

2023 年外汇市场分析报告

人民币汇率延续调整，境内外汇供求和跨境资金流动生变

相关研究报告

《2022 年外汇市场分析报告：人民币汇率大起大落，彰显外汇市场韧性》20230201

《1 月外汇市场分析报告：在岸市场驱动汇市开门红，外资回流势头强劲》20230216

《2 月外汇市场分析报告：人民币汇率回调，“结汇潮”姗姗来迟》20230316

《3 月外汇市场分析报告：人民币汇率演绎基准情形，境内外汇供求延续基本平衡》20230427

《4 月外汇市场分析报告：经济复苏预期部分兑现，汇率继续窄幅盘整、外汇重新供大于求》20230517

《5 月外汇市场分析报告：人民币汇率再次破 7，不改外汇政策定力》20230619

《6 月外汇市场分析报告：基本面主导本轮汇市调整行情，外汇市场主体总体趋于理性》20230729

《7 月外汇市场分析报告：外汇供求关系反转，宏观审慎措施加码》20230817

《8 月外汇市场分析报告：人民币汇率延续调整，宏观审慎措施不断加码》20230917

《9 月外汇市场分析报告：外汇供求失衡引发宏观审慎政策加码，汇率继续承压无碍证券投资外流减缓》20231023

《10 月外汇市场分析报告：汇率继续承压无碍外汇供求关系改善，理解汇率政策逻辑不看具体水平看市场反应》20231118

《11 月外汇市场分析报告：人民币汇率反弹，市场主体逢低购汇，外资配置热情高涨》20231218

- 2022 年 12 月，我们曾指出，人民币汇率能否再接再厉，关键看中国经济基本面；需要警惕市场重新定价基本面前景，预期和现实的比较可能会加大人民币汇率波动。
- 事后来看，2023 年，美元指数震荡回落，但在国内经济曲折修复背景下，人民币汇率调整进入第二个年头，汇率弹性增强，发挥了吸收内外部冲击的“减震器”作用。
- 境内外汇供求出现 2019 年以来首次年度逆差，但情况远好于“8.11”汇改之初，银行结售汇差额转逆的前三大贡献项分别是服务贸易、直接投资和证券投资，贡献率分别为 54%、43% 和 25%。
- 跨境资金流动也首现 2019 年以来年度逆差，但情况同样远好于“8.11”汇改之初。从币种结构看，外币跨境收付顺差减少是主因。从项目构成看，直接投资、货物贸易、服务贸易是涉外收付款差额逆转的前三大贡献项，贡献率分别为 105%、48% 和 41%。
- 2023 年，银行对客户市场的外汇交易中，近结远购的掉期交易规模升幅明显，反映美元高利率背景下，市场主体持有外币资金意愿较强。同时，远期购汇和即期购汇意愿此消彼长，或反映 2022 年 9 月份调整外汇风险准备金政策的持续影响。
- **风险提示：**海外金融风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，国内经济复苏不如预期

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

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

1月15日，国家外汇管理局发布了2023年12月份外汇收支数据。现结合最新数据对2023年境内外汇市场运行情况具体分析如下：

人民币汇率延续调整，汇率弹性有所增强

2022年，美联储紧缩预期增强，叠加国内疫情反复，经济恢复受阻，促使人民币出现快速调整，最低跌至7.3下方。11月初，在美联储紧缩预期放缓、国内疫情防控措施优化、房地产金融支持措施，以及企业结汇需求增加等因素共同推动下，人民币汇率开始反弹。12月份，我们在发布的报告《经济强货币强：美联储紧缩下半场暨2023年中国宏观经济及政策展望》中指出，**人民币汇率能否再接再厉，关键看中国经济基本面；需要警惕市场重新定价基本面前景，预期和现实的比较可能会加大人民币汇率波动。**

事后来看，2023年，在美联储加息到停止加息，直至市场开始交易降息预期背景下，美元指数基本在100~107范围内保持震荡，全年累计回落了2.0%。不过，**由于国内经济曲折修复，人民币汇率调整进入第二个年头，中间价与美元指数（滞后一个交易日）正相关系数由上年的0.89降至0.31**（见图表1、2）。全年，中间价、即期汇率（指境内银行间市场下午四点半交易价，下同）累计分别下跌1.7%、2.0%，上年则分别下跌8.5%、8.3%；中间价、即期汇率均值分别下跌4.6%、4.9%，跌幅较上年分别扩大0.5、0.6个百分点，有助于改善我国出口企业财务状况（见图表1）。

2023年，人民币即期汇率最大振幅为9.4%，居八大主要储备货币的第五位（美元指数最大振幅为7.3%，居第七位），相当于其他七种主要储备货币汇率最大振幅均值的87.2%，较2018至2022年均值高出了11.1个百分点，发挥了吸收内外部冲击的“减震器”作用（见图表3、4）。

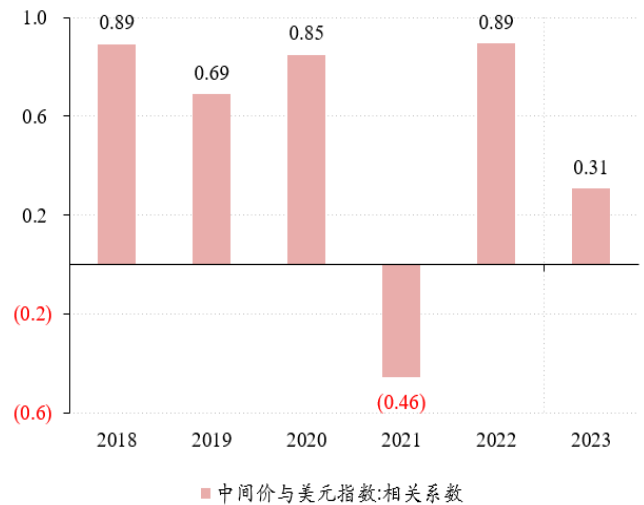
图表 1. 境内人民币汇率与美元指数走势



资料来源：Wind，中银证券

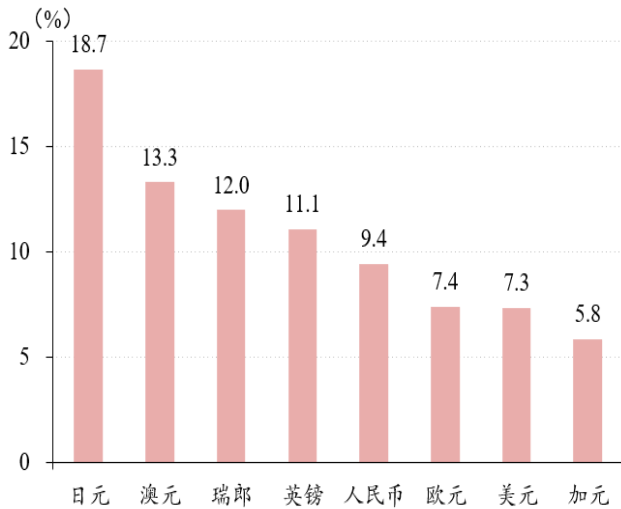
注：即期汇率为境内银行间市场下午四点半即期汇率。

图表 2. 人民币汇率中间价与美元指数相关系数



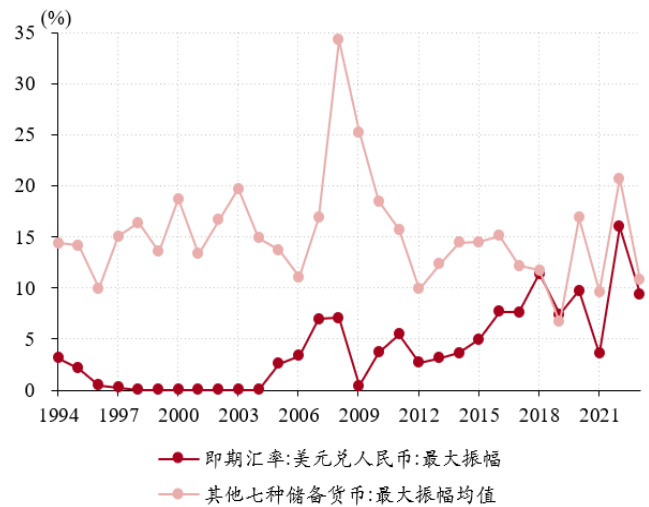
资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 2023 年八种储备货币最大振幅



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 人民币即期汇率与七种储备货币最大振幅



资料来源: Wind, 中银证券

境内外汇供求五年来再现年度逆差，但情况远好于“8.11”汇改之初，服务贸易结售汇逆差扩大是银行结售汇差额转逆的主要贡献项

2023 年，反映境内银行对客户外汇买卖关系的银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）共出现 7 个月逆差，7 月至 12 月为连续逆差，下半年累计逆差 1364 亿美元，抵消了上半年累计顺差 790 亿美元，全年逆差 573 亿美元，为 2019 年以来首次。其中，即期结售汇由上年顺差 1073 亿转为逆差 733 亿美元（其中银行代客结售汇由上年顺差 1116 亿转为逆差 563 亿美元，贡献了即期结售汇顺差降幅的 93%），贡献了银行结售汇差额降幅的 134%；远期净结汇累计未到期额由上年减少 235 亿转为增加 297 亿美元，未到期期权 Delta 敞口净结汇降幅由上年 67 亿扩大至 137 亿美元，银行外汇衍生品交易合计提前净卖出外汇 160 亿美元，上年为净买入外汇 302 亿美元（见图表 5）。

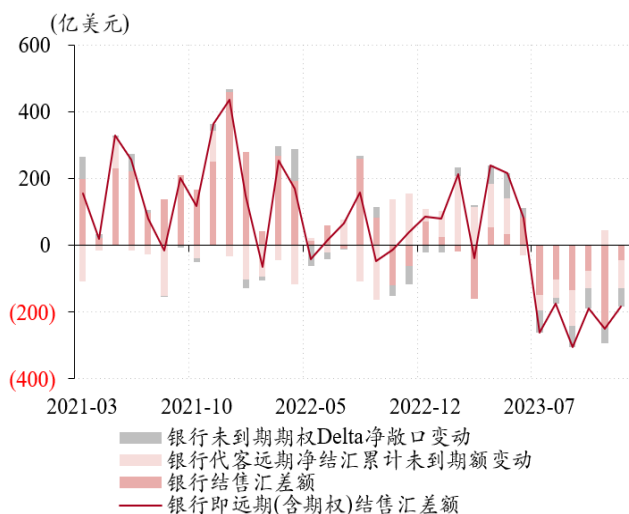
从可比口径看¹，2023 年，银行即远期结售汇逆差 436 亿美元（2022 年为顺差 838 亿美元），也为 2019 年以来首次逆差，但远低于 2015 和 2016 年分别为 5712 亿和 3695 亿美元的逆差水平（见图表 6）。这显示，过去两年人民币汇率调整带来的冲击较“8.11”汇改初期大为减轻，反映民间对外净负债减少、货币错配改善增强了境内外汇市场韧性。最新数据显示，截至 2023 年三季度末，我国民间对外净负债 4520 亿美元，与年化名义 GDP 之比为 2.6%，分别较 2015 年二季度末（“8.11”汇改前夕）减少 1.92 万亿美元和回落 19.2 个百分点（见图表 7）。

2023 年，银行代客服务贸易结售汇减少 8.4%，购汇增长 26.6%，结售汇逆差由上年 653 亿增至 1378 亿美元，为 2020 年以来新高，相当于 2019 年逆差规模的 72%，为银行结售汇由顺差转为逆差的第一大贡献项，贡献率为 54%（见图表 8）。

第二大贡献项为银行代客直接投资，结售汇下降 49.5%，购汇下降 6.1%，结售汇由上年顺差 275 亿转为逆差 299 亿美元，贡献了 43%。第三大贡献项为银行代客证券投资，结售汇减少 22.7%，购汇减少 2.4%，结售汇逆差由 65 亿增至 399 亿美元，贡献了 25%。银行代客货物贸易结售汇顺差 2485 亿美元，虽然远小于同期海关进出口顺差 8232 亿美元的规模，但增长 0.8%，为负贡献 1.4%（见图表 8）。

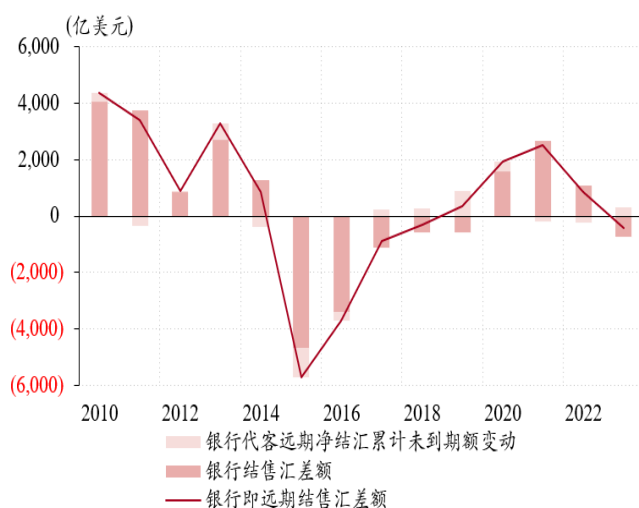
¹ 未到期期权 Delta 净敞口数据自 2016 年开始公布，故按可比口径，2016 年（含）之前仅有年度银行即远期结售汇差额的合计数。

图表 5. 境内银行对客户市场外汇供求情况（月度）



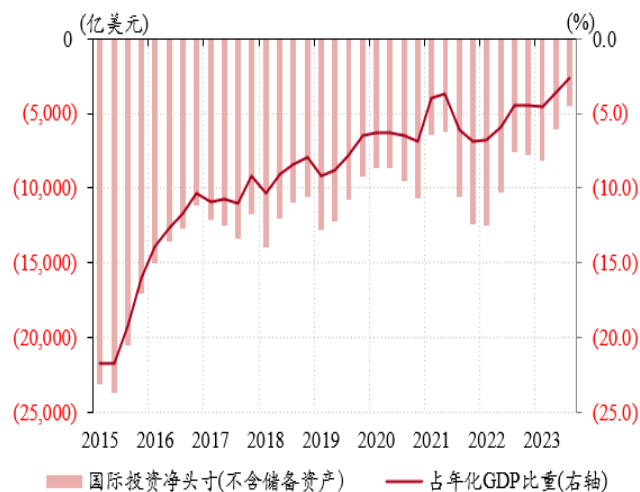
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券
 注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动+未到期期权Delta净敞口环比变动。

图表 6. 境内银行对客户市场外汇供求情况（年度）



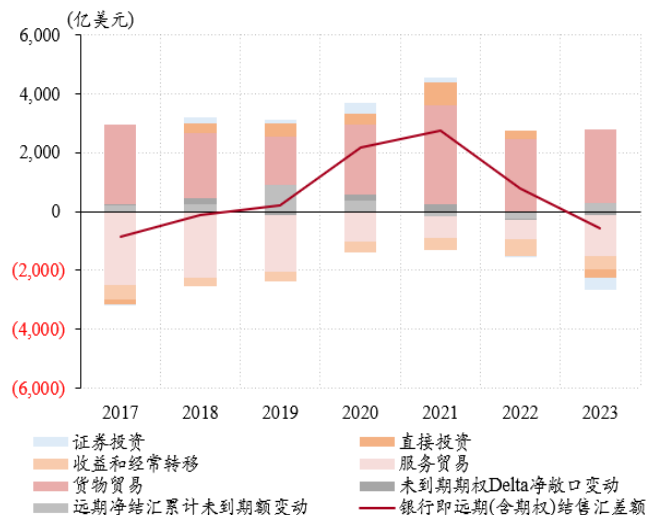
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券
 注：银行即远期结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动。

图表 7. 民间对外净负债规模及占 GDP 比重



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 8. 境内银行对客户市场外汇供求及构成情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

跨境资金流动首现 2019 年以来年度逆差，但情况同样远好于“8.11”汇改之初，外币跨境收付顺差减少是主因，直接投资项下资金流向逆转又是主要贡献项

2023 年，银行代客涉外收付款共出现 7 个月逆差，7 至 11 月为持续逆差，其中 9 月份逆差高达 539 亿美元，仅次于 2015 年 12 月逆差 725 亿美元、2015 年 9 月逆差 700 亿美元、2016 年 1 月逆差 558 亿美元（见图表 9）。全年，银行代客涉外收付款由上年顺差 763 亿转为逆差 687 亿美元，为 2019 年以来首次，但远小于 2015 至 2017 年分别为 1940 亿、3053 亿和 1245 亿美元的逆差规模（见图表 10）。

从币种构成看，2023 年外币收付款顺差规模连续两年收窄，由上年 1609 亿降至 513 亿美元，人民币收付款则连续两年逆差，规模由上年 846 亿增至 1200 亿美元，二者分别贡献了银行代客涉外收付款差额降幅的 76%、24%（见图表 11）。

从项目构成看，直接投资、货物贸易、服务贸易是涉外收付款差额逆转的前三大贡献项。其中，直接投资收付款逆差 1185 亿美元，为 2017 年以来首次逆差，且逆差规模创历史新高，是银行代客涉外收付款由顺差转为逆差的第一大贡献项，贡献率为 105%；货物贸易收付款顺差由上年 4774 亿降至 4083 亿美元，是第二大贡献项，贡献率为 48%；服务贸易收付款逆差由上月 448 亿增至 1038 亿美元，为 2020 年以来新高，相当于 2019 年逆差规模的 63%，贡献了银行代客涉外收付款差额降幅的 41%（见图表 10）。

2023 年三季度国际收支口径的外来直接投资出现首次负值，引发市场对于外商投资企业大规模利润汇出和撤资的关注，但银行代客涉外收付款数据并不支持前述观点：2023 年，收益和经常转移涉外支出累计 3031 亿美元，同比增长 10.4%，较 2018~2022 年平均增速高出 2.0 个百分点，但低于 2020 年、2021 年分别为 13.9%、12.2% 的增速。同期，直接投资涉外支出 7767 亿美元，同比增长 15.2%，较 2018~2022 年平均增速还低了 2.9 个百分点，并且直接投资项下的涉外支出还包含了对外直接投资的股权投资，而不仅是外来直接投资的撤资（见图表 12）。据外汇局披露，2023 年 12 月份，外商直接投资资本金净流入过百亿美元。

证券投资项下资金净流出压力显著缓解。2023 年，证券投资涉外收付款逆差规模由上年 1918 亿收窄至 172 亿美元，全年逆差月份由 10 个月降至 8 个月，单月最大逆差为 294 亿美元，小于上年的 414 亿美元（见图表 10）。

从股票通来看，全年共有 7 个月份陆股通为净流出，主要集中在 8 至 12 月，而由于 1 月份净流入 1413 亿元，创历史新高，全年累计净流入 437 亿元，同比减少 51%；在恒生指数连续四年下跌背景下，港股通项下（南下）资金净流入规模连续三年减少，由上年 3359 亿降至 2895 亿元；与陆股通累计净买入成交额轧差后，股票通项下资金累计净流出 2457 亿元，较上年减少 1.3 亿元，其中 8 月份净流出 1593 亿元，为 2021 年 2 月以来新高，不过此后净流出规模明显收窄（见图表 13）。

从债券通来看，全年共有 7 个月境外机构在净增持人民币债券，尤其是 11 月、12 月分别净增持 2513 亿、1805 亿元，全年累计净增持 2817 亿元，而上年共有 10 个月净减持，全年累计净减持 6162 亿元。上清所数据显示，境外机构由上年净减持 472 亿元转为净增持 2562 亿元，净增持月份由 4 个月增至 9 个月，其中同业存单是主要贡献项，境外机构净增持规模由上年 152 亿元增至 2733 亿元。中债登数据显示，境外机构由上年净减持 5690 亿元转为净增持 255 亿元，净增持月份由 2 个月增至 5 个月，其中政策性银行债和国债是主要贡献项，前者由上年净减持 3483 亿元转为净增持 506 亿元，后者净减持规模由上年 1606 亿元收窄至 15 亿元，10 月至 12 月二者均转为持续净增持，显示在中美利差倒挂程度减弱背景下，外资配置人民币债券意愿明显提升（见图表 14）。

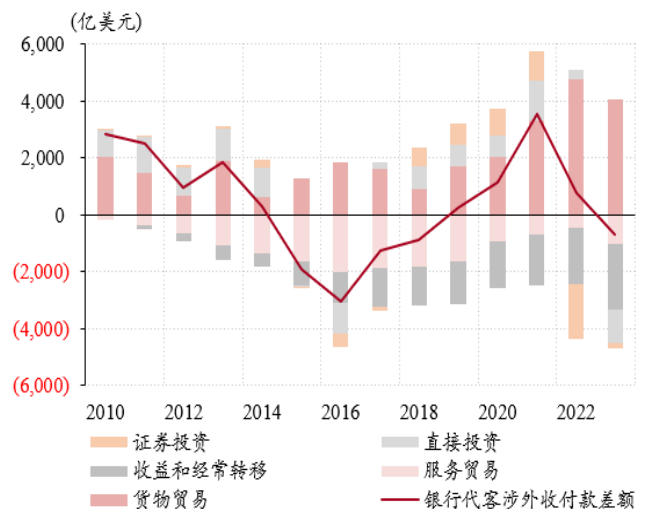
虽然陆股通净买入同比下降，但 2023 年北上资金在陆股通与债券通项下合计净买入境内人民币股票和债券资产 3254 亿元，上年为净卖出 5262 亿元。这显示在人民币汇率持续承压的背景下，随着美联储紧缩接近尾声，中美负利差见顶回落，外来证券投资逐渐趋稳。

图表 9. 境内银行代客涉外收付款差额（月度）



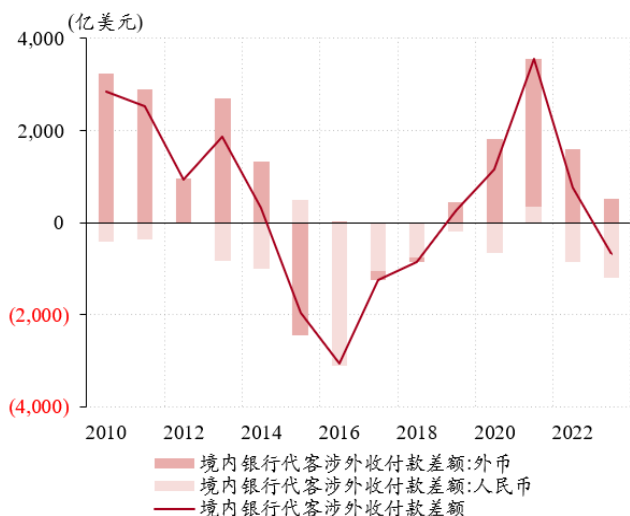
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 10. 境内银行代客涉外收付款差额（年度）



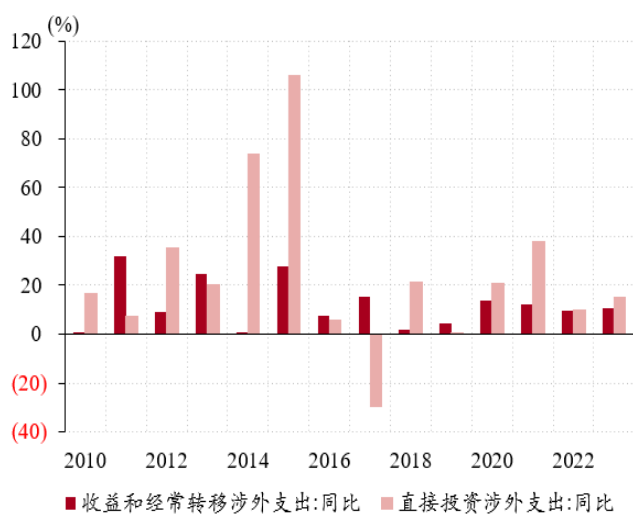
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 11. 境内银行代客涉外收付款差额币种构成



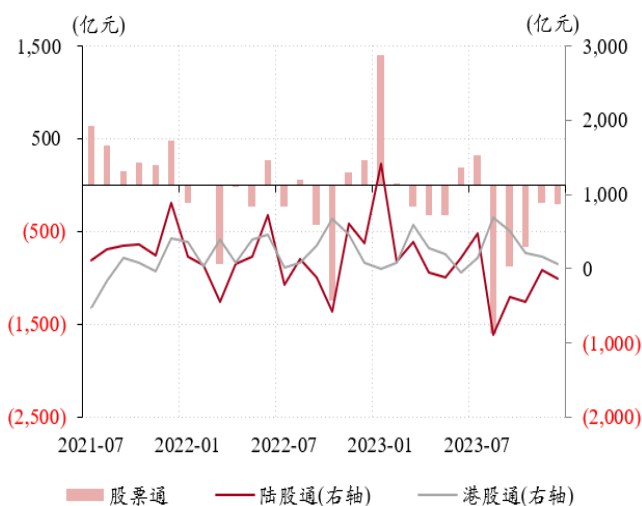
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 12. 收益和经常转移、直接投资涉外支出同比增速



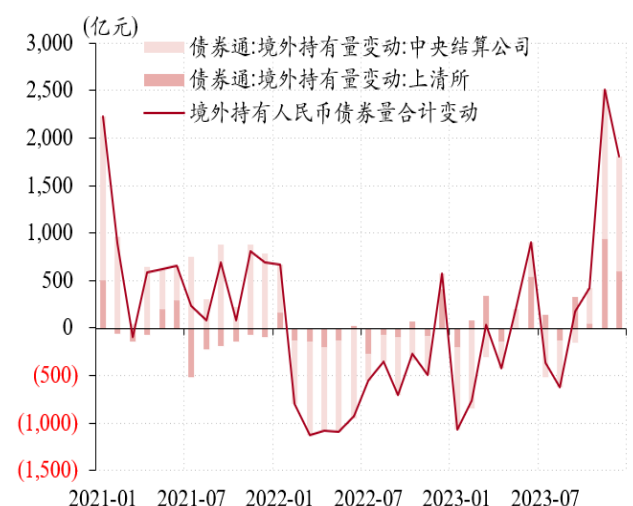
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 13. 陆股通和港股通买入成交净额变动情况



资料来源：Wind，中银证券

图表 14. 境外机构持有人民币债券规模变动情况



资料来源：中债登，上清所，中银证券

近结远购掉期交易规模升幅明显，远期购汇和即期购汇意愿此消彼长

2023 年前 11 个月，银行对客户市场的外汇交易中，掉期交易占比较上年回升了 3.6 个百分点至 6.6%，即期交易占比回升 1.8 个百分点至 75.5%，但远期交易占比则回落 6.3 个百分点至 9.8%，其中 10 月份远期交易占比更是降至 6.2%，创 2019 年以来新低（见图表 15）。

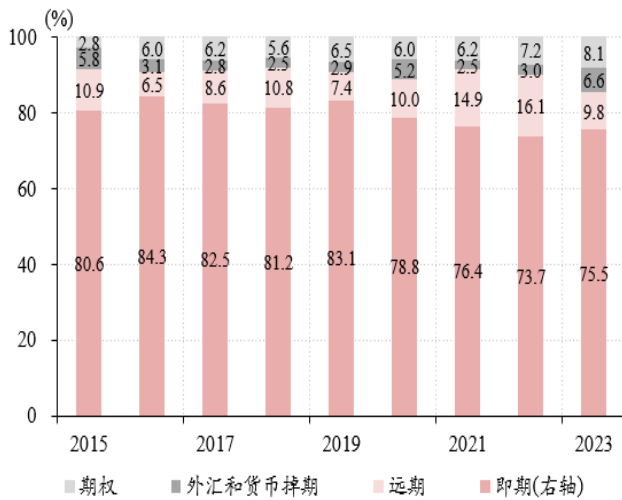
掉期交易升幅明显主要受近结远购²交易拉动，前 11 个月累计规模为 2865 亿美元，同比增长 122%，反映在美元高利率背景下，市场主体持有外币资金意愿较强，倾向于通过掉期交易规避汇率风险，满足人民币短期流动性需求（见图表 16）。

² 外汇掉期是指银行与企业约定在一前一后两个不同的交割日期，以不同的汇率进行金额相同、方向相反的两笔本外币交换。货币掉期是指银行与企业约定在一前一后两个不同的交割日期，以相同汇率进行金额相同、方向相反的两笔本外币本金交换，存续期间以约定利率交换利息。由于外汇掉期规模大于货币掉期，因此我们以外汇掉期为例介绍“近结远购”（即近端结汇/远端购汇）的业务流程：银行为出口企业办理“近结远购”人民币外汇掉期业务，期限 3 个月，锁定近端结汇汇率 a，将其自有美元资金兑换成人民币对外支付，同时锁定远端购汇汇率 b，到期使用其自有人民币资金以该约定汇率换回美元。

前 11 个月，即远期结汇与购汇规模均较上年同期有所回落，但在远期美元贴水幅度加深情况下，远期购汇同比降幅(-70%)大于远期结汇(-22%)，而即期购汇同比降幅(-0.5%)小于即期结汇(-13.3%)（见图表 17、18）。类似地，2023 年远期购汇套保比率均值为 4.8%，较上年回落 8.6 个百分点，远大于远期结汇套保比率降幅 1.3 个百分点，而即期市场上的付汇购汇率均值为 62.1%，较上年回升 8.2 个百分点，收汇结汇率则回落 0.2 个百分点（见图表 19、20）。

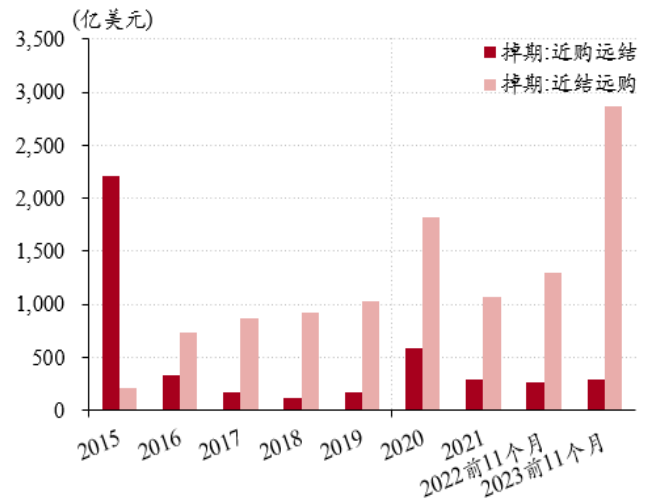
这一方面反映了 2022 年 9 月末针对银行远期售汇业务收取外汇风险准备金政策³的持续影响，增加了远期购汇成本，抑制了远期购汇需求；另一方面也反映了人民币汇率延续调整，市场主体抢购外汇的动机增强，这或是下半年有关方面多次强调三个“坚决”（坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险）⁴，且稳汇率政策措施不断加码的重要原因（详见《2023 年 10 月外汇市场分析报告》）。

图表 15. 银行对客户市场外汇交易构成



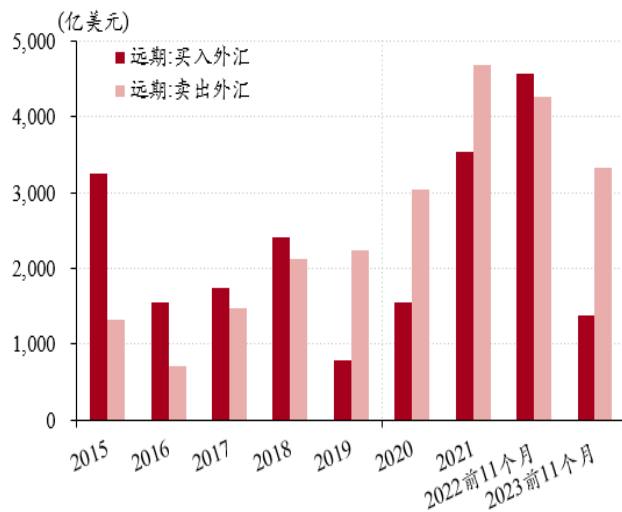
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券
注：2023 年为前 11 个月累计数据。

图表 16. 银行对客户市场中掉期交易规模



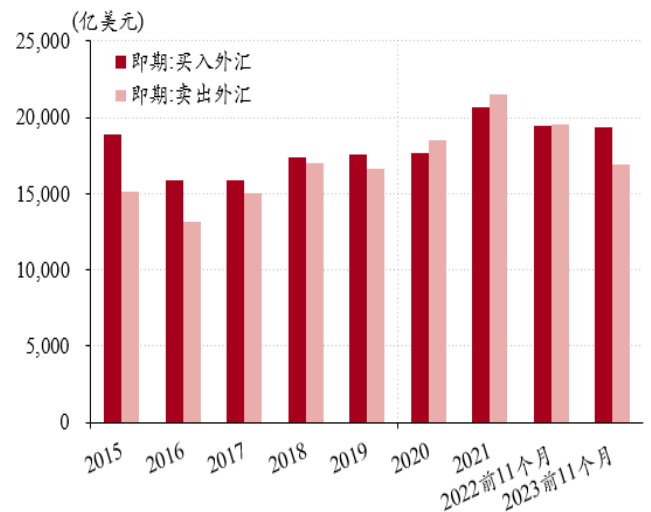
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 17. 银行对客户市场中远期结售汇规模



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 18. 银行对客户市场中即期结售汇规模

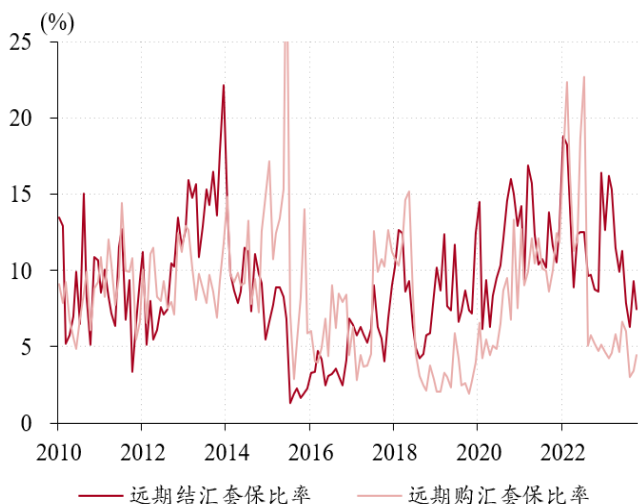


资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4666334/index.html>

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4883187/5150339/index.html>

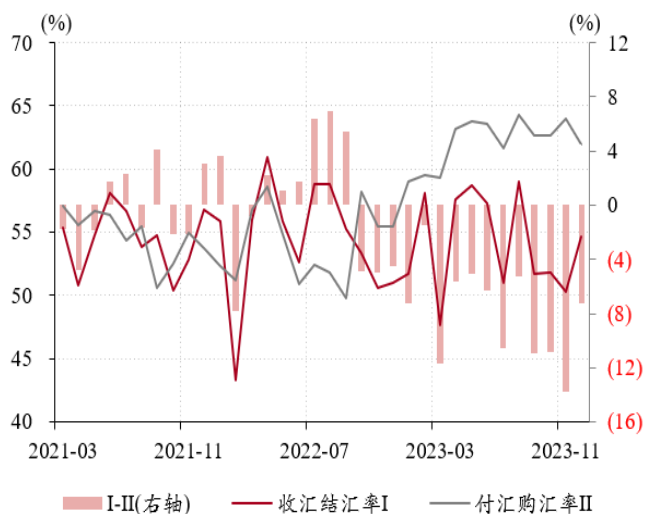
图表 19. 远期结售汇对涉外外汇收付套保比率变动情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

注：远期结（购）汇套保比率=银行代客远期结（售）汇签约额/银行代客涉外外币收入（支出）。

图表 20. 市场整体结售汇意愿变化（剔除远期履约）



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

注：(1) 收汇结汇率=（银行代客结汇-远期结汇履约）/银行代客涉外外币收入，付汇购汇率=（银行代客购汇-远期购汇履约）/银行代客涉外外币支出；(2) 远期结（购）汇履约=上月远期结（购）汇累计未到期额+当月远期结（购）汇签约-当月远期结（购）汇累计未到期额。

主要结论

尽管 2023 年美联储紧缩力度和节奏都弱于或慢于 2022 年，全年人民币汇率调整幅度也小于上年，但在美联储持续紧缩和疫后国内经济曲折修复的背景下，境内外汇供求和跨境资金流动均出现了逆转。不过，相关情况明显好于 2015 年“8.11”汇改之初。这主要得益于近年来民间对外净负债减少、货币错配改善，叠加人民币汇率双向波动的常态化，增强了我国对外金融部门韧性。

从境内外汇供求关系看，银行代客结售汇由顺差转为逆差是主要原因，其中，服务贸易、直接投资和证券投资又是银行代客结售汇逆转的前三大贡献项。从跨境资金流动看，外币收付顺差大幅减少是银行代客涉外收付由净流入转为净流出的主要原因，其中，直接投资、货物贸易、服务贸易是涉外收付款差额逆转的前三大贡献项。可见，无论哪个口径，服务贸易和直接投资都是主要影响项。

值得指出的是，从银行代客涉外收付数据看，不支持外商投资企业大规模撤资或集中汇出利润的结论。代客涉外收付和股票通债券通数据表明，外来证券投资顶着人民币汇率调整压力逐渐企稳回流。

从市场结售汇意愿变化看，2023 年，收汇结汇率基本稳定而付汇购汇率环比上升较多，这或反映了上调远期购汇外汇风险准备金率对即远期购汇此消彼长的影响，同时也不排除市场因人民币汇率延续调整而囤积外汇的动机增强，这或是有关方面下半年频频就汇率问题发声和出手的重要考虑。

风险提示：海外金融风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，国内经济复苏不如预期。

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