

7月美国国际资本流动报告 点评

外资回流奔向“软着陆”交易，“买短限长” 继续增持美债

7月份，美股三大指数收涨，但美元和美债跌，外资也呈现“risk-on”交易。私人 and 官方投资者逐渐接受“软着陆”交易比宽松交易更令人信服，而大规模美债供给让外资犹豫是否值得“接盘”。

- 外资回流速度连续回升，“软着陆”预期可能较宽松预期更胜一筹。7月份，外国投资者在美净增持证券资产 1406 亿美元，创下年内增持规模新高，环比增加了 2%。其中，私人外资增持 1494 亿美元，但官方外资减持 88 亿美元，重现 2022 年常见的官方与私人“互换筹码”。外资流动性偏好有所回升，现金资产和短期国库券的净买入规模明显大于长期证券资产。虽然今年押注美联储货币政策转松是市场主题，但是核心应是博弈美国经济能否扛过美联储货币紧缩。美债跌和美股涨（紧缩不影响经济软着陆）的市场反馈多次上演，导致美元避险属性迟迟没有出现。
- 外资风险偏好依然不低，罕见美债“买短限长”规避长端收益率上升。7月份，继 6 月创纪录增持美元风险资产后，私人外资继续增持了 208 亿美元美股和 87 亿美元企业债，环比分别减少了 80% 和 71%；官方外资净增持了 80 亿美元美股，同时净减持了 4 亿美元企业债。7 月，美国三大股指均有不同程度的上涨，标普指数上涨 3.1%，道指上涨 3.3%，纳指上涨 4.0%，但涨幅分别较上月收窄 3.4、1.2 和 2.5 个百分点，说明外资都喜欢“追涨杀跌”。此外，外资持有美债“名利双收”。但在美债长端收益率上升更多的情况下，外资偏好短期美债。7 月，外资净买入中长期美债 2 亿美元和短期国库券 758 亿美元，合计净买入 760 亿美元美债，环比减少了 3%，但同比扩大了 5.5 倍；正估值效应 160 亿美元。
- 主要经济体对美债热情均有所下降，中资继续控制对美元风险敞口。欧元区和日本投资者增持美债有所放缓，英国减持美债。其中，由于日元汇率又跌到了 2022 年 9 月和 10 月的干预区间，日本投资者持有美债的变化值得关注。中资投资者净卖出 95 亿美元美债，减持规模环比和同比分别增加了 124% 和 64%。此外，中资投资者净买入 4 亿美元机构债和 3 亿美元企业债，同时净卖出 8 亿美元美股，四大类资产合计净卖出 96 亿美元，而上月和 2022 年同期分别净买入 62 亿美元和 21 亿美元。
- 本轮美国经济周期非比寻常，一头是美联储激进加息抑制通胀，甚至不惜以经济衰退为代价，另一头是经济韧性超预期。目前的市场表现是经济“软着陆”超过了对过度紧缩的“恐惧”。但近期前财长萨默斯警告称，人们对于美国能够在没有经济衰退的情况下控制通胀过于乐观。
- 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

《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》20230820

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、外资回流速度连续回升，“软着陆”预期可能较宽松预期更胜一筹

2023年9月18日，美国财政部发布了2023年7月份的国际资本流动（TIC）报告。TIC报告显示，7月，外国投资者在美净增持证券资产1406亿美元，创下年内增持规模次高，环比增加了2%，但同比下降了24%。其中，私人外资净增持1494亿美元，是7月外资回流美国的主要贡献，环比增加了28%，但同比下降了4%；官方外资净减持88亿美元，为年内第二次净减持，而上月和去年同期分别净增持了214亿美元和286亿美元（见图表1）。

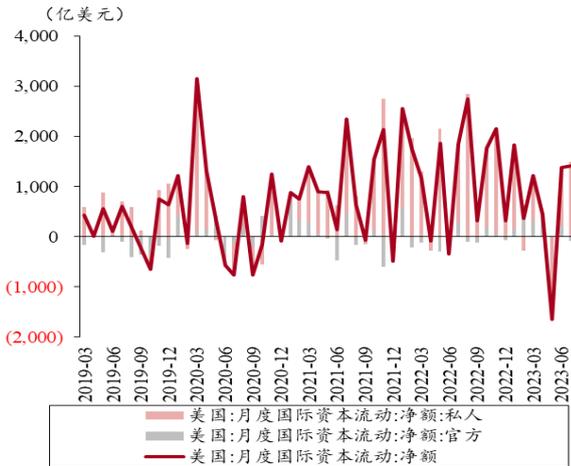
前7个月，外国投资者在美合计净增持4993亿美元，同比减少了43%，降幅较上月收窄了5个百分点。其中，私人外资合计净增持3387亿美元，同比减少了60%，降幅收窄主要来自6月和7月连续两个月超千亿美元的净增持；官方外资合计净增持1606亿美元，同比扩大了4.1倍，但5月以来买入美元证券资产明显放缓。**官方外资回流美国主要受两个因素影响，一是美元指数或全球美元流动性，二是与私人外资“互换筹码”。**两个因素既可能此消彼长，也可能共振。2022年，美元持续走强和私人外资加速回流美国，迫使官方外资不得不多次减持；2023年上半年，美联储宽松预期抢跑和私人外资转向新兴市场让官方外资得以快速“补仓”美元证券资产（见图表3）。虽然7月美元指数受风险偏好高位影响有所下跌，7月17日创下年内新低，但是私人外资大幅买入美元证券资产，导致官方外资也被动放缓了增持步伐（见图表3）。截至7月底，ICE美元指数较2022年底下跌1.6%，其中7月环比下跌1.5%；2年期和10年期美债收益率较2022年底分别上升47和9个基点，其中7月环比分别上升1和16个基点；标准普尔指数较2022年底上涨19.5%，其中7月环比上涨3.1%，7月31日收盘价创下年内新高（截至9月19日）。

从交易工具看，外资流动性偏好有所回升，资产组合久期有所缩小。7月份，外国投资者净增持长期证券88亿美元，创下2022年8月以来新低，环比下降了95%，但同比上升了41%；银行负债变化（现金资产）净增加460亿美元，结束了连续五个月的净减持，但同比下降了62%；短期美国国库券及其他托管债务净增持859亿美元，环比和同比分别扩大了553%和53%（见图表2）。

前7个月，外国投资者合计净增持长期证券6389亿美元，同比增加23%；合计净减持现金资产1242亿美元，去年同期为净增持2668亿美元；合计净减持短期美国国库券及其他托管债务155亿美元，去年同期为净增持890亿美元。**虽然今年美国风波不断，3月和5月相继爆发了硅谷银行事件和美债上限谈判，但是并未出现去年底市场预计的美国经济硬着陆，二季度实际美国GDP环比折年率较上季度上升0.1个百分点至2.1%，加上历史低位的失业率和逐渐下滑的CPI通胀，导致流动性偏好持续下降。**

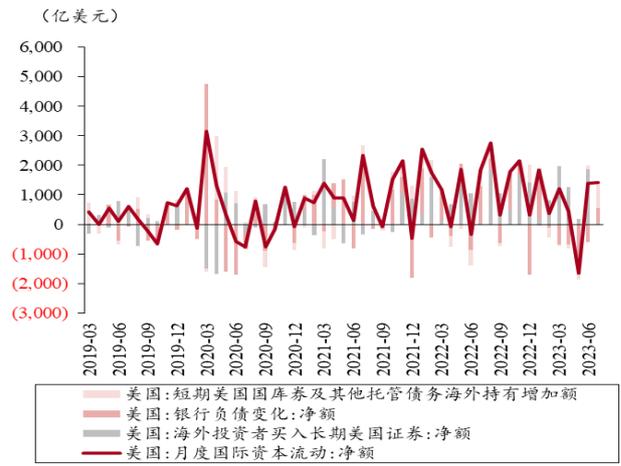
虽然今年全球市场主线是美联储宽松预期抢跑，但是本质上可能依然是美国经济能否扛过这一轮美联储货币政策紧缩。以FOMC会议和非农数据公布前后两个交易日内的美债和美股变化来衡量市场对美联储货币政策立场和美国经济前景的反应，可以发现今年14次中出现了10次10年期美债收益率和美股同向变化，即美债收益率和美股同时上涨指向经济前景较好的“risk-on”交易，反之为经济不好的避险交易。其中，8次市场反应指向了美国经济有望实现“软着陆”。有趣的是，今年的5次FOMC会议都是以经济前景来定价，仅在6月16日那次会议出现美股小幅下跌0.2%和美债收益率下行9个基点（美联储主席鲍威尔在6月那次会议表示要尽一切可能使通胀回到2%，过度紧缩导致经济硬着陆也被认为是经济前景的影响大于货币政策立场，货币政策立场“鹰派”为美股下跌和美债收益率上升，“鸽派”为美股上涨和美债收益率下降），其余4次会议都是从美联储主席鲍威尔那里感受到了“暖意”。这也是今年以来可能支撑美元走强的避险属性迟迟未出现的重要原因。而且，随着美国经济前景改善，美元“一枝独秀”的概率在上升。9月19日，OECD更新经济展望，大幅上调了今明两年美国经济预期值，同时下调了欧元区和日本经济预期值，并预计德国是今年预计唯一陷入衰退的主要经济体。

图表 1. 按交易主体划分的美国月度国际资本流动情况



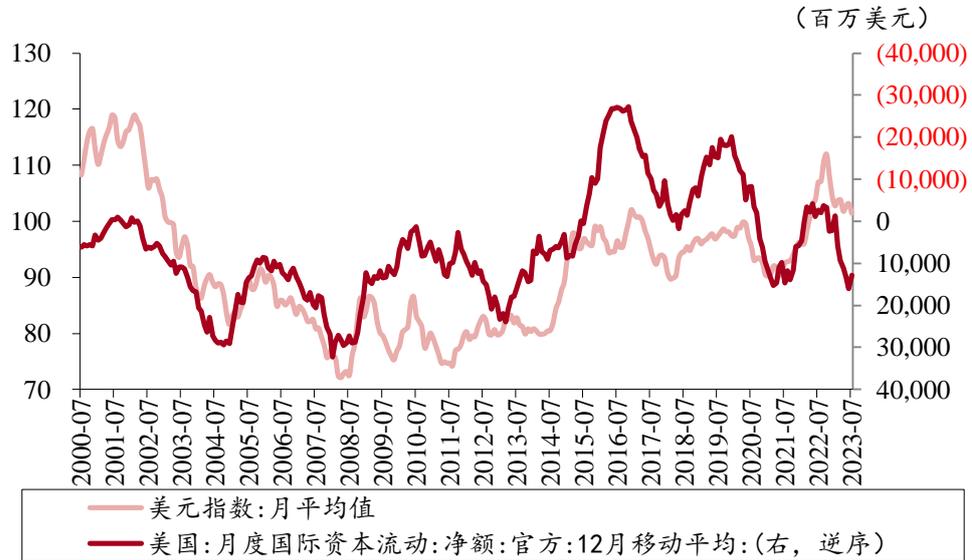
资料来源：美国财政部，万得，中银证券

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. 官方外资净买入美元证券资产与美元指数



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

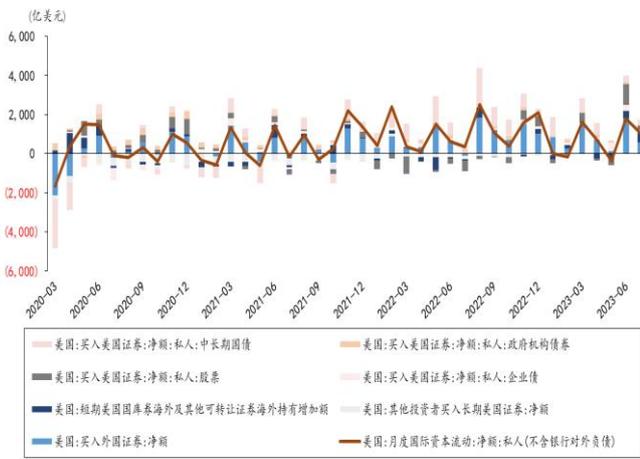
二、外资风险偏好依然不低，罕见美债“买短限长”规避长端收益率上升

权益资产放缓，但风险偏好依然不低。7 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 1035 亿美元证券资产，环比减少了 42%，主要受净增持美股大幅放缓影响，但同比扩大了 2.1 倍。其中，继 6 月份创纪录增持美股 1048 亿美元后，私人外资净增持 208 亿美元美股，环比大幅下降 80%，构成 7 月私人外资放缓的主要拖累，而去年同期为净减持美股 571 亿美元；净增持了 87 亿美元企业债，表现与美股类似，环比减少了 71%，但同比扩大了 41%（见图表 4）。7 月，官方外资净增持了 80 亿美元美股，环比减少了 48%，而去年同期为净减持 32 亿美元美股；净减持了 4 亿美元企业债，而上月和去年同期为净增持 12 亿美元和 26 亿美元（见图表 5）。此外，美国投资者净增持了 316 亿美元海外股票，环比减少了 6%，但同比扩大了 2.5 倍。7 月份，美国三大股指均有不同程度的上涨，标普指数上涨 3.1%，道指上涨 3.3%，纳指上涨 4.0%，但涨幅分别较上月收窄 3.4、1.2 和 2.5 个百分点，说明外资对于风险资产都普遍具有“追涨杀跌”的属性（见图表 6）。

前 7 个月，私人外资累计净增持了 1018 亿美元美股和 1213 亿美元企业债，而去年同期分别为净减持了 2597 亿美元美股和 943 亿美元企业债；净增持了 2991 亿美元中长期国债和 541 亿美元机构债，同比分别减少了 36% 和 24%，与风险偏好上升、美债收益率上行幅度放缓一致。官方外资也是如此，净增持了 328 亿美元美股和 80 亿美元企业债，而去年同期为净减持 124 亿美元美股和净增持 167 亿美元企业债；净增持了 692 亿美元中长期国债和 384 亿美元机构债，而去年同期为净减持 887 亿美元中长期国债和净增持 1259 亿美元机构债。

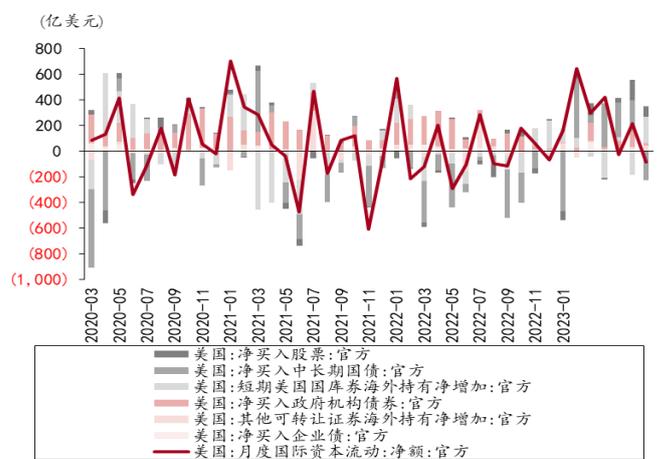
外资“买短限长”可能受美债大规模发行预期影响。7月份，私人外资净增持了226亿美元中长期美债，环比和同比分别减少了31%和13%；同时净增持了552亿美元短期国库券，环比增加了38%；合计净增持了778亿美元美债，环比和同比分别增加了7%和311%（见图表4）。官方外资净减持了224亿美元中长期美债，为年内第二次净减持，而上月为净增持245亿美元；同时净增持了207亿美元短期国库券，而上月和去年同期分别净减持了185亿美元和43亿美元；合计净增持了17亿美元美债（见图表5）。这与外资“逐利”的感觉有所背离。7月，10年期和2年期美债收益率分别上升16和1个基点，长端上行幅度更大。在5月底美债上限谈判结束后，美国财政部一般账户跌至485亿美元，大规模融资不可避免，5月初美国财政部预估将达到7330美元。这可能致外资不愿在美债价格稳定或者美债收益率上升预期下“接盘”。而7月底美国财政部公布的再融资计划依然大超市场预期，将7月至9月当季的借款净额预期提高到1万亿美元。这也导致8月初惠誉下调美国主权评级。据美联储数据显示，反映美债市场供求的10年期美债期限溢价在7月、8月和9月（截至9月15日）分别上升了6、8和14个基点，供给压力逐月上升。

图表 4. 私人海外投资者月度在美国国际资本流动状况



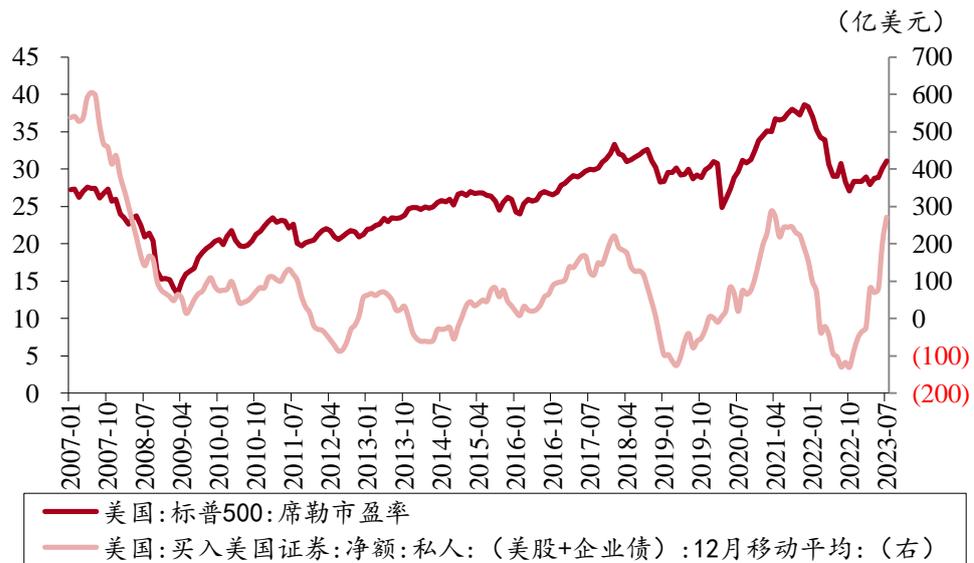
资料来源：美国财政部，万得，中银证券

图表 5. 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

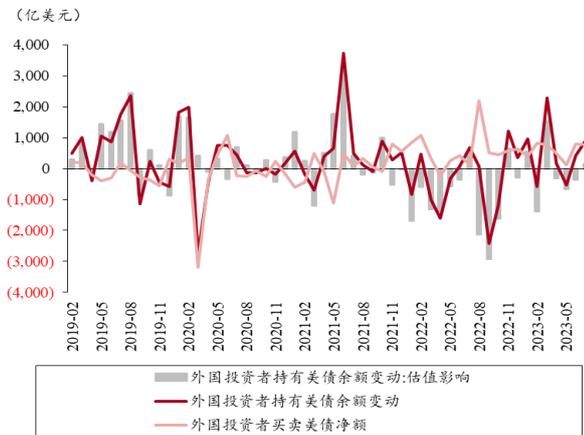
图表 6. 私人外资净买入风险资产 12 个月移动均值与标普席勒市盈率



资料来源：美国财政部，万得，中银证券

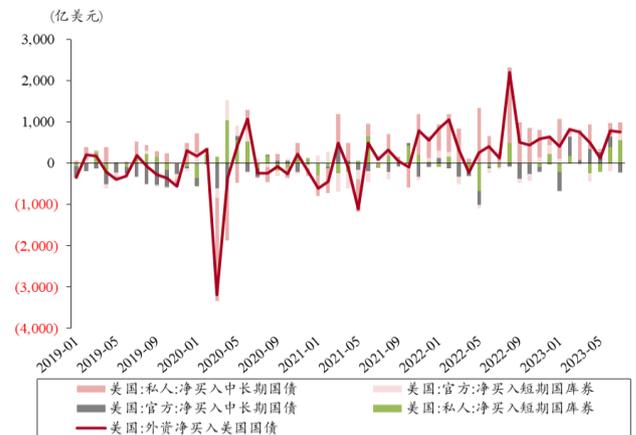
外资持有美债“名利双收”。7月份，2年期和10年期美债收益率分别环比上升1和16个基点。截至7月末，外资持有美债余额为76549亿美元，较上月末上升了920亿美元（见图表7）。其中，外资净买入美债760亿美元，环比减少了3%，但同比扩大了5.5倍，正估值效应160亿美元，相当于近两个月美债持有规模均值的0.21%。外资中长期美债成交额月均5万亿美元左右。虽然7月份中长期美债净买入仅为2亿美元，其中买入25880亿美元和卖出25878亿美元，但是完美的低吸高抛可以大幅提高美债持有量。以10年期美债为例，月初卖出并在月底买入同等金额的10年美债可以获利近414亿美元（ $25878 \times 0.0016 \times 10$ ）。今年4月也发生过美债涨和负估值效应的情况，为反面例子。当然，估值偏离不会特别大，既是因为交易盘占比有限，也是因为交易有风险。此外，7月依然是私人外资更胜一筹。官方外资持有美债余额37604亿美元，较上月上升2亿美元，剔除净卖出17亿美元美债，正估值效应（含交易损失）为19亿美元，占近两个月中长期余额均值的0.1%；私人外资持有中长期美债余额38946亿美元，较上月上升919亿美元，剔除净买入778亿美元美债，正估值效应（含交易损失）为141亿美元，占近两个月中长期余额均值的0.4%。虽然美债价格收跌，但是私人外资均未在美债上亏损。从交易品种来看，7月外资净买入中长期美债2亿美元，较好躲开了美债长端价格跌幅更大，而上月为净增持573亿美元，同时净买入短期国库券758亿美元，环比扩大了2.6倍（见图表8）。

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

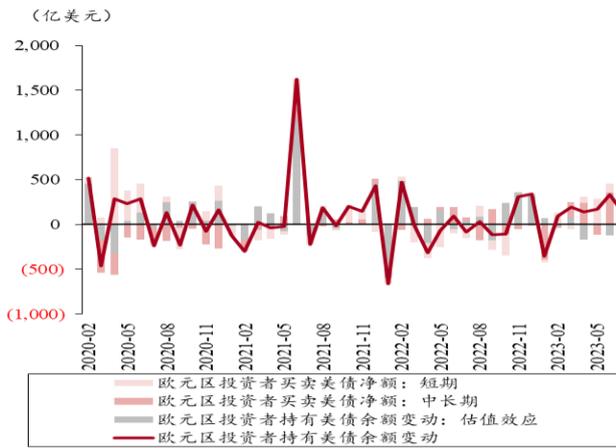


资料来源：美国财政部，万得，中银证券

三、主要经济体对美债热情均有所下降，中资继续控制对美元风险敞口

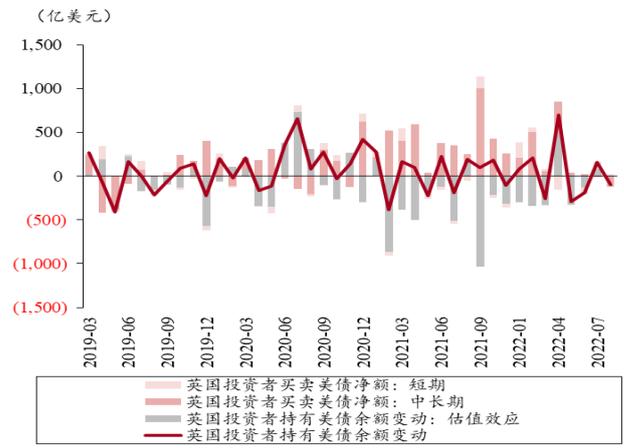
分主要国家和地区看，欧元区增持美债放缓，英国减持美债。7月末，欧元区持有美债余额达到14640亿美元，较上月上升123亿美元。其中，欧元区投资者净买入72亿美元中长期美债和8亿美元短期国库券，是本文四个主要经济体中唯一“锁长卖短”的，合计净买入80亿美元美债，环比减少了83%；正估值效应43亿美元（见图表9）。与之相对的是，英国持有美债余额达到6624亿美元，较上月下降99亿美元。其中，英国投资者净卖出116亿美元中长期美债和净买入21亿美元短期国库券，合计净卖出95亿美元美债，而上月为净买入70亿美元美债；负估值效应3亿美元（见图表10）。前7个月，欧元区投资者持有美债余额上升708亿美元，其中，累计净买入美债821亿美元，而2022年同期为净减持593亿美元美债；负估值效应113亿美元，而2022年同期为正估值效应34亿美元；英国投资者持有美债余额上升230亿美元，其中，累计净买入美债803亿美元，而2022年同期为净增持2255亿美元；负估值效应574亿美元，而2022年同期为负估值效应2383亿美元。

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

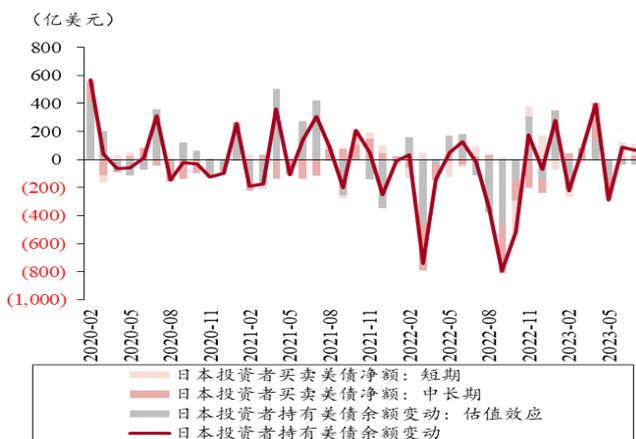


资料来源：美国财政部，万得，中银证券

日本投资者增持美债也有所放缓。7月末，日本持有美债余额达到 11125 亿美元，较上月上升 69 亿美元，依然是美债最大单一持有国家。其中，日本投资者净买入 31 亿美元中长期美债和 77 亿美元短期国库券，合计净买入 108 亿美元美债，环比减少了 12%；负估值效应达到 39 亿美元（见图表 11）。前 7 个月，日本投资者持有美债余额上升 375 亿美元，其中，合计净买入 258 亿美元美债，2022 年同期为净卖出 631 亿美元美债；正估值效应合计 189 亿美元，2022 年同期为负估值 178 亿美元。近期，由于美元走势偏强，9 月 19 日美元兑日元收至 147.8555，再次靠近了 2022 年 9 月和 10 月的干预区间。即将召开的美联储和日本央行议息会议将对后续美日双边汇率产生较大影响。上一轮干预期间，日本央行一共消耗了 424 亿美元外汇储备，使得日元没有明显跌破 150。近期，日本官员数次发表口头干预，美国财长耶伦也表示，如果日本干预日元是为了稳定汇率波动，而不是影响汇率水平，那么这种行为是可以理解的。

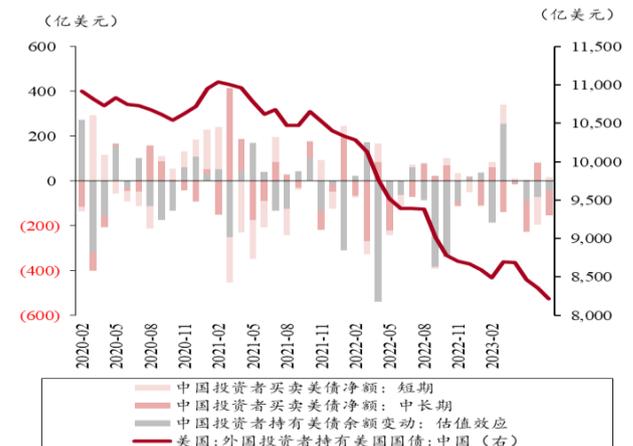
中资投资者控制对美元风险敞口。7月末，中国持有美债余额达到 8218 亿美元，较上月下降 136 亿美元。其中，中资投资者净卖出 112 亿美元中长期美债，并净买入 17 亿短期国库券（可能为中长期国债久期下降为短期国库券），合计净卖出 95 亿美元美债，减持规模环比和同比分别增加了 124% 和 64%；负估值效应 41 亿美元（见图表 12）。此外，中资投资者净买入 4 亿美元机构债和 3 亿美元企业债，同时净卖出 8 亿美元美股，四大类资产合计净卖出 96 亿美元，而上月和 2022 年同期分别净买入 62 亿美元和 21 亿美元。前 7 个月，中资投资者持有美债余额下降 453 亿美元，其中，净卖出 351 亿美元美债，2022 年同期为净卖出 287 亿美元美债；负估值效应 102 亿美元，2022 年同期为负估值效应 725 亿美元。此外，中资投资者净买入 233 亿美元机构债券，并净卖出 2 亿美元企业债和 47 亿美元美股，四大类资产合计净卖出 148 亿美元，去年同期为净买入 675 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，外资整体风格并未发生明显转变，“软着陆”交易可能较美联储货币政策宽松交易更胜一筹。7月，美债收益率上涨、价格下跌，美元下跌，但美股上涨，VIX指数大部分时间稳定在13左右，就连月底的FOMC会议也是“波澜不惊”，说明依然是“risk-on”的交易主线。市场继续倾向于认为美国经济韧性有望对冲美联储货币政策紧缩。尽管私人 and 官方外资均在7月份放缓了对美元风险资产的增持步伐，但是依然好于2022年同期水平。而且，6月份外资创纪录买入美股和企业债，导致基数过高。美债方面，美债上限谈判结束立刻迎来大规模的美国政府再融资，导致外资似乎不愿意在长债收益率预期上行的状态下“接盘”美债。即便长端收益率上升更多、吸引力更大，除了欧元区外，主要经济体均是“买短限长”。

这轮美国经济周期非比寻常，一头是美联储激进加息抑制通胀，甚至不惜以经济衰退为代价，另一头是经济韧性超预期。8月份，美国失业率为3.8%，依然明显低于CBO测算的自然失业率；ISM制造业PMI连续两个月反弹至47.6%，依然处于不景气区间；非制造业PMI回升至54.5%，为2023年2月以来新高。在外媒的调查中，没有经济学家预测到这一结果。截至9月9日，纽联储的周度经济数据月均值也是连续四个月环比上升。截至9月19日，亚特兰大联储GDPNow预计，美国三季度实际GDP环比折年率为4.9%，虽然较此前有所下降，但是依然大幅高于二季度的2.1%。不过，近期，美国前财长萨默斯警告称，实现“软着陆”的窗口期非常狭窄，人们对于美国能够在没有经济衰退的情况下控制通胀过于乐观，并重申美联储可能需要进一步提高利率。7月份，世界大型企业联合会预测，在2023年第四季度至2024年第一季度期间，美国经济将出现短暂而轻微的衰退。如果美联储在年底前继续加息，美债收益率曲线可能还要整体上移，抑制风险偏好。

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