

相关研究

《本轮疫情：影响多少投资？》

2022.04.19

《疫情影响显现——2022年一季度经济数据点评》

2022.04.18

《四大影响——再议中美利率的倒挂》

2022.04.12

全球的滞胀风险

——当货币超发遇到供给冲击

投资要点：

- 如果算上今年，全球大宗商品牛市已经进入第三年，大宗涨价背后是全球货币超发滞后反映、供给冲击共同作用的结果。全球通胀风险也快速增加，但区分来看，美国经济还处于“量价”齐升的阶段，欧洲已经陷入滞胀，日本短期内“滞”大于“胀”。对应到货币政策，美国毫不犹豫收紧，欧洲边际小收，日本继续激进刺激。所以看到汇率的表现就成了，美元突破 101，且有进一步上行动力，日元、欧元大幅贬值。以下是我们详细的分析。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

目 录

1. 大宗的上涨：货币超发+供给冲击	4
2. 通胀还是滞胀？	7
3. 货币政策：“滞”和“胀”管哪个？	11

图目录

图 1	CRB 大宗商品价格指数	4
图 2	黄金价格走势领先于大宗商品价格	5
图 3	黄金和其它大宗商品价格同比涨幅 (%)	5
图 4	全球货物运输在过去两年都不太顺畅	6
图 5	中国出口集装箱运价指数	6
图 6	欧洲主要国家对俄罗斯天然气的依赖度 (2021 年上半年, %)	6
图 7	黄金和美债实际利率的明显背离	7
图 8	欧元区 CPI 同比已达到 7.5% (%)	7
图 9	欧洲 PPI 同比达到 30%以上 (%)	8
图 10	德国 PPI 已经达到有数据以来最高 (%)	8
图 11	德国 CPI 已经接近一战、二战水平 (%)	8
图 12	欧洲经济增速距离疫情前相距甚远 (%)	9
图 13	欧元区先行经济指标大幅回落	9
图 14	美国的通胀也在大幅上行 (%)	10
图 15	美国实际经济增速已经超过疫情之前 (%)	10
图 16	日本 PPI 偏高, CPI 同比只有 1.2% (%)	10
图 17	日本季调后 GDP 接近零增长 (十亿日元)	11
图 18	欧、美、日的货币政策分化 (%)	11
图 19	日元、欧元对美元大幅贬值 (%)	12
图 20	美元指数已经突破 101	12

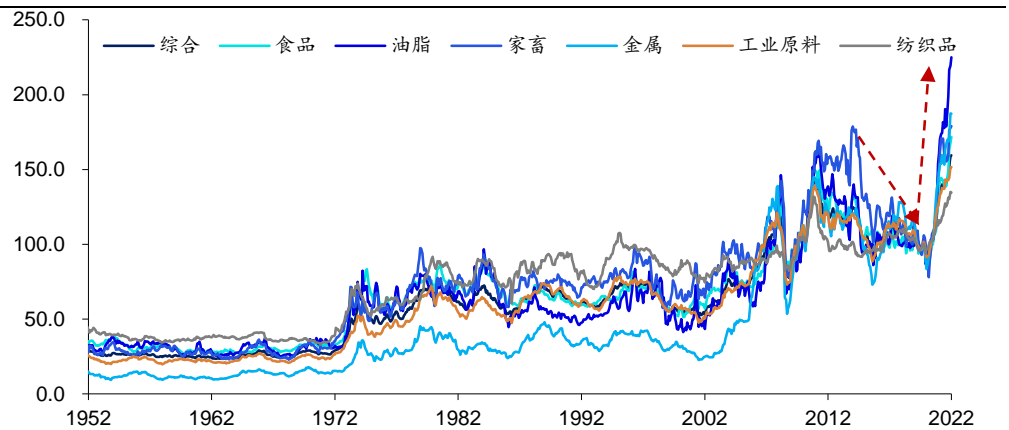
1. 大宗的上涨：货币超发+供给冲击

本轮全球大宗商品价格的普遍上涨，开始于 2020 年下半年，而且这一轮上涨的斜率比其它任何一轮都要陡峭。

如果拉长时间来看，其实从 2014 年下半年开始，全球大宗商品市场就已经进入了长达 6 年的下行周期。只有在 2016-2017 年出现过阶段性的反弹，但大多数时候都处于比较低迷的状态。

而从 2020 年开始，全球大宗商品开启了近三年的牛市。2020 年尽管受到新冠影响，大宗商品价格有所下跌，但根据 CRB 综合指数计算，全年涨幅仍然有 10.5%；2021 年涨幅高达 30.3%；今年仅仅用了 4 个月的时间，大宗商品的价格涨幅已经达到了 10.7%，其中油脂、食品、家畜、金属的涨幅较大。

图1 CRB 大宗商品价格指数



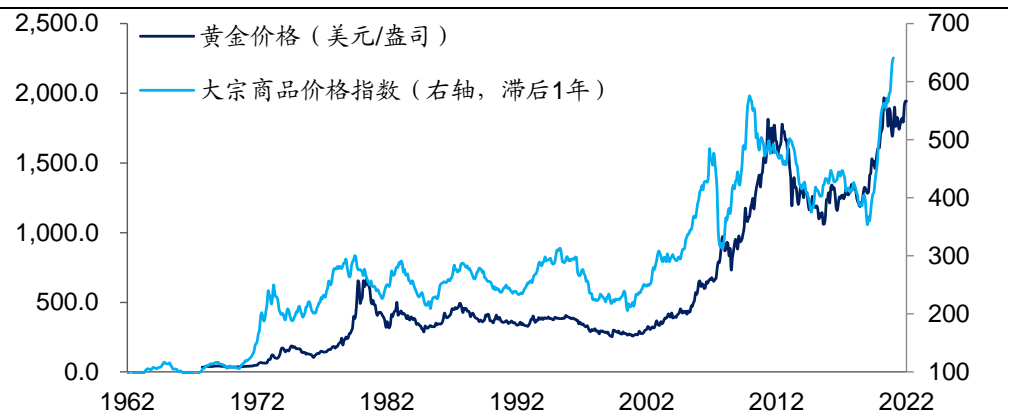
资料来源：Wind，海通证券研究所

大宗商品为何涨价？从需求端来看，和前期纸币的超发是分不开的。如果一个中央银行宣布市面上流通的每 1 块钱纸币都当成 2 块钱来花，那各类商品的价格都可能翻倍。当然这是个相对极端的例子，从现实中来看，各大央行直接或者间接购买低资质资产、购买国债、直接发钱等模式，其实都是在超发纸币。

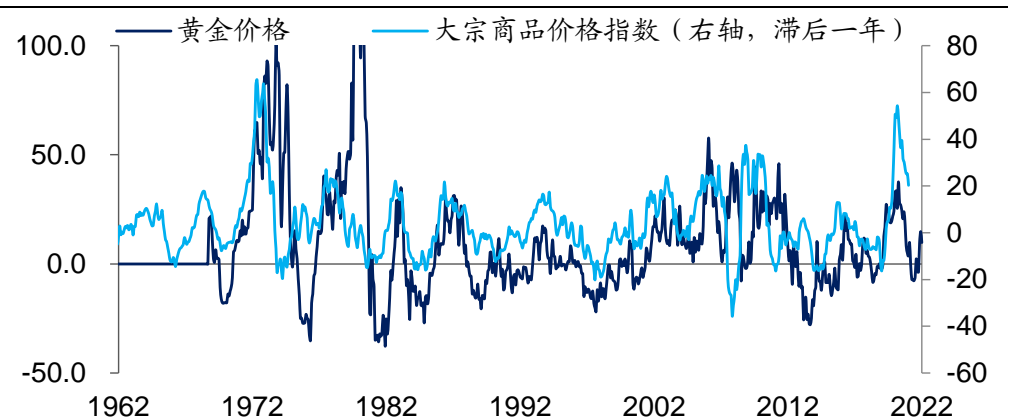
而大宗商品是纸币标价的，如果纸币发行过快，自然会导致大宗价格的上涨。例如在 70 年代布雷顿森林体系崩溃之前的几十年里，大宗商品的价格是非常稳定的，这是因为纸币没有怎么超发。而在布雷顿森林体系崩溃后，纸币经常会出现超发，大宗商品的价格才出现大幅的上涨，全球的通胀才加快了上涨步伐。

黄金是纸币的天然竞争对手，所以黄金价格的涨跌是反映纸币是否超发的重要标志。在纸币超发阶段，黄金价格会大幅上涨。随着超发的货币流入实体，又慢慢的推升通胀水平。所以我们发现过去几十年，黄金价格的变化是领先于大宗商品的，领先的时间大概是一年左右。

在 2020 年新冠疫情爆发后，全球各大央行开启了新一轮超发货币的步伐，所以 2020 年的时候黄金价格大幅上涨。之后随着全球经济恢复运转，超发的货币逐渐流入实体领域，带来了大宗商品等风险资产价格的大幅反弹。

图2 黄金价格走势领先于大宗商品价格


资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 黄金和其它大宗商品价格同比涨幅（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

但其实从2020年8月以后，黄金的价格就不再上涨，反而转入下跌。之后各大央行也放缓了货币超发的步伐，理论上来说，全球大宗商品在经历了前两年的大涨后，也应该会回落。但今年大宗不仅没有回落的迹象，反而进一步涨价。这就不能仅仅从货币超发的需求侧去解释了，只能从供给端找原因。

供给端的冲击也是大宗商品涨价的重要因素。自新冠疫情爆发以来，全球供应链受到较大的冲击，大宗商品的生产和运输都有受到影响。例如波罗的海干散货指数去年最高时相比疫情之前上涨了3倍以上，之后虽然有明显回落，但当前点位仍然比疫情之前高。另外，主要的集装箱运价指数仍然处于高位，回落的速度并不明显。

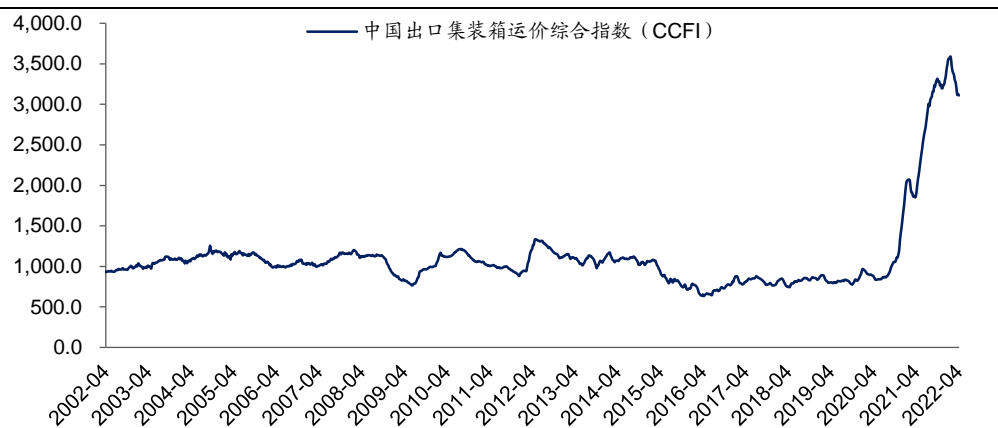
而俄乌问题引发的地缘政治风险，对大宗商品供给的冲击，是今年以来大宗持续大涨的重要原因。截至2019年，俄罗斯天然气出口占全球出口的份额接近20%，居全球第一；原油出口占全球出口的份额也超过10%。在金属领域，俄罗斯出口镍、银和铂族金属占全球出口的份额分别高达11.5%和9.4%。在农产品领域，截至2019年，俄罗斯出口小麦和大麦占全球出口的份额均超过15%。乌克兰出口大麦占全球出口的份额超过17%；油菜籽出口占全球出口的份额也接近15%；玉米和小麦占全球出口的份额分别高达13.3%和7.4%。

图4 全球货物运输在过去两年都不太顺畅



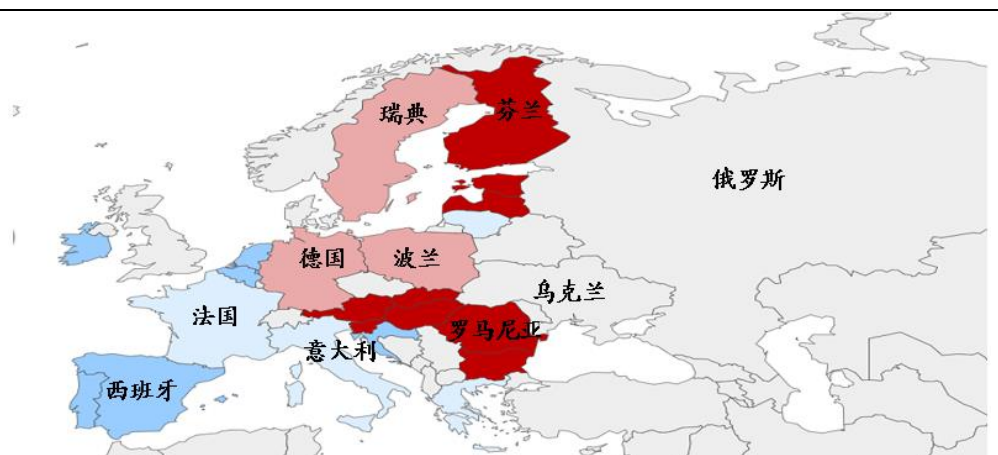
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 中国出口集装箱运价指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 欧洲主要国家对俄罗斯天然气的依赖度 (2021 年上半年, %)



资料来源: Eurostat 估算, 海通证券研究所, 依赖度=从俄罗斯进口的天然气规模/天然气总进口规模, 注: 红色=75%-100%、粉红色=50%-75%、浅蓝色=25%-50%、蓝色=0%-25%、其他=无数据

总结来说，如果没有地缘政治风险对供给的冲击，随着新冠疫情在全球范围内的缓解，本身已经经历了两年涨价的大宗商品价格应该是趋于降温的。这一点从黄金价格的走势也能看出来，如果没有地缘政治风险的增加，随着美债实际利率的上行，黄金价格理论上应该下跌，但实际上反而还上涨了。随着地缘政治风险增大，供给端的冲击继续推升大宗价格，而且往前看，这种地缘政治风险仍然具有较高的不确定性，全球供应链体系面临比较严峻的考验，这是未来通胀压力的重要来源。

图7 黄金和美债实际利率的明显背离



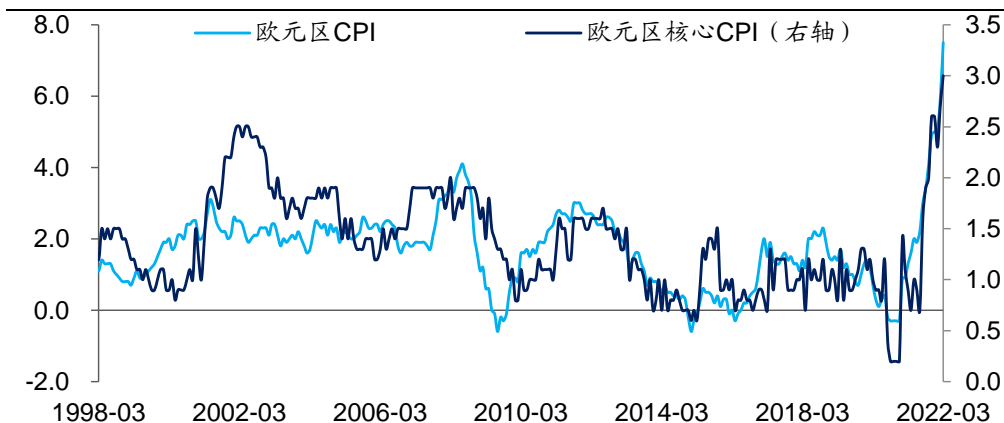
资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 通胀还是滞胀？

在大宗商品价格普遍大涨的背景下，全球的通胀水平普遍加速上行。但就具体经济体而言，有的是通胀，有的是滞胀。

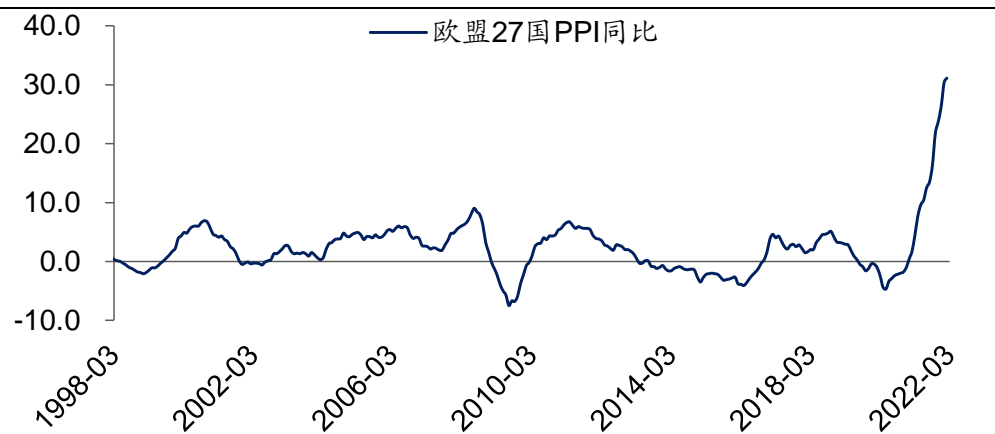
当前欧洲已经陷入到滞胀的困境。3月份欧洲PPI同比已经达到31.1%，欧元区CPI同比达到7.5%。剔除能源、食品的价格上涨后，欧元区核心CPI同比也已经达到3%。可以说，欧洲的各项通胀指标都已经达到了90年代有数据以来的最高水平。

图8 欧元区CPI同比已达到7.5% (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

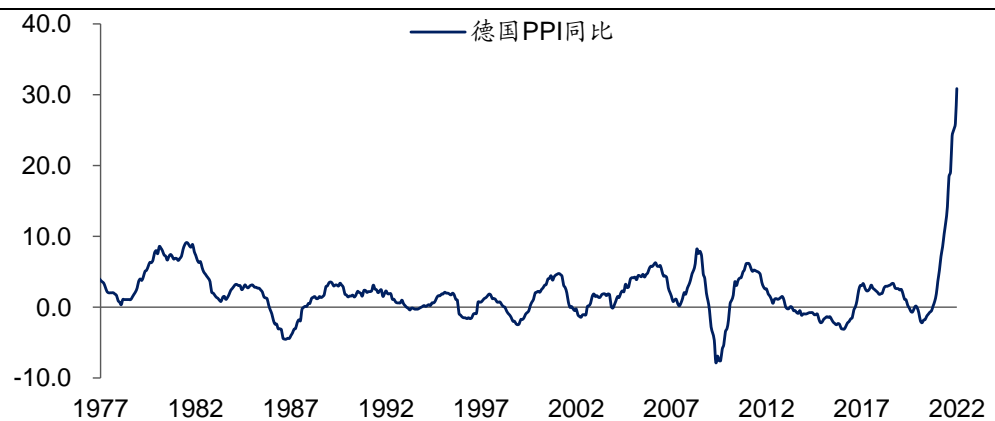
图9 欧洲 PPI 同比达到 30%以上 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

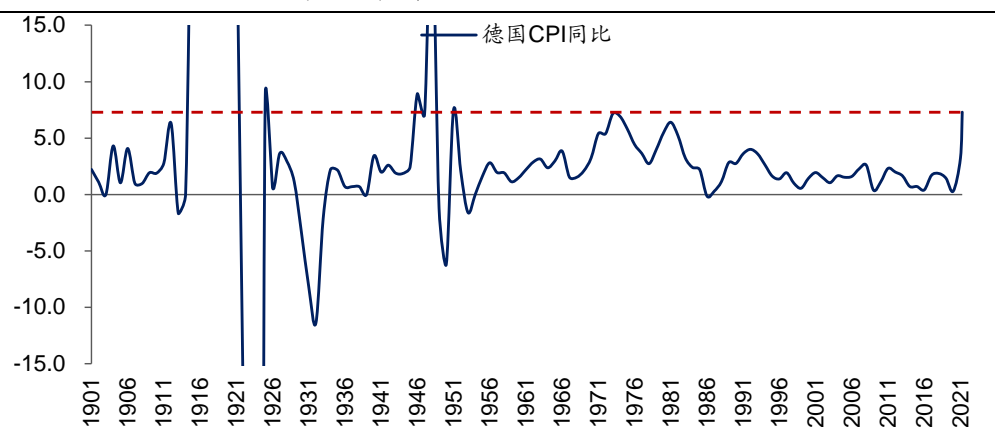
因为欧元区的通胀数据公布的时间段较短，如果我们要看更长周期的欧洲通胀历史，可以参考德国的数据。当前德国 PPI 同比达到 30%以上，已经创下了 70 年代有数据以来最高水平。德国 CPI 同比达到 7.3%，比 70 年代滞胀时期还要高，甚至已经在追赶一战、二战时的通胀水平。

图10 德国 PPI 已经达到有数据以来最高 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 德国 CPI 已经接近一战、二战水平 (%)

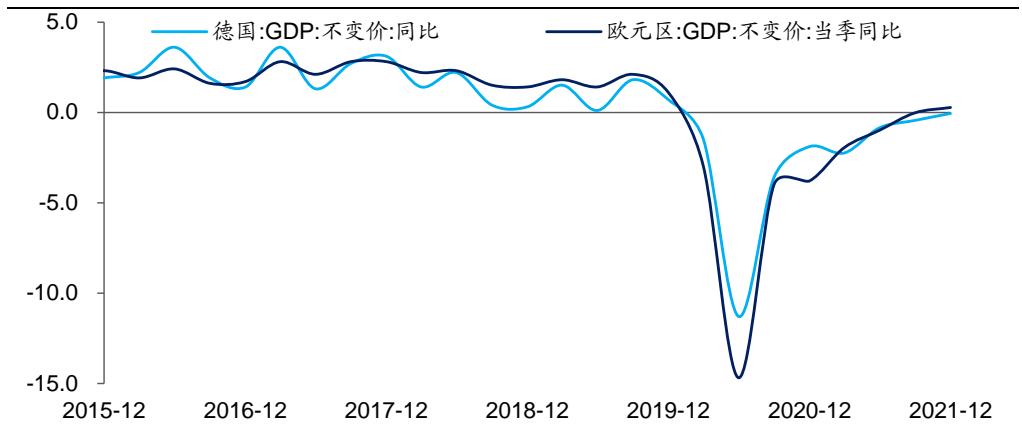


资料来源：Wind，海通证券研究所

然而，与高企的通胀形成鲜明对比的是，欧洲的经济却在明显下行。本来欧洲的经济就比较疲弱，截至去年 4 季度，欧元区 GDP 两年平均增速为 0.3%，在疫情之前大概有 1.6%；而从 3 月份以来，随着大宗商品全面暴涨，欧洲经济发展成本大幅增加，经济已经开始明显下行。根据 CEIC 经济先行指标，3 月以来，欧元区经济大幅回落。高频的经济指标如欧洲工业信心指数、经济情绪指数，都在 3、4 月份明显下滑。

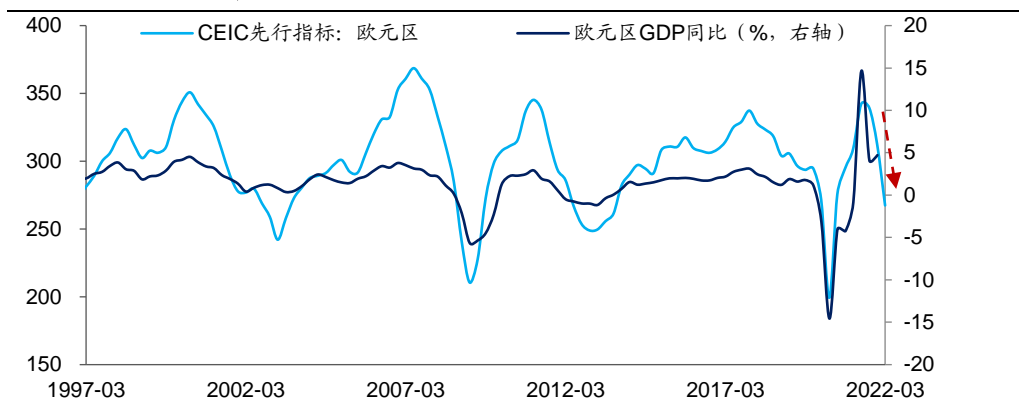
通胀维持在历史最高位，实际的经济增长却在下行，欧洲已经陷入了典型的“滞胀”。

图12 欧洲经济增速距离疫情前相距甚远 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 欧元区先行经济指标大幅回落

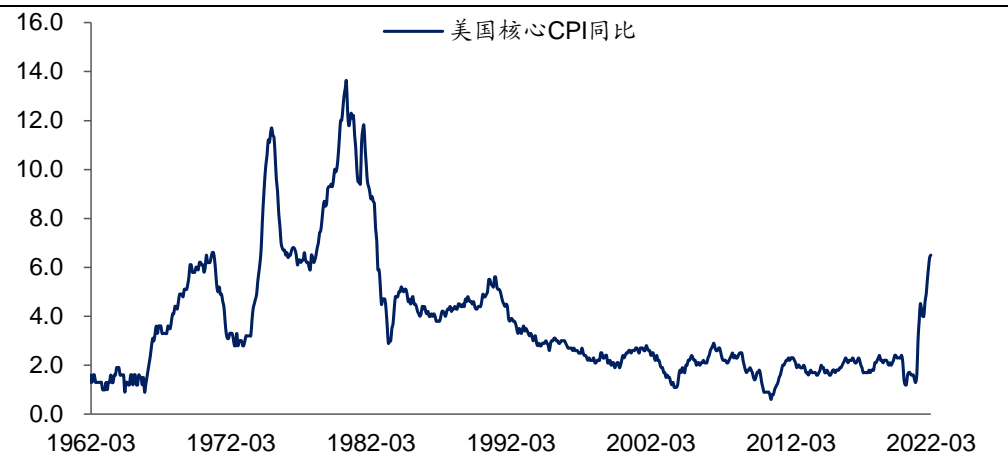


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

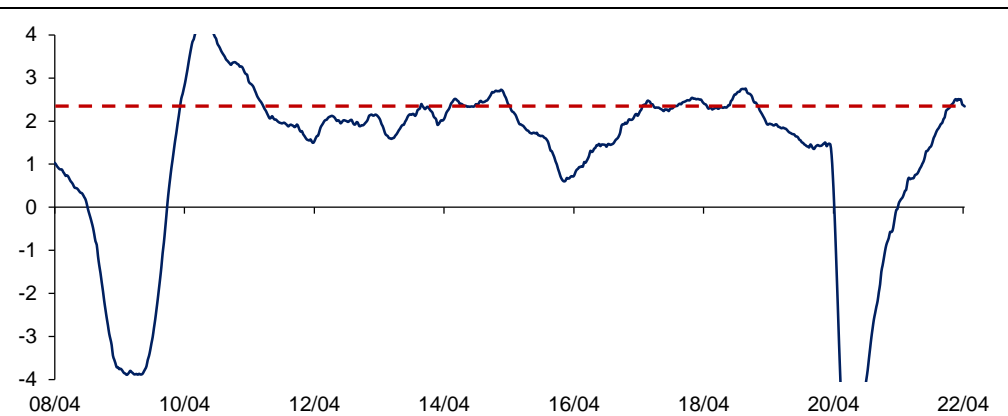
美国的通胀压力也很大。3 月份美国 PPI 同比高达 20.5%，已经接近 70 年代滞胀时期的最高点。3 月美国 CPI 同比 8.5%，剔除能源食品后，核心 CPI 同比也已经达到 6.5%，创下 40 年来的最高水平。

但和欧洲不同的是，美国经济增长还比较强劲。剔除基数影响后，截至去年 4 季度，美国名义 GDP 增速已经超过疫情之前；截至今年 1 季度，美国实际 GDP 增速也已经超过疫情之前。这主要是因为，美国在新冠期间重在刺激需求端，美国居民和企业资产负债表不受损反受益，居民收入高增长，需求较为强劲。所以从需求端来看，美国是全球通胀的主要输出者。

但如果全球供给端冲击延续，通胀始终处于高位，美联储刺激政策逐渐退出，高企的价格势必也会对经济增长的量构成打压，美国出现滞胀的风险也在增加。但短期内，美国面临的还是典型的通胀，并非滞胀。

图14 美国的通胀也在大幅上行 (%)


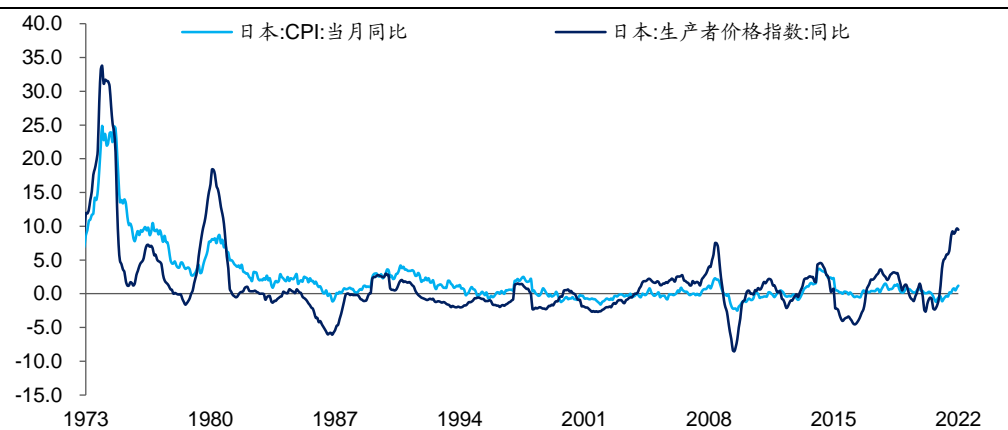
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 美国实际经济增速已经超过疫情之前 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

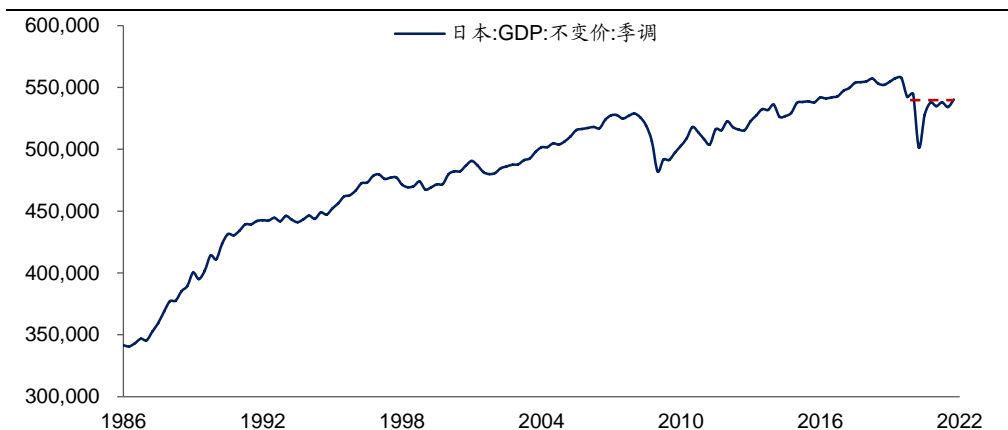
日本面临轻微的滞胀风险，但这种风险比欧洲小得多。截至3月份日本的PPI同比达到9.5%，但CPI同比只有1.2%，要远远低于欧洲和美国。日本的经济增长也比较弱，在经历了2020年的修复后，季调后GDP基本就横在低位，不再增长。

所以如果没有外部输入型的通胀，欧洲、日本大概率面临的是通缩风险，但供给紧张带来输入型的通胀压力后，欧洲陷入了典型的滞胀，日本“滞”的成分要大于“胀”。

图16 日本PPI偏高，CPI同比只有1.2% (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 日本季调后 GDP 接近零增长（十亿日元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 货币政策：“滞”和“胀”管哪个？

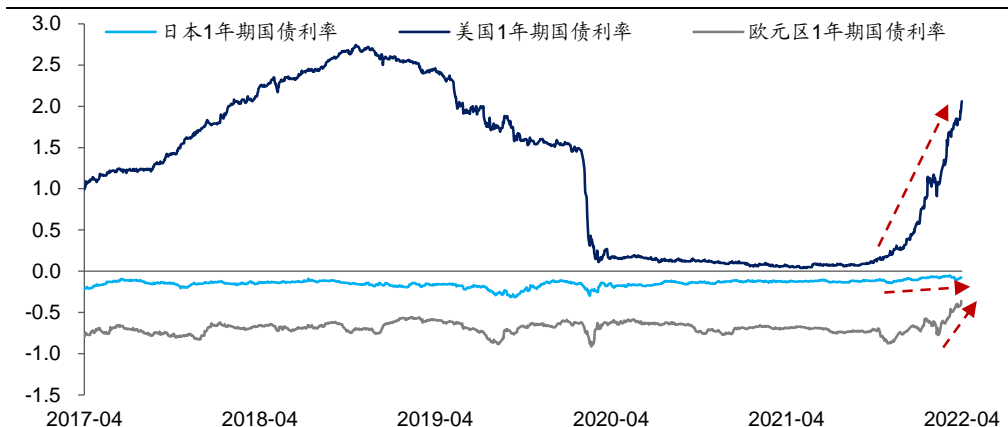
在通胀和经济增长走势背离的情况下，各国央行到底是要控制通胀而收紧政策，还是刺激增长而维持宽松？这确实是个比较纠结的选择。

相比之下，美联储的决策还要更容易一些，因为当前美国经济增长还比较强劲，所以控制通胀就成为了其当前的首要目标。美联储已经开启了加息进程，联邦基金期货价格显示，市场预期美联储今年内总共要加息 11 次。我们认为，尽管后续美国经济实际量增长可能会有所放缓，但毕竟当前增速已经高于潜在增速，美联储大概率还是会更加鹰派的加息缩表，来控制通胀压力。

欧洲央行已经偏向于控制通胀、收紧货币政策。近期包括拉加德在内的欧央行官员频频发表鹰派言论，欧洲央行的资产购买计划大概率在 7、8 月份结束，今年内加息、减小负利率的程度也是大概率事件，所以欧洲短债利率已经开始上行，来反映加息的预期。

日本央行则明确表态，要继续宽松刺激经济。这主要还是因为日本经济偏弱，通胀虽然有所上行，但 CPI 还比较低，没有面临像欧洲央行那样的困难选择。所以从日本短债的表现来看，利率保持平稳，市场也没有对日本央行加息的预期。

图18 欧、美、日的货币政策分化（%）

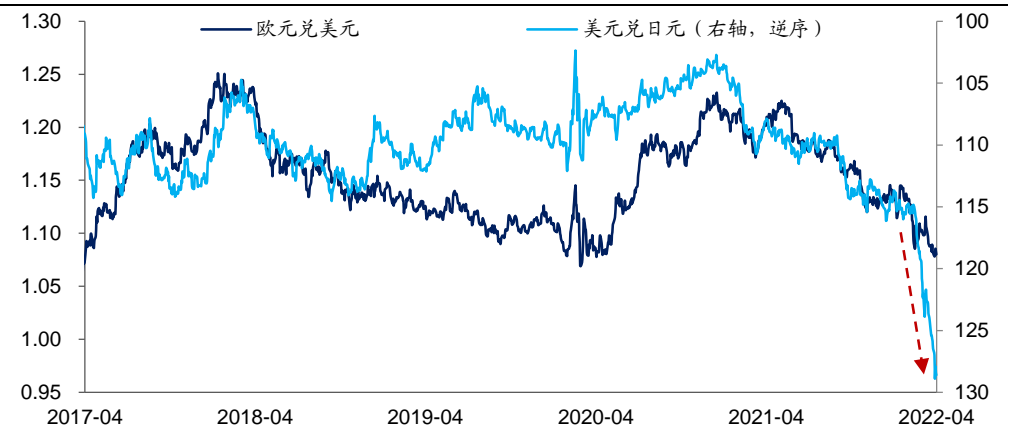


资料来源：Wind，海通证券研究所

美元已经突破 101，大概率还会维持上行。美国经济增长偏强，货币政策收紧，名义和实际利率抬升，是美元指数的主要推动力量。而且汇率是个相对的概念，美元指数衡量了美国相比其它经济体基本面的相对强弱变化，当前欧洲陷入了滞胀，日本在滞胀边缘，其货币政策都掣肘较大，所以这种相对变化也有助于支撑美元。相比之下，由于日本央行一直比较“鸽派”，日本经济也偏弱，截至 4 月 22 日，日元从 3 月以来已经对美元贬值了 10.6%，而在此期间欧元兑美元只贬值了 2.9%，美元指数只升值了 3.8%。

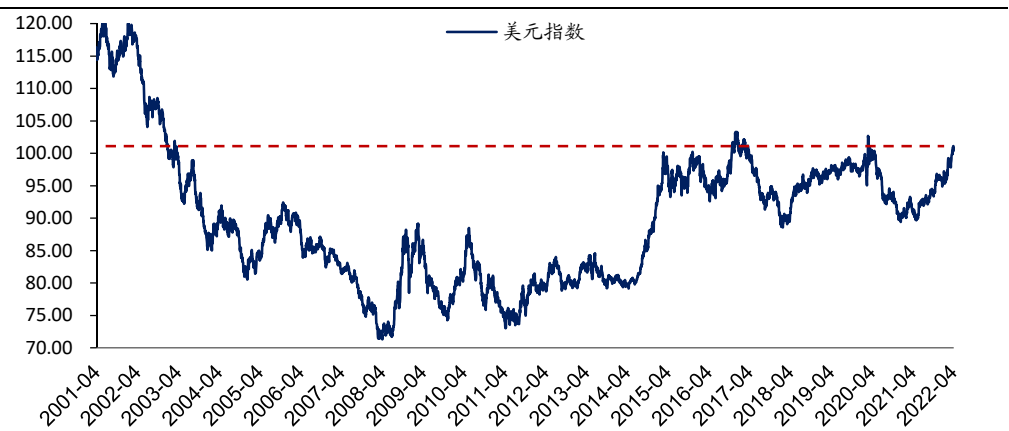
往前看，要看到汇率和通胀走势的变化，需要关注俄乌局势的发展，以及美国经济量的变化，可能会导致各国货币政策的边际变动。

图19 日元、欧元对美元大幅贬值 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 美元指数已经突破 101



资料来源：Wind，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁中华 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

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
袁雅青(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
曹君豪(021)23219745 cjh13945@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 tyj13580@htsec.com
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com
陈林文(021)23219068 clw14331@htsec.com

固定收益研究团队

姜珮珊(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 zzz12149@htsec.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
王园沁(021)23154123 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(021)23219953 lsx11330@htsec.com
联系人
纪尧 jy14213@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 lgk12371@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
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 fyf11758@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(021)23154125 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
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com
康百川(021)23212208 kbc13683@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(021)23219774 zpj12711@htsec.com
余金花(021)23219747 yjh13785@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 02123219748 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	煤炭行业 李 焱(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 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@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 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 联系人 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 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 联系人 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 联系人 刘绮雯 021-23154659 lqw14384@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 联系人 曹有成(021)63411398 cyc13555@htsec.com	农林牧渔行业 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com	食品饮料行业 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 张恒恒 zhx10170@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 林加力(021)23154395 ljl12245@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 wjy13985@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 高翩然 gpr14257@htsec.com 联系人 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 张馨尹 0755-25597716 zxy14341@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 季唯佳(021)23219384 jiwj@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(021)23219281 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