

建银国际证券 | 宏观研究

## 宏观月报: 2022年11月 – 国内疫情冲击经济, 海外利率高位回落

### Monthly Economic Data Wrap – Nov 2022: Covid weighs on China recovery; global rates ease

#### 报告摘要部分

- **国内短期经济数据普遍走弱, 防控政策调整为明年复苏奠定基础。** 四季度疫情重起, 居民生活和出行受限。国务院 20 条要求防止过度防疫。11 月 29 日更强调加快新冠病毒疫苗接种。预计政策调整对短期经济影响有限, 但对明年经济有所支持。10 月经济数据偏弱, 零售数据低迷。环保措施的收紧对能源密集行业的生产有所抑制, 地产销售继续低位。但高科技产业增速依然强劲。政策方面, 稳地产措施密集出台, 地产行业风险有所收敛。人民银行全面降准 25 点助力宽信用。基建投资继续发力。未来关注十二月中央经济工作会议的政策布局。
- **发达国家通胀压力稍降, 联储预示加息放缓, 全球利率回落:** 美国 10 月通胀超预期放缓, 英国新政府宣布了财政紧缩政策。欧洲的暖冬天气和充足的能源储备缓解了当下的能源危机, 均有助小幅缓解国际市场的通胀压力。联储 11 月份如期加息 75 个点, 并暗示未来加息步伐将逐步放缓, 符合预期。随着市场对货币政策拐点的预期增强, 本月全球长端国债收益率显著下行。与此同时, 美国经济仍有韧性而且就业市场仍偏紧。由于加息持续且联储 12 月份可能上调加息峰值预期, 我们预计美债长期利率还可能反弹, 但难以达到三季度高点。
- **美元指数大幅下滑, 人民币汇率震荡回升:** 随着加息步伐减缓和通胀减速的预期增强, 美元指数回调。叠加国内稳地产和疫情优化政策的不断出台, 人民币兑美元汇率近期显著走强。我们预计美元在未来数月内仍偏强势, 明年随着通胀回落和加息见顶, 有望更明显回落。我们预计人民币对美元汇率近期仍在 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 12 月议息会议。国内宏观经济方面, 关注经济活动数据, 疫情政策, 稳增长和行业政策, 以及十二月中央经济工作会议。

#### Main points:

- **The cyclical data weakened in China. We expect the Covid policy adjustment to only have more visible impact next year.** Since the start of 4Q, mobility within China has been restricted by tighter Covid restrictions. The Chinese government recently signaled change, including an acceleration of vaccinations for the elderly. We expect such policies to have only a limited impact on the economy in the near-term. Oct data was soft as overall retail sales were weak while tighter environmental protection measures weighed on the production of energy-intensive industries. Real estate remained depressed. However, high-tech continued to expand at a solid pace. Policymakers have delivered a raft of supportive policy measures. The PBoC cut the RRR by 25bp to support the economy, more measures have been rolled out to help property developers, and infrastructure investment growth remained solid. The Central Economic Work Conference is the key policy focus in Dec.
- **Easing in global rates as the Fed signaled that it would slow its pace of hikes.** Although inflationary pressure persisted, US inflation fell short of expectations in Oct. The new British government announced fiscal tightening measures. A warm winter and ample energy reserves eased the immediate energy crisis in Europe, all contributing the moderation in inflationary pressure in recent weeks. In-line with expectations, the Fed raised interest rates by 75 points in Nov, while indicating that it will likely slow the pace of rate hikes. Long-term government bond yields fell sharply. The resilience of the US economy and a still-tight labor market suggests the Fed may raise the projection of the terminal rate in Dec. A rebound in long-term yields in the near term is still likely, although they are unlikely to reach the highs seen in 3Q.
- **RMB strengthened against the dollar.** Greater expectations of a Fed policy shift and easing inflation led the USD to fall notably in Nov. In China, policies to stabilize real estate and better Covid controls also supported sentiment and lifted the RMB against the USD. We expect the USD to stay relatively strong in the near-term, but will fall next year as inflation slows and Fed policy rates peak. We expect the USDCNY to hover in the range of 7.0-7.3 in the near future.

**Data releases and events next month.** On the international front, our focus is on inflation and employment data from Europe and the US, as well as the Dec FOMC meeting. Domestically, our focus is on economic data, Covid policy, policies to support growth, and property and industrial upgrades.

崔历

(852) 3911 8274  
cuili@cibintl.com

谢炫

(852) 3911 8241  
kevinxie@cibintl.com

## 海外宏观和利率走势 – 联储释放放缓加息步伐信号,全球债券利率总体下行

**美 10 月核心通胀不及预期, 欧洲能源通胀压力短期有所缓解:** 发达国家的通胀增长仍在高位。不过, 美国 10 月整体通胀和核心通胀都不及预期 (图 1)。食品增速仍处于下降趋势。剔除食品和能源的核心 CPI 增速, 从 9 月 6.6% 的历史高点降至 6.3%, 和 8 月持平。住房通胀环比增速小幅下滑和医疗价格的下滑, 是导致核心通胀增速下滑的主要原因。随着房地产市场的进一步冷却, 我们预计住房通胀增速在未来将继续放缓。相比之下, 欧洲的通胀压力依然居高不下。但目前看来, 暖冬和充沛的能源储备, 短期有助舒缓欧洲对天然气和电力的需求, 缓解能源相关的通胀。

**经济增长面临下行压力, 欧洲衰退风险较大:** 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 10 月制造业 ISM 采购经理人指数下行至后疫情时代的最低点。从细分项来看, 生产, 新订单和就业分项有所反弹。但持续的供应链问题和库存的下滑则对增长有所拖累。目前来看, 美国经济仍较坚挺, 特别是 10 月居民消费仍高出预期。但随着高利率对经济的拖累越加明显, 经济将进一步放缓。德国的 ZEW (当前商业状况指数) 在 10 月份持续恶化, 显示欧盟经济增长快速下滑, 可能已经在第四季度陷入衰退 (图 2)。随着 10 月欧洲能源危机暂歇, 制造业的下滑趋势在 10 月份有所缓解。但整体经济, 特别是服务行业下行压力加大。英国新首相 Sunak 政府公布了新的财政方案。预计财政紧缩 (加税以及缩减开支) 在以后 5 年内累积达 550 亿英镑, 占 GDP 的 1.8%。不过, 由于这项政策的重点将在 2024 年以后实行, 对经济增长的短期限制有限。

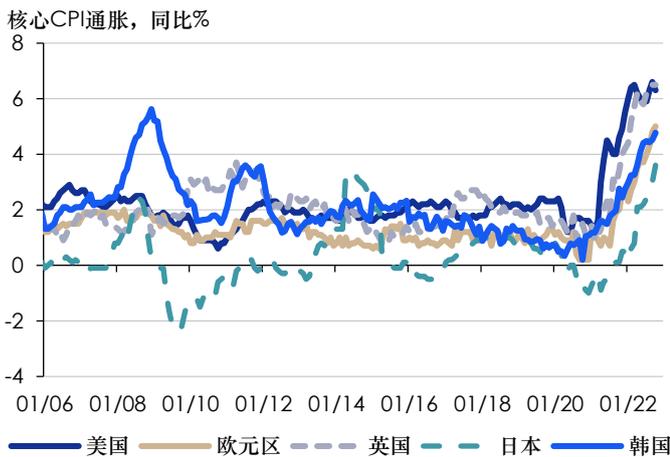
**联储 11 月如前期加息 75 个基点, 未来步伐预计放缓:** 美联储在 11 月的议息会议上再次上调基准利率 75 个基点至 3.75%-4.00% 区间, 符合市场和我们的预计。目前联储利率的中值已经达到 3.875%, 远高于联储对中性利率 2.5%-2.75% 的估值。鲍威尔提到经济增速已明显下滑, 未来利率的继续提升将进一步导致经济放缓。所以联储未来将放缓加息步伐, 既可继续通过提高利率来抑制通胀, 又可避免因加息过快过猛而增加经济陷入严重衰退的风险。但未来的终端利率可能比 9 月点阵图的预测要高。目前看美国经济仍然有韧性, 就业市场还是偏紧。未来数月的通胀和就业数据将决定联储未来加息的步伐。我们保持联储将在 12 月份加息 50 个点, 明年进一步加息的预测。12 月份联储点阵图有可能上调加息的峰值预测至 4.75-5%。

**全球利率大幅回调, 但未来仍有反弹压力:** 随着通胀高位回落, 经济数据趋缓, 市场对货币政策拐点的预期增强, 全球长端国债收益率上月以来显著下行。美国 10 年国债收益率下滑大约 40 个基点至 3.7% 左右 (图 4)。而 Sunak 政府的财政紧缩计划也消除了英国政治和财政政策的不确定, 英国 10 年国债收益率大幅下行 50 多个基点至 3.15%。相比较而言, 短端利率的下行幅度有限。美国 2 年国债收益率在 11 月仅下行 5 个基点至 4.45% 左右。由于明年还存在数次加息的可能性, 终值利率可能上调, 且美国经济韧性较强, 预计短期长期利率还可能反弹, 但难以达到三季度高点。

**美元指数从高位下滑:** 美元指数在联储 11 月的议息会议后逐步下行。虽然大部分联储官员继续持鹰派姿态, 但是随着加息步伐放缓的预期增强, 通胀预期减弱, 经济下行压力加大, 美元出现了明显回调。即使未来联储放缓加息步伐, 但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。不过, 中国经济走出疫情有助全球避险需求的回落。我们预计美元在未来数月内仍偏强势, 明年有望更明显回落。

**...推动资本回流新兴市场:** 美元指数在 11 月从 111.5 大幅下滑至 106 左右。新兴市场汇率相对美元走强, 资本流入新兴市场。初步估算, 资本流入到除中国以外新兴经济体的债券和股票市场分别达到 87 亿和 93 亿美元。然而受到疫情防控和房地产整体仍偏弱的影响, 中国的股票和债券市场在 11 月份都有资本流出。总体而言, 新兴市场总体在这一波全球流动性紧缩周期中表现尚好, 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



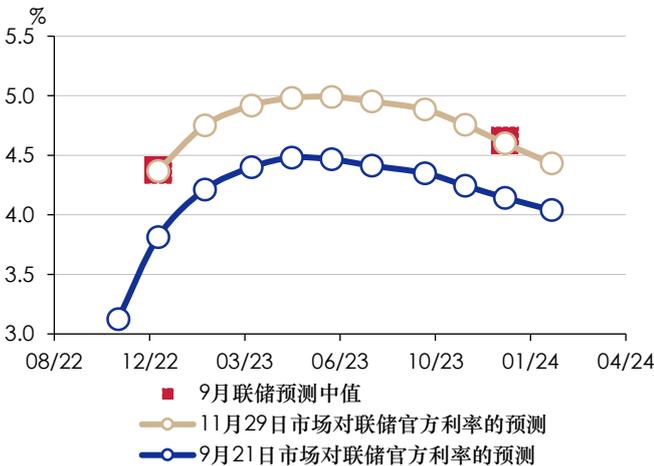
资料来源：CEIC，建银国际

图 2：欧美经济先行指数继续放缓



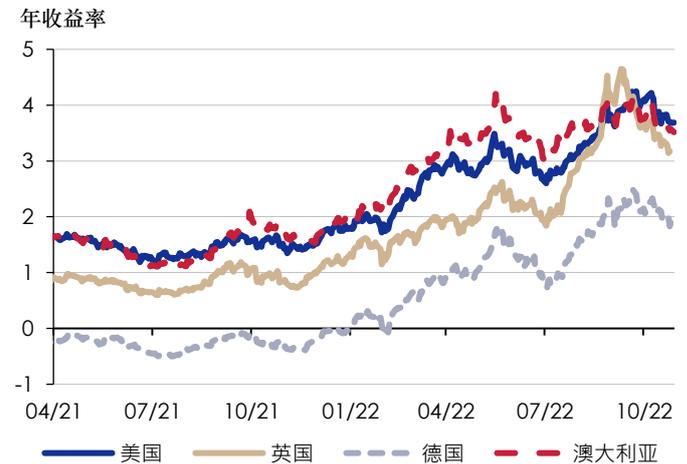
资料来源：彭博，建银国际

图 3：终端利率的预期有所提高



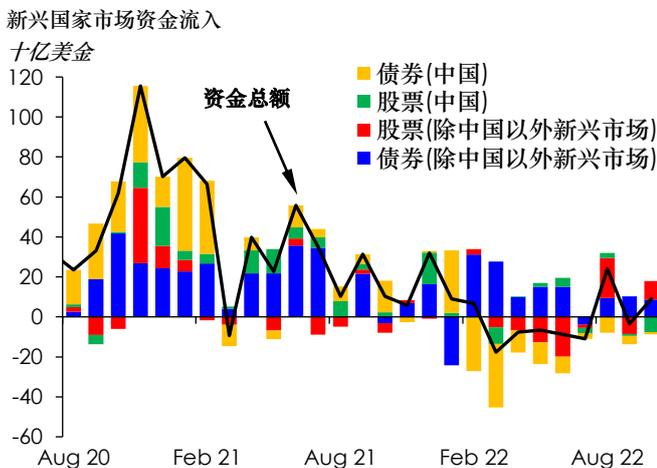
资料来源：CEIC，万得，建银国际

图 4：发达国家 10 年国债收益率回落



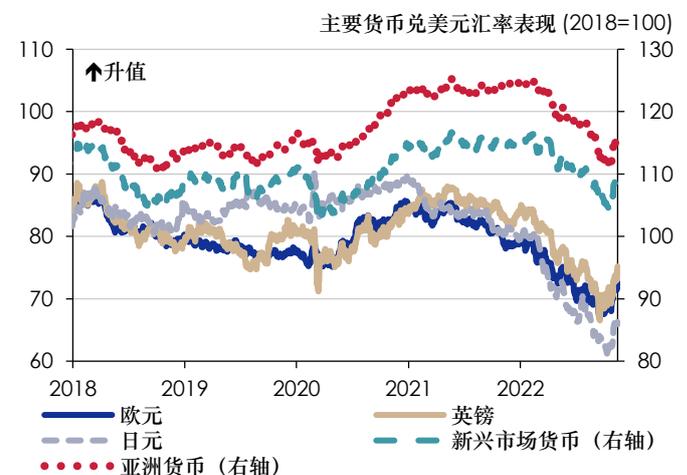
资料来源：万得，建银国际

图 5：上月资本小幅回流中国以外新兴市场



资料来源：IIF，建银国际

图 6：非美货币对美元汇率均有所反弹



资料来源：万得，建银国际；数据截至：11月29日

## 国内宏观经济和债市汇市 - 短期增长承压，疫情政策优化提振信心，地产支持持续加码

**疫情上升，防控政策优化：**本月疫情在全国扩散，目前日新增感染人数超过了今年四月份的新高，各地政府逐步收紧了防控措施，对居民出行和经济活动的影响显著。国家卫健委在11月11号发布了20条新措施，进一步优化新冠疫情防控，强调地方政府需纠正过度防控，同时强调加强医疗资源建设和推进新冠病毒疫苗接种，特别是提高老年人群接种覆盖率。卫健委在11月29日再次召开新闻发布会，强调需要科学疫情防控管理，减少过度防疫对群众出行造成的不便影响，同时更加明确的强调要加快新冠病毒疫苗接种，特别是老年人接种。由于目前老年人接种率较低，预计政府仍选择渐进性开放，但可能将在边际上调整防控政策，减少对经济的负面冲击。疫情政策的调整为中国经济走出疫情和明年经济的复苏特别是消费的修复奠定基础。

**短期经济数据偏弱：**10月份数据看，尽管线上销售有所帮助，但受疫情防控政策的影响零售数据总体疲软。环保措施的收紧则对能源密集行业的生产有所抑制，但高科技产业增速依然强劲。汽车制造业增速仍很坚挺。广义基建投资在10月份增长12.6%，仍是拉动投资的主要推手。受海外经济放缓和美元的影响，美元计价的进出口贸易在10月份小幅萎缩，不及预期。但产业链重塑的结构性因素支持贸易顺差继续保持坚挺。我们预计受疫情重起和海外经济放缓等因素影响，未来数月经济增长将继续承压。周期性政策特别是政府投资将继续保持支持，加上防疫政策的边际调整，预计经济表现好于第二季度的低谷。

**地产销售仍疲软，支持性政策不断加码，风险有所收敛：**10月份的地产各项指标仍然偏弱。高频数据显示11月以来地产销售由于疫情防控的干扰仍在底部徘徊。地产融资仍然偏紧。为了稳定房地产的发展，政府在11月密集出台了一系列的措施来支持房地产企业。11月23日，央行和银保监会公布了16条措施来支持对房企的融资需求，积极做好“保交楼”，妥善处理受困房企的风险处置。11月28日，证监会宣布即日起施行在涉房企股权融资方面调整优化的五项措施（表1）以提振市场信心。地产相关金融风险有所收敛。但市场预期就业和收入的增长带来整体行业现金流的持续改善。

**货币政策保持宽松，但国内利率有所反弹：**中国人民银行在11月25日全面降准25个基点，释放5000亿人民币的长期流动性。在疫情和债务压力下，降准释放进一步支持经济的信号。银行可能会通过降准释放的流动性，增加对房地产开发商的信贷支持。我们预计对房地产行业的定向宽松政策将继续。未来数月可能进一步全面降准。除非经济前景大幅弱于预期，我们预计人民银行将维持政策利率不变。受境内积极房地产政策和国内逐步走出疫情预期加强的影响，境内市场信息息差从底部有所走扩。2年和10年中国国债收益率分别上升23和22个基点。经济复苏和宽信用预期对利率有一定支持。

**中资美元债融资继续下滑：**11月中资美元债总体净融资连续第14个月下滑（图10）。地产，金融和城投三大板块的净融资都有萎缩，其中地产净融资的下滑最大。美债利率和美元下滑，中资美元债11月投资级和高收益债利差小幅收窄（图11）。同时，国内房地产的政策支持力度的加大，也提振了中资美元债的投资情绪。未来一年，特别是明年第一季度，中资地产债到期压力仍然较大（图12）。随着政府加大对房地产的信贷支持，融资环境趋于宽松，我们预计地产公司继续仍以在境内募集资金为主（图13）。

**人民币兑美元汇率在震荡中回升：**在美元走弱，积极房产政策加码和疫情优化政策出台等多重利好的背景下，人民币兑美元汇率11月震荡回升，从10月底的约7.3，升值至目前的7.15左右。但人民币的波动仍然较大。新冠感染人数的上升和地方防控政策的收紧，对市场情绪影响颇大。由于其他非美货币反弹力度更大，人民币一篮子汇率在11月下跌幅约3%。美联储的加息趋缓将导致美元在强势中有所回落，短期人民币可能继续在7-7.3区间徘徊。但若疫情防控政策的放缓有更加明显的指引，那么人民币对美元汇率可能随市场有一波升值行情。

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	8月29日	9月29日	10月27日	11月25日	8月29日	9月29日	10月27日	11月25日
全部美元债	10,493	9,568	66	45	34	36	103	208	146	190
- 地产	1,893	1,516	0	14	4	7	39	45	63	46
- 城投	840	868	20	18	8	13	21	43	35	42
- 金融	3,649	350	20	34	15	14	20	43	52	33
中资美元债利差* - 投资级(bps)	(32)	43	212	144	205	191	(13)	(68)	51	(14)
中资美元债利差* - 高收益(bps)	1,015	680	2,257	1,954	2,865	2,456	(146)	(303)	78	(409)

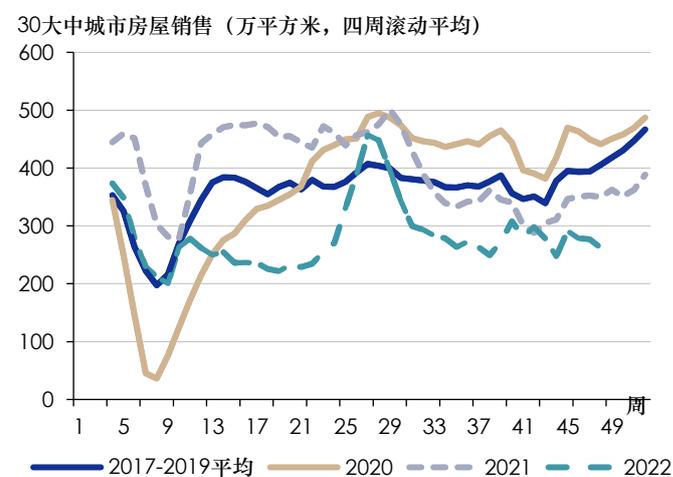
资料来源: 彭博, 万得, 建银国际

图 7: 制造业和基建拉动投资, 房地产投资仍疲软



资料来源: CEIC, 建银国际

图 8: 地产销售仍在低位徘徊



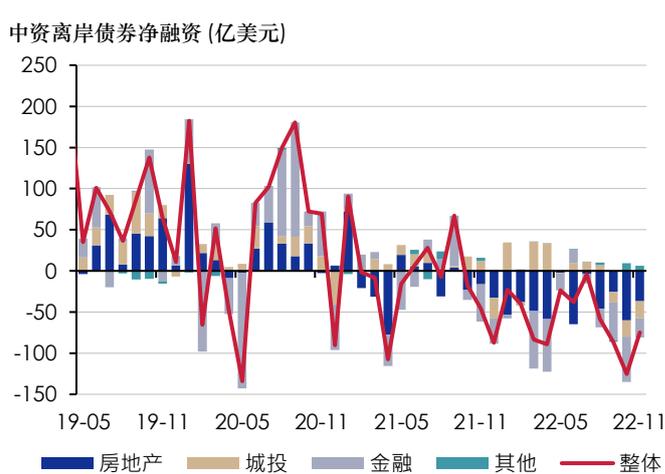
资料来源: 万得, 建银国际

图 9: 境内信用息差从低位明显走阔



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



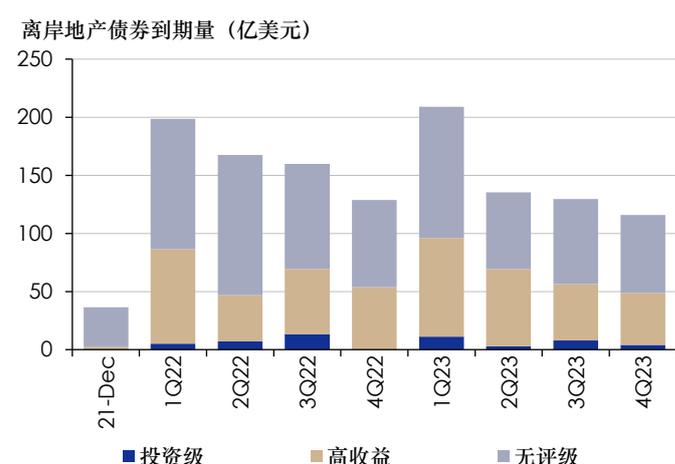
资料来源: 万得, 建银国际

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



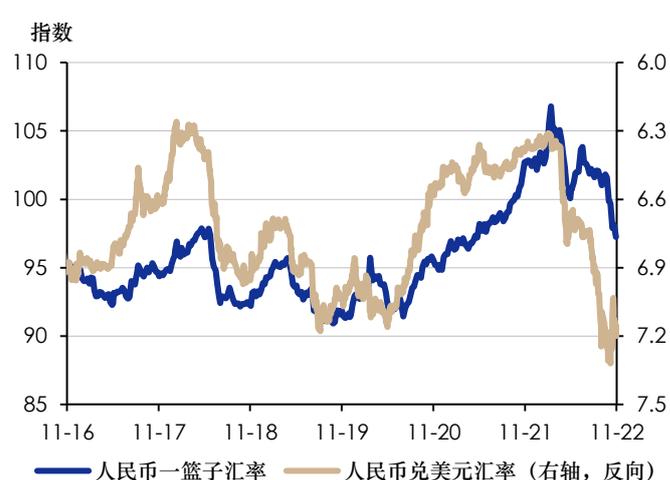
资料来源: 万得, 建银国际

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: 人民币兑美元汇率升值, 但一篮子汇率下跌



资料来源: 万得, 建银国际

表 2: 近期国内宏观、地产政策

## 宏观政策

11月24日 国常会 国务院常务会议提出，加大金融支持实体经济力度，适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕。会议强调，要推动重大项目加快资金支付和建设，带动民营企业等社会资本投资。稳定和扩大消费，支持平台经济持续健康发展，保障电商、快递网络畅通。落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，促进房地产市场健康发展。

## 货币政策

11月25日 央行 央行决定12月5日全面降准0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)，共释放长期资金约5000亿元。这也是央行年内第二次降准。央行表示，此次降准旨在保持流动性合理充裕，促进综合融资成本稳中有降，落实稳经济一揽子政策措施，巩固经济回稳向上基础。

## 财政政策

11月4日 财政部、税务总局 财政部、税务总局发布《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》，自2022年1月1日起，对个人养老金实施递延纳税优惠政策。在缴费环节，个人向个人养老金资金账户的缴费，按照12000元/年的限额标准，在综合所得或经营所得中据实扣除；在投资环节，计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税；在领取环节，个人领取的个人养老金，不并入综合所得，单独按照3%的税率计算缴纳个人所得税，其缴纳的税款计入“工资、薪金所得”项目。个人缴费享受税前扣除优惠时，以个人养老金信息管理平台出具的扣除凭证为扣税凭据。

11月11日 财政部 中央财政提前下达多项2023年预算资金。其中，提前下达就业补助资金预算432.3亿元；提前下达农村综合改革等资金208亿元，支持宜居宜业和美乡村等建设；提前下达普惠金融发展专项资金预算98.669亿元。

## 交运

11月1日 财政部 经财政部研究，现不再将航班量低于或等于4500班作为启动补贴的条件，补贴清算对象和范围相应调整，补贴标准不变。

## 消费

11月18日 文化和旅游部 文化和旅游部修订发布多个疫情防控工作指南明确，不随意关停娱乐场所、上网服务场所、剧本娱乐经营场所；无疫情地区原则上不限制演出场所接待人数比例；不组团前往高风险区旅游，提倡小规模旅游团队。

## 地产

11月23日 央行、银保监会 央行、银保监会正式发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，要求保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、依法保障住房金融消费者合法权益、延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排。两部门明确，稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，支持开发贷款及信托贷款等存量融资合理展期，支持优质房地产企业发行债券融资，阶段性优化房地产项目并购融资政策，加快推动房地产风险市场化出清。

11月28日 证监会 证监会宣布在涉房企业股权融资方面调整优化五项措施，并自即日起施行。五方面举措包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，允许符合条件的房地产企业实施重组上市；恢复上市房企和涉房上市公司再融资，允许上市房企非公开方式再融资；调整完善房地产企业境外上市政策，H股上市公司再融资与A股政策保持一致；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用，开展不动产私募投资基金试点。

## 行业政策

11月22日 工信部、国家发改委、国务院国资委 三部门部署17项具体举措加力振作工业经济，在从需求侧着力拉消费、促投资、稳出口，畅通经济循环；在供给侧针对关键环节“卡脖子”、新增长点支撑不足等结构性制约，着力推进补链强链，加快培育新动能。

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））内将买卖或交易过本文所提及的股票；(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不关联。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，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