



4 月外汇市场分析报告

风险偏好修复，境内外汇市场与中东战事进一步脱敏

- 4 月份，中东局势对全球金融市场扰动逐步消退，市场风险偏好明显回升，美元指数时隔两个月重新转弱，非美元货币止跌回升，人民币汇率继续保持相对稳定。人民币升值引出口竞争力受损之忧不是当务之急，但需要警惕人民币升值对企业的财务冲击以及由此形成的宏观紧缩效应。
- 4 月份，跨境资金重回净流入，其中证券投资涉外收付款时隔两个月重回顺差，货物贸易涉外收付款顺差环比扩大，分别反映了外资放缓减持人民币资产、进口企业付款放慢的影响。
- 4 月份，境内外汇供求缺口重新扩大，银行代客结售汇顺差小幅增加，市场即期结汇和购汇意愿双双减弱，外汇交易更趋理性。3 月初开始实行的外汇风险准备金政策效果继续彰显，远期购汇需求刷新 2022 年 10 月份以来新高。
- **专题：不宜高估银行结售汇顺差对流动性的影响。**今年前四个月，外汇占款增加对银行体系流动性提供一定支撑，但难言是央行入市干预所致。在央行继续恪守汇率政策中性原则的情况下，银行结售汇顺差会对流动性带来一定紧缩效应。不过，3 月份以来，银行体系流动性总体保持宽松，反映了资金供给不紧、融资需求偏弱的综合影响。前期央行开展“收水”操作，体现了货币政策“削峰填谷”、稳定利率的意图，货币政策支持性立场和适度宽松的政策基调并未发生变化。
- **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

《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》20260425

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

5月18日，国家外汇管理局发布了2026年4月外汇收支数据。现结合最新数据对4月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

美元指数转弱、非美货币止跌回升，人民币汇率继续保持相对稳定

4月份，随着美伊谈判信号释放，中东局势对全球金融市场扰动逐步消退，市场风险偏好明显回升。其中，MSCI全球指数由上月下跌6.4%转为上涨9.2%，不仅抹平了上月跌幅，更是创历史新高；以美元标价的已对冲全球债券指数由上月下跌1.8%转为上涨0.3%；RJ/CRB商品价格指数继续上涨，但涨幅由上月19.1%收窄至6.1%，布伦特原油价格在上月上涨79.3%之后小幅回落3.2%，现货黄金价格止跌企稳，在4600~4800美元/盎司区间保持震荡（见图表1）。

4月份，美元指数时隔两个月重新转弱，累计下跌1.8%至98.1。非美元货币总体升值，英镑、瑞郎、欧元和日元对美元汇率分别升值2.8%、2.3%、1.5%和1.3%。同期，人民币汇率中间价升值0.8%，为连续第七个月保持升值；在岸即期汇率（境内银行间外汇市场下午四点半交易价）和离岸即期汇率则分别由上月贬值0.8%、0.4%转为升值1.1%、0.8%（见图表1）。期间，中间价最高升至6.8579，创2023年3月27日以来新高，在岸和离岸交易价最高分别升至6.8138、6.8059，均创2023年2月中旬以来新高。

市场预期基本稳定。当月，在岸即期汇率较中间价日均偏离幅度由上月-0.11%扩大至-0.46%，但略小于1、2月份日均偏离幅度-0.49%、-0.54%；境内外即期汇率延续强弱互现格局，日均仅偏离+0.44个基点；银行间市场即期询价日均成交量环比减少18%至418亿美元，创年内新低。

人民币多边汇率涨势放缓。当月，由于人民币汇率升值幅度小于其他主要非美货币，三大人民币汇率指数中，CFETS人民币汇率指数、参考BIS货币篮子人民币汇率指数结束了此前两个月升势，但回落幅度有限，分别下跌0.7%、0.4%，远小于上月涨幅2.3%、2.4%；参考SDR货币篮子人民币汇率指数连续第三个月走强，但涨幅由上月1.2%收窄至0.1%（见图表2）。

在输入性因素主导下，4月份我国PPI同比增速从上月0.5%升至2.8%，创2022年8月以来新高，CPI同比增速从上月1.0%升至1.2%，总体延续温和回升态势，但仍然低于主要经济体通胀增速，因此人民币升值引发出口竞争力受损之忧不是当务之急。当月，国际清算银行（BIS）公布的人民币实际有效汇率指数环比回落0.5%至99.1，结束了此前连续九个月升值行情。

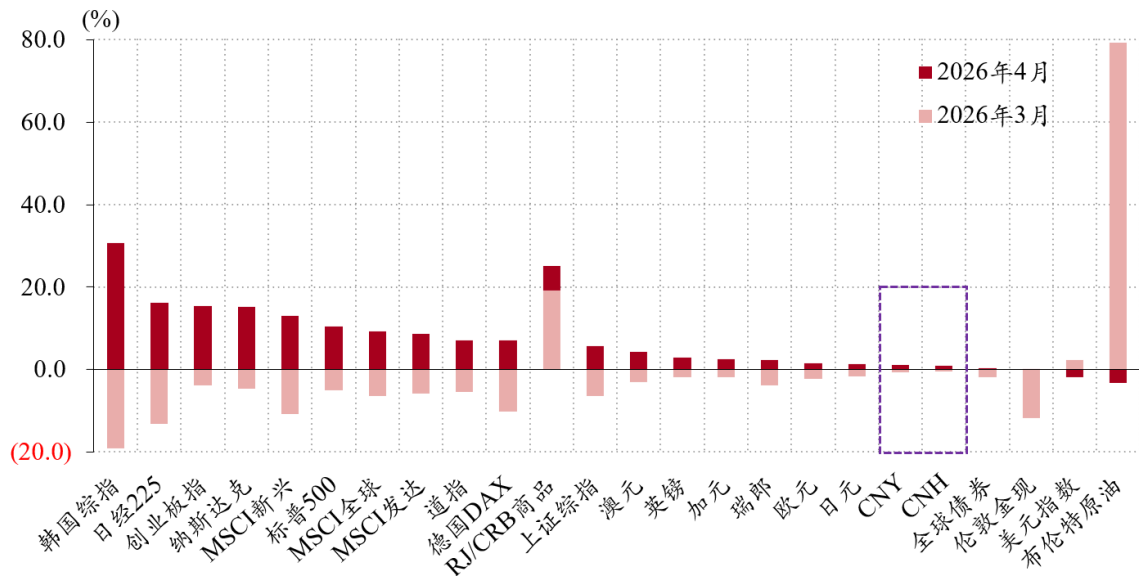
不过，需要警惕贸易大顺差、民间净债权的国际收支格局下，人民币升值对有外汇收入和海外资产的境内市场主体造成的财务冲击，以及由此形成的宏观紧缩效应。从A股非金融企业年报数据看，2015年到2025年间，人民币汇率升值年份上市公司是净汇兑损失，贬值年份是净汇兑收益。2025年，随着人民币汇率止跌回升，产生汇兑损失的企业数量占比升至56.9%，产生汇兑收益的企业数量占比则降至29.2%，合计产生净汇兑损失82亿元人民币（见图表3、4）。A股上市公司今年一季报显示，汇兑损失导致较多上市公司陷入“增收不增利”困局，工程机械、跨境电商、消费电子等出口导向型行业成为汇率波动的“重灾区”¹。

今年以来，人民币汇率延续上年升值行情。4月份，在岸即期汇率均值为6.8370，连续第八个月升值，创2023年3月以来新高，滞后3个月环比的即期汇率均值连续第十四个月升值，滞后5个月环比的即期汇率均值连续第十二个月升值，涨幅分别为1.9%、4.0%，后者继续刷新2023年5月以来新高（见图表5）。据外汇局披露，今年前4个月，企业外汇衍生品交易规模同比增长22%，外汇套保率为33.6%，较2025年提高3.7个百分点²。企业汇率风险管理意识提升，有助于抵御人民币升值行情对企业财务状况的负面影响。

¹ https://paper.cnstock.com/html/2026-05/07/content_2213081.htm

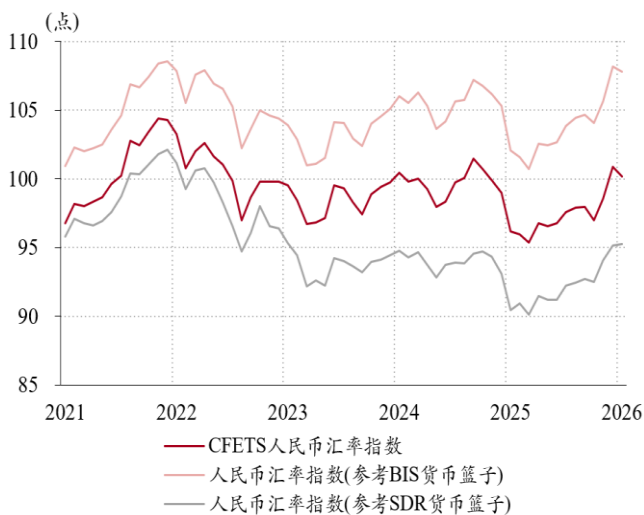
² <http://www.safe.gov.cn/safe/2026/0518/27458.html>

图表 1. 2026 年 3、4 月份全球主要资产价格涨跌幅



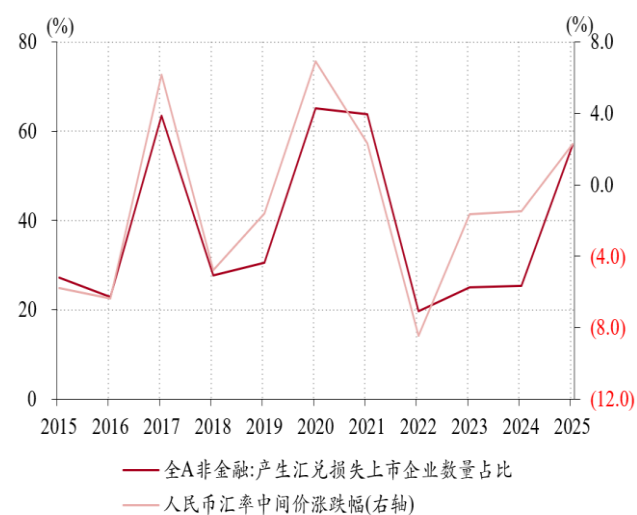
资料来源: Bloomberg, Wind, 中银证券

图表 2. 三大人民币汇率指数



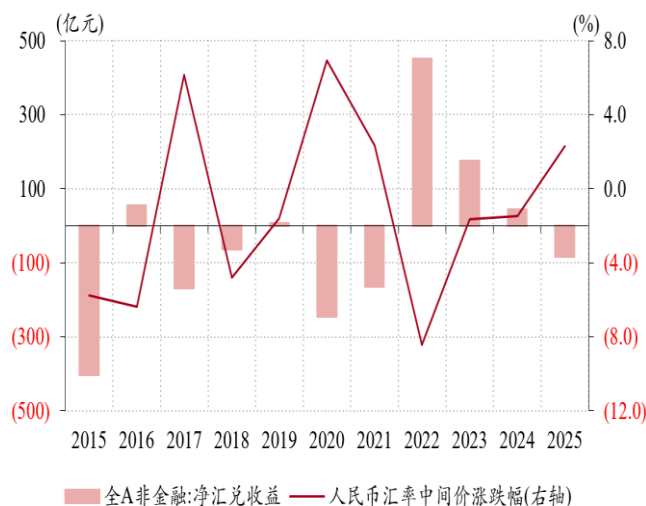
资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 人民币汇率涨跌幅与上市企业汇兑损益情况



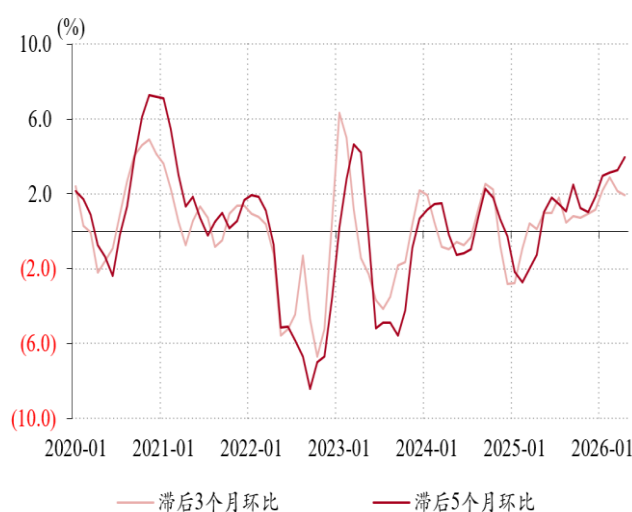
资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 人民币汇率涨跌幅与上市企业净汇兑损益



资料来源：Wind，中银证券

图表 5. 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

跨境资金重回净流入，主要是因为外资放缓减持人民币资产、进口企业付款放慢

4 月份，银行代客涉外收付款由上月逆差 321 亿转为顺差 619 亿美元。分币种看，外币涉外收付款顺差重新扩大，从上月 107 亿升至 666 亿美元，为历史次高；人民币涉外收付款是连续第四个月出现逆差，但逆差规模由上月 428 亿降至 47 亿美元；外币和人民币分别贡献了银行代客涉外收付款差额增幅的 59%、41%（见图表 6）。

分项目看，证券投资涉外收付款由此前两个月逆差转为顺差 136 亿美元，货物贸易涉外收付款顺差止跌回升，由上月 507 亿增至 744 亿美元，为历史同期新高（见图表 7），二者分别贡献了银行代客涉外收付款差额增幅的 71%、25%；直接投资、服务贸易、收益和经常转移涉外收付款逆差仍然保持相对平稳，环比分别增加 57 亿、47 亿和减少 73 亿美元。

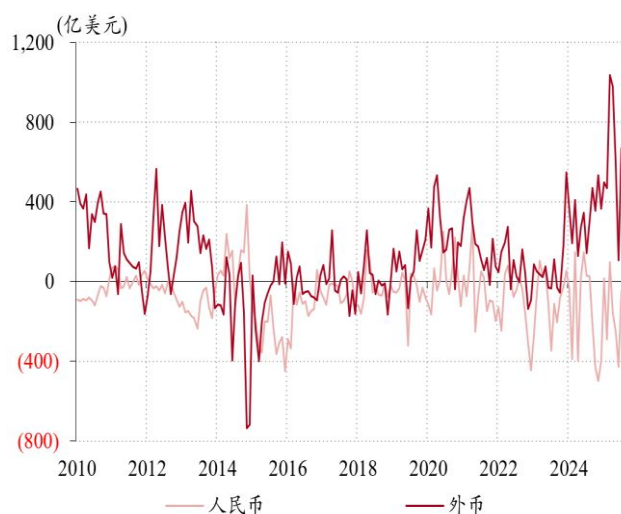
4 月份，证券投资涉外收付款重回顺差，是因为跨境资金流入增加、流出减少。证券投资项下，涉外收入规模环比增加 140 亿至 3433 亿美元，再次刷新历史记录，涉外支出规模减少 528 亿至 3297 亿美元，但仍为历史次高，表明跨境证券投资依然保持较高活跃度。

当月，境外机构境内人民币债券持有量连续第十二个月减少，但降幅由上月 1342 亿收窄至 667 亿元。记账式国债和同业存单是主要贡献项，境外机构持有量环比降幅分别由上月 526 亿、728 亿收窄至 98 亿、401 亿元，后者为近一年来新低（见图表 8）。同期，国际金融协会（IIF）数据显示，中国股市外资由上月净流出 26 亿转为净流入 15 亿美元。

4 月份，货物贸易涉外收付款顺差环比扩大，主要源于进口企业付款速度放缓。当月，货物贸易出口和进口规模环比分别增加 384 亿、41 亿美元，但涉外收入规模环比仅增加 21 亿美元，涉外支出规模减少 216 亿美元，反映出口企业收款速度和进口企业付款速度均有所放缓。

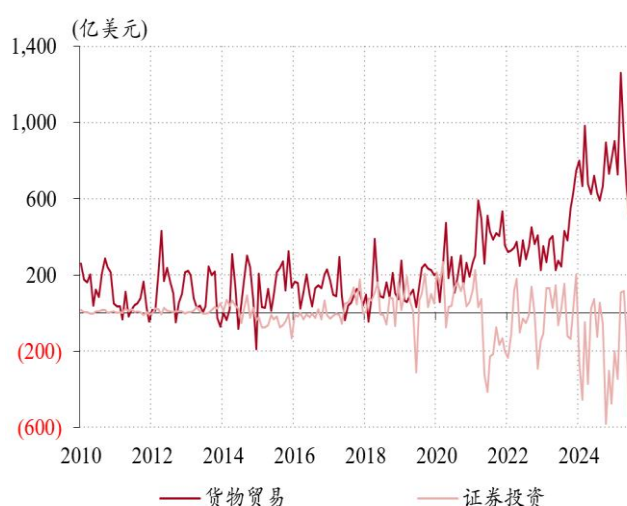
当月，货物贸易人民币结算金额环比减少 5.5%至 1.38 万亿元，占货物贸易进出口规模比重从上月 35.5%的历史新高降至 31.5%。这或与货物进口环节人民币结算规模减少有关。受此影响，叠加证券投资项下跨境资金流出放缓，4 月份银行代客人民币涉外支出规模环比减少 726 亿至 4222 亿美元，但仍是历史次高（见图表 9）。同期，银行代客涉外收付款中人民币占比回落至 52.4%，美元占比则升至 43.6%。

图表 6. 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 7. 银行代客涉外收付款差额主要项目构成



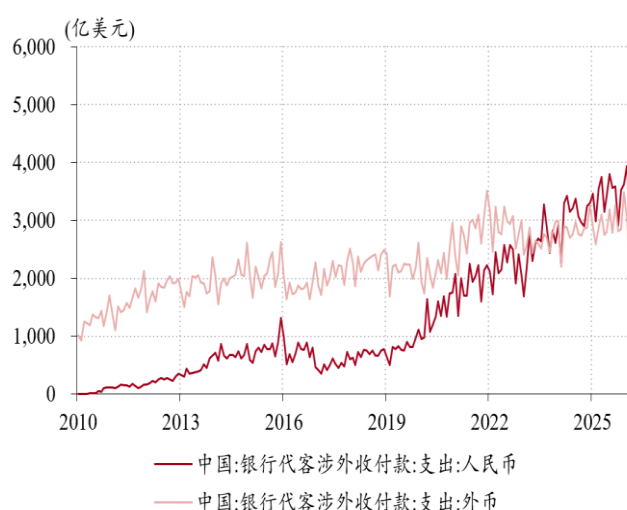
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 8. 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 9. 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

境内外汇供求缺口重新扩大，市场即期结汇和购汇意愿双双减弱，外汇交易更趋理性

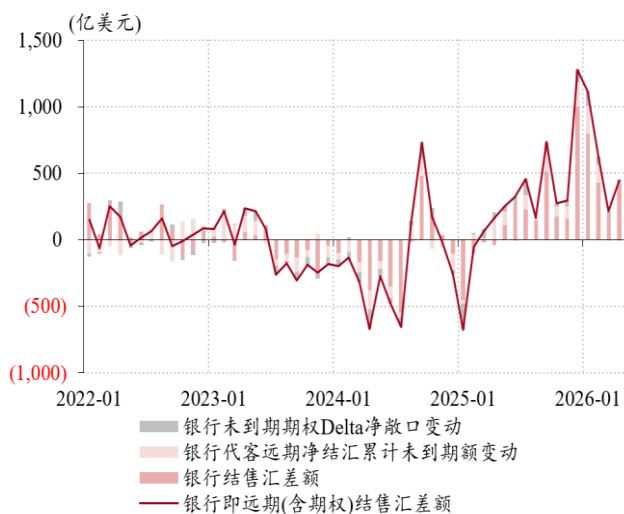
4 月份，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）连续第十四个月出现顺差，顺差规模止跌回升，216 亿升至 447 亿美元。其中，银行自身结售汇逆差由上月 195 亿降至 19 亿美元（银行自身售汇规模由上月 290 亿降至 92 亿美元，为近四个月新低）；银行代客结售汇顺差由上月 355 亿增至 420 亿美元；远期和期权净结汇规模连续第三个月收窄，由上月 56 亿降至 46 亿美元；三者分别贡献了银行结售汇顺差环比增幅的 76%、28%和-4%（见图表 10）。

4 月份，银行代客结售汇顺差小幅增加，伴随着银行代客结汇和购汇需求双双回落，结汇规模环比减少 140 亿美元，小于购汇规模降幅 206 亿美元。分项目看，货物贸易和证券投资项下结汇需求此消彼长，带动货物贸易结售汇顺差减少 123 亿至 477 亿美元，为近五个月以来新低，证券投资结售汇由上月逆差 74 亿转为顺差 116 亿美元（见图表 11）。在货物贸易出口、涉外收入规模环比增加背景下，货物贸易结汇规模不升反降，表明外贸企业结汇意愿减弱。

4 月份，剔除远期履约额后的收汇结汇率环比回落 8.0 个百分点至 50.2%，付汇购汇率环比下降 5.3 个百分点至 49.8%，分别为 2025 年 3 月、2022 年 10 月以来新低（见图表 12）。收汇结汇率和付汇购汇率环比齐降，反映市场预期趋于分化，市场主体更倾向于收外汇付外汇的自然对冲操作，这正对应了前述企业进口付款速度的放缓。而且，在人民币汇率升值背景下，收汇结汇率环比降幅大于付汇购汇率，表明“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。

银行代客远期结汇和购汇需求则呈现此消彼长态势。当月，远期结汇签约规模环比减少 47 亿至 483 亿美元，远期结汇套保比率回落 2.6 个百分点至 11.7%，为近四个月以来新低；远期购汇签约规模环比增加 62 亿至 414 亿美元，远期购汇套保比率上升 2.1 个百分点至 11.9%，是 2025 年 2 月以来首次超过远期结汇套保比率，并且继续刷新 2022 年 10 月以来记录，反映央行自今年 3 月 2 日起下调远期售汇业务的外汇风险准备金率³的政策效果继续显现（见图表 13）。

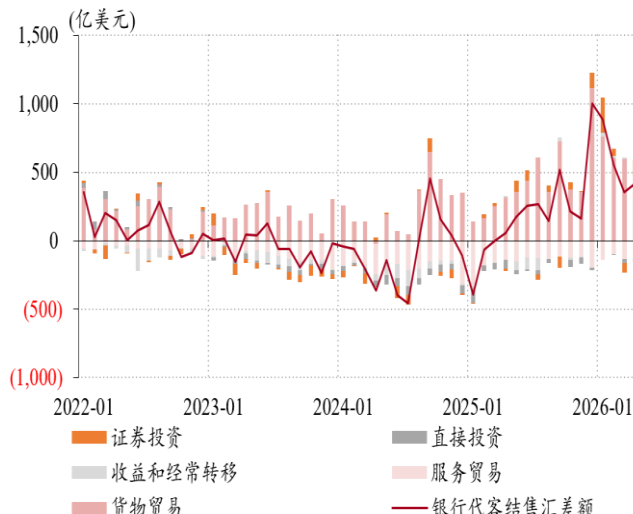
图表 10. 银行结售汇差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

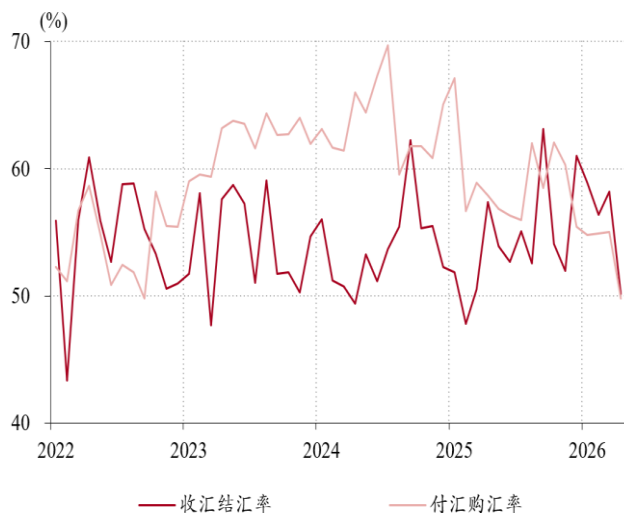
注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动+未到期期权 Delta 净敞口环比变动。

图表 11. 银行代客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

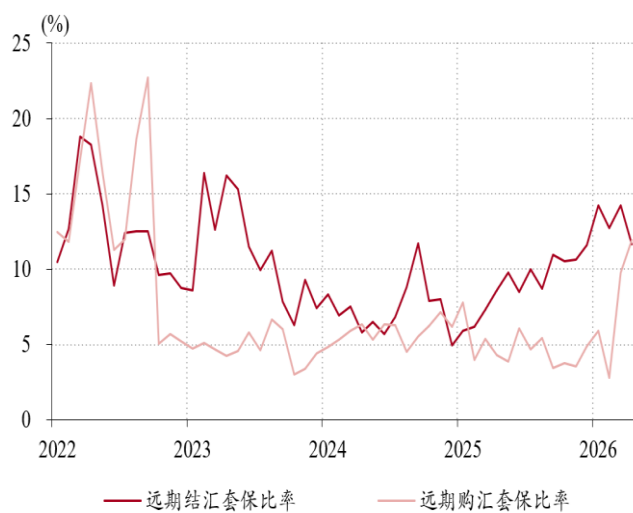
图表 12. 市场结售汇意愿变化（剔除远期履约）



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 13. 远期结售汇套保比率



资料来源：国家外汇管理局，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。

³ <https://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2026022708004828142/index.html>

专题：不宜高估银行结售汇顺差对流动性的影响

今年以来，货币市场隔夜利率持续低于央行政策利率水平，DR001 一度跌破 1.22%，创 2023 年 8 月初以来新低，显示当前市场流动性宽裕（见图表 14）。同期，外汇占款余额从此前连续二十一个月减少转为连续四个月增加，银行结售汇已经连续十四个月保持顺差。那么，如何看待银行结售汇顺差、外汇占款增加对流动性的影响？

2018 年之前，为实现人民币汇率有管理的浮动，央行保持外汇市场干预常态化，外汇占款余额波动较大，银行结售汇顺差对应央行外汇占款增加、结售汇逆差对应央行外汇占款减少，因此 2001 年初至 2017 年底银行代客结售汇差额⁴与央行外汇占款变动额的相关系数持续保持强正相关。2018 年以来，央行基本退出外汇市场常态化干预，银行替代央行成为境内外汇市场余缺的调剂者，银行结售汇顺差对应银行对外投资增加、结售汇逆差对应银行对外投资减少。期间，外汇占款余额保持基本稳定，外汇占款变动额与银行代客结售汇差额相关关系趋弱，甚至一度转为负相关，与外汇形势之间也不存在明确关联。例如，在 2023 年 7 月至 2024 年 7 月银行代客结售汇为持续逆差期间，人民币汇率跌多涨少，外汇占款增加和减少的月份数量分别是 8 个和 5 个；2025 年 3 月至 12 月银行代客结售汇转为顺差期间，人民币汇率渐进升值，外汇占款余额却持续减少（见图表 15）。

今年前四个月，央行通过外汇占款渠道累计投放基础货币 2990 亿元，增加了银行体系的流动性。但鉴于外汇占款变动与银行结售汇差额已经失联，难言外汇占款止跌回升是央行入市干预所致。如根据国际收支平衡表初步数据，今年一季度我国交易引起的外汇储备资产增加 487 亿美元（约合 3374 亿元人民币），远超过同期央行外汇占款 2034 亿元的增幅。

在央行继续恪守汇率政策中性原则，退出外汇市场常态干预的情况下，银行结售汇顺差对银行体系的本币流动性具有紧缩效应。因为银行作为境内外汇市场余缺的调剂者，将用自有资金买入市场卖超外汇，即减少超额准备金、增加外汇多头敞口的持有。同时，境内企业和居民通过结汇获得人民币以后变成人民币存款，银行需缴纳法定存款准备金，但这只是银行超额准备与法定准备之间此消彼长的结构调整，对银行体系的流动性影响偏中性。今年一季度，商业银行累计外汇敞口头寸比例环比上升 0.05 个百分点至 1.23%，为近三个季度以来新高；人民币超额备付金率则较上季度回落 0.17 个百分点至 1.47%，为近四个季度以来新低（见图表 16）。

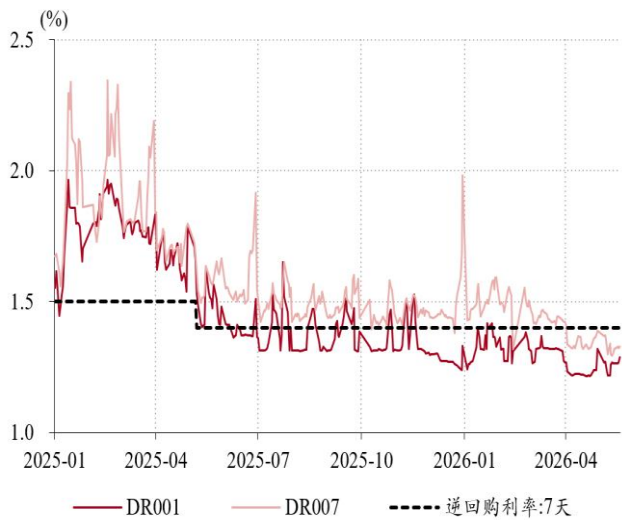
不过，今年 3 月份以来，银行体系流动性总体保持宽松。一方面是资金供给不紧。虽然 3、4 月份基础货币累计回笼 10323 亿元，但货币乘数由 2 月份的 8.55 升至 8.86 倍，4 月末 M2 较 2 月末仍增长了 1.1%，同比增长 8.6%，较上年同期同比增速高出 0.6 个百分点。另一方面是融资需求偏弱。3、4 月份，社会融资规模增量分别为 5.22 万、6245 亿元，同比少增 6721 亿、5354 亿元。其中，信贷增量分别为 3.15 万亿、-4006 亿元，同比减少 6712 亿、5354 亿元；政府债券增量分别为 1.17 万、9041 亿元，同比减少 3208 亿、688 亿元（见图表 17）。在此背景下，4 月份以来央行在短中期流动性方面持续开展“收水”操作，是导致同期基础货币净回笼 10425 亿元的主要原因。这体现了货币政策“削峰填谷”、稳定利率的意图，货币政策支持性立场和适度宽松的政策基调并未发生变化⁵。



⁴ 外汇局自 2001 年 1 月起公布银行代客即期结售汇数据，从 2010 年 1 月起开始公布银行自身结售汇和代客远期结售汇数据，从 2016 年 1 月起开始公布银行代客期权交易数据。为了解更长时间范围内的银行结售汇差额与外汇占款的关系变化，此处选取了银行代客即期结售汇数据进行分析，分析结果与选取银行代客即远期结售汇差额、银行代客即远期（含期权）结售汇差额一致。

⁵ https://www.financialnews.com.cn/2026-05/08/content_448574.html

图表 14. 货币市场利率走势



资料来源: Wind, 中银证券

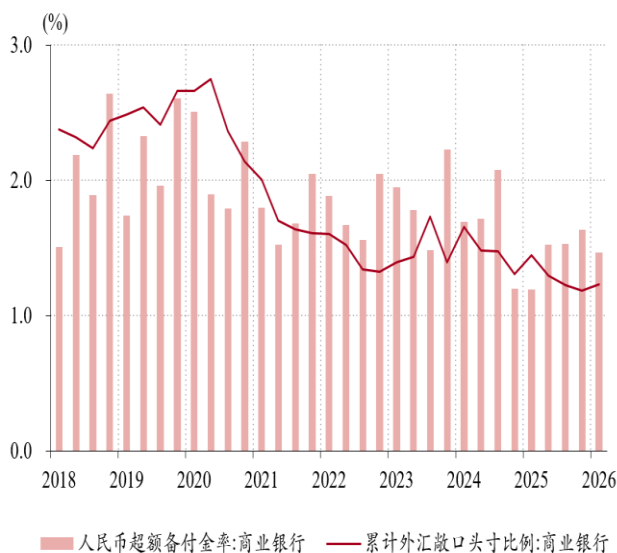
图表 15. 银行代客结售汇差额与央行外汇占款变动额



资料来源: 国家外汇管理局, 中国人民银行, Wind, 中银证券

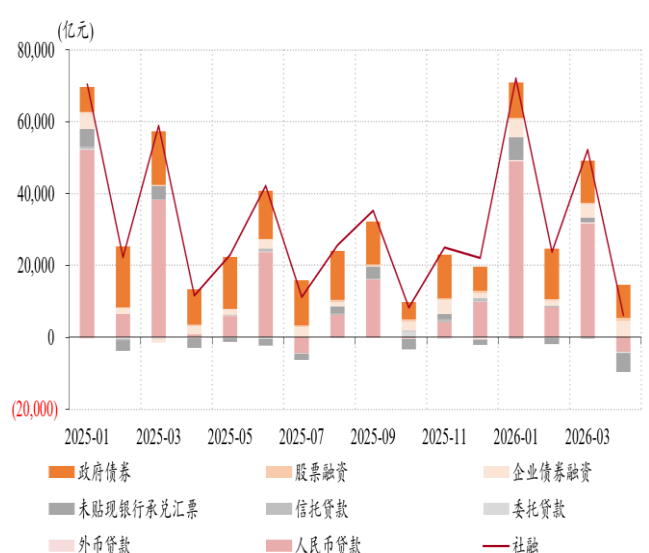
注: 外汇占款变化以银行间外汇市场下午四点半交易价月均值折美元。

图表 16. 银行人民币超额备付金率与外汇敞口头寸比例



资料来源: 国家金融监督管理总局, Wind, 中银证券

图表 17. 社会融资规模增量及构成



资料来源: 中国人民银行, Wind, 中银证券

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得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