

关于人民币汇率升值的六问六答

6 月份以来人民币汇率震荡升值，引发了市场关于人民币是否进入升值周期的热烈讨论。我们试图回答以下人民币升值相关的六个问题。

- **近期人民币汇率升值算是最快吗？**无论是从单月涨幅、3 个月滚动的累计涨幅，还是总体涨幅来看，这波人民币升值都不算最快的。
- **贸易顺差扩大意味着人民币必然升值吗？**不必然。我国经常项目收支基本平衡，人民币汇率趋于均衡合理，民间对外净负债保持基本稳定，汇率波动没有趋势性的方向性。
- **人民币升值等于资本流入吗？**经常项目与资本项目呈镜像关系。资本流动与汇率走势并非线性相关。6 至 8 月跨境外汇资金是偏流出而非流入。只是市场经常选择性地关注其想关注的信息，而忽视不想关注的信息，才造成了对跨境资本流动的错觉甚至误判。
- **人民币升值意味着卖外汇的多吗？**在汇率市场化情况下，汇率不必然由供求决定，人民币升值不代表结售汇顺差，贬值不代表结售汇逆差。目前，市场主体对于汇率波动性的适应性和容忍度明显增强，而一些分析人士则还停留在过去，用老眼光观察和分析新市场。
- **人民币升值趋势会持续吗？**这波人民币升值的主要原因是，基本面利多战胜了消息面利空。未来基本面和消息面仍有很多内外部的不确定性，大概率将会是跌多了会涨、涨多了会跌的宽幅震荡走势。
- **可以不要让人民币升得太快吗？**降低汇率波动性不仅取决于政策意愿，还取决于实施能力。没有无痛的政策选择。市场要树立风险中性意识。

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：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

联系人：管涛
tao.guan@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120030020

联系人：刘立品
lipin.liu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119080013

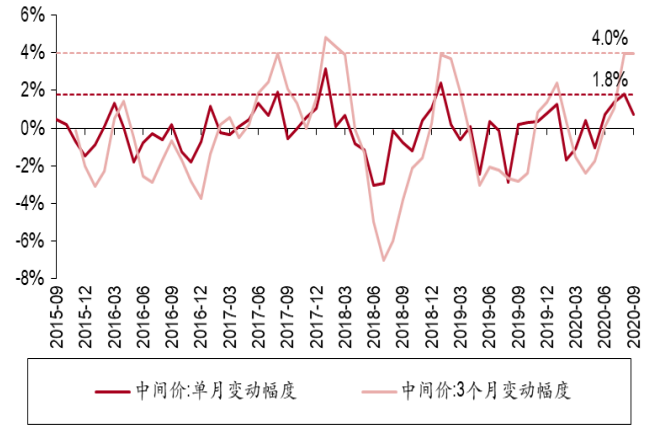
今年 6 月份以来，人民币汇率（以下如无特指，人民币汇率均是指人民币对美元汇率）震荡升值，引发了市场关于人民币是否进入升值周期的热烈讨论。那么，应该如何看待这波人民币升值？本文针对人民币升值相关的六个问题进行回答。

一、近期人民币汇率升值算是最快吗？

有观点认为，6 月份以来人民币汇率中间价接连升破 7.0、6.90、6.80，截至 10 月 9 日人民币累计升值了 5.1%，堪称近年来最快的升值。然而，从单月涨幅来看，6 至 9 月份中间价涨幅分别为 0.7%、1.4%、1.8%和 0.7%，虽然 8 月份中间价涨幅最大，但仍排在“8.11”汇改以来的 2018 年 1 月（3.2%）、2019 年 1 月（2.4%）和 2017 年 8 月（1.9%）之后；从 3 个月滚动的累计涨幅来看，8、9 月份中间价涨幅均为 4.0%，也仍排在 2018 年 1 月（4.8%）和 2018 年 2 月（4.3%）之后（见图表 1）。从 6 月份以来的情况看，4 个多月时间，中间价累计升值 5%以上也并非独一无二，2017 年初到 2018 年 3 月底中间价累计升值 10.3%，本轮人民币升值持续的时间及累积的幅度都低于此次。

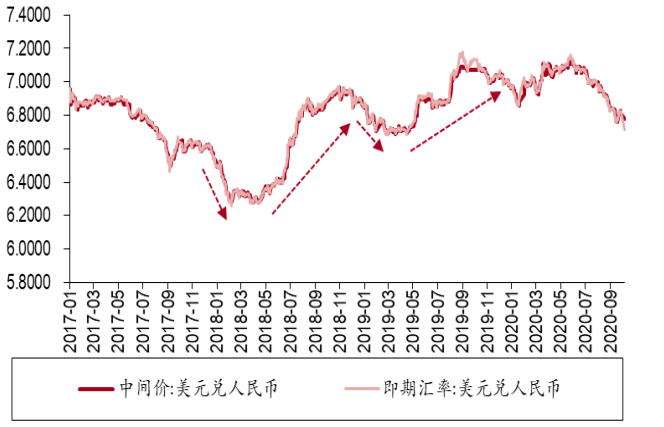
有所不同的是，前两年人民币都是先涨后跌，今年初人民币本也有所走强，却被 1 月底突如其来的新冠肺炎疫情所打断，一路跌到 5 月底，创下十二年来的新低（见图表 2）。当前看多人民币的情绪高涨，更多是一种长期被压抑后的集中宣泄。

图表 1. “8.11”汇改以来人民币汇率中间价变动情况



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 2017 年以来人民币汇率变动情况



资料来源：万得，中银证券

二、贸易顺差扩大意味着人民币必然升值吗？

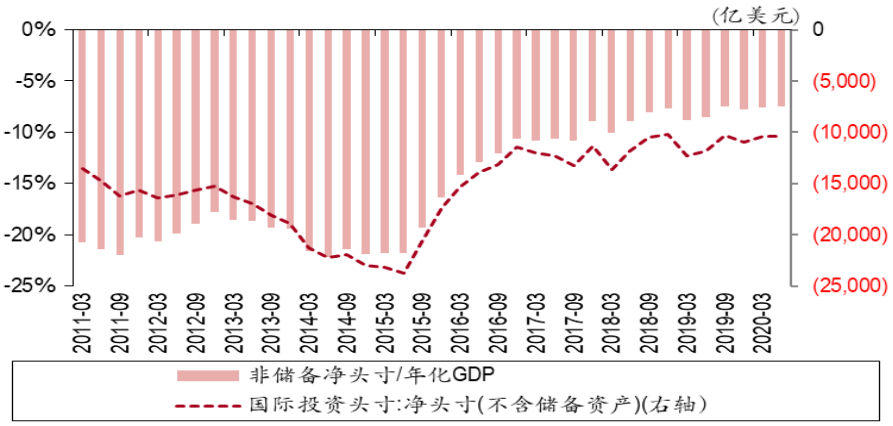
理论上，贸易顺差扩大，会增加外汇市场供给，推动人民币升值。但是这一逻辑并不必然成立。

2015 年我国国际收支口径货物贸易顺差 5762 亿美元，为历年最高水平，当年反而是人民币贬值的起始之年，全年中间价累计下跌 5.8%。2019 年货物贸易顺差 4253 亿美元，较上年增加 301 亿美元，当年人民币汇率反而破 7，全年中间价累计下跌 1.6%。

这是因为我国经常项目收支基本平衡，人民币汇率趋于均衡合理，对于汇率波动没有明确的方向性。2015 年之后的贬值主要是由跨境资本流动的调整引起。但经过集中的藏汇于民和债务偿还后，民间部门的货币错配大幅改善。截至今年 6 月末，剔除官方储备资产的民间对外净负债为 1.04 万亿美元，与年化名义 GDP 之比降至 7.5%，较 2015 年 6 月末（“8.11”汇改前夕）分别减少了 56%和 14.3 个百分点（见图表 3）。得益于此，市场主体对于汇率波动的容忍度增强。

实际上，早自 2018 年第二季度末起，民间对外净负债与年化名义 GDP 之比就已降至 10%以下，故当年底人民币汇率第二次遭遇 7 的关口，外汇市场波澜不惊；2019 年 8 月人民币汇率破 7，也是有惊无险（见图表 2）。

图表 3. 季末非储备对外净头寸及其与年化名义 GDP 之比



资料来源：万得，中银证券

从 2018 年以来海关总署公布月度贸易数据的当天来看，当月度贸易顺差同比增速为正时，收盘价相对中间价时强时弱，收盘价也是有涨有跌，并未表现出一致的升值态势（见图表 4）。由此可见，外汇市场对贸易顺差扩大的信息并不敏感。

此外，今年二季度以来，我国外贸顺差增加、全球出口市场份额上升，主要是因为新冠肺炎疫情的错峰效应，我国先进先出，全产业链供应链率先复工复产，出口意外强劲增长所致，不代表人民币汇率低估，并且其可持续性需要进一步观察。

图表 4. 外汇市场对贸易顺差扩大信息并不敏感（%，个基点）

公布时间	贸易差额同比增速	收盘价相对当日中间价偏离	收盘价较上日变动	当周收盘价变动
2018-03-08	394	82	(0.15)	0.11
2018-10-12	11	114	0.05	(0.20)
2018-12-10*	9	442	(0.49)	(0.26)
2019-01-14	5	18	(0.14)	(0.33)
2019-02-14	109	(43)	(0.16)	0.54
2019-04-12	641	(75)	0.03	0.19
2019-06-10	76	407	(0.25)	(0.11)
2019-07-12	21	121	(0.18)	(0.13)
2019-08-08	60	404	(0.04)	0.35
2019-09-09*	32	435	(0.06)	0.85
2019-10-14	29	(56)	0.47	0.25
2019-11-08	28	(61)	(0.01)	(0.46)
2020-05-07	246	(18)	0.06	0.03
2020-06-08*	53	(137)	0.17	0.17
2020-08-07	42	190	(0.23)	(0.01)
2020-09-07	70	(84)	0.13	0.04

资料来源：万得，中银证券

*注：(1) *表示数据公布后的下一交易日；(2) 收盘价相对当日中间价偏强为负值，偏弱为正值。*

三、人民币升值等于资本流入吗？

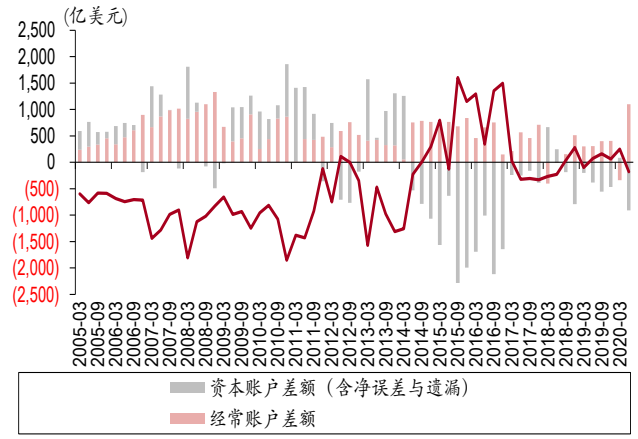
执此观点者认为，资本流入会推动人民币升值，人民币升值又刺激升值预期，会吸引更多的资本流入。但这一逻辑并未得到数据支持。

2014 年之前我国处于国际收支“双顺差”时代，贸易顺差和资本内流都是推动人民币汇率升值、外汇储备增加的重要原因。但近年来，随着央行退出外汇市场常态干预，国际收支趋向自主平衡，交易引起的外汇储备资产变动趋于收敛，经常项目与资本项目呈镜像关系。决定资本流入还是流出的是经常项目收支平衡而非汇率涨跌，即经常项目顺差必然对应着资本项目逆差，经常项目顺差越大，资本净流出越多，而无关乎汇率升贬值。

现在，资本流动方向与汇率走势并非线性相关。例如，今年一季度，我国经常项目逆差 337 亿美元，资本项目（含净误差与遗漏）顺差 86 亿美元，中间价累计贬值 1.5%；二季度，经常项目顺差 1102 亿美元，资本项目逆差 910 亿美元，中间价微升 0.1%（见图表 5）。

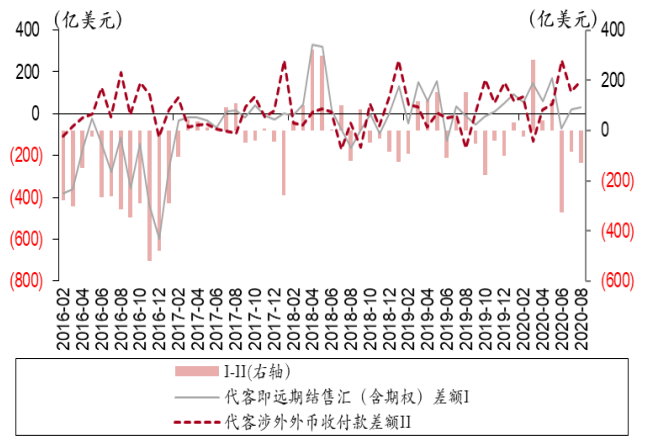
银行代客即远期结售汇（含期权）与涉外外币收付差额的偏离，是国际收支口径跨境资本流动方向的高频信号指标。当二者缺口为负时，表明银行跨境外币收付顺差并未完全转为结售汇顺差，变成了企业或银行外汇头寸的增加，进而增加了民间的海外资产运用，反映为跨境资本净流出。今年 6 至 8 月份，银行代客结售汇与涉外外币收付差额的缺口分别为-326、-84 和-127 亿美元，显示跨境外汇资金是偏流出而非流入（见图表 6）。

图表 5. 季度国际收支差额构成



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 银行代客结售汇与涉外外币收付差额的偏离

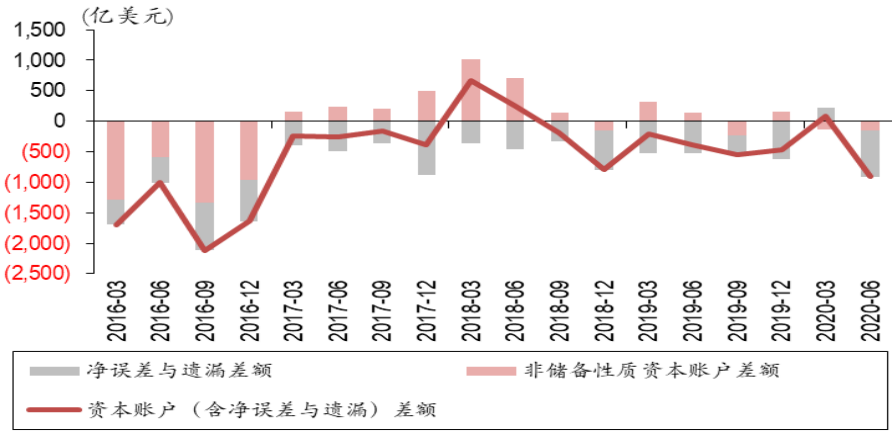


资料来源：万得，中银证券

美中不足的是，近年来我国国际收支统计中的“净误差与遗漏”负值较大，资本流出不能用线上项目解释，而只能通过净误差与遗漏（线下项目）来体现。如今年第二季度，经常项目由上季逆差 337 亿转为顺差 1102 亿美元，资本项目由上季顺差 86 亿转为逆差 910 亿美元，其中，153 亿美元来自国际收支平衡表的线上项目逆差，较上季增加了 14 亿美元；757 亿美元来自线下项目“净误差与遗漏”负值，较上季增加了 983 亿美元；分别贡献了同期资本项目逆差的 16.9%和 83.1%，贡献了资本项目逆差增加额的 1.4%和 98.6%（见图表 7）。

但这关乎统计数据质量而无关基本判断。因为，“净误差与遗漏”为负，要么是高估了经常项目顺差，要么是低估了资本项目逆差。将“净误差与遗漏”差额归到资本账户差额中，不会影响我们关于经常项目顺差、资本项目逆差的基本判断。不同于美国国际收支统计中时正时负的季度“净误差与遗漏”，我国季度“净误差与遗漏”数值经常在一个方向，以致每年累积下来的数值较大。这既可能反映了我国国际收支统计方法存在的系统性误差，也可能反映了不同来源的统计数据之间存在的系统性偏离，还可能反映了规避外汇资本管制所产生的系统性遗漏。

图表 7. 季度资本账户（含净误差与遗漏）差额及其构成

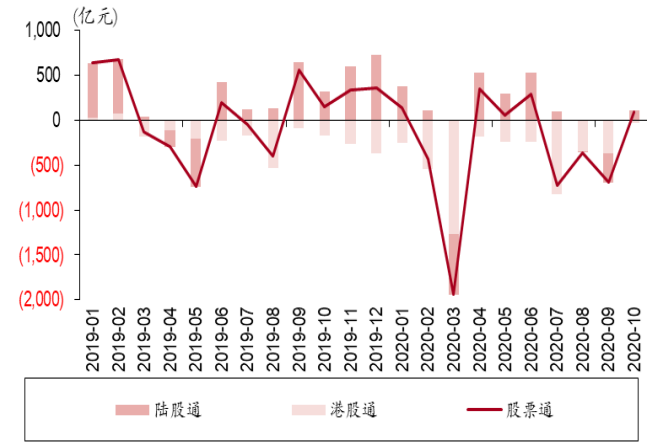


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

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，资本外流与外资增加人民币资产配置并不矛盾。在股票市场上，6 月初至 10 月 9 日，陆股通项下累计买入成交净额为 395 亿元，港股通项下累计买入成交净额为 1790 亿元，股票通项下累计净流出资金为 1394 亿元（见图表 8）。在债券市场上，6 至 8 月份，境外通过 QFII、CIBM 和债券通等渠道增加人民币债券资产持有 3479 亿元，约合 497 亿美元，同期金融机构境外贷款和外汇有价证券投资增加 544 亿美元（见图表 9）。通常，市场会选择相信自己愿意相信的信息，而对其他信息有意忽视，才造成了对跨境资本流动的错觉或误判。

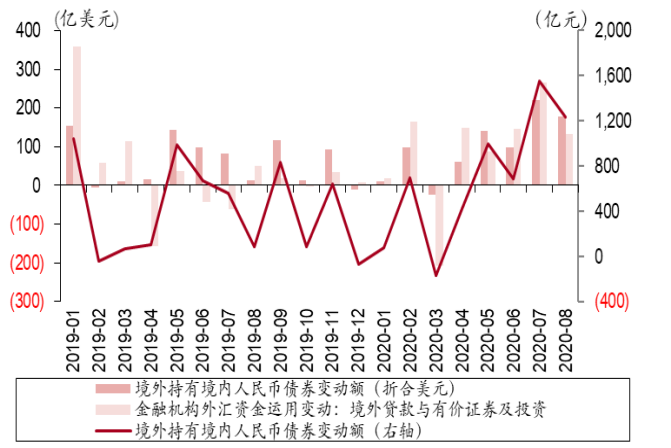
图表 8. 6 月份以来股票通项下资金为净流出



资料来源：万得，中银证券

注：2020 年 10 月份数据为 10 月 9 日数据。

图表 9. 境外持有人民币债券及境内金融机构外汇资金运用



资料来源：万得，中银证券

四、人民币升值意味着卖外汇的多吗?

人们通常认为，人民币升值时，国内企业和个人会增加结汇、减少购汇，银行结售汇顺差扩大，外汇供大于求推动人民币进一步升值。但事实并非如此。

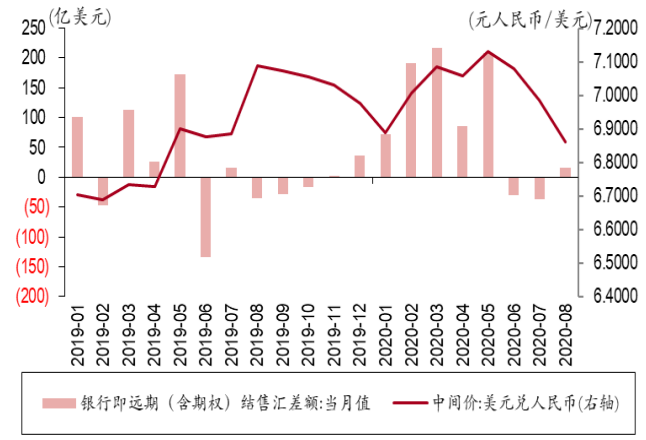
以银行即远期结售汇（含期权）差额衡量的境内外汇供求关系显示，前 5 个月人民币汇率总体承压，但各月银行即远期结售汇（含期权）均为顺差，外汇供大于求；6、7 月份人民币汇率止跌回升，银行即远期结售汇（含期权）转为逆差；8 月份，人民币升值速度加快，银行即远期结售汇（含期权）又转为少量顺差（见图表 10）。这说明，在汇率市场化情况下，汇率由市场决定，不必然由供求决定，人民币升值不代表结售汇顺差，贬值不代表结售汇逆差。

这一方面是因为银行代客结售汇率呈现双向波动，“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。前 5 个月人民币汇率承压，市场总体结汇动机增强、购汇意愿减弱；随着 6 月份以来人民币震荡升值时期，市场结汇动机减弱、购汇意愿增强。8 月底，银行代客收汇结汇率为 61.3%，较 5 月底下降 8.6 个百分点，连续三个月出现回落；付汇购汇率为 66.6%，较 5 月底上升 4.4 个百分点，连续三个月出现回升（见图表 11）。

另一方面是因为市场汇率预期趋于收敛，且无论升贬值预期都不太强。从 1 年期无本金交割远期交易(NDF)隐含的美元兑人民币汇率预期看,6 至 8 月份,美元兑人民币汇率升值预期均值分别为 0.32%、0.22%和 0.09%，小于 4、5 月份的 0.53%和 0.66%。9 月 1 日至 30 日，仅有 1 日和 16 日分别出现了 0.16%和 0.13%的贬值预期，其他 18 个交易日均为升值预期，日均升值预期为 0.17%，甚至还略高于 8 月份的日均 0.09%（见图表 12）。这是因为在汇率弹性增加情况下，人民币汇率升值较快，及时释放了升值压力，避免了升值预期的积累。

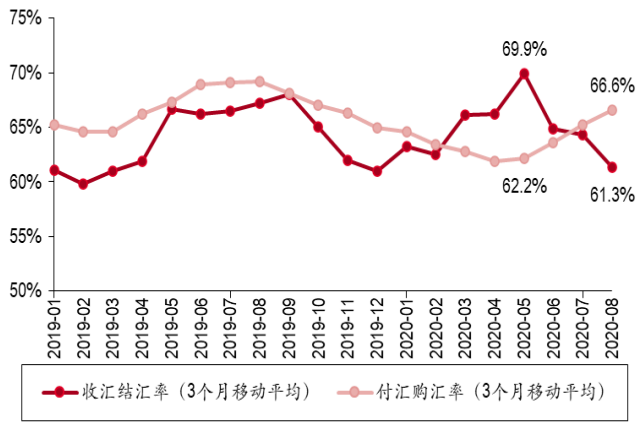
总体而言，面对人民币汇率双向波动，市场主体已经变得更为成熟和理性。如果继续以老眼光观察分析今天的市场，很可能是刻舟求剑。甚至有时候舆情的过分渲染，反而会干扰外汇市场正常运行。

图表 10. 境内外汇市场供求与人民币汇率变化情况



资料来源：万得，中银证券

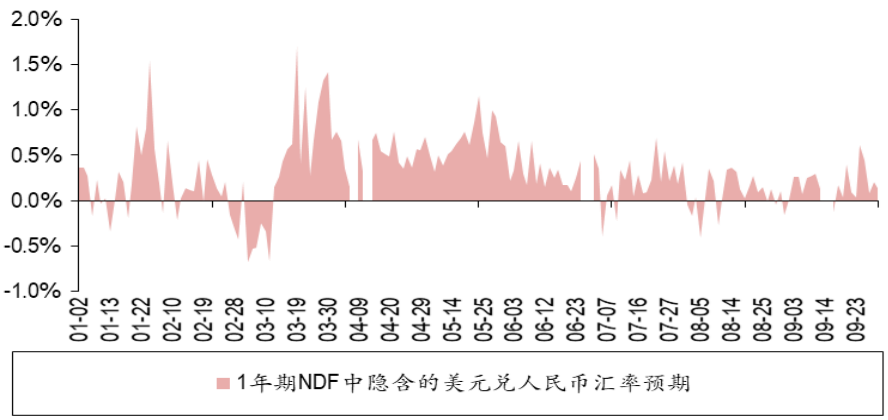
图表 11. 市场结售汇意愿变动



资料来源：万得，中银证券

注：（1）收汇结汇率=银行代客结汇/银行代客涉外外汇收入；（2）付汇购汇率=银行代客售汇/银行代客涉外外汇支付；（3）以上数据均做了 3 个月移动平均处理，以平滑季节性波动。

图表 12. 1 年期 NDF 中隐含的美元兑人民币汇率预期



资料来源：万得，中银证券

注：正值代表人民币兑美元贬值预期，负值代表人民币兑美元升值预期。

五、人民币升值趋势会持续吗?

6月份以来人民币升值震荡升值的主要原因是，疫情防控有效、经济率先复苏、内外利差扩大、美元指数走弱等基本面利多战胜了消息面的利空。但这仍属于正常的双向波动。

当前人民币汇率趋于均衡合理。随着汇率市场化程度提高、灵活性增加，在各种多空交织的因素影响下，大概率人民币汇率将呈现大开大合、双向震荡的走势。如前期，在9月18日创下年内新高后，境内人民币汇率即出现了一波快速调整。到9月底，中间价和收盘价各回调了约0.8%。但节后首个交易日，中间价就收复了大部分失地，收盘价则创了年内新高。

未来基本面和消息面仍有很多内外部的不确定性。外汇市场是有效市场，短期汇率是随机游走、非线性变化的。任何时候影响汇率的因素，既有升值因素，也有贬值因素。两种力量同时存在，只不过是某些时候一种因素占了上风，难以线性外推。如果先入为主地选择升值或贬值的观点，总可以找出一堆支持升值或贬值的依据。但据此操作，往往失之毫厘谬以千里。

在灵活的汇率机制下，升贬值的力量总是此消彼长的。除非基本面或消息面出现明显且持续的改善，又或者是重新出现对外负债加杠杆的进程。在经历了这波快速升值后，升值压力已经得到一定程度的释放。短期看，我们需要关注复苏利好兑现、外汇政策调整、海外疫情反弹、美国选情意外、金融市场变盘等因素，可能触发的市场情绪波动、人民币汇率回调。

六、可以不要让人民币升得太快吗?

外汇市场上，没有只涨不跌或者只跌不涨的货币，而必然跌多了会涨、涨多了会跌。特别是当人民币汇率趋于均衡合理水平以后，在各种利多和利空因素得到交互作用下，人民币汇率呈现有涨有跌、双向波动的走势将会成为新常态。去年人民币汇率突破重要心理关口后，打开了汇率可上可下的空间，更使得人民币汇率无论涨跌，都有可能呈现大开大合。

从市场来讲，汇率灵活性增加，有可能出现顺周期的超调走势，汇率波动性加大。这是浮动汇率的痼疾，也确实会增加实体经济部门的经营成本和风险。然而，从政策来讲，要降低汇率波动性不仅取决于政策意愿，还取决于实施能力，以及准备付出何种对价。

首先，若要降低汇率波动性，当汇率面临升值压力时，可能会积累升值预期，刺激资本流入，加剧外汇供求矛盾。10月9日在岸市场双节长假过后首个交易日，人民币汇率飙升就是一个自然实验。10月5日至8日，离岸人民币汇率暴涨，而在岸市场由于长假闭市，造成1年期NDF隐含的人民币汇率预期由节前贬值转为持续1%以上的升值预期。这导致9日在岸市场节后首个交易日出现补涨行情，最多拉升了上千个基点、合一毛多钱。这一结果再次表明，如果汇率当升未升，很可能积累升值预期。

再者，在不使用价格手段出清情况下，改善供求矛盾就要使用数量手段出清，即动用外汇储备干预或加强资本管制。但在央行退出外汇市场常态干预情况下，大概率只能借助于资本流动管理措施，包括控流入、扩流出。但控流入会增加企业跨境交易的成本，影响贸易投资的自由化便利化。因此，没有无痛的政策选择。

2014年之前，人民币汇率可预见的渐进升值伴随着控流入措施不断加强，被称为钝刀子割肉。并且，由此导致市场一边倒的资产本币化、负债美元化的财务操作，积累了严重的货币错配，埋下了“8.11”汇改初期资本流向逆转的隐患。殷鉴不远。

对于市场而言，面对人民币汇率的频繁波动，要树立风险中性意识，主动运用外汇衍生产品做好汇率风险管理，将汇率波动的不确定性变成确定性，集中精力做好主业。如果微观市场主体能够控制好自身面临的风险，那么在宏观层面上也就大概率降低了货币错配风险。这样我们才能够充分享受汇率灵活、资本流入带来的好处。日前，央行决定拟自10月12日起将远期售汇的外汇风险准备金率降至零。这有助于降低外汇衍生品交易成本，便利企业汇率避险操作。

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