

相关研究

《经济恢复了几成？——新型肺炎疫情
影响之七》2020.06.09

《经济恢复了几成？——新型肺炎疫情
影响之七》2020.06.09

《真实就业压力几何，究竟来自何方？》
2020.06.08

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

如何战胜印钞机——百年货币史的观察！

投资要点:

- **金本位时代、货币不多发。**在 19 世纪末和 20 世纪初，英国和美国均在实施金本位，因而货币增速由黄金的供应量所决定。但由于黄金的产量有限，这使得货币增长受到约束，没有出现明显的超发。从 1870 年到 1931 年，英国经济的年均实际增速为 1.4%，同期流通中货币增速均值为 2.1%。从 1870 年到 1933 年，美国经济的年均实际增速为 3%，同期流通中货币增速均值为 3.9%。货币增速与同期的经济增长大致相当，可以认为货币没有多发。
- **没有通胀、利息为王。**货币不超发的一个重要的结果，就是长期都没有通胀，另外各类资产价格几乎长期都不涨。首先，通缩意味着商品价格长期下跌，甚至连黄金价格也长期不涨，从 1800 年到 1930 年，黄金对美元和英镑的价格稳定了 130 年都没变。其次，股市和房市涨得也很慢。从 1870 年代到 1930 年代，持有英美两国房市和股市的年均涨幅都在 1.4% 左右。最佳的投资方式是持有稳定收益类资产，收取固定的利息，包括持有国债收取利息，持有房产收取租金，持有股票收取股息，都能获得 3% 以上的稳定回报。
- **纸币时代、货币超发。**在 20 世纪 30 年代，英美先后退出了金本位，正式进入了纸币时代。从 1930 年代到 2019 年，英国经济的年均实际增速为 2.5%，而同期广义货币年均增速高达 8%；美国经济的年均实际增速为 3.7%，而同期广义货币 M2 年均增速为 7.4%。为何在纸币时代货币超发成为长期现象？原因在于货币发行从黄金背书转向国债背书，但与黄金生产受限不同，财政可以批量生产国债，从 1933 年到 2019 年，美国国债余额增长了 1000 倍，年均增幅高达 8.4%，因而央行和财政联手就可以不受限制的印钞。
- **长期通胀、资产为王。**在纸币时代，通胀上升是长期现象，从 1930 年代到 2019 年，英美的年均通胀率分别为 5% 和 3.5%，比金本位时期大幅上升。同时，各类风险资产价格长期上涨。首先，通胀的出现就代表着实物类商品价格的长期上涨，其中黄金作为代表，对英镑和美元等纸币长期大幅升值。其次，股市和房市也长期上涨，从 1930 年代至今，在考虑租金回报率和股息率之后，英美两国股市和房市的长期回报率均超过 10%。而持有现金是最差的选择，甚至会跑输通胀，即便持有长期国债也好不了多少。
- **泡沫重来，远离现金。**疫情带来了巨额的经济损失，问题在于由谁来承担？加税来让富人承担、或者减少支出让穷人承担都不可行，唯一可行的是财政出面找央行借钱，然后送给穷人花，这样好像皆大欢喜，但这其实是央行用国债背书发行了更多的货币，而货币背后的财富并没有增加，因而货币在大幅贬值，所有拿着现金的人一起分摊了损失。因此，在全球放水和货币超发的趋势之下，我们认为要尽量配置黄金、商品、房市、股市等受益于通胀的资产，而尽量远离低收益的现金和固定收益类资产，以对抗货币的贬值风险。

目 录

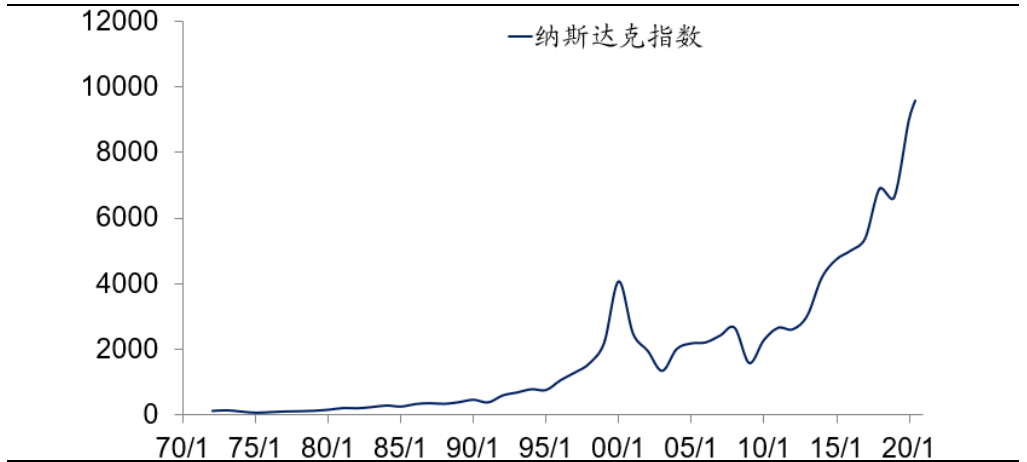
1. 金本位时代、货币不多发	4
2. 没有通胀、利息为王.....	5
3. 纸币时代、货币超发.....	9
4. 长期通胀、资产为王.....	10
5. 泡沫重来，远离现金.....	14

图目录

图 1	美国纳斯达克年度指数	4
图 2	金本位时期英国货币与 GDP 年均增速	5
图 3	金本位时期美国货币与 GDP 年均增速	5
图 4	英美金本位时期的年均通胀率	6
图 5	1800-1933 年英美两国 CPI 指数	6
图 6	金本位时期黄金对美元、英镑价格（美元、英镑/盎司）	7
图 7	金本位时期英美股市、房市年均涨幅	7
图 8	金本位时期英美长短期国债年均利息率	8
图 9	金本位时期英美租金回报率与股息率	8
图 10	1870 年代到 1930 年代英美年均 GDP 增速	9
图 11	纸币时代的美日英广义货币与 GDP 实际增速	9
图 12	金本位、纸币时期美国国债余额增速、联储持有国债增速	10
图 13	2013-19 年日本 M2、实际 GDP，央行持有国债年均增速	10
图 14	金本位、纸币时期英国、美国通胀率对比	11
图 15	日本 CPI 指数	11
图 16	纸币时代黄金对美元、英镑价格（美元、英镑/盎司）	12
图 17	纸币时代英美持有房产的年均回报率	12
图 18	纸币时代英美持有股票的年均回报率	13
图 19	2013-19 年日本股市、房市年均回报率	13
图 20	纸币时代英国长短期国债、黄金、CPI 的年均回报率/涨幅	14
图 21	纸币时代美国长短期国债、黄金、CPI 的年均回报率/涨幅	14
图 22	应对疫情的三种选择	15
图 23	每美元的黄金含量长期下降、危机时期尤甚（盎司）	15
图 24	美国广义货币 M2 增速、财政赤字率（%）	16
图 25	再通胀环境下的大类资产配置	16

2020 是创造历史的一年，谁也没能想到新冠疫情会突然爆发，而且影响如此之大。但更令人想不到的，是疫情还没有结束，美国纳斯达克股票指数已经创出历史新高，而中美两国的房价也都创出历史新高。

图1 美国纳斯达克年度指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

归功于 Jorda、Schularick 和 Taylor 等人的贡献，其创建了宏观历史数据库 JST Macrohistory Database，其中收集了 1870-2016 年间主要国家的经济、金融和资产价格等历史数据。

本文将以此数据库为基础，并参考了圣路易斯联储、英国央行等的数据库，将部分数据补充到 1800-2019 年，通过回顾过去 200 年间的美国、英国、日本等国的货币经济史，来寻找资产价格表现背后的答案。

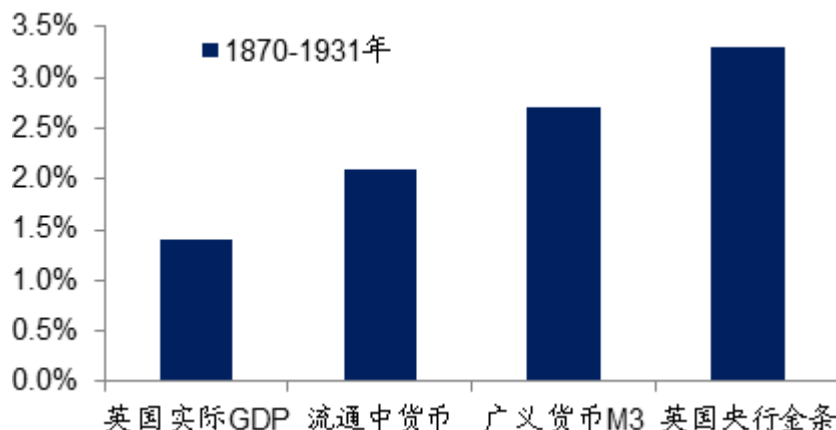
1. 金本位时代、货币不多发

在 19 世纪末和 20 世纪初，全球主导的货币体系是金本位，当时英国和美国的货币均与黄金挂钩，因而货币增速由黄金的供应量所决定。但由于黄金的产量有限，这使得货币增长受到约束，没有出现明显的超发。

从 1870 年到 1931 年，英国经济的年均实际增速为 1.4%。在此期间，英国流通中货币增速均值为 2.1%，广义货币 M3 年均增速为 2.7%，虽然都高于同期的经济增长，但是缺口分别只有 0.7%和 1.3%。

英格兰央行资产负债表显示，其持有的硬币和金条在 1870 至 1931 年间的年均增幅为 3.3%，而英国两类货币增速均未超过同期的黄金存量增速。

图2 金本位时期英国货币与 GDP 年均增速

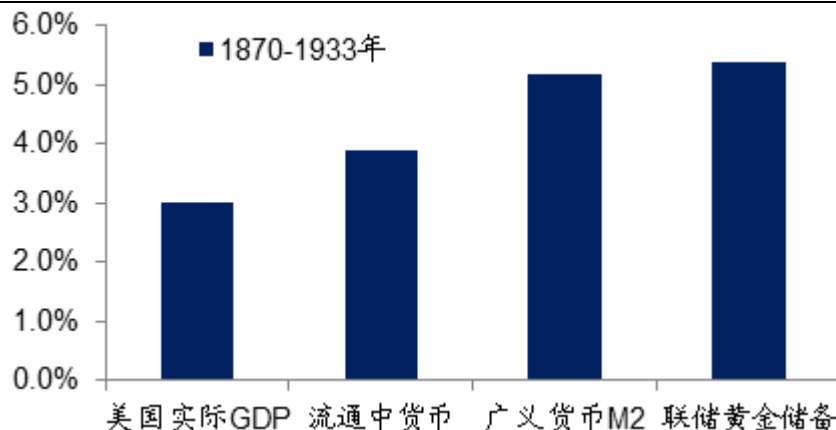


资料来源：JST Macrohistory Database，英格兰央行，Wind，海通证券研究所，金本位选择 1870-1931 年间

再来看美国，从 1870 年到 1933 年，美国经济的年均实际增速为 3%，同期美国流通中货币增速均值为 3.9%，广义货币 M2 年均增速为 5.2%，分别高于同期经济增长 0.9 和 2.2 个百分点。

而美联储资产负债表显示，其持有的黄金储备在 1870 至 1933 年间的年均增幅为 5.4%，这也是同期美国各类货币增速的上限。

图3 金本位时期美国货币与 GDP 年均增速



资料来源：JST Macrohistory Database，圣路易斯联储，Wind，海通证券研究所，金本位选择 1870-1933 年间

现在大家都习惯使用广义货币来代表货币供应量，但在当时最好的货币供应量指标并不是广义货币，而是流通中的货币。原因在于，广义货币中包含了大量银行存款，在金融高度发达的今天，各类银行存款也可以随时抵押出来当现金使用。但是在 19 世纪，金融体系并不发达，当时人们使用的应该主要还是硬币和纸币等现金，因而存款对经济的影响没有现在这么大。

因此，如果我们只是看英美两国的流通中货币，其在金本位时期的增速与同期的经济增长大致相当，可以认为货币基本上没有多发。

2. 没有通胀、利息为王

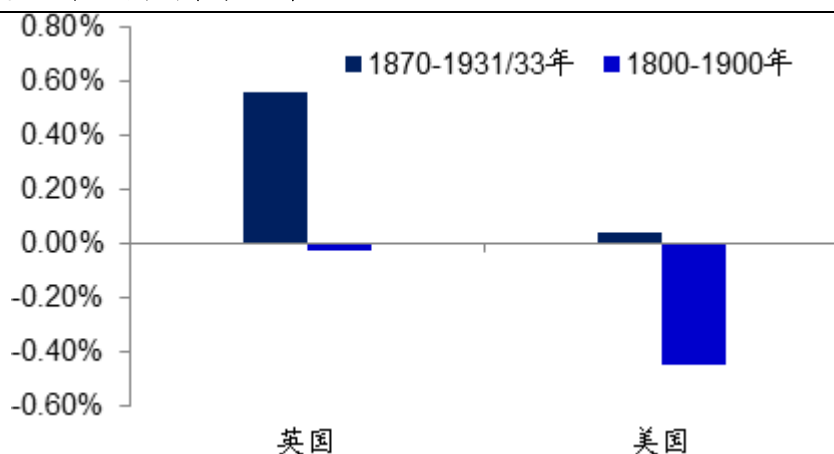
没有通胀、甚至通缩。

而货币不超发的一个重要的结果，就是长期都没有通胀。

从 1870 年到 1931 年，英国的年均通胀率为 0.56%。从 1870 年到 1933 年，美国

的年均通胀率为 0.04%，几乎没有任何通胀。

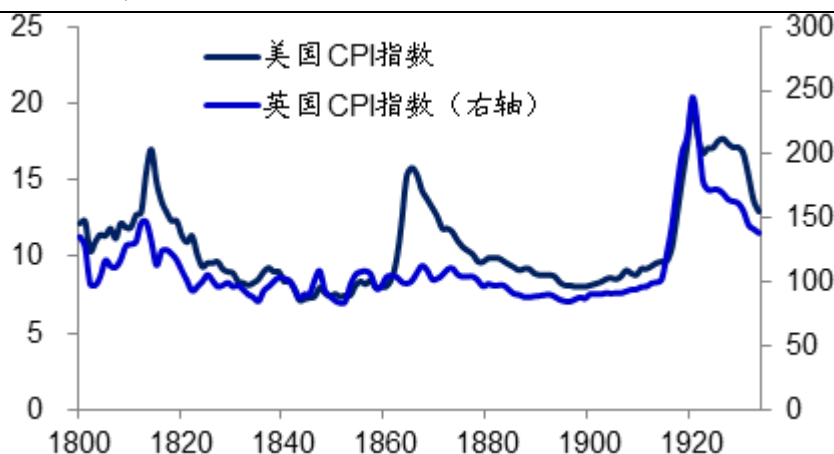
图4 英美金本位时期的年均通胀率



资料来源：JST Macrohistory Database，圣路易斯联储，Wind，海通证券研究所

事实上，在金本位时期，通缩才是普遍现象。从 1800 年到 1900 年间，英国的年均通胀率为-0.03%，美国的年均通胀率为-0.45%，也就是说整个 19 世纪英美都在通缩，直到进入 20 世纪初以后才出现了小幅的通胀。

图5 1800-1933 年英美两国 CPI 指数



资料来源：JST Macrohistory Database，圣路易斯联储，Wind，海通证券研究所

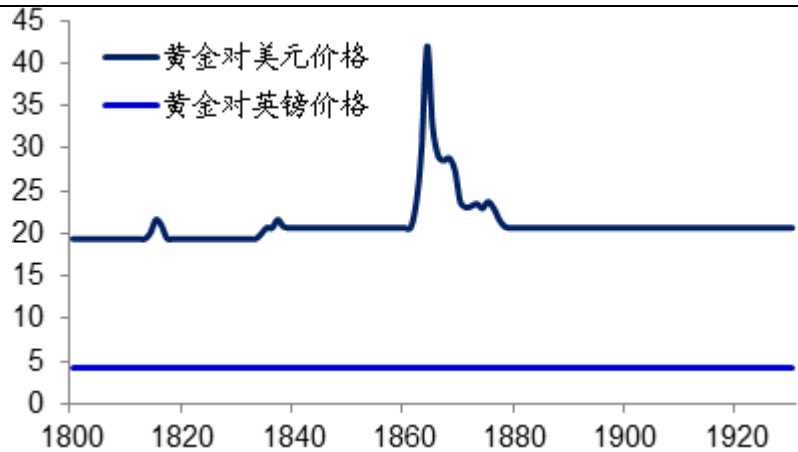
资产价格涨得很慢。

我们发现，在金本位时期，由于货币不超发，因而各类资产价格几乎长期都不涨。

首先，通胀代表的就是商品价格，因而长期通缩意味着商品价格长期下跌。

甚至连黄金价格也长期不涨。从 1800 年到 1932 年，黄金对美元价格从 19.39 美元/盎司上升到 20.67 美元/盎司，年均涨幅仅为 0.05%；从 1800 年到 1930 年，黄金对英镑价格维持在 4.25 英镑/盎司，价格维持了 100 多年都没变。

图6 金本位时期黄金对美元、英镑价格（美元、英镑/盎司）



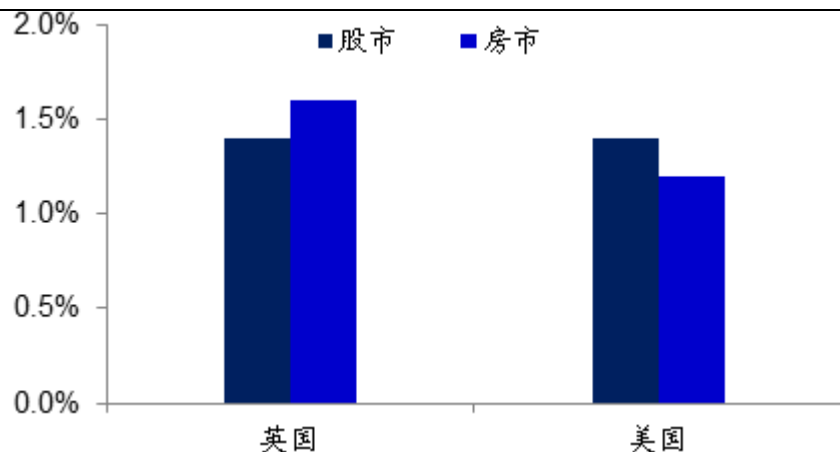
资料来源：圣路易斯联储，Wind，海通证券研究所

其次，股市和房市涨得也很慢。

在房地产市场上，从 1896 年到 1931 年，英国房价年均涨幅仅为 1.6%。从 1890 年到 1933 年，美国房价年均涨幅也仅为 1.2%。

在股票市场上，从 1870 年到 1931 年，英国股指年均涨幅为 1.4%。从 1870 年到 1933 年，美国标普 500 指数的年均涨幅也为 1.4%。

图7 金本位时期英美股市、房市年均涨幅

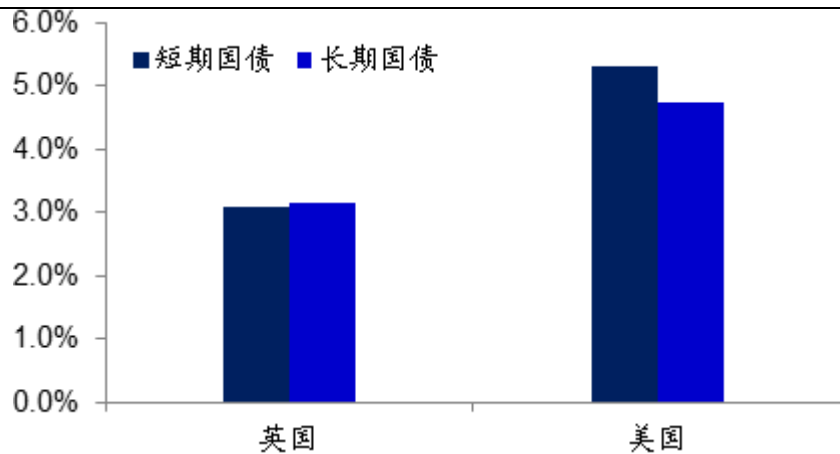


资料来源：JST Macrohistory Database，海通证券研究所，其中房价为 1890 年代到 1930 年代，股价为 1870 年代到 1930 年代

稳定收益为王。

在金本位时代，最佳的投资方式是持有稳定收益类资产，收取固定的利息。

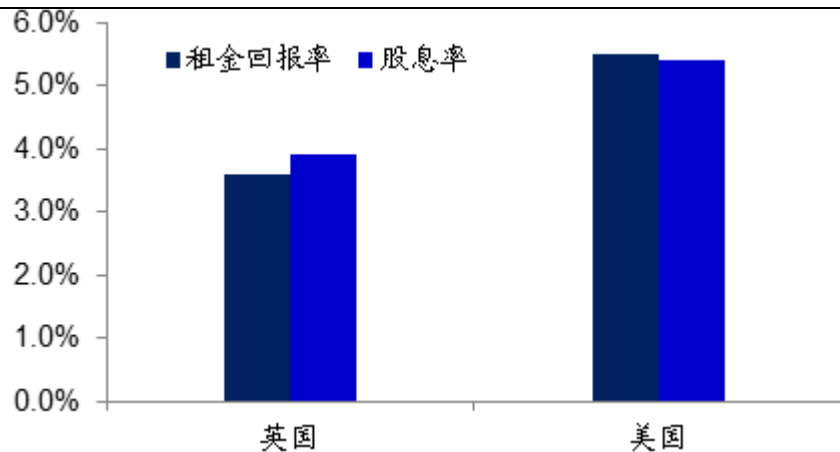
首先是持有现金类资产或者长期国债。从 1870 年到 1931 年，持有英国短期国债的年均利息收入为 3.1%，持有长期国债的年均利息收入为 3.15%。而从 1870 年到 1933 年，持有美国短期国债的年均利息收入为 5.3%，持有长期国债的年均利息收入为 4.75%。

图8 金本位时期英美长短期国债年均利息率


资料来源：JST Macrohistory Database，海通证券研究所，时间为 1870 年代到 1930 年代

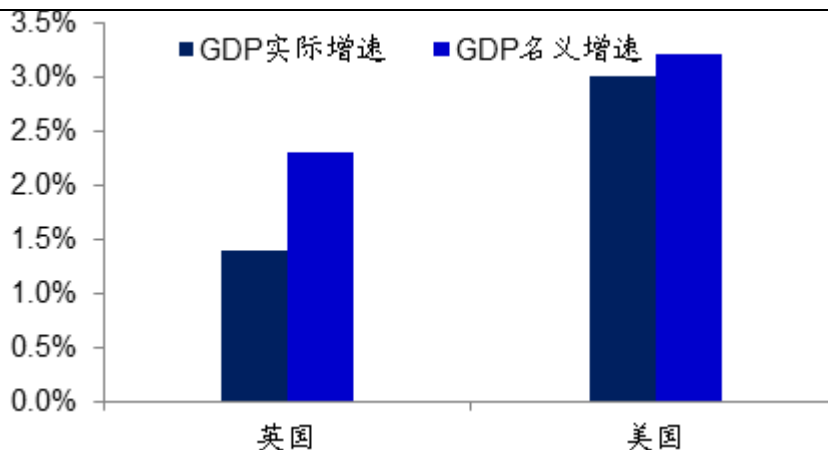
其次，也可以持有房子和股票，但主要不是靠涨价，而是靠房租和股息，也可以视为一种利息收入。

从 1896 年到 1931 年，英国房租年均回报率为 3.6%；从 1890 年到 1933 年，美国房租年均回报率为 5.5%。从 1870 年到 1931 年，英国股市年均股息率为 3.9%，美国标普 500 指数年均股息率为 5.4%。

图9 金本位时期英美租金回报率与股息率


资料来源：JST Macrohistory Database，海通证券研究所，其中房租为 1890 年代到 1930 年代，股息为 1870 年代到 1930 年代

可以看到，美国的长期国债利息、房租回报率、股息率都要系统性的高于英国，前者都在 5% 左右甚至以上，后者都在 3-4% 之间。背后的原因是当时美国经济的实际增速和名义增速分别为 3% 和 3.2%，均高于英国的 1.4% 和 2.3%，美国的经济增长更快，所以各种资产的收益率也更高。

图10 1870 年代到 1930 年代英美年均 GDP 增速


资料来源：JST Macrohistory Database，海通证券研究所

3. 纸币时代、货币超发

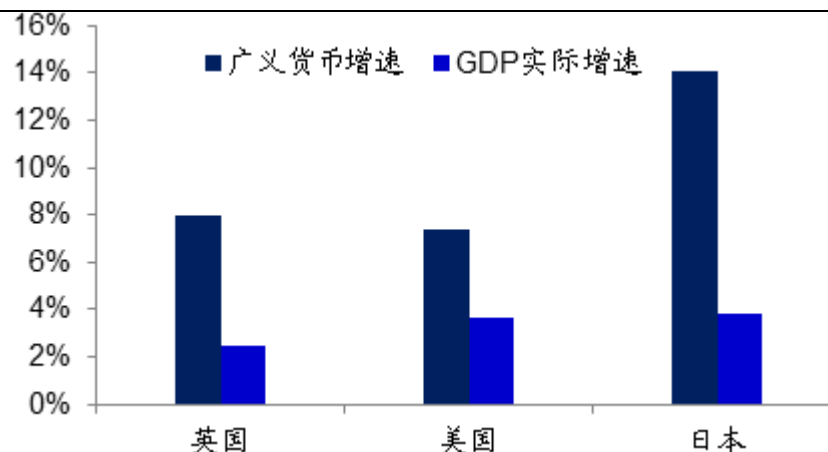
金本位一直实施到了 20 世纪 30 年代，之后在 1931 年和 1933 年，英国和美国分别退出了金本位，从而正式进入了纸币时代。

货币长期超发。

而进入纸币时代之后，由于货币发行失去了约束，货币超发成为了长期现象。

从 1932 年到 2019 年，英国经济的年均实际增速为 2.5%，而同期广义货币年均增速高达 8%，货币增速超过 GDP 实际增速 5.5 个百分点。从 1934 年到 2019 年，美国经济的年均实际增速为 3.7%，而同期广义货币 M2 年均增速为 7.4%，货币增速超过 GDP 实际增速 3.7 个百分点。

相比之下，日本的货币超发更为严重。日本也是 1931 年退出金本位，从 1932 年到 2019 年，日本广义货币年均增速高达 14.1%，同期经济的年均实际增速为 3.8%，货币增速超过 GDP 实际增速 10.3 个百分点。

图11 纸币时代的美日英广义货币与 GDP 实际增速


资料来源：JST Macrohistory Database，Wind，海通证券研究所，美国从 1934-2019 年，日英从 1932-2019 年

联手财政印钞。

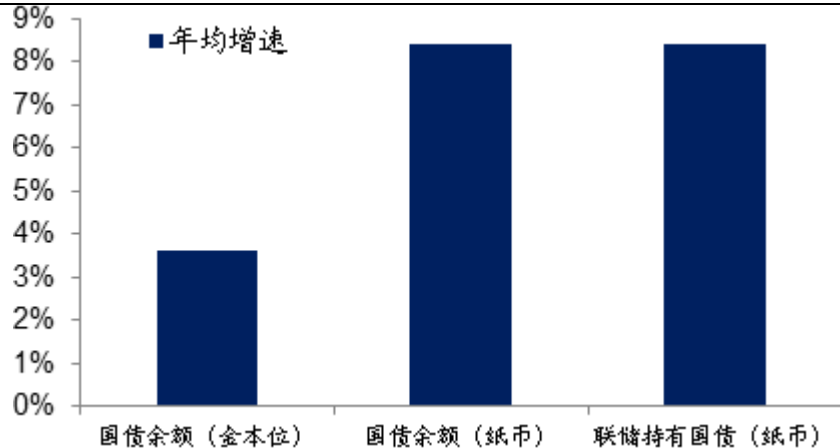
为何在纸币时代货币容易超发？原因在于货币发行机制发生了变化，从黄金背书转向国债背书，但与黄金生产受限不同，财政可以批量生产国债，因而央行和财政联手就

可以不受限制的印钞。

在美国，从 1933 年到 2019 年，其国债余额从 225.4 亿美元升至 23.2 万亿美元，增长了 1000 倍，年均增幅高达 8.4%。而同期美联储持有的国债规模从 24.4 亿美元升至 2.54 万亿美元，年均增幅同样是 8.4%。

相比之下，在金本位时期的 1870 到 1933 年，美国国债余额的年均增速为 3.6%，未超过同期 5.4% 的黄金储备增速。

图12 金本位、纸币时期美国国债余额增速、联储持有国债增速

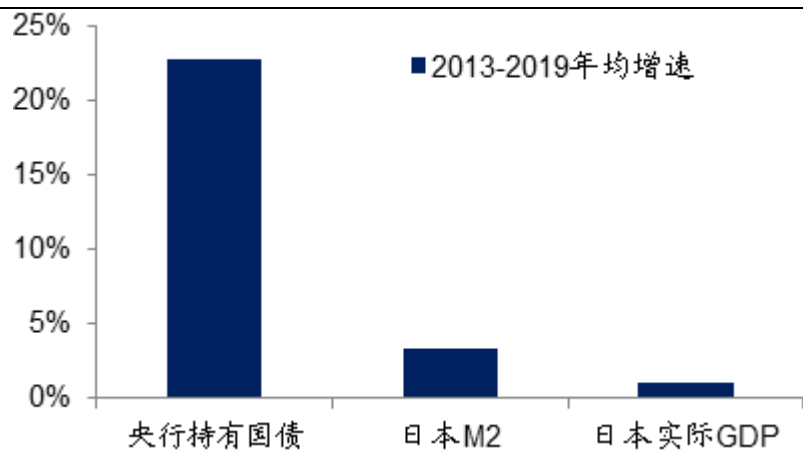


资料来源：美国财政部，圣路易斯联储，海通证券研究所，金本位从 1870-1933 年，纸币从 1934-2019 年

在英国，从 1931 年到 2019 年，其国债余额从 78 亿英镑升至 1.9 万亿英镑，年均增幅高达 6.5%，远高于金本位时期 1870-1931 年间的 3.7% 的年均增速。

即便是大家印象中长期印钞无效的 Japan，自从安倍在 2012 年末上台之后，开始实施其“三支箭”，其中最核心的就是量化宽松与财政刺激两支箭，大幅加大了量化宽松购买国债的力度，其央行持有的国债规模从 114 万亿日元升至 481 万亿日元。从 2013 年到 2019 年，日本的广义货币 M2 年均增速也达到 3.3%，超过同期 1% 的 GDP 增速，货币同样是再次超发。

图13 2013-19 年日本 M2、实际 GDP，央行持有国债年均增速



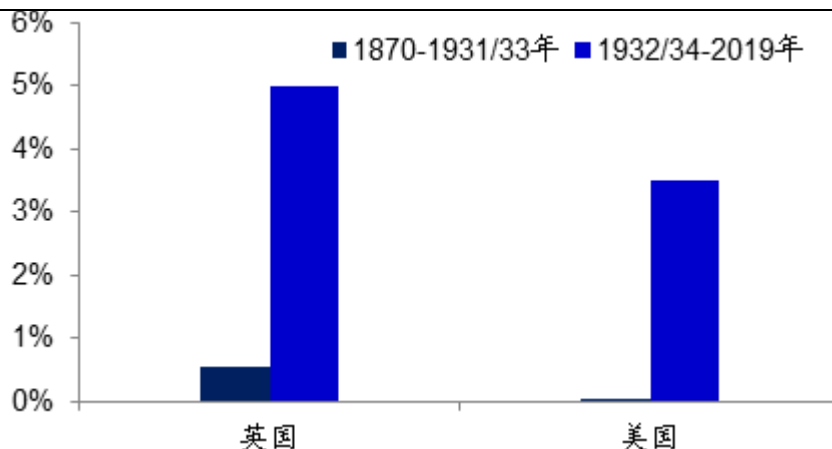
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 长期通胀、资产为王

通胀长期存在。

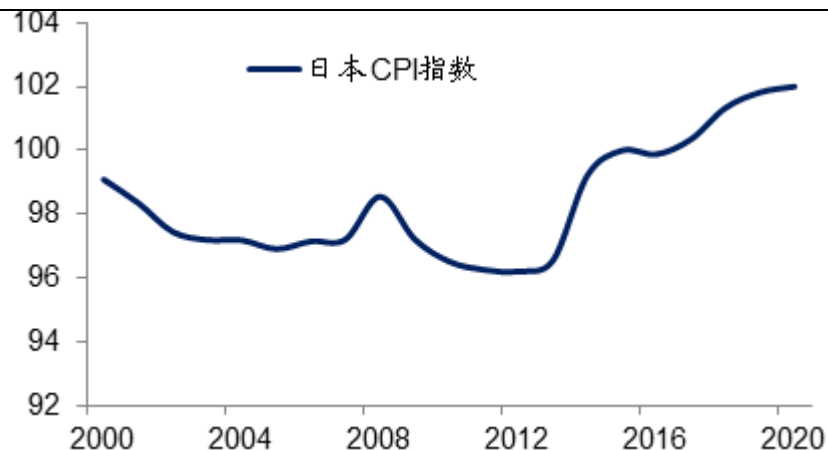
在货币超发的时代，通胀上升是长期现象。

从1932年到2019年，英国的年均通胀率为5%，远超金本位时期1870年至1931年的0.6%。从1934年到2019年，美国的年均通胀率为3.5%，同样远超金本位时期1870年至1933年的年均0.04%。

图14 金本位、纸币时期英国、美国通胀率对比


资料来源：JST Macrohistory Database, Wind, 海通证券研究所，英国1931年前、美国1933年前实施金本位

即便在泡沫经济破灭后的日本，在2013年安倍政府实施了大规模量宽之后，从2013到2019年的年均通胀率为0.8%，也从通缩中走出来，出现了小幅的通胀。

图15 日本CPI指数


资料来源：Wind, 海通证券研究所

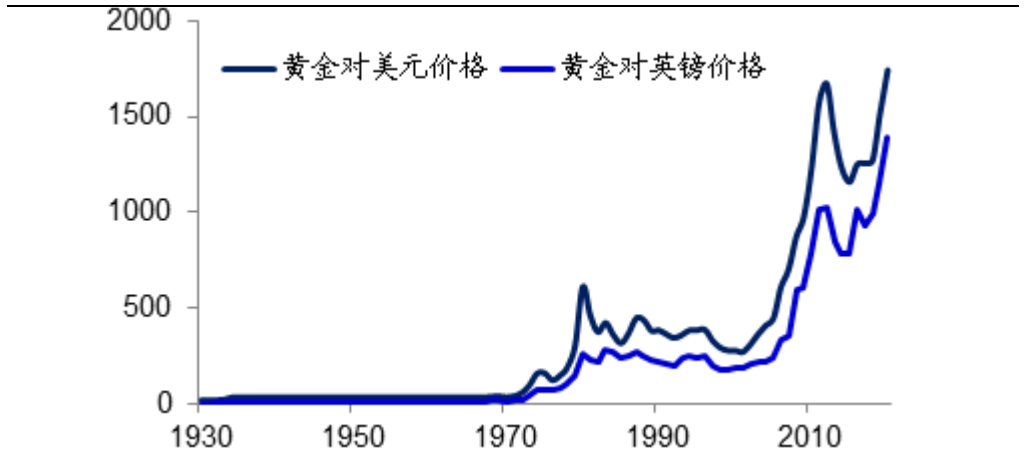
资产价格长期上涨。

在货币超发的时代，我们发现各类风险资产价格呈现长期上涨的趋势。

首先，通胀的出现就代表着实物类商品价格的长期上涨。

作为实物类资产中最具代表性的黄金，在纸币时代长期上涨。在1931年，英镑和日元均宣布脱离金本位，之后到2019年的88年间，黄金对日元的年均涨幅高达9.9%，黄金对英镑的年均涨幅也达到6.5%。美元于1933年脱离金本位，之后至2019年的86年间，黄金对美元年均涨幅为4.9%。

图16 纸币时代黄金对美元、英镑价格（美元、英镑/盎司）

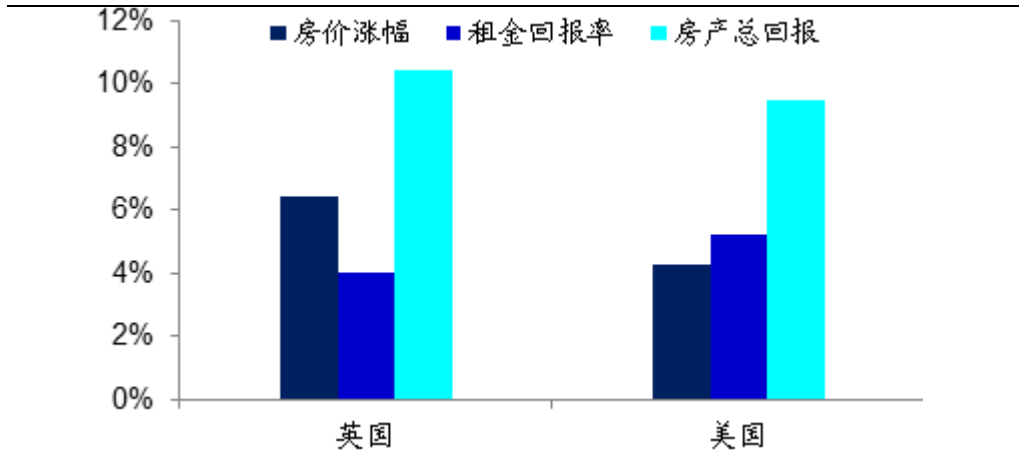


资料来源：圣路易斯联储，Wind，海通证券研究所

其次，股市和房市也呈现长期上涨。

在房地产市场上，从1932年到2019年，英国房价年均涨幅达到6.4%，加上4%的租金回报率，持有房产的年均回报率高达10.4%。从1934年到2019年，美国房价年均涨幅达到4.3%，加上5.2%的租金回报率，持有房产的年均回报率高达9.5%。

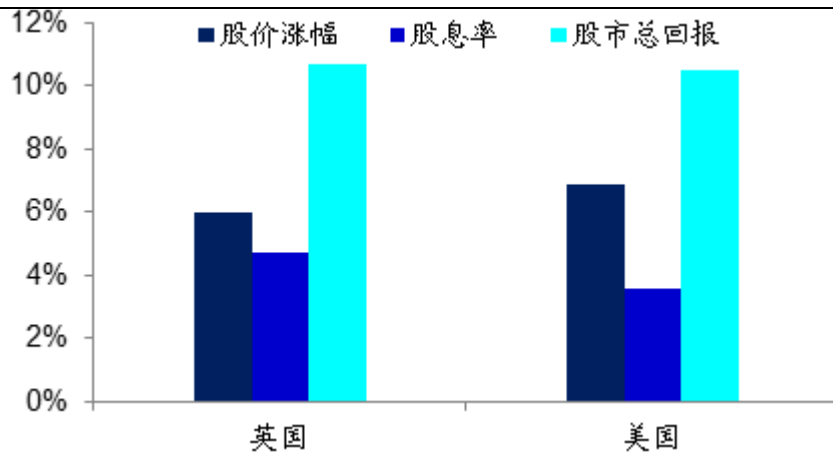
图17 纸币时代英美持有房产的年均回报率



资料来源：JST Macrohistory Database，Wind，海通证券研究所，英国1931年、美国1933年退出金本位

在股票市场上，从1932年到2019年，英国股市年均涨幅达到6%，加上4.7%的股息回报率，持有股票的年均回报率高达10.7%。从1934年到2019年，美国标普500指数年均涨幅达到6.9%，加上3.6%的股息率，持有股票的年均回报率高达10.5%。

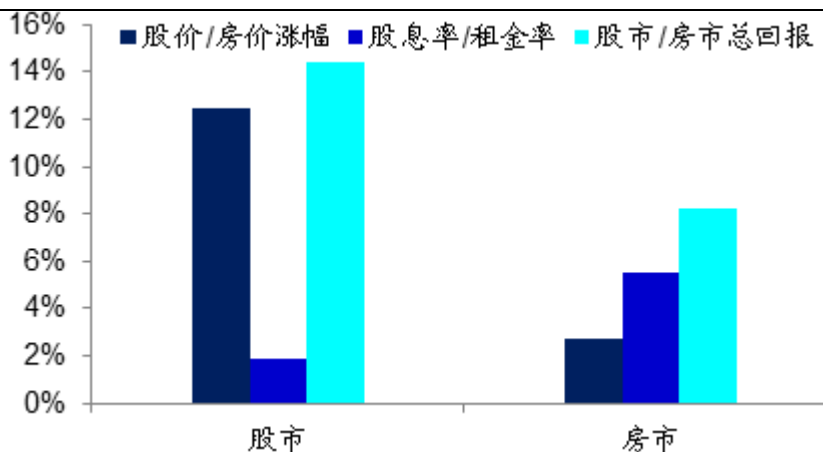
图18 纸币时代英美持有股票的年均回报率



资料来源：JST Macrohistry Database, Wind, 海通证券研究所, 英国 1931 年、美国 1933 年退出金本位

在日本，从 2013 年安倍开始实施大规模量化宽松之后，从 13 年到 19 年间，其股市的年均涨幅为 12.5%，加上 1.9% 的股息率，持有股票的年均回报率也达到 14.4%。同期 6 大都市地价的年均涨幅为 2.7%，加上 5.5% 的租金回报率，持有房产的年均回报率也达到 8.2%。

图19 2013-19 年日本股市、房市年均回报率

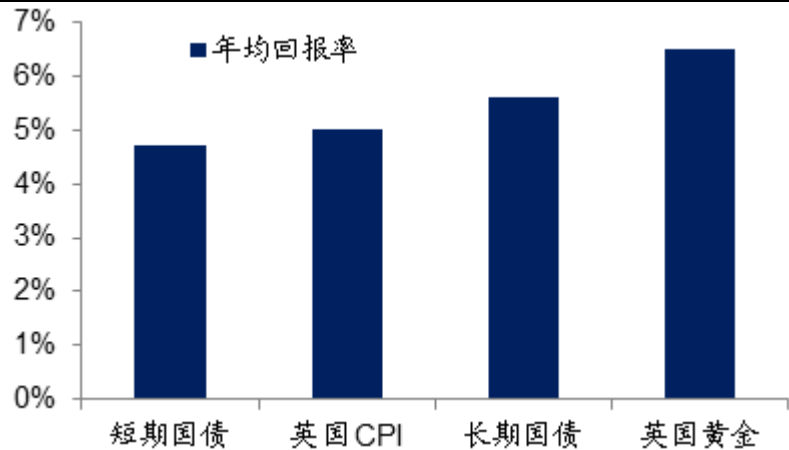


资料来源：Wind, 海通证券研究所, 房价为 6 大都市地价涨幅

最后，现金跑输通胀，固定收益类资产长期跑输股市房市。

从 1932 年到 2019 年，持有英国短期国债的年均利息收入为 4.7%，持有长期国债的年均利息收入为 5.6%，同期英国的通胀率均值为 5%。

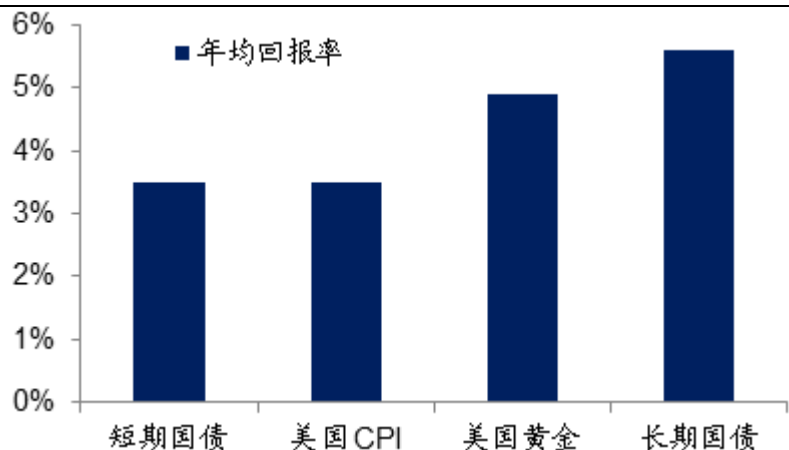
图20 纸币时代英国长短期国债、黄金、CPI 的年均回报率/涨幅



资料来源：圣路易斯联储，Wind，海通证券研究所

而从 1934 年到 2019 年，持有美国短期国债的年均利息收入为 3.5%，持有长期国债的年均利息收入为 5.6%，同期美国的通胀率均值为 3.53%。

图21 纸币时代美国长短期国债、黄金、CPI 的年均回报率/涨幅



资料来源：圣路易斯联储，Wind，海通证券研究所

可以看出，在纸币时代，持有现金是最差的选择，在英美两国持有短期国债的长期回报率均跑输同期的通胀率。

而持有长期国债资产的长期回报率略高于通胀，接近于黄金，但是远低于同期的股市和房市涨幅，尤其是考虑后两者还有股息率和租金率提供的额外增值。

5. 泡沫重来，远离现金

疫情损失巨大，只能印钞救急。

今年的新冠疫情来势凶猛，导致全球大规模的停工停产，IMF 预计全球经济损失幅度将仅次于上个世纪的大萧条。

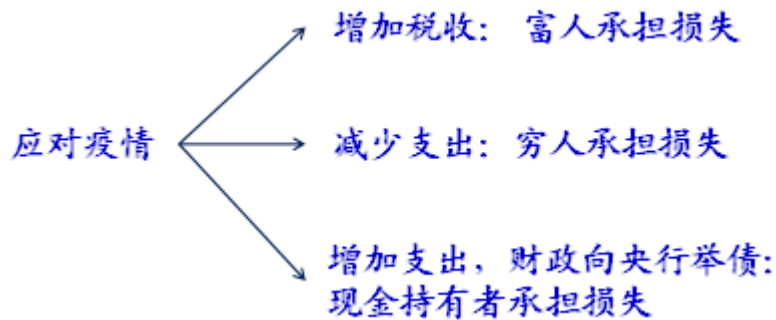
但是问题在于，如何应对疫情所导致的损失？从理论上说，有三种选择。

第一种是加大征税的力度，让富人多缴税来帮助穷人。但是在疫情期间，增加税收好像不太可能。第二种是减少财政支出的力度，接受经济衰退的现实，但这会加大穷人的痛苦，也不太可能实施。

因而唯一可行的是第三种选择，也就是财政出面借钱，而且不找富人借，直接找央

行借，借了钱以后送给穷人花，这样好像大家都能受益，而且没有人反对。但是大家仔细想一想，天上不会掉馅饼，这多出来的一大笔钱到底是谁出的呢？其实是所有拿着现金的人一起分摊了损失。

图22 应对疫情的三种选择



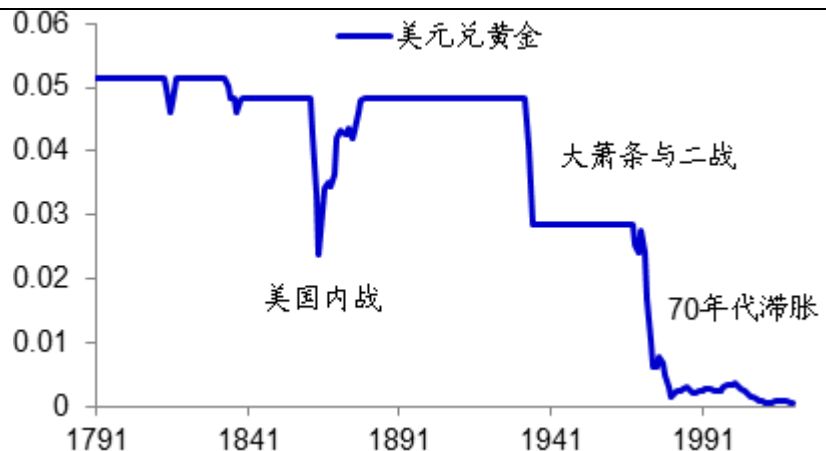
资料来源：海通证券研究所

资产泡沫重来，尽量远离现金。

过去央行发行货币是用黄金背书，货币的价值是稳定的。而现在央行发行货币用国债背书，其实就是用国家的经济在背书。但是疫情导致经济衰退，而国债发行量又大幅增加，这意味着更少的财富背书了更多的货币，其实就是货币在大幅的贬值。

因此，我们看到纸币时代商品、黄金长期上涨，股市和房市长期升值，其实背后有一个重要原因就是纸币长期超发，是纸币的贬值导致了各类资产的长期升值。

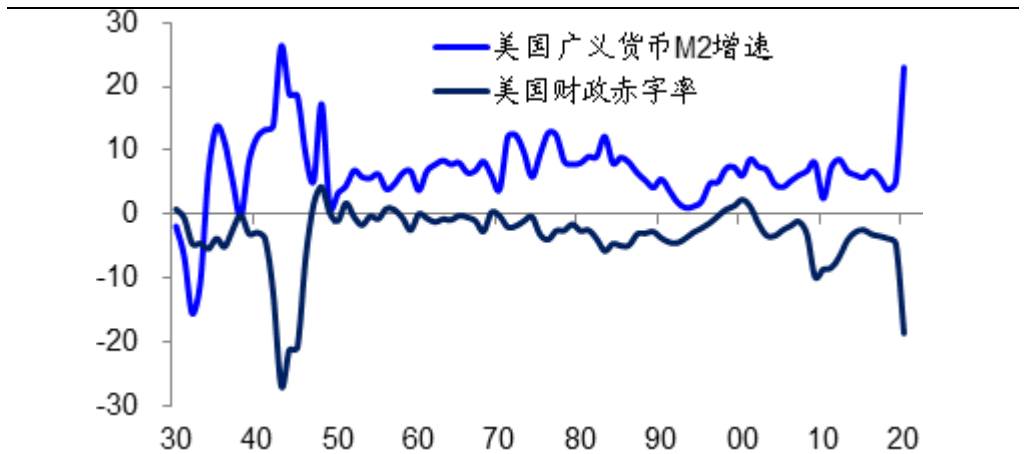
图23 每美元的黄金含量长期下降、危机时期尤甚（盎司）



资料来源：圣路易斯联储，Wind，海通证券研究所

例如美国出台了4轮财政刺激计划，其国债总规模已经从年初的23.2万亿美元升至26.1万亿美元，增加了2.9万亿美元。其中美联储购买了1.82万亿美元的国债，美联储的资产已经达到7.22万亿美元，比去年末扩张了71%。得益于财政赤字货币化，美国5月份的广义货币增速已经升至23%，创下1944年以来新高。

图24 美国广义货币 M2 增速、财政赤字率 (%)

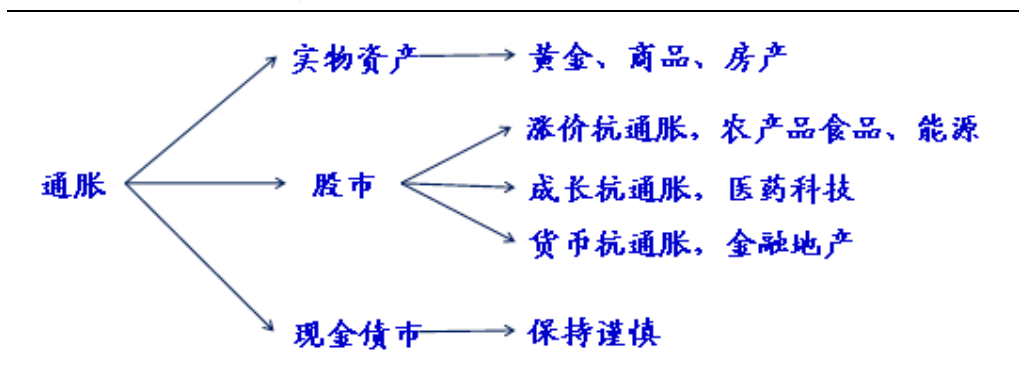


资料来源：美国财政部，圣路易斯联储，Wind，海通证券研究所，20 年为预测值

上周由于担心海外疫情出现二次爆发，美股一度出现了大幅回调。但是大家想一想，如果美国疫情真的出现二次爆发，那么美国是不是要出台规模更大的财政刺激，而美联储又要进一步加大量化宽松的政策力度，那货币岂不是会发的更多，资产泡沫还会变得更大？

因此，在全球放水和货币超发的趋势之下，我们认为要尽量配置黄金、商品、房市、股市等受益于通胀的资产，以对抗货币的贬值风险。

图25 再通胀环境下的大类资产配置



资料来源：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

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 ljli11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
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
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@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
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
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
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
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 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

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@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
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@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
房乔华 0755-23617756 fqh12888@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
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
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
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@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(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@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 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 x bq6583@htsec.com 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 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨震(021)23154174 yl11036@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 张崢青(021)23219383 zzk11650@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(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 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 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 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 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(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
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@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
 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
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金钰(010)58067851 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