

## 中国宏观专题报告

# “特朗普新政”或将进一步推高中国明年的通胀与经济增长

自我们发布2017年中国宏观经济展望报告<sup>1</sup>以来，最重要的政治和经济事件是唐纳德·特朗普（Donald Trump）当选为美国下一任总统。特朗普提出的改革计划显著推升了全球对通胀和经济增长的预期，尤其是通胀。11月30日，OPEC达成减产协议，进一步推高了油价。尽管“特朗普新政”的最终组合及其执行力度仍有很大的不确定性，但我们的基准假设是特朗普至少将施行其“百日新政”中提出的一部分政策<sup>2</sup>。在这篇报告中，基于这一基准假设，我们对中国经济增长、通胀和经济政策的预测做了相应的调整。

我们将2017和2018年实际GDP同比增速预测从此前的6.6%和6.5%上调至6.7%和6.7%。虽然有贸易保护的隐忧，但在全球化背景下，美国增长加速可能仍会提振中国总的外需增速。

我们将2017和2018年的全年平均CPI预测从此前的1.7%和1.8%分别上调至2.5%和2.4%。同时，我们也将2017和2018年的PPI预测从此前的1.9%和1.0%大幅调高至3.6%和3.1%。

据此，我们预计2017和2018年的名义GDP同比增速将明显上升至9.3%和9.2%——名义GDP增速加快意味着企业总利润增速可能进一步上行。同时我们重申此前的观点——（即便没有“特朗普新政”，）明年中国经济自身有维持再通胀趋势的动力。

明年央行可能不会降准或降息。在通胀上升的背景下，货币政策或将趋于审慎。再通胀的环境及央行审慎的政策基调可能进一步带动市场利率上行。

考虑到特朗普当选对美元的提振，我们调整2016和2017年底美元对人民币汇率至6.98和7.18。

虽然中国财政政策将保持总体宽松态势，但由于民间投资增速有望回升及通胀上行，广义财政赤字率可能不会进一步扩张。

再通胀范围的扩大和通胀预期的上升或将推动部分供给偏紧的工业行业利润率的提升，尤其是在周期现阶段终端需求有望上升的中下游制造业。消费行业也有望享受销量和利润率的上升，特别是拥有差异化产品和高定价能力的消费品。

我们以上预测面临的主要风险包括中国地产调控力度强于预期；金融市场去杠杆过程中操作失察导致货币条件大幅收紧；以及由于特朗普新政力度低于预期或其他政治、经济事件导致外需增速疲弱。

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 | 12月日本央行议息会议预览：按兵不动 (2016.12.18)
- 宏观经济 | 宏观政策更加审慎 (2016.12.16)
- 宏观经济 | 对近期债市震荡的一些思考 (2016.12.15)
- 宏观经济 | 加息靴子落地，关注明年下半年更快加息的风险 (2016.12.15)
- 宏观经济 | 外汇占款降幅扩大，央行资产负债表收缩 (2016.12.14)
- 宏观经济 | 信贷投放充足，流动性边际收紧 (2016.12.14)

<sup>1</sup> 请参见我们2016年10月31日发布的中国宏观专题报告《增长大体平稳，结构更趋平衡》。

<sup>2</sup> 请参见 <https://greatagain.gov/>



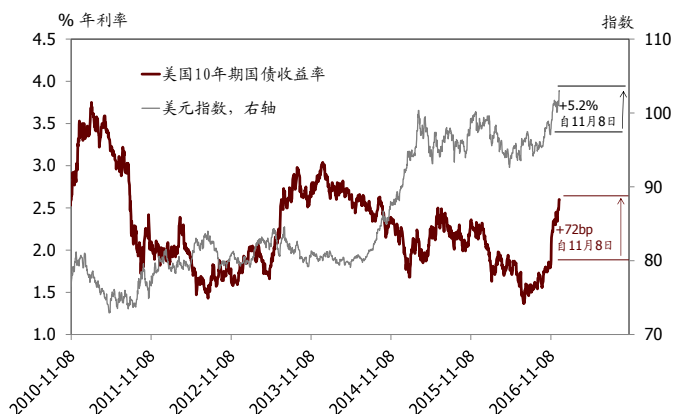
## “特朗普新政”或将进一步推高中国明年的通胀与经济增长

### I. 综合来看，“特朗普新政”对中国的经济周期影响几何？

美国候任总统特朗普的改革计划可能会推高美国和全球的通胀及增长，而其中提升通胀的确定性更高。我们的基准情形是，综合考虑，“特朗普新政”将对美国可贸易部门的通胀和增长带来积极的溢出效应。特朗普提出的新政可归纳为三类措施：1) 减税和简政放权；2) 大幅增加基建投资；3) 推行贸易保护主义以增加美国本土的就业。目前来看，特朗普最终在这三大措施中如何取舍仍属未知，尤其是考虑到这些施政计划有一些自相矛盾之处。例如，考虑到美国本土重工业产能的限制，美国很难在不增加进口的情况下大幅提升基建增速。虽然减税、简政放权和增加基建投资有望提升生产力，但贸易保护主义会压低美国（及世界）的潜在增长率。然而，三大政策中任何一项的实施都很可能会推高通胀，尤其是可贸易部门的通胀。综合考虑，我们的基准情形是，特朗普最终能够实现一部分其竞选承诺的“新政”。虽然特朗普反复强调推行贸易保护主义政策的决心，但在具体流程中，减税和增加基建投资面临的阻力可能较小，尤其是考虑到企业界对这两项政策持拥护态度、而对贸易保护主义则不然<sup>3</sup>。因此，我们的基准假设是特朗普新政可能推高经济增长和通胀（后者更为确定）。此外，鉴于中国已全面融入全球制造业产业链并占据着最高份额，基准情形下，“特朗普新政”应该对中国的通胀和增长带来正向的溢出效应。

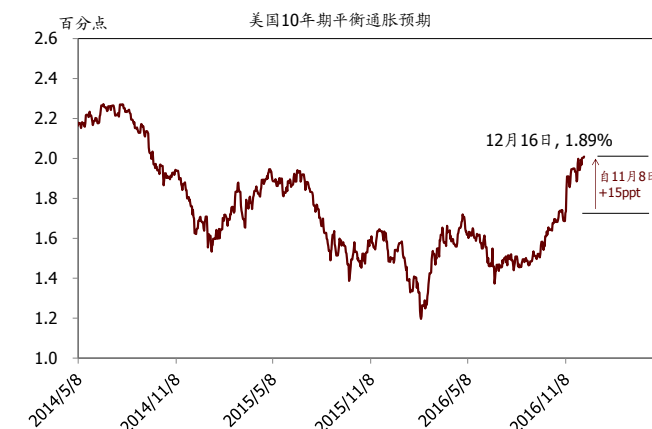
自11月8日特朗普当选以来，全球资产价格已经部分反映了对美国未来几年“增长通胀双升”的预期；美联储也对货币政策做了相应的收紧。在短短一个多月的时间里，美国10年期国债收益率大幅攀升了72个基点，同时美元指数跳升了5.2%（图表1）。美国国债收益率上升反映的不只是通胀预期走高、也有对增长加速的憧憬——美国的10年期平衡通胀预期自11月8日以来只上涨了15个基点（图表2）。对“特朗普新政”的预期也明显推升了全球大宗商品价格——美元计价的CRB大宗商品指数（不含油价）上涨了4.3%，布伦特原油价格大幅上升了17%（图表3）。当然，OPEC在11月30日达成的减产协议也大幅推高了油价。

图表1: 11月8日以来美国国债收益率显著上升，美元指数大幅走强



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表2: 市场对通胀的预期已经有所升高

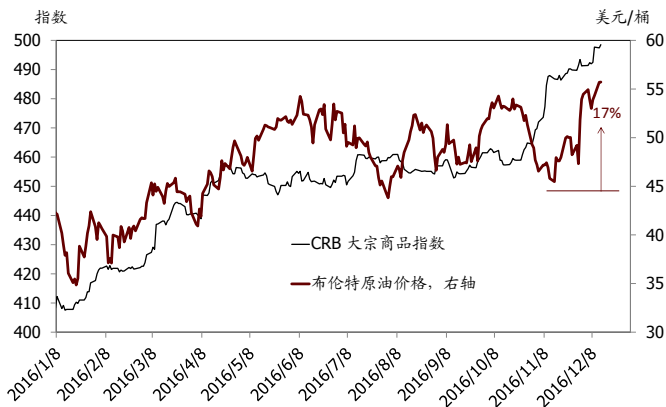


资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

<sup>3</sup> 请参见我们2016年11月23日发布的中国宏观专题报告《特朗普贸易保护主义政策对中国意味着什么？》。



图表3: 11月8日以来, 全球商品的价格已经反映了更高的通胀和增长预期



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

如果美国实施“特朗普新政”, 可能会推动中国再通胀进一步升温。根据我们此前的粗略计算, 如果特朗普在未来4年内新增累计5500亿美元基建投资(如“百日新政”计划所述), 则可能将美国基建投资增速从过去五年的平均水平2.8%明显提升至8.4%(假设特朗普投资基建对民间投资无挤出效应)<sup>4</sup>。考虑到美国扩张性的经济政策可能推高全球的通胀和增长、以及11月以来资产价格的明显变动, 我们对中国2017和2018年经济增长、通胀和政策的预测做了相应的调整(我们此前的预测与更新后的预测比较请见图表4)。

图表4: 我们对2017和2018年预测的调整(与此前预测对比)

%年同比, 除非另作说明

		新						旧								
		2014	2015	2016E	2017E	2018E	2017E	2018E	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016E	1Q2017E	2Q2017E	3Q2017E	4Q2017E
实际GDP增速	%，同比	7.3	6.9	6.7	6.7	6.7	6.6	6.5	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.6	6.6	6.8
	%，环比年化	-	-	-	-	-	-	-	6.4	7.3	7.0	6.3	6.0	7.0	7.3	
名义GDP增速	%，同比	8.2	6.4	8.0	9.3	9.2	8.3	8.0	7.1	7.3	7.8	9.5	9.5	9.4	9.3	9.1
工业增加值	%，同比	8.3	6.3	6.0	6.0	6.0	5.8	5.5	5.8	6.0	6.0	6.0	6.2	5.9	5.9	6.0
名义月报固定资产投资	%，同比	15.0	9.9	8.4	10.4	9.2	8.8	8.0	10.7	8.1	7.1	8.7	9.1	10.4	11.9	9.7
名义社会消费品零售总额	%，同比	11.9	10.7	10.5	11.5	11.3	10.8	10.7	10.3	10.2	10.5	10.7	11.1	11.4	11.7	11.7
出口	%，同比	6.0	-2.6	-5.8	4.0	6.2	-0.5	0.9	-9.7	-4.4	-6.7	-3.1	4.0	2.6	4.6	4.6
进口	%，同比	0.7	-14.4	-6.0	6.3	7.3	1.6	1.0	-13.3	-6.7	-4.7	0.0	14.3	3.3	4.6	4.6
M2增速	%，同比	12.2	13.3	11.5	11.7	11.7	12.0	12.0	13.4	11.8	11.5	11.5	11.5	11.8	11.7	11.7
新增人民币贷款	万亿元	9.8	11.7	12.2	13.9	15.4	13.8	15.6	4.6	2.9	2.6	2.1	4.7	3.7	2.8	2.7
CPI	%，同比	2.0	1.4	2.0	2.5	2.4	1.7	1.8	2.1	2.1	1.7	2.3	2.2	2.3	2.7	2.7
PPI	%，同比	-1.9	-5.2	-1.4	3.6	3.1	1.9	1.0	-4.8	-2.9	-0.8	2.8	3.9	3.6	4.0	2.7
GDP平减指数	%，同比	0.9	-0.4	1.2	2.5	2.4	1.6	1.4	0.4	0.6	1.0	2.6	2.7	2.7	2.6	2.2
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
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
7天逆回购利率	%	2.25	2.25	2.25	2.25		2.15		2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
存款准备金率(大型机构)	%	20.0	17.5	17.0	17.0		16.5		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	6.21	6.46	6.98	7.18		6.98		6.46	6.63	6.68	6.98	6.98	6.98	6.98	7.18
预算财政赤字率	%，占GDP比例	2.1	2.3	3.0	3.0		3.0									

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

<sup>4</sup> 请参见我们2016年11月14日发布的主题研究报告《解读 Trump “基建宏图”》。

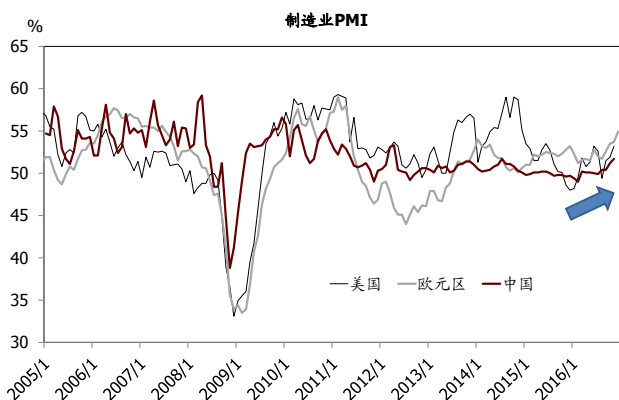


II. 我们调高实际 GDP 增速的主要原因是出口增长可能加速

鉴于“特朗普新政”下，外需增速有望上升，我们将 2017 和 2018 年的实际 GDP 同比增速预测从此前的 6.6%和 6.5%分别上调至 6.7%和 6.7%。由于美国的一些扩张性政策可能在下一个财年才开始实行（即 17 年 4 季度），届时中国的 GDP 环比增速有望受到提振。美国减税、简政放权和增加基建投资等新政将有望提升其总需求。历史上，全球主要经济体的工业周期趋同（图表 5）。而作为美国目前最大的“供应商”以及亚洲产业链的有机组成部分，中国的出口增速与美国 ISM 指数（采购经理人指数）走势呈明显的正相关（图表 6）。因此，美国制造业景气度的提高或将带动全球和中国可贸易部门的增长（除非美国施行极端的贸易保护主义）。一方面，鉴于中国在全球基建相关产品贸易中占的可观份额，中国的出口有望直接或间接受益于美国基建需求的上升（图表 7）。另一方面，去年 8 月以来人民币名义有效汇率近 10%的贬值对出口的拉动效应也可能开始显现。因此，我们将 2017 和 2018 年（美元计价）的名义出口增速预测从此前的-0.5%和 0.9%分别上调至 4.0%和 6.2%。我们对名义出口预测的调整既考虑了出口量的增加，也反映了“特朗普新政”对出口价格的推升。

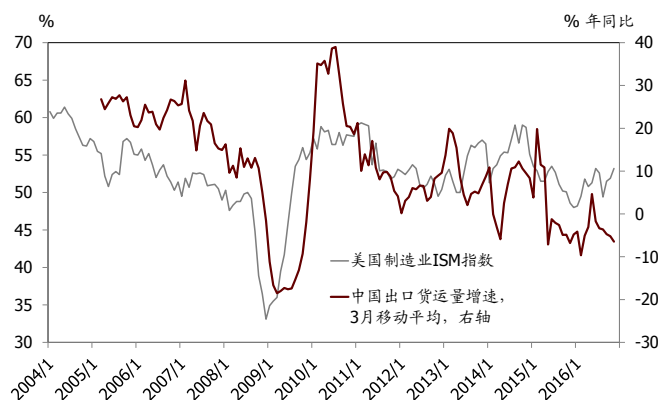
国内需求方面，我们维持此前主要观点，即 2017 年制造业和民间投资增速有望回升<sup>5</sup>，而消费增速也可能有所加快。在此，我们重申并更新此前年报中我们区别于市场共识的两个观点<sup>6</sup>，即 1) 明年民间与公共部门投资的增长结构可能更趋平衡；以及 2) 地产交易降温会减少买房首付对可支配收入的（大量）占用，从而逆转今年购房热潮对可选消费的挤出效应。首先，尽管 2016 年以来基准利率并未下降，但随着制造业出厂价格的大幅回升，制造业面临的真实利率快速下降（图表 9）。11 月制造业投资同比增速从二季度负增长的低点反弹至 8.3%。同时，更长期的角度来看，在经历了长达 5~6 年的通缩和去产能的淬炼后，很多制造业行业供给明显收紧<sup>7</sup>，因此我们预计制造业投资增速有望继续回升。此外，真实利率的持续下降通常会在 3-4 个季度后带动制造业投资回暖，正好对应目前的时点（图表 9）。其次，消费方面，随着居民收入占 GDP 比重继续上升，以及地产降温后居民可支配收入得以从沉重的房贷首付负担中“回流”到消费，因此可选消费增长有望受到提振<sup>8</sup>，尤其是考虑到 2016 年上半年的低基数效应（图表 8）。

图表 5：历史上，全球工业周期趋同



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 6：中国的出口增速与美国 ISM 指数走势呈明显的正相关



资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

<sup>5</sup> 请参见我们 2016 年 11 月 24 日发布的中国宏观简评《制造业投资与民间投资是否会（继续）企稳回升？》。

<sup>6</sup> 请参见我们 2016 年 10 月 31 日发布的中国宏观专题报告《增长大体平稳，结构更趋平衡》。

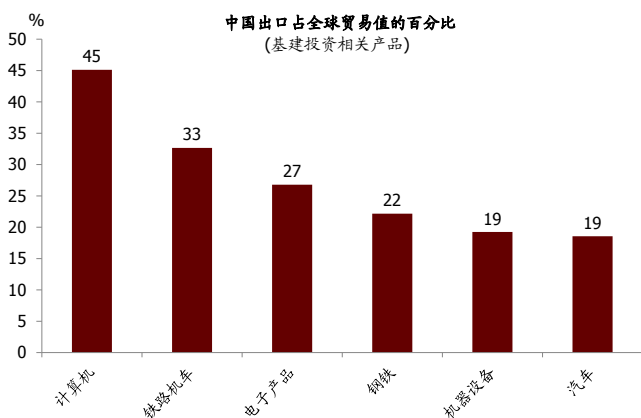
<sup>7</sup> 请参见我们 2016 年 9 月 21 日发布的中国宏观简评《中国制造业去产能周期走到什么阶段？》，以及 2016 年 9 月 29 日发布的中国宏观简评《为什么说中国制造业去产能“初现曙光”？——对我们制造业去产能一文的一些补充》。

<sup>8</sup> 请参见我们 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？》，以及 2016 年 10 月 24 日发布的中国宏观周报《如何理解地产繁荣对 GDP 的贡献？》。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

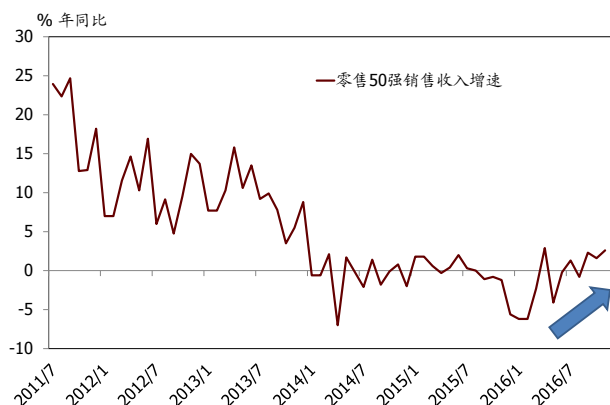


图表7：中国在全球基建相关产品贸易中占据可观的份额



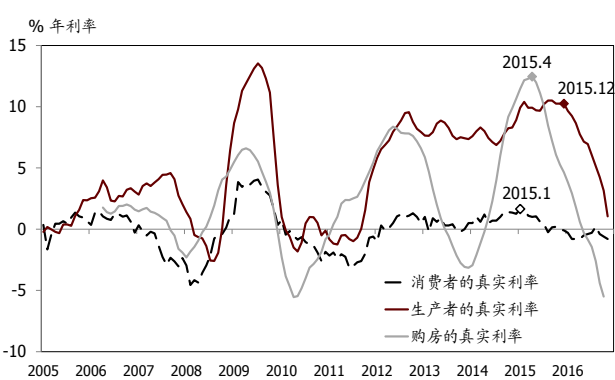
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表8：零售增速显示复苏迹象



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表9：制造业面临的真实利率继续下降为制造业和民间投资的进一步复苏创造了有利条件



消费者的真实利率=一年期存款基准利率-CPI  
 生产者的真实借贷成本=一年期贷款基准利率-PPI  
 购房的真实利率=房屋贷款基准利率-70个大中城市房价增长率



\* 实际制造业FAI增速和实际民间投资增速均为名义增速平减PPI  
 \*\* 生产者的真实利率=1年期基准贷款利率 - PPI

资料来源：CEIC，中金公司研究部

### III. “特朗普新政”或将推高中国可贸易部门的价格

我们将 2017 和 2018 年的全年平均 CPI 预测从此前的 1.7%和 1.8%分别上调至 2.5%和 2.4%。同时,我们也将 2017 和 2018 年的 PPI 预测从此前的 1.9%和 1.0%显著上调至 3.6%和 3.1%。一方面,总需求提速本身就会推高通胀。此外,全球可贸易部门价格的大幅上涨会推升中国国内价格,尤其是考虑到短期内人民币对美元可能继续贬值。一方面,全球大宗商品价格的上升和国际投资品需求的增加将会直接推升中国的 PPI(图表 10);另一方面,考虑到能源、大宗商品和国际农产品价格之间的互动关系,CPI 也可能随之走高(图表 11)。

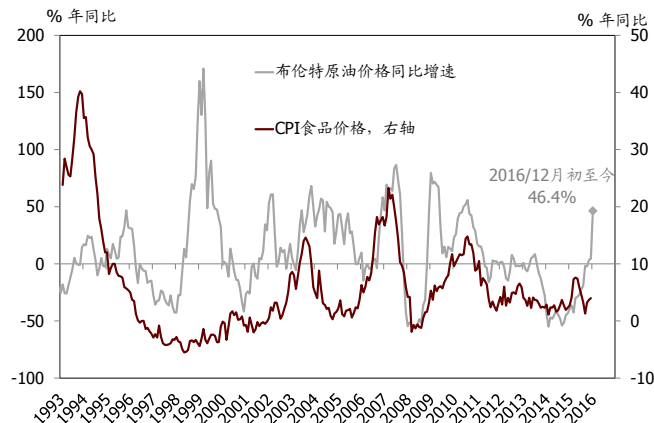


图表 10：中国 PPI 与全球大宗商品价格高度相关



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 11：假以时日，国内的农产品价格也可能随全球大宗商品价格走高

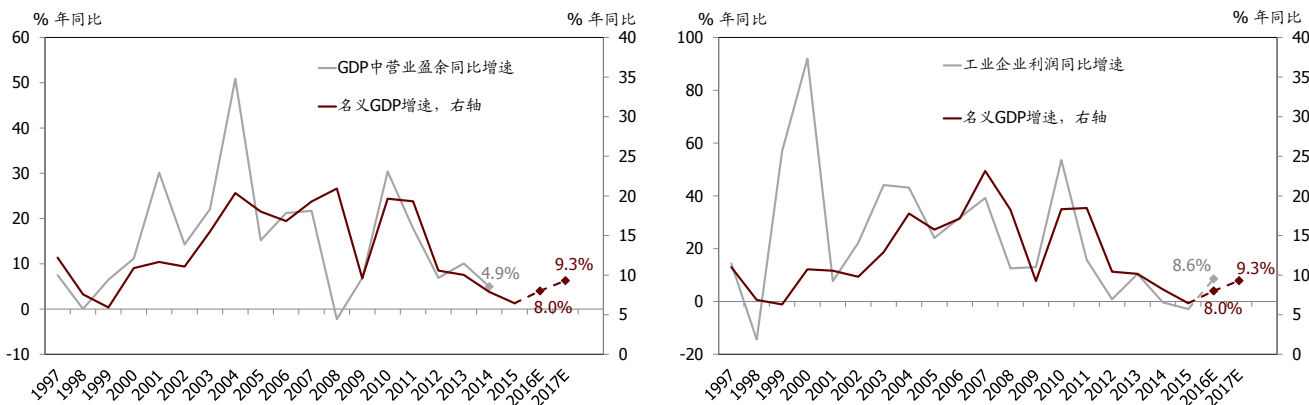


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

#### IV. 名义 GDP 增速上升意味着 2017 年企业利润增速或将进一步加快

随着对通胀和实际 GDP 增速的预测的调整，我们对 2017 和 2018 年的名义 GDP 同比增速预测也从此前的 8.3% 和 8.0% 分别上调至 9.3% 和 9.2%——名义 GDP 增速加快意味着企业收入和利润增长或将进一步加速。在三个主要经济部门中，企业盈利对周期拐点的敏感度比政府和居民部门的收入要高得多。我们此前的研究表明，工业企业利润增速对名义 GDP 增速变化的弹性系数约为 3~4<sup>9</sup>——即名义 GDP 增速上升 1 个百分点，企业盈利增速往往上升 3-4 个百分点（图表 12）。考虑到 2017 年名义 GDP 增速有望进一步上升，我们预计企业利润增长或将继续加速。随着再通胀范围扩大、周期的成熟，周期轮动往往有利于消费和金融相关行业的盈利的回升；而即将施行的“特朗普新政”也可能延长投资品需求二阶导上升的周期。

图表 12：企业盈利对周期拐点十分敏感



资料来源：CEIC，中金公司研究部

<sup>9</sup> 请参见我们 2016 年 5 月 13 日发布的中国宏观专题报告《哪些行业将是周期性经济复苏最大的受益者？》。



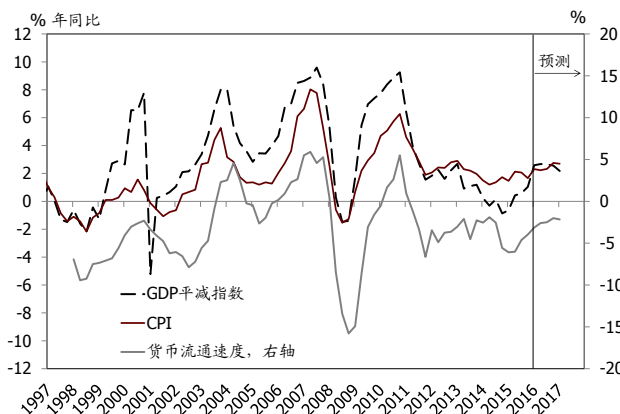
## V. 再通胀背景下，2017年中国的货币和财政政策可能无需进一步宽松

我们预计2017年央行不会降准或降息（其中包括对利率走廊，即7天逆回购利率的调整）、货币政策或将趋于审慎。再通胀的环境及央行审慎的政策基调可能进一步带动市场利率上行。我们此前的预测央行将在2017年下半年降准50个基点并将7天逆回购利率下调10个基点，现在我们对货币政策不再有进一步放松的预期。同时，考虑到2017年下半年美国经济增长可能加速，中国货币宽松的空间届时可能更加有限。鉴于明年的政策重点仍然是防范金融风险 and 促进金融市场去杠杆，我们预计2017年货币供应增速将会小幅放缓，市场利率将高于2016年的平均水平。另一方面，在更高的增长和通胀预期的带动下，长端利率也可能进一步上行<sup>10</sup>。但是，我们认为，货币扩张步伐适度放缓并不会逆转目前的再通胀趋势，因为货币流通速度往往随着通胀预期上升而加快（图表13）——即在通胀预期上升的环境下，即使货币供应增速有所放缓，名义GDP增速也可能加快。

考虑到特朗普当选对美元的提振，我们调整2016和2017年底美元对人民币汇率至**6.98**和**7.18**。我们对一年以后美元对人民币汇率的预测基本与人民币12个月NDF相符（即在这个时点上做空人民币可能获利空间有限）。我们认为，受再通胀的带动，国内市场利率有继续上行的空间，因此**2017年中美利差并不一定会继续收窄**，明年人民币对美元的贬值幅度可能不会超过今年（图表14）。此外，由于相对于（美国以外的）全球其他主要经济体，2017年中国的经济的内生增长动能可能更强，因此明年人民币对一篮子货币可能不会像今年一样大幅贬值。

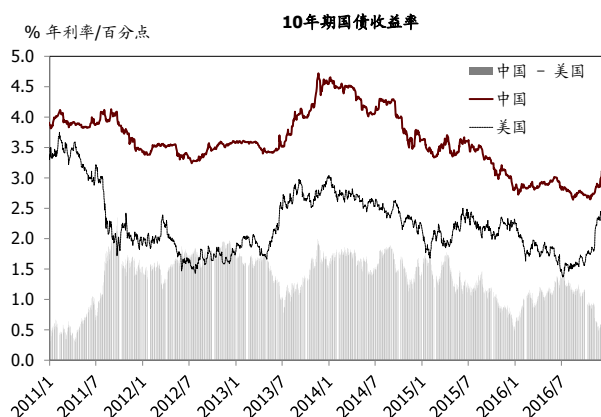
虽然财政政策总体将保持宽松态势，但由于民间投资增速有望回升及通胀上行，广义财政赤字率可能不会进一步扩张。据我们的测算，2016年广义财政赤字率已接近10%<sup>11</sup>，如果民间投资回暖，公共部门投资应该会有所减速。我们预计，明年财政政策将更加强调“效率”，着重降低企业部门的广义税负，并致力于盘活存量的财政资金/资源<sup>12</sup>。

图表13：货币流通速度往往随通胀预期上升而加快



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表14：2017年中美利差可能不一定会继续收窄



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

<sup>10</sup> 请参见我们2016年12月15日发布的中国宏观专题报告《对近期债市震荡的一些思考》。

<sup>11</sup> 请参见我们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？》，以及2016年10月27日发布的中国宏观简评《再论今年财政宽松的力度、进度和特点》。

<sup>12</sup> 请参见我们2016年11月28日发布的中国宏观简评《提高人民币竞争力的（更优）政策选择——美英提出减税政策对中国的启示》。



## VI. 结语

随着再通胀范围的扩大和通胀预期的上升，部分供给偏紧的工业行业或将继续享受利润率的提升，尤其是在周期现阶段终端需求有望上升的中下游制造业。此外，随着需求增速回升，去产能和行业整合比较成功的子行业可能会有更强的定价能力<sup>13</sup>。

消费行业也有望享受销量和利润率的上升，特别是拥有差异化产品和高定价能力的消费品。地产以外消费的回暖以及 CPI 上升有望推动明年大消费行业利润的回升，尤其是一些特色的可选消费品。

我们以上预测面临的主要风险包括中国地产调控力度强于预期；金融市场去杠杆过程中操作失察导致货币条件大幅收紧；以及由于特朗普新政力度低于预期或其他政治、经济事件导致外需增速疲弱。由于目前房地产库存处在低位，以及城市化和住房升级会继续带来持续的住房需求，我们的基准假设是 2017 年房地产价格将大体保持平稳。另一方面，我们预计央行将维持相对中性的流动性管理，为金融市场有序去杠杆保驾护航。然而，如果这两方面的政策收紧力度大于预期，无疑会抑制投资需求、压低通胀预期。更重要的不确定性则来自于美国新政府最终采取的政策组合和实施路径，而特朗普新政的“明朗化”可能要等到明年二季度。当然，鉴于美国和全球的货币条件已经由于对新政的预期有所收紧，如果特朗普施政的实际力度远不及其承诺，通胀和增长的预期可能会有明显的回调。

<sup>13</sup> 关于行业层面去产能的详细分析，请参见我们 2016 年 9 月 21 日发布的中国宏观简评《中国制造业去产能周期走到什么阶段？》，以及 2016 年 9 月 29 日发布的中国宏观简评《为什么说中国制造业去产能“初现曙光”？——对我们制造业去产能一文的一些补充》。





## 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

翻译：黄金城

编辑：江薇、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

