

相关研究

《为何股市变牛、债市变熊？——选择比努力更重要!》2020.06.21

《如何战胜印钞机——百年货币史的观察!》2020.06.14

《经济恢复了几成？——新型肺炎疫情影响之七》2020.06.09

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

同为宽松政策，赤字货币化有何不同？

投资要点:

- **什么是赤字货币化？**现代货币理论为财政赤字货币化奠定了理论基础。MMT理论的支持者认为财政政策的目的是实现充分就业，创造货币来为政府支出提供资金，只要不面临通胀风险，财政扩张和赤字增加就不可怕。因此，MMT的一个最主要推论是将“财政赤字货币化”做了最大程度的拓展。**财政赤字货币化是非常情况下的非常规政策工具。**常规的宽松货币政策操作是央行通过调整基准利率来影响市场短期利率及商业银行的信用扩张。当央行无法再通过降低基准利率的办法来增加信贷刺激经济，此时就需要使用非常规的政策工具。其中传统QE目的是保证金融市场流动性，防止信用收缩，它在应对08年的美国次贷危机中曾起到重要作用。但QE并非一直有效。当实体部门出现明显问题时，商业银行惜贷情绪高，导致货币政策传导不畅通，央行向商业银行释放的流动性并不一定能转化为社会信贷。而**财政赤字货币化由财政部而非商业银行承担向实体输送资金的功能，能直接创造信用扩张。**
- **赤字货币化成为发达国家当前选择。**目前各国货币进一步宽松空间较小，而本次疫情危机主要冲击的是实体经济而非金融体系。过去全球的利率水平相对比较正常，但目前美国已经通过快速降息将利率降至临界水平，而欧洲及日本甚至出现负利率。同时此次危机的中心是实体而非金融系统，传统QE带来的银行间流动性可能因为银行惜贷而无法进入实体经济，而财政支出可以直接救助受影响最严重的部门，拉动总需求。**本次危机许多发达国家都选择了财政赤字货币化，各国货币增速普遍高增。**新冠疫情爆发后，美国财政赤字飙升创下历史新高，美联储购买美国国债力度空前。而欧央行也增加了资产购买计划并推出了紧急抗疫购债计划，其中绝大部分购买的是政府债。除了在二级市场上购买国债为财政融资保驾护航，各国央行还通过各种方式向政府提供直接融资。货币配合财政托底经济使得信贷扩张明显，美国和欧洲的M2同比均创新高。而尽管我国没有采取财政赤字货币化，但今年我国广义财政赤字约为8.5万亿，其中大部分政府债券将由商业银行购买，背后其实也是央行在提供流动性。受此带动，我国广义货币M2同比在5月也达到11.1%。
- **警惕通胀和货币贬值。**财政赤字货币化主要有两个传导途径。一方面，央行大规模购买国债向市场释放大量基础货币，经过信用扩张就会创造出大量的信贷，形成通胀压力。另一方面，政府财政赤字及债务急剧攀升，影响国债的价值及货币信用，会动摇主权货币的地位，带来货币贬值压力。极端情况下，当一个国家实施赤字货币化时面临的是本币贬值及国内恶性通胀，典型的例子是拉美债务危机中的墨西哥等国。而当各国都出现财政赤字货币化，就可能出现纸币相对黄金的整体贬值和全球性通胀，二战时期已经出现过这种情况。**新冠肺炎是全球性问题，未来财政赤字货币化可能带来类似二战的通胀及货币整体贬值。**根据IMF的预测，为应对新冠疫情，世界主要经济体2020年财政赤字率较上一年均会大幅升高。同时，3月中旬疫情在世界范围爆发以来，全球主要央行资产负债表规模迅速扩大，这意味着各国财政赤字主要都由央行买单，这一局面与二战时政府所面临的情况非常相似。**资产配置方面，需要配置抗通胀类资产防止货币贬值。**抗通胀类资产主要特征是价格随货币增速而同步甚至更大幅度上升，以此逻辑配置相应的实物资产及金融资产。其中实物资产包括供给有限的食品、农产品和价格随货币增发而上升的房产。金融资产包括业绩随货币增发而上升的行业股票，例如医药科技股、金融股和实物资产相关行业。而对于债市，我们持谨慎态度，目前利率处于历史低位，无法对抗通胀及货币贬值。

目 录

1. 什么是赤字货币化?	4
2. 赤字货币化成为发达国家当前选择.....	6
3. 警惕通胀和货币贬值.....	8

图目录

图 1	财政支出创造货币.....	4
图 2	常规货币政策操作流程.....	4
图 3	QE 为银行带来大量流动性.....	5
图 4	美联储资产扩张（百亿美元）.....	5
图 5	美国银行信贷（百亿美元）.....	5
图 6	财政赤字货币化直接创造需求.....	6
图 7	两次危机前主要经济体基准利率对比（%）.....	6
图 8	美国及英国失业率（%）.....	7
图 9	美国及欧元区非金融企业杠杆率（%）.....	7
图 10	截至 5 月美国财政赤字、国债发行额及美联储新增国债（百万美元）.....	7
图 11	3-5 月 PEPP 累计净购买资产及权重.....	8
图 12	3-5 月 APP 累计净购买资产及权重.....	8
图 13	美国和欧元区 M2 同比（%）.....	8
图 14	中国 M2 同比（%）.....	8
图 15	赤字货币化的两个影响途径.....	9
图 16	墨西哥 M2 和 CPI 同比（%）.....	9
图 17	美元兑墨西哥比索.....	9
图 18	美国、英国政府债务率（%）.....	10
图 19	美国、英国 CPI.....	10
图 20	IMF 预测各国政府赤字率（%）.....	10
图 21	各国央行资产负债表总规模增速（%）.....	10
图 22	再通胀环境下的大类资产配置.....	11

1. 什么是赤字货币化？

现代货币理论（Modern Monetary Theory，简称 MMT）是后凯恩斯主义经济学的发展，重点在于讨论财政政策与央行的货币政策如何协调运作。基于对货币的不同理解，现代货币理论对于货币和财政政策得出了一些有别于主流货币理论的观点：政府用创造货币的方式进行支出，财政支出先于收入，因此主权政府在主权货币制度下不会破产，发行债券与货币政策操作类似。而政府部门的财政赤字等于非政府部门的盈余，所以财政政策的目标不是平衡，而是实现充分就业。

现代货币理论为财政赤字货币化奠定了理论基础。由于 MMT 理论的支持者认为政府应使用财政政策实现充分就业，创造货币来为政府购买提供资金，只要不面临通胀风险，财政扩张和赤字增加就不可怕。因此，MMT 的一个最主要推论是将“财政赤字货币化”做了最大程度的拓展。历史上，在经济衰退期，多国都曾通过一定程度的财政货币化来稳定经济。

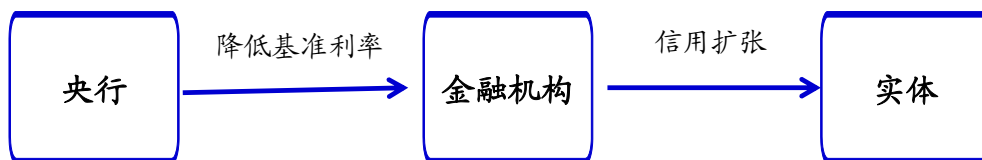
图1 财政支出创造货币

	政府部门	非政府部门
财政支出 (购买产品)	资产：产品增加M 负债：增加M	资产：产品减少M 货币增加M
纳税	资产：货币增加N	资产：货币减少N

资料来源：《现代货币理论》，兰德尔，海通证券研究所整理

财政赤字货币化是非常情况下的非常规政策工具。常规的宽松货币政策操作是央行通过调整基准利率来影响市场短期利率及商业银行的信用扩张。当基准利率或市场短期利率降到极低甚至为零的水平时，央行就无法再通过降低基准利率的办法来增加信贷刺激经济，此时就需要使用非常规的政策工具。相比于财政赤字货币化，大家更为熟悉的是量化宽松政策（简称 QE）。

图2 常规货币政策操作流程图



资料来源：海通证券研究所

传统 QE 目的是保证金融市场流动性，防止信用收缩。2001 年日本央行最早推出 QE 政策，世界范围内大规模使用则是 08 年金融危机爆发后。QE 是在基准利率接近于零时货币政策发挥效用的一种手段，即央行大规模购买资产扩大资产负债表，通过向市

场提供超过维持零利率所需的货币量来增加市场流动性，防范挤兑等风险，稳定金融市场，进而刺激经济复苏。央行购买的资产一部分是长期国债，主要是为了压低中长期利率，另一部分是向非金融企业直接购买债权，包括住房抵押担保债券、政府机构债、企业债甚至股票，目的是为了提供大量流动性。

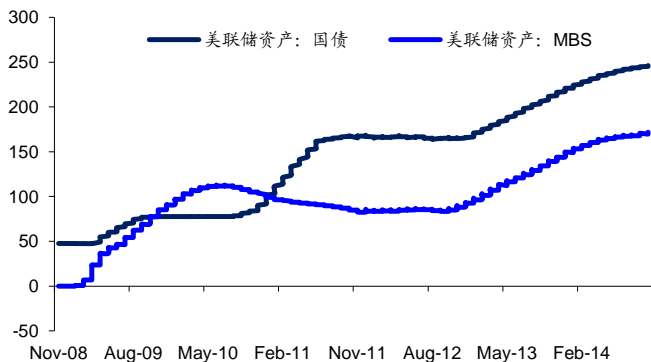
图3 QE 为银行带来大量流动性



资料来源：海通证券研究所

QE 在应对 08 年的美国次贷危机中曾起到重要作用。为了应对 08 年金融危机，2008-2014 年间美国出台了 3 轮量化宽松政策，2008 年 11 月-2014 年 10 月，美联储资产负债表规模增加了 2.4 万亿美元，扩大了 1.2 倍，其中美国国债增加 2 万亿美元，MBS 从无到有，至 3 轮 QE 结束规模已达 1.7 万亿美元。在量化宽松的刺激下，2010 年 3 月起美国银行信贷增速明显回升，至 2014 年 10 月信贷规模累计增长了 20.6%。

图4 美联储资产扩张（百亿美元）



资料来源：wind，海通证券研究所

图5 美国银行信贷（百亿美元）

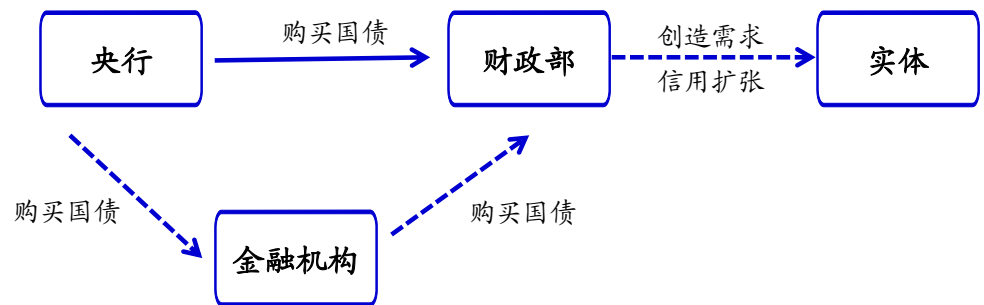


资料来源：wind，海通证券研究所

但 QE 并非一直有效。当实体部分出现明显问题时商业银行惜贷情绪高，导致货币政策传导不畅通，央行向商业银行释放的流动性并不一定能转化为社会信贷。为了弥补货币政策传导效果的削弱，央行需要采取其他措施绕过商业银行，通过直接购入非金融企业债权进行信用扩张向实体输入资金。

财政赤字货币化，直接创造信用扩张，区别于 QE 更为有效。财政赤字货币化更注重发挥财政功能，资金直达实体，还可以控制资金流向。狭义的财政赤字货币化是央行在一级市场上直接购买财政部发行的国债。央行买入国债就是市场直接投放基础货币，由财政部支出拉动社会需求，并将资金注入实体。广义的财政赤字货币化是央行通过在二级市场上持续、大规模的买入国债来增发货币为政府赤字融资。广义和狭义的财政赤字货币化其实实质相同，都是由财政部而非商业银行承担向实体输送资金的功能。

图6 财政赤字货币化直接创造需求

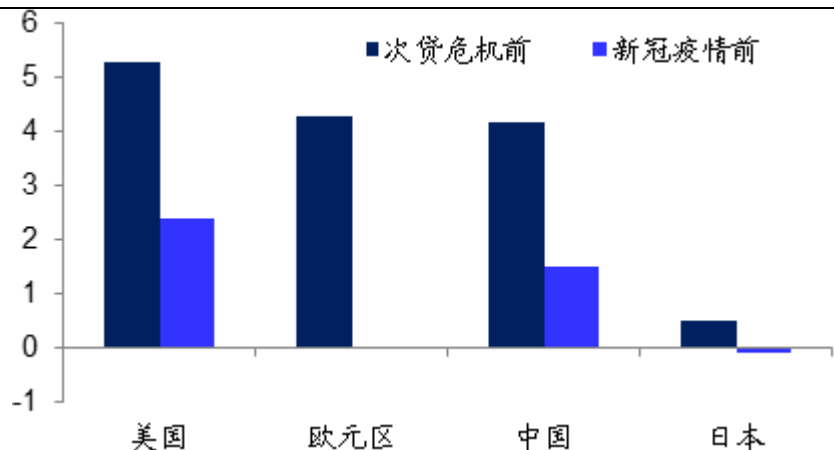


资料来源：海通证券研究所

2. 赤字货币化成为发达国家当前选择

目前货币进一步宽松空间较小。过去全球的利率水平相对较高，面对危机时往往可以采取连续降息措施来刺激实体经济的信贷需求。而新冠疫情爆发前，全球主要经济体的利率水平较次贷危机前均已大幅下降，日本及欧洲甚至进入了负利率状态。目前美国已经通过快速降息将利率降至临界水平，后续的操作空间较小，而欧洲及日本则直接跳过了降息这一常规的价格型货币政策工具。在零甚至负利率的情况下，资金价格已经不是关键，即使强行继续降息，对信贷需求的刺激作用也不大。

图7 两次危机前主要经济体基准利率对比（%）

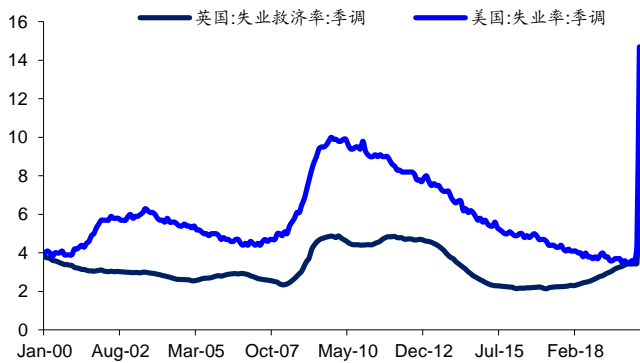


资料来源：Wind，海通证券研究所，中国为1年期定存基准利率

而本次疫情危机主要冲击的是实体经济而非金融体系。以往金融危机期间，政府前期应对措施集中在救助及稳定金融系统，而此次危机的中心其实是实体而非金融系统。一方面，疫情下失业率飙升，4月美国失业率14.7%，英国失业率5.84%，均创下近20年以来新高，大量家庭部门由于疫情封锁居家隔离而失去经济来源，且股市暴跌使家庭资产大幅缩水，收入及资产价值的下降导致居民削减开支，需求端严重萎缩。另一方面，中小企业收入骤降，面临严峻的生存危机。08年金融危机以来，由于普遍的通过贷款回购自身股票提高市盈率的做法，美国非金融企业杠杆率持续上升，2019年的负债率已创下历史最高点，而欧元区非金融企业杠杆率长期处于100%之上的高位。高负债下的企业本就非常脆弱，抗风险能力低。

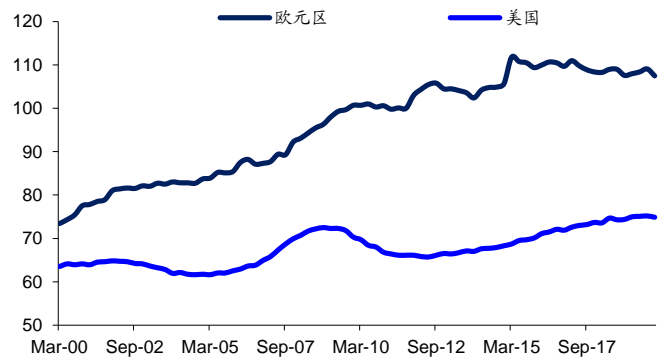
此外，疫情导致企业上下游产业链断裂，出现大面积停工，企业收入骤降，资产负债表恶化。此时商业银行为了控制风险普遍存在惜贷现象，银行间的流动性很难顺畅的流入实体经济，刺激需求回升。而财政政策则可以进行结构性的调控，既可以直接进入实体经济拉动总需求，对中小企业及家庭部门进行补贴和救济，还可以控制资金流向，直接救助受影响最严重的部门。

图8 美国及英国失业率 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

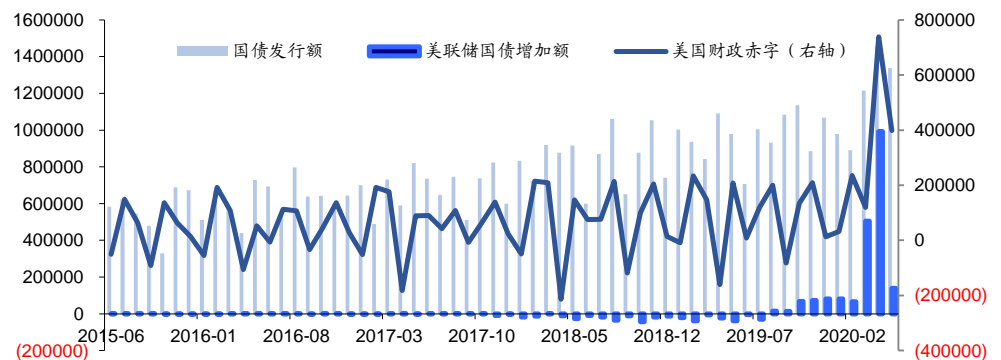
图9 美国及欧元区非金融企业杠杆率 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

因此, 本次危机许多发达国家都选择了财政赤字货币化。新冠疫情爆发后, 美国推出了 4 轮史无前例的天量财政刺激计划, 总规模达 2.9 万亿美元, 财政赤字飙升创下历史新高。与此同时, 美国国债发行额急剧增加, 美联储购买美国国债力度空前。

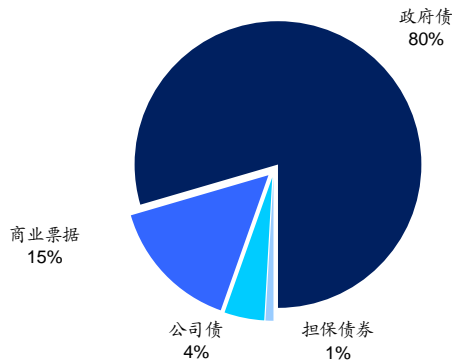
图10 截至 5 月美国财政赤字、国债发行额及美联储新增国债 (百万美元)



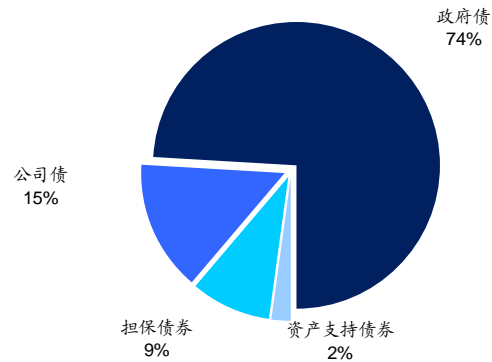
资料来源: wind, 海通证券研究所

而在欧元区也有类似的现象。3-5 月欧元区中仅西班牙、意大利、德国、法国四国发行的国债总规模已超过 4000 亿欧元, 而根据 IMF 预测, 今年欧元区新增政府债务将达到 8000 亿欧元, 这里面大部分债务最终也是由欧央行来买单。3 月 12 日资产购买计划 (APP) 除了维持去年以来的每月 200 亿欧元购买额度, 又增加了 1200 亿欧元的额外净资产购买的临时额度。3 月 26 日欧央行推出 7500 亿欧元的紧急抗疫购债计划 (PEPP), 6 月 4 日又追加 6000 亿欧元, PEPP 总额度达到 1.35 万亿欧元。

根据 6 月 12 日欧央行最新公布的报告来看, 3-5 月 PEPP 购买的债券组合总规模 2347 亿欧元, 其中政府债规模 1866 亿欧元, 占比接近 80%, 3-5 月 APP 购买的资产组合中政府债规模为 888 亿欧元, 占比 74%。总体而言, 欧央行的针对疫情推出的一系列购买资产政策实践中绝大部分购买的是政府债。

图11 3-5月 PEPP 累计净购买资产及权重


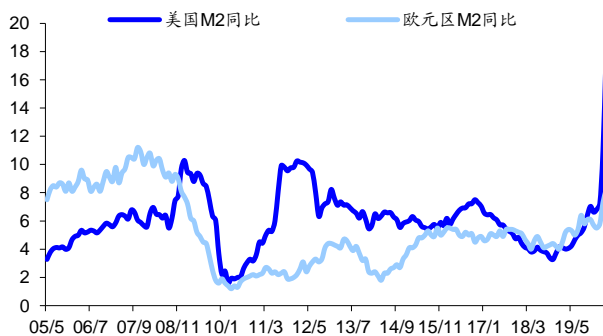
资料来源：ECB，海通证券研究所

图12 3-5月 APP 累计净购买资产及权重


资料来源：ECB，海通证券研究所

欧美等国除了央行在二级市场上购买国债为财政融资保驾护航，还通过各种方式向政府提供直接融资。美联储设立 MLF 工具为地方政府提供直接融资。4月9日，美联储根据美国联邦储备法第13条第3款设立市政流动性便利工具 (MLF, Municipal Liquidity Facility)，将直接从美国各州(包括哥伦比亚特区)、人口至少200万的县和人口至少100万的市购买至多5000亿美元的短期债券，以帮助解决由冠状病毒大流行引起的现金流压力。6月3日美联储宣布放松 MLF 工具的限制，无论人口多少美国所有州都将至少有两个市或区可以直接使用 MLF 工具。欧洲稳定机制 (ESM) 暂时放松条件，向成员国发放贷款。ESM 贷款不再要求紧缩开支，而是向所有欧元区成员国提供流行病危机支持，支持金额约为每个国家国内生产总值的2%，总额高达2400亿欧元。虽然资金只能用于医疗系统，但疫情期间医疗系统的支出是刚需，显然这也是在为政府提供直接融资，缓解支出压力。英国央行直接为政府支出提供暂时性资金。4月9日，英国财政部和央行发布联合声明，英国政府将从央行透支额度中增加紧急借款直到疫情结束，即英国政府从央行获得了更大的透支额度，作为一项临时措施，政府可以绕过债券市场，获得一个短期的额外流动性来源。

各国货币增速普遍高增。货币配合财政托底经济的方法使得发达国家的信贷扩张明显，美国和欧洲的 M2 同比增速分别在5月和4月达到23.1%和8.2%。而尽管我国没有采取财政赤字货币化，但今年我国预算财政赤字将增加到3.76万亿，广义财政赤字约为8.5万亿，对应广义财政赤字率约为8.2%，将创下1952年以来的新高。这大部分政府债券将由商业银行购买，背后其实也是央行在进行流动性供给。受此带动，我国广义货币 M2 同比在5月也达到11.1%。

图13 美国和欧元区 M2 同比 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 中国 M2 同比 (%)

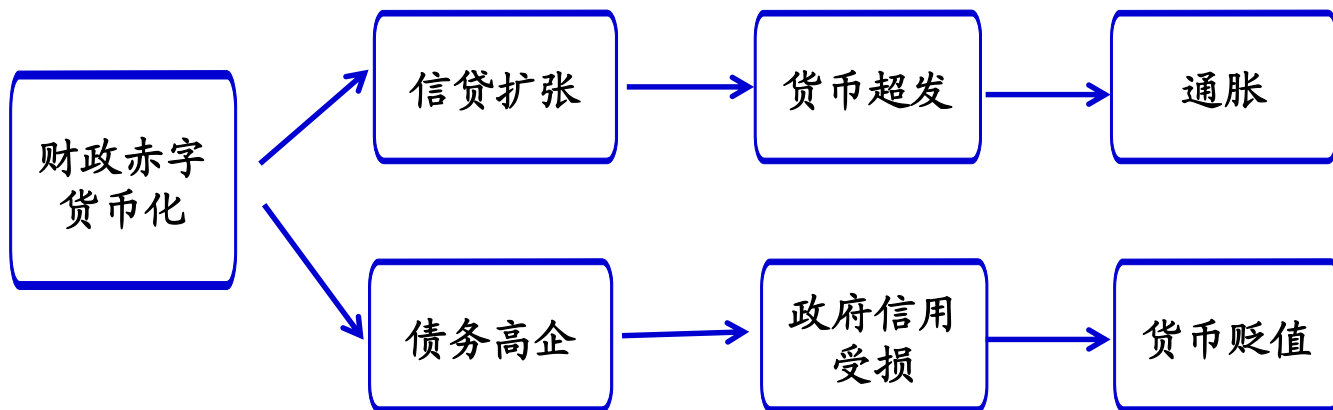

资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 警惕通胀和货币贬值

财政赤字货币化主要有两个传导途径。一方面，央行大规模购买国债向市场释放大量基础货币，经过信用扩张就会创造出大量的信贷，结果就是货币供应量快速增加，当

其增速超过了产出的增速时，就会出现过多的货币追逐较少的商品的情况，形成通胀压力。另一方面，政府财政赤字及债务急剧攀升，到达一定程度时，市场就会对政府的偿付能力产生怀疑，进而影响国债的价值及货币信用，动摇主权货币的地位，导致货币贬值压力。

图15 赤字货币化的两个影响途径



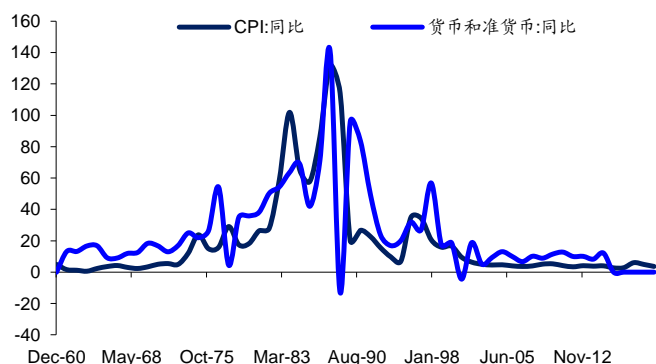
资料来源：海通证券研究所

极端情况下，当一个国家实施赤字货币化时面临的是本币贬值及国内恶性通胀。

一个典型的例子就是拉美债务危机中的墨西哥。1982年墨西哥宣布难以偿还外债，在债务危机已经爆发的情况下墨西哥仍未采取行动缩减财政赤字，1986-1988年间墨西哥中央政府财政赤字占GDP的比重仍然超过9%。没有外债来源的墨西哥政府只能用超发货币来维持政府支出，这就导致墨西哥的M2同比增速从1975年的26%持续飙升至1987年的141%。

无节制的超发货币对经济产生了严重的影响。一方面是恶性通胀，70年代以后墨西哥通胀就出现持续上升的状况，CPI同比从1969年的3.4%上升至1979年的18.2%，进入80年代以后墨西哥通胀开始失控，CPI同比在1987年跃升至131.8%的高位。另一方面是墨西哥比索疯狂贬值，1983-1988年间美元兑墨西哥比索呈指数型上升，累计贬值幅度超过90%。

图16 墨西哥 M2 和 CPI 同比 (%)



资料来源：wind，海通证券研究所

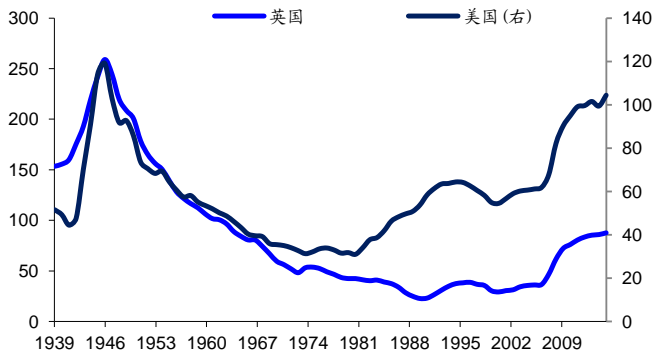
图17 美元兑墨西哥比索



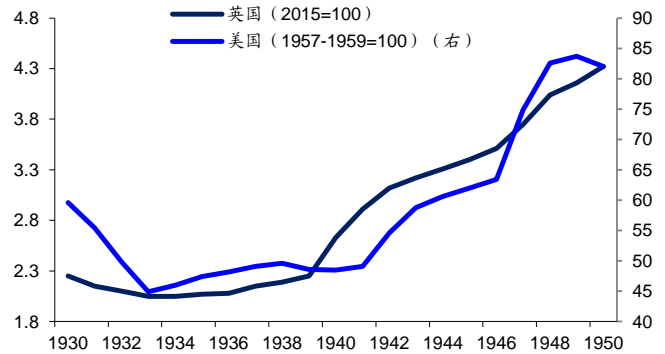
资料来源：wind，海通证券研究所

当各国都出现财政赤字货币化，就可能出现纸币相对黄金的整体贬值和全球性通胀。当一国国内存在通胀时，有可能通过各种方式转嫁到其他国家，减缓国内的通胀压力，但当大部分国家都处于货币超发状态时，通胀也就无可转嫁，物价会无国别差异地上涨。

二战时期，为了筹集军费，各国政府债务率大幅上升，英国政府债务率曾达到 259%，美国政府债务率也一度超过 100%，均为历史高峰，而身为战败国的德国和日本政府债务率均接近甚至超过了 200%。战争期间金融系统崩溃，财政赤字基本是央行为其买单，各国均出现货币超发，并带来全球普遍性的通胀。1945 年二战结束时，与战前相比，英国 CPI 上升了 56%，美国 CPI 上升 30%。同时，多国货币对黄金出现大幅贬值。

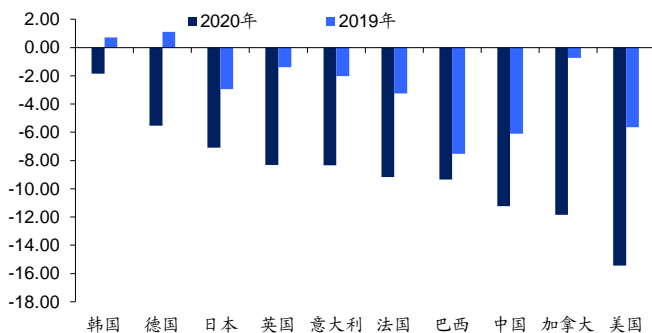
图18 美国、英国政府债务率 (%)


资料来源：FRED，海通证券研究所

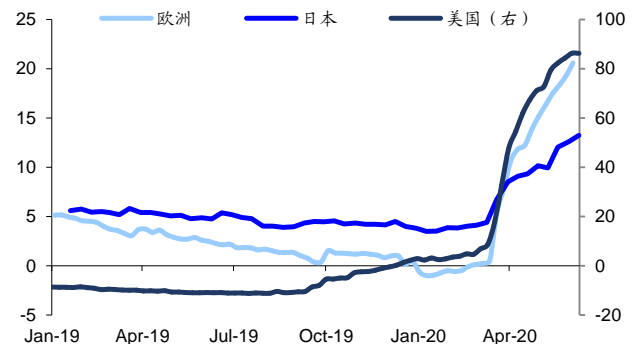
图19 美国、英国 CPI


资料来源：FRED，海通证券研究所

目前，新冠肺炎是全球性问题，各国为应对疫情对经济的冲击均采取了扩张财政，大部分债务最后将由各国央行承担。根据 IMF 的预测，为应对新冠疫情，世界主要经济体 2020 年财政赤字率较上一年均会大幅升高。短期内财政支出需要大幅增加，而收入却由于疫情影响反而出现下降，财政赤字短期内大幅飙升，这一困境与二战时政府所面临的局面非常相似。解决方案同样类似，由央行规模购入国债为财政赤字融资。3 月中旬疫情在世界范围爆发以来，全球主要央行资产负债表规模迅速扩大。截至 6 月 10 日，美联储资产负债表总规模同比增长 86.2%，日本央行总资产同比增长 13.2%，而截至 6 月 4 日欧央行总资产同比增长 20.6%。未来财政赤字货币化可能带来类似二战的通胀及货币整体贬值。

图20 IMF 预测各国政府赤字率 (%)


资料来源：IMF，海通证券研究所

图21 各国央行资产负债表总规模增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

在传统货币政策无能为力，QE 效力越来越弱的背景下，为挽救疫情冲击下的经济，欧美各国已纷纷使用财政赤字货币化手段，未来我们需要警惕通胀和货币贬值。

资产配置方面，在全球范围的通胀及纸币贬值压力下，需要配置抗通胀类资产防止货币贬值。抗通胀类资产主要特征是价格随货币增速而同步甚至更大幅度上升，可以以此逻辑配置相应实物资产及金融资产。抗通胀类资产可以分为两类，一类是供给端无法随价格上升而增长的商品，这些商品可以靠涨价抗通胀，如黄金供给有限，食品、农产品等商品生产增加需要一定周期。另一类就是价格随货币增发而上升的资产，比如房地产。而业绩随货币增发而上升的行业股票同样属于此类，医药科技股受益于货币的增加而成长，金融尤其是银行由于参与货币创造也能从中获利。长期来看，其收入和利润是随货币的持续增加而上升的。而对于债市，我们持谨慎态度，目前的国债利率及货币基金收益率均处于历史低位，远低于当前的通胀率，无法对抗通胀及货币贬值。

图22 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
宋潇 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
 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
 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 zxh12382@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
 潘莹练(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 23963569 zl12742@htsec.com
 房乔华 0755-82900477 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 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
 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 xbq6583@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 杨林(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 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 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 lj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@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 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@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 张恒暄 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭歆沂(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

蔡轶清(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
 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 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
 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
 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