新格局之下，再提需求侧

2020 年末政治局会议解读

2020 年末政治局会议召开，新格局之下，再提需求侧。

- **总结 2020：对今年工作高度评价。**按照公告措辞，2020 年整体工作“交出了一份人民满意、世界瞩目的答卷”。总量层面，中国是全球唯一实现正增长的主要经济体；政策目标来看，三大攻坚战取得决定性成果，科技创新取得重大进展，改革开放实现新突破；政策效果上，民生得到有力保障，全党全国各族人民向心力、凝聚力进一步增强。
- **布局 2021：新格局之下，再提需求侧。**①2035 年可能仍有翻一番的目标，这意味着未来经济增速仍有目标，核心在于增速不能下滑过快；②新的总需求政策，更多的是从“坚持系统观念”出发，供给侧和需求侧要协调发展，抓手更多的来自于顺畅“供给创造需求”的循环，而非传统上简单的需求侧扩张政策；③双循环下，我们需要兼具世界工厂和全球最大市场的双重角色，并以此赢得更大的发展空间，落脚点在于扩大内需，政策组合也将因此转型。
- **决策层判断乐观，债市仍需等待。**政治局会议用词精炼，从债市的角度来看，最核心的要点是两个：短期内决策层对于经济形势判断乐观，货币政策趋势性放松的可能性较小，债市缺乏趋势性机会的基础；中长期视角来看，决策层对于新格局有清晰判断，双循环的内在要求下，整体政策组合将从过去的“为中国商品服务”转变为更多的“为中国资产服务”，货币政策将尽量维持正常化，人民币汇率渐进升值，中美利差中枢将高于 100bp 左右的历史水平。
- **风险提示：**海外疫情反复超预期、疫苗推进不及预期。

相关研究报告

《大类资产配置周报(2020.12.13)》 20201213
《海外宏观周报（2020.12.13）》 20201213
《周期中的美元波动与资产配置》 20201213

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲
(8610)66229354
chengzhe.xiao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：王开
(8621)20328582
kai.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090005

1. 新格局之下，再提需求侧——2020 年末政治局会议解读

中共中央政治局 12 月 11 日召开会议，分析研究 2021 年经济工作。

解读：

总结今年工作：对成绩高度评价

按照公告措辞，2020 年整体工作“交出了一份人民满意、世界瞩目的答卷”。从总量层面来看，中国是全球唯一实现正增长的主要经济体；从政策目标来看，三大攻坚战取得决定性成果，科技创新取得重大进展，改革开放实现新突破；从政策效果来看，民生得到有力保障，全党全国各族人民向心力、凝聚力进一步增强。

从历史维度，十三五胜利收官。2020 年是“十三五”规划收官之年。经过 5 年奋斗，我国经济实力、科技实力、综合国力和人民生活水平跃上新的大台阶，新时代脱贫攻坚目标任务如期完成，全面建成小康社会胜利在望，中华民族伟大复兴向前迈出了新的一大步。

债市角度：中央定调，央行跟随。央行对宏观经济的看法决定货币政策的松紧，而央行的判断不太可能和政治局会议定性有方向性的差别。按照以往的经验，年末政治局会议先行，随后召开的中央经济工作会议定调经济工作安排，在明年的两会上较大概率量化并落地。大方向的修正最早可能要到明年四月的政治局会议，这意味着整体货币政策将在未来一段时间易紧难松，债市趋势性的机会仍需等待。

布局明年工作：再提需求侧

2021 年定性：现代化建设进程中具有特殊重要性的一年。2021 年是“十四五”的开局之年，也是建党 100 周年，针对明年工作安排，会议通稿有三点重要的“新提法”：

①“新“字当头，“立足新发展阶段，坚持新发展理念，构建新发展格局”，这是对于当前局面的总体判断；②坚持系统观念，继十九届五中全会后，首次在政治局会议上提出坚持系统性观念；③重提需求侧，此次比较罕见的提到了需求侧的管理，“努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略”，“扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革”。

如何理解需求侧的表述？

第一，经济增速保持合理区间的必要性。在十九届五中全会通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（后文简称《建议》），总书记在关于《建议》的说明中提到：一方面，在征求意见过程中，一些地方和部门建议，明确提出“十四五”经济增长速度目标，明确提出到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番目标；另一方面，文件起草组经过认真研究和测算，认为从经济发展能力和条件看，我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。

按照简单测算，如果 2021 年实际 GDP 增速为 8%（保守估计），那么剩余年份平均只需要 4.5%的增速，即可达成这一目标；考虑到增速的下行，如果 2021 年实际 GDP 增速为 9%，2022 年增速为 5.7%，那么增速每年下滑 0.2 个百分点的情况下，2035 年也可以达到翻一番的目标。从这个角度来看，2021 年以及十四五期间，乃至到 2035 年，经济增速仍然可能有区间式的目标。

图表 1. 到 2035“翻一番”：关键在于增速不能下滑过快

年份	增速场景1	增速场景2	增速场景3
2021	8.0%	9.0%	9.0%
2022	4.5%	5.7%	6.0%
2023	4.5%	5.5%	5.7%
2024	4.5%	5.3%	5.4%
2025	4.5%	5.1%	5.1%
2026	4.5%	4.9%	4.8%
2027	4.5%	4.7%	4.5%
2028	4.5%	4.5%	4.2%
2029	4.5%	4.3%	3.9%
2030	4.5%	4.1%	3.6%
2031	4.5%	3.9%	3.3%
2032	4.5%	3.7%	3.0%
2033	4.5%	3.5%	2.7%
2034	4.5%	3.3%	2.4%
2035	4.5%	3.1%	2.1%
累计相对2020年	200%	199%	190%

资料来源：万得，中银证券

第二，此需求侧非彼需求侧。传统意义上的需求侧政策是以基建地产等为代表的总需求扩张政策，而此次总需求政策，更多的是从“坚持系统观念”出发，供给侧和需求侧要协调发展。会议通稿的具体表述为“要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。”

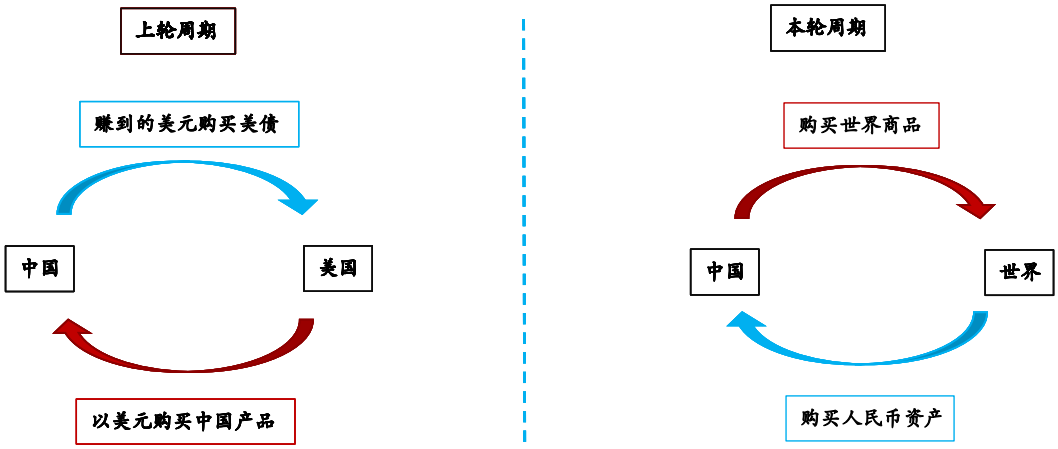
换言之，此处的需求侧和供给侧是作为一对有机对应的整体出现，而不是传统的总需求扩张政策。从政策思路上，我们认为会从解决有效需求不足的角度出发，通过疏通和改革的方式促进“供给创造需求”、完成扩大内需。具体的方式可能包括，促进更加公平的收入分配和补贴政策，解决医疗教育养老住房等影响支出意愿和支付能力的因素。

第三，双循环视角下的总需求政策。高质量的双循环，本质上是需要扩大内需。过去近二十年时间，加入 WTO 之后，我国的整体政策导向是努力融入外部的全球大循环，政策的核心是“为中国商品服务”，包括汇率、补贴和产业政策，促使我国成为了世界工厂。

但是双循环下，以 11 月 15 日签署的 RCEP 为例，我们需要兼具世界工厂和全球最大市场的双重角色，并以此赢得更大的发展空间。换言之，我们将在新格局下，一方面继续扮演产业链上的追赶者的角色，这是中国过去 20 年做的，另一方面我们将开始扮演全球市场和产业链布局者的角色，这更类似美国和日本过去的角色。

上一轮循环中，中国靠的是相对低廉的劳动力和环境成本转化为产品提供吸引力，同时将赚取的外汇购买发达经济体主权负债，以较低的投资收益为代价，保证中国产品的竞争力；在双循环之下，扩大内需客观需要人民币维持相对强势，货币政策尽量维持正常化，增强人民币资产的吸引力同时保证人民币对内对外的购买力。

图表 2. 从“为中国商品服务”到“为中国资产服务”



资料来源：中银证券

小结：短期难放松，长期新格局

政治局会议用词精炼，从债市的角度来看，最核心的要点是两个：短期内决策层对于经济形势的判断整体较为乐观，货币政策趋势性放松的可能性较小，债市缺乏趋势性机会的基础；中长期视角来看，决策层对于新格局有清晰判断，双循环的内在要求下，整体政策组合将从过去的“为中国商品服务”转变为更多的“为中国资产服务”，货币政策将尽量维持正常化，人民币汇率渐进升值，中美利差中枢将高于 100bp 左右的历史水平。

2. 附录：会议新闻通稿、简单点评、历史对比

会议公告的经济议题部分，红色字体为简单点评

中共中央政治局 12 月 11 日召开会议，分析研究 2021 年经济工作；听取中央纪委国家监委工作汇报，研究部署 2021 年党风廉政建设和反腐败工作；审议《中国共产党地方组织选举工作条例》。中共中央总书记习近平主持会议。

会议认为，今年是新中国历史上很不平凡的一年。面对严峻挑战和重大困难，我们保持战略定力，准确判断形势，精心谋划部署，果断采取行动，付出艰苦努力，交出了一份人民满意、世界瞩目的答卷。我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体，三大攻坚战取得决定性成果，科技创新取得重大进展，改革开放实现新突破，民生得到有力保障，全党全国各族人民向心力、凝聚力进一步增强。（对 2020 年工作给出了很高评价）

会议指出，今年是“十三五”规划收官之年。经过 5 年奋斗，我国经济实力、科技实力、综合国力和人民生活水平跃上新的大台阶，新时代脱贫攻坚目标任务如期完成，全面建成小康社会胜利在望，中华民族伟大复兴向前迈出了新的一大步。（以五年规划角度，过往工作整体成功）

会议强调，我国经济运行逐步恢复常态，但新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性，要强化机遇意识、风险意识，科学部署，狠抓落实，牢牢把握经济工作主动权。

会议指出，明年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年（十四五开局，建党 100 周年），做好经济工作意义重大。做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中、五中全会精神，坚持稳中求进工作总基调，立足新发展阶段，坚持新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，坚持系统观念（与十四五规划建议中的五大原则对应），巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放，确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝中国共产党成立 100 周年。（重提了经济运行在合理区间、扩大内需等需求侧表述）

会议要求，要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能（需求侧和供给侧是系统观念下的对应关系，并非传统意义上的需求侧政策）。要整体推进改革开放，强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形成强大国内市场，夯实农业基础（练好内功，延续了十四五规划建议中的表述），强化反垄断和防止资本无序扩张（短期看“点名”社区团购，长期看解决全球化下资本获利过大造成的分配不均，这是全球性的政策趋势），促进房地产市场平稳健康发展（对地产相关整体满意，继续推进房住不炒），持续改善生态环境质量。要对全面建成小康社会进行系统评估和总结，巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接。要抓好各种存量风险化解和增量风险防范。

会议强调，要加强党对经济工作的全面领导。要增强政治意识，善于从讲政治的高度思考和推进经济社会发展工作，提高专业化水平，努力成为构建新发展格局的行家里手。岁末年初，要把困难群众生活安置好，落实安全生产责任制，提前对“两节”相关工作作出安排。要毫不放松抓好“外防输入、内防反弹”各项工作，确保疫情不出现规模性输入和反弹。要做好“十四五”规划纲要编制工作。

图表 3. 政治局会议措辞对比

会议	2019年末政治局会议	2020年3季度政治局会议	2020年末政治局会议
时间	2019年12月6日	2020年7月30日	2020年12月11日
当前形势判断	今年以来，面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，	今年以来，面对新冠肺炎疫情严重冲击，	今年是新中国历史上很不平凡的一年，面对严峻挑战和重大困难，
当前工作总结	保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得**关键进展**，改革开放迈出**重要步伐**，供给侧结构性改革**继续深化**，科技创新取得**新突破**，人民群众获得感、幸福感、安全感提升，“十三五”规划主要指标进度**符合预期**，全面建成小康社会取得了新的重大进展。	经济**稳步恢复**，复工复产逐月好转，二季度经济增长**明显好于预期**，三大攻坚战**扎实推进**，经济结构**持续优化**，产业数字化、智能化转型**明显加快**，改革开放**继续深化**，人民生活得到**有力保障**。	交出了一份**人民满意、世界瞩目**的答卷。我国成为全球**唯一**实现正增长的主要经济体，三大攻坚战取得**决定性成果**，科技创新取得**重大进展**，改革开放**实现新突破**，民生得到**有力保障**，全党全国各族人民向心力、凝聚力进一步增强。
未来目标定性	2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，我们要实现第一个百年奋斗目标。	“十四五”时期是我国全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后，乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年	会议指出，明年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年，做好经济工作意义重大。确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝中国共产党成立100周年。
未来形势展望	当前和今后一个时期，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变。	当前和今后一个时期，我国发展仍然处于**战略机遇期**，但机遇和挑战都有新的发展变化。当今世界正经历**百年未有之大变局**，和平与发展仍然是时代主题，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强。我国已进入**高质量发展阶段**，发展具有多方面优势和条件，同时发展不平衡不充分问题仍然突出。	我国经济运行逐步恢复常态，但新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性，要强化机遇意识、风险意识，科学部署，狠抓落实，牢牢把握经济工作主动权。
未来工作规划	做好明年经济工作。。。**坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，**推动高质量发展，加快建设现代化经济体系，坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，**保持经济运行在合理区间，**确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。	做好下半年经济工作，**要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，**更好统筹疫情防控和经济社会发展工作，**坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，**牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展，维护社会稳定大局，努力完成全年经济社会发展目标任务。	做好明年经济工作。。。**坚持稳中求进工作总基调，立足新发展阶段，坚持新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，**以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，坚持系统观念，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，**努力保持经济运行在合理区间，**坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放，
未来工作抓手	要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，坚持问题导向、目标导向、结果导向，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具。明年要坚决打好三大攻坚战，确保实现脱贫攻坚目标任务，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，确保不发生系统性金融风险。要加快现代化经济体系建设，推动农业、制造业、服务业高质量发展，**加强基础设施建设，推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局**，提升科技实力和创新能力，深化经济体制改革，建设更高水平开放型经济新体制。	**要持续扩大国内需求，**克服疫情影响，扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。要着眼长远，积极扩大有效投资，鼓励社会资本参与。要加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐。要以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。**要提高产业链供应链稳定性和竞争力，**更加注重补短板和锻长板。**要全力巩固农业基础地位。要更大力度推进改革开放，**用深化改革的办法优化营商环境，实施好国有企业改革三年行动方案，继续扩大开放。**要推进资本市场基础制度建设，**依法从严打击证券违法活动，促进资本市场平稳健康发展。**要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，**促进房地产市场平稳健康发展。	**要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，**打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。**要整体推进改革开放，**强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形成强大国内市场，夯实农业基础，强化反垄断和防止资本无序扩张，促进房地产市场平稳健康发展，持续改善生态环境质量。要对全面建成小康社会进行系统评估和总结，巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接。要抓好各种存量风险化解和增量风险防范。

资料来源：中国政府网，中银证券

风险提示：

海外疫情反复超预期、疫苗推进不及预期

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