

深度报告

宏观经济

2009 年货币经济研究报告（一）

2009 年 03 月 6 日

专题报告

信贷高增长构成经济短期最强有力支撑

● 当前流动性情势判断

流动性过剩局面在 07 年四季度遭遇逆转，但在央行宽松的货币政策作用下，08 年四季度开始重归于流动性过剩局面，无论是超额存款准备金率还是存贷比都佐证了这一点。流动性过剩的局面将维持全年，央行在四季度将会面对经济刚现复苏苗头但通胀压力也快速抬头的困境。

● 3 月份央行公开市场操作

为平滑未来货币市场资金面以及调节信贷增长，且本月和下月到期资金量较大，预计这两个月的正回购和央票发行量将还会保持略高于 2 月份的金额，但这并不表示资金极度充裕的局面会被改变，相反，宽松的货币环境不会被改变。

● 信贷投放：关键是余额增长，而不是当月数值

2 月份信贷投放预计超过 8000 亿元，今年前两月累计新增将超 2.4 万亿，接近去年的一半；M1 增速大幅度修正反弹，M2 增速仍将快速上升，预计分别达 12% 和 20%；信贷余额增速更是高达 23.5% 以上。

● 信贷高增长构成经济短期最强有力支撑

我们认为库存回补仅是导致一季度经济反弹的部分原因，一季度经济快速反弹的主要原因在于信贷投放高速增长。从支出法来分析，前两月净出口对 GDP 贡献为负值，外需的急剧下降，全靠投资来弥补。还需指出的是，信贷投放中虽有近大半是票据融资，但票据融资中资金大部分亦流入实体经济，用于企业融通短期生产资金；且即使扣除票据融资，中长期贷款增长速度仍然非常高。前两月的信贷高速增长，对于经济反弹的作用，超过了企业库存回补对经济的拉动作用。

宏观经济资深分析师 林松立

Tel: 010-82254212

Email: linsl@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

3 月份市场流动性情势分析	4
公开市场操作回顾	4
3 月份央行公开市场操作	4
市场流动性情势判断	5
信贷投放：关键是余额增长，而不是当月数值	7
票据融资比重还将维持在高位，企业贷款需求将缓慢提高	8
居民户贷款量大幅度反弹值得关注	9
货币供应增速还将上升	10
中长期贷款未反应企业信贷需求有快速恢复迹象	10
上半年将继续延续宽松货币政策的格局	10
货币政策展望	11
中央代发地方政府债券	11
8 年来首次外汇占款负增长，资金流出略微加快	11
信贷高增长构成经济短期最强有力支撑	12

图表目录

图 1：央票发行利率快速走低	单位：%..... 4
图 2：隔夜拆借利率低位徘徊	单位：%..... 4
图 3：最近半年央票到期金额	单位：亿元..... 5
图 4：货币净投放额	单位：亿元..... 5
图 5：货币供应量超额比率（M2-GDP-CPI）走势	单位：%..... 5
图 6：实际利用外资金额	单位：亿美元..... 6
图 7：贸易顺差	单位：亿元..... 6
图 8：超额存款准备金率在 08 年四季度急升	单位：%..... 7
图 9：存贷比急剧下降	单位：亿元/%..... 7
图 10：货币供应增速还将急升 2 月份为预测值	单位：%..... 8
图 11：信贷增速将急剧上升（2 月份为预测值）	单位：亿元..... 8
图 12：1 月份信贷投放结构	单位：%/亿元..... 9
图 13：居民户 1 月份新增贷款大增值得关注	单位：亿元..... 9
图 14：三大需求对 GDP 的贡献率	单位：% 13

3 月份市场流动性情势分析

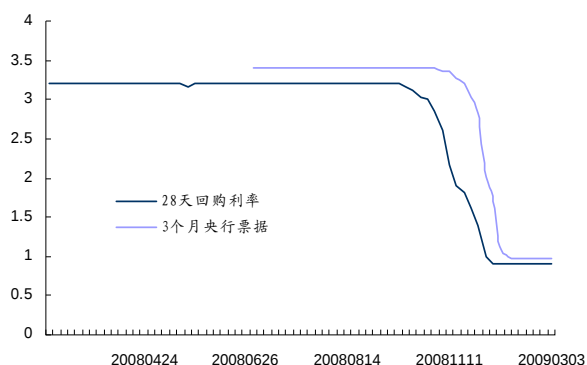
公开市场操作回顾

2 月份公开市场上有 3025 亿元资金到期，同期央行发行了 1400 亿元央行票据，并进行了 5100 亿元回购操作，累计回笼 6500 亿元，实现净回笼 3475 亿元。今年以来，央行公开市场操作业务资金投放基本保持平衡，1 月份央行实现净投放 3810 亿元，2 月份净回笼 3475 亿元，合计前两个月央行只投放 325 亿元。

2 月份 3 个月央票发行利率为 0.9650%，与 1 月份持平。

图 1: 央票发行利率快速走低

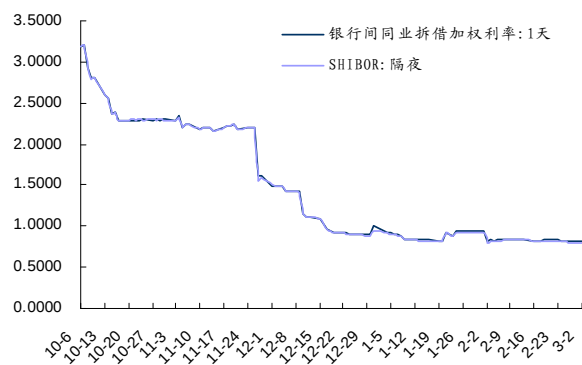
单位: %



资料来源: wind

图 2: 隔夜拆借利率低位徘徊

单位: %



资料来源: wind

3 月份央行公开市场操作

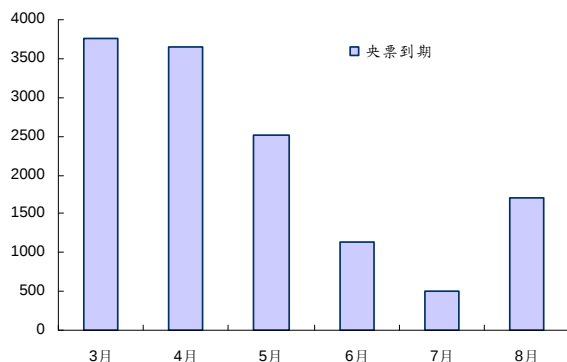
3 月份央行公开市场到期资金为 7260 亿元，创出近 11 个月以来的新高。其中到期央票 3760 亿元，正回购 3500 亿元。到期品种的明细情况显示，3 月份到期资金中有大约有 56% 左右是通过央票和正回购从前三个月中转过来的，其中 2 月份的 28 天期正回购就高达 2900 亿元。

由于去年以来 1 年期央票等品种的发行量呈减少趋势，导致今年后三个季度到期资金较少。根据我们的统计，迄今为止，今年后三季度到期资金量为 1.77 万亿元，其中 4 月、5 月到期量大约在 4000 亿元多，我们认为 4、5 月份实际到期量将超过这个数，原因是央行还会有短期票据发行，以及正回购，预计将达 6000 亿元左右。

考虑到货币政策要平滑未来货币市场资金面以及调节信贷增长，且本月和下月到期资金量较大，预计这两个月的正回购和央票发行量将还会保持略高于 2 月份的金额，但这并不表示资金极度充裕的局面会被改变，相反，宽松的货币环境不会被改变。

图 3: 最近半年央票到期金额

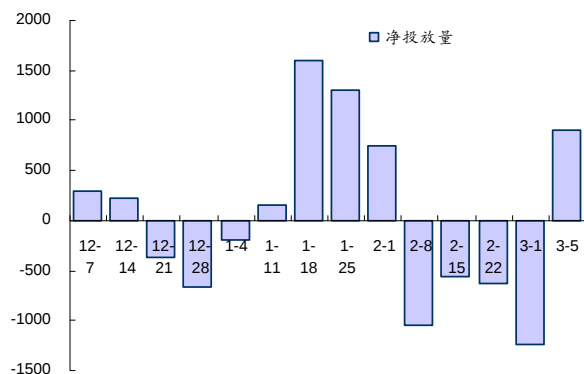
单位: 亿元



资料来源: wind 国信证券研究所

图 4: 货币净投放额

单位: 亿元



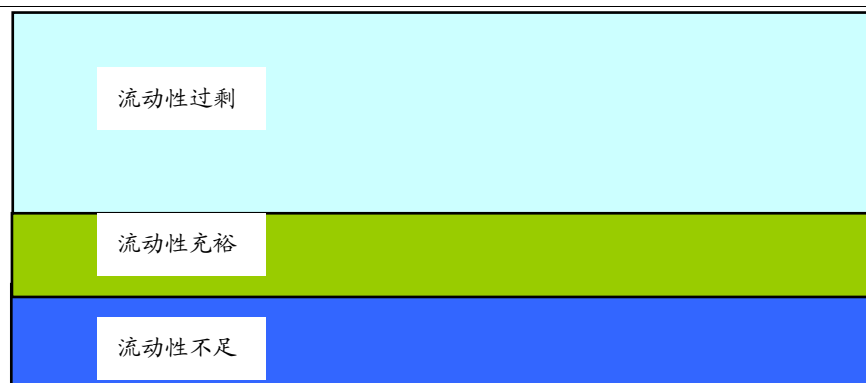
资料来源: wind 国信证券研究所

市场流动性情势判断

利用我们判断流动性的指标——扣除经济增长和物价因素后的货币供应量超额比率来看, 市场流动性从 2007 年四季度短缺局面, 直至 08 年四季度, 流动性才发生了改变——从流动性短缺转变为流动性充裕, 再经由央行的持续宽松的货币政策作用下, 流动性充裕逐渐演变成目前流动性过剩的局面。无论是从央票发行利率来看, 还是从目前票据贴现率与一年期存款利率倒挂来看, 都极其容易判断目前的流动性情势, 而且还可以肯定, 这种局面还将持续一段时间。央行票据发行利率持续维持在历史最低水平——0.9650%, 仅略高于超额存款准备金利率 0.245 个百分点。

图 5: 货币供应量超额比率 (M2-GDP-CPI) 走势

单位: %



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

对目前市场流动性的分析, 我们认为, 流动性在 07 年四季度遭遇从过剩到短缺, 且短缺的局面一直持续在 08 年的四季度, 直至央行转变货币政策方向后, 流动性在 08 年四季度才重新从短缺突变至过剩。从上图分析得出的结论是, 由于 CPI 的急剧下降, 使得货币供应遭遇拐点。这点还可以从存贷比和超额存款准备率在四季度的急升得到佐证。

导致流动性过剩的直接原因可以从货币供给和货币需求两方面看: 货币供给主要表现为外部注入和内部积累; 货币需求表现为货币流通速度先下降后增速放缓。

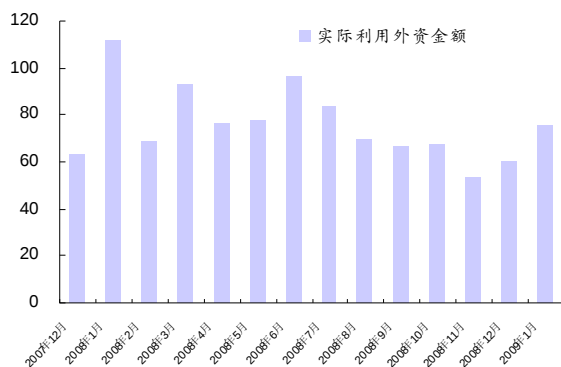
外部注入主要是国际收支不平衡下的被动基础货币投放。虽然目前外围经济体经济不断走低，外需下降很快，但进口下降更快，尤其是进口平均价格的快速下降，导致了进口同比增速下降远超出口，因此每月贸易顺差不减反增。

贸易顺差、FDI 以及资本项目下的资金流入所导致的外汇占款投放增加，是造成这最近三个月来流动性过剩的直接原因，但短期内决定流动性的最大因素在于央行公开市场的操作。07 年四季度虽然贸易顺差仍然高增长，资金也不断流入，但流动性过剩的局面却被扭转，原因主要在于央行公开市场的反操作；同样，从 1 月份的资金供给来看，外汇占款下降了 1000 多亿，但是市场的资金仍然非常充裕，就是因央行最近几个月减缓央票发行速度，而央票到期大约近 7000 亿元。

我们并不同意把贸易顺差和银行信贷创造做为解释市场流动性的最主要原因，否则就无从解释 2007 年贸易顺差仍然居于高位，信贷投放并无大幅降低的情况下市场流动性局面却得到遭致根本性的逆转。短期内决定市场流动性情势主要还是央行货币政策的方向。

图 6: 实际利用外资金额

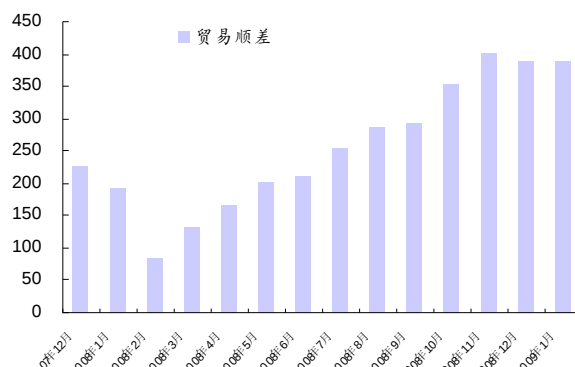
单位: 亿美元



资料来源: wind 国信证券研究所

图 7: 贸易顺差

单位: 亿元

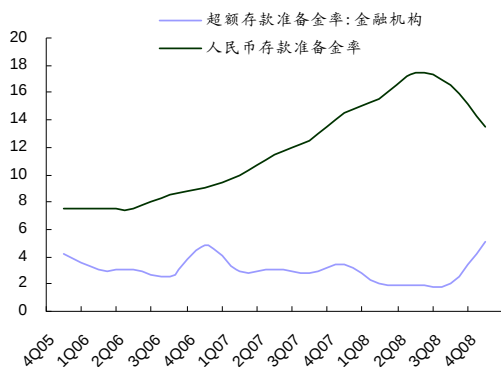


资料来源: wind 国信证券研究所

一季度经济在库存回补，以及政府大规模投资的刺激下，反弹的格局已形成，但经济的反转之势仍未成气候，因此，“双松”的财政和货币政策，还将贯穿整个 2009 年，其中货币政策可能会根据市场流动性进行微调，但整体上市场流动性充裕的局面不会改变。

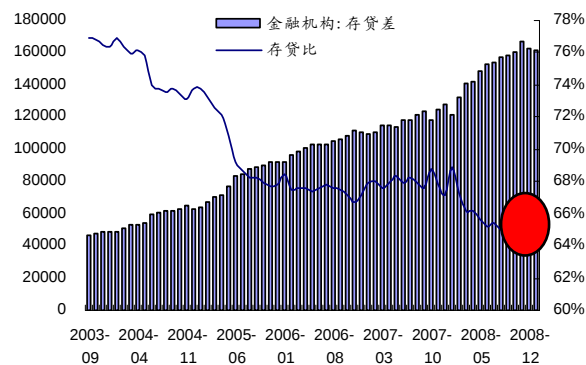
内部积累主要是指金融机构顺周期的内生性货币创造。在经济周期下行中，存款类金融机构为规避风险，有减缓信贷投放的本能。但是在政府引导下，虽然企业信贷需求并无快速回升的迹象，但政府的直接投资将会给存款类金融机构的信贷创造提供了很好的条件，我们认为银行的货币创造已经从低谷回升，近阶段不会加剧流动性过剩的局面，但未来随着企业信贷需求的回升，将不断成为流动性过剩的一个强有力因素。

图 8: 超额存款准备金率在 08 年四季度急升 单位: %



资料来源: wind 国信证券研究所

图 9: 存贷比急剧下降 单位: 亿元/%



资料来源: wind 国信证券研究所

超储水平的变化: 08 年四季度急剧升高

商业银行的存贷差, 对应的是商业银行流动性强的金融资产。2008 年末存款类金融机构人民币各项存款余额达 38.9 万亿元, 各项贷款余额为 48.1 万亿元, 存差高达 16.1 万亿元。存贷比在 2008 年 11 月份降到了历史的新低。但经过 12 月和 09 年前两月的信贷超常规投放后, 存贷比将上升, 显示流动性过剩局面得到一定的改观。

过高的超储水平, 实际上是金融机构存放在央行的过剩资金。尤其是在央行将法定存款准备金率作为常规工具频繁使用的情况下, 超储率仍然维持较高水平, 直接显示了流动性过剩的程度。

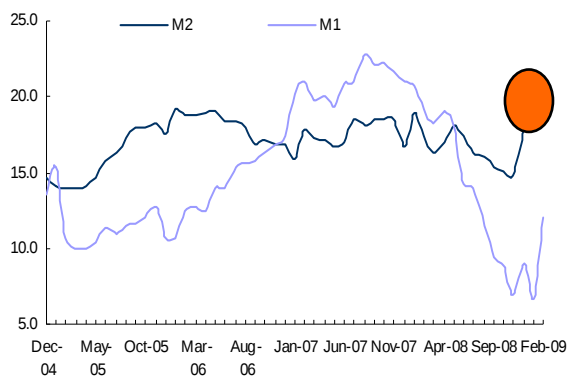
虽然 2002 年以来, 随着法定存款准备金的数次上调, 超额准备金率总体呈下降趋势, 但是, 我们可以看到, 每次法定准备金率调整后, 超储率几乎都能迅速下调抵消法定准备金率的变化, 然后迅速回升。这一局面在 07 年四季度得到改变。

信贷投放: 关键是余额增长, 而不是当月数值

在前期的报告中, 我们指出, 短期内企业贷款需求回升仍然很慢, 但我们认为 2 月份信贷投放将超过 6000 亿元, 大大高于市场预期。2 月份中后旬市场对信贷投放预期大约 4000 亿元左右, 我们认为这一预期, 显然并没完全理解政府的积极政策的力度。从 2008 年 11 月份至 2009 年 1 月份, 中长期贷款仅为 1 万亿多, 其中政府投入部分大约为 2000 多亿, 其余 8000-10000 亿元左右为银行配套贷款, 在这一目标离政府两年投入 1.18 万亿还有很大的距离; 而且, 即使早期的大部分是优质项目, 但项目贷款并非一次性投入, 大多都是分期投入的。

最近媒体对2月份信贷市场的预期提高了很多,从各方面反馈回来的消息,尤其是四大行的2月份信贷投放还是很大。我们预期2月份信贷投放有望超过8000亿元。

图 10: 货币供应增速还将急升 2 月份为预测值) 单位: %



资料来源: wind 国信证券研究所

图 11: 信贷增速将急剧上升 (2 月份为预测值) 单位: 亿元



资料来源: wind 国信证券研究所

票据融资比重还将维持在高位, 企业贷款需求将缓慢提高

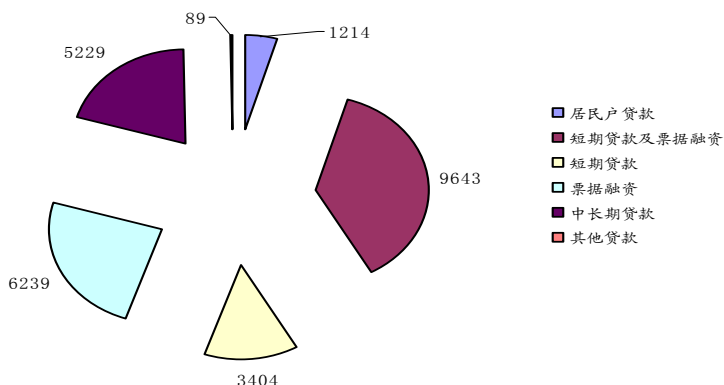
从1月份数据来看, 当月1.62 万亿新增信贷中, 新增票据融资 6239 亿元, 占比 39%, 新增中长期贷款 5229 亿元, 占比 32%。我们预计2月份新增贷款中票据融资比重还将维持在高位, 票据贴现占比的提高一方面是由于存款类金融机构的资金过于充裕, 一方面也说明了经济下行过程中企业信贷需求的不足。

由于金融机构资金过于充裕, 导致了票据贴现供需两旺, 目前贴现率以及接近了 1% 的水平, 说明了银行的票据贴现虽量很大, 但盈利性很低。

从工行及建行发布的信息来看, 工行及建行新增的一般贷款中, 有接近 40%-60% 的比例是投放于政府配套项目的基建贷款。这个比例与我们对中长期贷款大部分是为政府的投资做配套贷款的判断一致。目前新增信贷主要来源于短期的票据融资, 以及从总量和政府最近几个月计划的投资额来看, 中长期贷款大部分投向政府财政主导项目, 说明了企业信贷需求未现改善局面, 但我们认为2月份以后企业贷款需求将会随着经济的反弹而逐步改善。

图 12: 1 月份信贷投放结构

单位: %/亿元



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

居民户贷款量大幅度反弹值得关注

1 月份我国居民户人民币贷款猛增 1214 亿元, 较去年月均 500 亿元左右的金额有明显增长。

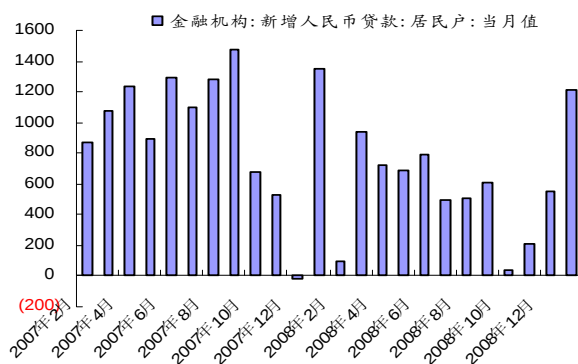
居民户贷款包含居民消费性贷款和居民经营性贷款, 其中消费性贷款占比较大。其中 1 月份居民户贷款中消费性贷款为 568 亿元, 经营性贷款为 645 亿元。在经济下行周期中, 通常居民经营性贷款收缩明显。从 1 月份居民信贷贷款高增来判断, 我国个人消费贷款在 1 月增长强劲。

而住房贷款在居民消费贷款中是占比最大的部分, 其增速在很大程度上决定消费贷款的增速。数据显示, 1 月份主要反映住房贷款的居民户中长期贷款新增达 484 亿元。工行 1 月份个人住房贷款增加 132 亿元, 是 2008 年全年个人住房贷款增加量的 20%。

居民户贷款量大幅度反弹不容忽视的一个重要原因是它极为可靠地反映了房地产市场的成交量。

图 13: 居民户 1 月份新增贷款大增值得关注

单位: 亿元



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

我国消费信贷呈现出快速增长的态势，这与我国一系列刺激内需政策紧密相关。国家对住房消费、汽车消费、农村消费等领域的金融支持力度加大，是拉动个人消费贷款提升的主要原因。

货币供应增速还将上升

2 月份信贷增速我们认为将达 23.5% 以上，比上月高 2.5 个百分点。这个增速将创十年来的最高，信贷的高速增长主要原因是政府 4 万亿经济刺激计划。货币供应量还将加快，预计 M1 增速在 2 月份将达到 12% 左右，而 M2 增速将达到 20% 以上。

中长期贷款未反应企业信贷需求有快速恢复迹象

信贷增长不可持续是一个伪命题，信贷减缓并不表示宽松的货币政策对经济支持力度减弱。

目前市场共识是 1 月份的信贷增长速度是不可持续，我们对此看法是：信贷增长不可持续是常识性问题，无论从贷款需求还是贷款供给来看，信贷增长不可持续都是一个常识性问题。

其次，强调这个伪命题，将容易误导两点。

其一是，信贷增长不可持续并不代表流动性过剩的局面一定会在 2 月份得到逆转。这一点无论是从 shibor 隔夜利率还是从银行间隔夜利率都可以看出，即使在央行最近两周开始小幅度地回收资金，市场的资金过度到隔夜利率为 0.83% 左右，仅仅略高于超额存款准备金率 0.72%；

其二是，信贷增长不可持续并不代表宽松的货币政策对实体经济的支持力度逐步减弱。

我们测算，如果 2 月份和 3 月份信贷投放能达到 5000 亿元，信贷增速分别为 22.05% 和 22.6%。（如果 2、3 月份信贷投放降低到每月 4000 亿元，则信贷增速将为 21.69% 和 21.87%）这个增速为 04 年以来最高，这个增速并不意味着表明了宽松的货币政策对实体经济的支持力度将逐步减缓，相反，对实体经济的支持力度实际上更增强了。这里需要纠正的是月度信贷投放是一个流量概念，但信贷余额是一个存量概念。

上半年将继续延续宽松货币政策的格局

这一点，央行在《中国货币政策执行报告（2008 年第四季度）》强调的非常清楚：

一是再次就强调今年的货币供应量是：以高于 GDP 增长和物价上涨之和约 3-4 个百分点的增长幅度作为全年货币供应总量目标，争取广义货币供应量

M2 增长 17% 左右。央行将根据经济形势特别是贸易顺差的变化，合理安排公开市场工具组合、期限结构和操作力度，灵活适度管理银行体系流动性，以确保银行体系流动性充足。

其次，央行认为短期内通缩压力比较大，但长期内通胀压力很大。当前全球货币条件总体宽松，部分重要经济体已经或可能采取量化宽松的货币政策，在这样的格局下，一旦市场信心恢复，国际商品价格还可能重拾涨势。当前不少经济体及其央行的大规模注资和金融救援计划，都会导致货币增发和财政赤字增长，从中长期看很有可能转化为通货膨胀压力，对此也要给予关注。

货币政策展望

一季度虽然 CPI 仍将继续下滑，但我们认为还不足以构成降息。近期内降息的可能性很小主要原因是，央行通过注入流动性鼓励信贷投放已经达到了目的，再加以降息的必要性大大降低。我们认为上半年的降息空间很小，最有可能降息时间窗口的是 3、4 月份末 CPI 负增长，并伴以实体经济的企稳迹象被减弱之时。

中央代发地方政府债券

1 月份，全国财政收入 6131.61 亿元，比去年同月减少 1265.03 亿元，下降 17.1%。其中，中央本级收入 2964.82 亿元，下降 28.4%；地方本级收入 3166.79 亿元，下降 2.7%。经济危机对地方财政收入的负面影响正在逐步显现。

而地方财政收入结果更加不理想。在去年土地市场急剧降温的情况下，全国土地出让总收入 9600 多亿元，相比前年的近 1.3 万亿元大幅减少。从各地的数据来看，更为低迷。如上海去年实现土地出让总金额 154.26 亿元，同比减少 60.6%；而广州、深圳状况也好不到哪里去；北京是去年一线城市中唯一土地出让金增收的城市，但增幅并不明显，且从去年下半年起地价明显下降。

今年地方政府须为中央投资项目提供配套资金约 6000 亿元，而地方政府自身仅能够提供 3000 亿元，地产政府虽然有着强烈的投资拉动本地经济的计划，但显然从财力方面而言，距离计划目标还远的很，2000 亿元地方政府债券即使通过发行，仍然不能改变目前地方政府的窘境。

8 年来首次外汇占款负增长，资金流出略微加快

1 月份外汇占款首次意外地下跌，外汇占款余额从 16.83 万亿意外地下跌到 16.70 万亿，减少了 1300 多亿元。这是自 2000 年以来外汇占款首次减少。2008 年上半年外汇占款月均增加额大约为 4000 亿元，反映出央行用人民币货币投放来对冲贸易顺差和热钱涌入的力度；在 2008 年下半年，热钱呈现出小幅流出中国的趋势，但由于此时期中国仍然维持着高数额的贸易顺差和 FDI，月度外汇占款增长的最低额仍然维持在 1000 亿人民币以上。

从1月份外汇占款所反映的情况来看，最近一段时间延续了资金少量流出的局面，资金的流出有以下一些原因，一是在出口增速等其他原因作用下人民币贬值预期；其次是国外经济的快速回落导致收缩投资，或其他原因下抛售资产以求解决自己国内的资金压力，再次，中国与周边国家和地区进行人民币货币互换，也将造成部分外汇占款的减少。为加快人民币国际化的进程，近期央行先后与韩国、香港和马来西亚进行了1800亿、2000亿和800亿元人民币的货币互换，签订协议的时间分别为去年12月、今年1月和2月。

外汇占款意外负增长，说明了资金有加速流出的迹象，单从1月份贸易顺差和FDI来看，1月份资金流出大约在600亿美元多，但相对于总量，数量还在正常范围内。我们认为热钱的流出绝不是市场所想象的那么可怕，资金流入流出如果在正常的范围内，对实体经济的影响基本不大，同样对中国的资产价格也影响不大，短期内央行的公开是茶馆操作还是决定了市场流动性的充裕程度。

信贷高速增长构成经济短期最强有力支撑

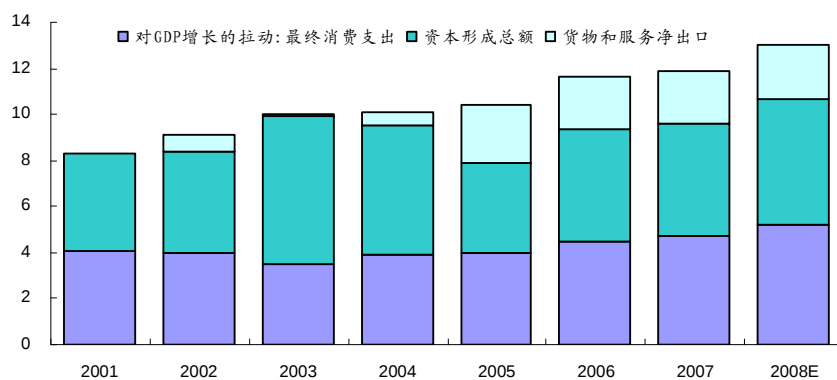
从支出法来分析，05年以前投资比重对GDP的贡献占了主要部分，2005年之后，由于出口的快速增长，使得净出口对GDP增长的贡献快速提升，如下图所示，净出口对GDP的贡献在2001-2004年之间，净出口对GDP增长的拉动在0-0.7%之间，但是05年后快速提升至2.3%水平，而投资的贡献相应地6%多，下降至2007年的4.9%。

受外需大幅度回落影响，近期的出口的负增长将显著影响到净出口对经济反拉动作用。所以政府做出了大力推出政府投资计划以刺激经济。从一月份来看，消费增速虽然有所回落，但是幅度不大，基本保持着平稳回落状态，因此从需求方而言，若不愿接受经济大起大落之结局，为保经济平稳增长，短期内只有依靠投资给予经济注入强心剂。

从支出法来分析，前两月净出口对GDP贡献为负值，经济增长主要得力于投资的告诉增长和消费的平稳，我们认为库存回补是导致一季度经济的反弹主因的观点，低估了信贷高速增长对经济拉动作用。我们并不同意信贷投放高速增长对促进经济增长的作用有限的看法，实际上，从短期内来看，自08年11月份以来，经济能快速反弹，企业的库存回补是一重要因素，另一重要因素是政府投资的快速且密集投入。虽然信贷投放有近大半是票据融资，但票据融资中很大一部分也是用于融通短期生产资金的；同时，即使扣除票据融资，中长期贷款增长速度还是非常高，对于缓和总需求的急剧下降有非常大的积极意义。

图 14: 三大需求对 GDP 的贡献率

单位: %



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煜	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wanacs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456