

相关研究

《全球粮价：还会上涨吗？》2022.05.10

《全球粮价：还会上涨吗？》2022.05.10

《70年代的滞胀回忆和资产配置》
2022.05.08

利率和增长：为何背离？

——利率研究专题一

投资要点：

- 中美 10 年期国债利率近期出现了倒挂，这是过去十多年未出现过的现象，所以我们有必要从一些中长期的视角，来思考一些关于利率的本质问题。本文作为我们利率系列研究专题的第一篇，重点研究利率和经济增速的关系。
- 从主要经济体的表现来看，利率水平往往和经济增速水平相当，但我国过去经济增速高的时候，利率其实也不高，似乎出现了高增长、低利率的情况。我国利率是否存在低估？什么决定了利率水平？未来利率的趋势是什么？

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

分析师:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

证书:S0850521080001

目 录

1. 我国利率明显低于经济增速.....	4
2. 我们利率是否偏低?	5
3. 利率如何走向“黄金法则”?	9

图目录

图 1	美国名义 GDP 增速与 10 年期美债收益率 (%)	4
图 2	日本名义 GDP 增速和 10 年期国债收益率 (%)	4
图 3	韩国名义 GDP 增速和长期政府债利率 (%)	4
图 4	主要地区名义 GDP 增速和长债利率平均水平 (%)	5
图 5	我国名义 GDP 增速和 10 年期国债收益率 (%)	5
图 6	2012 年以后利率和经济增速的差距收窄 (%)	5
图 7	我国国债利率水平更接近资本回报率 (%)	6
图 8	我国基准贷款利率与资本回报率变化的相关性较高 (%)	6
图 9	我国税后资本回报率与美、日的对比 (%)	7
图 10	美日和我国的名义经济增速对比 (%)	7
图 11	国企的资产报酬率长期低于非国企 (%)	7
图 12	城投企业 ROA 明显低于产业主体 (%)	7
图 13	各国投资率对比 (%)	8
图 14	中国储蓄率与投资率 (%)	8
图 15	主要国家总储蓄率与总投资率 (%)	8
图 16	中国税前和税后的资本回报率水平 (%)	9
图 17	主要国家税负占利润的比重 (%)	9
图 18	日本投资率与名义经济增速 (%)	9
图 19	韩国投资率和名义经济增速 (%)	9
图 20	日本国民储蓄率与 15-64 岁人口占比 (%)	10
图 21	中国国民储蓄率与 15-64 岁人口占比 (%)	10
图 22	英国名义经济增速与 10Y 英国国债利率的差值 (百分点)	10
图 23	美国名义经济增速与 10Y 美债收益率的差值 (百分点)	10

中美 10 年期国债利率近期出现了倒挂，这是过去十多年未出现过的现象，所以我们有必要从一些中长期的视角，来思考一些关于利率的本质问题。本文作为我们利率系列研究专题的第一篇，重点研究利率和经济增速的关系。

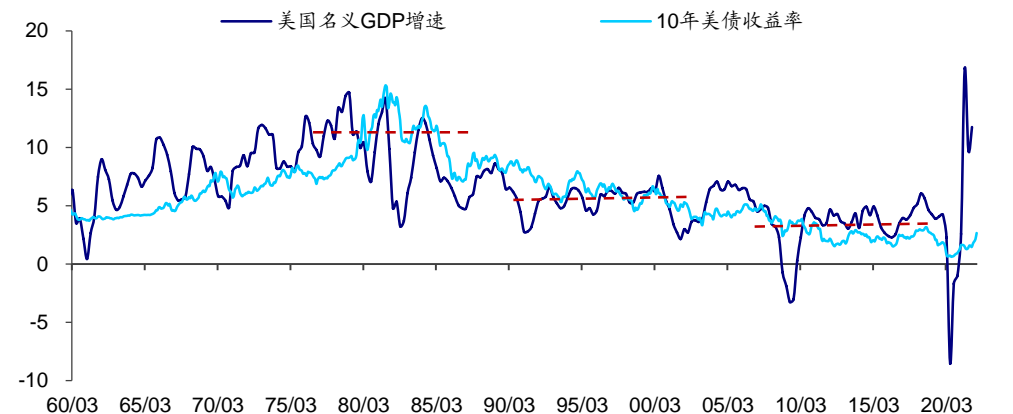
从主要经济体的表现来看，利率水平往往和经济增速水平相当，但我国过去经济增速高的时候，利率其实也不高，似乎出现了高增长、低利率的情况。我国利率是否存在低估？什么决定了利率水平？未来利率的趋势是什么？

1. 我国利率明显低于经济增速

根据“利率黄金法则”，在最大化消费的条件下，理论上经通胀调整后的真实利率 r 应该与实际经济增长率 g 相等，换言之，一国的长期名义利率与名义 GDP 增速水平应大致相当。

实证检验显示，这个理论对于海外发达经济体通常都是成立的。比如，美国的 10 年期国债收益率最高在 1980-1985 年左右抬升到 10% 以上水平，同期美国的经济增速也长时间处于 10% 以上；此后在 90 年代，美国经济增速换挡，平均增速在 5.5% 左右，10 年期美债利率也降至 6.7% 的平均水平；2008 年以来的十年间，名义 GDP 增速和美债利率均值进一步分别降至 3.0% 和 2.6%。总体上，各阶段美国名义利率和名义经济增速中枢都在很接近的水平。

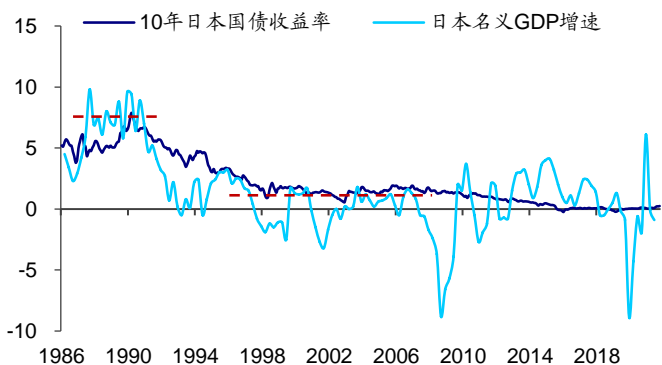
图1 美国名义 GDP 增速与 10 年期美债收益率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

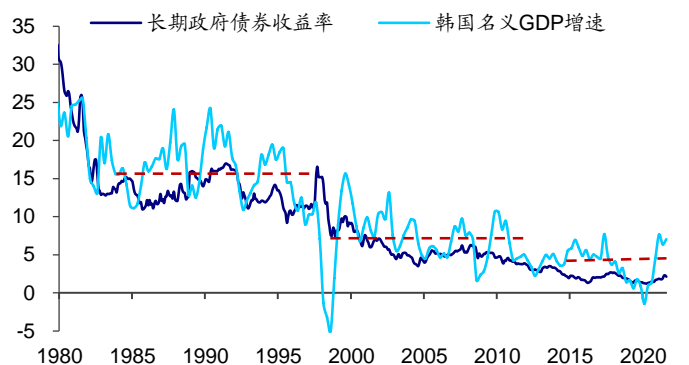
东亚经济体中的日本和韩国，拉长时间来看，两地的长债利率水平也基本接近当地的名义经济增速，尤其是在几轮经济增速换挡期间，当地的利率都出现同步的下移。

图2 日本名义 GDP 增速和 10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 韩国名义 GDP 增速和长期政府债券利率 (%)

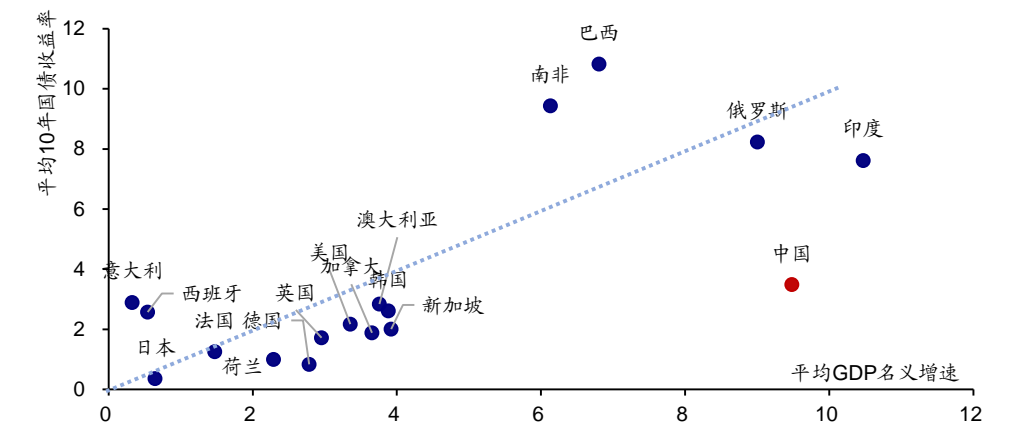


资料来源：Wind，海通证券研究所

如果再扩大范围，发达经济体在中长期视角的确普遍适用“利率黄金法则”，也即当地的长债利率水平长期围绕在经济增速附近。

而发展中国家多数的利率水平与当地经济增速存在比较大的差距。比如南非和巴西的利率水平长期高于经济增速，俄罗斯在2014年以来也呈现出利率偏高的情形，这主要与这些国家长期的通胀压力、汇率波动、资本管制等带来的高溢价有关。而我国和印度则与他们相反，利率水平是较经济增速明显偏低的，而且在我国两者的差距更大。

图4 主要地区名义GDP增速和长债利率平均水平(%)

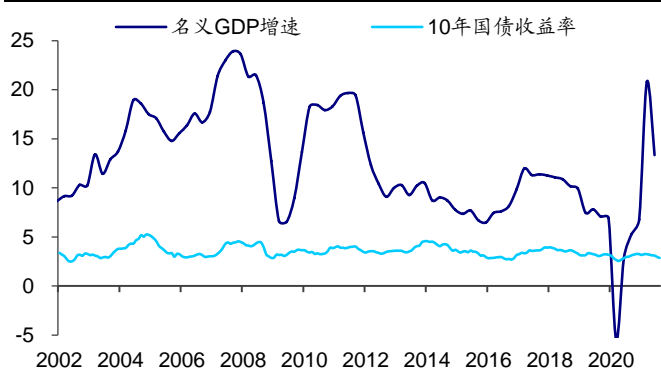


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 图中选取2011年-2020年的平均值

拉长历史来看,除了2020年疫情导致名义GDP增速短期转负外,我国的经济增速始终明显高于10年期国债利率。2012年以后,我国经济增速中枢出现回落,到2019年期间名义经济增速均值接近9.2%,而同期10年期国债利率平均只有3.5%左右,差距约为5.7个百分点。而此前的10年间(2002-2011年),我国的名义经济增速与利率水平的差距甚至平均在12个百分点以上。

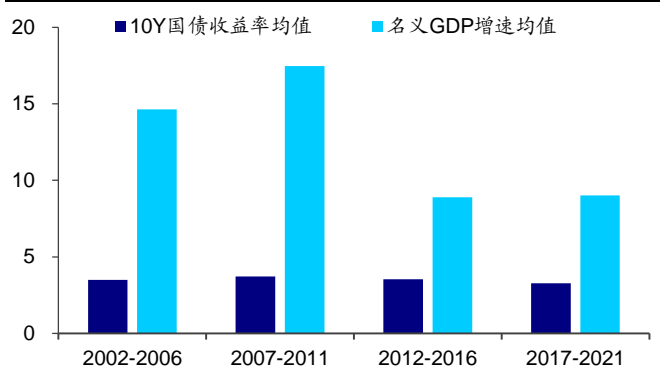
所以从利率与经济增速的相关性角度看,似乎我国的利率水平是明显偏低的。

图5 我国名义GDP增速和10年期国债收益率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 2012年以后利率和经济增速的差距收窄(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 我们利率是否偏低?

为什么我国的利率水平会明显低于经济增长水平?这是否意味着我国的利率被长期低估?分析这个问题之前,我们先要来回答,是什么决定了长期的利率水平。

表面上看,是各国央行决定了政策利率的走势,但央行在决定利率的时候其实是被动的,最终是根据实体经济的变化被动调整政策利率,尤其是受到资本回报率的影响。简单的理解,在借贷市场上人们借入一单位资本能够获得的收益,至少应该覆盖借入该单位资本所支付的利息。所以本质上决定一个国家利率水平高低的并不是央行,而是当

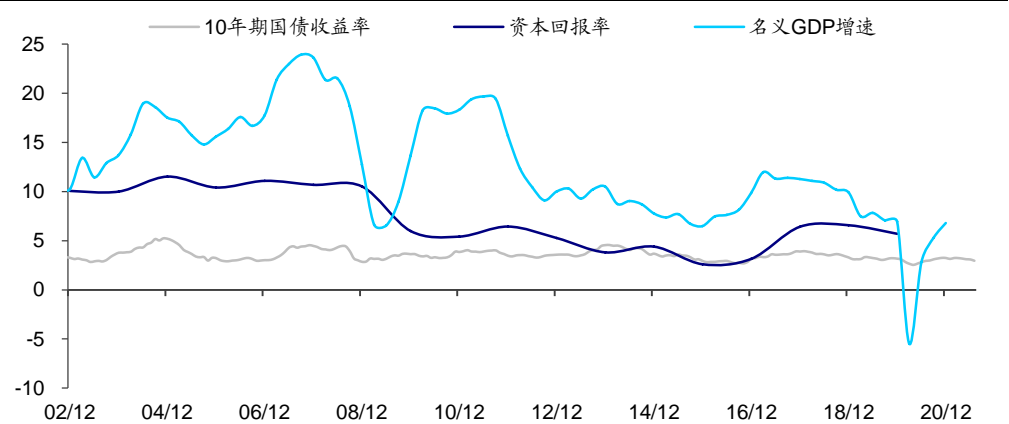
地的资本回报水平高低，资本回报率越高，越能够支撑利率的走高。

资本回报率等于资本收入份额除以资本产出比，加上资本价格上涨扣除通胀后的资本溢价，再减去资本折旧。其测算方法可以分为微观企业法和宏观测算法。我们主要采用宏观层面的指标进行测算，实际结果显示，**相比名义经济增速，我国的资本回报率水平是偏低的，对利率水平形成了抑制，所以我国的利率水平与经济增速差距较大。**

2002-2008年我国资本回报率平均在10.6%水平，远低于当期16.4%的经济增速。2012年以后，我国资本回报率大幅下滑到4.8%的平均水平，与名义经济增速均值依然有4.5个百分点左右的差距。而相比之下，同期的国债利率水平约为3.5%，与资本回报率更为接近。

这里需要说明的是，我们测算得到的是整体资本回报率，而对于利率来说，决定利率水平的主要是当期边际资本回报率。随着资本的大量积累，边际资本回报率是会递减的。因此从理论上说，利率水平也应该低于整体的资本回报率。

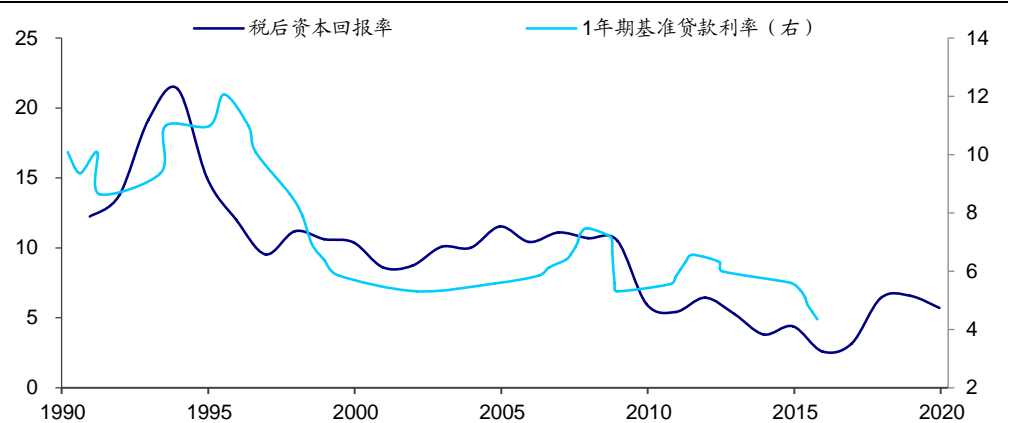
图7 我国国债利率水平更接近资本回报率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

回顾历史来看，我国基准贷款利率的走势的确与资本回报率变化呈现较强的相关性。上世纪90年代中期和2008年后，我国资本回报率均出现过明显回落，同期政策利率也随之下调，使得经济中的资金成本能够与基本面决定的资本回报率相适应。

图8 我国基准贷款利率与资本回报率变化的相关性较高 (%)



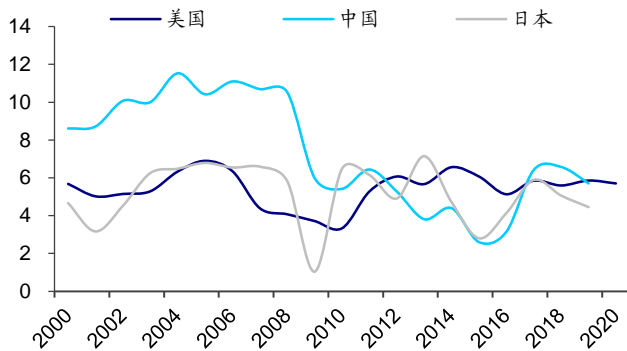
资料来源：Wind，海通证券研究所

对比其他国家，在2008年中枢整体下移后，我国的税后资本回报率就与美国和日本处在相对接近的水平，而经济增速却明显高于美日水平。2010-2019年的十年间，我国平均税后资本回报率为5.0%，美国和日本分别在5.5%和5.2%；而我国的名义经济增速平均在11%，远远高出美国和日本（分别为4.0%和1.2%）。

所以尽管长期明显低于经济增速，但我国的利率实际并没有明显低估，主要是资本

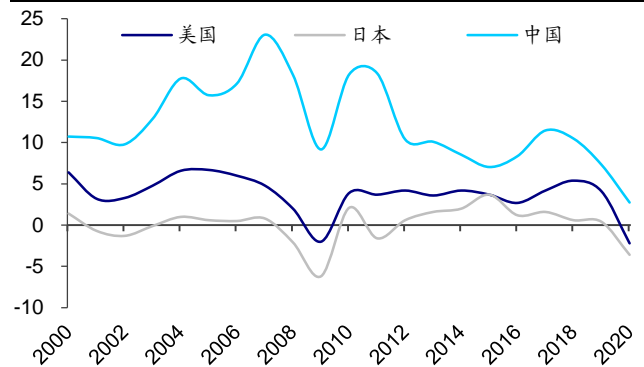
回报率偏低，压低了利率水平。

图9 我国税后资本回报率与美、日的对比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 美日和我国的名义经济增速对比 (%)

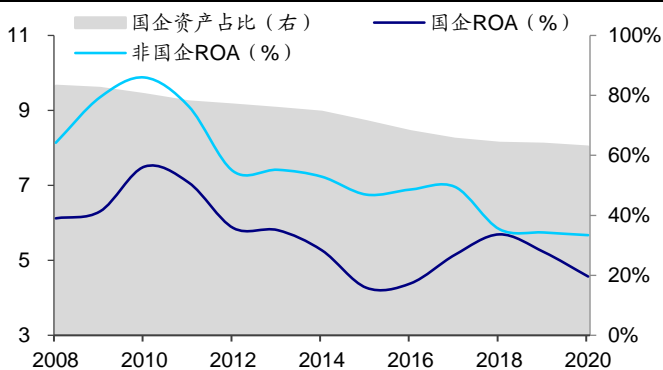


资料来源: Wind, 海通证券研究所

对于为什么我国的资本回报率相比经济增速明显偏低，我们认为，这主要和投资效率有关系，最主要的原因在于我国投资回报率偏低，但投资率仍处在高位。

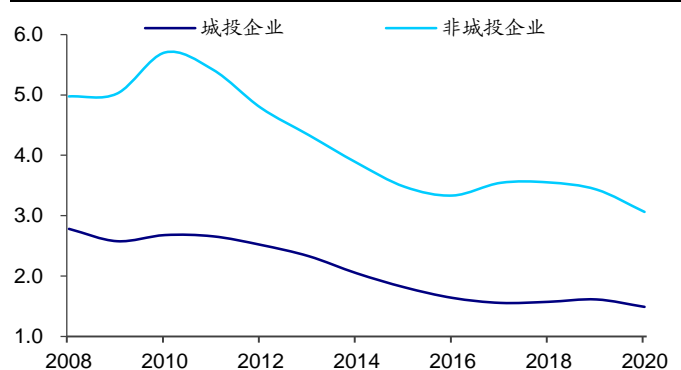
投资回报率偏低通常意味着投资需求面临收缩。但与发达经济体不同，目前我国的企业结构中，国企和城投类的公司占了不小的比重。而很多时候这些企业需要承担逆周期调节的作用，带动大量资金投向基础设施等回报率偏低的项目。具体来看，我国上市公司中国有企业的资产报酬率 (ROA) 长期低于非国有企业，但国企总资产和利润占比依然在 60% 以上。截至 2020 年，我国城投企业的平均 ROA 甚至已经下滑到不足 2%，不仅低于其他产业主体，甚至不及融资平台公司发债成本。

图11 国企的资产报酬率长期低于非国企 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

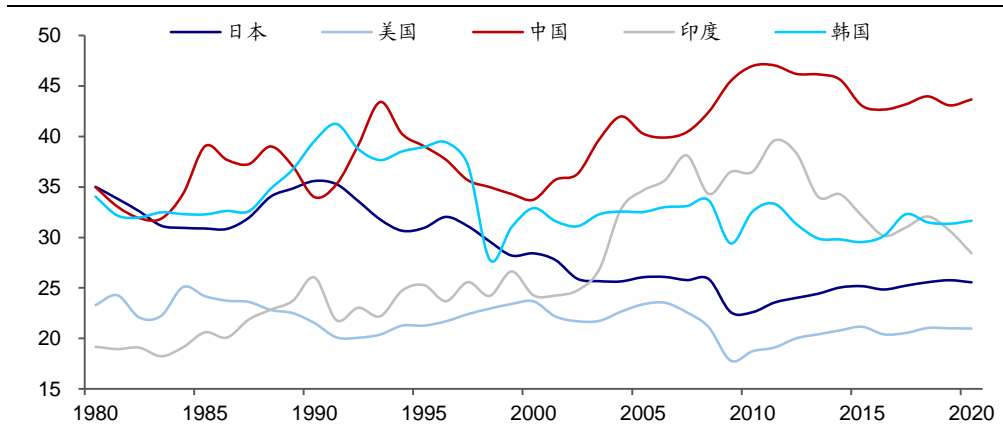
图12 城投企业 ROA 明显低于产业主体 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而对于基础设施建设，包括地产投资等，只要资金大量投入，都能够在短期拉动经济增速。这也就是我国资本回报率与名义经济增速分化的主因，也即尽管投资回报率不高，但依然有大量资金用于投资，带动我国投资率长期处在高位，支撑我国经济高增长。2009 年以后我国投资率进一步上行至 45%，而同期美日韩的投资率都在 30% 左右甚至更低。

图13 各国投资率对比 (%)

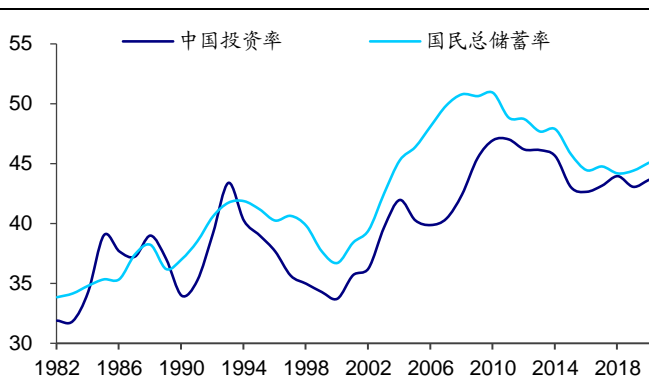


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 投资率指总投资占国内生产总值的比率

而且我国的高投资率还有高储蓄水平的支撑。投资来源于社会中的储蓄。由于人口结构、储蓄倾向等多种因素的影响, 上世纪 80 年代以来我国的储蓄率持续上升, 当前在全世界都处于偏高的水平, 能够支撑资本形成的迅速增加。而随着投资率的走高, 资本的边际产出递减, 进而压低了整体资本回报率。

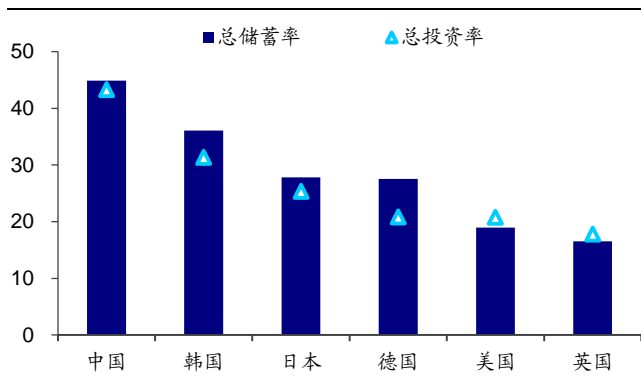
其实这也解释了, 为什么我国当前并不适用利率黄金法则。法则的重要前提是“最大化消费”, 大部分发达经济体可以接近充分消费水平, 但我国过高的储蓄率明显会对消费形成挤压, 使得均衡利率远低于经济增长水平。

图14 中国储蓄率与投资率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

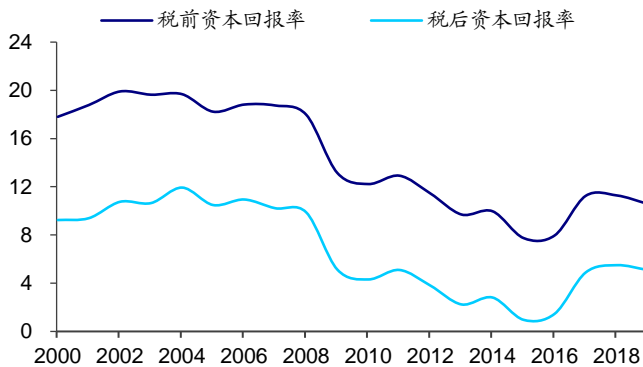
图15 主要国家总储蓄率与总投资率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 为 2016-2020 年均值

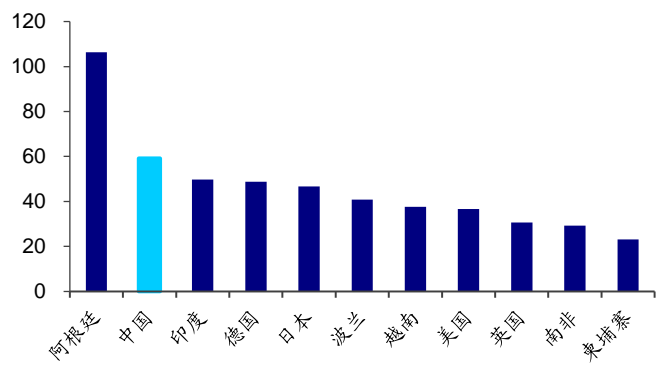
另一方面, 我国的资本回报率偏低, 也与我国税负水平有关。决定资金利率水平的主要是税后资本回报率, 我国的税收水平在全球主要国家中处于偏高水平, 压低了资本收入份额。2019 年, 我国总税率在利润中的占比达到 59%, 如果不剔除税收, 我国的资本回报率要比税后回报率高出至少 5 个百分点。

图16 中国税前和税后的资本回报率水平 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 主要国家税负占利润的比重 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 图中为 2019 年数据

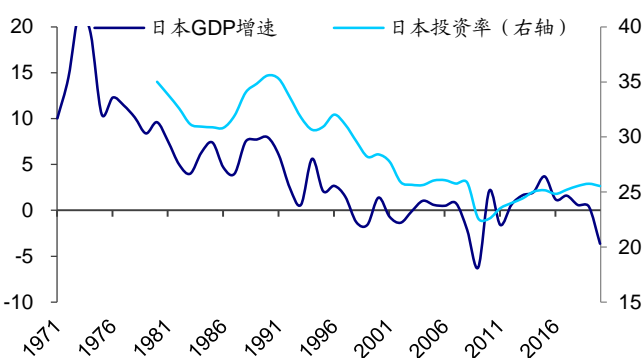
3. 利率如何走向“黄金法则”？

往前看, 随着我国经济进一步转型, 我们也将逐步向“消费最大化”的前提靠拢, 利率水平或更贴近“黄金法则”。而在这个过程中, 我国是会出现高位的经济增速往低位的利率靠拢, 还是利率往经济增速水平回升?

我们前面讲到过, 驱动我国经济高速增长的主要是较高的投资率。而往前看, 我国的投资率可能难以长期处在高位。

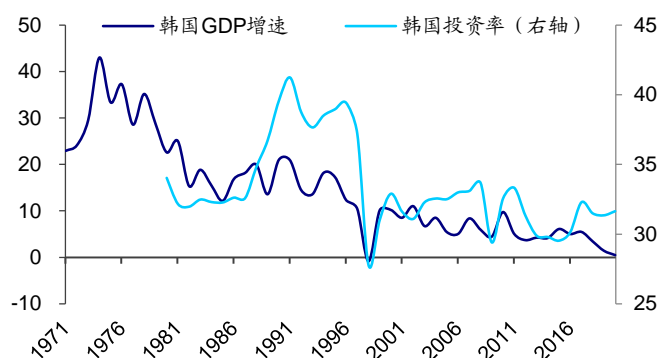
一个国家在快速工业化阶段, 通常能够保持较高的投资率水平, 比如日本和韩国的投资率在 1990 年左右都曾处在 35% 以上。而随着高速增长阶段的终结, 日本和韩国都经历了产业结构的变化, 投资率水平也随之回落。我国在开始经济转型以后, 投资率也不再上升, 并出现缓慢下降。我们认为, 随着我国经济继续向高质量发展转变, 投资率在中长期维度上仍将继续回落。具体来看, 不论是抑制房地产泡沫, 还是严控地方政府隐性负债, 均意味着投资需求将出现明显回落。

图18 日本投资率与名义经济增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 韩国投资率和名义经济增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

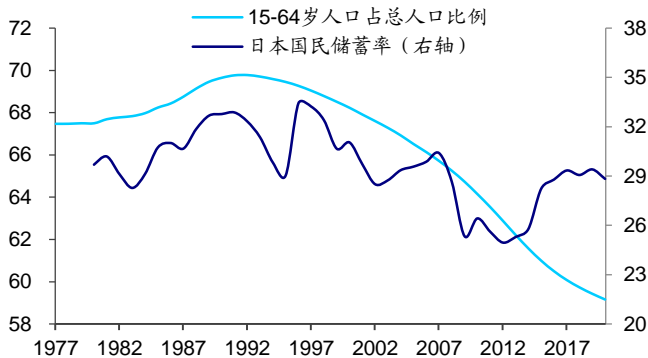
同时, 作为投资的来源, 我国储蓄率的下滑或也难以避免。理论上, 一个国家的储蓄率就决定了其投资率的合意水平。如果要维系储蓄率下降但高投资的状态, 就会导致外债规模迅速上升从而增加系统风险。而储蓄率的变化本质上是人口结构的变化, 比如随着 15-64 岁人口占比在 1991 年前后达到高点并持续回落, 日本的国民储蓄率和居民储蓄率也都自 1991 年开始持续下滑。

而我国储蓄率的变化也与人口结构密切相关。2010 年以前, 我国 15-64 岁人口占总人口的比重保持稳步上升趋势, 同期我国的国民储蓄率也从 1980 年的 32.6% 攀升到 2010 年的 50.9%。而近年来劳动年龄人口占比的缓步下滑, 直接导致了我国储蓄率的回落。往前看, 我国人口老龄化的加剧或将带动储蓄率下行, 无法支撑投资增速再

像以前一样维持在较高水平。

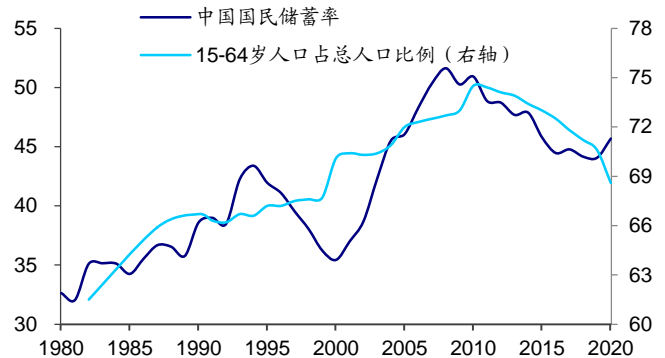
也因此，未来随着投资率的回落，我国的经济增速面临向利率水平回落的压力。

图20 日本国民储蓄率与 15-64 岁人口占比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 中国国民储蓄率与 15-64 岁人口占比 (%)

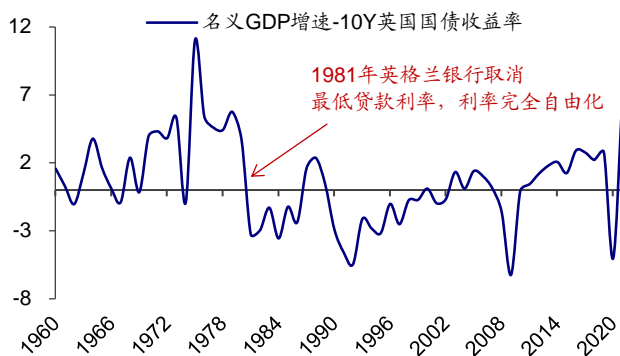


资料来源: Wind, 海通证券研究所

不过，随着利率市场化的推进，我国利率也存在一定的向经济增速收敛的动力。我国利率仍未完全市场化，会对利率水平形成一定压制，包括抑制利率随着经济而波动。因而随着我国利率市场化改革的推进，利率与名义 GDP 增速之间的差距或也将缩小。参考英国的经验，在 1981 年英国利率实现完全自由化以前，利率水平长期贴近经济增速的下限，而此后，英债利率更多时候围绕经济增速波动，甚至连续高于名义经济增速。美国的情况也很类似。

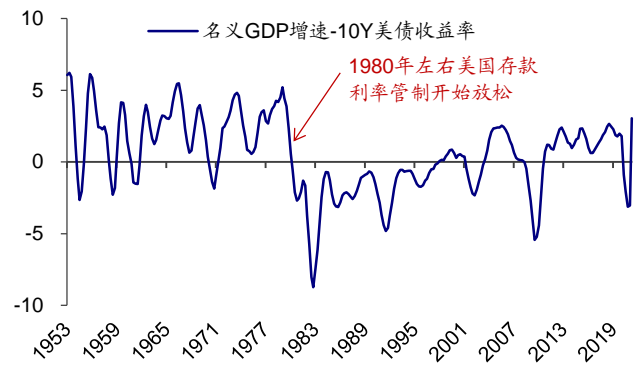
从以上两个角度看，我国的利率水平和经济增速的差距或将继续缩小，对我国利率的描述也会更适用“利率黄金法则”。

图22 英国名义经济增速与 10Y 英国国债利率的差值 (百分点)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 美国名义经济增速与 10Y 美债收益率的差值 (百分点)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

总结来说，我国过去经济增速高增长，但由于投资效率和税收的影响，资本回报率其实并不是特别高。而资本回报率是决定利率的重要因素，所以会出现我国经济增速明显高于利率水平的情况，和资本回报相比，我国利率并不低。但随着过去地产和基建推动经济模式的转弱，经济增速和利率水平的收敛已经在发生。往前看，我国利率水平虽然有下行趋势，但考虑到我国货币是新兴货币，中长期的汇率和利率的权衡也是必须要考虑的。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
应稼娴 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 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)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)23219774 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 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