

深度报告

宏观经济

2009 年货币经济研究报告（三）

2009 年 06 月 4 日

本报告的独到之处

■从金融数据解读宏观经济回暖的质量

专题报告

金融数据发出的不和谐音

●金融数据和宏观经济数据

GDP 和工业生产等数据直接反映宏观经济形势，但有时它会失真，或者无从窥得真相。金融数据是最真实的，但它不直接反应宏观经济形势。真实的金融数据能从另一个层面解读目前经济复苏的程度。

●金融数据发出的不和谐音

最大的不和谐音是快速增长的货币信贷与相对缓慢的实体经济之间的反差。如果这种反差持续较长时间，无疑会加大未来的经济波动的风险和不良贷款反弹风险。而部分股份制银行贷款余额不增反降，透露出的是私人部门的贷款需求回升极其缓慢，大规模的经济刺激计划并未如预期带动私人部门跟进。

短期贷款余额不增反降，有结构性原因，但更主要的是生产复苏缓慢导致贷款需求回升缓慢。从贷款需求来看，贷款需求原大多来自大部分为沿海区域的私人部门，但内地的贷款需求明显高于沿海，主要是由于政府对中西部的投资项目比较多。而企业活期存款余额小幅下降，更对目前 7% 的工业生产增速提出质疑。

●通胀压力何时抬头

通胀一定是货币现象，但是货币发行过量短时期不一定会造成通胀。目前的货币供应增速有望小幅回落，但仍明显过快。09 年四季度在先行行业带动经济逐步走向复苏，伴随着部分先行行业的价格指数快速上升，以及通胀压力的快速抬头，但通胀的真正来临不会早于明年初。

●三季度信贷投放仍将维持较高水平

6 月份以及三季度的信贷投放量，取决于三个方面，一是住房贷款——月均 700 亿元左右的新增量，二是政府投资计划的银行配套资金投放，三是私人部门的贷款需求。虽然私人部门的贷款需求复苏的仍很缓慢，但在由于项目资本金比例下调以及中央政府代替地方政府发行 2000 多亿元的地方债，地方政府的配套资金到位将大大提高，因此，6 月份乃至三季度，信贷投放仍将有望维持较高水平。

●货币政策展望

近期降息几无可能。降息既无必要，亦无可能。央行下一步主要任务是继续保持银行体系流动性充裕，引导金融机构合理增加信贷投放。从结构上而言，股份制银行的流动性较国有银行紧张，尤其是下调部分项目资本金比例后，必然要求银行相应地增加信贷投放。央行很有可能在 6、7 月份再次下调存款准备金率以保持银行体系充裕的流动性。

相关研究报告：

2009 年货币经济研究报告（一）

信贷高增长构成短期经济最强有力支撑

2009 年货币经济研究报告（二）

信贷高增长下的货币政策走向

宏观经济分析师 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

经济回暖质量到底如何	4
金融数据和宏观经济数据	4
PMI 和季度 GDP 数据	4
金融数据发出的不和谐音	5
最大的不和谐：快速增长的货币信贷与相对缓慢的实体经济	5
不和谐之二：部分股份制银行贷款余额不增反降	5
不和谐之三：短期贷款不和谐：余额不增反降	6
不和谐之四：企业活期存款余额小幅下降	7
居民户消费性贷款：未能与房地产销售共进	8
通胀压力何时抬头	9
30 年的超额货币供应	9
通胀压力将在年底抬头	9
短期 CPI 判断：食品价格正在走出底部	10
三季度信贷投放仍将维持较高水平	11
项目资本金的下调是三季度新增贷款的最主要力量	11
居民户消费性中长期贷款为另一稳定来源	11
货币政策展望	12

图表目录

图 1：两个 PMI 数据	4
图 2：工业生产与发电量的背离	4
图 3：工业增加值与信贷增速的巨大背离	5
图 4：股份制银行和国有商业银行贷款月增额（亿元）	6
图 5：股份制银行超储率 3 月底降幅较大	6
图 6：短期贷款余额在 4 月份出现下降（亿元）	7
图 7：国有和股份制银行短期贷款月新增量（亿元）	7
图 8：企业活期存款（亿元）	8
图 9：财政存款余额快速下降（亿元%）	8
图 10：居民户贷款（亿元）	8
图 11：居民户消费性中长期贷款（亿元）	8
图 12：CPI 底部徘徊	10
图 13：CRB 工业和综合指数稳步走出底部	10
图 14：食用农产品价格指数（商务部）	10
图 15：人民币存款增速持续攀高	10

摘要

有利于短期的，长期经常是有害的。伯南克 6 月 3 日向美国国会作证时指出一点：美国联邦政府大规模的预算赤字对金融稳定性造成了威胁，并指出美国政府不能无限期地以当前速度标售国债以填充赤字，并称“要想维持美国金融市场的信心，我们必须现在就开始为恢复财务平衡的问题作出规划。”

我国经济多年高速发展，加上收入分配偏向政府的体制，暂时无美国类似的问题，但短短的半年不到时间，金融数据也已发出不少的不和谐音。经济的复苏是肯定的，但复苏的程度是否如一季度公布的数值所反映的，我们从金融数据出发，读出不少的不同看法。

过去十年期间，中国的货币供给(M2)与经济增长有着一致性的变动趋势，说明了货币对产出有正向激励，这与国际上的理论与实证是一致的，但是最近四个月以来，这一致性变动趋势却形成了巨大的背离。

前 1-4 月份，快速增长的货币信贷与相对缓慢的实体经济存在较大的反差。很显然，如果这种反差持续较长时间，无疑会加大未来的经济波动的风险和不良贷款反弹风险，也反映了在国际金融危机的特殊环境下，近期我国货币信贷高速增长有利有弊，利是否一定大于弊，还需要时间的检验。如果未来两个季度内，这种巨大的反差不能得到一定程度的逆转，未来不良贷款率的快速升高应是不争的事实。我们并非反对过度宽松的货币政策，而是提醒其中所蕴含的巨大的风险。

其次，部分股份制银行信贷投放出现了负增长，如交行和光大银行信贷余额在 4 月份不增反降，难道仅仅是央行之前预见的“冲时点”原因么？

同时，4 月份短期贷款余额为何又不增反降？去年 11 月份企业集中去库存的作用下，企业大量归还短期贷款，造成短期贷款余额在当月急剧下降，除此之外未见最近几年因各种因素有短期贷款余额下降之现象。

以上的总总背离现象，令我们不能忽略一点：一季度以来工业生产回升的极其缓慢，而生产复苏缓慢导致贷款需求回升缓慢。在政府大规模的经济刺激计划下，私人部门的投资跟进缓慢。

经济回暖质量到底如何

金融数据和宏观经济数据

这篇报告并非 Data Mining，而是通过解读真实的金融数据，从另一个侧面试图解释目前宏观经济复苏的程度。必须指出的是，首先，经济正慢慢从低谷走向复苏，政府强有力的经济刺激计划带动我国经济走出 08 年 4 季度的低谷，我们并不是试图否定目前的经济的复苏；其次，我们依然坚持我们的一贯观点：09 年 4 季度，在先行产业带领下我国经济将稳步走向复苏。

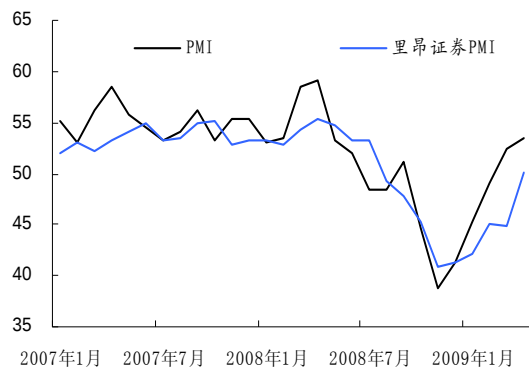
虽然我国的宏观经济数据逐步在完善中，但无可否认的是，仍存在一定的的问题。GDP 和工业生产等数据直接反映宏观经济形势，但有时它会失真，或者无从窥得真相。金融数据是最真实的，但它不直接反应宏观经济形势。真实的金融数据能从另一个层面解读目前经济复苏的程度。

GDP 数据有时失真的原因，还在于季度 GDP 数据的核算与年度 GDP 统计和核算并不一样。年度 GDP 是核算 94 个行业的增加值，而季度 GDP 仅利用 20 各行业的数据，结合一定的变量进行推算而取得的结果，其中的偏差也是难免的。

PMI 和季度 GDP 数据

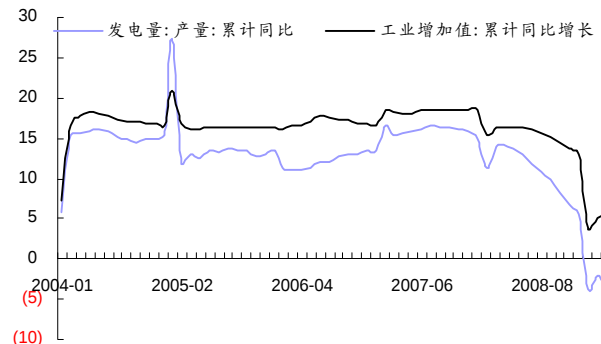
当 PMI 指数开始逐步被市场所接受的时候，两个机构公布的 PMI 指数却发生了矛盾，中国物流与采购联合会发布的官方 PMI 指数大幅反弹，超越 50 的牛熊分界线到 52.4，而里昂证券的判断仅维持 44.8。市场以样本差异给予解读（前者多以大中型企业为调查对象，而里昂样本则更多集中于东部沿海地区的中小型企业），但回顾过去一年的 PMI 走势，会发现其中不少问题。

图 1：两个 PMI 数据



资料来源：wind

图 2：工业生产与发电量的背离



资料来源：wind

季度 GDP 的核算有时候类似 PMI，前文指出，季度 GDP 的核算远不如年度

GDP 精确，大量的结果是通过推算以及样本调查取得的，而更重要的是，GDP 数值有时会因结构性等原因而失真，以致不能精确反映经济增长情况。

金融数据发出的不和谐音

最大的不和谐：快速增长的货币信贷与相对缓慢的实体经济

从下图可以看出，过去十年期间，中国的货币供给(M2)与经济增长有着一致性的变动趋势，说明了货币对产出有正向激励，这与国际上的理论与实证是一致的，但是最近四个月以来，这一致性变动趋势却形成了巨大的背离。

09 年前 1-4 月份，快速增长的货币信贷与相对缓慢的实体经济存在较大的反差。很显然，如果这种反差持续较长时间，无疑会加大未来的经济波动的风险和不良贷款反弹风险，也反映了在国际金融危机的特殊环境下，近期我国货币信贷高速增长有利有弊，利是否一定大于弊，还需要时间的检验。如果未来两个季度内，这种巨大的反差不能得到一定程度的逆转，未来不良贷款率的快速升高应是不争的事实。我们并非反对过度宽松的货币政策，而是提醒其中所蕴含的巨大的风险。

图 3: 工业增加值与信贷增速的巨大背离



资料来源: wind 国信证券研究所

不和谐之二：部分股份制银行贷款余额不增反降

在经历了一季度信贷投放高增长后，部分股份制银行信贷投放出现了负增长，如交行和光大银行信贷余额在 4 月份不增反降，整体上股份制银行在 4 月底信贷投放增量并不大。

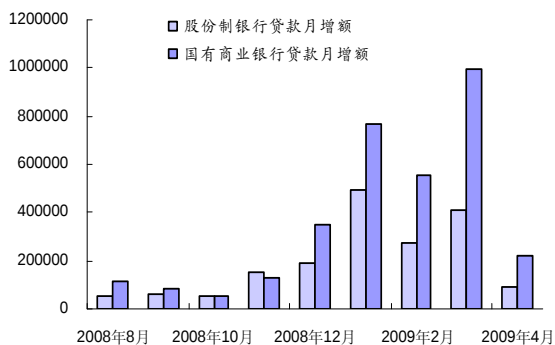
信贷余额下降在我国股份制银行过去十几年的历史中是极为罕见的，央行在《中国货币政策执行报告（2009 年一季度）》中有所预见，但应未料及贷款余额会不增反降。我们同意央行预见信贷回落的理由：由于 3 月份贷款猛增一定程度上受到商业银行季末考核等因素影响，有“冲时点”的成分，因此 4 月份以至未来几个月，金融机构和企业都需要一段时间“消化”。

但我们认为这一解释，不能掩盖为何四大国有银行信贷继续稳定增长，而部分股份制银行信贷余额下降的原因。不能否认有“冲时点”的原因，但亦不能否认这样一个事实：在资金仍处于非常充裕的情况下，股份制银行信贷余额下降是由于股份制银行争抢“铁公基”项目——4 万亿经济刺激计划中的大项目的的能力远弱于四大行，而私人部门的贷款需求仍然回升缓慢，导致部分股份制银行贷款的信贷投放快速放缓，也即，扣除为政府投资计划提供配套资金后，私人部门的信贷投放并无多大起色。

股份制银行流动性是否偏紧？

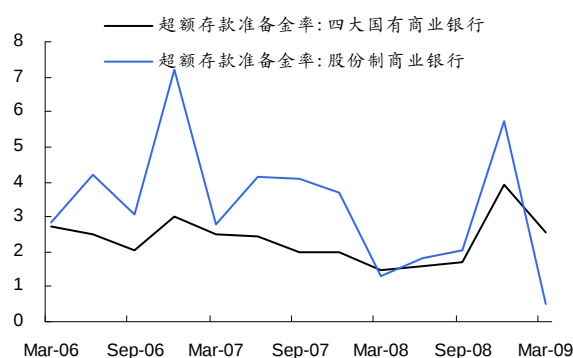
必须注意的是，股份制银行超储率 3 月底下降到 0.49%，这是否意味着股份制银行流动性宽裕的局面已经被扭转，从而导致 4 月份信贷投放动力不足？股份制银行的流动性仍处于充裕状态，从同业拆借可以看出，4 月份股份制银行仍是净拆出，而且短期利率走势非常平稳，未显示有流动性不足的迹象。

图 4：股份制银行和国有商业银行贷款月增额（亿元）



资料来源：wind 国信证券研究所

图 5：股份制银行超储率 3 月底降幅较大



资料来源：wind 国信证券研究所

不和谐之三：短期贷款不和谐：余额不增反降

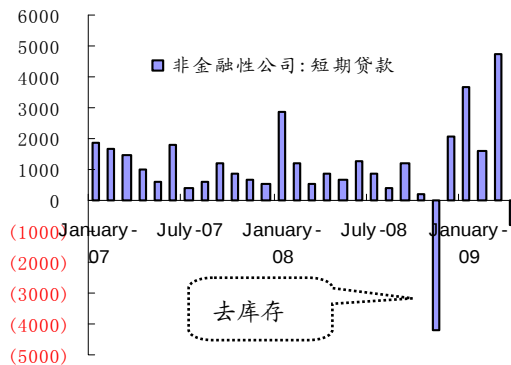
4 月份，国有商业银行短期贷款余额下降 1190 亿元，股份制商业银行下降 428 亿元，城商行短期贷款略有增加，整个银行体系短期贷款余额下降了约 800 亿元。

从下图中我们可以看到，去年 11 月份企业集中去库存的作用下，企业大量归还短期贷款，造成短期贷款余额在当月急剧下降，除了之外未见最近几年因各种因素有短期贷款余额下降之现象。探究 4 月份短期贷款下降的原因，我们认为有结构性原因，但更主要的是生产复苏缓慢导致贷款需求回升缓慢。

在 5 月底国信金融业研究小组组织了一次银行家沙龙上，通过调查部分银行得出的结论基本一致：主要原因是企业的主动还款，非政府部门的贷款需求较少，目前还没看到复苏的迹象。而且从区域性结构来看，也证实了这点。从贷款需求来看，贷款需求原本大多来自大部分为沿海区域的私人部门，但近期内地的贷款需求明显高于沿海，主要是由于政府对中西部的投资项目比较多。

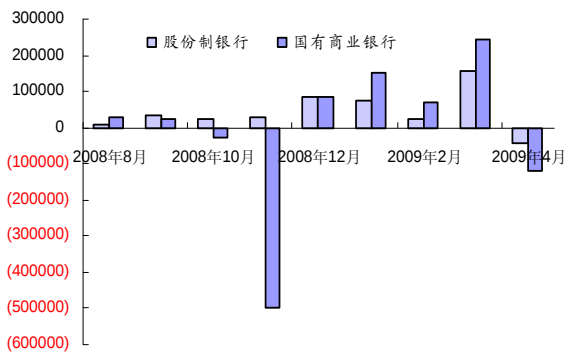
结构性是指今年前4个月5万多亿的贷款投放后,大部分集中于效益以及受冲击较小的大企业,而这些贷款“相对过剩”的大企业,由于投资意愿显然仍比较谨慎,在极其容易获得短期贷款的情况下,必然会选择归还部分短期贷款,而保留长期贷款,因此最终就表现为中长期贷款增长,而短期贷款下降。

图 6: 短期贷款余额在 4 月份出现下降 (亿元)



资料来源: wind 国信证券研究所

图 7: 国有和股份制银行短期贷款月新增量 (亿元)



资料来源: wind 国信证券研究所

不和谐之四：企业活期存款余额小幅下降

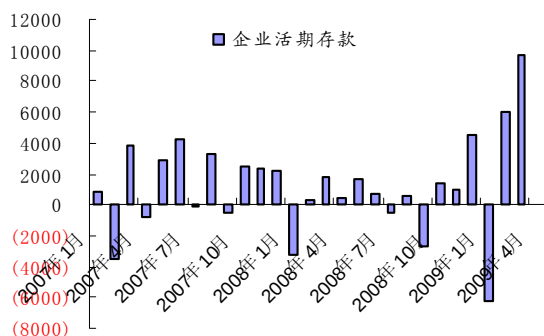
企业活期存款的月度变化，并不一定跟经济走势同步，但企业活期存款跟企业生产经营活动密切相关，一向被视为工业生产是否景气的同步指标。从下图可以看出，春节所在月份，企业活期存款必定下降，原因我们在前期报告已作出解释；此外在经济平稳增长的月份，有时也会因各种因素导致活期存款下降。

似乎 4 月份活期存款下降亦属正常，但注意到 4 万亿投资计划下，企业定期存款增加将近 1 万亿，而活期却小幅下降，并不正常。

今年一季度，政府投资大规模支出的结果是，财政支出猛烈增加而财政存款大幅减小。随之而来的就是 2 月份的企事业单位活期存款大幅度增加，3 月份继续增加，但随后的 4 月份，在政府投资项目贷款经过一个短暂的高峰后，企事业单位活期存款随之不增反降，从这点可以看出，企业的活期存款的增加完全是政府大规模经济刺激计划的副产品，而真正由企业意愿引致的并不多。

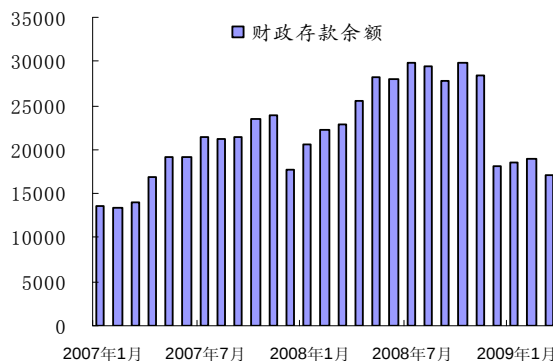
因此关键的问题是，活期存款的增减能否较为直接地反映总需求情况。我们认为，总需求在目前这个阶段，可以分为两部分，一部分是政府购买支出形成的总需求，另一部分是私人部门的总需求。目前政府 4 万亿投资计划正在持续中，相应的这一部分需求将会延续到年底，而由此引致的私人部门需求，目前从活期存款来看，仍存有很大的疑问，至少可以肯定是回升比较缓慢。

图 8: 企业活期存款 (亿元)



资料来源: wind 国信证券研究所

图 9: 财政存款余额快速下降 (亿元%)



资料来源: wind 国信证券研究所

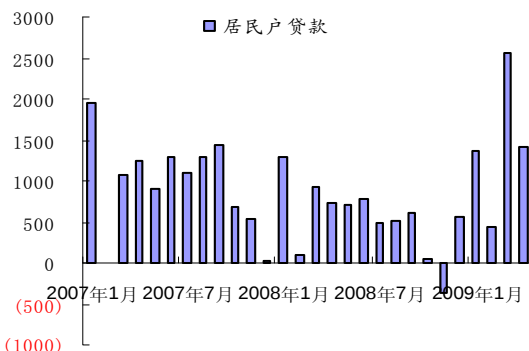
居民户消费性贷款: 未与房地产销售共进

我国的居民户消费贷款余额变化并不能反映居民户消费的实际情况, 相反, 却是房地产业最佳的同步指标。居民户中长期贷款主要是由车贷和房贷两部分构成, 而其大部分都是住房贷款。个别月份会由于首付款比例的不同而略有失真。

今年前三个月份, 房地产住房贷款的增长与房地产销售数据完全同步。1-2 月份消费性中长期贷款增加 980 亿元, 而 08 年同期增加额为 840 亿元; 3 月份为 854 亿元, 远高于 08 年同期的 299 亿元, 4 月份为 877 亿元, 这与国信地产研究小组统计的数据相吻合。4 月份居民户中长期贷款略微高于 3 月份, 但远低于我们 1300 亿元的预测值。

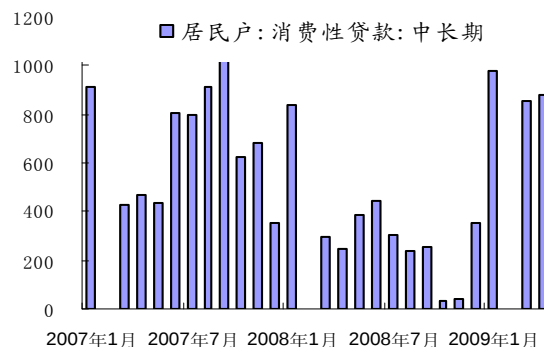
从房地产销售情况来看, 3 月底至 4 月份房地产销售达到一个短期性高点, 下图清楚地表明, 今年前 4 个月住房贷款总额已经超过了 07 年最高水平。但房地产消费贷款者增加的并不多 (中长期贷款 90% 以上为住房贷款), 原因有可能是: 4 月份的房地产销售, 购房者部分将于 5 月份申请贷款; 其次是购房者提高了首付比例。

图 10: 居民户贷款 (亿元)



资料来源: wind 国信证券研究所

图 11: 居民户消费性中长期贷款 (亿元)



资料来源: wind 国信证券研究所

通胀压力何时抬头

30 年的超额货币供应

首先必须明确两个问题，第一个问题：通缩还是通胀？我们的答案自去年以来就很明确。至今一直坚持以下的观点：通缩的可能性很小，需要提防的应该是通胀压力的抬头。因为一方面是政府必定会通过非常宽松的货币政策以及财政政策来刺激经济，而中国经济将会在先导行业带领下，逐渐走出去年四季度经济的低谷。

第二个问题是：何时通胀？通胀一定是货币现象，但是货币发行过量却不一定会造成通胀，至少短时期内不一定。

回顾中国 30 年的经济增长与货币发行，我国货币供应大大超过了经济增长所需要的货币量，但是很长一段时期内并没有造成通胀，甚至连通胀压力都不大。从 1978 年-2008 年，M2 增长率每年大约超过 GDP+CPI 增速 5.7 个百分点。那超额供应的货币哪里去了？

理论界对此有多种解释。如“被迫储蓄假说”、“货币沉淀假说等等”。国外学者更把此成为“中国之谜”以及“麦金农之谜”。

我们认为我国货币供应虽自 78 年以来远超经济增长所需，但前 20 年基本上是一个“矫枉”的过程，也即前 20 年由于计划经济体制的结果，使得货币占经济总量明显偏低。观察 M2/GDP 这个指标，清楚地可以看到我国货币供应早期虽然远快于经济增速，但也仅仅是经济转型货币供应增速与经济总量恢复到适合总量。

M2/GDP，在 1978 年，不到 30%，而到了 1995 年这个比值才达 100%——合理的与经济相适应的比值。

95 年后，货币供应仍然很快，但大多数时间并没有发生通胀，甚至经历了较长的“高增长，低通胀”的不可思议的经济增长期。所以仅依据货币供应来判断通胀是否发生，是不够严谨的，至少过去十年我国经济的发展历史否决了这一点。

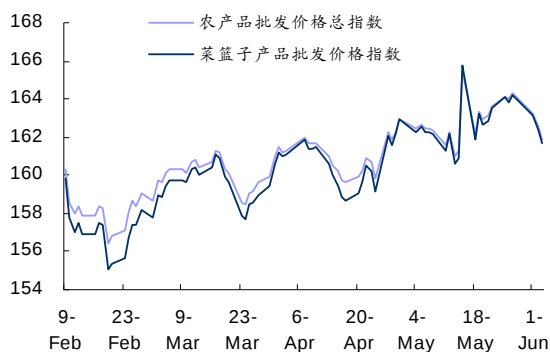
通胀压力将在年底抬头

但是目前的货币供应速度是可怕的。以 4 月份的 M2 增速测算，2012 年 3 月份 M2 将达 100 万亿，当然 4 月份的货币供应增速是无法持续的，正如一季度的信贷投放亦无法持续一样，二者如果能持续，结果均是一致——造成灾难性的后果；但如果以 18% 的货币供应增速测算，M2 余额将在 2012 年 12 月达 100 万亿；而以过去十年的 M2 平均增速测算，2013 年 4 月 M2 余额将达 100

万亿。

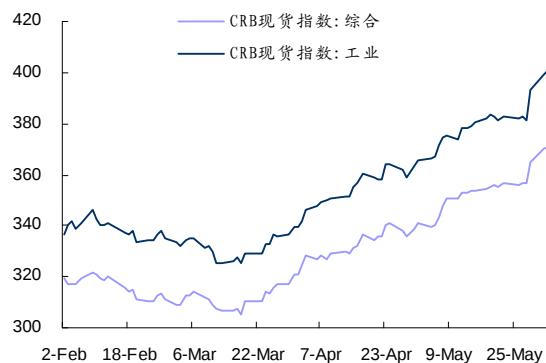
我们的观点是：如此快的货币供应，通胀压力的显现是必然的。09 年四季度在先导行业带动经济逐步复苏的情况下，此时经济复苏的根基并不稳固，政府担忧破坏经济复苏的动力，明知该开始收缩货币却不敢，通胀压力将于 4 季度抬头。

图 12: CPI 底部徘徊



资料来源: wind 国信证券研究所

图 13: CRB 工业和综合指数稳步走出底部



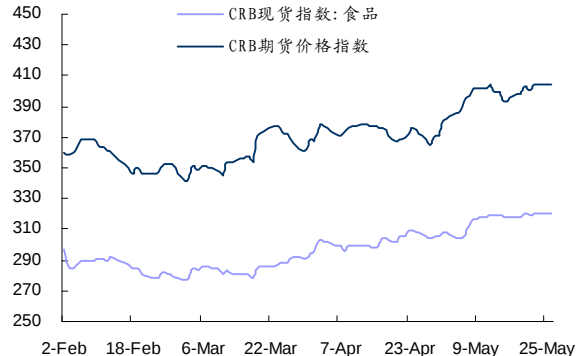
资料来源: wind 国信证券研究所

图 14: 食用农产品价格指数（商务部）



资料来源: wind 国信证券研究所

图 15: 人民币存款增速持续攀高



资料来源: wind 国信证券研究所

短期 CPI 判断：食品价格正在走出底部

在“猪流感”的影响下，4 月份的猪肉价格快速非正常性下跌，导致食品价格的环比快速下跌，而且部分影响还将跨越 5 月份。5 月份食品中蔬菜价格因季节性原因，环比下跌幅度最大；肉价的回升只是时间问题。

从农业部实时监测的“农产品批发价格指数”以及“菜篮子产品批发价格指数”来看，5 月份农产品价格环比略为上涨；但商务部发布的“食用农产品价格指数”，却显示 5 月份食用农产品价格环比指数略有下跌。

剔除季节性因素——主要是蔬菜价格的季节性下跌，以及考虑到肉价的大幅度下跌已经影响到供应——下跌的空间极其有限，食品价格在 5 月份开始将逐步走出底部区域。如果猪肉价格在近期能快速回升，6 月份的 CPI 将有望回升至零增长水平以上。

商务部重点监测的生产资料价格连续两周小幅回升，包括钢材、建材、矿产品价格等上涨明显，航空燃油价格有所上调。

从国际市场来看，无论是 CRB 工业指数还是食品指数，均从 2 月底开始逐步走出低谷，但体现在国内工业品出产价格上，还需要一两个月时间。5 月生产资料价格环比下跌虽已经停止，考虑到翘尾因素，预计 PPI 同比跌幅仍然很大。

三季度信贷投放仍将维持较高水平

项目资本金的下调是三季度新增贷款的最主要力量

从四部委公布的情况来看，截至 2009 年 3 月底，4 万亿投资计划进展基本顺利，但是地方政府由于资金消耗较快，致使地方配套资金到位较差，总体上资金到位率为 64.03%，其中中央预算内投资资金到位率 94.01%，地方配套资金到位率 47.98%。地方由于资金的缺乏致使部分投资项目进展缓慢，从而导致了信贷投放的放缓。

据财政部测算，中央政府目前已经下达的 2300 亿中央政府新增的投资，需要地方政府配套 1700 亿元。考虑到减税和增支的因素，将影响到中央投资项目地方配套资金的到位，国务院决定由中央财政代发 2000 亿元的地方政府债券。

同时，国家发改委按照“有保有压”的原则，调整了项目资本金的比例，降低了基础设施、基础产业等需要加快发展的项目的资本金比例。下调项目资本金比例有助于政府计划投资项目的顺利进行，从长期来看，加大了银行体系的风险，但有助于信贷投放在三季度信贷投放的平稳增长。

居民户消费性中长期贷款为另一稳定来源

随着信贷投放回落至正常水平，居民户消费性中长期贷款有望在未来两个季度每月贡献 800 亿元左右的增量，占总每月信贷投放比重有望上升至 15%，成为信贷投放平稳增长一大主要稳定需求。

目前房地产的交易量是无法延续，然后在此基础上即使交易金额即使降低 20-30%，房地产销售量亦较去年同比有较大增长，体现在住房抵押贷款上，住房贷款月均有望达到 700 亿元，构成今年余下月份新增贷款重要部分。

私人部门贷款需求复苏缓慢

从前 4 个月来看，虽然贷款新增了 5 万多亿，但 4 月份回落较快。同比来看，4 月份信贷投放仍处于历史较高水平，而 5 月份信贷投放，我们认为仍将持续回落，起主要原因就是我们前面分析的——私人部门的贷款需求复苏的极其缓慢。

6 月份的信贷投放，正如我们前文所分析的，取决于三个方面，一是住房贷款，二是政府投资计划的银行配套资金，三是私人部门的贷款需求。虽然我们认为私人部门的贷款需求复苏的仍很缓慢，但在由于项目资本金比例下调以及中央政府代替地方政府发行 2000 多亿元的地方债，地方政府的配套资金到位将大大提高，因此，6 月份乃至三季度，信贷投放仍将有望维持较高水平。

货币政策展望

持续一个季度的信贷高增长，导致了央行货币政策的微调。央行在《中国货币政策执行报告（2009 年第一季度）》中指出下一阶段的主要任务与 2008 年底已经有所不同：在 08 年第四季度货币政策执行报告中央行着重强调要促进货币信贷稳定增长，但是在 09 年第一季度报告中，央行已经提出要：引导金融机构优化信贷结构，提高信贷支持经济发展的质量；同时央行着重指出：如果下一阶段如果国际金融危机继续深化，则货币当局仍会力保信贷维持较高的增长水平。

至于市场比较关心的利率工具，我们认为，近期降息几无可能。这一点央行在《中国货币政策执行报告（2009 年第一季度）》中表达的非常清楚。原因是宽松的货币政策目的已完全达到，降息既无必要，亦无可能。

央行下一步主要任务是继续保持银行体系流动性充裕，引导金融机构合理增加信贷投放。从结构上而言，股份制银行的流动性较国有银行紧张，尤其是下调部分项目资本金比例后，必然要求银行相应地增加信贷投放。因此我们认为央行很有可能在 6、7 月份再次下调存款准备金率以保持银行体系充裕的流动性。

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研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔嵘	021-68866202		高健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵谦	021-68866295				
银行			房地产			基础化工		
邱志承	021-68864597		方焱	0755-82130648		邱伟	0755-82133263	
黄飙	0755-82133476		陈林	0755-82133343		陆震	0755-82130532	
谈煊	010-82254212		区瑞明	0755-82130678		张栋梁	0755-82130532	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭波	0755-82133909		李君	021-68866235		郑东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左涛	021-68866253		秦波	010-82252922	
商业贸易			电子元器件			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		王俊峰	010-82254205		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911					王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料			计算机		
高芳敏	021-68864586		黄茂	0755-82133476		凌晨	021-68866233	
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
农业			煤炭			建筑		
张如	021-68866233		李然	0755-82130681		邱波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨涛	0755-82133339		戴军	021-68864585		林晓明		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦戡	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		刘塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				