

相关研究

《大类资产和行业轮动——货币信用周期研究系列之二》2021.11.29

《2022年社融增速走势将如何?》
2021.11.19

《城投债略下沉,绩优基金拉久增转债——21年Q3纯债基金季报分析》
2021.11.03

分析师:姜珺珊

Tel:(021)23154121

Email:jps10296@htsec.com

证书:S0850517070004

联系人:孙丽萍

Tel:(021)23154124

Email:slp13219@htsec.com

债市低波动还会继续吗?

投资要点:

- **债券波动率趋降。**10Y 国开活跃券日度振幅近三年来逐渐下降,月度振幅自16年以来下行趋势更为明显;从月波动率来看,也呈现震荡收敛的走势。
- **债市利率波动为何走低?**其一,债市体量大增,投资者参与度不断提升,债券交易愈发活跃,价格更为连续,债市波动更加常态化,非银参与度提升+“抢跑”拉平利率底部和顶部;其二、GDP 增速平滑化+库存周期波峰收敛均带动债市波动降低;其三、净值化转型或加剧波动,但高息资产减少有利于降低债市波动;其四、政策更加精准,跨周期调节政策和央行公开市场操作频率增加,熨平了利率顶部和波动率,以及 DR007 从单向偏离走向双向波动或削弱债市单边行情。
- **2022 年债市或延续低波动**

展望 2022 年,政策跨周期调节且更加精细化,经济稳增长压力或增大,叠加央行年内二次降准,助力宽信用继续启动,促进降低社会综合融资成本,货币政策宽松延续,预计明年债市利率中枢与波动率或继续趋于下降。

当前机构情绪偏热,交易性机会关注:10 年国开新低关注 10Y 国债补涨机会、曲线偏平对应 3-5Y 修复机会、类利率品如 5 年大行国股行二级资本债;我们维持 22 年十年国债处于 2.7%~3.1%区间的判断,利率底部的打开需要降息来配合。

目 录

1. 债券波动率趋降.....	4
1.1 国开活跃券振幅收窄.....	4
1.2 波动率震荡收敛.....	5
2. 债市利率波动为何走低?	6
2.1 债市体量大增, 非银参与度更高.....	6
2.2 经济周期, 库存周期被熨平.....	7
2.3 净值化转型加剧波动, 高息资产减少降低波动.....	8
2.4 政策更加精准, 央行引导更为频繁.....	8
3. 2022 年债市或延续低波动.....	9

图目录

图 1	10 年国开活跃券日度振幅 (BP)	4
图 2	10 年国开活跃券月度振幅 (BP)	4
图 3	10 年国开活跃券年度振幅 (BP)	5
图 4	10 年国开活跃券月波动率 (%)	5
图 5	债券托管总规模和同比增速 (亿元, %)	6
图 6	政金债托管总量和同比增速 (亿元, %)	6
图 7	15 年 12 月政金债投资者结构 (占比, %)	6
图 8	21 年 10 月政金债投资者结构 (占比, %)	6
图 9	广义基金利率债持仓占比提升 (%)	7
图 10	非银投资者债券持仓占比稳步提升 (%)	7
图 11	10 年国开活跃券换手率	7
图 12	GDP 实际增速 (%)	8
图 13	库存增速与 10Y 国债利率走势 (%)	8
图 14	利率顶部和波动率趋降, 底部相对“坚挺” (%)	8
图 15	DR007 围绕政策利率上下波动 (%)	9
图 16	17 年以来 DR007 中枢趋降 (月均, %)	9
图 17	2022 年不同情景下的收益率预测	10

表目录

表 1	公开市场操作工具丰富多样	9
-----	--------------	---

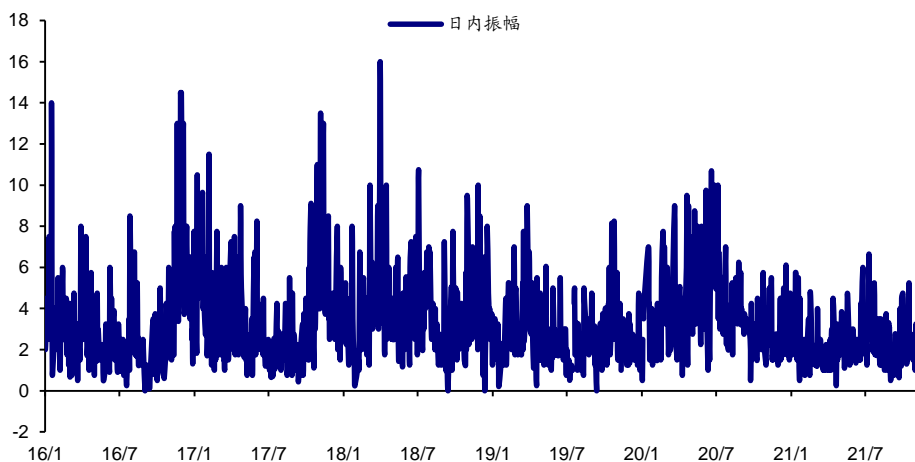
1. 债券波动率趋降

1.1 国开活跃券振幅收窄

我们发现，债市利率的振幅呈现出走低趋势，具体来看：

- 从 10 年国开活跃券的日度振幅来看，16 年~18 年 10 年国开活跃券日度振幅在 0~16bp 区间，19 年以来 10 年国开活跃券日度振幅逐渐下降，区间缩窄至 0~9bp 之间（除 2020 年受疫情影响、1 月至 7 月日内振幅有所上升、振幅高点达 11bp 之外），21 年以来 10 年（截至 11 月 26 日，下同）国开活跃券日度振幅稳定在 7BP 以下。

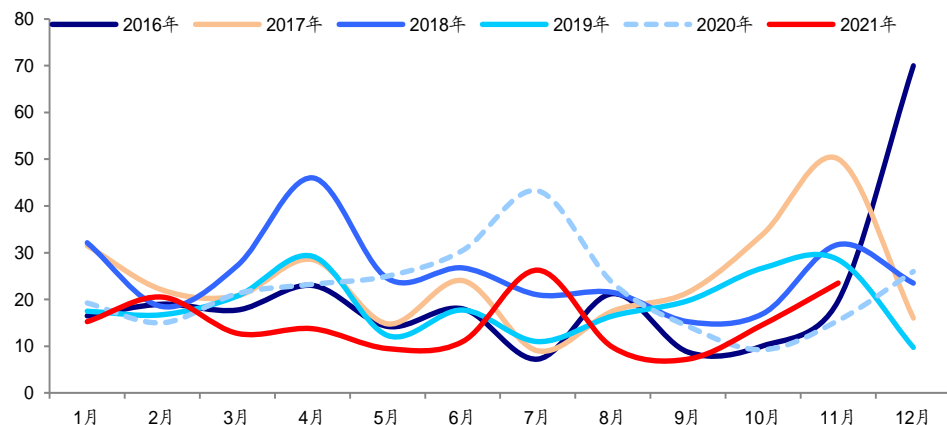
图1 10年国开活跃券日度振幅（BP）



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 11 月 26 日

- 从 10 年国开活跃券的月度振幅来看，除 2020 年 1 月至 7 月受疫情影响月度振幅有所提升之外，16 年以来振幅逐年下降的趋势更为明显，21 年以来，月度振幅在 7bp~26bp 之间。

图2 10年国开活跃券月度振幅（BP）

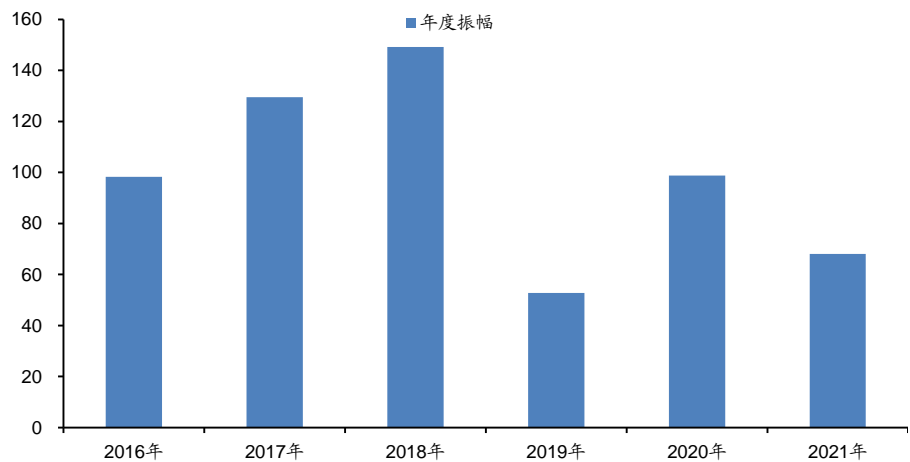


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 11 月 26 日

- 从 10 年国开活跃券的年度振幅来看，2016 年~2018 年年度振幅分别为 98bp、130bp、149bp，年度振幅逐年增加。2019 年年度振幅下降为 53bp，为 2016 年以来最低水平。2020 年、2021 年年度振幅分别为 99bp 和 68bp（截至 21

年 11 月 26 日)，虽有所升高但显著低于 18 年以前的水平。

图3 10 年国开活跃券年度振幅 (BP)

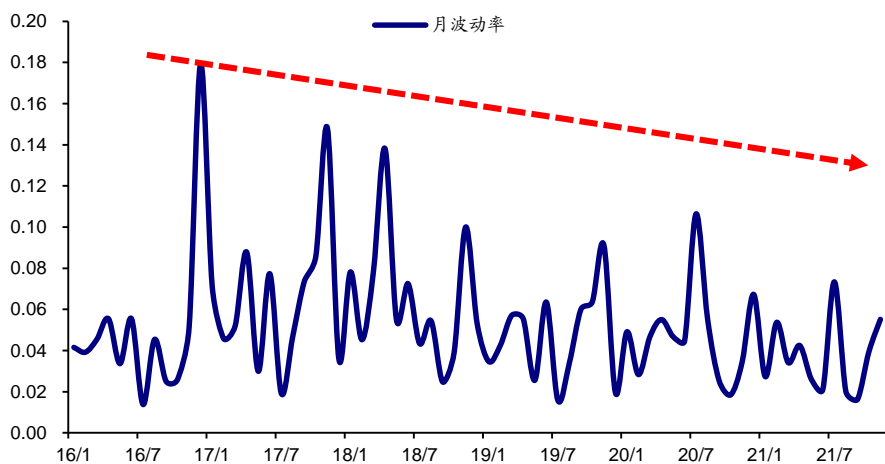


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 11 月 26 日

1.2 波动率震荡收敛

从 10 年国开活跃券月波动率来看，月波动率亦不断走低。2016 年月波动率峰值为 18%，17 年~20 年分别为 15%、14%、9%、11%。截至 21 年 11 月 26 日，21 年月波动率峰值仅为 7%，除去 2020 年受疫情影响，显示波动率逐渐下降。从年内波动率中枢（中位数）来看，2016 年为 4%，2017 年至 2020 年均均为 5%，2021 年仅为 3%，显示波动率震荡收敛。

图4 10 年国开活跃券月波动率 (%)



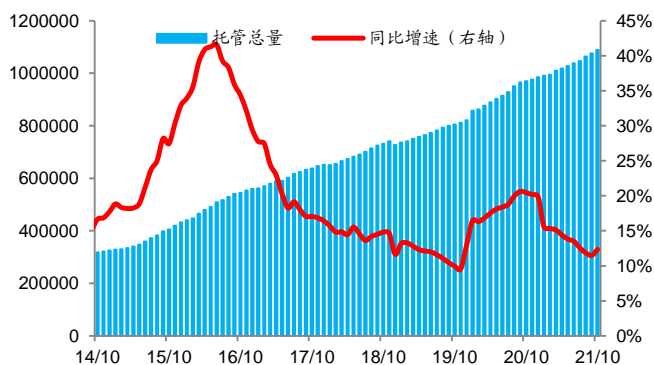
资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 11 月 26 日

2. 债市利率波动为何走低？

2.1 债市体量大增，非银参与度更高

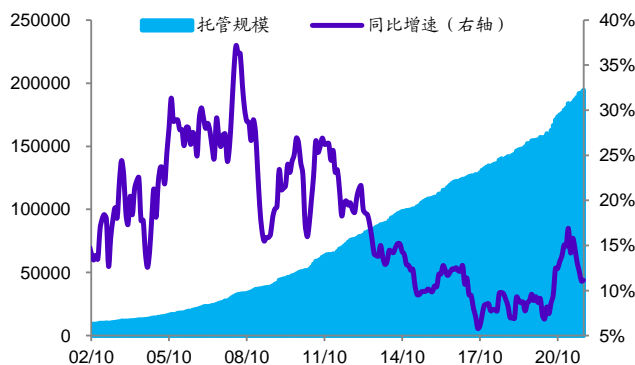
债市体量快速增加。13年~16年中债市总托管量快速增加，月同比增速一度高达42%，16年下半年以来增速放缓，18年以来月同比增速在10%~20%、依旧稳步增长。其中，政金债托管规模也持续攀升，从10年末的3.7万亿元增长了79%至15年末的6.6万亿元，随后又增长了194%至21年10月的19.4万亿元，月同比增速也持续保持在5%以上。

图5 债券托管总规模和同比增速（亿元，%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

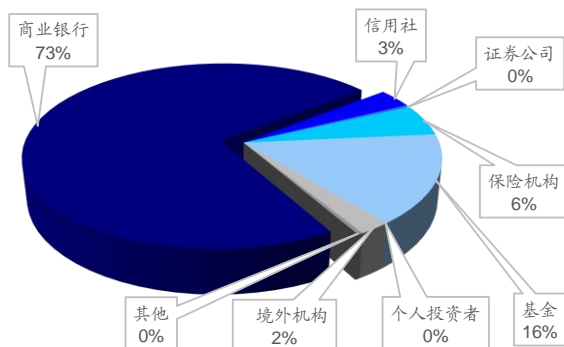
图6 政金债托管总规模和同比增速（亿元，%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

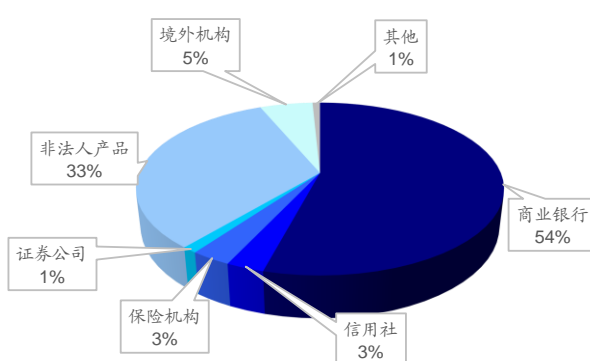
债券品种不断创新，投资者参与度提升，债市波动更加常态化。2016年2月，中国人民银行发布〔2016〕第3号公告允许符合条件的境外机构投资者投资银行间债券市场，2017年7月债券通的“北向通”正式运行，进一步扩大了债券市场开放。债券券种创新上，2015年12月，中国人民银行发布〔2015〕第39号公告，为金融机构发行绿色债券提供了制度指引。2020年4月，中共中央、国务院，进一步提出“稳步扩大债券市场规模，丰富债券市场品种”；“十四五”规划纲要也再次强调“完善市场化债券发行机制，稳步扩大债券市场规模，丰富债券品种”。与此同时，债市参与主体更加多元化，如银行、基金、券商、理财、外资行、境外机构等，从政金债投资者结构来看，至21年10月政金债投资者参与度不断提升，其中广义基金、境外机构、券商等持仓占比均上行，不似15年末银行类投资者独大。

图7 15年12月政金债投资者结构（占比，%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图8 21年10月政金债投资者结构（占比，%）

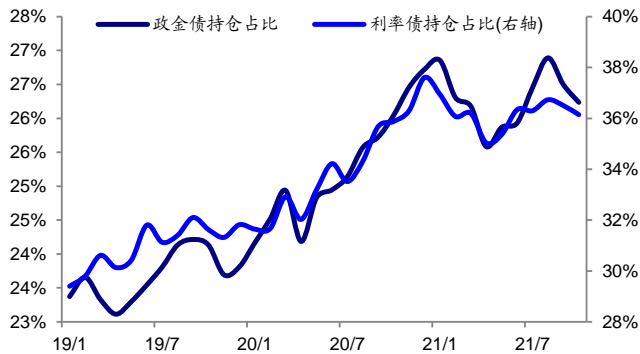


资料来源：WIND，海通证券研究所

非银参与度提升+“抢跑”拉平利率底部和顶部。非银投资者是债券市场的重要参与者之一，非银机构债券托管规模占比稳步提升，从15年6月的28%上行至21年10月的34%，其中19年以来广义基金利率债持仓占比明显增加（政金债、国债占比均提升3个百分点左右），非银对利率债尤其是政金债的参与度较高是有利于降低相关券种波动率的。再考虑到非银投资主动管理能力更强，善于从波段交易中挖掘投资价值，非

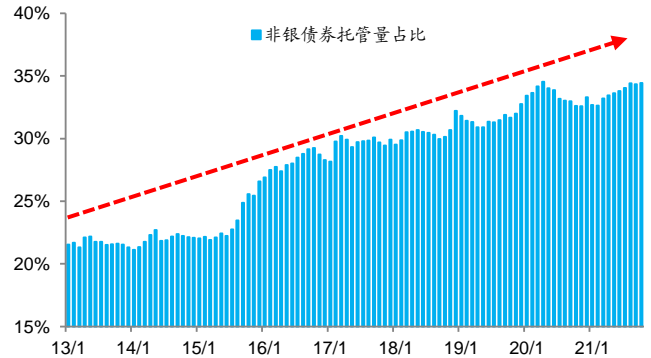
银对择时能力的要求更高，在债市利率低点和顶点的预期较为一致时，往往需要“抢跑”，在带动拐点提前的同时也在一定程度上拉平了利率顶点或低点。

图9 广义基金利率债持仓占比提升¹ (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

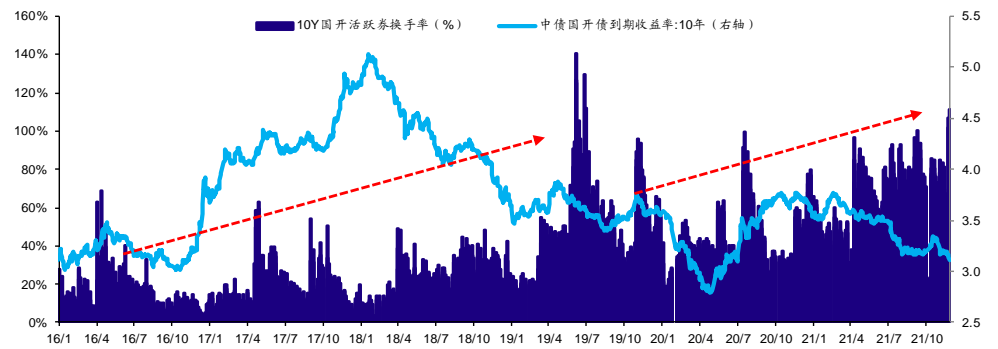
图10 非银投资者债券持仓占比稳步提升 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，此处非银为广义基金+券商+保险

交易愈发活跃，价格更为连续。无论是债市体量迅速扩容，融资融券业务的提升，还是资管产品的发展壮大等，均有利于债市交易量愈发活跃、价格更加连续，从10Y国开活跃券换手率来看，其中位数从16年~18年的16%，大幅抬升至19年~21年（至21年11月）的48%。

图11 10年国开活跃券换手率



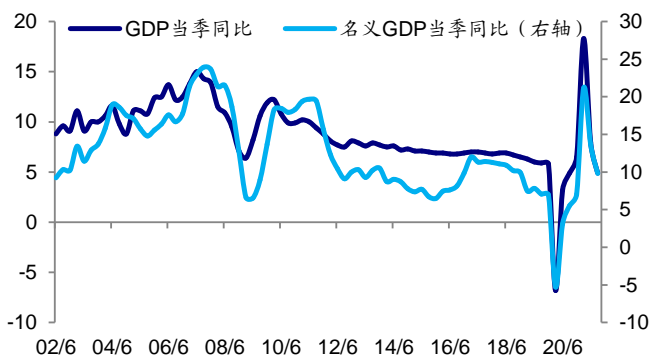
资料来源：WIND，海通证券研究所，截至11月26日

2.2 经济周期，库存周期被熨平

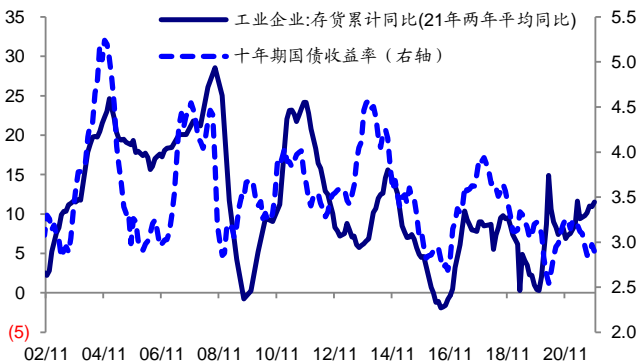
GDP增速平滑化带动债市利率波动趋降。2017年中央经济工作会议指出“我国经济发展也进入了新时代”、“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”，并强调“稳中求进工作总基调是治国理政的重要原则，要长期坚持”。12年以来GDP实际增速稳中小幅下移，波动较12年之前大幅减小（除20年~21年受疫情影响之外），显示经济波动明显减小。对于债券市场而言，基本面波动减小直接带动债市利率波动率降低。

库存周期波峰收敛，债市利率高点趋降。2002年初至2019年末，库存增速与10Y国债利率拐点和趋势基本一致（例外是：20年以来至今二者背离，或因疫情冲击打断了库存周期，库存周期重启偏慢等），08年以来库存周期中增速高点趋降，债市利率高点也呈现明显下移的走势。

¹ 利率债持仓占比=利率债持仓规模/(利率债+信用债(企业债、中票、短融超短融)+存单等持仓规模之和)

图12 GDP 实际增速 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所, 截至 21 年 Q3

图13 库存增速与 10Y 国债利率走势 (%)


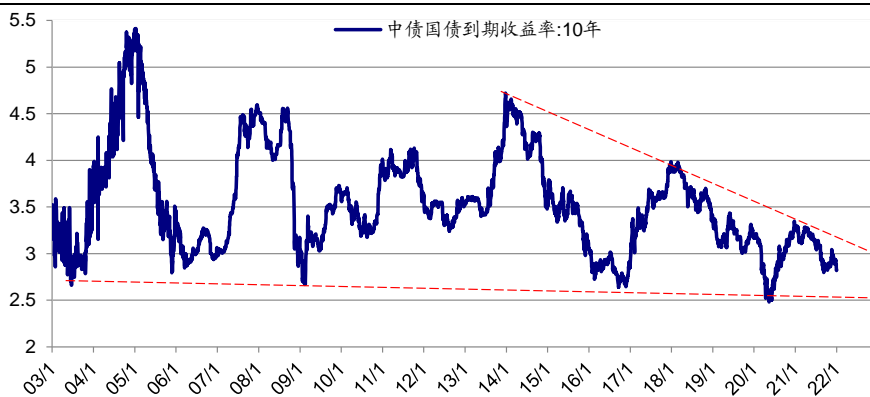
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 10Y 国债利率为月均值

2.3 净值化转型加剧波动，高息资产减少降低波动

一方面，净值化转型加剧利率债波动。自 18 年 4 月资管新规落地以来理财产品净值化不断推进，至今年 9 月底²，银行理财市场存续规模达 27.95 万亿元，其中净值化比例已超 86%，随着理财产品净值化转型，理财产品的波动已成常态，在净值“透明”的环境下，市场波动异常时投资者集中赎回会使得流动性较好的利率债有抛压，从而加剧利率债波动。此外，部分理财从成本法或向市值法转换、首批存单指数基金落地，以及今年 9 月财政部发布《资产管理产品相关会计处理规定（征求意见稿）》细化和落实落实资管新规，指导资管产品的会计处理和净值生成，以上从多方面助力净值化转型、减少摊余成本计量，也在一定程度促使债市波动更为频繁。

另一方面，高息资产减少有利于债市波动下降。18 年以来非标资产持续下降，今年 1-10 月已累计压降 1.46 万亿元，同时去年末以来房地产监管继续收紧，以及今年以来政府降杠杆+隐债化解+城投融资收紧等，多方面因素导致高息资产减少，资产荒叠加机构欠配使得投资机构配置需求转向其他债券资产（如利率债），在一定程度上带动利率债供需格局改善，从而使得利率债品种的收益率顶部较以往趋降。

总体来看，净值化转型或加剧债市波动，但高息资产减少有利于降低债市波动。

图14 利率顶部和波动率趋降，底部相对“坚挺” (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

2.4 政策更加精准，央行引导更为频繁

货币政策更加灵活精准。政策不像以往大开大合，政策调整更加精细化、今年以来更加强跨周期调节。21Q3 货政报告指出央行综合运用中期借贷便利、公开市场操作、

² <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1715371379603500259&wfr=spider&for=pc>

再贷款再贴现等多种货币政策工具，进一步提高货币政策操作的前瞻性、灵活性和有效性。此外，预期管理取得明显成效，熨平利率波动，具体来看央行形成每日开展公开市场操作，每月月中固定时间开展中期借贷便利（MLF）操作的惯例，并提前发布有关操作安排，稳定市场预期；每季度首月召开金融统计数据新闻发布会，季度月中发布《中国货币政策执行报告》，季度末月召开货币政策委员会季度例会并发布新闻公告，全年12个月全覆盖。

总体来看，跨周期调节政策和央行公开市场操作频率增加（每日逆回购、每月MLF操作）均意味着政策更加平滑，熨平利率顶部和波动率。

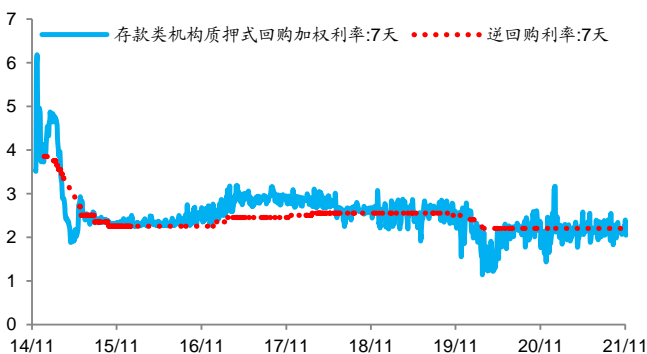
表 1 公开市场操作工具丰富多样

货币政策工具	期限	内容
SLF 常备借贷便利	隔夜、7天、1个月、3个月	借鉴国际经验，中国人民银行于2013年初创设了常备借贷便利。它是中国人民银行正常的流动性供给渠道，主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求。对象主要为政策性银行和全国性商业银行。期限为1-3个月。利率水平根据货币政策调控、引导市场利率的需要等综合确定。常备借贷便利以抵押方式发放，合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。
SLO 流动性调节工具	1-7天	是公开市场常规操作的必要补充，在银行体系流动性出现临时性波动时相机使用。以7天期以内短期回购为主(Reverse REPO),操作在七天期等品种工具之后,继续构建隔夜等超短期品种,作为指引市场基准利率的努力,为利率市场化进程打下更好基础。
PSL 抵押补充贷款	3-5年	为贯彻落实国务院第43次常务会议精神，支持国家开发银行加大对“棚户区改造”重点项目的信贷支持力度，2014年4月，中国人民银行创设抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL）为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源。抵押补充贷款的主要功能是支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资。抵押补充贷款采取质押方式发放，合格抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产。
CBS 央行票据互换	3个月-3年	为提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性，支持银行发行永续债补充资本，中国人民银行决定创设央行票据互换工具（Central Bank Bills Swap, CBS），公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。同时，将主体评级不低于AA级的银行永续债纳入中国人民银行中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）和再贷款的合格担保品范围。
TLF 临时流动性便利	28天	2017年1月20日，为保障春节前现金投放的集中性需求，促进银行体系流动性和货币市场平稳运行，人民银行通过“临时流动性便利”操作作为在现金投放中占比高的几家大型商业银行提供了临时流动性支持，操作期限28天，资金成本与同期限公开市场操作利率大致相同。这一操作可通过市场机制更有效地实现流动性的传导。
MLF 中期借贷便利	3个月、6个月、1年	中期借贷便利是中央银行提供中期基础货币的货币政策工具，对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，可通过招标方式开展。中期借贷便利采取质押方式发放，金融机构提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。
TMLF 定向中期借贷便利	1年、2年、3年	为加大对小微企业、民营企业的金融支持力度，中国人民银行决定创设定向中期借贷便利（Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF），根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况，向其提供长期稳定资金来源。支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向中国人民银行提出申请。
CRA 临时准备金动用安排	30天	为满足春节前商业银行因现金大量投放而产生的临时流动性需求，促进货币市场平稳运行，支持金融机构做好春节前后的各项金融服务，人民银行决定建立“临时准备金动用安排”。在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时，可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金，使用期限为30天。

资料来源：中国人民银行，经济日报，中共中央人民政府网，海通证券研究所整理

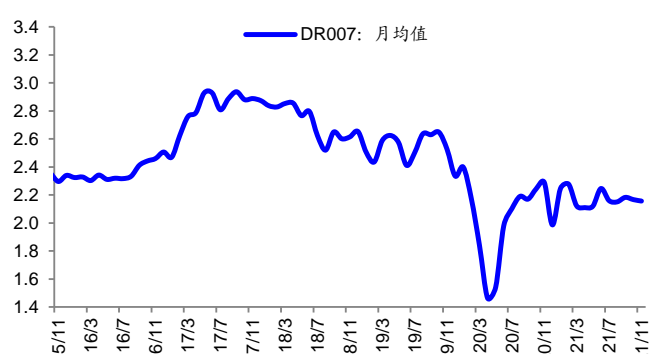
资金面稳中趋降。从DR007与政策利率的偏离度来看，从15年到17年的正偏离走向18年以来的围绕政策利率上下波动，市场资金利率的单向偏离有助于推动债市的单边行情，偏离走向双向波动使得这种助推力度可能会有所减弱。与此同时，从DR007月度平均值来看，17年Q2以来其走势明显下移（除去21年上半年受疫情影响先大幅下行后上行至常态水平之外），这也使得债市利率倾向于下移、最终表现为利率底部和顶部等跟随下移。

图15 DR007 围绕政策利率上下波动 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至21年11月

图16 17年以来DR007 中枢趋降 (月均, %)



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至21年11月

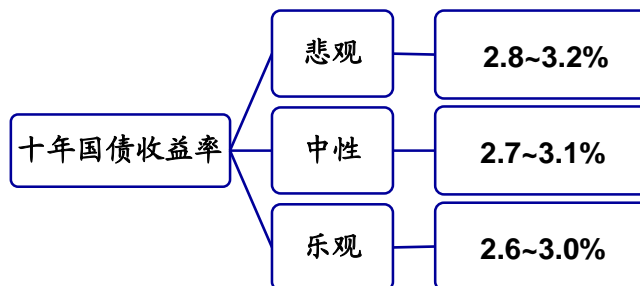
3. 2022年债市或延续低波动

展望2022年，政策跨周期调节且更加精细化，经济稳增长压力或增大，叠加央行

年内二次降准，助力宽信用继续启动，促进降低社会综合融资成本，货币政策宽松延续，预计明年债市利率中枢与波动率或继续趋于下降。

当前机构情绪偏热，交易性机会关注：10年国开新低关注10Y国债补涨机会、曲线偏平对应3-5Y修复机会、类利率品如5年大行国股行二级资本债；我们维持22年十年国债处于2.7%~3.1%区间的判断，利率底部的打开需要降息来配合。

图17 2022年不同情景下的收益率预测



资料来源：海通证券研究所测算

信息披露

分析师声明

姜珮珊 固定收益研究团队

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

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

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
联系人
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
李林芷(021)23219674 llz13859@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
袁林肯(021)23212230 ylq9619@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@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
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
联系人
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tjy13580@htsec.com
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
联系人
张紫睿 021-23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com
方欣来 021-23219635 fxl13957@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
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@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
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
李妹醒 02163411361 lsx11330@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

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
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lqk12371@htsec.com
联系人
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuyf11758@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余致翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
联系人
曹蕾娜 cln13796@htsec.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@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
余金花 sjh13785@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 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@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 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@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(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡(021)23154128 xf13728@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 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@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
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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@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	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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 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	银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王祎婕(021)23219768 wyj13985@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 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@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
 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 谭德康 tdk13548@htsec.com
 王祎宁 wyn14183@htsec.com

北京地区销售团队

朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 张钧博 zjb13446@htsec.com
 高 瑞 gr13547@htsec.com
 上官灵芝 sglz14039@htsec.com
 董晓梅 dxm10457@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