

货币金融条件指数

一个本外币政策协调的新思路

人民币汇率的市场化波动幅度加大，带来本外币政策协调新调整，我国可以借鉴海外经验，通过编制适合我国的货币金融条件指数，进一步完善货币政策框架。

- **人民币汇率升值的老问题、新挑战。**在基本面支撑下，人民币汇率自 6 月以来持续升值，市场担忧货币政策收紧。但自 2018 年人民币汇率由单边下跌转入双向波动以来，不论人民币升值还是贬值，有关部门除了调整宏观审慎政策外，均没有引入新的资本外汇管制措施。灵活汇率机制下，我国本外币政策协调需要有新的思路，国际上常用的包含汇率变量的货币金融条件指数可资借鉴。
- **国际上编制和应用货币金融条件指数的经验。**把汇率和利率纳入货币条件指数或者金融条件指数，这种货币政策操作方式最早的践行者是加拿大央行。后来，在货币条件指数基础上，各国开始构建更广泛的金融条件指数。国际上，金融条件指数有三个口径：一个是窄口径，只含有利率和汇率两种变量；另一个是中口径，是在利率、汇率的基础上进一步包括了房地产和股票价格；再有一个是宽口径，将货币和信贷因素在货币政策传导过程中的重要性充分考虑在内，在中口径基础上加入了货币供应量和信贷两种变量的综合指数。金融条件指数被主要央行广泛采用，包括美联储、欧央行、英国央行和加拿大央行等。
- **中国在编制和应用金融条件指数方面的研究和实践基础。**在金融条件指数编制方面，首先要考虑选取何类变量，再者需要计算各变量所占权重。在金融条件指数应用方面，研究表明 FCI 对 CPI 和 GDP 均有较好的预测能力。我国在货币金融条件指数的编制方面也有一些实践，如根据第一财经研究院编制发布的中国金融条件指数显示，六月份以来金融条件指数上行，显示经济整体货币金融条件较四五月份有所收紧。
- **主要结论和建议。**第一，通过构建货币金融条件指数，将汇率纳入货币政策框架是国际常用的做法。货币政策根据该指数变动做出调整，并不是把具体汇率水平作为干预目标，而是为了整个国内经济金融稳定的需要。第二，当前中国一再强调稳健的货币政策要更加灵活适度，保持市场流动性合理充裕，但随着汇率灵活性增加，是否应将汇率变动对市场流动性的影响纳入央行货币政策框架值得探讨。如果付诸实施，这将成为本外币政策协调的一种新思路。第三，对中国来说，将货币金融条件指数纳入货币政策框架，要综合考虑客观条件和自身需要、适合我国的指数构建、以及恰当使用方式。第四，货币金融条件变化对非银行部门究竟产生什么样的综合影响需要结合中国国情认真加以研究，要防止产生误判。

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

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

目录

引言 4

一、人民币汇率升值的老问题、新挑战 5

二、国际上编制和应用货币金融条件指数的经验 8

三、中国在编制和应用金融条件指数方面的研究和实践基础 10

四、主要结论与建议 12

图表目录

图表 1. 国际货币基金组织公布的八种储备货币汇率最大振幅（单位：%）.....5
图表 2. 2019 年初以来美元指数和欧元兑美元汇率走势.....5
图表 3. 2020 年人民币兑美元汇率走势（单位：人民币/美元）.....6
图表 4. 2015 年汇改之后我国外汇宏观审慎政策的调整.....6
图表 5. 美国金融状况指数与美联储基准利率的变化（单位：%）.....8
图表 6. 中国金融状况指数变化趋势（单位：%）.....11

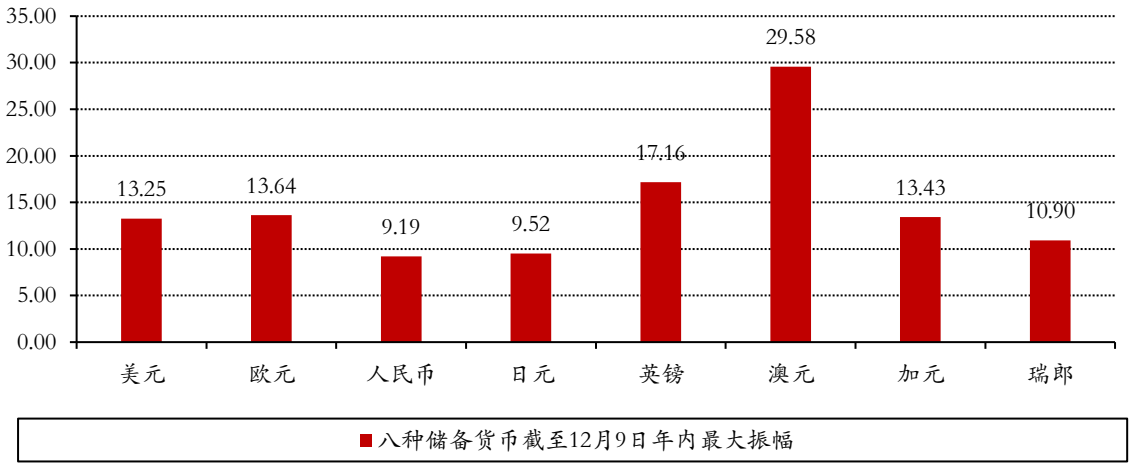
引言

2020 年突如其来的新冠疫情打断了全球经济稳定增长的步伐。我国受益于精准有效的疫情防控政策和灵活前瞻的稳增长经济政策，领先全球从新冠疫情冲击中恢复，第二三季度连续同比正增长，并于第三季度成功实现了 GDP 累计同比增速转正，全年大概率将实现经济正增长，成为全球全年唯一实现正增长的主要经济体。在基本面支撑下，人民币汇率自 6 月以来持续升值，引发了市场担忧。

一、人民币汇率升值的老问题、新挑战

2020 年为了应对公共卫生危机，全球央行货币政策大放水，带来另一个问题就是对各国货币竞争性贬值的担忧。欧美日等主要央行的货币政策措施包括零利率、负利率、量宽甚至无限量宽，由此导致了主要货币之间汇率剧烈波动（见图表 1）。

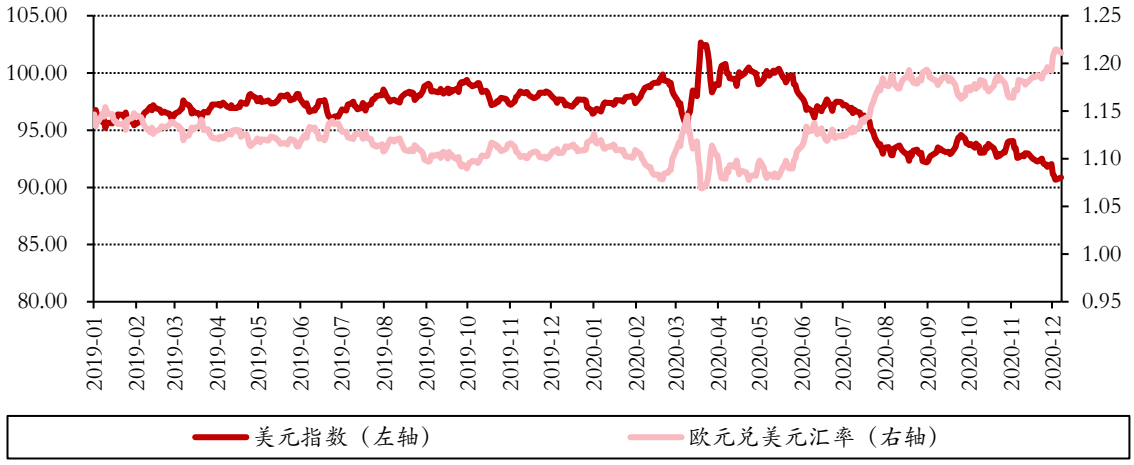
图表 1. 国际货币基金组织公布的八种储备货币汇率最大振幅（单位：%）



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

3 月底之前，由于全球金融大动荡，市场恐慌情绪升温，推动美元指数飙升。3 月底之后，随着风险资产反弹，全球恐慌情绪消退，美元指数回落，较多非美货币对美元出现一定程度的升值。外汇市场的剧烈震荡引发了央行关注，如欧洲央行在 9 月份召开货币政策会议的时候讨论过欧元兑美元升值带来的影响（见图表 2）。

图表 2. 2019 年初以来美元指数和欧元兑美元汇率走势

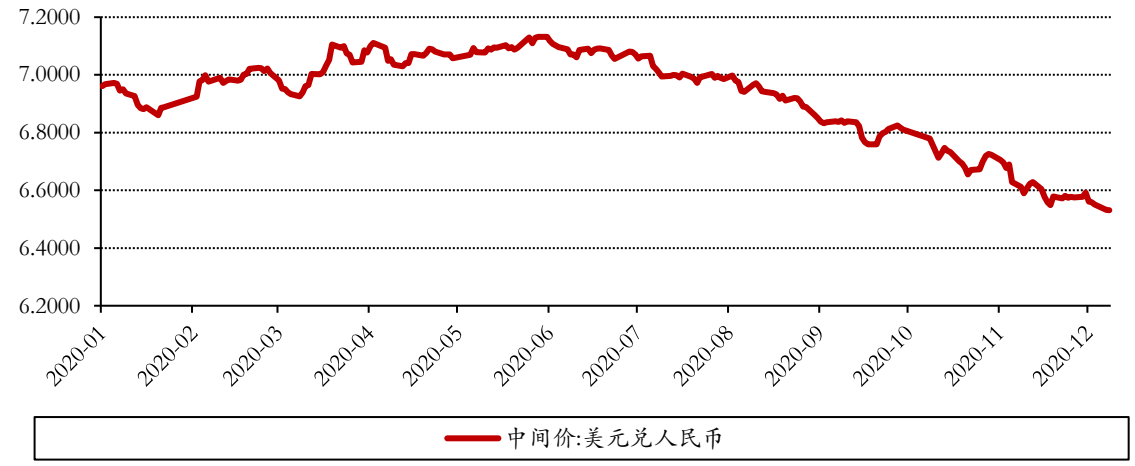


资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

欧洲央行 9 月 10 日结束货币政策会议后宣布，维持当前宽松货币政策不变。在会后举行的记者会上，欧洲央行行长拉加德表示：“我们的目标不是汇率。我们的任务是保持价格稳定，显然，欧元升值对价格造成了负面压力，我们必须仔细监控这一问题。理事会确实对此进行了广泛讨论。”

2020 年，人民币汇率先抑后扬，6 月份以来开始振荡升值，到 11 月底人民币汇率较 5 月底累计升了将近 9%，12 月份进一步加速升值，年初以来累计升幅已超过 6%（见图表 3）。

图表 3. 2020 年人民币兑美元汇率走势（单位：人民币/美元）



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

值得一提的是，自 2018 年人民币汇率由单边下跌转入双向波动以来，不论人民币升值还是贬值，有关部门除了调整宏观审慎政策外，均没有引入新的资本外汇管制措施（见图表 4），保持了央行货币政策的独立性。如 2018 年中国遭遇国内经济下行与对外经贸摩擦，人民币兑美元汇率再度跌到 7 比 1 附近。然而，中国央行迎着美联储四次加息并缩表的压力四次降准，引导市场利率走低，中美国债收益率基差由年初 100 个基点左右收敛至年尾的三四十个基点。事实证明，汇率市场化程度提高确有助于降低对资本外汇管制手段的依赖，有助于提高货币政策独立性。

图表 4. 2015 年汇改之后我国外汇宏观审慎政策的调整

时间	货币政策调整
2015 年 10 月 15 日	对远期购汇征收 20%的外汇风险准备金
2017 年 5 月 26 日	在中间价报价机制中引入逆周期因子
2017 年 9 月 11 日	将外汇准备金降至 0
2018 年 1 月 9 日	将逆周期因子暂停使用
2018 年 8 月 6 日	将外汇风险准备金率重新提高到 20%
2018 年 8 月 25 日	重启逆周期因子
2020 年 10 月 12 日	将远期购汇的外汇准备金率降至 0
2020 年 10 月 27 日	将中间价报价机制中的逆周期因子淡出使用

资料来源：外管局，中银证券

日前召开的十九届五中全会审议通过的“十四五”规划建议稿，没有提及汇率市场化改革。这并不意味着汇率市场化改革的停滞，而是对央行基本退出外汇市场常态干预、汇率化市场改革取得决定性成果的肯定。尽管第三季度央行货币政策执行报告中仍然讲“要坚持以市场供求为基础，有管理的浮动汇率制度”，但日前将中间价报价机制中的“逆周期因子”淡出使用后，显示央行对于汇率波动的容忍度进一步提高。这不是要干预具体汇率水平，而是表明了要让市场在汇率形成中发挥更大作用的政策立场。最近，市场评论人民币汇率已进入“类自由浮动时代”。

最优汇率选择的国际共识是，没有一种汇率选择适合所有国家以及一个国家所有时期。其背后隐含的政策逻辑是，任何汇率选择都是有利有弊的。上次人民币升值时期，本外币政策协调机制是，央行通过增加外汇储备阻止汇率过快升值，然后通过发行央票或提高法定存款准备金率的方式对冲操作，回收外汇占款增加造成的流动性过剩，以防范通货膨胀、信贷膨胀和资产泡沫风险。

而在央行退出外汇市场常态干预，汇率由市场决定后，最大的问题是容易出现汇率超调。

1980 年代上半期，美国就遭遇了一次典型的美元泡沫。当时，美联储主席沃尔克采取高利率政策反通胀，结果高利率造成了强美元，强美元让美国财政赤字、贸易赤字飙升。这是 1985 年 9 月份西方五国签署广场协议，联合干预日元和德国马克对美元升值，让美元贬值的直接诱因。

这次人民币升值背后也有类似的隐忧。美联储在今年 8 月底调整了货币政策框架，引入了平均通胀目标制，向市场表态，未来如果经济反弹，也将容忍通胀温和上升可以阶段性地超过长期目标水平，借此释放美联储将在更长时间内维持低利率的信号。10 月 6 日，美联储主席鲍威尔公开表示，政策上做多的风险比做少的风险要小，即便最终证明货币政策做多了，也只不过是让经济复苏更强劲更快速。相较之下，中国央行表态略微偏鹰派，较早提出要关注货币刺激的后遗症，研究宽松货币政策的退出问题，尽可能长时间实施正常的货币政策。加之 5 月底以来，中国央行疫情应对的超级宽松政策措施自然到期退出，市场利率大幅回升，在一定程度上给市场造成了紧缩的预期。这也是当前推动人民币汇率较快升值的一个重要因素。

灵活汇率机制下，我国本外币政策协调需要有新的思路，国际上常用的包含汇率变量的货币金融条件指数可资借鉴。

二、国际上编制和应用货币金融条件指数的经验

1970 年代布雷顿森林体系解体，国际货币体系由固定汇率走入固定与浮动汇率并行的无体系时代后，在实行灵活汇率机制的经济体中，货币政策通常善意忽视汇率波动，而只有当汇率升贬值通过汇率的价格传递效应（pass-through effect）影响本地通胀走势后才会做出政策响应。有鉴于此，上世纪末亚洲金融危机暴发后，亚洲危机国家货币大幅贬值，当时国际货币基金组织为防止货币大幅贬值刺激当地通胀，建议危机国家采取了紧缩的货币政策。这是汇率市场化情形下的一种本外币政策协调方式。

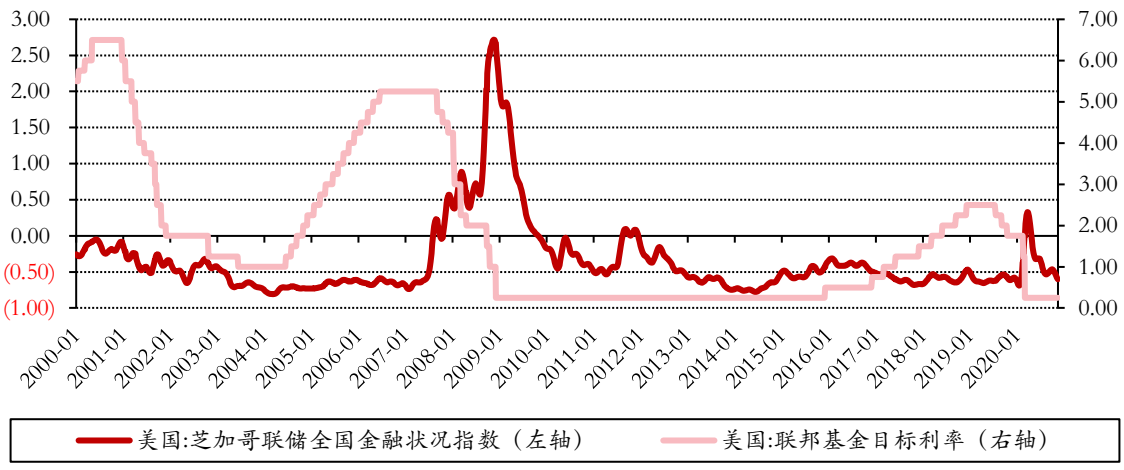
还有一种方式是，把汇率和利率纳入货币条件指数或者金融条件指数，这种货币政策操作方式最早的践行者是加拿大央行。作为应对汇率冲击的工具，加拿大央行于 1994 年建立了货币条件指数（MCI，monetary condition index）。后来，芬兰银行、瑞士央行也在本国货币条件指数的基础上构建金融条件指数。

在货币条件指数诞生之初，加拿大央行想通过长期均衡的利率和汇率水平推算得到均衡指数，但在实操中，特别是受到未预期到的经济冲击情况下，往往难以精确的估计到长期均衡的利率与汇率水平。因此，在后期运用中，更多的机构将其作为信号指示器：一是该指标可以表明当前的金融情况从而对当前的政策执行情况进行评价；二是包含货币政策未来发展目标的动态信息，进而成为宏观经济的领先指标。

再后来，在货币条件指数基础上，各国开始构建更广泛的金融条件指数（FCI，financial condition index），除了利率和汇率指标，还把其他的指标涵盖在金融条件指数里。国际上，金融条件指数有三个口径：一个是窄口径，只含有利率和汇率两种变量的衡量、预测货币政策执行效果的综合指数，其中利率和汇率部分又由很多子变量构成。另一个是中口径，是在利率、汇率的基础上进一步包括了房地产和股票价格，其中每部分变量又包含很多与之密切相关的子变量。再有一个是宽口径，将货币和信贷因素在货币政策传导过程中的重要性充分考虑在内，在中口径基础上加入了货币供应量和信贷两种变量的综合指数。

金融条件指数被主要央行广泛采用。例如，2013 年 6 月份美联储议息会议的会议纪要显示，在债券市场收益率受量化宽松退出预期影响快速上行的背景下，美联储参考包括金融条件指数在内的一系列中介观察指标，认为这些变化仍然是温和的、形势是可控的，为保持货币政策稳定提供了依据。目前，美国芝加哥、圣路易斯和堪塔斯联邦储备银行还在常态化地发布金融条件指数（见图表 5）。

图表 5. 美国金融状况指数与美联储基准利率的变化（单位：%）



资料来源：美联储，芝加哥联邦储备银行，万得，中银证券

再如，欧央行直接引用金融条件指数用于分析整体金融环境，并用于前瞻性的分析金融条件指数中隐含的未来金融环境的变化趋势。借助金融条件指数的前瞻性，欧央行可以判断当前货币政策对非金融企业融资成本变化的影响程度，同时决定是否进一步调整货币政策。

还如，英国央行的货币政策报告中，不仅用金融条件指数跟踪观察全球金融环境的变化，还编制 MFCI 等指数跟踪观测国内经济金融形势变化。而最早应用货币条件指数的加拿大央行，有时候还专栏分析金融条件指数的变化。如在 2009 年 7 月份的货币政策报告专栏中，加拿大央行指出，2009 年 4 月份以来国内金融条件指数明显改善，主要反映了在超低政策利率环境下，较好抵消了公司债利差扩大和信贷条件收紧的影响。

三、中国在编制和应用金融条件指数方面的研究和实践基础

在金融条件指数编制方面，首先要考虑选取何类变量。王玉宝（2003）[1]选取构建 FCI 的变量就是利率、汇率、股价、房价；封北麟和王贵民（2006）[2]将货币供应量同之前的四个指标一起加入我国 FCI 构建中，发现纳入货币供应量后的 FCI 预测 CPI 的能力有所提高；李刚和李放（2012）[3]认为信贷对我国经济影响巨大，因此使用实际信贷规模缺口、实际利率、实际汇率 1998Q1-2011Q3 总计 55 季度的数据来构建 MCI；徐国祥和郑雯（2013）[4]将社会融资规模这一中国特色指标作为信贷指标纳入我国 FCI 的构建；江春和杨睿（2014）[5]拓展了 FCI 的内涵，在传统 4 个变量的基础上将货币供应量、金融机构贷款总额、外汇储备 3 个变量引入金融稳定状况指数的构建。

在变量多元化方面，邓创和徐曼（2014）[6]利用主成分分析法和 26 个变量构建了我国 FCI，并在此基础上分析了我国金融周期波动的时变性和非对称性；许涤龙、刘妍琼和郭尧琦（2014）[7]运用 FAVAR 模型将我国 69 个金融变量（利率类、汇率类、房价类、股价类）纳入 FCI 的构建，并检验 FCI 对 CPI 的预测能力。

在确定入选 FCI 的变量后，需要计算各变量所占权重。早期的研究采用静态权重的较多，2010 年之后国内金融状况指数的动态权重研究增多。余辉和余剑（2013）[8]运用时变状态参数空间模型计算了各变量的动态权重，得到各变量动态权重图，发现利率和汇率在我国 FCI 中的权重变化较小，认为是管理体制等因素造成的；易晓溦、陈守东和刘洋（2014）[9]将运用高维贝叶斯动态因子模型构建的动态权重 FCI 与封思贤等（2012）[10]构建的静态权重 FCI 进行比较，发现动态权重 FCI 对 CPI 预测效果会更好；栾惠德和侯晓霞（2015）[11]运用混频数据动态因子模型构建了我国动态权重 FCI，实证结果表明动态权重 FCI 的时效性大大增强；屈军和朱国华（2016）[12]运用 TVP-FAVAR 模型构建了时变的 FCI，并且该 FCI 纳入了 6 大类 52 个变量指标（利率指标、汇率指标、资产价格指标、货币供应量指标、商品期货价格指数、宏观经济变量），实证结果表明该 FCI 的预测能力体现在中期。

在金融条件指数应用方面，王玉宝（2003）认为 FCI 和未来通货膨胀的相关程度很高，又认为将 FCI 作为通货膨胀的预测指标比较勉强，但可以作为辅助性指标；陆军和梁静瑜（2007）[13]利用构建的 FCI 与 GDP 增长趋势相比较发现，两者变动趋势较一致，但在某些阶段会出现明显背离，同时再次验证了 FCI 可以预测 CPI；李成、王彬和马文涛（2010）[14]研究发现我国 FCI 分别同滞后 8 个月的 CPI、滞后 6 个月的实际 GDP 增长率相关性最大，并利用 GARCH-BEKK 模型研究了 FCI、通货膨胀、实际经济增长三者之间的溢出效应，FCI 与后两者间均存在双向波动溢出效应；刁节文和容玲（2012）[15]同时构建 FCI 和 MCI 指数，将两者对 CPI 的预测能力进行比较，实证结果表明 FCI 的先行性比 MCI 的更好；李正辉和郑玉航（2015）[16]采用三区制马尔可夫模型研究 FCI 本身的性质，得出 FCI 具有动态性和非对称性，并将 FCI 作为金融发展状况的代表指标，发现 FCI 对经济增长的作用能力在逐步增加。

---

[1] *王玉宝.资产价格的政策信息作用与 FCI 指数[J].金融教学与研究,2003(6):5-6.*

[2] *封北麟,王贵民.金融状况指数 FCI 与货币政策反应函数经验研究[J].财经研究,2006,32(12):53-64.*

[3] *李刚,李放.中国货币条件指数的构建及与经济增长的实证分析[J].农村金融研究,2012(2):30-36.*

[4] *徐国祥,郑雯.中国金融状况指数的构建及预测能力研究[J].统计研究,2013,30(8):17-24.*

[5] *江春,杨睿.中国金融状况指数的重建[J].经济问题,2014(8):48-53.*

[6] *邓创,徐曼.中国的金融周期波动及其宏观经济效应的时变特征研究[J].数量经济技术经济研究,2014(9):75-91.*

[7] *许涤龙,刘妍琼,郭尧琦,等.金融状况指数的 FAVAR 模型构建及效用检验[J].中南大学学报社会科学版,2014(4):17-22.*

[8] *余辉,余剑.我国金融状况指数构建及其对货币政策传导效应的启示--基于时变参数状态空间模型的研究[J].金融研究,2013(4):85-98.*

[9] *易晓溦,陈守东,刘洋.中国金融状况指数构建及货币市场稳定性研究[J].上海经济研究,(2014(8).*

[10] *封思贤,蒋伏心,谢启超,等.金融状况指数预测通胀趋势的机理与实证--基于中国 1999-2011 年月度数据的分析[J].中国工业经济,2012(4):18-30.*

[11] *栾惠德,侯晓霞.中国实时金融状况指数的构建[J].数量经济技术经济研究,2015(4):137-148.*

[12] *屈军,朱国华.动态金融状况指数构建与应用研究[J].商业研究,2016,62(1):101-107.*

[13] *陆军,梁静瑜.中国金融状况指数的构建[J].世界经济,2007,30(4):13-24.*

[14] *李成,王彬,马文涛.我国金融形势指数的构建及其与宏观经济的关联性研究[J].财贸经济,2010(3):20-26.*

[15] *刁节文,容玲.基于 MCI 与 FCI 对我国货币政策调控的比较研究[J].上海金融,2012(10):49-52+119.*

[16] *李正辉,郑玉航.金融状况指数的动态特征及其有效性研究[J].财经理论与实践,2015(4):39-44.*

我国在货币金融条件指数的编制方面也有一些实践。如中金公司早在 2009 年就研究编制过中国的货币条件指数；第一财经研究院自 2015 年初开始编制并发布中国金融条件指数。当金融条件指数上行时，表示经济整体货币金融条件有所收紧，反之当金融条件指数下行时，货币金融条件放松。

以 2020 年为例，根据第一财经研究院编制的每月中国金融条件指数，6 月份之后受人民币汇率升值等因素影响，我国金融条件指数较此前明显上行，经济金融条件边际收紧（见图表 6）。如果据此评估认为货币金融环境收紧的速度过快和幅度过大，我国货币政策可以更有针对性地做出调整，而非单独针对人民币汇率波动做出政策响应。

图表 6. 中国金融状况指数变化趋势（单位：%）



资料来源：第一财经研究院，万得，中银证券

四、主要结论与建议

第一，通过构建货币金融条件指数，将汇率纳入货币政策框架是国际常用的做法，不但小型经济体在用，大型开放经济体也在使用。把汇率波动通过货币金融条件指数纳入货币政策框架不是货币政策操纵，因为金融条件指数不是反映汇率具体水平的单一指数，而是反映整体金融条件宽松程度的综合指数。货币政策根据该指数变动做出调整，并不是把具体汇率水平作为干预目标，而是为了整个国内经济金融稳定的需要。

第二，当前中国一再强调稳健的货币政策要更加灵活适度，保持市场流动性合理充裕，既不要让市场上缺钱，也不要让钱溢出来。而根据央行 2019 年 4 月 25 日在国务院政策例行吹风会上的表述，判断市场流动性的松紧主要看银行间的回购利率，如 DR007 等。但随着汇率灵活性增加，是否应将汇率变动对市场流动性的影响纳入央行货币政策框架值得探讨。如果付诸实施，这将成为本外币政策协调的一种新思路。

第三，对中国来说，将货币金融条件指数纳入货币政策框架需要考虑的现实问题是：一是基于中国客观条件和自身需要，这种做法是否适用。二是如果要借鉴国际央行的这一做法，中国应该怎样构建自己的金融条件指数。三是如果构建货币金融条件指数，是事前作为货币政策决策的参考，还是事后作为评估货币政策松紧的信号指标。

第四，货币金融条件变化对非银行部门究竟产生什么样的综合影响需要结合中国国情认真加以研究，要防止产生误判。例如，通常认为本币升值相当于加息，是金融条件紧缩，而贬值是金融条件宽松。但实际情况可能并非如此。以亚洲金融危机为例。从贸易渠道看，亚洲货币贬值有利于出口，是金融条件的扩张；但从金融渠道看，当时亚洲很多危机国家借了大量外债，贬值后对外债务负担增加，亚洲货币贬值产生的是紧缩效应。而且，当时金融渠道的紧缩效应超过了贸易部门的扩张效应。国际货币基金组织建议采取的紧缩货币政策，实际上加重了这种紧缩效应，进而由亚洲货币危机酿成了亚洲经济和金融危机。中国如果构建金融条件指数，需要认真评估，人民币升值的综合影响究竟是紧缩还是扩张的。这需要具体问题具体分析。

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