

专题研究

2012 年 7 月 10 日

债券指数基金以及债券 ETF 揭秘系列之二

——我国债券被动产品的可行性分析

相关研究

债券指数基金及债券 ETF 揭秘系列之一——全球债券被动产品发展概述
2012.7.2

基金核心分析师

单开佳

SAC 执业证书编号:

S0850511010029

电话: 021-23219448

Email: shankj@htsec.com

基金高级分析师

倪韵婷

SAC 执业证书编号:

S0850511010017

电话: 021-23219419

Email: niyt@htsec.com

联系人

孙志远

电话: 021-23219443

Email: szy7856@htsec.com

- **我国债券被动产品的发展限制。**我国债券被动产品发展滞后,我们认为主要受制于以下四个因素:首先,标的指数制约;其次,众多券种流动性不够;再次,投资者熟悉程度较低;最后,跟踪误差较难控制。
- **寻找合适的标的指数。**指数基金的业绩主要受制于标的指数以及跟踪误差,其中标的指数是主要的制约因素。我们从市场透明度、认可度、编制规则、成份券流动性以及市场容量以及工具属性等多方面找寻合适的标的指数,建议选择具有较高市场认可度、精确定位市场且具有公开披露业绩的宽基指数或是单券种指数。
- **评分体系应对流动性问题。**对于被动型债券基金,尤其是跟踪长久期或中低评级债券指数的被动型产品而言,其所面临的最大问题就是因投资者申赎或票息收益再投资所造成的流动性压力。针对于此,我们建议采用抽样复制技术是解决指数内样本券流动性问题。我们采用基于主成分法构建单个债券的流动性评分体系,该体系可以有效的选取到流动性较优券种从而解决个券流动性问题。流动性评分体系的具体构建详情请关注本系列报告之三。
- **合理配置成份券控制跟踪误差。**由于成交量未必连续足够大,因而我们建议投资者采用抽样复制,并构建了流动性评分体系来选择合适的券种。事实上作为被动产品,除了标的指数对于业绩有较高的贡献度,跟踪误差的控制同样是投资者在选择产品时需要重点考量的因素。我们依据抽样券在样本检验时间段内,以样本券与标的指数间跟踪误差最小化为最优化目标,从而确定每个类别单只样本券权重,从历史模拟结果来看,取得了不错的效果。具体个券权重确定方法请关注本系列报告之四。
- **债券 ETF 可行性分析:** 债券 ETF 在发展中面临着更多的障碍:首先,如何打通交易所市场和银行间市场从而提高 ETF 的结算效率?其次,如何面对套利者的申购赎回需求?再次,如何提高债券 ETF 二级市场上的活跃度?最后,如何避免利息税或引发的恶性套利?为了增加债券 ETF 的产品吸引力,我们给出以下产品设计建议:首先,除了考虑采用做市商制度提高二级市场活跃度,从产品本身设计而言,也可以考虑采用成份券久期较短的指数,因为从债券产品来看,呈现出期限越短,交投越活跃的规律,因而中短期的票据会比中长期的票据产品更适合作为投资标的;其次,从简单到复杂,当前我们建议可以先从银行间市场的债券 ETF 产品入手,而后逐渐发展成为跨市场的债券型 ETF;再次,提供套利便利,债券型 ETF 产品的申购赎回门槛可以考虑与国债期货的一张合约的价值相似,这种设计可以方便投资者做跨市场套利,减少投资者因为现货头寸和期货合约价值不匹配导致套利失败的风险。

1. 我国债券被动产品的发展限制

我们在系列报告中曾经介绍了我国债券指数基金当前的情况，整体来看，呈现数量少、规模小的特征。相比海外市场发展空间巨大。事实上，近年来随着投资者专业素养的提升，对于固定收益类产品的关注度逐渐提升，工具性的产品需求也日益旺盛，因而作为固定收益类工具产品的债券被动基金具备较大的市场空间，但为什么债券被动产品在国内发展较为滞后？我们认为主要受到以下一系列因素的制约：

首先，标的指数制约。与股票标的指数不同，债券标的指数相对市场影响力较小，且从指数发展来看，债券标的指数的发展也远落后于股票标的指数。目前市场上的债券指数多数都是作为业绩比较基准，没有考虑到市场容量，因而可投资性不足。标的指数的稀缺以及市场认可度较低成为限制债券指数基金的重要因素。

其次，众多券种流动性不够。债券指数，尤其是债券宽基指数，往往包含了众多流动性较差的债券，如果采用完全复制，当面临大额申购或大额赎回时，可能将无法买到或卖出相应券种，如果采用抽样复制，则可能较难控制跟踪误差。

再次，投资者熟悉程度较低。从股票型指数基金的发展不难看出，在股票型指数产品推出之初，投资者对于被动投资的认可度并不高。随着时间的逐渐推移，被动投资的优势被逐渐认可，从而才迎来了股票型指数基金快速发展的时机。而债券指数基金对于国内投资者而言仍是个相对陌生的事物，投资者或需要一定的时间逐渐认识并接受。

最后，跟踪误差较难控制。目前市场上债券标的指数分为全价以及净价两种，其中全价指数考虑了再投资收益，净价交易与全价交易的区别就在于“净价交易的成交价不含有上次付息日至成交日期间的票面利息”，这部分票面利息被称为应计利息，是上次付息日至结算日的天数与票面利率的乘积，净价价格也就等于全价价格减去应计利息额的差额。假设采用全价指数作为跟踪标的指数，由于包含了再投资收益，而这一再投资收益往往是按照当前收益率为计算基础，因而这就要求基金管理人将拿到的票息仍能以当前的收益率进行投资，而市场收益率是不断变化的，从而导致偏差。如果采用净价价格作为标的指数，由于券种交易价格为全价，管理人无法以净价买到相应券种，因而同样会导致偏差。无论采用哪种指数，对于基金管理人而言，跟踪误差的控制都具备一定难度。

2. 披荆斩棘 寻找债券被动产品的康庄大道

尽管债券被动产品在我国面临一系列发展限制，但并不意味着债券被动产品在我国没有生命力。我们希望通过找寻一系列对应解决方法，为债券被动产品在我国发展找到一条康庄大道。

2.1 找寻合适的标的指数

指数基金的业绩主要受制于标的指数以及跟踪误差，其中标的指数是主要的制约因素。一个合适的指数基金标的指数需要具备较高的市场认可度、较高的透明度、合理的编制规则、良好的市场代表性、个股或者个券具有良好的市场流动性（避免无法购买或无法卖出相应个券或个股）、较为均衡的成份券权重（避免个股或个券异动对指数造成过大扰动）、较大的市场容量（以免冲击成本过大）以及鲜明的特色。我们依据以上各要素将各债券指数进行分析：

◇ 市场透明度

目前市场上债券指数种类很多，国内投资者可查到的公开的债券指数为中证债券指

数、中信标普债券指数、中债指数、新华富时债券指数、新华巴克莱资本中国债券指数以及沪深债券指数，投资者可以通过各种交易系统查到这些指数每日的收盘价，透明度相对较高。从国内已经发行的四只债券指数基金来看，分别为华宝兴业中证短融50、南方中证50债、华夏亚债中国以及长盛中信全债，前两只基金跟踪的标的指数均为中证指数公司的债券指数，长盛中信全债跟踪的为中信标普全债指数，华夏亚债中国跟踪的标的指数为IBOXX亚债中国指数，其中华夏亚债中国基金采用的标的指数为MARKIT公司编制的指数，该指数为收费指数，普通投资者无法获得，因而对于投资者而言其标的指数透明度上较差。作为被动投资产品，其工具属性至关重要，透明度高的产品相对而言工具属性更强，因而我们建议在发行指数时优先考虑公开披露业绩的指数。

◇ 市场认可度

相比股票指数的熟知度，债券指数对于多数投资者而言较为陌生，关注度也很低。从专业投资者的角度而言，中债指数以及中信标普指数的使用频率较高，其余一些指数相对边缘化，使用频率较高的指数的市场认可度较高，因而在发行债券被动产品时，可优先考虑这些指数。但我们关注到，目前市场上股票指数基金的标的指数均来自于中证指数公司，已发行的四只基金中两只同样采用了中证指数公司的标的指数，华夏亚债中国虽然没采用中证指数公司，但这或与其前身是基金专户转型而来有关。作为专业化的指数编制机构，中证指数公司旗下的指数具有一定权威性以及市场认可度，同时中证指数公司编制的指数在各个交易软件均可查到，路径优势以及市场影响力使得采用中证指数公司编制的标的指数较容易得到市场认可。

◇ 编制规则

从指数编制规则来看，中证债券指数按照样本债券总市值+报告期债券利息及再投资收益作为权重，中债指数按照债券托管量市值作为权重，而中信标普指数以样本券的现券存量作为权重加权。从取价规则来看，中证债券对于交易所债券以及银行间债券首先均采用做市商最优报价，对于跨市场债券，优先考虑银行间做市商，再考虑交易所做市商，若无价格可取，均可采用模型定价；中债指数对于有双边报价的，取最优买价最优卖价的中间价，对于跨市场的分别取各自的结算价和各个市场的流通托管量，对于无报价的，采用模型定价；中信标普指数使用的为对于交易所债券采用交易所发布的债券成交价格实时计算，对于银行间债券采用平均买入申报价进行计算，如果没有申报价，则回溯查找到最临近的申报价。综合来看，中债指数由于具备一定的数据取得优势，在权重设置上较为合理，具备更好的市场代表性。而从取价方式来看，中债以及中证指数更为灵活。

◇ 成份券流动性以及市场容量

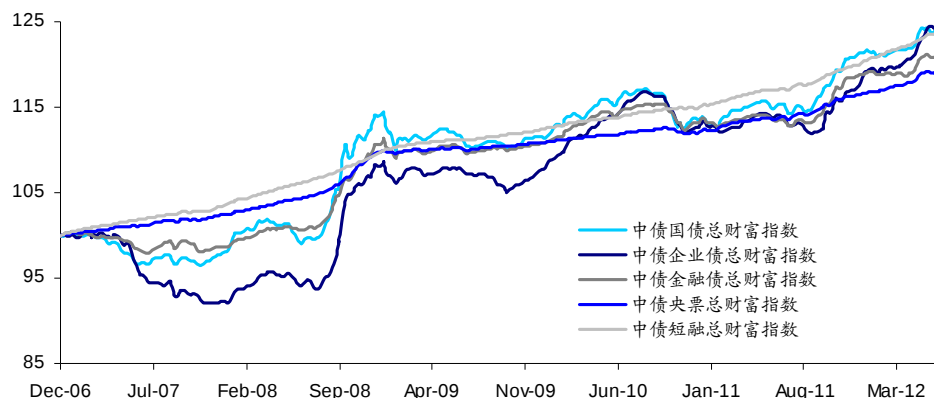
从成份券流动性以及市场容量来看，综合性的指数中由于覆盖了券种中的所有券，因而其成份券中包含了某些流动性较差或是市场容量较小的券，如果采用这类综合性指数作为标的指数，若采用全复制方法操作，则将面临购买不到或是卖不掉某些券种，不利于基金公司应付日常申购、赎回的流动性需求，如果采用抽样复制操作，则对于跟踪误差的控制有较高的要求，因而在选取指数时应当首选那些成份券流动性较好且市场容量较大的指数，如中证50债、中债央票50、中债短融50、中证企债100等。但成份券流动性均较优的指数资源较为稀缺，因而如果需要选择的标的指数中包含某些流动性不好的券种，则我们建议在选择这类指数时尽量选择成份券个数较多的，便于抽样复制。

◇ 选择可投资性强的综合指数或是风格鲜明的单券种指数

我们在债券被动产品发展限制中说到多数债券指数的可投资性不强，因而在选择标的指数时建议选择可投资性强的综合指数。此外，由于不同券种在收益以及风险上差异度较大，与股票市场类似，债券市场各券种间同样存在轮动现象，我们统计了中债指数下各券种财富指数的表现，从下图可以看到，尽管各指数长期来趋势均往上，且整体收

益差距并不大，但在各个阶段走势分化显著，且波动呈现明显不同特征。指数中包含多种券种将弱化风格特征，因而在选择标的指数时也可以考虑选择风格更鲜明的单券种指数代替，如信用债指、国债指数等。

图 1 各券种指数历史走势

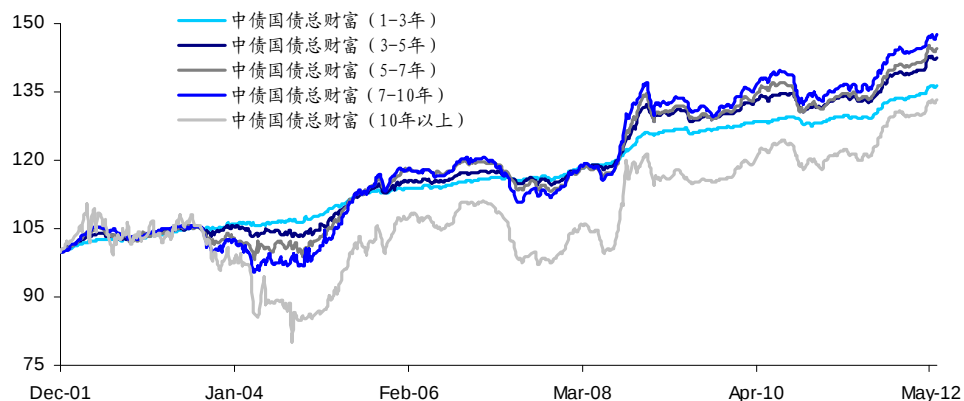


资料来源：海通证券基金研究中心

◇ 精确市场定位

除了券种不同带来的显著差异，同券种的债券产品根据久期不同，整体呈现的收益波动差异同样显著，我们将各期限的中债国债指数进行走势对比，从下表可以看到，整体呈现久期越长，波动越显著的特征。由于不同的投资群体对于久期的需求不同，因而为了精确市场定位，在发行产品时可以考虑分长、中、短期产品分别发行，比如短久期国债、中久期国债、长久期国债，短久期信用债、中久期信用债、长久期信用债。

图 2 同券种不同期限指数历史走势



资料来源：海通证券基金研究中心

综合以上各要素来看，我们建议选择的债券被动产品标的指数为具有较高市场认可度、精确定位市场且具有公开披露业绩的宽基指数或单券种指数。如发行短融产品可以考虑中债短融50全价（1年以内）、中债短融50（总值）、中证短融50等；发行企业债产品可以考虑中债企业债总全价（1年以内）、中债企业债总全价（1-3年）、中债企业债总全价（3-5年）、中证企债100等；发行中票产品可以考虑中证中票50；发行综合性产品可以考虑中证50债。

通过选择合适的标的指数，我们可以解决债券被动产品标的指数制约的问题。但我们关注到，采用封闭式运作的债券基金业绩往往大幅优于开放式运作模式的债券基金，即流动性压力对于债券基金的业绩是个重要制约。

2.2 评分体系应对流动性问题

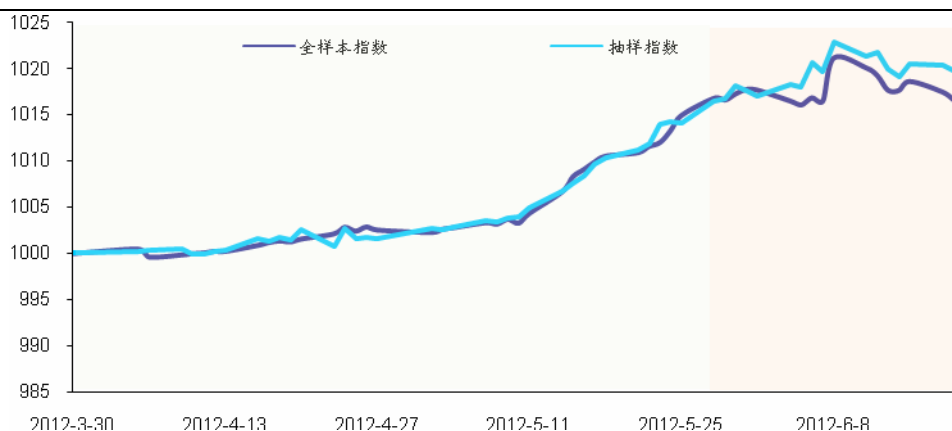
我们在选择指数时建议选择的标的指数的成份券需要有较好流动性以及较大的市场容量。但从目前市场上各久期的债券种类来看，长久期的企业债、国债（非 5 年、10 年等关键期限）品种相对交投较清淡，因而对于日常申购、赎回的流动性需求可能仍然得不到满足。此外，银行间券种虽然成交量很大，但其未必是每个交易日都连续成交量足够大的，在某些交投清淡的交易日同样可能使得基金公司无法面对日常申赎的流动性需求。在出现申购赎回时，如何及时的将资金按照契约或投资策略配置于标的资产上，而不会因交投或报价清淡而产生的较大冲击成本，以及通过定期息票取得现金收入时，如何及时的进行再投资操作，减少因等待而导致的机会成本，均是管理人必须直面的问题。因此，对于被动型债券基金，尤其是跟踪长久期或中低评级债券指数的被动型产品而言，其所面临的最大问题就是因投资者申赎或票息收益再投资所造成的流动性压力。

针对于此，我们建议采用抽样复制技术是解决指数内样本券流动性问题。由于个券流动性风险是影响被动型债券基金实际收益的主要因素，所以流动性的评价则成为了被动型产品“抽样”过程的主要依据，我们采用基于主成分法构建单个债券的流动性评分体系，该体系可以有效的选取到流动性较优券种从而解决个券流动性问题。流动性评分体系的具体构建详情请关注本系列报告之三。

2.3 合理配置成份券控制跟踪误差

我们在 2.1 节选择指数时建议选择成份券流动性较好且市场容量较大的指数。因而在理论上可以采用全复制方法控制跟踪误差。但由于成交量未必连续足够大，因而我们在 2.2 节中建议投资者采用抽样复制，并构建了流动性评分体系来选择合适的券种。事实上作为被动产品，除了标的指数对于业绩有较高的贡献度，跟踪误差的控制同样是投资者在选择产品时需要重点考量的因素。由于是抽样复制，因而如何在成本最小化的情况下控制跟踪误差是我们必须考虑的问题。我们依据抽样券在样本检验时间段内，以样本券与标的指数间跟踪误差最小化为最优化目标，从而确定每个类别单只样本券权重，从历史模拟结果来看，取得了不错的效果。我们以 2012 年 6 月以来的交易日作为检验期，从模拟效果来看，抽样个券基本拟合了全样本空间的整体走势，年化跟踪误差仅为 1.74%，较好的复制了标的指数的走势。具体个券权重确定方法请关注本系列报告之四。

图 3 全样本指数及抽样复制指数走势图（绿色背景为样本期，红色背景为检验期）



资料来源：海通证券基金研究中心

通过寻找合适标的指数、建立流动性评分体系挑选个券以及合理设置权重，我们提供了扫清债券被动产品发展道路上标的指数制约、流动性限制以及跟踪误差三块大石的解决方案，为债券被动产品在我国的发展找寻到一条康庄大道。

3. 债券ETF在我国的可行性分析

在被动管理基金中，根据产品形态不同又可以分为 ETF 和传统指数基金，ETF 由于具备费率低廉、交投简便等多种优势近年来得到快速发展，我国 ETF 在这两年也得到了飞速发展，从数量以及规模上均呈现比传统指数基金更快的增长之势。但目前国内市场所有 ETF 产品均为股票型 ETF。那么债券 ETF 在国内是否可行呢？

3.1 债券ETF具备较高吸引力

一个创新产品的推出是否能被市场接受的关键在于该产品是否具备吸引力。我们认为债券 ETF 具备其生命力，理由有以下几点：

首先，债券 ETF 提供场内投资者参与债券产品的机会，尤其是无法参与银行间市场的中小投资者，债券 ETF 提供了渠道。此外，债券 ETF 在丰富了债券基金交易方式的同时也丰富了我国 ETF 产品的投资品种。

其次，债券 ETF 同样作为被动投资产品，具有透明度高的特点。且相比普通指数型产品，债券 ETF 在二级市场上购买费率更为便宜。债券基金的收益差距相对较小，因而对于投资者而言费率的便宜能有效提升整体收益。

再次，交投更为简便，提供波段操作机会。相比一般开放式债券基金，债券 ETF 在交易时间可以实时买卖，交投简便。由于二级市场价格实时变动，债券 ETF 也提供了波段操作的机会。

最后，债券 ETF 在申购赎回过程中可以采用实物交接的模式。相比一般债券开放式基金申购赎回必须采用现金结算，采用实物交接模式可以节约交易成本。此外，对于基金管理人而言管理也更为简易。

正是由于债券 ETF 具有这些优势，因而其具备一定吸引力。

3.2 债券ETF的障碍

虽然债券 ETF 具备一定生命力，但在其推进过程中存在较大难关，除了上文所说的债券被动产品在发展中均可能会面临的困难，债券 ETF 还有一些特有的需要克服的障碍。

首先，如何打通交易所市场和银行间市场从而提高ETF的结算效率？与债券开放式基金每日公布一个净值不同，ETF的净值是需要是在交易时间段内连续披露的。目前我国银行间和交易所的市场是隔离的，交易方式也存在很大的不同，前者采用指令交易，后者是撮合交易，且登记结算公司也不同，作为跨交易所和跨市场的品种，如何打通两个市场需要在技术以及监管体系上有所突破。

其次，如何面对套利者的申购赎回需求？目前市场上股票ETF采用一篮子股票申购ETF，赎回ETF时也给予对应一篮子的股票，随后投资者在二级市场上卖出。而债券ETF的标的指数成份券可能包含银行间债券，对于普通投资者而言无法获得对应债券，可能只能采用现金申购以及赎回的方式，则ETF的套利功能将大大下降。

再次，如何提高债券ETF二级市场上的活跃度？ETF的流动性是其赖以生存的重要因素，而债券ETF对于多数投资者而言无法套利，因而其二级市场的交投活跃度可能较

低，对此可能需要引入做市商制度，维持基金份额的二级市场流动性。但相比股票ETF的做市商，债券ETF由于券种数量、流动性等因素在做市商上难度要高的多。

最后，如何避免利息税或引发的恶性套利？按照目前债券税收的规定，债券票息需收取20%的利息税，所以债券ETF的净值需要考虑利息税的扣除。而当付息时点未到时，债券二级市场的价格仍按照全价计算。这将会导致套利者将不断地从二级市场买入债券ETF，再在一级市场赎回ETF获得现券，然后在二级市场卖掉现券赚取价差。这样一来，可能会产生恶性套利，进一步引发现券赎回风险。

3.3 债券ETF产品设计建议

目前国内交易所正在积极推进债券ETF相关事宜，因而债券市场割裂的局面或在未来有望解决。除了上文讨论的流动性、标的指数等方法，我们认为还有些措施可以提升债券ETF的吸引力，对此我们给出相关建议。

◇ 标的指数短久期

我们上文说过ETF的活跃度是其生命力所在，除了考虑采用做市商制度提高二级市场活跃度，从产品本身设计而言，同样可以提高交投活跃度。具体从债券产品来看，呈现出期限越短，交投越活跃的规律，因而中短期的票据会比中长期的票据产品更适合用作投资标的。建议发行的标的指数选用短融、1-3年央票，1年内交易所国债、1-3年企业债等中短期期限的标的指数。

◇ 选择交易所指数

中证指数公司作为专业的指数公司，其在编制指数方面具备较为丰富的经验。该公司旗下指数均在交易所发布，且多只指数已经被开发成相应产品。在发行债券ETF时可首先考虑中证指数公司发行的相应指数。

◇ 从简单到复杂

当前我们建议可以先从单市场（如交易所银行间市场债券ETF产品入手，而后逐渐发展成为跨市场的债券型ETF。以交易所券种为投资标的的债券ETF可以采用实物申购赎回机制，这种模式对于大额赎回会比完全现金替代模式操作难度小。对于涉及到银行间市场的ETF可以采用两种模式来解决个人客户无法在银行间市场开户的问题：第一种方法采用类似于华泰柏瑞沪深300ETF的模式，银行间品种完全现金替代，交易所券种用实物申购；第二种方法是提高ETF申购门槛，限制个人投资者参与，债券ETF依然保留实物申购机制。

◇ 提供套利便捷

债券型ETF产品的申购赎回门槛可以考虑与国债期货的一张合约的价值相似，这种设计可以方便投资者做跨市场套利，减少投资者因为现货头寸和期货合约价值不匹配导致套利失败的风险。

信息披露

分析师声明

单开佳、倪韵婷：基金研究

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。

基金研究中心声明

海通证券基金研究中心（以下简称本中心）具有证监会和证券业协会授予的基金评价业务资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所有信息均来源于公开资料，本中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。评价结果不受任何第三方的授意或影响。基金评价结果不是对基金未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。本报告不构成个人投资建议，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。本中心所属的海通证券股份有限公司控股海富通基金管理公司，参股富国基金管理公司，本中心秉承客观、公正的原则对待所有被评价对象，并对可能存在的利益冲突制定了相关的措施。本声明及其他未尽事宜的详细解释，敬请浏览海通证券股份有限公司网站（<http://www.htsec.com>），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

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

刘铁军 (021) 23219394
陈勇 (021) 23219800
高远 (021) 23219669

liutj@htsec.com
cy8296@htsec.com
gay@htsec.com

策略研究团队

荀玉根 (021) 23219658
陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387

xyg6052@htsec.com
chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com

联系人

李宁 (021) 23219431
周霞 (021) 23219807

lin@htsec.com
zx6701@htsec.com

联系人

王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733
李珂 (021) 23219821

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004
王广国 (021) 23219819
孙志远 (021) 23219443
陈亮 (021) 23219914

联系人

陈瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773
陈韵骋 (021) 23219444

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
wgg6669@htsec.com
szy7856@htsec.com
cl7884@htsec.com
chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com
cyc6613@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金春 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨卉 (021) 23219760
杨勇 (021) 23219945
纪锡颀 (021) 23219948

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com
yy8314@htsec.com
jxl9404@htsec.com

联系人

武亮 (021) 23219883
黄轩 (021) 23219886

wl7222@htsec.com
hx7252@htsec.com

政策研究团队

李明亮 (021) 23219434
陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

联系人

倪玉娟 (021) 23219820
朱蕾 (021) 23219946
周洪荣 (021) 23219953

lml@htsec.com
chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com
nyj6638@htsec.com
zl8316@htsec.com
zhr8381@htsec.com

计算机行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lkh6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
何继红 (021) 23219674
联系人
熊哲颖 (021) 23219407
胡宇飞 (021) 23219810

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com
hyf6699@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

联系人
杨艺娟 (021) 23219811

yyj7006@htsec.com

非银行金融行业

丁文韬 (021) 23219944
董乐 (021) 23219374
联系人
黄媚 (021) 23219638
吴绪越 (021) 23219947

dwt8223@htsec.com
dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com
wxy8318@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697
郑震湘 (021) 23219816

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com
zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业

联系人
白洋 (021) 23219646
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞楠 (021) 23219382
李晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402
联系人
陈鹏辉 (021) 23219814

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com
cph6819@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
齐莹 (021) 23219166
联系人
马浩博 (021) 23219822

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com
mhb6614@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391
联系人
任玲燕 (021) 23219406

liuyq@htsec.com
rly6568@htsec.com

医药行业		有色金属行业		基础化工行业	
刘宇 (021) 23219608	liuy4986@htsec.com	联系人	刘博 (021) 23219401	曹小飞 (021) 23219267	caoxf@htsec.com
联系人		联系人		联系人	
刘杰 (021) 23219269	liuj5068@htsec.com	刘博 (021) 23219401	liub5226@htsec.com	张瑞 (021) 23219634	zr6056@htsec.com
冯皓琪 (021) 23219709	fhq5945@htsec.com			朱睿 (021) 232193737	zr8353@htsec.com
郑琴 (021) 23219808	zq6670@htsec.com				
家电行业		建筑建材行业		电力设备及新能源行业	
陈子仪 (021) 23219244	chenzy@htsec.com	联系人	张光鑫 (021) 23219818	张浩 (021) 23219383	zhangh@htsec.com
联系人		联系人		牛品 (021) 23219390	np6307@htsec.com
孔维娜 (021) 23219223	kongwn@htsec.com	张光鑫 (021) 23219818	zgx7065@htsec.com	联系人	
				房青 (021) 23219692	fangq@htsec.com
				徐柏乔 (021) 23219171	xbq6583@htsec.com
公用事业		银行业		社会服务业	
陆凤鸣 (021) 23219415	lufm@htsec.com	戴志锋	dzf8134@htsec.com	林周勇 (021) 23219389	lzy6050@htsec.com
联系人		联系人		联系人	
汤砚卿 (021) 23219768	tyq6066@htsec.com	刘瑞 (021) 23219635	lr6185@htsec.com	汤婧 (021) 23219809	tj6639@htsec.com
房地产业		造纸轻工行业		通信行业	
涂力磊 (021) 23219747	tl5535@htsec.com	徐琳 (021) 23219767	xl6048@htsec.com	联系人	
谢盐 (021) 23219436	xiey@htsec.com			侯云哲 (021) 23219815	hyz6671@htsec.com
联系人				宋伟 (021) 23219949	sw8317@htsec.com
贾亚童 (021) 23219421	jiayt@htsec.com				

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队		上海地区销售团队		北京地区销售团队	
蔡铁清 (0755)82775962	ctq5979@htsec.com	高溱 (021)23219386	gaoqin@htsec.com	孙俊 (010)58067988	sunj@htsec.com
刘晶晶 (0755)83255933	liujj4900@htsec.com	姜洋 (021)23219442	jy7911@htsec.com	郭文君 (010)58067996	gwj8014@htsec.com
辜丽娟 (0755)83253022	gulj@htsec.com	季唯佳 (021)23219384	jiwj@htsec.com	隋巍 (010)58067944	sw7437@htsec.com
高艳娟 (0755)83254133	gyj6435@htsec.com	胡雪梅 (021)23219385	huxm@htsec.com	张广宇 (010)58067931	zgy5863@htsec.com
伏财勇 (0755)23607963	fcy7498@htsec.com	黄毓 (021)23219410	huangyu@htsec.com	王秦豫 (010)58067930	wqy6308@htsec.com
邓欣 (0755)23607962	dx7453@htsec.com	张亮 (021)23219397	zl7842@htsec.com	张楠 (010)58067935	zn7461@htsec.com
		朱健 (021)23219592	zhuj@htsec.com		
		王丛丛 (021)23219454	wcc6132@htsec.com		
		卢倩 (021)23219373	lq7843@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 13 楼

电话: (021) 23219381

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com