

摩根士丹利亚洲有限公司 **Qing Wang 王庆**  
Qing.Wang@MorganStanley.com  
+85228485220

**Steven Zhang 章俊**  
Steven.Zhang@morganstanley.com  
+862123260029

2010年3月6日

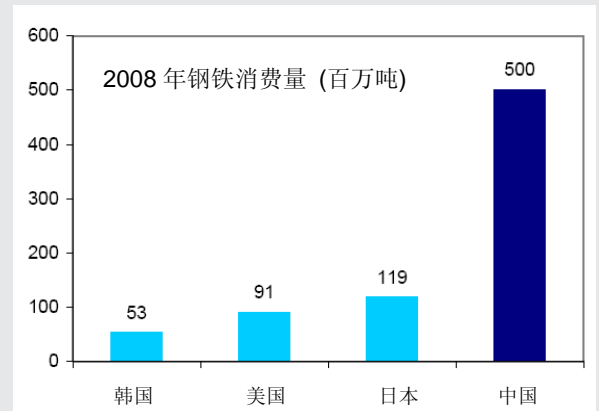
## 中国经济 胃口好≠肥胖：如何看待中国的 “过度投资”

**什么样的问题？** 目前中国观察人士普遍持有的一个观点是中国存在“过度投资”。他们最经常引用的一个证据是中国投资增长迅猛，以及投资占 GDP 的比重居高不下。

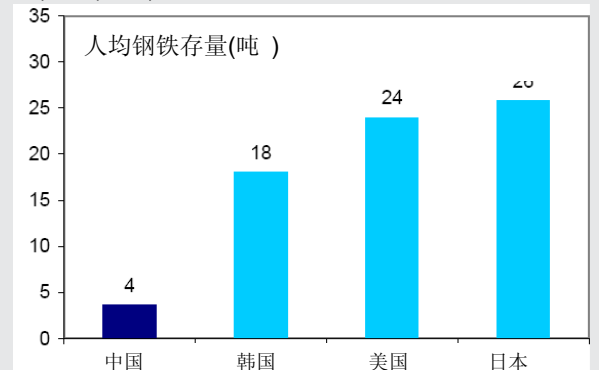
**我们的观点有何不同：** 但我们认为，简单地根据投资的快速增长而判断中国存在“过度投资”无异于因为一个人吃得多而判断其“肥胖”。当然，事实不一定如此，如果胃口好是因为新陈代谢旺盛，则刚好是健康和活力的表现。因此，衡量投资适宜程度的更为恰当的指标应当建立在存量资本（如一个经济体中资本存量与劳动力存量的比率）或投资效率（如增量资本产出率或资本回报率）。

**结论：** 按照以上两种标准（即资本存量及投资效率）中的任何一种来看，我们都能找出明显的证据证明中国的投资无论从历史上来看，还是从与各国的比较上来看均不存在过度。总体而言，我们并不认同中国经济存在严重的结构性失衡（即过度投资、消费不足）。我们认为对“过度投资”的担忧被夸大了，未来许多年里中国强劲的投资增长将得以持续。我们认为，中国经济所面临的主要挑战是如何抓住“过度储蓄”的机会窗口（这使中国得以实施各种大规模投资），通过更有效的资本配置为国家创造高质量的财富。为此，我们认为中国必须理顺价格体系和其他激励机制。

图1  
**胃口好 ≠ 过胖：**  
虽然胃口很好



...但远未过胖



来源：CEIC、摩根士丹利研究部

**重要信息披露，请参见位于本报告结尾的信息披露部分。**

## 胃口好≠肥胖：如何看待中国的“过度投资”

### 概述

在去年的一份研究报告中，我们探讨了中国的过度投资问题（参见“中国经济：中国的铁路还是美国的国债：如何看待中国“过度投资”，2009年7月27日）。我们在那份报告中指出：在全球金融和经济危机中，无论是从长期角度下理性的资产配置决策，还是从近期的周期性经济形势来看，中国快速的投资增长都是合理的。一个关键的问题是庞大的固定资产投资的机会成本。我们认为这一机会成本即是投资于美国国债的总体回报率。简而言之，考虑到中国庞大的国内储蓄，在当前的经济背景下，这一关键问题可以归结为是“用于在国内修建铁路”还是“用于购买美国国债”这一投资决策问题。鉴于市场一致看淡美国国债，我们认为将国民储蓄用于基础设施投资是一种更好的选择，尤其是在当前的经济周期环境可确保在较短的时间内大力推动内需增长的情况下。

...政策转变...的主要原因是周期性经济环境的改善，而非所谓的“过度投资”等结构性问题

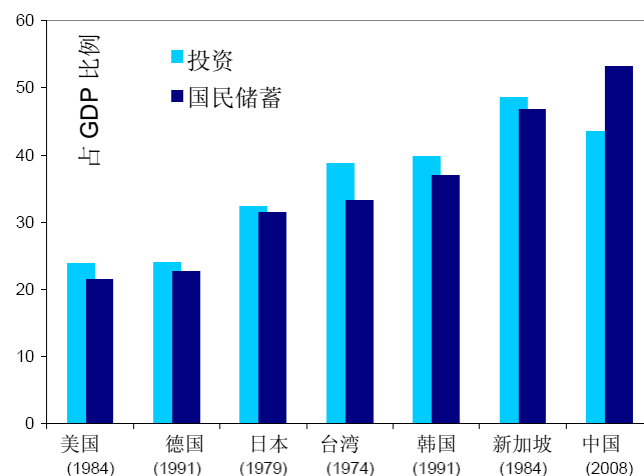
现在，本次危机最危险的阶段似乎已经过去了，通过加大投资促进经济增长的重要性有所减弱。不过，为保成“政策转变”，许多市场观察人士在中国的“过度投资”这个结构性概念上大做文章。虽然我们认为2010年有必要放慢2009年固定资产投资的高速增长，但是我们认为政策转变的主要原因是周期性经济环境的改善，而不是所谓的“过度投资”等结构性问题。

### 中国的“过度投资”

有关中国的“过度投资”的一个时髦证据是其居高不下的投资占GDP比重。2008年，该比重一度超过50%，不仅高于美国、日本、德国，而且高于本地区其他发展中国家的峰值（图2）。尽管目前尚无有关投资占GDP最佳比重的理论基准，中国的这一指标居于各国之首被许多人认为是中国过度投资的一个强烈信号。

不过，在我们看来，在官方统计数据的基础上计算得出的投资占GDP比重（及消费占GDP比重）被夸大（低估）了（参见“中国经济：中国消费不足被夸大”，2009年9月13日）。因此，在这份研究报告中，我们只看官方统计数据的表面价值。

图2  
投资比率位居各国之首=投资过热？



来源：CEIC，摩根士丹利研究部

### 胃口好≠肥胖：流量与存量的比较

如果知道中国的最佳投资率是多少，那么“过度投资”问题就会变得有意义了。尽管许多人认为中国的投资已经过剩，但是没人能提供一个令人信服的参照数据。我们认为，这方面更有意义的国与国比较应当是对其资本劳动比进行的比较。这就是经典的“流量与存量”的比较。

就这一点而言，中国的资本劳动比远低于工业化国家，甚至较为先进的新兴市场经济体。在图3中，我们展示了中国以及美国、日本、韩国、台湾等相对比较先进的经济体在去过三十年间的累计人均固定资产形成（FCF）量（作为资本劳动比的一个替代指标）。正如我们所料，中国的累计人均固定资产形成（FCF）量很低，分别相当于台湾、韩国、美国和日本的14%、11%、6%和4%。

尽管许多人认为中国的投资已经过剩，但是没人能提供一个令人信服的参照数据

我们认为，简单地根据投资的快速增长而判断中国存在投资过热“无异于因为一个人吃得多而判断其肥胖”。当然，事实不一定如此，如果胃口好是因为新陈代谢旺盛，则刚好是健康和活力的表现。

为了进一步认证这一点，我们做了这样的估计：尽管美日等最先进的工业化经济体的投资总额十分庞大，但他们的资本存量的增长速度却慢得多，因为其投资仅够抵消规模庞大的现有资本存量的折旧。例如，我们估计2008年日本的投资总额与现有资本存量的折旧相当。换言之，尽管名义投资增长相当可观，但现有资本存量几乎没有什么变化（图3）。另一方面，我们估计2008年中国的总投资中，70%构成了现有资本存量的净增加值。因此，一个关键的问题是：如果由于中国由于投资持续高速增长，从而缩短其达到工业化经济体同等的资本劳动比，这是否说明中国存在投资过热？在我们看来，答案尚不确定。

图3  
 流量与存量的比较：累计人均投资

	1977-2008年 固定资本形成 总额	过去二十年固 定资本形成总 额的折旧	08年折旧与 固定资本形 成的比率
	人均，单位：美元		
中国	9,260	412	30%
台湾	64,977	2,823	84%
韩国	82,757	3,737	67%
美国	161,442	6,240	89%
日本	218,438	8,800	99%

来源：CEIC，摩根士丹利研究部

“流量与存量”的比较及其影响还可以通过另一个具体的例子来加以说明：钢铁消费量。2008年中国粗钢消费量为5亿吨，分别为日本、美国和韩国的5倍、4倍和10倍。许多人据此断言，中国出现了“过度投资”和“生产过剩”（图1）。但是，如果我们再来看看人均钢铁存量，

或我们所谓的“经济体的钢铁密度”，结果就会是另外一种情况：中国经济钢铁密度”仅为日本、美国、韩国的15%、17%和20%。

...最近到过北京、上海以及东京、纽约、首尔等国外城市的人，仅凭粗略的观察就可以知道这些城市的钢铁用量远远多于北京和上海...

此外，如果中国保持十年来的钢铁消费增长速度，我们估计中国经济的钢铁密度要到2022年才能达到美国目前水平的一半。对于最近到过北京、上海和东京、纽约、首尔等国外城市的人来说，这一结论并不令人吃惊。仅凭粗略的观察就可以知道，即使算上北京和上海大量建筑工地上正在各种高楼大厦和基建项目中安装的钢铁产品，这些城市的钢铁用量也要多得多。

#### 投资效率：增量资本产出率

从投资流量来看，中国经济似乎存在“过度投资”，但从资本存量来看，中国仍处于较低水平，并呈现出明显的发展早期阶段特征。这与以增量资本产出率为标准得出的中国相对较高的投资效率是一致的<sup>1</sup>。2001-2008年，中国的增量资本产出率大致与台湾和新加坡相当，但远低于日本和美国（图4）。

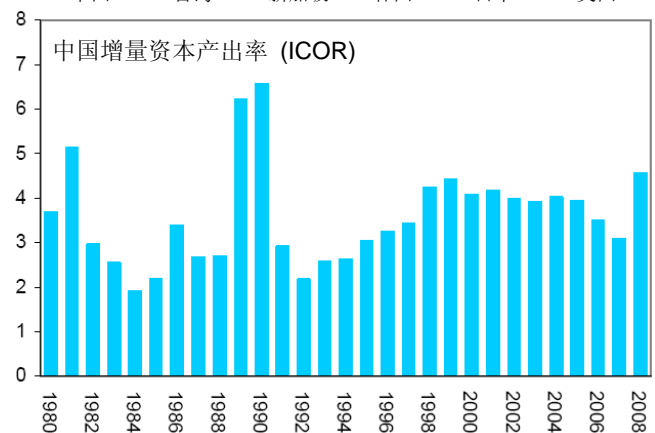
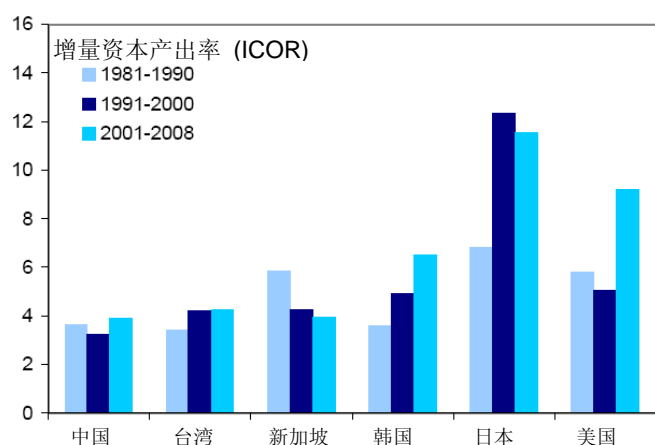
此外，中国的增量资本产出率自1990年代末以来就一直处于一个大致稳定的水平，即便其间投资增长极为强劲，仍未出现变差的迹象（图4）。这里值得强调的一点是，增量资本产出率是一个结构性的概念，其作用是用以衡量一个相对较长的时间段里投资效率的变化情况。因此，不能仅凭某一年（如2009年）的数据来判断投资效率的变化趋势。某个特定年份的增量资本产出率可能会受到当年周期性经济环境振荡以及相关政策反应的严重影响--这些政策反应可能会导致消费、投资、出口这三个经济增长动力短期内的重大变化。不过，这些

1 增量资本产出率是用以衡量一个经济体单位GDP所需的新增投资的指标。一般而言，一个经济体的增量资本产出率越高，其投资和生产效率就越低，因而并非好事。

变化并不代表经济结构层面上任何有意义的变化。

**...增量资本产出率是一个结构性的概念...因此,不能仅凭某一年的数据来判断投资效率的变化趋势**

图4  
 中国与其他国家投资效率的对比



来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

**投资效率: 资本回报率**

企业家进行投资决策时依据的是他们对于所投资行业资本回报率的预期。因此, 一个重要的相关变量是资本回报率。如资本回报率低或有所下降, 则说明可能存在投资过剩。

图5

**各国资本回报率的对比**

资本回报率(2004年)			
日本	10%	墨西哥	16%
法国	10%	新加坡	18%
英国	12%	香港	18%
韩国	13%	中国	20%
美国	14%	智利	24%

来源: 美国国家经济研究局 (NBER) 12755 号工作论文: “中国的投资回报率”, 白 (Bai)、谢 (Hsieh)、钱 (Qian), 2006年12月。

在一项有关中国资本回报的学术研究中<sup>2</sup>, 研究人员发现中国的资本回报率从 1979-1992 年间的 25%左右下降到 1993-1998 年间的 20%左右, 在其后至 2005 年间一直保持在 20%上下。这一研究结果与我们所估计的增量资本产出率情况是一致的 (图 4)。上述研究人员得出的中国资本回报率估计高于大多数发达经济体以及发展中经济体 (图 5)。

**...高投资增长导致低回报的观点是基于资本回报率的递减法则得出的**

上述研究人员得出的资本回报率是对 1979-2005 年间整体经济的估计。为了得到更新的数据, 我们估计了特定规模以上工业企业的总资产收益率 (ROA)。结果显示, 上述总资产收益率在 2005 年的基础上进一步上升, 在 2007 年达到 8%的最高记录, 2008 年回落至 7%。上市公司的净资产收益率 (ROE) 变化情况大致与此相似 (图 6)。

这些证据表明, 尽管投资增长迅速, 但资本回报率并未出现实质性的下跌。高投资增长导致低回报的观点是基于资本回报率的递减法则得出的。但资本回报递减法则对于有能力开展贸易的国家适用性不强。随着物质资本和人力资本和积累, 一个国家可以将其产业结构转变成资本和技术密集型, 从而成为物质和人力资本密集型商

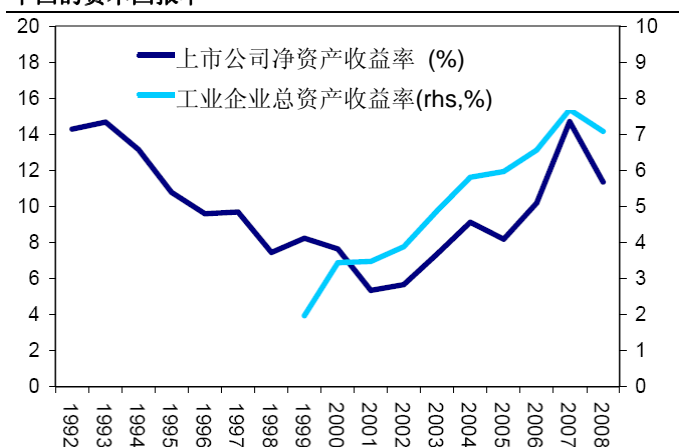
<sup>2</sup> 来源: 美国国家经济研究局 (NBER) 12755 号工作论文: 中国的投资回报率, 白 (Bai)、谢 (Hsieh)、钱 (Qian), 2006年12月。

品的出口国。只要它能够保持资本密集型产品的出口，其资本积累的增长就不会导致资本回报率的下降。这就是东亚经济“奇迹”的经验。这些东亚经济体原本是资本密集型商品的进口国，后来由于持续的资本积累和结构性转型而成为资本密集型出口国。这些国家的高投资率和投资的高增长持续了三十多年。中国以前所未有的规模，已经开始迈向同一个方向。

们有理由相信，美国处于一个独特的地位，或“极大的特权”，可以通过海外资本支撑它的投资。

**...大多数国内投资是由国内储蓄支撑的。即使有国外储蓄的参与，其融资过程通常都不稳定且成本太高，远不足以支撑投资的持续、强劲增长。**

图6  
中国的资本回报率



来源：CEIC，摩根士丹利研究部

## 中国得以进行大举投资因为它有这个实力

诚然，低资本劳动比和高投资回报率是中国等发展中国家的普遍特征。问题是，为什么其他发展中国家的投资增长不如中国强劲？

对于这些发展中国家而言，追赶过程需要资本积累，或高投资率，这些可以靠国内或国外的储蓄加以支撑。在完全市场中，投资不单纯依靠国内储蓄来进行，因为国际资本市场引导资金进入这些国家以追逐更高的投资回报。然而，现实情况是资本市场远不完美，以致大多数国内投资只能依靠国内储蓄。即使有国外储蓄的参与，其融资过程通常都不稳定且成本太高，远不足以支撑投资的持续、强劲增长。

无怪乎长期以来，无论对于发达国家还是发展中国家，一个共同的特点是投资增长紧随国内储蓄的增长。但是也有一个例外，最近几年，美国的投资增长超过了其储蓄增长（这导致了居高不下的经常账户赤字）。但是我

有鉴于此，我们认为中国得以进行大举投资只是因为它有这个实力。一些相关的观点包括：

首先，考虑到中国的高储蓄率，有关中国过度投资的观点无异于说中国的经常账户盈余（即国民储蓄与国内投资之差）应当（通过减少投资）进一步增加。在我们看来，这个观点没有任何道理。因此，要想减少中国的经常账户盈余并将投资降至一个“不过热”的水平，就必须同时减少储蓄和投资，且储蓄的下降幅度应远远高于投资。

其次，中国的高投资率不能脱离其高储蓄率单独考量。储蓄需要进行投资，无论在国内还是在海外。如果中国的投资回报率较高，则大量的储蓄会在当地投资。大量储蓄和高回报率的一个自然结果是高投资率。

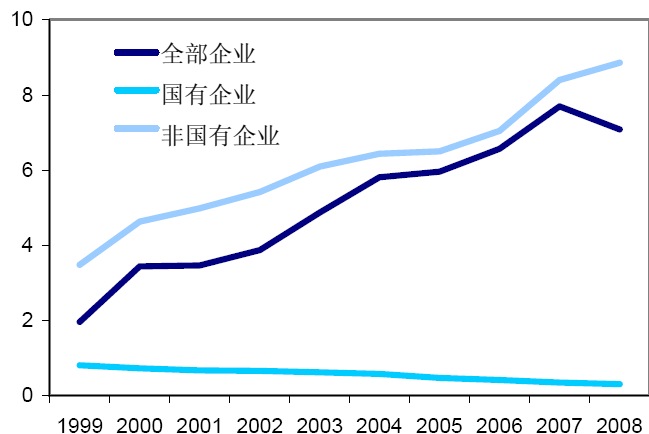
再次，中国的储蓄和投资的一个独一无二的特点是它们都远高于其他任何地方。尽管有许多因素都可以单独解释中国的高储蓄率和高投资率，但是必定有一些因素必须可以同时解释这两者。在我们看来，两个最主要的原因是高收入增长和高资本回报预期。

## 投资不当和相应的改善空间

虽然投资占 GDP 的比重并不能说明投资的数量和质量是否适当，但中国相对较低的增量资本产出率和相对较高的资本回报率的确表明迄今为止，中国的投资效率还是比较高的。但是这并不是说中国的投资配置不当就是个无足轻重的问题。尤其需要强调的是，虽然 85% 以上的金融中介业务是由银行业实施的，但是商业银行的贷款行为并非完全商业化。此外，银行存贷款利率仍处于行政控制之下，信贷的配给倾向仍较明显（尤其是在经

济繁荣时)。我们认为这一外部因素表明我们不应忽略资本配置不当的风险。

图7  
中国：工业企业的总资产收益率（%）



来源：CEIC，摩根士丹利研究部

...导致资本配置不当的扭曲现象显示在中国，资本回报率...可能尚未达到其潜在的最高水平

事实上，有关投资的配置不当的一个明显证据是国有和非国有工业企业的总资产收益率之间的巨大差异（图7）。一般而言，资本配置不当的程度可以通过不同企业资本回报率的离差来衡量。如果不存在扭曲现象，各类企业的资本回报率应当大抵相同，至少同一行业中应当如此。最近，一项研究表明中国企业间的回报率离差远高于美国企业，并得出以下结论：如果中国企业间的资本和劳动回报率的差距能够被缩小到美国的程度，则中国制造业的生产力可以提高30-50%。<sup>3</sup>该研究还显示，随着中国经济改革的深入，这些扭曲现象最终得到了纠正。我们认为，以上效率的提升可直接导致资本回报率的提高。

事实上，导致资本配置不当的扭曲现象显示在中国，相关数据显示的资本回报率可能尚未达到其潜在的真实水平。中国资本配置不当的一个另一个方面是，这些扭曲现象的纠正可以导致未来资本回报率的提高。尽管目前投资占GDP的比重已经很高，但投资回报率仍有很大的提升空间。

### 结论

按照以上两种标准（即资本存量及投资效率）中的任何一种来看，我们都能找出明显的证据证明中国的投资无论从历史上来看，还是从与各国的比较上来看均不存在过度的问题。我们并不认同中国经济存在严重的结构性失衡（即过度投资、消费不足）。我们认为对过度投资的担忧被夸大了，未来许多年里中国强劲的投资增长将得以持续。

我们认为，中国经济所面临的主要挑战是如何抓住“过度储蓄”的机会窗口（这使中国得以实施各种大规模投资），通过更有效的资本配置为国家创造高质量的财富。为此，我们认为中国必须理顺价格体系和其他激励机制。这将需要放松对能源和自然资源价格以及利率的管制，并推行与经济的基本面相符的更灵活的人民币汇率制造。

<sup>3</sup>美国国家经济研究局第13290号工作论文“中国和印度的配置不当和制造业全要素生产率”，谢（Hsieh）、克莱诺（Klenow）等，2007年7月

## 近期中国经济研究报告

中国经济：一个国家，三个经济体：城市化是经济增长的主要动力，2010年3月3日

似曾相识：解析与日俱增的不确定性，2010年2月8日

央行数据显示外汇储备积累和热钱流入有所减缓，2010年2月7日

外部经济看好，调高2010年预测，2010年2月3日

航图（11月）：中国经济复苏动力增强，2010年1月25日

再平衡，未过热，2010年1月12日

存款准备金率上升周期早于预期开始，2010年1月12日

通胀之忧将会加剧；发布通胀跟踪报告，2010年1月4日

2010年的五个潜在意外，2009年12月7日

政策重点转向刺激私人消费，2009年11月7日

航图（11月）：为2010年“不温不火”奠定基础，2009年11月30日

2010年的“不温不火”，2009年11月22日

中国经济：关于人民币的对话，2009年11月11日

航图（10月）：经济复苏及其之后，2009年10月26日

复苏走上轨道，但并未过热，2009年10月22日

担心通货膨胀？先搞清楚货币供应量”，2009年10月19日

“过度储蓄”的优点：反思危机后的中国经济，9月22日

复苏变得平淡，2009年9月17日

美国中国轮胎特保案问答，2009年9月14日

中国消费不足被夸大，2009年9月13日

盘点财政状况，2009年9月11日

注意过渡期：“宽松政策的终结”和“紧缩政策的开始”，2009年8月9日

中国的铁路还是美国的国债：如何看待中国“投资过热”，2009年，7月27日

政策稳定性再次得到确认，7月23日

航图：强劲的复苏进入轨道，2009年7月22日

中国经济：政策推动下的脱钩：调高2009—10年预测”，2009年7月17日

中国经济：盈利复苏的萌芽实现，2009年6月29日

人民币汇率的退出机制？2009年6月9日

一个国家，三个经济体：中国的地区差异，2009年5月26日

航图：绿色萌芽有待开花，2009年5月18日

房地产行业的真正复苏，2009年5月15日

政策回应力度超过预期，调高2009年预测，4月22日

一季度“继续恶化”，但好于预期，2009年4月16日

美联储定量宽松政策将导致中国进一步放松银根，2009年3月24日

航图：“进一步恶化”的担心得到证实；“开始好转”的希望正在升起，3月15日

供给面调整2009年3月12日

## 信息披露

本报告的信息与观点是由以下一个或多个公司编制和发行，并对内容负责：Morgan Stanley Asia Limited, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (注册号码 199206298Z, 由新加坡货币管理局监管, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (注册号码 200008434H, 由新加坡货币管理局监管), 和/或 Morgan Stanley Taiwan Limited 和/或 Morgan Stanley & Co International plc, 汉城分支, 和/或 Morgan Stanley Australia Limited (A.B.N.67003734576, 澳洲金融服务牌照号码 233742 持牌交易商), 和/或 Morgan Stanley India Company Private Limited 以及它们的分支机构 (统称“摩根士丹利”)。

### 全球研究冲突管理政策

本研究报告是根据本公司的冲突管理政策出版发行, 详情请查看: [www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies](http://www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies)

### 重要信息披露

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未顾及读者的具体状况及目标。摩根士丹利建议投资者应独立评估特定的投资和战略, 并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。本报告并非购买或出售任何证券或参与任何交易策略的要约。阁下投资的价值和收益, 可能因利率或汇率、证券价格或市场指数、公司的运营或财务状况或其它因素的变化而有所不同。过去的业绩未必能说明未来。对未来市场表现的估计是基于或许无法实现的假定。

除有关摩根士丹利的信息外, 摩根士丹利的研究人员根据公开的信息资料撰写报告。摩根士丹利竭力采用可靠和全面的信息, 但是我们并不对其准确性或完整性做任何保证。除非我们打算终止对个别覆盖公司的跟踪研究, 本报告所载意见或信息的任何变化, 摩根士丹利没有告知阁下的义务。报告中的事实与观点并未经过摩根士丹利其它业务部门的专业人士, 包括投资银行专业人士的审阅, 因此不能反映后者已掌握有关信息。

致台湾读者: 在台湾交易的证券/工具的信息由 Morgan Stanley Taiwan Limited (“MSTL”) 发布。本刊物不得向公共媒体发放, 或被公众媒体所引用。

致香港读者: 信息是由 Morgan Stanley Asia Limited 或以其名义在香港发布的并可以被视为系其所为, 属于其在香港受监管业务的一部分。阁下如对本刊物有任何疑问, 请联系我们的香港销售代表。

本刊物在日本由 Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd. 发行, 该公司业已批准并同意为加拿大发行的本刊内容负责; 在德国由法兰克福受联邦金融服务监管局 (BaFin) 监管的 Morgan Stanley Bank AG 发行; 在西班牙由 Morgan Stanley, S.V., S.A. (摩根士丹利集团子公司) 发行, 受西班牙证券市场委员会 (CNMV) 监管, 该公司声明, 本文件是根据适用于西班牙法规规定的金融研究行为守则撰写并发行; 在美国由 Morgan Stanley & Co. Incorporated 发行, 并对刊物内容负责。在英国, 由金融服务管理局授权和监管的 Morgan Stanley & Co. International plc 负责发行其编制的研究报告, 并完全根据《2000年金融服务及市场法》第 21 款规定批准由任何关联公司编制的研究报告。英国私人投资者应从 Morgan Stanley & Co. International plc 代表获取有关投资的意见。在澳大利亚, 本报告及其任何内容仅针对《澳大利亚公司法》定义的“批发客户”发行。

RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 JSE Limited 的成员, 并且受南非金融服务局监管。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是

Morgan Stanley International Holdings Inc. 和 First Rand Investment Holdings Limited 共同拥有的合资公司, First Rand Investment Holdings Limited 则由 First Rand Limited 全权拥有。

本报告所载商标和服务标志产权为所有者各自拥有。第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述, 并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。全球行业分类标准 (“GICS”) 是由 MSC 与标准普尔联合制订并属其专有财产。摩根士丹利所依据的有关 MSCI 国家指数系列的预测、意见、展望和交易策略是全部来自公开的讯息渠道。MSCI 并没有审议、批准或认可在本报告所载的任何预测、意见、展望和交易策略。摩根士丹利对 MSCI 指数的制定决议不具有影响力或控制权。未经摩根士丹利的书面同意, 不得复印、出售或转发本报告或其中任何部分。摩根士丹利研究报告主要通过电子媒体, 及在若干情况下, 以印刷方式发送。阁下亦可向我们索取有关推荐证券的其它信息。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch) 传播, 受迪拜金融服务管理局监管, 并仅针对对迪拜金融服务管理局定义的“批发客户”发行。本报告只提供给批发客户中满足管理条例中客户条件的客户。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch) 传播, 受卡塔尔金融中央管理局监管, 并仅针对商业客户和市场对应团体发行。本报告不提供给卡塔尔金融中央管理局定义的零售客户。

根据土耳其资本市场局的要求, 这里发表的投资信息、评论和建议并不属于投资顾问活动的范畴。投资顾问服务是通过经济行、投资组合管理公司、非存款银行和客户之间的涉及投资顾问的合同所提供。这里发表的评论和建议是基于发表此评论和建议的当事人的个人意见。这些意见可能不适合您的财务状况、风险和回报偏好。因此, 单凭这里发表的信息进行投资决策可能达不到您所预期的结果。

注意: 如中英文版本之间存在差别, 以英文版为准。

<b>美国</b> 1585Broadway NewYork,NY10036-8293 <b>UnitedStates</b> Tel:+1(1)2127614000	<b>欧洲</b> 20BankStreet,CanaryWharf LondonE144AD <b>UnitedKingdom</b> Tel:+44(0)2074258000	<b>日本</b> 4-20-3Ebisu,Shibuya-ku Tokyo150-6008 <b>Japan</b> Tel:+81(0)354245000	<b>亚太地区</b> ThreeExchangeSquare Central <b>HongKong</b> Tel:+85228485200
---	---	---	--