

12月：重回上涨区间！

策略动态报告

◆熊市反弹（含熊市末期牛市初期）的规律及逻辑

反弹随处可见，反弹本身会启动股市对外界资金的虹吸效应。虹吸效应同时对企业部门和住户部门发生作用，但是在熊市里（包含牛市最初的反弹期），住户部门较为谨慎，因此资金流入不明显。企业部门较为激进，如果恰逢其流动性环境出现边际改善，资金比较容易流入市场。

如果此时身处慢熊，市场恐慌情绪较为平稳，卖压不大，那么在企业部门资金流入的支持下，很容易出现一轮上规模的反弹。如果此时身处快熊，市场恐慌情绪严重，卖压较大，那么即使企业部门流动性出现边际改善，由于虹吸效应较弱，也难以推动市场出现上规模反弹

◆11月市场下跌的原因：11月是“预调微调”政策窗口启动后的第一个月，企业部门边际流动性紧张程度非但没有明显回落，反而出现明显上升。在市场反弹初期，最需要资金持续流入支持的时候，企业部门边际流动持续紧张，反弹推动力不够而掉头向下。

◆企业部门边际流动性怎么走？

从最根本的角度看问题，银行信贷投放能力是央行、银监会调控的结果。在需要银行系统增加信贷投放以实现“预调微调”的时候，在需要银行系统信贷投放以实现“保证国家重点在建、续建项目的资金需要，防止出现“半拉子”工程，重点支持实体经济尤其是符合产业政策的中小企业，支持民生工程尤其是保障性安居工程”的时候，如果信贷投放能力成为信贷放量的阻力，那么管理层将会毫不犹豫地阻拦路大石搬走。

分项数据匡算也表明，12月银行体系信贷投放能力有望大幅提高。在目前政策基调下，结合尚未看到银行系统信贷意愿大幅下降的迹象，我们认为12月信贷放量是大概率事件。进而改善企业部门边际流动性。

◆几个担忧

关于市场融资：我们认为今年12月份A股市场面临的融资压力并不大。如果以中性预测来看，12月份融资额大概在300-400亿元的级别，相对于今年1月份以来的月度均值567亿元要显著小一些。

关于经济下行：历史上，我们没有观察到明显证据可以表明企业盈利加速下行必然会带来股市明显回落。不仅如此，如果这种企业盈利加速下行不是出现在一轮下行周期的中途，甚至通常还会带来市场上涨。只要不出现类似欧债危机崩盘、某大型经济体突发经济危机的黑天鹅事件，在目前的情况下，似乎没有必要因为企业盈利而对市场保持悲观。不仅如此，经济下行速度越快，超预期刺激政策出炉的概率越高。

◆结论

一个比较确定的结论是：12月份企业部门边际流动将出现明显改善。我们无法预测何时会出现反弹，但是，一旦市场出现反弹，反弹演变为可持续反弹的概率极高。因此，我们有必要对12月市场报以足够的乐观。

12月，重回上涨区间！

联系人

徐彪
021-22169120
xubiao@ebsecn.com

分析师

刘名斌（执业证书编号：S0930511100003）
021-22169170
liumb@ebsecn.com

开文明（执业证书编号：S0930510120012）
021-22169160
kaiwm@ebsecn.com

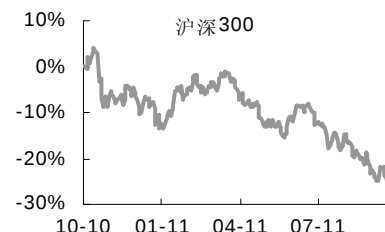
范敏（执业证书编号：S0930510120021）
021-22169039
fanmin@ebsecn.com

冯钦远（执业证书编号：S0930510120014）
021-22169119
fengqy@ebsecn.com

熊伟（执业证书编号：S0930511060001）
021-22169110
xiongwei@ebsecn.com

薛俊（执业证书编号：S0930510120022）
021-22169045
xuejun1@ebsecn.com

大盘走势图



相关研报

紧货币下的增速回落——上市公司半年度财报分析.....2011-09-04

盈利预测、估值模型和市场.....2011-08-17

目 录

一、熊市反弹（含熊市末期牛市初期反弹）规律及逻辑	4
二、反思：11 月份为何掉头向下？	6
三、12 月，银行信贷投放能力大幅增加	7
3.1 关于“热钱”	8
3.2 公开市场资金状况展望	10
3.3 保证金存款准备金缴存	12
3.4 财政存款回流	12
3.5 准备金率调整	13
四、12 月企业部门边际流动性分析	14
4.1 企业部门边际流动性的决定因素	14
4.2 信贷放量的影响	15
4.3 小微企业金融债	15
五、几个担忧	17
5.1 融资对 12 月份市场的影响	17
5.2 企业盈利对行情的影响	19
六、结论	20

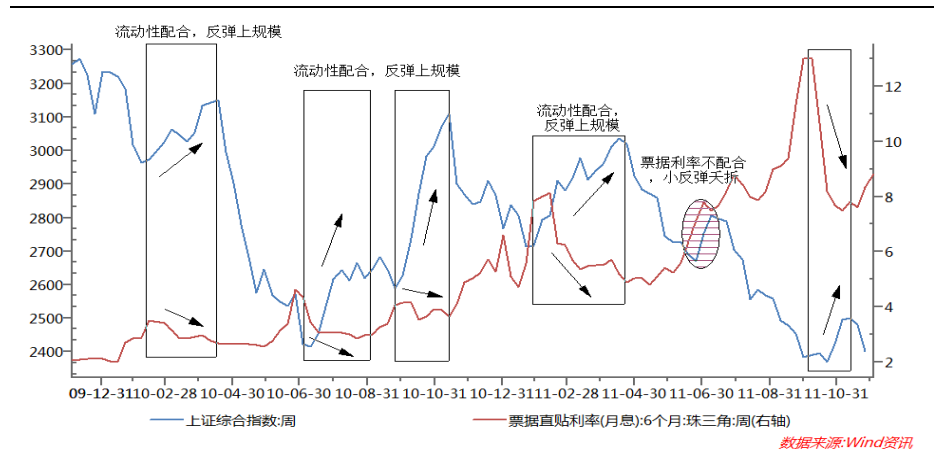
图表目录

图表 1: 熊市反弹与票据利率明显负相关.....	4
图表 2: 反弹初期持仓账户占比在下降.....	4
图表 3: 快熊与慢熊市场波动率迥异.....	5
图表 4: 11 月票据利率不将反升	6
图表 5: 资金紧张导致信贷和银行间市场利率出现跷跷板效应.....	7
图表 6 :我国“热钱”流入与 VIX 指数.....	8
图表 7: 人民币贬值预期再现.....	9
图表 8: “热钱”流入与购买人民币的预期收益显著相关.....	10
图表 9: 未来 3 个月公开市场到期资金量显著下降.....	10
图表 10: 近年央票发行与到期的相关性逐渐提升.....	11
图表 11: 央行正回购操作领先正回购到期 1 个月.....	11
图表 12: 未来 3 个月央票到期量处于地量.....	11
图表 13: 未来 3 个月正回购到期量处于地量.....	11
图表 14: 保证金存款缴存冻结资金估算.....	12
图表 15: 历史 12 月财政存款下降规模.....	13
图表 16 :历史 12 月财政存款余额环比变化.....	13
图表 17: PMI 滑入萧条区	14
图表 18 : 银行间市场利率决定企业边际流动性.....	15
图表 19: 私营企业、个体、有限责任公司占城镇从业人数 56%	16
图表 20 : 今年以来月度 IPO 募集资金.....	18
图表 21: 获证监会批准且股价高于增发价的增发预案.....	18
图表 22: 预计 12 月份市场融资将显著低于今年以来的均值.....	19
图表 23: 企业盈利加速下滑与股市表现.....	20

一、熊市反弹（含熊市末期牛市初期反弹）规律及逻辑

2010 年初，市场进入熊市。过去两年时间里，我们发现一个异常有趣的规律：伴随市场上规模反弹，总能看到票据贴现利率的可持续回落。

图表 1：熊市反弹与票据利率明显负相关



资料来源：Wind，光大证券

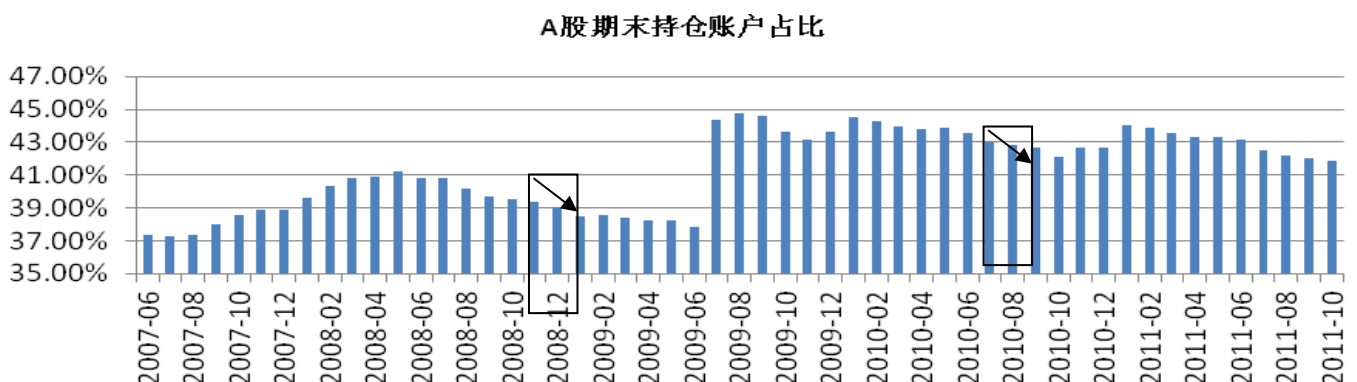
为何会存在类似的规律？我们试着从逻辑推演上给出答案：

A 股市场是个规模以万亿计算的庞然大物，熊市里反弹随处可见，上涨和下跌的关系好比“有”和“无”，相克也相生。跌多了，随时可能出现反弹。但是，反弹演变为上规模反弹，则需要资金流入支持。

从最宏观的角度看问题，全社会构成无非是那么三个部门：企业部门、住户部门和政府部门。政府部门是股市的第一大股东，但在大多数时候，他属于真正的长线投资者，对市场波动的直接影响很小。影响市场波动的资金来源，只剩下两个：企业部门和住户部门。

上涨会通过财富效应吸引资金流入，但在市场反弹的初期，股市的虹吸效应极弱。从经验上看，上涨之初散户通常比较悲观和狐疑，散户会是市场的反向指标，我们很难相信，持续反弹所需资金会主要来自于住户部门。如何去验证这一猜测呢？我们可以用排除法。相比于住户部门，企业部门拥有的资金账户数少得可怜，这是数量基数决定的。如果住户部门资金大幅流入，一定可以从全市场账户变动统计中看出端倪。如果在上涨初期，我们非但无法观察到全市场层面资金持续入市的痕迹，反而看到明显撤退的痕迹。那么，一个很可能符合真相的解释是：在市场初期，住户部门心存猜疑，认为上涨是出货的良机。这期间，市场上涨的动力来自于少数派（账户数量，而非资金总量）的企业部门。

图表 2：反弹初期持仓账户占比在下降



资料来源：Wind，光大证券

从方法论的角度看，我们可以把银行间拆借利率当成银行系统内资金充裕度的指标，把票据贴现利率当成实体经济资金充裕度的温度计，进而观察到实体经济资金紧缺的程度。换言之，票据贴现利率可以表征企业部门边际流动性水平。

至此，我们可以初步提出对反弹的猜测：市场反弹之初，虽然市场上上涨的虹吸效应较弱，但是，如果企业部门边际流动性持续改善，那么企业部门资金有望持续流入市场（为何企业部门资金会相比住户部门更加容易流入呢？或许，这和企业部门资金风险偏好有关，我们倾向于认为：由于企业部门盈利波动明显高于住户部门收入波动，企业部门风险偏好明显高于住户部门。），支持市场出现一轮上规模的反弹。值得一提的是，牛市初期第一次反弹也是熊市末期最后一次反弹，同样应该符合这一规律。

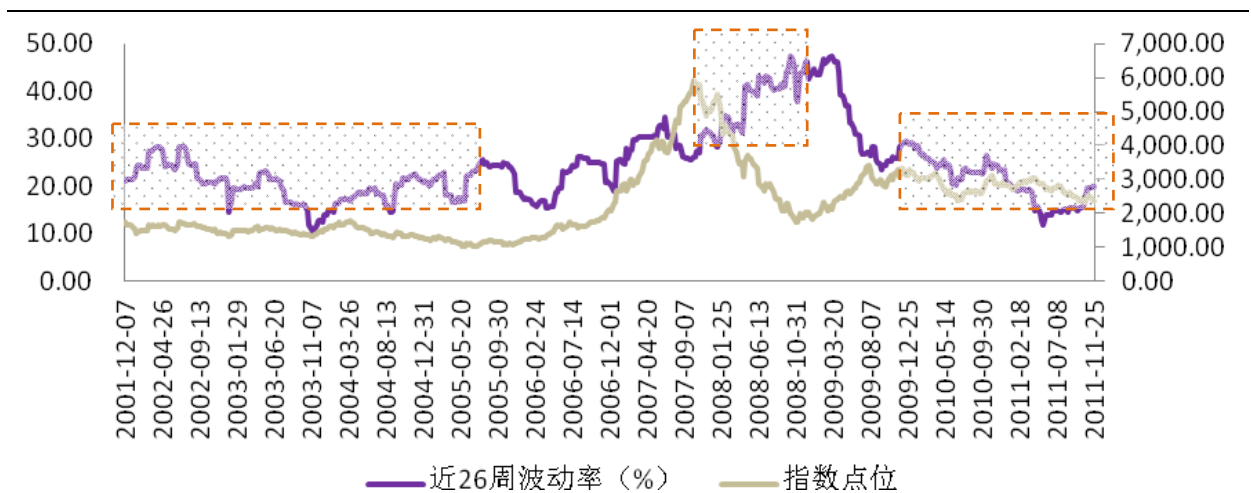
接下来，我们需要验证规律的一致性，换句话说，是否适用所有熊市。

于是我们把时间往前推移，覆盖范围扩展至 2008 年那轮迅猛的熊市时，发现规律开始变得异常不明显。

但是，当我们把时间再次往前推移，覆盖范围扩展至 2001-2005 年那轮漫长的熊市时，发现规律重新变得明显起来。

为何会出现如此明显的差异性？或许，和市场卖压有关，而卖压取决于恐慌情绪。2008 年熊市属于快熊，下跌幅度深、速度快、恐慌情绪严重，因此反弹对场外资金的虹吸效应弱，企业部门边际流动性改善难以托起一轮上规模的反弹。2010 年以来熊市属于慢熊，下跌时间长、幅度浅、恐慌情绪较轻，反弹对场外资金的虹吸效应强，企业部门边际流动性改善即可托起一轮上规模反弹。

图表 3：快熊与慢熊市场波动率迥异



资料来源：Wind，光大证券

至此，我们可以提出熊市反弹的逻辑：

第一，反弹随处可见，反弹本身会启动股市对外界资金的虹吸效应。

第二，虹吸效应同时对企业部门和住户部门发生作用，但是在熊市里（包含牛市最初的反弹期），住户部门较为谨慎，因此资金流入不明显。企业部门较为激进，如果恰逢其流动性环境出现边际改善，资金比较容易流入市场。

第三，如果此时身处慢熊，市场恐慌情绪较为平稳，卖压不大，那么在企业部门资金流入的支持下，很容易出现一轮上规模的反弹。如果此时身处快熊，市场恐慌情绪严重，卖压较大，那么即使企业部门流动性出现边际改善，由于虹吸效应较弱，也难以推动市场出现上规模反弹。

至此，我们可以提出完整的熊市反弹规律：

第一，快熊市场里，上规模反弹需要全社会流动性整体改善的支撑；

第二，慢熊市场里，上规模反弹只需企业部门流动性边际改善的支撑；

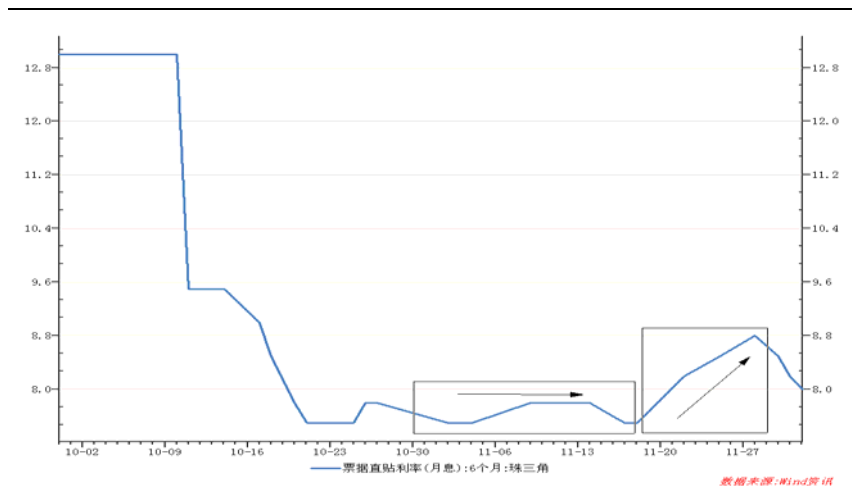
无论在何种市况下，市场上规模反弹都需要找到资金来源，而这种来源一般只有企业部门和住户部门。值得一提的是，以上仅仅是基础性的运行模式，并不代表其他因素不重要。一般来说，决定反弹可持续性的主要矛盾是企业部门流动性边际变化，但在某些特定时期，当其他因素明显强于企业部门和住户部门的资金因素时，我们需要在框架里纳入其他变量的考虑。

二、反思：11 月份为何掉头向下？

10 月 12 日，国务院常务会议研究确定支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施。10 月下旬，银监会在年中《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》的基础上进一步出台《关于支持商业银行进一步改进小型微型企业金融服务的补充通知》，与此同时，四大国有银行信贷投放猛然提速，导致 10 月信贷投放量大幅高于预期。10 月 29 日，国务院召开常务会议，正式提出宏观政策预调微调。

11 月是“预调微调”政策窗口启动后的第一个月，企业部门边际流动性紧张程度非但没有明显回落，反而出现明显上升。

图表 4：11 月票据利率不将反升

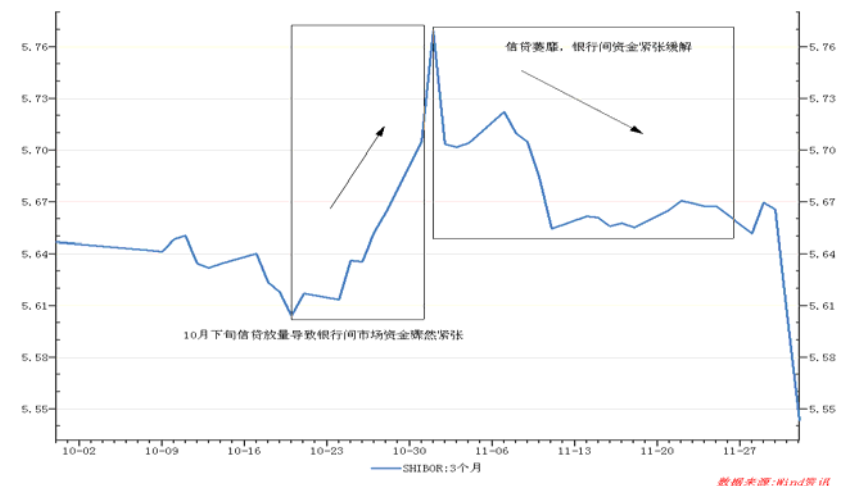


资料来源：Wind，光大证券

为何会出现如此出人意料的一幕呢？

问题就出在信贷投放能力上。截至 2011 年 3 季度末，整个银行业超额准备金率处于过去十年里倒数第二低位。这意味着，银行系统信贷投放的能力受到资金紧张的直接制约。一个证据是：10 月下旬四大国有银行信贷投放暴增，同期银行间市场资金骤然急剧紧张。

图表 5：资金紧张导致信贷和银行间市场利率出现跷跷板效应



资料来源：Wind，光大证券

毫无疑问，在这种极度紧张的资金水平下，银行系统缺乏持续放量投放信贷的能力。于是，11月份信贷投放重回萎靡区间，银行间市场资金价格缓缓回落。中国证券报记者12月1日从相关银行人士处了解到截至11月28日，四大国有商业银行新增贷款仅为1400多亿元（资料来源：<http://business.sohu.com/20111202/n327621834.shtml>），由此推算，11月份全国信贷投放将远低于此前预期的6000亿元。

我们知道，在信贷紧张的背景下，企业部门的流动性状况与信贷投放息息相关。10月信贷放量，于是票据贴现利率明显回落。11月份信贷萎靡，于是票据贴现利率明显上升。

至此，我们可以提出11月市场掉头向下的原因：

市场从10月24日开始反弹，一直延续到11月中旬。正在从反弹向可持续反弹演变的关键时候，遭遇企业部门边际流动性紧张。于是，市场无法获取上涨所需的足够资金支持，转而掉头向下。

三、12月，银行信贷投放能力大幅增加

从最根本的角度看问题，银行信贷投放能力是央行、银监会调控的结果。在需要银行系统增加信贷投放以实现“预调微调”的时候，在需要银行系统信贷投放以实现“保证国家重点在建、续建项目的资金需要，防止出现“半拉子”工程，重点支持实体经济尤其是符合产业政策的中小企业，支持民生工程尤其是保障性安居工程”的时候，如果信贷投放能力成为信贷放量的阻力，那么管理层将会毫不犹豫地把拦路大石搬走。

11月30日，央行宣布下调准备金率0.5个百分点。

说实话，是否普调准备金率并不重要，重要的是，政策调整需要信贷投放持续放量。我们无法准确猜到管理层会如何出炉政策，但是我们可以猜测，只要CPI处于下行通道，只要经济增速持续回落，政策调整的决心不可动摇。为此，无论哪种政策，只要有利于实现政策目标，都有可能会出台。

当然，这并不妨碍我们做进一步的细致分析。接下来，我们就影响银行信贷投放能力的热钱、公开市场操作、保证金存款准备金缴存、财政存款回流以及准备金率调整分别展开分析。

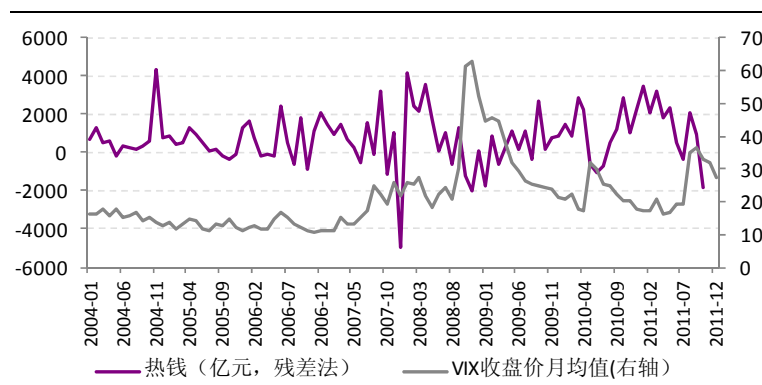
3.1 关于“热钱”

10 月份外汇占款大幅度的快速下降至-249 亿元着实是个糟糕的数据。10 月的贸易顺差 170 亿美元，FDI 有 83 亿美元，采用“残差法”计算，10 月份“热钱”流出 1800 亿元左右。目前来看，外汇占款的下降主要是跟“热钱”外流有关，导致“热钱”外流的背后逻辑主要可能有以下三个：1、NDF 所展现出来的人民币贬值预期；2、欧债危机的深化导致一些欧美跨国机构的资金需求上升，需要回流其在中国的资金；3、资金避险，美国投资者抽回在中国的“热钱”。

对于第 2 个分析逻辑，除了近期出现美国银行减持建行股份、高盛减持工行股份这样的蛛丝马迹之外，我们并没有直接的证据来表明其存在。

对于第 3 个分析逻辑，一个最重要的指标是 VIX 指数，它代表了投资者的恐慌情绪：当 VIX 高企时，表示投资者预期后市波动程度会更加激烈，同时也反映其不安的心理状态，此时避险需求也会高企。从数据上来看，次贷危机之后，我国的“热钱”流入与 VIX 指数存在这明显的负相关性。11 月 VIX 均值较 10 月份几乎持平，维持在金融海啸之后的最高水位。那么，很有可能，11 月份“热钱”可能在继续流出，维持 10 月份的态势。

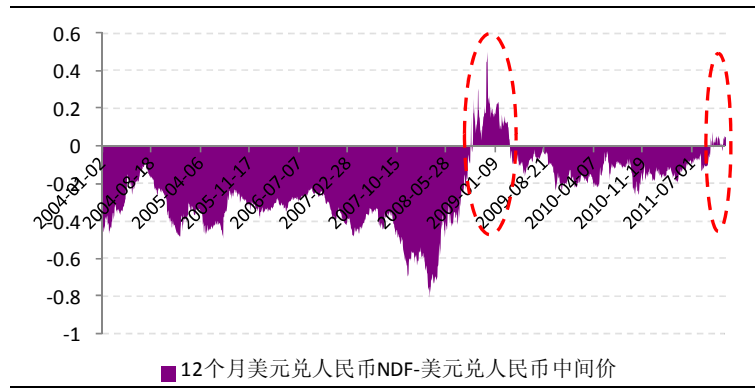
图表 6：我国“热钱”流入与 VIX 指数



数据来源：CBOE，光大证券

对于第 1 个分析逻辑，我们确实观察到了一些相关的证据，就是 12 个月美元兑人民币 NDF 从 9 月底开始持续超过美元兑人民币中间价，表明相对于当期的美元兑人民币汇率来说，投资者预期一年后美元兑人民币的比值将上升，即人民币存在贬值预期。历史上来看，2004 年以来还有一个时间段出现了持续的人民币贬值预期，就是 2008 年 9 月底到 2009 年 3 月中下旬，人民币重新挂钩美元，同时次贷危机已经蔓延至全球，对我国出口企业带来了重大打击，中国经济硬着陆。总体来看，能够影响人民币升值预期的主要应该包含以下几大因素：人民币汇率政策、中国经济前景以及贸易顺差变化趋势。

图 表 7: 人民贬值预期再现



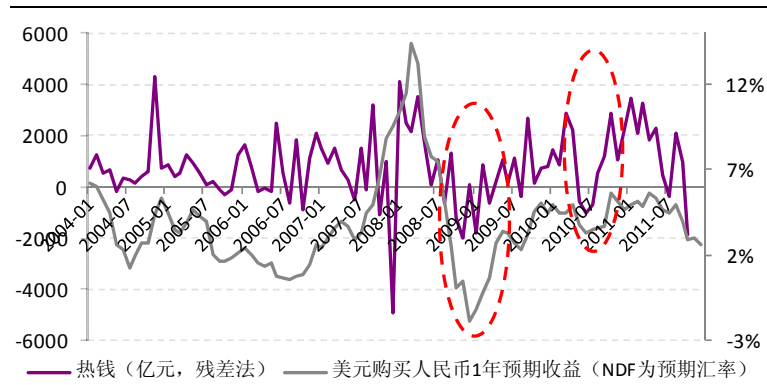
数据来源：Wind，光大证券

从对判断流动性的角度来说，我们目前会面临这两个问题，一个是“热钱”的流出是否会持续？二是如果“热钱”持续流出，会对市场造成什么样的影响？

对于“热钱”流出的持续性问题，目前来看 11 月份“热钱”继续流出的概率比较大。（1）、从经济基本面上来说，毫无疑问，中国经济增速仍处于下行的过程中，一个比较普遍的看法是，中国经济处于寻底过程中，这一点对升值预期的影响无疑应该是负面；（2）、从贸易顺差变化看，在欧债危机导致欧洲经济衰退、劳动力成本上升、以及积极扩大进口等因素共同作用下，我国以往贸易失衡（顺差过大）的情况很有可能逐步走向贸易平衡。贸易顺差变化方向对升值预期的影响无疑应该是负面的；（3）、从我国汇率形成机制改革的目的来讲，人民币汇率增强弹性，实现双向波动才是决策者所乐见的。相关领导人近期的讲话也使得投资者回对此有所预期，比如温家宝 19 日在印尼巴厘岛会见美国总统奥巴马时就说到：“中国一直在推进人民币汇率形成机制的市场化改革，已经取得明显成效……[中国]将继续按照主动性、渐进性、可控性原则，稳步推进改革，增强人民币汇率双向浮动的弹性”。

最后，如果我们不考虑预期。仅仅从对投资收益预期的角度，我们来看一个指标：美元购买人民币 1 年预期收益（NDF 为预期汇率）=（12 个月美元兑人民币 NDF/美元对人民币中间价）*（1+1 年期人民币定存利率）/（1+美国 1 年期国债收益率）—1，即如果用美元买入人民币，投资者预期一年后的汇率为 NDF，那么经过无风险资产收益率调整之后的投资者预期收益率。次贷危机之后，这个指标同我国热钱流入的相关性系数为 60%，显示出良好的正相关关系。从这个指标来看，目前我国存款利率向下调整的概率要显然大于向上调整的概率；而美国 1 年期国债收益率处于 0.1%左右的水平，向下走已无空间，向上走空间巨大。所以，美元购买人民币 1 年预期收益未来受中、美无风险资产收益利差所抑制是相对确定的。

图表 8：“热钱”流入与购买人民币的预期收益显著相关



数据来源：Wind，光大证券

虽然，很有可能 11 月份热钱维持净流出的态势。但是，进入 11 月下旬以来，我们依然观察到一些有利的迹象。比如说，美元兑港币汇率明显回落，表明资金在逐渐回流香港；比如说人民币兑美元结束贬值小趋势，连续三个交易日明显升值。12 月 1 日，人民币兑美元汇率一度触及跌停价；比如说 VIX 指数从 34.47 持续回落至 27.52。

如果“热钱”持续流出的情况，将会对整体流动性产生什么影响？

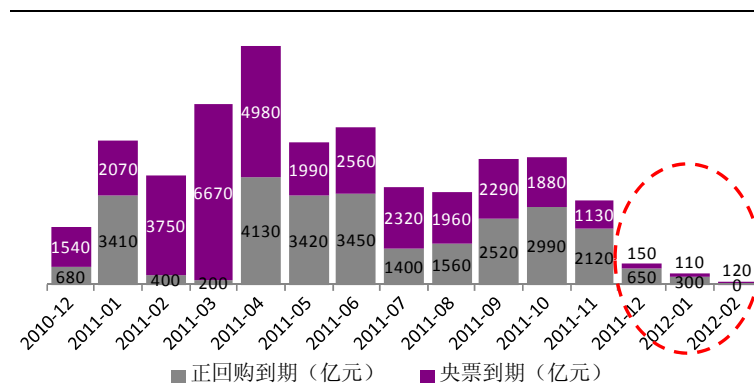
在不考虑央行对冲措施的条件下，热钱流入，会带来央行被动货币投放；热钱流出，会带来央行被动货币回笼。2011 年以来，月均热钱流动大约在 1500 亿左右，假设从流入 1500 亿转变为流出 1000 亿（10 月份估计是流出 1800 亿），由此带来对基础货币投放的影响大约是两千多亿。

我们可以假设 12 月份热钱流出带来的影响为 2500 亿。

3.2 公开市场资金状况展望

站在当前来看，未来几个月里公开市场到期资金非常少，今年 12 月、明年 1 月、明年 2 月公开市场到期资金分别只有 800 亿元、410 亿元和 120 亿元，到期资金量较前 11 个月几乎可以忽略不计——前 11 个月月均到期资金 5200 亿元。

图表 9：未来 3 个月公开市场到期资金量显著下降



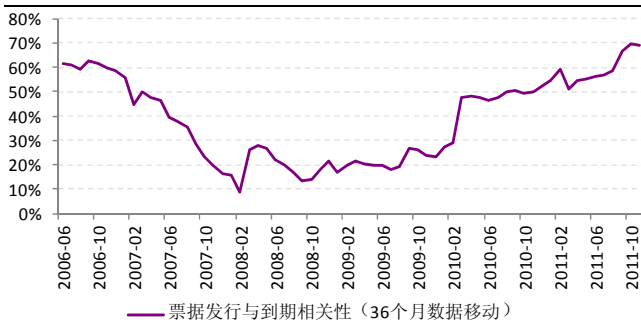
数据来源：Wind，光大证券

在未来几个月的公开市场到期资金非常少的情况下，我们需要考虑的一个问题是：央行在未来几个月的公开市场进行资金回笼的力度将会如何？这里我们可从两个视角来考虑。第一个视角是：在当前政策“预调微调”的基调下，目

前通胀处于趋势性下行过程中，宏观经济也处于下降过程中，央行没有必要收紧资金面。我们债券研究团队认为在这种情况下，“货币市场资金松下来是第一步”。所以，从当前政策的定调结合实际情况来看，在未来几个月里公开市场到期资金大幅下降的情况下，央行理应显著性地减轻公开市场操作力度。

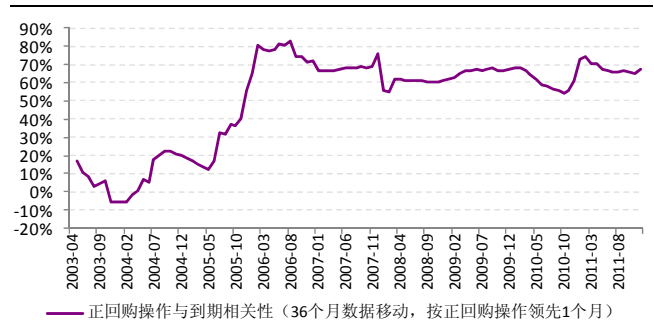
我们的第二个角度是单纯从历史数据来考察央行公开市场操作力度与公开市场到期资金量之间的关系。我们分别考察了 2003 年下半年以来央行公开市场操作力度与到期资金的关系。央票方面，历史数据显示央票发行力度与央票到期之间具有较高的同步正相关关系——2003 年以来的全部月度数据显示两者之间的相关系数大约为 49%。而如果以三年的月度数据来考察，我们看到近年来央票发行力度与央票到期量之间的正相关性在显著上升。最近 3 年，两者的同步正相关关系达到了 70% 左右。在央行公开市场正回购方面，数据显示央行正回购操作领先正回购到期 1 个月：按 2003 年下半年以来的月度数据来看，央行正回购操作领先 1 个月的数据与正回购到期数据的相关性为 73% 左右；从近 3 年来数据来看，央行正回购操作领先 1 个月的数据与正回购到期数据的相关性为 67% 左右。综合来看，我们认为央行在做公开市场回笼资金力度的决策时，到期资金量是个非常显著的考量因素，其中央票发行与其到期量具有同步性，央行正回购操作领先正回购到期 1 个月。

图表 10: 近年央票发行与到期的相关性逐渐提升



数据来源：同花顺，光大证券

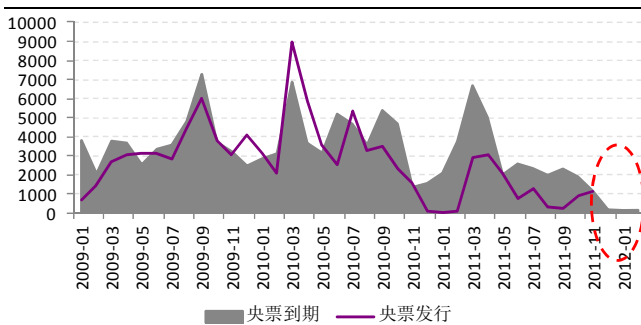
图表 11: 央行正回购操作领先正回购到期 1 个月



数据来源：同花顺，光大证券

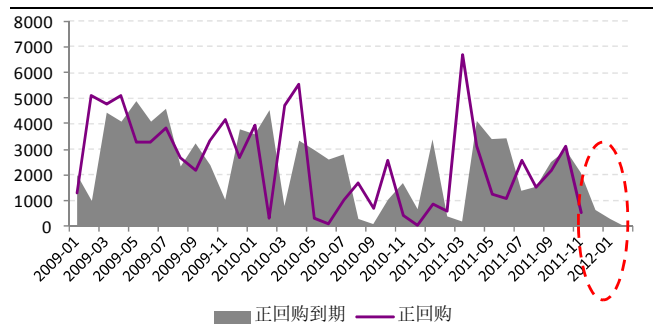
未来 3 个月央票和正回购的到期量都将处于非常低的水平，这种情况下，预计央行大幅降低公开市场回笼资金的力度是大概率事件。实际上，我们上面分析已经央行正回购操作领先正回购到期量 1 个月，对应 12 月份只有 650 亿元的正回购到期量，我们确实也已看到央行 11 月份的公开市场正回购操作只有 550 亿元，远低于 10 月份 3100 亿元的正回购操作（11 月正回购到期有 2120 亿元），也远低于今年以来央行公开市场正回购操作月均值的 2140 亿元。

图表 12: 未来 3 个月央票到期量处于地量



数据来源：同花顺，光大证券

图表 13: 未来 3 个月正回购到期量处于地量



数据来源：同花顺，光大证券

综合第一个和第二个视角来看，我们认为未来几个月里，伴随着公开市场到期资金大幅下降的是，央行公开市场回笼资金的力度将会大幅度减轻。

但是，考虑到近期央票二级市场利率下行迅速，1 年期央票一二级市场严重倒挂，3 月期央票一二级市场倒挂可能出现。为了控制央票发行利率下行速度（央票利率具有明显的政策宣导窗口效应），央行可能被迫放大央票发行量。我们可以微调对 12 月份公开市场操作的预期。假设 12 月份央行公开市场操作净回笼 1000 亿。

3.3 保证金存款准备金缴存

自 8 月底人民银行要求保证金存款上缴存款准备金以来，到现在，包括五大行和中国邮政储蓄银行在内的六家大型银行分三步计交已经结束，其他金融机构缴存也已上缴了 3 次，后续还需在今年 12 月中旬、明年 1 月、2 月中旬分三步上缴，此三次保证金存款计入一般存款的基数分别为保证金存款余额的 60%、80%和 100%。根据人民银行《金融机构人民币信贷收支表》和《中资全国性大型银行人民币信贷收支表》中提供的人民币保证金存款，我们测算 2011 年 12 月、2012 年 01 月、2012 年 02 月金融机构需要上缴的存款准备金分别为 809 亿元、1078 亿元、1078 亿元，未来 3 个月因保证金缴存款准备金给资金面带来的压力将大幅度降低。由于 12 月 05 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，今年 9 月、10 月和 11 月所缴存的保证金存款准备金中，大约有 140 亿元会被释放出来，所以，金融机构在本月因上缴保证金存款准备所占用的资金实际上大概为 670 亿元左右，只有上个月的三分之一左右，资金压力大幅下降。

图表 14： 保证金存款缴存冻结资金估算

项目	冻结资金（亿元）
2011 年 09 月需要上缴的人民币保证金存款准备金	1572
2011 年 10 月需要上缴的人民币保证金存款准备金	2200
2011 年 11 月需要上缴的人民币保证金存款准备金	1980
2011 年 12 月需要上缴的人民币保证金存款准备金	809
2012 年 01 月需要上缴的人民币保证金存款准备金	1078
2012 年 02 月需要上缴的人民币保证金存款准备金	1078
2011 年 12 月 05 日下调准备金率释放的人民币保证金存款准备金	140

数据来源：人民银行，Wind，光大证券

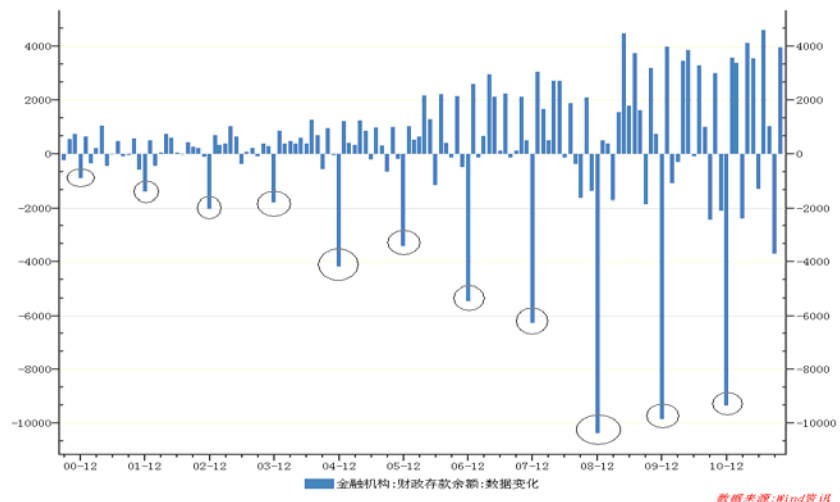
注 1：其他金融机构存款保证金率统一使用了中小型存款金融机构存款保证金率；

注 2：根据国家开发银行 2010 年年报，其合并报表和银行报表中的 2010 年企业保证金存款分别为 19.84 和 19.45 亿元，我们按照 20 亿元来估算其保证金存款。

3.4 财政存款回流

历史上，每年 12 月都是财政存款大幅回流的时候。

图表 15：历史 12 月财政存款下降规模

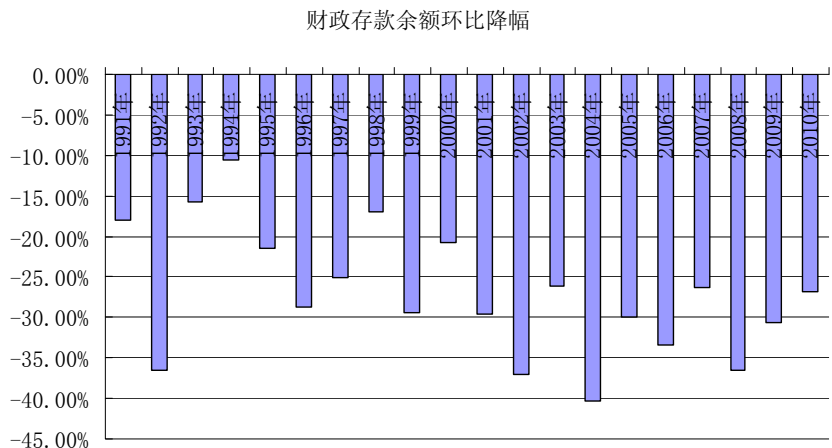


数据来源：wind，光大证券

考虑到每年财政存款基数都在变化，我们将历史 12 月回笼数据比例化，过去 20 年里，12 月份财政存款余额环比 11 月份平均回落 27 个百分点。这个比例无疑是比较惊人的。

因此，几乎每年年底，我们都会听见中央强调防止年终突击花钱。但有趣的是，年年强调，年年重复。

图表 16：历史 12 月财政存款余额环比变化



数据来源：wind，光大证券

假设今年 12 月财政存款余额环比回落幅度 20%（为过去 20 年里倒数第五低年份），那么，由此带来的财政存款回流规模至少在 8000 亿以上。

考虑到这些钱从财政存款科目进入实体经济部门存款科目需要缴存保证金，我们粗略计算一下可以进入潜在信贷投放能力池子的资金， $8000 \times 0.8 = 6400$ 亿。

3.5 准备金率调整

12 月 5 日开始，存款类金融机构准备金率将下调 0.5 个百分点。由此，带来的资金释放大约在 4000 亿。

3.6 银行信贷投放能力小结

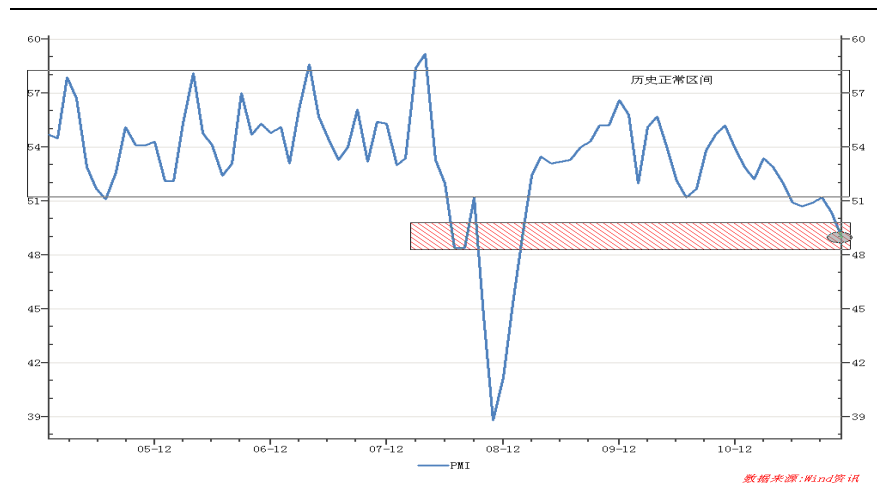
把以上估算加总起来是， $4000+6400-800-1000-2500=6100$ 亿元。即在我们比较保守的估计下，12 月份银行体系潜在的信贷投放能力将有一个 6000 亿元左右级别的提升。作为一个比较，我们可以粗略测算一下三季度银行的超额准备金：三季度人民币存款余额为 79.41 万亿元，超额准备金率为 1.4%，不考虑剔除在央行的财政存款的情况下，商业银行的超额准备金大致在 1.1 万亿左右。

以上计算都只是极其粗略的匡算，而且并未考虑顺差和 FDI 的变化（相当于假设其不变），很多数据可能出现较大出入。但是，可以确定的一点是，银行系统潜在的信贷投放能力将得到极大提高。

潜在的信贷投放能力大增并不意味着信贷提速，也不意味着流动性改善。去年 4 季度，基础货币大幅增加 2.4 万亿，导致金融机构超额准备金率从 1.7% 上升至 2.0%。为何市场资金持续紧张？我们去看货币乘数，从 4.32 大幅回落至 3.92，回首过去这些年，只有 2007 年 4 季度才出现过如此大幅的下降。2007 年年底，银监会一度冻结商业银行信贷额度，导致货币乘数大幅下降。2010 年年底，银监会通过一场严格的窗口指导（额度控制），导致货币乘数大幅下降。

站在现在的时点上，向前看，类似的控制还会出现么？应该说，可能性很小。11 月 PMI 出炉后，各方面对保增长的关注度急剧提升。有理由相信，政策基调将会更多地从控通胀向保增长转移。在这种背景下，只要银行系统信贷投放意愿不出现大幅下滑，信贷投放能力提高很可能可以和信贷投放放量划等号。

图表 17：PMI 滑入萧条区



数据来源：wind，光大证券

综上：今年 12 月份，一方面，银行信贷投放能力大幅增强；另一方面，政策对信贷投放的态度维持宽松。那么，一个自然而然的结论是：12 月份信贷放量的概率很大，如果出现超预期投放，也并不令人意外。

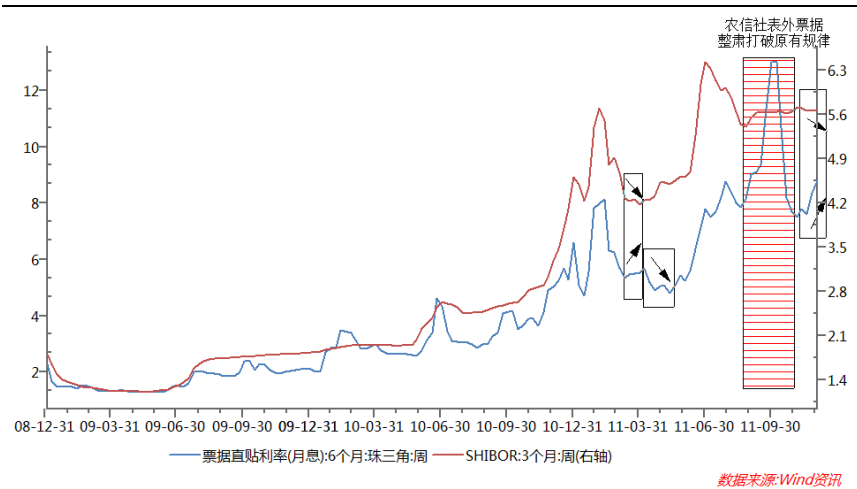
四、12 月企业部门边际流动性分析

4.1 企业部门边际流动性的决定因素

企业部门边际流动性取决于信贷投放，而信贷投放取决于银行系统信贷投放的能力与意愿。到目前为止，没有证据直接表明银行信贷投放意愿出现了显著的不良变化，更多时候，这种影响体现在信贷投放能力上。

所以，我们观察过去三年的历史数据，发现一个异常明显的规律：银行间市场资金松紧决定企业部门边际流动性松紧。

图表 18：银行间市场利率决定企业边际流动性



数据来源：wind，光大证券

虽然，这种决定关系有时候存在时滞，但在大多数时候里（11年3季度票据整肃期例外，属于政策扰动），两者之间的关系很稳定。这是可以从逻辑推演的：只有银行间市场改善，才能通过信贷创造渠道改善实体经济层面资金紧张程度。

从11月29日开始，第二批国库定存投放市场，3月期shibor明显下行，短短三个交易日回落了12个BP。于此同时，票据贴现利率开始向下走，以珠三角票据月直贴利率为例，从8.8迅速回落至8.0。

考虑到12月5日开始，准备金率下调将释放大约4000亿资金，考虑到12月剩下的时间里，还将有近万亿财政存款回流，足以对冲热钱流出、保证金缴存准备金以及可能出现的央行净回笼带来的压力。

我们预计，银行间市场将迎来持续性的资金宽松。由此，终将改善企业部门的边际流动性。

4.2 信贷放量的影响

今年10月，信贷放量，当月票据贴现利率明显回落。

去年7、8月，信贷松动，当月票据贴现利率明显回落。

经济下行风险需要投资对冲，投资需要建立在信贷支持的基础上。因此，在可见的未来里（12月信贷的展望请参见前文），政策更多转向保增长结束之前，信贷投放有望维持一个持续的放量状态。虽然我们不能指望这种放量与08年有可比性，但是我们可以确信：可持续的放量将持续改善企业部门边际流动性。

换言之，可持续的信贷投放增加将带来可持续的票据贴现利率回落。

4.3 小微企业金融债

目前，媒体对小微企业金融债多有报道：

据《新闻晚报》称：截至目前拟发行扶持小微企业专项金融债的规模已经达到

2100.8 亿元左右，其中包括已经获批、等待获批和部分“走流程”的方案。银监会…先后批准了民生银行、兴业银行、中国银行、深圳发展银行、上海浦发银行、杭州银行等 6 家银行申请的小微企业金融债，总额共计 1680 亿元。

（来源：http://news.paper.jfdaily.com/xwwb/html/2011-12/02/content_706542.htm）

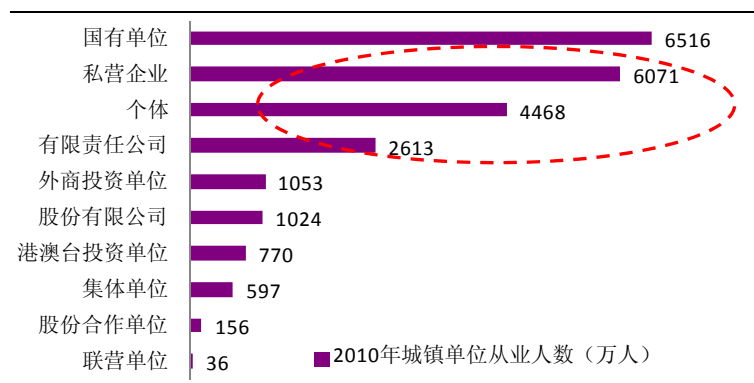
据《第一财经日报》称：城商行正在成为小微企业专项金融债最积极的“尝鲜者”。除了杭州银行和哈尔滨银行，重庆银行、汉口银行与兰州银行已经在近期出台了小微债发行计划。从目前披露的情况来看，共有 10 家商业银行拟发行约 1800 亿元的小微债。（来源：<http://www.yicai.com/news/2011/12/1239516.html>）

对于目前银行拟发行小微金融债的规模，虽然各家媒体报道的数字有所出入，但从数字的绝对值来看都已形成一定的规模。对于已获银监会批复的额度，我们确定无疑的是民生银行在 11 月 9 日公告的 500 亿元小微企业专项金融债已获批复。在小微金融债的参与者和规模方面，我们之前的报告中也已经提到了两点：第一，银监会银行监管二部主任肖远说小微金融债没有额度上限，这意味着只要符合条件，只要你提出申请，监管部门就批；第二，发行小微企业贷款专项金融债商业银行，该债项所对应的单户授信总额 500 万元(含)以下的小微企业贷款在计算“小型微型企业调整后存贷比”时，可以在分子项中予以扣除”。可见政策上对小微企业金融债的支持力度很大。目前主要还只是一小部分中小银行和城商行在行动，预计随着先行者的成功，将会有更多的银行包括大行会行动，规模将会变得更加可观。

小微金融债获得银监会批准之后，需要央行批准之后才能发行，这也是我们目前非常关心的问题。银监会今年 5 月底下发《中国银监会关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》（俗称“银十条”），到 10 月 24 日下发的《中国银监会关于支持商业银行进一步改进小型微型企业金融服务的补充通知》被认为是“银十条”的详细解读，此时正值政策转向“预调微调”。接下来，我们发现在短短的半个月之后，民生银行 500 亿元的小微企业专项金融债申请即获得了银监会的批复。我们先理政策大力支持小微企业融资的背景。

我们知道今年下半年以来中小企业融资非常困难，6 个月票据贴现利率（月息）在 9 月底、10 月初曾经上升到 13%，这等于 15.8% 的年化单利，中小企业的融资成本已爬升到了一个令人窒息的历史新高！与此同时，温州、鄂尔多斯等民间借贷活跃的地区经常出现老板跑路事件。小微企业是中小企业中的弱者，其情况只会更差！小微企业的这种糟糕的融资状况如果没有改变，可以预见其前景必然会出现大量的企业破产。即使单从就业的角度来看，这也绝不是政府所乐见的：以 2010 年为例，与小微企业有着高重合度的私营企业、个体和有限责任公司等单位从业人数占据着城镇单位从业人数的一半以上。

图表 19：私营企业、个体、有限责任公司占城镇从业人数 56%



数据来源：同花顺，光大证券

另外还有一点是，站在 10 月份的时点上，我们能够看到 CPI 上升到本轮通胀的最高点 6.45% 之后，8 月、9 月 CPI 分别下行至 6.15%、6.07%。同时，我们需要注意的是，7 月、8 月和 9 月这三个月的 CPI 环比数据为 0.46%、0.31% 和 0.47%。面对这样的通胀数据，虽然其时仍会认为通胀趋势性向下走的概率相对向上走的概率会更大一些，但远远不足以确认通胀已是在趋势性下行。而正是在这种情况，政策出现了“预调微调”。结合起来看，我们估计“预调”很大程度上针对的是通胀，而“微调”很大程度上针对的是小微企业（当然还包括重点在建、续建项目的资金需要）。在远未能确保通胀趋势下行的情况下做出“微调”的转向，这也在很大程度上反映了决策者对小微企业、重点在建和续建项目的境况的担忧。

正是在这种背景下，我们看到了银监会几乎与“预调微调”的同时出台了《中国银监会关于支持商业银行进一步改进小型微型企业金融服务的补充通知》，同时短短半个月之后就火速批复了民生银行 500 亿元的申请。显然，如果我们以上的逻辑分析正确，那么，只要“微调”基调不发生反向转变，小微金融债的推行速度将会延续着银监会此前批复民生银行 500 亿元申请的速度，即人民银行的批复也很有可能是快速的。从民生银行小微金融债申请获银监会批复至今已近一个月，此时预期包括民生银行在内的小微金融债将很快获得人民银行批复合情合理。

另一方面，我们看到票据直贴利率（月息）自 10 月中旬开始从 13‰ 下降到 10 月 20 日的 7.8‰ 之后，很长时间内都处在 7.5-7.8‰ 这个区间中，没有继续向下行，反而在 11 月 22 日开始突破此区间向上行，在 11 月 28 日上升至 8.8‰ 这个高位。我们认为票据贴现利率后面行主要跟银行的月末考核压力有关，但是一直未能跌破 7.5-7.8‰ 这一区间也表明了中小企业的边际流动性没有出现实质性的改善。在 10 月数据显示新增贷款中，中长期贷款的占比大幅度的提升，我们猜测新增信贷中相当大一部分投到了基建投资（主要是铁道部）中去了，而中小企业的资金状况并没有获得显著改善。在这种情况下，获得政策大力支持的小微企业资金状况改善的重担在很大程度上已经落在了小微企业专项金融债的身上。对于这一点，决策者既然在“银十条”及其补充通知中大肆鼓励银行发行小微企业专项金融债支持小微企业，那么也必然寄希望于其身上。实际上，在央行的《2011 年第三季度中国货币政策执行报告》中的下一阶段主要政策思路中，明确提到了“创新金融产品和服务方式，进一步加大对中小企业特别是小微企业和“三农”的有效信贷投入，力争银行对小微企业贷款的增速不低于全部贷款平均增速”、“大力发展金融市场，优化融资结构，继续鼓励金融创新，拓宽小微企业融资渠道”。

小微金融债获得人民银行批复并成功发行或将会很快出现，第一单甚至有望在本月就获批并发行。

综合而言，我们认为 12 月份企业部门流动性边际改善是大概率事件。

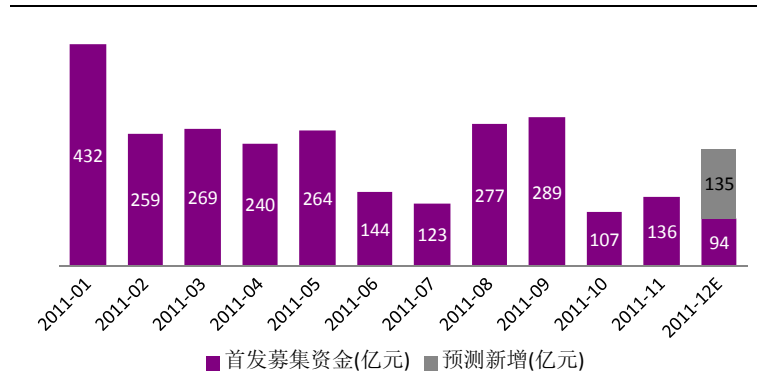
五、几个担忧

5.1 融资对 12 月份市场的影响

新股发行方面，目前发审委审核通过尚未发行的公司有 49 只，预计募资 530 亿元左右，但是需要注意的是这些公司还只是获得发审委审核通过，并没有明确的发行时间表，预计其中的绝大部分并不能在 12 月份发行。实际上，截止

12月2日，明确发行时间在12月份的股票总共有7只，预计募资93.6亿元。虽然12月份可能还会有新增的IPO，但在目前的行情下，12月份出现大型IPO（比如中国交通建设股份有限公司）属于小概率事件。从时间上来看，7只股票中的发行时间最晚的一只为青青稞酒，网上发行日期为12月13日，为12月份的第9个交易日（12月份一共有22个交易日）。假设募集资金按12月份的交易日来均摊，12月份的IPO募集资金的中性预测值为229（93.6/9×22）亿元。

图表 20：今年以来月度 IPO 募集资金



数据来源：Wind，光大证券

上市公司增发方面，截止12月2日，一共有40家上市公司的增发预案获发审委通过并获得证监会核准，但其中只有20家公司的股票价格高于增发价格，这20家公司预计增发募资384亿元左右。但这里需要指出的是，上市公司定向增发从获证监会批准之日起，有6个月的时间来进行增发。目前来看，只有20只股票中只有中海油服的69.10亿元的定增在时间上相对比较紧——在明年1月23日之前必须完成发行，否则此次定增作废。除中海油服之外，其他的定增在时间上并不紧急，按6个月均摊，一个月摊53亿元左右。按此计算，取122（即69+53）亿元作为上市公司12月份定增募资的中性预测值。

图表 21：获证监会批准且股价高于增发价的增发预案

代码	名称	证监会批准公告日	股价	增发底价	预计募资(亿元)
601808.SH	中海油服	2011-07-23	16.13	13.82	69.10
600409.SH	三友化工	2011-09-08	8.24	7.95	18.29
000651.SZ	格力电器	2011-09-22	17.45	12.74	31.85
002231.SZ	奥维通信	2011-09-23	13.47	12.85	2.57
601139.SH	深圳燃气	2011-09-27	11.66	10.45	15.99
002135.SZ	东南网架	2011-09-30	10.41	8.23	7.41
002004.SZ	华邦制药	2011-09-30	42.30	23.86	8.47
000863.SZ	*ST 商务	2011-10-12	3.50	3.00	16.92
000955.SZ	ST 欣龙	2011-10-13	5.26	4.48	5.42
002005.SZ	德豪润达	2011-10-14	17.40	15.61	23.42
002273.SZ	水晶光电	2011-10-25	37.99	35.95	7.19
002264.SZ	新华都	2011-10-29	13.14	10.32	4.56
002012.SZ	凯恩股份	2011-10-29	15.16	12.30	6.15
600863.SH	内蒙华电	2011-11-01	8.49	7.76	46.56
600381.SH	ST 贤成	2011-11-16	6.33	5.91	15.50
600346.SH	大橡塑	2011-11-17	9.98	9.63	2.99
002204.SZ	大连重工	2011-11-26	27.89	25.29	54.42

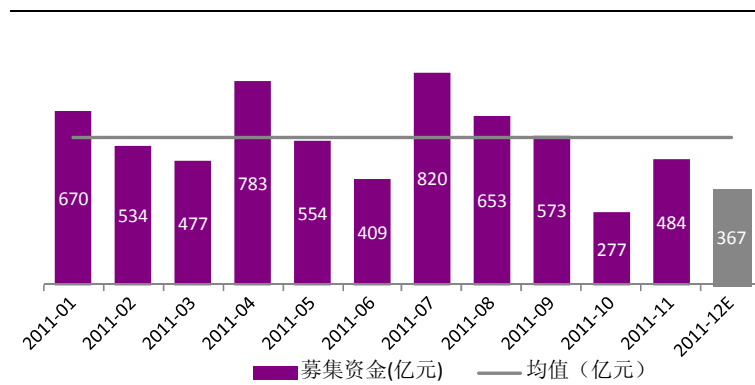
600637.SH	广电信息	2011-11-30	15.89	7.67	31.05
000534.SZ	万泽股份	2011-12-01	5.97	3.32	7.66
600699.SH	ST 得亨	2011-12-02	9.02	4.30	8.87

数据来源：Wind，光大证券

配股预案方面，目前有 13 家上市公司有配股预案，但还只有 3 家获发审委通过，而获的证监会批准的只有海亮股份 1 家。海亮股份获证监会审批时间为今年 10 月 18 日，6 个月内有效。计划配股数量为 1.2 亿股，其股价当前为 13 元/股左右，即使按当前股价配股也不超过 16 亿元。

综合以上分析，我们认为今年 12 月份 A 股市场面临的融资压力并不大。如果以中性预测来看，12 月份融资额大概在 300-400 亿元的级别，相对于今年 1 月份以来的月度均值 567 亿元要显著小一些。

图表 22：预计 12 月份市场融资将显著低于今年以来的均值



数据来源：Wind，光大证券

因此，担心 12 月份企业融资对市场造成明显不利因素，似乎并无必要。

5.2 企业盈利对行情的影响

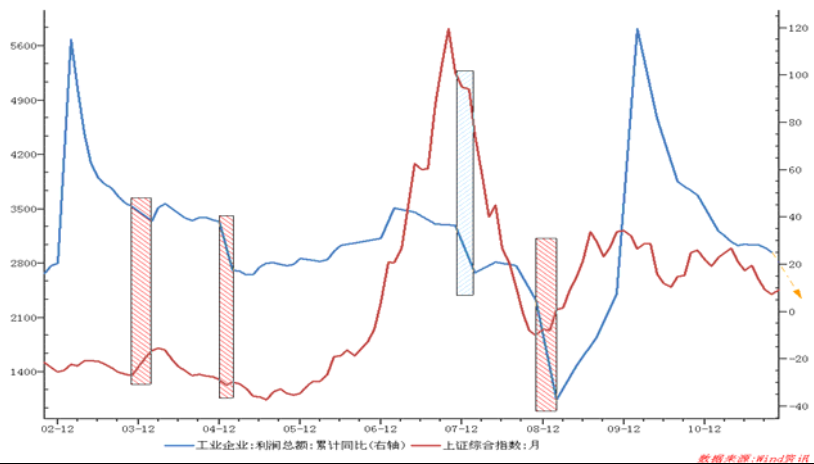
毫无疑问，到目前为止，我们依然处于企业盈利下行期。确切的说，很有可能，处于企业盈利增速加速下行阶段。

加速下行意味着增速回落的速度可能超预期。但是，对股市而言，这种加速下行是否一定会带来下行结果呢？

如果不考虑宏观调控的对冲行为，毫无疑问，这是利空，不仅是利空，而且是大利空。

但是，如果加入宏观调控的考量，似乎，情况发生了比较明显的变化。

图表 23：企业盈利加速下滑与股市表现



数据来源：Wind，光大证券

历史上，我们没有观察到明显证据可以表明企业盈利加速下行必然会带来股市明显回落。不仅如此，如果这种企业盈利加速下行不是出现在一轮下行周期的中途，甚至通常还会带来市场上涨。为何会这样呢？应该和政府宏观对冲措施有关。所谓宏观调控，无非两个变量：货币政策和项目。两者的结合点便是信贷，信贷投放加大对对冲经济下行的过程中，全社会流动性得到改善，市场反弹比较容易演变为可持续反弹，这也是股市比实体经济提前做出反应的原因。

那么，如果把经济下行比作下山的话，现在是在半山腰还是接近山脚了呢？

我们认为这个应该取决于外部经济。只要不出现类似欧债危机崩盘、某大型经济体突发经济危机的黑天鹅事件，在目前对冲力度下，企业盈利继续下行空间相对有限。

而欧洲的情况，我们有必要在警惕的基础上保持相对乐观，毕竟，到目前为止，危机还有最后一层屏障：欧央行。这层屏障可以有效保证最差情况比较难以出现，一个很简单的道理是：实在不行时，还可以印钱解决问题。

至于其他经济体，虽然很多发展中经济体呈现出经济不稳定的态势，到目前为止暂时还没看到出现危机的迹象。

因此，在目前的情况下，似乎没有必要因为企业盈利而对市场保持悲观。不仅如此，经济下行速度越快，超预期刺激政策出炉的概率越高。

六、结论

一个比较确定的结论是：12 月份企业部门边际流动将出现明显改善。我们无法预测何时会出现反弹，但是，一旦市场出现反弹，反弹演变为可持续反弹的概率极高。因此，我们有必要对 12 月市场报以足够的乐观。

12 月，重回上涨区间！

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，复旦大学经济学院世界经济专业硕士，2008 年第六届新财富最佳分析师评选交通运输行业共同入围，曾担任交通运输行业、环保水务行业、建筑工程行业分析师，目前任策略部副总经理。

徐彪，吉林大学载运工具运用工程学士，复旦大学国民经济专业硕士，曾在招商银行负责个金条线宏观与策略研究，擅长自上而下研究市场。目前负责光大策略部市场策略。

刘名斌，中国科学技术大学理学硕士、学士，2007 年开始从事期货套利策略研究与交易，2009 年加入光大证券策略团队，目前从事市场策略研究。

范敏，西安交通大学金融学学士，上海财经大学证券方向硕士，策略研究团队成员，此前从事传媒行业研究。擅长财务分析和数据处理，善于从事物运行表状发现其背后深层次原因。

熊伟，浙江大学经济学硕士，策略研究团队成员。此前从事宏观经济研究经验，经济学基础扎实。

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。现任策略分析师，此前任银行业分析师，再之前就职于瑞银证券。目前主要从事行业比较和行业配置研究，注重自上而下和自下而上相结合进行组合配置，所负责光大月度金股和行业配置历史表现优秀。

薛俊，日本埼玉大学金融学硕士，策略研究团队成员。此前先后在长江证券和中信证券研究部从事策略研究，分获新财富策略第三名和第四名。擅长国际比较，特别是对中外产业发展动态有深入研究。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com