

中国宏观专题报告

如何看待宏观走势与下半年的政策方向？

一季度的经济与金融数据发布后，同时伴随外需不确定性增加，投资者对下半年增长前景的疑虑有所升温。本文中，我们系统梳理近期宏观的走势，并就可能的政策空间为读者提供一个分析思考的框架。

一季度经济数据在以下几个方面不尽如人意——

- ▶ 三月金融与财政数据显示，财政与货币政策收紧幅度均超出预期。更值得注意的是，中央财政的扩张力度下降也为货币发行带来一定压力。
- ▶ 三月份生产、投资与工业品价格走势总体偏弱。
- ▶ 一季度来基建增速下滑较快。

另一方面，一季度数据仍有一些“亮点”。然而，在外需环境不确定性上升及货币财政政策较快“退出宽松”的背景下，市场人士担心这些“亮点”可能也会逐渐“黯淡”。虽然随着节后季节性及天气影响的消退、以及PPP项目库清理告一段落，一些偏离“趋势”较多的数据可能环比有所改善¹。同时，年初至今出口、消费、及地产投资数据好于预期，然而，市场对增长的预期仍较为悲观。

值得重申的是，财政和货币政策过快收紧的结果，往往与“降杠杆”的长期目标事与愿违²。我们认为，周期调节层面，货币和财政政策均有一些“稳预期”的政策空间。九天前的政治局会议明确提出要坚持积极的财政政策取向不变，保持货币政策稳健中性，注重“引导预期”³。同时，会议重提降低融资成本。我们看来，周期调节方面，货币和财政政策均有“稳预期”的回旋余地——

- ▶ 货币政策有进一步降准的空间，同时在非标回表压力下可能考虑适当加大贷款额度。
- ▶ 财政政策有加大支出并消减“盈余”的空间。财政盈余的有效盘活也有助于货币供应的企稳回升。

中期看，可持续“扩大内需”的空间仍在减税降费、鼓励民间制造业投资、改善收入分配并促进消费，以及提高民生等方面。九天前的政治局会议在一年后重提扩大总需求、并明确以“内需”为切入口。我们认为，本次“扩大内需”的举措可能避开之前偏重基建及商业地产投资的路径，致力于更“可持续”的内需增长。

往前看，我们会密切观察货币及财政政策的变化及其执行力度以预判其对需求增长的影响，同时，我们将继续以调整后的社会融资总量和实体经济融资成本的变化作为观察短期总需求变化最有效的领先指标。虽然近期的政策表述显示，政策目标将更注重调节结构与稳增长间的平衡。但是，具体的政策“微调”的执行细则、扩大“内需”的实质举措，及对实体经济传导的时滞仍有待观察。我们将继续密切观察并实时更新。

分析员

易垭

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 | 4月投资增速与金融条件均较3月边际改善 (2018.04.30)
- 宏观经济 | 制造业PMI小幅下降 (2018.04.30)
- 宏观经济 | 节前经济活动保持平稳；企业债券发行提速 (2018.04.30)
- 宏观经济 | 利润增速下滑，财务成本明显上升 (2018.04.27)
- 宏观经济 | 1季度GDP增长同比持平于6.8%，春节较晚压低3月工业生产 (2018.04.17)

¹ 请参见我们2018年4月30日发布的图说中国月度总结《4月投资增速与金融条件均较3月边际改善 | 第24期:2018年4月》。

² 请参见我们2014年5月29日发布的聚焦中国报告《紧货币是否可以降杠杆？》。

³ http://www.xinhuanet.com/politics/2018-04/23/c_1122727588.htm

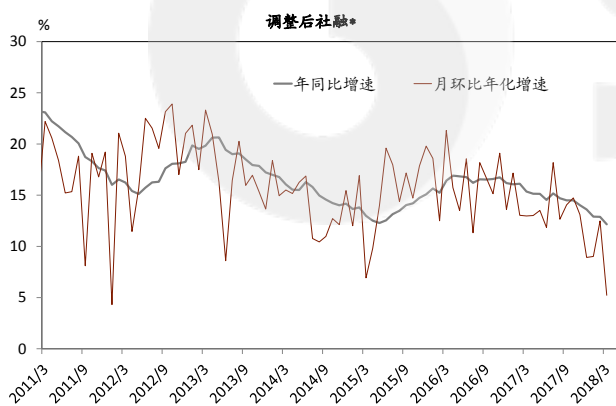
如何看待宏观走势与下半年的政策方向？

一、一季度经济数据回顾：几个方面不尽如人意，但也有一些“亮点”

中美贸易摩擦升温之外，一季度部分宏观经济数据走弱也加重了市场对经济增长的忧虑

3月金融与财政数据显示，财政与货币政策收紧幅度均超出预期。值得注意的是，中央财政的扩张力度下降也为货币发行带来一定压力。最近的一轮货币政策收紧始于2017年11月——M2同比增速从2017年10月的8.9%降至8.2%，同时准M2⁴同比增速从12.2%明显放缓至10.6%。在过去的5个月内，调整后社融⁵同比增速从14.5%下降至12.2%，期间平均年化月环比增速低于10%。2018年初以来，对非标融资的监管力度明显加强⁶，货币条件收紧速度随之加剧，3月调整后社融的年化月环比增速快速下降至5.2%（图表1）。值得注意的是，今年以来财政扩张的力度也有所减弱。一方面，一季度中央财政盈余高于去年同期（图表2），另一方面，对地方政府融资监管加强⁷和PPP项目库清理⁸等也导致地方财政扩张速度放缓。今年3月底，财政存款同比增加7047亿人民币，而财政存款上升将减少基础货币，进而影响货币供给总量（基础货币×货币乘数=货币供给，目前货币乘数在5.4左右）。因此，1季度财政政策退出宽松节奏明显加快也压制了货币信贷扩张。

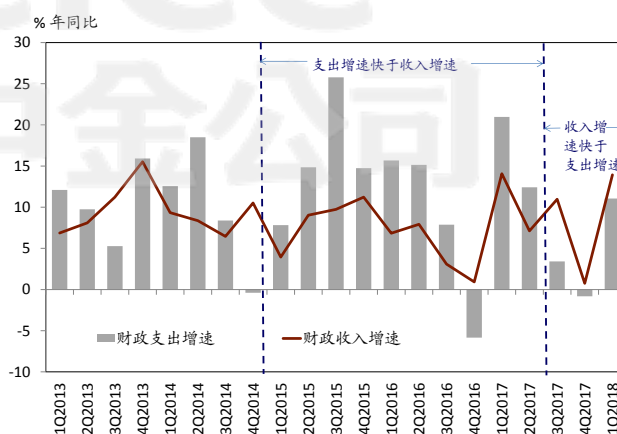
图表1：调整后社融增速自2017年11月以来明显放缓



* 调整后社融 = 官方公布社融存量 + 国债存量 + 地方债存量

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表2：财政政策扩张力度减弱



资料来源：CEIC，中金公司研究部

⁴ 准M2 = 调整后社融 + 估算的商业银行外汇占款 - 财政存款。有关准M2的计算方法，请参见我们2017年8月7日发布的中国宏观专题报告《该如何去理解M2增速下降及其影响？》。

⁵ 调整后社会融资总量 = 央行公布的社会融资总量 + 地方政府债券余额 + 国债余额。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》。

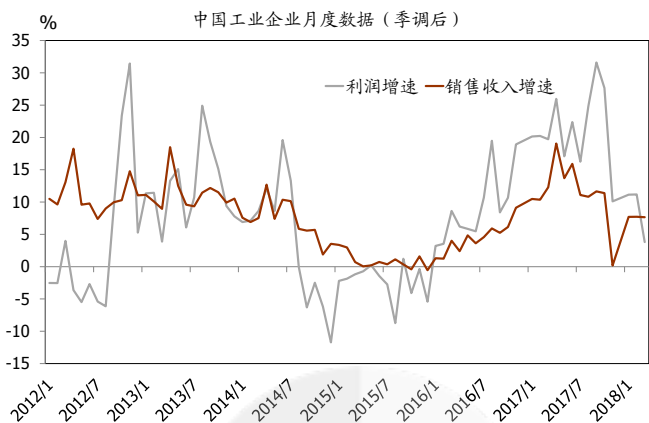
⁶ <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/D34DF8260C5E45CD871420EA413E3128.html>; <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/7F07C78623DD4488A1E67FEA633CC16E.html>

⁷ http://jrs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201803/t20180330_2857297.html

⁸ 请见我们2018年4月10日发布的中国宏观专题报告《PPP项目库清理影响几何？》。

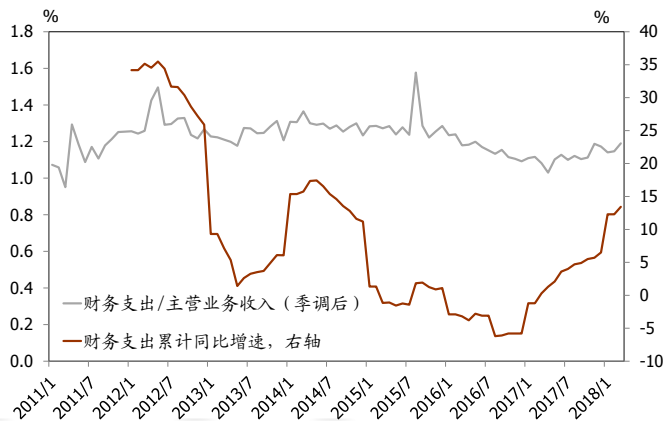
一季度来基建增速下滑较快, 3月生产、投资与工业品价格走势总体偏弱。如上述, 财政和货币政策收紧, 叠加行政调控等因素, 3月基建投资同比增速从2017年全年的14.9%快速下滑至6% (此处仅限于讨论近期趋势, 暂不考虑结构性的数据质量问题)。此外, 3月工业增加值同比增速从1-2月的7.2%明显下滑至6%, 虽然基数走高, 但PPI同比增速亦从2017年12月的4.8%超预期回落至3.1%。在货币和财政如此快速“退潮”的周期环境下, 1季度名义GDP同比增速放缓、工业企业利润下滑, 以及财务费用增长明显加速也在情理之中⁹ (图表3 & 4)。

图表3: 工业企业利润增速明显下滑



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

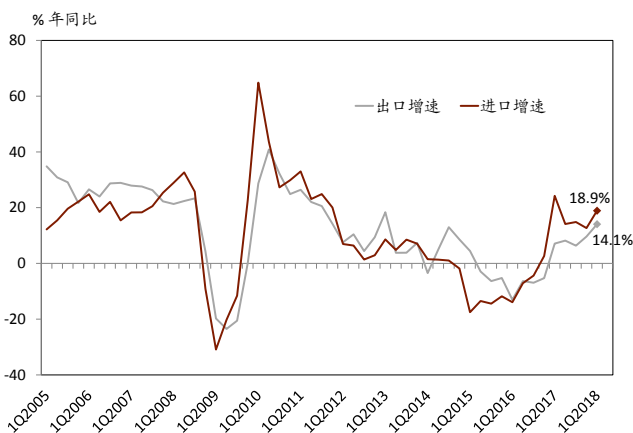
图表4: 同时财务费用增速大幅走高



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

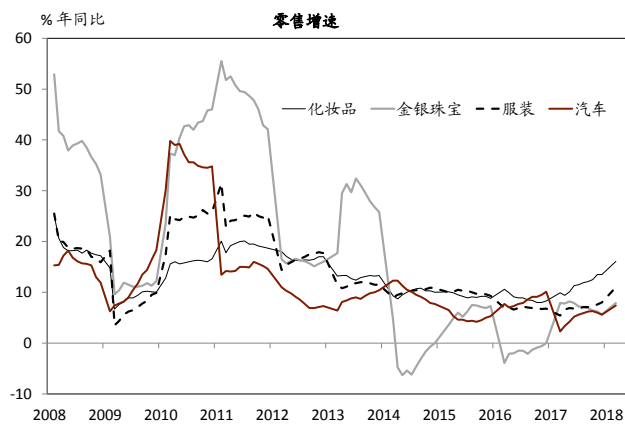
另一方面, 年初至今出口、消费、及地产投资数据好于预期, 增速得以保持甚或加快。尽管一季度部分数据不及预期, 我们仍然看到一些“亮点”——进出口增速维持高位 (图表5), 年初至今房地产销售增速略超预期, 房屋新开工面积增速也在3月明显加快。同时, 随着食品价格上涨和农村人均收入增长加快, 必选消费品销售加速增长, 而一些可选消费品类也有超预期增长, 其中汽车销量增速尤为突出 (图表6)。

图表5: 年初至今进出口均保持快速增长



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表6: 不少可选消费品销售增速加快, 尤其是汽车



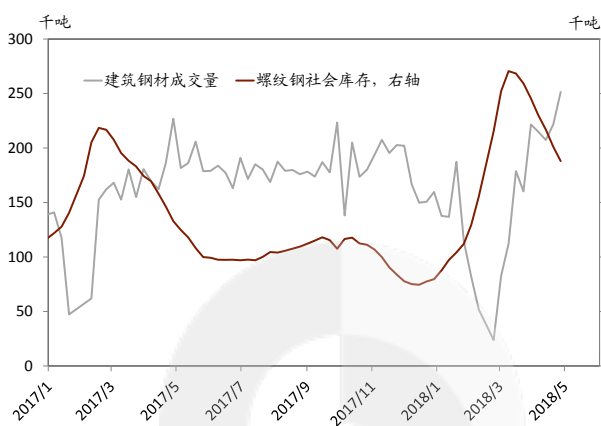
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

⁹ 请见我们2018年4月27日发布的中国宏观简评《利润增速下滑, 财务成本明显上升|详解3月工业企业财务数据》。

二、虽然随着一次性因素的消退，4月一些偏离“趋势”的数据会“回归常态”，但市场对增长仍有不少忧虑

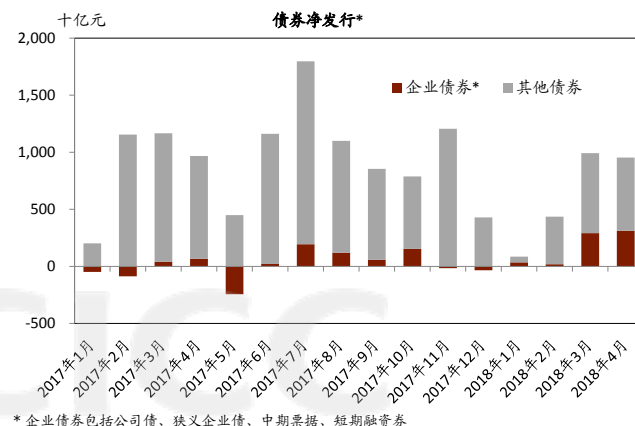
3月工业生产和投资增速受到一些一次性因素的影响，而4月大概率回归“趋势”。同时，4月融资条件也可能环比有所改善。今年春节较晚使得3月工作日同比偏少（今年正月十五已是3月6日），而史上历时最长的两会和北方的寒冷天气也在一定程度上抑制了3月的建筑开工。政策方面，PPP项目库清理持续至3月底，对一季度的基建投融资活动也有一些抑制；但在清理结束后，未出库的项目有望逐步复工。实际上，从高频数据来看，4月投资活动已经有所回暖——建筑钢材成交量反弹、重工业产能利用率回升，电厂日均耗煤量增速有所回升（图表7）。融资方面，4月企业和政府债净发行量达到9539亿元¹⁰，有望提振调整后的社融环比增速（图表8）——调整后社融环比增速从3月的“超低点”反弹是大概率事件。然而，债券发行提速和贷款发放加快能否完全抵消“非标”回表带来的紧缩压力仍有待四月货币信贷数据发布后再做观察。

图表7：4月投资活跃度较3月环比改善



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表8：债券发行维持较快节奏



*企业债券包括公司债、狭义企业债、中期票据、短期融资券

资料来源：CEIC，中金公司研究部

然而，在外需环境不确定性上升及货币财政宽松快速“退潮”的背景下，市场人士担心经济数据中的“亮点”也可能也会逐渐“黯淡”。尽管目前出口增速维持高位，但是市场对外需扩张的可持续性有保留。近期中美经贸领域的分歧升级，也可能预示着今后全球前两大贸易国之间的“摩擦”会成为“新常态”。同时，货币条件收紧、叠加企业盈利下滑可能会对可选消费增长、开发商的现金流以及再投资需求可能存在滞后影响。因此，虽然数据尚保持稳健，投资者对消费和房地产投资增长的前景也保持谨慎态度。

三、财政和货币政策过快收紧的结果，往往与“降杠杆”的长期目标事与愿违

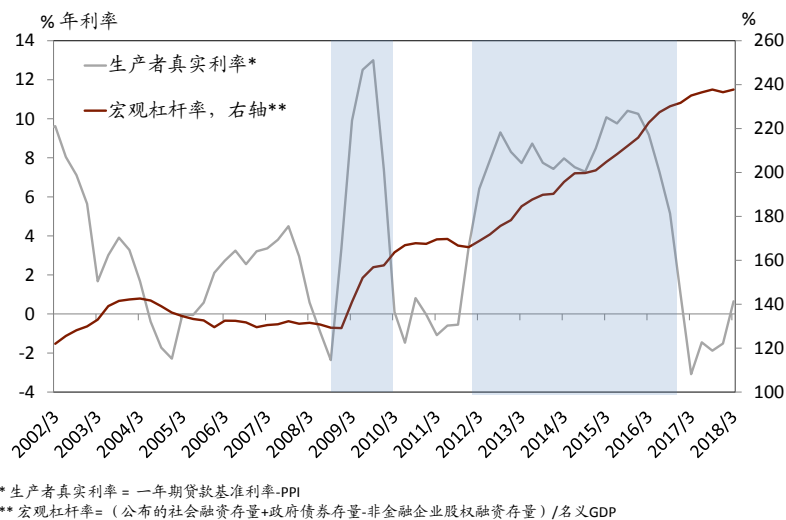
我们重申一直以来的观点，即如果货币政策过紧（或财政收缩过快），杠杆率反而可能上升¹¹。几年前，我们就在报告中分析，维持过紧的货币政策会使得经济增速偏离潜在增速、并带来通缩压力；即在宏观杠杆率的计算公式中，“分母”下滑的速度很可能快过“分子”，反而导致杠杆率上升。上文提到，财政盈余上升和财政存款增加会压制基础货币扩张，从而影响货币供给，因此财政政策过快收紧也可能导致货币收紧。可能在宏观层面，这样的判断乍一听可能有悖常理，但在微观层面很好理解——金融条件政策过紧的环境中，企业的营收增速低于其潜在水平、现金流恶化、资产负债表受侵蚀、企业杠杆率上升。如图表9所示，在真实利率在高位时（如2012-2016年），宏观杠杆率会加速上升¹²。

¹⁰ 请参见我们2018年4月30日发布的图说中国月度总结《4月投资增速与金融条件均较3月边际改善 | 第24期:2018年4月》。

¹¹ 请参见我们2014年5月29日发布的聚焦中国报告《紧货币是否可以降杠杆？》。

¹² 宏观杠杆率 = (公布的社会融资存量+政府债券存量-社融里的股权融资) / GDP。

图表9：紧货币往往推高杠杆率——真实利率过高时通缩加剧，杠杆率加速上升



资料来源：CEIC，中金公司研究部

四、宏观调控层面，政策可能有哪些“微调”？

一年多来，中央一直着重强调“防范系统性风险”，而最近一次政治局会议（4月23日）纪要重提坚持积极的财政政策取向、保持货币政策稳健中性，持续扩大内需，并明确降低企业融资成本¹³。这些久违的措辞可能体现出一些政策“微调”的信号——纪要对经济走势的描述从上次的“稳中向好”变为“总体稳定”，同时，纪要首次提出实现2018年（实际GDP增长6.5%）的经济目标描述为“需要付出艰苦努力”。在政策方面，政治局会议提出坚持积极的财政政策取向不变，保持货币政策稳健中性，同时也在一年后重提扩大总需求和降低企业融资成本。此外，会议还提出注重“引导预期”。我们认为，这些政策“微调”可能受近期宏观环境变化驱动——即外需不确定性上升、实体经济融资成本走高，而基建投资增速明显下降。

除了最近发布的更具有“操作性”资管新规最终修订稿，货币政策也可通过进一步降准、降准置换MLF，或是适当加大贷款额度等方式来“稳预期”。上周五（4月27日）央行发布资管新规，与去年11月的征求意见稿相比¹⁴，在过渡期和非标产品计价等方面操作性增强——新规过渡期从此前的2019年6月延长至2020年底，同时允许对流动性较低的产品采用摊余成本法计价。我们认为，资管新规落地可能会缓解市场此前对缓冲期不足而造成流动性“硬着陆”的担忧。此外，货币政策有进一步降准，或再次降准置换MLF的空间——4月25日央行降准（部分置换到期MLF）后，MLF存量仍然高达4万亿元，如果全部通过降准置换，约等于250-300个基点的全面降准。在降准置换MLF的操作过程中，即使整体流动性环境基本不变，也有利于缓解银行的负债端成本，进而降低整体融资成本。此外，降准或降准置换MLF有望减少频繁公开市场操作和高企的法定准备金率带来的结构性扭曲——目前银行间流动性过度依赖央行的公开市场操作，而市场往往对央行操作的量/价信号做出过度解读。此外，过高的准备金率必然引发商业银行监管套利¹⁵，规避准备金“重税”——如发展影子银行、表外业务。另一方面，在对非标资产加强监管的同时，适当加大商业银行、尤其是中小银行的传统贷款额度也有利于抵消非标存量快速下降带来的紧缩影响。

财政政策有加大支出并消减“盈余”的空间。财政保持适度宽松亦有助于稳定货币和信贷增长。很容易被武略的一点是，财政存款的增加也会抑制货币和信贷的供给。如上文所述，中央财政支出增速放缓可能也加剧了投资增速的下行压力。往前看，尽管“加强地方政府投融资监管”的总基调维持不变，但中央政府可以向部分地区增加一般性转移

¹³ http://www.xinhuanet.com/politics/2018-04/23/c_1122727588.htm

¹⁴ 请参见我们2018年4月27日发布的中国宏观简评《统一监管、平稳过渡：打破“刚兑”、矫正“错配” | 评资管新规正式出台》。

¹⁵ 请参见我们2018年4月17日发布的中国央行观察《人民银行再次大范围“定向”降准100bp，部分用来置换到期MLF》。

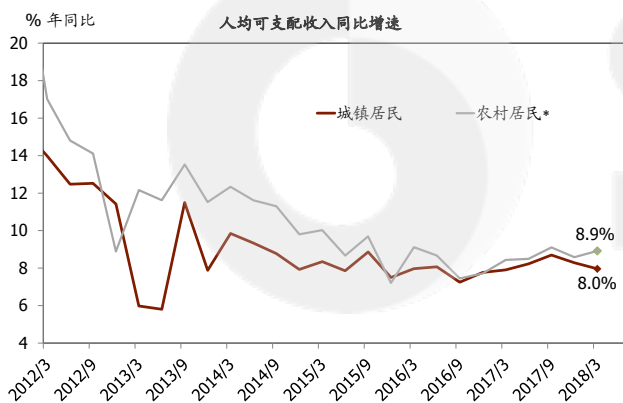
支付和补贴的力度来抵消与地方基建挂钩的中央“专项转移支付”下降带来的紧缩压力。同时，财政部也有望通过加大减税力度来消减财政盈余，尤其是考虑到今年降低进口关税可能会给部分国内制造业的带来一些短期的负面冲击。

五、中期来看，有哪些可持续的“扩大内需”政策选项？

我们认为，本次“扩大内需”的政策组合可能会避免“副作用”较高的逆周期调节措施，避免走推高基建或刺激商业地产需求的“老路”。考虑到实现“高质量的增长”以及防范系统性风险仍然是最重要的长期目标，我们认为政策不太可能放松对地方政府融资的监管，亦不会通过调整房地产限购/限贷政策来刺激内需（除非在“极端情况”下）。

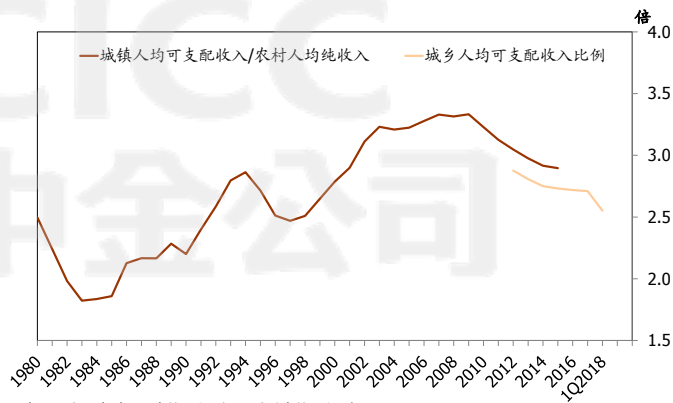
中期看，可持续“扩大内需”的空间仍在减税降费、鼓励民间制造业投资、改善收入分配并促进消费，以及提高民生等方面。目前来看，进一步减税已是共识。但除减税之外，降低各类杂费、下调社保费率以提高企业部门竞争力的空间仍然充裕，尤其是考虑到美国目前已经实施财政扩张和大幅减税¹⁶。此外，政府还可以通过税收优惠、补贴等方式促进民间制造业投资。消费方面，实践已经证明增加对低收入家庭的转移支付和完善基本社保、教育和医疗的覆盖可以有效推动大众消费增长，鉴于低收入人群的边际消费倾向更高（图表 10 和 11）。与此同时，消费税减免也可以有效提振销量，之前汽车消费税减免的成功经验就是佐证。最后，政府可能会增加民生相关投资，包括廉租房/保障房建设、环保升级方面等等。

图表 10: 近年来，农村居民收入增速快过城镇居民



* 2014年以前我们采用农村居民人均现金收入增速来估算人均可支配收入增速

图表 11: 城市和农村居民之间的收入差距开始有收窄的趋势



* 在 2014 年之前，我们用农村人均现金收入衡量农村人均可支配收入

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

六、结语

往前看，我们会密切观察货币及财政政策的变化及其执行力度以预判其对需求增长的影响，同时，我们将继续以调整后的社会融资总量和实体经济融资成本的变化作为观察短期总需求变化的最有效领先指标。值得注意的是，地方政府融资收紧、非标监管力度加强，以及金融去杠杆可能会在短期内继续影响一些经济部门的增长——叫停违规融资和 PPP 项目出库的影响往往较快显现，而合规 PPP 项目的投资和标准化融资的加速则有一个过程，所以短期内可能仍有“缺口”。因此，虽然近期的政策表述显示，政策目标将更注重调节结构与稳增长间的平衡，但是，具体的政策“微调”执行细则、扩大“内需”的实质举措，及对实体经济传导的时滞仍有待观察。我们将继续密切观察实体融资量与融资成本的变化并实时更新。

¹⁶ 请参见我们 2016 年 11 月 28 日发布的中国宏观简评《提高人民币竞争力的（更优）政策选择 | 美英提出减税政策对中国的启示》。

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剂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仅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：樊荣

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

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

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B座13层1311单元
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

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

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

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司