

当前人民币升值压力是来自热钱流入吗?

2020 年人民币升值压力来自何处？银行代客结售汇、银行代客涉外收付款和国际收支三套数据给出了不同甚至相反的答案。选择哪个口径的数据作为决策主要参考，不仅是理论问题，更是实践问题。

- 关于人民币升值和热钱问题的讨论，在 1995 年以及 2002 年之后都曾出现过。当前国内正在进入第三轮关于热钱问题的炒作。2020 年人民币升值压力是否来自热钱？我们根据国家外汇管理局发布的银行代客结售汇、银行代客涉外收付款和国际收支三套数据着手分析。
- 静态来看，结售汇口径和国际收支口径均反映经常项目尤其货物贸易顺差是 2020 年驱动人民币升值的主要力量，包括证券投资在内的热钱流入贡献有限；而涉外收付口径则显示人民币升值压力是来自资本流入尤其是跨境证券投资净流入。
- 动态来看，三套数据均显示经常项目顺差扩大是 2020 年人民币升值动力的主要来源，热钱流入变化的贡献度较低甚至是负贡献。
- 之所以三套数据反映的结果存在差异，有时方向甚至截然相反，是因为数据统计口径不同。选择哪个口径的数据作为决策主要参考，不仅是理论问题，更是实践问题。
- 如果我们更加相信结售汇口径和国际收支口径数据的结果，那么，当前人民币升值压力主要来源于基础交易顺差太大，政策建议应该是扩大资本流出。如果我们更加相信涉外收付口径数据的结果，那么，当前人民币升值压力主要来源于短期资本流入，政策建议应该是抑制热钱流入。
- **风险提示：海外疫情超预期，全球经济恢复不及预期。**

相关研究报告

《假如人民币升值压力再次来临：没有无痛的选择》 20200915

《三季度国际收支分析报告：国际收支延续自主平衡，人民币升值的估值效应推动对外负债增加》 20210104

《2020 年外汇市场分析报告：外汇市场运行总体平稳，年末出现羊群效应》 20210126

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

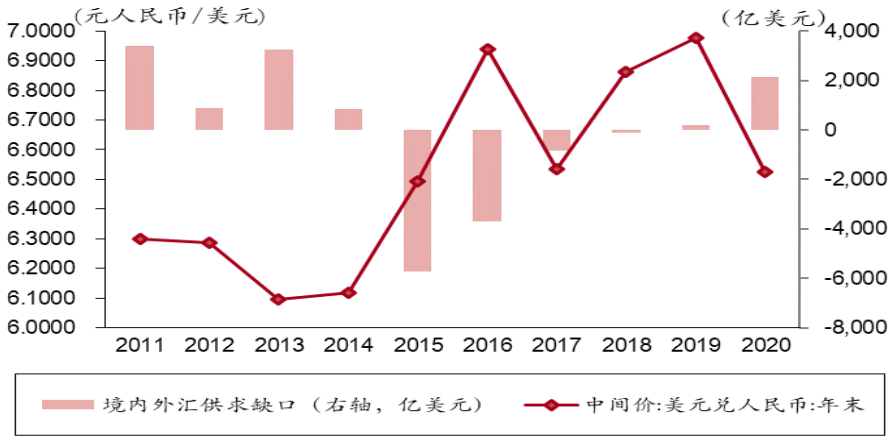
这是一个二十六年前就曾面对的锥心之问

当时，1994 年汇率并轨改革取得超预期成功。当年，人民币汇率不跌反涨，外汇储备翻了一番。于是，1995 年各方开始追问，500 亿美元外汇储备到底是多了还是少了？外汇储备增加是来自贸易顺差还是热钱流入？亚洲金融危机期间，中国遭遇了资本外流和汇率贬值压力，前述情况稍有缓解。各方又转而追问，为什么贸易顺差但贸易结售汇却是逆差（又称贸易顺差逆收）？资本外逃去哪儿了？2002 年之后，美联储降息以应对 IT 泡沫破裂和“9.11”袭击，中国重现资本内流、汇率升值，各方又重新关注热钱流入问题，外资再度成为国内股市、房市、汇市上涨的“替罪羊”。当前国内正在进入第三轮关于热钱问题的炒作。

2020 年，人民币兑美元汇率中间价先抑后扬，后七个月累计升值 9.3%，全年累计升值 6.92%，年度涨幅为 2015 年“8.11”汇改以来最高。虽然 2017 年人民币汇率也涨了 6%以上，但当时主要靠中间价报价机制中引入逆周期因子推动，全年外汇依然供不应求，银行即远期（含期权）结售汇逆差 851 亿美元。而当前人民币升值则更多地反映了市场的力量。2020 年全年，境内外汇供大于求，银行即远期（含期权）结售汇顺差 2152 亿美元，虽然远不及 2011 年和 2013 年的水平，但也是过去五年来的顺差新高（见图表 1）。

如果进一步深究这些顺差是来自贸易项下还是热钱流入，就需要用数据说话。因为如果只讲故事，即便故事是真实的，也可能只代表了个案。下面，我们就根据国家外汇管理局发布的银行结售汇、银行代客涉外收付款和国际收支三套数据着手分析。

图表 1. 人民币汇率中间价及境内外汇供求关系



资料来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心，万得，中银证券

注：由于数据的可得性，境内外汇供求缺口在 2011 至 2016 年间取银行即远期结售汇差额，2017 年之后取即远期（含期权）结售汇差额。

三套数据背后 2020 年人民币汇率大涨的故事

银行结售汇数据显示的人民币升值压力，静态地看是来自经常项目尤其是货物贸易净结汇，动态地看也是来自经常项目净结汇增加，包括货物贸易净结汇增加、服务贸易净购汇减少。

2020 年银行结售汇总体顺差规模较大，其中银行代客（即期）结售汇顺差 1442 亿美元，贡献了银行即远期（含期权）结售汇顺差的 67.0%；银行自身（即期）结售汇顺差 145 亿美元，贡献了 6.8%。银行自身结售汇记入银行对客户的外汇交易，但没有披露交易性质，故只能分析银行代客结售汇数据。从交易性质看，银行代客结售汇顺差中，经常项目贡献了 69.8%，其中货物贸易贡献了 166.2%，服务贸易负贡献 70.5%；资本项目贡献了 30.2%，其中直接投资贡献了 25.8%，证券投资贡献了 24.8%。由此可见，证券投资形式的热钱流入对于代客结售汇顺差的贡献甚至不如跨境直接投资。如果将其他投资结售汇差额也考虑进来，热钱流入对代客结售汇顺差的贡献率仅为 4.4%（见图表 2）。

动态来看，2020 年银行代客结售汇顺差较上年增加 1874 亿美元，经常项目顺差增加贡献了 86.4%，其中货物贸易净结汇增加、服务贸易净购汇减少分别贡献了 41.2%和 47.6%；资本项目顺差增加贡献了 13.6%，其中直接投资净结汇减少负贡献 5.2%，证券投资净结汇增加和其他投资净购汇减少分别贡献了 12.0%和 6.8%，后二者合计，热钱流入增加对结售汇顺差增长的贡献率为 18.8%（见图表 2）。

图表 2. 银行代客结售汇差额构成

	2019 年（亿美元）	2020 年（亿美元）	2020 年结售汇差额构成（%）	2020 年结售汇差额变动（亿美元）	结售汇差额变动构成（%）
结售汇差额	**(432)**	**1,442**	**100.0**	**1,874**	**100.0**
经常项目差额	**(611)**	**1,007**	**69.8**	**1,618**	**86.4**
货物贸易差额	1,625	2,396	166.2	772	41.2
服务贸易差额	(1,909)	(1,017)	(70.5)	892	47.6
收益和经常转移差额	(327)	(373)	(25.9)	(46)	(2.4)
资本项目差额	**180**	**435**	**30.2**	**255**	**13.6**
直接投资差额	470	372	25.8	(98)	(5.2)
证券投资差额	132	357	24.8	225	12.0
其他投资差额	(421)	(294)	(20.4)	128	6.8

资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

银行代客涉外收付款数据显示的人民币升值压力，静态地看是来自资本流入尤其是跨境证券投资净流入，动态地看却是来自经常项目顺差扩大，包括货物贸易净流入增加、服务贸易净流出减少。

2020 年银行代客涉外收付顺差 1169 亿美元，为 2015 年以来首次年度顺差。其中，涉外人民币收付逆差 649 亿美元，涉外外币收付顺差 1818 亿美元。这也从侧面反映出 2020 年人民币汇率升值的市场力量。

从交易性质看，银行代客涉外收付顺差中，经常项目净流出负贡献 46.1%，其中货物贸易净流入贡献了 175.7%，服务贸易净流出负贡献 79.0%；资本项目顺差贡献了 139.5%，其中直接投资顺差贡献了 63.3%，证券投资顺差贡献了 79.9%。由此可见，证券投资形式的热钱流入对于涉外收付顺差的贡献超过了直接投资。如果将其他投资差额也考虑进来，热钱流入对涉外收付顺差的贡献率为 76.4%，成为跨境资金净流入的重要来源（见图表 3）。

动态地看，2020 年银行代客涉外收付顺差较上年增加 924 亿美元，经常项目净流出减少贡献了 93.0%，其中货物贸易净流入增加、服务贸易净流出减少分别贡献了 35.6%和 77.9%；资本项目净流入增加贡献了 7.5%，其中直接投资净流入增加仅贡献了 0.6%，证券投资净流入增加贡献了 20.8%，而由于其他投资收付款由顺差转为逆差，后二者合计，热钱净流入增加对涉外收付顺差增长仅贡献了 6.7%（见图表 3）。

图表 3. 银行代客涉外收付款差额构成

	2019 年（亿美元）	2020 年（亿美元）	2020 年收付款差额构成（%）	2020 年收付款差额变动（亿美元）	收付款差额变动构成（%）
银行代客涉外收付款差额	**245**	**1,169**	**100.0**	**924**	**100.0**
经常项目差额	**(1,398)**	**(539)**	**(46.1)**	**859**	**93.0**
货物贸易差额	1,725	2,054	175.7	328	35.6
服务贸易差额	(1,642)	(923)	(79.0)	719	77.9
收益和经常转移差额	(1,481)	(1,670)	(142.8)	(188)	(20.4)
资本项目差额	**1,562**	**1,631**	**139.5**	**69**	**7.5**
直接投资差额	735	740	63.3	5	0.6
证券投资差额	742	934	79.9	192	20.8
其他投资差额	89	(40)	(3.5)	(130)	(14.1)
其他	82	77	6.6	(5)	(0.5)

资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：“其他”项余额主要来自 5000 美元以下跨境收付，免申报义务，故无法区分交易性质。

国际收支数据显示的人民币升值压力，静态地看是来自经常项目顺差，动态地看也是来自经常项目顺差扩大，包括货物贸易顺差增加、服务贸易逆差减少。

前述两个口径的外汇收支数据是高频的月度数据，国际收支则是低频的季度数据。最快的国际收支初步数据也要季后近一个半月时间才对外发布，故现在还没有2020年全年哪怕是初步的国际收支数据，而只有前三季度的正式数据。下面，我们就根据前三季度国际收支数据进行分析。国际收支统计包括流量统计（国际收支平衡表）和存量统计（国际投资头寸表），本文仅讨论国际收支平衡表。

2020年前三季度，交易引起的储备资产净增34亿美元（剔除了估值影响，其中新增外汇储备资产25亿美元），相当于同期经常项目顺差的2%，基本可以忽略不计，显示央行基本退出了外汇市场常态干预。在此情形下，国际收支是经常项目与资本项目互为镜像关系的自主平衡。决定资本内流还是外流并不是汇率升、贬值，而是经常项目收支状况。同期，经常项目顺差1687亿美元，资本项目（含净误差与遗漏）逆差1653亿美元（不含净误差与遗漏的资本项目逆差705亿美元）（见图表4）。

动态地看，2020年前三季度，新增储备资产较上年同期多增了164亿美元，经常项目顺差增加679亿美元，贡献了414.1%，其中货物顺差扩大、服务逆差减少合计贡献了743.1%；资本项目逆差（含净误差与遗漏）增加515亿美元，负贡献314.1%，不含净误差与遗漏的资本项目逆差扩大921亿美元，负贡献561.8%，其中直接投资顺差扩大正贡献97.7%，证券投资顺差减少负贡献60.4%。如果将金融衍生工具和其他投资考虑进来，2020年前三季度热钱流入对储备资产多增为负贡献660.7%；如果再包含了净误差与遗漏变动，则热钱流入的负贡献为413.0%（见图表4）。

图表4. 国际收支口径的储备资产变动额构成

	2019年前三季度(亿美元)	2020年前三季度（亿美元）	变动额(亿美元)	变动额占比（%）
储备资产净获得变化	**130**	**(34)**	**(164)**	**100.0**
经常账户差额	**1,008**	**1,687**	**679**	**(414.1)**
货物差额	3,033	3,402	369	(225.2)
服务差额	(2,018)	(1,168)	849	(517.9)
初次收入差额	(83)	(600)	(516)	314.8
二次收入差额	76	53	(23)	14.2
资本项目差额	**(1,138)**	**(1,653)**	**(515)**	**314.1**
资本转移差额	(3)	(1)	2	(1.3)
直接投资差额	301	461	160	(97.7)
证券投资差额	430	331	(99)	60.4
金融衍生工具差额	(10)	(114)	(104)	63.7
其他投资差额	(502)	(1,382)	(880)	536.6
净误差与遗漏差额	(1,355)	(949)	406	(247.7)

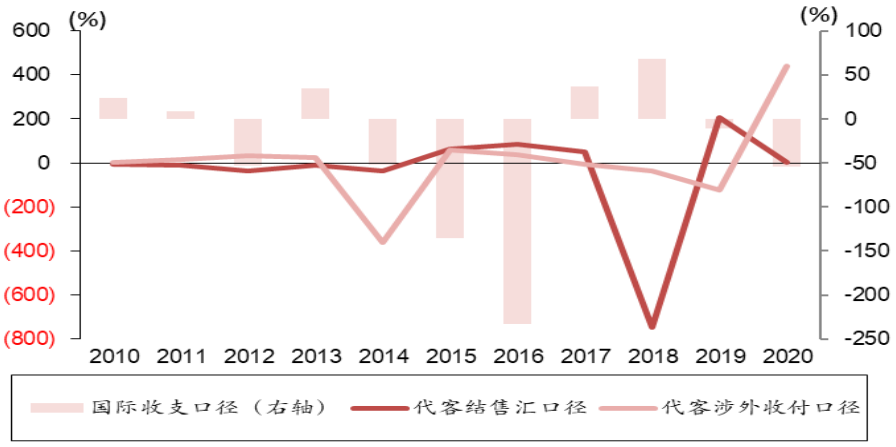
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：由于储备资产增加为负值，故表中变动额构成为负值代表正贡献，为正值代表负贡献。

借鉴国际收支的分析框架，将经常项目与直接投资合计视为基础交易，非直接投资形式的资本流动视为短期资本流动，也可以得出同上面类似的结论。

其中，银行结售汇口径的数据显示，短期资本流动项下净结汇对人民币升值虽有正贡献，但仅相当于基础交易净结汇的4.6%；银行涉外收付口径的数据显示，短期资本流动项下净流入较多，相当于基础交易净流入的4.42倍，是驱动人民币升值的主要市场力量；国际收支口径的数据显示，短期资本净流出（不含净误差与遗漏）对人民币升值为负贡献，相当于基础交易顺差的-54.3%（见图表5）。

图表 5. 三套数据的短期资本流动与基础交易差额之比



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

统计口径不同导致三套数据的结果有较大差异

经常项目、资本项目都是国际收支概念。银行结售汇统计是对境内银行对客户本外币兑换的统计，它对经常项目与资本项目的区分借用了国际收支的概念，实际上却与国际收支口径有较大差别：一是国际收支仅统计居民与非居民之间发生的交易，结售汇既统计了银行与居民之间的交易，也统计了银行与非居民之间的交易；二是国际收支通常是跨境交易，结售汇在兑换环节只是境内交易；三是结售汇只统计发生本外币兑换的交易，国际收支还统计了以人民币或外汇跨境收付的交易；四是结售汇统计是基于现金收付制，在银行进行本外币兑换才纳入相关统计，国际收支统计则是基于权责发生制，后者涵盖了不在银行发生收付的对外金融债权债务关系的变化。

银行结售汇差额也会在国际收支账户中有所反映。银行结售汇统计不包含央行，国际收支统计包含央行。如果银行结售汇差额由银行自行持有，会影响银行的外汇头寸增减，在国际收支平衡表上反映为银行部门的资本流入（结售汇顺差）或流出（结售汇逆差）；如果通过央行平盘，则会影响央行外汇储备资产变动，在国际收支平衡表上反映为结售汇顺差、储备资产增加（记为负值）或结售汇逆差、储备资产减少（记为正值）。

与结售汇统计相比，银行代客涉外收付款统计则是国际收支统计的近亲。涉外收付款统计是基于国际收支间接申报体系，通过银行逐步采集国际收支数据时生成的副产品。它与国际收支统计的主要差别：一是涉外收付款统计是基于现金收付制，不统计没有在银行发生涉外收付往来的对外金融债权债务关系的变化；二是涉外收付款只统计非银行部门发生的对外交易，不统计银行部门和央行发生的交易。

图表 6. 三个涉外收支数据统计口径的对比

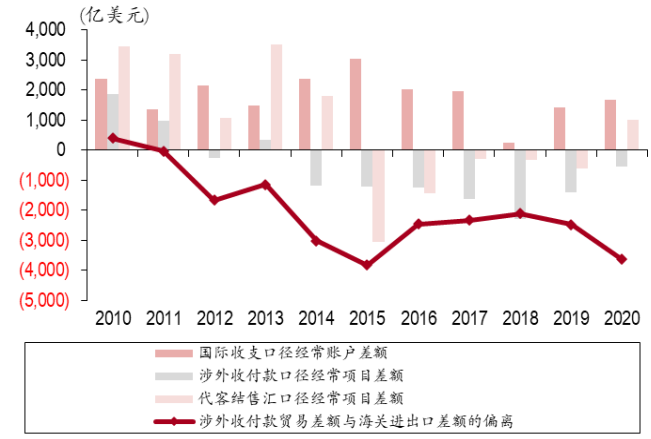
	银行结售汇统计	代客涉外收付款统计	国际收支统计
统计范围	本外币兑换	居民与非居民间的跨境收付	居民与非居民交易
统计原则	现金收付制	现金收付制	权责发生制
统计对象	非银行部门、银行部门（不含银行间市场的批发交易）	非银行部门	非银行部门、银行部门、央行
统计币种	本外币兑换	本币、外币	本币、外币

资料来源：中银证券

前述三套数据统计口径的差异，导致三者的结果不同甚至方向相反。如 2014 年以来，国际收支口径的经常项目持续顺差，但涉外收付口径的经常项目却持续逆差（2020 年前三季度，分别为顺差 1687 亿和逆差 371 亿美元）（见图表 7）。这主要反映了出口少收、进口多付导致的贸易顺差不顺收。按照权责发生制，企业只要在海关出口报关就纳入国际收支统计，但按照现金收付制，出口未收款则不纳入涉外收付款统计。2020 年，海关可比口径的贸易收付款顺差小于海关进出口顺差 3634 亿美元，其中出口少收款贡献了 73.2%（见图表 8）。

即便同样基于现金收付制的银行结售汇与涉外收付款统计，由于统计口径不同，其反映的结果也不尽一致。如 2014 年和 2020 年，涉外收付口径经常项目为逆差，但结售汇口径却是顺差（见图表 7）。一方面，结售汇口径只统计发生本外币转换的交易，不统计直接以人民币跨境收付的交易。如果市场主体更多以人民币对外支付，会减少当期购汇需求。2020 年涉外人民币收付逆差达 649 亿美元。另一方面，结售汇口径不仅统计当期收汇结汇、购汇付汇交易，还统计之前收汇现在结汇、现在购汇之后付汇的交易，后两种交易在当期涉外收付款统计中均不涉及。因此，前述两个口径经常项目差额一正一负，不排除是因为企业用前期外汇收入对外支付，减少了当期购汇需求，或者将前期外汇收入（存款）当期结汇，增加了当期外汇供给。

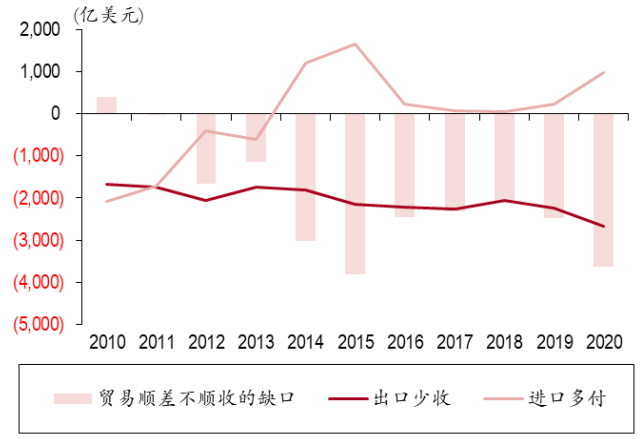
图表 7. 三个口径的经常项目差额对比



资料来源：国家外汇管理局，海关总署，万得，中银证券

注：2020 年国际收支口径经常项目差额为前三季度累计数。

图表 8. 贸易收付款差额相对于海关进出口差额的背离



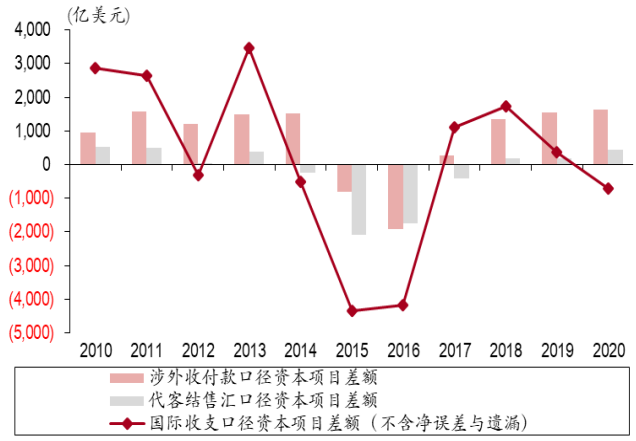
资料来源：国家统计局，海关总署，万得，中银证券

注：（1）贸易顺差不顺收的缺口=海关口径的涉外贸易收付差额-海关进出口差额；（2）出口少收=海关口径的涉外贸易收入-海关出口额；（3）进口多付=海关口径的涉外贸易支出-海关进口额；（4）数值为正，代表出口多收、进口多付；数值为负，代表出口少收、进口少付。

类似情形在资本项目下也同样存在。如 2020 年前三季度，涉外收付口径的资本项目顺差 698 亿美元，同期国际收支口径线上资本项目逆差 705 亿美元（即不含净误差与遗漏的资本项目差额）（见图表 9）。或许有人以为发现了热钱流入的“新大陆”。但对此实在没必要大惊小怪。一方面，这依然反映了现金收付制和权责发生制统计的差异，突出表现为前述贸易顺差不顺收问题。按照国际收支平衡表“有借必有贷、借贷必相等”的借贷记账法编制原则，贸易顺差伴随着与贸易有关的资本流出，也起到了平衡国际收支的作用。另一方面，还反映了两种统计口径涵盖部门不同产生的差异。因为涉外收付统计只涉及非银行部门，但企业跨境收付如外币收付顺差可以变成银行外汇存款，再通过银行存放境外，后者借记国际收支口径的资本流出。此外，2020 年涉外收付口径的人民币收付为净流出，这意味着境内银行增加了对外人民币金融净负债。据外汇局统计，2020 年前三季度，涉外人民币净流出 432 亿美元，同期境内银行增加对外人民币金融净负债 538 亿美元（见图表 10），后者在国际收支口径中贷记资本流入。

对于资本项目，银行结售汇与涉外收付款由于统计口径不同，其反映的结果也有所不同。如 2020 年涉外收付口径的资本项目顺差 1631 亿美元，结售汇口径的资本项目净结汇仅有 435 亿美元（见图表 9）。其中一个重要原因是，资本项下如陆股通和债券通北上资金是以人民币形式流入，这在结售汇统计中并不涉及。

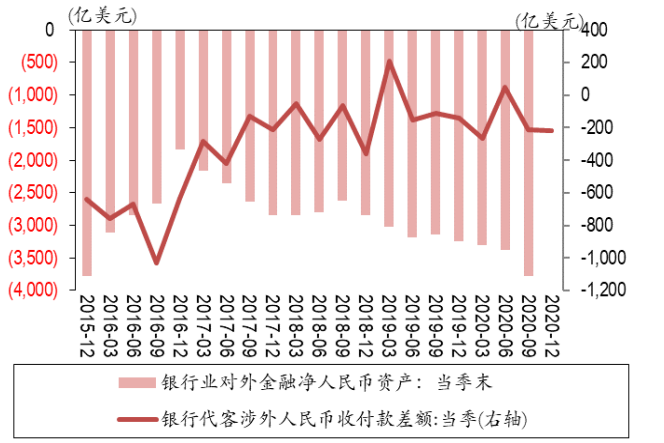
图表 9. 三个口径的资本项目差额对比



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：2020 年国际收支口径资本项目差额为前三季度累计数。

图表 10. 银行代客涉外人民币收付差额及银行业对外人民币净资产



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

注：（1）中国银行业对外人民币金融净资产=银行业对外人民币金融资产-银行业对外人民币金融负债；（2）正值代表对外净资产，负值代表对外净负债。

依靠数据决策既是理论问题更是实践问题

由于统计口径不同，银行结售汇、代客涉外收付款和国际收支等三套数据反映的结果存在差异在所难免，有时方向都截然相反。因此，在使用这三套数据时，我们要做到心中有数，特别是需要明确哪个口径反映的结果更加可靠。

一般而言，国际收支账户与国民账户、财政账户和货币金融账户构成四大宏观经济统计账户，是国际通行口径，具有国际可比性。而结售汇和涉外收付统计只是借用了国际收支的概念，其中结售汇与国际收支更是相去甚远。因此，用这两个口径的数据研判跨境资本流动形势一定要非常慎重。

2020 年，银行结售汇顺差和涉外收付款顺差都一定程度反映了支撑人民币汇率升值的市场力量；国际收支口径的数据则反映了，央行基本退出外汇市场常态干预情况下，经常项目与资本项目互为镜像关系的自主平衡，资本流动方向以及规模与经常项目收支状况有关，而与人民币汇率升贬值无关。

静态地看，除涉外收付口径外，结售汇口径和国际收支口径均反映经常项目尤其货物贸易顺差是 2020 年驱动人民币升值的主要力量，包括证券投资在内的热钱流入贡献有限。而动态地看，三套数据均显示经常项目顺差扩大是当前人民币升值动力的主要来源，热钱流入变化的贡献度较低甚至是负贡献（见图表 11）。

图表 11. 2020 年三套数据结果对比

	静态分析	动态分析
银行结售汇统计	银行代客结售汇顺差 1142 亿美元 经常项目贡献 69.8% 资本项目贡献 30.2% 证券投资贡献 24.8% 证券+其他投资贡献 4.4%	银行代客结售汇顺差增加 1874 亿美元 经常项目增加贡献 86.4% 资本项目增加贡献 13.6% 证券投资净结汇增加贡献 12.0% 证券+其他投资增加贡献 18.8%
代客涉外收付款统计	银行代客涉外收付顺差 1169 亿美元 经常项目贡献-46.1% 资本项目贡献 139.5% 证券投资贡献 79.9% 证券+其他投资贡献 76.4%	银行代客涉外收付顺差增加 924 亿美元 经常项目净流出减少贡献 93.0% 资本项目净流入增加贡献 7.5% 证券投资净流入增加贡献 20.8% 证券+其他投资增加贡献 6.7%
国际收支统计	交易引起的储备资产净增 34 亿美元 经常项目顺差 1687 亿美元 资本项目（含净误差与遗漏）逆差 1653 亿美元	新增储备资产较上年同期多增 164 亿美元 经常项目顺差增加贡献 414.1% 资本项目（含净误差与遗漏）逆差扩大贡献-314.1% 证券投资顺差减少贡献-60.4% 证券+金融衍生工具+其他投资贡献-660.7% 证券+金融衍生工具+其他+净误差与遗漏贡献-413.0%

资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：2020 年国际收支统计数据为前三季度数据。

如果我们更加相信结售汇口径和国际收支口径数据的结果，那么，当前人民币升值压力主要来源于基础交易顺差太大，政策建议应该是加快经济结构调整，减少基础交易顺差，以及扩大资本流出。如果我们更加相信涉外收付口径数据的结果，那么，当前人民币升值压力主要来源于短期资本流入，政策建议应该是抑制热钱流入。

依靠数据做决策是科学决策的重要条件。而用哪个口径的数据作为决策主要参考，不仅是理论问题，更是实践问题。同时，以平常心看待人民币汇率波动和跨境资本流动，也是坚持开放发展理念的必修课。如果汇率一升就喊热钱流入，汇率一跌就嚷资本外逃，那么，扩大金融开放、推进本币国际化就是自寻烦恼。

风险提示：海外疫情超预期，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