

相关研究

《美联储的加息、缩表，是如何操作的？——美元流动性研究系列二》2022.05.03
《欧洲的滞胀，美国的通胀》2022.04.26
《全球的滞胀风险——当货币超发遇到供给冲击》2022.04.24

70年代的滞胀回忆和资产配置

投资要点:

- 上世纪 70 年代美欧滞胀的触发条件，在当前经济中或都已具备。全球滞胀风险明显上升，欧洲已经陷入滞胀，日本在滞胀边缘，美国也接近滞胀。在滞胀环境下，大类资产的表现是怎么样？我们不妨仔细回顾下 70 年代欧美滞胀的起因、结果和资产影响。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1. 典型的滞胀：上世纪 70-80 年代 | 4 |
| 2. 滞胀是如何发生的？ | 6 |
| 3. 滞胀时期的资产表现 | 9 |
| 4. 当前的滞胀和资产配置 | 11 |

图目录

| | | |
|------|--------------------------------|----|
| 图 1 | 通胀和经济：美国的两次背离（%） | 4 |
| 图 2 | 二战后美国失业率上升幅度有限（%） | 5 |
| 图 3 | 70-80 年代美国失业率大幅上行（%） | 5 |
| 图 4 | 70-80 年代英国的滞胀（%） | 5 |
| 图 5 | 美国货币增速与经济增速的背离（%，5 年平均） | 6 |
| 图 6 | 联邦赤字规模（十亿美元） | 7 |
| 图 7 | 美联储持有的政府债券大幅增加（百万美元） | 7 |
| 图 8 | 美联储持有的黄金储备在 60-70 年代大幅下降（百万美元） | 8 |
| 图 9 | 全球通胀的攀升，开始于纸币脱钩黄金 | 8 |
| 图 10 | OPEC 原油产量 | 8 |
| 图 11 | 国际原油价格走势 | 9 |
| 图 12 | 黄金和大宗商品价格走势 | 9 |
| 图 13 | 黄金和其它大宗商品价格同比涨幅（%） | 10 |
| 图 14 | 美国的通胀和利率走势（%） | 10 |
| 图 15 | 美国股票指数和估值走势（倍） | 10 |
| 图 16 | 美股股息走势（美元） | 11 |
| 图 17 | 美联储的扩表之路 | 11 |
| 图 18 | 黄金和美债实际利率的明显背离 | 12 |
| 图 19 | 黄金价格和大宗商品价格指数 | 12 |
| 图 20 | 通胀、货币和美债利率（%） | 13 |
| 图 21 | 美股指数和估值（倍） | 13 |
| 图 22 | 美元指数存在继续上行动力 | 13 |

1. 典型的滞胀：上世纪 70-80 年代

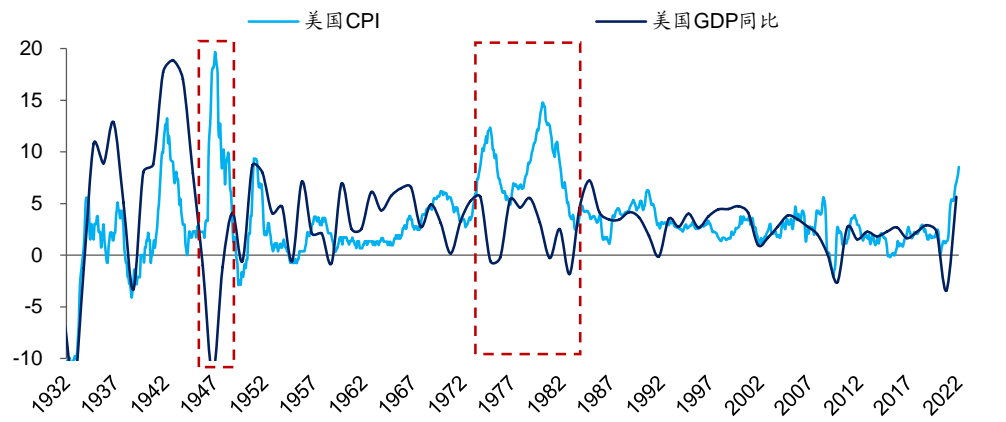
在经济学上，滞胀的典型特点是通胀较高，但经济增速却在放缓，导致失业率在上升，即经济和通胀的走势是背离的。按照这个标准，我们来看下美国长周期的经济、通胀走势。

自 20 世纪 30 年代以来，美国总共出现过两波明显的经济和通胀的走势背离。第一波是在二战结束后的几年内，尤其是 1946、1947 年，经济负增长，而通胀却维持在高位。第二波是在 70-80 年代，经济增长低迷，但通胀很高。

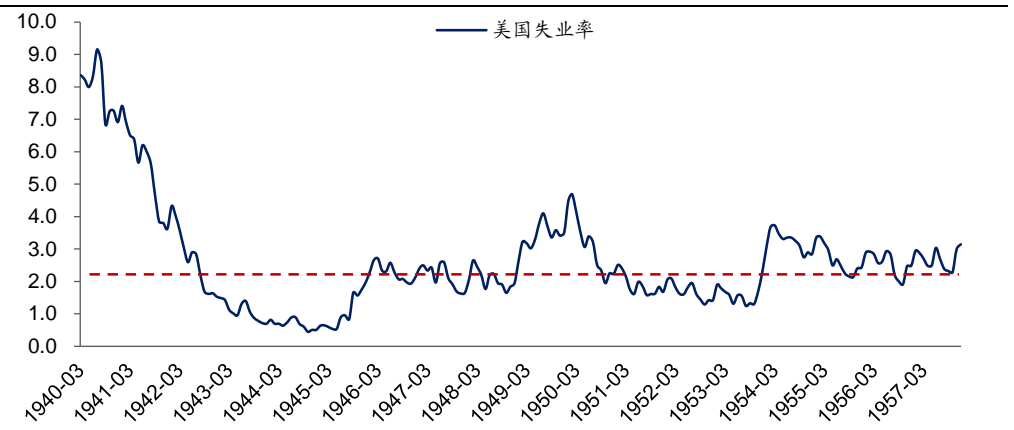
但第一波并不能算是典型的滞胀。在二战期间，由于美国并不是主战场，而且政府开支急剧增加，美国军工行业大发展，经济受到了明显的提振，在 1939 年二战开始后，美国 GDP 增速就从之前的负增长转为 8% 的正增长，1940 年提高到 8.8%，1941-1943 年期间美国的 GDP 增速都维持在 18% 附近的高位，1944 年在前期高基数的背景下继续维持接近 8% 的增长。

而在二战结束后，政府开支明显减少，美国经济增速虽然有所回落，例如 1945-1947 年连续三年负增长，但这其实是一个从非正常高增长状态向正常状态回归的过程，经过二战后，美国经济彻底摆脱了大萧条期间疲弱的状况。其实当时美国经济并不差，失业率水平虽然有所抬升，但幅度是非常小的，因为二战时期的超低失业率状态本身就不是常态。而且由于二战期间居民赚取了大量收入，而这些收入在二战结束后迅速转变为消费能力，直接推升了美国的通胀水平。所以二战结束后，美国经济状况依然是比较强劲的，虽然通胀比较高，但不能说是严格意义的滞胀。

图1 通胀和经济：美国的两次背离（%）

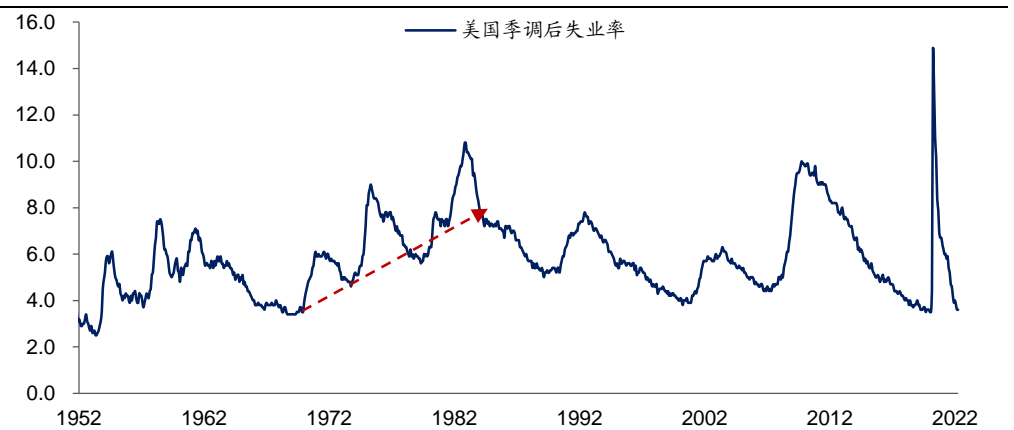


资料来源：CEIC，海通证券研究所

图2 二战后美国失业率上升幅度有限(%)


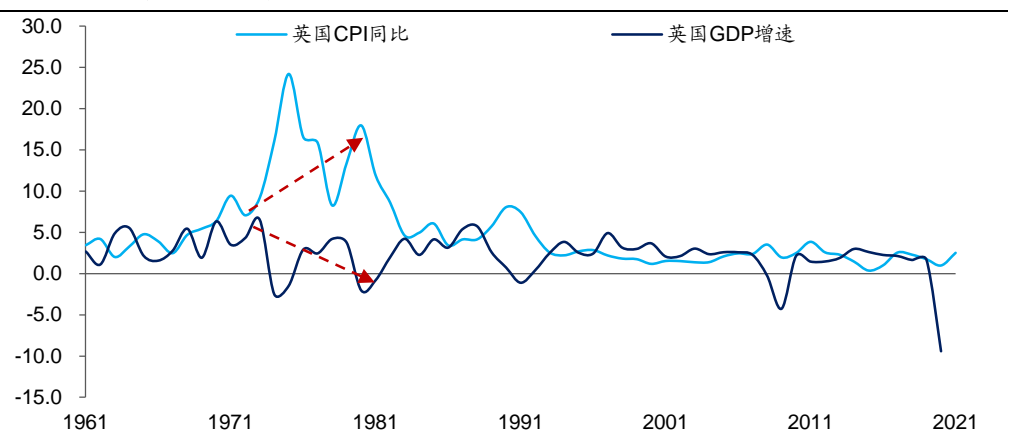
资料来源：NBER，海通证券研究所

而 70-80 年代，美国经济和通胀的明显背离，可以说是典型的滞胀。尤其是从 1973 年到 1982 年，美国通胀一直维持在高位，CPI 同比大多数时候都在 10% 以上，PPI 最高突破 20%。而在此期间，美国经济增长低迷，1974-1982 年之间的平均 GDP 增速只有 2.0%，远远低于之前 4.2% 附近的增速。与此同时，美国失业率不断攀升，最高时达到接近 10%。

图3 70-80 年代美国失业率大幅上行(%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

而且不仅仅是美国，在上世纪 70-80 年代，其它主要的发达经济体均出现了比较明显的滞胀。例如，英国最高 CPI 同比达到 24%，而经济增速却明显下台阶，一度出现负增长。

图4 70-80 年代英国的滞胀(%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

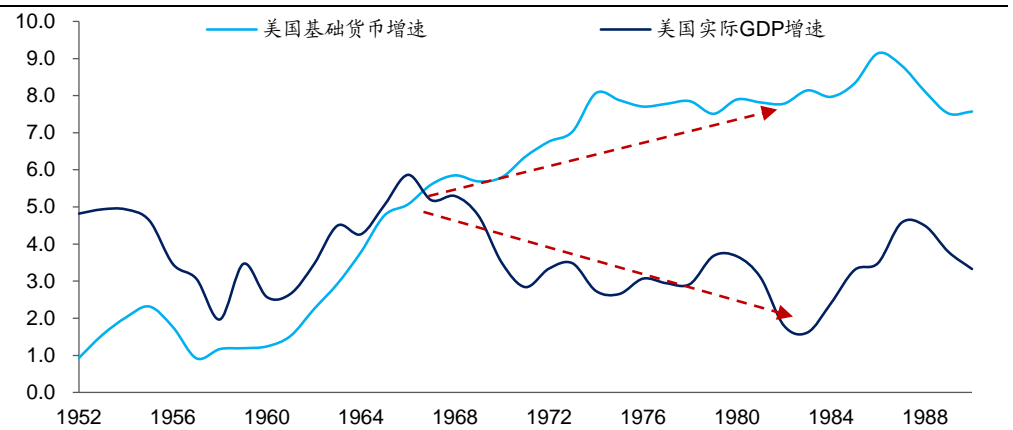
2. 滞胀是如何发生的？

那么为何发达经济体在上世纪会发生滞胀呢？过去的几十年中，其实有大量的学术研究从很多维度去研究滞胀的原因，我们这里讲几个我们认为最重要的因素。

第一，货币的超发可能是最重要的原因。Milton Friedman 曾经说过一句很经典的话，通货膨胀在任何时候、任何地方都是一种货币现象。我们前面讲到，二战将美国经济彻底从大萧条中拉了出来，二战过后，凯恩斯主义思想开始盛行，美国宏观政策很注重通过货币和财政政策进行需求端的刺激。例如，1946年通过的就业法案，直接将促进就业、生产、购买力最大化，作为联邦政府的责任，并且通过财政和货币政策的配合，来实现这一目标。

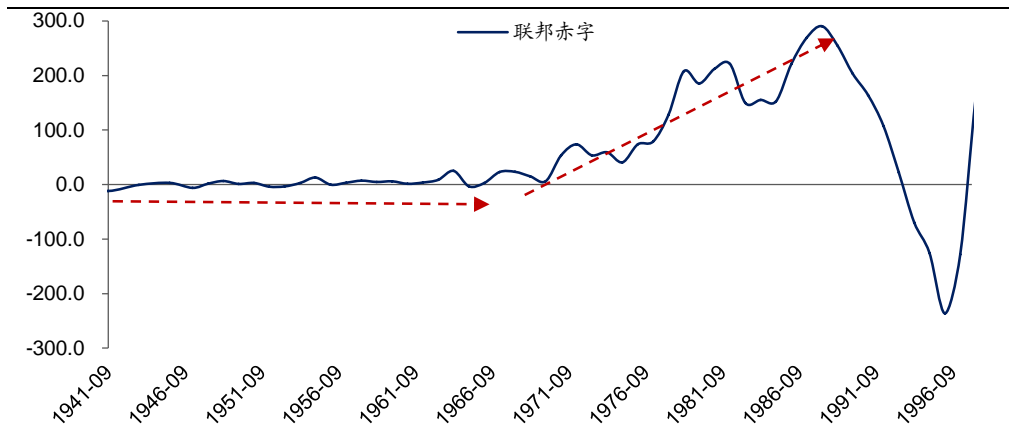
在60年代中期之前，美国的基础货币增速平均比实际经济增速低1.8个百分点；而之后美国基础货币增速开始超过实际经济增速，而且幅度不断扩大，从1967年至2007年，美国平均基础货币增速要比经济增速高3.9个百分点，货币超发势必带来了通胀压力的增加。

图5 美国货币增速与经济增速的背离（%，5年平均）

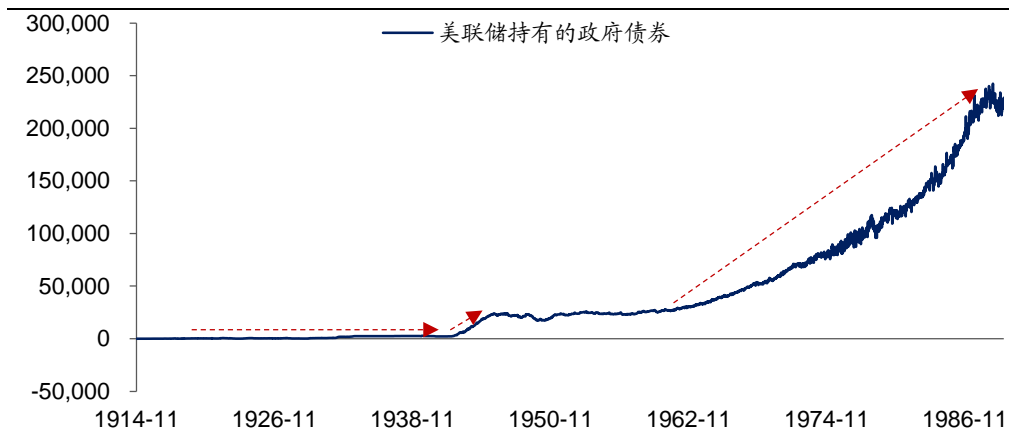


资料来源：Friedman & Schwartz / FRED，海通证券研究所

从历史上来看，货币的超发往往是伴随着财政的扩张的，而且财政扩张往往是货币超发的重要途径。例如在一战期间，军费开支推动美国财政大幅扩张，货币跟随超发，带来了明显的通胀压力。在60年代之前，美国的财政赤字程度是比较小的，而且大多数时间是处于盈余的状态。从1964年开始，美国当时总统 Lyndon Johnson 推出了实行多年的“伟大社会”计划（Great Society Legislation），本质上就是一揽子财政刺激方案，再加上当时越南战争的开支增加，美国的财政赤字明显扩张。与此同时，当时美联储的货币政策配合财政的扩张计划，一方面延迟货币政策的收紧，另一方面不断向银行体系注入流动性，为政府债券的发行保驾护航。

图6 联邦赤字规模（十亿美元）


资料来源：CEIC，海通证券研究所

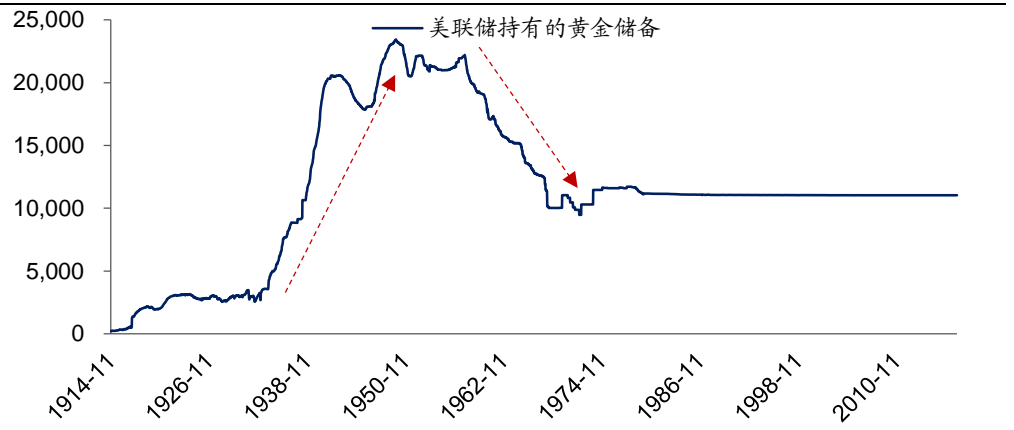
图7 美联储持有的政府债券大幅增加（百万美元）


资料来源：CEIC，海通证券研究所

第二，纸币的信仰面临挑战，各大央行控制通胀的决心和能力受到质疑。二战以后，在布雷顿森林体系的安排下，美元挂钩黄金，其它货币挂钩美元，纸币的发行还是受到一定限制的。但随着美国国际收支赤字的不断扩大，人们对美元的信心逐渐减弱，不断用美元兑换黄金，美联储持有的黄金储备大幅下降。1971年美国停止了美元兑换黄金，1973年布雷顿森林体系彻底崩溃，全球进入了纸币发行不受控制的年代。

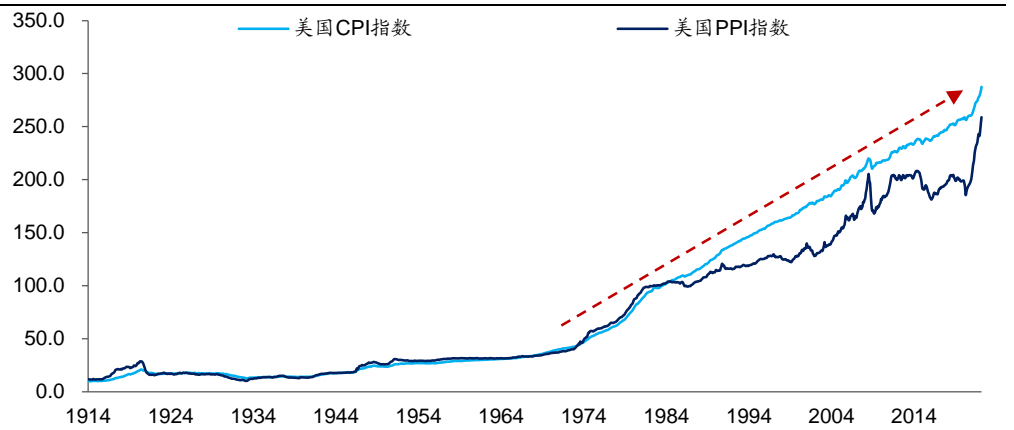
在人们相信纸币不会被随意印刷的时候，央行控制通胀的意愿还是有一定的信任度的；但当人们发现纸币可以不受限制的被印刷的时候，央行控制通胀的意愿和能力都会受到质疑，就会导致较高的通胀预期。Ben Bernanke提出了这种观点，他认为，美联储控制通胀的信誉丧失，推升了通胀预期，使得菲利普斯曲线上移，带来了更高的通胀和更高的失业率。而事实恰恰也是如此，全球通胀的大幅攀升，就是开始于纸币脱钩黄金之后。

图8 美联储持有的黄金储备在 60-70 年代大幅下降 (百万美元)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

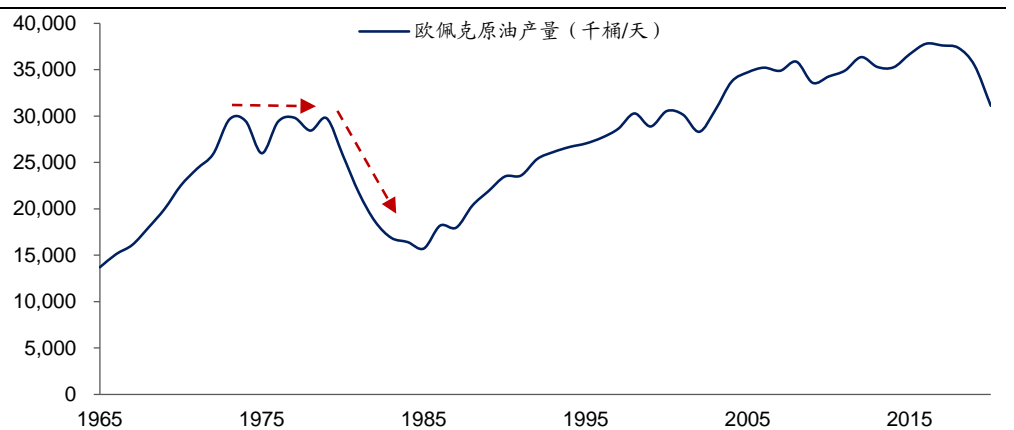
图9 全球通胀的攀升, 开始于纸币脱钩黄金



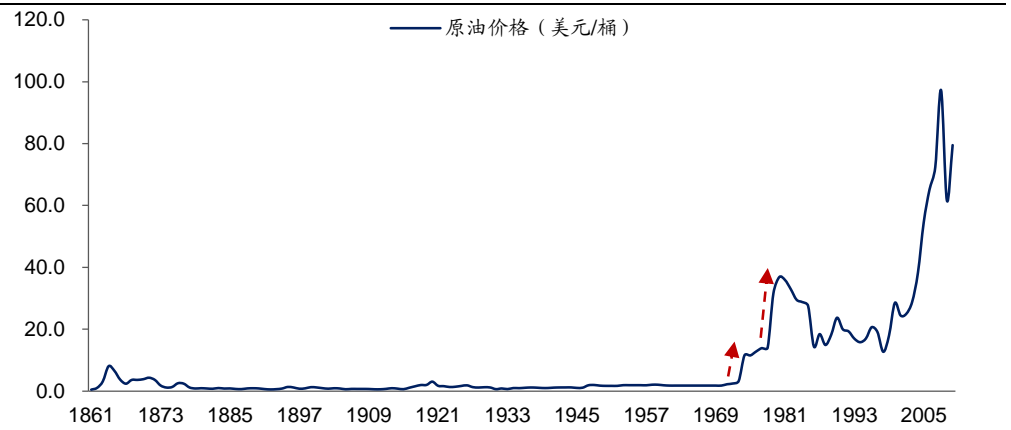
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

第三, 是供给端的冲击。在 1973 年和 1979 年爆发了两次能源危机, 第一次能源危机中, 国际油价上涨了 3 倍; 第二次能源危机中, 国际油价又上涨了一倍多。原油价格的上升, 推升了经济运行的成本, 是滞胀的重要原因。供给端的冲击, 其实很大幅度的强化了货币超发对通胀的推升作用。

图10 OPEC 原油产量



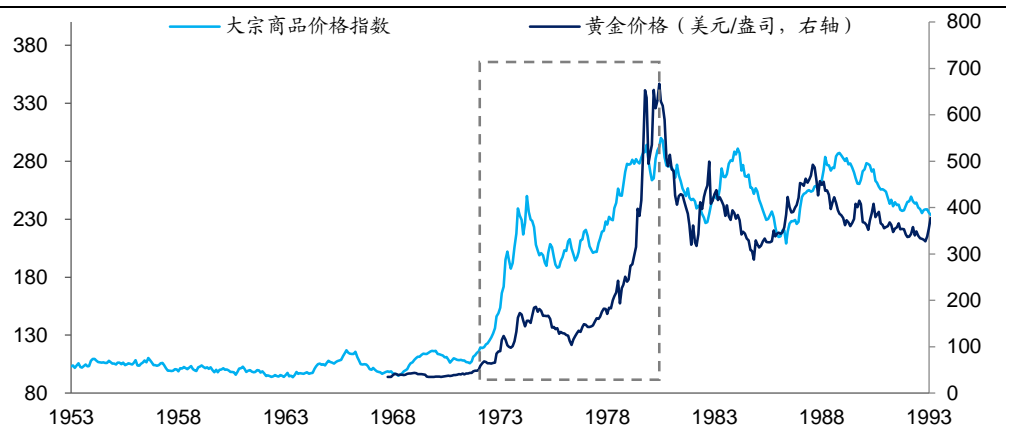
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图11 国际原油价格走势


资料来源：CEIC，海通证券研究所

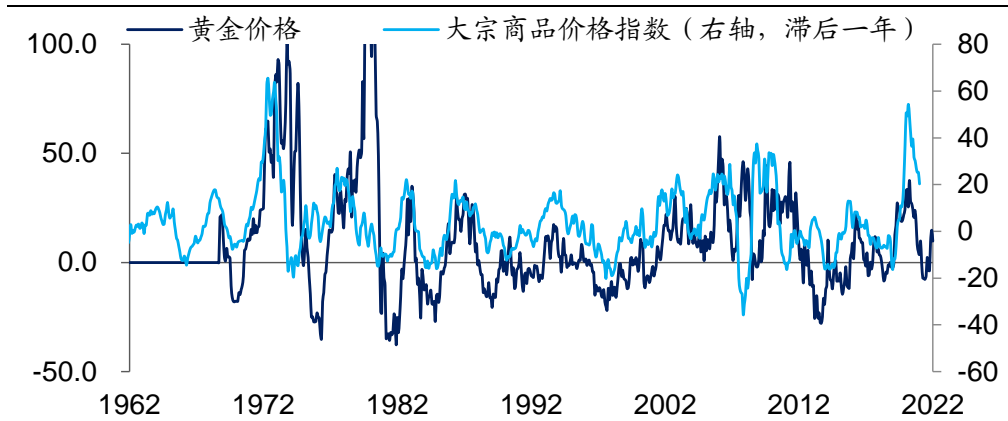
3. 滞胀时期的资产表现

在滞胀时期，整体上表现较好的是大宗商品。我们在之前的专题中已经分析过，黄金价格走势与货币超发同步，又领先于其它大宗商品价格的表现。所以在 60-70 年代货币超发、纸币信仰受到挑战的背景下，黄金价格率先上涨（60 年代黄金价格还受到管制，波动较小），之后其它大宗商品的价格也开始上涨。而 73 年的能源冲击加速了大宗商品上涨，在危机得到缓解后，从 1974 年开始大宗商品价格有所回落，但仍然在高位徘徊；在 79 年能源危机爆发后，大宗商品开启了第二波大涨，1981 年之后开始明显回落。单纯货币超发对商品价格的推升作用是有限的，而供给端的冲击明显放大了通胀的压力。

图12 黄金和大宗商品价格走势


资料来源：Wind，海通证券研究所

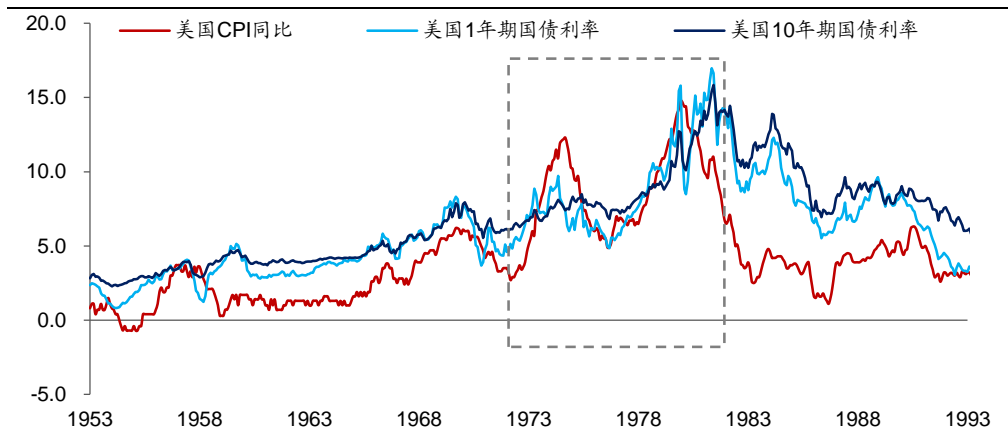
图13 黄金和其它大宗商品价格同比涨幅 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

债券进入熊市，利率大幅上行。通胀压力的上升，势必会推升名义利率，所以在滞胀期间，美债的收益率整体大幅上行。而两次能源危机带来的通胀压力，都加速了美债利率的上升。另一方面，货币政策也对利率影响很大，例如美国 CPI 同比在 1980 年 3 月就已经见顶回落，但由于通胀绝对水平仍然很高，美联储的货币政策继续收紧，10 年期美债利率的见顶时间是在 1981 年 9 月，滞后通胀顶点一年多时间。

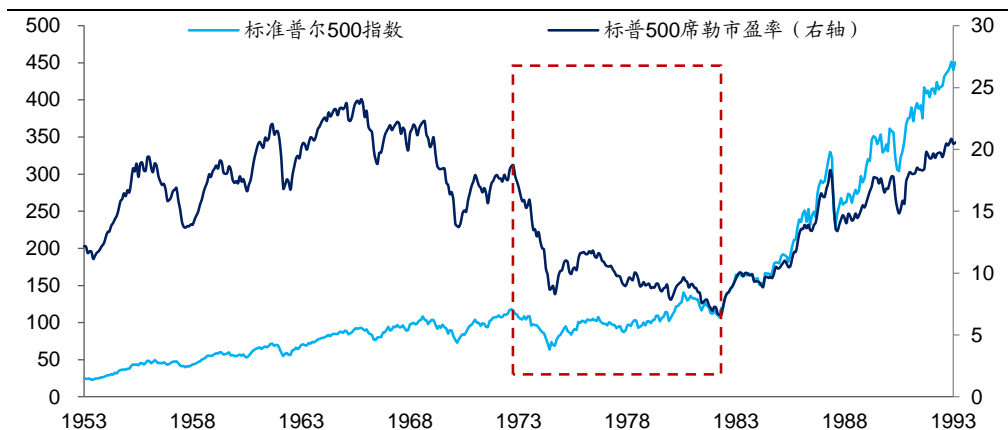
图14 美国的通胀和利率走势 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

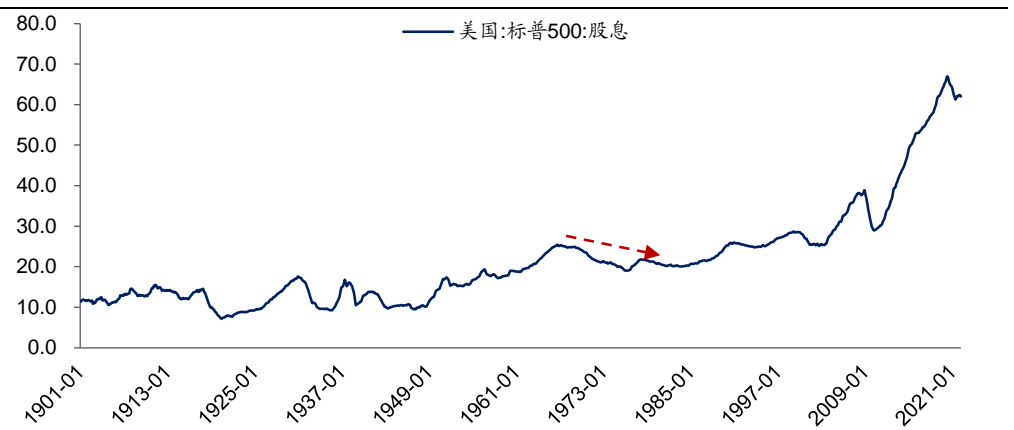
美股的表现可谓比较惨淡。一方面，大宗涨价推升经济成本，冲击企业盈利，在整个滞胀期间，美股股息明显下滑；另一方面，利率的大幅上升，打压权益资产的估值，标普 500 市盈率从最高时的 18 倍以上，最低降至只有 7 倍附近。标普 500 指数从 1973 年开始下跌，最大跌幅高达 46%，直到 1974 年 9 月以后才开始触底慢慢回升。

图15 美国股票指数和估值走势 (倍)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 美股股息走势（美元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 当前的滞胀和资产配置

从目前宏观环境来看，上世纪 70 年代滞胀应该具备的一些特征，当前都已经具备了。

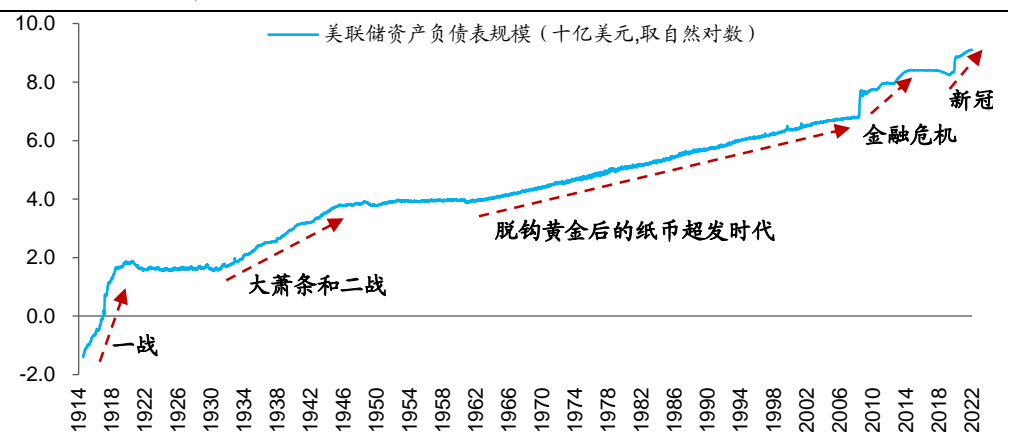
从货币超发的角度，2020 年面对新冠疫情的冲击，主要央行都在大幅超发货币，而且货币和财政配合，这和一战、二战、60 年代时期都比较类似，而且这一次力度更大更迅猛。

从纸币信仰的角度，这一轮欧美纸币的超发力度可以说是空前的，而且未来面对危机的时候，印刷纸币可能也是主要的解决方式，通胀预期在慢慢接近 70 年代滞胀时期。

从供给端的角度，俄乌问题明显增大了全球商品供给端的压力，未来地缘环境、大国关系也更趋复杂，全球化的趋势面临较大的阻力。在过去全球化快速推进的背景下，产业链按照经济学成本最优原则在全球配置，而未来非经济因素更大程度影响全球产业链，带来经济增长效率的下降，不利于生产、反而推升通胀压力。

所以当前全球滞胀风险在明显增加，欧洲已经陷入滞胀，日本在滞胀边缘，美国也在接近滞胀。

图17 美联储的扩表之路



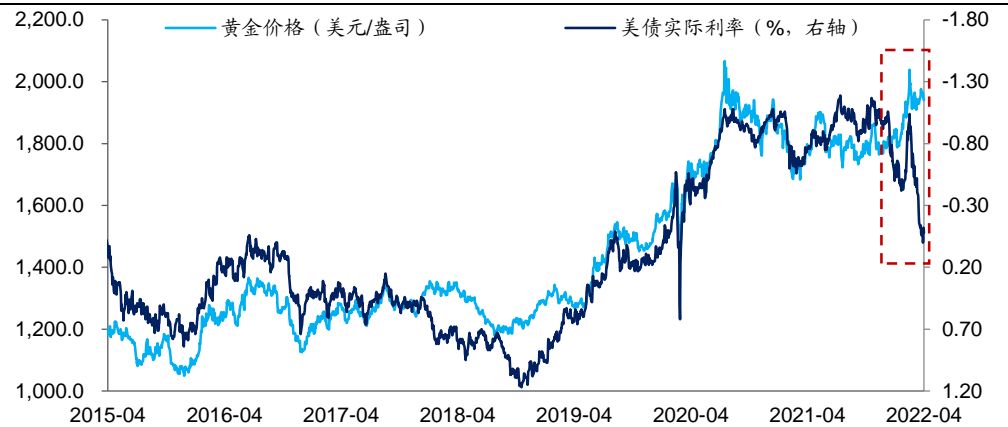
资料来源：CEIC，海通证券研究所

从大类资产的走势来说，货币超发和需求推动的大宗商品涨价可能已经接近尾声，

但供给端压缩的支撑作用依然较强。今年以来美债实际利率大幅上行，反映纸币的实际回报率在提升，所以理论上来说黄金价格应该继续下跌。但事实是，金价非但没有下跌，还出现了上涨，这主要是地缘风险发酵在支撑。而黄金价格往往领先其它商品价格，黄金价格在经历 2020 年上半年的大涨后，出现滞涨甚至下跌，其它大宗商品价格随后大幅上涨，并且已经经历了两年的牛市，去年的涨幅甚至超过了 30%。理论上来说，今年货币超发对大宗的支撑应该会弱化，但随着地缘风险对供给端的冲击，大宗进一步出现了涨价。

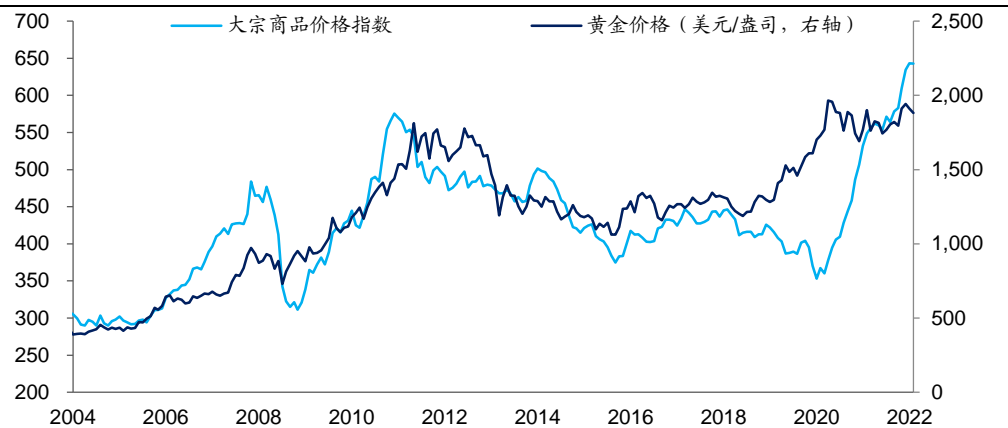
往前看，现有的地缘风险未完全消除，大宗商品价格或整体在高位徘徊，而大宗商品进一步涨价，可能需要其它地缘风险、国际关系等供给端风险事件的发酵。

图18 黄金和美债实际利率的明显背离



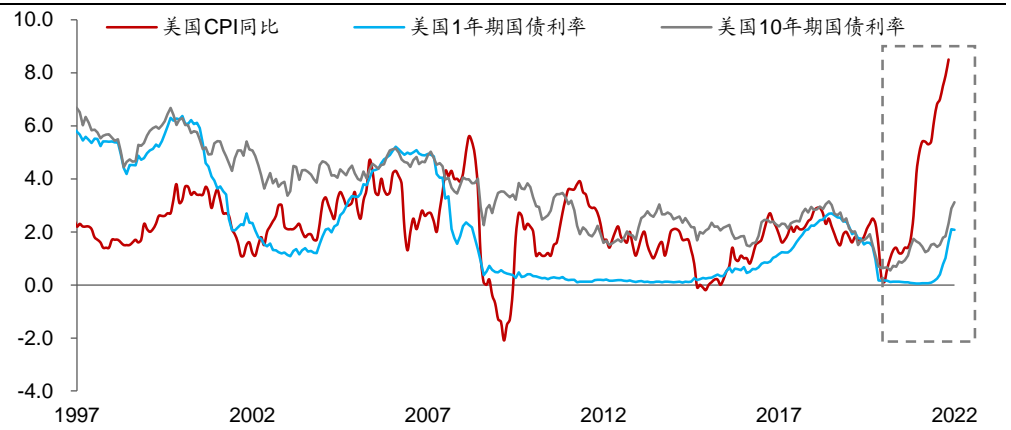
资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 黄金价格和大宗商品价格指数



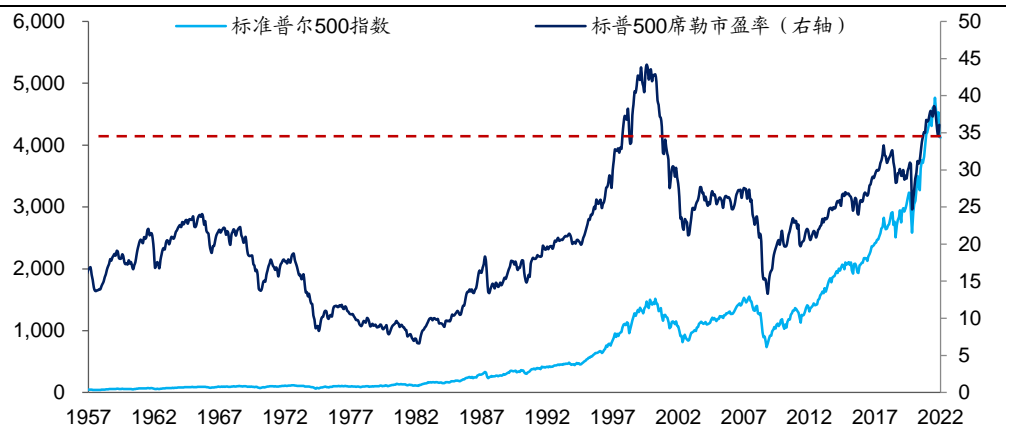
资料来源：CEIC，海通证券研究所

利率上行未止，长债的中长期配置价值在逐渐增加。对于美债来说，美联储本轮加息的步伐是很缓慢的，幅度也偏小，使得即使今年开启加息后，美国名义利率仍然远远低于通胀水平。偏低的名义和实际利率，对通胀仍然有推升作用，所以尽管今年二季度美国 CPI 或因基数原因有所回落，但可能仍然在偏高的水平上徘徊。考虑到通胀的压力，美联储本轮加息的时间可能也会比较长，而且利率终值可能高于上一轮。所以和 80 年代初有些类似，美联储货币政策的收紧，或支持 10 年期美债利率进一步上行，并逐渐与短债利率倒挂于高位。当然后续长债利率的上行速度会慢于短债利率，美元长债利率的中长期配置价值在逐渐增加。

图20 通胀、货币和美债利率 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

美股或依然存在压力。从宏观面来看，美国需求端相对还比较强劲，当前经济还处于典型的通胀阶段，但未来经济实际增长回落的可能性比较大，即慢慢也陷入滞胀的困境。参考之前的经验，高利率、高通胀、低增长的滞胀环境，并不利于权益类资产的表现。而且当前权益估值还处于历史高位，或依然存在一定的调整压力。

图21 美股指数和估值 (倍)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

美元指数在未来几个月仍然有上行动力。美国国内货币政策还在收紧，利率水平在抬升，而且美元指数本身就是各国之间经济相对强弱的体现，在当前主要经济体中，欧洲已经陷入滞胀，货币政策或小幅收紧，日本经济增长乏力，货币政策宽松继续，这些相对变化也支持美元指数或进一步上行。

图22 美元指数存在继续上行动力


资料来源：CEIC，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
庄梓杰(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 zzx12149@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 nyu@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 lgg12371@htsec.com
联系人
孟陆(021)23219671 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭婷(010)68067998 ppt13606@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 fufy11758@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)23219436 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)23219747 zpj12711@htsec.com
余金花(021)23219436 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 wj13985@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