

建银国际证券 | 宏观研究

宏观月报: 2023年10月 – 国内复苏持续而化债加快, 海外流动性压力未除

Monthly Economic Data Wrap – Oct 2023: Better growth and more debt restructuring in China; global financial conditions to stay tight amid Fed pause

报告摘要

- **预计联储11月暂停加息, 但维持偏鹰姿态, 全球利率继续高位波动。**美国3季度增长超预期反弹, 但我们仍预计增长未来放缓。由于核心通胀降温, 长端利率大幅上行收紧金融条件, 以及地缘冲突加剧增添经济前景的担忧, 我们预计联储加息周期已到顶, 但仍维持鹰派倾向, 最快将在明年下半年开始小幅降息。随着货币紧缩影响的持续显现, 预计美国债利率的上行压力稍减, 2年期和10年期利率波动区间4季度分别在4.8-5.2%和4.4%-4.9%。主要风险是地缘冲突扩大带来新的滞涨和加息压力。
- **国内复苏持续, 化债加快:**9月工业增加值和社会零售反弹。预计消费修复, 出口逐步改善, 地产销售底部趋稳等因素支持弱复苏持续。中央财政支持和化债措施持续有助减轻地方债务风险。短期货币政策维持宽松, 利率预计随复苏走升。
- **预计美元短期仍较坚挺, 人民币趋稳。**美元利息差和美国经济增长的韧性短期持续支持美元。倘若中东局势进一步恶化, 美元可能走高。但联储紧缩已到顶, 更多美国经济放缓的信号可能将推动美元实质性下滑。人民币一篮子汇率近期升值, 兑美元汇率仍有压力。随着稳增长政策推动国内经济前景持续改善, 预计人民币兑美元汇率未来逐步回升。

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。

Main points:

- **The Fed to stay put in Nov with a hawkish bias. Global rates will continue to fluctuate at elevated levels.** The 3Q acceleration in US growth beat expectations. However, we still expect an economic slowdown ahead. With core inflation easing and rising long-term rates, this will tighten financial conditions. Coupled with Intensified geopolitical conflicts which have added to growth concerns, we expect that the Fed is done with rate hikes, but will maintain a hawkish bias. We pencil in rate cuts in 2H24F at the earliest. The impact of monetary tightening will slow economic growth and ease upward pressure on treasury yields in the months ahead. We expect the 2-year and 10-year yields to trade in the range of 4.8-5.2% and 4.4-4.9% in 4Q respectively. Key risks are stagflation and monetary tightening pressure stemming from geopolitical escalation in the Middle East.
- **Chinese economic recovery continues with accelerating local government debt restructuring.** Industrial production and retail sales rebounded in Sep. We expect a continued modest recovery supported by more normalization of consumption, improving trade and stabilizing property sales. Increased fiscal support and accelerating debt restructuring should help ease pressure on local governments and support the cyclical picture. Monetary conditions will stay accommodative but Interest rates will likely pick up further with improving growth.
- **USD will remain strong in near-term, and USDCNY has stabilized.** Interest rate differentials and US economic outperformance will continue to lend support to the USD in the near term. Any escalation in the Middle East conflict will likely push USD higher. However, US monetary tightening has peaked, and convincing signs of an economic slowdown will likely cause USD to fall meaningfully. The CNY has appreciated against a basket of currencies, but has stabilized against the USD. We expect CNY to strengthen against USD when the dollar weakens, supported also by the improvement in the domestic economic outlook.

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

崔厉

(852) 3911 8274
cuili@ccebintl.com

谢炫

(852) 3911 8241
kevinxie@ccebintl.com

严惠婷

(852) 3911 8012
yanhuiting@ccebintl.com

海外宏观：全球通胀趋势放缓支持央行加息周期见顶，关注地缘政治的走势和风险

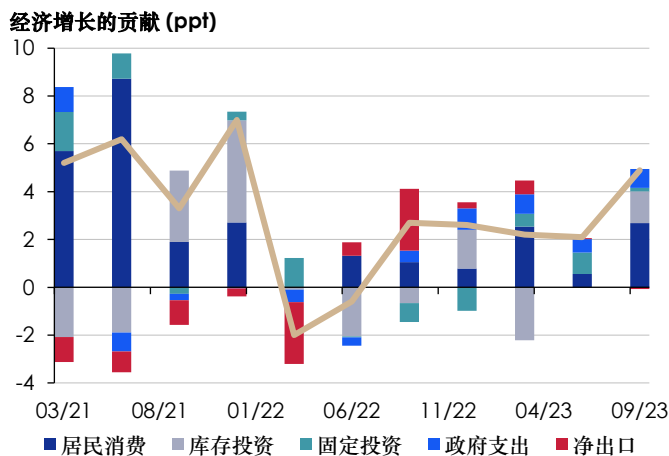
美国3季度增速提升超预期，但预计经济放缓趋势不变：美国3季度GDP增速反弹至4.9%（前值2.1%，预期4.5%），这也是2021年2季度以来的最快经济增速。主要贡献来自是强劲的居民消费，政府开支扩大以及库存投资增加（图1）。短期增长动能依旧坚挺，和联储在9月会议上大幅上调2023年经济预测的信号一致。但在实际利率走高的影响下，预计企业对未来经济前景更加谨慎，持续扩大投资和补库存的动力不足，住房投资未来也仍偏弱。四季度居民消费也将面临更多的逆风。就业市场降温 and 薪资增速下滑的趋势不变（图2），另外学生贷款偿还的重启将一定程度上影响消费者的可支配收入，冲击非必需消费的增长。此外，居民超额储蓄可能在明年上半年基本耗尽（图3）。因此预计未来居民消费增速仍大概率放缓。

美国核心通胀持续降温：9月核心通胀环比增速与上个月持平为0.3%，但同比增速连续第7个月下滑至4.1%，2021年9月以来的最低水平（图4）。3季度的核心PCE价格指数环比增速降至2020年以来的最低水平。我们预计核心通胀继续放缓。

预计发达国家本轮加息周期见顶...在中东冲突波及范围有限的基本情形下，我们预计油价大幅上升的空间有限。联储关注的核心通胀降温正在持续取得进展。而美债利率曲线的大幅走升收紧金融条件，减少了进一步加息的必要性。我们维持联储本轮加息已经见顶的预期。但由于经济韧性，以及通胀仍有再抬头风险，我们预计联储维持鹰派取向，仍会继续强调数据依赖和保留加息选项的政策立场。至少在明年下半年前，联储将维持当前的限制性高利率不变。在9月加息25个基点之后，欧洲央行在10月议息会议上暂停加息。经济增长持续疲软和通胀的趋势放缓支持欧洲央行加息到顶的预期。在10月议息会议上，日本央行虽然维持宽松政策，但提高了利率曲线控制框架的灵活性，将10年国债浮动的1%上限作为一个参考，而非一个硬性约束。同时，日本央行上调了FY2023-25的通胀预期。我们认为这些政策微调表明在通胀压力持续和经济增长仍有韧性的情况下，日本央行仍有可能明年再次调整负利率政策。

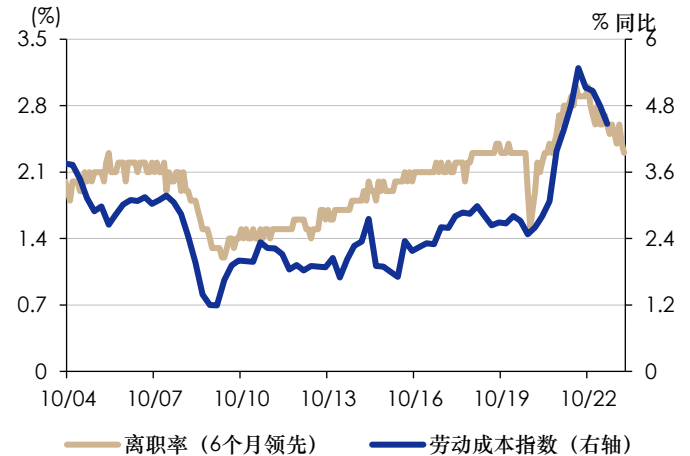
...但中东局势和未来能源价格走势是通胀和发达国家货币政策最大的不确定因素。由于沙特和俄罗斯的原油减产计划将延长至今年年底，原油4季度的供给仍然偏紧。过往大多数情况下，中东的小幅地缘冲突持续时间不长，对油价的影响都较为短暂。但10月初爆发的哈马斯和以色列的冲突仍有扩大的风险，倘若西方对伊朗的石油出口实施更多限制和制裁，这将进一步增加对能源供给短缺的担忧，推动石油价格的实质性上行和能源通胀的回升。[BIS最新研究](#)表明油价供应的冲击在目前高通胀状态下的影响程度可能更为强烈，持续时间也更长，从而抑制需求，降低经济增长。我们估算石油价格上涨10美元，将可能直接提高美国通胀0.4个百分点，根据[学术研究](#)，10美元的石油价格上涨对美国可能带来约0.6%的GDP的负面冲击，倘若油价冲击持续，联储可能不得不持续加息。但回顾过往油价大幅上涨的历史，当前利率已经处于限制性水平，因此联储可能不需过多的加息，就可以快速的抑制需求。我们估算10美元的石油价格上涨可能将推高美国10年国债利率和美元指数分别上涨10-15个基点和1个基点。

图1：3季度经济增长反弹强劲



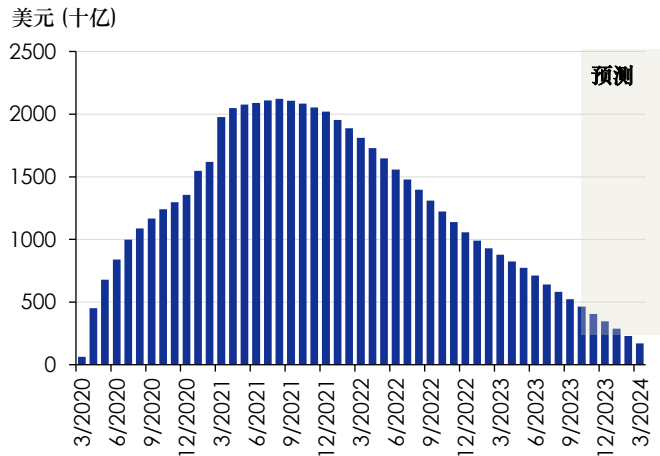
资料来源：CEIC，建银国际

图2：美国薪资增速预计持续放缓



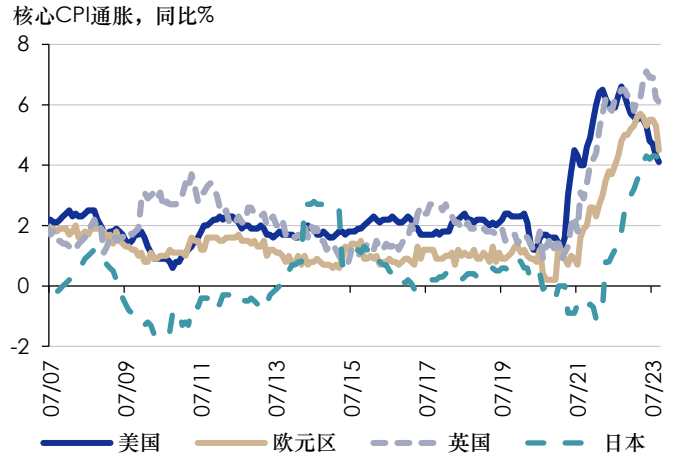
资料来源：CEIC，建银国际

图 3：预计居民超额储蓄明年上半年基本耗尽



资料来源：CEIC，建银国际

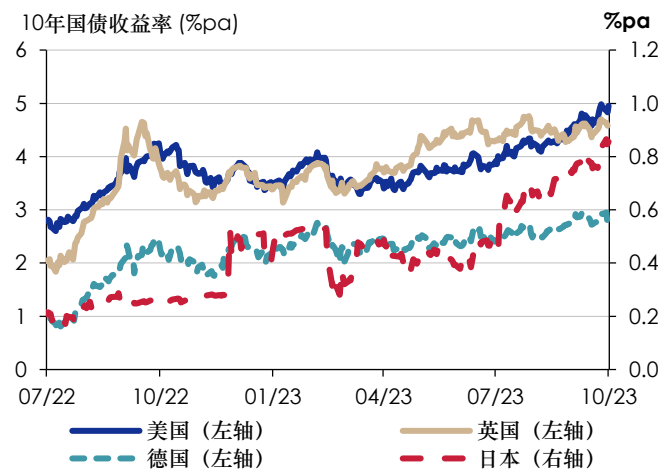
图 4：美国核心通胀降温较快



资料来源：CEIC，建银国际

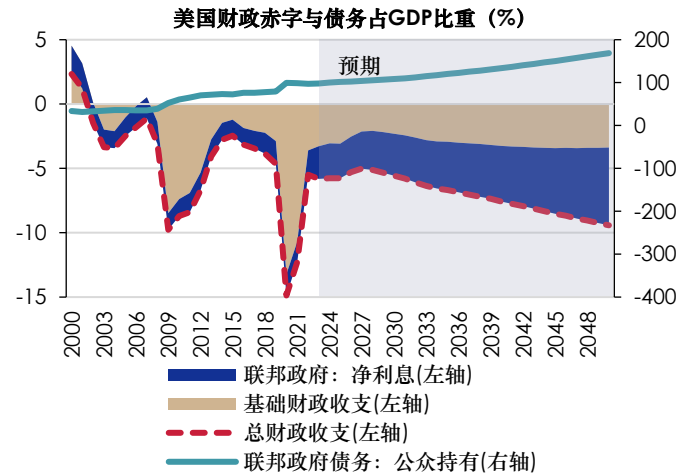
全球国债利率曲线 10 月持续熊陡，长期利率预计继续高位波动：美国 10 年期国债利率持续走高，一度攀升至 5.03%，这也是 2006 年以来的新高，引领其他发达国家长端国债利率的快速上行（图 5）。基于税收预期增加，10 月 30 日美国财政部将其 4 季度的融资需求从 7 月底预测的 8520 亿美元下调至 7760 亿美元，未来关注 11 月 1 日的季度再融资公告中的融资计划细节。市场对美国财政压力加大和国债供应增加的预期导致期限溢价（term premium）的持续走高，推动长端利率上升。这与我们对美国财政压力（图 6）下利率继续高位波动，难以大幅下行的预期一致（详见[宏观视野：受财政扩张影响，预计美债利率将保持高位](#)）。美国债收益率曲线的倒挂从 7 月开始正在快速收窄。我们预计限制性的高利率将带动金融条件收紧，经济增速放缓，就业市场降温，相应推动美债利率高位小幅回调，但波动趋势不变。我们预计 2 年期和 10 年期利率未来半年的交易区间可能分别在 4.8-5.2% 和 4.4%-4.9%。

图 5：美国引领全球长端国债利率在 10 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

预计美元短期仍保持强势：美国和其他主要发达国家的国债利差 10 月持续走阔，推动美元相对非美 G7 货币在高位徘徊（图 7）。倘若中东局势进一步恶化导致市场避险情绪的加重，美元仍有可能延续上涨的趋势。美国经济持续超预期的韧性也表明美元短期可能仍较坚挺，难以实质性下跌。但加息已经见顶，联储官员日趋谨慎，未来更多经济软着陆的证据，有利推动美元逐步回落。

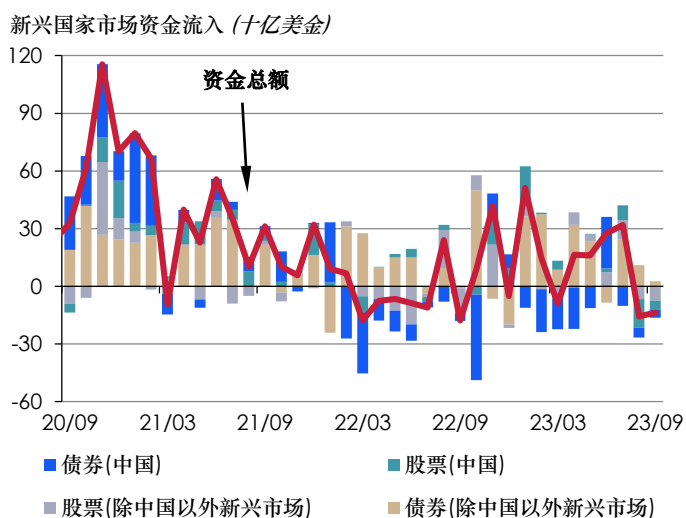
利率持续走高和避险情绪加剧拖累新兴市场。根据 IIF 的估算，9 月约有 138 亿资本净流出新兴市场，这也是连续第二个月出现资本净流出（图 8）。外资持续减持中国境内资产，IIF 估计流出股票和债券的海外资本均为 44 亿美元。非洲和中东则是除中国以外资本净流出最多地区，约为 45 亿。相比之下，得益于全球供应链重组，通胀压力减小，和相对稳健的经济增长前景，海外资本小幅流入除中国之外的亚洲新兴市场。资本净流出主要来自股票市场。而由于通胀降温减少利率上行压力，新兴亚洲和拉美经济体 9 月分别约有 6 亿和 13 亿的债券资金流入。高频数据显示，10 月初以来市场避险情绪持续发酵，资本继续流出新兴经济体，特别是股票市场。

图 7: 美国与其他发达国家的高利差短期内支持美元的强势



资料来源: 万得, 建银国际

图 8: 新兴市场 9 月连续第二个月出现资本净流出



资料来源: IIF, 建银国际

国内宏观: 财政政策转向积极并支持化债, 温和复苏预计持续

9月增长受消费修复和制造业周期的支持回升: 9月工业增加值和社会零售反弹超预期(详情请参阅[这里](#))。虽然房屋建筑投资仍较低迷,但工业转型持续,汽车制造与电气设备等新兴行业产出保持坚挺,并拉动钢铁和有色金属制造等上流产业的增长。线下消费继续复苏,餐饮业仍是社会零售增长的主要贡献项,消费品零售增长也有所反弹。在稳增长政策发力的作用下,传统基建投资增速在9月份有所回升。绿色转型推动电力行业投资增速持续在高位。制造业投资同比增速反弹至7.9%,2023年2月以来的最高水平,凸显高科技投资对中国制造业转型的突出作用(图9)。全球制造业逐步企稳则利好区域贸易,中国贸易量同比继续回升。总体3季度环比增长在2季度回落后反弹,符合我们的预期。

预计国内经济继续修复,逆周期政策持续下消费和地产销售低位企稳: 10月PMI回落至50以下受季节性因素影响。未来预计经济继续缓慢修复。贸易受益于全球周期预计继续利好工业生产。制造业投资预计继续保持坚挺。财政支出加快和就业边际小幅改善则有利居民收入和消费。随内需修复,9月CPI环比连续第三个月增长,但受去年同期高基数影响,同比由涨转平。未来预计通胀同比继续走升。食品价格受基数影响,同比明显下滑。预计受猪肉供给影响,食品价格环比持续增长。而受能源价格升高的影响,PPI环比增长0.4%,同比降幅连续三月收窄。在政策加码放松的推动下,地产销售逐步企稳,同比萎缩有所缩小。然而三四线城市去库存压力仍较大(图10和图11),体现行业整合压力持续,地产投资预计继续收缩。

财政支出有望加码,支持地方专项基建投资和化债需求。 8/9月份财政支出略有加快,但1-9月全国一般公共预算全年累计支出增速为3.9%,低于疫情前水平,一般性财政和政府基金赤字比去年收缩20%,均体现财政趋向年初至今保持谨慎。2023年地方专项债新增额度已基本用完,符合往年进度(图12)。

未来财政支出有望提速: 全国人大常委会已批准提前下达部分明年新增地方政府债务限额的议案,具体额度有望在4季度下达并开始发行,有利基建投资。另外,财政部宣布将在4季度增发1万亿元(约为GDP的0.8%)的新增国债,全国财政赤字率由3%提高到3.8%左右。中央政府负担本次增发国债的利息支付和本金偿还,其中5000亿将在第4季度直接拨给地方,剩下的5000亿将在2024年转移给地方。增发国债将重点投向灾后重建、防洪治理、城市排水等八个领域。作为中央政府财政支持的积极信号,新增国债有助推动中央财政加快支出和对地方的转移支付,降低地方政府财政负担,并支持经济复苏。

此外,各地化债进程也在加速推进,截至10月下旬,已有25省市(含单列市)发行近1万亿特殊再融资债券,集中在流动性压力较大的地区(图13)。从规模和节奏上,都已超过前面两轮化债,后续或有更多省份发行特殊再融资债券,缓解地方债务风险。

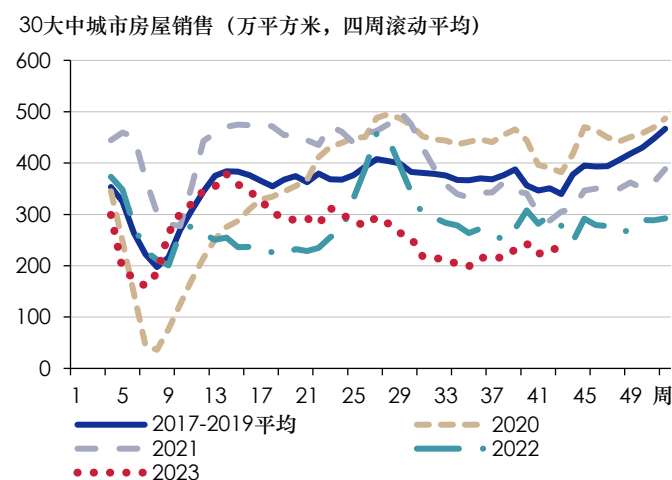
预计央行维持宽松,而利率继续上升。 央行近期加大了对流动性的支持。央行9月降准释放约5500亿的长期资金,同时9月和10月通过中期借贷便利累计注入约为5700亿的长期流动性。但由于经济回暖,特别是政府债券供给大幅增加,银行间利率上行(图14),短端利率推动国债收益曲线趋平上行。银行随经济回暖回升符合我们的预期,预计未来继续上行。在岸高评级企业债券利差较为稳定(图15),或进一步收窄。

图9: 国内基建和制造业投资坚挺, 房地产投资持续萎缩



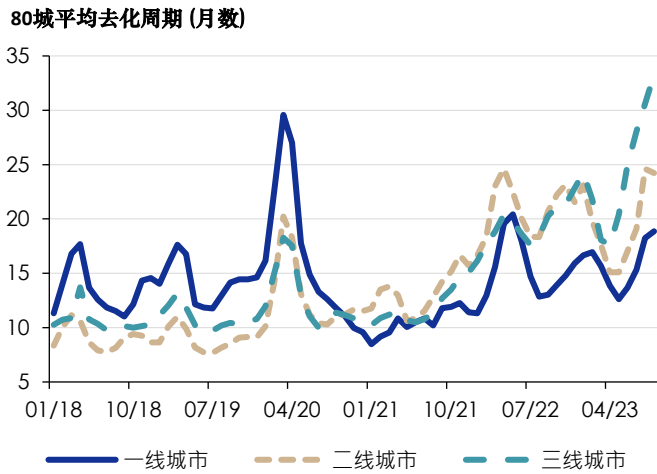
资料来源: CEIC, 建银国际

图10: 地产销售企稳



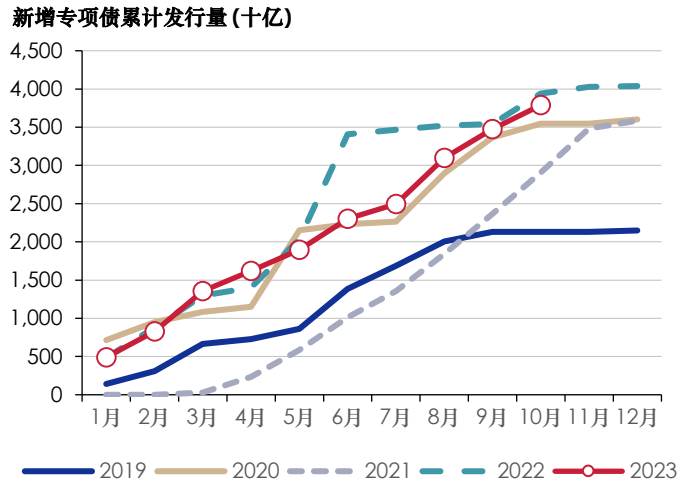
资料来源: CEIC, 建银国际

图 11: 开发商在三四线城市去库存压力持续



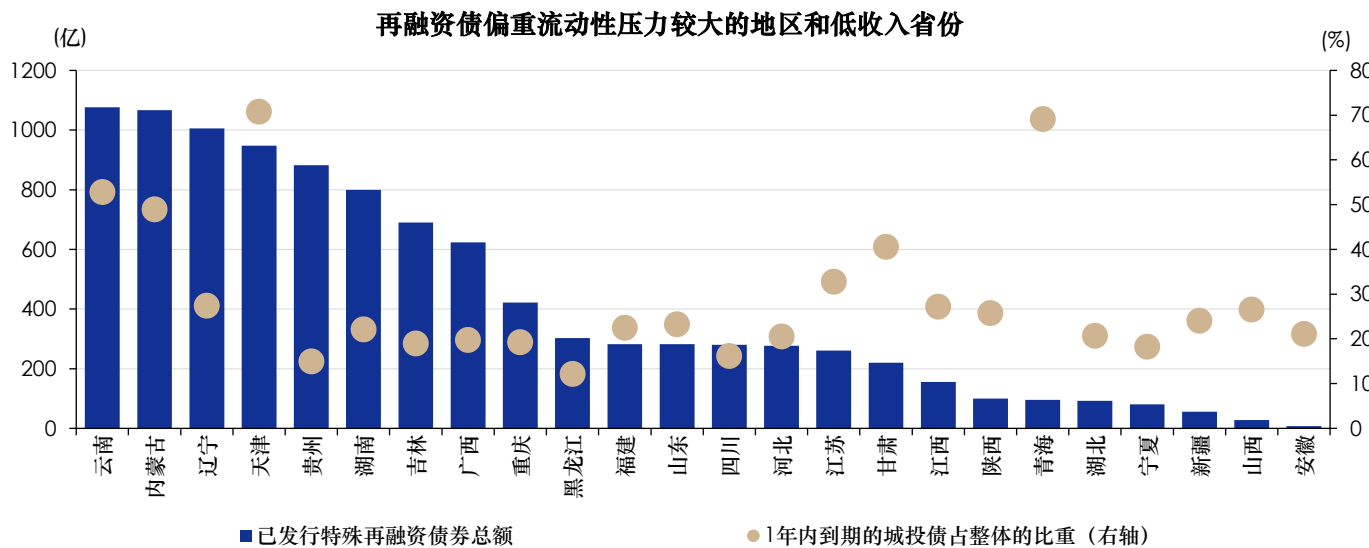
资料来源: CRIC, 建银国际

图 12: 2023 年专项债发行小幅低于 2022 年, 2024 年部分限额有望提前下达



资料来源: CEIC, 建银国际

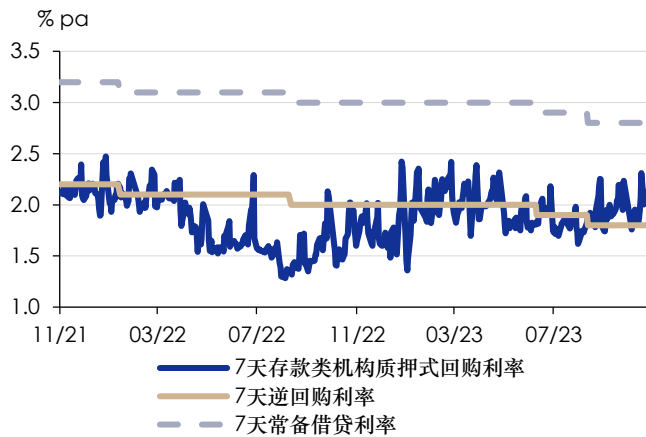
图 13: 截至 10 月 24 日, 已有 25 省市 (含单列市) 发行约 1 万亿特殊再融资债券



资料来源: 中国债券信息网, iFind, 建银国际

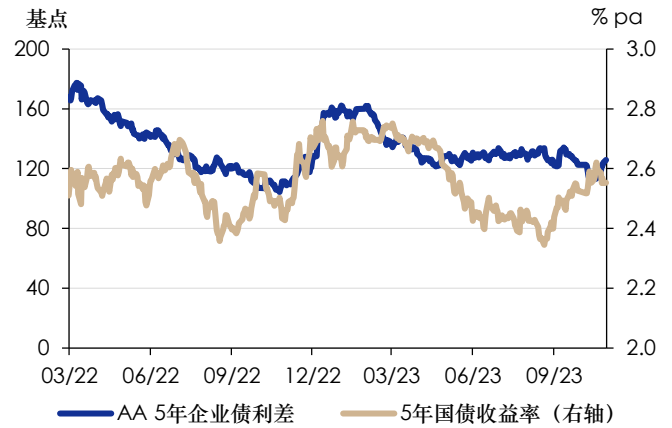
海外中资债市利差企稳, 但融资继续萎缩。全球国债长端利率的快速攀升, 股票市场下跌, 导致避险情绪加重, 10 月投资级中资美元债利差小幅走阔, 但国内政策的宽松对冲了地产商的流动性和基本面压力: 高收益利差小幅回落 (图 16)。中资美元债净融资继续萎缩 (图 17)。

图 14: 国内货币宽松而银行间短期利率波动回升



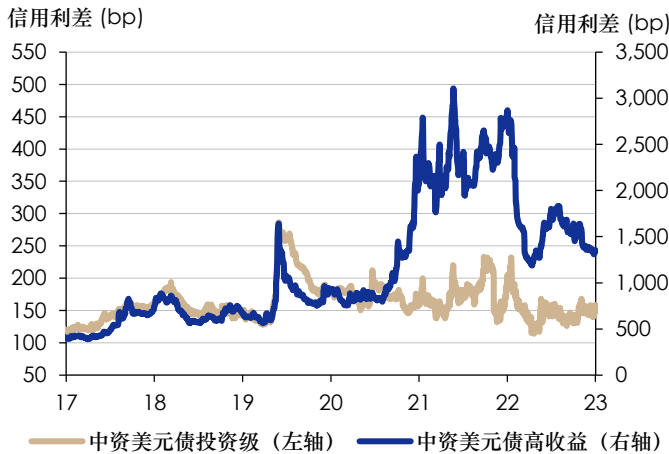
资料来源: CEIC, 建银国际

图 15: 国债利率 10 月仍在高位, 信用利差小幅波动



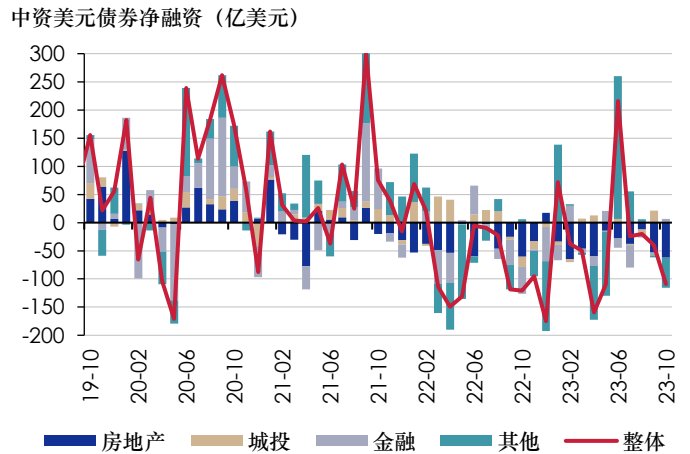
资料来源: CEIC, 建银国际

图 16: 政策宽松对冲再融资压力, 高收益美元债利差小幅收窄



资料来源: 彭博, 建银国际

图 17: 中资美元债券净融资继续萎缩

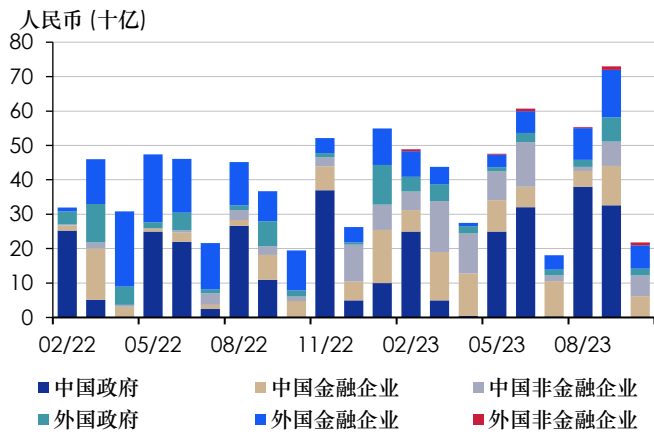


资料来源: 万得, 建银国际

点心债发行量 10 月下滑, 但预计未来持续强劲: 由于中国政府部门和金融部门的发债量下滑, 10 月点心债供给降至月 220 亿人民币 (图 18)。受海外利率攀升影响, 中央政府发行的的点心债收益率曲线 10 月上移, 其中 5 年期上行 12 个基点。机构方面中资非金融机构发行上升, 外资金金融机构发行量小幅回落, 但预计点心债的融资成本仍有吸引力, 政府部门的发行也会回升。

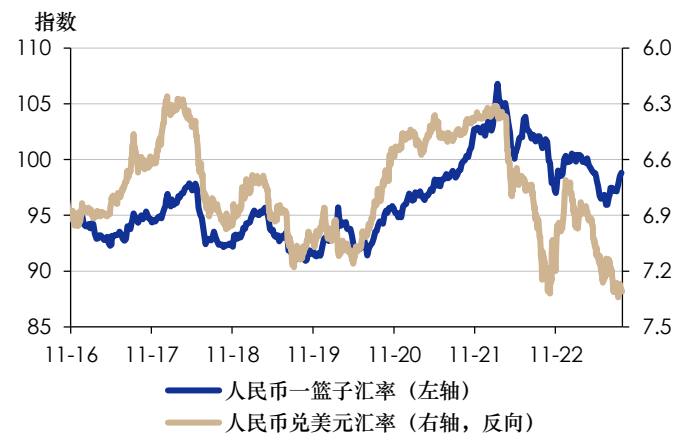
稳汇率政策促人民币企稳, 增长改善和美元周期回落将推动人民币小幅升值: 在央行一系列稳汇率措施下, 人民币对美元汇率 10 月稳定在 7.3 附近 (图 19), 一篮子汇率则有所回升。预计美元短期依旧强势, 人民币兑美元汇率维持稳定。但国内经济持续改善和利率走高将减轻人民币对美元的贬值压力。美元周期回落则将伴随人民币兑美元汇率的温和回升。

图 18: 受政府发债下滑拖累, 10月点心债发行量下降



资料来源: 彭博, 建银国际

图 19: 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	7月	8月	9月	10月	7月	8月	9月	10月
全部美元债	9,020	8,678	44	68	92	33	152	100	183	179
- 地产	1,582	1,142	4	3	2	0	48	15	53	66
- 城投	366	769	7	3	16	15	10	16	18	21
- 金融	2,302	3,378	14	48	35	16	52	41	71	27
	价格点位						涨跌幅 (基点)			
	6月27日	7月27日	8月27日	9月27日	10月27日	6月27日	7月27日	8月27日	9月27日	10月27日
中资美元债利差* - 投资级(bps)	135	139	153	148	158	(6)	4	14	(5)	10
中资美元债利差* - 高收益(bps)	1,678	1,619	1,606	1,385	1,354	(146)	(59)	(13)	(221)	(31)

资料来源: 彭博, 万得, 建议国际

表 2: 宏观政策

10月12日	国务院	国务院国资委召开会议，通报中央企业前三季度经济运行情况。会议强调，要扩大有效投资增后劲，聚焦重点领域快投尽投，加快“十四五”规划重点项目落实落地，瞄准未来发展早投优投；积极布局一批强牵引、利长远的重大项目，不断抢占新领域新赛道，加快塑造新质生产力。
10月16日	经济形势专家和企业家座谈会	国务院总理李强主持召开经济形势专家和企业家座谈会强调，要更加注重有力有效实施宏观政策调控，进一步打好宏观政策组合拳，加强政策预研储备。更加注重转方式、调结构、增动能，坚定不移深化改革、扩大开放，加快培育高质量发展的新动能新优势。
货币政策		
10月24日	全国人民代表大会常务委员会	受国务院委托，央行行长潘功胜在第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上作国务院关于金融工作情况的报告。潘功胜表示，继续实施稳健的货币政策。总量上，综合运用多种货币政策工具，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配。价格上，持续深化利率市场化改革，释放贷款市场报价利率（LPR）改革红利，有效发挥存款利率市场化调整机制作用，进一步推动金融机构降低实际贷款利率，降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。
财政政策		
10月25日	财政部	我国将增发1万亿元国债，支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。财政部表示，下一步将及时启动国债发行工作，确保如期完成国债发行任务。
消费		
10月11日	国家金融监督管理总局	国家金融监督管理总局下发《关于金融支持恢复和扩大消费的通知》，要求引导各类金融机构深耕消费金融细分市场，开发多元消费场景，提升零售服务质量，满足居民合理消费信贷需求，通过差异化的金融服务更好地为实体经济服务。《通知》的内容包括：加大重点领域支持力度、支持扩大汽车消费、加大新型消费和服务消费金融支持、降低消费金融成本、强化保险保障服务、切实保护消费者合法权益等。其中提到，要强化制造业、科技创新等领域金融支持，加强民营企业及小微企业金融服务，做好交通物流领域金融支持与服务；优化汽车贷款政策，在依法合规、风险可控前提下，适当放宽汽车消费信贷申请条件，降低汽车贷款首付比例，降低汽车消费门槛。
10月18日	文旅部	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		
10月13日	住建部	住建部表示，坚持多渠道筹措改造资金，既可以由城市政府筹措资金，也可以引入社会资本，银行业金融机构将给予政策性和商业性贷款支持。超大特大城市正积极稳步推进城中村改造，分三类推进实施：一类是符合条件的实施拆除新建；第二类是开展经常性整治提升；第三类是介于第一、第二类之间的实施拆整结合。住建部城中村改造信息系统投入运行两个月以来，已入库城中村改造项目162个。
行业及民营经济		
10月10日	工信部、国资委等六部委	工信部、国资委等六部委联合印发《算力基础设施高质量发展行动计划》。计划提出，到2025年，算力规模超过300 EFLOPS，智能算力占比达到35%，东西部算力平衡协调发展；存储力方面，存储总量超过1800EB，先进存储容量占比达到30%以上。应用赋能方面，围绕工业、金融、医疗、交通、能源等重点领域，各打造30个以上应用标杆。
10月11日	最高人民法院	最高人民法院发布指导意见，依法保护民营企业 and 企业家合法权益。为维护统一公平诚信的市场竞争环境，指导意见加强对平台企业垄断的司法规制，依法打击虚假宣传、商业诋毁等不正当竞争行为。指导意见运用法治方式促进民营企业发展和治理，强调有效拓宽中小微企业民营企业融资渠道，依法规制民间借贷“砍头息”“高息转本”等乱象，降低民营企业融资成本。
10月12日	国务院	国务院印发《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》，明确未来五年推进普惠金融高质量发展指导思想、基本原则和主要目标。《实施意见》提出，持续深化金融供给侧结构性改革，健全多层次普惠金融机构组织体系，引导各类银行机构坚守定位、良性竞争，完善高质量普惠保险体系，提升资本市场服务普惠金融效能，有序推进数字普惠金融发展。国家金融监管总局要求，有序推进数字普惠金融发展。支持金融机构深化运用互联网、大数据、人工智能、区块链等科技手段，实现数字化转型，打造健康的数字普惠金融生态，将数字普惠金融全面纳入监管。
10月13日	商务部等九部门联合	商务部等九部门联合发布《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》，系统部署推动汽车后市场高质量发展。《指导意见》提出，优化汽车消费金融服务，鼓励金融机构在依法合规、风险可控的前提下，优化对汽车使用消费的金融服务。
10月20日	国家发改委、香港金管局	国家发改委与香港金管局签订支持中资企业跨境融资谅解备忘录。双方将针对在香港市场发行的中资企业境外债券和贷款，建立常态化沟通和信息交流机制，支持和推动香港债券市场多元化发展，支持香港参与和助力“一带一路”建设。

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，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