

银行结售汇、外汇占款与流动性

迄今为止，没有直接的证据表明，央行在结售汇顺差、人民币升值情况下重新直接入市干预。银行对外资产特别是对外外币金融资产变动，或成了境内外汇供求缺口的蓄水池和调节器。无论央行还是商业银行，评判市场流动性松紧都是基于总量角度，而不会简单就外汇供求状况做出响应。

- 1994 年汇改以来有两个重要的制度或政策变迁：一是银行对客户办理结售汇业务的资金来源发生变化；二是央行汇率调控政策从外汇市场常态化干预转为基本退出。银行代客结售汇差额和央行外汇占款变动额的相关性在 2017 年之后明显减弱。
- 2020 年，银行即远期（含期权）结售汇顺差 2152 亿美元。鉴于全年 CNH 总体较 CNY 偏弱，市场应该偏向于在境内购汇、境外结汇。这种情形下，境内银行结售汇应大部分转为银行自身持有。这些顺差不会简单地被“消失”了，而是转为了银行对外资产运用。
- 理论上讲，当央行基本退出外汇常态干预情况后，央行外汇占款变动趋于稳定，银行结售汇顺差对央行资产负债表的影响偏中性。但有分析指出，结售汇顺差占用银行自有资金，增加银行准备金存款，对银行体系流动性有紧缩效应。不过，鉴于净结汇转化成的人民币存款可以增加可贷资金来源，有货币乘数效应，且结售汇顺差或反映市场风险偏好提升，有助于提高货币流通速度，故对前述紧缩效应不宜过分夸大。
- 近期境内货币市场利率快速走高，再度引发了市场对于结售汇顺差对市场流动性影响的讨论。但 1 月份境内银行间外汇市场即期询价交易的日成交量环比有所下降，或表明外汇供求失衡较上月有所缓解。因此，主要影响市场流动性的是央行货币政策操作。
- **风险提示：海外疫情超预期，政策不及预期，全球经济恢复不及预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：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：刘立品
lipin.liu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119080013

最近，有两个市场现象引起了广泛热议。一个是2020年境内外汇供大于求缺口2000多亿美元，但央行外汇占款下降。特别是12月份，银行即远期（含期权）结售汇顺差合计984亿美元，当月央行外汇占款下降329亿元人民币。这些顺差都去哪儿了？另一个是2021年1月底货币市场利率再度上行，月末DR007已趋近利率走廊上限。这与银行结售汇大顺差导致的市场流动性紧缩有关吗？本文拟就此谈谈几点看法。

一、1994年汇改以来两个重要的制度或政策变迁

一个是银行对客户办理结售汇业务的资金来源变化。1994年外汇体制改革，在官方汇率与外汇调剂市场汇率并轨，实行以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度后，取消外汇留成与上缴制度，实行外汇指定银行制度，引入了银行结售汇安排，建立了全国统一规范的银行间外汇市场。

基于外汇指定银行制度的银行结售汇安排，是要求境内所有对客户的结售汇（即本外币兑换）都必须通过有结售汇业务资格的商业银行办理[1]。其中，银行从客户买入外汇被称作银行结汇，银行向客户卖出外汇被称作银行售汇或购汇。

银行结售汇是一个重大的制度创新。除了当时因为外汇短缺，对中资企业经常项目外汇收入实施强制结汇外（2008年起改为允许100%保留经常项目外汇收入），还改变了银行对客户本外币兑换业务的资金来源。

1994年之前实行外汇留成与上缴制度，存在计划分配和市场调节并存的外汇双轨制。客户大部分的外汇交易通过外汇调剂市场或中心进行，使用外汇调剂市场汇率办理；剩余部分由银行对客户按官定挂牌汇率买卖外汇，使用的本外币资金均来自央行账户，属于真正意义的代央行办理结售汇业务。银行用央行提供的人民币资金从客户买入外汇后，向央行办理外汇移存业务；银行用央行提供的外汇向客户卖出外汇时，向央行办理外汇提取业务。

自1994年起引入银行结售汇制度后，银行用自有本外币资金对客户办理本外币兑换，然后在外汇局核定的结售汇头寸上下限范围内，到银行间外汇市场（即中国外汇交易中心系统（CFETS），总中心在上海）平盘[2]。结售汇头寸超出上下限范围的，银行必须强制平盘；在上下限范围内的，银行可以自主选择。

另一个是央行汇率调控政策的变化。1994年至2017年间，为实现人民币汇率有管理的浮动，央行外汇市场干预常态化；2018年以后，随着人民币汇率由单边走势转为双向波动，央行基本退出外汇市场常态干预（见图表1）。

[1] *为保持外汇政策的连续性，1996年6月底之前，外商投资企业还被允许在外汇调剂市场买卖外汇，直到同年7月1日起纳入银行结售汇体系。但各地外汇调剂市场或调剂中心继续保留，以备不及之需，直到1998年底才被最终关闭。*

[2] *中国银行结售汇头寸管理经历了从现金收付制头寸管理向权责发生制头寸管理，从正区间管理到正负区间的演变。2010年和2013年，为应对热钱流入、汇率升值压力，还曾经作为宏观审慎措施，将银行结售汇头寸管理分别与远期结汇和国内外汇贷款挂钩。*

图表 1. 银行代客结售汇差额与央行外汇占款变动额



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）银行代客即远期结售汇差额从 2016 年 2 月起有数据；（2）银行代客即远期（含期权）结售汇差额从 2017 年 1 月起有数据；（3）央行外汇占款变动额以当月境内银行间市场下午四点半收盘价的月平均值折美元。

外汇局自 2001 年 1 月起公布银行代客即期结售汇数据，从 2010 年 1 月起开始公布银行自身结售汇和代客远期结售汇数据，从 2016 年 1 月起开始公布银行代客期权交易数据。基于数据的可获得性，我们比较了三组月度银行代客结售汇差额与央行外汇占款变动额（折合美元）之间的相关性。三组数据显示，2001 年初至 2020 年底，二者间均有较强的正相关性，即结售汇顺差对应央行外汇占款增加、逆差对应央行外汇占款减少。其中，2017 年底之前，二者间的强正相关性均高于 2001 年初至 2020 年底；2018 年 1 月至 2020 年 12 月，二者间均降为弱正相关，分别为 0.133、0.008 和 0.041，显示结售汇差额与央行外汇占款变动基本不相关（见图表 2）。

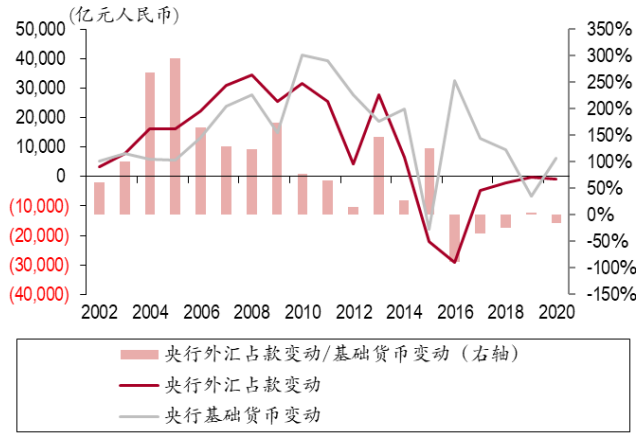
图表 2. 银行代客结售汇差额与央行外汇占款变动额的相关性

	时间区间	相关性
银行代客即期结售汇	2001 年 1 月至 2020 年 12 月	0.838
	2001 年 1 月至 2017 年 12 月	0.854
	2018 年 1 月至 2020 年 12 月	0.133
	2020 年 1 月至 2020 年 12 月	-0.771
银行代客即远期结售汇	2010 年 2 月至 2020 年 12 月	0.826
	2010 年 2 月至 2017 年 12 月	0.865
	2018 年 1 月至 2020 年 12 月	0.008
	2020 年 1 月至 2020 年 12 月	-0.755
银行代客即远期（含期权）结售汇	2016 年 2 月至 2020 年 12 月	0.627
	2016 年 2 月至 2017 年 12 月	0.867
	2018 年 1 月至 2020 年 12 月	0.041
	2020 年 1 月至 2020 年 12 月	-0.695

资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

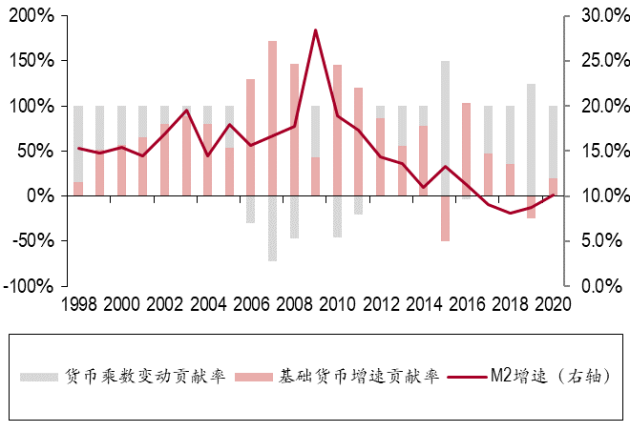
2003 至 2014 年间，我国外汇储备持续增加、外汇占款增多。到 2013 年底，央行总资产中，外汇储备资产占比达到 83.3%的峰值，较 2002 年底提高了 40 个百分点。其间，央行通过发行央票、提高法定存款准备金率等方式对冲，以抑制基础货币投放过多可能引发的通货膨胀、信贷膨胀和资产泡沫风险。2003 至 2014 年间，外汇占款变动与基础货币变动之比平均为 132.7%（见图表 3）。同期，基础货币增长对广义货币 M2 增长的平均贡献率为 100.1%，较 1998 至 2002 年平均贡献率上升了 46.2 个百分点（见图表 4）。这表明，2014 年之前，M2 增长基本是靠央行扩表带来的基础货币投放扩张所驱动。

图表 3. 中国央行外汇占款与基础货币变动及二者之比



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

图表 4. 中国广义货币供应增长及其构成



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

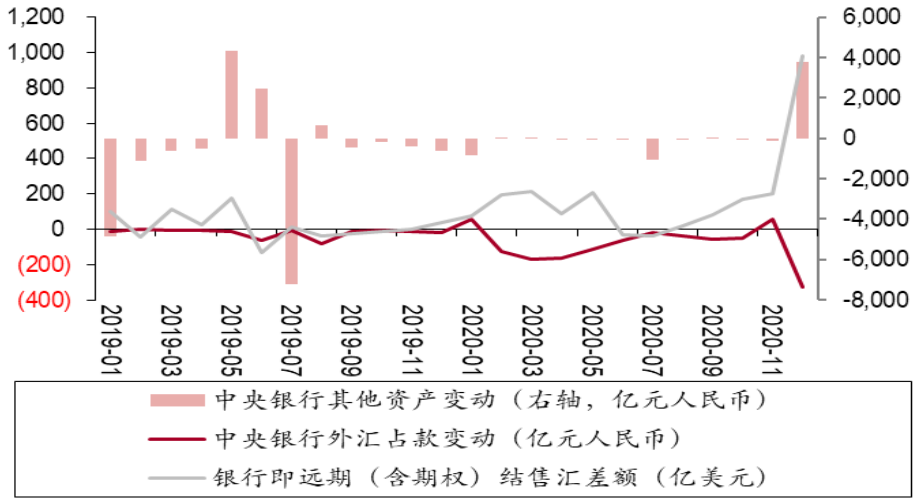
2015 年“8.11”汇改，人民币汇率意外贬值。自此，央行外汇占款连年下跌（实际上 2014 年下半年就开始了）。央行转而通过 MLF、SLF、PSL 等工具，对冲外汇占款减少的影响。2018 年起，随着人民币汇率由单边下跌转为双向波动，央行更是通过降准进一步释放中长期流动性。2015 至 2020 年，央行外汇占款累计减少 5.94 万亿元，基础货币投放却累计增加 3.63 万亿元（见图表 2）。同期，货币乘数由 2014 年的 4.18 倍升至 2020 年的 6.62 倍，货币乘数上升对 M2 增长的平均贡献率为 77.9%，较 2003 至 2014 年上升了 78.0 个百分点（见图表 4）。这显示过去六年来，货币乘数提高成为 M2 增长的重要驱动力。

二、无干预情形下结售汇顺差转变成为银行对外资产运用

2020 年，银行代客即远期（含期权）结售汇顺差 2006 亿美元，但同期央行外汇占款反而下降 1009 亿元人民币，折合 147 亿美元。全年，银行代客结售汇仅有 6 月和 8 月份为逆差，央行外汇占款则仅有 1 月和 11 月份增加（见图表 1）。同期，三组月度银行代客结售汇差额与央行外汇占款变动额之间均为强负相关，即结售汇顺差反而外汇占款减少（见图表 2）。这表明，境内外汇供求状况与央行外汇占款变动基本是南辕北辙。

即便考虑了银行自身结售汇因素后，前述结论依然未变。2020 年，包括自身结售汇在内的银行即远期（含期权）结售汇顺差合计 2152 亿美元，略大于代客结售汇顺差。其中，银行结售汇仅有 6、7 月份为逆差（见图表 5）。

图表 5. 银行结售汇差额与央行资产负债表变动额

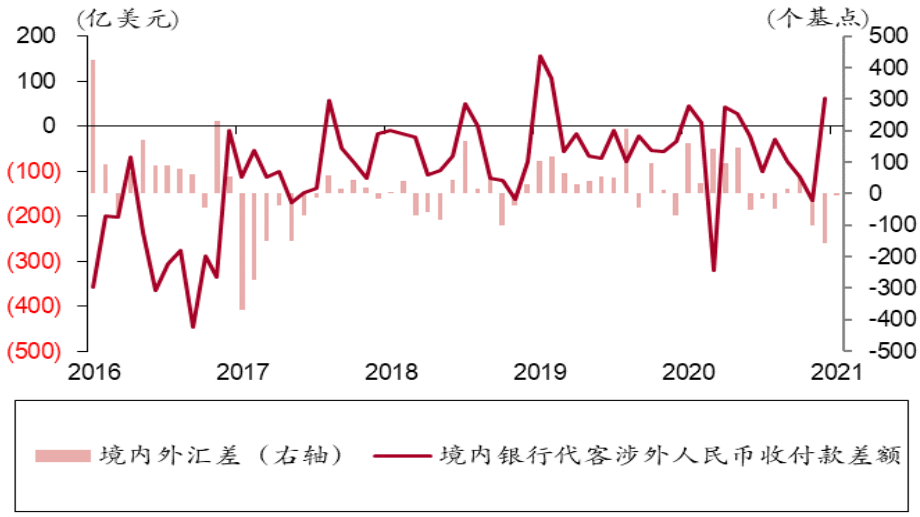


资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

央行以往曾有以外汇储备注资，或与其他机构开展货币掉期或委托贷款的政策性操作。这类交易通常会被记录为央行其他资产增加，而减记央行国外资产（即外汇占款）。但 2020 年央行其他资产总计仅增加 1713 亿元人民币，折合 281 亿美元（见图表 5）。与央行外汇占款变动合计，全年央行资产折合净增 134 亿美元，仅相当于同期银行结售汇顺差的 6.2%，杯水车薪。虽然 2020 年 12 月份，外汇占款与其他资产合计折合净增 530 亿美元，相当于同期银行结售汇顺差的 53%，但全年仅该月合计数为正值，当年月度银行结售汇差额与央行两项资产变动额合计数之间仍为强负相关 0.764。这表明前述境内外汇供过于求、央行外汇占款减少的悖论继续成立。

近年来，中国也加快了外汇市场对外开放步伐，允许符合条件的境外银行成为银行间外汇市场（即中国外汇交易中心系统）会员，直接入市买卖外汇。2020 年，境内银行代客涉外收付中，人民币跨境收付为净流出 649 亿美元。同时，离岸人民币汇率 CNH 总体较在岸人民币汇率 CNY（境内银行间市场下午四点半收盘价）偏弱，市场应该偏向于在境内购汇、境外结汇（见图表 6）。故不排除境内银行结售汇顺差，一部分为境外银行从银行间市场买入持有（如通过人民币购售业务渠道），另一部分为境内银行自身持有（表现为银行结售汇头寸增加）。

图表 6. 银行代客涉外人民币收付款差额与境内外汇差

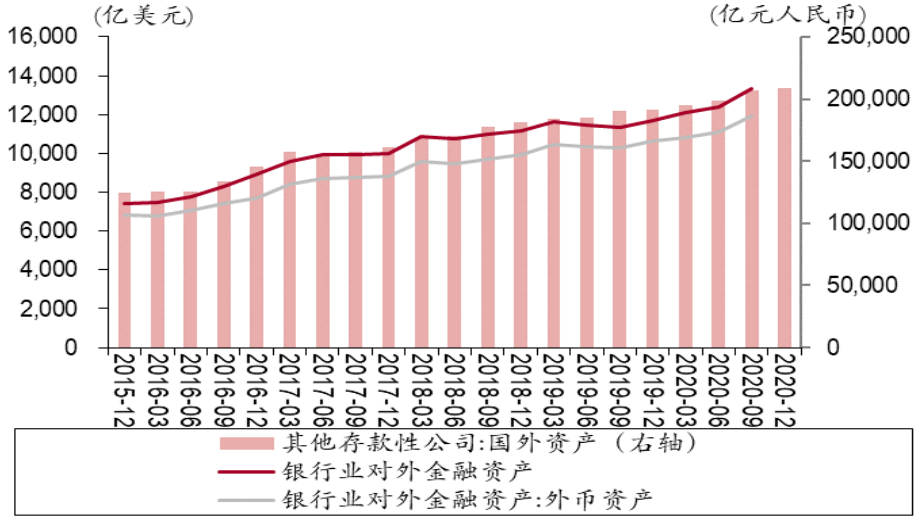


资料来源：中国外汇交易中心，国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）境内外汇差=10000（月均离岸人民币汇率-月均在岸人民币汇率）；（2）在岸人民币汇率为银行间外汇市场下午四点半收盘价月平均值；（3）汇差正值代表离岸人民币汇率偏弱（贬值），负值代表离岸人民币汇率偏强（升值）。*

境外银行买入外汇，属于资本流出，同时还将冲抵同期因跨境人民币净流出造成我国对外负债增加。境内银行持有的这部分顺差也不会简单地被“消失”了，流量会被借记国际收支平衡表中银行部门对外资本输出增加（反映为证券投资和其他投资资产净获得负值增加），存量会被记为银行资产负债表和国际投资头寸表中银行部门对外金融资产增加。从央行统计看，2020 年银行净增国外资产 1.69 万亿元人民币；从外汇局统计看，2020 年前三季度，银行对外金融资产新增 1645 亿美元，其中新增外币资产 1304 亿美元（同期银行即远期（含期权）结售汇顺差合计 802 亿美元）（见图表 7）。

图表 7. 季末银行国外资产持有状况

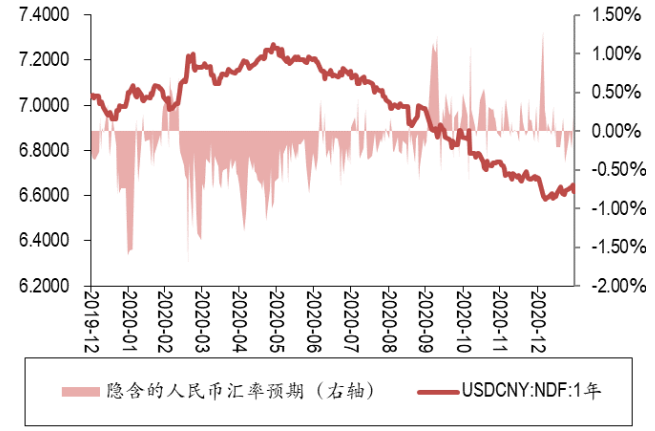


资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

有人可能会质疑人民币升值、银行增持外币资产的合理性。然而，第一，银行持有海外资产（包括外币资产）主要是资产多元化配置和全球化经营的需要，而不是炒外汇。并且，2020 年人民币汇率先抑后扬、宽幅震荡，但市场汇率预期保持了基本稳定，全年不论升值还是贬值预期都不太强（见图表 8）。第二，从银行相关资产的持有占比看仍属正常。到 2020 年末，银行总资产中，国外资产占 2.2%，与上年末基本持平；到 2020 年三季度末，银行国外资产中，对外金融资产占比较上年末上升了 1.4 个百分点，但对外金融资产中，外币资产占比回落了 1.4 个百分点（见图表 9）。第三，成熟市场也是类似的国际收支调节机制，汇率浮动负责价格出清，资本流动负责数量出清。后者就体现为银行成为市场外汇供求缺口的承载者，不论外汇供不应求还是供大于求，都是由银行提供外汇流动性。同时，只要不是垄断、串谋，在充分竞争的情况下，各家银行竞争性的报价将会趋于一致，而不会一味压价买入或抬价卖出外汇[3]。

[3] *人民币汇率有管理浮动，既包括对银行间市场的浮动区间管理，也包括对银行对客户办理结售汇业务使用的挂牌汇率的浮动区间管理，后者主要规定挂牌汇率买卖差价的浮动区间。中国对挂牌汇率的管理也是逐步放宽：起初，官方公布中间价、现汇买卖价和现钞买入价；之后，规定现汇买卖差价及现钞买入差价；再后，取消对非美元货币挂牌汇率的浮动区间管理；最后，取消对美元挂牌汇率的浮动区间管理。其间，挂牌汇率还从一日一价演变成一日多价。但是，在境内结售汇业务市场竞争较为充分的情况下，尽管各行的挂牌汇率不尽相同，但大体趋于一致。*

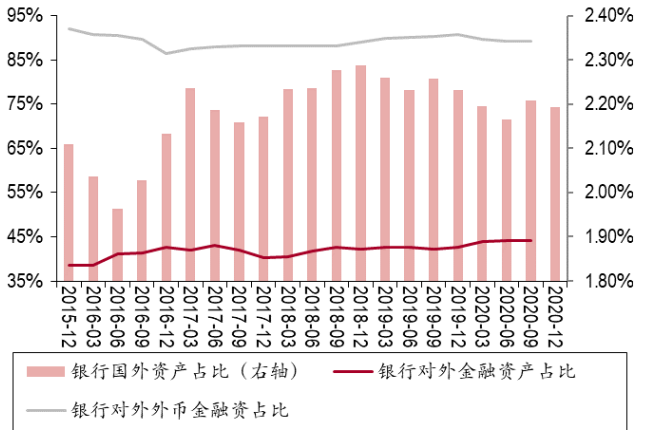
图表 8.1 年期无本金交割远期人民币汇率隐含的汇率预期



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

注：隐含的汇率预期为正值代表升值预期，为负值代表贬值预期。

图表 9. 中国银行业对外资产构成



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）银行国外资产占比=其他存款性公司国外资产/其他存款性公司总资产；（2）银行对外金融资产占比=银行对外金融资产/其他存款性公司国外资产；（3）银行对外外币金融资产占比=银行对外外币金融资产/银行对外金融资产。

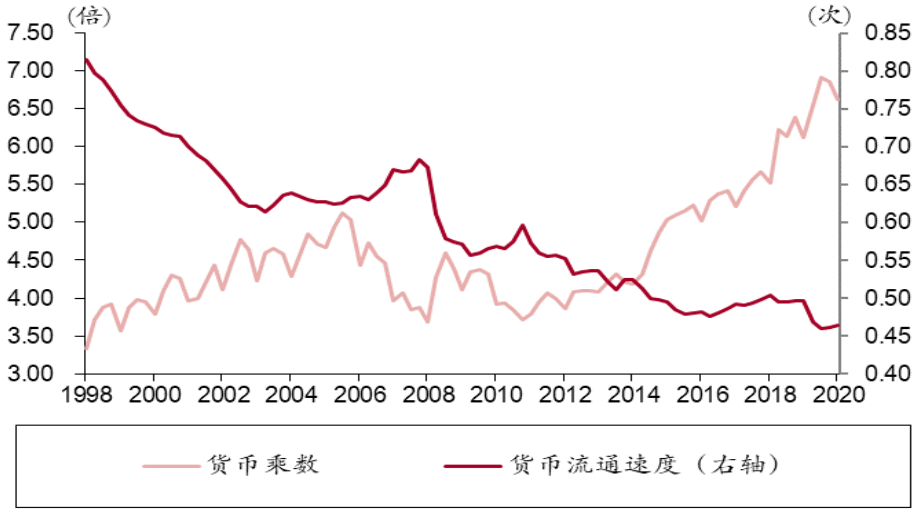
三、市场流动性松劲关键看总量而非结构

如前所述，尽管当前境内外汇供大于求的缺口重新扩大，但央行基本退出了外汇市场常态干预，央行外汇占款变动趋于稳定，外汇占款不论涨跌规模都较小。理论上讲，在此情形下，银行结售汇顺差不影响央行资产负债表，也不影响市场流动性。但有分析指出，结售汇顺差对市场流动性仍存在紧缩效应，其基本原理是：商业银行用储备资产中的超额准备金存款买入市场卖超外汇，将增加银行自有资金占用，而境内企业和居民通过结汇获得人民币以后变成人民币存款，银行需缴纳法定存款准备金，这锁定了部分银行体系的流动性，进而有可能推高市场利率。

然而，对于这种紧缩效应不宜过分夸大。实际上，2018 年 1 月至 2020 年 12 月（央行回归汇率政策中性期间），月度银行即远期（含期权）结售汇顺差与银行准备金存款变动额（以下午四点半月均收盘价折美元）之间为弱正相关 0.137。

这是因为，一方面，净结汇转化为银行存款后，对银行来讲增加了外汇资产，对企业和居民来讲增加了人民币资产，对市场本币流动性影响总体偏中性。另一方面，即便对银行来讲增加了人民币资金占用，但企业和居民人民币存款增加，增加了银行可贷资金来源，这部分存款也有货币乘数效应，可以部分抵消前述紧缩性影响。再一方面，市场流动性不完全是外生的，本币汇率升值、外汇供大于求或反映了市场风险偏好改善，有助于提高货币流通速度。2020 年上半年，人民币汇率总体承压，货币流通速度由上年底的 0.4966 次连续两个季度下行，降至二季度末的 0.4602 次；下半年，随着人民币汇率震荡走高，外汇供大于求缺口扩大，货币流通速度连续两个季度上行，到四季度末升至 0.4665 次（见图表 10）。

图表 10. 中国 M2 的货币乘数与货币流通速度



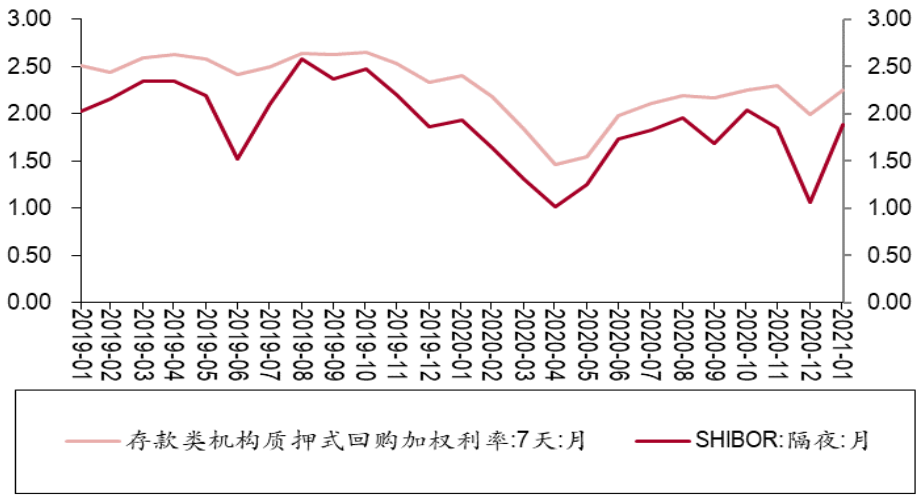
资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）货币流通速度=年化名义 GDP/季末 M2 余额；（2）年化名义 GDP 为往前 4 个季度滚动合计。

更为关键的是，市场流动性松紧本身是总量概念，不论中央银行还是商业银行，都不可能也没必要把打酱油和买菜的钱分得那么清楚。

2020 年 12 月份，境内外汇供大于求的缺口创下 2015 年以来的月度新高。当月，银行准备金存款也增加 1.25 万亿元人民币，但仍低于 2018 和 2019 年同期准备金存款分别增加 1.84 万亿和 1.50 万亿元人民币的水平。而且，2020 年底，隔夜 Shibor 月日均利率为 1.06%，较 11 月份回落了 79 个基点，为年内的次低水平；DR007 月日均利率为 1.99%，环比回落了 30 个基点（见图表 11）。这显示年底，货币市场流动性较为充裕。而银行准备金存款增加与其说是因为银行结售汇顺差、市场主体人民币存款增多导致的被动增持，还不如说是 2020 年 11 和 12 月份央行连续扩表、增加市场流动性投放的结果。两个月，央行总资产分别增加了 1.02 万亿和 5686 亿元人民币，合计相当于全年央行扩表规模的 96%。同期，银行在央行的准备金存款分别增加了 1.21 万亿和 1.25 万亿元人民币。

图表 11. 隔夜 Shibor 和 DR007 月日均利率水平



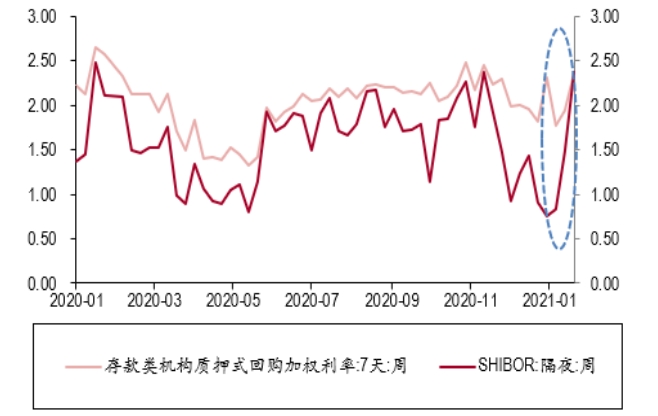
资料来源：中国货币网，全国银行间同业拆借中心，万得，中银证券

最近，境内货币市场利率快速走高，再度引发了市场对于结售汇顺差对市场流动性影响的讨论。

2021 年 1 月份第四周（1 月 25 至 29 日），隔夜 Shibor 日均为 2.37%，较当月第一周（1 月 4 至 8 日）的日均低点反弹了 161 个基点；DR007 日均为 2.36%，较当月第二周（1 月 11 至 15 日）的日均低点反弹了 59 个基点，且高于 7 天逆回购利率 2.20%（见图表 12）。月末（1 月 29 日），DR007 更是收在 3.16%，接近利率走廊上限 7 天 SLF 利率 3.20%的水平。当日盘后，央行公开辟谣了 SLF 利率上调的市场传闻。

货币市场利率上行显示近期国内货币市场流动性趋紧。但从境内银行间外汇市场即期询价交易的日成交量看，1 月份为 364 亿美元，环比下降了 17.2%，同比仅上升了 4.3%。特别是从周日均水平看，1 月份后两周的日均成交量为过去 11 周以来最低（见图表 13）。这表明，尽管人民币汇率新年首日就升破 6.50，但汇率预期基本稳定，外汇供求失衡较上月或有所缓解。

图表 12. 隔夜 Shibor 和 DR007 周日均利率水平



资料来源：中国货币网，全国银行间同业拆借中心，万得，中银证券

图表 13. 境内银行间外汇市场即期询价交易周日均成交量

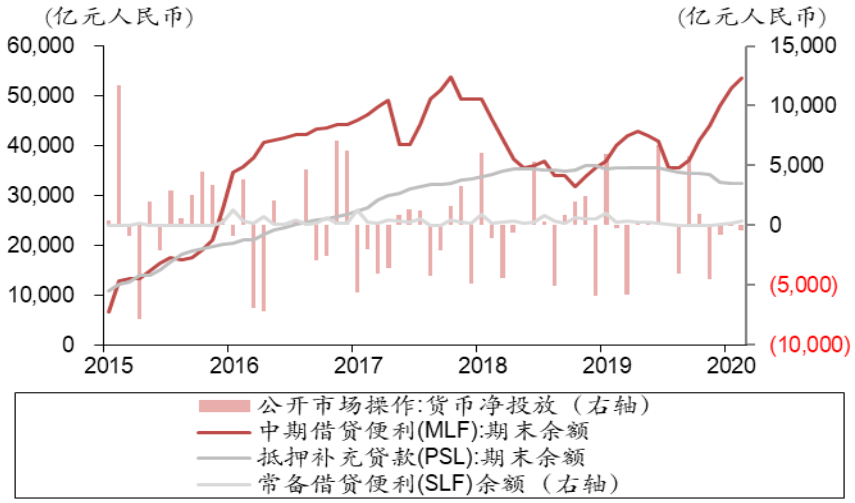


资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

主要影响市场流动性的是央行货币政策操作。1 月上旬，隔夜 Shibor 和 DR007 分别跌至 1%和 2%以下，市场再现宽松预期。在此背景下，伴随着国内股、债、商、楼市涨声四起，资产泡沫之争愈演愈烈。当月，央行通过公开市场操作（OMO）、MLF、SLF 和 PSL 累计净投放货币 1723 亿元人民币，环比回落了 46.7%，同比回落了 24.1%（见图表 14）。

况且，有理由相信，央行拥有高频的日度境内外汇交易数据，完全有能力针对结售汇业务引起的市场流动性波动（如果存在的话）及时采取措施。

图表 14. 央行主要货币政策工具操作情况



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

四、主要结论

迄今为止，没有直接的证据表明央行在结售汇顺差、人民币升值情况下重新直接入市干预。银行对外资产特别是对外外币金融资产变动，或成了境内外汇供求缺口的蓄水池和调节器。这有助于我们避免重回外汇占款带动基础货币投放的输入型流动性过剩时代。

在基本退出外汇市场常态干预的情况下，央行仍可以保持货币政策的相对独立性。当然，诚如易纲行长在 2018 年 10 月份的国际货币基金组织和世界银行秋季年会上所言，任何选择都是有利有弊的，一个选择，就要接受这一选择带来的后果和变化，包括对汇率的影响。

无论央行还是商业银行，评判市场流动性松紧都是基于总量角度，而不会简单就外汇供求状况做出响应。2020 年底中央经济工作会议和 2021 年初人民银行工作会议都明确提出，要保持宏观政策（货币政策）的连续性、稳定性和可持续性，不急转弯。最近境内货币市场利率波动较大，反映了流动性驱动的市场行情下，市场信心的脆弱，同时也反映了货币政策沟通的梗阻。

货币政策应与金融市场保持一定的距离。根据金融调控的双支柱框架，货币政策主要应考虑增长、就业和物价稳定目标，而不是资产价格。将偏基本面、逆周期的货币政策与偏情绪化、顺周期的资产价格挂钩太紧，或影响货币政策实施。

风险提示：海外疫情超预期，政策不及预期，全球经济恢复不及预期。

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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 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 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