

全球再循环的资产价格含义

- 全球再循环中的经济和市场逻辑可概括为五句话：疫情进入下半场，国内还是老味道，全球已入再循环，市场存在预期差，周期资产有机会。
- 全球再通胀和中国资产价值重估是全球再循环中的两大趋势。
- 预计美国和中国国债收益率都会走高，我国信用风险收敛；A 股走牛，且风格倾向于低估值周期板块；美元继续走弱，人民币对美元温和升值；大宗商品价格继续上涨，但黄金的表现不会太好。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：徐高
(8610)66229055
gao.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号： S1300519050002

在 2020 年 11 月 24 日，笔者发表了文章《全球再循环》，透过"中国生产——美国消费"之格局分析了新冠疫情爆发之后的全球经济。基于这一全球再循环的逻辑，可以乐观看待 2021 年的全球经济。在这篇文章中，笔者将顺着这一思路，推演全球各主要资产类别的价格走势。不过在进入对各类资产的分析之前，有必要先用五句话来概括再循环中的经济市场逻辑。

1. 经济市场的五句话逻辑

第一句、疫情进入下半场。从持续走高的日度新增确诊病例数来看，新冠疫情目前仍在全球快速蔓延。以美国为例，当前其日度新增确诊数已经超过 20 万，差不多是今年 4 月份第一波高点的 7 倍有余。但另一方面，目前新冠疫情造成的死亡率大大低于之前。还是以美国为例，当前其新冠新增死亡数仍大致与 4 月的高点持平，而不像新增确诊病例数那样大幅高于 4 月水平。此外，已经有新冠疫苗在临床实验中表现出了不错效果。所以，虽然目前全球感染人数大大高于半年之前，疫情对经济活动和市场情绪的冲击却已经大为下降。尽管终场哨声还不知道什么时候能听到，但疫情应该算是进入了"下半场"。（图表 1）

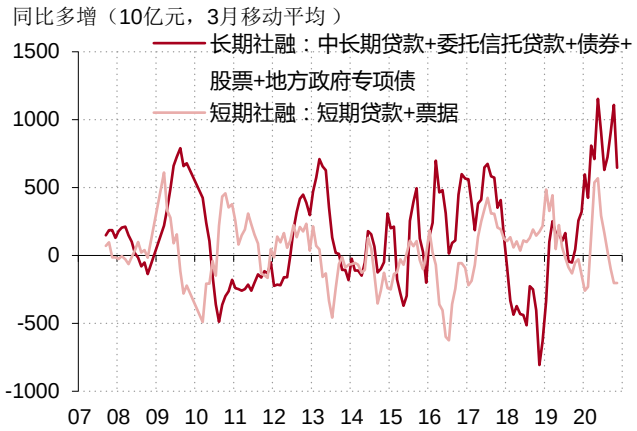
图表 1. 美国新冠新增确诊病例数已远高于今年 4 月水平；但新增死亡数基本与 4 月峰值水平持平



资料来源：万得，中银证券

第二句、国内还是老味道。新冠疫情爆发之后，我国国内政策和经济走势一如过去十年的常规，走出又一轮了"经济下行——政策刺激——经济回暖——政策退出"的循环。疫情爆发伊始，我国就采取了极为宽松的财政和货币政策来刺激经济（与经济活动密切相关的长期社会融资的增幅升至十多年来新高）。受政策带动，国内投资引擎（尤其是房地产和基建投资）明显走强，带动国内经济增速快速反弹。因此，尽管我国 GDP 增速在今年 1 季度下滑到-6.8%，但在今年 4 季度预计就能回升到 6%附近。不过，随着经济下行压力的减轻，政策信号已经开始变化，令市场预期明年宏观政策会更多考虑债务、房价等风险，降低对经济增长的政策刺激力度。相应地，预计 2021 年长期社融增幅应该不及今年。（图表 2）

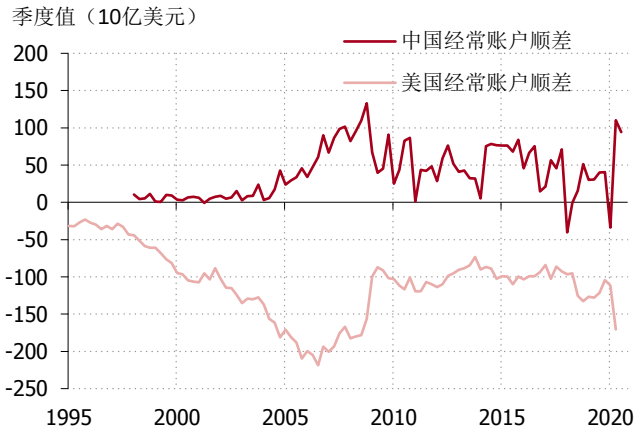
图表 2. 我国长期社融增幅在 2020 年升至十多年新高后，预计将会逐步下降



资料来源：万得，中银证券

第三句、全球已入再循环。在国内依靠刺激政策实现内需复苏的同时，疫情之后的全球经济已经走出了与过去十年很不一样的态势，2008 年"次贷危机"爆发前的国际经济格局正在重现。这一点，笔者在《全球再循环》一文中已做过充分论述："疫情爆发之后，中国与发达国家不一样的刺激政策导致了二者间'互补式复苏'的格局——我国生产的复苏好于发达国家，而终端需求的复苏则不及发达国家……由于中国生产复苏得更快，美国需求复苏得更好，中国产品因而在疫情后加速向美国流动，令中国经常账户顺差和美国经常账户逆差同步激增。这样的局面像极了 2008 年次贷危机之前的情景。当时，中国的过剩产能与美国过剩需求结合，令中美两国经济都走向过热。可以想象，随着'中国生产—美国消费'的国际大循环的重建，我国将在外需拉动下迎来一段时间经济的繁荣。"（图表 3）

图表 3. 新冠疫情爆发后，中国经常账户顺差与美国经常账户逆差同步扩张，类似于 2008 年前的格局



资料来源：万得，中银证券

第四句、市场存在预期差。这句话需要详细解释。

目前，市场仍倾向于用过去十年的经济分析框架来看待2021年的中国经济，因而认为经济上行没有大趋势，只有小反弹。2008年"次贷危机"爆发之后，内需（尤其是投资）取代出口成为我国经济增长最主要的火车头。而投资的强度又高度敏感于国内宏观政策态度。这使得在过去十年中，对我国经济增长的预测等同于对国内宏观政策走向的预判。但宏观政策又会根据经济形势变化而调整——经济增长减速时政策加油门；经济增长加速时政策收油门——从而形成"经济下行——政策刺激——经济回暖——政策退出"的往复循环。在这样的循环中，经济的上行趋势有自我打败的倾向（经济上行将带来宏观政策的收紧），因而难以持续。基于这样的逻辑，考虑到目前我国经济增速已经基本恢复正常，宏观政策刺激力度预计将会减小，市场自然会对2021年我国经济复苏前景持谨慎态度。

但随着全球再循环的启动，过去十年的经济分析框架不再完全适用于2021年——国内刺激政策退出的同时，中国经济将在外需拉动下迎来较为持续的复苏。中国经济并不总是为国内政策所主导的。2003年至2008年间，在强劲外需的带动下，中国经济持续向好。期间虽有2004年和2007年两轮国内宏观调控政策的强力打压，仍未能改变国内经济走向"过热"的局面。我们并不认为2021年的中国经济能完全呈现出2008年前的"过热"局面，但坚定认为分析中国经济"政策"单因素框架应该为"政策—外需"双因素框架所取代。毕竟，我国出口增速在2020年11月已经恢复到疫情之前水平，当月对美出口增速更是创出了10年新高（图表4）。有外需的有力带动，国内刺激政策退出就不会像过去十年那样快速带来经济减速，经济复苏的持续性就会超过当前市场的想象。这是当前市场存在的一个巨大"预期差"。

图表4. 新冠疫情爆发之后，我国出口表现抢眼，对美出口增速已创出十年新高



资料来源：万得，中银证券

第五句、周期资产有机会。在过去十年政策所主导的国内经济波动中，周期类资产（如周期股）投资呈现出越来越强的"政策博弈"特征，难以给投资者提供持续稳定回报。对投资者来说，周期类资产难以长期持有，只能在预期政策会放松时买入，但又得在预期政策会收紧时卖掉。随着政策调整频率的加快，周期类资产的投资窗口期越发缩短，投资难度越发加大，最终使得投资者对周期类资产的兴趣不断下降。经历了十年的政策博弈，市场对周期类资产的关注度已降到极低水平，相关资产的估值都已处于很低水平。以A股市场中的周期板块（包括金融、地产、采掘、钢铁、有色、建筑、交运）为例，这一板块的估值已经连续十年趋势性下降。最近几个月，这一板块的盈利增速正处在触底回升的过程中，但板块估值却只有小幅度上升，整体仍处很低水平。这反映了市场对这一板块的忽视（图表5）。但恰恰在这种市场关注度很低的时候，前面第四句话所阐述的"预期差"将给周期类资产带来不小的投资机会。

图表 5. A 股中上游周期板块的估值已经连续 10 年趋势性下降，目前处在较低水平



资料来源：万得，中银证券

2. 再循环中的两个趋势

在前面五句话所阐述的逻辑框架中，有两个趋势值得投资者关注。

第一、再循环中的全球经济将在 2021 年迎来“再通胀”。对全球经济而言，新冠疫情可被视为一个负向供给冲击。在生产端，因疫情停工而失去的工作时间很难补回来，一些国家产能也有永久性损失。但被疫情抑制的需求则很容易在疫情干扰下降后回补回来。毕竟，需求所受的时间约束远小于供给：一个习惯每周下一次馆子的人可能在疫情期间没法下馆子，但却可以很容易的在疫情之后天天下馆子，从而把品尝美味的机会都补回来。特别地，当全球宏观政策同步处在极度宽松的状态时，需求反而可能强于疫情之前——发达经济体的零售规模均已恢复到疫情前水平之上。在供给遭受负向冲击，而需求因宽松政策刺激而快速扩张的情况下，全球将在 2021 年见到通胀的回升。近几个月步入牛市的大宗商品市场已经释放了通胀来临的信号。(图表 6)

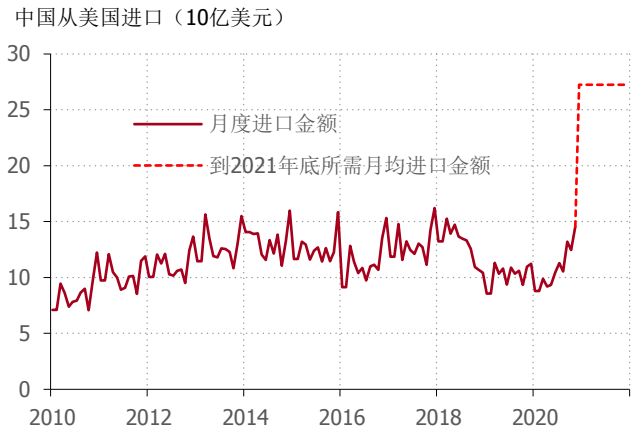
图表 6. 最近几个月，大宗商品市场已经进入牛市



资料来源：万得，中银证券

中美第一阶段贸易协定的执行将推升美国通胀水平。2020 年初，中美双方达成了“第一阶段贸易协定”。根据这一协定，中国需要在 2020 和 2021 两年累计增加对美进口 2000 亿美元（相比 2017 年的进口量）。2020 年因为新冠疫情的影响，我国对美国的进口几乎没怎么增长，因而将进口增加的压力推后到了 2021 年。2020 年前 11 月，我国每月平均从美国进口 108 亿美元的商品。而为了达成增加 2000 亿美元进口的目标，从 2020 年 12 月到 2021 年 12 月，我国每月平均需要从美国进口 272 亿美元的商品。此进口量是过去十年中国对美国月平均进口量的两倍。在美国国内需求已经快速扩张的背景下，中国对美进口的大幅增加将会令美国国内供需矛盾进一步凸显，给美国国内通胀带来更强上行动能。（图表 7）

图表 7. 为达成第一阶段贸易协定设定之目标，中国对美国的进口在 2021 年会激增



资料来源：万得，中银证券

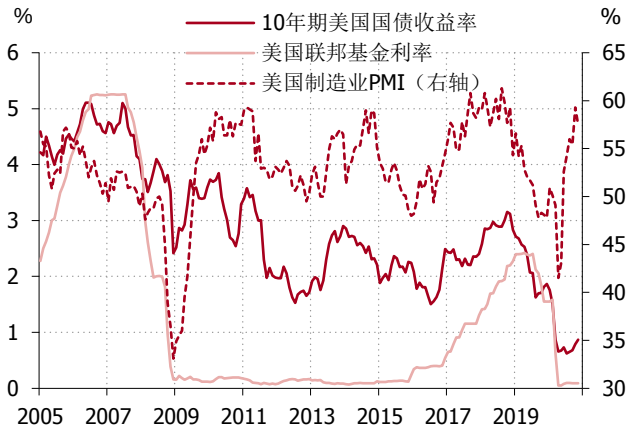
第二、在全球“去产能”的大背景中，中国产能的价值需要被重估。新冠疫情的爆发压低了全球产能利用率，使部分国家产能规模受损，并大幅降低了全球产能的扩张速度（全球制造业投资都大幅下滑）。可以说，全球经济因为新冠疫情的爆发而经历了一次“去产能”。在此过程中，我国因为疫情控制得最好，经济复苏得最快，所以产能利用率很快就回到了正常水平，产能规模也未受影响。总的来说，我国受疫情影响的去产能程度非常轻微。当我们的竞争对手因疫情而被强行去产能的时候，我国的产能反而获得了更好的市场环境。考虑到全球总需求正在因刺激政策而快速回升，我国产能将获得更大的市场空间。在疫情之前，全球为产能过剩所困扰，我国的产能也因此被市场看空，估值被压得很低。在疫情带来全球去产能之后，我国产能的价值理应被重估，从而带来相关资产估值的上升。

3. 各类资产走势前景

接下来，我们将前面所阐述的逻辑应用到对各类资产走势的分析之中，推演各类资产价格的前景走势。

预计 2021 年美国长期债券收益率将会走高。如前所述，在全球再通胀的趋势中，叠加上中国对美进口对美国需求的拉动，美国的通胀在 2021 年应该会明显走高。尽管美联储 2021 年加息（提高联邦基金利率）的概率微乎其微——美联储目前说自己在 2023 年之前都不会加息——但美联储进行“收益率控制”（yield curve control）这样非常规宽松政策的阻力却应该会增加，从而给美国长债收益率带来上升动能。在过去十年中，美国制造业采购经理人指数（PMI）与美国 10 年期国债收益率有极好的相关性。目前，美国 PMI 已经显著回升至疫情之前的水平，预示着美国长期国债收益率将走高。（图表 8）

图表 8. 美国 10 年期国债收益率已经触底，预计将会逐步走高



资料来源：万得，中银证券

预计我国 10 年期国债收益率在 2021 年会进一步走高。从 2020 年 4 月至今，我国 10 年期国债收益率已经从 2.5%的低点上升了差不多 0.8 个百分点。但这是建立在今年 1 季度国债收益率因新冠疫情爆发而大幅下跌的基础上的。拉长历史来看，10 年期国债目前 3.3%的收益率水平并不算高。考虑到我国经济在 2021 年会进一步复苏，10 年期国债收益率预计会进一步上升。事实上，像挖掘机产量这样债券收益率的领先指标仍在释放收益率走高的信号。因此，在 2021 年我国债市大概率继续处在熊市之中，收益率难言见顶。（图表 9）

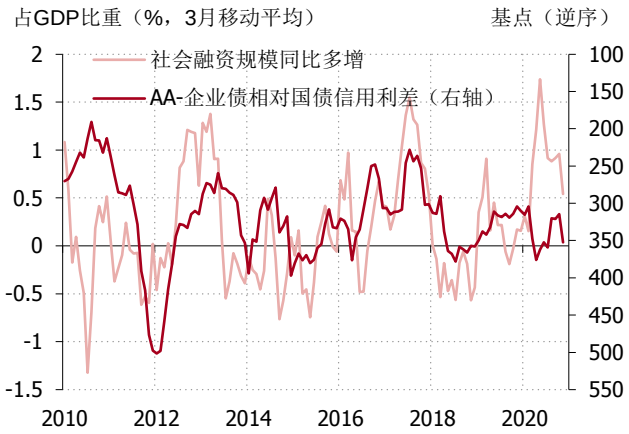
图表 9. 中国 10 年期国债收益率在 2021 年预计会进一步走高



资料来源：万得，中银证券

预计我国信用风险将在 2021 年收敛。从过去十年的经验来看，我国债券信用利差与社会融资总量增长之间有相当明显的负相关关系——社融加速增长往往会令信用利差收窄、信用风险下降（图表 10）。这背后的道理应该是明显的：社融加速增长会让经济增速走高，实体企业资金面改善，从而有利于信用风险的降低。2020 年新冠疫情爆发之后，我国社会融资总量加速增长。虽然 2021 年社融的增速预计会温和放缓，但肯定不会回到 2018、2019 两年那种全社会融资难的状况。再加上 2021 年经济增速应该会高于今年，因此 2021 年全社会信用风险应该会降低，从而给信用债投资带来机会。近期国内虽然有部分国企债券违约，但相信这种违约只是短期事件，不会改变信用风险收敛的长期趋势。毕竟，放任国企债券违约会导致国企融资成本显著上升。有远见的政府官员应该不会做这种"捡了芝麻、丢了西瓜"的事情。

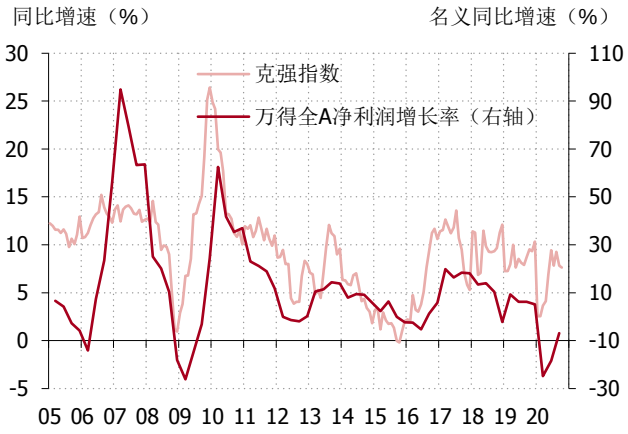
图表 10. 社融的高增长倾向于让信用利差收窄



资料来源：万得，中银证券

预计 A 股市场在 2021 年将走牛。在全球再循环、再通胀、经济向好的大背景中，风险资产的表现应该好于避险资产，股票的表现应该好于债券。因此，2021 年国内"股债跷跷板"应该更偏向股票。重估中国资产价值的趋势也有利于 A 股的走高。而观察 A 股本身的盈利和估值情况，也能找到乐观看法的支持。随着经济增速的回升，A 股上市公司盈利修复的前景相当明确（图表 11）。此外，当前 A 股市场整体估值不高。纵向来看，目前 A 股所有上市公司的加权平均市盈率处在过去 20 年的均值水平附近，并不算高。横向来看，A 股的市盈率在全球各个主要股票市场中处在第二低的位置，仅略高于港股。2021 年国内货币政策虽然会温和收紧。但这更多意味着驱动 A 股上扬的动力将会切换，从宽松流动性带来的估值溢价转向盈利预期，而并不至于让 A 股整体走熊。

图表 11. A 股上市公司的盈利增速将会明显上扬



资料来源：万得，中银证券

预计 2021 年 A 股市场的风格应该在低估值周期股。前面五句话的最后一句是"周期资产有机会"。这句话落到 A 股市场中，意味着周期股在 2021 年有机会。而从 A 股本身的情况来分析，也有市场风格从"成长股"切换到"周期股"的必要。疫情之后，市场对成长股的追捧来自两个原因：第一，这些股票盈利增长与经济周期的相关性弱，因而在经济走低的时候盈利有稳健性；第二，这些成长股的盘子较小，宽松货币政策带来的流动性溢价对其估值的推升作用更明显。不过，成也萧何、败也萧何，这两点原因应该成为未来一段时间规避这些股票的原因。在经济复苏的过程中，与经济周期相关性弱的股票的盈利回升空间会比较小；而随着宽松货币政策的逐步退出，流动性溢价也有走低的倾向。因此，接下来 A 股的市场风格应该更多转向低估值的周期股。这些长时间乏人问津的股票之估值已经与其他股票拉开很大差距，有估值修复的空间，再加上经济复苏对这些股票盈利的推升，这些股票未来的上涨值得期待。（图表 12）

图表 12. 周期股的估值已经与其他板块股票估值拉开了很大差距



资料来源：万得，中银证券

预计 2021 年美元会继续走弱。在经济周期的时间维度上，美元是逆周期资产——美国经济向好，美元跌；美国经济走弱，美元涨（图表 13）。可以把美国想象成全球的风险投资者。经济向好、投资者追求投资收益时，资金就从美国流出到其他各国以获取更高投资回报率，因而让美元走弱；经济走弱、投资者追求本金安全性时，资金就回流美国，从而让美元走强。预计全球和美国经济在 2021 年都会明显复苏——这样环境倾向于让美元走弱。不过，从美元指数期货的持仓头寸来看，目前市场中看空美元的交易相当拥挤。这反而会让美元走弱得没那么顺畅——大家都看空美元，美元跌起来反而有阻力（参见笔者 2020 年 8 月 2 日发表的文章《逆向思维看美元和黄金》）。

图表 13. 美元指数的变化与美国 PMI 走势负相关



资料来源：万得，中银证券

预计人民币在 2021 年会对美元温和升值。2021 年偏弱的美元意味着包括人民币在内的其他货币对美元会升值，这没什么好说的。除此而外，在全球再循环中，中国向美国出口的增加会带来美元向中国的流动（中国商品换回美国美钞）。这些美钞流入中国后，有换成人民币的需求，从而给人民币带来升值压力。2008 年之前的全球大循环中，人民币曾连续数年对美元升值。考虑以上两个因素，人民币在 2021 年预计会对美元继续升值。人民币升值也是中国资产价值重估的表现之一。不过，人民币如果过快升值，也会侵蚀我国出口企业的利润。因此，相信人民银行会采取措施，确保人民币对美元的升值较为温和。（图表 14）

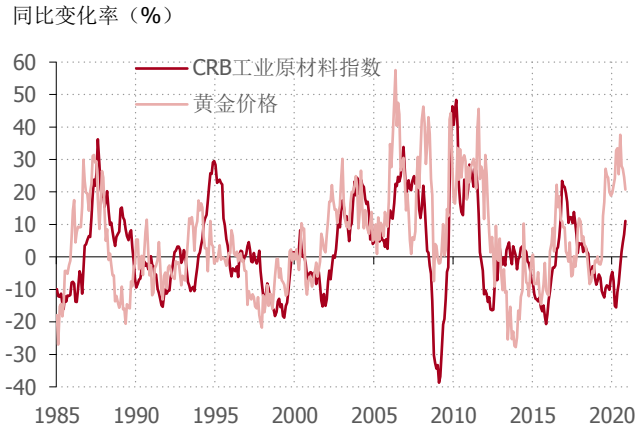
图表 14. 美元指数走弱一般会让人民币对美元升值



资料来源：万得，中银证券

预计大宗商品价格在 2021 年会继续上涨；但黄金的表现不会太好。全球再通胀的力量已经在大宗商品价格上表现了出来，CRB 工业原材料指数已经开始明显上扬。随着全球经济进一步复苏，预计 2021 年大宗商品价格还会继续走高。不过，预计黄金的涨幅会小于其他商品。这是因为黄金是一种有避险属性的大宗商品。在经济向好的时候，黄金价格涨幅一般小于其他商品价格。考虑到在过去一年中，黄金已经超涨其他商品很多，其超额涨幅有很强的收缩动能，预计黄金在 2021 年的表现不会太好（图表 15）。有关这一点，笔者在 2020 年 8 月 2 日发表的文章《逆向思维看美元和黄金》中已有详述，此处不再展开。（完）

图表 15. CRB 工业原材料指数已开始明显上扬，但黄金价格涨幅已开始回落



资料来源：万得，中银证券

参考文献

[1] 徐高，2020 年 8 月 2 日，《逆向思维看美元与黄金》，https://www.bocichina.com/Details/detail/?id=dataindex3350933。

[2] 徐高，2020 年 11 月 24 日，《全球再循环》，https://www.bocichina.com/Details/detail/?id=dataindex3350969。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371