

## 中国宏观专题报告

### 静待政策调整

#### 2H2018 宏观展望

2018年以来，一系列旨在“去杠杆”的政策叠加导致金融条件收紧幅度超出我们此前的预期。由此，投资增速开始放缓、通胀走弱，企业和政府部门的现金流也出现了一些边际压力。同时，考虑到贸易战升温的背景下外需也可能有一定“变数”，我们预计目前货币紧缩的节奏不具备可持续性。历史经验表明，增长和通胀均将滞后于金融条件收紧而下降。而当实际GDP增速因过快紧缩而降至其潜在增长率之下时，名义GDP增长回落的幅度往往超过信贷增速（如2013-15年），最终导致宏观杠杆率不降反升、与“降杠杆、防风险”的初衷背道而驰。微观层面上，企业与政府现金流过快恶化可能会迫使它们加大借贷以弥补经营性现金“缺口”。

由于年初至今上述宏观环境的变化，我们预计今年下半年货币政策在边际上有所放松，回归去年经济工作会议提出“稳健中性”的初衷。具体而言，我们不再有年内上调基准利率的预期。同时，今年央行也可能不再上调其公开市场操作利率。此外，我们预计今年还将有两次降准（虽然名义上可能仍为“定向”），每次100个基点，而与4月那次类似，部分降准释放的流动性可能用于置换到期的公开市场操作工具。我们预计下半年债券收益率曲线可能继续陡峭化——年底10年期国债收益率在3.7%-3.8%左右的水平，而短端利率有进一步下行的空间。

我们将2018年底美元兑人民币汇率从此前的6.18调整为6.38，主要基于对年底美元指数预测的上调（从此前的87上调至93）、以及我们对国内无风险利率预测的下调。

我们预期下半年财政政策相比上半年有所宽松。随着增值税和进口关税下调的减税效果逐步显现，财政收入增速可能有所放缓；同时，由于1-5月财政支出的节奏明显滞后于年初的预算安排，支出在下半年有加速的空间。由此，我们预计财政存款增速有望放缓。

鉴于政策紧缩超预期，我们将2018年实际GDP增速预测从7.0%下调至6.8%，对比目前6.6%的市场一致预期。同时，我们将2019年实际GDP增速预测从6.9%下调至6.7%。

基于同样的原因，我们将2018和2019年的CPI预测从2.6%和2.8%分别下调至2.0%和2.2%，而将2018-19年的全年平均PPI预测下调至3.0%和1.9%。由此，我们对2018-19年名义GDP同比增速的预测从此前两年均为10.9%的水平相应调整至9.7%和9.4%。

2018年上半年结构性改革的进展低于预期，考虑到十九大要求在2020年前完成一系列关键的结构性改革，我们预计改革在今年下半年与明年有望加速。财税体制、金融市场建设、社保制度、以及房地产长效机制等各方面的改革仍亟待推进。

我们对2018-19年的预测权衡了可能的上行和下行风险，其中政策变化的影响十分关键。如果政策调整比我们预期的更为及时和果断，增长回升的时点和力度均可能超预期。然而，如果政策调整相对滞后或乏力，增长有进一步下行的风险。外需方面，美国经济增长的前景，美欧增长差（美元走势），以及新兴市场潜在风险的演变是我们的主要“观察点”。

分析员

**梁红**

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

分析员

**易恒**

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 | 中美贸易摩擦再次升温 (2018.06.18)
- 宏观经济 | 财政存款堆积继续压制基础货币扩张 (2018.06.14)
- 宏观经济 | 增值税减税效果尚未显现 (2018.06.14)
- 宏观经济 | 投资消费增长均明显不及预期 (2018.06.14)
- 宏观经济 | 央行未跟随美联储上调公开市场操作利率 (2018.06.14)

## 静待政策调整 | 2H2018 宏观展望

### 一. 年初至今宏观走势表明政策亟需调整

2018年以来，一系列旨在“去杠杆”的政策叠加导致金融条件收紧幅度超出我们此前的预期。去年底以来，“去杠杆”政策力度明显加大。由此，调整后社融同比增速从2017年11月的14.7%下降至2018年5月的11.6%。本轮金融条件的收紧幅度已经超过我们进行2018-19年预测时的假设——我们之前预计2018年调整后社融同比增速可能在12.5%-13%左右。回顾来看，去年底资管新规征求意见稿的发布以及后续的一系列金融去杠杆相关政策（如对“非标”资产的监管收紧）对货币条件的紧缩效应非常明显——M2同比增速从2017年10月的8.9%放缓至2018年5月的8.3%，同期准M2<sup>1</sup>同比增速亦从12.2%显著放缓至10.2%，调整后社融<sup>2</sup>同比增速亦从14.5%下降至11.6%。从季调后环比增速来看，下滑趋势更为明显——5月M2和M1的季环比年化增速仅为4%左右，而调整后社融的季环比年化增速自2月以来已经连续停留在个位数水平，5月仅为8.5%（图表1）。以上一系列数据表明金融条件收紧节奏和力度较猛，而经济增长和通胀往往会滞后于金融条件收紧而下降<sup>3</sup>。我们认为，本轮金融条件收紧主要源于多项“去杠杆、防风险”政策叠加的效应，包括资管新规的发布、其后对非标资产的清理等等（图表2），同时，对开发商和地方政府融资收紧也对需求有不小的负面影响。

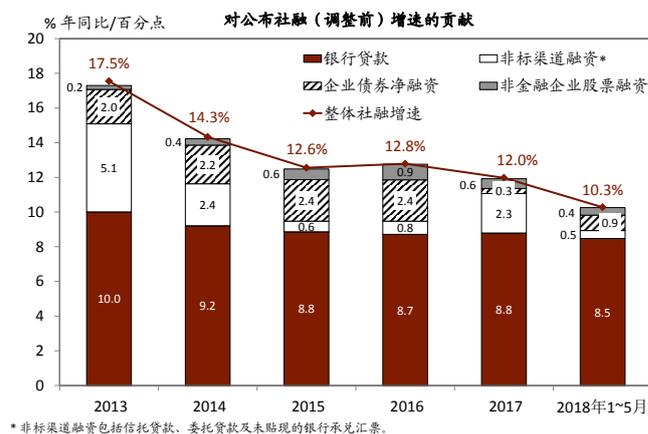
值得注意的是，今年以来财政政策也边际收紧，而这对货币信贷的增长也有抑制作用。一方面，今年1-5月中央月度财政盈余明显高于去年同期（图表3）；另一方面，对地方政府融资监管加强<sup>4</sup>和PPP项目库清理<sup>5</sup>等也明显压低了地方政府财政扩张的速度。截止5月底，财政存款同比增加约6121亿。财政存款上升直接压低基础货币，进而影响货币供给总量（基础货币 x 货币乘数 = 货币供给，目前货币乘数在5.6左右）。

图表1：调整后社融增速大幅下降表明货币条件收紧的节奏和力度有些过于猛烈



资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

图表2：非标融资渠道快速收缩是社融增速明显放缓的主要原因，而贷款增长并未加速，融资“缺口”加大



资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

<sup>1</sup> 准M2 = 调整后社融 + 估算的商业银行外汇占款 - 财政存款。有关准M2的计算方法，请参见我们2017年8月7日发布的中国宏观专题报告《该如何去理解M2增速下降及其影响？》。

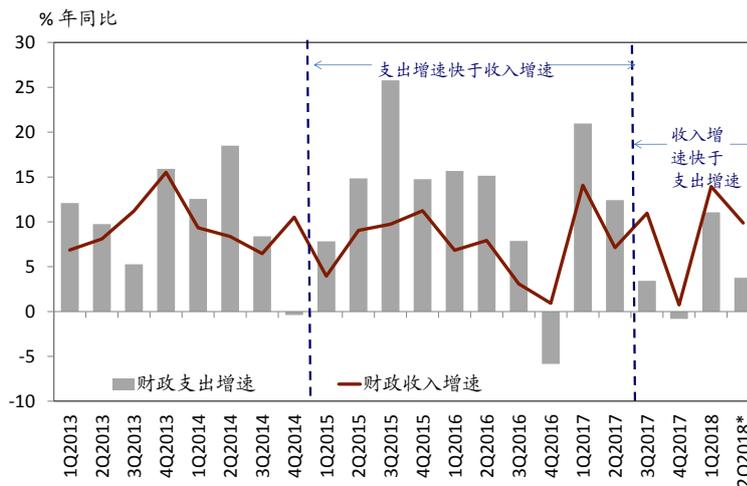
<sup>2</sup> 调整后社会融资总量 = 央行公布的社会融资总量 + 地方政府债券余额 + 国债余额。请参见我们2015年8月13日发布的中国宏观简评《论地方政府债务置换对贷款和社融数据的影响》。

<sup>3</sup> 请参见我们2017年8月15日发布的中国宏观简评《“准M2”与调整后社融作为领先指标的预测能力如何？》。

<sup>4</sup> [http://jrs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201803/t20180330\\_2857297.html](http://jrs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201803/t20180330_2857297.html)

<sup>5</sup> 请参见我们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？》。

图表3：财政政策今年来也边际收紧



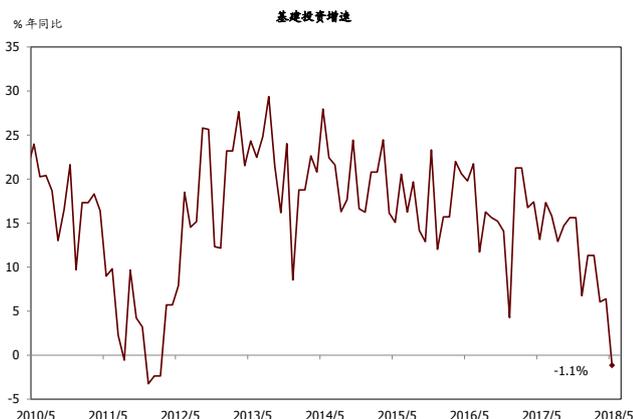
\*2Q2018 只包括4-5月数据。

资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

财政货币双双收紧、叠加严监管加码，导致今年以来投资增速不及预期，尤其是其中的基建投资。同时，部分可选消费行业的增速也有边际放缓迹象。从需求分项来看，今年以来基建投资增速明显放缓，一方面地方政府融资遭受“双重打击”——一方面银行清理“非标”资产、同时城投债发行监管明显趋严；另一方面，存量基建项目也受到了PPP项目库清理<sup>6</sup>的影响。虽然月度固定资产投资数据有较严重的数据质量问题，但基建投资同比增速从2017年的约20%“断崖式”下跌至2018年5月的-1%，某种程度上仍可以表明基建投资需求显著走弱（图表4）。同时，1季度水泥产量同比增速仅为-4.5%，表明当期建筑活动明显低迷（图表5）。从行业增加值增速分项看，一个“反常”的现象今年1季度第三产业增加值增速显著下降、而第二产业产出反而加速——细想也在情理之中，因为第三产业中房地产和金融业的监管趋严是导致相关行业增速明显下滑的主要原因。

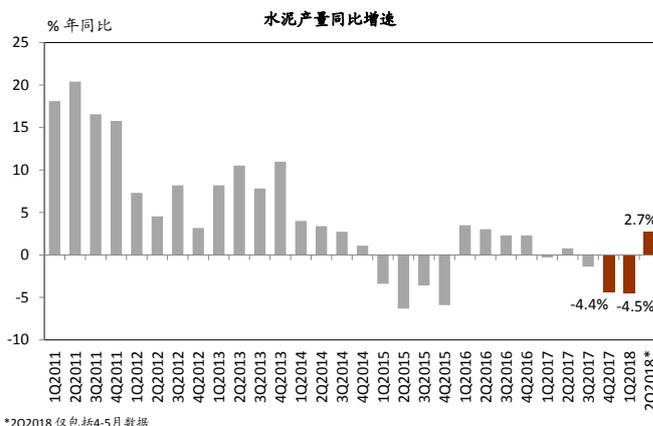
通胀也开始环比减弱。在油价明显走高的环境下，2018年2-4月的PPI环比连续负增长，部分受建筑需求弱于预期拖累。虽然2018年初以来CPI小幅上升，但对投资需求较为敏感的非食品价格随PPI一同走弱（图表7和图表8）。

图表4：基建投资增长“失速”



资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

图表5：环保督查和财政偏紧导致一季度建筑活动低迷

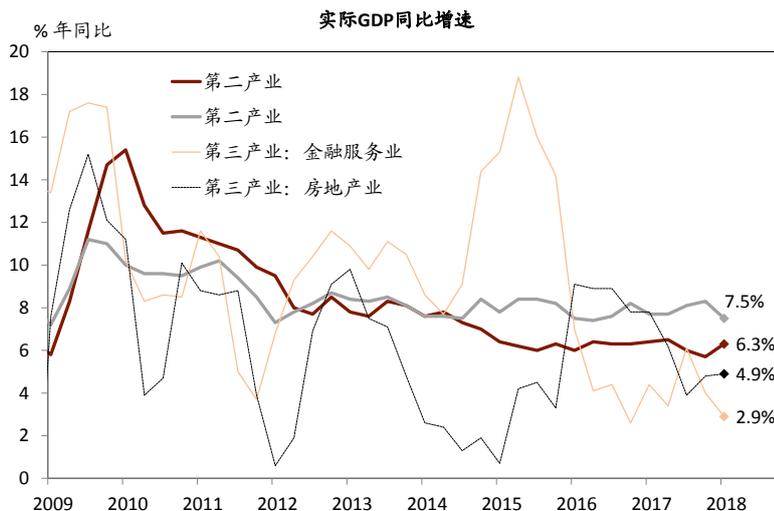


\*2Q2018 仅包括4-5月数据

资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

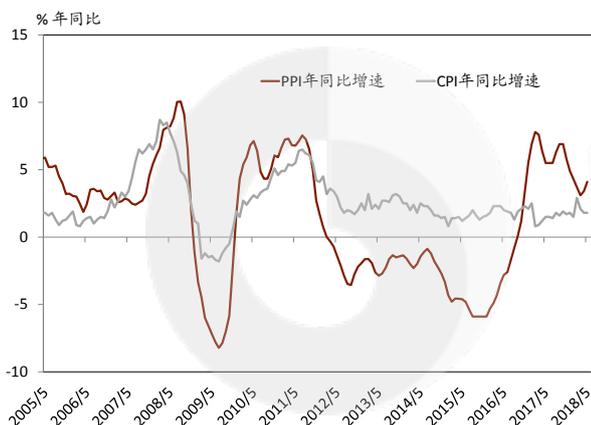
<sup>6</sup> 请参见我们2018年4月10日发布的中国宏观专题报告《PPP项目库清理影响几何？》以及2018年5月14日发布的中国宏观简评《3-4月PPP项目库清理加速、区域分化加剧 | PPP项目库清理之更新》。

图表6: 分行业看, 今年以来第二产业增长速反而有所上升, 而服务业增速明显放缓



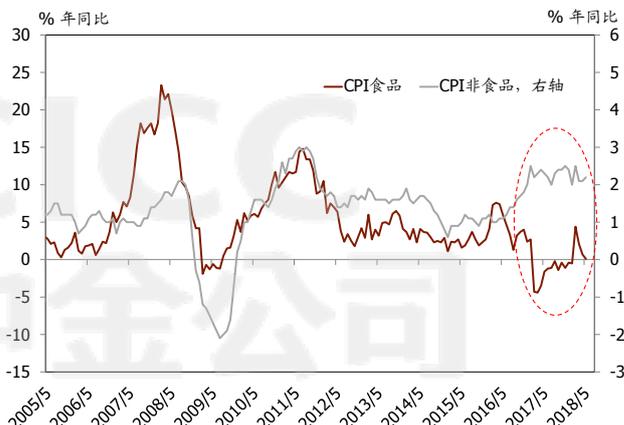
资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表7: 政策收紧环境下, PPI 环比增速快速下降



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表8: 食品价格回升, 但非食品通胀有所走弱



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

工业企业盈利增速随名义 GDP 一起放缓, 企业和政府部门的现金流也出现了一些边际压力。此外, 2018 年 2 季度以来信用债违约频率明显上升。2018 年 1-4 月工业企业营业收入和利润累计同比增速已经从 2017 年的 11.1% 和 21% 分别下降至 10.5% 和 15%。从资产负债表来看, 融资条件收紧导致工业企业应收账款占收入比例增加、流动资产比率降低、杠杆率上升 (图表 9 和 10)。M1 同比增速从 2017 年的 11.8% 大幅下降至 2018 年 5 月的 6%, 而更值得“警惕”的是, M1 月环比增速近几个月来一直徘徊在 0% 附近——M1 增幅大幅放缓可能是企业和政府现金流边际恶化的一个信号。分行业来看, 房地产开发商的资金来源增速明显走弱, 这可能是导致年初至今土地成交增速明显下降的原因之一 (图表 11 和 12)。此外, 受银行清理“非标”、金融条件过快收紧等因素的滞后影响, 近期信用债市场波动也有所加大<sup>7</sup>。往前看, 如果政策不及时调整, 考虑到大量债券、尤其是房地产债券即将到期, 3 季度信用违约事件可能会继续增多, 信用风险“蔓延”的风险会上升。

<sup>7</sup> 请参见我们 2018 年 5 月 27 日发布的中国宏观简评《又见债务违约|再谈对信用债市场震荡的一些思考》。

图表 9: 经历连续两年的下降后, 工业企业亏损额今年再次回升



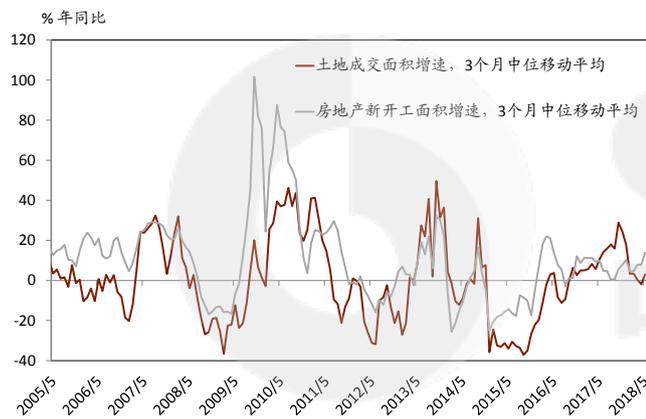
资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 10: 应收账款增速和占收入比例双双上升



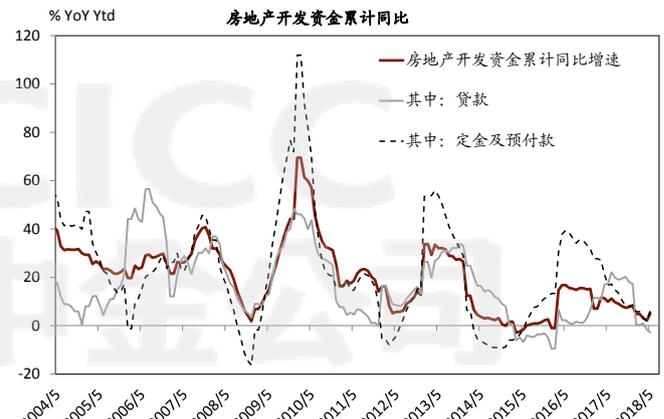
资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 11: 年初至今土地成交量增速明显放缓



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 12: 房地产开发商现金流明显收紧



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

另外, 近期中美贸易摩擦再度升温, 外需不确定性加强。经过几轮谈判后, 美国总统特朗普仍然决定对从中国进口的约 500 亿美元产品加征 25% 的关税。当晚时隔不久, 中国政府宣布将对相同规模美国对中国出口加征等量关税<sup>8</sup>。目前来看, 短期内中美贸易摩擦及其它地缘政治风险很难快速消退, 因此中国过快收紧内需的政策空间有限。

值得再次重申的是, 金融条件过快收紧反而往往与“降杠杆、防风险”的初衷背道而驰<sup>9</sup>。虽然目前的当期表现“杠杆率”可能并未上升, 但名义 GDP 增速和通胀往往滞后于金融条件收紧而下降。货币政策过快过度收紧可能会暂时把实际 GDP 的增速压到潜在增长率之下, 此时不仅实际经济增速下行, 且通缩压力上升。由此, 在宏观杠杆率的计算公式中, “分母”(名义 GDP) 下滑的速度很可能快过“分子”(信贷), 杠杆率走高。历史经验也表明金融条件过快收紧往往与“降杠杆”的长期目标背道而驰(如 2005 年, 或 2013-15 年)<sup>10</sup>。在微观层面, 金融条件收紧之后, 企业和政府的现金流可能恶化, 从而迫使它们以加大借贷弥补经营性现金流“缺口”——M1 增速快速下跌可能是企业现金流迅速恶化的一个信号(图表 13)。

<sup>8</sup> [http://www.xinhuanet.com/fortune/2018-06/16/c\\_1122993809.htm](http://www.xinhuanet.com/fortune/2018-06/16/c_1122993809.htm)

<sup>9</sup> 请参见我们 2014 年 5 月 29 日发布的聚焦中国报告《紧货币是否可以降杠杆?》。

<sup>10</sup> 请参见我们 2014 年 5 月 29 日发布的聚焦中国报告《紧货币是否可以降杠杆?》。

图表 13: 实际利率高企时, 杠杆率上升反而更快



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

## 二. 下半年货币和财政政策可能会如何调整?

由于 2017 年底一系列旨在“去杠杆”的政策叠加已经使得金融条件收紧的节奏与力度过于猛烈, 我们预计下半年货币政策将边际调整, 目前货币紧缩的节奏不具备可持续性。但从执行层面来看, 政策也会有一些“试错”的空间, 调整也可能不是“一次到位”。当前增长和通胀预期都在快速降温, 因此货币和财政政策可能会从偏紧回归真正意义上“稳健中性”的取向, 这也是去年经济工作会议所提出的政策“初衷”。我们预计第一次政策调整的时间窗口可能就在 6 月底至 7 月初, 第二次则可能在 9 月底 10 月初附近。

- ▶ 我们不再有年内上调基准利率的预期; 同时, 今年央行也可能不再上调其公开市场操作利率。我们认为, 除非政策能容忍增长和通胀大幅下行, 目前紧缩的金融条件以及随之而来的通缩压力可能已经限制了货币政策进一步收紧的空间。6 月 14 日央行并未跟随美联储加息上调公开市场操作利率, 表明货币政策开始显现出稳流动性和稳预期的倾向<sup>11</sup>。往前看, 我们维持此前对美联储全年加息 4 次、每次 25 个基点的预测(也就是说今年还有 2 次加息), 但中国央行未必会跟随上调市场操作利率——从近两年央行和美联储加息的路径来看, 中国货币政策的取向会以国内宏观调控的需要为主要依据, 而中美短端利差的考虑可能处于相对次要的位置。
- ▶ 此外, 我们预计今年还有两次较大范围的降准(虽然名义上可能仍为“定向”)、每次 100 个基点, 部分降准释放的流动性可能用于置换到期的公开市场操作工具。根据我们的估算, 假设今年央行的再贷款工具或(外汇干预带来的)外汇资产存量不上升, 如果要保持 M2 同比增速在 8.5% 左右, 年底前仍需降准 1-2 次。与 4 月那次类似, 央行可能会将降准释放出的部分流动性用于置换到期的 MLF, 因此我们预计今年还将有两次降准(虽然名义上可能仍为“定向”)、每次 100 个基点。降低存款准备金率将有助于金融机构更好地进行流动性管理, 同时降低银行、尤其是中小银行的资金成本。
- ▶ 我们认为下半年表内贷款额度可能会有所上调, 且/或对银行(尤其是中小银行)的资本金要求可能有一定形式的放宽, 以对冲非标融资渠道收缩过快的影响。今年以来, 非标资产的大幅缩减是导致社融增速快速下降的主要原因; 而近期信用债市场大幅波动亦加剧了民企和中小企业的融资压力(图表 14 和图表 15)。我们认为, 由于目前债市在违约情况下的价格发现与“退出”机制并不完善, 债市很难自行出清,

<sup>11</sup> 请参见我们 2018 年 6 月 14 日发布的《中国央行观察: 央行未跟随美联储上调公开市场操作利率》。

因此监管机构有必要适时介入、进行风险隔离，防止信用风险进一步蔓延<sup>12</sup>。我们预计，为了对冲非标融资渠道大幅收缩带来的影响，下半年表内贷款额度可能会提升，以支撑社融增速在较合理的区间；除此之外，加快支持中小银行补充资本金、或略微放宽资本金要求也是可行的措施。

- ▶ 此外，尽快颁布资管新规的执行细则及过渡期安排也有助于“非标”资产有序退出，降低踩踏风险。在目前资管新规细则暂未推出、预期较为波动的窗口期，银行资产跑步“标准化”在短期内造成了企业融资环境的过快收紧。

市场利率方面，我们预计下半年债券收益率曲线可能继续陡峭化——年底10年期国债收益率在3.7%-3.8%左右的水平，而短端利率有进一步下行的空间。我们将2018年底的10年期国债收益率预测从之前的4.0%-4.3%下调至3.7%-3.8%，主要是由于我们对增长和通胀的预测有所下调。此外，随着资管新规落地，银行理财产品资产和负债端期限错配的结构可能会逐步瓦解，短端利率下降幅度可能会超过长端<sup>13</sup>。我们认为，国内短端利率（包括T+0的货币市场基金收益率）高居不下，正是由于短端负债能够变相投资于长期、或流动性较低的资产。

基于对经济增长和利率预测的下调，我们将2018年年底的美元兑人民币汇率预测从此前的6.18调整为6.38。一方面，中美短期利差收窄自然会给人民币兑美元汇率带来一些压力，但另一方面，经济基本面走势和投资收益率仍然是决定对人民币需求和人民币汇率走势的根本因素。鉴于市场上仍积聚了大量实际意义上的人民币“空头”头寸，而我们认为中期内美元和美国经济也不太可能继续“一枝独秀”<sup>14</sup>，我们仍然认为人民币汇率有比较有利的支撑。

图表 14: 5月以来信用债市场波动加剧，信用债发行节奏5月来明显放缓



资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

图表 15: 信用债利差明显走阔，进一步推升中小企业融资成本



资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

与1-5月相比，下半年广义上的财政政策也可能会更加宽松。

- ▶ 财政赤字有望逐步扩张。随着增值税和进口关税下调的减税效果逐步显现，财政收入增速可能有所放缓；同时，由于1-5月财政支出的节奏明显滞后于年初的预算安排，支出在下半年有加速的空间。由此，我们预计财政存款增速有望放缓。
- ▶ 此外，专项债和地方债的发行可能会加速，以部分填补非标资产大幅收缩和近期信用债市场震荡造成的融资“缺口”。2018年财政预算中包括了1.35万亿元的“专项债”，而这并未包含在2.6%的预算赤字率中。考虑到信用债市场风险上升，以及城投债本身的“蔓延”风险较高，我们预计下半年专项债发行有望加快，以弥补地方政府的融资缺口。此外，政策性银行债和地方债仍有加快发行的空间，亦能对冲一部分非标资产快速收缩带来的紧缩影响。

<sup>12</sup> 请参见我们2018年5月27日发布的中国宏观简评《又见债务违约|再谈对信用债市场震荡的一些思考》。

<sup>13</sup> 请参见我们2018年4月27日发布的中国宏观简评《统一监管、平稳过渡：打破“刚兑”、矫正“错配” | 评资管新规正式出台》。

<sup>14</sup> 请参见我们6月3日发布的海外宏观专题报告《美国经济与美元是否会（继续）“一枝独秀”？》。

### 三. 鉴于政策紧缩超预期, 我们下调 2018-19 年的增长预测

我们将 2018 年实际 GDP 增速预测从 7.0% 下调至 6.8%, 对比目前 6.6% 的市场一致预期。同时, 我们将 2019 年实际 GDP 增速预测从 6.9% 下调至 6.7% (图表 16)。我们下调预测的原因是年初至今货币与财政政策双双收紧、且幅度超出预期, 对增长和通胀均有明显的滞后影响。

图表 16: 我们最新的 2018 下半年至 2019 年宏观预测

%年同比, 除非另作说明

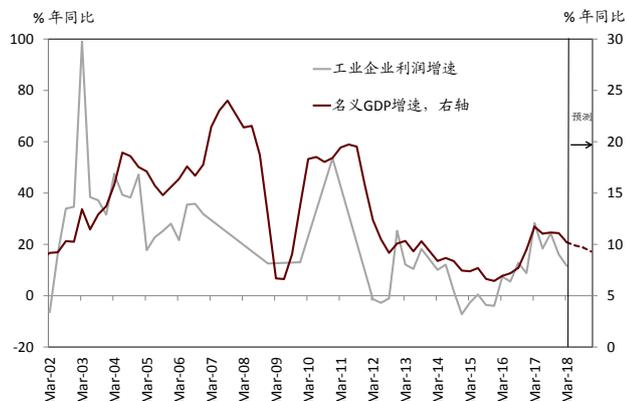
		2015	2016	2017	新 2018E	旧 2018E	2019E	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018E	3Q2018E	4Q2018E	
实际 GDP 增速	% 同比	6.9	6.7	6.8	6.8	6.7	7.0	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	
名义 GDP 增速	% 同比 % 环比年化	7.0	7.9	11.2	9.7	9.4	10.9	11.7	11.0	11.2	11.1	10.2	9.9	9.7	9.3	
工业增加值 名义社会消费品零售总额	% 同比	6.3 10.7	5.9 10.4	6.8 10.2	6.5 9.8	6.3 10.2	6.6 11.2	6.4 11.2	6.8 9.9	6.9 10.8	6.7 10.3	6.6 9.9	6.8 9.1	6.4 9.9	6.3 10.2	
出口 进口	% 同比 % 同比	-2.9 -14.3	-7.7 -5.5	7.9 16.1	13.1 18.2	9.0 7.0	9.4 11.4	8.2 9.5	7.1 24.3	8.2 14.1	6.4 14.9	9.7 12.8	13.9 19.1	12.8 22.6	15.0 18.6	10.9 13.3
M2 增速 新增人民币贷款	% 同比 万亿元	13.3 11.7	11.3 12.7	8.1 13.5	8.5 15.3	8.2 16.1	9.2 15.4	9.0 16.0	10.1 4.2	9.1 3.8	9.0 3.2	8.1 2.4	8.2 4.9	8.3 4.0	8.0 3.5	8.5 3.0
CPI PPI GDP 平减指数	% 同比 % 同比 % 同比	1.4 -5.2 0.1	2.0 -1.3 1.0	1.6 6.3 4.1	2.0 3.0 2.8	2.2 1.9 2.5	2.6 3.3 3.7	2.8 3.4 3.7	1.4 7.4 4.5	1.4 5.8 3.9	1.6 6.2 4.1	1.8 5.9 4.0	2.2 3.7 3.2	1.9 3.8 2.9	2.0 2.8 2.6	2.0 1.6 2.3
1年期贷款基准利率(期末) 1年期存款基准利率(期末) 7天回购利率(期末) 10年期国债到期收益率(期末)	% % % %	4.35 1.50 2.25 2.82	4.35 1.50 2.25 3.01	4.35 1.50 2.50 3.70	4.35 1.50 2.55 3.75	4.60 1.75 2.75 4.30		4.35 1.50 2.45 3.28	4.35 1.50 2.45 3.57	4.35 1.50 2.45 3.61	4.35 1.50 2.45 4.00	4.35 1.50 2.45 3.60	4.35 1.50 2.55 3.70	4.35 1.50 2.55 3.75	4.35 1.50 2.55 3.75	
基准存款准备金率(大型机构) 实际操作中的准备金率(大型机构) 人民币兑美元汇率(期末)	% % 市场价格	17.5 17.5 6.49	17.0 17.0 6.94	17.0 16.0 6.68	17.0* 13.0 6.38	17.0 0.0 6.18		17.0 17.0 6.90	17.0 17.0 6.77	17.0 17.0 6.64	17.0 17.0 6.53	17.0 16.0 6.29	17.0 15.0 6.40	17.0 14.0 6.40	17.0 13.0 6.38	
预算财政赤字率	% 占 GDP 比例	2.3	3.0	3.0	2.6	3.0										

\*: 基准存款准备金率, 而不是一定向降准后的实际有效准备金率

资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

同时, 我们将 2018-19 年的名义 GDP 增速预测从此前两年均为 10.9% 调整至 9.7% 和 9.4%。企业盈利增速往往和名义 GDP 同步, 所以往前看也可能继续放缓。但考虑到今年以来制造业产能扩张有限, 企业总体盈利能力有望保持相对稳健。我们预计 2018 年全年名义 GDP 同比增速 9.7%, 而四季度落在 9.3%, 总体不及 2017 年 11.2% 的增速——这意味着工业企业利润增速也会放缓 (图表 17)。但另一方面, 环保限产导致制造业产能扩张受限, 并且企业的投资相对利润和名义 GDP 有一定的天然滞后期, 因此我们预计非金融企业的投资回报率仍将处于上升趋势, 虽然“坡度”可能趋缓 (图表 18)。值得重申, 假以时日, 货币政策过快收紧可能对制造业的投资需求产生紧缩效应——投资回报率下降但融资利率继续上升, 即投资回报上升速度不及融资成本, 从而抑制投资需求 (图表 19)。

图表 17: 名义 GDP 增速放缓意味着工业利润增速也会同步下降



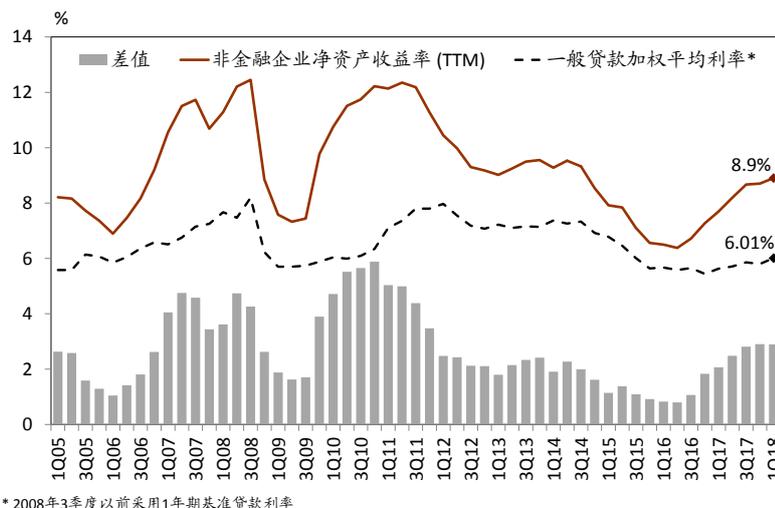
资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 18: 尽管企业利润增速可能下降, 但由于产能扩张受限, 工业企业整体盈利能力仍将保持稳健



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 19: 非金融企业盈利增速开始放缓, 但总体向好趋势 (虽然趋缓但) 并未逆转



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

分部门来看, 我们下调今年增长预测的主要原因是金融条件明显收紧压制投资需求; 而另一方面, 下半年贸易顺差可能走扩。我们下调对房地产和基建投资增速的预测, 主要是由于地产开发商和地方政府的现金流出现压力。同时, 我们预计制造业投资增速将保持稳健, 但由于盈利增长放缓, 进一步加速空间有限。此外, 今年以来, 收入分配持续改善, 尤其是低收入居民的收入增长加速, 因此整体消费需求有望继续增长; 但另一方面, 与企业利润增长和房地产销售更为相关的可选消费增速可能会边际放缓。最后, 在内需走弱的环境下, 贸易顺差不太可能维持在目前的低位。具体来看:

- ▶ 我们下调 2018 年下半年的投资增速预测, 主要是因为金融条件及整体政策环境收紧的节奏和力度超出此前的预期。

由于开发商现金流面临压力、且年初至今土地成交放缓, 今年下半年的房地产投资增速可能会小幅放缓。与我们此前的预期一致, 今年以来地产投资增速保持在 10.2% 的高位, 主要是由于库存水平处于历史低位、2017 年下半年以来土地成交稳健, 叠加过去两年中较大型的开发商在销售强劲的环境下积累了一些现金。但另一方面, 我们预计下半年地产投资增长势头可能有所减弱, 考虑到: 1) 限购、限贷加码和融资监管趋严使得开发商的现金流开始出现压力; 此外, 大量的房地产企业债将在 7-8 月到期, 小型开发商的现金流可能会进一步恶化——2015 年下半年政策宽松时允许开发商发债、2016 年底房地产企业发债监管又转而收紧, 而大量 2015 发行的债券于今年 3 季度集中, 中小开发商的融资压力凸显。2) 2018 年以来土地成交增速明显放缓——1-5 月土地成交量同比增速仅为 2.1%, 对比 17 年下半年的 21.1%。另一方面, 我们仍然预计公共住房, 尤其是公租房的供应将有望有所上升。但整体来看, 我们预测 18 年下半年地产投资名义同比增速将在 6-7% 左右, 全年地产投资名义同比增速从原来的 10% 下调至约 8%。

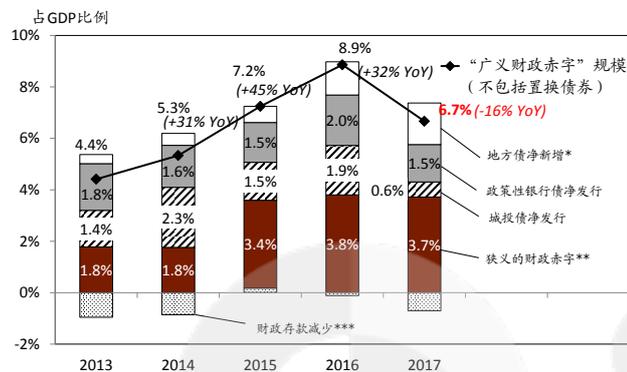
在当前政策环境下, 基建投资增速或将继续承压, 但与 1 季度相比, 今年下半年的当期基建投资增速可能不会比 1 季度更缓慢。2016 年下半年以来再通胀周期启动, 财政开始逐步退出此前一年的逆周期宽松政策; 由此, “广义财政”赤字率开始下降<sup>15</sup>——根据我们的估算, 广义财政赤字率已从 2016 年的 8.9% 下降到 2017 年的 6.7% (图表 20)。此外, 今年的财政预算赤字率为 2.6%, 明显低于去年实际实现的 3.7% 的赤字率, 且今年政策收紧以来城投债发行显著放缓, 我们预计 2018 年广义财政赤字率将下降至 5% 左右。因此, 未来几个季度内基建项目订单增速可能进一步放缓 (图表 21)。然而, 与建筑业增加值和原材料需求更相关的是项目的当期进度。从这个

<sup>15</sup> 广义财政赤字=财政赤字+地方政府债券净融资 (不含置换债券)+城投债净融资+政策性银行债净融资+财政存款净减少, 详情请参见我们 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?》。

指标来看，去年4季度至今年1季度基建项目的执行进度大幅放缓——环保督查趋严、1-4月的PPP项目库清理、春节偏晚、两会会期较长等因素均有影响。往前看，地方政府投融资监管收紧，以及银行清理“非标”可能使得地方政府融资平台的现金流恶化，基建投资需求或将继续承压。但另一方面，本轮清理中未被影响的项目开工有望逐步加快，因此今年下半年的当期基建投资增速不太可能比1季度多项因素叠加时更为低迷。

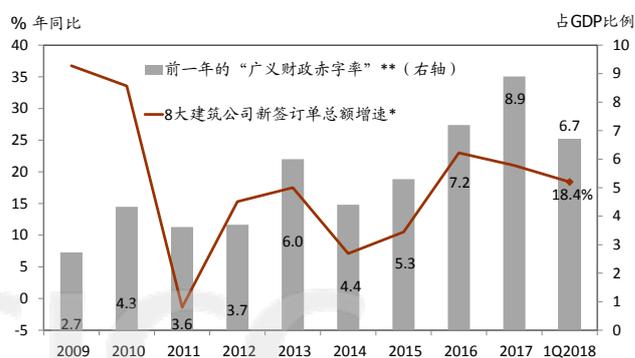
我们预计制造业投资增速将保持稳健，但盈利增速放缓可能会在短期削弱其上行的势头。我们此前分析<sup>16</sup>，工业企业利润增速和PPI领先制造业投资增长大约6个月——鉴于我们预期今年工业企业利润增速将放缓，制造业资本开支增速的上升势头可能也会暂时有所减弱。但另一方面，供给侧改革及/或国有企业去杠杆明显抑制和推迟了部分“旧经济”行业的资本开支增长，而这些行业的盈利水平仍处高位。因此，制造业投资上行的趋势虽然可能短期内不及之前猛烈，不太可能在下半年发生逆转。

图表 20: 2018 年“广义”财政赤字率可能进一步下降



\*不包括置换债券  
\*\*“+”表明为财政赤字，即财政宽松，反之亦然  
\*\*\*“+”表明财政存款减少，反之亦然

图表 21: 今年新签建筑订单增速可能会进一步放缓



\*8大建筑公司包括：中国中铁、中国铁建、中国交建、中国建筑、葛洲坝、中国电建、中国化学、中国中冶  
\*\*“广义”财政赤字率”包括狭义财政赤字、财政存款减少、地方债净发行（除置换外）、国债、政策性银行债、城投债净发行。  
更多请参见我们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？》

资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

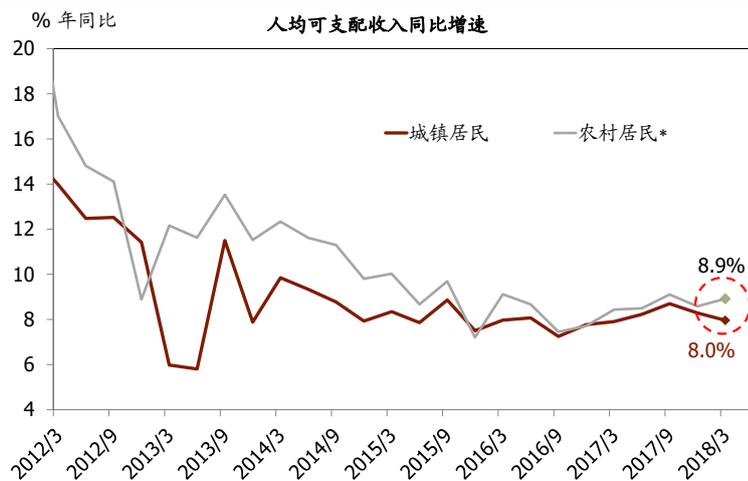
资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

- ▶ 我们预计消费增长将保持韧性，特别是与农村居民收入相关的消费行业。另一方面，与企业盈利及/或地产销量相关的消费行业的需求增速可能会边际放缓。与2016-17年相反，今年食品价格回升，而非食品价格和PPI均有所下降——这种转变的一个隐含意义是农村居民收入增长向好，相关消费需求走强。同时，扶贫、转移支付以及其他改善收入分配的政策可能会继续在结构上缩小城乡居民收入差距。图表 22 显示，农村居民可支配收入增速已经超过了城市居民，且 18 年两者“增长差”明显加大。我们预计，2018-19 年受益于大众消费升级的行业增速将继续超过整体消费增速，原因在于：1) 对消费有补贴作用的转移支付力度加大<sup>17</sup>，推动农村居民收入中用于消费的部分加速增长；2) 农村居民的消费边际倾向更高，其收入增长有助于消费走“量”。另一方面，鉴于企业利润增速和地产销量增速将有所放缓，因此与二者密切相关的可选消费增速可能小幅下降。总体来看，虽然面临短期波动，但长期来看消费升级趋势不变，我们对中国的消费增长前景仍然保持乐观。
- ▶ 除非中美贸易战全面“升级”，我们预计 2018 年下半年出口增速将比进口更具韧性，顺差扩大，而 2019 年贸易顺差扩张可能较为明显。我们认为，全球制造业将进一步复苏，继续推动中国外需增长，考虑到 1) 全球贸易复苏通常会持续数年，而本轮复苏从 2016 年下半年才启动。主要经济体复苏往往会在各贸易国之间形成需求“正反馈”，从而继续推动全球贸易增速的回升（而反之亦然，见图表 23）；2) 受减税等财政宽松政策提振，美国经济增长有望保持强劲走势。另一方面，2017 年 11 月以来国内金融条件收紧可能会对投资需求和进口带来滞后影响，导致下半年贸易顺差扩大（图表 24）。虽然贸易顺差扩大往往表明内需增长走弱，但另一方面，顺差扩大也将一定程度上减缓整体经济增速下行的幅度，2005 年和 2013-14 年即是如此。

<sup>16</sup> 请参见我们 2016 年 9 月 22 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？》2016；2016 年 9 月 28 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”》；以及 3) 2017 年 9 月 7 日发布的中国宏观简评《中国制造业产能投资或仍颇有空间》。

<sup>17</sup> 请参见我们 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”？》。

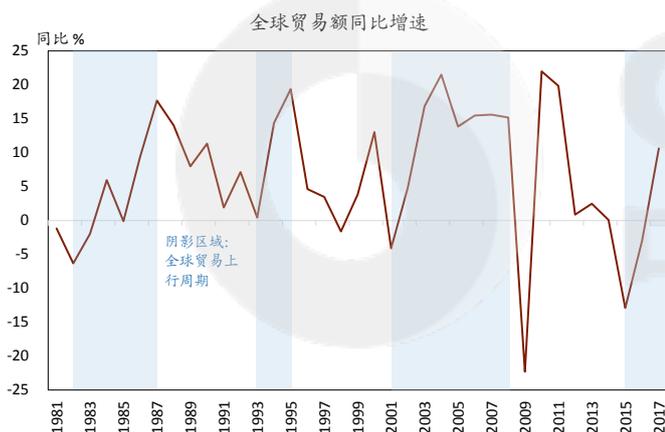
图表 22: 今年以来, 城镇居民收入增速放缓, 而农村居民收入增速回升, 两者“增长差”走扩



\* 2014年以前我们采用农村居民人均现金收入增速来估算人均可支配收入增速

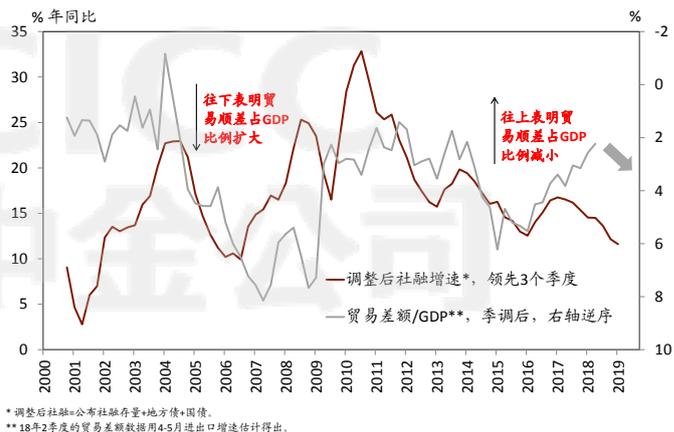
资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 23: 全球制造业和出口的复苏周期一旦启动, 往往会持续多年



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 24: 内需增长可能滞后于金融条件收紧而放缓, 贸易顺差也会相应扩大



\* 调整后社融=公布社融存量+地方债+国债。  
\*\* 18年2季度的贸易差额数据用4-5月进出口增速估计得出。

资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

分行业来看, 预计下半年第三产业增加值增速将逐步趋稳, 而第二产业增速可能会有所走弱。今年 1 季度以来, 房地产和金融服务业增长放缓, 导致第三产业增加值增速明显下降。另一方面, 1 季度第二产业增加值增速小幅加快, 可能反映出部分行业继去年利润率显著改善后产能有所扩张。往前看, 下半年金融服务业的基数明显走低, 且政策可能在边际上有所宽松, 其增速有望企稳。此外, 随着投资需求潜在走弱, 第二产业增速可能会小幅放缓。

#### 四. ...同时，我们也下调对2018年下半年至2019年的通胀预测

鉴于我们认为短期内总需求增长将有所走弱，我们将2018和19年的CPI预测从2.6%和2.8%分别下调至2.0%和2.2%。虽然我们下调了通胀预测，但我们重申，2018-19年CPI将温和上行，而PPI可能会逐步下降。CPI和PPI之间的分化主要源于食品价格的变化——2016-17年食品价格下降，而2018-19年可能会温和上涨<sup>18</sup>。2012年以来，农业持续处于通缩周期；但在最近2年内，农业供给侧改革叠加临储拍卖导致农业产能大幅退出<sup>19</sup>。往前看，随着供需趋于平衡，农产品价格可能会温和上涨。另一方面，考虑到金融条件收紧以及投资增长放缓的滞后影响，非食品通胀可能放缓。

基于同样的原因，我们将2018和19年的全年PPI预测分别下调至为3.0%和1.9%，这意味着工业品通胀幅度可能会有所下降。由此，我们对2018和19年GDP平减指数的预测也从此前两年均为3.7%的水平相应调整至2.8%和2.5%。宏观层面看，除非出现经济大幅过热，原材料行业利润率从目前（较高的）水平进一步大幅上升的空间有限——高企的利润率可能会推动（环保达标）产能的扩张。另一方面，虽然PPI涨幅可能收窄，但在国际油价同比上升、国内产能扩张较缓慢以及环保督查持续偏紧的环境下，我们预计PPI将在未来较长一段时间内保持在正区间。

#### 五. 对结构性改革的一些看法

2018年上半年结构性改革的进展低于预期，考虑到十九大要求在2020年前完成一系列关键的结构性改革，我们预计改革在今年下半年与明年有望加速。年初以来，大多数结构性改革的进展低于预期，仅在货物/服务贸易一些行业加大开放、资本账户有序自由化、人民币国际化等一些领域取得了进展。

- ▶ **财税体制方面，无论是为企业有效减税降负、个税改革，还是厘清中央及地方政府财权事权等事项的进展均不及预期。**虽然今年已下调了一个百分点的增值税率，但全球横向比较来看，中国企业的税费负担比例仍位居前列。与之形成对比的是，美国自2017年12月通过对企业和个人减税提案，今年已明显提振其消费和投资增速、推高企业盈利增长，同时也增加了对美投资的回报率/吸引力<sup>20</sup>。相反，虽然中国自2016年即开始实行营改增，但近期营业税和增值税占GDP比例反而再度上升（图表25）。我们认为，由于中国大部分的税费收入都来自于间接税，在通胀环境下税费收入增速往往快过名义GDP的增长率。因此，如果不对税制进行较大改革，企业部门的税负很难显著降低。此外，个税体制改革方案迟迟未出台，一方面现在仍在沿用2011年时制定的个税起征点，亟需上调；另一方面，个税征收范围需扩大至工资以外收入，并增加医疗、教育和养老等基本支出的抵扣项。个税方案改革对于扩大税基、增加“直接税”占比、改善收入分配都大有裨益，并且长期来看，将有利于中国中产阶级的兴起，并促进消费可持续增长。此外，虽然近期对地方政府投融资监管明显加强，但在中央和地方政府财权事权的分配方面仍未有实质性进展。我们认为，地方政府财权事权不匹配是地方政府大量依赖隐形债务和卖地收入的根源所在。值得注意的是，在十九大的改革计划中，财税体制改革是至关重要的一环，因此我们预计今年下半年至明年相关改革有望加速。
- ▶ **国企改革进展缓慢。**虽然2016年下半年以来，国企去杠杆取得了一些进展<sup>21</sup>，但今年以来其它国企改革进程较为缓慢，包括完善现代企业制度、有效盘活国企资产，以及清理“僵尸”企业等等。
- ▶ **除了为IPO扩容，金融市场改革仍亟需推进。**近期CDR上市相关的募资进展不畅表明，在没有资本市场改革和稳定的流动性环境配合的情况下，一味推动资本市场大幅扩容可能阻力不小。一方面，资管新规推出后资本市场流动性明显承压；另一方面，在引入真正长期投资者（如社保基金）、完善市场退出/出清机制，以及发展多层次资本市场体系等方面的实质性进展有限。近期信用债市场波动亦表明，金融市场和制度仍有很大的改革空间，包括在价格发现、风险隔离，以及市场出清机制等

<sup>18</sup> 请参见我们2017年3月19日发布的聚焦中国报告《为何农业供给侧改革可能会压低中国的CPI?》。

<sup>19</sup> 请参见我们2017年9月7日发布的中国宏观简评《中国制造业产能投资或仍有空间》。

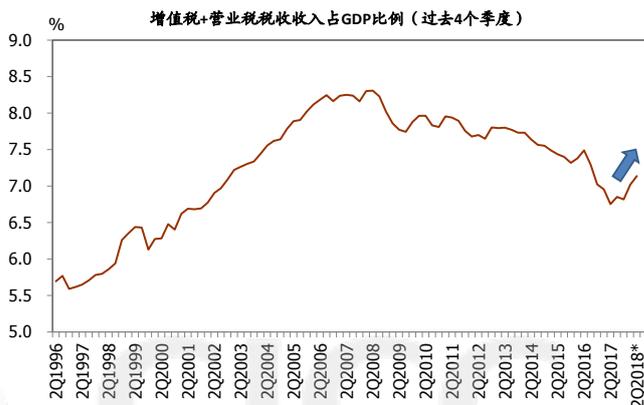
<sup>20</sup> 请参见我们2016年11月28日发布的中国宏观简评《提高人民币竞争力的（更优）政策选择|美英提出减税政策对中国的启示》。

<sup>21</sup> 请参见我们2017年9月21日发布的中国宏观简评《中国国企开始“还债”了》。

一系列方面均有待完善。由此，虽然近年来政策多次强调要大力发展直接融资，但我们看到，今年以来股权和债券融资在社融中的占比再度下降(请参见第2页的图表2)。

- ▶ **房地产方面，建立多层次住房供应体系、构建房地产长效机制等目标仍有待推进。然而，目前短期的房地产调控政策与维持房价平稳的长期目标可能是“背道而驰”的。**我们在此前的报告中反复强调，中国房价不断上涨的背后是城市住房供不应求和土地财政的现状——地方政府过于依赖卖地收入来维持财政收入增长<sup>22</sup>。然而，近期的房地产调控政策仍然选择在需求端发力，而对有效供给却形成限制——包括限购、限贷政策，收紧开发商融资渠道，以及部分一二线城市对新房销售大幅限价等。我们认为，**中长期来看，这些需求端调控政策反而会带来更多的市场扭曲，加剧住房供不应求的情况。**另一方面，在加大住房供应，包括增加保障性住房、公租房等公共住房方面的进展仍不及预期。

图表 25: 宏观税负水平 (增值税和营业税占 GDP 比例) 再次上升



\* 2季度税收数据根据4-5月税收收入增速推算，假设名义GDP同比增速为9.9%

资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

## 六. 潜在风险

我们的预测权衡了上行和下行两方面的风险。如果政策调整比我们预期的更为及时和果断，考虑到中国的经济复苏仍有韧性，增长回升的时点和力度均可能超预期。迄今为止，绝大部分的政策紧缩是通过严监管来实现的，因此，宏观政策也有可能（虽然可能性不大）比我们预期的更快转向相对宽松的立场。我们认为中国仍处于经济复苏的早期阶段——通胀水平仍低、产能扩张有限<sup>23</sup>，因此在这种情况下，经济增长和企业盈利均可能会明显回升。

然而，如果政策调整相对滞后或乏力，今年下半年至明年增长有进一步下行的风险。虽然我们的基准情形是政策执行将更加“务实”，但也不排除政策调整相对滞后、导致增长进一步下行的可能性。这种情况下，宏观经济和资本市场均可能面临更大的波动，反而更加背离政策“去杠杆”的初衷。

外需方面，除非出现中美贸易摩擦全面大幅升级的相对小概率事件，我们认为美国经济增长的变化、美欧增长差（即美元走势），以及新兴市场潜在风险的演变是我们主要“观察点”。基准情形下，虽然中美贸易摩擦较多，但我们预计全球贸易复苏回升的趋势将延续，因为从历史经验来看，双边贸易摩擦很难逆转全球贸易复苏的趋势。但是，我们也不应忽视外需仍然面临一些潜在风险，包括欧洲政治风险的演进，以及与之密切相关的新兴市场经济表现。我们在此前的报告中分析<sup>24</sup>，悲观情形下，美欧之间的增长预期差如果在目前已经较高的水平继续扩大、将使美元在短期内保持强势，从而加剧部分新兴市场国家的现金流压力和偿债风险。在这种情况下，新兴市场波动加大也可能使得全球经济增长前景承压。

<sup>22</sup> 请参见我们 2016 年 3 月 7 日发布的中国宏观专题报告《又见房价上涨》，以及 2016 年 4 月 20 日发布的中国宏观专题报告《又见限购调控》。

<sup>23</sup> 请参见我们 2017 年 4 月 24 日发布的聚焦中国报告《中国的经济扩张和政策紧缩周期走到哪里？》。

<sup>24</sup> 请参见我们 2018 年 6 月 3 日发布的海外宏观专题报告《美国经济与美元是否会（继续）“一枝独秀”？》。

## 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剂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：樊荣

## 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

### 西安雁塔路证券营业部

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