

相关研究

《港股有望重回上行趋势》2023.09.21  
《筑底强基》2023.09.23  
《PPT：心随幡动——A股投资者行为研究框架-20230831》2023.08.31

首席经济学家:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zxx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:余培仪

Tel:(021)23185663

Email:ypy13768@haitong.com

证书:S0850523040002

## 借鉴历史看风险溢价极值时的胜率

### 投资要点:

- 核心结论:** ①历史数据显示,风险溢价率超过均值+1倍标准差时,投资期限一年以上胜率超70%,赔率达8倍以上。②过去风险溢价率出现极值后,市场转势的快慢取决于当时政策面与基本面的强弱对比。③当前风险溢价率显示股市性价比已很高,随着政策落地推动基本面修复,市场望迎来转机。
- 基于风险溢价择时能明显提升长期收益。**在做大类资产横向对比、衡量权益资产性价比时,权益资产的风险溢价往往是运用频次较高的指标。该指标通过将权益市场收益率与固定收益资产的无风险收益率做对比,可以大致刻画权益资产的性价比、以及是否相对高估/低估。回顾历史来看风险溢价指标基本符合均值回归的规律,即当指标达到较极端值时往往会朝着均值收敛。基于此规律,我们回测了当A股风险溢价处于较高水平时对应的投资收益率,发现此时投资的胜率,即取得正回报的概率相较基准情形明显提高。然而,对于持有期较短的资金而言,风险溢价越高时入场对应的投资胜率却未必更高。但对于持有期更长的资金而言,在股市高风险溢价位置布局的胜率明显提高。例如,当投资考核期延长至2年维度时,在风险溢价率(股债收益比)高于均值往上1倍标准差时的投资胜率达到76%(75%),在高于均值往上2倍标准差时的投资胜率达99%(82%),相比基准情形的56%胜率明显提升。除投资胜率外,我们进一步测算基于风险溢价择时的投资赔率相较基准情形有何提升。从历史回测数据看,与投资胜率的回测结果类似,当投资持有期为1-3个月时基于风险溢价择时对投资赔率的提升并不明显,而当投资持有期拉长后该策略的赔率相较基准情形出现明显提升。
- 为何短期视角风险溢价择时收益不明显?**借鉴历史,风险溢价择时的短期胜率赔率取决于政策面与基本面力量对比强弱,即能否通过政策利好对冲基本面向下行压力。具体而言,08、16、22年时市场在风险溢价达到极端位置后不久便开始触底回升,或主要源于对应时期政策面力量相对占优,使得基本面向下行趋势在未来明显得到扭转;而12、18年时市场底部距离风险溢价指标极端位置存在较明显的时滞,背后或主要是政策相对保守使得后续基本面复苏趋势较弱,因此基本面向下行的因素在市场中占主导地位。回顾市场底部的风险溢价、政策面及基本面。
- 对比历史,当前A股已在高性价比位置。**从本轮的情况来看,此时的A股已经处于长期配置价值凸显的区间,当持有期为1年时,历史上市场当前位置(即风险溢价率高于一倍标准差、股债收益比处于两倍标准差)对应的投资胜率至少为74%,赔率大致在10倍左右,持有期延长至两年后胜率将提升至约80%左右、赔率达到60倍以上,即A股已经具备较为明显的长期配置价值。但短期视角下,历史上基本面向下行期从风险溢价达到极端位置到市场真正触底存在时滞。对于本轮情况而言,我国经济数据显示7月后经济基本面并未进一步下滑、已初步出现企稳迹象,但市场风险偏好下降至低点后A股在7-9月仍进一步延续调整,或主要源自于投资者对本轮政策效果及基本面向中长期趋势仍未达成一致共识。目前来看,今年724政治局会议释放了明确的稳增长信号,会后稳增长政策密集落地。从宏观基本面来看,最新经济数据显示稳增长政策已在起效,近期高频数据印证基本面或已在回暖。借鉴历史经验,今年7月市场风险溢价突破极端值,在政策落地支撑基本面修复的趋势下本次市场底部区域与之相距的时间间隔或不会太长。
- 风险提示:**稳增长政策落地进度不及预期,国内经济修复不及预期。

## 目 录

---

1. 基于风险溢价择时能明显提升长期收益 .....	4
2. 为何短期视角风险溢价择时收益不明显? .....	6
3. 对比历史, 当前 A 股已在高性价比位置 .....	7

## 图目录

图 1	A 股风险溢价率走势符合均值回归规律	4
图 2	A 股股债收益比走势符合均值回归规律	4
图 3	A 股（除金融两油）风险溢价率历史走势	5
图 4	A 股（除金融两油）股债收益比历史走势	5
图 5	基于风险溢价择时能够提高投资胜率（1）	5
图 6	基于风险溢价择时能够提高投资胜率（2）	5
图 7	A 股风险偏好触底阶段往往处于基本面下行期（1）	7
图 8	A 股风险偏好触底阶段往往处于基本面下行期（2）	7
图 9	风险溢价高位对应微观基本面下行阶段（1）	7
图 10	风险溢价高位对应微观基本面下行阶段（2）	7
图 11	2008 年 9 月起央行开始接连降准降息	7
图 12	2008 年“四万亿”计划推动基建投资快速上升	7
图 13	当前市场风险溢价再次回到 22/04、22/10 附近水平	8
图 14	当前市场股债收益比再次突破均值向上两倍标准差位置	8
图 15	一线城市二手房销售边际回暖	8
图 16	一线城市新房销售回暖	8
图 17	预计 23 年下半年起全 A 盈利增速逐级向上	9
图 18	23 年下半年起 A 股 ROE 有望持续改善	9

风险溢价是投资者判断权益资产性价比的常见指标，该指标越高往往意味着权益资产越具备投资价值。然后，今年6月后3年滚动视角下A股部分风险溢价指标相继突破均值向上两倍标准差的极端值，直至9月仍处于高位持续震荡，对应时期的市场整体较弱。那么这是否意味着风险溢价指标失灵？该如何正确理解基于风险溢价的择时策略？本文通过对比历史数据，对前述问题进行分析。

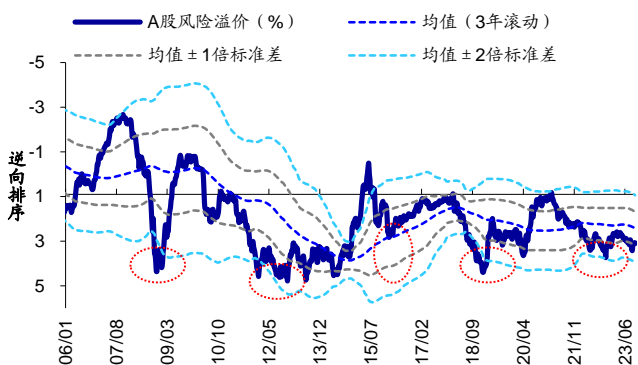
## 1. 基于风险溢价择时能明显提升长期收益

历史经验表明基于风险溢价的择时策略能提高A股投资胜率和赔率。在做大类资产横向对比、衡量权益资产性价比时，权益资产的风险溢价往往是运用频次较高的指标。该指标通过将权益市场收益率与固定收益资产的无风险收益率做对比，可以大致刻画权益资产的性价比、以及是否相对高估/低估。在具体指标方面，我们一般采用宽基指数（如万得全A或剔除金融两油的全A指数）的PE倒数减10年期国债利率来计算股市的风险溢价率，或者用指数的股息率除以10年期国债利率计算股债收益比，这些指标的绝对数值越高意味着权益资产的性价比越高。回顾历史来看前述指标的拐点及走势基本接近，且均基本符合均值回归的规律，当指标达到较极端值时往往会朝着均值收敛。基于此规律，我们回测了当A股风险溢价处于较高水平时对应的投资收益率，发现此时投资的胜率，即取得正回报的概率相较基准情形明显提高。以6个月的投资持有期的胜率为例，按3年滚动值计算，2005年以来至今（截至2023/09/28，下同）在风险溢价率（股债收益比）高于均值往上1倍标准差时布局全A的投资胜率为68%（64%），在高于均值往上2倍标准差时布局全A的投资胜率为77%（73%），相较基准情形（任意时点投资A股）胜率的59%明显提高。

对持有期长的资金而言风险溢价择时效果更佳。然而，对于持有期较短的资金而言，风险溢价越高时入场对应的投资胜率却未必更高。例如，当投资考核期仅为三个月时，在风险溢价率（股债收益比）高于均值往上1倍标准差时布局全A的投资胜率仅为59%（56%），在高于均值往上2倍标准差时布局全A的投资胜率仅为64%（53%），与基准情形（任意时点投资A股）54%的胜率基本持平，即历史回测来看投资在高风险溢价点位时不一定能提高短期投资的胜率。但对于持有期更长的资金而言，在股市高风险溢价位置布局的胜率明显提高。例如，当投资考核期延长至2年维度时，在风险溢价率（股债收益比）高于均值往上1倍标准差时的投资胜率达到76%（75%），在高于均值往上2倍标准差时的投资胜率达99%（82%），相比基准情形的56%胜率明显提升。

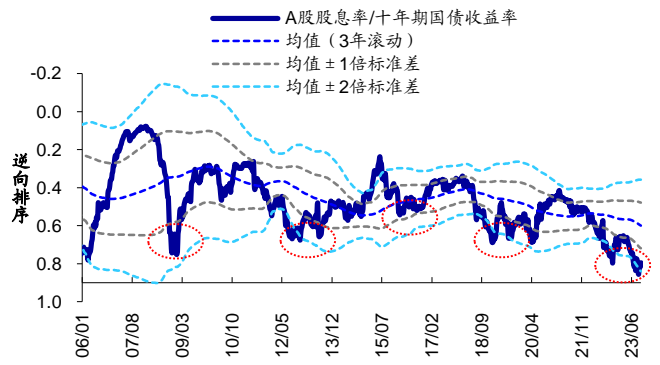
除投资胜率外，我们进一步测算基于风险溢价择时的投资赔率相较基准情形有何提升。具体而言我们使用投资持有期内取得正收益的涨幅除以负收益的跌幅来计算该择时策略的投资赔率，高赔率意味着对应时期的投资收益下行空间相对较小、潜在的上涨幅度相对大，即对应位置具有较高的性价比。从历史回测数据看，与投资胜率的回测结果类似，当投资持有期为1-3个月时基于风险溢价择时对投资赔率的提升并不明显，而当投资持有期拉长后该策略的赔率相较基准情形出现明显提升。例如当投资持有期为2年时，在风险溢价率（股债收益比）高于均值往上1倍标准差位置布局时投资的赔率达到63倍（88倍），在高于均值往上2倍标准差时的投资赔率达123倍（125倍），而基准情形赔率仅为6倍。

图1 A股风险溢价率走势符合均值回归规律

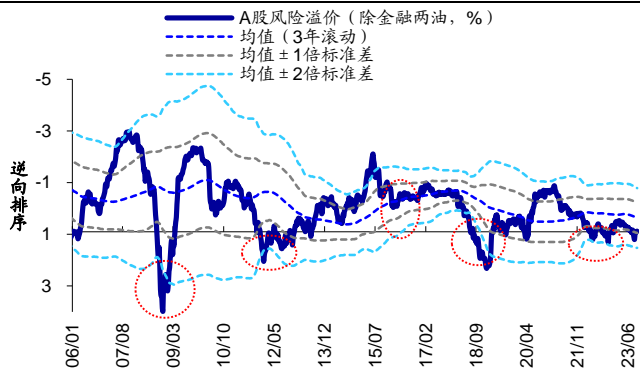


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/09/28

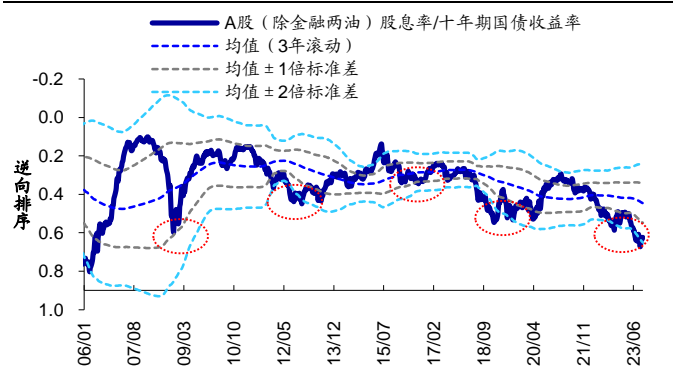
图2 A股股债收益比走势符合均值回归规律



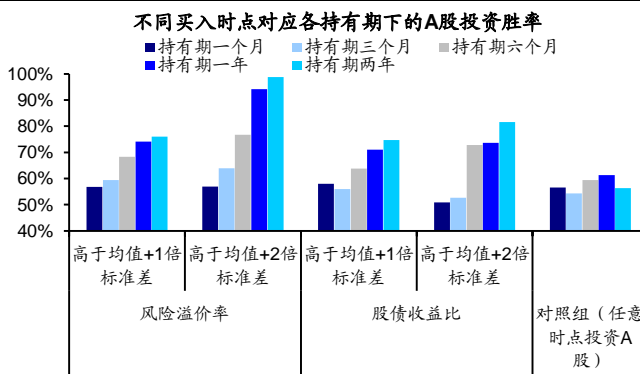
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/09/28

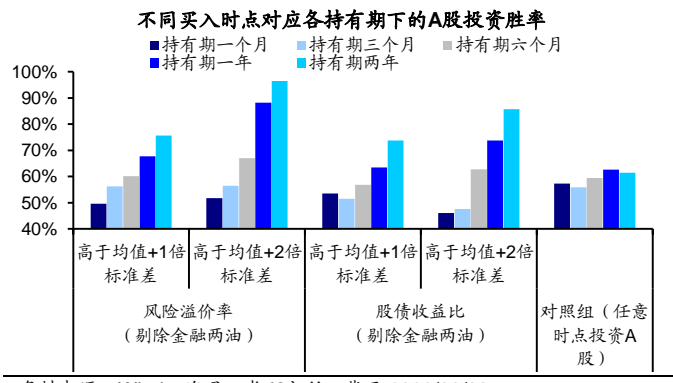
**图3 A股（除金融两油）风险溢价率历史走势**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/09/28

**图4 A股（除金融两油）股债收益比历史走势**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/09/28

**图5 基于风险溢价择时能够提高投资胜率（1）**

 资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/09/28  
 注：回溯区间为 2005 年至今，投资收益率基于万得全 A 指数计算

**图6 基于风险溢价择时能够提高投资胜率（2）**

 资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/09/28  
 注：回溯区间 2005 年至今，投资收益率基于万得全 A（除金融两油）指数计算

**表 1 基于风险溢价择时的胜率及赔率回测**

风险溢价参考指标	投资时点	不同持有期下的投资胜率和赔率（回溯区间为 2005 年至今）									
		胜率					赔率				
		1 个月	3 个月	6 个月	1 年	2 年	1 个月	3 个月	6 个月	1 年	2 年
风险溢价率	高于均值+1 倍标准差	57%	59%	68%	74%	76%	1.2	2.1	2.7	8.5	62.9
	高于均值+2 倍标准差	57%	64%	77%	94%	99%	1.5	2.2	3.9	19.6	123.3
股债收益比	高于均值+1 倍标准差	58%	56%	64%	71%	75%	1.5	2.2	2.7	10.4	87.5
	高于均值+2 倍标准差	51%	53%	73%	74%	82%	1.4	2.0	1.8	10.0	125.0
对照组（任意时点买入万得全 A 指数）		57%	54%	59%	61%	56%	1.1	1.6	1.8	2.7	6.2
风险溢价率 （剔除金融两油）	高于均值+1 倍标准差	50%	56%	60%	68%	76%	1.3	1.8	2.3	6.8	47.4
	高于均值+2 倍标准差	52%	56%	67%	88%	96%	1.5	1.9	2.2	6.1	51.4
股债收益比 （剔除金融两油）	高于均值+1 倍标准差	53%	51%	57%	63%	74%	1.3	1.5	1.7	5.9	14.0
	高于均值+2 倍标准差	46%	48%	63%	74%	86%	1.3	1.6	1.5	5.4	122.2
对照组（任意时点买入全 A 剔除金融两油指数）		57%	56%	59%	63%	61%	1.1	1.5	1.8	2.5	5.1

资料来源：Wind，海通证券研究所测算，截至 2023/09/28

## 2. 为何短期视角风险溢价择时收益不明显？

理论上，风险溢价从高位均值回归并非严格对应股价明显回升。如前文所述，基于风险溢价指标进行的 A 股择时策略确实能提高投资的胜率和赔率，但对于投资持有期仅为 1-3 个月的资金而言其短期胜率赔率并不算高，该策略主要是对于考核周期长的资金而言效果更佳。那么为什么短周期视角下基于风险溢价的择时策略更容易失效？从逻辑上推演，原因可能主要来自于两方面：一是风险溢价在一定程度上代表投资者情绪的刻画指标，这意味着风险溢价指标达到高点时未必会马上均值回归，短期内也存在概率顺着趋势进一步迈向极端；二是参考风险溢价的计算公式，权益资产收益率与股价负相关的同时还与市场盈利正相关，因此从权益端考虑风险溢价均值回归的方式除了股价推升之外，还有盈利下行这一途径。回顾历史，2008 年以来 A 股风险溢价率从低点突破均值向上 1 倍、甚至两倍标准差的情形主要出现在 08、12、16、18、22 年，在前述这些时期基于风险溢价择时过早进行投资，可能就会出现短期内可能无法获得正收益的情况，主要原因就在于此时 A 股市场的基本面仍处于下行通道。

借鉴历史，风险溢价择时的短期胜率赔率取决于政策面与基本面力量对比强弱。那么当基本面尚未完全企稳的时期，从风险溢价达到极端位置直至市场真正见底到底需要多长时间？借鉴过去几轮 A 股市场筑底经验，影响这一间隔长短的因素可能主要是政策面与基本面力量之间的强弱对比关系，即能否通过政策利好对冲基本面下行压力。具体而言，08、16、22 年时市场在风险溢价达到极端位置后不久便开始触底回升，或主要源于对应时期政策面力量相对占优，使得基本面下行趋势在未来明显得到扭转；而 12、18 年时市场底部距离风险溢价指标极端位置存在较明显的时滞，背后或主要是政策相对保守使得后续基本面复苏趋势较弱，因此基本面下行的因素在市场中占主导地位。回顾市场底部的风险溢价、政策面及基本面：

①08 年全球金融危机下风险溢价指标在 08/09 时触及均值向上一倍标准差，08/10 时达到均值向上两倍标准差，此后市场底出现在 08/10。2008 年风险溢价极值与市场底部相距不远，主要是当时政策明显托底经济。对应时期国内以 PMI、工业增加值同比等指标衡量的宏观基本面指标下行至 08/11-09/01 才见底、以全 A ROE (TTM) 及归母净利润累计同比增速衡量的微观基本面指标下行至 09Q1-Q2 才见底。但政策方面彼时央行先后于 08 年 9 月至 12 月降准降息，11 月初国常会提出四万亿基建投资计划刺激总需求，稳增长政策的接连出台支撑市场迅速开始修复。

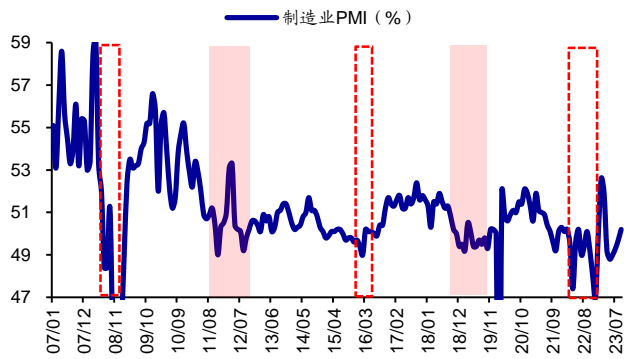
②2012 年前后时期风险溢价率及股债收益比分别在 11/09、11/12 触及均值向上一倍标准差，在 11/12、12/06 触及均值向上两倍标准差，但本次市场于 12/12 才阶段性见底。这时我国经济总量增长持续面临压力，对应阶段前述宏观基本面指标下行至 12/08-12/09 阶段性见底，微观基本面下行至 12Q3-13Q1 才见底，而地产、财政等政策发力不明显，因此市场底部距离风险溢价极值存在一定时滞。

③A 股风险溢价指标在 16/01 期间接近均值向上一倍标准差位置，对应时期市场最低点出现在 16/01。对应时期宏观基本面指标基本见底于 16/02、微观基本面见底于 16Q2，政策方面 16 年 1-2 月货币政策及地产政策相继发力，使得 A 股市场底部较快出现。

④18 年时 A 股风险溢价率及股债收益比指标分别在 18/05、18/07 相继突破均值向上一倍、两倍标准差后，对应时期市场底部于 19/01 才出现。此时宏观基本面指标在 19/02-19/05 达到阶段性低点，微观基本面指标在 18Q4-19Q1 达到阶段性低点，但 18 年下半年时宏观政策发力较缓，后续基本面复苏幅度相对较小，因此市场底出现距离风险溢价极值略有时滞。

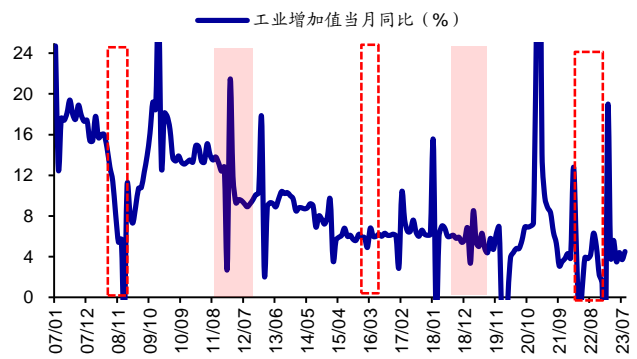
⑤22 年期间 A 股风险溢价指标 22/03-22/04 突破均值向上一倍标准差，于 22/07 突破均值向上两倍标准差，同期市场分别于 22/04、22/10 两个时期形成 W 型底。此时宏观基本面指标在 22/04、22/12 附近下行至阶段性低点，而政策方面 22/04 召开政治局会议，22/10 后疫情、地产政策相继优化，在政策发力下市场底部出现较迅速。

图7 A股风险偏好触底阶段往往处于基本面下行期(1)



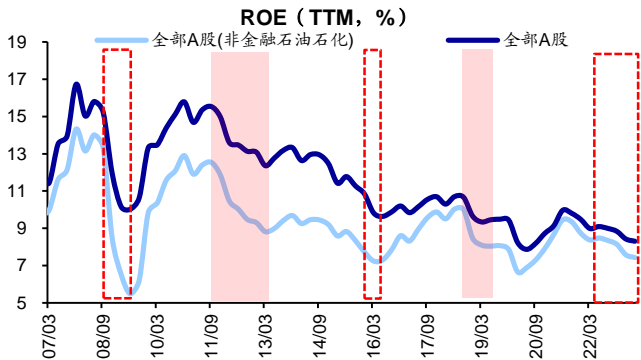
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 A股风险偏好触底阶段往往处于基本面下行期(2)



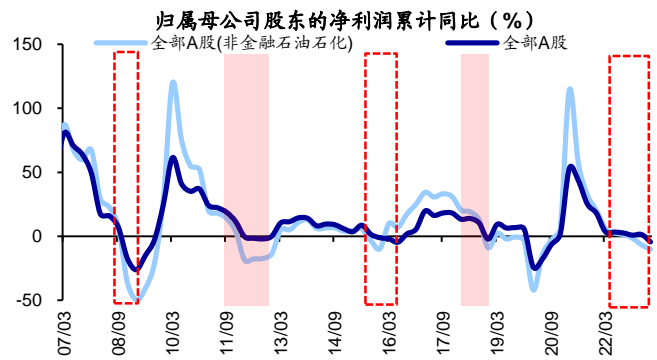
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 风险溢价高位对应微观基本面下行阶段(1)



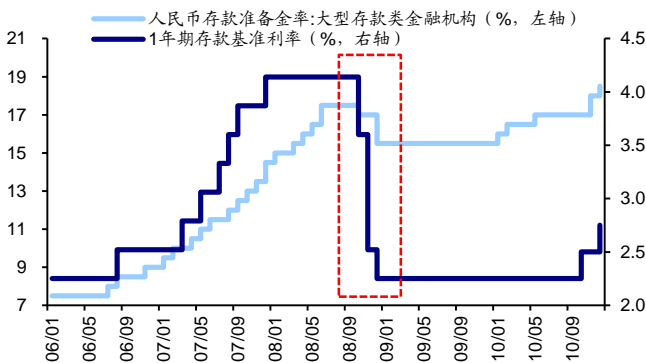
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 风险溢价高位对应微观基本面下行阶段(2)



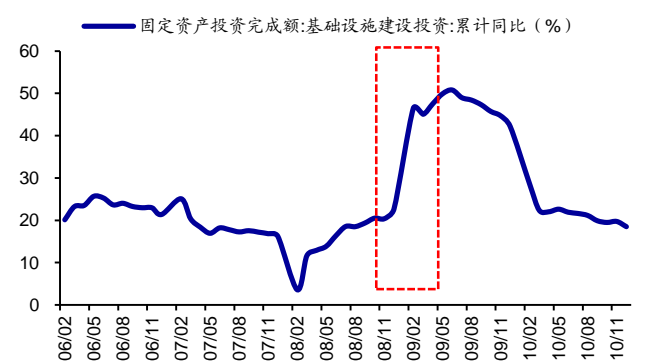
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 2008年9月起央行开始接连降准降息



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 2008年“四万亿”计划推动基建投资快速上升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

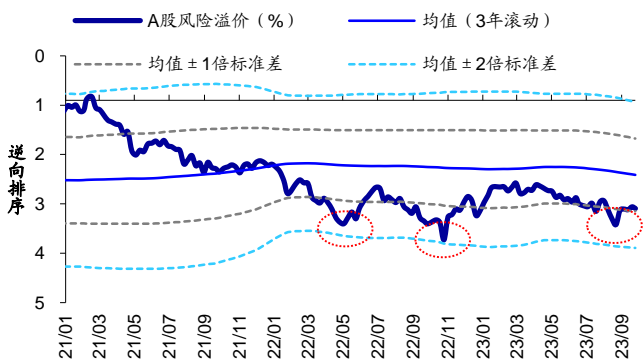
### 3. 对比历史, 当前A股已在高性价比位置

从风险溢价看当前市场已经再次回到高性价比位置, 具有明显长期配置价值。从本轮的情况来看, 2022年以来A股的风险溢价率及股债收益比在22/04及22/10时先后达到均值向上两倍标准差的极端位置, 此后随着对应时期的稳增长政策发力, 风险溢价短期内均出现过明显修复。但今年5月起A股风险溢价再次走高, 其中风险溢价率和股债收益比在7月时分别再次突破均值向上1倍、2倍标准差位置, 目前(截至2023/09/28, 下同)A股风险溢价率达到3.09%、处05年以来从高到低25%分位(剔除金融两油为0.9%、处20%历史分位), 已经高于均值+1倍标准差水平(3年滚动), 接近去年底水平; A股股债收益比为0.80、处05年以来从高到低1%(剔除金融两油为0.63%、处6%历史分位), 处于接近均值+2倍标准差(3年滚动)附近位置。正如我们在前文所分析的, 此时的A股已经处于长期配置价值凸显的区间, 当持有期为1年时, 历史上市

场当前位置（即风险溢价率高于一倍标准差、股债收益比处于两倍标准差）对应的投资胜率至少为 74%，赔率大致在 10 倍左右，持有期延长至两年后胜率将提升至约 80% 左右、赔率达到 60 倍以上。随着当下 A 股风险溢价再次回到极端位置，市场隐含的未来长期投资胜率及赔率或已达到较高水平，即 A 股已经具备较为明显的长期配置价值。但短期视角下，历史上基本面下行期从风险溢价达到极端位置到市场真正触底往往存在时滞。对于本轮情况而言，我国经济数据显示 7 月后经济基本面并未进一步下滑、已初步出现企稳迹象，但市场风险偏好下降至低点后 A 股在 7-9 月仍进一步延续调整，或主要源自于投资者对本轮政策效果及基本面中长期趋势仍未达成一致共识。

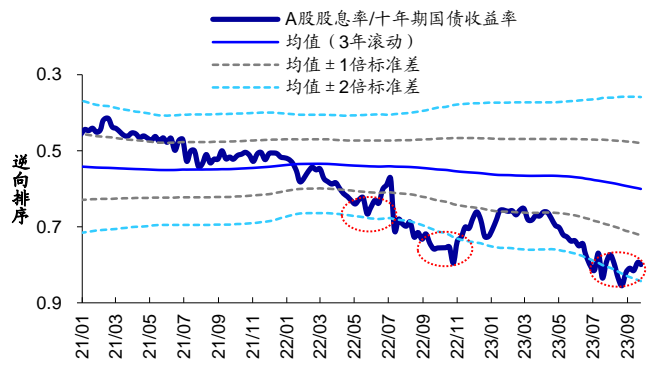
**当前稳增长政策落地支撑基本面修复，市场或已接近底部区域。**如前所述，风险溢价达到极端位置后，短期内市场何时企稳主要取决于政策及基本面的强弱对比关系。就目前而言，今年 724 政治局会议释放了明确的稳增长信号，对经济和政策定调颇为积极，会后稳增长政策密集落地。从宏观基本面来看，最新经济数据显示稳增长政策已在起效，近期高频数据印证基本面或已在回暖。近期地产政策、降息降准等一系列政策落地正在推动经济修复：从消费数据看，8 月社消零售总额同比为 4.6%，超过 wind 一致预测的 3.5%，较 7 月边际改善。从 PMI 最新数据看，9 月制造业 PMI 回升至 50.2%，环比上升 0.5 个百分点，延续了自 5 月以来的回暖态势。此外，高频数据显示地产已有改善迹象，8 月底以来部分城市楼市活跃度明显提升，政策释放的需求有望向地产销售数据传导。截至 2023/10/1，深圳、北京等一线城市二手房成交当周同比（4 周平均）分别为 4%、10%。从新房销售看，一线城市新房成交面积边际回暖，其中广州新房周成交面积环比 77%，上海为 21%，已连续三周回暖。往后看，随着我国稳增长政策继续落地，我国经济有望持续回升，我们预计全年 GDP 同比增速有望达 5.3%。在经济回暖的背景下，我们预计 23Q2 或将成为本轮 A 股盈利低点，下半年 A 股盈利将有望稳步修复，全年全 A 归母净利润同比增速或接近 5%。随着稳增长政策叠加活跃资本市场措施落地，市场信心有望得到提振，支撑风险溢价从高点回落，进而推动市场逐步回升。借鉴历史经验，今年 7 月市场风险溢价突破极端值，在政策落地支撑基本面修复的趋势下本次市场底部区域与之相距的时间间隔或不会太长。

图13 当前市场风险溢价再次回到 22/04、22/10 附近水平



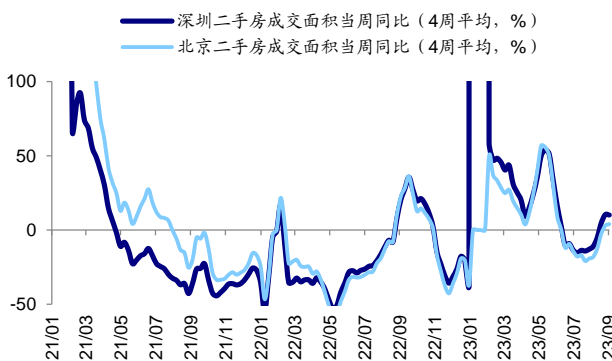
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/09/28

图14 当前市场股债收益比再次突破均值向上两倍标准差位置



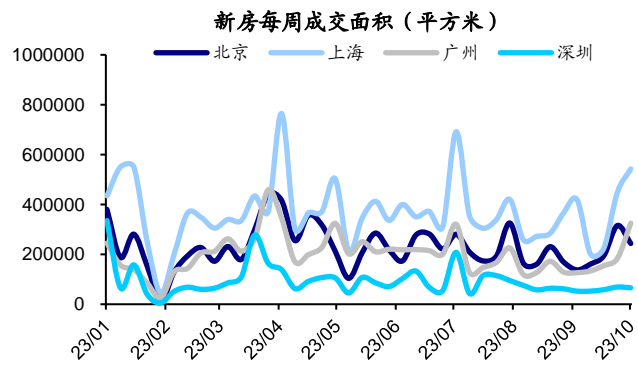
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/09/28

图15 一线城市二手房销售边际回暖



资料来源：Wind，海通证券研究所

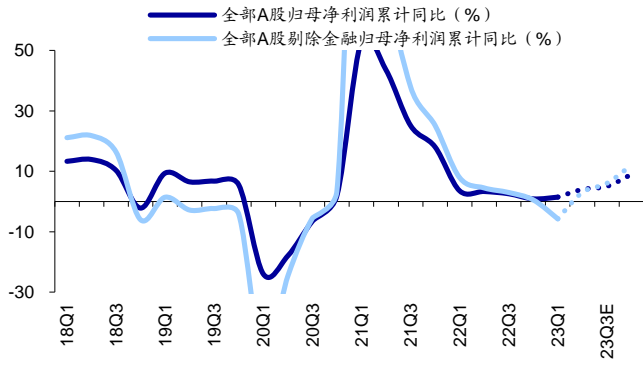
图16 一线城市新房销售回暖



资料来源：Wind，海通证券研究所

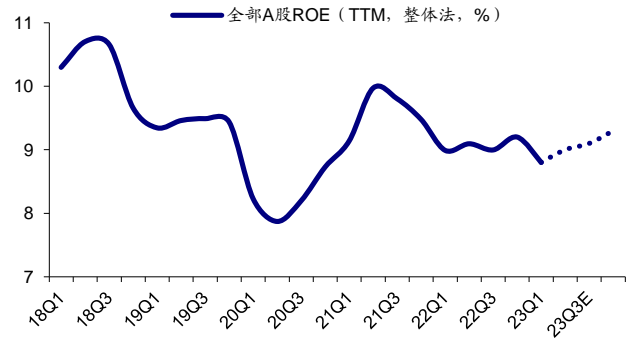


图17 预计 23 年下半年起全 A 盈利增速逐级向上



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

图18 23 年下半年起 A 股 ROE 有望持续改善



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

**风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期, 国内经济修复不及预期。

# 信息披露

## 分析师声明

荀玉根 策略研究团队  
 郑子勋 策略研究团队  
 余培仪 策略研究团队

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。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 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)23185717 luying@haitong.com

邓勇 副所长  
(021)23185718 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长  
(021)23185715 xyg6052@haitong.com

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

汪立亭 所长助理  
(021)23219399 wanglt@haitong.com

孙婷 所长助理  
(010)50949926 st9998@haitong.com

涂力鑫 所长助理  
021-23185710 tll5535@haitong.com

### 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com  
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com  
联系人  
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com  
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com  
贺媛(021)23185639 hy15210@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)23185653 ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com  
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com  
联系人  
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com  
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com  
卓泮莹(021)23183938 zyx15314@haitong.com  
马毓婕 myj15669@haitong.com  
付欣都 02123183940 fxy15672@haitong.com

### 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com  
谈鑫(021)23185601 tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com  
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com  
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com  
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com  
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com  
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com  
联系人  
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com  
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com  
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

### 固定收益研究团队

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com  
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com  
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com  
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

### 策略研究团队

杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com  
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com  
荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com  
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
联系人  
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com  
陈菲(021)23185707 cf15315@haitong.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com  
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com  
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com  
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com  
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com  
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com  
李林醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com  
联系人  
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com  
朱军军(021)23185963 zjj10419@haitong.com  
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com  
联系人  
张海榕(021)23185607 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 lqk12371@haitong.com  
孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com  
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com  
联系人  
彭婷(021)23185619 ppt3606@haitong.com  
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com  
张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com  
江珅 js15833@haitong.com  
陈铭 cm15886@haitong.com

### 汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com  
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com  
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com  
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com  
联系人  
石佳艺 sjy15440@haitong.com  
潘若婵 prc15750@haitong.com

### 公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com  
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com  
联系人  
阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com  
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@haitong.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
联系人  
张冰清(021)23185703 zbk14692@haitong.com  
李艺冰 lyb15410@haitong.com  
王逸欣 wyx15478@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  
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com  
 联系人  
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

**电子行业**

张晓飞 zxf15282@haitong.com  
 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com  
 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com  
 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com  
 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com  
 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com  
 联系人  
 哪奕滢 lyy15347@haitong.com  
 张 幸 zx15429@haitong.com

**基础化工行业**

刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com  
 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com  
 孙维容(021)23185389 swr12178@haitong.com  
 李 智(021)23185842 lz11785@haitong.com  
 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com

**非银行金融行业**

何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com  
 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com  
 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com  
 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com  
 联系人  
 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23183846 fcy10886@haitong.com  
 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com  
 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

**建筑工程行业**

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com  
 联系人  
 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com  
 郭好格 010-58067828 ghg14711@haitong.com

**军工行业**

张恒昶 zhx10170@haitong.com  
 联系人  
 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com  
 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com  
 李雨泉 lyq15646@haitong.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com  
 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com  
 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com  
 联系人  
 吕浦源(021)23183822 lpy15307@haitong.com

**有色金属行业**

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
 陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com  
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com  
 联系人  
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com  
 梁 琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

**煤炭行业**

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com  
 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com  
 联系人  
 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com  
 杨 林(021)23183969 yl11036@haitong.com  
 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com  
 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com  
 联系人  
 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com  
 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com  
 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com

**交通运输行业**

虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com  
 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com  
 罗月江(010)58067993 lyj12399@haitong.com  
 联系人  
 吕春雨 lcy15841@haitong.com

**机械行业**

赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com  
 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com  
 毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com  
 联系人  
 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com  
 丁嘉一 021-23180000 djy15819@haitong.com

**农林牧渔行业**

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com  
 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com  
 冯 鹤 fh15342@haitong.com  
 联系人  
 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com

**银行行业**

林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com  
 联系人  
 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com  
 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

**造纸轻工行业**

郭庆龙 gq113820@haitong.com  
 高翩然 gpr14257@haitong.com  
 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com  
 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com

**房地产行业**

谢 盐(021)23185696 xiey@haitong.com  
 涂力磊 021-23185710 tll5535@haitong.com  
 联系人  
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com  
 陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

**电力设备及新能源行业**

吴 杰(021)23183818 wj10521@haitong.com  
 房 青(021)23185603 fangq@haitong.com  
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com  
 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com  
 胡惠民 hhm15487@haitong.com  
 余玖翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com  
 联系人  
 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com  
 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com  
 吴志鹏 wzp15273@haitong.com  
 罗 青 lq15535@haitong.com  
 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@haitong.com

**通信行业**

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com  
 于一铭 021-23183960 yym15547@haitong.com  
 联系人  
 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com  
 徐 卓 xz14706@haitong.com

**纺织服装行业**

梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com  
 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com  
 联系人  
 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

**食品饮料行业**

颜慧菁(021)23183952 yhj12866@haitong.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com  
 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com  
 联系人  
 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com  
 苗 欣 mx15565@haitong.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com  
 王玮婕(021)23185687 wj13985@haitong.com  
 联系人  
 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com

**环保行业**

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com  
 联系人  
 杨寅琛(021)23188562 yyc15266@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  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com  
郭金焱(010)58067851 gjy12727@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