

宏观月报: 2022年10月 – 国内复苏继续受疫情影响, 联储加息有望进入缓行

Monthly Economic Data Wrap – Oct 2022: Covid continues to weigh on the Chinese recovery; Fed set to pivot to slower pace of rate hikes

报告摘要分

- 主要发达国家滞胀压力不减, 但央行加息年底前可能减速:** 欧美9月通胀压力仍在高位, 但大幅收紧的货币政策导致经济下行压力加大并加剧对金融风险的担忧。我们预计美联储在11月份将加息75个基点, 但可能暗示加息步伐在之后放缓以评估收紧效果。不过, 预计美国通胀将到明年年中才会实质性缓解, 联储会在明年上半年继续收紧。随着货币紧缩进入缓行期, 加上英国财政重回审慎, 全球利率的上行压力将有所回落。我们维持未来数月2年和10年美国债收益率中位数在4.3%-4.5%和3.8%-4.0%的预测。但政策路径仍存不确定性, 市场对政策判断的分歧加大, 利率波动预计仍较高。
- 9月和三季度中国经济持续复苏但消费乏力, 短期政策预计继续稳增长。** 三季度经济增速反弹超预期, 得益于强劲的工业产出和出口的韧性。汽车, 装备制造和高技术制造业仍是行业亮点。基建投资和制造业投资的强劲抵消了房地产投资的下滑。但由于区域疫情的影响, 居民生活和出行受限, 消费与服务业整体表现偏弱。预计疫情将继续影响经济复苏, 我们将全年经济增长预期从之前的4.8%下调至3.9%。二十大延续高质量增长的政策基调, 强调推进中国式现代化, 肯定防疫方式和成绩。短期预计政策继续稳增长稳地产, 关注十二月中央经济会议的政策布局。
- 人民币兑美元汇率继续偏弱, 但相对其他货币仍较坚挺:** 人民币兑美元汇率近期显著走弱, 一度超过7.3。强美元和中国经济的下行压力是近期人民币兑美元走弱的主要原因。但强劲的贸易顺差仍支撑人民币一篮子汇率维持坚挺。我们预计中国人民银行将继续容忍人民币兑美元汇率的双向弹性, 避免汇率水平大幅偏离基本面。但同时央行可能利用政策工具防止人民币汇率的过度波动。持续的强美元意味着相对弱的人民币。我们预计人民币对美元汇率近期可能在7-7.3区间徘徊。

下月重点关注: 国际数据方面, 需要关注欧美国家通胀及就业数据, 联储11月议息会议以及全球市场的流动性。国内宏观经济方面, 关注经济活动数据, 以及相关的稳增长和行业政策。

Main points:

- Monetary tightening might enter a slower phase in advanced economies despite persistent stagflation pressure.** Inflationary pressure remained high in September while sharply tightened monetary policy led to slower growth and heightened concerns over financial stability. We expect the Fed to raise rates by 75 points at its November meeting before resorting to a slower pace of rate hikes in December in order to gauge the impact of front-loaded tightening. We do not expect inflation to ease meaningfully until 2H 2023F, implying more rate hikes in 1H 2023F. Upward pressure on global rates may ease if the pace of monetary tightening slows and fiscal tightening in the UK is re-established. We maintain our forecasts for 2-year and 10-year US bond yields at 4.3-4.5% and 3.8%-4.0%, respectively. However, heightened uncertainty over future monetary policy means continued high volatility in global interest rates.
- Domestic recovery in China continued in 3Q22 and September; but consumption remains soft. We expect near-term policy to focus on stabilising growth.** The recent rebound in growth beat market expectations in 3Q22, helped by strong industrial output and resilient exports. Auto, equipment manufacturing, and high-tech manufacturing remain the bright spots. Heavy investment in infrastructure and manufacturing offset weakness in real estate investment. However, people's mobility was hindered by local Covid outbreaks. Consumption and services were soft. The impact of Covid restrictions on the economy will persist, in our view. Thus, we lower our full-year economic growth forecast from 4.8% to 3.9%. The 20th Party Congress of the Communist Party of China remains focused on high-quality growth, promoting the goal of Chinese-style modernization, and affirming the virtues of the Zero Covid policy. Policy in the near-term is likely to remain focused on stabilizing growth. The Central Economic Work Conference in December is the next policy highlight.
- USD/CNY fluctuated at recent highs, but the renminbi held firm against other currencies.** The renminbi weakened against the US dollar recently, surpassing 7.3 at one point. The strong US dollar and soft growth were the main drivers of renminbi weakness. However, the strong trade surplus continued to support the renminbi index. We expect the PBoC to continue to tolerate increased currency flexibility while avoiding large misalignments. In our view, the PBoC is likely to use policy tools to reduce currency volatility. A persistently strong US dollar implies a relatively weak renminbi. We expect the USD/RMB will fluctuate in the 7.0-7.3 range.

Data releases and events in September. On the international front, our focus is inflation and employment data from Europe and the US, the November FOMC meeting, and global market liquidity. Domestically, our focus is economic data and policy supporting growth, property, and industrial upgrades.

崔历

(852) 3911 8274
cuili@ccbintl.com

谢炫

(852) 3911 8241
kevinxie@ccbintl.com

海外宏观和利率走势 – 高通胀持续，经济危机的担忧加剧，联储加息步伐未来可能放缓

发达国家核心通胀压力高位持续...：虽然主要央行大幅提高利率，但是9月数据显示核心通胀同比增速在英美欧不降反升（图1）。美国9月通胀数据超预期，核心通胀同比升6.6%，创1982年8月以来新高。服务通胀包括住房和医疗等是核心通胀上升的主要推手。而随着供应链压力的缓解和需求的减弱，核心商品价格继续下降。欧元区和英国的总体通胀在9月都上升到同比10%左右。食品和能源是通胀压力的主要来源。但是非能源商品和服务的价格也在快速上涨，核心通胀也同比上行。气象预报显示即将到来的冬天是个暖冬，有助舒缓欧洲对天然气和电力的需求，能源相关的通胀也许能够得以一定的缓和。但食品和核心通胀压力可能持续。

...但经济下行压力加大：由于利率的不断提高，英美欧的主要经济运行指标持续下行。美国强于预期的三季度增长都来自净出口，而内需在三季度几乎没有增长。居民消费的增速从第二季度的2%放缓至1.4%，主要依赖于服务消费恢复。地产投资严重下滑，拖累投资。最新的经济运行数据显示地产和制造业继续走弱。三季度净出口表现反映俄乌局势胶着导致美国大宗商品出口持续强劲和进口环比的大幅下降。但全球经济增速持续放缓下，三季度优异的净出口表现大概率也无法持续，经济增速估计继续承压。

欧盟和英国经济受到高能源价格的冲击最为明显，德国的ZEW当前商业状况指数持续恶化，显示欧盟经济可能已经在第三季度进入衰退（图2）。英国的政治危机随着Liz Truss减税方案的彻底撤销和新首相Sunak的上台得到缓解。有了前车之鉴，Sunak的财政政策可能偏紧缩，媒体报道新财政大臣可能在11月宣布将近500亿英镑的财政紧缩政策，有助于减少通胀和利率的上行压力，但紧缩政策也预计加深英国经济的短期低迷。

滞胀压力下欧美央行将持续加息，但步伐可能放缓：主要西方发达国家的央行近期加快加息应对通胀，预计在11月份持续。然而随着各国快速收紧货币政策，官方利率大多已超出各国央行对中性利率的预测。限制性的货币政策对经济增长拖累越加明显，市场对2023年经济前景趋于悲观。欧央行在10月加息75个基点后，提高对经济下行风险的警示。

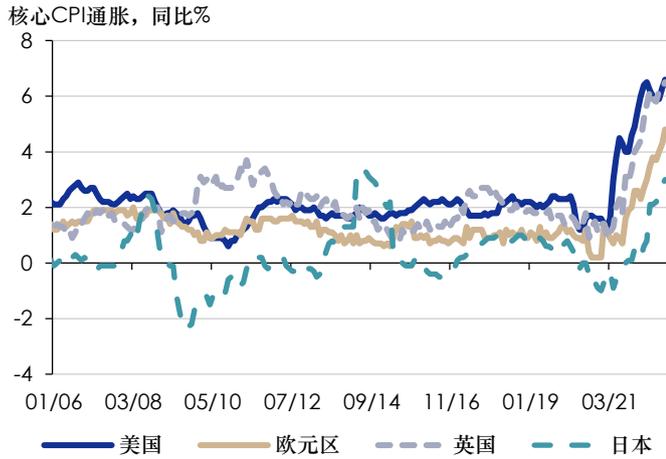
美国三季度增长数据印证了国内需求正在放缓。虽然市场预计美联储在11月议息会议上大概率再次加息75个基点，但是降低了对12月加息幅度的预测，从大约75个基点下降到50个基点左右（图3）。与此同时，9月份高于预期的通胀数据显示快速的加息尚未明显缓解通胀压力。在之前[美国经济宏观观点评](#)中，我们讲到美国通胀仍难迅速降温。就业市场虽有所放缓，但是仍然偏紧。滞胀压力下，我们预计联储可能在11月的议息会议之后放缓加息步伐，衡量加息对经济增长的影响和对抑制通胀的效果。但由于通胀居高不下，预计加息周期仍会延续到明年上半年，直到通胀压力明显减轻而且失业率开始明显上升。

全球国债利率继续在高位剧烈波动，市场关注拐点：Liz Truss饱受争议的财政政策导致英国国债市场剧烈波动，10期英国国债利率一度领涨全球。随着Truss政府撤销减税政策和新首相的上台，10年英国国债利率从月中4.63%的高点下降到月底的3.48%。减少对全球利率特别是美国国债利率曲线的冲击。美债10年国债收益率也在10月回落（图4）。我们维持未来2-5个月2年期和10年期美国国债收益率中位数在4.3%-4.5%和3.8%-4.0%区间波动的预测。由于政策路径仍存不确定性，市场预期分歧加大，在市场寻找拐点过程中利率波动仍可能较为剧烈。

美元指数预计维持强势：在美国超出预期的9月通胀数据的推动下，美元指数一度冲上115。之后随着英国国债利率的下滑和联储官员对经济危机的担忧，美元指数跟随美债利率有所下降，但是仍处于高位。即使未来联储放缓加息步伐，但是我们预计通胀压力要到明年中才会有实质性缓解。虽然经济增速下滑，美国经济的韧性也要好于其他发达国家。因此，我们预计美元在未来3-6个月内仍然保持强势。

全球流动性持续收紧，新兴市场继续承压：在全球市场波动加剧和主要央行持续加息下，新兴市场汇率相对美元普遍走弱。9月受新兴亚洲，中东和非洲资本外流的影响，整体新兴市场的资金小幅流出（图5）。初步估算，资本外流主要由于资本抛售新兴市场的股票所致，而外资持续进入新兴经济体的债券市场。中国的股票和债券市场在9月都有资本小幅流出。全球金融市场流动性收紧，新兴市场债务仍面临压力。总体而言，新兴市场总体国际收支较为健康，经常项目逆差远小于过往联储收紧的时期，货币贬值压力总体仍小于非美主要发达国家（图6）。其中东南亚新兴经济体在亚洲金融危机之后进行了金融结构改革，因此他们相较拉美和中欧国家具有更强的抗压能力。

图 1：发达国家的核心通胀压力维持高位



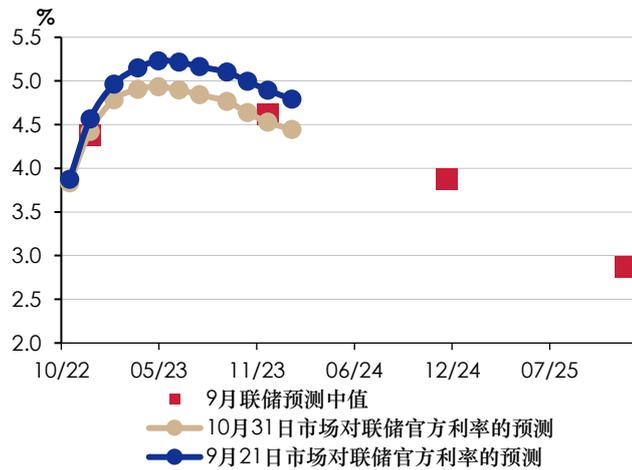
资料来源：CEIC，建银国际

图 2：欧美经济先行指数继续放缓



资料来源：彭博，建银国际

图 3：市场利率加息预期小幅下降



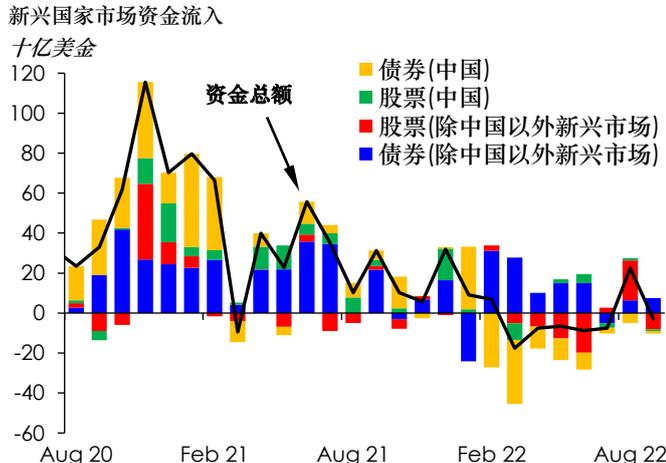
资料来源：CEIC，万得，建银国际

图 4：发达国家国债收益率在高位剧烈波动



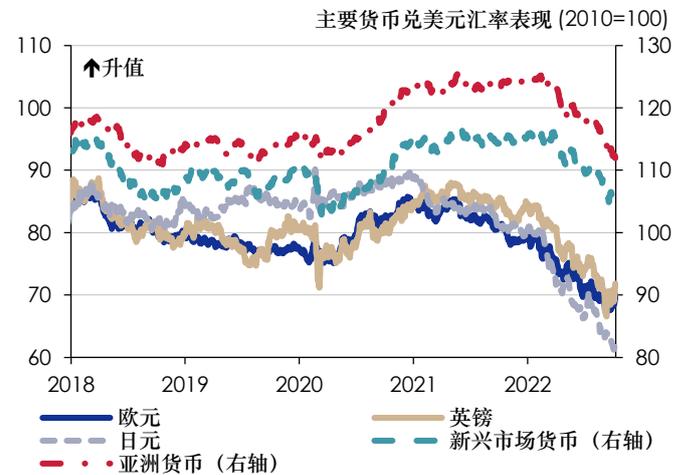
资料来源：万得，建银国际

图 5：新兴市场资金继续小幅流出



资料来源：IIF，建银国际

图 6：新兴市场汇率承压，但较发达国家汇率坚挺



资料来源：万得，建银国际；数据截至：10月28日

国内宏观经济和债市汇市 – 推进中国式现代化，短期增长继续受疫情影响，人民币汇率承压

9月中国经济持续复苏但不平衡，制造业一枝独秀而消费复苏乏力： [三季度 GDP 增速超预期](#)，环比增速 3.9%，抹平了二季度环比-2.7%的下滑。工业部门仍是经济增长的主要贡献者。9月工业生产增加值再次超预期，汽车，装备制造和高技术制造业是增长亮点。投资方面基建投资上行和高技术产业投资增长，抵消了房地产疲软带来的负面影响。对外贸易继续受全球制造业需求和中国贸易的区域化等因素支持，出口增长和对外顺差保持坚挺（[宏观视野：供应链重构下的贸易红利](#)）。但由于区域疫情的影响，居民生活和出行受限，消费与服务整体表现偏弱。汽车消费继续强劲，得益于汽车供应链的修复、需求积累的释放，以及支持新能源汽车消费的税收政策。

地产销售缓慢修复，关注更多支持性政策：随着保交楼政策稳步推进，以及部分城市阶段性下调或取消首套房贷利率、放松限购预售、下调个人住房公积金贷款利率等支持性政策的陆续出台。楼市需求有所修复，9月份商品房销售面积与销售金额同比下降 16.2%和 14.2%，较 8 月降幅收窄。但 70 大中城市新房平均价格则持续走低，环比下跌 0.3%，与前值持平。房屋新开工面积和施工面积也维持在低位水平。目前地产行业的大多数指标仍在底部徘徊，有企稳迹象。但在房住不炒的大背景下，复苏进程可能较为缓慢，仍需关注未来供需两端政策发力情况。

推进中国式现代化。短期稳增长的宏观经济政策将持续：中国共产党的 20 大报告[坚持高质量发展的经济目标，强调推进中国式现代化](#)。经济政策总基调保持连续性，短期来看，预计制造业继续支持经济增长。在消费疲软下，投资和贸易增长仍将是增长的关键支柱。今年地方专项债的融资收入和其他金融工具（如 PSL）等仍为年内稳增长的政策措施提供资金来源。稳地产措施预计继续推出，有助于支持房产销售的进一步温和复苏。随着信用增长反弹和通胀上行，流动性政策和国内利率预计保持稳定。关注 12 月的中央经济工作会议（CEWC）可能推出的下一阶段政策规划。

中资美元债继续承压：10 月中资美元债总体净融资加速下滑（图 10）。地产，金融和城投三大板块的净融资都有萎缩。美债利率和美元高位剧烈波动下，中资美元债 10 月投资级和高收益债利差小幅走扩（图 11）。在全球利率大幅上升和经济增长不确定性增加的背景下，海外流动性持续收紧，叠加境内地产和消费等领域复苏不稳，中资美元债的短期前景仍有挑战。未来一年中资地产债到期压力仍然持续（图 12）。随着国内更多支持性政策的出台，我们预计地产公司继续仍以在境内募集资金为主（图 13）。境内市场信用息差虽有所走扩，但仍处于低位，融资环境相对稳定。

人民币兑美元汇率在低位震荡：过往两周人民币兑美元汇率近期显著走弱，一度超过 7.3，创下 2007 年以来的最低水平。强美元和中国经济的下行压力是近期人民币兑美元走弱的主要原因。但强劲的贸易顺差继续支撑人民币一篮子汇率保持坚挺。人民币兑美元汇率的下行压力与其他几个亚洲新兴市场货币一致，而明显低于非美元 G7 货币。人民银行和外汇局在 10 月 25 日宣布将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数由 1 上调至 1.25。旨在鼓励境内金融机构和企业从境外进行融资，并增加境内市场的美元供应。

我们预计中国人民银行将继续容忍人民币兑美元汇率的弹性，避免汇率水平大幅偏离基本面。但同时央行可能继续通过政策指引，调节人民币对美元中间价和其他政策工具（例如重启逆周期因子等），以防止人民币汇率的过度波动。在持续的美联储加息和全球经济增速放缓的背景下，我们预计美元指数在未来 3-6 个月持续位于高位。但中期仍会随联储加息见顶而走弱。持续的强美元意味着相对弱的人民币。我们预计人民币对美元汇率近期可能在 7-7.3 区间徘徊。[\(中国经济评论：强美元下，人民币兑美元汇率预计持续偏弱\)](#)

表 1: 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	7月31日	8月29日	9月29日	10月27日	7月31日	8月29日	9月29日	10月27日
全部美元债	10493	9719	200	53	38	45	187	103	208	146
- 地产	1893	1613	112	0	11	14	63	39	45	63
- 城投	840	899	38	16	13	18	33	21	43	35
- 金融	3649	3583	38	20	3	34	26	20	43	52
中资美元债利差* - 投资级(bps)	-32	57	225	212	144	205	38	-13	-68	51
中资美元债利差* - 高收益(bps)	1015	1089	2403	2257	1954	2865	53	-146	-303	78

资料来源: 彭博, 万得, 建银国际

图 7: 制造业和基建拉动投资, 房地产投资仍疲软

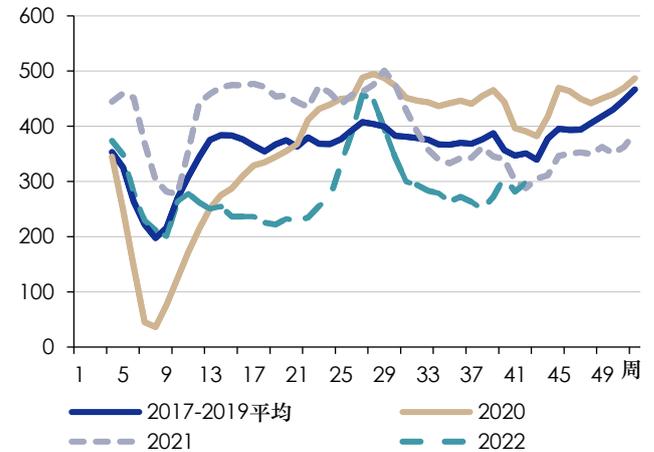
固定资产投资增速 (%同比)



资料来源: CEIC, 建银国际

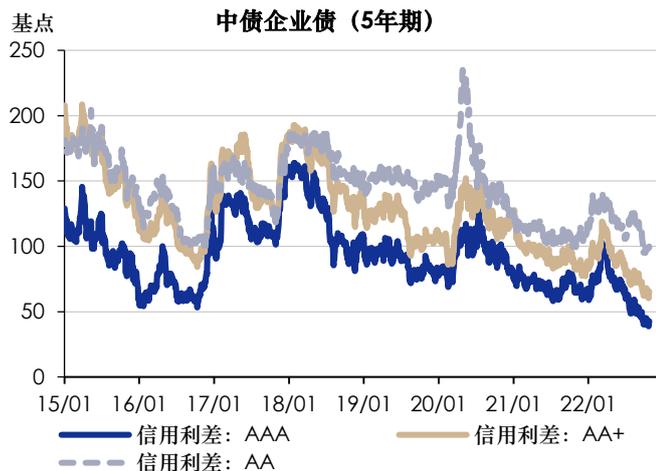
图 8: 地产销售出现企稳回升迹象

30大中城市房屋销售 (万平方米, 四周滚动平均)



资料来源: 万得, 建银国际

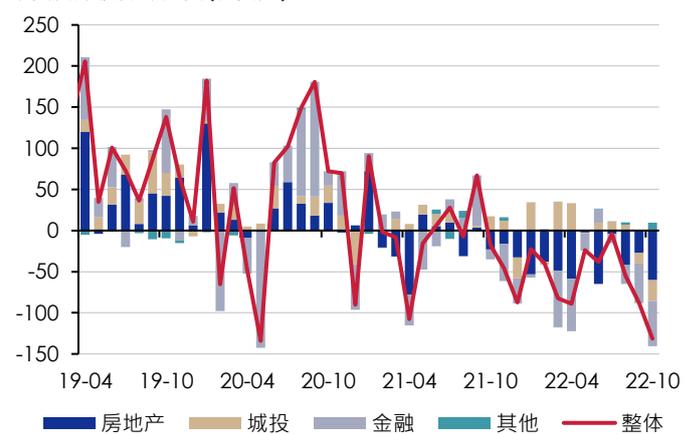
图 9: 境内信用息差仍在低位



资料来源: 万得, 建银国际

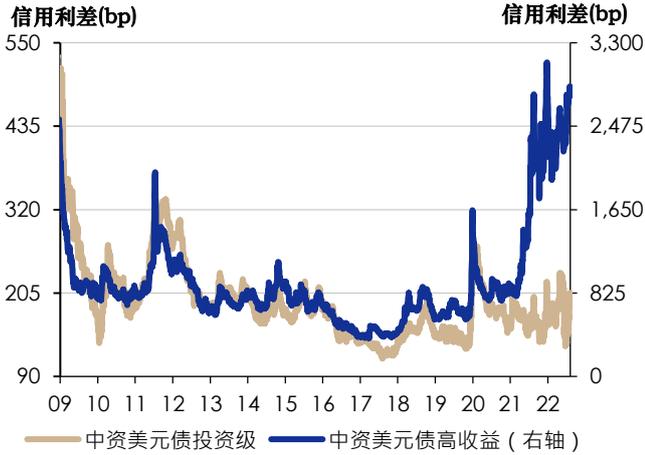
图 10: 中资美元债净融资进一步走低

中资离岸债券净融资 (亿美元)



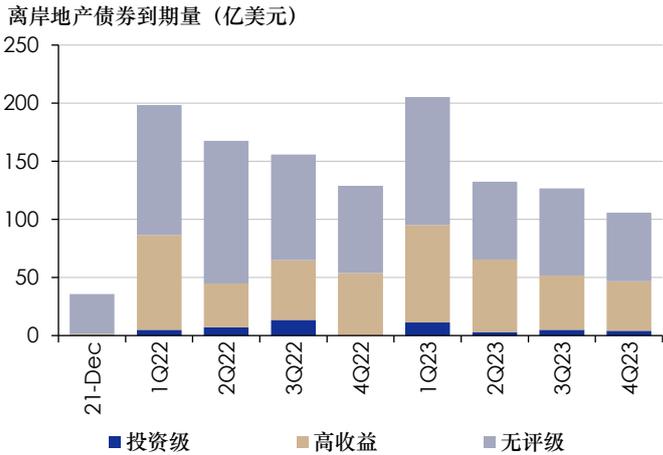
资料来源: 万得, 建银国际

图 11: 海外流动性压力下, 中资离岸债继续承压



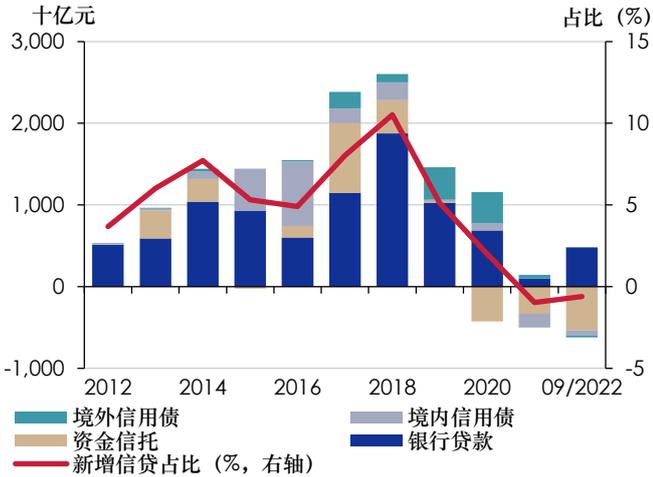
资料来源: 彭博, 建银国际

图 12: 未来一年离岸地产债券到期压力仍然较高



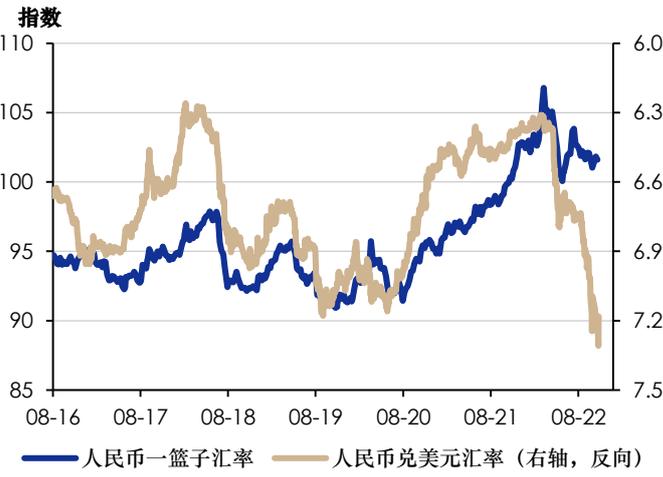
资料来源: 万得, 建银国际

图 13: 地产商境内融资提升, 对冲境外融资收缩



资料来源: 万得, 建银国际

图 14: 人民币一篮子汇率坚挺, 兑美元汇率走弱



资料来源: 万得, 建银国际

表 4: 近期国内宏观、地产政策

宏观政策

10月26日 国常会 部署持续落实好稳经济一揽子政策和接续措施，推动经济进一步回稳向上；听取财政金融政策工具支持重大项目建设和设备更新改造情况汇报，部署加快释放扩消费政策效应；要求深入落实制造业增量留抵税额即申即退，支持企业纾困和发展。

货币政策

10月24日 央行、外汇局 人民银行党委、外汇局党组召开扩大会议。会议要求，促进经济高质量发展。人民银行、外汇局要继续保持货币信贷总量合理增长，加大对科技创新、乡村振兴、区域协调发展、绿色发展等重点领域支持力度，稳定宏观经济大盘。深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。落实落细金融服务小微企业、民营企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制，增强微观主体活力。加强部门协作，维护股市、债市、楼市健康发展。推进金融市场高水平双向开放，支持香港国际金融中心持续繁荣发展。

10月25日 央行 为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构，人民银行、外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25。

10月26日 国务院办公厅 国务院办公厅印发第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案，具体举措提到，继续深化利率市场化改革，发挥存款利率市场化调整机制作用，释放贷款市场报价利率（LPR）形成机制改革效能，促进降低企业融资和个人消费信贷成本；督促21家全国性银行完善内部考核、尽职免责和激励机制，引导商业银行扩大中长期贷款投放，为设备更新改造等配足融资。

财政政策

10月1日 财政部、税务总局 在2023年年底之前，符合条件的纳税人出售自有住房后并在1年内重新购房，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。此前一天，央行、银保监会决定阶段性调整差别化住房信贷政策。

交运

10月26日 民航局 民航局印发《全面深化民航改革行动计划》，明确重点改革任务20项、分目标47项、具体措施108项。民航局介绍，三季度，民航行业运输总体延续恢复态势，主要运输指标恢复程度高于二季度。前三季度民航全行业基础设施建设累计完成投资798.5亿元，同比增长2.8%。

消费

10月25日 财政部、海关总署、税务总局 财政部、海关总署、税务总局发布关于对电子烟征收消费税的公告，将电子烟纳入消费税征收范围，在烟税目下增设电子烟子目，电子烟实行从价定率的办法计算纳税，生产（进口）环节的税率为36%，批发环节的税率为11%。

地产

10月1日 央行 央行决定，自10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%；第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。这是央行时隔逾7年首次下调首套个人住房公积金贷款利率。

行业政策

10月26日 国务院办公厅 国务院办公厅印发第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案，具体举措提到，延续实施新能源汽车免征车辆购置税政策，组织开展新能源汽车下乡和汽车“品牌向上”系列活动，支持新能源汽车产业发展，促进汽车消费。实施好促进绿色智能家电消费政策，积极开展家电以旧换新和家电下乡。保障好粮食、能源安全稳定供应，确保全年粮食产量保持在1.3万亿斤以上。稳定生猪产能，防范生猪生产和猪肉价格出现大的波动。

资料来源：各大新闻网站，建银国际

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述的股票, 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)) 内将买卖或交易过本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述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、预期及估值视为建银国际证券或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士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及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。

如任何司法管辖权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, 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