

[2010.12.1]

货币政策前紧后松，资金支撑由外转内

——2011 年 A 股市场资金流动性报告


房振明
魏文婷

SAC 执业证书编号

S1150208020105

S1150109121395



fangzhenm@gmail.com

wwtbhzq@gmail.com

本报告通过讨论货币流动性对股市价格的影响，并根据流动性环境变化的若干影响因素，回顾 2010 年的资金流动性情况，并分析 2011 年的流动性预期，为投资决策提供依据。

核心观点：

构建宏观流动性分析体系：通过对流动性与资产价格、流动性创造源泉的理论与实证分析，构建 A 股市场流动性分析体系，分别对宏观层面和微观层面的流动性进行分析。

2011 年货币政策上半年从紧，资金支撑动力为海外泛滥流动性，下半年货币政策逐步走向稳健，资金支撑动力由外转内：通过对流动性体系宏观分析，我们认为在 QE2 结束之前，即 2011 年上半年 A 股市场实际流动性还将保持较为充裕状态，海外资本的大规模流入将会是 A 股市场流动性的决定力量，但央行为了防止中国经济被海外流动性“灼烧”，控制通胀，紧货币政策在 2011 年上半年是大概率事件。2011 年下半年，由于很难判断美国是否继续量化宽松，海外流动性存在较大不确定性，且随着国内经济增长和 CPI 的回落，A 股市场流动性的决定因素将由外部转向内部，货币政策会逐步走向稳健，准备金率可能从高位下调，因此对于 2011 全年的 A 股市场资金流动性，我们的总体判断为：货币政策前紧后松，资金支撑动力由外向内。

外汇占款或将达到 3 万亿，热钱为主要力量：贸易顺差、外商直接投资（FDI）以及短期国际资本流入是推动外汇占款增长的主要力量。加和三者，此消彼长，外汇占款 2011 年与 2010 年持平或略增。2011 年外汇占款保守估计将达到 29000 亿元，考虑外资流入极有可能超出 13000 亿元，预计 2011 年外汇占款或将达到 3 万亿。

2011 年信贷增速会进一步回落，新增信贷全年预计 6.5-7 万亿，增速预计 14%：基于国际流动性泛滥带来的管理通胀预期，我们认为 2011 年信贷政策收紧力度会进一步加大，以使货币政策回归正常化。按照以往规律测算，2011 年新增信贷为 7.1 万亿，考虑到资金流入或加速使外汇占款份额变大，新增贷款比重或下调。因此，我们倾向预期明年的信贷目标有可能至 7 万亿以下。

货币供应量 2011 年增速下降，预计全年增速 16.5%：2010 年 M2 增速较 09 年大幅回落，但仍处于高位，我们通过分析信贷和外汇占款规模，预计年底 M2 达到 72 万亿，增速 18%左右。2011 年 M2 增速目标预计较 2010 年下调 1%，货币当局或制订目标在 16%左右，但考虑历史数据实际 M2 增速总是高于目标值，M2 增速或在 17%。

2011 年实际利率尚有 50bp 上行空间，货币政策将走向正常化：我们认为货币当局目前更加关注流动性对中国的冲击，当前存贷款利率存在再次上调 50 个基点的“正常化”空间，但由于经济并不存在持续过热的风险，这种利率正常化的主要理由仍然是防止出现通胀失控的风险，但利率大幅上调超过 3%的可能性不大。

准备金率与公开市场等数量化对冲：数量化对冲力度加大，2010 年连续的准备金率上调已使银行准备金率达到历史高位，超储率降到较低水平，短期来看对银行有一定冲击但不大，但央行回收流动性的决心显著且“温水煮青蛙”的调控长期效果是明显的，我们预计 2011 年上半年更多将施行从紧的货币政策。

微观流动性供给之 A 股及基金开户数：开户数及参与度近期屡创年内新高，预计年底前会震荡回落。**供给之基金新成立数及规模：**11 月之后基金发行提速，预计 12 月基金成立规模创新高。**供给之基金仓位：**原有基金对市场资金供给影响力有限。**需求之 IPO、增发、配股融资：**2010 年融资个数每月分布较为均匀，但总体而言融资压力高于 09 年，预计 2011 年融资规模会与 2010 年持平或者略高，对市场资金需求影响为中性。**需求之解禁套现：**2010 年已过最大解禁期，2011 年解禁压力不大。

目录

一、 序幕：深究流动性.....	5
(一) 流动性与资产价格.....	5
(二) 流动性的创造源泉.....	6
二、 开篇之海外流动性：上半年汹涌澎湃来袭，下半年扑朔迷离难定.....	8
三、 中篇之国内流动性：上半年紧货币资金趋紧，下半年“真稳健”回常态.....	9
(一) 宏观流动性.....	9
1. 外汇占款：三细分项此消彼长，2011 年预计达 3 万亿.....	9
1.1 贸易顺差.....	10
1.2 外商直接投资.....	10
1.3 国际资本流入.....	11
2. 信贷：2011 年信贷力度继续收紧，全年预计 6.5-7 万亿，增速预计 14%.....	16
3. 货币供应量：2011 年 M2 增速放缓，预计 16.5%.....	18
4. 利率水平与货币政策：上半年紧货币政策，利率或上浮 50bp.....	19
4.1 存款准备金率.....	19
4.2 公开市场操作.....	21
4.3 实际利率.....	22
5. 通货膨胀：三因素下 2011 年通胀总体前高后低.....	23
5.1 输入性通胀.....	23
5.2 基数效应、翘尾因素.....	24
(二) 微观流动性.....	25
1. 供给之 A 股及基金开户数：开户数及参与度近期屡创年内新高，预计年底前会震荡回落.....	25
2. 供给之基金新成立数及规模：11 月初基金发行提速，预计 12 月基金成立规模创新高.....	25
3. 供给之基金仓位：原有基金对市场资金供给影响力有限.....	26
4. 需求之 IPO、增发、配股融资：2011 年融资需求平稳.....	27
5. 需求之解禁套现：2010 年已过最大解禁期，2011 年解禁压力不大.....	28
四、 尾篇之总体流动性：由外转内，内外配合贯穿 2011 年.....	28

图目录

图 1 广义货币组成	6
图 2 每月 M2 余额、贷款余额、外汇占比余额及（贷款+外汇）/M2.....	7
图 3 年度贷款新增、外汇占款新增占 M2 新增比例	7
图 4 流动性分析指标体系	7
图 5 1994 年至今美国 M1/GNP 走势	9
图 6 1994 年至今美国 M1/GNP 同比走势	9
图 7 2002 年至今外汇占款拆分（贸易顺差、FDI、短期资本流入）分析图	10
图 8 2001 年至今贸易顺差占外汇占款比例	10
图 9 2001 年至今年度贸易顺差数值	10
图 10 2002 年至今外商直接投资占外汇占款比重	11
图 11 2002 年至今外商直接投资年度数值	11
图 12 美国国债收益率与新兴市场股票指数关系图	12
图 13 中国股指与其他新兴经济体比较	12
图 14 美元兑港币汇率与港币存款关系	13
图 15 美元兑港币一月、一年远期合约价格	13
图 16 港元存款与恒生指数关系图	14
图 17 港元存款与 A 股市场走势关系图	14
图 18 一年期 NDF、人民币即期汇率走势	15
图 19 2003 年至今热钱流入数值	15
图 20 2005 年至今每月新增贷款、贷款余额分析图	16
图 21 1996 年至今年度新增贷款、贷款余额分析图	16
图 22 1996 年至今信贷余额占 M2 比重分析	17
图 23 1997-2009 年贷款余额增速值	17
图 24 2010 年底和 2011 年新增贷款、贷款余额预测图	18
图 25 2010 年底和 2011 年贷款余额占 M2 比重及增速预测图	18
图 26 中小型、大型存款类金融机构人民币存款准备金率	20
图 27 2010 年月度公开市场操作情况	20
图 28 2001 年至今银行体系基础货币季度值	20
图 29 2010 年银行间 7 日质押式回购利率走势图	21
图 30 2001 年至今银行超额存款准备金率	21
图 31 2010 年公开市场操作详情分析	22
图 32 PMI 购进价格指数对 PPI 影响分析图	24
图 33 基数效应对 2011 年各月 CPI 影响分析	25
图 34 2010 年每周新增股票、基金账户数及市场参与度	25
图 35 2003 年至今股票新增与上证指数走势图	25
图 36 2010 年每月基金发行个数	26
图 37 2010 年每月基金发行募集规模（亿元）	26
图 38 2003 年至今月度基金发行数与上证指数走势图	26
图 39 2003 年至今月度基金发行规模与上证指数走势图	26
图 40 基金仓位与上证指数走势图	27
图 41 2010 年月度融资个数统计	27
图 42 2010 年月度融资规模统计	27

图 43 2001 年至今融资情况统计图	28
图 44 2010、2011 年上市公司解禁情况图	28

表目录

表 1 2011 年外汇占款预测值表.....	16
表 2 2010 年 11、12 月外汇占款、信贷、M2 预测值表	18
表 3 2010 年数量化工具应用分析表	22

流动性变化在经济周期变动中起到了重要的作用，流动性的变化趋势反映了宽松或者紧缩的货币环境，是经济周期中不可分割的一部分，而同样流动性对于股市价格的影响也是不言而喻的，因此，研究市场流动性变化对于资产配置和组合管理都具有积极的作用。本文将通过讨论货币流动性对股市价格影响的理论与实践，并根据流动性环境变化的若干影响因素，回顾 2010 年的资金流动性情况，并给出 2011 年的流动性预期分析，为投资决策提供依据。

一、序幕：深究流动性

（一）流动性与资产价格

以货币供给为主导的货币流动性与资产价格之间的关系，是宏观经济学中的一个严峻的理论问题，受到学术界和实务界广泛的讨论。

经典货币数量理论(Quantity Theory of Money)指出货币供应量同经济活动及物价水平的相互关系，具体可由费雪方程式（Fisher Equation）表示： $MV=PT$ 。其中，M 指货币供应量；V 指货币流通速度；P 指平均价格水平；T 指商品和服务的交易量。理论假设货币流通速度（V）和交易量（T）在短期内不发生改变，这样，货币供应量(M)的增加会引起价格水平(P)的增加，导致通货膨胀。

按照上述公式，当货币供应量超出了经济增长所必须的货币需求，就会产生过剩的流动性，而过剩的流动性出现时，货币供应量超过了实际交易的需求必然带来物价水平提高。但是，单纯的货币数量理论仅仅阐述了经济学理论中货币和物价之间的关系。广义的理解，与货币数量理论相仿，我们认为过剩的货币不仅会用于购买商品和服务的市场上，也会用于购买资本品（包括债券、股票和房产等）。

过剩流动性一般被定义为货币过剩或者信用过剩与长期物价稳定的不适应。过剩流动性通过如下一些渠道潜在影响资产价格：

第一，货币政策的传导机制告诉我们：流动性提高→短期利率下降→长期名义利率下降→股票价格上涨。这里面有一个关键的传导因素：利率水平。

利率水平可以衡量货币流动的价格。长期利率同短期利率具有紧密的联动性，而且债券资产（如国债）的回报率是衡量长期利率水平的重要标准。债券利率在流动性增加时下降具有理论依据：其一，长期利率的下降减小了债权资产的回报率，在股票资产风险溢价水平保持不变时，也就相应降低了投资者对股票类资产的要求回报率。对股票资产的要求回报率降低使得当前股票资产的回报率超出人们预期，人们将拥有的货币投入股票市场推升股票价格，降低股票回报率，直到与要求回报率相吻合。其二，

债券利率下降与股票价格上升也可以通过替代效应进行解释。资金具有逐利性，当债券资产回报率下降时，资金会进入股票市场以获得高回报，直到资金的进入促使股票价格上涨，回报率降低，达到股票资产应有的风险溢价水平为止。

第二，影响实体经济：流动性增加后的宽松货币环境提高了对经济产出的预期，也提高了对公司盈利状况的预期。要求回报率的下降和公司盈利预期的提高会增加股票的内在价值。

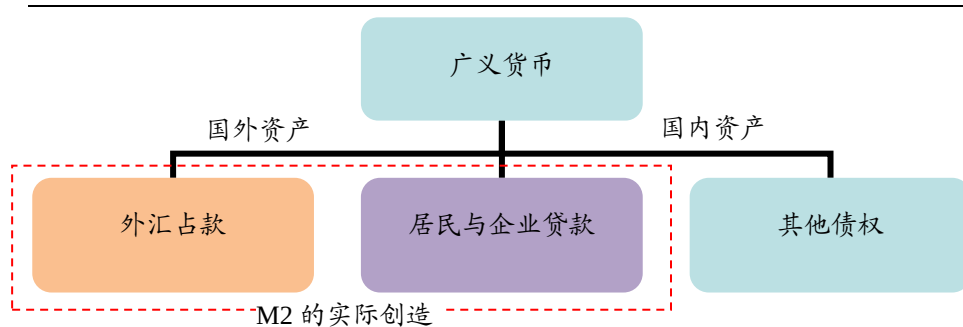
第三，货币数量理论表明，当货币的流动性高于经济的需要时，会抬高价格水平。在物价指数保持稳定时，资产价格就会上涨。居民所拥有的用货币计量的财富增加了，财富效应将用来购买商品，如果消费品价格保持稳定，那么财富会流向资产，资产价格水平就会上涨。从美国历史上最大的两次股票市场泡沫来看（1923—1929 年，1993—2000 年），都存在着物价稳定和资产价格大幅上涨的现象。

基于上述理论分析，我们认为，资产价格与流动性具有密切联系，因此有必要对流动性进行研究。分析流动性需要建立指标系统，找出影响流动性的主要因素，在以上的理论中，我们已经找到几个关键词：货币政策、利率水平、物价水平和货币供应量。其中核心词就是货币供应量，货币供应量是流动性的创造源泉。

（二）流动性的创造源泉

在宏观经济层面上，我们常把流动性直接理解为不同统计口径的货币信贷总量。从银行体系资产负债表的角度看，广义货币相当于银行体系的负债，而银行体系的资产包括三部分，即属于国外资产的外汇占款，属于国内资产的信贷与其他债权。央行对广义货币的影响主要是通过基础货币来影响商业银行的信贷派生能力，进而间接影响广义货币。

图 1 广义货币组成



资料来源：渤海证券研究所

因此，需要分析外汇占款、居民与企业贷款和其他债权这三项对于货币供应量的影响大小。统计 2000 年至今的 M2 每月余额、金融机构每月外汇占款余额以及金融机构

每月贷款余额，如图 2 所示，发现外汇占款与贷款构成了大部分的 M2，尤其在 08 年以后，占比已经达到 90%以上。截止 10 年 10 月，我国 M2 余额为 69.98 万亿，其中国内信贷 46.87 万亿，占比约 67%，外汇占款 21.84 万亿，占比约 31%，其他债权 2 万亿，占比约 2%。

图 2 每月 M2 余额、贷款余额、外汇占比余额及（贷款+外汇）/M2

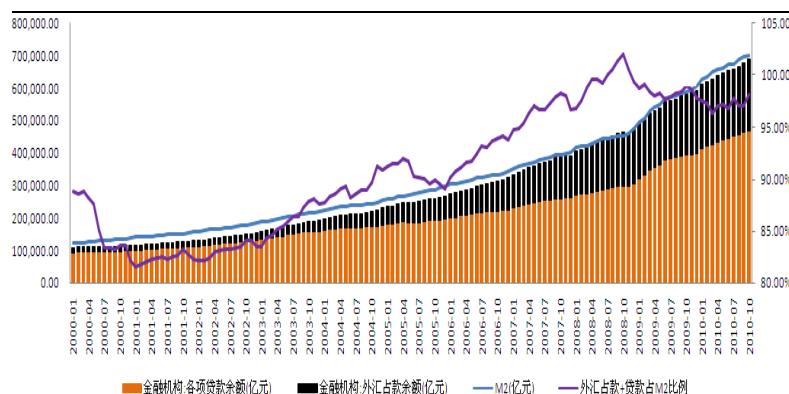
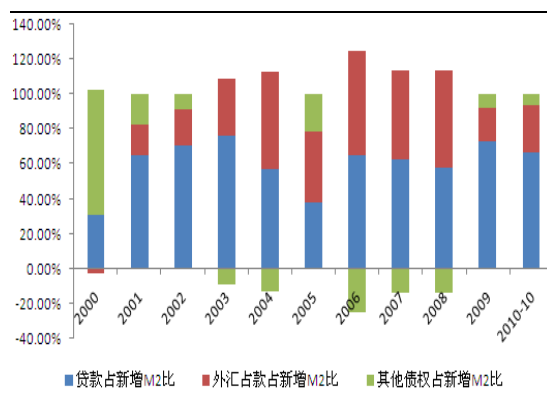


图 3 年度贷款新增、外汇占款新增占 M2 新增比例



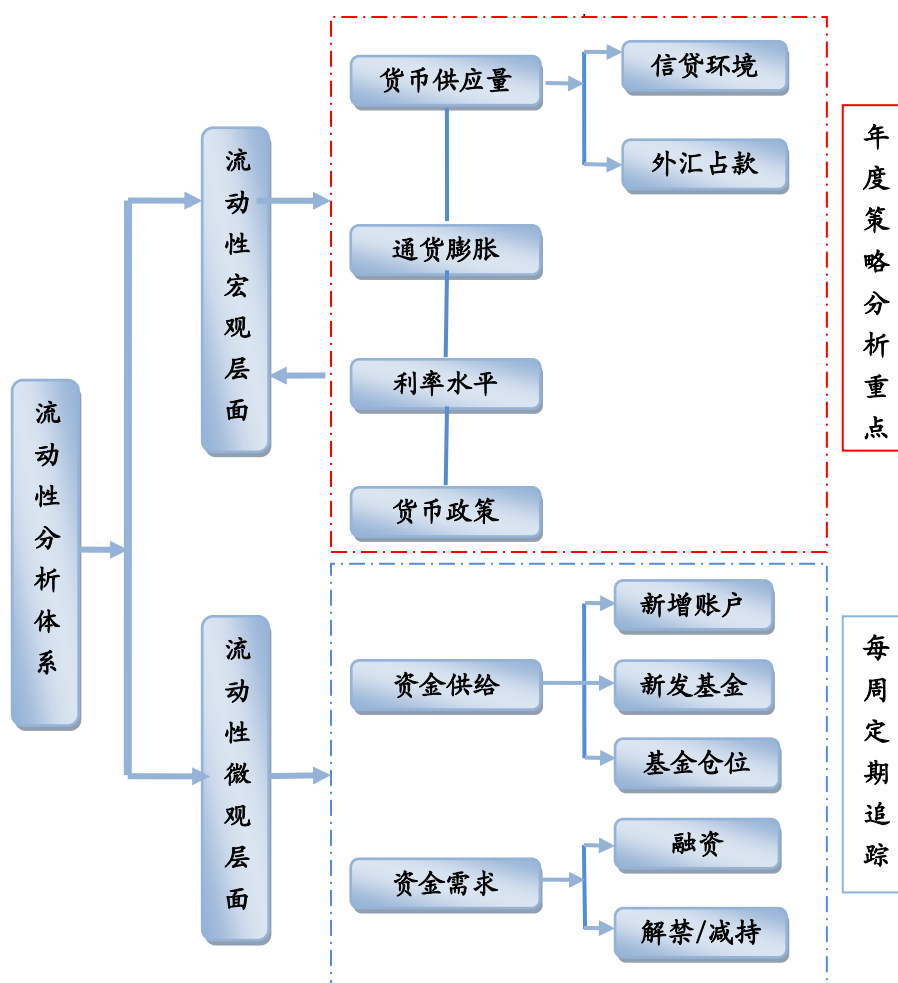
资料来源：渤海证券研究所，wind

统计 2000 年至今的每年年度外汇占款、贷款、M2 新增数据，分析新增外汇占款和新增信贷对于新增 M2 的贡献度，如图 3 所示。从 2004 年开始，新增外汇占款对 M2 的贡献度开始大幅提升，达到 50%左右水平，与信贷贡献度平分秋色，2008 金融危机之后，外汇占款贡献度才开始下降，截止 2010 年 10 月，新增外汇占款对新增 M2 贡献度为 27.21%，我们预计随着人民币升值国际资本的流入，外汇占款的比例会再度回升扩大。

因此，分析 M2 的两个最重要指标就是外汇占款与贷款。综上，分析宏观流动性涉及的指标包括：货币供应量、外汇占款、信贷、利率水平、物价水平、货币政策。

从微观层面看，我们主要关注市场资金流动性，及市场资金供需情况。使市场资金供应发生变化的主要影响因素有新增账户、新成立基金、基金仓位变化；使市场资金需求发生变化的主要影响因素有 IPO、增发和配股等融资、上市公司股东减持套现等。综合以上分析，我们构建流动性分析体系，在本报告中，我们重点给出宏观流动性的 2010 年总结和 2011 年预测，涉及微观流动性的部分，例如新增账户、新发基金等分析，预测一年跨度过大而导致意义有限，我们每周定期追踪，具体内容详见我们每周的《A 股市场资金与流动性周报》。

图 4 流动性分析指标体系



资料来源：渤海证券研究所

二、开篇之海外流动性：上半年汹涌澎湃来袭，下半年扑朔迷离难定

11月3日6000亿美元落地，惊涛再次拍岸，美国定量宽松政策持续，美元M1/GNP处于高位，2011年上半年全球流动性充裕格局难以改变。但2011年下半年QE2结束后，海外流动性不确定性增强。

11月3日美联储议息会议公布结果，增加至多6000亿美元长期国债采购额度，采购项目将延续至2011年6月底。该结果总规模基本符合预期，但单月规模稍低于市场预期。定量宽松政策下美元将持续进入大宗商品市场和新兴市场，推高国际大宗商品价格，为全球流动性注入能量。

我们以美国的M1/GNP作为衡量流动性的指标，统计1994年以来每月的M1/GNP的数值与同比变化，看出，M1/GNP的数值在近期达到新高0.1331，且还有向上冲的趋势，M1/GNP的同比数值接近5%，虽然较金融危机时下降不少，但也处于历史较高水平，且有向上攀升的趋势，这些数据结果均表明由美元导致的流动性正在逐步泛滥，

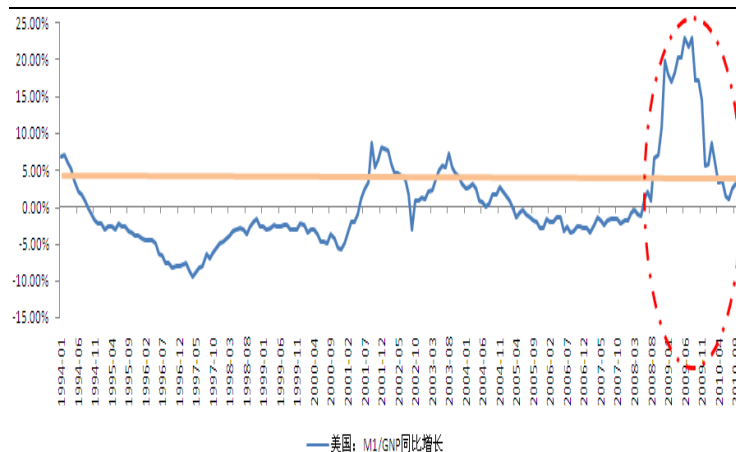
全球流动性充裕。

2011 年下半年，美国第二轮定量宽松结束，基于复杂的国际环境变化，下半年美国是否继续施行量化宽松政策难以预计，因此下半年海外流动性扑朔迷离，难以确定。

图 5 1994 年至今美国 M1/GNP 走势



图 6 1994 年至今美国 M1/GNP 同比走势



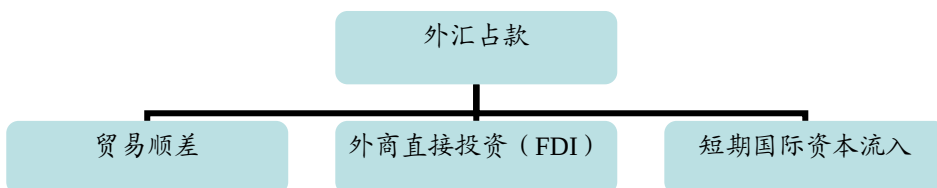
资料来源：渤海证券研究所，wind

三、中篇之国内流动性：上半年紧货币资金趋紧，下半年“真稳健”回常态

（一）宏观流动性

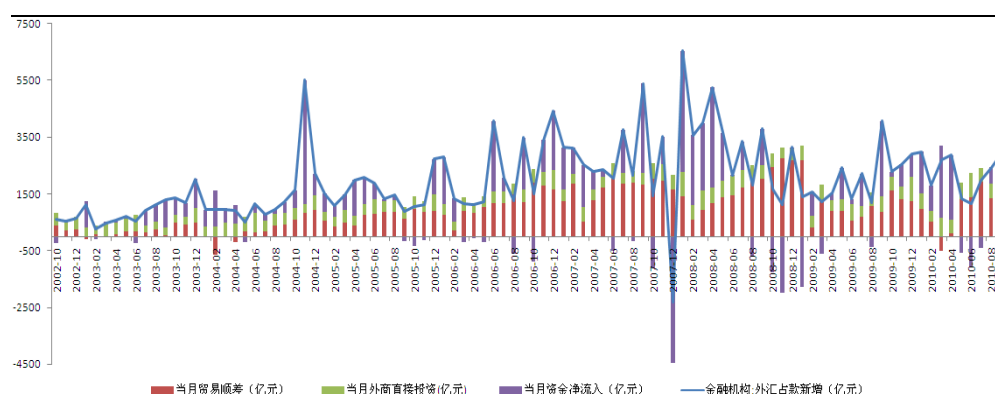
1. 外汇占款：三细分项此消彼长，2011 年预计达 3 万亿

一般而言，贸易顺差、外商直接投资（FDI）以及短期国际资本流入是推动外汇占款增长的主要力量。因此我们分析外汇占款，主要集中于分析这三项。



我们对 2002 年至今每月的外汇占款进行拆分分析，得到贸易顺差、外商直接投资和短期国际资本流入这三项在外汇占款中的所占情况。

图 7 2002 年至今外汇占款拆分（贸易顺差、FDI、短期资本流入）分析图



资料来源：渤海证券研究所，wind

1.1 贸易顺差

2003、2004 年，贸易顺差占比急速下降，从 2005 年开始，贸易顺差大幅扩大，在外汇占款中占据较大比重，比例均值达到 50% 左右，从 2005 年贸易顺差第一次突破 1000 亿美元以来，至今每年的贸易顺差都在 2000 亿美元上下波动，其中 08 年贸易顺差最高达到近 3000 亿美元。2009 年贸易顺差 1960 亿美元，2010 年截止到 10 月份，贸易顺差为 1477 亿美元，按照 wind 里 11、12 月分别 215 亿美元、207 亿美元的平均预计，2010 年全年贸易顺差估计在 1900 亿左右，折合人民币约计 12817 亿元人民币左右。

2011 年，中国贸易顺差相比 2010 年将会收窄，我们预计 2011 年全年贸易顺差在 1600 亿美元左右，按照人民币较 2010 年初升值 5% 预计，2011 年全年贸易顺差约为 10400 亿元（收窄 2400 亿元），按照 50% 占比均值，仅仅考虑贸易顺差对外汇占款的影响，其他因素变化不大的情况下，2011 年外汇占款约计为 2 万亿元。

图 8 2001 年至今贸易顺差占外汇占款比例

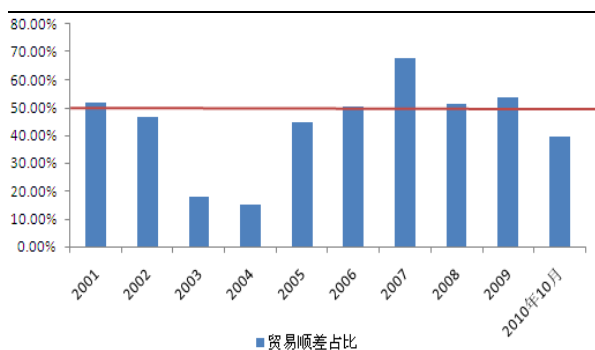
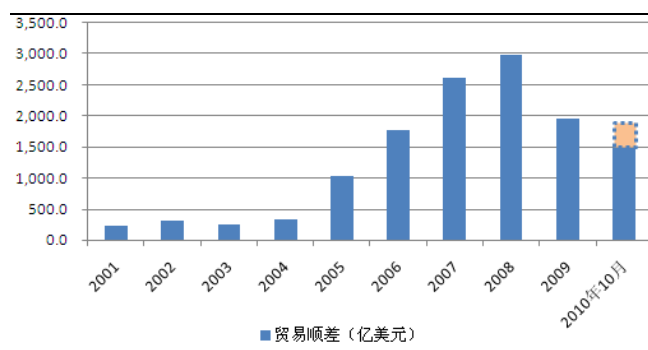


图 9 2001 年至今年度贸易顺差数值



资料来源：渤海证券研究所，wind

1.2 外商直接投资

近几年外商直接投资一直保持稳定趋势，从 2008 年开始，一直维持在 900 亿美元左右，截止 2010 年 10 月份外商投资累计 820 亿美元，预计全年 950 亿美元左右，折合人民币约计 6700 亿元。

预计 2011 年外商投资较 2010 年会稍有下降，约计 900 亿美元左右，折人民币约计 5895 亿元（收窄 800 亿元），按照外商直接投资占比近五年一直在 3% 左右计算，仅仅考虑外商直接投资对外汇占款的影响，其他因素变化不大的情况下，2011 年外汇占款约计为 2 万亿元，与贸易顺差估计下的外汇占款数目基本相同。

图 10 2002 年至今外商直接投资占外汇占款比重

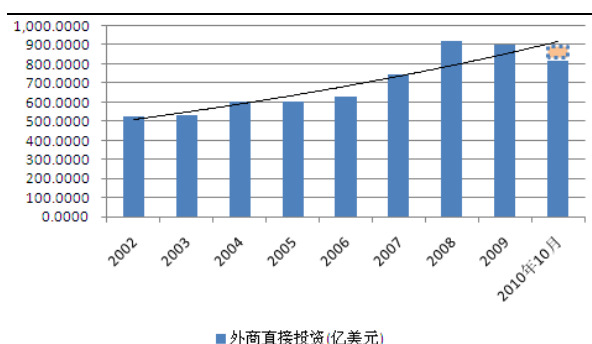
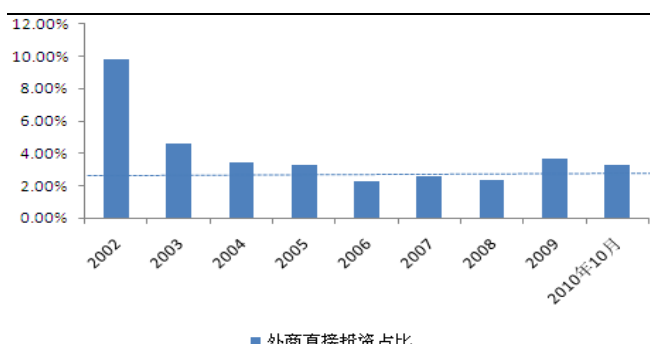


图 11 2002 年至今外商直接投资年度数值



资料来源：渤海证券研究所，wind

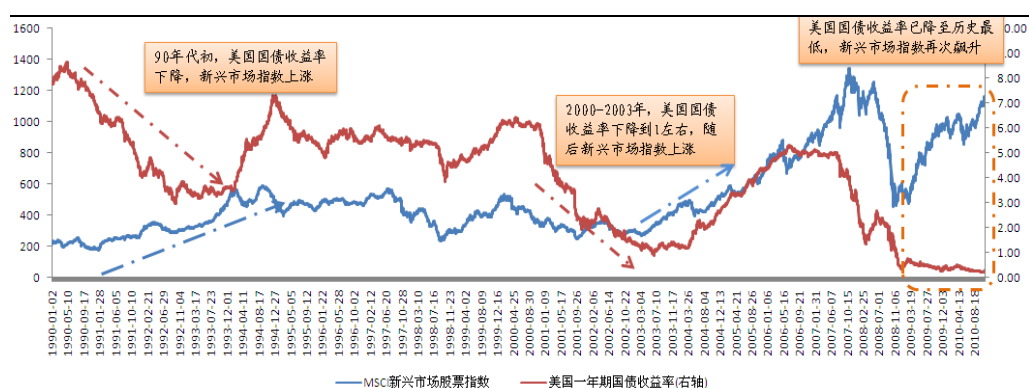
1.3 国际资本流入

以上根据贸易顺差与外商直接投资对外汇占款 2 万亿的预测，均没有考虑短期国际资本流入的变化影响，然而 2011 年上半年注定是个资本年，美国的 QE2 将会导致全球流动性泛滥，我们预计 2011 年上半年国际资本会加大流入中国趋势，逻辑链条有三：

我们的逻辑链条一：美国低利率政策+新兴市场良好基本面→资金涌入新兴市场→A 股市场“相对安全”→资金涌入 A 股市场概率加大

我们研究发现，新兴市场股市收益率与美国国债收益率之间存在较强的关联性，尤其表现在某些节点上，历史数据说明：**当美国货币政策极度宽松，国债收益率下跌到底部时，都会伴随着新兴市场股票指数的上扬。**鉴于目前美国经济基本面短期仍没有得到明显改善，宽松政策仍将持续一段时间，QE2 使流动性愈加泛滥，预计美联储仍将较长时间内维持低利率政策，而新兴经济体经济复苏良好，资金涌入新兴市场毫无悬念。因此我们预计，在美国加息之前，这种资金流入趋势不会改变，新兴经济体在 2011 年仍将面临大量资金涌入的压力。

图 12 美国国债收益率与新兴市场股票指数关系图

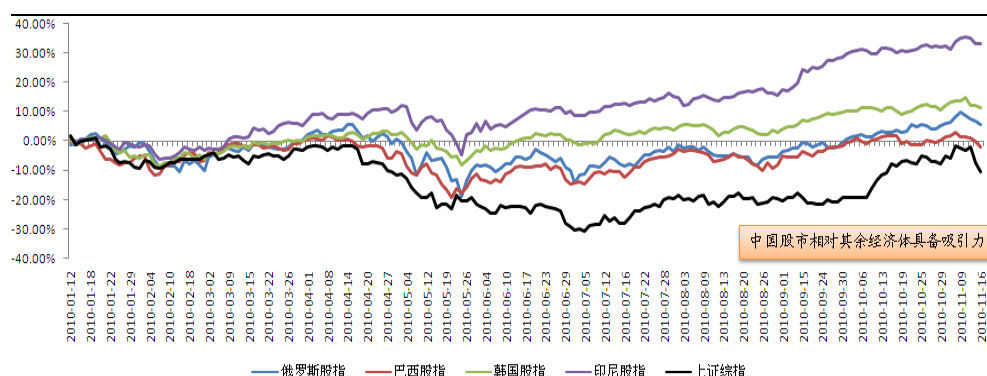


资料来源：渤海证券研究所，wind

中国股市 2010 年涨幅明显低于其余新兴经济体，具备资金吸引力：

中国 09 年天量信贷挽救经济后，经济复苏态势较好，2010 年中国从财政和货币刺激政策中逐步退出。但相比其他新兴市场国家股市，A 股年初至今涨幅较低，上证指数反而较年初下跌，截止 11-16 日，上证综指跌幅-10%，与此同时，与中国一起成为“金砖四国”的印度、巴西、俄罗斯股指在 2010 年的涨幅均超过中国，亚洲其余新兴经济体，例如韩国，2010 年股指涨幅也超过中国。这些数据均显示，基于 2010 年中国房地产政策调整导致的中国股市调整，大量海外资金没有进入中国股市推高中国资产价格，但海外资金在其余新兴经济体获利已经较为丰厚，离场可能性逐渐变大，中国股市低估值较其余经济体而言“更为安全”，对海外资金吸引力增大。

图 13 中国股指与其他新兴经济体比较



资料来源：渤海证券研究所，wind

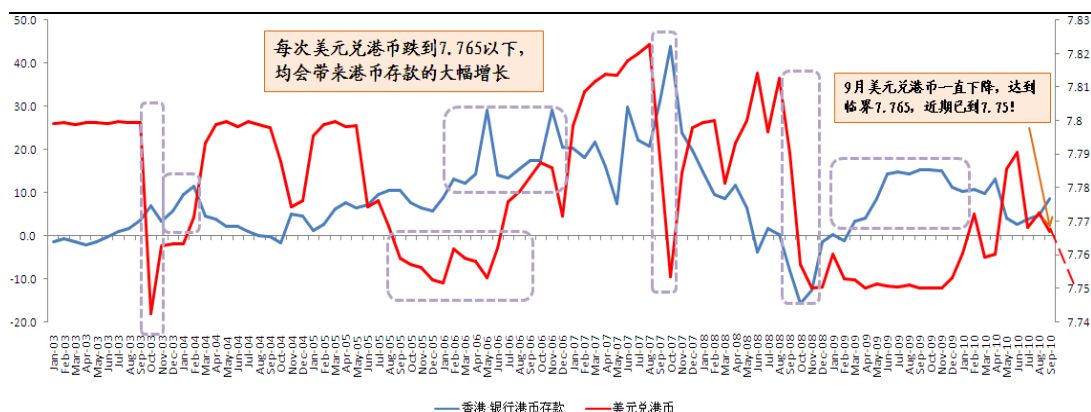
我们的逻辑链条二：香港汇率接近临界位→热钱大规模流入香港→港币存款大规模增加→热钱大规模流入 A 股市场概率加大

我们对香港市场近 10 年的汇率进行分析。汇率走势变化能反映市场间资金流向的动

态，有情绪暗示作用。分析近十年来汇率与港币存款走势，得到如下几个结论：

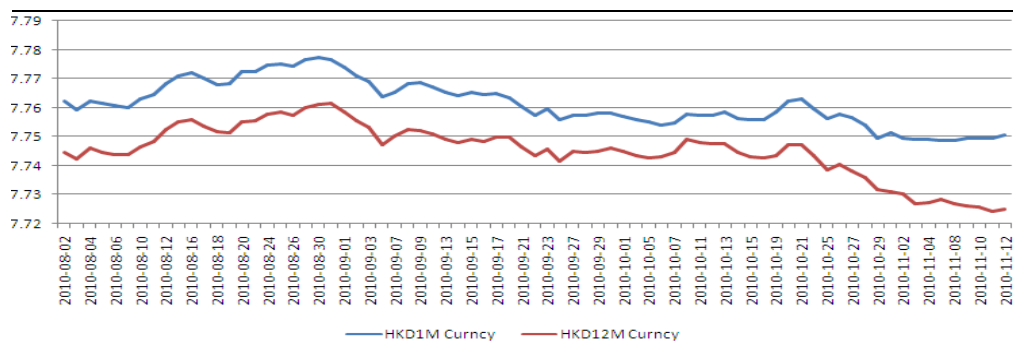
- 汇率对于港币存款有指示作用，一般提前 2 月左右，港币的升值会带来港币存款的大幅增加。
- 每一次美元兑港币跌倒 7.765 以下时，随后会伴随着大规模的港币存款增加，图 6 的紫色虚线方框显示。
- 9 月份时，美元兑港币再一次跌倒 7.765 附近，而截止到 11 月 11 日，美元兑港币已到 7.752，根据历史经验，我们预计这段时间港币存款会发生大规模增加。
- 现在美元兑港币距离 7.750 强方兑换保证上限只有 2 点，金管局可能随时入市干预港币升值。
- 美元兑港币一月期远期合约、一年期远期合约价格进入 10 月以来快速下降，目前已到 7.75 和 7.72，显示对于港币升值的强烈预期。

图 14 美元兑港币汇率与港币存款关系



资料来源：渤海证券研究所，香港金管局网站

图 15 美元兑港币一月、一年远期合约价格



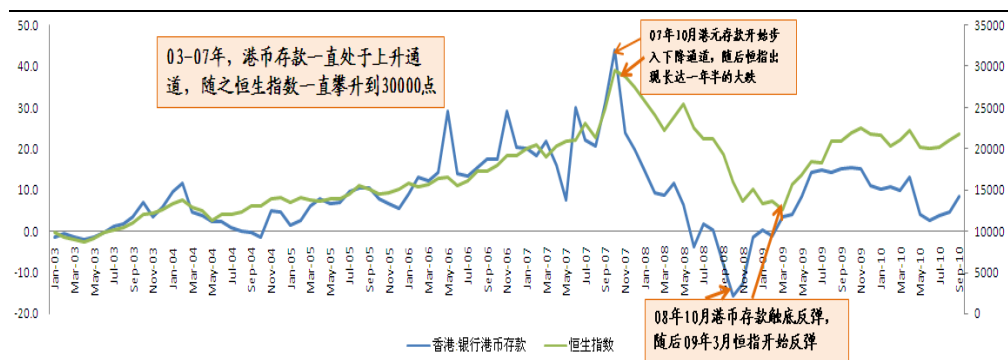
资料来源：渤海证券研究所，彭博

分析近十年港币存款与恒生指数走势，得到如下结论：

- 港币存款与恒生指数正相关。

- 03-07年港币存款一直处于上升通道，恒生指数也走了将近5年的牛市。
- 07年10月港币存款开始掉头向下，进入下降通道，随之恒生指数也开始了将近一年半的大跌之势。
- 08年10月港币存款触底反弹，随后次年3月恒生指数企稳反弹。

图 16 港元存款与恒生指数关系图

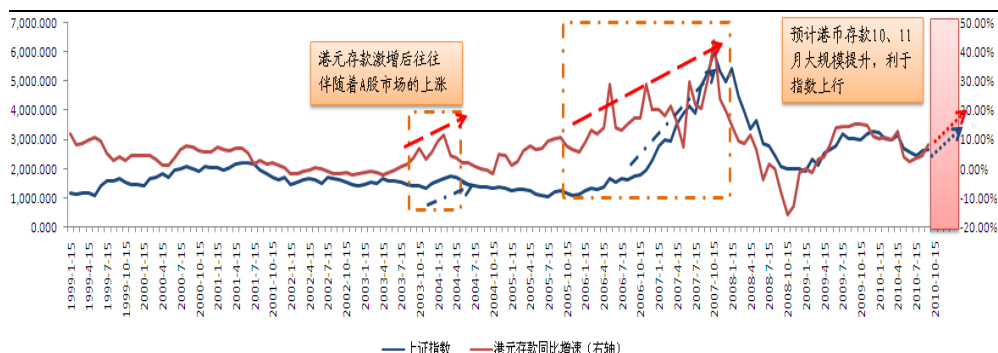


资料来源：渤海证券研究所，香港金管局网站

通过以上对于香港市场的分析，我们得到如下结论：伴随近期港币的持续升值以及强烈的升值预期，我们预计资金会大规模流入香港，港币存款在10月份、11月份会发生大规模增加，进一步推高香港股市。

分析港币存款与上证指数走势，发现两者之间关联性亦较高，每一次港元存款激增时总会伴随着上证指数的上扬，而港元存款的下降也会伴随着上证指数的走弱，这样的联系说明热钱在进入香港市场时也会进入A股市场，推高A股市场。因此我们预计未来一段时间，资金会大规模流入A股市场，未来A股市场的流动性，国际热钱将会是一个主要力量。

图 17 港元存款与 A 股市场走势关系图

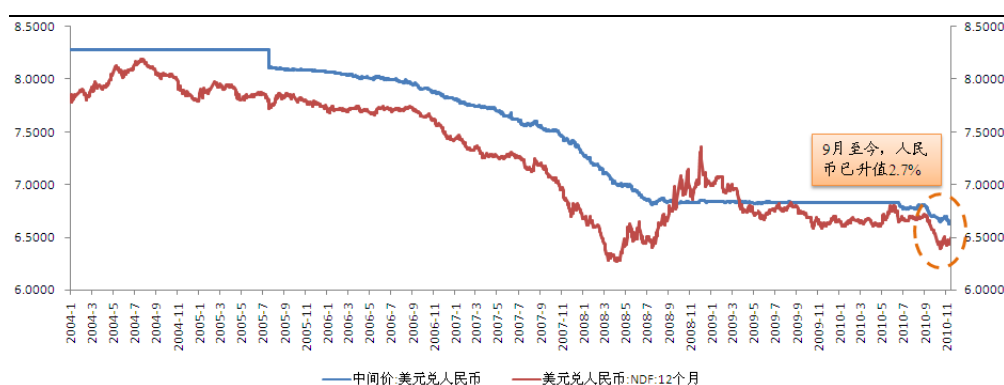


资料来源：渤海证券研究所，wind

我们的逻辑链条三：人民币升值加速→吸引资金流入中国可能性变大

自 9 月初以来，人民币升值突然加速，截止 11 月 17 日的升值幅度已经达到 2.7%。人民币升值的加速与对美贸易顺差的上升有关，美国国会众议院表决通过针对货币低估国的特别关税法案，使得近期人民币汇率升值压力加大。从 NDF 走势看，截止 11 月 17 日收于 6.4965，隐含近 4.85%的人民币升值幅度，我们预计 2011 年较 2010 年初人民币升值约 5%左右。此外，今年至今人民币的升值幅度较其他亚洲新兴市场国家仍较小，导致中国在人民币问题上不仅面对美国压力，而且还面对其他新兴市场国家的压力，因此人民币升值的压力是在不断增加的。实际上，人民币升值预期本身就会吸引资金流入中国。

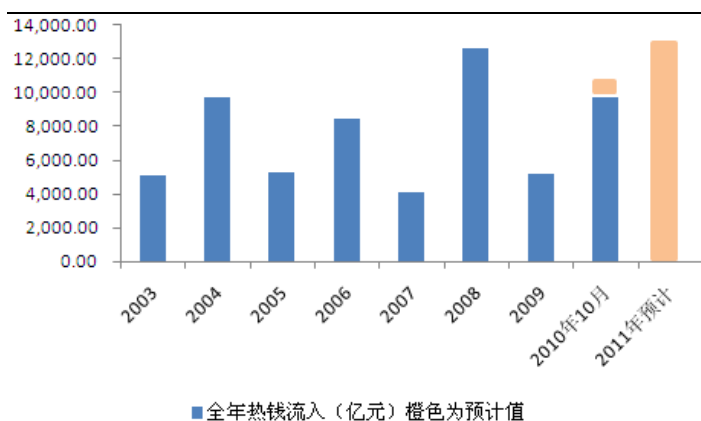
图 18 一年期 NDF、人民币即期汇率走势



资料来源：渤海证券研究所，wind

根据以上三个逻辑链条分析，我们预计国际资本在 2010 年四季度和 2011 年上半年会大规模涌入 A 股市场，2010 年下半年由于美国量化宽松的不确定性，海外流动性涌入难以确定，预计全年净流入保守估计达到 13000 亿元左右，较今年估计增加 3000 亿元左右。

图 19 2003 年至今热钱流入数值



资料来源：渤海证券研究所，wind

分析预测：贸易顺差 2011 年预计 10400 亿元，较 2010 年收窄 2400 亿元，外商直接投资 2010 年预计 5895 亿元，较 2010 年收窄 800 亿，而短期资本净流入 2011 年保守估计将至 13000 亿元，较 2010 年增加 3000 亿元左右。加和三者，此消彼长，外汇占款 2011 年与 2010 年持平或略增。2011 年外汇占款保守估计将达到 29000 亿元，考虑外资流入极有可能超出 13000 亿元，预计 2011 年外汇占款或将达到 3 万亿。

表 1 2011 年外汇占款预测值表

	2010 年	2011 年
贸易顺差	12800 亿元	10400 亿元 (↓2400 亿元)
外商直接投资	6700 亿元	5895 亿元 (↓800 亿元)
短期国际资本流入	10000 亿元	13000 亿元 (↑3000 亿元)
外汇占款总计	29500 亿元	29000-30000 亿元

资料来源：渤海证券研究所

2. 信贷：2011 年信贷力度继续收紧，全年预计 6.5-7 万亿，增速预计 14%

政策控制下 2010 年信贷投放较为均匀，全年预计能控制在 7.5 万亿目标下，但连续两年的大量信贷已经为国内提供了充裕的流动性环境：

为刺激经济，中国 2009 年全年新增信贷高达 9.6 万亿，信贷增速高达 31.74%。2010 年刺激政策温和退出，但银行放贷热情仍然高涨，1 月银行新增信贷高达 1.4 万亿，随后银监会加大信贷额度控制力度，信贷投放情况逐渐趋于平稳，但仍处于较高位置，截止 10 月份，2010 年已投放信贷 6.9 万亿，按照 11 月、12 月新增信贷平稳投放共约 6000 亿左右预计，2010 年信贷投放完成 7.5 万亿目标没有问题。考虑到政策滞后性，连续两年的大量信贷投放均会为中国经济带来大量流动性。

图 20 2005 年至今每月新增贷款、贷款余额分析图

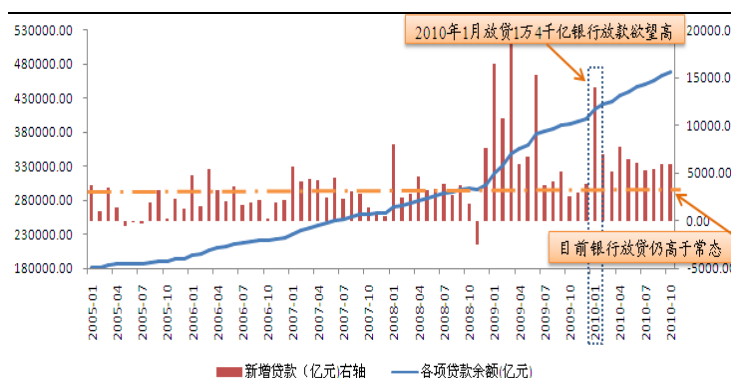
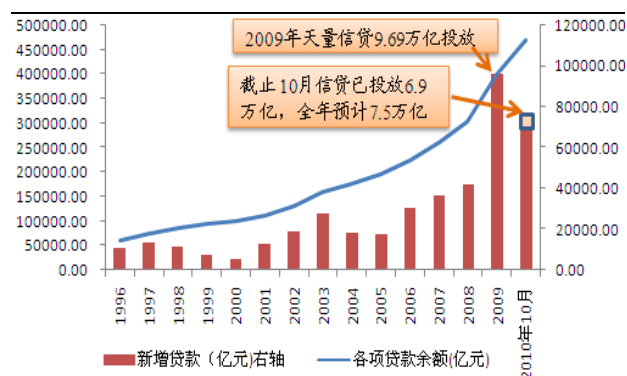


图 21 1996 年至今年度新增贷款、贷款余额分析图



资料来源：渤海证券研究所，wind

基于国际流动性泛滥带来的管理通胀预期，我们认为 2011 年信贷政策收紧力度会进
请务必阅读正文之后的免责条款部分

进一步加大，以使货币政策回归正常化：

2009 年高达 31.74%信贷增速刺激中国经济较早的从危机中解除，2010 年中国经济基本面已经逐渐回暖，经济基本面向好，中国经济已不再需要大量的信贷作为支持，而 2009 年的大量信贷投放和美国量化宽松的政策使中国目前面临流动性过剩和资产价格高涨的局面，再加上 2010 年四季度通胀形势严峻，海外资金流入压力加大，2011 年信贷政策收紧力度不会放松，央行会通过各种政策手段使信贷控制在正常化范围之内。

预计 2011 年新增信贷将控制在 6.5-7 万亿左右：

根据我们分析（具体分析过程详见货币供应量分析篇），2010 年底 M2 接近 71.33 万亿，2011 年 M2 的目标增速将控制在 16%左右，预计实际增速达到 16.5%，按照以往规律信贷占 M2 比重均值 65.32%测算，2011 年新增信贷为 6.9 万亿。但是在 2011 年必须考虑到资金流入或加速，如果 M2 增速目标的约束性较强，且外汇占款份额变大，那么 M2 增速有可能回落到 16%，新增贷款占 M2 的比重将从均值 65.32%下调，从而给可能的额外资本流入留出空间。因此，我们倾向预期明年的信贷目标下限有可能至 6.5 万亿。如果今年实现 7.5 万亿新增贷款目标，而 2011 年信贷额度进一步缩减至 6.5 万亿，那么对应着 2011 年新增贷款增速为 13.67%。

图 22 1996 年至今信贷余额占 M2 比重分析

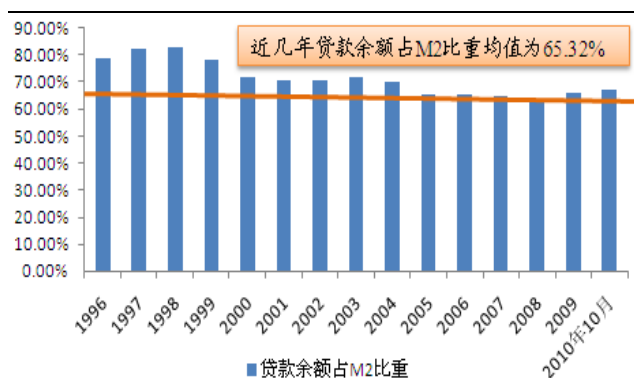
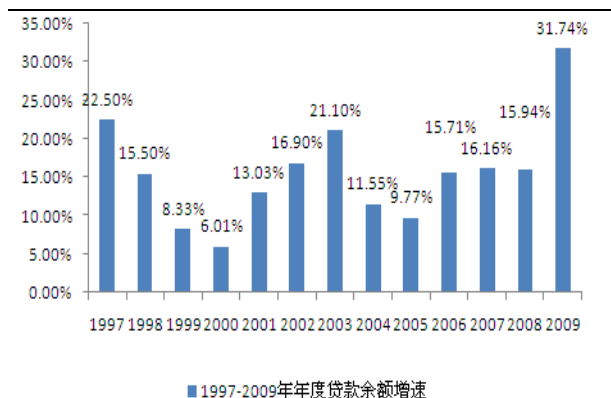


图 23 1997-2009 年贷款余额增速值



资料来源：渤海证券研究所，wind

图 24 2010 年底和 2011 年新增贷款、贷款余额预测图

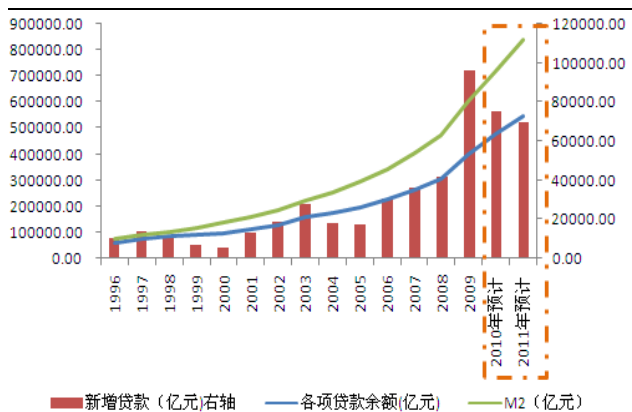
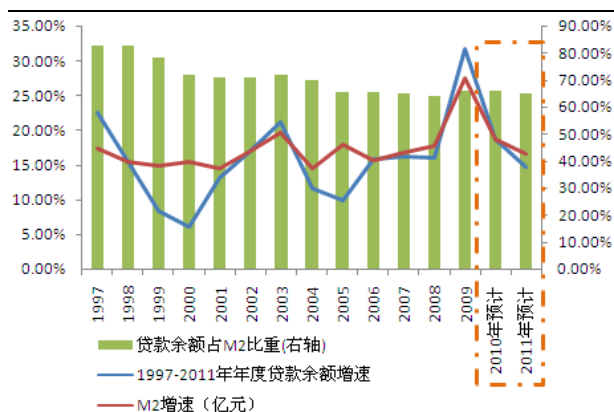


图 25 2010 年底和 2011 年贷款余额占 M2 比重及增速预测图



资料来源：渤海证券研究所，wind

3. 货币供应量：2011 年 M2 增速放缓，预计 16.5%

2010 年 M2 增速较 09 年大幅回落，但仍处于高位，我们预计年底时 M2 增速 18% 左右，给出预计分析：

截止 2010 年 10 月份，M2 为 69.98 万亿，我们需要估计 11、12 两个月份的 M2 新增，根据之前的分析，构成 M2 的大部分为外汇占款和信贷，而外汇占款又分解为贸易顺差、外商直接投资和国际资本流入，因此我们需要分析 11、12 月份的贸易顺差、FDI、国际资本流入、信贷，再根据信贷与外汇占款在 M2 中所占的比重（图，均值 95%），即可得到 11、12 月份的新增 M2。之前外汇占款和信贷部分篇幅里都有对 2010 年 11、12 月的预计分析，在此我们综合统计，得到结论。

表 2 2010 年 11、12 月外汇占款、信贷、M2 预测值表

项目	细分项目	11、12 月份预计值（人民币）
外汇占款	贸易顺差	3000 亿元
	外商直接投资	1100 亿元
	国际资本流入	2000 亿元
信贷	新增信贷	6700 亿元
M2	11、12 月约计新增 1.35 亿元，2010 预计 71.33 万亿元， 相比 09 年增速 18%	

资料来源：渤海证券研究所，wind

2011 年 M2 增速目标预计较 2010 年下调 1%，货币当局或制订目标在 16% 左右：

通常央行在每年 4 季度的货币政策报告中会对来年的 M2 增速设定一个目标,理论上 M2 增速等于 GDP 与 CPI 增速之和再加上一定差值。例如 03 至 09 年的 M2 平均增速约为 18.7%, GDP 增速为 10.9%, CPI 为 2.6%, M2 增速高于 GDP 与 CPI 增速之和约 5%。如果不考虑 09 年的异常值,则 M2 增速高于 GDP 与 CPI 增速之和约 3%。

我们预计 11 年的 GDP 增速为 9.5%, CPI 为 3.5%, 假定差值为 3%, 则对应 16%左右的 M2 增速。从实践上看,央行的 M2 目标增速在 03 年以后就基本保持在 16%左右,并根据上年 M2 增速的变化方向微调 1%。我们估计 10 年 M2 实际增速为 18%,相比 09 年虽大幅回落,但仍然高于 17%政策制定目标,考虑到货币政策在 2011 年将逐步正常化,那么在 M2 的增速在连年高于目标的情况下,我们预计货币当局会在 2011 年设置一个偏中性的 M2 增速目标,统计 2000 年至 2008 年 M2 增速的平均水平 16.3%。因而预计 11 年 M2 目标增速会从 10 年的 17%下调 1%至 16%。

预计 2011 年 M2 实际增速 16.5%:

而从 M2 实际与目标增速的对比来看,01 年以来的十年中只有 04 年一年的实际增速低于目标,其余年份的 M2 增速均超出目标。假定 11 年 M2 目标增速为 16%,我们预计其实际增速很可能仍在 16%以上水平,预计达到 16.5%

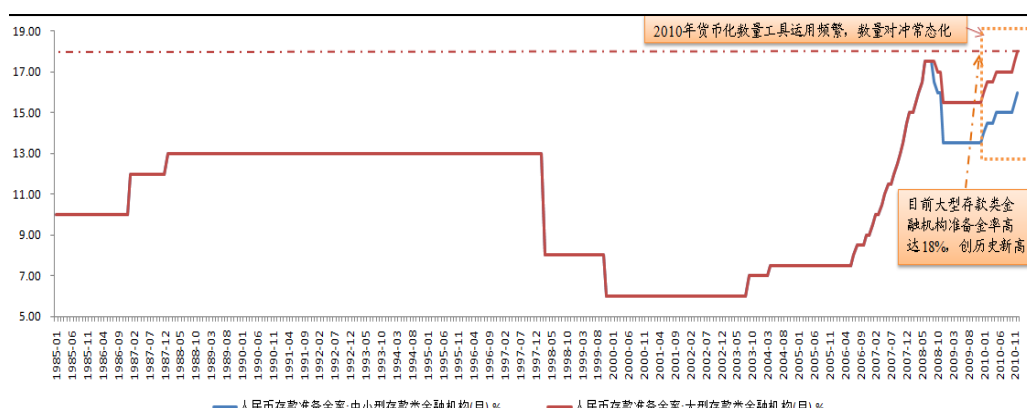
4. 利率水平与货币政策:上半年紧货币政策,利率或上浮 50bp

数量化对冲力度加大,2010 年连续的准备金率上调已使银行准备金率达到历史高位,超储率降到较低水平,短期来看对银行有一定冲击但不大,基础货币量持续攀升、货币市场利率 11 月之前处于历史低位等数据均显示银行体系资金较充裕,但央行回收流动性的决心显著,2010 年至今通过数量化工具回笼资金已达万亿,且“温水煮青蛙”的调控长期效果是明显的,我们预计 2011 年上半年更多将施行紧货币政策。

4.1 存款准备金率

2010 年央行公开上调了 5 次存款准备金率,央行数量化工具运用力度加大,目前大型存款类机构存款准备金率已高达 18%,处于历史高位。

图 26 中小型、大型存款类金融机构人民币存款准备金率



资料来源：渤海证券研究所，wind

进入 2010 年，中国经济快速从危机中走出，央行在 1 月份出乎意料上调存款准备金率，之后央行在 2 月份再次出手提高存款准备金率，两次提高准备金率回收近 6000 亿元左右。在二季度公开市场回笼力度放松时，央行在 5 月份再次出手提高准备金率，适度中和了 5、6 月份公开市场上货币净投放所带来的流动性过程状态。随着下半年美元持续贬值、国际大宗商品价格持续攀升，热钱开始出现加速流入态势，中国的输入型通胀压力显现，10 月 CPI 达到 4.4% 超出市场预期，央行在 11 月份差别化上调部分银行存款准备金率后，又两次公开上调金融机构存款准备金率，数量化工具运用频繁，回收流动性态度坚决。

由于二季度的欧债危机和国内 GDP 增速放缓等因素影响，央行公开市场流动性回收力度在二季度有所放松，导致 2010 年银行体系内的基础货币逐步攀升至一个较高的水平。货币市场利率走势数据显示银行间 7 日回购利率价格进入 11 月后由 2 进一步下降到 1.6 左右小幅震荡，且成交量稳定，目前银行体系内依然不差钱。

图 27 2010 年月度公开市场操作情况

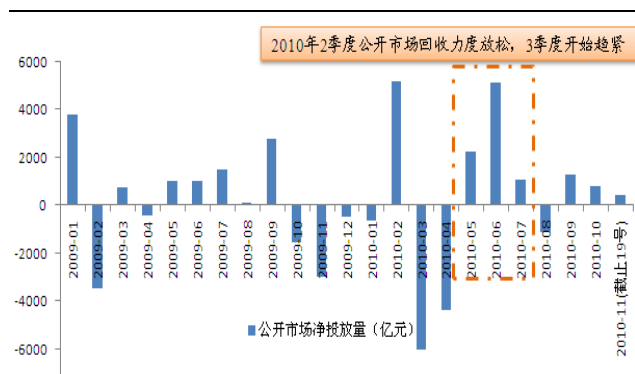
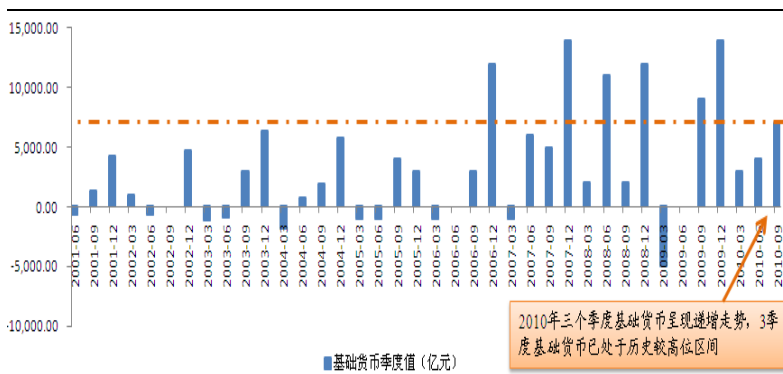
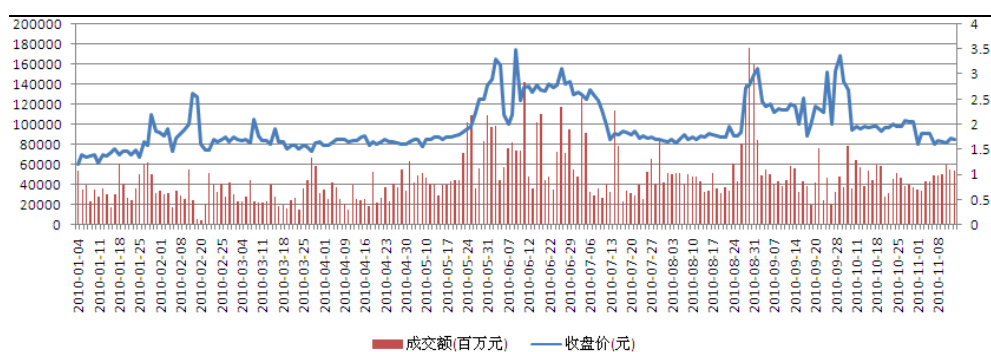


图 28 2001 年至今银行体系基础货币季度值



资料来源：渤海证券研究所，wind

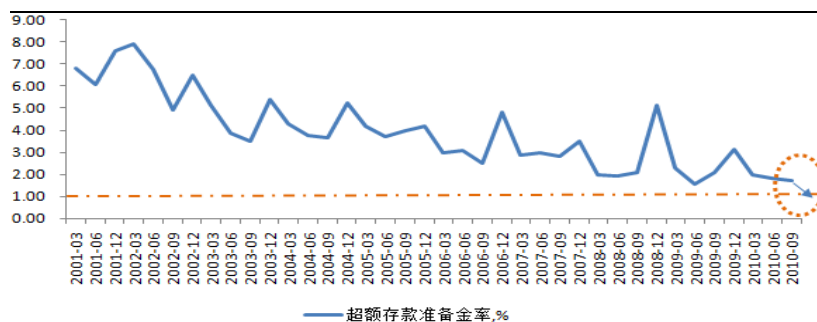
图 29 2010 年银行间 7 日质押式回购利率走势图



资料来源：渤海证券研究所，wind

10 月、11 月的一次差别化上调、两次公开上调银行存款准备金率预计回收 9000 亿左右资金，银行超储率下降到 1%，已处于较低水平：三季度金融机构超额存款准备金率为 1.7%，各项存款余额约 70 万亿元，从短期看，11 月连续两次上调存款准备金率 0.5 个百分点，相当于央行净回笼货币约 7000 亿元，差别化上调存款准备金冻结资金 2000 亿，合计共 9000 亿资金。

图 30 2001 年至今银行超额存款准备金率



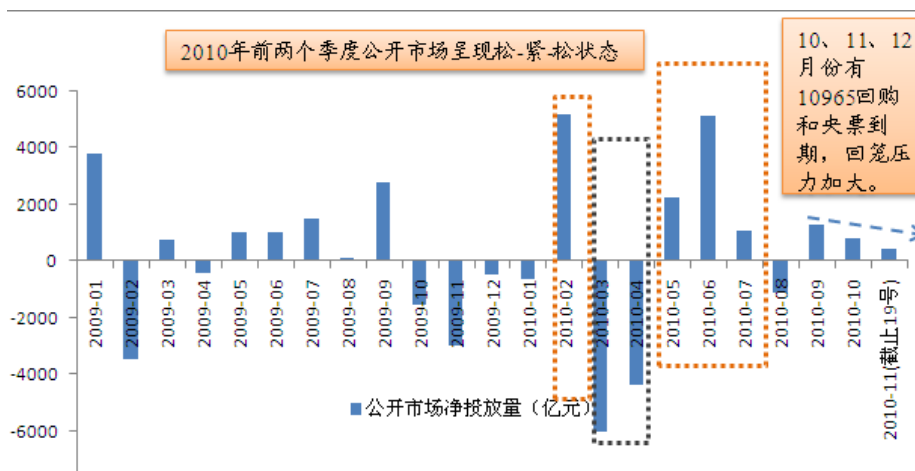
资料来源：渤海证券研究所，wind

4.2 公开市场操作

2010 年前两个季度呈现出的是松紧交替局面，且这种局面往往对应着存款准备金率的调整，年初 1、2 月份两次上调了存款准备金率，但 2 月份的公开市场处于净投放状态，且净投放量巨大，达 5220 亿，几乎抵消掉 1、2 月份存款准备金率调整回收的 6100 亿资金。随后央行加大公开市场操作力度，3 月和 4 月的回笼资金之和超过万亿。但 2 季度受欧债危机和国内 GDP 放缓数据影响，央行 2 季度在公开市场放松了回笼力度，5、6、7 三月份一直处于净投放状态，合计投放 8510 亿资金，5 月份上调存款准备金率回收 3250 亿，适当缓解流动性过剩局面。8 月至今公开市场操作较为平淡，总体投放了 1465 亿，但央行在 11 月份的差别上调存款准备金率和两次公开上调回笼资金 9000 亿，致使全年通过数量化工具净回笼资金已达万亿，这进一步说明央行在经济下

行风险不大的情况下有充足的动力对冲流动性。

图 31 2010 年公开市场操作详情分析



资料来源：渤海证券研究所，wind

表 3 2010 年数量化工具应用分析表

	公开市场操作状态	存款准备金率回收资金	综合结果
1、2 月份合计	投放 4570 亿	2 次上调回收 6100 亿	回收 1530 亿
3、4 月份合计	回笼 10390 亿		回收 10390 亿
5、6、7 月份合计	投放 8510 亿	1 次上调回收 3250 亿	投放 5260 亿
8、9 月份合计	投放 200 亿		投放 200 亿
10、11、12 月份合计	有 10965 亿回购和央票到期，预计处于持平状态	一次差别化上调、2 次公开上调回收 9000 亿	目前仍处于净投放状态，预计三月合计处于微度回收状态
总体	全年通过数量化工具回笼资金 1 万亿。		

资料来源：渤海证券研究所

4.3 实际利率

2011 年实际利率尚有 50bp 上行空间，货币政策将走向正常化：

其一，通胀高起触动政策制定者神经，2011 年货币政策回归正常化为大概率事件：通货膨胀在 10 月份达到 4.4%超预期，我们认为这已是年内高点，预计之后会趋势性下行，但是下滑的速度会相对比较缓慢。且由于基数的原因，通货膨胀会在明年 1 月和 3 月份出现短期反弹。由于目前政府对经济下行风险担忧的缓解以及对通货膨胀的关注度提升，通货膨胀短期处于高位会不断的挑战货币政策的制定者的神经。在国际资本市场流动性长期维持充裕的背景下，中国货币政策正常化可以抑制国内资产价格，有效削弱资金流入的动力，从而避免中国经济收到海外流动性泛滥的波及。因此，为

控制通货膨胀预期，2011 年货币政策走向正常化为大概率事件，一年期存款利率回归 3% 的可能性存在。

其二，中国经济并不存在过热风险，且仍面临种种不确定因素，因此 2011 年大幅上调利率可能性较低：中国经济仍处于下行通道，虽然相对有限且可控，但大幅加息对实体经济仍会出现伤害，且过度加息会吸引国外资产大量流入，这亦不是政策制定者愿意看到的局面，因此连续大幅提升存贷款基准利率的理由并不充分。

综合考虑，我们认为货币当局目前更加关注流动性对中国的冲击，当前存贷款利率存在再次上调 50 个基点的“正常化”空间，但由于经济并不存在持续过热的风险，这种利率正常化的主要理由仍然是防止出现通胀失控的风险，但利率大幅上调超过 3% 的可能性不大。

5. 通货膨胀：三因素下 2011 年通胀总体前高后低

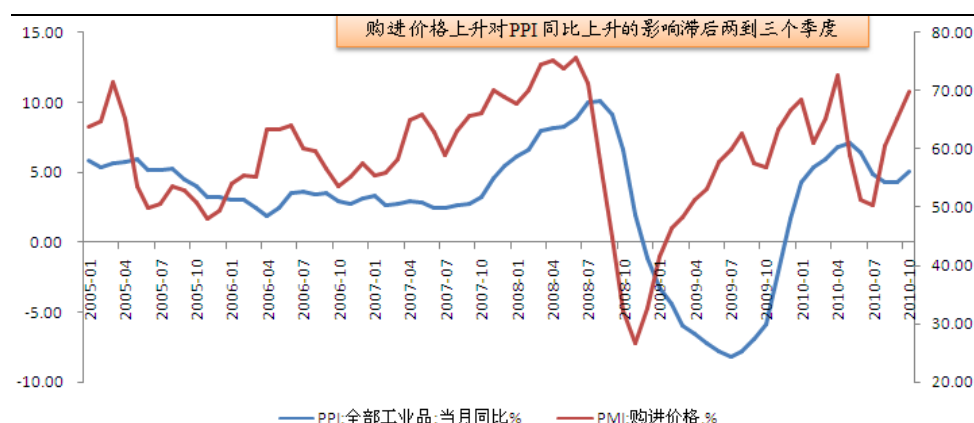
目前通胀最大的威胁是输入性通胀成本变大，我们预计今年 CPI 在 12 月会回落。2011 年一季度由于输入性通胀、基数效应、翘尾因素等原因，CPI 数据估计仍不乐观，但我们预计明年中旬开始，CPI 会出现趋势性缓慢下滑：

5.1 输入性通胀

输入性通胀压力加大，预计在 2011 年一、二季度影响 CPI：

美元贬值，国际原材料价格上涨产生输入性成本推动的通胀压力，推动 PMI 购进价格指数 8、9 月两个月分别上涨 10 % 和 4%，10 月份继续上涨。我们的研究显示，购进价格上升对 PPI 同比上升的影响滞后两到三个季度。因此第三季度购进价格指数上涨可能在明年第一季度或者第二季度的生产者价格指数 PPI 上显现出来，进而对消费者价格指数 CPI 产生最终传导效应，加大成本型推动的通货膨胀的压力。

图 32 PMI 购进价格指数对 PPI 影响分析图



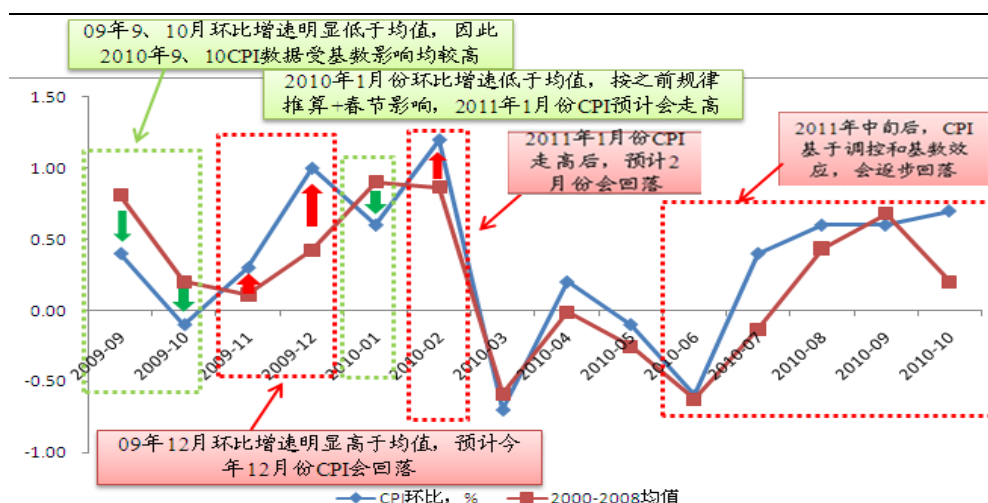
资料来源：渤海证券研究所，wind

5.2 基数效应、翘尾因素

基数效应将导致 CPI 出现多次反复，预计 CPI 在 12 月出现回落，再考虑 2010 年底的翘尾因素，2011 年一季度 CPI 仍难言乐观，且 1 月、3 月预计会出现反复，刺激政策制定者神经，在 2011 年中旬后 CPI 开始趋势性回落：

在当前政策对于 CPI 极度关注的情况下，未来两个季度内基数效应将对 CPI 同比增速带来极大的扰动，从而使得货币政策面临较大的不确定性。从历史数据来看，2009 年 9 月、10 月，CPI 环比增速低于同期历史均值（2000-2008）较多，这也是今年 9、10 月份的 CPI 数据在输入性通胀成本压力和基数效应下大幅走高出市场预期原因。2009 年 12 月 CPI 环比增速则较历史同期高出，尤其是 12 月份高出历史同期 6 个百分点，因此受基数影响，我们预计今年 CPI 在 10 月份已经见顶，12 月份会出现明显下降。2010 年 1 月份 CPI 环比增速低于历史均值，再加上春节的季节性影响因素，我们预计 2011 年 1 月份 CPI 会出现反复，有可能超 4%，之后会在 2 月份回落。3 月份又是一个敏感时点，PMI 购进价格指数的传递效应体现+基数效应，3 月份 CPI 走高为大概率事件，2011 年中旬之后，我们预计 CPI 会逐步回落。

图 33 基数效应对 2011 年各月 CPI 影响分析



资料来源：渤海证券研究所，wind

（二）微观流动性

1. 供给之 A 股及基金开户数：开户数及参与度近期屡创年内新高，预计年底前会震荡回落

中登公司公布的每周新增股票账户数和基金新增账户数近期连续创新高，截止 11-12 日公布数据，市场参与度也高达 20%，创出年内新高。分析 2003 年至今的股票新增账户数与上证指数的关系，我们发现两者相关性非常之高，且新增账户数总是先于上证指数见顶。虽然目前新增账户数屡创新高，但与历史相比，新增账户数并不处于高位，上升空间仍然较大，但鉴于年底前紧缩预期加剧股市震荡，预计 11 月中旬后新增账户数会冲高回落。

图 34 2010 年每周新增股票、基金账户数及市场参与度

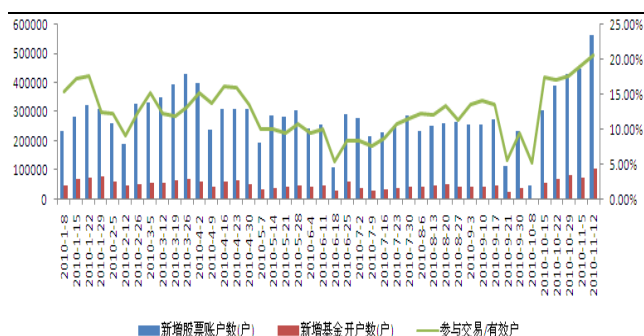
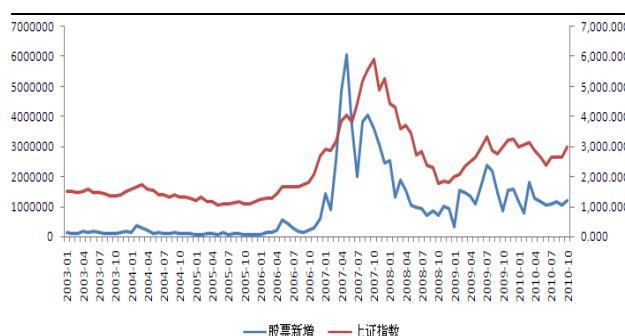


图 35 2003 年至今股票新增与上证指数走势图



资料来源：渤海证券研究所，wind

2. 供给之基金新成立数及规模：11 月初基金发行提速，预计 12 月基金成立规模创

新高

总体而言，今年基金发行规模在 11 月之前都较为均匀，11 月之后基金发行突然提速，单月发行高达 30 只创出新高，且以股票型基金为主，出现百亿股票基金，预计 12 月基金成立总规模会创出新高，我们分析随着股票新增账户数 11 月中旬之后的回落，基金发行数量在 12 月会回落到正常水平，明年一季度新成立基金规模回归常态。

图 36 2010 年每月基金发行个数

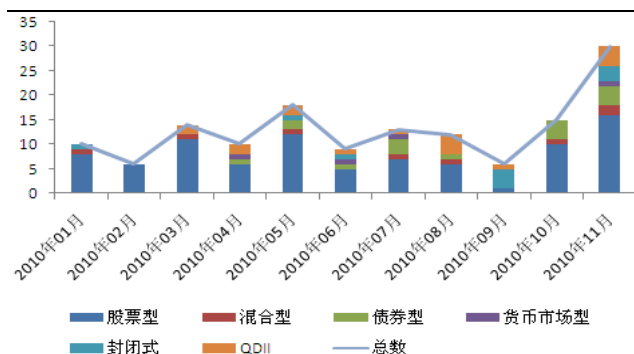
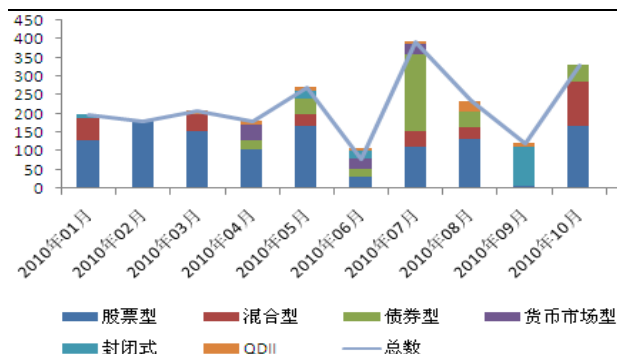


图 37 2010 年每月基金发行募集规模（亿元）



资料来源：渤海证券研究所，wind

图 38 2003 年至今月度基金发行数与上证指数走势图

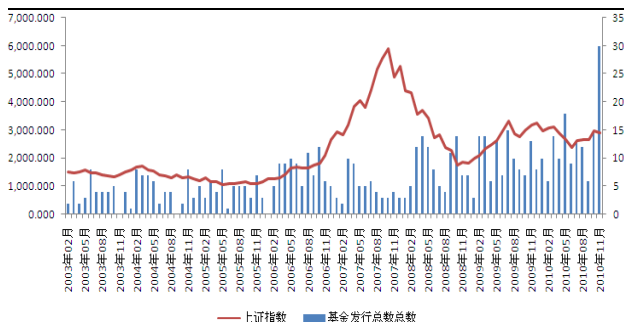
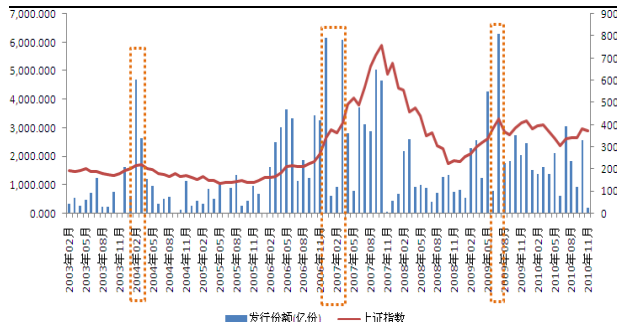


图 39 2003 年至今月度基金发行规模与上证指数走势图



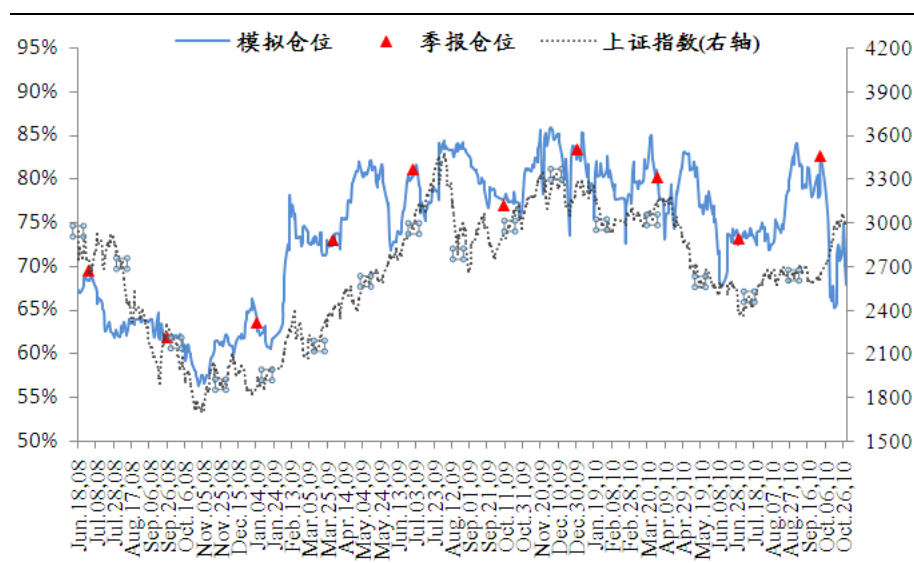
资料来源：渤海证券研究所，wind

3. 供给之基金仓位：原有基金对市场资金供给影响力有限

截止 11-22 日，渤海证券基金仓位监测模型，纳入统计范围的 319 只偏股型开放式基金的平均仓位为 84.24%，比之前的 80.35% 上升 3.89 个百分点。其中股票型基金平均仓位为 88.82%，比之前增加 3.99 个百分点；混合型基金平均仓位为 78.07%，比前周增加 3.76 个百分点。

股票型基金仓位较高，短期来看基金仓位对市场资金供给的影响力有限。

图 40 基金仓位与上证指数走势图



资料来源：渤海证券研究所，wind

4. 需求之 IPO、增发、配股融资：2011 年融资需求平稳

2010 年融资个数每月分布较为均匀，但总体而言融资压力高于 09 年，预计 2011 年融资规模会与 2010 年持平或者略高，对市场资金需求影响为中性：2010 年融资规模分部较为均匀，每个月的融资个数在 40 支上下震荡，融资规模中 IPO 和增发占据多数，尤以 10 月份的增发规模创出年内高点。2010 年融资规模显著高于 2009 年和 2008 年，与 2007 年的高点仍有不小差距，目前 IPO 发行速度较为适中，且受市场走势影响不大，则以现在的 IPO 发行速度分析，我们预计 2011 年融资规模仍会保持分布均匀态势，融资量上来讲，会与 2010 年持平或略微超过，对市场资金影响为中性。

图 41 2010 年月度融资个数统计

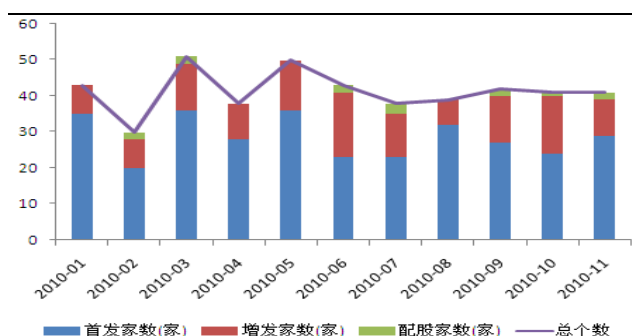
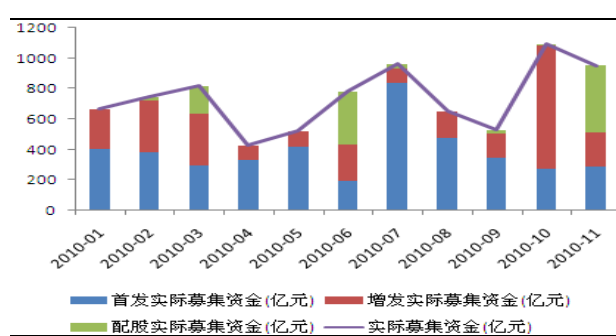
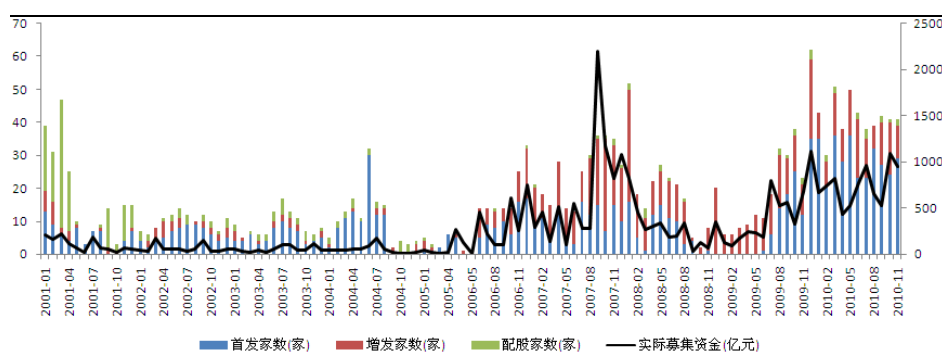


图 42 2010 年月度融资规模统计



资料来源：渤海证券研究所，wind

图 43 2001 年至今融资情况统计图

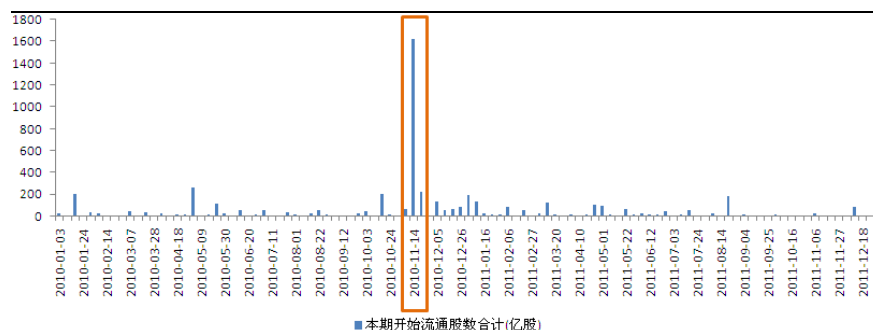


资料来源：渤海证券研究所，wind

5. 需求之解禁套现：2010 年已过最大解禁期，2011 年解禁压力不大

市场在 2010 年 11 月迎来解禁高峰，单单 11.1-11.5 一周解禁市值就高达 1.87 万亿，创年内新高，除去中石油解禁还有 2900 亿，其中中小板和创业板解禁家数比例高达 77.3%，给市场带来不小资金压力。但最坏时期已经过去，根据 wind 数据，2011 年解禁规模不大，对市场资金不构成较大压力。

图 44 2010、2011 年上市公司解禁情况图



资料来源：渤海证券研究所，wind

四、尾篇之总体流动性：由外转内，内外配合贯穿 2011 年

综全文分析，2011 年货币政策上半年从紧，资金支撑动力为海外泛滥流动性，下半年货币政策逐步走向稳健，资金支撑动力由外转内

通过对流动性体系宏观分析，我们认为在 QE2 结束之前，即 2011 年上半年 A 股市场实际流动性还将保持较为充裕状态，海外资本的大规模流入将会是 A 股市场流动性的决定力量，但央行为防止中国经济被海外流动性“灼烧”，控制通胀，紧货币政策在 2011 年上半年是大概率事件。2011 年下半年，由于很难判断美国是否继续量化宽松，海外流动性存在较大不确定性，且随着国内经济增长和 CPI 的回落，A 股市场流

动性的决定因素将由外部转向内部，货币政策会逐步走向稳健，准备金率可能从高位下调，因此对于 2011 全年的 A 股市场资金流动性，我们的总体判断为：货币政策前紧后松，资金支撑动力由外向内。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
	loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn
	huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn