

6月美国国际资本流动报告 点评

外资风险偏好再次走强，中资减持美国证券资产初现端倪

6月份，风险偏好较为强势，导致美债和美元跌。美股三大股指全面上涨，私人 and 官方投资者均创纪录买入美股。美债上限谈判结束推动外资继续买入美债。

- 外资回流美国依然趋势性放缓，宽松预期致流动性偏好进一步下降。6月份，美债上限谈判结束后，外国投资者在美净增持证券资产 1478 亿美元，但二季度仅增持 349 亿美元，为 2020 年四季度以来的新低。本月，外资继续减持现金资产，连续五个月净减持，二季度合计净减持了 2572 亿美元，减持规模为历史次高。高利率、高风险偏好和经济“软着陆”预期导致持有现金的性价比有所下降，市场并不认为会出现“毁灭性”的风险。
- 风险偏好全面回升，外资持有美债“越跌越买”。6月份，私人 and 官方外资分别增持了 1051 亿美元和 155 亿美元美股，均创下了历史新高，且均为连续三个季度的净买入。尽管安全资产在本月受到冷落，但是由于美债收益率处于高位，安全边际有所增强，美债依然获得了 879 亿美元的净买入，同比和环比分别扩大了 1.1 倍和 4.3 倍，且继续表现为中长期美债好于短期国库券。此外，美债负估值效应 461 亿美元，连续三个月“亏损”。
- 多数主要经济体对美债均有增持，中资依然趋势性控制对美风险敞口。欧元区、加拿大和英国均在本月增持美债，并携手挪威和瑞士大手笔买入美股，合计占外资买入美股的 63%。即便日元汇率跌至 2022 年 9 月干预区间，日本投资者再次增持美债，日本官方仅限于口头“警告”。中资投资者净卖出 42 亿美元美债，但净买入 99 亿美元机构债、0.06 亿美元公司债券和 6 亿美元美股，四大类资产合计净买入 63 亿美元。但趋势上依然在控制对美元风险敞口。二季度，中资投资者合计净卖出 84 亿美元四大类资产，而上季度和 2022 年同期分别净买入 38 亿美元和 358 亿美元。上半年，中资投资者合计净卖出 46 亿美元四大类资产，2022 年同期为净买入 654 亿美元。
- 市场一边追着人工智能相关的科技概念，一边憧憬着美国经济“软着陆”和美联储货币政策即将转向。但美国经济依然存在三大不确定性，一是紧缩效应并未完全释放，二是储蓄缓冲垫可能即将耗尽，三是预期差风险。
- 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

《5月美国国际资本流动报告点评：外资回流放缓映射宽松预期，美债延续“名减实增”》
20230721

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、外资回流美国依然趋势性放缓，宽松预期致流动性偏好进一步下降

2023年8月16日，美国财政部发布了2023年6月份的国际资本流动（TIC）报告，美国跨境资本流动的季度全貌显现。TIC报告显示，二季度，外国投资者在美净增持证券资产349亿美元，为2020年四季度以来的新低，同比和环比分别减少了76%和90%，主要是受5月份1616亿美元净减持的影响。6月份，外国投资者在美净增持证券资产1478亿美元。其中，虽然私人外资在6月份净增持了1198亿美元，但二季度合计净减持了397亿美元，是外资回流畅缓的主要原因；官方外资净增持280亿美元，二季度合计净增持746亿美元，虽然较上季度下降了43%，但好于2022年同期的净减持198亿美元（见图表1）。

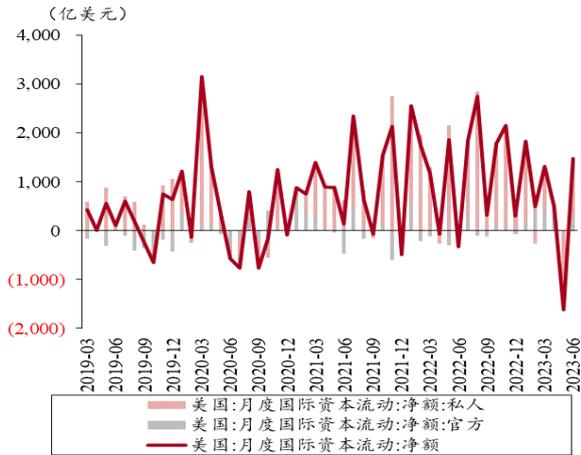
二季度，美国贸易赤字较上季度扩大了72亿美元至2082亿美元。**如果不是美债上限谈判风波，外资回流美国放缓幅度可能不会那么大。**尤其是，二季度，美元小幅升值0.8%；2年期和10年期收益率分别上涨了81和33个基点，表明美债吸引力有所增强；标普指数上涨了8.3%，其中仅市盈率就上涨了7.7%，说明风险偏好依然较高。2023年以来美国相继爆发了银行破产、美债上限谈判和主权评级下调等负面事件，但经济基本面的韧性和偏紧的劳动力市场不断修正货币宽松预期。8月16日，最新公布的美联储会议纪要“偏鹰”立场使得10年期美债收益率收至4.28%，突破了2022年10月的高点，实际利率达到1.96%，为2009年8月以来的新高。外资的“逐利本能”可能依然会在短期支撑美元回流（见图3）。

从交易工具看，**外资流动性偏好持续下降。**6月份，外国投资者净增持长期证券1959亿美元，二季度合计净增持了3506亿美元，较上季度和2022年同期分别上升9%和13%；银行负债变化（现金资产）净减少613亿美元，为连续五个月的净减持，二季度合计净减持了2572亿美元，减持规模为历史次高，仅次于2009年一季度美联储第一轮量化宽松的开启，减持规模较2022年同期扩大了3.3倍，而一季度为净增持861亿美元；短期美国国库券及其他托管债务净增加了132亿美元，为年内首次净增持，但二季度合计净减持585亿美元，减持规模较上季度增加了37%（见图表2）。

上半年，官方外资净买入2053亿美元证券资产，贡献了外资回流的51%，而2022年同期仅为净增持30亿美元；私人外资净买入1936亿美元证券资产，较2022年同期下降了72%。此外，外国投资者合计净增持长期证券资产6713亿美元，较2022年同期上升了31%；合计净减持现金资产1711亿美元，而2022年同期为净增持1462亿美元；合计净减持短期美国国库券及其他托管债务1014亿美元，2022年同期为净增持328亿美元。**高利率、高风险偏好和经济“软着陆”预期导致持有现金的性价比有所下降。**

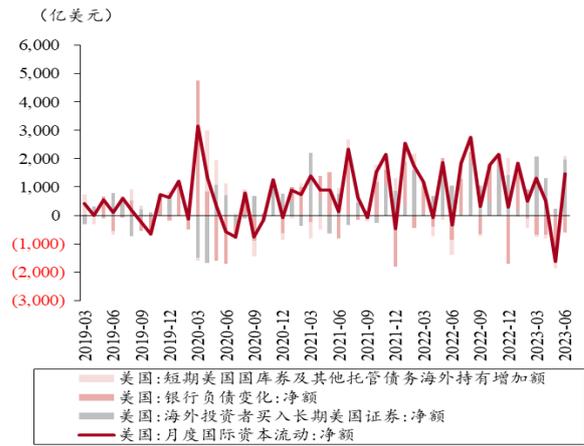
美国经济陷入“诡异”状态，即制造业景气下行和消费者信心低位反弹并存。美联储开启加息周期后，美国ISM制造业PMI指数持续下降，7月份降至46.4%，连续九个月处于不景气区间。由于2022年通胀飙升和美元资产大幅下跌，美国消费者信心指数“断崖式”下降，但随着2022年四季度股市触底反弹和通胀见顶回落后开始震荡修复，2023年8月份回升至71.2%，较2022年低点回升了21.2个百分点，不过距离2019年底仍有22.1个百分点的差距。由于美国消费者信心指数与CPI同比存在较强的负相关性（1980年以来相关系数为-0.42），美联储仍需要维护其物价稳定的公信力，但同时又不能让企业端大面积出清导致失业率上升。鉴于美国大型企业更多依赖直接融资，美联储对2023年以来金融条件持续转松也是“睁一只眼闭一只眼”。而消费者信心企稳和服务消费保持韧性，中小企业也有保障（见图4）。目前看，美联储的工作似乎相当成功。但是，**美国通胀下降最快的阶段可能已经过去，紧缩不足的风险正在上升。**最新公布的美国零售数据大超预期，7月份美国零售销售数据环比上升0.7%，为六个月来最大增幅，连续四个月增长，强于市场预期的0.4%；核心零售销售环比上升1%，也强于此前预期的0.4%。8月15日，亚特兰大联储GDPNow模型预计，三季度美国实际GDP环比折年率可能达到5.8%，远超其潜在产出水平。需求过热已替代供给冲击，成为美国通胀的主要催化剂。

图表 1. 按交易主体划分的美国月度国际资本流动情况



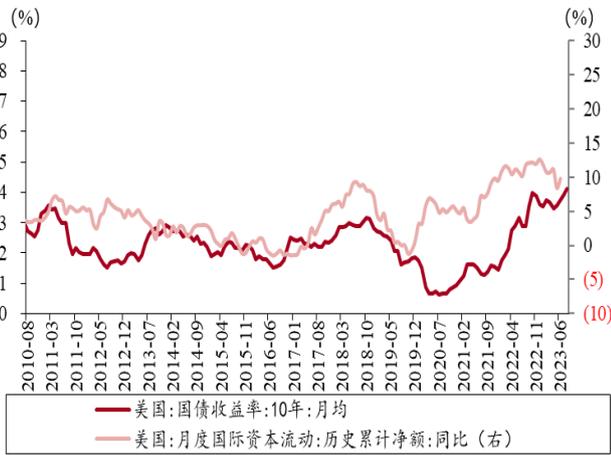
资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 2. 按交易工具划分的美国月度国际资本流动情况



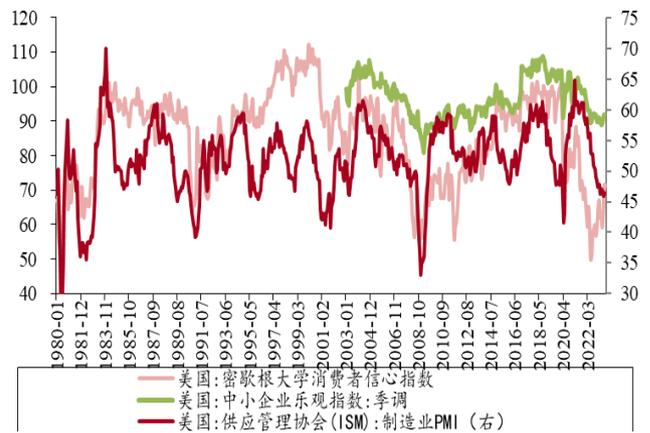
资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 3. 10年期美债收益率与国际资本流动历史累计值的当月同比增速



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 4. 美国消费者信心指数、中小企业乐观指数和 ISM 制造业 PMI 指数



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

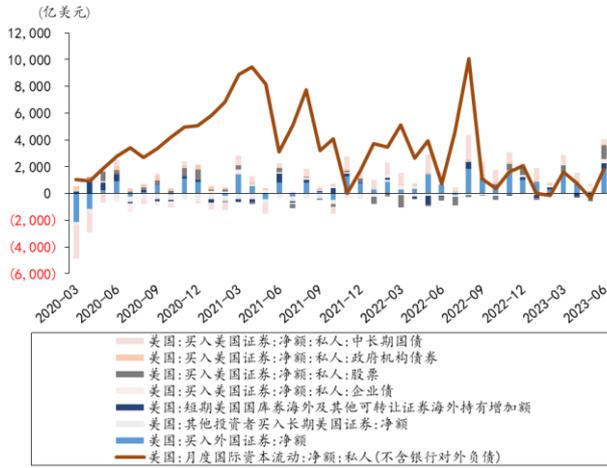
二、风险偏好全面回升，外资持有美债“越跌越买”

私人风险偏好强势回归，安全资产遭到冷落。6 月份，剔除银行对外负债变动后，私人海外投资者在美净增持了 1810 亿美元证券资产；二季度合计净增持了 2175 亿美元证券资产，同比下降了 70%，但环比上升了 48%。其中，6 月份私人外资净增持了 1051 亿美元美股，单月增持规模创下有数据以来的新高，二季度合计净买入 580 亿美元美股，连续三个季度增持，且较上季度增加了 121%，而 2022 年同期为净减持美股 427 亿美元。同时，本月净增持了 307 亿美元企业债，二季度合计净买入 843 亿美元企业债，创下 2007 年三季度以来的季度新高，较上季度增加了 174%。虽然私人外资继续增持美债和机构债，但风险偏好上升显著降低了对安全资产的需求。6 月份，私人外资净增持 356 亿美元中长期国债、125 亿美元机构债券和 399 亿美元短期国库券，二季度合计净增持了 985 亿美元中长期国债和 303 亿美元机构债，较 2022 年同期分别下降了 53% 和 25%；二季度合计净减持了 49 亿美元短期国库券，2022 年同期为净减持 916 亿美元（见图表 4）。

上半年，纳指上涨了 31.7%，创下 1984 年以来最好开局，带动标普指数上涨了 15.9%。科技股和人工智能概念相关的股票几乎完全盖过了美联储紧缩、银行业危机和美债上限谈判风波等因素的冲击。其中，英伟达上涨近 190%，脸书、特斯拉上涨超 100%，微软和苹果分别上涨 42% 和 49%。另一边，6 月份，美资投资者净买入 142 亿美元海外债券和 340 亿美元海外股票，二季度合计净买入外国证券 607 亿美元，为 2014 年三季度以来的首次，而上季度和 2022 年同期分别净卖出外国证券资产 185 亿和 1100 亿美元。

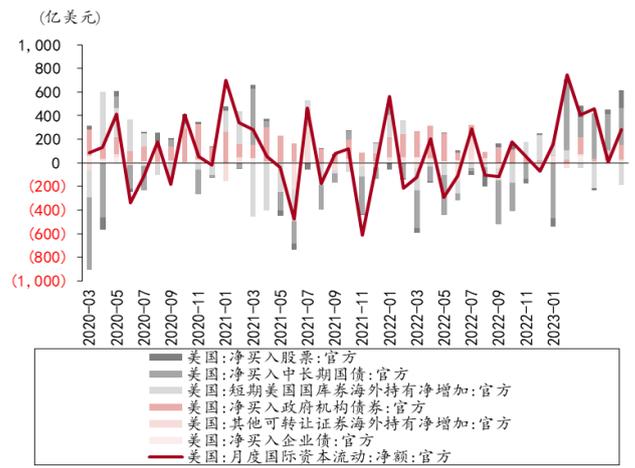
官方外资继续加仓美元资产的同时，创纪录地增持美股。6 月份，官方外资继续增持四大类证券资产，合计净买入 416 亿美元。其中，官方外资净增持了 308 亿美元中长期美债，但净减持了 185 亿美元短期国库券，合计净买入 123 亿美元美债，“锁长卖短”的策略没有改变；净增持了 126 亿美元机构债、12 亿美元企业债和 155 亿美元美股（见图表 5）。二季度，官方外资净买入美国证券资产 1403 亿美元，较上季度和 2022 年同期扩大了 1.5 倍和 10.5 倍。上半年，官方外资合计净增持了安全资产（美债+机构债）1433 亿美元，同比扩大了 5.8 倍；净增持了风险资产（企业债+股票）313 亿美元，同比扩大了 5.3 倍。

图表 5. 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

图表 6. 官方海外投资者月度在美国国际资本流动状况

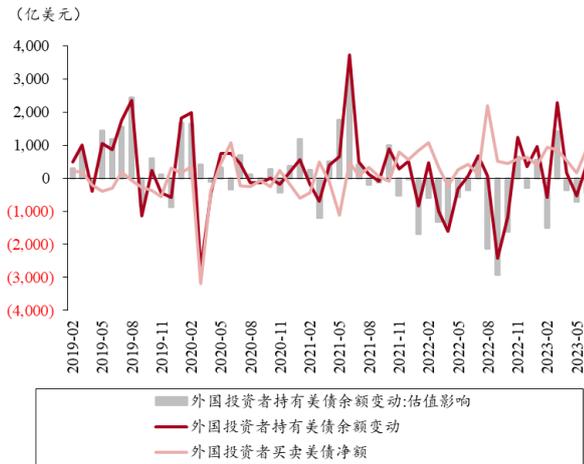


资料来源：美国财政部，万得，中银证券

外资持有美债“越跌越买”。6 月份，2 年期和 10 年期美债收益率分别环比上升 47 和 17 个基点，连续两个月回升。截至 6 月末，外资持有美债余额为 75629 亿美元，较上月上升 417 亿美元（见图表 7）。其中，外资净买入美债 878 亿美元，同比和环比分别扩大了 1.1 倍和 4.3 倍；负估值效应 461 亿美元，连续三个月“亏损”。自 2022 年 3 月美联储加息周期开启以来，美债持有余额累计下降 1406 亿美元，其中，外资净买入 9047 亿美元，负估值效应高达 10452 亿美元。此外，本月私人外资依然更胜一筹。官方外资持有美债余额 37602 亿美元，较上月下降 225 亿美元，剔除净买入 123 亿美元中长期美债，负估值效应（含交易损失）为 348 亿美元，占近两个月中长期余额均值的 0.9%；私人外资持有中长期美债余额 38027 亿美元，较上月上升 642 亿美元，剔除净买入 754 亿美元中长期美债，负估值效应（含交易损失）为 113 亿美元，占近两个月中长期余额均值的 0.03%。

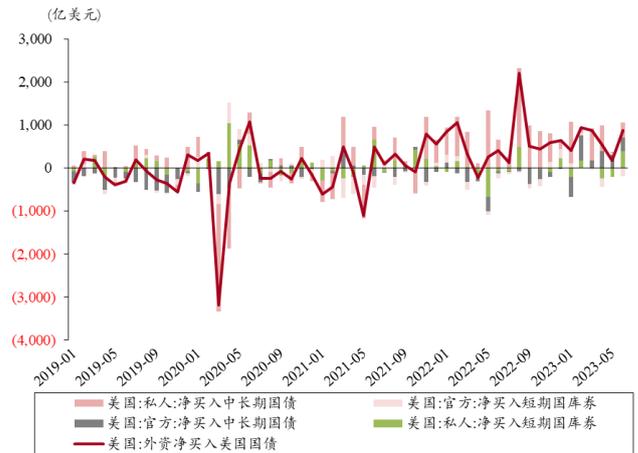
从交易品种来看，当月外资净买入中长期美债 664 亿美元，环比增加了 94%，贡献了外资净买入美债的 76%；净增持短期国库券 213 亿美元，而上月为净减持 177 亿美元，负贡献了外资净买入美债的 24%（见图表 8）。美债收益率处于高位，吸引力有所加强。上半年，2 年期美债收益率上涨 46 个基点，10 年期美债收益率下降 7 个基点。同期，外资净买入美债合计 3785 亿美元，同比增长 42%，买入更加“大胆”；负估值效应 1069 亿美元，“亏损”规模较同比缩小了 82%，美债价格跌幅明显收窄。

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. 外资持有美债月度余额变动及其构成



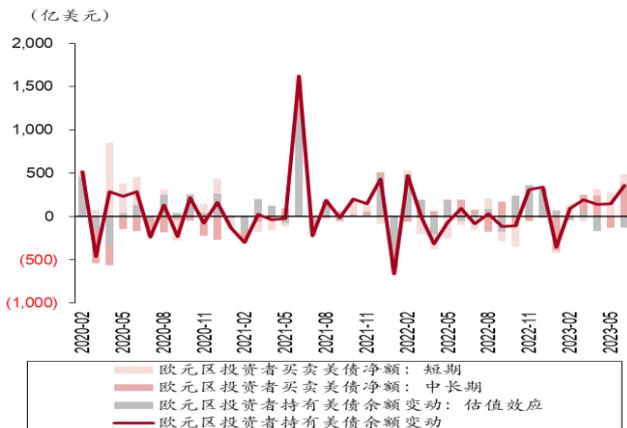
资料来源：美国财政部，万得，中银证券

三、多数主要经济体对美债均有增持，中资依然趋势性控制对美风险敞口

分主要国家和地区看，欧元区、加拿大和英国继续买入美债，并携手挪威、瑞士大幅加仓美股。6月末，欧元区持有美债余额达到 14518 亿美元，较上月上升 358 亿美元。其中，欧元区投资者净买入 378 亿美元中长期美债，买入规模创历史新高；净买入 107 亿美元短期国库券，合计净买入 485 亿美元美债；负估值效应 127 亿美元（见图表 9）。二季度，欧元区投资者合计净买入 966 亿美元美债，而上季度和 2022 年同期分别净卖出 162 亿美元和 186 亿美元。与之相对的是，虽然英国投资者继续买入美债，但是增持幅度明显放缓。6月末，英国持有美债余额达到 6723 亿美元，较上月上升 119 亿美元。其中，英国投资者净卖出 7 亿美元中长期美债和净买入 81 亿美元短期国库券，合计净买入 74 亿美元美债；正估值效应 44 亿美元（见图表 10）。二季度，英国投资者合计净买入 64 亿美元美债，同比和环比分别下降了 89%和 93%。

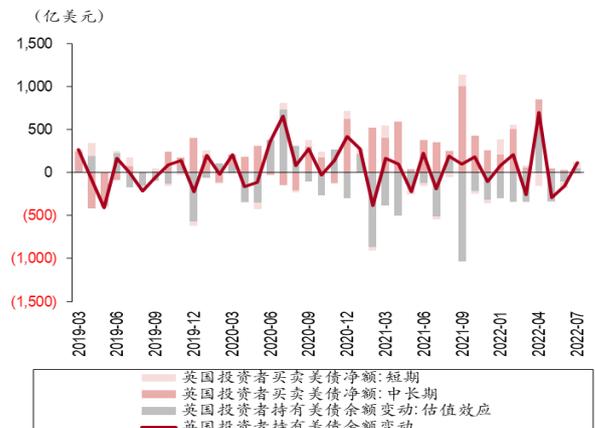
6月末，加拿大投资者持有美债余额达到 2710 亿美元，续创历史新高，较上月上升 51 亿美元。其中，加拿大投资者净买入 44 亿美元中长期美债和 18 亿美元短期国库券，合计净买入 62 亿美元美债；负估值效应 11 亿美元。二季度，加拿大投资者合计净买入 271 亿美元美债，较上季度扩大了 2.8 倍，而 2022 年同期为净卖出 231 亿美元。当月，欧元区、加拿大、英国、挪威和瑞士合计净买入 756 亿美元美股，占外资买入美股规模的 63%。尤其是，挪威和瑞士分别净买入了 217 亿美元和 177 亿美元美股。

图表 9. 欧元区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 10. 英国持有美债余额和买卖美债净额及估值效应

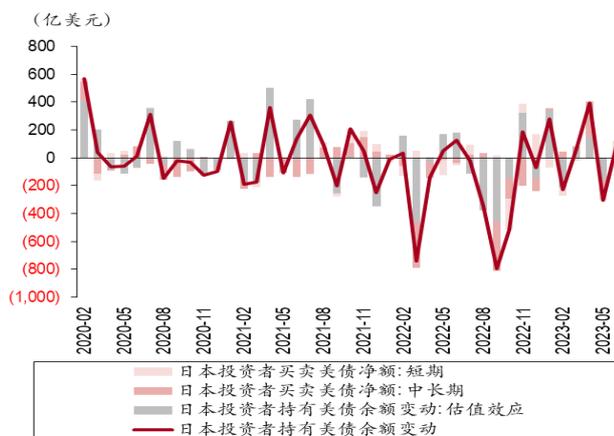


资料来源：美国财政部，万得，中银证券

日本投资者再次美债。6月末，日本持有美债余额达到 11056 亿美元，较上月上升 88 亿美元，连续 48 个月为美债最大单一持有国家。其中，日本投资者净买入 6 亿美元中长期美债和 117 亿美元短期国库券，合计净买入 123 亿美元美债；负估值效应 34 亿美元（见图表 11）。二季度，日本投资者净买入 216 亿美元美债，而上季度和 2022 年同期分别净卖出 77 和 286 亿美元。日元颓势主要受美日利差扩大的影响。2023 年以来，美元指数并不强势。尽管 10 年期日债收益率上限进一步放宽，但是美债收益率上行更大。6 月份，月均 10 年期日美国债收益率差为 332 个基点，同比增长 15%。因而，日元前景改善需要日本银行的货币政策大幅调整，但是成本可能过高。6 月底，美元兑日元升至 144.3，已经接近 2022 年 9 月日本第一次干预外汇的区间。据《日本经济新闻》6 月 29 日报道，日本财务省副大臣神田真人表示，若日元汇率变动过大，日本政府将做出“适当回应”。8 月 15 日，日元跌至 2022 年 9 月日本当局干预汇市买入日元的水平。日本财务大臣铃木俊一发出口头干预，当局正以高度的紧迫感关注日元走势，如果出现过度波动，将采取措施。但是，日本至今尚未做出实际行动。上半年，欧元区、加拿大、英国和日本合计净买入了 2212 亿美元美债，贡献了外资买入美债的 58%。

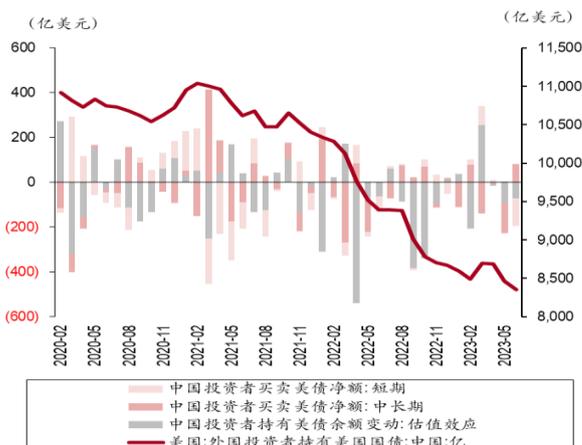
中资投资者控制对美元风险敞口。6月末，中国持有美债余额达到 8354 亿美元，续创 2009 年 6 月以来新低，较上月下降 113 亿美元。其中，净买入 81 亿美元中长期美债，并净卖出 123 亿短期国库券（可能为中长期国债久期下降为短期国库券），合计净卖出 42 亿美元美债；负估值效应 72 亿美元（见图表 12）。二季度，中资投资者净卖出 166 亿美元美债，而上季度和 2022 年同期分别净卖出 64 亿和 74 亿美元，减持规模有所扩大。此外，本月中资投资者净买入 99 亿美元机构债、0.06 亿美元公司债券和 6 亿美元美股，四大类资产合计净买入 63 亿美元。但是，二季度，中资投资者合计净卖出 84 亿美元四大类资产，而上季度和 2022 年同期分别净买入 38 亿美元和 358 亿美元。上半年，中资投资者合计净卖出 46 亿美元四大类资产，2022 年同期为净买入 654 亿美元。

图表 11. 日本持有美债余额和买卖美债净额及估值效应



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 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

四、主要结论

总体来看，外资在 6 月份明显摆脱了美债上限谈判“肥皂剧”，美国经济“软着陆”交易再进一步。本月，外资大幅增持美元证券资产，但受限于 5 月份美国政治混乱，二季度增持幅度明显收窄。不过，2023 年以来，流动性偏好持续下降。即便美国银行业危机爆发，但市场并不认为会有系统性风险。美债收益率居高不下是流动性偏好下降的另一大原因。由于美联储紧缩最快的阶段过去和“美元荒”缓解，私人外资放缓对美元资产的增持力度，使得官方外资“保汇率”压力下降，进而大手笔增持美元资产。此外，随着英伟达公布乐观业绩指引和大型科技公司“跑马圈地”挤入人工智能概念，投资者情绪也被点燃，美股受到热捧，官方和私人外资均有所增持。本月，美国“朋友圈”（欧元区、英国、日本、澳大利亚、加拿大、韩国、挪威和瑞士）更是豪掷近千亿美元买入美股。主要经济体中，仅中资投资者未增持美债，继续控制对美元风险敞口，其他主要经济体均增持了美债。

虽然美国经济韧性持续超预期，但仍存在三大不确定性。一是**紧缩效应并未完全释放**。货币政策一般存在一年多的滞后期。由于美联储加速紧缩阶段始于 2022 年二、三季度，市场预计 2023 年下半年应该出现较为明显的紧缩效应。尽管美国银行业率先出现危机苗头，信贷投放意愿持续下降，三季度降至-21.8%，与历次经济衰退并无差异，但是贷款需求依然不弱，7 月份银行贷款和租赁同比 5.2%，依然高于 2019 年底的 4.5% 增速。不过，从完整加息周期外推，美国经济完全适应加息周期可能要等到 2024 年，尤其是实际利率可能会持续上升。二是**储蓄缓冲垫可能即将耗尽**。居民部门的消费需求韧性和劳动力市场偏紧支撑了美国经济“软着陆”预期。加息开启以来，尽管美国企业对经济的乐观程度持续下降，但是鉴于 2020 年和 2021 年招工困难和劳动力紧缺，不少企业选择等待经济好转。不过，根据旧金山联储的一份研究报告测算，截至 6 月份，美国家庭持有的超额储蓄总额不足 1900 亿美元，可能会在 2023 年三季度耗尽。三是**预期差风险**。美联储依然存在紧缩不足和过度紧缩的风险，但市场对经济“软着陆”和美联储转向预期的定价可能过于乐观。当上半年美国经济下滑和银行业风波四起时，科技行业发力支撑了处于高位的风险偏好。当前，美国经济活动和消费者信心反弹，制造业 PMI 指数也有磨底迹象，经济“软着陆”预期似乎也要得到验证。但是，经济好消息不一定是美联储的好消息。最新的美联储纪要显示，多数官员认为通胀风险依然偏向上行，这也意味着高利率可能持续超预期。

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任何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