

11月外汇市场分析报告

受多重利好因素提振，人民币汇率止跌反弹

11月份，受国内外多重利好因素提振，人民币汇率止跌反弹，境内外汇供求关系改善，证券投资项下跨境资金净流出压力减轻。

- **美元回调叠加国内防疫优化和房企支持政策提振，人民币止跌回升。**11月初，人民币汇率跟随美元继续下跌，最低跌至7.32比1。此后，美联储紧缩预期放缓，叠加国内防疫优化和房企支持政策提振，人民币转为升值，但后半月人民币汇率重新走弱。随着月末房企股权融资“第三支箭”出台，人民币即期汇率开启“五连涨”，12月初重新升回7以内。
- **人民币多边汇率继续下跌，出口产品竞争力进一步改善。**11月份，滞后3个月和5个月环比的收盘价均值继续下跌，但跌幅收窄，对出口企业财务状况的影响减弱。当月，CFETS人民币汇率指数下跌2.9%至97，人民币名义和实际有效汇率指数分别下跌2.1%、2.5%，跌幅均为2022年6月以来新高，跌势均已持续4个月。
- **境内外汇供求再次转为顺差，汇率杠杆调节作用基本正常发挥。**11月份，银行即远期（含期权）结售汇由上月逆差13亿美元转为顺差39亿美元。当月，在人民币转为升值背景下，市场购汇意愿强于结汇意愿。2022年以来，剔除远期履约额之后的收汇结汇率与付汇购汇率差额和人民币汇率变动幅度延续负相关关系。
- **外需疲软叠加疫情扰动导致货物贸易顺差收窄，但结售汇转为小幅顺差。**11月份，海关统计的货物贸易顺差由上月853亿美元收窄至692亿美元，但可比口径的货物贸易涉外收付款顺差小幅扩大至343亿美元，货物贸易顺差不顺收缺口收窄。当月，货物贸易项下结售汇由上月逆差7亿美元转为顺差13亿美元，不过仍然明显低于2016年以来同期水平。
- **证券投资跨境资金净流出压力减轻，股票通和债券通项下资金表现不一。**证券投资对内外部环境变化较为敏感。受国内防疫优化和房企支持政策影响，11月份证券投资项下涉外收付款逆差收窄，结售汇由上月逆差转为顺差。当月，股票通项下资金转为净流入，为2022年以来次高；虽然中美利差倒挂程度减弱，但外资减持人民币债券规模环比增加。
- **外汇风险准备金政策效果延续，远期购汇需求仍处低位。**受9月末央行上调远期售汇业务的外汇风险准备金率政策影响，10月、11月的远期购汇签约额持续处于低位，远期购汇对冲比率低于远期结汇对冲比率，远期净结汇连续为正。除减少远期购汇需求外，外汇风险准备金政策带来的其他影响同样在11月延续：未到期期权Delta净结汇敞口继续减少，即期市场购汇需求增加。
- **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，国内经济复苏不如预期

相关研究报告

《6月外汇市场分析报告:超预期因素冲击加剧跨境资本流动波动, 外汇市场处变不惊》

20220724

《7月外汇市场分析报告:贸易大顺差仍是人民币汇率的重要支撑, 外资减持人民币债券收敛较多》 20220816

《8月外汇市场分析报告: 汇率调整冲击减弱, 波动无须过度担心》 20220916

《9月外汇市场分析报告: 外汇市场再次经受住了整数关口的考验》 20221030

《10月外汇市场分析报告: 人民币汇率延续调整, 外汇市场运行保持平稳》 20221116

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: 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

12月15日，国家外汇管理局发布了2022年11月份外汇收支数据。现结合最新数据对11月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

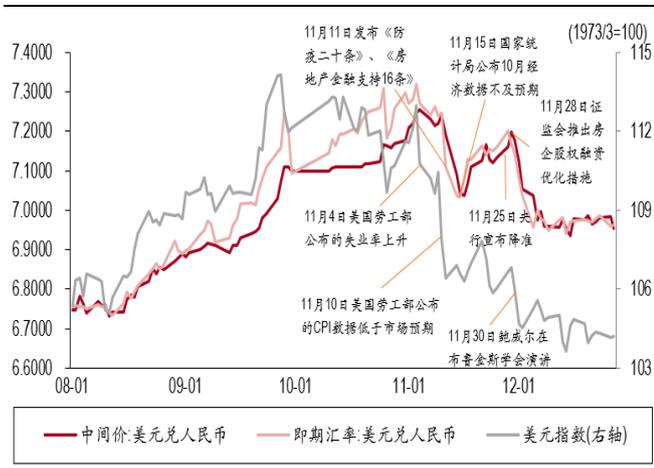
美元回调叠加国内防疫优化措施和房企支持政策提振，人民币汇率止跌回升

11月初，人民币汇率跟随美元继续下跌，11月3日收盘价（指境内银行间市场下午四点半收盘价，下同）最低跌至7.32比1，创2007年底以来新低。此后，受美国失业率上升以及CPI数据低于预期影响，市场对于美联储加息放缓的预期增强，美元指数出现明显回落。11月11日，国务院联防联控机制综合组公布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，人民银行和银保监会共同发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》。受此影响，人民币汇率止跌回升。11月11日至15日，收盘价持续强于中间价，前者最高升至11月15日的7.0335，后者最高升至11月16日的7.0363。此后，由于国内经济数据不及预期，人民币汇率重新走弱，11月28日收盘价降至7.1999（见图表1、2）。

11月28日，房企股权融资“第三支箭”出台。次日，人民币即期汇率开启“五连涨”，11月末收盘价升至7.1419，较上月末累计升值2.2%；中间价升至7.1769，与上月末基本持平。12月5日收盘价和离岸人民币汇率均升回7以内，二者最高分别升至12月14日的6.9380、6.9387，为9月14日以来新高；中间价于12月6日升回7以内，最高升至12月15日的6.9343，为9月19日以来新高（见图表1）。

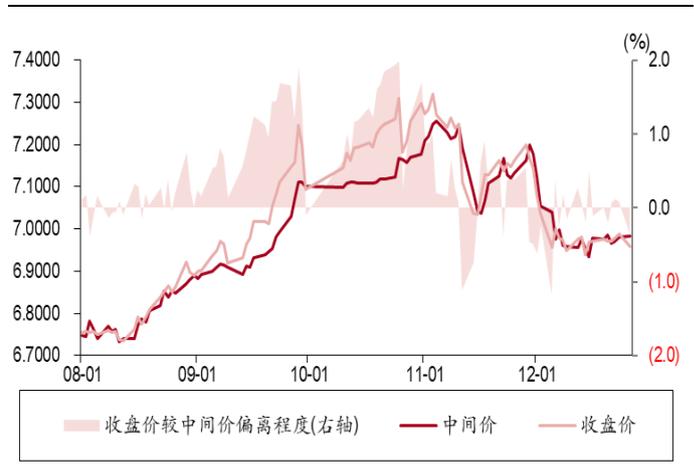
11月份，离岸人民币汇率（CNH）较在岸人民币汇率（CNY）仍然偏贬值方向，不过在11月10日至14日、29日至30日，受国内疫情防控优化措施和房企支持政策提振，CNH较CNY持续偏升值方向，因此导致境内外汇率月度均值由+102个基点收窄至+52个基点（见图表3）。同样，当月1年期NDF隐含的人民币汇率预期仍然偏贬值方向，但贬值预期明显减弱，预期均值由上月-2.2%收窄至-0.9%，并且在11月30日转为升值预期+0.5%（见图表4）。

图表 1. 2022 年 8 月以来人民币汇率与美元指数走势



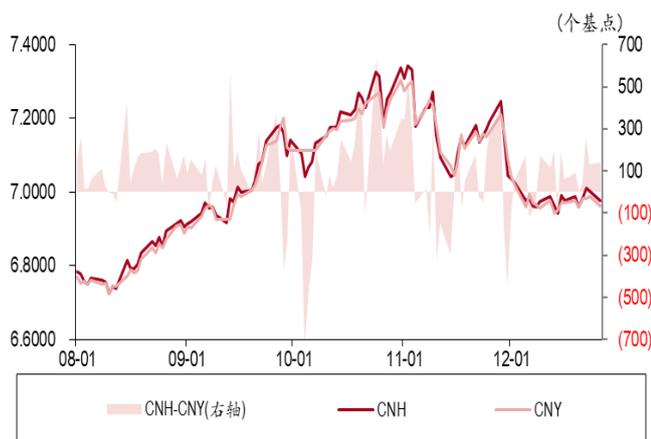
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 2022 年 8 月以来收盘价较中间价偏离程度



资料来源：Wind，中银证券

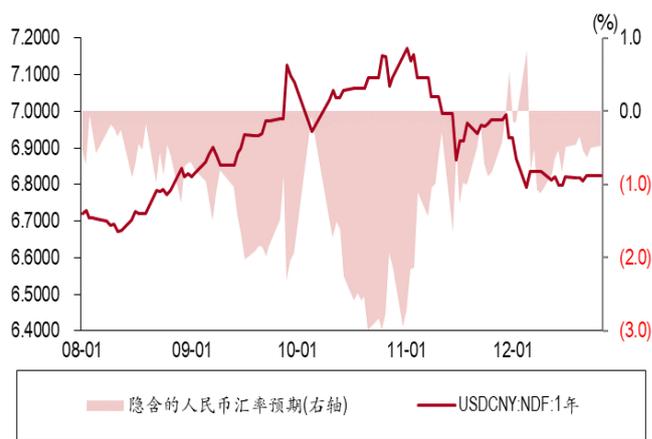
图表 3. 2022 年 8 月以来境内外人民币汇率差价



资料来源: ICAP, Wind, 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。

图表 4. 2022 年 8 月以来 1 年期 NDF 隐含的汇率预期



资料来源: Wind, 中银证券

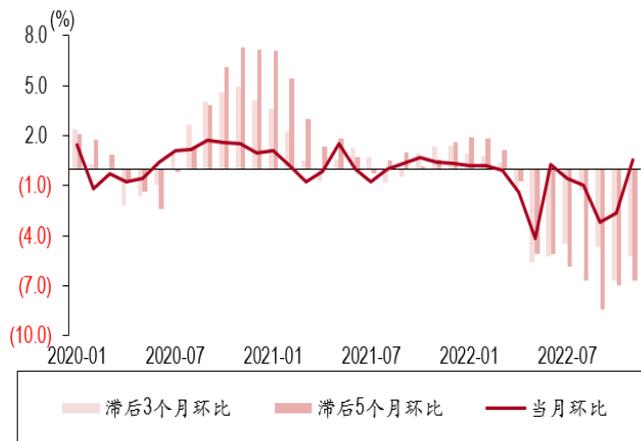
注: (1) 隐含的汇率预期=中间价(1年期NDF-(1年期远期/10000))-1; (2) 1年期远期=(买入价+卖出价)/2; (3) 如果内地市场和香港市场只有一个开市, 即沿用闭市市场的上一个交易日的价格; (4) 负值代表贬值预期, 正值代表升值预期。

人民币双边汇率跌幅收窄, 但多边汇率继续下跌, 出口产品竞争力进一步改善

11 月份, 滞后 3 个月和 5 个月环比的收盘价均值继续下跌, 分别下跌了 5.3%、6.7%, 当月人民币汇率止跌反弹促使二者跌幅分别较上月收窄 1.5 个百分点、0.3 个百分点, 意味着人民币汇率调整对出口企业财务状况的影响有所减弱 (见图表 5)。

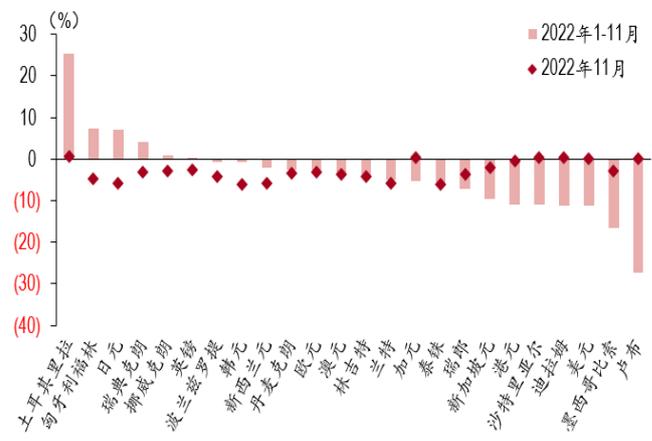
11 月份, 在银行间外汇市场 (CFETS) 交易的 24 种货币中, 人民币兑 5 种货币升值 (包括土耳其里拉、沙特里亚尔、加元、迪拉姆和卢布), 兑其他 19 种货币贬值 (兑日元、欧元、英镑分别贬值 5.7%、3.3%、2.5%) (见图表 6)。受此影响, CFETS 人民币汇率指数下跌至 97, 接近 2021 年上半年水平, 环比跌幅由上月 1.2% 扩大至 2.9%, 为 2018 年 8 月份以来新高。当月, 国际清算银行 (BIS) 公布的人民币名义有效汇率指数下跌 2.1%, 剔除通胀因素后的实际有效汇率指数下跌 2.5%, 跌幅均为 2022 年 6 月以来新高, 跌势均已持续 4 个月 (见图表 7)。

图表 5. 2020 年以来人民币汇率收盘价均值变动情况



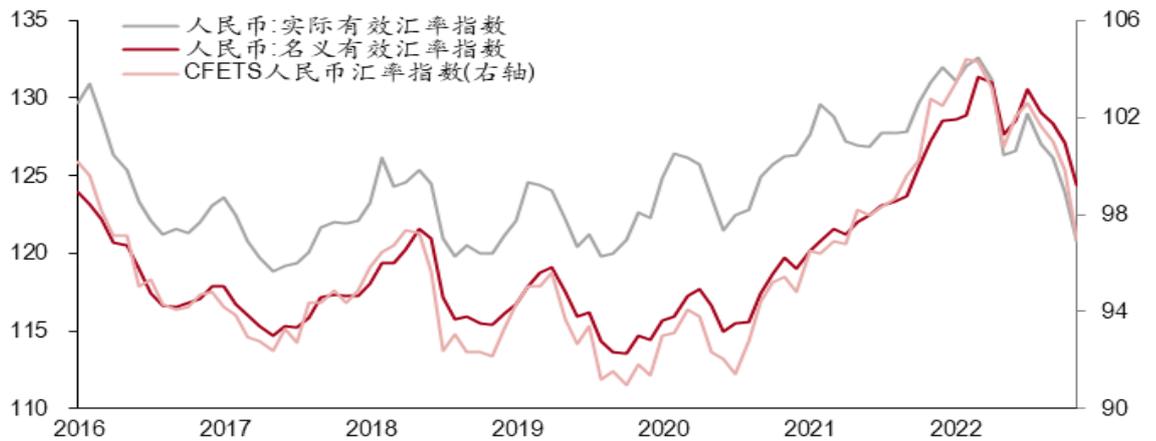
资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 2022 年以来人民币兑 24 种货币涨跌幅情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 人民币汇率指数表现



资料来源: BIS, Wind, 中银证券

境内外汇供求再次转为顺差，汇率杠杆调节作用基本正常发挥

11 月份，银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）由上月逆差 13 亿美元转为顺差 39 亿美元。其中，银行即期结售汇逆差由上月 119 亿美元收窄至 63 亿美元（银行自身结售汇由上月逆差 1.8 亿美元转为顺差 29 亿美元，代客结售汇逆差由上月 117 亿美元降至 92 亿美元），未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比减少 55 亿美元，二者之和为 -118 亿美元（上月为 -151 亿美元），小于银行代客远期净结汇累计未到期额增幅 156 亿美元（上月增加 138 亿美元）（见图表 8）。

11 月份，人民币汇率收盘价均值为 7.1784，环比上涨 0.6%。在此背景下，市场购汇意愿强于结汇意愿：剔除远期履约额之后，银行代客购汇额占涉外外汇支出比重（付汇购汇率）回落 2.7 个百分点至 55.5%，大于银行代客结汇额占涉外外汇收入比重（收汇结汇率）50.6%（见图表 9）。2018 年至 2021 年，收汇结汇率与付汇购汇率差额和人民币汇率变动幅度存在负相关关系，2022 年以来负相关关系得以延续，表明“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用基本正常发挥（见图表 10）。

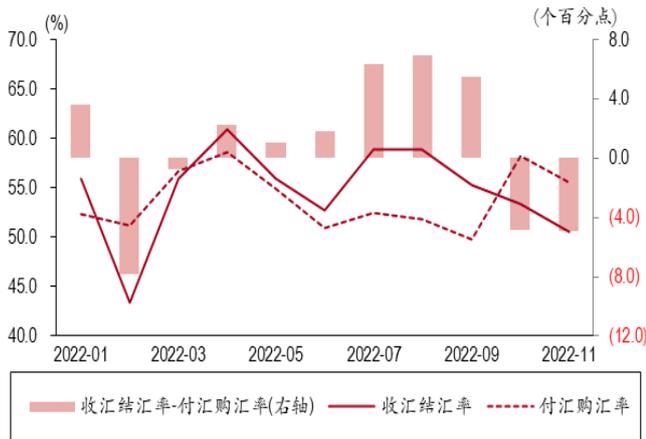
图表 8. 境内客户市场外汇供求状况



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 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。

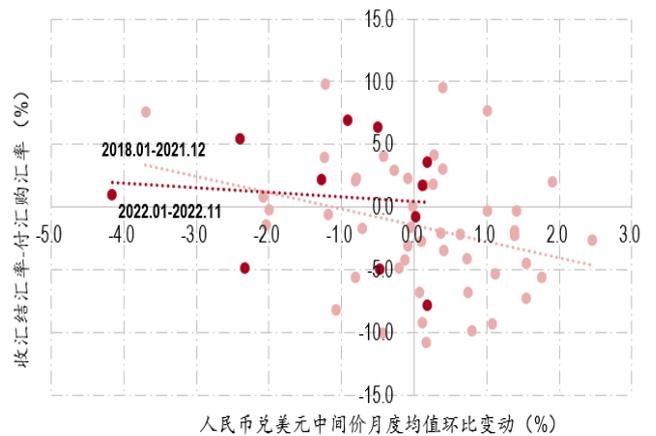
图表 9. 市场整体结售汇意愿变化



资料来源：国家外汇管理局，Wind，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(购) 汇履约=上月远期结(购) 汇累计未到期额+ 当月远期结(购) 汇签约-当月远期结(购) 汇累计未到期额。

图表 10. 收汇结汇率与付汇购汇率差额和人民币汇率变动



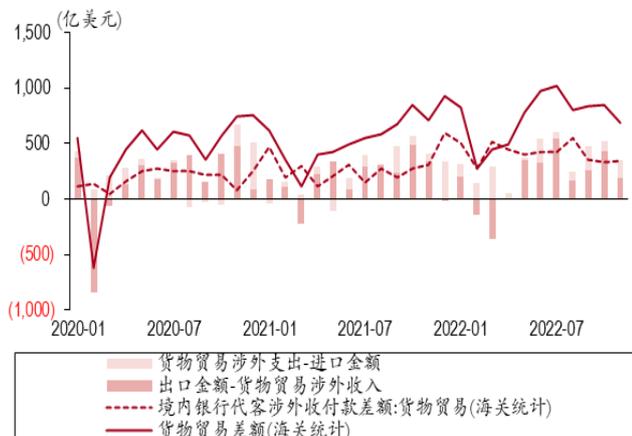
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

外需疲软叠加疫情扰动导致货物贸易顺差收窄，但结售汇转为小幅顺差

11 月份，受外需疲软影响叠加国内疫情扰动，海关统计的货物出口金额（美元计价）同比和环比均有所下降，增速分别为-8.9%、-1.0%，货物贸易顺差由上月 853 亿美元收窄至 692 亿美元，但由于出口收款加快，当月外汇局公布的可比口径的货物贸易涉外收付款顺差小幅扩大至 343 亿美元，货物贸易顺差不顺收缺口由 524 亿美元降至 349 亿美元，其中出口少收入贡献了 139%，进口多支出为负贡献 39%（见图表 11）。当月，外贸企业结汇规模增幅略大于购汇规模，因此货物贸易项下结售汇由上月逆差 7 亿美元转为顺差 13 亿美元，但仍然明显低于 2016 年以来同期水平（见图表 12）。

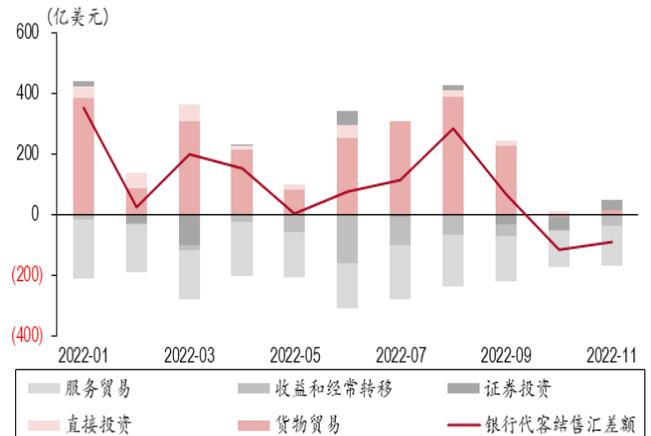
11 月份，服务贸易项下和收益和经常转移项下涉外收付款和结售汇逆差环比均有所扩大。其中，服务贸易涉外收付款逆差和结售汇逆差规模分别为 26 亿美元、56 亿美元，仍然明显小于疫情前水平，显示疫情影响下跨境出行依然受限；收益和经常转移项下涉外收付款逆差由上月 125 亿美元扩大至 224 亿美元，但结售汇逆差仅从 5 亿美元小幅增至 38 亿美元，贡献了银行代客结售汇逆差降幅的-132%（见图表 12）。

图表 11. 货物贸易顺差顺收的背离



资料来源：海关总署，国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 12. 银行代客结售汇差额及主要构成



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

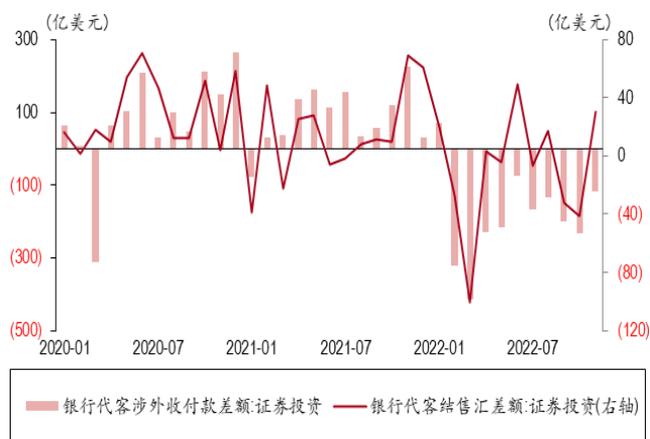
证券投资项下跨境资金净流出压力减轻，股票通和债券通项下资金表现不一

相较于贸易数据和直接投资而言，证券投资对内外部环境变化更加敏感。受国内疫情防控和房地产调控政策优化影响，11月份证券投资项下跨境资金流动状况明显改善，涉外收付款逆差由上月234亿美元降至117亿美元，结售汇由上月逆差42亿美元转为顺差31亿美元，是银行代客结售汇逆差收窄的首要贡献项（见图表13）。

当月，陆股通项下（北上）累计成交额在连续两个月净流出之后转为净流入601亿元，为2022年以来次高，全月22个交易日中有13个交易日为净买入，11月11日和14日净流入规模明显增加，分别为147亿元、166亿元，反映了11月11日发布的防疫优化“二十条”、房企金融支持“十六条”对市场情绪的提振作用。11月份，恒生指数出现强势反弹，在连续四个月下跌之后累计上涨27%，港股通项下（南下）资金延续净流入，全月累计净买入成交额由676亿元收窄至464亿元，全月22个交易日中有14个交易日为净买入。陆股通与港股通累计净买入成交额轧差后，股票通项下资金转为净流入137亿元，同样为2022年以来次高（见图表14）。

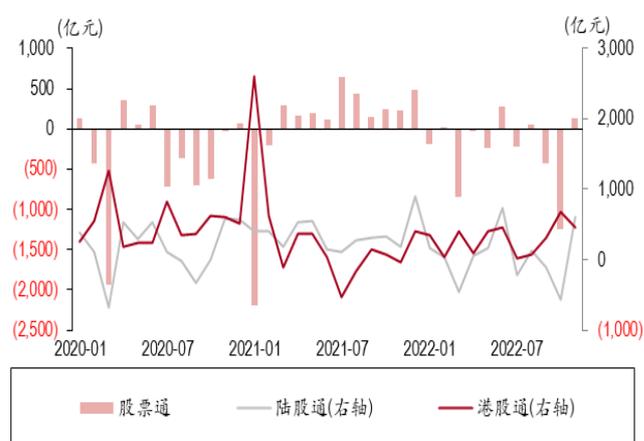
我们在10月份外汇市场分析报告指出，利差因素驱动的外资交易盘调整或接近尾声。11月份，随着美联储紧缩预期减弱，10年期美债收益率从4.1%降至3.7%，中美利差倒挂均值由上月135个基点收窄至111个基点。不过，债券通项下境外机构净减持人民币债券规模有所扩大，由上月265亿元增至491亿元。上清所数据显示，境外机构由上月净增持76亿元人民币债券转为净减持88亿元，主要贡献项是同业存单，由上月净增持95亿元转为净减持54亿元。中债登数据显示，境外机构净减持人民币债券规模由上月341亿元增至403亿元。其中，国债净减持规模由上月57亿元增至146亿元；政策性银行债净减持规模则由上月195亿元小幅增至201亿元（见图表15、16）。

图表 13. 证券投资项下银行代客涉外收付款和结售汇差额



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 14. 陆股通和港股通买入成交净额变动情况



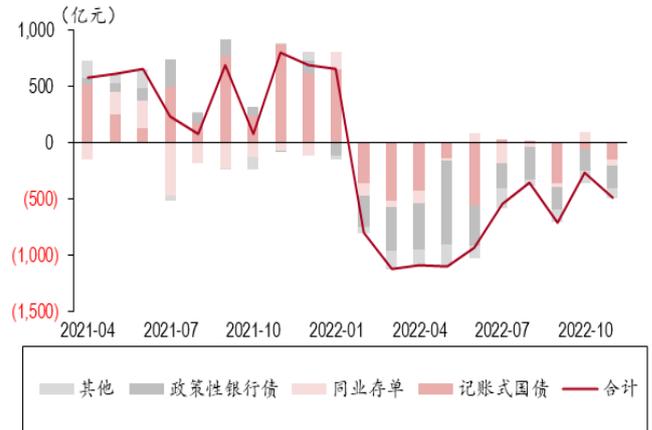
资料来源：Wind，中银证券

图表 15. 境外机构持有人民币债券变动情况



资料来源: 中债登, 上清所, 中银证券

图表 16. 境外持有中国国债、政金债和同业存单变动情况



资料来源: Wind, 中银证券

外汇风险准备金政策效果延续, 远期购汇需求仍处低位

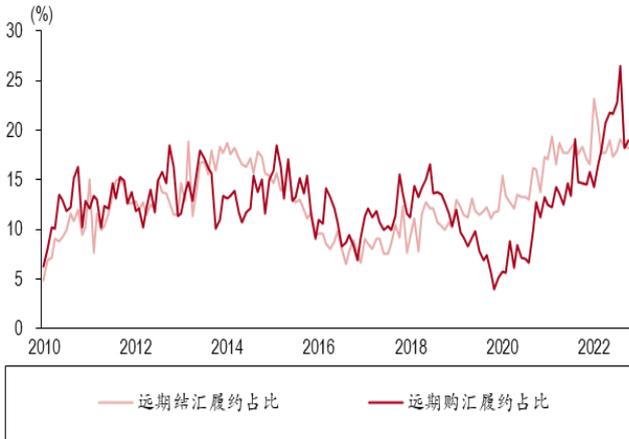
11 月份, 远期结汇履约占比小幅回落 0.1 个百分点至 18.3%, 远期购汇履约占比环比回升 0.8 个百分点至 19.0%, 再次超越远期结汇履约占比, 显示前期在人民币汇率贬值背景下, 市场主体加大了对贬值风险的防范力度 (见图表 17)。

11 月份, 境内人民币利率和美元利率倒挂程度略有加深, 因此境内美元/人民币掉期负值继续扩大, 但增幅明显收窄, 1 年期均值仅从上月 2199BP 增至 2257BP。受 9 月末央行上调远期售汇业务的外汇风险准备金率政策影响, 10 月、11 月的远期购汇签约额持续处于低位, 分别为 127 亿美元、158 亿美元, 明显小于 9 月份的 699 亿美元; 远期购汇对冲比率分别为 5.1%、5.7%, 低于同期远期结汇对冲比率 9.6%、9.7%; 远期净结汇连续两个月为正值 (见图表 18、19)。

由于政策实施过程中会对外汇期权交易减半征收准备金, 相较于远期而言, 企业会更倾向于使用期权工具进行汇率风险管理。因此, 10 月、11 月在银行代客远期净结汇累计未到期额连续增加的同时, 未到期期权 Delta 净结汇敞口连续收窄, 环比分别减少 33 亿、55 亿美元 (见图表 8)。

正如我们在 10 月外汇市场分析报告所述, 外汇风险准备金政策增加了企业使用远期和期权对冲汇率风险的成本, 会促使企业增加即期市场购汇。2018 年 8 月至 2020 年 10 月, 远期售汇业务的外汇风险准备金率为 20%, 期间剔除远期履约额的付汇购汇率明显高于其他时间 (见图表 20)。2022 年 11 月外汇收支数据显示上调外汇风险准备金率政策的影响仍然延续: 银行代客结售汇继续保持逆差, 货物贸易结售汇仅转为小幅顺差, 剔除远期履约额的付汇购汇率仍然高于收汇结汇率 (见图表 8、9 和 12)。

图表 17. 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，Wind，中银证券

注：远期结（购）汇履约占比=银行代客远期结（购）汇履约额/银行代客结（购）汇额。

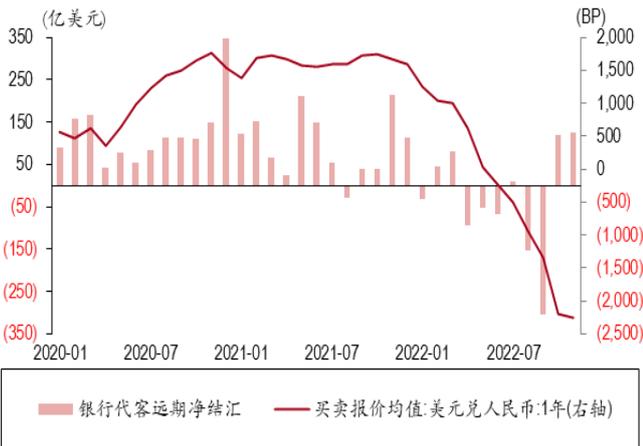
图表 18. 远期结售汇对涉外外汇收付的套保比率变动情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，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 19. 远期净结汇签约额与境内美元/人民币掉期



资料来源：国家外汇管理局，中国货币网，Wind，中银证券

图表 20. 2018 年以来各月付汇购汇率变动情况

付汇购汇率	2018	2019	2020	2021	2022
1月	56.4	57.3	60.4	53.7	52.3
2月	57.7	57.0	59.2	53.4	51.2
3月	53.7	58.9	58.7	57.1	56.7
4月	54.8	62.0	55.5	55.6	58.7
5月	53.7	62.7	59.8	56.6	54.9
6月	54.6	63.7	60.6	56.4	50.9
7月	56.2	62.0	61.0	54.4	52.5
8月	58.2	63.4	63.2	55.4	51.9
9月	58.6	62.4	61.8	50.6	49.8
10月	59.0	60.4	58.9	52.5	58.2
11月	58.1	62.8	56.7	55.0	55.5
12月	57.6	61.0	53.2	53.7	

资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

注：(1) 付汇购汇率为剔除远期履约额之后的数据；(2) 黑框部分为远期售汇业务的外汇风险准备金率为 20% 的时期。

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；国内经济复苏不如预期。

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 6-12 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，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。所有本报告期内使用的商标、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