PPI 增速或达年内新高——9 月经济数据前瞻



张文朗 分析员
SAC 执证编号：S0080520080009
SFC CE Ref：BFE988
wenlang.zhang@cicc.com.cn



黄文静 分析员
SAC 执证编号：S0080520080004
SFC CE Ref：BRG436
wenjing.huang@cicc.com.cn



周彭 分析员
SAC 执证编号：S0080521070001
SFC CE Ref：BSI036
peng3.zhou@cicc.com.cn

我们预计，9 月内需增速或略有改善，出口增速保持高位。其中，消费方面耐用品消费依然承压，而线下消费活动有所回升。投资方面，在制造业和基建的带动下，累计同比降幅或边际收窄。出口受益于AI带动的高景气，维持高速增长。9 月通胀或进一步抬升，其中PPI增速或升至 4.5%左右，超过 6 月的年内增速高点。我们预计，三季度GDP同比增速或为 4.5%（前值 4.3%）。

社零总额增速或略有上升。汽车、家电的销售情况显示，9 月耐用品消费增速可能承压。乘联会预计，9 月狭义乘用车零售量同比-24.7%，比 8 月的-23.6%降幅有所扩大；奥维数据显示，9 月 4 类大家电零售额降幅亦有所扩大。不过 9 月线下消费活动或有所改善，例如酒店每间可售房收入 RevPAR（4WMA）同比降幅比 8 月收窄，城市商圈人流量同比增幅扩大。考虑到去年同期社零增速逐步走低，我们预计 9 月社零总额增速或略微上升至 0.5%（8 月为 0.4%）。

固定资产投资降幅或小幅收窄。我们预计 1-9 月固定资产投资增速或为-7.0%（1-8 月为-7.2%）。出口动能延续，且资金方面新型政策性金融与超长期特别国债支持或加速落地，我们预计 1-9 月制造业投资累计同比或为-2.0%（1-8 月为-2.3%）。发改委加快项目督导，基建同比跌幅或有所收窄。9 月延续 8 月专项债发行提速态势，新型政金工具开始投放，同时建筑业 PMI 指数较 8 月的 46.9%回升至 50.3%，我们预计 9 月基建投资继续改善，前 9 月基建投资同比或从前 8 月的-4.0%收窄至-3.8%左右。

房地产销售同比或边际走弱，开发投资预计继续承压。销售方面，随着前期部分城市需求端政策优化，9 月 30 城新房成交面积环比止跌回升，但修复幅度仍较有限，同比降幅由上月的 6.3%扩大至 10.8%。土地方面，在 8·28 新政后部分项目资金占用周期有所延长的背景下，房企资金约束仍存、拿地或较谨慎，9 月 300 城住宅用地成交规划建筑面积同比降幅扩大至 34.6%，成交金额同比也转降至 19.7%。投资方面，随着土地市场有所降温，叠加房企销售回款偏弱、新开工持续偏弱，我们预计 9 月房地产开发投资累计同比或进一步降至-21.4%左右（8 月为-19.9%）。

出口同比增速或基本持平于 8 月。从需求来看，海外经济体制造业景气度整体较高，9 月美国标普制造业 PMI 环比上升 3.1 个百分点至 57.0%，尤其是 AI 等新兴行业继续保持较高景气度，支撑中国出口保持较高增速。9 月中采制造业 PMI 新出口订单环比下降 0.1 个百分点至 50.0%。从其他高频数据来看，AI 拉动下，韩国 9 月前 20 天工作日日均出口同比+89.7%（8 月为+72.6%），半导体日均出口、进口同比+282%、+101%（8 月为+216%、+75%），增速有所加快。不过去年同期的基数上升，或小幅拖累出口同比增速，综合来看，我们预计 9 月中国出口、进口同比 24.9%、19.8%（8 月为 25.0%、28.2%）。

季末效应带动，工业增加值同比增速或上升。主要行业的高频开工率数据同比增速涨跌互现，9 月 PMI 生产分项环比上升 1.3 个百分点至 51.7%，一方面或部分体现了部分企业季末集中排产和交付，另一方面或也与煤炭等能源供给负面影响环比缓和有关。我们预计 9 月工业增加值同比增速为 6.2%（8 月为 5.2%）。

综合来看，我们预计三季度 GDP 同比增速或为 4.5%（二季度为 4.3%）。

9 月 CPI 同比或回升至 1.0%左右（8 月为 0.8%）。食品方面，猪肉在供给仍较充足而消费季节性改善下，22 省市猪肉价格较上月小幅回升，叠加去年低基数，同比降幅由上月的 20.9%收窄至 16.9%；

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

随着高温多雨天气扰动逐渐消退，9 月蔬菜均价环比涨幅或弱于去年同期，带动同比降幅或有所扩大；鲜果供应总体充足，价格环比持续走弱，同比降幅或亦有所走阔。能源方面，受国际油价上涨影响，国内成品油价格于 9 月 11 日和 24 日两次上调，我们预计交通工具用燃料价格环比继续上涨，叠加去年同期油价偏低，9 月能源价格同比或明显回升。核心通胀方面，9 月暑期结束后机票、旅游和宾馆住宿等服务价格面临季节性回落压力，但消费电子等工业消费品价格仍有一定支撑，我们预计核心 CPI 同比总体保持平稳。

9 月PPI同比或进一步回升至 4.5%左右（8 月为 3.8%）。9 月PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别达 60.8%和 54.0%，较上月回升 4.2 和 3.6 个百分点，对应隐含PPI环比或在 0.7%左右（8 月为 0.4%）。能源方面，中东地缘冲突反复推升原油供应风险溢价，9 月布伦特原油均价回升到 100 美元/桶附近，带动国内柴油等石油制品价格同步上涨，国内煤炭供给恢复偏缓、港口去库等推动煤炭价格走强，我们预计能源链相关价格或成为PPI环比上行的主要因素；有色方面，在矿端供应持续偏紧下，铜价以高位震荡为主，有色相关行业PPI同比涨幅或仍较高；黑色方面，焦煤、焦炭价格上涨对钢材成本形成支撑，但地产和基建终端需求修复相对有限，螺纹钢价格在月初反弹后震荡走弱；建材方面，煤价上涨叠加施工需求季节性边际改善推动水泥价格有所企稳，浮法玻璃价格受补库需求等影响也略有回升。

政策发力或带动 9 月金融数据边际企稳。9 月政府债净发行 1.59 万亿元，同比多增 3500 亿元左右，无论是净发行的绝对量还是同比多增的幅度均创今年以来新高，将对社融形成重要支撑。此外，9 月下旬起，国股行 3M转贴现利率从月初以来的 0.5%低位稳步上行，9 月 30 日收于 0.7%，而 3 月、6 月最后 10 天，国股行 3M转贴现利率均下行了 30bp左右，这也使得三季度成为今年第一个票据利率以上行收官的季度，结合新型政策性金融工具已于 9 月启动投放，9 月信贷投放大概率较 8 月改善、同比少增幅度收窄。综合来看，我们预计 9 月新增人民币贷款 1.2 万亿元左右，新增社融 3.6 万亿元左右，社融存量同比或持平于 7.2%，M2 同比可能持平于 7.5%。

更多作者及其他信息请见文末披露页

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

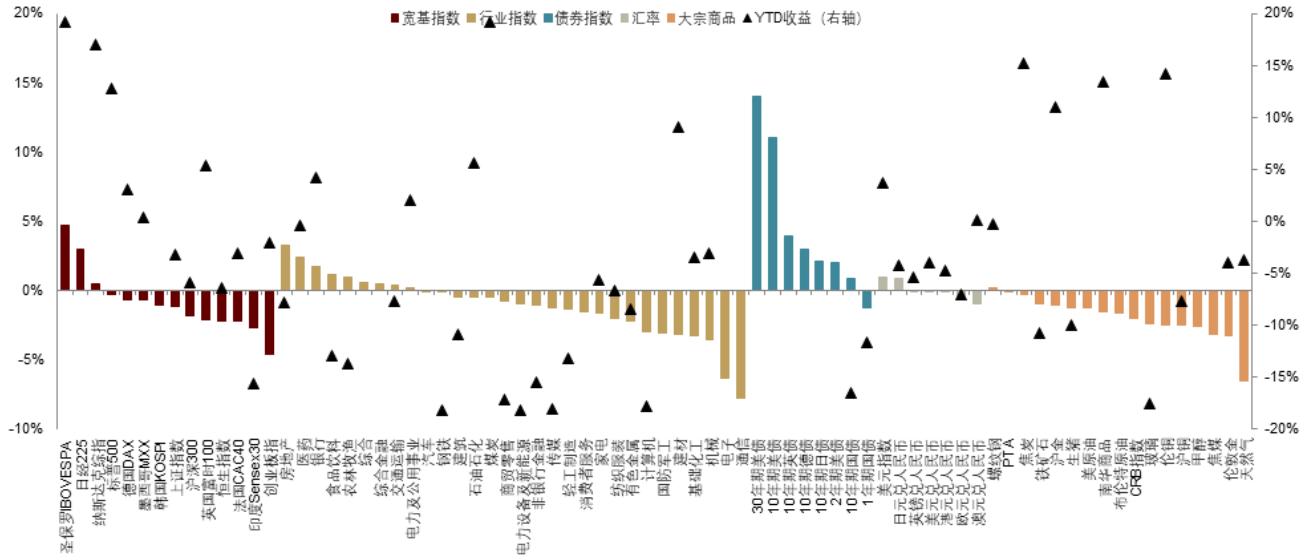
市场观察

本周全球权益分化，美债曲线熊陡，美元走强，铜金油回落。权益方面，中国 9 月制造业 PMI 回升 0.3 个百分点至 50.1%，重返扩张区间，景气边际改善。截至国庆节前，沪深 300 下跌 1.8%，房地产、医药和银行领涨。美国 9 月非农新增就业 2.9 万人，低于 8 月修正后的 13.3 万人，失业率由 4.1%升至 4.2%，就业边际降温。标普 500 下跌 0.3%，纳斯达克上涨 0.5%；恒生指数下跌 2.2%，日经 225 上涨 2.9%，德国 DAX 下跌 0.7%。**债券方面，**中国 1 年、10 年国债收益率分别下行 1.3bps、上行 0.8bps 至 1.22%、1.68%；美国 2 年、10 年国债收益率分别上行 2bps、11bps 至 4.83%、5.28%，期限利差走扩 9bps；日本、德国 10 年国债收益率分别上行 2.1bps、3bps 至 3.09%、3.66%。**汇率方面，**美元指数上涨 1.0%至 101.93，人民币对美元升值 0.1%至 6.71，对欧元升值、对日元贬值。**商品方面，**伦铜、伦金、布伦特原油分别下跌 2.5%、3.3%、1.7%；内盘玻璃、生猪分别下跌 2.4%、1.3%，螺纹钢上涨 0.2%。

近期中美股市与长端利率同步出现分化，背后反映两国经济基本面差异。2025 年以来，在 AI 板块带领下中美股市共振上行，走势整体保持一致。但 7 月起走势开始分化，相较 6 月末，标普 500 小幅上涨 3%，同期沪深 300 下跌 12%，其中美国 Mag 7 指数上涨 13%，而国内 AI 指数下跌 24%。同时，中美长端利率分化也进一步加剧。中美长端利率自 2021 年后逐步分化，今年三季度进一步走阔。6 月末至今，10Y 美债收益率上行 85bps 至 5.29%，10Y 国债收益率下行 5.3bps 至 1.71%。中美股市和长端利率同步分化背后反映中美经济基本面错位。AI 驱动的投资周期与通胀风险推动美国中性利率和政策利率预期抬升，对盈利的支撑使美股与利率同步上行（《美债收益率为何持续上升》）。而国内需求偏弱，8 月社零同比仅增 0.4%，前 8 月固定资产投资下降 7.2%，近期供给修复尚未转化为广泛的需求回升（《供给冲击缓和，但需求仍偏弱》）。**往前看，**对比 2023 年中美经历类似的股市和长端利率分化情形，或意味着近期国内逆周期调节政策或阶段性加速。9 月末已推出符合条件首套房贷贴息、PSL 降息扩围及再贷款增额，后续若债券资金和政策性金融工具加快形成实物工作量，有望支撑内需及中国资产预期修复（《财金协同加力逆周期调节》）。

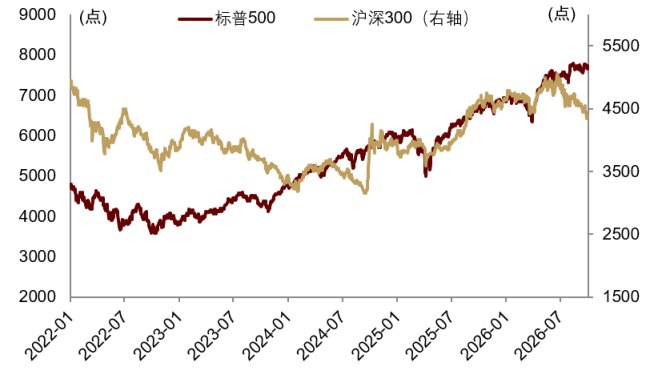
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 1：全球权益分化，美债曲线熊陡，铜金油回落



注：比较基准为 2026 年 9 月 25 日；境内资产截至 9 月 30 日，海外资产截至 10 月 2 日。债券变动单位为 bps，其余为%。
资料来源：iFinD，中金公司研究部

图表 2：中美股指走势



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 3：中美长端利率分化，三季度进一步加剧



资料来源：Wind，中金公司研究部

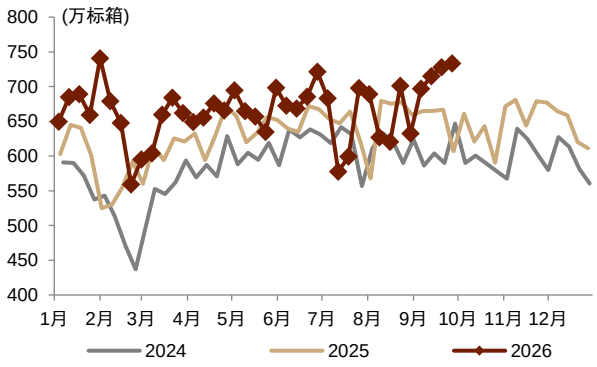
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

9 月第 5 周，食品价格整体下跌，菜篮子产品批发价格 200 指数周环比下跌 1.1%，其中水果周环比上涨 1.5%，猪肉、蔬菜价格周环比分别下跌 0.1%、4.0%。大宗商品价格继续下跌，南华工业品指数周环比下跌 1.0%，同比+13.5%，其中白银、焦煤、生猪、纸浆等周环比跌幅较大。

受中秋假期错位的影响，城市商圈到访人数同比上升 16.3%，增速由负转正。耐用品消费走弱，4 类家电零售额 4WMA 同比-17.6%，乘用车零售量 4WMA 同比-29.3%，二者降幅均有所扩大。房地产销售整体偏弱，样本城市商品房成交面积当周同比-18.9%，样本城市二手房成交面积当周同比-18.9%，二者降幅均扩大。

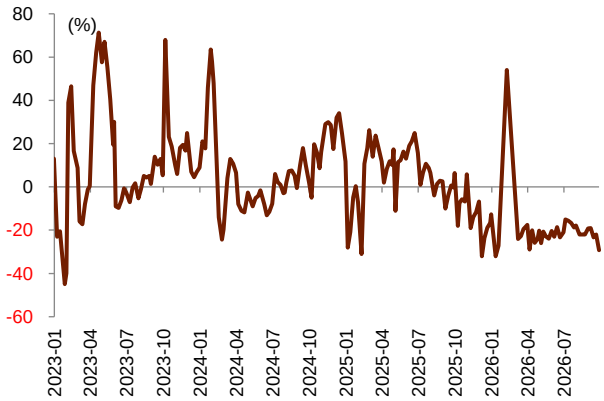
建筑投资实物工作量方面，水泥出库量 4WMA 同比-15.4%，混凝土发运量 4WMA 同比-9.3%，降幅继续收窄；基建水泥直供量 4WMA 同比-4.8%，降幅略有扩大。出口活动继续改善，港口集装箱吞吐量 4WMA 同比上升 10.4%，增速加快。生产活动方面，铁路货运量 4WMA 同比上升 2.2%，增速有所加快。

图表 4：港口集装箱吞吐量



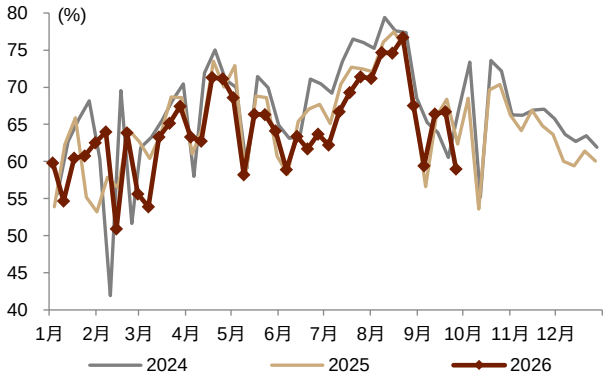
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 5：乘用车零售量当月累计同比



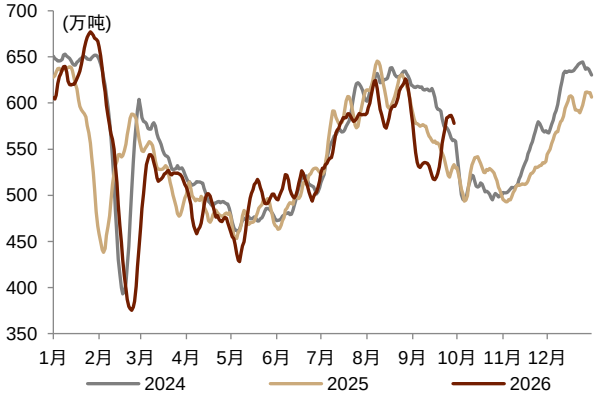
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 6：酒店入住率



资料来源：Wind，中金公司研究部

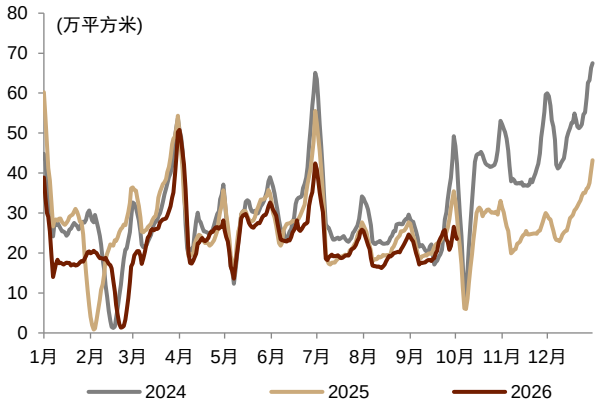
图表 7：25 省电厂日耗煤（7DMA）



资料来源：Wind，中金公司研究部

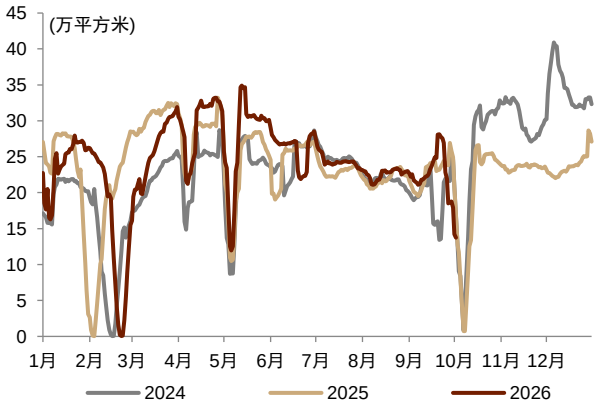
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 8：样本城市新房成交面积（7DMA）



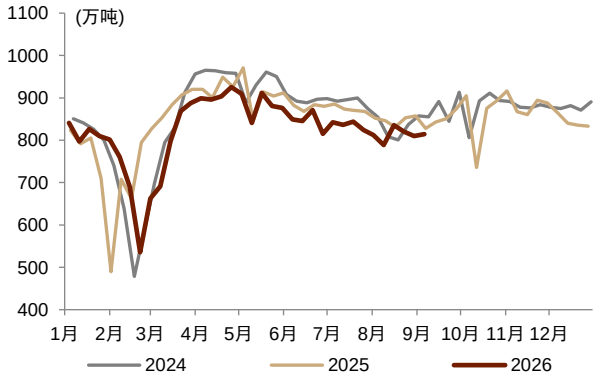
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 9：样本城市二手房成交面积（7DMA）



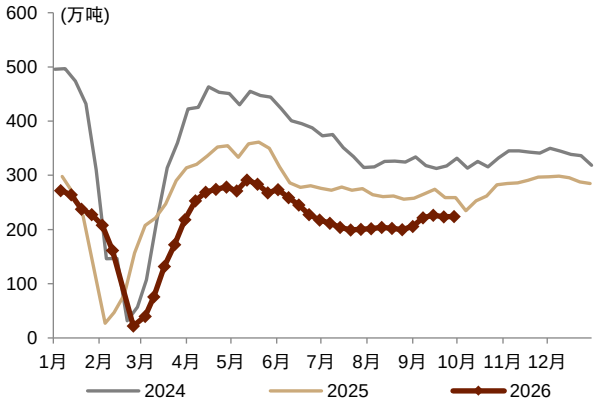
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 10：钢材表观消费量



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 11：全国水泥出库量



资料来源：Wind，中金公司研究部

楼市景气度跟踪

中金房地产景气指数有所回落（94.0vs.前周值 94.6），其中销售指数（89.9vs.前周值 90.1）稍有下降，供给指数（97.1vs.前周值 97.1）基本持平，融资指数（95.1vs.前周值 96.5）有所下降。

从需求看，新房销售量同比边际回落，二手房销售量同比降幅扩大。新房方面，9 月 26 日-10 月 2 日，30 城新建商品住宅销售面积同比降幅走阔（-24.6%vs.前周值-6.3%），其中一线同比降幅稍有走阔（-3.7%vs.前周值-2.6%），二线（-30.2%vs.前周值 1.4%）同比由正转负，三线（-40.7%vs.前周值-27.5%）同比降幅有所走阔。**二手房方面，**9 月 26 日-10 月 2 日，15 个样本城市二手房销售面积同比降幅有所走阔（-18.7%vs.前周值-3.8%）。

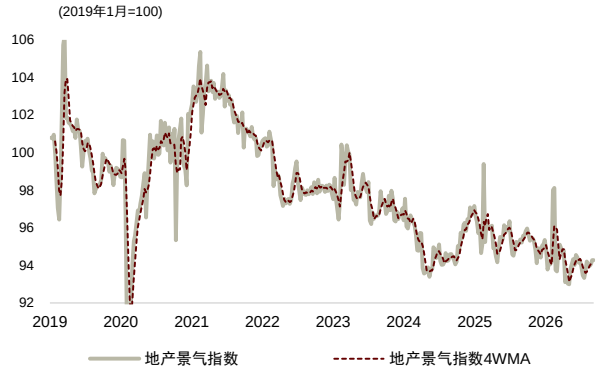
从供给看，土地市场成交规模维持低迷。成交方面，9 月 21 日-9 月 27 日，300

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

城宅地规划建筑成交面积同比降幅走阔（-60.2%vs.前周值-56.9%）。**热度方面，**9 月 21 日-9 月 27 日，300 城土地平均溢价率有所回升（5.6%vs.前周值 4.5%），从城市能级看，其中一线城市土地平均溢价率为 5.9%，二线城市为 4.3%，三四线城市为 6.9%。本周推出土地 170 宗（vs.前周 181 宗），流拍率基本持平（0.6%vs.前周值 0.6%）。

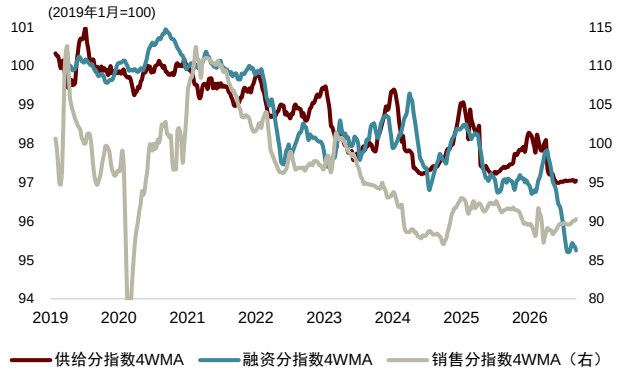
从融资看，房地产境内信用债净融资额由正转负。9 月 28 日-10 月 4 日，房企境内信用债净融资额为-30.3 亿元（vs.前周值 82.1 亿元）。

图表 12：本周房地产景气指数有所回落



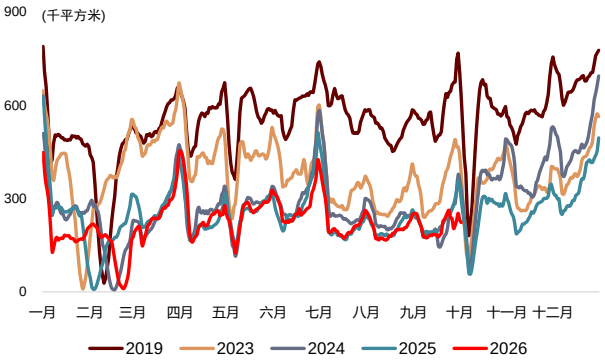
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 13：销售指数、供给指数和融资指数（4WMA）变化情况



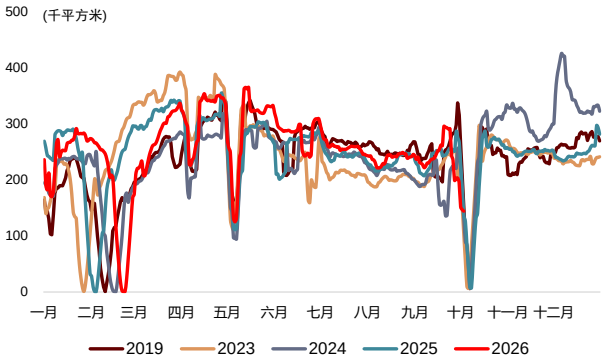
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 14：30 大中城市商品房成交面积（7DMA）



注：我们对 30 大中城市商品房成交面积进行了 7 日移动平均
资料来源：Wind，中金公司研究部

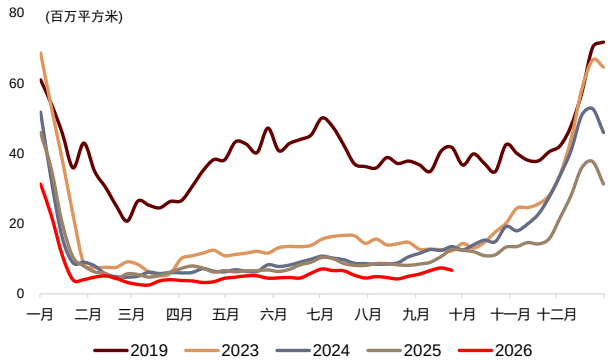
图表 15：15 城二手房成交面积（7DMA）



注：我们对 15 城二手房成交面积进行了 7 日移动平均
资料来源：Wind，中金公司研究部

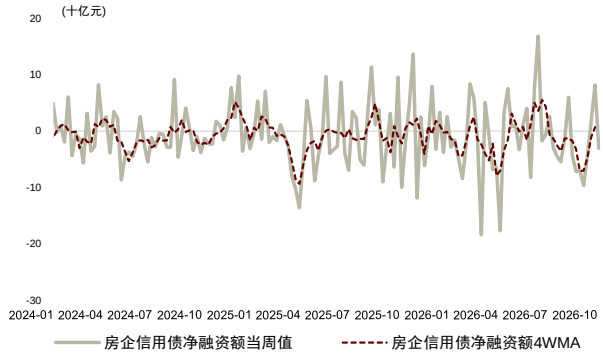
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 16：300 城土地成交规模变化情况



资料来源：中指数据库，中金公司研究部

图表 17：房企境内信用债净融资额变化情况



资料来源：Wind，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

团队信息



张文朗　分析员
SAC 执证编号：S0080520080009
SFC CE Ref：BFE988
wenlang.zhang@cicc.com.cn



黄文静　分析员
SAC 执证编号：S0080520080004
SFC CE Ref：BRG436
wenjing.huang@cicc.com.cn



周彭　分析员
SAC 执证编号：S0080521070001
SFC CE Ref：BSI036
peng3.zhou@cicc.com.cn



郑宇驰　分析员
SAC 执证编号：S0080520110001
SFC CE Ref：BRF442
yuchi.zheng@cicc.com.cn



邓巧锋　分析员
SAC 执证编号：S0080520070005
SFC CE Ref：BQN515
qiaofeng.deng@cicc.com.cn



段玉柱　分析员
SAC 执证编号：S0080521080004
SFC CE Ref：BWF061
yuzhu.duan@cicc.com.cn



于文博　分析员
SAC 执证编号：S0080523120009
wenbo.yu@cicc.com.cn



潘治东　分析员
SAC 执证编号：S0080526070002
zhidong.pan@cicc.com.cn



周奕江　联系人
SAC 执证编号：S0080125090004
yijiang.zhou@cicc.com.cn

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

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公开资料或调研信息，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”）对这些信息的真实性、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及期货事务监察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》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 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持牌代表。

本报告由受金融行为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。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

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。

V190710
编辑：张莹

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 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

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 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）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

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560



本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。