

10月美国国际资本流动报告点评

全球“美元荒”再度上演，外资持有美债延续名减实增

10月外资净买入美国证券资产步伐再次反弹，私人投资者净增持仍是最主要贡献，官方与私人投资者互换“筹码”的戏码仍在上演。

- **外资加大力度增持美国证券资产，私人净增持是最主要贡献。**10月份，外国投资者净增持美国证券资产 1799 亿美元，环比增加了 493%。私人海外投资者净增持规模环比回升，官方海外投资者再次净增持。2022 年前 10 个月，外资累计净买入美国证券资产 13658 亿美元，继续刷新 1978 年有数据以来的记录。
- **外资对中长期国债增持规模环比减少，负估值效应导致外资持有美债余额下降。**10月份，外资净买入美债 435 亿美元，环比减少 15%，其中净买入中长期美债规模 619 亿美元，继续净卖出短期国库券 184 亿美元；外资持有美债余额下降 1115 亿美元，降幅较上月收窄，其中，由于美债收益率上升、美债价格下跌带来的负估值效应 1551 亿美元。
- **私人投资者继续增持中长期美债，官方投资者减持美国国债边际放缓。**剔除银行对外负债变动后，私人海外投资者 10 月在美增持证券资产 793 亿美元，连续 13 个月净增持，主要是增持中长期国债和政府机构债券，并再次在美股反弹之际选择减持美股。同期，官方海外投资者净减持美国国债，减持规模有所下降，同时继续增持美国政府机构债券和加仓美国股票，以此提高资产分散比例。
- **日本投资者继续减持美债，但减持规模有所收敛。**10月份，日本持有美债余额较上月减少 419 亿美元，其中净卖出美债 184 亿美元，负估值效应 235 亿美元。根据日本财务省的数据，交易引起的日本储备资产下降 409 亿美元，创下历史新高；负估值效应较上月大幅缩小至 26 亿美元，是储备资产降幅缩窄的重要原因。
- **中国投资者美债余额下降，由负估值效应和净减持美债共同影响。**截止 10 月末，中国投资者持有美债余额为 9096 亿美元，降幅较上月有所收窄。降幅收窄主要是由于负估值效应缩小，但净卖出美债规模有所增加。
- **英国投资者结束连续净增持美债，欧元区投资者持有美债继续名减实增。**截止 10 月末，英国投资者持有美债余额环比减少 247 亿美元，结束连续三个月增加。由于本月英国国债收益率自 2014 年 9 月以来首次高于美债，投资者选择减持美债回流英国。同期，欧元区持有美债余额下降 168 亿美元，主要是负估值效应超过了净买入美债的实际金额。
- **前期美国高通胀和高利率的优势在国际资本流动趋势上一览无余。**随着通胀趋势收敛和经济形势异位（中国、欧盟和美国先后触底反弹），未来资本流动可能会有新的变化。
- **风险提示：美联储货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期。**

相关研究报告

《9月美国国际资本流动报告点评：外资加速增持美国证券资产，全球“美元荒”加剧》20221022

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

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

联系人：付万丛

021-98765432

wancong.fu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

一、10月外资加大力度增持美国证券资产，私人净增持是最主要贡献

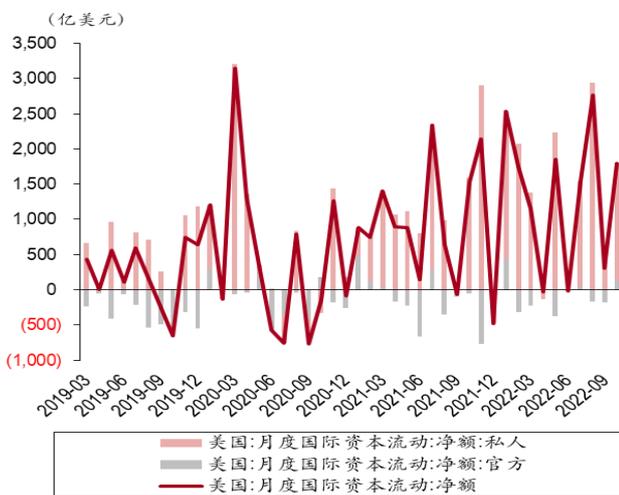
2022年12月15日，美国财政部发布了10月份的国际资本流动（TIC）报告。报告显示，10月份，外国投资者净增持美国证券资产1799亿美元，同比和环比分别增加了17%、493%。按交易主体划分，私人海外投资者（包括商业机构以及国际和地区组织）净增持1677亿美元，同比和环比分别增加了6%和248%。其中，私人部分贡献了外资环比多增的79.9%；官方海外投资者净增持122亿美元，而2021年同期和上月分别为净减持51、179亿美元，当月净增持规模为年内次高（见图表1）。虽然10月底，美元和10年期美债收益率较上月底下跌0.5%、12个基点，但是月度均值环比仍然上涨1.1%、46个基点。

2022年前10个月，海外投资者（包括私人和官方）累计净买入美国证券资产13658亿美元，同比增长45.2%，净买入规模继续刷新1978年有数据以来的记录。其中，私人投资者累计净增持美国证券资产14252亿美元，同比增长41.9%，净买入规模同样创下有数据以来的新高；官方投资者累计净减持证券资产594亿美元，减持规模同比下降6%（见图表1）。

按交易工具划分，当月外资净增持美国长期证券资产506亿美元，2021年同期为净减持264亿美元，环比减少52%，贡献同期美国国际资本净流入额的28%；银行对外负债和短期美国国库券及其他托管债务海外持有均由上月的净减少转为净增加，分别为1254亿、39亿美元，前者是本月美国国际资本净流入的最大贡献项（见图表2）。

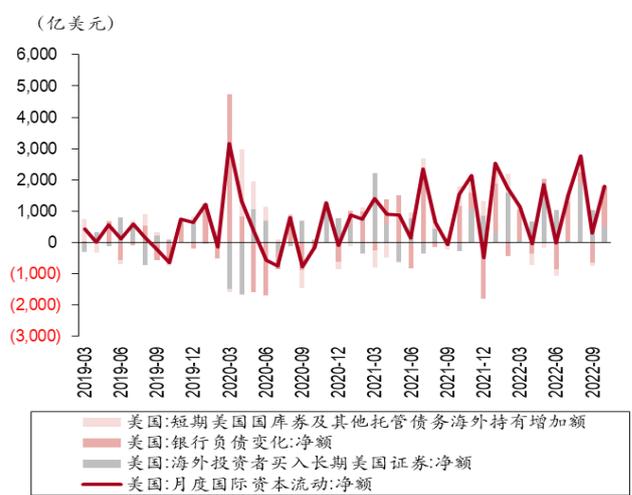
2022年前10个月，外资累计净增持美国长期证券资产8608亿美元，同比扩大2.1倍，贡献了同期美国国际资本净增额的63%；银行对外负债净增加3684亿美元，同比减少38%，贡献了27%；短期美国国库券及其他托管债务净增加1366亿美元，同比扩大1倍，贡献了10%（见图表2）。由此可见，在高通胀、金融动荡和美联储紧缩背景下，外资对三大类美元资产均有所增持，其中主要是增持了美国中长期证券资产，美元现金资产排在其次。虽然美国金融市场2022年“股债双杀”，但是外国投资者并不崇尚“现金为王”，大部分流动性危机都是短期现象。中长期美国证券仍属于安全资产，是投资组合稳定收益的重要来源。

图表 1. 按交易主体划分的美国月度国际资本流动情况



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 2. 按交易工具划分的美国月度国际资本流动情况



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

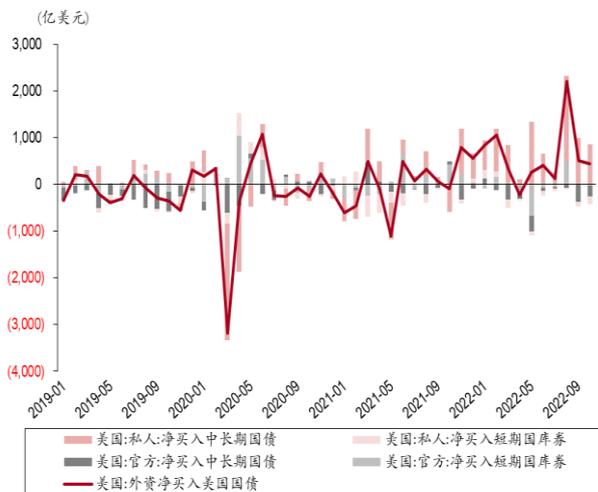
二、外资对中长期国债增持规模环比减少，短期国库券再度转为净增持，负估值效应导致外资持有美债余额下降

从TIC流量数据来看，10月份，外资净买入美债435亿美元，而2021年同期为净卖出93亿美元，环比减少15%。从交易品种来看，当月外资净买入中长期美债619亿美元，净买入额同比增加1054亿美元，环比增加2.4%，负贡献了环比下降的20%；净减持短期国库券184亿美元，环比扩大1.9倍，贡献了环比下降的120%。2022年前10个月，外资累计净买入美国国债5937亿美元，其中净买入中长期美债6798亿美元，净卖出短期国库券862亿美元，2021年同期分别为净卖出281亿美元和647亿美元（见图表3）。这显示，2022年以来外资大幅增持中长期美债，同时减持短期国库券。

从 TIC 存量数据来看，截止 10 月末，外资持有美债余额为 71854 亿美元，较上月下降 1115 亿美元，降幅环比减少 54%。其中，外资继续净买入美债 435 亿美元，由于美债收益率上升、美债价格下跌带来的负估值效应 1551 亿美元。这种外资美债持有名减实增的情形，在 2022 年已经出现 6 次，与 2020 年 3 月危机式流动性枯竭的情形截然不同。当时，外资抛售美债 3187 亿美元，最终美联储紧急降息并宣布大幅购债压低了美债利率，产生了 422 亿美元的正估值效应，当月美债余额环比下降 2766 亿美元。

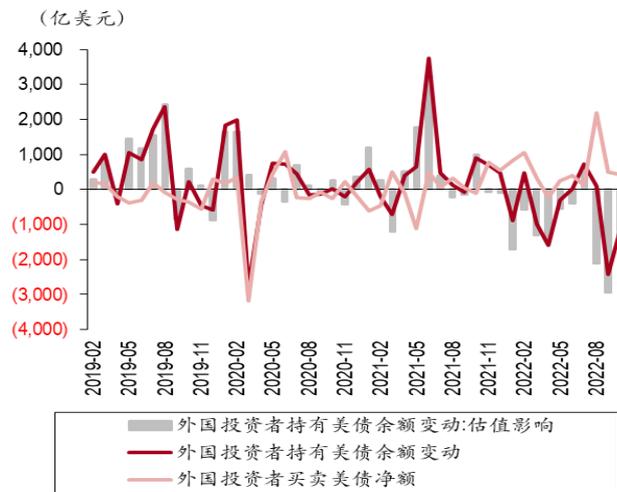
2022 年前 10 个月，外资持有美债余额下降 5950 亿美元，但外资累计净买入美债 5937 亿美元，负估值效应为 11887 亿美元，负值为有数据统计以来的最高（见图表 4）。历史经验看，10 年期美债收益率月均值与美国中长期国债净买入 12 个月滚动均值具有较高相关性，2010 年 1 月至今相关系数为 0.69。而且，美国提供通胀指数国债（TIPS），具备一定的抗通胀能力，对配置盘有较高吸引力。

图表 3. 外资持有美债月度余额变动及其构成



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 4. 外资持有美债余额和买卖美债净额及估值效应

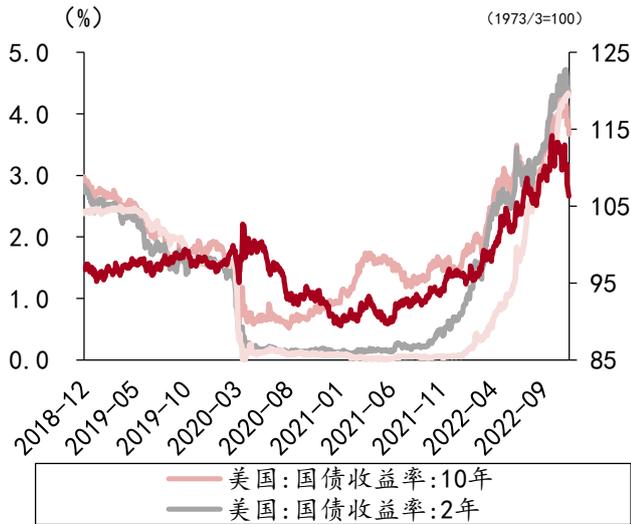


资料来源：美国财政部，万得，中银证券

注：外资持有美债余额变动的估值影响=外资持有美债余额变动-外资买卖美债净额，下同。

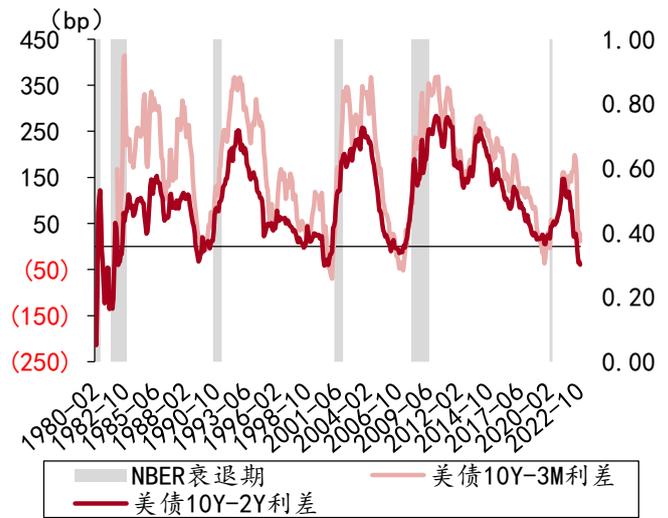
10 月，美国 CPI 同比超预期回落至 7.7%，但非农新增就业远超预期，市场依然纠结“高通胀+低失业”的组合对未来美联储货币政策的影响。不过，市场对 11 月 FOMC 再次加息 75 个基点的预期依然牢固，短端利率仍未见顶。当月，美元指数站稳 110 上方，月均值上涨 1.1%，依然处于二十年来的高位，前 10 个月累计上涨 16.3%；美债 3 个月、2 年期和 10 年期月均收益率分别上升 65BP、52BP 和 46BP，前 10 个月分别累计上升 381BP、370BP 和 252BP（见图表 5）。10 月，美债 10 年期和 2 年期利差倒挂均值 39BP，接近历史低值，市场对美国经济衰退的预期不断增强（见图表 6）。

图表 5. 美债收益率及美元指数走势



资料来源：美联储，万得，中银证券

图表 6. 10 年期与 3 个月和 2 年期美债收益率差值



资料来源：美联储，NBER，万得，中银证券

注：图中阴影为 NBER 界定的美国经济衰退期。

三、私人投资者继续增持中长期美债，官方投资者减持美国国债边际放缓

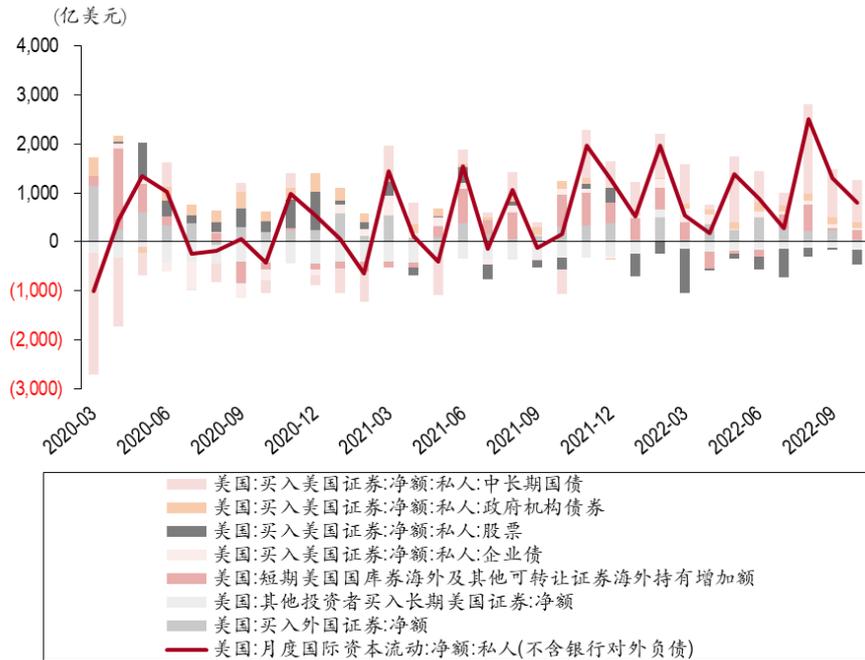
剔除银行对外负债变动后，私人海外投资者 10 月份在美增持证券资产 793 亿美元，连续 13 个月净增持，较上月的增持环比下降 40%，且低于 2022 年以来月均水平 23%。其中，主要是净买入美国中长期国债和政府机构债券，分别为 858 亿、127 亿美元，贡献了净增持规模 108%、16%。此外，美国投资者卖出外国股票和债券合计 42 亿美元，贡献了 5%，显示资金继续回流美国¹（见图表 7）。

10 月份，私人投资者净减持美国股票 288 亿美元，自 2022 年初以来持续净减持，但低于前 9 个月的平均减持 313 亿美元。当月，美股三大股指转涨，标普 500 指数、纳斯达克综合指数和道琼斯工业指数的单月分别上涨 8%、4% 和 14%。有趣的是，除了 2022 年 1 月，私人投资者在 3 月、7 月和 10 月美股反弹上涨时均选择卖出美股和增持现金，而 2020 年和 2021 年主要以买入美股为主，美股也是持续上涨。这或许和私人投资者风险偏好下降、现金利息上升有关。

2022 年前 10 个月，私人投资者累计净增持美国证券资产 14252 亿美元，同比增加 42%。其中，主要正贡献项是中长期国债和银行对外负债，分别增加 8377 亿、2389 亿美元，贡献了净增持额的 59%、26%，2021 年同期分别为 -222 亿、5939 亿美元；主要负贡献项是美国股票，净减持 3108 亿美元，负贡献了净增持额的 22%，2021 年同期为净增持 131 亿美元（见图表 7）。

¹ 根据美国财政部说明，TIC 报告涵盖了美国 and 境外投资者跨境资本流动的双向交易，既包括境外投资者买卖美国证券资产，也包括美国投资者买卖外国证券资产。正值表示美国投资者卖出外国资产，资金回流美国；负值表示卖出外国资产，资金流出美国。参考：<https://ticdata.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/netfsec.txt>

图表 7. 私人海外投资者月度在美国国际资本流动状况

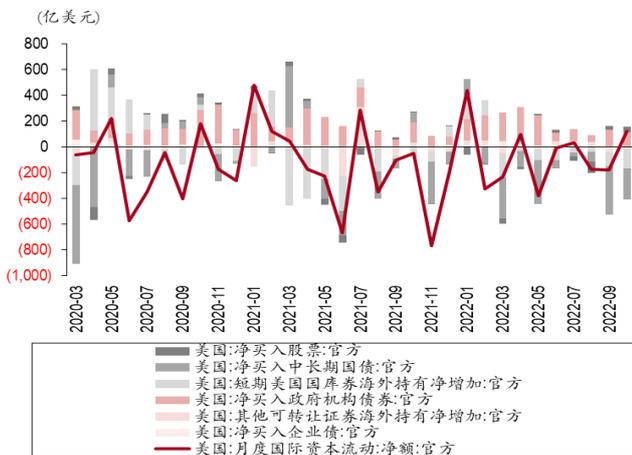


资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

当月, 官方海外投资者净增持美国证券资产 122 亿美元, 较上月 (-179 亿美元) 和 2021 年同期 (-51 亿美元) 均有所改善。其中, 净减持中长期国债 239 亿美元, 减持规模较上月下降 36%, 为当月官方净买入转正的最主要贡献; 净减持美国短期国库券 162 亿美元, 同比和环比分别扩大 110%、55%。此外, 当月官方投资者继续净增持了美国政府机构债券和股票, 前者净增持 115 亿美元, 自 2017 年 9 月以来连续净增持, 后者净增持幅度较上月进一步扩大至 45 亿美元 (见图表 8)。以 12 个月移动均值为趋势, 自 2021 年 5 月起, 受美国利率上行影响, 私人投资者和官方持续“换筹码”, 具体表现为私人投资者买入美国证券资产和中期美债, 而官方投资者套现“兑付” (见图表 9)。

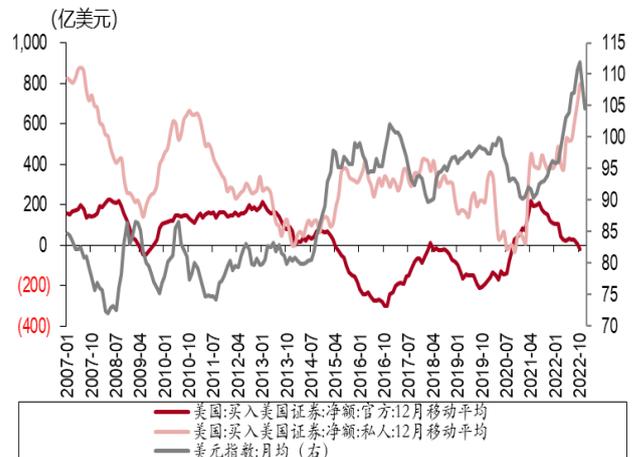
2022 年前 10 个月, 官方海外投资者累计净减持美国证券资产 594 亿美元, 同比缩小 6%。其中, 主要是减持了中长期国债、美国股票和短期国库券, 分别为 1578 亿、139 亿、438 亿美元, 同比增加了 26、2.5 倍和减少了 0.6 倍, 贡献了净减持额的 266%、24% 和 74%。但官方投资者增加了美国政府机构债券和企业债配置, 分别净增持 1566 亿、156 亿美元, 同比减少 4%、扩大 1.8 倍, 负贡献为 264%、26% (见图表 8)。

图表 8. 官方海外投资者月度在美国国际资本流动状况



资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

图表 9. 美元、官方和私人海外投资者净买入美国证券资产

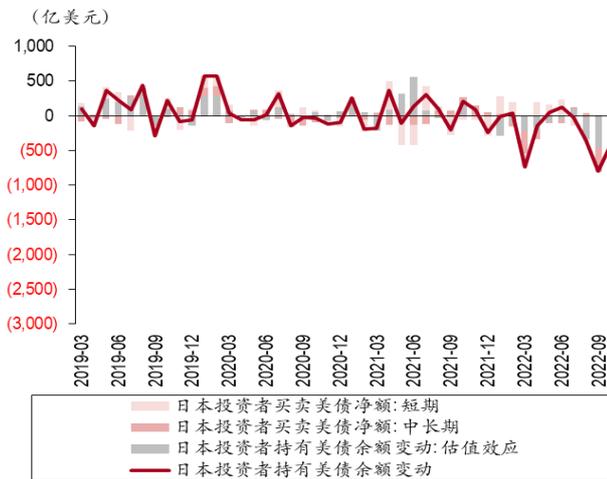


资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

四、日本投资者继续减持美债，但减持规模有所收敛

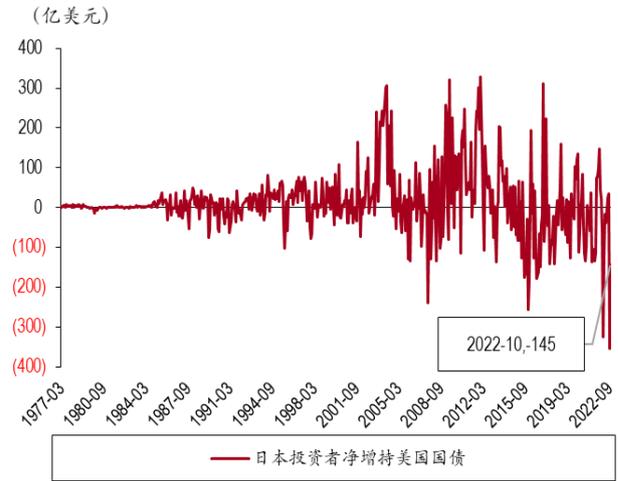
截止10月末，美债的第一大持有国日本（包括官方和私人）持有美债余额10782亿美元，较上月减少419亿美元（见图表10），其中，净减持中长期国债145亿美元，环比缩小59%（见图表11）。当月，日本投资者还减持了40亿美元短期国库券，总体净卖出美债184亿美元，贡献了持有美债余额降幅的44%；负估值效应235亿美元，贡献了余额降幅的56%。由于日本是低利率时代杠杆资产交易最重要的资金融出方，日本不得不“割肉”应对其他发达国家货币政策转向和美日息差扩大。

图表 10. 日本投资者持有美债的变动情况及其构成



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 11. 日本单月净增持美国国债情况

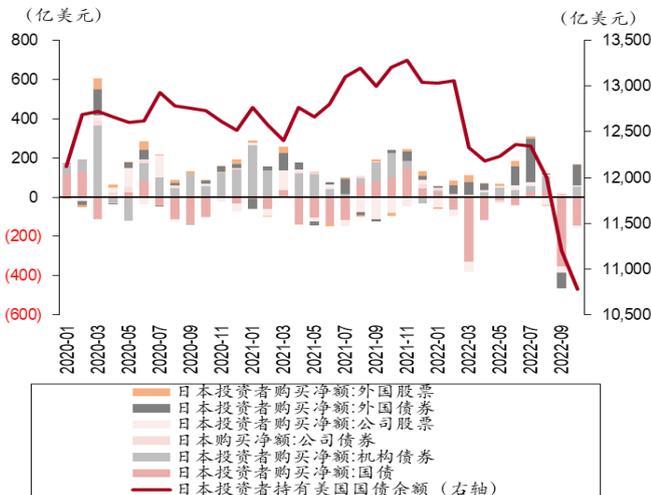


资料来源：美国财政部，万得，中银证券

从其他券种来看，当月日本投资者在卖出美债的同时，也小规模净卖出美国股票12亿美元，但对美国公司债及政府机构债券均维持小幅净增持，分别净增5亿和54亿美元（见图表12）。

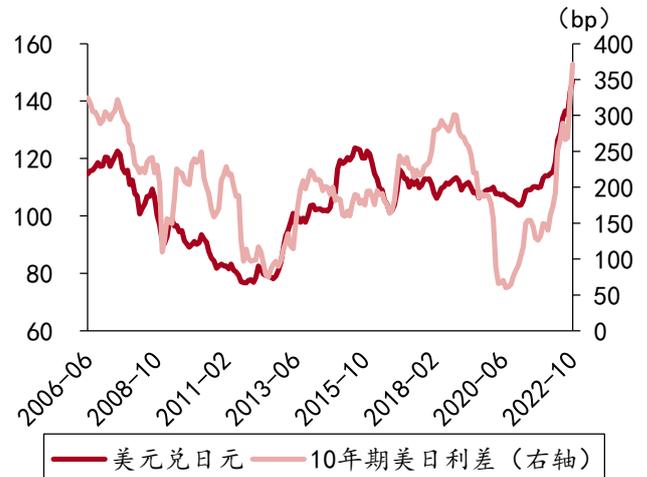
当月，在日美货币政策立场背离和美日利差持续扩大的背景下，日元兑美元汇率持续承压。10月20日，美元兑日元日内一度升破150，日元创下1990年8月以来最低点，随即又迅速回落至150以下。当天，日本财务大臣铃木俊一表示，急速单向的日元贬值是不可取的，不能容忍日元汇率过度波动，对此政府今后还会采取适当措施予以应对。10月底，日本财务省公布干预规模，9月29日至10月27日总计投入430亿美元拉抬日元汇价，出手干预汇市，是1991年有纪录以来单月最大规模（见图表13）。

图表 12. 日本投资者持有美债的余额及其他证券品种变动



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 13. 美元兑日元汇率及美日利差

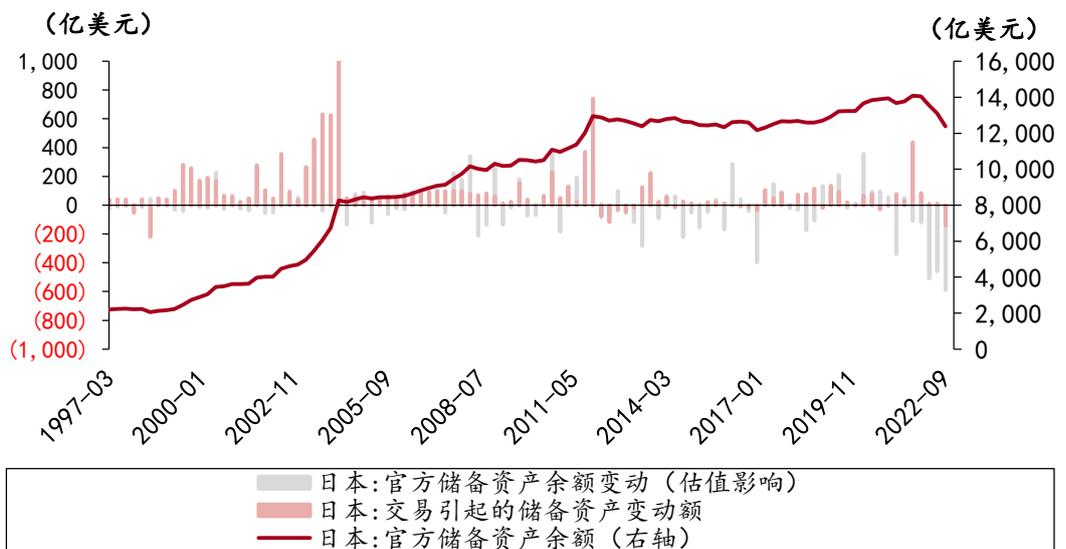


资料来源：美联储，万得，中银证券

截至 10 月末，日本官方储备资产余额 1.19 万亿美元（外汇储备余额 1.08 万亿美元），较上月下降 435 亿美元（外汇储备下降 430 亿美元）；交易引起的储备资产下降 409 亿美元，创下有数据以来的最大降幅，贡献了储备余额下降的 94%；负估值影响约为 26 亿美元，贡献了余额下降的 4%（见图表 14）。综合日本外汇储备和持有美债变动数据，10 月份日本央行的确有卖出美债进行汇率干预，但由于美债收益率上升也产生了较大的负估值效应，部分抵消了日本美债持有的下降。

2022 年前 10 个月，日本持有美债余额下降 2258 亿美元，较 2021 年底降幅 17.3%，2021 年同期为净增加 691 亿美元。其中，净减持中长期美债 975 亿美元，同比扩大 2.6 倍，特别是 9 月和 10 月净减持规模合计占比 51%；净增持短期国库券 493 亿美元，2021 年为净增持 156 亿美元；合计净卖出美债 482 亿美元，同比扩大 3.3 倍，贡献了持有余额降幅的 21%；负估值效应 1776 亿美元，贡献了持有余额降幅的 79%，是 2022 年日本美债持有余额减少的最主要贡献，2021 年为正估值效应 804 亿美元（见图表 10）。

图表 14. 日本官方储备余额和储备资产变动



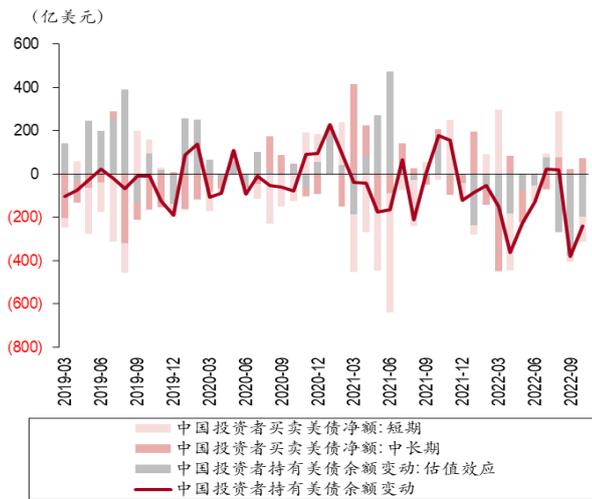
资料来源：日本财务省，万得，中银证券

五、中国投资者美债余额下降，由负估值效应和净减持美债共同影响

截止 10 月底，中国投资者持有美债余额为 9096 亿美元，虽降幅较上月有所收窄，但依然再创 2010 年 6 月以来新低。这主要由于负估值效应缩小和中资连续两月净卖出美债。其中，负估值效应 197 亿美元，环比下降 48%，贡献了余额降幅的 82%；净买入中长期美债 71 亿，净卖出短期国库券 114 亿美元，合计净卖出美债 43 亿美元，贡献了美债余额降幅的 18%，上月为净卖出 6 亿美元（见图表 15）。

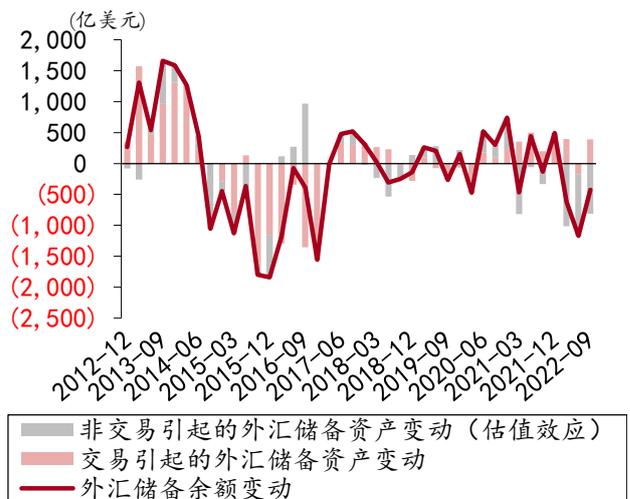
2022 年前 10 个月，中国投资者持有美债余额累计下降 1592 亿美元。其中，负估值效应 1568 亿美元，贡献了 99%；净减持中长期美债 111 亿美元，净增持短期美国国库券 88 亿美元，合计净减持美债 24 亿美元，仅仅贡献了 1%（见图表 15）。这表明，2022 年以来中资持有美债余额下降主要由非交易层面的负估值效应导致，交易层面仅小幅减持了美债。根据三季度国际收支数据，截至 9 月末，中国外汇储备余额 30290 亿美元，较 2021 年底减少 2212 亿美元，其中交易引起的外汇储备增加 610 亿美元，负估值效应 2822 亿美元（见图表 16）。这也印证了同期尽管人民币汇率大幅波动，中国央行却没有大举抛售美债，干预外汇市场的行为。

图表 15. 中国投资者持有美债的变动情况及其构成



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

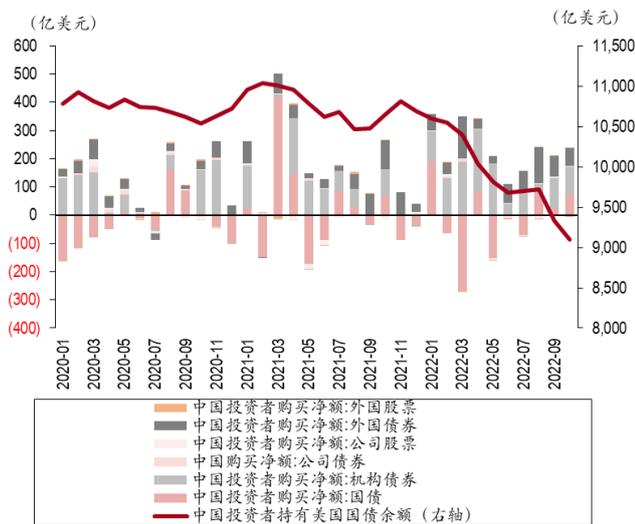
图表 16. 中国外汇储备余额变动及其细分



资料来源：国家外汇管理局，中国人民银行，万得，中银证券

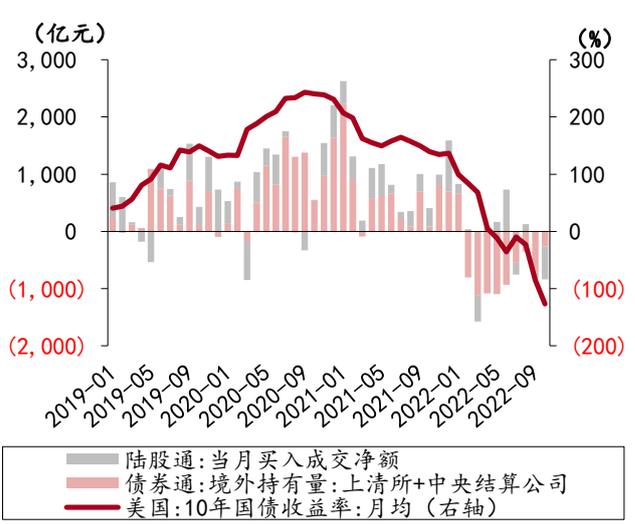
从其他券种来看，中资整体小幅净增持美国证券资产，其中净增持政府机构债券 101 亿美元，为连续第 10 个月净增持，但减持了 5 亿美元美股。在中国投资者小幅买入美国证券资产的同时，同期美国投资者也减持了 66 亿美元中国债券，但股票持有总额与上月基本持平（见图表 17）。这与中国债券通数据方向基本一致，但与陆股通却出现了 3 月份相似的背离。债券通项下，10 月外资净减持人民币债券 265 亿元人民币，减持规模环比有所下降，且依然低于 2022 年 3~6 月份月均 1059 亿元人民币的水平；陆股通项下，10 月外资净卖出 573 亿元人民币，创年内新高。当月，由于美债收益率继续飙升，10 年期美债月均收益率上升 46 个基点，中债收益率基本保持稳定，中美利差倒挂程度进一步加深，10 年期中美国债收益率倒挂均值由上月的 85 个基点扩大至 127 个基点（见图表 18）。

图表 17. 中国投资者持有美债余额及其他证券品种变动



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 18. 债券通及陆股通项下资金流动及 10 年期中美利差



资料来源：中债登，上清所，美联储，万得，中银证券

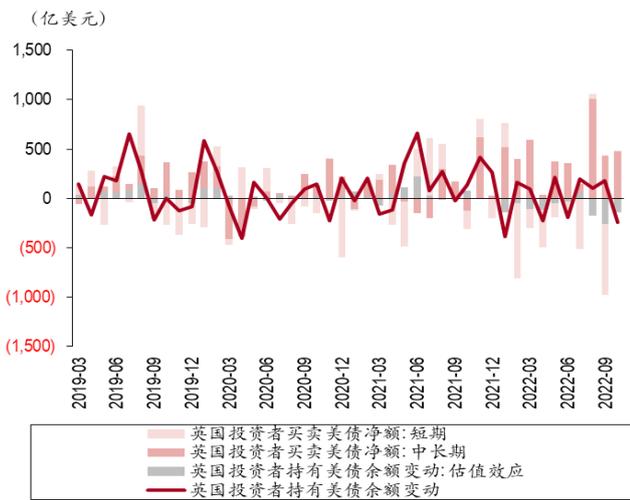
六、英国投资者结束连续净增持美债，欧元区投资者持有美债继续名减实增

截至10月末，英国投资者持有美债余额6385亿美元，环比减少247亿美元，结束连续三个月增加。其中，净买入中长期美债472亿美元，净卖出短期国库券580亿美元，合计共卖出美债108亿美元，贡献了余额下降的44%；负估值效应139亿美元，负贡献56%。10月，英国10年期国债收益率是2014年9月以来首次高于美国10年期国债收益率，可能是资本回流英国的原因之一。2022年前10个月，英国投资者月持有美债余额累计减少97亿美元，其中净买入中长期美债4275亿美元，净卖出短期国库券3361亿美元，合计净买入美债913亿美元，占同期外资净买入美债的9%，负估值效应1011亿美元（见图表19）。

同期，欧元区投资者持有美债余额13216亿美元，环比减少168亿美元。流量数据显示，当月欧元区投资者净买入104亿美元中长期美债和净卖出221亿美元短期国库券，合计净买入117亿美元美债，负贡献了余额降幅的69%；负估值效应285亿美元，贡献了余额降幅的169%，负估值效应超过了欧元区净买入美债的实际金额，导致欧元区投资者持有美债余额不增反降。2022年以来，欧元区投资者持有美债余额累计下降809亿美元，累计净买入美债1332亿美元，占同期外资净买入美债的13%，负估值效应2141亿美元（见图表20）。

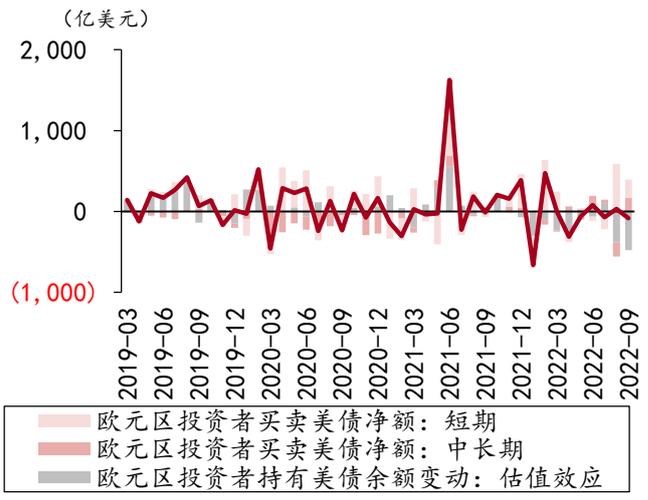
从英国和欧洲的经验来看，利率仍是决定国际间资本流动的重要因素。前期美国高通胀和高利率的优势在国际资本流动趋势上一览无余。随着通胀趋势收敛和经济形势异位（中国、欧盟和美国先后触底反弹），资本流动可能会有新的变化。

图表 19. 英国投资者持有美债的变动情况及其构成



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 20. 欧元区投资者持有美债的变动情况及其构成



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

七、主要结论

总体来看，10月外资增持步伐再度反弹，且高于2022年月度平均水平，外资持有美债也是名减实增。2022年累计外资流入额继续创下1978年以来的新高，全球依然暴露在“美元荒”的冲击之下。当月，私人投资者净增持是最主要贡献，官方投资者也再次净增持。趋势上看，私人持续净买入美债，官方买入放缓甚至部分月份卖出，与2015年至2019年颇为相似。私人资本流动依然是主导美元走势的重要因素，而官方家底厚度决定“美元荒”承受力。此外，不同地区投资者对于买卖美债的态度不同：日本出于干预汇率的目的再次减持了部分美债，但实际规模没有看到的那么多；中国美债余额再度转为下降，主要是由于负估值效应和小幅净减持；英国利率上行“挽留”投资者，欧元区投资者继续增持美债。私人投资者对风险资产依然较为忌惮，说明美股主导力量仍是本土投资者。

11月以来，美元“见顶论”甚嚣尘上，12月美联储如期放缓加息，市场对美联储宽松预期不断升温，同时美债收益率下跌、美股反弹，风险偏好明显改善。即便12月FOMC纪要表述“偏鹰”和部分鹰派票委不断发声，市场反应平平。宏观数据与货币政策博弈可能会贯穿2023年上半年。如果金融条件宽松趋势成型，国际资本可能再次流向非美元资产。中短期看，无论是数据依赖下对于美联储紧缩预期的修正，抑或是紧缩下半场给经济和市场带来的滞后冲击，可能出现“短上长下”的格林斯潘之谜，避险情绪驱动也可能使美元重获支撑，国际资本回流美国趋势放缓乃至逆转需要一个“契机”。

风险提示：美联储货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期。

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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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转载或转发的，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