

海外宏观专题报告

美国经济周期后劲如何？

今年1月底以来美国金融条件较快收紧，但美国的通胀及通胀预期上调速度放缓，因而实体经济的实际融资成本加速上升，经济活动正在受到抑制。而且，财政刺激对经济的刺激效果也将逐步消退。在本篇报告中，我们简述近期金融条件的收紧原因及其宏观影响，并结合财政刺激效果消逝的预计路径，讨论未来2年美国经济的动能可能的情景。

1月底以来美国金融条件较快收紧，与2015年底~2018年1月时间区间内美联储加息但整体金融条件却不断放松显著不同，主要是因为：

- ▶ **债务融资成本上升——美联储加息节奏较快，国债收益率迅速抬升，信用息差也在走阔。**美联储今年3月、6月和9月三次加息。同时，美国国债收益率快速抬升。1月底至今10年期国债收益率从2.66%升至3.09%，30年期从2.91%升至3.31%。
- ▶ **股权融资成本走高——美股估值收缩。**1月末至今标普500动态P/E收缩17%，导致指数同期下跌7.5%，与2016~2017年股市估值持续扩张显著不同。
- ▶ **美元偏强，收紧金融条件。**

金融条件收紧对实体经济的抑制效果逐步展现，叠加减税刺激效果的消逝，美国经济动能难免逐步放缓。居民层面，对利率敏感度较高的地产需求及耐用品消费的数据正在走弱。随着房贷利率攀升，成屋销售年初已经见顶；而减税效果集中释放的2季度，耐用品消费增速明显落后于整体消费的增速。企业层面，年初以来（截至9月末）企业的债券发行同比下降15%，高收益债发行更是同比下滑28%。相应地，美国企业的设备投资增速、耐用品订单增速均在放缓。

这一背景下，美国经济何时回落至潜在增速？我们结合财政刺激影响消逝的预计路径，重点分析当前至2019年底美联储不同加息情形下美国经济增速回落的可能路径：

- ▶ **情形一：加息偏慢，2019年底前再加息2次。**这一情形下，预计美国年化环比实际GDP增速在2019年末依然高于潜在增速0.2个百分点左右，要到2020年3季度开始低于潜在增速。
- ▶ **情形二：美联储2019年底前再加息3次，与10月以来股债调整后当前的市场预期基本一致。**预计GDP增速在2019年末高于潜在增速的幅度不足0.1个百分点；且回落至潜在增速以下的时点提前到2020年2季度左右。
- ▶ **情形三：美联储2019年底前再加息4次。**预计GDP增速将在2019年末就将处于潜在增速以下，虽然是否会就此进入衰退难以判断。

往前看，美元唯有趋势性上涨的后劲，但可能在风险事件爆发时短期冲高。从基本面看，目前汇率与国债利差等资产价格已经计入了较为极端的美国与世界其他国家增长的“预期差”，这在全球化背景下很难持续¹。

分析员

张梦云

SAC 执证编号: S0080518040004
SFC CE Ref: B1B964
mengyun.zhang@cicc.com.cn

分析员

易珏

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 | 全球金融条件继续收紧；关注欧元区3季度GDP (2018.10.28)
- 宏观经济 | 3季度GDP增速3.5%超预期，但投资减速 (2018.10.27)
- 宏观经济 | 穆迪下调意大利主权评级；关注美国3季度GDP (2018.10.21)
- 宏观经济 | 重申继续渐进加息；12月加息是大概率事件 (2018.10.18)
- 宏观经济 | 美国9月总零售环比0.1%不及预期 (2018.10.15)
- 宏观经济 | 如何理解近期的美债收益率攀升？ (2018.10.08)

¹ 请参见我们2018年6月3日发表的专题报告《美国经济与美元是否会（继续）“一枝独秀”？》

美国经济周期后劲如何？

I. 今年以来，美国金融条件较快收紧，实际融资成本上升明显

今年1月底以来美国金融条件较快收紧²，10月以来的美债+美股抛售进一步加剧这一趋势（图表1）。2015年12月美联储启动加息至今年1月底的时间区间内，虽然联邦基金利率水平不断上升（共加息5次125bps），但经济面临的金融条件不断放松（也即全社会广义融资成本下降），这一期间高盛美国金融条件指数下降~220bps。其背后的原因在于公司债信用息差下降、美股不断上涨、以及美元走弱，抵消了联邦基金利率及无风险利率抬升的紧缩效果。不过今年1月底以来金融条件指数走势开始逆转这一趋势，转为以较快的速度收紧，10月以来的美债+美股抛售进一步加剧这一趋势。背后主要原因是：

- ▶ **债务融资成本上升——美联储加息节奏较快，国债收益率迅速抬升，信用息差也在走阔。**美联储在今年3月、6月和9月FOMC议息会议上分别加息25个基点，将联邦基金利率抬升至2.0~2.25%区间。这与2015年和2016年分别只在年末12月加息1次、2017年也仅加息三次相比，速度和节奏有所加快。

这一背景下，美国国债收益率较快抬升。其中，10年期国债收益率从2.66%抬升~43bps至3.09%左右，30年期从2.91%攀升~40bps至3.31%左右。另外，信用息差也触底反弹，BBB级信用息差上升~31bps。

- ▶ **股权融资成本走高——美股估值收缩。**与2016~2017年末区间不同的是，今年以来，随着美联储继续加息、美债收益率继续攀升，美股的估值明显承压。标普500指数1月末至今动态P/E收缩17%，导致指数同期下跌7.5%。
- ▶ **美元偏强，收紧金融条件。**今年以来，欧元区及中国经济走弱，欧洲政局不稳（意大利、英国），而相反美国在税改推动下增长加速，从而美元显著走强。1月底以来，贸易加权美元升值7.1%。

但同期美国的通胀及通胀预期上升幅度和速度更小更慢，因而从实际的角度，实体经济的融资成本正在以较快的速度攀升。正如美联储主席Powell多次提到³，得益于美联储良好的反通胀信誉，美国的通胀预期被较好地锚定。以密歇根消费者调查通胀预期为例，在年初上升至2.1%左右这一略高于美联储2%的目标水平点位后，通胀预期基本稳定在这一水平附近。在这一背景下，经济产能利用率的上升、劳动力市场紧张产生的通胀压力，只是在逐步、而非爆发性的展现。核心PCE通胀在年初跳升至3月的1.96%后，随后指数逐步上升至7月的2.03%高点，近期则小幅回落。

这一背景下，金融条件的较快收紧，使得实体经济负担的实际利率和实际融资成本也相应较快上升。在经过年初以来的三次加息后，实际联邦基金利率于9月超过零水平，上升至0.23%左右；以2年期国债收益率减去核心PCE通胀衡量的实际利率，则上升至0.9%左右。

总结来看，我们认为，在考虑经济承受的压力时，不仅仅要考虑美联储的加息，也要考虑更加广泛的、以金融条件指数衡量的美国实体经济面对的融资成本变化。从这个角度看，在通胀预期没有明显上升的背景下，国债收益率的显著上升、美股市场近期的调整，其将产生的紧缩效果，与加息的紧缩效果在性质上是一致的，都是提高了实体经济的融资成本。

² 金融条件指数主要成份包括政策利率、无风险利率（国债收益率）、信用息差、股市市盈率、以及汇率等主要指标，其核心是衡量全社会的资金价格。与中国的社融是衡量经济中广义的融资量，在概念上对应，只不过一个是从价，一个是从量入手统计。参考Jan Hatzius等（2010），*Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis*。若无特别说明，本报告中我们均使用高盛金融条件指数，数据来自彭博资讯。

³ 例如，参见Powell（2018/10/2），*Monetary Policy and Risk Management at a Time of Low Inflation and Low Unemployment*，以及Powell（2018/8/24），*Monetary Policy in a Changing Economy*。

图表 1: 美国金融条件指数及其成份变化

美国金融条件指数及其成份				变化	
成份	2015/12/15	2018/1/26	2018/10/29	2015年底~今年1月底	1月底以来
联邦基金利率	0.25	1.50	2.25	125bps	75bps
10年期国债收益率	2.27	2.66	3.09	39bps	43bps
30年期国债收益率	2.99	2.91	3.31	-7bps	40bps
BBB级信用息差	1.96	1.23	1.54	-73bps	31bps
标普500指数	2043.4	2872.9	2658.7	40.6%	-7.5%
标普500估值	16.3	18.4	15.2	12.9%	-17.0%
贸易加权美元	93.9	84.8	90.8	-9.6%	7.1%
金融条件指数	100.39	98.19	99.64	-220bps	145bps

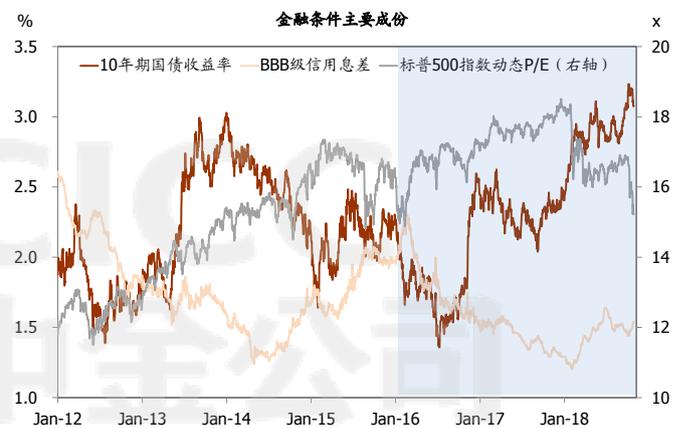
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 2: 美国金融条件在 1 月底触及宽松底部后转为收紧, 10 月以来的美债+美股抛售进一步加剧这一上升趋势



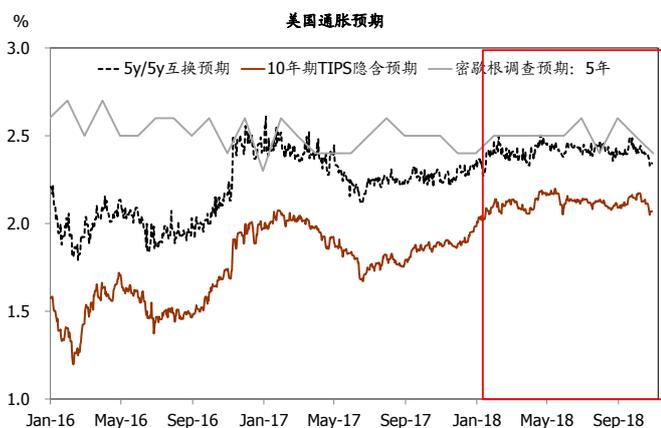
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 3: 美债收益率上行, 以及美股下跌是主要原因, 另外年初信用息差也触底反弹



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 4: 年初以来美国通胀预期基本稳定, 10 年期 TIPS 隐含预期基本在 2.1% 附近波动



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 5: 2018 年初开始, 美国经济面对的实际利率水平已经开始超过零水平, 并继续攀升



资料来源: Haver, 中金公司研究部

II. 金融条件收紧对实体经济的抑制效果逐步展现, 叠加减税刺激效果的消逝, 美国经济动能难免逐步放缓

1月以来的金融条件较快收紧, 对实体经济的效果正在展现。

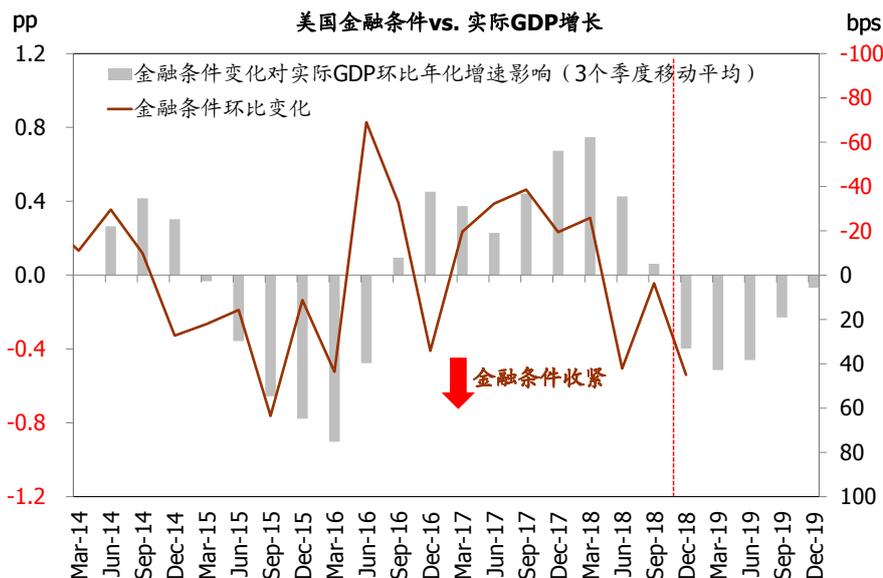
首先, 家庭层面, 最先承压的是对利率敏感的地产和耐用消费品:

- ▶ **承压最明显的是地产板块。**在10年期国债收益率1月以来攀升43bps背景下, 房贷利率从1月的4.12%攀升50bps至9月的4.62%。这一背景下, 我们看到美国地产年初以来开始走弱, 成屋销售和新屋销售量均在2017年底见顶后开始下滑。实际上我们近期看到无论是房屋销售、还是营建许可相关数据, 甚至比预期的走的还弱。这一背景下, 我们也看到美国的私人地产投资增速不断下滑, 6~8月已经是连续3个月环比负增长; 3季度GDP分项中实际地产投资年化环比负增长4%。对应地, 年初至今美股市场表现最差的板块之一就是房地产开发商板块。
- ▶ **耐用消费品受到影响也较为明显。**去年底通过减税方案后, 美国私人消费加速增长, 名义同比增速从去年底的4.3%左右上升至9月的5%。但是在这一过程中、尤其是减税效果集中释放的2季度, 耐用消费品增速明显落后于整体消费的增速。尤其是, 汽车零售增速明显下滑。

其次, 企业层面, 债券发行减速, 企业投资增长放缓。今年初至9月, 美国企业的债券发行~1.1万亿美元, 同比下降15%; 其中高收益债发行更是同比下滑28%至仅仅1551亿美元。债券发行下降背景下, 我们看到美国企业的设备投资增速、耐用消费品订单增速均在放缓, 9月核心耐用消费品订单环比增速仅为0.1%, 同比增速从8月的7.6%下降至5.9%。3季度GDP分项中企业设备环比年化增速仅为0.4%。

向前看, 我们预计金融条件收紧对增长的紧缩效应将在更加广泛的层面显现, 对整体增长的抑制作用更加明显。为了验证这一观点, 我们估计了包含实际GDP和金融条件的两变量向量自回归模型⁴, 并以此估算出金融条件变化对实际GDP环比增长的历史、及未来影响(基于金融条件保持在当前水平不变的简化假设)。我们看到, 在2季度经历显著的金融条件收紧后, 金融条件对增长的支持效果开始逐步缩减。向前看, 如果后续金融条件维持在当前水平不变, 预计金融条件对增长的影响将从四季度开始由支持转为拖累, 幅度约为~0.4个百分点。

图表6: 金融条件变化对实际GDP增长影响估算



资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

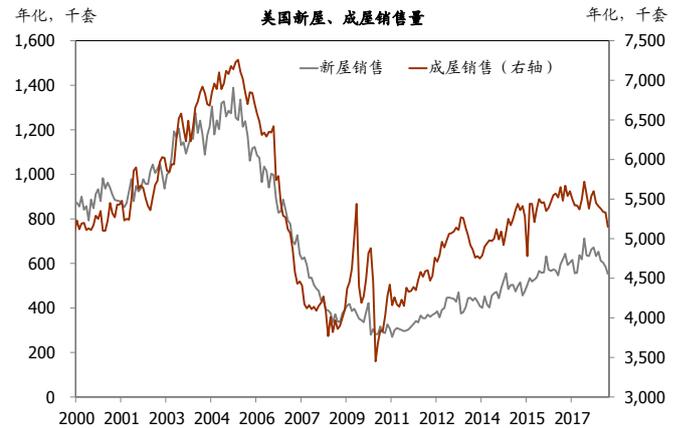
⁴ 关于使用 VAR 计算金融条件变化对实际 GDP 冲击影响的方法讨论, 请参见我们 2018 年 7 月 15 日发表的海外宏观简评《汇率升值对欧元区增长影响几何?》。

图表 7: 伴随着 30 年期国债收益率的上升, 房屋贷款利率也相应上行



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 8: 这一背景下, 2017 年底以来, 美国的地产销售量也开始见顶下滑



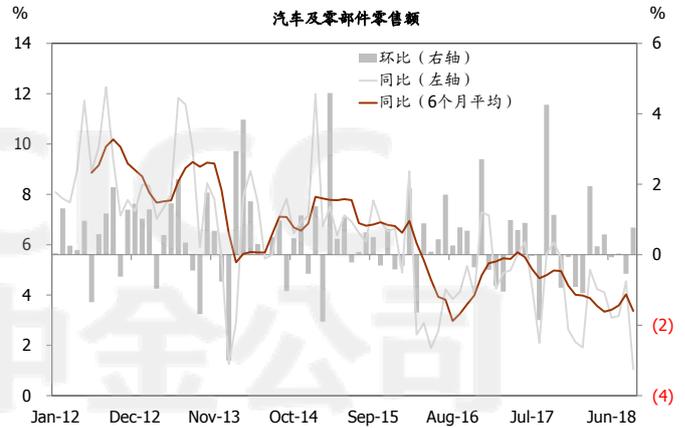
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 9: 耐用品消费增速落后于整体增速



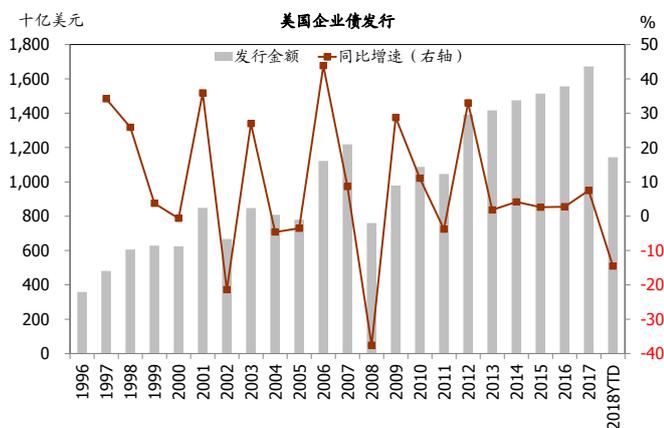
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 10: 汽车销售增长持续放缓



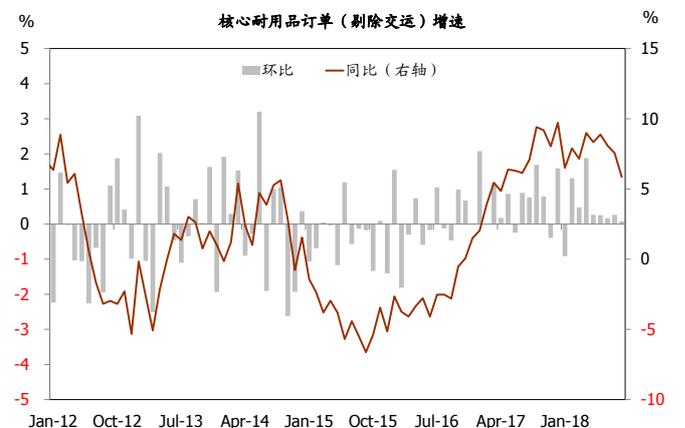
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 11: 2018 年初至今 (9 月末), 美国企业债发行同比下降 15%



资料来源: sifma, 中金公司研究部

图表 12: 核心耐用品订单增速放缓



资料来源: Haver, 中金公司研究部

III. 情景分析：美国经济何时回归潜在增速？不同加息节奏下的增长路径分析

当前市场最为关注的问题之一，是当前已经趋于过热的美国经济，何时回归潜在增速？结合对美国财政刺激效果消逝路径的预计、及美联储加息的可能，我们对这一问题进行初步综合评估。

首先，财政刺激对经济增速的影响：2019年依然为正，但2020年逐步转负。根据美国国会预算办公室CBO的估计，从绝对值上看，减税额将在2019年达到高峰，随后2020年开始逐步减小。因此，从对经济增速的贡献上看，财政刺激在2019年还将是正贡献，但到2020年其贡献将转负⁵。值得强调的是，财政刺激对增长的贡献在今年4季度达到高点后消逝速度可能较快。预计其对增长的贡献在今年4季度还将有0.7个百分点左右，但是到2020年2季度就将减小到零左右（图表14~15）。

其次，也最重要的是，金融条件的变化对经济增速影响取决于美联储加息路径。正如我们前文的总结，10月以来的美债+美股抛售，使得美国金融条件指数上升~59bps，金融条件显著收紧。向前看，未来的金融条件对经济增长的影响，取决于美联储加息路径的不同情形。当前联邦基金利率期货隐含市场预期2019年加息2次的概率~46%，相对而言已经计入比较充分；但对2019年加息三次计入很不充分（16%的隐含概率）：

- ▶ **情形一：加息偏慢，2019年底前再加息2次。**也即今年12月加息1次，2019年仅仅加息1次，随后按兵不动。这是一种偏鸽派的情形假设。这一情形下，金融条件收紧对经济增长的压制有望在2019年底消逝；而同时，2019年财政刺激效果依然存在。综合考虑财政刺激消逝和金融条件变化的效果，预计美国年化环比实际GDP增速在2019年末依然高于潜在增速0.2个百分点左右，要到2020年3季度开始低于潜在增速。
- ▶ **情形二：美联储2019年底前加息3次，与10月股债调整后当前的市场预期基本一致。**这一假设下，金融条件维持当前水平不变是一个简化、但相对合理的假设。在这一情形下，金融条件变化对增长的压制有望持续到2020年下半年。综合考虑财政刺激消逝和金融条件变化作用效果，预计GDP增速在2019年末依然高于潜在增速，但幅度不足0.1个百分点；且回落至潜在增速以下的时点提前到2020年2季度左右。
- ▶ **情形三：美联储2019年加息4次。**这一情形下，由于市场当前对加息4次计入不足，未来金融条件将在当前基础上进一步显著收紧。因而，金融条件收紧对经济的压制将持续到2020全年；而财政刺激对增长的正贡献在2020年下半年基本消逝。综合考虑，预计GDP增速将在2019年末回落至潜在增速以下，虽然是否会就此进入衰退难以判断。

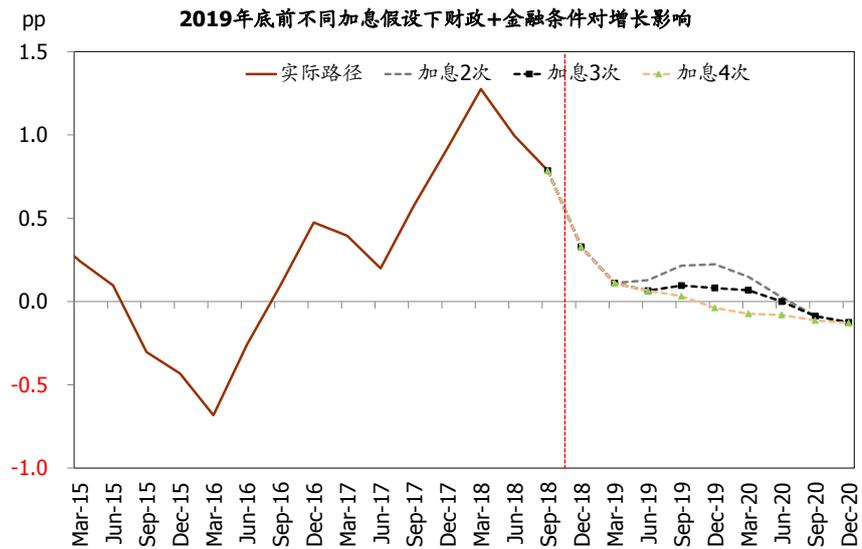
当然，我们的情形分析有很大的不确定性。首先是金融条件未来不仅仅受到加息的影响；其次是估计的不确定性也可能影响结果。因而，我们此处的情景分析更加偏向于让投资者能够对不同加息路径下增长动能的相对强弱有一个更加相对的、而且能够量化的感觉。

另外，除了财政和货币政策及金融条件外，其他冲击也可能影响美国经济回归潜在增速的路径。其中就包括一些因素可能使得美国经济面临增速更快回落的下行风险：1) 外围环境可能变差。包括欧洲、中国以及其他新兴市场在内，经济增速均可能进一步放缓；2) 美国与主要贸易伙伴贸易摩擦进一步加剧，可能影响美国自身经济增长。当然，也有一些可能的因素，可能使得经济增长有更强的支持，例如劳动力市场改善、尤其是工资增长可能超预期加速。

更加广泛的看，美联储引导经济回归潜在趋势的过程并不一定能按部就班、一帆风顺；历史经验看，经济软着陆有相当难度。美联储在今年9月更新的经济预测表中也预计，2021年美国经济增长回归长期潜在增速（联储预计为1.8%）。但同时，联储也预计失业率从2020年的3.5%开始触底回升，至2021年达到3.7%。历史上看，二战以来，美联储在将过热的劳动力市场冷却、使得失业率从自然失业率下方上升的过程中，多数情况下都导致了衰退。正是在这个意义上讲，美联储2019年的第三次加息是否继续，可能很大程度上要取决于其对经济承受能力是否有较强的信心。

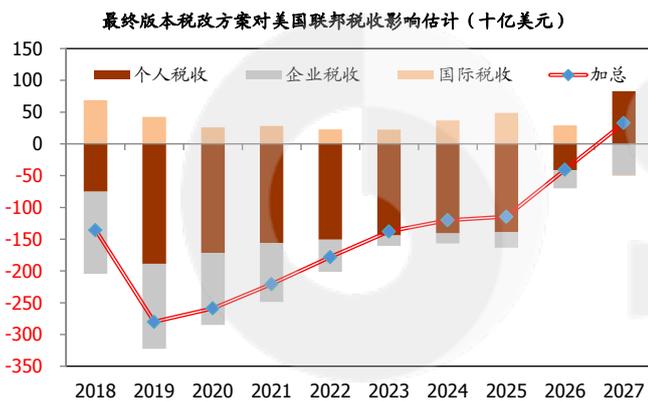
⁵ 具体估计请参见我们2017年12月10发表的主题策略报告《[美国税改如何影响股、债、汇？](#)》。

图表 13: 不同加息假设下, 美国经济回归潜在增速的路径



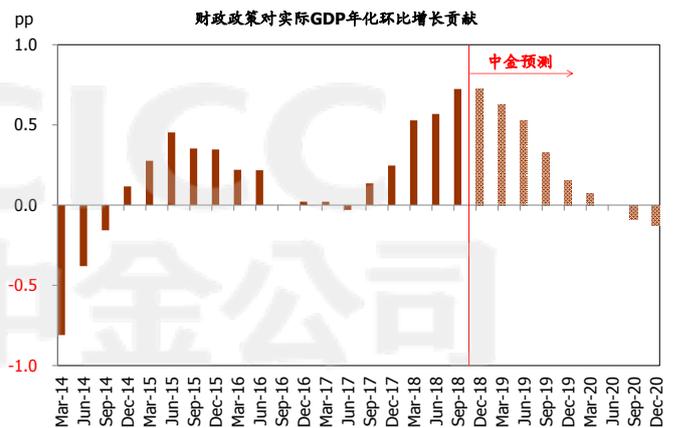
资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

图表 14: 2020 年开始, 减税的绝对效果开始下降



资料来源: 美国国会预算办公室, 中金公司研究部

图表 15: 财政刺激对美国实际 GDP 增长贡献逐步消退



资料来源: Haver, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 16: 不同加息次数假设下, 金融条件对实际



资料来源: Haver, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 17: 历史上看, 劳动力市场软着陆难度较高



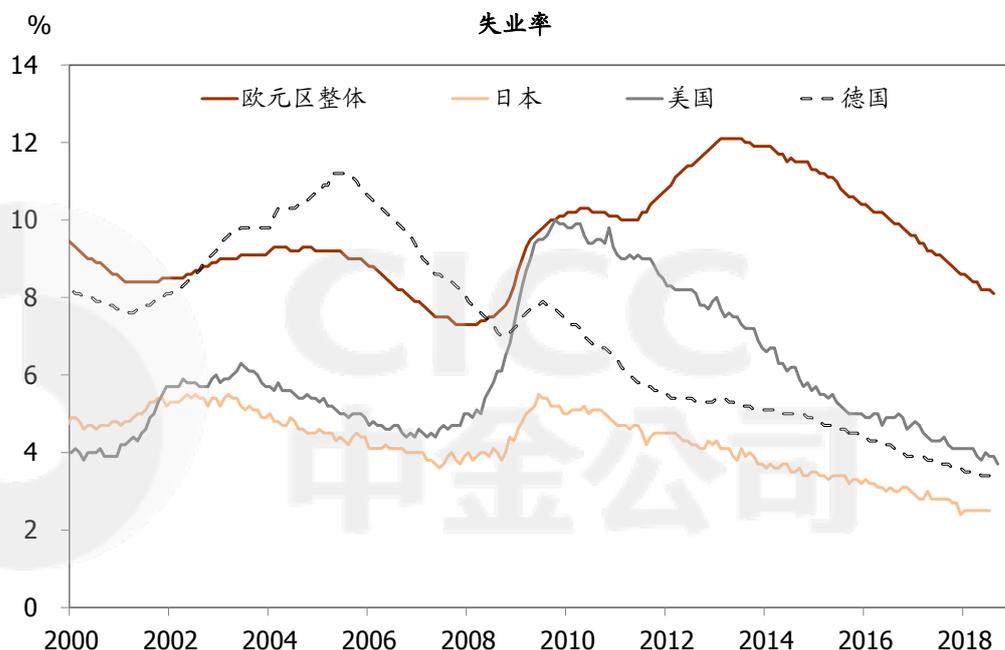
资料来源: Haver, 中金公司研究部

IV. 美元不再具备趋势上行基础，而只有风险事件恶化时脉冲式冲高可能

对于美元，我们继续认为美元没有趋势性上涨机会，只有在风险事件发生时有短期冲高机会。站在目前位置，美国与欧元区等其他经济体增长差处于历史上较为极端的情形，未来很难持续，因而未来美国和欧元区等外围经济体的增长差更可能是缩小而非扩大。具体而言，

未来 12 个月左右时间区间内，我们预计欧元能够稳定、甚至对美元小幅升值。首先，欧美经济周期的位置不同。美国产出缺口已经转正，失业率低于自然失业率；相比之下，欧元区产出缺口可能要到今年末才会闭合，目前的失业率 8.1% 依然高于危机前 7.2% 的低点，还有小幅下降空间；其次，欧美加息周期不同，欧洲加息周期没有美国走的这么远。目前我们的基准情形是，欧元区要到 2019 年 10 月才会加息，因而未来 12 个月货币政策实际上还是支撑欧元区增长，甚至相当一段时间内还将维持高于潜在增速的状态；相比之下，正如我们前一节所测算，美国金融条件收紧背景下，美国的经济增速正在较快的向潜在增速回归。

图表 18: 欧元区整体失业率依然高于危机前，与美国达到 1969 年底以来最低显著不同



资料来源: Haver, 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