

中国宏观专题报告

如何监测流动性“压力”、去杠杆进程、及其对实体经济的影响？ 再谈去杠杆及流动性紧缩的影响

自监管加强、金融去杠杆政策实施以来已近3个月，国内金融资产价格已经过明显回调，市场对增长和通胀的预期也有所降温。虽然市场调整最为剧烈的阶段可能已经过去，但流动性仍然偏紧。同时，围绕本轮监管收紧的进程、目标及潜在影响等方面的不确定性犹存，市场风险偏好继续受到抑制。这篇报告旨在与读者分享我们分析框架——即如何检测流动性“压力”、金融去杠杆进程、及其对实体经济的影响。

我们认为，针对“金融去杠杆”的监管调整很可能是一个动态的过程，而非遵循严格、预设的路径。与静态分析的思路不同，我们认为，随着监管“缓冲期”的变化、政策执行松紧程度的边际调整，市场和金融机构在此过程中感受到的“压力”及其潜在影响也会相应变化。

从各种金融资产的价格走势来看，市场调整最为剧烈的阶段可能已经过去，但流动性压力仍然高企。

从流动性层面看，金融机构所受到的压力的潜在缓解可能会从资金的“价格”和“数量”这两方面的指标中有所体现。我们甄选了一些比较有代表性的“价格”指标，其中包括银行间隔夜及7天利率（R007和DR007）、同业存单发行利率以及国债与流动性相对较弱债券之间的信用利差。同时，我们观察的“数量”指标包括，存款行机构概览（银行合并资产负债表）及其中的相关项目，以及对流动性较为敏感的市场融资工具净发行量的变动情况。

从对实体经济的影响方面看，我们亦关注一些能够较快反映实体经济融资“成本/价格”和“数量”的指标，以衡量金融去杠杆对实体需求的潜在影响。价格方面，较为敏感的指标包括票据再贴现利率、温州民间借贷利率、信托产品发行利率以及实际房贷利率。同时，我们仍然认为调整后的社融增速是国内融资增长最全面的一个指标。

综合来看，目前各部门在金融去杠杆进程的政策协调中显示出较为务实、总体维稳的导向。越过短期波动看，目前高企的短端利率和几乎完全平坦的收益率曲线应该不会长时间持续，由此，市场对增长和通胀的预期也可能不会一蹶不振。

分析员

易垲

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 | 受财政存款上升及净投放带动下，央行资产负债表5月再次扩张 (2017.06.19)
- 宏观经济 | 增长企稳，通胀温和，美元弱势 (2017.06.19)
- 宏观经济 | 增长彰显“韧性”；通胀回归“常态” (2017.06.19)
- 宏观经济 | 6月FOMC会议：加息并公布缩表细节 (2017.06.15)
- 宏观经济 | 金融去杠杆拖累M2增速明显放缓 (2017.06.14)
- 宏观经济 | 工业增速保持平稳，投资同比小幅放缓 (2017.06.14)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



如何监测流动性“压力”、去杠杆进程、及其对实体经济的影响？

I. 针对金融去杠杆的监管调整可能是一个“动态”的过程

我们认为，针对“金融去杠杆”的监管调整很可能是一个“动态”的过程，而并非遵循严格、预设的路径。所以，我们的分析框架也不应该是静态的。过去两个月内，关于金融去杠杆的最常见问题包括：“本轮去杠杆的政策目标是什么/终点在哪里？”，“如何量化去杠杆（完成）对各种融资渠道的紧缩影响？”，以及“如何量化去杠杆对资产价格和经济增长的整体影响？”——这些问题背后的一个共同假设是，本轮金融去杠杆已经有明确的政策“红线”、时间表和路径规划；但我们认为实际情况可能并不如此。首先，由于银行或尚未提交自查报告（原定截止日期为6月12日），目前监管机构可能仍在摸底“违规”杠杆的情况。其次，融资成本的上升和可能的“处罚”实际上已经削弱了金融机构加杠杆的动力，“违规杠杆”的水平 and 比例可能已经在发生变化。因此，在没有明确的监管收紧时间表（或“缓冲期”）的情况下，静态地去衡量需要去除的“违规杠杆”的水平并假设政策一蹴而就无异于“刻舟求剑”——监管“缓冲期”期限越长，去杠杆对市场影响就越温和。第三，我们需要衡量多个监管机构协同政策的综合影响，而不是仅仅关注“去杠杆”本身——其他监管机构的政策的可能会部分抵消或加剧去杠杆的整体紧缩效果。

在此动态的过程中，金融资产价格往往对流动性“压力”边际上的变化作出反应，市场对增长和通胀的预期亦随之波动。这篇报告介绍了我们监测动态流动性压力的一些方法。诚然，当监管加强对违规银行资产的审查，或较大量的金融杠杆面临较到期赎回时，市场流动性可能会收紧。但值得注意的是，政策目标是要抑制不符合“穿透”原则和风险管理不到位的“违规”杠杆，而不是单纯地压低全部带有杠杆的金融资产的存量——其中包括银行理财产品、委外投资、同业负债等。因此，随着违规资产的占比在政策引导下逐渐下降，市场流动性紧张的局面也有望缓解。然而，想要实时、准确地统计不断演变的“违规杠杆”的比例较为困难，因此，监测市场流动性压力成为衡量去杠杆进度的一个可行的替代办法。

II. 如何衡量监管收紧期间的市场的流动性“压力”

从流动性层面看，金融机构所受到的压力的潜在缓解可能会从资金的“价格”和“数量”这两方面的指标中有所体现。我们甄选了一些易监测的宏观和市场指标，方便投资者实时检测市场“压力”水平及去杠杆的进度。

6月是今年流动性压力本来就比较大的一个月，赛程过半，我们选取的“价格”指标表明，央行通过公开市场操作的“价格”和“数量”信号在某种程度上稳定了隔夜和7天银行间利率，但流动性压力仍未消除。由于6月有大量的银行理财产品、非标资产、同业存单和信用债到期，去杠杆过程中6月可能面临较大压力。此外，受季末MPA考核和金融机构缴税影响，6月市场流动性往往也呈现季节性偏紧的状况。

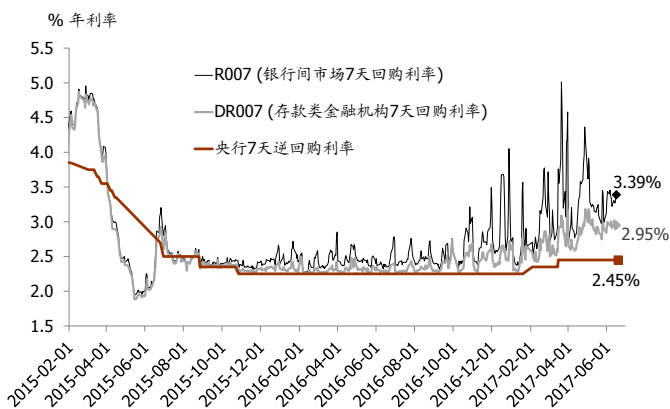
我们将价格指标大致分为两类：1) 银行同业融资利率及相关短期利率；2) 金融资产“流动性溢价”的衡量指标。

- ▶ 银行间利率——R007 和 DR007。R007 指所有金融机构的7天银行间回购利率，DR007 则代表存款类金融机构的7天银行间回购利率。目前 DR007 为 2.95%，R007 则为 3.39%，均显著高于央行 2.45% 的7天逆回购操作利率（图表1）；但5月以来银行间利率与央行政策利率之间的差距有所收窄——虽然偏高的银行间利率表明流动性依然偏紧，但央行将逆回购操作利率保持稳定、并“削峰填谷”保持流动性稳定等政策的“信号作用”可能缓解了市场对隔夜/超短端流动性压力的忧虑。此外，5月以来 R007 与 DR007 之间的差距亦有所缩小，表明非银金融机构的流动性压力在边际上有所改善。



- ▶ **同业存单利率及相关短期利率。**由于银行可通过发行同业存单来弥补短期流动性缺口，同业存单发行利率能够衡量在监管加强背景下、负债端存在缺口银行的短期资金成本的边际变化。同时，银行边际资金成本的上升可能也会推升其他短期利率（例如货币市场利率和短期债券收益率）。自2016年9月以来，3月期同业存单发行利率一直呈上行趋势并于上周突破5%（目前回落至4.93%，图表2）——同业存单发行利率短期有小幅回落，但总体仍然高企，表明流动性压力持续；我们将继续关注利率是否会进一步下降。与此同时，1年期国债收益率也上升至3.6%，余额宝收益率回升至4.13%（图表3）。除了市场利率有回落迹象以外，值得注意的是，尽管银行发行同业存单的压力较大，但与2016年末时同业存单利率飙升相比（彼时的“紧缩”可能更为剧烈），近期同业存单利率的上行幅度更为温和。
- ▶ **流动性等级不同债券之间的信用利差，即“流动性溢价/折价”。**这里“流动性”的衡量标准包括：1）债券的交易量；2）债券在银行间和交易所市场的交易中用作抵押品的适用范围。从这两方面来看，国债具有最高的流动性，而政策性银行债和地方政府债的流动性其次；信用债、尤其是低评级信用债流动性最弱。尽管在过去几个星期内，以信用利差衡量的市场“流动性溢价”维持高位，但过去几周内这一指标已经呈现企稳迹象，且上周起利差开始有所收窄（图表4）。与此类似的是，我们观察到股票市场的“流动性溢价”也在去杠杆开始后明显上升——高流动性的股票普遍表现更好，虽然这一趋势近日亦开始有所变化。

图表1：银行间利率明显高于央行逆回购操作利率，但利差有所缩窄



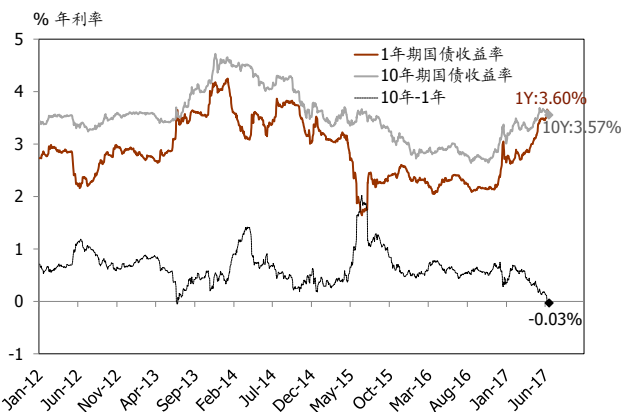
资料来源：CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表2：3个月同业存单发行利率小幅回落但依然高企



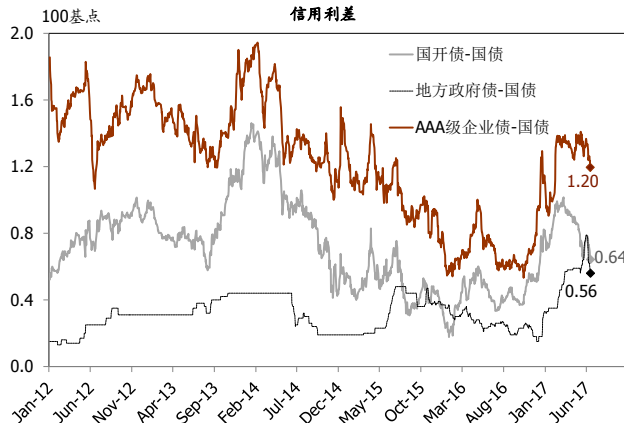
资料来源：CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表3：短期债券收益率明显攀升



资料来源：CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表4：市场“流动性溢价”开始下降，但仍保持高位



资料来源：CEIC, 万得资讯, 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



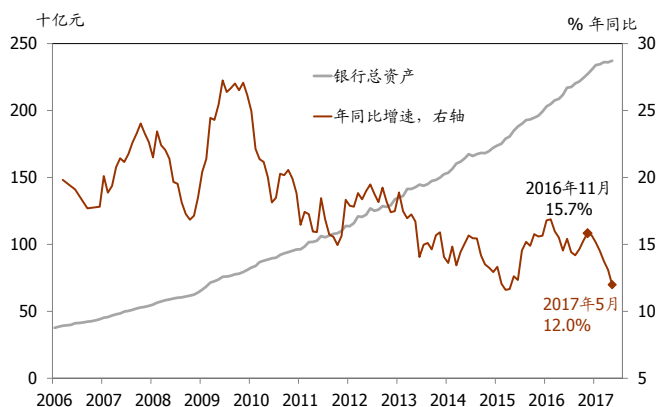
除了“价格”信号，我们也选取了一些“数量”指标，以衡量金融机构的流动性压力和去杠杆进度，包括银行资产负债表，以及一些市场融资工具规模的变化。

- ▶ 存款性机构概览（商业银行并表），以及其下的同业负债项和银行对非银金融机构债权等子项目。自然地，去杠杆开始以来，银行总资产的增速持续放缓，尤其是同业负债和银行委外投资等对监管收紧较为敏感的科目更加显著。对存款类性机构概览的逐项分析表明，本轮针对性较强的金融去杠杆初显成效——银行总资产增速自2016年11月以来持续放缓，同业负债和银行对非银金融机构债权也出现下降（图表5~7）。这些项目的持续收缩表明监管收紧的确对银行资产负债表的扩张有所制约；而如果以上子项增速企稳、甚至出现回升，则可能意味着去杠杆最剧烈的阶段已经过去。

然而，值得注意的是，银行并表的资产增速可能会比银行对实体经济总融资的增速放缓得更加明显——监管收紧旨在减少银行资金“空转”、投资结构复杂、层层嵌套等问题，这些都加剧了金融杠杆上升期间银行总资产规模的重复计算。相应地，监管收紧可能会降低这些杠杆，导致同业资产/负债规模重复计算“缩水”，从而其规模比对实体经济贷款规模下滑得要更快。因此，银行所谓“缩表”的说法有失偏颇，而“银行缩表”导致终端需求大幅下滑的说法也可能有所夸大。

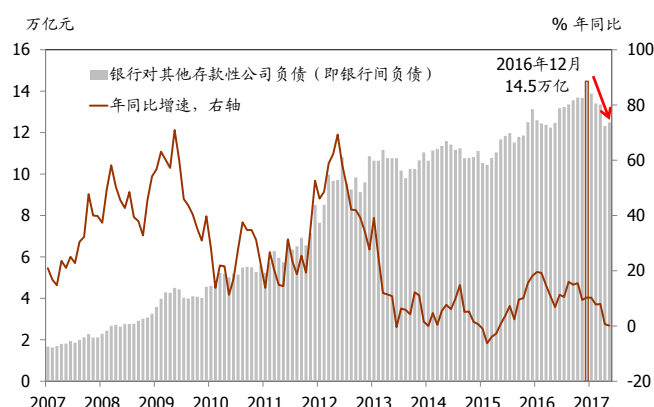
- ▶ 市场融资工具规模的变化，如同业存单和信用债净发行量。自2013年12月首次发行后，同业存单余额已经迅速增长至8万亿元左右。今年以来，随着金融去杠杆力度加大，叠加3月期同业存单发行平均利率接近5%，5月同业存单净发行量首次录得负值（图表8）。但是，6月至今同业存单净发行量回升至5598亿元，表明流动性压力有所缓解。另一方面，2016年12月以来，信用债净发行量大幅缩减，多个月份净发行量为负。今年2月份以来，大量信用债集中到期，信用债的“流动性折价”也使其收益率一路走高。5月信用债净发行量为-2430亿元，创历史最低水平，但6月以来，虽然信用债净发行量仍然为负，但较5月有所回升，表明流动性压力可能在边际上已有所缓解。

图表 5：2016 年 2 月以来银行总资产增速有所放缓



资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

图表 6：2016 年底以来银行间负债规模开始收缩

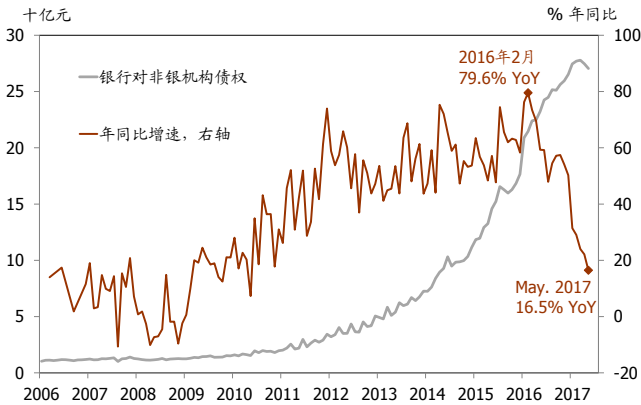


资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

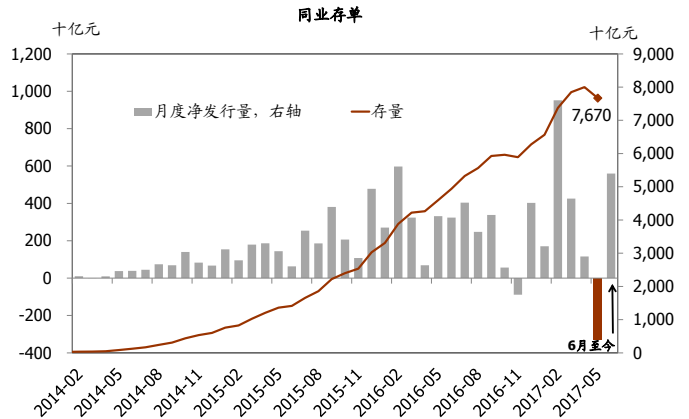


图表 7：银行对非银金融机构债权亦是如此



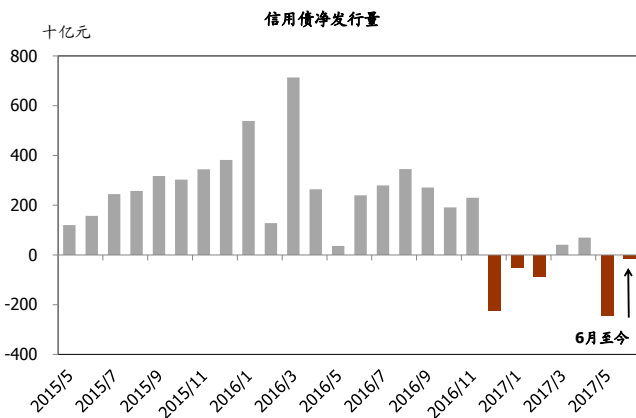
资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

图表 8：5 月同业存单净发行量为负，但 6 月至今回升至正值



资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

图表 9：5 月信用债净发行量大幅下滑，但 6 月有所回升



资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

III. 如何更及时地评估金融去杠杆对实体经济的影响？

与对流动性的观测相似，我们亦跟踪一些能够及时反映实体经济融资“价”和“量”的指标，以衡量金融去杠杆对实体需求潜在的影响。迄今为止，实体经济融资成本、尤其是长期借贷利率上涨相对温和。同时，调整后社融增速的放缓比 M2 更为温和，表明目前融资条件收紧对实体经济的影响相对可控。

- ▶ **票据贴现利率。**我们认为，是在向中长期企业融资成本传导之前，银行间利率上升首先推高票据贴现利率，因为：1) 贴现票据主要用作满足贸易融资公司的短期信贷需求，通常期限较短；2) 发行新的未贴现银行承兑汇票要比发行债券更加简易。因此，当债券发行标准收紧时，票据贴现利率能够更加及时地反映融资成本的变化。票据贴现利率在 2016 年 11 月至 2017 年 2 月期间上升了约 200 个基点至 4.4% 左右，但此后基本保持稳定（图表 10）。今年 2 季度以来，融资成本上升，叠加 PPI 涨幅回落，促使贸易商较快去库存。但到目前为止，票据贴现利率走势表明融资条件收紧的影响总体可控——1) 与 2011 和 2013 年紧缩时相比，本轮利率上升的幅度更加温和；2) 目前实际融资成本仍然显著低于 2013 年或 2015 年。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



- ▶ **温州民间借贷利率。**这是衡量长三角地区中小企业融资成本的日度利率数据。虽然覆盖范围较小，但这一利率某种程度上反映了民企融资成本的变化。如图表 11，温州民间借贷利率 2017 年来有所上升，但升幅并不明显。更值得注意的是，自 2014 年以来，温州民间借贷利率呈下跌趋势，部分原因在于利率市场化和金融创新有助于运营较好的民企获得融资。
- ▶ **信托产品发行利率。**信托产品发行利率能够衡量非标项目融资的成本的边际变化，其对融资条件的敏感度可能比银行贷款利率还“领先半步”。此外，由于监管收紧时信托产品可能会比银行贷款审核更为严格，信托产品发行利率对监管环境的变化更加敏感。自 3 月以来，信托产品发行利率累计上升了 60 个基点左右，低于短期利率 200 个基点的升幅（图表 12）。目前信托产品 6.5% 左右的发行利率仍然远低于 2015 年之前 8~9% 的水平，而与 2013~14 年的水平相比，目前信托融资的“实际利率”显示融资条件更为宽松。
- ▶ **月度房贷利率。**由于央行公布的加权平均房贷利率为季度数据，且存在 2 个月的滞后，我们监测融 360 月度房贷利率来跟踪购房融资条件的边际变化。2017 年 5 月融 360 房贷利率小幅上升了 21 个基点，为 2014 年年中以来首次上升。房贷已然开始收紧，但目前幅度相对可控。
- ▶ **央行货币政策执行报告公布的季度银行加权平均贷款利率。**虽然这一利率可能覆盖面最广，但存在较长的时滞——5 月中旬公布的今年 1 季度加权平均贷款利率较去年 4 季度上升了 26 个基点。同时，加权平均贷款利率的上升很大程度上受到短期贷款利率大幅上行的带动，而中长期融资成本的上升幅度较小——我们预计今年 2 季度也将延续类似的情况。

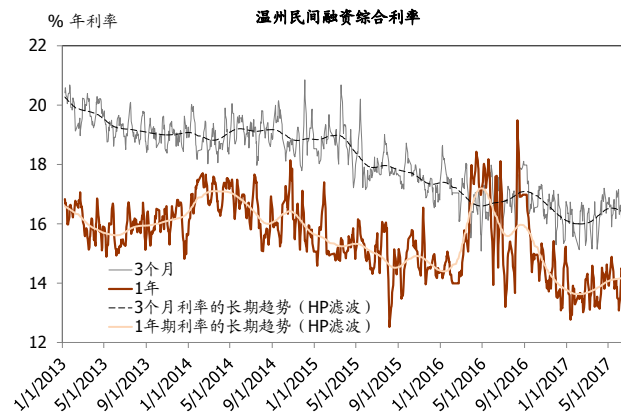
实体经济融资“量”的指标方面，我们认为调整后的社融增速（社会融资总量+政府债）¹仍然是国内总融资增长最为全面的指标。如前所述，一些金融指标可能夸大了实际的信贷扩张（如一些银行资产负债表中的项目）。同时，由于存款的持续分流，一些曾经较有代表性的数据（如 M2）的指标意义有所下降。如图表 13 所示，2017 年 5 月调整后社融同比增速为 15.3%，较 2016 年 11 月的 17% 下降了约 170 个基点。到目前为止，调整后社融增速的放缓可能对应着今年 4 季度至明年 1 季度名义 GDP 增速放缓至 9~10% 左右，仍属合理范围内。

图表 10：票据贴现利率企稳以前上升了约 200 个基点



资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

图表 11：2013 年以来温州民间借贷利率持续下行，2017 年有小幅上升



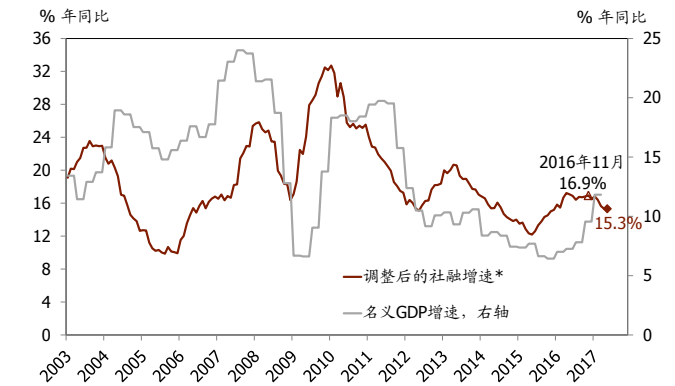
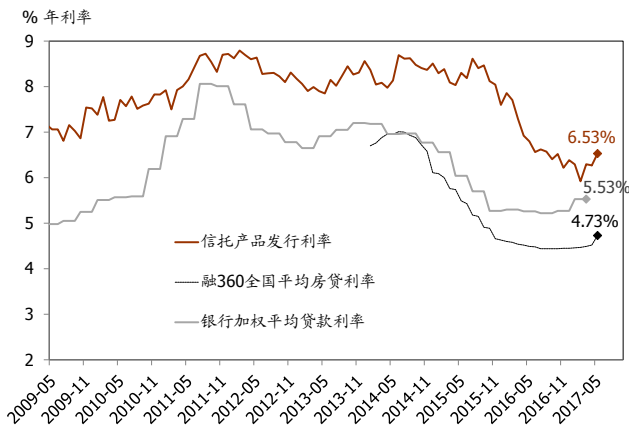
资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

¹ 请参见我们 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》。



图表 12：“实体经济融资成本”开始上升，但明显不及短期市场利率上升幅度

图表 13：调整后的社融增速仍处于合理范围内



* 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评《论地方政府债务置换对贷款及社融数据的影响》

资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

IV. 结语

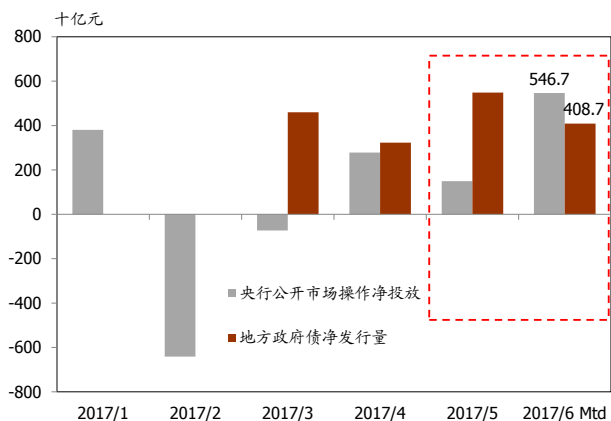
综合来看，目前各部门在金融去杠杆进程的政策协调中显示出较为务实、总体维稳的导向，并且各监管机构之间协调有所加强。自5月以来，我们注意到监管部门更加强调保持流动性稳定、稳定通胀预期——央行加大公开市场净投放力度，地方债发行明显加快（图表 14），银监会也可能延长了银行自查的期限（原定于6月12日完成）。在6月14日美联储加息之后，央行保持7天逆回购操作利率不变，表明暂时未有进一步收紧货币政策的意图。由此，5月以来银行间回购利率开始回落（图表 1）。往前看，我们预计监管收紧将采取渐进而务实的方式，在金融去杠杆的长期目标与经济增长+流动性平稳的当期目标之间权衡。

越过短期波动看，目前高企的短端利率和几乎完全平坦的收益率曲线应该不会长时间持续，由此，市场对增长和通胀的预期也可能不会一蹶不振。市场对6月流动性紧张有所预期，原因包括1)大量的同业存单（1.6万亿元）和信用债（3638亿元）在6月集中到期（图表 15 和 16）；2)5~6月也是去年发行的银行理财产品和非标产品集中到期的“高峰期”（图表 17）；3)此外，银行仍然面临提交自查报告的压力（尽管现在时间表上可能更为灵活）；4)受月末金融机构缴税和季末MPA考核影响，6月流动性往往呈季节性紧张态势。因此，如果央行继续通过公开市场操作信号引导短端利率“合理化”，6月以后市场流动性压力有缓解的可能。

我们将继续跟踪上述金融市场和实体经济融资“价”和“量”的变化，以实时监测金融机构及市场面临的流动性压力，及其对实体经济的潜在影响。往前看，这些指标的变化将继续为我们和投资者解读市场压力和去杠杆进程提供有效的工具。

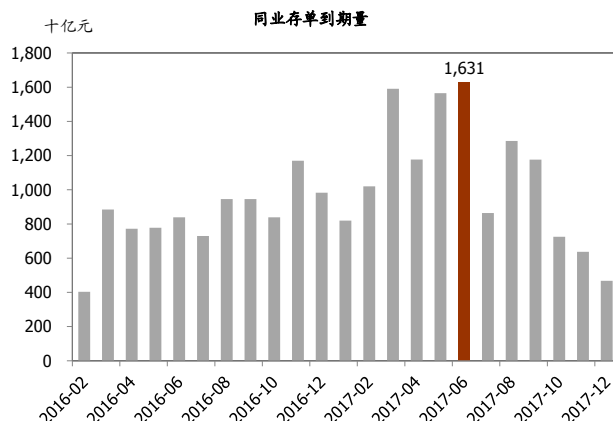


图表 14: 5 月以来政策立场可能有所“放松”



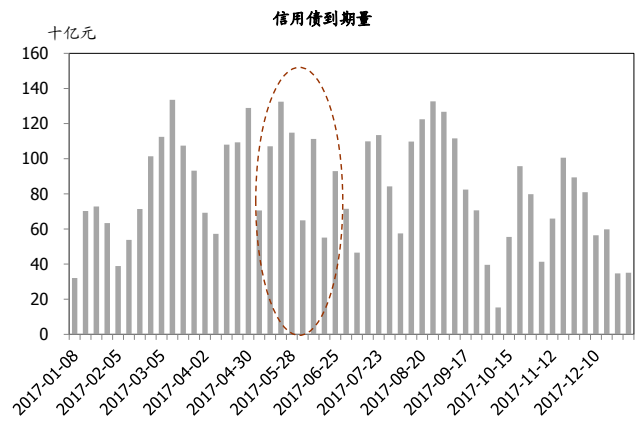
资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 15: 6 月有大量同业存单到期...



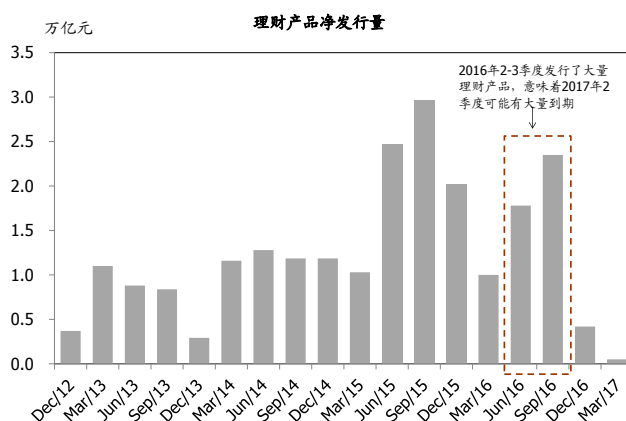
资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 16: ... 信用债亦是如此



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 17: 2016 年 2 季度理财产品发行量明显增加



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部



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
编辑：江薇



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

