



期货研究报告

股指期货年报

信用收敛，盈利驱动，结构性行情可期。

报告摘要：

• 从流动性上来看，2020 年新冠疫情发生之后，我国央行采取了一系列总量及结构性并举的货币宽松政策，帮助实体经济走出困境。一时市场流动性极为宽松。在经历的 2020 年的宽货币宽信用到紧货币宽信用，今年宏观杠杆率攀升速度仅次于 2009 年，比 2019 年提高 24.7%，债务的同比增幅已经达到高点。而对于 2021 年来看，央行会逐渐开始控制信用的扩张，压缩社融增速。对于加杠杆，相比往年私人部门占主导，今年政府是推动今年社融增速上涨的主力。而这也使得监管层对继续紧货币的措施必要性没有那么迫切。因此在这种“紧信用”的背景下，权益市场依旧会有结构性行情的出现。在行业方面，2021 年，利率中枢或小幅上抬，这种情况对成长股不利，而更利于业绩更为确定的周期股。

• 从经济基本面上来看，2020 年我国经济经历疫情冲击之后呈现 V 型反弹。展望 2021 年，我国经济的运行将逐步恢复到常态化。从库存周期来看，2020 年因为疫情打断了我国从 2020 年初开启的库存周期的补库存的节奏，疫情之后经济从 3 月开始逐步修复，呈现出供给大于需求的特点，到四季度，除了消费服务业复苏进程较慢，其他类别基本上恢复到疫情前的水平，另外因海外疫情蔓延，供给端偏弱，需求偏强，在海外大量供需缺口下，我国出口增速创了近 40 年新高。而在 2020 年经济修复趋势向上的情况下，2021 年我国的经济延续修复的确定性强，且步入 3 年库存周期短周期的中后期。2021 年一、二季度因全球疫苗处于大规模接种时期，欧美下游生产商补库存的进度可能会快速修复，海外需求依旧会推动我国出口，随着在二季度疫苗大规模接种至一定程度，我国经济的修复预期会达到年度的高年，随后随着海外供给的逐步恢复，四、五季度经济修复的速率将边际放缓。从企业盈利的角度来看，我国企业盈利端的快速修复也是集中在 2021 年上半年。在行业上看，因明年经济修复依旧要靠出口来拉动，并且明年依旧处于欧美的地产周期上行趋势中，这对我国的家具等地产后周期出口行业为利好。

• 在扰动方面来看，第一是中美关系，历史上看拜登所属的民主党在对外政策上偏温和，中美关系或有所缓和，大概率不会朝着脱钩的极端方向发展。但从拜登的近期表态已经吸纳了部分激进派的一

创元期货投资咨询部

股指研究员：刘钊含

邮箱：liuyh@cyqh.com.cn

电话：0512-68656937

些观点，拜登对中国采取强硬立场或不变，但在战略方向上可能转为传统西方联盟体系的内部团结，通过联盟来塑造整体性以此来遏制中国。第二是 2021 年全市场注册制有望落地，而企业的大规模上市预计会对 A 股市场造成抽血效应，这会对 A 股走势造成扰动，第三是目前市场整体估值偏高，整体市场估值目前处于历史分位的 80% 左右。部分的消费类和新兴行业估值水平较高，低估值主要集中在周期类行业。

年度策略：在“紧信用”的大背景下，2021 年市场整体行业估值将受到压制，预期整年的收益率将小于 2020 年，主要以结构性行情为主。A 股的驱动逻辑由 2020 年的估值端驱动转为盈利端的驱动，具备业绩确定性的顺周期蓝筹板块具备配置价值，且机会主要集中在上半年。股指方面，IH 和 IF 的投资机会好于 IC，但 IC 成分行业中电子元器件、医药、计算机行业占比最高，有望分享未来经济转型的红利，因此依旧具备长期配置价值。

风险因素：注册制；中美关系；紧货币超预期

目录

| | |
|----------------------------|----|
| 一、2020 年市场回顾 | 4 |
| 1.1 行情回顾 | 4 |
| 1.2 三大股指持仓与基差 | 5 |
| 二、宏观基本面 | 8 |
| 2.1 新冠疫情与疫苗的接种 | 9 |
| 2.2 高通胀的担忧 | 11 |
| 2.3 海外流动性维持宽松 | 12 |
| 2.4 中美关系边际缓和 | 13 |
| 2.5 国内经济延续修复 | 16 |
| 2.6 2021 年面临“紧货币紧信用” | 19 |
| 三、资本市场 | 21 |
| 3.1 资本市场注册制改革 | 21 |
| 3.2 资本市场投资生态的变化 | 23 |
| 3.3 资金供给端长期充沛 | 23 |
| 3.4 市场估值整体过高 | 26 |
| 四、2021 年展望 | 26 |

一、2020 年市场回顾

1.1 行情回顾

回顾 2020 年，新冠疫情的爆发给世界造成了巨大的影响，各国纷纷推出了强有力的刺激政策来应对疫情对经济造成的冲击。2020 年 A 股市场也因疫情的影响分为了 5 个阶段。

第一阶段 1 月，此阶段 A 股延续 2019 年的上涨。2019 年 12 月 13 日，中美就第一阶段的经贸协议达成一致，A 股保持上升趋势，2020 年 1 月 1 日央行宣布下调存款准备金 0.5%，市场的风险偏好得到提振，股指延续强势。

第二阶段 2 月，春节后 A 股跳空低开随后呈现 V 型反弹走势。春节期间，国内新冠疫情在武汉爆发，疫情导致市场出现恐慌，春节后第一个交易日，股指大幅低开，上证综指当日下跌 7.72%，全市场超过 3000 只股票跌停。随后央行释放出流动性宽松信号，维稳意图强烈，另外监管层提出的疫情纾困的政策提升了市场风险偏好，受众多政策利好，股指在成长板块的带动下呈现 V 型反弹，而在三大股指中，中证 500 指数反弹的力度也大于上证 50 和沪深 300。

第三阶段 3 月，我国疫情逐渐控制，新增病例持续下降，复工复产也逐渐顺利开展，但新冠疫情开始在海外扩散，恐慌情绪引发了海外流动性危机，美股大跌，在 3 月 12 日、16 日、18 日美股出现三次熔断，受外围影响，A 股出现回调。

第四个阶段 4 月至 7 月中旬，A 股走出了震荡上升至快速拉升的走势。为了应对疫情，美联储欧洲央行快速扩表，海外流动性得到缓解，美股也逐渐修复。而我国疫情因控制良好，复工复产顺利开展使得我国的经济修复，疫情不再是主导 A 股走势的主要因素。随着经济持续的修复，监管层财政政策的刺激，国内央行维持宽松的货币政策，在宽货币和宽信用的背景下，A 股走出上升趋势。

第五阶段 7 月中旬至年底，A 股走出宽幅震荡走势。自疫情之后，我国经济延续修复的趋势，年中监管层释放货币政策结构性宽松信号，而因美国大选，中美的博弈增多，在此背景下，股指维持箱体震荡，年底，虽然疫苗利好消息不断，中国谈判 8 年的 RCEP 落地，市场对未来经济复苏有一定预期，但因海外疫情依旧严重，全球经济复苏共振依旧要看疫苗的落地，A 股并未走出震荡行情。

1.2 三大股指持仓与基差

2020 年三大股指期货的成交量与持仓量相比 2019 年有了提高，其中 IC 的成交量和持仓量增加最多。从成交量来看，伴随的三大股指的波动，年初到 3 月，成交量迅速放大，4 月到 6 月有所回落，但随着股指走势的冲高，7 月成交量为全年最高，最后随着震荡行情，股指成交量也有所回落。

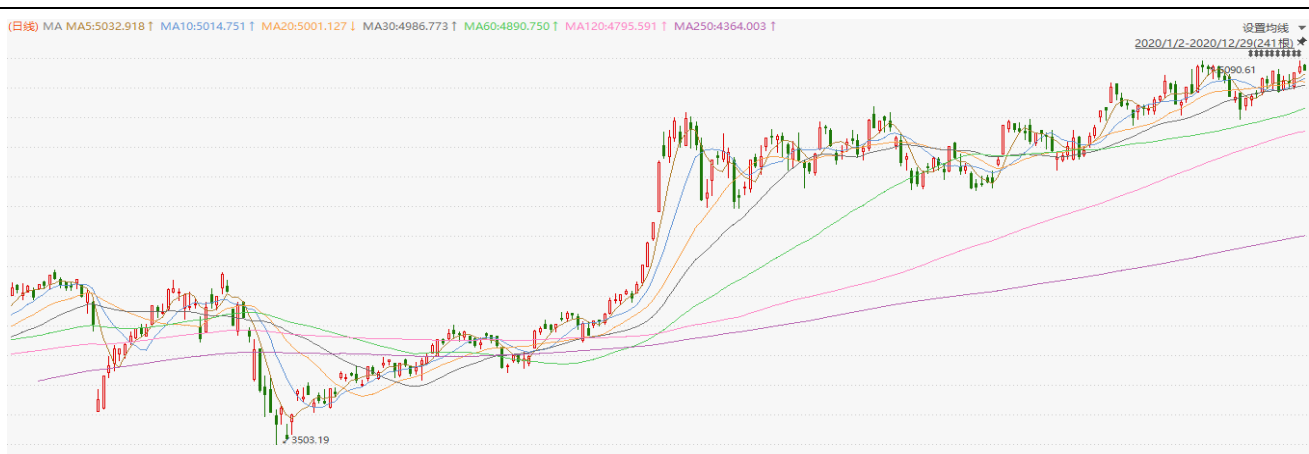
在市场结构上看，今年三大股指的贴水均有所收敛，年初因新冠疫情，市场风险偏好机具降低呈现高贴水，随后逐月收敛，从 6 月开始三大股指近月合约不时出现升水结构。全年来看，IC 的贴水收益丰厚，2020 年 IC 贴水收敛速度最快，如从 2015 年开始每月展期做多 IC，截至至 12 月 29 日，累计收益为 1.86。

图 1. 上证指数走势



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 2. 沪深 300 指数走势



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 3. 上证 50 指数走势



图 4. 中证 500 指数走势

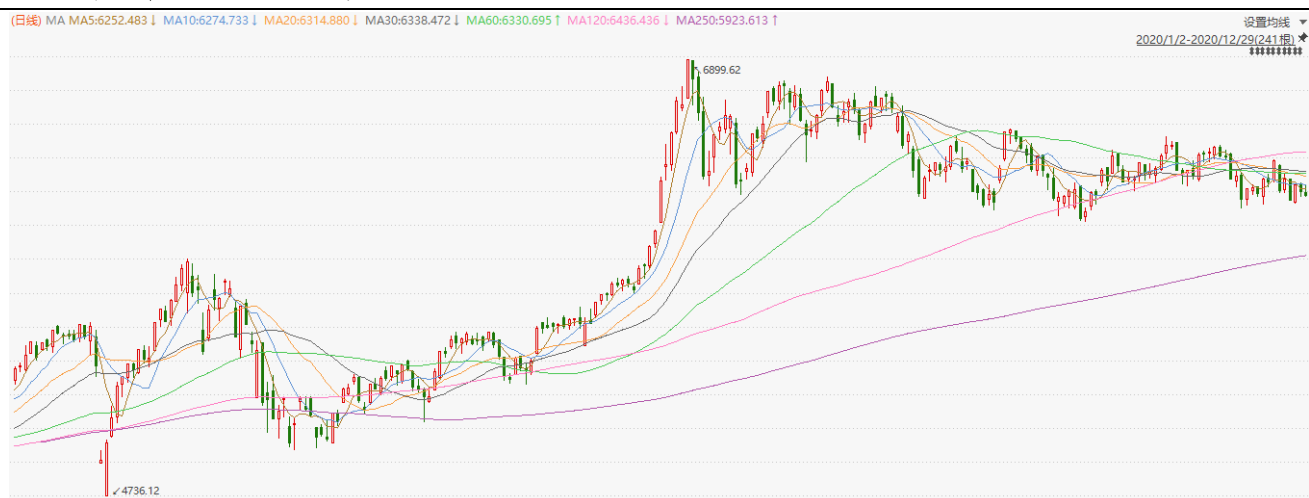


图 5. 申万一级行业涨跌幅

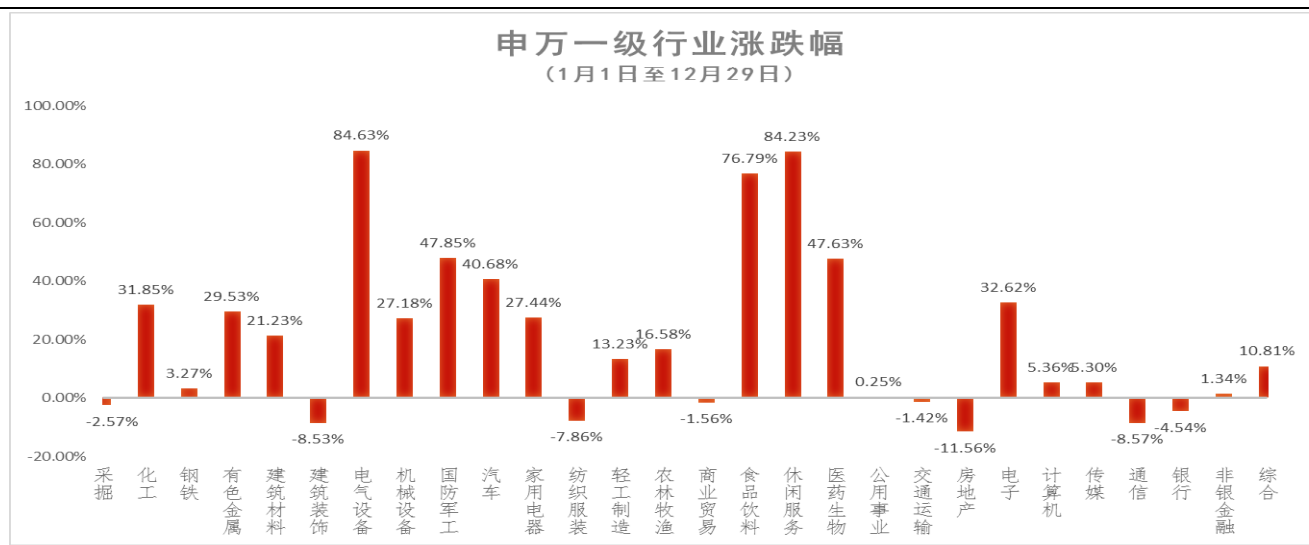
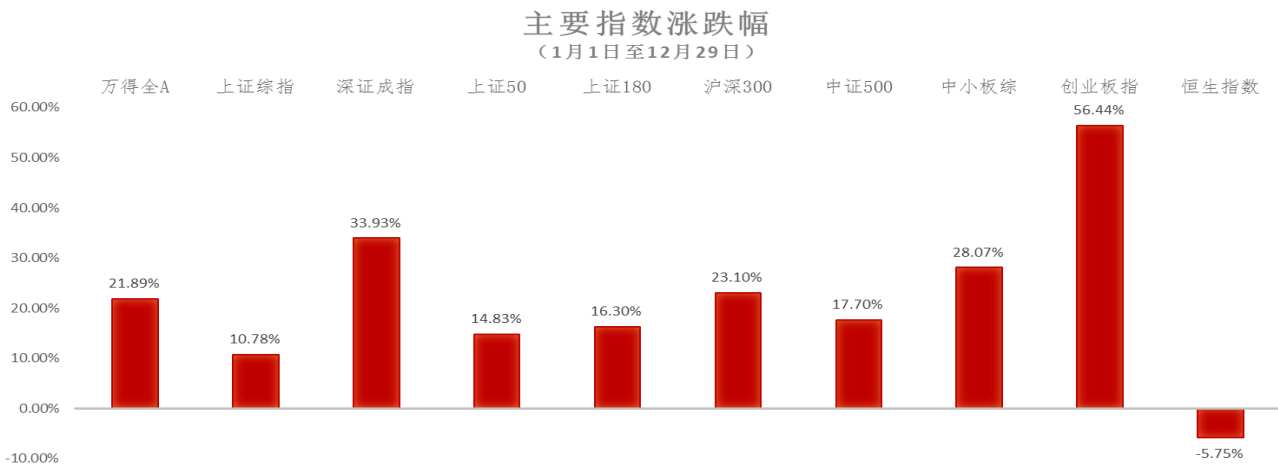
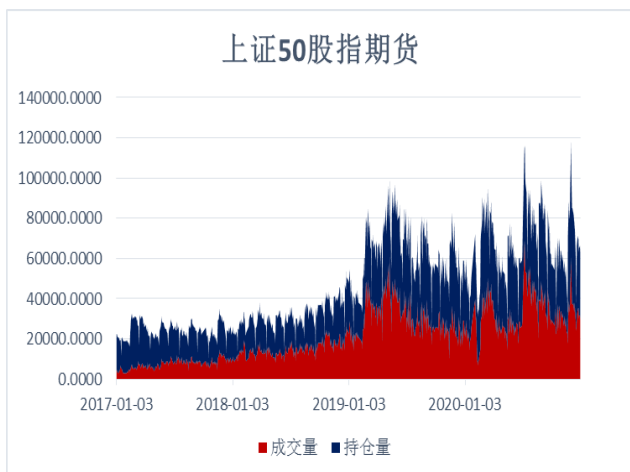


图 6. 主要指数涨跌幅



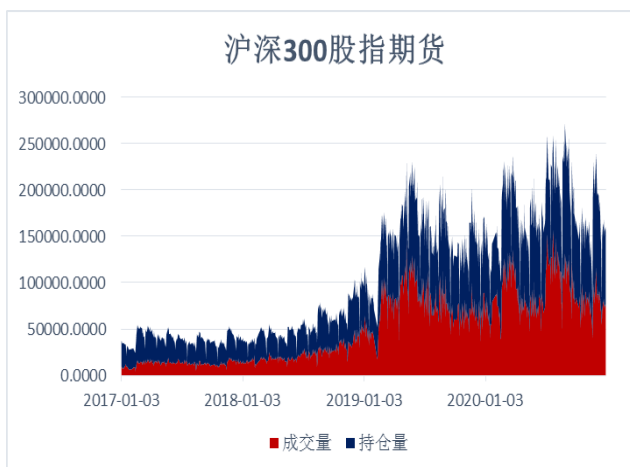
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 7: 上证 50 成交量持仓量



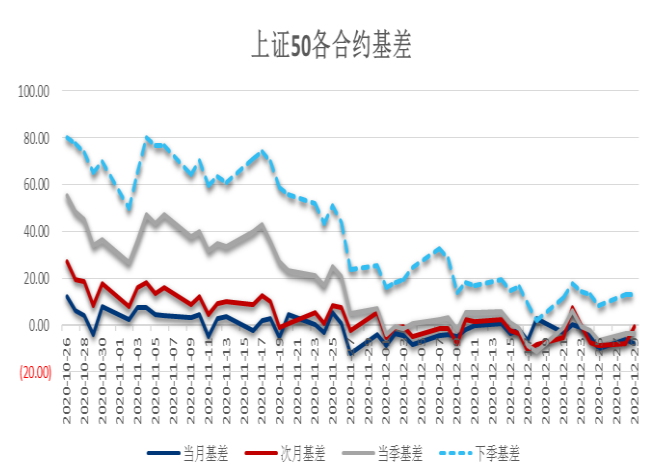
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 9: 沪深 300 成交量持仓量



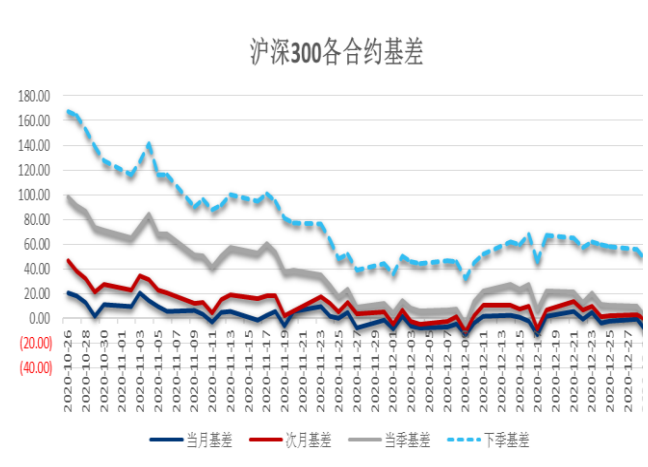
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 8: 上证 50 基差



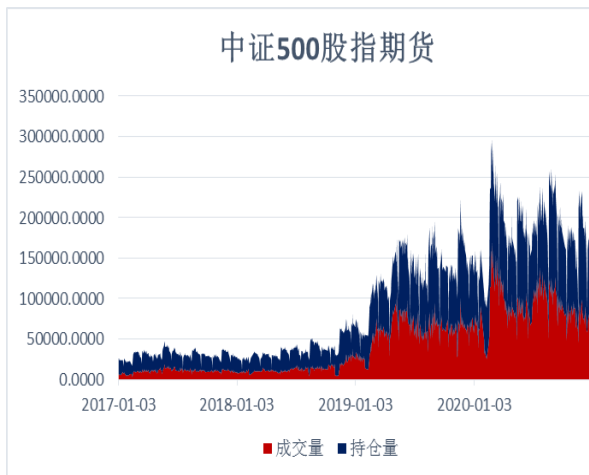
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 10: 沪深 300 基差



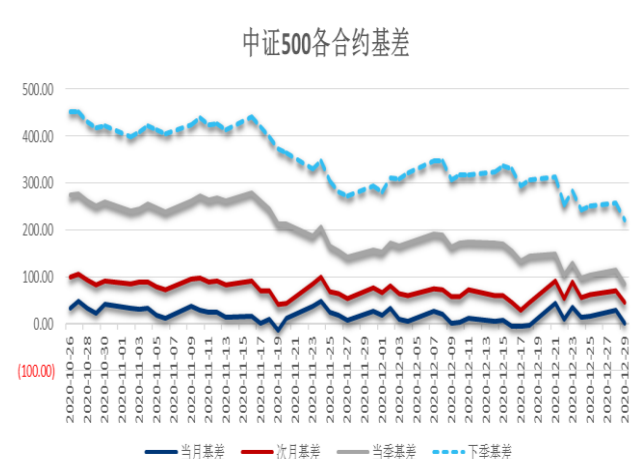
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 11: 中证 500 成交量持仓量



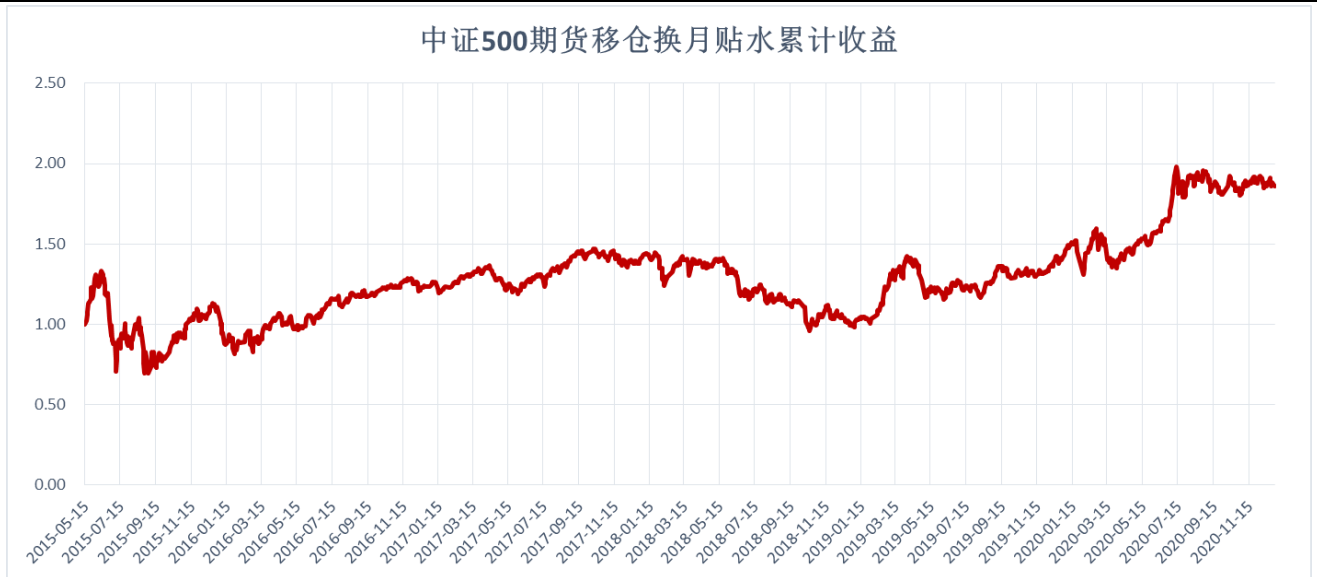
资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 12: 中证 500 基差



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

图 13. 中证 500 期货移仓换月贴水累计收益



资料来源: Wind, 创元期货投资咨询部

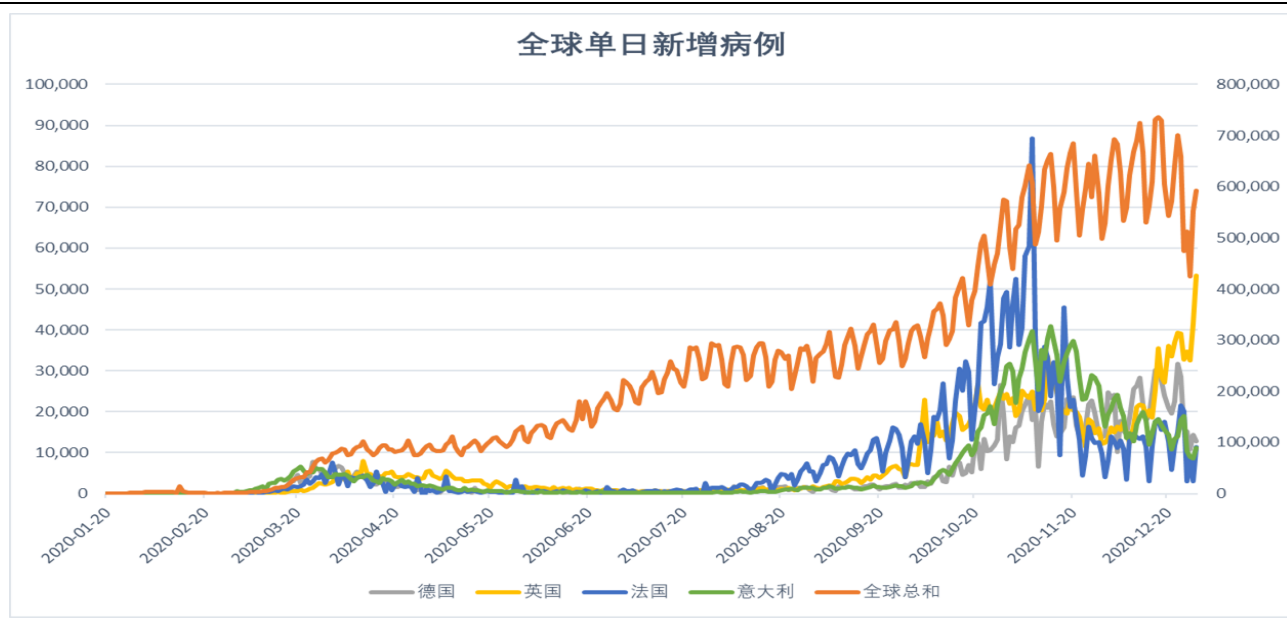
二、宏观基本面

继 2008 年金融危机之后，2020 年新冠疫情使得全球经济遭遇打击，而资本市场也受其影响呈现大幅波动。在疫情的反复过程中，全球经济几乎接近停止，为刺激经济，各国财政刺激政策和宽松货币政策双管齐下，而在疫情控制以及刺激政策之下，全球经济开始逐步复苏，随着新冠疫苗利好消息不断，市场对未来经济复苏信心大增，通胀预期抬升。而我国因率先经历疫情，国内经济恢复全球领先，目前则处于宽信用向紧信用转变的拐点处，后续货币政策回归政策、企业盈利向上将是影响 2021 年 A 股走势的重要因素。

2.1 新冠疫情与疫苗的接种

2020 年 2 月底开始，新冠疫情在海外蔓延，欧洲新增病例数量在 4 月达到高点随后回落，夏季 7 月达到低点，随后因经济活动的重启，疫情卷土重来，到年底，新增病例已经大幅超过 4 月的高点。而美国的疫情新增病例则呈现波动向上的特点，新增病例的上升与美国缺乏防控意识，且在 7 月的示威活动分不开。全球来看，进入冬季后疫情开始二次爆发，海外疫情确诊人数持续创出新高，截止 12 月 27 日，全球单日的确诊人数突破 60 万例，累计确证突破 5000 万例，其中欧洲和美国新增病例反弹严重。英国、法国和德国重启了社交隔离，美国部分地区也采取的限制措施。因各国的组织架构不同，欧美等国很难像我国一样通过采取社会活动限制措施来控制疫情，而真正完全控制疫情，且完全消除疫情对海外经济的影响依旧要等到疫苗大规模接种之后。

图 14. 全球单日新增病例



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

而从全球的疫苗来看，目前进入三期临床试验的疫苗一共有 13 种，其中包括 4 种国产疫苗。从公开资料来看，针对新冠病毒疫苗的种类主要分为四种，分别为灭活疫苗、腺病毒载体疫苗、核酸 mRNA 疫苗、重组蛋白疫苗。我国 4 款疫苗有 3 款为灭活疫苗，1 款腺病毒载体疫苗，四款的产量均可达到 1 亿量级。而 Moderna、Novavax、Biotech、牛津大学阿斯利康、强生预期可实现 10 亿量级的生产。其中美国的辉瑞、Moderna 和德国 Biontech 的疫苗在三期

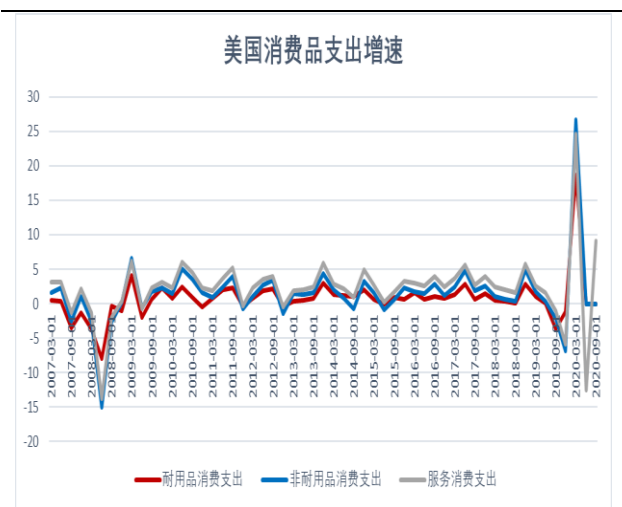
试验中疫苗有效性超过 90%，而我国药集团中国生物北京生物研究所的疫苗保护率也达到了 86%。疫苗的有效将会阻断病毒的传播，而英国、加拿大等国开始提前购买疫苗获准上市。从订单数来看，根据美国杜克大学全球健康研究中心的数据，各国预定的疫苗数量已经达到 77 亿剂，从订购的数量来看，美国、欧盟、英国、加拿大、日本、澳大利亚发达国家的订购的数量达 59 亿，占比 76%，其中人均订购量均大于 1，加拿大人均订购量达到 6。从时间来看，疫苗的大规模接种会在明年一季度、二季度，因此海外经济修复的斜率将会加快。另外根据杜克大学数据，疫苗的产能并不能覆盖全世界的人口，且从疫苗的订购数据来看，欧美等发达国家会首先覆盖疫苗，新兴市场国家疫苗大规模接种要晚于发达国家，因此 2021 年的经济修复是发达国家快于新兴市场国家。

| 疫苗种类 | 疫苗 | 紧急使用情况 | 产能 |
|------------|-----------------------------|--------------------|-----------|
| 灭活疫苗 | 北京科兴中维 | 中国 | 3 亿剂/年 |
| | 国药-武汉生物制品研究所 | 中国、阿联酋 | 2 亿剂/年 |
| | 国药-北京生物制品研究所 | 中国、阿联酋、巴林 | 1.2 亿剂/年 |
| | 印度 BHARAT 生物技术公司 | | 千万级别供应 |
| 腺病毒载体疫苗 | 牛津大学阿斯利康 | | 20 亿剂/年 |
| | 康希诺北京生物技术研究 | 中国 | 3 亿剂/年 |
| | 俄罗斯加马列亚研究所 | 俄罗斯 | 千万级别供应 |
| | 美国强生制药 | | 10 亿剂/年 |
| 核酸 mRNA 疫苗 | 美国 Moderna 公司 | 美国 | 5-10 亿剂/年 |
| | 德国 BioNTech/美国辉瑞制药 / 中国复星医药 | 英国、加拿大、巴林、沙特、美国、欧盟 | 13 亿剂/年 |
| 重组蛋白疫苗 | 美国 Novavax 公司 | | 十亿量级别供应 |
| | 安徽智飞龙科马/中科院微生物研究所 | | 千万级别供应 |
| | 加拿大 Medicargo 生物制药 | | 一亿量级别供应 |

资料来源：公开资料整理，创元期货投资咨询部

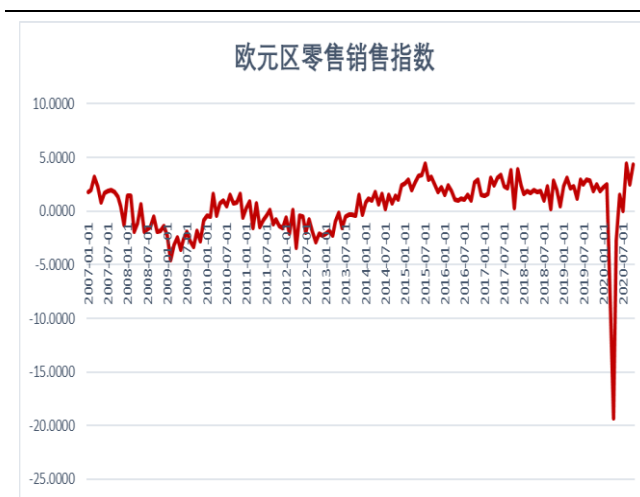
而从 2020 年海外经济修复来看，呈现出需求强而供给弱的特征，这主要因海外财政政策刺激了需求端的修复，而供给端则因疫情而限制。从数据来看，美国耐用品和非耐用品消费支出已经超过疫情前水平，欧元区消费指数已经达到近年的高位。考虑到 2021 年疫苗大规模接种，在行业方面，受疫情影响最为严重的消费，例如航空、餐饮、旅游等行业将迎来快速的修复。

图 15：美国消费品支出增速



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 16：欧元区零售销售指数



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

2.2 高通胀的担忧

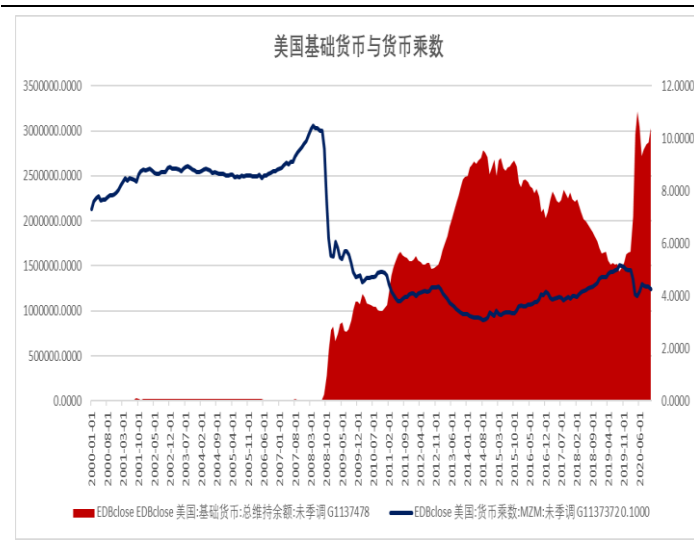
2020 年全球央行无限量购债计划叠加大规模的财政刺激政策，带来了大规模的基础货币的扩张，这也引发了市场对 2021 年随着经济的重启是否会出现高通胀的担忧。

从最近的美联储大规模扩表（2008 年次贷危机）之后来看，美联储经历了 3 轮 QE 大幅扩表，但是通货膨胀水平一直位于 3% 以下，并未带来高通胀。从货币数量理论来看，央行通过扩表增加基础货币投放，如果货币乘数和货币流动速度处于上升中，则容易引发高通货膨胀。而在 2008 年货币乘数和货币流动速度均处于下降中，因此未引发高通胀。

同样，2020 年来看，美联储的大规模扩表中，货币乘数和货币流动速度依旧是下降的，货币派生能力较弱，因此，2021 年出现高通胀的可能性较低。未来出现高通胀的风险依旧要看货币乘数和货币流动速度出现大幅反弹。

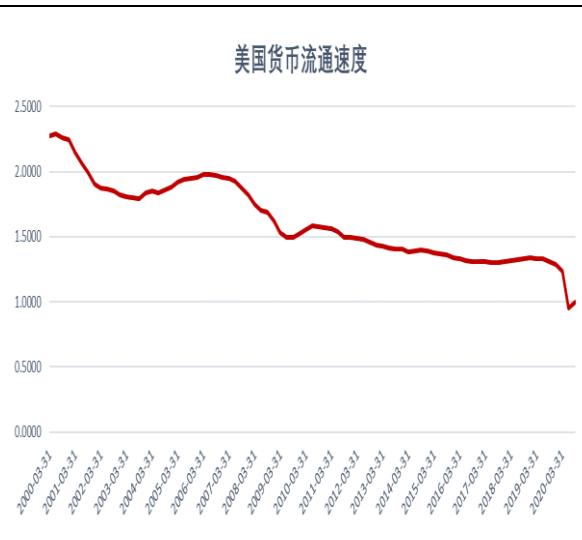
而对于 2021 年，我们预期美国通胀将温和回升。这主要与全球基本面改善，供需关系变化推升的通胀上升。而在通胀回升的背景下，对大宗商品价格影响的边际变化则更大。受益于弱美元和通胀抬升，2021 年顺周期类的行业将会有所表现。

图 17：美国基础货币和货币乘数



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 18：美国货币流通速度



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

2.3 海外流动性维持宽松

美联储方面，2020 年因为新冠疫情在海外的爆发，美联储采取了极为宽松的货币政策。3 月中召开两次临时议息会议，降息 150BP，基准利率降至 0，同时开启了无限量资产的购买模式，通过美元互换、PDCF、MMLF 等创新工具来缓解流动性危机。从美联储的资产负债表来看，目前已经扩张了 3 万亿。2020 年 9 月美联储在议息会议上明确未来加息条件，即劳动力市场达到充分就业且通胀上升 2%并在一段时间内维持在 2%以上的水平才会采取加息。

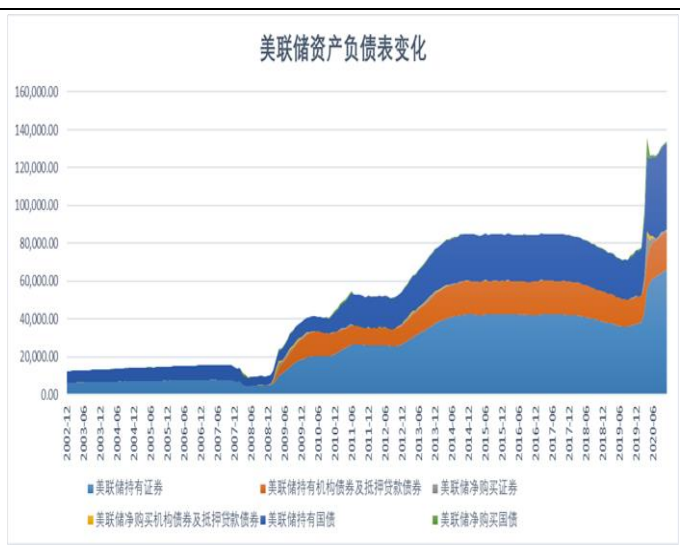
平均通胀目标的前瞻指引意味着美联储将维持更加长时间的宽松，并且也允许通胀高于 2%的长期目标。从数据来看，美国的失业率虽然处于下降中，但是非暂时性失业人数依旧在上升中，在 2021 年也很难完全恢复至疫情前的水平。而美国 PCE 物价指数虽然在经济的恢复下有所回升，在明年二季度甚至有可能阶段性突破 2%，但是很难维持在 2%。另外目前美国的疫情依旧严重，并且因分裂的国会，新的财政政策依旧难以落地，在此背景下，预期 2021 年美联储会继续延续宽松的政策取向。在节奏上看，2021 年年中前美联资产购买计划依旧会加码，以此来应对可能的下行风险。2021 年下半年，随着疫苗接种的铺开，经济的延续修复，通胀的回升，美联储的扩表节奏会由增加转为维持稳定。

欧央行方面，2020 年自疫情爆发以来，欧央行也采取了一系列宽松措施，例如长期再融资操作 LTROs 等，从欧央行的表态来看，利率的进一步下调并非最优选择，因为负利率对金融体系负面冲击较大，但预计 2021 年会加大 QE 的购买力度。从目前的欧洲的疫情反复，2021

年欧央行将会维持宽松的货币政策。而相比货币政策，7500 亿欧元的欧洲复苏基金计划将更值得关注。

而在全球货币政策延续宽松的背景下，权益市场则受益于流动性利好而走强。

图 19：美联储资产负债表



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 20：欧洲央行资产总额



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

2.4 中美关系边际缓和

今年为美国大选的重要政治年份，因疫情的影响采取的邮寄投票造成了大选的戏剧性，最终拜登胜选，将在 2021 年 1 月 20 日宣誓成为新一任美国总统。

从历史上来看，拜登所属的民主党在对外政策上偏温和，但是从拜登的近期表态来看，已经吸纳了部分激进派的一些观点。而对于中美关系来说，拜登和特朗普对中国同样都采取强硬立场，无论谁入住白宫，遏制中国是美国不变的政策基调。但在具体对华政策上，拜登与特朗普有一定差异。

特朗普在经贸问题上对华更为强硬，其他议题并不在意，他主张继续通过加剧对中国经济的制裁实现“美国优先”的政策目标。而拜登的战略方向是强调传统西方联盟体系的内部团结，通过联盟来塑造整体性以此从多个角度来构建的对华战略。相比特朗普的单边经济主义，拜登奉行多边贸易机制来制约中国。并且民主党一直崇尚自由贸易，不倡导使用关税，即便拜登因

迫于政治和民意压力保留部分特朗普关税政策，力度也将小于特朗普在任时期。因此拜登入主白宫后对华的关税政策将会给中美贸易摩擦带来边际缓和，中美关系大概率不会朝着脱钩的极端方向发展，这为我国构建双循环发展格局提供时间窗口。

当然，无论是特朗普还是拜登，两党对华政策共同点在于鼓励美国制造业回流，特朗普的政策是十分粗暴的使用关税大棒，而拜登的相对温和，通过政府投资拉动美国经济增长从而支持制造业回流。而我国的制造业则面临强大的竞争压力。

另外从拜登的政见来看，拜登主张加税及绿色基建投资的财政扩张，以此来拉动经济的复苏。固定投资的加码短期会加强经济复苏的预期，美股的风格将由科技主导转为蓝筹。从行业板块来看，价值型消费、清洁能源、工业原材料等行业受政策利好偏强，利空科技和医疗。而在美股风格偏向蓝筹的背景下，我国 A 股也会受其影响，2021 年整体风格也会偏向蓝筹。

| 政策 | 拜登 | 特朗普 |
|------|---|--|
| 货币政策 | 暂无公开声明观点 | 倾向放松金融监管以及更进一步的货币宽松政策 |
| 基础设施 | 扩大基建，尤其是绿色基础设施建设 | 扩大基建，与 5G 相关的基建 |
| 税改 | 对富人和企业加税。 (1) 承诺取消特朗普减轻富裕家庭和企业负担的减税政策，将所得税的最高税率从 37% 调回到 39.6%。 (2) 企业税从 21% 提高到 28%，但不会直接提高到特朗普减税前的 35%。 (3) 收入超过 100 万美元的人设置与所得税同等水平的长期资本利得税。这意味着最高收入群体的税率将从 20% 跃升至 39.6%。 | (1) 推动税改 2.0，目的惠及更多中产阶级，未有具体措施。 (2) 对于企业所得税。在当前 15%-20% 的水平下进一步削减资本利得税。 |
| 能源 | 发展新能源、清洁能源。 (1) 推出 2 万亿美元的“气候与基建计划” | 发展传统能源，强调能源的独立性 (1) 支持离岸石油开采 |

| | | |
|------|--|--|
| | (2) 2035 年实现电力部分的碳中和, 2050 年实现整体碳中和。 (3) 重新加入《巴黎气候协定》 | (2) 终止《清洁能源计划》 (3) 退出《巴黎气候协定》 |
| 科技 | (1) 将宽带和通过 5G 的无线宽带扩展到每个人 (2) 将在未来四年内美国科学和技术预算拨款 3000 亿美元, 并对美国半导体产业提供 160 亿美元 | 通过和盟友合作应对中国在 5G、人工智能、半导体等领域的技术竞争 |
| 教育 | (1) 投资社区大学和培训, 为低收入家庭的学生提供免费公立大学教育 (2) 减轻学生贷款负担, 提高教师待遇 | (1) 扩大联邦资助的学徒计划和在职培训 (2) 推出《每个学生都成功法案》, 改革学生贷款流程, 促进学生贷款方式现代化; |
| 医疗 | (1) 以奥巴马的《平价医疗法案》为基础, 计划为超过 97% 的美国人提供保险 (2) 直接削减医疗保健的成本, 简化医疗保健系统, 降低已投保者的健康保险和医疗费用 (3) 反对处方药公司滥用职权 | (1) 叫停“奥巴马医改”计划, 取消强制购买医疗保险; (2) 支持处方药限价, 降低医疗保险费 (3) 解决吸毒和药物滥用问题 |
| 防疫 | (1) 全国“口罩令” (2) 简化流行病监测委员会, 保证全民免费检测, 增加检测站点 (3) 重新加入世界卫生组织 | (1) 近期呼吁戴口罩 (2) 无视疫情 (3) 退出世界卫生组织 |
| 对外贸易 | 反对贸易保护主义 (1) 支持美国重启跨太平洋伙伴关系协定 (2) 支持北美自由贸易 (3) 中美贸易: 对中国采取强硬立场, 但反对惩罚性关税 | 美国优先, 贸易保护 (1) 坚持美国优先, 制定保护美国就业的贸易协议 (2) 退出跨太平洋伙伴关系协定 (3) 中美贸易: 对中国采取强硬立场, 采取惩罚性关税施压 |

资料来源：拜登竞选网站、特朗普竞选网站、创元期货投资咨询部

2.5 国内经济延续修复

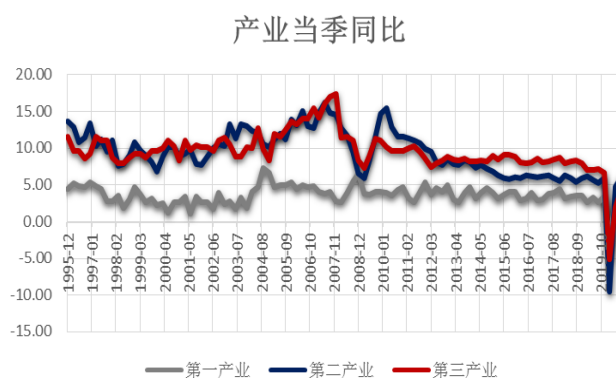
回顾 2020 年，因新冠疫情的影响，对我国经济造成了巨大冲击，在面对国内外复杂的环境下，经济数据出现了历史首次的单季 GDP 负增长，一季度 GDP 增速为-6.8%。随后在我国防控疫情取得成功，复工复产有序的推进，经济开始逐步修复，二季度 GDP 为 3.2%，三季度 GDP 为 4.9%。二季度累计 GDP 增速为-1.6%，到三季度实现 GDP 累计增速由负转正 0.7%，为全球唯一实现正增长的经济体。从三大产业来看，第一产业和第二产业已经恢复至疫情前的水平，但是第三产业恢复依旧较慢，而在第三产业中只有金融业和信息服务恢复较快，大量服务业依旧处于缓慢恢复当中。2021 年，随着国内国外需求的逐步恢复，第三产业服务业也将加快恢复，这也将推动我国经济修复达到周期的后半程。

图 21：中国 GDP



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 22：产业当季同比



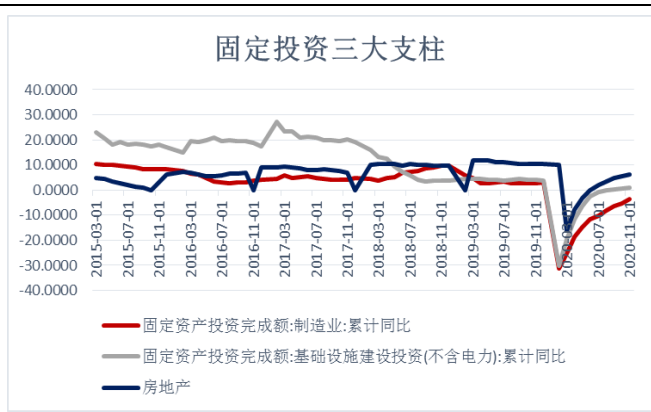
资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

从需求端来看，进入 2021 年需求端的结构将会发生变化。2020 年受疫情影响，需求依靠地产投资、基建以及出口拉动，修复力度也保持强劲，而对于制造业投资以及消费来说，修复的进程较为缓慢，拖累了整体经济复苏的斜率。考虑到低基数的影响，2021 年固定资产投资全年增速将保持稳定。首先对于房地产投资来说，在政策高压下，2020 年房地产投资保持了较高的增速，强度超出市场的预期，而 2021 年整体信贷环境收紧，另外房地产的“三条红线”融资政策使得地产难以松绑，2021 年房地产整体的销售动力趋弱，相比 2021 年地产投资增速将小幅下降。其次，对于基建投资来说，同样因为疫情因素，2020 年的财政政策更为扩张，例如地方政府专项债增加由 2019 年的 1.6 万亿增加至 3.75 万亿，同样发行了 1 万亿的特别国

债，这也使得市场对 2020 年基建保持高预期，但是 1-11 月基建投资累计同比增速为 1%，明显低于市场预期，2021 年随着经济修复，财政政策将会回归常态，作为逆周期调节的基建投资也将会受到抑制。最后，在对于制造业投资来说，因疫情影响，需求疲软、价格回升缓慢，企业家信心较低，全年制造业投资增速为负。进入 2021 年，随着企业盈利的改善和需求的回升，并且因为 2020 年低基数的缘故，预期制造业投资增速将保持两位数的反弹。

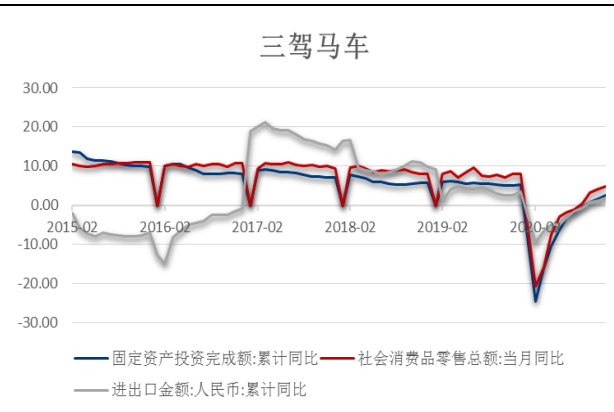
在消费方面，2020 年国内消费修复较为平缓。因疫情缘故，居民活动受限，必选消费如粮油食品等维持较高的增长，但是可选消费如餐饮等 1-11 月累计增速依旧为负。进入 2021 年，随着经济进一步回升，居民的收入增速也将逐渐恢复，对消费也会有所支撑，其中可选消费的增速将出现加速。另外在中央政治局经济会议中也提到“要扭住供给侧改革，同时注重需求侧改革”，在此背景下，为形成以国内大循环为主体的新发展格局，监管层预期也会出台更多构建合理需求结构的政策，来扩大内需，刺激消费的恢复。

图 23：固定资产投资



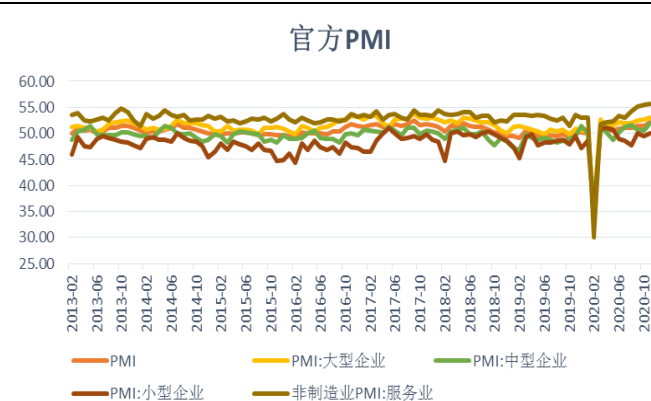
资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 24：三驾马车



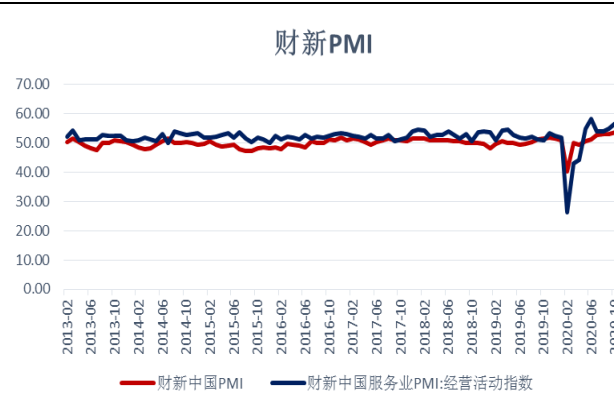
资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 25：官方 PMI



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

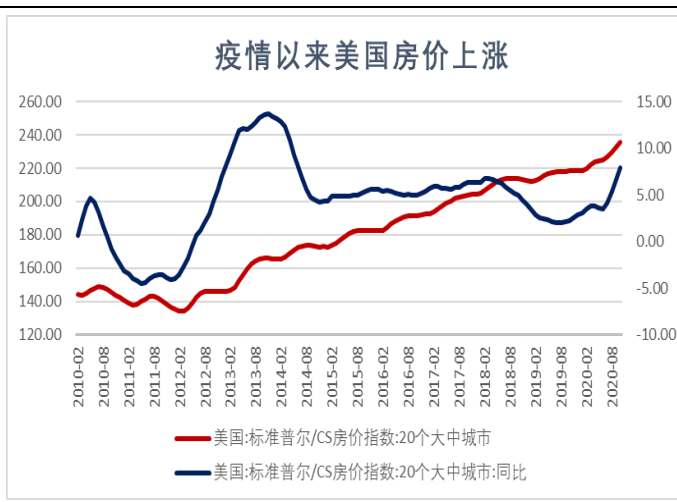
图 26：财新 PMI



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

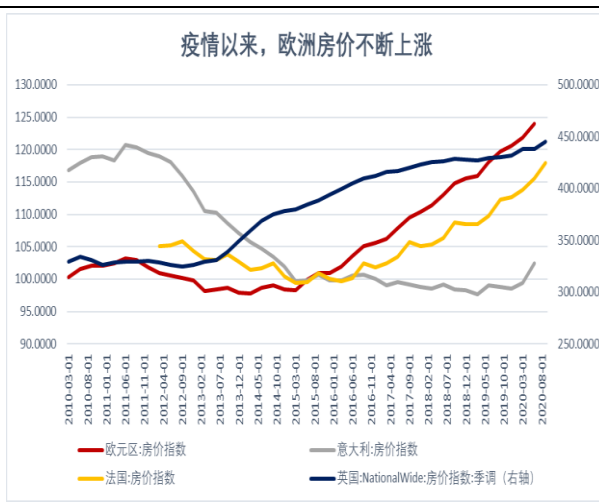
在出口方面，2020 年三季度出口总值创下季度历史新高。因疫情缘故，我国供应端恢复较快，承接了全球制造中心的角色。在海外疫情爆发之后，我国防疫物资以及居家办公等设备出口拉动了经济增长，而在疫情有所控制，海外需求逐步恢复时候，服装、家具等贸易品出口增速加大，这也造成了出口超出市场预期。2021 年，因疫苗的大规模接种，海外供给也会逐步恢复，这也会对我国出口造成替代，但是疫情之后海外需求也会继续增加，例如美国和欧洲的强地产周期依旧延续，在疫情期间，美国和欧洲房价不升反降，强烈的需求也会拉动我国出口，海外供需两者之间的竞赛会影响到我国出口的情况。另外 2021 年为弱美元周期，人民币存在继续升值的基础，人民币的升值对我国的出口也会产生负面影响。整体来看，2021 年出口将维持稳定，出口依旧偏强，欧美的地产周期将利好我国家居、家具等出口订单。

图 27：美国房价不断上涨



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 28：欧洲房价不断上涨



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

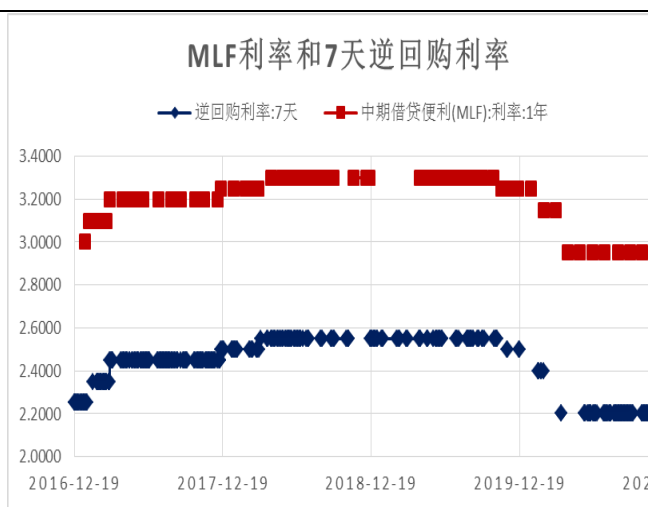
展望 2021 年，我国经济的运行将逐步恢复到常态化。从库存周期来看，2020 年因为疫情打断了我国从 2020 年初开启的库存周期的补库存的节奏，疫情之后经济从 3 月开始逐步修复，呈现出供给大于需求的特点，到四季度，除了消费服务业复苏进程较慢，其他类别基本上恢复到疫情前的水平，另外因海外疫情蔓延，供给端偏弱，需求偏强，在海外大量供需缺口下，我国出口增速创了近 40 年新高。而在 2020 年经济修复趋势向上的情况下，2021 年我国的经济延续修复的确定性强，且步入 3 年库存周期短周期的中后期。一、二季度因疫苗处于大规模接种时期，欧美下游生产商补库存的进度可能会快速修复，海外需求依旧会推动我国出口，

随着在二季度疫苗大规模接种至一定程度，我国经济的修复预期会达到年度的高年，随后随着海外供给的逐步恢复，四、五季度经济修复的速率将边际放缓。而从政策来看，2020 年为了应对疫情出台的各项临时性举措将在 2021 年退出，例如特别抗疫国债将不再发行，我国的财政赤字率将下调。而对于货币政策来说，将回归到常态化水平，难以出现明显的宽松举措。

2.6 2021 年面临“紧货币紧信用”

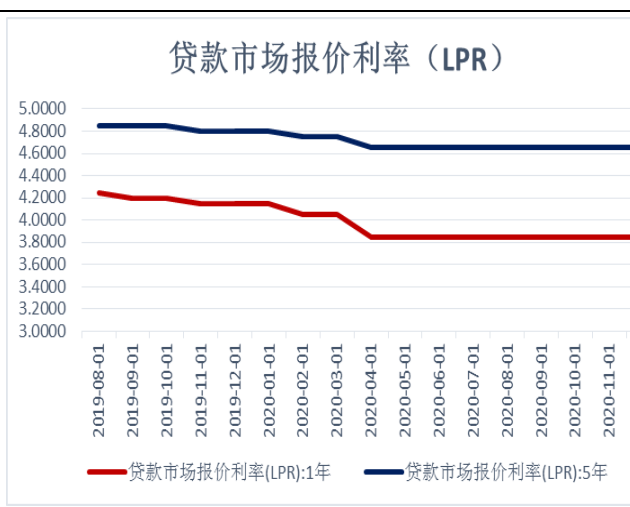
为了应对疫情，央行采取了一系列总量及结构性并举的货币宽松政策，帮助实体经济走出困境。2020 年央行三次降准带动平均存款准备金率下降 1%，释放了 1.75 万亿元长期资金。价格上，央行同时也通过降低政策利率引导市场利率下调，以此方式推动降成本工作。年初央行下调了 MLF 利率 30BP，带动 LPR 利率下调，一般贷款加权平均利率在二季度末下降了 48BP，一时市场流动性极为宽松。二季度开始央行由年初的宽货币转为宽信用，更加注重对实体经历的信贷支持。4 月中央政治局会议指出货币政策要更加灵活适度，进一步降准降息落空，另外从 4 月 22 日开始，央行暂停逆回购长达 37 个交易日，创 2016 年最长空窗记录，整体市场流动性逐渐收紧，市场利率开始回升，到年底，反映银行资金成本 SHIBOR 3M 也回到 2% 以上。因经济逐步走出疫情利空的冲击，货币政策明显宽松的比需性下降，货币政策也逐渐转向稳增长和防风险之间的平衡。

图 29：MLF 利率和 7 天逆回购利率



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

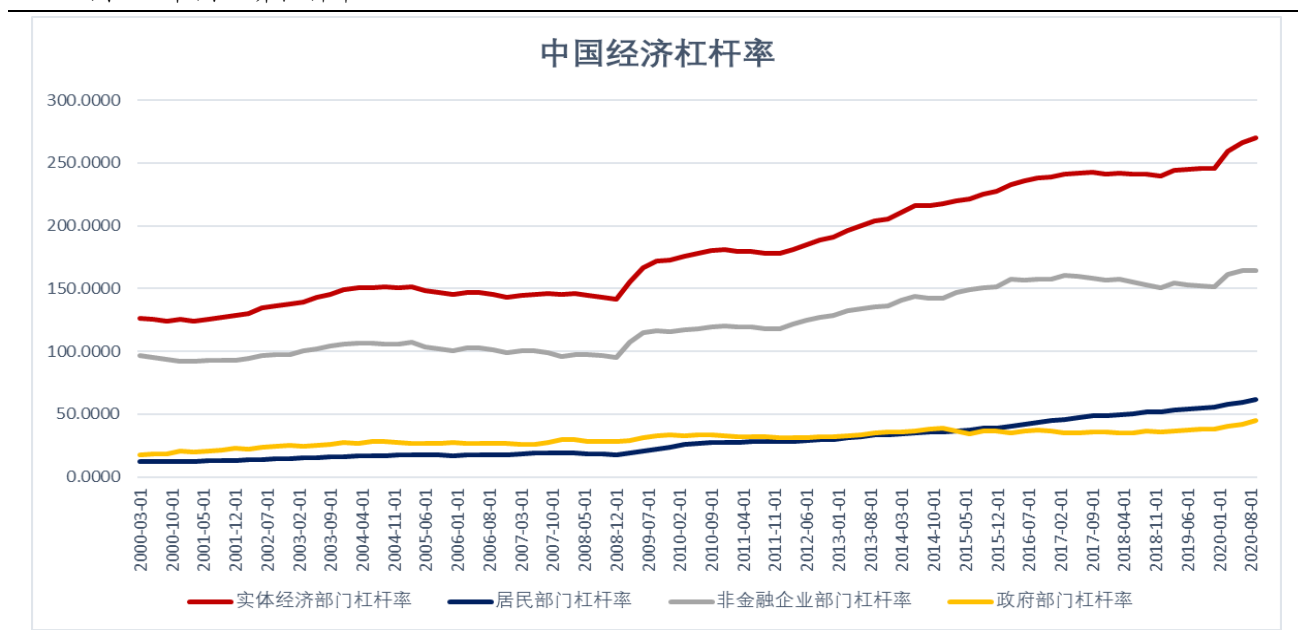
图 30：LPR 利率



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

而在经历的 2020 年的宽货币宽信用到紧货币宽信用，今年宏观杠杆率攀升速度仅次于 2009 年，根据国家金融与发展实验室的测算，三季度末已经达到 270.2%，比 2019 年提高 24.7%。中央政治局会议提出“保持宏观杠杆率基本稳定”的政策目标，另外在央行三季度货币政策执行报告中提到“把好货币供应总闸门”，这也说明 2021 年控制宏观杠杆率的上升是货币政策的主要目标。而紧信用也成了市场对 2021 年的一致预期。

图 31. 中国经济杠杆率



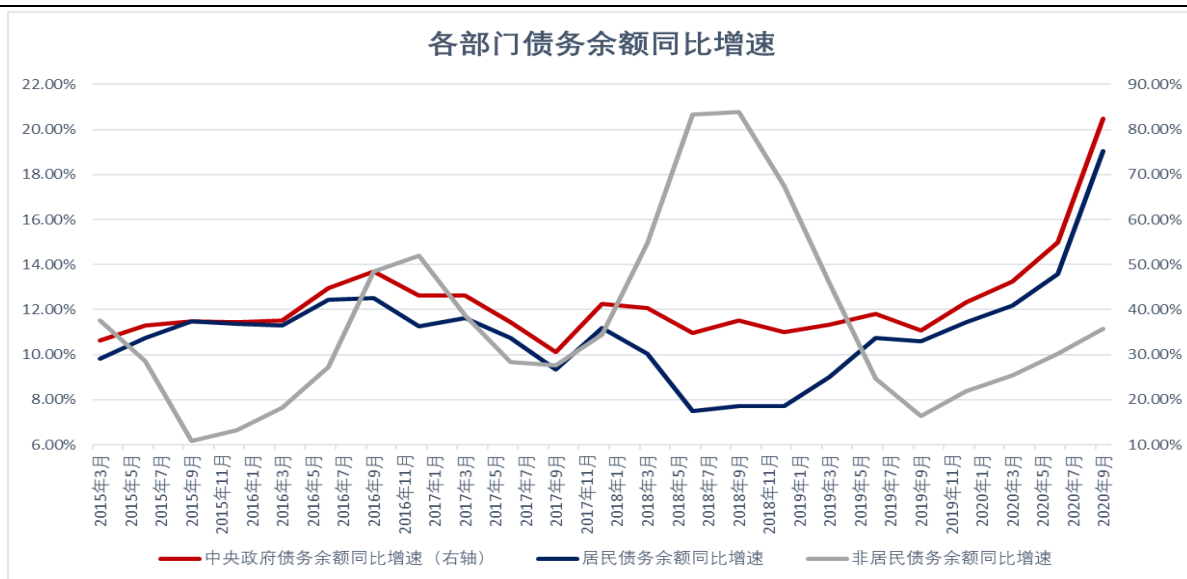
资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

而从历史中看，与 2020 年最为相似的时间则是 2008 年下半年至 2009 年。相似有三个方面，第一个方面在危机来临之前，经济处于较好的状态。但是不同的则是 2008 年开年我国经济处于过热的阶段，中国经济连续 5 年保持在 10%以上增速，而 2020 年年初则处于经济恢复过程中。第二个方面则是遭遇全球性危机，2008 年遭遇金融危机，2020 年遭遇新冠疫情。第三个方面则是天量的货币和信用投放带来为宽松的流动性，A 股市场因估值提升上涨。2008 年的四万亿计划，2020 年的一万亿特别国债等。而回顾 2010 年，监管层采取的紧货币紧信用使得权益市场走出 3 年的熊市。而同样对 2021 年预期的紧信用也对权益市场的走势预期下降。

但历史不会简单的重复，而我们需要关注的则是监管层降低宏观杠杆率时候是否会进一步通过提升利率的方式去控制。从往年来看，紧信用必回通过紧货币来实现，这是因为往年的信用扩张主要通过私人部门来实现，例如在 2009 年则是居民和企业共同加杠杆，而外部的融资

需求只能通过利率价格的方式才能合理的去杠杆。但是 2020 年的加杠杆方式与往年有所不同。在今年的宏观杠杆率中，企业贡献了一半，这主要集中在一季度 GDP 大幅萎缩的前提下，而居民的债务增速整体较为平稳，这与监管层房住不炒的政策高压密切相关，居民的债务增速与 2008 年大幅扩张有明显的不同，市场内生通胀的压力较小，这也降低了对货币政策收紧的紧迫性。而为应对疫情，政府今年的债务大幅扩张，除了一万亿特别国债还包括赤字扩大 9500 亿元等，政府是推动今年社融增速上涨的主力，而明年随着财政政策力度减弱，政府的杠杆能很自然的降低，并不需要动用货币政策。另外，随着我国经济的进一步修复，GDP 的高增也将提升杠杆率的分母端。因此在居民和企业融资偏弱，政府债务高增以及国内经济修复强劲下，控制宏观杠杆率的稳定这一目标基本不用太动用货币政策。因此在这种“紧信用”的背景下，权益市场依旧会有结构性行情的出现。

图 32. 各部门债务余额同比增速



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

三、资本市场

3.1 资本市场注册制改革

2020 年我国资本市场改革加速，10 月 31 日，国务院金融稳定发展委员会重磅定调，要全面实行股票发行注册制，此前证监会已 4 次提及全面推进注册制，并且目前市场的股票发行注

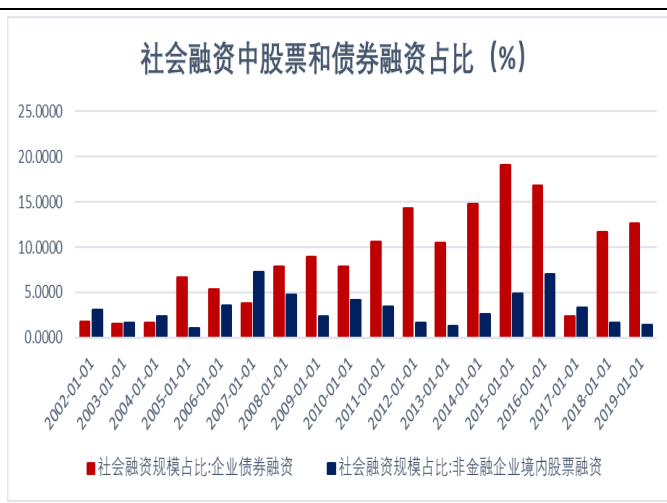
册制度在经历了科创板增量试点（2019 年 3 月）和创业板存量突破（2020 年 6 月）后，已经比较完善，在 2021 年全市场注册制有望落地。

从目前中国的金融体系来看，主要是以银行刚性兑付为标志的间接融资为主。因此整个社会的融资将会集中到国有企业和地方政府融资平台当中，而代表产业方向的高科技企业及小微企业难以获得融资支持。整体来看，金融支撑实体经济的作用难以有效发挥，与此同时间接融资的占比较高不利于货币政策的传导效应，更进一步来说已积累了相当程度的系统性金融风险。因此监管层多次提出要提高直接融资的比例，更好的服务实体企业。中国人民银行刊登行长易纲发表的论文中表述“只有发展好直接融资尤其是股权融资，才能够减少对银行债权融资的过度依赖，从而实现在稳住杠杆率的同时，保持金融对实体经济支持力度不减的目标。”从监管层的推行注册制，科创板试点、推动境外资本市场互联互通、引入长期资金等一系列举措均是围绕提高直接融资占比此中心延伸展开。如果注册制全面推行，将为实体高科技企业提供了快速的产权融资渠道，有助于激活企业家的创业热情及价值实现，也必然会对中国长期经济增长动力的转型提供非常关键的金融助推。

当然我们也需要关注 2021 年是资管新规过渡的最后一年，需要注意资管产品转型所带来的流动性波动风险，另外近期债券市场集中违约也会给市场造成负面冲击。

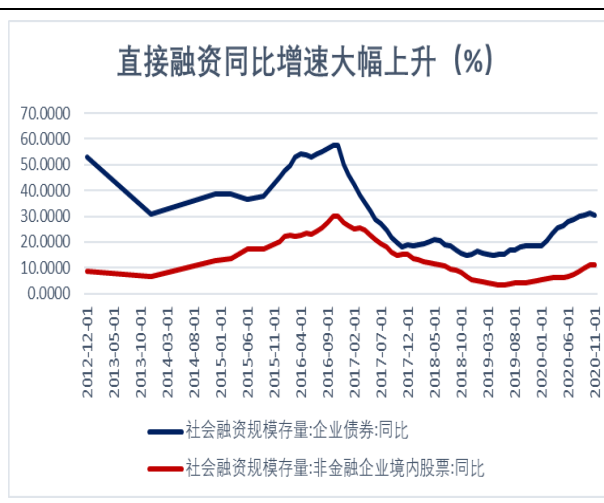
总体来看，资本市场改革的推进对权益市场生态会造成巨大的影响，但是会利于 A 股长期的发展。

图 33：社会融资中股票和债券融资占比



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 34：直接融资同比增速大幅上升



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

3.2 资本市场投资生态的变化

2021 年资本市场注册制的改革会对 A 股市场投资生态造成重大的影响。首先因为注册制是未来导向型定价，这也使得资金更加青睐创造型企业，相比传统行业，高科技产业普遍具有较好的成长性和价值创造能力，因为资金将向高科技行业倾斜。从目前主板中看，计算机、电子、通信等高新技术行业企业的占比为 29%，传统行业占据主导地位，而在目前实行注册制的科创板和创业板下，科技行业占比分别达到了 85%和 63%，长期来看，A 股的行业分布将由传统周期行业主导的格局逐渐转向以高新技术产业为重点的产业发展方向。

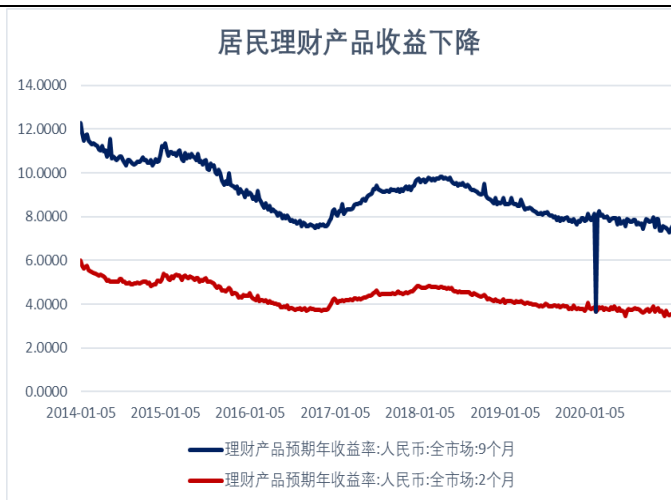
其次，全面注册制也会利好指数牛市。注册制下，资本市场效率升级拉动经济效率提高。而市场化的发行、定价和淘汰制度将会加大企业分化，促进优胜劣汰，资本将向优质标的聚集。沪深 300、中证 500 的成分股集聚 A 股市场优质标的，长期指数有望实现长期慢牛的格局。

最后在投资者结构和投资风格上也会朝着港股倾斜。目前我国的投资者结构主要以中小投资者为主，喜好追涨杀跌，长期价值投资意识较为缺失。这也造成了我国股指急涨急跌，短牛长熊。随着注册制的推行，更多长期资金的入市，这也会改变 A 股市场的投资者结构，机构投资者对市场的影响也将越来越重要。目前港股市场的一直是机构投资者和外资投资者主导的市场。参照港股市场的特点，后续 A 股市场整体的风格会朝着以大为美，以龙为首的风格深化，股指的波动也将降低，与外围股指的联动也将增加。

3.3 资金供给端长期充沛

2021 年是资管新规过渡的最后一年，未来刚兑将被打破，资本市场产品净值化趋势使得 A 股权益市场吸引力上升，而房地产市场在政策“房住不炒”的紧箍咒下，投资收益率下降，这也会凸显权益产品的价值。未来居民投资的固定收益理财产品收益将下降，另外因疫情缘故，2020 年上半年国内利率大幅下降，银行理财产品收益也延续下行，这也使得居民理财资金向权益市场转移。而未来居民理财资金的搬家对 A 股的影响会有很大的想象空间。

图 35：居民理财产品收益下降



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

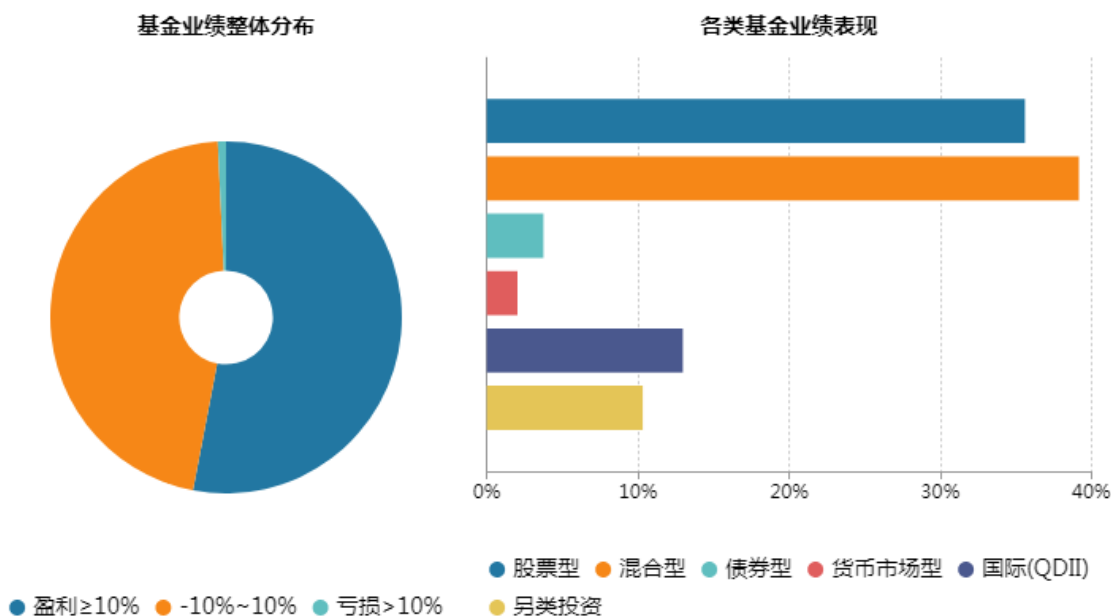
图 36：房价上涨钝化



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

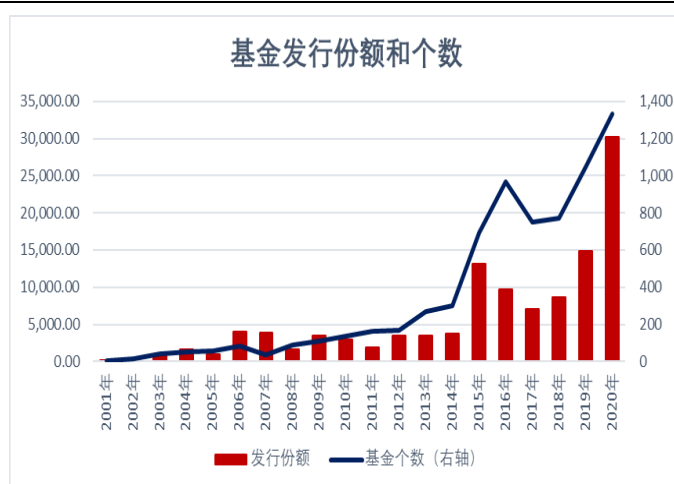
基金收益的提高会对未来基金发行规模形成积极影响。2020 年股票型基金表现优异，收益基本在 30%以上，股票基金表现得优异也使得 2020 年基金发行规模大幅增加，已经超过 2015 年发行的规模。未来居民更多的财富也将通过基金进入权益市场。

图 37. 2020 年基金业绩



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 38：基金发行份额和个数



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 39：机构投资者持股稳步上升



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

监管层表示要大力推动长期资金入市。要引导理财、信托、保险等为资本市场增加长期稳定资金，推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平。随着资本市场制度的完善，更多政策的出台，长期资金入市会给 A 股市场带来源源不断的增量资金。

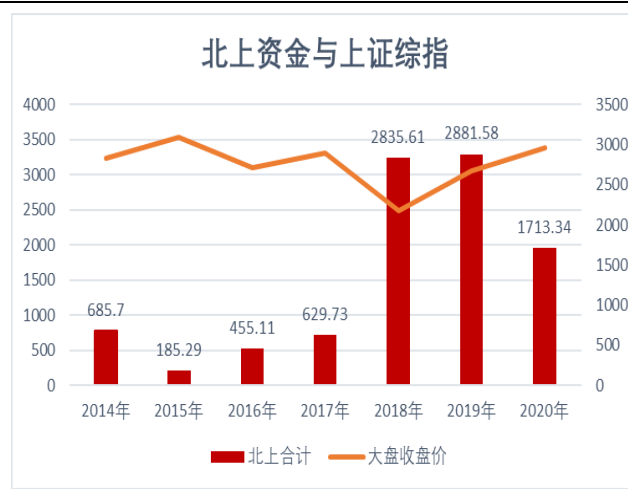
在外资方面，2020 年全球经济在疫情的冲击下回落，而中国经济在经历短暂的回落后，呈现 V 型修复，成为 2020 年全球主要经济体中唯一正增长的国家。疫情控制得力，经济修复领先也给予了海外投资者极大的信心。另外 2020 年因全球天量放水带来的弱美元周期，给予了人民币汇率较强的支撑，人民币的升值也将吸引外资配置中国资产，而在 2021 年预期北上资金将继续保持净流入。

图 40：人民币延续升值



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 41：北上资金与上证综指



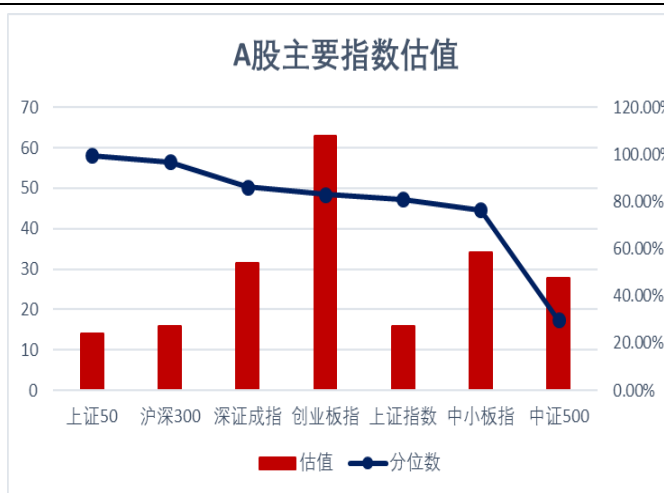
资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

3.4 市场估值整体过高

当前市场整体的估值偏高，整体历史分位数处于 70%至 90%的水平，上证综指处于历史分位数 81.05%，沪深 300 处于历史分位数 96.88%，上证 50 处于历史分位数 99.61%。高估值依旧需要企业盈利来消化。

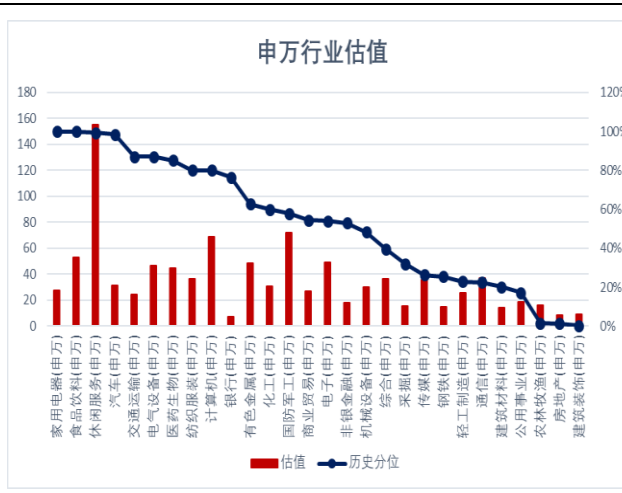
行业方面，目前家用电器、食品饮料、休闲服务和汽车等行业的估值水平处于历史的 95%分位以上，科技类的计算机处于 85%分位，周期类的建筑、房地产、钢铁等估值处于历史较低的位置，较低的估值水平也使得其具有较高的安全边际。

图 42：A 股主要指数估值



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

图 43：申万行业估值



资料来源：Wind，创元期货投资咨询部

四、2021 年展望

从流动性上来看，2020 年新冠疫情发生之后，我国央行采取了一系列总量及结构性并举的货币宽松政策，帮助实体经济走出困境。2020 年央行三次降准带动平均存款准备金率下降 1%，释放了 1.75 万亿元长期资金。另外央行同时也通过降低政策利率引导市场利率下调，以此方式推动降成本工作。一时市场流动性极为宽松。二季度开始央行由年初的宽货币转为宽信用，更加注重对实体经历的信贷支持。三季度开始，央行引导市场利率回升，整体市场流动性逐渐收紧，但信用依旧扩张，到年底，反映银行资金成本 SHIBOR 3M 回到了疫情前的水平。在

经历的 2020 年的宽货币宽信用到紧货币宽信用，今年宏观杠杆率攀升速度仅次于 2009 年，根据国家金融与发展实验室的测算，三季度末已经达到 270.2%，比 2019 年提高 24.7%，债务的同比增幅已经达到高点。而对于 2021 年来看，央行会逐渐开始控制信用的扩张，压缩社融增速。例如 2020 年为了应对疫情出台的各项临时性举措将在 2021 年退出（特别抗疫国债将不再发行）。而从历史中看，与 2020 年最为相似的时间则是 2008 年下半年至 2009 年。同样是遭遇全球性危机，2008 年遭遇金融危机，2020 年遭遇新冠疫情。之后监管层通过天量的货币和信用投放给市场带来极为宽松的流动性，2008 年的四万亿计划，2020 年的一万亿特别国债等。而 A 股也因流动性的充沛迎来估值的上涨。2010 年监管层采取了紧货币紧信用，这使得权益市场走出 3 年的熊市。历史上看紧信用阶段，权益市场的表现均不佳。虽然已经确定 2021 年紧信用的大方向，但是 2020 年的加杠杆方式与往年有所不同。相比往年私人部门占主导，今年政府是推动今年社融增速上涨的主力。而这也会使得监管层明年去杠杆的任务是较为容易完成的，对继续紧货币的措施必要性没有那么迫切。因此在这种“紧信用”的背景下，权益市场依旧会有结构性行情的出现。于此同时，2020 年为应对疫情，全球央行也采取了极为宽松的货币政策，目前海外疫情依旧严峻，预期 2021 年全球货币政策将延续宽松，这也利于全球权益市场的走势。从国内外宽松货币政策的时间节奏上来看，2021 年上半年 A 股依旧具备较好的投资机会。在行业方面，2021 年，利率中枢或小幅上抬，这种情况对成长股不利，而更利于业绩更为确定的周期股。在股指方面，2021 年 IF 和 IH 的投资机会将好于 IC，但是科技依旧具备长期投资价值，从中长期看，成长科技成分股占比较大的 IC 依旧具备长期配置价值。

从经济基本面上来看，2020 年我国经济经历疫情冲击之后呈现 V 型反弹。展望 2021 年，我国经济的运行将逐步恢复到常态化。从库存周期来看，2020 年因为疫情打断了我国从 2020 年初开启的库存周期的补库存的节奏，疫情之后经济从 3 月开始逐步修复，呈现出供给大于需求的特点，到四季度，除了消费服务业复苏进程较慢，其他类别基本上恢复到疫情前的水平，另外因海外疫情蔓延，供给端偏弱，需求偏强，在海外大量供需缺口下，我国出口增速创了近 40 年新高。而在 2020 年经济修复趋势向上的情况下，2021 年我国的经济延续修复的确定性强，且步入 3 年库存周期短周期的中后期。2021 年一、二季度因全球疫苗处于大规模接种时期，欧美下游生产商补库存的进度可能会快速修复，海外需求依旧会推动我国出口，随着在二季度疫苗大规模接种至一定程度，我国经济的修复预期会达到年度的高年，随后随着海外供给的逐步恢复，四、五季度经济修复的速率将边际放缓。从企业盈利的角度来看，我国企

业盈利端的快速修复也是集中在 2021 年上半年。而在行业上看，因明年经济修复依旧要靠出口来拉动，从数据来看明年依旧处于欧美的地产周期上行趋势中，这对我国的家居、家具等地产后周期出口行业为利好。

在扰动方面来看，第一是中美关系，历史上看拜登所属的民主党在对外政策上偏温和，中美关系或有所缓和，大概率不会朝着脱钩的极端方向发展。但从拜登的近期表态已经吸纳了部分激进派的一些观点，拜登对中国采取强硬立场或不变，但在战略方向上可能转为传统西方联盟体系的内部团结，通过联盟来塑造整体性以此来遏制中国。第二是 2021 年全市场注册制有望落地，而企业的大规模上市预计会对 A 股市场造成抽血效应，这会对 A 股走势造成扰动，第三是目前市场整体估值偏高，整体市场估值目前处于历史分位的 80% 左右。部分的消费类和新兴行业估值水平较高，低估值主要集中在周期类行业。

整体来看，在“紧信用”的大背景下，2021 年市场整体行业估值将受到压制，预期整年的收益率将小于 2020 年，主要以结构性行情为主。A 股的驱动逻辑由 2020 年的估值端驱动转为盈利端的驱动，具备业绩确定性的顺周期蓝筹板块具备配置价值，且机会主要集中在上半年。股指方面，IH 和 IF 的投资机会好于 IC，但 IC 成分行业中电子元器件、医药、计算机行业占比最高，有望分享未来经济转型的红利，因此依旧具备长期配置价值。

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

研究员介绍及承诺：

刘钊含：股指研究员，英国利物浦大学金融数学硕士，投资咨询从业资格号：Z0015686。

本人具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

| 分支机构名称 | 服务与投诉电话 | 详细地址(邮编) |
|----------|---------------|---|
| 客户服务中心 | 400-700-0880 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 信息技术管理总部 | 0512-68288206 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 总部市场一部 | 0512-68296092 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 总部市场二部 | 0512-68363021 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 机构事业部 | 0512-68292842 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 投资咨询总部 | 0512-68656937 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 资产管理总部 | 0512-68363010 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 结算风控总部 | 0512-68293758 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 合规稽核总部 | 0512-68017927 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 营销管理总部 | 0512-68276671 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 风险管理子公司 | 0512-68286310 | 苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000) |
| 北京分公司 | 010-59575689 | 北京市东城区北三环东路 36 号 环球贸易中心 B 座 1209 (100010) |
| 山东分公司 | 0513-88755581 | 中国(山东)自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金域万科中心 A 座 1001 室 (250101) |
| 南京分公司 | 025-85516106 | 南京市建邺区庐山路 168 号 1107 (210019) |
| 深圳分公司 | 0755-23987651 | 深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000) |
| 杭州分公司 | 0571-86080861 | 浙江省杭州市江干区瑞晶国际商务中心 3001-A 室 (310016) |
| 大连分公司 | 0411-84806751 | 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 2806 号房间 (116023) |
| 上海分公司 | 021-68409339 | 上海市浦东新区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120) |
| 郑州营业部 | 0371-65611863 | 郑州市未来大道 69 号未来公寓 316 (450000) |
| 日照营业部 | 0633-5511888 | 日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800) |
| 徐州营业部 | 0516-83109555 | 徐州市和平路 1 号帝都大厦 1805 室 (221000) |
| 南通营业部 | 0513-89070101 | 南通市崇川区姚港路 6 号方天大厦 605 室 (226001) |
| 常州营业部 | 0519-89961518 | 常州市新北区太湖东路 101-1 号常发商业广场 5-2502 (213001) |
| 无锡营业部 | 0510-82620193 | 无锡市中山路 676-501 室 (214043) |
| 张家港营业部 | 0512-35006552 | 张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215699) |
| 常熟营业部 | 0512-52868915 | 常熟市金沙江路 11 号中汇商业广场 102 (215500) |
| 吴江营业部 | 0512-63803977 | 苏州市吴江区东太湖大道 7070 号亨通金融大厦 1910 (215200) |
| 淄博营业部 | 0533-2225776 | 淄博市张店区华光路 77 号联通营业厅西侧汇美福安综合楼五楼 (255000) |
| 合肥营业部 | 0551-63658167 | 合肥市蜀山区湖东路与齐云山路交叉口百利中心北塔 611 室 (230031) |