

相关研究

《美元再起：原因？走向？影响？》  
2023.03.09

《印尼经济：消费和大宗如何驱动？——  
新兴经济研究系列之三》2023.02.28

《扩大内需：哪些具体政策？》  
2023.02.26

## 海外经验：消化地产泡沫，需要多少年？ ——长周期房地产研究系列一

### 投资要点：

- 根据海外经济体的经验，地产下行的“长尾”效应比较明显。无论是从房价、房屋销售还是房屋生产数据来看，海外经济体的房地产下行周期至少持续5-6年，而后才开始进入缓慢修复阶段，而且即使在泡沫破裂10多年后，也很难修复至泡沫破裂前水平。
- 从房价和地产投资的数据来看，我国房地产或从2018年底开始进入下行周期。今年春节后地产销售的回暖，可能更多是由于疫情期间积压的需求得到释放，下一阶段或仍将回归底部震荡。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

联系人:李林芷

Tel:(021)23219674

Email:llz13859@haitong.com

## 目 录

---

1. 海外经验：出现过几次泡沫？ .....	5
2. 基本面触底：或需要 5-6 年 .....	6
3. 企稳回升：三种不同走势 .....	8
4. 短期回暖：或是填补“缺口” .....	9

## 图目录

图 1	主要经济体地产下行周期表现 .....	6
图 2	地产销售情况（房价最高点=100） .....	6
图 3	地产销售情况：中国香港（房价最高点=100） .....	6
图 4	地产销售情况：美国（房价最高点=100） .....	7
图 5	地产销售情况：巴西（房价最高点=100） .....	7
图 6	地产开工情况（房价最高点=100） .....	7
图 7	地产审批许可情况（房价最高点=100） .....	7
图 8	地产竣工情况（房价最高点=100） .....	8
图 9	GDP:住宅投资（房价最高点=100） .....	8
图 10	地产下行周期的三种走势（房价最高点=100） .....	8
图 11	粗出生率（‰） .....	9
图 12	净移民人数（万人） .....	9
图 13	工业生产指数:制造业（房价最高点=100） .....	9
图 14	实际个人可支配收入指数:同比（%） .....	9
图 15	全国：城市二手房出售挂牌价指数:同比（%） .....	10
图 16	房地产开发投资完成额：住宅：累计同比（%） .....	10
图 17	11 大中城市二手房成交面积（万平方米） .....	10
图 18	30 大中城市商品房成交面积:当月同比（%） .....	10
图 19	武汉：商品房成交面积实际值与趋势项（千平方米） .....	11
图 20	上海：商品房成交面积实际值与趋势项（千平方米） .....	11
图 21	郑州：商品房成交面积实际值与趋势项（千平方米） .....	11
图 22	南京：商品房成交面积实际值与趋势项（千平方米） .....	11

## 表目录

---

表 1 三轮大型地产泡沫及危机的表现 .....	5
--------------------------	---

## 1. 海外经验：出现过几次泡沫？

我们重点关注地产泡沫破裂带来的地产下行周期。房地产泡沫中，由于投机需求的快速膨胀，土地和房产价格快速上升，而后由于金融紧缩、资本外流等原因，高房价难以持续，引发地产市场恐慌抛售，最终导致房价快速下降，地产销售、生产、投资等基本数据迅速下滑，地产进入下行周期。

近三十年来，影响较大的三轮房地产泡沫破裂，分别是1991年日本地产泡沫、1997年东南亚地产泡沫和2007年由美国次贷危机引发的全球地产泡沫破裂。除此之外，全球还发生过几轮小型地产泡沫，例如1991年的韩国、2013年的巴西、2014年的阿联酋（迪拜）房地产泡沫等。

表 1 三轮大型地产泡沫及危机的表现

地产泡沫	受影响经济体	泡沫形成原因	泡沫破裂原因
1991年日本地产泡沫	日本、韩国	1) 货币升值、股市泡沫带来财富效应，购房需求火热：20世纪80年代，日本、韩国经济地位上升，经济增速加快，股价异常飙升带来的巨大财富效应刺激了居民对房地产的需求。同时，日元升值吸引大量资金流入，众多国外大公司进入日本投资房地产业 2) 激进的货币政策降低了房贷成本：为应对日元升值的消极影响，日本央行采取“长期保持超低贴现率”和“超额的货币供应”措施，1986年连续4次下调利率，贴现率在泡沫破裂前连续三年保持低位	1) 股市狂跌，房价失去支撑：1990年海湾战争的爆发，导致完全依赖石油进口的日本、韩国产生巨大恐慌，股市快速下跌，居民财富缩水 2) 央行实行金融紧缩政策，购房成本回升：1989年5月到1990年8月，为应对资产价格膨胀，日本央行先后五次上调基准利率，居民贷款成本随之上升，购房需求减弱推动房价下跌
1997年东南亚地产泡沫	泰国、马来西亚等	1) 经济过热，国内外资金大量流入房地产业：例如，1989-1996年，泰国银行发放的住房贷款总额增加了5倍多，房地产投资额在1996年占外国直接投资额的50%；马来西亚金融机构对房地产贷款资金也占到其贷款总额的30%	1) 日本银行撤回贷款，本币崩溃：1995-1999年间日本银行在东南亚地区减少约1925亿美元贷款，导致了东南亚的急剧信用紧缩，本币被抛售、迅速贬值 2) 货币贬值导致恶性通货膨胀，经济增长停滞甚至下降，房价随之暴跌：1997-1998年，马来西亚GDP同比急剧下降，由正转负，宏观经济进入紧缩状态，房价下降
2006-2007年全球地产泡沫	美国、爱尔兰、西班牙、希腊、英国、南非、俄罗斯	1) 过度宽松的宏观经济政策导致信用快速扩张、房价上升：面对互联网泡沫破裂及“9·11”等事件带来的负面影响，美联储连续降息，低贷款利率刺激了用于发行和分配次级抵押贷款的二级市场快速发展，导致住房贷款市场异常火爆，房价螺旋式上升 2) 市场监管放松，房地产市场杠杆率飙升：同时，美国证券交易委员会（SEC）于2004年放宽了对五家顶级投资银行的净资本要求，导致杠杆率最高提升40倍，推动房价抬升	1) 美国“次贷危机”蔓延至欧洲乃至全球房地产和金融市场：2007年，由于低质量的次级贷款和过高的杠杆率，美国房地产市场泡沫破裂，股价急剧下降，恐慌情绪蔓延全球，其他国家的股市也受到较大冲击，全球金融体系受到重创，房价普遍下降，泡沫破裂

资料来源：人民日报，宏观经济信息网，经济观察网，袁志刚、樊潇彦《房地产理性泡沫分析》（2003），陈勇《美国次贷危机的演变趋势及其启示》（2009），海通证券研究所

我们利用房价变化来识别地产泡沫。由于房地产泡沫发展过程具有暴涨、暴跌的特点，我们援引 Oust 和 Hrafnelsson（2017）的判断方式，以房价的急升和骤降作为判断地产泡沫的准则。我们选取了实际房价在过去5年内至少上涨35%，或在过去3年内至少上涨20%，而后下跌超过20%的区间，作为房地产泡沫的识别方式。最终，我们一共找了14个经济体，这些经济体均经历了地产泡沫的破裂，并经历了地产下行周期。

那么地产下行周期持续多久？从房价来看，地产下行周期长度大约在5-8年左右，14个经济体的中位数是24.5个季度，约6年左右。其中，马来西亚的地产下行周期最短，仅7个季度，而日本经历了最长的地产下行周期，长达近20年（73个季度）。

图1 主要经济体地产下行周期表现

经济体	最高点	最低点	下行周期长度 (季)	最大跌幅	前期涨幅			后期跌幅		
					5年	3年	1年	1年	3年	5年
日本	1991Q1	2009Q2	73	-44.8%	37.7%	21.8%	6.5%	-4.1%	-13.2%	-16.1%
韩国	1991Q2	2001Q1	39	-47.4%	27.2%	21.2%	4.2%	-14.2%	-26.8%	-33.1%
泰国(曼谷)	1993Q4	2001Q3	31	-26.7%	-	26.6%	3.9%	-3.6%	-10.5%	-17.4%
马来西亚	1997Q2	1999Q1	7	-21.4%	33.7%	30.3%	2.0%	-15.6%	-16.6%	-16.8%
中国香港	1997Q3	2003Q2	23	-59.9%	31.9%	19.6%	36.9%	-40.5%	-45.2%	-54.9%
美国	2006Q4	2012Q1	21	-27.8%	28.9%	15.5%	0.8%	-5.9%	-19.6%	-27.7%
爱尔兰	2007Q1	2013Q1	24	-51.5%	66.8%	36.4%	11.3%	-4.1%	-24.9%	-49.2%
西班牙	2007Q3	2014Q2	27	-36.2%	53.5%	19.1%	2.1%	-3.6%	-15.5%	-30.9%
希腊	2007Q3	2017Q1	38	-43.1%	22.5%	21.6%	2.7%	-3.1%	-12.7%	-30.2%
英国	2007Q4	2013Q1	21	-20.7%	39.2%	16.5%	6.5%	-16.6%	-16.2%	-20.6%
南非	2007Q3	2012Q4	21	-21.5%	115.1%	47.3%	7.6%	-14.5%	-19.2%	-21.0%
俄罗斯	2008Q2	2016Q4	34	-46.1%	106.8%	67.8%	7.2%	-13.9%	-36.2%	-34.2%
巴西	2013Q4	2019Q2	22	-25.4%	64.8%	16.7%	2.7%	-1.4%	-20.2%	-25.2%
阿联酋	2014Q2	2020Q3	25	-37.5%	41.9%	71.8%	32.5%	-14.0%	-19.8%	-33.5%

资料来源：CEIC, Wind, 美国圣路易斯联储, 海通证券研究所。房价指标为实际房屋价格指数  
注：由于数据缺失，泰国的3年涨幅为2年涨幅

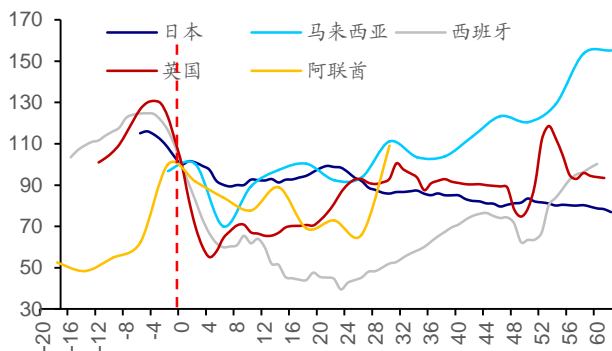
## 2. 基本面触底：或需要5-6年

除了房价，我们更关注地产基本面数据，如地产销售、开工和投资，需要多久才能触底回升。

首先看地产销售数据。从时间长度上来看，地产销售到达最低点，大部分经济体需要20个季度左右，也就是5年的时间。其中，西班牙、阿联酋、中国香港（二手房）、美国和巴西（新房）的地产销售见底，分别花费了23、26、22、16和14个季度，相对较快的是英国、马来西亚和巴西（二手房），分别花费7、4和8个季度就触底回升。中国香港的新房销售由于受到政府供地限制影响，波动较大，不能完全反映市场走势。

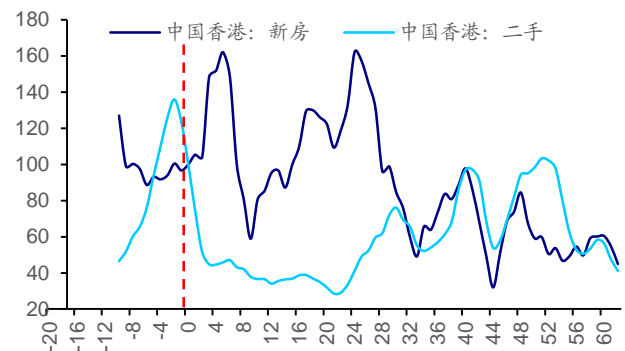
从地产销售的绝对值来看，大部分经济体的地产销售难回前期高点。在有数据的8个经济体中，大部分经济体的地产销售在见底后缓慢回升，且回升的速度要明显慢于前期回调速度，而且截至泡沫破裂10年后，也没有恢复到破裂前的高位。仅有马来西亚、阿联酋的地产销售再度回升至泡沫破裂前的水平，大致需要花费7年时间。而日本则是陷入了长期的地产低迷期，地产销售在泡沫破裂后的较长一段时间，都在持续下行。

图2 地产销售情况（房价最高点=100）

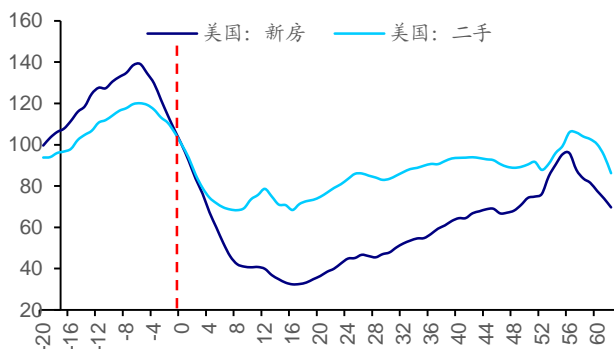


资料来源：CEIC, 海通证券研究所。横坐标为距房价最高点季度数

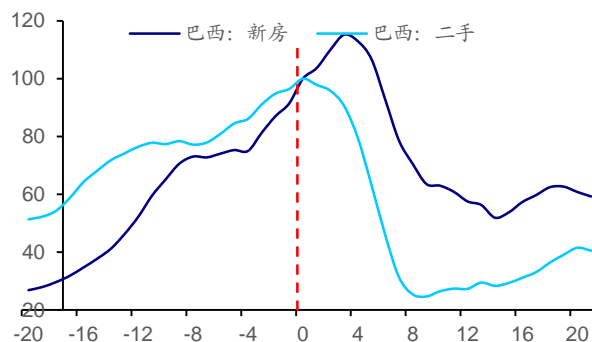
图3 地产销售情况：中国香港（房价最高点=100）



资料来源：CEIC, 海通证券研究所。横坐标为距房价最高点季度数

**图4 地产销售情况：美国（房价最高点=100）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所。横坐标为距房价最高点季度数

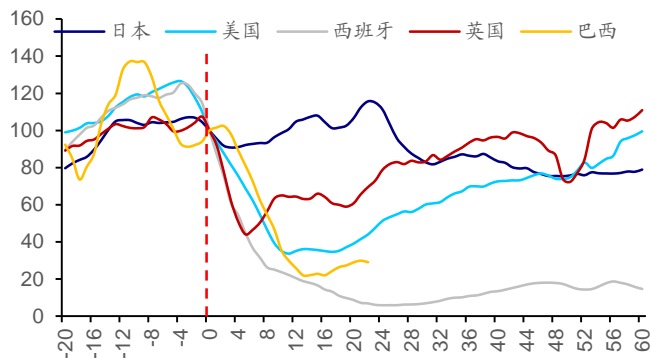
**图5 地产销售情况：巴西（房价最高点=100）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所。横坐标为距房价最高点季度数

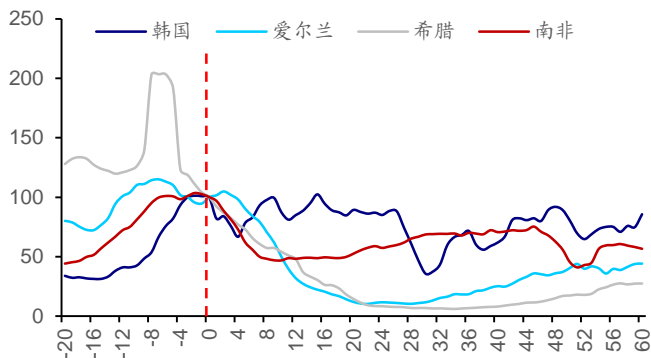
再来看地产的生产和投资数据，由于各经济体数据的可得性不同，我们选取了不同环节的指标，如已开工住宅面积/住宅数、获规划许可住宅数、已竣工住宅面积/住宅数、GDP中的住宅投资等。

从时间长度来看，地产开工、投资的低迷也会持续相对较长的一段时间，见底一般需要6年左右。在有数据的13个经济体中的17个指标中，大部分经济体地产生产端见底需要的时间在20-30个季度，中位数为24个季度。其中，相对见底回升较早的如英国，其开工和住宅投资数据，在房价开始下跌的5个和8个季度后就开始触底回升；另一个回升较早的经济体是阿联酋，其竣工数据从泡沫破裂的5个季度后就开始回升。而日本、希腊、中国香港等经济体，地产生产端回落时间较长，尤其是日本，直到泡沫破裂后75个季度，开工数据才到达底部。

从生产端数据的绝对值来看，在泡沫破裂十年后，多数经济体仍低于破裂前水平。和销售端数据一样，各经济体的生产指标在见底回升后，也很难恢复到前期的高位。仅有英国、韩国、俄罗斯的数据恢复到泡沫破裂前的水平，其中，英国和韩国的修复花费了10年以上的时间，而俄罗斯主要受益于土地和住房私有化改革进程的推进，具有一定的特殊性。部分经济体如西班牙、爱尔兰、希腊、南非、泰国等，在泡沫破裂的10年后，其生产端数据也只修复至泡沫破裂前的一半或更少。

**图6 地产开工情况（房价最高点=100）**


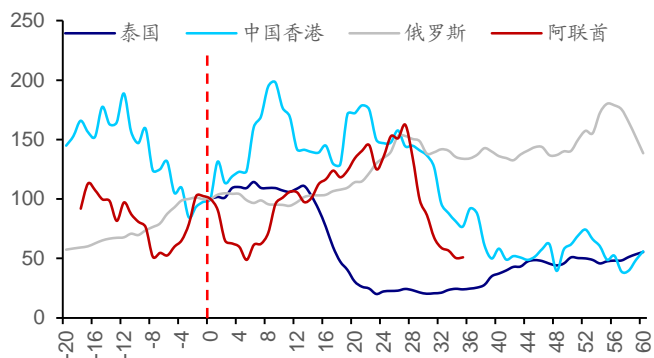
资料来源：CEIC，海通证券研究所。横坐标为距房价最高点季度数

**图7 地产审批许可情况（房价最高点=100）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所。横坐标为距房价最高点季度数

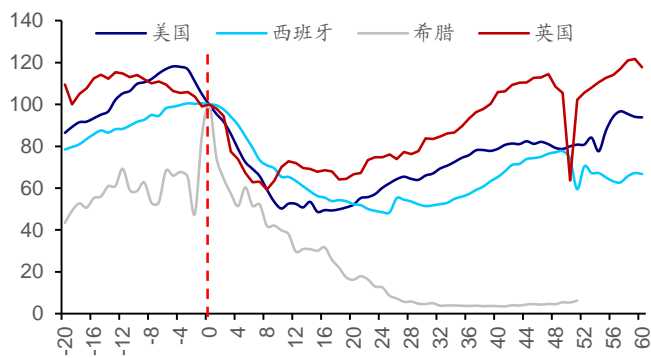


图8 地产竣工情况（房价最高点=100）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。横坐标为距房价最高点季度数

图9 GDP:住宅投资（房价最高点=100）



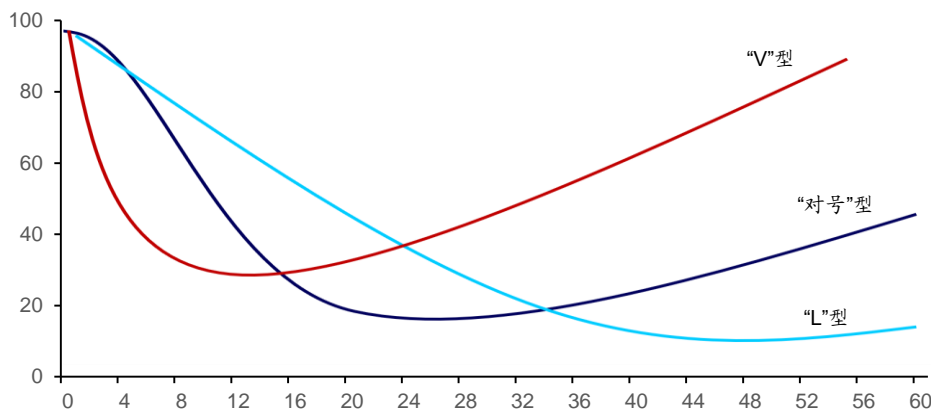
资料来源：CEIC，海通证券研究所。横坐标为距房价最高点季度数

整体来看，地产下行的“长尾”效应非常明显。无论是从房价、房屋销售还是房屋生产数据来看，海外经济体的房地产下行周期至少持续 5-6 年，而后才开始进入缓慢修复阶段，而且即使在泡沫破裂 10 多年后，也很难修复至泡沫破裂前水平。

### 3. 企稳回升：三种不同走势

我们发现，在地产泡沫破裂后，地产基本面数据呈现“对号（✓）”型、“V”型和“L”型三种走势，海外经济体主要以“对号”型为主。在我们跟踪的 14 个经济体中，其地产销售和地产生产数据在泡沫破裂后，大多呈现“对号”型走势，具体表现为先经历 5-6 年较快速的下行阶段，而后开始缓慢爬升。还有两类特殊的趋势，一种如英国、马来西亚，其地产下行阶段结束快、回升早，且回升的高度相对较高，呈现“V”型的反转走势。另一种如日本、希腊、西班牙，其基本面数据在地产泡沫破裂后呈现“L”型的长期衰退，在地产泡沫破裂后的较长一段时间内，都没有出现明显的回升迹象。

图10 地产下行周期的三种走势（房价最高点=100）



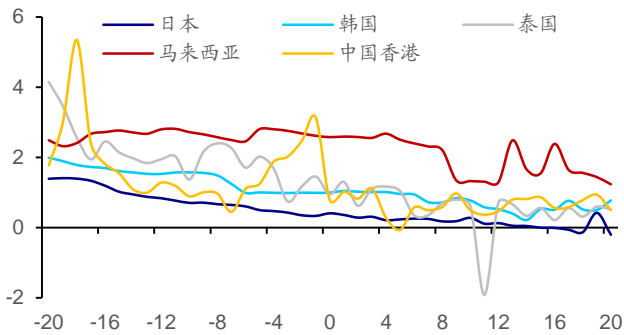
资料来源：海通证券研究所

那么，为什么一些经济体能够走出地产下行周期，甚至较快完成修复过程，而另一些经济体的地产行业则陷入长期低迷？我们认为，在由投机性需求引发的地产泡沫破裂后，房地产回归“消费品”的本质，那么其基本面数据能否修复，更多取决于是否存在足够的消费需求，包括刚性和改善性需求。

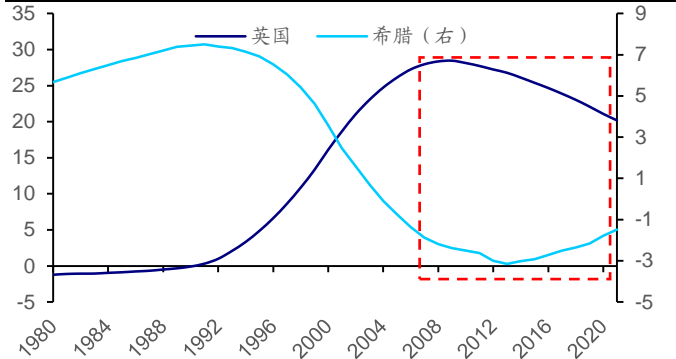
决定地产需求，尤其是刚性需求的根本因素是人口。一般来说，刚需型购房人群主要为青年人，在地产泡沫破裂后是否还有充足的刚需，取决于泡沫破裂前 20 年左右人口出生的情况，当时的出生率越高，说明地产下行期的刚需购房人口更多，也就能为地产销售提供更多支撑。典型的案例是马来西亚，其人口在泡沫破裂的前 20 年，始终维持 2-3% 的较高增速，强劲的刚需是其地产市场快速走出下行周期的重要原因。



除了内生的刚需，新增的外部刚性需求也能支撑地产基本面，典型的案例是英国等发达经济体，虽然其经济增速和出生率都处于较低水平，内生的地产消费需求相对有限，但由于移民的大量涌入，这部分刚需对地产市场形成一定支撑。同为发达经济体的希腊等国，则缺少足够的外来移民，反而出现本国人口外移的情况，这使得其地产市场难以提振。

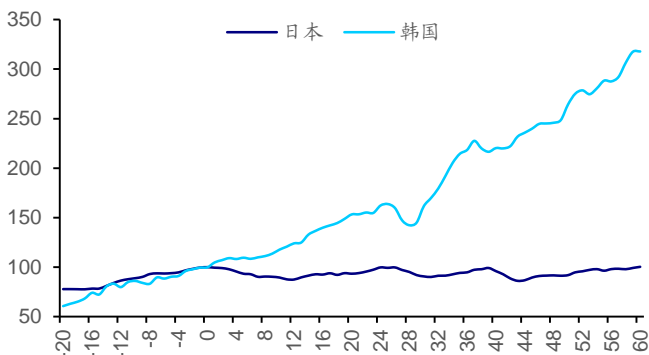
**图11 粗出生率（‰）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所。横坐标为距房价最高点年数

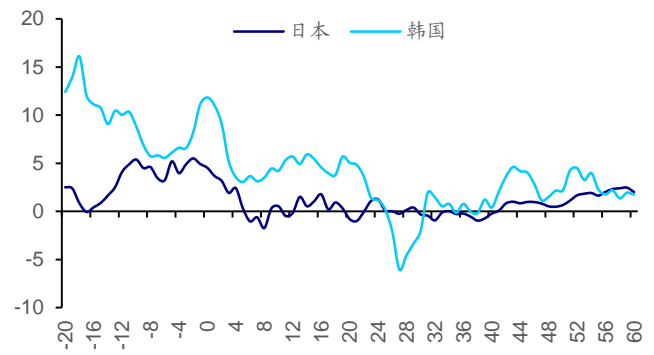
**图12 净移民人数（万人）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

而居民收入和财富明显增加，则会使得刚需和改善性需求旺盛，支撑地产市场快速回暖。例如1991年后的韩国，虽然经历了房地产泡沫的破裂，经济短期受到冲击，但由于本国制造业等产业发展，替代了原来房地产业的作用，经济增速重新回升，使得居民收入改善，拉动需求增长。反例则是日本，在地产泡沫破裂后，由于前期地产行业挤压实体经济、去杠杆缓慢拖累企业投资扩产，制造业长期低迷，经济增速中枢下移，使得对地产的消费需求长期疲弱。

**图13 工业生产指数:制造业（房价最高点=100）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所。横坐标为距房价最高点季度数

**图14 实际个人可支配收入指数:同比（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所。横坐标为距房价最高点季度数

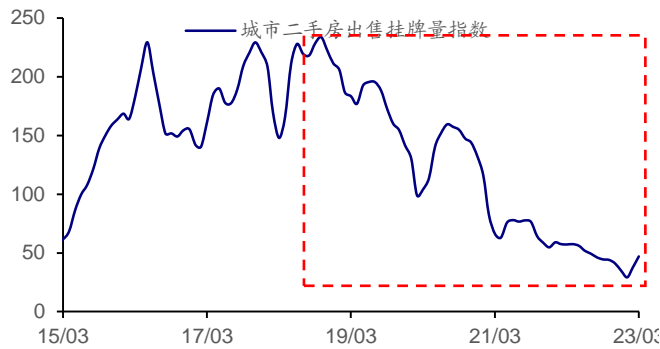
## 4. 短期回暖：或是填补“缺口”

中长期来看，我国房地产或从2018年底开始进入下行周期。2014年我国房地产市场需求端见顶，之后明显回落。2015-2018年在棚改货币化等政策的影响下，房价有所提升。从2018年开始，国内的地产市场已经开始回落。而持续三年的疫情，加速了房地产行业的下行趋势。疫情之后，房地产市场仍面临中长期压力。

从房价来看，2018年以后房地产处于消化泡沫阶段，房价同比增速开始逐步回落。不过，在2020-2021年上半年，由于稳增长政策密集出台，房价指数小幅回暖。但从2021年下半年起，随着地产调控政策逐步加码，叠加疫情对居民收入端的冲击，房价的下跌周期继续演绎。从房地产投资来看，从2019年下半年起，房地产开发投资完成额累计同比增速开始下行，这也是1998年以来的首次大幅回落。2022年全年，房地产开发投资完成额同比下降10%，这是1999年以来全年地产投资增速首次出现负增。综合

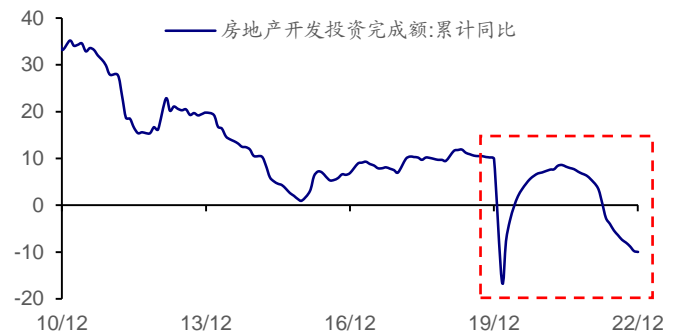
来看，本轮地产下行周期从2018-2019年开启，并一直持续到今年。

图15 全国：城市二手房出售挂牌价指数:同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

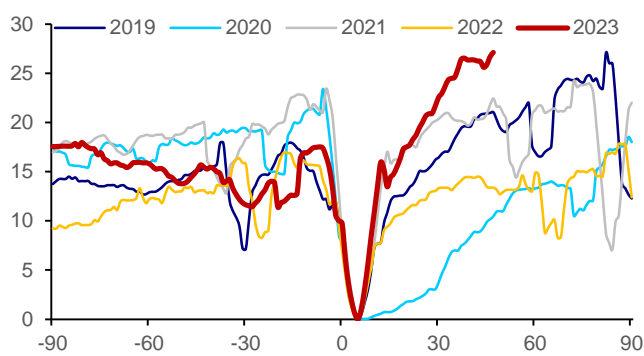
图16 房地产开发投资完成额：住宅：累计同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所。2021年为两年平均增速

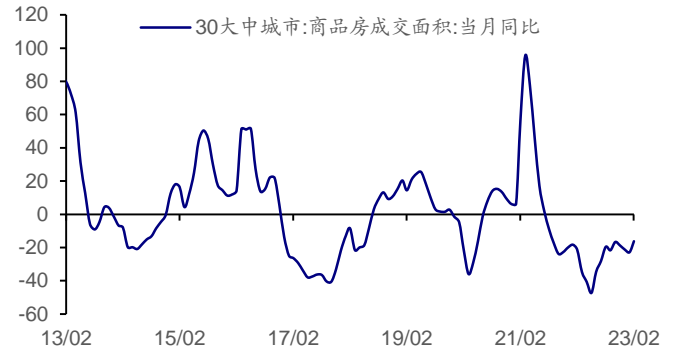
今年春节之后，国内房地产市场释放回暖信号。从我们跟踪的高频数据来看，今年二手房销售明显偏高，新房销售则较去年跌幅收窄。截至2023年3月10日，11城二手房累计成交面积达1202.45万平方米，为2017年以来历年同期最高值，较去年同比增加58.3%；30大中城市商品房累计成交面积为2378.44万平方米，与去年同期相比同比下降9.7%，相较于去年全年28.4%的跌幅明显收窄；从商品房销售的当月同比数据来看，3月1-11日同比增速为17.4%，为2021年5月以来首度回正。这些数据都反映了春节过后，国内房地产市场表现回暖。

图17 11 大中城市二手房成交面积 (万平方米)



资料来源：Wind，海通证券研究所。横坐标为距春节天数

图18 30 大中城市商品房成交面积:当月同比 (%)



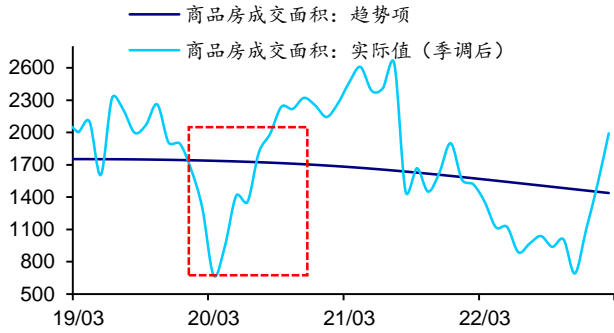
资料来源：Wind，海通证券研究所。1-2月为累计同比

那么，当前地产市场的回暖，到底只是因为积压需求释放带来的短期震荡，还是意味着下行周期即将结束呢？参考海外经济体经历地产下行周期的经验，分析其他经济体地产下行周期的长度和深度，来判读当前我们地产下行周期是否已经结束。我们认为，当前地产市场的回暖，可能部分由于疫情期间积压的需求得到释放。

回顾过去几轮区域性疫情后地产市场的表现，我们发现，在短期疫情冲击后，国内房地产市场都出现了较明显的反弹。例如，2020年的1-4月，武汉地产市场受到了较大冲击，商品房成交面积在3月跌至低谷，随着疫情影响减弱，在之后地产销售快速反弹超过趋势线。2022年3-4月，上海受疫情影响，商品房成交面积跌至3年来最低之后，在5月开始反弹。2021年初的郑州、2021年8月的南京，其地产销售在经历了疫情冲击后，也都发生了类似的快速修复。

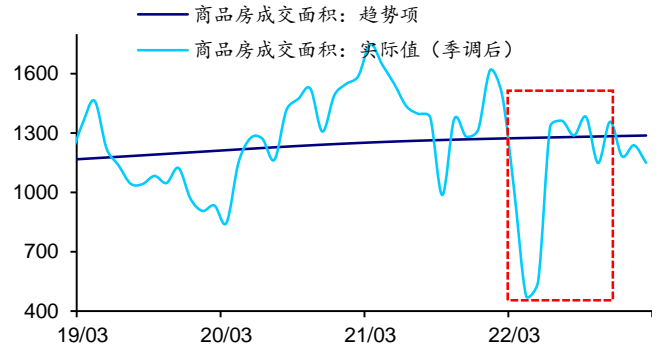
不过，这种反弹是短期的，主要是填补了前期商品房交易的缺口。在疫情防控期间，整个房地产行业的正常运行受到了限制，上游地产开发企业停工停产，下游售楼和网签暂停运行，均使得地产销售在短期出现明显的“缺口”。而当短期疫情冲击结束后，前期积压需求集中释放，使得地产销售反弹超过趋势线，这个超出趋势线的“增量”一定程度上是为了弥补前期的“缺口”，而非意味着需求真正改善。房地产需求端的改善，还需要一定的耐心。

图19 武汉：商品房成交面积实际值与趋势项（千平方米）



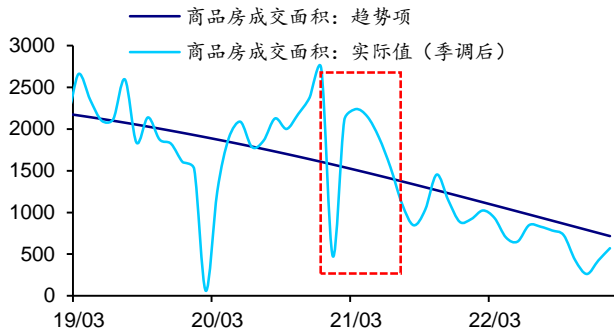
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图20 上海：商品房成交面积实际值与趋势项（千平方米）



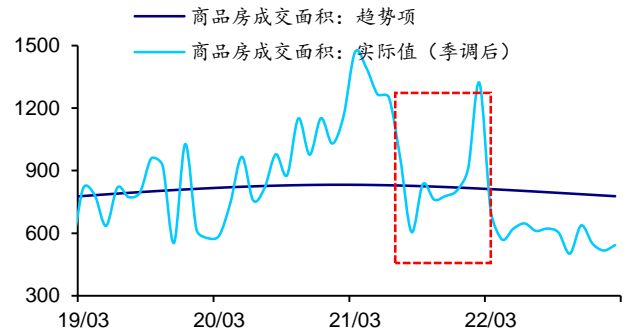
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图21 郑州：商品房成交面积实际值与趋势项（千平方米）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图22 南京：商品房成交面积实际值与趋势项（千平方米）



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@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  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com  
联系人  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com  
曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com

### 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23185680 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)23185675 wqy12576@haitong.com  
联系人  
滕颖杰(021)23219433 tj13580@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 zzx12149@haitong.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
杨锦(021)23154504 yj13712@haitong.com  
联系人  
余培仪(021)23219400 ypy13768@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 ynniu@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  
张觉尹 021-23185705 zjy15229@haitong.com  
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

### 公用事业

傅逸帆(021)23154398 fuf11758@haitong.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com  
联系人  
余政翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com  
阎石 ys14098@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 zbk14692@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 焱(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 吴志鹏 wzp15273@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 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@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 lry12399@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	<b>机械行业</b> 赵玥炜(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 焱(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com	<b>食品饮料行业</b> 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 颜慧菁 yhj12866@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>银行业</b> 林加力(021)23154395 ljl12245@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 wjy13985@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 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰 wwj14034@haitong.com 联系人 吕科佳 lkj14091@haitong.com	<b>环保行业</b> 戴元灿(021)23154146 dyc10422@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