

2012 年 1 季度：底部区域，关注两大催化剂

策略动态报告

◆反思去年 4 季度与正视当前所处的位置

在目前的估值水平上，产业资本增/减持行为表明了资本对股市价值的认可。在目前的点位上，总理提出“提振股市信心”表明了政策对股市价值的认可。展望未来一个季度行情走势的时候，我们需要回答几个问题。

未来一段时间，经济是否可能超预期下行？

未来一段时间，企业盈利下行影响几何？

未来一段时间，市场融资是否可承受？

假如以上三个问题的答案是问题不大，在反弹已经出现的背景下，决定行情走势的关键是什么？

◆**经济超预期下行**：结合政策与投资、出口、去库存分析看，经济增长超预期下行概率不大。此外，需要注意的是，自 2011 年 10 月 25 日温总理提出政策要“预调微调”以来，政策托底的力量已经逐渐显现。

◆**企业盈利**：企业盈利增速下行尚未结束，但是对市场影响或许没有我们想象中那么大。

◆**市场融资**：纵观股票和债券两块，市场融资对市场的影响不必过于担心。

◆**流动性**：市场涨跌和企业部门流动性之间的关系更为密切

◆**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。

但是，在流动性改善的节奏和速度上，热钱流动与基建投资是否启动尤为关键。其中热钱流出趋缓甚至停止的迹象已经初步显现，但可持续性值得观察。受累于地产投资下滑，基建投资有望于 1 季度启动，发力点或许和“欠债”项目有关，从而带来新的贷款需求，进一步改善企业部门边际流动性。

◆结论与配置建议

2012 年 1 季度，影响市场的不利因素相对可控而且将逐渐趋于明朗化，有利因素继续存在而且有望得到加强。整体来看，市场处于底部区域，在惯性震荡探底的过程中，热钱流出趋缓和基建投资启动有望成为市场可持续反弹的催化剂。同时，催化剂也带来两大不确定性：

第一，进入 2012 年后，资本外流状况呈现趋缓态势。但是，假如热钱外流趋缓的局面未能继续，将从外汇占款渠道带来负面影响。一旦热钱外流加剧，对市场的负面影响或许还会更大。

第二，基建投资启动的具体时机。虽然不改变信贷投放放量的趋势，信贷投放的节奏或许会被打断，企业部门流动性边际改善的进程可能被出现脉冲式停顿。

如果出现以上局面，市场反弹的节奏或将被打断。因此，我们需要密切关注热钱流动和基建投资的进展。落到具体过程变量上，应该包含以下指标：人民币兑美元即期汇率、NDF-人民币美元中间价、水泥价格等。

基于以上市场判断，我们建议投资者采取“长短结合”的配置思路。其中，长线配置以基本面已接近底部、未来运行趋势向好、且有政策扶持预期的早周期行业为主。短线配置则着眼于政策支持力度较大的主题性投资机会，作为进攻的奇兵。

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

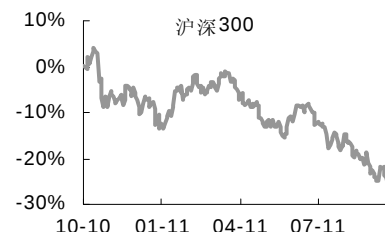
xiongwei@ebsecn.com

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、反思 4 季度与正视当前所处的位置	5
二、宏观经济增速下滑超预期的概率不大	7
2.1 中国经济增速下行：主动调控的结果	7
2.2 固定资产投资会超预期下行么？	10
2.3 出口会超预期下行么？	11
2.4 去库存会导致经济超预期下行么？	16
2.5 综合来看	18
三、企业盈利分析及对市场的影响	19
四、市场融资不会成为 1 季度市场的拦路虎	21
五、反弹可持续性和流动性的关系	24
六、中小企业部门边际流动性会怎么走？	26
6.1 小微金融债方面	26
6.2 信贷投放能力与流动性改善节奏	27
6.3 从基建投资角度看信贷投放	27
6.4 综合分析	32
七、2012 年 1 季度展望与行业配置建议	32

图表目录

图表 1	流动性正在改善但依然处于较为紧张的区间	5
图表 2	上市公司业绩预测变动与沪深 300 指数	5
图表 3	2011 年股市估值持续下行	5
图表 4	2011 年 12 月重要股东二级市场增减相对减持大幅上升	6
图表 5	近期与资本市场相关的主要政策（会议）	6
图表 6	经济增速与企业盈利增速双下行	8
图表 7	信贷紧缩与全社会流动性紧张	8
图表 8	流动性紧张程度创下新高	8
图表 9	财政政策观察窗口	9
图表 10	交通与公共设施投资增速持续下行	9
图表 11	房地产固定资产投资与出口增速双下行	9
图表 12	铁路公路和城市交通投资启动不明显	10
图表 13	中国存量出口分布	12
图表 14	中国增量出口分布	12
图表 15	欧洲 PMI 跌破荣枯分水岭	12
图表 16	欧元区政府削减赤字影响经济增长	13
图表 17	信贷紧缩的迹象似乎并不明显	13
图表 18	2001 年欧洲经济小型衰退	14
图表 19	美国经济工业部门扩张良好	14
图表 20	虽然受到政府就业拖累，就业市场整体持续改善	15
图表 21	就业影响消费，消费决定经济增长	15
图表 22	ECRI 经济同步指标	15
图表 23	通胀周期决定库存周期	16
图表 24	库存周期影响企业主营收入	17
图表 25	M2 有望进入小幅持续反弹区间	17
图表 26	历史 04 年小型去库存对经济增速的影响	18
图表 27	政策对冲导致经济下行并不明显	18
图表 28	信贷投放放量迹象明显	19
图表 29	PMI 与领先指标传递正面信息	19
图表 30	企业盈利加速下滑与股市表现	20
图表 31	企业盈利加速下行期都对应着政策对冲	20
图表 32	工业企业毛利率变化	21
图表 33	市场融资内生于市场	21
图表 34	熊市阶段的市场与融资（2010.12-2011.12）	22
图表 35	熊市阶段的市场与融资（2008.01-2008.12）	22
图表 36	熊市阶段的市场与融资（2001.07-2005.05）	22
图表 37	熊市阶段的市场与融资（1994.01-1994.12）	22
图表 38	股票市场募资季节性情况（首发，亿元）	23
图表 39	股票市场募资季节性情况（增发，亿元）	23
图表 40	股票市场融资规模（按季度）	23
图表 41	跨市场发行—1 季度季节性低发（亿元）	24
图表 42	只在交易所债券发行季度统计	24
图表 43	上规模反弹需要企业部门边际流动性配合	25
图表 44	企业部门与住户部门收入波动	25
图表 45	美元兑人民币 NDF-中间价	27
图表 46	购买人民币的预期收益	27

图表 47	VIX 指数.....	28
图表 48	美元指数.....	28
图表 49	人民币兑美元即期汇率涨跌幅	28
图表 50	房价已经开始下跌.....	29
图表 51	商品房销售/房地产投资与新开工面积	30
图表 52	2009 年基建提速过程中各个行业的国家预算内资金占投资比例	32
图表 53	行业配置建议.....	34

一、反思 4 季度与正视当前所处的位置

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。

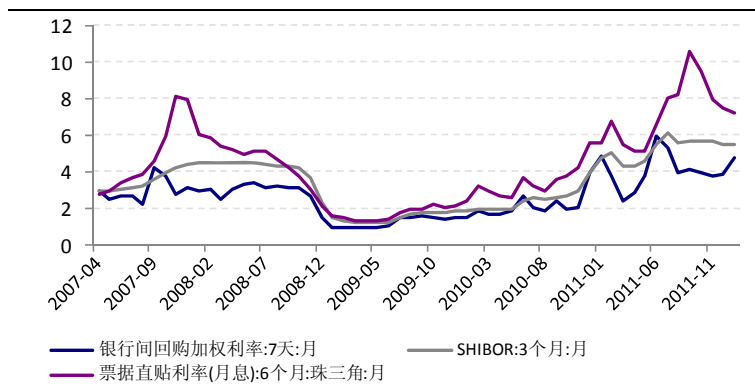
12 月 05 日，存款准备金率下调。

12 月 15 日，中央经济工作会议，正式提出稳增长的目标。

毫无疑问，政策的拐点已经出现，政策托底的力量正在逐步显现。但是，市场并未出现明显上涨，为何会出现这一幕呢？

我们倾向于认为，政策拐点已经出现，但是压制市场上涨的力量依然存在，包括：对经济超预期下行的担忧依然存在、流动性（包括银行间也包括企业部门）正在改善但依然处于较为紧张的区间。

图表 1：流动性正在改善但依然处于较为紧张的区间

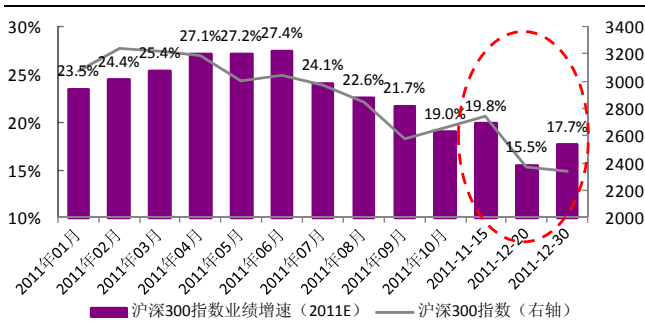


数据来源：Wind

进入 2012 年，就当前的点位而言，我们身处何处？

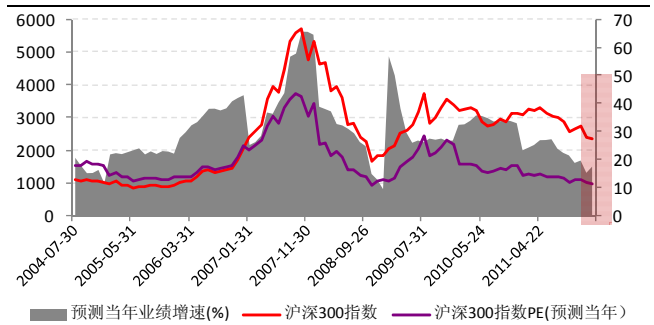
一方面，可以从估值以及产业资本的角度看问题。经过 2011 年惨烈的下跌，分析师不断下调预期，A 股市场估值中枢持续下移。

图表 2：上市公司业绩预测变动与沪深 300 指数



数据来源：Wind

图表 3：2011 年股市估值持续下行



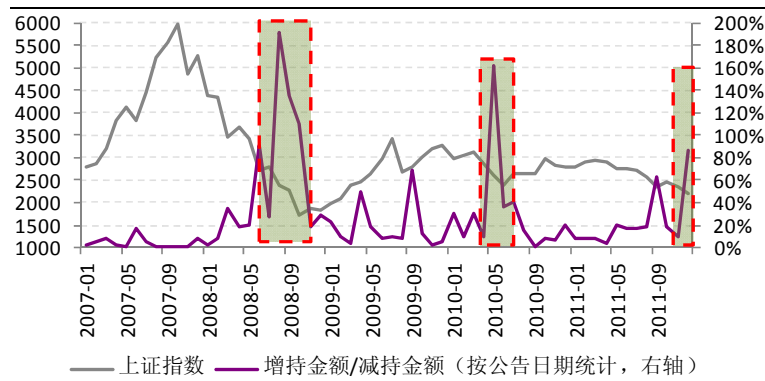
数据来源：Wind

我们可以理解成，在快速下跌过程中市场已经逐渐至少部分消化了基本面下滑的不利因素。市场估值便是这种消化过程的结果，沪深 300 估值水平已经接近历史最低区间。那么，当前的估值水平到底处于什么区间呢？

毕竟光从绝对位置上看似无法令人信服，所谓低和高，更多应该是市场参与者的认知。于是，产业资本增减持成为优秀的观察窗口。

2011 年 12 月份公告重要股东二级市场减持的上市公司共 164 家，减持参考市值共约 58 亿元；2011 年 12 月份公告重要股东二级市场增持的上市公司共 127 家，增持参考市值共约 51 亿元。按公告日期统计计算，2011 年 12 月增持金额/减持金额这一比值为 87%。2007 年以来，增持金额/减持金额这一比值曾有过两次大幅上升，分别在 2008 年 8 月-2008 年 10 月、以及 2010 年 5 月，之后便对应着 2008 年 10 月底、2010 年 6 月底 7 月初开始启动的 2008 年次贷危机爆发以来的两轮最大的行情。观察产业资本的道理在于春江水暖鸭先知，可以作为一个比较重要的观察指标。

图表 4：2011 年 12 月重要股东二级市场增减相对减持大幅上升



数据来源：Wind

重要股东用实际行动表明，市场已经进入产业资本认可的价值区域。

另一方面，可以从政策对股市的态度角度看问题。1 月 6 日，在全国金融工作会议上，国务院总理温家宝在金融工作会议上提出“要深化新股发行制度改革，抓紧完善发行、退市和分红制度，加强股市监管，促进一级市场和二级市场协调健康发展，提振股市信心”，紧接着《人民日报》发表了题为《稳定和提振股市信心》的文章。应该说，总理提出提振股市信心是比较罕见的。以国务院的态度为契机，最近一段时间，我们看到一系列的政策出炉。

图表 5：近期与资本市场相关的主要政策（会议）

时间	来源	与资本市场相关的政策内容要点
2012 年 1 月 10 日	媒体报道	证监会投资者保护局已在 2011 年底正式成立，目前已经开展工作。
2012 年 1 月 9 日	全国证券期货监管工作会议	1、继续深化发行体制改革，完善新股价格形成机制，切实解决新股发行价格过高和恶炒绩差公司股票问题；2、大力推进债券市场改革，建设规范统一的债券市场，显著提高公司类债券融资在直接融资中的比重；3、积极推进退市制度改革，逐步形成市场化和多元化的退市标准体系；4、大力推进行政审批制度改革，坚持市场优先和社会自治的原则，主动改变监管理念和方式，大幅减少事前准入和审批；5、推动基金公司向现代资产管理机构转型；鼓励社保基金、企业年金、保险公司等机构投资者增加对资本市场的投资比重，积极推动全国养老保险基金、住房公积金等长期资金入市；适当加快引进 QFII 的步伐，增加其投资额度；逐步扩大 RQFII 试点范围和投资额度；6、督促上市公司明确对股东的回报，切实加强对其红利分配决策过程和执行情况的监管，强化对未按承诺比例分红、长期不履行分红义务公司的监管约束。
2012 年 1 月 6-7 日	全国金融工作会议	今年金融工作：要深化新股发行制度改革，抓紧完善发行、退市和分红制度，加强股市监管，促进一级市场和二级市场协调健康发展，提振股市信心。
2011 年 12 月 30 日	国家外汇管理局	外管局批准 10 家机构 107 亿 RQFII 额度。

2011 年 12 月 30 日	关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十二条及第六十三条的决定（征求意见稿）	鼓励大股东增持。
2011 年 12 月 15 日	《财经》年会——郭树清主席演讲	建设有中国特色的国际一流投资银行：第一，要提高行业集中度，增强行业整体抗风险能力；第二，要切实贯彻以客户为中心的经营理念，做好投资者服务工作；第三，推动行业创新发展，提升核心竞争力；第四，“以我为主”，稳步扩大证券行业的对外开放；第五，完善监管方法，增强风险防控能力，探索符合我国宏观形势的监管制度；第六，要加强服务，放松管制，改善行业发展的外部环境。
2011 年 12 月 14 日	中国证监会党委召开中心组（扩大）学习会议——传达学习中央经济工作会议精神	郭树清就证券期货监管系统学习贯彻中央经济工作会议精神提出几点具体要求：一是正确看待当前的国际国内形势；二是紧紧抓住资本市场改革发展最有利的历史时机；三是加大力度培育机构投资者队伍；四是抓紧落实与港澳建立更紧密经贸关系安排（CEPA）中的相关要求；五是稳妥有序做好岁末年初工作。
2011 年 12 月 1 日	郭树清主席在第九届中小企业融资论坛上的讲话	关于资本市场如何落实“十二五”规划，提出重点集中于：一是拓展和完善储蓄转化为投资的机制；二是切实加快结构调整和产业升级；三是全力促进科技创新；四是动员出更多资源来建设文化强国；五是维护国家经济金融安全； 关于资本市场下一步的任务：第一，加快多层次资本市场体系建设；第二，积极发展多样化的投融资工具；第三，大力培育多元化的投资者群体；第四，切实加强资本市场诚信建设；第五，坚决打击证券期货违法违规行为；第六，时刻警惕和防范区域性、系统性风险。

数据来源：光大证券

如果说，光看以上政策还比较纷乱。有个细节可以比较清晰的表明管理层的态度，2011 年 12 月 30 日外汇管理局披露已批准 10 家公司共 107 亿元的 RQFII 额度这个事情重要的不在于审批的额度是 107 亿元，而在于这个事情的推进速度很快。同时，近期我们还看到证监会成立投资者保护局浮出水面。我们有理由相信，包括促进价值投资、培育机构投资者、保护投资者、企业融资市场化等方面将会逐步有实质性的政策推出。

综合起来看，我们相信：政策对股市的呵护态度已经比较明朗。

站在现在这个时点，当我们看到产业资本增持底以及政策呵护底时，展望未来一个季度行情走势的时候，我们需要回答几个问题。

第一，未来一段时间，经济是否可能超预期下行？

第二，未来一段时间，企业盈利下行影响几何？

第三，未来一段时间，市场融资是否可承受？

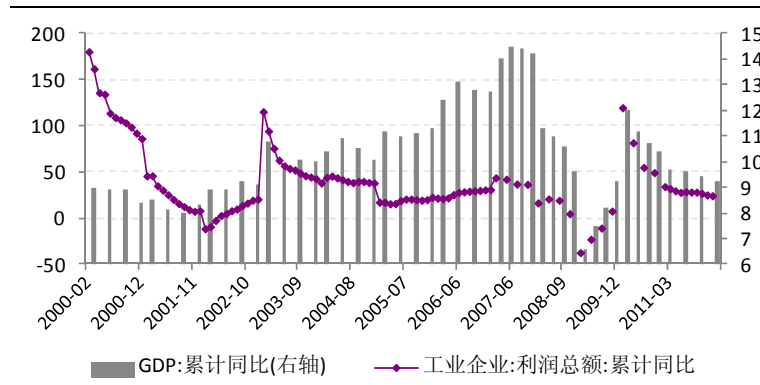
假如以上三个问题的答案是问题不大，在反弹已经出现的背景下，决定行情走势的关键是什么？

二、宏观经济增速下滑超预期的概率不大

2.1 中国经济增速下行：主动调控的结果

2010 年 1 季度开始，中国经济步入增速下行周期。在过去两年时间里，企业盈利增速与经济增长速度双下行。

图表 6：经济增速与企业盈利增速双下行

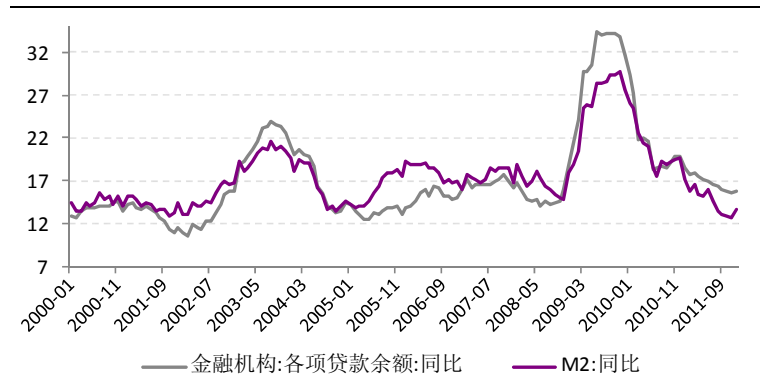


数据来源：Wind

应该说，这种双下行与政府主动采取的一系列调控措施有关。

一方面，从货币政策的角度看，2010 年以来货币紧缩的势头比较明显。

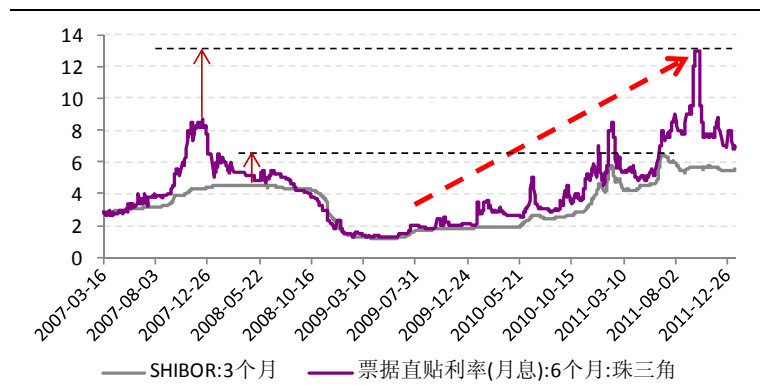
图表 7：信贷紧缩与全社会流动性紧张



数据来源：Wind

货币紧缩的结果，便是全社会资金价格出现明显上升，在各期限贷款基准利率低于 2008 年的背景下，表征银行间市场资金价格的 3 月 SHIBOR 利率、表征实体经济短期资金价格的票据贴现利率纷纷创下新高。

图表 8：流动性紧张程度创下新高

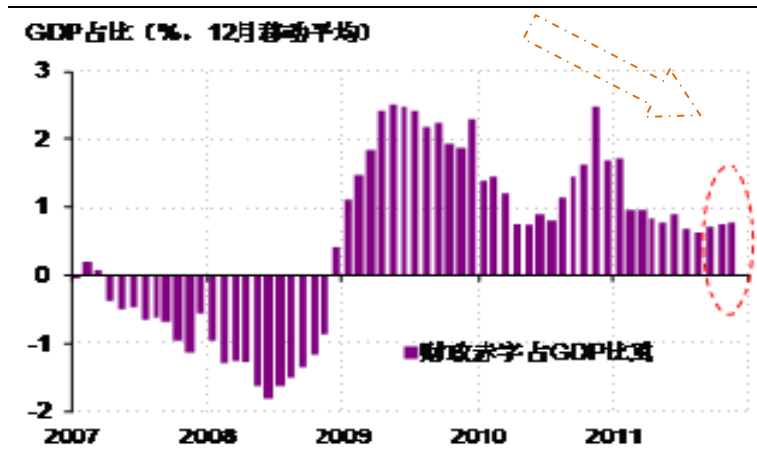


数据来源：Wind

从资金价格的角度看，全社会流动性水平经历了一个比较明显的紧缩阶段。毫无疑问，这种紧缩对经济增长以及企业利润带来了不利影响。从银行贷款基准利率上浮比例指标看，资金紧张导致银行贷款实际利率上浮，加重了企业部门以及住户部门的资金成本，导致经济运行的温度下降。

另一方面，从财政政策的角度看，2010年以来财政刺激力度明显回落。

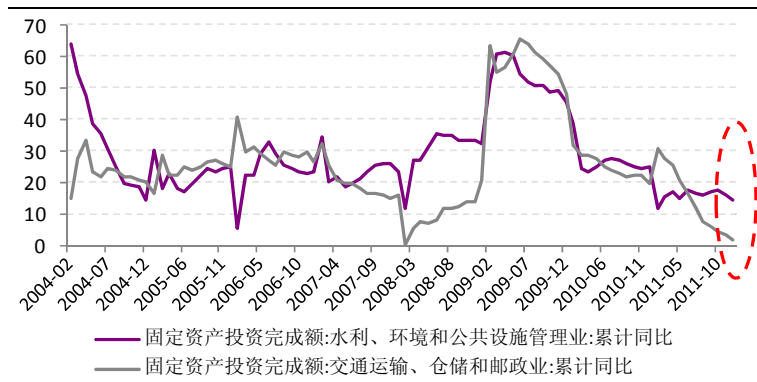
图表 9：财政政策观察窗口



数据来源：CEIC

财政刺激的落脚点最终体现在基建相关投资上。

图表 10：交通与公共设施投资增速持续下行

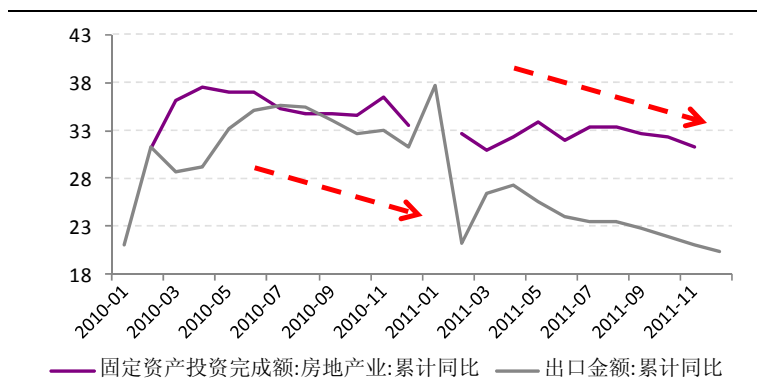


数据来源：Wind

到2011年11月为止，公共及基础设施投资的两个分项数据均远低于历史均值。

与此同时，出口和房地产固定资产投资也呈现出比较明显的下滑趋势。雪上加霜的是，房地产市场刚刚步入拐点区，市场开始担心房地产投资加速下行。欧债危机发酵，欧洲陷入衰退的风险加剧，市场开始担心出口加速下行。经过近1个季度的物价涨幅下行，通胀预期不断影响库存周期，市场开始担心惨烈的去库存。

图表 11：房地产固定资产投资与出口增速双下行



数据来源：Wind

站在 2012 年初的时点，展望未来，我们可以将影响经济走向的关键性因素排队：第一是政策与固定资产投资，第二是出口，第三是去库存。比较确定的是，经济增速超预期的下行的风险就来自于以上三点。

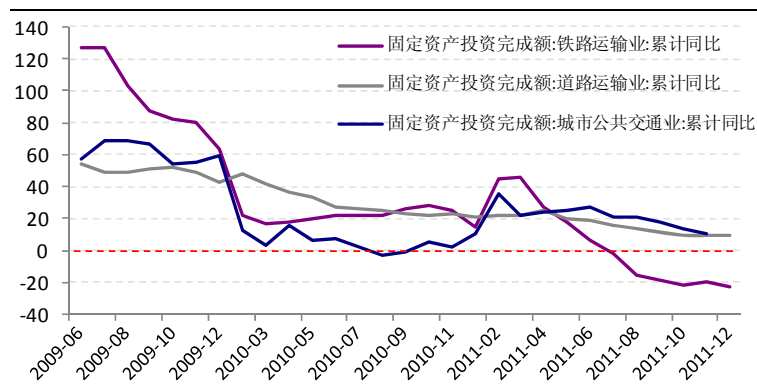
2.2 固定资产投资会超预期下行么？

固定资产投资对经济增长有着直观的重要意义，2010 固定资产投资名义总量占 GDP 名义总量比例高达 69.3%。支出法分解分析显示，资本形成总额对 GDP 的贡献率高于 50%。在净出口贡献为负的窗口期，投资通常会成为对冲经济增速的关键性变量。

2011 年中央经济工作会议上，中央提出要保持适度投资规模。如果我们投资切分开来，大致 1/3 为基建投资，1/3 为制造业投资，1/4 为房地产投资。其中制造业投资内生于经济增长，在 2012 年难以挑起保障适度投资规模的重任。那么只剩下基建和房地产。

行文至此，我们需要思考一个问题：为何从 10 月份国务院常务会议开始提出“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。”但到目前为止，依然看不到基建投资明显启动的迹象？总量上整个基建投资维持低位。从几个重要分项上看，除水利外，铁路公路和城市交通投资启动都不明显。

图表 12：铁路公路和城市交通投资启动不明显



数据来源：Wind

一个比较合乎逻辑的解释是：投资在中央的控制范围内，基建投资启动会伺机而动。

投资这个变量，在过去十多年里一直是中国经济增长的第一推动力，比较公认的一点是：投资同时也是政府手中调控经济增长的最关键变量。虽然，2012 年 1 季度房地产固定资产投资下行是确定性的结果，但是，作为结果，把固定资产投资增速作为一个整体，我们认为政府拥有足够能力去控制其增速。因此，固定资产投资增速下降超预期取决于政策。

首先观察十二五规划，其中透露出来的信息或许比较有参考意义（尤其是增长底线），我们整理了最近几个五年规划的情况：

第十个五年计划（2001—2005 年），经济增长目标：7%，实际年均增速 9.58%（算术平均），高于目标 2.58 个百分点；

第十一个五年计划（2005—2010 年），经济增长目标：7.5%，实际年

均增速 11.22%（算数平均），高于目标 3.72 个百分点；

第十二个五年计划（2011—2015 年），经济增长目标：7%，实际年均增速高于 7% 应该没有问题，能高多少，或许要看其他信息。

其次需要关注中央经济工作会议。和往年相比，今年中央经济工作会议透露出几个非常明显的不同。首先是宏观调控的目标，去年是“平稳健康运行”，今年是“平稳较快发展”。去年提“健康运行”，今年提“较快发展”，虽然只有两字之差，却能体现出对保增长的关注度发生重大变化。所以在宏观调控的内容方面，去年强调一个“收”字，今年体现一个“放”字。具体到宏观调控的三大落脚点——货币政策、投资和产业政策上，我们看到更为清晰的变化：产业政策：从淘汰落后产能转变至有保有控；投资：从坚决防止盲目铺摊子、上项目转变为持适度投资规模；货币：从把好流动性这个总闸门转向保持货币信贷总量合理增长。比较确定的是，宏观调控不断收紧的过程已经结束，接下来，是如何松以及放多松的问题。为此，中央经济工作会议提出今年是“特别是要把解决经济社会发展中的突出矛盾和问题、有效防范经济运行中的潜在风险放在宏观调控的重要位置”。这里所说的风险，应该包括市场关注比较多的经济下行风险。而“潜在”二字，可以看成是一种有效预授权，换句话说，在确切看到经济下行之前，只要你认为有风险，就能采取行动。分析师一致预期显示，2011 年全年经济累计同比增速大约 9.2%，相比上年下滑 1 个百分点。如果过程继续，意味着明年经济增速大约为 8.2%。从中央经济工作会议结束调控紧缩进程看，我们猜测，对于中央而言，2012 年经济增速沿着 2011 年的路径下滑，很可能是难以接受的，否则没有必要结束收紧过程。那么，沿着这条路径推演的结果 8.2% 也应该是难以接受的。

在中央经济工作会议召开之前，我们从公开媒体见到两次关于 2012 年经济增长的报道。第一次来自吴晓灵，11 月 23 日，全国人大财经委副主任吴晓灵称“明年中国经济增速预计不会低于 8%，比较乐观的预计是 9% 左右。”第二次来自卢中原，11 月下旬至 12 月初，国务院发展研究中心副主任卢中原在多个场合表示，明年经济增长速度大约 8.5%。考虑到两者的官方背景，我们可以猜测，中央对于 2012 年经济下行有着心理准备，同时对于经济下行的下限区间有着比较明确的看法，应该在 8—8.5% 之间。这个区间，与前文讨论的 8.2% 具有兼容性。

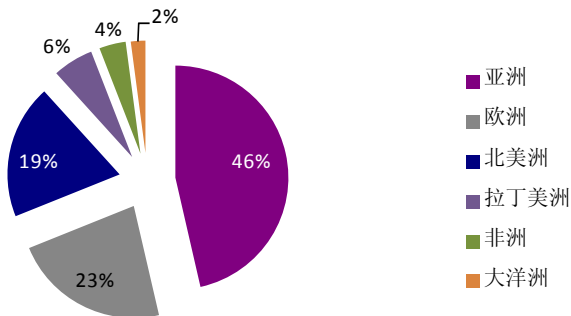
综合起来看，保增长的底线区域或许在 8—8.5% 之间。2011 年 4 季度，GDP 当季同比增速有望回落至该区间，事实上，依据光大证券研究所宏观组的预测，2011 年 4 季度 GDP 当季同比增速将回落至 8.3%。

在此区间，作为政府可以直接控制的变量，固定资产投资增速超预期下行的概率并不大。

2.3 出口会超预期下行么？

依据 2010 年年末中国出口存量分布数据，对中国出口总量影响最大的地区分别为亚洲、欧盟和北美。

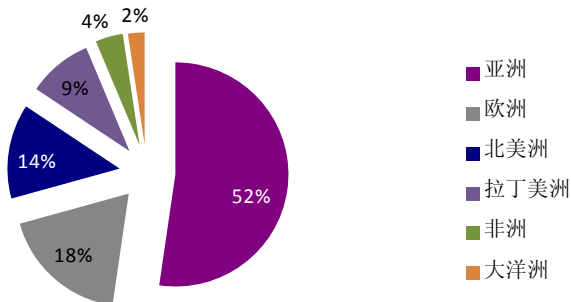
图表 13：中国存量出口分布



数据来源：Wind

依据 2011 年 1-11 月份中国出口增量分布数据，对中国出口增量影响最大的地区分别为亚洲、欧盟和北美。需要提出注意的是，北美和欧洲对增量贡献要小于存量规模。表明 2011 年北美和欧洲地区出口增速低于全球其余地区。

图表 14：中国增量出口分布

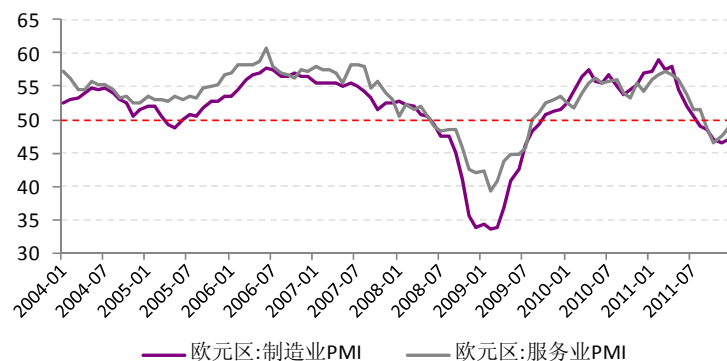


数据来源：Wind

2012 年日本灾后重建因素依然存在，亚洲经济增长处于全球较快区间，中国-东盟自由贸易区利好因素继续存在，东北亚经济一体化有望取得建设性进展。总体来看，对中国出口影响最大的亚洲需求有望维持较为旺盛的区间。需要关注的其实是两个区域：美国和欧洲。

欧洲方面，欧元区制造业与服务业 PMI 双双跌破 50 分水岭。

图表 15：欧洲 PMI 跌破荣枯分水岭

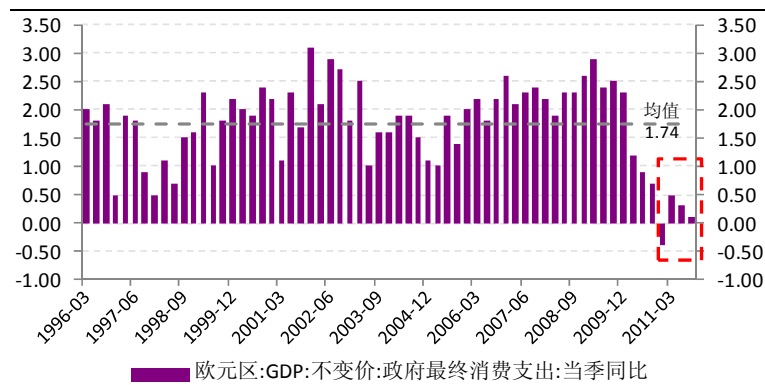


数据来源：Wind

但是，我们并不认为欧洲会出现一场真正的经济或金融危机。欧洲的问题事实

上有两个，一个是主权融资问题，一个是财政统一问题。两者互为硬币的两面，没有债务危机，财政统一难以进行；没有财政统一，主权融资的软肋始终存在。只有从根本上解决财政一体化与货币一体化的不一致，才能彻底防止债务危机出现。而从动力的角度看问题，实现财政统一需要债务危机不断发酵为条件。因此，在实质性实现财政统一之前，欧洲主权债务融资问题难以得到实质性解决。即使出现缓和，也应该是阶段性的。12月8日，欧盟峰会推出了一系列加强财政纪律的政策，但是距离真正的财政联盟还有一段距离。2012年，债务危机继续发酵升温应该并不令人意外。在发酵升温的过程中，两大因素会不断显现，一方面银行系统在危机面前可能出现信贷紧缩；另一方面政府部门在危机面前被迫不断削减赤字，造成全社会总需求持续萎缩。在过去的一年里，我们可以清晰地看到政府削减赤字对经济增长的负面作用。

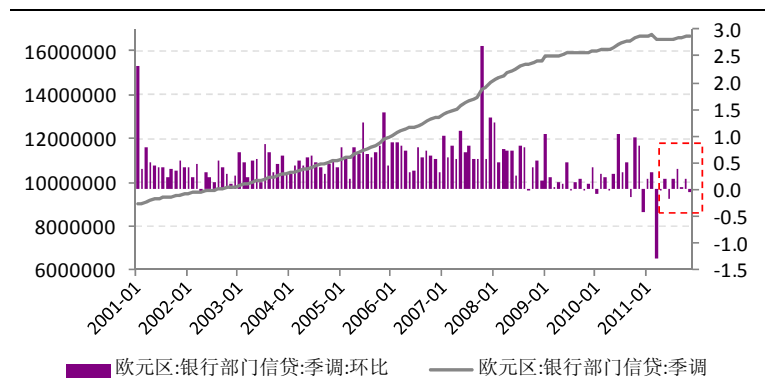
图表 16：欧元区政府削减赤字影响经济增长



数据来源：Wind

市场担心最多的信贷紧缩，似乎更多体现在同比增长上，而非绝对增长上，但是，我们都知道，同比增速有个基期的因素。尤其是今后下半年，欧洲债务危机升级明显，意大利十年期国债飙升，导致欧元区第三大国家陷入债务泥潭。但是，季调后信贷数据环比依然维持正增长区间。2012年如果债务危机进一步蔓延至法国，我们无法简单得出结论信贷紧缩不会出现。但是，我们必须正视的是，大家一直担心的信贷总量紧缩并未在2011年下半年债务危机升级期间出现。因此，对信贷紧缩保持一定的乐观态度似乎并无不可。

图表 17：信贷紧缩的迹象似乎并不明显

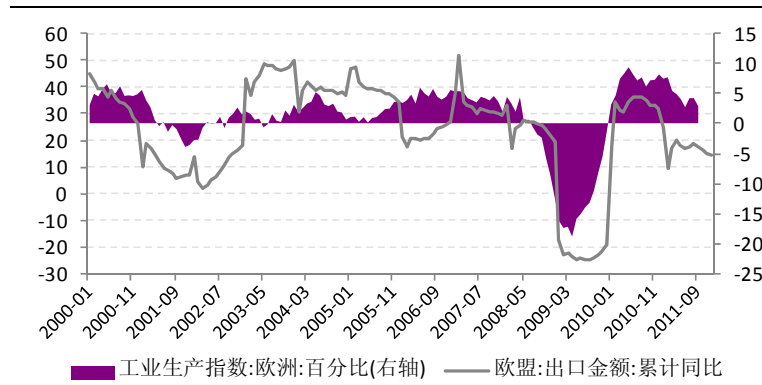


数据来源：Wind

综合来看，只要债务问题不演变成货币危机，只要欧元解体的小概率事件不出现。我们可以猜测，欧洲或许难以避免一场温和的衰退，但是不大可能演变为一场新的经济或金融危机。在此基础上，我们可以做一个简单的假设，欧洲经济衰退程度与2001年后三个季度相仿（2000年以来欧洲出现过两轮比较明显

的萧条，第一次出现在 01 年，第二次出现在 08 年，08 年对应着金融海啸，在欧元解体是小概率事件的基础上，重演 08 年概率不大。必须承认，简单拿 2001 年做比较是相对粗糙的，但是，应该说 2001 年程度的衰退做比较不算是一个很松的假设，毕竟 01 年对应着全球范围内的普遍衰退，11 年重现的概率并不大)。导致中国对欧洲出口累计增速从今年前 11 个月 15% 水平回落至 2001 年末的水平 7.1%。对 2012 年中国出口整体增速的影响只有 1-2 个百分点。

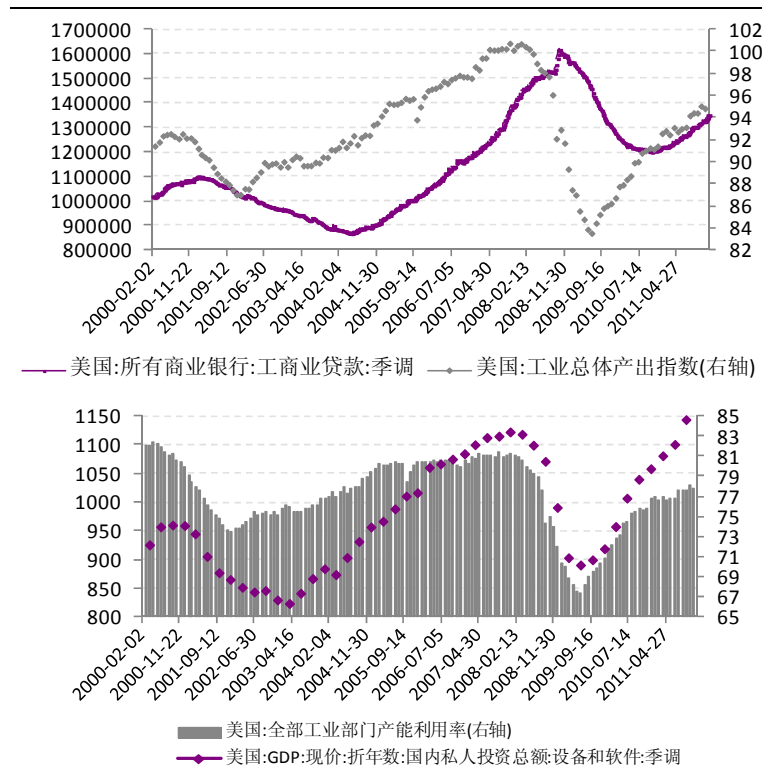
图表 18：2001 年欧洲经济小型衰退



数据来源：Wind

美国方面，企业部门经济扩张的动力依然强劲。一方面，企业部门扩张生产规模的投资继续增加，另一方面，银行系统对企业部门扩张行为的支持已经跟上。总体来看，工业部门整体扩张的势头依然稳健。

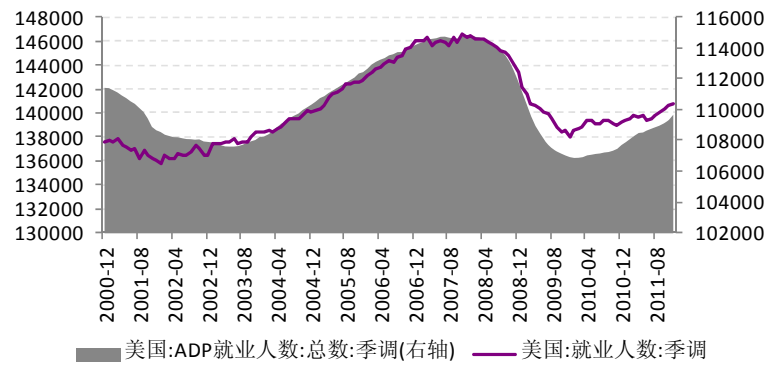
图表 19：美国经济工业部门扩张良好



数据来源：Wind

工业部门持续扩张的状态构成了对就业市场的支撑，ADP 就业人数数据持续明显增加。在政府就业的拖累下，整体就业数据增幅不如 ADP 明显。

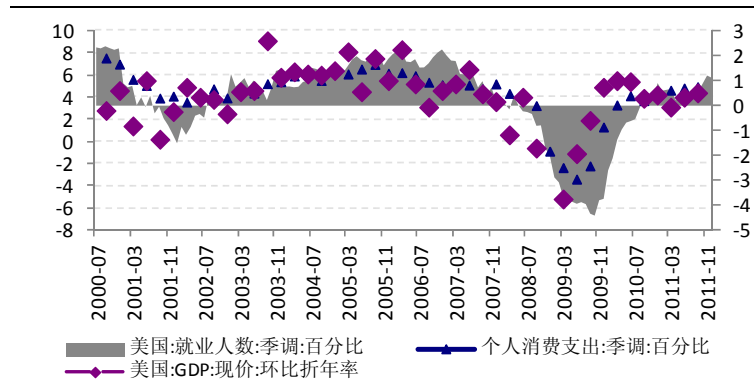
图表 20：虽然受到政府就业拖累，就业市场整体持续改善



数据来源：Wind

就业市场状况构成对消费的拉动，美国经济增长主要取决于消费。

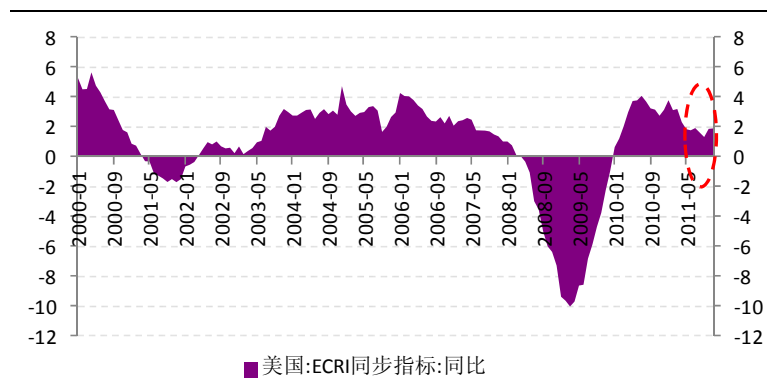
图表 21：就业影响消费，消费决定经济增长



数据来源：Wind

到目前为止，美国经济增长依然较为强劲，依然处于再库存周期。展望未来一个季度，对中国出口的拉动作用或将维持高位，即便回落也幅度有限。历史上，美国 ECRI 经济同步指标（同比）与中国对美国出口（同比）之间存在较为稳定的相关关系，ECRI 领先两个月的时间序列数据与中国对美出口累计同比数据之间相关系数高达 82.7%。10 月、11 月美国 ECRI 同步指标明显回升，暗示未来几个月对美出口增速或将维持在较高区间。

图表 22：ECRI 经济同步指标



数据来源：Wind

综合来看，在欧洲温和衰退，日本/美国温和增长的基调下，明年尤其是 1 季度中国出口大幅快速下滑的概率并不大。

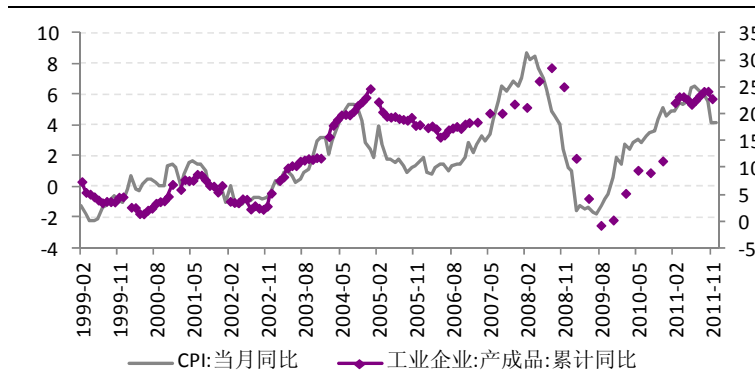
2.4 去库存会导致经济超预期下行么？

去库存是另外一个值得大家担心的问题。

截至今年3季度，上市公司库存总额较上季度增长6.31%，绝对值4.09万亿，创下历史新高。

不仅绝对量，全国各地加总的名义工业企业产成品库存总量同比增速也在同期创下本轮再库存周期新高。

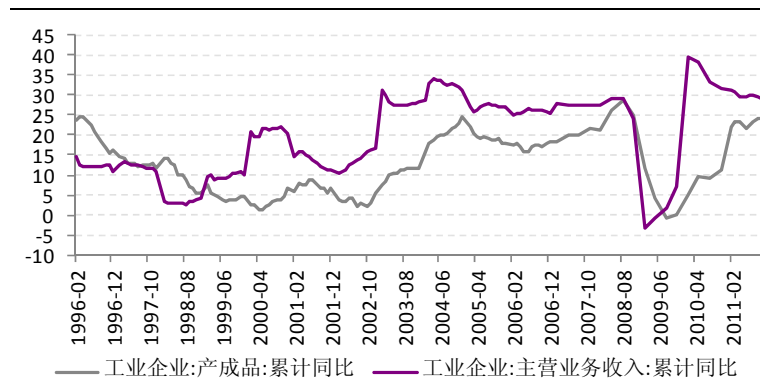
图表 23：通胀周期决定库存周期



数据来源：Wind

从逻辑上推演，整个产业链条尤其是终端链条增加存货的行为才会导致全社会产成品库存持续上升，而产业终端链条累库存的行为应该属于逐利行为，换言之，在通胀上行的周期里，出于追逐利润的目的，销售机构会倾向于不断增加库存。而在通胀下行的周期里，企业部门对通胀会明显回落，导致累库存行为转变为去库存，库存增速开始明显回落。需要提出的是，在经济总量快速增长的区间，库存总量扩张是方向。所谓去库存与累库存，更多体现在增速变化上。而且，在不同阶段，取决于通胀下行的幅度，去库存的力量大小各不相同。2008年属于剧烈去库存期，CPI一度跌入负区间。2012年上半年，通胀下行是大概率事件，但是，只要不出现全球性的经济危机或者金融危机，应该说CPI进入通缩区的概率并不大。大家比较普遍认可的是，明年7月将迎来全年CPI的低点，大约在2到2.5之间，取中值2.25。从2011年7月6.5开始，正好下行一整年，幅度4.24。历史上，有一个区间相近：2004年8月至2005年8月，CPI下行一整年，从5.3至1.3，幅度4.0。从逻辑上看，通胀周期决定通胀预期，通胀预期决定库存周期。从历史上看，通胀下行的程度、幅度、长度与去库存的程度、幅度、长度密切相关。我们可以做一个简单的猜测，或许本轮去库存周期与会和04-05年那次一样，是一个小型的去库存。那么，把本轮和04-05年那次去库存做对比，应该会比较合适的。

图表 24：库存周期影响企业主营收入



数据来源：Wind

2004 年 3 季度开始出现去库存，同期 GDP 当季同比增速明显回落，进入 4 季度，信贷投放放量，带动 M2 触底回升，4 季度末，单季 GDP 同比增速见底。比较幸运的是，在预调微调的政策基调下，2011 年 4 季度信贷投放已经开始逐渐放量。历史上，M2 同比增速与 12 个月新增人民币贷款/上年同期人民币信贷余额指标的相关系数高达 0.94。按照 12000（2012 年 1 月）、6500（2012 年 2 月）、6500（2012 年 3 月）的信贷投放，M2 有望进入小幅持续反弹区间。

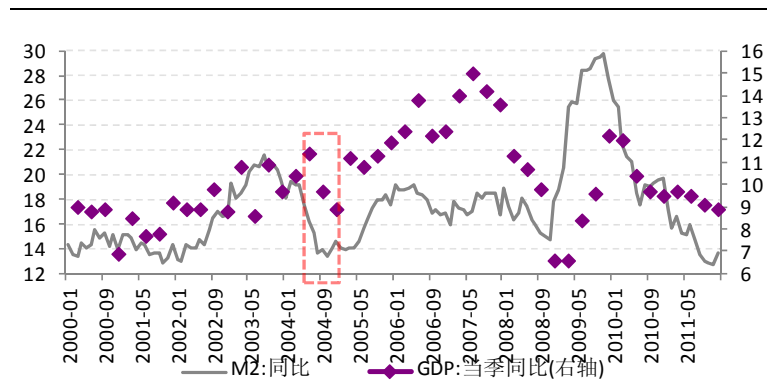
图表 25 M2 有望进入小幅持续反弹区间



数据来源：Wind

我们可以做个简单的比较，2004 年 3 季度开始一轮小型去库存（持续时间超过 1 年），2004 年 4 季度政策对冲启动（M2 见底后缓慢上升，意味着对冲力度并强大），去库存的影响被有效对冲，GDP 同比增速同期见底。2011 年 4 季度开始一轮小型去库存，2011 年 4 季度政策开始对冲（11 年末或者 12 年初 M2 见底），虽然力度可能并不强大（同样类似于 04-05 年），去库存的影响应该不会太大。

图表 26：历史 04 年小型去库存对经济增速的影响



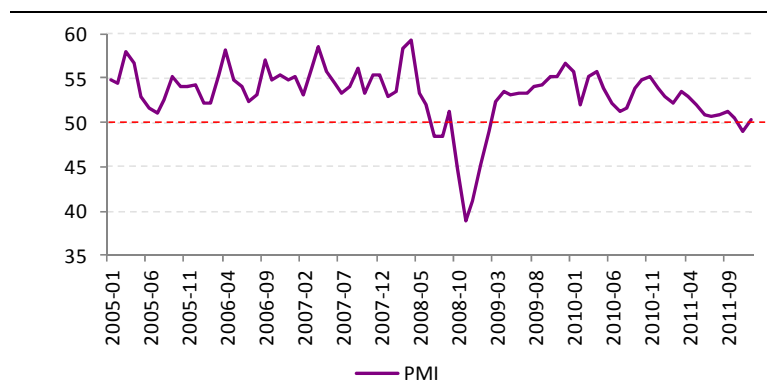
数据来源：Wind

综合来看，我们倾向于认为即便出现去库存，也应该是一轮小型去库存，在政策对冲面前，对经济增长的影响相对有限。

2011 年 11 月，PMI 分项产成品库存指标创下有史以来最高值，暗示 2011 年 4 季度或许已经开始一轮小型去库存。

就在我们准备这份报告的同时，看到了 12 月份 PMI 数据。12 月 PMI 重回 50 荣枯平衡线以上，没有体现出进一步萎缩的迹象。这也从另一个角度暗示本轮去库存的影响或许没有大家想象的那么严重。

图表 27：政策对冲导致经济下行并不明显



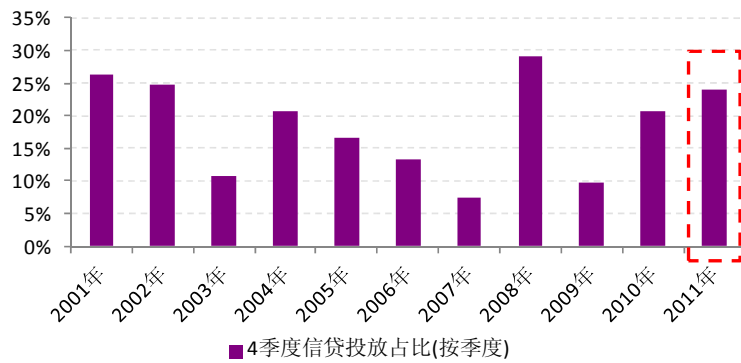
数据来源：Wind

2.5 综合来看

自 2011 年 10 月 25 日温总理提出政策要“预调微调”以来，政策托底的力量逐渐显现。

传统上看，无论是放松还是紧缩，最终都会从信贷上得到体现。整个四季度，新增信贷高达 1.8 万亿，明显高于正常年份。

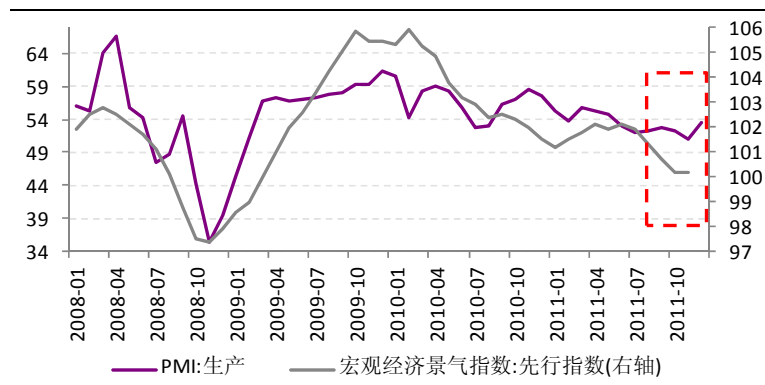
图表 28：信贷投放放量迹象明显



数据来源：Wind

经过一个季度的传导，政策托底的力量正逐渐显现出来。我们可以从 PMI 和领先指标中找到印证。至于外部，我们暂时不必担心欧债危机崩盘引发的极端风险。

图表 29：PMI 与领先指标传递正面信息



数据来源：Wind

在这里，有必要重申一下光大研究所宏观组的观点，供大家参考：

“基于一以贯之的逻辑框架，以及近期的经济数据，我们仍然坚持之前的观点不变，相信在今年 1 季度就有望看见经济环比增长的加速。”

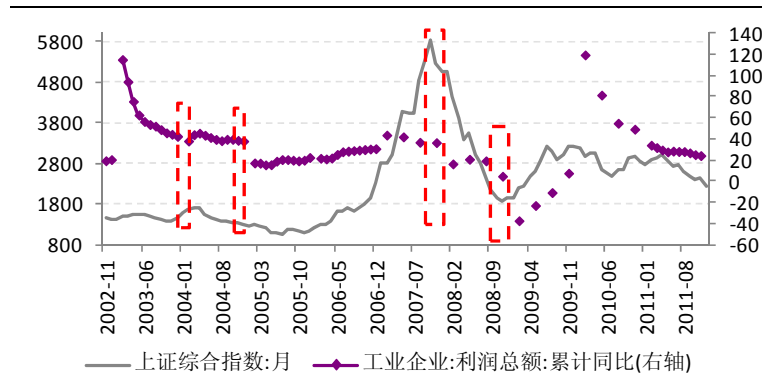
综合此前对投资与政策目标、出口、去库存的分析，我们认为 2012 年 1 季度经济增长超预期下行的概率并不大。

三、企业盈利分析及对市场的影响

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。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 30：企业盈利加速下滑与股市表现

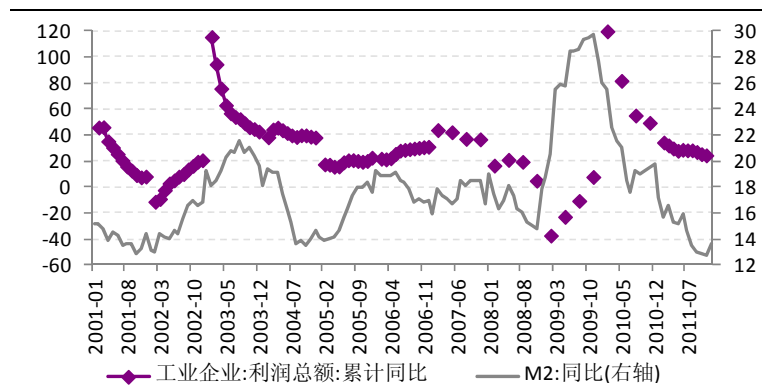


数据来源：Wind

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。

事实上，过去十年里，每一次信贷投放导致的 M2 同比增速底部都对应对应着企业盈利增速下行期。这一次，也不例外。

图表 31：企业盈利加速下行期都对应着政策对冲



数据来源：Wind

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？

从定性分析的角度看，政策预调微调之后，经济下行的位置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，在政策托底力量逐步显现的背景下，企业盈利继续下行空间相对有限。

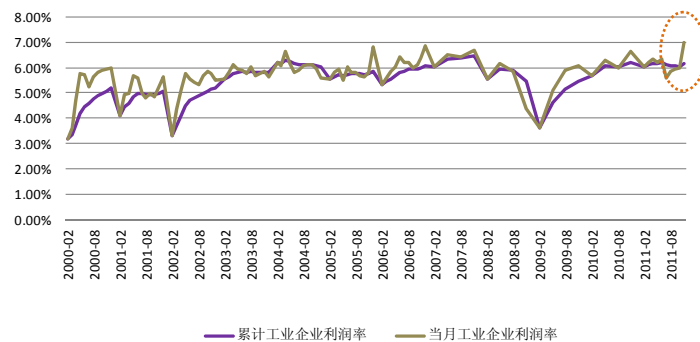
而欧洲的情况，我们有必要在警惕的基础上保持相对乐观，毕竟，到目前为止，危机还有最后一层屏障：欧央行。这层屏障可以有效保证最差情况比较难以出现，一个很简单的道理是：实在不行时，还可以印钱解决问题。

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。

从定量分析的角度看，企业盈利可以拆分为两部分：利润率和主营业务收入。

利润率方面,工业部门原材料成本下降速度超过价格下降的速度,(PPI-PPIRM)指标持续上行,企业利润率有一个比较明显的上行。

图表 32：工业企业毛利率变化



数据来源：Wind

主营业务收入增速方面,历史上看和库存周期的关系比较明显。沿着通胀影响库存,库存影响主营业务收入,而主营业务收入影响企业盈利的角度看问题。我们可以猜测,如果本轮通胀下行至 12 年年中,主营业务收入增速的负面影响或许还要持续至 1-2 个季度。

结合利润率和主营收入整体来看,企业盈利增速下行的过程在 2012 年上半年见底,或许并不是一个奢望。

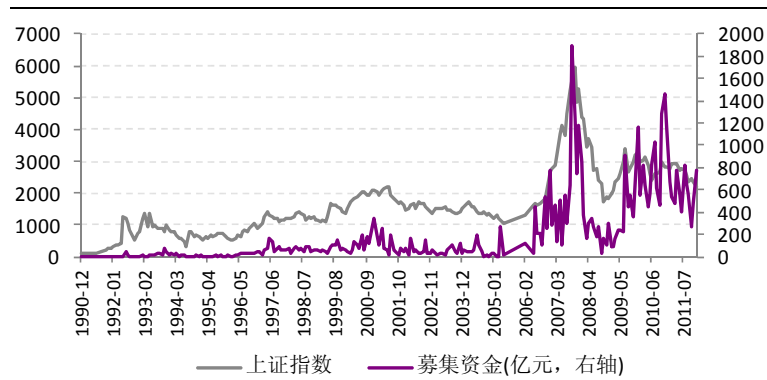
综合而言,虽然企业盈利增速见底仍需时日,但是,盈利对市场的负面影响或许已经逐渐进入相对可控的区间。尤其是去年 12 月 M1 出现反弹,而 M1 的组成中近 4/5 是企业活期存款,不禁令我们开始产生些许乐观的情绪。

四、市场融资不会成为 1 季度市场的拦路虎

提及市场融资,至少包括股票融资和债券融资两块。

股市融资过去这么多年的一个经验是:长期来看,企业在股票市场融资是内生于股票行情的。市场行情好的时候,企业在股市融资的成本低,也容易获得监管层的批准和投资者的青睐,市场融资膨胀;市场行情不好的时候,企业在股市融资的成本高,也不容易获得监管层的批准和投资者的青睐,市场融资萎缩。

图表 33：市场融资内生于市场

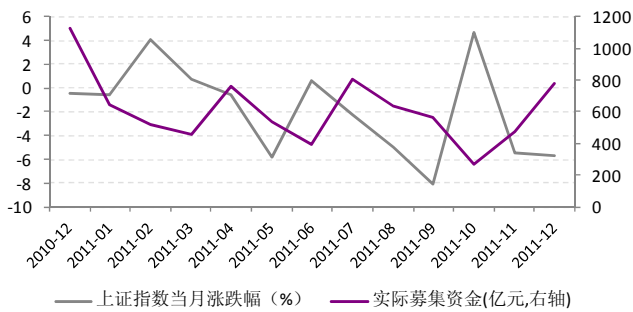


数据来源：Wind

由于融资内剩余市场行情,市场上涨时往往伴随着融资规模扩张,我们难于观察到融资给市场带来负面影响的证据。但是,在熊市阶段观察我们往往能够看

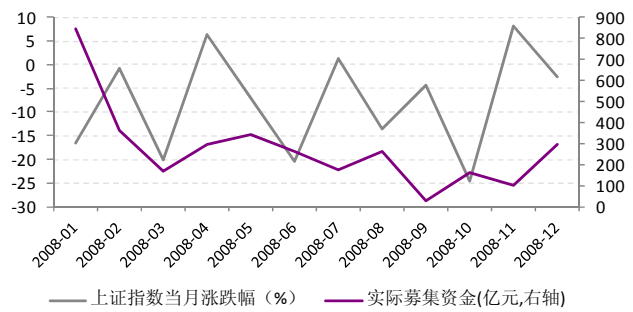
到市场表现与融资的负相关性，这在一定程度上表明融资力度加大确实会给市场带来压力。

图表 34：熊市阶段的市场与融资（2010.12-2011.12）



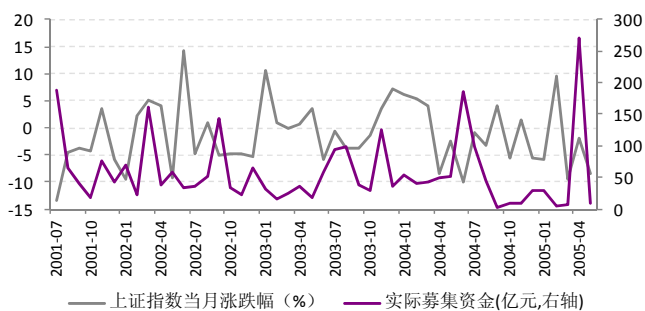
数据来源：Wind

图表 35：熊市阶段的市场与融资（2008.01-2008.12）



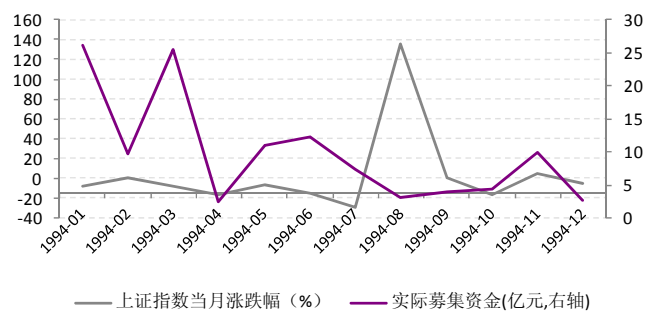
数据来源：Wind

图表 36：熊市阶段的市场与融资（2001.07-2005.05）



数据来源：Wind

图表 37：熊市阶段的市场与融资（1994.01-1994.12）



数据来源：Wind

股票市场融资主要包括 IPO、增发和配股，我们对相关数据进行一些统计：

IPO：

目前已有具体发行时间：5 家公司（都在 1 月），预计募资约 15.5 亿元；
通过发审委审核但尚未获证监会核准：67 家公司，预计募资约 627 亿元；

增发：

已通过发审委审核：72 家，预计募资约 1700 亿元；
已通过发审委审核且股价高于最低增发价：20 家，预计募资约 462 亿元；
已通过发审委审核且获证监会批准：34 家，预计募资约 310 亿元；
已通过发审委审核且获证监会批准、股价高于最低增发价：10 家，预计募资约 258 亿元；

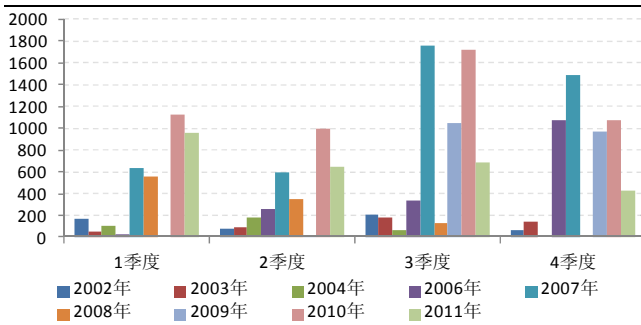
配股：

发审委通过（尚未获证监会核准）：轴研科技、宇通客车，预计募资不超过 41 亿元。

要预测未来一段时间股票市场融资规模是一件非常困难的事情，我们希望能够做到大致合理的预期。我们这里主要考虑未来 3 个月——即 2012 年 1 季度的情况。从过去 10 年的情况来看（注：这里由于 2005 年数据缺失，所以没有统计上），股市增发募资规模具有较强的季节性，其中 4 季度的增发规模要显著地大于次年 1 季度的增发规模，首发规模的季节性规律略微弱一些。我们认为这其中的原因可能主要来自于：4 季度是一年中的最后一个季度，企业往往

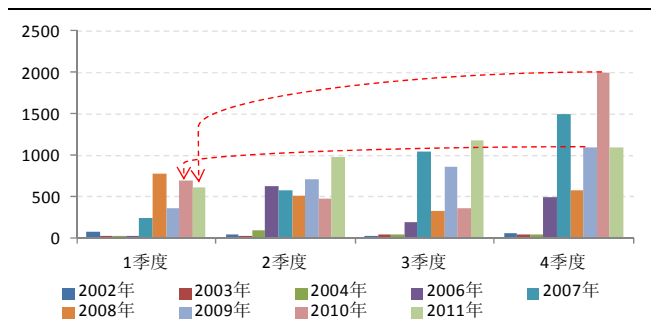
会在这个季度加紧完成像募集资金这样的事情，一是完成计划，二是便于来年经营活动的展开等。

图表 38：股票市场募资季节性情况（首发，亿元）



数据来源：Wind

图表 39：股票市场募资季节性情况（增发，亿元）



数据来源：Wind

我们认为在正常的情况下，我们对市场融资规模可作如下预期：

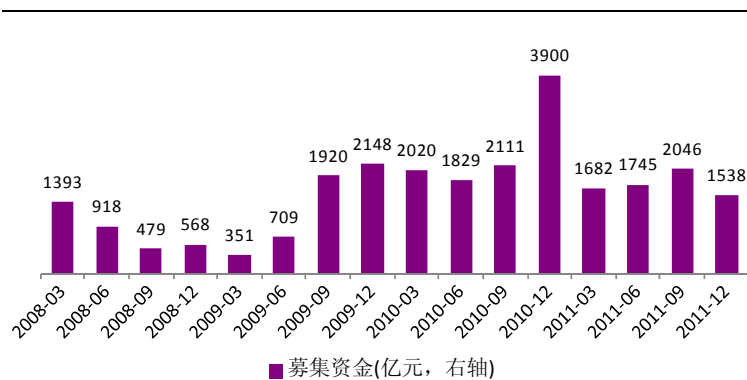
首发规模方面，2011 年 4 季度首发规模为 424 亿元，而目前已有上市日期以及通过发审委审核但尚未获证监会核准的首发融资规模预计为 642.5(=15.5+627) 亿元，综合来看，我们预计 2012 年 1 季度首发规模大概率不会超过 500 亿元。

增发规模方面，过去 10 年中 1 季度增发规模最高值为 2010 年 1 季度的 691 亿元。另一方面，过去接近 10 年的情况来看，当年 1 季度增发规模/上一年 4 季度增发规模这一比值基本上不会超过 2/3，而 2011 年 4 季度首发规模为 1098 亿元。结合目前增发的审核情况来综合比较，我们预计 2012 年 1 季度增发规模不超过 750 亿元是大概率事件。

配股方面，轴研科技、宇通客车，预计募资不超过 41 亿元。

根据以上分析，站在当前来看，我们预计 2012 年 1 季度 A 股市场融资规模大概率不超过：500+750+41=1291 亿元。对比过去的情况来看，这一规模较是 2009 年 3 季度以来的最低水平，相比 2011 年的 4 个季度的融资规模也显著要低一些。

图表 40：股票市场融资规模（按季度）



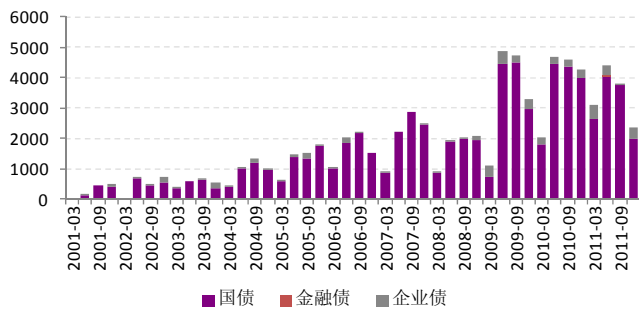
数据来源：Wind

除去股票融资，我们还需考虑债券融资这块。这里所说债券主要考察的是在交易所（上交所和深交所）发行的债券。由于跨市场所跨的市场主要指银行间市场和交易所，我们在这里也对跨市场债券发行情况作一些统计。

从统计结果来看，跨市场债券的发行规模比较大，近年来每个季度大概会发行 2000-4500 亿元左右。但是其中只有一小部分在交易所发行，并且跨市场债券发行有非常显著的季节性——每年的 1 季度处于低发行的状态。

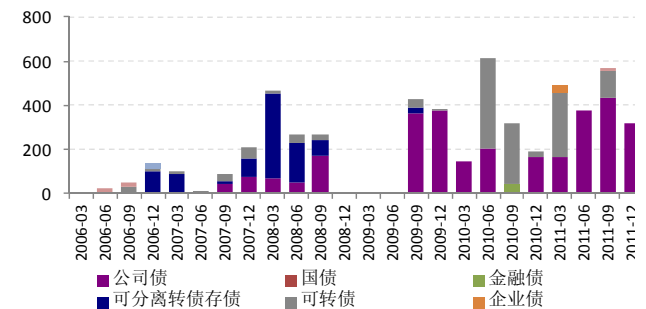
另外，近年来，只在交易所发行的债券主要是公司债，其次是可转债，其他的债券发行基本上可以忽略不计。

图表 41：跨市场发行—1 季度季节性低发（亿元）



数据来源：Wind

图表 42：只在交易所债券发行季度统计



数据来源：Wind

公司债：已获证监会审批：48 只，合计发行数量 638.6 亿元。这里需要提一下的是，公司债发行的决议有效期一般都很长，基本上是从通过股东大会之后的 24 个月内都可。从历史上来看，公司债在 1 季度的发行规模基本上不会超过上一年的 4 季度——只有 2011 年 1 季度例外，略微超过 2010 年 1 季度 2.5 亿元。2011 年 4 季度共发行了 317 亿元的公司债。在当前监管层鼓励债券融资在直接融资中的占比的情况下，预计对公司债的审批速度会有所加快。不过，毕竟只是提升其在直接融资中的占比，如果整个股市环境很差，公司债融资仍然很可能会受到影响。综合来看，我们认为虽然不能排除 2012 年 1 季度公司债发行规模超过 2011 年 4 季度的规模这种情况，但大规模超出的可能性不大。

可转债：目前共有已获股东大会通过的可转债共 9 只，发行规模为 705 亿元，但都还没有获得证监会的批准。我们认为可转债的发行会受到市场状况的影响，如果市场不好，可转债不太容易获得监管层的批复。所以，在目前的时点并不需担忧可转债融资带来的担忧。

综合股票和债券融资两方面情况，担心市场融资成为 2012 年 1 季度市场的拦路虎，似乎并无必要。

五、反弹可持续性和流动性的关系

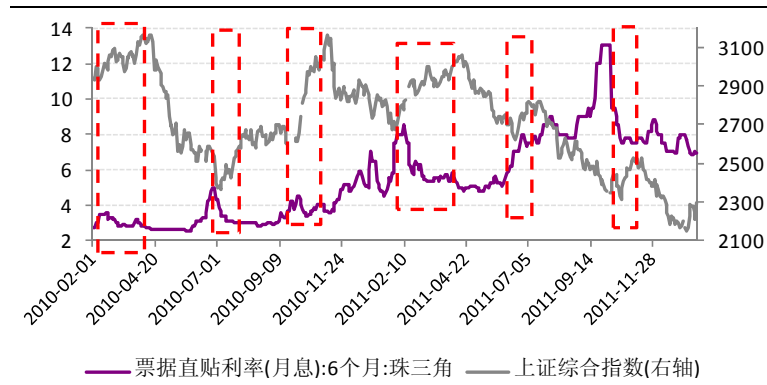
提及流动性，事实上既有银行间市场为代表的银行体系内部流动性，也有银行-实体经济之间以贷款价格为代表的企业部门流动性。前者观测指标为拆借或者回购利率，后者观测指标为加权贷款利率或者票据贴现利率。

后者与股市关系或许更为直接而且密切。

而整个企业部门流动性如果再做切分的话，可以分为国有为主的大中型企业以及民营为主的中小企业。2010 年初，国资委 EVA 考核方式出台后，国企资金流入股市的热情大幅下降。因此，在目前的条件下，表征中小企业流动性状况的票据贴现利率成为关键性指标。

回顾过去两年的熊市，我们发现每次市场持续反弹的背后，都能看到票据贴现利率持续下行。

图表 43：上规模反弹需要企业部门边际流动性配合



数据来源：Wind

为何会存在类似的规律？我们试着从逻辑推演上给出答案：

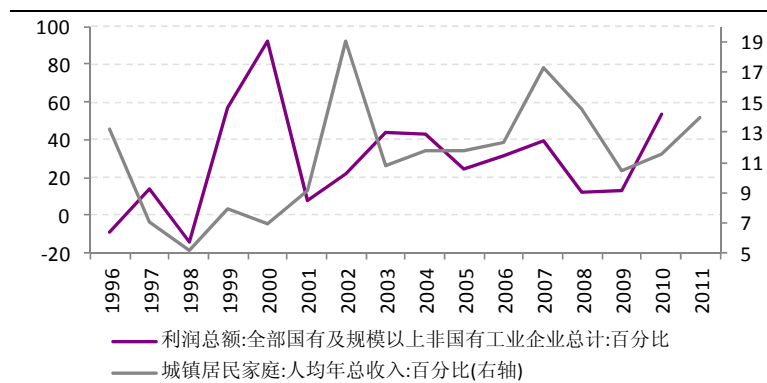
A 股市场是个流通规模近 20 万亿计算的庞然大物，熊市里反弹随处可见，上涨和下跌的关系好比“有”和“无”，相克也相生。跌多了，随时可能出现内生性反弹。但是，反弹从出现到可持续的演变，意味着需要从存量资金推动转变为增量资金推动，因此需要资金流入支持。

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。

一方面，我们可以从企业部门住户部门的风险偏好去看问题。长期以来，企业部门收入波动的程度远高于住户部门。收入波动决定风险承受力，我们可以猜测，企业部门风险偏好也显著高于住户部门。

图表 44：企业部门与住户部门收入波动



数据来源：Wind

另一方面，我们可以用排除法去印证。相比于住户部门，企业部门拥有的资金账户数量少得可怜，这是数量基数决定的（占比不到 1%）。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。

因此，分析企业部门尤其是中小企业部门边际流动性变化或许比较关键。

六、中小企业部门边际流动性会怎么走？

我们或许需要将这个问题分为几个层面来看。

首先是看直接因素小微金融债，其次要看间接因素，信贷投放能否持续放量以及流动性趋势改善的节奏是否平稳。

6.1 小微金融债方面

2011 年 12 月 21 日，兴业银行公告称，其 300 亿元小企业贷款专项金融债的发行已获银监会、人民银行批准。——兴业银行此次发行确定为 12 月 26 日。

2011 年 12 月 22 日，民生银行公告称，其 500 亿元金融债的发行已获人民银行批准。虽然此次公告未提此 500 亿元金融债的使用指向，但民生银行在 11 月 09 日发出《关于发行小微企业转向金融债获得银监会批复的公告》中已有指向。

2011 年 12 月 29 日，兴业银行公告，公司于 2011 年 12 月 26 日至 12 月 28 日在全国银行间债券市场成功发行小企业贷款专项金融债券人民币 300 亿元，全部为 5 年期固定利率债券，票面年利率为 4.2%。

至此，我们看到小微金融债的发行已经正式起航了——这符合我们在 2011 年 12 月份的市场策略月度报告中的预期。规模方面，媒体报道称：

目前仍有浦发银行 300 亿、深发展 300 亿、北京银行 300 亿、光大银行 300 亿、广发银行 300 亿等多家银行超过 1500 亿小微金融债拟申请或已进入申请发行阶段，加上民生银行、兴业银行 800 亿，**目前待批或待发的小微金融债已然超过 2300 亿。**
(<http://finance.people.com.cn/bank/GB/16704810.html>)

这里需要注意的是，兴业银行此次发行的票面利率为 4.2%（实际上也是发行利率）。目前活期存款利率为 0.5%，1 年期存款基准利率为 3.5%，5 年期存款基准利率为 5.5%。小企业贷款专项金融债用于向小企业发放贷款，面对小微企业，银行具有很强的议价能力，正常情况下，实际贷款利率将较贷款基准利率有一个显著幅度的上浮，而目前 1 年期贷款基准利率为 6.56%。综合来看，一方面，小微金融债的发行利率虽然较活期存款和 1 年定存利率高，但是对期限可比的 5 年期定期存款利率来说，融资成本要明显地低；另一方面，假设银行使用小微企业专项金融债向小微企业发放贷款的 1 年期实际贷款利率上浮 20%，并假设发行费率为 0.05%-0.4%，按此计算，银行发行小微企业专项金融债用于贷款的利差为 3.272-3.622%，这相对于目前的银行净息差来说有足够大的诱惑力。

显然，2300 亿元只是目前 7 家中小型股份制银行的发行规模，我们认为在免除存贷比考核，以及诱人的利差的吸引下，预计这个规模将有明显提升空间。

这些资金将从 2012 年 1 季度开始逐渐进入小微企业信贷市场，直接改善小微企业流动性状况。

注：就在我们报告拟发布的时点，小微债发行再添两位新军，招行新增 200 亿，已获人行及银监批复。中信银行董事会公告称，将申报 300 亿小微金融债。据媒体称，待批或待发小微金融债总规模已逾 3000 亿人民币。

6.2 信贷投放能力与流动性改善节奏

信贷投放能力取决于央行，2011 年 4 季度央行超预期下调准备金已经为我们做出了示范：在必要时刻，央行愿意也能够动用手里一切政策工具保证银行系统合理的信贷创造能力。

从近期央行停止发行央票、开展逆回购的政策举动来看，进入 2012 年，政策保障信贷投放能力的基调不会发生变化。

但是，过去的 2011 年 4 季度经验告诉我们，央行的行动具备一个比较明显的特点：被动性。这种被动性会带来一个结果：整体上看，趋势上看，银行系统信贷投放的能力可以得到保证，流动性趋于改善的方向不会发生大的变化。但是，就节奏而言，往往会出现被动式的阶段性资金紧张，因为央行往往看到资金紧张后才采取措施保障信贷投放。

在这种条件下，有一个因素开始变得尤其显著：那就是热钱流动。

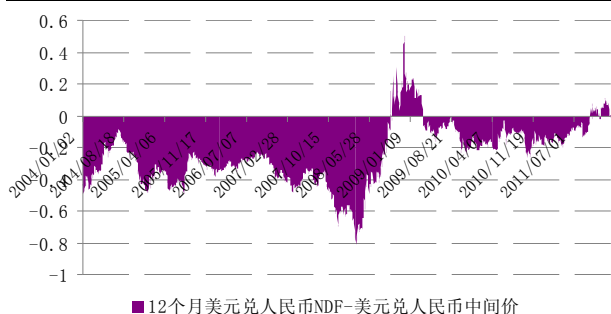
首先必须承认，热钱流动本身不会导致央行政策目标的实现，换句话说，无论热钱流入还是流出，银行信贷投放能力最终都可以得到保障。一个简单的例子是，去年 4 季度，10 月份热钱流出近 1800 亿，11 月流出 1700 亿，12 月流出逾 2000 亿（估计超过 2500 亿的概率很大）。我们回过头来看，4 季度信贷投放依然呈现出比较明显的放量态势。很显然，央行实现了自己的调控目标，完成了国务院交给货币当局的“预调微调”任务。

其次必须看到，热钱流动会给信贷投放以及流动改善的平稳性带来较大冲击。比如说 2011 年 10 月下旬，就在温总理提出“预调微调”前一周，四大行新增信贷 600 亿。规模并不算大的信贷投放增加，立即带来一个后果：银行间市场资金价格明显上涨。很显然，银行系统信贷投放能力受限，超额准备金池子水位接近干涸。造成这一结果的原因很简单：10 月份热钱大规模流出。从此前每月净流入数千亿忽然转变为净流出 1800 多亿。进入 11 月份后，热钱流出之势不变，各家商业银行纷纷减缓信贷投放的力度。面对银行系统信贷投放能力受限，央行被迫下调存款准备金率。

因此，有必要分析热钱流动的变动情况。

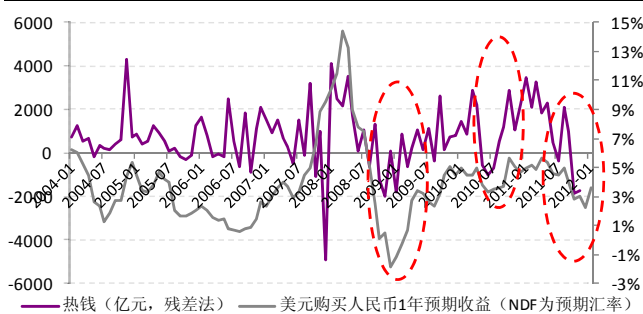
贬值预期方面，12 个月美元兑人民币 NDF-美元兑人民币中间价近期出现了自 11 月下旬以来首次转向负值。美元购买人民币的预期收益方面，2011 年 12 月的预期收益由 11 月的 3.02% 下降至 2.21%，出现显著下滑。而进入 2012 年之后，这一预期收益开始有所上升。从这两个指标来看，人民币贬值预期在逐渐消失，甚至在转变为升值预期。

图表 45：美元兑人民币 NDF-中间价



数据来源：Wind

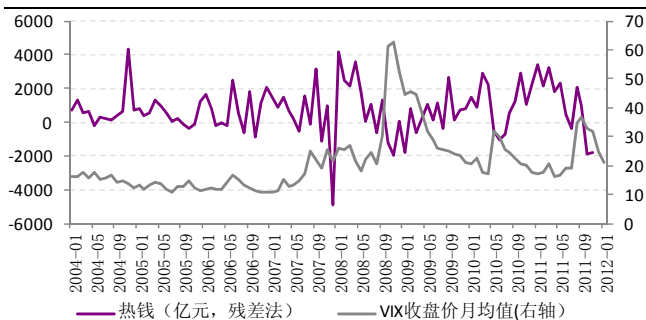
图表 46：购买人民币的预期收益



数据来源：Wind

从 VIX 指数来看，12 月份的日均值为 25，较 11 月份的 32 出现显著下降；1 月份仍在继续下降。从 VIX 指数的角度来看，投资者恐慌情绪继续显著下行。但近期美元指数仍在持续上行。

图表 47: VIX 指数



数据来源: Wind

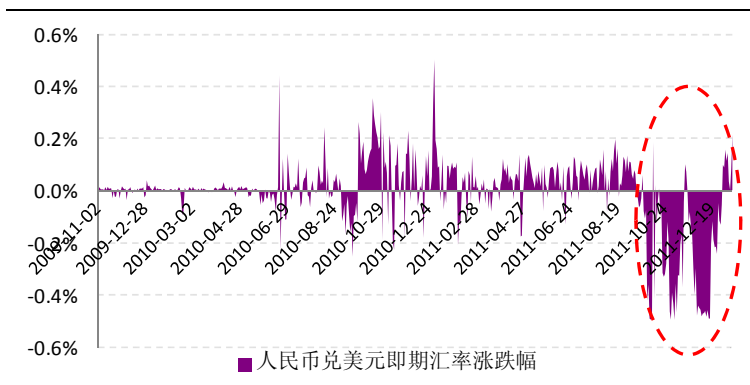
图表 48: 美元指数



数据来源: Wind

从人民币兑美元即期汇率的角度来看，近期结束了前期的持续下跌，出现连续上涨。

图表 49: 人民币兑美元即期汇率涨跌幅



数据来源: Wind

本周公布的数据显示，2011 年 12 月份我国贸易顺差为 165.2 亿美元，金融机构外汇占款净减少 1003.3 亿元。即使假设 2011 年 12 月外商直接投资只有 80 亿美元（显著超过这个数字的可能性大），按照“残差法”计算的 2011 年 12 月份的“热钱”流出也将达到 2500-2600 亿元左右，“热钱”流出较此前两个月加剧，这符合我们此前的预期。

向前看，进入 2012 年以来，上面相关指标显示 1 月份的“热钱”流出已显著减缓，甚至不能排除会出现流入的情况。出现这种变化，应该和三个因素有关：

- 1，欧债危机趋缓导致金融市场恐慌明显下降；
- 2，年度考察期结束，国际投资者不再需要从中国抽出资金应付年末考核；
- 3，关于中央央行入市干预汇市猜测坚定了市场对人民币升值的预期；

但是，同时我们也要清醒的认识到：我国经济仍处于下行过程中，而美国经济持续好转的迹象已经很明显；另外，我国房价将下降已经越来越成为共识。在这种情况下，热钱流出趋缓（甚或转向）的可持续性还需要继续观察。尤其是，需要评估刚刚发生的法国评级下调带来的影响。如果欧债危机明显升级，导致全球资金风险偏好转向避险资产，引发资本第二波大规模流出新兴经济体，那么，刚刚趋缓的热钱流出局势可能再度恶化。而这一点，毫无疑问对市场反弹的可持续性是不利的。

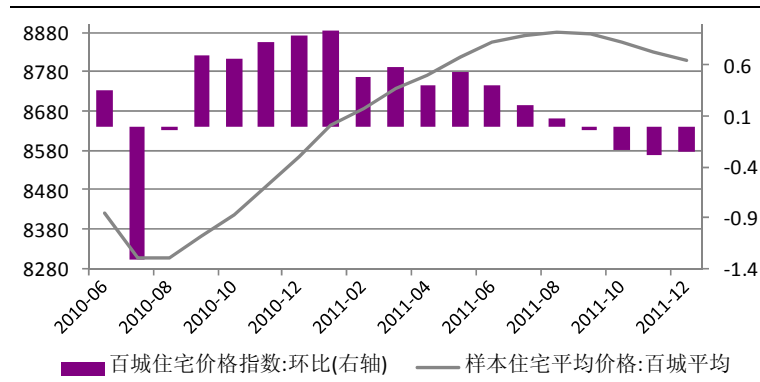
6.3 从基建投资角度看信贷投放

2012 年初，国务院总理温家宝赴湖南调研时指出“从全国来说，一季度可能比较困难，”决定经济增长的三驾马车净出口、消费和投资三项，净出口属于外生变量（大概率会下滑），消费难有直接着力点（较为平稳），政府如果要采取对冲措施应该在投资上想办法，至少也要稳定固定资产投资。

整个固定资产投资大致可以分为基建（占比 1/3）、制造业（占比 1/3）和地产（占比 1/4）三项。而从目前情况来看，2012 年 1 季度的房地产投资的前景不容乐观。

1、房价下跌预期已成基本共识，这将给房地产开发商新的一年里的开发计划带来负面影响。

图表 50：房价已经开始下跌



数据来源：Wind

历史上，2008 年房价下跌，但是房地产固定资产投资增速暴跌却是出现在第二年年初。

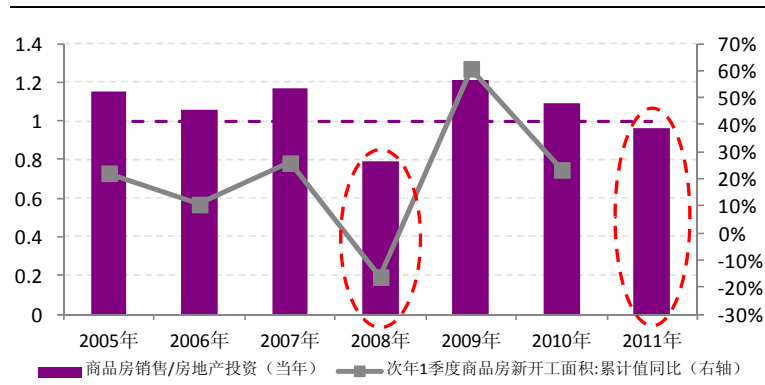
2、房企债务偿还高峰 2012 年到来。据媒体报道：

目前中国房地产除银行贷款之外还有四个方向的钱还没有到期。第一个就是离岸的私募债，过往一年左右，在香港发行的中国房地产离岸的私募债，大概有 1000 个，大概是两年期，2012 年年中陆续到期。第二笔钱是信托，2010 年全国发行信托 3.6 万亿，2011 年上半年发行 4 万亿，比 2010 年全年还要多，其中 1/3 是银行的理财产品，2/3 是房地产。这笔钱会在 2012 年-2013 年陆续到期；第三笔钱是房地产基金，目前中国房地产基金在过去一年整个行业大概 1000 亿，大多数是项目型的房地产基金。第四是民间借贷，俗称“高利贷”。过去一年约有 4 万亿，其中 2 万亿进入了房地产。此外，政府债务、银行抵押贷款、上下游融资，包括建筑商参建和销售预售款，都在房地产体系中循环。

（来源：http://finance.nfdaily.cn/content/2012-01/05/content_36003760.htm）

3、2011 年商品房销售额小于房地产投资额基本可以确定。2011 年的累计商品房销售/累计房地产投资为 0.96，小于 1。过去几年来看，只有 2008 年以来出现过这种情况，对应来看，次年即 2009 年 1 季度的商品房新开工面积同比下降到了 -16% 左右。另外，最近几年的数据显示，商品房新开工面积大约会占到当年房地产施工面积的 35-40% 左右，是一个能带来显著影响的比例。

图表 51：商品房销售/房地产投资与新开工面积



数据来源：同花顺

在目前“要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归”的政策定调下，综合以上的情况来看，2012年1季度出现商品房新开工面积负增长将是大概率事件。由于近几年商品房新开工面积占当年施工面积比重都在35-40%左右，预计商品房新开工面积负增长将导致2012年1季度房地产投资出现非常显著的下降。另外，这里需要提一下的是，我们的房地产研究团队对2012年的预测是：房地产投资上半年断崖式下跌至个位数，全年增15.74%；新开工全年负增长10%。

考虑到房地产投资的体量，在明年房地产投资增速明显下行的预期下，基建投资明显启动会是大概率事件。

但是，我们需要思考一个问题：基建投资何时启动，会是一季度么？

要回答这个问题，我们需要将12年1季度下滑最明显的两块投资分项数据拿出来做个比较。

首先看房地产固定资产投资(分行业数据)，这块占整个固定资产投资大约1/4，具体又可以切分为两块：保障房建设和非保障房建设。保障房这块大约占比在13%，2011年在建大约1500万套，按照2012年新开工700万套计算，在建规模大约在1900万套左右，增速20-26%左右（取下限20%）。非保障房这块，乐观假设增速下降为15%，这么计算下来，2012年1季度房地产固定资产投资增速大约会在15.65%，去年同期为31%。悲观假设增速下降为10%，2012年1季度房地产固定资产投资增速大约会在11.3%，去年同期为31%。

其次看交通运输、仓储和邮政业城镇固定资产投资（分行业数据，属于基建投资的一部分，占比大约1/3），这块占整个固定资产投资大约1/10。而且从年初以来，增速一直在下行，这块投资的主力为铁路与公路建设，正是因为他们负面表现，比较明显地制约了基建投资启动。铁道部部长盛光祖称，按照“保在建、上必需、重配套”的原则，2012年全国铁路安排固定资产投资5000亿元，其中基本建设投资4000亿元。按此测算，2012年的铁路基本建设投资低于去年3000亿元。而道路建设方面，交通运输部部长李盛霖表示，交通运输建设面临投资成本上升、融资难度加大的双重压力，资金缺口成为交通运输基础设施建设中突出问题，这一形势还将持续。假设铁路和公路建设的困难局面不变，2012年1季度交通运输、仓储和邮政业城镇固定资产投资增速预计将下降至个位数甚至更低，我们假设其为10%，去年同期增速为27.6%，去年全年增速3.5%。

假如其他行业增速不变，只考虑房地产和交通两块的影响，可以匡算出2012

年1季度固定资产投资增速：乐观估计为19%，悲观估计为18%。我们必须承认，这种假设和估算本身并不精确甚至谬误较大（比如说关于保障房建设这块，到底规模有多大、实际投资规模有多高是存在争议的），但是，大致的估算告诉我们：假如基建投资不启动，2012年1季度固定资产投资相比2011年23.8%大幅下滑是大概率事件。考虑到长期以来投资对GDP增速拉动作用明显（2011年资本形成总额贡献了GDP同比增长的54%），考虑到2011年4季度环比增速2.0%较2011年3季度2.3%明显回落，政府需要采取措施对冲。只是从2011年4季度单季同比增速看，经济托底的力量已经逐渐开始显现，因此，即使启动基建投资，也很难出现一轮“大干快上”式的运动。

消费增长有其自身特性，而且受到房地产趋冷影响，难有大得起色。净出口更多属于外部变量，央行即使动用汇率工具也要忌惮热钱流动的反馈。能够直接发力的只有投资。而投资中制造业这块相对内生与经济，一旦启动会带来产能扩张，因此发力于制造业投资的概率不会太大。用简单的排除法计算下来，很有可能，政府会被迫启动基建对冲固定资产投资增速下行。

而基建投资一旦启动，将会倒逼信贷投放在原有基础上进一步放量。而这种放量一定会通过经济运行层面传导至中小企业部门。

只不过，在相对乐观的同时，我们有必要警惕一件事：政府需要多长时间去观察地产投资增速下行。一般来说，1-2月份房地产固定资产投资数据合并发布，等管理层看到这个数据的时候，或许时间已经进入了3月份，等到采取措施，或许时间已经进入了2季度。当然，我们必须承认，经济与货币当局获取信息的渠道远远不像我们想象的那么少。

接下来，我们需要思考这么一个问题：如果基建投资启动，哪一块会成为发力点呢？

在2011年12月份的中央经济工作会议上，关于投资的定调是“**要保持适度投资规模，优化投资结构，重点抓好在建和续建工程，确保国家已经批准开工的在建水利、铁路、重大装备等项目资金需求**”。

如果启用基建投资来弥补房地产投资增速的下滑，从规模上来说，能够起作用的一般只有三大块：一是电力、燃气及水的生产和供应业；二是交通运输、仓储和邮政业；三是水利、环境和公共设施管理业。

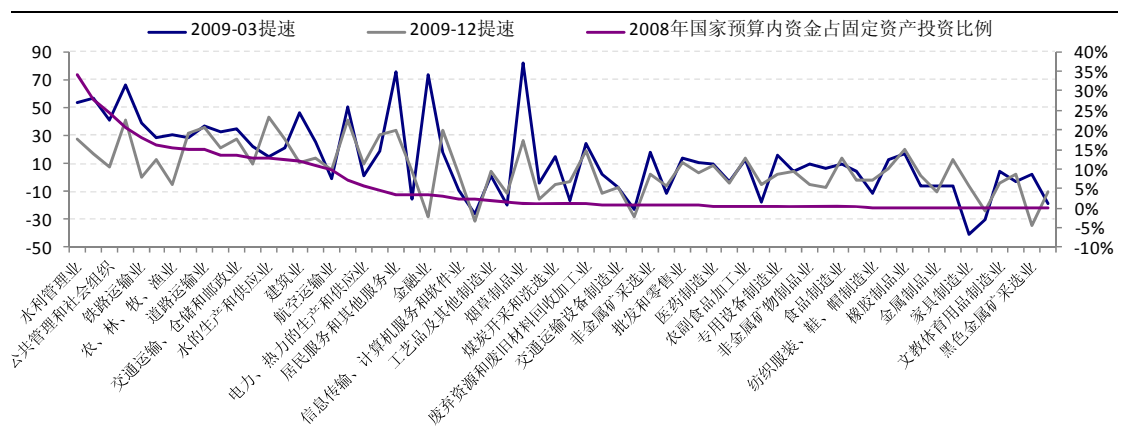
交通运输、仓储和邮政业：这部分占比最大的一块是道路运输业，其次是铁路运输业，其余的都较小。

据媒体在2011年12月下旬的报道，铁道部部长盛光祖表示2012年铁道部将安排固定资产投资5000亿元人民币，其中基本建设投资4000亿元。这里有两点需要提一下的是，2011年铁路累计投资完成额为5767亿元，而2011年年初时规划的铁路投资额是8500亿元，其中7000亿元为基本建设投资。可见，2011年铁路投资未达规划比较显著。一个问题是：铁路投资未达2011年规划的部分是否会补上？这个问题答案未知，但是如果补齐的话会对房地产投资下降有所弥补。目前铁路建设面临资金压力问题，而道路运输行业的固定资产投资2011年也因信贷紧缩而出现融资困难。总体来看交通运输、仓储和邮政业固定资产投资在2011年的表现，累计增速从年初的30%左右的水平一路下滑到年末的1.8%，其中铁路运输业固定资产投资从年初的45%下降到了年末的-22.5%的水平，而道路运输也从年初的22%左右的水平下降到了11月的9.8%的水平，降幅惊人——这里提一下道路运输业累计增速在2011年12月较11月上升0.4个百分点，出现了拐头的迹象。

如果是信贷政策紧缩导致融资压力上升，从而导致投资增速的大幅持续下降，那么在宏观经济因房地产投资下降而受到威胁、政策上需要投资来进行对冲的时候，那么，交通运输、仓储和邮政业将可能是个不可忽视的领域。

水利、环境和公共设施管理业：总体来看，我们认为水利这块是投资对冲宏观经济过程中政策最可能着力的地方：一是政策，包括中央经济工作会议明确提到“确保”方向之一、12月16日在北京召开全国发展和改革工作会议中明确提出“扎实推进农业基础设施建设，重点推进大江大湖治理，加快实施一批重大水利工程，加强中小河流治理、病险水库除险加固、山洪地质灾害防治和小型农田水利设施建设”；二是2011年原计划水利投资是5000亿元，但数据显示水利管理业2011年投资完成额为3412亿元，“欠账”比较多。但是，水利的投资规模相对较小，尚难以担当弥补房地产投资下降的重任。如果单从国家预算内资金占固定资产投资比重的角度来看，环保、公共设施建设占比比较靠前，政策着力点落于此处也是未尝不可能。

图表 52：2009 年基建提速过程中各个行业的国家预算内资金占投资比例



数据来源：Wind

电力、燃气及水的生产和供应业：这部分一大块是电力投资，另一大块是电网投资。电力投资的行为主要受企业主导，在当前电价受制，大规模进行电力投资并不能给电力企业带来良好的收益，其结果是电力企业并没有很大的动力加大力度进行投资。电网方面，从相关的公开信息来看，2012年国家电网公司将完成固定资产投资3362亿元，而2011年国家电网公司投资也已经达到了3019亿元，按此规划并无多少增长。

整体上看，如果需要启动投资对冲宏观经济下行的话，只要政策决心足够，交通运输（包括铁路）和水利建设“还债”或许可以成为基建投资的发力点。

6.4 综合分析

在支持实体经济发展的基调下，企业部门边际流动性改善是大趋势。但是，在流动性改善的节奏和速度上，热钱流动与基建投资是否启动尤为关键。其中热钱流出趋缓甚至停止的迹象已经初步显现，但是可持续性值得观察。受累于地产投资下滑，基建投资有望于1季度启动，从而带来新的贷款需求，进一步改善企业部门边际流动性。

七、2012 年 1 季度展望与行业配置建议

通过前文分析，我们大致可以得出的结论是：1，经济增长下行超预期的概率并不大；2，企业盈利增速下行尚未结束，但是对市场影响或许没有我们想象中那么大；3，融资对市场的影响不必过于担心。

市场反弹已经出现，向前看，趋势上具备反弹可持续的条件。因此，有必要对市场报以相对乐观的态度。但是，落实到具体节奏上，我们需要密切关注热钱流动和基建投资的进展。考虑到总量数据过于滞后，落到具体过程变量上，应该包含以下指标：人民币兑美元即期汇率、NDF-人民币美元中间价、水泥价格等。

综合考虑市场估值、流动性变化方向、企业盈利、实体经济变化、预调微调政策走向等多方面，我们倾向于认为：

2012 年 1 季度，影响市场的不利因素相对可控而且将逐渐趋于明朗化，有利因素继续存在而且有望得到加强。整体来看，市场处于底部区域，在惯性震荡探底的过程中，热钱流出趋缓和基建投资启动有望成为市场可持续反弹的催化剂。

但是，这其中存在两个不确定因素：

第一，进入 2012 年后，资本外流状况呈现趋缓态势。但是，决定资本外流的几个关键性原因比如欧债危机、中美经济增速边际变化方向差异、房地产市场为代表的资产价格趋于下跌等依然存在。如果热钱外流趋缓的局面未能继续，将从外汇占款渠道带来负面影响。如果热钱外流加剧，对市场的负面影响或许还会更大。

第二，基建投资启动的具体时机。如果基建投资启动需要到 3 月份甚至更晚，而在此之前由于热钱流出加剧导致商业银行存贷比考核压力加大。虽然不改变信贷投放放量的趋势，信贷投放的节奏或许会被打断，企业部门流动性边际改善的进程可能被出现脉冲式停顿。

如果出现以上局面，市场反弹的节奏或将被打断。

基于以上市场判断，我们建议投资者采取“长短结合”的配置思路。其中，长线配置以基本面已接近底部、未来运行趋势向好、且有政策扶持预期的早周期行业为主。短线配置则着眼于政策支持力度较大的主题性投资机会，作为进攻的奇兵。此外，金融板块估值和位置均明显偏低，基本面风险不大，能攻能守，为组合提供了良好的均衡性。

第一，主要早周期行业 2011 年受到政策调控、前期刺激政策退出和需求下行的影响，基本面已经进行了较为充分的调整，目前行业景气水平偏低。而展望 2012 年，早周期行业又是政府除基建投资之外为数不多的政策发力点和受益者，并且对这些行业的扶持也符合经济转型的长期需要。在这一板块中，我们目前最看好家电和汽车。实际上，商务部已在着手研究家电下乡和以旧换新的接续政策；而对于汽车行业的扶持政策也是近期媒体报道和猜测的热点。

第二，由于整体而言经济基本面亮点较少，主题投资可能仍将是反弹中的热点。其中，我们相对看好农业和信息服务。中央一号文件已经锁定农业，种子和农业科技子板块必然显著受益。信息服务行业也是政府大力扶持的行业，短期内催化因素可能来自免征营业税、IT 服务标准提高以及加大对传媒行业扶持力度。

第三，金融板块估值已处历史低位，安全边际足够，攻守兼备。我们用这个板

块增强组合的平衡性。其中，我们首推银行和保险。

图表 53：行业配置建议

一级行业	二级行业	最新建议配置	原建议配置	调整幅度	推荐及调整理由
	煤炭开采	5%	5%	0%	煤价坚挺，短期景气维持高位
	电力	5%	5%	0%	用电高峰和电价上调构成短期利好；位置偏低
	专用设备（除工程机械）	5%	5%	0%	受益于农业科技、高端装备等政策利好
家用电器		15%	0%	15%	基本面已处低位；存在政策扶持利好
	铁路运输	0%	10%	-10%	提高组合进攻性
交运设备		10%	0%	10%	基本面已处低位；存在政策扶持预期
	保险	5%	5%	0%	位置低，估值未反映债市积极变化
	银行	20%	20%	0%	估值低，有配置价值
	证券	5%	5%	0%	位置低；受益于金融创新政策利好
农林牧渔		10%	10%	0%	部分子行业提价；一季度受益于政策利好
食品饮料		0%	5%	-5%	提高组合进攻性
	传媒	5%	5%	0%	近期出台鼓励相关产业证券化等利好
	计算机应用	5%	5%	0%	政府/大型企业 IT 支出平稳；存在政策利好
	通信运营	5%	5%	0%	基本面平稳、位置偏低
医药生物		5%	15%	-10%	位置低；业绩平稳，下行空间有限；但降低仓位以提高进攻性
总计		100%	100%	0%	

资料来源：光大证券研究所、wind

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。

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。

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。

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