

# 3月美国国际资本流动报告 点评

全球“美元荒”缓解，国际资本风向正在起变化

一季度，美债收益率下行和美国商品和服务贸易逆差收窄推动资本回流美国有所放缓，美元小幅下跌。私人外资由守转攻，官方外资全面加仓美元资产，美债持有既买又涨。

- 美贸易差额与跨境资本维持镜像关系，“美元荒”缓解但仍有不确定性。一季度，外国投资者净增持美国证券资产 2536 亿美元，较 2022 年同期和上季度分别减少了 54% 和 39%。同期，美国贸易逆差 2035 亿美元，赤字规模较上季度小幅收窄 0.7%，但较 2022 年同期大幅收窄 28%。私人外资放缓增持美元资产，让官方外资得以喘息。官方海外投资者净增持 1218 亿美元美国证券资产，为有数据以来的第四大增持规模，较 2022 年同期和上季度分别扩大了 4.4 和 6.8 倍。与 2020 年一季度不同，当前外资依然维持现金资产、短期证券和长期证券的合理配置比例，没有出现所谓的“美元灾”流动性危机。
- 私人外资风险偏好上升和官方“止血”，美债可能进入“收获期”。一季度，由于美债收益率下行、吸引力下降，私人外资明显放缓对生息资产的净增持，反而对美股的热情在逐渐回升。尤其是，3 月份硅谷银行风波爆发和美联储短暂扩表，私人外资加速跟进美股估值扩张。官方外资对国债、机构债、企业债和股票四大类资产均有所增持，且依然偏向中长期债券。美债收益率曲线如期陷入“格林斯潘之谜”。2023 年一季度末，外资持有美债余额较 2022 年底上升 2542 亿美元至 75730 亿美元，连续两个季度上升。其中，外资净买入美债 1569 亿美元，较 2022 年同期和上季度分别下降了 30% 和 6%；正估值效应 976 亿美元，贡献了当季持有余额上升的 38%。
- 美元大循环不需要个别国家与美双边均衡，有人卖自然就有人来买。一季度，中国持有美债“名增实减”，美债持有余额较 2022 年底环比上升 22 亿美元至 8691 亿美元，正估值效应 104 亿美元，实际上净卖出 64 亿美元。同期，日本则是连续五个季度净卖出美债。与之相对的是，欧洲、韩国、印度和加拿大合计买入美债 736 亿美元，占当季美债净买入规模的 47%。
- 一季度的市场主线依然是美联储货币政策。即便当前欧美银行业风波未过和美债上限谈判陷入“僵局”，市场还是会将“额外”因素计入经济和通胀前景，以此判断美联储货币政策动向。毕竟，市场对美联储的“脱实入虚”已经形成了习惯。值得注意的是，欧元区可能即将陷入“格林斯潘之谜”，美德利差收敛也开始存在阻力。
- 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

《2月美国国际资本流动报告点评：官方外资明显发力支撑资本回流，私人外资更趋谨慎》  
20230320

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

联系人：付万丛

wancong.fu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

2023年5月15日，美国财政部发布了2023年3月份的国际资本流动（TIC）报告。由此，我们可以完整分析美国跨境资本流动的季度全景。

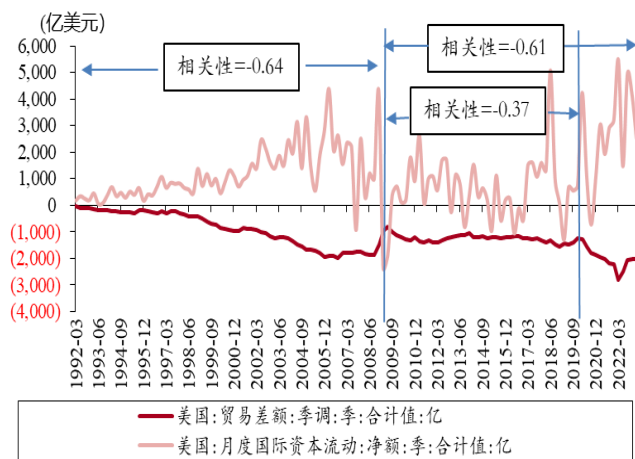
## 一、美贸易与跨境资本维持镜像关系，“美元荒”缓解但仍有不确定性

TIC报告显示，2023年一季度，外国投资者在美净增持证券资产2536亿美元，较2022年同期和上季度分别减少了54%和39%。同期，美国商品和服务贸易逆差2035亿美元，赤字规模较上季度小幅收窄0.7%，但较2022年同期大幅收窄28%（见图表1）。

**美国国际资本流动（TIC）与贸易之间存在“两个不同”和“一个伴随”。**第一个不同是TIC的跨境资本主要以证券资产为主，是国际收支平衡表的资本与金融账户的部分构成，与贸易为主的经常项目不完全相等；第二个不同是TIC的跨境资本既要考虑历史存量，还要考虑资产价格变动，波动会远大于“慢变量”的贸易数据。2022年底，美国持有海外证券资产规模14.1万亿美元，海外持有美国证券资产24.8万亿美元。“一个伴随”指的是目前美国贸易赤字、美联储利率政策与TIC国际资本流动存在较高相关性。当1992年至2008年美国贸易逆差趋于扩大时，TIC跨境资本回流也会“被迫”扩大，两者之间存在较高相关性；当2009年至2019年美国贸易逆差疲软时，跨境资本依然活跃，两者之间相关性大幅下降（见图表1）。此阶段，美联储极度宽松的货币政策“成功”脱实入虚。2009年至2019年，吴-夏联邦基金影子利率与以12月移动均值衡量的国际资本流动的相关性为较高正相关性（0.51），低利率迫使国际资本在全球“搜刮”收益率（见图表2）。2009年至2023年3月，两者相关性进一步上升至0.57，资本属性进一步加强，而贸易逆差与TIC跨境资本的相关性也悄然回归。

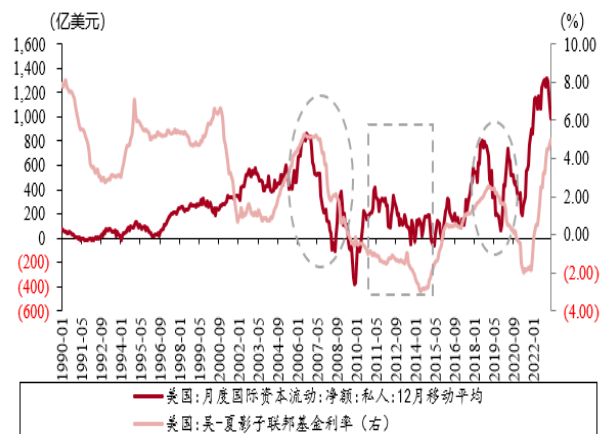
因而，此阶段预判美国国际资本流动需要同时考虑贸易赤字变化（美国内需进口主导）和美联储利率政策。当前，美国经济走弱，资本回流美国已经开始放缓。资本回流美国的“拐点”似乎预见到了美联储早晚得降息。尤其是根据2023年4月底国会预算局（CBO）公布的测算结果显示，共和党《2023年限制、节约与增长法案》可能让美国在未来十年缩减支出4.8万亿美元，公众持有美债余额占名义GDP的比重将比预期情形下滑12个百分点；穆迪测算2024年美国实际增速将损失0.7个百分点。参考2011年“财政悬崖”预算法案，美国经济不振将加大货币政策转向的压力，可能会进一步放缓国际资本回流美国。只要不出现类似2008年和2020年的“美元灾”流动性危机，非经济体可能无需再头疼“美元荒”。

图表 1. 美国季度贸易差额与国际资本流动季度净额



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 2. 吴-夏影子利率和国际资本流动净额

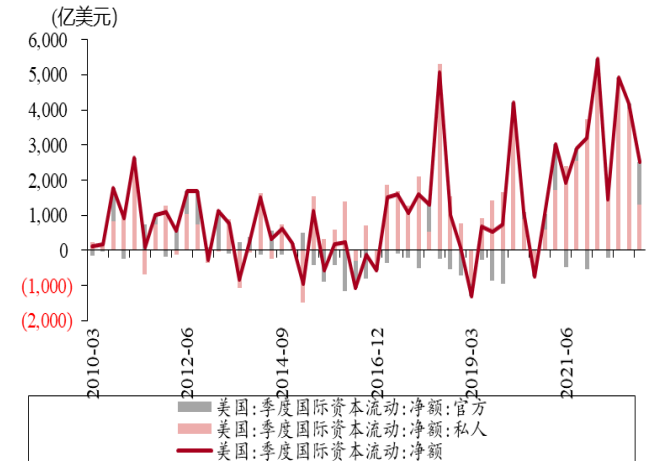


资料来源：美国财政部，万得，中银证券

按交易主体划分，**官方投资者接力私人投资者。**一季度，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1319亿美元，增持规模同比、环比分别下降了75%和67%；官方海外投资者净增持1218亿美元美国证券资产，为有数据以来的第四季度增持规模，同比、环比分别扩大了4.4和6.8倍（见图表3）。

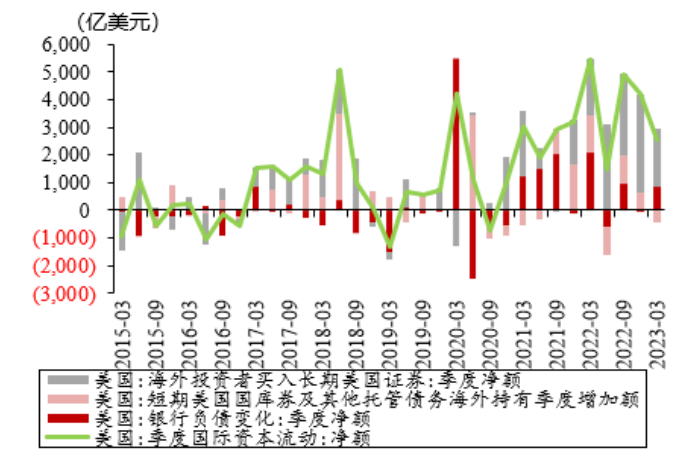
按交易工具划分，没有所谓规避风险的“现金为王”偏好。2023 年一季度，外资净增持了银行负债（现金资产）831 亿美元，增持规模较 2022 年同期下降了 60%，贡献了当季资本流入的 33%；同时净增持了长期证券资产 2133 亿美元，较上季度下降了 41%，但同比上升了 5%，贡献了当季资本流入的 84%。2020 年一季度“美元灾”，外资净增持了现金资产 5445 亿美元，贡献了当时国际资本流入的 129%，同时净卖出 1299 亿美元长期证券资产。两者明显不同。此外，外资依然延续“锁长卖短”的策略，净减持了短期国库券及其他托管债务 428 亿美元，负贡献了当季资本流入的 17%（见图表 4）。

图表 3. 按交易主体划分的美国季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 4. 按交易工具划分的美国季度国际资本流动情况



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

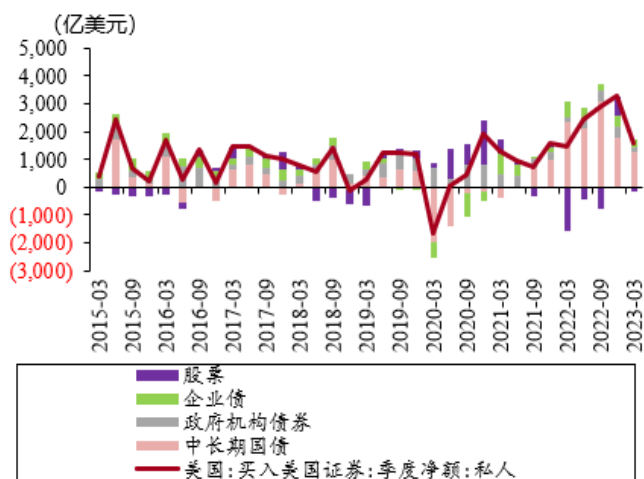
## 二、私人外资风险偏好上升和官方全面“止血”，美债可能进入“收获期”

**私人外资对美股由守转攻，可持续性有待观察。**一季度，剔除银行对外负债变动后，私人海外投资者在美增持证券资产 488 亿美元，增持规模较 2022 年季度均值（3343 亿美元）下降 85%。其中，私人外资对生息资产的热情明显下降，虽然依然净增持了 281 亿美元企业债，但较 2022 年季度均值（368 亿美元）下降了 24%。同期，2 年期和 10 年期美债收益率分别回落 35 和 40 个基点。由于美债收益率下行、吸引力下降，私人外资净增持 1260 亿美元中长期国债和 185 亿美元机构债，分别较 2022 年季度均值下降了 46% 和 48%，构成私人外资放缓增持的主要因素（见图表 5）。与之相对的是，私人外资虽然净减持了 134 亿美元美股，但较 2022 年季度均值（-527 亿美元）有所改善。尤其是，尽管 3 月份硅谷银行事件爆发，但是标准普尔指数在美联储货币政策转向预期刺激下上涨 3.5%，当月私人外资净买入美股 262 亿美元，明显高于过去 12 个月的均值（-151 亿美元）。这与我们此前研究发现的私人外资买美股追估值的规律一致。3 月底，标普 500 指数的市盈率环比和同比分别上升了 4.3% 和 5.7%，连续三个月估值环比扩张，市场似乎笃定“美联储不紧就是松”。

**官方外资全面加仓。**“美元荒”缓解的另一大证据是官方外资不用再减持兑付了。一季度，官方外资在美净买入证券资产 478 亿美元，结束了连续两个季度减持证券资产，并较 2022 年季度均值（-27 亿美元）明显改善。官方外资对四大类资产均有所增持，其中，净增持 57 亿美元美股，2022 年季均净减持 41 亿美元美股；净增持 55 亿美元企业债券，2022 年季均净增持 42 亿美元；净增持 183 亿美元中长期美债，结束了连续七个季度的净减持，2022 年季均净减持 433 亿美元；净增持 183 亿美元机构债券，2022 年净增持 405 亿美元（见图表 6）。同时，官方和私人外资均偏向中长期美债。当季，官方外资净增持 136 亿美元短期国库券，低于中长期美债的净买入额 183 亿美元；私人外资净减持 9 亿美元短期国库券（2022 年同期和上季分别为净增持 89 亿美元和 117 亿美元），净买入中长期美债 1260 亿美元。

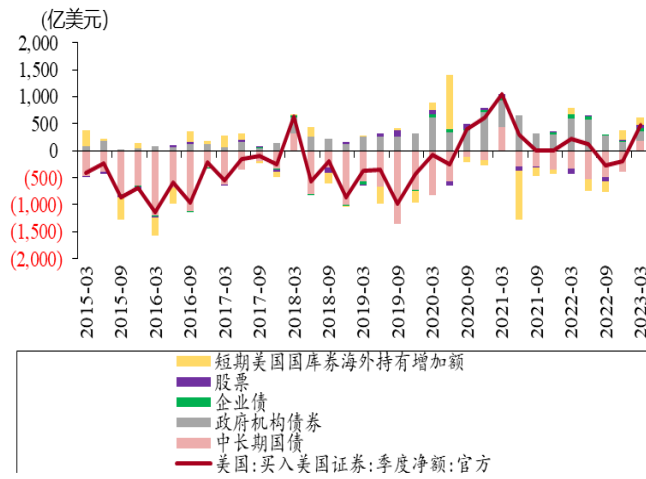


图表 5. 私人海外投资者季度在美国国际资本流动状况



资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

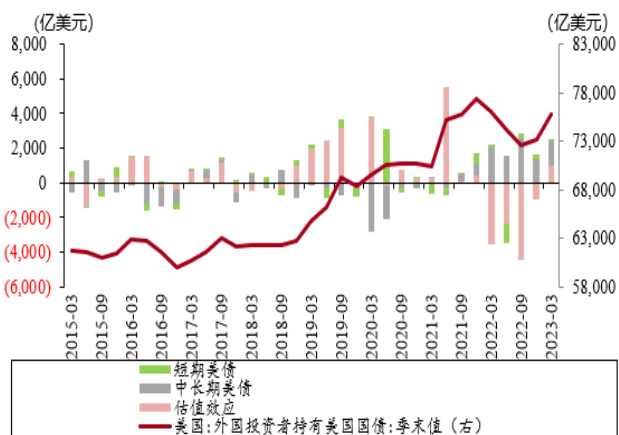
图表 6. 官方海外投资者月度在美国国际资本流动状况



资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

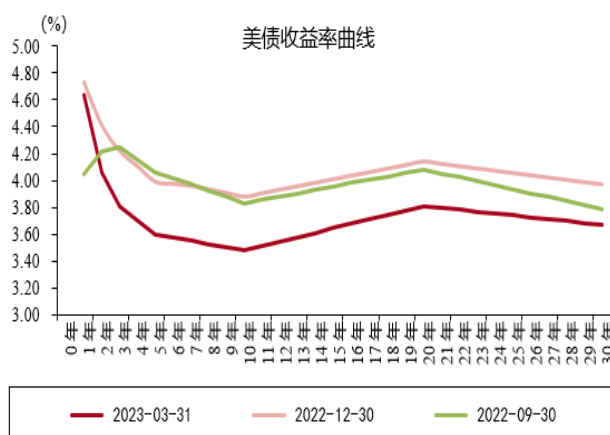
**净增持和正估值推动外资持有美债余额反弹。**2022 年底, 外资持有美债余额 73416 亿美元, 较 2021 年底下降 4260 亿美元, 创历史最大降幅。其中, 外资“锁长卖短”连续四季度净买入中长期美债共计 7540 亿美元, 同时卖出短期美债 374 亿美元, 合计净买入美债 7166 亿美元; 美债收益率连续四个季度上升、价格下跌, 负估值效应合计 11386 亿美元, 美债创有数据以来最大年度跌幅。2023 年一季度末, 外资持有美债余额较 2022 年底上升 2542 亿美元至 75730 亿美元, 连续两个季度上升 (见图表 7)。**美债收益率曲线如期进入“格林斯潘之谜”,**即加息尾部阶段短端收益率上升反而会推动中长端收益率明显下降。2023 年一季度末, 1 年期的美债收益率 (4.64%) 都已经略微低于 2022 年底的水平 (4.73%), 表明市场已经计价美联储迟早要降息 (见图表 8)。当季, 外资净买入美债 1569 亿美元, 较 2022 年同期和上季度分别下降了 30% 和 6%; 正估值效应 976 亿美元, 贡献了当季持有余额上升的 38%。从交易品种来看, 当季外资净买入中长期美债 1443 亿美元, 环比增加了 6%, 贡献了外资净买入美债的 92%; 净增持短期国库券 126 亿美元, 环比减少了 58%, 贡献了外资净买入美债的 8%, 延续了 2022 年以来的风格。

图表 7. 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

图表 8. 美债收益率曲线



资料来源: 美国财政部, 万得, 中银证券

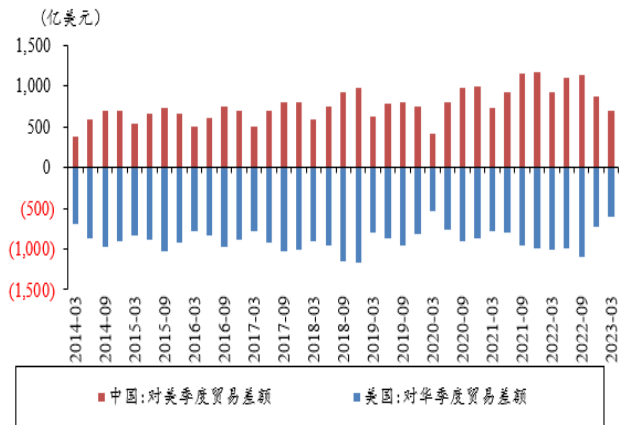
## 三、美元大循环不需要个别国家与美双边均衡，有人卖自然就有人来买

美国的贸易赤字和投资盈余并不一定是个别（双边）外资对美贸易顺差和资本逆差完全相等，但整体（多边）会自动匹配。对美贸易盈余的国家可以将美元以直接投资方式投资于其他国家，例如买矿和技术，也可以购买其他国家金融资产实现货币多元化。但被投资的国家可能会“被迫”增持美元资产，从而实现美国国际收支的自主平衡。2023年4月起，美国财政部修改数据统计口径，2月份开始的美债买卖交易数据将以美国视角来统计“美国净出售”，而不再是原来的“外国净买入”。新口径下的负值等同于原来的正值。因为对于美国来讲，并不在意谁来购买美元资产和美债，只要美国自己能卖出去即可。

一季度，美方统计的美国对华商品贸易逆差 608 亿美元，同比下降 40%（见图表 9）。同期，中国持有美债“名增实减”：中国投资者美债持有余额较 2022 年底上升 22 亿美元至 8691 亿美元，其中美债收益率下跌、美债价格上涨产生的正估值效应 104 亿美元，实际上净卖出中长期美债 168 亿美元和净买入短期美债 104 亿美元，合计净卖出美债 64 亿美元（见图表 10）。此外，中资净增持机构债 108 亿美元，但小幅净减持企业债 0.5 亿美元和美股 8.6 亿美元。整体上看，中资投资者合计净买入四大类美元资产 35 亿美元。虽然 2022 年中资净卖出美债 120 亿美元，但是合计净买入机构债、企业债和美股 1213 亿美元。此外，从季度来看，2022 年一季度至 2023 年一季度，中资逐季净买入四大类美元资产 295 亿美元、358 亿美元、259 亿美元、180 亿美元和 35 亿美元，与美国对华贸易逆差“先升后降”节奏相似（见图表 9）。

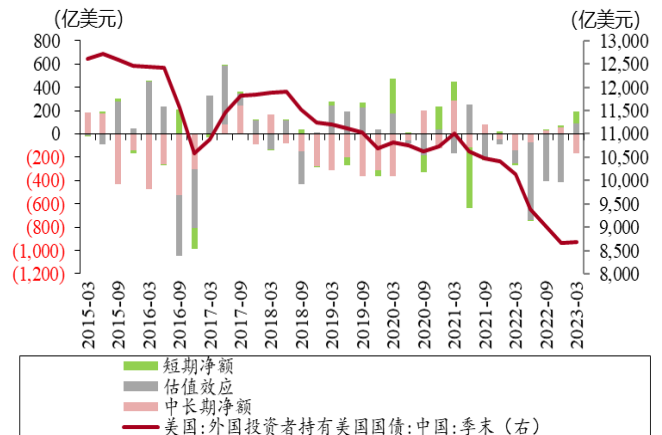
一季度，美债的第一大持有国日本（包括官方和私人）也是“名增实减”。日本持有美债余额较 2022 年底上升 114 亿美元至 10877 亿美元，其中，净减持了中长期国债 6 亿美元和短期国库券 155 亿美元，合计净卖出美债 161 亿美元，为连续五个季度的净减持。但是，日本的减持规模较上季度明显放缓，环比下降了 63%，与“美元荒”缓解一致。同时，正估值效应 275 亿美元，贡献了日本美债持有余额涨幅的 241%。中日投资者合计减持 225 亿美元，负贡献了当季美债净买入的 14%。

图表 9. 中美相互之间的贸易差额



资料来源：万得，中银证券

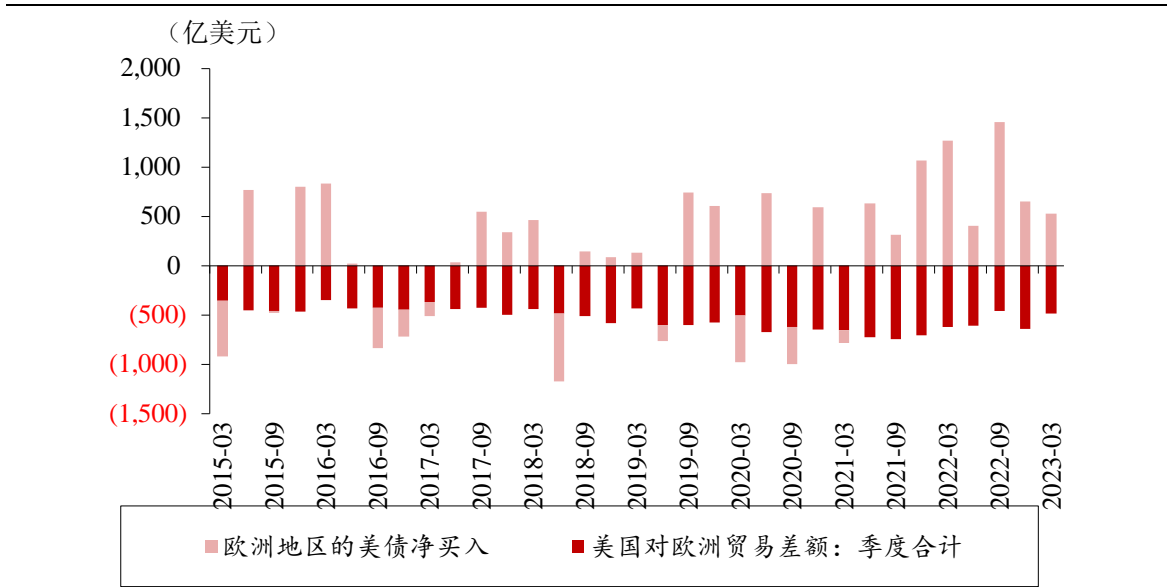
图表 10. 中资持有美债余额和买卖美债净额及估值效应



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

中日两大主要经济体都在卖美债，自然会有其他主要经济体来做“接盘侠”。一季度，欧洲地区和国家持有美债余额较 2022 年底上升 1169 亿美元至 27218 亿美元。其中，欧洲投资者净买入 361 亿美元中长期美债和 166 亿美元短期美债，合计买入 528 亿美元美债；正估值效应 641 亿美元，贡献了美债持有余额涨幅的 55%。这里头英国是主要推手，其持有美债余额较 2022 年底上升 594 亿美元至 7140 亿美元，正估值效应 153 亿美元，净买入中长期美债 520 亿美元和净卖出短期美债 79 亿美元，合计净买入美债 441 亿美元。欧洲加上韩国、印度和加拿大合计净买入美债 736 亿美元，占当季美债净买入规模的 47%。此外，据测算，2015 年四季度至 2019 年四季度，欧洲对美商品贸易顺差合计 8086 亿美元，同时合计净买入美债 3062 亿美元；2020 年一季度至 2023 年一季度，欧洲对美贸易顺差保持稳定（8098 亿美元），但合计净买入美债 6651 亿美元（见图表 11）。

图表 11. 欧洲地区对美贸易差额和买卖美债净额



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

#### 四、主要结论

总体来看，美国贸易逆差和资本回流的逻辑依然稳定，美联储货币政策的“脱实入虚”依然占据重要地位。一季度，尽管私人外资放缓买入美元资产，但开始由守转攻和做多利率即将下行，即放缓对生息资产的追捧，并转而追涨美股的估值扩张；官方外资在“美元荒”缓解之际大举补仓美元资产，对四大类美元证券资产均有所增持。虽然美债净买入有所放缓，但由于美国贸易赤字持续输出美元和美债收益率较疫情前明显抬升，外资美债持有余额既买又涨，止跌反弹。年初至一季度末，“格林斯潘之谜”如期出现，10年期美债收益率下降40个基点，美债价格终结了2022年连续四个季度的下跌，可能即将进入“收获季节”。美国并不在意谁来购买美债，不需要与个别国家达到贸易赤字和资本回流的自主均衡。一季度，中日对美债均有所减持，但欧洲地区和国家、加拿大、印度和韩国会“自动”填补空缺。相较于美元大循环，短期可能更值得关注市场对美联储转向的乐观预期。一季度，美元指数小幅下挫0.9%，纳斯达克指数飙升16.8%，带动标普500指数上涨7.0%。

**宏观数据、金融稳定与货币政策博弈可能会贯穿2023年上半年，不确定性仍较多。**目前看，3月以来的银行业风波尚未过去，海外市场关注点又多了一个美国政府信用风险。根据2023年4月底国会预算局（CBO）测算，共和党《2023年限制、节约与增长法案》可能让美国未来十年缩减支出4.8万亿美元，公众持有美债占比下滑12个百分点。参考2011年“财政悬崖”预算法案和2013年美国支出骤紧的经验，财政紧缩利空经济，但利多货币政策。资本市场的心中只有美联储，可能会进一步刺激资本回流放缓。此外，美国经济周期确实在下行，但劳动力市场偏紧和通胀粘性使得美联储货币政策充满不确定性。5月份议息会议（FOMC）后，鲍威尔称，美国目前通胀率仍然远高于2%的目标，要降低通胀还有很长的路要走，美联储将“依赖数据”继续制定货币政策，未来仍有可能继续加息。虽然近期多数美联储官员重申年内不降息，但是也有部分官员强调要对紧缩作用保持谨慎。美联储内部的分歧加大可能会进一步刺激市场对美联储转向的预期。值得注意的是，2023年初至一季度末，10年期的德国国债收益率也下降了15个基点，欧元区也开始进入“格林斯潘之谜”的节奏，美德利差收敛的阻力在上升。4月25日，10年期美德利差收敛至95个基点（2020年二季度前低）后快速走阔至5月17日的125个基点。

**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内容予任何其他人，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