

宏观股指年报

国元期货研究咨询部

经济下行压力偏大 股指筑底概率较高

主要结论：

2019 经济面临较大的下行压力，目前部分关键领域数据回落，投资、消费；部分领域持续增长有压力，净出口、生产。市场预期 2019 年中国经济增速预计为 6.2%，大幅下行概率不高，不必过于悲观。实体企业融资困难的情况下货币政策较 2018 年边际放松的概率大。政策层面稳增长、稳就业的压力增大，虽然大幅刺激的可能性不大，结构性的政策调整、逆周期政策措施可以期待。2019 年企业盈利下滑的概率较高。

国际方面，欧美日等主要经济体还处于货币政策正常化的过程中，欧美经济数据均有所下滑。对我国来说贸易摩擦带来的外部压力较大。全球需求下滑对外贸的压力较大。

对于 2019 年股指期货行情的判断还是整体平稳以偏空震荡筑底为主，全年呈现“V”型，即先抑后扬。

综上所述，整体判断 2019 是震荡筑底走势。我们预测 2019 年上半年股指以偏空震荡筑底为主，下半年走势取决于上半年是否筑底成功。只有宏观经济摆脱下行压力，股指期货才有较大概率筑底成功。沪深 300 指数将在 2800-3500 区间运行，上证 50 指数将在 2000-2800 区间运行，中证 500 指数将在 3500-5000 区间运行。股指期货建议关注 IH 合约。

宏观金融

电话：010-84555131

相关报告

目 录

一、2018 年宏观经济概述.....	1
二、经济增长	1
(一)、经济形势稳中有变	1
(二)、生产端韧性较强	3
(三)、投资下滑幅度较大	4
(四)、消费增速缓慢下滑	6
(五)、进出口超预期增长	7
三、价格指数	8
四、金融数据	9
五、宏观政策	12
六、2019 年宏观经济展望.....	15
七、股指期货 2018 年行情回顾	16
八、股指期货基本面分析	17
(一)、企业盈利增速下降	17
(二)、股市融资速度下降	19
(三)、融资余额稳步下降	20
(四)、三大指数估值下降	21
(五)、期货贴水逐步收窄	23
九、股市政策分析	24
十、2019 年股指期货展望.....	25

附 图

图 1：中国 GDP	2
图 2：美国 GDP	2
图 3：欧盟 GDP	2
图 4：日本 GDP	2
图 5：规模以上工业增加值年增速.....	3
图 6：全部工业增加值.....	3
图 7：年度固定资产投资数据.....	4
图 8：基础设施投资.....	4
图 9：基础设施投资（不含电力）	5
图 10：房地产开发投资.....	5
图 11：社会消费品零售总额.....	6
图 12：中国城镇居民人均可支配收入.....	6
图 13：年度进出口数据.....	7
图 14：年度进出口数据 2.....	7
图 15：价格指数.....	9
图 16：PPI-CPI	9
图 17：M1-M2 剪刀差	10
图 18：M0	10
图 19：M1	10
图 20：M2	10
图 21：新增社会融资规模.....	11
图 22：社会融资规模.....	11
图 23：M2、社会融资剪刀差.....	11
图 24：贷款余额同比增速.....	11
图 25：财政政策目标.....	13
图 26：财政收支年度数据.....	13
图 27：财政收入月度数据.....	13
图 28：财政支出月度数据.....	13

图 29: 货币当局总资产	14
图 30: MLF 余额	14
图 31: 外汇占款月增量	15
图 32: 外储	15
图 33: 股指期货 2018 年行情回顾	17
图 34: 2018 年 A 股市场风格	17
图 35: 工业企业利润总额累计值	18
图 36: 主营业务收入	18
图表 37、2018 年行业利润总额累计同比前 10VS 后 10 行业	18
图 38: IPO 家数	19
图 39: IPO 融资	19
图 40: IPO 家数	20
图 41: A 股增发融资额	20
图 42: 融资余额	21
图 43: 融券余额	21
图 44: 沪深 300PE	21
图 45: 上证 50PE	21
图 46: 中证 500PE	22
图 47: 标的指数估值比率	22
图表 48、申万行业指数市盈率	22
图 49: 沪深 300 主力合约现货期货价差	23
图 50: 上证 50 主力合约现货期货价差	23
图 51: 中证 500 主力合约现货期货价差	24
图 52: 标的指数比率	24

一、2018 年宏观经济概述

2018 年继续保持稳健增长势头，经济平稳运行，经济整体好于预期。2018 年宏观热点在于深化供给侧改革、去杠杆、防范金融风险。在去杠杆、调结构的过程中，经济面对一定的下行压力时依然保持了较强的韧性，其中生产指标较强、投资消费指标较弱，房地产开发投资、进出口数据好于年初时的市场预期，基建投资下滑幅度超出市场预期。

2018 年部分关键领域数据回落，投资、消费；部分领域持续增长有压力，净出口、生产。现阶段宏观经济增长有一定的压力，部分压力来自于经济增长动力下降，部分来自于上一轮加杠杆的高基数。

2018 年 CPI 延续温和通胀的趋势，全年达到 2.2 的历史均值附近。PPI 增速放缓，新涨价动能不足引导 PPI 年内逐步回落。

2018 年继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策取向不变，稳健的货币政策保持中性偏宽松。

2018 年初市场重点关注的中国经济本身的问题，年末逐步向外部风险因素聚焦，今后最终还要回归到自身，通过解决自身问题摆脱经济下行压力。

2019 经济面临类似的内外部压力，但大幅下行概率也不高，不必过于悲观。2019 年经济整体或能继续保持平稳增长势头，经济增速预计为 6.2% 左右。规模以上工业增加值保持稳定，全年应能保持增长 6.0% 之上。股指、债券、商品 2019 年都在经济下行的大背景下运行，并寻找转折的契机。

二、经济增长

（一）、经济形势稳中有变

2018 年前三季度国内生产总值 650899 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%。分季度看，一季度同比增长 6.8%，二季度增长 6.7%，三季度增长 6.5%。分产业看，第一产业增加值 42173 亿元，同比增长 3.4%；第二产业增加值 262953 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 345773 亿元，增长 7.7%。四季度的经济形势与三季度比较接近，面临类似的内外压力，因此四季度的经济增速也应在 6.5% 左右。2018 年的 GDP 增速低于 2017 年的 6.8% 应该还是比较确定的。

10 月 18 日，国际货币基金组织 (IMF) 发布《世界与中国经济展望报告》，其中预测 2018 年中国经济增速为 6.6%，与上一次预测一样，但是明年的中国经济增速预计为 6.2%，比上一次预测有所下调。

图 1：中国 GDP

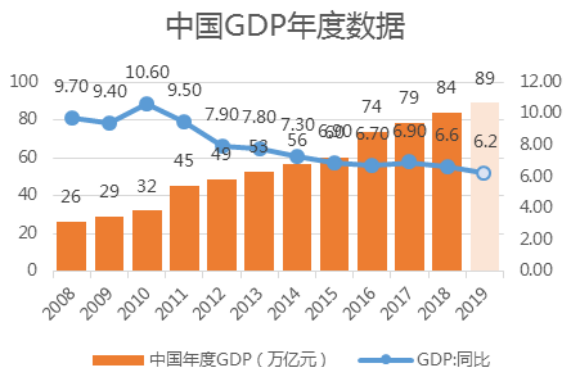
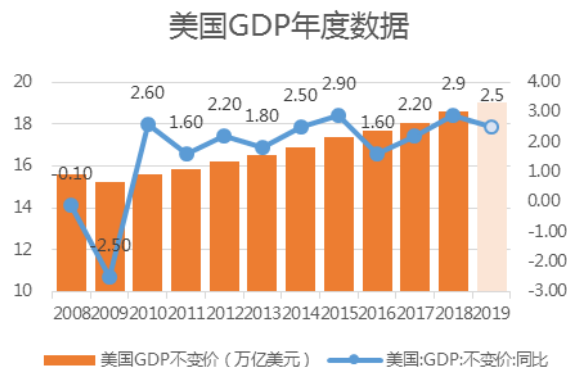


图 2：美国 GDP



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

2018 年全球经济整体呈复苏态势，但不同经济体之间开始分化，主要经济体处于不同的周期阶段，不同经济体之间差异扩大。主要发达经济体延续复苏，但部分经济指标较上半年有所放缓。在发达经济体货币政策转向正常化的背景下，部分新兴市场经济体面临跨境资本波动等潜在风险，存在调整与转型压力。对未来全球经济展望总体乐观，但仍面临较多不确定和不稳定性因素。

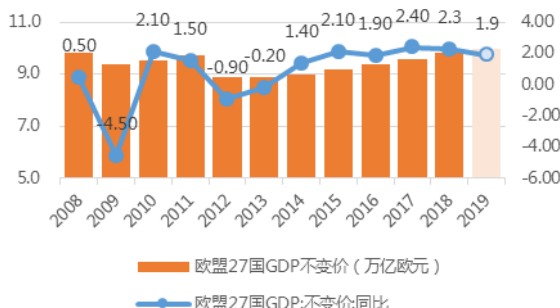
2019 年全球主要经济体经济增长放缓。美国经济整体向好但有所回落。IMF 下调了 2019 年对美国经济增长的预测。2018 年美国经济增长的预测维持在此前的 2.9% 水平，而 2019 年美国经济增长预期由此前的 2.7% 降低至 2.5%。

欧元区经济数据回落。IMF 预计欧洲和大多数主要经济体的增长都将放缓，欧元区经济增长前景面临更大风险，外部环境更加动荡，因此下调了对欧元区未来的经济增长的预期，预测 2019 年增长 1.9%，2020 年增长 1.7%。对日本经济的预测略微下调至 2018 年的 1.1% 增长，比 4 月预测下降 0.1 个百分点，但仍预测 2019 年日本经济增长 0.9%。

图 3：欧盟 GDP

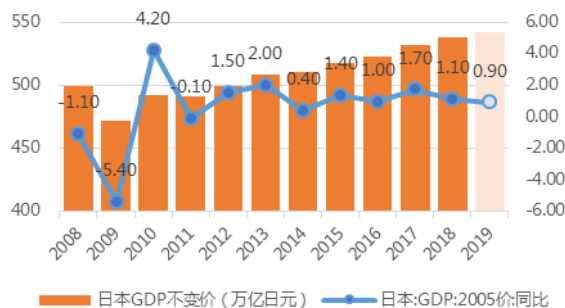
图 4：日本 GDP

欧元区19国GDP年度数据



数据来源: Wind、国元期货

日本GDP年度数据



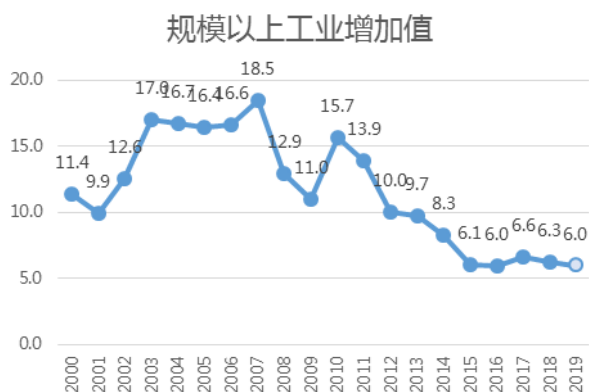
数据来源: Wind、国元期货

2018 年全球经济尚维持整体复苏局面, 2019 年可能面临下滑的压力。中国经济作为全球经济的主要增长引擎已经领先进入下行趋势。

(二)、生产端韧性较强

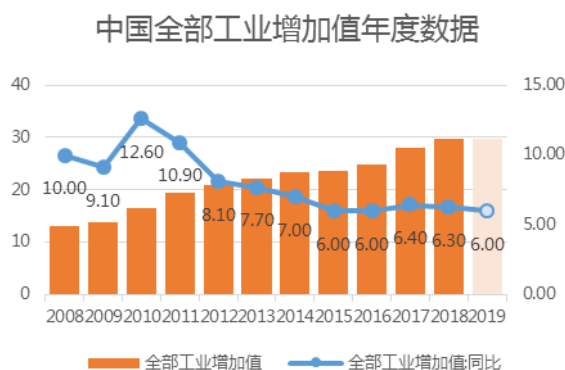
在 2018 年经济下行压力较大的时候, 生产端表现出较强韧性。今年 1-11 月份, 全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.3%, 增速较 1-10 月份放缓 0.1 个百分点。2018 年经历了继续深化供给侧改革、房地产行业政策性收紧、环保限产等对于工业生产方面有重大负面影响的事件, 但实际产出表现超出市场预期。

图 5: 规模以上工业增加值年增速



数据来源: Wind、国元期货

图 6: 全部工业增加值



数据来源: Wind、国元期货

2018 年 11 月份, 规模以上工业增加值同比实际增长 5.4%, 增速比 10 月份回落 0.5 个百分点; 环比增长 0.36%。增速连续 3 个月下降。其中汽车行业产销下滑对产出、消费数据的负面影响较大。

分三大门类看，11 月份，采矿业增加值同比增长 2.3%，增速较 10 月份回落 1.5 个百分点；制造业增长 5.6%，回落 0.5 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.8%，加快 3.0 个百分点。

分产品看，11 月份，596 种产品中 301 种产品同比增长，比上月减少 42 种。

2018 年开年以来工业产出保持了稳健增长的势头，由于房地产行业政策性收紧、环保限产政策的产出抑制，市场普遍对今年的产出预期较为悲观，认为增速下滑为大概率事件。但截至目前产出依然稳健，已经大幅超出市场预期，是经济下行压力下最坚挺的指标。

今年产出指标一直表现较强，保持了稳健增长的势头，超出市场预期。不过 9 月份规模以上工业增加值增长 5.8%、10 月份 5.9%，暂时性的跌破的 6.0% 的长期平台，结合目前的经济形势，我们认为这可能是一次产出下滑趋势的起始点。2018 年生产外易指标较强、投资消费指标较弱，如果产出指标、需求指标走弱，则 GDP 增速的压力增大。

市场普遍预测，由于供给侧改革政策下部分落后产能已经被淘汰，加之加工贸易贡献下降，2019 年规模以上工业增加值增速略放缓至 5.8% 左右。

（三）、投资下滑幅度较大

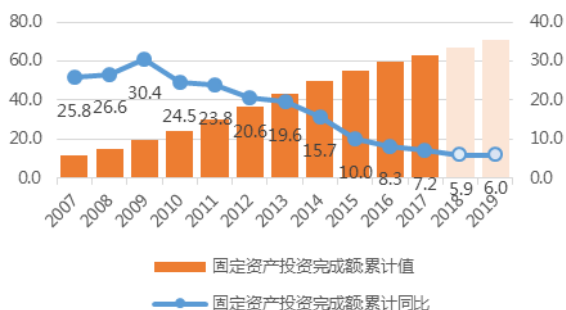
2018 年年内固定资产投资增速持续下滑，下滑幅度超出市场预期。2018 年 8 月份固定资产投资增速 5.3%，创出历史新低，上一次固定资产投资增速处于如此低的水平还是 1999 年 12 月的 5.5%。其中基建投资下滑的幅度已经超过了年初时的市场普遍预期，很大程度上拖累了总体投资增速。而房地产投资表现的相当的强势，房地产开发投资增速放缓的过程明显好于市场预期。

投资方面，四季度固定资产投资增速止跌持稳。2018 年 1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）609267 亿元，同比增长 5.9%，增速比 1-10 月份回升 0.2 个百分点。从环比速度看，11 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.46%。其中，民间固定资产投资 378432 亿元，同比增长 8.7%。

图 7：年度固定资产投资数据

图 8：基础设施投资

中国固定资产投资年度数据



数据来源：Wind、国元期货

基础设施建设投资（不含电力）



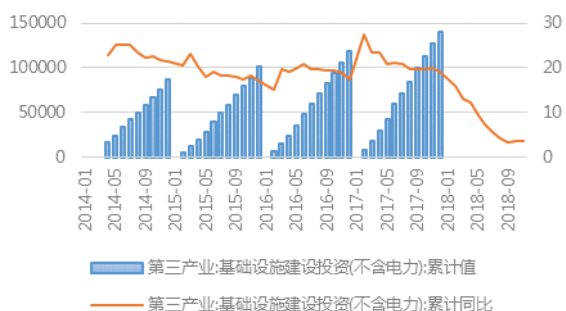
数据来源：Wind、国元期货

2018 年基础设施投资增速回落较快，于 9 月份跌至近 5 年来的低点 3.3%。由于 2018 年财政扩张力度弱于去年，方向符合市场预期，但基建投资下滑的幅度已经大幅超过了年初时的市场普遍预期。2018 年 1-11 月基础设施投资同比增长 3.7%，增速与 1-10 月份持平。其中，水利管理业投资下降 4.4%，降幅扩大 0.3 个百分点；公共设施管理业投资增长 1.4%，增速提高 0.1 个百分点；道路运输业投资增长 8.5%，增速回落 1.6 个百分点；铁路运输业投资下降 4.5%，降幅收窄 2.5 个百分点。考虑到年末财政政策扩张、基建托底的概率较大，目前基础设施投资应处于底部。2018 年基数低，2019 年基建继续下滑的空间有限，大概率好于今年。

图 9：基础设施投资（不含电力）

图 10：房地产开发投资

基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资完成额



数据来源：Wind、国元期货

2018 年房地产开发投资增速小幅放缓，但实际上房地产投资表现的相当的强势，远超市场预期。2018 年 1-11 月份，全国房地产开发投资 110083 亿元，同比增长 9.7%，增速与 1-10 月份持平。其中，住宅投

资 78027 亿元，增长 13.6%，增速回落 0.1 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.9%。1-11 月份，房地产开发企业房屋施工面积 804886 万平方米，同比增长 4.7%，增速比 1-10 月份提高 0.4 个百分点。房屋新开工面积 188895 万平方米，增长 16.8%，增速提高 0.5 个百分点。1-11 月份，商品房销售面积 148604 万平方米，同比增长 1.4%，增速比 1-10 月份回落 0.8 个百分点。商品房销售额 129508 亿元，增长 12.1%，增速回落 0.4 个百分点。

市场预期 2018 年房地产开发投资增速放缓，但实际上房地产投资表现的相当的强势，远超市场预期。。对于后市，市场分析认为由于中央政策收紧房地产政策坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位。房地产调控的主导思想逐渐由“去库存”向完善供给过渡。由于外部压力缓释，2019 年房地产投资增速不会太高。

2019 年基建、地产投资增长放缓，或拖累投资领域。但对投资下滑的问题也不必过分忧虑，一方面工业企业固定资产投资 2018 年下半年逐步企稳回升，对投资增速有一定的带动作用，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，使 2019 年固定投资增速稳定在 5%之上。

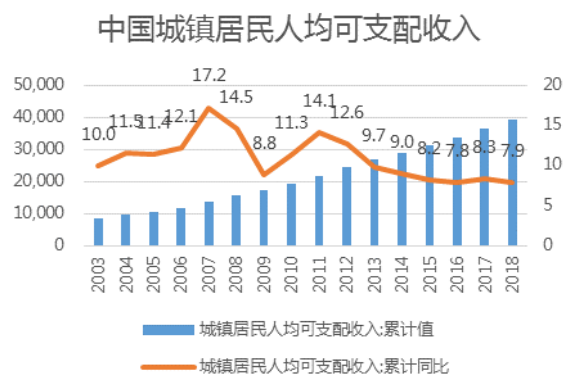
（四）、消费增速缓慢下滑

消费方面，社会消费品零售增速回落，消费增速沿续多年来缓慢下降的趋势，没有明显改善。2018 年 1-11 月份，社会消费品零售总额 345093 亿元，同比增长 9.1%。其中，限额以上单位消费品零售额 130830 亿元，增长 6.1%。2018 年 11 月份，社会消费品零售总额 35260 亿元，同比名义增长 8.1%。其中，限额以上单位消费品零售额 13679 亿元，增长 2.1%。限额以上单位消费品零售额增速下降较快。网络消费保持高速增长。

图 11：社会消费品零售总额



图 12：中国城镇居民人均可支配收入



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

中国前三季度，全国居民人均可支配收入 21035 元，比上年同期名义增长 8.8%，扣除价格因素，实际增长 6.6%。居民部门长期贷款持续增加，消费能力受限。依据我国人民的消费习惯，2019 年消费结构突然改变、消费额大幅增长的概率较低。考虑到居民加过一轮杠杆，去杠杆导致的信用紧缩会传导到居民消费的概率较大。

2019 年需求大体延续 2018 年稳健态势，下游消费、需求不会太弱，预计明年消费市场将保持平稳较快发展态势，不过考虑到我国居民的消费习惯大幅增长的概率也不太高。消费领域不会成为 2019 年经济增长的拖累但也不是能替代房地产的新增长点。随着我国中等收入群体不断壮大，城镇化率稳步提升，消费仍然具有良好的增长空间。

（五）、进出口超预期增长

2018 年进出口增长大幅超出市场预期，年初市场分析认为 2018 年进出口能够企稳实现 2-3% 的小幅增长，实际增速为两位数。自 2018 年 4 月初美国贸易代表办公室依据“301 调查”结果公布拟加征关税的中国商品清单标志着中美贸易摩擦正式开始以来，直至目前预演越烈。由于贸易摩擦的因素，市场对于今年的进出口一直呈非常悲观的预期，但实际上贸易数据要远好于市场预期。

2018 年前 11 个月，我国货物贸易进出口总值 27.88 万亿元人民币，已超过去年全年，比去年同期（下同）增长 11.1%。其中，出口 14.92 万亿元，增长 8.2%；进口 12.96 万亿元，增长 14.6%；贸易顺差 1.96 万亿元，收窄 21.1%。

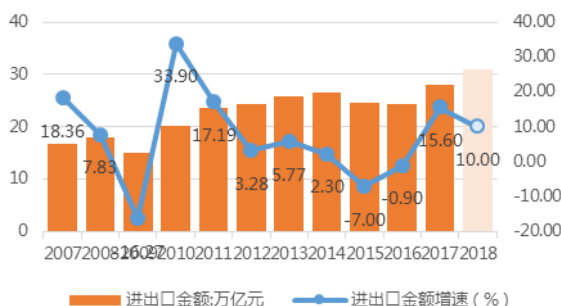
累计数据来看，进出口增速均处于近五六年来次高的水平上。市场主流分析师的观点认为 2016 年下半年以来的进出口增长主要得益于全球主要经济体经济趋势性向好，全球贸易活动处于向上周期。今年二季度开始，经济下行、贸易摩擦、高基数等因素的影响对进出口的影响偏负面，四季度外贸领域有一定压力，进出口增速不及去年的概率较高，不过依然处于近几年来次高水平。

2018 年我国外贸进出口主要呈现以下特点：原油、天然气等商品进口量增加，大宗商品进口价格涨跌互现；机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力；对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体。

图 13：年度进出口数据

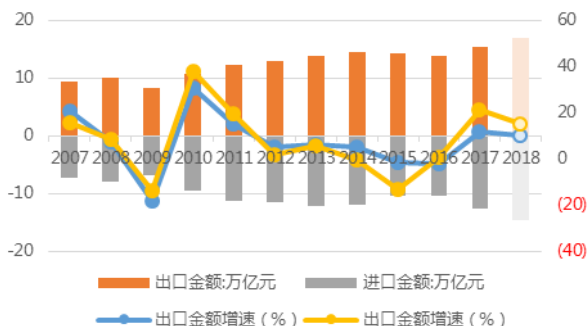
图 14：年度进出口数据 2

中国进出口年度数据



数据来源: Wind、国元期货

中国进出口年度数据



数据来源: Wind、国元期货

总体来看,今年以来我国外贸运行态势总体平稳,稳中有进,外贸高质量发展有序推进,虽然国际经济贸易领域仍然存在一些不确定、不稳定因素,特别是中美经贸摩擦对我外贸发展造成了一定的困扰和冲击,但产生的直接影响和间接影响总体可控。由于“抢出口”的因素存在,2019年进出口增速回落的概率大。市场分析认为2019年进出口能够企稳实现5-8%的增长,且进口强于出贸,内需略强于外需。

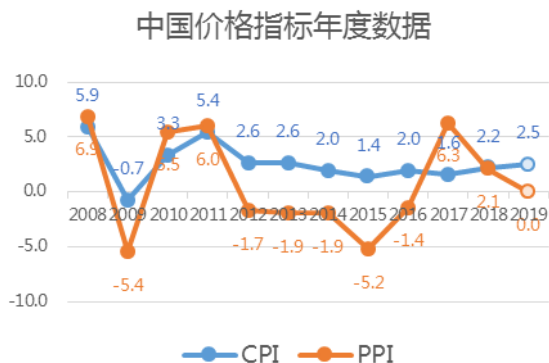
三、价格指标

2018年价格指标走势出现分化,通胀预期阶段走强。2018年CPI受到食品价格带动全年保持温和回升态势,而由于供给侧改革带来的工业品价格上涨逐渐回归均值PPI持续回落。PPI-CPI剪刀差持续收窄,行业利润由上游行业向下传导。1-11月平均,CPI比去年同期上涨2.1%,PPI比去年同期上涨3.8%。

2018年11月份,CPI同比上涨2.2%,预期2.4%,前值2.5%。其中,城市上涨2.2%,农村上涨2.2%;食品价格上涨2.5%,非食品价格上涨2.1%;消费品价格上涨2.2%,服务价格上涨2.1%。1-11月平均,全国居民消费价格比去年同期上涨2.1%。据测算,在11月份2.2%的同比涨幅中,去年价格变动的翘尾影响约为0.3个百分点,新涨价影响约为1.9个百分点。

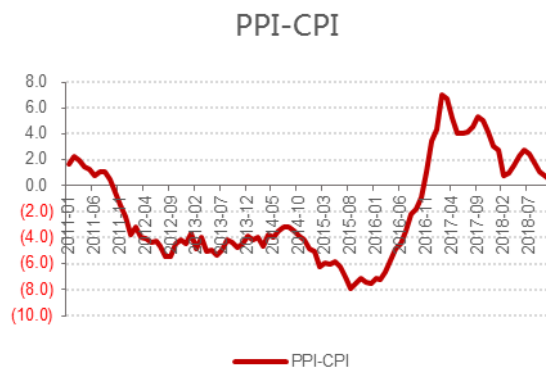
2018年11月份,PPI同比上涨2.7%,符合预期,环比下降0.2%。工业生产者购进价格同比上涨3.3%,环比持平。1-11月平均,工业生产者出厂价格比去年同期上涨3.8%,工业生产者购进价格上涨4.4%。据测算,在11月份2.7%的同比涨幅中,去年价格变动的翘尾影响约为0.8个百分点,新涨价影响约为1.9个百分点。今年PPI同比涨幅回落较多,确认2017年8、9月份是本轮攻击侧改革带来的工业品料价格高点。

图 15：价格指数



数据来源：Wind，国元期货

图 16：PPI-CPI



数据来源：Wind，国元期货

2019 年 CPI 延续温和通胀的趋势，我们主要是基于货币政策、地租、能源价格对消费品价格的影响做出判断。从中长期来看，内需下滑、进口扩张、经济增速受压回落等因素不利于价格长期处于高位，但短期内国内市场则受到猪瘟、中美贸易摩擦、美联储 12 月加息等事件冲击的影响，市场预期价格指数短期向上的概率大。实际上在目前在猪肉等食品价格抬头、一线城市房租上涨的环境下 2018 年末的通胀预期较强。综合来看四季度 CPI 继续持稳在 2.0% 上方概率高，2018 年 CPI 属于温和攀升。2019 年初价格指数回落的概率不高，2019 年全年或超过 2.2 的历史均值。

2019 年 PPI 增速大概率回落，考虑到供给侧改革对工业品价格影响的效果边际递减，或者此政策的执行或者趋于尾声，在需求下滑的背景下，工业原材料价格维持在高位比较困难。因此新涨价动能不足将会促使 PPI 回落。市场预计回落至 0 值之下。

四、金融数据

货 2018 年实施稳健的货币政策，年初货币政策尚延续 2017 年的规范银行理财、治理影子银行、在金融领域去杠杆的思路。年内货币政策遇到了一些外部的冲击，这些冲击确实是产生了一些影响，相应的政策小也出现了一些调整。下半年货币政策逐步边际放松，以期达到从宽货币到缓释信用收缩的效果，不过及至年末效果并不明显。

由于货币政策、宏观审慎政策、宏观经济、融资需求等多方面的作用，2018 年的金融数据全面不及市场预期。M2 增速、社会融资规模增速持续下行，屡创新低。货币增速处于偏低水平成为常态，社会融资规

模增速向 M2 增速靠近, M2 与社融增速“剪刀差”持续收窄。实体领域的融资需求对比去年有显著的下滑。

2018 年 11 月末, 广义货币 (M2) 余额 181.32 万亿元, 同比增长 8%, 增速与上月末持平, 比上年同期低 1.1 个百分点; 狭义货币 (M1) 余额 54.35 万亿元, 同比增长 1.5%, 增速分别比上月末和上年同期低 1.2 个和 11.2 个百分点; 流通中货币 (M0) 余额 7.06 万亿元, 同比增长 2.8%。

图 17: M1-M2 剪刀差

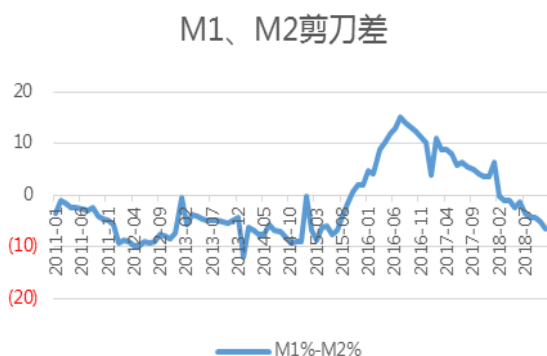
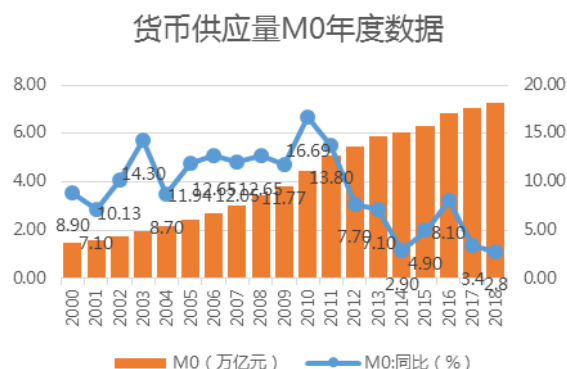


图 18: M0

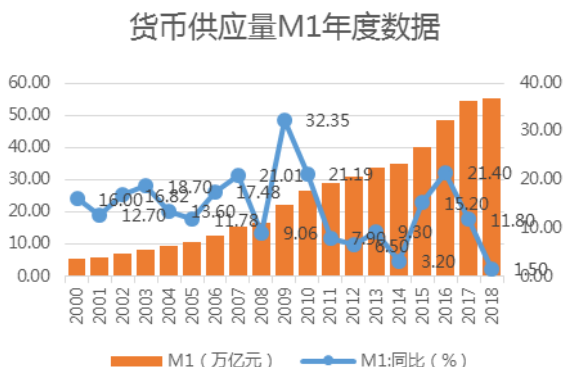


数据来源: Wind、国元期货

数据来源: Wind、国元期货

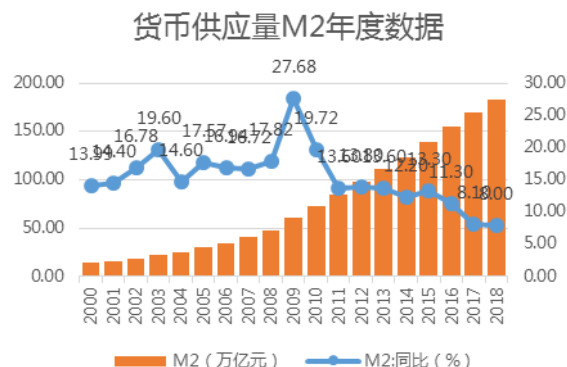
2016-2017 年 M1 的增速持续显著高于 M2, 市场分析认为货币存在着一定程度的脱实向虚现象, 2017 年 3 月份开始 M1、M2 剪刀差收窄。及至 2018 年初, M1-M2 剪刀差转负, 期间 M2 持续处于低位, 但 M1 下滑的速度更快, 企业资金较紧张。

图 19: M1



数据来源: Wind、国元期货

图 20: M2



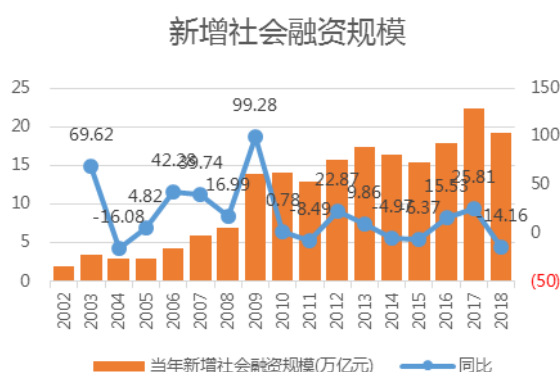
数据来源: Wind、国元期货

社融增速下降, 不及市场预期。央行从 6 月末开始实行了一系列宽货币、宽信用导向的促进信贷措施,

但由于传导机制存在时滞，目前来看尚不理想，长期看未来不悲观。

2018 年 11 月末社会融资规模存量为 199.3 万亿元，同比增长 9.9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 133.76 万亿元，同比增长 12.9%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.31 万亿元，同比下降 7.3%；委托贷款余额为 12.58 万亿元，同比下降 9.6%；信托贷款余额为 7.9 万亿元，同比下降 4.9%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.7 万亿元，同比下降 15.3%；企业债券余额为 19.79 万亿元，同比增长 7.6%；地方政府专项债券余额为 7.23 万亿元，同比增长 34%；非金融企业境内股票余额为 7 万亿元，同比增长 6.5%。贷款增速尚可，除贷款以外的其它融资增速都偏弱。非标融资收缩。

图 21：新增社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

图 22：社会融资规模



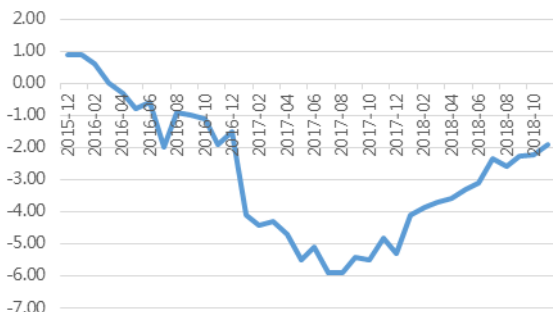
数据来源：Wind、国元期货

2018 年 11 月末人民币贷款余额 135.21 万亿元，同比增长 13.1%，增速与上月末持平，比上年同期低 0.2 个百分点。从新增贷款结构来看，银行现阶段仍选择风险较低的票据冲量，风险偏好较低。2018 年企业经营状况较 2017 年下滑，融资需求下降，居民中长期贷款需求较高，每月 4000 左右亿新增规模显著贡献了整体信贷增长水平。

图 23：M2、社会融资剪刀差

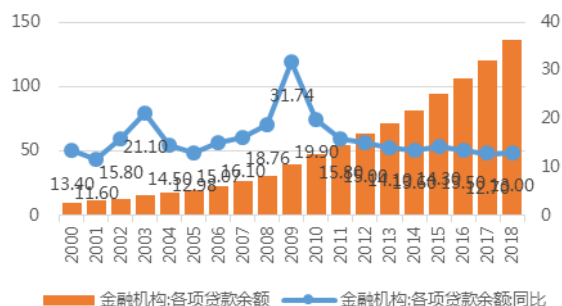
图 24：贷款余额同比增速

M2-社融增速



数据来源: Wind、国元期货

金融机构各项贷款余额



数据来源: Wind、国元期货

整体上看, 2018 年金融数据不及市场预期, 小幅度恶化。从三季度货币政策执行报告来看, 已经删掉了“坚持不搞大水漫灌式强刺激”、“坚定做好结构性去杠杆工作”, 强调“定向滴灌”, 新提出“多目标中把握好综合平衡”, 货币政策态度已经软化。2018 年 6 月之后去杠杆的节奏有所缓和以期改善实体经济中紧信用的状态。我们认为略高于名义 GDP 增速的信贷、社融增速比较符合当前的政策形势, 目前的名义 GDP 增速在 9.8% 左右。

央行行长易纲 12 月 13 日在《新浪·长安讲坛》上发表主题演讲, 其中谈到“货币政策需要根据经济形势变化灵活调整, 加强逆周期调控”。因此我们判断在 2019 年经济下行压力较大、实体企业融资困难的情况下货币政策较 2018 年边际放松的概率大。

五、宏观政策

2018 年实施积极的财政政策和稳健的货币政策。不过 2018 年赤字率从 2017 年的 3% 下调至 2.6%, 反映出 2018 年财政扩张力度弱于 2017 年, 这也是 2018 年基建投资超预期下滑的重要原因。2018 年实施的稳健的货币政策在执行过程中较 2017 年有明显的变化, 政策调节的意图更明显, 边际放松的方向较明确。12 月 19 日至 21 日, 中央经济工作会议明确了明年的宏观政策继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

财政政策扩张。市场分析认为 2019 年的财政政策会比 2018 年更加积极, 市场预期中央财政预算赤字 3%, 达到 2.45 万亿规模。主要依据是在经济下行周期, 政府的宏观政策会适当考虑逆周期调节的因素, 起到为宏观经济托底的作用。而 2019 年经济下行压力还是比较大的。在年末的中央经济工作会议中, 也把明年社会、经济的稳定作为重中之重, 坚持稳中求进工作总基调。会议文件也申明“宏观政策要强化逆

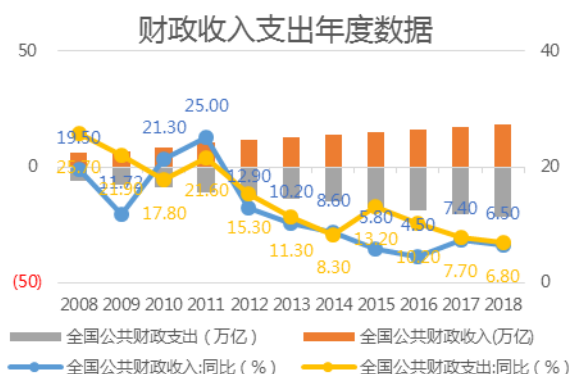
周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求；积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模”。

图 25：财政政策目标



数据来源：Wind、国元期货

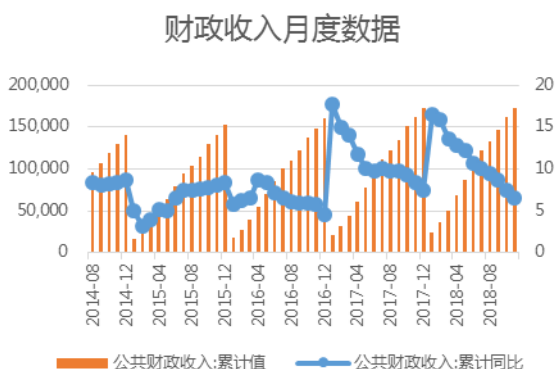
图 26：财政收支年度数据



数据来源：Wind、国元期货

2018年1-11月累计，全国一般公共预算收入172333亿元，同比增长6.5%。1-11月累计，全国一般公共预算支出191751亿元，同比增长6.8%。财政收支增速均较2017年下滑。2019年会实施更大规模的减税降费，在此政策下财政收入增速不会太高，而财政支出较为刚性，全国公共财政收支差额扩大的概率较大。因此对于财政政策的扩张规模不必预期过高，可以期待财政托底经济增长速度不滑出合理区间，但应该没有非常强的经济拉动作用。

图 27：财政收入月度数据



数据来源：Wind、国元期货

图 28：财政支出月度数据



数据来源：Wind、国元期货

货币政策放松。2017年货币政策全年偏紧，防范金融风险、金融行业去杠杆的政策思路贯穿全年。中

央经济工作会议对 2018 年的货币政策明确定调，会议指出“稳健货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长”，基本上延续了货币政策偏紧的基调。不过 2018 年宏观经济环境稳中有变，对内面临经济下行压力，对外面临中美贸易摩擦，实体经济中的民营企业、中小企业经营困难，社会融资需求收缩，在此环境下，货币政策适时调整，货币政策较年初的基调有较大程度放松。

年终经济工作会议确定 2019 年货币政策基调“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题”。从保持中性到松紧适度，因此市场分析认为，在经济基本面不发生重大变化、外部压力没有明显缓解、宏观金融领域没有发生系统性风险的情况下，2019 年央行将贯彻执行稳健中性的货币政策过程中偏宽松的概率高收紧的概率低。

对于 2019 年的政策方向，易纲行长有很明确的表述“一是坚持稳健中性的货币政策，做好预调微调，把握好度；二是强化政策统筹协调，缓释信用收缩；三是发挥好“几家抬”的合力，引导资金流向民营企业、小微金融等重要领域和薄弱环节；四是继续深化金融改革，疏通货币政策传导机制”。

图 29：货币当局总资产

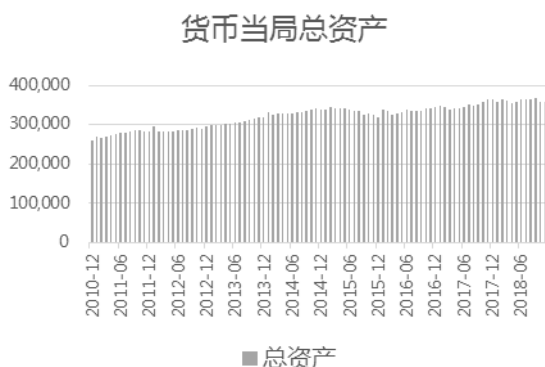
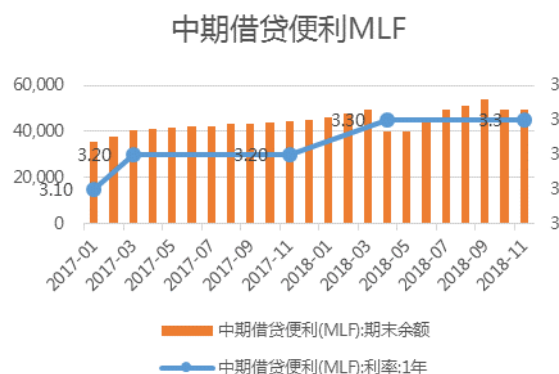


图 30：MLF 余额



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

外汇政策维持稳定。2018 年人民币在全球货币体系中仍表现出稳定强势货币特征。美元在 2017 年中从 103 的高位逐步下滑至 2018 年初的低点 88 附近，随后一路上行，全年表现较为强势。美元走强增加了人民币贬值压力。2018 年外汇储备稳定在三万亿美元上方。

市场分析认为，中央及外汇管理当局有维护人民币强势稳定的意愿，人民币的强势稳定也符合人民币国际化与一带一路的国家战略。2017 年以来，央行外汇占款波动趋缓。2018 年 9 月央行口径外汇占款余额减少 1193.95 亿元至 21.4 万亿元，降幅较 8 月份的 23.85 亿元明显扩大，创 2017 年 1 月以来最大降幅。

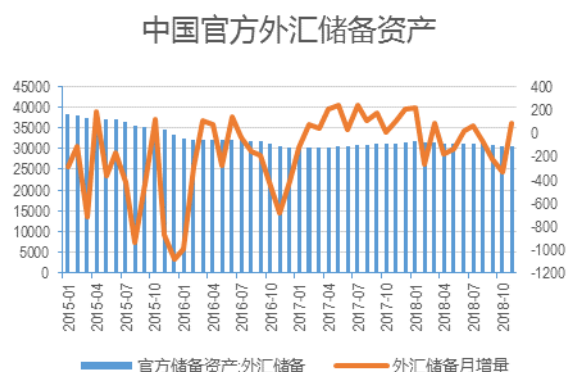
10月外汇占款规模为21.3万亿元，环比减少超915亿元，外汇占款进一步下滑。9、10月份央行外汇占款突然出现大幅减少，这在一定程度反映出资本流动趋势的同时，也表明央行正在加大入市力度，平抑汇率波动。外汇占款是人行因购买外汇而投放人民币的累计值。

图 31：外汇占款月增量



数据来源：Wind、国元期货

图 32：外储



数据来源：Wind、国元期货

2019 年外汇政策思路应不会有重大变化。

六、2019 年宏观经济展望

2019 经济面临较大的下行压力，目前部分关键领域数据回落，投资、消费；部分领域持续增长有压力，净出口、生产。现阶段宏观经济增长有一定的压力，部分压力来自于经济增长动力下降，部分来自于上一轮加杠杆的高基数，2019 年的基数要略低于 2018 年。市场预期 2019 年中国经济增速预计为 6.2%，但大幅下行概率不高，不必过于悲观。

2018 年末规模以上工业增加值增速跌破的 6.0% 的长期平台，结合目前的经济形势，我们认为这可能是一次产出下滑趋势的起始点。市场预测，由于供给侧改革政策下部分落后产能已经被淘汰，加之加工贸易贡献下降，2019 年规模以上工业增加值增速略放缓至 5.8% 左右。

2019 年基建、地产投资增长放缓，或拖累投资领域。但对投资下滑的问题也不必过分忧虑，一方面工业企业固定资产投资 2018 年下半年逐步企稳回升，对投资增速有一定的带动作用，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，使 19 年固定投资增速稳定在 5% 之上。

2019 年需求大体延续 2018 年稳健态势，下游消费、需求不会太弱，预计明年消费市场将保持平稳较

快发展态势，不过考虑到我国居民的消费习惯大幅增长的概率也不太高。消费领域不会成为 2019 年经济增长的拖累但也不是能替代房地产的新增长点。随着我国中等收入群体不断壮大，城镇化率稳步提升，消费仍然具有良好的增长空间。

2019 年进出口增速回落的概率大。由于 2018 年“抢出口”的因素存在，并且国际经济贸易领域仍然存在一些不确定、不稳定因素，市场分析认为 2019 年进出口能够企稳实现 5-8% 的增长，且进口强于出贸，内需略强于外需。

2019 年 CPI 延续温和通胀的趋势，2019 年初价格指数回落的概率不高，2019 年全年或超过 2.2 的历史均值。2019 年 PPI 增速大概率回落，在需求下滑的背景下，工业原材料价格维持在高位比较困难，市场预期回落至 0 值之下。

因此在 2019 年经济下行压力较大、实体企业融资困难的情况下货币政策较 2018 年边际放松的概率大。政策层面稳增长、稳就业的压力增大，虽然大幅刺激的可能性不大，结构性的政策调整、逆周期政策措施可以期待。政府政策或可对冲部分压力，不过目前政府稳增长的压力不急迫，尚专注于调结构。

18 年初市场重点关注的中国经济本身的问题，年末逐步向外部风险因素聚焦，2019 年最终还要回归到自身，通过解决自身问题摆脱经济下行压力。

股指、债券、商品 2019 年都在经济下行的大背景下运行，并寻找转折的契机。

七、股指期货 2018 年行情回顾

2018 年股票市场震荡下行为主。1 月份延续 2017 年走势加速上涨上证指数于 1 月 29 日创下年内高点 3587 点，后一路震荡下行，全年下跌，并于 10 月 19 日创下 2449 点的年内低点，回撤幅度 31%。深圳成指于 1 月 25 日创下 11633 的年内高点，于 10 月 19 日创下 7084 年内低点，回撤幅度 39%。中小板指自 7793 回落至 4801 点，回落幅度 38%，创业板指自 4 月 2 日高点 1918 跌至 1184，回撤幅度 38%。

股指期货三大标的指数也以年内下跌为主。股指期货行情强弱分化，上证 50 明显强于中证 500。上证 50 指数自 1 月 24 日高点 3202 跌至 7 月 3 日低点 2331 之后一直低位横盘震荡，回撤幅度 27%，及至年末，上证 50 跌破盘整平台开始补跌。沪深 300 自 4403 跌至 3009 点，下跌幅度 32%。中证 500 自 6449 点全年下跌至 3948 点，下跌幅度 39%。2018 年蓝筹、白马股还算受到机构关注，中小创遭到打压。

2018 年股指期货下跌主要是因为年内经济下行压力逐步增大以及中美贸易摩擦导致的外部压力增加所致。

图 33：股指期货 2018 年行情回顾



数据来源：Wind、国元期货

图 34：2018 年 A 股市场风格



数据来源：Wind、国元期货

八、股指期货基本面分析

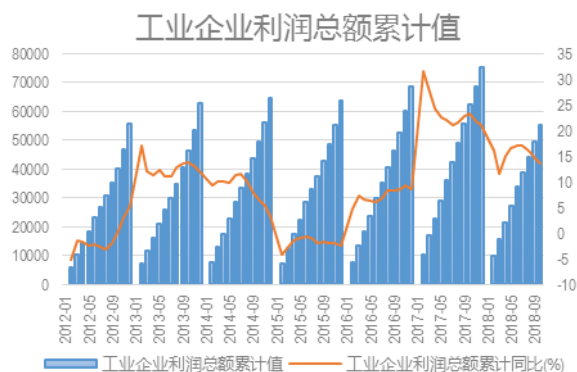
（一）、企业盈利增速下降

2018 年企业盈利水平较 2017 年明显下滑。周期股的业绩大幅提升带动了周期板块的持续上行是 2017 年股市运行的重要利好因素。结合资本市场情况来看，政府强力推进的产能出清以及各种限产政策，影响了供给，支撑了价格。包括产能的去化、短期的限产等行政手段推动的供给侧改革形成了供给层面的收缩，供给收缩是煤炭、钢铁等部分行业利润好转的主要原因，尤其是指数指标股均是国内各行业中的龙头企业，是 2016-2018 这次产能出清的受益部门。及至 2018 年供给侧结构性改革带来的“供给收缩”边际递减，经济基本面走弱带来的“需求下滑”，导致年内企业盈利增速较 2017 年下滑，处于近几年来次高水平。2018 年中上游的利润有部分向下游转移的迹象，但由于下游需求环节本身较为薄弱，产业利润大部分还是集中在上游。

2018 年 1-10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 55211.8 亿元，同比增长 13.6%，增速比 1-9 月份放缓 1.1 个百分点。1-10 月份，在 41 个工业大类行业中，34 个行业利润总额同比增加（较 1-9 月份持平），7 个行业减少。1-10 月份，规模以上工业企业实现主营业务收入 85.7 万亿元，同比增长 9.3%，增速比 1-9 月份放缓 0.1 个百分点。

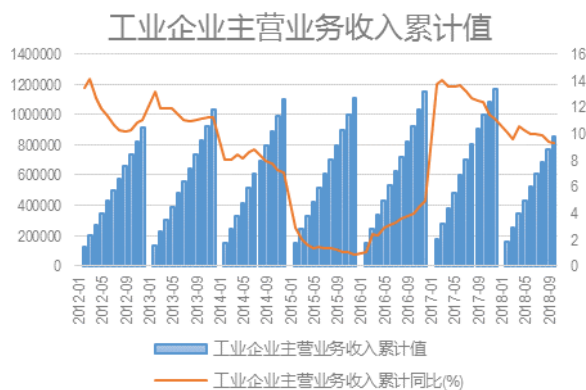
1-10 月工业利润总体保持较快增长。不过由于工业产销增速放缓、价格涨幅回落、上年利润基数高等原因，1-10 月份工业企业利润数据整体回落。

图 35：工业企业利润总额累计值



数据来源：Wind、国元期货

图 36：主营业务收入



数据来源：Wind、国元期货

2017 年单月规模以上工业企业利润增速最高点为 9 月份的 27.7%，累计规模以上工业企业利润增速的次高点为 10 月份的 23.3%，可以说 2017 年 9、10 月份的基数非常高，按照目前的企业经营状态很难超越当时的水平，因此继续下滑的概率较高。市场分析认为 2018 年供给侧结构性改革成效继续显现，若是需求走弱，则企业效益向好的态势并不能稳固，不过即使不及 2017 年也处于近年来次高水平。

目前企业盈利水平还处于较高的位置上，后期的宏观经济状况不能支持传统产业高利润，盈利预期下滑，逐步回归历史平均水平。2017 年为此轮经济小周期中企业盈利的高点，2018、2019 年企业盈利下滑的概率较高。市场预期 2019 年企业盈利增速继续高速增长有一定压力，2019 年重点考察的还是供应收缩程度与需求的变化以及新的政策导向下的增长点。

图表 37、 2018 年行业利润总额累计同比前 10VS 后 10 行业

行业	2018.1-10
石油和天然气开采业	370.6
黑色金属冶炼及压延加工业	63.7
采矿业	47.1
非金属矿物制品业	45.9
金属制品、机械和设备修理业	37.9
废弃资源综合利用业	27.8
石油加工、炼焦及核燃料加工业	25.2
化学原料及化学制品制造业	22.1
专用设备制造业	21.1
化学纤维制造业	19
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.3
农副食品加工业	1.9

橡胶和塑料制品业	0.8
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-2.8
造纸及纸制品业	-4.6
水的生产和供应业	-4.6
汽车制造	-5.4
黑色金属矿采选业	-15.7
有色金属冶炼及压延加工业	-20.1
其他采矿业	-30

数据来源：Wind、国元期货

（二）、股市融资速度下降

2018 年沪深两市市值下降。由于 2018 年股市行情不好，管理层呵护市场，减少了 IPO 数量。2017 年全年挂牌上市 428 家较 2016 年增长八成%，2018 年截至 11 月共有 100 家公司 IPO 上市，较 2017 年缩减了 7 成。定增融资与 2017 年有一定程度的下降，2017 年定增融资约 12871 亿元，较 2016 年的高峰减少三成，2018 年前三季度 A 股增发融资额 7357 亿元，较 2017 年同期减少约两成。

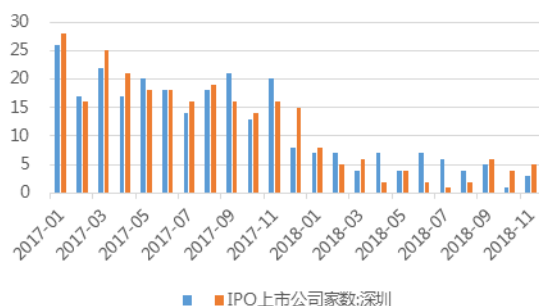
市场目前还被部分市场分析人士定性为存量博弈，主要表现长期下跌无法吸引增量资金入场，反弹过程中也表现为板块轮动，无法全面展开多头行情。造成场内资金不足的原因主要有（1）IPO、再融资速度很快，资金消耗较多。2018 年融资需要资金约 1 万亿。交易损耗较高（印花税约 1 千亿）（2）整体资金流出 A 股，场内存量资金博弈，未观察到明显的增量资金。（3）股价大幅下跌，股权抵押融资面临止损被动离场。（4）产业资本减持。截至 12 月 19 日，2018 年以来共计 148 家公司出现董事长减持行为，合计减持 24.27 亿股，减持金额高达 222.79 亿元，公司家数与减持数量与近几年相比均有所提升。

及至年末，“IPO 常态化”政策思路没有变化，料 2019 年新股发行节奏依旧。2019 年按照目前的发行节奏测算，全年的数量可以达到 100-150 家。

图 38：IPO 家数

图 39：IPO 融资

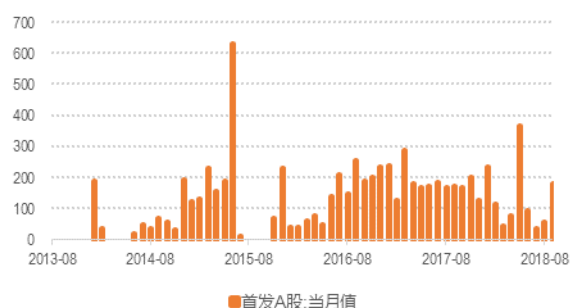
2017-2018年IPO上市公司家数



数据来源：Wind、国元期货

图 40：IPO 家数

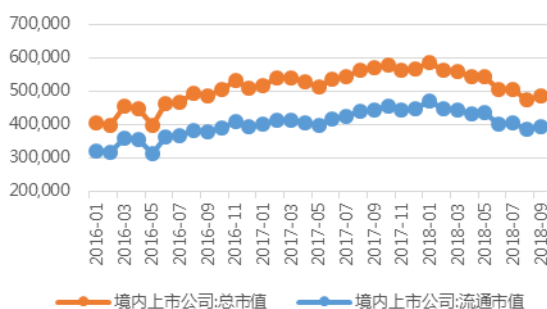
新股IPO融资额



数据来源：Wind、国元期货

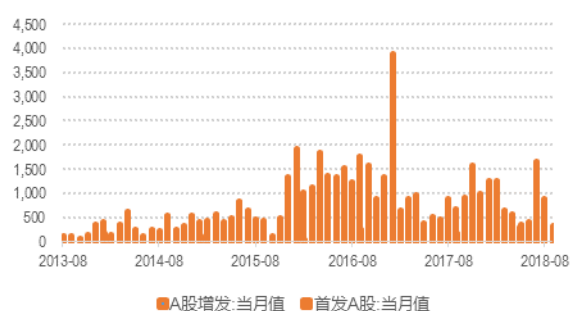
图 41：A 股增发融资额

沪深股市市值合计



数据来源：Wind、国元期货

A股增发融资额



数据来源：Wind、国元期货

(三)、融资余额稳步下降

2018 年市场融资余额呈逐步下降趋势。2017 年下半年融资余额稳步增长，2018 年初涨势加速，及至 1 月 22 日融资余额为 10662.6 亿元，较 2017 年末增加 446.7 亿元，为本轮高点。此后一路下跌。截止 2018 年 12 月 20 日融资余额为 7595.47 亿元，较高点下跌了 3067.14 亿元，跌幅较大。融资盘下跌对市场的影响也比较直观，因为在趋势行情中融资盘会加速推进趋势的发展。

值得注意的是 5 月份之后到 10 月份之间，融资盘呈现出单边流出的态势，并未随大盘反弹的短期趋势发生回升变化，即使是在 6-7 月、8-7 月的反弹整理期间，融资余额下降的趋势也没有丝毫的放缓，资金流出的态度十分的坚定。可能表示部分杠杆资金的离场可能表示这部分资金前期收到了较大损失，也可

能表示这部分交易活跃资金对后市预期偏悲观。不过及至年末 11-12 月融资余额下降速度显著放缓，甚至在大盘持续下跌的时段也没有出现融资余额大幅下跌的情况。这跟前 10 个月融资盘呈现出单边流出的态势有较大的变化。

融券方面，2017 全年稳定在 40-50 亿之间，2018 年融券余额则一路上升，11 月 2 日到达年内高点 85.6 亿元，随后回落，12 月 20 在 72 亿元左右。由于规模较小，融券做空对指数的影响有限。

2019 年基本延续 2018 年的融资融券参与格局。

图 42：融资余额



数据来源：Wind、国元期货

图 43：融券余额



数据来源：Wind、国元期货

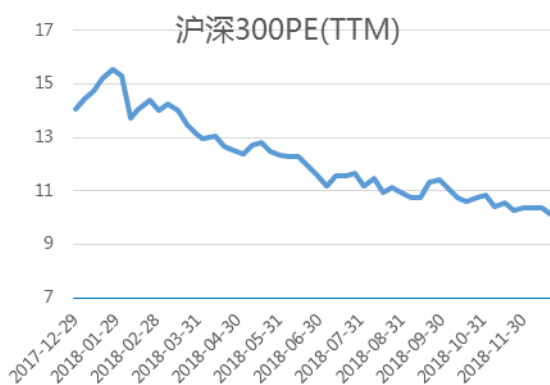
（四）、三大指数估值下降

2018 年三大股指的估值均以下降为主。虽然 2018 年指标股的盈利较 2017 年有所下降，但股价下跌的速度更快，沪深 300、上证 50、中证 500 指数 PE 下降趋势，所谓跌出了价值。目前来看中证 500 指数 PE 处于历史低位。

由于 2018 年上市公司的盈利预期不及 2017 年，料在 2019 年一季度之前会延续此趋势，在视年报集中发布期的企业业绩兑现行情的情况来判断是否能够改观目前的局面。不过目前市场预期的公司业绩还是比较悲观，股指估值受业绩打压而上升的概率大。

图 44：沪深 300PE

图 45：上证 50PE



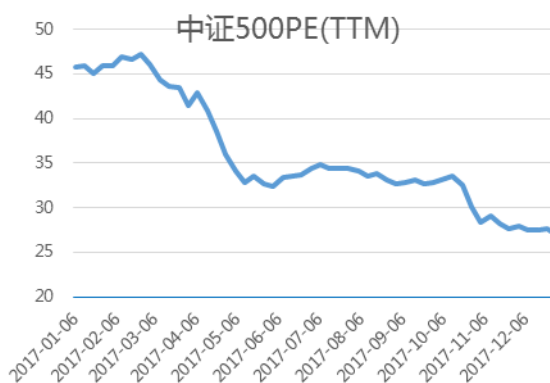
数据来源: Wind、国元期货

图 46: 中证 500PE

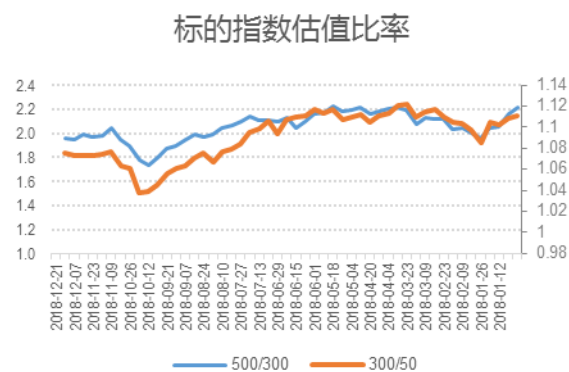


数据来源: Wind、国元期货

图 47: 标的指数估值比率



数据来源: Wind、国元期货



数据来源: Wind、国元期货

图表 48、申万行业指数市盈率

申万行业指数:市盈率:	2017-12-29	2018-12-20	变化率
银行	7.40	6.00	-19%
交通运输	20.67	16.41	-21%
农林牧渔	33.81	26.03	-23%
非银金融	21.08	15.65	-26%
纺织服装	26.24	19.29	-26%
公用事业	27.89	19.59	-30%
国防军工	78.65	54.27	-31%
休闲服务	39.47	26.45	-33%
计算机	57.52	38.50	-33%
医药生物	37.44	25.03	-33%
汽车	20.72	13.63	-34%

采掘	19.35	12.70	-34%
建筑装饰	16.45	10.57	-36%
传媒	34.75	21.89	-37%
食品饮料	36.79	22.60	-39%
电气设备	37.74	23.09	-39%
电子	40.15	23.86	-41%
房地产	15.60	9.15	-41%
轻工制造	27.39	15.84	-42%
通信	59.76	34.34	-43%
家用电器	20.08	10.94	-46%
综合	48.50	26.04	-46%
商业贸易	29.22	15.20	-48%
机械设备	48.07	24.36	-49%
有色金属	47.06	23.71	-50%
化工	27.50	13.73	-50%
建筑材料	26.21	10.59	-60%
钢铁	15.80	6.05	-62%

数据来源：Wind、国元期货

（五）、期货贴水逐步收窄

各主力合约 IH 为小幅升水，IF、IC 为贴水。其中上证 50 合约期货升贴水幅度最小相对现货最为强势，中证 500 合约贴水幅度较大，期货市场对后市预期不乐观。

从盘面看，17 年二季度以来股指期货的表现比现货还弱。整体上表现出熊市价差结构，即期货贴水现货，远月贴水近月。不过下半年以来，指期货期现结构出现分化，IH 合约已经全面由贴水转为升水呈牛市预期结构。年末 IF 的当月合约也转为升水，近远月价差大幅收窄，市场预期转变得较前期乐观。不过 IC 合约整体表现出熊市预期，贴水率略高，也反映了市场认为目前中小盘股估值还是偏高，对于中小盘股票的后市普遍看空。

2018 年下半年市场对未来的预期在逐步发生一些乐观的变化。2019 年或有望回归正常。

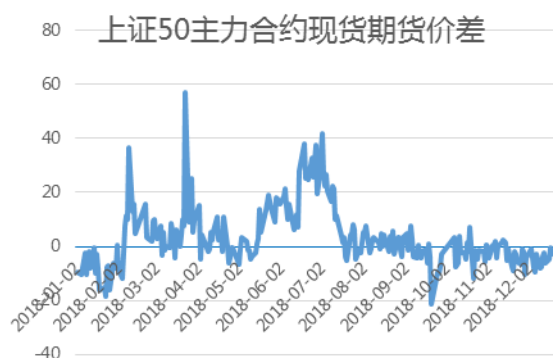
图 49：沪深 300 主力合约现货期货价差

图 50：上证 50 主力合约现货期货价差



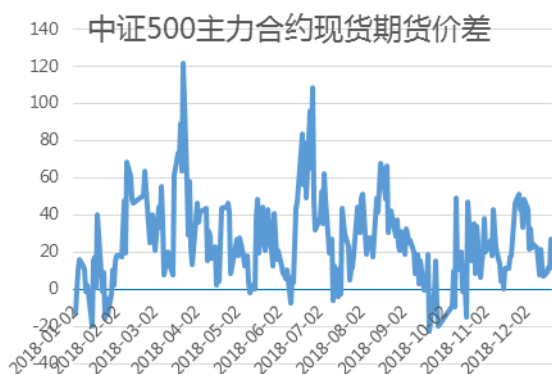
数据来源：Wind、国元期货

图 51：中证 500 主力合约现货期货价差

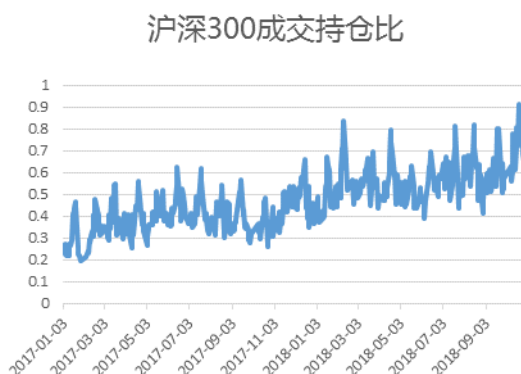


数据来源：Wind、国元期货

图 52：标的指数比率



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

九、股市政策分析

中央经济工作会议把防范化解重大风险放在重要的位置，并指出打好防范化解重大风险攻坚战，要坚持结构性去杠杆的基本思路，防范金融市场异常波动和共振。股票市场是领导层重点关注的风险市场。2019 年防范异常波动是股票市场的一个政策基调。证监会也发文称“坚持把防范化解金融风险放到更加突出的位置，重点做好股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险防范处置，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。”

“IPO 常态化”政策思路没有变化，料 2019 年新股发行节奏依旧。2019 年按照目前的发行节奏测算，全年的数量可以达到 100-150 家。

2018年12月中金所再次松绑股指期货。一是自2018年12月3日结算时起，将沪深300、上证50股指期货交易保证金标准统一调整为10%，中证500股指期货交易保证金标准统一调整为15%；二是自2018年12月3日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约50手，套期保值交易开仓数量不受此限；三是自2018年12月3日起，将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之四.六。对于股指期货来说这是一个重大利好。今后股指期货正常化可期。

2019年上交所将设立科创板并试点注册制，市场分析认为，最快2019年上半年即可成功上市。管理层将会确保在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地，统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市、投资者适当性管理等基础制度改革，更好服务科技创新和经济高质量发展。

十、2019年股指期货展望

对于2019年股指期货行情的判断还是整体平稳以偏空震荡筑底为主，全年呈现“V”型，即先抑后扬。

从政策面看，2019年终央经济工作会议把防范化解重大风险放在重要的位置，并指出要防范金融市场异常波动，证监会也把防范股票质押风险作为工作重点。

基本面来看，2019经济面临较大的下行压力，目前部分关键领域数据回落，投资、消费；部分领域持续增长有压力，净出口、生产。市场预期2019年中国经济增速预计为6.2%，大幅下行概率不高，不必过于悲观。实体企业融资困难的情况下货币政策较2018年边际放松的概率大。政策层面稳增长、稳就业的压力增大，虽然大幅刺激的可能性不大，结构性的政策调整、逆周期政策措施可以期待。2019年企业盈利下滑的概率较高。

国际方面，欧美日等主要经济体还处于货币政策正常化的过程中，欧美经济数据均有所下滑。对我国来说贸易摩擦带来的外部压力较大。全球需求下滑对外贸的压力较大。

从资金面上看，目前市场是存量资金博弈，目前来看2019年都没有改变的迹象。进入MSCI之后来自于国际的增量配置资金初期也规模较小。

综上所述，整体判断2019是震荡筑底走势。我们预测2019年上半年股指以偏空震荡筑底为主，下半年走势取决于上半年是否筑底成功。只有宏观经济摆脱下行压力，股指期货才有较大概率筑底成功。沪深300指数将在2800-3500区间运行，上证50指数将在2000-2800区间运行，中证500指数将在3500-5000区间运行。股指期货建议关注IH合约。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层

电话：010-84555000 传真：010-84555009

合肥分公司

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312522

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号（世基大厦 12 层西侧）

电话：0475-6380818 传真：0475-6380827

大连营业部

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840 传真：0411-84807340-803

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室

电话 0532--66728681, 传真 0532-66728658

郑州营业部

地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809/53386892

上海营业部

地址：上海浦东新区松林路 300 号期货大厦 2002 室

电话：021-68401608 传真：021-68400856

合肥营业部

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115888 传真：0551-68115897

北京业务总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 9 层

电话：010-84555028 010-84555123

合肥金寨路营业部

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼

电话：0551-62895501 传真：0551-63626903

西安营业部

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

重庆营业部

地址：重庆市江北区观音桥步行街 2 号融恒盈嘉时代广场 14-6

电话：023-67107988

厦门营业部

地址：厦门市思明区莲岳路 1 号 1604 室 08 室

电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部

地址：深圳市福田区百花二路 48 号二楼

电话：0755-36934588

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室

电话：0315-5105115

龙岩营业部

地址：厦门市思明区莲岳路 1 号磐基商务楼 2501 单元

电话：0597-2529256 传真：0592-5312958

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号双城国际大厦 4 号楼 22 层

电话：0571-87686300