

建银国际证券 | 宏观研究

宏观月报 – 2025 年 4 月: 关税阴云笼罩, 全球经济前景不确定性上升

Monthly Economic Data Wrap – April 2025: Under the shadow of tariffs, global economic uncertainty surges

报告摘要

- **美国经济数据分化, 市场衰退预期升温:** 美国 3 月经济数据有所分化, 新增就业超预期但失业率有所回升, 通胀小幅下滑, 但对等关税政策推升市场对未来通胀的预期。美联储官员在关税与货币政策的表态上持谨慎观望态度。我们维持联储年内降息两次, 每次 25 个基点的预测。预计短期内美债收益率将继续受到经济数据、关税政策以及市场情绪的影响呈震荡走势。预计美元指数在年内大多数时段将在 95-100 区间内波动。
- **国内一季度经济增长良好, 但外部冲击加大, 关注后续利好政策落地进程:** 一季度中国经济增长优于预期, 工业生产保持强劲, 居民消费温和复苏, 出口受‘抢出口’效应影响增长显著, 但地产仍然较为疲软。随着外围环境日趋严峻, 预计二季度经济或承压。但政治局会议释放积极信号, 关注利好政策的落地进程, 有望在一定程度上对冲外部不利因素。
- **新兴市场资金转向净流出:** 因美国对全部贸易伙伴加征高额关税的对等关税政策导致全球经济增长前景不确定性增加, 新兴市场的海外资金转向净流出, 区域间有所分化, 其中受贸易政策影响较大的亚洲地区为主要流出区域。但中国稳定的利率环境、科技发展以及利好政策仍将继续支持基本面增长, 有望稳定外资信心。

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, 关税谈判进展及美国债务和财政相关时间窗口。国内方面, 关注经济活动高频数据, 以及二季度政策落地情况。

Main points:

- **Divergent US economic data as recession expectations intensify.** In March, US economic indicators gave mixed signals—nonfarm payrolls exceeded expectations while the unemployment rate edged up and inflation moderated slightly, even as reciprocal tariff policies heightened market expectations of future inflation. Fed officials adopted a cautious stance on the tariffs. We maintain our forecast of two 25bp rate cuts by the Fed within the year. In the near term, we expect the 10Y UST yield to remain volatile due to economic data, tariff policies, and market sentiment. The DXY is projected to fluctuate around 95-100 for most of the year.
- **Strong 1Q economic growth for China while external shocks mount; focus is on implementation of supportive policies.** China's first-quarter economic growth outperformed market expectations, with robust industrial production, a modest recovery in household consumption, and surging foreign trade due to the effects of "front-loading exports". However, the property sector remains sluggish. Amid an increasingly challenging external environment, we expect the economy to come under greater pressure in the second quarter. The recent Political Bureau meeting signaled proactive policy intentions, with attention now turning to the implementation of supportive measures, which are anticipated will partially offset external headwinds.
- **Shift in EM to net capital outflows; regional divergence amid tariff risks.** Driven by tariff policies and heightened uncertainty over global growth, emerging markets have experienced a reversal to net capital outflows, with notable regional disparities. Asia, bearing the brunt of trade policy impacts, emerged as the primary outflow region. Nevertheless, stable interest rates, technological advancements, and policy tailwinds in China continue to support fundamental growth, which could help renew foreign investor confidence.

Market focus next month. Internationally, we are keeping an eye on inflation, employment data, US tariffs, and the deficit. Domestically, our focus is high-frequency economic data.

赵文利

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com

严惠婷

(852) 3911 8012
yanhuiying@ccbintl.com

海外宏观：关税政策引发衰退担忧，联储货币政策持谨慎观望态度

美国经济数据分化，关税推升衰退担忧：特朗普政府于四月初宣布“对等关税”政策，对所有贸易伙伴征收高额关税，其中对华商品关税层层加码升至 145%，引发市场对通胀及经济前景的担忧。美国 3 月非农数据有所分化，新增就业人数超出市场预期（图 1），然而失业率小幅上升至 4.2%，薪资增速有所放缓，显示劳动力市场压力初显。服务业就业增长强劲，是新增就业的主要贡献项。然而政府部门与制造业就业仍然较弱，受关税影响，全球供应链的不确定性上升，部分企业冻结招聘。未来对等关税引发的全球供应链的不确定性与衰退预期的升温将对失业率产生上行压力。3 月 CPI 数据低于市场预期，达到 7 个月以来的最低水平。主要由油价大幅下行以及机票酒店等服务价格走弱带动，但食品以及住房等价格仍然具有韧性，显示家庭部门面临的通胀压力仍存，叠加关税冲击，预计通胀温和下降的良好态势难以保持。根据我们此前的研究，并结合 PII 等机构的测算，美国通胀在当前关税情形下将提升 1.0-1.5 个百分点，经济增长或将受到 1.5-2.5 个百分点的负面冲击。关税对经济的可能冲击推升市场对衰退的担忧，目前除中国外的大部分贸易伙伴获得 90 天豁免，关注未来各国谈判进程以及经济数据。

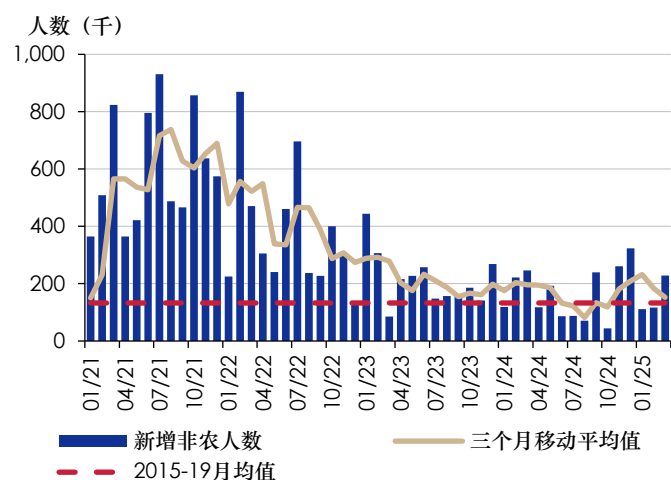
经济增长前景不确定性增强，联储官员表态多持观望态度。美联储主席鲍威尔在 4 月 17 日的讲话中强调，联储当前处于“等待更清晰信号”的位置，无需立即调整货币政策立场。在关税问题上，鲍威尔指出特朗普政府的关税政策可能导致通胀上升且经济放缓，首次提出对滞胀的担忧。他强调，当前关税政策的潜在影响规模和持续时间仍然不确定，美联储需等待更明显的信号。鲍威尔的讲话释放偏鹰派观望的态度，表明通胀风险将优于短期资产价格波动。我们认为当前联储的操作空间受通胀预期的抬升而减小，特朗普政府政策的不确定性将使得联储对货币政策的调整采取更加谨慎的取态，维持我们全年降息两次的基准判断，上半年降息的可能性较小。

预计美债收益率维持区间震荡：4 月份，10 年期美债收益率经历大幅震荡。4 月初，受经济数据走弱、对等关税政策推出引发的衰退预期升温等因素，10 年期美债收益率迅速走低并向下突破 4.0% 关口；而后随着中国对美采取关税反制措施，叠加临时性抛售行为的影响，收益率快速从月内低点攀升至 4.5% 关口；在交易性因素退潮后，美债收益率在四月下旬缓慢回落。当前，美国政经环境仍然面临较大不确定性，预计美债收益率在短期内仍将维持震荡走势。但考虑到当前价格已经大致反映市场对高额关税的通胀预期，且套利交易平仓因素具有暂时性特征，四月初收益率急剧拉升的情况再次出现的可能性较低。

美元波动走弱，年底前仍有小幅下跌空间：受经济走弱以及关税政策不确定性的影响，美元指数在 4 月波动走弱，向下突破 100 关口，而后小幅回升。在特朗普政府月初推出对等关税政策后，市场将更多地聚焦美国接下来公布的一系列经济硬数据，包括经济增长、劳动力市场以及通胀。尽管当前美联储对货币政策的表态仍然偏向谨慎观望，但联储官员沃勒曾表示如果失业率急剧上升，联储可能会更快地采取降息行动。我们预计年内美元指数大部分时间将在 95-100 区间内波动。

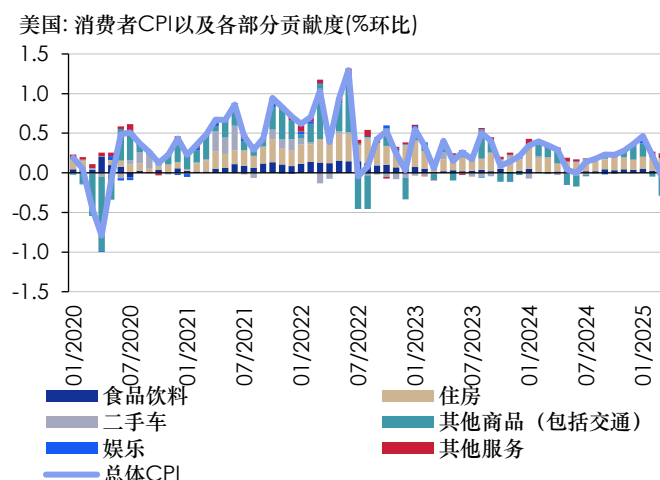
新兴市场资金转向净流出：根据 IIF 数据显示，3 月新兴市场海外资金由净流入转向净流出，股市与债市分别流出 124 亿与 48 亿美元资金，其中中国股票与债券市场分别净流出 89 亿与 67 亿美元资金。特朗普政府关税政策的不确定性以及全球经济走弱的预期是外资流出新兴市场的主要影响因素，分区域来看，亚洲区域受国际贸易冲击较大，为主要的资金流出区域，而拉丁美洲等地区受益于高收益率以及风险敞口主要与大宗商品联系，外资流向更具韧性。短期来看，由于全球经济环境的不确定性仍然较大，供应链压力暂时难以消弭，外资在新兴市场，尤其是中国市场的布局将受到制约。然而，区域内部联系的增强、科技发展、财税改革以及积极的内需政策仍在支撑中国以及亚洲其他新兴市场的经济基本面，有望稳定外资信心。

图 1：美国 3 月非农超预期



资料来源：CEIC，建银国际

图 2：3 月数据显示居民部门通胀压力仍存



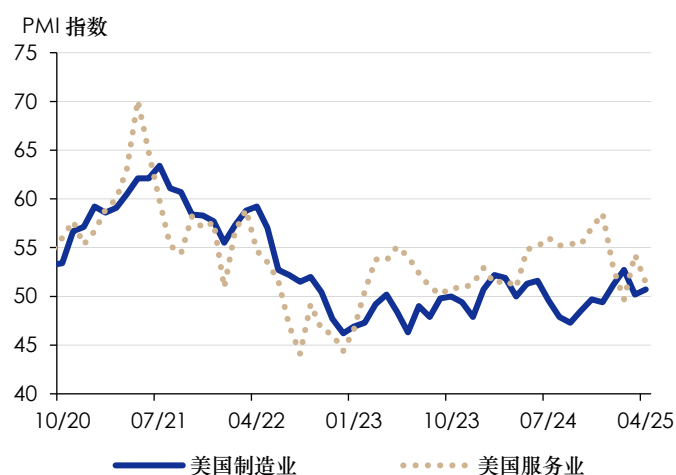
资料来源：CEIC，建银国际

图 3：美国住房相关领先指标显示仍有黏性



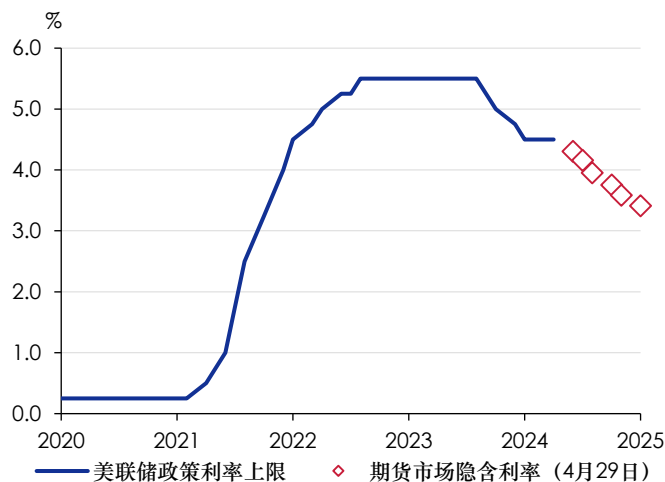
资料来源：CEIC, Fed, 建银国际

图 4：美国服务业 PMI 走弱



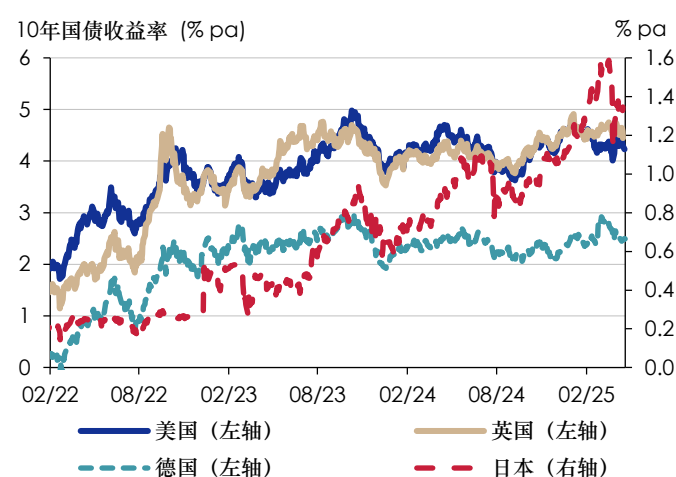
资料来源：CEIC, 建银国际

图 5：衰退担忧推动市场降息预期回升



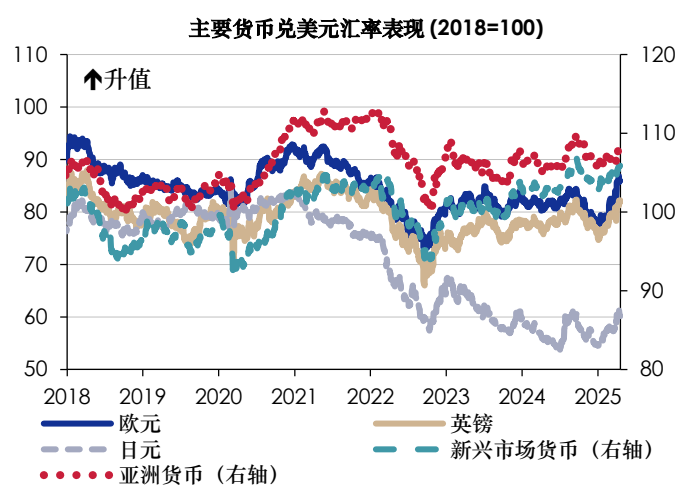
资料来源：彭博，建银国际

图 6：4 月欧美国家国债利率有所回落



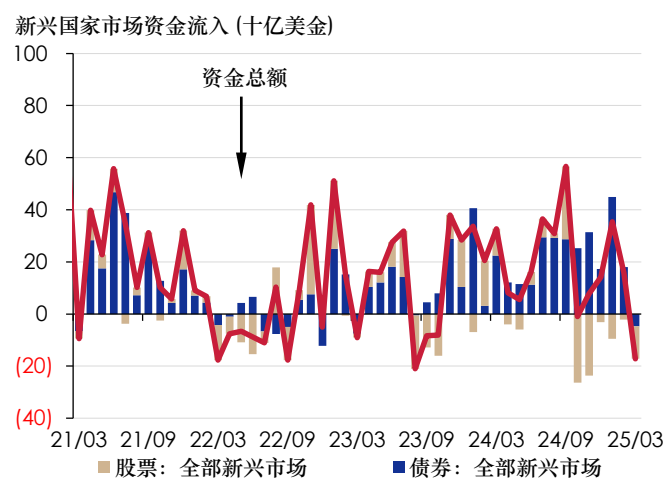
资料来源：万得，建银国际

图 7：主要货币兑美元汇率小幅升值



资料来源：万得，建银国际

图 8：3 月新兴市场海外资本转为净流出



资料来源：IIF, 建银国际

国内宏观: 一季度经济稳步增长, 但外部冲击影响加大

一季度经济增长表现亮眼: 2025 年一季度 GDP 同比增长达到 5.4%, 超出市场一致预期。从需求端来看, 开年消费数据表现较为强劲, 一季度社零同比增长 4.6%, 较去年全年高出 1.1 个百分点, 受益于以旧换新政策以及多省份新一轮消费券的发放, 消费电子、家用电器以及服务类消费增长较为显著。强劲的工业生产也是拉动经济增长的主要因素 (图 9), 一季度第二产业增加值同比增长 5.9%, 其中装备制造和高新技术制造业增长较快, 显示出产业结构升级的趋势。此外, 一季度外贸超预期, 主因特朗普政府上台后宣布的诸项关税政策使得全球贸易前景的不确定性陡升, “抢出口”效应显著, 推动出口增长。从高频数据来看, 清明假期居民出游人次与总花费同比分别增长 6.3% 和 6.7%, 反映居民消费信心持续温和修复, 线下消费预计仍将保持增长。然而, 四月以来, 特朗普政府宣布对全球加征对等关税, 其中对中国关税大幅提升至 145%, 对出口及相关行业造成冲击, 4 月官方制造业 PMI 录得 49, 回落至枯荣线以下, 其中新出口订单录得 44.7, 为 2023 年以来最低水平。根据我们此前测算, 若未来各国谈判进展逊于预期, 美国坚持对中国征收 145% 的关税并对其他国家征收 20% 的关税并维持超过一年, 对中国出口将产生约 9-15 个百分点的影响, 从而拖累经济增长约 1.0-2.1 个百分点。

价格方面, 3 月 CPI 同比跌幅收窄, 核心 CPI 有所回升, 服务价格由负转正成为主要拉动因素, 食品农产品价格受到季节性供应增加的影响有所下滑, 截至四月下旬农产品价格同比下降约 3.3 个百分点。PPI 指数继续下降, 国际油价下行以及部分原材料受节后地产基建开工较为平淡等为主要拖累因素, 部分行业呈现积极变化, 部分消费品与装备制造行业跌幅有所收窄。整体来看, 价格仍在低位徘徊, 美国加征关税对出口的不利影响将推升库存压力, 但随着未来更多支持性政策出台, 价格指数有望逐步企稳。

4 月 24 日中共中央政治局会议指出年初以来宏观政策协同发力, 经济呈现向好态势, 但会议同时指出经济持续回升向好的基础仍需进一步稳固, 外部冲击影响加大。会议首提“国际经贸斗争”, 提出要着力“四稳”(稳就业、稳企业、稳市场、稳预期), 加紧实施更加积极有为的宏观政策, 加快地方债以及超长期国债的发行与使用, 适时降准降息, 创设新型结构性工具支持实体、扩大消费、稳定外贸等。为应对外围环境变化, 会议提出相应的支持性政策, 包括加强融资支持, 加快推动内外贸一体化; 加大服务业开放试点政策力度, 加强对企业“走出去”的服务; 对受关税影响较大的企业, 提高失业保险基金稳岗返还比例。表明在中美贸易的新阶段宏观政策对内部消费以及科技产业的支持力度或将进一步加大, 并将继续加强与非美经济体之间的联系。在资本市场方面, 自 3 月 7 日潘功胜行长首次提出后, 会议再次强调持续用力推进关键核心技术攻关, 创新推出债券市场的“科技板”, 加快实施“人工智能+”行动。此外, 会议继续关注重点领域风险防范工作, 地方债务化解与房地产回稳仍是今年的工作重点之一。整体来看, 四月政治局会议释放的增量信息较为有限, 即在外围形势仍不明朗, 贸易环境不确定性较大的当下, 决策层仍然保有政策定力, 增量政策的出台仍需依时而定。关注未来更多支持性政策出台以及落地进程。

地产销售弱复苏, 但市场分化明显: 一季度房地产开发投资完成额同比下降 9.9%, 房屋新开工跌幅较去年全年扩大至 24.4%、施工和竣工面积分别下行 9.5% 和 14.3%, 显示房企信心不足, 开工压力仍然较大, 供给端调整仍在持续。需求端来看, 则有所企稳, 一季度商品房销售面积同比跌幅收窄至 3.0%, 较 1-2 月份跌幅收窄 2.1 个百分点, 显示销售端有所企稳, 然而区域间分化较为明显, 一线城市与部分经济发达地区市场有所回暖, 而二三线及以下城市仍然面临压力。从高频数据来看, 4 月 30 大中城市商品房销售同比跌幅收窄至 2.4%, 表明地产市场虽然仍在低位但初显企稳迹象, 4 月政治局会议指出房地产市场回稳仍是今年的工作重点之一, 降息与收储等支持性政策的持续推进将有助于改善市场预期。

财政支出加快, 收入端边际改善: 根据财政部公布的 2025 年一季度财政收支情况, 一般公共预算收入同比跌幅收窄至 1.1%, 其中税收收入同比下降 3.5%, 非税收入同比增长 8.8%。一般公共预算支出同比增长 4.2%, 高于去年同期的 2.9%, 完成全年支出目标的 24.5%, 为近年来较高水平 (图 11)。从支出方向来看, 社会保障和就业以及教育相关等民生支出增速显著高于平均增速, 显示开年对民生保障领域的支持力度较大。政府性基金预算收入同比跌幅扩大, 同比下行 11%, 土地收入下滑仍是主要拖累因素。政府性基金预算支出则明显改善, 同比增长 11.1%。整体来看, 2025 年一季度财政支出节奏有所加快, 表明财政靠前发力, 从而支撑一季度经济平稳增长, 考虑到外贸环境的恶化, 未来有望出台更多增量政策, 预计今年财政将继续保持积极取态。

央行保持适度宽松基调: 4 月, 央行 MLF 净投放 5000 亿元, 为连续第二个月加量续作, 体现央行对流动性的呵护。同时, 4 月 LRP 利率连续第六个月维持不变, 显示在外围环境日趋严峻、人民币汇率存在阶段性压力的当下, 央行对政策调整持偏谨慎态度。根据政治局会议指引, 预计央行将保持适度宽松的总基调, 在政策工具的运用上更注重总量与结构的结合, 以支持经济平稳运行并应对外部冲击。维持全年降准两次共 50 个基点, 降息 20 个基点的预测。

市场利率短期呈区间震荡趋势: 4 月份银行间流动性保持宽松, 银行间利率仍然较为稳定。关税冲击对外需产生压力, 推动国债收益率小幅下行, 然而央行对政策调整仍然较为谨慎, 市场预期的降准降息仍未落地, 且特别国债与政府专项债的加快发行在供应端产生压力, 预计短期内国债收益率仍将呈窄幅震荡走势。

人民币未来压力仍存但贬值空间有限: 4 月人民币兑美元呈现先贬后升的波动走势 (图 14)。月初因关税政策冲击, 人民币产生贬值压力, 后因美元受全球衰退预期升温走弱, 人民币兑美元汇率有所回升。预计人民币短期内仍将维持震荡格局, 中期来看, 受中美利差及外贸不确定性上升影响, 人民币汇率压力仍存, 但相较于上一轮贸易战, 贬值空间有限。随着国内稳增长政策逐步发力, 于人民币汇率有望逐步稳定, 预计二季度人民币汇率将在 7.3 上下波动。

图 9：强劲的工业生产推动一季度 GDP 增长

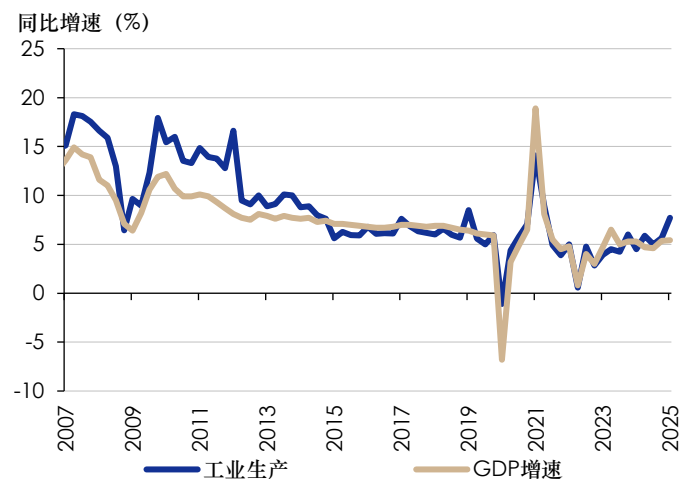


图 10：地产销售初显企稳迹象

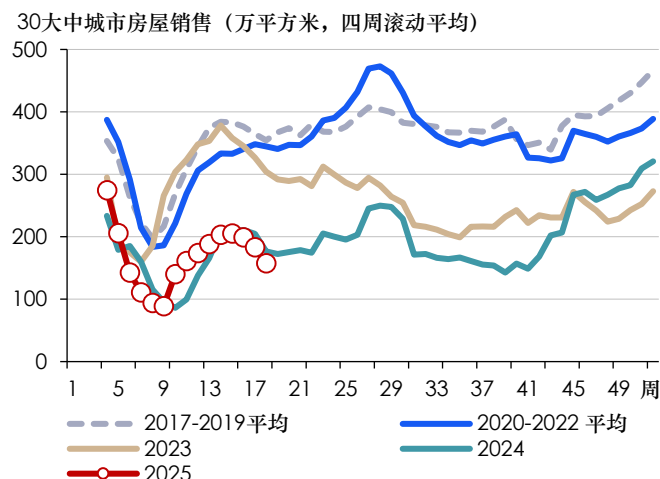


图 11：一季度财政支出加快



图 12：二季度地方专项债发行有望提速

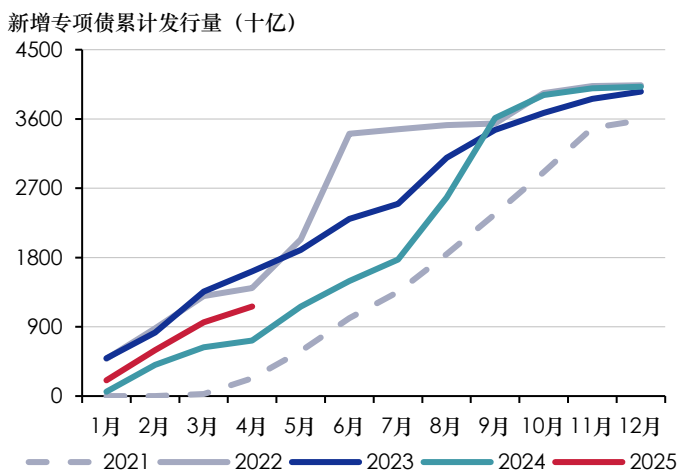


图 13：国债利率走低后震荡企稳

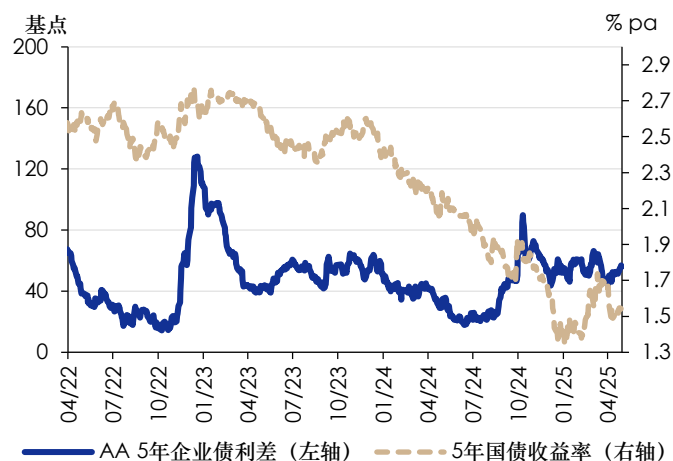


图 14：人民币未来压力仍存

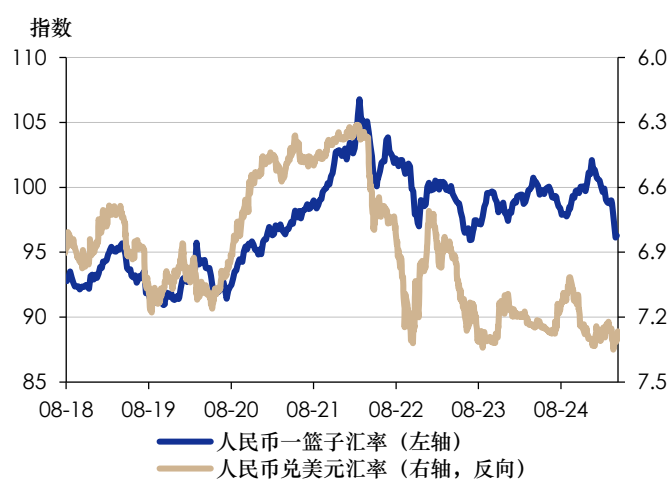


表 2：宏观政策

4 月 25 日	中共中央政治局	中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。会议强调，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事。要加快构建房地产发展新模式，持续巩固房地产市场稳定态势；对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例；根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节；要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费。
4 月 28 日	国新办	国家发展改革委副主任赵辰昕、人力资源社会保障部副部长俞家栋、商务部副部长盛秋平、中国人民银行副行长邹澜出席国新办新闻发布会。在稳定外贸发展方面，主要包括一业一策、一企一策加大支持力度，帮助出口企业规避风险，扩大服务产品“出海”，鼓励外资企业境内再投资等举措；在促进消费方面，主要包括扩大服务消费，强化失能老年人照护，推动汽车消费扩容，构建技能导向的薪酬分配制度等举措；在积极扩大有效投资方面，主要包括完善消费基础设施、大力提振民间投资积极性、设立新型政策性金融工具等举措。

货币政策

4 月 24 日	央行	中国人民银行发布 2025 年 4 月中期借贷便利招标公告称，为保持银行体系流动性充裕，2025 年 4 月 25 日（周五），将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 6000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。
4 月 25 日	中共中央政治局	会议强调，适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。强化政策取向一致性。

财政政策

4 月 24 日	财政部	财政部下达 2025 年水利发展资金 471 亿元，支持各地实施防汛抗旱水利提升工程等水利建设。在资金支持重点上，主要体现“三个聚焦”。一是聚焦短板弱项保障水安全。二是聚焦民生领域提升人民幸福感。三是聚焦兴水之利促进县域经济发展。
4 月 25 日	中共中央政治局	会议强调，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策，加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。

金融市场

4 月 8 日	国家金融监督管理总局	国家金融监督管理总局也发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，优化保险资金比例监管政策，加大对资本市场和实体经济的支持力度。《通知》主要包括：一是上调权益资产配置比例上限。简化档位标准，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调 5%，进一步拓宽权益投资空间，为实体经济提供更多股权性资本。
4 月 21 日	中国央行等四部门	中国央行等四部门联合印发《上海国际金融中心进一步提升跨境金融服务便利化行动方案》的通知。通知表示，加强 CIPS 建设，完善系统功能，研究推动区块链技术应用，为人民币计价的全球贸易、航运及投融资提供安全高效的结算清算服务。

地产政策

4 月 25 日	中共中央政治局	会议指出，要持续用力防范化解重点领域风险。加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。持续稳定和活跃资本市场。
----------	---------	---

行业及民营经济

4 月 18 日	商务部等九部门	商务部等 9 部门近日印发关于促进家政服务消费扩容升级的若干措施，4 月 18 日对外发布。一系列举措围绕提升家政服务供给质量、促进家政服务便利消费、完善家政服务业支持政策、优化家政服务消费环境等 4 方面展开，促进家政服务消费扩容升级。
4 月 21 日	中共中央、国务院	中共中央、国务院印发《关于实施自由贸易试验区提升战略的意见》（以下简称《意见》），对自由贸易试验区建设工作作出系统部署。意见提出，要打造高能级科技创新生态，促进创新链产业链融合，扩大国际科技交流合作。要建设现代化产业体系，提升产业链现代化水平，推动建设先进产业集群，促进自由贸易试验区产业协同联动。鼓励自由贸易试验区开展全产业链集成创新。
4 月 27 日	财政部等六部门	工业和信息化部、财政部等六部门发文下调离境退税起退点至 200 元人民币，现金退税限额上调至 20000 元。六部门还指出，鼓励各地区在大型商圈、步行街、旅游景区、度假区、文博场所、机场、客运港口、酒店等增设退税商店，扩大退税商店覆盖面。放宽离境退税商店备案条件。将离境退税商店备案条件在现行的纳税信用等级 A 级和 B 级基础上增加 M 级，允许新开商店在符合其他相关规定的前提下成为退税商店。

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 2025。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