美国能承受多高的利率？


刘刚，CFA 分析员
SAC 执证编号：S0080512030003
SFC CE Ref：AVH867
kevin.liu@cicc.com.cn


杨萱庭 分析员
SAC 执证编号：S0080524070028
SFC CE Ref：BXS665
xuanting.yang@cicc.com.cn


项心力 分析员
SAC 执证编号：S0080526050001
SFC CE Ref：BXU271
xinli.xiang@cicc.com.cn

北京时间今天凌晨结束的 10 月FOMC上，美联储如期按兵不动，维持基准利率在 3.75~4%。**此次会议释放的增量信息很有限**，美联储主席沃什依然“惜字如金”且再次表示不喜欢前瞻指引[1]，再加上此次会议不加息完全在市场预期之内，因为市场变化也很有限。会议结束后，美债利率基本不变，10 年利率小幅升至 5%以上，美股也维持震荡，CME利率隐含的 12 月加息概率也维持在 85%附近。

虽然上一次 9 月加息后，加息预期几经反复，期间 9 月CPI和PPI超预期也引发了市场的担忧，但整体政策走向也符合我们此前的判断，即 **9 月加息是有必要的，因为要维护其信誉**（这一点基本实现，期限溢价回到 7 月份担忧升级前的 60bp），**但连续和大幅的加息却是没有必要的**（《美联储加息一次够么？》）。

9 月加息以后，市场环境已经悄然变化：融资成本的走高已经在挤压传统需求如地产、AI的薄弱环节如NeoCloud的代表CoreWeave的CDS和垃圾债利差也在快速走高，**都体现了金融条件的收紧**。AI的需求和资本开支持续性的前景也因此蒙上一定阴影。美债利率似乎在筑顶，油价仍居高不下，**那 12 月美联储加息是否板上钉钉？美联储接下来还会加几次？**

10 月FOMC核心信息：暂停加息、后续看数据；经济强劲、但金融条件收紧；后续减少议息次数

此次会议提供的增量信息很有限，主要传递了以下几个信号：

1）维持基准利率在 3.75%~4%，与市场预期一致；2）经济依然强劲（strong）；3）金融条件开始收紧，体现在一部分的信用利差，尤其是高收益债；4）未来决策取决于数据，12 月FOMC前还有 2 次非农、1 次通胀。9 月会议纪要显示[2]，与会者普遍强调通胀依然偏高，而劳动力市场风险已经减弱，因此多数官员表态年底前可能仍需加息一次；5）沃什再度强调不喜欢前瞻指引，且 2027 和 2028 年将逐步削减议息次数。

未来政策路径：连续且大幅加息也没有必要，明年上半年是关键验证点；市场预期基本都不可靠

美联储此次暂停加息本就在市场预期内，也与我们此前的判断一致。我们在 9 月加息落地前便提示，**美联储需要加息来重塑市场对其信任，但也强调美国基本面并不支持连续且大幅的加息**《如果加息会发生什么？》。那既然重塑信任的目的暂时基本达到（10 年美债期限溢价已经降回沃什在 7 月议息会议发言前的市场预期水平），**非农走弱、AI担忧增加、金融条件局部收紧，供给约束暂时没有大幅紧张，那美联储又何妨观察一下，更何况中期选举就在眼前。**

往前看，我们依然认为，美联储没有连续且大幅加息的必要和基础，有以下几点理由：

- **一是传统需求不支持大幅加息。**美国经济仍处于“科技强但传统需求弱”的K型分化（图表 3），当前的利率水平已经开始明显挤压传统需求。以地产为例，30 年按揭利率已经升至 7.5%的多年高位，明显高于 6%的租金收益，成屋销售自 5 月以来再度转弱（图表 4）；小企业短期贷款利率也升至 8.2%（图表 2）。

  只不过，AI的强劲从总量上对冲和掩盖了传统需求的压力。但当AI开始需要从全社会汲取资源时，对传统需求在实物和金融要素资源的挤占也会愈发明显。此前AI需求带来的正外部性支撑了美国经济增长，也为美联储加息提供了“底气”（图表 5），但随着AI开始需要更多的外部资金来支持投资，挤出效应也是难以避免的，可能从传统需求的“朋友”逐渐变成“敌人”《AI从传统需求的“朋友”到

[1] https://www.cnbc.com/2026/10/28/fed-meeting-today-live-updates.html
[2] https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20260916.htm?utm_source=chatgpt.com

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开、转发、转载、引用、复制、传播、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

“敌人”？》，AI大量发债和美联储还需要加息就是典型例子。一旦AI的投资回报和正外部性走弱，加总起来的效果就无法支撑，美联储也就难以继续加息。

- **二是通胀在高基数带动下会先快速回落。**今年上半年直到 5 月份因为伊朗局势而导致的高基数，会使得美国整体通胀快速回落。如果基于一个维持现状油价假设（95 美元/桶左右），我们粗略测算美国CPI在 2027 年 5 月将回到 2%，明显低于当前的 3.7%（图表 6）。

  地缘和油价的确是短期扰动，影响路径；但拉长看却不影响趋势。如果短期地缘局势再度升级推高油价，确实会增加CPI超预期走高和加息压力，这也是短期路径的最大变数。**但拉长时间看，地缘冲突并不必然导致原油供给持续收缩**，原因是当前的高溢价使得即便霍尔木兹海峡没有开放，但各种替代运输路线（如管道、船对船等）使得海湾除伊朗外的出口基本恢复到冲突前水平（图表 7）。2022 年俄乌冲突期间同样如此，尽管地缘局势尚未完全缓解，但俄罗斯原油的供给规模逐步修复至冲突前水平，油价也逐步回落（图表 8）。**因此短期有路径扰动，中期可能不影响趋势。**

- **三是AI本身的投资回报和融资压力也有所动摇，明年上半年是关键验证点。**当前AI迟迟缺乏打开应用场景“天花板”的新叙事和催化，是薄弱环节如CoreWeave信用风险不断攀升的关键，这与去年底AI同样缺乏进展，市场担心私募股权信贷风险如出一辙。

  明年上半年是关键节点，就如同今年一季度Anthropic业绩大超预期向市场证明走通了编程业务的闭环类似。否则，如果迟迟不出，市场耐心耗尽，对 2028 年的资本开支和回报前景也会进一步暗淡。作为当下拉动增长和盈利最主要的动力，**如果不对AI抱很强信心，那又如何期待美联储持续加息**？

总结而言，**传统需求开始承压加上通胀上半年快速回落都似乎不支持美联储连续且大幅加息。更有甚者，如果AI需求超预期放缓，美联储甚至可能需要降息，明年上半年是AI和政策路径的关键验证点。**我们这一看法的上行风险是油价持续的超预期和AI进展的大超预期。至于说市场预期，从历史经验来看，**几乎都是不可靠的**（图表 16）。

美国能承受多高的利率？6%可能是分水岭

一边是AI的强劲，一边是传统需求的逐渐承压和被挤出，那什么时候可能会导致AI的正外部性也无法抵消传统需求的疲弱？

我们在《AI从传统需求的“朋友”到“敌人”？》测算，**这个分水岭可能是 6%左右的 10 年美债**（AI能承受7%甚至很高，传统需求承受水平在 4-4.5%附近）。这也说明，为何近期美债利率的走高还没有完全伤害整体增长，但局部薄弱环节的侵蚀已经开始出现。

如果超过这个拐点，AI的正外部性无法继续对冲负外部性，导致整体增长开始承压，那美联储甚至可能需要开始降息。

市场将如何交易？短暂加息依然符合“落地即兑现”的规律

美债利率近期筑顶回落基本符合加息落地即预期逐步兑现的规律。我们在 9 月《美联储加息一次够么？》便提示，**加息落地对市场并非坏事，反而可能意味着“利空出尽”。**典型案例是 1997 年的“预防式加息”，政策落地后美债利率很快见顶回落；反过来 2019、2024 和 2025 年的“预防式降息”也上演了类似“剧本”，美债利率在降息落地那一刻或者不久之后就逐步回升（《如果加息会发生什么？》）。对比此次，虽然 10 月通胀数据导致加息预期“反扑”、美债利率再度走高，但如果短暂加息是基本假设的话，依然符合这一规律。按照点阵图再加息一次测算，4~4.25%的基准利率加 70~90bp的期限溢价，恰好也对应 10 年美债 5.3%左右（图表 12）。**因此，如果我们上文中对于美联储未来加息路径的判断准确的话，那金融条件收紧最紧的时刻也逐步在接近。**

美股则更多反映AI叙事和中期选举的情绪扰动。我们在 6 月的年中展望里进一步上调标普 500 点位至7800~8000，市场走到这一点位后的纠结震荡。除利率上行带来的流动性扰动外，更多因为近期AI融资风险的走高、收入兑现的放缓均打压AI整体叙事（图表 11），因此市场也“缩圈”到估值不高、预期不用完全依赖未来高增假设的云厂商上。由于美股盈利依然稳健，估值反而收缩，所以我们对美股前景依然不悲观。

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开、转发、转载、复制、传播、复制、镜像、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

美元在美债利率回落和加息预期缓解下走强，部分体现了欧洲更弱的“衬托”和资金的再度回落。尽管美债利率已经开始回落，但美元却并未同步走弱，主要原因在于欧洲政局和财政都面临更大变数，因此部分资金重新回落，只不过是选择美债还是美股的区别（图表 14）。

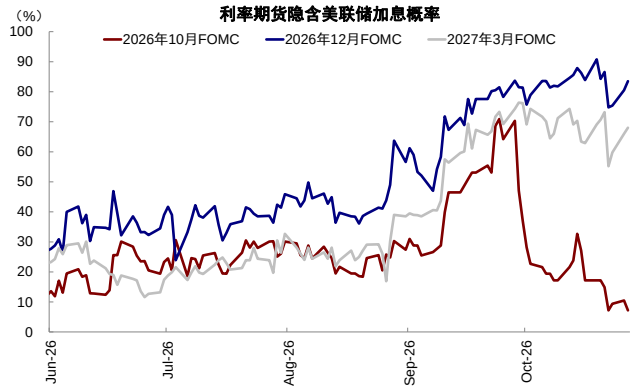
黄金当前更类似“看多期权”，有三层含义：一是需要付出一定“期权费”，即时间成本；二是下行压力可控，最大的风险是连续且大幅加息；三是期权兑现需要“行权条件”即叙事，例如去年底，市场对AI投资回报、美国政策稳以及美联储信誉的担忧，共同催化了黄金的大涨（图表 15）。

从各类资产计入的未来一年加息预期看，利率期货（3 次）> 黄金（2.4 次）> 铜（1.9 次）> 道琼斯（1.7 次）= 美债（1.7 次）> 标普 500（1.1 次）> 点阵图（1 次）> 纳斯达克（0.4 次）（图表 17）。

更多作者及其他信息请见文末披露页

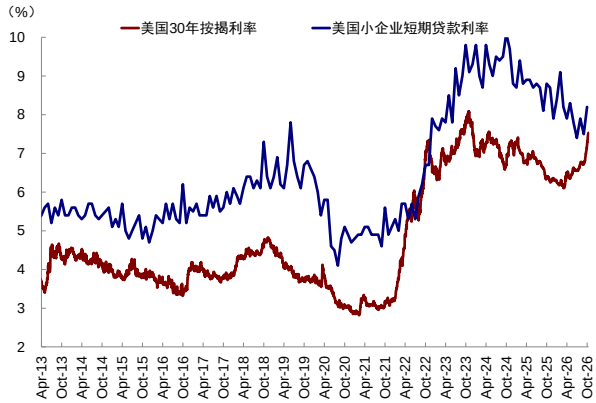
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人（转发、转载、传播、复制、传阅）、修改等、如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

图表 1：10 月加息预期在 9 月底升至 70%以上，但会前已降至不足一成



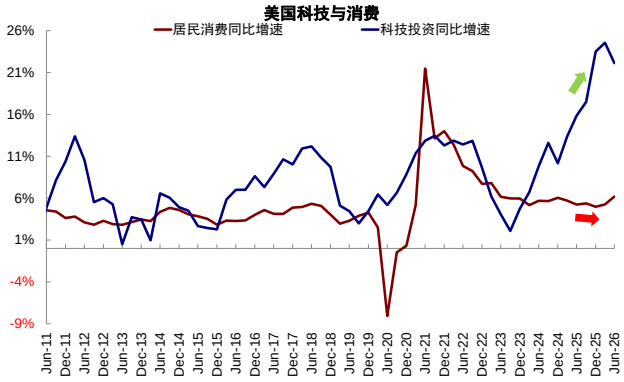
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 2：美国 30 年按揭利率和小企业短期贷款利率都快速走高



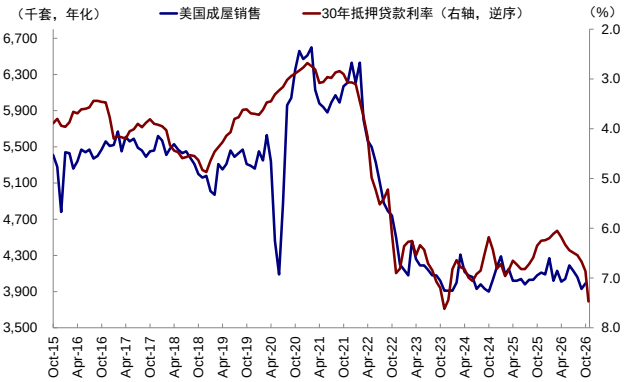
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 3：美国经济仍处于“科技强但传统需求弱”的 K 型分化



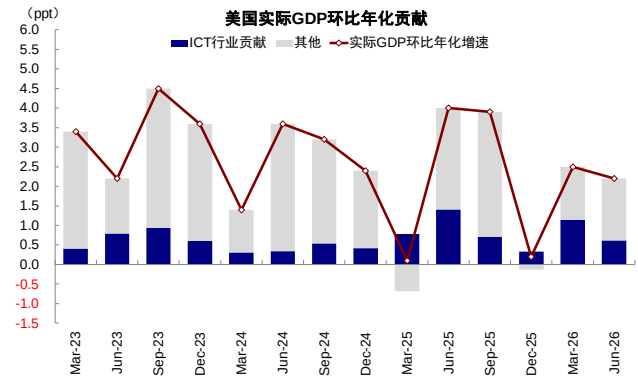
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 4：美国按揭利率走高的压制下，成屋销售持续走弱



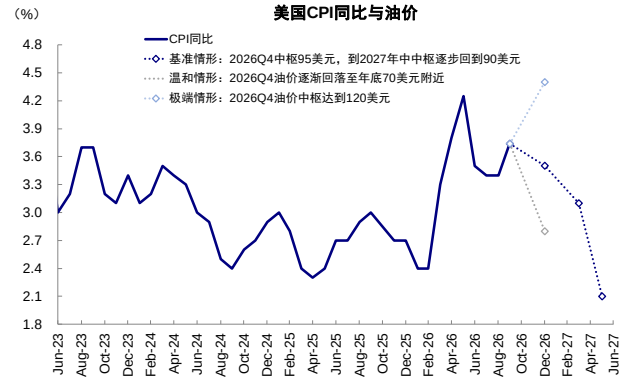
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 5：二季度，美国实际 GDP 环比折年增长 2.2%，AI 相关需求贡献 28%增长



资料来源：Haver，中金公司研究部

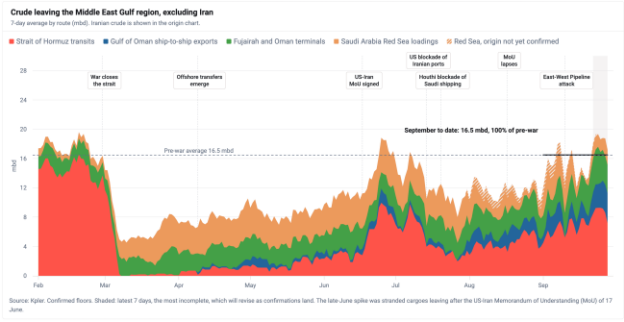
图表 6：我们测算，高基数将推动 CPI 同比在 2027 年上半年降至 2%附近



资料来源：Haver，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个人（转发、转载、分销、复制、传播、修改等）、机构以违法方式进行使用。中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/pdfmaster/

图表 7：根据 Kpler 的数据，除伊朗以外的海湾国家原油出口也已恢复至战前水平



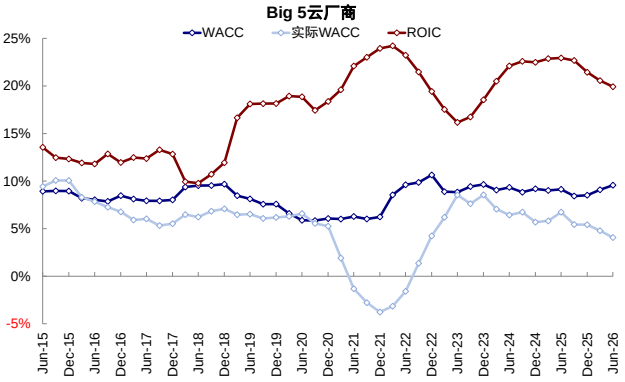
资料来源：Kpler，中金公司研究部

图表 8：中长期原油供给的逐步释放将压低油价



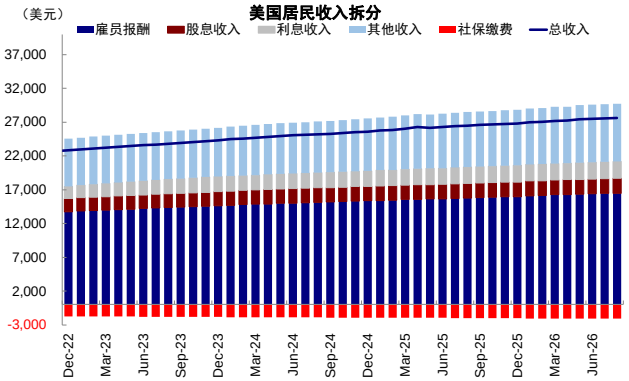
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 9：截至二季度，美国云厂商的 19.9%的 ROIC 仍能覆盖 9.6%的 WACC



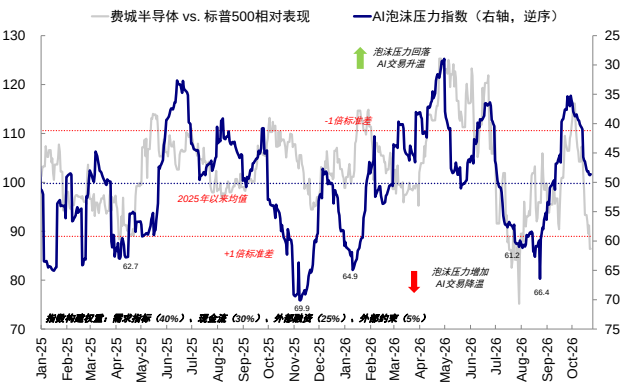
资料来源：Bloomberg，FactSet，中金公司研究部

图表 10：2026 年以来，股息收入贡献美国居民可支配收入 9 个百分点



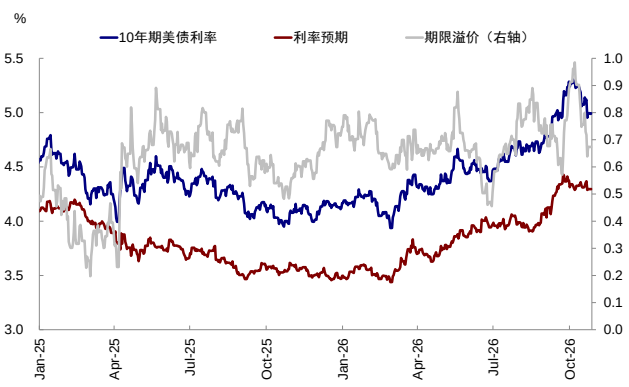
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 11：我们构建的 AI 压力指数也自 9 月底以来持续走高



资料来源：Bloomberg，FactSet，中金公司研究部

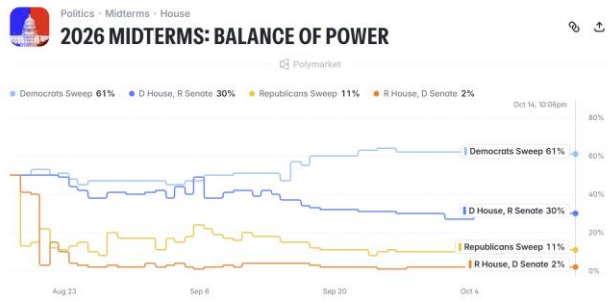
图表 12：4~4.25%的利率预期加上 70~90bp 的期限溢价，对应美债利率的顶部便是 5.3%左右



资料来源：Bloomberg，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个人或（转发、转载、分销、复制、传播、修改等）如有小道消法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/pdfmaster

图表 13：民主党拿下两院（蓝潮）的概率为 61%



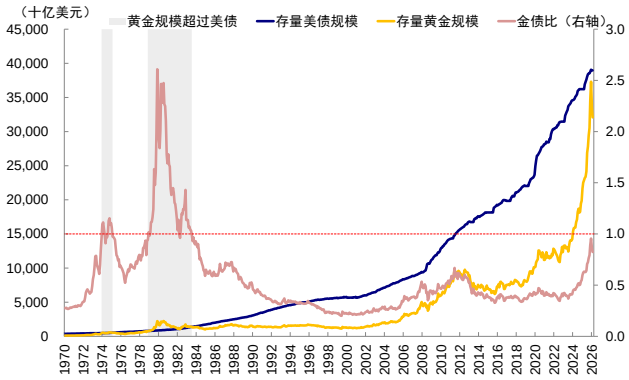
资料来源：Polymarket，中金公司研究部

图表 14：美元基准情形区间震荡，短期内美联储加息重塑信任对美元仍有支撑



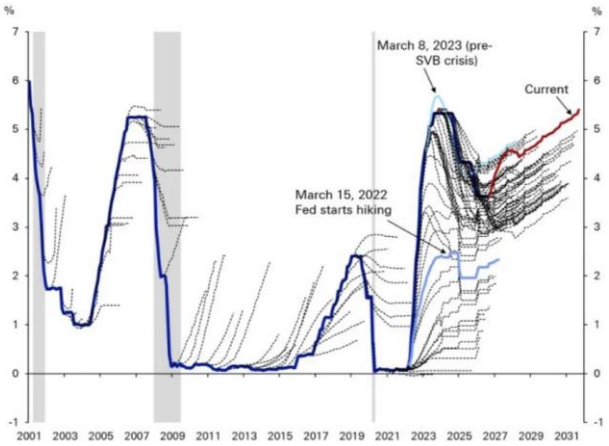
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 15：黄金更大空间来自宏大叙事



资料来源：Polymarket，中金公司研究部

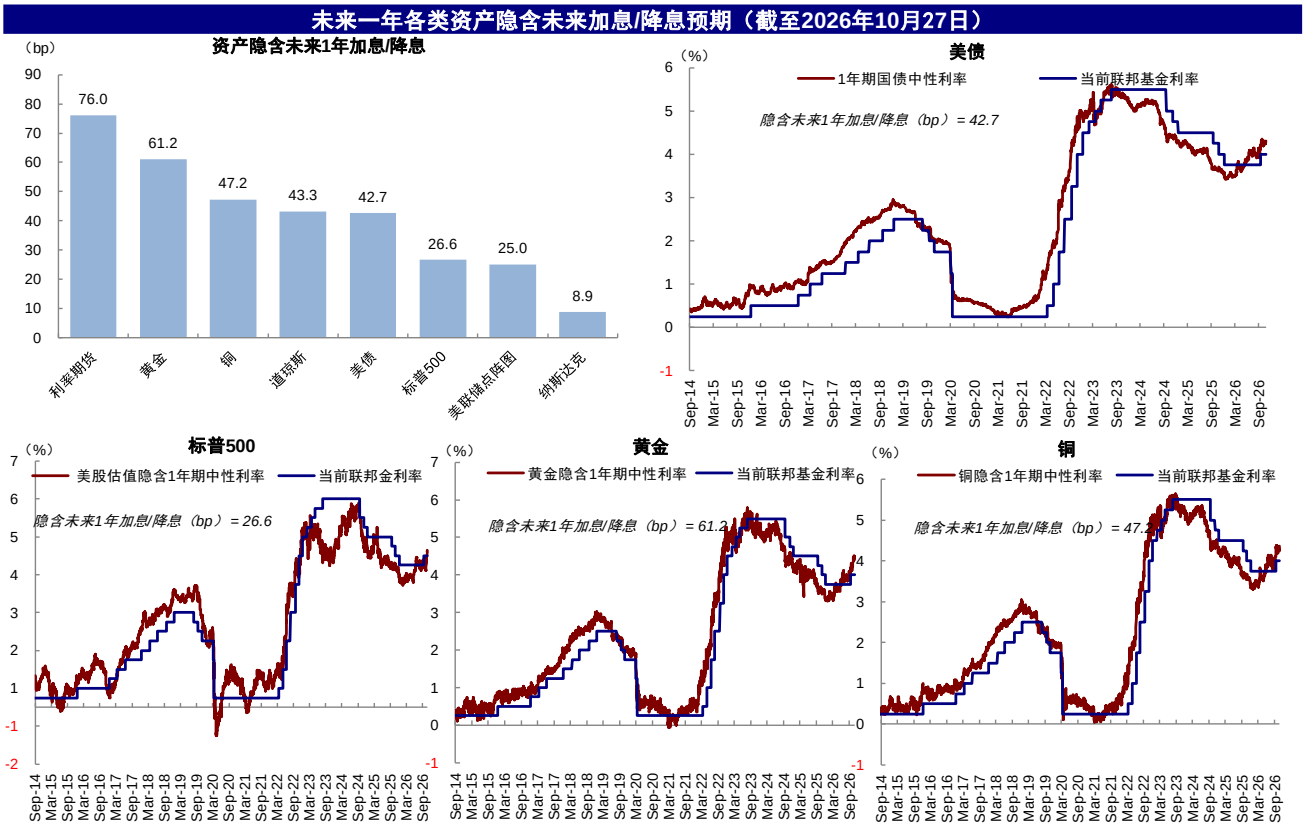
图表 16：从历史经验来看，利率期货隐含的利率路径与最终实际路径存在偏差



资料来源：Bloomberg，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个人或（转发、转载、分销、复制、传播、复制、镜像；修改等）。如有小道消法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

图表 17：从各类资产计入的未来一年加息预期来看，利率期货> 黄金> 铜> 道琼斯= 美债> 标普 500> 点阵图> 纳斯达克



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

人在草木间

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个人（转发、转载、分销、复制、传播）或修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

团队信息



刘刚，CFA　分析员
SAC 执证编号：S0080512030003
SFC CE Ref：AVH867
kevin.liu@cicc.com.cn



杨萱庭　分析员
SAC 执证编号：S0080524070028
SFC CE Ref：BXS665
xuanting.yang@cicc.com.cn



项心力　分析员
SAC 执证编号：S0080526050001
SFC CE Ref：BXU271
xinli.xiang@cicc.com.cn



郝悦宁　联系人
SAC 执证编号：S0080125070024
yuening.hao@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个人（转发、转载、复制、传播、复制、传播；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。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiaine.com/pdfmaster

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。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、传播、复制、转载、摘编、修改等，如有未经许可进行转载，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/purmaster

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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

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。

V190624
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本报告内容和相关信息对个人（转发、转载、存储、复制、传播；修改等）、机构以违法行为进行使用，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

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个人（转发、转载、存储、复制、传播、修改等）、如有小道消法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanceinfo.com/pdfmaster