

一季度对外经济部门体检报告

外部平衡改善，资本外流放缓，民间对外净资产规模收窄

- 一季度，我国国际收支延续经常项目顺差、资本项目逆差的自主平衡格局，负估值效应带动外汇储备余额减少，民间部门对外净资产规模收窄。
- 经常项目顺差同比扩大，但占 GDP 比重时隔两个季度重回 4% 下方，显示外部平衡状况改善。货物进口增长快于出口带动货物贸易顺差同比企稳，未来需要警惕外部环境变化对外需的扰动。
- 资本项目（含净误差与遗漏）逆差同比减少，其中净误差与遗漏额保持低位，线上资本项目逆差收窄，主要是因为内资流出放缓、外资流入加快。
- 从项目构成看，内资流出放缓的主要贡献项是其他投资和直接投资，证券投资净流出规模创新高。从资金性质看，对外股权类和债务类投资净流出规模此消彼长，债券、贷款净流出规模分别为历史新高和次高，或源于境内延续外汇供大于求、银行部门增加了境外资产运用。
- 从项目构成看，外资流入提速得益于其他投资和直接投资支撑，证券投资则是连续第三个季度录得净流出。从资金性质看，外来债务类资金和股权类资金净流入均有所加快，中东局势扰动无碍外资增持中国股票资产。但从 2025 年二季度以来的情况看，本轮人民币升值时期外资季均净流入规模远不及上轮人民币升值时期（2020 年三季度至 2022 年一季度）。
- 由于基础国际收支顺差继续大于短期资本逆差，交易因素推动外汇储备资产连续第二个季度增加。但受美国股债“双杀”、美元走强影响，负估值效应显著，带动外汇储备余额减少。
- 截至 3 月末，民间部门对外净资产规模较上年末有所减少，既反映了资产端交易因素影响，也受到负债端正估值效应的拉动。一季度内外资收益率差异有所收敛，或因为我国对外金融资产中储备资产份额创新低、资产多元化程度进一步提升。
- **风险提示：**海外经济金融风险超预期，国内政策和经济复苏不如预期。

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

2026年6月26日,国家外汇管理局公布了2026年一季度国际收支平衡表和3月末国际投资头寸表。现结合最新数据对一季度我国对外经济部门状况分析如下:

经常项目顺差同比扩大,但货物贸易顺差企稳,关注贸易顺差进一步收窄的可能

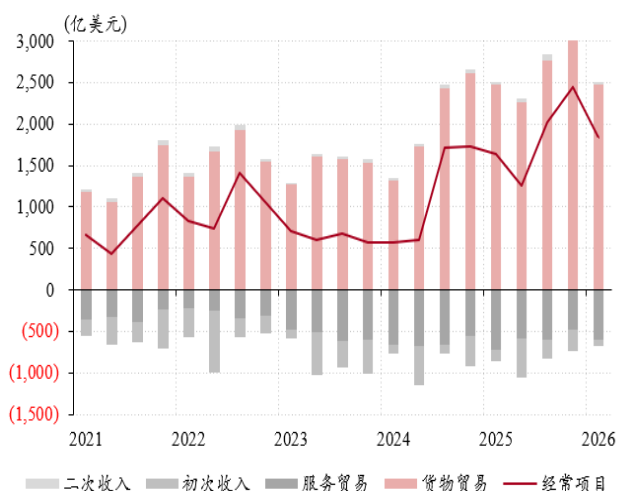
一季度,经常项目顺差同比增长13%至1843亿美元,为历史第三高,其中货物贸易顺差与上年同期基本持平,仅贡献了经常项目顺差同比增幅的2%,服务贸易、初次收入、二次收入差额变动则分别贡献了58%、35%和4%(见图表1)。当季,经常项目顺差占GDP比重时隔两个季度重回4%下方,环比回落0.6个百分点至3.8%,有助于缓解国际社会对我国外部失衡的担忧(见图表2)。

货物贸易顺差同比企稳,源于进口规模增长快于出口。一季度,货物贸易顺差2475亿美元,同比仅增加4亿美元,海关口径的货物贸易顺差更是较上年同期减少3%至2616亿美元,较国际收支口径的顺差规模仅高出141亿美元,二者差值处于近年来低位。当季,海关口径的货物贸易顺差同比收窄,主要源于进口增速快于出口。具体来看,货物进口从上年同期的“量价齐跌”转为“量价齐升”,进口规模同比增长23%至7158亿美元,刷新历史纪录;出口则延续“价跌量涨”态势,但价格降幅收窄,数量增长加快,共同推动出口规模同比增长15%至9774亿美元,为历史次高水平(见图表3)。同期,我国进出口增速均高于全球水平,带动进口和出口全球份额同比分别提升1.0和0.3个百分点至10.2%和14.0%,其中出口份额创同期历史新高(见图表4)。

外籍人员来华旅行热度提升,服务贸易逆差同比收窄。一季度,服务贸易逆差同比减少17%至596亿美元,为近三年同期新低,主要贡献项是旅行服务,该项逆差同比减少21%至473亿美元,其中旅行服务支出和收入规模此消彼长,同比分别减少12%、增长37%,后者创历史次高,反映了我国扩大单方面免签国家范围等便利化政策的积极影响。国家移民管理局数据显示,一季度免签入境外国人831.5万人次,占入境外国人77.9%,同比上升29.3%¹。当季,货物进出口规模增长带动运输服务收入、支出同比分别增长12%、27%至189亿、332亿美元,后者刷新历史新高,运输服务逆差增长54%至142亿美元。

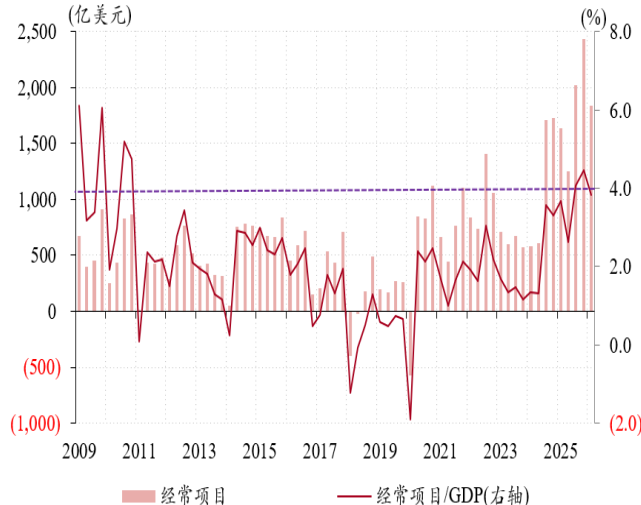
货物和服务贸易顺差增速放缓,对国内经济拉动作用减弱。一季度,国际收支口径的货物和服务贸易合计顺差同比增长7%至1879亿美元,上年同期增速则高达165%。因此,货物和服务净出口对当季实际GDP同比增速的拉动作用由上年同期2.4个百分点降至0.8个百分点,贡献率由上年同期45.2%降至15.3%,为2024年三季度以来新低。未来需要警惕外部环境变化对外需的扰动,继续关注贸易顺差收窄的可能²。

图表 1. 经常项目差额及构成



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

图表 2. 经常项目差额及占 GDP 比重

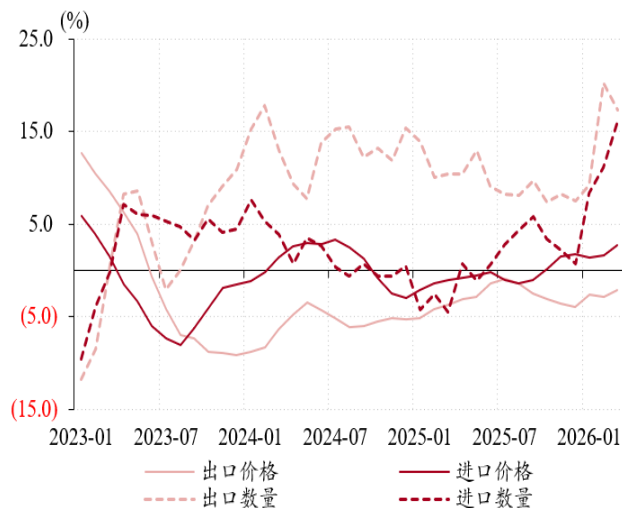


资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

¹ http://www.scio.gov.cn/xwfb/bwxwfb/gbwfbh/ymglj/202604/t20260413_984452.html

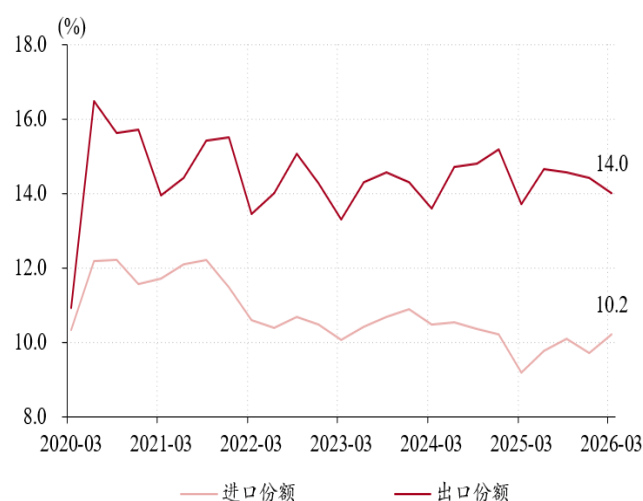
² 管涛、张晓娇,《进口增速大幅提升推动我国货物贸易顺差收窄:全球AI投资需求带动我国外贸高增长》,中银证券研报,报告发布日期为2026年7月13日。

图表 3. 我国货物进出口价格和数量同比增速



资料来源：海关总署，Wind，中银证券

图表 4. 我国货物进出口在全球市场份额



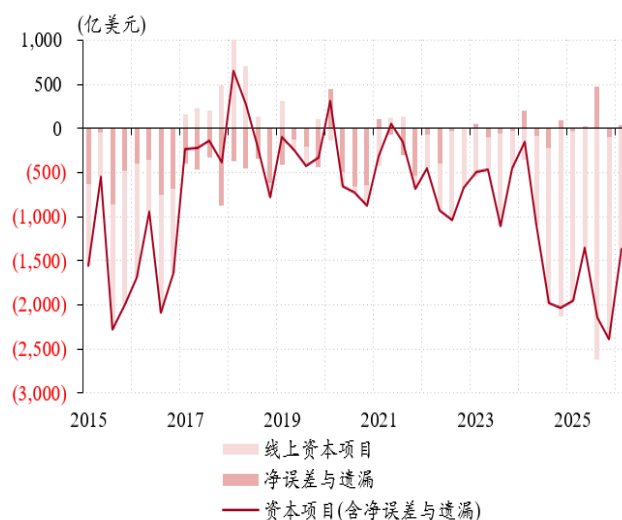
资料来源：WTO，中银证券

线上资本项目逆差同比收窄，内资流出放缓、外资流入加快

一季度，资本项目（含净误差与遗漏）逆差同比减少 30%至 1364 亿美元，为近三个季度新低。其中，净误差与遗漏为+38 亿美元，与货物贸易进出口额之比为 0.2%，自 2020 年四季度以来持续低于±5% 的国际警戒标准，表明近年来国际收支统计质量提升；线上资本项目（即不含净误差与遗漏）逆差同比减少 27%至 1402 亿美元，同样为近三个季度新低（见图表 5）。

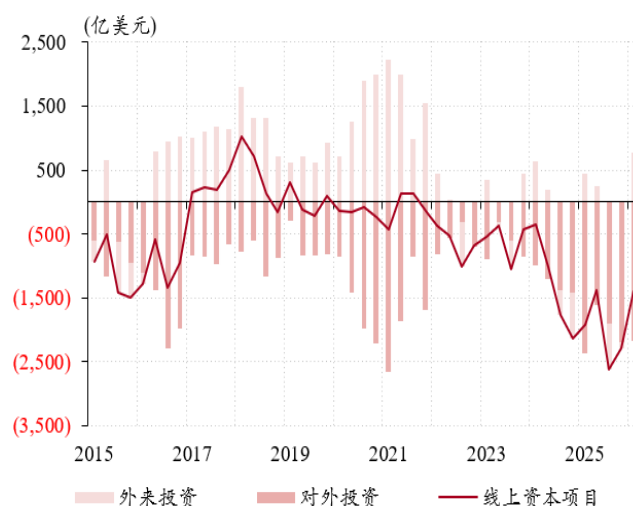
线上资本项目中，民间部门对外投资（非储备性质金融账户资产端，即“内资”）净流出规模减少 8%至 2172 亿美元；外来投资（金融账户负债端，即“外资”）时隔两个季度重回净流入，净流入规模同比增长 76%至 770 亿美元，为 2022 年以来新高（见图表 6）。

图表 5. 资本项目差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 6. 线上资本项目差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

对外股权类和债务类投资净流出规模此消彼长，对外债券投资规模创新高

从项目构成看，内资流出放缓的主要贡献项是其他投资和直接投资。一季度，对外其他投资净流出规模同比减少 19%至 733 亿美元，直接投资净流出规模减少 13%至 431 亿美元，后者是近五年同期新低，证券投资净流出规模则增长 27%至 1141 亿美元，创历史新高，且稳居第一大对外投资项（见图表 7）。

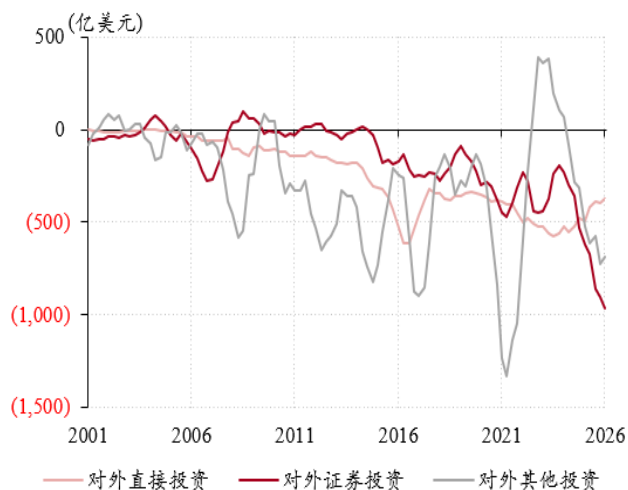
从资金性质看，对外债务类（含对外直接投资项下的关联企业债务往来）和股权类资金净流出规模出现背离。一季度，对外债务类资金净流出规模增长 22% 至 1650 亿美元，升至历史第四高；股权类资金净流出规模同比减少 31% 至 656 亿美元，为 2024 年二季度以来新低（见图表 8）。

对外债务类资金中，债券、贷款、贸易信贷净流出加快。一季度，对外债券投资净流出规模同比增长 185% 至 838 亿美元，创历史新高，继续稳居第一大对外投资流出项；贷款净流出规模同比增长 61% 至 549 亿美元，为历史次高，仅低于 2021 年一季度净流出规模 980 亿美元。这或仍归因于境内延续外汇供大于求、银行部门增加了境外资产运用。当季，银行即远期（含期权）结售汇录得顺差 1961 亿美元，创历史新高，上年同期则是逆差 664 亿美元。同期，银行业对外外币金融资产余额增加 527 亿美元，其中外币债券投资余额增加 573 亿美元，增幅继续刷新历史新高。

一季度，出口规模增长带动出口应收等贸易信贷资产规模由上年同期净流入 86 亿转为净流出 172 亿美元，近四个季度净流出规模滚动均值为 229 亿美元，为历史第三高。同期，对外货币和存款则由上年同期净流出 487 亿转为净流入 154 亿美元，直接投资项下关联企业债务净流出规模同比减少 50% 至 79 亿美元，为近五年同期新低，表明境内企业对外关联公司放款继续减少（见图表 9）。

对外股权类资金中，直接投资保持平稳，证券投资净流出放缓。一季度，对外股权性质直接投资净流出 352 亿美元，同比仅增加 4 亿美元；股权性质证券投资净流出规模同比减少 50% 至 304 亿美元，为 2024 年四季度以来新低（见图表 10）。同期，恒生指数延续上季度跌势，跌幅由 4.6% 收窄至 3.3%，但港股通南下资金流出继续放缓，净买入规模由上季度 2173 亿元降至 701 亿元，创 2024 年以来新低。

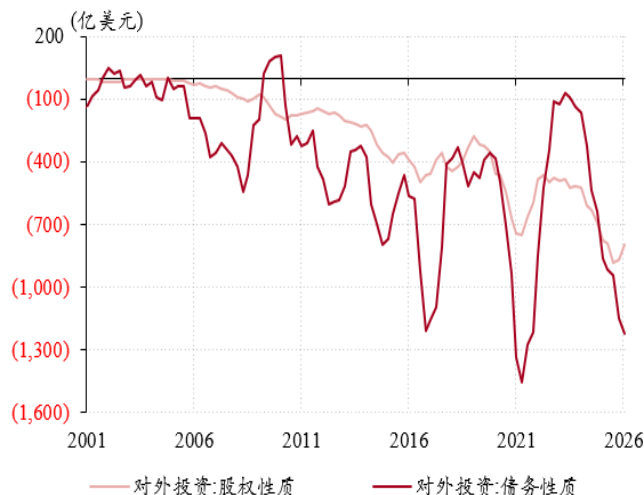
图表 7. 民间对外投资主要构成项目



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：图中数据为四个季度移动均值。

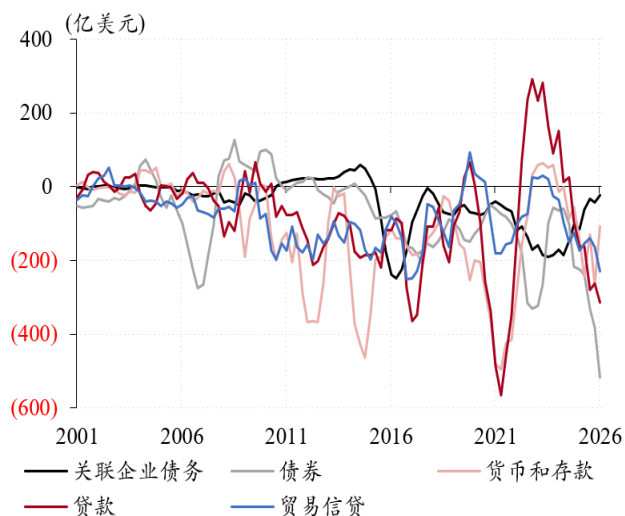
图表 8. 民间对外债权类和股权类投资规模



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：图中数据为四个季度移动均值。

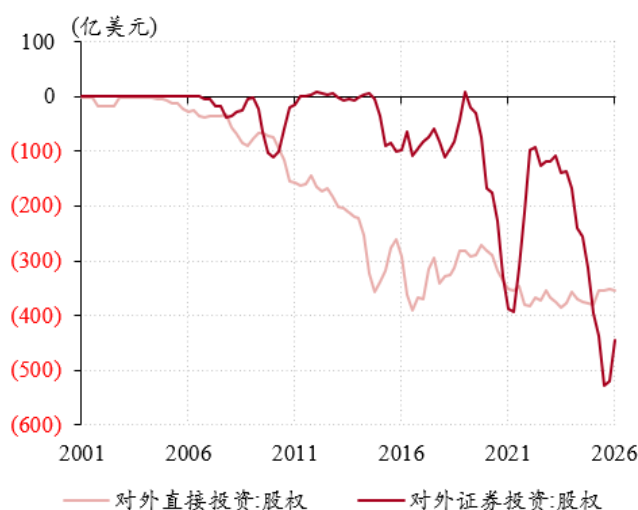
图表 9. 对外债权类投资主要构成项目



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：图中数据为四个季度移动均值。

图表 10. 对外股权类投资主要构成项目



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：图中数据为四个季度移动均值。

外来债务类和股权类投资净流入提速，中东局势扰动无碍外资增持中国股票资产

从项目构成看，外资流入提速主要得益于其他投资和直接投资支撑。一季度，外来其他投资净流入由上年同期的 14 亿大幅扩大至 875 亿美元，为历史第三高；直接投资净流入则由 152 亿增至 343 亿美元，创下近四年同期新高。相比之下，证券投资连续第三个季度录得净流出，但当季规模收窄至 316 亿美元，较去年三季度的 823 亿美元大幅回落，而去年同期则是净流入 290 亿美元（见图表 11）。

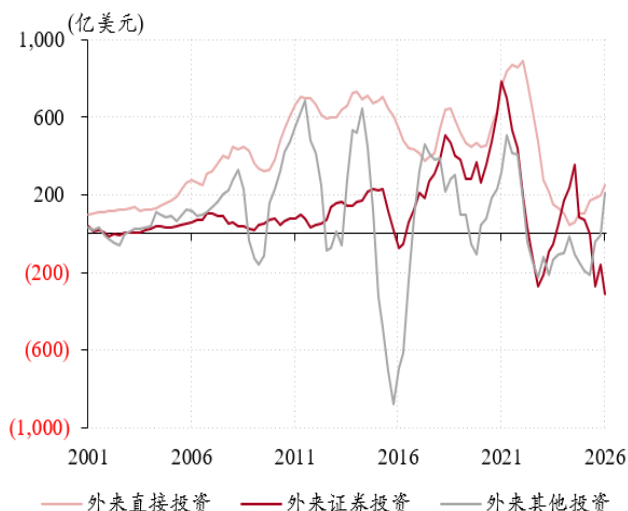
从资金性质看，外来债务类资金（含外来直接投资项下的关联企业债务往来）和股权类资金净流入均有所加快。一季度，外来债务类资金时隔三个季度重回净流入，净流入规模由上年同期 194 亿增至 414 亿美元；股权类资金净流入规模由上年同期 261 亿增至 488 亿美元，为近三年同期新高，近四个季度滚动均值升至 369 亿美元，创 2023 年三季度以来新高（见图表 12）。

外来债务类资金中，贷款、货币和存款、贸易信贷资金净流入加快，关联企业债务净流出放缓，债券则重获外资净减持。一季度，外来贷款资金时隔七个季度后重回净流入，净流入规模为 249 亿美元，创 2019 年三季度以来新高，货币和存款资金净流入规模由上年同期 358 亿增至 539 亿美元，创历史新高；进口规模增长带动进口应付等贸易信贷负债由上年同期净流出 250 亿美元转为净流入 21 亿美元，是 2014 年以来同期首次净流入；外商投资企业偿还境外关联企业借款速度继续放缓，净流出规模降至 40 亿美元，为近四年同期新低。不过，外来债券投资是连续第四个季度净流出，净流出规模为 420 亿美元，上年同期则是净流入 250 亿美元。当季，银行、广义政府部门外资分别减持债券 285 亿、116 亿美元，表明私人部门外资是人民币债券减持主力（见图表 13）。

外来股权类资金中，直接投资、证券投资净流入状况均较上年同期有所改善。一季度，外来股权性质直接投资净流入规模由上年同期 222 亿增至 384 亿美元，为近四年同期新高，其中新增资本金规模由上年同期 188 亿增至 207 亿美元，二者正缺口由上年同期 34 亿扩大至 177 亿美元，表明外商企业长期投资意愿有所增强，撤资情况明显改善。当季，外来股权性质证券投资延续上季度净流入态势，净流入规模由上季度 226 亿降至 105 亿美元，但显著高于上年同期净流入 40 亿美元，表明人民币股票资产对外资吸引力增强（见图表 14）。人民银行公布的月度数据显示，一季度外资持有境内股票资产余额呈现“前高后低”的剧烈波动。具体而言，1、2 月份外资持有额分别增加 4064 亿、917 亿元，但 3 月份在中东局势影响下，全球资金避险情绪升温，外资持有额骤降 4505 亿元，创历史最大单月降幅。尽管如此，一季度外资持有额仍然实现了 476 亿元的净增，连续第五个季度保持增长。

虽然外资流入提速伴随着人民币汇率走强，外资机构对人民币资产的乐观情绪有所增加，认为人民币资产逐渐从全球配置的“可选项”转向“必选项”³，但迄今为止，外资实际流入规模依然有限，并非本轮人民币升值的主要驱动力量。在本轮人民币升值时期（2025 年二季度至 2026 年一季度），外来股票投资季均净流入 106 亿美元，低于上轮升值时期（2020 年三季度至 2022 年一季度）的 197 亿美元。若计入债券投资，则外来证券投资季均净流出 314 亿美元，而上轮升值时期为净流入 470 亿美元。进一步纳入直接投资和其他投资后，非储备性质金融账户负债方季均净流入仅 52 亿美元，与上轮升值时期季均净流入 1585 亿美元更是天壤之别（见图表 15）。

图表 11. 外来投资主要构成项目



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：图中数据为四个季度移动均值。

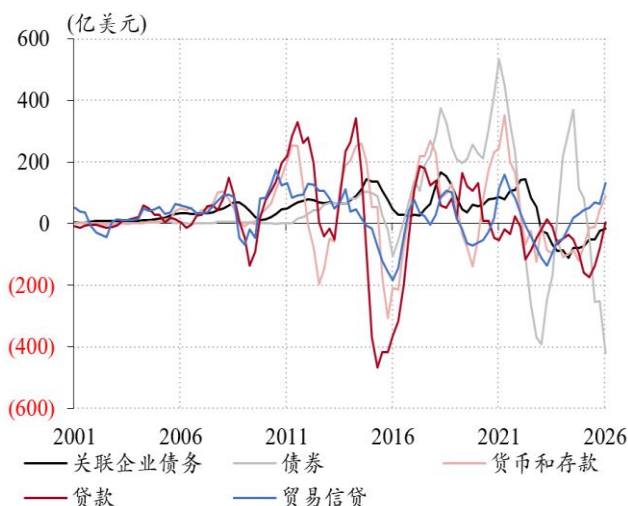
图表 12. 外来债权类和股权类投资规模



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：图中数据为四个季度移动均值。

图表 13. 外来债权类投资主要构成项目



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：图中数据为四个季度移动均值。

图表 14. 外来股权类投资主要构成项目

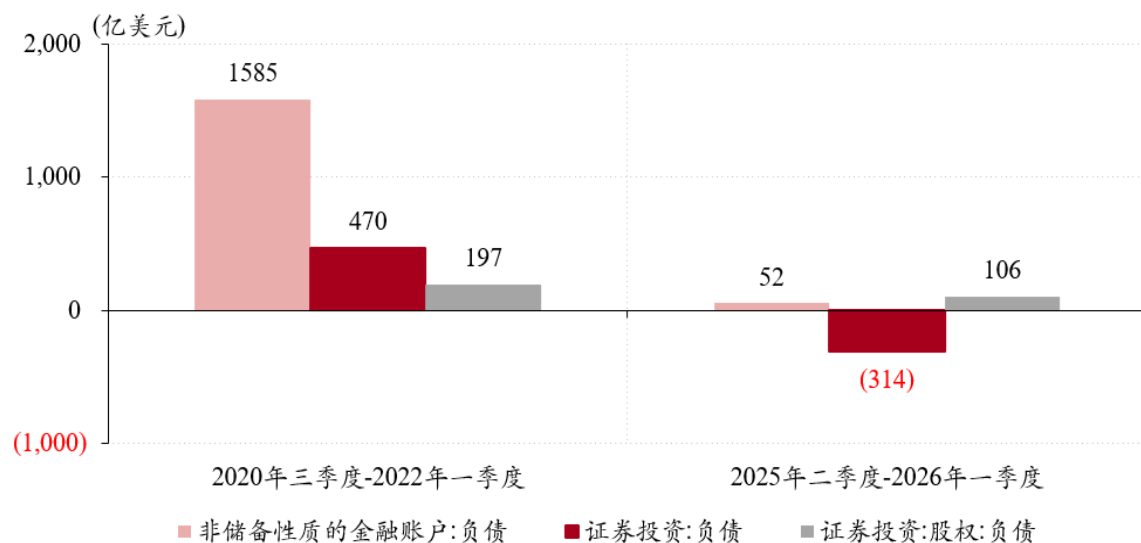


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

注：图中数据为四个季度移动均值。

³ <https://www.stcn.com/article/detail/3816077.html>

图表 15. 两轮人民币升值期间中国利用外资规模季度均值对比



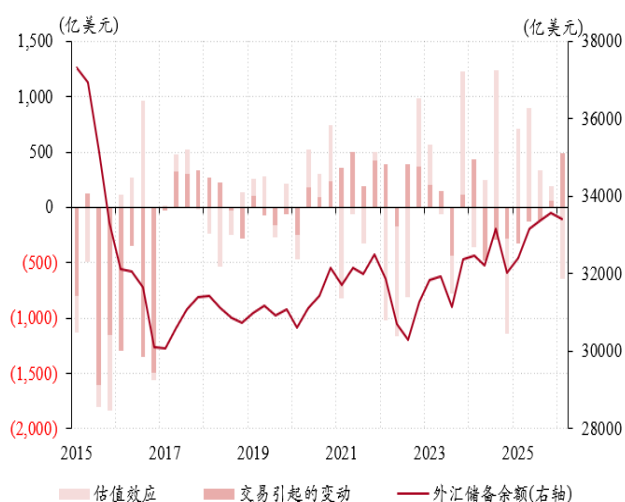
资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

基础国际收支顺差继续大于短期资本逆差, 负估值效应带动外汇储备余额减少

一季度, 我国外汇储备余额减少 157 亿至 3.34 万亿美元。当季, 基础国际收支 (即经常项目和直接投资合计) 连续第七个季度保持顺差, 顺差规模为 1756 亿美元, 大于同期短期资本 (含净误差与遗漏, 下同) 逆差 1276 亿美元, 因此交易因素导致储备资产增加 479 亿美元, 其中交易因素导致外汇储备资产增加 487 亿美元, 大于上季度增幅 60 亿美元。根据外汇余额变化和交易因素影响计算得出, 汇率和资产价格变动对外汇储备带来的负估值效应为 644 亿美元 (见图表 16)。

一季度, 地缘政治事件频发, 叠加美联储主席提名人选确定、美国经济数据波动等因素影响, 全球金融市场震荡加剧。美国市场遭遇股债“双杀”, 10 年期美债收益率上升 12 个基点至 4.3%, 标普 500 指数累计下跌 4.6%。全球其他主要股指表现分化, 德国 DAX 指数、法国 CAC40 指数分别下跌 7.4%、4.1%, 富时 100 指数、日经 225 指数则分别上涨 2.5%、1.4%。外汇方面, 美元指数延续去年三季度以来震荡偏强走势, 当季累计上涨 1.6%, 多数非美货币承压走弱, 英镑、欧元和日元对美元汇率分别贬值 1.8%、1.6% 和 1.3% (见图表 17)。

图表 16. 中国外汇储备余额变化及其构成



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

图表 17. 主要货币和全球资产价格表现

(单位: %; bp)		2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
货币	美元指数	-7.1	1.1	0.5	1.6
	日元兑美元	4.1	-2.7	-5.6	-1.3
	欧元兑美元	9.0	-0.5	0.1	-1.6
	英镑兑美元	6.3	-2.1	0.2	-1.8
股市	标普500指数	10.6	7.8	2.3	-4.6
	富时100指数	2.1	6.7	6.2	2.5
	法国CAC40指数	-1.6	3.0	3.2	-4.1
	德国DAX指数	7.9	-0.1	2.6	-7.4
	日经225指数	13.7	11.0	12.0	1.4
债券	10年期美债收益率	1.0	-8.0	2.0	12.0

资料来源: Wind, 中银证券

交易因素和估值效应共同推动民间净资产头寸减少，内外资收益率差异有所收敛

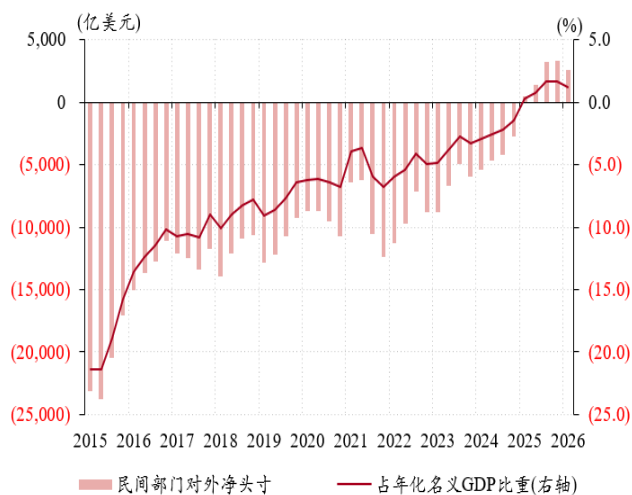
截至 2026 年 3 月末，我国对外净资产头寸为 40060 亿美元，占 GDP 比重为 19.6%，较上年末分别减少 652 亿美元、回落 0.9 个百分点。同期，剔除储备资产后，民间部门对外净头寸连续第五个季度保持正值，净资产规模为 2549 亿美元，占 GDP 比重为 1.2%，较上年末回落 0.4 个百分点，其中民间对外资产和负债余额占 GDP 比重分别回落 0.2、上升 0.2 个百分点（见图表 18、19）。

从项目构成看，民间部门对外净资产减少，直接投资、其他投资和证券投资分别贡献了 88%、38% 和 -24%。截至 2026 年 3 月末，直接投资对外净负债余额较上年末增加 637 亿美元，主要反映了外来直接投资端的正估值效应影响；其他投资对外净资产余额减少 271 亿美元，其中货币和存款余额降幅高达 907 亿美元，主要反映了内外资齐流入影响；证券投资对外净负债余额减少 171 亿美元，但股债余额表现分化，估值效应带动股权净负债余额增加 966 亿美元，内外资齐流出导致债券净资产余额增加 1137 亿美元。

从资金方向看，民间部门对外净资产减少，主要反映了资产端交易因素影响和负债端正估值效应。截至 2026 年 3 月末，民间部门对外资产余额为 82246 亿美元，较上年末增加 1829 亿美元，其中交易因素影响（即内资净流出）为 2172 亿美元，大于汇率和资产价格变动带来的负估值效应 343 亿美元；民间部门对外负债余额为 79696 亿美元，较上年末增加 2549 亿美元，其中交易因素影响（即外资净流入）为 770 亿美元，汇率和资产价格变动带来的正估值效应为 1779 亿美元（一季度人民币汇率中间价累计升值 1.6%，带来的正估值效应约为 884 亿美元⁴）（见图表 20）。

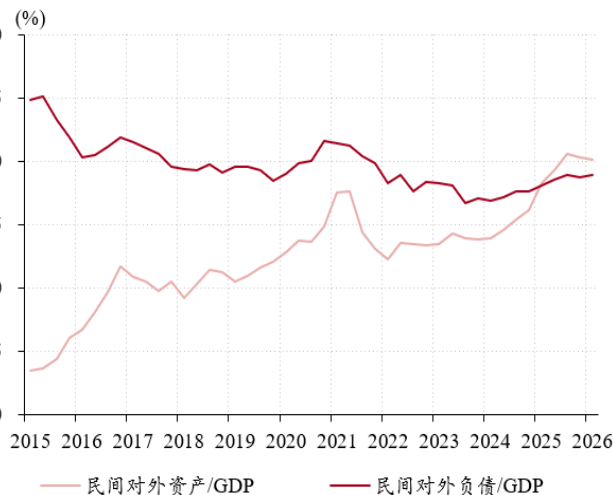
尽管一季度对外资产和负债端估值效应出现背离，但内外资年化收益率环比均有所回落。其中，对外投资收益率微降 0.03 个百分点至 2.7%，利用外资成本率下降 0.16 个百分点至 5.7%，二者缺口收窄至 3.0 个百分点，为 2023 年三季度以来最低水平（见图表 21）。这在一定程度上反映了对外金融资产多元化程度提升的影响。截至 2026 年 3 月末，储备资产继续稳居我国对外金融资产首位，但资产份额较上年末下降 0.3 个百分点至 31.3%，创历史新低。同期，直接投资份额回落了 0.3 个百分点至 30.1%，其他投资和证券投资份额则分别回升 0.5、0.2 个百分点至 21.2%、17.1%（见图表 22）。

图表 18. 民间部门对外净负债及其占 GDP 比重



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 19. 民间部门对外资产和负债占 GDP 比重



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

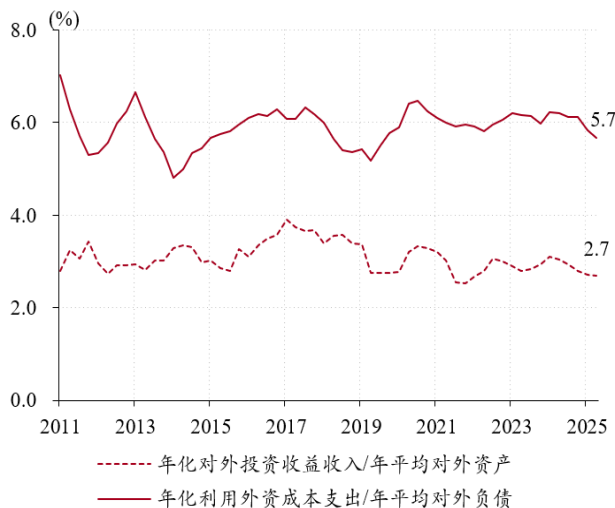
⁴ 将 2025 年末和 2026 年 3 月末外商直接投资中的股权投资、境外机构和个人持有境内人民币股票资产、美元计价的本币外债余额的平均值乘以一季度人民币汇率中间价变动幅度计算得到一季度人民币汇率变化带来的影响。

图表 20. 民间对外金融资产和负债变化 (单位: 亿美元)

	2025 年 12 月末	2026 年 3 月末	余额变动	交易因素	估值效应
民间对外金融资产	80,417	82,246	1,829	2,172	(343)
直接投资	35,787	36,052	266	431	(165)
证券投资	19,875	20,466	590	1,141	(551)
股权	12,628	12,384	(244)	304	(548)
债券	7,247	8,081	834	838	(3)
其他投资	24,494	25,432	939	733	205
民间对外金融负债	77,147	79,696	2,549	770	1,779
直接投资	39,819	40,722	903	343	560
证券投资	23,507	23,926	419	(316)	735
股权	16,651	17,373	722	105	618
债券	6,856	6,554	(303)	(420)	118
其他投资	13,580	14,790	1,210	141	1,069
民间对外净负债	3,270	2,549	(720)	1,401	(2,122)

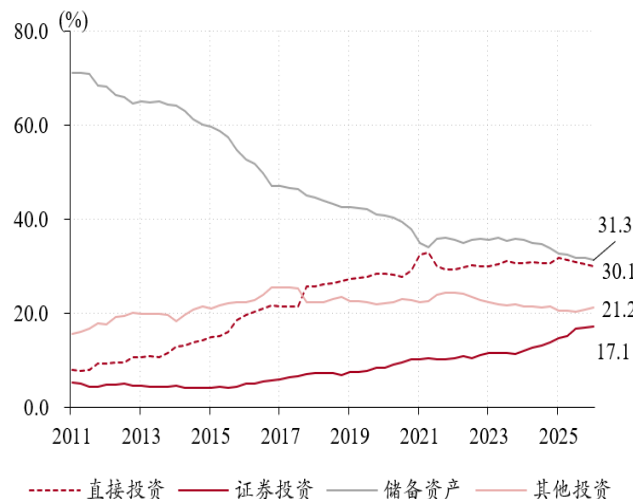
资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券
注: 括号中的红色数字代表负值。

图表 21. 对外投资收益率和利用外资成本率



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

图表 22. 对外金融资产构成



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

风险提示: 海外经济金融风险超预期, 国内政策和经济复苏不如预期。

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得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
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