

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

三季度，我国国际收支继续呈现经常项目顺差、资本项目逆差的格局；对外资产和负债较二季度有所增加，对外净头寸略有减少。

- 三季度，经常项目顺差同比扩大，主要是因为货物顺差增加、服务逆差减少。虽然二者合计顺差规模增长明显，但不宜过分夸大外需对经济增长的拉动作用。未来疫情对货物和服务贸易的影响仍存在较大不确定性，稳增长的关键仍在扩内需尤其是扩大国内消费需求。
- 三季度，资本项目逆差扩大，主要是因为其他投资逆差、净误差与遗漏负值增加。其他投资逆差增大，主要是因为对外投资中的货币和存款、贷款明显增加。在直接投资中，外来投资增长明显。在证券投资中，债券投资继续净流入，股权投资则转为净流出。
- 截至三季度末，我国对外资产和负债双增加。由于非交易引起的对外资产增幅小于负债增幅，因此对外净头寸略有减少。其中，人民币汇率升值对本币外债的影响不容忽视。
- 截至三季度末，对外投资回报率、利用外资成本率均较二季度小幅上升，二者差距小幅扩大。虽然我国利用外资和对外投资都更加多元化，但近年来对外投资回报率并未明显上升。
- 截至三季度末，外债余额中的短期外债占比环比回落，短期外债与外汇储备之比环比上升，外债风险依然可控。对外净负债余额占 GDP 比重环比上升，其中包括了人民币汇率升值的影响。

相关研究报告

《一季度对外经济部门体检报告》 20200630
《二季度国际收支数据解读》 20200810
《上半年国际收支报告之外的故事》 20201011

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

12 月 25 日，国家外汇管理局公布了 2020 年第三季度及前三季度国际收支平衡表正式数据、2020 年 9 月末国际投资头寸表。从这两组国际收支数据看，当前我国对外经济部门呈现以下特点。

经常项目顺差同比增加较多，货物和服务贸易顺差扩大是主要来源，但外需对经济增长的拉动作用不宜过分夸大

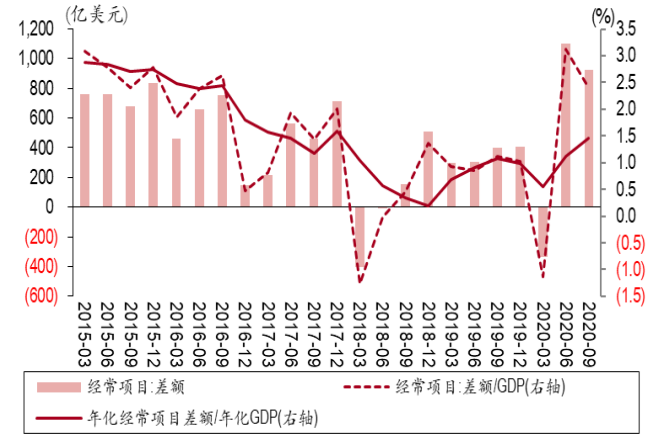
三季度，经常项目顺差 922 亿美元，同比增长 129%；经常项目顺差相当于当季名义 GDP 的 2.4%，同比上升 1.3 个百分点。前三季度，经常项目顺差合计 1687 亿美元，同比增长 67%；与同期名义 GDP 之比为 1.6%，同比上升 0.7 个百分点（见图表 1）。但不论从分季度还是累计数看，二者均位于±4%的国际警戒线以内，反映出我国对外经济基本平衡。

三季度，货物顺差同比增加 332 亿美元，服务逆差同比减少 322 亿美元；二者合计顺差 1155 亿美元，同比增长 1.31 倍，增加 654 亿美元，贡献了同期经常项目顺差增加额的 126%。前三季度，货物和服务贸易顺差合计 2234 亿美元，同比增长 120%，增加 1219 亿美元，贡献了同期经常项目顺差增加额的 179%。

但从支出法看，在货物和服务贸易顺差占 GDP 比重逐步回落情况下（2015 至 2019 年平均为 1.9%，远低于 2005 至 2008 年平均 7.3%的水平）（见图表 2），外需扩大对经济增长的拉动作用较为有限：三季度，货物和服务净出口对当季 GDP 同比增长的拉动作用为 0.64 个百分点，同比下滑 0.21 个百分点（见图表 3），对当季 GDP 增长贡献率为 13.1%，同比回落了 1.1 个百分点；前三季度，货物和服务净出口对同期 GDP 同比增长的拉动作用为 0.10 个百分点，同比回落了 0.88 个百分点，对同期 GDP 增长贡献率为 14.6%，同比回落了 1.2 个百分点。

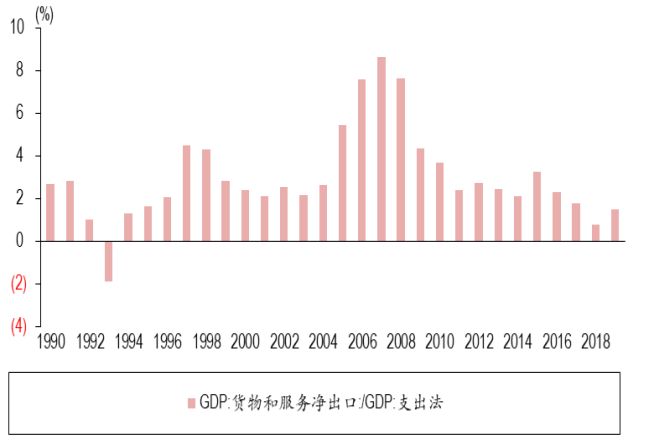
鉴于当前季度货物顺差已处于历史最高水平，服务逆差处于 2014 年以来的次低水平（2020 年二季度服务逆差为最低水平），未来这两个项目进一步改善的空间有限（见图表 4），故 2021 年我国经济稳增长的关键在于扩大内需，尤其是扩大国内消费需求。

图表 1. 经常项目差额及其与名义 GDP 之比



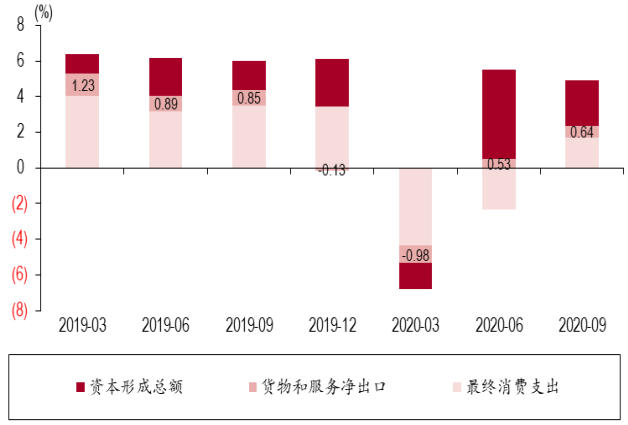
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 2. 货物和服务贸易差额在 GDP 中的占比情况



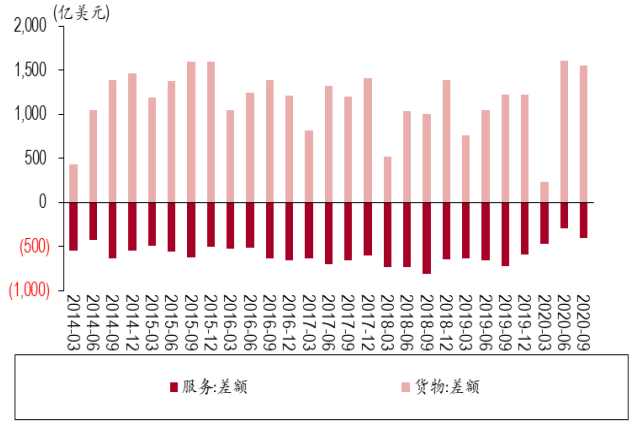
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 3. 三大需求对 GDP 当季同比的拉动



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 4. 季度货物和服务贸易差额变动情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

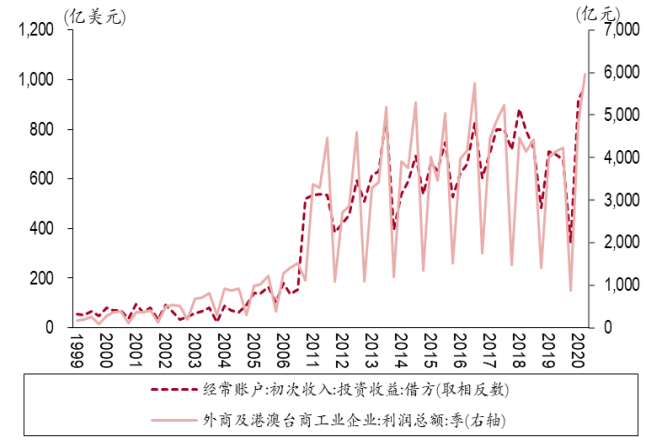
外商投资企业利润增长推动外来投资收益增加，中国依然是外商投资的热土

三季度，初次收入逆差 261 亿美元，同比增加 140 亿美元，对经常项目差额增加为负贡献 27%。初次收入主要包括雇员报酬和投资收益两项。三季度，投资收益逆差 268 亿美元，同比增加 137 亿美元，贡献了初次收入逆差增加额的 98%。这是因为外来投资收益增加额（271 亿美元）大于对外投资收益增加额（134 亿美元）。

外来投资收益增长与外商投资企业利润增加、外企利润再投资增加有关。从图表 5 可以看出，在经历了一季度的深度下挫后，外来投资收益和外商企业利润总额在二、三季度增长明显，三季度更是创季度数据新高。在全球疫情蔓延情况下，外商投资企业在华利润能够实现大幅增长，主要得益于中国公共卫生相对安全，经济恢复速度较快，市场前景相对确定。

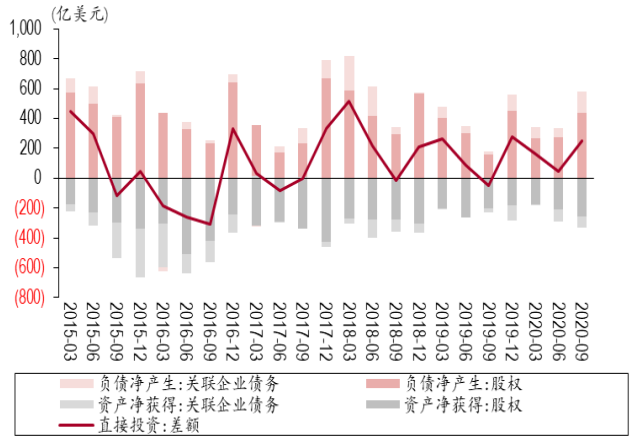
外来投资大幅增长推动直接投资顺差扩大。三季度，我国直接投资顺差 251 亿美元，同比增长 594%，增加 302 亿美元。其中，外来投资净流入增加 405 亿美元中，外来股权投资增加 275 亿美元[1]；对外投资净流出增加 103 亿美元中，对外股权投资增加 53 亿美元（见图表 6）。由于外来投资增幅大于对外投资，因此直接投资顺差出现明显增长。商务部数据显示，2020 年我国实际利用外资增速自 9 月份开始转正，前 11 个月累计增速为 4.08%，与同期全球外商直接投资出现两位数负增长形成鲜明对比。从现有数据来看，全球产业链重构的“去中国化”并未发生。

图表 5. 投资收益和外商企业利润



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，万得，中银证券

图表 6. 季度直接投资差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

[1] 外来投资收益中，有部分被外商投资企业用于利润再投资，在国际收支平衡表的经常项目下记为投资收益汇出（借方），在资本项目下记为外来直接投资股权投资流入增加（负债方）。

但使央行不干预，国际收支何来“双顺差”？国际收支统计质量改善，线上项目反映的跨境资本流动明显增多

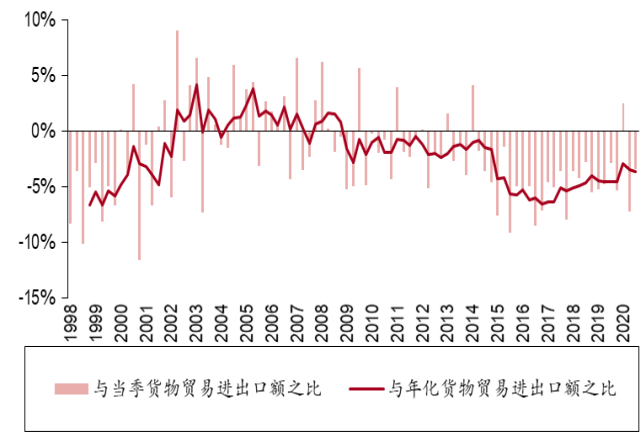
三季度，储备资产增加 93 亿美元，上年同期为减少 154 亿美元。同期，剔除估值影响后外汇储备资产增加 95 亿美元，上年同期为减少 160 亿美元；外汇储备余额增加 302 亿美元，汇率和资产价格重估的影响为正 208 亿美元。前三季度，剔除估值影响后外汇储备资产增加 25 亿美元，上年同期为减少 134 亿美元；外汇储备余额增加 346 亿美元；汇率和资产价格重估的影响为正 322 亿美元。

三季度，储备资产增加额仅相当于同期经常项目顺差额的 10%稍强，显示央行基本退出了外汇市场常态干预。在此背景下，同期资本项目（含净误差与遗漏）逆差 830 亿美元，同比增长 49%，增加 273 亿美元。资本流动方向与同期银行代客即远期结售汇（含期权）差额相对涉外外币收付款差额的偏离方向一致（负缺口为 285 亿美元），再次印证后者是国际收支口径的跨境资本流动方向的高频信号指标。

央行基本退出外汇市场常态干预后，国际收支必然是经常项目与资本项目互为镜像关系的自主平衡。资本净流入还是净流出，与经常项目收支状况有关，而与人民币汇率升贬值无关。三季度，人民币汇率中间价均值环比升值 2.4%，为 1995 年以来季度排名第 6，但由于经常项目顺差较大，当季仍为较大规模资本净流出，为 1998 年以来季度排名第 10。前三季度，经常项目顺差同比增长 67%，资本项目累计净流出 1653 亿美元，增长 45%。在新常态下，如果继续固守国际收支“双顺差”或者“双逆差”的旧思维，可谓失之毫厘谬以千里。

特别需要指出的是，三季度，净误差与遗漏差额占货物进出口额比重为-3.4%，绝对值环比回落 3.8 个百分点；年化净误差与遗漏差额占年化货物进出口额比重为-3.6%，绝对值环比微升 0.2 个百分点；二者均维持在±5%的合理标准以内（见图表 7）。这使得国际收支口径的资本项目，在线上项目反映的逆差为 412 亿美元，占到资本项目逆差的 49.6%；逆差同比增加 175 亿美元，贡献了资本项目逆差增加额的 64%。而上季度，资本项目逆差以及增加额的主要贡献项是净误差与遗漏负值，贡献率分别为 83.1%、98.6%（见图表 8）。

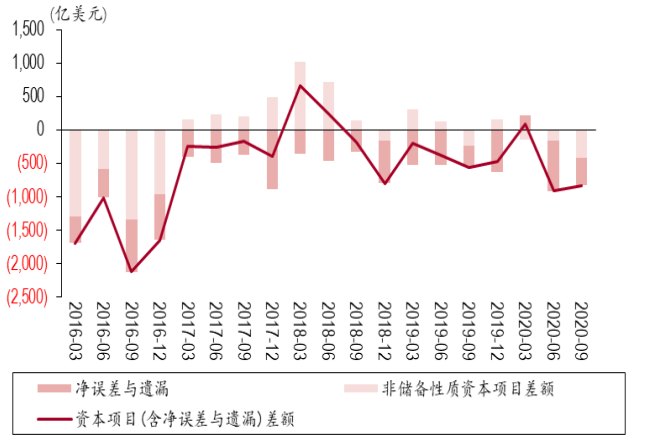
图表 7.净误差与遗漏/国际收支口径货物进出口额



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）与年化货物贸易进出口额之比=年化净误差与遗漏合计/年化货物贸易进出口额合计；（2）年化数据为往前 4 个季度滚动合计。

图表 8. 季度资本账户（含净误差与遗漏）差额及其构成



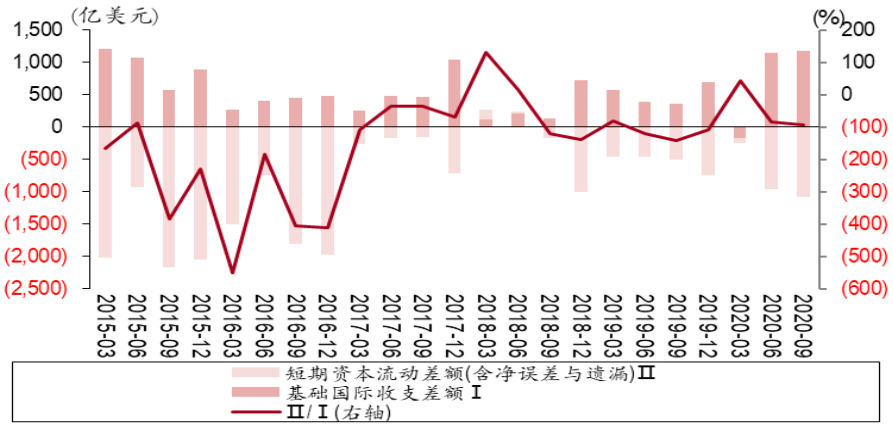
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：资本账户差额=非储备性质资本账户差额（线上项目）+净误差与遗漏差额（线下项目）。

此外，三季度，基础国际收支顺差 1173 亿美元，同比增加 822 亿美元，经常项目顺差增加、直接投资顺差增加分别贡献了 63%、37%。同期，短期资本（含净误差与遗漏）净流出 1080 亿美元，同比增加 577 亿美元，其他投资净流出、净误差与遗漏负值增加分别贡献了 122%、17%。当季，短期资本流动差额与基础国际收支差额之比为-92%，低于上年同期-143%的水平；前三季度，短期资本流动差额与基础国际收支差额之比为-98%，同样低于上年同期-110%的水平（见图表 9）。

同理，在央行基本退出外汇市场常态干预情形下，短期资本净流出变动也不反映汇率升贬值压力，而是作为基础国际收支差额的对冲项目。基础国际收支顺差越大，对应的必然是短期资本净流出增加。当然，这也说明，当前人民币汇率升值压力主要来源于基本面导致的基础国际收支顺差较大，不能简单用市场预期来解释。

图表 9. 中国季度短期资本流动与基础国际收支差额及二者之比



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：(1) 基础国际收支差额=经常账户差额+直接投资差额；(2) 短期资本流动差额=证券投资差额+金融衍生品交易差额+其他投资差额+净误差与遗漏。

外资增加中国资产配置与中国增加海外资产运用并不矛盾，其他投资项目是线上项目逆差扩大的主要贡献项，跨境股票投资为净流出、债券投资为净流入

从资金流向看，三季度，非储备性质的金融账户外来投资（负债方）净流入 1723 亿美元，同比增长 222%，季度顺差额仅次于 2018 年一季度的 1799 亿美元；对外投资（资产方）净流出 2135 亿美元，同比增长 177%，季度逆差额仅次于 2016 年三季度的 2289 亿美元（见图表 10）。在金融双向开放的背景下，我国资本项下已呈现较明显的大进大出的发展态势。从交易品种看，三季度，其他投资逆差 1079 亿美元，是同期资本项目逆差的主要来源；证券投资和直接投资分别顺差 439 亿和 251 亿美元，对资本项目逆差为负贡献（见图表 11）。

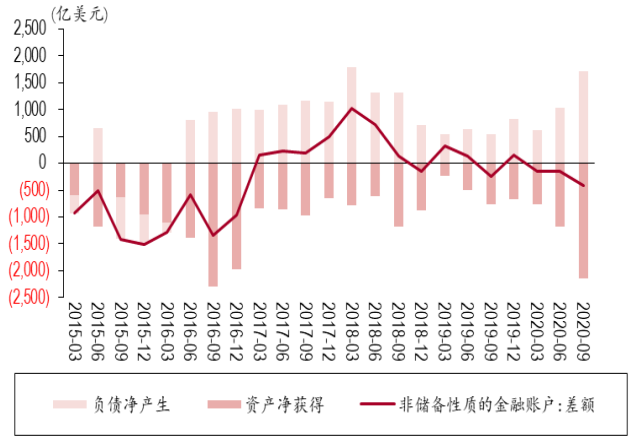
三季度，资本账户中的其他投资逆差同比增加 705 亿美元，对线上项目逆差扩大为正贡献 404%，对资本项目逆差扩大为正贡献 258%。当季，其他投资逆差扩大是因为对外投资增加额（1124 亿美元）大于外来投资增加额（420 亿美元），货币和存款、贷款又各贡献了对外投资增加额的 50%（见图表 12）。

在低买高卖的汇率杠杆调节作用正常发挥的情况下，人民币汇率升值、企业结汇意愿减弱而增加的外汇存款，有可能成为银行部门的对外资金运用。银行外汇信贷收支数据显示，三季度，境内外汇存款新增 386 亿美元，贡献了同期银行外汇资金来源新增额的 62%；境外外汇贷款新增 400 亿美元，贡献了同期外汇资金运用新增额的 65%（见图表 13）。

此外，进出口顺差不等于贸易收付款顺差。2020 年前 11 个月，海关进出口顺差 4599 亿美元，同比增长 23%；可比口径的银行代客货物贸易涉外收付款顺差 1549 亿美元，减少 8%；贸易收付款顺差低于海关进出口顺差 3050 亿美元，增长 49%。进一步分析，同期，企业出口少收款（货物贸易涉外收入与海关统计出口之间的差额）2549 亿美元，贡献了前述缺口的 84%（进口多付款贡献了剩余的 16%）。出口少收款中，有正常的不收款，如易货贸易、来料加工仅收取加工费等，也有出口后尚未收到的款项（包括成为坏账的）。后者在国际收支平衡表中，或反映为贸易信贷的资产增加，或反映为境外存款增加，或反映在净误差与遗漏负值中。三季度，货物贸易涉外收款顺差较海关进出口顺差少 1026 亿美元，其中出口少收款 1120 亿美元（见图表 14），部分反映为当季贸易信贷资产净流出 312 亿美元。

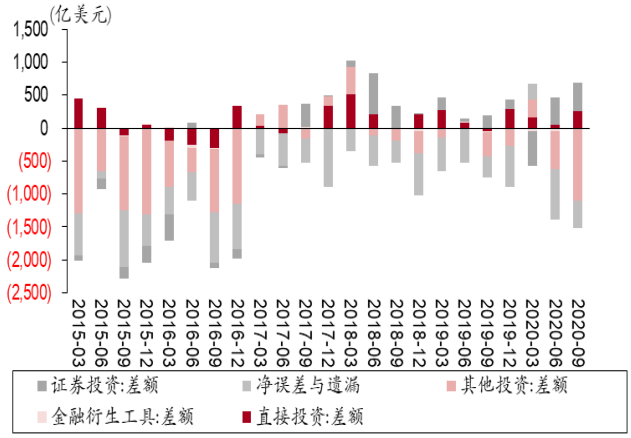
债券投资继续净流入、股权投资转为净流出。三季度，我国证券投资顺差 439 亿美元，同比增长 120%，增加 239 亿美元。从资金流向看，外来投资净流入（负债方）增加 354 亿美元，对外投资净流出（资产方）增加 115 亿美元。从交易品种看，债券投资净流入 684 亿美元，上年同期净流入 164 亿美元，同比增加 520 亿美元；股权投资净流出 245 亿美元，上年同期净流入 36 亿美元，同比增加 281 亿美元（见图表 15）。

图表 10. 非储备性质的金融账户差额及其构成



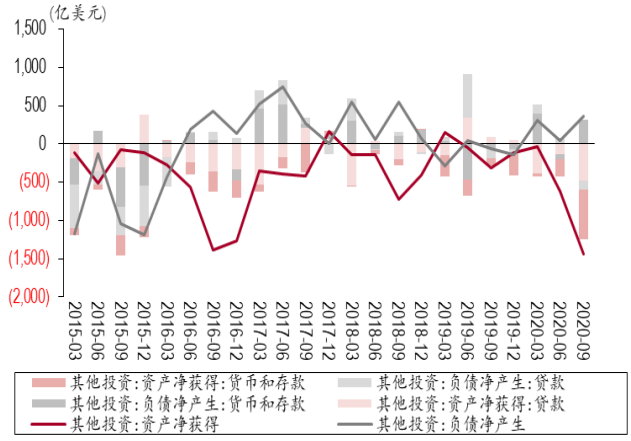
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 11. 季度资本项目主要构成



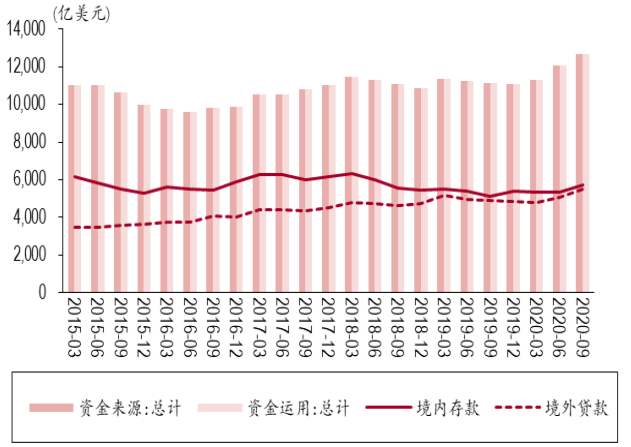
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 12. 季度其他投资差额及其主要构成



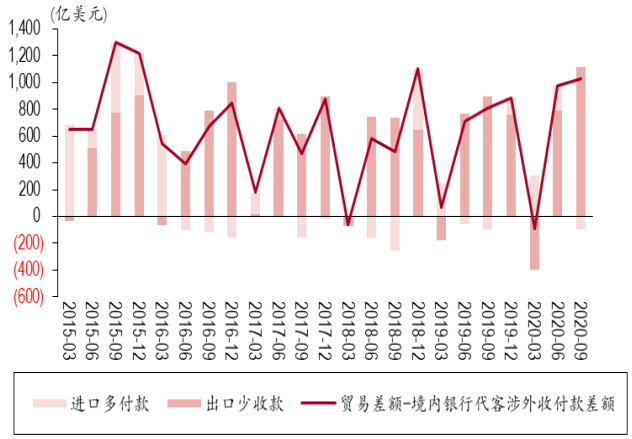
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 13. 存款类金融机构外汇资金来源和运用



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

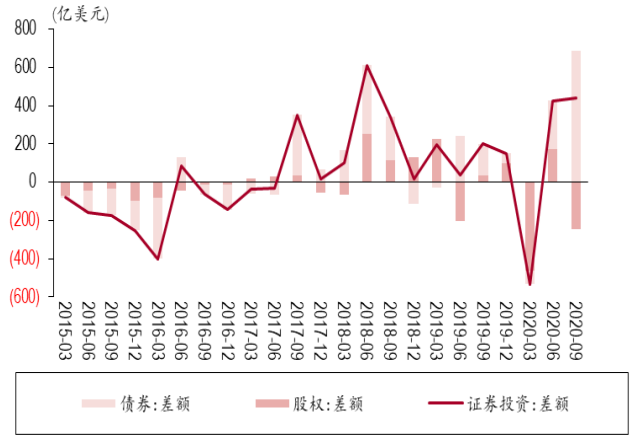
图表 14. 海关口径的货物贸易差额与涉外收付款差额



资料来源：海关总署，国家外汇管理局，万得，中银证券

注：贸易差额-境内银行代客涉外收付款差额=贸易差额(海关口径)-境内银行代客涉外收付款差额:货物贸易(海关统计)；出口少收款=出口金额(海关口径)-境内银行代客涉外收入:货物贸易(海关统计)；进口多付款=境内银行代客涉外支出:货物贸易(海关统计)-进口金额(海关口径)。

图表 15. 季度证券投资差额及其构成

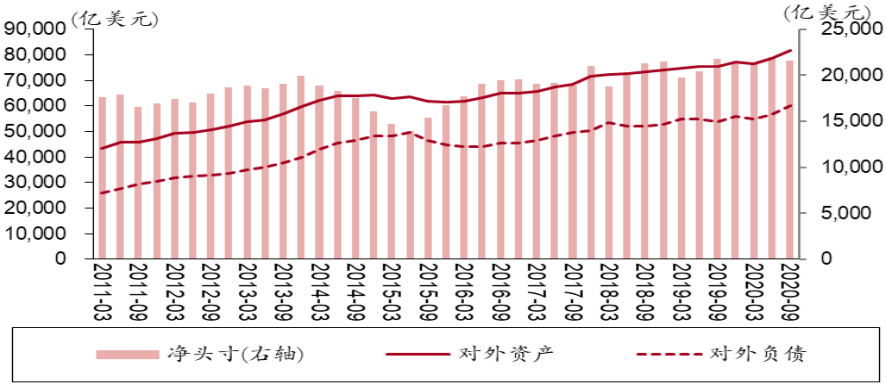


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

对外资产和负债双增加，对外净头寸略有减少，主要源自人民币升值的估值效应

截至三季度末，我国对外金融资产 81666 亿美元，较二季度末增加 3064 亿美元；对外金融负债 60128 亿美元，增加 3523 亿美元；净头寸为对外净资产（或净债权）21538 亿美元，减少 458 亿美元（见图表 16）。

图表 16. 季末对外金融资产负债状况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

结合三季度国际收支平衡表，进一步分析对外金融资产负债变动的结构。从图表 17 可以看出，三季度在金融账户（含储备资产变动）净流出 504 亿美元的情况下，对外净头寸减少 458 亿美元，主要是汇率变动及资产价格重估、统计调整等非交易因素引起的变动贡献了 210%，交易引起的变动负贡献 110%。之所以如此，主要是非交易引起的对外资产和负债分别增加 836 亿和 1799 亿美元，但对外负债增幅大于资产。

值得指出的是，人民币升值对本币外债的影响不容忽视。因为三季度人民币汇率中间价升值 4.0%，这意味着所有以人民币计价的对外负债均会增加。其中，估计直接投资的股权投资项下由此形成的汇兑收益约为 1093 亿美元，本币外债由此形成的汇兑收益约为 336 亿美元，二者合计贡献了非交易引起的对外负债增加额的近 80%[2]。

[2] 将国际投资头寸表中负债项下的直接投资（股权）在 Q2 和 Q3 的均值乘以人民币中间价升值幅度得

图表 17. 三季度对外金融资产负债变动的构成（单位：亿美元）

	2020 年 6 月末	2020 年 9 月末	期间余额变动	交易引起的变动	非交易引起的变动
净头寸	21997	21538	(458)	504	(963)
资产	78602	81666	3064	2228	836
1.直接投资	21247	21643	396	330	66
2.证券投资	7006	7728	721	357	365
3.金融衍生工具	99	144	45	13	31
4.其他投资	17817	19340	1523	1435	89
5.储备资产	32433	32812	379	93	286
其中：外汇储备	31123	31426	302	95	208
负债	56605	60128	3523	1723	1799
1.直接投资	29472	31068	1596	581	1015
2.证券投资	13783	15069	1286	796	491
3.金融衍生工具	107	113	7	(10)	16
4.其他投资	13244	13878	634	356	278

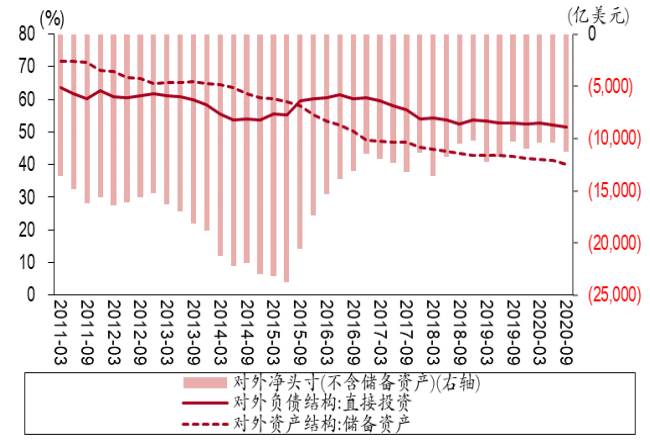
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

对外投资回报、利用外资成本小幅上升

我国是对外净债权国，但剔除储备资产后的对外净头寸为负。截至三季度末，对外净负债 11274 亿美元，较二季度末增加 837 亿美元（见图表 18）。从年化的对外投资回报和利用外资成本看，对外投资回报率为 2.6%，环比微升 0.1 个百分点，较 2011 年末回落了 0.2 个百分点；利用外资成本率为 5.1%，环比上升 0.3 个百分点，较 2011 年末回落了 2.4 个百分点；二者差距环比扩大 0.2 个百分点，但较 2011 年末缩小 2.2 个百分点（见图表 19）。

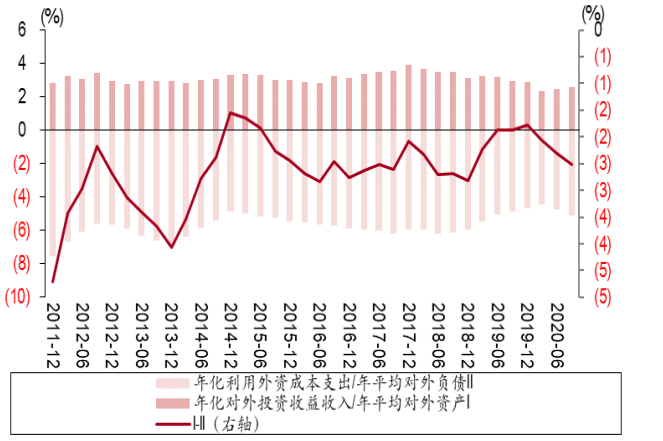
利用外资成本率较 2011 年下降明显，反映了近年来利用外资更加多元化的结果：高成本的外商直接投资在对外负债中的占比较 2011 年出现明显回落（见图表 18）。而同期，收益率较低的储备资产在对外资产中的占比回落幅度更大（见图表 18），但对外投资回报率并未显著上升，反倒小幅回落（见图表 19），这主要反映了全球债券收益率下滑的影响。

图表 18. 季末对外金融资产负债构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 19. 年化对外投资收益和利用外资成本比较



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

出 1093 亿美元；将本币外债头寸在 Q2 和 Q3 的均值乘以人民币中间价升值幅度得出 336 亿美元。

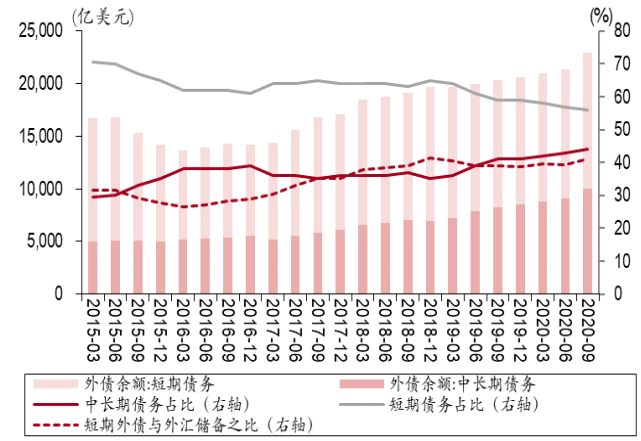
外债风险依然可控，以非储备性质的对外净头寸衡量的货币错配敞口小幅变动

截至 2020 年第三季度末，我国有契约偿还义务的狭义外债余额 22944 亿美元，环比增加 1620 亿美元。

从期限结构来看，中长期外债、短期外债分别环比增加 898 亿美元、722 亿美元，贡献了同期外债余额增幅的 55%、45%；短期外债余额占比为 56%，环比回落了 1 个百分点，较 2015 年初回落了 13 个百分点，表明外债期限结构的稳定性进一步增强（见图表 20）。短期外债余额与外汇储备之比为 41%，环比上升了 2 个百分点，较 2015 年初回升了 25 个百分点，显示外汇储备的短债偿付能力进一步提高（见图表 20）。

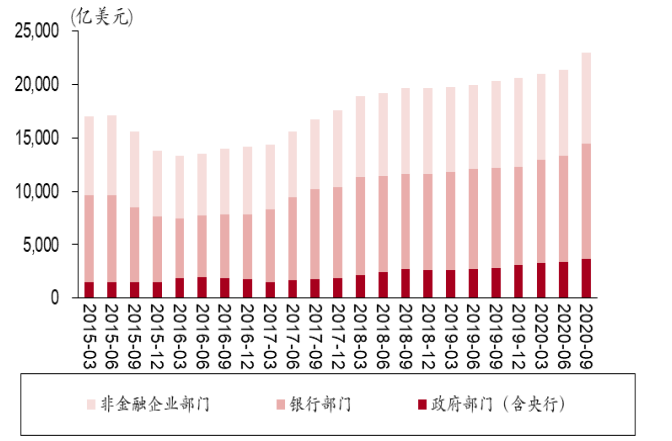
从部门构成看，政府部门（含央行）外债余额环比增加了 322 亿美元，银行部门增加了 845 亿美元，非金融企业部门增加了 453 亿美元，对于同期外债余额增加额分别为正贡献 20%、52%和 28%（见图表 21）。

图表 20. 季末外债余额期限构成及短债储备比



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 21. 季末外债余额部门构成



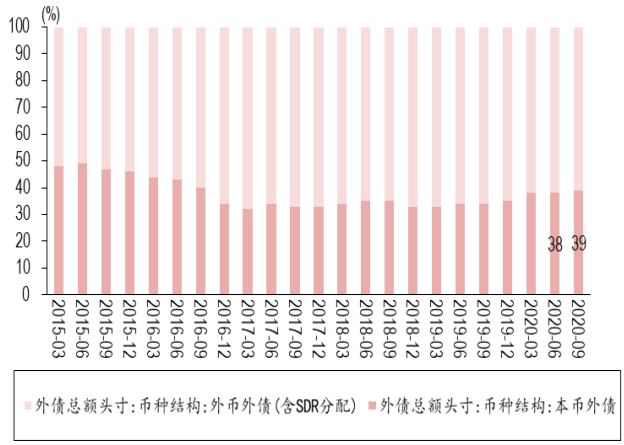
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

从币种结构来看，三季度末本币外债占比为 39%，环比上升 1 个百分点（见图表 22）。如前所述，三季度人民币汇率升值会增加美元计价的外债规模：人民币计价、美元计价的外债总额头寸分别环比增长了 3.5%、7.6%（见图表 23）。

据测算，因人民币汇率升值效应，增加美元计价的外债规模 336 亿美元，贡献了同期外债余额增加的 21%3。需要指出的是，本币外债对国内主体而言，不存在货币错配问题，没有汇率风险，但是对于持有人民币资产、外币负债的外国投资者而言仍然存在汇率风险。特别是由于境外投资者持有的人民币债券可以在二级市场随时变现，这部分外资持有的债券也构成了实质上的短期外债，而不能沿用传统的剩余期限的外债期限划分方法。

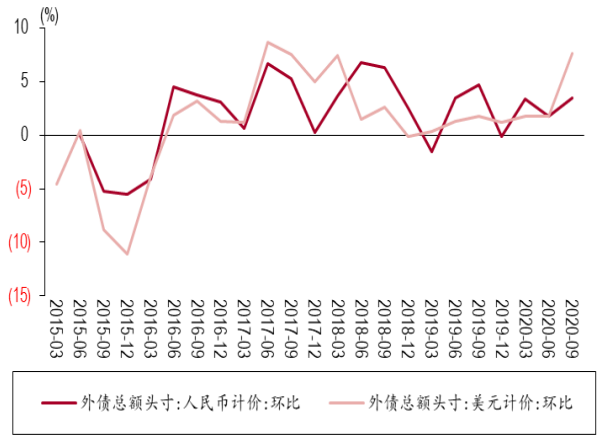
[3] 将“外债总额头寸:美元计价:本币外债”在 Q2 和 Q3 的均值乘以人民币中间价升值幅度得出 336 亿美元，除以“外债总额头寸:美元计价”在 Q3 的增加额得出 21%。

图表 22. 外债头寸币种结构



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

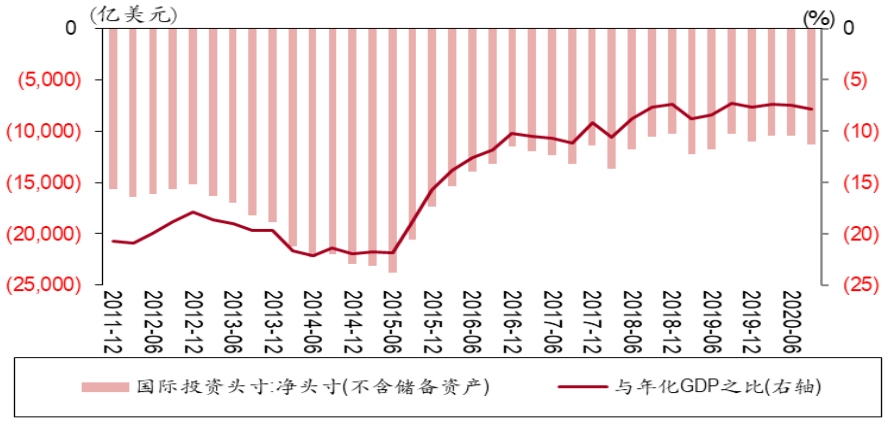
图表 23. 人民币计价、美元计价的外债头寸环比变化



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

三季度，不含储备资产的净头寸为对外净负债，余额为 11274 亿美元，环比增加 837 亿美元；与年化名义 GDP 之比为 8%，环比上升 0.5 个百分点；对外净负债余额及占比环比增加，也受到了人民币汇率升值的影响。相较于 2015 年二季度，当季对外净负债余额减少 12468 亿美元，下降了 53%；与年化名义 GDP 之比为 8%，回落了 14 个百分点（见图表 24）。这显示“8.11”汇改以来，经历了 2015 年和 2016 年较为集中的债务偿还和藏汇于民的进程后，民间部门的货币错配大幅改善。这是 2019 年 8 月份人民币汇率破 7 之后，市场对于汇率双向波动的适应性和容忍度增强的重要原因之一。

图表 24. 季末非储备对外净头寸及其与年化名义 GDP 之比



资料来源：国家外汇管理局，国家统计局，万得，中银证券

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