



建银国际证券 | 宏观研究

## 宏观视野：2024年中前瞻 – 经济企稳可期，关注改革进程

**预计中国下半年经济保持复苏，再通胀持续。**年初以来的经济修复与我们的预期相一致。制造业强劲、宏观政策支持、以及全球贸易周期回暖等因素预计继续支持经济温和复苏，对冲地产下行。预计今年的经济增长为 5.2%，通胀温和回升。虽然部分行业在经过过往几年的快速扩张后可能有所降温，但我们预计制造业升级仍将是推动中期增长的核心主题。

**三中全会预计显示政策连续性。关注重点领域的政策指引。**我们预计三中全会将继续强调高质量增长、创新、防风险、并坚持对外开放的总方向。财政体制改革、就业支持政策、民生相关的改革措施以及能源转型政策等也是重点关注领域。

**我们维持美联储将在三季度末开启温和宽松周期的预测。**预计美债利率继续小幅走低，但巨额财赤带来的融资压力仍可能带来利率的波动。我们预计美元短期保持强势。但随着联储开启降息周期，年底前美元将有所回落，人民币汇率将小幅走强至 7.0，中期来看，我们预计人民币兑美元汇率维持双边波动。

**地缘政治的不确定性与贸易摩擦仍是主要风险。**过往几年亚洲国家的产业链中间品贸易快速上升，区域在全球产业链供应中的地位上升。贸易壁垒对发达国家自身会有溢出效应，增加全球经济的不确定性。作为应对，预计区域产业链重塑进程将持续。

崔历

(852) 3911 8274  
cuili@ccebintl.com

严惠婷

(852) 3911 8012  
yanhui@ccbintl.com

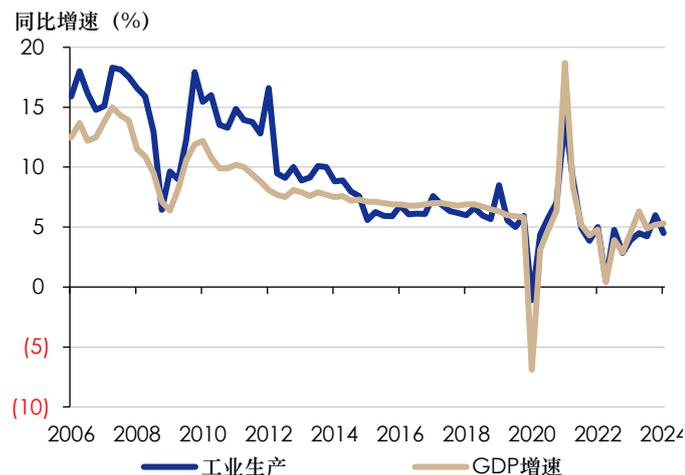
谢炫

(852) 3911 8241  
kevinxie@ccebintl.com

### 概述：预计中国经济保持复苏势头

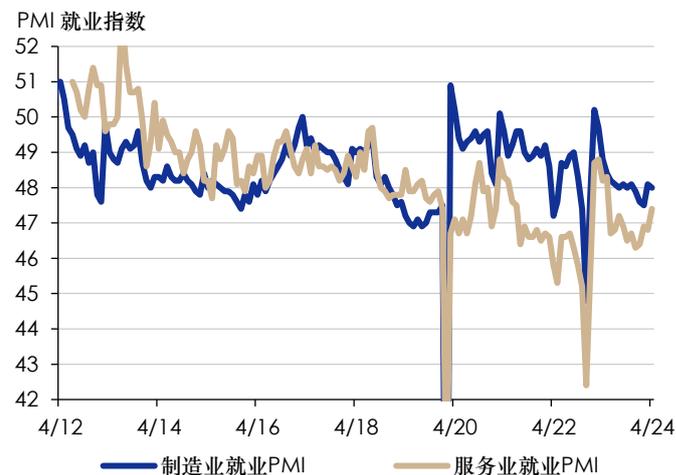
年初以来的经济复苏及就业增长（图 1 和 2）与我们在年度展望中的预期基本一致（详见《2024 宏观展望 - 复苏仍将持续》，2023 年 12 月 5 日）。2023 年的经济增长受到房地产市场低迷、企业削减成本、地方政府支出限制以及全球贸易疲软等一些列周期性因素的制约。但 2023 年四季度以来，周期不利因素部分消退，财政政策转向托底经济，增长动能有所增强。

图 1: 经济疫后缓慢复苏



资料来源: CEIC, 建银国际证券

图 2: 就业边际企稳

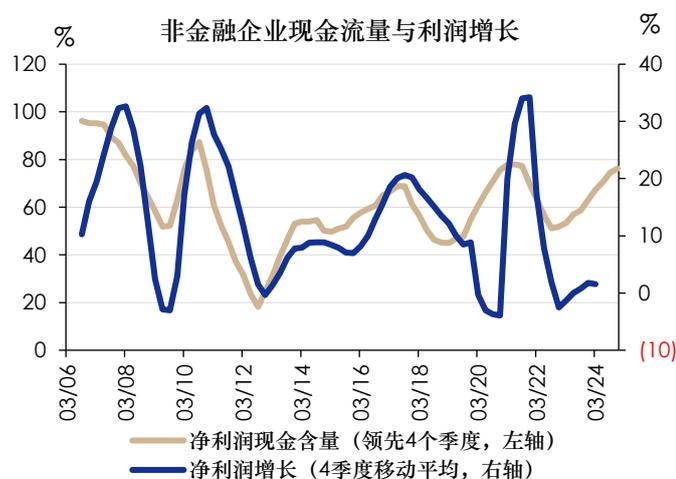


资料来源: CEIC, 建银国际证券

我们认为，这些积极的周期和政策性因素将支持经济进一步复苏。企业现金流的改善可支持更多的支出和投资（图 3）。消费有进一步正常化空间。经济修复也利好消费进一步提升。此外，全球制造业周期会继续推动贸易复苏（图 6）。近期的政策会议表明，政府将继续保持积极的财政取向。

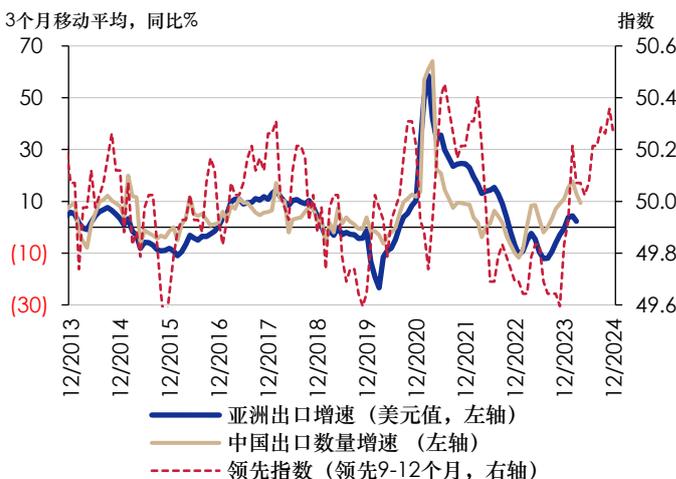
预计房地产销售维持低位但逐步企稳，区域分化加大，行业继续整合。考虑到地产行业随着政策的进一步宽松，已经进行了相当规模的调整，后续对经济增长的影响将收窄。

图 3: 企业现金流修复持续，有利支出和需求回升



资料来源: 万得, 建银国际证券

图 4: 贸易周期回暖



资料来源: CEIC, 建银国际证券

虽然就业与经济增长持续加快，但两者仍低于疫情前的平均水平。目前，市场目光聚焦在将于 7 月召开的中国共产党第 20 届三中全会。我们预期政策将保持连续性，并继续强调创新、改革、风险防范和高质量发展。重点关注政策指引与细节，我们将在下面详细讨论。

表1给出了我们对中国经济的预测。第10页之后讨论海外经济和主要预测。

**表1：中国经济主要指标和预测**

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
实际GDP (% 同比)	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3	6.3	4.7	4.7	5.2	5.2	5.0
工业增加值 (% 同比)	2.9	4.5	4.2	6.0	6.2	6.9	6.6	5.3	4.4	6.3	5.3
固定资产投资 (% 同比, 累计值)	5.1	3.8	3.1	3.0	4.5	4.2	4.4	4.2	3.0	4.2	4.5
社会消费品零售总额 (% 同比)	5.8	10.7	4.2	8.3	4.7	3.7	5.4	5.9	7.2	4.9	4.0
出口 (美元, % 同比)	(1.9)	(4.9)	(9.9)	(1.3)	1.5	5.4	6.0	1.7	(4.7)	3.7	2.7
进口 (美元, % 同比)	(7.3)	(7.0)	(8.5)	0.9	1.5	3.7	8.4	0.1	(5.5)	3.4	3.1
消费价格指数 (% 同比)	1.3	0.1	(0.1)	(0.3)	0.0	0.3	1.2	2.6	0.2	1.0	2.5
生产价格指数 (% 同比)	(1.6)	(4.5)	(3.3)	(2.8)	(2.7)	(1.6)	0.0	1.3	(3.0)	(0.7)	1.0
社会融资规模 (% 同比)	10.3	9.3	9.3	9.8	8.7	8.6	8.5	8.4	9.8	8.4	8.0
美元/人民币 (期末值)	6.9	7.2	7.2	7.1	7.1	7.2	7.1	7.0	7.1	7.0	6.9
七天回购利率 (% 期末值)	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
大型银行存款准备金率 (% 期末值)	10.75	10.75	10.50	10.50	10.00	9.75	9.75	9.75	10.50	9.75	9.75
中国十年期国债收益率 (% 期末值)	2.9	2.6	2.7	2.6	2.3	2.3	2.4	2.5	2.6	2.5	2.6
有效预算内赤字 (% 占 GDP 比重) <sup>1</sup>									(4.6)	(4.6)	(4.5)

<sup>1</sup> 包括官方预算赤字以及财政存款净提取和从其他财政账户转移  
资料来源：国家统计局，CEIC，彭博，建银国际

## 制造业升级仍是经济周期动力：

近年来，中国制造业的升级抵消了房地产行业的低迷（图 5）。包括绿色投资、数字化和国产升级等主题带动制造业发展（详见《[宏观视野：绿色转型对中国经济的影响](#)》，2023年6月30日）。

得益于疫情前的重组，整个工业部门的资产负债表保持稳健（图 6），加上国内和全球需求上升，支持制造业扩张。近期政府出台鼓励企业更换老旧设备的计划，预计为国内工业需求提供更多的支持。

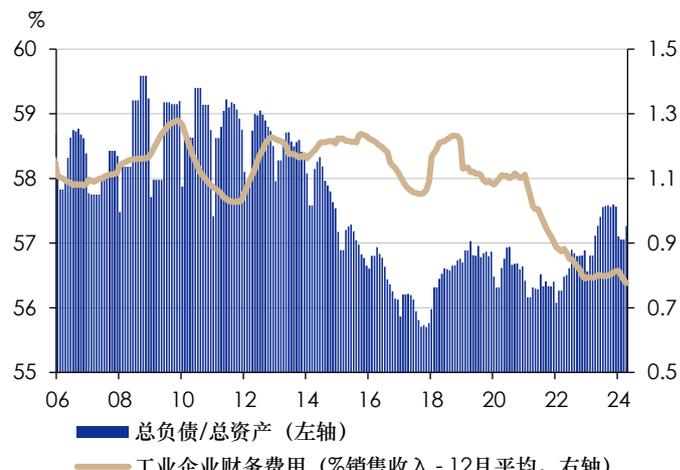
与此同时，近期工业产能利用率回落（图 7）。影响行业利润率复苏步伐（图 8），主因是部分行业，特别是汽车和电力设备等行业在近年来投资扩产能的背景下，其产能利用率阶段性下降，周期来看，部分行业的投资可能阶段性放缓。但绿色转型、制造业和技术升级等长期需求不变，仍是支持制造业增长的持续动力。

图 5: 制造业投资保持强劲，而地产投资疲软



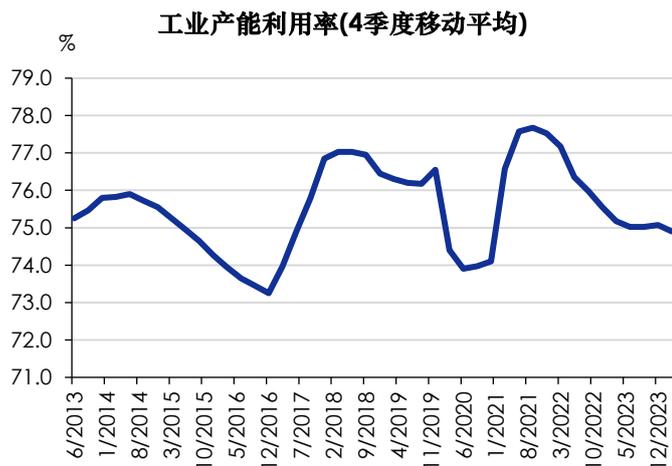
资料来源：CEIC，建银国际证券

图 6: 工业企业负债情况改善



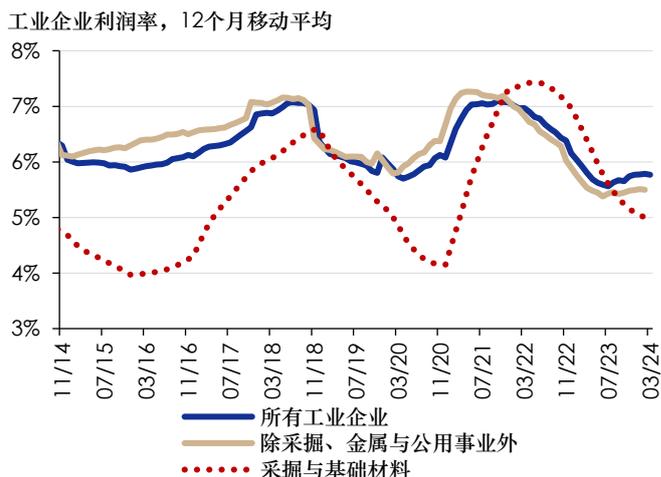
资料来源：CEIC，建银国际证券

图 7: 产能利用率回落



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 8: 利润率回升承压



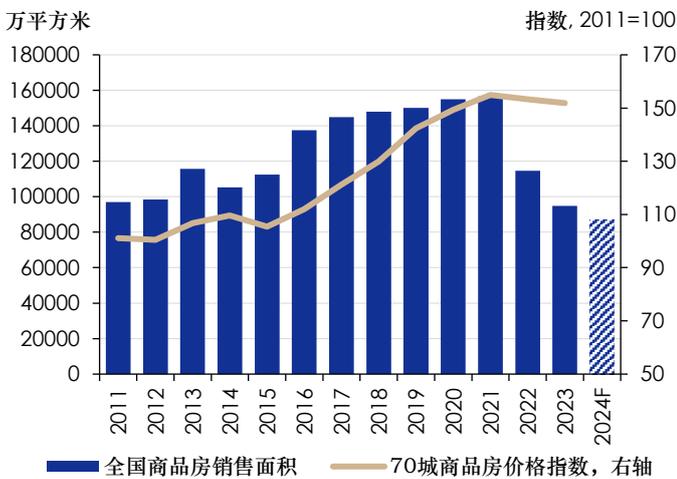
资料来源：CEIC，建银国际证券

## 中国房地产：逐步企稳，缓慢修复

政府继续出台对地产行业的支持性政策，包括央行近期宣布的融资措施，以推动过剩的存量房向保障房转变。我们预计房地产销售将在未来1-2年内触底，销售面积将稳定在每年8-9亿平方米的水平（图9），但不同层级城市销售走势预计分化。我们的房地产团队预计，在政策的支持下，到2026年，商品房的库存周转率将逐步恢复至正常水平。未来几年，随着行业整合和信用分化，新投资仍将低迷，但对经济的拖累将会减弱。

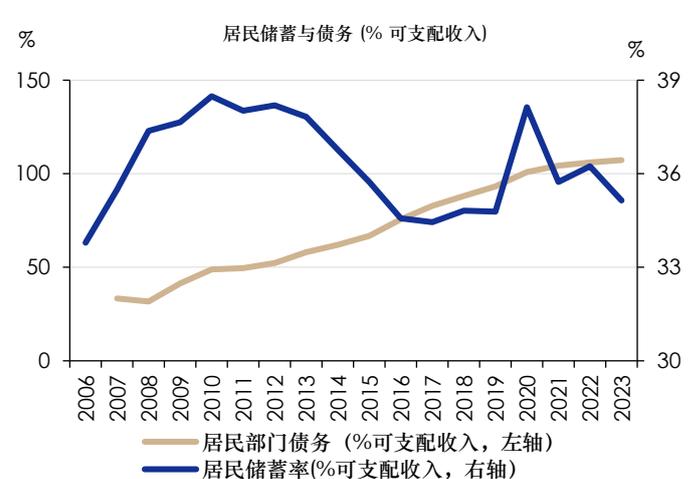
虽然房价下跌，我们仍预计资产负债表衰退的压力不大。企业层面，房地产行业三年前开始去杠杆，但以高科技、材料、公用事业、尤其是绿色投资为首的许多行业开始了快速扩张。企业部门没有整体去杠杆而停止增长。居民部门也没有为了去杠杆化而增加储蓄。事实上，疫情之后，尽管楼市低迷，居民储蓄率仍有所下降（图10）。与其他主要经济体相比，中国家庭的资产负债表更为强劲，去杠杆的压力也较小。除非就业市场和现金流继续低迷，我们认为，居民消费缓慢复苏仍是大概率事件。

图 9: 地产销售仍在低位



资料来源: 万得, 建银国际证券

图 10: 地产下行中居民部门的储蓄率和负债稳定



资料来源: CEIC, 建银国际证券

## 贸易走势：亚洲产业链加速重塑

近年来，虽然贸易摩擦持续，亚洲贸易增长依然强劲，部分源于区域贸易深化。区域中间产品贸易支撑了强劲的亚洲出口（《宏观视野：区域贸易格局的转变和美国新关税威胁的影响》，2024年5月17日，图11）。另外，亚洲产品结构升级也支持贸易增长。

与“脱钩”的预期相反，亚洲在全球供应链中的整体份额有所增加（图12），意味着产业链联系将加大贸易关税对发达国家自身的负面影响。

但地缘政治和贸易摩擦升级仍是中国面临的风险。一方面，中国出口增加值的最终去向更加多元化（图13），目前美欧在出口增加值中占比约40%；而且近年来中国在全球价值链中不断趋向上游（图14）。有助于中国对冲部分发达国家关税对经济的冲击。但另一方面贸易重要性仍高，需求端压力仍存。

我们估算，“特朗普关税 2.0”的极端情况（即对中国产品征收 60%的关税和对全球征收 10%的关税）将对全球经济带来负面冲击，在随后的几年里累计削减美国经济增长 1 个百分点，累计削减中国经济增长 0.7 个百分点。

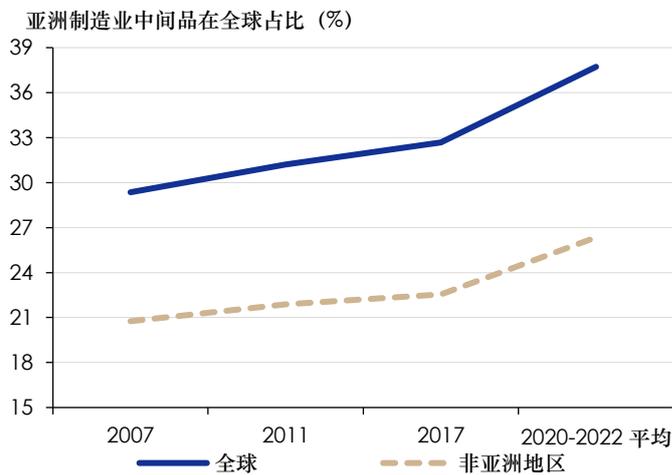
预计这些不确定性将继续推动亚洲产业链的重塑，也是中国内部产业升级和对外开放的持续驱动力。

图 11: 亚洲总出口疫情以来强劲，受益于区域内产业链贸易



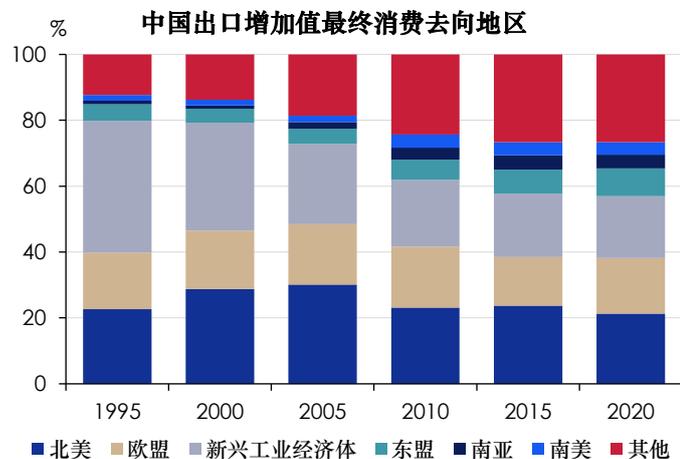
资料来源: 世贸组织, 亚洲开发银行, 建银国际证券

图 12: 亚洲中间品在全球占比提升



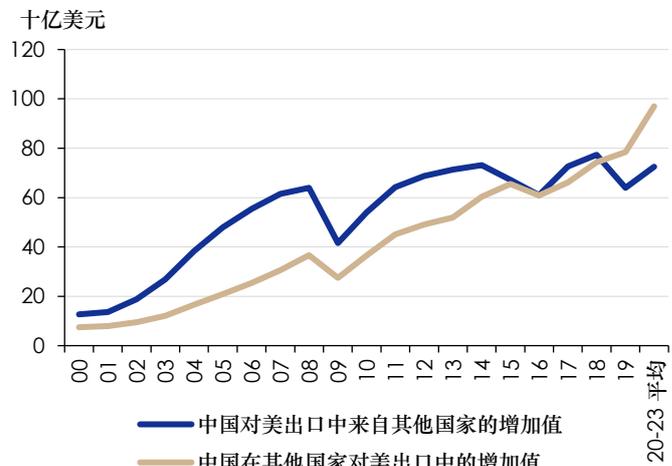
资料来源: 亚洲开发银行, 建银国际证券

图 13: 美国在出口增加值中占比下降



资料来源: OECD, 建银国际证券

图 14: 中国生产在全球产业链的位置趋向上游



资料来源: OECD, 建银国际证券

## 人民币汇率：短期美元保持强势，人民币承压

疫情以来，中国保持出口竞争力、贸易多样化和国产替代等因素带动贸易顺差走强，支持我们对人民币的积极观点（图 15-16）。而随着 2023 年四季度外资增持中国债券，跨境证券投资恢复流入，最近数据显示流入国内股市的外资开始增加。

受益于基本面坚挺，疫情以来，虽然强势美元导致人民币对美元汇率走弱，人民币有效汇率升值了 8%（图 18）。我们预计，由于美元偏强，未来几个月人民币对美元汇率将保持在目前的 7.2-7.3 区间附近。随着美联储下半年开启宽松周期，预计美元走软，人民币对美元汇率将小幅走强。由于市场对更高利率持续更长时间开始形成共识，美元回落幅度预计仍有限，我们将年底美元对人民币汇率预测上调至 7.0。

中期看，即使美元继续回落，鉴于美国经济依然强劲、地缘政治风险加剧，我们预计美元走势仍将较为波动。中国政府预计将继续容忍人民币汇率增加双向弹性，未来几年人民币对美元汇率可能会继续在 6.6-7.3 区间波动。

图 15: 人民币一篮子汇率继续受贸易支持



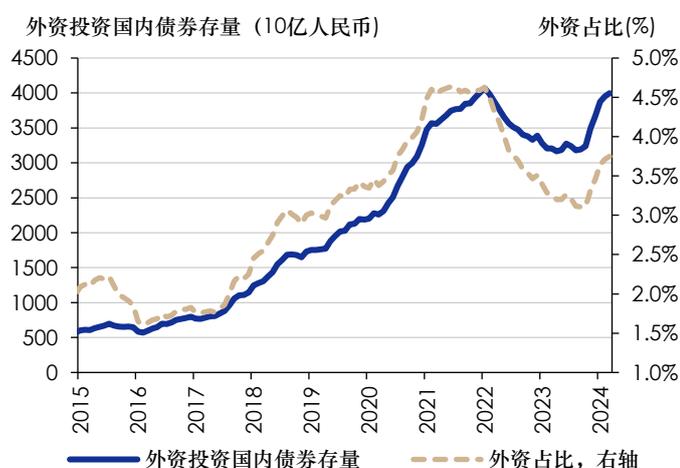
资料来源：国际清算银行，CEIC，建银国际证券

图 16: 高端制造对海外零部件依赖度回落



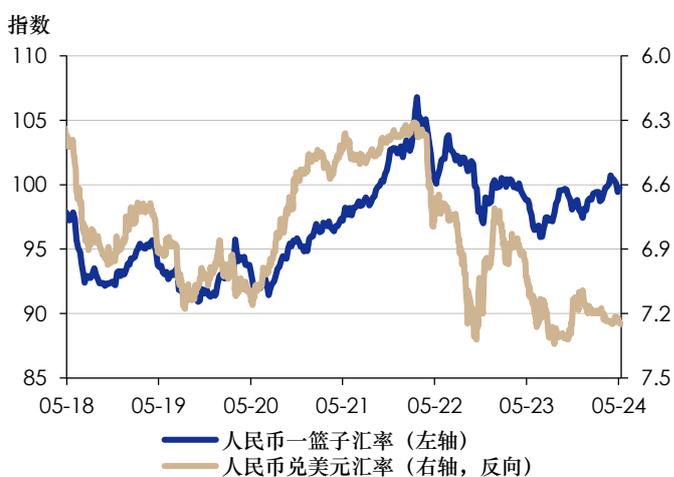
资料来源：CEIC，建银国际证券

图 17: 外资回流中国债市



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 18: 人民币对一篮子货币仍然有韧性，但对美元较弱



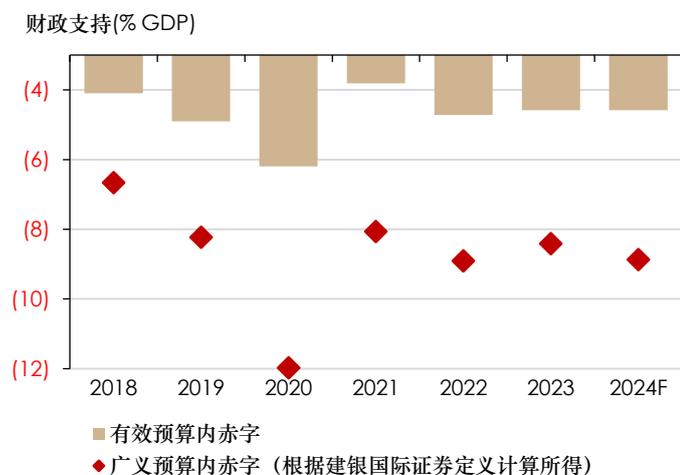
资料来源：CEIC，建银国际证券

## 中国政策：财政支持加码，货币政策保持宽松

自2023年第四季度以来，政府积极的财政取态助力经济复苏。今年3月份《政府工作报告》显示政府计划通过增加宽口径预算赤字（图19）、发行中央政府特别国债（《中国经济评论：2024年政府工作报告》，2024年3月5日）等一揽子政策支持经济增长同时避免增加地方债务风险。虽然第一季度财政支出相对缓慢，我们预计接下来财政支出将有所提速，全年财政将保持支持取态。

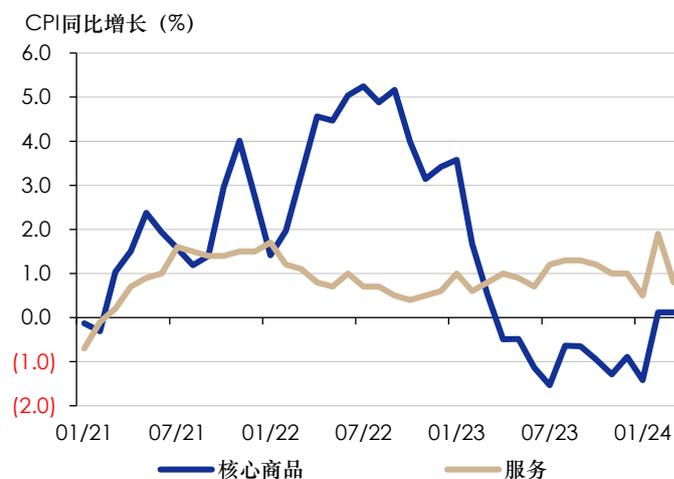
货币政策方面，自今年年初以来，核心通胀在缓慢回升。服务通胀保持正增长、核心商品价格复苏（图20），以及部分地区上调公用事业价格以减少成本压力等因素，预计将继续推动CPI通胀稳步上升，也缓解市场对通货紧缩的担忧。央行预计保持流动性宽松，存款准备金率有可能进一步下调，但我们预计，下半年政策利率将保持不变。随着周期性状况的改善，市场无风险利率将缓慢回升。

图 19: 财政支持将有所增加



资料来源: CEIC, 建银国际证券

图 20: 核心 CPI 稳步攀升



资料来源: CEIC, 建银国际证券

## 关注三中全会和重点领域政策指引

中国共产党第20届中央委员会第三次全体会议将于2024年7月召开。我们预计总体政策将延续最近召开的中央政治局会议和中央金融工作会议的方向，继续强调高质量增长、共同富裕、防风险和坚持对外开放。重申支持科技、创新、绿色转型，提振国内需求，推进民生相关的改革、防范房地产行业和地方债务风险等几方面重点。几个重点领域的细节格外需要关注：

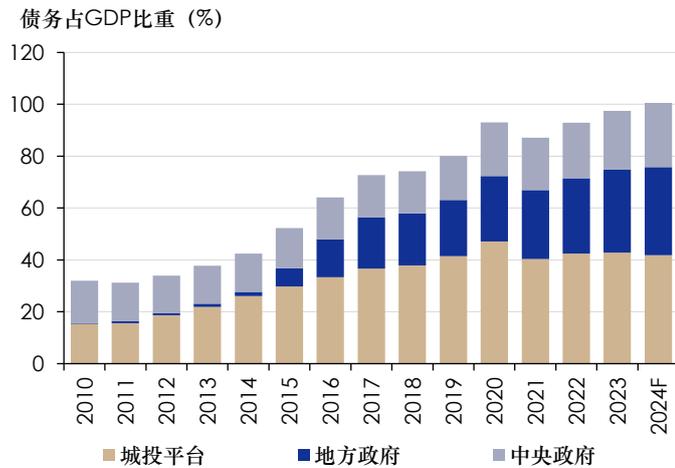
**创新、产业升级和绿色转型。**我们预计政策将继续引导资源流向高新技术和制造业。能源转型和气候政策预期仍将是政策重点。制造业带动的经济反弹可能会增加能耗和碳强度。加快绿色能源转型和扩大国内排放交易体系（ETS）市场的改革迫切性提升。

**财政改革与地方财政。**由于土地出让收入的放缓，地方财政面临压力（[宏观视野：评估中国财政政策略和地方政府融资平台债务前景](#)，2023年11月14日）。虽然去年各地发行的特殊再融资债券缓解了部分流动性压力，但考虑到未来几年土地收入可能保持低迷，而城投平台的债务增长受到防风险的约束（图21），地方财政的资金仍可能面临缺口。财税改革、央地财政关系调整等是宏观政策顺利运行的关键。地方债务重组的方式和进程将值得关注。

**社保改革：**由于中国的人口老龄化和养老资金缺口，养老金改革正变得越来越紧迫。可能方案包括延长法定退休年龄、增加供款或推动个人账户建设等。政策也可能继续聚集提高生育率的措施。

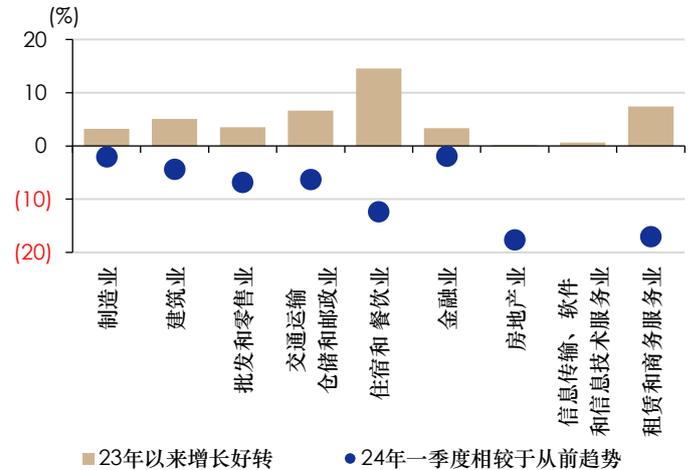
**就业支持和行业政策。**与制造业相比，自疫情以来，中国的服务业相对滞后（图22）。特别是商业服务，如技术和通信服务等，近年来明显放缓，不利就业和收入增长以及消费复苏。政府强调将注重就业容量大的行业发展。关注相关行业改革措施，及对就业和收入增长的支持。

图 21: 料城投债增长继续放缓



资料来源：同花顺，CEIC，建银国际证券

图 22: 服务业需更全面复苏



资料来源：万得，建银国际证券

## 全球经济：更高利率持续更长

今年以来，在美国经济强劲的带动下，发达国家经济较有韧性。年初以来，金融市场对联储降息的预期有所减弱，趋向我们年初更为谨慎的降息预期（详见[我们的《2024年宏观展望》](#)，2023年12月5日）

2024年下半年，我们预计美国经济有所回落。就业市场目前仍然较紧但开始有放缓迹象（图23），就业进一步走弱将带动消费降温。不过，受益于技术创新和支持性政策，企业投资依然稳健，经济下滑的幅度可能有限。

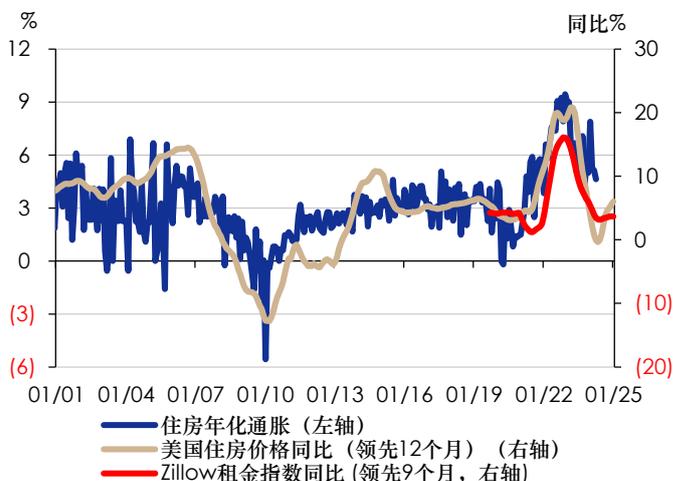
与此同时，美国仍面临通胀压力。由于内需仍强，支持服务业价格，且住房相关价格近期反弹（图24），预计核心通胀回落面临阻力。大宗商品价格的反弹和基数效应的消退也可能加剧整体通胀压力。地缘政治和绿色转型带来的成本压力也仍然是带动通胀的结构性因素。

图 23: 美国就业市场降温趋势不变，但近期就业增长超预期



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 24: 美国住房通胀未来降幅可能有限



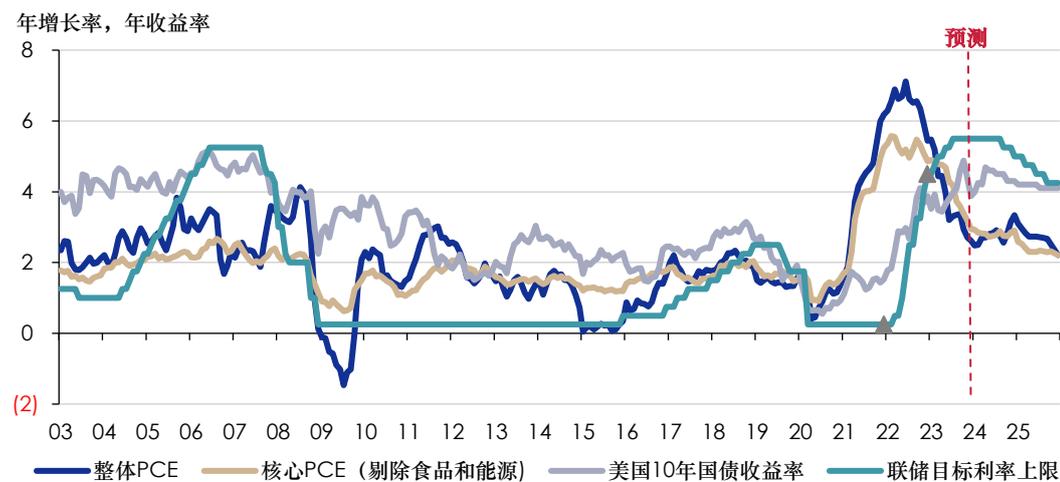
资料来源：美联储，彭博，建银国际证券

我们维持美联储将从9月开始温和降息的预期。最新的FOMC会议表明，虽然面临通胀压力，美联储更倾向于保护经济增长和创造就业。预计一旦失业率上升趋势确立，美联储将在2024年第3季度首次降息。随后4季度继续降息，并在2025年再降息2次。不过，如果经济数据继续强劲，或通胀反弹超预期，仍可能导致美联储推迟首次降息的时间。

面临高息延续下的流动性和信用风险，联储可能倾向采取定向流动性支持或进一步调整量化紧缩步伐，而非大幅降息来应对。

预计2024年下半年和明年，美国利率将温和回落。但对通胀的担忧和中性利率上升的可能性降低了美联储未来降息的空间。我们预计，与疫情前相比，美国长期国债利率将保持高位（图25）。我们对美国经济和利率的预测见下表2。

图 25: 美国通胀和利率预测



资料来源: CEIC, 建银国际证券

表 2: 美国经济与利率预测表

	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
美国 GDP (%同比)	2.9	2.0	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9
美国核心 PCE 通胀(%同比)	2.8	2.8	2.8	2.5	2.3	2.3	2.3
美国联邦基金目标区间(EOP %)	5.25-5.50	5.00-5.25	4.75-5.00	4.50-4.75	4.25-4.50	4.25-4.50	4.25-4.50
美国 2 年期国债收益率(EOP %)	4.9	4.7	4.5	4.3	4.1	4.0	4.0
美国 10 年期国债收益率(EOP %)	4.6	4.5	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1

资料来源: 彭博, CEIC, 建银国际证券

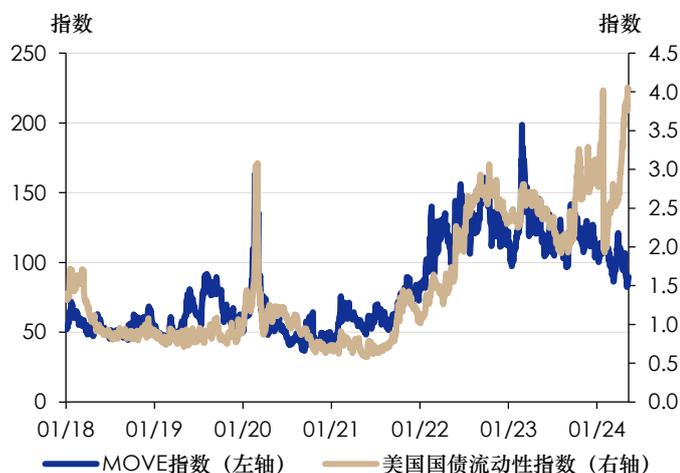
## 美国：关注美国利率和信贷市场风险

国债的大量供应和“更高利率持续更长”的状况伴随着美国国债市场流动性的恶化（图 26）。虽然美国财政部对未来几个季度的国债发行量的预估保持稳定，但庞大的发行规模本身以及财政部对票据融资的依赖，意味着持续的再融资需求。

虽然美联储将从 6 月开始放缓量化紧缩步调，但由于政府债务存量上市，美联储持有的公共债务比例将进一步下降（图 27），仍难以解除市场对国债市场流动性风险的担忧。利率波动可能再次上升。如之前几次情形，流动性压力仍可能迫使美联储迅速介入，提供流动性或进一步放松量化紧缩，以恢复市场功能。

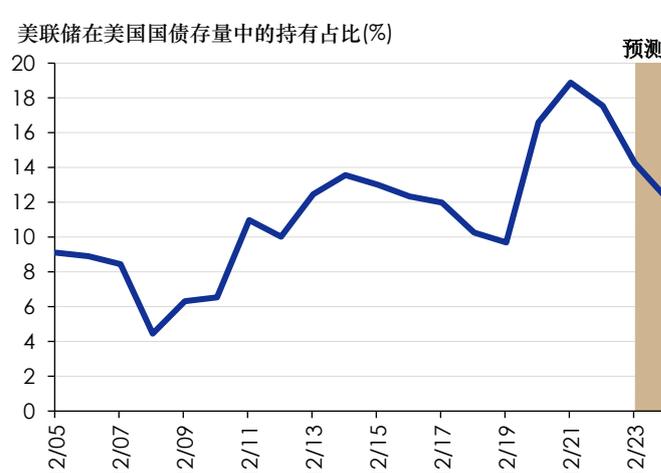
美国企业利差仍处于新冠疫情以来的最低水平。最新数据显示，非金融企业的净负债比率已降至 2022 年年中以来的最低水平，表明企业资产负债表总体健康。我们认为，除非经济增速大幅下降，否则投资级债券仍可能在一段时间内保持韧性。然而，“更高利率维持更长”的环境将给信用资质较差的企业带来压力，违约率继续上升（图 29），推升投机级债券的利差。

图 26: 随着收益率和波动性上升，美国债市场流动性恶化



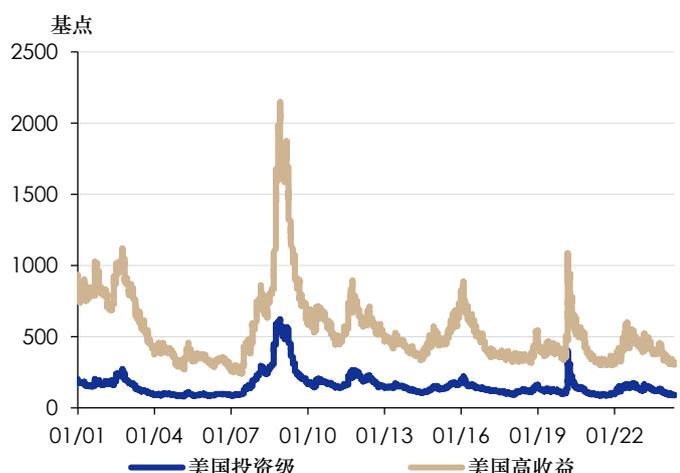
资料来源：彭博，建银国际证券

图 27: 联储在美国国债市场占比预计继续收缩



资料来源：美联储，CEIC，建银国际证券

图 28: 美国企业信用利差持续收窄



资料来源：彭博，建银国际证券

图 29: 企业信用违约率上升，但仍相对温和



资料来源：美联储，建银国际证券

## 美元将震荡走弱

受美国经济的强劲表现以及美国与其他主要经济体之间利差不断扩大的推动，美元指数年初至今上涨了3.6%（图30）。由于其他央行早于美联储开始降息，预计美元在短期内保持强势。

不过，我们预计美元的强势将在年内减弱。在过去的周期中，美元指数通常在美联储加息结束时见顶（图31）。美元相对于其它货币的优势也可能在今年晚些时候减弱。欧洲方面，我们预计欧洲央行将从6月开始降息。宽松的货币政策将有助于提振欧元区经济，而制造业出口的改善将为欧元提供支撑。同样地，英国央行可能会在8月份降息，早于美联储，英国经济前景的改善亦将支持英镑对美元的温和升值。

然而，美元指数的走弱预计仍将充满震荡。地缘政治风险抬升、国家政治和政策的不确定性，以及对经济衰退的担忧，也可能带来美元的反弹。

图 30: 美元受利差支持

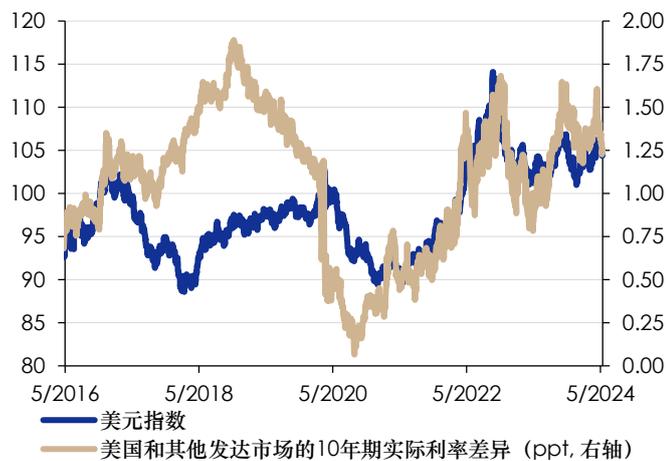
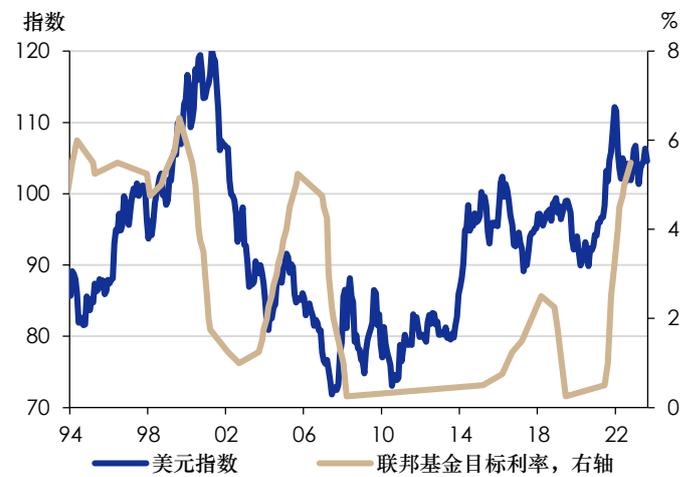


图 31: 美元指数在联储结束紧缩周期后或将回落

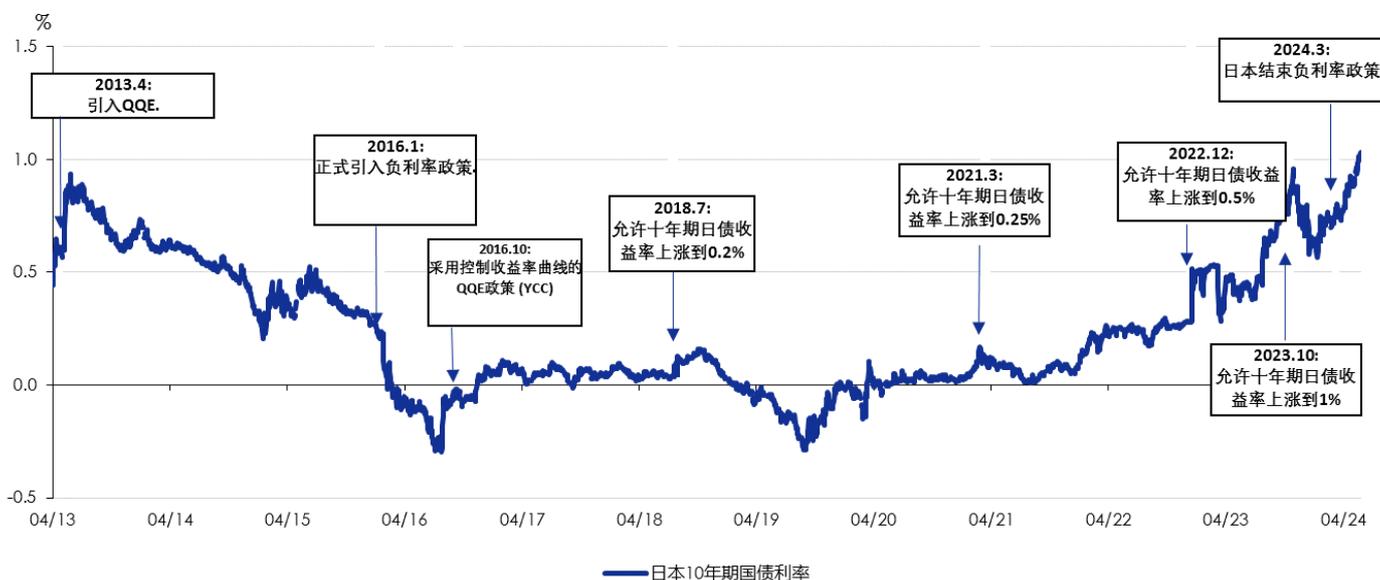


### 日本：预计日本央行将逐步加息

日本央行在3月结束了负利率和YCC政策（图32），标志着日本央行货币政策转向正常化。我们预计，在国内需求增长温和改善和全球经济前景强劲的背景下，日本的周期性增长将继续保持。近期日元的疲软可能会增加未来的通胀压力，我们预计通胀将进一步攀升（图33）。我们预计日本央行将把2024年第一季度疲软的经济增长视为一次性事件，并于今年晚些时候小幅加息0.2-0.3个百分点。日本国债收益率将继续攀升。随着美联储在2024年下半年开始降息，美元走弱，日元汇率有望走强至140（《宏观视野：日本央行走向正常化，下一步是什么？》2024年3月22日）。

日元空头头寸处于历史高位（图34），日本对外投资的很大一部分并未对冲，如果日元走强，可能会增加套利交易平仓的风险。我们估算，对外投资未对冲的部分多投向美债（《宏观视野：日本央行走向正常化，下一步是什么？》2024年3月22日）。套利交易平仓也将增加美国利率市场的波动。

图 32:日本国债收益率走高



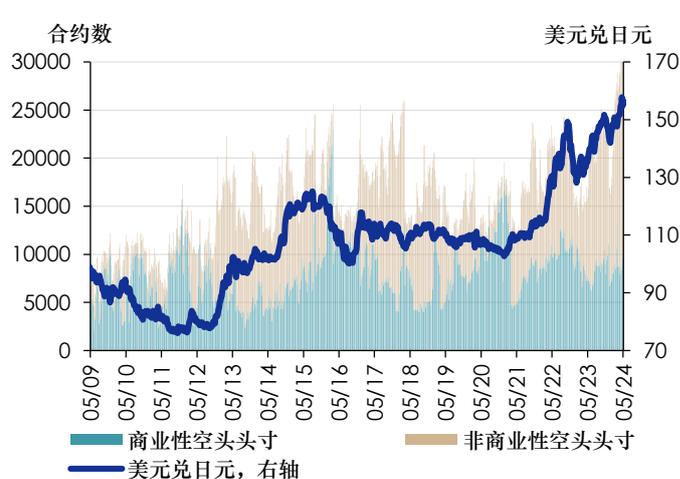
资料来源：日本央行，万得，建银国际证券

图 33: 薪资大幅提升支持服务通胀，近期进口价格也止跌回升



资料来源：万得，建银国际证券

图 34: 日元空头头寸增加



资料来源：万得，CEIC，建银国际证券

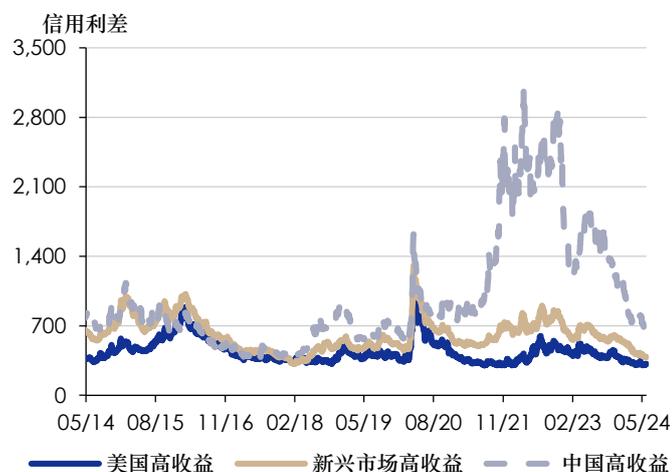
## 中资离岸债券：利差修复，结构变化

继 2023 年的出色表现之后，2024 年以来中国企业发行的高收益美元债再次跑赢全球（图 35），反映了全球流动性压力下降，市场对中国经济增长的预期改善。违约的地产开发商从信用指数中剔除等因素。

鉴于美元借贷成本上升、监管趋严以及市场对高风险发行人的风险偏好较低，我们预计中资美元债券的发行将保持低迷。相比之下，我们预计点心债券发行将继续保持强劲。截至 4 月底，点心债券的年初至今的发行创下了约 2,200 亿元人民币的历史新高，包括政府、金融机构和非金融企业在内的中国实体仍是主要发行人，与 2023 年相比，外国金融机构增加了点心债的发行量。

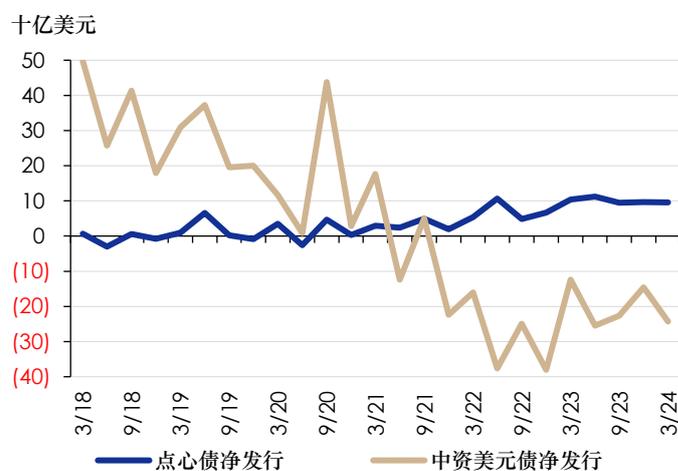
人民币在国际贸易结算中的占比的增加，以及相对较低的离岸人民币（CNH）发行成本，将继续支持点心债的发行，与中资离岸美元债市场的收缩形成对比（图 36）。

图 35: 中资美元高收益债利差从低位近期小幅走阔



资料来源：彭博，建银国际证券

图 36: 离岸市场变化：美元债收缩，点心债上升



资料来源：彭博，万得，建银国际证券

**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, 而无需事先通知。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、可用性及安全性作任何担保、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发表的意見不同或相反。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。

如任何司法管辖权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可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