

3 月外汇市场分析报告

中东局势扰动彰显中国外汇市场韧性

- 3 月份，受美以伊冲突，中东局势动荡影响，美元指数走强、非美货币普跌，但人民币汇率中间价窄幅震荡，在岸和离岸即期汇率仅小幅走弱，人民币汇率指数涨势加快。
- 3 月份，跨境资金由此前五个月持续净流入转为净流出，主要是因为外资减持人民币资产，同时货物贸易进口增长加快。在货物贸易和证券投资推动下，人民币涉外支出规模骤升，人民币涉外收付款份额创历史新高。
- 3 月份，境内外汇供求缺口继续收窄，主要是因为货物贸易、证券投资购汇需求增加，但市场即期购汇动机基本稳定，结汇意愿有所增强。月初开始生效的外汇风险准备金政策立竿见影，市场远期购汇需求明显增加。
- **专题：谁是避险资产？** 首先，需要区分避险资产与安全资产，两者有所重叠，实则并不相同。其次，市场动荡时期的资产避险效力取决于冲击性质、以及本国对冲击的卷入程度等因素。在历次冲击中，日元避险效力基本稳定，黄金和美元避险效力变化较大。再次，2 月底美以伊冲突爆发之后，美元成为唯一发挥避险属性的资产，主要反映了货币宽松预期退潮，以及流动性冲击影响。最后，需要理性看待人民币债券的避险属性。
- **风险提示：** 地缘政治风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，国内经济复苏不及预期。

相关研究报告

《2022 年外汇市场分析报告：人民币汇率大起大落，彰显外汇市场韧性》20230201

《2023 年外汇市场分析报告：人民币汇率延续调整，境内外汇供求和跨境资金流动生变》20240123

《2024 年外汇市场分析报告：汇率维稳目标顺利完成，境内外汇供求缺口扩大》20250123

《2025 年外汇市场分析报告：美元指数大幅走弱，人民币汇率稳中有升，境内外汇供求关系逆转》20260122

《1 月外汇市场分析报告：人民币延续补涨行情，外汇供求继续失衡》20260307

《2 月外汇市场分析报告：人民币汇率加速升值，结售汇顺差环比收敛》20260320

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

4月15日，国家外汇管理局发布了2026年3月外汇收支数据。现结合最新数据对3月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

美元指数走强、非美货币普跌，人民币汇率重回“三价合一”

3月份，受美以伊冲突，中东局势动荡扰动，美元指数上涨2.3%，涨幅为2025年8月以来新高，瑞郎、欧元、英镑和

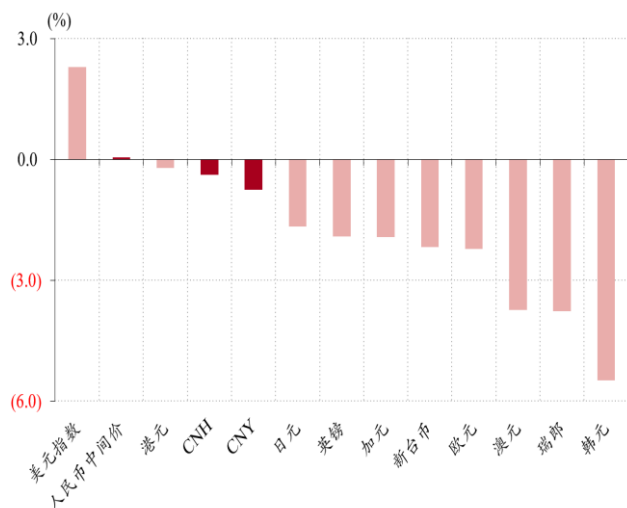
日元对美元汇率则分别下跌3.8%、2.2%、1.9%和1.7%。同期，人民币汇率表现出较强韧性：中间价窄幅震荡，月末升至6.9194，累计上涨0.05%，连续第六个月保持升值；在岸即期汇率（境内银行间外汇市场下午四点半交易价）和离岸即期汇率仅小幅走弱，累计分别贬值0.76%、0.39%（见图表1）。当月，在岸即期汇率与中间价日均偏离幅度由上月-0.5%收窄至-0.1%，离岸相对在岸即期汇率总体偏弱，日均偏离幅度由上月-38个基点转为+27个基点（见图表2）。

当月，银行间市场即期询价日均成交507亿美元，环比增长14%，创下历史新高。这主要源于月初人民币汇率走弱导致外汇成交明显放量：3月2日至4日，在岸即期汇率从上月末的6.8559跌至6.9120，期间即期询价成交量分别为605亿、645亿和714亿美元，位列历史第十一、第四和第一高位。此后，随着人民币汇率转为震荡，外汇成交明显收敛，3月5日至31日日均成交量为483亿美元，较3月2日至4日均值减少26%，表明市场预期总体趋于稳定。

3月份，在岸即期汇率均值为6.8958，连续第七个月升值，滞后3个月环比的即期汇率均值连续第十三个月升值，滞后5个月环比的即期汇率均值连续第十一个月升值，涨幅分别为2.1%、3.3%，后者刷新2023年5月以来新高，显示人民币升值对出口企业的财务紧缩影响加重（见图表3）。

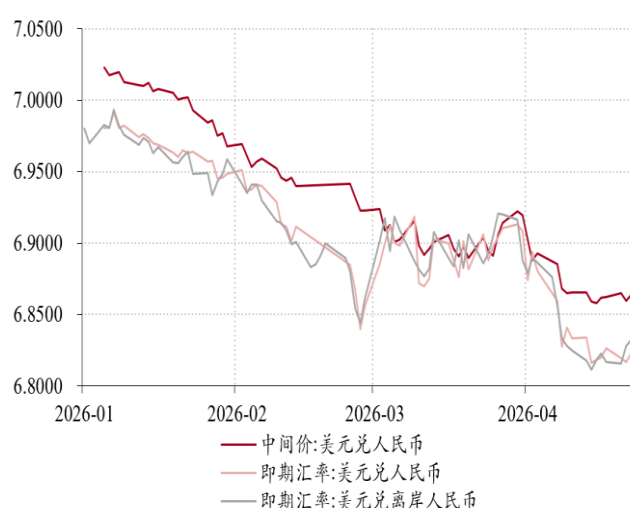
3月份，由于人民币汇率表现明显强于其他主要非美货币，人民币汇率指数延续上月升值态势，且升值速度明显加快，CFETS人民币汇率指数、参考BIS和SDR货币篮子人民币汇率指数累计分别上涨2.3%、2.4%和1.2%，前两者涨幅均创2023年10月以来月度新高。当月，国际清算银行（BIS）公布的人民币名义和实际有效汇率指数分别是连续第八个月、第九个月升值，名义有效汇率指数环比上涨2.2%至111.0，为2022年11月以来新高，实际有效汇率指数环比上涨1.2%至91.5，为2025年3月以来新高，较2025年6月低点反弹了6.2%，使得2022年4月以来的人民币实际有效汇率累计跌幅由最多18.9%收敛至14.7%（见图表4）。

图表 1. 3月份美元指数和主要货币对美元汇率涨跌幅



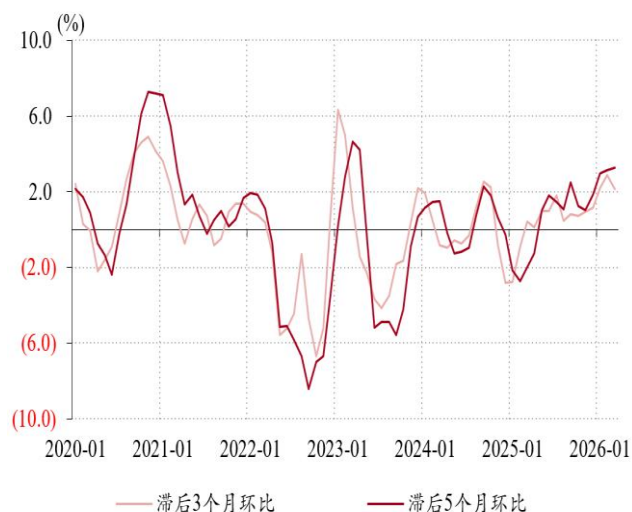
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 境内外人民币汇率走势



资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 在岸人民币即期汇率月度均值环比涨幅



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 人民币名义和实际有效汇率指数



资料来源: BIS, Wind, 中银证券

跨境资金转为净流出，主要是因为外资减持人民币资产、货物贸易进口增长加快，人民币涉外收付款份额创新高

3 月份，银行代客涉外收付款由此前连续五个月顺差转为逆差 321 亿美元。分币种看，外币涉外收付款顺差连续第三个月收窄，从上月 602 亿美元的历史次高降至 107 亿美元，创 2024 年 8 月份以来新低；人民币涉外收付款是连续第三个月出现逆差，规模由上月 246 亿增至 428 亿美元，为历史第五高；外币和人民币分别贡献了银行代客涉外收付款差额降幅的 73%、27%（见图表 5）。

分项目看，证券投资涉外收付款逆差由上月 110 亿增至 532 亿美元，为历史次高，货物贸易涉外收付款顺差连续第三个月收窄，由上月 678 亿降至 507 亿美元，为 2024 年 7 月份以来新低（见图表 6），二者分别贡献了银行代客涉外收付款差额降幅的 62%、25%；收益和经常转移、直接投资和服务贸易涉外收付款逆差仍然保持相对平稳，环比分别增加 58 亿、16 亿和 14 亿美元。

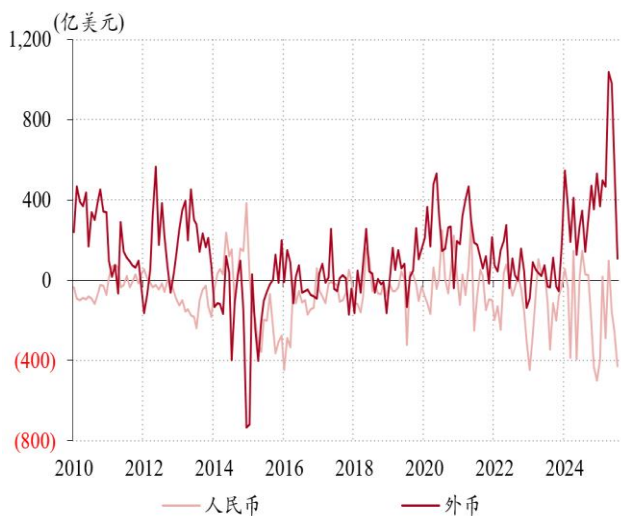
3 月份，证券投资涉外收付款逆差环比扩大，主要是因为涉外支出增长加快。证券投资项下，涉外收入、支出规模环比分别增加 1010 亿、1432 亿至 3293 亿、3825 亿美元，环比增幅和绝对水平均创历史新高，反映跨境证券投资活跃度明显提升。

当月，境外机构境内人民币债券持有量连续第十一个月减少，且降幅重新过亿，由上月 303 亿扩大至 1342 亿元。记账式国债是主要贡献项，境外机构持有量由上月增加 192 亿转为减少 526 亿元，降幅为 2025 年 8 月份以来新高（见图表 7）。同期，在全球避险情绪高涨背景下，新兴市场股票资产遭遇外资大规模抛售。国际金融协会（IIF）数据显示，外国投资者从新兴市场资产中撤资 703 亿美元，创下 2020 年 3 月新冠疫情引发市场暴跌以来的最大单月资金流出，与此前两个月的资金流入趋势形成鲜明对比。其中，新兴市场股票（尤其是亚洲股票）资金流出 560 亿美元，为至少 20 年来最大撤资规模，是本次资金外流的主要来源；中国股票资金由上月净流入 52 亿转为净流出 26 亿美元，为时隔三个月后重新净流出（见图表 8）。

3 月份，货物贸易涉外收付款顺差环比收窄，主要源于货物进口规模超预期增长。当月，货物出口规模环比增长 7.1%至 3210 亿美元，进口规模增长 29.1%至 2699 亿美元，创历史新高。按照商品名称及编码协调制度（HS）标准分类，“机电、音像设备类”（HS 第十六类）进口规模环比增长 39%至 971 亿美元，其中自韩国进口规模占比升至 18.9%，均创历史新高，反映了全球科技产业景气回升影响；在贵金属价格回落背景下，“珠宝、贵金属类”（HS 第十四类）进口规模升至 298 亿美元，刷新历史记录，或表明国内贵金属投资需求仍然较为旺盛。

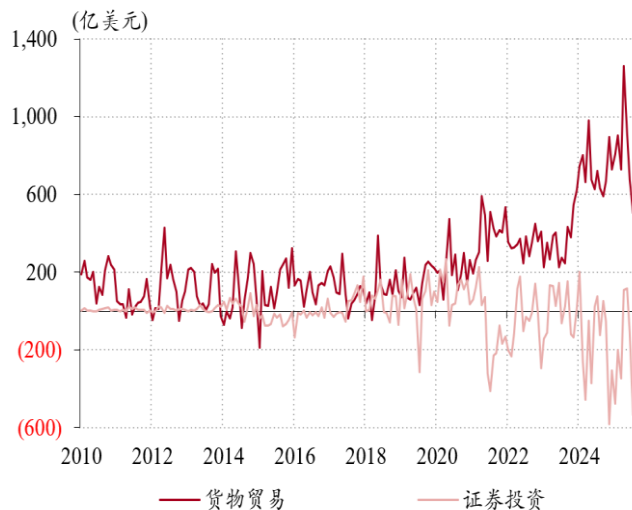
当月，货物贸易人民币结算金额环比增长 51.4%至 2115 亿美元，占货物贸易进出口规模比重为 35.8%，创历史新高（见图表 9）。这可能与货物进口环节人民币结算需求增加有关。受此影响，叠加证券投资项下跨境资金流出加快，3 月份银行代客人民币涉外支出规模骤升，环比增加 1705 亿至 4948 亿美元，刷新历史记录（见图表 10）。同期，银行代客涉外收付款中人民币占比升至 56.4%，美元占比则降至 39.8%，首次低于 40%。

图表 5. 银行代客涉外收付款差额币种构成



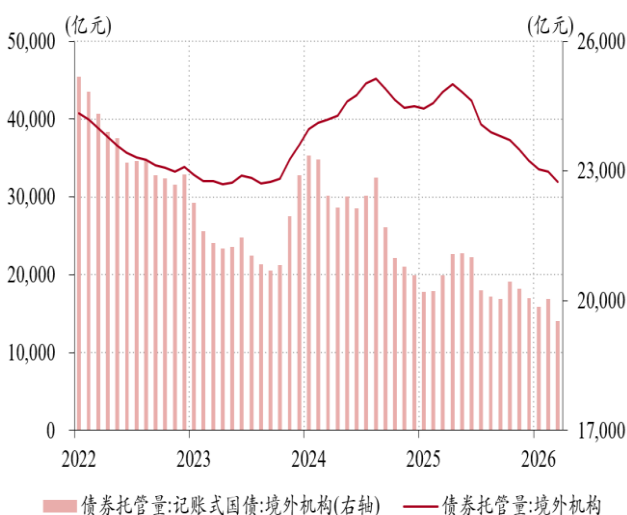
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 6. 银行代客涉外收付款差额主要项目构成



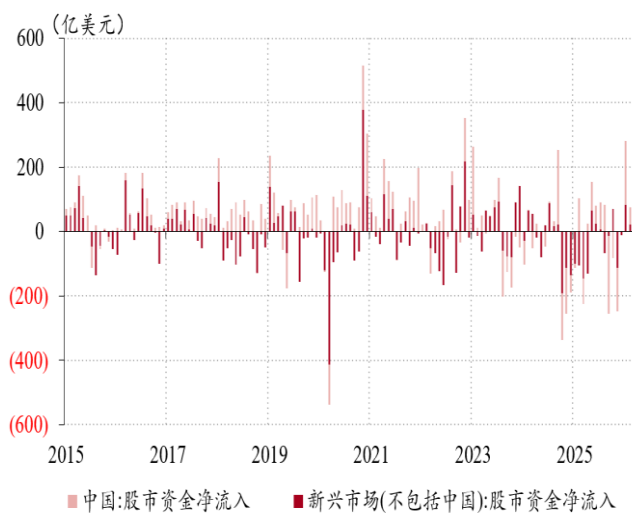
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 7. 境外机构持有境内人民币债券规模



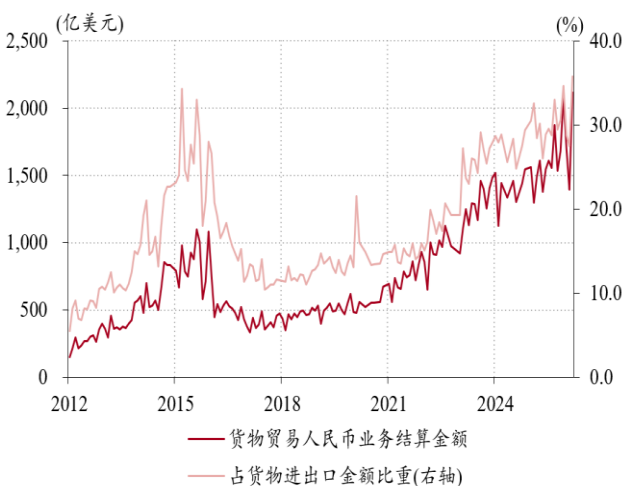
资料来源：中债登，上清所，Wind，中银证券

图表 8. 新兴市场股票资产吸引外资情况



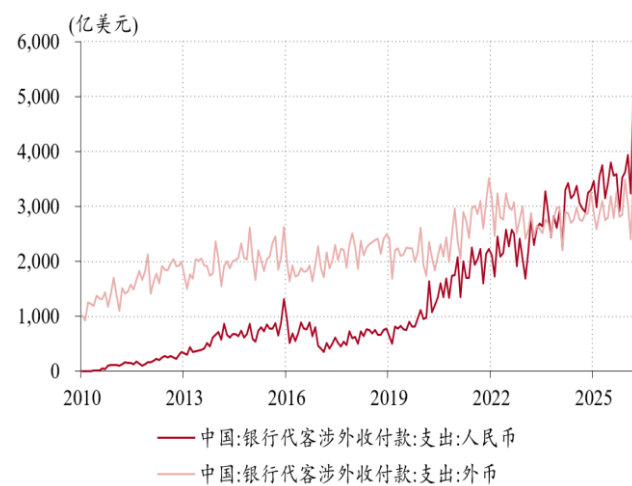
资料来源：IIF，Wind，中银证券

图表 9. 货物贸易跨境人民币结算规模与占比



资料来源：海关总署，中国人民银行，Wind，中银证券

图表 10. 银行代客涉外人民币和外币支出规模



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

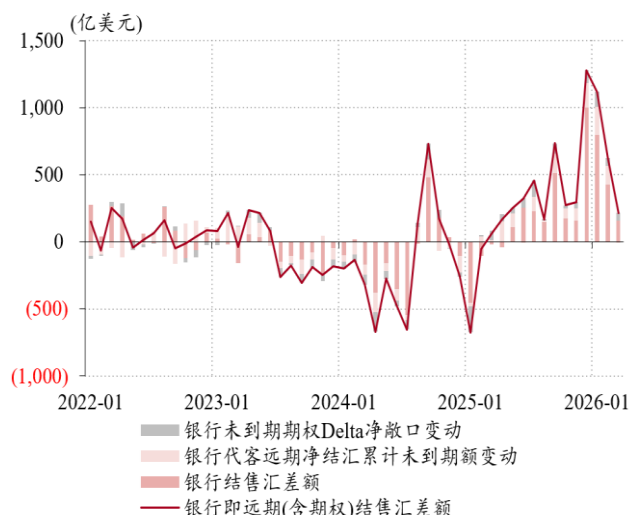
境内外汇供求缺口继续收窄，主要是因为货物贸易、证券投资购汇需求增加，但市场主体即期购汇动机基本稳定、结汇意愿有所增强，外汇风险准备金政策立竿见影

3 月份，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）连续第十三个月出现顺差，但顺差规模是连续第三个月收窄，环比减少 66% 至 216 亿美元。其中，银行代客结售汇顺差由上月 552 亿降至 355 亿美元；远期和期权净结汇规模由上月 199 亿降至 56 亿美元；银行自身结售汇逆差由上月 124 亿增至 195 亿美元（银行自身售汇规模升至 290 亿美元，为历史第四高）；三者分别贡献了银行结售汇顺差环比降幅的 48%、35% 和 17%（见图表 11）。

3 月份，银行代客结售汇顺差环比收窄，是因为银行代客售汇规模环比增加 842 亿美元，大于结汇增幅 644 亿美元。分项目看，货物贸易项下售汇规模环比增加 501 亿至 1419 亿美元，位列历史第七高，证券投资项下售汇规模增加 198 亿至 400 亿美元，创历史新高（见图表 12）。**货物贸易、证券投资项下购汇需求增加，或分别反映了货物进口增长加快、外资减持人民币资产的影响。**不过，剔除远期履约额后的付汇购汇率连续三个月稳定在 55.0% 附近，收汇结汇率则较上月回升 1.8 个百分点至 58.2%（见图表 13）。

3 月份，银行代客远期净结汇累计未到期额环比回落 1.4 亿美元，结束了此前连续八个月的升势（见图表 11）。这主要是因为央行自 3 月初开始下调远期售汇业务的外汇风险准备金率，导致远期购汇需求明显增加¹。当月，远期购汇签约规模由上月 67 亿升至 352 亿美元，远期购汇套保比率环比上升 7.0 个百分点至 9.8%，二者均为 2022 年 10 月（即央行提准次月²）以来新高。同期，远期结汇签约规模环比增加 147 亿美元，远期结汇套保比率仅上升 1.5 个百分点至 14.3%（见图表 14、15）。

图表 11. 银行结售汇差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动+未到期期权 Delta 净敞口环比变动。

图表 12. 货物贸易、证券投资项下银行代客售汇规模

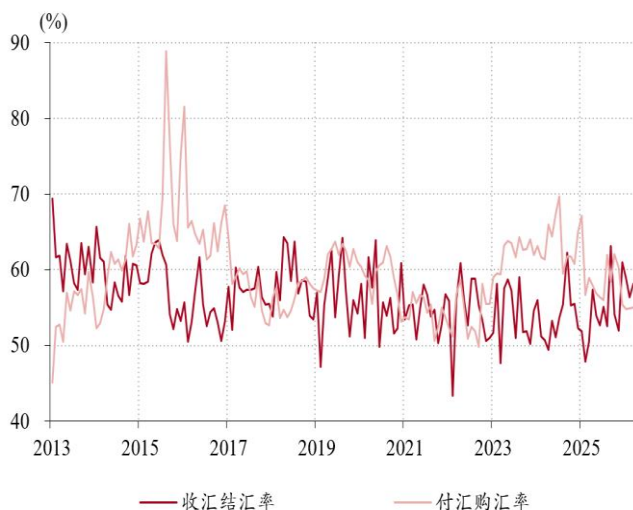


资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

¹ <https://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2026022708004828142/index.html>

² <https://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2025092212552796370/index.html>

图表 13. 市场结售汇意愿变化（剔除远期履约）



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

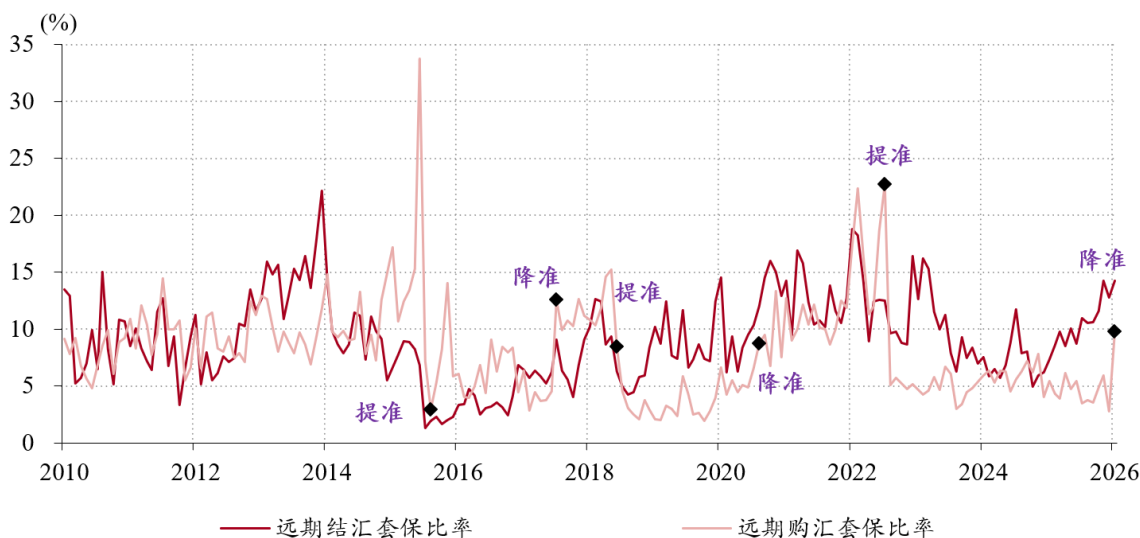
注：（1）收汇结汇率=（银行代客结汇-远期结汇履约）/银行代客涉外外币收入，付汇购汇率=（银行代客购汇-远期购汇履约）/银行代客涉外外币支出；（2）远期结（购）汇履约=上月远期结（购）汇累计未到期额+当月远期结（购）汇签约-当月远期结（购）汇累计未到期额。

图表 14. 远期结售汇签约和履约规模



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 15. 远期结售汇套保比率



资料来源：国家外汇管理局，中国人民银行，Wind，中银证券

注：（1）远期结（购）汇套保比率=银行代客远期结（售）汇签约额/银行代客涉外外币收入（支出）；（2）提准（降准）是指央行上调（下调）远期售汇业务的外汇风险准备金率。

专题：谁是避险资产？

2 月底美以伊冲突爆发后，全球避险情绪显著升温，但黄金、美元等传统避险资产表现不一。究竟何为“避险资产”？历史上，传统避险资产在市场动荡时期的表现存在哪些差异？如何理解本轮冲突中避险资产的分化表现？本期专题拟对此展开分析。

每逢市场动荡，市场机构对“避险资产”的讨论便会增多，但常常出现“避险资产”与“安全资产”概念混淆的情况。虽然两者有所重叠，实则并不相同：前者通常指在市场动荡时期能够保值甚至增值的资产，后者则指具有稳定名义回报、高度流动性且信用风险极低的资产。以黄金为例，“乱世买黄金”意味着黄金被市场普遍视为具备避险属性的资产，但其价格的高波动性决定了黄金并非安全资产。除了黄金之外，美元、日元、瑞郎、美债等也被普遍认为具有避险属性。然而，从历史经验来看，不同资产在同一时期，以及同一资产在不同时期的避险效果存在显著差异。

Cheema 等(2025)以 1987 年至 2023 年期间 MSCI 全球市场指数从峰值到谷底跌幅超过 10% 为标准，并纳入了亚洲金融危机相关的股市下跌（该事件中 MSCI 全球指数最大跌幅为 9.60%，但 MSCI 新兴市场指数跌幅达 30%），确定了 13 次股市下跌事件。在此基础上，Cheema 等（2025）考察了 11 种潜在避险资产相对于 MSCI 全球指数、新兴市场指数、美股、A 股、日股等七个不同股票指数的避险特性³。为便于比较分析，我们根据回归结果，将主要资产相对于 MSCI 全球指数的避险效力进行了分类（见图表 16），据此归纳出以下四点结论：

第一，资产避险效力取决于冲击性质。在宏观经济或金融市场导致的股市下跌期间，政府债券是有效的避险资产，尤其是美国国债通常展现出强避险特性。这是因为宏观经济或金融市场事件通常伴随着经济放缓、通胀下降和失业率上升，会导致美国利率下降，从而推高债券价格。然而，在地缘政治事件（无论美国参与与否）导致的股市下跌期间，政府债券的避险属性明显减弱，如美债在三次股市下跌期间均不具备避险特性，这主要反映了债务发行增加和通胀担忧加剧的影响。

第二，资产避险效力取决于本国对冲击的卷入程度。在地缘政治冲突中，来自直接卷入危机或与危机密切相关的国家的资产不太可能发挥避险作用，例如美元在海湾战争和“9.11”事件期间并未充当强避险资产，但在俄乌冲突中充当了强避险资产。

第三，日元避险效力保持基本稳定。在 13 次股市下跌期间，日元均表现出避险货币属性，避险效力总体强于瑞郎。这主要归因于两方面原因，一是在样本期的大部分时间里，日本利率接近于零下限，而股市下跌期间全球货币政策通常会放松，因此日本与其他国家之间的正利差往往会收窄，这会推高日元；二是股市下跌事件均非起源于日本，因此日本是相对安全的投资场所。

第四，黄金和美元避险效力变化较大。在宏观经济或金融市场导致的股市下跌期间，黄金和美元通常会充当避险资产，后者可能反映了美国国债购买需求增加的影响。在地缘政治冲突导致的 3 次股市下跌期间，黄金和美元的避险属性呈现此消彼长态势，2022 年俄乌冲突中黄金并未表现出避险属性，美元则充当了强避险资产。

图表 16. 主要资产在不同类型冲击下的避险效力对比

		黄金	美元	日元	瑞郎	美国国债	日本国债	瑞士国债
地缘政治冲突	1990 年海湾战争	强避险	不避险	弱避险	强避险	不避险	不避险	NA
	2001 年“9.11”事件	弱避险	弱避险	弱避险	弱避险	不避险	强避险	弱避险
	2022 年俄乌冲突	不避险	强避险	弱避险	不避险	不避险	弱避险	不避险
股市/金融危机	1987 年黑色星期一	强避险	弱避险	弱避险	弱避险	强避险	强避险	NA
	1997 年亚洲金融危机	不避险	弱避险	弱避险	弱避险	弱避险	弱避险	弱避险
	2000 年互联网泡沫	弱避险	弱避险	弱避险	弱避险	弱避险	弱避险	弱避险
	2002 年股市冲击	强避险	不避险	弱避险	强避险	强避险	弱避险	强避险
	2007-08 年全球金融危机	弱避险	强避险	强避险	弱避险	强避险	弱避险	强避险
	2010 年欧洲主权债务危机	弱避险	强避险	强避险	不避险	强避险	强避险	弱避险
	2011 年股市冲击	弱避险	强避险	弱避险	不避险	强避险	弱避险	弱避险
	2015-16 年中国股市冲击	强避险	不避险	强避险	强避险	强避险	弱避险	强避险
新冠疫情	2018 年股市冲击	强避险	弱避险	强避险	弱避险	强避险	弱避险	弱避险
	2020 年股市冲击	不避险	弱避险	强避险	弱避险	强避险	弱避险	弱避险

资料来源：Cheema 等（2025），中银证券

注：股市下跌期间避险资产状态分类取决于回归结果中的总 β 系数（即 $b1+b2$ ）。如果 $b1+b2$ 统计不显著，或者经济意义较小（即 $-0.05 < b1+b2 < 0.05$ ），则将资产 i 视为可以抵御股市下跌的弱避险资产；如果 $b1+b2$ 为负、具有统计显著性且经济意义较大（即 $b1+b2 \leq -0.05$ ），则将资产 i 视为可以抵御股市下跌的强避险资产；如果 $b1+b2$ 为正、具有统计显著性且经济意义较大（即 $b1+b2 \geq 0.05$ ），则代表资产 i 不具有避险效力。

今年 2 月底爆发的美以伊冲突，对全球金融市场造成显著冲击。然而，与海湾战争、“9.11”事件以及俄乌冲突期间不同，美元成为本轮地缘政治冲突中唯一发挥避险属性的资产，而其他传统避险资产普遍受挫。3 月份，10 年期美债收益率累计上升 33.0 个基点，延续此前三次地缘政治冲突期间表现，不具备避险属性；伦敦现货黄金价格累计下跌 11.8%，延续了俄乌冲突期间的不避险特征；即便是历史上避险属性最为稳定的日元和日债也双双承压，日元对美元汇率累计贬值了 1.7%，10 年期日债收益率累计上升 24.3 个基点（见图表 17）。这主要是由于能源价格大幅上涨导致主要经济体货币宽松预期退潮，并引发了流动性冲击，促使资金从其他资产转向美元现金。

³ Cheema M A, Ryan M, Sarwar S M. Which assets are safe havens? Evidence from 13 stock market downturns[J]. International review of economics & finance, 2025, 102: 104364.

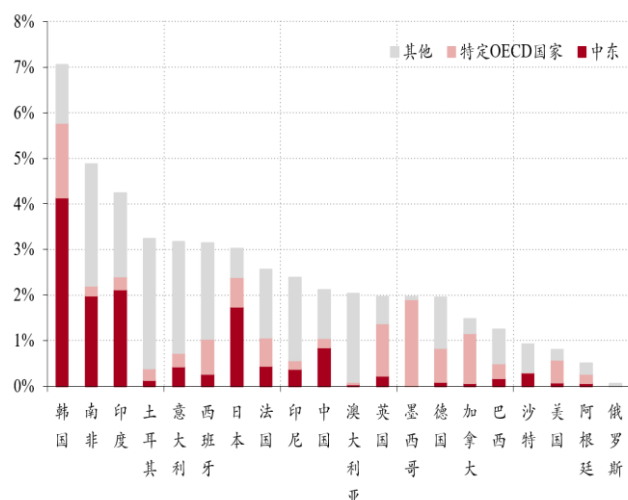
从中国情况看，中国能源消费结构中油气占比较低，且油气进口依存度及对中东油气的依赖程度远低于韩国等经济体（见图表 18）。与此同时，近年来我国主要面临有效需求不足、物价持续低迷等问题。在这些因素共同作用下，中东冲突导致的能源价格大幅上涨，对我国经济的直接影响相对有限，人民币资产因而在本轮冲突中展现出较强韧性。3 月份，在主要经济体债券收益率明显上行背景下，中债收益率整体维持低波动态势，10 年期国债收益率在 1.82% 附近运行，较 2 月末仅小幅走高 4.2 个基点（见图表 17）。基于人民币债券同其他主要债券收益率的低相关性，人民币债券被部分市场机构誉为“避险资产”。不过，从人民币债券托管量来看，当月境外机构持有的记账式国债规模较上月减少 526 亿至 1.95 万亿元，创下 2021 年以来新低。这表明，中国国债的稳健表现并非由外资的避险行为驱动。

图表 17. 2026 年前三个月主要资产表现

单位：%，个基点	2026-01	2026-02	2026-03
伦敦金现	15.6	4.8	(11.8)
美元指数	(1.2)	0.5	2.3
日元兑美元	1.2	(0.8)	(1.7)
瑞郎兑美元	2.5	0.5	(3.8)
美国国债收益率:10Y	8.0	(29.0)	33.0
日本国债收益率:10Y	16.6	(12.9)	24.3
瑞士国债收益率:10Y	(6.4)	(1.9)	15.0
德国国债收益率:10Y	0.0	(16.0)	34.0
中国国债收益率:10Y	(3.6)	(3.6)	4.2

资料来源：Wind，中银证券

图表 18. 2024 年主要经济体油气进口规模占 GDP 比重



资料来源：OECD，中银证券

注：中东包括巴林、伊朗、伊拉克、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿联酋；特定 OECD 国家包括澳大利亚、加拿大、哥伦比亚、墨西哥、挪威和美国；世界其他地区则包含所有其他国家。

风险提示：地缘政治风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，国内经济复苏不及预期。



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