货币超发与资产泡沫

投资要点:

- **货币超发长期难免。**在疫情发生之后，欧美各国均实施了巨额的财政和货币刺激，其结果就是货币增速的普遍上升。美国 5 月广义货币增速升至 23.1%，为 1944 年以来新高，而 IMF 预测其今年 GDP 增速仅为-8%，这意味着货币远超经济需要。历史数据显示，自从美国 1933 年退出金本位之后，由于货币发行从黄金背书转向国债背书，货币超发就成为了长期现象，从 1934 年至今的 87 年当中，有 75 年都处于货币超发的状态。

- **商品资产轮流上涨。**既然货币超发是长期现象，超发的货币都到哪里去了？在美国退出金本位之后，从 1930 年代一直到 1980 年代，超发的货币首先体现为通胀的上行。但是在 1990 年代之后，美国的通胀率始终维持在 2.5%左右水平，超发的货币不再体现为高通胀。货币超发的另一重要体现是房地产市场，美国的货币超发始终伴随着房价的同步上涨，即便 1990 年代之后也不例外，只是在次贷危机期间短期偏离。进入 21 世纪之后，货币超发的另一重要去向是股市，纳斯达克指数持续创新高，离不开货币的贡献。

- **中国股房难分高下。**在中国，自从 1986 年开始公布广义货币增速以后，几乎每一年的广义货币增速都高于当年的经济实际增速。今年由于疫情的原因，我们预计经济增速将会回落至 3%，而 6 月份的广义货币增速为 11.1%，这意味着货币也超发了 8%左右。在 1980/90 年代，中国经济处于工业化的加速期，当时的货币超发产生了比较显著的通胀。但是在 2000 年之后，货币超发不再主要体现为通胀上行，而主要体现为房价的上涨，此外股市的长期表现并不逊色于房市，其实也长期受益于货币超发。

- **尽量远离现金存款。**统计美国 1933 年脱离金本位之后各类资产的回报率，表现最好的是股市和房市两类资产，其年化综合回报率都在 10%左右，表现垫底的是现金。中国 02 年以来的数据与美国类似，也是房市和股市领涨，而现金资产的回报垫底。当前，主要发达国家都实施了零负利率政策，意味着持有现金类资产几乎没有任何回报，甚至还有损失。中国目前 1 年期存款利率仅为 1.5%，货币基金年化收益率只有 1.4%，今年以来国内股市和黄金大涨、房价回升，再次证明货币超发之下持有资产的回报要高于现金和存款。

相关研究

《风水轮流转——理解资产价格轮动》2020.07.05

《继续复苏，还是再度封锁？——解封后的欧美经济》2020.06.29

《印钞哪有通缩，涨价不分贵贱》2020.06.28

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

目 录

1. 货币超发长期难免 4
2. 商品资产轮流上涨 8
3. 中国股房难分高下 11
4. 尽量远离现金存款 14

图目录

图 1 美国广义货币 M2 增速（%）.....4
图 2 欧元区广义货币 M3 增速（%）.....4
图 3 日本广义货币 M3 增速（%）.....5
图 4 IMF 全球及主要经济体 GDP 增速与预测（%）.....5
图 5 2020 年欧美日货币增速与经济增速预测（%）.....6
图 6 美国金本位、纸币时期 GDP、货币与国债余额年均增速.....6
图 7 美国广义货币 M2 与 GDP 增速差（%）.....7
图 8 欧元区广义货币 M3 与 GDP 增速差（%）.....7
图 9 日本广义货币 M3 与 GDP 增速差（%）.....8
图 10 美国广义货币 M2 与 GDP 增速差、CPI（%）.....8
图 11 日本广义货币 M3 与 GDP 增速差、CPI（%）.....9
图 12 欧元区广义货币 M3 与 GDP 增速差、CPI（%）.....9
图 13 美国广义货币 M2 与 GDP 增速差、房价涨幅（%）.....10
图 14 美国货币超发指数、纳斯达克定基指数.....10
图 15 欧元区广义货币 M3 与 GDP 增速差、房价涨幅（%）.....10
图 16 欧元区货币超发指数、房价、股价定基指数.....11
图 17 日本货币超发指数、地价、股价定基指数.....11
图 18 中国广义货币 M2 增速（%）.....12
图 19 中国广义货币 M2 与实际 GDP 增速差（%）.....12
图 20 中国广义货币 M2 与 GDP 增速差，CPI（%）.....13
图 21 中国广义货币 M2 与 GDP 增速差，新房销售均价涨幅（%）.....13
图 22 中国货币超发指数、房价、股价定基指数.....13
图 23 美国纸币时期各类资产年均回报率.....14
图 24 中国 2002 年以来各类资产年均回报率.....14
图 25 美国联邦基金利率（%）.....15
图 26 中国 1 年期存款利率（%）.....15
图 27 余额宝 7 日年化收益率（%）.....16
图 28 2020 年以来国内主要资产回报率（%）.....16

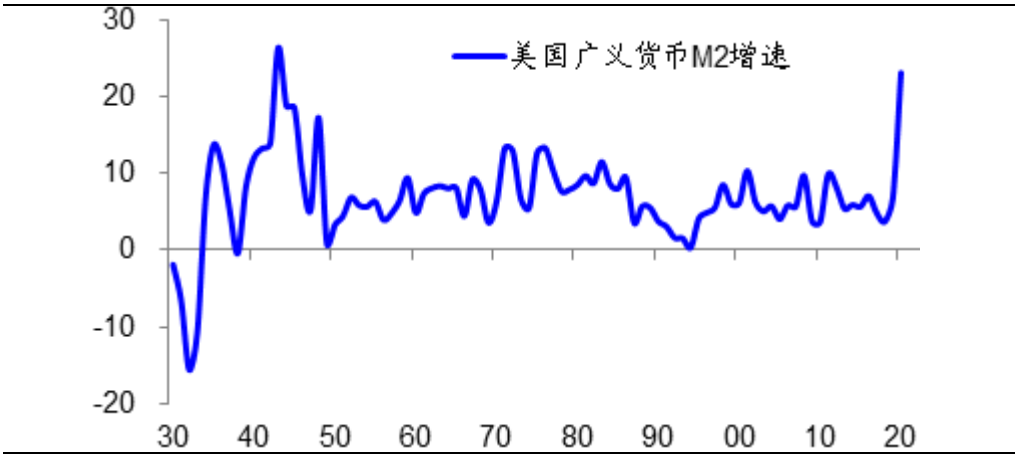
时隔 5 年，上周沪深 300 指数又一次回到了 4700 点以上，距离上一轮股票牛市时 5380 的最高点已经不远。而在美国，其纳斯达克指数已经升至 10600 点以上，再度创下历史新高。与此同时，美国的 Case-Shiller 全国房价指数、中国的新房销售均价都创出历史新高，如何理解全球资产价格的普遍上涨？

1. 货币超发长期难免

全球货币增速新高。

在疫情发生之后，欧美各国普遍实施了巨额的财政和货币刺激，其结果就是货币增速的普遍上升。截止 5 月份，美国的广义货币 M2 增速已经升至 23.1%，创下 1944 年以来的新高。

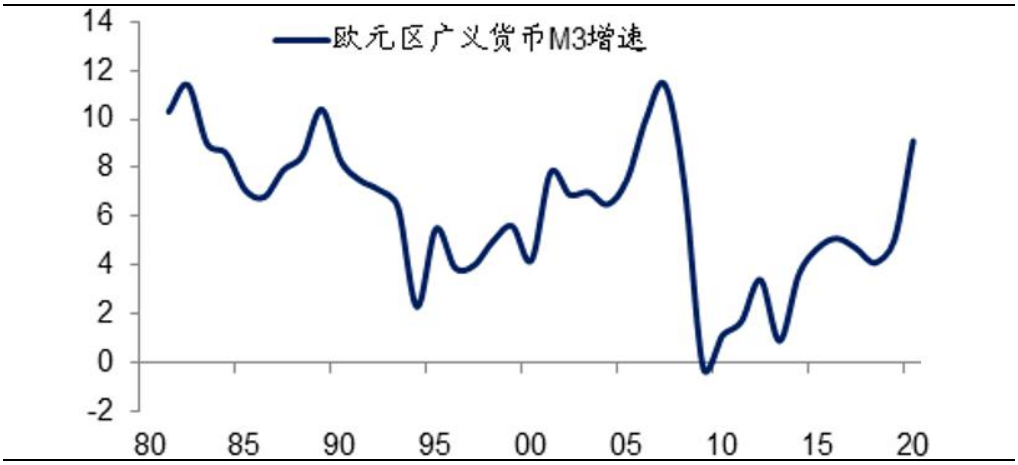
图1 美国广义货币 M2 增速（%）



资料来源：Fred，海通证券研究所

在欧元区，其 5 月份的广义货币 M3 增速已经升至 9.1%，创下 2009 年以来的新高，距离历史上最高的 11.4%的增速已经不远。

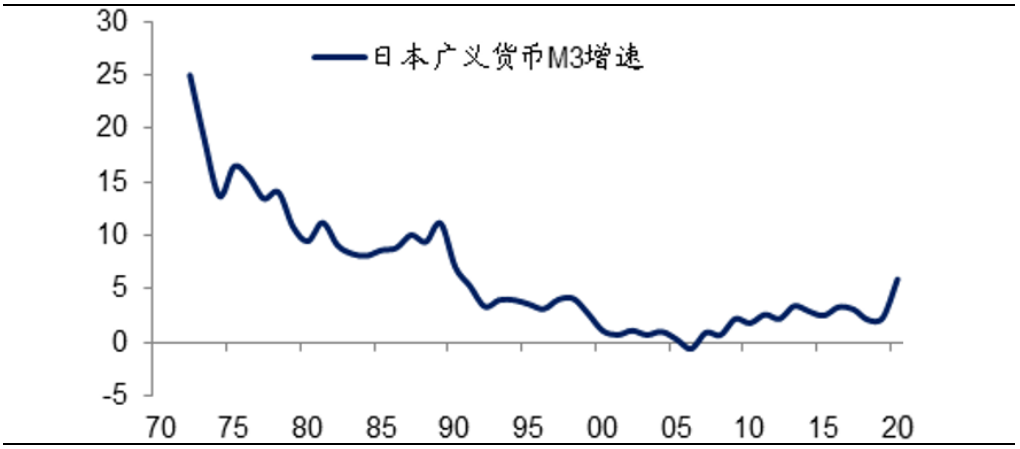
图2 欧元区广义货币 M3 增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

即便是在日本，其 6 月的广义货币 M3 增速也升至 5.9%，创下了 1991 年以来的新高。

图3 日本广义货币 M3 增速（%）

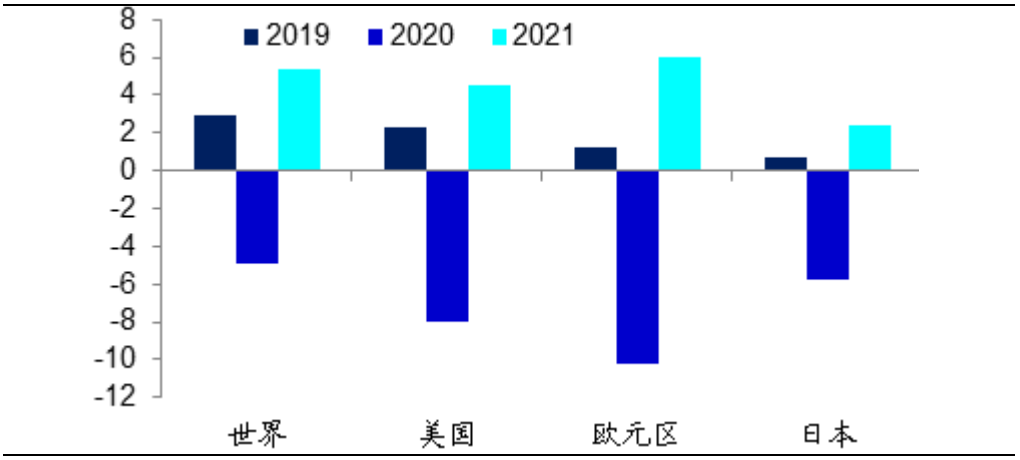


资料来源：Wind，日本银行，海通证券研究所

货币超出经济需要。

但是另一方面，全球经济的恢复依旧非常缓慢，IMF 在 6 月末发布的最新的《全球经济展望》中，将今年全球经济增速预测从-3%下调至-4.9%。其中预计 2020 年美国经济将萎缩 8%，欧元区经济将萎缩 10.2%，日本经济也将萎缩 5.8%。

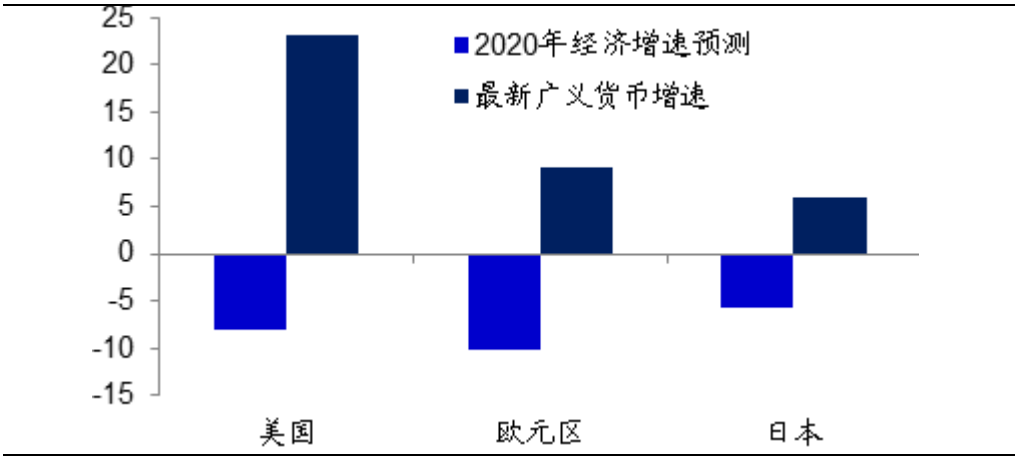
图4 IMF 全球及主要经济体 GDP 增速与预测（%）



资料来源：IMF，海通证券研究所

一方面是激增的货币增速，另一方面是大幅萎缩的经济，这意味着今年欧美日等主要发达经济体都会出现货币大幅超发的现象。

图5 2020 年欧美日货币增速与经济增速预测（%）

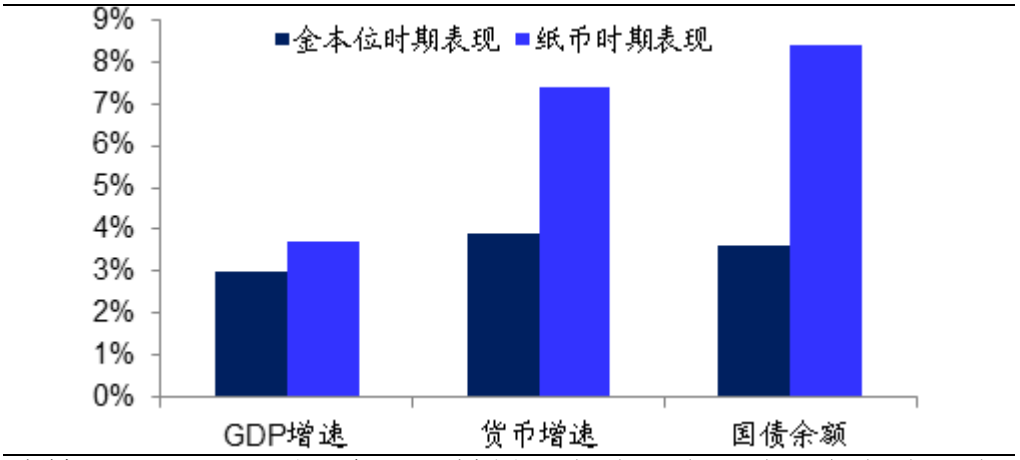


资料来源：IMF，Wind，海通证券研究所

货币超发长期难免。

我们曾经对过去 150 年的美国货币经济史进行了研究，发现自从美国进入纸币时代之后，货币超发就成为了长期现象。从 1870 年到 1933 年，美国还在实施金本位，期间其经济与货币增速都在 3-4%左右，两者基本匹配。但从 1933 年美国退出金本位之后，其货币发行从黄金背书转为国债背书，截止 2019 年其国债余额增长超过 1000 倍，年均增速高达 8.4%，远超金本位时期的年增 4%，而靠国债背书的货币增速也升至 8%左右，但其经济增速依旧维持在 3%左右，结果就是货币的长期超发。

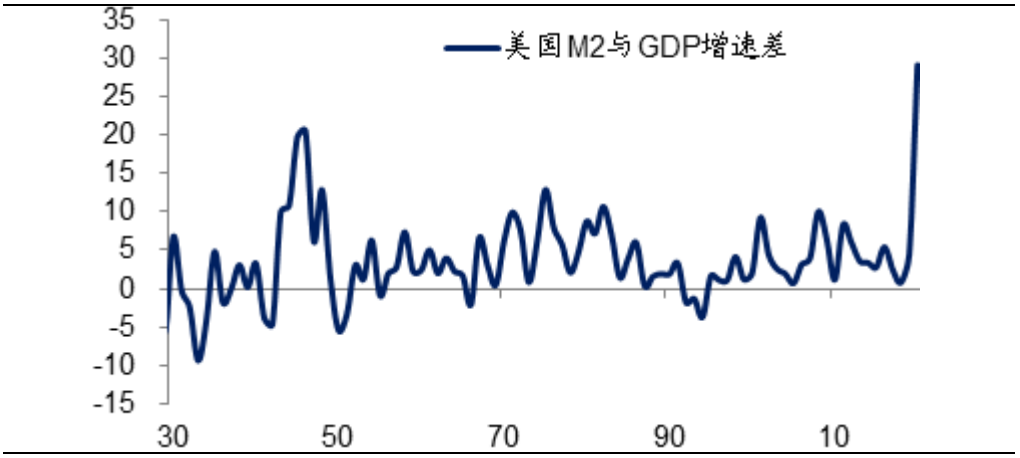
图6 美国金本位、纸币时期 GDP、货币与国债余额年均增速



资料来源：Wind，JST data，海通证券研究所，其中金本位时期统计 1870 年-1933 年，纸币时期统计 1933 年至今

在美国 1933 年退出金本位之后，从 1934 年至今的 87 年当中，美国广义货币 M2 增速低于 GDP 实际增速的只有 12 年，而其余的 75 年都是货币超发。而在 1971 年美国宣布退出布林顿森林体系，美元与黄金全面脱钩，在此后至今的 49 年当中，只有 3 年没有出现货币超发。

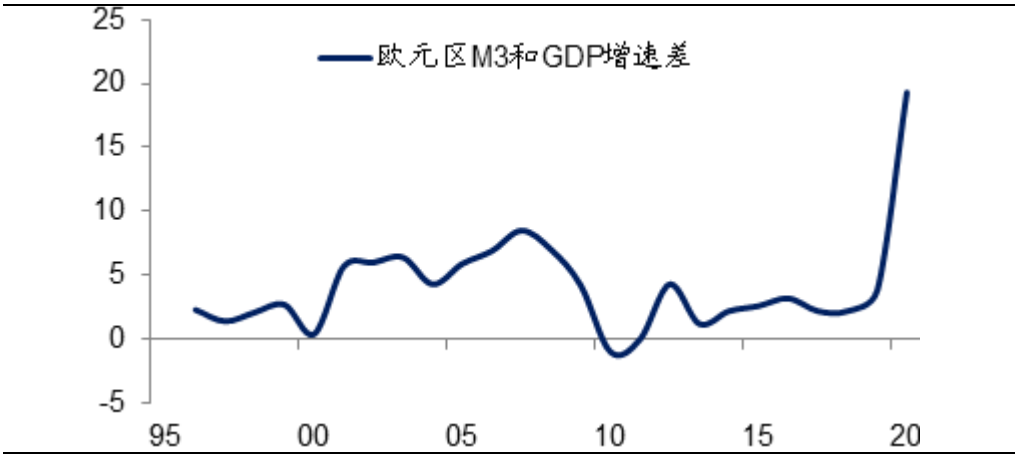
图7 美国广义货币 M2 与 GDP 增速差（%）



资料来源：Fred，海通证券研究所

欧元区成立于 1999 年，从其成立至今的 22 年当中，只有 2010 年这一年的广义货币增速低于当年 GDP 实际增速，其余 21 年都是货币超发。

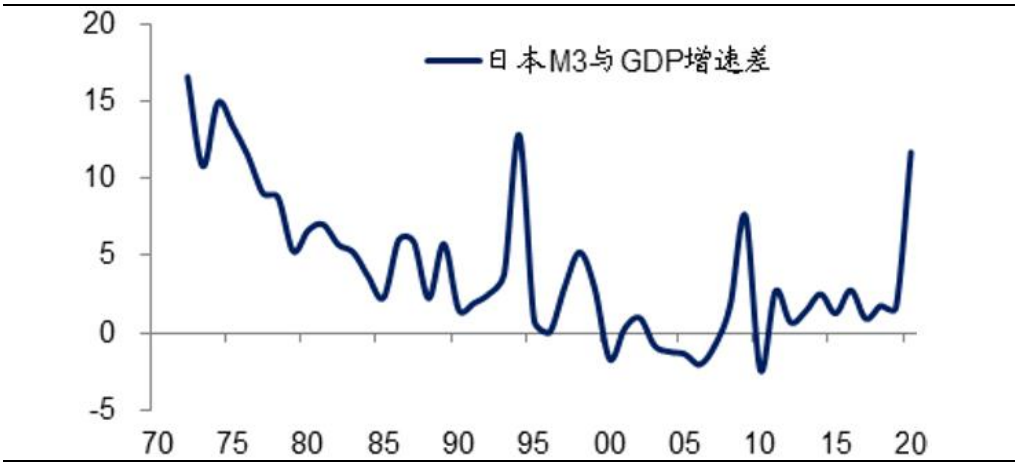
图8 欧元区广义货币 M3 与 GDP 增速差（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

即便是在泡沫经济破灭之后的日本，虽然其在 2000 年-2010 年间多次出现货币不足，也就是货币增速低于同期经济增速。但从 2011 年开始，其货币又一直持续超发至今，这背后离不开 2012 年安倍上台的重要贡献，通过实施“三支箭”，用大规模的量化宽松和财政政策推高了货币增速。

图9 日本广义货币 M3 与 GDP 增速差（%）



资料来源：Wind，日本银行，海通证券研究所

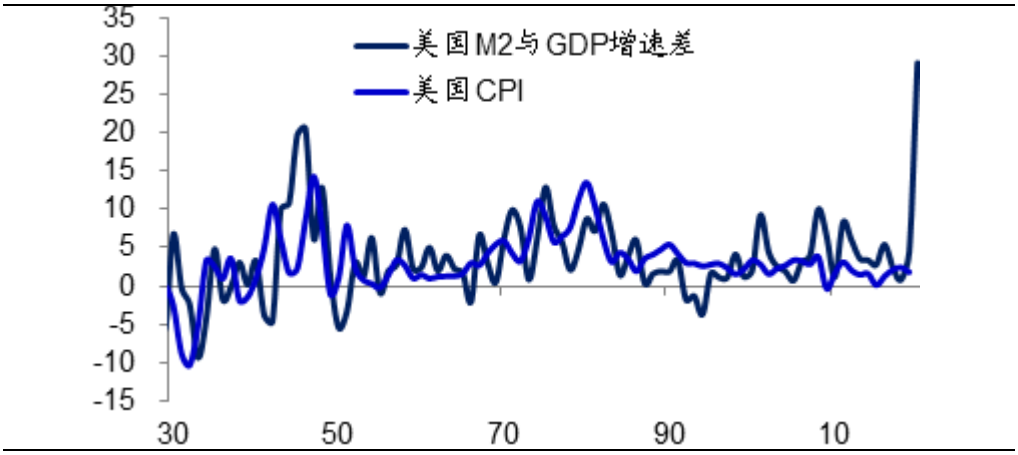
2. 商品资产轮流上涨

既然纸币时代货币超发是长期现象，超发的货币都到哪里去了，哪一类资产最为受益？

前期商品价格受益。

在美国退出金本位之后，从 1930 年代一直到 1980 年代，超发的货币首先体现为通胀的上行。1976 年的诺贝尔经济学奖获得者弗里德曼有一句名言："一切通胀都是货币现象"！但是在 1990 年代之后，美国的通胀率始终维持在 2.5%左右水平，超发的货币不再体现为高通胀。

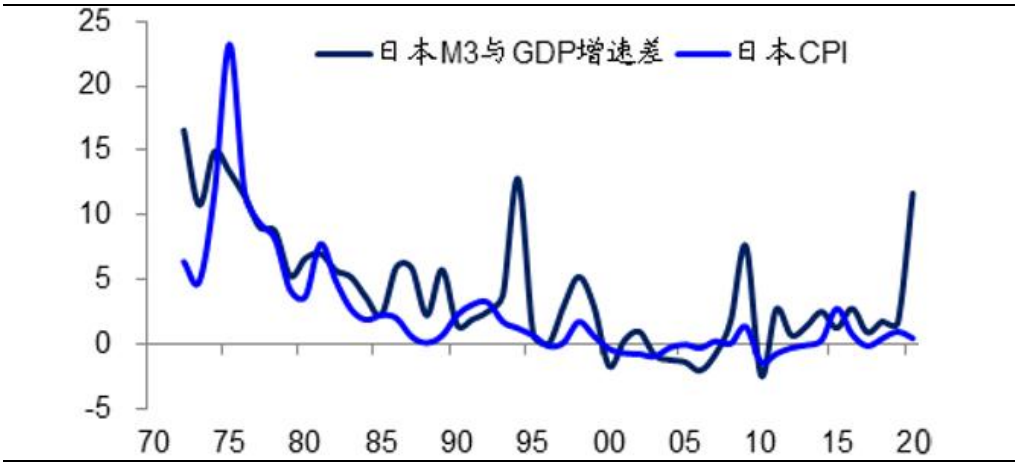
图10 美国广义货币 M2 与 GDP 增速差、CPI（%）



资料来源：Fred，海通证券研究所

在 70 年代的日本，广义货币 M3 的增速超出 GDP 实际增速 10%以上，而 70 年代日本的平均通胀率也接近 10%。但在 1980 年代之后，日本的通胀率显著回落，货币超发也不再体现为通胀的上行。

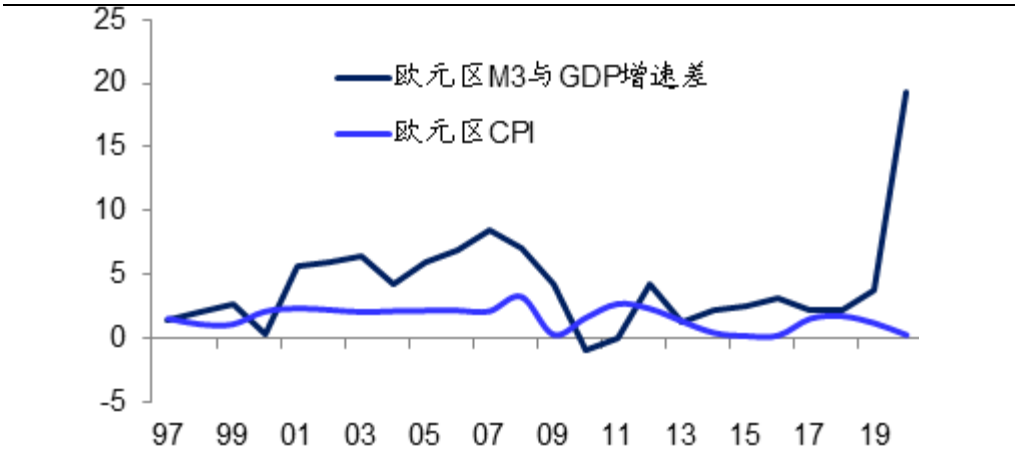
图11 日本广义货币 M3 与 GDP 增速差、CPI（%）



资料来源：Wind，JST data，海通证券研究所

在欧元区成立之后，在 21 世纪的头十年，其超发的货币也带动了物价的温和上升，但上行幅度非常有限，尤其是 2012 年以后的货币超发甚至伴随着 CPI 涨幅的阶段性回落。

图12 欧元区广义货币 M3 与 GDP 增速差、CPI（%）

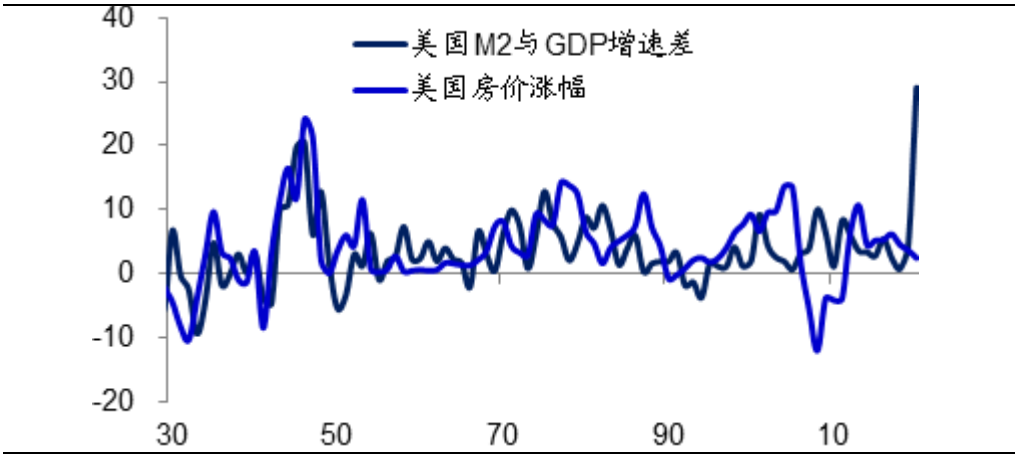


资料来源：Wind，海通证券研究所

后期资产价格上涨。

在美国，我们发现货币超发的另一个重要去向是房地产市场。从 1933 年美国退出金本位之后，货币的超增都伴随着房价的同步上涨。甚至在 1990 年代以后，即便超发的货币不再体现为通胀的上行，但房价依然在继续上涨。这一关系在次贷危机期间曾经短期脱节，但在次贷危机之后房价恢复上涨，货币超发与房价的关系再次恢复。

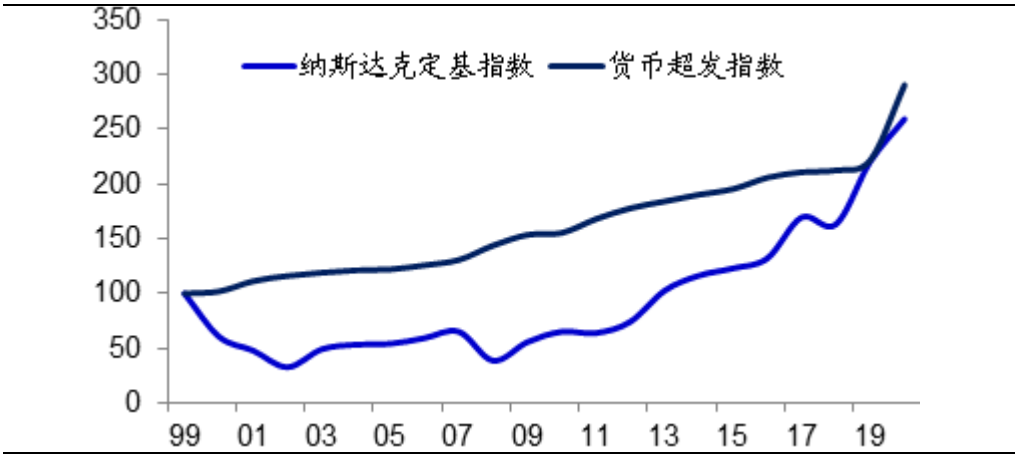
图13 美国广义货币 M2 与 GDP 增速差、房价涨幅（%）



资料来源：Fred，海通证券研究所，房价为 Case-Shiller 房价指数

而在进入 21 世纪之后，美国货币超发的另一重要去向是股票市场，纳斯达克指数持续创出历史新高，背后也离不开货币持续超发的贡献。

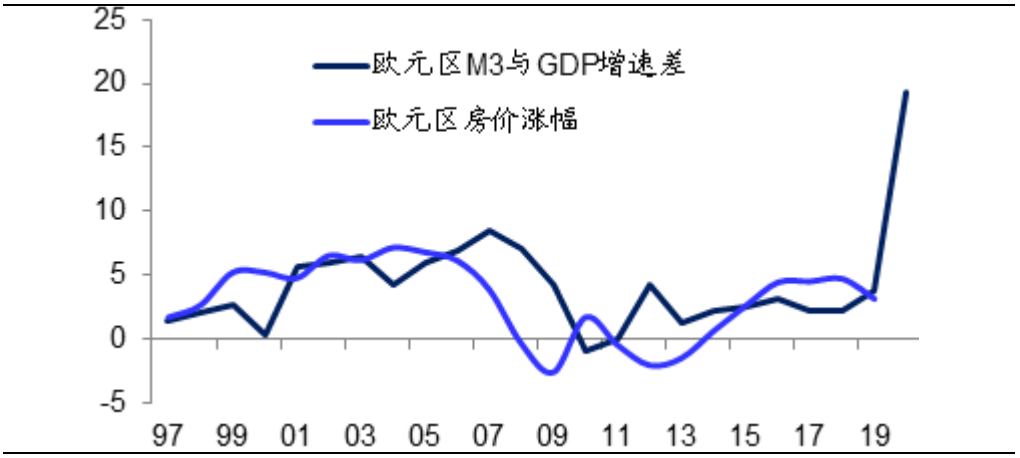
图14 美国货币超发指数、纳斯达克定基指数



资料来源：Wind，海通证券研究所，货币超发指数为广义货币增速累计超过 GDP 实际增速的幅度乘以基期指数

在欧元区，货币超发与房价涨幅的关系同样非常密切，再次证明房地产是货币超发的主要受益者。

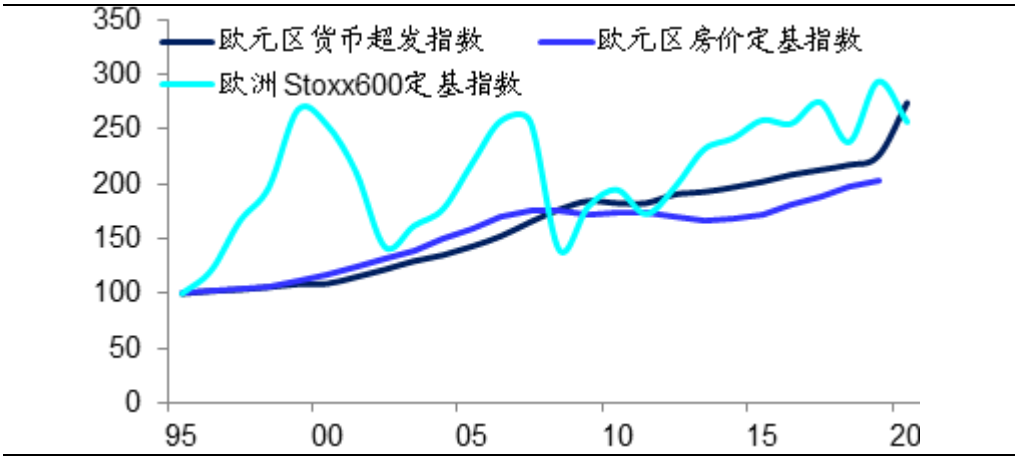
图15 欧元区广义货币 M3 与 GDP 增速差、房价涨幅（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

此外，股市也从欧元区的货币超发中受益。从 1995 年至今，伴随着货币的持续超发，欧元区的股价、房价均呈现持续上涨。

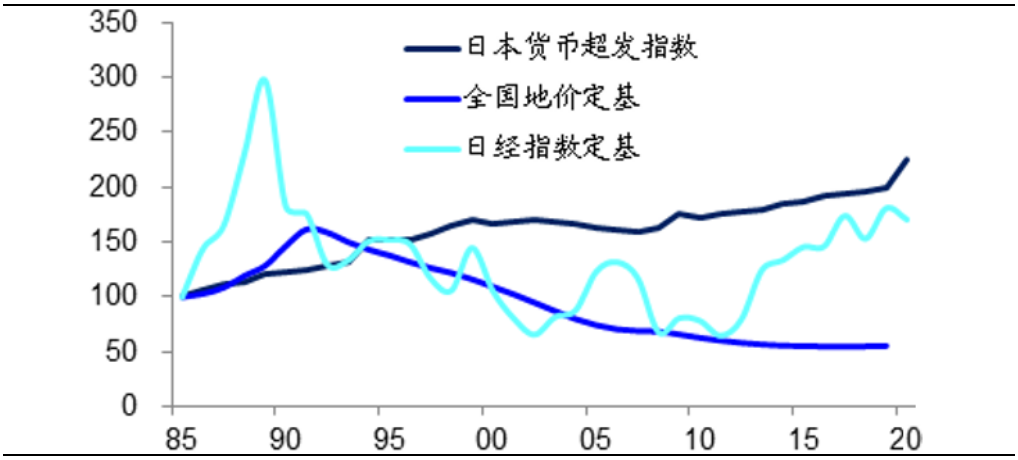
图16 欧元区货币超发指数、房价、股价定基指数



资料来源：Wind，海通证券研究所，货币超发指数定义同上

而日本的经验与欧美略有差异。其1980年代之后的货币超发伴随着股市和房市的同时上涨。但在1990年代泡沫经济破灭之后，其股市和房市等资产价格曾长期低迷，而在2012年之后安倍开启超级量宽，货币再次出现持续超发，而这一次的主要受益资产是股市，而房价涨幅相对有限。

图17 日本货币超发指数、地价、股价定基指数



资料来源：Wind，日本银行，海通证券研究所，货币超发指数定义同上

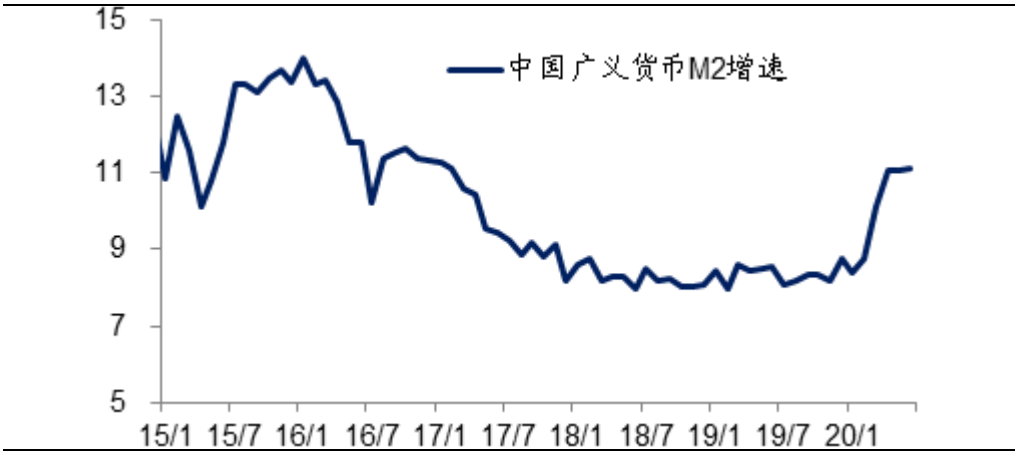
3. 中国股房难分高下

接下来我们分析中国的情况。

货币同样超发。

截止今年6月份，我国广义货币增速为11.1%，这一数据同样也是17年2月以来的最高值。

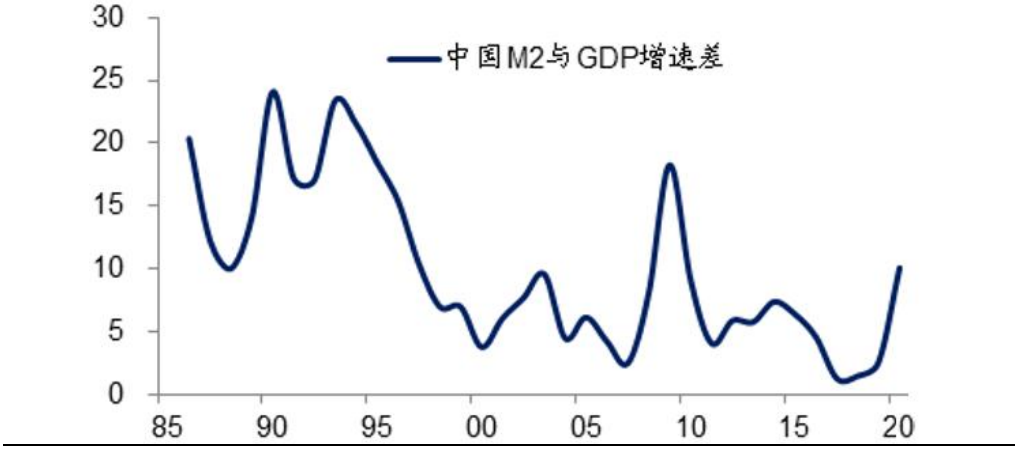
图18 中国广义货币 M2 增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

我们统计了中国广义货币增速与经济实际增速之差，发现自从 1986 年开始公布广义货币增速以后，几乎每一年的广义货币增速都高于当年的经济实际增速。在 2017 年以后，得益于去杠杆，我国广义货币与经济增速的缺口缩小。但今年由于疫情的原因，预计经济增速会有明显回落。IMF 最新预测今年中国经济增速为 1%，是主要经济体中唯一保持正增长的经济体。我们预测今年中国经济增速有望达到 3%，但即便能实现这一经济增速，按照 11.1%的货币增速，货币也超发了 8%左右，货币超发的程度在过去 20 年中仅次于 2009 年。

图19 中国广义货币 M2 与实际 GDP 增速差（%）

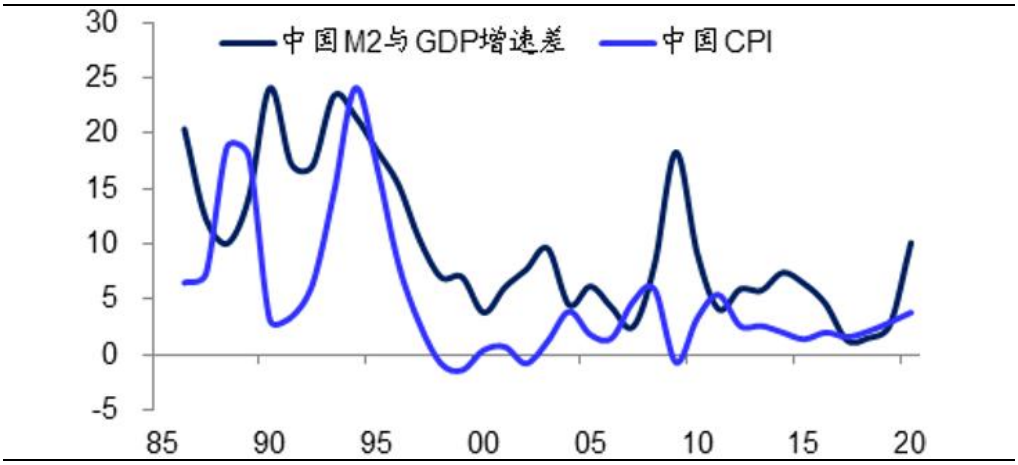


资料来源：Wind，海通证券研究所

股房最为受益。

在 1980/90 年代，中国经济处于工业化的加速期，当时的货币超发产生了比较显著的通胀。但是在 2000 年之后，在货币保持超发的同时，通胀率相比 1990 年代出现了明显回落。这意味着中国也与美欧等经济体类似，货币超发不再主要体现为通胀上行。

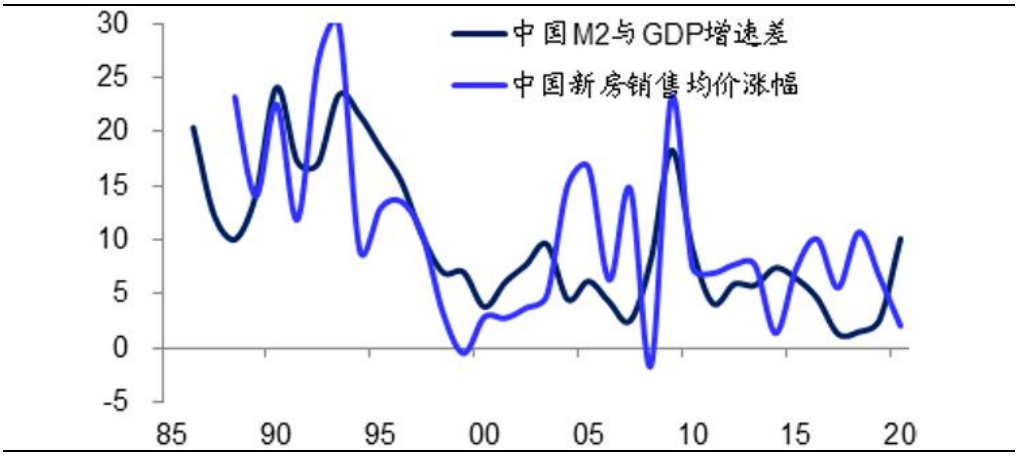
图20 中国广义货币 M2 与 GDP 增速差，CPI（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

在 2000 年之后，与货币超发关系最为密切的是中国的房价，这其实也是在美欧等经济体发生过的现象，货币超发之后房地产必然能从中受益。

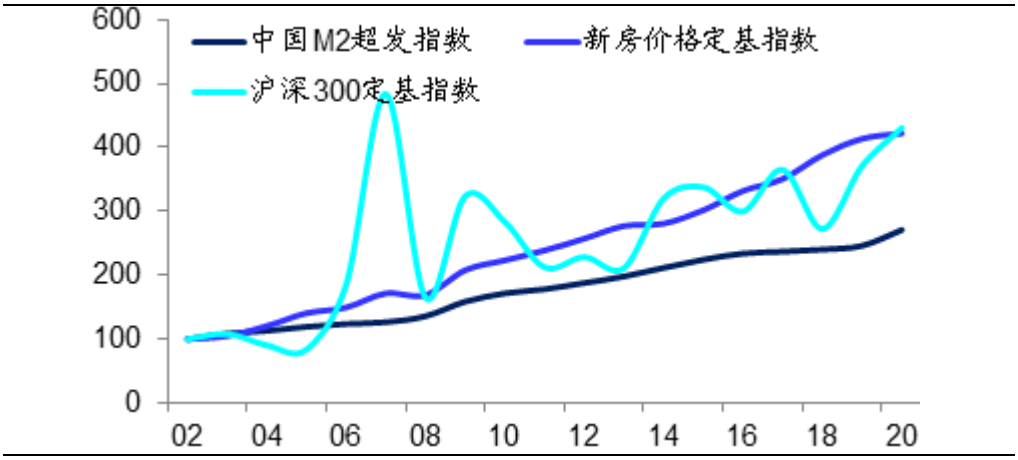
图21 中国广义货币 M2 与 GDP 增速差，新房销售均价涨幅（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

另一方面，如果从沪深 300 指数的角度来观察股市的长期走势，我们发现中国的股市其实长期也受益于货币超发，其表现并不逊色于房市。

图22 中国货币超发指数、房价、股价定基指数



资料来源：Wind，海通证券研究所，货币超发指数定义同上

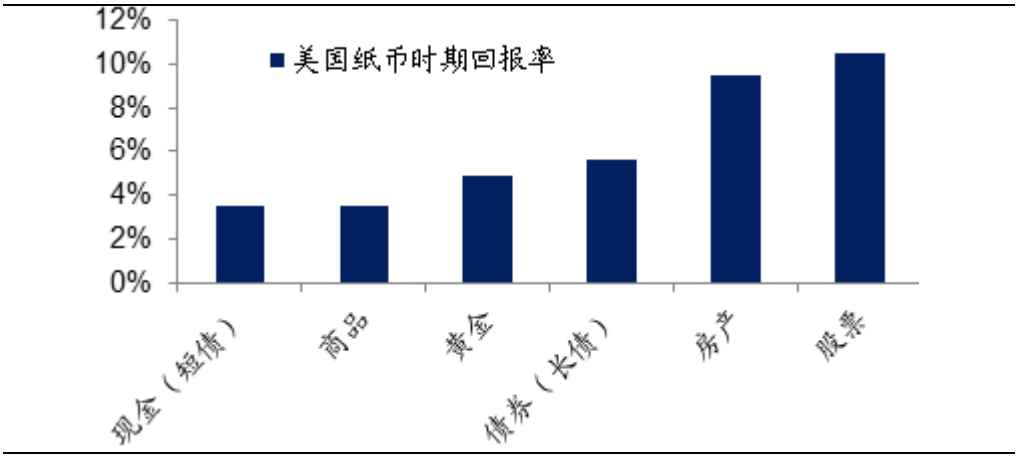
4. 尽量远离现金存款

而在货币超发的环境下，配置现金或者存款是最差的选择。

股房领先现金垫底。

我们统计美国 1933 年脱离金本位之后各类资产的回报率，发现表现最好的是股市和房市两类资产，其年化综合回报率都在 10%左右，其中包括了股价、房价，股息率和租金率。表现居中的是长期国债和黄金，其中长期国债的年化回报率约为 5.6%，黄金的年化回报率约为 4.9%。而表现垫底的是现金，短期国债的年化回报率为 3.48%，这可以看做持有现金类资产的回报，同期美国年均通胀率为 3.53%，可以视为商品价格的年均涨幅，现金甚至是跑输通胀的。

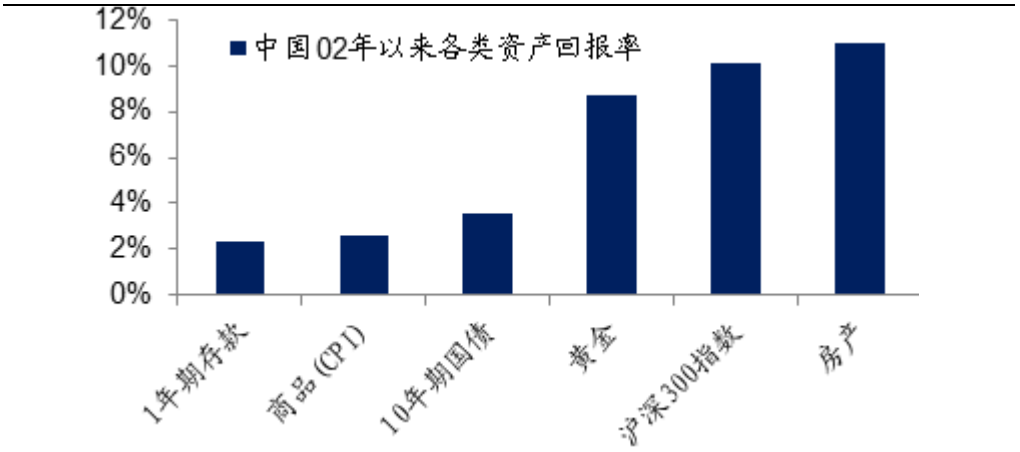
图23 美国纸币时期各类资产年均回报率



资料来源：Wind，JST data，海通证券研究所，1933-2019 年

在中国，我们统计了 2002 年以来各类资产的回报率，选择 2002 年为起点的原因是这一年开始有沪深 300 指数以及 10 年期国债利率的连续数据。从 02 年到 19 年，表现最好的是房市和股市两类资产，其年化回报率分别为 11%和 10.1%，其中新房价格年均涨幅为 8.7%，租金率约为 2.3%；沪深 300 指数年均涨幅为 8%，股息率约为 2.1%。排第三的是黄金，年化涨幅为 8.7%。排名最后的是现金（1 年期存款），其年化回报率为 2.4%，也跑输了同期的通胀率 2.6%。

图24 中国 2002 年以来各类资产年均回报率



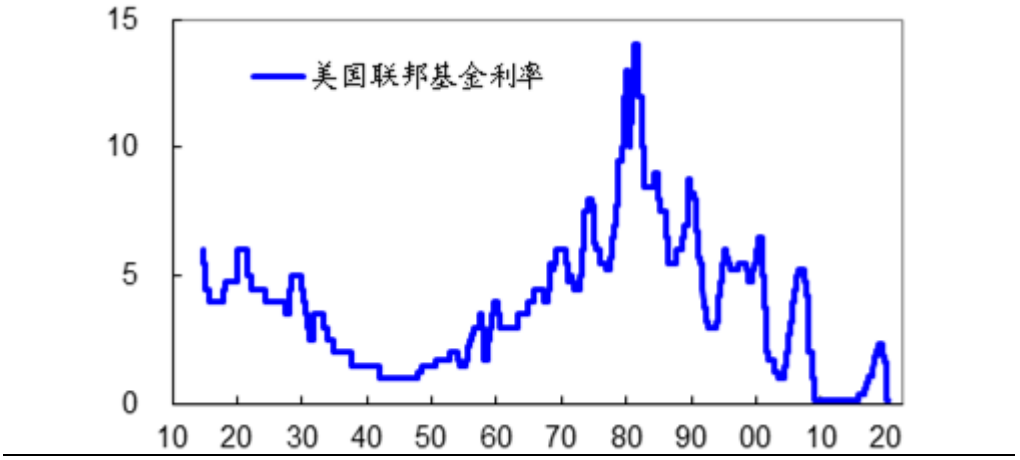
资料来源：Wind，海通证券研究所，其中包括租金率和股息率，租金率使用北上广深等 6 个一二线城市 05-19 年平均租金率。

尽量远离现金存款。

当前，为了应对疫情的冲击，主要发达国家都实施了零利率政策，美国的联邦

基金利率已经降至过去 100 年的新低，零利率和负利率意味着持有现金类资产几乎没有任何回报，甚至还有损失。

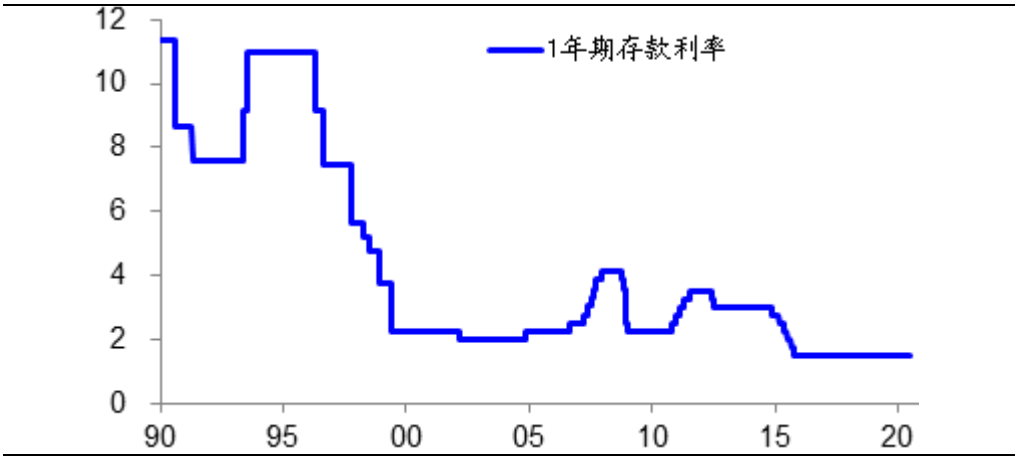
图25 美国联邦基金利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

目前中国的 1 年期存款利率依然在 1.5%，是主要经济体中为数不多的保持正利率的经济体，但这一存款利率同样是 1990 年代以来的 30 年新低。

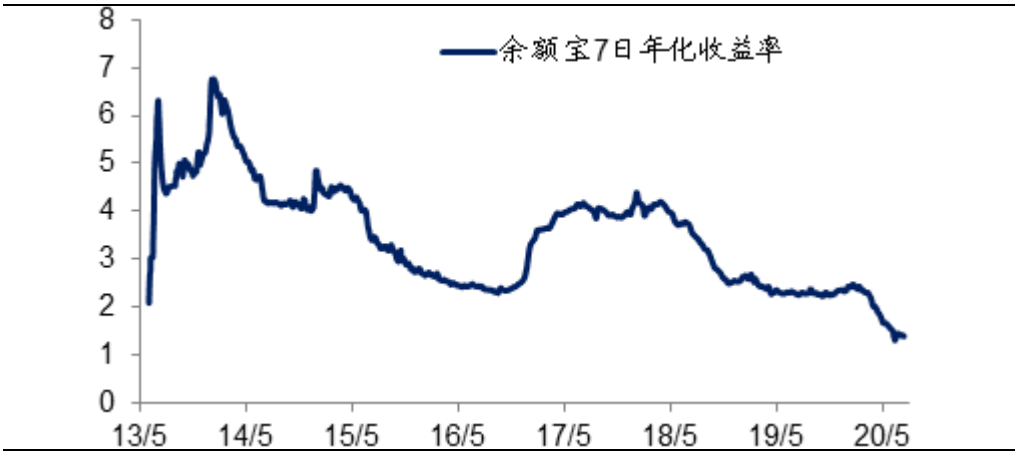
图26 中国 1 年期存款利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

作为现金类资产标志的货币基金余额宝，其 7 日年化收益率已经降至 1.4%左右，同样是其成立以来的历史最低值。

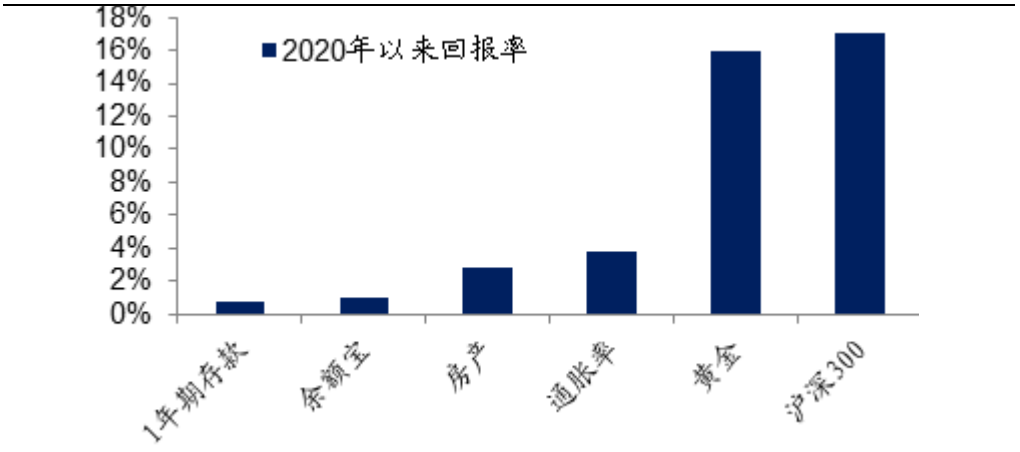
图27 余额宝 7 日年化收益率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

截至 7 月 10 日，今年国内表现最好的两类资产是股市和黄金，其综合回报率分别为 17%和 16%。持有房产的综合回报率为 2.8%，其中包括 2%的房价涨幅（新房）以及 0.8%的租金回报率（6 个一二线城市代表），而持有余额宝的绝对收益率约为 1%，而持有 1 年期存款的收益率仅为 0.8%。因此，事实再一次证明，在货币超发的环境下，持有股市、房市、黄金甚至商品的回报率都要好于现金和存款。

图28 2020 年以来国内主要资产回报率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，综合考虑持有期的租金和股息率，数据截至 7 月 10 日

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
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
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@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　苓(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　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
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　zzq11650@htsec.com
张　弋 (010)58067852　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　lyj12399@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
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
张恒晅　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　ljl12245@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
衣桢永(021)23212208　yzy12003@htsec.com
赵　洋(021)23154126　zy10340@htsec.com
联系人
柳文韬(021)23219389　lwt13065@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
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
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 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚(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