



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 中国经济

叶丙南*

(8610) 6622 9081
bingnan.ye@bocichina.com

资金流动周刊

本周话题: 央行汇市干预意愿下降, 出口或延续温和复苏

图表 1. 主要月度指标预测

	3 月预测	2 月
居民消费价格指数	2.6	3.2
生产者出厂价格指数	(1.2)	(1.6)
生产者购进价格指数	(1.6)	(1.9)
工业增加值	9.8	9.9
固定资产投资	21.0	21.2
社会零售额	12.1	12.3
出口	15.5	20.6
进口	7.0	6.5
M1	9.2	9.5
M2	14.8	15.2
新增贷款(十亿)	810.0	620.0

资料来源: 统计局, 中银国际

央行在上周通过两次回购累计从银行间市场回笼资金 870 亿元, 由于上周正回购到期 400 亿元, 公开市场净回笼资金 470 亿元, 环比增加 30 亿元。央行小幅资金回笼下市场流动性维持宽松, 除 14 天期限利率由于季末效应有所上涨之外, 其余短期利率普遍下行。隔夜 SHIBOR 上周下跌 25.7 个基点至 1.81%, 1 周 SHIBOR 累计下跌 41.2 个基点至 2.98%, 2 周 SHIBOR 上涨 64.1 个基点至 3.77%, 7 天质押式回购利率累计下跌 43.0 个基点至 2.95%, 14 天质押式回购利率累计上涨 63.2 个基点至 3.71%。3 个月央票利率上涨 2.8 个基点至 2.84%, 6 个月央票利率下跌 1.2 个基点至 2.82%。5 年期国债利率微涨 0.71 个基点至 3.31%, 5 年期超级 AAA 中票利率上涨 2.59 个基点至 4.88%。随着季末效应和清明节来临, 相应期限的短期利率会有所上行, 中长期利率在通胀温和回升推动下也将缓慢上升。

央行持续资金回笼和季末效应来临将在近期推动短期利率上行, 但短期资本流入恢复可能仍会对国内流动性提供一定支撑。从外汇市场看, 人民币即期汇率继续徘徊在波动区间下限, 升值预期依旧存在。银行代客结售汇顺差从去年 11 月的 180 亿美元回升至今年 1 月份的 380 亿美元和 232 亿美元。在外币流动性充裕而人民币升值预期存在的情况下, 商业银行主动购汇意愿明显下降, 而稳健略紧的货币政策也限制了央行购汇意愿, 央行更愿意看到汇率进一步浮动从而减少外汇占款增加对基础货币的影响。

商务部上周公布的 2 月 FDI 数据, 同比增长 6.32%, 8 个月来首次实现同比正增长, 显示资本流动环境持续好转。而对外投资增幅更大, 1-2 月我国境外直接投资同比增长 147.3%。上周统计局公布的 2 月份 70 个大中城市住宅销售价格变动情况, 显示房价涨势加快, 调控形势依旧严峻。70 个大中城市中房价环比和同比上涨城市均比上个月增多。预计随着各地“国五条”细则的出台, 一、二线城市房地产再度泡沫化势头将受到一定程度遏制。上周公布 3 月汇丰制造业 PMI 初值 51.7%, 较 2 月上升 1.3 个百分点, 显示经济依旧处于复苏区间。但随着房地产调控趋紧和货币政策有所收紧, 下半年经济回升势头可能明显减弱。

美联储在上周 FOMC 会议结束后宣布维持之前量化宽松政策的购买规模不变, 同时继续维持 0-0.25% 的联邦基金利率, 将 2013 年失业率预测区间从 7.3%-7.7% 下调至 7.3%-7.5%, 将通胀从 1.3%-2.0% 下调至 1.3%-1.7%。按美联储对经济的预测和 QE 退出条件, 量化宽松政策将在 2013 年延续。上周参议院通过一项为联邦政府提供到本财年末为止运营资金的法案, 避免了美国政府暂时关门的风险, 而两党关于财政减支的争论也可能持续至今年 9 月。上周对塞浦路斯救助条件中向储蓄存款征税方案遭到塞议会拒绝, 为市场带来风险。塞浦路斯银行业占 GDP 比例达 7 倍, 且与俄罗斯联系密切, 对“三驾马车”来说, 需要和俄罗斯等国达成共同救助协议。欧元区核心国德国和法国经济继续不景气, 3 月德国制造业 PMI 下落到 48.9%, 法国回落至 43.9%。经济持续低迷将进一步加大欧债危机解决难度。

图表 2. 本周关键指标 (2012.3.18-2013.3.22)

指标名称	本周数据	比上周变动
本周公开市场操作	回收 470 亿	+30 亿元
人民币 7 天回购利率	2.95	-43.0 基点
人民币 3 月期 IRS	3.26	-2.0 个基点
人民币 5 年期国债利率	3.31	+0.71 个基点
人民币 5 年期 MTN 利率 (AAA)	4.88	+2.59 个基点
人民币对美元汇率	6.271	-12 个基点
美元对欧元汇率	1.299	-87 个基点
美元非商业投机头寸	多头 53,846 (注)	多 22,112 张合约
黄金价格	1,606.1 美元	+13.5 美元

注: 美元非商业投资头寸为 CME 截至每周二数据, 公布时间为每周五。

资料来源: 中银国际研究

国内银行间市场流动性

公开市场操作与银行间利率

央行上周继续进行正回购,在19日与21日通过两次正回购从银行间市场回笼资金870亿元,由于上周有400亿正回购到期,公开市场操作累计净回笼资金470亿元,环比增加30亿元。但流动性维持相对宽松状态,除14天期限利率由于季末效应有所上涨之外,其余短期利率普遍下行。隔夜SHIBOR上周下跌25.7个基点至1.81%,1周SHIBOR累计下跌41.2个基点至2.98%,2周SHIBOR上涨64.1个基点至3.77%,7天质押式回购利率累计下跌43.0个基点至2.95%,14天质押式回购利率累计上涨63.2个基点至3.71%。3个月央票利率上涨2.8个基点至2.84%,6个月央票利率下跌1.2个基点至2.82%。3个月IRS利率下跌2.0个基点至3.26%,买入票据平均转贴现利率累计上涨27.0个基点至4.28%。

央行持续的正回购没有改变流动性宽松环境。3月以来,央行通过公开市场累计净回笼资金960亿元,短期利率依旧维持年初以来的低水平。我们认为外部资金持续流入可能持续支撑着宽裕的流动性环境,但支撑作用将趋势性减弱。受央行与商业银行购汇意愿下降,新增外汇占款将较1月份6,000多亿元有明显下降,宽裕流动性环境的支撑将持续减弱。

外汇市场即期汇率与中间价的高低反应在岸市场汇率对均衡价的偏离,近期即期汇率持续徘徊在波动区间下限,显示人民币升值预期依旧占据主导。根据历史经验,外部资金将维持净流入状态。事实上,在去年9月开始即期汇率与中间价价差拉大之后,新增外汇占款在12月由负转正,并在1月达到创纪录的6,837亿元。银行代客结售汇顺差从去年11月180亿美元回升至今年1月份的380亿美元和232亿美元。在外币流动性充裕而人民币升值预期存在的情况下,商业银行主动购汇意愿明显下降,而稳健略紧的货币政策也限制了央行购汇意愿,央行更愿意看到汇率进一步浮动从而减少外汇占款增加对基础货币的影响。

未来政策

上周统计局公布了2月份70个大中城市房价住宅销售价格变动情况,显示房价涨势加快,房地产调控形势严峻。2月份,70个大中城市中新建住宅房价环比上涨城市66个,比上月多出13个,同比上涨的城市为62个,比上月多出9个,二手房价格上涨城市同样呈现除增多态势。预计本周各地有关“国五条”政策细则有望出台和进入落实,差异化信贷政策收紧和房地产交易税负增加将明显抑制房地产投资需求和改善型需求,二手房交易量将大幅下滑,新房市场尽管短期可能受益于二手房市场转移出来的部分刚需,但中长期来看也将受到需求抑制的负面作用。“国五条”宣布以来,开发商拿地和开盘趋于谨慎,对刚需争夺将更加明显,下半年商品房销量和房地产开发投资增速或再度回落。

据国内媒体报道,银监会近日要求银行关注与经济周期变化密切相关行业、产能过剩行业及五类重点企业的风险暴露,涉及房地产、工程机械、钢铁、风电设备、光伏等九大行业,包括快速多元扩张型、集团关联复杂型、多头举债借款型、高财务杠杆型、私募基金包装型等五类企业。同时,银监会再度明确要求商业银行就理财业务规模底数、业务管理和相关风险等进行自查,自查报告应于6月底前报送监管机构。监管机构针对产能过剩行业信贷和银行理财业务监管加强再度释放出货币信贷政策将有所收紧信号,这可能对此轮房地产和基础设施投资反弹产生一定抑制作用。

图表 3. 公开市场资金投放/回笼 (2012.2.18-2013.4.14)

(亿元)	正/逆回购到期	正/逆回购	央票到期	央票发行	合计投放+/回笼-
2.18-2.24	(8,600)	(500)	0	0	(9,100)
2.25-3.3	0	(50)	0	0	(50)
3.4-3.10	0	(50)	0	0	(50)
3.11-3.17	0	(440)	0	0	(440)
3.18-3.24	400	(870)	0	0	(470)
3.25-3.31	50	0	0	0	50
4.1-4.7	50	0	0	0	50
4.8-4.14	440	0	150	0	590

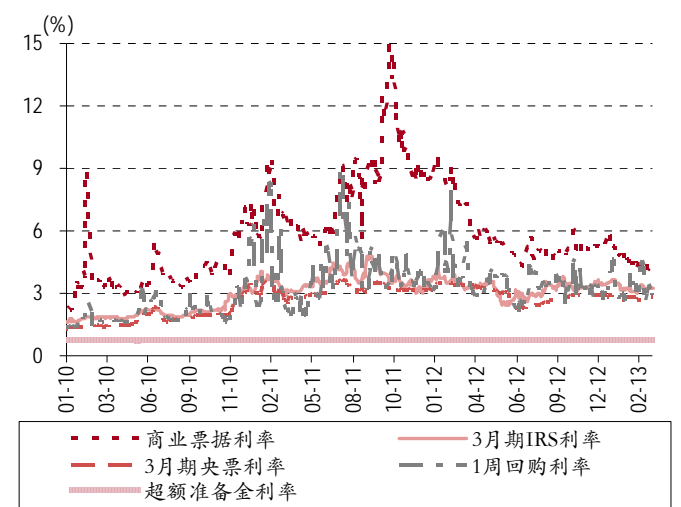
注:商业票据利率转贴现利率 2012 年 11 月 30 日后停止公布, 本表在 12 月 1 日后用买断式电子票据、买断式纸质票据以及回购式纸质票据平均利率作为商业票据利率。

资料来源: 中国债券信息网、万得、中银国际研究

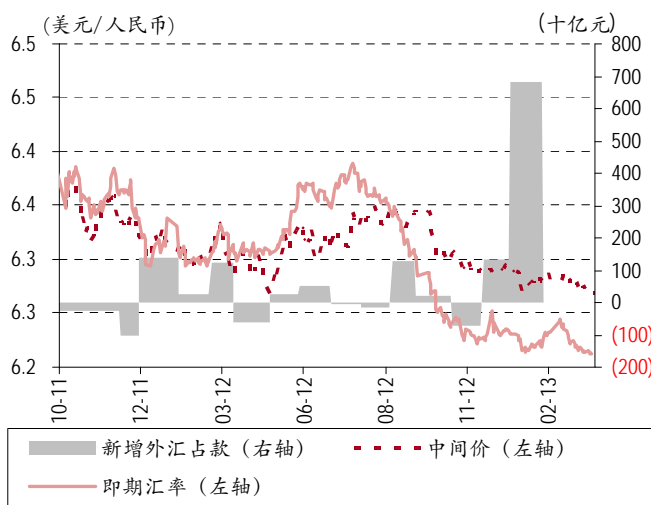
图表 4. 人民币货币市场利率指标变动

指标	人民币货币市场			
	1 周回购利率	3 个月央票利率	3M IRS 利率	商业票据利率
当期利率(%)	2.95	2.84	3.26	4.28
过去一周变动(bp)	(43.00)	2.77	(2.00)	26.95
自年初变动(bp)	(164.00)	(2.82)	(37.00)	(117.60)
250 天最大值	4.72	3.28	3.82	6.14
250 天最小值	2.14	2.25	2.40	4.01
250 天均值	3.31	2.79	3.20	5.05
250 天标准差	0.49	0.22	0.29	0.45
Z Score	(0.75)	0.26	0.20	(1.70)
250 周最大值	9.11	3.72	4.82	15.36
250 周最小值	0.87	0.96	0.81	1.35
250 周均值	2.78	2.47	2.66	4.93
250 周标准差	1.31	0.87	0.95	2.35
Z Score	0.13	0.43	0.63	(0.28)

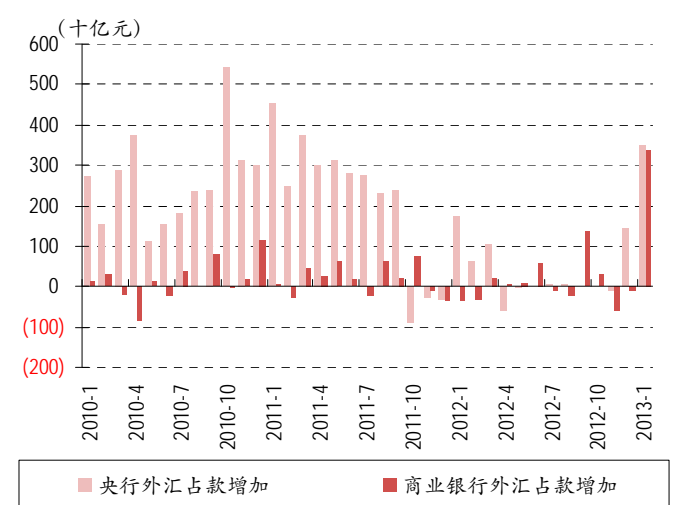
资料来源: 彭博资讯、中国票据网、中银国际研究

图表 5. 人民币货币市场短期利率走势


资料来源: 彭博资讯、中国票据网、中银国际研究

图表 6. 新增外汇占款与人民币汇率


资料来源: 彭博资讯、中国票据网、中银国际研究

图表 7. 央行与商业银行新增外汇占款


资料来源: 彭博资讯、中国票据网、中银国际研究

债券市场收益率

中长期利率上周基本保持稳定。2年期国债收益率上涨1.31个基点至3.06%，5年期国债收益率上涨0.71个基点至3.31%，10年期国债收益率下跌1.03个基点至3.58%。近期食品价格延续2月底以来下跌趋势，尤其是猪肉价格下降明显，将带动3月CPI同比有所回落，中长期利率可能维持一段震荡态势后再在温和通胀推动下缓慢抬升。

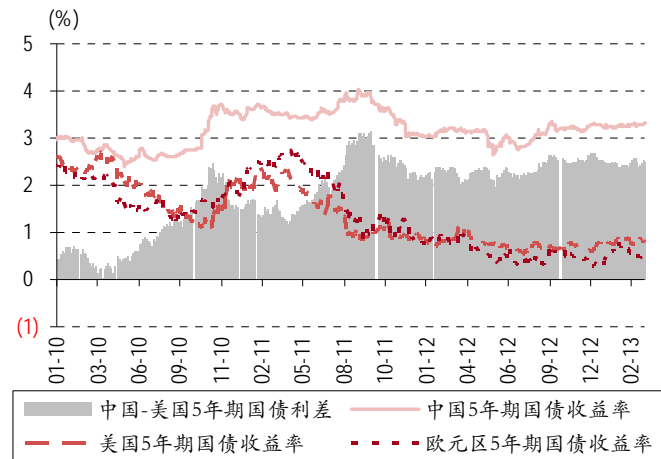
受3月份信用债发行高速增长推动，信用债利率普遍上行。截止上周末，3月信用债总发行7,299亿元，净融资额4,319亿元，达到去年8月以来最高值。如本报告2013年第9期所述，今年较高的信用债到期额会推高再融资压力，对信用债利率上升提供支撑。上周，国内2年期超级AAA中票利率上涨5.69个基点至4.17%，5年期超级AAA中票利率上升2.03个基点至4.65%；2年期AAA中期票据利率上涨5.19个基点至4.27%，5年期AAA中票利率上升2.59个基点至4.88%；2年期A-中票利率上涨5.19个基点至9.61%，5年期A-中票利率上升2.59个基点至11.10%。信用债利差保持稳定，2年期A-与AAA及中期票据利差维持不变，5年期A-与AAA中票利差同样维持不变。

美联储上周的FOMC利率政策声明宣布继续维持此前每月400亿美元MBS机构债和450亿美元的中长期国债购买量不变，联邦基金利率继续维持在0-0.25%的超低水平。受此影响，美国中长期利率普遍下跌。2年期国债利率维持0.25%的水平不变，5年期国债利率下跌3.5个基点至0.80%，10年期国债利率下跌6.4个基点至1.93%。受美国利率下行影响，欧元区国债利率上周也出现下跌。欧元区2年期国债利率下跌0.2个基点至0.03%，5年期国债收益率下跌4.4个基点至0.39%，10年期国债收益率下跌7.6个基点至1.38%。

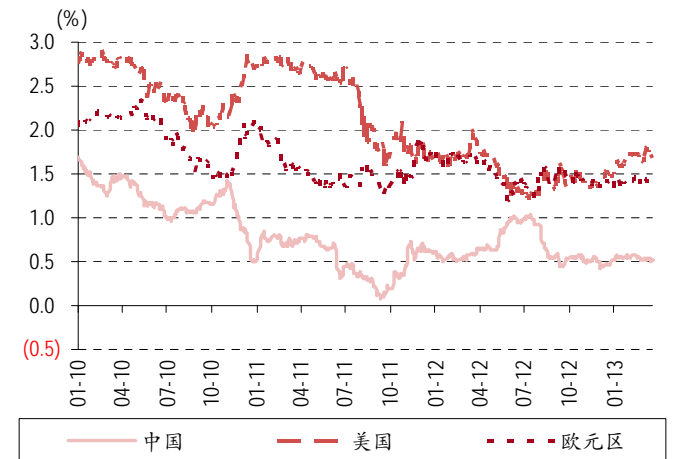
图表 8. 国债收益率曲线指标

指标	人民币国债利率		美元		欧元		人民币对美元债券利差	
	5年期国债	10年-2年利差	5年期国债	10年-2年利差	5年期国债	10年-2年利差	5年期国债	斜度(10-2)利差
当期利率(%)	3.31	0.52	0.80	1.67	0.39	1.35	2.51	(1.16)
过去一周变动(bp)	0.71	(2.34)	(3.50)	(6.40)	(4.40)	(5.90)	4.21	4.06
自年初变动(bp)	8.33	0.28	7.20	16.50	8.80	2.00	1.13	(16.22)
250天最大值	3.35	0.63	1.20	2.00	1.08	1.72	2.69	(0.66)
250天最小值	2.65	0.12	0.54	1.17	0.24	1.16	1.89	(1.78)
250天均值	3.11	0.29	0.74	1.48	0.51	1.45	2.37	(1.20)
250天标准差	0.16	0.13	0.12	0.17	0.17	0.11	0.18	0.26
Z Score	0.93	(0.51)	0.34	0.79	0.69	0.01	0.60	(0.79)
250周最大值	3.35	1.04	2.67	2.89	2.81	2.30	2.69	(0.21)
250周最小值	2.77	0.43	0.58	1.21	0.24	1.16	2.12	(1.17)
250周均值	3.12	0.64	1.32	2.07	1.33	1.63	2.44	(0.77)
250周标准差	0.16	0.20	0.60	0.52	0.72	0.26	0.15	0.27
Z Score	0.89	(2.14)	(0.90)	(0.87)	(0.98)	(0.69)	0.29	(2.36)

资料来源：中国债券信息网、彭博资讯、中银国际研究

图表 9.5 5年期国债收益率曲线走势


资料来源：彭博资讯、中银国际研究

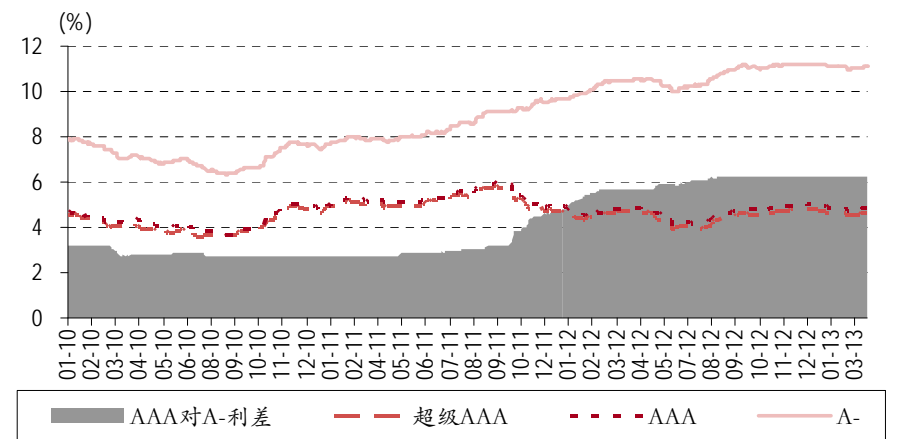
图表 10. 收益率曲线斜度 (10-2 年)


资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 11. 不同信用级别的中期票据 (MTN) 收益率走势及信用利差

指标	超级 AAA 评级		AAA 评级		A-评级		A-对 AAA 利差	
	2 年期	5 年期	2 年期	5 年期	2 年期	5 年期	2 年期	5 年期
当期利率(%)	4.17	4.65	4.27	4.88	9.61	11.10	5.34	6.22
过去一周变动(bp)	5.69	2.03	5.19	2.59	5.19	2.59	0.00	0.00
自年初变动(bp)	(29.31)	(14.21)	(33.58)	(12.38)	(28.58)	(12.38)	5.00	0.00
250 天最大值	4.50	4.81	4.66	5.02	10.16	11.24	5.76	6.27
250 天最小值	3.54	3.91	3.64	4.11	9.31	9.74	4.94	5.11
250 天均值	4.16	4.48	4.27	4.67	9.83	10.64	5.57	5.97
250 天标准差	0.29	0.27	0.32	0.27	0.24	0.43	0.19	0.30
Z Score	0.18	0.18	0.19	0.18	0.05	0.14	0.08	0.19

资料来源：万得、中银国际研究

图表 12. 不同信用级别的 5 年期中期票据收益率走势及信用利差变动


资料来源：万得、中银国际研究

汇率与商品价格

受塞浦路斯引发欧洲市场再度动荡影响，美元上周有所升值。美元指数上周略升 11.4 个基点至 82.4。欧元兑美元汇率下跌 87 个基点至 1.299，时隔 3 个月后再度跌破 1.30 关口。上周二，芝加哥商品期货交易所美元指数期货非商业投资仓位净多头 53,846 张合约，比上周多 22,112 张。日元和英镑期货非商业投资仓位净空头分别为 61,668 和 76,852 张，虽然英镑在上周升值显著，但从仓位上看贬值压力依旧存在。美国相对其他发达国家较好的经济表现和英日等国相对幅度较大的量化宽松政策将进一步推动美元升值。

人民币在上周小幅升值，人民币兑美元即期汇率中间价报收 6.271，略降 12 个基点。人民币即期汇率收盘价继续维持在 6.21-6.22 的波动上限，离岸人民币即期汇率继续停留在 6.20 附近，短期人民币升值压力依旧明显。如果中间价不做相应调整，即期汇率长期停留在涨停价可能减少交易量，导致有价无市。中长期来看，随着房地产调控与货币政策趋于稳健略紧，资产价格上涨预期和经济增长回升势头可能减弱，人民币升值预期可能有所缓解。同时，随着美元相对于其它货币升值，人民币升值压力也将有所减缓。

上周大宗商品价格基本稳定。WTI 石油价格微涨 0.26 美元至 93.7 美元/桶。铜铝价格有所下跌，铜价下跌 102.8 美元至 7,621.8 美元/吨，铝价下跌 9.8 美元至 1,914.5 美元/桶。农产品价格出现小幅上涨，黄金价格继续上周以来的涨势，价格上涨 13.5 美元至 1,606.1 美元/盎司。短期大宗商品价格继续收发达国家量化宽松力度及美元汇率影响，长期由新兴市场国家经济走势决定。

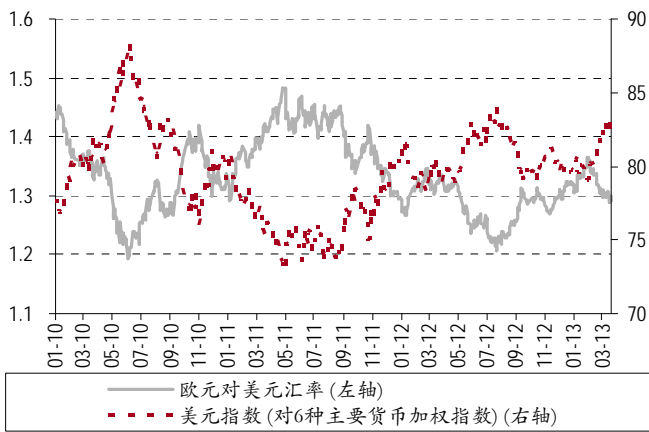
未来一周关注焦点在于塞浦路斯引燃的新一轮危机解决进程，对于银行业资产规模达 GDP 的 7 倍的小国，欧盟、欧洲央行和 IMF “三驾马车”以及俄罗斯等如何寻求救助之道。日本新央行行长黑田东彦已于上周上任，如何兑现其上任前更大规模的量化宽松政策值得关注。此外，美国未来一周公布的一系列房地产和经济数据，是判断经济走势的重要依据。

图表 13. 主要汇率、商品价格

指标	NDF1 年 远期汇率	人民币对美元 汇率	人民币对欧元 汇率	美元指数	欧元对美元 汇率	石油价格	黄金价格
即期汇率	6.365	6.271	8.096	82.4	1.299	93.7	1606.1
过去一周变动(bp)	50	(12)	(608)	11.5	(87)	0.2600	13.50
过去一周变动(%)	(0.079)	0.019	0.745	0.140	(0.665)	0.278	0.848
自年初变动(bp)	(69.0)	(144)	(2,213)	260.7	(204)	1.8900	(69.70)
自年初变动(%)	6.838	0.229	2.661	3.268	(1.546)	2.058	(4.159)
250 天最大值	0.124	6.350	8.577	84.005	1.364	107.330	1,794.10
250 天最小值	0.026	6.267	7.647	78.709	1.206	77.690	1,536.60
250 天均值	0.077	6.307	8.119	80.907	1.287	92.127	1,655.33
250 天标准差	0.024	0.023	0.203	1.350	0.035	5.934	62.167
Z Score	259.483	(1.534)	(0.111)	1.088	0.325	0.267	(0.792)
250 周最大值	0.473	7.200	11.171	89.105	1.594	145.290	1,888.70
250 周最小值	(0.446)	6.267	7.647	71.872	1.192	33.870	705.00
250 周均值	(0.052)	6.639	9.110	79.668	1.358	85.853	1,297.44
250 周标准差	0.135	0.249	0.842	3.568	0.080	20.336	330.29
Z Score	47.519	(1.479)	(1.204)	0.759	(0.734)	0.386	0.935

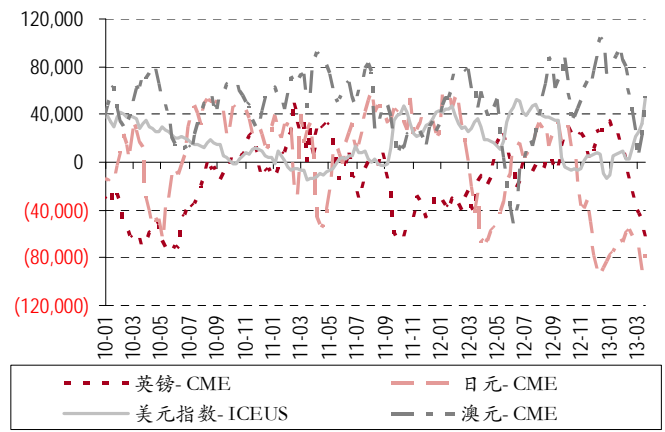
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 14. 美元指数和对欧元汇率



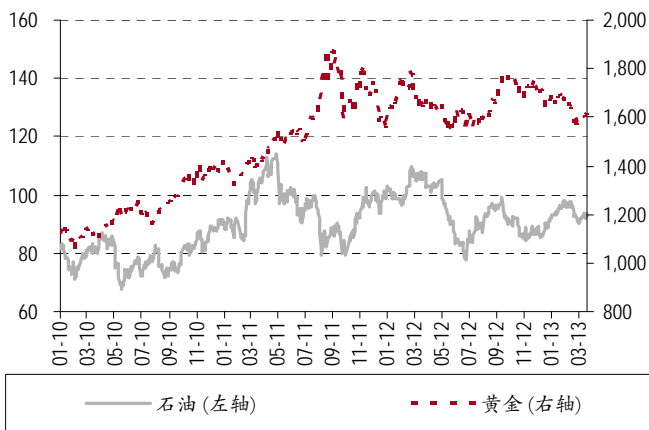
资料来源: 彭博资讯、中银国际研究

图表 15. 汇率期货头寸



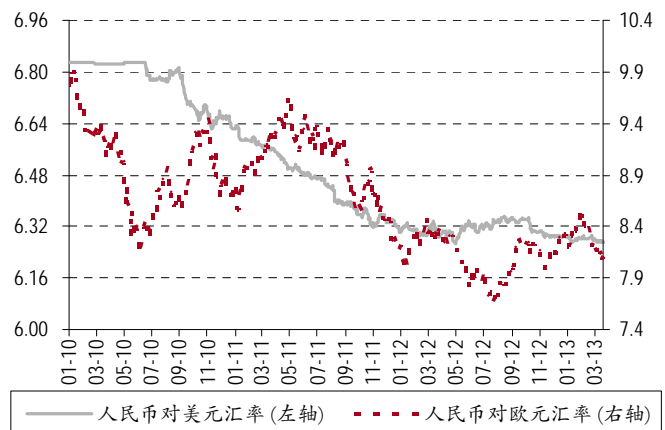
资料来源: CFTC、中银国际研究

图表 16. 黄金、石油价格



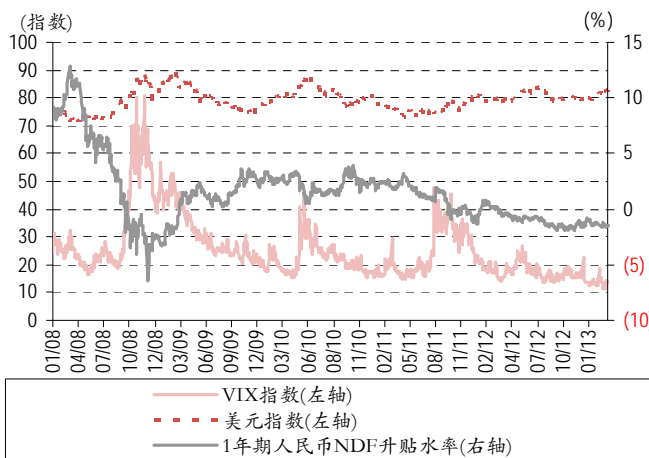
资料来源: 彭博资讯、中银国际研究

图表 17. 人民币对美元和欧元汇率



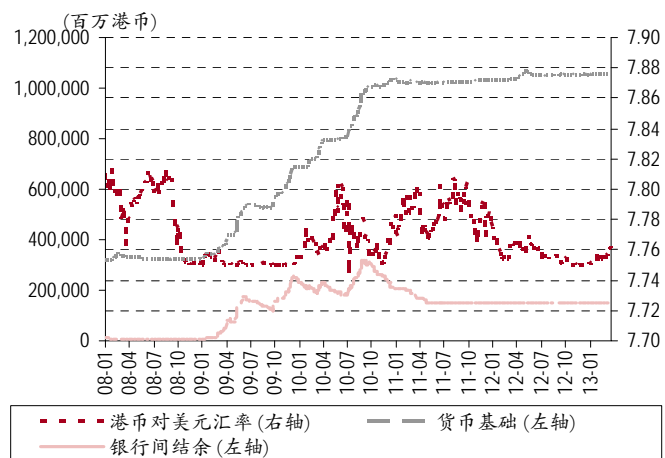
资料来源: 彭博资讯、中银国际研究

图表 18. VIX 指数与人民币 NDF 升贴水率



资料来源: 彭博资讯、中银国际研究

图表 19. 港币流动性



资料来源: 彭博资讯、中银国际研究

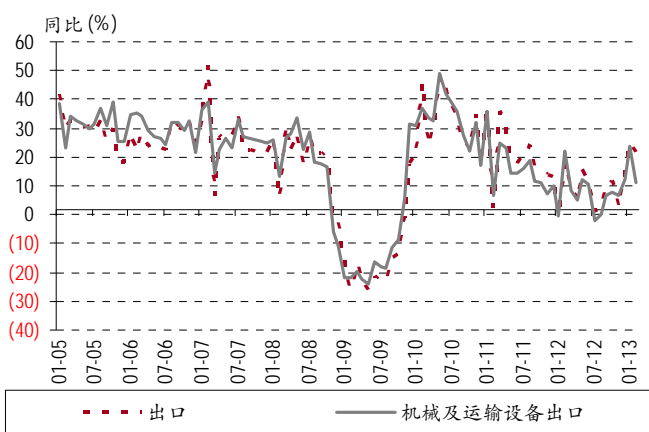
每周热点：中国机电出口温和复苏

中国进出口自去年8月份开始复苏，机电出口回升明显。机电产品占中国出口总额比例超过50%，主要出口至美日欧地区和新兴市场，除欧盟外，中国机电产品出口到其他主要国家从去年8月份已经开始不同程度复苏。由于成本优势，中国机电产品在主要地区的市场份额也有所提升，从中国进口的机电产品占美国机电产品总进口额的比重从去年2月份的22.2%上升到今年1月份的27.4%。

中国机电产品出口的回升主要受美国房地产复苏、企业投资恢复和居民耐用消费增长的支撑，同时全球范围内智能手机需求快速增长也有力支撑了中国电子类产品出口。去年下半年以来，美国房地产市场进一步复苏，今年1-2月单户住宅成屋销量和新开工量分别同比增长9.86%和25.7%；企业投资回升明显，去年4季度非住宅类投资环比年化和同比增速分别达到9.38%和4.64%，其中设备类投资增速分别为10.89%和4.62%；居民耐用消费延续增长，今年1-2月汽车销量同比增长9.8%，居民电子设备消费（或电子产品销量）同比增长3.24。同时，我们注意到全球智能手机等新兴电子消费增长迅猛，基于运营商的高额补贴和新兴市场中低端智能手机普及度提高，全球智能手机需求延续强劲增长。据日本矢野经济研究所估计，2012年全球智能手机出货量超过7亿台，同比增长40%以上。据中国海关统计，2012年中国出口手机10.1亿台，同比增长15.9%，出口额达到810.2亿美元，同比增长29.1%。

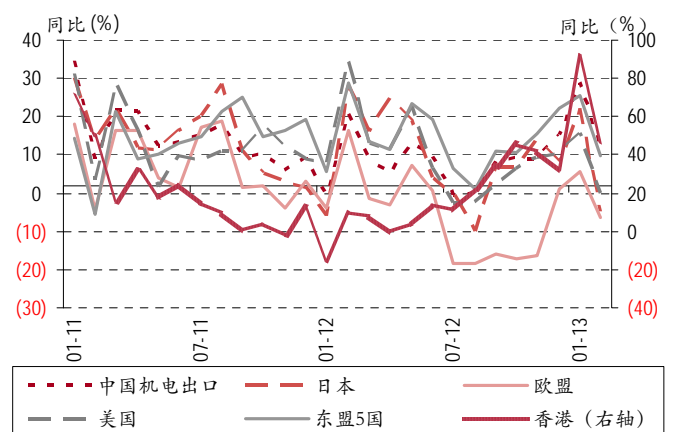
伴随美国房地产复苏和私人部门需求回升，中国机电出口有望保持逐步回升态势。但需要注意的是，中国通信、计算机和电子设备类出口中加工贸易仍占据相当比重，自主创新和研发产品占比相对较小，随着国内要素成本上升，中国在此类产品上的竞争优势可能逐步削弱，中国需要加快技术升级和自主创新。

图表 20. 中国出口和机电产品出口



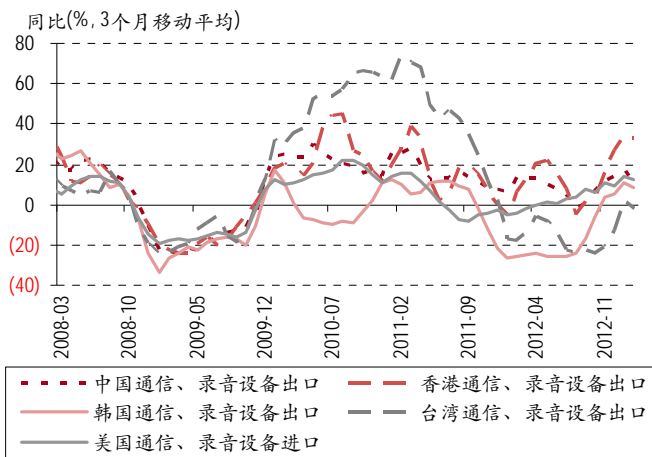
资料来源：CEIC、中银国际研究

图表 21. 中国机电产品出口 (按国家分类)



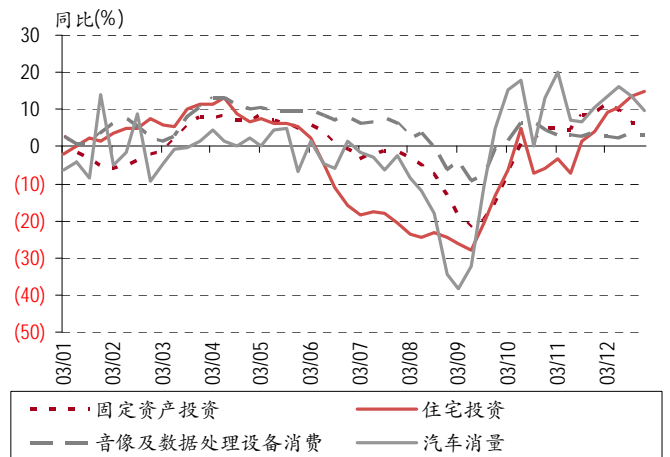
资料来源：CEIC、中银国际研究

图表 22. 主要地区通讯和录音设备进出口



资料来源: CEIC, 彭博资讯, 中银国际研究

图表 23. 美国固定资产投资, 汽车销量和电子产品消费



资料来源: CEIC, 彭博资讯, 中银国际研究

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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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士，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，中银国际证券有限责任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有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

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

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371