

4月外汇市场分析报告

人民币汇率急跌并未激化外汇供求失衡

4月下旬以来，人民币汇率出现快速调整，但外汇市场总体运行平稳，境内外汇依然维持供大于求格局，市场主体对汇率波动的适应性较强。

- 4月下旬以来，美联储紧缩预期明显加强，叠加 IMF 下调中国经济增速预测，人民币汇率出现快速调整。与历史上三轮人民币大幅贬值相比，本轮人民币贬值速度明显加快，有助于释放压力，避免预期积累。当月，人民币对美元双边汇率和三大汇率指数均有所回调，有助于减轻企业财务影响、提升出口竞争力。
- 4月份，人民币汇率急跌，但境内外汇继续保持供大于求格局，市场主体结汇意愿明显增强，与我们此前的判断一致，即认为人民币急跌可能触发市场主体“逢高结汇”。5月份以来，人民币汇率继续走低，但可能仍然没有引发市场恐慌。这表明，现在市场主体更能适应汇率波动，应该以平常心看待汇率涨跌。
- 4月份，货物贸易收付款顺差和结售汇顺差均有所收窄。不过，由于外资减持人民币资产速度放缓，证券投资涉外收付款逆差减少，结售汇由逆差转为小幅顺差。我国应对资本流动和人民币汇率波动冲击拥有“五重保护”。外资减持证券资产仅触及第一重保护，央行下调外汇存款准备金率开启了第三重保护。外汇降准信号作用大于实质影响。
- 4月份，人民币快速贬值触发市场主体加大贬值风险的对冲力度。由于远期购汇签约额增加，银行代客远期累计未到期额由上月净结汇转为净购汇。不过，企业加大了运用外汇期权交易对冲汇率风险的力度，外汇衍生品项下的提前购汇压力被有效对冲，相关外汇供求关系基本平衡。
- 4月份，股市和债市外资依然维持净流出，但规模均有所收窄。即便在4月19日至月末离岸人民币带动在岸人民币急跌期间，陆股通日均净流入规模仍然增加。这表明，此前市场对于资本外流和人民币贬值可能形成恶性循环的担心并不成立。
- 在本轮人民币急跌初期，我们就曾提示，只要疫情蔓延势头得到有效控制，或是防疫措施更加精准、科学，加上宏观政策靠前发力、适时加力，经济复苏前景明朗，市场信心恢复，外资随时都可能回来，人民币汇率也会重新得到支撑。5月17日，上海宣布实现社会面清零。当天，境内人民币汇率收盘价借美元指数回调有所反弹，陆股通录得60亿元净流入，境内外汇差明显收窄。

风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外主要央行货币紧缩超预期。

相关研究报告

《2021年外汇市场分析报告：贸易顺差主导的实需驱动人民币升值，需警惕市场和政策因素触发的汇率纠偏风险》 20220126

《1月外汇市场分析报告：人民币汇率延续强势但价量动能双双减弱，美联储紧缩凸显人民币资产避险属性》 20220222

《2月外汇市场分析报告：境内外汇供求意外反转，人民币展现非典型的避险货币特征》 20220321

《3月外汇市场分析报告：外汇市场经受了外资减持人民币资产的冲击》 20220424

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：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

5月17日，国家外汇管理局发布了2022年4月份外汇收支数据。由于4月底以来，人民币汇率出现了快速调整行情，市场对于外汇形势有诸多猜测。现结合最新数据对4月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

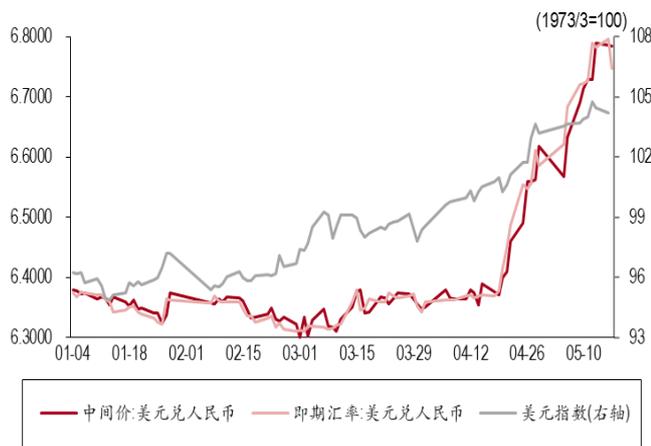
4月下旬以来人民币汇率快速调整，符合我们此前的预期

继3月11日至15日外资减持人民币股票带动人民币汇率回调之后，4月20日以来，受美联储紧缩预期增强、国内疫情蔓延等一系列利空因素影响，人民币汇率出现快速调整。截至5月16日，境内人民币对美元汇率收盘价从6.38跌至6.80附近，累计贬值6.2%（见图表1）。

本轮人民币急贬之前，我们曾撰文提示，美联储紧缩对人民币汇率的影响大致分为四个阶段¹。4月下旬以来人民币急跌正是对应着第二阶段，即美联储更大力度的货币紧缩，加剧经济金融震荡，中国出现阶段性资本外流，人民币汇率双向波动。

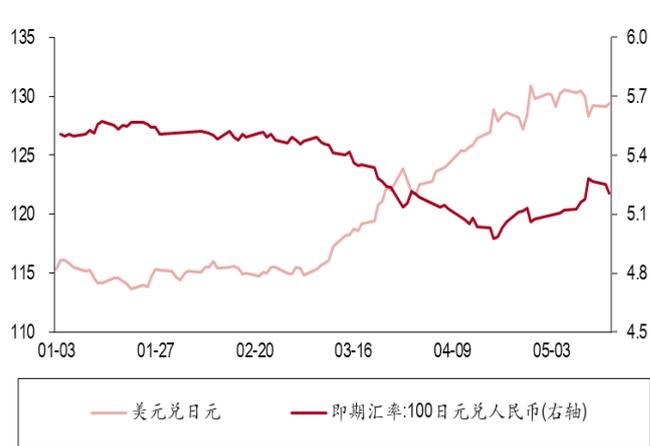
4月18日至22日，美联储紧缩预期明显增强：18日，圣路易斯联储主席布拉德公开建议5月份一次性加息75BP；21日，鲍威尔在IMF年会上表示，5月份将讨论加息50BP，之后可能需要进行类似幅度的加息以抑制通胀。受此影响，美元指数站稳100以上，日元兑美元汇率创二十年新低，人民币兑日元汇率则创了六年半新高（见图表1、2）。美国时间4月19日，国际货币基金组织下调中国2022年经济增长预测值0.4个百分点；北京时间4月20日，人民币汇率收盘价应声跌破6.40，次日中间价也跌破6.40比1。

图表 1. 2022 年以来人民币兑美元汇率与美元指数走势



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 2022 年以来美元兑日元和日元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

人民币贬值速度加快，有助于释放压力，避免预期积累

2010年6月19日汇率改革重启以来，人民币对美元共出现四轮大幅贬值。其中，2015年8月至2016年12月，人民币总体震荡贬值，快速调整主要集中在8月11日、12日，中间价和收盘价累计分别贬值3.4%、2.8%，8月13日央行宣布人民币汇率偏差校正已经基本完成²，此后人民币贬值步伐放缓；2018年4月至2018年10月、2019年4月至2019年8月，人民币日均贬值幅度和单月最大贬值幅度均超出上一轮；2022年3月至5月16日，人民币贬值步伐进一步加快，日均贬值幅度扩大至0.14%，

¹ 管涛，发达经济体货币紧缩对中国的溢出渠道及应对，财经智库，2022年3月21日，https://mp.weixin.qq.com/s/b_Fsoxw9KGV9I1toywjZaw。

管涛，若美联储货币紧缩力度超预期，人民币汇率或会重新承压，2022年4月16日，2022清华五道口全球金融论坛发言，<https://mp.weixin.qq.com/s/LoAo1CNX4gaVb6m29hn04A>。

² 新华网，央行关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的吹风会，2015年8月13日，http://www.xinhuanet.com/fortune/zhibo/2015yhdw_zb3/index.htm。

并且4月份累计贬值3.7%，为1994年汇率并轨以来单月最大贬值幅度（见图表3）。

需要指出的是，人民币贬值幅度大、贬值速度快不等于贬值压力大。相反，正是因为2018年以来人民币汇率灵活性提高，贬值压力才得到及时释放。从1年期NDF隐含的人民币汇率预期看，2018年以来三轮人民币大幅贬值期间，最强贬值预期基本不超过2%，明显小于2015年、2016年（见图表4）。

图表3. 境内银行间市场下午四点半的人民币汇率收盘价

	期间最大贬值	日均贬值 I	期间累计贬值	日均贬值 II	单月最大贬值	单周最大贬值	单日最大贬值
2015年8月-2016年12月	10.7%	0.03%	10.6%	0.03%	2.6%	2.8%	1.8%
2018年4月-2018年10月	10.0%	0.08%	10.0%	0.07%	3.4%	1.9%	0.9%
2019年4月-2019年8月	6.7%	0.07%	5.9%	0.06%	3.6%	1.6%	1.3%
2022年3月-2022年5月16日	7.2%	0.14%	7.1%	0.14%	3.7%	1.8%	1.0%

资料来源：万得，中银证券

注：日均贬值 I 是人民币汇率从最高点降至最低点期间的日均贬值幅度；日均贬值 II 是人民币汇率从期初到期末的日均贬值幅度。

图表4. 1年期NDF隐含的人民币汇率预期



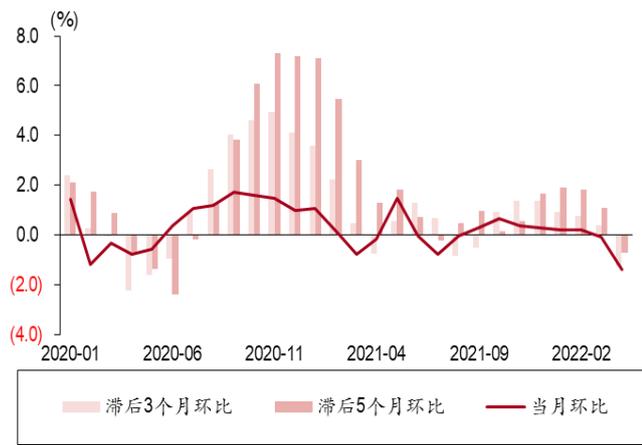
资料来源：万得，中银证券

注：(1) 隐含的汇率预期=中间价(1年期NDF-(1年期远期/10000))-1；(2) 1年期远期=(买入价+卖出价)/2；(3) 如果内地市场和香港市场只有一个开市，即沿用闭市市场的上一个交易日的价格；(4) 负值代表贬值预期，正值代表升值预期。

人民币贬值有助于减轻企业财务影响、提升出口竞争力

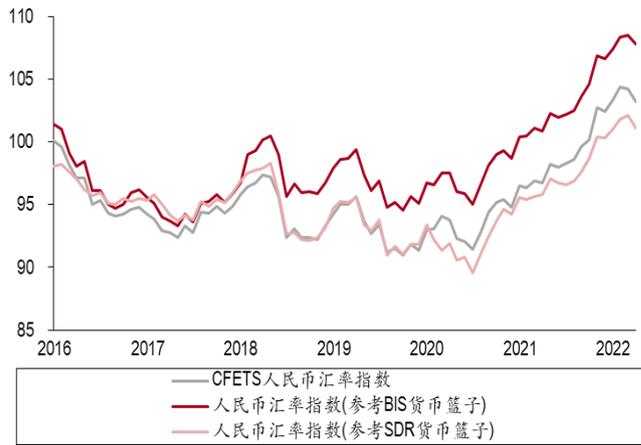
4月份，滞后3个月环比的收盘价均值下跌1.2%，大于滞后5个月环比的收盘价均值跌幅0.7%，前者是连续6个月上涨以来的首次下跌，后者是连续8个月上涨以来的首次下跌（见图表5）。当月，银行间外汇市场（CFETS）交易的24种货币中，人民币兑13种货币中间价升值，兑11种货币中间价贬值。其中，人民币兑卢布贬值幅度最大，为16.5%；兑美元贬值4.1%，位列第四，但由于美元在CFETS货币篮子中权重最大，因此对CFETS人民币汇率指数影响较大。4月末，CFETS人民币汇率指数降至103.24，环比下跌1.0%，而上月跌幅仅为0.1%。同期，参考BIS和SDR货币篮子的人民币汇率指数分别下跌0.6%、0.9%（见图表6）。

图表 5. 人民币汇率收盘价均值变动情况



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 三大人民币汇率指数表现



资料来源：中国货币网，万得，中银证券

境内外汇继续保持供大于求格局，汇率杠杆调节作用正常发挥

4 月份，银行即远期（含期权）结售汇继续保持顺差，顺差规模由上月 252 亿美元收窄至 170 亿美元（以下简称银行结售汇总差额）。其中，银行即期结售汇顺差由上月 268 亿美元降至 190 亿美元（银行自身结售汇顺差由上月 68 亿美元降至 39 亿美元，代客结售汇顺差由上月 199 亿美元降至 151 亿美元）；银行代客远期结售汇累计未到期额由净结汇转为净购汇，减少 118 亿美元，未到期期权 Delta 敞口净结汇余额增加 97 亿美元，这导致银行为对冲代客外汇衍生品交易的风险敞口，提前在即期外汇市场合计净买入 20 亿美元外汇，上月为净买入 15 亿美元（见图表 7）。可见，银行即期结售汇顺差收窄、银行代客远期净结汇累计未到期额减少是当月结售汇总顺差收窄的主要原因。

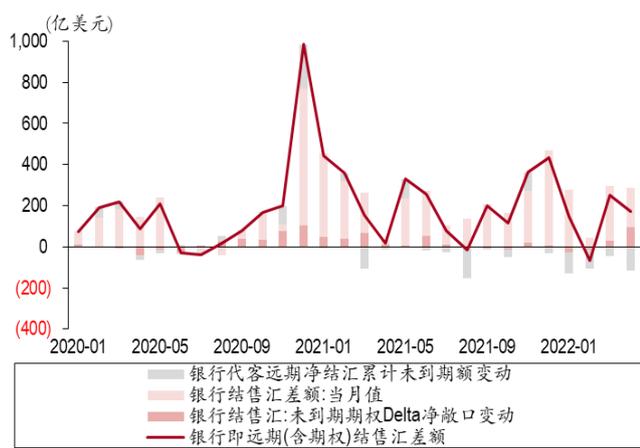
在 4 月份外汇收支数据发布之前，我们借助银行间市场即期询价成交的高频数据判断，人民币急跌伴随外汇成交明显放量（见图表 8），其背后发生 2018 年 4、5 月份“逢高结汇”情形的概率并不低³。4 月份，相关数据验证了我们的猜测。为更好反映即期结售汇意愿变化，剔除远期履约额之后，代客结汇额占涉外外汇收入比重为 60.9%，环比上升 4.9 个百分点；代客购汇额占涉外外汇支出比重为 58.7%，环比仅上升 1.9 个百分点；二者差额由上月-0.8 个百分点转为 2.2 个百分点（见图表 9）。

5 月份以来，人民币汇率继续走低，但 5 月 5 日至 16 日日均外汇成交量 285 亿美元，较 4 月 20 日至 29 日人民币急跌时期的日均成交量下降了 18%（见图表 8），或表明人民币贬值仍然没有引发市场恐慌。我们认为，这可能是本轮人民币急跌期间，央行只在 4 月 25 日宣布将金融机构外汇存款准备金率仅下调 1 个百分点，而没有出台其它汇率维稳措施的重要原因。

这再次说明，汇率升贬值不等于升贬值压力，汇率灵活性增加有助于及时释放市场压力，涨得快、跌得也快，应该以平常心看待汇率涨跌。此外，3、4 月份，人民币连续两个月贬值，而银行结售汇持续保持顺差也再次表明，人民币汇率由市场决定不等于由供求决定，即人民币贬值不等于外汇必然供不应求，反之，人民币升值不等于外汇必然供大于求。

³ 管涛，近期人民币汇率波动是市场纠偏而非政策引导，第一财经日报，2022 年 4 月 24 日，<https://m.yicai.com/news/101391256.html>。

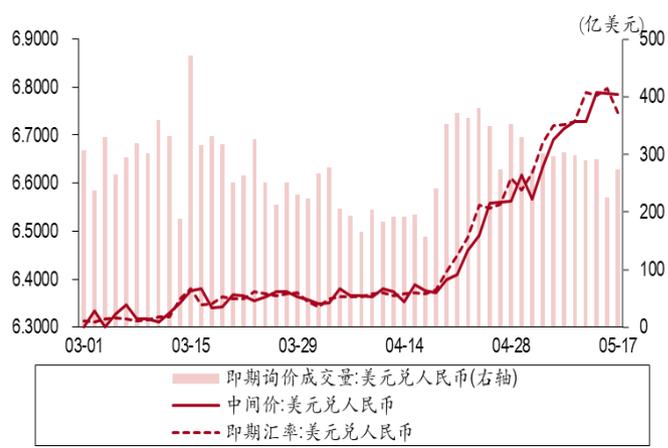
图表 7. 境内客户市场外汇供求状况



资料来源: 国家外汇管理局, 万得, 中银证券

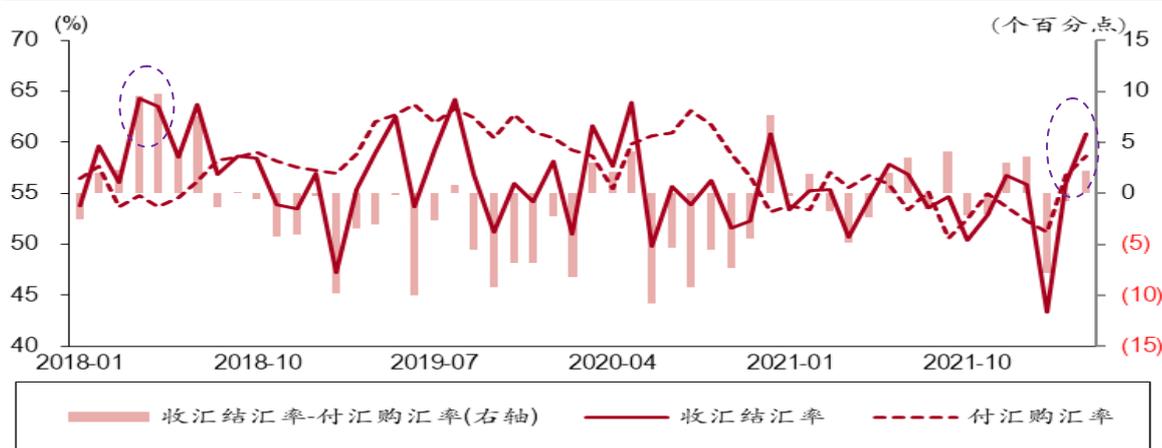
注: 银行即远期(含期权)结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动+未到期期权Delta净敞口环比变动。

图表 8. 银行间市场即期询价外汇成交量及人民币汇率



资料来源: 中国外汇交易中心, 万得, 中银证券

图表 9. 市场整体结售汇意愿变化



资料来源: 国家外汇管理局, 万得, 中银证券

注: (1) 收汇结汇率=(银行代客结汇-远期结汇履约)/银行代客涉外外币收入, 付汇购汇率=(银行代客购汇-远期购汇履约)/银行代客涉外外币支出; (2) 远期结(售)汇履约=上月远期结(售)汇累计未到期额+当月远期结(售)汇签约-当月远期结(售)汇累计未到期额。

货物贸易收付款顺差和结售汇顺差均有所收窄, 但外资减持人民币资产的负面影响减轻, 证券投资收付款逆差减少, 结售汇转为小幅顺差

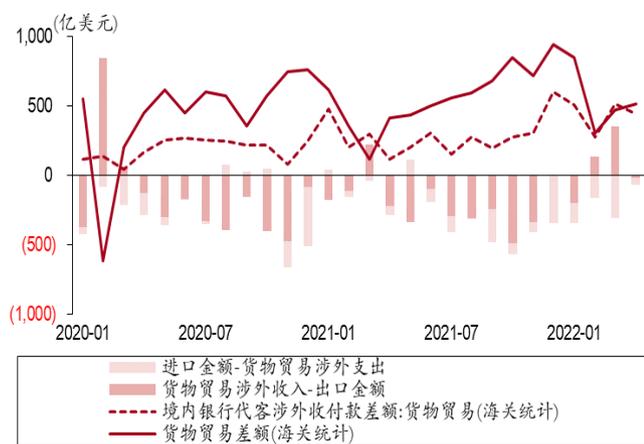
4 月份, 银行代客结售汇顺差 151 亿美元, 环比减少 48 亿美元, 货物贸易顺差减少, 证券投资差额由负转正, 二者分别贡献了银行代客结售汇顺差降幅的 190%、-216%。当月, 银行代客涉外收付款顺差 162 亿美元, 环比增加 59 亿美元, 货物贸易顺差和证券投资逆差均有所收窄, 二者分别贡献了银行代客涉外收付款顺差增幅的-143%、313%。

从货物贸易数据来看, 4 月份, 货物贸易进口金额和出口金额环比均有所减少, 但由于前者降幅更大, 因此当月货物贸易顺差由上月 471 亿美元增至 511 亿美元。而海关可比口径的银行代客货物贸易涉外收付款顺差由 514 亿美元降至 443 亿美元, 货物贸易顺差不顺收缺口再次转负, 但仅有 68 亿美元(见图表 10)。当月, 货物贸易结售汇顺差 215 亿美元, 环比减少 92 亿美元(见图表 11)。

4月份,由于外资减持人民币资产速度放缓,证券投资涉外收付款逆差由3月份的414亿美元收窄至230亿美元,并且小于2月份的逆差323亿美元;证券投资结售汇由2、3月份连续逆差转为小幅顺差3亿美元(见图表12)。基础收支顺差、民间外汇储备、宏观审慎措施、官方外汇储备、资本外汇管理构成了我国应对资本流动和人民币汇率波动冲击的“五重保护”⁴。迄今为止,证券投资项下的外资减持行为仅触及了我国的第一重保护。同时,央行于4月25日宣布下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点,开启了第三重保护。

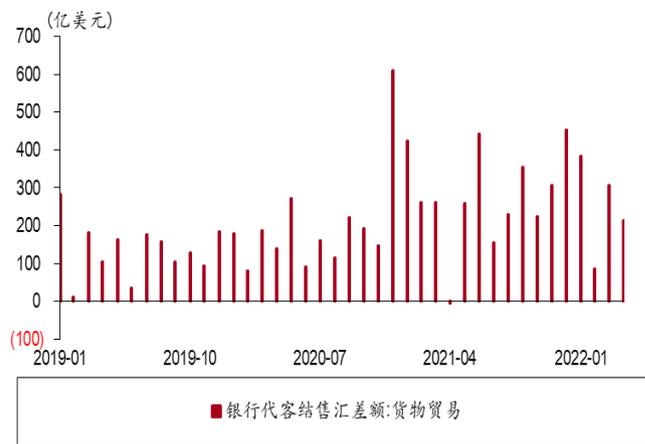
理论上,下调金融机构外汇存款准备金率,有助于改善境内外汇流动性,扩大境内本外币利差,减缓人民币贬值压力。但降准措施自5月15日实施以来,人民币美元远掉期点不涨反跌(见图表13),表明外汇降准的实质影响有限,目的是向市场释放信号,温和表达了有关方面对当前人民币汇率急跌行情的关切。如果外汇市场出现异动,不排除央行会启用之前的政策工具或研究出台新的政策工具。但央行稳汇率都有哪些工具,多猜无益。正如周小川行长2016年初接受媒体采访时提出:“对于不同的市场主体,央行与其沟通的策略是不一样的。对一般大众,重在知识和体制框架的沟通;对进出口商等使用外汇的机构,引导并稳定预期很重要;对于投机者,则是博弈对手的关系,央行怎么可能把操作性策略都告诉他们?这就像是下棋,你不可能把准备的招数向对手和盘托出”⁵。

图表 10. 货物贸易差额与可比口径的涉外收付款差额



资料来源:海关总署,国家外汇管理局,万得,中银证券

图表 11. 货物贸易结售汇差额



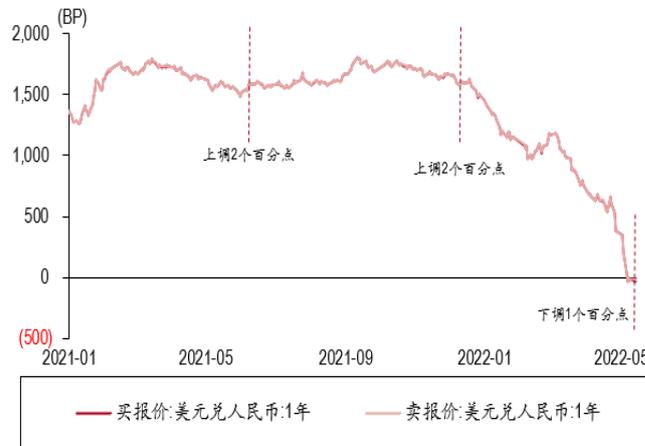
资料来源:国家外汇管理局,万得,中银证券

图表 12. 证券投资结售汇和涉外收付款差额



资料来源:国家外汇管理局,万得,中银证券

图表 13. 人民币美元远期/掉期报价



资料来源:万得,中银证券

⁴ 管涛,若人民币汇率跌势延续,不排除央行进一步“降准”或重启原有的宏观审慎工具,2022年4月26日, <https://mp.weixin.qq.com/s/T4vz3Pshuo3E1f2ImBR8Dw>。

⁵ 财新周刊,专访周小川——央行行长周小川谈人民币汇率改革、宏观审慎政策框架和数字货币,2016年第6期。

人民币快速贬值触发市场主体加大贬值风险的对冲力度，远期结汇履约占比回落、远期购汇履约占比上升

4月份，银行代客远期结汇额、涉外外币收入均较上月减少，以银行代客远期结汇额占涉外外币收入比重衡量的远期结汇对冲比例为18.2%，环比回落0.6个百分点；银行代客远期购汇签约额环比增加，而涉外外币支出环比减少，因此以银行代客远期售汇额占涉外外币支出比重衡量的远期购汇对冲比例为22.4%，为2015年9月份以来新高，环比上升5.0个百分点（见图表14）。

当月，银行代客远期结汇履约额、银行代客结汇额均较上月减少，远期结汇履约占比为17.8%，环比回落2.7个百分点；银行代客远期售汇履约额基本与上月持平，而银行代客售汇额明显减少，因此远期售汇履约占比为18.0%，环比上升1.4个百分点（见图表15）。这表明，这波人民币汇率调整，对企业购汇成本的影响没有想象的那么大。

由于远期结汇签约额环比减少111亿美元，而远期购汇签约额环比增加67亿美元，同时远期结汇履约额环比减少109亿美元，大于远期购汇履约额降幅5亿美元，因此4月份银行代客远期累计未到期额由上月净结汇70亿美元转为净购汇48亿美元，为2019年8月份以来首次转为净购汇。不过，面对不确定性，企业加大了运用外汇期权交易对冲汇率风险的力度，外汇衍生品项下的提前购汇压力被有效对冲，相关外汇供求关系依然基本平衡。

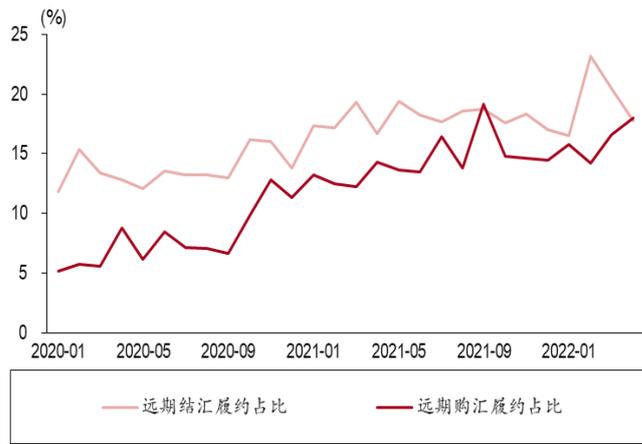
图表 14. 远期结售汇对涉外外汇收付的套保比率变动情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：远期结（购）汇套保比率=银行代客远期结（售）汇签约额/银行代客涉外外币收入（支出）。

图表 15. 银行代客结售汇中的远期履约占比变动情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

股票市场和债券市场外资依然维持净流出，但规模均有所收窄，资本外流和人民币贬值形成恶性循环的担忧被证伪

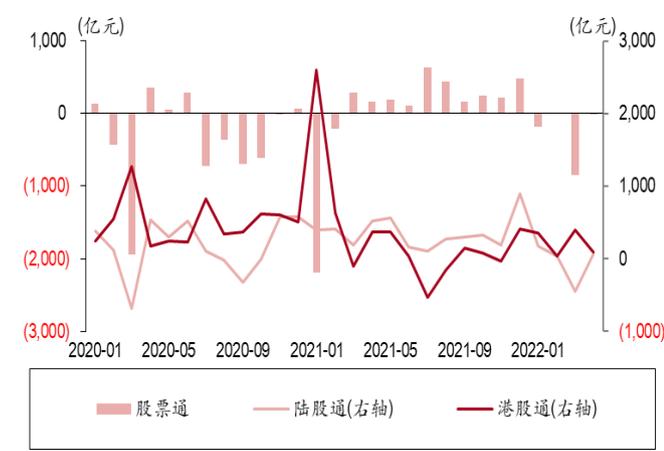
4月份，陆股通项下（北上）累计成交额由上月净卖出451亿元转为净买入63亿元。全月16个交易日中，有7个交易日为净流入，占比44%，而上月净流入交易日占比仅为30%，并且集中在3月16日国务院金融委会议召开之后，反映股票市场外资对俄乌冲突、中概股退市等事件的担忧继续缓解。当月，港股通项下（南下）资金净流出速度放缓，累计净买入成交额由上月397亿元降至87亿元。陆股通与港股通累计净买入成交额轧差合计，股票通项下净流出规模由上月848亿元收窄至24亿元（见图表16）。

4月份，债券通项下境外机构继续减持人民币债券，由上月1125亿元降至1085亿元（见图表17）。上清所数据显示，4月份境外机构净减持人民币债券205亿元，较上月增加62亿元，主要贡献项是同业存单，净减持规模由上月50亿元增至121亿元。中债登数据显示，4月份境外机构净减持人民币债券880亿元，其中记账式国债净减持420亿元，环比减少98亿元，政策性银行债净减持规模为408亿元，环比增加11亿元（见图表18）。

4月份，人民币贬值速度明显加快，但股票市场和债券市场外资净流出规模环比减少。即便从高频数据来看，4月19日至月末离岸人民币带动在岸人民币急跌期间，陆股通日均净流入6.2亿元，大于4月1日至13日日均1.1亿元的净流入规模。这表明此前市场对于资本外流和人民币贬值可能形成恶性循环的担心并不成立，即人民币贬值并没有促使资金加速流出。

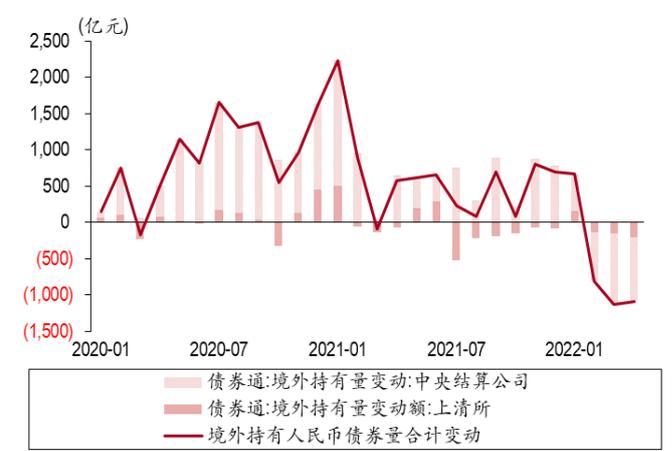
在本轮人民币急跌初期，我们就曾在报告中指出，只要疫情蔓延势头得到有效控制，或是防疫措施更加精准、科学，加上宏观政策靠前发力、适时加力，经济复苏前景明朗，市场信心恢复，外资随时都可能回来，人民币汇率也会重新得到支撑⁶。5月17日，上海市卫健委宣布全市16个区均已全面实现社会面清零⁷。当天，境内人民币汇率收盘价借美元指数回调有所反弹，较上一交易日上涨495个基点至6.7472，陆股通录得60亿元净流入，净流入规模为4月25日以来新高，境内外汇差由上一交易日130个基点收窄至55个基点（见图表19）。当然，我们需要密切关注人民币利好的可持续性。

图表 16. 陆股通和港股通买入成交净额变动情况



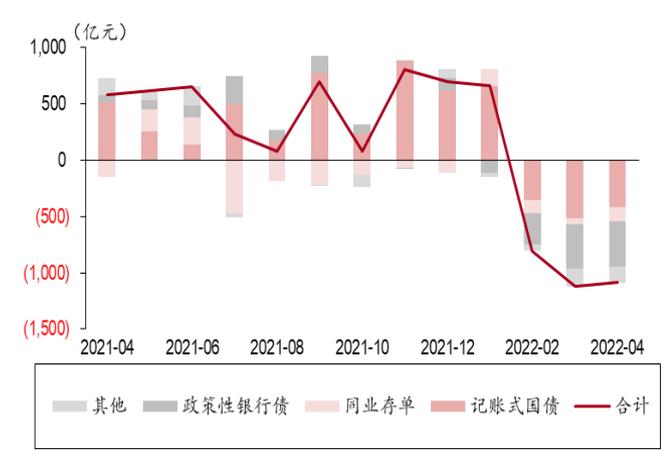
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 债券通项下境外机构持有人民币债券变动情况



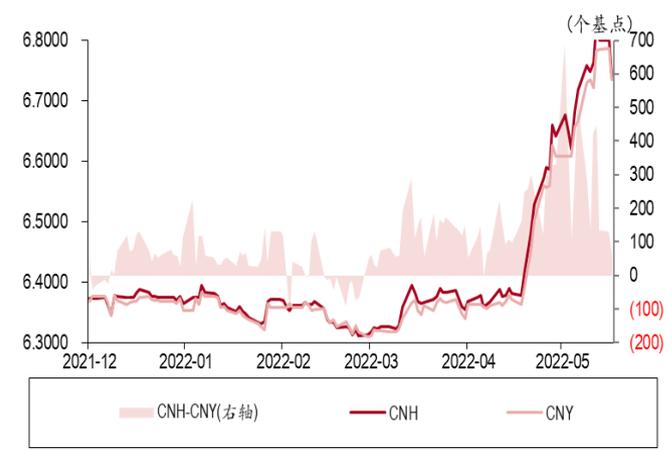
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 境外持有中国国债、政金债和同业存单变动情况



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

图表 19. 境内外人民币汇率差价



资料来源：ICAP，万得，中银证券

注：CNH 相对 CNY 的偏离为正值代表 CNH 偏弱，为负值代表 CNH 偏强。

风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外主要央行货币紧缩超预期。

⁶ 管涛，近期人民币汇率波动是市场纠偏而非政策引导，第一财经日报，2022年4月24日，<https://m.yicai.com/news/101391256.html>。

⁷ 新华网，上海实现社会面清零，2022年5月17日，http://www.xinhuanet.com/2022-05/17/c_1128656965.htm。

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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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士，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