

2024 年对外经济部门体检报告

经常项目顺差扩大，内资外流压力增加，民间对外净负债大幅收敛

- 经常项目顺差扩大，占 GDP 比重仍然处于国际认可的合理范围以内。货物贸易顺差创历史新高，居民出境需求较为旺盛。
- 资本项目逆差扩大，其中净误差与遗漏绝对值创 2007 年以来新低，但线上资本项目逆差创历史新高，内资外流是主力。
- 内资净流出压力加大，对外其他投资、证券投资净流出规模增加，但对外直接投资净流出放缓，主要是因为下半年关联企业债务净流出压力减弱。
- 外资由上年净流入重新转为小幅净流出，外来直接投资净流入放缓，其他投资净流出增加，但外来证券投资净流入增加，其中债券投资继续净流入，股本证券投资首次出现年度净流出。
- 外汇储备余额减少，是因为短期资本外流压力增大，交易因素导致外汇储备资产下降，抵消了汇率和资产价格变动导致的正估值效应。
- 内资外流增加的结果是，民间部门货币错配状况显著改善。这反映出跨境资本净流出对外汇市场的影响具有两面性。
- **风险提示：**海外经济金融风险超预期，国内政策和经济复苏不如预期。

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

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：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

2025 年 3 月 28 日，国家外汇管理局公布了 2024 年四季度及全年国际收支平衡表和 2024 年末国际投资头寸表。现结合最新数据对 2024 年我国对外经济部门状况分析如下：

经常项目顺差同比扩大，货物贸易是主要贡献项

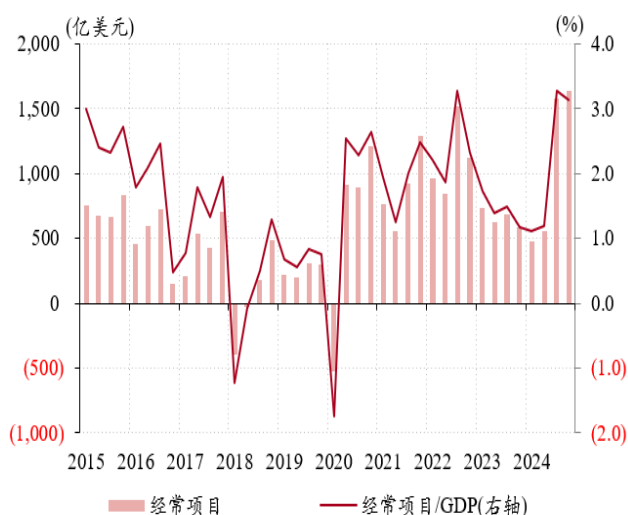
2024 年，经常项目顺差同比增长 61%至 4239 亿美元，仅次于 2022 年顺差 4434 亿美元；占 GDP 比重较上年上升 0.8 个百分点至 2.2%，仍然位于±4%国际认可的合理范围以内，并且低于美国财政部界定“货币操纵”三条量化标准中该比例不得超过 3%的要求（见图表 1）。

出口高增长带动货物贸易顺差创历史新高。全年，货物贸易顺差同比增长 29%至 7680 亿美元，顺差规模创历史新高，贡献了经常项目顺差同比增幅的 108%（见图表 2）。同期，海关口径的货物贸易顺差同比增长 21%至 9918 亿美元，创历史新高，与国际收支口径的货物贸易顺差缺口保持基本稳定，由上年 2281 亿美元微降至 2238 亿美元。分季度看，货物贸易顺差扩大集中在三四季度，主要是因为出口保持较快增长，其中四季度出口规模创历史新高。海关总署公布的量价指数显示，四季度货物出口价格（人民币口径）延续下跌态势，同比跌幅均值由上季度 6.0%收窄至 5.3%，但货物出口数量继续保持两位数增长，增速均值由上季度 12.3%升至 15.4%，为 2021 年三季度以来新高，一定程度上反映了“抢出口”效应（见图表 3）。

居民出境需求增加带动服务贸易逆差扩大。全年，服务贸易逆差同比增长 10%至 2290 亿美元，为 2020 年以来新高（见图表 2）。服务贸易逆差扩大的主要贡献项是旅行服务，该项逆差同比增长 25%至 2109 亿美元，其中旅行服务支出增长 29%至 2506 亿美元，历史排名第四。分季度看，一至三季度，旅行服务支出规模均为 2020 年以来同期新高，四季度支出规模则是 2017 年以来同期新高，相当于疫情前五年同期均值比重升至 102%，表明居民跨境出行需求较为旺盛（见图表 4）。

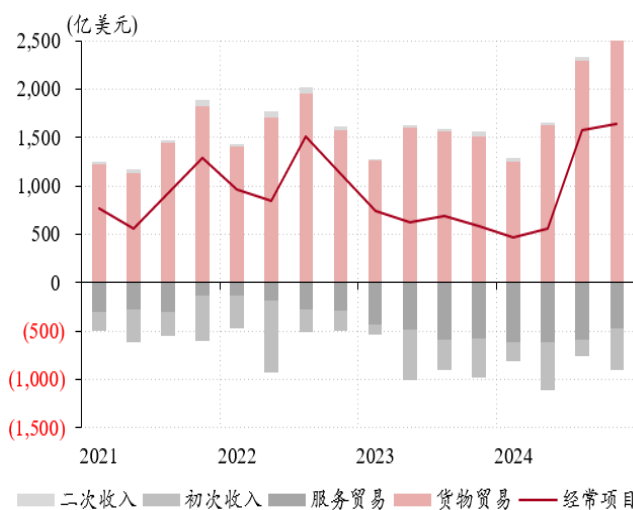
外需是支撑中国经济增长的主要亮点。全年，国际收支口径的货物和服务贸易合计顺差同比增长 40%至 5390 亿美元，仅次于 2022 年顺差 5776 亿美元。货物和服务净出口对全年 GDP 增速的拉动作用由上年-0.6 个百分点增至 1.5 个百分点，而资本形成和最终消费需求对经济增长的拉动作用减弱，分别由上年 1.4 个、4.6 个百分点降至 1.3 和 2.2 个百分点。2025 年防范化解外部冲击，需密切关注新关税措施对我国外需（包括进出口额与进出口差额）的影响。

图表 1. 经常项目差额及占 GDP 比重



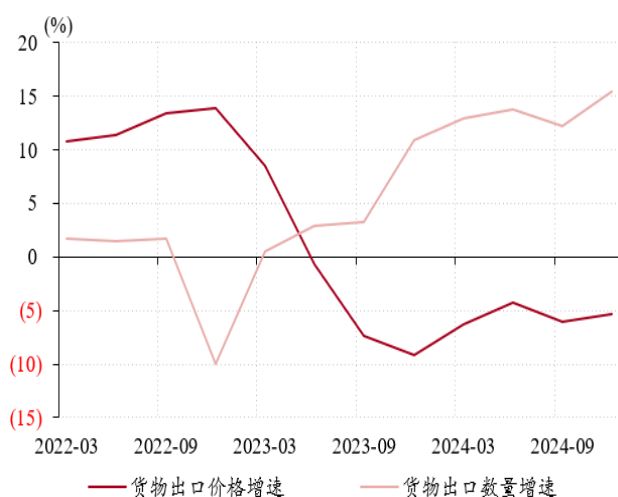
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 2. 经常项目差额及构成



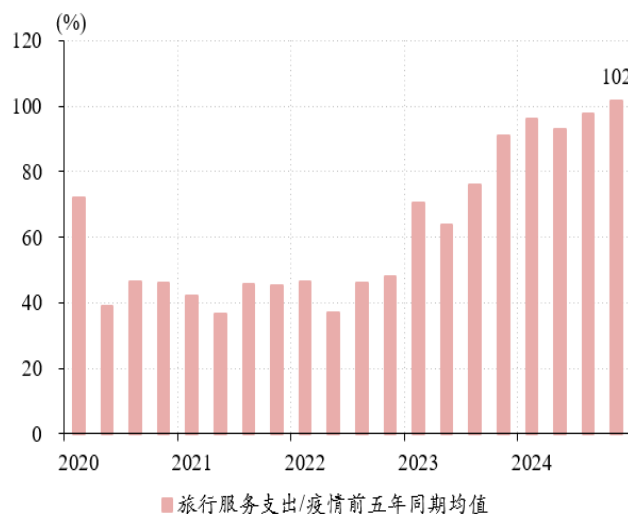
资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 3. 货物出口价格（人民币口径）和数量同比增速



资料来源：海关总署，Wind，中银证券

图表 4. 旅游服务支出占疫情前五年同期均值比重

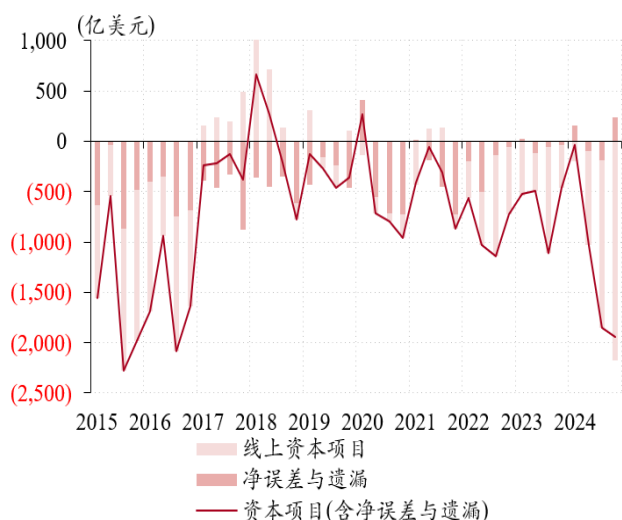


资料来源：国家外汇管理局，中银证券

线上资本项目逆差创新高，内资外流是主力

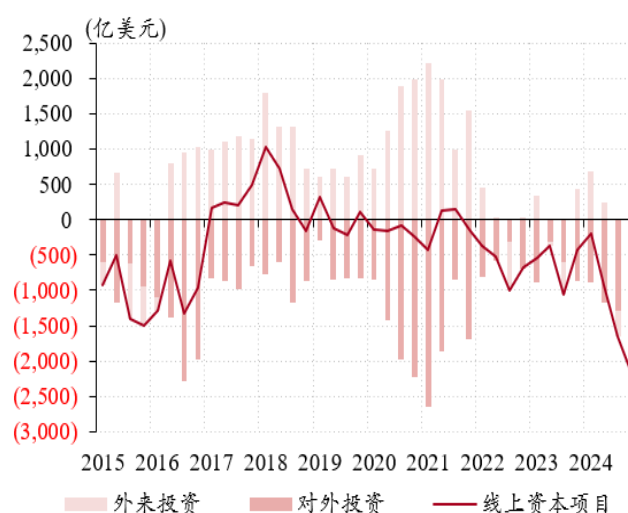
2024 年，资本项目（含净误差与遗漏）逆差同比增长 88%至 4862 亿美元，历史排名第三，仅次于 2015 年和 2016 年逆差 6360 亿、6350 亿美元。其中，净误差与遗漏为+101 亿美元，绝对值连续第四年收窄，为 2007 年以来新低，表明近年来国际收支统计质量明显提升。线上资本项目逆差同比增长 107%至 4963 亿美元，创历史新高。其中，民间部门对外投资（非储备性质金融账户资产端，即“内资”）和外来投资（金融账户负债端，即“外资”）净流出规模分别为 4838 亿、124 亿美元。这是第三次内外资同时出现年度净流出，前两次先后出现在 2015 年和 2022 年。从绝对规模看，2024 年内资净流出压力大于 2015 年和 2022 年，外资净流出压力则小于 2015 年和 2022 年（见图表 5、6）。

图表 5. 资本项目差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 6. 线上资本项目差额及构成



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

内资净流出压力加大，其他投资和证券投资是主要贡献项

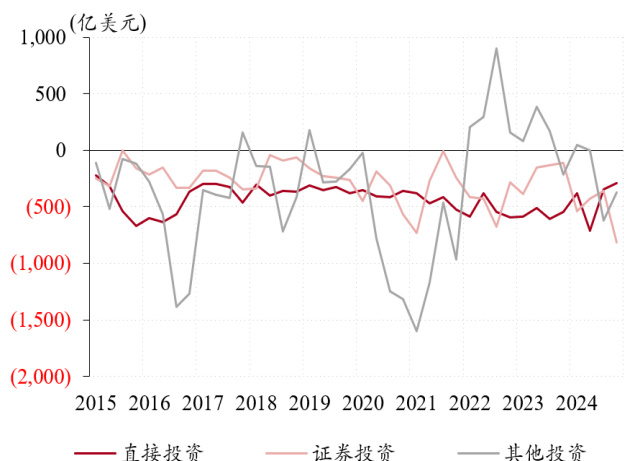
2024 年，民间部门对外投资净流出规模同比增长 81%至 4838 亿美元，历史排名第四，小于 2021 年、2016 年和 2020 年净流出规模 7067 亿、6756 亿和 6463 亿美元。从细分项目看，对外其他投资由净流入转为净流出，证券投资净流出规模增加，对外直接投资净流出放缓，三者分别贡献了民间对外投资规模增幅 63%、63%和-25%（见图表 7）。

全年，对外其他投资由此前两年净流入转为净流出 945 亿美元。其中，对外贷款由此前两年净流入转为净流出 356 亿美元，出口规模增长带动出口应收等贸易信贷资产由上年净流出 106 亿增至 497 亿美元，对外货币和存款净流入规模由上年 236 亿降至 56 亿美元，三者分别贡献了对外其他投资规模增幅的 53%、29%和 13%。银行等部门增加对外贷款或主要反映了本外币利差的影响。从银行业对外金融资产变化看，2022 年以来，伴随着中美利差倒挂，外币和人民币存贷款规模此消彼长，前者由 2021 年末的 8949 亿降至 2024 年末的 6289 亿美元，后者由 2153 亿增至 3427 亿美元（见图表 8）。

全年，对外证券投资净流出规模由上年 781 亿增至 2142 亿美元，创历史新高，且大于对外其他投资和直接投资规模，是民间对外投资的第一大渠道。其中，对外股本证券投资是主要流出项，净流出规模由上年 548 亿增至 1247 亿美元，仅次于 2020 年净流出规模 1314 亿美元，对外债券投资净流出规模由上年 233 亿增至 896 亿美元，二者分别贡献了对外证券投资净流出规模增幅的 51%、49%。中国香港和美国是民间对外股本证券投资的前两大目的地。2024 年，对外股本证券投资规模创历史次高与两地股市上涨有关：恒生指数和标普 500 指数累计分别上涨 17.7%、23.3%，领涨全球股市。

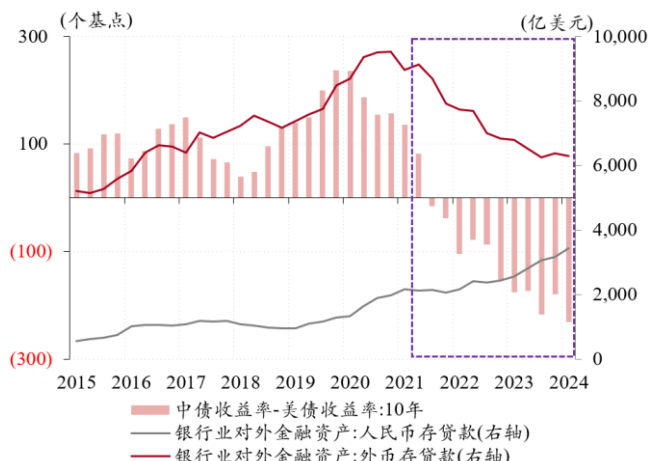
全年，对外直接投资净流出规模由上年 2257 亿降至 1722 亿美元，为 2021 年以来新低。其中，关联企业债务和对外股权性质投资净流出压力均有所放缓，前者由上年 746 亿降至 422 亿美元，为近三年来新低，后者由上年 1511 亿降至 1300 亿美元，为近五年以来新低，二者分别贡献了对外直接投资净流出规模降幅的 61%、39%。需要指出的是，关联企业债务净流出压力放缓集中在下半年，三季度净流出规模骤降至 3 亿美元，四季度转为净流入 13 亿美元，而此前两个季度分别净流出 124 亿和 308 亿美元。这可能与三季度本外币利差倒挂程度减轻、人民币汇率反弹有关，同时也不排除与稳汇率政策调整有关。

图表 7. 内资流动状况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 8. 中美利差与银行对外存贷款规模



资料来源：中国人民银行，Wind，中银证券

外资重新转为小幅净流出，直接投资和其他投资是主要贡献项

2024 年，外来投资由上年净流入 277 亿美元转为净流出 124 亿美元，为历史第三次出现年度净流出，但小于 2015 年和 2022 年净流出规模 1010 亿和 186 亿美元。从细分项目看，外来直接投资净流入放缓，其他投资净流出增加，但外来证券投资净流入增加，三者分别贡献了外来投资规模降幅的 82%、33%和-16%（见图表 9）。

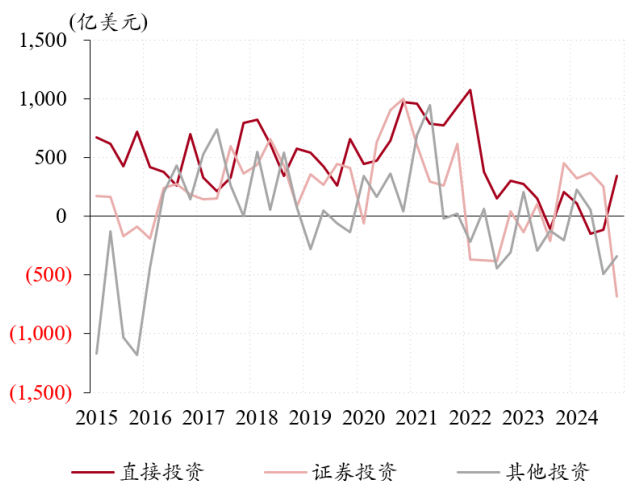
全年，外来直接投资净流入规模由上年 513 亿降至 186 亿美元，为 1993 年以来新低（见图表 9）。其中，关联企业债务连续第二年净流出，且较上年增加 187 亿至 543 亿美元，表明在本外币利差倒挂程度加深背景下，境内主体仍然倾向于增加本地融资、减少境外融资。同期，外来股权性质投资则较上年减少 141 亿至 728 亿美元，为 2005 年以来新低。不过，从季度数据看，四季度外来股权投资规模由上季度 44 亿增至 414 亿美元，为 2022 年二季度以来新高，其中新增资本金规模由上季度 196 亿增至 307 亿美元。商务部数据显示，三季度，外商直接投资实际使用金额为 1417 亿元，为 2020 年二季度以来新低，也是年内低点，不过四季度外商直接投资实际使用金额反弹至 1857 亿元。这反映出 2024 年 9 月底国内宏观政策转向，有效提振了外商投资企业对中国经济的信心。今年发布的《2025 年稳外资行动方案》和细化举措，或有助于进一步提振外商投资企业信心和意愿。

全年，外来其他投资为连续第三年净流出，由上年 420 亿增至 552 亿美元（见图表 9）。其中，外来货币和存款、贷款连续第三年净流出，规模分别较上年增加 262 亿、102 亿美元，或是因为**本外币利差倒挂程度加深，导致外资减持境内人民币存款，境内企业加快偿还境外贷款**。同期，进口规模增长带动进口应付等贸易信贷负债由此前两年净流出转为净流入 125 亿美元。

全年，外来证券投资延续上年净流入态势，规模较上年增加 63 亿至 266 亿美元，大于外来直接投资净流入规模 186 亿美元，**成为外来投资流入的第一大渠道**（见图表 9）。其中，外来债券投资净流入增加 378 亿至 468 亿美元，而外来股本证券投资则由上年净流入 113 亿美元转为首次年度净流出 202 亿美元。分季度看，前三季度外来证券投资为持续净流入，但四季度外资同时减少债券和股本证券投资，净减持规模分别为 426 亿、254 亿美元。

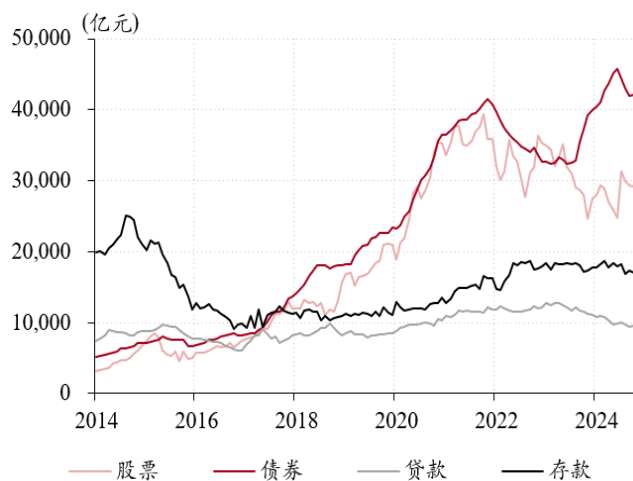
人民银行数据显示，2024 年境外机构和个人持有的境内人民币债券、股票、存款和贷款余额分别为 4.21 万、2.91 万、1.70 万和 0.95 万亿元。其中，外资持有的境内人民币存款和贷款余额均延续上年下降态势，分别较上年末减少了 109 亿、2038 亿元，但外资持有的人民币债券余额连续第二年增加，外资持有的股票余额止跌回升，分别较上年末增加了 4936 亿、1250 亿元。**外资持有股票余额增加主要得益于 9 月份余额骤增 6576 亿元，反映了国内宏观政策转向对市场信心的提振作用**（见图表 10）。不过，四季度，与外来股权性质直接投资净流入规模大幅增加不同，外资转为减持人民币股票资产，当季持有的境内人民币股票余额累计减少 2200 亿元，反映出证券投资的大进大出特征，需要对此加强监测分析。

图表 9. 外资流动状况



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

图表 10. 境外机构和个人持有境内人民币金融资产



资料来源：中国人民银行，Wind，中银证券

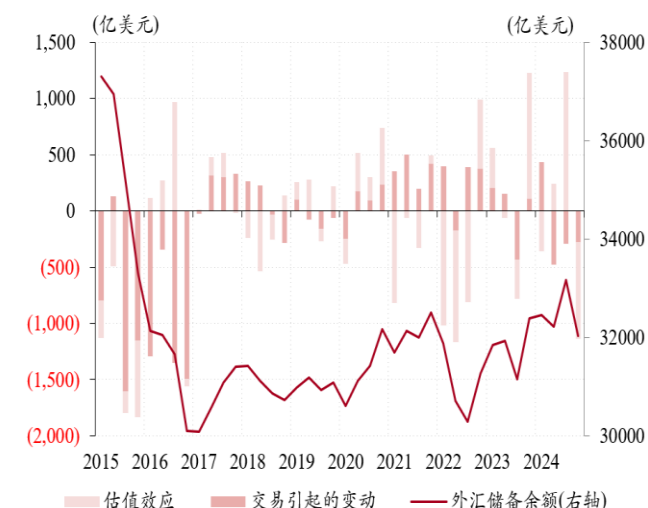
基础收支顺差改善，但短期资本外流压力加大，交易因素带动外汇储备余额减少

2024 年，我国外汇储备余额由上年增加 1103 亿转为减少 356 亿美元，是因为交易因素导致外汇储备资产下降，抵消了汇率和资产价格变动导致的正估值效应（见图表 11）。

全年，经常项目顺差扩大叠加直接投资逆差收窄，导致基础国际收支（即经常项目和直接投资合计）顺差由上年 891 亿增至 2702 亿美元，短期资本（含净误差与遗漏，下同）逆差则由上年 842 亿增至 3325 亿美元。短期资本净流出额与基础国际收支差额比重由上年 95% 升至 123%，表明**市场情绪驱动的短期资本外流压力增大，是导致人民币汇率走弱的重要原因**。由于基础国际收支顺差小于短期资本逆差，交易因素导致外汇储备资产减少 614 亿美元。这是 1994 年汇率并轨以来第四次年度净减少，其他三次分别是 2015 年、2016 年和 2019 年，降幅分别为 3423 亿、4487 亿和 198 亿美元（见图表 11）。

全年，汇率和资产价格变动引起的正估值效应由上年 1068 亿美元降至 258 亿美元。其中，下半年全球金融市场动荡加剧导致估值效应变化较大：三季度全球股债双升、非美货币反弹带来的正估值效应为 1236 亿美元，创历史新高；四季度，美债收益率上升、美元走强导致负估值效应为 862 亿美元，创 2022 年三季度以来新高（见图表 12）。

图表 11. 中国外汇储备余额变化及其构成



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 12. 主要货币和全球资产价格表现

(单位: %; bp)		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
货币	美元指数	3.1	1.3	-4.8	7.7
	日元兑美元	-6.8	-5.9	12.0	-8.6
	欧元兑美元	-2.2	-0.7	3.9	-7.0
	英镑兑美元	-0.9	0.2	5.8	-6.4
股市	标普500指数	10.2	3.9	5.5	2.1
	富时100指数	2.8	2.7	0.9	-0.8
	法国CAC40指数	8.8	-8.9	2.1	-3.3
	德国DAX指数	10.4	-1.4	6.0	3.0
	日经225指数	20.6	-1.9	-4.2	5.2
债券	10年期美债收益率	32.0	16.0	-55.0	77.0

资料来源：Wind，中银证券

民间部门货币错配状况显著改善，内资外流是主要贡献项

2024 年末，我国对外净资产头寸为 32958 亿美元，较上年末增加 4449 亿美元，占 GDP 比重为 17.6%，为 2017 年一季度以来新高。同期，剔除储备资产后，民间部门对外净负债为 1598 亿美元，占 GDP 比重为 0.9%，刷新数据公布以来新低，较 2023 年末分别减少 4390 亿美元、回落 2.4 个百分点，主要是因为民间对外资产规模增幅大于对外负债增幅（见图表 13、14）。

2024 年末，我国对外资产余额为 67611 亿美元，较上年末增加 5860 亿美元，占 GDP 比重上升 2.2 个百分点至 36.0%，为 2021 年三季度以来新高。对外资产余额增幅中，交易因素占据主导，贡献了 83%，汇率和资产价格变化导致的正估值效应仅贡献了 17%（见图表 13、15）。

相较于资产端而言，汇率和资产价格变化对负债端的影响更为显著（见图表 16、17）。2022 年以来，伴随着外资流动规模收窄，估值效应连续三年主导对外负债规模变化。2024 年末，我国对外负债余额为 69209 亿美元，较上年末仅增加 1470 亿美元，其中正估值效应为 1594 亿美元，贡献率为 108%，主要反映了国内股市上涨的影响。全年，人民币汇率中间价累计贬值 1.5%，带来负债端的负估值效应约为 720 亿美元¹（见图表 13、17）。

2022 年以来，民间对外净负债规模连续收窄，是内资流出伴随着外资流入大幅减少甚至转为净流出的结果。从这个角度看，跨境资本净流出对外汇市场的影响具有两面性：一方面可能会加大人民币汇率调整压力，但另一方面会改善民间货币错配程度，有助于保障境内外汇市场平稳运行。正是因为经历了 2015 年和 2016 年藏汇于民和债务偿还的集中调整，我国民间货币错配状况显著改善。这是此后人民币汇率双向波动加剧，但境内外汇市场保持平稳运行的关键。

¹ 将 2023 年末和 2024 年 3 月末外商直接投资中的股权投资、境外机构和个人持有境内人民币股票资产、美元计价的本币外债余额的平均值乘以一季度人民币汇率中间价变动幅度计算得到一季度人民币汇率变化带来的影响，以此类推计算其他季度汇率变化带来的影响，最后将一至四季度估值效应加总。

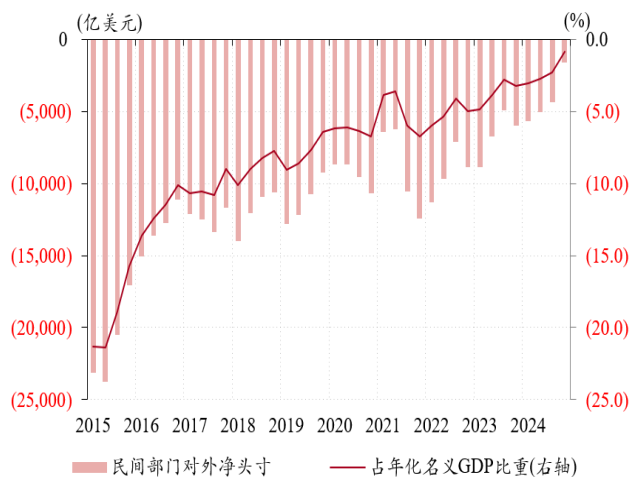
图表 13. 民间对外金融资产和负债变化 (单位: 亿美元)

	2023 年 12 月末	2024 年 12 月末	余额变动	交易因素	估值效应
民间对外金融资产	61,751	67,611	5,860	4,838	1,022
直接投资	29,554	31,329	1,775	1,722	52
证券投资	10,968	14,173	3,206	2,142	1,063
股权	6,225	8,598	2,374	1,247	1,127
债券	4,743	5,575	832	896	(64)
其他投资	21,039	21,867	828	945	(117)
民间对外金融负债	67,740	69,209	1,470	(124)	1,594
直接投资	36,644	36,224	(420)	186	(605)
证券投资	16,977	19,396	2,418	266	2,153
股权	10,242	11,898	1,655	(202)	1,858
债券	6,735	7,498	763	468	295
其他投资	13,924	13,286	(639)	(552)	(86)
民间对外净负债	(5,988)	(1,598)	4,390	4,962	(572)

资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

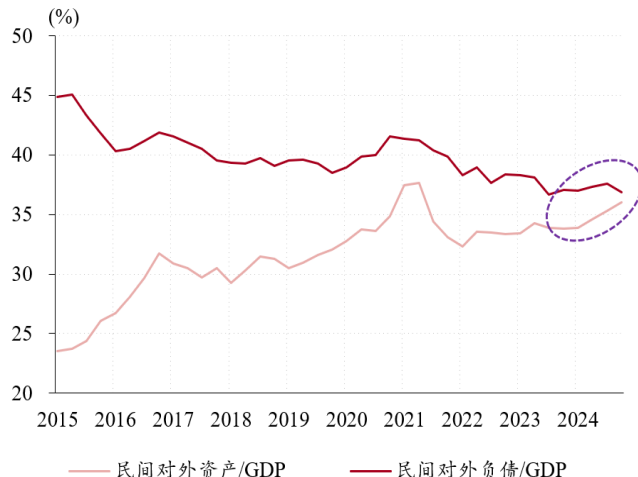
注: 括号中的红色数字代表负值。

图表 14. 民间部门对外净负债及其占 GDP 比重



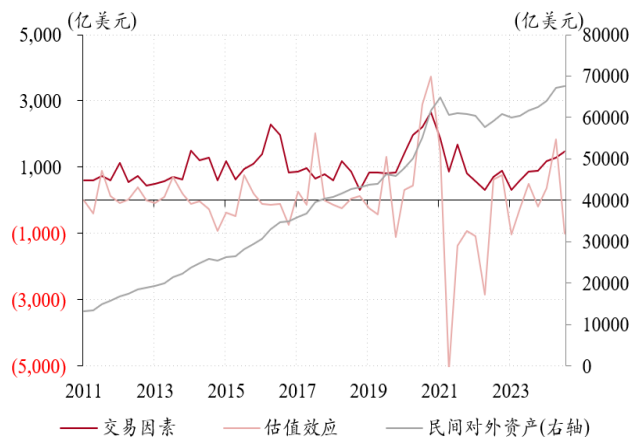
资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 15. 民间部门对外资产和负债占 GDP 比重



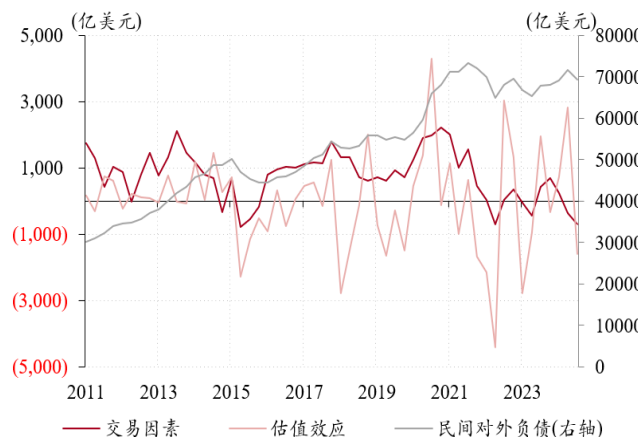
资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 16. 民间部门对外资产余额及变化



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

图表 17. 民间部门对外负债余额及变化



资料来源: 国家外汇管理局, 中银证券

风险提示: 海外经济金融风险超预期, 国内政策和经济复苏不如预期。

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 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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任何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。所有本报告期内使用的商标、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