

上半年对外经济部门体检报告

经常项目顺差扩大，内资外流增加，国际收支结构更趋成熟

- 上半年，面对特朗普关税政策冲击，全球货物贸易表现超出预期，我国外贸同样展现出较强韧性，推动经常项目顺差创历史同期新高，但顺差规模占 GDP 比重处于国际认可的合理范围以内，人民币汇率并未明显偏离均衡合理水平。
- 在央行基本退出外汇市场常态干预的情况下，经常项目顺差与资本项目逆差是同涨同跌的镜像关系。上半年，伴随着经常项目顺差扩大，我国资本项目逆差同比增加，主要源于内资流出加快、外资流入放缓。
- 上半年，对外债务类和股权类投资净流出规模同比齐增。其中，对外债务类资金表现分化，股权性质的对外直接投资和证券投资净流出规模此消彼长，后者或与港股表现强势、资金加速流入港股市场有关。
- 上半年，外来债务类和股权类投资净流入规模此消彼长。其中，外来债务类资金同样呈现分化态势，股权性质的外来证券投资和直接投资净流入规模同比齐增，表明特朗普关税政策对外资来华投资意愿影响有限。
- 上半年，受益于美元指数下行，主要非美货币汇率反弹，汇率和资产价格变动带来的正估值效应推动我国外汇储备余额创 2016 年以来新高。同期，我国黄金储备数量和余额均有所增加，储备资产多元化配置稳步推进。
- 上半年，内资外流增加驱动民间对外净头寸转正，预示着 2025 年或将成为我国迈向成熟对外净债权国的起点，但我国对外资产负债结构、民间对外投资收益状况有待进一步改善，距离成为真正的成熟债权国任重道远。
- **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

2025年9月30日，国家外汇管理局公布了2025年二季度及上半年国际收支平衡表和6月末国际投资头寸表。现结合最新数据对上半年我国对外经济部门状况分析如下：

特朗普关税政策冲击下，货物贸易展现出较强韧性，经常项目顺差创同期新高

上半年，经常项目顺差同比增长186%至2941亿美元，创历史同期新高，其中货物贸易顺差规模同比增幅贡献了88%，服务贸易、初次收入则分别贡献了9%、3%。同期，经常项目顺差占GDP比重同比上升2.0个百分点至3.2%，继续保持在±4%国际认可的合理范围以内（见图表1、2），显示人民币汇率继续处于均衡合理水平。7月底，国际货币基金组织（IMF）发布《2025年对外部门评估报告》指出，2024年中国对外部门仅略强于中期基本面隐含的合意水平¹。这也支持了人民币汇率没有明显偏离均衡水平的基本判断。

上半年，货物贸易顺差规模同比增长58%至4567亿美元，而海关口径货物贸易顺差增长了34%至5845亿美元，二者缺口高达1278亿美元（见图表3）。近年来两套数据缺口较大，时常引发外资机构对中国国际收支数据的质疑，如有观点据此认为中国经常项目顺差规模和人民币汇率均存在明显低估²。然而，相关分析在计算中国经常项目顺差规模占GDP比重时，仅根据海关口径货物贸易顺差调高了分子端数据，却未相应调高分母端数据。由于被用于GDP支出法核算的是国际收支口径货物贸易，而非海关口径货物贸易，如果认为中国国际收支口径货物贸易数据存在低估，那么中国GDP数据理应也存在低估。并且，在当前稳增长压力较大的形势下，中国若压低国际收支口径的货物贸易顺差就等同于有意低估GDP，其动机也存疑。

此外，不同口径的货物贸易数据出现偏离并非中国特有现象。IMF发布的《2025年对外部门报告》指出，2020年之后，国别层面的海关与国际收支数据差异（以全球GDP百分比衡量）明显加大，主要驱动国家包括中国、爱尔兰、新加坡、瑞士、英国和美国。国际收支统计实践和全球供应链参与程度均可能影响这些差异，存在差异未必意味着统计误差，而无差异也未必代表统计准确³。

上半年，得益于人工智能相关产品（包括半导体、服务器和电信设备）支出增加、关税上调前北美进口激增以及世界其他地区贸易的强劲增长，全球货物贸易表现超出预期，以进出口均值衡量的货物贸易量同比增长4.9%，货物贸易额同比增长6%⁴。面对特朗普关税政策冲击，我国外贸表现更是展现出较强韧性，上半年货物出口规模占全球份额为14.2%，同比上升0.1个百分点，占比创历史同期新高（见图表4）。

上半年，服务贸易逆差同比减少13%至1064亿美元。其中，运输服务逆差同比减少35%至238亿美元，贡献了服务贸易逆差降幅的76%，主要是因为运输服务收入同比增长22%至582亿美元，反映了货物出口规模增长的影响。同期，旅行服务逆差同比减少1%至1019亿美元，其中旅行服务收入增长42%至243亿美元，创历史新高，旅行服务支出仅增长了5%，主要源于二季度旅行服务支出规模同比减少5%至557亿美元，创2023年四季度以来新低，不排除因人民币汇率单边压力和预期缓解，居民购汇动机减弱。二季度，服务贸易项下支出购汇率均值为68.6%，较一季度回落9.0个百分点，同样是2023年四季度以来新低。

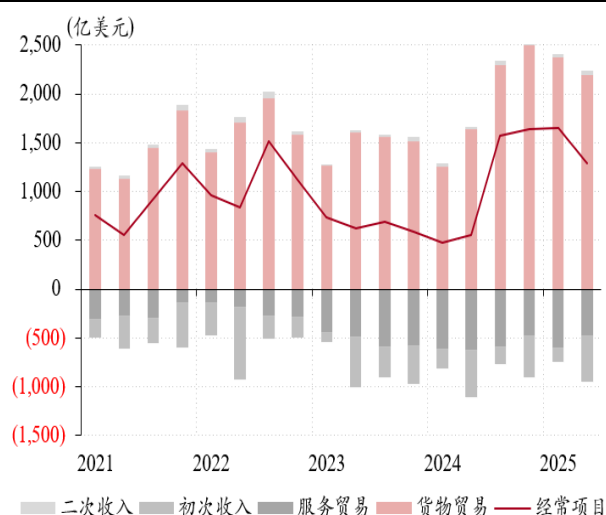
¹ <https://www.imf.org/en/Publications/ESR/Issues/2025/07/22/external-sector-report-2025>

² <https://www.omfif.org/2025/08/its-time-for-china-to-allow-large-renminbi-appreciation/>

³ <https://www.imf.org/en/Publications/ESR/Issues/2025/07/22/external-sector-report-2025>

⁴ https://www.wto.org/english/news_e/news25_e/stat_07oct25_e.htm

图表 1. 经常项目差额及构成



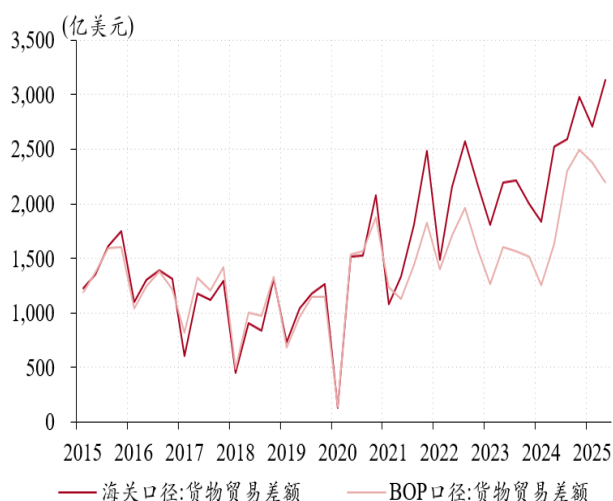
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 2. 经常项目差额及占 GDP 比重



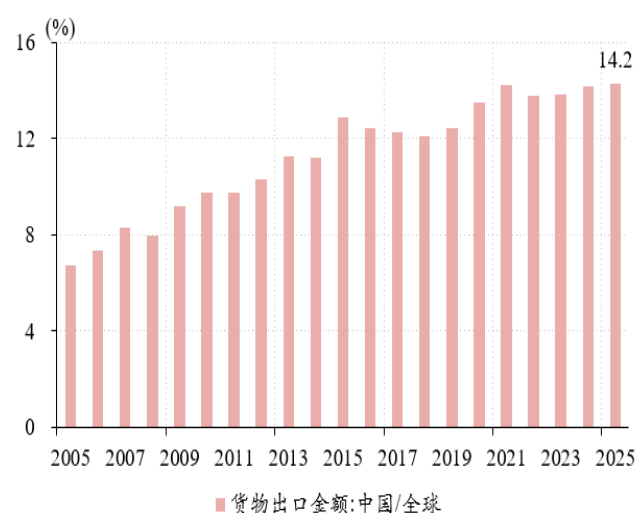
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 3. 国际收支口径与海关口径的货物贸易顺差



资料来源：国家外汇管理局，海关总署，中银证券

图表 4. 历年上半年中国货物出口额占全球比重



资料来源：WTO，中银证券

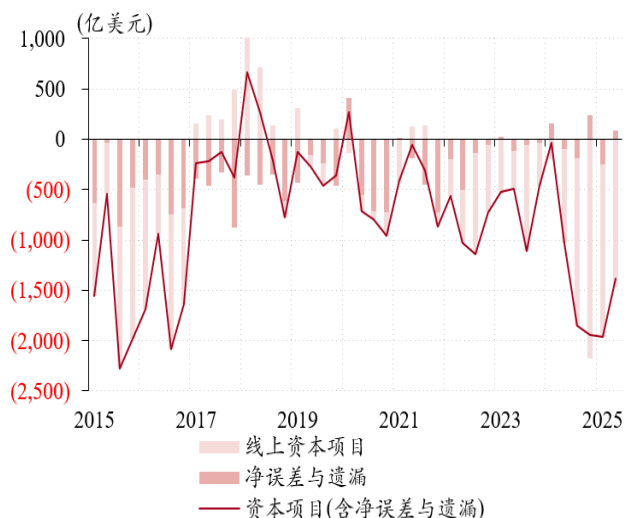
资本项目逆差扩大，内资流出加快、外资流入放缓

上半年，资本项目（含净误差与遗漏）逆差同比增长 212% 至 3348 亿美元，主要是因为短期资本（含净误差与遗漏，下同）由上年同期顺差 52 亿美元转为逆差 2882 亿美元，直接投资逆差同比减少 658 亿至 466 亿美元。

同期，线上资本项目（即不含净误差与遗漏）逆差同比增长 182% 至 3183 亿美元，主要是因为民间部门对外投资（非储备性质金融账户资产端，即“内资”）净流出规模同比增加 1794 亿至 3859 亿美元，外来投资（金融账户负债端，即“外资”）净流入规模相对稳定，同比减少 261 亿至 677 亿美元（见图表 5、6）。

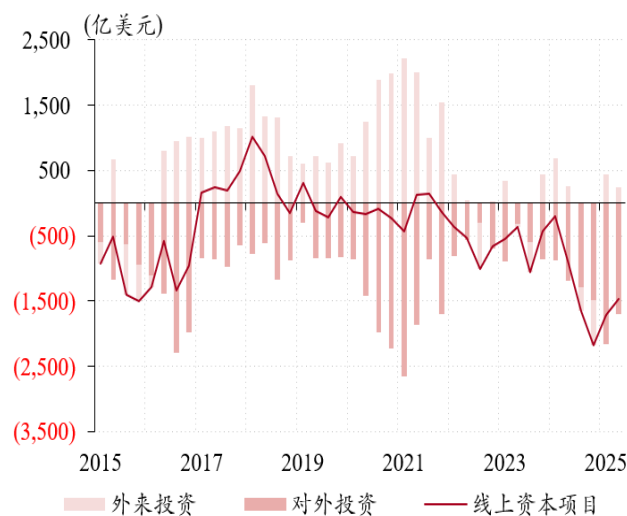
需要指出的是，在央行基本退出外汇市场常态干预的情况下，经常项目顺差与资本项目逆差是同涨同跌的镜像关系。今年上半年，我国资本外流增加更多是经常项目顺差扩大的结果，揭示其经济或政策含义需进一步解构内资外流增加、外资内流下降的成因。

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

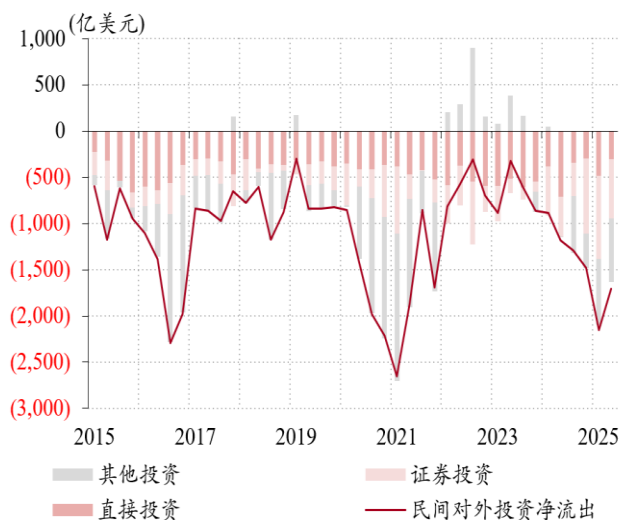
对外债务类和股权类投资净流出规模同比齐增

从项目构成看，上半年内资流出加快的主要贡献项是其他投资、证券投资，前者由上年同期净流入46亿转为净流出1393亿美元，后者净流出规模由969亿增至1547亿美元，而对外直接投资净流出规模则由上年同期1085亿降至785亿美元（见图表7）。从资金性质看，上半年内资流出加快的主要贡献项是债务类资金（含对外直接投资项下关联企业债务往来），净流出规模同比增加1271亿美元，对外股权类资金净流出规模同比仅增加了445亿美元（见图表8）。

在对外债务类资金中，不同类型资金表现分化。其中，境内存放境外和对外拆借资金增幅较大，货币和存款由上年同期净流入327亿美元转为净流出552亿美元，主要是境内银行同业存放增加，贷款净流出规模由上年同期152亿增至443亿美元。除反映中美利差倒挂影响外，这可能还反映了二季度银行结售汇转为顺差、增加海外资产运用的影响。二季度，银行即远期（含期权）结售汇由上季逆差664亿美元转为顺差742亿美元，为2022年初以来单季最大顺差。当季，银行业对外金融资产余额增加了741亿美元，其中存贷款余额增加440亿美元。不过，上半年，境内企业对境外关联公司的借款净流出183亿美元，同比减少249亿美元。受外贸增长影响，出口应收等贸易信贷资产规模由上年同期12亿增至213亿美元（见图表9）。

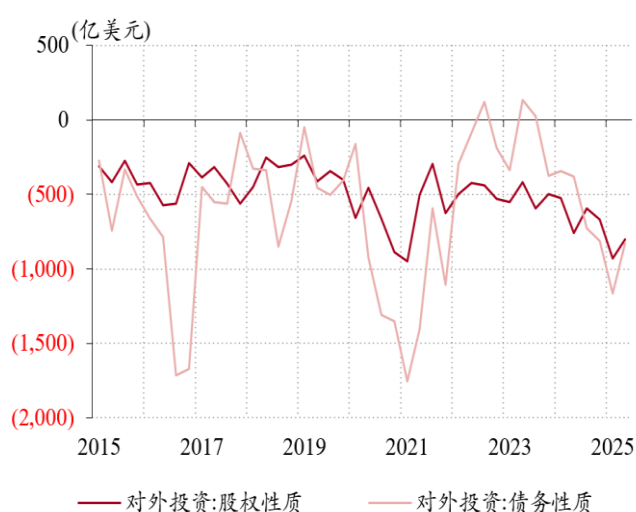
在对外股权类资金中，直接投资和证券投资净流出规模此消彼长。上半年，对外股权性质直接投资净流出规模同比减少51亿至602亿美元，其中二季度净流出规模为280亿美元，同比、环比分别下降30%和13%，为近五个季度以来新低，并且是2016年以来同期新低，这或表明美国贸易政策不确定性加剧了境内企业对外直接投资的观望情绪。相对于直接投资而言，对外证券投资规模波动较大，是对外股权类投资的主导项。上半年，对外股票投资净流出规模同比增加496亿至1129亿美元（见图表10）。这或与港股表现强势、资金加速流入港股市场有关：恒生指数累计上涨20%，领涨全球股市，港股通南下资金累计净买入规模同比增长101%至6842亿元，创历史新高。

图表 7. 民间对外投资项目构成



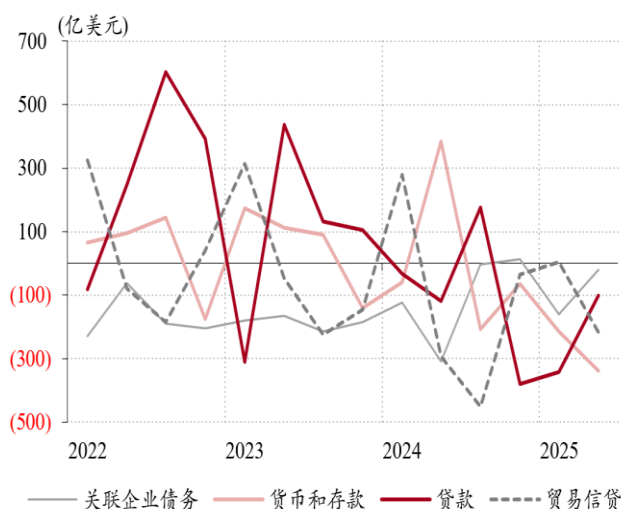
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 8. 民间对外债务类投资和股权类投资规模



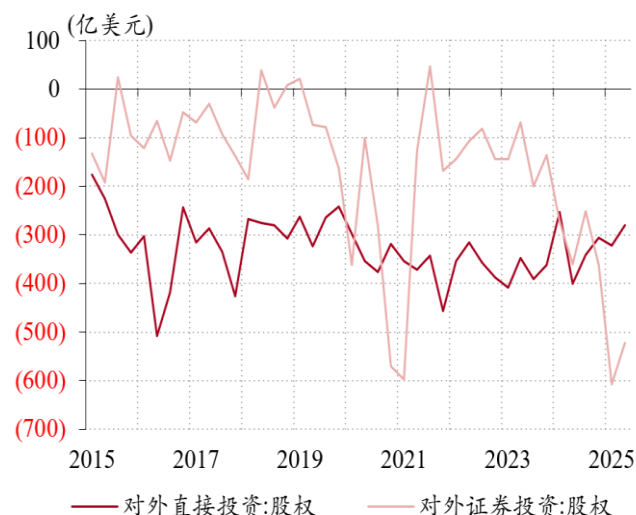
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 9. 对外债务类投资主要构成项目



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

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

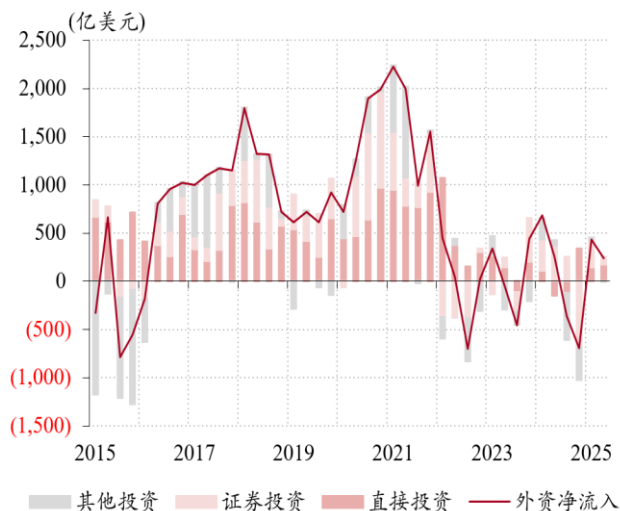
外来债务类和股权类投资净流入规模此消彼长

从项目构成看，上半年外资流入放缓的主要贡献项是证券投资、其他投资，净流入规模分别由上年同期 691 亿、280 亿收窄至 373 亿、16 亿美元，而外来直接投资则由上年同期净流出 39 亿美元转为净流入 319 亿美元（见图表 11）。从资金性质看，上半年外资流入放缓的主要贡献项是债务类资金（含外来直接投资项下的关联企业债务往来），净流入规模由上年同期 692 亿降至 32 亿美元，外来股权类资金净流入规模则由 241 亿增至 675 亿美元（见图表 12）。

在外来债务类资金中，不同类型资金同样表现出分化态势。其中，外来债券投资净流入规模由上年同期 721 亿降至 91 亿美元，二季度净流出 159 亿美元，主要是因为利差变化导致人民币债券对外资吸引力减弱。上半年，境外投资者锁汇后买入 1 年期中债收益率均值较同期限美债收益率均值仅高出 0.1 个百分点，上年同期则高出 0.5 个百分点。在境内低利率环境下，境内净偿还境外贷款 177 亿美元，上年同期为净借入 148 亿美元，但境内企业偿还境外关联公司贷款等净流出规模由上年同期 309 亿降至 74 亿美元，或与前期境外关联公司对境内企业贷款净流入放缓有关（见图表 13）。

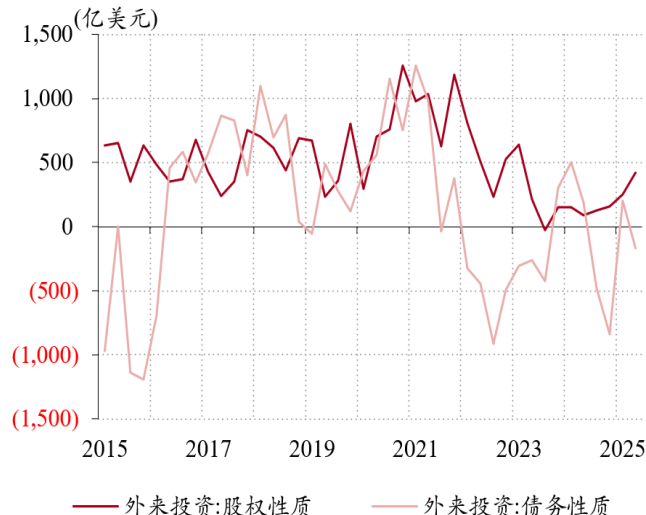
在外来股权类资金中，证券投资 and 直接投资净流入规模同比齐增。上半年，外来股票投资由上年净流出 29 亿美元转为净流入 282 亿美元。结合人民银行公布的境外机构和个人持有的境内人民币股票余额可知，前 6 个月中只有 1 月和 4 月外资持有股票余额减少，其他月份均在增加，其中受益于“中国资产重估论”和中美经贸冲突缓和，2 月、5 月和 6 月外资持有股票余额增幅均超 1000 亿元。上半年，外来股权性质直接投资净流入规模由上年同期 271 亿增至 393 亿美元，其中新增资本金规模保持基本稳定，由上年同期 407 亿微降至 392 亿美元，表明特朗普关税政策对外商企业来华投资意愿影响有限。同期，外来股权投资和新增资本金之间的缺口由上年同期-136 亿美元转为+1 亿美元，表明外商企业撤资情况明显改善⁵（见图表 14）。

图表 11. 外来投资项目构成



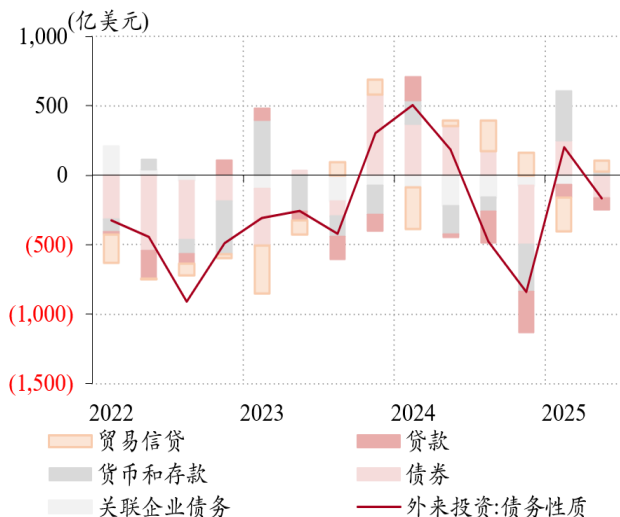
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 12. 外来债务类投资和股权类投资规模



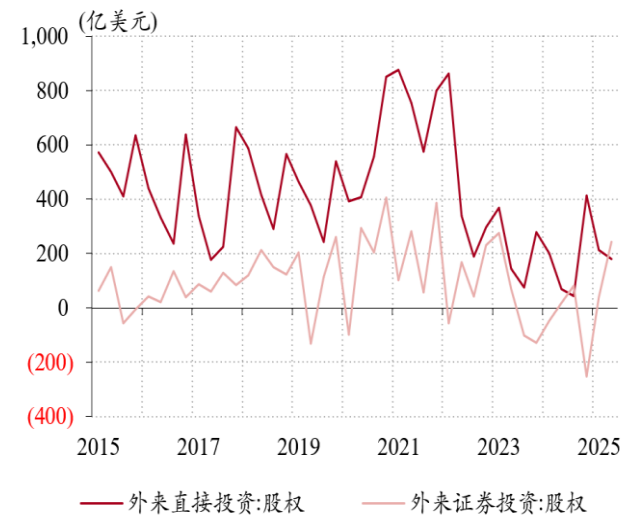
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 13. 外来债务类投资及主要构成项目



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 14. 外来股权类投资及主要构成项目



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

⁵ 国际货币基金组织 (IMF) 发布的《国际收支和国际投资头寸手册-第六版 (BPM6)》指出，收益再投资某些情况下为负值，例如直接投资企业出现损失或一段期间内的应付股息大于该期间内的净收益时。正如将正的再投资收益处理为直接投资者向直接投资企业的股权注入，负的再投资收益则视为股权的撤回。详见 <https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-publications-loe-pdfs/external/chinese/pubs/ft/bop/2007/bopman6c.ashx>

估值效应推动外汇储备余额增加，储备资产多元化配置稳步推进

上半年，我国外汇储备余额增加了 1151 亿至 3.32 万亿美元，创 2016 年以来新高。得益于经常项目顺差扩大、直接投资逆差收窄，基础国际收支由上年同期逆差 97 亿美元转为顺差 2475 亿美元，但仍然小于同期短期资本逆差 2882 亿美元，因此交易因素导致储备资产减少 407 亿美元，其中外汇储备资产减少 454 亿美元。可见，上半年外汇储备余额增加主要源于汇率和资产价格变动带来的正估值效应（见图表 15）。

上半年，在特朗普上任之后，美国贸易政策不确定性显著增加，美国金融市场先后上演了股汇“双杀”和股债汇“三杀”。期间，美元指数从 108 上方降至 97 下方，累计下跌了 11%，主要非美货币汇率出现明显反弹，欧元、英镑和日元对美元汇率分别升值 14%、10% 和 9%。主要股指中，德国 DAX 指数累计上涨 20%，富时 100 指数、标普 500 指数和法国 CAC40 指数分别上涨 7%、5% 和 4%。

二季度，伴随着境内外汇供求关系改善、人民币汇率贬值压力缓解，交易因素导致我国外汇储备资产减少 128 亿美元，是连续第五个季度真金白银的减少，但降幅是近五个季度以来新低，表明央行干预外汇市场力度减弱。此外，外汇储备资产继续减少可能部分反映了我国储备资产多元化配置的影响。

截至 6 月末，我国黄金储备数量为 7390 万盎司，连续第 8 个月净增持，其中第二季度净增持黄金 20 万盎司、约合 44 亿美元；黄金储备余额为 2429 亿美元，占同期外汇储备余额比重为 7.3%，较上年末分别增加 516 亿美元、提升 1.3 个百分点（见图表 16）。

需要指出的是，本次央行增持黄金并不体现为国际收支平衡表中的货币黄金。央行增持黄金储备，根据交易对手可分为国内交易和国外交易，前者包括国内杂金提纯、生产收贮以及国内市场购买等方式，这些交易不需要在国际收支平衡表中进行记录，后者包括与国外央行或国际组织、其他商业机构的交易，如果从其他商业机构购买黄金则需要记录为货物进口。

图表 15. 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 16. 中国黄金储备余额占外汇储备余额比重



资料来源：中国人民银行，Wind，中银证券

内资外流驱动民间对外净头寸转正，我国有望逐步迈向成熟债权国

19 世纪 70 年代，凯尔恩斯指出一国的国际收支在经济发展过程中往往朝着不同的阶段演变。1948 年，萨缪尔森提出了国际收支四阶段假说，认为随着收入的不增长，一个国家会经历年轻成长型债务国、成熟债务国、新兴债权国和成熟债权国四个阶段。1957 年，克劳瑟进一步将四个阶段扩展为六个阶段，分别为年轻债务国、成熟债务国、债务偿还国、年轻债权国、成熟债权国和债权减损国。不同阶段的国际收支特征各异（见图表 17）。

图表 17. 国际收支变化六个阶段的特征总结

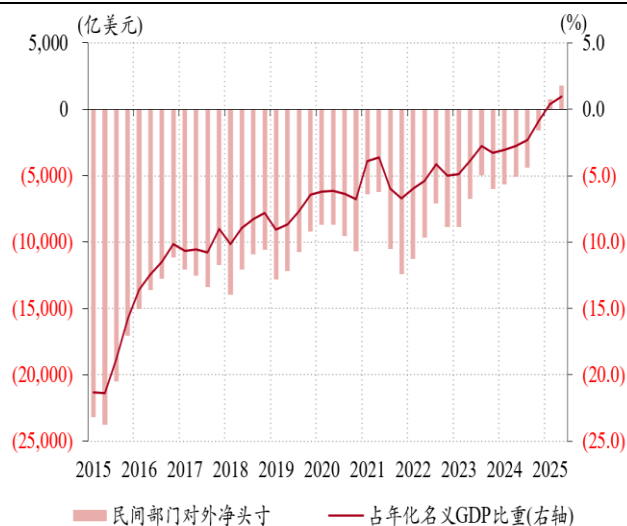
	I 年轻债务国	II 成熟债务国	III 债务偿还国	IV 年轻债权国	V 成熟债权国	VI 债权减损国
贸易差额	逆差	顺差	顺差	顺差	逆差	逆差
投资收益	逆差	逆差	逆差	顺差	顺差	顺差
经常项目	逆差	逆差	顺差	顺差	顺差	逆差
资本项目	顺差	顺差	逆差	逆差	逆差	顺差
对外净头寸	净负债	净负债	净负债	净资产	净资产	净资产
净头寸变化	增加（借款）	增加（借款）	减少（贷款）	增加（贷款）	增加（贷款）	减少（借款）

资料来源：克劳瑟（1957）⁶，中银证券

基于我国经常项目顺差、资本项目逆差、国家对外净资产逐步积累的国际收支结构，判断我国当前处于年轻债权国阶段。不过，与一般的年轻债权国的特征相比，我国国际收支结构的特殊性在于，投资收益为持续逆差。这与我国民间部门对外金融资产规模较小、净头寸长期为负有关。2025 年 3 月末，我国民间部门对外净头寸首次由负转正，6 月末民间对外净资产规模进一步增至 1819 亿美元（见图表 18）。这预示着 2025 年或将成为我国迈向成熟净债权国的起点。从投资收益看，虽然上半年我国投资收益逆差同比减少 3% 至 713 亿美元，但对外投资收益率仍然处于低位，一二季度分别为 2.9%、2.8%，远低于同期利用外资成本率 6.2%、6.1%，表明我国对外资产负债结构、民间对外投资收益状况有待进一步改善，我国距离成为真正的成熟债权国任重道远（见图表 19）。

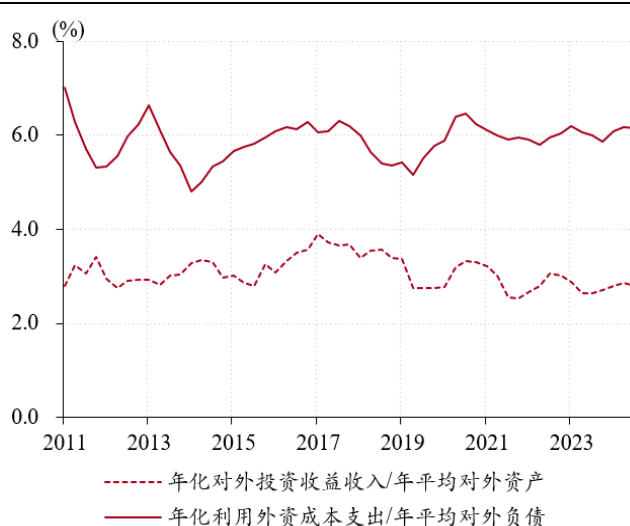
进一步拆分看，内资外流增加是上半年民间部门对外净头寸转正的主要原因。截至 2025 年 6 月末，民间部门对外资产余额为 74374 亿美元，较上年末增加 6763 亿美元，其中交易因素影响（即内资流出）和估值效应分别为 3859 亿、2904 亿美元，贡献了对外资产余额增幅的 57%、43%。上半年，民间部门对外负债余额增加 3346 亿美元，其中交易因素影响（即外资流入）仅为 677 亿美元，远小于国内股市上涨和人民币汇率升值等带来的估值效应 2668 亿美元（上半年人民币汇率中间价累计升值 0.4%，带来的估值效应约为 212 亿美元⁷），二者分别贡献了对外负债余额增幅的 20%、80%（见图表 20）。

图表 18. 民间部门对外净头寸及占 GDP 比重



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 19. 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

⁶ 转引自：余永定，《正确看待国际收支平衡、汇率和外汇储备》，《经济导刊》，2017 年第 5 期。

⁷ 将 2024 年末和 2025 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，同理计算二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）

	2024 年 12 月末	2025 年 6 月末	余额变动	交易因素	估值效应
民间对外金融资产	67,611	74,374	6,763	3,859	2,904
直接投资	31,329	33,491	2,162	785	1,377
证券投资	14,173	16,942	2,768	1,547	1,221
股权	8,598	10,763	2,165	1,129	1,035
债券	5,575	6,179	604	418	186
其他投资	21,867	23,679	1,811	1,393	418
民间对外金融负债	69,209	72,555	3,346	677	2,668
直接投资	36,224	37,174	950	319	631
证券投资	19,396	21,607	2,211	373	1,838
股权	11,898	13,810	1,912	282	1,630
债券	7,498	7,797	299	91	208
其他投资	13,286	13,511	226	16	210
民间对外净负债	(1,598)	1,819	3,417	3,182	235

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。

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