

一季度国际收支分析报告

经济重启强预期驱动，短期资本流动形势好转，
国际收支延续自主平衡

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下的贸易冲击》20230103

《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》20230213

《2022年对外经济部门体检报告：无惧美联储激进紧缩，中国国际收支彰显十足韧性》20230405

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

联系人：魏俊杰

junjie.wei@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030029

一季度，我国经常项目顺差小幅收窄，短期资本净流出收敛，交易和非交易引起的储备资产增加，国际收支延续自主平衡格局。

- 一季度，我国经常项目顺差同比小幅下降，货物贸易顺差减少、服务贸易逆差增加是主要原因。其中，货物进出口均有所下降，运输服务和旅行服务逆差扩大带动服务逆差增加。当季，外需连续第二个季度对经济增长负拉动，及时有效扩大内需是后续稳增长的关键。
- 一季度，资本项目逆差同比扩大，直接投资逆差增加是主要原因。其中，对外投资增加，外商来华投资减少。当季，短期资本净流出大幅收敛，在国内经济重启的强预期驱动之下，外资净增持境内人民币股票；前两个月市场预期国内经济复苏，利率将趋于上行，外资延续净减持人民币债券，3月转为小幅净增持。
- 一季度，基础国际收支顺差下降，但依旧覆盖短期资本净流出。当季，美元兑人民币汇率小幅升值，在基础国际收支顺差收窄的情况下，主要驱动因素来自短期资本净流出大幅收敛，这基本印证了我们去年底提出人民币汇率宽幅震荡、略偏强势的基准情形。
- 当季，央行继续增持黄金储备，交易和非交易因素共同推动储备资产增加。截至2023年一季度末，黄金储备占储备资产比重为3.9%，较2022年三季度末上升0.6个百分点，但仍远低于国际平均水平。同期，我国外汇储备余额增加562亿美元，外汇储备资产增加206亿美元，正估值效应356亿美元。一季度各月央行外汇占款波动较大，外汇占款变化远超过同期外汇储备资产变动，二者关系进一步失联，运用央行外汇占款变动来研判央行入市外汇买卖情况需要非常慎重。
- **风险提示：**海外金融风险及货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期，国内经济复苏不及预期。

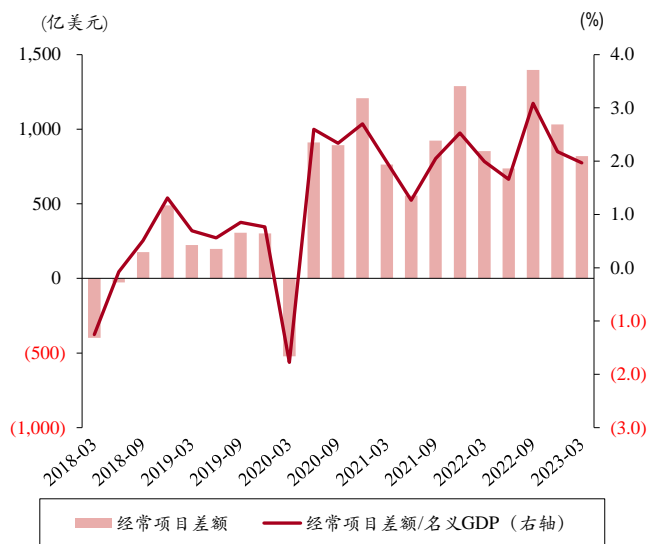
5月12日，国家外汇管理局公布了2023年一季度我国国际收支平衡表初步数据，结合现有数据对一季度我国国际收支状况分析如下。

一、经常项目顺差仍处较高水平，外需对经济增长延续负拉动

一季度，我国经常项目顺差820亿美元，较2022年同期减少33亿美元、下降4%；经常项目差额占当季名义GDP的比重为2.0%，与2022年同期基本持平，继续处于±4%国际认可的合理范围以内，显示我国对外部门继续维持基本平衡，人民币汇率处于均衡合理水平（见图表1）。

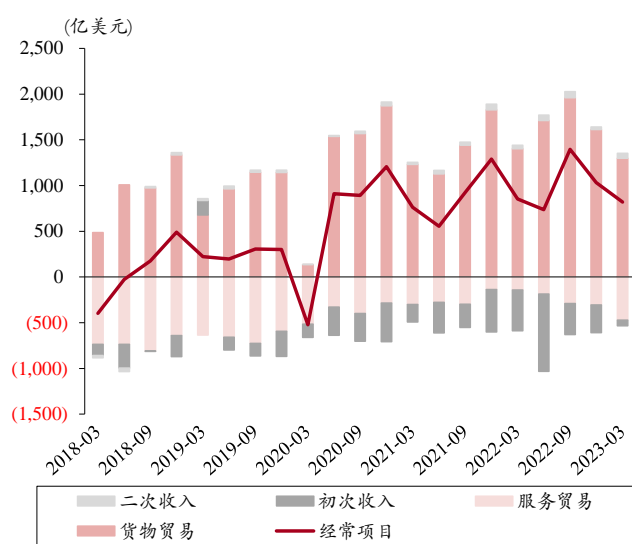
分项来看，货物贸易顺差减少、服务贸易逆差增加是经常项目顺差减少的主要原因，二者合计贸易顺差同比减少433亿美元；初次收入逆差同比大幅收窄384亿美元，降幅达到86%，创下2018年三季度以来新低（见图表2），主要由于初次收入支出（借方）减少258亿美元，收入（贷方）增加127亿美元。由此可见，初次收入逆差收窄大致抵消了货物和服务贸易顺差的减少，经常项目顺差小幅下降。

图表1. 经常项目差额及其与名义GDP之比



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，Wind，中银证券

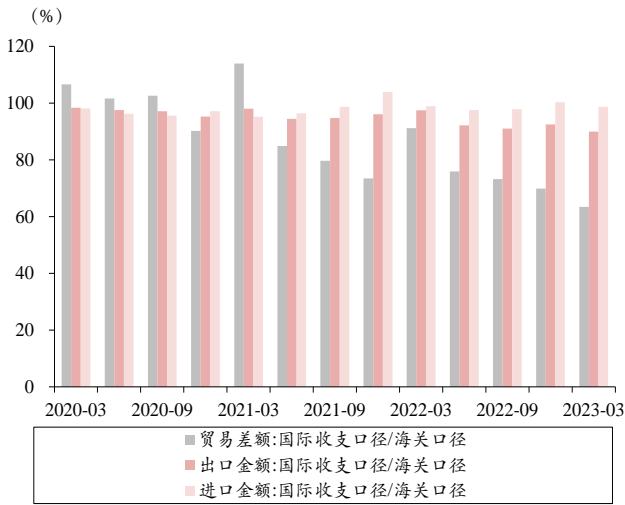
图表2. 经常项目差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

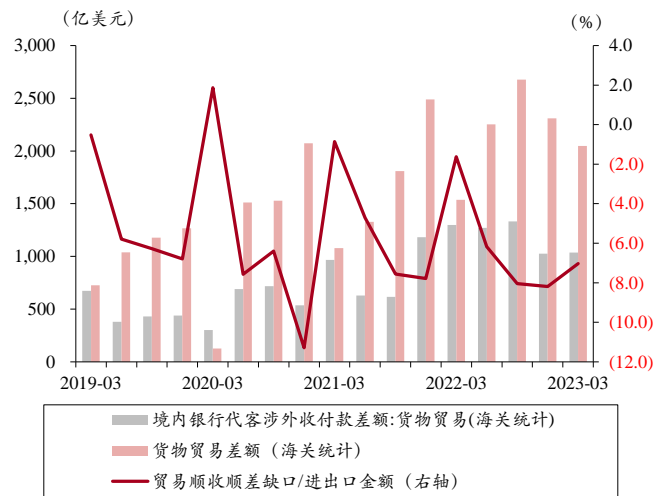
一季度，货物进出口增速均有所下降，货物贸易顺差收窄。国际收支口径的货物出口和进口分别为7392亿、6092亿美元，同比下降7.3%、7.4%，货物贸易顺差为1299亿美元，下降7.4%（见图表2）。当季，国际收支口径的货物贸易出口、进口和进出口顺差分别相当于海关口径的89.9%、98.7%和63.5%（见图表3）；银行代客涉外货物贸易收付款（海关统计）顺差1036亿美元，海关口径的贸易顺差2047亿美元，二者差值（贸易顺收顺差缺口）为-1012亿美元，占当季进出口总额比重为-7%，负值同比上升5.4个百分点，这表明贸易顺差不顺收的情况依然存在（见图表4）。

图表 3. 国际收支口径与海关口径进出口贸易差额对比



资料来源: 国家外汇管理局, 海关总署, Wind, 中银证券

图表 4. 货物贸易顺收顺差缺口及占进出口比重情况

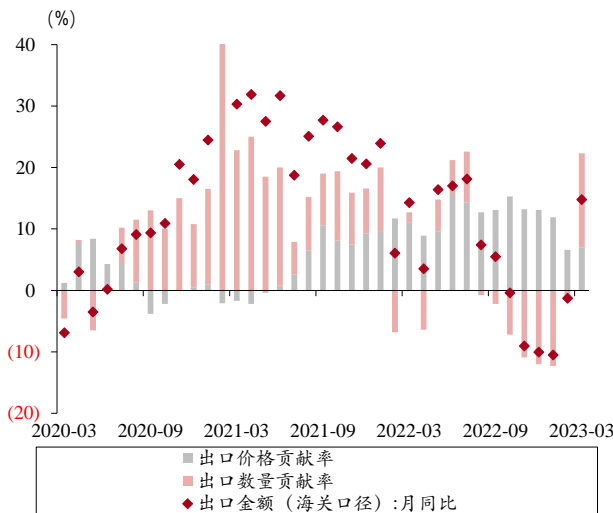


资料来源: 国家外汇管理局, 海关总署, Wind, 中银证券

注: 贸易顺收顺差缺口/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。

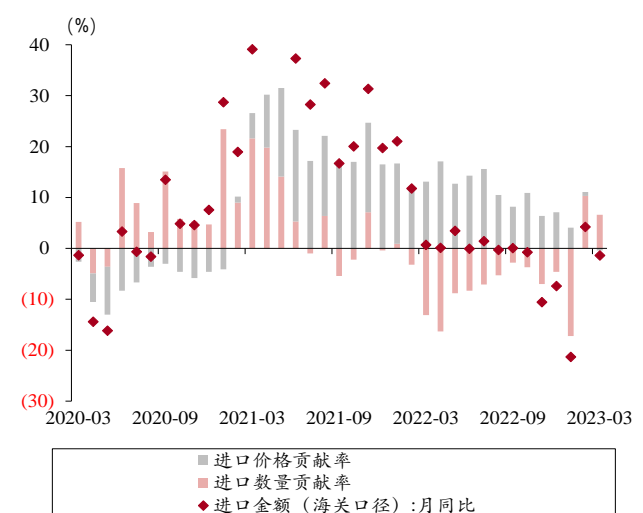
海关总署公布的进出口价格和数量指数显示, 2023年1-2月份, 出口呈现价增量降, 同比(美元计价, 下同)连续负增长, 但降幅有所收窄, 3月出口同比增速为14.8%, 大幅超出市场预期, 表现为量价齐增(见图表5)。其中, 一季度对东盟出口同比增长18.9%, 较2022年四季度上升8.5个百分点; 对欧美合计出口同比下降12.2%, 降幅收敛3.8个百分点。进口表现为价降量增, 受大宗商品价格连续下跌的影响, 进口价格增速逐月下降, 并于3月转负, 而数量增速自2月起转正(见图表6)。这反映随着国内经济重启, 需求有所回升, 同时也有2022年3月低基数的影响。一季度, 我国贸易条件持续改善, 月均贸易条件指数为107, 同比和环比分别增长9.6%和1.5%, 主要由于进口价格增速回落快于出口增速(见图表7)。

图表 5. 出口数量及价格贡献拆分



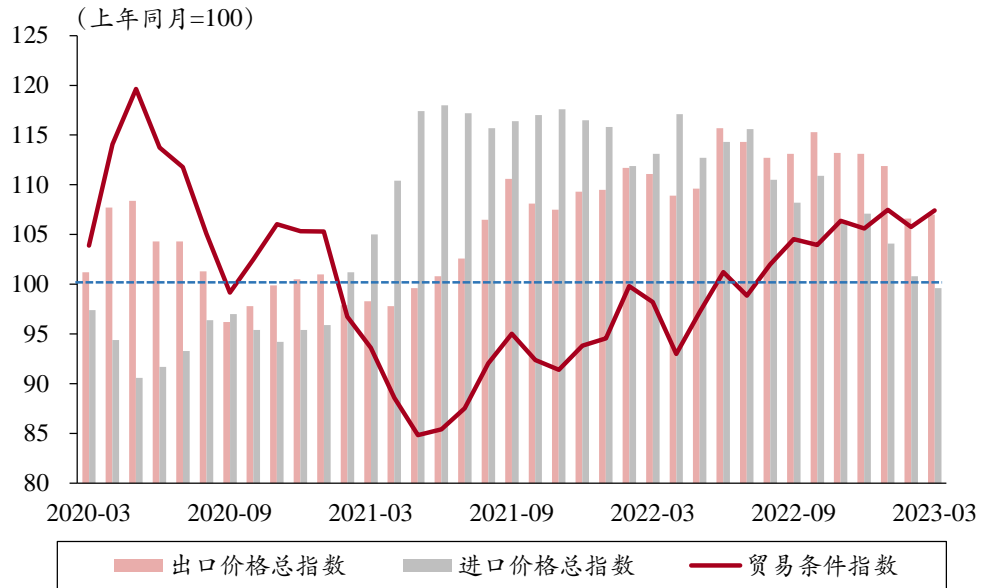
资料来源: 海关总署, Wind, 中银证券

图表 6. 进口数量及价格贡献拆分



资料来源: 海关总署, Wind, 中银证券

图表 7. 贸易条件及进出口价格指数情况

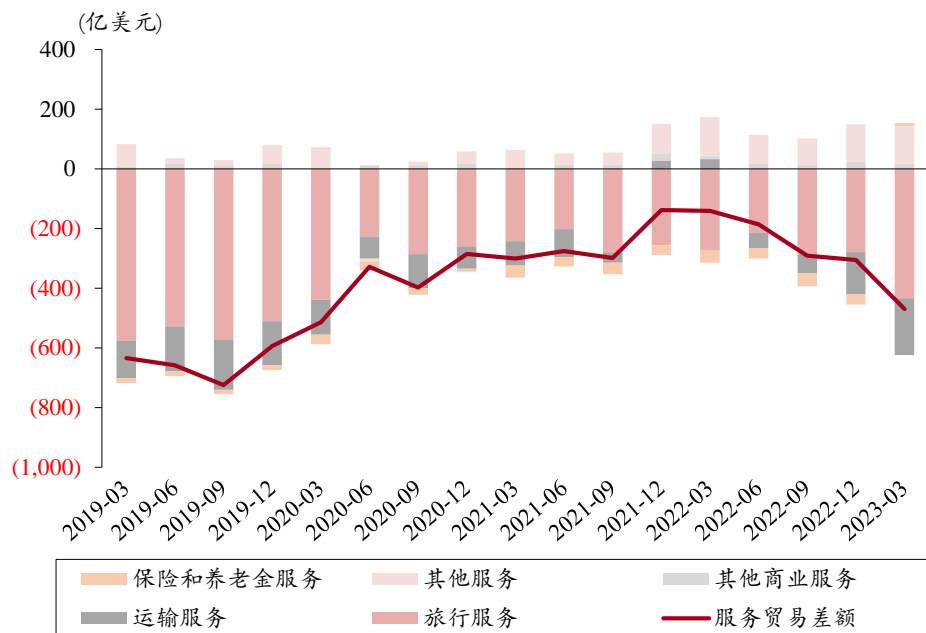


资料来源：海关总署，Wind，中银证券

注：(1) 贸易条件指数= (出口价格指数/进口价格指数) *100；(2) 该指数低于100，意味着贸易条件同比恶化，要用更多的出口才能换取同等金额的进口。

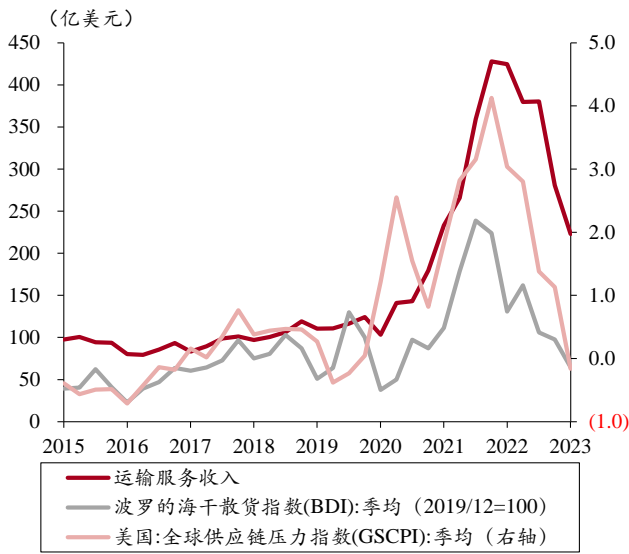
当季，服务贸易逆差为 470 亿美元，同比扩大 234%，为 2020 年一季度以来最高。其中，运输服务和旅行服务逆差扩大为主要正贡献项，分别贡献了 68%、48%（见图表 8）。同期，运输服务服务由 2022 年一季度的顺差 33 亿美元转为逆差 190 亿美元，其中运输收入同比下降 47%、支出同比增加 5%，主要由于全球供应链压力大幅改善，国际运价大幅回落（见图表 9）；旅行服务逆差为 434 亿美元，同比扩大 48%，其中旅行收入则小幅增加 3 亿美元，旅行支出大幅增加 166 亿美元，反映了国内疫后经济重启，跨境旅行快速恢复。中国民航局数据显示，2023 年一季度国际航线的客运量为 224 万人次，同比增长 7.2 倍，不过仍低于疫情前水平（见图表 10）。预计随着出入境措施优化，国际旅行逐渐恢复，旅行支出将继续增加。

图表 8. 服务贸易差额及其分项情况



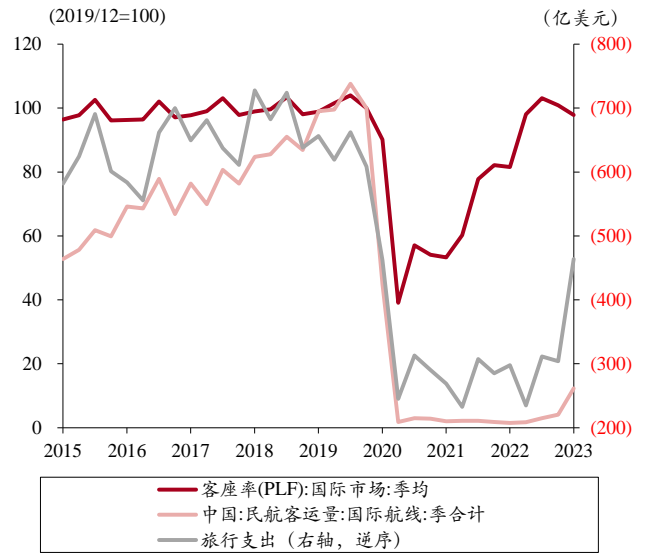
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 9. 运输服务收入与国际运价及供应链压力指数



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 纽约联储, 中银证券

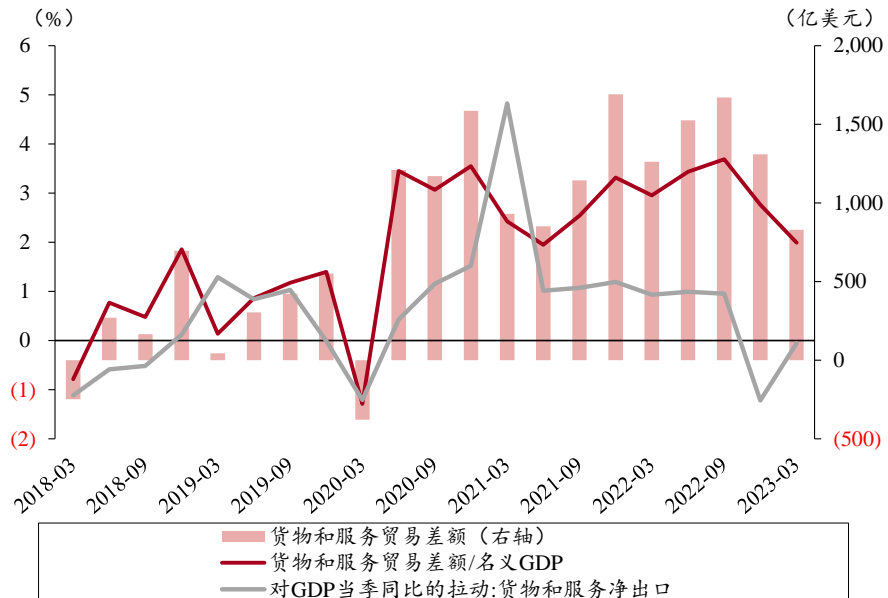
图表 10. 旅行支出与中国民航国际航线客运量及客座率



资料来源: 国家外汇管理局, 中国民航局, IATA, Wind, 中银证券

一季度, 货物和服务贸易合计顺差 829 亿美元, 同比缩小 34%, 占当季名义 GDP 比重为 2.0%, 同比和环比分别回落了 0.96 0.21 个百分点; 货物和服务净出口对当季 GDP 同比增长为负拉动 0.06 个百分点, 负贡献为 1.3%, 是连续第二个季度贡献为负, 2022 年同期为正拉动 0.93 个百分点, 正贡献 19.4% (见图表 11)。尽管 3 月份外贸出口和顺差大超预期, 但由于 1-2 月出口负增长叠加服务贸易逆差扩大, 外需对经济增长延续负拉动。随着海外货币和信贷紧缩效应逐渐显现, 外需下行压力依然存在, 及时有效扩大内需是后续国内稳增长的关键。

图表 11. 货物和服务贸易差额及其占 GDP 比重和对 GDP 拉动



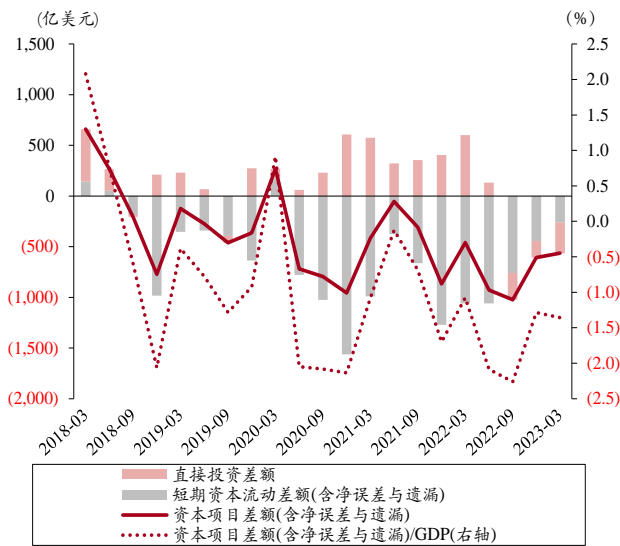
资料来源: 国家外汇管理局, 国家统计局, Wind, 中银证券

二、资本项目逆差同比扩大，直接投资逆差增加，短期资本流出规模大幅收敛

一季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 565 亿美元，环比缩窄 7%，同比扩大 23%；相当于同期名义 GDP 的 -1.4%，负值环比和同比分别上升 0.07、0.28 个百分点（见图表 12）。

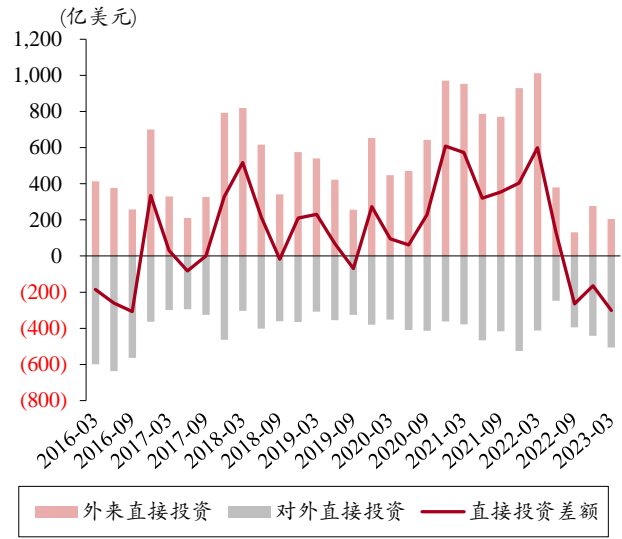
分项来看，直接投资逆差 302 亿美元，为 2016 年三季度以来最大，同比和环比分别增加 902 亿、137 亿美元，主要由于对外投资增加，同时外商来华投资减少。其中，对外直接投资净流出 506 亿美元，同比和环比分别增加 93 亿、64 亿美元；外来直接投资净流入 205 亿美元，同比和环比分别减少 808 亿、72 亿美元（见图表 13）。这反映了疫后经济重启，国内涉外主体加快对外投资，同时海外主体出于供应链安全和地缘政治等因素考虑，来华投资步伐放缓。至此，我国直接投资已连续三个季度净流出，为 2016 年四季度以来首次。4 月 28 日召开的中央政治局会议强调，要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘。

图表 12. 资本项目差额及其占 GDP 比重和构成情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 13. 外来直接投资和对外直接投资



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

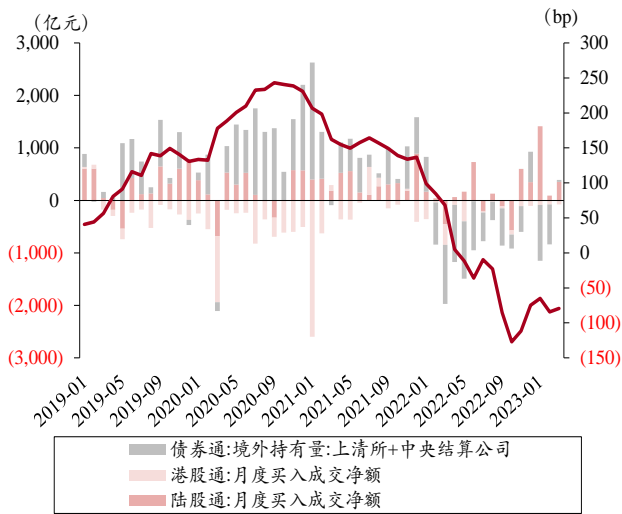
一季度，短期资本流动（即证券投资、其他投资、净误差与遗漏合计）逆差 263 亿美元，同比和环比均大幅收敛，分别下降 75%、41%（见图表 12）。从高频的股票通数据来看，在国内经济重启的强预期驱动之下，外资连续净增持境内股票资产。陆股通项下一季度净买入 1860 亿元人民币，尤其是 1 月份净买入 1413 亿元人民币，创下历史单月新高；港股通当季累计净买入 669 亿元人民币，同比和环比分别下降 15%、45%，与陆股通轧差后，股票通累计净流入 1191 亿元人民币，2022 年一季度和四季度分别净流出 1035 亿、846 亿元，同比和环比增加 2226 亿、2017 亿元人民币（见图表 14）。

北向债券通项下延续了净流出。由于中美利差延续倒挂，加之国内经济复苏强预期之下，市场一度预期利率将趋于上行，1-2 月外资减持人民币债券资产，累计 1828 亿元人民币；3 月国内经济复苏势头有所放缓，中债收益率再度下行，加之海外银行业动荡，美债收益率下行，中美利差环比小幅收敛，债券通项下外资恢复小幅净增持 35 亿元人民币。一季度，债券通项下外资累计净减持境内债券 1793 亿元人民币，同比增长 41.6%、环比增长 9.1 倍（见图表 14）。

中国人民银行公布的外资持有境内人民币金融资产数据变动也反映了这一趋势。截至一季度末，外资持有境内人民币金融资产余额为 9.88 万亿元人民币，环比增加 2573 亿元人民币，其中分别净增持境内股票 2045 亿元¹、贷款和存款合计 1493 亿元，净减持境内债券 1865 亿元人民币（见图表 15）。

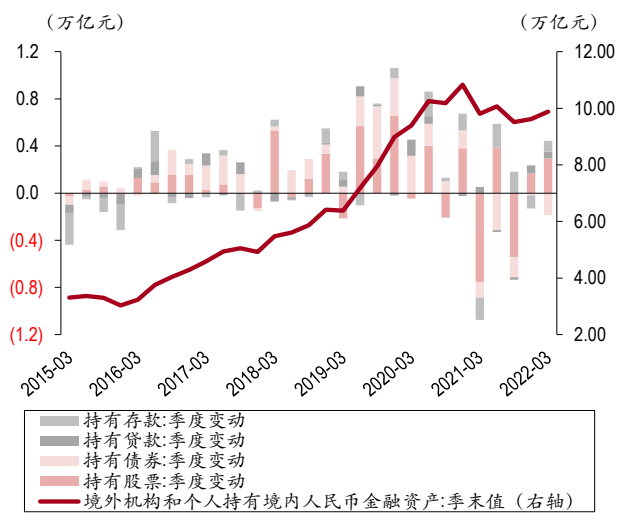
¹ 陆股通净买入与人民银行公布的外资持有境内人民币股票变动数据存在差异，主要反映了 QFII 和 RQFII 等渠道和估值效应的影响。

图表 14. 债券通和股票通项下资金流动情况及中美利差



资料来源: 中央结算公司, 上清所, 万得, 中银证券

图表 15. 境外机构和个人持有境内人民币金融资产情况



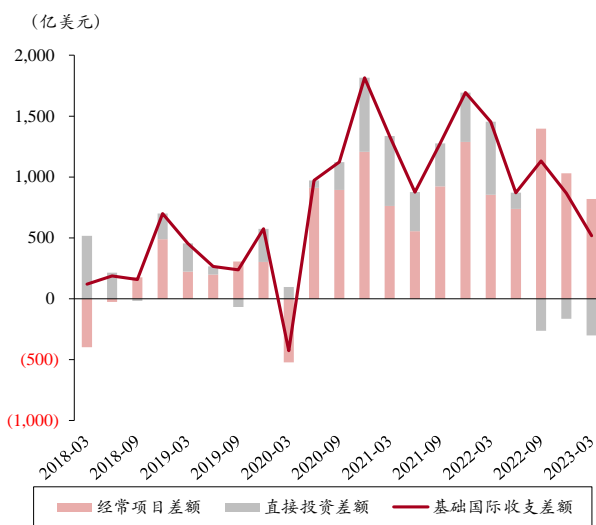
资料来源: 中国人民银行, Wind, 中银证券

三、基础国际收支顺差下降，但依旧覆盖短期资本净流出

一季度，我国基础国际收支顺差（即经常项目与直接投资合计）为 518 亿美元，同比下降 64%，直接投资顺差下降是主要原因，贡献了 96%（见图表 16）。当季，短期资本净流出（含净误差与遗漏）收敛幅度大于基础国际收支顺差降幅，二者之比为-50.8%，负值同比和环比分别回落了 22.2、0.4 个百分点（见图表 17）。这表明尽管基础国际收支顺差下降，但同时短期资本流出压力减缓，基础国际收支顺差对冲短期资本净流出以后仍有盈余。

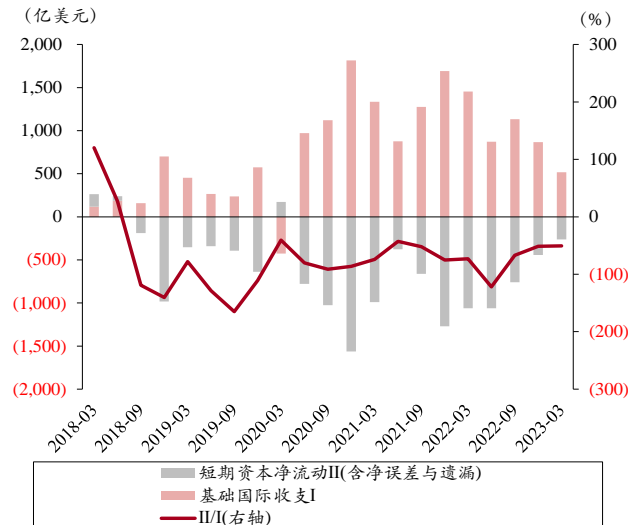
当季，人民币汇率（兑美元，下同）中间价和收盘价分别上涨 1.4% 和 1.2%。在基础国际收支顺差收窄的情况下，人民币汇率升值驱动主要来自短期资本净流出大幅收敛。2023 年 1 月份，在中国经济重启的强预期下，人民币汇率延续了 2022 年底以来的反弹行情，较 2022 年 11 月初低点最多反弹了 8、9%。但 2 月份以后进入预期验证期，陆续公布的经济数据和政策有喜有忧，市场重归经济复苏初期的“弱现实”，人民币汇率小幅转弱，随后整体维持窄幅震荡。这基本印证了我们 2022 年底提出的 2023 年人民币汇率三种情形中的基准情形，即如期完成“三稳”工作，人民币汇率或将是宽幅震荡、略偏强势的行情²。

图表 16. 基础国际收支差额及细分



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

图表 17. 短期资本流动与基础国际收支差额



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

² 管涛, “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, 2022 年 12 月 22 日。

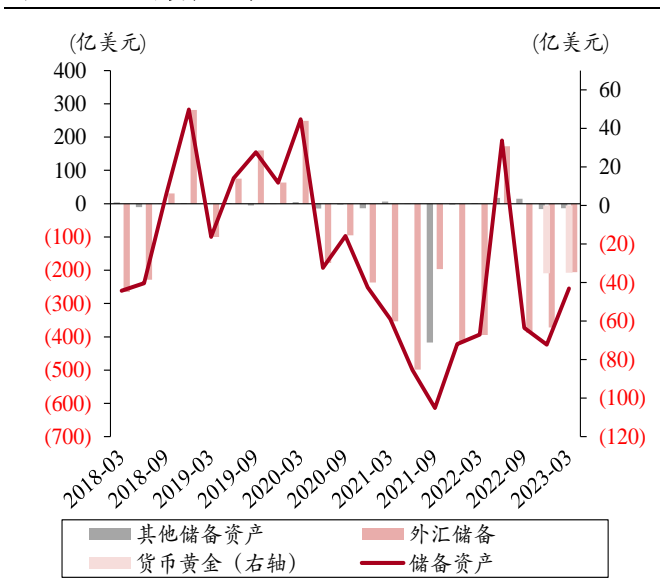
四、央行继续增持黄金储备，交易和非交易因素共同推动储备资产增加

一季度，我国储备资产增加 255 亿美元，其中黄金储备增加 35 亿美元（见图表 18）。这显示央行继续在国际市场上增持黄金储备。截至 2023 年一季度末，我国黄金储备为 6650 万盎司（约合 2068 吨），较 2022 年三季度末增加 386 万盎司（约合 120 吨），增幅为 6.2%。

按伦敦现货黄金（美元计价）季末价格计算，截至 2023 年一季度末，我国黄金储备资产市场价值较 2022 年三季度末增加 269 亿美元，其中交易引起的变动 70 亿美元，贡献了 26%，非交易因素（估值效应）199 亿美元，贡献了 74%（见图表 19）。截至 2023 年一季度末，我国黄金储备占储备资产比重为 3.9%，较 2022 年三季度末上升 0.6 个百分点，但仍远低于国际平均水平（2022 年末全球黄金储备占国际储备资产比重为 13.8%）。

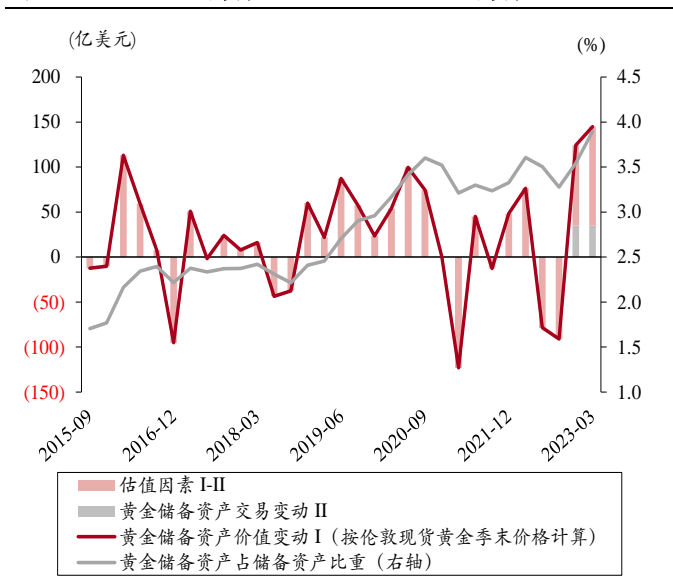
此外，当季我国特别提款权（SDR）资产增加 13 亿美元，这或反映了国际货币基金组织（IMF）成员国之间政策性交易的影响。

图表 18. 储备资产及其分项变动



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 19. 黄金储备资产价值变动及占储备资产比重

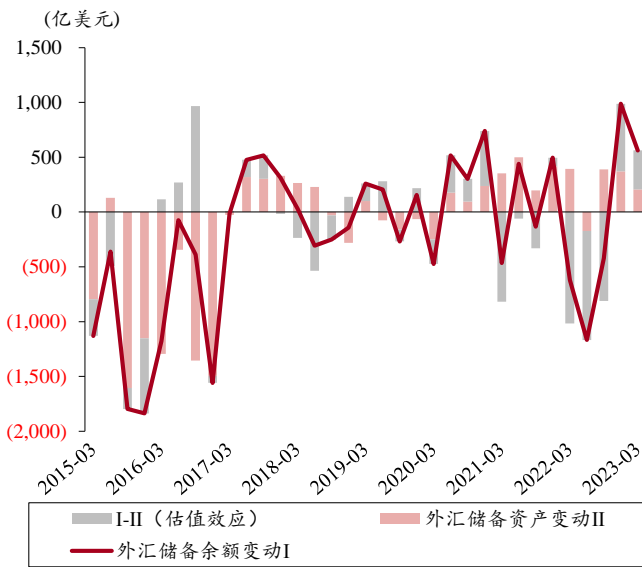


资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，Wind，中银证券

一季度，我国外汇储备资产增加 206 亿美元，央行公布的外汇储备余额增加 562 亿美元，两者差值为 356 亿美元（见图表 20），这主要反映了汇率和资产价格等非交易因素引起的储备价值变动（即正估值效应或浮盈）。货币方面，主要货币汇率窄幅震荡，美元指数累计下跌 0.9%，非美元货币涨跌不一（兑美元，下同），日元下跌 1.3%，欧元上涨 1.3%，英镑上涨 1.9%，导致非美元储备资产折美元总体增加。资产方面，由于全球通胀连续下行，主要央行加息步伐放缓，市场预期紧缩周期渐进尾声，全球主要股指以上涨为主。其中，法国 CAC40 指数和德国 DAX 涨幅较大，分别上涨 13.1% 和 12.2%；10 年期美债收益率在 1 月和 3 月下降，一季度累计下行 40 个基点，以美元标价的已对冲全球债券指数上涨 2.9%（见图表 21）。

一季度，各月央行外汇占款项波动较大，其中 1 月和 3 月分别增加 1537、1712 亿元人民币，当季累计增加 3181 亿元人民币（折合 465 亿美元），央行资产负债表的其他资产项相应减少 3315 亿元人民币，1 月和 3 月分别减少 1352、1803 亿元人民币（见图表 22）。央行外汇占款变化远超过同期外汇储备资产变动，二者关系进一步失联，表明运用央行外汇占款变动来研判央行入市外汇买卖情况需要非常慎重（见图表 23）。

图表 20. 外汇储备资产和外汇储备余额变动的缺口



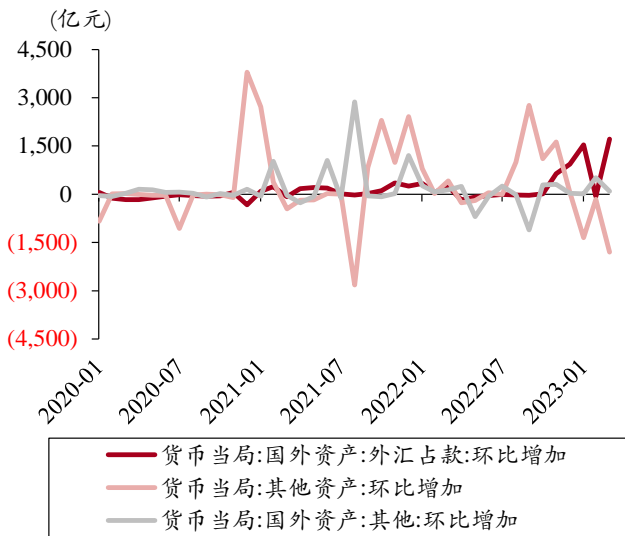
资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 21. 一季度主要货币和全球资产价格表现

		(单位: %; BP)			
		2023	2023	2023	2023Q1
货币	美元指数	-1.3	2.8	-2.3	-0.9
	美元兑日元	-0.8	4.7	-2.5	1.3
	欧元兑美元	1.5	-2.6	2.5	1.3
	英镑兑美元	1.9	-2.4	2.5	1.9
股市	标普500指数	6.2	-2.6	3.5	7.0
	富时100指数	4.3	1.3	-3.1	2.4
	法国CAC40指数	9.4	2.6	0.7	13.1
	德国DAX指数	8.7	1.6	1.7	12.2
	日经225指数	4.7	0.4	2.2	7.5
债券	以美元标价的已对冲全球债券指数	2.3	-1.6	2.2	2.9
	10年期美债(BP)	-36.0	40.0	-44.0	-40.0

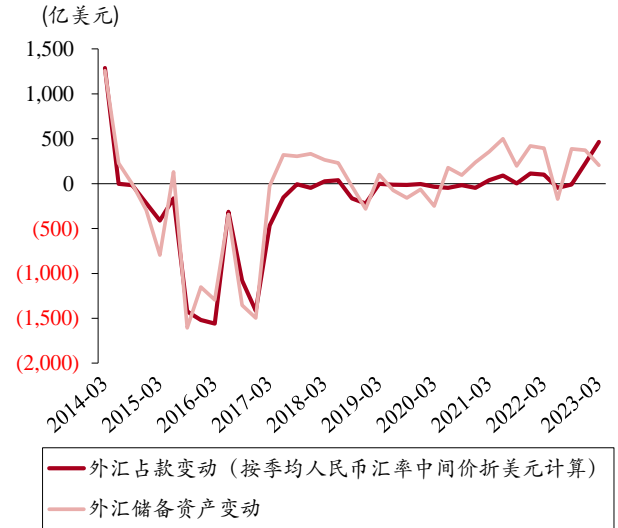
资料来源：Wind，Bloomberg，中银证券

图表 22. 外汇占款与其他国外资产及其他资产变动情况



资料来源：中国人民银行，Wind，中银证券

图表 23. 外汇占款折美元与外汇储备资产变动情况



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，Wind，中银证券

风险提示：海外金融风险及货币紧缩超预期，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