

专题策略

2011 年 1 月 7 日

通胀“反输”、一石千浪？

● A 股市场对于本轮通胀持续性的认识并不充分，由此带来市场预期和政策摇摆之间的波动会频繁而剧烈。本轮通胀尽管和以往有货币和投资冲动等相同的激发因素，但是其延续性和以往通胀有本质的不同，人力成本上升推动的因素将使之较长时间内存在和延续，A 股市场对此的心理预期并不充分，其结果就可能导致在政策和预期的错配之间产生股指的大幅波动。

● “反输入”可能性的存在将改变本轮通胀的性质以及扭转资本市场流动性格局。本轮通胀和以往最大的一个区别就在于中国等新兴市场国家向发达国家反过来输出通胀的可能性在增加，而以往只有发达国家向新兴市场输入通胀的格局将有可能被打破，由新兴经济体承担通胀和消化通胀的时代也许就此过去了。我们考察了英国、欧盟、美国、日本、德国等发达经济体分类 CPI 指数以及进口价格指数的变化情况，找到了部分证据，尽管这种可能性还没有完全显现出明确的迹象，但是，我们之所以强调这种通胀“反输入”假设可能在未来兑现，是因为发达国家一旦受通胀困扰而采取紧缩政策，则全球流动性宽松格局就会被扭转，从而股市的资金供应也可能受到影响。

● 通胀从新兴市场向发达经济体“反输入”对 A 股存在两个方面影响：一方面是通胀的输出有望部分缓解国内通胀压力的消化，从而舒缓了货币政策紧缩预期；但是另一方面是发达经济体如果因通胀上升而收紧流动性的话，A 股市场受到外资撤离和外围市场心理影响传导，都将产生不利影响。因此，我们强调需对此保持密切的关注。

相关研究

《此中医非彼中医》---货币政策对
A 股市场影响的辩证思考
2010-12-28

《灵活审慎政策舵》---2011 年 A
股投资策略
2010-12-23

策略分析师

吴一萍

SAC 执业证书编号：

S0850203100093

电 话：(021) 23219387

Email: wuyiping @htsec.com

目录

1. 通胀历史回顾	3
2. 本轮通胀剖析	4
2.1 和以往通胀的相同之处	4
2.2 不同之一：双向混合夹击	4
2.3 不同之二：人力成本持续上升	5
2.4 不同之三：局部转向全面	6
2.5 不同之四：转型的背景	6
2.6 不同之五：“反输出”的酝酿	6
3. 结论	12

图目录

图 1 PPI原材料和CRB的关联性反映出输入型通胀的特征.....	3
图 2 投资饥渴症仍然延续	4
图 3 食品价格上升反映需求拉动因素	5
图 4 农产品和生产资料推升通胀	5
图 5 出口价格指数保持逐步上升的态势.....	7
图 6 进口价格指数和CRB有一定的时滞	7
图 7 进口价格指数和PPI原材料指数吻合度高	7
图 8 欧元区 16 国的通胀和进口价格指数上升比较同步.....	8
图 9 英国CPI分项研究—稳定类.....	8
图 10 英国CPI分项研究—下降类.....	9
图 11 英国CPI分项研究—上升类.....	9
图 12 美国CPI分项研究	10
图 13 日本通胀和进口价格指数变化关系	10
图 14 中国出口占发达经济体GDP的比重逐年上升	11
图 15 美国进口价格指数变化.....	11
图 16 欧元区进口价格指数变化	11

通胀将成为 2011 年萦绕 A 股市场的主题歌，也可能成为今后较长时间的焦点问题。在货币政策“保增长”和“抑通胀”的天平两头摇摆的过程里，市场神经的波动将会很明显。尽管每次通胀从根源上都可以归结为货币的因素，但是仍然还是有一定的差异，本轮通胀对 A 股市场的影响不单单是政策波动带来的心理预期的震荡，更重要的是对通胀认识的不到位可能带来的判断上的偏差。

本文着重对本轮通胀和以往通胀进行了对比，目的是为了比较其背后推动的主要因素不同的状态下持续时间长短，也从而为本轮通胀性质的辨认和行业挑选找到客观依据。本着还原真实的目的，我们试探性地对通胀演绎的路径以及对市场形成的影响来作一个判断。

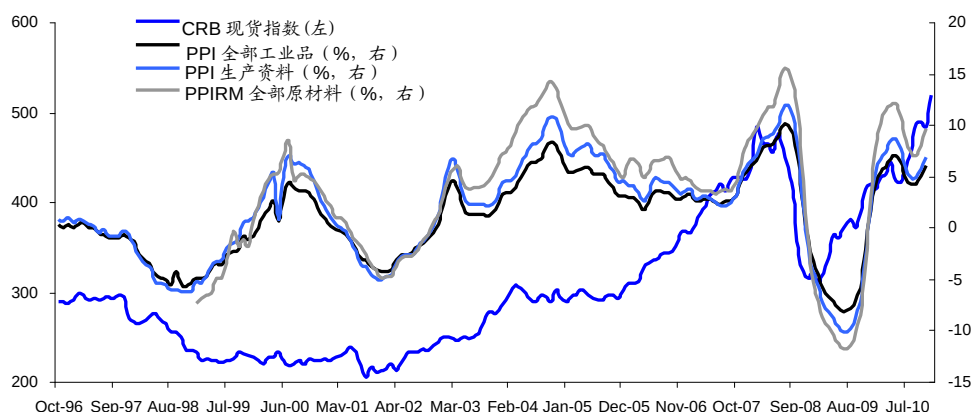
1. 通胀历史回顾

在计划经济向市场经济过渡过程中，货币增长的确很快，但由于体制压制下潜能得以释放，经济增长超过了货币供应的增长，并没有发生严重的物价上涨。随着经济货币化的进程不断加快，货币需求量加大，将计划经济时期货币流通与物资流通的脱节挂钩起来，让货币充当媒介的功能真正发挥出来，因此货币的需求量就增大了。所以，在改革开放初期的很长时间里货币供应量增长很大，但是在这个经济转型的时期物价也并没有发生严重波动。

尽管在 90 年代初期有过一次较为迅猛的通胀，但由于当时的货币供应量规模和经济体量配比没有出现明显失衡，1995 年时我国 M2/GDP 的比值为 99.93%，这一匹配使得通胀能够在一定力度下控制住；而且当时计划经济体制的痕迹还留存，行政控制手段实施效果明显，因此并没有显现出严重的后果。

2004 年开始的这轮通胀的认识就不同了，这一轮通胀和之前通胀已经有了较大区别。一是其通胀发生的背景发生了变化，已经融入了较大成分的国际化色彩。步入 21 世纪之后随着中国经济对外开放程度加大，经济国际化程度提升，而在全球流动性泛滥的背景下，通过大宗商品等方式输入中国的通胀逐步加强；二是人民币升值背景下的外资涌入推动，除了这种输入型成本推动的通胀特征之外，外资对人民币的追逐也是推升通胀的因素，在人民币升值预期持续且强烈的条件下，该轮通胀的持续度也较长。2004 年开始的这轮通胀从表面上来看是煤电油运等瓶颈产业的供求矛盾所导致的高能耗产业投资过热的不均衡，但本质上还是投资饥渴和输入型通胀的叠加。

图 1 PPI 原材料和 CRB 的关联性反映出输入型通胀的特征



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

2. 本轮通胀剖析

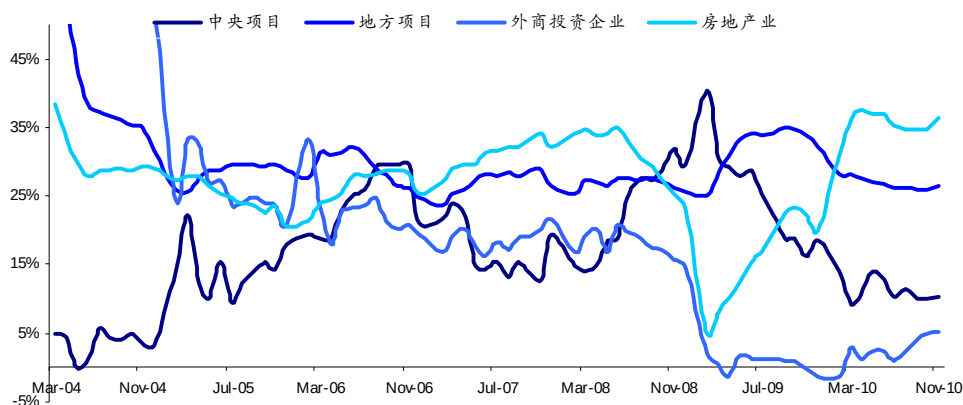
2.1 和以往通胀的相同之处

我们将 2007 年这轮通胀没有单独列出来，是因为我们认为目前这轮通胀应该归为是 2007 年那轮通胀的延续，可以理解为 2007-2008 年那轮通胀尚未结束就被金融危机所打断、现在重新延续下来。

本轮通胀最主要的特征：一是经济体量和货币规模都达到了一个较大程度，货币发酵的潜在力量；二是输入型成本推动和需求型拉动两面夹击；三是结构性通胀向全面通胀演变的迹象越来越明显。

这轮通胀和以往通胀相同的地方有很多：第一，投资热情依然很高，房地产、铁公基，无论是政府还是私人部门投资冲动都较高，这仍然是改革开放以来中国经济发展模式下的特有的延续。

图 2 投资饥渴症仍然延续



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

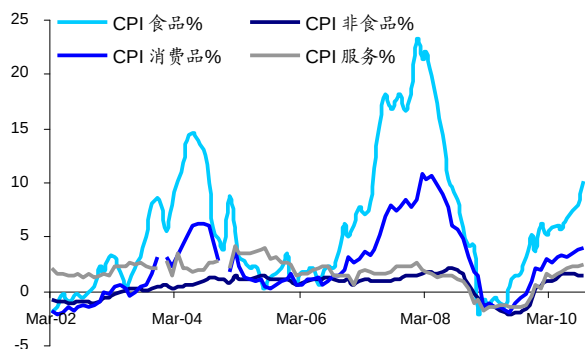
第二，货币推动的因素不但没有弱化、而且较以往通胀还有加强。因为我们在前面已经有篇幅来叙述这个因素，这里就简要分析一下。除了中国 2009 年应对金融危机启动大规模货币投放所形成的流动性之外，美国第二轮量化宽松政策背景下流动性泛滥充斥整个全球，美日两个主要经济体的基准利率都接近于零，意味着国际市场可能充斥大量无成本资金。内外部的货币推动因素都有强大的潜力，这和上一轮通胀的背景是类似的，而且程度是越发加强的。

对比了和以往通胀相似之处之后，我们更应该剖析本轮通胀和以往的不同点：

2.2 不同之一：双向混合夹击

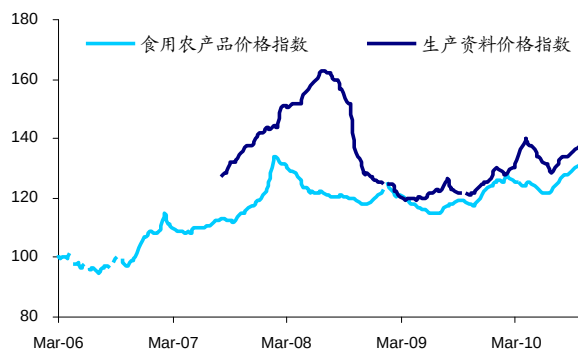
“双向混合型”特征更加明显，输入的成本推动和需求拉动是本轮通胀形成机制与以往不同之处。全球流动性泛滥背景下的资本流向与新兴市场密切相关的大宗商品市场，中国尽管是大宗商品需求巨大但却缺乏定价权，输入型通胀有增无减，我们从 CRB 指数基本上又回到金融危机之前的水平来看，这种输入的成本拉动显现得很充分。需求拉动的主要力量来自于几个方面：一方面是货币超发导致的资本流溢冲击出现了蔓延趋势，除了房地产泡沫的继续和维持之外，高端白酒、艺术品、中药、农产品等都受到资本的追逐；另一方面人力成本的上升成为需求拉动的力量，工资上涨、用工荒等因素日常消费品的持续全面上涨使得通胀表露得更为充分。

图 3 食品价格上升反映需求拉动因素



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 4 农产品和生产资料推升通胀



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

2.3 不同之二：人力成本持续上升

本轮通胀面临着劳动力从充裕向紧缩过渡过程的压力，劳动力成本抬升和人口红利趋势减弱成为一个严格不同的背景。中国的劳动力过剩由几方面原因所造成：一是上世纪 50-70 年代的“婴儿潮”；二是高企改革的大量下岗员工；三是城市化进程的加快使得农村劳动力的涌入。这些造就了劳动力过剩局面的持续，也在更大意义上成为支撑中国经济高速增长低通胀的理由。

但是，这一格局在当前的运行轨迹发生了改变，劳动力正在从过剩向均衡方向过渡。2009 年下半年以来，中国出现了民工短缺的现象，工资水平大幅上升。统计数据显示许多省份的工资上涨幅度已经超过了 20%。

表 1 2010 年各省最低月工资变动和增幅

省/区/市	最新最低月工资（人民币）	同比增长	省/区/市	最新最低月工资（人民币）	同比增长
上海	1120	16.7%	湖南	850	27.8%
浙江	1100	14.6%	山西	850	18.1%
广东	1030	19.8%	四川	850	30.8%
北京	960	20.0%	贵州	830	27.7%
江苏	960	12.9%	海南	830	31.7%
新疆	960	20.0%	云南	830	22.1%
西藏	950	30.1%	广西	820	22.4%
天津	920	12.2%	吉林	820	26.2%
山东	920	21.1%	河南	800	23.1%
福建	900	20.0%	青海	770	28.3%
河北	900	20.0%	甘肃	760	22.6%
湖北	900	28.6%	陕西	760	26.7%
辽宁	900	28.6%	安徽	720	28.6%
内蒙古	900	32.4%	江西	720	24.1%
黑龙江	880	29.4%	宁夏	710	26.8%

资料来源：海通证券研究所

就在经济学家们争论不休中国是否已经到达“刘易斯拐点”的时候全国各地工资水平的上涨却已经悄然发生，我们不需要争论究竟是在今年还是在明年或是在后年中国会迎来这个拐点，只需要得出劳动力成本上升不可能是一个短期现象，其持续性已经显露出来。在劳动力成本上升改善收入分配和增加消费开支推动国内消费的同时，也不可避免地会提

高了通胀压力。这是劳动力要素释放出其市场化力量的显现。

2.4 不同之三：局部转向全面

通胀演变有从局部结构性向全面方向扩展的趋势显露，在中国当前经济体量和以往已经不能同日而语的状况下以往手段可能较难奏效。

通胀的表现形式一开始只是局部的和结构性的，在干旱等恶劣天气下中药、绿豆、大蒜等价格急速上涨，结构性的矛盾突出，但是随后这种结构性矛盾逐步向全面趋势性发展，到 2010 年四季度表现得较为充分。这种结构性通胀铺开并不意味着供求的短缺，大面积的供过于求并不代表结构性的供不应求，特别是供求缺口存在时滞调整能力的商品受到较大资金量的冲击，而这种范围在扩大。以往通胀发生时是供不应求，增加供应就可以扭转过来；但现在已经不是温饱问题，一方面是需求质量的提高导致结构性供求矛盾，更新的、更高档的、更绿色的产品供不应求，另一方面是通胀预期升温，物价上涨与自己的生活目标距离太大，还有就是投资需求的膨胀，资本的成本低廉和其可以获得的收益形成鲜明对比，资本收益与劳动收益差距拉大，而且加上区域经济发展不平衡也支撑了这种预期。

2.5 不同之四：转型的背景

在中国经济面临结构转型背景下通胀的持续性较长。

本轮通胀置于一个全球经济再平衡的大背景之下，中国经济依赖出口拉动模式的开始淡化、和向内需拉动转型的过程当中，很多因素处于激烈博弈和对抗的状态中，不确定性很大。但是，我们能够预见到的是：内需在经济中的占比加强是一个趋势，不管是来自于“有形的手”的主观政策推动激励、还是人力成本上升的“无形的手”客观要求，这都对通胀的推升起到了决定性作用。因此，我们可以认为本轮通胀的起因就在于中国经济结构的调整——从工业化周期后端向消费周期前端过渡，在这个过渡时期通胀就是摩擦成本的显现，所以本轮通胀的持续时间长、复杂度高。而且货币政策所着眼的调节难度较大，针对性也很可能不够，这也会导致通胀的延续对股市的影响呈现出复杂的格局，并不能够单纯从利好或是利空的角度来定性。

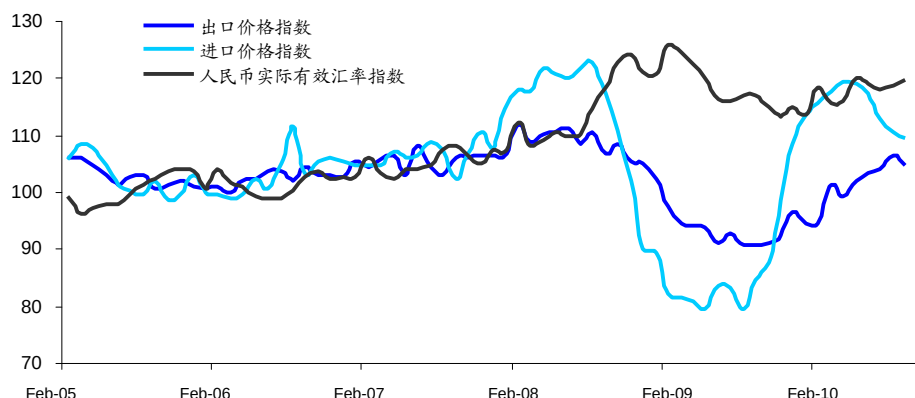
2.6 不同之五：“反输出”的酝酿

通胀的“反输”可能出现。这也是我们想着重讨论的主题，也是本轮通胀对市场可能产生深远影响之所在。

这是一个比较新鲜的话题、也是我们的大胆假设，如果以往的发达国家对发展中新兴市场的“输入型”通胀变成发展中国家对发达国家重新反过来输出通胀成立的话，世界经济的格局有望在这个因素推动下发生根本性的改变。如果这种假设成立，那么发达国家享受低通胀的“福利”将结束，对抗通胀预期和货币紧缩步骤将接下来就会看见，那么对全球贸易、经济和金融市场都将产生根本性的逆转。

首先，我们对此展开的讨论是从一个点来切入的，就是从海关公布的 HS2 分类出口和进口价格数据来剖析。

图 5 出口价格指数保持逐步上升的态势

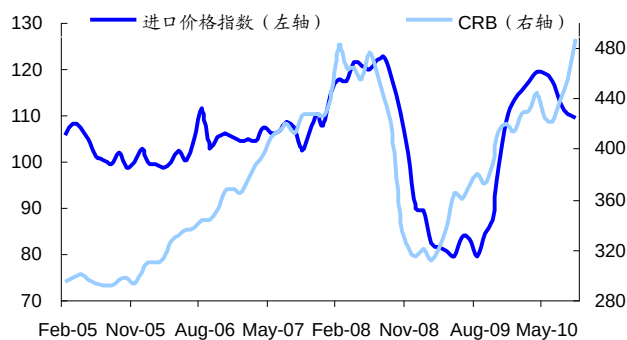


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

上图描述的是出口、进口价格指数的运行状况，我们可以看到，尽管金融危机造成了进出口贸易的大幅波动，但是在进口价格大幅降低的同时我们看到出口价格保持在高位震荡，而且金融危机对出口价格的打压在逐步恢复的过程中，这说明我国出口的恢复是稳步的。

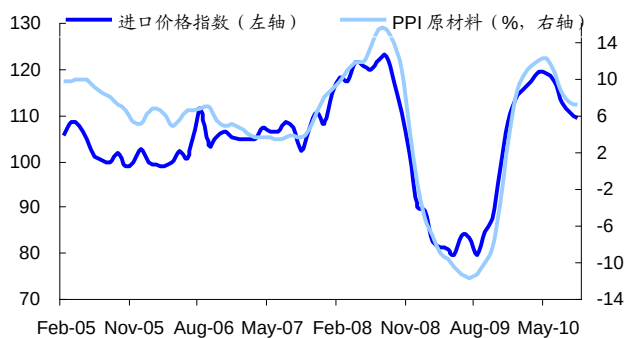
另外，我们用人民币有效汇率指数来加以对比。我们发现，可以用人民币升值来解释进口价格的下降很有效，但出口价格在人民币升值背景下并没有受压，进口和出口价格指数形成了明显的“剪刀差”，而且目前应该是“剪刀差”利润较为丰厚的时候。该图较为明确地反映出我们判断通胀可能“反输出”的假设。

图 6 进口价格指数和 CRB 有一定的时滞



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 7 进口价格指数和 PPI 原材料指数吻合度高



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

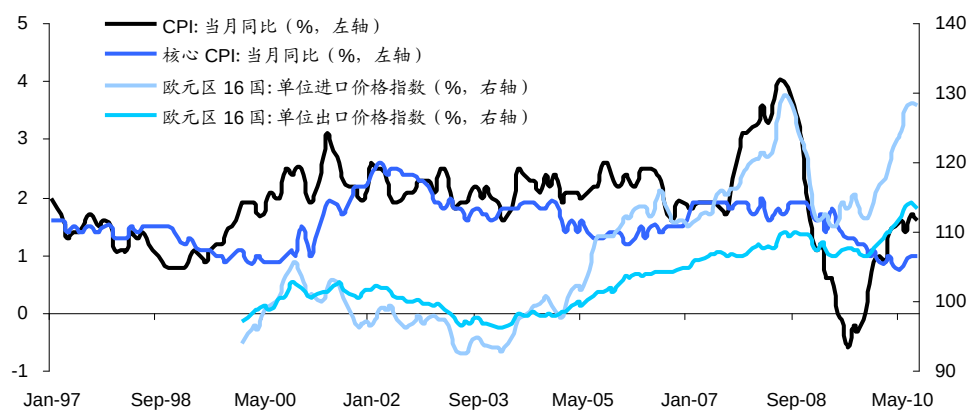
我们进一步考察了进口价格指数和 CRB、以及 PPI 原材料指数之间的关系后发现，进口价格指数和 PPI 原材料指数吻合度较高，基本上维持着同步格局，不过和 CRB 指数存在一定的时滞，这可能跟 CRB 指数反映现货输出波动而进口价格指数有订单延迟的关系在里面。

从这一波动规律上来看，我们可以得出初步的结论：出口价格高于进口价格的优势在目前情况下是较为有利的，不过，尽管未来半年我们可能会看到时滞作用下进口价格指数的抬升会显现，但是出口价格指数的逐步向上也仍然将持续，只是存在“剪刀差”缩小的可能，我们并不认为“反输出”就会戛然而止。

其次，从进口和出口价格指数的这个切入点开始，我们进一步研究了部分发达经济体的进出口价格指数和通胀的拉动因素，目的在于了解我们的立论能否找到合适的证据。

我们先把通胀压力相对比较突出的欧盟以及英国作为标的来加以研究，发现它们的进口价格指数和通胀在最近一段时期内持续上升的态势比较明显。这种上升节奏显露出较为同步的特征，我们尽管不能就此断定其通胀就源自于进口的输入，但至少这样的判断方向是值得关注的。

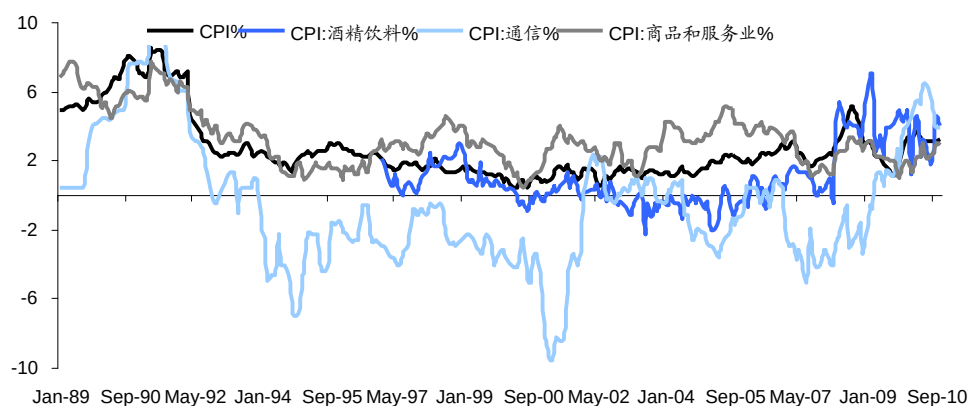
图 8 欧元区 16 国的通胀和进口价格指数上升比较同步



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

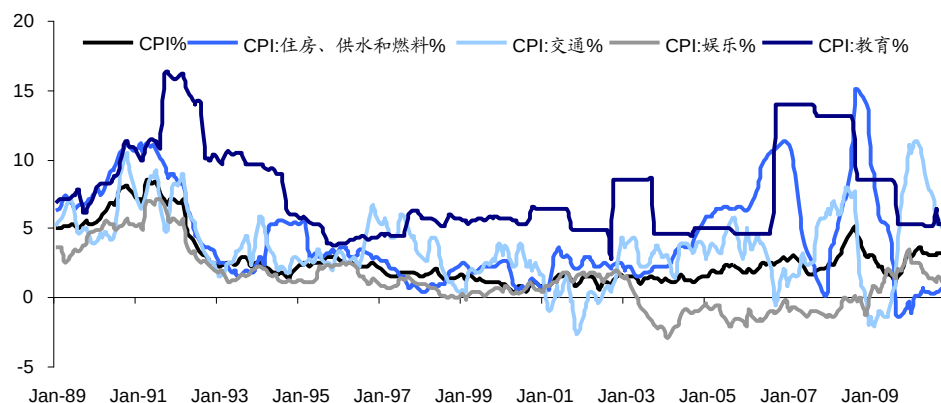
我们拿英国作为重点标的进行了研究，发现其 CPI 的分项指标变化很有代表性，以下几个图对比下来，很清晰地反映出英国通胀的主要推手来自于食品、服装和烟草，而其他项目并未给英国的通胀带来推升、甚至是削弱。那么，我们的立论在英国身上看到了证据。

图 9 英国 CPI 分项研究—稳定类



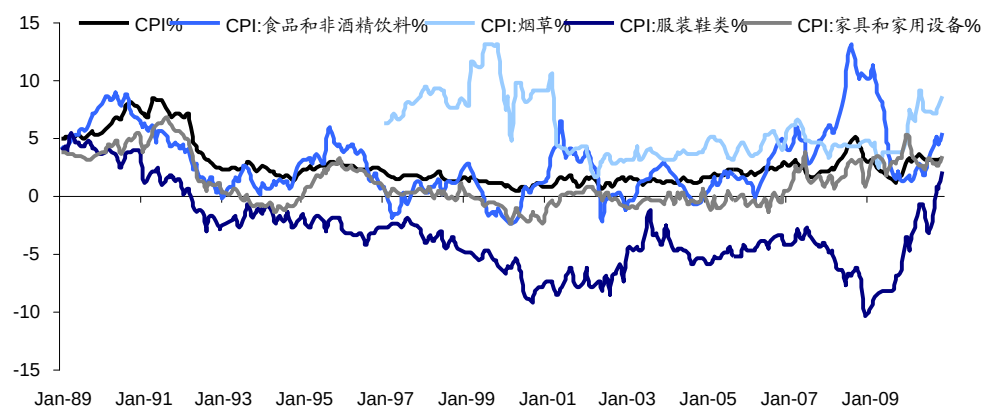
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 10 英国 CPI 分项研究—下降类



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 11 英国 CPI 分项研究—上升类

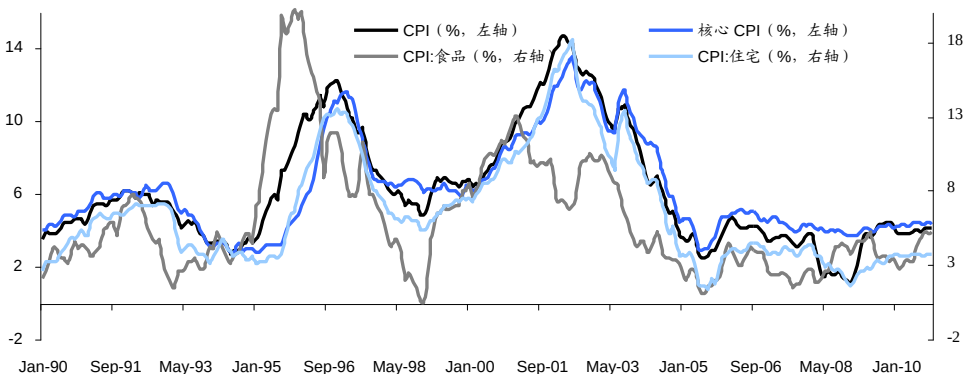


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

尽管我们并不能够马上断言通胀从新兴市场向发达经济体输入的结果即将定型，但是起码我们找到了蛛丝马迹。

我们还考察了美国的情况，但是没有象英国和欧盟那么明显。整体上美国的情况还是处于较为平稳的状态，这和我们的结论还不能完全吻合。

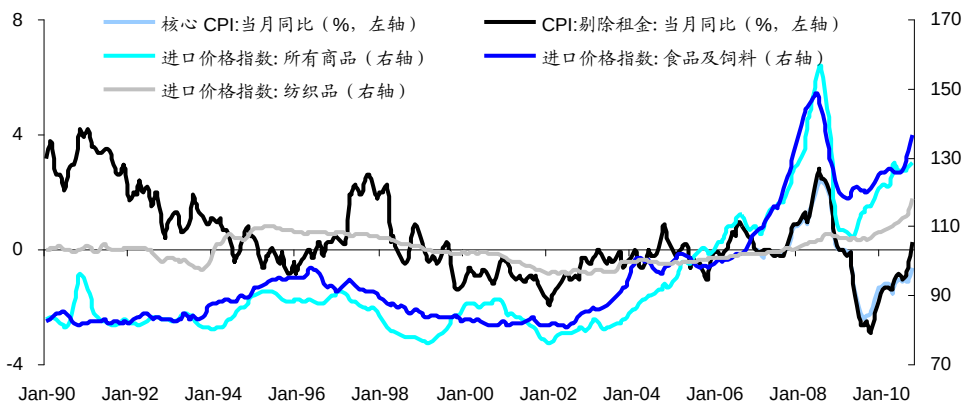
图 12 美国 CPI 分项研究



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

再挑选日本作为研究对象，我们发现输入型通胀的迹象有初步的显现，不过由于日本 CPI 的水平较低，仍然停留在零附近，所以还不能够把这种进口价格的推升作为输入型通胀成立的条件，还需要进一步的观察和追踪。

图 13 日本通胀和进口价格指数变化关系

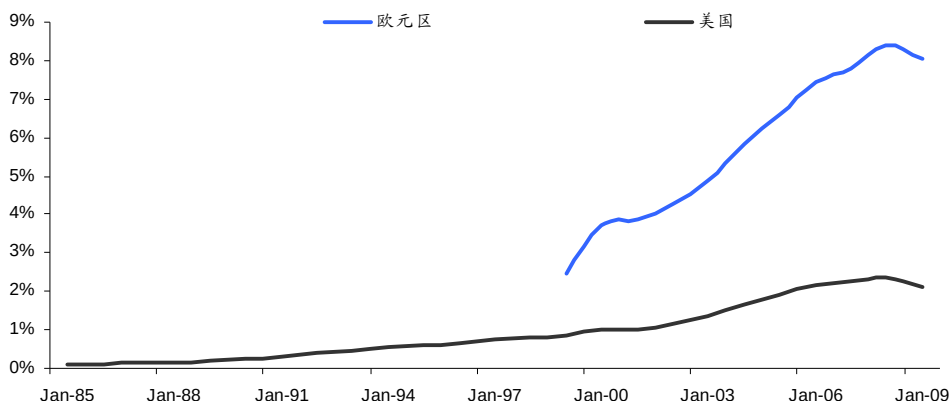


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

尽管不能断言从现在开始新兴市场向发达经济体输出通胀就已经成立的结论，但是通过上述图表我们的试探性研究还是取得了一定的效果，这种可能性并非不存在，但还需要持续的数据跟踪才能有确定性的结论。

我们认为，尽管发展中新兴市场向发达经济体反过来输出通胀的格局不会很快定型，发达经济体利用各式各样的贸易手段来屏蔽这种“反输”是现实的，但是在劳动力成本持续上升的背景下，这种不得不认可的客观问题将随着全球贸易再平衡以及汇率战的“博弈-妥协-再博弈-再妥协”过程中逐步实现。

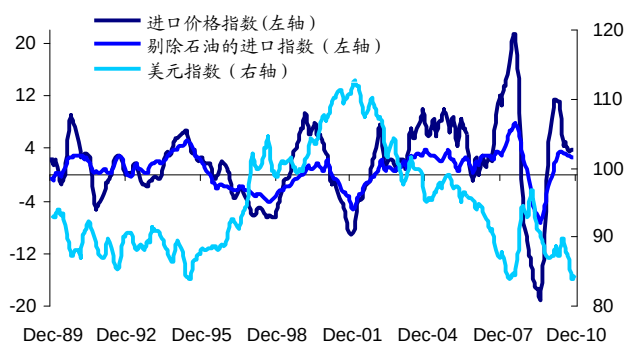
图 14 中国出口占发达经济体 GDP 的比重逐年上升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

我们提取了美国和欧元区两个发达经济体的进口价格指数来进行分析，发现呈现出上升趋势是比较明显的，我们不能完全归结为美元疲弱的因素，在较大意义上也从另外一个角度验证了我们前面“反输”通胀的立论。

图 15 美国进口价格指数变化



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 16 欧元区进口价格指数变化



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

中国目前面临的劳动力开始走向短缺的局面是多方面原因所造成的：高等教育的扩张、计划生育政策的积累发酵、农村生活水平的提高以及新一代对物质生活的追求、吃苦耐劳意愿的下降等等。2009 年，美国从中国进口的商品占美国 GDP 的 2%、而欧元区从中国进口的商品占其 GDP 的比重达到 8%，我们假设这部分商品价格翻倍，那么美国和欧元区的通胀水平将出现较大跳升。也许人们会认为中国企业不具有提高出口产品价格的能力，中国的价格战非常激烈，不过现在，这种状况的扭转正在以用工荒的被动方式表现出来，出口价格指数的持续高位攀升正表达了这一点。我们认为本轮通胀与以往根本性区别可能就在于此。

如果我们这种假设逐步兑现成现实的话，发达经济体目前温和的通胀水平可能就不会持续下去，发达国家和新兴市场通胀的“海水和火焰”对比也不会持续，发达国家隔岸观火的安静也将不复存在，整个全球市场的货币政策将逐渐发生改变，发达经济体目前宽松再宽松的流动性将可能发生逆转。

一旦它们的央行开始从宽松货币政策向紧缩转向，那将对全球股市资金供应产生较大的负面影响。这对于预期美联储第二轮量化宽松政策之后仍然有第三、第四轮的投资者来说可能是巨大的打击，而对于效仿美国的欧洲和日本以及其他发达经济体来说也可能是始料未及的，这种客观存在较大可能性的潜在影响在短期内不会很快成为现实，但是只要

这种可能性存在而且向前演变、那对流动性宽松格局的逆转就会产生不利影响。

从 A 股市场来看，这种通胀输出假设的兑现存在正反两方面的影响力：一方面是通胀的输出有可能缓解国内通胀压力、从而货币政策紧缩预期可能降低，但这种缓解可能是比较薄弱的，人力成本上升推动的通胀压力和货币政策的施力点错位将造成通胀的持续，对市场并不能够起到较好的缓和作用；另一方面是如果发达国家因为通胀上升而开始收紧流动性，那么在 A 股市场中的热钱就可能回流本国，从而产生不利影响。

3. 结论

我们对本轮通胀以及其对 A 股市场的看法是：

一是本轮通胀尽管和以往有货币和投资冲动等相同的激发因素，但是其延续性和以往通胀有本质的不同，人力成本上升推动的因素将使之较长时间内存在和延续，A 股市场对此的心理预期并不充分，其结果就可能导致在政策和预期的错配之间产生股指的大幅波动。

二是本轮通胀和以往最大的一个区别就在于中国等新兴市场国家向发达国家反过来输出通胀的可能性在增加，而以往只有发达国家向新兴市场输入通胀的格局将有可能被打破，由新兴经济体承担通胀和消化通胀的时代也许就此过去了。我们考察了英国、欧盟、美国、日本、德国等发达经济体分类 CPI 指数以及进口价格指数的变化情况，找到了部分证据，尽管这种可能性还没有完全显现出明确的迹象，我们考察的对象中除英国的迹象明显外其他发达经济体还需要进一步留意和观察。但是，我们之所以强调这种通胀“反输入”假设可能在未来兑现，是因为发达国家一旦受通胀困扰而采取紧缩政策，则全球流动性宽松格局就会被扭转，从而股市的资金供应也可能受到影响。

三是通胀从新兴市场向发达经济体“反输入”对 A 股存在两个方面影响，一方面是通胀的输出有望部分缓解国内通胀压力的消化，从而舒缓了货币政策紧缩预期；但是另一方面是发达经济体如果因通胀上升而收紧流动性的话，A 股市场受到外资撤离和外围市场心理影响传导，都将产生不利影响。

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。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。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授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

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

陈 露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com
汪 辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com
李 宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com
单 磊 (021) 23219428 shanl@htsec.com

联系人

汤 慧 (021) 23219733 tangh@htsec.com

基金研究团队

娄 静 (021) 23219450 loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com
吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com
杨俭秋 (021) 23219605 yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com
徐益璠 (021) 23219443 xuyj@htsec.com
陈 瑶 (021) 23219645 chenyaoyao@htsec.com

金融工程研究团队

周 健 (021) 23219444 zhouj@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com
联系人
郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com
邱庆东 (021) 23219424 qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com
联系人
蒋 科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400 zghan@htsec.com
刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403 luying@htsec.com
潘 鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com
联系人
赵 健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411 longh@htsec.com
方 维 (021) 23219438 fangw@htsec.com
舒 灏 (021) 23219171 shuh@htsec.com
联系人
何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com
联系人
夏木 (021) 23219748 xiam@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407 ouzh@htsec.com
联系人
唐爽爽 (021) 23219716 tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389 panhw@htsec.com
谢 盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com
联系人
董 乐 (021) 23219374 dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com
联系人
张孝达 (021) 23219697 zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935 wangry@htsec.com
联系人
白 洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com
联系人
罗少平 (021) 23219390 luosp@htsec.com
虞 楠 (021) 23219382 yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhaoxc@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282 zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610 jiangwn@htsec.com
联系人
刘 宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com
刘 杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406 yanghj@htsec.com
联系人
刘 博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com
联系人
易团辉 (021) 23219737 yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054 pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张 浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com
联系人
房 青 (021) 23219692 fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747
联系人
贾亚童 (021) 23219421

tl5535@htsec.com
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

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowy@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
yinyq@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