

危险的博弈

报告日期

2010-1-25

报告关键点：

- 📖 政策调控路径预测
- 📖 银行博弈行为分析
- 📖 盘整格局或被打破

报告摘要：

- 从09年12月以来，政府的调控力度与调控频率远超市场预期。根据目前政策出台的速度以及力度来看，如果经济增长过热政府就会出台调控措施为经济降温；如果经济增长差于预期，政府对信贷的调控比较缓和，但企业盈利则差于预期。从这两个角度来看，信贷或者企业盈利超预期的可能性越来越小。我们对今年信贷总量（7至8万亿）以及企业盈利的预测均存在下调风险，市场盘局或被打破。
- 银行与政府政策之间目前正在进行危险的博弈。其间关键的变量是通胀率的变化。尽管国内机构（包括我们债券组）都预测今年通胀率前高后低，但我们仍然怀疑通胀在不经管理的情形下能自然从高点下降。随着实体经济资金需求的上升，如果因为央行通胀预期管理导致银行资金供给的紧张，银行资产配置调整的压力必然增加。
- 2010年上半年我国名义GDP增速可能达到15%-16%的水平，银行间超额准备金率在2%左右，安全边际不高；贸易顺差的绝对规模可能与2009年持平或者略低。如果政府继续上调准备金率或者进行信贷额度管理，很有可能造成实体经济和虚拟经济流动性供给的紧张。
- 短期我们预计市场将产生一个较弱的反弹，仍然建议投资者采取保守仓位策略。
- 我们不看好高Beta行业和需要高换手率支撑的小盘股。行业配置上，目前我们推荐低端消费（医药、商业、家电、电子）和交通设施板块。银行由于低估值和市场风格的转换，可能短期有所表现。
- 主题投资方面，我们相对看好新疆的资源整合类股票，皖江的物流和消费概念股票，上海的旅游酒店和机场类股票。3G和低碳概念股中，大部分股票缺乏业绩支撑，存在调整风险。

指数表现(%)

指数	本周表现	本月表现
上证 50 指	-1.97	-6.80
上证 180	-2.69	-5.67
上证综指	-2.96	-4.53
沪深 300	-3.35	-5.86
深证成指	-5.04	-8.06
深证综数	-5.28	-3.28

行业表现前 5 名(%)

指数	本周表现	前周表现
金融服务	-0.20	-3.08
餐饮旅游	-0.59	9.64
交通运输	-0.90	9.16
商业贸易	-2.97	6.62
房地产	-3.05	0.77

行业表现后 5 名(%)

指数	本周表现	前周表现
有色金属	-6.95	-1.18
黑色金属	-7.14	-1.86
电子	-7.64	6.64
信息设备	-7.78	11.57
采掘	-8.33	-4.70

风格指数表现(%)

指数	本周表现	前周表现
低价股指	-0.91	-0.09
低市净率	-2.50	1.78
大盘指数	-2.80	-0.36
微利股指	-3.35	5.73
中价指数	-3.84	4.98
中市净率	-3.92	4.75

安信策略研究组

范妍 021-68765053 fanyan@essence.com.cn	助理策略分析师
程定华 021-68766193 chengdh@essence.com.cn	首席策略分析师
张治, CFA 021-68766135 zhangzhi@essence.com.cn	高级策略分析师
诸海滨 021-68766170 zhuhb@essence.com.cn	策略分析师

前期研究成果

《股指期货闪亮登场》2009-1-10
《美好的预期能实现吗？》2009-1-4
《从国债收益率曲线看美元反弹》 2009-12-28
《盛衰相继》2009-12-15
《向大市值股票转移》2009-11-16
《退出政策：有远虑，无近忧》2009-11-9

1. 安信上周聚焦

1.1. 1 月份前两周新增信贷逾 1.1 万亿元

中国证券报报道，1 月份前两周人民币新增贷款已突破 1.1 万亿元。工行新增贷款约 1600 亿元，中行约 1700 亿元，农行约 1000 亿元，建行约 600 亿元。而中信银行和光大银行新增贷款分别约为 800 亿元和 1000 亿元。据透露，个别银行甚至已经完成了全年信贷投放目标的 50%。

信贷投放过快过猛的局面已经引起高度重视，目前，央行已对部分新增信贷过快的银行实行差别化存款准备金率，以期使今年的信贷投放能够控制在年初制定的 7.5 万亿信贷目标之内，并将视情况变化采取进一步的措施。

据消息人士透露，那些信贷投放过猛的银行已被额外调高了存款准备金率 0.5 个百分点，期限为三个月。如果调整效果较好，也可以提前解除；若无效，则会面临新的政策。

1.2. 温家宝表示第一季度将保持货币信贷合理充裕

国务院总理温家宝 1 月 19 日表示，第一季度将保持货币信贷合理充裕，同时加强对主要经济指标的环比分析，提高宏观经济政策的有效性。

温家宝在国务院全体会议上称，必须密切跟踪市场需求变化，准确判断形势，提高宏观经济政策的针对性和有效性。刊登在政府网站上的温家宝讲话中并没有提到政府近几个月反复强调的保持宏观经济政策的连续性和稳定性的说法，也没有重复 2008 年 11 月以来政府一直倡导的实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策的口号。

1.3. 12 月 CPI 同比增长 1.9%，通胀压力渐现

12 月 CPI 同比增长 1.9%，环比增长 1%，较市场预期略高。CPI 上行透露经济稳定回升的积极信号，但也可能加快政府退出的速度。其中，食品价格上涨 5.3%，非食品价格上涨 0.2%。食品价格的大幅上升是推动 CPI 上行的最重要因素。另外，居住价格止跌回升，也为 CPI 超预期上涨创造了条件。考虑到前期冰雪天气和临近的春节因素，短期 CPI 环比会仍会上升。

1.4. 国务院批复皖江城市带承接产业转移示范区规划

国务院近日正式批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，成为首个获批复的国家级承接产业转移示范区。

在产业结构方面，皖江城市带承接产业转移示范区将明确把装备制造业、原材料产业、轻纺产业、高技术产业、现代服务业和现代农业作为重点发展的六大支柱产业，并以现有的产业园区为基础，推动园区的规范、集约、特色化发展，突破行政区划制约，在皖江沿岸适宜开发地区高水平地规划建设承接产业转移的集中区，以适应产业大规模、集群式转移的趋势。

1.5. 奥巴马采取行动限制大银行

美国总统奥巴马 1 月 21 日建议出台新的规则，以限制美国那些最大银行的规模 and 活动。白宫想要禁止从客户那里吸收存款的商业银行代表其自身进行投资，即从事所谓的自营交易，并表示将对金融机构的规模和集中度施加新的限制。美国政府官员说，这些新规定将迫使从摩根大通到美国银行的一系列主要金融机构决定自己的业务方向。

根据这项拟议中的规定，商业银行将被禁止拥有、投资对冲基金和私募股权公司，或向其提供顾问服务。银行业监管机构将不仅仅是有权执行这些限制法规，而是必须执行。

2. 货币政策路径展望

2.1. 政策出台的力度和频率远超市场预期

从 2009 年 12 月份召开中央经济工作会议至今，政府出台政策的力度及频率都远远超出了市场的预期。

加强公开市场操作力度、引导市场利率上行、提高存款准备金率（包括处罚性差别存款准备金率）、信贷发放节奏管理，政府对于市场流动性的调控措施密集出台。态度也从之前的适度宽松转向中性。（见表 1）

表 1 2009 年 12 月至今的中国货币政策收紧路径

日期	出台政策
2009 年 12 月 7 日	中央经济工作会议定调 2010 年政策基调。会议提出要处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、 管理通胀预期 的关系，要保持投资适度增长，重点用于完成在建项目，严格控制新上项目。随后并传出消息指，会议确定今年的新增贷款目标为 7.5 万亿，同比增长 18%。
2010 年 1 月 6 日	央行 2010 年度工作会议闭幕，宣布 2010 年坚持实施 适度宽松货币政策 。会议指出，2010 年央行要保持货币信贷总量适度增长。既要保持足够的政策力度，支持经济平稳较快发展，又要 稳定价格水平，有效管理通胀预期 。密切跟踪监测国际金融危机发展趋势、国内外经济运行和市场流动性情况，适时适度调节。并引导金融机构把握好信贷投放节奏， 尽量使贷款保持均衡，防止季度之间、月底之间异常波动 。
2010 年 1 月 7 日	三个月期央票发行收益率上行 4 个基点。同时，91 天期正回购操作中标利率为 1.36%，较去年 9 月中旬以来所维持水平 1.33% 高出 3 个基点。
2010 年 1 月 12 日	此外，央行还大幅提升了净发行量。当周央行从市场回笼资金 1370 亿元，较之前一周的 60 亿元猛增，且为去年 10 月以来单周最大回笼规模。
2010 年 1 月 12 日	央行公开市场 一年期央票中标收益率上行 8 个基点 ，这是 1 年期央票利率自 2009 年 8 月 11 日以来首次上行。同时进行的 2000 亿元 28 天期正回购，中标利率则继续持稳在 1.18%。
2010 年 1 月 12 日	央行发表公告，从 2010 年 1 月 18 日起， 上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点 ，农村信用社等小型金融机构暂不上调。
2010 年 1 月 18 日	央行 召开窗口指导会议 ，指出中国未来价格上涨压力很大，一旦 CPI 超过 2%，实际可能会形成负利率，对利率政策造成很大压力。
2010 年 1 月 19 日	该次会议透露，今年前两周全国金融机构贷款增加 1.1 万亿元人民币。 央行将对个别信贷突增的银行提高带有处罚性的差额存款准备金率 ，其中包括工商银行、中国银行、中信银行及中国光大银行等。
2010 年 1 月 19 日	国务院总理温家宝称，今年一季度要保持货币信贷合理充裕，优化信贷结构，把握好信贷投放节奏，还要防范金融风险。同时要更好地发挥财政政策在扩大内需中的作用。
2010 年 1 月 21 日	央行公开市场 一年期央票中标收益率连续第二周走升 8 个基点 。央行公开市场 三个月期央票中标收益率再度上行 4 个基点 。同时进行的 480 亿元 91 天期正回购，中标利率亦涨 5 个 bp。

数据来源：安信证券研究中心根据公开信息整理

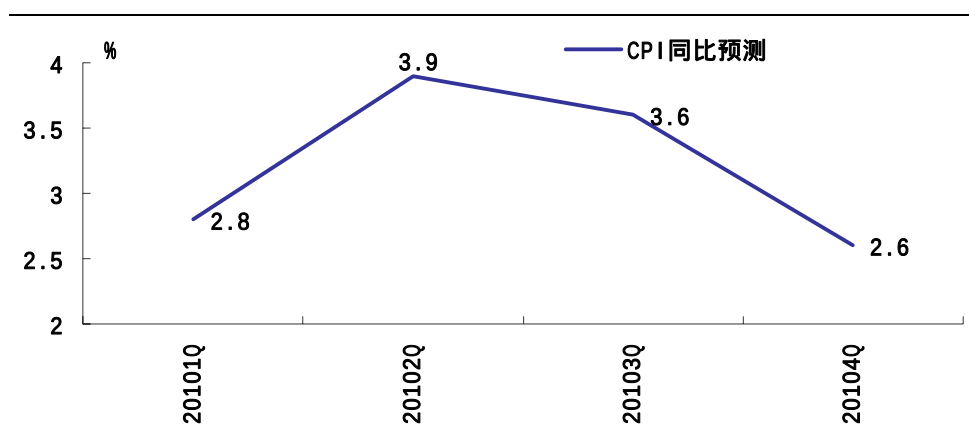
央行目前的政策集中于对流动性释放节奏的调整。短期流动性的波动打乱了场外资金流入的步伐，同时，缺乏可维持的流动性也不利于市场中长期趋势的形成。

我们对今年信贷总量（7 至 8 万亿）以及企业盈利的预测尚没有做出调整，但是该预测面临着下调风险。根据目前政策出台的速度以及力度来看，如果经济增长过热政府就会出台调控措施为经济降温；如果经济增长差于预期，政府对信贷的调控比较缓和，但企业盈利则差于预期。从这两个角度来看，信贷或者企业盈利超预期的可能性越来越小，市场盘局或被打破。

2.2. 关注 2 月份的通货膨胀率

根据安信宏观组和固定收益组的观点“考虑到前期的冰冻雨雪天气、春节的临近等因素，我们估计环比 CPI 上涨 1.3%，同比上涨 2.2%。……近期美国 PPI 上涨态势在上半年仍将延续以及中美 PPI 走势同步性，10 年上半年通货膨胀将进入明显的上行通道，年中左右达到全年高点，具体涨幅看，CPI 高点很可能在 4%略高一些的水平。”（见图 1）

图 1 2010 年 CPI 走势可能前高后低



数据来源：安信证券固定收益组预测

我们认为随着物价上涨，央行流动性管理的压力将越来越大。尤其是国务院总理温家宝近期强调“要加强对主要经济指标的环比分析”。

数量型工具方面，春节后央行可能就会大力回笼流动性，把超储控制在一个合适的水平。为了实现这个目标，准备金率上调和央票发行规模加大都很有可能。

价格型工具方面，1 年期央票发行利率估计春节前还会上调 2 次左右，上行至略低于存款利率的水平，在此之后，央票发行利率可能随着市场加息一起上行。按照目前政策出台的时点和力度，我们预计加息可能会比市场预期时间更早。

3. 紧缩政策下的银行博弈

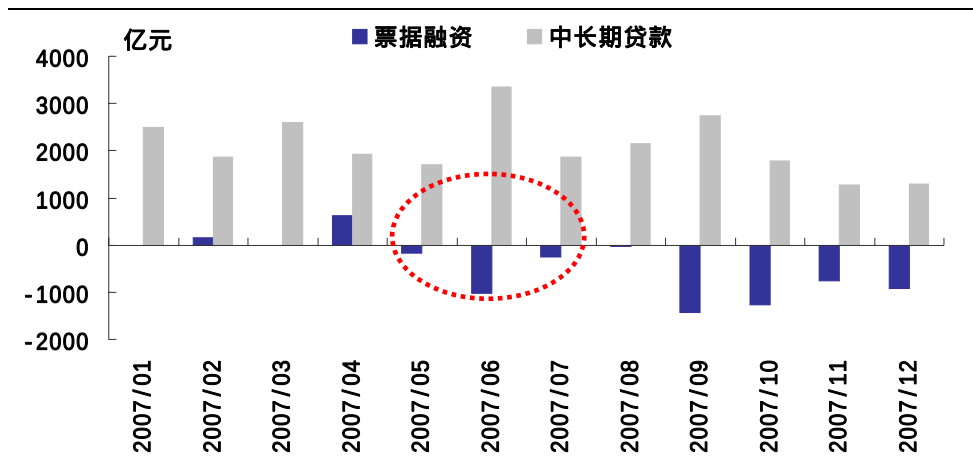
根据我们银行研究员的测算，目前银行的超额准备金率在 2%左右，银行资金仍然充足，但低于历史平均水平。短期提高准备金并未能影响银行的信贷总量，但央行对于银行信贷投放节奏的管理，可能从根本上抑制了银行的放贷冲动。

3.1. 情景一：银行改变长短期配置结构

票据资产总是各商业银行率先调节的信贷资产。观察历史案例（比如 2007 年 5 月和 2009 年 7 月），当面临监管层对信贷调控时，银行首先会改变其资产配置行为，将短

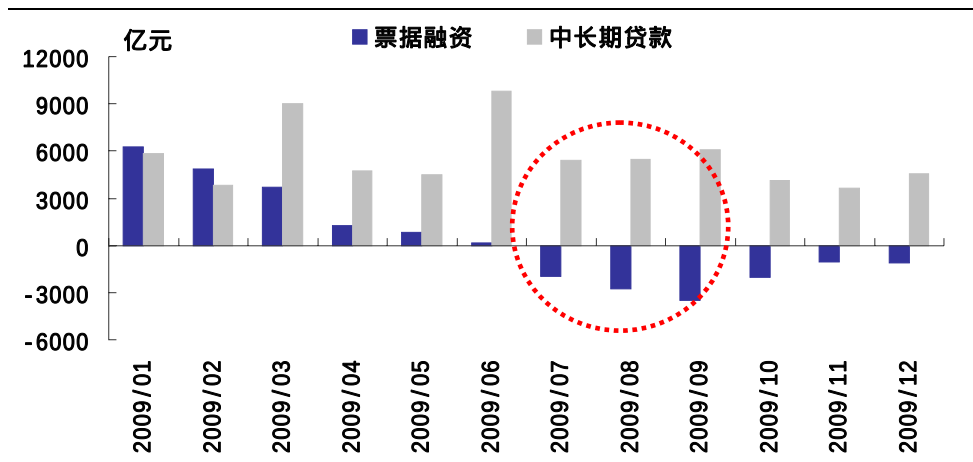
期流动性强的资产，比如短期票据融资，转换成期限较长的信贷资产。尤其是那些信贷规模超标的银行，首先要减持手中流动性强的票据，其次再出让其信贷资产（见图 2、图 3）。此时，票据市场可能出现供过于求的态势，票据贴现利差抬升（见图 4、图 5）。

图 2 2007 年票据融资和中长期贷款



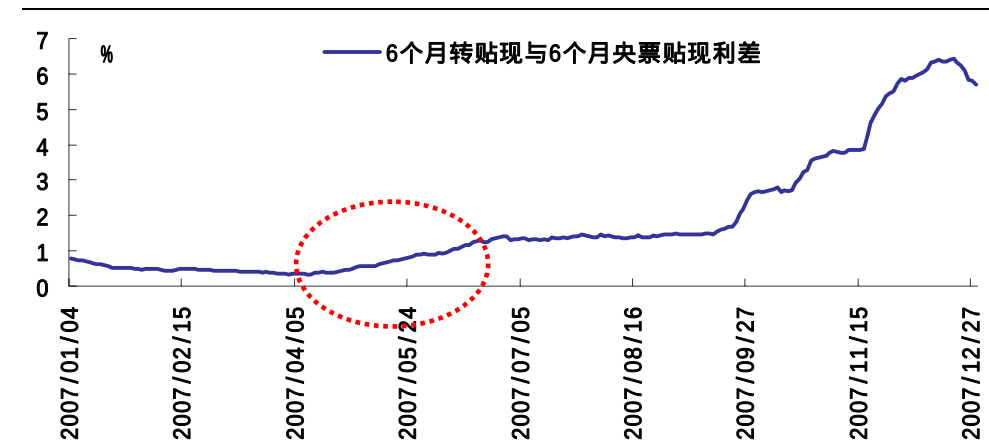
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 3 2009 年票据融资和中长期贷款



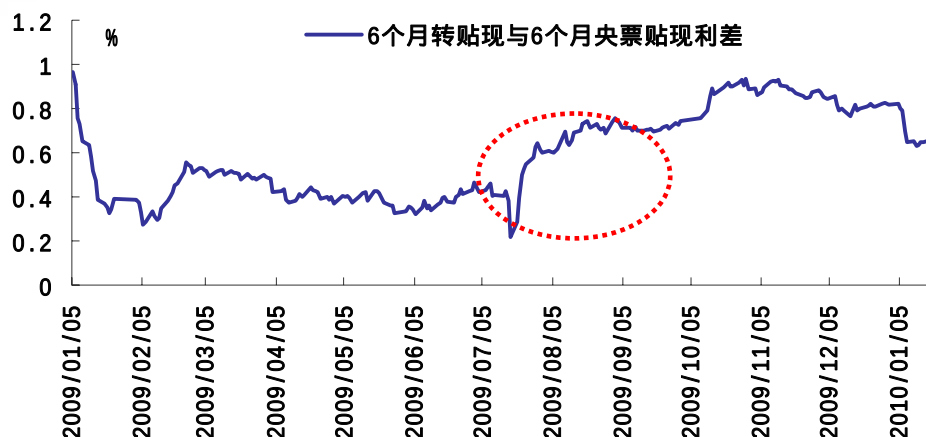
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 4 2007 年 6 个月转贴利率与 6 个月央票转贴利差



数据来源：Wind，安信证券研究中心

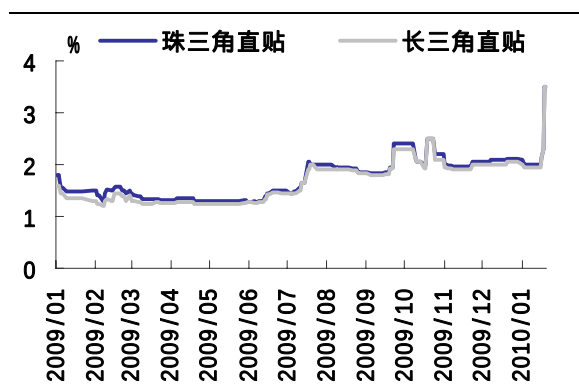
图 5 2009 年 6 个月转贴利率与 6 个月央票转贴利差



数据来源：Wind，安信证券研究中心

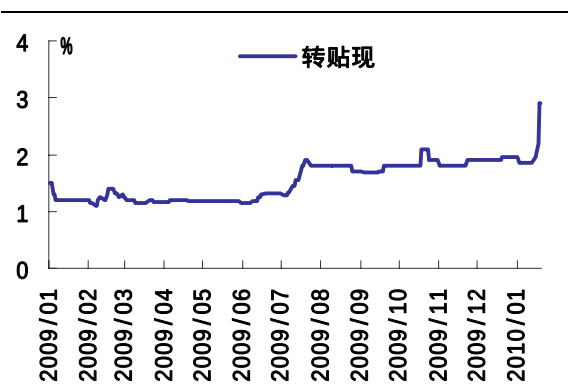
我们观察到，在 1 月 12 日央行调整准备金率和央票发行利率时，市场短期票据贴现和转贴现利率并没有走高，这与银行间资金较为充裕有关。然而，在央行 18 日召开会议，调控银行信贷释放节奏以来，票据利率不断走高。这可能与银行调整信贷资产的结构有关（见图 6、图 7）。

图 6 长三角、珠三角 6 个月大额银承直贴利率



数据来源：中国票据网，安信证券研究中心

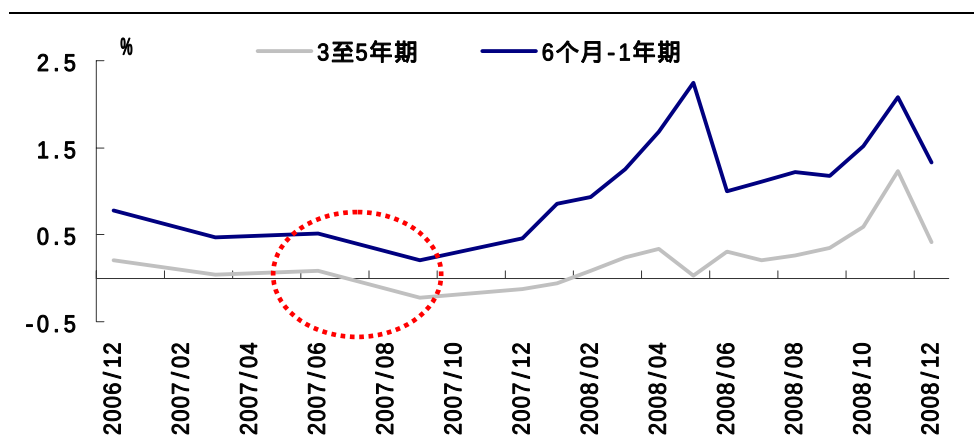
图 7 6 个月 1000 万银票转贴利率



数据来源：中国票据网，安信证券研究中心

我们以上提到的银行长短期信贷结构调整虽然影响部分资产的流动性，但并不一定影响市场总体的流动性。比如 2007 年 5 至 8 月间，银行贷款利差（实际贷款利率与法定贷款利率利差）反而是下降的（见图 8）。

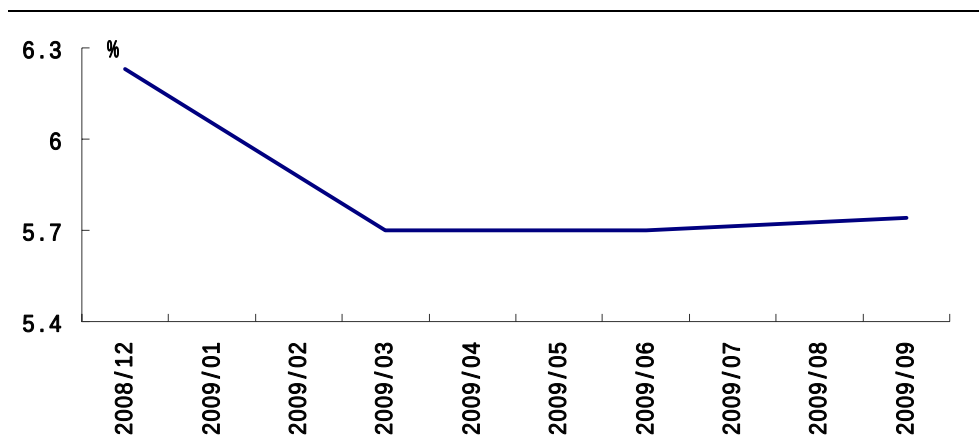
图 8 金融机构贷款平均利率与人民币贷款基准利率利差



数据来源：Wind，安信证券研究中心

2009 年 3 季度，加权平均贷款利率也并没有出现剧烈上升。（见图 9）

图 9 2009 年金融机构人民币贷款加权平均利率（一般贷款）



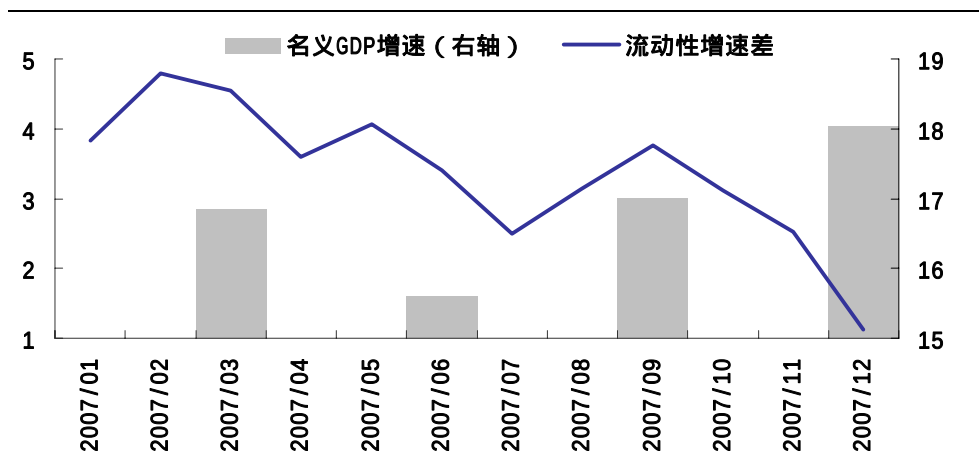
数据来源：Wind，安信证券研究中心

3.2. 情景二：银行改变长端资产配置

2007 年 9 月末，实体经济出现了资金紧张的现象，资产价格同时开始下跌。银行长期和短期信贷利差都出现了明显的抬升，其中以短期信贷利差上升的最为剧烈（见图 4、图 8）。

从需求角度来说，在 2007 年下半年，CPI 同比上升至 6%-7% 的水平，名义 GDP 增速达到 17%-18%，实体对资金的需求不断上升。流动性增速差迅速下降。（见图 10）

图 10 2007 年流动性增速与名义 GDP 增速 (%)

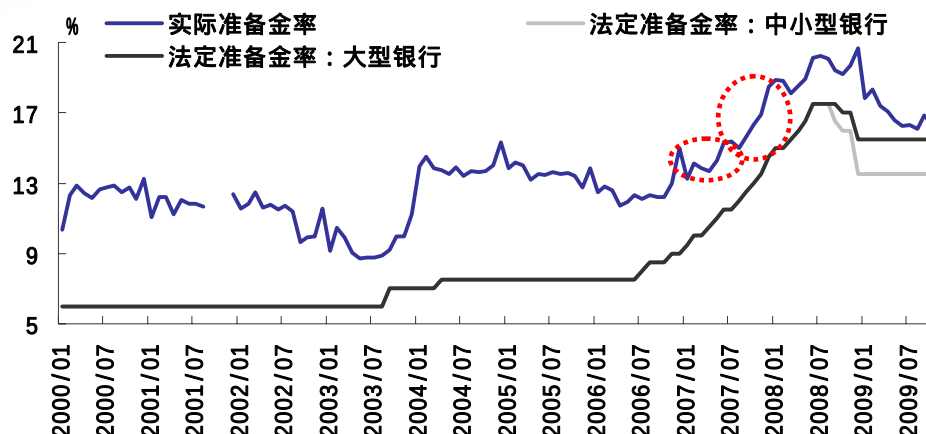


数据来源：Wind，安信证券研究中心

流动性增速差=国外净资产和新增信贷的增速-名义 GDP 增速

从供给的角度来说，银行资金面从 2007 年 9 月份开始趋于紧张。我们观察到，从 2007 年 5 月至 7 月，银行法定准备金率不断上升的同时，银行间资金充裕，银行的实际准备金率并没有明显的提升（这可能与当时巨额的贸易顺差流入有关，见 2007 年 7 月 21 日安信策略报告《靴子掉下来了吗？》）。然而情况从 2007 年 9 月起逆转，随着准备金率的不断上调，商业银行对准备金配置比例进行系统性调整的压力与日俱增，实际准备金率开始随法定准备金率同步抬升。银行的信贷资金供给发生了明显的变化（图 11）。

图 11 金融机构准备金率

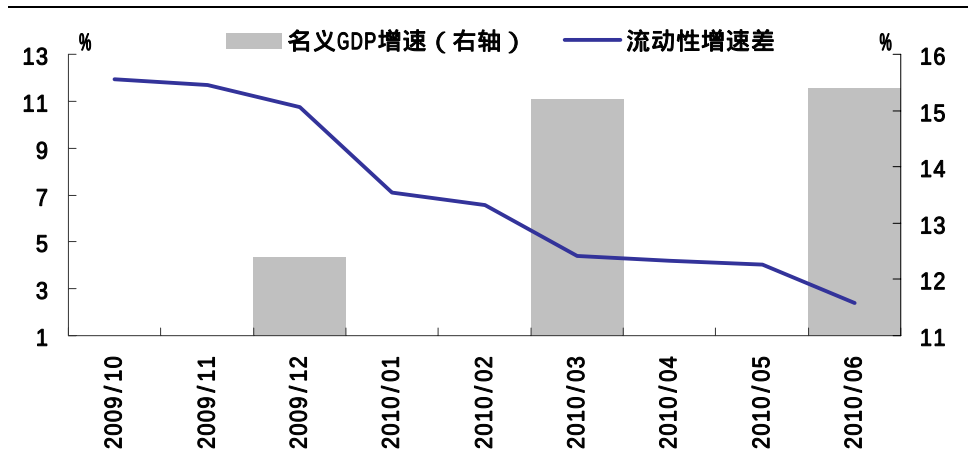


数据来源：Wind，安信证券研究中心

3.3. 情景二会重现吗？

从资金需求的角度来看，考虑到通货膨胀的影响，我国 2010 年上半年名义 GDP 增速可能达到 15%-16% 的水平（根据安信宏观和固定收益小组的预测数据）。按照全年新增信贷 7-8 万亿来预测，流动性增速差将步入下降通道。

图 12 2010 年流动性增速与名义 GDP 增速估计值



数据来源：Wind，安信证券研究中心

从银行供给的角度来看，银行超储率仅在 2% 左右，与历史上的超储率相比，安全边际不高。考虑国内供需的发展和国际经济复苏的趋势，安信宏观组预期贸易顺差的绝对规模可能与 2009 年持平或者略低。也就是说，支持 2010 年银行流动性的理由并不充分。与 2007 年相比，银行信贷资金供给面临更多的压力。

准备金率连续上调、较高的通货膨胀水平或者央行对银行的信贷额度控制都可能造成实体经济和虚拟经济流动性供给的紧张。

4. 行业配置与投资建议

我们认为市场整体的盘整格局或被打破，市场存在下行风险。

行业配置上，我们推荐低端消费（医药、商业、家电、电子）和交通运输板块。银行由于低估值和市场风格的转换，可能短期有所表现。

在震荡市中，主题投资将贯穿全年。我们相对看好新疆的资源整合类股票，皖江的物

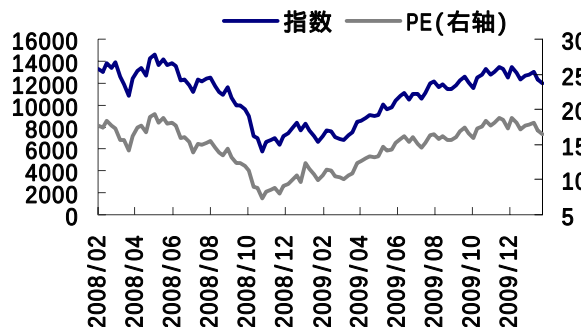
流和消费概念股票，上海的旅游酒店和机场类股票。3G 和低碳概念股中，大部分股票缺乏业绩支撑，存在调整风险。

5. 国际资产价格跟踪

主要国际市场指数变化及估值，请见下页附表。

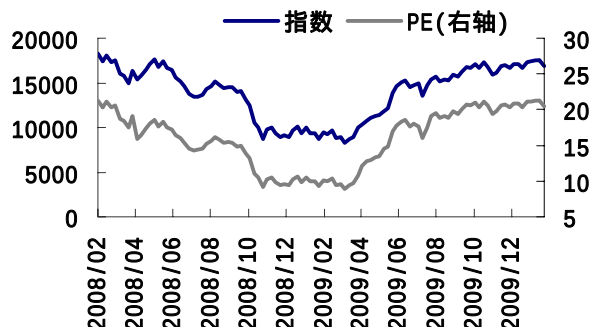
新兴市场

附图 1 香港国企指数与 PE



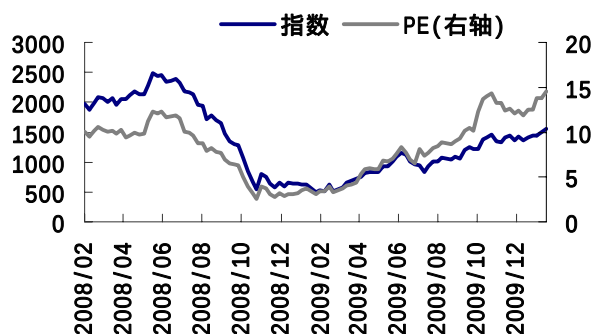
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 2 印度孟买 SENSEX 指数与 PE



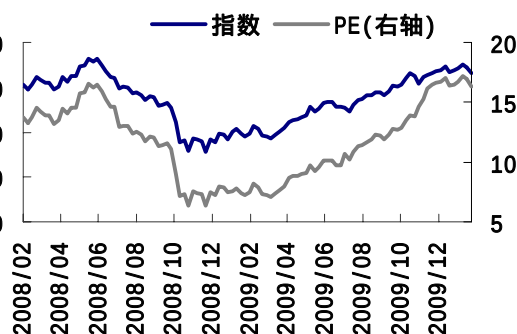
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 3 俄罗斯 RTSI 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

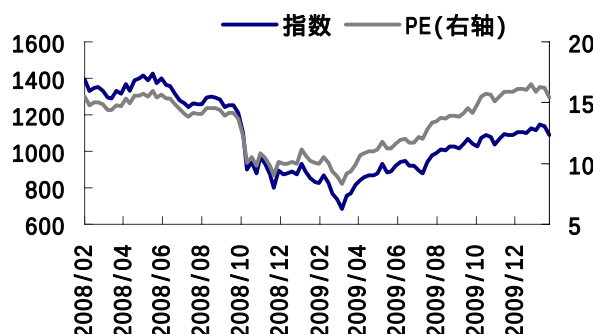
附图 4 巴西圣保罗 IBOV 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

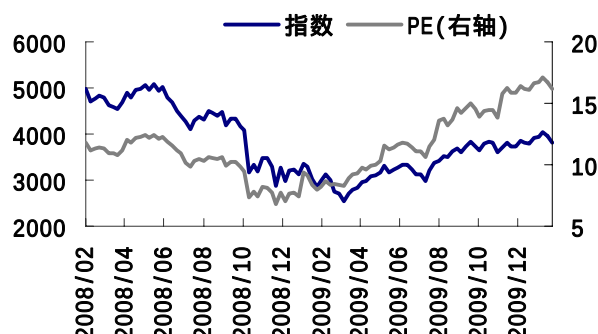
成熟市场

附图 5 美国标准普尔 500 指数与 PE



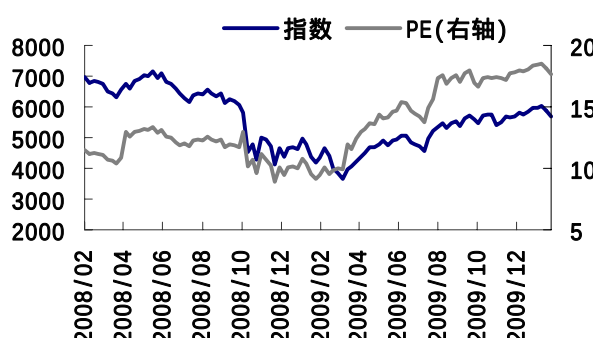
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 6 法国 CAC 指数与 PE



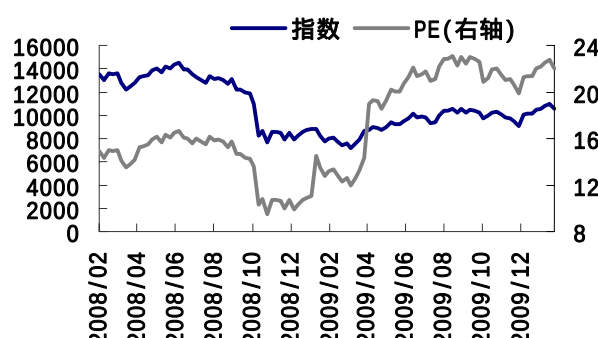
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 7 德国 DAX 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 8 日本 NKY 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

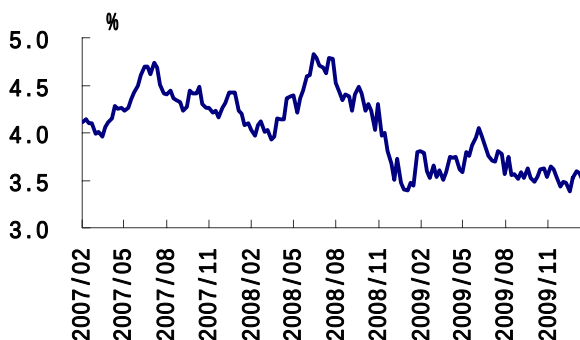
债券市场

附图 9 美国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 10 法国 10 年公债收益率



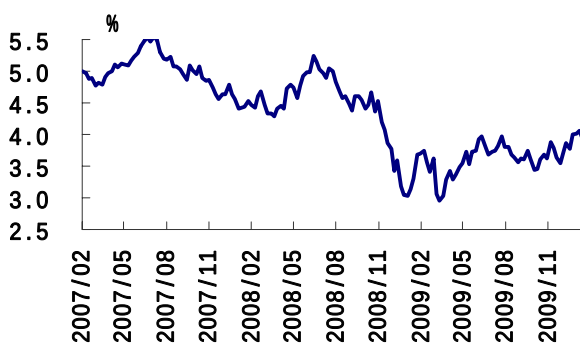
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 11 德国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

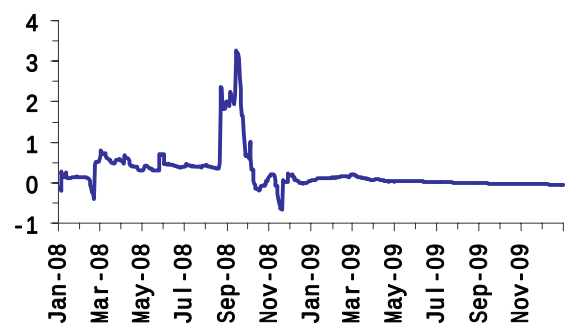
附图 12 英国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

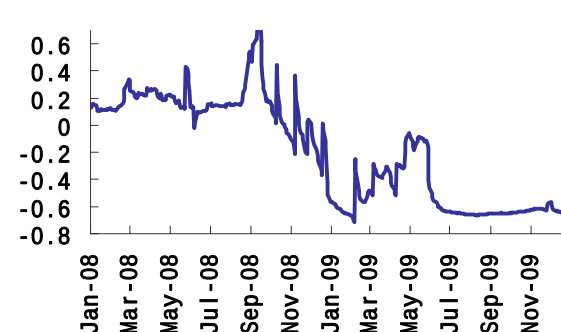
拆借利率

附图 13 美元周拆借利率与基准利率差(%)



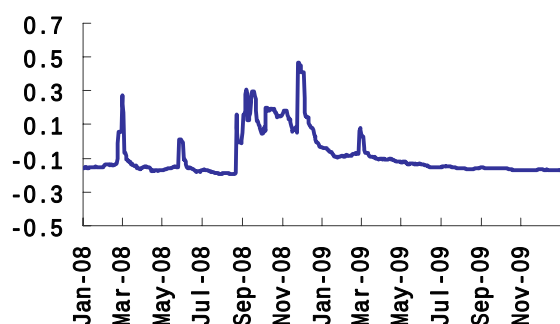
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 14 欧元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



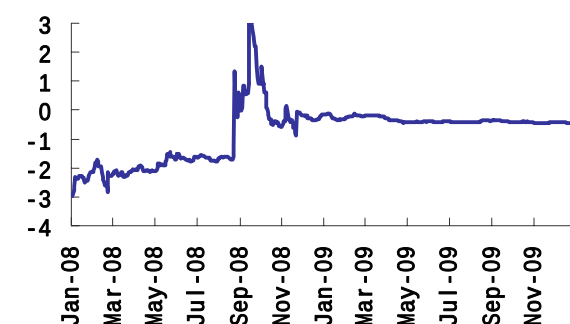
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 15 日元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 16 港元月拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

国际主要市场表现及估值

市场	最新指数	5 日涨 跌(%)	1 月涨 跌(%)	3 月涨 跌(%)	10PE	11PE(e)	10PB	11PB(e)
美国标准普尔指数	1092	-4.94	-3.08	1.13	14.18	11.69	1.98	1.82
美国纳斯达克综指	2205	-4.81	-3.52	2.36	19.05	14.42	2.59	2.32
日本日经 225 指数	10421	-4.00	-0.70	1.34	39.64	21.68	1.37	1.31
法国 CAC 指数	3821	-3.38	-2.35	0.33	11.84	9.86	1.29	1.21
德国 DAX 指数	5695	-3.07	-4.40	-0.78	12.47	10.28	1.39	1.29
英国富时 100 指数	5303	-2.79	-1.84	1.15	12.03	10.06	1.76	1.59
印度 SENSEX 指数	16860	-3.96	-2.89	0.29	20.18	15.86	3.04	2.66
俄罗斯 RTS 指数	1489	-4.48	2.70	1.93	8.79	6.42	1.07	0.94
巴西圣保罗 IBOV 指数	66220	-4.00	-2.03	1.78	13.21	10.40	1.86	1.69
韩国 KOSPI 指数	1671	-2.36	-0.65	1.90	10.08	8.90	1.25	1.13
泰国 SET 指数	714	-4.34	-2.23	0.75	10.75	9.15	1.42	1.32
台湾 TWSE 指数	7854	-5.80	-1.49	2.67	15.81	13.23	2.07	2.05
标普/澳证 200 指数	4695	-4.39	-2.00	-3.38	16.26	13.01	1.93	1.80
新加坡海峡时报指数	2820	-3.05	-0.63	3.84	15.14	13.46	1.61	1.51
印尼雅加达综合指数	2610	-1.39	5.47	5.77	13.60	11.35	2.68	2.36
马来西亚吉隆坡综指	1300	0.14	2.89	2.63	16.06	14.05	2.10	1.94
巴基斯坦 KSE100 指数	9774	-1.50	3.73	6.81	8.48	7.01	1.66	1.50
越南综指	478	-5.51	-3.53	-22.43	11.81	10.01	2.15	
恒生指数	20726	-4.29	-3.68	-8.25	13.59	11.45	1.76	1.61
恒生中国企业指数	11976	-3.09	-5.51	-10.07	12.11	10.14	1.97	1.74
上证综合指数	3129	-3.35	-0.41	0.67	18.13	15.19	2.44	2.15

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究所撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究所所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究所对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

评级体系

公司收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

行业收益评级：

- 优于大势 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上；
- 同步大势 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -10% 至 10%；
- 落后大势 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2028 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034