



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

投资策略报告

证券研究报告

2011 年 6 月 12 日

全球市场

研究部

黄海洲

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010050
huanghz2@cicc.com.cn

李志勇

分析员, SAC 执业证书编号: S0080209120104
lizy@cicc.com.cn

焦迪

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511060003
jiaodi@cicc.com.cn

2011 年下半年展望

美国经济再平衡继续, 海外股市三季末反弹

主要观点:

- **美国经济再平衡继续, 复苏一波三折有深刻原因。**美国经济增速明显放缓, 复苏前景不确定性增加。除了短期的因素以外, 造成这种局面的主要原因是, 刚刚过去的这轮经济衰退不是普通意义上的经济衰退, 而是一次“资产负债表性的经济衰退”, 其最重要的特征是, 经济中各个主要部门的资产负债表遭受到严重损伤; 因而在衰退结束后, 各部门忙于修复资产负债表, 降低杠杆率, 不愿继续负债。在这种情况下, 包括企业在内的各部门不是以利润最大化为目标, 而是以降低债务水平为紧要任务, 造成总需求不足和传统货币政策的作用有限。危机爆发后, 全球主要经济体推出的经济刺激计划实际上就是通过加重政府资产负债表受损的程度来修复另外三个部门的资产负债表。美国政府的债务已经大幅膨胀, 而其它三个部门债务水平明显下降, 但这个过程仍在进行当中, 并且美国将长期承受降低债务总量的压力, 因此未来美国经济有可能会长期低速增长。我们认为, 从今年第 2 季度开始出现的经济增速明显放缓, 是一个正常现象, 是各种宏观因素反应在经济增长上的必然结果。
- **持续关注欧债危机。**“维也纳模式”构思的提出为解决欧债问题提供了新的思路, 这可在一定程度上缓解市场的担忧, 但不管哪种方式的自愿延期或者是债务“软重组”, 成功与否的关键都取决于未来希腊等国是否有能力和意愿偿还债务。但从目前各国经济增长来看, 前景并不乐观。欧债问题还可以继续拖下去, 但最终的解决办法恐怕还是要走债务重组这条路。不幸的是, 欧债危机仍将是未来的几年中影响全球市场最大的风险之一。
- **美国经济下半年不会“二次探底”。**库存周期和投资周期的历史规律显示, 从时间点上来说当前仍应处于投资扩张期。实际上, 在短期负面因素(日本地震、油价飙升)的影响减退之后, 经济增长将有所反弹。经济增速的放缓, 更使得我们相信美联储不会轻易收紧货币政策, 在必要的时候美联储还可以继续购买资产。
- **海外股市三季末反弹。**从现在开始到 3 季度末, 市场需要有超过一个季度的时间去消化经济增速下滑和欧债危机反复等负面因素, 美股缺乏上涨动力。但由于有盈利的支撑, 下跌的空间也有限, 震荡盘整的可能性较大, 标普 500 的运行区间为 1,200 至 1,300 点。我们预测 2011 年标普 500 盈利将实现 15% 的正增长, 达到每股 96 美元, 略低于我们此前预测。从 3 季度末开始, 受欧债问题影响减退、经济增速反弹和节假日消费旺季到来的提振, 股市反弹, 标普 500 指数将升至 1,400 点。
- **2011 年下半年投资策略。**仍然看好股票等风险类资产, 策略是先防守、后进攻; 配置一定仓位的新兴市场国债和投资级别的美国公司债券; 应长期配置黄金等贵金属以对冲风险; 新兴市场股市的表现将相对好转。

目录

2011 年下半年策略：美国经济再平衡，海外股市三季度反弹	3
一、从第 1 季度开始，海外局部市场风险大幅上升	3
二、美国经济再平衡继续	5
三、持续关注欧债危机	7
四、美国经济下半年不会“二次探底”	9
五、海外股市三季末反弹	9
六、2011 年下半年投资策略	11

图表目录

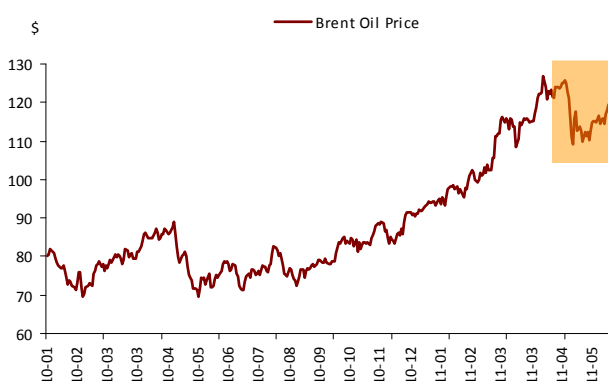
图表 1: 原油价格难以继续大幅攀升	3
图表 2: 日本经济受地震影响较大	3
图表 3: 美国和全球制造业 PMI 指数明显下滑	3
图表 4: 服务业 PMI 指数表现相对较好	4
图表 5: 消费者信心指数远远没有恢复到危机之前的水平	4
图表 6: 失业率意外攀升、非农就业数据大幅差于预期	4
图表 7: 个人消费对于美国经济复苏前景至关重要	4
图表 8: 美国经济领先指标呈现出下滑迹象	4
图表 9: 美国经济意外指数大幅下挫	4
图表 10: 美国总体的负债水平在 1980 年后大幅上升	6
图表 11: 美国经济体各部门仍处在去杠杆化的过程中	6
图表 12: 居民和金融系统的杠杆率仍然过高	6
图表 13: 美国将长期承受降低总体债务水平的压力	6
图表 14: 美国货币流通速度在低利率环境下仍然极低	6
图表 15: 美国企业手中持有大量现金和等值证券	7
图表 16: 美国经济增速长期以来逐渐放缓	7
图表 17: PIIGS 各国今年债务到期的压力要延续到 10 月	7
图表 18: IMF 对希腊、爱尔兰和葡萄牙的财政赤字及债务预测	8
图表 19: 希腊、爱尔兰和葡萄牙未来三年的债务（本金+利息）到期量	8
图表 20: 欧元区各国通胀率走势	8
图表 21: 欧元区各国 5 年期 CDS 走势	8
图表 22: 希腊、爱尔兰和葡萄牙经济增长及预测	8
图表 23: 美国的库存周期持续时间多在 5 年以上	9
图表 24: 美国的投资周期持续时间多在 6 年以上	9
图表 25: 市场预测每股经营性净利润上升	10
图表 26: 美国标普 500 非金融板块净利率和 GDP 平减指数季度环比相关度较高	10
图表 27: ISM 指数领先标普 500 企业净利率	10
图表 28: 标普 500 指数未来 12 个月动态市盈率	11
图表 29: 美国标普 500 指数各行业总回报（包括股息和资本利得回报）	11
图表 30: 从全球范围内来看，新兴市场国债和投资级别的美国公司债表现良好（2009 年 1 月=100）	11
图表 31: 以黄金计价的股指和原油等价格（2000 年 1 月=100）	12
图表 32: 新兴市场仍然是全球经济增长的引擎	12
图表 33: 从 2010 年第四季度开始发达国家股市跑赢新兴市场（2010 年 10 月 1 日=100）	12
图表 34: 新兴市场股市估值有所下降	12

2011年下半年策略：美国经济再平衡，海外股市三季度反弹

一、从第1季度开始，海外局部市场风险大幅上升

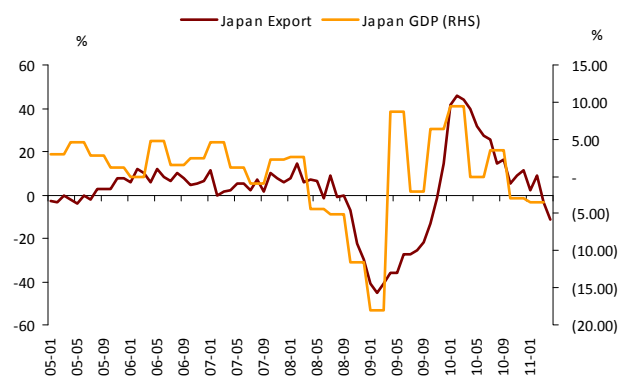
从今年第1季度开始，海外局部市场风险大幅上升，原因在于当时有威胁全球金融市场的三个较大风险，分别是中东北非乱局、日本地震和欧债危机。现在来看，这三个风险仍然都还存在。中东和北非动乱的原因是经济上和政治上的诉求，在这些诉求得到满足之前，动乱的局势还将继续。如果动乱升级将持续推高原油价格，油价维持在高位将阻碍全球经济的复苏，并在世界范围内提升通胀压力。但由于中东北非局势的决定性因素在于 OPEC 核心国家，核心国家局势大乱的可能性较小，因此油价虽然有上涨的压力，但很难大幅飙升（图表 1）。日本特大地震对于全球经济的影响主要是对全球产业链带来一定负面冲击，而且这种负面的冲击在第 2 季度逐渐显现，日本和全球经济都受到了影响。日本第 1 季度的 GDP 下滑了 3.5%，4 月份对外出口大幅下降了 11.6%，均是受地震的影响（图表 2）。欧债问题在短时间内无法得到有效解决，还将在较长的时间内反复冲击全球市场（有关这一点，下文将有较为详细的分析）。

图表 1：原油价格难以继续大幅攀升



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 2：日本经济受地震影响较大



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

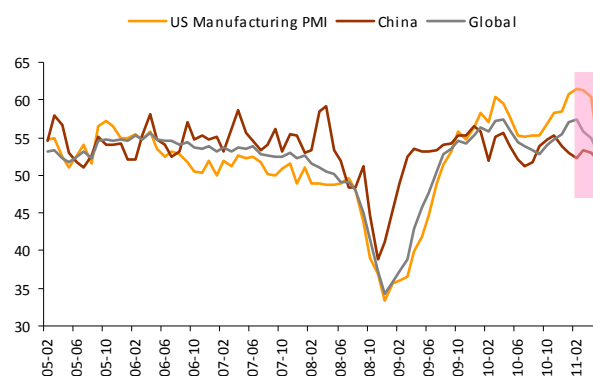
美国经济增速明显下滑，复苏前景不确定性增大。如果说今年第 1 季度美国 GDP 只增长了 1.8% 出乎市场的预料，令人担心经济增速在放缓，那么近期公布的一系列令人失望的经济数据则验证了这种担忧。这其中最重要的包括美国制造业 PMI 指数已经连续 3 个月下滑，并从 4 月份的 60.4 大幅下滑到 5 月的 53.5。这个当然在一定程度上与日本地震对于汽车零部件供应链的破坏有关。不但美国如此，中国和全球的制造业 PMI 指数也都在近几个月有明显的下降（图表 3）。相比较，服务业的 PMI 指数表现较好一些（图表 4）。

消费者信心指数也恢复缓慢，远不能达到金融危机之前的水平（图表 5）。最令人失望的恐怕要算就业市场的疲软和不稳定。就业市场在经历了一段时间的良好改善之后，在 5 月表现出疲软的迹象，失业率意外攀升到了 9.1%，非农就业人数也只增加了 5.4 万人，大幅低于预期（图表 6）。由于私人部门就业仅增长 8.3 万，除了制造业就业人数减少了 0.5 万外，其它各行业的就业人数增幅均有显著放缓，说明就业市场的疲软已经不是由日本地震等短期因素造成的。我们曾多次指出过，美国经济想要稳定、持续地复苏，非农就业每月增加 10 万人以上是关键；只有这样，“就业改善~消费提升”的正循环才能形成。而目前就业市场的不确定性增大，加上房地产市场的持续低迷，将在未来进一步打击消费者的信心，拖累居民消费的增长。由于消费在经济复苏以来，在 GDP 增长中保持稳定的贡献（图表 7），因此如果未来消费疲软，则更加令人担忧经济的复苏前景。

在此之外，美国经济的先行指标，也在近期出现了下滑的迹象（图表 8）。实际上，近来公布的经济数据低于市场预期的程度，可以从花旗经济意外指数中看出。这个指标在今年的 3 月达到复苏以来的高点之后便扭头向下，大幅下挫，直逼 2008 年金融危机高峰时的读数（图表 9）。

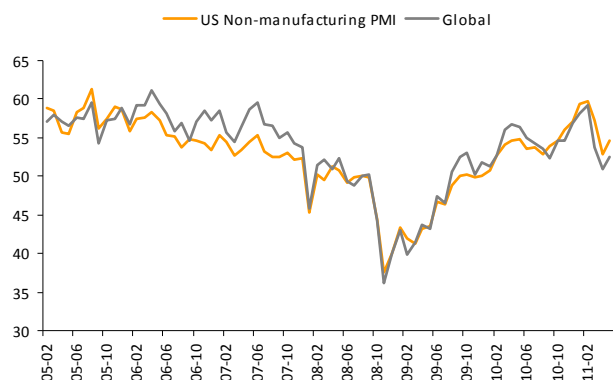
因此，各种迹象表明，美国经济增速下滑的迹象已经较为明显，虽然说这种下滑受某些短期因素的影响，比如日本地震和年初原油价格上涨，在短期因素的影响力逐渐消失之后，经济增长会有所反弹。但在未来的几个月，经济还将面临美联储 QE 的结束和政府财政刺激政策的逐渐退出，因此可以说经济复苏前景的不确定性大幅增加。最近中金宏观组已经将 2011 年全年 GDP 增长下调至 2.4%。

图表 3：美国和全球制造业 PMI 指数明显下滑



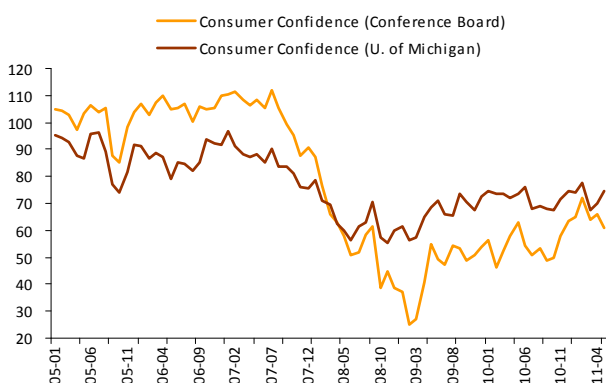
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表4：服务业PMI指数表现相对较好



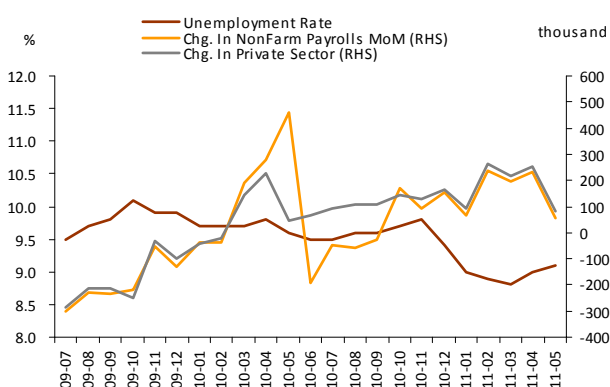
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表5：消费者信心指数远远没有恢复到危机之前的水平



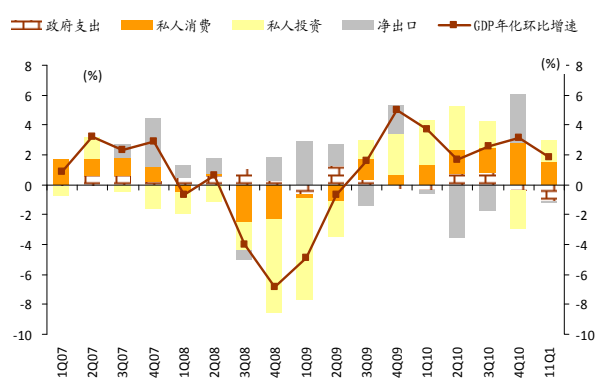
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表6：失业率意外攀升，非农就业数据大幅差于预期



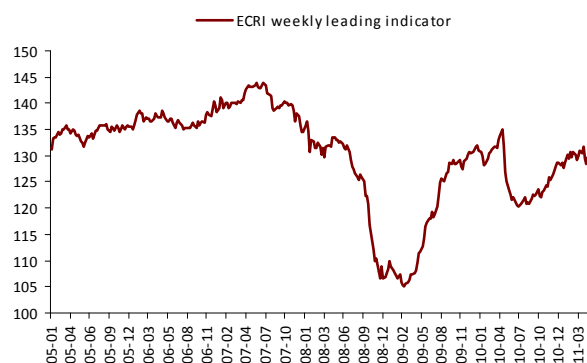
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表7：个人消费对于美国经济复苏前景至关重要



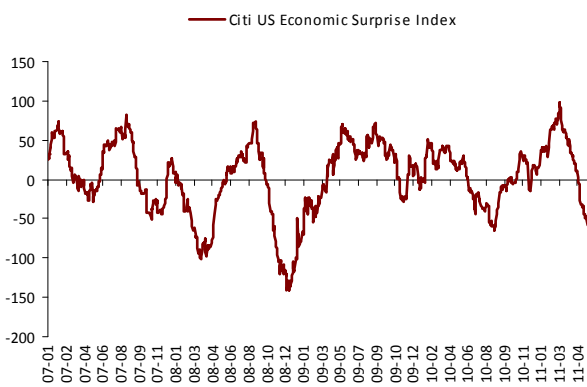
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表8：美国经济领先指标呈现出下滑迹象



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表9：美国经济意外指数大幅下挫



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

二、美国经济再平衡继续

美国经济复苏一波三折。美国经济从2009年下半年复苏以来，进程可谓是一波三折，十分脆弱。在复苏之初，经济增长的走势可以用“V型反弹”来形容。但在2010年第2季度，受欧债危机的打击和美联储退出QE1的影响，经济增速从第1季度的3.7%大幅下降到了1.7%，市场开始担心经济陷入“二次探底”的可能性。随着美联储向市场释放出将推出QE2的强烈信号，经济增速才在第3季度上升到2.6%和第4季度的3.1%。目前的情况有些类似。欧债问题在今年4月份重新浮出水面，造成了葡萄牙不得已向欧盟申请救助，而在5月市场又将目标对准了希腊。与此同时发生的是，美国的各项经济数据大幅走弱，经济增速放缓已成定局。总体的感觉是，经济复苏的基础并不稳固，稍有风吹草动，市场就会担心复苏的前景。

那么，在经济开始复苏后大约两年的今天，我们需要考虑的一个问题是：为什么复苏的基础如此脆弱？未来的前景又会如何？

美国经济衰退属于资产负债表性质的衰退。我们认为，造成这种局面的主要原因是，刚刚过去的这轮经济衰退不是普通意义上的经济衰退。当然，从严重程度上来说，它是一次仅次于大萧条的全球性衰退，非一般的经济下滑可以相比，因此衰退结束后复苏期时间较长。但我们想要强调的是，这次经济衰退是一次“资产负债表性的经济衰退（Balance Sheet Recession）”。一个经济体通常可以被划分为政府、金融、居民和企业四个部门。事实上，金融危机也是资产负债表的危机。而走出金融危机的过程，也是修复资产负债表的过程。

这种类型的经济衰退最重要的特征是，经济中各个主要部门的资产负债表遭到严重损伤，生存受到了极大的危险；即使是没有破产，在度过危机时也是如履薄冰。因而在衰退结束后，各部门忙于修复资产负债表，降低杠杆率，不愿继续负债。在这种情况下，包括企业在内的各部门不再是以利润最大化为目标，而是以降低债务水平为紧要任务。这样做的后果主要有两个。

第一，总需求不足。由于居民部门忙于去杠杆化，信心不足，因此消费不能大幅增长，带动经济强劲复苏。同时，企业对未来也缺乏信心，虽然销售和盈利情况不错，手中握有大量的现金，但不愿扩大生产、大规模雇人，因此失业率也没有可能在短期内明显下降。持续高企的失业率和脆弱的房地产市场继续打压消费者的信心，从而压制消费，抑制总需求，形成一个居民部门和企业之间相互观望的局面。第二，传统货币政策的作用有限。由于这次金融危机和经济衰退是由过度借贷和资产泡沫造成的，实体经济对于借贷仍心存恐惧。企业和个人忙于还债、降低杠杆率，因此对低利率甚至零利率并不敏感。企业不以最大化利润为目标，不愿继续借债；居民在没有明显的投资机会的情况下，也不愿借贷用于消费。因此即使美联储将基准利率降到近于零，对于经济的刺激作用也不大。同时，银行系统也在忙于减计坏账、修复资产负债表、降低杠杆率，对向实体经济借贷的意愿也不强烈。在货币政策失效时，应该由政府扩大支出，以积极的财政政策来弥补私人部门的需求不足。但由于美国政府面临高债务的困境，需要着重考虑的是如何削减财政赤字，进行财政紧缩。另一个政策方面的可能对策就是，

央行加大资产购买力度，不但要购买金融资产，在必要的时候还可以购买实物资产，其目的就是要扩大需求。

这轮经济衰退的起源。资产负债表性质的经济衰退在历史上并不多见，最主要的例子就是发生在上世纪30年代的美国大萧条和90年底至2007年左右的日本经济衰退。源于次贷危机的这波经济衰退也同属资产负债表性的衰退。

我们知道，从1980年以来，美国私人部门特别是金融机构和居民家庭的债务水平不断高升，储蓄率不断走低，但企业和政府部门在国内借贷相对有限。美国作为一个整体来说，其债务水平已经从上世纪50年代初占GDP的120%一度上升到2009年第2季度的360%（图表10）。在这四个部门当中，金融机构和居民部门的债务水平在过去30年中上升明显。居民部门的借贷，在2000年之后大都流向了房地产市场，最终形成了规模空前的房地产泡沫。然而当房价下跌时，居民部门的资产负债表就出现了危机，直接后果就是按揭贷款的还款风险由潜在变成了现实。金融机构在全球化背景下的杠杆率也不断提升。金融危机爆发后，金融机构产生了大量的损失，从而导致了金融机构资产负债表的危机。

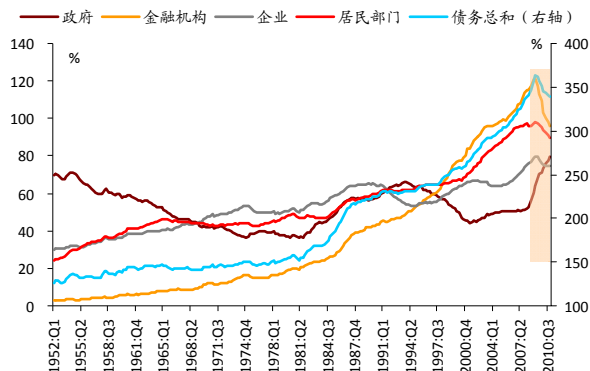
居民部门资产负债表危机会导致消费需求的放缓，而金融机构资产负债表的危机会导致信贷的放缓，因此就从需求和投资两个方面影响了实体经济，从而使实体经济中的企业的资产负债表也陷入危机状态。而企业部门的危机又会通过降低居民收入，失业人数增加和降低储蓄、投资和融资活动等方面反过来影响居民部门和金融机构的资产负债表，从而使三个部门的资产负债表进入恶性循环中。危机爆发后，全球主要经济体推出的经济刺激计划实际上就是通过加重政府资产负债表受损的程度来修复另外三个部门的资产负债表，这必将大幅提高政府部门的赤字水平。金融危机期间，除了发展中国家政府的负债水平没有明显变化外，主要发达国家政府债务占GDP的比率均出现了明显的提升。

美国经济仍处于修复资产负债表、降低杠杆率的过程中。目前资产负债表修复的持续性如何？美国政府部门的资产负债表已经大幅膨胀，债务总额已经由2007年底的8.74万亿美元上升到2010年底的14.05万亿美元，是危机前的1.6倍，与此相关的是在金融危机之后其它三个部门债务水平明显下降。在四个部门当中，通过坏账减计、政府的资产注入和主动降低杠杆率，金融机构的债务水平在过去三年中已经明显下降（债务占GDP的比例从2009年第2季度最高点的121%下降到了2011年底的96%）。但这个部门的债务占比仍为28.2%，高于30年的长期平均值（24%）4个百分点，预示着金融系统的去杠杆化进程仍有继续的空间（图表11）。居民部门的债务占比已经降至长期平均值以下，显示这个部门的债务占比已趋近合理。企业的债务占比在过去的30年中一直处于下降趋势中，并远低于长期均值，表明企业加大债务水平的程度低于其它部门，同时也表明企业的资产负债情况相对良好、财务结构合理。当然，最显著的变化还是政府负债占比的大幅上升，已经超过了长期均值。

如前所述，美国经济体中各个部门之间债务占比的调整是通过大幅提高政府部门的赤字水平来达到的，这个过程已经接近完成，但仍在进行当中，因为居民和金融系统的杠杆率仍然过高（图表12）。并且，美国将长期承受降低债务总量的压力。如

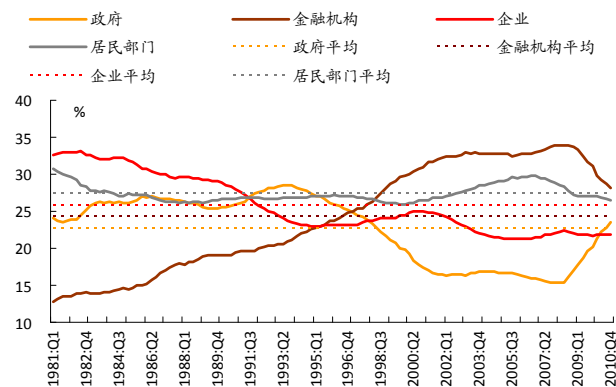
果降低债务总量这个趋势能够持续，根据我们的计算，美国的总体债务水平有望在 2019 年初左右降至 30 年的长期均值（图表 13）。这一结果能否实现，在很大程度上取决于金融机构和政府能够继续降低债务。对于金融机构来说，情况较为复杂，与美国的利率环境、经济发展前景、房地产市场能否复苏以及银行系统在新的监管体制下的业务模式变化有关。对于美国政府来说，则在很大程度上取决于经济增长水平、通货膨胀水平和政府的进一步负债能力。

图表 10：美国总体的负债水平在 1980 年后大幅上升



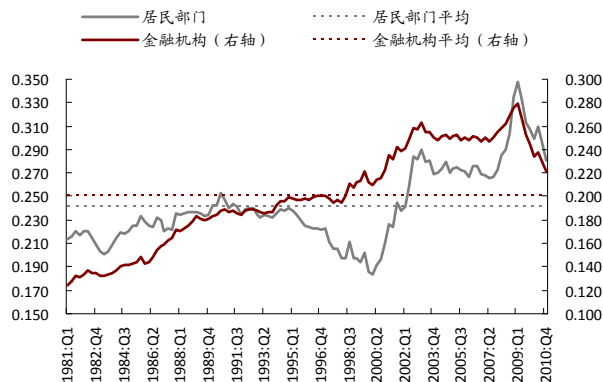
资料来源：Federal Reserve, Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 11：美国经济体各部门仍处在去杠杆化的过程中



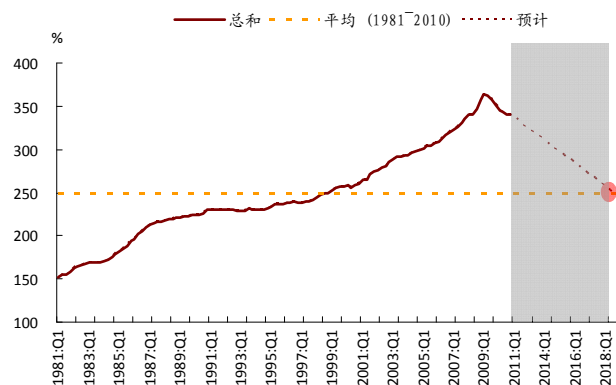
资料来源：Federal Reserve, Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 12：居民和金融系统的杠杆率仍然过高



资料来源：Federal Reserve, Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 13：美国将长期承受降低总体债务水平的压力

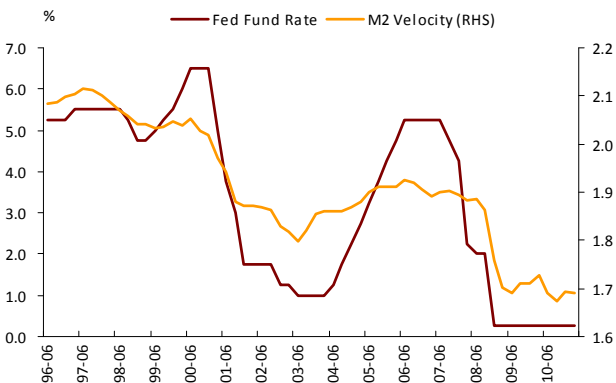


资料来源：Federal Reserve, Haver Analytics, 中金公司研究部

美国经济再平衡期间会出现较低速增长。了解这次经济衰退的性质和经济复苏以来各部门的行为，也就容易理解一些其它现象。比如，在美联储将基准利率降低到近于零的情况下，美国的货币流通速度仍然处于历史低位（图表 14）；比如美国企业手中持有的现金和等值证券，不管是总量还是占 GDP 的比重，都处于历史的高位，但并非用于扩大生产，而是用来进行股票回购和兼并收购（图表 15）。

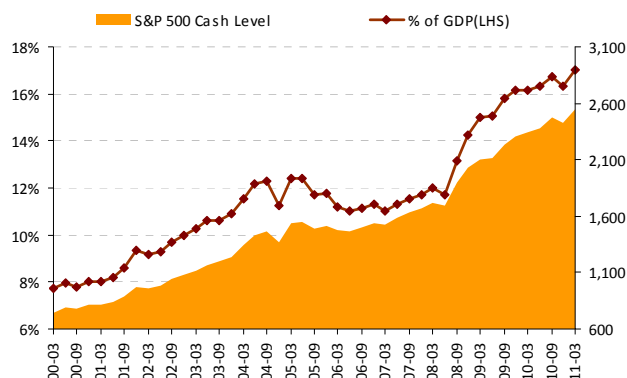
更重要的是，我们应该意识到，未来美国经济有可能会长期低速增长。这是因为，首先经济面临长期去杠杆化，总需求受到抑制。其次，美国政府面临高赤字、高债务的问题，限制财政政策的灵活性，不利于支持经济发展。第三，目前经济中缺乏明显的新的增长点。因此，我们认为，从今年第 2 季度开始出现的经济增速明显放缓，其实是一个正常现象，是各种宏观因素反应在经济增长上的必然结果。实际上，如果我们观察美国经济增长的长期趋势，就会发现其特征之一就是增速是逐步放缓的。从 1930 到 1950 年，GDP 增长的均值是 3.9%；从 1951 到 1980 年，均值是 3.7%；而从 1981 年到 2010 年，均值下降到了 2.8%。不排除经济增速今后在 2% 的水平附近稳定下来的可能性。美国经济的另一个特征是，在 GDP 增速放缓的同时，经济增长的波动性是在逐年下降的（图表 16）。

图表 14：美国货币流通速度在低利率环境下仍然极低



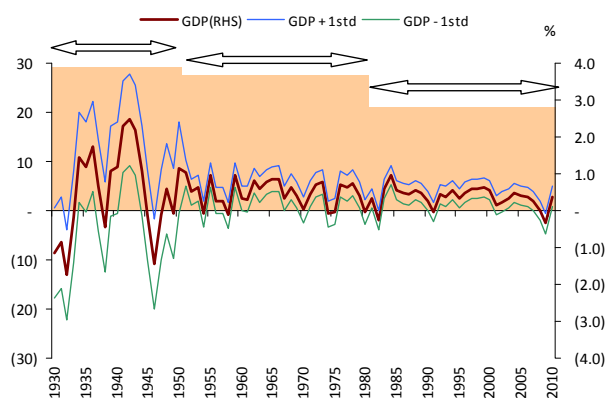
资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表 15：美国企业手中持有大量现金和等值证券



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 16：美国经济增速长期以来逐渐放缓

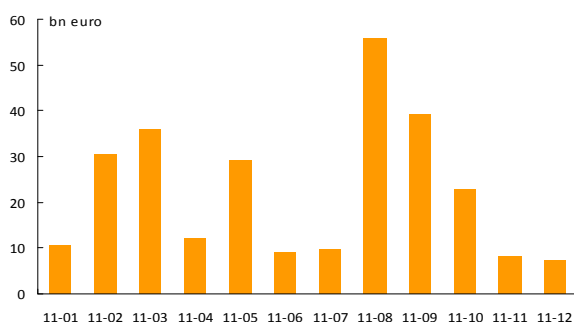


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

三、持续关注欧债危机

目前影响市场的最重大因素除了担心经济增速下滑以外，欧债危机是另一个焦点。由于 PIIGS 各国今年债务到期压力要延续到 10 月（图表 17），因此欧元区的问题将在较长的时间内压制市场的风险偏好，可能将持续到 3 季度末。

图表 17：PIIGS 各国今年债务到期的压力要延续到 10 月



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

“维也纳模式”或代替债务重组拯救希腊。欧盟专员瑞恩（Olli Rehn）在 6 月 1 日表示，希腊可参考上世纪 90 年代比利时削减赤字经验，并考虑以“维也纳模式”应对当前危机。所谓“维也纳模式”（Vienna Initiative），是 2009 年 IMF 在救助匈牙利等中东欧国家时采用的模式。在这一模式下，债权银行以自愿的方式选择继续持有负债国债券，延长偿债日期。如果复制维也纳模式，那么希腊政府的债权人需要对现有债券进行延期，为希腊争取时间，直到该国的财政紧缩计划开始发挥效果，或者直到允许主权债务减记的法律在 2013 年生效。这是一种不必进行债务重组的共渡难关方式，没有调整现有债券的条款，没有延长这些债券的期限，也没有发生债券折价偿还。这些债券会自然到期，然后会发行新债券取而代之。债权人要做的只是参与新债券的发行。此方案可能会消除欧盟各国在是否允许希腊债务重组方面的分歧。

希腊仍需出台更严厉的紧缩政策。日前，由欧盟委员会、ECB 和 IMF 组成的联合检查组即将对希腊经济和财政状况提交评估报告，决定是否根据去年达成的 1100 亿欧元的救助方案向希腊提供第五批 120 亿欧元贷款。近来欧元区一些国家纷纷批评希腊执行紧缩政策不力，并强烈要求希腊出台更为严厉的紧缩方案。此外，穆迪评级 6 月 1 日宣布，将希腊的主权信用评级从 B1 进一步下调至 Caa1，将希腊债务违约的可能性提高到 50%。为换取欧盟方面对解决债务危机的支持，希腊政府同意在 2011 年再次将财政支出削减 64 亿欧元，到 2015 年再减少 500 亿欧元，主要措施或包括大幅削减开支，提高增值税率，以及加快实施私有化项目。但据测算，即使希腊能够获得第五批贷款，其长期偿债能力也将受到质疑。据 IMF 的预测显示，如果不加大财政整固力度，去年接受救助的希腊今年的预算赤字将达到 GDP 的 7.4%，2012 年仍将为 6.2%，较欧盟设定的 3% 还有不小的差距。同时 IMF 预计希腊的债务占 GDP 的比例今年将为 152.3%，明年将达到 157.7%（图表 18）。另根据彭博统计，2011 年至 2013 年希腊总共将约有 1,202 亿欧元债务（本金+利息）到期（图表 19），如果算上需要填补财政赤字的增发量，数额还将更大。鉴于希腊政府承诺的 2015 年底私有化 500 亿欧元政府资产方案障碍重重（如冗长的立法程序和工会的强烈反对），预计大部分私有化收益将在临近 2015 年时实现，而非在未来 2 年中逐步实现。然而，即使在乐观假设的情况下，每季度都可获得 40 亿欧元的私有化收益，根据中金海外宏观组的估算，则从现在到 2013 年 6 月共将通过私有化筹集 360 亿欧元的资金，仍比原先计划通过发行国债筹资的办法少 80 亿。在这种情形下，到 2013 年 6 月累计资金缺口仍将高达 770 亿欧元（1,130 亿减去 360 亿），给私有化和其他改革措施的延迟留下很少空间。另据市场预测，希腊 2012 年至 2014 年的融资缺口将达到 1,700 亿欧元。这一缺口将通过如下资金填补：去年的救市计划中未动用的约 570 亿欧元贷款、大约 300 亿欧元的资产出售收益、约 300 亿欧元的债权人债券转滚（用旧债券购买新债券）。因此除了去年所承诺的 1,100 亿欧元援助贷款之外，预计欧盟和 IMF 还需要向希腊提供额外贷款，同时希腊政府仍需出台更严厉的紧缩政策。

希腊面临两大挑战。眼下希腊面临两大挑战：严重的财政赤字和公共债务过高、经济竞争力过弱。首先，政府财政需要具有可持续性。这要求减少财政赤字并使债务占 GDP 的比例步入下行轨道。据欧盟统计局统计，2010 年希腊政府支出项目中，工资和社会福利占比超过 65%，这意味着必须削减公共工资和养老金开支。除此之外，希腊政府在财政整顿方面几乎没有任

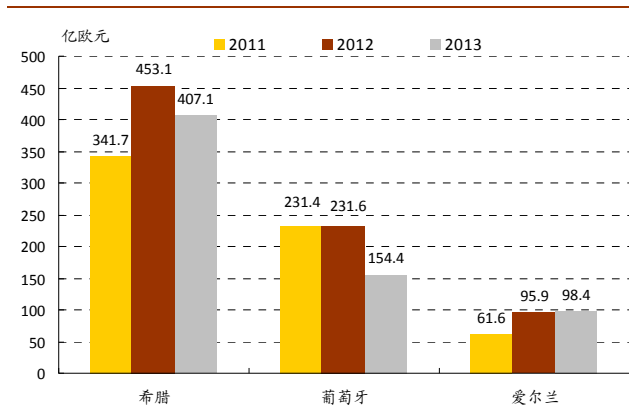
何其他的回旋余地。其次，经济需要更具竞争力，这意味着政府要采取有利于经济增长的措施和改革，如减小对信贷消费的依赖性、改善不合理的经济结构、用工制度灵活化等等。同时目前希腊的通胀率在欧元区处于高位，明显高出欧元区平均水平（图表 20），这就需要希腊政府着手将通胀率降至欧元区平均水平以下，包括平稳工资和劳动力成本，这样希腊才能提高价格竞争力。希腊必须解决好这两大问题，才有能走上复苏和增长之路。

图表 18：IMF 对希腊、爱尔兰和葡萄牙的财政赤字及债务预测

单位(%)	财政赤字占GDP比重			公共债务占GDP比重		
	2010年	2011年 IMF预测	2012年IMF 预测	2010年	2011年 IMF预测	2012年 IMF预测
希腊	-10.5	-7.4	-6.2	142.8	152.3	157.7
爱尔兰	-32.4	-10.8	-8.9	96.2	95.2	104.3
葡萄牙	-9.1	-5.6	-5.5	93.0	86.3	90.4

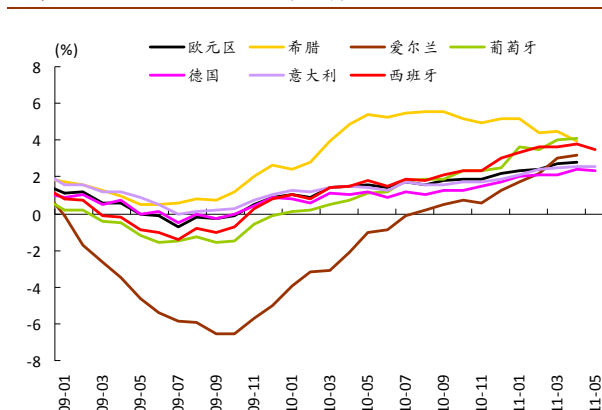
资料来源：Eurostat，IMF，中金公司研究部

图表 19：希腊、爱尔兰和葡萄牙未来三年的债务（本金+利息）到期量



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 20：欧元区各国通胀率走势

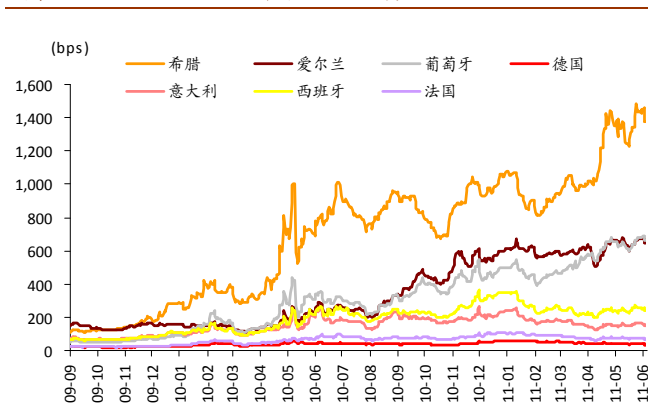


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

葡萄牙和爱尔兰债务前景亦不容乐观。市场对葡萄牙的主权信用越来越丧失信心。年初以来，葡萄牙 5 年期 CDS 已攀升了 165 个基点至 665 点，上涨幅度仅次于希腊（图表 21）。在债券市场，葡萄牙 10 年期国债收益率也被推至新高。另据 IMF 预计，葡萄牙的公共债务占 GDP 的比重在今年仍将处于 86% 的高位，明年还会略有增加。另外目前市场对葡萄牙 2011 年

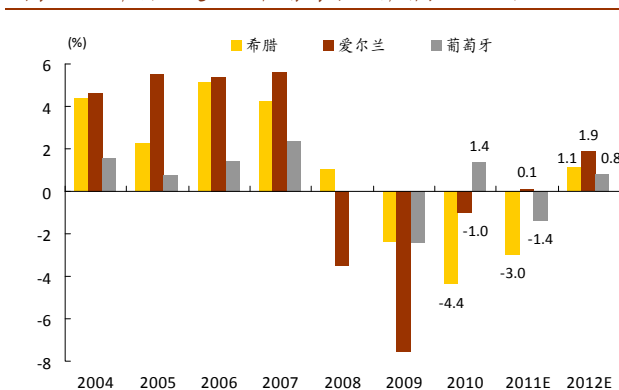
和 2012 年 GDP 增长预测分别为 -1.4% 和 0.8%（图表 22）。导致葡萄牙经济停滞的主要原因是国内需求不振。由于居民负债水平偏高，葡萄牙经济处于去杠杆化过程，而严厉的紧缩措施和缺乏竞争力也增加了市场的不信任感。不同于葡萄牙的经济萎缩问题，爱尔兰的困境主要在金融方面。08 年爆发的金融危机捅破了爱尔兰的房地产泡沫，银行业出现巨额坏账。为了维护金融稳定，爱尔兰政府不得不耗费巨资救助本国银行，将银行业的巨额损失转移至政府的资产负债表，由此导致财政不堪重负。仅从赤字来看，爱尔兰形势之糟糕与希腊相比，有过之而无不及。2010 年爱尔兰财政赤字占 GDP 比重为 32.5%，远超过希腊的 10.5%。但与希腊不同的是，爱尔兰的债务水平并不高。2010 年爱尔兰公共债务占到 GDP 的 96.2%，与希腊的 142.8% 相距甚远（图表 18）。从未来的债务到期量来看，爱尔兰与希腊和葡萄牙也不在一个等级上。这意味着爱尔兰政府虽然入不敷出，但面临的还债压力不大。因此爱尔兰现在所需要做的便是通过欧盟和 IMF 的不断救援来避免其银行破产，直到解决银行的偿还债务问题为止。但总体来说，未来爱尔兰和葡萄牙可能和希腊一样，需要欧盟和 IMF 的再救助。

图表 21：欧元区各国 5 年期 CDS 走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 22：希腊、爱尔兰和葡萄牙经济增长及预测



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

欧债问题短期内可以继续拖下去，但最终还需走债务重组这条路。“维也纳模式”构思的提出为解决欧债问题提供了新的思路，这可在一定程度上缓解市场的担忧，欧债危机或迎来转机。但这一解决方案成功与否，关键在于债务持有者的自愿参与，因此欧盟的协调作用非常重要。不管哪种方式的自愿延期或者

是债务“软重组”，成功与否的关键都取决于未来希腊等国是否有能力和意愿偿还债务，否则所谓的“维也纳模式”便成了官方化的“庞氏骗局”。但从目前各国经济增长来看，前景并不乐观。总体上，欧债问题还可以继续拖下去，但最终的解决办法恐怕还是要走债务重组这条路。不幸的是，欧债危机仍将是未来的几年中影响全球市场最大的风险之一。

四、美国经济下半年不会“二次探底”

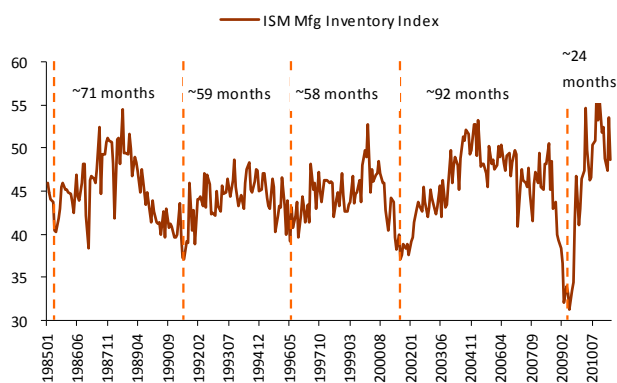
在 2010 年第 3 季度时，市场曾担心经济会“二次探底”。现在虽然担心的人比较少，但仍有投资者对此表示疑虑。我们认为，搞清楚这个问题，不但可以帮助我们认清目前所处的经济周期中的位置，同时也可以更好地指导我们的投资决策。总体来说，我们不认为美国经济会二次探底，这主要是由目前我们所处在的经济周期中的位置和美联储的货币政策所决定的。

经济周期显示经济仍在扩张期。有两个重要的经济周期值得我们关注。首先是库存周期。从 1980 年以来的数据看，美国的库存周期持续时间多在 5 年以上，平均时间为 70 个月（5.8 年），在每个周期的前 2/3 左右（47 个月）为库存上升或者稳定阶段，而库存的大幅下滑则和经济的萎缩相重合（除了 1996 年那次库存下降）。这一轮的经济复苏从 2009 年 6 月以来，只持续了约 24 个月，仅是平均库存周期时间的 1/3，即从时间点上来说目前仍应处于这一轮周期的上升期（图表 23）。

另一个是投资周期。同样从上世纪 80 年代初开始，美国的投资周期持续时间平均为 23 个季度（6 年），而每个周期中的约前 2/3 时间投资增加。到目前，这波投资的恢复只持续了 7 个季度，仅是周期平均时间的 1/4，因此从时间点上来说目前仍应处于投资扩张期（图表 24）。

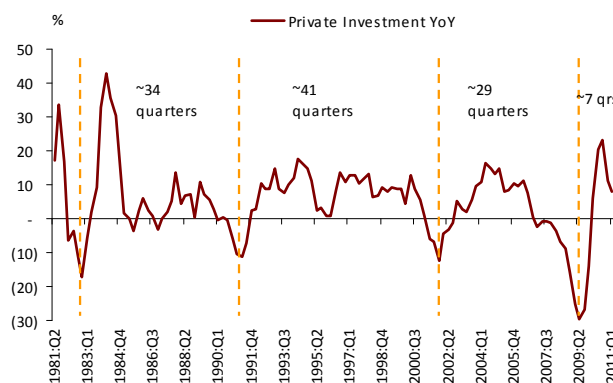
实际上，目前经济增速虽有所下滑，但离衰退仍远。在短期负面因素（日本地震、油价飙升）的影响减退之后，经济增长将有所反弹。根据中金宏观组的判断，GDP 在 Q2 增长 2.6%，在 Q3 增长 3.4%。

图表 23：美国的库存周期持续时间多在 5 年以上



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

图表 24：美国的投资周期持续时间多在 6 年以上



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

美联储的宽松货币政策将防止经济大幅下滑。虽然传统的货币政策作用有限，但美联储已经采用了量化宽松政策一类的非常规的手段。近来经济增速明显放缓，更使得我们相信美联储不会轻易收紧货币政策。虽然从目前的情况来看，美联储推出 QE3 的可能性很小，因为没有这个必要，但在必要的时候（比如经济增速降到 1% 以下），美联储还是可以继续购买资产的。购买的资产可以不限于国债和 MBS，也可以是州及其它政府部门发行的债券，甚至可以是公司债。用伯南克自己的话来说，就是必要时央行可以通过购买各类风险资产，甚至包括“番茄酱”，来提升资产价格。

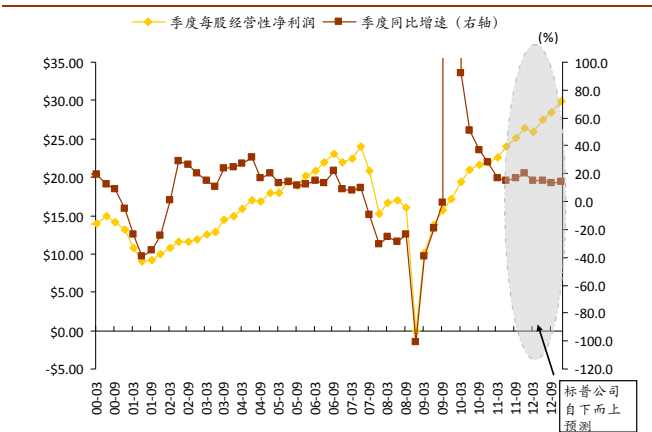
我们以前分析过，在过去的两年多里，美联储先后推出了两轮 QE 大规模购买资产，将基准利率降低到不能再低，想尽了办法来刺激经济的复苏。在将经济从“大萧条”的泥潭中挽救出来的同时，伯南克本人竭尽全力，并获得了全球范围内的声誉。在这种情况下，美联储和伯南克本人，都不愿意看到因为退出得太早，经济受到损伤而重新面临“二次探底”的风险。并且，2012 年是美国的总统大选年，现在来看奥巴马连任的可能性较大，继续维持宽松的货币政策也有利于奥巴马连任。

五、海外股市三季末反弹

如前文所述，在美国经济的四个部门之中，企业的资产负债情况相对良好、财务结构合理。同时，严格的成本控制、削减雇人计划等都有助于企业盈利的增长。

2011 年标普 500 盈利将实现 15% 的正增长。我们预测 2011 年标普 500 盈利将实现 15% 的正增长，达到每股 96 美元，略低于我们此前预测，主要原因在于美国经济增速出现放缓以及能源和原材料价格高企给企业盈利带来了风险。另外，目前市场自下而上预测标普 500 第 2 季度每股经营性净利润同比增长 14.5%，较一季度小幅下滑（图表 25）。

图表 25：市场预测每股经营性净利润上升

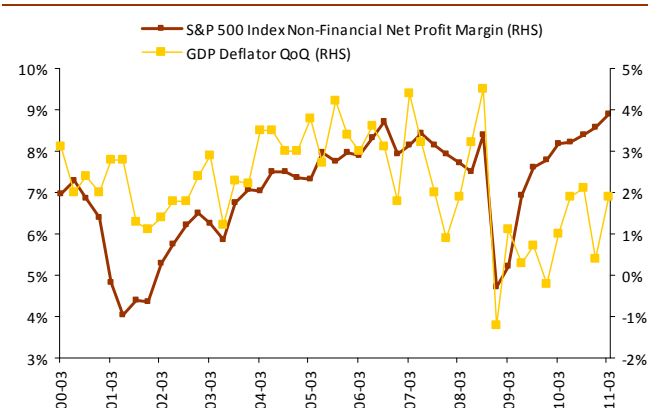


资料来源：标普公司，中金公司研究部

企业盈利受名义 GDP 影响将保持增长。美国 1 季度实际 GDP 仅 1.8% 的增速令人失望，令市场开始担忧今年美国企业的盈利状况。但实际上，上市公司的业绩中含有价格变动因素较多，因此名义 GDP 更能反应企业的经营性利润。我们分析了标普 500 非金融企业每股净利率和美国 GDP 平减指数的走势，发现两者间具有很高的相关性（图表 26）。GDP 平减指数是名义 GDP 与剔除物价变动后的实际 GDP 之商，比 CPI 更宏观地反映了一般物价水平的走向。今年 3 月 GDP 平减指数季环比增速为 1.9%，较去年 12 月份的 0.4% 有显著增长，这表明今年 1 季度名义 GDP 增长快于实际 GDP。受益于美国消费的稳步复苏，企业的销售收入上升，而成本在短期内比较固定，企业盈利能力增强。在美国经济继续保持复苏这个前期下（中金海外宏观组预测，2011 年全年 GDP 增长可达 2.4%，CPI 通胀将维持在 3%），标普 500 企业盈利将继续维持稳定增长。

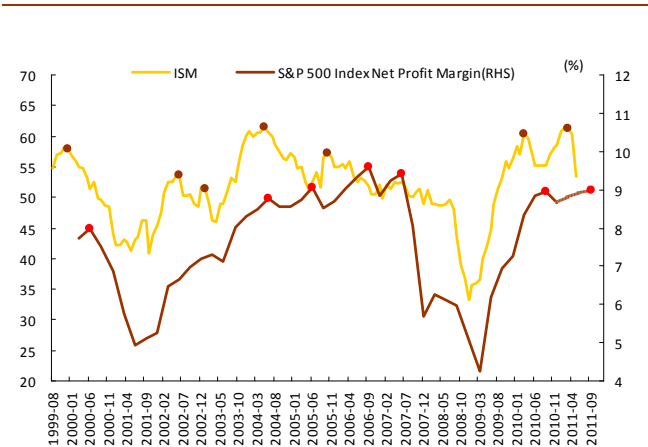
标普 500 企业净利率将在 2011 年底达到高点。近两个月 ISM 制造业指数增速出现放缓，其它制造业活动指标也在最近走低，主要原因是日本大地震引发的供应链受损，这将对美国上市公司业绩产生负面影响，这种影响可能会在今年下半年的企业财报中有所显现。然而，我们分析了 ISM 指数和标普 500 企业净利率的历史走势，发现企业净利率总是在 ISM 指数达到阶段性高点后的半年到 2 年之内也达到峰值（图表 27）。去年 3 月 ISM 指数升至 60.4 的高点，随后第三季度的企业净利率升至 8.95% 的高点，期间相隔 6 个月。而今年 3 月 ISM 再次升到 61.2 的高点，随后 4、5 月份指数出现下滑；受制于日本供应链断裂，美国制造业可能无法在短期内回暖，遵循历史趋势，我们预测标普 500 企业净利率将在 2011 年年底达到新的高点。

图表 26：美国标普 500 非金融板块净利率和 GDP 平减指数季度环比相关度较高



资料来源：标普公司，Bloomberg，中金公司研究部

图表 27：ISM 指数领先标普 500 企业净利率



资料来源：标普公司，Bloomberg，中金公司研究部

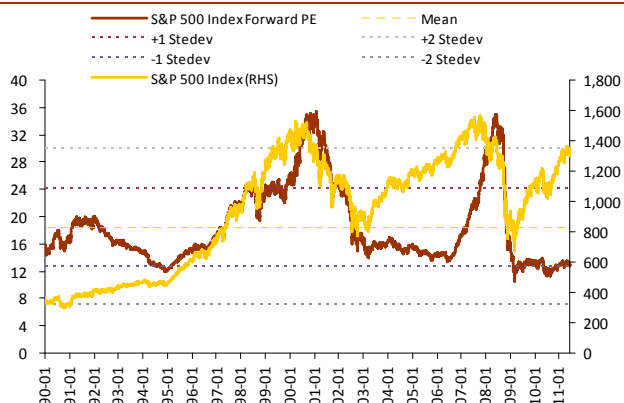
美股 9 月底之前估值提升空间不大。目前标普 500 指数往前 12 个月动态市盈率为大约 12.7 倍（图表 28），静态市盈率保持在 14.8 倍上下。美股随着经济“二次探底”的风险下降，在流动性预期的驱动下，曾走出一波估值修复的行情，动态市盈率已经回复到历史均值的负一个标准差位置。在目前美国经济增速出现放缓的情形下，美联储 QE2 结束后经济能否持续复苏，各国汇率纷争对全球经济影响几何，欧洲债务危机又是否将引发新一轮流动性风险，种种因素都将制约投资者赋予美股过高的估值。因此我们认为未来美股动态市盈率很可能继续在一定区间内维持震荡。

据此，我们认为第 3 季度美股缺乏上涨动力，但由于有盈利的支撑，因此下跌的空间也有限，维持震荡盘整的可能性较大；标普 500 指数的运行区间为 1,200 至 1,300 点。从现在开始到 3 季度末，市场需要有超过一个季度的时间去消化经济增速下滑和欧债危机在下半年的反复等负面因素，美股难有良好的表现。

从大约 9 月末开始，受欧债问题影响减退、经济增速反弹和节假日消费旺季到来的提振，标普 500 指数将开始反弹，升至 1,400 点。

继续关注油价飙升给企业盈利带来的考验。在美国经济稳步复苏的大背景下，企业盈利保持增长基本无悬念，但未来高油价将对美国企业盈利带来考验。美国经济主要依赖于 WTI 油价，其上升幅度明显小于欧洲依赖的 Brent 油价。如果单一的油价上涨没有引发包括工业金属和农产品在内的全面通胀，企业毛利率并不会受到显著影响。但如果油价持续飙升并引发通胀全面快速上升，物价上涨带来的成本压力将侵蚀企业利润率水平，这一风险值得密切关注。

图表 28：标普 500 指数未来 12 个月动态市盈率



资料来源：标普公司，Bloomberg，中金公司研究部

六、2011 年下半年投资策略

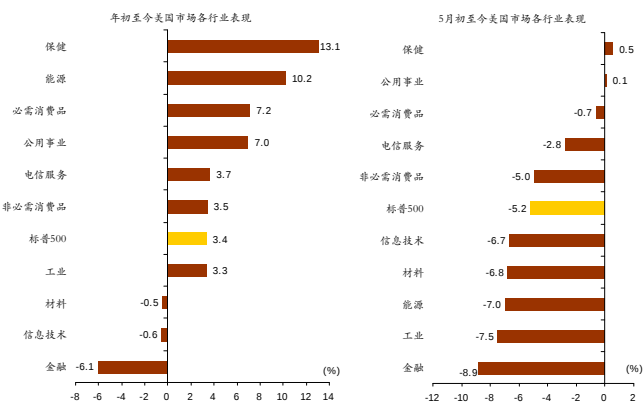
仍然看好股票等风险类资产。如前所述，虽然经济增速在放缓，但我们认为经济复苏的进程仍在持续，况且从全球范围来看，流动性也不会大幅收紧。但因为在全球范围内通胀上升，许多新兴国家和部分发达国家（包括欧元区）已经多次加息或者开始加息，经济有过热的迹象。在这种情况下，我们仍然认为股票是合适的投资标的。

我们的策略是先防守、后进攻。如前所述，从现在开始到 3 季度末，市场需要有超过一个季度的时间去消化经济增速下滑和欧债危机在下半年的反复等负面因素，美股难有良好的表现。所以应该在 10 月份之前采取较为谨慎的态度，采取防守姿态，在板块配置上倾向于必需消费、电信、公共事业等，在进攻端可以加入可选消费板块。这种防守组合可以在 3 季度末的时候换成进攻组合，因为届时受到经济增速反弹和节假日消费旺季到来的提振，股指将缓慢上涨。届时我们看好周期性的板块，包括可选消费、科技、基础原材料、工业和能源等，在防守端可以加入电信板块。

短期内，由于美国经济增长前景不明确，而中长期美国经济缺乏亮点，长期经济增速放缓的可能性较大。而同时，以金砖四国为首的发展中国家未来将是推动全球经济发展的引擎。在这种情况下，市场将会更加青睐两类公司：盈利稳定的和具有全球视野的公司，而具备这两种特性的公司往往都是大型的跨国公司。大型公司稳定的销售和盈利能力在经济处于不确定时期对投资者有较大的吸引力，而它们的国际性视野有助于进一步扩展在海外的业务。另外，美国经济在未来将在某种程度上扭

转过来的以国内消费为主的经济模式，将把更多的精力放在促进进出口上，这也将有利于那些市场占有率高、知名度高的大型公司。所以，我们更加看好销售和盈利稳定性高的大型蓝筹公司。

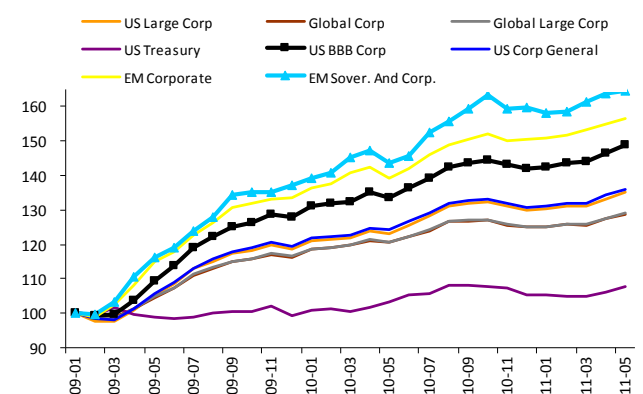
图表 29：美国标普 500 指数各行业总回报（包括股息和资本利得回报）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

配置一定仓位的债券。在经济前景不确定性增加的时候，应该在投资组合中配置一定仓位的债券。我们推荐新兴市场国债，因为新兴国家良好的财政和债务前景；我们同时推荐具有投资级别的美国公司债券，尤其是盈利稳定、确定性高的公司发行的债券。实际上，从 2009 年初经济复苏以来，投资级别公司债的表现就一路领先，而且这种趋势仍在延续（图表 30）。

图表 30：从全球范围内来看，新兴市场国债和投资级别的美国公司债表现良好（2009 年 1 月=100）



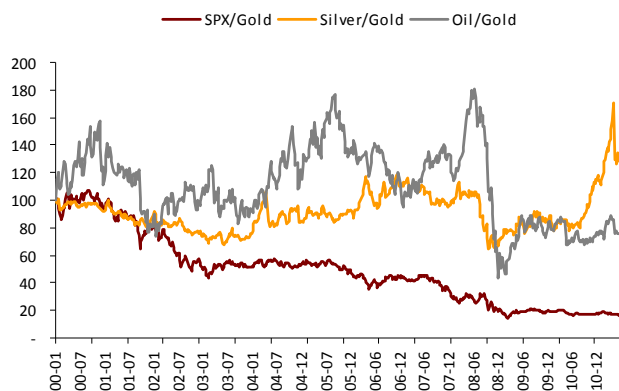
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

应长期配置黄金等贵金属以对冲风险。黄金之类的贵金属兼具避险和防通胀的作用，近来海外市场的一些变动使得黄金的这两个功能愈加明显。往前看，全球复苏之路面临困境。一方面，发达国家普遍高赤字、高债务，在缺乏新的经济增长点和财政政策的空间十分有限的情况下，往往只能通过维持宽松的货币政策来维系经济的复苏，但超发的货币将在今后带来通胀大幅上扬的风险。另一方面，全球经济再平衡举步维艰，包括中国在内的新兴国家所急需的经济转型无法一蹴而就，仍将在较长

时间内维持以往那种高消耗的经济发展模式，继续推动对于大宗商品的需求，同样也将提升通胀压力。因此，支持黄金等贵金属价格上涨的因素在较长的时间内都不会改变。

如果我们把黄金作为一种货币来看待，就可以用黄金来计价股票和原油等资产。图表 31 显示的是以黄金来计价的标普 500 指数及白银和原油的价格。可以看出，在过去的 10 多年中，如果以黄金计价，那么美国股市下跌了超过 80%！而我们知道，如果以美元计价，同期标普 500 指数基本平盘。两者相比，表现差别巨大。即使算上股息，差别仍然很大。这提示了我们，即使是对专注于股票市场的投资者来说，也应该考虑适当配置黄金类的贵金属来对冲货币贬值的风险。而我们曾在之前的报告中提到过，长期来看黄金价格平均每年上涨约 15% 是个大趋势，因此黄金值得投资者长期配置。

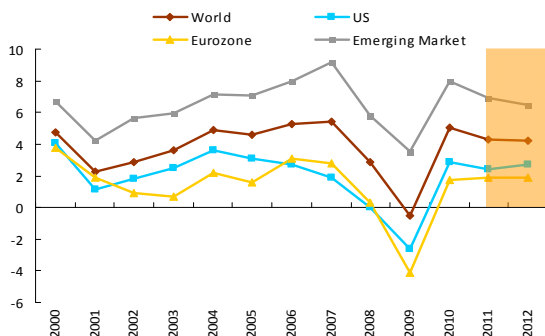
图表 31：以黄金计价的股指和原油等价格（2000 年 1 月=100）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

新兴市场股市的表现将相对好转。金融危机之后，世界经济新格局在基本面支持下表现出的长期趋势之一就是投资者到新兴市场寻求增长（图表 32）。但是从 2010 年第四季度开始，发达国家的股市显著跑赢新兴市场。这种情况已经持续了超过两个季度，但近期（5 月底）开始情况有所改变（图表 33），这是因为随着新兴国家持续加息，通胀持续走高的风险受到一定程度的抑制，而同时发达国家经济增速放缓比较明显。同时，新兴市场股市估值下降明显（图表 34），吸引力上升，表现开始好转。这种趋势能否持续的关键在于新兴市场的宏观调控政策能否起到作用，有效控制通胀的快速攀升。

图表 32：新兴市场仍然是全球经济增长的引擎



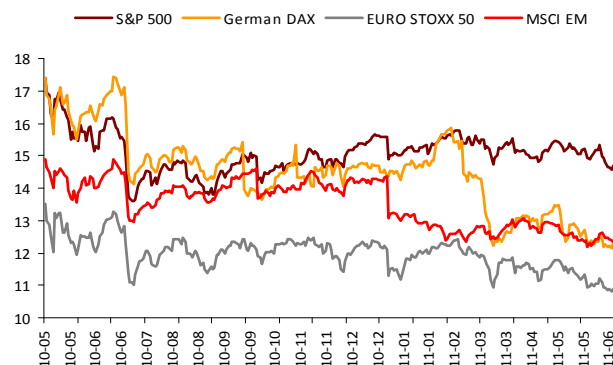
资料来源：IMF，中金公司研究部

图表 33：从 2010 年第四季度开始发达国家股市跑赢新兴市场（2010 年 10 月 1 日=100）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 34：新兴市场股市估值有所下降



资料来源：Bloomberg，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。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。

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。

本报告亦可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。

本报告亦可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”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/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。

本报告亦可由受英国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”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可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，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

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。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海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

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

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

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

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: (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

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: (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

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



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