

中国宏观专题报告

增长彰显“韧性”；通胀回归“常态”

2017年下半年宏观经济展望

我们维持 2017 和 2018 年实际 GDP 同比增速分别为 6.8% 和 6.7% 的预测，并将 2017 和 2018 年名义 GDP 同比增速预测从 11.5% 和 10.3% 下调至 10.6% 和 9.7%。我们的预测仍高于当前的市场共识——市场预测 2017 及 2018 年实际 GDP 增速分别为 6.6% 和 6.2%。在 2 季度增长环比暂时放缓后，我们预计今年下半年经济增长将彰显“韧性”，实际 GDP 增速保持在 6.8%，其中隐含的假设是内需稳健增长、叠加外需进一步复苏。

我们将 2017 年 CPI 预测从原来的 2.6% 下调至 1.7%，鉴于农业供给侧改革导致食品价格超预期下跌¹。此外，我们将 2017 和 2018 年 PPI 预测从原来的 7.5% 和 3.6% 分别下调至 5.3% 和 2.3%，主要是因为 3 月以来国内金融去杠杆降低通胀预期，且全球通胀预期亦有所回落。

我们认为，今年下半年货币政策立场可能会相比 2 季度略显“宽松”；金融去杠杆或将本着“务实”的原则稳步推进，而不会仓促行事。因此，我们预计今年下半年短期利率将回落，收益率曲线温和陡峭化，信用利差收窄。今年余下时间内央行可能维持存贷款基准利率不变，并将 7 天逆回购操作利率稳定在 2.45% 的水平。

我们将 2017 年底美元对人民币汇率预测从之前的 6.98 调整至 6.78，主要由于美元走势弱于预期。我们预计下半年人民币汇率保持稳定，主要是基于美元维持相对弱势、而中国宏观保持大体稳定的判断。

财政政策有望保持相对宽松，而政策重点可能会进一步从增加政府融资转向提高财政政策的“效率”——即加大减税降费力度，以及盘活存量财政资金。

现行的结构性改革将有助于提升中国的潜在增长率，并加速中国向消费驱动型经济的转型。我们预计，国企改革和户籍/土地制度改革或将进一步推进，收入分配改革也有望加速，尤其是社保制度改革。

我们的增长和通胀预测面临的主要下行风险有：1) 金融强监管下融资条件过度收紧；2) 房地产市场走势弱于预期。另一方面，增长在两方面有“超预期”的可能，即国内政策环境较预期更为宽松，以及外需增长强于预期。

2017 年下半年的宏观环境或将更有利于大消费、制造业升级以及出口相关行业的增长。同时，基于我们对下半年货币政策边际宽松和收益率曲线温和陡峭化的预期，金融行业的盈利或将环比改善。

分析员

梁红

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

分析员

易岷

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

近期研究报告

- 宏观经济 | 6 月 FOMC 会议：加息并公布缩表细节 (2017.06.15)
- 宏观经济 | 金融去杠杆拖累 M2 增速明显放缓 (2017.06.14)
- 宏观经济 | 工业增速保持平稳，投资同比小幅放缓 (2017.06.14)
- 宏观经济 | 非税收入增速回落 (2017.06.12)
- 宏观经济 | 生产指标大体平稳；流动性紧张平衡 (2017.06.12)
- 宏观经济 | 美联储 6 月议息会议将如期加息，日本央行按兵不动 (2017.06.11)

¹ 请见 2017 年 3 月 19 日发布的聚焦中国《为何农业供给侧改革可能会压低中国的 CPI?》。



增长彰显“韧性”；通胀回归“常态” | 2017年下半年宏观经济展望

一、2017年下半年经济增长展望

我们维持2017和2018年实际GDP同比增速分别为6.8%和6.7%的预测。我们的预测仍高于当前的市场共识——市场预测2017及18年实际GDP增速分别为6.6%和6.2%。在2季度增长环比暂时放缓后，我们预计今年下半年经济增长将彰显“韧性”，实际GDP增速将维持在6.8%的水平，其中隐含的假设是内需增长保持稳健、叠加外需进一步复苏。虽然金融条件有所收紧，但目前实际利率仍处低位（图表2），政策环境尚未对经济增长构成制约。我们对2017-18年主要宏观经济和政策指标的预测请见图表1。

我们将2017和2018年名义GDP同比增速预测从11.5%和10.3%下调至10.6%和9.7%。考虑到中美政策宽松的预期均较年初“退潮”，我们对今年通胀的观点也更趋于温和。自3月去杠杆力度加大以来，国内的金融条件收紧较明显；而鉴于美国减税和加大基建投资等政策进度也不及预期，其增长和通胀预期亦有所下调。

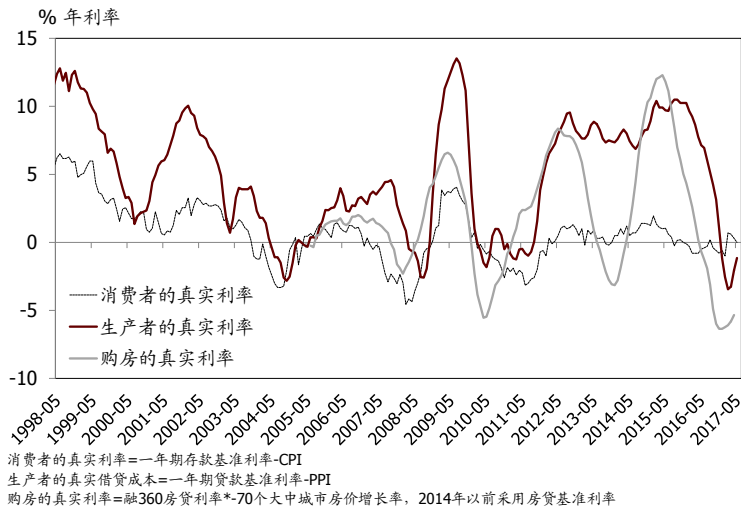
图表1：2017-2018年主要宏观经济指标预测

%年同比，除非另作说明

		新						旧								
		2014	2015	2016	2017E	2018E	2017E	2018E	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017E	3Q2017E	4Q2017E
实际GDP增速	%，同比	7.3	6.9	6.7	6.8	6.7	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.8	6.9	6.7	6.8	6.8
	%，环比年化	-	-	-	-	-	-	-	6.3	7.4	6.9	6.5	6.8	6.8	7.0	6.5
名义GDP增速	%，同比	8.2	7.0	8.0	10.6	9.7	11.5	10.3	7.0	7.3	7.8	9.6	11.8	10.8	10.2	9.7
工业增加值	%，同比	8.3	6.3	5.9	6.6	6.3	6.6	6.1	5.8	6.0	6.0	6.0	6.8	6.5	6.6	6.6
名义月报固定资产投资	%，同比	15.0	9.9	8.1	10.4	8.0	12.3	10.0	10.7	8.1	7.1	8.0	9.2	10.7	11.4	9.8
名义社会消费品零售总额	%，同比	11.9	10.7	10.4	10.7	11.2	11.6	11.5	10.3	10.2	10.5	10.6	10.0	10.7	11.0	11.0
出口	%，同比	6.0	-2.6	-6.4	8.5	4.9	8.2	4.5	-9.7	-4.4	-6.7	-5.2	4.2	7.4	10.9	11.0
进口	%，同比	0.7	-14.4	-5.4	10.5	2.5	16.5	8.2	-13.3	-6.7	-4.7	2.1	23.3	10.8	8.8	2.2
M2增速	%，同比	12.2	13.3	11.3	10.2	10.0	11.3	11.0	13.4	11.8	11.5	11.3	10.6	10.3	10.1	10.2
新增人民币贷款	万亿元	9.8	11.7	12.7	13.3	14.4	13.0	14.4	4.6	2.9	2.6	2.5	4.2	3.5	2.8	2.7
CPI	%，同比	2.0	1.4	2.0	1.7	2.6	2.6	2.7	2.1	2.1	1.7	2.2	1.4	1.4	1.9	2.2
PPI	%，同比	-1.9	-5.2	-1.3	5.3	2.3	7.5	3.6	-4.8	-2.9	-0.8	3.3	7.4	5.7	5.1	2.9
GDP平减指数	%，同比	0.9	0.1	1.1	3.6	2.8	4.3	3.4	0.3	0.5	1.0	2.6	4.6	3.8	3.3	2.7
1年期贷款基准利率	%	5.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
1年期存款基准利率	%	2.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
7天逆回购利率	%		2.25	2.25	2.45	2.45	2.55	2.55	2.25	2.25	2.25	2.25	2.45	2.45	2.45	2.45
存款准备金率(大型机构)	%	20.0	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
人民币兑美元汇率	市场价格	6.12	6.49	6.94	6.78	6.98	6.98	6.98	6.46	6.63	6.68	6.94	6.90	6.90	6.90	6.78
预算财政赤字率	%，占GDP比例	2.1	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0								

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表2：实际利率保持低位，对经济增长尚未形成制约



资料来源：CEIC，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



从总需求来看，我们预计**2017年下半年消费增长将保持强劲**；实际固定资产投资增速可能较**1季度有所放缓**，但仍保持相对稳健；同时，外需可能进一步复苏，得益于欧盟及其他主要经济体的增长前景进一步改善。

- ▶ **2017年下半年消费增长有望保持强劲，包括可选消费品以及符合大众消费升级趋势的消费品类。**考虑到收入分配和结构性改革可能会进一步促进居民收入增长，我们继续看好大消费的增长。从结构上看，居民在国民收入中的份额自2010年以来持续上升（图表3），部分得益于政府对中低收入家庭补贴的持续增加（图表4）。此外，户籍和土地制度改革的成果开始在“新市民”消费升级的趋势中有所显现²。从周期性因素来看，我们预计农产品价格或将在今年4季度企稳，可能会在边际上改善农村消费增长³。另一方面，（虽然有波折，）总体来看，企业现金流和资产负债表继续改善，而高房价城市的地产交易额仍受限于政策调控，二者均会继续对可选消费增长提供支持⁴。
- ▶ **今年下半年实际固定资产投资增速可能较1季度有所放缓，但仍保持相对稳健；2季度的阶段性下滑则主要源于去库存的影响。**随着PPI走低，下半年统计局报的月度名义FAI增速可能下降；但也可能受部分省份FAI统计数据持续“挤水分”⁵的影响而在相当一段时间内走弱。如果剔除统计失真的干扰因素，我们预计下半年实际投资增速有望保持稳健——鉴于目前制造业和房地产库存均处于低位，且调整后社会融资总量增速的放缓幅度仍相对温和。具体而言，
 - 我们预计今年下半年基建投资增速将有所回落，但仍维持稳健，主要是考虑到政府融资增速自2016年下半年开始有所放缓。领先指标（建筑公司订单）显示基建投资周期仍有后劲（图表5），因此我们预计基建投资增速不会出现明显放缓。
 - 尽管地产调控可能对预期有一定的抑制作用，但房地产投资增速可能保持大体平稳，主要是由于1）商品房库存继续下降（图表6），且房地产销售和资金来源增速依然稳健；2）保障房建设可能会对商品房之外的地产投资有所促进。
 - 制造业及民间投资可能会继续逐步复苏，鉴于企业现金流改善，以及中国和全球工业周期走势稳健。同时，制造业升级仍有望继续成为下半年制造业投资的亮点。
- ▶ **今年下半年外需增长可能进一步加速，而下半年贸易顺差对经济增长的贡献或高于上半年。**虽然2季度以来，美国此前承诺的财政扩张所带来的通胀及增长预期有所回落，但欧元区和一些其他主要经济体（包括泛亚经济区和印度）则有超预期增长（图表7）。此外，“一带一路”论坛后的相关工程和出口订单有望在今年下半年加速落地。因此，我们对2017年下半年的出口增长较为乐观。

分行业来看，我们较为看好大消费、制造业技术升级以及出口相关行业的增长。同时，基于我们对下半年货币政策和市场利率的预测，金融行业的盈利也可能环比改善（对于市场利率的预期详见第6页）。

² 请见2017年5月9日发布的中国宏观专题报告《城镇化方兴未艾，市民化大有可为——“新市民”大型系列研究之宏观篇》。

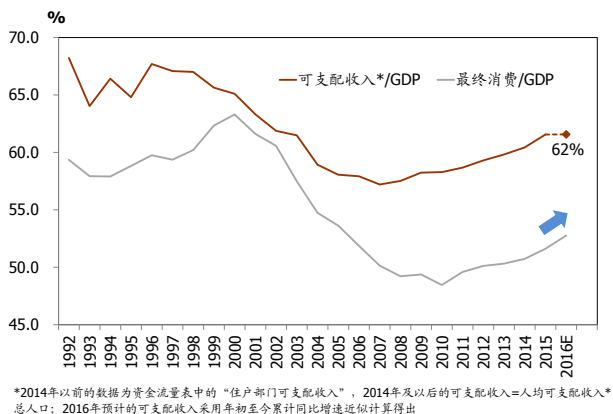
³ 请见2017年3月19日发布的聚焦中国《为何农业供给侧改革可能会压低中国的CPI？》。

⁴ 请见2016年10月11日发布的中国宏观专题报告《地产降温对宏观经济影响几何？》。

⁵ 请见2016年7月28日发布的中国宏观简评《辽宁固定资产投资“断崖式下跌”简析》；2016年8月9日发布的中国宏观专题报告《统计失真扰乱固定资产投资增速》；以及2016年8月13日发布的中国宏观周报《月度固定资产投资的变化是否还有指标意义？》。

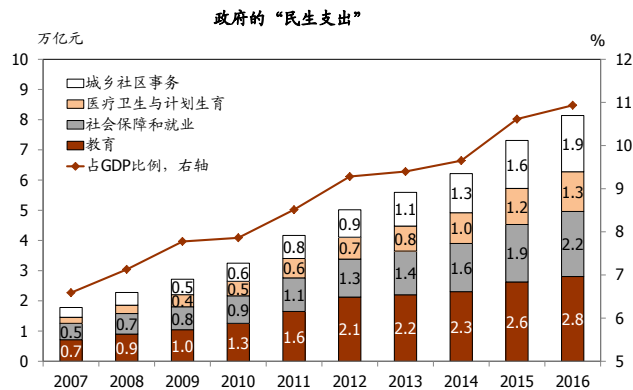


图表3：居民收入和消费在GDP中的占比稳步上升



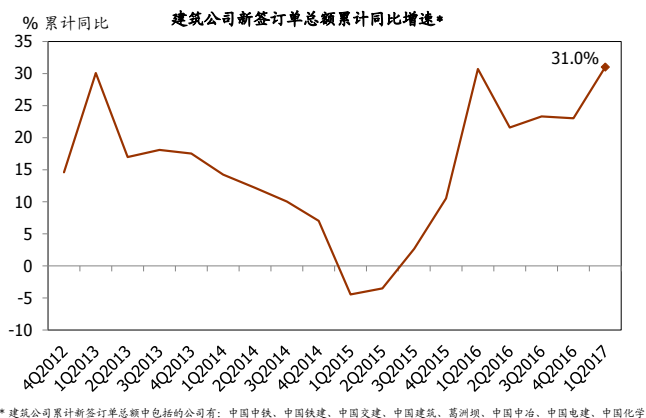
资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表4：政府对低收入家庭转移支付的增加也有助于改善收入分配



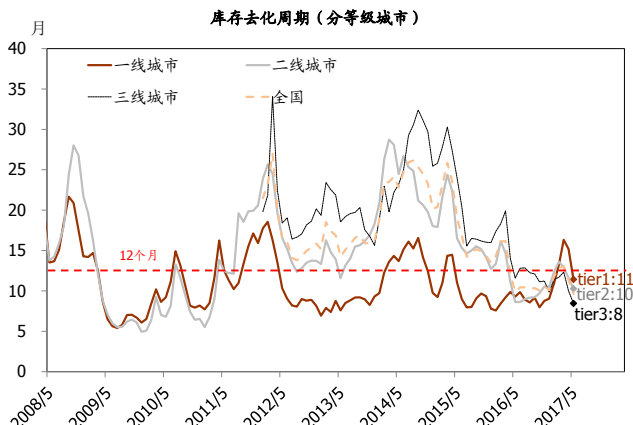
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表5：目前基建投资周期仍有后劲



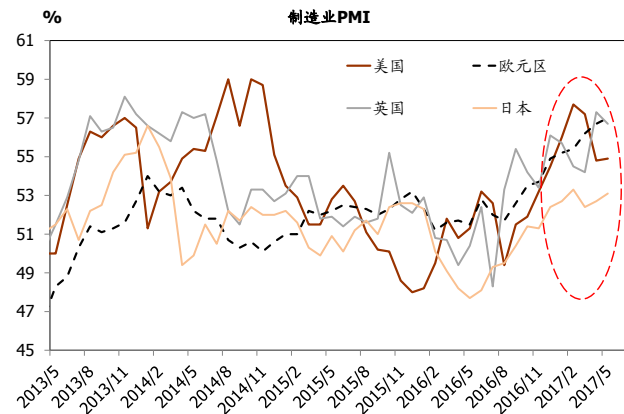
资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表6：尽管地产调控加码，房地产库存继续下降



资料来源：中指数据库，中金公司研究部

图表7：欧洲的制造业PMI持续上升



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

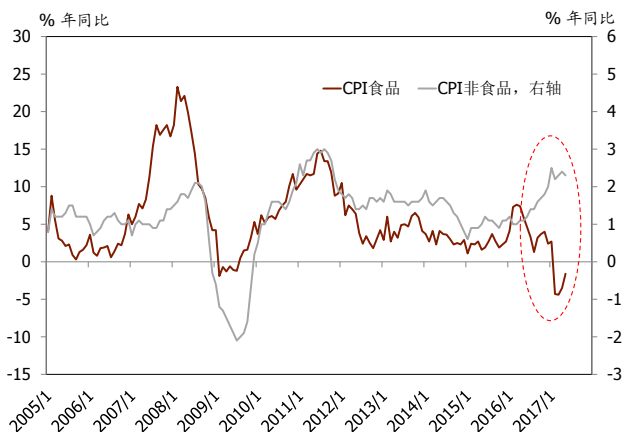


二、2017年下半年通胀展望

我们将2017年CPI预测从原来的2.6%下调至1.7%，并将2018年CPI预测从2.7%微调至2.6%。鉴于农业供给侧改革导致食品价格超预期下跌⁶，我们对CPI的预测更趋温和，尤其在2017年。今年以来，非食品CPI保持在2%以上，而随着国内玉米、粮食和肉类价格向（较低的）国际价格靠拢，食品CPI自去年下半年起呈现明显的下降趋势（图表8）。我们认为，食品价格的这种结构性调整到今年4季度可能基本结束，届时CPI将开始回归“常态”。另一方面，随着上游通胀放缓和租金涨幅收窄，非食品CPI的环比涨幅已经开始回落。因此，除非农产品价格受到供给侧大幅扰动的影响，我们预计2017和2018年CPI将保持相对温和。

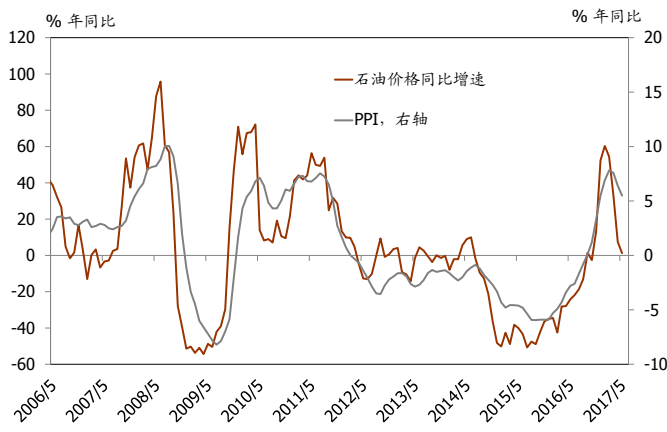
我们将2017和2018年PPI预测从原来的7.5%和3.6%分别下调至5.3%和2.3%，主要是因为国内金融去杠杆降低通胀预期，且全球再通胀有所放缓。虽然迄今为止，金融去杠杆对实体经济需求的影响较为有限，但短期利率的上升抑制了投机需求和贸易品库存需求。此外，全球货币条件温和收紧的预期也对大宗商品的远期价格有所压制。另一方面，随着美国财政扩张政策实施可能性的下降、且预计石油供应增加，全球通胀动能也已减弱。除了国内金融去杠杆之外，全球大宗商品价格走低也可能会压低中国的PPI（图表9）。

图表8：非食品CPI呈上行趋势，与食品CPI的大幅下滑形成鲜明对比



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表9：全球大宗商品价格通胀退潮可能也会压低中国的PPI



资料来源：彭博资讯，CEIC，中金公司研究部

三、宏观政策展望

我们认为，今年下半年货币政策立场可能会相比2季度略显“宽松”；金融去杠杆或将本着“务实”的原则稳步推进，而不会仓促行事。自3月下旬金融监管加强以来，资产价格明显回调，增长和通胀预期也有所下降。同时，经济活动数据呈现走弱迹象，部分受到去库存的影响。往前看，虽然金融去杠杆可能仍是政策主要方向，但5月以来，我们注意到监管部门更加强调保持流动性稳定、稳定通胀预期——央行加大公开市场净投放力度，地方债发行明显加快，银监会也可能延长了银行自查的期限（原定于6月12日完成）。在6月14日美联储加息之后，央行保持7天逆回购操作利率不变，表明暂时未有进一步收紧货币政策的意图。由此，5月以来银行间利率开始回落（图表10）。往前看，我们预计监管收紧将采取渐进而务实的方式，在金融去杠杆的长期目标与经济增长+流动性平稳的当期目标之间权衡。

⁶ 请见2017年3月19日发布的聚焦中国《为何农业供给侧改革可能会压低中国的CPI?》。

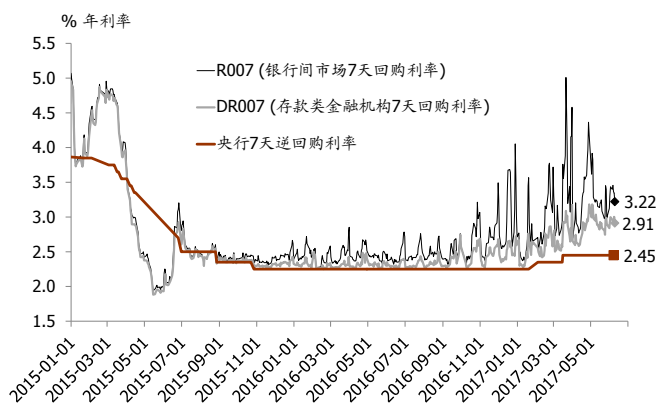


我们认为，今年余下时间内央行可能维持存贷款基准利率不变，并将7天逆回购操作利率稳定在2.45%的水平。在CPI保持温和、PPI快速回归常态的背景下，今年央行上调基准利率或进一步抬升利率走廊的压力不大。此外，金融去杠杆已经明显推高短期利率并收紧了金融条件。因此央行很可能将7天逆回购操作利率稳定在2.45%的水平，这将有助于稳定市场预期，并引导银行间利率下降至更加可持续的水平。

因此，我们预计今年下半年短期利率将回落，收益率曲线温和陡峭化，信用利差收窄。基于我们对今年下半年货币政策可能略微宽松的预测，短期利率或将逐步回归“常态”。银行间市场利率可能率先向央行逆回购操作利率靠拢，之后银行间的3-12个月的融资利率（包括同业存单利率等）和短期债券收益率或将回落。此外，目前有“流动性折价”的金融资产相对估值有望修复，包括地方政府债和信用债等流动性相对国债较弱的债券。因此，国债与流动性等级较低债券之间的信用利差有望随流动性“正常化”而收窄。

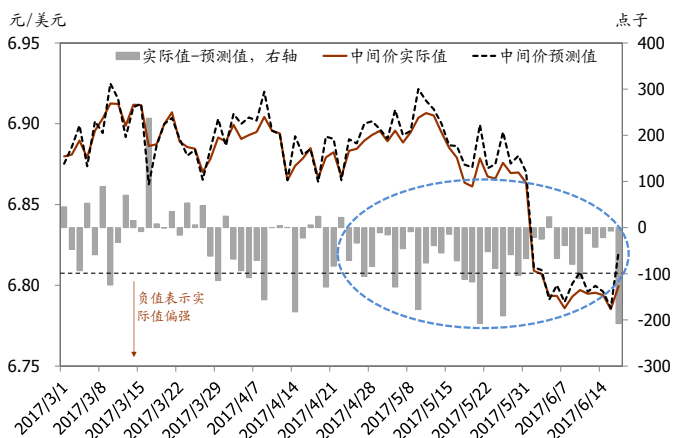
我们将2017年底美元对人民币汇率预测从之前的6.98调整至6.78，主要由于美元走势弱于预期。我们预计下半年人民币汇率保持稳定，主要是基于美元维持相对弱势、而中国宏观保持大体稳定的判断。当前宏观环境下，中间价形成机制中增加“逆周期调节因子”可能起到了推动人民币对美元汇率走强的作用——4月中旬以来，人民币中间价报价持续强于（不加逆周期因子的）模型预测值（图表11）。基于欧元区经济增长相对强劲、美元指数维持相对弱势，以及中国出口增长进一步复苏（从而降低人民币对一篮子货币贬值的动力），人民币对美元汇率可能保持稳定。在国内再通胀和美元弱势的宏观环境下，市场主体行为也可能有自发的转变，有利于资本流动和人民币汇率的稳定——外币外债已开始回升，且商业银行外汇净头寸也有所下降（图表12和13）。

图表10：金融去杠杆以来，银行间市场利率持续高于政策利率



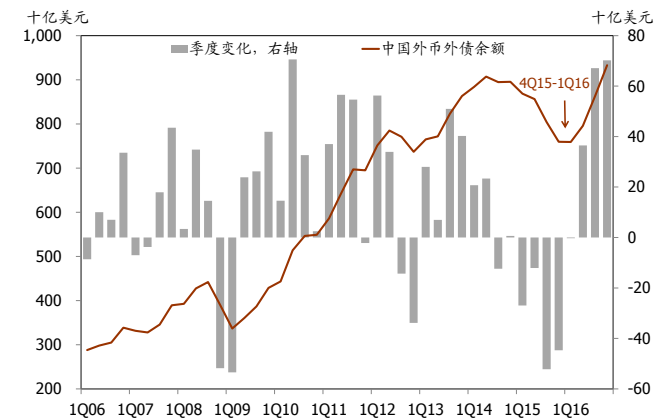
资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表11：4月中旬以来，人民币中间价报价持续强于模型预测值



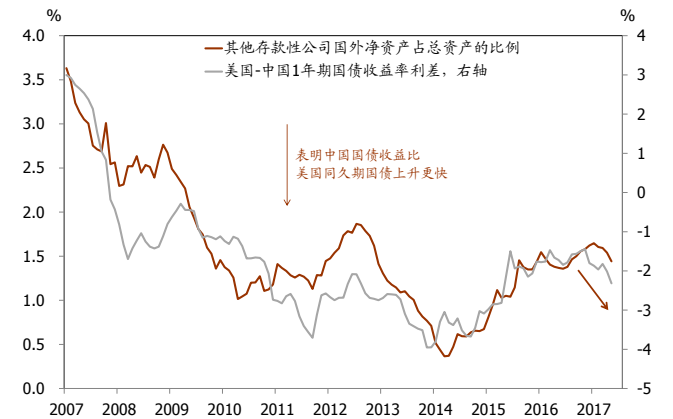
资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表12：外汇外债再次开始上升



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

图表13：商业银行2014年以来首次减少其外汇净头寸



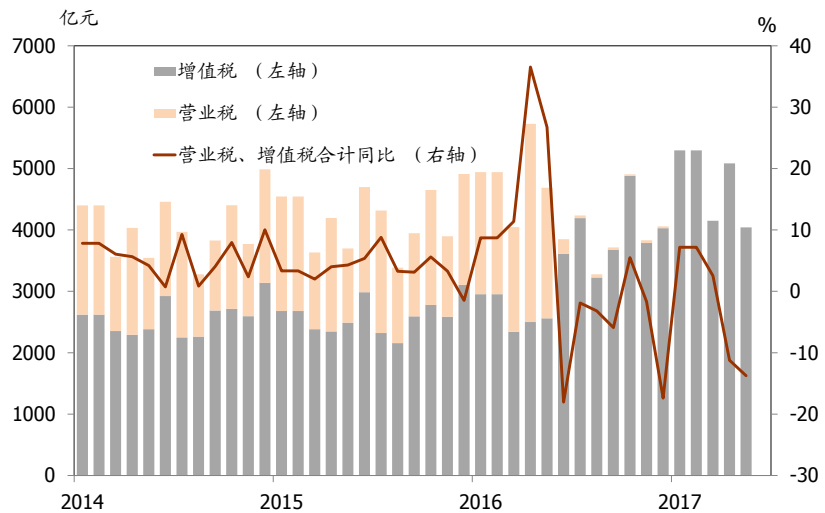
资料来源：彭博资讯，CEIC，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



财政政策有望保持相对宽松，而政策重点可能会进一步从增加政府融资转向提高财政政策的“效率”——即加大减税降费力度，以及盘活存量财政资金。2015至2016年，广义财政负债的扩张是财政宽松最主要的工具⁷。然而，以新一轮的增值税改革为标志，2016年中起，政策重点从扩大政府支出转向减税及盘活存量（图表14）⁸。最近国务院公布了进一步降费措施，预计将减轻企业负担2,830亿元，从而2017年全年或将为企业部门减税降费超过1万亿元（约占GDP的1.3%）。我们认为，财政政策将继续侧重于提高效率，即从增加直接或间接的财政支出转向把更多资源“还给”企业和居民部门，以实现更有效率的资源配置。同样思路下，政府可能会继续加大盘活存量财政资金的力度，包括财政存款、机关团体存款以及国企的过度储蓄。

图表14：“营改增”降低企业税负的效果开始显现



资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究部

四、有关结构性改革的展望

国企改革和户籍/土地制度改革或将进一步推进，收入分配改革也有望加速，尤其是社保制度改革。国企改革可能会继续侧重提高效率，包括并购重组和实行员工激励机制。户籍和土地制度改革将继续推进，以促进城镇化和消费增长。此外，政府可能会加速收入分配改革。除了增加对中低收入家庭的转移支付外，我们预计社保制度改革有望在今年迈出重要一步，划转国有资本充实社保或将开始落地。我们在之前的报告中反复强调，这一举措可能是解决中国若干结构性问题的关键——包括改善收入分配，降低企业税负，提高国企效率，降低整体储蓄率以提升中国的投资回报率⁹。

现行的结构性改革将有助于提升中国的潜在增长率，并加速中国向消费驱动型经济的转型。历史上看，“改革红利”对潜在增长率的提振通常需要几年的时间才会有较明显体现。“十八大”至今已三年有余，随着中国经济摆脱长期通缩，“改革红利”已初露端倪。我们对中国新一轮结构改革取得的成就持比较积极的态度，这也是我们2017年GDP增速预测高于市场预期、而CPI预测低于市场预期的主要原因之一。

⁷ 请见2016年9月1日发布的中国宏观专题报告《财政政策（将）如何发力？》。

⁸ 请见2016年5月12日发布的中国宏观专题报告《营改增全覆盖带来哪些影响？》；2016年9月19日发布的中国宏观周报《营改增后还有哪些减税政策可以期待？》。

⁹ 请见2015年12月8日发布的聚焦中国《国有资本划转社保一石三鸟》，2015年10月26日发布的主题策略《社保制度研究之五：养老之困》，以及2017年3月27日发布的主题策略《划转国资充实社保或能2017年落地》。



五、潜在的风险及市场影响

我们的增长和通胀预测面临的主要下行风险有：**1)金融强监管下融资条件过度收紧；2)房地产市场走势弱于预期。**虽然我们预计今年下半年金融去杠杆将本着“务实”的原则稳步推进，但我们仍将密切关注实体经济融资成本和调整后社融总量增速的变化，以衡量监管加强对再通胀进程潜在的抑制作用。同时，我们也将跟踪房地产交易量与价的变化，以衡量地产销售对投资的影响；更重要的是，地产价格及其预期的变化对企业和居民部门资产负债表的潜在影响。

另一方面，增长在两方面有“超预期”的可能，即国内政策环境较预期更为宽松，以及外需增长强于预期。尽管市场仍然担心金融条件过度收紧或本轮去杠杆期间政策操作失察，但另一方面，为防止过度紧缩而采取的“未雨绸缪”的对冲政策也有可能使得整体金融条件较预期更为宽松。此外，我们认为全球经济增长存在上行空间，尤其是欧洲和日本。

基于我们调整后的增长和通胀预测，我们较为看好大消费、制造业技术升级以及出口相关行业的**增长**。同时，基于我们对下半年货币策略略微宽松和收益率曲线温和陡峭化的预测，金融行业的盈利或将环比改善。



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，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。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法律责任。

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市场价格产生短期影响的催化劑或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，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的基本面评级。

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、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或建议不一致的投资决策。

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。分析中所做的回报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仅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国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。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向中金新加坡提出。

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：杨梦雪、张莹



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
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
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

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

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A座6层
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

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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

