

# 三季度国际收支分析报告

经常项目顺差创历史新高，短期资本流动冲击减弱，第二波汇率调整有惊无险

8月中旬以来，人民币汇率发生了第二波快速调整，9月中旬起再度跌破整数关口。但是，反映对外经济部门全貌的国际收支数据显示，经常项目顺差创历史新高，资本项目逆差有所扩大，但短期资本净流出减少，交易因素引起的外汇储备资产增加，国际收支延续了自主平衡格局，充分体现了我国作为大型开放经济体的体量优势和对外经济部门的强大韧性。

## 相关研究报告

《2021年国际收支分析报告：基础收支顺差明显扩大，支撑人民币对外强势》20220213

《2021年对外经济部门体检报告：美联储紧缩难以掣肘中国货币政策，但要警惕内需外需双收缩》20220328

《一季度国际收支分析报告：外资减持不改中国国际收支平衡基本格局》20220430

《一季度对外经济部门体检报告：对外经济部门韧性强，外资流出影响不足惧》20220627

《二季度国际收支分析报告：短期资本流动冲击延续，国际收支自主平衡依旧》20220808

《二季度对外经济部门体检报告：一二重保护自动触发，国际收支延续自主平衡，汇率“减震器”作用正常发挥》20221002

- 三季度，经常项目顺差1440亿美元，为历史单季最高值，占当季GDP比重为3.2%。经常项目顺差扩大主要由于货物贸易和二次收入顺差增加，服务贸易逆差减少。旅游收支数据显示，尽管当季人民币汇率加速调整，但居民个人没有出现抢购和囤积外汇的顺周期羊群效应。
- 当季，货物贸易出口增加、进口减少带动贸易顺差扩大。净出口对当季GDP经济增长拉动作用进一步增强，但外需对增长的贡献率有所降低，消费重回“三驾马车”之首，表明随着一揽子及接续稳增长政策落地生效，内需逐渐企稳回升。
- 三季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差1067亿美元，同比和环比均有所扩大，对外直接投资增加和外来直接投资减少是主要原因。这一方面是考虑到去年外来直接投资的高基数，增量外资流入减少。另一方面也反映了8月以来局部地区高温限电、疫情多点散发等因素影响，外商直接投资步伐有所放缓。
- 三季度，基础国际收支（即经常项目与直接投资合计）顺差1169亿美元，同比小幅下降，环比有所增加，主要因为经常项目差额增幅大于直接投资差额降幅。当季，短期资本净流出额为796亿美元，同比和环比均有所下降，与基础国际收支顺差之比负值减小，表明当季短期资本流动冲击有所减弱，基础国际收支顺差仍成功抵御短期资本净流出。
- 三季度，交易因素引起的外汇储备资产增加388亿美元，但同期央行外汇占款累计减少60亿元人民币，外汇储备增加主要来自于外汇储备经营收益的计提。当季人民币汇率进一步加速调整，时隔两年再度跌破整数关口，央行没有消耗外汇储备干预外汇市场，显示了央行恪守汇率政策中性的定力。
- 当季，我国外汇储备余额下降423亿美元，主要反映了汇率折算和资产价格变动的的影响，负估值效应811亿美元，连续两个季度收敛。由于海外通胀居高不下、美联储超预期紧缩，全球股债汇“三杀”行情延续，当季美元指数上涨，非美元货币兑美元普遍下跌，全球主要股票指数下跌，美债收益率上升，以美元标价的全球债券指数下跌。
- **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。**

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

联系人：魏俊杰

junjie.wei@bocichina.com

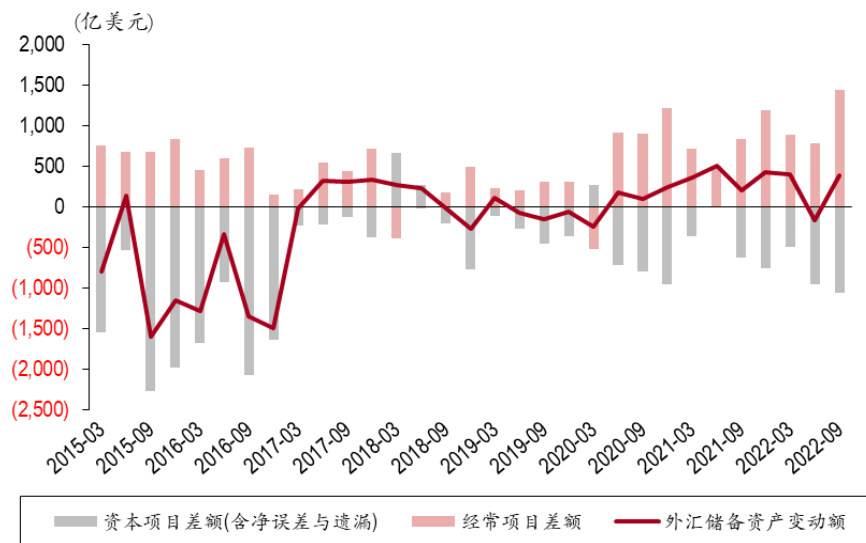
一般证券业务证书编号：S1300122030029

11月4日，国家外汇管理局公布了2022年三季度我国国际收支平衡表初步数据，结合现有数据对三季度我国国际收支状况分析如下。

## 一、经常项目顺差创历史同期新高，主要由于货物顺差扩大和服务逆差缩小

三季度，我国经常项目顺差1440亿美元，资本项目（含净误差与遗漏，下同）逆差1067亿美元，外汇储备资产增加388亿美元，国际收支延续自主平衡格局（见图表1）。

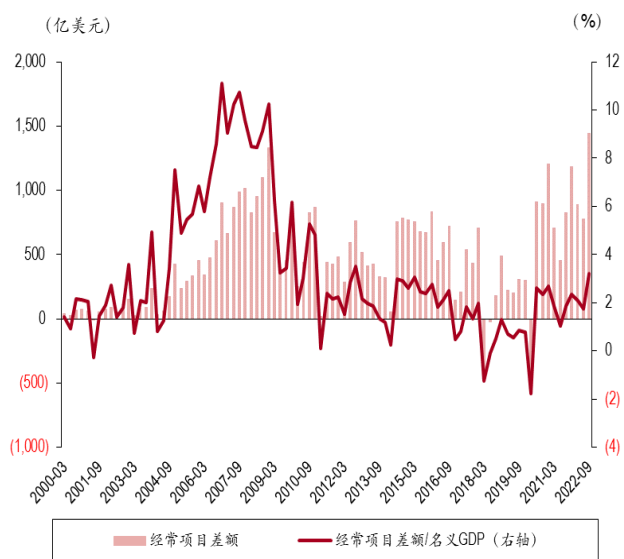
图表1. 三季度国际收支平衡表初步数据



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

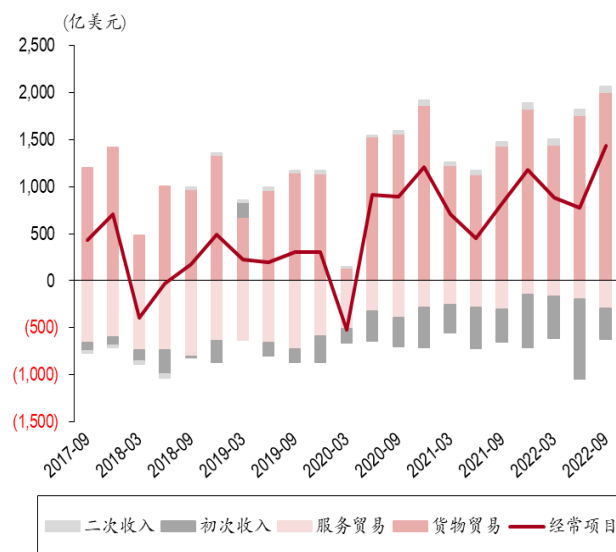
三季度，经常项目顺差1440亿美元，为历史单季最高值，同比增长74.4%；经常项目差额占当季名义GDP的比重为3.2%，上年同期为1.8%，仍位于±4%国际认可的合理范围以内，表明人民币汇率基本处于合理均衡水平（见图表2）。从分项来看，当季货物顺差同比增加580亿美元，二次收入顺差增加20亿美元，服务逆差减少13亿美元，分别贡献了当季经常项目增幅的92%、3%和2%（见图表3）。今年前三季度，经常项目顺差累计3104亿美元，为历史同期最高值，同比增长56%，与同期国内生产总值之比为2.4%，主要来自于货物贸易顺差扩大、服务贸易逆差缩小，其中货物贸易累计顺差5216亿美元，同比扩大37%，服务贸易累计逆差656亿美元，缩小23%，二者分别贡献了127%和17%（见图表3）。

图表 2. 经常项目差额及其占名义 GDP 比重



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 3. 经常项目差额及其构成



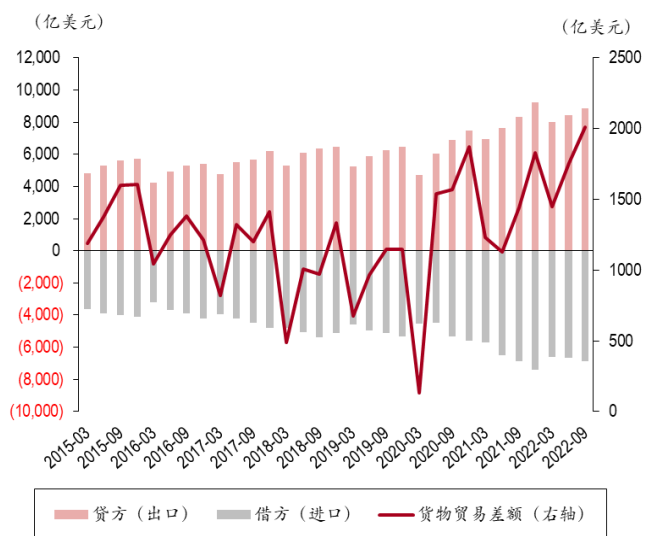
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

## 二、出口增加及进口小幅减少带动贸易顺差扩大，贸易条件持续改善

三季度，货物贸易出口增加、进口减少带动贸易顺差扩大。国际收支口径的货物出口额为 8869 亿美元，同比增长 6.4%，货物进口额为 6860 亿美元，同比微降 0.5%，货物贸易顺差为 2008 亿美元，同比增长 39.4%（见图表 4）。

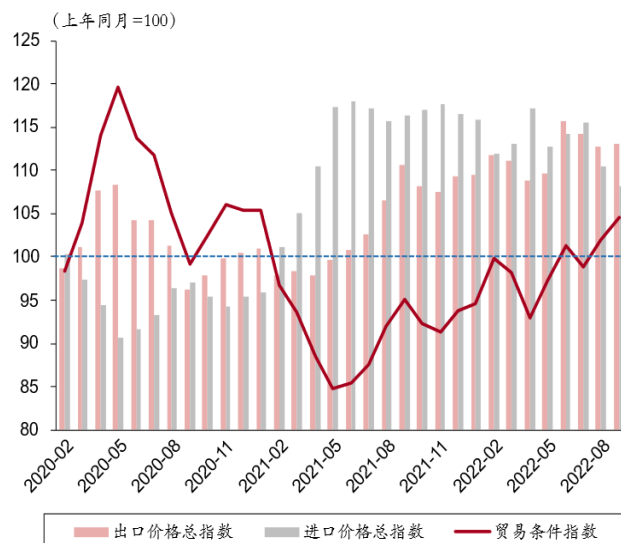
海关总署公布的进出口指数显示，三季度，我国贸易条件指数持续提高，并在 8、9 月份重回 100 上方，季度均值为 102，是自 2020 年 12 月以来首次突破 100。这表明在海外通胀高企、大宗商品价格有所回落的背景下，我国出口价格延续上涨趋势，季均同比上升 13.4%，较去年同期上升 6.8 个百分点，而进口价格涨幅有所收窄，季均同比上升 11.4%，较去年同期回落 5 个百分点，贸易条件由此改善（见图表 5）。

图表 4. 国际收支口径货物贸易进出口额及差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 5. 出口及进口价格指数和贸易条件指数

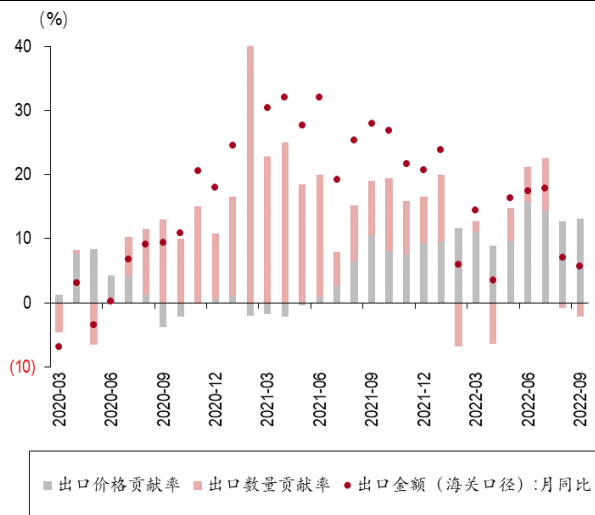


资料来源：海关总署，万得，中银证券

注：(1) 贸易条件指数= (出口价格指数/进口价格指数) \*100; (2) 该指数低于 100，意味着贸易条件同比恶化，要用更多的出口才能换取同等金额的进口。

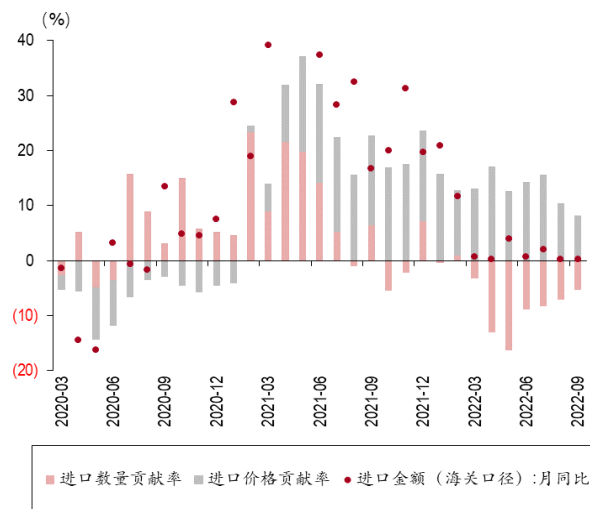
从进出口价格和数量贡献因素来看，三季度出口增长主要由价格因素贡献，出口数量在8、9月份出现同比小幅负增长，分别为-0.8%、-2.2%（见图表6），反映了在海外主要央行货币紧缩背景下，外需有所放缓，对于出口的拉动作用趋于减弱。进口方面，进口价格和数量因素几乎相互抵消，进口金额增速在零附近。其中，进口价格增速逐月放缓，同时进口数量负增长有所收敛，当季平均负增长5.1%，较二季度的负增长11.1%下降了6个百分点（见图表7），这表明进口需求有所恢复。

图表 6. 出口数量及价格贡献拆分



资料来源：海关总署，万得，中银证券

图表 7. 进口数量及价格贡献拆分



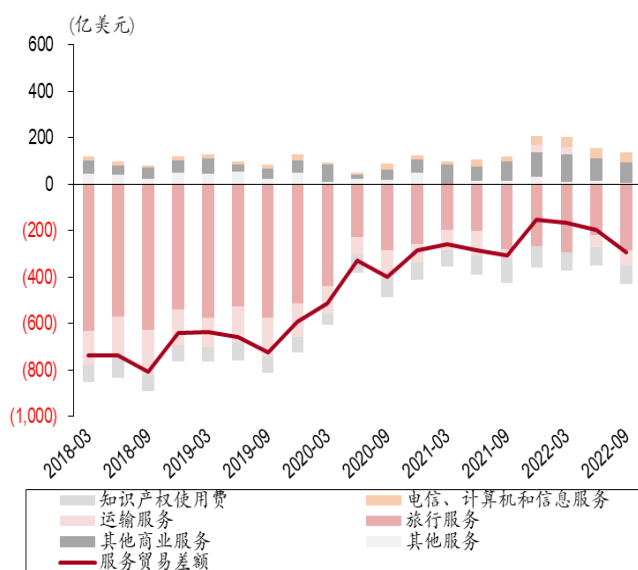
资料来源：海关总署，万得，中银证券

三季度，服务贸易逆差为 292 亿美元，较去年的低位继续同比收窄 4%。其中，知识产权使用费和电信、计算机及信息服务为主要正贡献项，分别贡献了逆差收窄的 191%和 157%（见图表 8）。从分项来看，知识产权使用费逆差 79 亿美元，同比减少 24 亿美元，电信、计算机及信息服务顺差 44 亿美元，同比增加 20 亿美元，二者收入均有所增加，同时支出有所减少，表明我国知识产权和电信服务水平有所提升，带动服务贸易逆差缩窄。此外，运输服务逆差 65 亿美元，同比增加 23 亿美元，主要由于运输服务支出增长 12%，快于收入增长 7%（见图表 9）。

当季，旅行服务逆差为 285 亿美元，同比增加 5 亿美元，仍处于历史低位。其中，旅行收入同比减少 1 亿美元，旅行支出增加 4 亿美元。值得指出的是，今年 3 月份以来，人民币汇率（兑美元，下同）经过 4、5 月和 8、9 月份两波快速调整，从 6.3 一路跌至 9 月末的 7.1 比 1 附近，但旅行支出项仅小幅增加，居民个人在购汇方面整体保持了理性。二三季度旅行支出合计仅同比增加 11 亿美元，占同期服务支出增加额的 10%。这一方面由于国际旅行仍然受到疫情限制，跨境旅游尚未完全恢复；另一方面，也显示居民个人没有出现六七年前人民币贬值恐慌下抢购和囤积外汇的顺周期羊群效应。当时，旅行支出在 2015 年三季度和 2016 年四季度分别同比增加 62 亿、99 亿美元，贡献了当季服务支出同比增加额的 1402%、84%（见图表 10），是服务贸易逆差的主要来源。

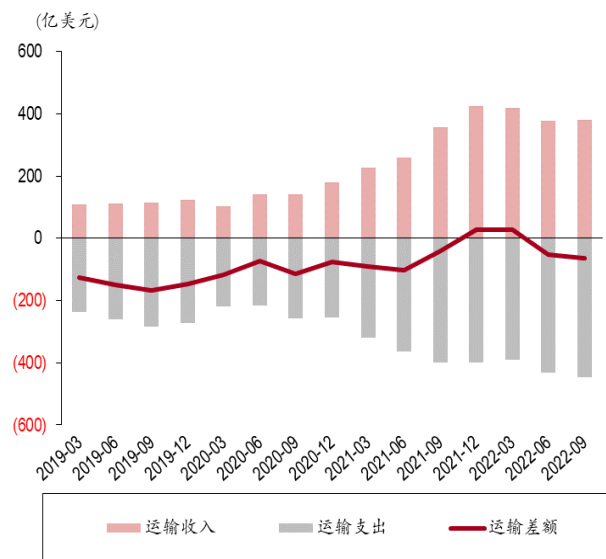
近年来，我国服务支出结构发生明显转变，服务贸易多元化程度提升。其中，旅行支出占比由 2015-2016 年的平均 57% 降至 2020 年以来的 28%；随着我国货物贸易快速增长，带动运输支出项占比由 19% 上升至 31%；以知识产权使用、电信计算机和其他商业服务为代表的新兴服务支出占比有所上升，三者合计由 17% 上升至 31%（见图表 11）。

图表 8. 服务贸易差额及分项构成情况



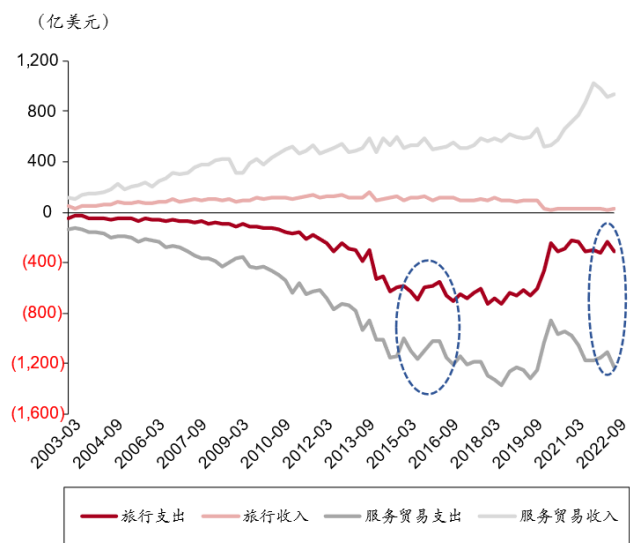
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 9. 运输支出和收入及差额



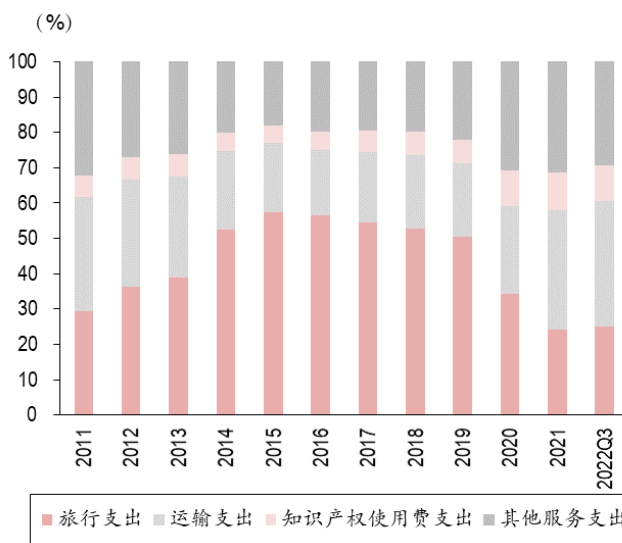
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 10. 旅行及服务贸易收入和支出情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 11. 服务贸易支出主要分项构成



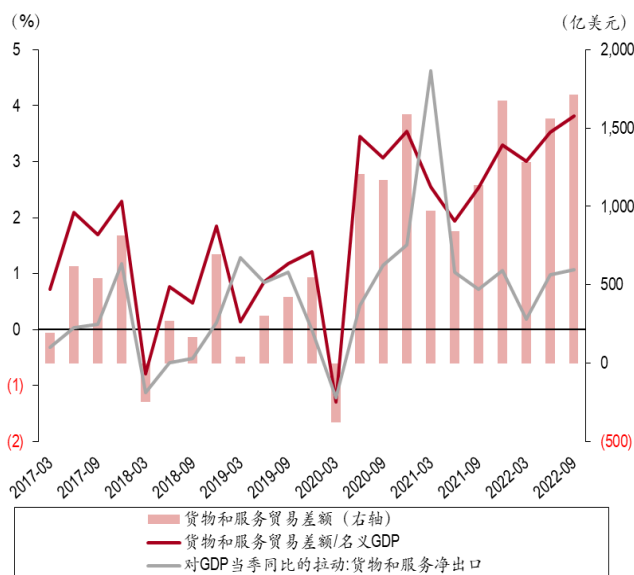
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：2022 年数据为前三个季度合计。

三季度，货物和服务贸易顺差 1716 亿美元，同比增长 51%，占当季名义 GDP 比重为 3.8%，同比提高 1.3 个百分点（见图表 12）。当季，货物和服务净出口（外需）对当季 GDP 同比增长的拉动作用为 1.1 个百分点，环比上升了 0.1 个百分点。今年上半年，我国商品出口的全球市场份额为 14.09%，同比回落了 0.47 个百分点（见图表 13）。这显示尽管我国出口市场份额拐点或已出现，但外需拐点尚未到来，外需对我国经济增长的拉动作用进一步增强，未来出口放缓对于国内稳增长的挑战只增不减。

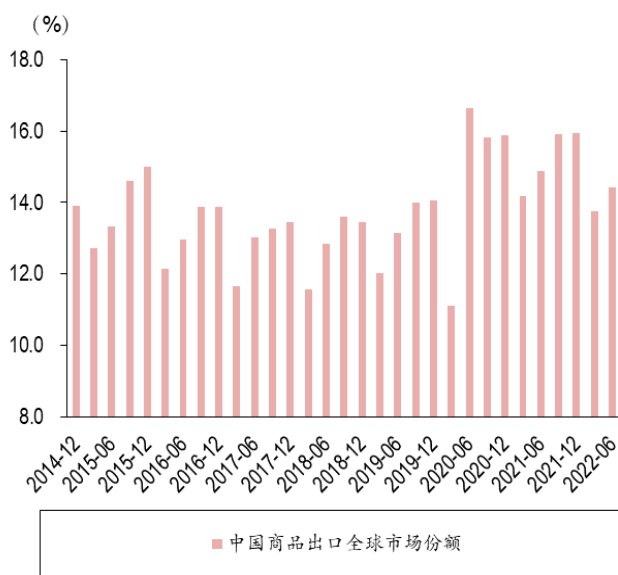
从贡献率来看，外需对当季 GDP 增长的贡献率为 27.4%，环比回落了 217.4 个百分点；消费和投资（内需）贡献率分别为 52.4%、20.2%，环比增加 263.6、减少 46.2 个百分点，分别拉动当季经济增长 2.0、0.8 个百分点。消费贡献重回“三驾马车”之首，外需贡献降至次位（见图表 14 和 15）。这表明，随着一揽子及接续稳增长政策落地生效，内需正在逐渐企稳回升。

图表 12. 货物和服务贸易差额及其占 GDP 比重和拉动作用



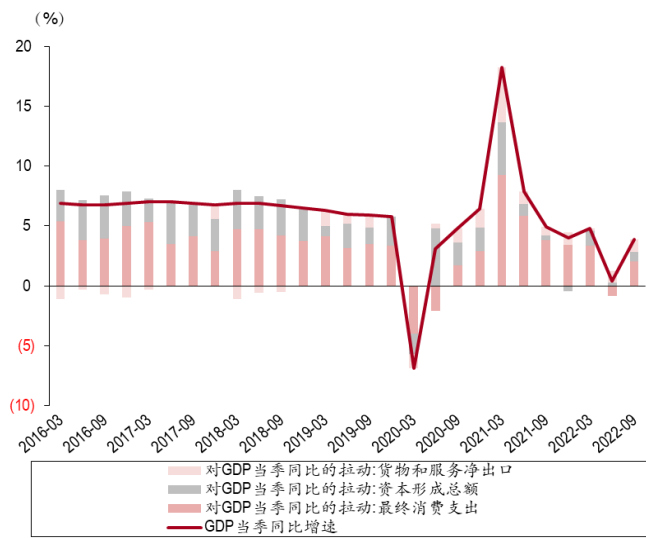
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 13. 中国商品出口全球市场份额



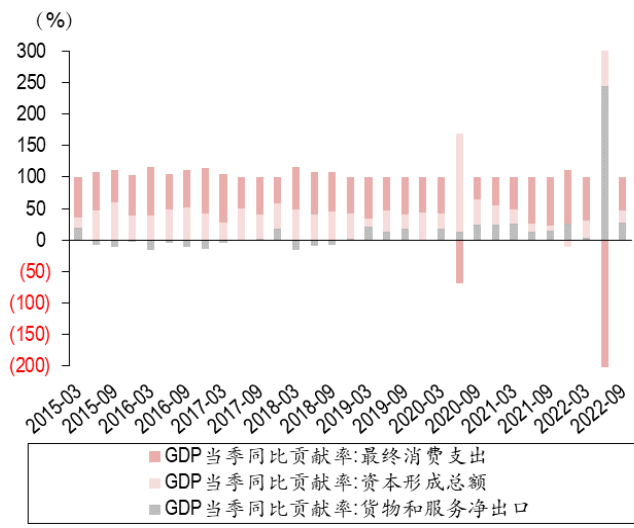
资料来源：WTO，中银证券

图表 14. 三大需求对当季 GDP 同比增长的拉动作用



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 15. 三大需求对当季 GDP 同比增长的贡献率



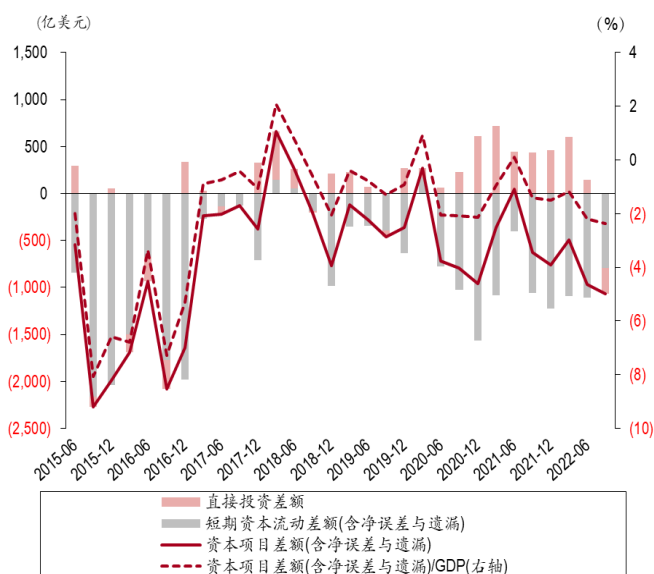
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

### 三、资本项目逆差扩大，外来直接投资下降和对外直接投资增加是主要原因

三季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 1067 亿美元，同比和环比分别增加 439 亿和 102 亿美元，占当季 GDP 比重为 2.4%，同比和环比增加 1 和 0.2 个百分点（见图表 16）。这主要是由于直接投资净流入同比减少 703 亿美元，贡献了资本项目逆差同比扩大的 160%。其中，对外直接投资 402 亿美元，同比增加 111 亿美元，外来直接投资 130 亿美元，同比减少 593 亿美元（见图表 17），这一方面是由于去年外来直接投资高基数，增量外资流入边际减少。另一方面也反映了 8 月以来局部地区高温限电、疫情多点散发等因素影响，外商直接投资步伐有所放缓。

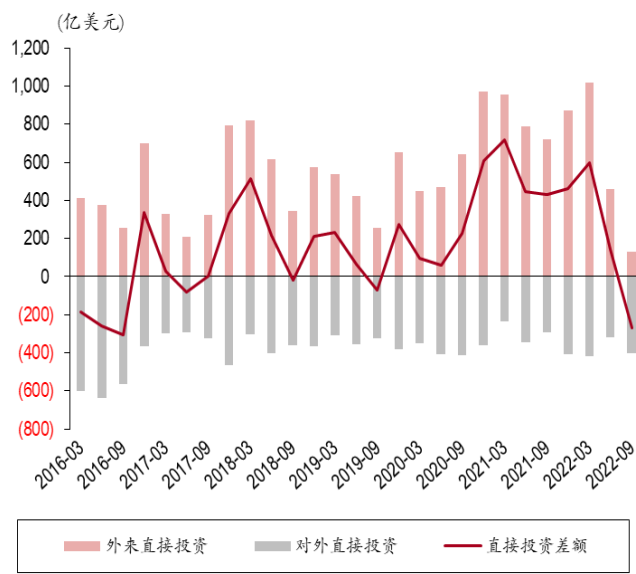
对此，近期有关部门出台了一系列稳外资、稳外贸举措，比如 9 月 13 日，国常会部署了进一步稳外贸稳外资的举措；9 月 27 日，商务部印发了《关于支持外贸稳定增长的若干措施》，全力支持外贸企业保履约、保订单、保交付；10 月 25 日，国家发改委等部门出台十五条措施促外资扩增量稳存量提质量。

图表 16. 资本项目差额及其占 GDP 比重和构成情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 17. 外来直接投资和对外直接投资以及直接投资差额

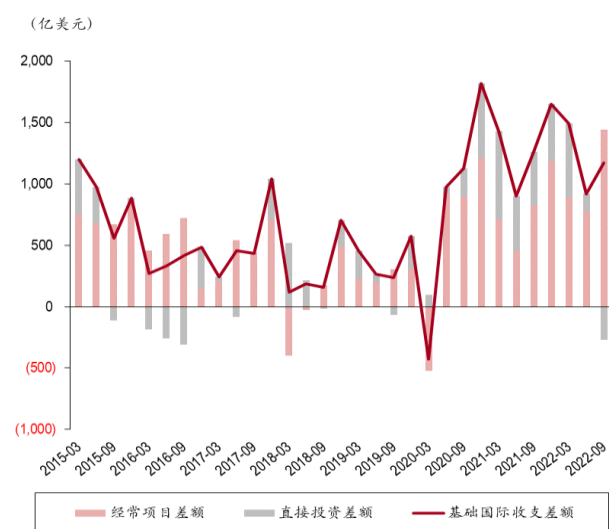


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

## 四、基础国际收支依然强劲，短期资本流动冲击有所减弱

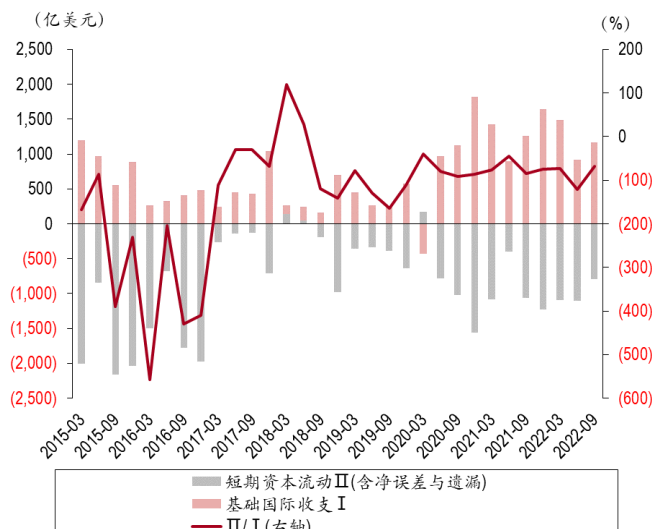
三季度，基础国际收支（即经常项目与直接投资合计）顺差 1169 亿美元，同比小幅下降 89 亿美元，环比增加 253 亿美元，主要是因为经常项目差额增幅 665 亿美元大于直接投资差额降幅 412 亿美元（见图表 18）。当季，短期资本净流出额为 796 亿美元，同比和环比分别下降 25%、28%，与基础国际收支顺差之比为-68%，负值较上年同期和上季度分别下降 16、53 个百分点（见图表 19）。这表明，当季短期资本流动冲击有所减弱，基础国际收支顺差仍然成功抵御短期资本净流出，触发了“五重保护”的第一重保护<sup>1</sup>。

图表 18. 基础国际收支差额及其分项情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 19. 短期资本流动与基础国际收支差额及二者之比

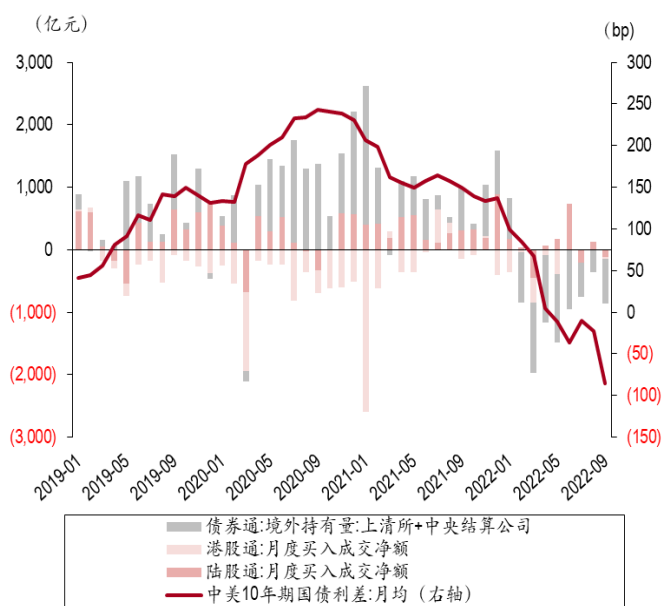


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

<sup>1</sup> 五重保护分别为：1.基础国际收支顺差较大；2.民间二级外汇储备较多；3.宏观审慎管理措施；4.资本外汇管制措施；5.官方外汇储备干预。详见：《管涛：五重保护与“降准”的信号作用》，网易研究局，2022 年 4 月 26 日，<https://mp.weixin.qq.com/s/fN4LH9zccHIL4pQUzIudw>

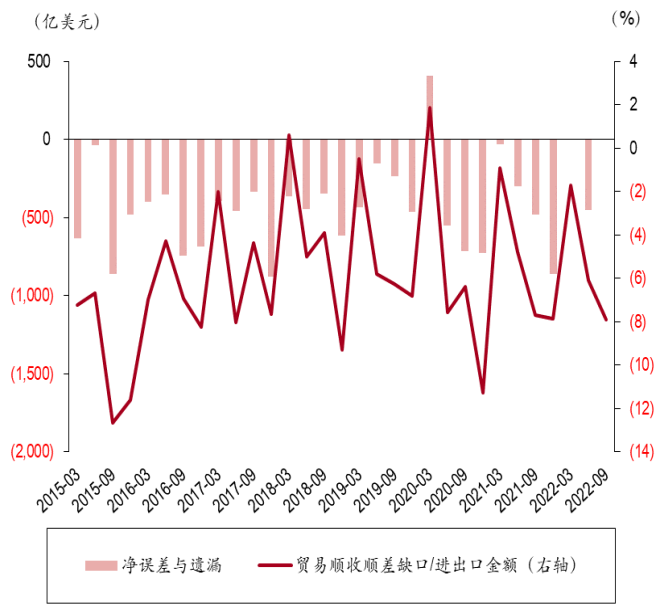
从高频的债券通和股票通数据来看，8月份美联储主席鲍威尔在全球央行年会上发表鹰派演讲，美债收益率再度飙升，中美利差倒挂程度加深，由上季度月均14bp增加至39bp，但外资减持人民币债券的步伐有所放缓：三季度债券通项下月均净流出536亿元人民币，较二季度月均1037亿元下降了48%，而且7、8月外资对人民币国债均转为净增持，分别为33亿、23亿元人民币。由于9月份美联储连续第三次加息75bp，并大幅上调加息终点利率预测，投资者风险偏好下降，全球股票等风险资产普遍承压，陆股通项下当季外资净卖出196亿元人民币，上季度为净买入961亿元；港股通项下境内投资者净买入401亿元，环比下降了57.4%，二者轧差后股票通项下跨境资金净流出597亿元，上季度为净流入20亿元（见图表20）。此外，三季度货物贸易顺收顺差缺口相对海关统计的进出口金额的负偏离由上季的6.1%增至7.9%（见图表21），预计当季净误差与遗漏负值将超过上季的455亿美元。

图表 20. 债券通和股票通项下资金流动情况及中美利差



资料来源：中央结算公司，上清所，万得，中银证券

图表 21. 净误差与遗漏及贸易顺收顺差缺口占进出口比重



资料来源：国家外汇管理局，海关总署，中银证券

注：贸易顺收顺差缺口/进出口金额=银行代客涉外收付款差额/货物贸易（海关统计）-贸易差额/进出口金额合计。

## 五、交易引起的外汇储备资产增加，负估值效应导致外汇储备余额下降

三季度，交易引起的储备资产由上季度的小幅减少转为增加373亿美元，其中外汇储备资产增加388亿美元。同期，央行外汇占款减少60亿元人民币（见图表22）。由此可见，当季交易引起的外汇储备增加主要来自于外汇储备经营收益的计提。同时也表明，当季人民币汇率进一步加速调整，时隔两年再度跌破整数关口，央行没有消耗外汇储备干预外汇市场，反映了央行恪守汇率政策中性的定力。

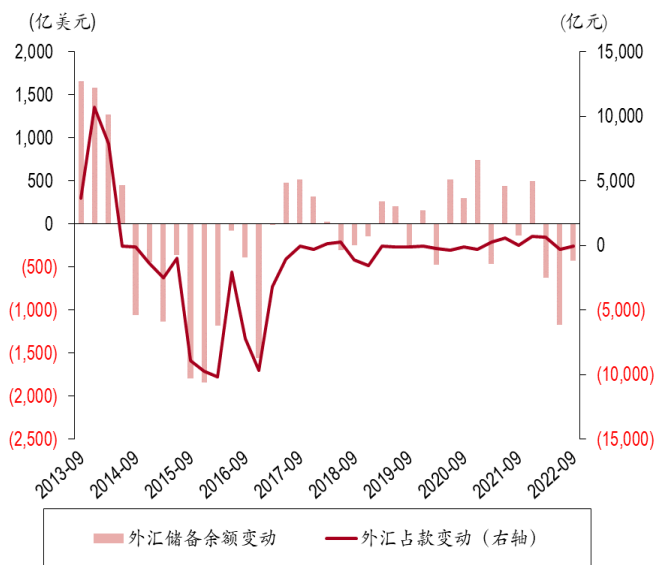
三季度，我国外汇储备余额下降423亿美元，主要是反映了美元持续升值、非美货币储备资产折美元减少，以及全球股票和债券资产价格下跌的影响，合计负估值效应811亿美元，连续两个季度收敛（见图表23）。由于海外通胀居高不下、美联储超预期紧缩，当季全球股债汇“三杀”行情延续，主要货币和资产以下跌为主，日元、欧元和英镑兑美元分别下跌6.7%、6.5%和8.3%；标普500指数和德国DAX指数跌幅较大，分别下跌5.3%、5.2%；美债收益率累计上行85个基点，以美元标价的债券指数下跌3.3%（见图表24）。

截至今年9月末，我国外汇储备余额为30290亿美元，较去年底累计下降2212亿美元，而交易引起的外汇储备资产增加610亿美元，负估值效应累计2822亿美元（见图表23）。外汇储备余额表面出现下降，但实际却有所增加，这主要反映了汇率折算和资产价格下降带来的账面损失。



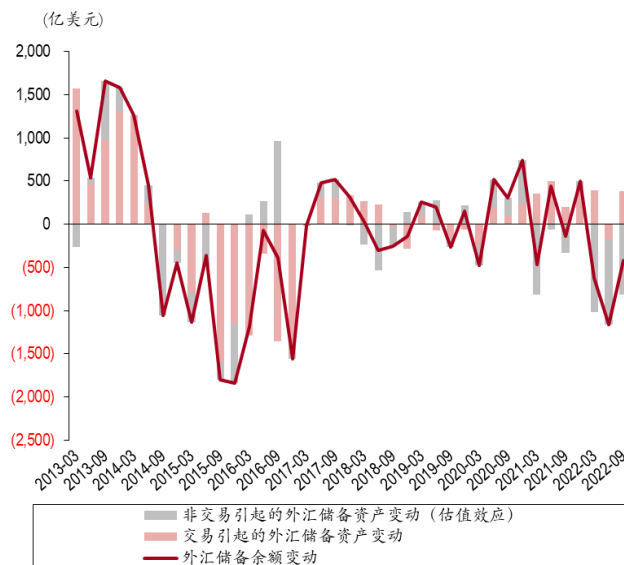
今年以来，由于美元走强叠加大宗商品价格高企，能源和粮食进口成本飙升，不少传统贸易顺差国出现顺差大幅减少甚至转为逆差的罕见情况。同时，主要非美货币贬值压力较大，全球外汇市场波动加剧，不少国家纷纷出手干预<sup>2</sup>，消耗外汇储备，国际收支面临失衡风险。相比之下，我国依然保持较大规模贸易顺差，基础国际收支状况强劲，充分体现了我国作为大型开放经济体的体量优势和对外经济部门的强大韧性。

图表 22. 银行结售汇和外汇占款及外汇储备余额变动



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

图表 23. 交易和非交易因素引起的外汇储备余额变动



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 24. 三季度及今年以来主要货币和全球资产价格表现

(单位: % ; bp)		2022.7	2022.8	2022.9	2022Q3	2022YTD
货币	美元指数	1.1	2.7	3.2	7.1	16.9
	美元兑日元	-1.8	4.3	4.2	6.7	25.8
	欧元兑美元	-2.5	-1.7	-2.5	-6.5	-13.8
	英镑兑美元	0.0	-4.5	-3.9	-8.3	-17.5
股市	标普500指数	9.1	-4.2	-9.3	-5.3	-24.8
	富时100指数	3.5	-1.9	-5.4	-3.8	-6.6
	法国CAC40指数	8.9	-5.0	-5.9	-2.7	-19.4
	德国DAX指数	5.5	-4.8	-5.6	-5.2	-23.7
	日经225指数	5.3	1.0	-7.7	-1.7	-9.9
债券	以美元标价的已对冲全球债券指数	2.5	-2.6	-3.2	-3.3	-12.1
	10年期美债(bp)	-31.0	48.0	68.0	85.0	258.0

资料来源：万得，彭博，中银证券

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。

<sup>2</sup> 根据国际货币基金组织 10 月发布的全球金融稳定报告，由于美元持续升值带来的挑战，为了降低本币波动以及进口成本上升对通胀的影响，许多国家如智利、捷克共和国、印度尼西亚、日本、菲律宾和马来西亚等已启用外汇干预措施。参考：<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/GFSR/2022/October/English/ch1.ashx>

## 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