

中国宏观专题报告

可选消费为何减速？

过去几个月内，零售总额增速明显放缓。分类别看，主要是可选消费品销售增速较快下滑，而大众消费保持相对稳健的增长。虽然同期CPI小幅上升，社会消费品零售总额的名义增速从2017年的10.2%放缓至2018年7月的8.8%，而7月实际零售同比增速仅为6.5%。

据我们的分析，除了**经济增长减速对总体可选消费需求的传导**之外，以下几个原因也可能进一步加剧了本轮可选消费需求的下行压力：

- ▶ **过去三个季度消费信贷增长大幅放缓**，对短期消费需求产生压力。其中，一些此前受消费贷提振较明显的消费品所受的负面冲击最为显著¹。
- ▶ **2017年以来房产成交量增速放缓**，对住房相关的消费需求产生滞后影响。
- ▶ **年初至今基建投资“失速”**，可能对餐饮、出行相关消费品类的需求也有较大的冲击。
- ▶ **近期汽车销售增速大幅下滑**。除周期因素以外，2016-2017年购置税政策优惠可能刺激了换车需求的提前释放，而近期进口关税下调也加剧了行业竞争和降价的压力——汽车销售增速如此大幅波动对中国总消费需求的短期影响不可小觑。

短期来看，经济增长企稳仍然是可选消费总体需求企稳/回升的首要前提条件。总体而言，周期走弱、叠加上述几项因素的负面影响下，短期消费增长近期内可能有进一步下行的压力。往前看，消费信贷相关政策收紧的趋势可能有所缓和，有助于边际减轻消费增长的下行压力；如果近期一系列促进基建投资的政策得以较好的执行，可能会对相关消费增速形成一定的支撑。而在汽车消费方面，周期性因素以外，目前进一步降价促销可能是行业达到新的“供需平衡点”的必经之路。

中长期来看，降低个人实际有效税负及社保费率才可能更持续地支持消费增长。此外，宏观层面看，大众消费升级相关的需求增长可能继续保持相对优势——鉴于中长期内，“改善收入分配”的这一政策方向可能维持不变。

分析员

易恒

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 供给侧偏紧，CPI及PPI同比均超预期 (2018.09.10)
- 宏观经济 | 生产活动环比小幅回暖；流动性保持较为宽松 (2018.09.10)
- 宏观经济 | 8月外储小幅下降，主要受负向估值效应拖累 (2018.09.07)
- 宏观经济 | 环保督查抑制工业生产；新个税法通过 (2018.09.03)
- 宏观经济 | 价格走高带动PMI小幅上行，但需求指标仍然偏弱 (2018.08.31)

¹ 请见我们2018年3月1日发布的中国宏观专题报告《如何看待“推动居民去杠杆”？》以及2018年9月11日发布的中国简评《如何看待近期消费信贷发行明显减速？》

可选消费为何减速?

1. 年初以来可选消费增速放缓, 而必选消费增长保持稳健

过去几个月内, 零售增速大幅放缓。由于社会消费品零售总额增长在近几年基本保持较为“平滑”的走势, 近期这一指标大幅放缓引发了市场广泛的关注(图表1)。我们看到, 虽然同期CPI小幅上升, 但月报名义零售总额增速从2017年的10.2%下探至2018年7月的8.8%, 7月实际零售增速仅为6.5%, 大幅低于2017年全年的8.9%。

分项看, 可选消费增速放缓更为明显, 而大众消费增长保持相对稳健——这与今年农村居民消费支出增长较快的趋势相呼应。数据显示, 食品饮料、日用品、服装和医药等必选消费品销售增速保持稳健(图表2); 另一方面, 可选消费品销售增速大幅放缓, 尤其是汽车、家电、家具、珠宝以及个人电子产品等“周期性”较强的品类(图表3)。可选与大众消费走势的分化, 与今年农村居民消费增长较快的走势互相印证——一方面, 今年收入分配有所改善, 且政府对低收入家庭转移支付力度逐年加大², 另一方面, 今年主要农产品价格也走出此前多年的通缩开始回升。所以, 多项因素叠加推动今年农村消费增速不降反升(图表4)。本文中, 我们为读者拆解可选消费增速大幅放缓的潜在原因, 并分析其未来可能的演变。

图表1: 年初至今零售总额增速明显放缓, 而销售量增速下滑更为明显



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

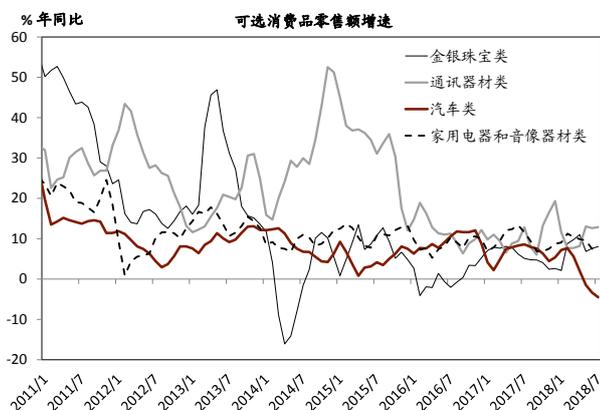
图表2: 必选消费增长保持稳健, 与可选消费走势分化



* 必选消费包括食品饮料、烟酒、服装鞋帽及纺织品、日用品和药品。

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表3: 主要可选消费品销售增速均有不同程度的下滑



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表4: 受益于收入分配改善及今年食品价格回升, 农村消费“逆周期”增长



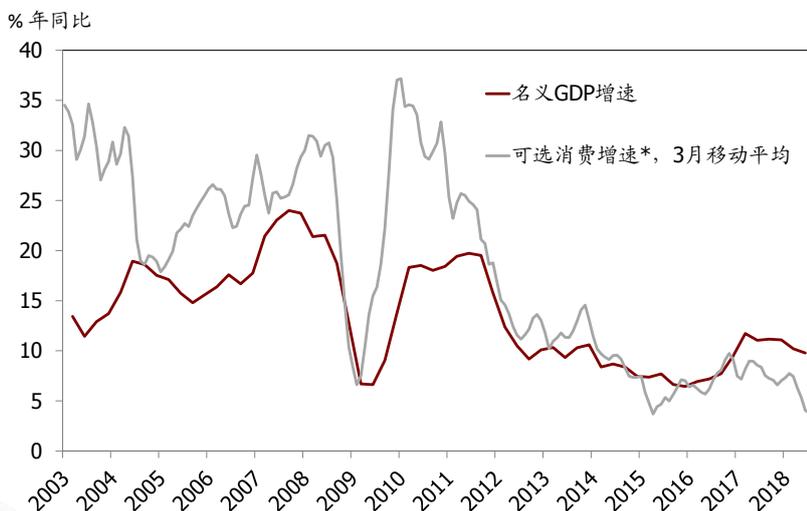
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

² 请见我们2016年2月15日发布的中国宏观周报《中国消费增长能否继续与经济周期“脱钩”?》

II. 哪些因素导致可选消费减速？

首先值得重申的是，可选消费增长本身就有很强的“周期性”。不难理解，名义增长减速、企业盈利能力下降对高收入人群的边际影响更大。所以，可选消费增长历史上略微滞后于经济增长与企业盈利增速（图表5）。与之相比，必选消费在增长放缓时受到的影响相对较小。

图表5：可选消费增速往往表现出较强的“周期性”，其变化仅滞后名义GDP增长数月



* 此处可选消费包括除了食品饮料、烟酒、服装鞋帽及纺织品、日用品及药品的其它各类消费品。

资料来源：CEIC，中金公司研究部

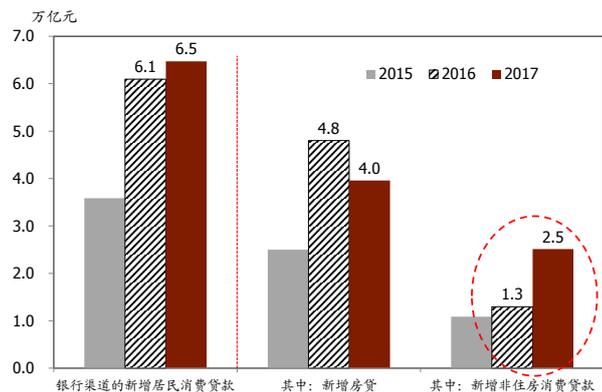
据我们的分析，除了**经济增长减速对总体可选消费需求的传导**之外，以下几个原因也可能进一步加剧了可选消费需求的下行压力：

- ▶ 过去三个季度，消费信贷增长大幅放缓，加剧了短期消费需求的下行压力。其中，一些此前受消费贷提振的消费品类所受的负面冲击最为显著³。2016-17年非住房消费贷款迅速增长，但随着监管政策收紧，2017年4季度以来增速明显下降。具体地，我们估算2017年新增非住房消费贷款约3.5万亿元，其中2.5万亿来自银行渠道、约1万亿来自P2P平台及互联网消费金融平台等。但自从提出“居民去杠杆”以来，各渠道的消费贷净发行均明显放缓——银行渠道的非住房消费贷款同比增速已从2017年3季度的36.6%快速下降至27.3%。而更“直观”的数据是，2016/2017/2018年上半年银行渠道发放的非住房消费贷款净增量分别为0.5/1.2/1万亿元，即2017上半年（二阶导数）同比**多增**0.7万亿，而2018上半年则同比**少增**0.2万亿；由“多增”到“少增”，对消费增速的影响不容小觑（图表6和图表7）。从2017年全年，银行渠道消费贷（不含房贷，下同）新增2.5万亿元，较16年**多增**1.2万亿元，非银行渠道则**多增**约0.5万亿元，两项多增额分别相当于全国消费支出总额的3%和1%（即消费贷2017年各渠道的总“多增”额相当于当年消费总额的4%）。诚然，并非所有的消费信贷都用做当期消费，但短期消费需求仍应是消费贷的主要用途。**2018年上半年，银行及非银渠道的消费贷款净增量均较去年同期明显缩减；这意味着驱动2017年消费增长的重要因素之一——消费相关“杠杆”的上升将不复存在。**尽管目前尚没有2018年上半年互联网渠道消费贷具体增量/存量的全行业数据，但可以肯定的是，年初至今这些贷款增长明显放缓，甚至不排除总量收缩的可能性。另一方面，2018年前8个月，P2P平台的贷款余额就**净减**3210亿元人民币，而2017年全年则是**增加**4084亿（图表8）。我们在相关报告中提到，消费贷增长减速会抑制可选消费的增长，尤其是手机、汽车和网购等品类的消费⁴。

³ 请见我们2018年3月1日发布的中国宏观专题报告《如何看待“推动居民去杠杆”？》以及2018年9月11日发布的中国简评《如何看待近期消费信贷发行明显减速？》

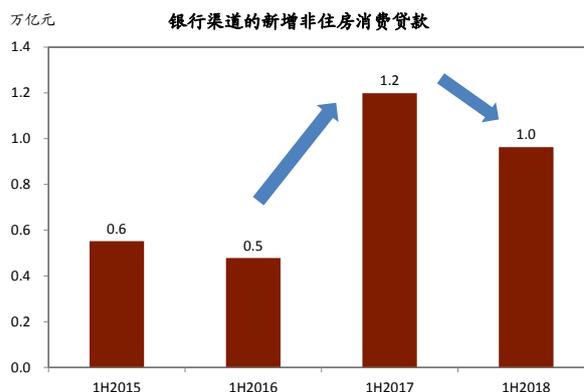
⁴ 对消费信贷收紧的详细分析，请见我们2018年3月1日发布的中国宏观专题报告《如何看待“推动居民去杠杆”？》以及2018年9月11日发布的中国简评《如何看待近期消费信贷发行明显减速？》

图表 6: 2017 年银行渠道非住房消费贷款的净增量较 2016 年翻倍...



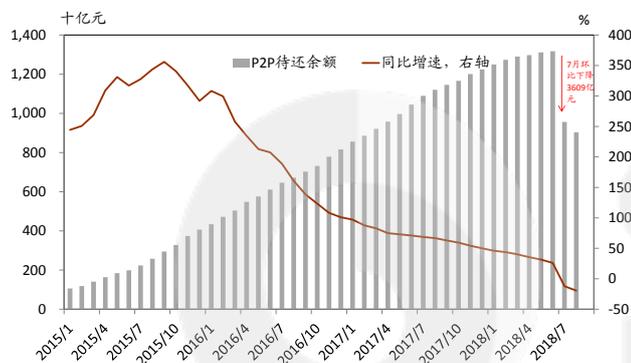
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 7: ...而在 2018 年消费贷净增减少, 可能反而对消费构成拖累



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 8: 年初至今, 尤其是自 7 月以来, P2P 待还余额快速下降, 与 2016-2017 年的快速扩张形成鲜明的对比



* P2P待还余额及同比增长率在数据来自网贷之家, <https://shuju.wdaj.com/industry-list.html>

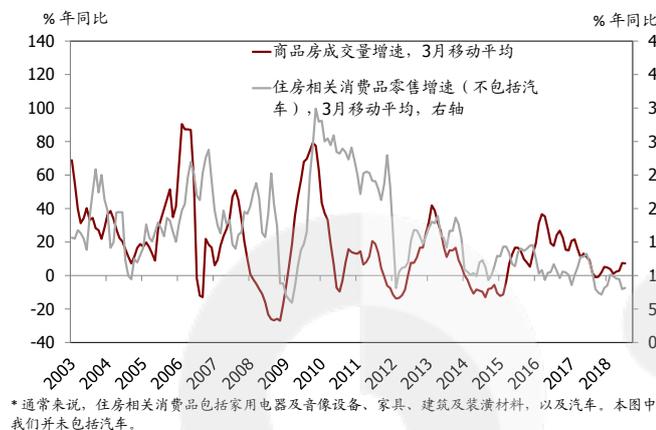
资料来源: <https://shuju.wdaj.com/industry-list.html>, 中金公司研究部

- ▶ **2017 年来房产成交量增速放缓, 对住房相关的消费品需求产生滞后影响, 包括大家电、家居装饰及家具等。**如图表 9 所示, 房产销售量增速领先住房相关消费增速约 2-3 个季度。房地产销售同比增速从 2016 年第 2 季度的 >40% 的同比增速见顶回落, 而 2017 年下半年来放缓更为明显。伴随着房地产销售增速下降, 与住房相关的消费品需求今年开始显著放缓, 包括大型家电、家居装饰品、家具以及汽车等。
- ▶ **年初至今基建投资“失速”, 可能对餐饮、出行等“相关行业”的消费品类的需求产生较大的冲击。**今年以来, 基建投资可谓处于各项监管“风暴”的中心——在 PPP 项目库清理⁵、非标融资收紧、财政部 23 号文加强对地方政府投融资监管等多项政策叠加影响下, 基建投资增速急剧下行——从 2017 年的 20% 左右的同比增速骤降至 2018 年 7 月 -5.8% 的同比负增长水平。虽然基建投资“失速”也是总需求放缓的一部分, 但它本身对建筑和商务活动相关的可选消费需求带来了更直接的负面影响, 如餐饮(包括酒类)和出行等(图表 10)。
- ▶ **近期汽车销售增速大幅下滑, 对总消费增速的影响不可小觑。**诚然, 汽车消费本身具有较强的周期性——历史上与信贷周期高度相关, 但本轮汽车消费大幅滑坡的背

⁵ 请见我们 2018 年 4 月 10 日发布的中国宏观专题报告《PPP 项目库清理影响几何?》, 2018 年 5 月 14 日发布的中国宏观简评《3-4 月 PPP 项目库清理加速、区域分化加剧》以及 2018 年 8 月 22 日发布的中国宏观简评《PPP 项目集中清理告一段落、6 月总投资额环比回升》。

后还有一些其它的因素。如图表 11 所示, 2016-17 年, 汽车购置税相关的优惠政策下, 换车周期被提前且有所放大。而在优惠政策退出之后, 叠加增长有所走弱, 汽车销售增速本轮的下滑更为明显。此外, 2018 年 7 月 1 日起中国对进口汽车关税下调 10 个百分点, 某种层面上, 进口关税的下调等同于扩大了国内汽车行业的有效(进口)“产能”, 加剧了行业竞争和降价的压力。目前来看, 汽车行业达到新的“供需平衡点”尚需时日。考虑到汽车销售占零售总额的十分之一左右, 汽车销售大幅放缓对消费增长的拖累(负面贡献)十分显著——具体数据方面, 汽车销售额同比增速从 2016 年的 10.1% 下滑至 2017 年的 5.1%, 而今年 7 月仅为 -2.1%; 而高频数据显示, 8 月汽车零售销量增速进一步下滑至 -6.9%⁶——我们预计, 汽车销售的大幅下滑可能拖累今年零售总额增速 0.5-1 个百分点, 而其对即将公布的 8 月零售增速的影响会更为显著(图表 12)。

图表 9: 房产成交量面积增速领先住房相关消费品约 2-3 个季度



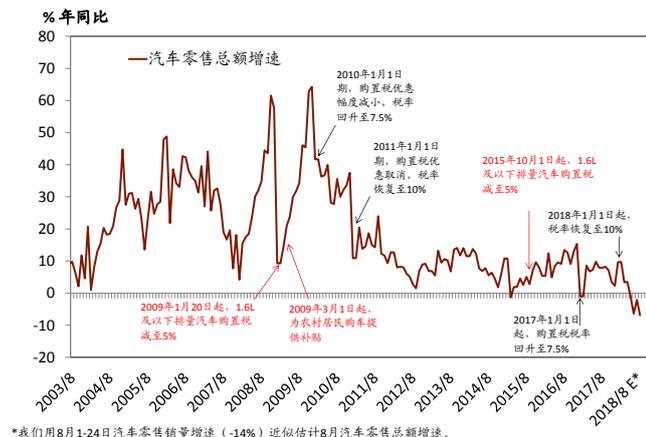
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 10: 基建投资“失速”, 餐饮收入增速放缓



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 11: 2016-2017 年购置税减免优惠刺激下, 汽车置换周期有所提前



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 12: 汽车销售增长大幅减速对消费增长的负面影响不可小觑



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

⁶ 根据乘联会数据, 8 月份汽车零售量同比下降 6.9%。

III. 如何有效提振消费增长？

短期来看，经济增长企稳仍然是可选消费总体需求企稳/回升的首要前提条件。总体而言，周期走弱、叠加上述几项因素的负面影响下，短期消费增长近期内可能有进一步下行的压力。可选消费滞后于名义GDP增长和企业盈利的变化。因此，宏观经济/投资增长的企稳是可选消费复苏的必要条件。目前，货币政策已有所宽松，而旨在促进基建投资增长的一些政策也已出台，倘若政策调整得以持续并有效传导，那么经济增速有可能在2-3季度后有所企稳。此外，以下层面的变化也可能有助于提振相关领域的可选消费增长——

- ▶ 往前看，消费信贷相关政策收紧的趋势可能有所缓和，有助于边际减轻消费增长的下行压力——这方面政策的潜在变化在个别品类上影响会尤为显著。我们认为，消费信贷监管加速收紧的时点可能已经过去，尤其是对非银（即互联网金融平台和P2P）而言。值得注意的是，截至2018年8月，P2P待还余额为9,033亿元，7-8月即下降4,138亿元，降幅达到31%。其中7月单月余额下降3680亿元，8月下降速度有所放缓。此外，今年2季度有关互联网金融平台的清理整顿的力度也达到高点。往前看，随着清理整顿接近尾声，大型、合规消费贷平台的放贷能力可能会有所企稳，消费贷增长有望在一段时间后企稳。诚然，前期消费贷“爆发式增长”不可避免地伴随着一些资产质量的隐忧，但中长期看，中国的消费金融渗透率仍然有上升的空间。从其他国家的经验来看，消费贷可能会在推动大额消费增长中发挥更加重要的作用。
- ▶ 如近期一系列促进基建投资的政策得以较好的执行，可能对相关消费增速形成一定的支撑。目前来看，加大基建投资力度已成为下半年“稳增长”的关键举措⁷。7月以来，地方政府专项债发行明显加速，而PPP项目库存清理步伐显著放缓——而6月PPP项目库总投资额已环比回升⁸。尽管基建投资是否回升、及其对经济增长的“乘数”效应仍有待观察，但如果项目新开工和建设进度加快，基础设施建设等相关消费需求可能有所复苏，包括餐饮、出行等。
- ▶ 在汽车消费方面，周期性因素以外，近期进一步降价促销可能是行业达到新的“供需平衡点”的必经之路。今年汽车需求增长大幅下降，而2017年以来汽车行业实际意义上的“有效供应”却明显增加。某种意义上，近期进口汽车关税下调也增加了汽车行业的“有效供给”、加剧了国内汽车供过于求的局面，触发进一步降价促销。受进口关税下调约10个百分点的影响，目前进口中高档车的降幅最大，达到12-15%左右，而其销量在降价后开始率先出现企稳迹象。另一方面，降价较少的合资汽车和纯国产汽车的销量仍保持低靡（这两类车迄今为止平均降价幅度分别为6-8%和5%）。往前看，降价和低基数效应可能会有助于汽车销售增速企稳。

中长期来看，降低个人实际有效税负及社保费率才能更可持续地支持消费增长。最近通过的个税修订草案通过提高起征点和引入更多抵扣项来减轻低收入家庭的税负，但总体影响仍有待观察——方案将工资外收入纳入征税范围，这在一定意义上扩大了需缴税收入的“基数”⁹，因此居民部门的整体有效税率是否会降低尚不明确。此外，社保费由税务部门统一征收可能会提高实际社保缴费率，导致企业和/或居民部门的“准税负”增加（社保费率负担在企业与个人间的最终分布取决于劳动力市场的供需变化）¹⁰。更进一步讲，中国当前的税收体系高度依赖“流转税”，而这往往会推高基础消费品中的税收比例、推高其零售价格，从而削弱低收入家庭的实际购买能力。当然，从这个意义上讲，中国税收制度的改革仍然面临很多深层次的难题。

宏观层面看，大众消费升级相关的需求增长可能在继续保持相对优势——鉴于“改善收入分配”的这一政策方向可能在中长期内维持不变。我们认为，今年周期和结构性因素均有利于农村居民收入的增长——一方面扶贫力度继续加码¹¹（图表13），另一方面主要农产品价格也走出通缩、出现回升。往前看，政策导向可能继续致力于改善收入分配、缩

⁷ 请见我们2018年8月9日发布的中国宏观专题报告《近期基建支出将（加速）投向何方？》

⁸ 请见我们2018年8月22日发布的中国宏观简评《PPP项目集中清理告一段落、6月总投资额环比回升》。

⁹ 请见我们2018年6月30日发布的中国宏观简评《个人所得税制度进一步完善》。

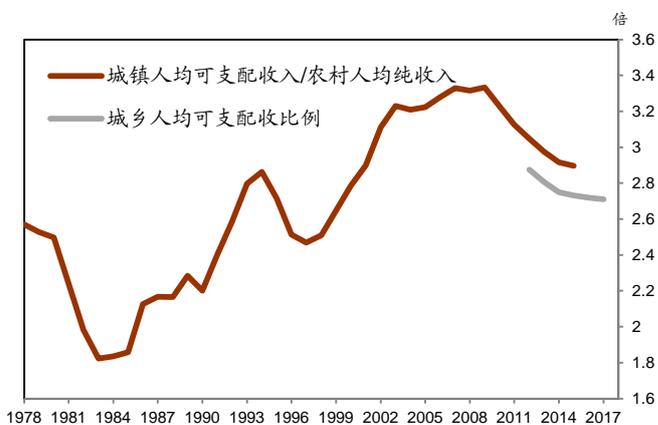
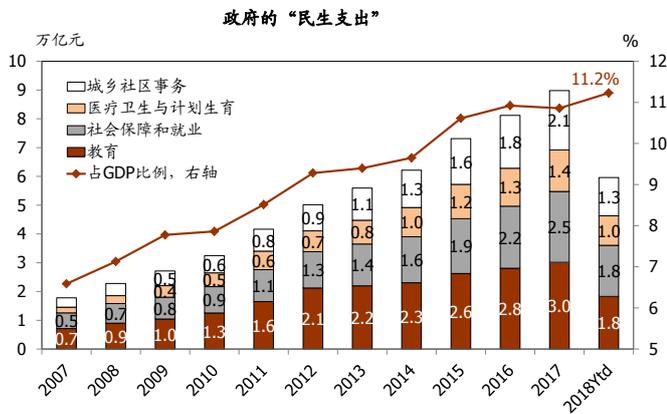
¹⁰ 请见2018年9月4日发布的主题策略《降税费已是当务之急——从社保费由税务部门征收说开去》。

¹¹ 请见我们2016年2月15日发布的中国宏观周报《中国消费增长能否继续与经济周期“脱钩”？》

小城乡收入/生活水平的差距。此外,值得强调的是,除了增加对低收入家庭转移支付/补贴,以及调整所得税等财政政策外,积极有效推进农村土地改革也将显著改善中国的财富分配,并最终在更大程度上释放农村消费需求的巨大潜力。

图表 13: 政府转移支付力度继续加大, 补贴低收入群体收入及生活水平

图表 14: 中国城乡收入差距的“收敛”仍然“任重道远”



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

资料来源: CEIC, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：江薇

北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518000
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司