

建银国际证券 | 宏观研究

宏观月报: 2022年5月 – 国内政策支持提速对冲增长下行, 海外流动性压力回落

Monthly Economic Data Wrap – May 2022:

Chinese growth remains under pressure as global financial tightening stalls

报告摘要

- **疫情和防控措施冲击国内经济, 政策支持提速, 有利周期行业:** 受地区封城和物流瓶颈影响, 四月生产和消费下行超预期, 失业率上升, 消费和地产疲软。5月高频数据显示出行和供给瓶颈稍有恢复, PMI回升。疫情和防控下二季度经济预计大幅放缓。近期政策支持信号不断强化。预计财政支持上升对冲增长下行, 下半年基建投资同比增速可以达到10%左右。由于今年财政发力前置而经济仍面临下行压力, 政府或需通过提高有效赤字或提前下达明年专项债的配额等方式来扩大年度财政空间, 支持下半年的增长反弹。保持全年经济增长4.8%的预测。
- **货币政策保持结构性宽松, 宽利率空间有限:** 国内价格压力受国际局势和国内政策影响回升, 继续限制央行降息空间。预计货币政策继续保持流动性宽松, 支持结构性信贷和宽信用。城投债有望受益。预计针对地产的金融和限购政策进一步放松, 但地产销售成长仍受收入制约, 境外地产债修复仍需时日。
- **海外利率高位回落。** 近期联储持续加息但暗示下半年政策可能调整。随着市场充分计入对联储的加息预期, 美债利率阶段性震荡回落, 与我们前期观点一致。我们仍预计联储未来几个月保持快速加息, 今年全年加息225个基点, 并于6月开始缩表。美国通胀见顶和增长指标的回落有助减少下半年利率走升的压力。保持2年和10年期美国国债利率今年底的预测至2.7%和2.9%。未来几年利率仍有上升压力。
- **美元强势稍息, 人民币汇率企稳回升。** 人民币兑美元汇率4月以来贬值, 主要反映美元强势和日元快速贬值的区域影响。但随着美元汇率近期高位回落, 人民币兑美元汇率回升。随着其他国家央行开始收紧政策及美国经济放缓的预期上升, 美元指数预计年内继续回落。全球贸易周期和国内增长复苏有利中国的国际收支。维持年底人民币兑美元汇率6.4的预期。

下月重点关注: 国际数据方面, 需关注欧美国家通胀数据, 就业数据, 全球供应链变化情况以及疫情和俄乌危机的发展。市场将继续关注美联储官员的公开讲话及政策取向。目前大部分联储委员认为6月和7月的议息会议上分别加息50个基点, 但是对于之后的加息路径看法存在分歧。国内宏观经济数据方面, 5月经济活动数据预计总体继续低迷。随着上海逐渐解封, 复工复产推进, 加上国内稳增长政策逐步落地, 或对部分数据有所支持。

崔历

(852) 3911 8274
cuili@ccbintl.com

姜璐璐

(852) 3911 8012
jianglulu@ccbintl.com

张莹

(852) 3911 8241
zhangying@ccbintl.com

Highlights:

- **While Covid control measures continue to weigh on the Chinese economy, an acceleration in policy support is expected to boost the economy later in the year:** Industrial production and consumption fell more than expected in April as the unemployment rate rose and the property sector remained soft, reflecting continued headwinds from lockdowns and disruptions to logistics. High frequency data for May has shown some relief in traffic and supply chains; moreover, PMI improved. Meanwhile, policy support has been gathering pace. We expect more fiscal support and accelerated infrastructure construction, which is projected to grow 10% YoY and play a key role in supporting growth in 2H22F. As fiscal policies have been pre-loaded this year, and with downside pressure on the economy calling for additional support, we foresee the need for an increase in the annual fiscal envelope, either through an increase in the effective on-budget deficit financed by more funding from the intra-budgetary fund, or else by advancing the usage of next year's bond quota. We expect economic growth to slow significantly, from 4.8% YoY in 1Q22 to 3.7% YoY in 2Q22F, before bouncing back to arrive at our full-year growth forecast of 4.8%.
- **Monetary policy likely to remain accommodative while price dynamics remain a constraint to rate easing.** We expect monetary policy to remain reliant on structural tools to support targeted credit expansion. LGFV debt is likely to benefit from looser credit policies. We also anticipate continued relaxation in financial and purchasing restrictions on the property sector. However, property sales may remain weak due to muted household income growth, and offshore property bonds will need more time to recover.
- **Fed continues to tighten as expected.** Upward pressure of UST rates eased in recent weeks as a hawkish Fed was fully priced in, in line with our expectation. We expect the Fed to continue with rate hikes at coming meetings, adding a total of 225 bp to its key policy rate this year, and starting its balance sheet runoff in June. However, as US inflation pressure peaks while the US economy cools, the likelihood the Fed will adjust its tactics to become less hawkish later in the year is rising. This would limit upward pressure on rates in the coming months. We keep our end-2022F projections of 2- and 10-year UST yields of 2.7% and 2.9%, respectively, implying limited upward pressure on rates in 2H22F. However, sticky inflation suggest rates could rise further in the coming years.
- **RMB exchange rate has risen against a slightly weaker dollar.** RMB depreciation against the USD since late April, mainly reflects the strong dollar and the regional impacts of a dramatically weakening JPY. As the USD exchange rate retreated from its recent peak, the USDRMB rate appreciated modestly. We expect a weaker dollar later in the year as other central banks enter tightening cycles while the US economy slows. In addition, the global trade cycle and the recovery in domestic growth will lend support to China's balance of payments. We maintain our year-end USDRMB forecast of 6.4.

Data releases and events in June: On the international front, our focus is on inflation and employment data from Europe and the US, the Russia-Ukraine crisis, and global supply chains. Now more than ever it will be critical to gauge the Fed stance from its speeches. Most policymakers now support a 50bp rate increase at each of the June and July meetings, but a divergence exists in the hiking path later this year. Domestically, economic activity in May is likely to remain soft, but the resumption of work and production in Shanghai, and the details and implementation of pro-growth policies may provide some support, laying the foundation for a rebound in the coming months.

海外宏观和利率走势：

海外经济走势边际放缓但仍强劲：美国的就业、收入和消费增长继续保持坚挺。4月份非农就业增加了42.8万个工作岗位，失业率稳定在3.6%，零售销售环比上升0.9%，特别是汽车等耐用消费品销售额受供应链改善支持，而随着疫情限制消退，旅游等服务的消费提升更强。此外，制造业生产和投资仍保持增长势头，产能利用率提升（图1）。不过，通胀高企和利率上升冲击企业利润，多数先行指数大幅回落（图2）。5月美国密歇根大学消费者信心指数跌至11年新低。综合PMI指数放缓至53.8为年内最低。此外，房地产指标明显走弱，减缓周期动能，也增加了市场对经济陷入衰退的担忧。我们保持前期看法：随着美国财政支持在疫情后回落，加上联储加息金融环境收紧，预计经济增速会继续放缓，但供不应求的基本面和居民收入持续增长的支持下，美国经济年内陷入衰退的可能仍然较小。俄乌陷入持久战对欧洲经济影响更大。5月欧元区消费者信心指数徘徊在疫情后低位，制造业及服务业PMI亦双双回落，但保持在扩张区间。

供应修复叠加需求放缓，预计美国通胀压力继续有所减轻：年初以来全球供应链继续改善，中国主要贸易及制造中心的防疫封锁措施尚未带来大面积影响。美国消费者通胀自2020年11月以来首次出现放缓，总体和核心PCE在4月份同比分别增长6.3%和4.9%，均较3月份回落。环比压力亦趋向缓和（图3）。二手车价格年初以来回落12%。欧洲通胀受俄乌局势影响较大：欧元区4月CPI同比上升7.4%，连续6个月创历史新高。环比则升0.6%，较上月有所回落但仍在高位。随着供应链修复，劳动力市场参与率进一步回升，加上需求小幅放缓，我们预计今年下半年美国核心PCE回落至4-5%。如美国政府推进取消对中国全部或部分输美产品关税，则对短期价格压力有更明显的舒缓。据彼得森经济研究所估算，如果美国取消与中国和其他国家关键商品的贸易战关税，美国CPI可一次性降低1.3个百分点¹。

联储加息持续但出现鸽派预示，美债利率震荡回落。美联储5月初如期加息50点，上周公布的会议纪要则再次确认货币收紧前置的政策取向，以抑制通胀。不过，联储也表示需评估政策收紧的风险，并可能在今年晚些时间调整策略，显示7月后联储或放慢其收紧脚步。美国债10年期收益率4月底一度突破3.00%。但随着市场对经济增长的担忧加剧，加上一些大型企业的财务预警，权益和信用市场波动加大，美国国债收益率普遍回落。我们保持之前预期（[宏观月报：2022年4月 - 政治局会议加码稳增长措施，海外流动性收紧](#)，2022年5月1日）：预计联储会在6月会议上再次加息50个基点，全年加息225个基点。另外，联储还将于6月1日开始以每月475亿美元的规模缩减其资产负债表，预计在三个月内将缩表上限逐步提高至950亿美元。由于联储鹰派已基本在市场预期之内，预计下半年继续推升利率的压力有限，利率进入波动期，年底2年期和10年期国债利率分别为2.7和2.9。不过，通胀水平仍高，联储预计继续收紧，未来几年利率仍有上行的压力。

海外信用市场承压，但债务危机风险有限。随着利率上升经济走缓，美国企业信用利差近期急剧上升，超过今年2月俄乌冲突爆发时的峰值（图4）。调整通胀后的实际利率上升（图5），挤压企业利润，负面影响企业信用。融资方面，今年全球债券发行量同比下降19%。且发行以投资级为主，投机级债券总发行量下降了70%以上，且在美国以外的许多地区几乎已经停止。美国和欧洲投机级债券存量中，2023年到期的分别占16%和41%，高于它们在2008/09年时期的整体发行量。不过，经济复苏的基本面和企业的现金储备意味着美国企业整体对利率上升的抗压力较强。标普预计截至2023年1季度，根据评级公司标普的测算，到2022年底，美国12个月投机级企业违约率将从2021年底的1.5%升至3%，仍低于4%的长期平均水平。总体债务风险有限，也减少了对联储持续收紧的制约。

美元指数回落，美债利率走低降低对美元的支持。而欧央行将在第三季度初结束购债并在7月开始加息，且可能在9月底前终结负利率时代。欧洲央行加速收紧的预期将对欧元汇率有所支持。我们保持之前预期：由于近期美国内需及企业投资仍然强劲，且美联储持续加息，加上市场波动加大避险需求，短期预计仍对美元有支持。但今年下半年随着其他发达国家开始收紧货币、加上美国通胀小幅放缓经济走弱，美元指数有望进一步回落（图6）（[宏观月报：2022年4月 - 政治局会议加码稳增长措施，海外流动性收紧](#)，2022年5月1日）。

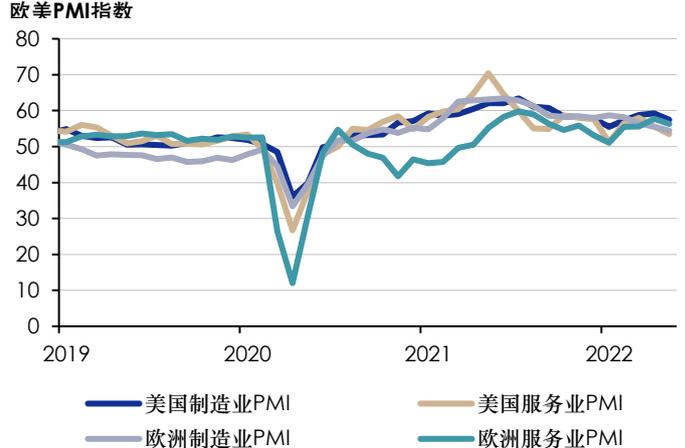
¹ "Can liberalizing trade reduce US CPI inflation? Insights from an economywide analysis", Peterson Institute for International Economics, Mar 2022

图 1：美国企业投资保持强劲，产能利用率继续回升



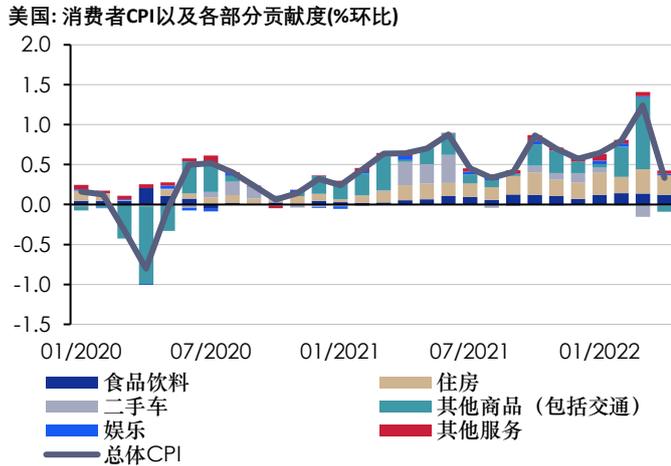
资料来源：CEIC，建银国际

图 2：PMI 指数显示欧美经济小幅放缓但仍扩张区间



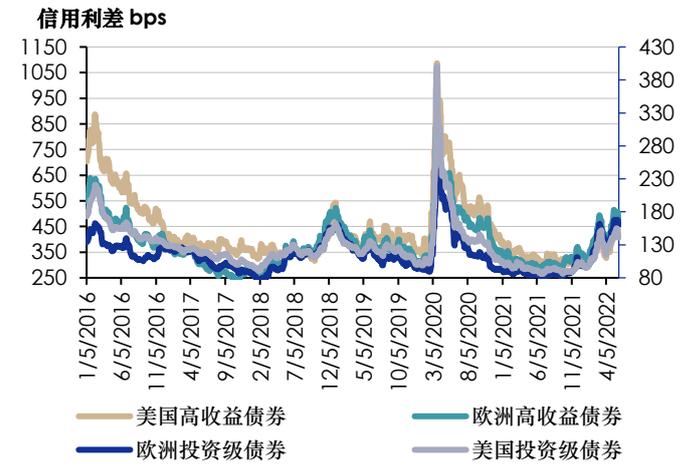
资料来源：CEIC，建银国际

图 3：供应链修复有助通胀压力回落



资料来源：彭博，建银国际

图 4：欧美债券信用利差均走阔



数据截至：5 月 30 日。资料来源：彭博，建银国际

图 5：年初以来美债利率上升受实际利率推动



资料来源：彭博，建银国际

图 6：美国与其他发达国家利差收窄，美元回落



数据截至：彭博，建银国际

国内宏观经济和债市汇市:

疫情防控冲击国内经济，5月经济活动预计略有修复，但消费和地产指标仍继续偏弱。上海封城和多地的物流瓶颈对工业生产和出口形成干扰，工业生产活动在4月份下降。服务和消费受到的打击更大，下行幅度超出市场预期（图7）。城镇调查失业率继续上升，尤其是大城市（图8）。截至5月30日，全国有4个高风险地区，22个中风险地区，主要集中在北京、上海、辽宁地区。5月以来的高频数据显示经济活动略有修复，出行贴近过去两年平均水平（图9），或有助于全国餐饮、服务业从四月的下跌中恢复。PMI回升。在失业率上升、居民收入疲软的背景下，消费复苏的步伐预计较慢。虽然地产政策放松，但由于疫情的影响，房地产销售仍然显著低于过去几年同期水平（图10）。在今年前四个月当中，有两个月的新增房贷为负值，体现家庭部门信心较弱。疫情和防控下二季度经济预计放缓至同比3.7%。我们前期下调全年经济增长预测至4.8%（[四月经济数据大幅低于预期；政策支持继续提速](#)，2022年5月）。

价格压力持续：燃料和食品价格推动了工厂和消费者通胀数据的上涨。4月PPI通胀同比8%高于预期，环比加速。食品价格反弹，特别是受疫情影响物流成本上升、囤货需求增加，CPI通胀升至2%以上。高频数据显示，5月大宗商品价格上涨趋缓，农产品批发价格有所回落，体现供应瓶颈有所改善，但猪肉平均价格较上月上涨13.7%。预计5月PPI和CPI同比增速分别为6.6%和1.2%（图11）。我们保持全年PPI/CPI平均6.8%和2.6%的预期。受猪肉、燃料价格以及基数影响，年末CPI同比可达4%以上。

政策支持力度持续扩大，仍有望支持下半年经济反弹，利好周期行业：4月底政治局会议以来，高层从宏观、行业政策上全面转向稳定经济增长。5月23日，国常会提出6方面33项措施，包括减征部分乘用车购置税600亿元、支持刚性和改善性住房需求、新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目，引导银行提供规模性长期贷款，以推动经济回归正常轨道（表格4）。5月25日李克强总理在全国稳住经济大盘电视电话会议上强调稳增长、保主体和保就业。财政方面，预计减税降费，定向补贴等政策预计持续推出以弥补实体经济的流动性缺口。从今年1-4月的预算执行情况来看，财政收入承压而支出加快。假设今年余下时间财政收支继续保持类似增速，全年有效预算内赤字可能达到GDP的5.6%（图12），比我们年初的预期高出1个百分点。政府强调加大公共投资，资金面以专项债、央行再贷款等方式提供支持。预计基建将成为推动经济增长重回合理区间的重要推手（图13）。在预算内财政资金、专项债使用效率提升、加大央行再贷款等支持的情况下，下半年基建投资同比增速可以达到10%左右。由于今年财政发力前置而经济仍面临下行压力，中央政府或需通过增加预算调节基金的使用、发行特别国债、或提前下达明年专项债的配额等方式来扩大年度财政空间，有利下半年的增长反弹（图14）。

央行预计继续结构性信用宽松：5月中，央行调低首套房房贷利率下限20个基点（图15），首套住房商业性个人住房贷款利率调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点。之后5年期LPR大幅调降15个基点，均指向支持地产需求。我们预计宽松的政策立场将持续、并将聚焦提振房地产并支持经济增长。后续或看到进一步放宽地产限购、对开发商的流动性支持、进一步降低银行贷款和按揭利率等措施，有助支持下半年地产企稳（[中国经济评论：5年期LPR下调，还有哪些政策可以期待？2022年5月22日](#)）。央行在5月23日的会议中表示，将“抓紧谋划和推出增量政策措施”，提出将今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍，引导和支持地方法人金融机构加大贷款投放，优化信贷结构，降低融资成本等。这也符合我们此前的预期：受制于价格的上行压力，央行偏向提供更具针对性的流动性和信贷措施，而非全面的宽松。货币政策工具包括增加普惠小微贷款额度、支农支小再贷款额度以及基建等重点领域的信贷等。通过稳企业主体和基建投资，实现稳就业的目标。预计未来降低基准利率的机会不大。但央行将继续保持宽松的流动性环境，对靠前发力的财政措施形成支持。

中资美元债市场压力持续，境内政策放松小幅对冲：5月以来债券市场波动加大。境内地产销售不振、离岸再融资的需要、及海外流动性收紧等因素加大中资离岸债市的压力。中资离岸债整体发行量继续走低，但因到期债券量低于前两月，因此净融资下降程度较上月收窄（图16）。以房地产为代表的高收益债券净融资继续低迷，城投、金融板块发行量也显著低于过去两个月。二级市场来看，截至5月26日，投资级中资美元债利差走高，高收益中资美元债的利差较上月小幅收窄但整体维持高位（表格2）。近期三家民营房企被监管机构选定为“示范房企”并通过信用保护工具发行境内债，后续其他头部房企或有机会效仿通过增信措施在境内发债融资，降低房企的整体流动性压力。不过，在房地产销售回暖前，预计投资者风险偏好难以大幅提升，资质较弱的房企发债仍然受限。而境内城投债则有望在宽信用、基建投资提升，以及新增发行量不及往年的情况下，信用利差进一步收窄（图17）。

人民币汇率企稳，下半年有望回升：4月底开始人民币兑美元汇率走弱，于5月中旬达到6.8的低位。美元走势是推动人民币汇率近期波动的主要因素：美元指数于5月15日升破105，为2002年以来的新高，随即在对美国经济衰退

的担忧以及欧央行政策收紧的预期中回落。而随美元回落，人民币兑美元汇率企稳回升（图 18）。预计中国央行将继续容忍汇率双向弹性。鉴于外需仍然坚挺、贸易增长和贸易顺差有望继续支撑人民币汇率，贬值压力有限。随着国内疫情趋稳，经济复苏和利率回升亦有利国际收支。叠加下半年美元强势预计回落，人民币兑美元汇率有望继续温和回升。我们保持年底人民币兑美元汇率 6.4 的预期（[强美元下人民币汇率走弱，预计短期继续承压](#)，2022 年 4 月）。

表 1：中美利率及汇率月度变化

	价格点位					涨跌幅（基点）				
	1月31日	2月28日	3月31日	4月30日	5月30日	1月31日	2月28日	3月31日	4月30日	5月30日
美元 LIBOR - 3月(%)	0.31	0.50	0.96	1.33	1.60	10.0	19.5	45.7	37.3	26.3
美国国债收益率 - 1年(%)	0.78	1.01	1.63	2.10	2.01	39.0	23.0	62.0	47.0	-9.0
美国国债收益率 - 2年(%)	1.18	1.44	2.28	2.70	2.47	45.0	26.0	84.0	42.0	-23.0
美国国债收益率 - 3年(%)	1.39	1.62	2.45	2.87	2.64	42.0	23.0	83.0	42.0	-23.0
美国国债收益率 - 5年(%)	1.62	1.71	2.42	2.92	2.71	36.0	9.0	71.0	50.0	-21.0
美国国债收益率 - 10年(%)	1.79	1.83	2.32	2.89	2.74	27.0	4.0	49.0	57.0	-15.0
美国国债收益率 - 30年(%)	2.11	2.17	2.44	2.96	2.97	21.0	6.0	27.0	52.0	1.0
银行间质押式回购利率 (R007)(%)	2.30	2.27	2.25	1.94	1.75	-30.9	-3.4	-1.9	-44.4	-18.8
存款类机构质押式回购利率 (DR007)(%)	2.10	2.11	2.08	1.81	1.64	-6.6	1.0	-3.8	-29.9	-17.5
SHIBOR - 3月(%)	2.46	2.37	2.37	2.22	2.00	-4.4	-8.6	0.3	-15.6	-22.0
中国国债收益率 - 2年(%)	2.13	2.26	2.31	2.35	2.23	-24.1	12.4	5.3	3.8	-11.3
中国国债收益率 - 10年(%)	2.70	2.78	2.79	2.84	2.72	-7.6	7.5	1.3	5.1	-11.6
美元指数(DYX Index)	96.54	96.71	97.79	102.96	101.67	0.9	0.2	1.1	4.7	-1.3
人民币兑美元(期末值)	6.36	6.31	6.37	6.59	6.66	-0.1	-0.8	0.9	3.7	1.2

资料来源：彭博，CEIC，万得，建银国际证券

表 2：中资美元债发行到期情况

	存量（亿美元）		月发行量（亿美元）				月到期量（亿美元）			
	21年底	最新	2月28日	3月31日	4月30日	5月30日	2月28日	3月31日	4月30日	5月30日
全部美元债	10493	9974	54	148	123	59	103	289	305	219
- 地产	1893	1696	5	24	12	6	41	73	72	9
- 城投	840	919	5	46	56	10	9	14	27	13
- 金融	3649	3575	26	57	93	39	28	105	104	50
中资美元债利差* - 投资级 (bps)	-32	26	164	167	163	174	11	3	-3	11
中资美元债利差* - 高收益 (bps)	1015	266	2280	2150	2077	2042	214	-130	-73	-35

注：*中资美元债利差数据为较上一年年底变化值

资料来源：彭博，CEIC，万得，建银国际证券

图 7: 亚洲出口先行指标继续走强, 外需基本面仍然稳健



资料来源: CEIC, 建银国际

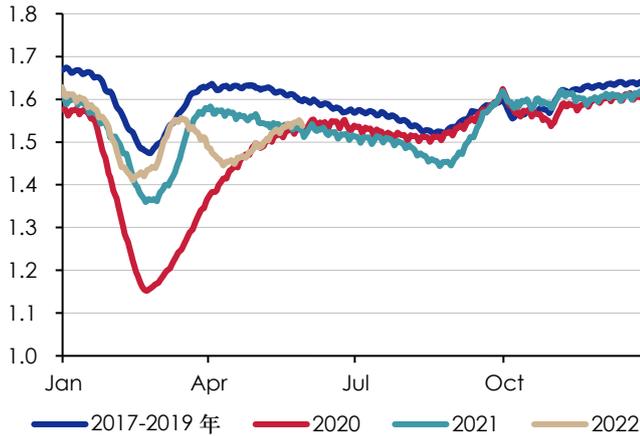
图 8: 国内城镇调查失业率进一步上行



资料来源: 万得, 建银国际

图 9: 国内疫情缓和下, 出行限制逐步放松

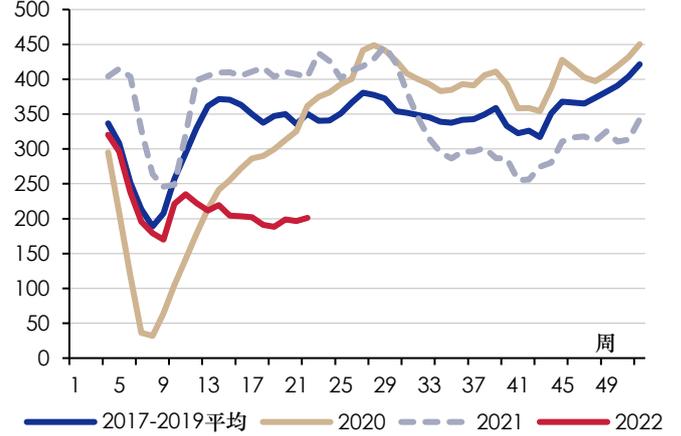
拥堵延时指数(全国主要城市)



数据截止: 5月29日。资料来源: CEIC, 建银国际

图 10: 国内房地产销售尚未好转

30大中城市房屋销售(万平方米, 四周滚动平均)



数据截止: 5月29日当周; 资料来源: 彭博, 建银国际

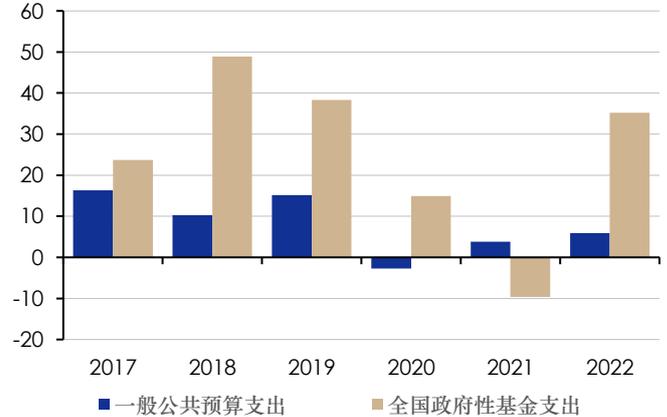
图 11: 国内成本压力仍存



资料来源: 万得, 建银国际

图 12: 今年以来政府支出显著加快

%同比, 各年度1-4月



资料来源: CEIC, 彭博, 建银国际

图 13: 政府债券加快发行提升基建增速

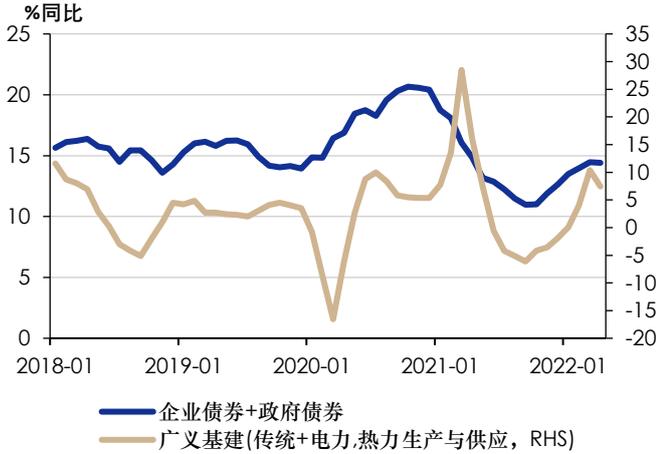


图 14: 虽然预算内债券发行提升, 但新增城投债偏低

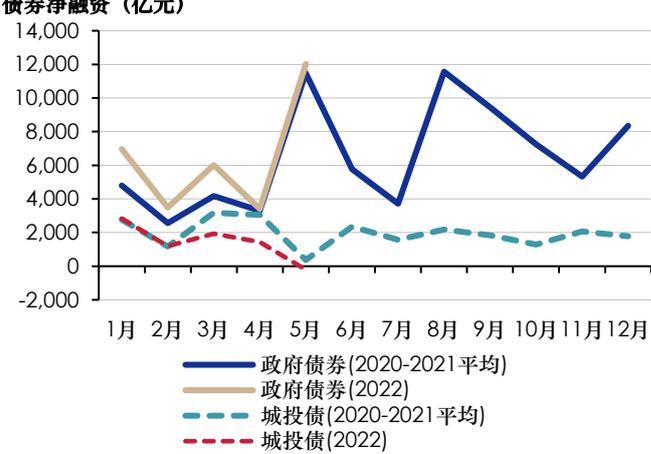


图 15: 房贷利率下调, 但仍高于过往周期

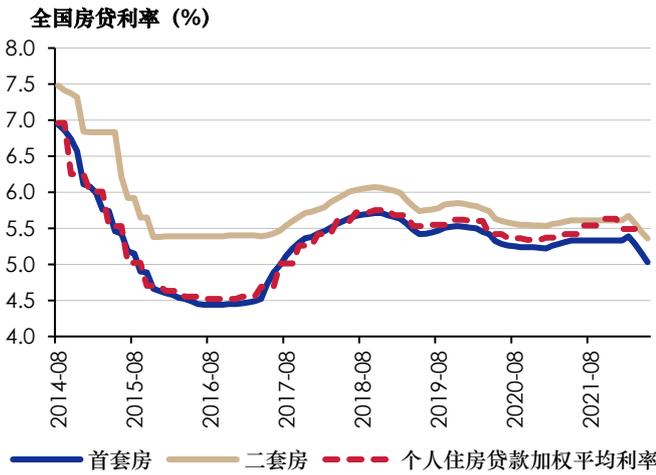


图 16: 5月以来, 中资离岸债净融资下滑收窄

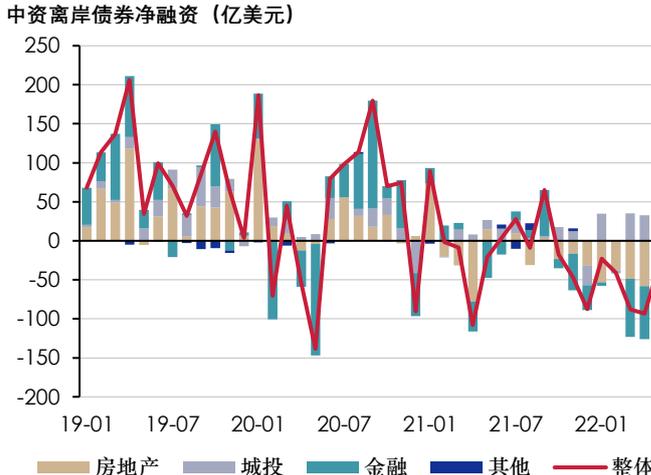


图 17: 境内城投债信用利差进一步走低

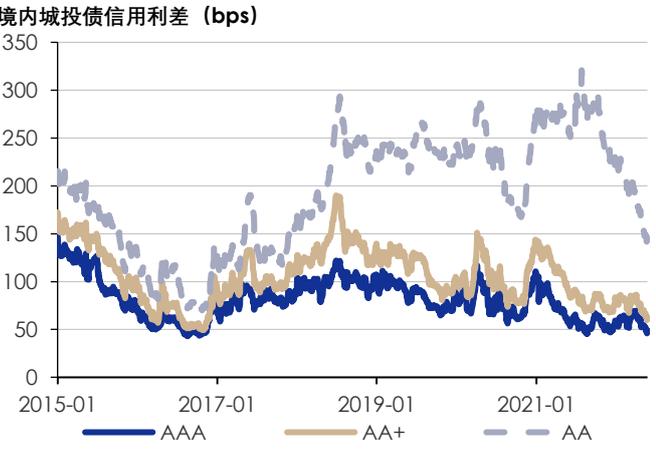


图 18: 近期人民币兑美元企稳回升

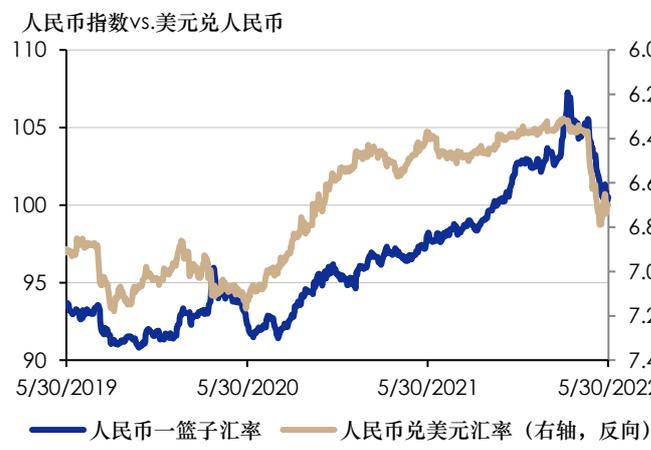


表 4: 近期国内宏观、地产政策

稳增长、稳物价、加大实体经济支持

5月5日	央行	要 加快推动已经确定的各项政策措施精准落地 ，用好各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构更好满足实体经济融资需求。优化金融服务，支持释放消费潜力，促进消费持续恢复。推动小微企业融资量增、面扩、价降，支持外贸、服务业、民航等困难行业纾困，加大对科技创新、专精特新企业金融支持力度。努力提升供应链金融发展水平，支持粮食、能源生产保供，保障物流畅通和促进产业链供应链稳定。要 抓紧谋划增量政策工具 ，支持稳增长、稳就业、稳物价，为统筹疫情防控和经济社会发展营造良好货币金融环境。执行好房地产金融审慎管理制度，及时优化房地产信贷政策，保持房地产融资平稳有序，支持刚性和改善性住房需求。
5月11日	国常会	要求财政货币政策 以就业优先为导向 ，稳住经济大盘。会议强调， 退税、缓缴社保费、降融资成本 等都着力指向稳市场主体稳岗稳就业，以保基本民生、稳增长、促消费。要确保物价稳定，确保粮食产量和供应稳定；确保能源供应，决不允许出现拉闸限电。对当前有困难的企业，给予住房公积金政策支持，年底前申请即可缓缴；职工未正常偿还公积金贷款，不作逾期处理。要 抓紧研究养老保险费缓缴政策扩围、延长期限的措施 。通过发行 REITs 等方式，盘活基础设施等存量资产，以拓宽社会投资渠道和扩大有效投资、降低政府债务风险。
5月10日	发改委等四部门	明确 2022 年降成本重点工作， 共 8 个方面 26 项任务 ，包括营造良好的货币金融环境、建立健全多层次资本市场、支持中小微企业加强汇率风险管理、加强重要原材料和初级产品保供稳价等。其中提出，完善民营企业债券融资支持机制，全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展；持续深化新三板改革，进一步提升直接融资服务能力。
5月11日	国资委	明确中央企业新一轮压减工作的重点方向， 要聚焦重点指标，提高压减工作针对性精准性 ；聚焦特定企业， 因企施策探索有效压减方式 ； 聚焦集团管控，着力健全制度机制 ； 聚焦布局结构优化，不断提高资源配置效率 ； 聚焦风险防控，切实防流失堵漏洞 。
5月18日	发改委	目前国内疫情反弹得到有力处置，各项政策靠前发力、政策效应逐步释放，相信正常的经济秩序将快速恢复，经济运行会很快回归正常轨道。下一步发改委将下更大力气抓好已出台政策落实， 靠前安排、加快节奏，力争在上半年大头落地 ，尽快形成实物工作量，确保取得实实在在的政策效果。另一方面 抓紧谋划增量政策工具 ，围绕加强助企纾困帮扶、强化能源资源保供稳价、盘活基础设施等存量资产等方面，全力抓好政策落实落地。
5月23日	国常会	国务院常务会议进一步部署 稳经济一揽子措施 ，涉及财政、金融、消费、投资等共 6 方面 33 项措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。财政及相关政策方面，包括在更多行业实施存量和增量全额留抵退税，增加退税 1400 多亿元；将中小微企业个体工商户和 5 个特困行业缓缴养老等社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴 3200 亿元。金融政策方面，包括今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍等。稳产业链供应链方面，优化复工达产政策，取消来自疫情低风险地区通行限制，有序增加国内国际客运航班。促消费和有效投资方面，阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元，因城施策支持刚性和改善性住房需求，新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目。保能源安全方面，调整煤矿核增产能政策，再开工一批能源项目。另外，做好失业保障、低保和困难群众救助等工作，视情及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。
5月25日	国务院全国稳住经济大盘电视电话会议	国务院总理李克强强调， 把稳增长放在更加突出位置 ，着力保市场主体以保就业保民生，保护中国经济韧性，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。要确保中央经济工作会议和《政府工作报告》确定的政策举措上半年基本实施完成，为加大实施力度，国务院常务会议确定 6 方面 33 条稳经济一揽子政策措施，要求 5 月底前要出台可操作的实施细则、应出尽出。要发挥中央和地方两个积极性。进一步打通物流和产业链上下游衔接堵点，推动复工达产。
5月27日	工业和信息化部	会议表示，将实施企业“白名单”动态调整机制， 聚焦重点企业、重点行业、重点区域 ，进一步加大工作力度，确保重点产业链供应链畅通稳定。会议要求， 抓紧实施制造业“十四五”规划重大工程和项目，适度超前部署 5G、工业互联网等新型信息基础设施 ，加快推进重点领域节能降碳技术改造项目、重点外资项目建设进度。组织新一轮新能源汽车下乡活动，促进汽车、家电等大宗商品消费。
5月29日	上海	上海市要求， 以超常规的力度和举措，加快推动经济恢复重振 。要全力稳住市场主体，加大减税降费力度，加大金融纾困力度，加大为企服务力度。要全力扩投资促消费，发挥投资关键性作用，加快重大工程、重大产业项目、重点区域的投资力度，多策并举、综合施策，推动消费市场逐步恢复常态。要全力稳外资稳外贸，继续巩固上海作为国际资本最青睐投资目的地的地位，用好 RCEP 生效契机和进博会大平台，打造一流营商环境，稳定企业预期。

货币政策

5月6日	银保监会	要抓紧落实已确定的各项金融政策，科学运用信贷、债券、股权、保险等各类金融资源，增加和改善金融供给。鼓励拨备水平较高的大型银行及其他优质上市银行 有序降低拨备覆盖率 ，释放更多信贷资源。支持发挥有效投资的关键作用，做好“十四五”规划重点领域和重大项目融资保障，支持适度超前开展基础设施投资。引导金融机构准确把握信贷政策，加强对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户的融资支持，提升融资便利度、降低综合融资成本。全力支持货物流通保通保畅工作。
5月6日	国常会	会议提出 今年国有大型银行新增普惠小微贷款1.6万亿元 ；要对中小微企业和个体工商户合理续贷、展期、调整还款安排；尽快出台支持平台经济规范健康发展的具体措施；各地要安排中小微企业和个体工商户纾困专项资金。会议确定推动外贸保稳提质的措施，强调要着力保订单和稳定重点行业、劳动密集型行业进出口；有力有序疏通海空港等集疏运；尽快出台便利跨境电商出口退换货政策；将中西部和东北劳动密集型加工贸易纳入国家鼓励产业目录；要加大对中小微外贸企业信贷投放；保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
5月9日	央行	央行一季度货币政策执行报告表示， 稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度 ，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能。用好各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。落实好稳企业保就业各项金融政策措施，聚焦支持小微企业和受疫情影响的困难行业、脆弱群体。密切关注物价走势变化，支持粮食、能源生产保供，保持物价总体稳定。健全市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，加强存款利率监管，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本，持续释放贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业综合融资成本。
5月12日	央行	央行副行长陈雨露表示，下一阶段央行会 加强跨周期政策调节 ，加快落实已经出台的政策措施，积极主动谋划增量的政策工具，稳定信贷总量，降低融资成本，强化对重点领域和薄弱环节的金融支持力度，加大对实体经济的进一步支持。
5月20日	银保监会	将会同相关部门落实鼓励中小银行兼并重组支持政策。今年各地要实现辖内法人银行小微企业贷款总体 “两增两控” 目标，加大对市场主体纾困力度，对受疫情影响较大市场主体，加强信贷支持，对市场前景好的特殊困难行业企业给予无缝续贷，避免出现行业性限贷、抽贷、断贷。
5月23日	央行全系统货币信贷形势分析会	尽快落实国务院常务会议提出的各项金融政策， 将今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍 ，引导和支持地方法人金融机构加大贷款投放，优化信贷结构，降低融资成本，进一步加大对中小微企业和个体工商户的支持力度，稳市场主体保就业，与金融机构共同担负起金融支持稳住宏观经济大盘的重任。在落实好已出台政策的同时，抓紧谋划和推出增量政策措施，引导金融机构全力以赴加大贷款投放力度，增强信贷总量增长的稳定性，积极挖掘新的项目储备，聚焦重点区域、重点领域和薄弱环节，加快对接新的有效信贷需求。
5月26日	关于发挥财政政策引导作用支持金融助力市场主体纾困发展的通知	《通知》表明，要发挥政府性融资担保机构增信作用。地方各级政府性融资担保机构对符合条件的交通运输、餐饮、住宿、旅游等行业的中小微企业和个体工商户提供融资担保支持，及时履行代偿义务， 推动金融机构尽快放贷，不抽贷、不压贷、不断贷 。
5月26日	央行	发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，用好降准、再贷款再贴现、普惠小微贷款支持工具，持续增加普惠小微贷款投放。加大小微企业金融债券、资本补充债发行力度，积极开展信贷资产证券化。

财政政策

5月28日	财政部	中央财政提前下达第三批支持基层落实减税降费和重点民生等转移支付资金预算4000亿元，支持地方落实好留抵退税和其他减税降费政策，有效弥补政策性减收，缓解财政收支矛盾，促进县区财政平稳运行。
5月30日	财政支持稳住经济大盘工作视频会议	国务院稳经济33项一揽子政策措施中，有24项直接涉及财政部门的职责，涵盖税收、专项债券、政府采购、支出政策、民生社保等。会议要求，把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降。进一步加大增值税留抵退税政策力度，加快退税进度，确保上半年基本完成小型企业以及制造业等行业中型、大型企业存量留抵税额集中退还。加快财政支出进度，加紧推进已纳入年度计划安排的重大工程建设。加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。全力以赴稳住市场主体，积极扩大有效投资，进一步加快下达预算；促进居民消费持续恢复，进一步提振汽车消费。

外贸、物流

5月10日	国家发展改革委、商务部	两部门就修订《鼓励外商投资产业目录》公开征求意见。本次修订一是持续鼓励外资投向制造业，新增或扩展元器件、零部件、装备制造等条目；二是持续鼓励外资投向生产性服务业，新增或扩展专业设计、技术服务与开发等条目；三是持续鼓励外资投向中西部和东北地区。
5月12日	海关总署	出台十条措施 促进外贸保稳提质 ，保障重点区域产业链供应链循环畅通。其中包括：保障重点区域产业链供应链循环畅通、加快企业急需货物通关、提高进出境物流效率、完善新冠疫苗试剂快速通道、积极落实减税降费措施、支持中小微企业开展市场采购贸易等。
5月19日	中国国际贸易促进委员会建会70周年座谈会	中国将继续深化“放管服”改革，打造市场化法治化国际化营商环境，明确透明稳定可预期的监管规则，进一步放宽市场准入，保障外资企业依法平等进入已经开放的领域，严格保护知识产权，持续将中国打造为世界的大市场、外商投资的热土。
5月26日	国务院《关于推动外贸保稳提质的意见》	促进外贸货物运输保通保畅、推动跨境电商加快发展提质增效、加快提升外贸企业应对汇率风险能力、支持加工贸易稳定发展等13个方面提出具体举措，帮扶外贸企业应对困难挑战，实现进出口保稳提质任务目标，助力稳经济稳产业链供应链。
5月26日	商务部	中方将继续坚定致力于实现全面、高水平的亚太自贸区，在数字经济、绿色经济等领域提出工作计划，并积极参与制定新的推进亚太自贸区发展的指导性文件。中方将持续推进加入CPTPP和DEPA，坚持对标高标准国际经贸规则，继续高质量实施RCEP协定，维护区域产业链供应链安全稳定。与东盟成员共同努力，积极打造中国—东盟自贸区3.0版，构建更加互惠互利的双边和区域经贸关系。

数字科技

5月17日	全国政协	全国政协召开“ 推动数字经济持续健康发展 ”专题协商会。委员们认为，我国数字经济发展大国地位稳固，未来发展前景广阔。要发挥新型举国体制优势、超大规模市场优势，加强关键核心技术攻关，把发展数字经济自主权牢牢掌握在自己手中。要推动数字经济和实体经济深度融合，引导中小企业数字化转型，充分挖掘工业互联网发展潜力，促进新一代信息技术为设备赋智、为企业赋能、为产业赋能。要厘清数据所有权、使用权、运营权、收益权等权利，建设更为安全高效的数据要素市场。要加强统筹协调，创新监管方式，健全数字经济治理体系，在保障国家网络和数据安全的基础上激发企业创新活力。要鼓励数字经济国际合作，积极参与全球数字治理进程。国务院副总理刘鹤指出，要打好关键核心技术攻坚战，提高基础研究水平，重视先进适用技术研发推广。企业家是最重要的创新主体，要支持平台经济、民营经济持续健康发展，研究支持平台经济规范健康发展具体措施，鼓励平台企业参与国家重大科技创新项目。
5月22日	国务院	《意见》明确，到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台，形成线上线下融合互动、立体覆盖的文化服务供给体系。到2035年，建成物理分布、逻辑关联、快速链接、高效搜索、全面共享、重点集成的国家文化大数据体系，中华文化全景呈现，中华文化数字化成果全民共享。
5月30日	中国工程院第十六次院士大会开幕式	国务院副总理刘鹤表示，要按照“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，在做好现有工作基础上，确保产业链供应链畅通，补齐基础软件、核心硬件、基础原材料等突出短板。立足资源禀赋提升能源保障水平，重视煤制油制气、智能电网等技术研发。加强网络信息技术研究，加强人工智能技术研发，重视区块链、数字货币等技术创新。

消费

5月26日	深圳	为 加快释放汽车购买力 ，山东、广东等地多地近日接连出台相关激励政策，深圳也打响一线城市刺激汽车消费“第一枪”，将对包括消费电子、家电、新能源汽车等在内多个品类进行补贴。深圳商务局网站显示，消费电子补贴资金总额7000万元，每人累计最高2000元；家用电器补贴资金总额3000万元，每人累计最高2000元。另外，深圳将新增投放2万个普通小汽车增量指标，并对购买新能源车最高补贴1万。
-------	----	--

新能源

5月30日	国家发改委、国家能源局印发《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	《方案》指出要实现到2030年我国风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上的目标，加快构建清洁低碳、安全高效的能源体系。方案提出7方面21项具体政策举措，包括创新新能源开发利用模式，加快推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地建设；加快构建适应新能源占比逐渐提高的新型电力系统；支持引导新能源产业健康有序发展；完善支持新能源发展的财政金融政策，探索探索将新能源项目纳入基础设施REITs试点支持范围等。
5月30日	财政部《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》	《意见》指出，以支持实现碳达峰工作为侧重点，提出综合运用财政资金引导、税收调节、多元化投入、政府绿色采购等政策措施做好财政保障工作。《意见》明确，重点支持构建清洁低碳安全高效的能源体系、重点行业领域绿色低碳转型、绿色低碳科技创新和基础能力建设、绿色低碳生活和资源节约利用、碳汇能力巩固提升、完善绿色低碳市场体系等六大方面。其中提出，大力支持发展新能源汽车，完善充换电基础设施支持政策，稳妥推动燃料电池汽车示范应用工作。

地产政策

5月4日	证监会	证监会召开专题会议，要求积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施REITs试点范围，适时出台更多支持实体经济发展的政策措施。扎实推进资本市场全面深化改革，稳步推进股票发行注册制改革，推出科创板做市交易，丰富期货期权等市场风险管理工具，加快投资端改革步伐，积极引入长期投资者，进一步发挥机构投资者作用，激发市场活力。稳步扩大资本市场制度型开放。拓展境内外市场互联互通范围，深化内地与香港资本市场的合作，推进境内企业境外上市监管制度落地。
5月4日	深交所	深交所指出，支持房企正常融资活动，允许优质房企进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房企发行公司债券兼并收购出险房企项目，促进房地产行业平稳健康发展；支持市场主体增持回购。鼓励有条件的上市公司回购公司股票，支持大股东、董监高合规增持股份，增强市场各方信心。
5月6日	银保监会	督促银行保险机构坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务。
5月10日	银保监会	银保监会副主席梁涛表示，房地产信贷投放总体稳定，房企开发贷款连续3个月环比正增长，有序满足房地产合理融资需求，房地产贷款不良率明显低于全部贷款，风险整体可控。
5月12日	财政部、城乡建设部	2022年中央财政将补助224.1亿元用于租赁住房保障、307亿元用于老旧小区改造、100亿元用于棚户区改造。
5月15日	央行、银保监会	通知明确，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点。
5月16日	银保监会	意见提出，坚持“房住不炒”定位，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。探索房地产发展新模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求。鼓励银行机构在依法合规、风险可控前提下，积极发展能效信贷、零售类绿色信贷资产证券化，投资绿色债券，妥善开展环境权益抵质押融资。鼓励银行保险机构积极稳妥参与碳市场建设，加强前瞻性研究和碳金融业务模式研究，防止“一刀切”和“运动式”减碳。意见还指出，支持基础设施建设，助推城市功能提升。
5月24日	住建部、财政部、央行《关于实施住房公积金阶段性支持政策的通知》	受新冠肺炎疫情影响的企业，可按规定申请缓缴住房公积金，到期后进行补缴；在此期间，缴存职工正常提取和申请住房公积金贷款，不受缓缴影响。受新冠肺炎疫情影响的缴存人，不能正常偿还住房公积金贷款的，不作逾期处理，不作为逾期记录报送征信部门。各地根据当地房租水平和合理租住面积，可提高住房公积金租房提取额度，支持缴存人按需提取，更好地满足缴存人支付房租的实际需要。
5月26日	国务院《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	聚焦重点领域、重点区域、重点企业，通过推动基础设施REITs健康发展、规范有序推进PPP、积极推进产权规范交易等多种方式，切实做好盘活存量资产工作。重点盘活存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产，包括交通、水利、仓储物流、新型基础设施等；统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产，包括综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等；同时有序盘活长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产。
5月至今	多省市楼市政策再松绑	5月以来，嘉兴、海南省、绵阳、中山、南宁、上饶、洛阳等地调整公积金使用政策，降低首付比例；北京、无锡、山西、岳阳等地发力支持保障性住房；北京、上海、广州、天津下调房贷利率；大连、武汉、合肥、东莞、惠州、长沙、苏州、无锡等地放宽限购限售政策。

资料来源：各大新闻网站，建银国际

评级定义：

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%
中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间
弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提及的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提及的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文章内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应

提供给零售客户。

如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2022。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼

电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097