

中国宏观专题报告

流动性收紧影响几何？

过去几周内，银行间流动性明显收紧，主要是源于3月下旬以来金融去杠杆的监管力度加大。同时，我们在4月观察到一些内需增速放缓的迹象——制造业PMI回落、商品期货大幅走低，以及进口增速下降和贸易顺差扩大。一些投资者开始担心这一轮监管收紧可能会带来比较长时期内的增长萎靡、通胀走低——即“迷你版2013”。这篇报告旨在和读者分享我们对近期监管收紧潜在影响的一些分析及其对向实体经济增长可能的传导效应。

流动性进一步收紧触发国内金融资产价格的明显回调，尤其是债券和大宗商品价格。此外，4月以来的环比增长也出现了一些早期放缓的迹象。

短期内，去杠杆可能仍是金融监管的重点。对理财、非标与同业负债监管或进一步趋严，可能会给金融资产价格带来进一步的压力，尤其是固收类产品。同时，中小型银行及其他杠杆率较高的金融机构所受的流动性冲击可能更大。而中长期来看，我们认为，包括国债和信用债在内的长期债券收益率可能还有进一步上行的空间。

与此同时，我们预计未来数月内，随着金融条件进一步收紧、通胀预期下降，国内投资增速可能会出现暂时走弱的迹象。

然而，本轮经济周期与2013年存在一些关键的不同之处——我们看来，这些因素可能会缓冲监管收紧对增长带来的冲击，并抑制通缩压力。因此，我们并不认为这一轮流动性紧缩后中国经济会像2013年一样，出现长期的增长减速、通缩加剧。

- ▶ 目前的名义和真实利率都显著低于2013年的水平。
- ▶ 由中央及地方财政扩张支持的基建投资周期仍有后劲，其中包括国内投资及海外扩张。
- ▶ 货币和信贷扩张增速已经低于/接近政策目标水平，与2013年的情况正相反。
- ▶ 政策协调有所改善。
- ▶ 目前制造业产能和房地产库存调整的压力均远低于2013年。
- ▶ 外需仍处在逐步回暖的通道。

往前看，我们将继续密切关注真实利率和调整后的社会融资总量增速的变化情况，以衡量当前的流动性收紧和金融去杠杆对增长和通胀的潜在影响。我们目前基准预测的下行风险主要在政策的执行层面——如果政策失察导致实体经济的融资条件过度收紧，那么对实体经济的负面影响可能会比我们预期的更大。

分析员

易垣

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | PPI 明显回落，CPI 低位小幅上行 (2017.05.10)
- 宏观经济 | 城镇化方兴未艾，市民化大有可为 (2017.05.09)
- 宏观经济 | 进口如期放缓，出口仍然稳健 (2017.05.08)
- 宏观经济 | 工业开工率有所下降，强监管下金融市场震荡 (2017.05.08)
- 宏观经济 | 欧元区经济有望继续稳步复苏 (2017.05.08)
- 宏观经济 | 详解美国 GDP 数据的季节性残差 (2017.05.07)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

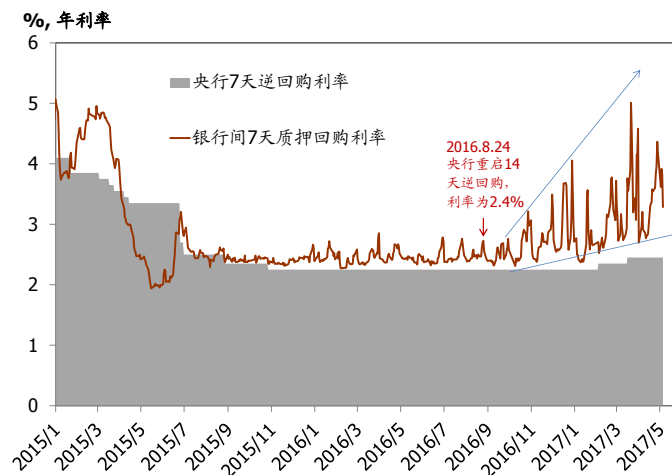


流动性收紧影响几何？

I. 3月下旬以来，金融去杠杆加速，环比增长出现早期放缓迹象

过去几周内，监管部门加大金融去杠杆力度，银行间流动性进一步收紧。以央行 2016 年 8 月重启 14 天逆回购操作为标志（操作利率为 2.4%，较当时的 7 天逆回购利率高出 15 个基点），货币政策的重心开始转向金融去杠杆。由此，银行间利率中枢走高，波动性明显加大（图表 1）。随后，央行转为通过 28 天逆回购和中期借贷便利（MLF）等较长期限的工具向市场注入流动性，并且在 2017 年以来两度上调 7 天逆回购操作利率（共 20 个基点）。抬高短期利率中枢并加大其波动性有效地抑制了各种“套利交易”，尤其是依赖于银行间市场资金支持的品种。在调整市场利率之外，央行针对 3 月的 MPA 发布了涵盖更全的评估体系，而银监会自 3 月下旬以来也出台了多项新规（共计八份监管文件）。央行和银监会政策从严，明显收紧了银行间和交易所市场的流动性，而其中银监会的新规约束力相对更强。总体而言，银监会的新规¹旨在加强对理财产品资金募集及投资环节（包括委外投资）的监管、收紧非标资产以及同业存单的监管，进一步促进金融降杠杆。

图表 1：银行间利率走高、波动性加大，与金融去杠杆的政策目标相符



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

与此同时，受监管加强后金融条件收紧、通胀预期下降的影响，4 月以来的环比增长也出现了一些早期放缓的迹象。4 月制造业 PMI 从上月的 51.8% 回落至 51.2%，主要是由于原材料价格大幅调整，库存投资增速放缓。此外，（以美元计）进口增速也从 3 月的 19.6% 下降至 11.6%，一方面源于大宗商品价格下跌，另一方面实际进口增速也有所下降。4 月贸易顺差达到 380 亿美元，几乎为 3 月的 2 倍，这些都是内需走弱的典型征兆。通胀预期随监管调整，加之风险偏好受到抑制，是导致政策收紧迅速传导至（存货）投资需求的主要因素，这与 2016 年 2 季度的情形较为相似（当时政策方向不清晰，也暂时抑制了投资需求）。

¹ <http://www.cbrc.gov.cn/index.html>

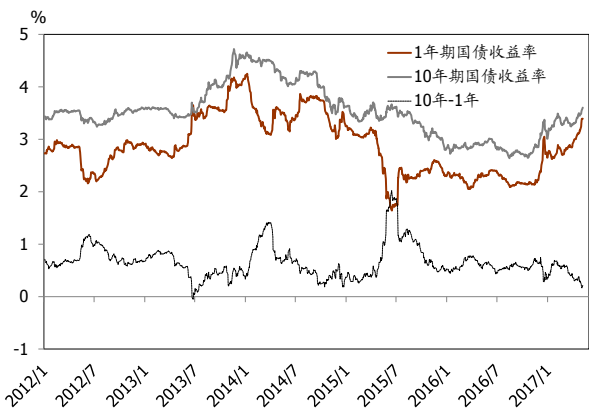


II. 强监管下债市近况及展望

近期债券收益率曲线明显平坦上移，且信用利差也全面走扩，表明流动性溢价上升、风险偏好下降。同时，政策收紧的效果已经传导至其他金融市场，尤其是杠杆率较高的市场、如商品的期货。虽然从基本面上来看，长端债券收益率上升与经济再通胀的走势相符²，但最近短端收益率的大幅上扬和信用利差的扩大主要是市场流动性收紧所致。具体看，过去两个月内1年期国债收益率跳升了约60个基点、远高于长端上升的幅度（图表2），且国债与流动性相对低一些的国开债、地方政府债和公司债³之间的信用利差全面扩大（图表3）。此外，市场流动性收紧也导致其他金融市场出现集中卖出，特别是商品期货市场——政策收紧下未来需求预期不明朗、加之融资成本上升对商品价格带来了“双重打击”。

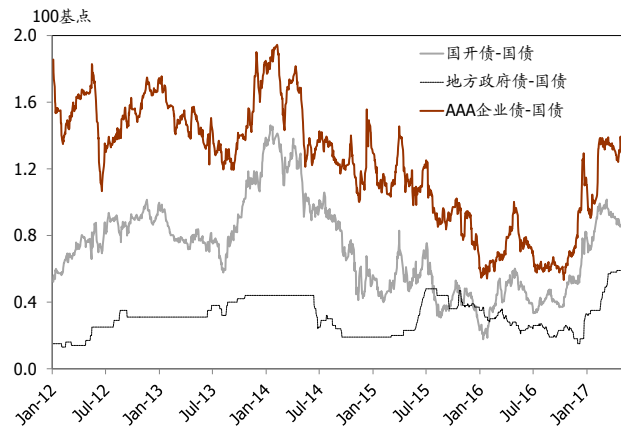
然而，相较短端利率而言，与实体经济融资成本更为相关的长期利率的调整幅度相对温和。过去两个月内，相对于短期无风险利率，长期国债和政策性银行债收益率等长期无风险利率的调整幅度相对较小。如图表4所示，3月以来银行间利率和1年期国债收益率大幅跳升了约60个基点，但10年期国债收益率仅上行约20个基点左右。

图表2：金融去杠杆启动以来，债券收益率曲线明显趋于平坦



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表3：各级信用利差全面扩大



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表4：长期无风险利率的调整幅度较短期更为温和

市场利率变动（截至2017年5月8日）

	短期利率				长期利率								
	余额宝	R007*	DR007**	GC007***	1年期国债收益率	1年期国开债收益率	1年期AAA企业债收益率	1年期AA企业债收益率	10年期国债收益率	10年期国开债收益率	5年期地方政府债收益率	5年期AAA企业债收益率	5年期AA企业债收益率
自2016年8月1日以来变动	162	87	70	101	116	153	170	171	78	110	123	164	142
自2017年1月1日以来变动	76	57	39	172	74	68	53	54	55	58	89	86	78
过去2个月内变动	35	56	48	72	59	45	51	63	20	11	54	44	52

* R007: 银行间7天回购利率

**DR007: 银行间存款类金融机构7天回购利率

***GC007: 上交所7天回购利率

资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

短期内，去杠杆可能仍是金融监管的重点，对理财、非标与同业负债监管或进一步趋严，可能会给金融资产价格带来进一步的压力，尤其是固收类产品。虽然理财存量的增速自去年4季度以来已经明显放缓，但其规模仍高达28.3万亿元，占银行负债总额的12.2%（图表5）。此外，对理财产品的监管仍面临诸多挑战，包括期限错配和复杂嵌套的投资

² 请见我们2016年12月16日发布的中国宏观专题报告《对近期债市震荡的一些思考》

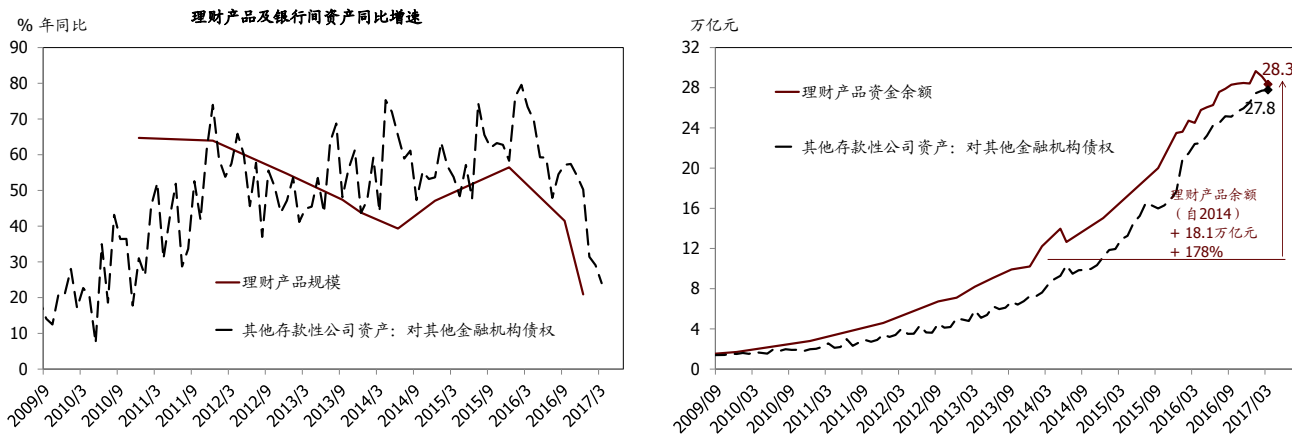
³ 国开债、地方政府债和公司债相较国债而言，作为抵押品的接受范围较小，因此流动性相对较低。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



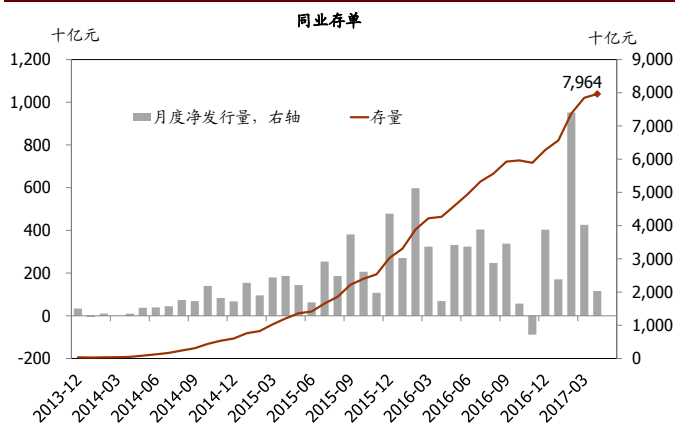
结构。与此同时，截至今年4月，同业定期存单的规模已大幅上升至8万亿元左右，仅2017年以来即累积增加了1.7万亿元（净增长27%）（图表6）。对理财产品资金募集及投资环节（包括委外投资）监管的加强、对非标资产以及同业存单监管的收紧，可能会继续压制市场流动性，并压低金融市场的风险偏好。而由于大多数银行理财和同业存单都投向了固收产品，债市或存在进一步调整的压力⁴。同时，由于更多地依赖于银行理财资金和/或同业资金，中小型银行及其他杠杆率较高的金融机构所受的流动性冲击可能更大。

图表5：理财增速自去年4季度以来放缓，但其规模仍然较大



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表6：同业存单规模快速扩张



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

而中长期来看，我们认为，包括国债和信用债在内的长期债券收益率可能还有进一步上行的空间。由于我们较为看好本轮经济再通胀周期的可持续性，所以长期债券收益率可能仍未达到均衡水平⁵——即使在加回税收和银行拨备优惠等因素以后，中国长期国债的“实际”收益率仍远低于其长期名义GDP增速（图表7）。假以时日，国债的“实际”收益率应在利率市场化后逐步向其他资产的名义投资回报率靠拢。此外，如我们在此前的报告中强调，从最近几个月持续低迷的信用债净发行来看，信用债市场可能仍然尚未出清⁶（图表8）。

⁴ 请见我们2016年12月16日发布的中国宏观专题报告《对近期债市震荡的一些思考》

⁵ 请见我们2016年12月16日发布的中国宏观专题报告《对近期债市震荡的一些思考》。

⁶ 请见我们2017年1月16日发布的中国宏观简评《信用债市场“出清”了吗？》。

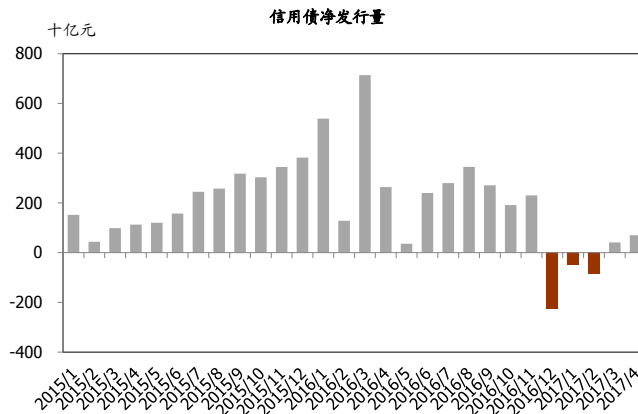


图表 7：美国利率市场化之后，长期债券收益率与名义 GDP 增速之间的差异不大



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表 8：信用债净发行量仍然保持低迷

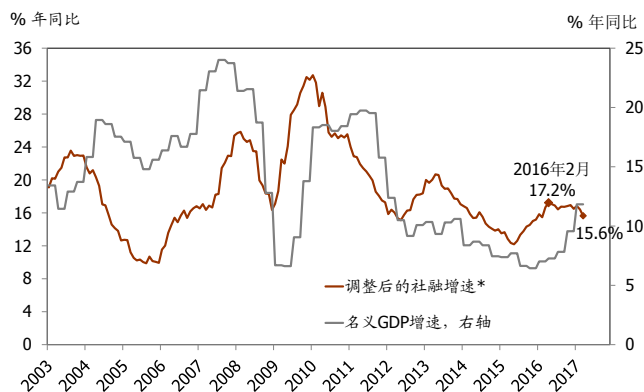


资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

III. 政策和金融市场调整对实体增长影响几何？——经济增速可能暂时走弱，但不会持续放缓

考虑到监管力度强于预期，未来数月内经济增长可能会暂时走弱。3 月以来融资条件开始明显收紧，调整后的社融增速 3 月下 0.8 个百分点（图表 9），且银行间利率明显上行。从市场利率持续走高以及央行在公开市场操作中趋于“审慎”等方面来看，4 月和 5 月融资条件可能继续收紧。同时值得注意的是，随着原材料价格预期走低，制造业面临的真实利率 4 月可能已经见底——虽然其绝对水平仍在低位（图表 10）。因此，继 4 月库存投资回落之后，政策继续收紧以及对需求预期不明朗可能会导致短期内新增投资步伐放缓。

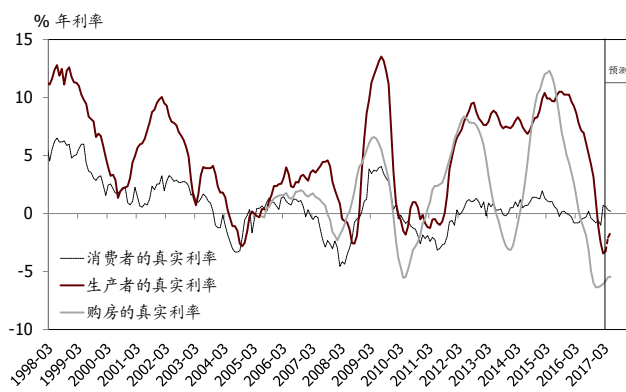
图表 9：3 月以来货币条件明显收紧，调整后的社融增速下降



* 社会融资总量增速根据地方政府债务置换及政府债券发行进行调整，请参见我们 2015 年 8 月 13 日发布的中国宏观简报《论地方政府债务置换对贷款及社融数据的影响》

资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表 10：通胀预期下降，制造业的真实利率 4 月可能已见底



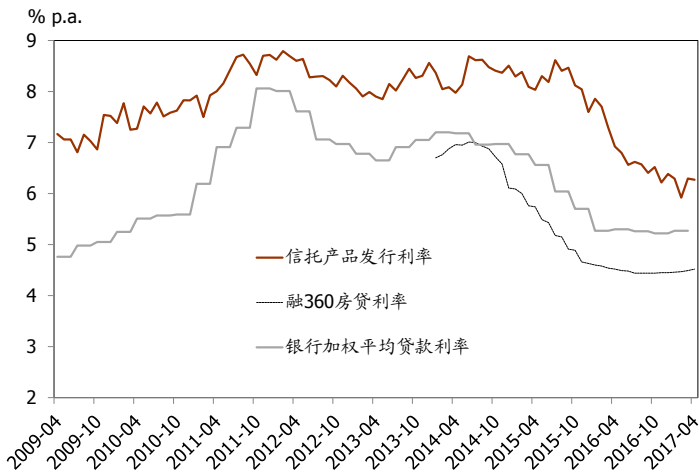
资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

然而，本轮经济周期与 2013 年存在一些关键的不同之处——我们看来，这些因素可能会缓冲监管收紧对增长带来的下行压力，并抑制通缩压力。因此，我们并不认为这一轮流动性紧缩后中国经济会像 2013 年一样，出现长期的增长减速、通缩加剧。



1. 目前的名义和真实利率都显著低于 2013 年的水平。2013 年中、监管收紧前夕，信托产品发行利率在 8~9% 之间，银行加权平均贷款利率接近 7%，而 PPI 徘徊在 -2% 至 -3% 的低位。目前，加权平均贷款利率为 **5.27%**，较当时下降了逾 **150 个基点**；同时信托产品发行利率下降到 **6.3%**，真实利率更是大幅回落。尽管近期流动性紧张，长期债券收益率有所上扬，但四月的信托产品发行利率和房贷利率仍保持稳定，表明**中长期贷款利率尚未出现明显上行**（图表 11）。虽然近期随着信用利差的扩大，公司债券收益率出现了明显上升，但债券融资在企业融资总量中的占比仍然相对较小——企业和公司债的总额还不到企业贷款总额的 10%。
2. 由中央及地方财政扩张支持的基建投资周期仍有后劲，其中包括国内投资及海外扩张。2013 年监管收紧之时财政投资的高峰已过，但本轮基建投资加速在 2016 年才刚刚开始——本轮基建投资周期在中央政府的政策和财政支持之下启动，随后势头迅速扩大至（以 PPP 为新代表的）地方政府投资和海外新签项目投资（图表 12~14）。在财政宽松推动基建投资上升的同时，2016 年大部分地方政府换届完毕和反腐取得阶段性成果也有助于项目的顺利推进。最近，大量 PPP 项目和“一带一路”相关海外投资加快落地，或将继续推动 2017 年的基建投资增长。虽然当前的金融去杠杆和财政加强对 PPP 项目融资的监管可能会在一定程度上降低项目新开工的速度，但在 CPI 保持低位的情况下，我们并不认为政府会大幅收紧或逆转其财政政策，进而长期抑制已开工项目的进度。
3. 目前货币和信贷扩张增速已经低于/接近政策目标水平，这与 2013 年的情况正相反。2013 年监管收紧之时，M2 增速比当年的政策目标高出约 3 个百分点，（未调整的）社融同比增速处于 16.4% 的水平。相比之下，目前 M2 增速较 12% 的年度目标低逾 1 个百分点（图表 15）。由于金融去杠杆会对短期贷款产生明显的抑制，叠加目前已经明显低于政策目标的货币信贷总量扩张速度，中长期贷款增速下降的空间不大。因此，我们维持实体经济融资条件收紧总体将较为“可控”的基准判断。

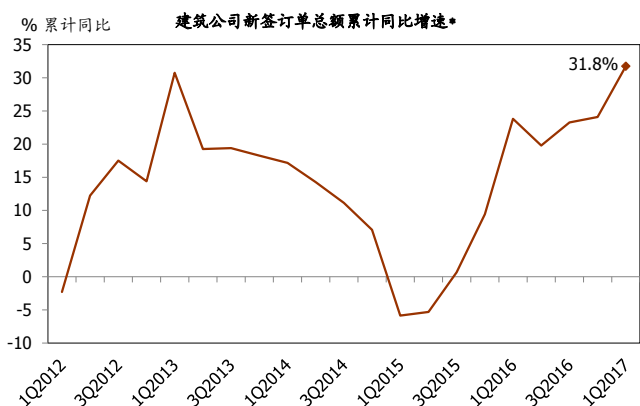
图表 11：中长期贷款利率尚未出现明显上行



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部



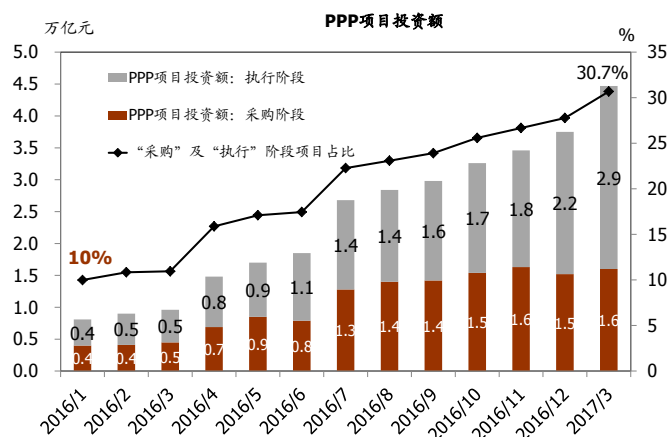
图表 12：项目新开工保持强劲势头



* 建筑公司累计新签订单总额中包括的公司有：中国中铁、中国铁建、中国交建、中国建筑、葛洲坝、中国中冶

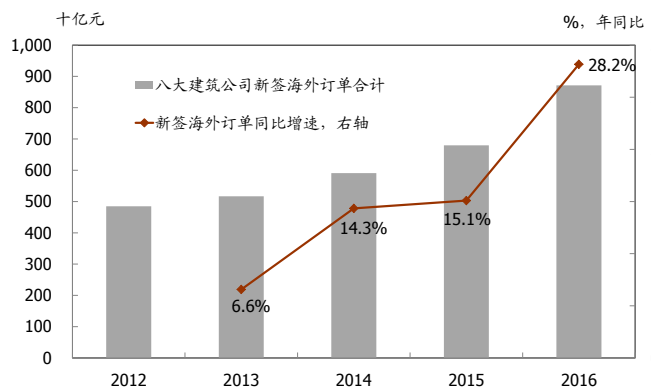
资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表 13：PPP 项目落地继续加速



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

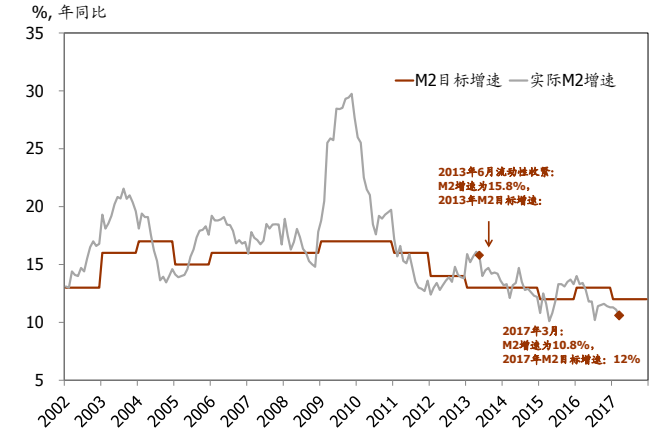
图表 14：“一带一路”战略推动海外新签订单增长



* 八大建筑公司包括：中国中铁、中国铁建、中国交建、中国建筑、中国中冶、中国化学、中国电建、中国能建

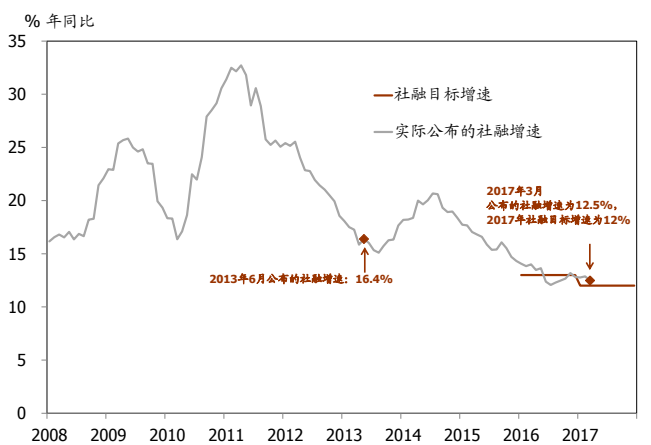
资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表 15：与 2013 年的情形不同，本轮 M2 增速和社融增速已经低于/接近于 2017 年的政策目标



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表 15 (续)：与 2013 年的情形不同，本轮 M2 增速和社融增速已经低于/接近于 2017 年的政策目标



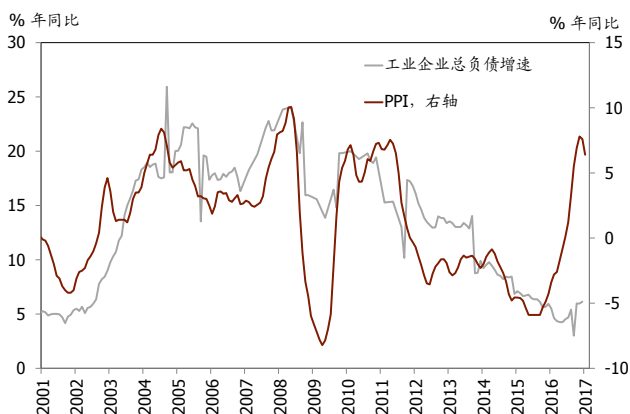
资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



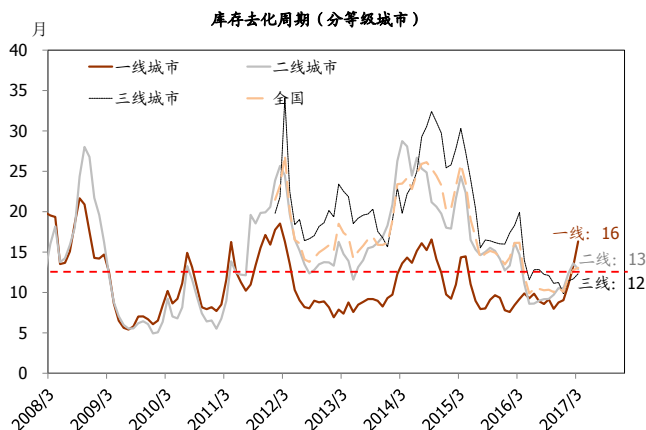
4. 政策协调有所改善。与2013年的监管收紧和2015年的股市去杠杆相比，本轮金融监管机构之间、以及和其他监管机构之间的政策协调明显改善，监管机构对市场潜在压力的应对明显更快更协调。4月26日召开的政治局会议亦再次强调了政策协调和预防系统性风险的重要性。
5. 目前制造业产能和房地产库存调整的压力均远低于2013年。从中期角度看，中国经济自2013年以来经历了两个非常重要调整。大多数行业去产能已卓有成效⁷，供给有效收缩并完成一定的制造业升级（图表16）。此外，房地产市场自2013年以来也经历了数年的去库存，目前，大多数城市、包括三四线城市的地产库存水平已经大幅下降至较合理甚至偏低水平（图表17）。因此，与2013年相比，本轮制造业产能过剩和/或房地产库存高企带来的通缩和投资下行压力明显减弱。
6. 外需逐步回暖。外需改善将有望为内需暂时走弱提供缓冲，尤其是考虑到自2015年8月以来人民币名义有效汇率的累计调整幅度较大。虽然2017年以来国内融资条件有所收紧，但人民币对一篮子货币再度贬值2%左右。因此，目前的外需状况明显好于2013年（图表18），而内需暂时走弱可能使得短期内贸易顺差较1季度的水平明显扩大。

图表16：经历5年通缩后，大部分制造业企业的去产能已经初现曙光



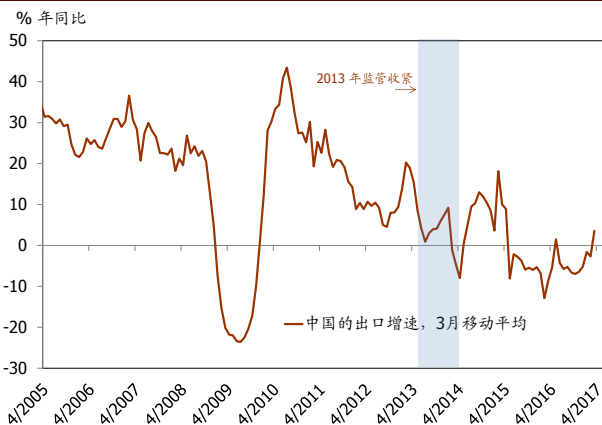
资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表17：房地产去库存周期接近尾声



资料来源：万得资讯，中指数据库，中金公司研究部

图表18：外需逐步回暖，有望为内需暂时走弱提供缓冲



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

⁷ 请参见我们2016年9月22日发布的中国宏观简评《中国制造业去产能周期走到什么阶段？》，以及2016年9月28日发布的中国宏观简评《为什么说中国制造业去产能“初现曙光”？——对我们制造业去产能一文的一些补充》。



IV. 往前看，如何追踪本轮流动性收紧对实体经济的影响？

往前看，我们将继续密切关注真实利率和调整后的社融⁸增速的变化情况，以衡量当前的流动性紧缩和金融去杠杆对经济增长和通胀的潜在影响。虽然迄今为止，监管收紧对实体经济融资成本的影响不大，但持续的“监管风暴”可能会进一步收紧实体经济的融资条件，并降低通胀预期。我们将继续密切关注整体融资“价格”和“数量”的变化，以衡量当前流动性紧缩的潜在影响。除信托产品发行利率和房贷利率等月度指标外，央行每季度公布的加权平均贷款利率是实体经济融资成本的一个比较有代表性的指标。同时，我们将调整后社融增速的变化作为名义经济增长的一个有效的领先指标。

从风险角度来看，如果政策失察或协调不当导致实体经济的融资条件过度收紧，那么对增长的影响可能比我们预期的更大。因此，我们将继续密切关注未来的政策方向，以及更重要的是，政策执行力度和监管协调的变化。

⁸ 调整后社会融资总量=公布的社会融资总量+地方政府债券+国债，请见我们2015年8月13日发布的中国宏观简评《论地方政府债务置换对贷款和社融数据的影响》。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化劑或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

翻译：黄金城

编辑：江薇、杨梦雪、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

