

相关研究

《疫后上海：政策发力，积极复工》
2022.06.07

《港币：为何贬值，趋势如何？——美元
流动性研究系列四》2022.06.06

《全球“滞”与“胀”：加息能停否？》
2022.06.05

告别“高回报”：利率如何走？

——利率研究专题二

投资要点：

- 在系列专题一中，我们重点分析了我国的利率水平为什么相比经济增速明显偏低。主要原因在于资本回报率才是利率水平的决定因素，而我国的经济增速虽高，资本回报率并不高，从而对利率形成抑制。
- 但如果从环比变化来看，尽管我国的经济增速和资本回报率在走低，尤其是2008、09年以后出现了中枢的下降，但是我国的利率水平变化并不大。所以从这个角度看，我们的利率水平似乎又是偏高的？过去是什么因素支撑了我国的“高”利率？这些因素近几年又发生了什么变化？对我国利率的趋势有何指示意义？我国货币政策又如何走？本文继续展开对我国利率的讨论。

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. 增速回落了，利率却没降	4
2. 什么支撑了我国利率?	6
3. “高回报”不再，利率如何走?	9

图目录

图 1	日本名义经济增速与长债利率相关性 (%)	4
图 2	日本税后资本回报率与长债利率相关性 (%)	4
图 3	韩国名义经济增速与长债利率相关性 (%)	5
图 4	韩国税后资本回报率与长债利率相关性 (%)	5
图 5	我国长债利率中枢并没有随经济增速明显变化 (%)	5
图 6	企业债利率与名义经济增速的分化 (%)	5
图 7	名义经济增速与信托预期收益率 (%)	5
图 8	日本早期利率相比名义经济增速偏低 (%)	6
图 9	日本投资率在 20 世纪 70 年代见顶	6
图 10	2019 年金融机构贷款余额分行业占比	7
图 11	2019 年信托资金投向分行业占比	7
图 12	房地产融资总量及占比 (%)	7
图 13	全球和我国核心城市中心区域租金收益率 (%)	8
图 14	2020 年城投企业平均 ROA 已不足 2% (%)	8
图 15	房地产信托产品的收益率均值可以保持在 8% 的高位 (%)	8
图 16	城投债与地方政府债到期收益率 (%)	9
图 17	央行调查的房价预期上涨比例连续回落 (%)	9
图 18	金融机构贷款加权平均利率与 10 年期国债收益率 (%)	10
图 19	1 年期中美利差和美元兑人民币汇率	10

在系列专题一中，我们重点分析了我国的利率水平为什么相比经济增速明显偏低。主要原因在于资本回报率才是利率水平的决定因素，而我国的经济增速虽高，资本回报率并不高，从而对利率形成抑制。

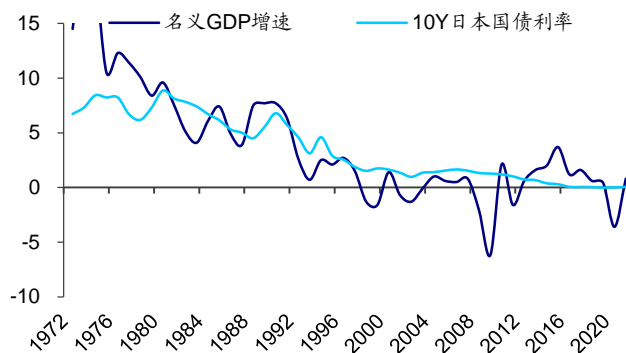
但如果从环比变化来看，尽管我国的经济增速和资本回报率在走低，尤其是2008、09年以后出现了中枢的下降，但是我国的利率水平变化并不大。所以从这个角度看，我们的利率水平似乎又是偏高的？过去是什么因素支撑了我国的“高”利率？这些因素近几年又发生了什么变化？对我国利率的趋势有何指示意义？我国货币政策又如何走？本文继续展开对我国利率的讨论。

1. 增速回落了，利率却没降

主要发达经济体近几十年的经济增速和利率水平都基本符合“利率黄金法则”，也就是名义经济增速与利率水平是线性正相关的关系。比如日本和韩国，随着快速工业化阶段结束，两国的经济增速持续回落，利率也经历同步的换挡走低。内在的逻辑是，资本回报率是利率的主要决定因素，而作为资本回报的重要来源，经济增速的回落往往带动资本回报率水平走低，进而难以支撑高位的利率。

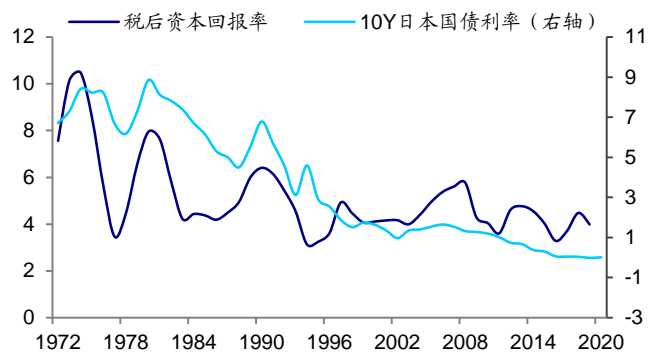
随着日本的经济增速在1990年左右再度换挡，从1970年-1990年间的9.6%大幅降至0.6%（1991年-2010年），当地的税后资本回报率大约从平均6.2%下滑到4.5%，10年期国债利率中枢从6.9%降至2.2%。韩国随着工业化水平在90年代初见顶，也出现了经济增速的换挡，从1976年到1990年韩国资本回报率大概为10.7%，10年期国债利率中枢约17%，而此后的15年间，资本回报率和国债利率均值分别降至5.1%和9.9%。

图1 日本名义经济增速与长债利率相关性 (%)



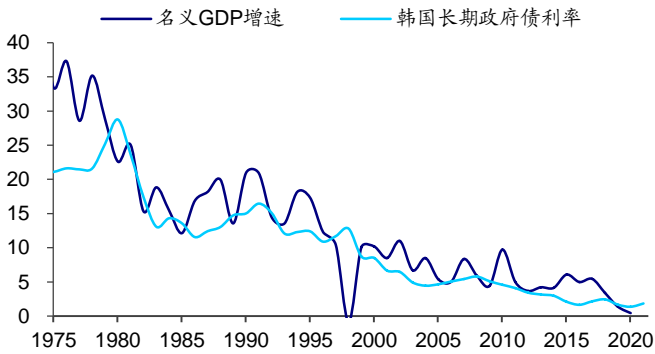
资料来源：WIND，海通证券研究所

图2 日本税后资本回报率与长债利率相关性 (%)



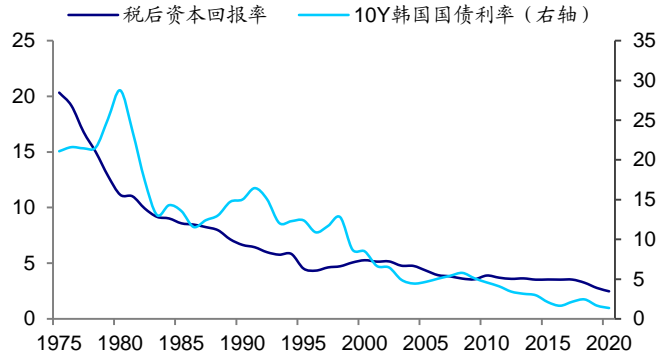
资料来源：WIND，海通证券研究所

图3 韩国名义经济增速与长债利率相关性 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

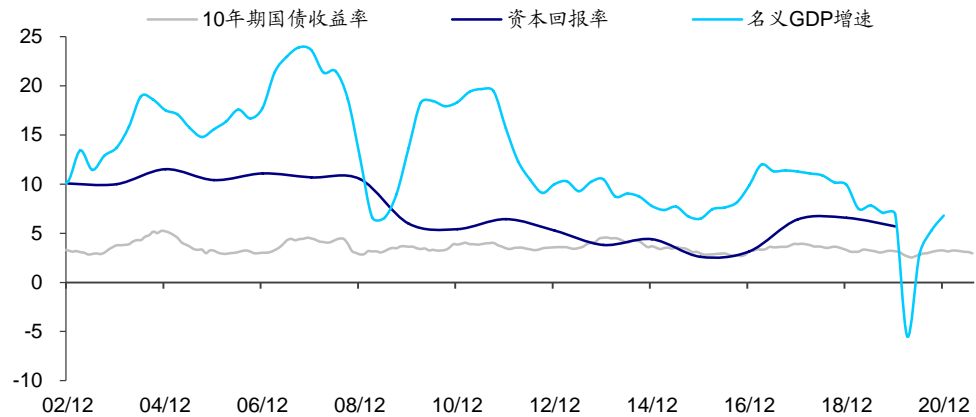
图4 韩国税后资本回报率与长债利率相关性 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

类似于日本在 1970 年代、韩国在 1990 年代初出现经济增速换挡, 我国的经济增速和资本回报率水平大约从 2008 年开始不断地下台阶, 比如资本回报率中枢从 2002 年-2008 年平均的 10.6%, 下跌到近 10 年 4.8% 的平均水平 (2012 年-2019 年)。但在这期间, 我国的利率水平一直保持低位震荡, 中枢并没有明显变化, 10 年期国债收益率中枢在前后两个阶段都保持 3.5% 水平。

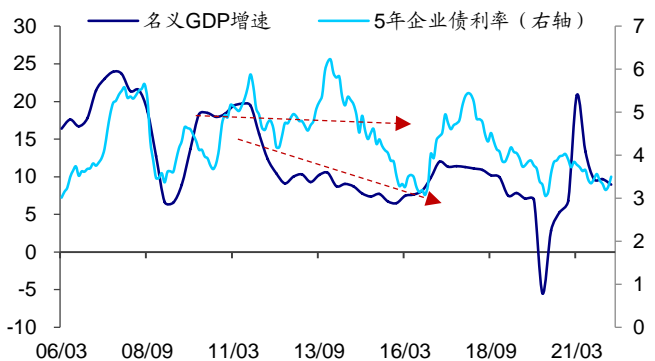
图5 我国长债利率中枢并没有随经济增速明显变化 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

除了长期国债, 企业债、贷款、非标等的利率整体也呈现平稳震荡。2012 年以来贷款类信托的预期年收益中枢依然保持在 7.8%, 相比 2008 年以前反而出现了明显的上行; 2012-2019 年 5 年期企业债利率中枢在 4.5%, 相比此前也处在相同水平。

图6 企业债利率与名义经济增速的分化 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图7 名义经济增速与信托预期收益率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

所以尽管对比经济增速的绝对水平, 我们的利率是明显偏低的, 但从环比走势上, 近年来我国利率水平却是偏高的, 尤其是在 2008 年以后, 经济增速和资本回报率的回

落并没有对利率水平造成明显拖累。

2. 什么支撑了我国利率？

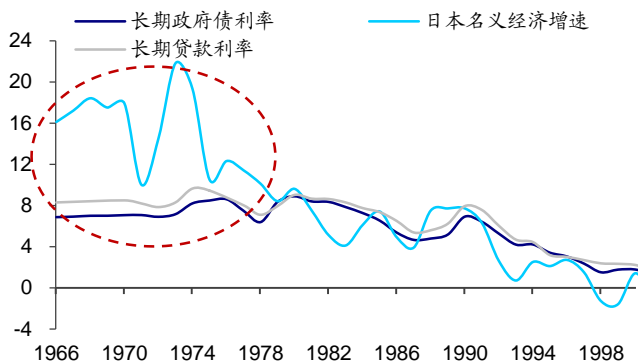
那么我国利率水平震荡走平的原因是什么？是此前的利率水平被抑制了，还是 2008 年以后的利率并未能够反映出回报率的下行？

我们认为，我国利率市场化水平不高是早期我们利率偏低的主要原因。许多经济体为了实现追赶，往往会选择压低利率以促进企业融资，进而增加投资拉动经济，尤其在资本投入要求较高的重工业发展阶段。

以日本为例，如果我们拉长时间看，日本在上世纪 50 年代到 70 年代中期金融自由化开始前，采取了利率管制政策。从而在 1966 年-1974 年间，日本的长期政府债利率均值比名义经济增速要低接近 10 个百分点。而期间日本也实现了投资水平的持续走高，1968-1974 年当地投资率中枢在 35% 的高位。而 70 年代后期开始随着利率市场化的推进，定价变得更为合理，经济增速与利率之差也明显收敛。

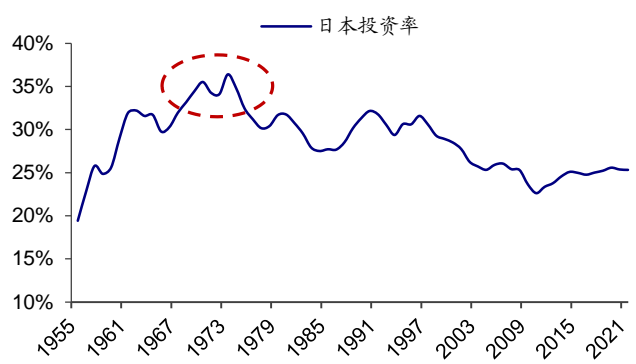
而我国也是如此，在早期，利率管制的政策将存贷款利率水平维持在低位，以匹配重工业产业的快速发展，支撑我国投资率长期保持在相对高位。

图8 日本早期利率相比名义经济增速偏低（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 日本投资率在 20 世纪 70 年代见顶

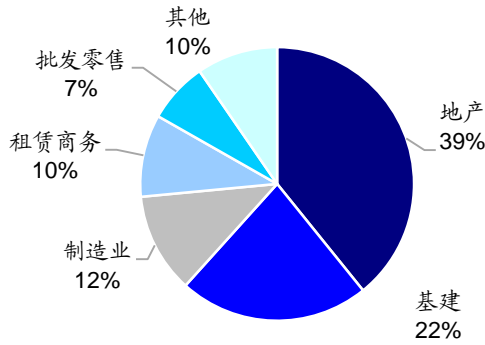


资料来源：Wind，海通证券研究所

但此后在我国利率市场化持续推进的过程中，我们的利率依然没有随经济增速或者资本回报率变化而放开波动。尤其是 2010 年以来我们面对的反而是利率水平的相对偏高，是什么使得我们能够长期维持偏高的利率水平不下降？我们不妨看下有哪些领域吸收了偏高的融资资金。

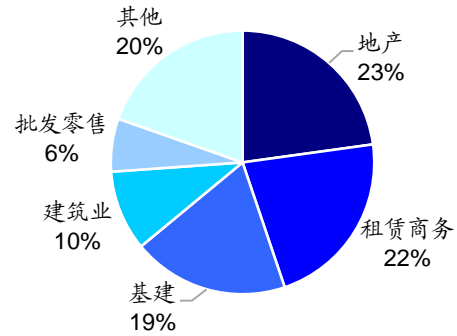
地产和基建行业是我国资金最主要的流入方向。我国以间接融资为主导，从行业投向上看，地产和基建融资在贷款和非标资金中占据了很高的比重。若将个人住房贷款也计在内，2019 年金融机构贷款余额中有接近四成都投向房地产领域，有 22% 投向基建行业，2019 年全年信托资金投向这两个领域的比重也在 40% 以上。

图10 2019年金融机构贷款余额分行业占比



资料来源：Wind，海通证券研究所，除金融行业，假设个人贷款的75%为住房按揭贷款，计入房地产行业

图11 2019年信托资金投向分行业占比

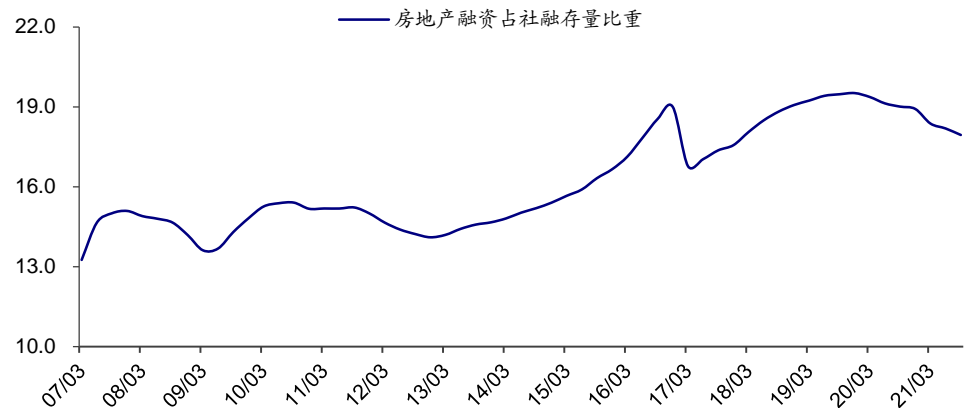


资料来源：Wind，海通证券研究所，剔除金融行业

如果考虑全口径融资，包括房地产开发贷和个人按揭贷、非标和信用债融资，流向房地产的资金最多的时候占到广义社融存量的19.5%水平，2019年以后小幅回落至18%。

而基建投资的重要主体，城投企业融资方面，我们用公布了2021年年报数据的2200多家发债城投的有息负债（剔除母子公司关系下的子公司）来估算。截至2021年末，城投平台有息负债规模接近44万亿元，再加上已经置换成为地方政府债的不到13万亿债务，地方政府隐性债务融资差不多也能占到20%。所以广义社融中房地产行业加上地方政府隐性债务领域差不多要占到四成左右。

图12 房地产融资总量及占比 (%)

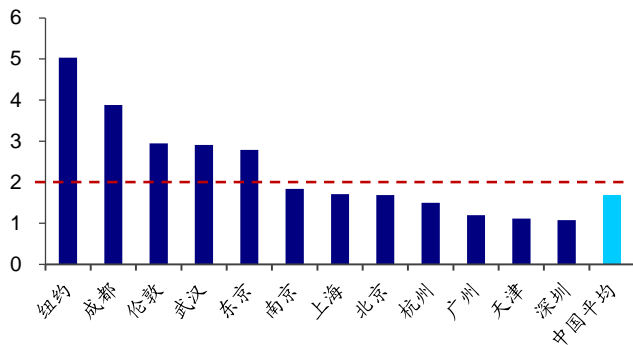


资料来源：Wind，海通证券研究所

但这两个领域本身的经济产出却是有限的。与制造业投资不同，地产和基建行业在形成投资的时候会直接拉动GDP，但却并不能持续创造足够的经济回报。如果我们考虑一个企业购买一单位的边际资本用于生产，那么在制造行业中，决定资本回报率就是边际产品收入与资本价格的比值。

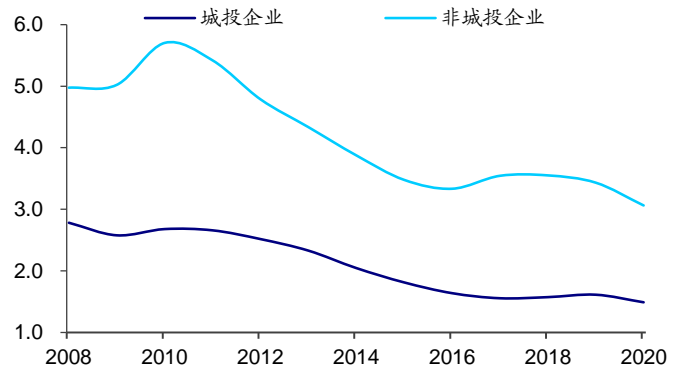
而对于房地产行业，主要的经济回报——租金收益率的水平明显偏低。根据NUMBEO网站的统计，我国主要城市的租金收益率多数接近甚至不到2%，远低于我们的融资成本。地方政府投资的基建项目多也如此，从融资平台回报率看，2020年我国城投企业的平均ROA已经下滑到不足2%水平，明显低于城投债发债利率和获取贷款成本。

图13全球和我国核心城市中心区域租金收益率(%)



资料来源: NUMBEO, 海通证券研究所, 截至 2022 年 6 月 10 日

图14 2020 年城投企业平均 ROA 已不足 2% (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

所以如果这两大行业不能通过持续拉动经济增长来覆盖融资成本, 那么他们如何支撑高利率呢?

对房地产行业来说, 房价上涨预期是支撑高利率的主要来源。根据国家统计局的数据, 从 2000 年到 2020 年, 我国商品住宅平均销售价的年化涨幅接近 8.5%。再加上 2% 的租金收益率, 平均就能够支撑 10% 左右的资金成本。而且越强的房价上涨预期, 越容易拉动居民和房地产相关企业加杠杆的动力, 从而支撑融资需求、抬升利率。

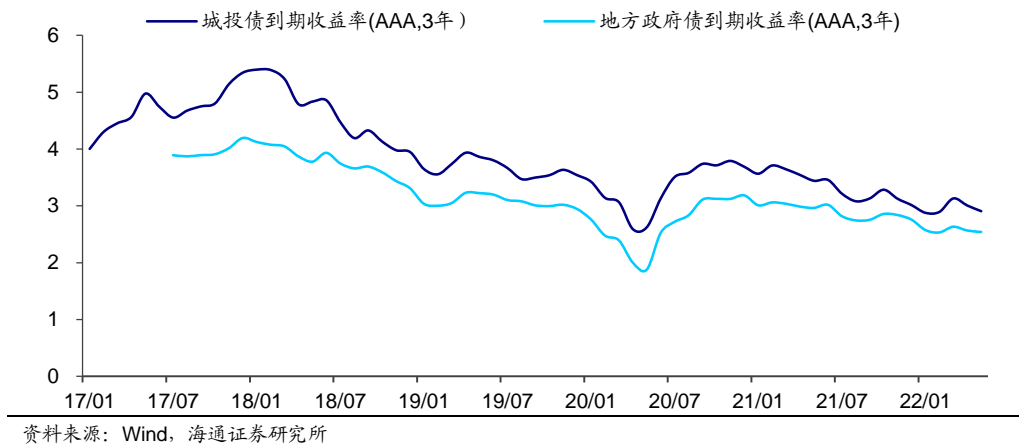
或者换个角度理解, 决定投资决策的主要因素是实际利率, 也就是名义利率减掉通胀预期。对于房地产部门来说, 投资者面对的通胀预期实际上是房价上涨预期, 而不是 CPI。所以是较高的房价上涨预期, 在支撑房地产部门的名义利率。也因此 2008 年至今 1-2 年期的房地产信托产品的收益率均值可以保持在 8% 的高位。

图15 房地产信托产品的收益率均值可以保持在 8% 的高位 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而地方政府融资平台本身对利率的敏感度就比较低。在过去稳增长压力增加的时期, 基建投资都是重要的抓手。地方政府扩大基建的目的主要是为了追求短期 GDP 的高增长, 因而对项目的回报率考虑较少, 本身对融资利率的敏感度就较低。再加上城投平台作为协助地方政府融资的主体, 既承担政府功能, 又具备企业属性, 因而付出的是“类企业”的成本。比如, 同样是 AAA 评级的债务, 通过城投平台融资和置换成地方债融资, 多数时候成本相差 50bp 到 100bp。

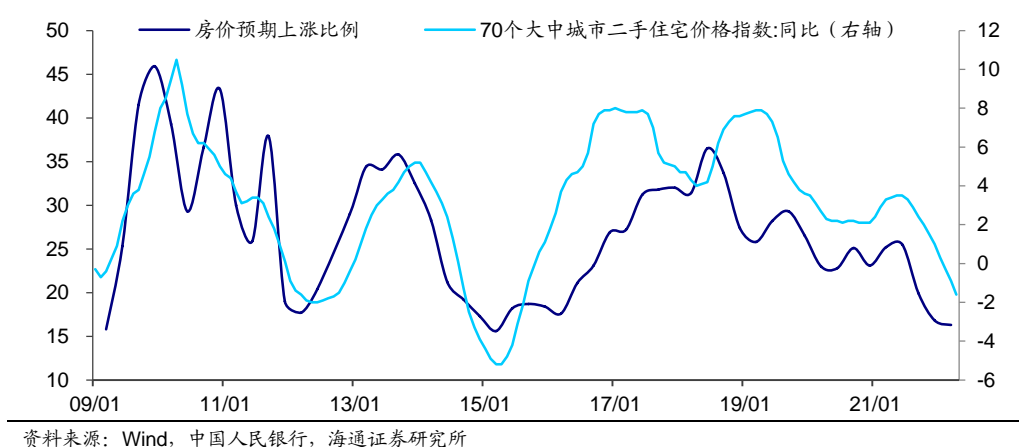
图16 城投债与地方政府债到期收益率 (%)


3. “高回报”不再，利率如何走？

那么在理解了利率近年来为什么会相对偏高，我们就会发现这两大支撑利率的因素都发生了显著的变化。

一方面，房价的上涨预期或已难回到以往的高位水平。从地产需求端看，小城市的房地产在 2013 年就已见顶了，并在 2014-2015 年出现供大于求、房价下跌的现象。而后 2016-2018 年小城市房价的全面上涨则主要得益于棚改货币化政策的加码。随着棚改货币化的退潮，小城市房地产市场也逐渐降温，即便是 2020 年货币宽松力度加大，也没有重新反弹。而小城市在房地产经济中的贡献占比接近 2/3，所以整体房地产需求或难重现高增长。

政策端，在“房住不炒”被提出以来，稳定房价成为地产行业主要发展方向。在 2020 年房价又出现新一轮上涨后，地产政策进一步加码。三条红线、房贷集中度管理规定以及各地限贷限购政策密集出台后，房价的上涨预期已经明显回落。根据央行调查数据，房价预期上涨比例已经从 2018 年高位的 36.5% 下滑至 2021 年底 16.8%，跌去了 45% 以上。往前看，“稳地价、稳房价、稳预期”仍将是房地产调控政策的主要思路，因而房价的上涨速度以及上涨预期都再难回到高位水平。

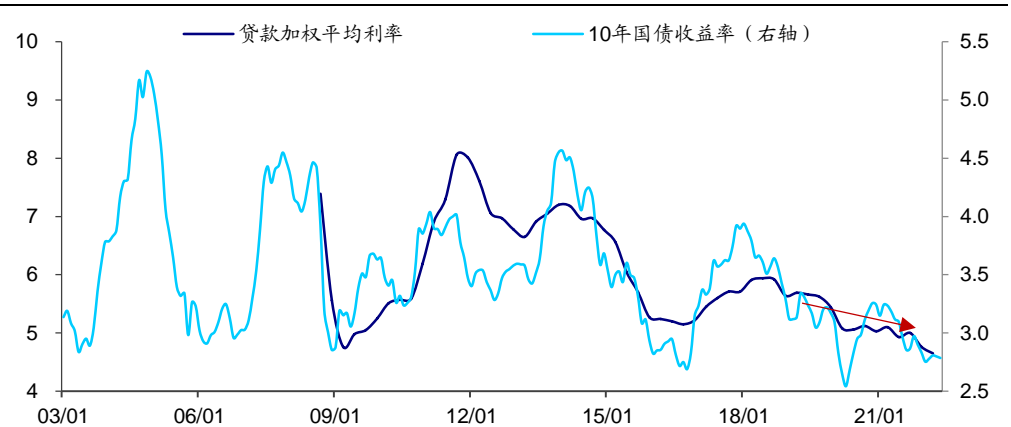
图17 央行调查的房价预期上涨比例连续回落 (%)


另一方面，地方政府隐性债务也受到严格管控。2017 年首次提出严控地方政府债务增量以来，对隐性债务的监管持续趋严。2021 年的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》要求，严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。因此未来地方政府举债将更多通过标准化债券的方式进行，甚至有部分省份已明确要求清退高成本的隐性债务，

地方政府融资能够承受的利率水平也面临回落。

所以从这个角度来说，当“高回报”的地产和基建不再维持以后，中期来看，我国利率可能是面临下行趋势。实际上从2018年以来，不管是贷款利率还是债券利率的确呈现出震荡回落的走势。2020年至今10年期国债收益率中枢约为2.95%，2020年11月本轮利率高点只回升到3.3%左右，与上一轮时3.9%以上（2017年11月）的最高水平仍有明显差距。与此同时，市场上相对高收益的金融产品也越来越稀缺，资产配置面临“资产荒”的局面，其实不是“资产”荒，而是“高收益”资产荒。往前看，势必要接受投资收益下降的现实。

图18 金融机构贷款加权平均利率与10年期国债收益率（%）

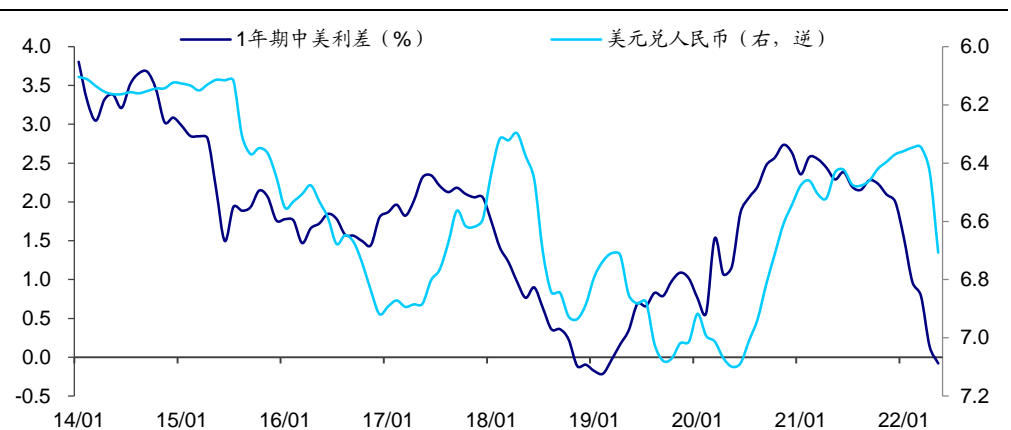


资料来源：Wind，海通证券研究所

所以这也在一定程度上可以解释，为什么今年以来货币政策宽松的情况下，信用的扩张依然相对缓慢。原先有房地产和城投平台两个强融资需求部门，只要货币信贷政策放宽，宽信用进程就能够较快启动。而在房价上涨预期明显弱化，以及地方政府隐性债务严监管后，这两大领域提供的投资回报率明显回落，融资需求自然难以提振。

所以当投资的回报率逐渐下降以后，市场利率也需要相应调降以匹配回报率的走低，我国货币政策利率调整的空间依然存在，尤其是一直较高的房贷利率可能会不断向市场化水平回归。在货币政策宽松的进程中，汇率的弹性势必也会增加，通过汇率更加市场化的波动，来引导利率下行，实现内部的经济均衡。

图19 1年期中美利差和美元兑人民币汇率



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
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
袁礼青(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
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
肖治键 xzj14562@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 fuf11758@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余玫翰(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
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@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
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 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

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 淼(010)58067998 lm10779@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 吴锐鹏 wrp14515@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 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 孙 婷(010)50949926 st9998@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 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 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 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 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
 郭金垚(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