

## 2018 年全球宏观经济展望及大类资产配置

## 宏观经济/资产配置

### 内容提要：

- ◆ 2018 年全球经济加快复苏，中国经济由高速增长进入高质量发展阶段，供给侧结构性改革继续深化，经济转型稳步推进。在这一背景下，中国经济将保持稳中向好的态势，逐渐探明阶段性底部，预计 2018 年 GDP 同比增长 6.7% 左右。
- ◆ 2018 年房地产投资仍将运行在下行周期，基建投资保持中高速增长，制造业投资企稳回升，固定资产投资不会出现失速风险。消费保持平稳增长，预计全年消费品零售总额同比增长 10% 左右。进出口有望继续改善，整体保持温和增长。
- ◆ 2018 年货币政策继续保持稳健中性，防控金融风险依然是工作重点。CPI 整体保持温和增长，有望阶段性走高，但不会高于 3% 的通胀目标，PPI 将保持温和回升。基准利率将保持不变，定向降准是可选项，但全面降准不值得期待。
- ◆ 2018 年财政政策继续保持积极，为供给侧结构性改革营造稳定的宏观经济环境。财政赤字率有望维持在 3%，财政发力主要通过减税、降费来实现。
- ◆ 全球货币政策宽松接近尾声，美国、欧元区、英国、加拿大等发达经济体已在实现货币政策正常化的路上。
- ◆ 2018 年全球经济仍在上升周期，美国税改计划有望落地，供给侧改革持续推进，大宗商品上涨的逻辑仍在。

### 程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

TEL：0516-83831127

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

### 近期报告回顾

警惕短线回调压力，高点适量减少（周报）20171109

短期注意防范回调风险（周报）20171019

十九大召开前维稳基调不变，谨慎偏多（周报）

20171012

基本面总体向好，积极博弈十月多头行情（月报）

20161001

经济数据走弱及美联储会议扰动，注意把握低吸机会（周报）20170914

## 第一部分 中国宏观经济展望

### 一、2017 年中国宏观经济回顾

回顾 2017 年，中国一、二季度 GDP 均实现 6.9% 的增速，上半年经济超预期增长。三季度 GDP 增速小幅回落至 6.8%，预计四季度 GDP 同比增长 6.8%，年度 GDP 同比增长 6.9%，高于 2016 年 0.2 个百分点。

从拉动经济增长的三驾马车来看，上半年投资和出口增长强劲，是经济取得超预期回升的主要原因。而三季度经济出现小幅回落，主要受基建、制造业投资边际放缓，以及出口下滑的拖累。2017 年 1-10 月固定资产投资同比增长 7.3%，比去年同期放缓 1 个百分点。其中房地产投资同比增长 7.8%，较 2016 年同期加快 1.2 个百分点。基建投资同比增长 15.85%，比去年同期下滑 1.7 个百分点。制造业投资同比增长 4.5%，较去年同期加快 1 个百分点。固定资产投资按行业划分，主要由基建、制造业、房地产三大类投资组成，共占据固定资产投资总额的 80% 左右。从 1-10 月固定资产投资分项数据来看，基建投资依旧保持中高速增长，制造业投资企稳回升，房地产投资依然运行在下行阶段。2017 年经济取得超预期增长，基建和制造业投资功不可没。

2017 年 1-10 月消费品零售总额同比增长 10.3%，与上年同期持平。2015 年以来，消费一直保持 10% 左右的增速，整体呈现平稳增长的态势，成为经济增长重要驱动力。国家统计局发布的数据显示，前三季度最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 64.5%，比上年同期提高 2.8 个百分点。消费对经济增长的贡献率不断上升，表明中国经济结构调整正在稳步推进。

2017 年全球经济复苏加快，中国对外贸易得到显著改善，出口对经济增长的拉动作用明显增强。2017 年 1-10 月进口同比增长 17.2%，大幅高于去年同期的 -7.7%。出口同比增长 7.4%，较去年同期加快 16 个百分点。受人民币升值的影响，三季度出口有所下滑，但鉴于全球经济正处在温和复苏的轨道上，预计全年出口仍将保持平稳增长的态势，短期的波动不会造成失速风险。

### 二、2018 年中国经济稳中向好，逐渐探明阶段底部

#### （一）投资略有放缓，但仍将承担稳增长的重任

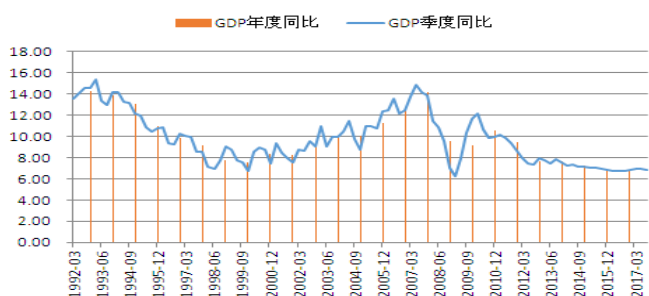
2017 年固定资产投资增速呈现前高后低的走势，主要原因是房地产投资在二季度迎来拐点，基建投资的相关项目于上半年集中投放，下半年投资增速出现回落也在可预期的范围之内。供给侧结构性改革在 2018 年仍将深入推进，为保证改革顺利进行，营造稳定的宏观经济环境是必要条件，仍需稳增长来保驾护航。在坚持宏观政策要稳的思路下，投资作为拉动经济增长的三驾马车之一，2018 年依然要承担稳增长的重要任务。我们从房地产、基建和制造业投资三个方面，对 2018 年固定资产投资运行的轨迹进行分析和预测。

#### 1. 房地产投资依然运行在下行周期

2016 年 9 月开始，房地产政策由宽松转向收紧。中央经济工作会议明确提出“坚持房子是用来住的，不是用来炒的”，强调“既抑制房地产泡沫，又防止大起大落”。2017 年 3 月 21 日，央行紧急下发《做好信贷政策工作的意见》。文件明确要求各分支机构，要加强对商业银行窗口指导，督促其优化信贷结构，合理控制房贷比和增速。另一方面要合理搭配使用最低首付比例、贷款利率优惠幅度和最长贷跨年限等住房信贷政策。

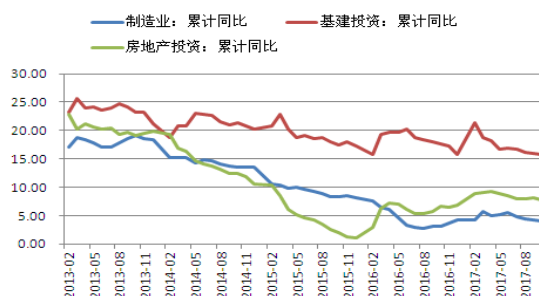
房地产调控政策陆续出台后，一二线城市房价明显降温。但 2017 年伊始，三四线城市商品房价格涨幅加快，开发商拿地热情高涨，是上半年房地产投资增速维持上行的主要原因。但随着房地产调控政策由一二线城市逐渐扩大至三四线城市，房地产投资增速开始放缓，并在二季度末迎来拐点。先行指标房地产销售增速于 2016 年 10 月开始进入下行周期，2017 年 1-10 月商品房销售额同比增长 12.6%（前值 14.6%），销售面积同比增长 8.2%（前值 10.3%），销售增速分别创两年新低。

图 1. 经济增长稳中向好



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 2. 投资略有放缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

国家统计局公布的数据显示，截至 7 月底，全国住宅库存创 33 个月新低，去化周期回到 2012 年水平，表明房地产去库存任务基本完成。为抑制房地产投机，防止出现新一轮的库存积压，未来楼市调控政策将进一步收紧，预计 2018 年房地产投资仍将运行在下行周期，将在一定程度上对经济增长形成拖累。

## 2. 基建投资保持中高速增长

在房地产投资进入下行周期的背景下，作为对冲经济下滑的重要手段，基建投资加码发力就显得十分必要。2017 年 1-10 月基建投资同比增长 15.85%，略低于去年同期的 17.59%，下半年基建投资增速有所回落，主要原因是与基建相关的项目在上半年集中投放。整体来看，基建投资依然保持中高速增长，为拉动中国经济增长作出了重要贡献。

国家发改委公布的数据显示，2017 年 1-9 月份，公路建设累计完成固定资产投资 15375 亿元，同比增长 23.9%；铁路完成固定资产投资 5455 亿元，同比增长 0.6%；水路建设累计完成固定资产投资 882 亿元，同比下降 7.3%；民航建设累计完成固定资产投资 570 亿元，同比增长 16.3%。由此来看，1-9 月份铁路、公路、机场等基础设施建设投资增速较去年有所放缓，但整体保持中高速增长，依然是拉动中国经济增长的中坚力量。2018 年如果房地产投资出现明显的下滑趋势，基建投资仍有必要加码发力，为供给侧结构性改革营造稳定的宏观经济环境。预计 2018 年基建投资仍将维持中高速增长，全年平均增速 15% 左右。

## 3. 制造业投资企稳回升

2017 年去产能进展顺利，供给侧结构性改革取得显著成效。9 月 28 日，国资委主任肖亚庆在国新办发布会上介绍称，2016 年国有企业退出钢铁产能 5249 万吨，约占全国退出产能的 80%；退出煤炭产能 20629 万吨，约占全国退出产能的 70%。截至 2017 年 8 月底，中央企业已退出钢铁产能 1614 万吨，退出煤炭产能 5510 万吨。

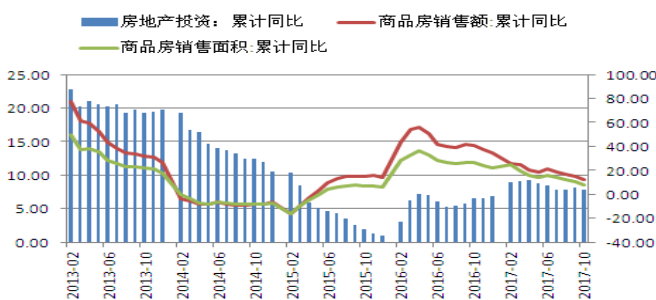
在处置“僵尸企业”方面，国资委称 500 户“僵尸企业”和困难企业得到了整治和处理，中央企业所属“僵

尸企业”和亏损企业整治以后，直属企业亏损大大减少，一年减少 885 亿。

在供给侧改革的深入推进下，2017 年煤炭、钢铁去产能任务超额完成，预计全年实现去产能总规划的 1/3，进度与 2016 年持平。根据十三五规划，要用 3-5 年的时间完成煤炭去产能 8 亿吨左右，退出钢铁产能 1-1.5 亿吨。2018 年随着去产能的持续推进，煤炭、钢铁行业的集中度将进一步提升，有利于国有企业利润回升和资产负债表修复，降低国有企业杠杆率。

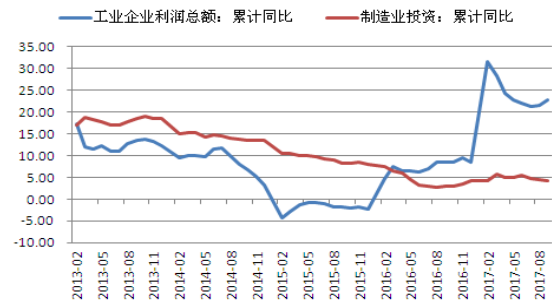
2017 年 1-10 月制造业投资同比增长 4.1%，较去年同期加快 1 个百分点，呈现稳步回升的态势。2017 年以来，我国规模以上工业企业利润增长加快，1-9 月工业企业利润总额同比增长 22.8%，大幅高于去年同期的 8.4%。主要原因在于，随着供给侧改革的持续推进，落后产能和“僵尸企业”被逐步淘汰和清理，拥有先进产能的创新型企业竞争力明显提升，企业盈利持续改善，从而带动制造业投资企稳回升。2018 年仍将是供给侧结构性改革的深化之年，产业、产能整合将会加快推进和落实，企业生产效率将进一步得到提升，企业盈利将继续改善，制造业投资将保持温和回升。

图 3. 房地产投资增速进入下行周期



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. 工业企业利润增长加快



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## （二）消费保持平稳增长

2017 年 1-10 月社会消费品零售总额同比增长 10.3%，与去年同期持平。2015 年以来，消费一直保持 10% 左右的增速，整体呈现平稳增长的态势。国家统计局公布的数据显示，2013-2016 年，最终消费对经济增长的年均贡献率为 55%，高于资本形成贡献率 8.5 个百分点，消费对经济增长的贡献率不断上升，表明中国经济结构调整正在稳步推进。

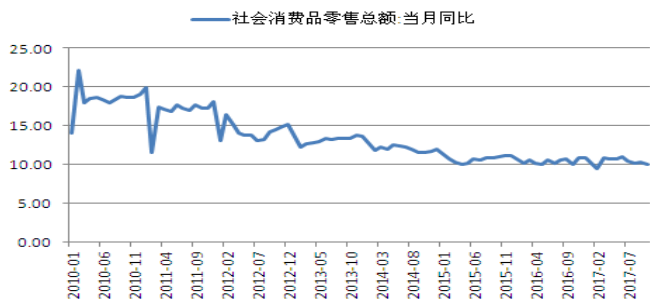
居民可支配收入是决定消费增长的重要因素。2013 年以来中国经济增速缓慢下行，人均可支配收入增速也呈现相应的下滑趋势，但仍高于 GDP 增速。总体来看，人均消费支出增速明显低于可支配收入的增速，说明未来我国消费增长仍具有相当大的潜力。

2017 年 1-9 月城镇居民人均可支配收入同比增长 8.3%，较去年同期提高 0.54 个百分点。人均消费支出同比增长 6.2%，较上年同期放缓 1.22 个百分点。2017 年以来，城镇居民人均可支配收入呈现增长态势，但消费性支出却下降，主要原因是 2017 年居民住房消费贷款大幅攀升，挤占了其他领域的消费支出。2017 年 1-10 月新增居民中长期贷款 45710 亿元，比去年同期减少 1181 亿元，住户部门中长期贷款开始回落，表明房地产信贷调控政策初现成效。



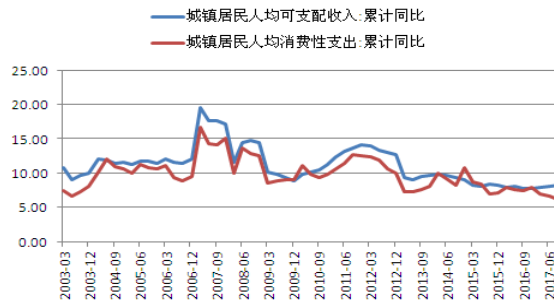
2016 年以来居民加杠杆购房在一定程度上推高了房价，同时也抑制了其他方面的消费需求。但随着房地产调控政策的持续收紧，投机性需求将逐步得到遏制，房价也将逐渐回归平稳，有利于改善居民生活水平，从而拉动其他领域的消费增长，我们预计 2018 年消费仍将保持平稳增长，全年平均增长 10% 左右。

图 5. 消费保持平稳增长



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 6. 城镇人均可支配收入与支出



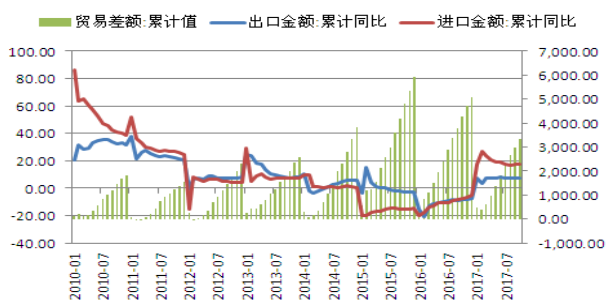
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

### (三) 进出口显著改善

2017 年我国进出口贸易得到显著改善，摆脱了 2010 年以来的下滑趋势，呈现稳步回升的态势。按美元计价，2017 年 1-10 月份中国进口同比增长 17.2%，远超去年同期的-7.68%。出口同比增长 7.4%，较去年同期加快 16 个百分点。1-10 月实现贸易差额 3347.70 亿美元，比去年同期下降 922.25 亿美元，呈现典型的“衰退式贸易顺差”。

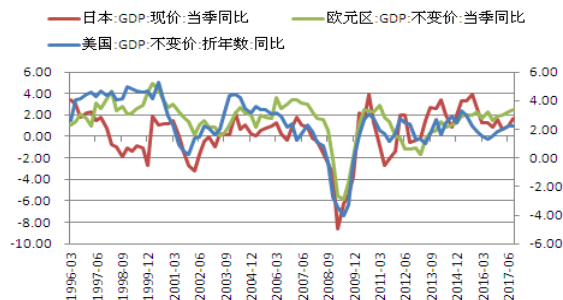
2017 年全球主要发达国家经济复苏加快，是我国出口得到明显改善的主要原因。2017 年美国三季度 GDP 同比增长 2.3%，比上年同期加快 0.8 个百分点，连续 6 个季度回升，整体呈现温和复苏的态势。欧元区三季度 GDP 同比增长 2.5%，超过去年同期 0.8 个百分点，创 2012 年以来新高。日本三季度 GDP 同比增长 1.7%，高于上年同期 0.8 个百分点。08 年金融危机以来，在量化宽松及低利率政策的刺激下，美国经济率先走向复苏，欧元区、英国、加拿大等发达经济体紧跟其后，部分新兴经济体也逐渐走出低谷。IMF 上调全球经济增长预期，将今明两年中国经济增长预期上调至 6.8% 和 6.5%，美国经济增长预期上调至 2.2% 和 2.3%，欧元区经济增长预期上调至 2.1% 和 1.9%。因此，在全球经济处于温和复苏的背景下，我国对外贸易将得到持续性改善，预计 2018 年仍将保持平稳增长。

图 7. 进出口得到显著改善



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 8. 欧美经济复苏加快



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

### 三、CPI 温和增长，PPI 加快回升

年初以来，CPI 温和回升，但整体低于去年平均水平。2017 年 10 月 CPI 同比增长 1.9%，较去年同期下降 0.2 个百分点。2017 年前 10 个月 CPI 平均增长 1.5%，低于去年平均水平 2%。主要原因是 CPI 的构成中，食品价格所占权重较大，2017 年农产品价格低迷，猪肉、蔬菜、水果批发价格低于去年平均水平。2017 年 10 月农产批发价格 200 指数同比 99.0 菜篮子批发价格 200 指数同比 98.7，分别低于去年同期 5.3 和 6.3 个百分点。2017 年 1-10 月份，猪肉平均批发价格为 21.37 元/公斤，低于去年同期平均价格 25.21 元/公斤。28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 3.78 元/公斤，低于去年同期平均价格 4.16 元/公斤。

在供给侧改革的持续推进下，2017 年以煤炭、钢铁为代表的工业品价格继续走高，带动 PPI 持续回升。2017 年 10 月 PPI 同比增长 6.9%，较上年同期加快 5.7 个百分点。2017 年前 10 个月 PPI 平均增长 6.5%，显著高于去年平均水平-2.5%。但上游原材料价格上涨，向终端消费领域传导不畅，也是 CPI 表现低于预期的一个重要原因。

2018 年供给侧结构性改革仍将继续深化，工业品价格将保持回暖，预计 PPI 全年同比上涨 4%-6%。猪肉价格有望企稳，原油价格重心上移，将阶段性提升通胀预期，预计 CPI 全年同比增长 1.5%-2.5%。

#### （一）粮食价格保持稳定，猪肉价格有望企稳

2016 年我国粮食总产量在连续 12 年增产后，首次出现回落，较 2015 年减少 520 万吨。主要原因是农业供给侧结构性改革背景下，我国主动调减了玉米产量，2016 年玉米种植面积较 2015 年减少近 3000 万亩。农业部表示，今后粮食产量根据当期的供求关系适当有一些增减是正常的，而且也会成为一种常态。新的国家粮食安全战略要求，保持稻谷、小麦两大口粮的面积和产量总体稳定，确保口粮绝对安全。因此，我们预计今后粮食产量将总体保持稳定，粮食价格不会出现大幅波动，对 CPI 的影响较为有限。

2017 年以来，猪肉、蔬菜价格高位回落，是导致 CPI 低于去年的重要原因。截止 2017 年 9 月，我国生猪存栏量为 34991 万头，较去年同期减少 2718 万头。能繁母猪存栏量为 3497 万头，比去年同期减少 213 万头，分别创 08 年以来最低水平。主要原因是，养殖业遭遇史上最严环保政策，散养户被强制搬迁或清理，在较大程度上影响了生猪的出栏。但猪肉价格却一路走低，主要原因是玉米、大豆等粮食价格低迷，养殖成本降低抵消了存栏量下降的影响。如果 2018 年生猪存栏量进一步下降，猪肉价格有望迎来阶段性上涨，将在一定程度上推高 CPI。

#### （二）原油价格走高，将阶段性提升通胀

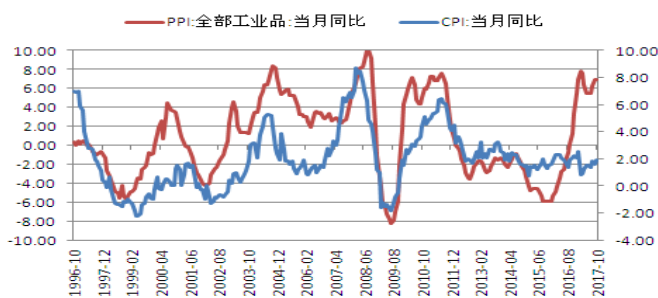
美原油价格在 2017 年 6 月录得 42 美元的年内低位后展开反弹，并在 11 月初突破年内高点 55.24 美元，整体呈现先抑后扬的走势。主要原因是，上半年 OPEC 会议未就延长减产协议达成一致，以及美国页岩油供给压力不减，库存居高不下。但下半年以来，美国原油库存开始下降，哈维、艾尔玛飓风影响美国原油生产，沙特反腐行动加剧中东局势动荡，以上因素先后推动原油价格走高。

欧佩克 2017 年 11 月发布的全球石油展望年度报告显示，预计美国页岩油产商将在减产提振油价之后提升产能，将北美 2017 年页岩油产量从 410 万桶/日上调至 510 万桶/日，预计 2019 年原油需求将升至 3310 万桶/日，长期石油需求增速年率将持平在 0.6%。EIA 短期能源展望报告，将 2018 年全球原油需求增速预期上调 8

万桶/日至 166 万桶/日，美国原油需求增速预期从 42 万桶下调为 41 万桶/日，将美国原油产量从 992 万桶上调为 995 万桶/日。将 2018 年 WTI 原油价格为从 50.57 美元/桶上调至 51.04 美元/桶，布伦特原油价格从 54.07 美元/桶上调至 55.61 美元/桶。

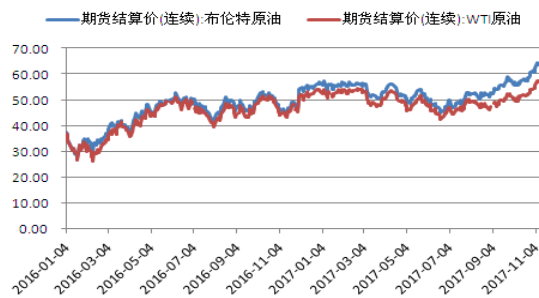
我们预计 2018 年美原油价格有望维持在 50-60 美元/桶，将在一定程度上提升通胀预期，推动 CPI 阶段性走高。

图 9.CPI 温和增长、PPI 持续回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 10.原油价格企稳走高



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

### (三) 其他影响因素

影响 CPI 的食品价格因素中，除猪肉、蔬菜所占权重较大外，粮食、油脂等商品对 CPI 的影响较小；非食品价格因素中，住房、公用事业、交通和通讯影响权重较大，而其他因素对 CPI 的影响相对较小。

## 四、货币政策继续保持稳健中性，不松不紧是常态

央行三季度货币政策执行报告指出，下一阶段将保持政策的连续性和稳定性，实施好稳健中性的货币政策，并加强货币政策与其他相关政策协调配合，加快建设现代化经济体系，为供给侧结构性改革和高质量发展营造中性适度的货币金融环境。

2017 年中国央行在货币政策方面保持稳健中性，加强预调微调和与市场沟通，为稳增长、调结构、促改革、惠民生、去杠杆、抑泡沫、防风险营造了适宜的货币金融环境，与中央经济工作会议精神一脉相承。预计 2018 年货币政策仍将保持稳健中性，利率端不会放松，但也不会收紧。定向降准是可选项，但普降准准备金率的可能性较小，未来将更多地使用公开市场操作、MLF、SLF 等流动性调节工具来补充基础货币。

### (一) 基准利率保持不变

#### 1. 金融去杠杆继续推进，实体经济稳健复苏

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，信贷支持实体经济的力度明显加大，中小企业融资难的问题逐步改善，企业投资积极性显著提升。货币政策保持中性是实体经济稳健复苏的必要条件，因此利率端不宜进一步放松或收紧，要继续稳定市场预期。

#### 2. 通胀未出现明显的上行趋势

根据上述分析，农业供给侧结构性改革背景下，2018 年粮食价格总体保持稳定，猪肉价格或迎来阶段性上

涨。工业品价格上涨向终端消费领域传导受限，房价稳中有降，原油有望实现供需再平衡，将在一定程度上提升通胀预期。预计 2018 年 CPI 将保持温和增长，全年同比增长 2% 左右，不会大幅偏离 3% 的通胀目标。因此，基于通胀水平保持基本稳定，货币政策取向没有进一步收紧或宽松的必要性。

### 3. 人民币贬值预期充分释放，中美利差开始扩大

从 2014 年 1 月至 2016 年 12 月，人民币进入一轮贬值趋势，人民币兑美元汇率从 6.0 关口，一路跌向 7.0 关口，期间累计跌幅接近 16%。我国货币政策在 2014-2015 年保持宽松，一年期存款基准利率从 2.75% 降至 1.5%。而美联储开始进入加息周期，美国联邦基金利率从 0.25% 上调至 1.25%，中美利差持续收窄，加大了人民币的贬值预期。

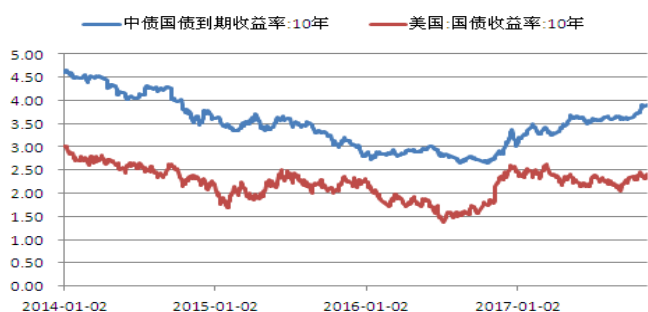
但 2017 年 1-9 月份，人民币又呈现单边升值的趋势，离岸人民币汇率从年内低点 6.98，最高升至 6.44，期间累计涨幅达 7.7%。在此期间，央行两次上调公开市场操作、中期借贷便利（MLF）各期限利率，中美利差由收窄逐渐转向扩大。我们认为美联储货币政策正常化已走过了一半的路程，未来加息和缩表的预期对美元的提振作用边际递减，人民币经历了 3 年的贬值周期，贬值压力在前期已得到充分释放。此外，随着中国经济结构调整的持续推进，未来经济增长的韧性和内在动力将逐渐增强，人民币不存在持续贬值的基础，未来将进入双向波动，人民币国际化的进程将进一步加快。预计 2018 年人民币汇率将总体保持稳定，货币政策的一个掣肘因素消除。

#### （二）流动性调控更加灵活，定向降准是可选项

在坚持稳健的货币政策基调下，2016 年 3 月份以来，央行始终维持存款准备金率不变。主要通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、常设借贷便利（SLF）等流动性调节工具，来补充基础货币，满足市场的中短期资金需求。主要原因在于：第一，降准释放的信号意义太强，不符合央行坚持稳健中性的货币政策倾向，不利于稳定市场预期。第二，在以防控金融风险为工作重点的政策背景下，降准释放太多流动性，不利于推动金融去杠杆，尤其在经济基本面并无明显恶化的情况下，全面降准缺乏理论支撑。

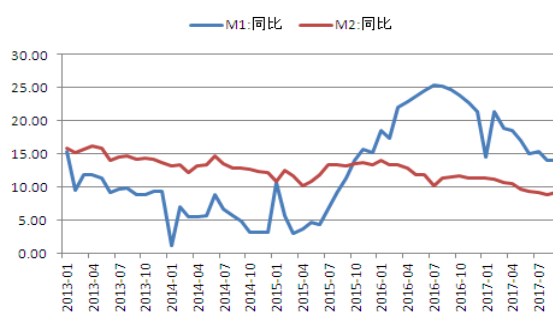
2017 年 9 月 30 日，央行发布通知：为支持金融机构发展普惠金融业务，对符合一定条件的商业银行实施定向降准，措施将从 2018 年起实施。我们认为央行实施定向降准，旨在为小微企业提供金融支持，补小微企业融资难的短板，促进实体经济发展，并非释放宽松信号。长期来看，定向降准是支持中小企业发展的一种有效手段，符合国家定向调控、精准调控的政策导向，未来有望得到更加广泛的使用。

图 11. 中美利差开始扩大



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. M1 与 M2 剪刀差收窄



资料来源：WIND 新纪元期货研究所



综上，2018 年货币政策将继续保持稳健中性，流动性调控将更加灵活和精细化，未来央行将更多使用公开市场操作、MLF、SLF 等流动性调节来补充基础货币，全面降准的可能性较小，定向降准是可选项。

## 五、积极的财政政策仍将延续，重点为深化供给侧改革服务

2017 年 10 月 16 日，财政部在前三季度财政收支情况新闻发布会上表示，今年前 9 个月，全国财政运行状况总体良好，财政收入实现较快增长，财政支出进度加快，重点支出得到有效保障。近几年来，财政部门贯彻落实党中央、国务院决策部署，实施了多种积极财政政策，包括大规模减税降费、适度扩大支出规模、大力支持供给侧结构性改革、调整优化支出结构等等。

积极的财政政策是政府宏观调控的重要工具，在 2018 年将继续实施，为全面深化供给侧结构性改革营造稳定的宏观政策环境，保证改革顺利推进。未来积极的财政政策措施包括减税降费，扩大基础设施建设支出，加快推进棚户区改造等。

### （一）财政赤字率维持在 3% 的水平

2017 年 1-10 月全国公共财政收入累计 150363 亿元，较去年同期增加 13604 亿元，同比增长 9.2%，较上年同期加快 3.3 个百分点；1-10 月全国公共财政支出累计 162995 亿元，比去年同期增加 15220 亿元，同比增长 9.8%，比去年同期放缓 0.2 个百分点。

2017 年政府工作报告明确，今年财政赤字率拟按 3% 安排，财政赤字 2.38 万亿。截止今年三季度，我国 GDP 总额为 593288 亿元，财政赤字为 17744 亿元，财政赤字率接近 3%。预计 2018 年我国财政赤字率仍将维持 3% 的目标水平，为进一步的减税降费留足空间，更加有效的实施积极的财政政策。

### （二）地方债务置换继续开展，政策性金融债发行规模将扩大

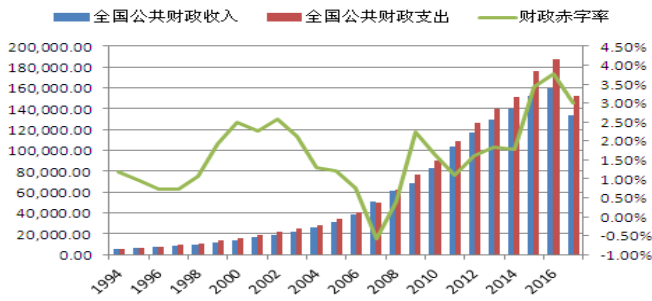
2017 年政府工作报告提出，安排地方专项债券 8000 亿元，继续发行地方政府置换债券。今年以来，财政部先后印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》、《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知，表明我国地方政府专项债发行稳步推进，未来专项债的发展有望提速。地方专项债的发行主要用于公益性项目建设和置换到期的债务，是发挥积极财政政策的一种有效手段。

2015 年底印发的《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》明确，将在三年左右的过渡期内，发行地方政府债券置换存量政府债务中非政府债券形式的债务。自地方政府债券置换存量债务正式开闸以来，2015 年全国地方政府共发行置换债券总额 3.2 万亿元，2016 年这一数字上升至 4.87 万亿元，预计 2017 年将达到 6-7 万亿元。截止 2017 年 2 月，全国地方债存量约 10.63 万亿，2018 年地方债务置换仍将继续开展，但预计发行规模将有所下降。

除了地方债务置换，政策性金融债发行也是财政发力的重要渠道之一。专项金融债自 2015 年推出以来，呈现大幅增长的态势。2017 年 1-10 月份政策性银行累计发债 27703.40 亿元，较上年同期减少 1608.10 亿元，但仍处于历史同期第二高位。政策性银行通过发行金融债券筹集资金，设立专项投资基金，用于支持 PPP 项目、棚户区改造以及其他城投项目，发挥“第二财政部”的作用。预计 2018 年政策性金融债的发行规模仍将延续扩

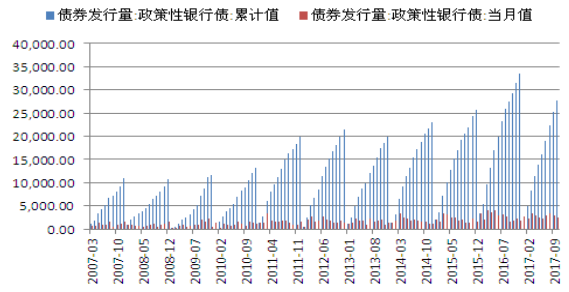
张态势。

图 13.财政赤字规模



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 14.政策性金融债发行规模



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 第二部分 国际宏观经济形势和政策分析

美国、加拿大、欧元区、英国等发达经济体陆续从金融危机中摆脱，由衰退走向复苏，全球量化宽松的货币政策已走到尽头，部分国家正在实现货币政正常化的路上。美联储于 2015 年 12 月率先开启加息周期，并于 2017 年 10 月开始缩减资产负债表；加拿大央行分别在 7 月和 9 月两次加息，英国央行于 11 月开启 10 年来的首次加息，欧洲央行从 2018 年 1 月起将每月购债规模削减一半。

### （一）美国经济温和复苏，货币政策循序渐进的收紧

美国 2017 年三季度 GDP 环比增长 3%（前值 2.6%），创 2015 年以来新高。三季度 GDP 同比增长 2.3%（前值 2.2%），连续 6 个季度回升。9 月耐用品订单月率同比 4.6%（前值 2.7%），为 2015 年以来最高。9 月零售销售月率升至 1.6%，创 2015 年 3 月以来最大增幅，主要受汽车销售加快和汽油价格上涨的影响。美国 10 月 ISM 制造业 PMI 小幅降至 58.7（前值 60.8），但非制造业 PMI 升至 60.1（前值 58.5），刷新 12 年新高。10 月 Markit 制造业 PMI 同比升至 54.6（前值 53.1），为年内次高水平。10 月密歇根消费者信心指数为 100.7，创 2007 年以来新高。

美国 9 月核心 CPI 同比增长 1.8%（前值 1.7%），为 5 月份以来首次回升。9 月核心 PCE 物价指数同比增长 1.6%，为 2 月份以来首次回升。年初以来，美国通胀持续表现疲软，迟迟没有达到 2% 的长期目标。美联储 9 月货币政策会议纪要显示，多个委员同时表达了对通胀疲软的担忧，认为通胀走低并非暂时性现象，撤出宽松需要保持耐心。部分官员认为如果通胀持续低迷，过快加息会损害美联储的信誉，应等到通胀达标后再加息。美联储 11 月政策声明提到，剔除食品和能源以外的通胀项目仍然疲软，重申基于市场的通胀预期指标仍低，基于调查的长期通胀预期几乎不变。

美国 10 月 ADP 就业人数增加 23.5 万，创今年 3 月以来新高。10 月新增非农就业 26.1 万（前值-3.3 万），为 2016 年 7 月以来最大增幅，表明哈维、艾尔玛飓风对就业的影响是短期的，且这一因素已经消退。美国 10 月失业率降至 4.1%（前值 4.2%），为 2000 年以来最低。小时薪资同比增长 2.4%，不及预期的 2.7%。总体来看，美国劳动力市场持续稳健走好，已实现充分就业的目标，失业率降至多年低位，但薪资增长乏力。

美联储 11 月 FOMC 会议宣布维持联邦基金利率在 1%-1.25% 不变，政策声明称 10 月启动的缩表正在进行，承认核心通胀疲软，预计通胀中期会升到联储目标，认为虽受飓风干扰，但美国经济活动在稳健增长。美国联邦基金利率期货显示，美联储 12 月加息的概率由之前的 91% 上升至 98%。

我们认为美国经济仍处于温和复苏的轨道上，劳动力市场保持稳健，支持美联储 12 月再次加息。美联储 9 月政策声明公布的点阵图显示，2018 年利率预期中值为 2.1%，意味着明年将加息三次。但年初以来，通胀持续表现疲软，是影响美联储未来加息路径的关键因素。

### （二）欧元区经济复苏加快，2018 年起开始削减购债规模

欧元区三季度 GDP 同比增长 2.5%（前值 2.3%），创 2011 年二季度以来新高，连续四个季度回升，表明 2016 年以来欧元区经济复苏加快。从欧盟成员国来看，经济复苏具有普遍性。德国三季度 GDP 同比增长 2.3%，高于前值的 1%；法国三季度 GDP 同比增长 2%，较二季度加快 0.9 个百分点，创 2012 年以来新高。意大利三季度 GDP 环比增长 0.5%，增速为 2010 年以来最高。

从具体经济指标来看,进入三季度,欧洲制造业复苏加快,经济增长动能表现强劲。欧元区 9 月工业生产指数同比 3.3%,较前值小幅回落,但仍位于年内高位。欧元区 10 月制造业 PMI 录得 58.5,创 2012 年以来最高。10 月经济景气指数上升至 114.2(前值 113.1),创 2008 年以来新高。11 月投资者信心指数录得 34,连续三个月回升,并创年内最高水平,消费者信心指数连续三个月回升至-1。表明欧元区制造业活动温和扩张,消费促进经济复苏的内在动力增强,预计 2018 年欧元区经济仍将保持强劲增长。

欧元区 9 月失业率降至 8.9%(前值 9.1%),创近 10 年新低,连续 11 个月维持在 10%以下。表明欧元区劳动力市场持续走好,逐渐接近充分就业的目标。

欧元 10 月 CPI 同比增长 1.4%(前值 1.5%),核心 CPI 同比上涨 0.9%(前值 1.1%),接近 4 年新高,逐渐脱离低通胀时代。欧洲央行行长德拉基讲话表示,通缩已被再通胀取代,未来将逐步进行调整货币政策参数。

欧洲央行 10 月会议决定维持利率不变,同时将月度购债计划从 600 亿欧元削减至 300 亿欧元,从 2018 年 1 月起延续 9 个月,如有必要将持续更长时间。欧洲央行行长德拉基讲话称,经济增长风险大致平衡,经济增长的下行风险包括欧元汇率,下半年经济增长动能持续;QE 重新校准体现了对欧元区通胀的信心,预计通胀将出现 V 型反弹,有详尽计划实现通胀目标。

欧洲央行 10 月会议声明对欧元区经济强劲复苏表示肯定,对通胀逐步达标持有信心,未来将温和地削减 QE 规模,政策声明整体偏向鸽派。我们认为欧元区经济持续复苏的路径未变,通胀正在朝着 2%的目标迈进,预计 2018 年欧洲央行将继续削减购债规模,并维持利率不变,退出宽松政策只是时间问题。

### (三) 英国通胀超过长期目标,开启十年来首次加息

英国三季度 GDP 同比增长 1.5%,与二季度持平,低于去年同期 0.3 个百分点。英国 9 月工业产出指数同比 2.6%(前值 1.8%),连续 5 个月回升。10 月制造业 PMI 升至 56.3(前值 56),为年内次高水平。英国 10 月零售销售月率小幅回升至 0.3%(前值-0.8%),消费者信心指数录得-10,降至年内次低。

英国 9 月失业率降至 4.3%,与前值持平,创 2007 年以来新低。表明英国劳动力市场持续走强,接近充分就业的状态。

英国 10 月核心 CPI 同比增长 2.7%,创 2012 年以来新高,连续 7 个月维持在 2%以上。主要原因是,英国脱欧以来,英镑表现疲软在一定程度上推升了通胀。

英国央行 11 月利率决议宣布加息 25 个基点,为 10 年来首次,成为跟随美联储进入加息轨道的第三个主要央行。央行行长卡尼称,英国脱欧仍是经济前景的最大决定因素,也是英央行未来利率调整的最大驱动。英国通胀率让人担心,未来三年需要再加息两次,以便让通胀重回 2%的目标。

英国央行 11 月会议传递鸽派加息的信号,英国脱欧谈判所达成的解决方案,是影响加息进程的关键因素。我们预计英国将在 2018 年加息一次,维持购债规模不变。

### (四) 日本经济增长缓慢,货币政策将在较长时间维持宽松

日本三季度 GDP 同比增长 1.4%,虽然连续两个季度回升,但仍处于 2013 年以来的较低水平。日本 10 月制造业 PMI 录得 52.8,2017 年 PMI 虽然位于扩张区间,但并未显示出明显的上升动能。日本 2017 年 9 月商业零售额同比增长 3.26%,较上年同期扩大 7.94 个百分点。2016 年 6 月以来,日本商业零售额呈现缓慢回升的态势。日本 10 月消费者信心指数为 44.2,创年内第二高位,消费者支出温和增长。



2017 年日本 9 月核心 CPI 同比增长 0.7%，创 2015 年 4 月以来新高，但仍低于日本央行 2% 的长期通胀目标。日本央行在 10 月货币政策会议上下调了 2017 和 2018 年通胀预期，称物价风险倾向于下行，海外经济体的情况仍存在不确定性，预计将在 2019-2020 年实现 2% 的通胀目标。

2009 年以来，日本失业率呈现持续下降的趋势。截止 2017 年 9 月，日本失业率为 2.8%，连续四个月持平，创 2008 年以来新低，表明日本就业市场长期向好。

日本央行 10 月会议维持利率不变，称日本经济上行、下行风险大体平衡。央行行长黑田东彦讲话称，距离达到 2% 的通胀目标尚有一些距离，预计日本经济将稳定前进，能逐步实现 2% 的通胀目标。日本央行将会在收益率曲线控制前提下，持续推进强有力的货币宽松。一旦实现 2% 的通胀目标，日本央行将会讨论从宽松政策退出的策略。

我们认为日本经济复苏弱于欧美，通胀低于其他主要发达国家，导致日本长期维持宽松货币政策。因此，在通胀没有显著上升，并达到 2% 的长期目标之前，日本央行将在较长时间内继续保持宽松政策。

## 第三部分 大类资产配置

### 一、全球经济复苏、货币宽松退出背景下资产配置建议

2017 年全球经济复苏加快，但通胀并未显著上行，欧美英等发达国家央行在退出宽松政策方面表现谨慎。美国总统特朗普执政的第一年，税改的进展备受关注，对资产价格的影响较为深远。从 2017 年各类资产的表现来看，以铜锌镍为代表的有色金属表现亮眼，欧美主要股指屡创历史新高。国内方面，供给侧结构性改革持续推进，焦煤、焦炭、铁矿石、螺纹钢等黑色商品一枝独秀。

2016 年以来，有色金属、黑色产业链等工业品价格显著上涨，反映全球经济仍在上升周期。在宏观政策方面，美国推行减税、加大基建投资等积极的财政政策，我国坚定不移的全面深化供给侧结构性改革，也在一定程度上提升了相关资产价格。

2018 年全球经济仍将继续复苏，IMF 并且上调了全球经济增长预期，欧元区、英国等主要发达经济体开始逐渐退出宽松政策。在这一背景下，大类资产价格将如何表现，我们分类进行探讨和剖析。

#### （一）大宗商品

国内方面，2018 年供给侧结构性改革将继续深化，煤炭、钢铁去产能任务将继续落实，预计去产能进度与 2017 年基本持平。因此，煤炭、钢铁等黑色产业链商品，供给端不会出现明显增加，需求端取决于经济改善的状况，黑色商品价格有望继续回暖。

国际方面，美国税改、基建投资计划是影响商品价格的重要因素。美国 2018 财年预决算议案获得参众两院批准，为特朗普税改的通过奠定了基础，我们预计税改年内通过的可能性较大。特朗普税改方案实施后，将大幅减轻企业和个人所得税负担，有利于提升企业竞争力，创造更多就业岗位，刺激消费需求，对经济长期利好。除税改之外，2018 年要关注基建计划的进展，预计难度比税改更大，这对铜、锌、镍等与基建相关的有色金属影响较大。

2018 年全球经济加快复苏，将提振对大宗商品的需求。中国供给侧改革进入全面深化阶段，美国进入特朗普执政的第二年，税改法案将大概率获得国会批准，基建投资计划有望提上日程，这对大宗商品来说，将形成实质性利好。此外，原油价格企稳走高，将提升未来通胀预期，根据美林投资时钟理论，配置大宗商品依然是较好的选择。

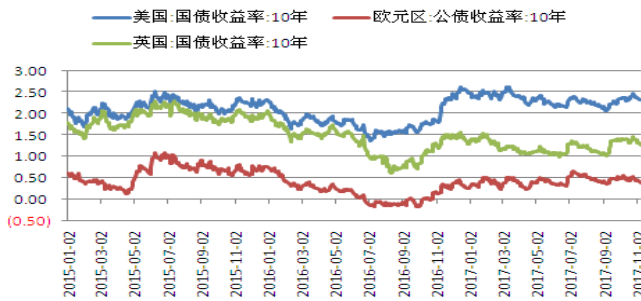
#### （二）债券

在全球货币政策逐渐退出宽松的背景下，债券价格首当其冲。美联储于 2015 年 12 月率先开启加息周期，截止 2017 年 6 月，已完成第四次加息。并在 2017 年 9 月开始缩减资产负债表，起初每月削减 60 亿美元国债和 40 亿美元 MBS，之后每个季度增加，直至每月削减 300 亿美元国债和 200 亿美元 MBS。美国 10、20 年期国债收益率从 2016 年 7 月份开始见底，截止 2017 年 11 月，期间累计上涨 97 和 90 个基点。欧元区 10、20 年期国债收益率于 2016 年 9 月见底，截止 2017 年 11 月，期间累计上涨 60 和 78 个基点。

2018 年美联储进入加息周期的第四年，预计年内将加息三次，缩表按原计划进行。欧洲央行从 1 月开始削减购债规模，英国央行可能在年内加息一次，全球发达国家陆续进入货币政策正常化的轨道。在这一背景下，利率端仍有上行的空间，成为压制债券价格的决定性因素，因此债券价格将易跌难涨。根据美林投资时钟理论，在

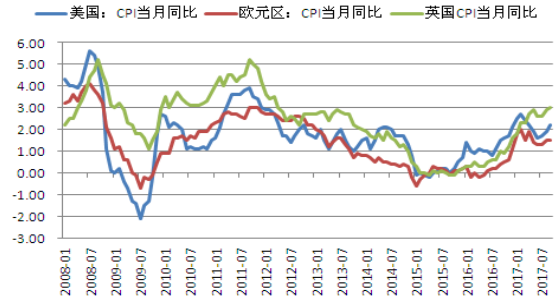
经济和通胀同时上行的情况下，债券价格的表现往往弱于其他资产。

图 15. 欧美英国债收益率缓慢上升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 16. 欧美英 CPI 温和回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

### (三) 黄金

黄金兼具商品、货币及金融三大属性，具有保值和避险的功能，是大类资产配置中非常重要的一个品种。布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元正式脱钩，长期以来，二者形成一种此消彼长的关系。因此美元汇率的变化将直接影响到黄金的价格，二者之间呈现较强的负相关关系。

在全球货币政策由宽松逐渐转向收紧的背景下，美联储货币政策正常化进入中后期，加息和缩表预期对于美元的提振作用边际减弱，难以改变美元指数长期下行的趋势；而其他主要发达国家货币政策还处在退出宽松的初级阶段，加拿大央行已于 2017 年 7 月和 9 月两次加息，成为跟随美联储进入加息轨道的第一家主要央行。英国央行于 11 月开启 10 年来的首次加息，2019 年之前还将加息两次，欧洲央行从 2018 年开始削减 QE 规模。相比之下，未来数年，美元相对其他非美货币走弱的可能性更大，美元走软将对金价形成支撑。

此外，欧洲民粹主义政治抬头，对欧盟的内部团结形成巨大挑战。德国大选中默克尔领导的基民党获胜，但极右翼民粹党—德国选择党首次进入议会，给反欧盟留下隐患。西班牙加泰罗尼亚自治区独立公投引发欧洲局势动荡，虽然这一事件在西班牙政府的努力下得以平息，但对欧盟其他成员国造成了一些消极影响。2017 年下半年以来，朝鲜半岛局势牵动市场神经，避险情绪上下起伏。进入 2018 年，欧洲政治风波仍有可能发生，朝鲜半岛核试验不会彻底终止，地缘政治风险将推升避险需求，黄金作为避险资产仍有配置的必要性。

2017 年 9 月份以来，国际金价从年内高点 1357 美元/盎司展开调整，开始计入美联储缩表和 12 月加息的因素。截止 11 月份，国际黄金最低跌至 1260 美元/盎司。伦敦金已经过连续三个月的下跌，累计跌幅约 7%，已充分进入了美联储 12 月加息的预期，年内将完成震荡筑底。我们预计 2018 年黄金价格将震荡上行，目标有望突破 1450 美元/盎司。

### (四) 股指

2017 年全球股市表现靓丽，欧美股指屡创历史新高，主要受全球经济复苏加快及特朗普新政的刺激。2016 年以来，我国股市在经过三轮股灾后逐渐修复，重心缓慢抬升，但风格发生明显转换，主板偏强，中小创偏弱。上证 50 指数基本收复第二轮股灾的跌幅，回到 2015 年 8 月份的水平。沪深 300 指数已收复第三轮股灾的跌幅，中证 500 指数表现最差，还在第三轮股灾之间徘徊。我们预计 2018 年股市结构性行情仍会延续，轻概念、重业绩依然是市场选择的方向，A 股将回归价值投资时代。

### 1. 经济增长逐渐探明阶段底部，企业盈利温和改善

十九大报告指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，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”。表明中国经济结构转型正在稳步进行，过去依靠房地产、基建投资拉动经济增长的方式，不再适应中国经济发展的新常态，消费对经济增长的贡献不断上升，服务业、装备和高端制造业在促进经济增长中的地位越来越重要。展望 2018 年，虽然房地产投资进入下行周期，但制造业投资企稳回升，基建投资维持中高速增长，消费和出口保持平稳增长，中国经济不会出现失速风险，经济增长的韧性将进一步增强，并逐渐探明阶段底部，预计 2018 年 GDP 同比增长 6.7% 左右。

随着供给侧改革的深入推进，落后产能和“僵尸企业”被逐步淘汰和清理，大宗商品价格回暖，企业竞争力明显提升，盈利温和改善。2017 年 9 月 27 日，国务院常务会议提出，“加大对小微企业发展的财政金融支持力度，包括对涉及小微企业贷款的银行定向降准给予再贷款支持，扩大免征增值税政策范围，提高享受免税贷款额度上限”。进入 2018 年，在定向降准、减税、降费等政策支持下，预计企业经营状况将进一步得到改善，利润有望继续回升。

### 2. 货币政策保持稳健中性，对估值的影响边际减弱

在全面深化供给侧结构性改革以及防控金融风险的背景下，货币政策将继续保持稳健中性，不松不紧将成为常态，为改革的顺利推进营造稳定的货币金融环境。因此，2018 年货币政策仍将维持稳健中性，利率端不会放松，但也不会收紧，对股指的估值水平影响边际减弱。

### 3. 风险偏好取决于改革的进展

李克强总理在 2017 年政府工作报告中明确提出，国企改革和金融改革是今年改革领域的重点工作，国企改革的重点是：基本完成公司制改革，深化混合所有制改革，在电力、石油等领域迈出实质性步伐。

2017 年下半年以来，国企改革明显提速。中国联通混改方案正式落地之后，保利集团重组又迅速加入了改革浪潮，意味着国企混改试点取得实质性进展。国资委在国企改革吹风会上表示，中央企业混改速度明显加快，下一步将沿三路径加快深度调整重组步伐，稳妥推进煤电、重型装备制造、钢铁等领域重组。

十九大报告指出，“深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业”。在十九大报告的指引下，预计 2018 年国企改革仍将深入推进，混合所有制改革是重要突破口。此外还将推进财税、金融、土地、城镇化、社会保障、生态文明等基础性改革。当改革取得超预期、实质性进展时，将边际改善风险偏好，提升股指的估值水平。

综上所述，在全球经济处于稳健复苏的背景下，我们认为 2018 年我国经济增长稳中向好，逐渐探明阶段性底部，企业盈利温和改善，股市的结构性行情仍会延续。货币政策将继续保持稳健中性，既不宽松也不收紧是常态，对股指估值水平的影响边际减弱。风险偏好的提升取决于各项改革的进展，存在较大的不确定性。综合基本面因素，我们判断 2018 年股指将震荡上行，重心缓慢上移，结构性特征仍会延续，预计上证 50、沪深 300 指数表现将强于中证 500 指数。

## 二、2018 年全球宏观风险提示

### （一）国内风险

房地产投资下滑超预期。2018 年中国房地产投资依然运行在下行周期，房地产调控政策将继续实施，目的



是化解房地产风险，防止房价大起大落，促进房地产市场平稳健康发展。如果 2018 年房地产市场遇冷，房价出现大幅回落，房地产销售显著下降，房地产投资超预期下滑，则将加大对固定资产投资的拖累，从而使经济潜在下行风险增加。

## （二）国外风险

全球货币紧缩超预期。2017 年全球通胀整体表现疲软，欧美英等主要发达国家在退出宽松货币政策方面表现谨慎，美联储循序渐进地加息和缩减资产负债表，欧洲央行从明年 1 月开始削减购债规模，并将购债计划延长至明年 9 月，英国央行表示在 2-3 年内加息两次。如果 2018 年通胀显著上行，并达到 2% 的长期目标，则将大幅提升全球货币政策收紧的预期，促使美联储更快地加息和缩表，欧洲央行提前结束购债计划。届时全球金融市场波动将会加剧，资产价格将面临较大幅度的调整。

## 免责声明

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。

## 营业网点

**徐州营业部**

全国客服热线：400-111-1855  
业务电话：0516-83831113  
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

**广州营业部**

业务电话：020 - 87750826  
传真：020-87750825  
邮编：510080  
地址：广州市越秀区东风东路703大  
院29号8层803

**杭州营业部**

业务电话：0571- 85817186  
传真：0571-85817280  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号  
1406-1408室

**成都高新营业部**

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

**深圳分公司**

电话：0755-33506379  
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**

业务电话：010-84263809  
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

**苏州营业部**

业务电话：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**

业务电话：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

**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

**南京营业部**

业务电话：025 - 84787996  
传真：025- 84787997  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1号

**常州营业部**

业务电话：0519 - 88059976  
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

**重庆营业部**

业务电话：023 - 67917658  
传真：023-67901088  
邮编：400020  
地址：重庆市江北区西环路8号1幢  
8-2号

**成都分公司**

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