

2011 年 1 月 24 日

胡主席访美

人民币汇率再讨论

虽然人民币汇率的变化主要是一个政治决定，但是，在一定长的时间内汇率的变化还将主要取决于基本面的因素。

- 对比胡锦涛主席两次访美期间中美双方贸易大单的内容，中国对美采购贸易额从 2006 年的 162.1 亿美元增长到 2011 年的 450 亿美元，除了同样的大量购买波音飞机之外，其他合作方面从 2006 年的以汽车、通讯、发电设备为主转换到此次的以核电、风电等清洁能源和新能源汽车为主。中方显然希望通过增加从美国的进口，来缓解美国各阶层对中美两国贸易持续不平衡的消极情绪；另一方面，中国也希望以巨额的进口在人民币汇率问题上与美国讨价还价。
- 汇率是影响两国之间的贸易关系的重要杠杆，而人民币对美元的汇率走势在一定程度上已经成为两国政治、经济政策博弈中的重要筹码。中美首脑会晤前后，人民币汇率都会出现不同程度的加速升值的过程。在 2010 年 6 月 26 日的多伦多 20 国集团峰会之前，中国重启汇改，结束了危机以来人民币对美元汇率保持稳定的走势。11 月 20 日，首尔 20 国集团峰会之前，人民币同样出现了加速升值的走势。会晤后，汇率走势则相对平稳。胡锦涛主席此次访美之前也没有例外，人民币对美元汇率再度出现加速升值的过程。
- 从基本经济面因素来看：随着中国贸易顺差占 GDP 规模的收缩，人民币后期升值速度应该放缓。如果中国通胀水平大幅上升，人民币对美元实际有效汇率应该贬值；然而，名义汇率的调整从经济学意义上应该有可能对抗通胀的重要工具。
- 中国政府虽然承诺会坚持人民币汇率机制的改革，在中国政府面临新老交替的关键时刻，我们在短期内还看不到人民币改变缓慢升值战略的迹象，我们目前继续维持 2011 年人民币对美元同比升值 5% 的预测。

程漫江

(8610) 6622 9128
mj.cheng@bocigroup.com

李涛

(8610) 6622 9064
tao.li@bocigroup.com

叶丙南

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

叶春燕

(8610) 6622 9348
Chunyan.ye@bocigroup.com

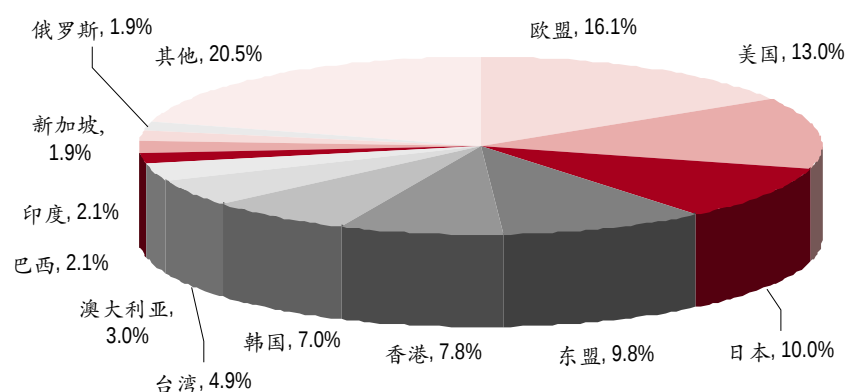
贸易采购大单

中、美作为全球最大的两个经济体,互为双方第二大贸易伙伴。其中,美国是中国的第二大出口目的地和第六大进口来源国,中国是美国的第三大出口目的地和第二大进口来源国。在国家主席胡锦涛主席访问美国期间,商务部同时组织两个投资贸易促进团在美国东、西海岸和南部活动,随后,400多名中国企业家将与同样数量的美国企业家在美国北部城市芝加哥进行交流。

根据目前披露的新闻资料,我们对比了胡锦涛主席两次访美期间中美双方贸易大单的内容,中国对美采购贸易额从2006年的162.1亿美元增长到2011年的450亿美元,除了同样的大量签订购买波音飞机的订单之外,其他合作方面从2006年的以汽车、通讯、发电设备为主转换到目前的核电、风电等清洁能源和新能源汽车为主。

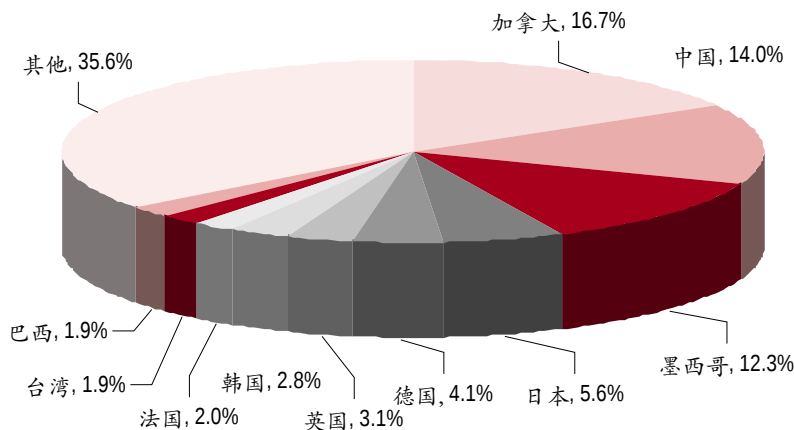
此外,中国还将向美国出口120多亿美元的中国产品,双方还将签署51亿美元的投资合同,其中中国对美投资32.4亿美元。白宫新闻办表示,中国是美国关键的出口市场,估计即将签署的贸易投资合同将为美国创造约23.5万工作岗位。

图表 1. 中国主要贸易伙伴 (2010 年进出口贸易额合计)



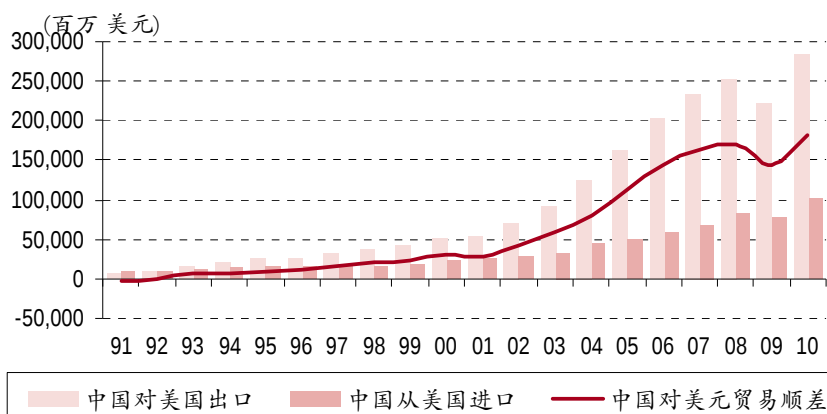
资料来源: CEIC、中银国际研究

图表 2. 美国主要贸易伙伴 (2010 年前 3 季度进出口贸易额合计)



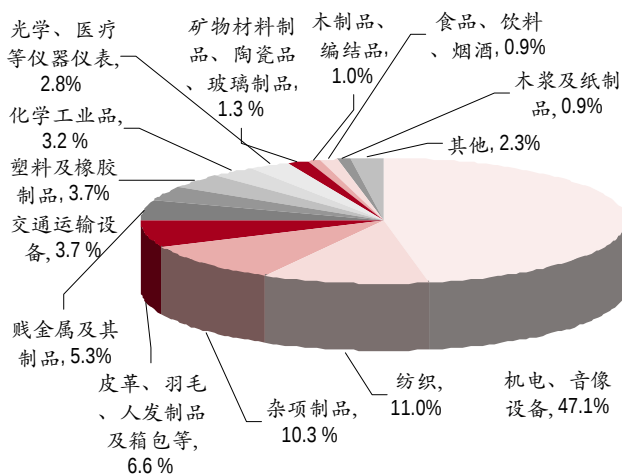
资料来源: CEIC、中银国际研究

图表 3. 中国对美国进出口总规模及贸易顺差



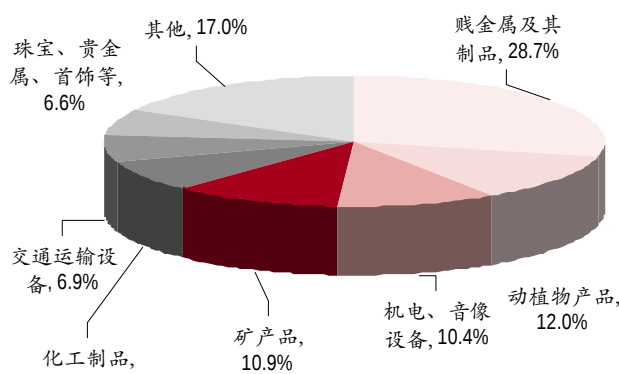
资料来源: CEIC、中银国际研究

图表 4-1. 中国对美国出口商品结构



资料来源: CEIC、中银国际研究

图表 4-2. 中国从美国进口商品结构



资料来源: CEIC、中银国际研究

图表 5. 胡主席两次访美期间中美贸易大单

时间	中美贸易大单
2006 年 4 月 18 日至 21 日胡锦涛主席访美	合计 162.1 亿美元的采购合同
	46 亿美元购 80 架波音 737
	与美国 Flextronics 公司签署价值 10 亿美元大单, 用于提升我国公司在汽车、医疗、科技企业设计和制造电子设备的能力
	摩托罗拉公司获得 5.6 亿美元的通讯设备合同
	微软公司获得 3 亿美元的软件合同
	通用电器能源公司(GE Energy) 3.5 亿美元发电设备
	通用汽车公司 3.06 亿美元
	戴姆勒克莱斯勒公司 8,000 万美元的汽车采购合同
	Terex 公司价值 1.5 亿美元的重型卡车合同
	预计签署贸易投资大单达 450 亿美元
2011 年 1 月 18 日-21 日胡锦涛主席访美	190 亿美元用于采购 200 架波音系列飞机
	清洁能源领域订单涉及金额超过 130 亿美元, 双方共签署了 13 项协议, 内容覆盖核电、风电、太阳能、水电、智能电网、碳捕获与封存等多个领域。其中以核电、风电、太阳能、智能电网等四类为主。
	1、中核集团从西屋公司购买金额每台 500 万美元的 10 台套 AP1000 核燃料制造设备
	2、国家电网公司与美国电力公司在先进输变电、智能电网等 6 个领域开展技术及设备合作。
	3、国电集团和美国 UPC 管理集团将共同开发、建设及运营 7 个风电项目, 装机总容量超过 1075 兆瓦, 总投资额超过 15 亿美元。
	4、开展“太阳能十项全能竞赛”合作, 该竞赛以 BIPV 设计作为竞赛评选方向。共同研发高效晶体硅光伏电池及发电技术的相关协议。
	中国从美国进口 17.8 亿美元大豆协议 10 项
	中国万向集团与美国 Ener1 Inc. 正式签署了建立合资公司的协议, 双方将共同为中国市场的汽车供应锂电池包
	美国铝业公司和中国电力投资集团公司将就中国本土和海外的一系列铝业和能源项目展开合作, 总投资达 75 亿美元。
	通用电气将与中签署五项协议, 预计为美国带来超过 10 亿多美元出口额, 并创造或支持 4,500 多个就业岗位。通用电气说已经同意与中国华电集团建立合资企业开发天然气发电机。预计该合资企业将在未来五年创造 5 亿美元的收入。

资料来源: 中银国际研究

2010 年, 中国对美国的出口和从美国的进口分别达到 2,833 亿美元和 1,020 亿美元, 中国对美国的贸易顺差达到了 1,813 亿美元。胡主席访美期间的订单在失业率高居不下的情况下, 可谓对美国人民的一缕安慰, 但是绝对不可能挽救美国在痛苦中挣扎的制造业; 后者是本世纪第一个十年全球化过程中“无辜的”“受害者”。

人民币对美元走势因首脑互访而波动

虽然中国领导在访美期间,不断通过巨额进口来抚慰美国各阶层对中美贸易不平衡的关注;中美首脑之间的会晤往往会带来人民币汇率的波动。我们整理了 2005 年以来,中美首脑会晤前后人民币对美元汇率的走势。

正是在 2005 年 11 月美国总统布什访问中国之前的 7 月份,中国启动了人民币汇率制度改革,次年 4 月,中国国家主席胡锦涛访美。在 2006 年 7 月到 2008 年 7 月危机之前,中美首脑会晤前后,人民币汇率都会出现不同程度的加速升值的过程。

特别是在危机之后各国重新回归重商主义的经济背景下,美国量化宽松的货币政策推动了美元的贬值,并引发全球货币的竞争性贬值,中美之间对汇率政策的论战也更为激烈。2010 年以来,美国持续通过参众两院对人民币汇率问题的听证会来向中方施压,并启动了修改《贸易法》赋予商务部更大的权限就汇率问题征收反补贴税。在 2010 年 6 月 26 日的多伦多 20 国集团峰会之前,中国重启汇改,结束了危机以来人民币对美元汇率保持稳定的走势。11 月 20 日,首尔 20 国集团峰会之前,人民币同样出现了加速升值的走势。会晤后,汇率走势则相对平稳。胡锦涛主席此次访美也没有例外,仍然是在访美前夕,人民币对美元汇率出现了加速升值的过程。

图表 6. 近期中美首脑历次会晤议题及人民币对美元汇率波动

时间	事件	期间议题	人民币对美元汇率变动		股市表现(%)	
			前 10 个交易日	后 10 个交易日	前 10 个交易日	后 10 个交易日
2005 年 7 月 7 日	苏格兰鹰谷, G8 与中国、印度、巴西、南非、墨西哥五国领导人对话	会议议题: 非洲发展和气候变化。	没有变化	启动汇改, 一次性升值 2%。	(5.5)	(0.1)
2005 年 9 月 13 日	纽约, 联合国成立 60 周年首脑会议	会议议题: 安理会改革。中美议题: 经贸合作与朝鲜半岛核问题, 加强知识产权保护, 推进 21 世纪中美建设性合作关系。	基本稳定	基本稳定	5.3	(6.2)
2005 年 11 月 19 日至 21 日	美国总统布什对中国进行正式访问。	就贸易、知识产权保护、台湾问题、朝核问题、禽流感、人权、民主等问题交换了意见。签订 70 架波音飞机购买框架协议。	基本稳定	基本稳定	0.8	(2.7)
2006 年 4 月 18 日至 21 日	国家主席胡锦涛对美国进行国事访问。	阐明了中国在贸易不平衡、知识产权保护、人民币汇率上的立场。向美国企业发出了大力开拓中国市场的邀请。加强能源领域的战略磋商。双方同意从战略高度和长远角度看待和处理两国关系, 全面推进 21 世纪中美建设性合作关系。	基本稳定	升值 0.18%	(2.8)	9.2
2006 年 7 月 17 到 18 日	圣彼得堡, G8 同发展中国家领导人对话会议	会议议题: 全球能源安全、贸易、反腐败、知识产权保护、传染病防控、教育和非洲问题。胡锦涛就全球能源安全问题作了阐述: 1. 要加强能源开发利用的互利合作; 2. 要形成先进能源技术的研发推广体系; 维护能源安全稳定的良好政治环境。	贬值 0.1%	升值 0.36%	(2.7)	(6.7)
2006 年 11 月 19 日	河内, APEC 第十四次领导人非正式会议	会议议题: 加强亚太合作, 推进经贸合作, 加强各领域合作, 进行各种战略对话和各层次交往。与会领导人宣布和签署《河内宣言》, 力求推动多哈回合谈判, 并稳步实施与会领导人签署的《河内行动计划》以实现茂物目标。	升值 0.14%	升值 0.57%	5.7	11.8
2007 年 6 月 8 日	德国海利根达姆, G8 同发展中国家领导人对话会议	会议议题: 全球化进程中世界经济、气候变化和非洲。同意了“海利根达姆进程”, 即加强与新兴发展中国家合作的倡议。八国集团将同中国、巴西、印度、墨西哥和南非等五国在未来两年内就知识产权保护、投资自由化、发展及气候变化和有效利用能源进行对话。	贬值 0.17%	升值 0.56%	(3.7)	5.6
2007 年 9 月 6 日	悉尼, APEC 第十五次领导人非正式会议	会议发表《悉尼宣言》, 重点阐述了各成员就气候变化、多哈回合谈判、区域一体化、加强人类安全和亚太经合组织建设等问题达成的共识。中美议题: 加深经贸合作, 中国继续是美国增长最快的出口市场, 强调食品安全和产品质量问题。	升值 0.58%	升值 0.31%	5.4	1.5
2008 年 7 月 9 日	北海道, G8 同发展中国家领导人对话会议	会议议题: 气候变化、世界经济、非洲发展。会议同意 2050 年前将温室气体排放量最少减半的目标作为“世界整体目标”。中美在经贸、反恐、能源、环保等领域进行有效合作。	升值 0.08%	升值 0.51%	1.5	(4.4)
2008 年 11 月 15 日	华盛顿, 首次 G20 领导人峰会	会议议题: 救市。胡锦涛提出: 1、强国际金融监管合作; 2、推动国际金融组织改革; 3、鼓励区域金融合作; 4、改善国际货币体系。			20.2	(6.2)
2008 年 11 月 21 日	利马, APEC 第十六次领导人非正式会议	会议发表《利马宣言》和关于全球经济的声明, 表示将共同行动, 应对全球金融危机。	危机期, 对美元汇率稳定在 6.83 附近		(10.5)	(13.5)
2009 年 4 月 1 日	伦敦, G20 领导人峰会	胡锦涛指出, 新时期中美关系应该是积极、合作、全面的关系。奥巴马指出, 美中关系是世界上最重要的双边关系。			9.2	5.4

资料来源: 中银国际研究

续... 图表 6. 近期中美首脑历次会晤议题及人民币对美元汇率波动

时间	事件	期间议题	人民币对美元汇率变动		股市表现(%)	
			前 10 个交易日	后 10 个交易日	前 10 个交易日	后 10 个交易日
2009 年 7 月 9 日至 10 日	意大利拉奎拉, G8+G5 峰会	主要国家同意“避免竞争性贬值”, 同意“建立一个稳定的、有效的国际货币体系”。			8.6	7.9
2009 年 9 月 21 日至 25 日	联合国气候变化峰会、安理会核峰会、G20 匹茨堡领导人峰会	会议议题: 促进世界经济复苏、改革国际金融机构和改善国际金融机构监管等问题。会议强调应继续目前的政策支持, 提出要为解决就业问题提供足够的支持。			(5.5)	3.4
2009 年 11 月 15 日至 18 日	美国总统奥巴马对中国进行正式访问	胡锦涛表示应推进国际金融体系改革, 完善全球经济治理, 以防范和应对未来的危机; 奥巴马表示, 中美双方将追求更均衡的经济增长战略, 美国要多储蓄少花费, 中国要扩大内需。双方会谈后发表《中美联合声明》。	危机期, 对美元汇率稳定在 6.83 附近		10.7	(0.9)
2010 年 4 月 12-13 日	华盛顿, 全球核安全峰会	期间举行了金砖四国峰会; 会后, 胡锦涛访问了巴西、委内瑞拉和智利。			5.0	(8.4)
2010 年 6 月 26 日	多伦多, G20 领导人峰会	中国建议: 推动二十国集团从应对国际金融危机有效机制转向促进国际经济合作的主要平台; 加快建立公平、公正、包容、有序的国汇改。升值国际金融新秩序; 促进建设开放自由的全球贸易体制。欧洲国家关注的是需要强制性执行预算削减, 而美国则坚持认为这样的削减会推迟全球经济复苏。	6 月 19 日 升值 0.3%	宣布重启 0.6%	(2.3)	(1.5)
2010 年 11 月 20 日	首尔, G20 领导人峰会	会后声明: 1、制定和实施明确的、可信的、长远的和有利于增长的中期财政整顿计划。2、向能够反映经济基本面的且更多由市场进行决定的汇率体系发展, 避免竞争性货币贬值。共同努力推动建立一个稳定和运行良好的国际货币系统。3、降低过度失衡并保持经常账户的不平衡性处于可持续水平的全方面政策。	升值 0.5%	贬值 0.2%	(10.6)	(0.2)
2011 年 1 月 18 日至 21 日	胡锦涛对美国进行国事访问。	胡主席发表中美关系五项观点, 经济合作方面: 希望美方在放宽对华高技术产品出口限制、给予中国赴美投资企业公平竞争环境、承认中国完全市场经济地位方面尽快采取积极措施。双方应该继续在中美能源环境合作十年框架内重点深化新能源合作, 积极开展高速铁路、智能电网改造等基础设施建设合作, 使之成为两国关系的新亮点。	升值 0.5%	-	(6.6)	-

资料来源: 中银国际研究

人民币汇率走势与基本经济因素分析

国际投资者在一定程度上已经把类似于中美两国首脑互访对汇率的影响称为人民币汇率的“事件性”走势。但是，我们认为人民币汇率的走势最终还是取决于中国国内的经济情况。

2005年人民币汇率改革启动以来，人民币对美元汇率走势经过了四个阶段，分别是：2005年7月到2006年7月的缓慢升值阶段，2006年8月-2008年7月的加速升值阶段，2008年8月-2010年6月的稳定阶段，以及2010年6月19日重启汇改以来的震荡升值阶段。

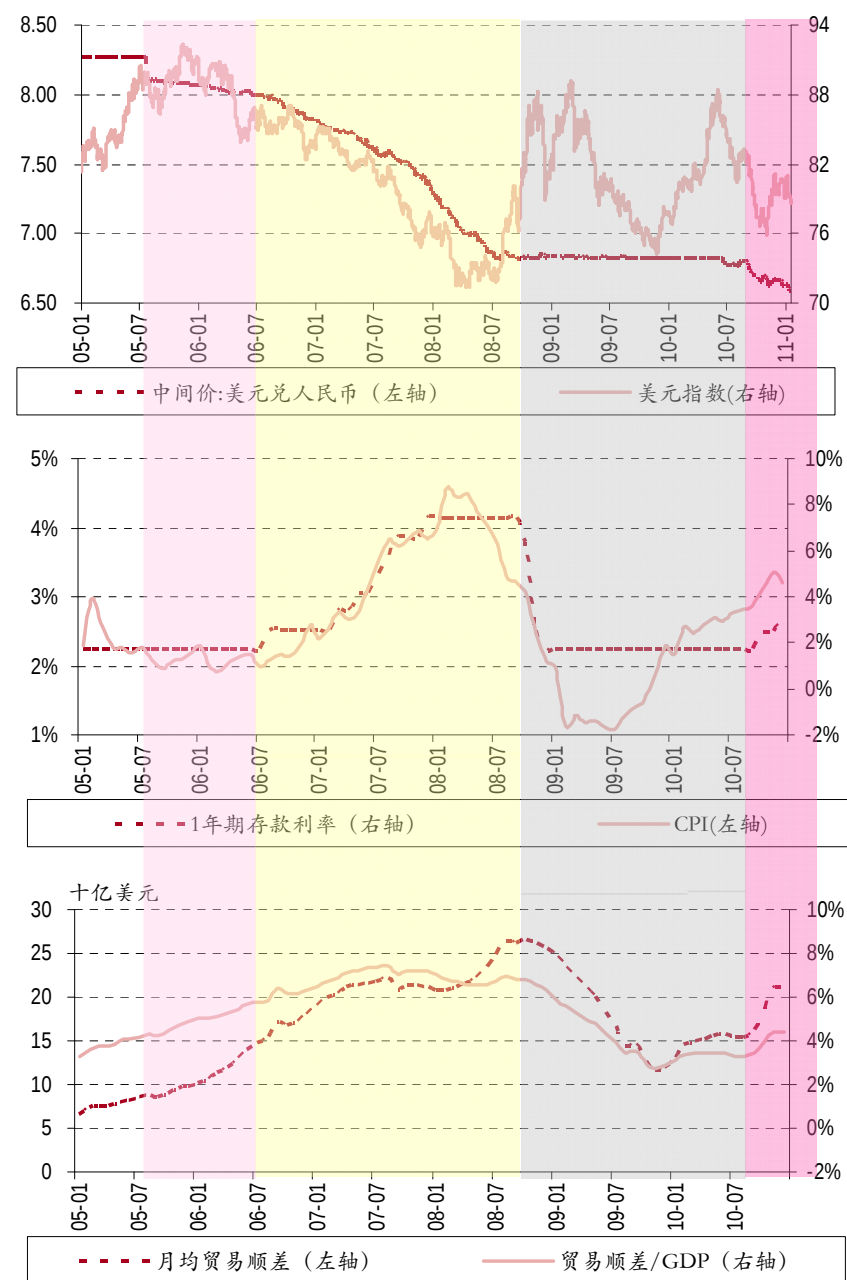
决定一国汇率走势的基本经济因素包括国际收支状况和通货膨胀水平，此外利率水平、资产价格变动、国际债务负担等因素也会影响一国的汇率水平。我们主要考察2005年以来中国的国际收支状况和通货膨胀情况，从基本经济面因素来分析人民币升值的阶段性特点。

按照汇率决定理论的国际收支模型，顺差国货币应该升值，逆差国货币应该贬值。将2005年7月到2010年12月按照人民币对美元升值的四个阶段划分来看：第一阶段月均贸易顺差为106亿美元，折年率后占GDP规模在5.2%左右；第二阶段月均贸易顺差快速上升到204亿美元，折年率后占GDP规模也上升到6.9%；第三阶段月均贸易顺差快速下降185亿美元，折年率后占GDP规模为4.4%；第三阶段月均贸易顺差再度提高到215亿美元，但随着GDP规模的增长，折年率后占GDP规模为4.3%。按照国际收支模型，随着贸易顺差占GDP规模的收缩，人民币后期升值速度应该放缓。

按照汇率决定理论的购买力平价模型,通胀水平较高的国家的实际有效汇率将贬值。在四个阶段中,中国的通胀分别呈现平稳、加速上升、震荡和重新进入上升通道的特点。第一阶段,中国平均通胀水平为 1.3%,人民币对美元名义汇率升值幅度为 3.4%,但由于美国的通胀水平较高,因此实际汇率升值水平为 6.0%;第二阶段,中国平均通胀水平为 5.0%,人民币对美元名义汇率升值幅度为 17.2%,但由于中国同期通胀水平大大高于美国,因此实际汇率升值水平为 11.7%;第三阶段,中国平均通胀水平为 1.1%,人民币对美元名义汇率升值幅度为 0%,同期美国陷入通缩,而中国则经历了通缩到通胀的转换,实际汇率贬值 1.8%;第四阶段,中国平均通胀水平为 4.1%,人民币对美元名义汇率升值幅度为 3.6%,中国通胀出现加速上升,美国通胀相对平稳,实际汇率基本持平为 0.1%。按照购买力平价模型,如果中国通胀水平维持高位,人民币对美元实际有效汇率应该贬值。但是由于人民币对美元距离购买力平价均衡水平仍有一定空间,因此后期仍将缓慢升值,从这种意义上看,2011 年人民币名义汇率确实存在较大的升值空间。

目前,中国正在经历总需求推动背景下的成本拉动型通货膨胀。我们认为,通货膨胀的成因虽然很复杂,但是总需求的过渡膨胀所造成的劳动力短缺是此次通货膨胀的深层次原因。从这一角度出发,人民币名义汇率的升值将有助于需求曲线的右移,从而帮助缓解劳动力短缺的问题。但是,中国政府虽然承诺会坚持人民币汇率机制的改革,在中国政府面临新老交替的关键时刻,我们在短期内还看不到人民币改变缓慢升值战略的迹象,我们目前继续维持 2011 年人民币对美元同比升值 5% 的预测。

图表 7. 人民币对美元汇率和美元指数以及通胀、贸易和利率



资料来源：CEIC、中银国际研究

图表 8. 人民币汇率走势阶段特点

	时期		汇率走势(注 1)		通胀程度		国际收支状况		基准利率水平	
	05-7-21	06-7-20	名义汇率变动 (%)	实际汇率变动 (%)	月均 CPI(%)	累计 CPI(%)	月均贸易顺差/ 逆差(亿美元)	占 GDP 比重 (%)	(注 2) (%)	
人民币对美元汇率	8.2765	8.0016	3.4	6.0	1.3	1.6	106	5.2	2.25	
美元指数	88.93	87.01	(2.2)	(6.3)	3.8	4.1	(728)	(6.7)	4.27	
	06-7-20	08-7-21	名义汇率变动 (%)	实际汇率变动 (%)	月均 CPI(%)	累计 CPI(%)	月均贸易顺差/ 逆差(亿美元)	占 GDP 比重 (%)	基准利率水平 (%)	
人民币对美元汇率	8.0016	6.8297	17.2	13.5	5.0	11.7	204	6.9	3.38	
美元指数	87.01	72.933	(16.2)	(24.3)	3.2	8.1	(726)	(6.2)	4.37	
	08-7-21	10-6-19	名义汇率变动 (%)	实际汇率变动 (%)	月均 CPI(%)	累计 CPI(%)	月均贸易顺差/ 逆差(亿美元)	占 GDP 比重 (%)	基准利率水平 (%)	
人民币对美元汇率	6.8297	6.8275	0.0	(1.8)	1.1	0.9	185	4.4	2.49	
美元指数	72.933	85.932	17.8	18.7	1.0	(0.9)	(544)	(4.6)	0.53	
	10-6-20	11-1-21	名义汇率变动 (%)	实际汇率变动 (%)	月均 CPI(%)	累计 CPI(%)	月均贸易顺差/ 逆差(亿美元)	占 GDP 比重 (%)	基准利率水平 (%)	
人民币对美元汇率	6.8275	6.5886	3.6	0.1	4.1	3.9	215	4.3	2.42	
美元指数	85.932	78.213	(9.0)	(9.4)	1.2	0.4	(662)	(5.4)	0.25	

资料来源：万得、CEIC、彭博资讯、中银国际研究

注1：人民币对美元实际汇率变动=人民币对美元名义汇率变动*(美国通货膨胀-中国通货膨胀)

注2：中国基准利率为1年期存款，美国基准利率为联邦基金目标利率。虽然期限不同，但是由于中国拆借市场利率基本向1年期基准存款利率靠拢，美国3个月联邦基金利率基本向目标利率靠拢，因此具有一定可比性。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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