

建银国际证券 | 宏观研究

宏观月报 – 2024年2月: 中国春节消费升温, 3月聚焦两会, 海外通胀降温或遇阻

Monthly Economic Data Wrap – Feb 2024: Domestic focus turns to the two sessions after solid CNY spending; global disinflation faces obstacles

报告摘要

- **发达国家降通胀进程预计放缓, 欧美央行对降息谨慎, 日本央行预计将逐步退出宽松:** 美国经济短期增长动能仍较强劲, 通胀可能超预期。市场对联储年内降息的预期调整带动利率走高, 符合我们年初预期。地缘政治风险和美国经济坚挺下降通胀进程预计放慢, 但美国商业地产的风险使联储难以再次加息。我们维持联储在3季度和4季度各降息25个基点的预测。预计2年和10年美国债利率3月的交易区间为4.4%-4.8%和4.0%-4.4%。下半年随降息推进预计小幅回落。欧洲央行也将关注通胀风险, 难以短期转向。3月的薪资谈判将影响日本走出通缩的进程, 预计日本央行将逐步退出负利率。
- **国内春节消费走强, 增强复苏信心, 聚焦两会:** 春节长假期间旅游出行及生活服务等活动消费快速增长。节后生产总体保持复苏势头, 地产交易二手房回暖快过新房, 预示需求有所抬头。关注即将召开的两会, 预计将延续**中央经济会议精神**, 突出消费投资并举, 产业升级和防范风险等主题, 宏观取态保持支持。我们预计24年增长目标将保持在5%左右, 财政支出提速。
- **美元周期回落有利新兴市场资金流, 点心债融资预计继续回升:** 降息预期的减弱推动美国和其他国家的利差走阔, 美元指数反弹。但预计降息周期的开启将推动美元下半年下行。新兴市场资金受债市带动回流。随着中国经济持续复苏, 人民币汇率有望小幅走高。中美利差持续下预计中资美元债存量仍将收缩, 点心债发行年后将持续增加。

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, 及即将召开的两会。

Main points:

- **With the pace of disinflation expected to slow, the Fed and ECB will stay cautious towards rate cuts. The BoJ is likely to gradually exit from its ultra-easing policy.** The US economy is likely to remain solid in the near term. Upside inflation surprises are likely. The markets pared back expectations of rate cuts, driving interest rates higher, in line with our view. Geopolitical uncertainty and US economic resilience are likely to slow the pace of disinflation. However, risks surrounding commercial real estate hinder the Fed's ability to hike again. We maintain our forecast that the Fed will cut rates by 25bp in each of 3Q and 4Q. Furthermore, we expect 2- and 10-year US Treasury yields will trade in the range of 4.4%-4.8% and 4.0%-4.4% in Mar, respectively, before falling slightly along with rate cuts in 2H. Burdened by similar inflation concerns, the ECB is unlikely to cut rates soon. The shunt to wage negotiations in Mar are likely to weigh on the prospects for a Japan exit from deflation. We expect the BoJ to exit ultra-loose monetary policy in Apr.
- **In China, robust holiday spending boosts recovery confidence. Markets turn their focus to the Two Sessions.** Tourism and entertainment spending was strong during the Chinese New Year (CNY), and manufacturing production is picking up post the holiday. Secondhand home sales performed better than sales of new homes during the CNY period, signaling a recovery in demand. We expect the Two Sessions will reiterate the priorities of the Central Economic Work Conference, with a focus on consumption, investment, industrial upgrades, and de-risking. Macro policy is likely to stay supportive. We expect a 2024 growth target of around 5% with accelerating fiscal spending.
- **The medium term USD downturn supports EM capital inflows. Dim Sum Bond issuance likely to rebound.** The pull-back of Fed rate cut expectations has pushed interest rate differentials between the US and other nations wider, leading to a stronger USD. However, we expect the pivot to the interest rate cutting cycle will lead to a weaker USD in 2H 2024. EM capital inflows are picking up, driven by bond markets. As China's economy continues to recover, the RMB is expected to strengthen slightly against dollar. Existing Chinese USD bonds will continue to shrink amid persistently elevated US/China interest rate differentials. Dim Sum Bond issuance is likely to pick up further.

Market focus next month. Internationally, we are keeping an eye on inflation, employment data, and central banker speeches. Domestically, our focus is high-frequency economic data and the Two Sessions meetings.

崔历

(852) 3911 8274
cui@ccbintl.com

谢炫

(852) 3911 8241
kev.inxie@ccbintl.com

严惠婷

(852) 3911 8012
yanhuiting@ccbintl.com

海外宏观：欧美通胀降温或将放缓，发达国家央行对宽松保持谨慎

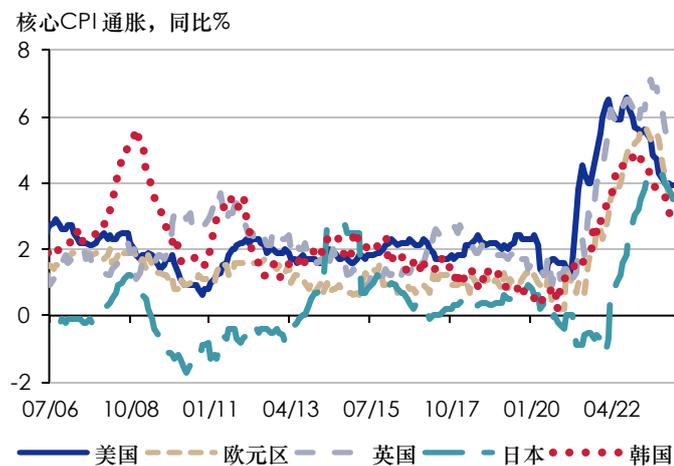
欧美降通胀进展遇到阻力。欧美1月整体和核心通胀同比增速降幅小于市场预期（图1）。核心通胀同比降温仍主要来源于核心商品价格下跌。但随着推动核心商品价格同比下行的基数效应逐步消退，中东紧张局势导致航运成本持续上升，未来欧美核心商品价格有反弹风险。新冠疫情时的经验显示，持续高企的海运成本将最终在欧美消费和生产端的价格上显现（图2）。1月美国生产者价格指数环比增速已超预期上升。由于服务需求坚挺，欧美服务通胀仍较有黏性，美国1月住房和医疗通胀环比分别升至0.6%和0.5%。

全球经济总体坚挺，大幅衰退可能较小。就业数据显示美国经济短期增长动能仍较强劲，1月失业率和时薪增速均超预期。库存周期推动美国制造业持续改善。服务业持续扩张。1月零售降幅超预期，可能受假期结束与天气寒冷影响。但金融条件收紧预计逐步发挥作用，比如借贷成本上升、信用卡违约增加。我们预计美国经济2024年大概率软着陆，消费支出的降温将在2024年推动美国经济增长放缓。企业资本支出虽有放缓，但在科技革新和美国产业政策的推动下，商业投资增长可能将持续保持韧性。住房投资可能继续见底回升。虽然4季度欧洲经济陷入停滞，但仍略超预期。PMI显示虽然欧元区制造业乏力，但服务业有所复苏，内需仍坚挺，大幅衰退风险较小。4季度日本经济再次小幅萎缩但收缩幅度减小。虽有技术性衰退，但在消费反弹支持下预计年内恢复正增长。

欧美央行对降息态度谨慎，市场预期持续回调：美联储2月21日公布的会议纪要显示，多数美联储官员认为，政策利率可能处于峰值，目前是降通胀的最后一公里，需要有耐心。大多数官员强调过早降息可能导致通胀回升。由于降通胀进展放缓，经济韧性犹在，联储并不确定高利率需持续多久，强调需依据数据来决定政策。在联储官员的鹰派表态和超预期数据的推动下，市场对2024年全年的降息预期逐步回归至联储点阵图的中位数预测（图4）。如我们在[2024年宏观展望所述](#)，去年底市场对降息预期过高，有调整的风险。我们维持联储在3季度和4季度各降息25个基点的预测。虽然欧央行预计未来通胀继续回落，但对降息也持续谨慎，强调需在几个季度看到薪资压力持续缓解，才能确信通胀将回落至目标水平。但由于欧元区增长停滞，欧央行未来可能比联储更早降息。

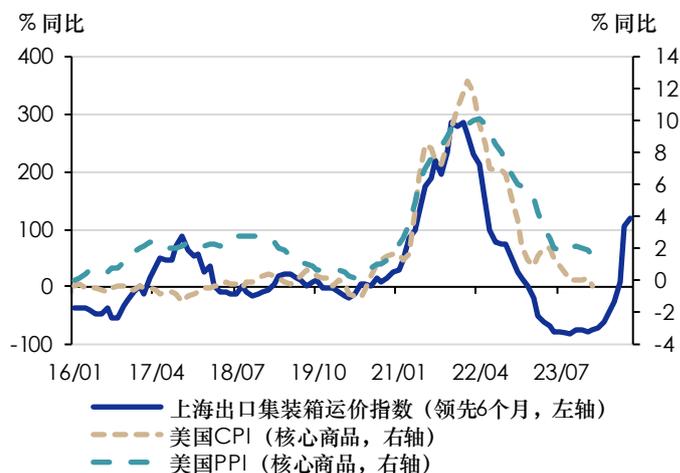
日本央行逐步退出负利率和超级宽松仍是基本情形：1月日本核心通胀降幅弱于预期主要受商品价格影响，而服务通胀连续第三个月在2.2%的高位。市场关注日本经济收入和支出是否实现良性循环，帮助经济走出通缩并支持日本央行逐步退出负利率政策。3月工会的薪资谈判被广泛关注，如果薪资增速持续坚挺，我们预计日本央行可能在4月议息会议上将官方利率从-0.1%上调至0.1%，正式退出负利率政策。日本央行过往几年逐步降低宽松幅度，包括在去年10月放松利率控制政策，允许10年日本国债利率升至1%以上，并逐步减少QE购买国债。如果日本央行下半年退出负利率，预计QE也将进一步减量甚至停止。但预计政策变化将是渐进式，以减少对市场和经济的冲击。随着日本利率走高和与美元利差下降，预计日元将有所走强。

图1：欧美降通胀持续



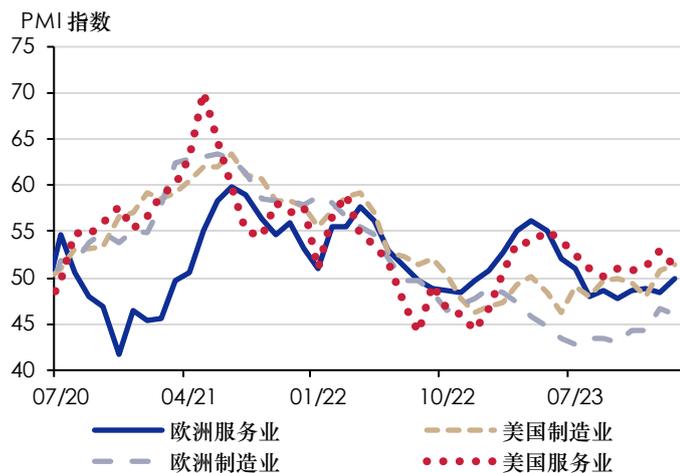
资料来源：CEIC，建银国际

图2：航运价格持续大幅攀升，未来有可能传导到海外通胀



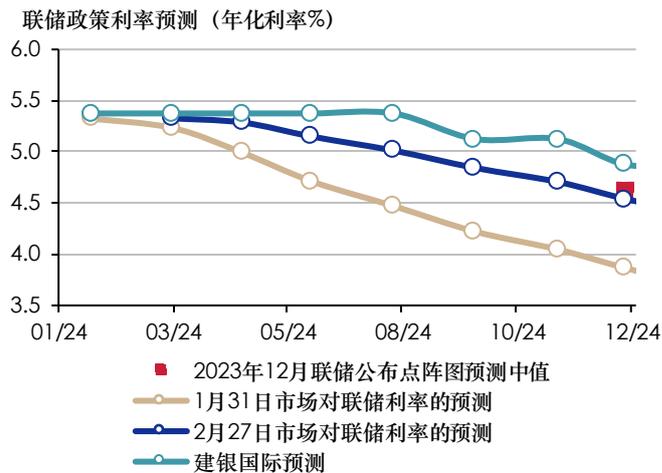
资料来源：CEIC，建银国际

图 3：欧美总体 PMI 回暖



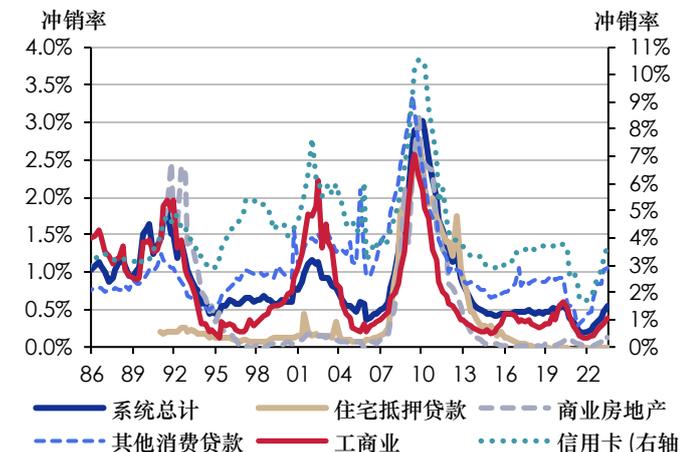
资料来源：CEIC，建银国际

图 4：市场对联储未来降息预期减弱，趋向点阵图中位数预测



资料来源：CEIC，建银国际

图 5：部分行业债务压力上升



资料来源：CEIC，建银国际

图 6：预期调整带动发达国家国债收益率回升



资料来源：CEIC，建银国际

企业整体债务压力仍较温和，但商业地产承压预计持续：近期一些商业地产敞口较大的银行股价下跌，引发对美国银行业危机再次爆发的担忧。由于利率上升，空置率持续恶化，商业地产价格预计持续下跌。银行系统仍有足够资本来吸收损失，但一些对商业地产敞口加大的中小银行将面临更大风险(详情请参阅[这里](#))。跨行业看，商业地产和一些消费贷款的信用压力较大，但整体企业的信用压力目前仍在历史平均水平(图 5)。虽然信用压力上升，但由于通胀压力未除联储尚难全面转向宽松，如果情形恶化联储可能会采用定向宽松的方式避免风险外溢。

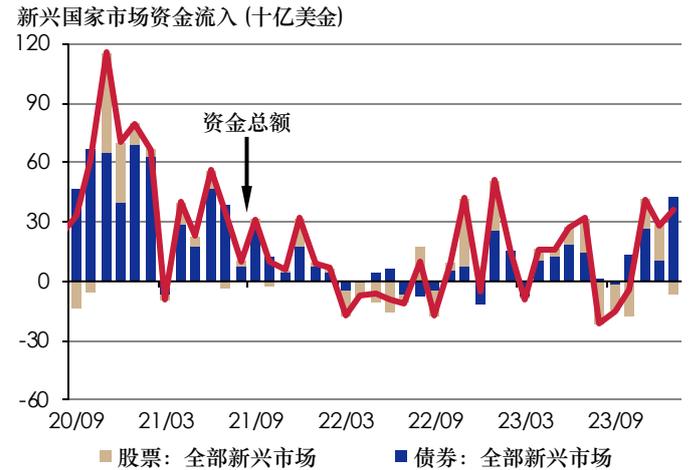
受预期调整推动，美国债利率回升，预计年内走低有限：在降息预期持续减弱的背景下，2 年期美国债利率 2 月大幅反弹约 40 个基点至 4.7%附近。10 年利率上行超 30 个基点至 4.3%左右，引领其他发达国家国债利率反弹(图 6)。美国债利率近日在高位徘徊，通胀前景将决定美国利率是否将持续上行。鉴于通胀降温面临的压力和持续偏紧的就业市场，我们预计美 2 年期和 10 年期国债利率未来数月将分别在 4.4%-4.8%和 4.0%-4.4%区间波动，年底分别下滑至 4.0%和 4.1%。“更高更久”的长期美债利率仍是我们的基本预测。财政赤字的扩大，加上技术发展可能将推动美国生产率提升，中性利率疫情后可能上升，降低联储未来宽松的空间，这也是我们一直以来的观点。

图 7：主要货币兑美元汇率小幅下滑



资料来源：万得，建银国际

图 8：1 月海外资本连续第三个月净流入新兴市场



资料来源：CEIC，建银国际

预计美元短期持续坚挺，但中期仍然看跌：美国 2 年国债利率的大幅上行，推动美国和其他主要发达国家的国债利差 2 月走宽。同时，美国经济较其他主要经济体表现更好，美元指数持续走高（图 7）。如果降通胀进展持续低于预期，利率走高可能带动美元持续坚挺。但随着降息周期下半年开启，其他经济体增长前景也将改善，我们维持美元年底前震荡下行的观点不变。

全球经济软着陆的预期使新兴市场资产保持吸引力。根据 IIF 的估算，1 月高达 357 亿美元的海外资本流入新兴资本市场（图 8）。对经济的信心和强劲的需求推动信用利差收缩，新兴市场的债券市场表现持续强劲，资本流入总额提高至 473 亿美元，而新兴市场股票总体流出。全球供应链重组，区域内稳定的经济增长前景以及电子消费品需求的持续改善将令东南亚等其他亚洲新兴市场保持吸引力（详情请参阅：[宏观视野：2024 宏观展望 - 复苏仍将持续](#)）。

国内宏观: 假期消费强劲, 市场聚焦两会

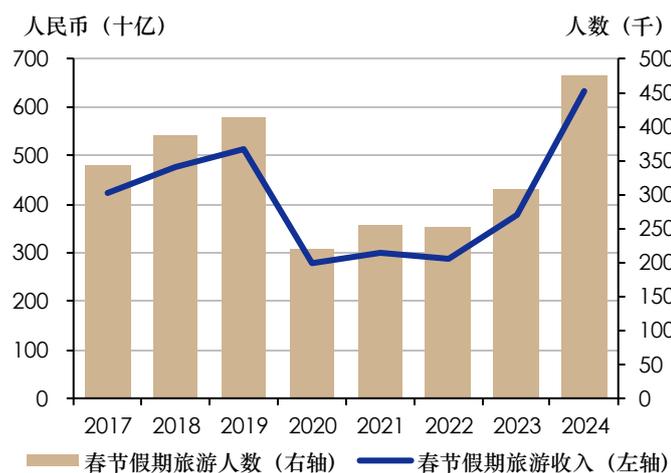
春节期间消费升温, 减少经济继续下行和价格通缩忧虑: 受春节假期影响, 部分经济数据将在3月合并发出, 但高频数据显示经济持续复苏。疫情过后的第一个春节长假期间, 旅游需求旺盛, 国内出游人次和出游花费均超过疫情前水平(图9)。据中国文化和旅游部测算, 春节假期期间全国国内出游人次和花费同比分别成长34%和47%, 高于2019年同期20%或以上。春节档总电影票房创造春节档电影票房新纪录, 同比增长26.36%。开年来高频数据显示工业品开工率冷热不均, 螺纹钢与高炉等上游工业品复工节奏较慢, 但与汽车产业链密切相关的半钢胎开工率达63%, 高于往年同期水平, 显示绿色主题推动的经济转型持续。延续2023年底的中央经济工作会议, 中央财经委员会第四次会议再提研究大规模设备更新和消费品以旧换新, 预计有望推动制造业升级改造, 同时促进汽车、家电等居民消费。加上海外的制造业回暖, 有利贸易增长, 我们维持经济继续复苏, 年内增长5%, 通胀温和走高的预期。

地产销售二手房交易回暖较快, 显示需求上升, 政策继续着力支持地产融资。 2024年初30大中城市商品房销售仍处于历史低位, 1-2月同比下滑40%(图10)。节前北上广深等核心城市密集放宽购房限制, 但由于假期影响, 政策松绑对新房销售的影响仍需观察。但媒体报道显示二手房交易有所升温, 贝壳研究院检测的50城今年二手房交易量, 同比增加超七成, 显示房市调整并未完全抑制需求, 买家有所活跃。相对于新房, 地产政策对二手房交易的限制较少, 二手房更灵活的价格调整空间也可能吸引刚性需求。金融监管总局提出进一步落实城市房地产融资协调机制。截至2月20日, 已有29个省份建立房地产融资协调机制, 分批向商业银行推送房地产项目“白名单”, 授信金额超过1600亿元。预计未来政策将推动房企融资环境好转, 但预计销售低迷与行业出清仍将继续。

两会聚焦经济增速等目标, 预计财政政策在预算内适度发力。 下周举行的两会将是国内政策的焦点。我们预计两会将延续去年底中央经济工作会议的指引, 宏观政策取向保持支持。强调消费投资并举来拉动内需, 持续支持产业升级, 科技创新、数字经济和人工智能发展, 突出银发经济、大规模设备更新和消费品以旧换新等领域。化解和防范地产、地方债、中小金融机构等重点领域的债务问题。我们预计增长目标将保持在5%左右。财政部于2月初公布的2023年全年财政收支情况, 显示一般公共预算收入同比下降1.9%, 一般公共预算支出同比增长5.4%, 均略低于年初目标。受土地收入下降影响, 政府性基金预算收入与支出同比分别下降9.2%与8.4%, 全年财政有效预算为GDP的4.6%, 于我们的预期大体一致。预计2024年财政支出延续四季度以来的趋势比2023年有所提速, 财政赤字基本保持稳定, 地方发债额度比2023年略有上升。年初至今累计发行新增地方专项债3280亿, 进度较往年稍慢(图12)。考虑到24年地方专项债提前批额度顶格下达2.28万亿, 料二季度将有所提速。

料货币政策维持宽松: 继1月降准后, 2月份保持MLF利率不变, 但5年期LPR在时隔8个月之后首次下调, 幅度为25个基点, 为2019年LPR形成机制改革以来最大降幅。旨在提振住房需求和长期企业贷款需求。货币政策宽松预期利好债券。虽短期银行间利率基本稳定(图13), 但在岸国债利率曲线连续第三个月下行, 企业债利差连续第四个月收窄(图14)。我们维持央行保持宽松, 在2季度继续降准25个基点, 并可能小幅降息10个基点的预测。但随着经济复苏, 国内利率进一步走低的空间将收窄。

图9: 春节旅游旺盛



资料来源: CEIC, 建银国际

图10: 地产销售仍显疲软

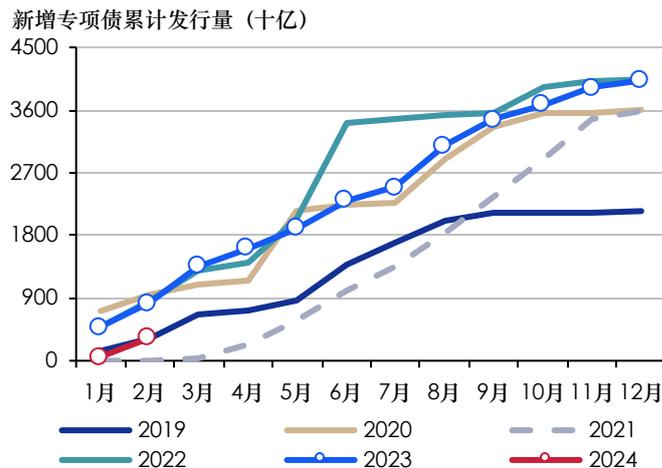


资料来源: CEIC, 建银国际

图 11: 财政收入增速降低, 支出有所加强



图 12: 年初专项债发行速度慢于过往几年



中资美元债存量继续下降, 点心债发行预计继续回升。 由于美元借贷成本持续高企, 预计中资美元债净融资萎缩趋势短期不变 (图 15)。虽然地产销售不旺, 但随着政策持续对冲, 加上离岸债存量下降和全球流动性压力减轻, 中资美元债利差持续收窄 (图 16)。中资高收益美元债表现比美国高收益债更为强劲。点心债方面, 央行 2 月发行 3 个月和 1 年期限的央票, 推动点心债发行量大幅回升 (图 17)。我们预计点心债供应在年后将逐步回升。长期来看, 由于人民币融资成本仍有优势, 叠加市场偏好改变等原因, 预计中资企业可能逐步转向在点心债市场融资。

预计人民币兑美元短期低位震荡, 年内小幅升值: 如我们所料, 美元持续坚挺, 人民币对美元汇率 2 月在低位震荡, 但一篮子汇率则 2 月再次小幅升值 (图 18)。我们预计人民币兑美元汇率或将仍在低位小幅波动。国内稳增长政策预计持续出台, 经济持续温和复苏, 海外债券资金亦回流国内债市, 预计人民币汇率进一步贬值压力有限。随着联储下半年开启降息周期, 美元将趋势性下跌, 我们维持人民币兑美元汇率在年底前小幅升值至 6.8 的预测。

图 13: 银行间利率节后稍有上升, 但总体稳定

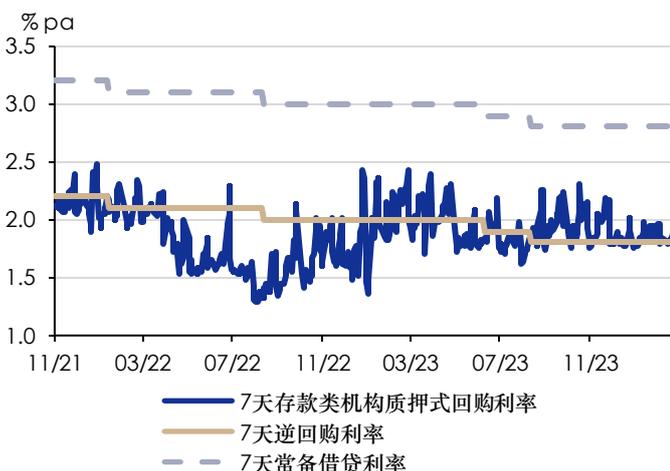


图 14: 国债利率 2 月持续下跌, 信用利差低位下探

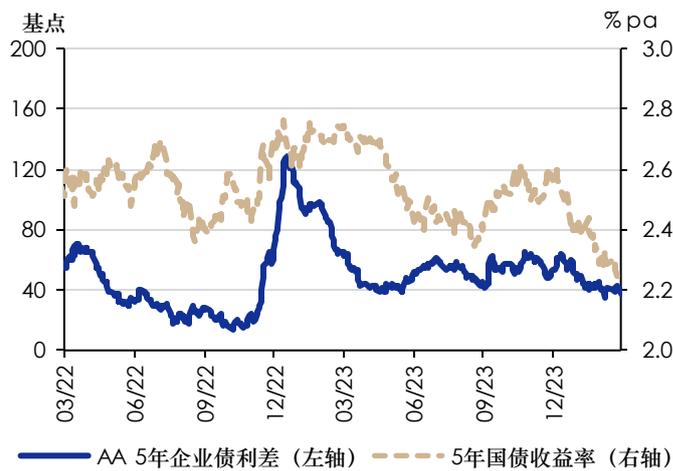


图 15: 中资美元债券净融资继续萎缩

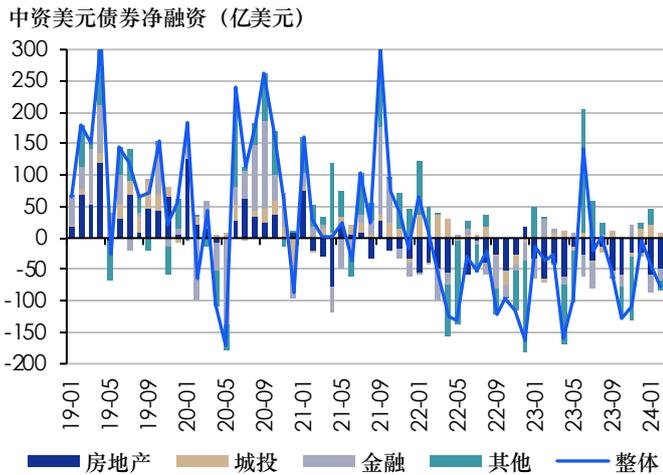


图 16: 中资美元债利差持续收窄

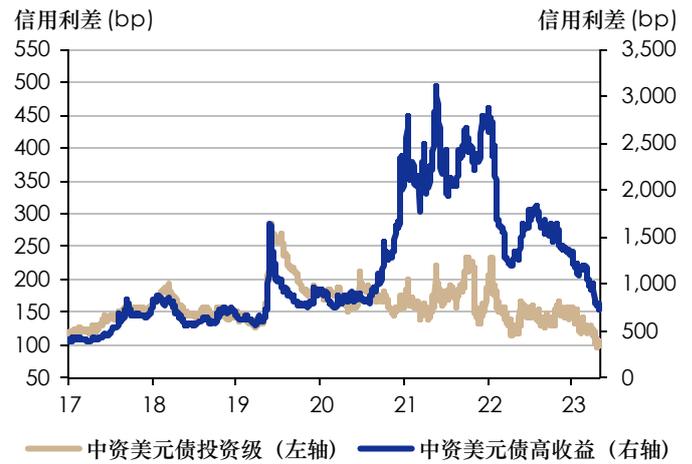


图 17: 2月点心债发行回升

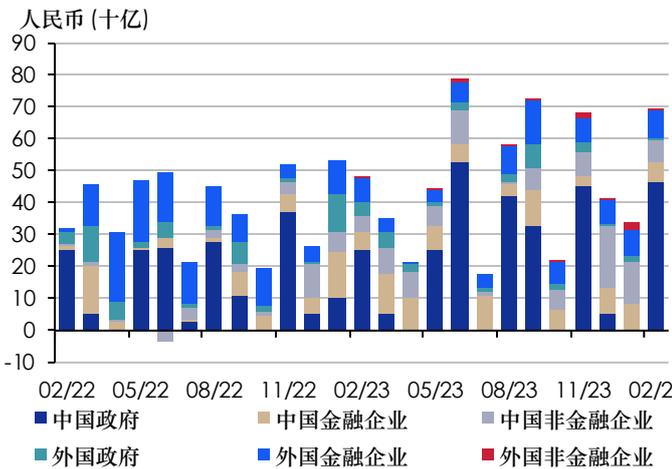


图 18: 人民币较其他货币更为坚挺

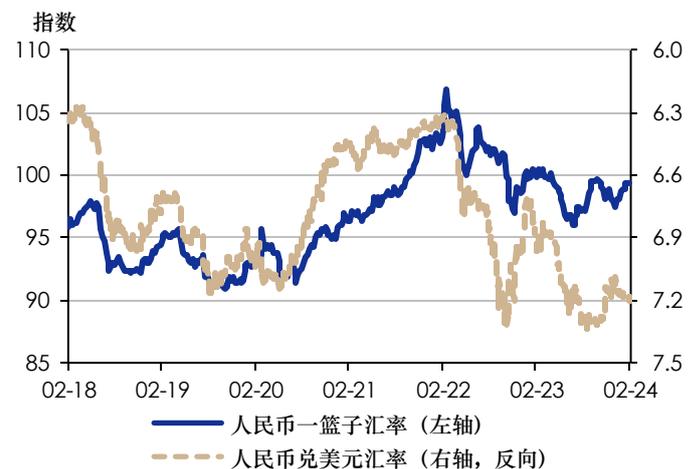


表 1: 中资美元债发行到期情况

	存量 (亿美元)		月发行量 (亿美元)				月到期量 (亿美元)			
	23年底	最新	11月	12月	1月	2月	11月	12月	1月	2月
全部美元债	8,666	8,494	104	60	60	30	89	83	132	123
- 地产	1,105	1,000	0	0	0	0	22	14	57	45
- 城投	767	774	12	19	12	6	22	12	5	6
- 金融	3,417	3,373	62	18	44	9	21	28	58	36

	价格点位					涨跌幅 (基点)				
	10月27日	11月24日	12月22日	1月25日	2月23日	10月27日	11月24日	12月22日	1月25日	2月23日
中资美元债利差* - 投资级(bps)	158	128	124	123	107	10	(30)	(4)	(1)	(16)
中资美元债利差* - 高收益(bps)	1,354	1110	1183	970	743	(31)	(244)	73	(213)	(227)

资料来源: 彭博, 万得, 建银国际

表 2: 宏观政策

2月23日	中央财经委员会	中央财经委员会召开第四次会议，研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题，研究有效降低全社会物流成本问题。国家主席习近平强调，加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。物流是实体经济的“筋络”，联接生产和消费、内贸和外贸，必须有效降低全社会物流成本，增强产业核心竞争力，提高经济运行效率。会议指出，鼓励发展与平台经济、低空经济、无人驾驶等结合的物流新模式，大力发展临空经济、临港经济。
2月26日	国务院国资委党委	国务院国资委党委召开扩大会议，研究谋划全面深化国企改革举措。会议指出，要推动企业更好盘活利用土地，大力发展战略性新兴产业。要科学安排设备更新计划，加快构建高标准物流基础设施，加快人工智能等新技术赋能，推动中央企业加强供应链协同合作、信息共享。
货币政策		
2月27日	央行	央行召开做好金融五篇大文章工作座谈会强调，要用好用足货币政策工具，做好审贷放贷、资金申报和存续期管理，将央行再贷款优惠政策通过各金融机构精准传导到各重点领域。央行将通过加强政策指引、强化政策激励、明确目标要求、加强考核评估，做好支持引导和服务保障。
财政政策		
2月1日	财政部	财政部表示，2023年财政收入呈现出恢复性增长，财政支出持续加力，不存在财政支出收缩情况。中央要求2024年积极财政政策适度加力，提质增效。财政部将用好相关国债资金，继续安排一定规模地方政府专项债券，适当增加中央预算内投资规模等，发挥好政府投资带动放大效应。财政部同时指出，截至2023年底，全国企业职工基本养老保险基金累计结余接近6万亿元，能够保证养老金按时足额发放。
金融市场		
2月7日	证监会	中国证监会主要领导调整。2月7日，中共中央决定，任命吴清同志为中国证券监督管理委员会党委书记，免去易会满同志的中国证券监督管理委员会党委书记职务。国务院决定，任命吴清同志为中国证券监督管理委员会主席，免去易会满同志的中国证券监督管理委员会主席职务。
2月19日	证监会	证监会召开系列座谈会，就加强资本市场监管、防范化解风险、推动资本市场高质量发展广泛听取各方面意见建议。座谈会有10余场，由证监会党委书记、主席吴清和领导班子成员分别主持。与会代表的建议包括严把IPO准入关、坚决出清不合格上市公司、规范各类交易行为、进一步加大对各类证券违法犯罪行为的惩治力度等方面。证监会表示，将认真对待来自各个方面的意见建议包括批评意见，经过论证切实可行的马上就办，一时不具备条件的做好沟通解释，及时回应市场关切。证监会将加快权益类产品注册节奏，进一步丰富宽基指数基金产品及对应期权产品供给，同时加强与相关部门协同，推动引入更多中长期资金入市。
地产政策		
2月6日	金融监管总局	金融监管总局召开专题会议，进一步部署落实城市房地产融资协调机制相关工作。会议要求，各商业银行要主动对接协调机制，对推送的房地产项目名单要及时开展评审，加快授信审批，对合理融资需求做到“应满尽满”。
2月20日	住建部	住建部介绍，截至2月20日，全国29个省份214个城市已建立房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给商业银行，共涉及5349个项目。在这一机制协调下，银行对房地产项目授信已超过1600亿元。住建部召开视频调度会议，推动城市房地产融资协调机制加快落地见效。会议要求，各商业银行要按照规程对“白名单”项目审查后放贷，对不予放贷的项目向金融监管部门报送“无法贷款的原因”，由城市政府及时协调解决。另外，要确保资金全部用于项目建设，严防资金被挪用于购地、偿还债务或其他投资。
2月27日	住建部	住建部发布通知，要求以政府为主保障工薪收入群体刚性住房需求，以市场为主满足居民多样化改善性住房需求，科学编制2024年、2025年住房发展年度计划。要实现以人定房，以房定地、以房定钱，促进房地产市场供需平衡、结构合理，防止市场大起大落。通知提出，2024年4月30日前、2025年3月31日前，各城市要以适当方式向社会公布当年住房发展年度计划有关情况，并需提前谋划2026—2030年住房发展规划。
行业及民营经济		
2月21日	司法部	民营经济促进法起草工作已经启动，司法部正会同有关部门加快推进民营经济促进法立法进程，为促进民营经济健康发展，更好营造市场化、法治化、国际化一流营商环境提供坚实法治保障。
2月21日	国务院国资委	国务院国资委召开中央企业人工智能专题推进会强调，中央企业要把发展人工智能放在全局工作中统筹谋划，深入推进产业焕新，加快布局和发展智能产业。加快建设一批智能算力中心，开展AI+专项行动。10家中央企业签订倡议书，表示将主动向社会开放人工智能应用场景。

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。尤其本文只可分发予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予任何人士, 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，则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 2024。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