

11月美国国际资本流动报告点评

美元调整不改资本回流之势，外资对美元资产风险偏好有所回升

11月份，美元指数继续走低，但外资进一步增持美国证券资产，私人投资者大幅净增持风险资产，既买又涨推动外国投资者美债持有余额大幅上升。

- **外资进一步增持美国证券资产，长期美国证券资产热度上升。**11月份，外国投资者净增持美国证券资产 2131 亿美元，环比增加 19%。私人海外投资者净增持规模环比继续上升，官方海外投资者净增持力度显著放缓。当月外资净增持美国长期证券资产 1652 亿美元，同比和环比分别增加了 57% 和 225%，贡献同期美国国际资本净流入额的 78%。银行对外负债和短期美国国库券及其他托管债务的热度均较上月有所下降，流动性偏好改善。
- **外资对美债热情不减，正估值效应进一步推动外资持有美债余额上升。**11月份，外资净买入美债 589 亿美元，环比增加 35%，其中净买入中长期美债规模 542 亿美元，净增持短期国库券 47 亿美元；外资持有美债余额上升 1419 亿美元，结束连续两个月环比下降，并创 2021 年 7 月以来最大增幅，由于美债收益率下降、美债价格上涨带来的正估值效应 830 亿美元。
- **私人投资者大举增持风险资产，与官方投资者风格截然相反。**剔除银行对外负债变动后，私人海外投资者 11 月在美增持证券资产 1635 亿美元，连续 14 个月净增持。私人投资者净增持美国股票 467 亿美元，环比增加 755 亿美元，为 2022 年内首次净增持，且创 2021 年以来新高。同期，官方海外投资者小幅净增持美国国债，结束连续 9 个月减持，主要来自短债，同时继续增持美国政府机构债券，但减持美国股票。
- **日本投资者转为增持美债，日元升值幅度创亚洲危机以来新高。**11月份，日本持有美债余额较上月增加 179 亿美元，结束连续四个月下降，其中净买入美债 55 亿美元，正估值效应 124 亿美元。当月，日元兑美元上涨 7.7%，日本央行汇市干预压力消除是日资重新增持美债的重要推动力。
- **中国投资者美债余额降幅收窄，主要来自正估值贡献和净卖出规模下降。**截止 11 月末，中国投资者持有美债余额为 8700 亿美元，降幅较上月有所收窄。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，交易层面减持美债的影响有限。
- **英国投资者是净买入美股的主力，欧元区投资者买入美债边际放缓。**11月份，当月英国投资者净买入 223 亿美元股票，加拿大投资者也净买入 187 亿美元股票，合计贡献了外资净买入美国股票的 95%。同期，欧元区持有美债余额增加 329 亿美元，其中净买入美债 174 亿美元，环比减少 36%，正估值效应 155 亿美元。
- **11月现金偏好下降，风险偏好显著改善。**美元大幅下挫并未阻止外资回流美国。市场可能对美联储紧缩放缓乃至最终降息已经迫不及待。
- **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

《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》
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

wancong.fu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

一、11月外资进一步增持美国证券资产，市场风险偏好趋于改善

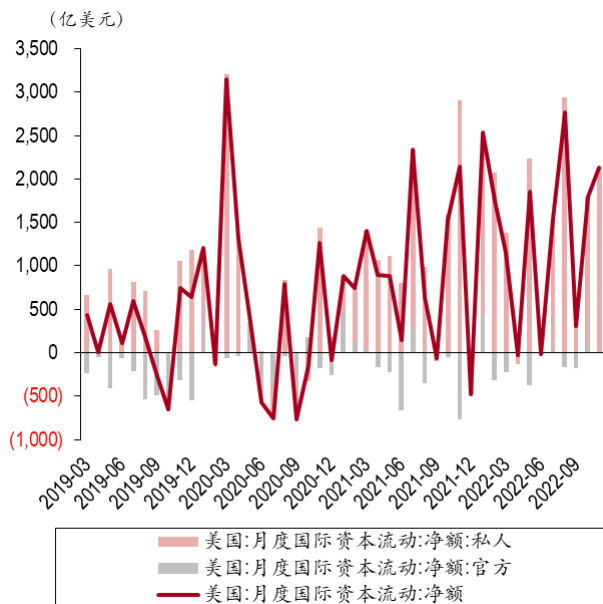
2023年1月19日，美国财政部发布了2022年11月份的国际资本流动（TIC）报告。报告显示，11月份，外国投资者净增持美国证券资产2131亿美元，与2021年同期基本持平，但环比增加了19%。按交易主体划分，私人海外投资者（包括商业机构以及国际和地区组织）净增持2127亿美元，同比下降了27%，但环比增加了27%，贡献了外资环比多增的135%；官方海外投资者净增持4亿美元，虽然明显好于2021年同期净减持768亿美元，但大幅低于上月净增持123亿美元，负贡献了外资环比多增的35%（见图表1）。11月份，在外资加速回流美国之际，美元指数环比下跌5%，10年期和2年期美债收益率分别下跌42bp和13bp。

2022年前11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15782亿美元，同比增长36.7%，净买入规模继续刷新1978年有数据以来的纪录。其中，私人投资者累计净增持美国证券资产16370亿美元，同比增长26.4%，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588亿美元，减持规模同比下降58%（见图表1）。

按交易工具划分，外资对美国长期证券热度明显上升。当月外资净增持美国长期证券资产1652亿美元，同比和环比分别增加了57%和225%，贡献同期美国国际资本净流入额的78%，而上月为28%；银行对外负债和短期美国国库券及其他托管债务的热度均较上月有所下降，前者环比下降61个百分点至净增持490亿美元，后者转为净减持10亿美元（见图表2）。

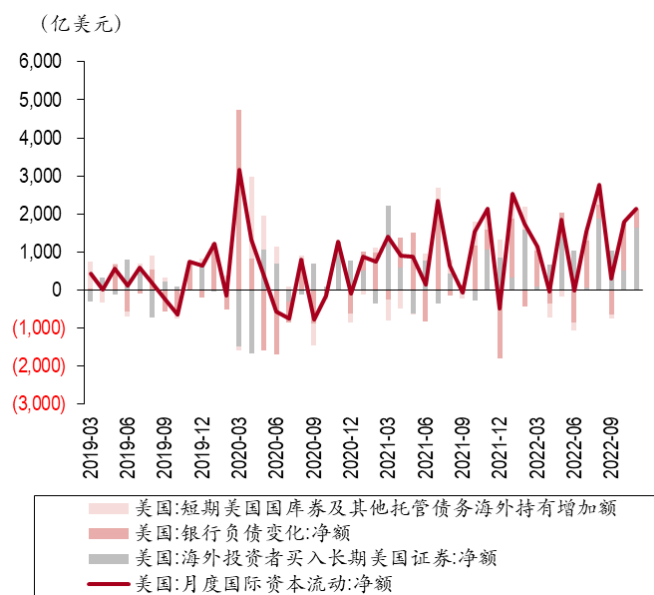
2022年前11个月，外资累计净增持美国长期证券资产10260亿美元，同比扩大1.7倍，贡献了同期美国国际资本净增额的65%；银行对外负债净增加4166亿美元，同比减少36%，贡献了26%；短期美国国库券及其他托管债务净增加1356亿美元，同比增加12%，贡献了9%（见图表2）。由此可见，在高通胀、金融动荡和美联储紧缩背景下，外资对三大类美元资产均有所增持，其中主要是增持了美国中长期证券资产，美元现金资产排在其次。11月份外资增持美元资产的两大突出特点分别是资产组合久期拉长和风险偏好显著改善（私人大幅增持美股和企业债，详见下文分析）。

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

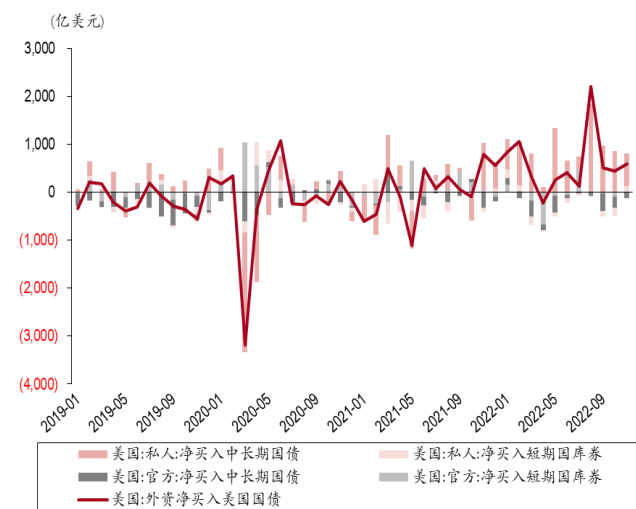
二、外资对中长期国债增持有所放缓，短期国库券再度转为净增持，既买又涨价推动外资持有美债余额上升

从 TIC 流量数据来看，11 月份，外资净买入美债 589 亿美元，同比减少 25%，但环比增加 35%。从交易品种来看，当月外资净买入中长期美债 542 亿美元，同比和环比分别减少 18% 和 12%，负贡献了环比增加的 50%；净增持短期国库券 47 亿美元，环比增加 231 亿美元，贡献了环比增加的 150%。2022 年前 11 个月，外资累计净买入美国国债 6526 亿美元，其中净买入中长期美债 7340 亿美元，同比扩大 18 倍，净卖出短期国库券 815 亿美元，而 2021 年同期净卖出短期国库券 519 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，减持短期国库券。**

从 TIC 存量数据来看，截止 11 月末，外资持有美债余额为 72736 亿美元，较上月增加 1419 亿美元，结束连续两个月环比下降，并创 2021 年 7 月以来最大增幅。其中，外资继续净买入美债 589 亿美元，由于美债收益率下降、美债价格上涨带来的正估值效应 830 亿美元。当月外资买债规律与 7 月份相似，就连资产价格和通胀数据表现也颇为相似，包括美股上涨、美债收益率曲线倒挂加深（3 月期加息涨收益率、10 年期和 2 年期收益率显著下降）和 CPI 回落（7 月美国 CPI 年内首次回落、核心 CPI 持平，11 月美国 CPI 和核心 CPI 双双下降）。不同的是，7 月和 11 月美元表现截然相反，美联储货币政策立场也有重大变化。7 月份美联储第二次加息 75 个基点，暗示未来可能仍有数次大幅加息；11 月份美联储会议纪要透露，由于加息对经济活动的影响存在滞后性，且过快加息会影响金融市场稳定与实体经济复苏，大部分美联储官员表示，建议在即将召开的会议上放缓加息步伐。这点在外资买股上表现更为突出，7 月份美股上涨净减持美股 571 亿美元，11 月份美股上涨净增持 467 亿美元，**再次说明美联储才是金融市场的核心矛盾。**

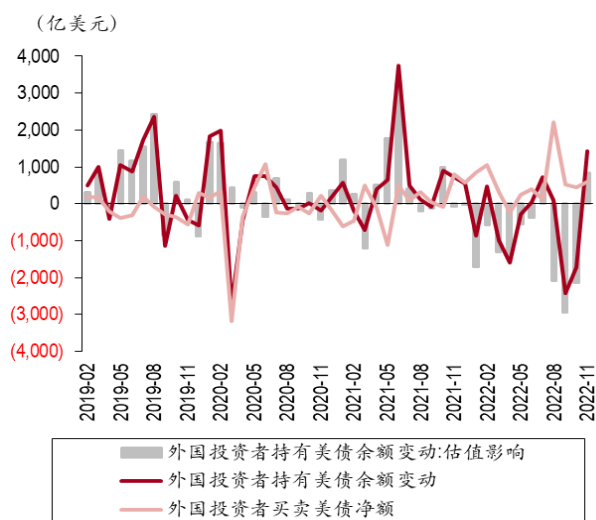
2022 年前 11 个月，外资持有美债余额下降 5126 亿美元，但外资累计净买入美债 6526 亿美元，负估值效应为 11652 亿美元，负值为有数据统计以来的最高（见图表 4）。11 月份，受美联储加息放缓影响，美债 3 个月期涨幅收窄至 15BP，2 年期和 10 年期收益率分别下降 42BP 和 13BP（见图表 5）。同期，美债倒挂程度进一步加深，10 年期和 2 年期利差均值进一步下行至 -61BP，接近历史低值，市场对美国经济衰退的预期有所上升（见图表 6）。

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

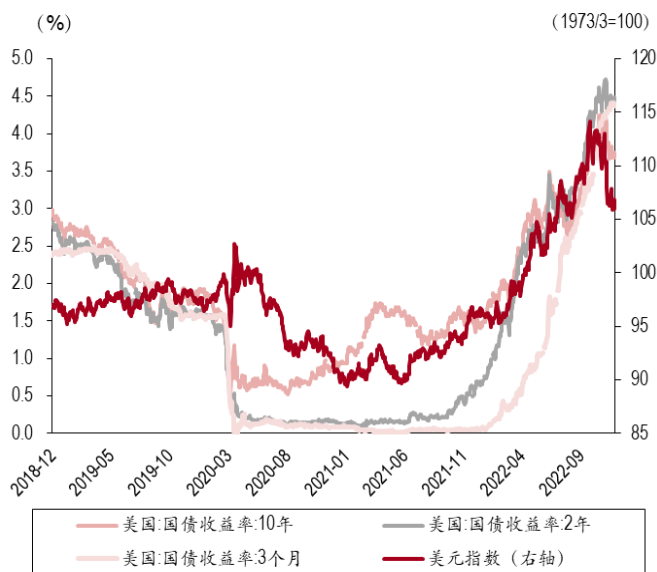
图表 4. 外资持有美债余额和买卖美债净额及估值效应



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

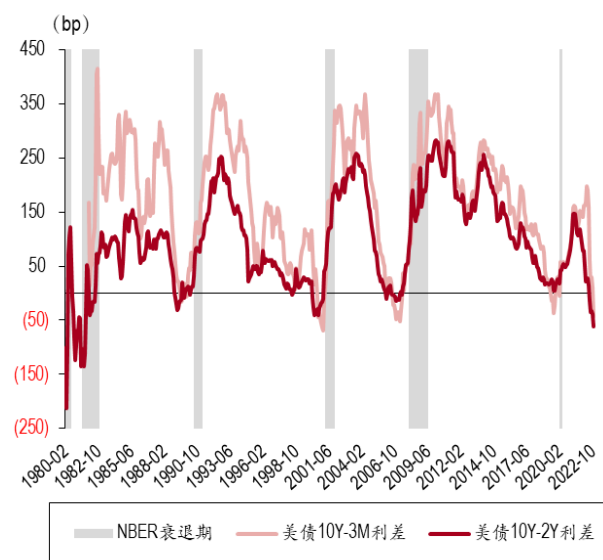
注：外资持有美债余额变动的估值影响=外资持有美债余额变动-外资买卖美债净额，下同。

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、私人投资者大举增持风险资产，与官方投资者风格截然相反

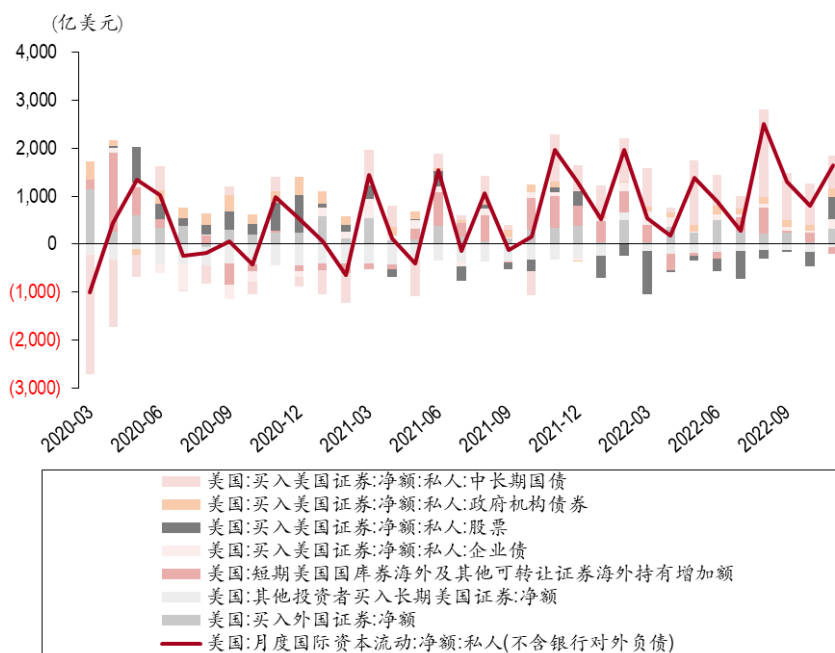
剔除银行对外负债变动后，私人海外投资者 11 月份在美增持证券资产 1635 亿美元，连续 14 个月净增持，较上月的增持环比增加 106%。其中，净买入美国中长期国债有所放缓，环比下降 22%；净买入政府机构债券环比增加 40%，两者合计贡献了净增持规模的 52%，仍是外资回流的主要方向。此外，美国投资者卖出外国股票和债券合计 309 亿美元，速度有所加快，创五个月以来新高，贡献了 19%，显示资金继续回流美国¹（见图表 7）。

11 月份，私人投资者净增持美国股票 467 亿美元，环比增加 755 亿美元，为 2022 年内首次净增持，且创 2021 年以来新高。当月，美股三大股指涨幅较上月有所放缓，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 5%、4% 和 6%。正如前文所述，**风险偏好改善是 11 月外资风格大变的主因。曲线倒挂加深和经济衰退之忧也比不上美联储紧缩态度软化。**

2022 年前 11 个月，私人投资者累计净增持美国证券资产 16370 亿美元，同比增加 26%。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 9049 亿、4166 亿美元，贡献了净增持额的 55%、25%，2021 年同期分别为 757 亿、6482 亿美元；主要负贡献项是美国股票，净减持 2641 亿美元，负贡献了净增持额的 16%，2021 年同期为净增持 222 亿美元（见图表 7）。

¹ 根据美国财政部说明，TIC 报告涵盖了美国和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

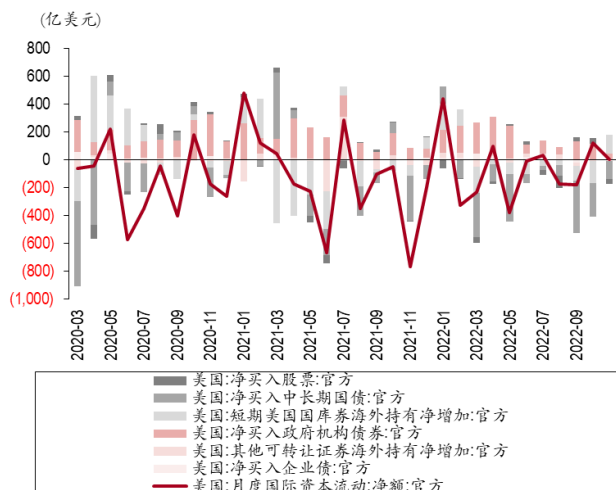


资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

当月, 官方海外投资者净增持美国证券资产 4 亿美元, 环比下降 97%, 但显著好于 2021 年同期净减持 768 亿美元。其中, 净减持中长期国债 130 亿美元, 减持规模较上月下降 45%; 净增持美国短期国库券 133 亿美元, 结束连续八个月净减持, 较上月 (-162 亿美元) 和 2021 年同期 (-82 亿美元) 均有改善。此外, 当月官方投资者继续净增持了美国政府机构债券 42 亿美元, 规模创 2019 年 9 月以来新低, 同时净减持股票 38 亿美元, 风格与私人投资者截然相反 (见图表 8)。虽然当月美元下跌, 但官方与私人投资者净买入此消彼长的镜像关系依然延续 (见图表 9)。不过, 从近三个月美元走势来看, 资本回流美国边际放缓值得期待。

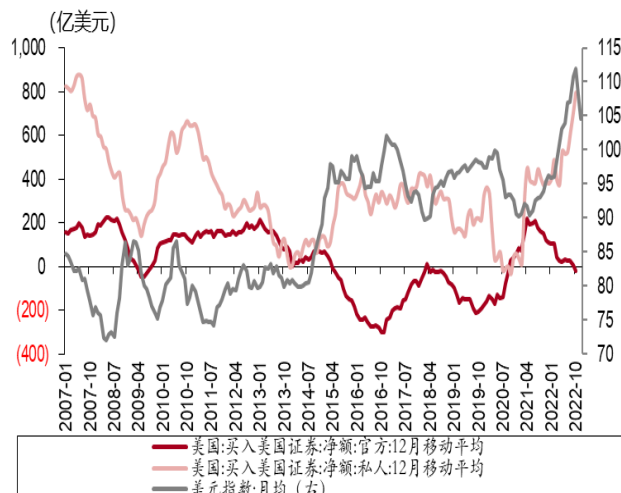
2022 年前 11 个月, 官方海外投资者累计净减持美国证券资产 588 亿美元, 同比缩小 58%。其中, 主要是减持了中长期国债、美国股票和短期国库券, 分别为 1709 亿、177 亿、305 亿美元, 同比增加了 3.5、2.7 倍和减少了 0.7 倍, 贡献了净减持额的 291%、30% 和 52%。但官方投资者增加了美国政府机构债券和企业债配置, 分别净增持 1607 亿、160 亿美元, 同比减少 6%、扩大 1.6 倍, 负贡献为 273%、27% (见图表 8)。

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

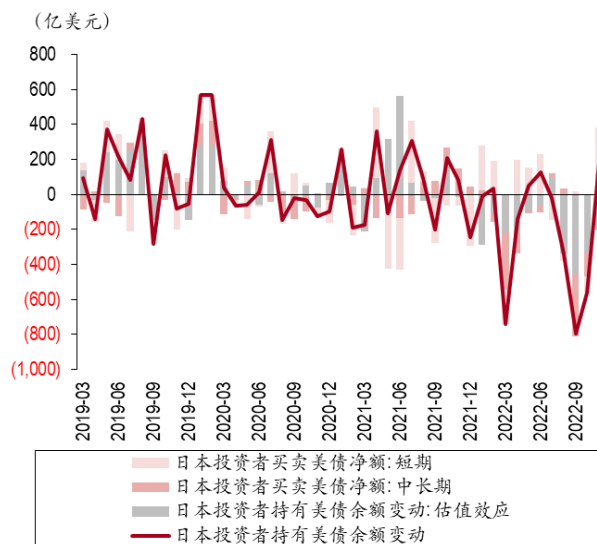


资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

四、日本投资者转为增持美债，日元升值幅度创亚洲危机以来新高

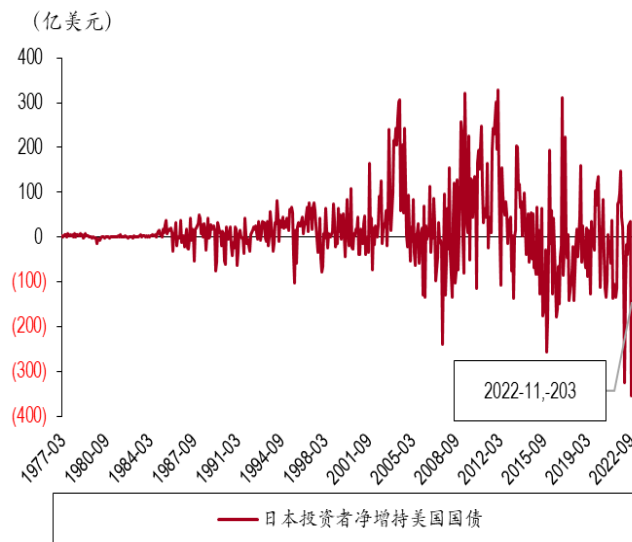
截止 11 月末，美债的第一大持有国日本（包括官方和私人）持有美债余额 10822 亿美元，较上月增加 179 亿美元，结束连续四个月下降（见图表 10），其中，净减持中长期国债 203 亿美元，减持规模环比增加 41%（见图表 11）。当月，日本投资者增持了 258 亿美元短期国库券，总体净买入美债 55 亿美元，贡献了持有美债余额升幅的 31%；正估值效应 124 亿美元，贡献了余额升幅的 69%。

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. 日本单月净增持中长期美国国债情况

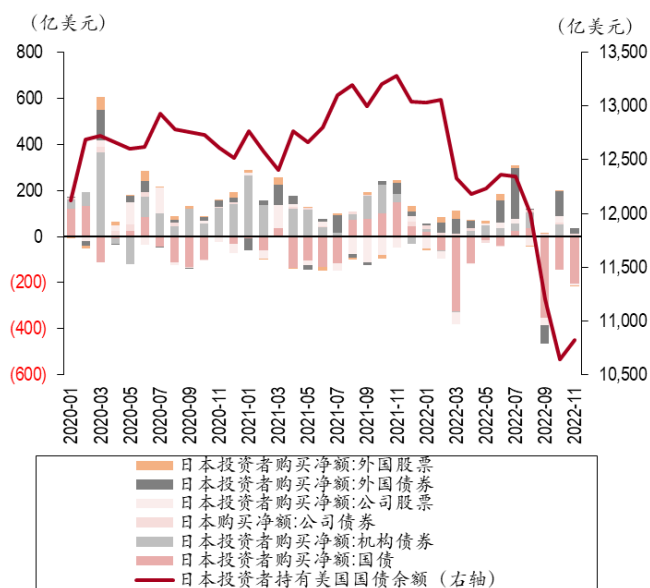


资料来源：美国财政部，万得，中银证券

从其他券种来看，当月日本投资者在净买入美债的同时，也小规模净增持 4 亿美元美国公司债和 6 亿美元政府机构债券，但净卖出美国股票 8 亿美元（见图表 12）。11 月，日元兑美元汇率强势反弹 7.7%，创亚洲金融危机以来最好单月表现（见图表 13）。截至 11 月末，日本官方储备资产余额 1.23 万亿美元，较上月增加 318 亿美元；交易引起的储备资产增加 38 亿美元，贡献了储备余额上升的 12%；正估值影响约为 279 亿美元，贡献了余额上升的 88%（见图表 14）。在风险偏好改善情况下，日元录得创纪录表现，日本外汇储备迎来反弹，说明日美货币政策差异可能是 2022 年日元汇率行情的主导因素。不是日本央行不努力，只是美联储太强势。

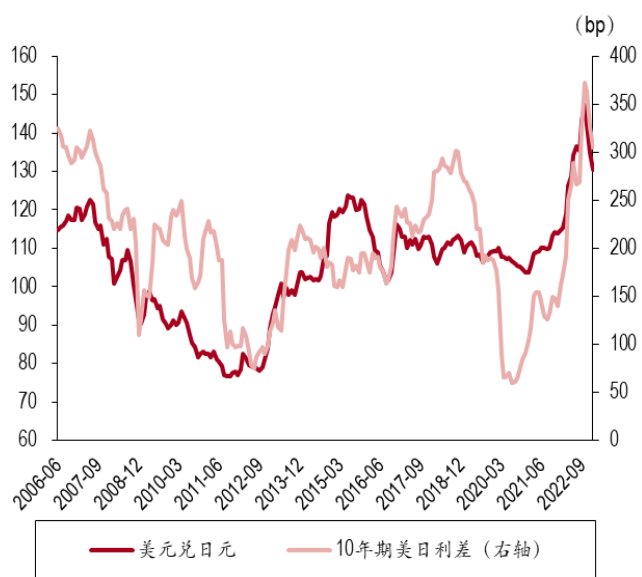
2022 年前 11 个月，日本持有美债余额下降 2218 亿美元，较 2021 年底下降 17%，2021 年同期为净增加 773 亿美元。其中，净减持中长期美债 1179 亿美元，同比扩大 8.6 倍，9 月至 11 月净减持规模合计占比 60%；净增持短期国库券 837 亿美元，2021 年同期为净减持 289 亿美元；合计净卖出美债 342 亿美元，同比减少 17%，贡献了持有余额降幅的 15%；负估值效应 1876 亿美元，贡献了持有余额降幅的 85%，是 2022 年日本美债持有余额减少的最主要贡献，2021 年同期为正估值效应 1185 亿美元（见图表 10）。

图表 12. 日本投资者持有美债的余额及其他证券品种变动



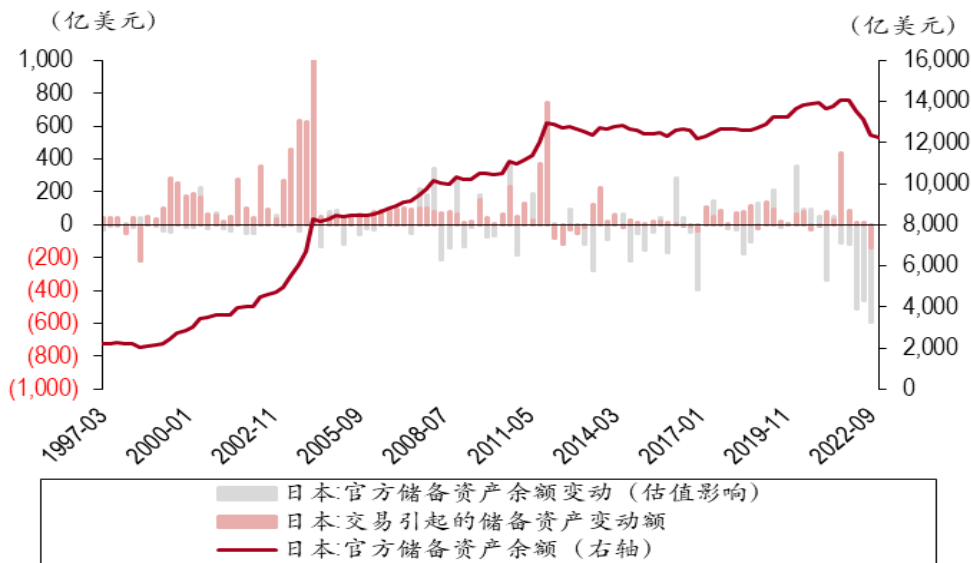
资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

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

图表 14. 日本官方储备余额和储备资产变动



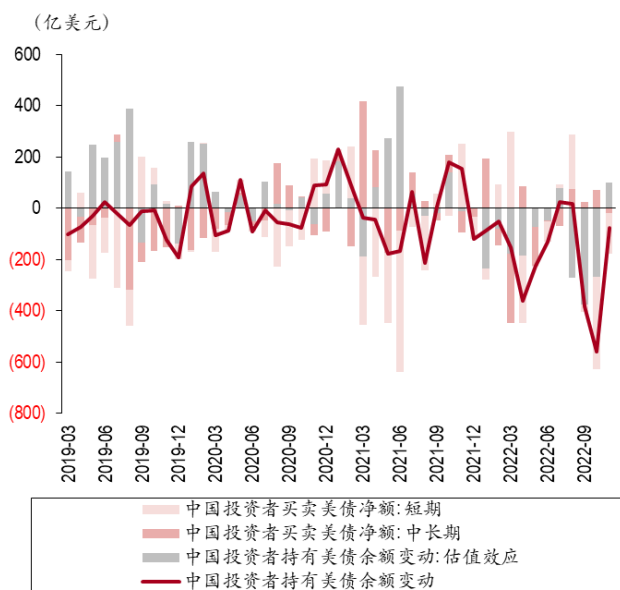
资料来源: 日本财务省, 万得, 中银证券

五、中国投资者持有美债余额降幅收窄，主要来自估值正贡献和净卖出规模下降

截止 11 月底，中国投资者持有美债余额为 8700 亿美元，虽然降幅有所收窄，但依然续创 2010 年 6 月以来新低。其中，正估值效应 101 亿美元，环比增加 370 亿美元，负贡献了余额降幅的 130%；净卖出中长期美债 21 亿，净卖出短期国库券 157 亿美元，合计净卖出美债 178 亿美元，贡献了美债余额降幅的 230%，上月为净卖出 289 亿美元（见图表 15）。

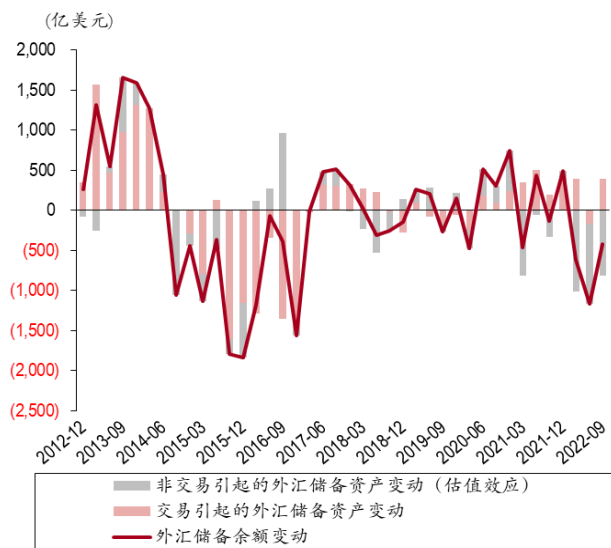
2022 年前 11 个月，中国投资者持有美债余额累计下降 1987 亿美元。其中，负估值效应 1538 亿美元，贡献了 77%；净减持中长期美债 132 亿美元，净减持短期美国国库券 317 亿美元，合计净减持美债 449 亿美元，贡献了 23%（见图表 15）。这表明，2022 年以来中资持有美债余额下降主要由非交易层面的负估值效应导致，交易层面减持美债的影响有限。根据三季度国际收支数据，截至 9 月末，中国外汇储备余额 30290 亿美元，较 2021 年底减少 2212 亿美元，其中交易引起的外汇储备增加 610 亿美元，负估值效应 2822 亿美元（见图表 16）。这也印证了同期尽管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

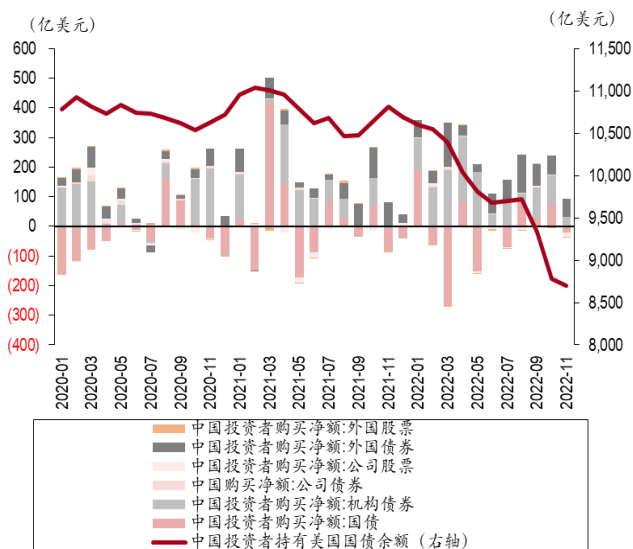
图表 16. 中国外汇储备余额变动及其细分



资料来源：国家外汇管理局，中国人民银行，万得，中银证券

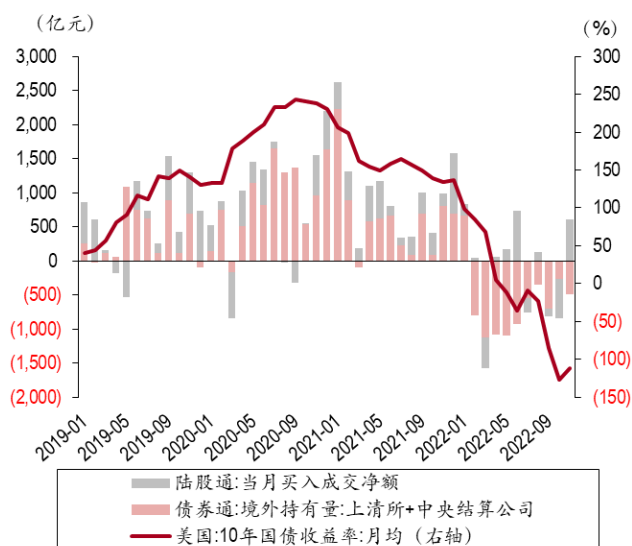
从其他券种来看，中资整体小幅净减持美国证券资产，其中净增持政府机构债券 32 亿美元，为连续第 11 个月净增持，同时减持了 15 亿美元美股。在中国投资者小幅卖出美国证券资产的同时，同期美国投资者也减持了 58 亿美元中国债券资产（见图表 17）。债券通项下，11 月外资净减持人民币债券 491 亿元人民币，减持规模环比有所上升，但依然低于 2022 年 3~6 月份月均净减持 1059 亿元人民币的水平；陆股通项下，11 月外资净买入 601 亿元人民币，净买入规模创年内次高。当月，由于美债收益率大幅下降，10 年期中美国债收益率倒挂均值由上月的 127 个基点缩小至 112 个基点（见图表 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、陆股通项下资金流动及 10 年期中美利差



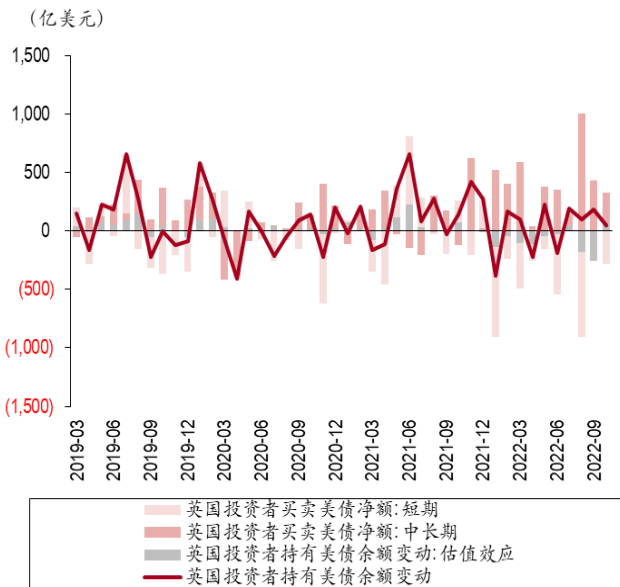
资料来源：中债登，上清所，美联储，万得，中银证券

六、英国投资者是净买入美股的主力，欧元区投资者买入美债边际放缓

截至11月末，英国投资者持有美债余额6458亿美元，环比增加46亿美元。其中，净买入中长期美债257亿美元，净卖出短期国库券285亿美元，合计共卖出美债28亿美元，负贡献了余额上升的63%；正估值效应74亿美元，贡献了163%。值得注意的是，当月英国投资者净买入223亿美元股票，加拿大投资者也净买入187亿美元股票，合计贡献了外资净买入美国股票的95%。此外，英国和加拿大投资者股票成交额在外资股票成交额占比稳定在30%以上。2022年前11个月，英国投资者持有美债余额累计减少36亿美元，其中净买入中长期美债4531亿美元，净卖出短期国库券3575亿美元，合计净买入美债956亿美元，占同期外资净买入美债的15%，负估值效应992亿美元（见图表19）。

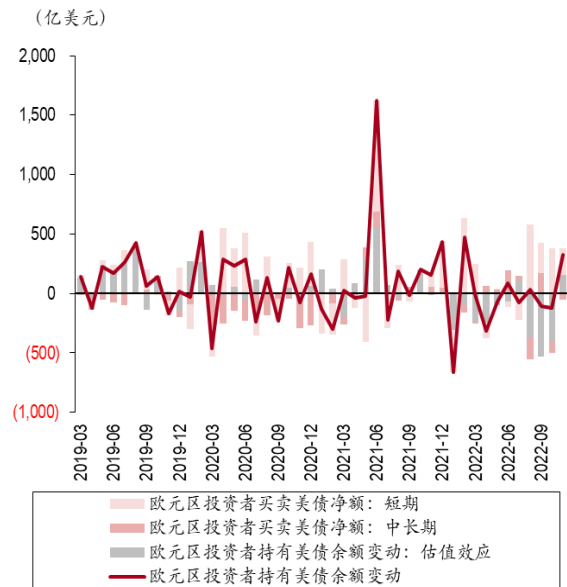
同期，欧元区投资者持有美债余额13603亿美元，环比增加329亿美元。流量数据显示，当月欧元区投资者净卖出50亿美元中长期美债，净买入224亿美元短期国库券，合计净买入174亿美元美债，环比减少36%，贡献了余额升幅的53%；正估值效应155亿美元，贡献了余额升幅的47%。2022年以来，欧元区投资者持有美债余额累计下降435亿美元，累计净买入美债1662亿美元，占同期外资净买入美债的25%，负估值效应2098亿美元（见图表20）。

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，11月份外资进一步增持美国证券资产，且风格发生较大变化，流动性偏好下降、风险偏好上升。2022年累计外资流入额继续创下1978年以来的新高。当月，在中长期美债收益率和美元双双大幅下跌之际，私人 and 官方投资者依然净增持美债，估值上涨进一步推动持有美债余额大幅上升。日元兑美元创纪录上涨“解放”日本投资者，终结连续四个月净卖出美债。另一个特点是私人投资者大规模增持美国股票和企业债等风险资产，与7月和10月大规模净卖出风险资产截然相反。由于美联储释放紧缩边际放缓的信号，全球风险资产“否极泰来”，陆股通也出现外资大幅流入。12月美联储如期放缓加息，美国CPI数据和薪资增速回落进一步推动市场对美联储2023年转松预期升温。宏观数据与货币政策博弈可能会贯穿2023年上半年，不确定性仍较多。回头看，2022年11月底与2023年1月底，美元、10年期美债和美股几乎没有变化，市场在基本面走弱和美联储转向中摇摆不定。最大的变化可能是美国金融条件指数显著转松。如果金融条件转松趋势成型，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金融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容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。如发现本研究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