

## 经济悲观预期修正，迎接中期反弹行情

## 宏观经济/股指

## 内容提要：

- ◆ 9 月份以来，随着美国对华 2000 亿美元关税计划的落地，贸易战因素利空出尽，风险偏好触底回升，股指再次探底后强势反弹。
- ◆ 进入 10 月份，财政支出力度加大，地方专项债保持快速发行，基建投资有望企稳，经济悲观预期将进一步得到修正，股指中期反弹行情将逐渐开启。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。国常会再次强调减税降费、扩大内需，财政政策正在加码发力，基建投资有望企稳，经济悲观预期将进一步得到修复。贸易战因素利空兑现，美联储加息靴子落地，有利于推动风险偏好回升。
- ◆ 进入 10 月份，经济悲观预期将进一步修复，风险偏好有望继续回升，股指中期反弹行情或将逐渐开启。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

贸易战因素利空出尽，中期反弹或已开启（周报）

贸易战忧虑有所缓和，短期或迎来超跌反弹（周报）

待美国关税计划落地，有望企稳反弹（周报）

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）

## 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9月美国对华2000亿美元关税计划落地，贸易战因素利空出尽，风险偏好触底回升，股指再次探底后，进入强势反弹阶段。进入10月份，财政支出力度加大，地方债保持快速发行，基建投资有望回暖，经济悲观预期将进一步得到修正，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，近万亿地方专项债将在8-10月份集中发行，基建投资有望企稳回升，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。国常会再次强调减税降费、扩大内需，财政政策正在加码发力，基建投资有望企稳，经济悲观预期将进一步得到修复。贸易战因素利空兑现，美联储加息靴子落地，有利于推动风险偏好回升。

### 一、2018年8月经济数据继续走弱，企业盈利温和改善

2018年8月经济数据继续走弱，基建投资下滑继续对固定资产投资增速形成拖累，宏观政策稳增长效果尚未显现。中美贸易谈判几经波折，但并未取得实质性的进展，贸易战具有长期性和严峻性，不排除进一步扩大的可能。中美贸易摩擦背景下，下半年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。年初以来，房地产投资一枝独秀，制造业投资筑底回升，消费保持平稳增长。进入三季度，财政政策已经开始发力，近万亿地方专项债将在8-10月份集中发行，基建投资有望企稳回升。汽车等一些进口商品关税下调，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1-8月固定资产投资同比增长5.3%（前值5.5%），连续6个月下滑。其中房地产投资同比增长10.1%，较前值小幅回落0.1个百分点，新屋开工、商品房销售等指标维持在年内高位。基建投资同比降至4.2%（前值5.7%），连续第6个月回落，增速创2012年5月以来新低，上半年财政支出和地方债发行放缓是主要原因。制造业投资同比增长7.5%（前值7.3%），连续5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，1-8月商品房销售额同比增长14.5%（前值14.4%），连续4个月回升，销售面积增速同比回落0.2个百分点至4.0%（前值4.2%）。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”。

消费增速小幅反弹，整体保持平稳增长。中国8月社会消费品零售总额同比增长9%，较前值小幅加快0.2个百分点，主要受乡村消费增速加快的提振。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。随着汽车等进口商品关税的下调，消费需求有望在下半年集中释放，预计2018年三季度消费仍将保持平稳增长的态势。

进出口增速双双回落，贸易顺差继续收窄。按美元计价，中国8月出口同比增长9.8%（前值12.2%），进口同比增长20%（前值27.3%），实现贸易顺差279.1亿美元（前值280.5）。从累计同比来看，中国1-8月出口同比增长12.2%，进口同比增长20.9%，贸易顺差为1936.59亿美元，较去年同期大幅收窄26.37%，2016年以来贸易顺差呈现阶梯式的下降。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8月经济数据继续走弱，经济下行压力进一步加大。受中美贸易战的影响，下半年我国出口仍将面临下行压力，但财政政策正在加码，近万亿地方专项债将于8-10月份集中发行，基建投资有望企稳。汽车等进口商品关税降低，将刺激需求在下半年集中释放，制造业投资持续回升，能够有效对冲经济下行风险。

## 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。

国务院金融稳定发展委员会第三次会议要求，积极贯彻执行稳健中性货币政策，并根据形势的变化有针对性地适时适度预调微调，保持市场流动性合理充裕，信贷市场、债券市场、股票市场平稳运行，人民币汇率保持合理稳定，各类金融风险得到稳妥有序防范化解，金融市场风险意识和市场约束逐步增强。国际经济形势错综复杂，为保宏观持经济平稳运行，货币政策局部微调，基调略偏宽松。

2018年8月新增人民币贷款1.28万亿（前值1.45），连续两个月回落，社会融资规模回升至1.52万亿（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。资管新规和银行理财新规的出台后，金融去杠杆向稳杠杆阶段过渡，银行信用边际放松，信贷对实体经济的支持力度继续加大。8月M1同比增长3.9%（前值5.1%），M2同比增长8.2%（前值8.5%），M1与M2剪刀差连续7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。8月CPI同比增长2.3%（前值2.1%），夏季高温多雨天气影响下，蔬菜、鸡蛋、水果等食品价格大幅上涨，是拉高CPI的主要原因。随着季节性因素的消退，通胀压力将开始回落。

9月17日，央行开展2650亿一年期MLF（中期借贷便利）操作，中标利率持平于3.3%。中秋及国庆节假期临近，流动性需求增加，8月份以来地方债发行进度加快，资金回笼压力上升，为防止资金面过度紧张，央行开展MLF操作，能够有效对冲资金面压力。此外，央行还加大了逆回购的投放力度，截止9月25日，央行共开展7200亿逆回购操作，当月实现净投放3000亿。今年以来，央行已实施了三次降准，目的是为银行提供长期稳定的低成本资金，从而降低企业融资成本。中美贸易战背景下，我国经济短期存在下行压力，为保持经济平稳发展，下半年定向降准有望继续实施。

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.投资增速连续放缓

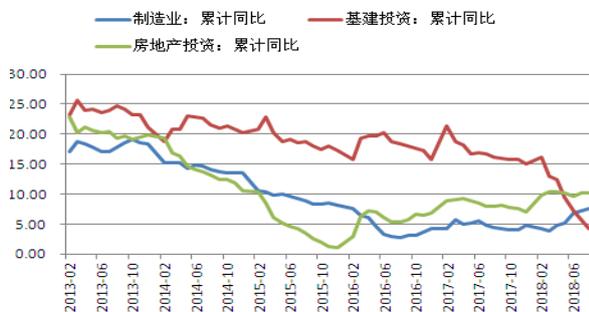


图 2.无风险利率小幅回升



### 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。

9月18日美国对华2000亿美元关税计划正式落地，贸易战因素利空出尽，风险偏好触底回升。国务院常务会议再次强调减税降费、扩大内需，保持经济平稳健康发展，要求把已定减税降费措施切实落实到位，部署加大关键领域和薄弱环节有效投资，以扩大内需推进结构优化民生改善。8月份以来，财政政策加码发力，财政支出和地方专项债发行加快，基建投资有望企稳回升，市场对下半年经济的悲观预期将得到修正，风险偏好将继续回升。

#### （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. 国务院常务会议再次强调减税降费、扩大内需。国务院常务会议指出，今年以来我国固定资产投资增速回落，有些地方基础设施投资同比下降。要贯彻党中央、国务院部署，聚焦补短板扩大有效投资，按照既不过度依赖投资、也不能不要投资、防止大起大落的要求，稳住投资保持正常增长。加快项目前期工作，推动尽早开工，形成项目储备和滚动接续机制。引导金融机构支持补短板项目建设，地方政府要将专项债券已筹资金加快落实到补短板项目。中央政治局会议和国常会要求持续扩大内需，保持经济平稳健康发展，下半年以来，财政政策加码发力，财政支出和地方债发行明显加快，将带动固定资产投资企稳，能够有效对冲经济下行风险，有利于促进风险偏好回升。

2. 财政支出和地方债发行将会加快。今年1-8月份全国一般公共预算收入121791亿元，同比增长9.4%，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6.9%，大幅低于去年同期的13.08%。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），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。最新数据显示，8 月份发行地方专项债 4287.5 亿，环比增加 3197 亿。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。

3.美联储 9 月加息利空兑现。9 月 27 日美联储宣布上调联邦基金利率 25 个基点至 2%-2.25%，符合市场预期。货币政策声明中删除了“货币政策立场是宽松的”这一表述，点阵图显示加息次数保持不变，即今年加息四次，2019 年加息三次、2020 年加息一次。在经济、就业和通胀方面，美联储上调今明两年 GDP 增速预期至 3.1%和 2.1%，此前为 2.8%和 2%；失业率预期由 3.6%上调至 3.7%，下调 2019 年 PCE 通胀预期至 2%，此前为 2.1%。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，仍预计未来会循序渐进加息，放弃政策仍然宽松的措辞不意味着利率预期有任何改变，而是承认经济表现正符合预期，逐步加息至正常水平利于维持经济增长。我们认为美联储移除“宽松政策的立场”表明，货币政策已经由宽松转为中性，联邦基金利率也已接近中性水平，货币政策正常化进入尾声，加息周期最早将在明年结束。美国二季度经济增速创下四年新高后开始回落，美联储加息进入中后期，美元指数阶段性走弱的可能性较大，将缓解新兴市场货币贬值压力，人民币贬值预期得到有效遏制，有利于提升风险偏好。

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。9 月 18 日，美国宣布对华 2000 亿美元进口商品加征 10%的关税，自 9 月 24 日起开始实施，并表示还将进一步采取其他关税措施。作为反击，国务院关税税则委员会决定对美 600 亿美元进口商品加征 10%和 5%不等的关税，9 月 24 日起开始实施。7 月 6 日中美贸易战正式开打后，市场对贸易摩擦升级的担忧加剧，经济悲观预期持续抑制风险偏好。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。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。

## （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。

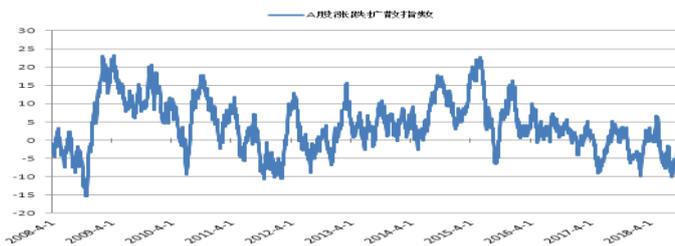
### 1.量化指标

（1）A 股扩散指数接近历史底部区间。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 9 月 25 日，A 股扩散指数为-3.48，已接近-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 9 月份的 9%，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9月25日，上证指数的日涨跌幅波动率为18%，较5月末的14%显著回升。

图3. A股扩散指数接近历史底部区间



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

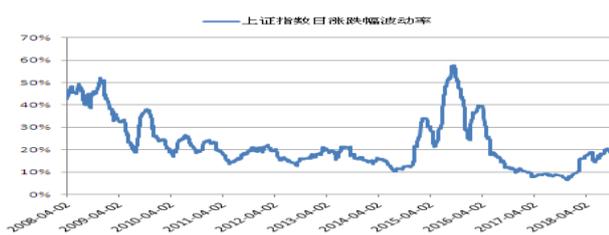


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 2. 苏富比股价

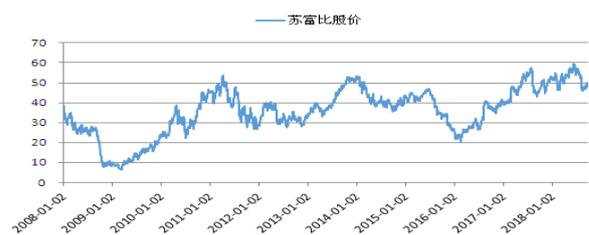
作为衡量全球风险情绪的指标之一，我们用苏富比公司的股价来反映市场的风险偏好情况。我们统计了2008年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是，2008年12月、2010年6月、2012年10月、2014年7月，与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合，期间对应股价区间为20-30。截止2018年9月25日，苏富比股价为48.11，较年内高点大幅下跌19%，表明全球风险偏好较前期显著下降。

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9月21日，证监会9月份共核发5家IPO批文，筹资总额不超过100亿元，新股发行家数和筹资总额较上月明显下降。10月份限售股解禁市值21021258万元，规模较上月小幅增加。综合来看，10月限售股解禁规模较前期有所增加，但新股发行数量和筹资总额或因国庆假期而小幅下降，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9月26日，沪股通资金累计净流入1256.18亿元，深股通资金累计净流入722.56亿元，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 9 月份以来，随着美国对华 2000 亿美元进口商品加征关税正式落地，风险偏好触底回升，股指底部强势反弹，贸易战因素利空出尽的可能性较大。国常会再次强调减税降费、扩大内需，保持经济平稳发展，要求加大基础设施补短板力度。财政政策正在加码发力，经济悲观预期将陆续被修正。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 10 月份，随着“内忧外患”的悲观预期进一步扭转，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 加权收长下影十字星，反复试探 60 月均线，均受到有效支撑，表明下跌动能逐渐衰竭，中期反弹或将缓慢开启。IH 加权在 2300 关口附近受到支撑后企稳反弹，重心逐渐上移，但上方面临 20 月均线的压制，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 4600 整数关口，

连续创历史新低，月线报收小十字星，短期出现止跌的迹象。上证指数在2016年低点2638附近探底回升，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加权在3200关口附近止跌回升，站上5、10周线，MACD指标金叉，有望进入周线级别的反弹。短期面临20周线及前期高点3582一线压力，若能有效突破，则上升空间进一步打开。IH加权底部报收长阳线，一举突破5、10、20周线，成交量显著放大，短期有望挑战40及60周线压力。IC加权创下4522点的新低后强势反弹，收复4700关口，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。上证指数在2016年低点2638附近企稳反弹，收复5、10周线，短期面临20周线的压制，若能有效突破，则将试探3000关口压力。

## 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9月底，上证指数从1月高点最低下跌至2644，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9月美国对华2000亿美元关税计划落地，贸易战因素利空出尽，风险偏好触底回升，股指再次探底后，进入强势反弹阶段。进入10月份，财政支出将会加大，地方债保持快速发行，基建投资有望回暖，经济悲观预期将进一步得到修正，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，近万亿地方专项债将在8-10月份集中发行，基建投资有望企稳回升，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。国常会再次强调减税降费、扩大内需，财政政策正在加码发力，基建投资有望企稳，经济悲观预期将进一步得到修复。贸易战因素利空兑现，美联储加息靴子落地，有利于推动风险偏好回升。

9月美国对华2000亿美元商品加征关税落地，股指再次探底后强势反弹。进入10月份，财政政策将继续发力，基建投资有望企稳，经济悲观预期将进一步修正，并推动风险偏好回升，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