

## 基本面因素总体偏多，春季反弹有望延续

### 内容提要：

- ◆ 2019 年伊始，央行全面降准以及小微企业普惠性减税措施落地，中美贸易摩擦阶段性缓和，风险偏好逐渐回升，股指开启春季反弹行情。2 月份进入经济数据发布的空窗期，后续将迎来两会政策暖风，稳增长预期继续释放，股指春季反弹有望延续。
- ◆ 财政政策将加力提效，通过实施更大规模的减税降费，进一步为小微企业减负，有助于企业盈利边际改善。基础设施补短板力度加大，地方专项债发行规模将大幅增加，将带动基建投资企稳。经济增速或在下半年回暖，分子端对股指估值水平的拖累边际减弱。
- ◆ 央行货币政策保持松紧适度，相机预调微调，更加注重前瞻性和灵活性，为缓解小微企业融资难融资贵问题，降准将会继续实施，逆回购、再贷款再贴现等结构性利率有望下调，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。宏观政策维稳预期继续释放，中美高级别贸易磋商传递积极信号，贸易战担忧情绪进一步缓和。美联储加息步伐放缓，货币政策转向保持经济更加持久的增长，有利于提升风险偏好。不利因素在于，美国政府停摆风险尚未彻底消除。
- ◆ 进入 2 月份，经济悲观预期将继续修复，股指春季反弹行情有望延续，波动区间：IF 加权 3100-3400，上证 2500-2800，稳健者维持逢低偏多的思路。

## 宏观经济/股指

### 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

节前政策利好偏多，春季反弹行情正在开展（周报）

稳增长预期持续释放，春季反弹行情或已开启（周报）

政策红利改善风险偏好，短期反弹有望延续（周报）

市场悲观预期充分释放，再次探底后有望反弹（月报）

外部风险有待出清，短期维持反复探底（周报）

全球股市暴跌抑制风险偏好，短期将再次探底（周报）

静待 G20 峰会落地，短期或面临方向性选择（周报）

G20 峰会召开在即，等待回调后的低吸机会（周报）

## 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。

中央经济工作会议要求宏观政策加强逆周期调节，保持经济运行在合理区间，减税降费、降准等稳增长措施接踵而至，以及中美贸易摩擦阶段性缓和，市场悲观预期逐渐修复，推动股指在 1 月份开启春季反弹行情。2 月份进入经济数据发布的空窗期，后续将迎来两会政策暖风，股指春季反弹有望延续。基本面逻辑在于：第一，财政政策将更加积极有效，通过实施更大规模的减税降费，进一步为小微企业减负，企业盈利有望边际改善。加大基础设施补短板力度，地方专项债发行规模将较大幅度的增加，有望带动基建投资企稳，经济增速或在下半年回暖，分子端对股指估值水平的拖累边际减弱。第二，央行货币政策保持松紧适度，相机预调微调，更加注重前瞻性和灵活性。为缓解小微企业融资难融资贵问题，降准将会继续实施，逆回购、再贷款再贴现等结构性利率有望下调，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。宏观政策维稳预期继续释放，中美高级别贸易磋商传递积极信号，贸易战担忧情绪进一步缓和。美联储加息步伐放缓，货币政策转向保持经济更加持久的增长，有利于提升风险偏好。不利因素在于，美国政府停摆风险尚未彻底消除。

### 一、2018 年四季度经济继续走弱，企业盈利有待边际改善

2018 年全球经济增长放缓，贸易保护主义抬头，以及国内经济结构调整背景下，我国经济下行压力明显加大。中国 2018 年第四季度 GDP 同比增长 6.4%（前值 6.5%），连续三个季度下滑，全年 GDP 同比增速 6.6%，实现预期发展目标。从拉动经济增长的三驾马车来看，受基建投资大幅下滑的拖累，固定资产投资增速继续放缓，但制造业投资企稳回升，房地产投资超预期向好，在一定程度上缓冲了投资下滑风险。消费增长边际放缓，减税政策全面落实，消费需求有待释放。抢出口因素消退，外贸下行压力将进一步显现。中央经济工作会议指出，经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力，宏观政策要强化逆周期调节，保持经济运行在合理区间。我国经济总量已超过 90 万亿元，稳居世界第二，未来经济增速逐渐放缓符合国际化趋势，但目前远高于美国、欧盟、日本、英国等发达经济体。预计 2019 年我国经济增长目标将小幅下调至 6.0%-6.5%，全年呈现前低后高的走势。

投资增速稳中有降。2018 年固定资产投资同比增长 5.9%，低于上年 1.3 个百分点。其中房地产投资同比增长 9.5%，较上年加快 2.5 个百分点；基建投资同比增长 3.8%，大幅低于上年的 14.9%；制造业投资同比增长 9.5%，高于去年 4.7 个百分点。为应对经济下行风险，投资依然要承担稳增长的重任，央行经济工作会议指出，积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，加大基础设施等领域补短板力度，较大幅度增加地方政府专项债券规模。预计 2019 年地方专项债发行将显著高于上年的 1.35 万亿，有望带动基建投资企稳。商品房销售增速放缓，房企资金回款压力加大，将抑制开发商拿地热情，地产投资增速或将下移。供给侧结构性改革深入推进，“僵尸企业”被逐步淘汰和清理，高端和装备制造业发展加快，制造

业投资将保持快速增长。

消费增速明显放缓，减税红利正在释放。2018年12月社会消费品零售总额同比增长8.2%，全年同比增速为9%，低于上年同期1.2个百分点，社零增速放缓主要受汽车、家电等耐用品销售增速下滑的影响。2018年4月至12月，我国乘用车销售同比增速从9.6%降至-19%，连续7个月负增长。家电销售增速从15.4%的高位大幅回落，最低降至0.6%。2018年最终消费对经济增长的贡献率为76.2%，较上年提高18.6个百分点，随着经济结构的转型升级，消费正在成为拉动经济增长的主要动力。2019年为保持经济运行在合理区间，稳定消费、扩大内需将是重要抓手。在增加居民收入方面，个税改革已经全面落实，3个月减税近千亿元，7000多万人免缴个人所得税。除此之外，汽车、家电下乡等鼓励消费的优惠政策也将出台，国家发展改革委副主任宁吉喆表示：“汽车产品已经从城市市场向农村市场下探，正在考虑制定相关政策鼓励这一层级消费者的购车等消费行为。”随着减税红利的释放，鼓励汽车、家电消费等相关政策的出台，2019年消费增速有望回升，整体保持平稳增长。

抢出口因素消退，外贸面临下行压力。按美元计价，中国12月进口同比下降7.6%（前值3%），出口同比下降3.1%（前值7.8%），进出口增速2018年4月以来首次转为负值，主要受抢出口因素消退以及年末淡季效应等因素的影响。全年实现贸易顺差3517.6亿美元，较2017年大幅收窄16.16%，2015年以来贸易顺差呈现阶梯式下滑。鉴于贸易战因素提前透支了进出口需求，今年一季度进出口增速或仍有下行压力，将在一定程度上拖累经济增长。2018年12月初中美美元首在G20峰会上就停止加征新关税达成共识，双方经济团队正在加紧磋商，为达成互利共赢的协议相向而行，极大缓解了市场对贸易战进一步升级的担忧，贸易商提前进口或出口的迫切性不在，进出口增速将逐渐回归平稳。

综上，2019年全球经济增长放缓，中美贸易摩擦或有反复，上半年我国经济仍将面临下行压力。宏观政策将加强逆周期调节，通过增加有效投资和稳定消费来扩大内需，稳外贸政策将继续实施，经济增速有望在下半年回暖。

## 二、货币政策定向宽松，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。全球经济增长放缓及国内经济结构调整背景下，2019年我国经济下行压力依然较大，货币政策将加强逆周期调节，定向降准将在未来继续实施，逆回购、再贷款再贴现等结构性利率有望下调，有利于降低企业融资成本，对股指的估值水平形成正向的促进作用。

2018年中央经济工作会议指出，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。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。根据中央经济工作会议精神，为应对经济下行压力，2019年货币政策将定向宽松，降准仍有空间，再贷款再贴现等结构性利率有望下调，重点在于引导金融服务实体经济，定向调控是主要手段，必要时银行信用或将边际放松。

2018年全球经济增长放缓，贸易保护主义抬头，我国经济下行压力加大，年内央行实施四次降准，加强逆周期调节。2019年1月4日，央行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。2019年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做，本次降准净投放长期

资金约 8000 亿。在中国 12 月制造业 PMI 跌破扩张区间之际，央行选择全面降准，符合市场预期。截止 2019 年 1 月底，中小型和大型存款类金融机构准备金率分别降至 11.5% 和 13.5%，创 2008 年以来新低，今年仍有下调空间，预计全年降准 3-4 次，共计 2-3 个百分点。

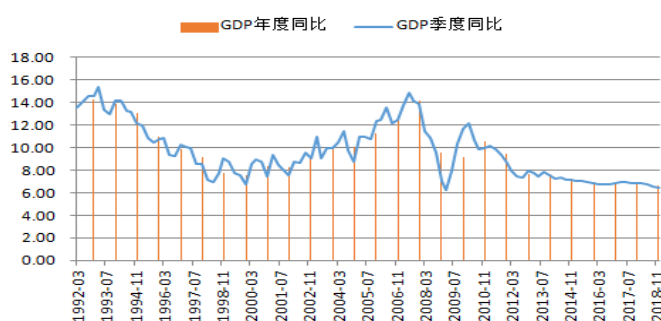
解决小微企业融资难融资贵的问题，除了降准释放流动性，让有企业能够融到资金之外，还需降低资金的使用成本，这就需要价格型的货币政策工具相配合。我们认为在保持存贷款基准利率不变的同时，降低逆回购、中期借贷便利、再贷款再贴现等结构性利率，能够保证不大水漫灌的前提下，实现定向调控、精准调控，有利于结构性降低实体经济融资成本。

2018 年新增人民币贷款 16.2 万亿，较 2017 年增加 2.6 万亿；社会融资规模增量 19.26 万亿，较上年减少 3.14 万亿。数据表明，银行信贷对实体经济经济的支持力度明显加大，而社融规模增量下降，主要反映金融去杠杆背景下，非标及表外融资大幅收缩，并向表内回归。2018 年 12 月 M2 同比增长 8.1%，与去年同期持平，全年增速维持在 9% 以下。M1 同比增长 1.5%，较去年同期大幅下降 10.3 个百分点，增速创历史新低，表明企业现金使用量显著萎缩，日常经营活动放缓。支持小微企业发展是稳就业、稳内需、稳经济的重要抓手，解决小微企业融资难问题，还要做好“宽货币”向“宽信用”传导，预计 2019 年社融规模和货币供应增速有望企稳回升。

为应对缴税时点、MLF 到期、地方政府债发行缴款和春节效应等带来短期资金冲击，央行在 1 月中旬加大逆回购投放量，1 月 14 日至 18 日，央行共开展 12700 亿逆回购操作，实现资金净投放 12600 亿。此外，央行还开展 2575 亿定向中期借贷便利（TMLF）和 1000 亿 28 天期国库现金定存，以保持节前流动性充裕。

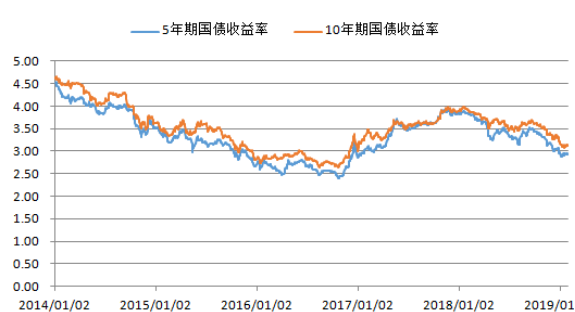
综上，2019 年货币政策将保持松紧适度，强化逆周期调节，根据经济形势变化，体现货币政策的前瞻性、灵活性。为对冲经济下行风险，定向降准将会继续实施，从这一方面来说，有利于降低实体经济融资成本，提升股指的估值水平。

图 1.经济下行压力加大



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 2.无风险利率仍有下降空间



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。

新年伊始，中国迎来首次全面降准，小微企业普惠性减税等政策利好紧跟其后，宏观政策逆周期调节加码，市场悲观预期逐渐修复，此外中美贸易摩擦缓和，进一步推动风险偏好回升。国外方面，美联储主席鲍威尔及多位官员强调对加息保持耐心，释放加息步伐放缓的预期，提振了市场情绪。2月份进入经济数据发布的空窗期，市场悲观预期将继续修复，影响风险偏好的因素总体偏多。

### （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.小微企业普惠性减税政策落地。国常会决定再推一批小微企业普惠性减税措施，随后财政部、税务总局发布《关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》，要点归纳如下：对月销售额10万元以下(含本数)的增值税小规模纳税人，免征增值税；小型微利企业年应纳税所得额不超过100万元的部分，减按25%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税；年应纳税所得额超过100万元但不超过300万元的部分，减按50%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税。为小微企业减负，有利于保障就业、稳定消费，对冲经济下行风险，缓冲市场悲观预期，从而有利于提升风险偏好。

2.中美贸易谈判释放积极信号。去年12月初，中美元首在G20峰会上就停止加征新关税达成共识。2018年1月上旬美国经济代表团来华，就两国贸易问题展开副部长级磋商，会后双方发表声明称将继续保持接触，进一步落实两国元首会晤共识。应美国财政部长努钦、贸易谈判代表莱特希泽的邀请，国务院副总理刘鹤于1月30日至31日访美，与美方就两国经贸问题进行磋商，共同推动落实两国元首重要共识。市场对中美更高级别的贸易磋商持乐观态度，若谈判能够取得实质性进展，则贸易摩擦将进一步缓和，风险偏好将显著回升。

3.美联储加息步伐放缓。2019年1月初，美联储主席鲍威尔在参加讨论货币政策和美国长期经济前景的年会上称，不认为缩表是近期市场波动的主要原因，但“如果得出了不同的结论，将毫不犹豫地改变，包括资产负债表，如果适合就迅速调整政策，并拿出灵活性，动用一切工具支持经济。”我们认为这一表态与12月会议上的讲话相比更加温和，暗示未来加息将更加谨慎，货币政策将不再一味地关注就业和通胀，更加注重保持经济更持久的增长。包括美联储主席在内的其他官员也相继发声，要求对加息保持耐心，释放未来加息步伐放缓的预期，美国联邦基金利率期货显示，今年3月不加息的概率为97.3%。去年11月份以来，美联储缩表的规模有所下降，这也在一定程度上证实了美联储紧缩步伐放缓的预期。

影响风险偏好的不利因素包括：

1.美国政府停摆风险尚未解除。2019年1月26日，美国参众两院通过临时支出法案，经特朗普签署后，允许联邦政府运行至2月15日，暂时结束政府关门的状态。但该项议案并未包含修建边境墙资金，未来三周政府将与国会将继续协商。特朗普威胁称，如果没有就修建边境墙达成一份好协议，那政府将再次关门，或者将采取措施来解决边境问题。因财政拨款权掌握在民主党控制的众议院手中，修建边境墙必须得到民主党的支持，2月15日之前，若特朗普没有与民主党达成协议，则美国政府将面临再次停摆的风险。

### （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股月换手率接近历史底部区域，表明风险偏好仍有修复的要求。

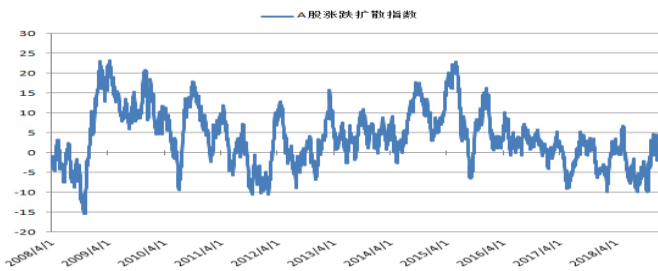
### 1. 量化指标

(1) A股扩散指数高于历史底部区间。2018年11月以来，A股扩散指数自低位持续攀升，逐渐远离历史底部区间。截止2019年1月25日，A股扩散指数为1.70，明显高于-5至-10这一历史底部区间，表明随着股市底部企稳反弹，风险偏好也在不断上升。

(2) A股月换手率高位显著回落，接近历史底部区域。A股月换手率从2018年11月份的19%降至2019年1月份的13%，逐渐接近10%左右的历史底部区间。

(3) 上证指数日涨跌幅波动率高位回落。2019年1月份以来，股指低位企稳反弹，波动率较2018年12月份显著下降，表明外部风险因素趋于稳定，风险偏好逐渐修复。截止2019年1月25日，上证指数的日涨跌幅波动率为16%，较上月的24%显著下降。

图 3. A 股扩散指数高于历史底部区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. A 股月换手率接近历史底部位置

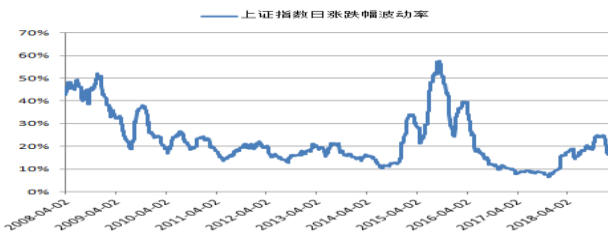


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

### 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2019年1月25日，苏富比股价为39.03，与去年12月底基本持平，表明全球风险偏好连续下降后将进入修复阶段。

图 5. 上证指数日涨跌幅波动率高位回落



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正在修复



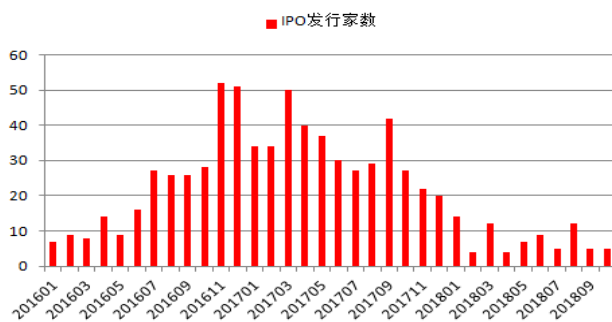
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 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。2018 年证监会共核发 102 家 IPO 批文，实现总筹资规模约 1300 亿元，发行数量较 2017 年的 401 家大幅下降。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 2019 年 1 月 25 日，证监会今年 1 月份共核发 9 家 IPO 批文，筹资总额未曾披露。2019 年限售股解禁市值约 27433.88 亿元，规模较 2018 年下降约 10%，今年限售股解禁压力将有所缓解。其中今年 1 月和 6 月限售股解禁压力最大，2 月和 3 月份解禁压力最小。综上，2019 年 1 月限售股解禁潮过去后，2 月份解禁压力将大大减轻，新股发行数量维持低速，将在一定程度上减轻资金面压力。

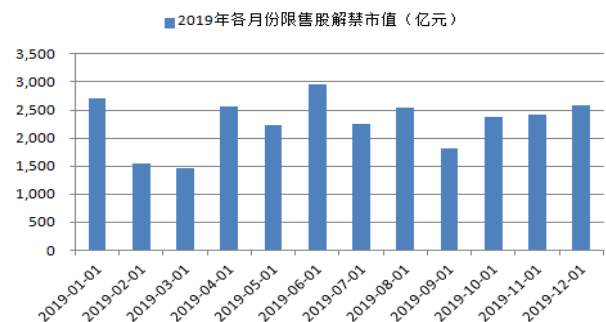
2018 年 6 月 1 日，A 股正式纳入 MSCI 新兴市场指数，初始纳入比例为 2.5%，并于 9 月 1 日提高至 5%，此外明晟公司将在 2019 年 2 月底宣布是否将 A 股纳入比例从 5% 提高至 20% 的征询结果。2018 年 4 月份以来，沪深港通资金北向通道持续净流入，且规模不断扩大，2018 年 4 月 1 日至 2019 年 1 月 25 日，沪股通资金累计净流入 1917.45 亿元，深股通资金累计净流入 1039 亿元。相对全球其他新兴市场来说，A 股估值水平明显偏低，随着 A 股纳入 MSCI 比例的上升，将吸引更多海外资金增加对 A 股的配置，预计潜在资金流入达 660 亿美元。

图 7. 2016-2019 年新股发行家数



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 8. 2019 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 年我国经济增长显著放缓，企业盈利边际下降，中美贸易摩擦始终抑制风险偏好。股指呈现明显的单边下跌趋势，沪深 300、上证 50 股指期货跌幅超过 20%，中证 500 股指期货跌幅超过 30%，三大期指均已进入技术熊市。中央经济工作会议指出，我国经济稳中有变、变中有忧，宏观政策强化逆周期调节，保持经济运行在合理区间。2019 年伊始，稳增长政策不断加码，央行宣布年内首次全面降准，个人所得税专项扣除政策全面落实，小微企业普惠性减税措施落地。此外，中美副部级贸易磋商圆满结束，双方表示

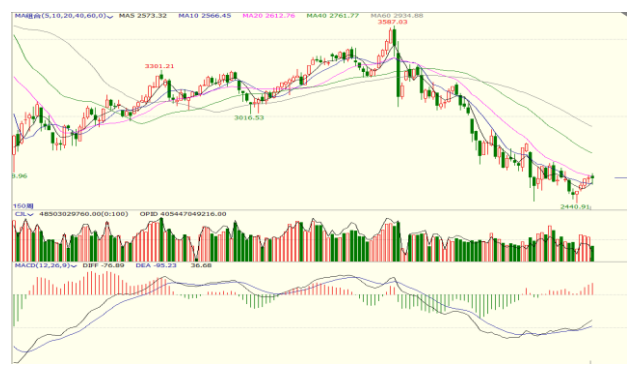
将继续保持接触，进一步落实两国元首会晤共识，国务院副总理刘鹤将于 1 月 30 日至 31 日访美，就中美贸易问题进行更高级别的磋商，市场对谈判取得积极进展充满期待，中美贸易摩擦有望进一步缓和。随着稳增长政策的持续发力，经济增速或在下半年回暖，企业盈利有望边际改善，市场经济悲观预期将继续修复。股指春季反弹行情正在展开，整体维持宽幅震荡是大概率事件。

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 加权在 3000 关口下方止跌反弹，成交量温和放大，但上方受到 5 月均线的压制，若能有效突破，则有望向 60 月均线发起冲击。IH 加权收对冲性阳线，站上 40 月均线，但上方面临 10、20 月均线压力，若能有效突破，则反弹空间进一步打开。IC 加权均线簇空头排列、向下发散，形成月线级别的下跌趋势，目前尚未出现企稳的迹象，整体维持低位震荡的可能性较大，短期关注前期低点 3926 一线支撑。上证指数创下 2440 点的新低后迅速企稳，短期受到 5 月均线的压制，关注能否有效突破。

周线方面，IF 加权连续四周反弹，突破 20 周线压力，MACD 指标形成底背离，周线级别的反弹趋势或已开启。IH 加权 5 周线上穿 10 周线，20 周线开始走平，表明下跌趋势宣告结束，周线反弹行情正在展开。IC 加权反抽 20 周线承压回落，短期或考验前期低点 4033、3926 一线支撑，预计在此处企稳的可能性较大。上证指数跌破前期低点 2449 后迅速收复，接连站上 5、10、20 周线，并突破 2018 年以来的下降趋势线压力，周线级别的反弹即将开启。

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



## 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 2018 年 1 月高点 3587 至 2019 年 1 月低点 2440，期间累计下跌 1147 点，0.191 和 0.382 的黄金分割位分别在 2659 和 2878 点。如果就此展开反弹，则目标位分别在 2883、3018 点，即 0.382 和 0.5 的黄金分割位。

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

中央经济工作会议要求宏观政策加强逆周期调节，保持经济运行在合理区间，减税降费、降准等稳增长措施接踵而至，以及中美贸易摩擦阶段性缓和，市场悲观预期逐渐修复，推动股指在 1 月份开启春季反弹行情。2 月份进入经济数据发布的空窗期，后续将迎来两会政策暖风，股指春季反弹有望延续。基本面逻辑在于：第一，财政政策将更加积极有效，通过实施更大规模的减税降费，进一步为小微企业减负，企业盈利有望边际改善。加大基础设施补短板力度，地方专项债发行规模将较大幅度的增加，有望带动基建投资企稳，经济增速或在下半年回暖，分子端对股指估值水平的拖累边际减弱。第二，央行货币政策保持宽松适度，相机预调微调，更加注重前瞻性和灵活性。为缓解小微企业融资难融资贵问题，降准将会继续实施，逆回购、再贷款再贴现等结构性利率有望下调，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。宏观政策维稳预期继续释放，中美高级别贸易磋商传递积极信号，贸易战担忧情绪进一步缓和。美联储加息步伐放缓，货币政策转向保持经济更加持久的增长，有利于提升风险偏好。不利因素在于，美国政府停摆风险尚未彻底消除。

2 月份进入经济数据发布的空窗期，稳增长预期将继续释放，分子端对股指估值水平的拖累边际减弱，而分母端对估值的积极影响正在累积，股指春季反弹行情有望延续。波动区间：IF 加权 3100-3400，上证 2500-2800，稳健者维持逢低偏多的思路。

**特别声明**

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，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研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，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。

**公司机构****公司总部**

全国客服热线：400-111-1855  
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**

邮编：200120  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

**成都分公司**

电话：028-68850968-801  
邮编：610041  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

**深圳分公司**

电话：0755-33373952  
邮编：518034  
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

**上海分公司**

电话：021-61017395  
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2103室

**南京分公司**

电话：025-84706666  
邮编：210019  
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

**徐州营业部**

电话：0516-83831113  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号

**南京营业部**

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

**南通营业部**

电话：0513-55880516  
邮编：226001  
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

**苏州营业部**

电话：0512-69560991  
邮编：215028  
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

**北京东四十条营业部**

电话：010-84261939  
邮编：100007  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

**杭州营业部**

电话：0571-85817187  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

**广州营业部**

电话：020-87750826  
邮编：510050  
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

**成都高新营业部**

电话：028-68850216  
邮编：610041  
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：023-6790698  
邮编：400010  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#