

相关研究

《中国的核心通胀:压力多少?——2023年通胀研究系列一》2023.02.07

《美联储:加息近尾声,降息需等待——美联储2月议息会议点评》2023.02.02

《消费的“疤痕”:修复多少?——2023年消费研究系列二》2023.01.28

## 中国居民资产负债表“重构”:利率的倒挂——居民财富“迁徙”研究二

### 投资要点:

- 最近两年,我国居民部门的资产负债表出现了明显的重新架构:一方面,在负债端,居民明显放缓了加杠杆的速度,甚至出现了提前还房贷的现象;另一方面,在资产端,居民资产向存款转移,出现了“所谓的”多储蓄现象。而居民部门资产负债表重构的重要原因,是我国居民资产端和负债端的利率出现了明显倒挂,当前居民资产端收益率已经明显下降、甚至转负,而负债端成本却居高不下,大幅高于市场化的利率水平,所以居民负债端主动降杠杆,资产端逐渐向安全资产转移。而要缓解这种压力,存量房贷利率调降的条件已经相当成熟,为了缓解银行的息差压力,存款利率的调整必要性也在上升。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

## 目 录

---

1. 一边还房贷，一边多存钱.....	4
2. 资产负债为何重构？利率的倒挂.....	4
3. 存量房贷利率调降：时机或成熟.....	8

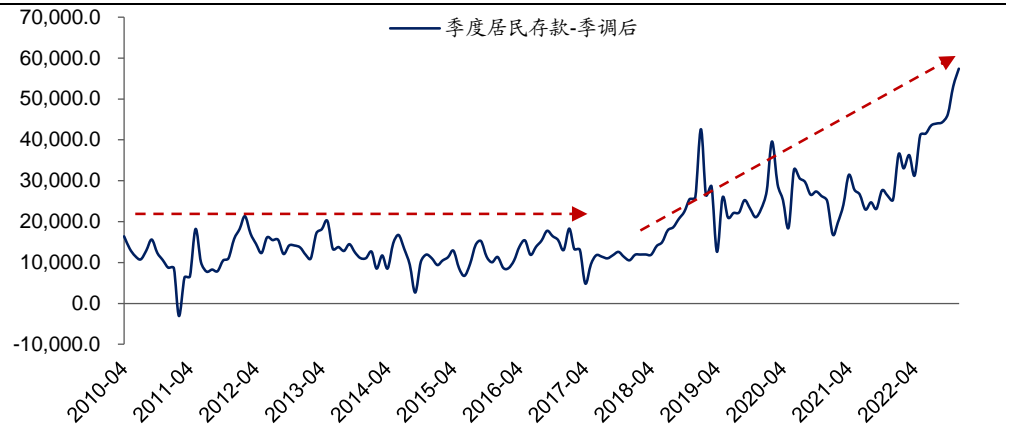
## 图目录

图 1	从 2018 年之后，居民存款就开始了高增长（亿元）	4
图 2	居民明显放缓了加杠杆速度（亿元）	4
图 3	我国居民资产配置结构（%）	5
图 4	我国居民负债配置结构（%）	5
图 5	房价下跌的城市数量明显增多（个）	6
图 6	房地产市场量缩价跌（%）	6
图 7	和国开债利率相比，存款利率已经没那么低估（%）	7
图 8	和货币利率相比，存款利率低估幅度也大幅压降（%）	7
图 9	新投放的居民房贷利率逐步向市场化水平回归（%）	7
图 10	不同时点投放的居民房贷：在当前的利率估算（%）	8

## 1. 一边还房贷，一边多存钱

近几年，我国居民部门的资产负债表出现了比较明显的“重构”。一方面是居民存款的高增长。在刚刚过去的2022年，居民存款存量增速从前一年的10.7%快速提升至17.3%；从规模来看，去年全年居民存款同比多增了将近8万亿的规模。我们在前一篇文章中有分析过，我国居民存款高增长的现象，并不是从新冠疫情爆发以后才开始的，而是从2018年以后就已经开始了，所以我们不能将存款高增长的原因都归为疫情，而是有其它原因。

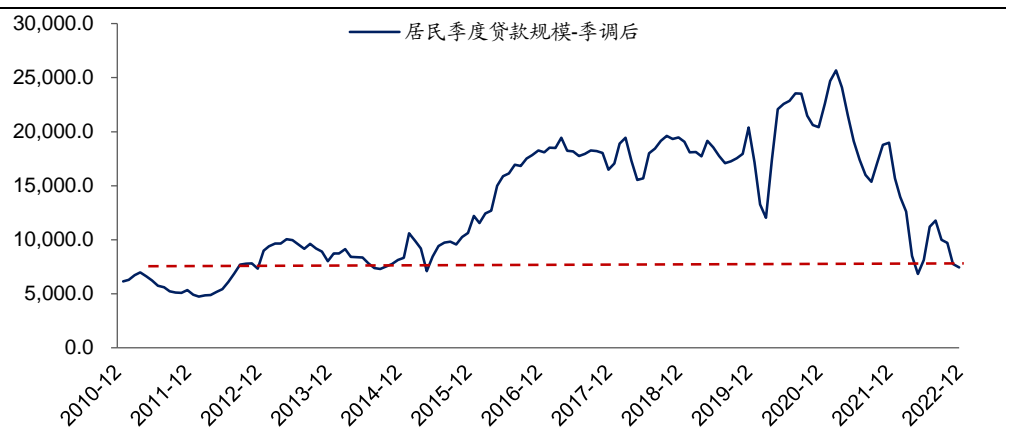
图1 从2018年之后，居民存款就开始了高增长（亿元）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

另一方面，与存款高增长形成鲜明对比的是，我国居民的贷款增速大幅放缓。从2018年以来，我国居民的贷款增速逐渐从高点时的20%以上，下降至5.4%；从规模来看，季调后的每三个月居民贷款规模在最高点时达到接近2.6万亿，而当前已经降至不足8000亿，基本上回到了十年前的状态。根据中国新闻网等媒体的报道，目前已经出现了居民提前偿还房贷的情况。

图2 居民明显放缓了加杠杆速度（亿元）



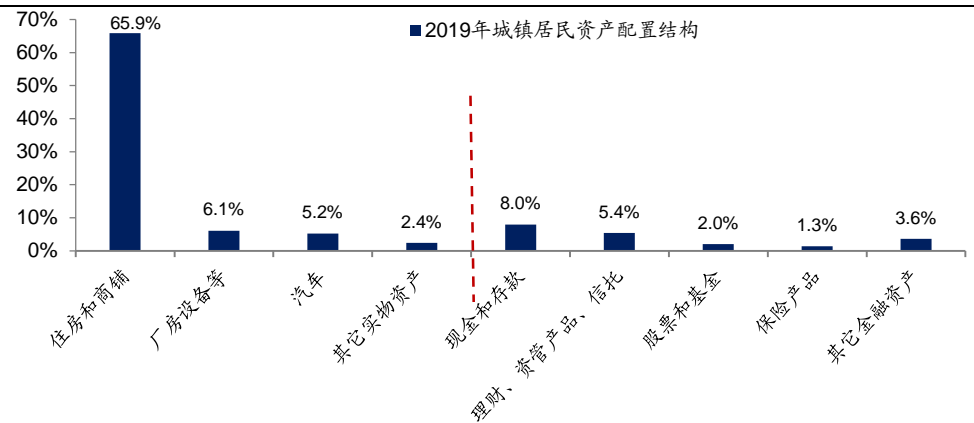
资料来源：CEIC，海通证券研究所

## 2. 资产负债为何重构？利率的倒挂

之所以出现居民负债端还房贷、资产端多存款的现象，背后最主要的原因是我国居民部门资产端和负债端的利率出现了明显的倒挂，资产负债表收缩。

我们不妨先来看看我国居民部门资产负债表的**结构**。从**资产端**来看，根据央行 2019 年进行的调查，我国城镇居民配置比例最高的资产还是**房地产**，住房加上商铺配置比例高达**66%**，厂房设备占比**6.1%**，汽车资产占比**5.2%**。居民配置的金融资产占比还比较低，整体占比只有**20.4%**，其中**现金和存款占比 8%**，**理财、资管产品、信托占比 5.4%**，**股票和基金占比 2%**，**保险产品占比 1.3%**。

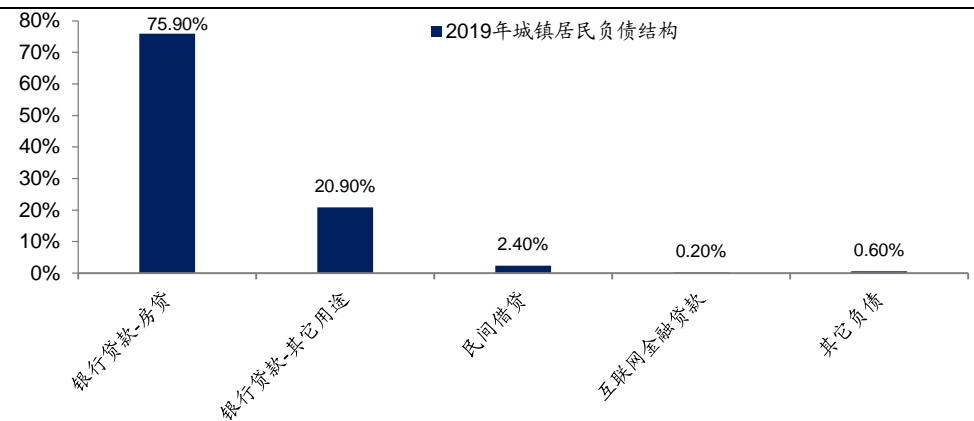
图3 我国居民资产配置结构 (%)



资料来源：中国金融杂志《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，海通证券研究所

从**负债端**来看，我国居民的**负债渠道**相对单一，主要依赖**银行贷款**。从有负债家庭的资产负债表来看，**房贷**在居民**负债**中的占比最大，高达**76%**，**汽车**等其它用途的**银行贷款**占比**21%**，**民间借贷**2.4%，**互联网金融**和其它**负债**占比只有**0.8%**。

图4 我国居民负债配置结构 (%)



资料来源：中国金融杂志《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，海通证券研究所

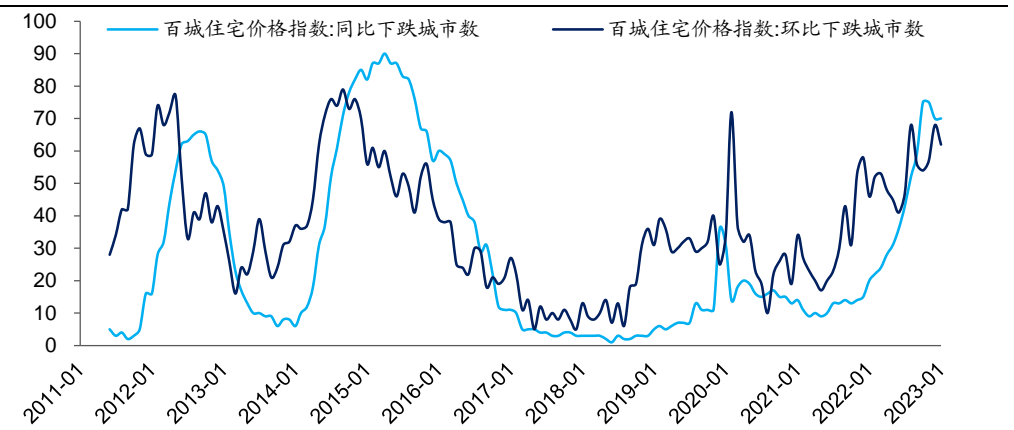
负债端的利率反映了居民举债的成本，资产端的利率反映了居民持有资产的回报，如果资产端能够提供的回报明显高于负债端的成本，居民加杠杆、扩张资产负债表的**动机**就会更强；而如果资产端能够提供的回报明显低于负债端的成本，居民扩表的**动机**就会明显减弱。但是，最近几年我国居民资产端和负债端的利率已经出现了比较明显的倒挂。

首先来看居民**资产端**的利率，居民配置比例在六成以上的**房地产**资产，在过去几年里**收益率**逐渐下降，甚至**转负**。其实对于**房地产**资产来说，我们不仅要考虑**房价**上涨带来的**资本利得**收益、**房租**带来的“**利息**”收益，还要考虑**房地产**比较高的持有成本，例如**税费**成本、**维护**和**折旧**成本、**物业费**等。所以即使**房价**不下跌，如果**房价**不大涨，持有**房产**就是**负收益**的。

截至 2023 年 1 月，在全国百城中，**房价**环比下跌的城市数量已经增加至**62**个，同比下跌的城市数量已经高达**70**个。截至 2022 年 12 月，我国**新房**销量同比跌幅已经高达**30%**以上，**房地产市场**成交的量和价的走势往往是一致的，这也说明**房价**的实际跌幅

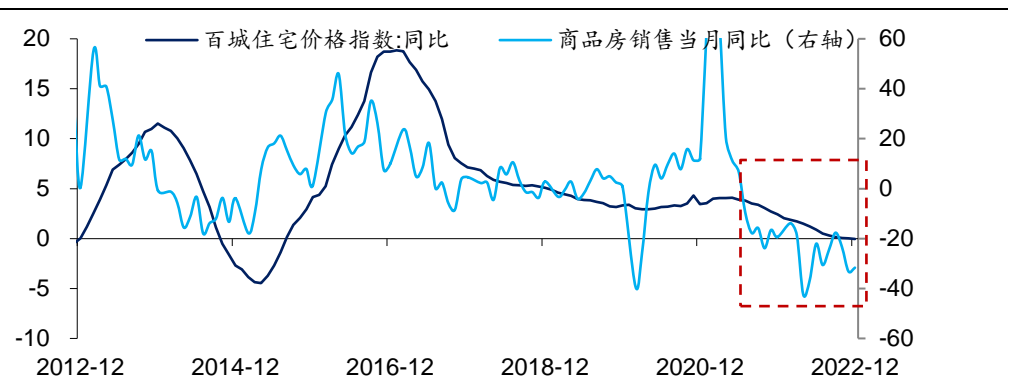
可能更大。所以房地产对居民资产端的收益贡献或已经转负。

图5 房价下跌的城市数量明显增多（个）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图6 房地产市场量缩价跌（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

除了实物资产的收益逐渐转负以外，居民金融资产的投资回报率也明显下降，而投资风险却有所上升。我们在专题《中国居民的“超额储蓄”测算：到底有多少？——居民财富“迁徙”研究一》中已经详细介绍过，房地产、基建等领域是我国诸多资管产品配置的重要底层资产。2018年以来，随着房地产市场的下行，底层资产能够提供的回报在不断下降；再加上金融监管环境的趋势性收紧，加杠杆的约束，刚兑的打破，资管产品、信托、理财等金融产品能够提供的收益率不断降低，债务的风险反而有所暴露。

从市场化的利率水平来看，银行间的DR007利率从2018年初2.92%的中枢，回落到了当前的2.0%附近；10年期国债利率从2018年的接近4%，降到了当前的2.9%附近。在2018年的时候，居民购买货币基金能够获得的收益率约为4.4%，而当前已经降到了1.8%附近；在2018年的时候，居民购买银行理财产品最高能够获得5%以上的收益，而当前理财产品收益率大幅降低，根据普益标准的数据统计，截至2022年12月末，全市场存续开放式固收类理财产品（不含现金管理类理财产品）的近1年收益率的平均水平为2.11%，成立以来年化收益率的平均水平为2.04%。其它资管类产品的收益率也在下降，同时信用风险有所上升。

在前几年，存款因为利率偏低，对于居民来说是一种性价比偏低的金融产品，而目前来看，随着其它资产回报率逐渐下降，风险却在不断上升，存款逐渐成为了性价比相对偏高的金融产品。所以居民的存量和增量资产越来越多的向存款转移，是存款高速增长的重要原因。

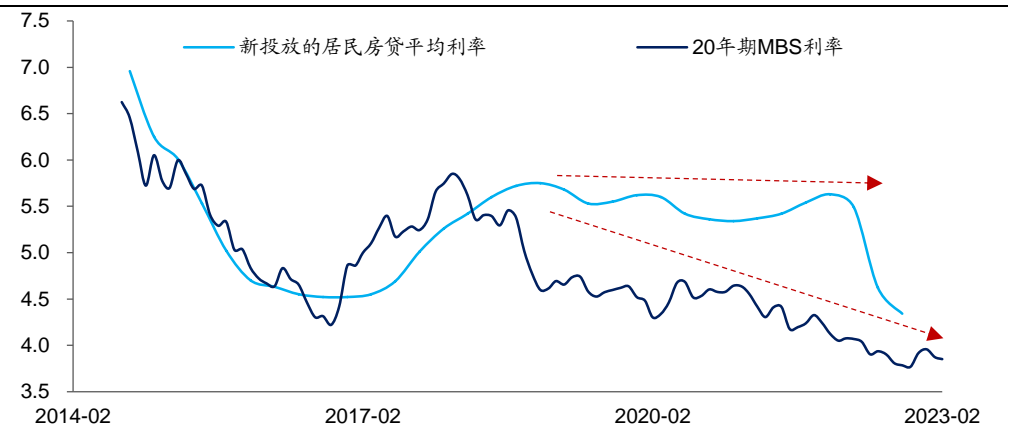
**图7 和国开债利率相比，存款利率已经没那么低估（%）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图8 和货币利率相比，存款利率低估幅度也大幅压降（%）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

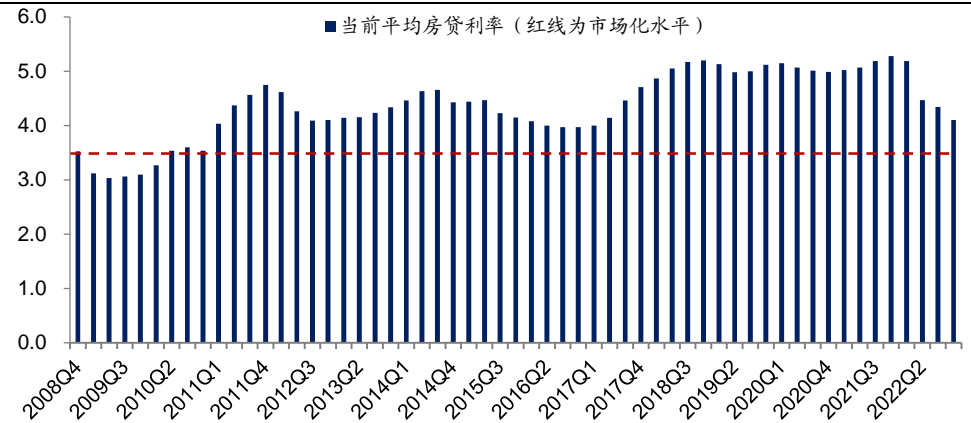
我们再来看下居民负债端的成本变化。由于我国居民最重要的负债是房贷，我们重点分析下房贷的融资成本。我国的房贷利率是有管理的，尤其是2018年以来，市场化利率大幅下行，而房贷利率的下行幅度却相对有限，所以截至2021年底，房贷利率已经明显高于市场化的水平，出现了被“高估”的情况。在2022年以来，为了应对房地产市场的快速下行压力，我国新投放的房贷利率开始明显下行，不过截至2022年三季度末，新投放房贷利率水平仍然在4.34%，而市场化的抵押贷、经营贷的利率已经在向3%靠拢。我们认为，市场化的合理房贷利率水平应该可以继续明显回落，所以新投放的房贷利率仍然有进一步下调空间。

**图9 新投放的居民房贷利率逐步向市场化水平回归（%）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

而已经投放的存量房贷利率被“高估”的程度更大。在过去几年里，由于LPR的调整幅度较小，而存量房贷利率的加减点幅度不变，只跟随LPR做同幅度的下调，所以存量的房贷利率比市场化水平高更多。根据我们的估算，当前存量房贷利率的平均值仍然在4%-5%，2021年投放的房贷利率水平更高，当前甚至仍在5%以上，而这些还仅仅是平均值，考虑到个体情况，也有部分居民偿还的房贷利率水平在6%以上。所以存量房贷利率水平比市场化利率平均还要高出1-2个百分点。

图10 不同时间点投放的居民房贷：在当前的利率估算（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

负债端借钱的目的，是为了资产端投资获得更高的回报。而当前我国居民资产端的投资回报率已经明显下降，甚至已经转负，负债端的成本却居高不下，势必会出现资产负债表收缩，这是居民资产端向存款转移、负债端偿还债务的重要原因。在资产和负债端利率倒挂的情况下，居民部门的资产负债表出现了比较明显的“重构”。

### 3. 存量房贷利率调降：时机或成熟

如何解决居民资产负债表收缩的问题？最重要的一点是，需要让居民负债端的成本快速回到市场化的水平。所以，不仅仅是针对增量房贷，存量房贷利率的明显调降，也已经迫在眉睫，否则居民提前还房贷的趋势还会延续。

如果存量房贷利率调降，可以直接降低居民的负债端成本，居民房贷“月供”支出会明显减少，对消费也会产生直接的支撑作用。不过由于房贷对于银行来说是低风险、高回报的优质资产，如果存量房贷利率调降，对银行利润也会产生比较直接的影响。而为了缓解银行的息差压力，存款利率调降的必要性也在上升。



## 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@haitong.com

 邓勇 副所长  
 (021)23219404 dengyong@haitong.com

 荀玉根 副所长  
 (021)23219658 xyg6052@haitong.com

 涂力磊 所长助理  
 (021)23219747 tll5535@haitong.com

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

**宏观经济研究团队**

 梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
 应镓娴(021)23219394 yjx12725@haitong.com  
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
 联系人  
 李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com  
 王宇晴 wyq14704@haitong.com  
 侯欢(021)23154658 hh13288@haitong.com

**金融工程研究团队**

 冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
 罗蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com  
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com  
 袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com  
 黄雨薇(021)23154387 hyw13116@haitong.com  
 联系人  
 郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com  
 曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com  
 张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com

**金融产品研究团队**

 倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com  
 唐洋运(021)23219004 tangyy@haitong.com  
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com  
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com  
 吴其右(021)23154167 wqy12576@haitong.com  
 联系人  
 滕颖杰(021)23219433 tjy13580@haitong.com  
 章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com  
 陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com  
 魏玮(021)23219645 ww14694@haitong.com  
 江涛(021)23219819 jt13892@haitong.com  
 舒子宸 szc14816@haitong.com  
 张弛(021)23219773 zc13338@haitong.com

**固定收益研究团队**

 姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com  
 联系人  
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
 方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com  
 藏多(021)23212041 zd14683@haitong.com  
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com  
 张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com

**策略研究团队**

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com  
 高上(021)23154132 gs10373@haitong.com  
 郑子勋(021)23219733 zzz12149@haitong.com  
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
 联系人  
 余培仪(021)23219400 ypy13768@haitong.com  
 杨锦(021)23154504 yj13712@haitong.com  
 王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com  
 刘颖(021)23214131 ly14721@haitong.com

**中小市值团队**

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com  
 联系人  
 王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

**政策研究团队**

 李明亮(021)23219434 lml@haitong.com  
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com  
 朱蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com  
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com  
 李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com  
 联系人  
 纪尧 jy14213@haitong.com

**石油化工行业**

 邓勇(021)23219404 dengyong@haitong.com  
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com  
 胡歆(021)23154505 hx11853@haitong.com  
 联系人  
 张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

**医药行业**

 余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com  
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com  
 梁广楷(010)56760096 lgg12371@haitong.com  
 孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com  
 联系人  
 周航(021)23219671 zh13348@haitong.com  
 彭婷(010)68067998 pp13606@haitong.com  
 肖治健(021)23219164 xzj14562@haitong.com

**汽车行业**

 王猛(021)23154017 wm10860@haitong.com  
 房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com  
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

**公用事业**

 戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com  
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@haitong.com  
 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com  
 联系人  
 余玖翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com

**批发和零售贸易行业**

 李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
 高瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com  
 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
 联系人  
 张冰清 021-23154126 zbzq14692@haitong.com  
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com

**互联网及传媒**

 毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com  
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com  
 联系人  
 崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com  
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

**有色金属行业**

 陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com  
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com  
 陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
 联系人  
 张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

**房地产行业**

 涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com  
 谢盐(021)23219436 xiey@haitong.com  
 联系人  
 曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

<b>电子行业</b> 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书 02123219748 hjs14155@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@haitong.com 马菁菁 mj14734@haitong.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 联系人 李 博 lb14830@haitong.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翊 yhy15080@haitong.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
<b>非银行金融行业</b> 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com 颜慧菁 yhj12866@haitong.com	<b>机械行业</b> 赵玥玮(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	<b>农林牧渔行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com
<b>军工行业</b> 张恒晖 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com	<b>银行行业</b> 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23219768 wj13985@haitong.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com	<b>造纸轻工行业</b> 郭庆龙 gq13820@haitong.com 联系人 王文杰 wwj14034@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 吕科佳 lkj14091@haitong.com	

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com  
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@haitong.com  
巩柏含 gbh11537@haitong.com  
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com  
马晓男 mxn11376@haitong.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com  
谭德康 tdk13548@haitong.com  
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com  
张歆钰 zxy14733@haitong.com  
周之斌 zzb14815@haitong.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com  
董晓梅 dxm10457@haitong.com  
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@haitong.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com  
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com  
张钧博 zjb13446@haitong.com  
高瑞 gr13547@haitong.com  
上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
姚坦 yt14718@haitong.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