

海外宏观专题报告

复苏延续，挑战犹存

2018年下半年全球经济展望

要点：

预计下半年全球复苏有望延续，美国下半年继续强劲增长，通胀加速上行；欧元区下半年增长虽难以达到 2017 年时水平，但有望重拾动能，好于上半年；日本也有望继续取得不错的增长。但包括贸易摩擦、政治风险、外部环境收紧对新兴市场带来的压力等挑战依然存在。

预计美国 10 年期国债收益率年底上升至~3.25%；但基准情形下美元不具备继续大幅升值基础，因美国与世界其它地区“增长差”有望缩小。

美国：2H2018，“快马加鞭”

增长和通胀：随着减税效果继续释放，美国经济下半年“快马加鞭”，投资消费均有望加速，失业率有望在低于自然失业率情况下继续下降。预计 2018 年全年实际 GDP 增长 2.9%，失业率年底下降至 3.5%。通胀有望在下半年加速，年底核心 PCE 同比增速上升至 2.2%，全年增速 1.9%。

货币政策：下半年再度加息 2 次已经是大概率事件；缩表按部就班，全年月均缩表~310 亿美元（下半年略高于上半年），全年缩表~3,700 亿。

欧元区：增长回归稳健，通胀温和复苏

增长和通胀：财政及货币政策支持下，欧元区内需依然稳健，下半年增长有望好于上半年，回归稳健增速，失业率有望继续下降，通胀维持温和。预计 2018 年全年实际 GDP 增长 2.1%，失业率年底下降至 8.1%，依然高于危机前 7.2% 的低点。预计全年总 CPI 同比 1.4%，核心 CPI 同比 1.0%。

货币政策：欧央行 6 月会议基本为 2019 年下半年前定下相对鸽派基调：1) 9 月后资产购买规模从每月 300 亿欧元下降至 150 亿欧元，12 月后停止；2) 2019 年夏天（年中）前不加息。预计除非通胀显著超预期或者发生其它重大风险事件以至于影响通胀前景，否则至少今年下半年现有的相对鸽派基调不会有实质性的调整。

日本：重回正增长，但通胀疲弱；货币政策进退两难

增长和通胀：劳动力缺乏使得日本经济再度面临瓶颈，失业率已经难以继续下降。日本下半年可能有不错的增长，但是通胀离日本央行目标依旧遥远。预计 2018 年全年实际 GDP 增长 1.0%，失业率维持在 2.5% 的低水平。预计全年 CPI 通胀同比 1.1%，核心 CPI 通胀 0.9%。

货币政策：通胀掉头向下，货币政策“进退两难”。由于继续购债空间有限、负利率对金融机构副作用累积，日本央行实际上面临被动紧缩压力。但近期通胀再度掉头向下令其也难言退出。日本央行“进退两难”。

新兴市场：外部环境收紧，分化可能加剧

增长和通胀：我们认为新兴市场整体尚处于复苏早周期，韧性仍在，但美联储加息、美元走强、以及贸易冲突等外部环境的收紧也令新兴市场继续面临挑战。内部分化可能加剧，双赤字国家如阿根廷、土耳其、巴西、南非等相对更加脆弱。

货币政策：内部复苏带动通胀上升、叠加美联储加息带来的压力，使得新兴市场整体有望逐步收紧货币政策，或者主动，或者被动，从而缩小与美国之间的货币政策差距，支持本币汇率稳定。

分析员

张梦云

SAC 执证编号: S0080518040004
SFC CE Ref: BIB964
mengyun.zhang@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 | 美国 5 月零售超预期，加速增长 (2018.06.14)
- 宏观经济 | 退出 QE 但速度慢于预期，利率指引偏鸽派 (2018.06.14)
- 宏观经济 | 鹰派加息，确认 2018 年加息四次 (2018.06.14)
- 宏观经济 | 5 月核心 CPI 通胀稳步上升至 2.2% (2018.06.12)
- 宏观经济 | 日本 4 月核心机械订单环比 10% 超预期；5 月机床订单增速回落 (2018.06.11)
- 宏观经济 | 新兴市场加息提速；关注本周美欧日议息会议 (2018.06.10)

目录

全球: 复苏延续, 挑战犹存.....	3
美国: 2H2018, “快马加鞭”	7
欧元区: 增长回归稳健, 通胀温和复苏.....	10
日本: 重回正增长, 但通胀疲弱; 货币政策进退两难.....	12
新兴市场: 外部环境收紧, 分化可能加剧.....	13

图表

图表 1: 2018 年海外主要经济体宏观预测表.....	5
图表 2: 全球加息周期已经进行到后半段, 越来越多经济体开始退出宽松的货币政策.....	5
图表 3: 美联储历史上多次加息至自然利率水平以上.....	6
图表 4: 加息至自然利率水平以上的背景是经济趋于过热.....	6
图表 5: 1 季度美国对欧洲增长差再度扩大.....	6
图表 6: 美德利差也扩大.....	6
图表 7: 当前 10 年期债券收益率远低于基本面隐含值.....	6
图表 8: 债券市场对加息终值计入不够, 未来面临重新锚定压力.....	6
图表 9: 预计 2018 年全年美国实际 GDP 有望增长 2.9%.....	8
图表 10: 预计全年核心 PCE 通胀同比 1.9%.....	8
图表 11: 劳动力市场持续改善, 失业率继续下降, 工资有望继续加速增长.....	8
图表 12: 减税效果+劳动力市场改善背景下, 消费强劲增长.....	8
图表 13: 住宿、其它服务业价格成为推动通胀上行的主要动力.....	8
图表 14: 美国房屋库存处于历史低位, 房价及房地产投资均有增长压力.....	8
图表 15: 住宿、其它服务业价格成为推动通胀上行的主要动力.....	9
图表 16: 随着失业率的继续降低, 菲利普斯曲线正在重新陡峭化, 通胀对失业率变化的敏感度上升.....	9
图表 17: 税改在 2018/19 年效果较大.....	9
图表 18: 扩张性财政政策进一步刺激总需求.....	9
图表 19: 欧元区下半年回复稳健增长, GDP 增速虽很难再回到 2017 年那样的高速, 但相比 1 季度的 0.4%有望改善.....	11
图表 20: 未来一段时期欧元区通胀可能继续相对温和.....	11
图表 21: 欧元区信贷依然在支持实体经济.....	11
图表 22: 2018 年欧元区整体继续维持财政扩张.....	11
图表 23: 欧元区企业盈利能力已经逐步回升, 支持增加资本开支.....	11
图表 24: 意大利政府债务 2.3 万亿欧元, 占 GDP 比例 132%, 面临财政可持续性, 是欧元区下半年主要风险点.....	11
图表 25: 日本 2 季度开始有望摆脱负增长.....	12
图表 26: 通胀再度掉头向下, 日本央行难言退出.....	12
图表 27: 新兴经济体内部分化, 土耳其趋于过热.....	13
图表 28: 相应地, 各类新兴经济体的通胀走势也不一致.....	13
图表 29: 主要国家和地区对中美敞口.....	14
图表 30: 一些双赤字明显的国家在外部金融条件收紧中相对风险更大。如阿根廷, 巴西, 土耳其, 南非等.....	14
图表 31: 从内外部金融脆弱性综合衡量, 阿根廷、土耳其以及南非在主要新兴经济体中最为脆弱.....	14

全球：复苏延续，挑战犹存

我们预计在 1 季度的一些暂时性拖累因素消逝后，2018 年下半全球增长有望重新加速，但同时面临的风险和挑战也依然存在，其中包括贸易战可能进一步激化、部分基本面脆弱的新兴市场在外部压力逐步上升的外部环境中风险上升。对于影响全球经济走势的三个关键变量，我们认为：1) 美联储在加息后期完全可能加息至自然利率水平以上；2) 美国国债收益率依然将趋势性上升，年底~3.25%左右；3) 基准情形下美元不具备继续大幅走强的基础，但若悲观情形发生美元可能暂时走强。

关键问题 1：全球经济复苏动能如何？

复苏有望持续，但风险和挑战依然存在，部分风险甚至存在加剧的可能。尽管全球增长在 1 季度均有不同程度放缓，但我们认为，全球经济复苏动能依然强劲，欧美两个核心需求中心依然相对健康；另一方面，贸易冲突、政治风险等挑战依然存在：

- ▶ **美国 2 季度开始消费投资均重回强势。**消费方面，在劳动力市场改善叠加减税刺激效果下，美国消费自 2 季度开始已经重回强势，后续其强劲增长有望持续。投资方面，工业企业产能紧张、以及房屋供给紧张、叠加油价复苏，对投资形成支撑。
- ▶ **欧元区内需依然稳健，财政扩张及货币宽松继续提供支撑。**从 2018 年 1 季度以来的数据进展看，欧元区基本面有“变”与“不变”。变的部分是，外需不再像 2017 年那样强劲。强势欧元、以及中国需求放缓对欧元区 1 季度以来出口产生负面作用，拖累增长。不变的部分是，欧元区内需依然稳健。2015 年以来，扩张性财政政策及宽松的货币政策支持下，欧元区内生动力不断增强，经济增长的核心动力已经从 2011~2012 时期的外需转为消费加投资构成的内需。实际上，1 季度实际 GDP 环比增长 0.38%，但内需对 GDP 贡献达 0.52 个百分点相比 2017 年 4 季度的 0.38 个百分点是上升的，外需拖累 0.14 个百分点是降速最主要的原因。我们预计欧元区财政政策及货币政策在未来 1 年将保持相对宽松，意味着内需依然将继续支撑欧元区经济稳健增长。当然，如果外需能够复苏，欧元区的弹性将更大。
- ▶ **挑战和风险因素依然存在。**下半年主要的风险点包括：贸易冲突有愈演愈烈的趋势；欧元区面临的¹政治风险，尤其是意大利民粹政府在 10 月份提交财政预算时与欧盟的可能冲突；随着美联储加息继续进行等外部因素导致外部环境收紧，部分基本面脆弱的新兴市场经济体风险进一步上升，需重点关注的包括土耳其、巴西、南非等。

关键问题 2：美联储最终是否可能加息到超过自然利率的水平？

完全可能。6 月 FOMC 议息会议上，美联储点阵图隐含 2018/19/20 年加息 4/3/1 次的路径，也就是加息至 2020 年初结束，届时联邦基金利率上限上调至 3.5%。当前市场对于 2018 年加息四次已经没有什么大争议，关注点将逐步转向加息至何处结束。这个问题的核心争议在于自然利率水平处于何处、以及美联储是否会加息至自然利率以上。我们认为，随着经济过热加剧，美联储加息至超过自然利率是一个自然结果。另外，随着经济改善自然利率也可能提升：

- ▶ **随着经济过热加剧，美联储加息至超过自然利率水平是一个自然结果。**以泰勒规则等为代表的货币政策规则表明，在产出缺口为正、实际失业率低于自然失业率、通胀高于央行目标的经济过热状况下，央行的政策利率需要高于名义自然利率，才可能使得经济重回均衡状态。我们预计 2018~2020 年随着经济过热加剧，加息至超过自然利率是一个自然结果。
- ▶ **美联储历史上多次这样做。**历史上看，美联储曾经多次在加息周期中将联邦基金利率推升至高于自然利率的水平。根据前任美联储主席 Yellen 的计算¹，上世纪 60 年代以来美联储曾 7 次将联邦基金利率推升至超过自然利率的水平，超过的幅度中值~1.9 个百分点。

¹ Yellen, 2016, *The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future.*

- ▶ **自然利率也在提高，美联储加息至超过自然利率水平的时间点可能没有那么早。**自然利率不是一个可以直接观察到的变量，需要根据模型计算。虽然各种模型计算出的结果不尽相同，但是一个共同点是，随着经济改善、投资增加，自然利率也在相应提高²。所以美联储加息至超过自然利率水平的时间点可能没有那么早。

关键问题 3: 美国国债收益率是否会继续上行?

会，预计年底 10 年期国债收益率~3.25%。当前美联储年底前还将加息两次，债券市场已经基本计入这一影响。但向前看，我们预计美国国债收益率将继续维持上行趋势，年底 10 年期国债收益率 3.25%左右，而随后还将继续上行，主要是基于如下三方面考虑：

- ▶ **相对基本面，美债收益率目前被严重压低。**我们以通胀、增长及短期利率（3 个月国债收益率）的预期值作为基本面代表因素，用回归模型估计基本面隐含的美债收益率水平。根据我们估计的模型，结合当前对通胀、增长及短期利率的预期，10 年期国债收益率“合理”的基本面隐含值应该在 3.8%左右，因此当期国债收益率实际上被严重压低。国债收益率明显低于基本面隐含值，其背后重要的原因是美联储购债压制期限溢价等原因造成的扭曲。学术研究估计的结果表明，美联储三轮 QE 操作共压低 10 年期国债收益率~170bps，主要是通过抑制期限溢价实现³。
- ▶ **期限溢价可能上升。**根据我们对美国 10 年期国债期限溢价的回归模型结果，美联储缩表以及宏观周期后段通胀和增长不确定性的增加都将导致期限溢价上升。其中美联储的缩表路径及其影响可以定量估计。我们的回归模型表明，美联储资产/GDP 占比每下降 1 个百分点，10 年期国债期限溢价上升~7.2bps。我们估算 2018/19/20/21 年美联储缩表速度大概为 310/370/300/270 亿美元每月，2018~2020 年底总资产/GDP 比例累计下降~8%，对应期限溢价上升~58bps，年均上升~19bps。
- ▶ **债券市场对于美联储加息终值计入尚不充分。**最后一个因素在于，当前债券市场隐含的加息终值~3.08%，依然低于美联储 6 月给出的 3.38%这一水平。我们预计随着通胀以及增长继续加速，债券市场将重新“锚定”，虽然锚定的幅度存在不确定性。

关键问题 4: 美元是否会继续大幅走强?

基准情形下不具备继续大幅走强的基础，但若悲观情形发生可能暂时走强。4 月中旬以来，美元指数一转去年来的弱势、上涨超过 5%至 94.8。其背后的原因主要在于：1) 欧元区 1 季度走弱，美国与欧元区等经济体“增长差”扩大；2) 欧央行及日本央行 6 月会议偏鸽派⁴，而美联储确认今年加息 4 次，美国与其它地区以及货币“政策差”扩大；3) 贸易冲突、意大利政治风险上升等风险因素导致欧元承压，避险情绪上升推升美元。

向前看，值得重中的是，相对美国，包括欧洲、日本和中国在内的其他主要经济体处于再通胀周期的较早期阶段，这是中期内全球货币政策将趋同、而美元则处于贬值通道的最根本原因。我们预计：

- ▶ **基准情形下，我们认为美国与世界其他地区之间的“增长预期差”将缩小，“政策差”也相应收窄。**这个假设的前提条件包括下半年欧元区增长有所恢复、欧元区政局不再大幅恶化、和/或中国“微调”宏观政策、以更“可持续”的速度去杠杆。我们认为，今年下半年基准情形发生的可能性较大，原因包括：1) 假以时日，年初至今欧元及欧洲利率相对走弱会对经济周期有所提振，2) “极端主义”政策施行仍属于“尾部风险”，以及 3) 中国以往的政策执行经验表明，中国宏观政策总体较为“务实”——即政策仍会同时考虑稳增长和防风险两个目标、尤其是通胀压力较低环境下。
- ▶ **然而，在悲观情形下——即欧元区政局继续恶化、贸易摩擦再度升温、而中国仍保持较快的紧缩节奏，美元短期也有继续偏强的可能。**

² 纽约联储的 DSGE 模型，预测 2018/19/20 年美国实际自然利率（减去通胀）分别为 1.1%/1.2%/1.4%，呈逐渐上升趋势。

³ Engen, E., Laubach, T., & Reifschneider, D. (2015). The macroeconomic effects of the Federal Reserve's unconventional monetary policies.

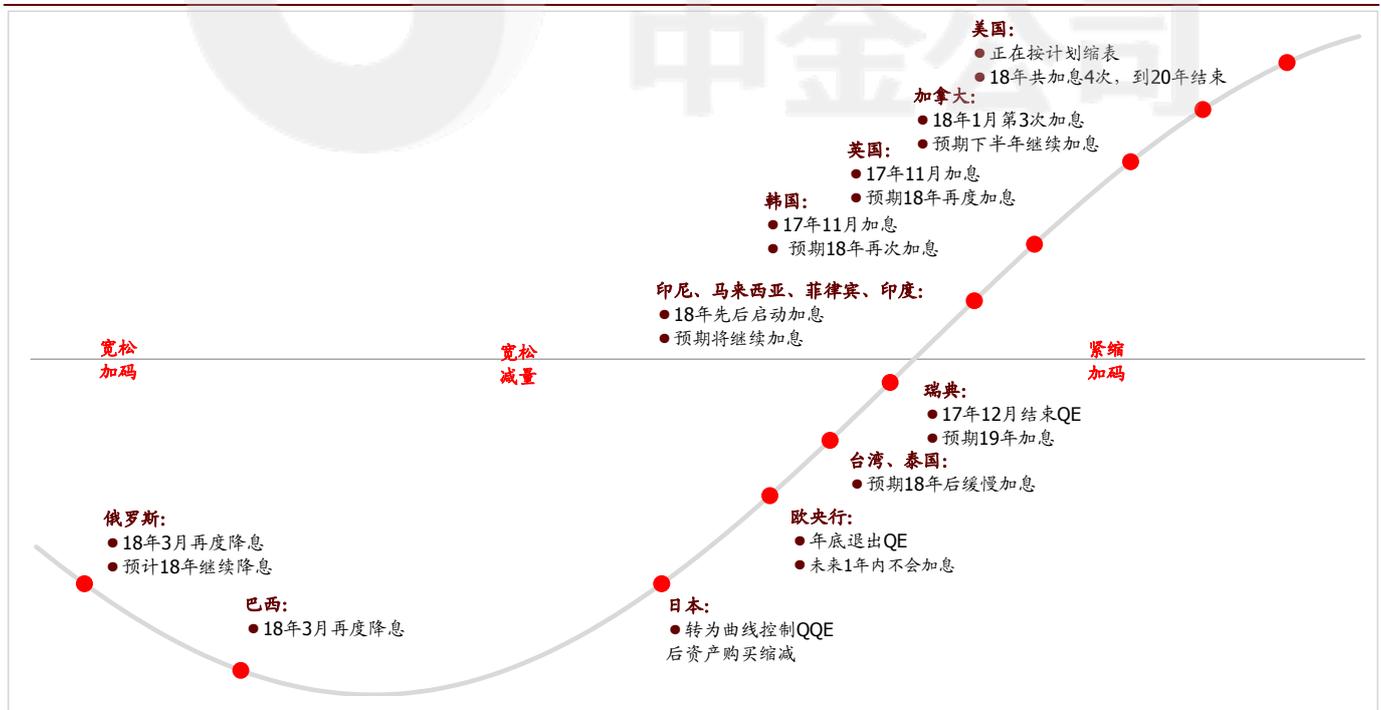
⁴ 参见我们 2018 年 6 月 14 日的海外央行观察《退出 QE 但速度慢于预期，利率指引偏鸽派 | 6 月欧央行议息会议点评》。

图表1: 2018年海外主要经济体宏观预测表

国家/地区	单位	2015	2016	2017	2018	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18
美国									
实际GDP	%, 季调年化环比	2.9	1.5	2.3	2.9	3.1	3.2	2.9	2.2
PCE通胀	%, 同比	0.3	1.2	1.7	2.2	1.6	1.5	1.7	1.8
核心PCE通胀	%, 同比	1.3	1.8	1.5	1.9	1.5	1.4	1.5	1.6
失业率	%, 期间平均	5.3	4.9	4.4	3.8	4.3	4.3	4.1	4.1
小时工资增速	%, 同比	2.6	2.7	2.7	2.9	2.5	2.8	2.7	2.6
联邦基金利率上限	%, 期末	0.50	0.75	1.50	2.50	1.25	1.25	1.50	1.75
10年期国债收益率	%, 期末	2.27	2.45	2.41	3.25	2.30	2.33	2.41	2.74
美元指数	%, 期末	99	102	92	93	96	93	92	90
欧元区									
实际GDP	%, 季调环比	2.1	1.8	2.4	2.1	0.7	0.7	0.7	0.4
CPI通胀	%, 同比	0.0	0.2	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4	1.2
核心CPI通胀	%, 同比	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	0.9	1.0
失业率	%, 期间平均	10.9	10.0	9.1	8.4	9.2	9.0	8.7	8.6
主要再融资利率	%, 期末	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
欧元/美元	%, 期末	1.09	1.05	1.20	1.18	1.14	1.18	1.20	1.23
日本									
实际GDP	%, 季调年化环比	1.4	0.9	1.7	1.0	2.9	2.5	1.6	-0.6
CPI通胀	%, 同比	0.8	-0.1	0.5	1.1	0.4	0.6	0.6	1.3
核心CPI通胀	%, 同比	0.6	-0.3	0.5	0.9	0.4	0.6	0.9	0.9
失业率	%, 期间平均	3.4	3.1	2.8	2.5	2.9	2.8	2.7	2.5
政策利率	%, 期末	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
美元/日元	%, 期末	120	117	113	110	112	113	113	106

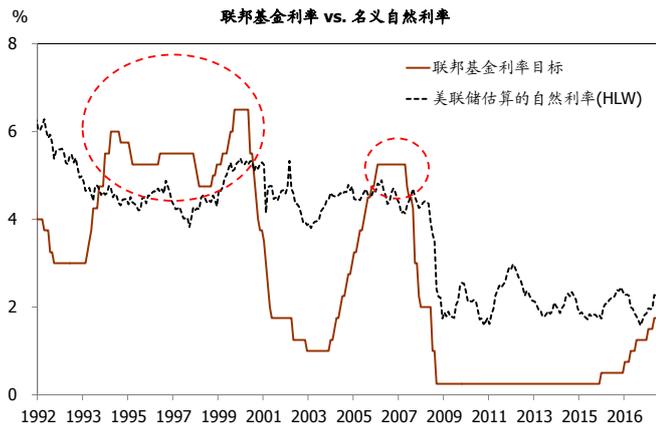
资料来源: Haver, Bloomberg, 中金公司研究部

图表2: 全球加息周期已经进行到后半段, 越来越多经济体开始退出宽松的货币政策



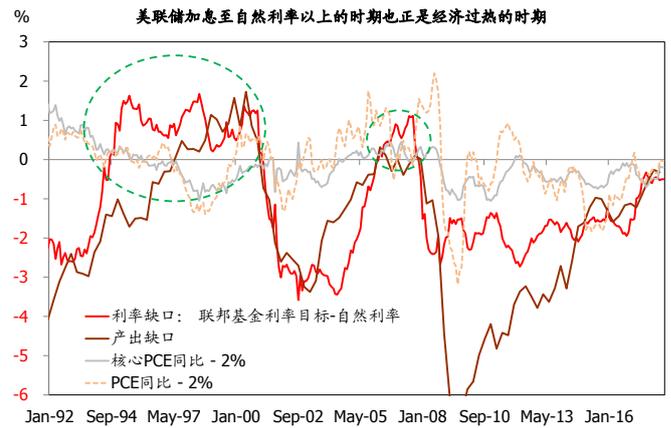
资料来源: Haver, Bloomberg, 中金公司研究部

图表3: 美联储历史上多次加息至自然利率水平以上



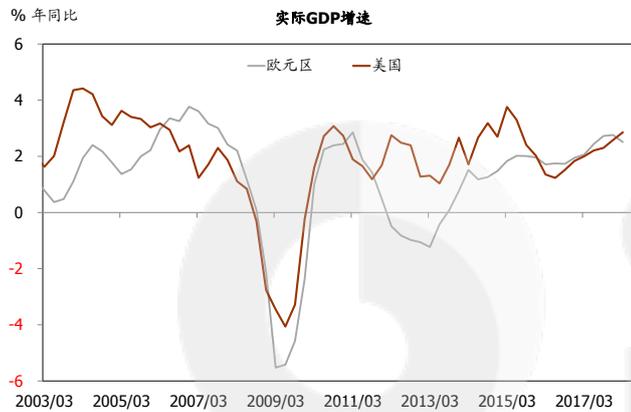
资料来源: Holston, Laubach & Williams, Haver, 中金公司研究部

图表4: 加息至自然利率水平以上的背景是经济趋于过热



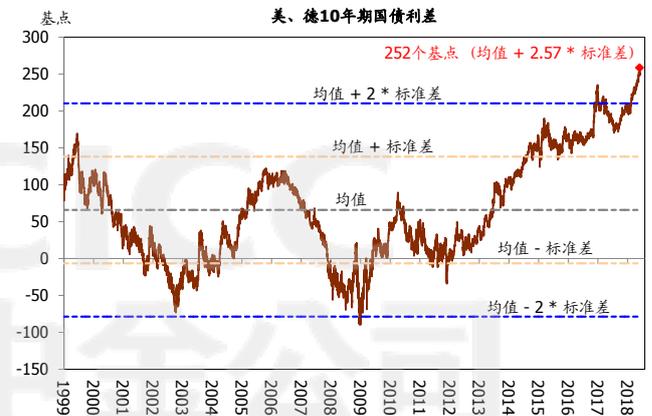
资料来源: Holston, Laubach & Williams, Haver, 中金公司研究部

图表5: 1季度美国对欧洲增长差再度扩大



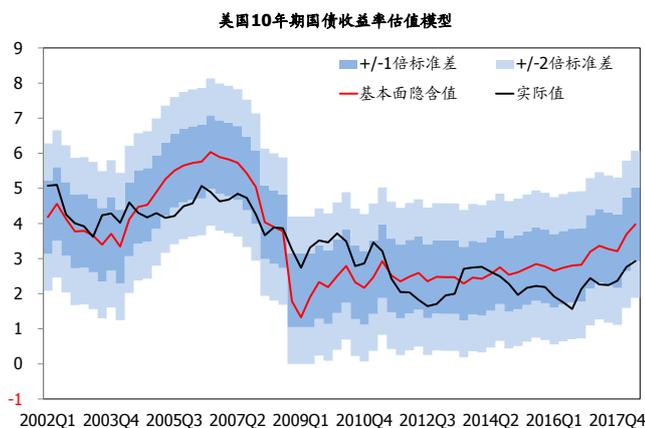
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表6: 美德利差也扩大



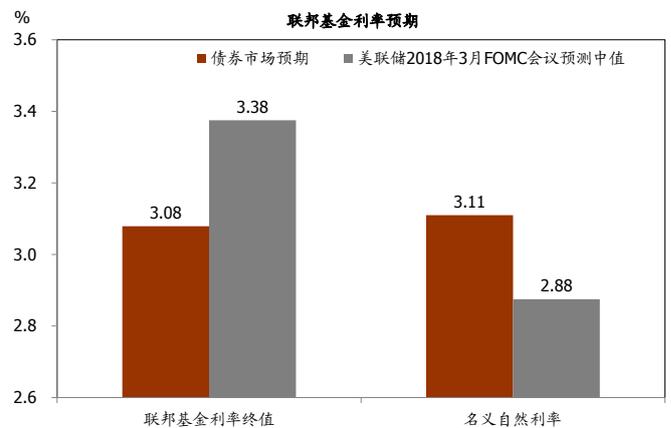
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表7: 当前10年期债券收益率远低于基本面隐含值



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表8: 债券市场对加息终值计入不够, 未来面临重新锚定压力



资料来源: Haver, 中金公司研究部

美国：2H2018，“快马加鞭”

2H2018，快马加鞭。我们预计2018年下半年美国经济将继续强劲增长，全年GDP增速有望达到2.9%，PCE通胀有望达到2.2%，核心PCE通胀有望达到1.9%，失业率有望在年底下降至3.5%。整体而言，美国经济将在潜在趋势以上运行，逐步趋于过热。这一背景下，美联储将继续加息+缩表，美国市场利率继续面临上行压力，预计美国10年期国债收益率在年底达到3.25%左右，国债收益率曲线继续平坦化。

增长：预计2018年实际GDP增速2.9%。劳动力市场持续改善叠加减税刺激消费加速⁵；产能紧张、房屋供给紧张叠加油价复苏，投资有望加速：

- ▶ **劳动力市场持续改善+叠加减税，刺激消费加速。**中期看，经过2008年危机以来长时期的去杠杆后，美国消费者目前的资产负债表处于非常健康的状态，截至1季度家庭债务/GDP比例~76%，已经降低至2002年时期水平，为美国消费者未来加杠杆消费奠定了良好的基础。短期看，2018年下半年，刺激消费需求两个主要因素均有望加速。首先，劳动力市场继续改善。对劳动力的强劲需求使得失业率有望继续下降，我们维持今年底失业率下降至3.5%的判断。在紧张程度进一步加剧背景下，预计小时工资将继续趋势性上升，年底同比增速有望上升至3.2%左右。其次，减税的作用进一步释放。实际上，零售销售在几个月已经开始强劲反弹，有望推动2季度实际消费支出环比年化增长4%甚至更高，对实际GDP增长贡献~3个百分点。
- ▶ **产能紧张、叠加油价复苏、房屋供给紧张，投资有望加速。**下半年企业固定资产投资中两个主要部分，企业商业投资（设备、研发、厂房）以及地产投资均有望加速。商业投资方面，当前工业企业78%左右的产能利用率已经向2003~2006年时期80%左右的高点攀升，企业有强烈的扩产能需要。地产投资方面，当前房屋空置率处于低位，房屋销售库存已经不足4个月。另外，加息尚未明显影响房屋需求，虽然近期房贷利率有所上升，但依然处于历史低位。
- ▶ **贸易赤字可能扩大。**在内需旺盛背景下，我们预计上半年赤字缩小的状况并不可持续，下半年赤字可能扩大。

通胀：预计年底核心PCE通胀2.2%；工资加速叠加房价上升推升核心通胀，油价上涨进一步推升总通胀。我们预计下半年通胀将进一步加速上行，核心PCE通胀年底同比2.2%，全年均值1.9%；总PCE通胀年底同比2.3%，全年均值2.2%。我们预计通胀加速，主要理由在于，随着失业率在自然失业率（NAIRU）水平下进一步下降，菲利普斯曲线正在陡峭化，通胀变化对失业率变化的敏感度变高。从驱动力上，主要动力来自工资加速带来的服务价格上升、以及房价上涨带来的住宿价格上涨。油价上涨对核心通胀影响有限，但有望推升总通胀。

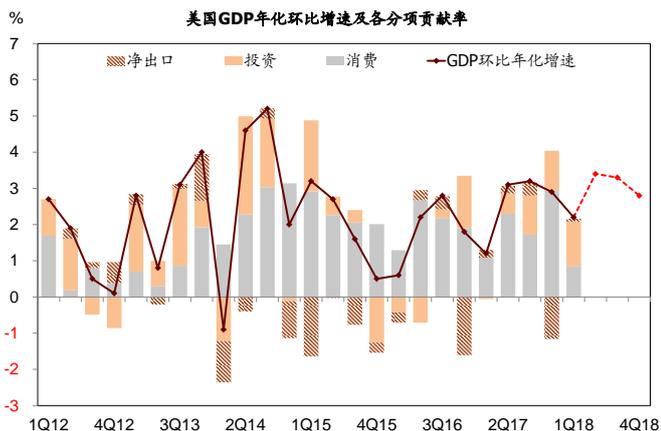
货币政策：2H18继续加息2次，缩表按部就班进行。6月美联储FOMC议息会议上，点阵图隐含的2018年加息次数从之前的3次上调至4次，与我们自1月以来提出的预期一致⁶。因此，除非发生严重影响美国通胀及增长前景的风险事件，下半年美联储货币政策基调基本确定。我们预计要改变美联储政策基调的风险门槛相当高，类似个别新兴市场动荡的事件影响美联储加息节奏概率非常小。基准情形下，我们预计美联储将按照当前2018/19/20年分别加息4/3/1的节奏进行。预计这一基准情形在2019年可能面临向上风险，因为届时过热的经济可能将通胀推向更高水平，美联储不得不加快加息节奏。

风险：贸易冲突加剧。短期内的风险因素主要在于贸易冲突加剧可能在一定程度上对美国造成负面冲击，尤其是对于部分农业、制造业影响相对较大。中期风险在于通胀可能超预期上升，迫使美联储加速加息。

⁵ 减税对消费及投资推动作用详细的分析，请参见我们2018年1月8日发布的海外宏观主题报告《上调美国2018年宏观预测》。

⁶ 参见我们2018年1月8日发布的海外宏观主题报告《上调美国2018年宏观预测》。

图表9: 预计2018年全年美国实际GDP有望增长2.9%



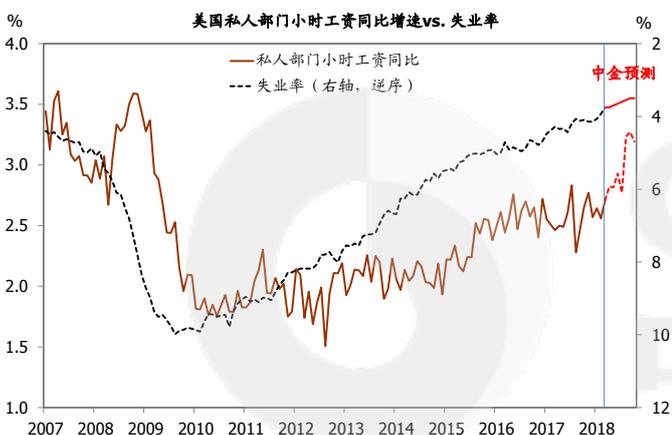
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表10: 预计全年核心PCE通胀同比1.9%



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表11: 劳动力市场持续改善, 失业率继续下降, 工资有望继续加速增长



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表12: 减税效果+劳动力市场改善背景下, 消费强劲增长



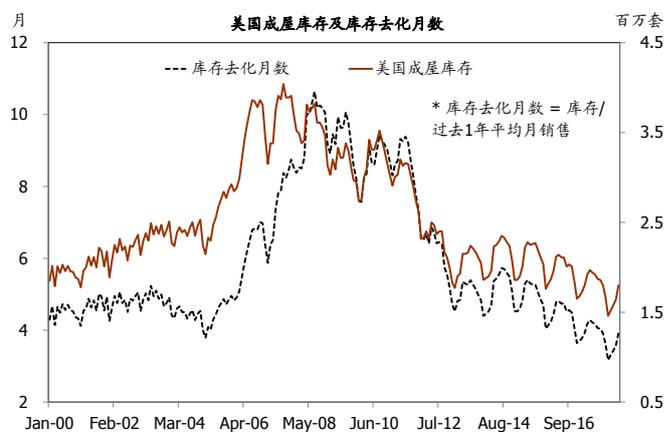
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表13: 住宿、其它服务业价格成为推动通胀上行的主要动力



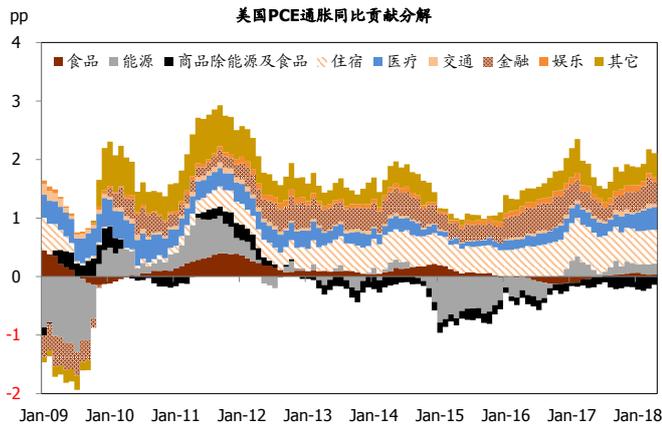
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表14: 美国房屋库存处于历史低位, 房价及房地产投资均有增长压力



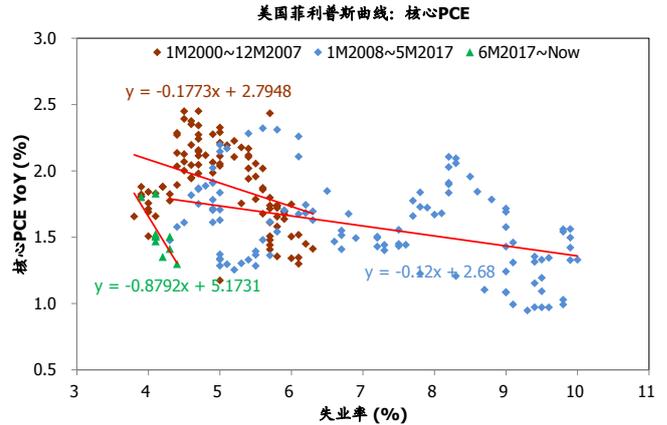
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 15: 住宿、其它服务业价格成为推动通胀上行的主要动力



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 16: 随着失业率的继续降低, 菲利普斯曲线正在重新陡峭化, 通胀对失业率变化的敏感度上升



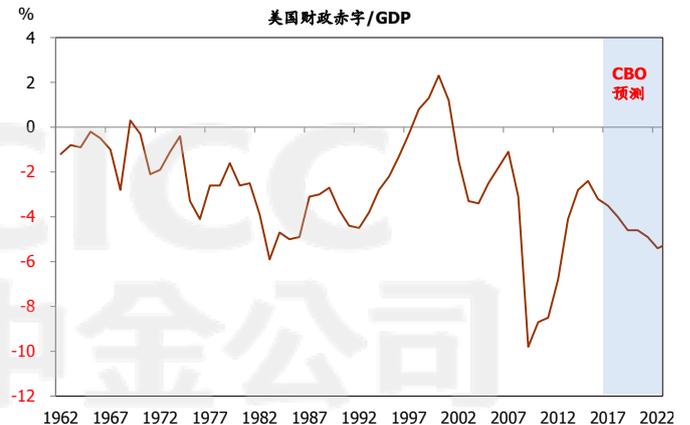
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 17: 税改在 2018/19 年效果较大



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 18: 扩张性财政政策进一步刺激总需求



资料来源: Haver, 中金公司研究部

欧元区：增长回归稳健，通胀温和复苏

增长回归稳健，通胀温和复苏。我们预计欧元区在2018年下半年增长回归稳健，通胀温和复苏。GDP增速虽然很难再回到2017年那样的高速，但相比1季度的0.4%有望改善。预计2/3/4季度实际GDP环比增速分别为0.5%/0.6%/0.6%，全年增速2.1%。预计全年核心CPI同比1.0%，总CPI同比1.4%。预计失业率年底下降至8.1%，依然高于危机前7.2%的水平。在这一增长回归稳健、通胀温和复苏的背景下，欧央行6月会议定下的相对鸽派基调，至少在今年下半年不会有本质的改变。

增长：回归稳健。我们预计2018年下半年增长回归稳健，GDP增速虽然很难再回到2017年那样的高速，但相比1季度的0.4%有望改善。这个判断基于两个理由：首先，欧元区尚处在复苏中期，劳动力市场尚不是很紧张，增长潜力还很大；其次，欧元区内需稳健的状况没有恶化，反而有所增强，这一点是我们认为下半年欧元区会有稳健表现的短期原因。2015年以来，在扩张性财政政策及宽松的货币政策支持下，欧元区内生动力不断增强，经济增长的核心动力已经从2011~2012时期的外需转为消费加投资构成的内需。实际上，1季度实际GDP环比增长0.38%，但内需对GDP贡献达0.52个百分点相比2017年4季度的0.38个百分点实际上是加速的，外需拖累0.14个百分点是降速最主要的原因。我们预计欧元区财政政策及货币政策在未来1年将继续保持相对宽松，意味着内需依然将继续支撑欧元区经济稳健增长。当然，如果外需能够复苏，欧元区的弹性将更大。

通胀：温和复苏，核心通胀继续在1%左右波动。5月欧元区总CPI通胀同比从4月的1.3%攀升至1.9%，但是分解来看增速上升主要来自能源和食品价格的贡献。核心CPI同比1.1%，并没有显著的提高。向前看，在产出缺口依然为负、失业率依然明显高于危机前水平的情况下，欧元区依旧有较多可用的闲置资源，包括劳动力。因此，我们预计欧元区通胀将维持弱势，核心CPI通胀继续在1%左右波动。

财政政策：有望继续维持扩张政策。近年来，在欧盟财政扩张也不再是不能谈论的禁区，因此整体而言欧元区的财政政策已经不再像2012年前那样紧缩。根据欧盟委员会预计，2018年欧元区整体结构性财政赤字占GDP比例~0.38%，维持扩张性的财政政策。

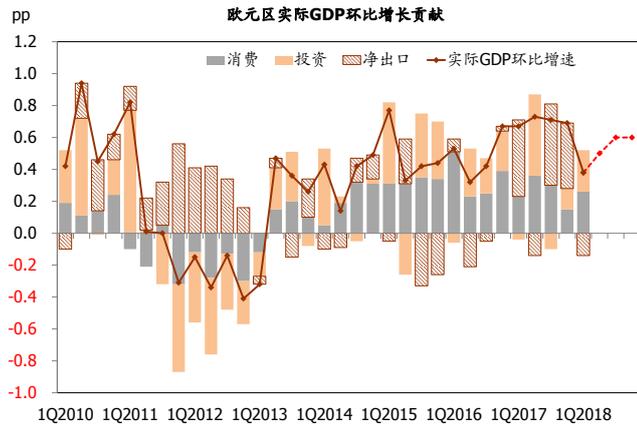
货币政策：2019年下半年前鸽派基调基本确定。欧央行6月会议基本为2019年年中之前的货币政策定下基调：1)9月后将资产购买规模从每月300亿欧元削减至150亿欧元，并在12月之后停止购买；2)利率至少维持至2019年夏天不变。我们对此的理解是，这意味着基本上2019年年中以前不加息。向前看，随着通胀及增长数据的进一步公布，对于何时加息的讨论肯定会一直进行，但我们预计至少在今年下半年欧央行现在定下的鸽派基调不会有大的调整。

风险：意大利政治风险。欧元区下半年最大的风险点是意大利的政治风险。近期意大利政治局势稍微稳定，我们已经一再阐述意大利可能并不会发生债务危机，但是由于执政的民粹倾向政府其扩张财政的倾向可能导致欧盟产生财政纪律方面的冲突，同时也令市场担忧其财政可持续性。因此意大利政治风险虽然短期回落，但并没有完全消除⁷。10月份意大利政府将要提交新一年财政预算，届时倾向于扩张财政政策的民粹政府可能与欧盟产生冲突，意大利与德国国债息差可能再度扩大。这一政治风险不仅影响意大利自身经济增长，也可能对欧元施加压力⁸。

⁷ 参见我们2018年5月25日发表的海外宏观简评《意大利是否再次面临“债务危机”？》。

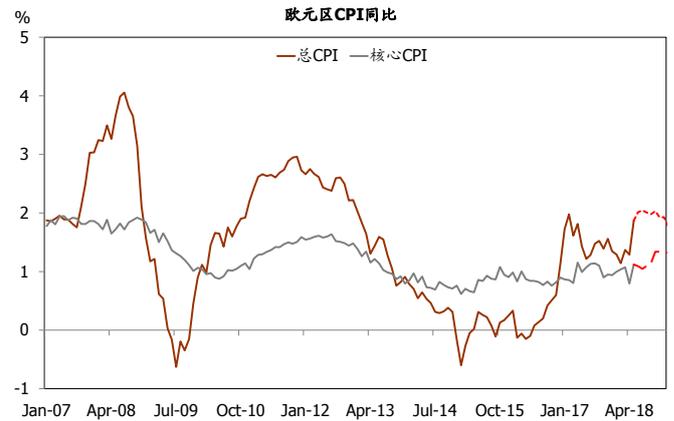
⁸ 参见我们2018年5月30日发表的海外宏观简评《意大利国债收益率大幅攀升影响几何？》。

图表 19: 欧元区下半年回复稳健增长, GDP 增速虽很难再回到 2017 年那样的高速, 但相比 1 季度的 0.4% 有望改善



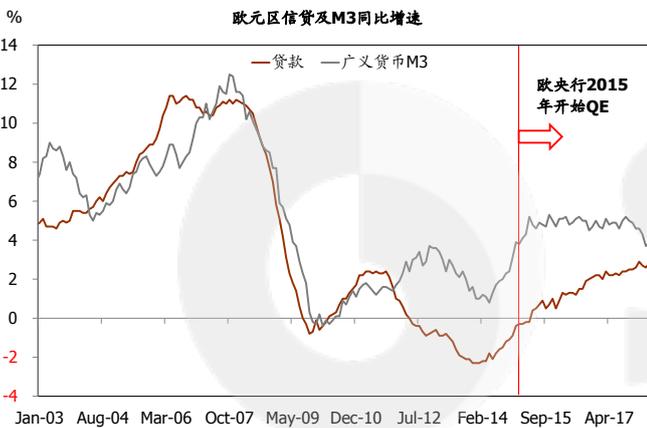
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 20: 未来一段时期欧元区通胀可能继续相对温和



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 21: 欧元区信贷依然在支持实体经济



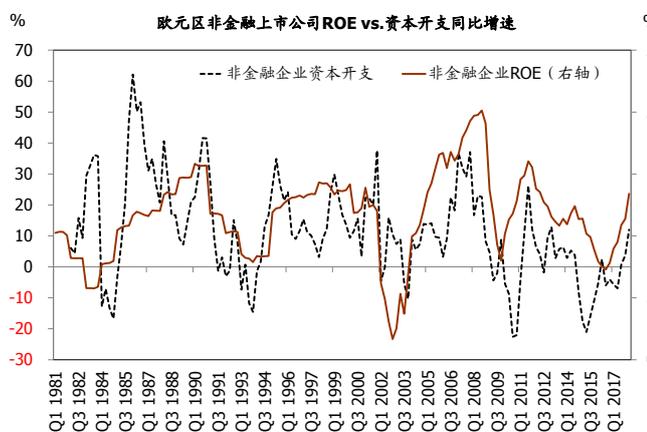
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 22: 2018 年欧元区整体继续维持财政扩张



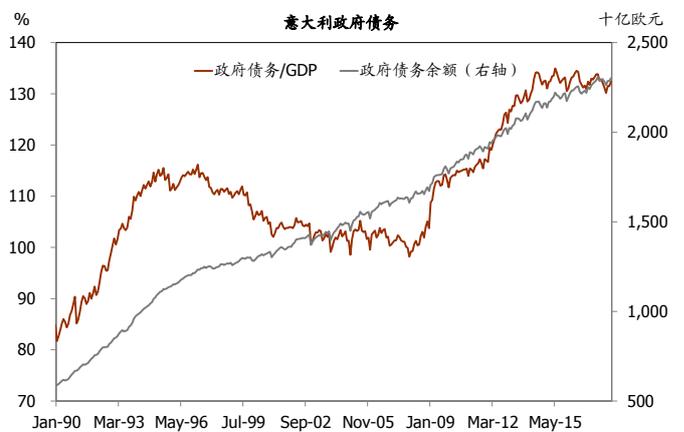
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 23: 欧元区企业盈利能力已经逐步回升, 支持增加资本开支



资料来源: Datastream, 中金公司研究部

图表 24: 意大利政府债务 2.3 万亿欧元, 占 GDP 比例 132%, 面临财政可持续性风险, 是欧元区下半年主要风险点



资料来源: Haver, 中金公司研究部

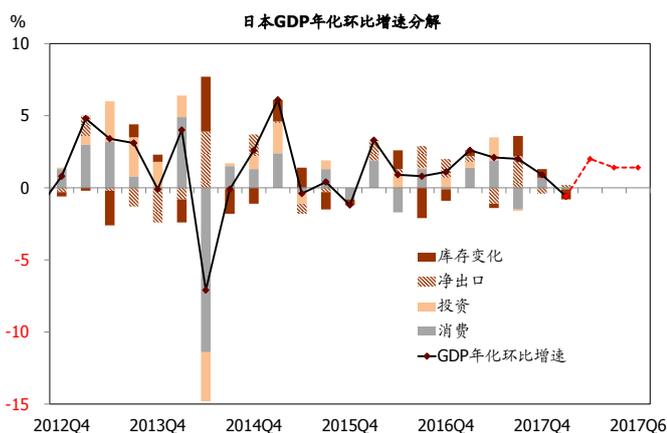
日本: 重回正增长, 但通胀疲弱; 货币政策进退两难

经济形势可能重回 2012 年前的情形。2016 年 1 季度至 2017 年 4 季度, 日本实际 GDP 环比连续 8 个季度正增长, 上一次这样长时期的扩大还要追溯到 1999~2001 年时期。但实际上从增长动力看, 日本依然没有摆脱依靠外需, 而内需羸弱的困局。尤其是, 从长期经济增长角度看, 困扰日本经济增长的人口老龄化、劳动力市场的“二元结构”等问题, 在过去几年都没有变化(安倍政府也没有推动这些领域的改革, 因此也没有变化的预期), 日本经济很可能重回过去十几年“低增长、低通胀”的旧周期中: 1) 居民工资增长缓慢。工资增长是居民消费可持续增长的核心, 但受制于人口老龄化等结构性问题, 日本居民工资增速一直没有本质性的改善。近期名义工资有所增长, 但是否能够持续还需要进一步的观察和确认; 2) 企业投资增长仍旧低迷。由于需求羸弱, 日本企业投资也迟迟不见加速。整体上, 日本现阶段的增长潜力与 2012 年安倍经济学推出之前并无太大差别, 毕竟安倍经济学“三支箭”中最重要的结构性改革并未实施(也没有大规模财政扩张, 只做了 QQE)。当然, 受欧美中经济持续向好的推动, 未来 1-2 年日本经济也可能表现不错(就像日本 2003-06 年的增长), 但这种表现难以超出过去十几年“低增长、低通胀”的旧周期。

货币政策进退两难。当前用“进退两难”形容日本央行面临的状况最为贴切。一方面, 继续宽松已经有些难以为继, 主要是买债的空间越来越小, 且负利率对金融机构的副作用一直在累积。尽管在每一次议息会议后的声明中, 日本央行都表示国债净购买量要维持 80 万亿日元每年, 但在实际的操作中, 自从日本央行提出“QQE with yield curve control (QQEYCC)”的货币政策操作框架, 将政策目标转为控制 10 年期国债收益率在零附近后, 日本央行已经在行动上实质性削减 QE 购买规模。另一方面, 日本通胀迟迟不见起色, 日本央行也难言退出。3 月以来, 日本通胀再度掉头向下, 扭转了 2017 年以及 2018 年初两个月的上升趋势, 而 5 月的东京 CPI 同比则回落至仅仅 0.4% 的水平。虽然近期工资水平边际上有所上升, 但我们估计要继续对工资施加压力, 使得通胀达到 2% 的目标, 至少需要失业率继续下降 1 个百分点。这在当前失业率已经低至 2.5% 的情况下几乎不可能。6 月会议上日本央行再度下调通胀预期, 显示自身也意识到短期内通胀目标已经无法完成。日本央行已经“进退两难”。

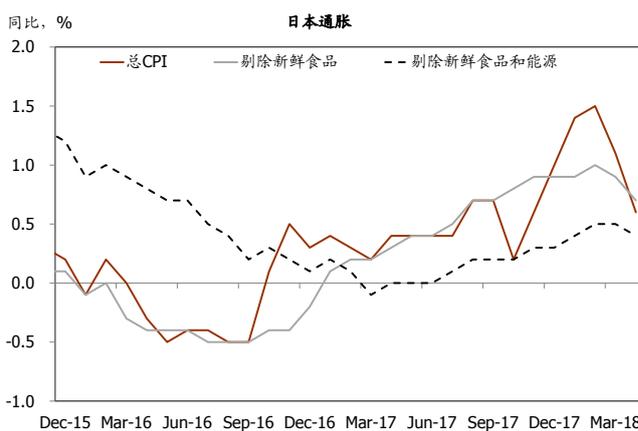
增长和通胀预测。我们 2018 年全年日本依然将保持不错的增长, 实际 GDP 有望增长 1.0%, 总 CPI 同比有望达到 1.1%, 核心 CPI 同比 0.9%。

图表 25: 日本 2 季度开始有望摆脱负增长



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 26: 通胀再度掉头向下, 日本央行难言退出



资料来源: Haver, 中金公司研究部

新兴市场：外部环境收紧，分化可能加剧

韧性仍在，但外部环境收紧带来的挑战继续存在，分化可能加剧。我们认为整体而言新兴市场韧性仍在，最主要原因在于相比已经趋于过热的美国经济，新兴经济体多数依然处于复苏早周期。油价上升对能源出口国的拉动、以及美国经济继续强势复苏对外需的拉动是主要的支撑力量。但美联储加息、美元走强、中国去杠杆以及贸易冲突等外部环境的收紧也令新兴市场继续面临挑战。在这一类似压力测试的过程中，一些基本面偏弱、尤其是双赤字较严重的经济体可能暴露风险，建议关注阿根廷、巴西、土耳其、南非等。

增长和通胀：整体尚处于早周期，仍有韧性，但内部分化。2008年金金融危机以来，新兴市场复苏并不顺畅，经历了2011~2012年的欧债危机、2013年夏天的“削减恐慌”以及2014年的油价大跌等外部因素冲击，目前尚处于复苏初期。不过从内部看，各类经济体复苏节奏并不一致。以土耳其、印度等为代表的消费型国家复苏较早，其中土耳其已经进入过热状态；以韩国、台湾等亚洲新兴经济体为代表的贸易出口国，复苏处于中途，增长相对有韧性，通胀正在缓慢抬升，但整体尚没有到过热阶段；以巴西、俄罗斯为代表的大宗出口国由于受到大宗价格暴跌冲击，复苏最晚，也相应的处于复苏早周期阶段。

货币政策：宽松退潮。内部经济复苏叠加美联储加息带来外部压力背景下，新兴市场政策整体而言货币政策面临收紧压力。内部看，经济趋于过热的土耳其已经连续加息，但我们预计其政策收紧依然落后于通胀形势，未来需要进一步加息。印尼及印度也先后启动加息；亚洲新兴经济体中，通胀正在上升的韩国、马来西亚、菲律宾等也先后启动加息；尚处于经济早周期的俄罗斯和巴西，由于通胀疲弱，尚处于降息周期。但向前看，外部金融条件的收紧可能限制了巴西俄罗斯进一步降息空间。

风险：“四座大山”压顶，挑战犹存。上半年新兴市场被四座大山压顶：美元升值、美债利率上行、中国去杠杆、贸易冲突。向前看，这些压力点对新兴市场形成的挑战依然存在：1)美债利率继续上行确定性最高。我们预计年底美国10年期国债收益率上行至3.25%，新兴市场美元融资成本可能继续攀升；2)中国去杠杆边际继续加码的可能性已经降低⁹。虽然我们预计中国的去杠杆政策短时间内不会退出，但从近期政策层面的动作看，下半年边际上可能不会再像上半年那样严厉。因此，虽然中国的去杠杆对新兴市场造成的负面影响下半年依然存在，但边际上进一步恶化的可能性已经降低了；3)贸易冲突不确定性依然较高。中国、欧盟、墨西哥以及加拿大等美国主要贸易伙伴已经开始实施或者讨论实施对美国进行反制，因此未来如何演化上不确定；4)基准情形下美元进一步大幅升值空间有限，新兴市场下半年汇率方面压力可能边际上缓解。

图表 27: 新兴经济体内部分化，土耳其趋于过热



资料来源：Haver，中金公司研究部

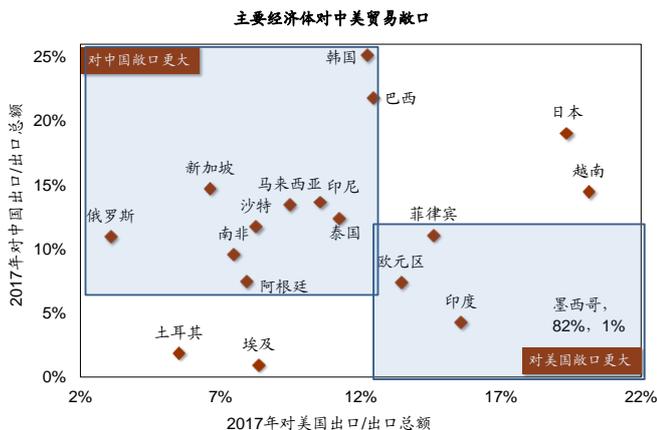
图表 28: 相应地，各类新兴经济体的通胀走势也不一致



资料来源：Haver，中金公司研究部

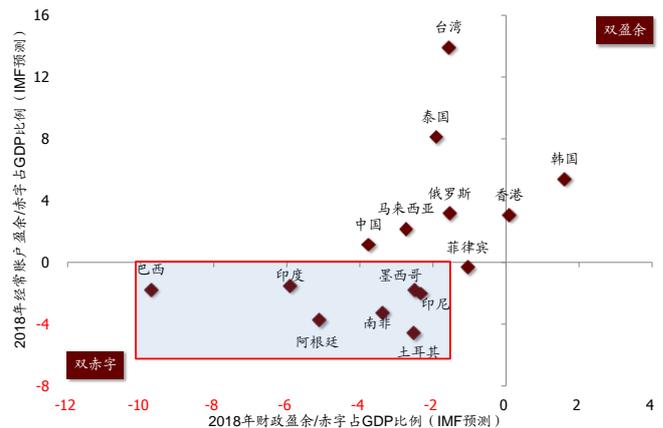
⁹ 参见我们2018年6月19日发布的中国宏观展望报告《静待政策调整|2H2018宏观展望》

图表 29: 主要国家和地区对中美敞口



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 30: 一些双赤字明显的国家在外部金融条件收紧中相对风险更大。如阿根廷, 巴西, 土耳其, 南非等



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 31: 从内外部金融脆弱性综合衡量, 阿根廷, 土耳其以及南非在主要新兴经济体中最为脆弱

Heat Map of EM Vulnerabilities													
	Argentina	Brazil	China	India	Indonesia	Korea	Malaysia	Mexico	Philippines	Russia	South Africa	Thailand	Turkey
External Financing Vulnerability Index:	0.73	0.33	0.33	0.47	0.47	0.27	0.47	0.47	0.33	0.27	0.67	0.33	0.87
Current Account Balance/GDP (% 2018f)	-5	-1	1.1	-2.1	-2.1	-4.7	2.5	-1.4	-1.5	2.8	-2.9	8.1	-5.9
(Current Account Deficit - Net FDI)/GDP (% 2018f)	-2.6	2.7	2.4	-0.4	0	-3.6	3.4	0.7	2.5	3.2	-1.9	9.9	-4.6
Reserve Coverage Ratio (2018f)	0.5	2.5	2.7	1.8	1.1	1.6	1	1.5	2.9	2.3	0.9	1.9	0.4
Short-Term External Debt/Total External Debt (% 2018f)	25	9	57	15	15	26	41	14	18	12	21	40	25
External Debt/GDP (% 2018f)	41	32	14	23	35	26	59	39	24	30	48	32	57
Domestic Financial Vulnerability Index:	0.4	0.38	0.52	0.43	0.48	0.43	0.57	0.62	0.53	0.48	0.48	0.43	0.67
Non-Financial Corporate Debt/GDP (% Δ in 2012-2017)	3	-1	30	-6	5	0	6	7		10	9	2	24
Households Debt/GDP (% Δ in 2012-2017)	1.5	-2	18	2.1	1	14	4	2		2	3	6	-1
Private Sector Real Credit Growth (% y/y, 2012-17 average)	10	1	14	4	8	5	6	7	13	4	3	6	12
Consolidated Foreign Claims/Domestic Credit (% 2017)	41	15	4	15	38	12	32	77	22	13	22	26	49
Foreign Holdings of Local Currency Govt. Debt (% Dec, 2017)		12	2	5	40	11	29	33		32	41	16	19
Foreign Holdings of Equities (% June, 2017)	12	28	9	21	18	28	13	29	14	19	29	18	19
Nominal Home Prices (% y/y, 2012-2017 average)		4.2	3.1	14	6	1.9	9.3	5.5	10.4	2.3	5.6	3.5	14.1
Policy Vulnerability Index:	0.78	0.67	0.39	0.61	0.39	0.33	0.28	0.56	0.67	0.28	0.44	0.44	0.67
2018-End Inflation Forecast (vs. Central Bank Target)	20.9 (21-17)	3.6 (4.5±1.5)	2.3 (-3.0)	4.3 (4±2)	4.3 (4±1)	2.3 (2.0)	2.0 (2.5-3.5)	4.0 (3±1)	4.4 (3±1)	3.9 (4.0)	4.3 (3-6)	1.6 (2.5±1.5)	10.0 (5±2)
Current Real Interest Rates	2	2.9	0.8	1.7	0.2	-0.6	1.2	3.5	-0.7	2.8	2.2	-0.1	-1
Fiscal Balance/GDP (% 2018f)	-4.9	-7.3	-4.2	-6.5	-2.4	2.2	-2.7	-2.6	-0.5	0	-3.7	-0.9	-3.8
Gross Government Debt/GDP (% 2018f)	52	88	51	67	29	38	54	52	33	18	56	40	28
World Bank Worldwide Governance Indicators (2017 release)	0.0	-0.2	-0.4	-0.2	-0.2	0.8	0.3	-0.3	-0.4	-0.7	0.2	-0.3	-0.5
WEF Global Competitiveness Index (2017-18)	4	4.1	5	4.6	4.7	5.1	5.1	4.41	4.36	4.6	4.3	4.7	4.39
Parliamentary/Presidential Elections in 2018-2019	Oct-19	Oct-18		May-19	Apr-19			Jul-18			Aug-19	Feb-19	Jun-18

资料来源: IIF, 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、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
编辑：樊荣、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
馨基中心商务楼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