



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济报告

2010 年 3 月 1 日

海外经济

研究部

刘奥琳

联系人

liuolin@cicc.com.cn

孙森玲

联系人：海外经济

sunml@cicc.com.cn

周洪礼

联系人：海外经济

chown@cicc.com.cn

肖红

联系人：海外经济

xiaohong@cicc.com.cn

谭仲贤

联系人：海外经济

tamd@cicc.com.cn

提高通胀目标意味着什么？

IMF 首席经济学家布兰查德于 2 月 12 日发表了题为《反思宏观经济政策》的报告。文章认为，尽管此轮金融危机爆发前的两大政策目标（保持潜在经济增长率并维持稳定低通胀）目前仍然适用，央行的主要责任也仍是控制通胀，但央行如何实现这些目标应加以反思。此轮金融危机清楚表明，政策制定者不能只盯住通胀这个单一变量，而要同时关注反映实体经济行为的多个变量，包括产出构成、资产价格、信贷规模及经济中不同参与者的杠杆度等。相比于单一使用联邦基金利率作为控制通胀的政策工具，政策制定者还应当结合使用财政政策和金融监管：一方面将传统货币政策与金融监管工具结合使用，另一方面为财政政策设计更为合理有效的自动稳定器。

为使央行今后在遇到此类金融危机时能有更多的货币政策操作空间，文章建议主要经济体的中央银行应在经济正常的情况下，把控制通货膨胀目标从原来的 2% 提高到 4%。布兰查德表示，在 4% 的通胀水平上，温和经济体的短期利率可能在 6-7% 之间，在利率降至零位这一无可再降的水平之前，央行可获得更多的降息空间。布兰查德在随后的采访中强调，目前全球经济已经走出衰退、正在复苏，面临的主要挑战是发达经济体如何实现经济的可持续增长，这需要发达国家制定更有效的宏观政策，“否则世界其他地区也会因此遭殃”。

预计欧美央行的公开通胀目标可能维持现有水准，但为了支持实体经济的持续复苏、同时面对着金融体系脆弱及公共债务庞大等问题，决策官员恐怕将不得不容忍通胀上扬以作为因应之道。

- ▶ 就美国而言，为应对此轮金融危机和经济衰退，美国在连续降息至近零利率之后，也在流动性工具上做了大量创新。这些工具大部分将于今年 3 月到期，而美联储倾向于让这些工具中的绝大部分自然收缩。这令市场高度关注美联储的加息时点，并密切跟踪美国通胀走势。
- ▶ 如果以货币政策中间目标的转变为主线，1970 年代末至今的美国货币政策可分为 3 个时期，即：1) 70 年代末到 80 年代末的货币主义货币政策时期，即以货币供应量的增减对经济实行宏观调控；2) 80 年代末到 90 年代初的灵活微调的货币政策(过渡)时期；3) 1994 年至今，以调控实际利率作为经济调控的主要货币政策手段的时期。(图表 1)

1) 70 年代末到 80 年代末，货币主义货币政策时期：1980 年里根上台时面临的经济形势极为严峻，通胀率高达 12.5%，失业率高达 6.9%，经济增长为-0.2%，财政赤字高达 738 亿美元。为摆脱困境，里根奉行弗里德曼的货币理论，支持联储反通胀政策，并采纳供应学派的减税主张：(1) 美联储以控制货币供给总量 (M_2)、而非联邦基金利率为主要货币政策手段。1981 年 M_2 增速降至 5.1% (联邦基金利率在 1980 年初到 1981 年末震荡在 13-17% 之间)；(2) 主张实行紧缩财政支出政策，提出小政府、预算平衡、减少社会福利支出的口号，并计划到 1984 年实现财政平衡、之后出现盈余；(3) 降低税率，削减个人所得税。

- 里根经济政策在控制通胀方面取得了显著成果，并出现了所谓的里根经济繁荣：1980~1988 年美国经济增长平均增长率为 3.3%，平均通胀率降至 4.4%，失业率降至 5%。但未能解决财政赤字失控问题：美国财政赤字在里根执政的 8 年中扶摇直上，1989 年达 1534 亿美元。其原因在于里根在税收改革上的失误。按供应学派理论，减税促进经济增长，有利于财政收入增长。然而实际上减税并未带来预想的财政收入增长；而里根设想的先减税后压缩财政支出，实际上支出却未能压下；里根又推行大规模军备计划，最终导致财政收入增长长期低于财政支出增长，赤字加速累积。

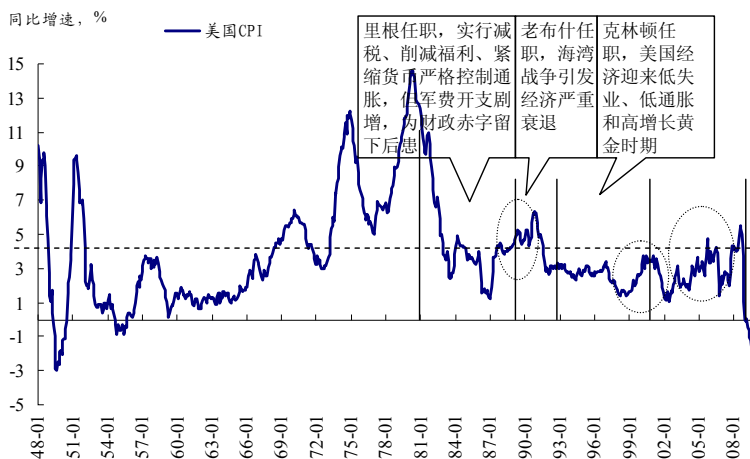
- 然而里根时代赤字失控并未在当时引起恶性通货膨胀，主要原因在于：(1)美联储明确地把反通货膨胀作为稳定经济的前提，宁可牺牲经济增长率，甚至不惜承担触发经济危机的风险也要抽紧银根；(2)美国有利的投资环境吸引了大量外资，缓解了国内资本短缺矛盾；(3)国际石油价格暴跌，国内工资增长乏力以及进口廉价商品等有利条件，使国内物价上涨受到约束。

2) 80年代末到90年代初，灵活微调的货币政策(过渡)时期：1989-1993年通胀率平均为4.1%，经济增长率平均为2.3%。期间老布什任美国总统，发动海湾战争，令美国经济陷入衰退(1990年第4季度的GDP年化环比增速为-3.5%，通胀率高达6.3%) (图表2)。

3) 1994年至今，以调控联邦基金利率作为主要货币政策手段的时期：1994年美联储主席格林斯潘宣布以联邦基金利率为主要货币政策手段，不再使用货币供给总量控制。在克林顿担任美国总统期间，美国经济迎来了低通胀、高增长的黄金时期(通胀率平均为2.5%，经济增长率平均为3.8%)，财政状况逐步改善，最终于1998年扭转了里根、老布什在位时债台高筑的境况而出现财政盈余。2001-2008年小布什担任总统期间，通胀率平均为2.8%，经济增长率平均为1.7%，资产泡沫状况日趋严重，政府财政重返赤字并急剧恶化(图表2、3)。

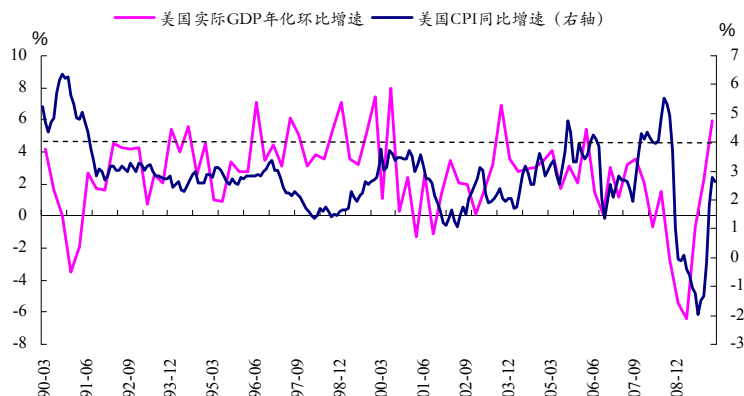
- 从以上三阶段的分析可以看出，从1970年代末至至今的三十年间，美国经济在高通胀时期大都伴随着经济的低增长，即高通胀基本上是不利于经济增长的因素(图表2)。然而，在此轮危机之后的复苏阶段，各国央行一方面受限于维持物价稳定的使命，另一方面又要力图维持金融稳定及政府偿付能力，再也无法追求单一目标。面对名义GDP增长率的需要与实际GDP增长率之间的差距，需要有温和上升的通胀来填补，各国可能因此而默然放宽通胀目标，令较高的通胀率目标在某种程度上成为现实。
- 就美国而言，维持较高的通胀率只能在短期内帮助稀释债务，从中长期来看，国债利率的提高将使美国政府的财政状况进一步恶化。所以，单靠提高通胀率目标就可以为美国政府最终解决信贷危机所带来的严重债务困境这样的假设本身尚存疑点。通胀目标升高将可能在三方面埋下隐患：(1)社会福利及医疗照护/医疗援助等政府承诺的支出具有通胀联动本质，而未来十年这类支出占联邦政府整体支出的比重将接近一半；(2)国债市场融资成本可能因通胀预期上升而走高(国债利率将不低于6-7%)，令利息负担大幅增加，将使财政可持续性将面临更大挑战；(3)令通胀预期恶化。

图表1：美国CPI通胀率与三任总统的货币、财政政策



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 2：美国 CPI 通胀率与实际 GDP 增速：低增长伴随高通胀



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 3：克林顿任职期间，财政状况持续改善并扭亏为盈

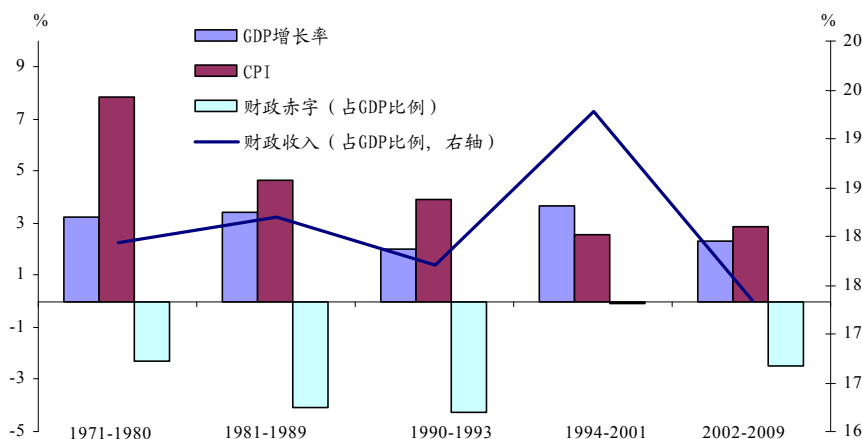


资料来源：CEIC，中金公司研究部

对美国而言，较高的通胀水平有助提高税收，对控制赤字及降低国债占 GDP 比例有积极作用，但低通胀亦能拉动经济增长，产生增加税收以及抑制赤字的效果。要注意的是，如运用通胀降低债务将推高国债收益率，增加利息支出和债务负担。同时，一旦通胀失控，这非但不能解决债务问题，而且可能导致美元储备地位的下降。

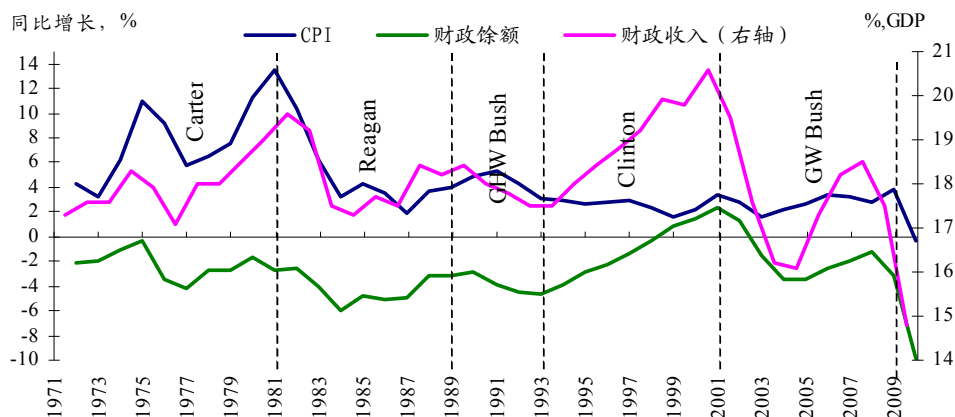
- ▶ 1971-89 年美国处于高通胀时期，通胀率平均达 6%，正面拉动财政收入（18% GDP）；1994-2001 年为高增长，低通胀时期，GDP 增速平均达 3.7%，因此，尽管通胀率较低（平均 2.6%），财政收入占 GDP 比例亦高达 19%，平均财政余额更处于平衡水平（图表 4）。
- ▶ 70 年代中期，财政支出平均约为 GDP 的 21%，但随着经济企稳，且通胀以双位数增长，在税率没有显著上升的情况下，财政收入明显攀升，从 1976 年的 17% 升至 1981 年接近 20% 的水平，一定程度制约财政赤字。
- ▶ 在 80 年代里根执政初期，其供应学派理论未能成功削减赤字。其后国会 85 年通过了《平衡预算和紧急赤字控制法案》，务求通过增加税收和减少开支逐步减少赤字规模。而美联储主席沃尔克成功将 1980 年代初的双位数通胀率降至 1985 年的 2% 水平后，通胀率逐步回升至 1990 年的 5.4% 水平，这提升了税收改革的效力，有效控制赤字增长，亦为其后上台的克林顿总统的财政平衡大计奠定下基础。在经济复苏等客观条件的配合下，联邦预算终于在 98 年出现平衡（图表 5）。

图表4：GDP增速, CPI, 财政收入, 财政赤字



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表5：较高的通胀有助增加税收以控制赤字增长

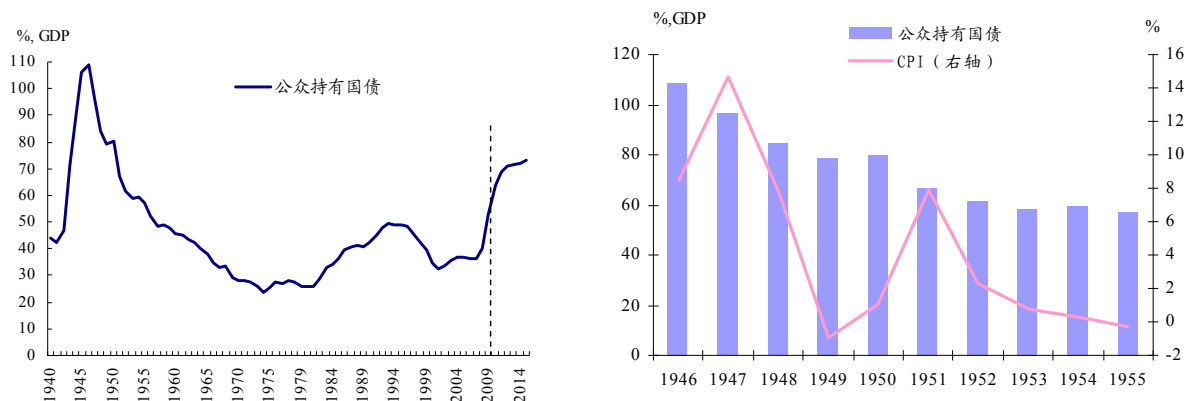


资料来源：CEIC，中金公司研究部

历史数据显示，如果财政赤字能够得到控制，政府可通过较高的通胀率降低国债占GDP比例。因为通胀率上升将侵蚀债权人持有的债务价值，并降低实际债务比例。由于目前海外投资者持有大量美国国债，因此，如美国通胀率显著上升，将减低美国政府的实际债务负担，但此举将为海外投资者带来亏损。

- ▶ 最明显的例子就是在二战结束之时，在1946—55年间，4.2%的平均通胀率降低了国债占GDP比例约16%。1946年公众持有国债占GDP比例为109%，到1955年降至57%，这主要受惠于政府对赤字的控制、经济增长和通胀的拉动。首先，在1946—55年间赤字占GDP比例从7%降至1%，公众持有国债因此从2400亿降至2300亿。而在这10年中，名义GDP增长了90%，实际GDP增长了40%。因此，国债占GDP比例在这期间约52%的降幅中，36%来自经济增长，而通胀率降低了国债占GDP比例约16%（图表6）。
- ▶ 1993-2001年间，通胀水平较低，平均只有2.6%，因此对改善国债占GDP比例的效果亦较为逊色。当时，克林顿成功将财政赤字从1993年3.9%扭转至2001年1.3%的财政盈余，公众持有国债只从3.2万亿小幅升至3.3万亿，国债占GDP比例从49%降到33%。这期间实际GDP增长达30%，名义GDP增长50%。如按照实际增长计算，在这16%国债占GDP比例的降幅中，12%来自经济增长，4%来自通胀。

图表6：美国在二战结束之时通过较高的通胀率降低国债占GDP比例



资料来源：美国财政部，中金公司研究部

短期内有两大原因促使美国政府以通胀化解国债负担：

- ▶ **当前情况与二战结束之时有两个共同点--高负债和低通胀。**当二战结束之时，美国国债规模庞大，占GDP 110%，而通胀率较低，只有2.3%；2010年国债占GDP比例为64%，并预期将于2015年和2020年分别上升至73%和77%，而1月份CPI同比增长只有2.6%，通胀率还有上行空间。
- ▶ **目前海外投资者持有一半美国国债，使美国政府更有动力运用通胀减轻债务负担。**60年代初之前，海外投资者持有美国国债的份额几乎为零，但1997—98年亚洲金融危机过后，其增势尤为迅速。此轮金融危机更进一步驱使海外投资者增持美国国债，目前海外投资者持有美国国债的份额已高达46%。这意味着如美国运用通胀降低债务负担，海外投资者就需要承担大约一半的通胀税，而首当其冲的将是两大国债持有国日本和中国（分别持有10%公众持有国债）（图表7）。

图表7：目前海外投资者持有一半美国国债，使美国政府更有动力运用通胀减轻债务负担



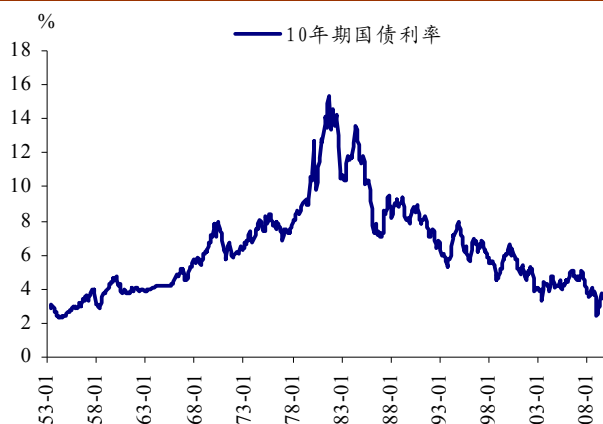
资料来源：美国财政部，中金公司研究部

但此举存在潜在风险，只可能在短期内稀释债务，并不能作为中长期策略：

- ▶ **通胀上升将推高国债收益率，增加利息支出和债务负担。**利息支出占GDP比例在1946—55年间相对较低，为1.6%。虽然目前这比例约为1.3%，但预算案已显示其将于2015年上升至3%。如果美国政府运用通胀降低债务负担，此举将推高国债收益率，进一步增加利息支出。按照我们推算，如国债利率上升两个百分点，2015年利息支出占GDP比例将升至5%（图表8）。
- ▶ **减低企业投资意愿及增加恶性通胀的机会。**与过去相比，目前的通胀成本或许更高，因为全球化的发展使企业更容易将业务活动迁出高通胀的国家。同时，过度的货币放松可能使通胀失控，产生恶性通胀或滞胀，这非但不能解决债务问题，而且可能导致美元储备地位的下降。

- 目前国债平均期限较短，缩短了运用通胀化解债务负担的时间。1946 年的国债平均期限为 9 年，而目前只有约 4 年，不到当时的一半。

图表 8：通胀上升将推高国债收益率，增加利息支出和债务负担



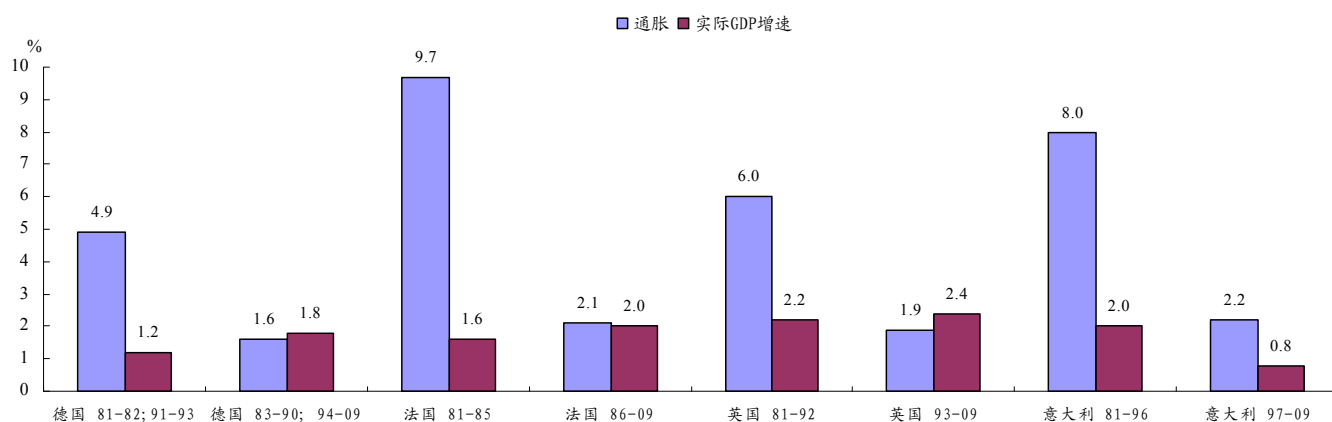
资料来源：美国财政部，中金公司研究部

对欧元区而言，低通胀是其成立以来取得的最重要成就，而上调通胀目标至 4% 弊远大于利，预计欧洲央行及英格兰银行接受 IMF 上调通胀目标建议的可能性非常小。

- 欧洲央行一向将控制通胀预期作为首要目标，容忍更高水平通胀将违背欧元区成立的宗旨，并伤害欧洲央行乃至欧盟稳定与增长公约的公信力。从历史经验看，欧元区核心成员国德法的通胀水平在发达国家中最为稳定，即便在 80 年代初多数发达国家出现双位数年通胀水平时，德国年通胀率仅为 6% 左右，而法国自 1986 年开始，年通胀水平从未高于 3.5%。欧洲央行继承了德国央行将物价稳定作为最重要目标的原则，而稳定与增长公约对财政赤字亦加以约束，这使得欧元区成立以来的通胀水平一直维持在 2% 左右，树立了货币政策公信力。英格兰银行亦明示通胀目标为 2%，1993 年以来平均通胀率仅为 1.9%。而有希望出任下届 ECB 主席的 Weber 已批评了 IMF 的这一建议，认为改变操作框架将会削弱央行的独立性。
- 从历史经验看，主要西欧国家实际 GDP 增速在低通胀期胜于高通胀时期。而最近欧洲央行执委会委员施塔克的评论亦与我们的观察一致，即“若欧元区以 4% 作为通胀目标，每年的经济潜在增长率可能减少 0.5 个百分点”。
- 德国在两个高通胀时期（81-82 年，通胀平均 5.8%；及 91-93 年，通胀平均 4.3%）的平均经济增速为 1.2%，低于低通胀时期（83-90 年和 94-09 年，通胀平均 1.8% 及 1.5%）1.8% 的平均经济增速。（图表 9）
 - 法国在高通胀时期（81-85 年，通胀平均 9.7%）实际 GDP 平均增速为 1.6%，而在低通胀时期（86-09 年，通胀平均 2.1%）经济平均增速为 2.0%。
 - 英国在高通胀时期（81-92 年，通胀平均 6.0%）的平均经济增速为 2.2%，亦低于低通胀时期（93-09 年，通胀平均 1.9%）实际 GDP 2.4% 的平均增速。
 - 意大利在高通胀时期（81-96 年，通胀平均 8%）的经济增速（2%）反而高于低通胀时期（97-09 年，通胀平均 2.2%）的 0.8%，但这主要是由于意大利自 90 年代初开始削减赤字的努力同时抑制了经济增速和通胀的攀升。
- 欧洲历史经验显示，削减政府负债仍主要依靠赤字削减措施，而依靠通胀稀释债务效果并不显著。

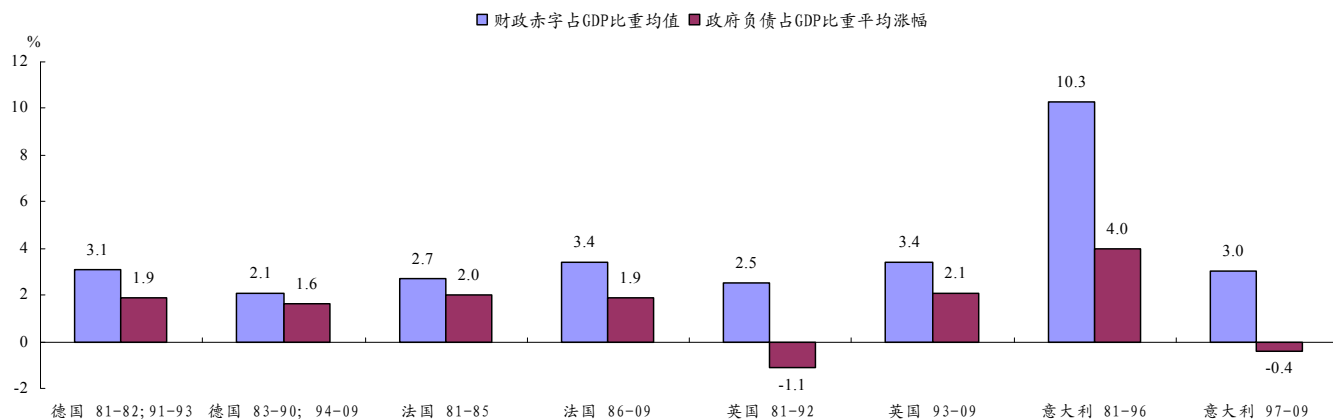
- 德国在 1981-1982 年及 1991-1993 年两个高通胀时期内，财政赤字占 GDP 比重平均为 3%，而政府负债占 GDP 比重平均每年增长约 2 个百分点，平均每年被稀释 1 个百分点。而低通胀时期财政赤字占 GDP 比重平均约为 2%，而政府负债占 GDP 比重平均每年增长约 1.5 个百分点，平均每年被稀释 0.5 个百分点，仅较低通胀时期低 0.5 个百分点。（图表 10）
 - 法国在 1981-1985 年高通胀时期内，财赤占 GDP 比重平均为 2.7%，政府负债占 GDP 比重平均每年增长 2 个百分点，稀释作用并不显著。而在 1986 年以来的低通胀时期，财赤占 GDP 比重（3.4%）高于高通胀时期，但政府负债占 GDP 比重平均每年增长仍仅增长 2 个百分点。
 - 英国在 1981-1992 年高通胀时期的财政赤字占 GDP 比重均值为 2.5%，而政府负债占 GDP 比重平均每年下降 1.1%，平均每年被稀释 3.6 个百分点。而在 1993-2009 的低通胀时期，财赤占 GDP 比重平均为 3.4%，政府负债占 GDP 比重平均每年增长 2.1 个百分点，平均每年被稀释 1.3 个百分点，亦仅低于高通胀时期 2 个百分点左右。
 - 意大利在 1981-1996 年高通胀时期的政府赤字占 GDP 比重平均约 10%，而政府负债占 GDP 比重平均每年仅增长 4% 左右，稀释效果达 6 个百分点左右。然而这主要是由于意大利在 81-91 年间通胀率平均高达 10% 左右，而在 92-96 年通胀平均 4.6% 的次高通胀阶段，稀释作用降至 4.6 个百分点。1997-2009 年的低通胀区间，稀释作用约为 3.3 个百分点（平均财政赤字占 GDP 比重近 3%，而政府负债占 GDP 比重平均每年下降 0.4 个百分点），仅较 92-96 年低 1 个百分点左右。
- 然而高通胀却可能对欧元区政府负债可持续性带来严重威胁。而高通胀可能加重高负债国债务成本这一风险正是布兰查德在报告《反思宏观经济政策》中欠考量的部分。
- 在多个欧元区高危国债务可持续性受到严重质疑的情况下，通胀高企可能使核心成员国失去 AAA 级评级，并触发新一轮的市场动荡，使高危成员国的融资环境更加艰难。
 - 低通胀的经济环境是德、法等国债成本较美国更低的关键因素。一旦欧洲央行通胀目标上调将引发国债收益率的显著上升。而在欧元区政府负债高达 GDP 80% 的背景下，如果国债收益率跟随央行通胀目标上升 2 个百分点，利息支出占 GDP 比重将上升 1.6 个百分点。这意味着要使债务负担回归稳定，主要财政余额亦需相应提高 1.6 个百分点。而目前欧元区主要财政余额占 GDP 比重为 -3.4%，降低政府债务负担的难度将可能进一步提高。

图表 9：历史经验显示主要西欧国家实际 GDP 增速在低通胀期胜于高通胀时期



资料来源：IMF、中金公司研究部

图表10：依靠通胀稀释债务效果并不显著

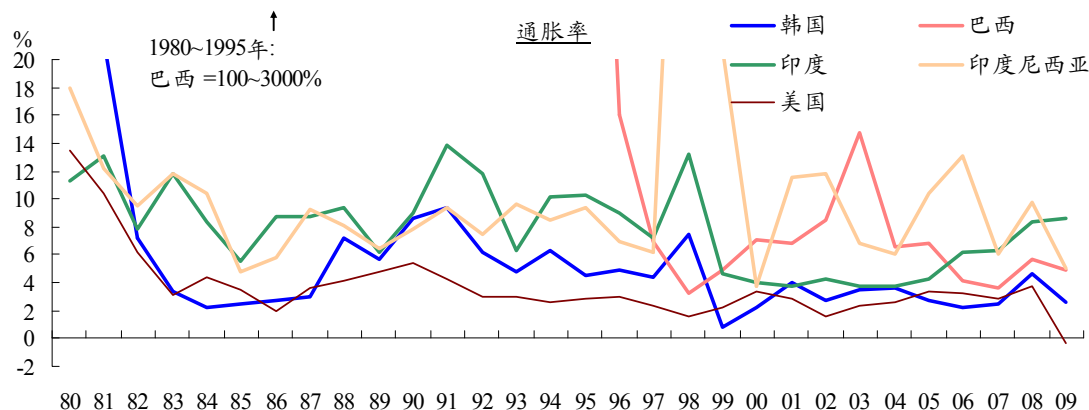


资料来源：彭博，中金公司研究部

如果发达国家将目标通胀率从2%提高至4%，新兴市场将面临更大的流动性压力，必须以更为强硬的货币政策或升息以控制通胀。从历史角度看，我们分析了巴西、印度、韩国和印度尼西亚过去近30年的数据，得出以下结论：

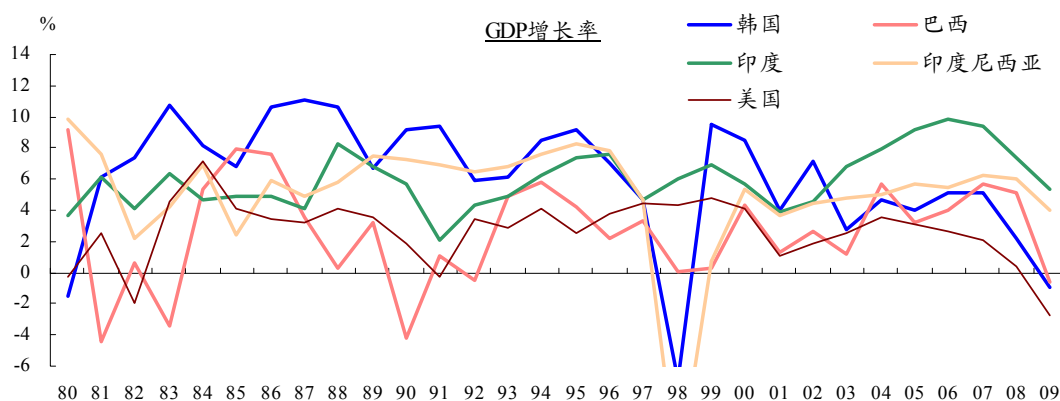
- ▶ 在美国有较高通胀的阶段（1970-79 和 1980-89 年间，分别约 7.1% 和 5.6% 通胀），新兴市场的通胀率更可高出 3 个百分点，达到 13~29%（图表 11）。在 1970-79 年间，石油价格的飙升使新兴市场承受比发达国家更大的通胀打击（油价在 CPI 通胀中的 weight 达到 5~10 个百分点）。在 1983-88 年间，里根政府成功的将通胀降至 3.4% 左右，并直至任职结束维持在这一平均水平，而以上新兴市场则仍然高企于 7% 左右。
- ▶ 在美国的低通胀阶段，如老布什和克林顿分别任职的 1989-92 年间和 1993-2000 年间，美国通胀分别处于 4.4% 和下降至 2.6%，但新兴市场通胀分别为 8.5% 和 9.3%，明显高于美国 4.1 和 6.7 个百分点。在小布什任职的 2001-08 年间，01~07 年间通胀率平均为 3%，而 08 年则大幅攀升至 4.7%，而大多数新兴市场 CPI 通胀仍然高于美国约 3 个百分点，特别是在 08 年随着美国通胀率而上升。
- ▶ 如果发达国家在未来的几年中将通胀目标率提升至 4%，这意味着全球流动性将维持相对宽松的状态，同时美国加息或货币紧缩政策将可能推后。而目前新兴市场的通胀已早于发达国家来临，大多数新兴国家的通胀在 2010 年可能达到 5% 水平，而印度、越南和斯里兰卡等国家可能接近 10%。
- ▶ 新兴经济体必须先于美国，并以更为强硬的货币政策或升息以控制通胀，而这对经济增长和资本市场将带来负面影响。历史数据显示，新兴市场加息幅度加大的阶段后，经济增速普遍有所放缓：如印度尼西亚央行于 06 年升息至 13%，GDP 增长小幅下降 0.2 个百分点至 5.5%；巴西央行于 03 年升息至 27%，经济增长亦明显从 02 年的 2.7% 下滑至 03 年 1.1%。印度央行于 06 年 7 月升息至 6 年高点的 6% 之后，GDP 增长亦连续两年下降至 9.4% 和 7.3%。总之，在高通胀期间，经济增长平均低于低通胀期间近 1~2 个百分点。
- ▶ 从历史数据看，大多数新兴股市于加息前已经因加息预期而有大幅调整，在加息期间股市一般会高于加息前水平。举例来说，巴西央行于 02 年 10 月~03 年 2 月升息，巴西股市在这段时间最终上升共 30%，但仍然低于加息前水平。印度尼西亚央行于 05 年 4 月~06 年 1 月升息，印度尼西亚股市在这段时间亦上升共 20%。而印度央行亦于 04 年 10 月~06 年 7 月升息，印度股市在这段时间更上升近 100%。

图表 11：新兴经济体通胀除了主要受到食品和能源价格大涨所影响，亦同步受到美国通胀所影响



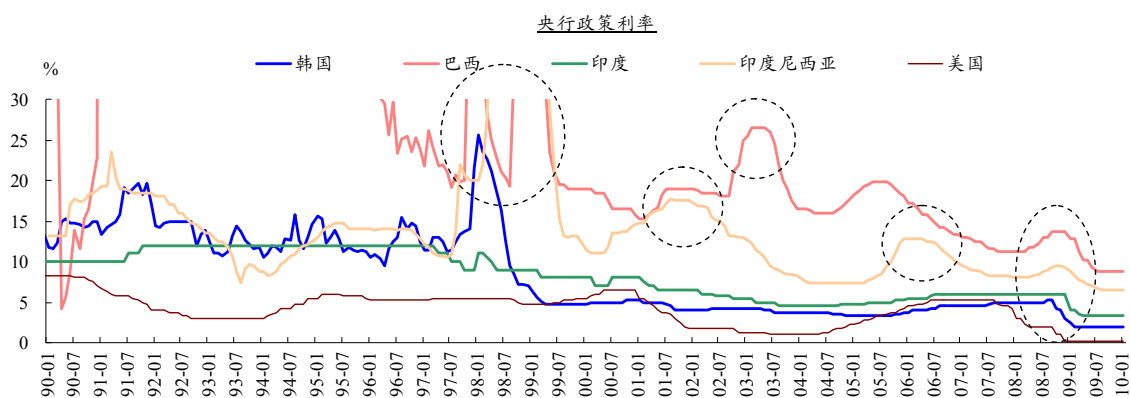
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 12：通胀上扬和央行加息导致 GDP 增长有所放缓



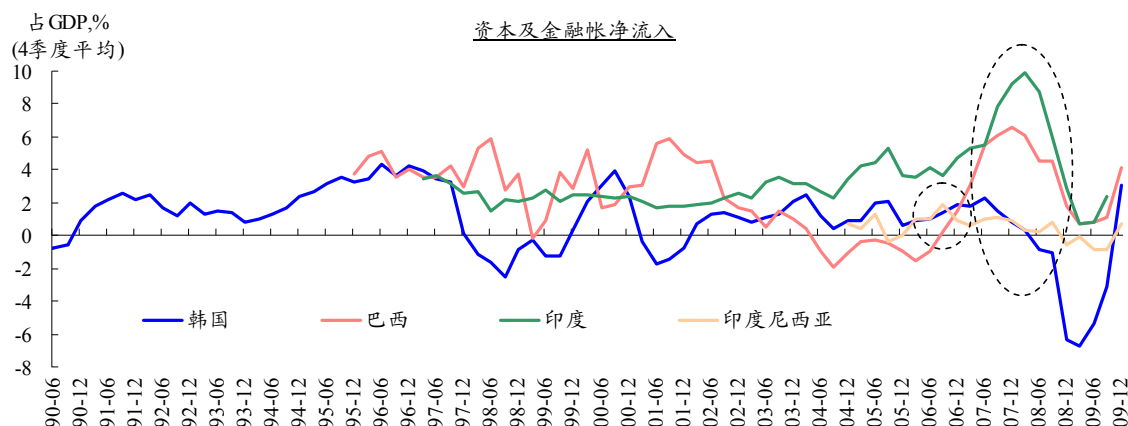
资料来源：EPFR、彭博资讯、中金公司研究部

图表 13：新兴经济体央行加息以抑制恶性通胀形成



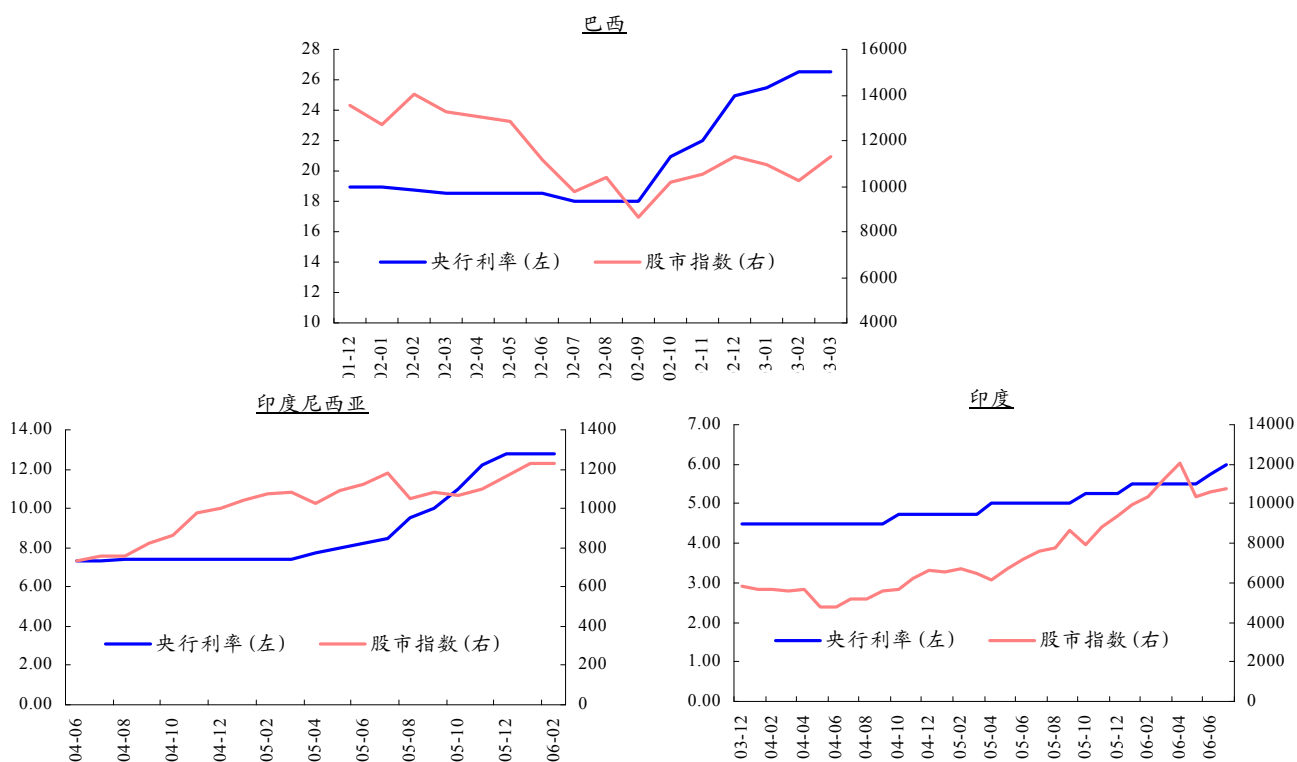
资料来源：EPFR、彭博资讯、中金公司研究部

图表14：通胀上扬和央行加息可能加快外来资金流入



资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

图表15：在新兴市场加息期间，股市最终会高于加息前水平



资料来源：CEIC、彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

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: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

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

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

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: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

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107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

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: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

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: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。