

建银国际证券 | 宏观研究

宏观季报: 2023年9月 – 中国经济复苏和再通胀持续

3Q Economic Data Wrap – Sep 2023: Chinese growth improvement to continue

报告摘要

- **发达国家加息周期接近尾声，但高息预计持续。**9月美联储暂停加息，但点阵图传递鹰派信息。新的经济指标预测表明联储预计美国经济未来将实现软着陆，我们仍预计联储年内不再加息，但将维持高息。市场近期推迟联储降息时机，趋向我们的观点，认为联储将在明年下半年才开始小幅降息的预期。联储鹰派加上经济坚挺，和政府债务扩张，推动利率大幅走高。但随着加息见顶，加上四季度的经济下行压力，可能导致美国债利率从目前的高位回调。我们预计2年期和10年期利率波动区间4季度分别在4.8-5.2%和4.2%-4.8%。
- **预计国内经济环比继续改善，通胀和利率回升。**8月国内经济数据普遍好转。预计地产销售底部趋稳，料开发商继续削减投资，行业整合趋势持续。全球制造业逐步趋稳，消费特别是服务消费进一步修复，以及政府支出和公共投资的提速将支持增长动能的改善。预计货币政策维持宽松，国内通胀和利率继续回升。
- **预计美元强势将持续，人民币逐步趋稳。**美国在发达国家中更具韧性的增长前景继续支持美元指数在短期持续强势，人民币兑美元汇率仍有压力。国内央行预计保持稳汇率措施。随着国内经济增长改善，贸易周期回暖，预计人民币兑美元汇率未来逐步趋稳回升。

下月市场焦点：国际方面，需要关注欧美国家通胀及就业数据，央行议息会议。国内方面，关注经济活动高频数据和宏观政策。

崔历

(852) 3911 8274
cuili@ccbintl.com

谢炫

(852) 3911 8241
kevinxie@ccbintl.com

严惠婷

(852) 3911 8012
yanhui@ccbintl.com

Main points:

- **Monetary tightening close to an end in DMs, but elevated interest rates will persist.** The Fed paused hikes in Sep, but the dot plot implies a hawkish message. Updated economic forecasts indicate a soft economic landing ahead. We hold the view that the Fed will maintain elevated interest rates unchanged this year. Markets have pared back expectations of rate cuts and now expect the rate cutting cycle to start from 2H 2024, similar to our view. A hawkish Fed, economic resilience, and debt expansion by the US government are likely to push interest rates higher. However, the likely peak in monetary tightening and downward pressure on economic growth are likely to cause rates to pull back from current highs in 4Q. We expect 2-year and 10-year yields to trade in the ranges of 4.8-5.2% and 4.2-4.8%, respectively, in 4Q 2023.
- **We expect domestic growth to improve sequentially, inflation to accelerate, and rates to rise.** The economic data improved broadly in Aug. We expect property sales to stabilize while developers continue to reduce investment. Sector-wide consolidation will continue. A bottoming-out of the global manufacturing cycle, a continued recovery in domestic consumption (especially services consumption), and accelerating government spending and public investment will support improving growth momentum. We also anticipate accommodative monetary policy will stay in place. Domestic inflation and interest rates are likely to pick up.
- **USD strength is likely to persist, but the improving Chinese economy will help support the RMB exchange rate.** The RMB index rebounded but the RMB weakened against the USD last month. US economic outperformance is likely to buttress USD strength in the near term, which may weigh on the RMB vs USD rate. The PBoC will continue to support the RMB in the near-term. As domestic growth and trade performance improves, we expect the USDCNY to strengthen in the months ahead.

Market focus next month – internationally, we are keeping an eye on inflation, employment data, and on central banker speeches. Domestically, our focus will be on high-frequency economic data and macro policy.

海外宏观：发达国家央行加息基本见顶，短期下行风险加大

美国经济继续放缓，软着陆可能性较大：核心通胀环比增速 8 月虽略超预期，但同比下滑至 4.3%，为 2021 年 9 月以来的最低水平（图 1）。我们仍预计服务业通胀特别是住房通胀放缓将推动核心通胀继续降温。去年的高基数效应也将带动核心通胀同比增速逐步回落。另外就业增长趋势继续放缓，新增非农岗位的 3 个月移动平均值 8 月下至 15 万，为疫情以来的最低值，也小幅逊于疫情前的平均增长水平（图 2）。劳动力供给持续增加，薪资增速放缓和主动离职率的下滑也表明劳动力市场偏紧的状况正逐步得到缓解，有利于核心通胀的持续降温。亚特兰大联储的 GDPNow 模型显示 3 季度美国经济增速仍显著高于 2 季度。受政府产业投资政策支持，近期美国制造业 PMI 连续小幅反弹。8 月耐用品订单环比增长超预期，与联储调查显示的商业资本支出意愿有所改善一致。

多因素对经济短期影响负面，尚不影响经济软着陆的基本预期：由于共和党和民主党未能在预算上达成协议，美国政府可能在最早在 10 月 1 日停摆，这可能导致包括经济数据公布等公共服务被迫暂停。1981 年以来，联邦政府停摆过 14 次，但大多数情况下，两党在一至两天达成妥协，恢复政府的运行。如果美国汽车工人联合会的罢工持续过长，可能导致汽车供应紧张，为短期降通胀和经济增长增添不确定因素。近期沙特和俄罗斯延长石油减产计划，导致能源价格回升，亦可能影响消费。美国学生贷款的偿付将于 10 月重新开始，这也可能小幅减少家庭可支配收入，影响 4 季度消费。这些因素预计冲击四季度增长，但影响应较为短暂。

图 1：美国通胀降温较快

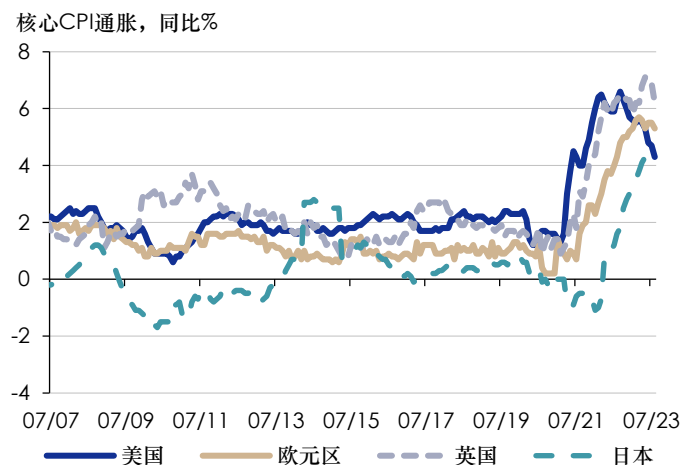
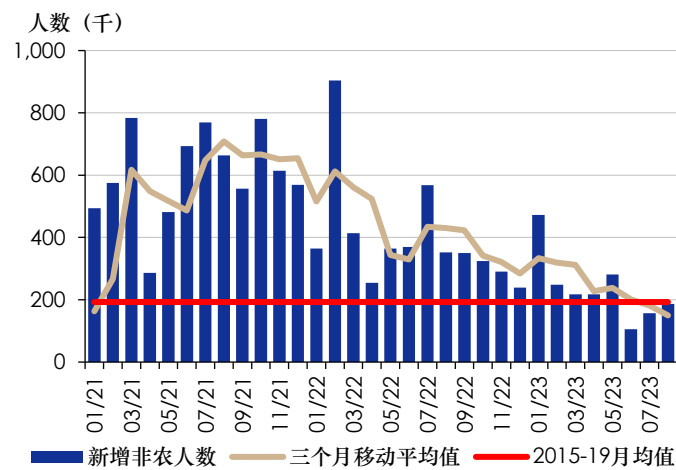


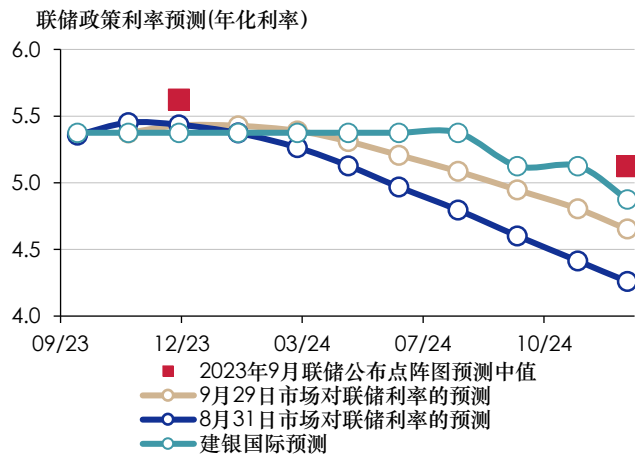
图 2：美国就业市场逐步放缓



发达国家央行的加息基本见顶，降息仍为时过早：联储在 9 月议息会议上按兵不动符合预期，点阵图的变化则显示联储将在更长时间内维持限制性利率。新的经济指标预测表明联储预计美国经济未来将实现软着陆：经济增长仍较坚挺，失业率仍在历史低位。点阵图显示联储保留在年内议息会议上再次加息的政策选项，而我们预计在核心通胀持续降温 and 长端利率大幅上行的背景下，联储更可能年内选择不再加息，明年下半年开始降息，幅度为 50 个基点。市场降息预期亦开始延后（图 3）。欧洲和英国滞胀压力上升：英国和欧元区核心通胀 8 月同比核心通胀仍在 5% 以上，但经济增长动能乏力，PMI 指数仍在近期的收缩区间低位波动，先行指标显示企业和消费者信心持续低迷（图 4）。欧洲央行在 9 月议息会议上加息 25 个基点，而英国央行出人意料的按兵不动。因为担心过度收紧货币政策会增加经济增长压力，两大央行均暗示未来将暂停加息。但同时仍强调将在较长时间内维持限制性利率，直至通胀重回目标区间。日本央行在 9 月议息会议上亦偏鸽派，表示将维持当前宽松政策。此前日本央行 7 月再次调整了利率曲线控制政策。虽然薪资略有增长，但日元持续走弱，推升通胀，不排除日本央行明年仍可能调整其负利率政策。但目前看发达国家央行加息告一段落。

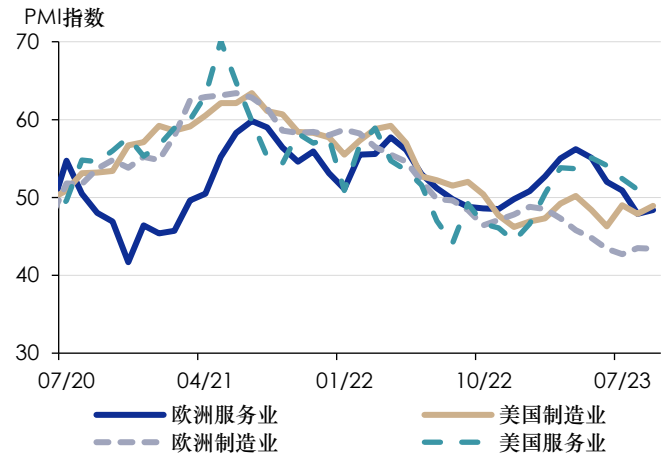
全球利率曲线 9 月上移，随着央行加息到顶，年内可能小幅回调：联储鹰派基调推动利率曲线 9 月上移。10 年期利率攀升至 4.56% 的新高，带动其他国家长端国债利率的快速上行（图 5）。受利率波动加大和美国债务持续扩张的影响，纽约联储的模型估算期限溢价（term premium）7 年以来在近期第一次转正，推动长端利率走高。与我们对美国财政压力（图 6）下利率继续高位波动，难以大幅下行的预期一致（详见[宏观视野：受财政扩张影响，预计美债利率将保持高位](#)）。我们预计 2 年期和 10 年期利率 4 季度分别在 4.8-5.2% 和 4.2%-4.8%。联储确认加息到顶，加上经济的短期负面压力，有助推动美债利率高位小幅回调。

图 3：市场降低联储未来降息预期



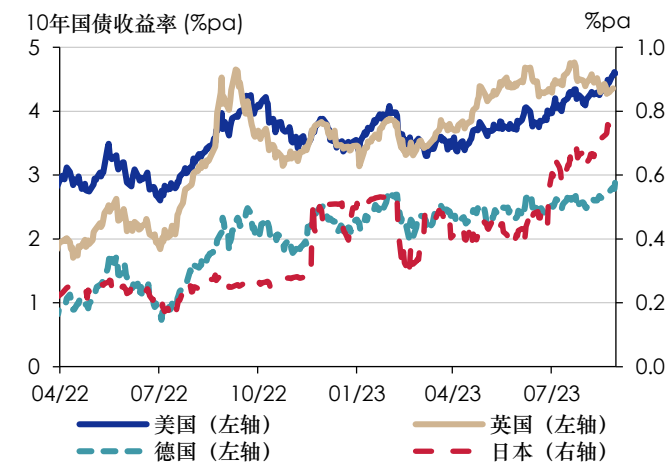
资料来源：彭博，建银国际

图 4：欧洲经济动能更为疲软



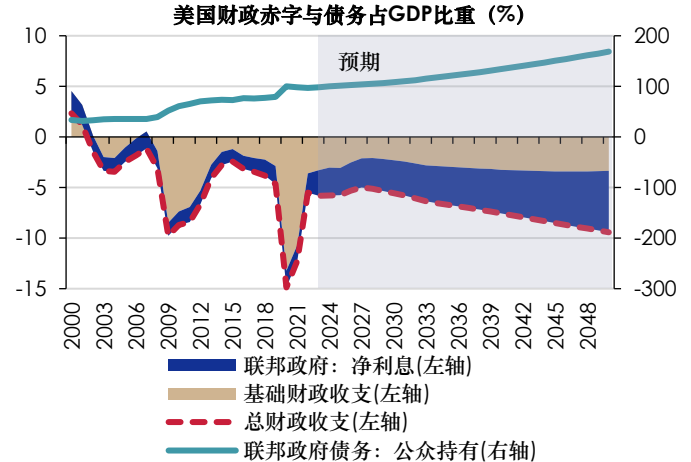
资料来源：CEIC，建银国际

图 5：发达国家长端国债利率 9 月持续上行



资料来源：万得，建银国际

图 6：美国财政赤字和债务预计攀升

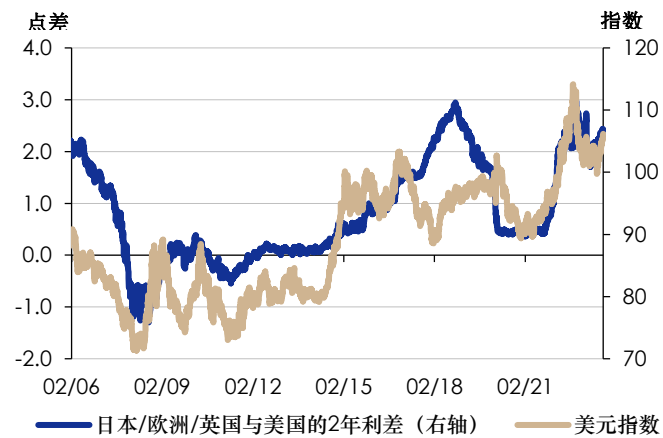


资料来源：CEIC，建银国际

美元预计短期保持强势：联储的鹰派基调和欧英央行相对偏鸽的表态，导致美国和其他主要发达国家的国债利差持续走阔，推动美元相对非美 G7 货币在 9 月升值（图 7）。预计美国更具韧性的增长前景或者市场避险情绪的加重，都可能支持美元指数在短期保持强势。但制造业周期回暖，美国加息见顶的信号确立等因素有利推动美元相对其他 G7 货币逐步回落。

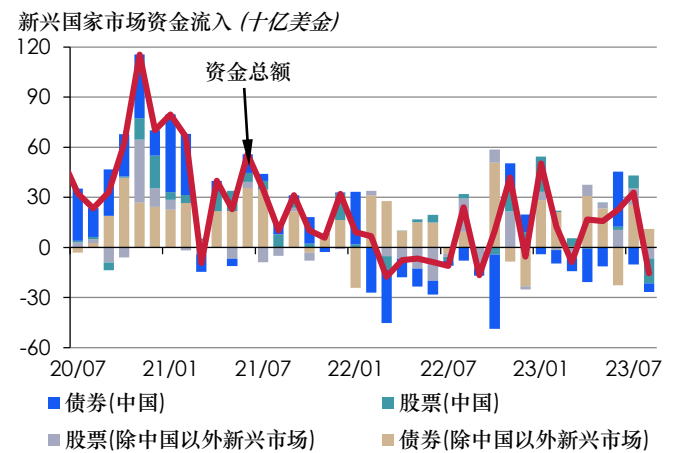
利率走高和避险情绪趋浓令新兴市场资产承压：根据 IIF 的统计，约有 155 亿美元净流出新兴资本市场，这是自 3 月以来新兴市场第一次出现净资本外流（图 8）。主要原因是外资减持中国境内资产，其中流出股票和债券的海外资本分别为 149 亿和 51 亿美元。受全球股票市场回调影响，除中国以外新兴国家股票市场的资本净流出额达 66 亿美元。但新兴市场债券仍然具有吸引力，8 月约有 111 亿美元资本流入。高频数据显示截至 9 月 12 日，资本持续流出新兴市场，其中主要为股票市场（397 亿美元）。紧缩货币政策影响以及对长端利率持续走高的担忧，预计避险情绪的加重将抑制流向新兴市场的资金。

图 7: 美国与其他发达国家的利差推动美元短期强势



资料来源: 万得, 建银国际

图 8: 8月新兴市场的资本净流出



资料来源: IIF, 建银国际

国内宏观: 增长改善预计持续, 宏观政策继续托底

8月数据确认中国增长见底, 预计增长动能继续有所改善: 8月工业增加值和社会零售反弹超预期(详情请参阅[这里](#))。虽有天气的不利因素, 工业产出环比提速。汽车, 电气设备产出, 高端电子等同比提升, 贸易降幅收窄。汽车销售和线下消费特别是服务业的进一步恢复推动零售改善。受政策支持, 广义基础设施投资和制造业投资增长亦有回升(图9)。CPI和PPI增速8月改善, 显示需求逐步企稳。预计全球制造业回暖, 消费进一步修复, 以及政府投资的提速预计均支持增长动能的改善, 支持经济的逐步复苏。

地产销售预计低位企稳, 地产行业去化压力仍较高: 高频数据显示房地产销售亦出现企稳迹象(图10)。近期落实的政策包括降低新的和现有住房贷款的利率, 认房不认贷, 降低首付比例, 允许开发商降价促销等, 预计将持续释放一些潜在购房需求。我们预计在“一城一策”的地产政策框架下, 更多城市包括一线城市仍可能宣布更多放松地产的措施, 支持住房销售低位企稳。传统的“金九银十”亦可能迎来销售的短期改善。政府也在加大对“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设的投入, 边际改善地产相关投资。但地产行业去化压力仍较大, 特别是三四线城市, 行业整合压力将持续(图11)。

宏观政策预计继续保持宽松, 财政支持预计提速支持需求。 央行宣布从9月15日起下调金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后, 金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。央行今年首次降准已于3月落地, 年内两次降准共降低金融机构存款准备金率0.5个百分点、释放中长期流动性超万亿元。我们预计宽松立场将持续, 4季度降准降息仍有可能。

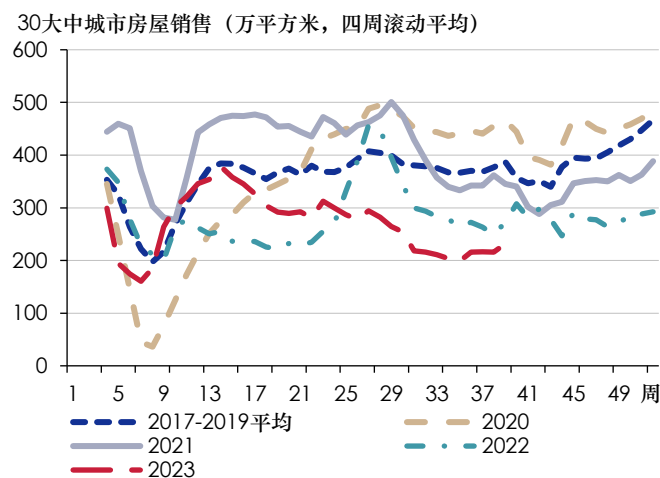
财政支持方面: 1-8月全国一般公共预算累计收入同比增长10%, 剔除去年留抵退税因素后约下滑2.5%。全国一般公共预算全年累计支出增速8月加速至3.8%, 完成全年支出目标62.3%, 高于去年同期, 但略低于过去四年平均水平, 第四季度仍有较大提速空间。受税收下滑与土地市场低迷影响, 一般财政收入与政府性基金收入皆有所下滑, 拖累广义财政收入。9月地方政府专项债发行约450亿元, 高于前8个月370亿元的月发行量(图12)。2023年新增专项债配额仍约有400亿人民币, 预计继续支持财政扩张。此外, 近期地方政府的置换和再融资债发行速度加快。彭博报道称, 内蒙古自治区近日发行663亿人民币的再融资债券, 募集资金全部用于偿还政府拖欠的企业账款。预计后续有更多化债方案细节落地, 有利缓解地方政府债务风险。

图9: 中国基建和制造投资坚挺, 房地产投资继续萎缩



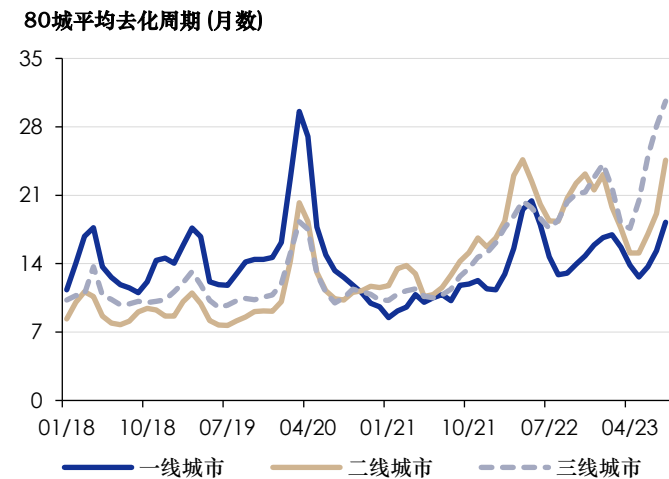
资料来源: CEIC, 建银国际

图10: 地产销售略有反弹



资料来源: CEIC, 建银国际

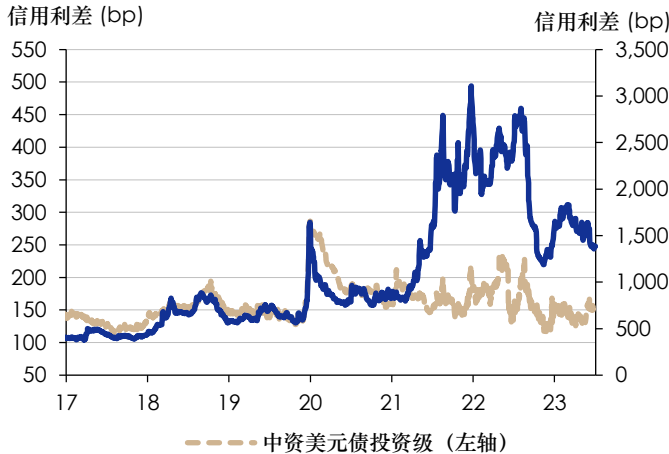
图 11: 开发商去库存压力仍大, 特别在三四线城市



资料来源: CRIC, 建银国际

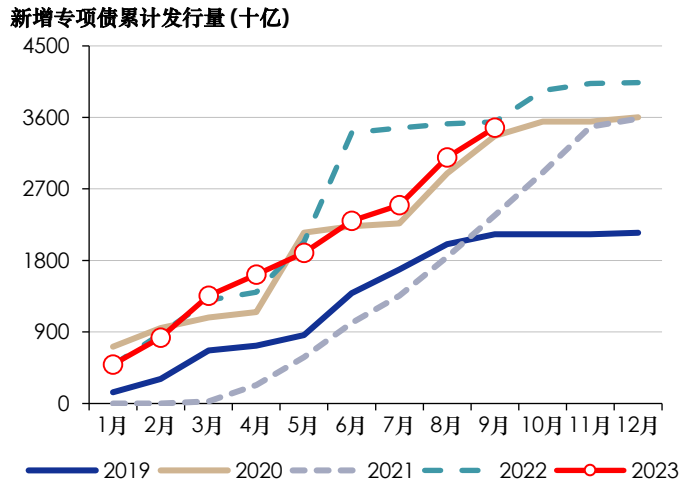
中资美元债利差 9 月小幅收窄, 但压力未除: 虽然 9 月中资美元债利差小幅收窄 (图 13)。但地产开发商再融资压力仍高, 叠加全球流动性收紧, 可能拖累高收益中资美元债利差。受地产和其他板块影响, 中资美元债净融资继续萎缩 (图 14)。尽管央行维持宽松, 但由于经济数据回暖超预期, 政府债券供给大幅增加等因素, 银行间利率上行 (图 15), 5 年期国债收益率 8 月底以来上行大约 20 个基点。在岸高评级债券利差小幅走阔后回落 (图 16)。宏观经济环比增长改善可能推动长期利率继续走高, 但在宽松政策支持下, 信用利差预计维持低位。

图 13: 中资美元债利差小幅收窄, 特别是高收益债券



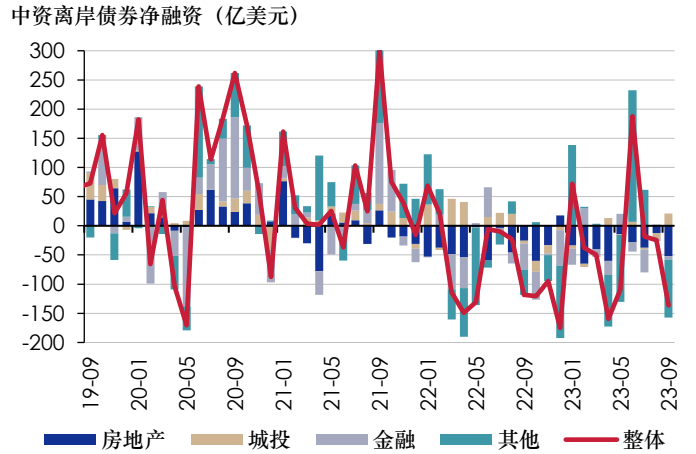
资料来源: 彭博, 建银国际

图 12: 专项债发行强劲, 4 季度仍有余额支持公共投资



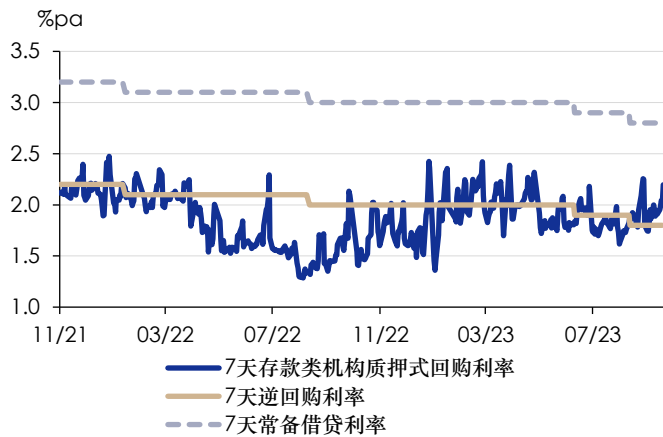
资料来源: CEIC, 建银国际

图 14: 离岸债券净融资 8 月继续萎缩



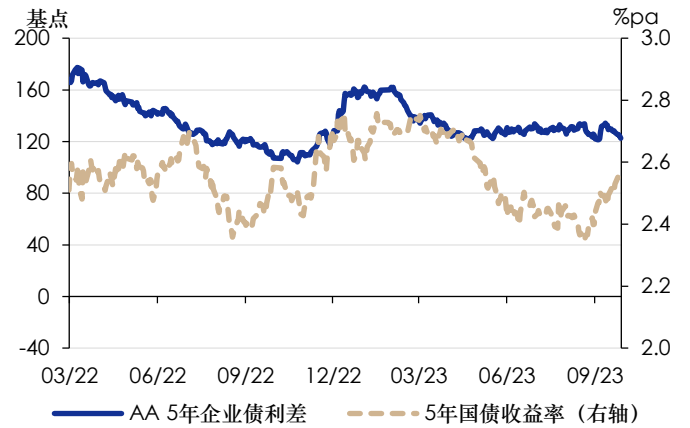
资料来源: 万得, 建银国际

图 15: 经济前景改善迭加债券供应上升推高银行间利率



资料来源: CEIC, 建银国际

图 16: 国债利率走高, 信用利差平稳

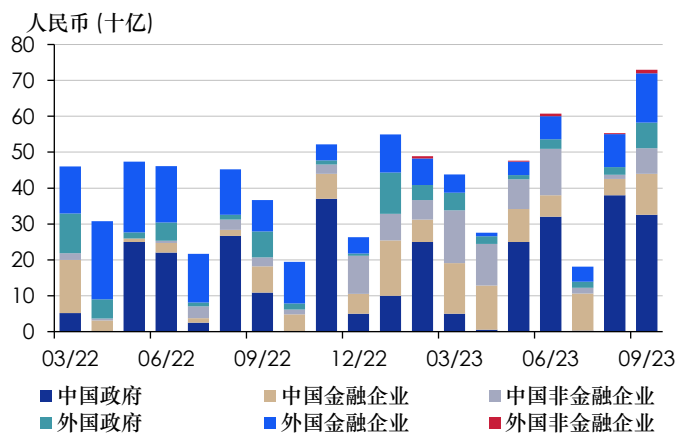


资料来源: CEIC, 建银国际

点心债发行量 9 月创年内新高, 预计未来继续强劲: 9 月点心债供给达到年内新高, 受到中国政府与机构, 以及外资金机构的发债推动 (图 17)。相对美元, 点心债的融资成本的吸引力明显。外资机构 9 月发行的点心债发行量大幅上行。在对自贸区点心债发行的监管强化, 来自中资非金融企业的点心债发行量在经历了两个月的低迷至后, 9 月出现明显反弹。而随着离岸人民币流动性收紧, 发行利率的上升也增加了点心债对境内投资者的吸引力。

稳汇率政策发力, 预计人民币短期趋稳: 受美元强势影响, 9 月初人民币兑美元汇率一度下跌至 7.3510。但经济数据超预期, 加上央行稳汇率措施出台, 人民币对美元汇率逐步稳定至 7.3 附近 (图 18)。而人民币对一篮子货币小幅上升。离岸人民币利率上升增加人民币空头的融资成本, 一定程度上也缓解人民币贬值压力。随着国内经济增长环比持续改善, 政策宽松逐步发力, 我们预计人民币的贬值压力将会减轻, 人民币兑美元汇率仍有望年底小幅升值。

图 17: 9 月点心债发行量创年内新高



资料来源: 彭博, 建银国际

图 18: 人民币兑美元汇率低位企稳, 一篮子货币反弹



资料来源: CEIC, 建银国际

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)			
	22 年底	最新	6 月	7 月	8 月	9 月	6 月	7 月	8 月	9 月
全部美元债	9,020	8,796	103	44	68	85	158	152	100	183
- 地产	1,582	1,203	0	4	3	2	40	48	15	53
- 城投	366	771	17	7	3	15	16	10	16	18
- 金融	2,302	3,382	45	14	48	33	56	52	41	71
	价格点位				涨跌幅 (基点)					
	5 月 27 日	6 月 27 日	7 月 27 日	8 月 27 日	9 月 26 日	5 月 27 日	6 月 27 日	7 月 27 日	8 月 27 日	9 月 26 日
中资美元债利差* - 投资级(bps)	141	135	139	153	148	(1)	(6)	4	14	(5)
中资美元债利差* - 高收益(bps)	1,824	1,678	1,619	1,606	1,385	62	(146)	(59)	(13)	(221)

资料来源: 彭博, 万得, 建议国际

表 2: 宏观政策

9月20日	发改委、财政部、央行、工信部	发改委、财政部、央行、工信部四部门集中回应中国经济形势。相关负责人表示，随着政策组合拳效应逐步显现，8月份经济运行持续恢复，多数指标边际改善，积极因素累积增多。货币政策应对超预期挑战和变化仍然有充足的政策空间。综合物价水平、需求恢复、经济增长、货币供应量等因素判断，中国经济不存在所谓的通缩，后期也不会出现通缩。人民币对美元汇率非常重要，但并不是人民币汇率的全部，人民币对一篮子货币稳中有升；央行、外汇局将坚决防范汇率超调风险。降低存量房贷利率已在积极有效推进，预计超九成借款人可及时享受政策红利，其余也将在10月底前完成调整。
9月25日	央行	中国人民银行货币政策委员会2023年第三季度例会于9月25日在北京召开。会议分析了国内外经济金融形势。会议指出，当前外部环境更趋复杂严峻，国际经济贸易投资放缓，通胀仍处高位，发达国家利率将持续保持高位。国内经济持续恢复、回升向好、动力增强，但仍面临需求不足等挑战。要持续用力、乘势而上，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好逆周期和跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，加快经济良性循环，为实体经济提供更有力的支持。
货币政策		
9月1日	央行	为提升金融机构外汇资金运用能力，央行决定，自9月15日起下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点至4%。
9月15日	央行	央行决定于9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。央行今年首次降准已于3月落地，年内两次降准共降低金融机构存款准备金率0.5个百分点、释放中长期流动性超万亿元。央行表示，将精准有力实施好稳健货币政策，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长，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，更好地支持重点领域和薄弱环节，兼顾内外平衡，保持汇率基本稳定，稳固支持实体经济持续恢复向好，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。
财政政策		
9月4日	财政部、税务总局	财政部、税务总局等多部门宣布延续多项税费优惠政策，相关政策执行至2027年底。政策明确，对符合条件的从事污染防治的第三方企业减按15%的税率征收企业所得税；继续对内资研发机构和外资研发中心采购国产设备全额退还增值税。
9月12日	财政部	财政部修订印发《普惠金融发展专项资金管理办法》，对符合条件的创业担保贷款，财政部门给予贷款实际利率50%的财政贴息。鼓励有条件的地方对创业担保贷款逐步降低或免除反担保要求。
消费		
9月13日	文旅部、公安部	文旅部、公安部发布通知，大型演出活动实行实名购票和实名入场制度，演出举办单位应当建立大型演出活动退票机制，面向市场公开销售的门票数量不得低于核准观众数量的85%。根据通知，观众人数在5000人以上，为大型演出活动。
地产政策		
9月24日	住建部	9月25日起，存量首套房贷利率将正式下调，全国范围调整的平均幅度约为80个基点。此次调整范围为首套住房贷款、二套房首套，以及公积金组合贷中的商业性个人住房贷款。目前多家银行已出台实施细则，对常见问题进行释疑。总体来看，调整分为两类情形：首套房和二套房首套。对于首套房贷利率调整，客户将不需要任何操作，银行将主动批量调整。对于“二套房首套”，则需要借款人主动向银行提出申请。
行业及民营经济		
9月4日	国家发改委	国家发改委宣布设立民营经济发展局，释放出重视民营企业、提振发展信心的强烈信号。国家发改委副主任丛亮透露，近日中央编办正式批复在国家发改委内部设立民营经济发展局，作为促进民营经济发展壮大的专门机构，加强相关领域政策统筹协调，推动各项重大举措早落地、早见效。
9月20日	国常会	国务院常务会议研究加快推进新型工业化有关工作，审议通过《清理拖欠企业账款专项行动方案》，听取推动经济持续回升向好督查调研情况汇报，审议通过《未成年人网络保护条例（草案）》。会议强调，要坚持推动传统产业改造升级和培育壮大战略性新兴产业两手抓，加快发展先进制造业，协同推进数字产业化和产业数字化，着力补齐短板、拉长长板、锻造新板。
9月25日	市场监管总局	市场监管总局发布促进民营经济发展22条举措，聚焦五个方面回应民营经济各类关切，包括持续优化民营经济发展环境、加大对民营经济政策支持力度、强化民营经济发展法治保障、着力推动民营经济实现高质量发展、持续营造关心促进民营经济发展壮大社会氛围。
9月28日	央行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局、香港金融管理局、香港证券及期货事务监察委员会、澳门金融管理局	为贯彻落实国家关于建设粤港澳大湾区的战略部署，深化粤港澳金融合作，促进内地与港澳经济融合发展，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局、香港金融管理局、香港证券及期货事务监察委员会、澳门金融管理局决定进一步优化粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点。一是优化投资者准入条件，支持更多大湾区居民参与试点。二是扩大参与机构范围，新增符合要求的证券公司作为参与主体，为“南向通”“北向通”个人客户提供投资产品及相关服务。三是扩大“南向通”“北向通”合格投资产品范围，更好满足大湾区居民多样化投资需求。四是适当提高个人投资者额度。五是进一步优化宣传销售安排，引导金融机构为大湾区居民提供优质金融服务。

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, 用户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, 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