

二季度对外经济部门体检报告

内资回流推动短期资本净流出大幅收窄，汇率调节支持对外净资产规模创新高

- 二季度，我国经常账户顺差收敛，主要由于货物贸易顺差缩小、服务贸易逆差扩大。自去年四季度起，净出口连续三个季度对经济增长负拉动。海关口径的出口连续多月负增，外需拐点尚待海外经济企稳。尽管外需降温带动出口下降，今年上半年我国出口市场份额上升，表现出一定韧性。
- 二季度，我国资本账户逆差收窄，短期资本净流出减少对冲了直接投资净流出增加，内资回流缓解了外资流出压力。当季，直接投资连续四个季度出现净流出，外来直接投资降至历史低位。证券投资净流出压力缓和，对外投资规模下降，外资转为净增持。其他投资顺差减少，主要由于外资持有的货币和存款净流出增加，但内资回流部分对冲了外资外流，反映了“藏汇于民”的“防火墙”作用。
- 二季度，交易因素推动储备资产增加，央行连续三个季度增持黄金储备资产。当季，由于国际黄金价格回落，黄金储备资产价值和占国际储备资产比重小幅下降，但仍较2022年三季度末上升，显示中国储备资产多元化仍在进行之中。
- 当季，人民币汇率贬值减记对外金融负债，我国对外净资产规模创历史新高。截至二季度末，民间对外净负债及其占GDP比重降至历史低位，相较于2015年“8.11”汇改前夕大幅改善。这是人民币汇率宽幅震荡的过程中，境内外汇市场平稳运行的重要微观保障。
- 截至二季度末，我国外债余额较上季末减少，短期外债偿付能力增强。按照部门划分，主要贡献来自银行和其他部门，这与同期银行业对外负债减少的情况一致。按币种结构划分，当季人民币贬值减记本币外债，体现了汇率浮动对本币外债负担的调节作用。按期限结构来看，短期外债占比上升，但由于短期外债规模下降同时外汇储备余额增加，短债储备比下降，外债风险总体可控。不过，随着海外利率不断上行，叠加人民币汇率调整，对外借债主体仍需防范海外高利率环境下可能诱发的偿债风险。
- 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。

相关研究报告

《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

《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》20230516

《一季度对外经济部门体检报告：国际收支延续自主平衡，短期资本净流出环比收敛，助推年初人民币汇率强力反弹》20230705

《二季度国际收支分析报告：基础国际收支顺差下降，短期资本净流出收敛》20230809

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：魏俊杰

junjie.wei@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030029

9月28日，国家外汇管理局公布了2023年二季度国际收支平衡表正式数和2023年二季度末国际投资头寸表。结合现有数据对二季度我国国际收支状况分析如下。

一、经常账户顺差收敛，净出口对当季经济增长延续负拉动

货物顺差减少、服务贸易逆差扩大，经常账户顺差收敛。二季度，我国经常账户顺差647亿美元，同比下降12%，减少90亿美元。分项来看，货物贸易顺差同比下降5%，服务贸易逆差扩大1.95倍，二次收入顺差下降47%，三项合计顺差减少469亿美元。此外，由于雇员报酬顺差增加、投资收益逆差减少，初次收入逆差收窄部分抵消了贸易和二次收入顺差的减少（见图表1）。当季，运输和旅行支出增加带动服务贸易逆差扩大，运输逆差相当于疫情前五年季均的164%，旅行逆差恢复至疫情前五年季均水平的81%，预计随着跨境旅行有序恢复，服务逆差趋于继续增加。

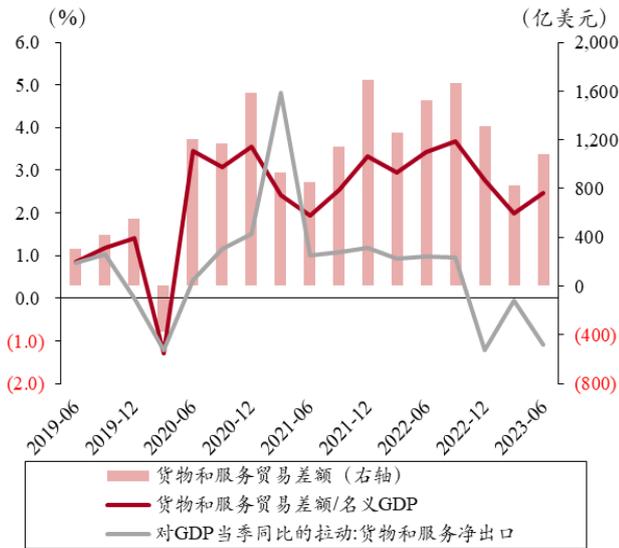
图表 1. 经常账户差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

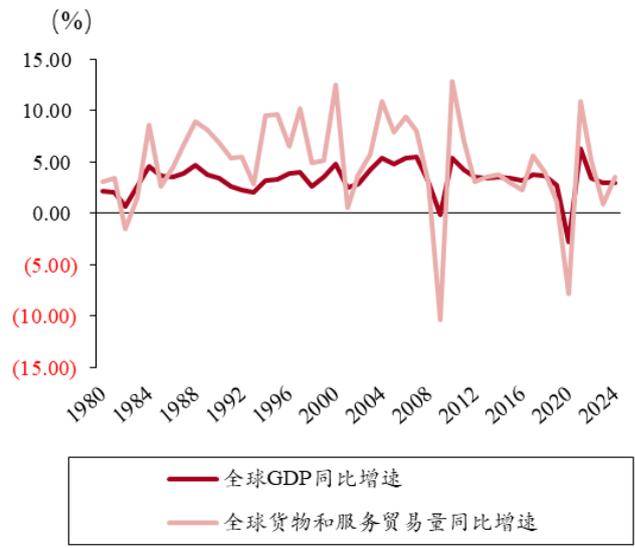
贸易顺差缩小，净出口连续三个季度对经济增长负拉动。二季度，货物和服务贸易顺差1083亿美元，同比下降29%，占名义GDP比重为1.5%，回落0.2个百分点，净出口对当季GDP同比增速为负拉动1.1个百分点，负贡献17.3%。自去年四季度起，净出口连续三个季度对GDP增长为负拉动（见图表2）。截至8月份，海关口径的出口金额（美元计价）已连续四个月负增长，累计同比降幅较二季度末扩大2.2个百分点至5.6%，预计三季度净出口或延续对经济增长负贡献。10月10日，国际货币基金组织（IMF）更新《世界经济展望》，预计2023年和2024年全球经济增速为3.0%、2.9%，分别同比下降0.5、0.1个百分点，远低于3.8%的历史（2000-2019年）平均水平；预计2023年全球贸易量仅增长0.9%，同比下降4.3个百分点，为2000年以来的第四低（见图3）。

图表 2. 货物和服务贸易差额及占 GDP 比重和拉动作用



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，Wind，中银证券

图表 3. 全球 GDP 及货物和服务贸易量年度增速



资料来源：国际货币基金组织，中银证券
注：2023 年和 2024 年为预测值。

外需下行带动出口回落，但出口份额表现出一定韧性。二季度，国际收支口径的货物出口和进口金额同比分别下降 5.8% 和 6.1%，贸易顺差下降 4.5%。世界贸易组织（WTO）统计数据显示，2023 年上半年我国出口市场份额为 14.2%，同比上升 0.4 个百分点，一季度和二季度出口份额分别为 13.8% 和 14.6%，分别上升 0.29 和 0.53 个百分点，结束了之前的同比“四连跌”。一方面，这可能由于一季度中国经济疫后重启，生产供给能力恢复，短期订单回补；另一方面，上半年国际能源价格总体下跌，能源出口市场份额下降，制成品出口份额上升。资源出口国如俄罗斯、沙特、加拿大和澳大利亚上半年出口市场份额分别同比回落 0.72、0.34、0.07 和 0.04 个百分点（见图表 4）。同时，这也表明，尽管近岸贸易、友岸外包引发的全球产业链供应链重塑，导致我国对一些传统市场的出口份额有所下降，但是我国通过发展多元化的对外经贸关系，巩固和增强了我国在全球产业链供应链中的地位。

图表 4. 2022-2023 年上半年主要国家和地区出口市场份额及同比变动（单位：%；个百分点）

国家或地区	2022H1	2023H1	同比变动
欧盟	29.10	31.02	1.92
中国	13.81	14.21	0.40
美国	8.14	8.47	0.33
德国	6.78	7.26	0.48
东盟五国	6.12	5.87	(0.25)
日本	3.00	2.96	(0.04)
韩国	2.82	2.59	(0.23)
墨西哥	2.26	2.46	0.20
加拿大	2.46	2.39	(0.07)
中国香港	2.47	2.27	(0.20)
英国	1.98	2.15	0.17
印度	1.91	1.84	(0.07)
俄罗斯	2.46	1.74	(0.72)
中国台湾	1.98	1.70	(0.27)
澳大利亚	1.67	1.63	(0.04)
巴西	1.32	1.39	0.07
越南	1.50	1.39	(0.11)
沙特	1.70	1.36	(0.34)

资料来源：WTO，中银证券

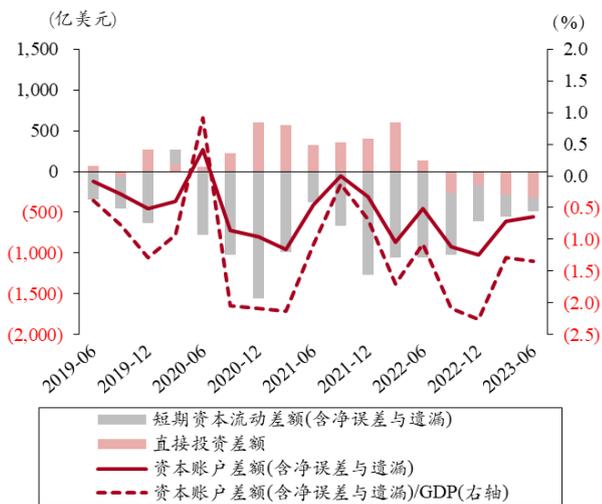
注：(1) 东盟五国包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国；(2) 括号中为负值。

二、资本账户逆差收窄，内资回流缓解了外资流出压力

二季度，资本账户（含净误差与遗漏，下同）逆差 485 亿美元，同比和环比分别下降 48%、14%，占当季名义 GDP 比重为-1.1%，负值同比回落 1 个百分点。其中，直接投资净流出 322 亿美元，同比和环比分别增加 455 亿、28 亿美元，短期资本净流出（即证券投资、金融衍生工具、其他投资和净误差与遗漏合计）163 亿美元，同比和环比分别减少 898 亿、104 亿美元，下降 85%、39%。这显示，当季短期资本净流出减少完全对冲了直接投资净流出增加（见图表 5）。

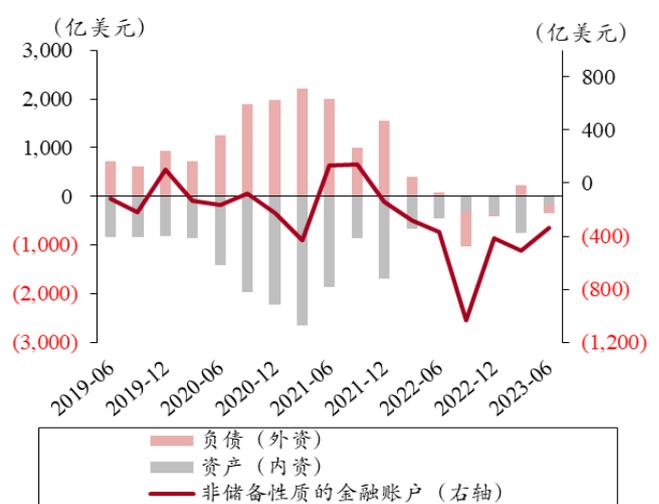
从资产和负债方来看，当季非储备性质账户逆差 341 亿美元，环比减少 167 亿美元，其中资产方（内资）净流出环比减少 567 亿美元，下降 76%，同时负债方（外资）由上季度的净流入转为净流出，环比净流出增加 399 亿美元（见图表 6）。不同于一季度外资净流入驱动人民币汇率反弹的情况，二季度外资流出增加驱动人民币汇率再度调整。当季，人民币汇率兑美元中间价与境内下午四点半收盘价分别下跌 4.9% 和 5.4%，离岸（CNH）相对在岸（CNY）人民币汇率继续偏贬值方向，日均差价为+108 个基点，环比扩大 37 个基点，显示当季人民币汇率调整仍由离岸市场驱动。

图表 5. 资本账户差额及其占名义 GDP 比重和构成情况



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，Wind，中银证券
注：（1）短期资本流动差额=证券投资差额+金融衍生工具差额+其他投资差额+净误差与遗漏。

图表 6. 非储备性质金融账户资产负债方及差额

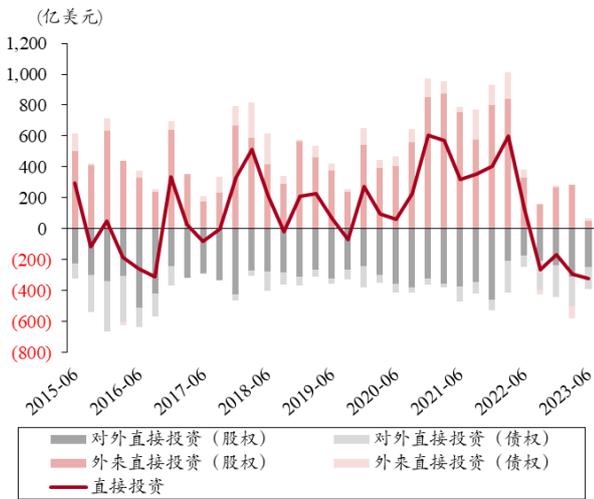


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

直接投资连续四个季度净流出，外来直接投资降至历史低位。二季度，对外直接投资 389 亿美元，同比增加 57%，对外股权和债权（即关联企业债务）投资分别增加 43% 和 90%；外来直接投资 67 亿美元，同比下降 82%，为 2000 年二季度以来单季最低，外来股权和债权投资分别下降 85% 和 68%（见图表 7）。自 2022 年三季度起，直接投资已连续四个季度出现逆差，为历史首次，季均逆差 261 亿美元，略高于 2016 年连续三个季度逆差均值 251 亿美元的规模。8 月 14 日，国务院推出《关于进一步优化外商投资环境 加大吸引外商投资力度的意见》，提出 6 方面 24 条政策措施，为外国投资者提供更加优化的投资环境，提振外商投资信心。

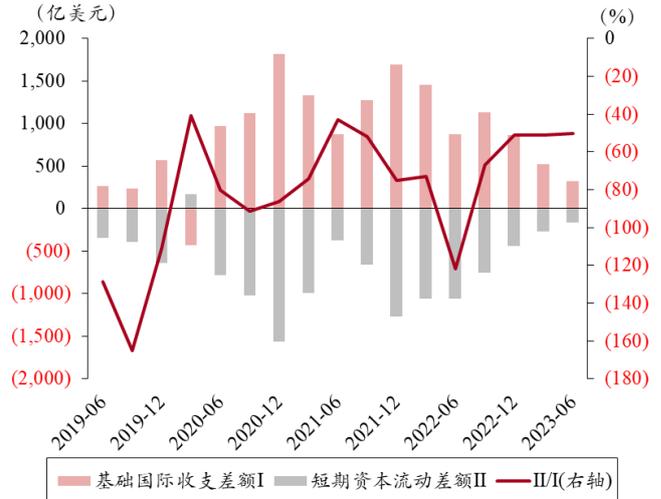
二季度，基础国际收支顺差（即经常账户与直接投资差额合计）为 325 亿美元，同比和环比分别下降 63% 和 38%，主要由于直接投资净流出扩大和经常账户顺差下降，二者分别贡献了同比降幅的 83% 和 17%。同期，短期资本净流出同比和环比分别下降 85% 和 39%，与基础国际收支顺差之比为-50%，负值同比和环比分别回落 71.8 和 1.1 个百分点（见图表 8）。这也反映二季度人民币汇率重新走弱，不完全是市场情绪驱动的短期资本外流冲击，还有基本面驱动的基础国际收支顺差大幅减少。

图表 7. 直接投资差额及其细分



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 8. 基础国际收支及短期资本流动差额及二者之比

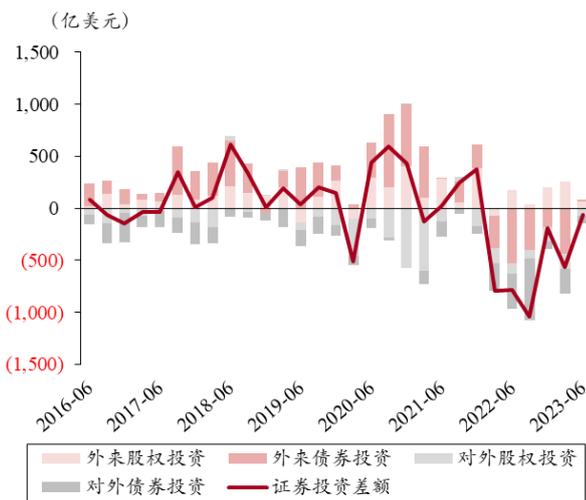


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：基础国际收支差额=经常账户差额+直接投资差额。

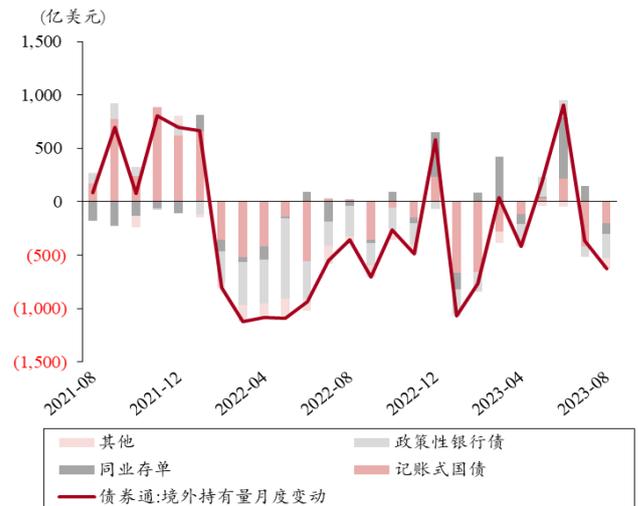
证券投资净流出压力缓和，对外投资规模下降，外资转为净增持。二季度，证券投资逆差 59 亿美元，同比和环比均大幅减少 92% 和 90%（见图 9）。其中，对外证券投资同比下降 67%，外来证券投资由净减持转为净增持 84 亿美元，主要是由于外来债权投资结束连续五个季度净减持，转为小幅净增持 18 亿美元。从高频的债券通数据来看，二季度外资净增持境内债券 682 亿元人民币，其中 6 月份单月净增持 905 亿元人民币，为 2021 年 2 月以来月度最高净增持规模。其中，同业存单是外资净增持的主要品种，净增持 494 亿元人民币，记账式国债和政策性银行债合计净增持 327 亿元（见图 10）。国际货币基金组织（IMF）公布的全球外储数据显示，二季度全球人民币外汇储备余额下降 142 亿美元（人民币计值为下降 6 亿元¹），份额下降 0.13 个百分点，为连续五个季度回落。这一方面反映了人民币贬值的影响，另一方面反映当季增持境内人民币债券的主力或为私人投资者。

图表 9. 证券投资差额及构成情况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 10. 债券通项下境外持有余额及主要品种变动情况

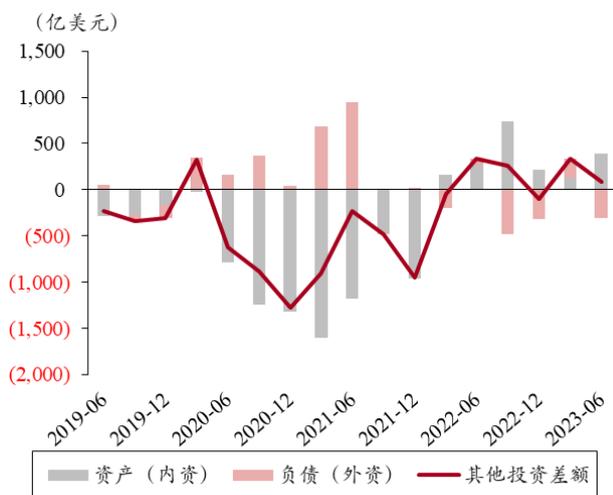


资料来源：中债登，上清所，Wind，中银证券

¹ 将 IMF 公布的美元计值的人民币外储余额乘以美元兑人民币汇率中间价季末值。

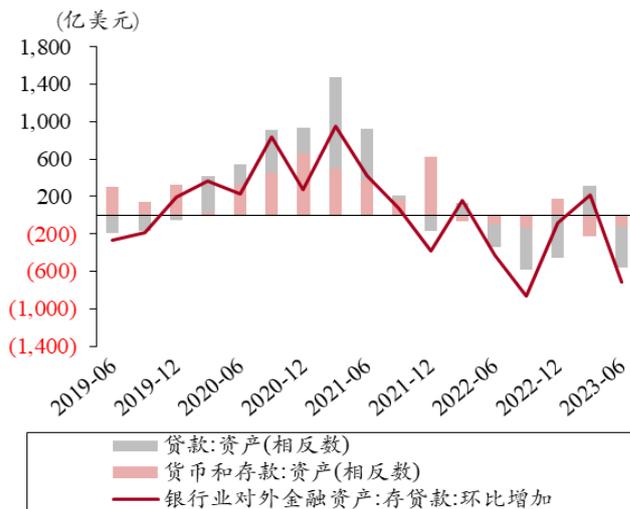
其他投资顺差减少，主要由于外资净流出增加。二季度，其他投资顺差 84 亿美元，同比和环比均下降 75%，净流出同比增加 255 亿美元。其中，资产方（内资）净流入同比增加 113 亿美元，负债方（外资）净流出增加 369 亿美元（见图表 11）。分项来看，货币和存款净流出同比增加 294 亿美元，贡献了其他投资顺差减少的 115%，主要由于负债方（外资）由上年同期的净流入转为净流出，同比增加 319 亿美元。不过，内资回流部分缓解了外资外流的压力，反映了“藏汇于民”的“防火墙”作用²。二季度，银行业对外金融资产中存贷款环比减少 714 亿美元，对应着其他投资中货币和存款以及贷款资产方合计净流入 555 亿美元（见图表 12）。

图表 11. 其他投资资产和负债及其差额



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 12. 货币和存款、贷款资产净获得与银行对外金融资产中的存贷款余额环比变动情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

三、交易因素引起的储备资产增加，央行连续三个季度增持黄金储备资产

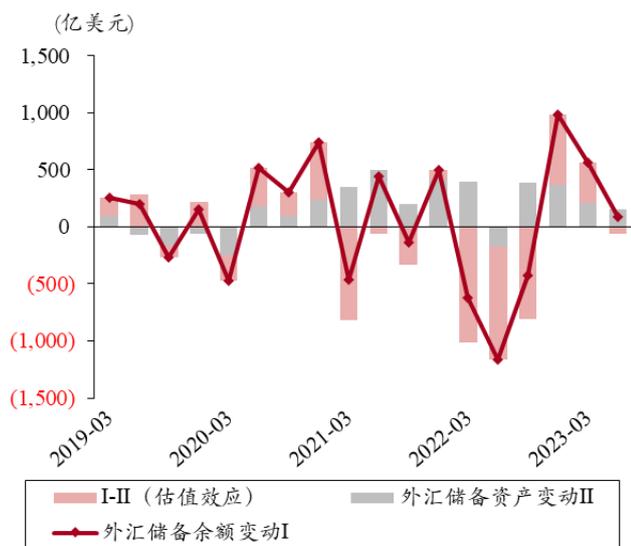
二季度，交易引起的外汇储备资产增加 150 亿美元，央行公布的外汇储备二季度末余额 3.19 万亿美元，较一季度末增加 91 亿美元，二者差值主要反映了汇率和资产价格折算的负估值效应 59 亿美元（见图表 13）。

当季，美元指数上涨 0.8%，非美元货币兑美元汇率涨跌不一，日元下跌 8.7%，欧元和英镑分别上升 0.6% 和 3.0%。资产方面，股债表现有别，由于全球通胀连续下行，主要央行加息接近尾声，市场风险偏好改善，全球主要股指以上涨为主，标普 500 指数和日经 225 指数涨幅较大，分别上涨 8.3% 和 18.4%。由于二季度以来美国经济韧性超预期，加之美债供给大量增加，当季 10 年期美债收益率累计上行 33 个基点，以美元标价的已对冲全球债券指数微涨 0.1%（见图表 14）。

二季度，交易引起黄金储备资产增加 29 亿美元，为连续第三个季度增加。截至 2023 年二季度末，我国黄金储备资产价值较一季度末下降 17 亿美元，主要反映了国际金价回落的影响，负估值因素 46 亿美元，占国际储备资产比重为 3.84%，较 2023 年一季度末小幅回落 0.06 个百分点，较 2022 年三季度末上升 0.56 个百分点，显示我国储备资产多元化仍在进行之中。

² 详见《管涛：五重保护与“降准”的信号作用》，网易研究局，2022 年 4 月 26 日，<https://mp.weixin.qq.com/s/T4vz3Pshuo3E1f2lmBR8Dw>

图表 13. 外汇储备资产和外汇储备余额变动及二者差值



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 14. 二季度及上半年主要货币和全球资产价格表现

		(单位: %; BP)				
		2023.4	2023.5	2023.6	2023Q2	2023H1
货币	美元指数	0.9	2.5	-0.8	0.8	-0.1
	美元兑日元	2.6	2.2	3.6	8.7	10.1
	欧元兑美元	1.6	-3.0	2.1	0.6	1.9
	英镑兑美元	1.9	-0.9	2.0	3.0	5.0
股市	标普500指数	1.5	0.2	6.5	8.3	15.9
	富时100指数	3.1	-5.4	1.1	-1.3	1.1
	法国CAC40指数	2.3	-5.2	4.2	1.1	14.3
	德国DAX指数	1.9	-1.6	3.1	3.3	16.0
	日经225指数	2.9	7.0	7.5	8.4	27.2
债券	以美元标价的已对冲全球债券指数	0.5	-0.7	0.3	0.1	3.0
	10年期美债(BP)	-4.0	20.0	17.0	33.0	-7.0

资料来源：Bloomberg，Wind，中银证券

四、人民币汇率贬值减记对外金融负债，对外净资产规模创历史新高

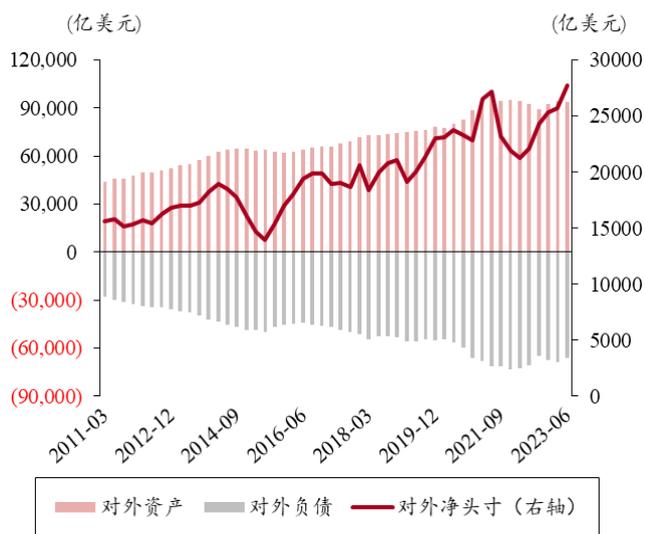
截至 2023 年二季度末，我国对外金融资产和负债均环比减少，但对外金融负债下降较多，其中非交易因素（汇率和资产价格折算等因素）贡献了负债下降的 94%，国际投资净头寸为对外净资产 27758 亿美元，环比增加 2105 亿美元，对外净资产规模创历史新高（见图表 15）。

二季度，人民币兑美元汇率中间价累计贬值 4.9%，导致外商股权投资的汇兑损失 1538 亿美元，境外机构和个人持有人民币股票资产的汇兑损失 237 亿美元，本币外债的汇兑损失 538 亿美元，三者合计 2313 亿美元³，贡献了同期非交易因素引起的对外负债降幅的 85%。与之相对，2023 年一季度，人民币汇率小幅升值 1.4%，对我国对外金融负债产生正估值效应 646 亿美元，推升了对外金融负债。可见，人民币汇率双向波动弹性增加，有助于发挥吸收内外部冲击的“减震器”作用。

截至 2023 年二季度末，我国民间对外净负债（不含储备资产）6091 亿美元，环比减少 2046 亿美元（见图表 16），与年化名义 GDP 之比为-3.6%，负值环比回落了 1 个百分点，较 2015 年二季度末（“8.11”汇改前夕）减少 17642 亿美元、回落 18.2 个百分点。这反映民间部门货币错配大幅减轻、对外金融韧性增强，是人民币汇率宽幅震荡的过程中，境内外汇市场平稳运行的重要微观保障。

³ 分别将 2023 年一季度末和 2023 年二季度末外商直接投资中的股权投资、境外机构和个人持有境内人民币股票资产、美元计值的本币外债余额的平均值乘以二季度人民币汇率中间价变动幅度计算得到。

图表 15. 对外资产和负债及净头寸



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

图表 16. 民间对外净头寸及其与年化名义 GDP 之比



资料来源: 国家外汇管理局, 国家统计局, Wind, 中银证券

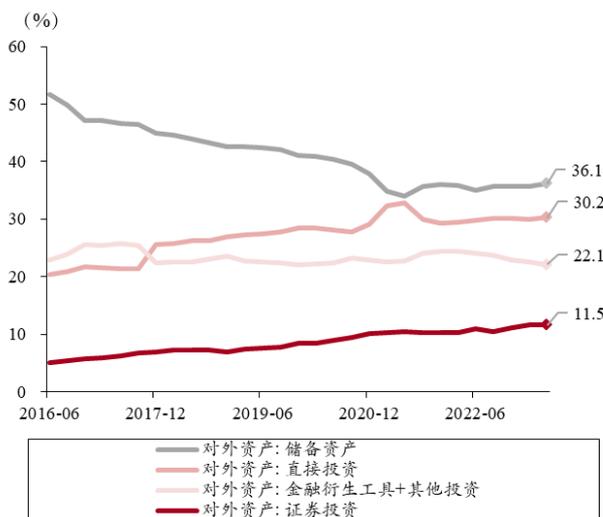
注: (1) 对外净头寸 (不含储备资产) / 年化名义 GDP = (对外净头寸 - 储备资产) * 季末人民币汇率中间价 / 年化名义 GDP; (2) 年化名义 GDP 为往前四个季度滚动合计。

五、非交易因素推动证券和其他投资资产占比下降, 其他投资负债占比微升

从对外金融资产结构来看, 二季度, 由于非交易因素导致证券投资和其他投资 (含金融衍生工具, 下同) 降幅较大, 储备和直接投资资产占对外金融资产比重分别环比上升 0.36 和 0.23 个百分点至 36.1% 和 30.2%, 证券投资和其他投资资产分别下降 0.1 和 0.4 个百分点至 11.5% 和 22.1% (见图表 17), 这主要反映了非交易因素带来的负估值效应, 以及内资回流导致其他投资资产减少。

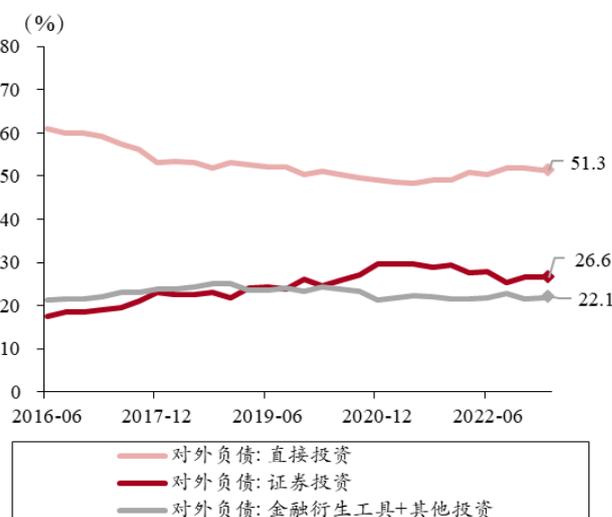
从对外金融负债结构来看, 二季度, 由于外来直接投资增速放缓、境内股市震荡下跌叠加人民币汇率调整, 直接投资和证券投资负债占对外金融负债比重各环比微降 0.1 个百分点至 51.3% 和 26.6%, 相应, 其他投资负债占比微升 0.2 个百分点至 22.1% (见图表 18)。尽管其他投资负债方 (外资) 转为净流出, 但由于非交易因素推动直接和证券投资负债降幅大于其他投资降幅, 使得前两者占比下降, 后者占比微升。

图表 17. 对外金融资产构成情况



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

图表 18. 对外金融负债构成情况

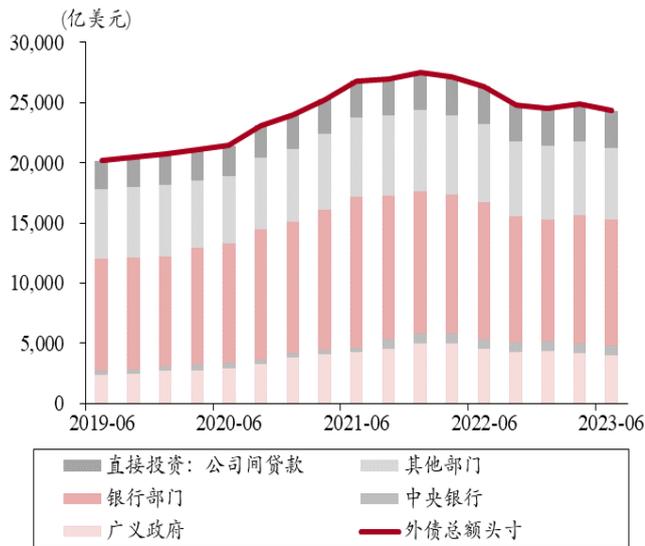


资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

六、银行和其他部门对外负债减少带动外债余额下降，汇率浮动调节本币外债负担

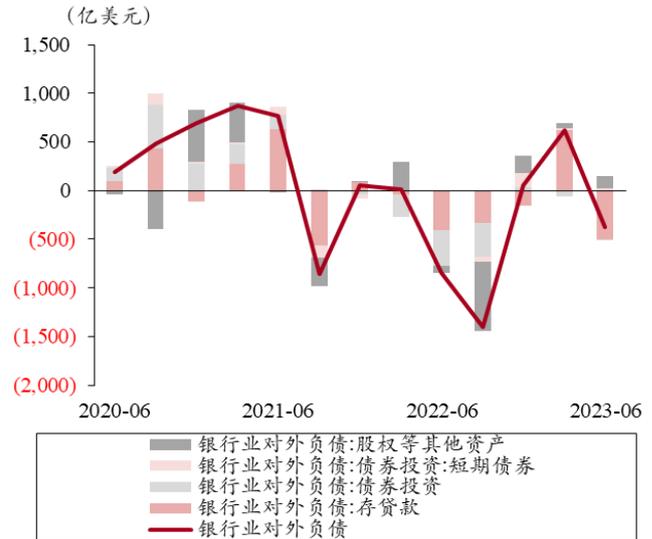
截至 2023 年二季度末，我国具有契约性偿还义务的外债余额 24338 亿美元，较一季度末减少 571 亿美元，主要贡献来自银行部门和其他部门（含关联公司间贷款），外债规模分别较一季度末减少 193 亿、205 亿美元（见图表 19）。银行部门中，短期债务的货币与存款和贷款合计环比减少 276 亿美元，这与同期银行业对外负债中变动情况一致，当季银行业对外负债较一季度末减少 373 亿美元，其中存贷款减少 499 亿美元（见图表 20）。

图表 19. 我国外债总余额及分部门情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 20. 银行业对外负债及其主要分项变动情况



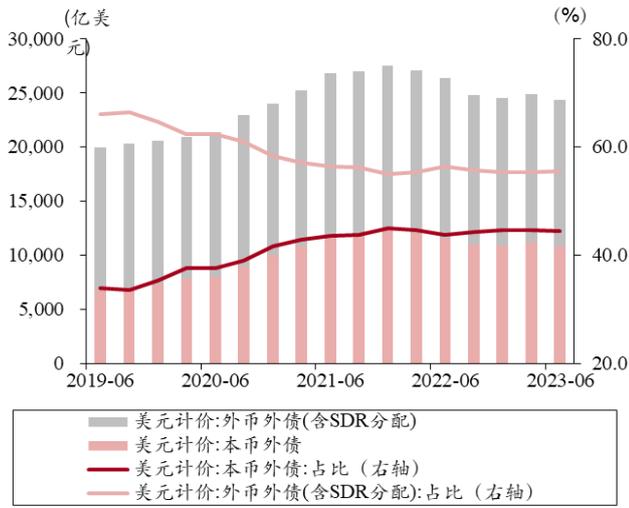
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

从币种结构看，截至二季度末，外币和本币外债余额分别为 1.35 万亿、1.08 万亿美元，较一季度末减少 248 亿、323 亿美元；本币外债占比较一季度末下降 0.3 个百分点至 44.4%（见图表 21）。同期，以人民币计值的本币外债余额增加了 1604 亿元，按季末汇率中间价折算为 222 亿美元，而美元计值的本币外债下降 323 亿美元，二者差额为 545 亿美元，占到当季外债余额降幅的 95%。这反映了当季人民币贬值减记以美元计值的对外负债，体现了汇率浮动对本币外债负担的调节作用，同时也彰显了在扩大金融开放过程中保持汇率灵活的重要性。

从期限结构看，截至二季度末，短期和中长期外债余额分别为 1.37 万亿、1.06 万亿美元，较一季度末减少 267 亿、304 亿美元；短期外债占比 56.4%，环比上升了 0.22 个百分点。当季，由于短期外债规模下降同时外汇储备余额增加，短期外债占外汇储备比例为 43%，较一季度末下降 1 个百分点，远低于 100% 的国际警戒线，表明我国短期外债偿付能力增强，外债风险总体可控（见图表 22）。

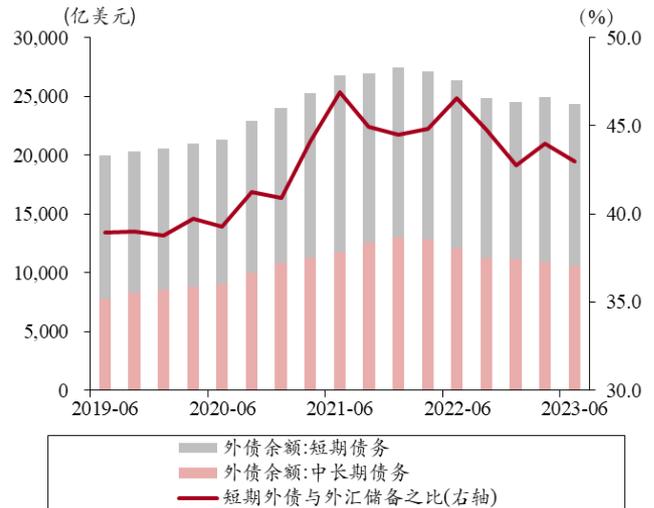
不过，外汇储备不是外债刚兑的保证，随着海外利率不断上行，叠加人民币汇率调整，这可能加大涉外主体偿债压力和再融资成本。对外借债主体需提前做好债务规划，防范海外高利率环境下可能诱发的偿债风险。

图表 21. 我国外债余额币种构成



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 22. 我国外债余额期限构成及短债储备比



资料来源: 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