



股指期货年报：2020 年 1 月 2 日

改革释放红利 资本市场站上新高度

股指期货年报

摘要：

- 在经济放缓、货币宽松以及不确定性上升共振之下，2019 年全球资产表现出普涨与分化的特征。各国央行开启降息周期，但本轮降息空间较低。逆全球化趋势难改，世界经济弱复苏。
- 国内经济在 2019 年迎来拐点。2020 年将会是国内经济承上启下的一年。在宏观政策“六稳”的前提下，推进量的合理增长和质的稳步提升。
- 2019 年市场估值修复，主要指数普遍反弹，风险偏好的回升是推升指数的主要力量。2020 年依然注重结构与节奏，指数化投资仍具有高性价比。
- 探讨三方面影响因素：资本市场站在前所未有的高度、盈利温和复苏估值继续上行空间不大、资金面维持紧平衡态势，这些将会是影响市场结构与节奏的重要因素。

投资策略：

全球经济增速放缓，各国央行开启降息周期，宽松政策初见成效。但总体经济活力不高，在逆全球化的趋势下，各国经济基本面分化的特征将会加剧。而中国在强有力的货币以及财政主权调控下，经济韧性强于其他国家。资本市场对于国民经济中的作用更加重要，在宏观经济下行压力不减的当下，资本市场将会起到排头兵的作用，改革红利会在经济复苏初期加速释放，有利于指数整体性的中枢上移。另一方面，在前期市场整体估值上修较为充分的情况下，我们预计 2020 年估值继续上行空间不大，板块间的结构性的行情仍是主导。在短期的板块效应下，中证 500 指数行业分布更广的估值更低更受益。而在中长期的轮转与筛选过程中，行业龙头依旧向头部集中，对于沪深 300 等头部指数更有利。趋势上，全年以震荡中枢阶梯式上移为主，沪指中枢在 2900-3500 点运行。策略上，中长期可持多 IF 合约为主，辅以阶段性做多 IC 合约，在中枢下沿积极低吸，在中枢上沿择机做空。资金实力较强的投资者可考虑定投 IC 远月合约，提高资金使用效率同时赚取基差回归收益。

风险提示：

宏观经济下行超预期、海外黑天鹅事件等。

作者姓名：严晗

yanhan@csc.com.cn

电话：023-86769759

投资咨询从业证书号：Z0014172

发布日期：2020 年 1 月 2 日



目 录

一、全球化退潮 世界经济弱复苏	3
二、国内经济面临下行压力	5
三、期指表现回顾.....	9
四、市场边际变量探讨	13
1. 资本市场站在前所未有的高度.....	13
2. 盈利温和复苏 估值继续上行空间不大.....	14
3. 资金面维持紧平衡.....	17
六、投资策略.....	20



图表目录

图 1: 全球经济仍在下滑 但边际放缓	3
图 2: IMF 预测 2019 全球经济低点	3
图 3: 降息周期美国经济表现	4
图 4: 美债已提前走低	4
图 5: GDP 增速前高后低	5
图 6: 产业升级进一步推进	5
图 7: 货币宽松社融显著回升	5
图 8: 制造业景气度企稳回升	5
图 9: 2019 经济工作会议要点	6
图 10: 央行降低一年期 MLF 操作利率	7
图 11: 2019 央行继续降准	7
图 12: 人民币处于贬值周期	8
图 13: 人民币与外资流入高度相关	8
图 14: 2019 年上证综指走势	9
图 15: 三大期指表现	9
图 16: IC 下季合约升贴水三次快速收敛过程	10
图 17: 两融余额持续回升	10
图 18: 基金股票投资比例	10
图 19: 沪股通深股通流入对比	11
图 20: 北向资金近一年累积卖出前十	11
图 21: 北上资金近一年累积卖出前十	11
图 22: 外资持股比例 (红色增长最多, 蓝色绝对值最高)	12
图 23: IC 下季合约升贴水与上证指数	12
图 24: 今年以来资本市场改革相关政策梳理	13
图 25: 科创板市值变化	14
图 26: 近年退市数量	14
图 27: A 股非金融石油石化净利润增速在不同年度的变化	15
图 28: 沪深 300 估值	16
图 29: 上证 50 估值	16
图 30: 中证 500 估值	16
图 31: 历年指数涨跌幅分别由估值和 EPS 各自贡献的比例	17
图 32: 保险资金配置不断提升	18
图 33: 社保资金持股不断提升	18
图 34: 保险资金总仓股市值 (亿元)	18
图 35: IPO 数量减少 但募集资金不减	19
图 36: 解禁市值以及占 A 股总市值比例	20

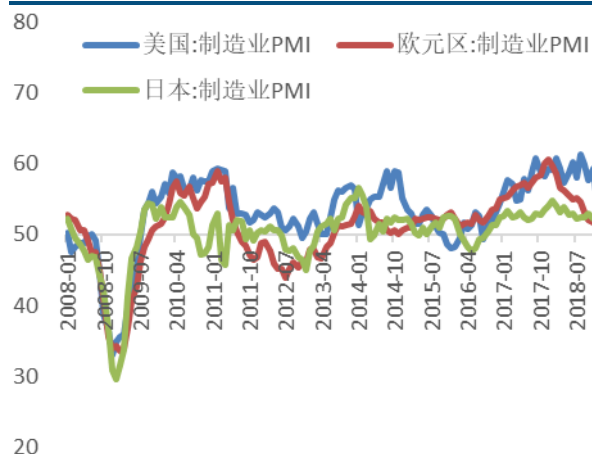
一、全球化退潮 世界经济弱复苏

在经济放缓、货币宽松以及不确定性上升共振之下，2019 年全球资产表现出普涨与分化的特征。IMF 多次下调全球经济增速预期，根据最新公布的数据，预计发达经济体今明两年经济增速均放缓至 1.7%，新兴市场和发展中经济体今明两年经济增速分别放缓至 3.9% 和 4.6%，而全球经济增速预期为 3%，相比于 1 月下调 0.5 个百分点。美国经济也受到了很大的影响，全球央行形成了宽松货币政策的默契。

降息空间不大 全球经济弱复苏

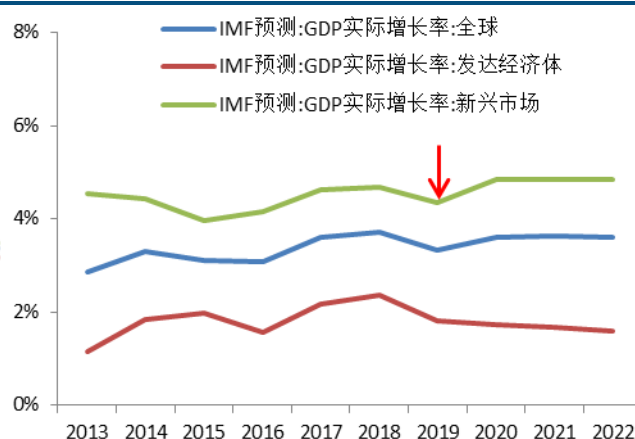
从 2019 年 3 季度开始，美联储领衔全球央行宽货币对于经济提振收到成效。全球经济景气度有所修复，摩根大通全球制造业 PMI 在 8-11 月持续反弹。美国 Markit 制造业 PMI 在 9-11 月也出现回升，欧洲、日本制造业 PMI 也在近期回暖。根据过往经验，全球制造业 PMI 走势与全球出口增速走势较同步。因而全球制造业 PMI 企稳回升意味着全球贸易也将企稳，这将减缓全球经济下行压力，甚至推动全球经济企稳。

图 1：全球经济仍在下滑 但边际放缓



数据来源：wind—中信建投期货

图 2：IMF 预测 2019 全球经济低点



数据来源：wind—中信建投期货

2019 年全年，美联储共进行三次预防式降息。12 月 12 日美联储公布维持当前利率政策不变，鲍威尔表示对经济运行存在的风险持乐观态度，但同时也强调了当前通胀疲软，通胀不达预期将会对经济产生很大的负面影响，公布的加息路径点阵图显示，联储官员预计明年全年这一利率区间都将不变。市场关于 2020 年美联储是否降息存有一定分歧，最新的联邦利率期货显示，2020 年全年降息一次的概率为 63%，而利率维持不变的概率为 37%。



图 3：降息周期美国经济表现

1) 1989 年 6 月—1992 年 9 月
✓ 历时 39 个月，FFR 由 9.8125% 降至 3%，下降 681.25Bps。
✓ 期间 1990 年 6 月—1991 年 3 月，经历经济衰退。
2) 2001 年 2 月—2003 年 6 月
✓ 历时 28 个月，FFR 由 5.5% 降至 1%，下降 450Bps。
✓ 期间 2001 年 3 月—2001 年 11 月，经历经济衰退。
3) 2007 年 9 月—2008 年 12 月
✓ 历时 15 个月，FFR 由 5.25% 降至 0.125%，下降 512.5Bps。
✓ 期间 2007 年 12 月—2009 年 6 月，经历严重的经济衰退。
✓ 至此，FFR 已触碰 Zero-Lower-Bound，后续政策主要通过量化宽松方式进行放松。

数据来源：中信建投期货

图 4：美债已提前走低



数据来源：wind—中信建投期货

除了降息，联储重启扩表。联储宣布在 8 月 1 日停止缩表，并且为了维持美国货币市场流动性稳定，保持充足的准备金供应，联储从 10 月开始通过购买短期国债重启扩表。联储将每月购买 600 亿美元短期国债，该操作将持续至 2022 年 2 季度，预计本次扩表联储资产负债表将扩大 5000-6000 亿美元，最终联储资产负债表规模将回到缩表之前的水平，保持在 4.5 万亿美元左右。

总结来看，金融条件转向宽松将为美国经济提供支撑。美联储降低利率与开闸流动性将利好金融资产估值，降息也可能进一步压低利率水平，鼓励投资者增加风险偏好，追求高收益。对于新兴市场来说，美联储降息将降低部分新兴市场的汇率贬值与资本外流压力，新兴市场宽松的货币政策空间有所增大，这一定程度利好新兴市场风险资产。但需注意的是，与此前两轮的降息周期相比，本轮降息起点较低，可操作空间较小，持续性的刺激也会导致边际效用的递减。美债收益率曲线倒挂，经济衰退风险上升。对于本轮降息，我们认为预期不宜过高，全球经济弱复苏。

政治局势仍不断考验全球经济韧性

对于国内市场而言，虽然 A 股逐步对外盘表现“脱敏”，但我们认为仍要关注三方面全球性的风险事件：中美贸易摩擦再度升级、美国大选中特朗普败选以及英国发生“硬脱欧”。

第一、虽然市场已将贸易摩擦的反复影响充分计价，但 2019 年末，在中美达成一阶段协议后，全球市场出现明显的风险偏好修复的过程。若中美贸易摩擦再度升级，则会拖累美国乃至全球制造业投资修复，各部门风险偏好再度被压低。导致全球经济或将发生滞涨，且欧美及新兴经济体（除中国）出现经济衰退的可能性也将大大提高。

第二、美国大选设在当年 11 月的第一个星期二（且不能是 11 月 1 日）。逻辑上，若 2020 年特朗普未能连任，则美国内政及外政的不确定性将显著增加。在此情形下，2020 年底海外市场或现 risk-off，不排除美股重挫的可能性；

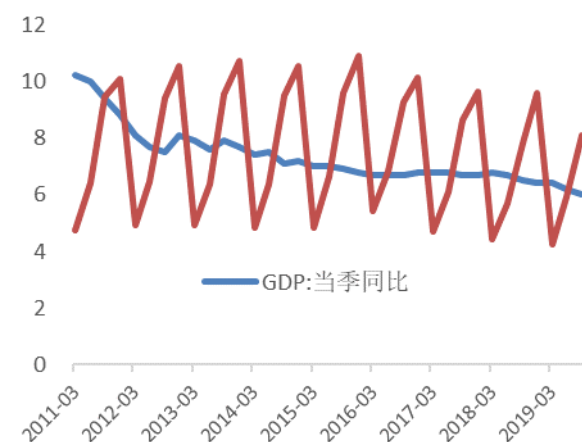
第三、2019 年 12 月 12 日，英国大选保守党获得超过半数的席位，成为多数党，加之本月 20 日议会通过约翰逊《脱欧协议法案》二读，脱欧或成定局。但新的法案新增禁止延长过渡期的条款，导致脱欧后英国与欧盟的贸易谈判时间仅余 10-11 月，无协议脱欧风险仍存。各主要经济体内部问题加剧，很容易产生内部问题外部化的现象，高速增长的全球化进程或告一段落，全球经济和贸易或将维持偏弱的状态。

二、国内经济面临下行压力

2019 年前三季度我国在严峻的外部形势下实现了 6.2% 的 GDP 增长。展望 2020 年，贸易不确定性的阴云仍未散去，经济结构转型尚未完成，稳增长的压力依然不容小觑。同时 2020 年是实现第一个百年奋斗目标的决胜之年，也是三大攻坚战的达标之年。2012 年十八大报告提出：“确保到二〇二〇年实现全面建成小康社会宏伟目标。……，实现国内生产总值和城乡居民人均收入比二〇一〇年翻一番。”2020 年将会是中国经济承上启下之年。

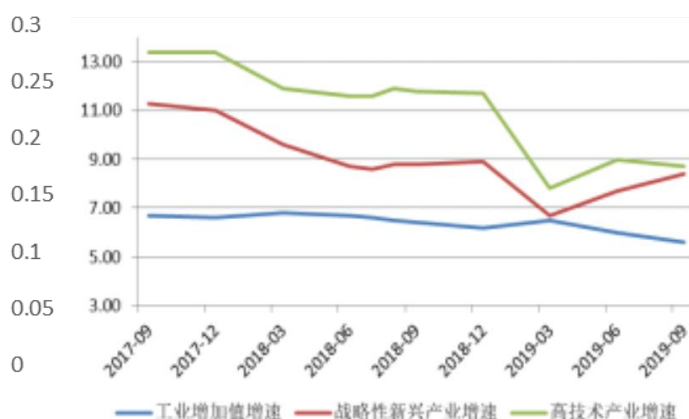
当前 2019 年，在内外因素叠加的背景下，国内经济增长速度下行压力不减，工业增加值同比增速重心下移，制造业 PMI 在荣枯线附近徘徊。2019 年 1-11 月，中国工业增加值累计同比增长 5.6%，较去年同期降低 0.7 个点，1-3 月反弹后保持向下趋势。从制造业 PMI 看，我国制造业从 2018 年 12 月起在荣枯线窄幅游移，数据显示，尽管受全球经济下行市场悲观情绪影响，但 PMI 较欧美地区更有韧性。11 月，PMI 重回扩张区间，经济回暖的概率进一步增大。

图 5：GDP 增速前高后低



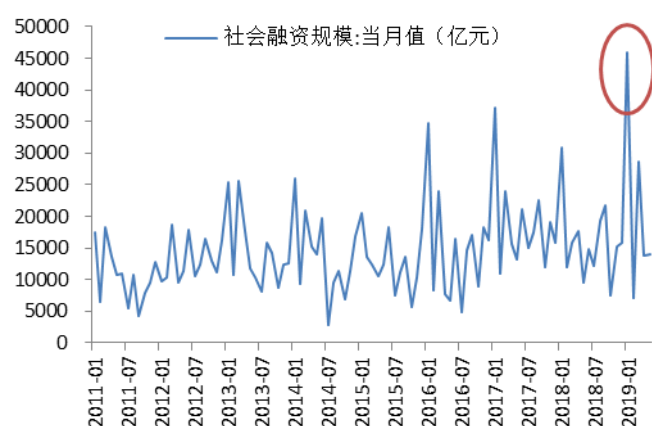
数据来源：wind—中信建投期货

图 6：产业升级进一步推进



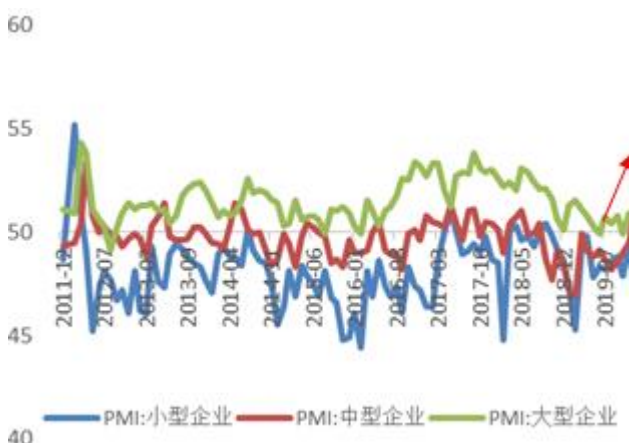
数据来源：wind—中信建投期货

图 7：货币宽松社融显著回升



数据来源：wind—中信建投期货

图 8：制造业景气度企稳回升



数据来源：wind—中信建投期货

2020 承上启下 改革进 经济放缓有底线

为实现“十三五计划”目标，12 月政治局会议对于 2020 年经济工作的要求大体延续了此前的基调，包括

“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工作，要求全面做好六稳工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定”，这些表述也都是延续了 2019 年政府工作报告的精神，希望化解经济下行压力、确保经济运行处于合理区间。决策层对于经济仍然坚持了乐观基调，强调面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面。在实现目标的策略上，既要考虑现实情况，运用好逆周期调节工具。

随后在 12 月 19 日召开的中央经济工作会议上对 2020 年经济政策进行定调。会议认为“世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多”，“我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有改变”。要“实现量的合理增长和质的稳步提升”，财政政策要精打细算保障基层民生运转，货币政策要“灵活适度”，“降低社会融资成本”。公告没有再提“去杠杆”，表示“我国金融体系总体健康，保持杠杆率基本稳定”。宏观政策逆周期调节力度或将加强，对杠杆的容忍度有所提升。从总基调来看，外部环境逐步缓和，政策面不会出现大规模刺激，仍然在经济平稳回落中促进结构转变，面对变局，保持定力确保量的合理增长和质的稳步提升是 2020 年的重点。

图 9：2019 经济工作会议要点

工作总结	肯定了经济、三大攻坚战、改革开放、供给侧、科创、民生等领域进展；“十三五”规划进度符合预期。
重要认识	① 科学稳健把握逆周期调节力度、微观主体活力、供给侧改革贯穿宏观调控全过程 ②系统论优化治理方式、多重目标动态平衡③改革破除体制障碍、激发各类主体④守住不发生系统性风险的底线。
形势判断	经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有改变
工作基调	“十三五”收官+第一个百年目标 ；宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架； 量的合理增长和质的稳步提升 。
贯彻新发展理念	推动高质量发展，解决不平衡不充分问题。
打好三大攻坚战	扶贫：向“三区三州”倾斜-产业扶贫、易地搬迁。环保：方向不变、力度不减-蓝天、碧水、净土保卫战。金融防风险： （肯定当前具备化解风险能力）要保持宏观杠杆率基本稳定 。
民生问题	① 兼顾就业总量、结构、质量，确保零就业家庭动态清零 。②补齐民生短板，解决进城务工人员子女上学难问题。③保基本，推进养老保险全国统筹。④深化医疗养老等市场化改革。⑤ 住房问题：困难群众住房保障；城市更新和存量改造、城镇旧改 ；坚持房住不炒和因城施策；稳地价稳房价稳预期。
宏观政策	①积极的财政政策要大力提质增效；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。②降低社会融资成本；深化金融供给侧。③财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，引导资金投向 先进制造、民生建设、基础设施短板等领域 ，促进产业和消费“双升级”。④发挥消费的基础作用和投资的关键作用。
推动高质量发展	①创新驱动和改革开放两个轮子，加快现代化经济体系建设。②农业：生产保障供给、农业供给侧结构性改革、恢复生猪生产。③深化科技体制改革：发挥国有企业在技术创新中的积极作用。④战略性新兴产业：支持加大设备更新和技改投入；大力发展数字经济；依靠市场机制和现代科技创新推动服务业发展。⑤内需：养老服务体系，支持社会力量发展普惠托育服务；旅游业高质量发展，体育健身产业市场化发展。⑥基建： 推进川藏铁路等重大项目建设，稳步推进通信网络建设。加快自然灾害防治重大工程实施，加强市政管网、城市停车场、冷链物流等建设，加快农村公路、信息、水利等设施建设 。⑦区域建设：京津冀、长三角、粤港澳，发挥各地比较优势，打造世界级创新平台和增长极；另外还有雄安、长江经济带、黄河流域。

深化经济体制改革 高标准市场体系；国资国企改革；产权制度和要素市场化配置；改革土地计划管理方式；深化财税体制改革；完善资本市场基础制度，**稳步推进创业板和新三板改革，引导大银行服务重心下沉**；深化农村信用社改革，引导保险公司回归保障功能；继续缩减外商投资负面清单；要降低关税总水平。**特别提到海南自由贸易港、“一带一路”。**

总结 ①完善和强化“六稳”举措。②**要制定实施国企改革三年行动方案，优化民营经济发展环境。**③要推动实体经济发展，发展新兴产业。④要强化民生导向，推动消费稳定增长，切实增加有效投资。⑤脱贫攻坚、农业生产、乡村振兴。⑥更高水平对外开放，推进共建“一带一路”。⑦加快推动形成绿色发展方式。⑧要扎实做好民生保障工作。

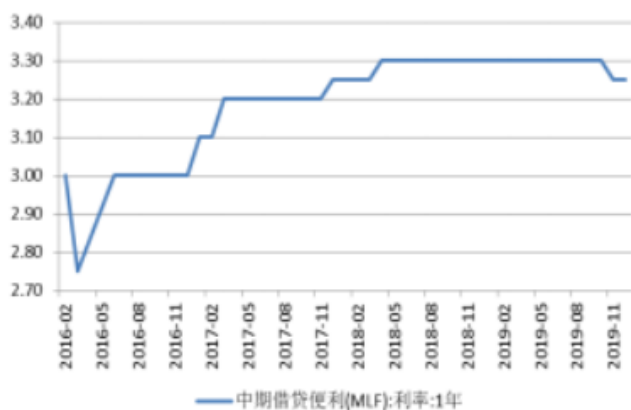
数据来源：中国政府网—中信建投期货

货币政策保持定力

2019 年，融资形势有所改善。人民银行统计数据显示，截至 2019 年 11 月，狭义货币供应量 M1 同比增长 3.5%，较 2018 年同期增长 2ppts，结束自 2016 年中以来回落态势；广义货币供应量 M2 同比增长 8.2%，增速较 2018 年同期高 0.2ppts，增速低位运行。M1 和 M2 增速剪刀差从去年较低水平-6.5%缩窄至-4.7%。

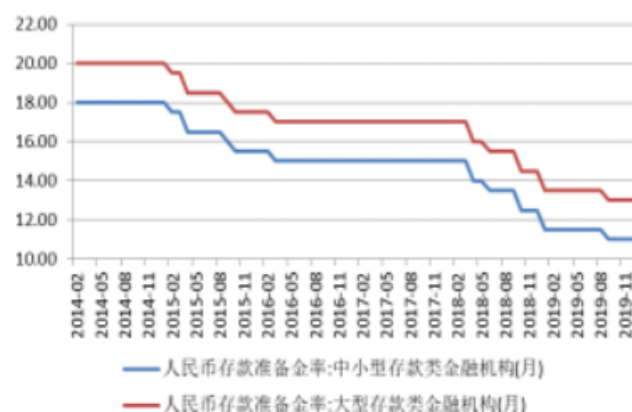
央行在 2019 年第三季度中国货币政策执行报告中强调，实施好稳健货币政策，加强逆周期调节，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长，并发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济。在 2020 年整体宏观经济形势背景下，我们认为，货币政策存在进一步宽松空间，但同时保持政策定力，并不会大规模出台宽松政策，考虑到引导 LPR 利率下行的要求，央行仍有调降 MLF 及逆回购利率的动力。从到期分布看，主要集中在 4-8 月，我们预计从 2020 年二季度开始，央行很可能继续采取降准操作。整体而言，货币政策在维持货币市场资金合理充裕的前提下，将避免大水漫灌，保持定力。

图 10：央行降低一年期 MLF 操作利率



数据来源：wind—中信建投期货

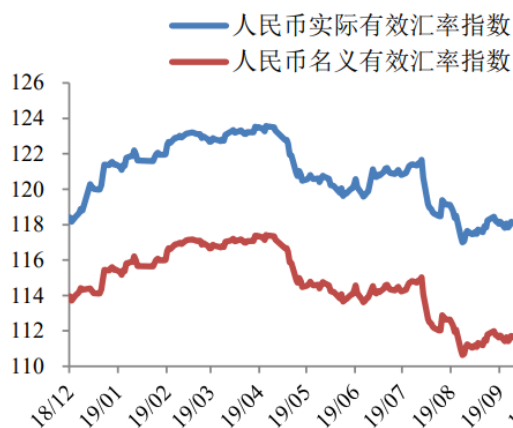
图 11：2019 央行继续降准



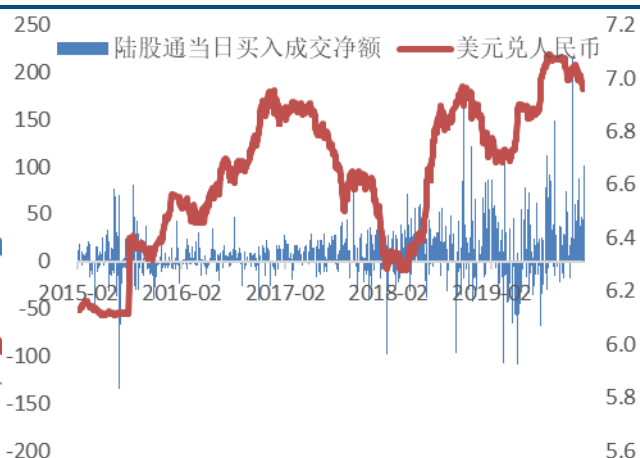
数据来源：wind—中信建投期货

人民币处于贬值周期

2019 年，受全球经济增长、货币政策预期、贸易局势等因素的影响，在岸、离岸人民币于 8 月双双破 7，突破市场重要心理关口，外汇储备规模小幅上升。2018 年 3 月中美摩擦升级打断自 2017 年来人民币的稳步升值步伐后，美元兑人民币从 6.2822 的低位一路攀升至 7.0884，回到 2008 年的高位水平。外汇储备方面，外汇管理局统计数据显示，11 月中国外汇储备为 3.0956 万亿美元，较年初上升 229 亿美元，升幅 0.7%，总体相对稳定，主要国家债券价格有所下跌、汇率折算和资产价格变化是影响今年规模变化的主要原因。

图 12：人民币处于贬值周期


数据来源：wind—中信建投期货

图 13：人民币与外资流入高度相关


数据来源：wind—中信建投期货

2020 年预计人民币维稳为主，贬值空间不大。虽然进入“衰退时”顺差收窄阶段，叠加随着美联储对利率“三连降”的暂停，人民币进一步贬值的压力有所增加，但在欧日实施负利率且中国推进金融对外开放的前提下，外来资金会进一步加大对我国资本市场配置，为人民币汇率带来韧性。但需要注意的是，若现阶段中美贸易摩擦掉头转向恶化，人民币汇率仍将面临较大贬值风险。

中国宏观经济短期边际有所改善但中长期仍然承压。无论是短期的消费、投资、进出口还是相对中期债务问题的化解、结构性去杠杆、经济结构转型等以及较长期的人口老龄化问题，叠加全球经济增长放缓、民粹主义抬头、地缘政治复杂化等外部因素，中国经济在今后的一段时间内都会面临一定程度的下行压力。但 2020 年作为未来十年重要的开端之年，也是“十三五”规划的收官之年、实现“全面小康”和“三大攻坚战”的攻坚之年，在这个过程中，为防止经济失速、防范金融风险，精准的、结构性逆周期调节也将持续的发挥作用。对于市场来说，宏观面预期差主要在于，新一轮政府的稳增长政策已经进入快车道，政策效力能否转化为经济实际动能，基本面能否顺利迎来拐点，信用能否传导至企业利润，是市场从“政策底”向“盈利底”迈进的关键。

三、期指表现回顾

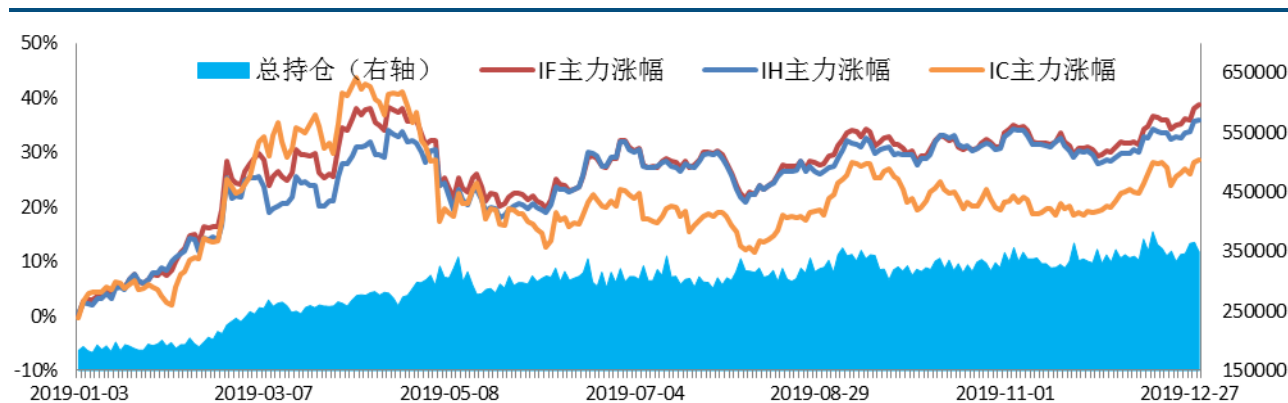
在经历了 2018 年的估值大幅下杀后，A 股在流动性、盈利、风险偏投资风格、科技周期、汇率预期等各要素均在不同季度迎来了拐点，市场呈现阶段脉冲式上涨的形态。三大指数中，以中证 500 为代表的相对低估指数最受到市场关注，IC 合约总持仓领先与 IF、IH，同时 IC 季月合约的升贴水，也成为反应市场风向的重要指标。

图 14：2019 年上证综指走势



数据来源：wind—中信建投期货

图 15：三大期指表现



数据来源：wind—中信建投期货

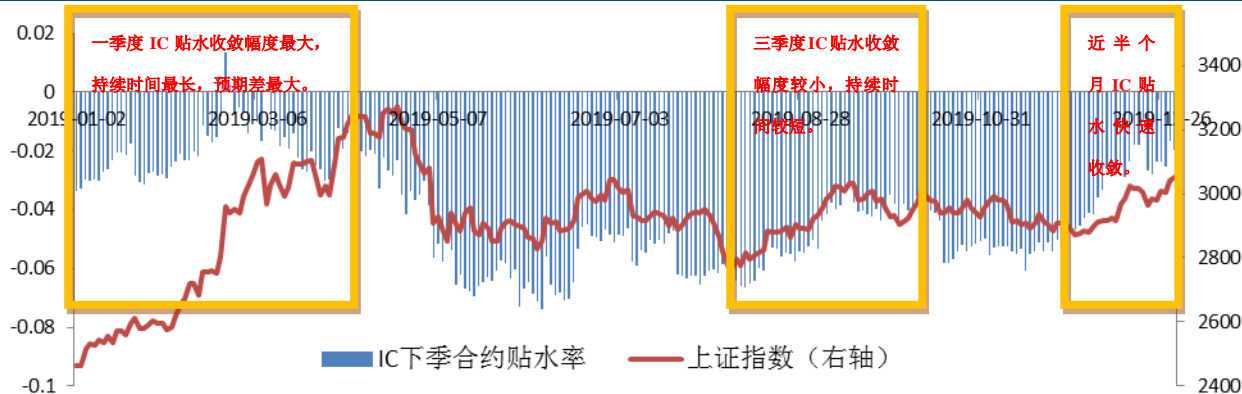
回看 2019 年上半年，股指期货市场规则几度松绑，同时叠加一季度的反攻修复行情，令股指期货的持仓、成交均来到了 4 年以来的高点。在趋势以及套利资金重新进入的推动下，IC 贴水大幅收敛，令三大股指的持仓加权折溢价在 2019 年一季度回归至升水及平水的状态，股指期货对冲成本大幅降低。但是，这样的状况并未延续多久，从 2019 年 4 月开始，以 IC 为代表的股指基差再度出现反转，重现深贴水结构

对比升贴水以及行情的表现来看，可以发现 4 月中下旬的政治局会议和 5 月的中美贸易摩擦是接连两个引发回调的节点。一方面，受到一季度抢开工的推动，在宏观经济数据阶段性回暖的背景下，4 月中下旬政治局会议向市场释放了宽松政策未有加码预期的信号；另一方面，5 月小长假中美贸易摩擦再起，引发市场避险情绪飙升。因此，在 A 股大幅回调之际，对冲需求的抬升推动了基差的走弱。而进入 6 月之后，在各种不确定因



素悬而未决的背景下，市场缺乏亮点的同时多空双方也未有决断，导致 IC 贴水持续扩大。

图 16: IC 下季合约升贴水三次快速收敛过程



数据来源: wind—中信建投期货

进入下半年，在人民币破 7 的压力下，沪指破位下行至 2750 点的阶段低点，市场加量跌至冰点。随后指数在中报业绩披露后迎来转机。部分科技龙头上半年业绩表现抢眼，引发了市场对高成长行业的业绩猜想。诸如半导体、PCB、消费电子等产业链等龙头业绩改善的预期较强，估值相对较低，在震荡整理行情中修复上涨，是估值回归的体现，关联度最高的 IC 合约贴水也持续收敛。但回头来看，8 月份至 9 月中旬指数上行力度明显弱于一季度，IC 贴水收敛力度也远不及 2 月。从这方面来说，IC 季月合约升贴水不但能反应市场情绪方向上的变化，对于动能强弱也有很好的体现。

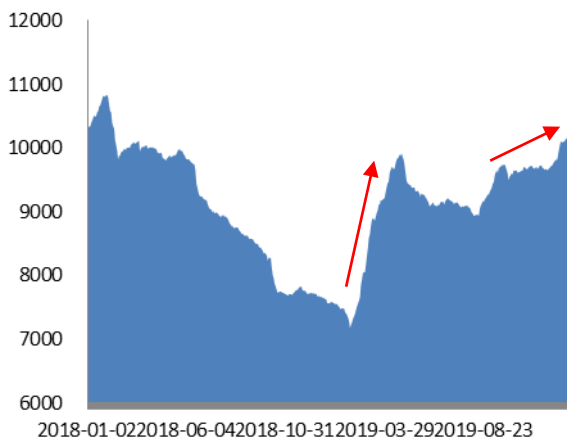
第三段 IC 的贴水快速收敛的区间就是当下。前期在中美关系明显缓和后，市场的风险偏好快速提升。即便在机构年末锁定收益获利止盈的压力下，市场自发的向着估值偏低的周期等板块移动。IC 季月贴水同步出现了快速收敛的走势，期货端的涨幅明显强于现货。

IC 合约的相对强势，我们认为是三个方面的原因造成的：

1) 风险偏好的回升 估值修复是 2019 年市场主题

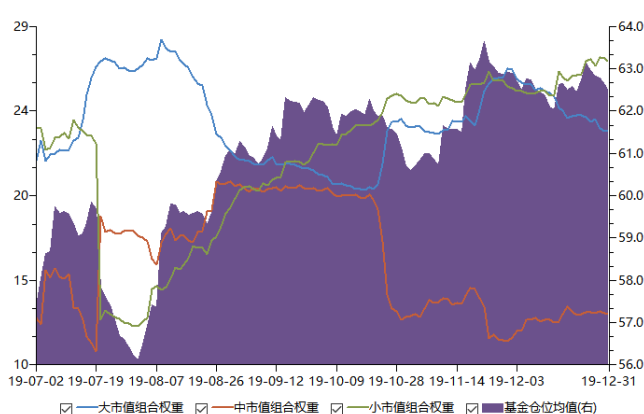
从两市融资净买入情况来看，去年融资客基本上以加仓为主，2 月份至 4 月份、8 月份至 9 月份、12 月份都出现了持续净买入情况，两市融资余额也因此在今年的 4 月中旬就已经逼近万亿关口，如果按照近年来融资余额最低水平 7109.21 亿元来计算，融资客累计净买入额接近 3000 亿元，两融余额的增加释放出市场风险偏好回升的积极信号。

图 17: 两融余额持续回升



数据来源: wind—中信建投期货

图 18: 基金股票投资比例



数据来源: wind—中信建投期货



两融余额不断攀升与年内扩容不无关系。8月19日，两融标的股票数量由950只扩大至1600只，A股迎来融资融券交易史上规模最大的一次扩容，标的扩容吸引更多的投资者参与市场交易。与两融扩容首日相比，四个多月时间里两融余额增加超千亿元，增长态势明显。

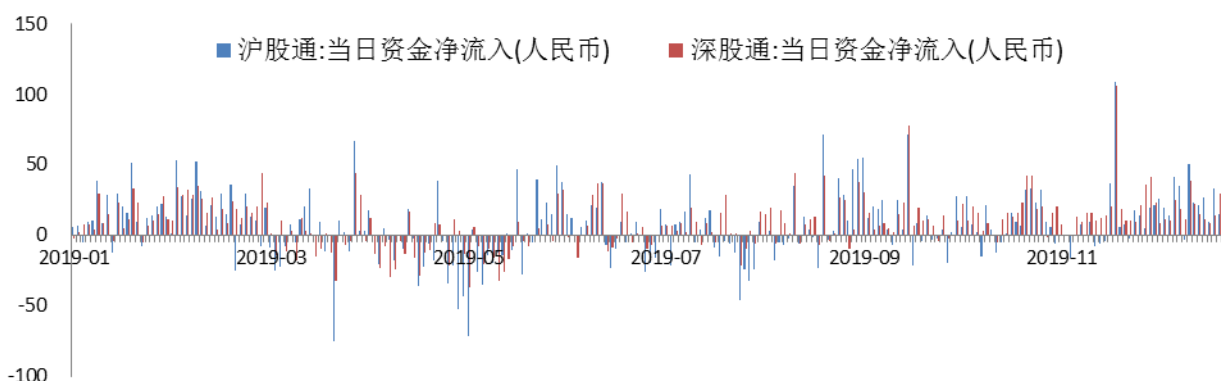
2) VIX 指数宽幅震荡与市场波动的分化

在外部风险的冲击下，全球 VIX 指数节节攀升。与之相对的是，市场风险偏好被打压，指数历史波动率不断创下新低。两者剪刀差产生了较大预期差，进而催生了指数波动率有脉冲式向上修复的预期。而三大合约中 IC 合约的弹性最高，同时也成为了波动率修复的主力。

3) 机构风格的变化 由前期“以大为美”转为“成长为王”

2019年以来A股市场的一个典型特征，就是北上资金持续流入。从2019年北上资金前十大净买入的个股来看，格力电器、平安银行、招商银行、美的集团、中国平安、万科A、温氏股份、海螺水泥、立讯精密、京东方A等10只个股位居北上资金净买入金额前列，合计净买入872.85亿元。不难看出，“聪明钱”重金买入的个股多数在消费、金融等两大领域。公司业绩的良好表现成为北上资金净买入的重要因素之一。报告期内，温氏股份（109.84%）、立讯精密（74.26%）、中国平安（63.19%）、万科A（30.43%）、美的集团（19.08%）、平安银行（15.47%）、海螺水泥（14.96%）、招商银行（14.63%）、格力电器（4.73%）等9家公司2019年三季度净利润均实现不同程度的增长。

图 19：沪股通深股通流入对比



数据来源：wind—中信建投期货

图 20：北向资金近一年累积卖出前十

格力电器	208.92
平安银行	144.24
招商银行	112.51
美的集团	105.11
中国平安	77.1
万科 A	62.5
温氏股份	51.74
海螺水泥	48.62
立讯精密	35.4
京东方 A	26.72

数据来源：wind—中信建投期货

图 21：北上资金近一年累积卖出前十

海康威视	-60.89
伊利股份	-53.05
上海机场	-48.43
贵州茅台	-25.56
大族激光	-19.63
五粮液	-14.55
中国国旅	-11.53
顺鑫农业	-11.18
大华股份	-7.49
生益科技	-5.81

数据来源：wind—中信建投期货

图 22：外资持股比例（红色增长最多，蓝色绝对值最高）

	Wind 能源	Wind 材料	Wind 工业	Wind 可选消费	Wind 日常消费	Wind 医疗保健	Wind 金融	Wind 信息技术	Wind 电信服务	Wind 公用事业	Wind 房地产
四季度	0.70	2.06	2.22	5.11	5.95	3.96	2.31	2.38	3.25	2.25	2.31
三季度	0.58	1.55	1.93	4.30	5.61	3.61	2.08	2.01	2.50	2.16	1.90
二季度	0.57	1.30	1.68	4.00	5.37	3.18	1.90	1.73	2.28	1.94	1.47
一季度	0.59	1.22	1.52	3.66	5.64	2.90	1.80	1.93	1.97	2.04	1.48

数据来源：wind—中信建投期货

北上资金长期增持食品饮料、家电、医药、银行、非银等具有稳健经营业绩、高回报率的股票，但当业绩不达预期、分红不及预期或其他一些突发情况发生时，会出现对这些核心资产的减持；此外，北上资金流出期间会优先选择前期涨幅较高的行业或个股，也是核心资产被减持的重要原因之一。2019 年部分高成长行业景气度提升，北上资金也顺势加仓，甚至边际增幅更多。

图 23：IC 下季合约升贴水与上证指数



数据来源：wind—中信建投期货

期货升贴水是反应市场情绪的指标。在前期受限过程中，远月合约贴水是常态。而在规则不断松绑交易常态化的过程中，深度股指期货贴水趋于收敛是必然的过程。IF、IH 升贴水在衍生品市场的不断完善下已趋于平稳。而由于中证 500 指数特性，IC 依然呈现高贴水的局面。这也导致 IC 季月合约升贴水更具弹性的特点，这有助于我们通过这个指标观测市场情绪。总的来说，行情的变化是引发升贴水“偏移”的主要原因之一。归根结底，股指升贴水起到了现货“放大器”的作用，在行情好转时贴水收敛甚至升水，情绪悲观时贴水扩大，市场震荡纠结时贴水变化更反复无常。反过来，我们也可以通过升贴水这个“放大镜”观察市场的状态。展望 2020 年，IF、IH 全体合约在平水附近运行已是常态。而由于受到套保范围的限制，预计 IC 季月合约贴水处在 5%-10% 的区间宽幅震荡。

四、市场边际变量探讨

2019 年，A 股在流动性、盈利、风险偏投资风格、科技周期、汇率预期等各要素均在不同季度迎来了拐点。展望 2020 年，哪些因素能够引导市场从拐点转向边际上行，是值得探讨的话题。

1. 资本市场站在前所未有的高度

2018 年底的经济工作会议成为资本市场发展的重要转折。会议对资本市场的着墨明显增多，要求构建规范、有活力、有韧性资本市场的重要性显著提升。面对 2019 年后的资本市场具体从三个维度来看：

1) 顶层-制度设计

包括落实深化金融供给侧结构性改革，坚持市场化、法治化、国际化方向，坚持稳中求进，以科创板改革为突破口，加强资本市场顶层设计。加大法治供给，推动简政放权，健全资本市场法治体系，加快修订相关法律法规，完善发行、上市、交易、信息披露等基础性制度。大力推动上市公司提高质量，狠抓中介机构能力建设，加快提升科技监管能力。加快推进资本市场高水平开放，落实证券、期货、基金等领域对外开放举措等。

从战略上来说，在逆全球化的浪潮下，各国资本市场竞争加剧，对于优质公司的吸引力决定了很多核心产业的生命力。1) 站在改革角度，2020 年重要领域和关键环节改革取得决定性成果的总任务要求倒逼下，资本市场地位逐步凸显，倒逼改革的速度或超预期；2) 站在资本市场建设角度，伴随今年 9 月“深改十二条”出台，资本市场的建设，发行制度改革及直接融资占比提高的“诉求”下以科创板为代表的多层次资本市场的完善是对我国产业升级的方向的“良性互动”。

图 24：今年以来资本市场改革相关政策梳理

2019 年 1 月	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》发布
2019 年 7 月	《证券公司股权管理规定》发布
2019 年 8 月	《融资融券交易实施细则》修订
2019 年 8 月	《证券公司风险控制指标计算标准》修订公开征求意见
2019 年 8 月	《科创板上市公司重大资产重组特别规定》发布
2019 年 9 月	全面深化资本市场改革工作座谈会召开，并提出 12 个方面重点任务
2019 年 10 月	明确取消证券公司外资股比限制时点（2020 年 12 月 1 日）
2019 年 10 月	《上市公司重大资产重组管理办法》新修发布
2019 年 10 月	启动全面深化新三板改革
2019 年 11 月	《非上市公众公司监督管理办法》修订公开征求意见，《非上市公众公司信息披露管理办法》公开征求意见
2019 年 11 月	《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则修订公开征求意见
2019 年 11 月	《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》公开征求意见
2019 年 11 月	扩大股票股指期货试点，上交所、深交所上市沪深 300ETF 期权，中金所上市沪深 300 股指期货
2019 年 11 月	全面推开 H 股“全流通”改革
2019 年 12 月	《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》发布

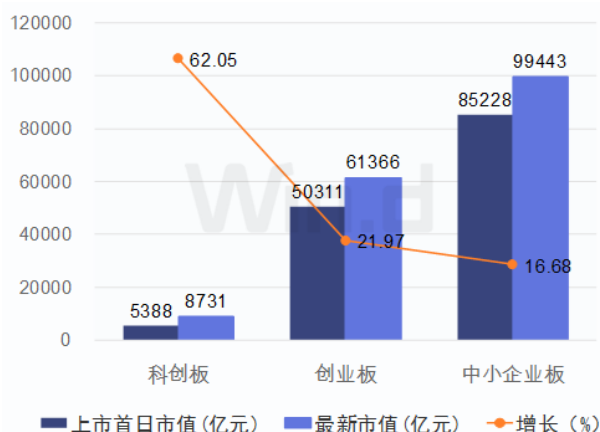
数据来源：wind—中信建投期货

2) 中层-完善市场体系

2019年9月9日-10日，证监会召开全面深化资本市场改革工作座谈会，并提出全面深化资本市场改革12方面重点任务。本轮资本市场全面深化改革总体思路：以提高上市公司质量是资本市场改革的核心抓手，落地于科创板平稳起步、完善并购重组、加强信息披露和严格退市四条主线。

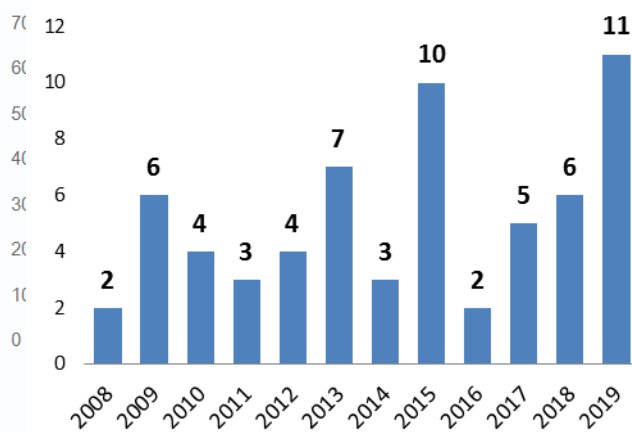
科创板开市作为2019年资本市场最重磅事件之一，是提升服务科技创新企业能力、增强市场包容性、强化市场功能的一项资本市场重大改革举措，对于我国完善多层次资本市场体系具有重大意义。截至2019年底，科创板上市公司数量已经达到70家，合计融资超过820亿，所有个股相对发行价最高平均涨幅达188%，总成交额累计为1.33万亿，单只个股平均成交额达189.9亿。

图 25：科创板市值变化



数据来源：wind—中信建投期货

图 26：近年退市数量



数据来源：wind—中信建投期货

加快推进创业板改革并试点注册制成为下一改革方向。作为存量市场改革，创业板改革应平稳有序，以提高上市公司质量为核心，减缓供给变化对市场的冲击。我们认为，创业板改革料会承接科创板的成功经验平稳落地，从市场预期来看，创业板再融资制度、并购重组制度的改革已经逐步开始。10月18日，证监会正式发布《关于修改上市公司重大资产重组管理办法的决定》。

3) 底层-丰富金融衍生品

2019年底，中国证监会陆续发布了允许包括股票股指期货、多个商品期货和商品期权品种交易的批复，上交所、深交所上市沪深300ETF期权，中金所上市沪深300股指期货。金融衍生品的功能发挥伴随各衍生品的交易规则和制度也在逐步优化完善，金融供给侧改革角度下，衍生品放开及平稳发展有助于龙头券商、金融IT等业绩提升。

ETF期权和股指期货扩容，符合我国资本市场发展的内在需求，也有望促进我国资本市场长期稳健发展。扩大股票期权、股指期货试点，并选取跟踪沪深300指数规模最大的ETF产品作为标的，基本覆盖了我国证券市场主要行业，丰富了投资者的风险管理工具，有利于促进价格发现，并将吸引保险、外资等中长线的机构资金入市。促进衍生品市场发展是确保进一步对外开放的重要配套措施，我国资本市场国际化水平再进一程。

展望2020年资本市场改革将继续重点围绕完善资本市场建设、优化市场参与主体进行，具体政策将聚焦发行和退市制度改革、衍生品市场发展、做大做强行业龙头券商、推动中长期资金入市等方面。对于资本市场来说，在国民经济中的地位更加显要。在宏观经济下行压力不减的当下，资本市场将会起到排头兵的作用，改革红利会在经济复苏初期加速释放。

2. 盈利温和复苏 估值继续上行空间不大

从 2018 年的“抱团取暖”，市场估值被极度压缩，到 2019 年的“拥抱核心资产”，市场关注点也从“政策底”转向“盈利底”。背后的逻辑是外部风险的充分计价，带动指数估值阶梯式修复，市场风险偏好提升，对于标的自身的质地更加关注。展望 2020 年，由于 2019 年底市场预期比较满，核心资产估值高起。因此从预期差的角度而言，市场未来可能向着两个方向演进，一是继续挖掘相对低估的行业，二是业绩反复夯实且具有成长性的标的。

回看 2019 年，全部 A 股 2019 年三季报净利润累计同比增速为 7.16%，较中报的增速 7.04% 小幅回升；但剔除金融（剔除金融两油），全部 A 股 2019 年三季度的净利润累计同比增速分别为 -1.58%（0.24%）。分板块来看，主板、中小企业板、创业板 2019 年三季报净利润累计同比增速分别为 7.84%、4.01%、-4.87%，而三者 2019H1 的净利润累计同比增速分别为 8.74%、-1.92%、-22.09%；显示主板盈利增速较中报略有回落，但中小创盈利增速均有提升，尤其是创业板，较中报盈利增速提升 17 个百分点，单季度的盈利增速大幅转正，为 2018 年中报以来单季度盈利增速首次转正。总体来看，市场盈利情况出现结构性分化，温和修复的可能更大。

图 27：A 股非金融石油石化净利润增速在不同年度的变化

向上的年份	向下的年份
2002 年、2003 年	2004 年、2005 年
2006 年、2007 年	2008 年
2009 年、2010 年	2011 年、2012 年
2013 年	2014 年、2015 年
2016 年、2017 年	2018 年
2019 年、2020 年	

数据来源：wind—中信建投期货

另外一方面，除了 2013 年之外，A 股非金融石油石化净利润增速上升周期均为 2 年，除 2008 年和 2018 年外，A 股非金融石油石化净利润增速下滑周期也大致为 2 年。并且，08 与 18 年两年盈利下滑超预期，主要是受到内外环境的剧烈震荡影响。所以对于 A 股来说，自身的盈利增速周期大致两年一交替。从这个角度来展望 2020 年 A 股盈利，将延续 2019 年向上的弱复苏的局面。

从节奏上来说，11 月-3 月为业绩空窗期，3 月-10 月为业绩密集披露期。通常在业绩空窗期市场风险偏好较高，市场风格偏向成长。而在业绩密集披露期，市场对业绩表现更加敏感，价值龙头总体表现更好，两短时间的市场风格有显著差异。三大合约中，IF、IH 成分以行业龙头为代表，风格偏向价值。IC 成分则以细分行业为代表，风格偏向成长。在整体弱复苏的局面下，把握业绩披露节奏是获得超额收益的关键。

从历史看，估值的修复或上升往往以盈利的大幅改善为支撑。假设按照 WIND2019 年盈利的一致预期，沪深 300、中小板指数、创业板指数年度盈利增速：14%、16%和 56%。而截止 2019 年 11 月 26 日，指数上涨：24%、44%和 41%，2019 年 PE：11.2、22.4、33.4 倍，其中沪深 300 和中小板指数估值分别上升了 9%和 24%，而创业板 2019 年的估值反而下降了 10%，估值数据切换的时点是 2 月下旬快报全部披露完毕时。同时创业板 2016 和 2017 年当年估值却提升了 58%和 25%，即由于基本面的变化，估值反而越跌越贵、越涨越便宜。

2010 年之后，这三个主要指数没有出现过连续 2 年，靠大幅提升 PE 估值来带动当年指数上涨。展望 2020 年估值波动方向，沪深 300 和中小板指数估值提升会相当有限，部分估值过高的板块，在业绩波动下，甚至不排除向下可能性。创业板指数如果 2019 年净利润增速超过 41%，意味着 2019 年创业板指数 PE 估值反而是下行的，如果按照创业板指数年度盈利增速一致预期 56%，对应的 2019PE 只有 33.4 倍，那么 2020 年估值提升概率



相对而言是最高的。总体来看，A 股相对低估的区域集中在创业板。

图 28：沪深 300 估值



数据来源：wind—中信建投期货

图 29：上证 50 估值



数据来源：wind—中信建投期货

图 30：中证 500 估值



数据来源：wind—中信建投期货

当前三大指估值（TTM）分别在 12.01、9.65 和 26.55 附近，不仅是绝对值偏低，相对往年来看，处于 2018 年均值附近、低于 2016 和 2017 年，其中中证 500 估值尽管今年以来在探底 20 下方后略有回升，但仍显著低于往年 40-50 的波动区间，沪深 300 和上证 50 仍然处于 2018 年持续下行后的低位附近。中证 500 相对低估更甚，但受制于行业分散，部分个股拖累，难形成合力推升估值上移。在短期的板块效应下，中证 500 指数行业分布

更广的估值更低更受益。而在中长期的轮转与筛选过程中，行业龙头依旧会向上集中，对于沪深 300 等头部指数更有利。

图 31：历年指数涨跌幅分别由估值和 EPS 各自贡献的比例

年份	沪深300			中小板指数			创业板指数		
	净利润 变动幅度	估值 变动幅度	指数 涨跌幅	净利润 变动幅度	估值 变动幅度	指数 涨跌幅	净利润 变动幅度	估值 变动幅度	指数 涨跌幅
2005年	-1%	-10%	-11%						
2006年	32%	49%	97%	24%	65%	104%			
2007年	46%	50%	119%	47%	72%	154%			
2008年	-13%	-60%	-66%	13%	-61%	-56%			
2009年	20%	50%	79%	22%	66%	102%			
2010年	35%	-37%	-15%	37%	-5%	30%			
2011年	15%	-29%	-18%	9%	-39%	-34%	12%	-44%	-37%
2012年	3%	2%	5%	-4%	6%	2%	-6%	5%	-1%
2013年	13%	-19%	-8%	6%	14%	21%	21%	55%	88%
2014年	6%	48%	57%	12%	3%	16%	21%	-4%	16%
2015年	1%	4%	4%	26%	30%	63%	29%	55%	100%
2016年	0%	-9%	-9%	4%	-22%	-19%	40%	-43%	-21%
2017年	15%	9%	25%	18%	5%	24%	-40%	58%	-5%
2018年	7%	-25%	-21%	-2%	-33%	-35%	-41%	25%	-26%
2019年 (全年盈利按照前三季度占3/4)	18%	4%	23%	5%	30%	37%	27%	8%	38%

数据来源：wind、申万宏源证券—中信建投期货

2020 年 A 股盈利可能温和修复，估值提升空间相对有限。根据自上而下的盈利测算模型，名义 GDP 影响营业收入，PPI、工业增加值和固定资产投资额影响毛利率，毛利率和 PPI-CPI 的差共同影响净利率。我们预计 2020 年实际 GDP 和通胀水平基本都呈现前高后低的走势，A 股营业收入增速在 2020 年一季度后仍可能缓慢回落；而 PPI 已经转负，在基建托底经济的背景下，投资可能有所企稳，毛利率可能维持平稳，同时 CPI 自二季度后可能回落，这对净利率水平有一定提振。因此在营业收入增速下行，毛利率相对平稳，净利率水平有所改善的综合影响下，预计 2020 年 A 股整体的盈利水平温和修复；但改善幅度有限，使得 A 股市场估值难以大幅提升。

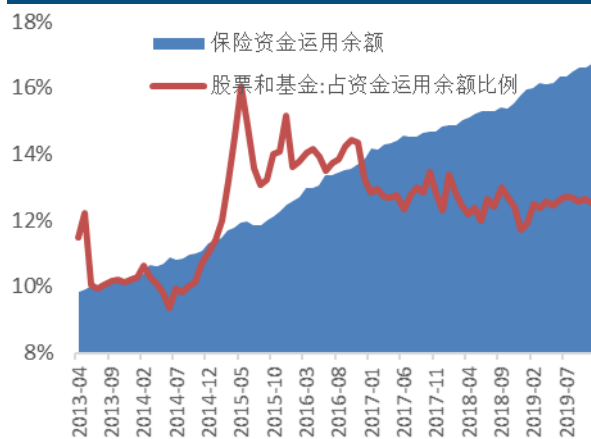
3. 资金面维持紧平衡

长期资金托底权重股

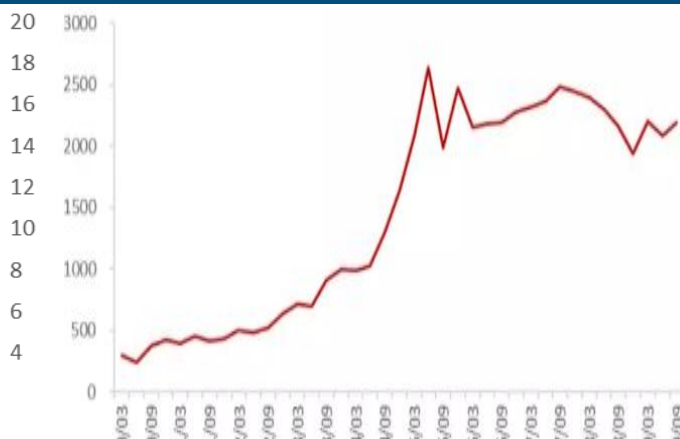
2019 年增量资金的主要来源有外资、公募基金、两融资金等，但后续的能否保持同等强度的流入力度具有不确定性。外资中最主要的来源 MSCI 在今年三步走扩容完成后，会有半年空窗期需要评估下一步的流入，目前对于权重是否进一步提升至 20% 以上还有四个问题亟待解决，包括套期保值和衍生工具、结算周期、假期错位风险、陆股通的综合账户机制等，因此，后续 MSCI 带来的流入强度将减弱。后续明年 3 月富时纳入将是下一个外资流入窗口，但规模较为有限，被动资金的流入边际上将趋弱，主动资金的流入受外部环境、汇率等影响。而公募基金以及两融资金后续的流入很大程度上取决于市场的走势，具有一定的不确定性。

从 2020 年资金流向来看，比较确定的是长期资金的流入，主要集中在三类，分别为险资、社保基金和银行理财子公司。其中，保险资金将继续保持千亿以上的增量资金流入力度，保险资金运用余额年化增速达到 10%，用于股票和基金的比例稳定在 12.5% 左右，近期险资举牌上市的举动也开始回暖。社保基金是 2020 年增量资金的重要来源，社保基金持股市值自 2015 年一季度以来一直保持 2000 亿元附近上下波动。随着今年 9 月全面推行国有资本充实社保，计划于 2020 年底前基本完成，地方层面划转进度有望加快。此外，养老金和职业年金入市有望提速。银行理财子公司 2019 年集中设立，2020 年有望成为资金流入的主要边际增量。截止目前，今年已有 11 家银行理财子公司开业获批，其中 11 月以后开业的有 5 家。银行理财子公司的公募理财产品可以直接

投资股票，不用绕道基金，目前银行理财公募理财产品占绝大多数，占比约为 95%左右，因此银行理财子公司将带来 5000 亿左右的边际增量资金。

图 32：保险资金配置不断提升


数据来源：wind—中信建投期货

图 33：社保资金持股不断提升


数据来源：wind—中信建投期货

图 34：保险资金总仓股市值（亿元）

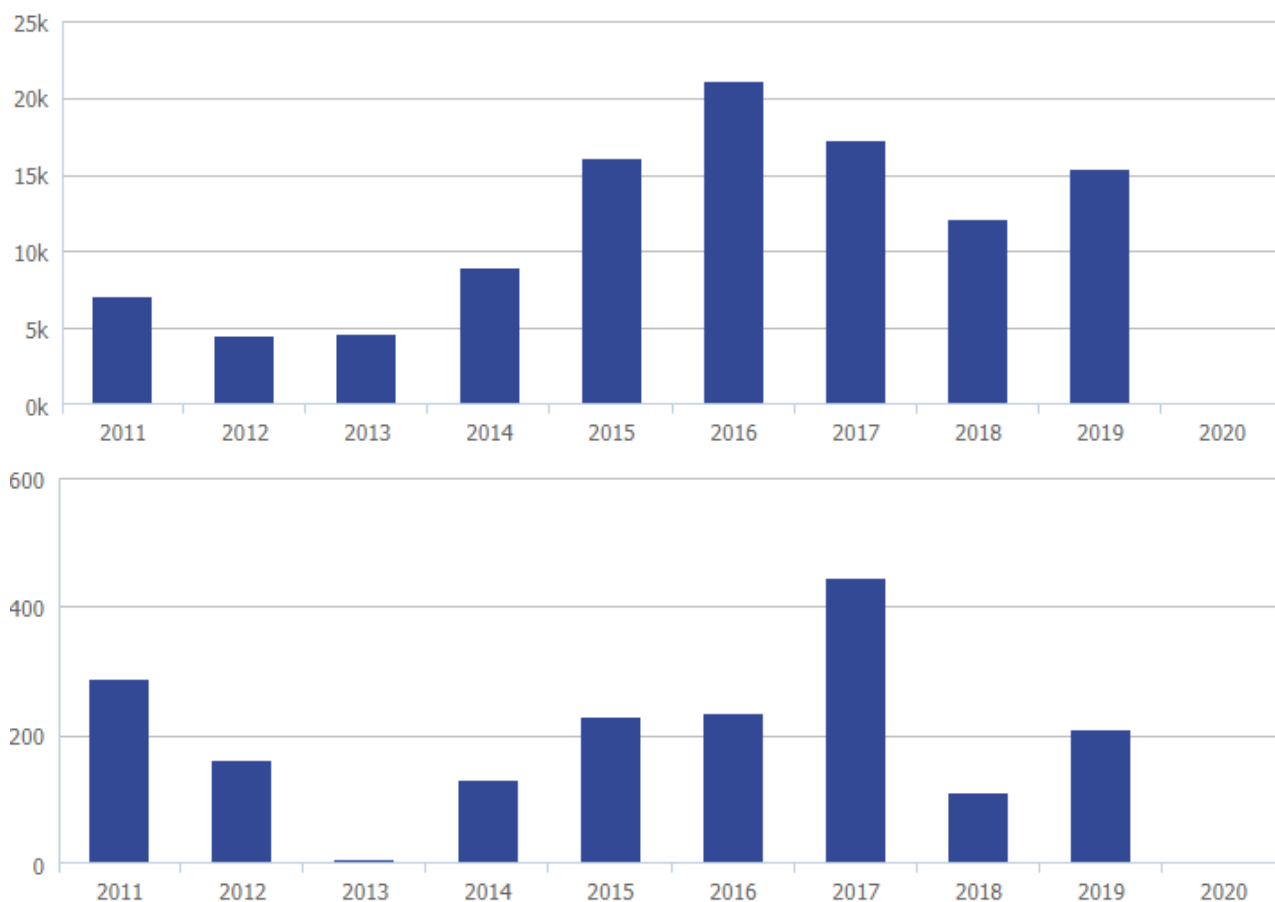
中国人寿	中国人寿保险(集团)公司	5472.42
平安银行	中国平安保险(集团)股份有限公司	1,172.75
招商银行	和谐健康保险股份有限公司-传统-普通保险产品	452.97
招商银行	大家人寿保险股份有限公司-保守型投资组合	452.97
浦发银行	富德生命人寿保险股份有限公司-传统	324.64
民生银行	大家人寿保险股份有限公司-保守型投资组合	286.32
中国建筑	大家人寿保险股份有限公司-保守型投资组合	267.04
工商银行	中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	217.18
浦发银行	富德生命人寿保险股份有限公司	205.95
华夏银行	中国人民财产保险股份有限公司	197.37

数据来源：wind—中信建投期货

对于市场来说，股市的成熟也伴随着散户占比的逐步减小和机构投资者的增加。在此消彼长中，换手率下降，长线和价值投资凸显。无论是险资、社保基金还是银行理财子公司资金，即在充分考虑利用长久期和投资稳健的平衡的基础上，以长期稳定的分红收入为主，而寻股价价差收益为辅。投资的性价比主要体现在分红收入上，分红收入的性价比（分红收入/成本，即股息率）便是其最重要的核心考虑指标。由此看来，沪深 300 上证 50 两个高红利的指数在中长期获得较强支撑。

2020 年仍是银行 IPO 大年

临近 2019 年年末，证监会突然对第十八届发审委进行扩容，或许与 2019 年第四季度以来，IPO 一直保持着高强度审核有关。据证监会披露，2019 年 10 月、11 月，第十八届发审委审核首发项目数量均在 20 个以上，且这两个月的过会率均在 95%。另外，截至 12 月 12 日，2019 年已有 148 家企业 IPO 上会（未含科创板企业、取消审核企业），且其中 130 家顺利过会，整体过会率达到 88%，明显高于 2018 年全年的 62%。从单月来看，过会率同样明显强于 2018 年。今年 5 月，11 家首发企业上会并全部通过，单月过会率达到 100%，为 2018 年以来，过会率最高的月份。另外，IPO 过会率高，也体现了监管思路的转变，监管层希望通过股权市场支持中小企业直接融资。

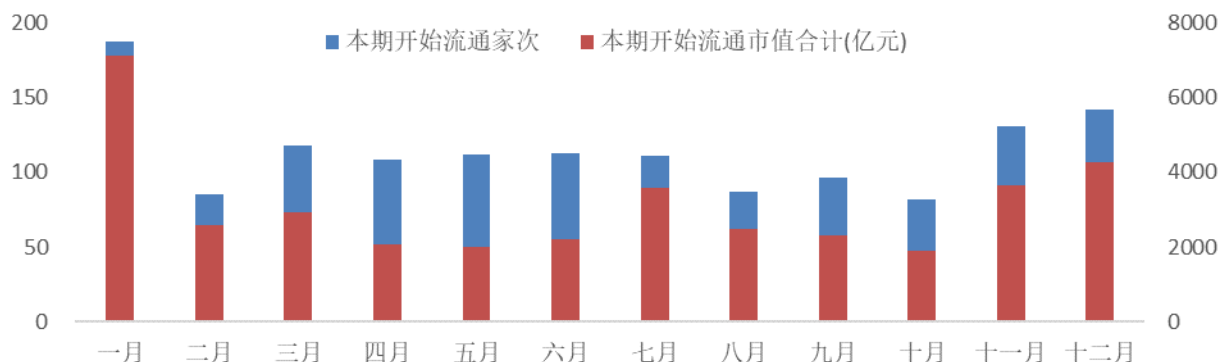
图 35：IPO 数量减少 但募集资金不减


数据来源：wind—中信建投期货

另一个重要特征，继邮储银行上市后，2019 年已有 8 家银行登陆 A 股，而 2017-2018 年也仅有 4 家银行上市，意味着 2019 年上市银行数量是前 2 年的 2 倍之多。银行上市潮或将在 2020 年继续上演。据证监会最新披露，截止到 12 月 13 日，仍有多达 16 家商业银行正在 IPO 的排队区“候场”。IPO 排队状态为预先披露更新的银行机构 12 家。根据目前证监会的 IPO 审核速度，2020 年银行仍将迎来上市高峰。通过梳理各家商业银行的招股书，IPO 募资的主要用途为：充实核心一级资本，提高资本充足率。在经济下行压力之下，不少商业银行的不良贷款、不良率都有所回升，部分商业银行面临着资本充足率的压力。对于商业银行而言，一旦登陆资本市场完成上市融资，资本充足率将会得到补充，一定程度上可以提升银行自身的风险防御能力。

解禁迎来高峰

2017 年 IPO 高峰导致 2020 年 1 月解禁市值达 6558 亿元，2020 年解禁市值为 3.31 万亿元。其中，2020 年 1 月，A 股解禁市值高达 6557.88 亿元，解禁市值将创下 2015 年 6 月以来的单月新高。2020 年 1 月 A 股共有 167 只个股解禁，解禁股数达 538.99 亿股，解禁市值高达 6557.88 亿元，解禁市值创下 2015 年 6 月以来的单月新高。同时，6557.88 亿元解禁市值也是 2020 年的全年最高点。2017 年也是 IPO 大年，全年共有 436 家公司 IPO，同比增长 92.07%，刷新历史纪录。其中，主板 214 宗，中小板 81 宗，创业板 141 宗。同时，IPO 融资规模高达 2301.09 亿元，同比增长 53.81%。

图 36：解禁市值以及占 A 股总市值比例


数据来源：wind—中信建投期货

2019 年单月限售股解禁市值在年内最高的三个月份分别为 4 月份的 3966.8 亿元、7 月份的 3419.7 亿元、10 月份的 3112.4 亿元。剔除权重股影响，以中证 1000 指数为例，4 月 6322.48 点，8 月 6 日创下年内低点 4781.88 点。由此我们得出结论，解禁市值高的月份 A 股市场会形成重要顶部或下探低点。2020 年单月限售股解禁市值在年内最高的三个月份分别为 1 月份的 7101.8 亿元、12 月份的 4267.6 亿元、11 月份的 3660.7 亿元。可见，年初年末解禁压力较大，指数可能是两头高中间低，或是两头低中间高的走势。

六、投资策略

全球经济增速放缓，各国央行开启降息周期，宽松政策初见成效。但总体经济活力不高，在逆全球化的趋势下，各国经济基本面分化的特征将会加剧。而中国在强有力的货币以及财政主权调控下，经济韧性强于其他国家。资本市场对于国民经济中的作用更加重要，在宏观经济下行压力不减的当下，资本市场将会起到排头兵的作用，改革红利会在经济复苏初期加速释放，有利于指数整体性的中枢上移。另一方面，在前期市场整体估值上修较为充分的情况下，我们预计 2020 年估值继续上行空间不大，板块间的结构性的行情仍是主导。在短期的板块效应下，中证 500 指数行业分布更广的估值更低更受益。而在中长期的轮转与筛选过程中，行业龙头依向头部集中，对于沪深 300 等头部指数更有利。趋势上，全年以震荡中枢阶梯式上移为主，沪指中枢在 2900-3500 点运行。策略上，中长期可持多 IF 合约为主，辅以阶段性做多 IC 合约，在中枢下沿积极低吸，在中枢上沿择机做空。资金实力较强的投资者可考虑定投 IC 远月合约，提高资金使用效率同时赚取基差回归收益。



联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4, C

电话：023-86769605

中信建投期货有限公司上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话：021-68765927

中信建投期货有限公司湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室

电话：0791-82082702

中信建投期货有限公司河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区 20-11 号门市一至三层、20-1-12 号门市第三层

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号

电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912

电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 13 层 1301-06、07 号

电话：027-59909521

中信建投期货有限公司杭州分公司

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室

电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路 8 号和乔大厦 A 座向东 20 米

电话：010-85951101

中信建投期货有限公司济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座六层 611、613 室

电话：0531-85180636

中信建投期货有限公司大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905 室

电话：0411-84806316

中信建投期货有限公司河南分公司

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房

电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号

电话：028-62818701

中信建投期货有限公司深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I

电话：0755-33378759

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室

电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座

电话：025-86951881

中信建投期货有限公司宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融中心 F 座 1809 室

电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406

电话：020-22922102

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室

电话：021-68597013



重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com