

深度报告

投资策略

专题研究

2010年3月22日

本报告的独特之处

1)详细的梳理了 03 年-09 年间出台的关于信贷和房地产调控的主要政策,并分析了其对于股市的影响

2)对未来 A 股的中期运行给出了判断

策略专题

03 年以来宏观调控政策、股市、房市变化对当前的启示

结论与投资建议

我们都知道中国“政策市”的特征比较明显,本文将简要讨论政策是如何影响以及多大程度上影响股票市场的运行。我们认为政策影响股票市场的介质是信贷调控政策和房地产调控政策,通过回顾 03 年以来的宏观调控政策出台的背景、股市和房市的变化,我们认为在 CPI 上升导致的信贷管制和房价明显上涨背景下的抑制房价政策必定会导致股票市场中期逐步震荡下行。

关键逻辑与核心假设

启示一:从信贷紧缩和房地产调控两个角度看:信贷调控政策看 CPI,而房价调控政策看房屋销售价格指数。简单的回顾历史,我们发现真正的信贷管制必定发生在经济出现过热迹象,CPI 明显回升之时,而针对房地产的调控则可以观察指标房屋销售价格指数。如果说在宏观经济中用 CPI 衡量当前物价的状态(一般而言高于 3%被视作警示信号),那么在房地产市场就是用房屋销售价格指数来衡量目前房价的状态。从历史数据来看,当房屋销售价格指数超过 107 时(同比增速 7%),严格抑制房屋需求的政策将出台,也就是说房屋销售价格低于 107 在政府容许的范围之内。同时从时间上看,信贷紧缩要持续到 CPI 见顶回落之后,而房地产的抑制政策会持续到房屋销售价格指数明显放缓之后(即房屋销售价格指数低于 107,同比增速低于 7%)。

启示二:在 CPI 上升导致的信贷管制以及房价明显上涨背景下的宏观调控必定会导致股票市场逐步震荡下行。且此过程中首先是先行指标信贷、房屋销量逐步放缓,最后才是宏观经济同步指标放缓,从 08 年的案例来看,滞后的时间大约为 5-6 个月。简单的说,经济增速逐步放缓中我们观察到的数据特征是:1)成本上升(CPI、PPI 上升);2)信贷紧缩意味着政府开始将控制通胀放在首位目标;3)先导行业(房地产)销量放缓。也就是说在判断股票市场运行趋势的过程中,不应过于关注宏观经济同步指标的变化,比如工业增加值、城镇固定资产投资增速等,而应将重点放在对先行指标的关注上:比如信贷、PMI、先导行业房屋销量的变化以及导致这些变化出现的政策及其出台的背景。

中期而言 A 股震荡下行将持续到 CPI 见顶回落及房屋销售价格指数明显放缓之时,3 季度可能是敏感的时间窗口。伴随着经济复苏确立,房价快速上涨,CPI 见底回升,管理通胀预期和抑制房价过快上涨成为 2010 年的主要调控目标。目前我们可以判断 CPI 将于 7-10 月见顶,而乐观情形下房屋销售价格指数明显放缓(低于 107)需要等到 8 月,因此 3 季度可能是敏感的时间窗口。随着信贷管制以及抑制房价的政策陆续出台,先行指标信贷增速、房屋销量和房屋新开工面积已经开始放缓。

相关研究报告:

《判断市场长中短期运行的方法探讨》

2009-11-23

分析师: 赵谦

电话 021-60933153

Email zhaoqian@guosen.com.cn

独立性声明:

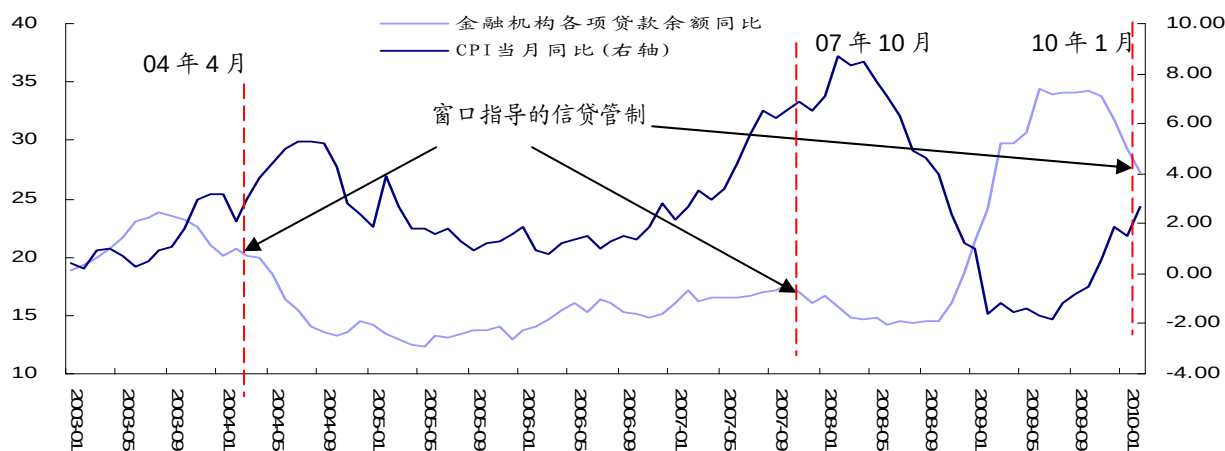
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

投资摘要

1) 启示一：从信贷紧缩和房地产调控两个角度看：信贷调控政策看 CPI，而房价调控政策看房屋销售价格指数。

简单的回顾历史，我们发现真正的信贷管制必定发生在经济出现过热迹象，CPI 明显回升之时，而针对房地产的调控则可以观察指标房屋销售价格指数。

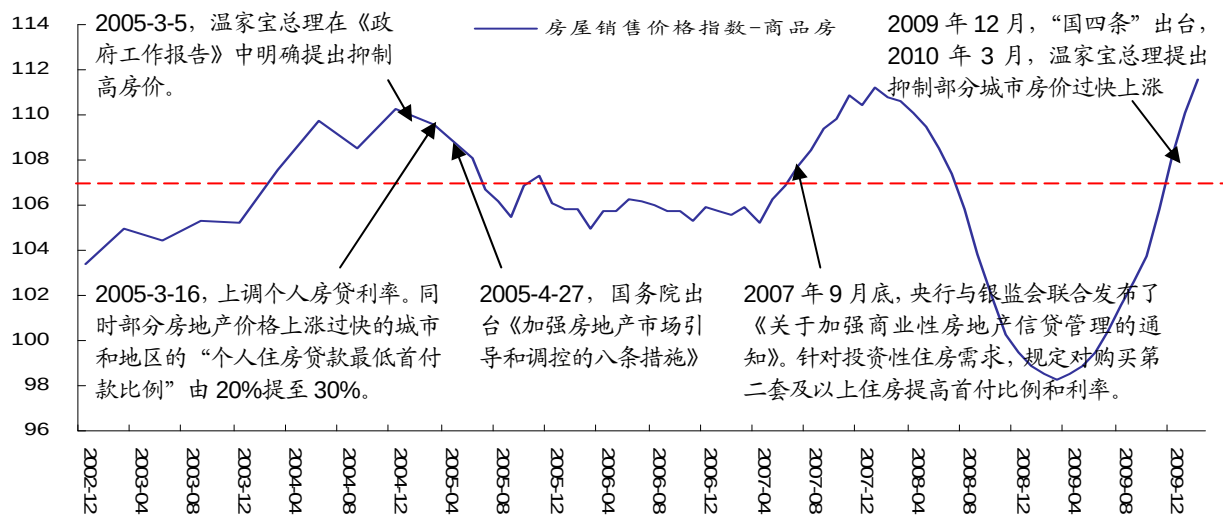
图 1: CPI 与信贷管制



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所

如果说在宏观经济中用 CPI 衡量当前物价的状态（一般而言高于 3% 被视作警示信号），那么在房地产市场就是用房屋销售价格指数来衡量目前房价的状态。从历史数据来看，当房屋销售价格指数超过 107 时（同比增速 7%），严格抑制房屋需求的政策将出台，也就是说房屋销售价格低于 107 在政府容许的范围之内。

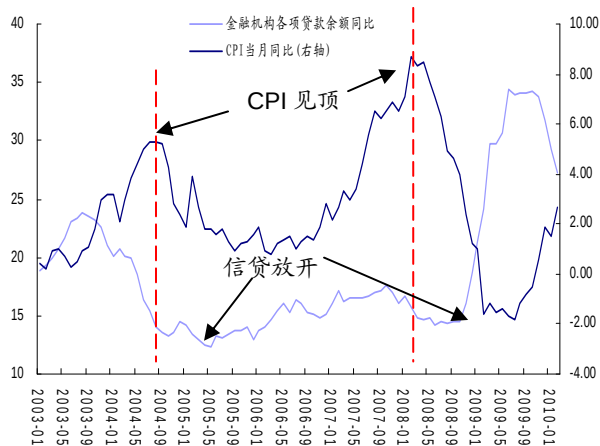
图 2: 03 年以来房屋销售价格指数与房地产政策



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所

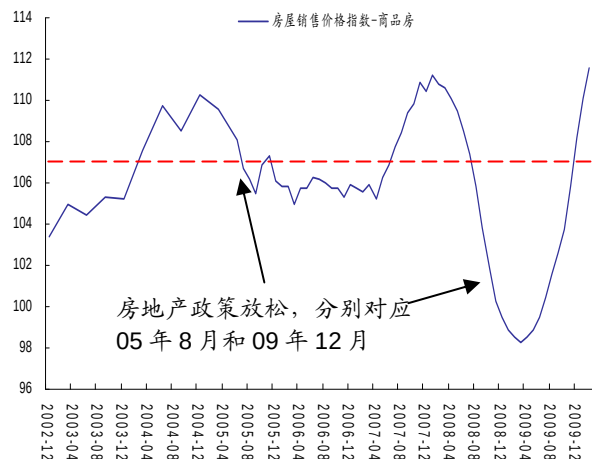
从持续的时间上看，信贷紧缩要持续到 CPI 见顶回落之后，而房地产的抑制政策会持续到房屋销售价格指数明显放缓之后（即房屋销售价格指数低于 107，同比增速低于 7%）。

图 3：信贷放松与 CPI 的关系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 4：房地产政策放松与房屋销售价格指数的关系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

2) 启示二：在 CPI 上升导致的信贷管制以及房价明显上涨背景下的宏观调控必定会导致股票市场逐步震荡下行。且此过程中首先是先行指标信贷、房屋销量逐步放缓，最后才是宏观经济同步指标放缓，从 08 年的案例来看，滞后的时间大约为 5-6 个月。

简单的说，经济增速逐步放缓中我们观察到的数据特征是：1）成本上升（CPI、PPI 上升）；2）信贷紧缩意味着政府开始将控制通胀放在首位目标；3）先导行业（房地产）销量放缓。

也就是说在判断股票市场运行趋势的过程中，不应过于关注宏观经济同步指标的变化，比如工业增加值、城镇固定资产投资增速等，而应将重点放在对先行指标的关注上：比如信贷、PMI、先导行业房屋销量的变化以及导致这些变化出现的政策及其出台的背景。

3) A 股震荡下行将持续到 CPI 见顶回落及房屋销售价格指数明显放缓之时，3 季度是敏感的时间窗口。伴随着经济复苏确立，房价快速上涨，CPI 见底回升，管理通胀预期和抑制房价过快上涨成为 2010 年的主要调控目标。

信贷紧缩方面：从 10 年 1 月至今严格信贷管制。这一点我们可以从两部分看出来：1）在连续上调存款准备金率的背景下上证国债指数不断上行，原因是商业银行在信贷投放被管制的情况下加大对于债券的配置；2）金融机构贷款基准利率下浮部分所占比例连续下降（最新月度数据通过银行研究员获得，央行通常延迟一个季度公布此数据）。此比例不断下降，表明商业银行的资金供给小于企业的资金需求。

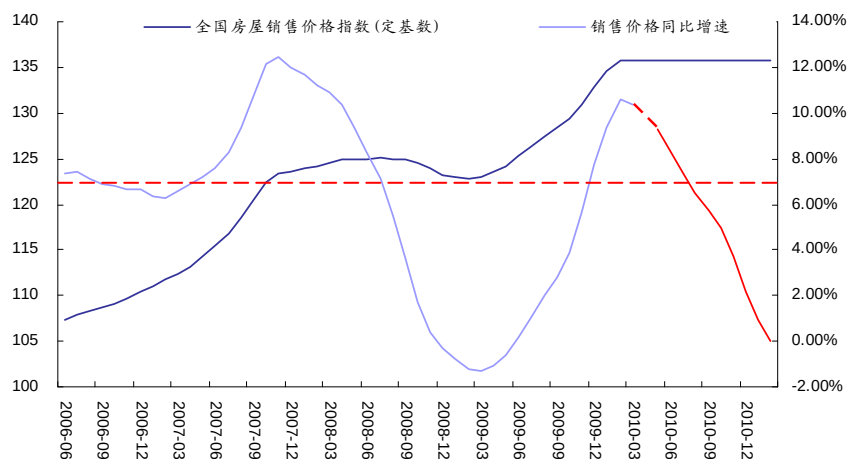
房地产调控政策方面：针对投资性住房需求，规定对购买第二套及以上住房提高首付比例和利率，以期打击房地产市场日益严重的炒作行为。

同时，先行指标信贷增速已经开始明显下降，房屋销量和房屋新开工工业以及国

内开始放缓。最新公布的房屋新开工面积环比 09 年 11-12 月份均值下降了 12.3%，远低于 02-09 年环比上升 4.9% 的历史均值。

基于对 CPI 仍将不断上行（CPI 见顶可能在 7-10 月份）、房屋销售价格指数在上半年房屋供给偏紧的背景下不会明显放缓的判断，未来将继续加强信贷管制，同时出台其他“抑制房价过快上涨”的政策将是一个大概率事件。

图 5：房屋销售价格指数明显放缓（同比增速低于 7%）可能要等到 2010 年 8 月份



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所

基于上述分析，合理的判断是：尽管目前工业增加值增速、城镇固定资产投资增速等宏观经济同步指标仍然向好，但是 A 股将在持续信贷收紧、房屋销售面积和房屋新开工面积同比增速逐步放缓的背景下逐渐震荡下行。

内容目录

投资摘要	2
2003 年控制盲目投资和低水平扩张	8
2004 年，清理整顿建设项目	11
2005 年，加强对房地产市场的调控	14
2006 年-2007 年上半年，抑制“三过”	16
2007 年下半年-2008 年 2 季度，“双防”	18
2008 年 3 季度-2009 年 4 季度，从“一保一控”到全力保增长	21
对当前市场的启示	24

图表目录

图 1: CPI与信贷管制.....	2
图 2: 03 年以来房屋销售价格指数与房地产政策.....	2
图 3: 信贷放松与CPI的关系	3
图 4: 房地产政策放松与房屋销售价格指数的关系.....	3
图 5: 房屋销售价格指数明显放缓（同比低于 7%）可能要等到 2010 年 8 月份	4
图 6: 2003-2009 年中国GDP季度同比增速.....	8
图 7: 2003-2009 年城镇固定资产投资季度同比增速	8
图 8: 2003 年上证综指运行.....	9
图 9: 2003 年底有色、煤炭价格大幅上涨	9
图 10: 2003 底钢价大幅上涨.....	9
表 1: 2003 年主要调控政策一览表.....	10
表 2: 2004 年主要调控政策一览表.....	11
图 11: 从 04 年 4 月-12 月，信贷管制背景下上证国债指数逐步震荡上行	12
图 12: 2004 年上证综指运行.....	12
图 13: 04—05 年 6 月，房价持续上升	13
图 14: 04 年 2-3 月房屋销量开始放缓	13
图 15: 04 年 2-3 月房屋新开工面积增速放缓	13
图 16: 04 年 7 月城镇固定资产投资开始持续放缓.....	13
图 17: 04 年 10-12 月房地产投资开始持续放缓	13
表 3: 2005 年主要调控政策一览表.....	14
图 18: 05 年上半年信贷继续管制背景下国债指数继续上行.....	14
图 19: 05 年下半年信贷开始适度放开	14
图 20: 2005 年上证综指运行.....	15
图 21: 05 年 6-7 月房屋销售见底回升	15
图 22: 05 年 6-7 月房屋新开工面积增速开始回升	15
表 4: 2005 年主要调控政策一览表.....	16
图 23: 06-07 年 3 季度不断上调利率和存款准备金率的背景下贷款下浮比例仍在增加	17
表 5: 2007 年下半年-2008 年 3 季度主要调控政策一览表.....	18
图 24: 07Q4-08Q2 在上调利率及存款准备金率的背景下上证国债指数不断上行	18
图 25: 07Q4-08Q2 贷款下浮比例不断降低	18
图 26: 2007 年 4 季度-2008 年 3 季度上证综指运行	19
图 27: 08 年 6 月份房价才出现明显的拐点	19
图 28: 07 年 11 月房屋销量开始放缓	20
图 29: 08 年 3 月房屋新开工面积增速放缓	20
图 30: 08 年 6 月房地产投资开始持续放缓	20
图 31: 08 年 7-9 月城镇固定资产投资增速放缓.....	20
表 6: 2008 年下半年-2009 年 4 季度主要调控政策一览表.....	21
图 32: 信贷余额同比增速于 08 年 10 月开始回升	22
图 33: 08Q4-09Q4 贷款下浮比例不断上升	22

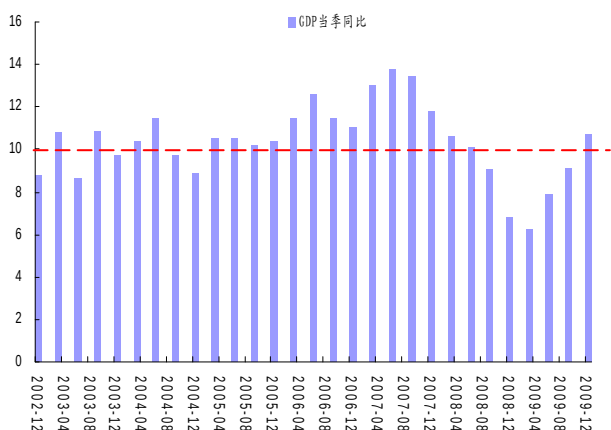
图 34: 2008 年 7 月-2009 年 12 月上证综指运行	22
图 35: 全国房屋销售价格指数环比到 09 年 3 月才转正	23
图 36: 信贷余额同比增速于 08 年 10 月开始回升	23
图 37: 08 年 11-12 月房屋销售面积开始回升	23
图 38: CPI 与信贷管制	24
图 39: 02 年以来房屋销售价格指数与房地产政策	24
表 7: 2009 年 12 月分以来主要调控政策一览表	25
图 40: 2010 年以来在连续上调存款准备金率的背景下上证国债指数不断上行	25
图 41: 销售面积增速出现下滑	26
图 42: 房屋新开工面积增速逐步下滑	26
图 43: 房屋销售价格指数明显放缓（同比增速低于 7%）可能要等到 2010 年 8 月份	27

我们都知道中国“政策市”的特征比较明显，本文将简要讨论政策是如何影响以及多大程度上影响股票市场的运行。我们认为政策影响股票市场的介质是信贷紧缩和抑制房屋需求的调控，因此我们拟通过对 03 年以来历次宏观调控中针对信贷和地产政策的分析来剖析其影响，并对未来 A 股的中期运行趋势给出参考。

2003 年控制盲目投资和低水平扩张

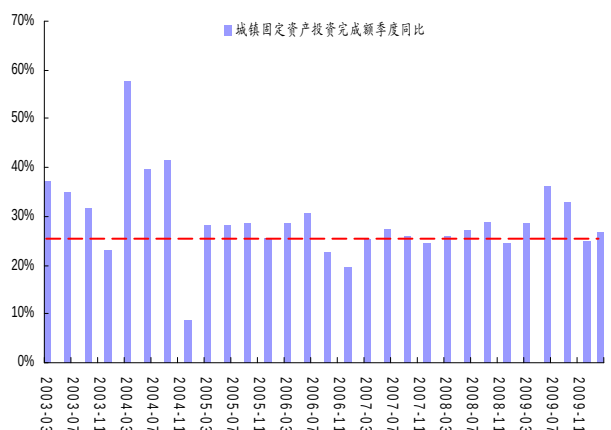
2003 年第一季度，经济增长迅速升温；在第二季度抗击非典取得胜利的基础上，从第三季度起，经济增长又继续升温，特别是钢铁等部分行业固定资产投资迅猛增长，这使得煤电油运的供给全面趋紧。针对这种情况，宏观调控拉开了序幕。

图 6：2003-2009 年中国 GDP 季度同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 7：2003-2009 年城镇固定资产投资季度同比增速



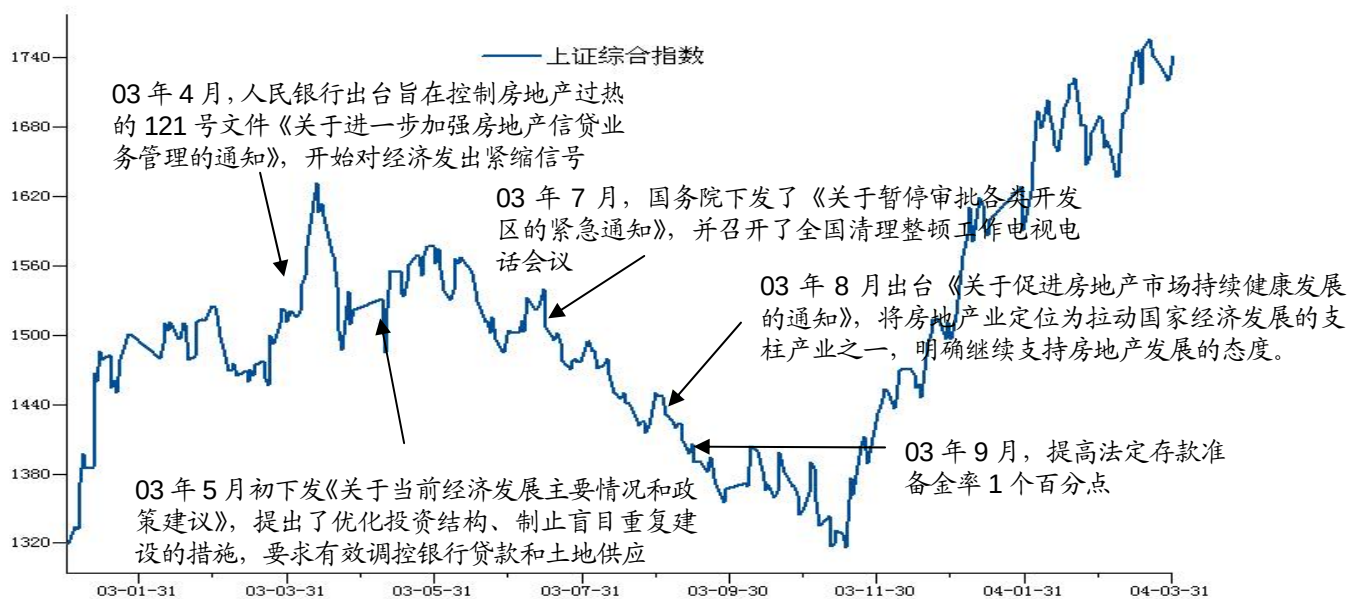
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

从上图可以看出，03 年 1 季度和 3 季度，GDP 增速同比超过 10%，固定资产投资增速超过 30%。随着各项抑制固定资产投资以及紧缩货币的政策出台，A 股从 03 年 4 月进入到调整阶段，直到 11 月份结束，调整时间为 7 个月，调整幅度为-20.7%。

信贷紧缩方面：中国人民银行除了连续进行公开市场操作、发行央行票据对冲投放的基础货币之外，于 2003 年 9 月提高法定存款准备金率 1 个百分点。但是真正对于信贷起决定性作用的“窗口指导”并未出现。

房地产调控政策方面：2003 年 4 月，央行下发《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》（又称 121 号文），但 121 号文的发布激起开发商的普遍抵制，同时由于政府内部未就房地产市场是否过热达成一致，广泛的争论以同年 8 月国务院发布《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》而告一段落。《通知》将房地产业定位为拉动国家经济发展的支柱产业之一，明确继续支持房地产发展的态度。最终，121 号文没有得到认真执行。

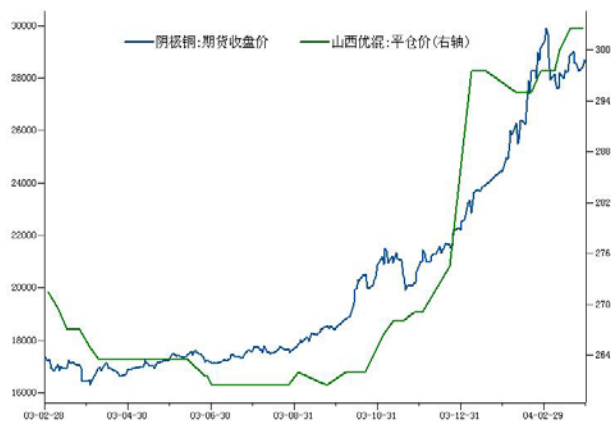
图 8: 2003 年上证综指运行



数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

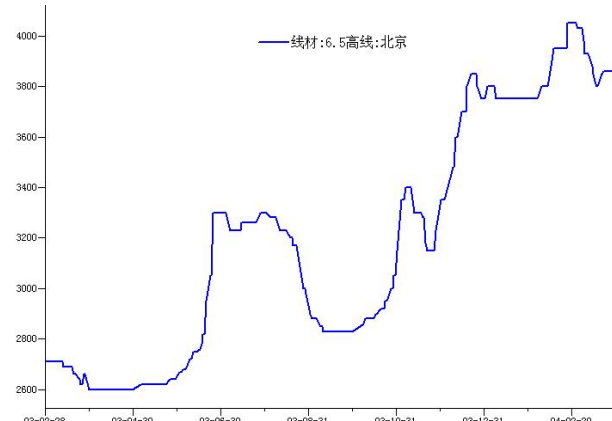
这里重点分析一下 03 年底股市的大幅反弹。反弹的背景: 一是房地产是否过热还存在争议, 8 月《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》的出台表明政府关于房地产的态度转为正面支持; 二是在 9 月上调存款准备金率之后没有进一步货币紧缩政策出台, 更没有“窗口指导”来严格控制信贷。而同时伴随着经济过热, 中上游产品价格大幅上升, 导致市场出现了基于业绩超预期的所谓“五朵金花”行情: 钢铁、汽车、石化、煤炭电力及金融。

图 9: 2003 年底有色、煤炭价格大幅上涨



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 10: 2003 年底钢价大幅上涨



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

表 1: 2003 年主要调控政策一览表

日期	出台政策及背景
2003 年 4 月	2003 年 4 月，人民银行出台旨在控制房地产过热的 121 号文件《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》，开始对经济发出紧缩信号。央行 121 号文件规定，对购买高档商品房、别墅或第二套以上(含第二套)商品房的借款人，适当提高首付款比例，不再执行优惠住房利率规定。
2003 年 5 月初	下发了《关于当前经济发展主要情况和政策建议》(中办发〔2003〕13 号文件)，明确指出，“在经济加快增长过程中，资源约束的矛盾日益突出”，“某些行业盲目投资、低水平扩张的情况有所加剧”，“值得注意的是某些行业过度投资中有很大部分依靠银行贷款，已引起货币供应量和贷款增长偏快”；并指出“这些问题总体上看还是局部的、苗头性的，要有针对性地采取措施，防止酿成全局性的问题”。文件提出了优化投资结构、制止盲目重复建设的措施，要求有效调控银行贷款和土地供应，整顿土地市场秩序，严格控制高档房地产项目，加强对钢铁、有色金属、建材等行业的规划指导和调控。
2003 年 7 月	国务院办公厅下发了《关于暂停审批各类开发区的紧急通知》(国办发〔2003〕30 号)。要求自通知下发之日起，各省、自治区、直辖市人民政府和国务院有关部门，一律暂停审批新设立和扩建各类开发区。对各级人民政府及其有关部门批准设立的各类开发区进行全面清查
2003 年 7 月 21 日	7 月 21 日，形成下发了《关于当前经济运行情况和做好下半年经济工作的建议》(中发〔2003〕10 号文件)，进一步明确指出，“盲目投资、低水平重复建设的情况有所加剧”，“一些地方违反规划，盲目兴办各类开发区”，“信贷投放偏快，加大了潜在金融风险”。强调，“要区别情况，有针对性地采取措施，努力解决经济生活中的突出矛盾和问题”，并提出了加强规划和政策引导，严格市场准入制度，强化土地审批和监督，停止审批新设和扩大种类开发区，加强信贷管理，择机提高银行存款准备金率等调控措施。
2003 年 7 月底	7 月底，在全国防治非典工作会议上，胡锦涛总书记、温家宝总理针对经济运行中的突出矛盾和问题，又做了重点强调。
2003 年 8 月	出台《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，将房地产业定位为拉动国家经济发展的支柱产业之一，明确继续支持房地产发展的态度。最终，121 号文没有得到认真执行
2003 年 9 月	提高法定存款准备金率 1 个百分点
2003 年 10 月	10 月份召开的十六届三中全会闭幕式上，胡锦涛总书记明确强调，要树立和落实科学发展观，防止和克服不顾实际、急于求成、急功近利的思想，坚决防止某些行业出现重复建设。
2003 年 12 月	在 12 月份召开的中央经济工作会议上，进一步强调，对新出现的苗头性和局部性问题，要见微知著，防患于未然，采取果断措施，努力加以解决，防止演变为全局性问题。

资料来源：国信证券经济研究所

2004 年，清理整顿建设项目

进入 2004 年，部分行业固定资产投资继续大幅度攀升。1 月至 2 月，全国城镇固定资产投资累计增速高达 53%。针对这种情况，宏观调控加大了力度。

2004 年 4 月，集中出台了一批措施，如：上调存款准备金率；调整部分行业固定资产投资项目资本金比例；**查处江苏铁本钢铁有限公司违规建设钢铁项目（标志性信号）**；深入开展土地市场治理整顿，严格土地管理；加强产业政策和信贷政策协调配合，控制信贷风险；等等。通过采取这些措施，初步遏制了部分行业盲目投资的势头。2004 年，全国城镇固定资产投资累计增速由年初的 53% 回落至 12 月的 27.6%。煤电油运供给紧张局面得到缓解。

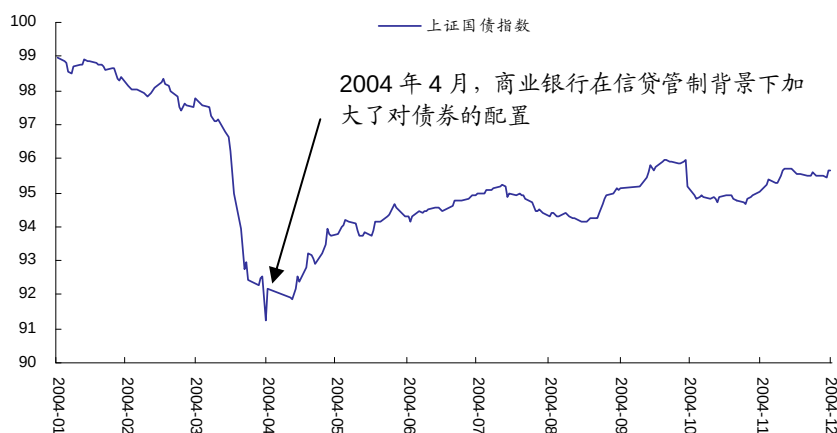
表 2：2004 年主要调控政策一览表

日期	出台政策及背景
2004 年 1 月	2004 年 1 月，国家发改委联合其他部委先后发布了《关于制止钢铁行业盲目投资的若干意见》、《关于制止电解铝行业违规建设盲目投资的若干意见》、《关于对电石和铁合金行业进行清理整顿若干意见》
2004 年 3 月	两会期间，温家宝总理在《政府工作报告》中把加强和改善宏观调控，保持经济平稳较快发展作为今年政府经济工作的第一项任务，并对如何搞好宏观调控作了部署
2004 年 3 月	中国人民银行于 2004 年 3 月实行再贷款浮息制度、提高再贴现利率；
2004 年 4 月	4 月份再次提高存款准备金率 0.5 个百分点，对不同存款类金融机构实行差别存款准备金制度。 央行还加强了对商业银行的窗口指导，提示它们注重信贷风险。
2004 年 4 月	4 月份，国务院宣布调高钢铁、电解铝、水泥和房地产四个行业的固定资产投资项目资本金比例，国务院办公厅颁发了《关于清理固定资产投资项目的通知》。
2004 年 4 月	2004 年 4 月，国务院严肃查处了 江苏铁本钢铁有限公司违规建设钢铁项目 ，并责成江苏省和有关部门处理这起案件的有关责任人。要求各地区、各部门要从这起案件上吸取教训，举一反三，引以为戒，进一步贯彻落实好中央最近分析我国经济形势后提出的一系列方针政策和宏观调控的各项措施，增强全局意识，切实维护国家宏观调控的统一性、权威性和有效性
2004 年 5 月	5 月 21 日，国务院召开常务会议，分析经济形势和中央宏观调控措施落实情况，温家宝总理作重要讲话，提出宏观调控的原则是“果断有力，适时适度，区别对待，注重实效”。强调加强宏观调控既要严格控制部分行业过度投资盲目发展，又要切实加强和支持经济发展中的薄弱环节；既要坚决控制投资需求膨胀，又要努力扩大消费需求；既要解决当前经济运行中的突出问题，又要着眼长远发展；既要从宏观上把该管的管住管好，又要充分发挥市场机制的作用
2004 年 10 月	小幅提高存贷款基准利率、扩大或放开存贷款利率浮动区间。

资料来源：国信证券经济研究所

信贷紧缩方面：4 月份再次提高存款准备金率 0.5 个百分点，对不同存款类金融机构实行差别存款准备金制度。**央行还加强了对商业银行的窗口指导，提示它们注重信贷风险。**10 月份小幅提高存贷款基准利率、扩大或放开存贷款利率浮动区间。从上证国债指数的表现可以看出，从 4 月份开始商业银行进行了严格的信贷管制。

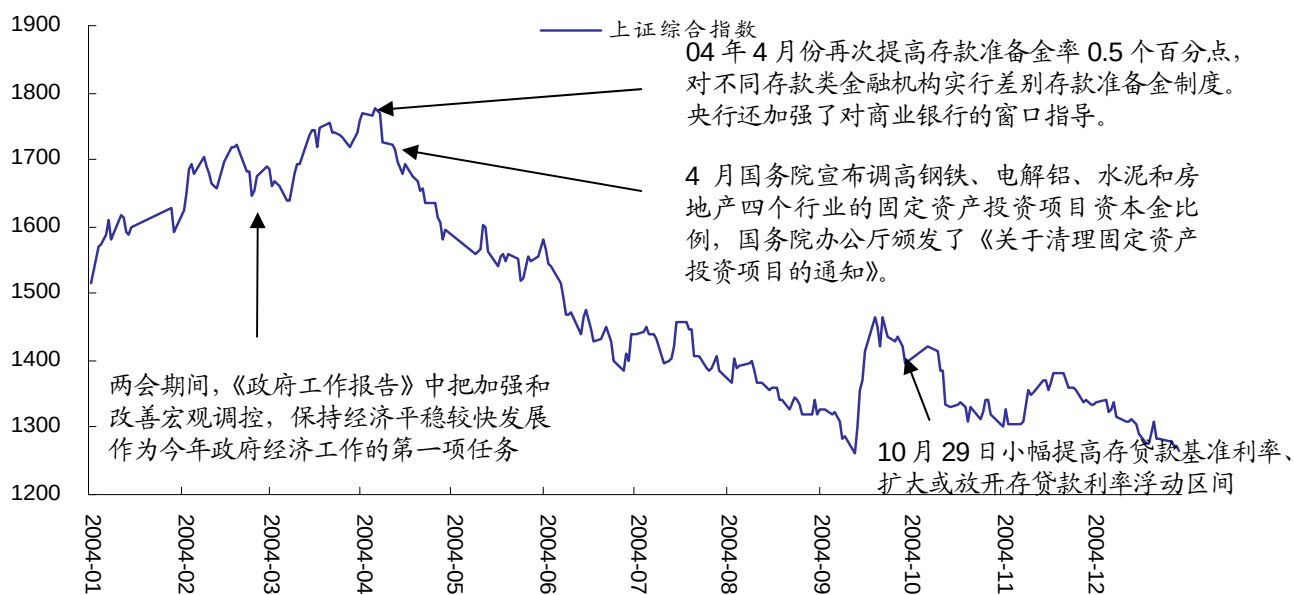
图 11: 从 04 年 4 月-12 月, 信贷管制背景下上证国债指数逐步震荡上行



数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

房地产调控政策方面: 2004 年主要是规范土地市场出让以及土地出让规模, 并未对抑制房屋需求以及房地产投资出台严格的政策。但在信贷管制及提高项目资本金比例的背景下房屋销量和新开工仍然受到了影响。

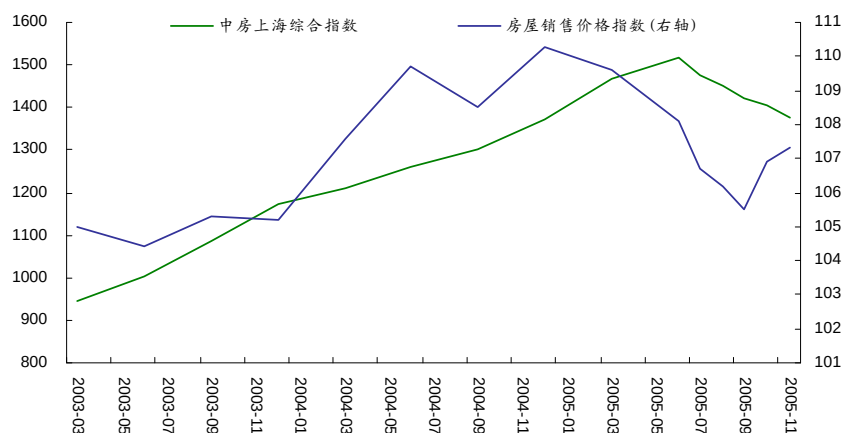
图 12: 2004 年上证综指运行



数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

04 年 A 股下跌过程中, 房屋销售价格指数、中上游产品价格等仍在持续上升。

图 13: 04—05 年 6 月, 房价持续上升

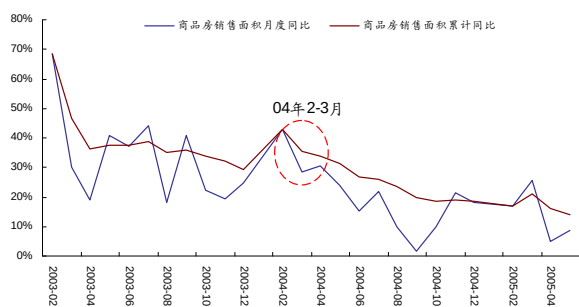


数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

备注: 106 表示房价同比增速 6%

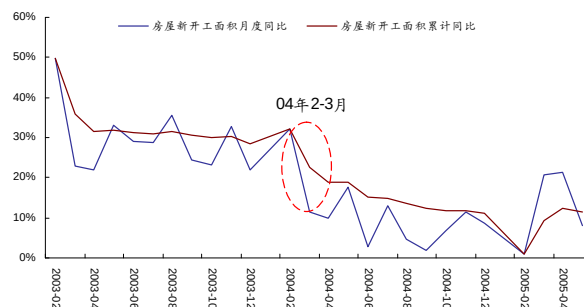
通过分析 04 年 A 股下跌过程中的各项指标, 我们可以发现, 信贷、房屋销量、新开工等先行指标逐步下滑, 而经济的同步指标城镇固定资产投资在 04 年下半年才受到明显影响。

图 14: 04 年 2-3 月房屋销量开始放缓



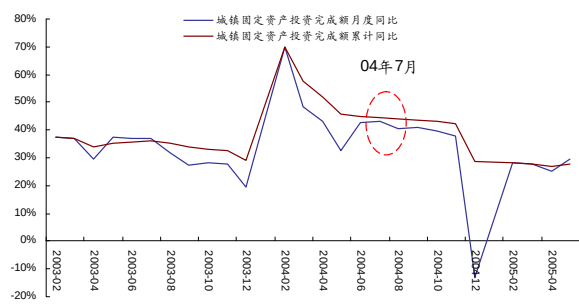
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 15: 04 年 2-3 月房屋新开工面积增速放缓



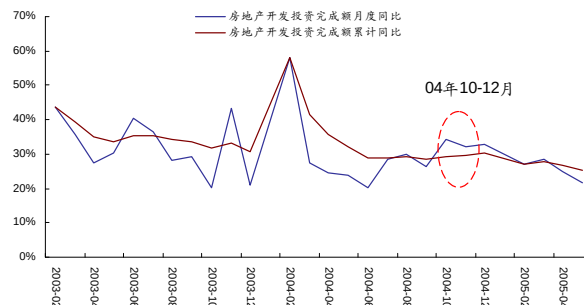
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 16: 04 年 7 月城镇固定资产投资开始持续放缓



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 17: 04 年 10-12 月房地产投资开始持续放缓



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

2005 年，加强对房地产市场的调控

04 年的宏观调控有效地抑制了固定资产投资增速，CPI 也于 8 月份见顶回落，但是房物价格仍然大幅上涨，因此进入 2005 年，针对房地产投资规模过大、住房价格上涨过快、供应结构不合理、房地产市场秩序混乱问题，集中出台了一批新措施，包括加强房地产市场调控、调整商业银行住房信贷政策，提高住房贷款的利率和首付比例等，从需求和供给两方面调控房地产市场。

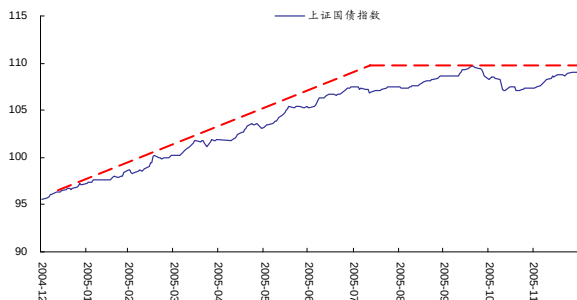
表 3: 2005 年主要调控政策一览表

日期	出台政策及背景
2005 年 3 月 5 日	3 月 5 日，温家宝总理在十届人大会议上作《政府工作报告》时，明确提出抑制高房价。
2005 年 3 月 16 日	3 月 16 日，中国人民银行宣布，从即日起上调个人房贷利率，将原来的商业银行自营性个人住房信贷优惠利率 5.31% 调整至 6.12%。同时，经央行批准，部分房地产价格上涨过快的城市 and 地区的“个人住房贷款最低首付款比例”由 20% 提至 30%。
2005 年 3 月 26 日	3 月 26 日，国务院办公厅下发《关于切实稳定住房价格的通知》。文件明确指出，部分地区投资性购房和投机性购房大量增加，导致房价上涨过快，影响了经济和社会的稳定发展。“国八条”要求地方政府及相关部门综合采取土地、财税、金融等相关政策及利用舆论法律手段控制不合理的需求，抑制房价过快上涨；对于控制措施不力，造成市场大起大落，影响经济稳定运行和社会发展的地区，要追究有关负责人的责任。
2005 年 4 月 27 日	4 月 27 日，国务院出台《加强房地产市场引导和调控的八条措施》，提出政府要遏制恶性炒作土地，并充分运用税收杠杆来调节楼市。
2005 年 5 月 9 日	5 月 9 日，国务院办公厅转发建设部等七部委《关于做好稳定住房价格的意见》，要求各地区、各部门要把解决房地产投资规模过大、价格上涨幅度过快等问题，作为当前加强宏观调控的一项重要任务；明确指出了“期房限转”、新购商品房“两年内转手全额征税”等措施，打击炒作投机行为。
2005 年 7 月 21 日	2005 年 7 月 21 日，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、管理的浮动汇率制度。当日，中国人民银行宣布，美元对人民币交易中间价格由 1 美元兑换 8.26 元人民币调整为兑换 8.11 元人民币

数据来源：国信证券经济研究所

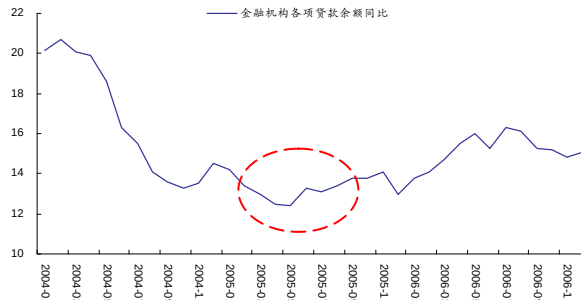
信贷紧缩方面：上半年继续进行“窗口指导”的信贷管制，但在 05 年下半年，随着房价涨幅趋缓、固定资产投资增速明显回落，信贷开始适度放开。

图 18: 05 年上半年信贷继续管制背景下国债指数继续上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

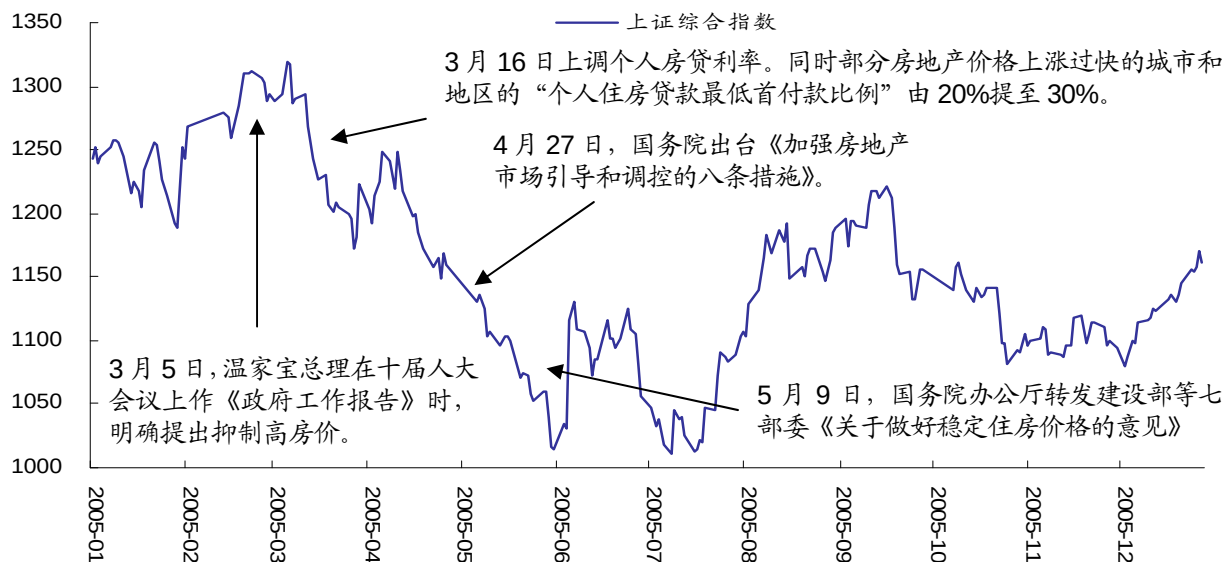
图 19: 05 年下半年信贷开始适度放开



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

房地产调控政策方面: 陆续出台各种措施, 调房贷利率以及提高首付比例抑制需求, “抑制房价较快上涨”, 到 05 年下半年, 房价涨幅 (环比和同比) 已经得到有效抑制。

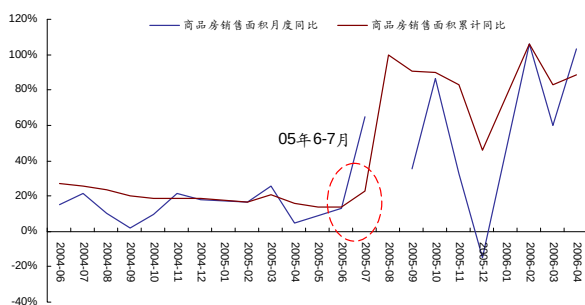
图 20: 2005 年上证综指运行



数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

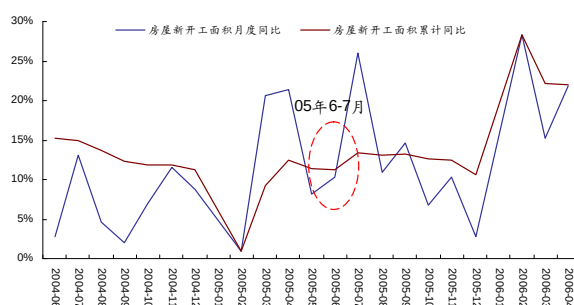
同时, 我们可以从 05 年股市见底回升的过程中看到一个同 04 年宏观调控阶段相反的案例, 即随着领先指标 信贷、房屋销量、房屋新开工的回升, 股市逐步触底开始回升。

图 21: 05 年 6-7 月房屋销售见底回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 22: 05 年 6-7 月房屋新开工面积增速开始回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

2006 年-2007 年上半年，抑制“三过”

2006 年-2007 年上半年的宏观调控，主要针对“三过”问题，即固定资产投资增长过快、货币信贷投放过多、外贸顺差过大等问题。

首先，继续调控固定资产投资过快增长。把抑制部分行业投资增长过猛延伸到对产能过剩行业的结构调整；把重点调控行业由钢铁、电解铝、水泥延伸到电石、铁合金、焦炭、汽车、煤炭、电力、纺织等行业；把对重点行业的投资管理延伸到深化投资体制改革，依法加强和规范新开工项目管理，从源头上把好项目开工建设关。2006 年 3 月，出台了一批推进产能过剩行业结构调整的措施。对产能过剩行业进行结构调整，一方面有利于控制这些行业盲目投资和低水平扩张，严格市场准入门槛，保持经济平稳较快发展的势头；另一方面有利于淘汰落后生产能力，节能降耗，污染减排，推动经济发展方式转变。2006 年 6 月，出台了从严控制新开工项目的有关措施。

其二，继续调控房地产。把控制土地、压缩投资、抑制需求、增加供给、稳定房价延伸到明确区分和正确发挥政府与市场的作用，推进住房制度改革，加强住房保障体系建设。政府的职责是，制定住房规划和政策，搞好土地供应和管理，重点发展面向中低收入家庭的廉租住房、经济适用住房和普通商品住房。2006 年 5 月，出台了调整住房供应结构、稳定住房价格的 6 条措施（国六条），也就是“90 平方米以下/70%”的政策。

其三，调控内外经济平衡。05 年以来，外贸顺差过大问题突出，直接导致银行资金流动性过剩，进一步加大了货币信贷投放。在宏观调控中，严把信贷闸门就由前一阶段的调控固定资产投资和房地产延伸到调控流动性过剩。为此，密集出台了一系列措施。两年内，提高金融机构存款准备金率 13 次，其中 2007 年就有 10 次；提高存贷款基准利率 8 次，其中 2007 年就有 6 次。

表 4：2005 年主要调控政策一览表

日期	出台政策及背景
2006 年 3 月	在 3 月份召开的两会上，温总理在政府工作报告中强调：固定资产投资规模仍然偏高。中央提出，要在严把土地、信贷“两个闸门”的基础上，进一步提高市场准入标准，综合运用土地、金融、市场准入、外资外贸、消费等政策，努力使“三过”问题平稳收敛，防止经济由偏快转为过热。
2006 年 3 月	国务院下发了《关于加快推进产能过剩行业结构调整的通知》（国发[2006]11 号），要求要依靠市场、因势利导、控制增能、优化结构、区别对待、扶优汰劣。国家有关部门制定了禁止用地、限制用地目录，出台了水泥、电解铝、钢铁等 11 行业的结构调整意见，提高了高耗能、高污染和产能过剩行业的准入标准，加大了差别电价政策的实施力度。加强了对重点地区、重点行业淘汰落后产能的督促检查，依法关闭了一批不符合产业政策的小钢铁、小水泥、小煤矿。同时，大力发展高新技术产业，着力振兴装备制造业，积极推进服务业发展。为改善出口商品结构，抑制“两高一资”产品出口，国家再次调整部分商品的出口退税。进一步降低出口退税率和征收出口关税，严控“两高一资”产品的出口
2006 年 4 月	4 月 27 日，央行宣布从 28 日起上调金融机构贷款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率上调 0.27 个百分点。这是我国自 2004 年 10 月份加息以来首次提高贷款基准利率。在当日，央行还对金融机构进行了“窗口指导”
2006 年 5 月	5 月 17 日发行了 1000 亿元定向票据。这次向商业银行发行的定向票据不能转让、不能抵押，具有一定的针对性，对商业银行的贷款规模实行了有效的控制。
2006 年 5 月	5 月 17 日，温家宝总理今日主持国务院常务会议，研究促进房地产业健康发展措施，并出台六条措

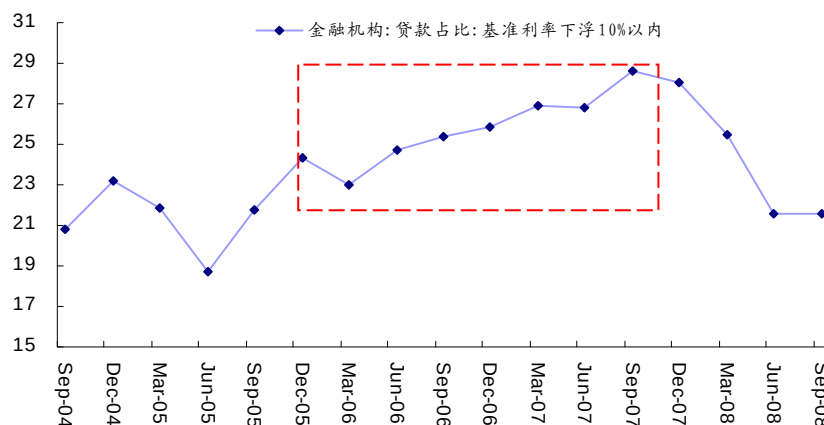
	施（国六条）。国六条在国八条调整住房供给结构的基础上，进一步对普通商品房和经济适用房的建筑面积做了限定，规定自 2006 年 6 月 1 日起，凡新审批、新开工的商品住房建设，套型建筑面积 90 平方米以下住房(含经济适用住房)面积所占比重，必须达到开发建设总面积的 70%以上。
2006 年 6 月	为了遏制固定资产投资过快增长的势头，进一步巩固和扩大宏观调控成果，国务院办公厅下发了《关于开展新开工项目清理督查工作的通知》（国办发[2006]44 号）。国家发展改革委、国土资源部、环保总局、银监会等 7 个部门联合组成 6 个督查组，赴 12 个省区开展新开工项目清理督查工作
2006 年 6 月	6 月 13 日，央行再次召集“窗口指导”会议 ，提醒各家银行要高度重视贷款过快增长可能产生的风险。同日，央行又发行 1000 亿元定向票据。
2006 年 7 月	6 月 16 日，中国人民银行公布自 7 月 5 日起，将法定存款准备金率上调 0.5 个百分点，从 7.5%提高到 8%；7 月 21 日，中国人民银行决定自 8 月 15 日起，上调存款类金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，从 8%提高到 8.5%，中国人民银行在一个多月的时间里连续两次提高法定存款准备金率，这在历史上是从来没有的
2006 年 11 月	11 月 3 日，央行再次宣布从 11 月 15 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，存款准备金率达到 9%

数据来源：国信证券经济研究所

信贷紧缩方面：1) 虽然在 06 年 2 季度连续 2 次央行对金融机构进行“窗口指导”，但实际执行力度并不明显，通过和银行研究员交流，我们认为原因主要是当时通胀压力很小，其次房地产经过持续 1 年的调控房价涨幅趋缓。2) 虽然加大公开市场业务、连续上调利率和存款准备金率，但是在外汇占款不断增加的背景下，商业银行的流动性依然非常宽裕，**在信贷闸门没有真正管制之前，商业银行的信贷仍然非常踊跃。**

这一点我们可以从金融机构贷款基准利率下浮部分所占比例的变化看出来。此比例不断上升，表明此阶段中商业银行的资金供给大于企业的资金需求。

图 23：06-07 年 3 季度不断上调利率和存款准备金率的背景下贷款下浮比例仍在增加



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所

房地产调控政策方面：除了国六条之外，没有出台进一步调控政策。

2007年下半年-2008年2季度，“双防”

进入到07年下半年,通货膨胀风险和房地产的调控成为宏观政策调控的重点,而到了2008年,中央则提出2008年宏观调控的首要任务是防止经济增长由偏快转为过热,防止价格由结构性上涨转为明显通货膨胀,按照控总量、稳物价、调结构、促平衡的基调做好宏观调控工作。实施稳健的财政政策和从紧的货币政策。

表 5: 2007 年下半年-2008 年 3 季度主要调控政策一览表

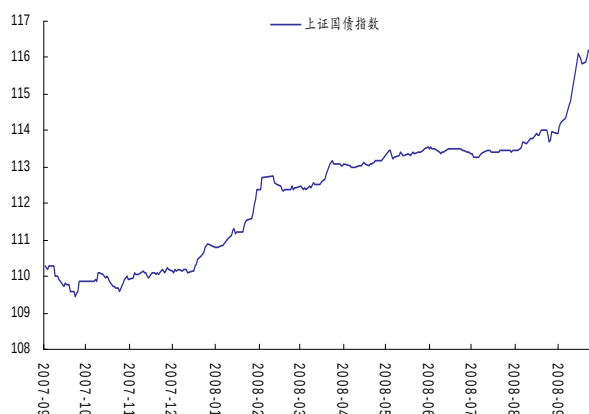
日期	出台政策及背景
2007 年 9 月	9 月底,央行与银监会联合发布了《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》。针对投资性住房需求,规定对购买第二套及以上住房提高首付比例和利率,以打击房地产市场日益严重的炒作行为。《通知》在许多方面与 03 年发布的 121 号文相似,包括对“第二套房”提高首付和利率的措施,不同的是,在房价问题得到高度重视的背景下“二套房”的政策得到了严格执行。
2007 年 12 月	12 月初召开的中央经济工作会议确定了 2008 年的宏观调控任务:防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀,实施稳健的财政政策和从紧的货币政策。
2008 年 1 月—6 月	1 月至 6 月间,为加强银行体系流动性管理,引导货币信贷合理增长,央行连续 5 次上调存款准备金率,最高至 17.5%。

数据来源: 国信证券经济研究所

信贷紧缩方面: 从 07 年 4 季度开始实行信贷管制,持续到 08 年 3 季度。

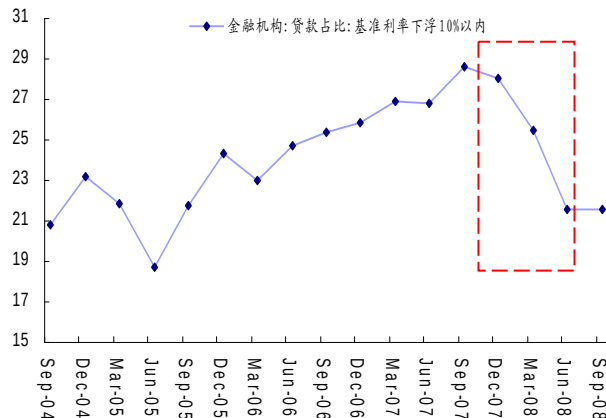
这一点我们可以从两部分看出来: 1) 在加息及连续上调存款准备金率的背景下上证国债指数不断上行,原因是商业银行在信贷投放被管制的情况下加大了对债券的配置; 2) 金融机构贷款基准利率下浮部分所占比例连续下降。此比例不断下降,表明商业银行的资金供给小于企业的资金需求。

图 24: 07Q4-08Q2 在上调利率及存款准备金率的背景下上证国债指数不断上行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

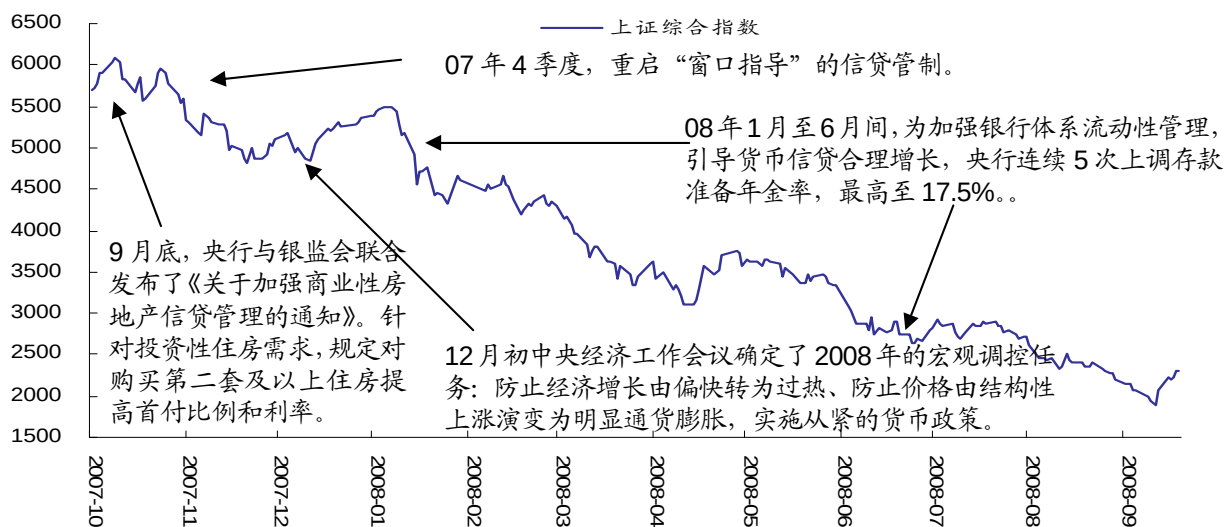
图 25: 07Q4-08Q2 贷款下浮比例不断降低



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

房地产调控政策方面: 针对投资性住房需求,规定对购买第二套及以上住房提高首付比例和利率,以期打击房地产市场日益严重的炒作行为。

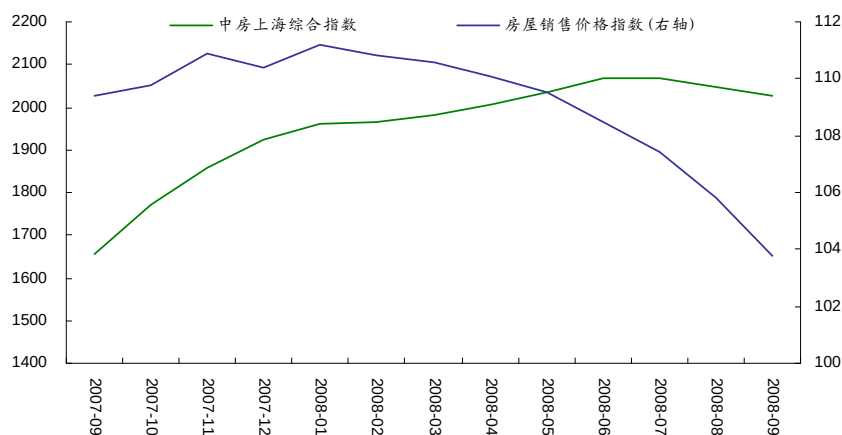
图 26: 2007 年 4 季度-2008 年 3 季度上证综指运行



数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

同样的, 我们可以发现类似于 04 年 A 股下跌过程中的状况: 1) 截止到 08 年 6 月房屋销售价格、中上游产品 (钢铁、煤炭等) 价格等仍在持续上升。

图 27: 08 年 6 月份房价才出现明显的拐点

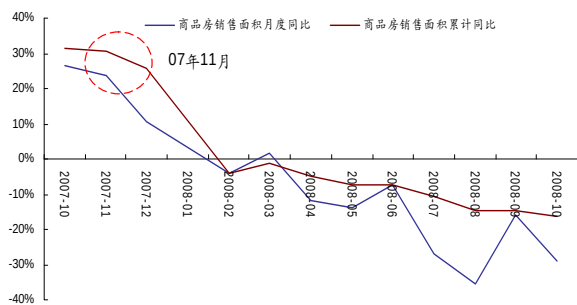


数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

备注: 106 表示房价同比增速 6%

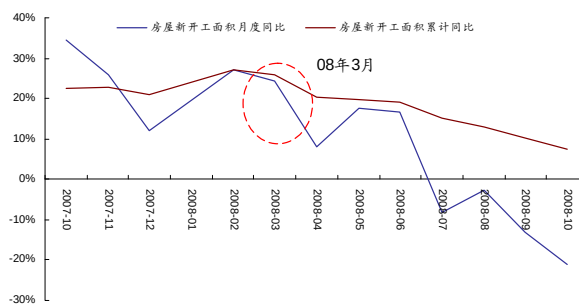
同样的, 在 08 年 A 股下跌过程中, 我们可以发现, 信贷、房屋销量、新开工等先行指标逐步下滑, 而经济的同步指标城镇固定资产投资从 08 年下半年开始才受到明显影响。

图 28: 07 年 11 月房屋销量开始放缓



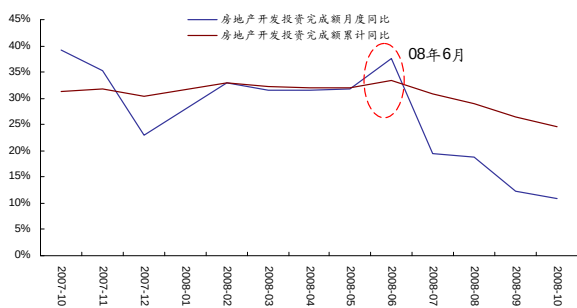
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 29: 08 年 3 月房屋新开工面积增速放缓



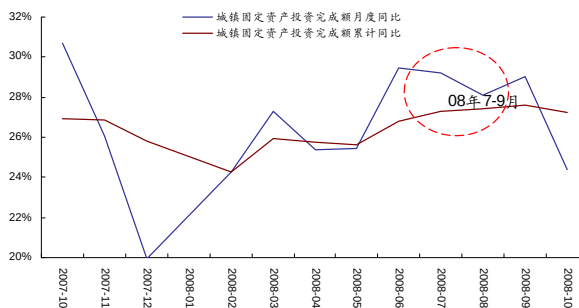
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 30: 08 年 6 月房地产投资开始持续放缓



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 31: 08 年 7-9 月城镇固定资产投资增速放缓



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

2008 年 3 季度-2009 年 4 季度，从“一保一控” 到全力保增长

进入到 08 年下半年，面对复杂多变的国际经济形势和国内经济运行中的突出矛盾和问题，党中央审时度势，及时把宏观调控的首要任务从年初的“两防”，即防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀，调整为年中的“一保一控”，即保持经济平稳较快增长、控制物价过快上涨。为应对国际金融危机快速蔓延，11 月份又果断调整为积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并采取了一系列扩大内需、促进经济增长的政策措施。

表 6：2008 年下半年-2009 年 4 季度主要调控政策一览表

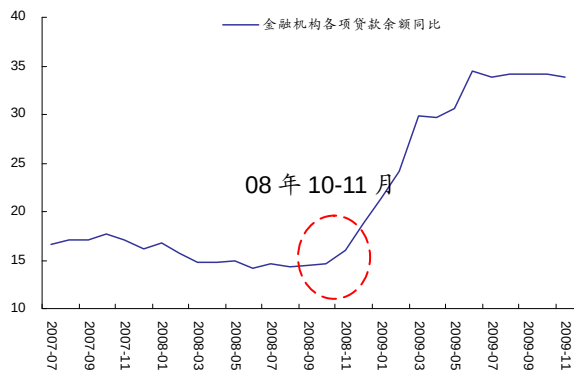
日期	出台政策及背景
2008 年 7 月	7 月 25 日召开的中央政治局会议明确了下半年经济工作的任务：把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务，即“一保一控”。
2008 年 8 月	8 月初，央行调增了全国商业银行信贷规模，对全国性商业银行在原有信贷规模基础上调增 5%，对地方性商业银行调增 10%。
2008 年 9 月	央行决定从 9 月 16 日起下调人民币贷款基准利率和中小金融机构人民币存款准备金率，以解决中小企业流动资金短缺问题。
2008 年 10 月	10 月 17 日温家宝在国务院常务会议上指出，采取灵活审慎的宏观经济政策，尽快出台有针对性的财税、信贷、外贸等政策措施，继续保持经济平稳较快增长。
2008 年 10 月	10 月 22 日宣布，个人住房公积金贷款利率各档次利率分别下调 0.27 个百分点；五年期以下（含）由现行的 4.32% 调整为 4.05%，五年期以上由现行的 4.86% 调整为 4.59%。
2008 年 10 月	为适当减轻个人住房交易的税收负担，支持居民首次购买普通住房，经国务院批准，财政部国家税务总局现就房地产交易环节有关税收政策问题通知如下：对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一下调到 1%，对个人销售或购买住房暂免征收印花税；对个人销售住房暂免征收土地增值税。本通知自 2008 年 11 月 1 日起实施。
2008 年 11 月	11 月 9 日，国务院常务会议宣布对宏观经济政策进行重大调整，财政政策从“稳健”转为“积极”，货币政策从“从紧”转为“适度宽松”，同时公布了今后两年总额达 4 万亿元的庞大投资计划，明确要求“出手要快、出拳要重、措施要准、工作要实”。
2008 年 12 月	12 月 21 日，国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见，意见指出，加大保障性住房建设力度；进一步鼓励普通商品住房消费；支持房地产开发企业积极应对市场变化。《意见》对贷款购买第二套房做出了原则性的“宽松”规定：在落实居民首次贷款购买普通自住房，享受贷款利率和首付款比例优惠政策的同时，对已贷款购买一套住房，但人均住房面积低于当地平均水平，再申请贷款购买第二套用于改善居住条件的普通自住房的居民，可比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。
2009 年 6 月	银监会出台《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》，要求加强信贷管理，切实防范按揭贷款风险，严格遵守第二套房贷的有关政策。

数据来源：国信证券经济研究所

信贷政策方面：从 08 年 8 月份开始，信贷开始适度放开。8 月初，央行调增了全国商业银行信贷规模，对全国性商业银行在原有信贷规模基础上调增 5%，对地方性商业银行调增 10%，从 08 年 10 月份开始，信贷明显放开。

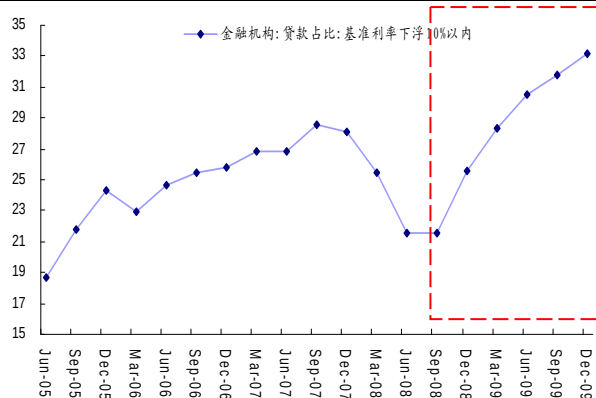
这一点我们可以两点看出：1) 信贷增速于从金融机构贷款基准利率下浮部分所占比例看出来，从 08 年 4 季度开始，此比例不断上升，持续到 09 年 4 季度。此比例不断上升，表明商业银行的资金供给大于企业的资金需求。

图 32: 信贷余额同比增速于 08 年 10 月开始回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 33: 08Q4-09Q4 贷款下浮比例不断上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

房地产调控政策方面: 从 10 月份开始，下调个人住房公积金贷款利率。契税税率暂统一下调到 1%，对个人销售或购买住房暂免征收印花税；对个人销售住房暂免征收土地增值税。12 月 21 日，国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见，《意见》对贷款购买第二套房做出了原则性的“宽松”规定，此宽松规定直到 09 年 6 月结束。

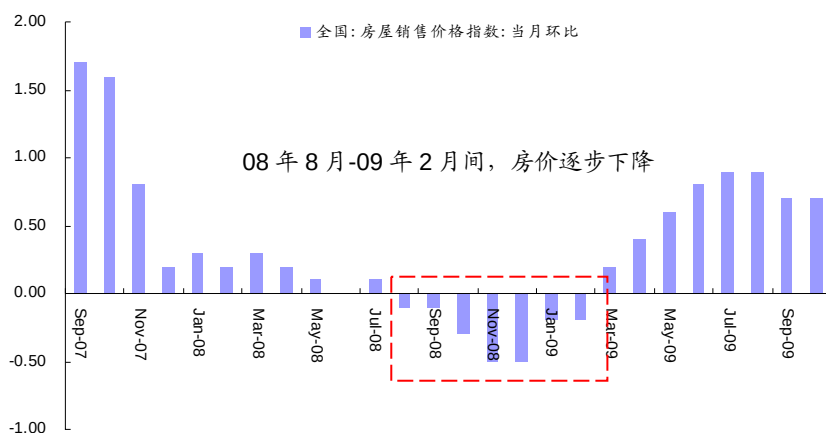
图 34: 2008 年 7 月-2009 年 12 月上证综指运行



数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

我们可以发现在 08 年底股市见底回升的过程中：1) 截止到 09 年 3 月房屋销售价格才开始见底回升。

图 35: 全国房屋销售价格指数环比到 09 年 3 月才转正

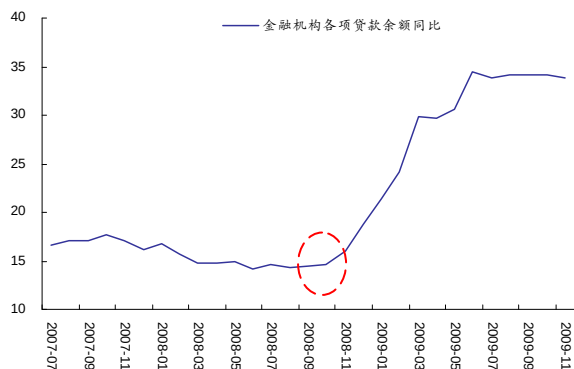


数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

备注: 106 表示房价同比增速 6%

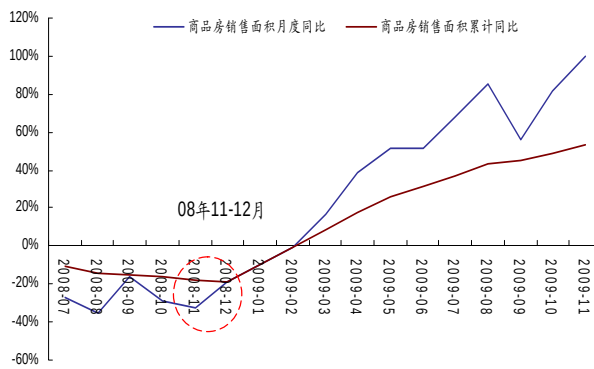
2) 同时, 我们可以从 08 年底股市见底回升的过程中看到同 05 年股市见底回升过程中相同的案例, 即随着领先指标 信贷、房屋销量的回升, 股市逐步触底开始回升 (房屋新开工增速见底在 08 年 11 月, 但同比转正在 09 年 6 月), 尽管此时工业增加值同比增速、发电量、房地产投资、出口、工业增加值、工业企业利润、零售等指标仍在下滑。

图 36: 信贷余额同比增速于 08 年 10 月开始回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 37: 08 年 11-12 月房屋销售面积开始回升



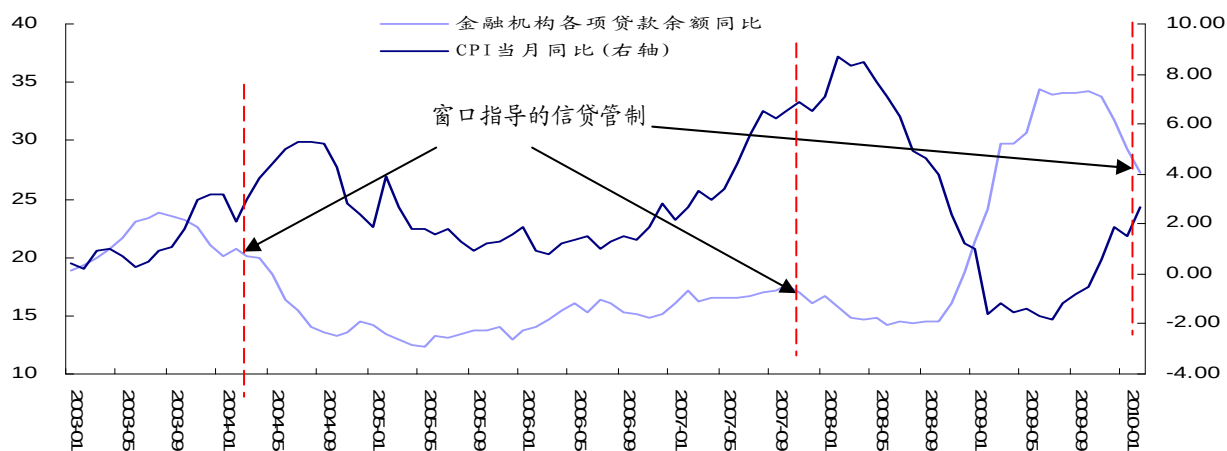
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

对当前市场的启示

启示一：从信贷紧缩和房地产调控两个角度出发，我们可以得出如下结论：信贷调控看CPI，而房价调控看房价涨幅。

简单的回顾历史，我们发现真正的信贷管制必定发生在经济出现过热迹象，CPI明显回升之时，而针对房地产的调控则可以观察指标房屋销售价格指数。

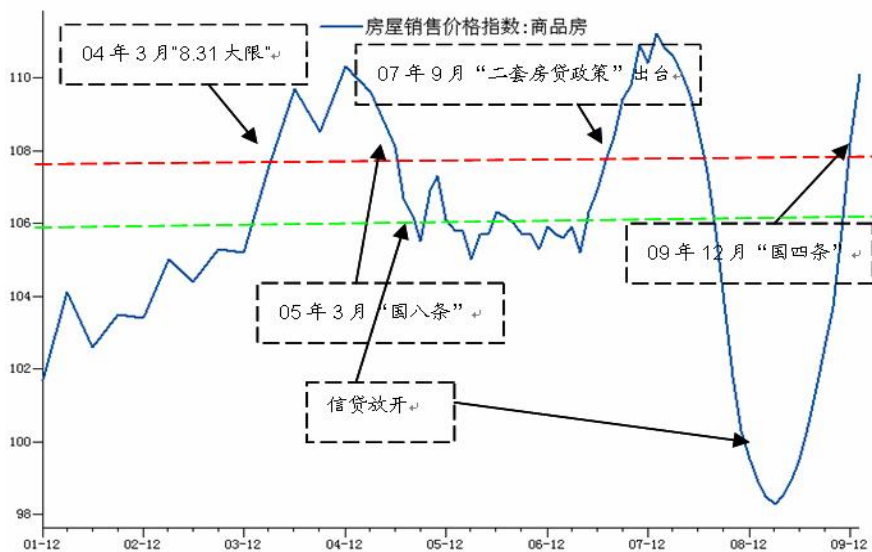
图 38: CPI 与信贷管制



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所

如果说在宏观经济中用CPI衡量当前物价的状态（一般而言高于3%被视作警示信号），那么在房地产市场就是用房屋销售价格指数来衡量目前房价的状态。从历史数据来看，当房屋销售价格指数超过107时（同比增速7%），严格抑制房屋需求的政策将出台，也就是说房屋销售价格低于107在政府容许的范围之内。

图 39: 02 年以来房屋销售价格指数与房地产政策



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所

启示二：在 CPI 上升导致的信贷管制以及房价明显上涨背景下的宏观调控必定会导致股票市场逐步震荡下行。且此过程中首先是先行指标信贷、房屋销量以及房地产新开工逐步放缓，最后才是宏观经济同步指标城镇固定资产投资放缓。也就是说在判断股票市场运行趋势的过程中，不应过于关注宏观经济同步指标的变化，比如工业增加值、城镇固定资产投资增速等。

对未来 A 股中期运行的展望

伴随着经济复苏确立，房价快速上涨，CPI 见底回升，管理通胀预期和抑制房价过快上涨成为 2010 年的主要调控目标。

表 7：2009 年 12 月分以来主要调控政策一览表

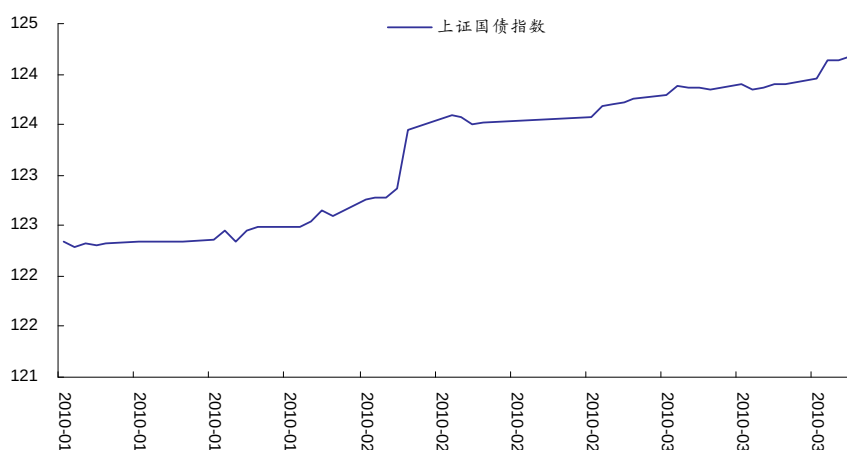
日期	出台政策及背景
09 年 12 月	“国四条”出台，国务院就促进房地产市场健康发展提出增加供给、抑制投机、加强监管、推进保障房建设等四大举措
10 年 1 月	央行提出严格执行房贷政策，加强对金融机构窗口指导
10 年 3 月	温家宝总理在《政府工作报告》中指出，促进房地产市场平稳健康发展，要坚决遏制部分城市房价过快上涨势头，满足人民群众的基本住房需求。

数据来源：国信证券经济研究所

信贷紧缩方面：从 10 年 1 月至今严格信贷管制。

这一点我们可以从两部分看出来：1) 在连续上调存款准备金率的背景下上证国债指数不断上行，原因是商业银行在信贷投放被管制的情况下加大对于债券的配置；2) 金融机构贷款基准利率下浮部分所占比例连续下降（最新月度数据通过银行研究员获得，央行通常延迟一个季度公布此数据）。此比例不断下降，表明商业银行的资金供给小于企业的资金需求。

图 40：2010 年以来在连续上调存款准备金率的背景下上证国债指数不断上行

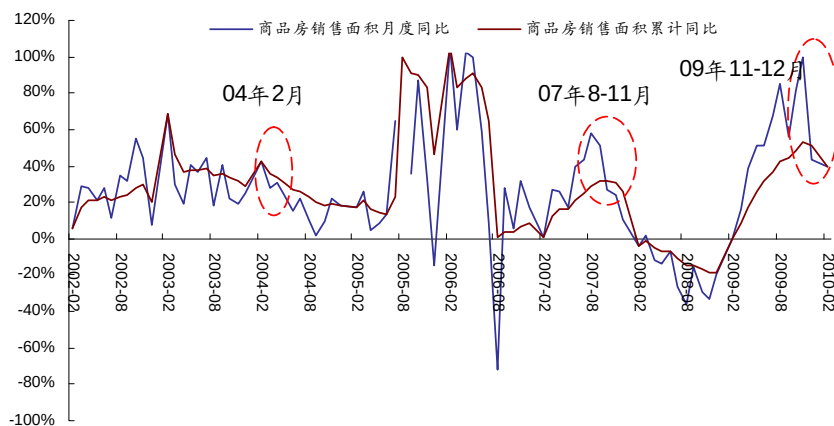


数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所

房地产调控政策方面：针对投资性住房需求，规定对购买第二套及以上住房提高首付比例和利率，以期打击房地产市场日益严重的炒作行为。

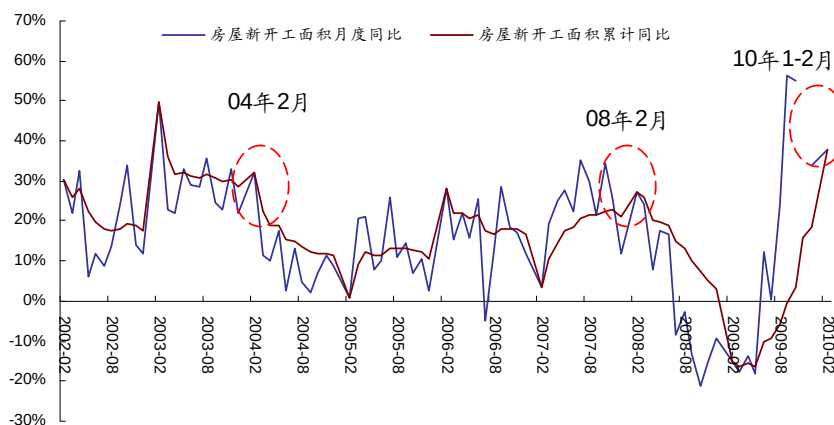
同时，先行指标信贷增速已经开始明显下降，房屋销量和房屋新开工工业以及国内开始放缓。

图 41: 销售面积增速出现下滑



数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

图 42: 房屋新开工面积增速逐步下滑

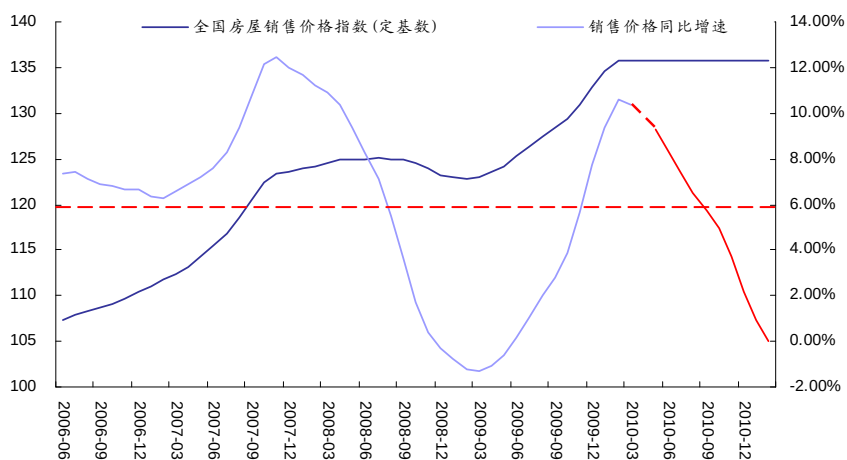


数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

最新公布的房屋新开工面积环比 09 年 11-12 月份均值下降了 12.3%，远低于 02-09 年环比上升 4.9% 的历史均值。

基于对 CPI 仍将不断上行 (CPI 见顶的时间可能在 7-10 月)、房屋销售价格指数在上半年房屋供给偏紧的背景下不会明显放缓的判断, 未来将继续加强信贷管制, 同时出台其他“抑制房价过快上涨”的政策将是一个大概率事件。

图 43: 房屋销售价格指数明显放缓（同比增速低于 7%）可能要等到 2010 年 8 月份



数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所

因此基于上述分析,合理的判断是:尽管目前工业增加值增速、城镇固定资产投资增速等宏观经济同步指标仍然向好,但是中期而言 A 股将在持续信贷收紧、房屋销售面积和房屋新开工面积同比增速逐步放缓的背景下逐渐震荡下行。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
汪 毅	021-60933145	廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煜	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
兰晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13480668226			13801832154			13701099132	
	shaoyf@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
林 莉	0755- 82133197		郑 毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13824397011			13795229060			13810118116	
	Linli2@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		黄胜蓝	021-60875173		焦 戢	010-82254202	
	18925287888			13761873797			13601094018	
	wanghaow@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
甘 墨	0755-82133456		刘 塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	15013851021			13817906789			13691229417	
	ganmo@ guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021- 60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				