

悲观预期充分释放，中期反弹或将缓慢开启

宏观经济/股指

内容提要：

- ◆ 进入 9 月份，财政支出和地方专项债发行进度将会加快，基建投资有望回暖，经济悲观预期陆续得到修正，“内忧外患”的市场预期逐步扭转，股指中期反弹行情将缓慢开启。基本面逻辑在于：财政政策更加积极，将带动基建投资回升，关税下调将刺激消费需求在下半年集中释放，能够有效对冲经济下行风险。经济结构调整稳步推进，企业盈利温和改善，将在分子端边际提升股指的估值水平。
- ◆ 央行货币政策保持松紧适度，并向稳增长方面倾斜，定向降准有望继续实施，能够有效降低银行资金成本和企业融资成本，对股指的估值水平形成正向的促进作用。
- ◆ 影响风险偏好的有利因素总体偏多。中央政治局会议和国常会进一步释放稳增长信号，财政政策加码发力已在路上，经济悲观预期将得到修复。央行接连出手维稳汇市，人民币汇率开始企稳，贬值预期得到有效遏制。不利因素在于，中美贸易战存在进一步扩大的隐忧，美联储 9 月加息的时间窗口临近。
- ◆ 进入 9 月份，随着悲观预期的充分释放，股指中期反弹行情有望缓慢开启。波动区间：IF 加权 3300-3600，上证 2700-3000。稳健者维持逢低偏多的思路。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

中美第二批关税计划利空兑现，超跌反弹有望延续（周报）

中美贸易磋商重启，短期或有小幅反弹（周报）

二次探底后企稳回升，短期有望进入反弹阶段（周报）

中美贸易战升级担忧再起，短期面临方向性选择（周报）

宏观政策释放稳增长预期，中期反弹或将延续（月报）

短线调整结束，反弹有望延续（周报）

估值存在修复的要求，短期以反弹思路对待（周报）

“贸易战”利空兑现，估值存在修复的要求（周报）

2018 下半年宏观经济展望和资产配置（半年报）

第一部分 基本面分析

对于股指的基本面分析，本文根据 DDM 估值模型，从估值驱动因素出发，定性或定量分析股指估值的边际变化。我们着重分析经济增长、无风险利率和风险溢价（或风险偏好）对股指估值的影响。

2018年8月，随着中美第二批关税计划落地，新一轮贸易磋商开启，以及人民币汇率的有效企稳，风险偏好否极泰来，股指再次探底后企稳反弹。进入9月份，财政支出和地方专项债发行进度将会加快，基建投资有望回暖，经济悲观预期陆续得到修正，“内忧外患”的市场预期逐步扭转，股指中期反弹行情将缓慢开启。基本面逻辑在于：第一，财政政策更加积极，近万亿专项债将在未来几个月集中发行，将带动基建投资回升，汽车等进口关税下调将刺激需求在下半年集中释放，能够有效对冲经济下行风险。经济结构调整稳步推进，企业盈利温和改善，将在分子端边际提升股指的估值水平；第二，央行货币政策保持松紧适度，并向稳增长方面倾斜，定向降准有望继续实施，能够有效降低银行资金成本和企业融资成本，对股指的估值水平形成正向的促进作用。第三，影响风险偏好的有利因素总体偏多。中央政治局会议和国常会进一步释放稳增长信号，财政政策加码发力已在路上，经济悲观预期将得到修正。央行接连出手维稳汇市，人民币汇率开始企稳，贬值预期得到有效遏制。不利因素在于，中美贸易战存在进一步扩大的隐忧，美联储9月加息的时间窗口临近。

一、2018年7月经济数据继续回落，企业盈利温和改善

2018年7月经济数据继续下滑，经济下行压力进一步显现。上半年财政支出和地方债发行明显放缓，基建投资增速连续大幅回落，是拖累固定资产投资下滑的主要原因。中美贸易战自6月正式开打以来，并未出现实质性的缓和，具有长期性和严峻性，不排除进一步扩大的可能。受中美贸易战的影响，下半年我国出口仍将面临下行压力，经济增长或在一定程度上受到拖累。年初以来，房地产投资一枝独秀，制造业投资企稳回升，下半年财政支出将会加码，基建投资将受到提振。汽车等一些列进口商品关税下调，需求有望在下半年集中释放，能够有效对冲经济下行风险。我国经济由高速增长阶段进入高质量发展阶段，经济结构调整持续推进，高端和装备制造业发展加快，落后产能和“僵尸企业”被逐步淘汰和清理，企业盈利温和改善，经济增长的内生动力不断增强。从投资、消费、出口三个方面分析，我们判断2018年三季度，我国经济增速将持平于二季度，整体呈现降中趋稳的态势。

投资增速继续放缓。2018年中国1-7月固定资产投资同比增长5.5%（前值6%），连续5个月下滑。其中房地产投资同比增长10.2%，较前值加快0.5个百分点，新屋开工、商品房销售等指标同步回升。基建投资同比降至5.7%（前值7.3%），连续第5个月回落，增速创2012年5月以来新低，主要受地方债发行放缓以及长期贷款审批趋严等因素的影响。制造业投资同比增长7.3%（前值6.8%），连续四个月回升，高端和装备制造业发展加快。先行指标房地产销售增速出现止跌企稳的迹象，1-7月商品房销售额同比增长14.4%（前值13.2%），销售面积同比增长4.2%（前值3.3%），销售增速连续三个月回升。下半年财政政策将会发力，财政支出和地方专项债发行加快，将带动基建投资回暖，房地产投资并不悲观，制造业投资有望继续

回升，能够有效对冲经济下行风险，经济不会出现“硬着陆”。

消费增速小幅放缓，整体保持平稳增长。中国1-7月社会消费品零售总额同比增长9.3%（前值9.4%），连续四个月小幅回落，主要受家用电器、汽车销售和网上零售增速放缓的影响。7月1日起，汽车等进口商品关税开始下调，需求有望在下半年集中释放。长期来看，2015年初以来消费一直保持10%左右的增速，对经济增长的贡献率不断上升，预计2018年三季度消费仍将保持平稳增长的态势。

进出口增速小幅回升，贸易顺差继续收窄。中国7月出口同比增长12.2%（前值11.2%），进口同比增长27.3%（前值14.1%），实现贸易顺差280.5亿美元（前值414.7）。从累计同比来看，中国1-7月出口同比增长12.6%，进口同比增长21%，贸易顺差为1661.01亿美元，较去年同期大幅收窄21.5%，2016年以来贸易顺差呈现阶梯式的下降。中国7月出口并未显著下滑，表明人民币贬值在一定程度上抵消了关税的影响。但中美贸易关系复杂多变，双方在核心利益方面存在较大分歧，贸易战存在进一步扩大的可能，三季度我国出口仍将面临下行压力，将在一定程度上拖累经济增长。

综上，2018年7月经济数据继续下滑，经济下行压力进一步加大。受中美贸易战的影响，下半年我国出口仍有下行压力，但财政政策将会加码，财政支出和地方债发行加快，将带动基建投资企稳，汽车等进口商品关税降低，将刺激需求在下半年集中释放，制造业投资保持回升，预计三季度经济将与二季度持平。

二、货币政策微调转向“调结构”，有利于提升股指的估值水平

分母端无风险利率下降有利于提升股指的估值水平，反之则降低估值水平。中美贸易战背景下，今年经济存在下行压力，央行货币政策保持松紧适度，并向稳增长方面倾斜。定向降准有望在下半年继续实施，有利于降低银行资金成本和企业融资成本，对股指的估值水平形成正向的促进作用。

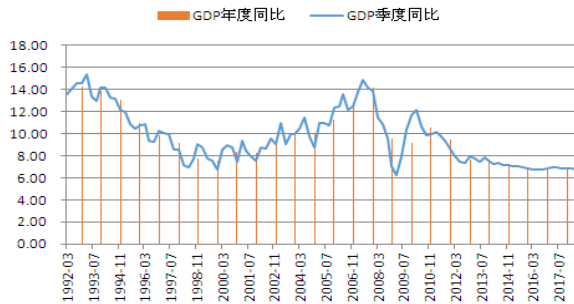
央行二季度货币政策执行报告指出，稳健的货币政策要保持中性、松紧适度，把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，根据形势变化预调微调，注重稳定和引导预期，优化融资结构和信贷结构，疏通货币信贷政策传导机制，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。国际经济形势错综复杂，中央政治局会议和国常会强调要保持经济平稳健康发展，与一季度相比，二季度货币政策基调略偏宽松，货币政策正在向稳增长方面倾斜。

2018年7月新增人民币贷款1.45万亿（前值1.84），社会融资规模为1.04万亿（前值1.39）。上半年银行信用收紧，非标融资大幅收缩，表外融资回归表内，导致社会融资规模显著下降，但信贷对实体经济的支持力度不断加大。7月M1同比增长5.1%（前值6.6%），M2同比增长8.5%（前值8%），M1与M2剪刀差连续6个月维持负值。表明随着金融去杠杆的深入推进，资金逐渐回归并服务于实体经济，货币供应量维持低速增长将成为常态。7月CPI同比增长2.1%（前值1.9%），主要受暑期旅游、交通、住宿等非食品价格上涨的影响，随着季节性因素的消退，通胀压力将开始回落。

虽然降准有利于资金面改善，但并不意味着稳健的货币政策取向发生转变。主要原因在于，我国经济正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，要求宏观政策保持稳定性连续性，为改革的顺利推进营造稳定的宏观经济环境。CPI整体保持温和增长，并未超过政府工作报告提出的3%的目标涨幅。金融去杠杆继续深化，资金回归为实体经济服务，广义货币供应量M2维持低速增长成为常态。从经济增长、通胀、货币供应量等几个方面分析，我们认为货币政策没有进一步宽松或收紧的必要性。

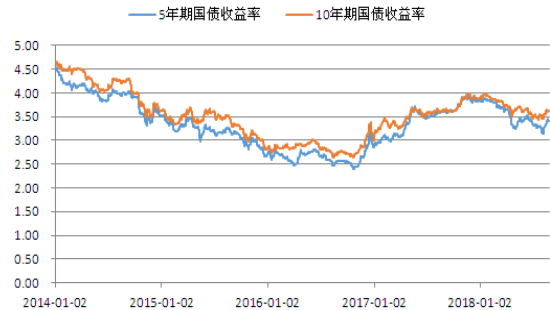
在防范化解重大风险和应对经济下行压力双重背景下，未来货币政策将保持松紧适度，相机预调微调，并向稳增长方面倾斜。为对冲经济下行风险，下半年定向降准有望继续实施，从这一方面来说，有利于降低实体经济融资成本，提升股指的估值水平。

图 1. 二季度经济增速小幅放缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 2. 无风险利率小幅回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

三、风险偏好分析

在股指的估值模型中，风险偏好提升、风险溢价下降将从分母端直接提升估值水平，反之将降低估值水平。当前阶段，风险偏好的变化是股指波动的主要驱动力之一，政策和风险事件等影响风险偏好的因素是我们分析的重点。

应美方邀请，中国代表团于 8 月底赴美，就中美贸易问题展开新一轮磋商，此为中美贸易战正式开打以来的第一次谈判，双方表示就下一步安排保持接触。中央政治局会议要求保持经济平稳健康发展，财政政策要更加积极，货币政策保持松紧适度，进一步释放稳增长信号。进入 9 月份，宏观政策稳增长预期继续释放，财政支出和地方专项债发行加快，基建投资有望回稳，市场对下半年经济的悲观预期将得到修正，有利于推动风险偏好回升。

（一）风险偏好影响因素分析

影响风险偏好的有利因素包括：

1. 中央政治局会议进一步释放维稳预期。中央政治局会议对下半年经济工作做出重要部署，强调在外部环境的变化面前，要保持经济平稳健康发展，提出财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。把握好去杠杆力度和节奏，确保不发生系统性风险。从中央政治局会议精神来看，“稳定压倒一切”上升为重要高度，意味着稳增长将成为下半年工作的重点，“去杠杆”向“稳杠杆”阶段过渡，目的是确保不发生系统性风险。下半年宏观政策将继续向稳增长方面倾斜，财政政策将会加码，货币政策保持松紧适度，有利于提升风险偏好。

2. 财政支出和地方债发行将会加快。今年 1-7 月份全国一般公共预算收入 121791 亿元，同比增长 10%，与去年同期基本持平；一般公共预算支出为 125537 亿元，同比增长 7.3%，大幅低于去年同期的 14.5%。数据表明，上半年财政支出明显放缓，同时也为下半年财政发力留足了空间。今年政府工作报告安排地方专项债发行 1.35 万亿，1-7 月份地方专项债累计发行 5632 亿（前值 3673），数据显示上半年地方债发行规模

大幅萎缩，是基建投资下滑的重要原因。财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求合理把握专项债券发行节奏，科学安排今年后几个月特别是8月份、9月份发行计划，加快发行进度。各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。近万亿地方专项债将在未来几个月集中发行，基建投资企稳回升的可能性较大，将对风险偏好形成支撑。

影响风险偏好的不利因素包括：

1.中美贸易战尚未出现实质性的缓和。7月6日中美贸易战正式开打后，美国宣布对中国额外160亿美元进口商品加征25%的关税，8月23日起开始实施，同时中国决定对美采取同等规模反制措施。此外，美国计划对产自中国的2000亿美元进口商品加征10%的关税，之后又将税率提高至25%，但在举行听证会的首日便遭到众多企业的反对。8月3日，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目约600亿美元商品，加征25%、20%、10%、5%不等的关税，作为应对美方关税计划的反制措施。特朗普接受采访时表示，准备对来自中国的所有5000亿美元进口商品征收关税，加剧市场对中美贸易战全面升级的担忧。此外，美国宣布对加拿大、墨西哥和欧盟附加征收25%的钢铁关税和10%的铝关税，以上国家纷纷表示将采取报复性措施。全球贸易关系的不确定性给经济前景带来风险，7月IMF《世界经济展望》报告下调了欧元区、日本和英国的增长预测，在新兴市场经济体中，下调了印度、巴西和阿根廷的预期。若全球贸易战再次升级，风险偏好将急剧下降。

2.美联储9月加息是大概率事件，人民币贬值预期尚未彻底扭转。美联储公布的8月会议纪要显示，与会者普遍认为，GDP下半年将放缓，贸易、楼市和新兴市场构成下行风险；多位委员认为通胀中期内稳定在2%，利率正在接近预期的中性水平，再一次加息将很快到来，维持渐进式加息有利于美国经济走正轨；多数委员认为，在不远的将来将不再用“宽松”形容立场，鲍威尔暗示将在秋季重新讨论政策操作框架。我们认为美联储8月会议纪要表达出对贸易政策给经济前景带来下行风险的担忧，并下调了下半年GDP增速预期，与6月会议相比更加谨慎。值得注意的是，美联储主席鲍威尔暗示将在秋季重新讨论货币政策操作框架，并进行资产负债表的讨论，意味着随着美国联邦基金利率接近中性水平，货币政策正常化已进入尾声，预计加息周期最早将在明年结束。美国联邦基金利率期货显示，美联储9月加息的概率为94%，12月加息的概率为65%。受特朗普减税政策的刺激，上半年美国经济再次加速，二季度GDP增速创四年新高，“美强欧弱”的经济格局支撑美元持续走强，非美货币大幅下跌，人民币被迫跟随贬值，贬值预期尚未彻底扭转，短期内对风险偏好仍有抑制。

（二）风险偏好量化分析

鉴于对风险偏好的分析往往局限于定性分析，缺少数据支撑，我们参考莫尼塔研究，选择一些指标对风险偏好进行量化分析。我们的结论是：量化指标显示，A股扩散指数和换手率接近历史底部区域，表明风险偏好存在修复的要求。

1.量化指标

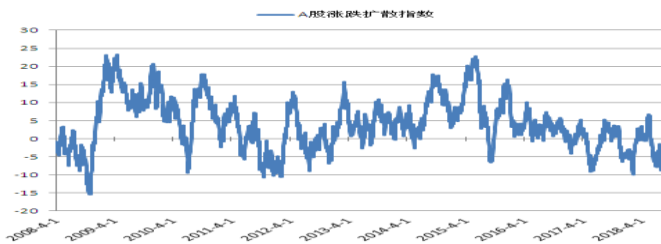
（1）A股扩散指数进入历史底部区间。2018年5月以来，受中美贸易战的影响，股市持续大幅下跌，A股扩散指数也呈现相应的回落态势。截止2018年8月28日，A股扩散指数为-5.19，已进入-5至-10这一

历史底部区间，表明风险偏好处于绝对低位，未来逐渐回升的可能性较大。

(2) A股月换手率高位持续回落，接近历史底部区域。A股月换手率从2018年1月份的20%降至8月份的10%，已到达10%左右的历史底部位置。

(3) 上证指数日涨跌幅波动率小幅上升。5月份以来，中美贸易战持续抑制风险偏好，A股波动率明显放大。截止2018年8月28日，上证指数的日涨跌幅波动率为20%，较5月末的14%显著回升。

图3. A股扩散指数进入历史底部区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图4. A股月换手率到达历史底部位置

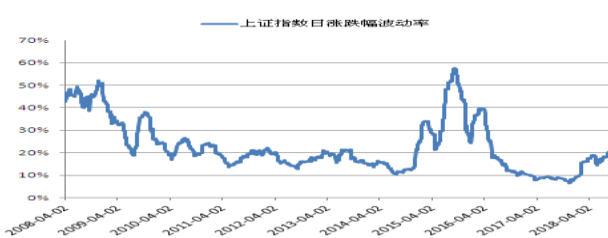


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2. 苏富比股价

作为衡量全球风险情绪的指标之一，我们用苏富比公司的股价来反映市场的风险偏好情况。我们统计了2008年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是，2008年12月、2010年6月、2012年10月、2014年7月，与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合，期间对应股价区间为20-30。截止2018年8月28日，苏富比股价为47.83，较7月高点56.35大幅下跌17%，表明全球风险偏好较前期显著下降。

图5. 上证指数日涨跌幅波动率显著回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图6. 苏富比股价显示风险偏好显著下降



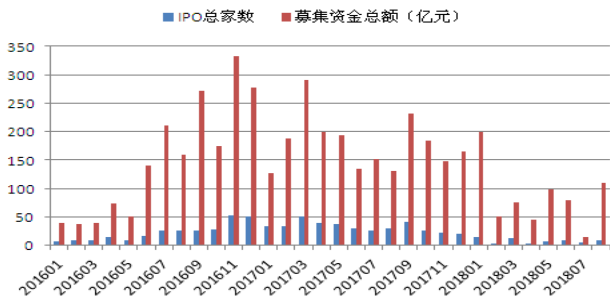
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

四、资金面分析

股票作为一种特殊的商品，其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析，股票的供给主要体现在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面，股票的需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。十九大以来，新股发行审核日益趋严，IPO通过率明显下降，新股发行数量由之前的每周7-10家降至每周2-5家。截止2018年8月27日，证监会8月份共核发9家IPO批文，预计筹资总额不超过109亿元，新股发行家数和筹资总额较上月明显增加。9月份限售股解禁市值16564607.54万元，规模为年内最低水平。综合来看，新股发行数量和筹资规模较前期有所增加，但9月限售股解禁市值创年内新低，将在一定程度上减轻资金面压力。

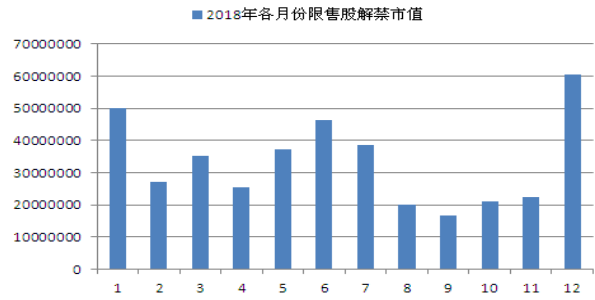
4 月份以来，沪深港通资金北向通道持续净流入，且规模不断扩大。6 月 1 日起，A 股正式纳入 MSCI 新兴市场指数，进一步增加了外资的资产配置需求。4 月 1 日至 8 月 28 日，沪股通资金累计净流入 1102.56 亿元，深股通资金累计净流入 652.51 亿元，流入规模较去年同期明显加大。相对全球其他新兴市场来说，A 股估值水平明显偏低，将吸引更多海外资金增加对 A 股的配置。

图 7. 2016-2018 年新股发行家数及募集资金总额



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 8. 2018 年限售股解禁规模



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第二部分 波动分析

一、趋势分析

2018 年 8 月份以来，随着中美第二批关税计划的落地，以及新一轮贸易磋商的开启，贸易战利空因素已被充分定价。中央政治局会议和国常会进一步释放稳增长信号，财政政策加码发力已在路上，经济悲观预期逐渐被修正。此外，央行上调外汇风险准备金，重启“逆周期因子”，调节市场顺周期行为，维护人民币汇率稳定，使得人民币贬值预期得到有效遏制。进入 9 月份，随着“内忧外患”的悲观预期逐步扭转，风险偏好将继续回升，股指有望迎来中期反弹行情，整体维持宽幅震荡是大概率事件。

图 9. IF 加权周 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 10. 上证指数周 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

从月线上来看，IF 加权再次试探 60 日均线，并获得有效支撑，收长下影小阴，表明下跌动能逐渐衰竭，中期反弹有望缓慢开启。IH 加权二次探底后企稳回升，上方面临 20 日均线的压制，若能有效突破，则反弹空间进一步打开。IC 加权表现相对弱势，跌破 4800 整数关口，创上市以来新低，月线尚未出现止跌企稳的迹象，不排除再次下探的可能。上证指数在 2016 年低点 2638 附近企稳反弹，收复 2700 整数关口，关注 60 日均线及 3000 关口压力能否有效突破。

周线方面，IF 加权连续两周反弹，短期面临 20 周线及 3672-3699 跳空缺口压力，若能有效突破，则上升空间进一步打开。IH 加权在 2360 附近企稳反弹，MACD 指标有向上形成金叉的迹象，周线级别的反弹行情或已开启，短期关注 20 周线压力能否有效突破。IC 加权创下 4664 点的新低后小幅反弹，整体维持在 4700-5000 区间震荡，若能突破区间上沿压力，则有望挑战前期高点 5307。上证指数底部两连阳，收复 10 周线，重心逐渐上移，短期有望挑战 20 周线压力。

二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用黄金分割率对股指回调和反弹的目标位进行测量。上证指数从 2016 年 2 月低点 2638 至 2018 年 1 月高点 3587，0.5 和 0.382 的黄金分割位分别在 3112、3000 点。截止 8 月底，上证指数从 1 月高点最低下跌至 2653，接近 2016 年低点 2638，意味着半年的时间基本回到起点。如果就此展开反弹，则目标位分别在 3000、3112 点，即 0.382 和 0.5 的黄金分割位。

图 11. IF 加权月 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 上证指数月 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 13. 黄金分割率测度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第三部分 结论及建议

2018 年 8 月，随着中美第二批关税计划落地，新一轮贸易磋商开启，以及人民币汇率的有效企稳，风险偏好否极泰来，股指再次探底后展开反弹。进入 9 月份，财政支出和地方专项债发行进度将会加快，基建投资有望回暖，经济悲观预期陆续得到修正，“内忧外患”的市场预期逐步扭转，股指中期反弹行情将缓慢开启。基本面逻辑在于：第一，财政政策更加积极，近万亿专项债将在未来几个月集中发行，将带动基建投资回升，汽车等进口关税下调将刺激需求在下半年集中释放，能够有效对冲经济下行风险。经济结构调整稳步推进，企业盈利温和改善，将在分子端边际提升股指的估值水平；第二，央行货币政策保持松紧适度，并向稳增长方面倾斜，定向降准有望继续实施，能够有效降低银行资金成本和企业融资成本，对股指的估值水平形成正向的促进作用。第三，影响风险偏好的有利因素总体偏多。中央政治局会议和国常会进一步释放稳增长信号，财政政策加码发力已在路上，经济悲观预期将得到修复。央行接连出手维稳汇市，人民币汇率开始企稳，贬值预期得到有效遏制。不利因素在于，中美贸易战存在进一步扩大的隐忧，美联储 9 月加息的时间窗口临近。

随着中美第二批关税计划落地和新一轮贸易磋商开启，8 月份股指再次探底回升。进入 9 月份，财政政策将加码发力，基建投资有望企稳，经济悲观预期将被修正，并推动风险偏好修复。股指中期反弹行情有望缓慢开启。波动区间：IF 加权 3300-3600，上证 2700-3000，稳健者维持以逢低偏多为主。

免责声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货股份有限公司并获得许可，并需注明出处为新纪元期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系我们

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
电话：0516-83831105
研究所电话：0516-83831185
传真：0516-83831100
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号新纪元期货大厦

管理总部

电话：021-60968860
传真：021-60968861
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8E&F

成都分公司

电话：028-68850966
邮编：610000
传真：028-68850968
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803、2804号

深圳分公司

电话：0755-33376099
邮编：518009
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
传真：010-84261675
邮编：100027
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦4层407室

南京营业部

电话：025-84787999
传真：025-84787997
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号

徐州营业部

电话：0516-83831119
传真：0516-83831110
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

常州营业部

电话：0519-88059977
传真：0519-88051000
邮编：213121
地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

南通营业部

电话：0513-55880598
传真：0513-55880517
邮编：226000
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560998
传真：0512-69560997
邮编：215002
地址：苏州干将西路399号601室

上海东方路营业部

电话：021-61017395
传真：021-61017336
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2112室

杭州营业部

电话：0571-85817186
传真：0571-85817280
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号

广州营业部

电话：020-87750826
传真：020-87750882
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850968-826
传真：028-68850968
邮编：610000
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-67917658
传真：023-67901088
邮编：400020
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1号