

3月外汇市场分析报告

人民币汇率演绎基准情形，境内外汇供求延续基本平衡

3月份，人民币汇率窄幅震荡，总体偏弱；银行结售汇出现小幅逆差；证券投资项下跨境资金流动指标表现不一，但今年以来总体趋于改善；跨境人民币结算占比上升，但对此要理性看待。

- 3月份，人民币时点汇率升值，但均值汇率下跌，汇率指数出现下行。今年以来，人民币汇率双向波动态势明显，符合我们年初提出的宽幅震荡、略偏强势的基准情形。
- 3月份，境内外汇供求再现小幅逆差，跨境出行需求增加带动服务贸易结售汇逆差反弹，汇率杠杆调节作用总体正常发挥。
- 3月份，证券投资项下跨境资金流动指标表现不一，股票通项下资金转为净流出，债券通项下资金转为净流入，不过今年以来总体趋于改善。
- 3月份，远期购汇履约占比和远期购汇套保比率仍处于低位，显示前期央行对远期购汇征收外汇风险准备金政策的效果持续显现。
- 3月份，银行代客涉外收付款中人民币占比首次超过美元，但一季度占比仍然低于美元，美元在外币中仍占九成以上，且跨境人民币收付占比主要来自于跨境证券投资。
- **风险提示：**海外金融风险超预期，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

《2022年外汇市场分析报告：人民币汇率大起大落，彰显外汇市场韧性》20230201

《1月外汇市场分析报告：在岸市场驱动汇市开门红，外资回流势头强劲》20230216

《2月外汇市场分析报告：人民币汇率回调，“结汇潮”姗姗来迟》20230316

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

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

4月21日，国家外汇管理局发布了2023年3月份外汇收支数据。现结合最新数据对3月份和一季度境内外汇市场运行情况具体分析如下：

3月份人民币汇率明强实弱，但一季度人民币汇率双向波动态势明显，符合基准情形

美元指数出现明显回落。3月初，美元指数经历小幅震荡，受鲍威尔在国会听证会上的鹰派发言（表示终端利率可能高于此前预期）影响，美元指数在3月7日出现跳升，3月8日进一步升至105.7，创2022年12月以来新高。此后，在美国银行业风险事件冲击下，市场对美联储转向预期加强，美元指数很快回吐了前期涨幅，月末降至102.6，累计下跌2.3%（见图表1）。

人民币汇率总体偏弱。3月份，人民币兑美元汇率先跌后涨，但波幅较小，境内银行间外汇市场下午四点半收盘价最低跌至6.9706，最高升至6.8289比1，最大振幅1417个基点，环比回落42%。月末，境内人民币中间价和收盘价分别为6.8717和6.8713，全月分别累计升值1.2%和1.0%。同期，离岸人民币（CNH）与在岸人民币（CNY）日均差距由上月+123个基点收窄至+78个基点，显示当月人民币汇率升值主要由在岸市场驱动（见图表2）。不过，当月中间价和收盘价均值分别为6.8979和6.8982，较上月分别贬值了1.0%、0.9%（见图表1）。

出口企业财务压力仍在。3月份，人民币汇率滞后3个月和5个月环比的收盘价均值继续上涨。前者涨幅明显收窄，由上月5.0%降至1.2%；后者涨幅连续两个月扩大，由上月2.8%升至4.6%，为2021年3月以来新高（见图表3）。

多边汇率指数出现下行。3月份，在银行间外汇市场（CFETS）交易的24种货币中，人民币兑10种货币升值（兑美元升值1.2%），兑其他14种货币贬值（相对于避险货币如瑞郎、日元分别贬值1.2%、1.3%，兑英镑、欧元分别贬值1.5%、1.6%）。当月，CFETS人民币汇率指数较上月微跌0.03%，参考BIS和SDR货币篮子的人民币汇率指数下跌0.2%；国际清算银行编制的人民币名义和实际有效汇率指数分别下跌0.2%和1.3%（见图表4）。

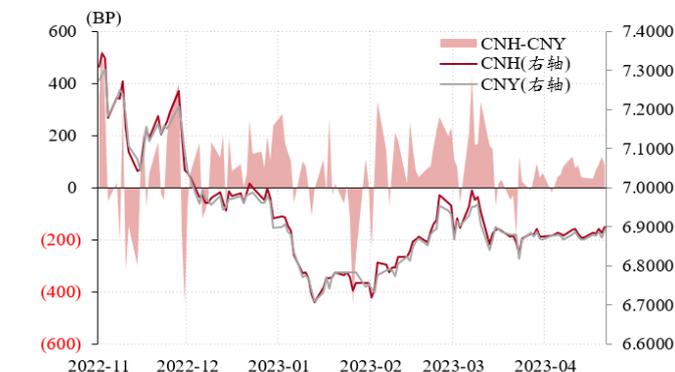
去年底我们在中银证券2023年年度策略会上指出，今年人民币汇率面临三种情形，其中基准情形是，如期完成“三稳”工作，人民币汇率或将是宽幅震荡略偏强势的行情¹。现在看来，今年一季度人民币汇率正在演绎基准情形下的行情，即经济运行整体转好，但基础还有待进一步稳固。1月份，人民币汇率延续了去年底的反弹行情，出现“强预期、弱现实”下的股汇共振，较2022年11月初低点最多反弹了8、9%；2月份之后进入预期兑现期，随后陆续发布的经济数据和政策喜忧参半，人民币汇率冲高回落，从6.7一度跌至7.0附近，最多回撤了4、5%，此后在6.9附近窄幅震荡。一季度，美元指数累计下跌0.9%，人民币汇率中间价累计升值1.4%，中间价均值环比上涨3.5%，国际清算银行编制的人民币名义有效汇率指数上涨1.0%，实际有效汇率指数则下跌0.6%（见图表1、4）。

图表 1. 境内人民币汇率与美元走势



资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 境内外人民币汇率差价



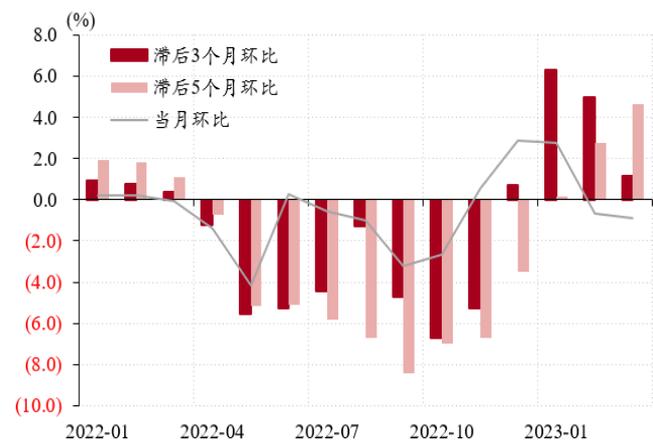
资料来源：ICAP，Wind，中银证券

注：CNH 相对 CNY 偏离为正代表 CNH 偏弱，为负代表 CNH 偏强。

¹ 管涛，2022年12月22日，“经济强货币强：美联储紧缩下半场与中国经济和人民币汇率前瞻”，中银证券2023年年度策略会

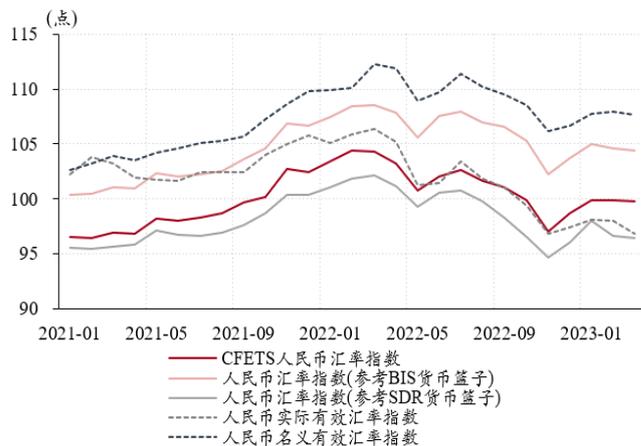
另两种情形分别为：乐观情形，超预期完成“三稳”工作，人民币汇率有可能出现趋势性反弹；悲观情形，“三稳”工作不如预期，人民币汇率有可能继续承压。

图表 3. 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 4. 人民币汇率指数表现



资料来源: Wind, 中银证券

3 月份境内外汇供求再现小幅逆差，汇率杠杆调节作用总体正常发挥

银行结售汇再次出现小幅逆差。3 月份，银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）由上月顺差 214 亿美元转为逆差 39 亿美元，上次逆差出现在 2022 年 10 月，为 13 亿美元。其中，银行即期结售汇继续保持逆差，由上月 19 亿美元增至 159 亿美元（银行自身结售汇逆差由 35 亿美元收窄至 4 亿美元；代客结售汇由顺差 17 亿美元转为逆差 155 亿美元）；远期净结汇累计未到期额继续增加，环比增幅由上月 207 亿美元收窄至 113 亿美元；未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比增幅由 25 亿美元收窄至 6 亿美元；三者分别贡献了银行结售汇总差额降幅的 56%、37%、7%。一季度，银行即远期（含期权）结售汇顺差合计 254 亿美元，同比下降 24%但环比增长 1.28 倍（见图表 5）。

货物贸易顺收顺差的负向背离进一步扩大。3 月份，可比口径的货物贸易顺收与顺差背离的负缺口为 492 亿美元，与海关进出口总额之比为-9.1%，而上月和上年同期占比分别为+2.2%、+1.4%，表明资本外流压力有所上升。一季度，货物贸易顺收顺差背离的负缺口累计 1012 亿美元，同比增加 321%，顺收顺差的负缺口与海关进出口总额之比的负值由上年同期的 1.6%升至 7.0%，但小于上季度的 8.2%（见图表 6）。

跨境出行需求增加带动服务逆差反弹。2022 年 11 月以来，随着疫情约束逐渐消除，跨境出行人数持续增加，3 月份民航国际航线客运量升至 109 万人，为 2020 年 2 月全球疫情爆发以来最高。因此，3 月份服务贸易涉外收付款逆差由上月 43 亿美元升至 92 亿美元，为 2020 年 9 月以来新高；结售汇逆差由上月 29 亿美元升至 126 亿美元，为 2020 年 4 月以来新高，贡献了银行代客结售汇差额降幅的 57%。一季度，服务贸易涉外收付逆差 193 亿美元，同比增长 67%，其中涉外收入下降 14%，支出下降 4%；服务贸易结售汇逆差合计 267 亿美元，增长 95%，其中结汇增长 1%，付汇增长 24%（见图表 7）。当季，海关口径的货物顺差 2047 亿美元，同比增长 33%，但由于服务逆差反弹，国际收支口径的货物和服务净出口合计（即外需）对经济依然为负贡献 1.3%，拖累同期经济增长 0.06 个百分点。

市场主体购汇动机强于结汇意愿。不同于 2 月份境内外汇市场价跌量升背后的“结汇潮”现象，3 月份人民币汇率收盘价均值环比下跌，境内银行间市场即期询价日均成交量由上月 370 亿美元升至 407 亿美元（见图表 8），不过市场结汇意愿环比降幅较大，购汇意愿较为稳定，剔除远期结售汇履约的收结汇率与付汇购汇率差额由上月-1.4 个百分点扩大至-11.7 个百分点。今年一季度各月，市场付汇购汇率持续维持在 59%以上，平均为 59.3%，较去年前 9 个月均值高出 6.1 个百分点，或反映去年 9 月底央行上调远期购汇外汇风险准备金率，增加了远期购汇成本，推升了市场主体即期购汇需求。今年前 3 个月，远期购汇履约率平均为 13.2%，较去年前 9 个月均值低了 6.6 个百分点。不过，2022 年 11 月至 2023 年 3 月，收结汇率和付汇购汇率均值分别为 51.8%、57.8%，与 2022 年 3 月至 2022 年 10 月（前期人民币贬值期间）相比，前者下降 4.7 个百分点，后者上升 3.6 个百分点，显示本轮人民币汇率止跌反弹期间，市场主体结汇意愿下降、购汇动机增强，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用总体正常发挥（见图表 9）。

图表 5. 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 6. 货物贸易顺差顺收缺口及占比情况



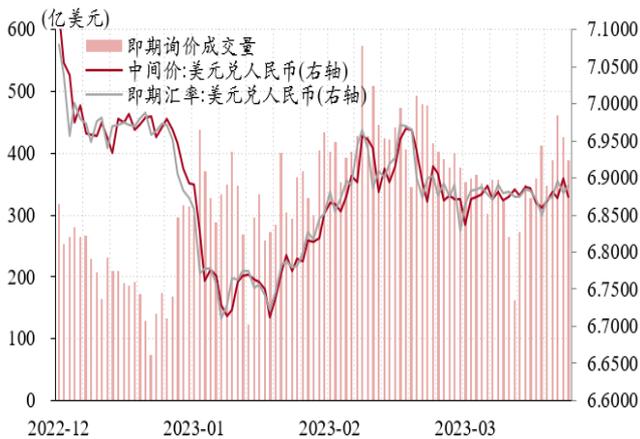
资料来源: 海关总署, 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 7. 国际航线客运量与服务贸易结售汇差额



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 8. 境内人民币汇率与即期询价成交量



资料来源: Wind, 中银证券

图表 9. 市场整体结售汇意愿变化 (剔除远期履约)



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。

3 月份证券投资项下跨境资金流动指标表现不一, 但今年以来总体趋于改善

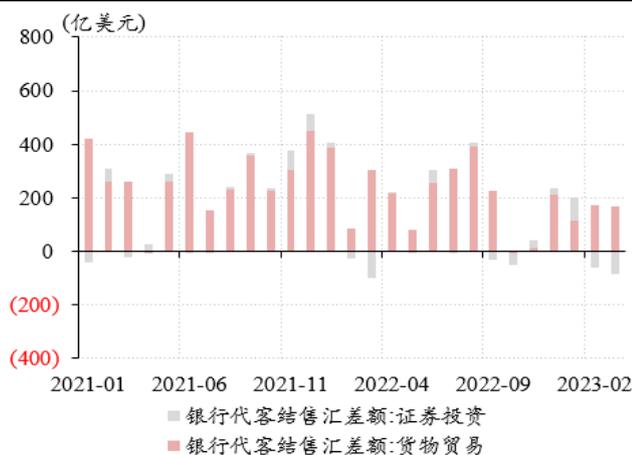
3 月份, 证券投资项下结售汇逆差小幅增加, 由上月 61 亿美元增至 84 亿美元, 不过仍然远小于同期货物贸易结售汇顺差 166 亿美元; 证券投资项下涉外收付款逆差明显收窄, 由上月 104 亿美元降至 28 亿美元 (见图表 10、11)。

3 月份, 陆股通项下 (北上) 累计成交额由上月 93 亿元增加至 354 亿元, 略高于 2022 年 12 月的成交额, 全月 23 个交易日中有 17 个交易日为净流入, 但由于港股通项下 (南下) 资金净流入规模增幅明显, 由上月 74 亿元增至 590 亿元, 创 2022 年 11 月以来新高, 全月 23 个交易日中只有 1 个交易日出现净流出, 因此陆股通与港股通累计净买入成交额轧差后, 股票通项下资金在连续 4 个月的净流入之后转为净流出 236 亿元 (见图表 12)。

3 月份, 债券通项下跨境资金继续改善, 境外机构由此前两个月分别减持 1065 亿、763 亿元人民币债券转为增持 35 亿元, 是 2022 年 2 月以来第二次净增持, 不过规模远小于 2022 年 12 月份的 579 亿元。上清所数据显示, 境外机构净增持规模由上月 81 亿元增加至 336 亿元, 主要贡献项是同业存单, 净增持规模由 82 亿元增至 420 亿元。中债登数据显示, 境外机构净减持规模由上月 844 亿元收窄至 301 亿元, 其中中国债净减持规模由 657 亿元收窄至 278 亿元, 政策性银行债出现 2022 年以来首次净增持, 当月净增持 3.4 亿元 (见图表 13)。

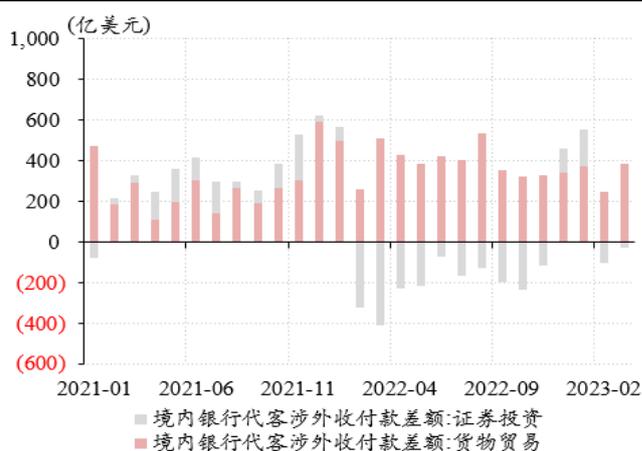
今年以来, 证券投资项下跨境资金流动形势总体趋于改善。一季度, 证券投资涉外收付款合计顺差 46 亿美元, 此前四个季度则为持续逆差, 同期结售汇差额时正时负但金额总体较小, 一季度由上季度顺差 16 亿美元转为逆差 57 亿美元。一季度, 股票通项下资金由此前连续两个季度净流出转为净流入 1191 亿元; 债券通项下境外机构合计净减持人民币债券 1793 亿元, 仅次于 2022 年第二季度的减持规模, 但主要是 1 月份减持规模较大, 2、3 月份出现明显改善。需要指出的是, **股票通、债券通数据不能完全反映外资持有人民币金融资产的变动情况, 因为外资还可以通过合格境外投资者 (QFII/RQFII) 等渠道投资中国市场。**如 2022 年陆股通项下全年净流入 130 亿美元, 而国际收支口径的证券投资负债方的股权投资净流入为 344 亿美元。这意味着, 不能忽视陆股通之外其他渠道的外资流动情况。

图表 10. 货物贸易与证券投资结售汇差额



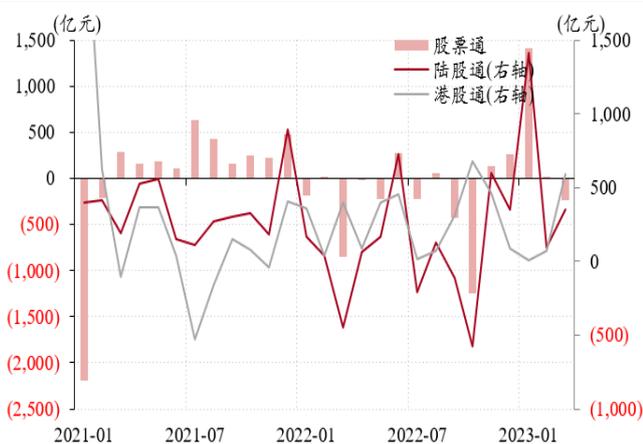
资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 11. 货物贸易与证券投资涉外收付款差额



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 12. 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 13. 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

外汇风险准备金政策影响仍在持续, 远期购汇履约和对冲比率处于低位

3 月份, 远期结汇履约占比环比上升 3.8 个百分点至 21.2%, 创 2022 年 3 月以来新高; 远期购汇履约占比环比微降 0.3 个百分点至 12.9%, 已经连续四个月下降且低于远期结汇履约占比, 显示此前市场主体仍然以防范人民币升值风险为主, 同时也反映了 2022 年 9 月底重启远期购汇外汇风险准备金政策的影响 (见图表 14)。

3 月份, 境内本外币利差倒挂程度、境内美元/人民币掉期负值环比有所扩大, 银行代客远期购汇签约额环比微增 2 亿美元, 小于远期结汇签约额环比降幅 39 亿美元, 因此远期净结汇由上月 283 亿美元降至 243 亿美元 (见图表 15、16)。当月, 远期购汇对冲比率环比下降 0.5 个百分点至 4.7%, 接近 2020 年初的低位; 远期结汇对冲比率环比下降 3.8 个百分点至 12.6%, 但仍处于历史高位, 且显著高于远期购汇对冲比率 (见图表 17)。

从季度数据来看, 2022 年二季度以来, 远期结汇履约占比季度均值连续位于 18% 附近, 远期结汇套保比率变化也相对较小, 今年一季度均值为 12.6%; 而受远期购汇外汇风险准备金政策影响, 远期购汇履约占比、远期购汇套保比率均出现大幅回落, 前者自上年三季度高点 23.6% 降至今年一季度的 13.2%, 后者自上年三季度高点 17.8% 回落至今年一季度的 4.8% (见图表 14、17)。

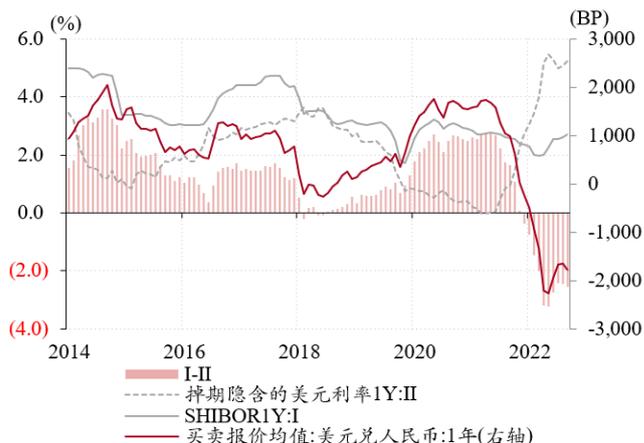
图表 14. 银行代客结售汇中的远期履约占比变动情况



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 15. 境内本外币利差与美元/人民币掉期



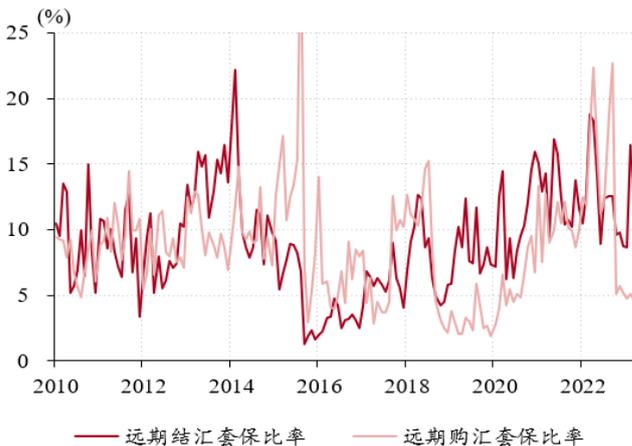
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 16. 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，Wind，中银证券

图表 17. 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，中国货币网，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）。

人民币在跨境收付中占比上升，但不宜低估汇率波动风险

3 月份，银行代客涉外收付款中，人民币占比上升至 48.6%，占比首次超越美元（46.7%）。一季度，人民币在银行代客涉外收付款中的占比为 45.3%，同比上升了 4.8 个百分点；美元占比 49.4%，下降 5.1 个百分点（见图表 18）。特别是货物贸易项下，同期人民币跨境收付与外贸进出口之比为 22.7%，同比上升了 5.8 个百分点，也高于去年全年 18.8% 的水平，反映跨境贸易以人民币结算的比重进一步上升，有助于更好管理人民币汇率的风险。但是，我们对此要理性看待。虽然跨境人民币使用有助于降低货币错配，却不宜因此低估汇率波动风险²。

首先，根据人民银行统计，2021 年，人民币跨境收付中，经常项目占比较 2015 年下降 38.1 个百分点至 21.7%，其中货物贸易占比下降 37.0 个百分点至 15.8%；资本项目占比升至 78.3%，其中证券投资占比较 2017 年上升 37.4 个百分点至 58.0%（见图表 20）。这意味着，近年来我国跨境人民币结算占比上升主要来自跨境组合投资，主要反映了我国股票通、债券通、两地基金互认、RQFII/QDII（境外合格机构投资者/境内机构投资者）等双向金融开放安排的影响。

其次，人民币跨境收付不等于人民币计价。货物贸易项下，原始合同可能仍是外币计价。此种情形下，境内主体仍需要承担人民币汇率波动的风险。资本项下，人民币出去之后，如果在境外不能投资人民币计价的金融资产，则需要在离岸市场兑换成外汇，同样要承担汇率波动风险。

² 详见管涛 2022 年 11 月 29 日一财专栏文章《人民币跨境使用与货币错配风险》

再次，即便境外机构直接汇入人民币，投资境内人民币金融资产，对于境内主体而言属于人民币对外负债，不存在货币错配，但对境外投资者来讲，其负债是外币、资产是人民币，仍然存在货币错配。如果外部冲击发生，境外投资者风险偏好下降，并因此减持人民币资产，相关资金要么存放在境内，要么直接以人民币汇出，后者大概率会在离岸市场购汇，影响人民币汇率走势。BIS 的研究表明，虽然新兴经济体大力发展本币债券市场，但外部投资者是以美元或其他发达经济体的货币来评估收益和损失，这些资本在面临压力时可能更加反复无常³。

此外，银行代客外币涉外收付款中，美元占比总体趋于上升，目前仍然在 90% 以上，今年一季度该比例仍高达 90.2%，虽然较去年全年下降了 0.6 个百分点，却较 2015 年仍然高出 3.4 个百分点（见图表 19）。这意味着“8.11”汇改参考一篮子货币调节以来，银行代客跨境外币收付中，中国企业和居民对美元的集中度是提高而非下降，外币结算币种分散化、多元化依然任重道远。

图表 18. 银行代客涉外收付款中人民币和美元占比



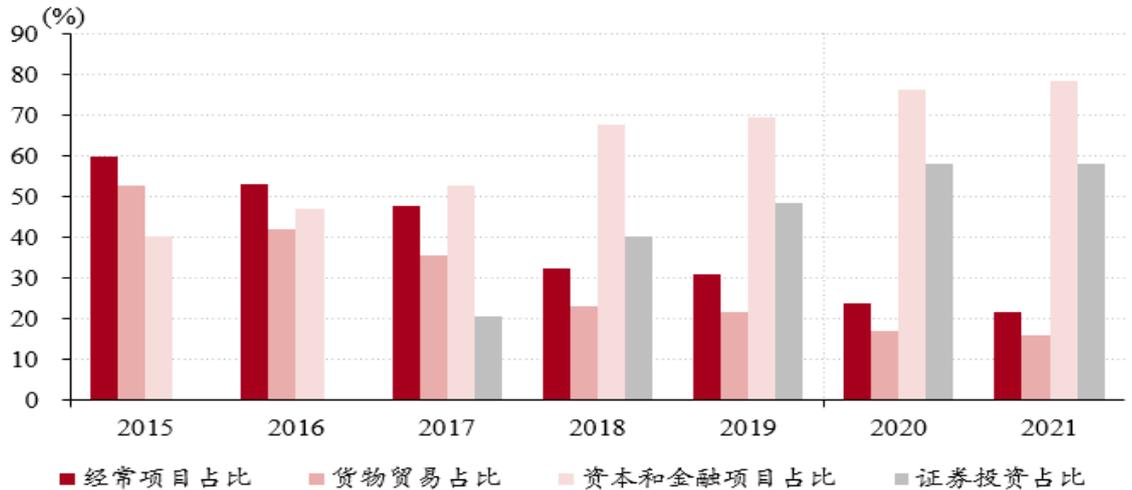
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 19. 银行代客外币涉外收付款中美元占比



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 20. 中国年度人民币跨境收付的交易性质构成



资料来源：中国人民银行，Wind，中银证券

风险提示：海外金融风险超预期，主要央行货币紧缩超预期，国内经济复苏不如预期。

³ 国际清算银行，Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the Covid-19 pandemic, 2020-04-07

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。

本报内容含保密信息，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士，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