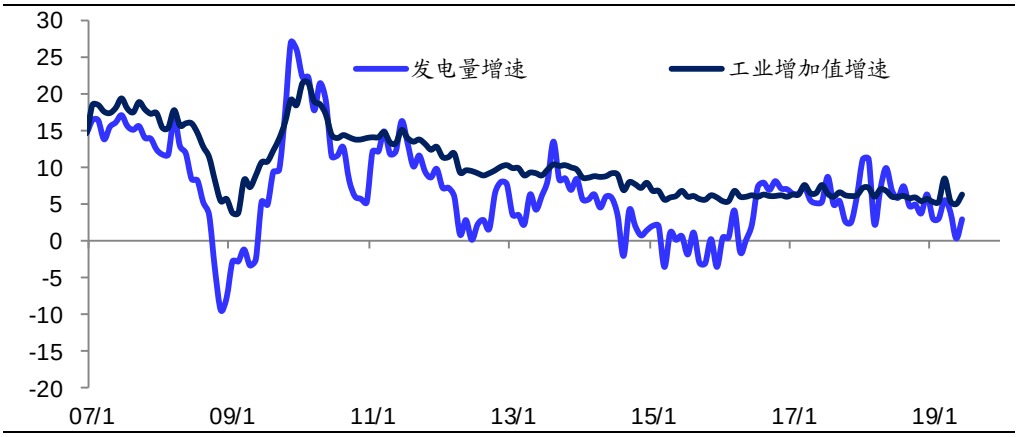
所以，历史数据分析表明，房地产是中国工业化时代的核心产业，因为它决定了工业经济的走势。

我们还可以从另外一个角度去观察工业经济运行，同样可以显示出房地产的重要性。

2. 发电同步经济运行

由于工业的生产过程会使用多种原材料，也会产生多种工业品，因而可以从工业产品的角度来观察工业经济。其中发电量是一个非常重要的实物指标，数据显示我国的发电量增速走势和工业增速的走势高度一致。

图7 发电量增速、工业增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

在过去做宏观经济研究，大家都很重视发电量增速的数据。不像现在因为消费行业都是大明星，大家都去做食品饮料、去做医药行业了，但是放在十年以前，周期行业的研究员还是很多的。而当时很多周期行业的研究都很重要，例如当时电力行业研究员有一个重要的任务，就是去询问发电量的数据。

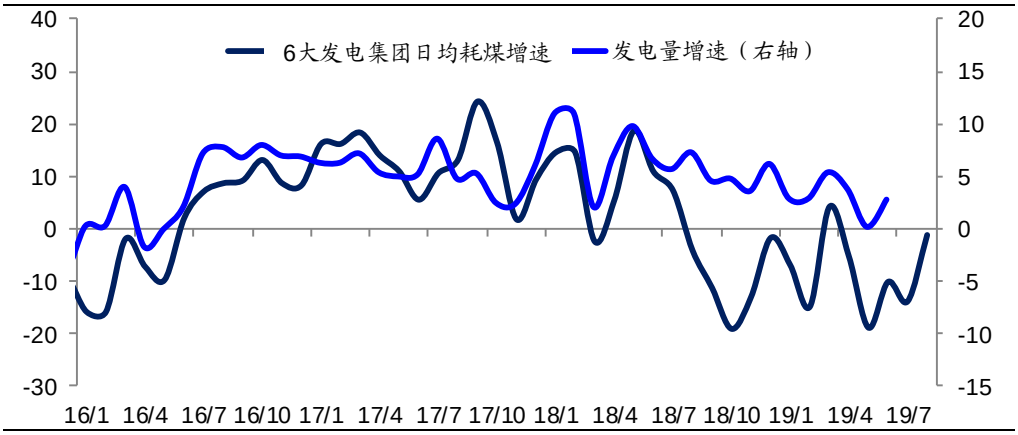
我们知道国家公布经济数据其实是有时滞的，比如说现在是 8 月份，但是 8 月 14 号才公布 7 月份的经济数据。但我们知道 7 月的经济运行数据在 7 月结束的那一天就定型了，那么有没有办法提前知道 7 月经济的数据呢？

过去是有办法的，就是去询问发电量的数据。以前电网公司曾经按旬度来公布电网的发电量增速，所以消息灵通的研究员就可以拿到这个旬度发电量增速，再做个加权平均就可以得到月度发电量增速，根据发电量增速的变化就知道了工业经济的变化。通过这种方式，就可以比市场提前十几天知道经济的走势。

在资本市场上，时间就是金钱，所以当时的电力行业研究员地位很高，比宏观研究员还管用。但是后来这个“小秘密”被政府发现了，相当于提前泄露了经济信息，后来就不允许电网公司公布旬度的发电数据了。

但大家还是很聪明的，虽然拿不到电网的发电量数据了，但中国的发电里面有 70%以上都是火电，火电是用煤炭来发电，而 6 大沿海电厂每天都公布发电耗煤的数据，所以可以用发电耗煤来近似来替代发电量。虽然发电耗煤增速与发电量增速的走势不完全一致，因为它会受到水电来水波动的影响，但在多数时候还是比较准确的，可以作为一个近似指标来跟踪我们的工业走势，而且它的优势在于数据每天都有更新，可以进行实时跟踪。

图8 发电耗煤增速、发电量增速（%）

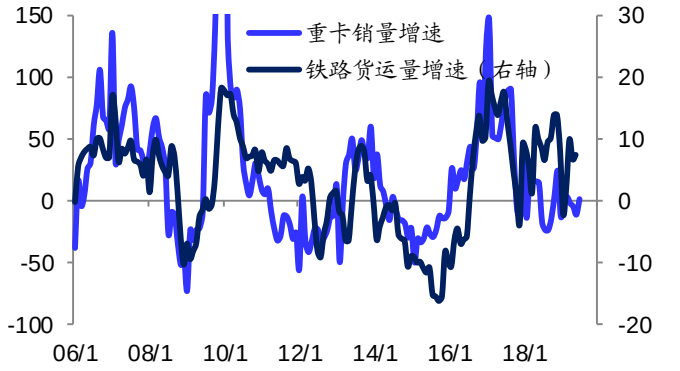


资料来源：WIND，海通证券研究所

除了发电量增速以外，还有其他的一些实物指标也是在工业时代的非常重要的指标，

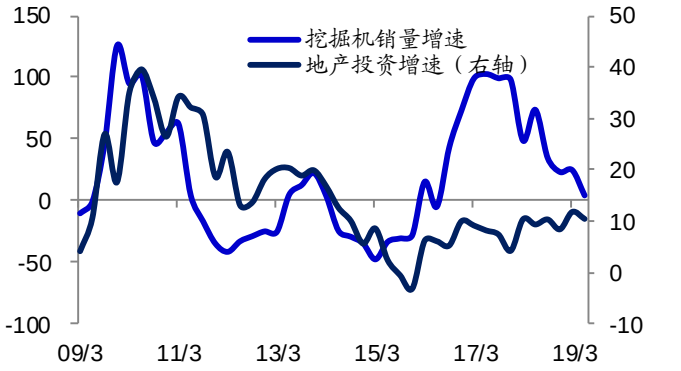
包括铁路货运量增速，重卡的增速，以及挖掘机的增速，因为房地产和基建投资要大量使用挖掘机，而工业品的运输要使用重卡和铁路，这些都是在过去工业化时代非常重要的实物经济指标。

图9 重卡销量、铁路货运量增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图10 挖掘机增速、地产投资增速（%）

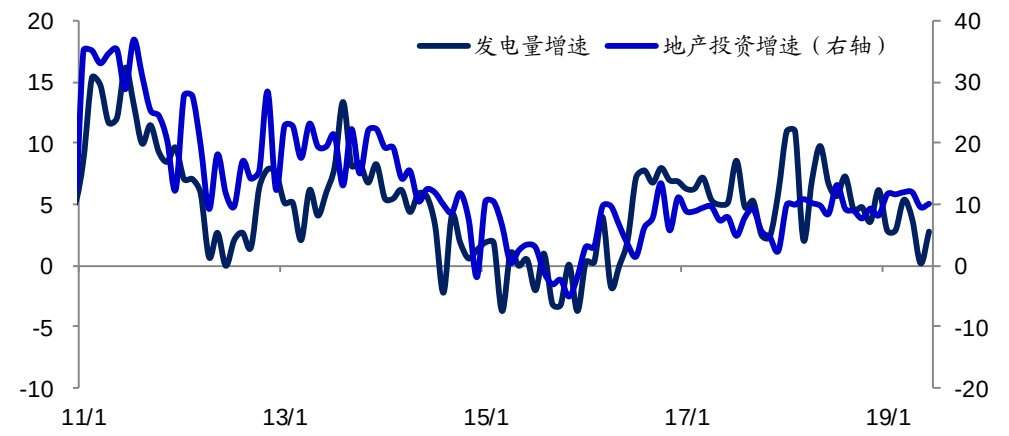


资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 地产决定工业走势

但是观察所有这些实物指标，我们发现归根到底还是房地产投资最重要。因为在实物指标中，最重要的是发电量增速，而中国发电量增速又和地产投资增速的走势是高度一致的。

图11 地产投资同步于发电增速（%）

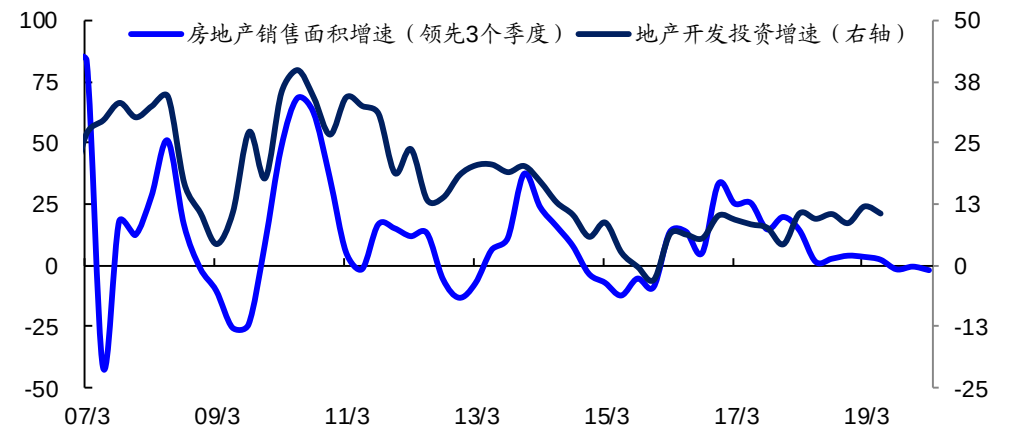


资料来源：WIND，海通证券研究所

我们可以这样来解释，虽然中国有三大投资，但很多制造业投资其实是依附于房地产的，而基建投资名义上是由政府主导，但政府基建投资的资金来源是土地转让收入，其实也与房地产有关，因此房地产投资主导了所有投资，也主导了中国工业经济走势。

而在房地产产业链当中，房地产投资是滞后指标，房地产销售才是领先指标。地产企业首先要卖房子，有钱以后过一段时间才会拿地、才会投资，因此房地产销售是工业经济的领先指标，在过去领先工业经济 2 到 3 个季度左右。

图12 地产销量领先地产投资（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

由此可见，在中国工业化的时代，房地产投资决定了工业经济运行，而房地产销售是最重要的领先指标。

4. 货币驱动工业经济。

下一步需要思考的是，还有没有别的指标也在影响工业经济？而借用之前我们在美国经济分析里面的思路，毫无疑问货币指标也很重要。

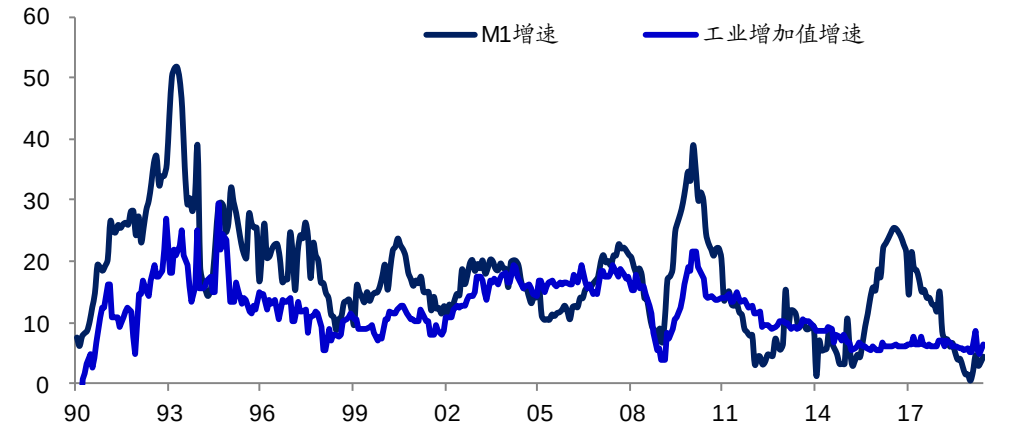
从理论上说，要发展经济就要花钱，因而货币对经济很重要。而货币指标可以分为狭义货币 M1 和广义货币 M2，其中狭义货币 M1 通常指的是活期存款、也就是流动性最好的货币，而广义货币 M2 通常包括了定期存款。

历史数据显示，早期中国的狭义货币 M1 增速和工业增速的走势高度一致，而在中国资本市场上曾经有过一句名言，叫做“M1 定买卖”，也即是说 M1 增速的高点和低点决定了股市的顶部和底部，这个判断在过去也一度非常准确。

原因在于，中国 M1 的主要成分是企业活期存款，并不包含居民活期存款，因而 M1 增速的变化可以反映企业流动性的变化，进而可以反映出工业经济的变化。

但是经济研究的奇妙之处在于，很多经济规律只是短期有效，而非永久有效，因为人类的经济行为会发生变化。为什么 M1 增速现在不准了，一个重要的原因在于金融脱媒的发生，也就是说新的货币取代了 M1。

图13 M1 增速与工业增加值增速（%）

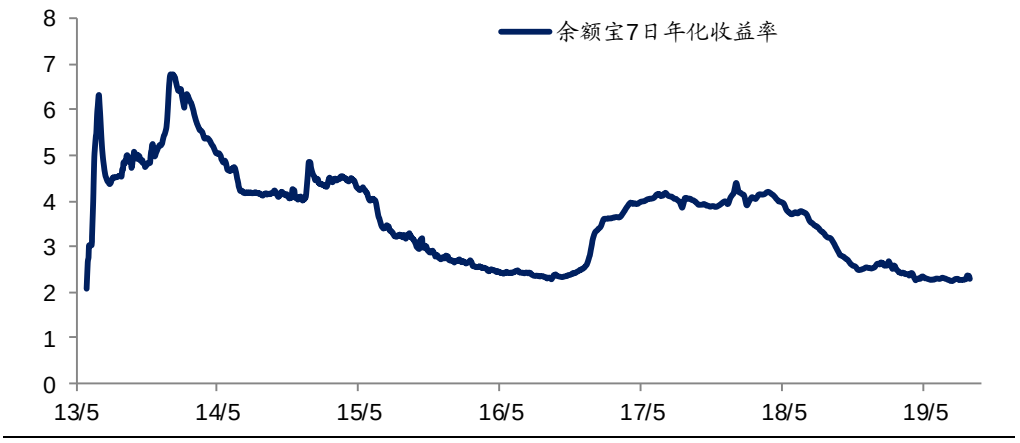


资料来源：WIND，海通证券研究所

我们知道 M1 主要成分是企业的活期存款，但是大家想一想，自己还有没有活

期存款？是不是账上有点现金都要买成余额宝等货币基金？如果我们都在这么干，那么企业为什么不这么干呢？同样随时可以用作支付，而且还有利息。因此随着金融体系的进化，M1 就不再能准确反映企业流动性的变化，也就反映不了经济的变化。

图14 余额宝 7 日年化收益率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

在狭义货币 M1 失效之后，大家就转向关注广义货币 M2。而 M2 也在相当长一段时间成为市场最为关注的货币指标，央行曾经每年发布 M2 目标增速，但是在最近几年，M2 和经济的相关性也开始明显下降，这其实也与金融脱媒有关。

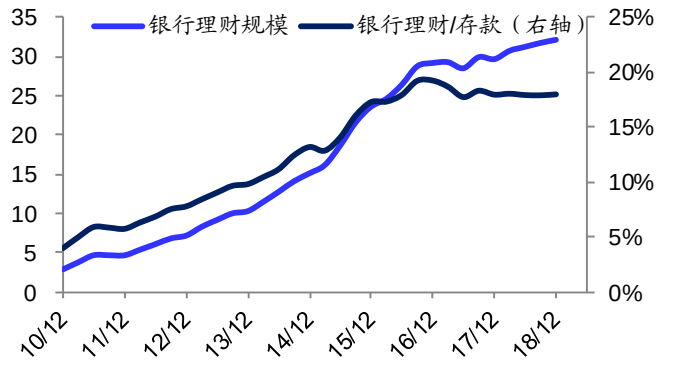
从定义来说，M2 包括了居民和企业的所有存款，无论活期还是定期存款。但是同样的问题在 M2 上也发生了，也就是说过去大家要么存活期、要么存定期，但是现在除了买货币基金取代活期存款以外，买银行理财也可以取代定期存款，现在很多 3 个月银行理财的年化收益率都在 3%以上，远超同期限的定期存款，而银行理财的规模也从无到有，在 18 年的余额超过 30 万亿，但大部分银行理财并不包含在 M2 数据当中，这也意味着单纯的 M2 也不能反映实体经济拥有的总货币的变化。

因此，现在央行已经不再公布 M2 的目标增速，M2 对经济增长的意义也出现了大幅下降。

图15 M2 增速与经济增速（%）

资料来源：WIND，海通证券研究所

图16 银行理财规模，理财与存款比值（万亿）



资料来源：WIND，海通证券研究所

除了 M1 和 M2 这些货币指标以外，还有没有其他的货币指标可以研究经济走势？

从定义上说，M1 和 M2 被称为货币，代表的是各种存款，包括居民和企业、政府的存款，相当于是银行对实体经济部门的负债。而银行借了我们的钱，下一步是贷款给实体经济。因此货币与经济的关系其实中间还隔了一层贷款，理论上说贷款和经济的关系更为密切。

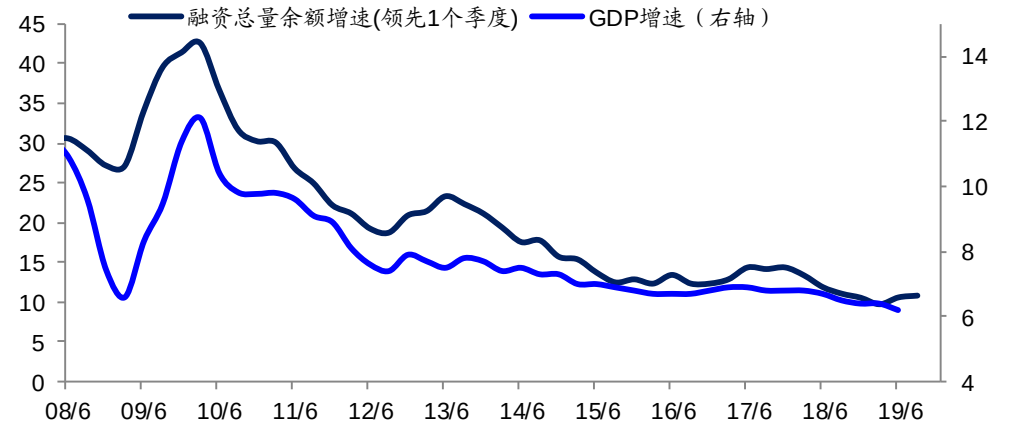
因此，我们还可以观察信贷走势来研究经济变化。而数据显示，在很长一段时间信贷增速与中国工业经济走势高度一致。而正是基于信贷对中国经济的重要关系，我们在 08 年金融危机之后写了一篇报告《信贷决定论》，认为是信贷决定了中国经济走势，因此在 4 万亿政策出台之后，我们判断信贷激增会带领经济复苏，因而 09 年的投资机会将从债市转向股市。

图17 工业增加值增速、信贷增速（%）

资料来源：WIND，海通证券研究所

但是同样的问题又发生了，也就是没有什么经济规律永远有效。随着金融市场的发展，除了信贷以外，各种直接融资开始涌现，比如说债券、非标融资以及股票融资，这就使得信贷对经济的影响大幅下降。后来央行把所有的社会融资加总，称之为社会融资总量，而社会融资总量也成为目前市场最为关心的货币指标。

图18 GDP 增速、社会融资总量余额增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

但是央行公布的社会融资数据不包含国债，而理论上国债也对经济有影响。因此，把社会融资总量再加上国债之后，我们会得到一个新的指标社会加政府的融资总量，而这个新的融资总量增速与发电量增速的走势高度一致。

图19 社会加政府融资增速、发电量增速（%）

资料来源：WIND，海通证券研究所

由此可见，在货币层面过去各种货币信贷指标都很重要，而目前社会加政府融资增速是最重要的货币指标，可以用来观察中国经济增速的变化，而且社融增速领先经济变化半年左右。

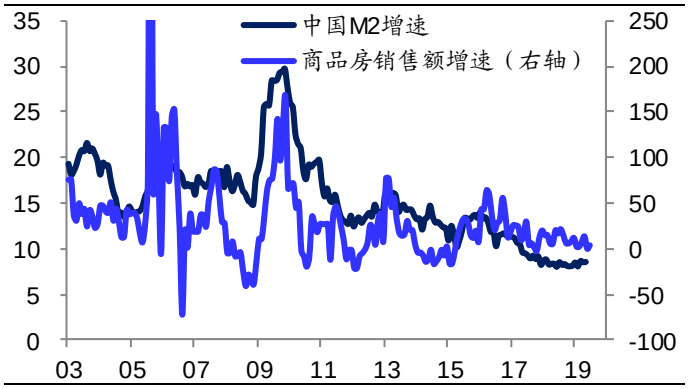
比如说 18 年的经济持续下滑，原因就在于 17 年的金融去杠杆，使得社融总增速从 17 年年末开始大幅下降，这预示 18 年经济将持续减速。而 19 年以来虽然大家一直担心经济下滑，但经济的表现其实要好于市场的悲观预期，部分原因在于 19 年以来随着金融去杠杆转入稳杠杆，社融增速企稳回升，这也意味着 19 年下半年以后的经济有了企稳的希望。

5. 货币地产互相强化

总结来说，在过去的工业经济时代，有两个指标非常重要，一个是房地产销售，另一个是货币融资增速。再仔细观察这两个数据的走势，可以发现这两件事本身其实是一件事，也就是说房地产销售和货币增长是互为因果、互相强化的。

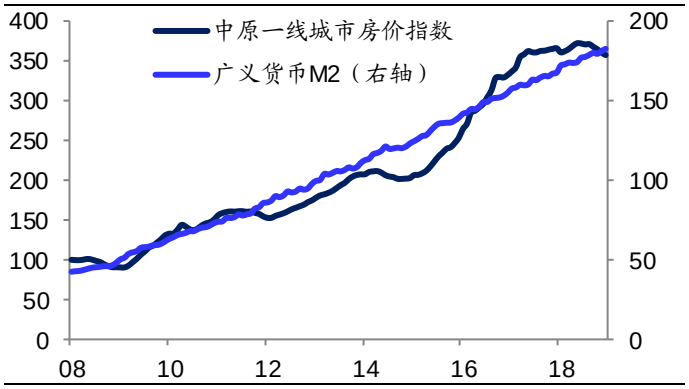
首先，过去中国房地产销售金额增速和广义货币 M2 增速的走势高度一致，这说明是货币的高增推动了地产销售的持续上升。而从中国房价走势来看，为什么过去 10 年中国房价涨了那么多？回头来看一个重要的原因就是货币超发。07 年我们的货币总量是 40 多万亿，目前是接近 200 万亿，货币翻了四五倍，房价差不多也涨了四五倍。

图20 中国 M2 增速、商品房销售额增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

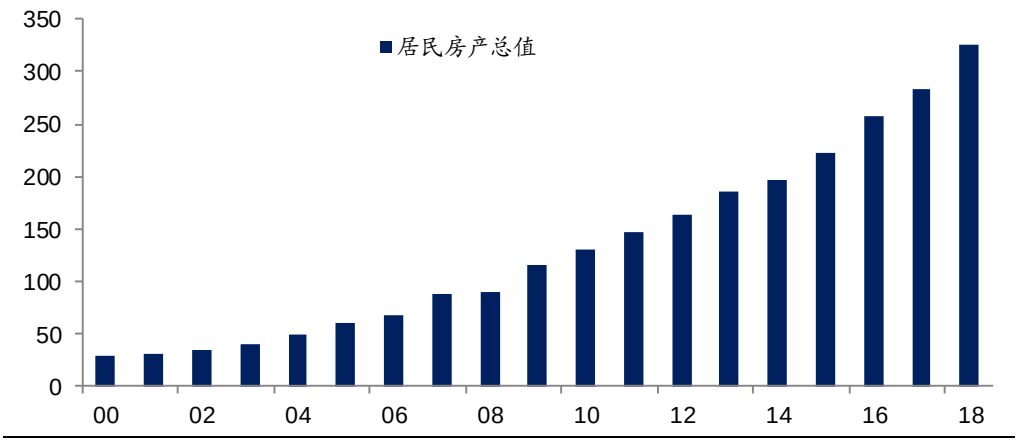
图21 中原一线城市房价指数、广义货币 M2（万亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

其次，中国货币的高增其实也得益于房地产的大发展，因为如果没有房地产市场，就承载不了这么多的货币。我们统计中国居民的房产总值在 01 年时仅为 28 万亿人民币，而在 2018 年已经超过 300 万亿人民币，是唯一可以和中国货币总量在一个数量级上匹配的资产。

图22 中国居民房产总值（万亿）



资料来源：WIND，海通证券研究所

过去 10 年，在中国买房的人都是人生赢家，因为房子越来越值钱，这其实与中国工业化进程密不可分。因为工业化时期中国经济靠货币和地产驱动，两者互相强化，使得房地产成为经济和信贷的核心，以及居民财富的主要来源。

我们发现，不仅在中国，在许多工业化的经济体，房地产都是居民财富的主要来源。但是随着工业化的结束，货币增速将会发生变化，其实财富创造的主体也将会发生相应的变化，而这些我们将在后续的文章中继续介绍。

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
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
联系人
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
应镓娴(021)23219394　yjx12725@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
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
张振岗(021)23154386　zzg11641@htsec.com
联系人
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
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳(021)23154149　dj11195@htsec.com
李　波(021)23154484　lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@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
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@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
吴信坤 021-23154147　wxk12750@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
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
联系人
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
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
吴佳栓 0755-82900465　wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@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
郑　蕾 075523617756　zl12742@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
高　瑜(021)23219415　gy12362@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
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
联系人
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
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com
杨　凡(021)23219812　yf11127@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

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
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
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
张峥青(021)23219383　zzq11650@htsec.com
张　弋 01050949962　zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(021)23154388　rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com
联系人
李　丹(021)23154401　ld11766@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
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
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
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
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
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
李唯佳(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
郭金垚　gjy12727@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