

信贷专题

熨平信贷波动有何影响

2023年十一月以来，央行等三部门召开的金融机构座谈会强调统筹衔接年末年初信贷工作，同时央行三季度货政报告强调适度平滑信贷波动。展望2024年，传统上信贷投放大小月的格局可能会有所改变，节奏趋向平稳。那么近两年信贷波动性加大如何影响资产价格，熨平信贷波动之后又有何影响，本文主要探讨以上问题。

- **信贷的季节性是指在信贷投放统计读数上具有季节性特征。**这一现象导致近两年以来市场预测值与实际值背离较大。拆分人民币贷款科目，可以发现企业贷对于旺季贡献度较高，其中以企业中长贷为主，居民贷对于淡季贡献较高，其中以居民中长贷为主。
- **信贷存量增量保持稳定，但季节性效应更为显著，主要是银行投入更多资源在大月冲量的结果。**由于银行季末提前拿出储备项目，导致季初社融信贷整体萎缩。追本溯源主要源于融资需求偏弱叠加新旧动能转换，导致项目储备减少，银行放贷进入存量博弈市场，同时信贷规模考核等因素又要求银行增加贷款投放，两重因素综合导致近两年信贷季节性放大。
- **这一现象对于资产价格主要有三点影响：1. 存贷款利率下行。**信贷投放大月资本冗余导致信用空转和存款定期化趋势强化。一方面2022年以来银行不断下调存款挂牌利率，截至目前大行已有四轮下调。另一方面信贷规模增速考核导致企业贷款利率下行过快；**2. 银行配债逻辑变化。**天量信贷导致大行成本上升。贷款投放大月贷款大量增长，反过来加剧负债端压力，大行等拉存款需求增加。中小银行新增信贷性价比低，同时存款规模依然维持较快增长，可配资金较多，面对较高的资金成本和业绩目标压力，中小行倾向于加大配债力度赚票息，或做委外投资。**3. 资金面持续偏紧。**信贷投放冲量加剧消耗超储，短端资金面受影响较大。为应对短期流动性冲击，央行逆回购操作量加大。同时信贷冲量挤占商业银行债券投资额度，债市配置盘力量减弱。
- **展望2024年，信贷投放趋稳。**目前已实施政策涵盖了降低信贷增量和熨平信贷波动的预期。特殊再融资债发行、特别国债重启，使得2023年四季度政府债券持续支撑社融增长，合计新增3.64万亿元，人民币贷款合计新增2.70万亿元。**中央加杠杆替代信贷支撑社融。**2024年中央加杠杆空间相对充足，或可通过发行长期限低利率国债，用以置换高成本地方债。同时考虑到政府性基金收入下降和地方政府债务化解的情况，地方政府举债的空间受到一定限制，中央财政扩张成为趋势，将替代信贷支撑社融，相应而言信贷波动性降低。**信贷额度压力降低，息差有望恢复。**在降低信贷增量、熨平信贷波动的背景下，2024年信贷额度压力降低，银行拉贷款诉求减弱，低价扩张情况缓解，银行更有动力压降负债成本，存款、存单、资金利率都有望继续下行。同时银行息差也有望恢复。此外，季末票据冲量现象也将缓解，贷款质量相对更高。
- **信贷脉冲减弱对资金面扰动减小。**信贷投放力度减弱，商业银行若通过债券投资、同业业务等其他渠道扩表，对应货币创造或超储消耗相对减少，银行间资金面压力预计将有所缓释。2024年信贷脉冲减弱对资金面扰动或将弱于2023年。**但防资金空转可能导致资金面收紧。**从另一个角度来看，资金空转自2023年8月以来关注度就持续上升。当前资金面防空转套利的逻辑更像2016年，2023年在DR007持续偏低和滚隔夜持续偏高的情况下，资金面始终保持中性偏松，2024年这个节奏存在发生转变的可能，或形成新的预期差。
- **风险提示：**经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

相关研究报告

《12月经济数据点评：2023顺利收官，2024复苏延续》20240117

《12月金融数据点评：M1持平反映出企业活力仍受压制》20240113

《12月通胀点评：复苏仍在，价格略弱》20240112

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：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

目录

信贷波动为何加大	5
信贷的季节性	5
哪些分项贡献较大	6
哪些因素导致波动加大	6
如何影响资产价格	8
存贷款利率下行	8
银行配债逻辑变化	9
资金面持续偏紧	9
熨平信贷波动的后续展望	11
信贷投放预期趋稳	11
资金面压力缓释	11

图表目录

图表 1. 信贷月增量大月与小月占比.....	5
图表 2. 社融月增量大月与小月占比.....	5
图表 3. 2023 年月新增信贷占比对比均值.....	5
图表 4. 2022 年月新增信贷占比对比均值.....	5
图表 5. 2023 年当月居民贷款占比对比均值.....	6
图表 6. 2023 年当月企业贷款占比对比均值.....	6
图表 7. 贷款需求下行.....	7
图表 8. 新旧动能转换.....	7
图表 9. 逆周期调节诉求持续存在.....	7
图表 10. 企业资金活化程度不高.....	8
图表 11. 存款定期化趋势.....	8
图表 12. 2022 年以来大行已经历四轮存款挂牌利率下调（以工行为例）.....	8
图表 13. 2022 年以来企业居民贷款利率下台阶.....	9
图表 14. M1 增速持续下滑.....	9
图表 15. 2022 年以来大行计息负债成本上升更快.....	9
图表 16. 中小行加大配债力度.....	9
图表 17. 2023 年以来资金面持续偏紧.....	10
图表 18. 2023 年以来逆回购操作量明显加大.....	10
图表 19. 社融存量同比下降但增量同比不减.....	11
图表 20. 近两年季末票据冲量频繁.....	11

2023年十一月以来，央行等三部门召开的金融机构座谈会强调统筹衔接年末年初信贷工作，同时央行三季度货政报告提出“衡量信贷支持实体经济的成效，不宜过于关注新增贷款情况”，强调适度平滑信贷波动。展望2024年，传统上信贷投放大小月的格局可能会有所改变，节奏趋向平稳。那么近两年信贷波动性加大如何影响资产价格，熨平信贷波动之后又有何影响，本文主要探讨以上问题。

信贷波动为何加大

信贷的季节性

信贷的季节性是指在信贷投放统计读数上具有季节性特征。受年初信贷开门红和季末冲量影响，年初季末大月（1月、3月、6月、9月，后同）信贷投放量较高，季初小月（4月、7月、10月，后同）信贷投放量较低。季节性特征近两年表现显著（图1）。2022年-2023年，季末月信贷投放往往较高，导致下一个季初月信贷不及预期，偏离程度大过往年。对于这种现象，市场往往会强调透支效应的存在，即季末月信贷投放过多透支了季初月信贷增量。

统计2023年信贷，其中大月新增信贷合计占全年62.2%，超出平均水平16.3个百分点，其中淡季新增社融合计占全年7.9%，低于平均水平10.8个百分点（图3）。同样，2022年信贷投放也呈现出较大的波动性（图4）。

这一现象导致近两年市场预测值与实际值背离较大。信贷波动性加大使宏观预测难度增加，市场往往低估大月信贷新增量而高估小月信贷新增量。以2023年4月为例，一季度开门红后，市场预期信贷增长重回扩张周期，在央行货币政策委员会4月14日召开的一季度例会中也删去了保持信贷“总量有效增长”，新增表述为保持信贷“合理增长、节奏平稳”，同时删去了“逆周期调节”、“加大稳健货币政策实施力度”等表述，给了市场经济强复苏的预期。但5月11日公布的金融数据中，4月当月社融1.22万亿元，大幅低于Wind一致预期1.72万亿元，也低于过去10年的4月当月社融平均值1.68万亿元，较低的社融与市场的预期差异较大，推动市场将强复苏预期逐渐调整为弱复苏预期。

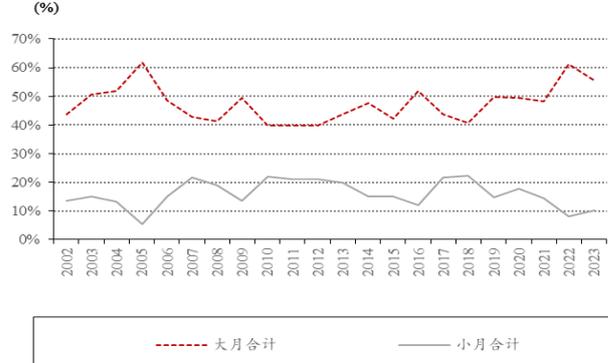
再以2023年7月为例，市场预期住户部门中长期贷款企稳，但提前还贷行为大幅增长导致7月住户部门中长期贷款减少1335亿元，大幅拖累信贷。8月11日公布的金融数据中，7月当月社融5366亿元，远低于Wind一致预期1.12万亿元，也低于过去10年的7月当月社融平均值1.11万亿元。

图表 1. 信贷月增量大小月占比



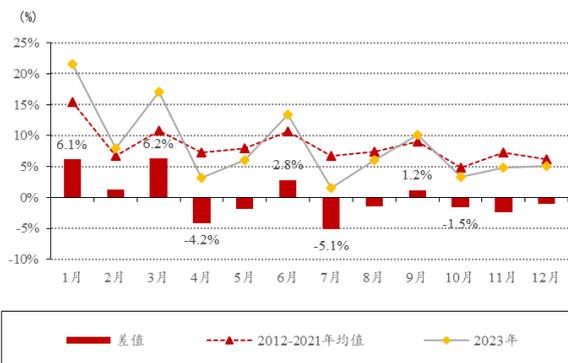
资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 社融月增量大小月占比



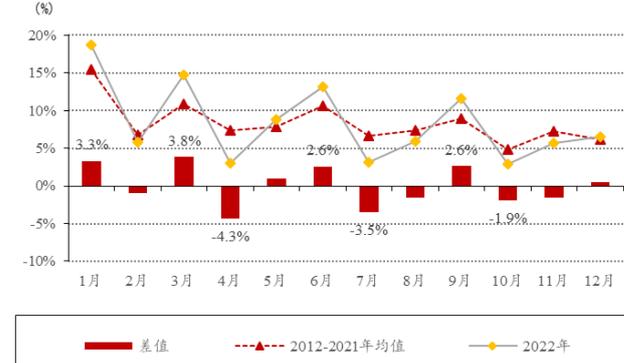
资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 2023 年月新增信贷占比对比均值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 2022 年月新增信贷占比对比均值



资料来源: Wind, 中银证券

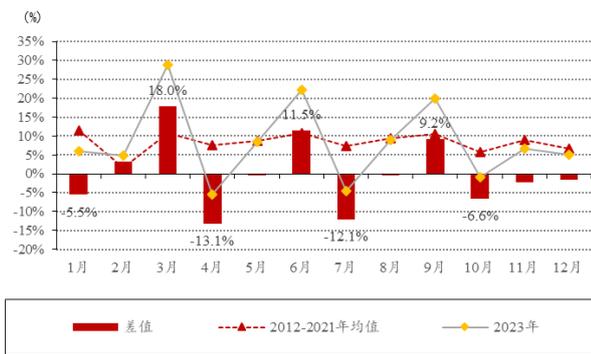
哪些分项贡献较大

中长贷对于信贷季节性效应贡献较高。拆分人民币贷款科目,可以发现企业贷对于旺季贡献度较高,其中以企业中长贷为主,居民贷对于淡季贡献较高,其中以居民中长贷为主。

具体来看,居民中长贷是小月的主要拖累项。以2023年为例,大月新增住户贷款合计占全年76.8%,超出前十年平均水平33.2个百分点,小月新增住户贷款合计占全年-11.0%,低于前十年平均水平31.8个百分点(图5)。住户贷款中,中长期贷款贡献较高,居民中长贷是小月的主要拖累项。

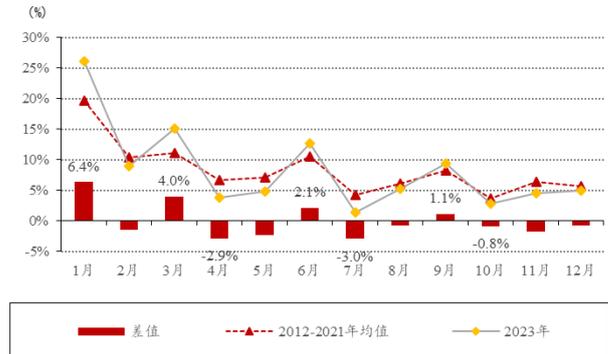
企业中长贷是大月的主要拉动项。以2023年为例,大月新增企业贷款合计占全年63.3%,超出前十年平均水平13.7个百分点,小月新增企业贷款合计占全年8.0%,低于前十年平均水平6.6个百分点(图6)。企业贷款中,中长期贷款贡献较高,企业中长贷是大月的主要拉动项。

图表 5. 2023 年当月居民贷款占比对比均值



资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 2023 年当月企业贷款占比对比均值



资料来源: Wind, 中银证券

哪些因素导致波动加大

信贷存量增量保持稳定,但季节性效应更为显著,主要是银行投入更多资源在大月冲量的结果。由于银行季末提前拿出储备项目,导致季初社融信贷整体萎缩。追本溯源在于融资需求偏弱叠加新旧动能转换,导致项目储备减少,银行放贷进入存量博弈市场,同时信贷规模考核等因素又要求银行增加贷款投放,叠加导致近两年信贷季节性放大。

融资需求偏弱叠加新旧动能转换

实体融资需求偏弱,微观主体活力待改善。地产走弱,城投债务管控,新经济体量仍待扩容,当前房地产贷款疲软,拉动银行信贷扩张的传统基建地产项目储备减少。居民加杠杆能力大幅下降,按揭贷款提前偿还较为普遍。但其他类型的贷款无法弥补这两者贷款的下降,由此导致信贷需求整体下降,共同带来实体融资需求偏弱。二季度贷款需求指数为62.2%,较一季度明显回落,其中地产贷款需求指数仅为47%(图7)。2023年经济增长向上更多受益于低基数,而向下对应企业利润、居民收入修复相对偏慢,这使得宏观数据和微观主体感知之间存在一定背离,加上地缘局势和对安全的强调,微观主体活力待改善。

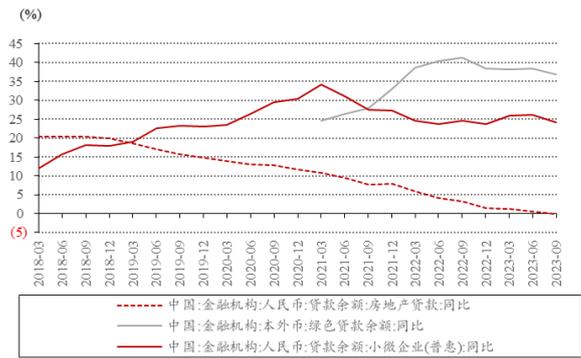
经济本身处于新旧动能切换期。实体融资需求偏弱背后是微观主体活力待改善叠加地产等旧经济出清(图8)。地产行业规模大、链条长、带动广,对经济的拉动呈现出广谱性特征,而“三大工程”落地还需时间观察,地产行业调整路径具有一定的不确定性,容易拖累长期增长预期。

图表 7. 贷款需求下行



资料来源: Wind, 中银证券

图表 8. 新旧动能转换



资料来源: Wind, 中银证券

逆周期调节频繁

银行存在揽贷需求。近两年稳增长需求上升，逆周期调节和跨周期调节出现频率变高（表 9），尽管实体融资需求偏弱，但年初季末银行尤其是大行反而加大贷款供给，每逢季末银行不得不拿出提前储备的项目，导致季末冲贷款愈演愈烈。不少银行不惜低成本投放贷款，主要是响应支持实体号召和逆周期调节需求，同时银行自身也面临规模和排位比拼。

图表 9. 逆周期调节诉求持续存在

时间点	事件	货币政策目标
2023 年 6 月 30 日	中国人民银行货币政策委员会 2023 年第二季度例会	稳健的货币政策精准有力，加大逆周期调节力度，综合运用政策工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险。
2023 年 7 月 14 日	2023 年上半年金融统计数据新闻发布会	坚持稳中求进工作总基调，稳健货币政策精准有力，加大逆周期调节力度，推动经济运行整体好转。
2023 年 8 月 7 日	2023 年第二季度中国货币政策执行报告	下阶段，人民银行将继续按照党中央、国务院部署，稳健的货币政策继续精准有力，根据形势变化合理把握节奏和力度，稳固好实体经济恢复向好势头，加强逆周期调节和政策储备，着力扩大内需、提振信心、防范风险，支持实体经济实现质的有效提升和量的合理增长。
2023 年 9 月 27 日	中国人民银行货币政策委员会 2023 年第三季度例会	要持续用力、乘势而上，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好逆周期和跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，加快经济良性循环，为实体经济提供更有力的支持。
2023 年 11 月 27 日	2023 年第三季度中国货币政策执行报告	稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境。

资料来源: Wind, 中银证券

如何影响资产价格

存贷款利率下行

信贷投放大月资本冗余导致信用空转。经济内生增长动能恢复较慢，企业实际融资需求偏弱，实际投资项目储备不足，这导致部分企业拿到贷款后重新投入存款，资本未能完全进入实体，信贷投放大月尤甚。2022年-2023年非金融企业存款分别增长了5.02万亿元、4.06万亿元，其中定期存款增长了5.07万亿元、4.70万亿元，活期存款净减少465亿元、6402亿元（图10），企业生产经营活力不足。M1持续下滑也佐证了企业资金活化程度不高这一点。

实际融资需求不足导致居民企业存款定期化。2023年居民部门存款持续维持高增长，定期化特征明显，且仍未出现拐点（图11），2022年-2023年居民定期存款分别增长17.84万亿元、16.67万亿元。存款定期化背后是预防性储蓄需求和股市楼市低迷等共同作用的结果，资金使用效率不高。存款定期化趋势强化导致2022年以来银行不断下调存款挂牌利率，截至2023年12月22日大行已有四轮下调（表12）。

图表 10. 企业资金活化程度不高



资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 存款定期化趋势



资料来源: Wind, 中银证券

图表 12. 2022 年以来大行已经历四轮存款挂牌利率下调（以工行为例）

	2022 年 9 月	2023 年 6 月	2023 年 8 月	2023 年 12 月
活期存款	下调 5BP	下调 5BP	-	-
3 月期定存	下调 10BP	-	-	下调 10BP
6 月期定存	下调 10BP	-	-	下调 10BP
1 年期定存	下调 10BP	-	下调 10BP	下调 10BP
2 年期定存	下调 10BP	下调 10BP	下调 20BP	下调 20BP
3 年期定存	下调 15BP	下调 15BP	下调 25BP	下调 25BP
5 年期定存	下调 10BP	下调 15BP	下调 25BP	下调 25BP

资料来源: Wind, 中银证券

企业贷款利率下行过快。信贷规模增速考核，推动信贷大月企业贷款规模的快速提升，进而导致企业贷款利率下行过快。截至2023年9月，企业贷款加权平均利率和个人住房贷款加权平均利率分别下降至3.82%和4.02%（图13）。随着贷款利率下行，实体部门也在相应调整其资产负债行为，部分资金成本较低的企业拿到贷款后重新投入存款，从而导致社会资金活性的下降，体现为M1增速持续下滑（图14）。

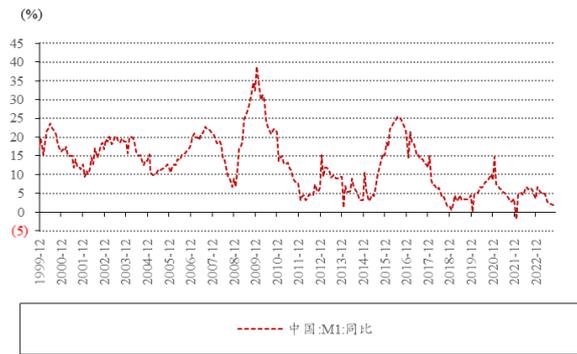
利差倒挂导致套利行为。银行间资金利率和存款利率维持高位，导致企业融资成本和存款及理财产品的收益发生倒挂，构成了企业贷款-存款之间的利差空间。这一利率的倒挂引发了部分资金在企业与银行之间轮转，没有真正投放到生产当中，而再度回到金融体系。

图表 13. 2022 年以来企业居民贷款利率下台阶



资料来源: Wind, 中银证券

图表 14. M1 增速持续下滑



资料来源: Wind, 中银证券

银行配债逻辑变化

天量信贷导致大行成本上升。贷款投放大月贷款大量增长，反过来加剧负债端压力，大行等拉存款需求增加。2023 年上半年，在存款利率没有大幅调整的情况下，上市银行中六大行计息负债成本率上升了 15BP，股份行上升 6BP（图 15），小行呈现下降，说明大行普遍面临拉存款压力。存款定期化也是影响成本上升的主要因素之一。

中小行加大配债力度。中小银行新增信贷性价比低，同时存款规模依然维持较快增长，可配资金较多，面对较高的资金成本和业绩目标压力，中小行倾向于加大配债力度赚票息（图 16），或做委外投资。中小银行无力与大行竞争，信贷增长乏力，业绩压力下大规模扩张金融市场业务，变成配债资金。

图表 15. 2022 年以来大行计息负债成本上升更快



资料来源: Wind, 中银证券

图表 16. 中小行加大配债力度



资料来源: Wind, 中银证券

资金面持续偏紧

信贷投放冲量加剧消耗超储，短端资金面受影响较大。对于短端资金面而言，信贷投放大月，商业银行放贷力度加大快速消耗超储，大行备付水平受限，资金融出意愿降低，大行-中小行-非银机构这一传导链条受阻，导致银行间资金面持续收紧（图 17）。为应对短期流动性冲击，央行逆回购操作量加大，2023 年一季度和四季度最为明显（图 18）。

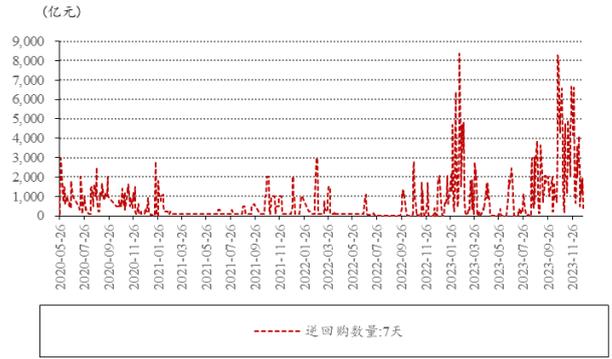
信贷冲量挤占商业银行债券投资额度，债市配置盘力量减弱。同时狭义流动性收紧又驱动市场利率上行，使得银行配债机会成本上行，叠加导致债市利率走高。商业银行加大贷款投放力度，银行体系内超储快速消耗，狭义流动性收紧，进而带动资金价格趋近、债券利率上行。

图表 17. 2023 年以来资金面持续偏紧



资料来源: Wind, 中银证券

图表 18. 2023 年以来逆回购操作量明显加大



资料来源: Wind, 中银证券

熨平信贷波动的后续展望

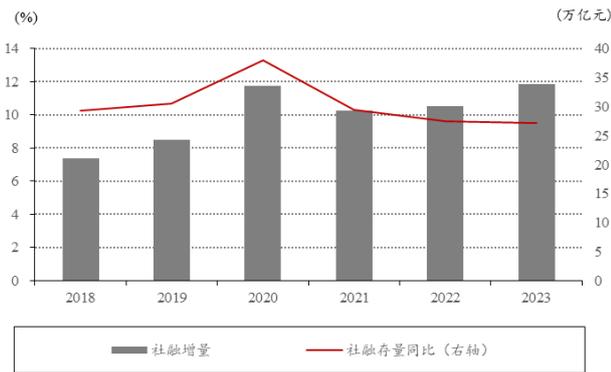
信贷投放预期趋稳

已实施政策涵盖了降低信贷增量和熨平信贷波动的预期。目前我国社融信贷存量已经很高，2021年以来社融年增量持续上升，但存量同比增速持续下降（图19）。且信贷增长的同时存款定期化也越来越严重。这种背景下，《对金融工作情况报告的意见和建议》中提出“我国M2增幅高，M1增幅低，两者不匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间轮流转”，同时央行也反复强调降低信贷增量、熨平信贷波动。对应到具体政策措施上来看，特殊再融资债发行、特别国债重启，使得2023年四季度政府债券持续支撑社融增长，合计新增3.64万亿元，人民币贷款合计新增2.70万亿元。

中央加杠杆替代信贷支撑社融。2024年中央加杠杆空间相对充足，或可通过发行长期限低利率国债，用以置换高成本地方债。同时考虑到政府性基金收入下降和地方政府债务化解的情况，地方政府举债的空间受到一定限制，中央财政扩张成为趋势，将替代信贷支撑社融，相应而言信贷波动性降低。

信贷额度压力降低，息差有望恢复。在降低信贷增量、熨平信贷波动的背景下，2024年信贷额度压力降低，银行拉贷款诉求减弱，低价扩张情况缓解，银行更有动力压降负债成本，存款、存单、资金利率都有望继续下行。同时银行息差也有望恢复。此外，季末票据冲量现象也将缓解，贷款质量相对更高（图20）。

图表 19. 社融存量同比下降但增量同比不减



资料来源: Wind, 中银证券

图表 20. 近两年季末票据冲量频繁



资料来源: Wind, 中银证券

资金面压力缓释

信贷脉冲减弱对资金面扰动减小。信贷投放力度减弱，商业银行若通过债券投资、同业业务等其他渠道扩表，对应货币创造或超储消耗相对减少，银行间资金面压力预计将有所缓释。2024年信贷脉冲减弱对资金面扰动或将弱于2023年。

防资金空转可能导致资金面收紧。从另一个角度来看，资金空转自2023年8月以来关注度就持续上升。当前资金面防空转套利的逻辑更像2016年，2023年在DR007持续偏低和滚隔夜持续偏高的情况下，资金面始终保持中性偏松，2024年这个节奏存在发生转变的可能，或形成新的预期差。

风险提示:

- 1. 经济下行压力加大:**若经济下行压力加大，逆周期调节加力，不排除信贷投放进一步扩张；
- 2. 流动性超预期收紧:**若央行超预期回收市场流动性，资金面压力依然存在上行风险；
- 3. 地产复苏不及预期:**若地产进一步下台阶，不排除信贷投放加力。

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