

建银国际证券 | 宏观研究

## 宏观月报: 2023年5月 – 中国增长放缓但预计修复持续; 联储6月预计加息暂停

### Monthly Economic Data Wrap – May 2023: China's recovery slows, but will continue; we expect a pause from the Jun FOMC meeting

#### 报告摘要

- **联储在快速加息后预计进入暂停期。通胀挑战下海外利率预计仍在高位波动。** 欧美经济年初至今虽有降温但仍坚挺, 服务和就业较强, 核心通胀仍在高位。我们预计联储从6月开始进入暂停期。财政和金融风险压力稍缓, 预计欧美央行继续维持货币收紧, 同时用短期融资等工具对冲可能的流动性压力。受通胀风险和衰退风险影响, 全球国债收益率将在目前高位波动。未来数月美国2年和10年国债收益率中位数预计继续在4.0-4.3%和3.4-3.7%区间, 年内小幅下行但幅度有限。
- **预计中国经济复苏仍较温和。** 1季度后经济环比走势回落, 显示经济复苏势头在恢复性修复后减弱, 符合我们的预期。汽车和高端制造业仍是亮点。部分线下消费强劲复苏, 但总体消费和地产修复缓慢。未来制造业升级、消费进一步修复和持续的政策支持预计支持经济进一步温和复苏。宏观政策预计总体保持稳定且保持结构性取向, 行业分化持续。
- **美元短期可能持续反弹, 人民币汇率预计仍在区间震荡:** 美国较坚挺的经济和通胀数据降低了市场对未来快速降息的期望, 加上避险情绪的上行, 支持美元指数在5月反弹。但联储收紧见顶, 而欧洲和日本的加息周期料比联储维持更长, 预计美元未来两年进一步下跌的趋势。人民币对美元汇率短期仍在6.9-7.1区间内波动, 年底仍有望升至6.7。
- **离岸美元债市仍持续承压, 点心债发行将继续上升:** 中资离岸美元债总体净融资预计持续萎缩。海外流动性环境加上经济修复缓慢意味着存量中资离岸地产债券继续承压, 市场分化仍持续。中美国债利差的持续走阔将持续提升点心债对海外发行人的吸引力。

**下月重点关注:** 国际方面, 需要关注欧美国家通胀及就业数据, 货币政策决定和前瞻指引, 以及美国关于债务上限的谈判。国内方面, 关注经济活动高频数据和宏观政策。

#### Main points:

- **We expect the Fed to pause in Jun after a period of rapid tightening. Interest rates will likely fluctuate near recent highs against a challenging inflation backdrop.** The US and European economies are showing resilience despite the recent slowdown. Services and employment are relatively strong and core inflation remains high. We expect the Fed to stay on hold from Jun. Given easing fiscal and financial risks, we expect major central banks to maintain their hawkish policy stance and deploy liquidity instruments to deal with financial stability issues should they arise. The market is likely to be conflicted by inflation risks and recession fears, giving rise to interest rate volatility. We expect median 2-year and 10-year UST yields to stay in the range of 4.0-4.3% and 3.4-3.7% in coming months before small declines towards year-end.
- **In China, the modest domestic recovery will continue.** Easing sequential growth momentum after 1Q23 is consistent with our expectation. Auto and high-end manufacturing remain the bright spots. Offline services have also improved, but recoveries in overall consumption and property have been slow. We expect industrial upgrades, the continued consumption recovery, and targeted policy measures to support a modest recovery. We expect macro policies to stay supportive, guided by structural objectives. Industry differentiation will continue.
- **We expect the US dollar to hold strong in the near-term, while range-bound trading in the renminbi continues.** US economic resilience and stubborn inflation have cooled market pricing of rate cuts. Together with risk aversion, the US dollar rebounded in May. In contrast to a likely end to Fed tightening, tightening by the ECB and BoJ is likely to last longer, supporting a downward US dollar trend over the next two years. The dollar trend will drive the USDCNY rate, which is likely to trade between 6.9 and 7.1 before falling to 6.7 by year-end.
- **Chinese offshore dollar bond market likely to remain under pressure; we expect dim sum bond issuance to pick up.** We expect overall Chinese offshore US dollar bond net issuance to continue shrinking. The tight global liquidity backdrop and slow domestic recovery suggest lingering credit stress in the Chinese offshore dollar bond market and continued market differentiation. Widening interest rate differentials between the US and China will make dim sum bonds more attractive to foreign issuers.

**Data and key events next month.** On the international front, investors should focus on inflation and employment data, monetary policy meetings in Europe and the US, and US debt ceiling negotiations. Domestically, the focus is on high-frequency economic data and macro policy.

崔历

(852) 3911 8274  
cuili@ccbintl.com

谢炫

(852) 3911 8241  
kevinxie@ccbintl.com

## 海外宏观：核心通胀仍在高位，海外国债利率5月大幅回调，预计联储6月按兵不动

**欧美经济仍较坚挺，体现内需的韧性：**欧美综合PMI的初步估值在5月仍处于扩张区间，分别为53.3和54.5。服务业保持扩张，是带动经济增长的主要动力，制造业则相对疲软。就业市场保持紧俏，是支持收入和消费增长的主要原因。虽然美国非农新增就业三个月移动平均值放缓至22.2万人，但仍快于疫情前水平，失业率保持3.4%的低位。虽然金融条件收紧（图1），冲击地产、制造业等行业，但总体经济降温较慢。资本支出周期指标在过去40年的每次经济衰退前都大幅下跌，但目前仍受到强劲需求和公共投资政策的支持（图2）。我们仍预计年底美国经济进入温和衰退，但失业率到23年底将仍低于联储目前4.5%的预测。

**核心通胀小幅降温但持续在高位，抗通胀之路仍然漫长：**去年以来美国通胀回落主要来自供应瓶颈的缓解和大宗商品价格的下降，尤其是能源价格。相比之下，服务通胀仍然居高不下，导致核心通胀下降缓慢（图3）。美国整体通胀4月核心通胀同比增速略有放缓至5.5%，但环比增速反弹至0.4%，仍显著高于联储的通胀目标。随着中国能源需求的改善，加上去年高基数效应的消退，我们预计下半年能源通胀有所反弹，加大通胀降温的难度。欧洲4月核心通胀小幅下滑至5.6%，这是自2022年初以来的第一次下降。但其中服务通胀上升至5.2%的历史新高，显示内需仍强，降通胀之路仍较漫长。日本核心通胀同比增速4月再次攀升，达到4.1%的新高。今年薪资增速的大幅提高将持续增加日本核心通胀的压力。

**发达国家央行将维持偏紧货币政策：**近期联储官员再次表达对高通胀的担忧，一些鹰派官员甚至支持再次加息。鲍威尔在5月19日的讲话中则指出前期银行业动荡可能导致信贷环境持续收紧，推动经济增长放缓，降低联储未来加息的必要性。与我们[4月宏观月报](#)中的判断一致，市场在5月对下半年联储降息的预期大幅调整，带动利率明显反弹。鉴于联储需要观察政策效果，预计联储将在6月暂停加息，并维持利率直至2024年上半年不变。（详见[宏观视野：美联储加息见顶影响几何？](#)）。通胀压力下，欧央行预计将进一步加息。新任日本央行行长强调超宽松的货币政策将维持不变。但面对通胀压力上行，我们认为日本央行仍可能今年调整政策，特别是利率曲线控制政策(YCC)。

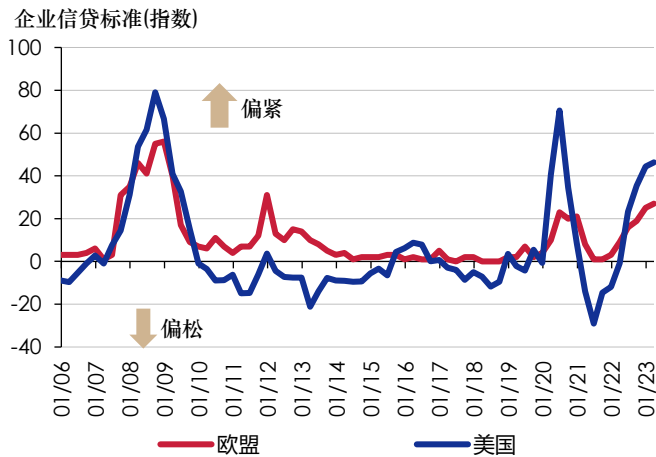
**预计全球利率将持续在高位震荡：**受预期调整的影响，主要发达经济体的短端国债收益率5月大幅上升，拉动整体国债收益率曲线上移。2年和10年美国国债收益率分别反弹约42个基点和25个基点，至4.46%和3.69%。预计美国两党将在近期就美国债务上限达成协议，避免美国政府违约。由于美国经济韧性仍在，联储将维持限制性利率，加上疫情后中性利率大概率走高，限制未来经济走弱后降息的幅度（详见[宏观视野：美联储加息见顶影响几何？](#)）。全球国债收益率将继续维持高位，市场情绪仍被通胀风险和衰退风险左右，波动较大。我们维持美国2年和10年国债收益率中位数2季度在4.0-4.3%和3.4-3.7%区间的预测。下半年随联储进入按兵不动和经济小幅降温，预计国债收益率小幅下行。

**利率走高带来的财政和金融风险稍有平息：**美国总统拜登和共和党众议院议长在5月28日初步达成协议，提高未来两年的债务上限。同时双方同意有限限制政府支出。目前两党仍需说服党内成员，但预计国会最终将提高债务上限。政府借贷将再次上升。根据美国国会预算办公室2月份的预测，美国政府的净利息支出将从过去十年平均占GDP的1.5%攀升至未来10年超过3.5%（图4）。即使基本赤字保持不变，联邦债务将上升到接近GDP的120%，但两党的协议显示，未来两年抑制财赤和债务的压力下降。利率迅速走高也带来了金融体系的流动性压力。由于银行业总体资本金较为雄厚，压力集中在区域性银行，预计金融体系的系统性风险有限。欧美政府和监管机构亦可能加大对定向支持工具的使用，银行贷款则将继续趋向谨慎。

**预计美元指数短期可能将持续反弹，但中期将走弱：**美国较坚挺的经济和通胀降低市场对未来快速降息的期望，加上避险情绪的上行，支持美元指数在5月反弹。但联储收紧见顶，而欧洲和日本的加息周期料比联储维持更长，预计美元未来两年进一步下跌。但全球疲软的增长前景和对经济衰退的担忧可能短期内增加避险需求，抑制美元年内跌幅。

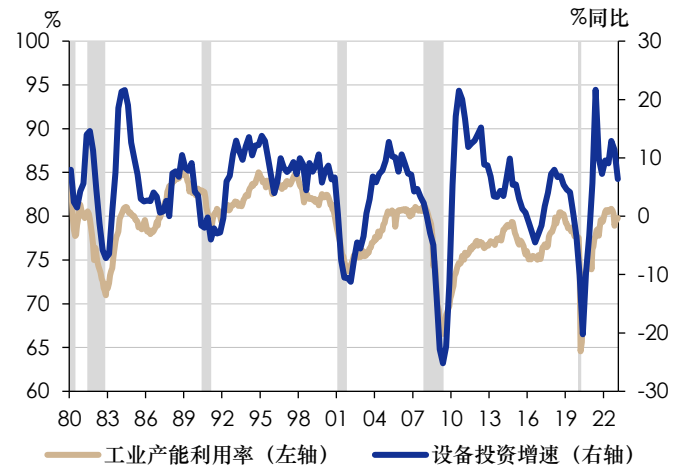
**新兴市场资金流入分化：**大部分的非美G7货币和其他新兴市场货币兑美元贬值。IIF估算流入新兴市场的资本在4月略微升至98亿美元，但仍低于历史平均水平（图6），5月进一步萎缩。中国经济复苏缓慢，亦影响市场对资产的乐观情绪。由于全球经济放缓和对全球流动性紧张的担忧可能会给新兴市场带来压力，流向新兴市场的资本可能总体保持低迷。新兴市场中，拉美市场央行较早开始收紧政策，提高其资产的吸引力，但未来仍可能受到发达市场经济放缓的影响。由于国际收支稳健，顺差较高，亚洲新兴市场抗风险的能力更强，对国际资金也更有吸引力。

图 1：银行贷款条件收紧，预计拖累经济增长



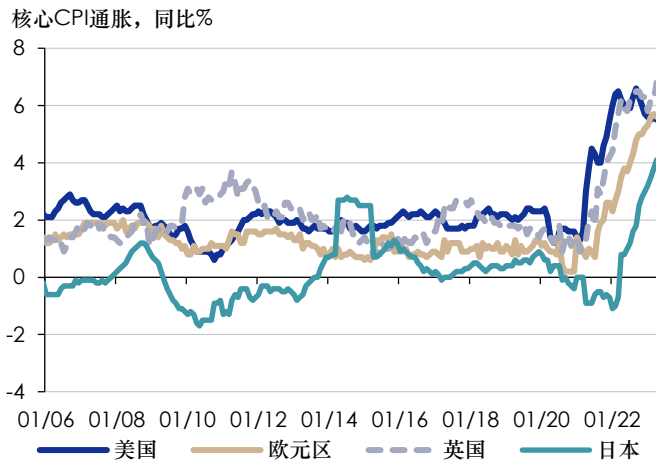
资料来源：CEIC，建银国际

图 2：美国商业支出仍较强劲，对经济支持较强



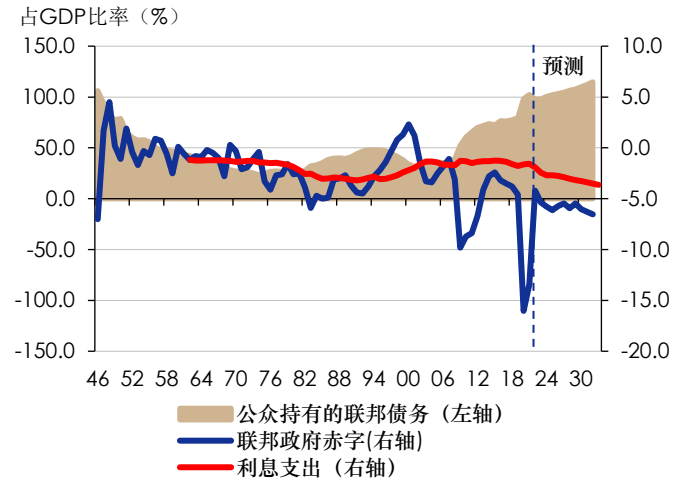
资料来源：CEIC，建银国际

图 3：发达国家的核心通胀压力仍居高不下



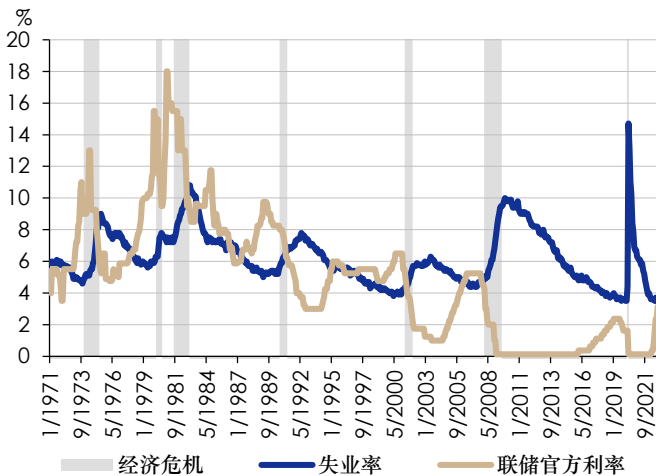
资料来源：CEIC，建银国际

图 4：美债利率走高令财政承压



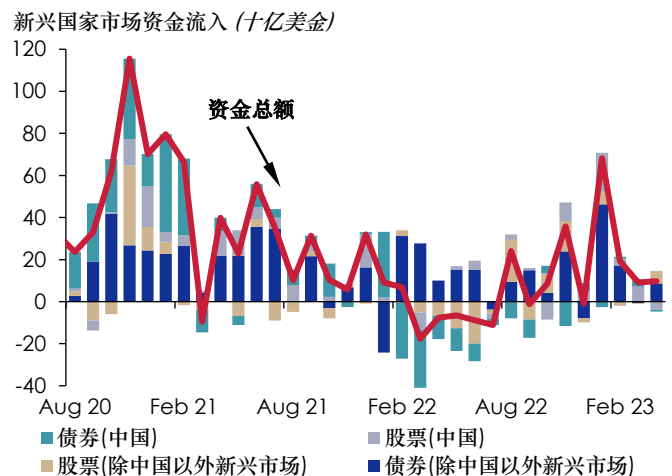
资料来源：万得，建银国际

图 5：历史看当失业率上行趋势确定后，联储开始降息



资料来源：彭博，CEIC，建银国际

图 6：资本净流出中国资本市场，但净流入其他新兴市场



资料来源：万得，建银国际

## 国内宏观: 增长动能如预期减弱, 但预计修复持续

**国内经济增长势头在 1 季度恢复性修复后放缓, 符合我们的预期, 行业动能分化:** 受去年低基数效应影响, 工业生产和社会消费品零售总额 4 月同比增速显著回升, 但环比则大幅放缓, 符合[我们之前的预期](#)。分项看, 工业生产环比萎缩主要受采矿业和一些传统制造业影响, 特别是消费品和家居相关行业较为疲软, 而汽车和高端制造业则受产业升级的支持保持坚挺。居民消费方面, 随着前期需求释放, 社会消费品零售总额环比增长放缓, 但线下服务消费则继续修复。投资方面, 地产投资继续下跌, 制造业和基础设施投资则继续稳步增长。

**地产行业仍然疲软:** 近期房地产相关数据参差不齐。一方面受政策支持, 4 月房屋竣工面积同比增速提升至 37%, 70 城新建商品住宅价格同比下跌幅度收窄。另一方面地产销售在年初反弹后回落, 地产投资同比继续下滑, 房屋新开工面积同比继续收缩, 显示开发商对行业前景仍显谨慎, 特别是二三线城市增量回落。预计政策继续保持有限宽松, 地方政府将继续放松地产购买限制, 边际支持地产需求。五月以来高频地产销售走势止跌企稳 (图 7)。但今年年度地产销售仍可能不及去年, 行业走出低谷仍需时日。

**预计经济复苏保持温和:** 受海外需求减弱以及国内地产复苏乏力等原因影响, 5 月制造业 PMI 再次下滑至 48.8, 不及预期的 49.5, 表明未来工业生产仍面临下行压力。但汽车与高端制造业等仍为行业亮点。汽车出口前 4 个月同比上升 33%, 是支持今年中国出口的关键之一, 有望对冲全球电子行业下行对贸易的负面冲击。线下消费亦有望继续修复: 今年“五一”假期期间的旅游人数和收入皆超过之前的高点, 反映居民消费意愿增强 (图 8)。5 月 17 日, 发改委等发布新的措施, 旨在推动新能源汽车在农村的普及, 适度超前建设充电基础设施。这些措施有望支持汽车消费。基建和制造业投资受益于产业升级, 绿色转型和科技创新等结构性驱动因素 (图 9)。总体看, 制造业持续升级、消费继续修复、和定向的政策支持均利好经济温和复苏。保持全年经济增速 5.3% 的预测。

**宏观政策预计保持稳定:** 4 月底召开的[政治局会议](#)判断未来宏观经济仍面临内生动力和需求不足。下一阶段持续保持支持性的宏观政策, 强调有效和精准。近期宏观政策保持稳健, 政策宽松并未明显上升。1-4 月一般公共预算收入和支出分别增长 11.9%, 和 6.8%, 预算内实际赤字同比下降 50%。同时土地市场仍较低迷, 政府性基金收入降仍偏弱, 进一步限制政府支出增长。媒体报道, 截至 5 月中, 今年新增专项债发行达 1.61 万亿元, 相当于 2023 年全年额度的 42%, 主要支持市政和产业园区、交通、社会事业及保障性安居住房等建设。我们预计新增专项债的发行在未来数月将持续强劲, 助力经济复苏。但总体财政支持继续受到地方财力的制约, 地方债务压力持续。

货币政策方面, 央行自 2022 年 8 月以来维持 MLF 不变, 持续呵护流动性, 但中长期流动性注入 1 季度后有所放缓 (图 10)。消费者通胀受食品价格拖累下滑。但核心通胀维持在 0.7% 不变。预计随着需求回暖, 食品和服务通胀企稳回升, 下半年通胀温和复苏, 但仍在政策目标范围以内。经济下行压力持续加上发债需求较大, 不排除央行进一步下调存款准备金率, 但可能性较小。信贷数据 4 月有所回落, 主要受到地产需求不振的拖累, 银行信贷更多转向制造业和基建投资。预计结构性信贷将继续支持产业转型和绿色转型, 制造业、基建等行业预计继续[加杠杆](#), 对冲地产行业的杠杆收缩, 支持整体信用周期温和扩张。

**海外流动性环境加上国内的缓慢复苏使中资美元债存量市场继续承压, 点心债发行继续上升:** 国内经济压力带动境内企业债利差 5 月小幅走阔 (图 11)。而全球利率反弹则带动 5 月中资投资级别海外债券利差收窄。但高收益债券利差受对国内经济和地产复苏担忧, 持续走阔 (图 12)。我们维持之前的判断, 随着欧美增长动能持续放缓和国内地产复苏乏力, 加上离岸地产债券仍将面临较大的到期压力, 中资离岸债市未来数月预计持续承压。一级市场方面, 5 月中资离岸债总体净融资持续萎缩 (图 13)。得益于离岸人民币央行票据的发行, 初步估算 5 月点心债发行量攀升至 476 亿人民币 (图 15)。随着中国国债收益率下行, 而美国国债收益率大幅上行, 中美国债利差再次走阔, 将继续支持点心债融资的吸引力 (请参阅[宏观视野: 点心债市场前景展望](#))。

**料人民币兑美元汇率短期将在 7 附近徘徊, 年内温和回升:** 受美元阶段性反弹以及国内经济数据不及预期的影响, 人民币兑美元汇率 4 月以来下跌约 3%, 人民币一篮子汇率指数小幅走弱 (图 16)。中国央行强调人民币双向波动加剧属正常, 并称将强化预期引导, 必要时对顺周期、单边行为进行纠偏。短期我们预计受美元走势和避险情绪变化的影响, 人民币兑美元汇率继续在 7.0 附近徘徊。但随着国内经济持续复苏和美元重回下降趋势, 人民币兑美元预计温和升值。保持年底人民币兑美元汇率 6.7 的预测。

表 1: 中资美元债发行到期情况

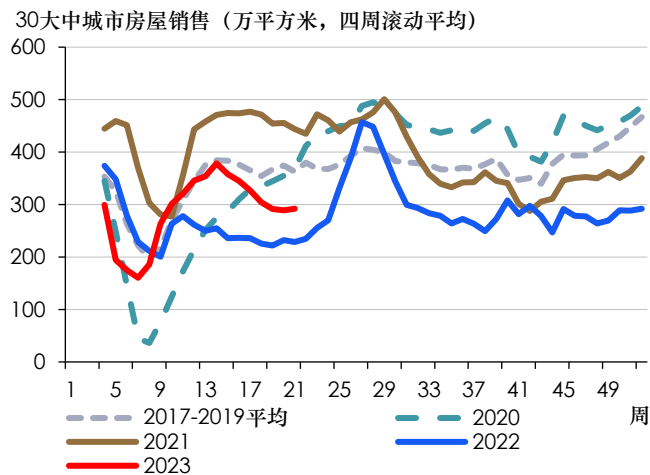
	存量 (亿美元)		月发行量 (亿美元)				月到到期量 (亿美元)			
	22年底	最新	2月	3月	4月	5月	2月	3月	4月	5月
全部美元债	9,020	9,282	68	146	105	79	111	142	158	182
- 地产	1,582	1,429	8	1	19	1	53	28	76	20
- 城投	366	813	4	10	14	8	16	18	10	16
- 金融	2,302	3,620	60	114	53	61	29	73	38	30

	价格点位					涨跌幅 (基点)				
	1月23日	2月23日	3月25日	4月25日	5月25日	1月23日	2月23日	3月25日	4月25日	5月25日
中资美元债利差* - 投资级(bps)	131	130	155	158	143	-20	-1	25	3	-15
中资美元债利差* - 高收益(bps)	1242	1331	1577	1802	1829	-350	89	246	225	27

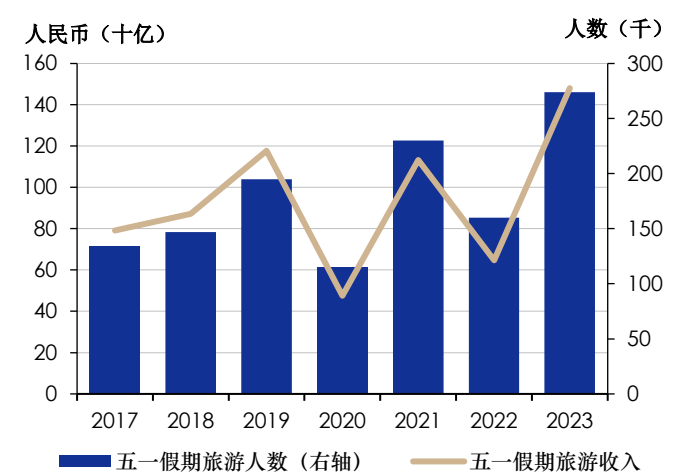
资料来源: 彭博, 万得, 建银国际

图 7: 地产销售五月后有所企稳



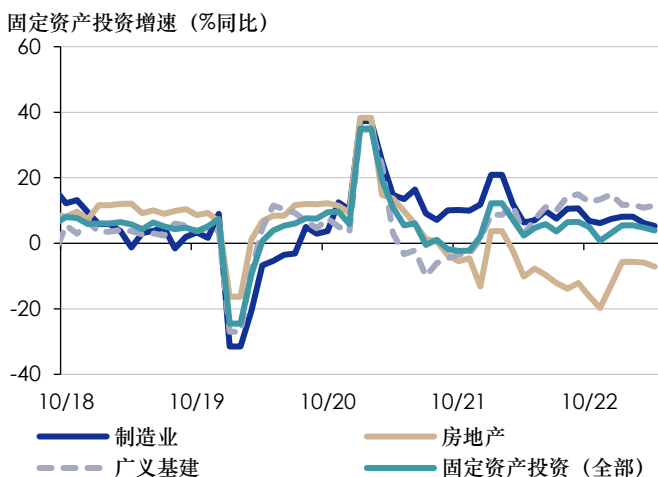
资料来源: 万得, 建银国际

图 8: 今年五一长假旅游消费旺盛



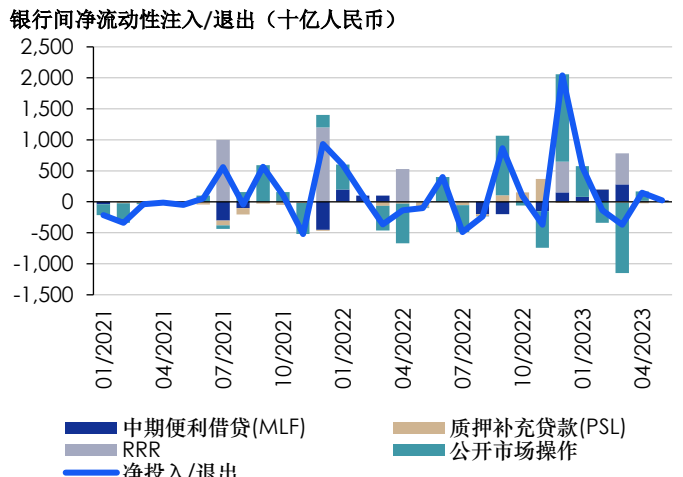
资料来源: CEIC, 建银国际

图 9: 基建投资仍较坚挺, 但房地产投资持续疲软



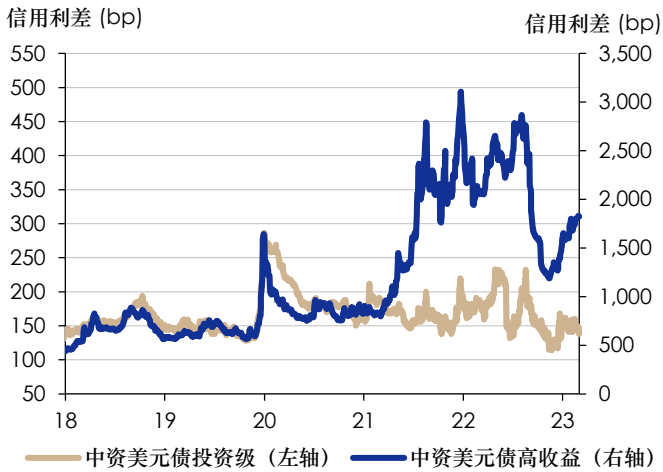
资料来源: CEIC, 建银国际

图 10: 1 季度后央行中长期流动性注入放缓



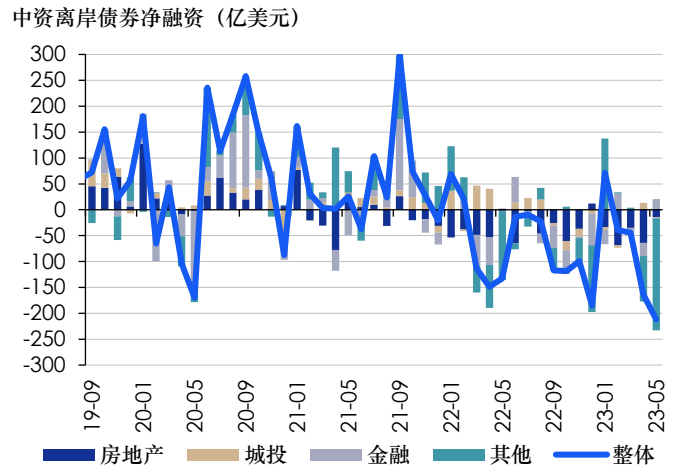
资料来源: CEIC, 建银国际

图 11: 受宏观形势影响, 中资离岸高收益债利差持续走阔



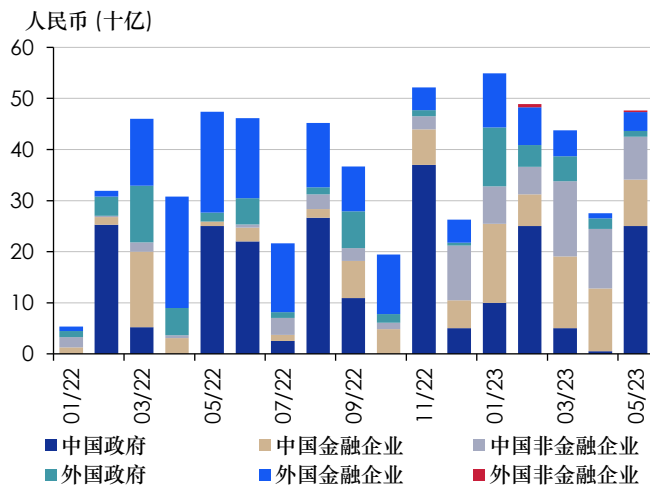
资料来源: 万得, 建银国际

图 12: 中资离岸美元债净融资继续萎缩



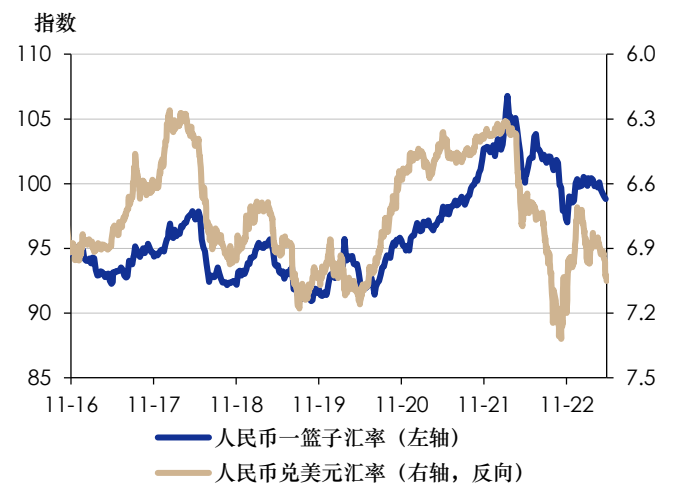
资料来源: 彭博, 建银国际

图 13: 受政府部门带动点心债发行 5 月提速



资料来源: 万得, 建银国际

图 14: 受美元反弹影响, 人民币兑美元汇率小幅下跌



资料来源: 万得, 建银国际

表 2: 近期国内宏观、行业政策

## 货币政策与金融

5月11日	国家金融监督管理总局	要求各银行控制通知存款、协定存款利率加点上限。对于通知存款利率，国有大行不能超过基准利率0.1个百分点，其他银行不能超过基准利率0.2个百分点。这是自2022年9月，银行业对主要期限存款挂牌利率一轮调整以来的又一次调整。
5月15日	央行	央行发布一季度货币政策执行报告指出，我国经济运行有望持续整体好转，其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升。未来几个月受高基数等影响，CPI将低位窄幅波动；预计下半年CPI中枢可能温和抬升，年末可能回升至近年均值水平附近。当前我国经济没有出现通缩，也不存在长期通缩或通胀的基础。下一阶段，稳健的货币政策要精准有力，总量适度，节奏平稳。
5月19日	央行	中国外汇市场指导委员会2023年第一次会议指出，人民币汇率双向波动、弹性增强，有效发挥了宏观经济和国际收支自动稳定器功能，为增强货币政策自主性创造条件。外汇市场汇率风险中性工作取得重大进展。近期全球经济金融形势复杂严峻，发达经济体高利率、高通胀、高债务并存，货币政策紧缩效应显现。下一阶段，人民银行、外汇局将加强监督管理，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定，坚决抑制汇率大起大落。提升对企业汇率避险服务水平，降低企业汇率避险成本。

## 财政政策

5月22日	财政部	今年前4个月，全国一般公共预算收入超8.3万亿元，同比增长11.9%。在一季度实现由负转正之后，财政收入进一步企稳回升，增强了积极的财政政策助力扩内需的动能。去年对制造业中小微企业继续延缓缴纳部分税费，这些延缓的税费在今年补缴入库，拉高收入增幅。此外，去年4月份开始实施大规模留抵退税政策，全年退税达2.46万亿元，导致去年同期基数偏低。按照财政部统计，扣除上述特殊因素后，前4个月全国一般公共预算收入可比增长约4%。参照一季度4.5%的国内生产总值增速，可以看出，财政收入增幅与经济发展基本匹配。
-------	-----	---

## 就业和人口政策

5月15日	人社部等	人社部、教育部、科技部等十部门发布《关于进一步推进实施百万就业见习岗位募集计划的通知》，帮助高校毕业生等青年提升就业能力。据相关负责人介绍，计划聚焦离校两年内未就业高校毕业生和16至24岁青年，全年将募集不少于100万个就业见习岗位，确保有见习意愿的高校毕业生等青年都能获得见习机会。相关部门将推动用人单位提供科研、技术技能、管理、社会服务等各类见习岗位，满足青年多元见习需求。
5月21日	中共中央办公厅、国务院办公厅	印发了《关于推进基本养老服务体系建设的通知》，强调基本养老服务在实现老有所养中发挥基础性作用，推进基本养老服务体系建设是实施积极应对人口老龄化国家战略，实现基本公共服务均等化的重要任务。党的十八大以来，在党中央坚强领导下，基本养老服务加快发展，内容逐步拓展，公平性、可及性持续增强。为贯彻落实党中央、国务院有关决策部署，健全基本养老服务体系，更好保障老年人生活。

## 消费

5月3日	交通运输部、文化和旅游部	数据显示，“五一”假期前三天，全国铁路、公路、水路、民航发送旅客总量近1.6亿人次，比2022年同期增长161.9%。5月2日是假期第4天，全国铁路客流继续高位运行，发送旅客1645万人次，安排开行旅客列车11548列。经文化和旅游部数据中心测算，全国国内旅游出游合计2.74亿人次，同比增长70.83%，按可比口径恢复至2019年同期的119.09%；实现国内旅游收入1,480.56亿元，同比增长128.90%，按可比口径恢复至2019年同期的100.66%。
5月17日	发改委和能源局	发改委和能源局联合对外发布《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》，旨在适度超前建设充电基础设施，优化新能源汽车购买使用环境，推动新能源汽车下乡等。

## 地产和行业政策

5月5日	中央财经委员会	二十届中央财经委员会第一次会议研究加快建设现代化产业体系问题，研究以人口高质量发展支撑中国式现代化问题。会议强调，要把握人工智能等新一轮科技革命浪潮，适应人与自然和谐共生的要求，保持并增强产业体系完备和配套能力强的优势，高效集聚全球创新要素，推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系。要加强关键核心技术攻关和战略性资源支撑，从制度上落实企业科技创新主体地位。要着力提高人口整体素质，努力保持适度生育水平和人口规模，加快塑造素质优良、总量充裕、结构优化、分布合理的现代化人力资源，以人口高质量发展支撑中国式现代化。
5月8日	住建部和市场监管总局	住建部和市场监管总局联合发文，加强房地产经纪行业管理，就二手房中介费过高等问题提出具体意见。对于备受关注的二手房中介费问题，《意见》明确要求，房地产经纪机构要合理降低住房买卖和租赁经纪服务费用，鼓励按照成交价格越高、服务费率越低的原则实行分档定价。《意见》还提出，未经同意，房地产经纪机构及从业人员不得收集个人信息和房屋状况信息，不得发送商业性短信息或拨打商业性电话。
5月9日	工信部等	工信部等五部门联合发布公告，自7月1日起，全国范围全面实施国六排放标准6b阶段，禁止生产、进口、销售不符合国六排放标准6b阶段的汽车。

## 资本市场

5月8日	证监会	香港与内地利率互换市场互联互通合作将正式启动，初期先行开通“北向互换通”，可交易品种为利率互换产品，报价、交易及结算币种为人民币。“北向互换通”下的交易将于5月15日启动，初期，全部境外投资者通过“北向互换通”开展利率互换交易在轧差后的名义本金净额每日不超过人民币200亿元，上海清算所与场外结算公司之间净头寸对应的“互换通”资源池风险敞口设定上限不超过人民币40亿元。
------	-----	---

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，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 2023。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