

# 2022年国际收支分析报告

经常项目顺差扩大，短期资本净流出收敛，国际收支趋于自主平衡

2022年，我国经常项目顺差升至历史次高，资本项目逆差扩大，交易引起的储备资产增加。对外经济部门经受住了资本流出增加、汇率宽幅震荡的考验，国际收支延续自主平衡格局。

## 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》20221107

《三季度对外经济部门体检报告：汇率弹性增加成功抵御金融冲击，后续要关注外需拐点的贸易冲击》20230103

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

联系人：魏俊杰

junjie.wei@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030029

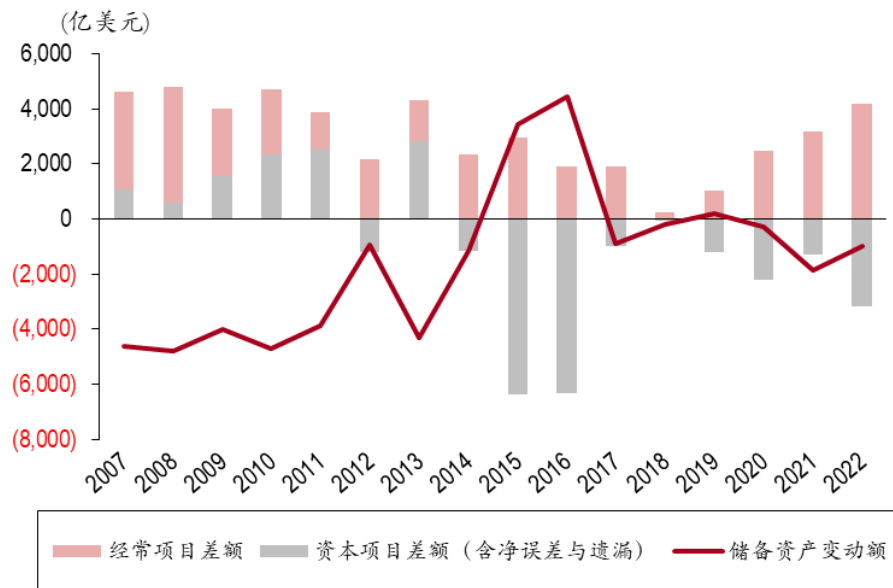
- 2022年，我国经常项目顺差为仅次于2008年的历史第二高，占名义GDP比重仍位于合理区间。经常项目顺差增加主要由于货物贸易顺差扩大、服务贸易逆差缩窄。全年外需对经济增长发挥了重要的拉动作用，但四季度在海外需求放缓的影响下，外需拐点已然出现。
- 2022年，资本项目逆差为历史第三高，主要由于直接投资流入减少，短期资本净流出三四季度趋于收敛。虽然2022年人民币汇率呈现大开大合的震荡走势，境内金融市场出现阶段性外资净流出，但市场担心的“资本外流—汇率贬值”的恶性循环并未形成，资本项目逆差占GDP仍处于合理区间，短期资本净流出也在下半年快速收敛。四季度，在海外紧缩预期放缓、中美利差倒挂收敛，国内优化政策调控、经济复苏前景改善的背景下，外资重新回流，人民币汇率也企稳回升。
- 全年来看，基础国际收支表现依然强劲，有效抵御了短期资本流动冲击。受直接投资流入大幅减少影响，基础国际收支顺差同比有所下降，但规模仍为历史第四高，依旧覆盖短期资本净流出。2023年，随着海外需求放缓和国内经济重启，经常项目和基础国际收支顺差或趋于下降。同时，国内经济复苏前景改善也将缓解短期资本流出压力，预计基础国际收支顺差仍能有效对冲短期资本流出。
- 外汇储备名减实增，国际储备资产多元化再次提速。2022年，我国储备资产累计增加1000亿美元，其中，货币黄金储备增加35亿美元，外汇储备增加982亿美元。全年，央行公布的外汇储备余额下降1225亿美元，这主要反映了汇率和资产价格折算的负估值效应2207亿美元，贡献了外储余额降幅的180%。四季度，国际收支口径的货币黄金资产项在自2009年二季度以来再次增加，显示当期央行动用了外汇在国际市场上购买黄金。近年来，主要经济体普遍增持黄金储备，我国黄金储备占储备资产比重低于全球主要经济体的平均水平，未来在国际储备资产配置的多元化和分散化方面仍有提升空间。
- 风险提示：海外货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期，国内经济复苏不及预期。

2月10日，国家外汇管理局公布了2022年四季度及全年国际收支平衡表初步数据，结合现有数据对2022年我国国际收支状况分析如下。

## 一、经常项目顺差升至历史次高，货物和服务贸易顺差创历史新高

2022年，我国经常项目顺差4175亿美元，同比增长32%；资本项目（含净误差与遗漏，下同）逆差3176亿美元，增长1.46倍；储备资产增加1000亿美元，减少47%（见图表1）。全年来看，在海外俄乌冲突、美联储超预期紧缩，国内疫情多点散发等超预期因素冲击下，国际收支维持了自主平衡。

图表 1. 2022 年国际收支平衡表初步数据

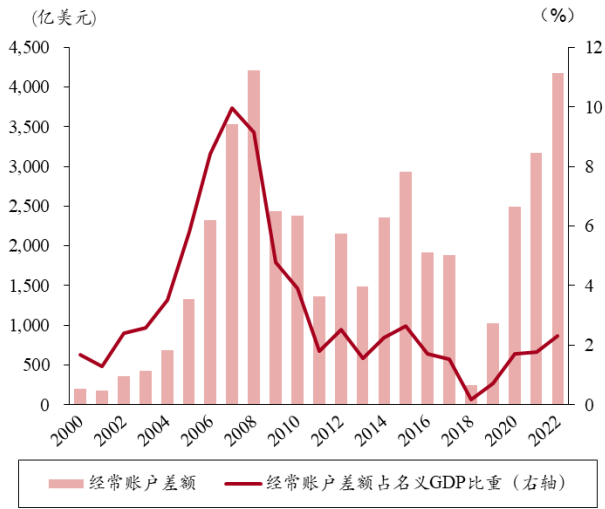


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：储备资产增加为负值，减少为正值。

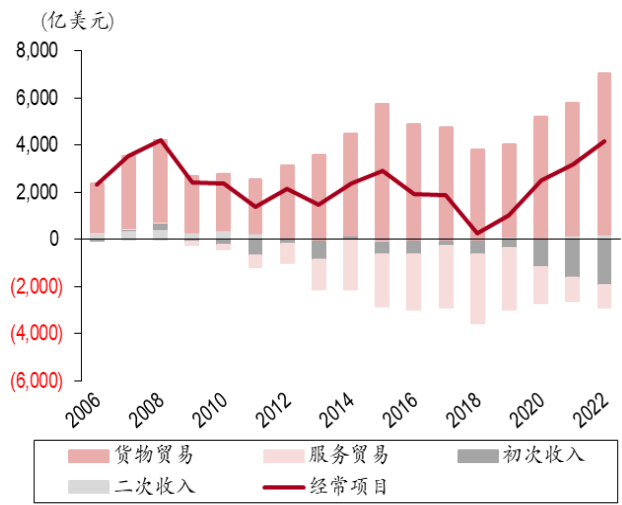
2022年，我国经常项目顺差仅次于2008年4206的亿美元，占全年名义GDP比重为2.3%，同比上升0.5个百分点，继续位于±4%的国际标准以内（见图表2）。经常项目顺差在上年高顺差基础上继续扩大，主要是因为货物贸易和二次收入顺差扩大、服务贸易逆差收窄，三者分别贡献了顺差增加的123%、4%和6%（见图表3）。此外，初次收入逆差1942亿美元，逆差规模为历史最高，同比扩大20%，这主要由于初次收入贷方同比减少840亿美元，大于借方同比增加518亿美元。前者反映了全球金融动荡对我国海外投资收益的负面影响，后者则显示我国为境外投资者提供了稳定的投资回报。

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，Wind，中银证券

图表 3. 经常项目差额及其构成

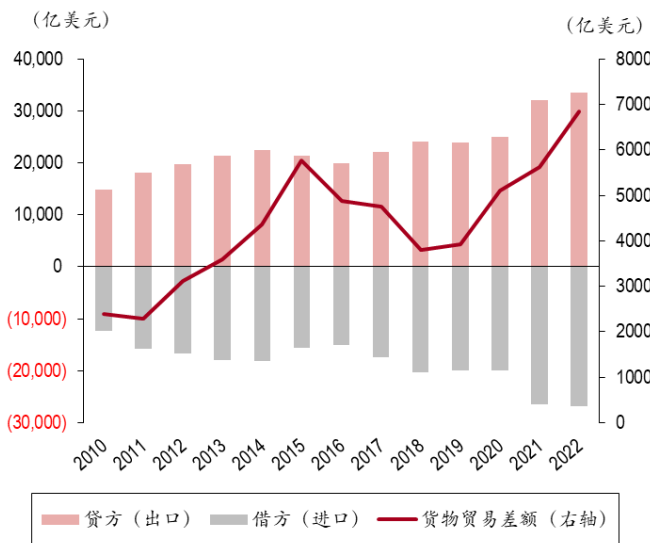


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

2022 年，我国国际收支口径的货物出口为 33648 亿美元，同比增长 5%，前三季度增速逐季收敛，四季度转为负增长 9.8%；货物进口为 26790 亿美元，同比增长 1%，三四季度分别为负增长 0.5%、9.7%；货物贸易顺差同比扩大 22%至 6857 亿美元，货物贸易进出口同比扩大 3%至 60436 亿美元，均创下历史新高（见图表 4）。

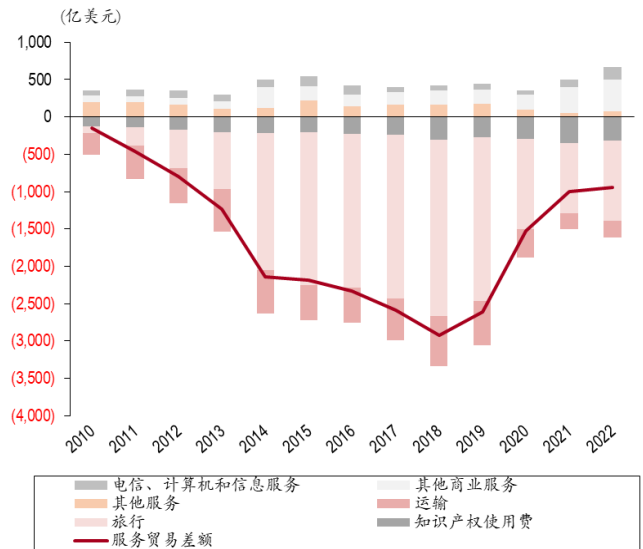
全年，服务贸易逆差为 943 亿美元，较 2021 年的低位继续收窄 6%。其中，电信计算机信息服务、其他商业服务和知识产权使用费为主要正贡献项，前二者顺差分别为 176 亿、418 亿美元，同比增加 66%、23%，后者逆差 312 亿美元，同比减小 11%（见图表 5），这反映了我国新兴服务贸易领域增长较快，服务贸易的多元化程度及技术含量有所提升。此外，旅行逆差 1076 亿美元，同比扩大 14%，主要由于旅行支出增加 115 亿美元，同时旅行收入下降 17 亿美元。随着国内疫情放开和出入境措施优化，预计跨境旅行陆续恢复，旅行支出增加将带动服务贸易逆差扩大。

图表 4. 国际收支口径货物贸易进出口及差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

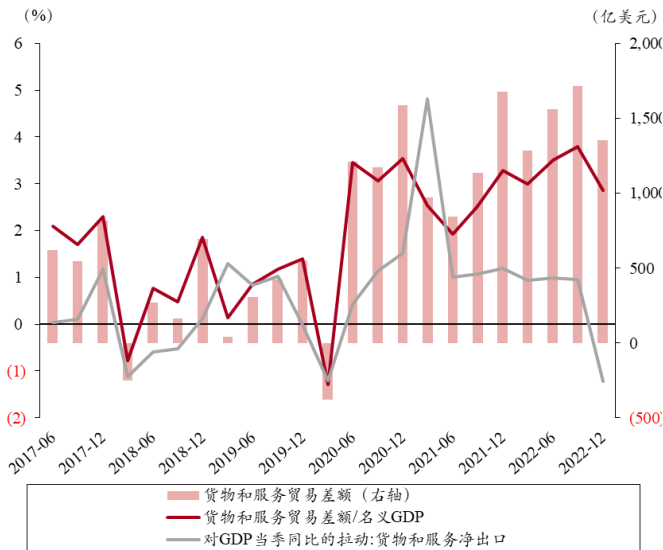
图表 5. 服务贸易拆分及其主要分项



资料来源：海关总署，Wind，中银证券

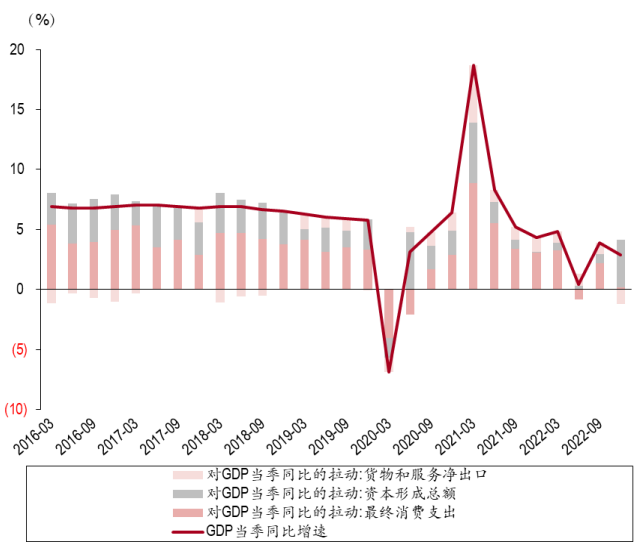
2022 年外需对经济增长发挥了重要作用，但四季度外需拐点已然出现。全年，我国货物和服务贸易顺差合计 5913 亿美元，创下历史新高，同比增长 28%；货物和服务净出口拉动我国经济增长 0.51 个百分点，贡献率为 17.1%。分季度来看，前三季度货物和服务贸易顺差累计同比增加 54%，对 GDP 累计同比的拉动作用为 1.13 个百分点，贡献率为 37.7%（见图表 6）。四季度在海外需求放缓的影响下，出口连续 3 个月同比负增长，外需对当季经济增长为负拉动 1.22 个百分点，负贡献 42.0%，主要靠投资拉动经济增长 3.92 个百分点，才抵消了外需的收缩，实现季度同比增长 2.9%（见图表 7）。

图表 6. 货物和服务贸易差额及其占 GDP 比重和拉动



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 7. 三大需求对年度经济增长的贡献率



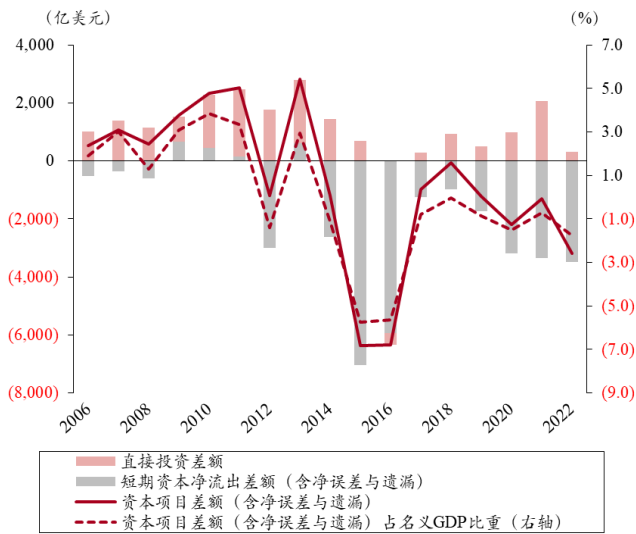
资料来源：国家统计局，Wind，中银证券

## 二、资本项目逆差扩大，主要由于直接投资流入减少，短期资本净流出增加

2022 年，我国资本项目（含净误差与遗漏，下同）逆差 3176 亿美元，为仅次于 2015、2016 年的历史第三高，占全年名义 GDP 比重为 -1.8%，负值同比上升 1.04 个百分点，但明显小于 2015、2016 年均 -5.7% 的水平（见图表 8）。虽然 2022 年人民币汇率呈现大开大合的震荡走势，境内金融市场出现阶段性外资净流出，但市场担心的“资本外流—汇率贬值”的恶性循环并未形成，资本项目逆差占 GDP 仍处于合理区间，这充分体现了我国作为大型开放经济体的体量优势，抗外部风险冲击的能力更强。

外来直接投资降幅大于对外直接投资，直接投资逆差大幅减少。2022 年，我国直接投资顺差 323 亿美元，2022 年同比下降 1737 亿美元，其中对外直接投资和来华直接投资分别同比下降 300 亿、1437 亿美元（见图表 9）。这主要反应了 2022 年二季度以来我国疫情多点散发、经济复苏进程受阻的影响，同时国内外疫情开放周期错位，对外投资恢复快于外来投资。对此，年底中央经济会议强调要更大力度吸引和利用外资，包括要扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度，落实好外资企业国民待遇等。

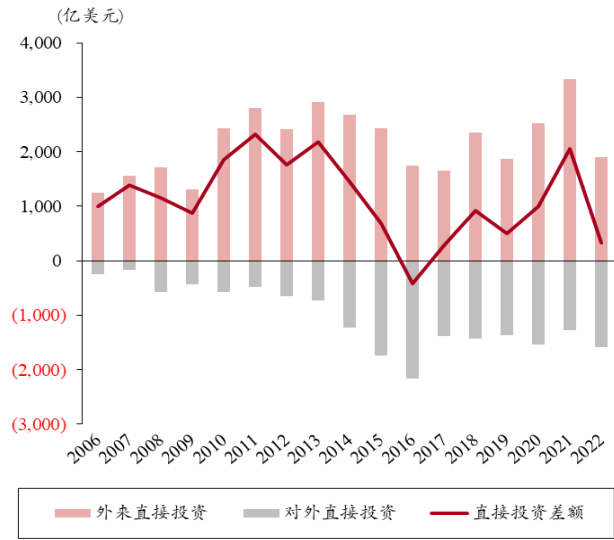
图表 8. 资本项目差额及其占名义 GDP 比重和构成情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

注：短期资本流动差额=-(基础国际收支差额+储备资产变动额)=证券投资差额+金融衍生品交易差额+其他投资差额+净误差与遗漏额。

图表 9. 直接投资差额及构成情况



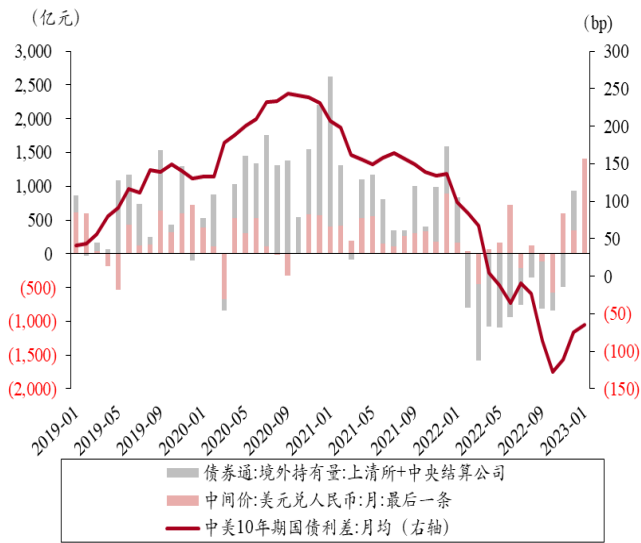
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

2022 年，短期资本（即证券投资、金融衍生工具、其他投资及净误差与遗漏合计）逆差 3498 亿美元，同比增加 4.4%，流出规模为 2017 年以来新高。分季度来看，三季度以来短期资本净流出规模连续收敛，至第四季度已收敛至 482 亿美元，同比和环比分别下降 61%、41%（见图表 13）。

自 2022 年 2 月以来，在地缘政治风险外溢、美联储激进紧缩以及中美利差收敛甚至倒挂的背景下，外资连续减持人民币资产。四季度以来，国际上美联储紧缩预期放缓，美元指数和美债收益率下行，全球风险偏好提升，中美利差倒挂收敛。同时，国内防疫政策优化、房地产调控政策调整，国内经济复苏前景改善，人民币资产吸引力增强，外资重新回流，人民币汇率也企稳回升。债券通项下，一二季度外资净减持人民币债券，随后减持规模两个季度连续收敛，12 月转为净增持，终结了 2 至 11 月连续 10 个月的净减持，全年累计净减持 6162 亿元人民币。陆股通项下，一三季度呈现净流出，四季度在国内经济重启的强预期驱动之下，11、12 月连续两个月净流入 951 亿元人民币，逆转了年内累计净卖出的势头，全年累计净买入 900 亿元人民币（见图表 10）。

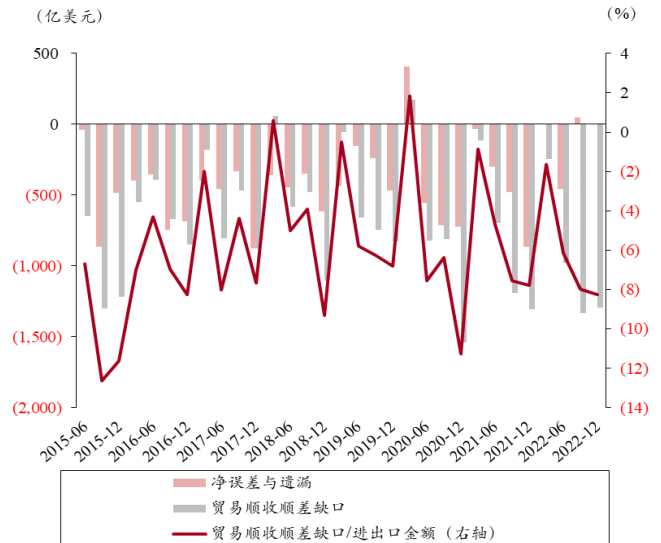
2022 年，我国贸易顺收顺差缺口为-3849 亿美元，负值同比扩大 16%，但前三季度净误差与遗漏为-405 亿美元，负值同比缩小 50%，二者出现较大程度的偏离。分季度来看，三季度贸易顺收顺差缺口最高达到 1332 亿美元，但当季净误差与遗漏为+47 亿美元（见图表 11），这可能与外汇局调整国际收支口径的货物贸易统计标准有关（详见《三季度对外经济部门体检报告》）。四季度，贸易顺收顺差缺口 1294 亿美元，较三季度收窄 3%，基于此判断，预计全年净误差与遗漏将同比大幅减小。

图表 10. 债券通和陆股通项下资金流动情况及中美利差



资料来源：中债登，上清所，Wind，中银证券

图表 11. 净误差与遗漏和贸易顺收不顺收缺口情况



资料来源：国家外汇管理局，海关总署，Wind，中银证券

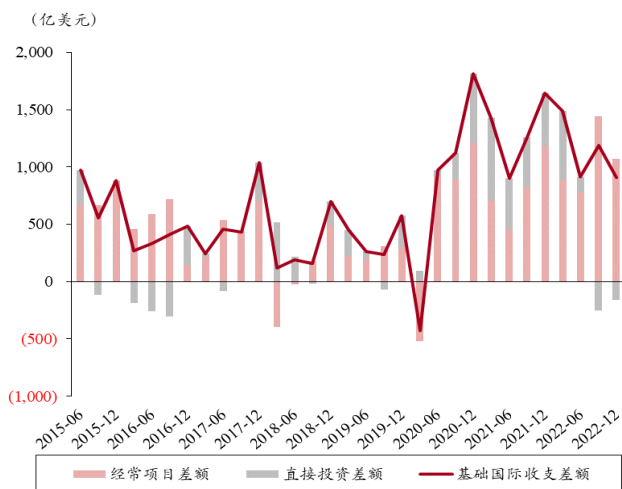
注：贸易顺收不顺收缺口/进出口金额=银行代客涉外收付款差额/货物贸易（海关统计）-贸易差额/进出口金额合计。

### 三、基础国际收支表现依然强劲，有效抵御了短期资本流动冲击

2022 年，我国基础国际收支（即经常项目与直接投资合计）顺差 4498 亿美元，受直接投资顺差大幅减少的影响，基础国际收支顺差同比下降 14%，但规模仍为历史第四高，处于相对高位（见图表 12）。短期资本净流出与基础国际收支顺差之比为 -78%，虽然负值同比提升了 14 个百分点，但仍低于 100%，表明基础国际收支顺差覆盖短期资本净流出，对国际收支自主平衡的保护作用正常发挥。分季度来看，二季度短期资本净流出压力最大，与基础国际收支顺差之比负值短暂高于 100%，但三四季度快速收敛，四季度二者之比降为 -53%（见图表 13）。

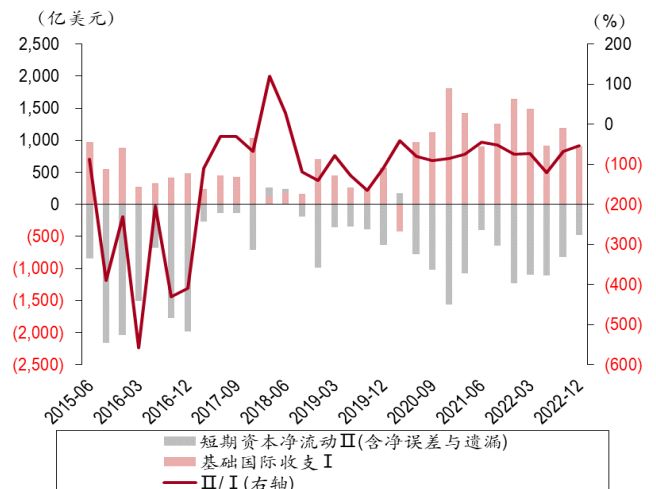
2023 年，随着海外需求放缓和国内经济重启，出口下降叠加进口回升，货物贸易顺差预计减小。另外，跨境旅行恢复将带动服务贸易逆差扩大，经常项目和基础国际收支顺差或趋于收敛。同时国内经济复苏前景改善，市场预期和情绪回暖将缓解短期资本流出压力，预计基础国际收支顺差仍能有效对冲短期资本净流出。

图表 12. 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 13. 短期资本净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

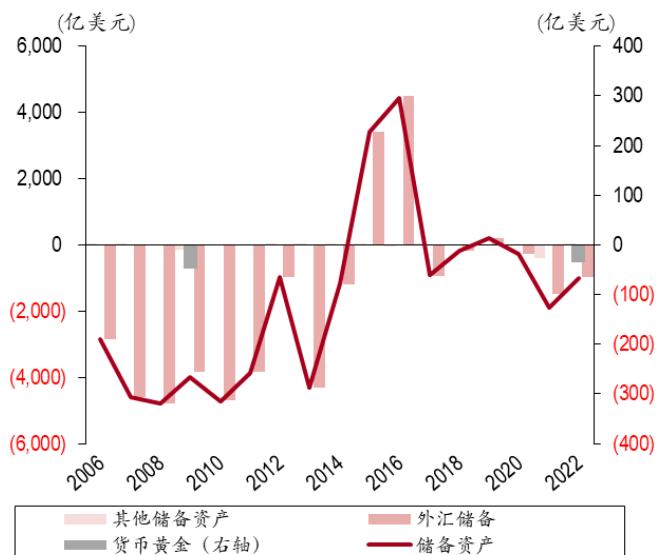
注：(1) 基础国际收支差额=经常账户差额+直接投资差额；(2) 短期资本流动差额=-（基础国际收支差额+储备资产变动额）=证券投资差额+金融衍生品交易差额+其他投资差额+净误差与遗漏额。

## 四、外汇储备名减实增，黄金储备增加，国际储备资产多元化再次提速

2022年，我国交易引起的国际储备资产累计增加1000亿美元，其中，货币黄金储备增加35亿美元，外汇储备增加982亿美元（见图表14）。

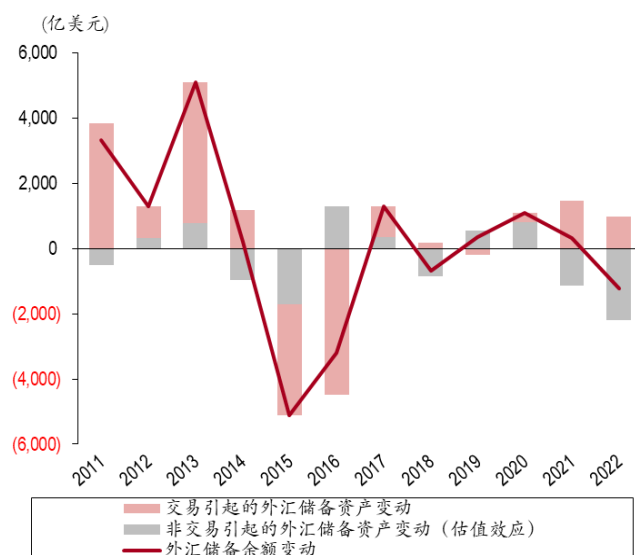
截至2022年12月末，央行公布的外汇储备余额为31277亿美元，较2021年末下降1225亿美元，这主要反映了美元升值、非美货币储备资产折美元减少，以及全球股票和债券资产价格下跌的影响，合计负估值效应2207亿美元，贡献了外储余额降幅的180%（见图表15）。

图表 14. 储备资产及其主要分项变动



资料来源：国家外汇管理局，中银证券  
注：储备资产增加为负值，减少为正值。

图表 15. 交易和非交易因素引起的外汇储备余额变动

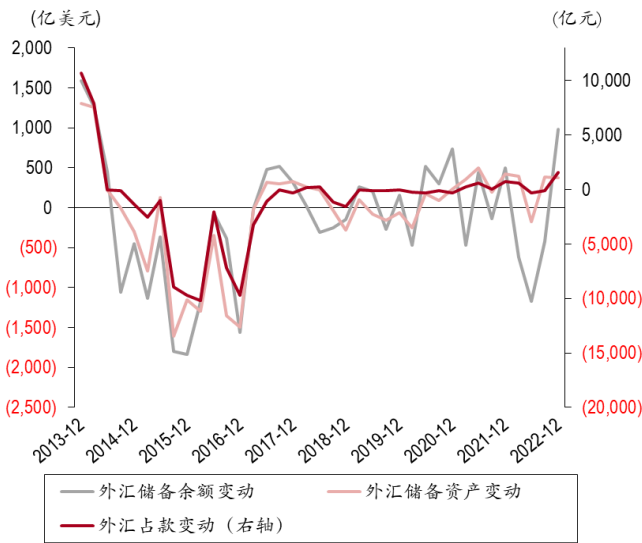


资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，Wind，中银证券

2022年，央行公布的外汇占款增加1845亿元人民币（折合274亿美元），小于全年外汇储备资产增加982亿美元，说明外汇储备增加主要来自投资收益的计提（见图表16）。其中，四季度央行外汇占款波动较大，单季增加了1585亿元人民币（折合224亿美元）。根据人民银行发布的公告说明，2022年11月份央行资产负债表中“国外资产”项下“外汇占款”科目比上月有所增加，主要是因为2007~2008年为支持商业银行建立相应的外汇资产风险准备，央行允许部分银行以外汇资金交存部分人民币存款准备金。四季度，外汇储备资产增加372亿美元，外汇储备余额增加987亿美元（部分来自四季度资产价格上涨的正估值效应），大于央行外汇占款增加额224亿美元，说明在此笔外汇准备金结汇以外，还有其他因素推动外汇储备资产增加。

由于2022年海外通胀高企、美联储超预期紧缩，全球经历了罕见的股债汇“三杀”。全年，日元、欧元和英镑兑美元分别累计下跌13.9%、5.9%和10.6%；标普500指数和德国DAX指数跌幅较大，分别累计下跌19.4%、12.3%；美债收益率累计上行236个基点，以美元标价的债券指数下跌11.2%。但是，进入四季度以来，随着美国连续超预期回落，美联储紧缩预期放缓，美元指数下跌，股票等风险资产价格指数反弹（见图表17）。这对应着全年我国外汇储备规模变动的估值效应为负值，但四季度估值效应为正值。

图表 16. 外汇占款及外汇储备余额和资产变动



资料来源: 中国人民银行, 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 17. 2022 年主要货币和全球资产价格表现

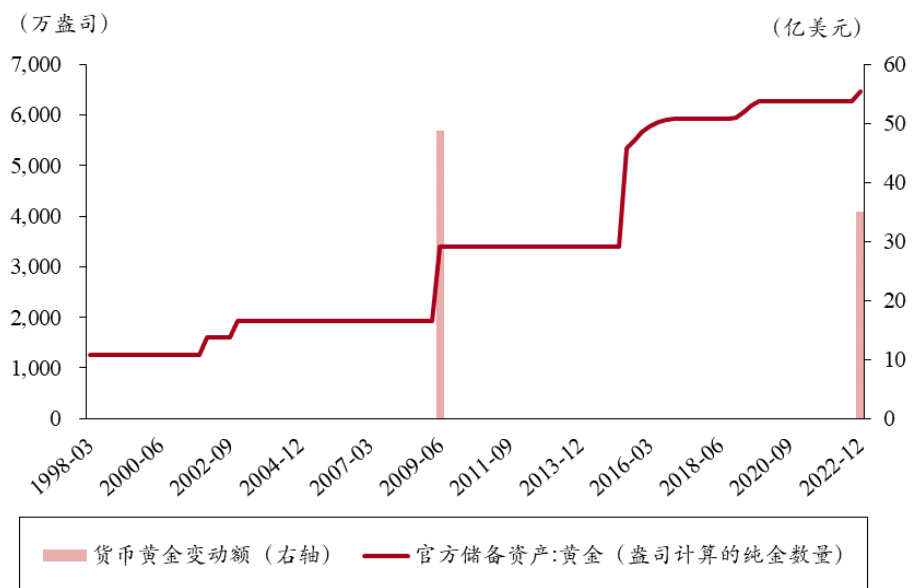
(单位: %; bp)		Q1	Q2	Q3	Q4	2022
货币	美元指数	2.5	6.4	7.1	7.7	7.8
	美元兑日元	5.7	11.5	6.7	9.4	13.9
	欧元兑美元	-2.7	-5.3	-6.5	9.2	-5.9
	英镑兑美元	-2.9	-7.3	-8.3	8.3	-10.6
股市	标普500指数	-4.9	-6.4	-5.3	7.1	-9.4
	富时100指数	1.8	-4.6	-3.8	8.1	0.9
	法国CAC40指数	-6.9	-1.1	-2.7	12.3	-9.5
	德国DAX指数	-9.3	-1.3	-5.2	14.9	-12.3
	日经225指数	-3.4	-5.1	-1.7	0.6	-9.4
债券	以美元标价的已对冲全球债券指数	-5.0	-4.3	-3.3	1.0	-11.2
	10年期美债(bp)	80.0	66.0	85.0	5.0	286.0

资料来源: Wind, Bloomberg, 中银证券

截至 2022 年末, 我国货币黄金储备余额 1172 亿美元, 较上年末增加 41 亿美元, 其中, 35 亿美元来自交易引起的货币黄金储备增加; 6 亿美元为非交易因素引起的变动。

本世纪以来, 我国央行多次增持货币黄金储备, 上次为 2018 年四季度至 2019 年三季度。人民银行 2015 年 7 月 17 日解释 2009 年 4 月以来增持黄金储备的主要渠道包括国内杂金提纯、生产收贮、国内外市场交易等方式。如果黄金储备数量增加没有对应国际收支口径的货币黄金资产变动, 则属于央行境内提纯或收购货币黄金的所得。比如 2019 年, 我国央行新增黄金储备 308 万盎司, 黄金储备余额增加 191 亿美元, 但同期国际收支口径的货币黄金资产变动为 0。目前, 仅有 2009 年二季度和本次增持对应着国际收支平衡表中“储备资产净获得变化: 货币黄金”的负值, 表明当期央行动用了外汇在国际市场购买黄金 (见图表 18)。

图表 18. 黄金储备资产数量和货币黄金变动额



资料来源: 中国人民银行, 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

注: 货币黄金变动额为国际收支平衡表中“储备资产净获得变化: 货币黄金”的负值。



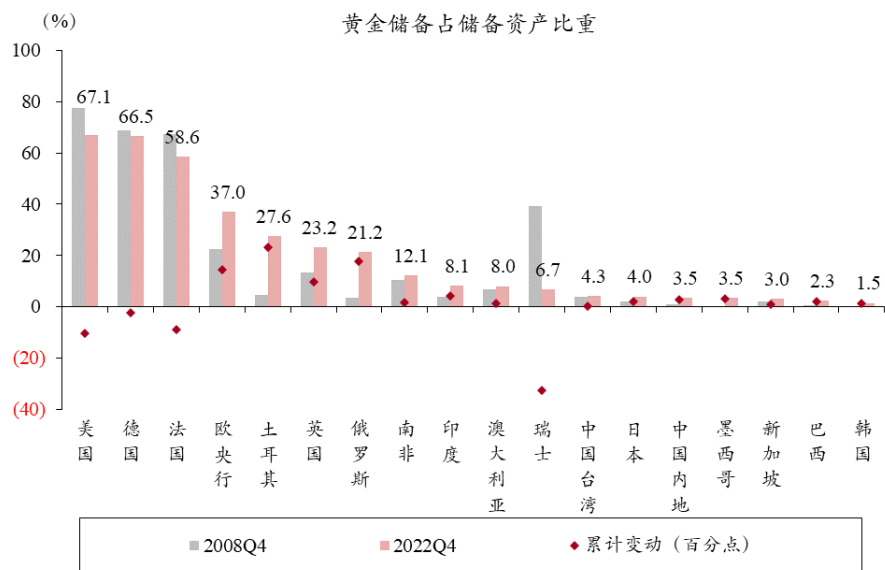
截至 2022 年四季度末，我国黄金储备占储备资产比重为 3.5%，较 2008 年四季度末占比上升了 2.7 个百分点。从国际比较看，同期，全球 18 个主要经济体黄金储备的平均占比为 19.9%，中国占比大大低于平均水平，在主要经济体中排名靠后（见图 19）。

分国家来看，以美国、德国、法国为代表的发达经济体黄金储备占比较高，印度、墨西哥和巴西等新兴经济体黄金储备占比较低（见图表 19）。这一方面可能由于美元、欧元等发达国家货币国际化程度较高，对外国际清偿能力的硬约束较少；另一方面，发达国家的货币大都实现了自由浮动，日常动用外汇储备干预外汇市场的需求较低；再一方面，发达国家有更为健全和稳健的宏观调控框架，国际收支大多时候能够实现自主平衡，而有些新兴市场经济体由于宏观治理能力有限、经济基本面更脆弱，加之对部分国际大宗商品进口依赖程度较高，需要流动性更好的外汇储备以备不时之需。

从变动趋势来看，与 2008 年四季度末相比，前述 18 个主要经济体中 14 个经济体增持了黄金储备，中国并非个别例外。其中，以土耳其、俄罗斯为代表的新兴市场国家显著增加了黄金储备的配置，至 2022 年四季度末，二者的黄金储备占比分别较 2008 年四季度末上升了 23.2 和 17.8 个百分点（见图表 19）。这或反映近些年新兴市场国家汇率浮动程度提高，宏观政策调控水平提升，对于外汇储备的硬性需求减弱，加之出于其他风险的考虑，以追求更安全和多元化的配置。

借鉴国际经验，我国仍有空间进一步提升国际储备资产的多元化和分散化程度。同时，要继续深化汇率市场化改革，有序推进人民币国际化，减少对国际清偿能力和干预外汇市场的需求，从根本上降低对国际储备的依赖。

图表 19. 黄金储备占储备资产比重



资料来源：世界黄金协会，国际货币基金组织，中银证券

注：黄金储备占储备资产比重由世界黄金协会计算，黄金持有价值是将持有数量乘以季末伦敦黄金现货价格得到，储备资产数据来自国际货币基金组织。

风险提示：海外货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期，国内经济复苏不及预期。

## 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公开发表。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