

2025 年财政数据回顾与 2026 年财政政策展望

2025 年财政政策更加积极，一般公共预算赤字同比提升 1 个百分点至 4%，涵盖一般公共预算、政府性基金预算及国有资本经营预算的广义财政赤字达 12.1 万亿元，创历史新高。但由于下半年房地产调整压力加大、经济增长动能放缓，全年广义财政收入下降 2.2%，较年初预算低 6,400 亿元。2025 年广义财政支出（剔除 5,000 亿补充银行资本金）40.3 万亿元，同比增速放缓 0.4 个百分点至 2.2%。展望 2026 年，预计广义财政支出增速加快至 3.3%，主要来自财政收入回升以及政府新增债券小幅扩张，广义赤字率预计从 2025 年的 8.6% 降至 8.2%。

2025 年财政政策回顾特点

（一）广义财政收入跌幅扩大，房地产调整与内需不足是主要拖累

一般公共预算收入和政府性基金收入继续低于年初预算安排。2025 年全年，一般公共预算收入 21.6 万亿元，同比减少 3,660 亿元或下跌 1.7%，较年初设定的预算少收 3,805 亿元。同时，政府性基金收入同比下跌 7.0% 至 5.77 万亿元，跌幅较 2024 年的 12.2% 有所收窄，但远低于年初预算的增长 0.7%，存在 4,795 亿元缺口。综上，2025 年“两本账”（一般公共预算+政府性基金预算）财政收入同比下降 2.9% 至 27.4 万亿元，较预算安排少收 8,600 亿元，相当于 GDP 的 0.6%；相比之下，2024 年“两本账”财政收入同比下跌 2.0%，较预算少收 1.3 万亿元。

税收收入和国有土地出让收入是主要拖累。税收收入占一般公共预算收入的 81.6%；2025 年税收收入增长 0.8%，2024 年下跌 3.4%，预算目标为增长 3.7%，对应少收 5,097 亿元。我国税收收入以流转税为主，对物价表现较为敏感，2025 年物价持续低位运行，GDP 平减指数跌幅从 2024 年的 -0.8% 加深至 2025 年的 -1.0%，名义 GDP 增速从 2024 年的 4.2% 降至 2025 年 4.0%，导致以名义价值征收的税收增速较低。同时，工业品价格持续负增长，企业利润增长偏弱，占税收 23% 的企业所得税在 2025 年仅增长 1.0%。

国有土地出让收入占政府性基金收入 72%，2025 年继续下跌 14.7% 至 4.15 万亿元，全年走势前高后低，第四季度调整压力上升，跌幅自前三季度的 4.2% 急速扩大至四季度的 24.4%；2025 年国有土地出让收入较 2021 年高点累计下跌 52.3%，对应少收 4.55 万亿元。值得关注的是，2025 年国有土地使用权出让金收入安排的支出达到 4.71 万亿元，形成了 5,602 亿元的收支缺口需要通过其它资金来源补齐。

国有资本利润上缴力度增加和资本市场回升带来的相关收入是财政增收的一大亮点。2025 年，国有资本运营预算实现收入 8,547 亿元，增长 26.0% 或 1,764 亿元，较预算安排多收 2,219 亿元。国有资本运营预算收入主要包括国企利润上缴、国企股息红利等，尽管 2025 年国有企业利润总额下降 6.3%，但在国务院国资委、证监会等部门出台市值管理的政策引导下，央企成为加大分红、提升投资者回报的主力。2025 年中央国有资本运营收入高增 73.3%，是整体国有资本运营收入增长的主要拉动力。资本市场活跃推高证券印花税和与个人所得税有关的股息红利、股权转让等资本利得收入，2025 年证券交易印花税上涨 57.8%，个人所得税增长 11.5%，增速明显高于其他主要税种。2025 年非税收入在 2024 年的高基数下同比减少 11.3%，但好于年初预算的下跌 14.2%，非税收入表现好于预算安排在一定程度上或与特定企业和金融机构加大利润上缴和分红有关。

中银国际研究有限公司

张婉

(852) 3988 6428

wan.zhang@bocigroup.com

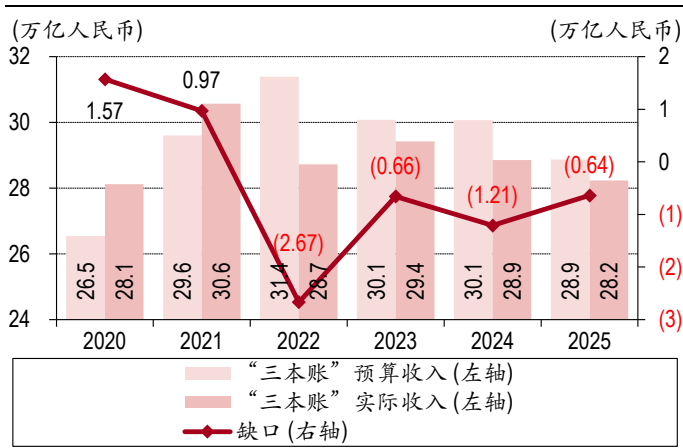
彭助

(852) 3988 6408

penny.z.peng@bocigroup.com

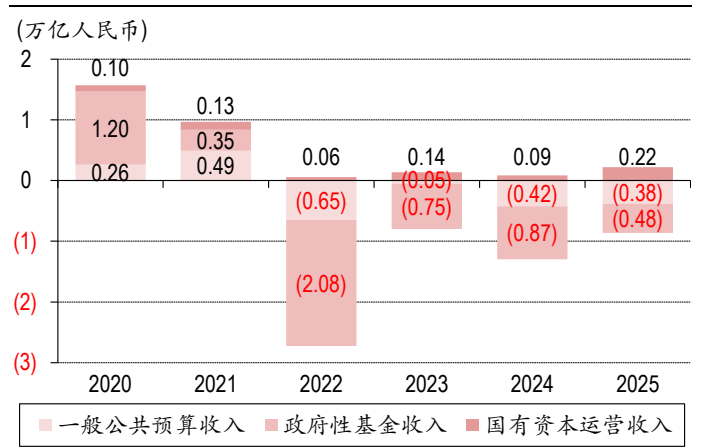
宏观税负率进一步下降。2025年，一般公共预算收入占GDP的比重从2024年的16.3%下降到2025年的15.7%，较“十四五”末的2020年下降了2.4个百分点，较2015年的高点下降了6.5个百分点。由于税收收入增速持续低于名义GDP增速，税收收入占GDP的比重进一步降至2025年的12.6%，较2024年低0.4个百分点，距离2012年的高点已累积下降5.8个百分点。IMF的政府财政收支统计显示，发达国家的宏观税负水平普遍在30%以上，部分甚至超过了40%、50%，发展中国家约为20%左右；我国同口径占比在24%左右。“十五五”规划建议指出，应“保持合理的宏观税负水平”。实现宏观税负止跌企稳关系未来财政支出的可持续性，预计后续会通过加强税收征管、改革完善税费制度、综合推进“反内卷”并完善税费补贴来保持税收收入占比的基本稳定。

图表 1. 预算广义财政收入和实际广义财政收入



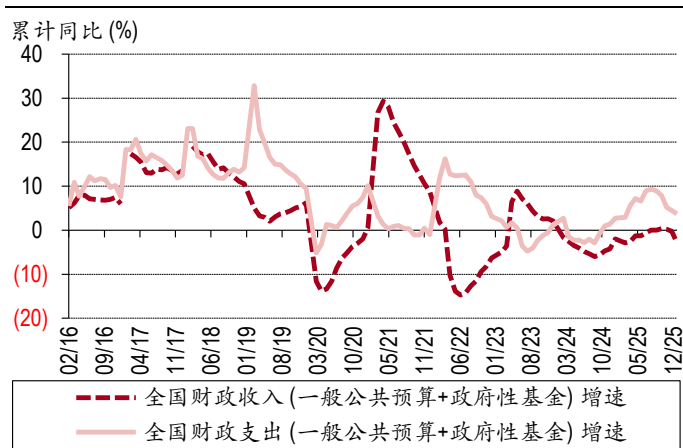
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 2. 广义财政收入缺口构成



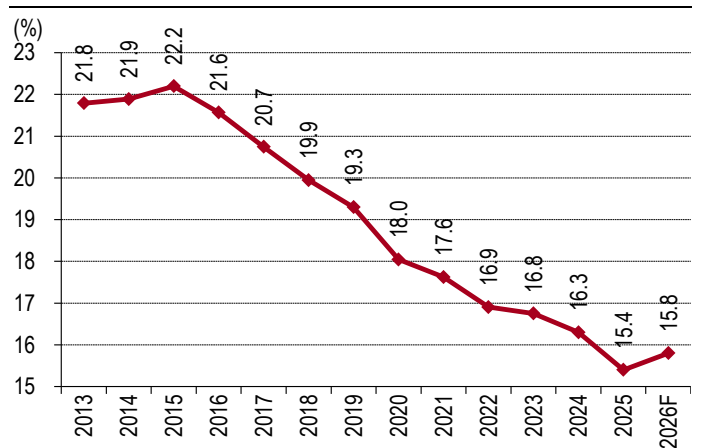
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 3. “两本账” 财政收入和财政支出增速

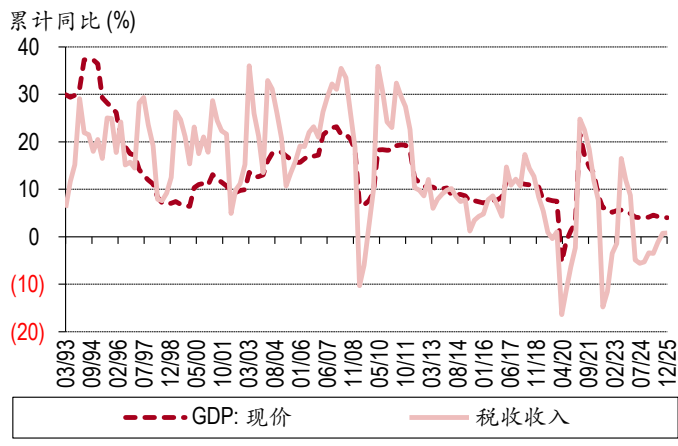


资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

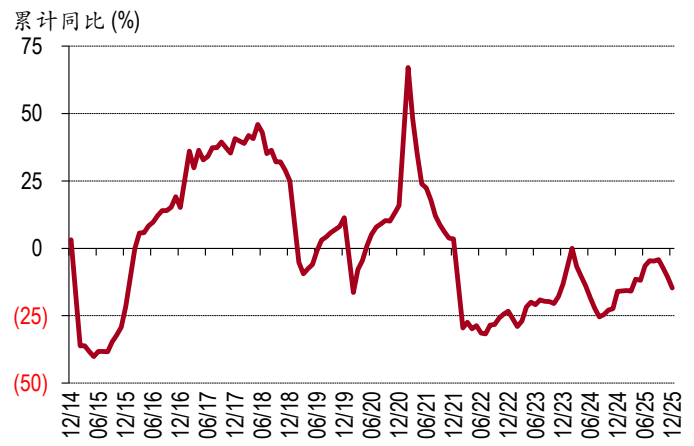
图表 4. 一般公共预算收入/GDP



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 5. 税收收入与名义 GDP 增速基本同步


资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 6. 2025 年土地出让收入下跌 14.7%，2024 年下跌 16%


资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

(二) 财政支出增速回升, 全年节奏前低后高

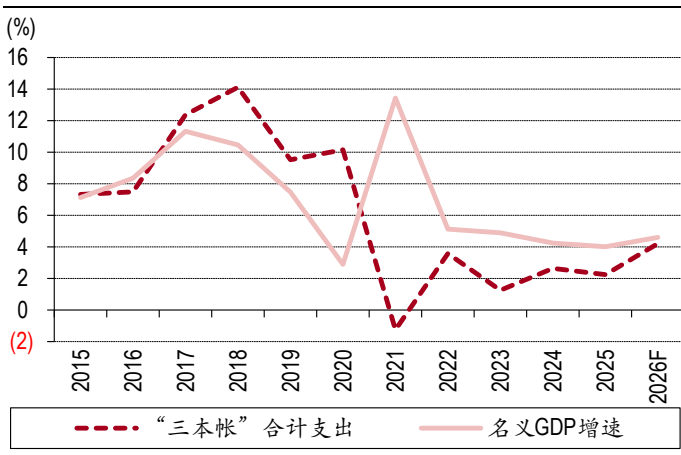
2025 年财政支出增速回升, 且在节奏上靠前发力, 对上半年经济增长的支持作用更加明显。2025 年“两本账”支出增长 3.7%至 40.0 万亿元; 调整后的“两本账” (扣除补充银行资本金的 5,000 亿元, 下同) 支出增长 2.4%, 2024 年增长 2.7%。其中, 一般公共预算全年支出 28.74 万亿元, 增长 1.0%, 2024 年增长 3.6%。相比之下, 受益于地方政府专项债、特别国债扩大发行, 2025 年政府性基金预算支出增长 11.2%至 11.29 万亿元; 即便是调整后政府性基金预算支出仍增长 6.3%, 较 2024 年的增长 0.2%明显加快。分中央和地方看, 2025 年调整后的中央“两本账”财政支出增长 8.0%, 地方仅增长 1.6%。

节奏上, 2025 年财政支出前高后低, 主要由于上半年政府债券融资落实“主动靠前发力”, 融资规模明显超过去年同期, 支撑了财政扩张, 下半年财政支出增速在财政收入不及预期、债券发行放缓和高基数的共同影响下总体减速; 2025 年经济增速同样呈现前高后低的格局。受政府债券发行节奏及下半年房地产市场调整冲击加深的影响, 调整后的广义财政支出在 2025 年前 7 个月同比增长 6.8%, 但随后在 8-12 月转为同比下跌 2.2%。广义财政支出增速放缓, 对经济增长的支持边际减弱, 叠加房地产调整压力加深, GDP 增速从上半年的 5.3%降至下半年的 4.6%。

财政支出结构向“投资于人”转型, 加大对社保、就业、民生领域的投入, 地方政府债券增加对土地储备的投入。2025 年, 一般公共预算支出中社保与就业、卫生健康和教育支出同比分别增长 6.7%、5.7%和 3.2%, 增速较 2024 年提高 1.1、14.8 和 1.2 个百分点。2025 年前 11 个月, 新增地方政府债券融资投向民生和稳楼市相关领域 (包含社会事业、保障性安居工程和土地储备) 的金额为 1.49 万亿, 同比增加 4381 亿, 占比提升 6.7 个百分点至 29.1%, 其中, 2025 年重启发行土地储备专项债, 前 11 个月发行 5,062 亿元, 占比 9.9%。

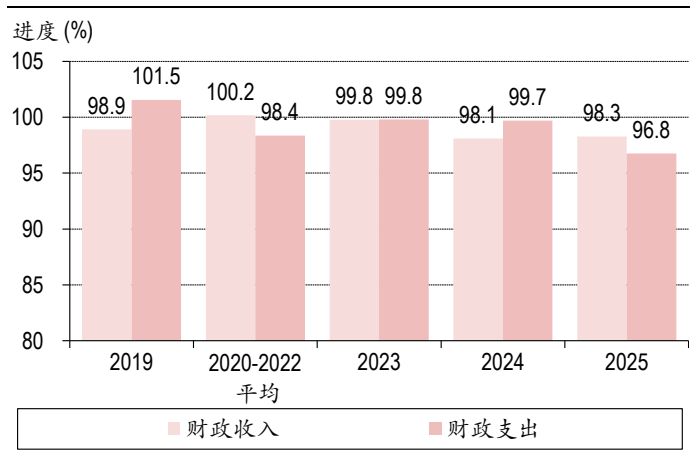
随着“十四五”重大项目收官, 用于基础建设的财政资金收缩, 基建投资也在下半年明显下滑。2025 年, 一般公共预算支出中, 农林水事务和城乡社区事务支出分别下降 13.2%和 5.0%, 增速较 2024 年低 25.6 和 10.9 个百分点。2025 年前 11 个月, 新增地方政府债券融资中投向基建领域的金额同比减少 1,076 亿元至 1.26 万亿元, 占比下降 4.6 个百分点至 24.7%。2025 年, 基础建设投资同比减少 1.5%, 且增速从上半年的大幅增长 8.9%转为下半年的下跌 9.7%。

图表 7. 广义财政支出和名义 GDP 增速



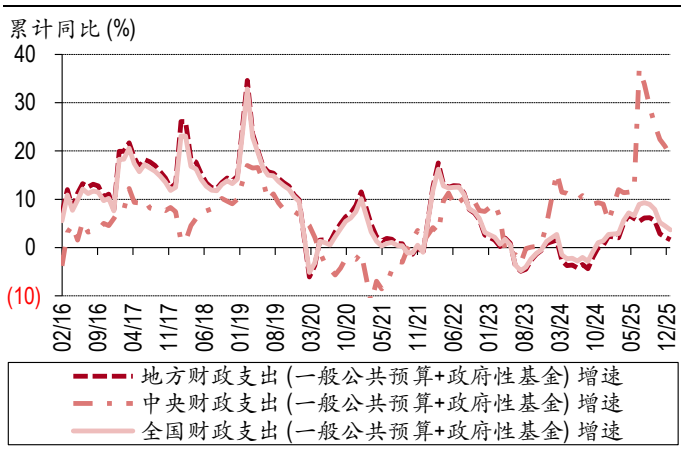
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究
备注: 广义财政支出不包括 5000 亿元补充银行资本金

图表 8. 一般公共预算收支完成情况



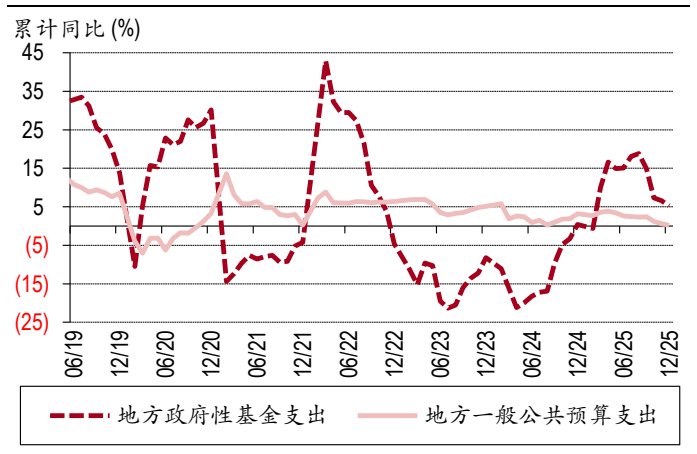
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 9. “两本账”财政支出 (一般公共预算+政府性基金预算)



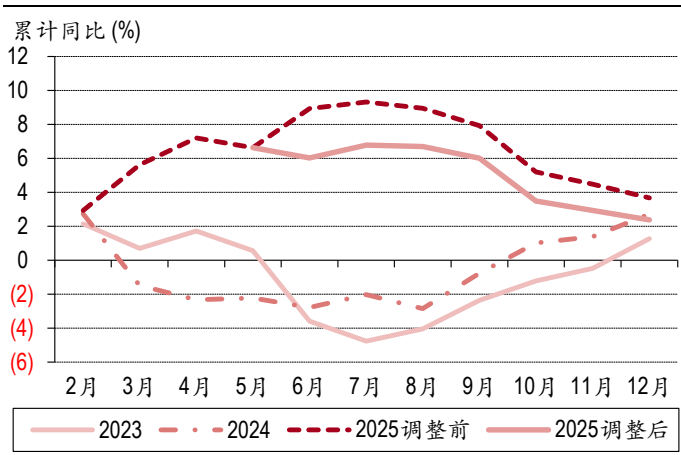
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究
备注: 2025 年, 调整后全国和中央“两本账”财政支出分别增长 2.4% 和 8.0%

图表 10. 地方政府财政支出



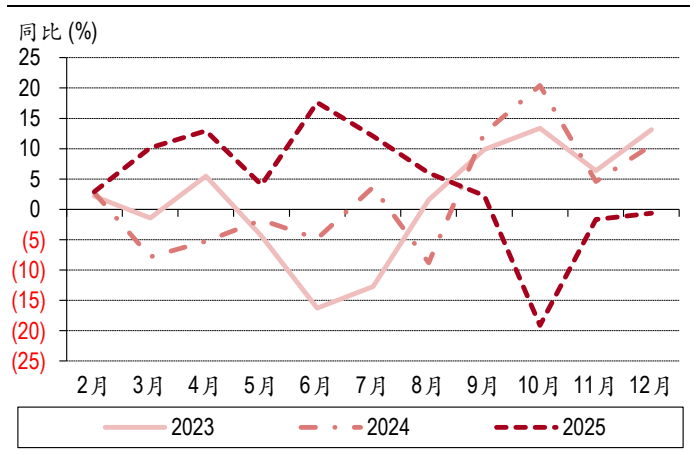
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 11. 2023-2025 “两本账”财政支出累计同比



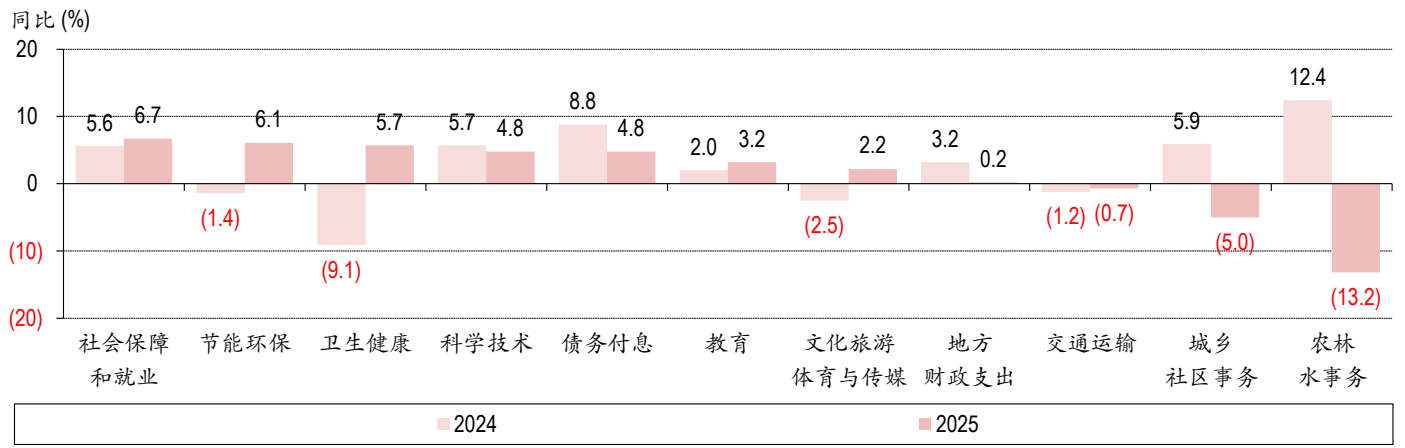
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 12. 2023-2025 “两本账”财政支出当月同比

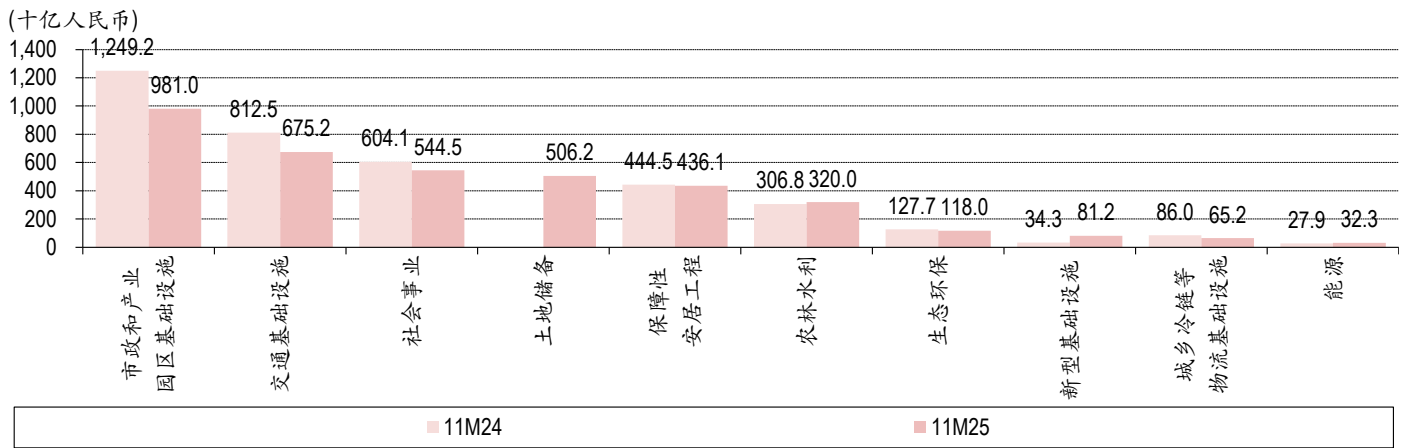


资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

备注: 2025 年 6 月, 调整后“两本账”财政支出增长 3.8%

图表 13. 保证重点领域支出增速


资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 14. 地方政府债券投向


资料来源: 财政部, 中银国际研究

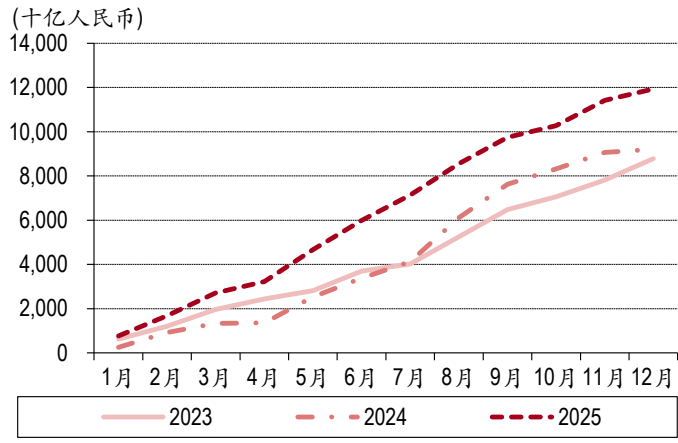
(三) 政府债券融资规模扩张, 加快化解隐性债务

2025 年全年, 预算安排的新增政府债券 11.86 万亿元, 占 GDP 比重 8.5%: 国债、特别国债、地方一般债和地方专项债分别为 4.86 万亿元、1.8 万亿元、8,000 亿元和 4.4 万亿元; 2025 年 10 月末, 又安排使用 2,000 亿元专项债地方结余限额支持地方投资建设, 全年政府债券实际发行 11.93 万亿元, 同比增加 2.73 万亿元。在发行节奏上, 新增政府债券主要在前 7 个月发行, 带动财政支出靠前发力; 前 7 个月, 政府债券同比多增 3.01 万亿元, 8-10 月同比少增 1.04 万亿, 11-12 月受新增额度的拉动债券发行同比增速再度加快。

2025 年地方政府隐性债务加速化解。 根据方案, 2025 年继续安排包括 2 万亿特殊再融资债和 8,000 亿元“特殊”地方专项债用于化债。实际运行中, 2 万亿额度特殊再融资债券实际发行 2.31 万亿元; 8,000 亿额度的特殊专项债实际发行 1.28 万亿元。二者合计共化债 3.59 万亿元, 远超 2.8 万亿元的年度化债额度; 2023 年末 14.3 万亿元地方政府隐性债务余额到 2025 年末预计已降至 7 万亿元。地方专项债中用于化解地方政府隐性债务的“特殊”专项债发行增多, 也部分降低了投向项目的财政资源; 受此影响, 全年 4.6 万亿元地方专项债中仅约 3.3 万亿元用于项目, 较 2024 年仅增加约 1,700 亿元。

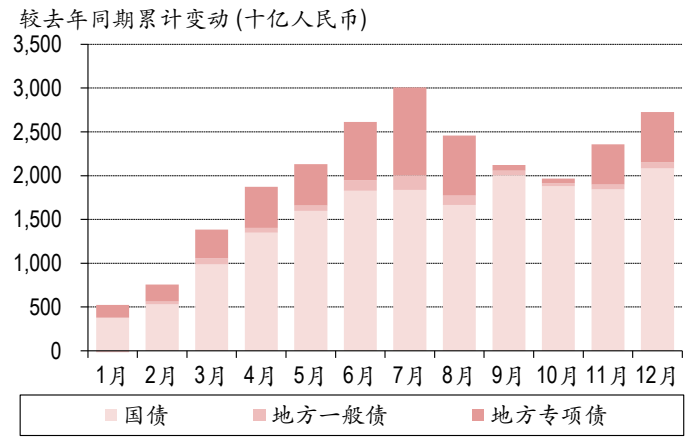
在财政扩张和加快化债的作用下，2025 年末，政府部门债务占 GDP 的比重为 73.7%，同比提升 4.7 个百分点；其中，中央政府和地方政府债务占 GDP 的比重分别提升 3.7 和 1.0 个百分点至 29.3% 和 44.3%。地方政府债务中，显性债务比重增 3.8 个百分点至 39.1%、隐性债务比重降 2.9 个百分点至 5.2%。

图表 15. 2025 年政府债券融资规模显著扩大



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 16. 2025 年政府债券融资先快后慢



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

2026 年财政政策展望

展望 2026 年，中央经济工作会议延续财政政策“更加积极”的表述，更加强强调“提质增效，优化支出结构”，但在表述上从 2024 年中央经济工作会议提出的“提高财政赤字率，加大财政支出强度，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用”转变为“保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量”。财政部介绍，2026 年财政政策将确保总量支出“只增不减”、重点领域保障“只强不弱”，持续优化支出结构，提高资金使用效益，深化财税重点领域改革。

我们预计财政支出总额的增加或更多来自收入的恢复。一是名义 GDP 增速回升，有助于改善流转税税基，促进税收增长。二是 2026 年将进一步优化财税补贴政策，预计税收优惠政策主要针对科技创新、先进制造等领域，而在部分行业，税率可能从过去的优惠水平回到相对常态水平。事实上，今年 1 月财政部已宣布取消光伏等 249 种产品的增值税出口退税，提高电信服务增值税 3 个百分点至 9%。三是国有资本运营收入保持稳健增长，驱动力包括加强国企利润上缴力度，挖掘国有资本分红潜力，推动国企上市和并购重组。四是房地产拖累边际减轻，卖地收入减少规模有望一定程度收窄。

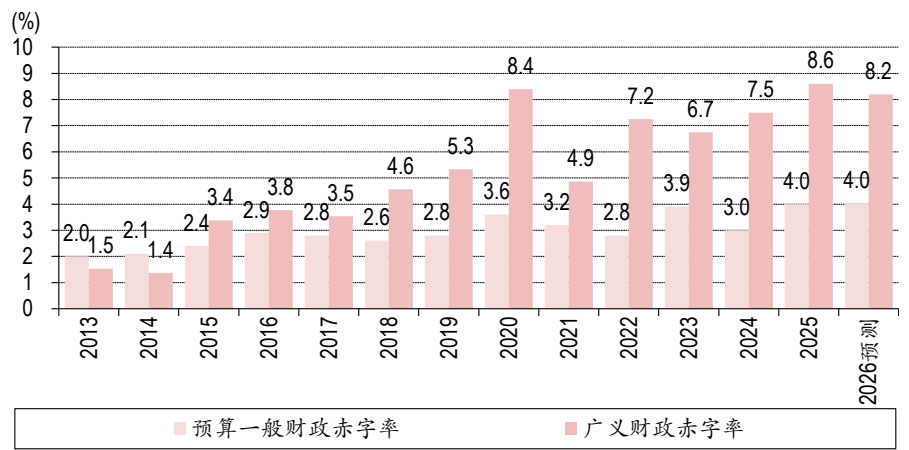
2026 年，我们预计新增政府债券 12.08 万亿元，占 GDP 的比重 8.2%，较 2025 年下降 0.4 个百分点，包括：(1) 一般公共预算赤字率保持在 4%，对应赤字规模 5.88 万亿元，较 2025 年高 2,200 亿；(2) 特别国债 1.8 万亿元，持平于 2025 年，其中用于支持“两重两新”特别国债额度 1.3 万亿元，补充金融机构资本金国债 5,000 亿元；(3) 地方政府专项债 4.4 万亿元，较 2025 年年初预算持平，但较 2025 年实际发行规模低 2,000 亿元；2026 年年中可能会继续追加 2,000 亿元的专项债发行限额。

综上，我们预计 2026 年广义财政支出规模达 41.3 万亿元，同比增长 3.3% 或 1.3 万亿元。在支出节奏上，考虑到财政部明确将尽早下达年度地方政府债务限额以支持“十五五”开局阶段重点项目及时开工，以及 2025 年一季度较高的经济增速，预计财政支出将继续靠前发力。在支出方向上：一是“十五五”重大项目，已经明确适当增加中央预算内投资规模，旨在促进投资止跌回稳。二是加大“投资于人”力度，加强民生保障，增加医疗卫生、教育、养老、育儿投入，多渠道增加居民收入和稳就业。三是扩大内需，包括继续实施服务业经营主体贷款贴息和个人消费贷款贴息政策，持续支持“两重”“两新”。但值得注意的是，“两新”政策相关表述从 2025 年的“加力扩围实施‘两新’政策，更大力度支持‘两重’项目”向 2026 年的“优化实施‘两新’‘两重’政策”转变。根据 2025 年底公布 2026 年“两重”、“两新”实施方案来看，消费品补贴范围有所收窄的同时向绿色化、智能化产品倾斜，强调均衡有序的补贴节奏；设备更新方面注重优化项目申报和审核流程，提升资金使用效率。

最后，2026 年将继续推进地方政府隐性债务化解，但可能会结合地方专项债使用优化，更加均衡的推进。2024-2025 年地方隐性债务加速置换，有效改善企业应收账款，降低了地方政府债务和利息压力。2025 年中央经济工作会议首次提出“重视解决地方财政困难”，预计 2026 年仍将靠前只用化债额度，减轻地方财政压力，提升地方政府财政支出的积极性，但考虑到当前投资下行压力较大，预计将避免过多发行“特殊”专项债挤占投向基础设施建设的财政资金。

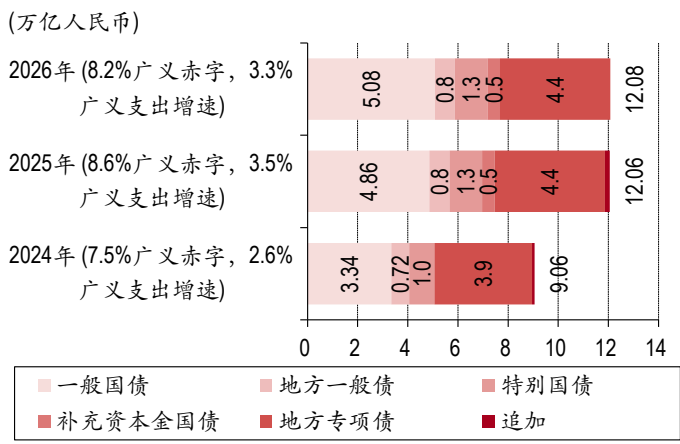
但 2026 年财政资金使用仍存在部分风险和挑战，需要关注。一是房地产下行压力若进一步加大，可能会继续导致房地产相关收入和物价回升不及预期，进而压低广义财政收入并约束财政支出。二是目前地方投资项目不足依然存在主要问题，或影响地方专项债发行节奏以及地方相关投资项目启动速度，进而导致投资继续承压。三是 2025 年特别是 2025 年上半年，财政资金支出基数较高，对 2026 年把握支出节奏，保持预期稳定带来一定考验。

图表 17. 一般预算财政赤字和广义财政预算赤字



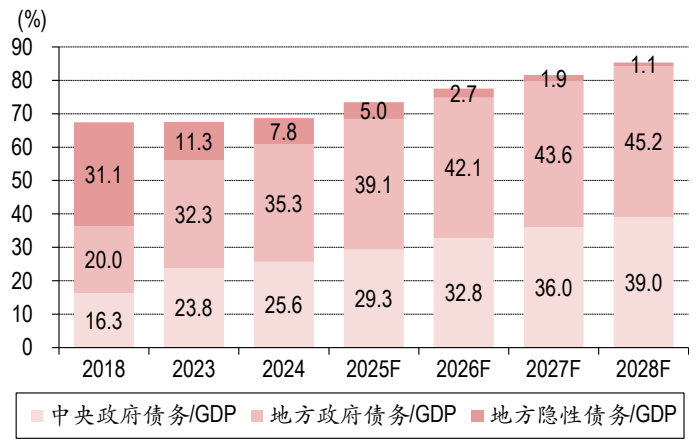
资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 18. 新增政府债券融资安排



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 19. 政府债务/GDP



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 20. 广义财政预算

| (十亿人民币) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024年 预算 | 2024年 实际 | 2025年 预算 | 2025年 实际 | 2026年 预测 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 赤字 (国债+地方一般债) | (2,180) | (2,380) | (2,380) | (2,760) | (3,760) | (3,570) | (3,370) | (4,880) | (4,060) | (4,060) | (5,660) | (5,660) | (5,880) |
| 占 GDP 的比重 (%) | (2.9) | (2.9) | (2.6) | (2.8) | (3.7) | (3.1) | (2.8) | (3.8) | (3.0) | (3.0) | (4.0) | (4.0) | (4.0) |
| 收入 | 15,960 | 17,259 | 18,336 | 19,038 | 18,291 | 20,255 | 20,365 | 21,680 | 22,395 | 21,970 | 21,985 | 21,605 | 23,146 |
| 一般公共预算 | 4.8 | 8.1 | 6.2 | 3.8 | (3.9) | 10.7 | 0.5 | 6.4 | 3.3 | 1.3 | 0.1 | (1.7) | 7.1 |
| 支出 | 18,776 | 20,309 | 22,090 | 23,887 | 24,568 | 24,567 | 26,055 | 27,462 | 28,549 | 28,461 | 29,701 | 28,740 | 30,931 |
| 增速 (%) | 6.8 | 8.2 | 8.8 | 8.1 | 2.8 | (0.0) | 6.1 | 5.4 | 4.0 | 3.6 | 4.4 | 1.0 | 7.6 |
| 调入资金 | 636 | 670 | 1,374 | 2,089 | 2,517 | 742 | 2,320 | 903 | 2,094 | 2,431 | 2,056 | 1,475 | 1,904 |
| 占 GDP 的比重 (%) | 0.9 | 0.8 | 1.5 | 2.1 | 2.5 | 0.6 | 1.9 | 0.7 | 1.6 | 1.8 | 1.5 | 1.1 | 1.3 |
| 收入 | 4,664 | 6,148 | 7,548 | 8,552 | 9,349 | 9,802 | 7,788 | 7,071 | 7,080 | 6,209 | 6,250 | 5,770 | 5,597 |
| 增速 (%) | 10.2 | 31.8 | 22.8 | 13.3 | 9.3 | 4.8 | (20.6) | (9.2) | 0.1 | (12.2) | 0.7 | (7.1) | (3.0) |
| 支出 | 4,688 | 6,097 | 8,060 | 9,137 | 11,806 | 11,339 | 11,058 | 10,128 | 12,019 | 10,148 | 11,050 | 11,287 | 10,397 |
| 增速 (%) | 10.7 | 30.1 | 32.2 | 13.4 | 29.2 | (4.0) | (2.5) | (8.4) | 18.7 | 0.2 | 8.9 | 11.2 | (7.9) |
| 特别国债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1,000 | 0 | 0 | 0 | 1,000 | 1,000 | 1,300 | 1,300 | 1,300 |
| 地方专项债 | 400 | 800 | 1,350 | 2,150 | 3,750 | 3,650 | 4,150 | 3,800 | 3,900 | 3,900 | 4,400 | 4,600 | 4,400 |
| 补充银行资本金国债 | | | | | | | | | | | 500 | 500 | 500 |
| 新增政府债务 | 2,580 | 3,180 | 3,730 | 4,910 | 8,510 | 7,220 | 7,520 | 8,680 | 8,960 | 8,960 | 11,860 | 12,060 | 12,080 |
| 占 GDP 的比重 (%) | 3.5 | 3.8 | 4.1 | 5.0 | 8.4 | 6.3 | 6.2 | 6.7 | 6.6 | 6.6 | 8.4 | 8.6 | 8.2 |
| 全国国有资本收入/GDP (%) | 0.35 | 0.31 | 0.32 | 0.40 | 0.47 | 0.45 | 0.47 | 0.52 | 0.44 | 0.50 | 0.45 | 0.61 | 0.60 |
| 本运营预算支出/GDP (%) | 0.29 | 0.24 | 0.23 | 0.23 | 0.25 | 0.23 | 0.28 | 0.26 | 0.24 | 0.23 | 0.20 | 0.19 | 0.20 |
| 增速 (%) | 20,885 | 23,665 | 26,175 | 27,987 | 28,118 | 30,575 | 28,722 | 29,425 | 30,068 | 28,857 | 28,868 | 28,230 | 29,623 |
| 广义财政支出 | 5.9 | 13.3 | 10.6 | 6.9 | 0.5 | 8.7 | (6.1) | 2.4 | 2.2 | (1.9) | 0.0 | (2.2) | 4.9 |
| 增速 (%) | 23,680 | 26,608 | 30,365 | 33,253 | 36,629 | 36,169 | 37,453 | 37,925 | 40,897 | 38,922 | 42,471 | 40,292 | 41,621 |
| 增速 (%) | 7.5 | 12.4 | 14.1 | 9.5 | 10.2 | (1.3) | 3.6 | 1.3 | 7.8 | 2.6 | 9.1 | 3.5 | 3.3 |

资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

声明及重要信息披露

本报告中所表述的所有观点均为该分析员对报告内所评论的证券或发行人的个人观点。此外，每一位分析员的薪酬在过去、现在及将来均不会与本报告中所表述的具体建议或观点存在直接或间接的关联。

因此，本报告涉及的发行人或其他第三方都没有提供或同意向分析员、中银国际研究有限公司和中银国际控股集团及其各自的子公司及联属公司（以下统称“中银国际集团”）提供与本报告有关的任何报酬或其他利益。分析员的报酬取决于中银国际集团的整体收入和利润，包括来自投资银行业务的收入。

中银国际集团的成员公司确认，不论是个人或共同，他们皆：

- (i) 未持有相等于或高于本报告内所评论的发行人的证券市场资本值合计总额的1%的财务权益；
- (ii) 不涉及为本报告所评论的有关发行人的证券进行庄家活动；
- (iii) 未有任何中银国际集团的雇员或与其有联系的个人担任本报告所评论的发行人的高级人员；
- (iv) 在过去十二个月内，未有经办或联席经办本报告所评论的发行人的公开发售活动；
- (v) 在过去十二个月内，未有向本报告所评论的发行人就提供投资银行服务收取或打算收取任何报酬或接受委托
- (vi) 在未来三个月内，未有就提供投资银行服务预期接受或打算向本报告所评论的发行人收取任何报酬。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段发出，已按照2026年2月11日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行股份有限公司及其子公司（“中国银行集团”）在本报告可能潜在的利益。

中银国际评级定义：

买入：未来十二个月预期总绝对回报率（包括股息）>10%的股票
持有：未来十二个月预期总绝对回报率（包括股息）在-10%至+10%之间的股票
卖出：未来十二个月预期总绝对回报率（包括股息）<-10%的股票

增持：预计该行业在未来十二个月内的表现将优于市场基准
中性：预计该行业在未来十二个月内的表现与市场基准一致
减持：预计该行业在未来十二个月内的表现将低于市场基准

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6000
传真:(852) 2147 9513

致电香港免费电话:

中国网通 10 省市客户请拨打:
10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打:
10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6000
传真:(852) 2147 9513

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420) 3651 8888
传真:(4420) 3651 8877

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦三十楼(049908)
电话:(65) 6671 8686/(65) 6671 8687

中银国际证券有限责任公司

中国上海市浦东
新区银城中路 200 号
中银大厦 2308 室
邮编 200120
电话:(8621) 6881 1163
传真:(8621) 6881 1295

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610) 8326 2000
传真:(8610) 8326 2290

本研究报告由中银国际研究有限公司(BOCI Research Limited)(“中银国际研究”)(一家在香港注册成立,并受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司)编制。本报告仅在按保密基准向专业投资者、合资格投资者及机构投资者客户发送,供一般流通之用,仅供参考。未经中银国际控股有限公司及其各自子公司及附属公司(统称为“中银国际集团”)的事先书面同意,不得出于任何目的而发表本报告或其内容或其任何副本,无论是整体还是部分,或不得直接或间接地对本报告或其内容或其任何副本进行修改、复制或向任何其他人士(包括报刊或媒体)进行再次分发或散播。本报告中所有使用或引用的所有商标、服务标记及徽标均为中银国际集团的一个或多个成员实益所有。

在某些司法管辖区分发本报告可能会受到当地法律法规的限制。本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况下,或导致中银国际研究或中银国际集团须受制于任何地区、州、国家或其它司法管辖区的注册登记或牌照规定的情况下,向任何在该等地区、州、国家或其它司法管辖区的公民或居民或实体分发、发布、提供或供其使用。拥有本报告的人士必须知悉并遵守该等限制。

本报告中所列信息未考虑任何特定投资者的特定投资目标、财务状况或特别需求,不构成投资、法律、会计或税务建议,也不得被视为任何投资或战略是适当或适宜的声明。本报告中所包含的信息不构成出售要约或邀请的一部分,也不构成认购或购买任何证券或其他金融工具的劝诱或要约,且不得用于构成任何合同或承诺的基础,也不得单独加以依赖。中银国际集团未采取任何措施确保本报告中所述的证券适合于任何特定投资者,且中银国际集团不会因收件人收到本报告而将其视为客户。在做出任何投资决策之前及在确定任何证券或其他金融工具的适当性或评估相应的投资风险时,投资者应做出自身的独立判断,或应自行咨询独立的财务或投资顾问。

尽管本报告中所载的信息、意见及估计均来自或源于中银国际研究可靠的来源,除非法律或规则规定要求之外,中银国际集团及其各自的董事、高级人员、雇员或代理未有独立验证本报告中所包含的信息。中银国际研究不对所传达的信息、意见及估计的准确性及完整性作出保证,且该等信息、意见及估计可能反映了在中银国际研究发布本报告当日作出的判断,并可能基于一些无法证明其有效性的假设,且可能随时更改。相应地,除非法律或规则规定必须承担的责任外,对于因使用本报告或本报告内容或其他原因而导致的损失,中银国际集团无需承担任何责任(因疏忽或其他原因引起的)。因此,本报告所传达的信息、意见及估计是按“基于现状”的原则提供,对于该等信息、意见及估计的公允性、准确性或完整性不作任何明示或暗示的声明或保证。此外,中银国际集团可能曾发布其他与本报告中所列结论或意见不一致或得出不同结论或意见的报告。为免生疑问,本报告中所表达的观点并不一定代表中银国际集团的立场。所发表的每份报告反映了撰写该报告的分析员采用的不同假设、分析方法及观点。

过去的表现不应视为未来表现的指示或保证,且不能代表或对于未来表现作出任何明示或暗示的声明或保证。任何证券或金融工具的价格、价值及收益均可能出现上升或下跌,且可能无法立即实现。此外,获得有关该等投资的价值及所面临的风险的可靠信息也存在困难。

本报告可能附载其它网站的地址或超链接。对于本报告可能涉及到超出中银国际集团网站的范围的地址或超链接,中银国际集团未有审查该等网页,且不会为其内容承担任何责任。提供该等地址或超链接(包括中银国际集团网站的地址或超链接)仅为阁下便利和参考,且所链接网站的内容不会以任何方式构成本报告的任何部分。在访问该等网站时,阁下须承担浏览这些网站的风险。

对于评级机构(包括穆迪、标普或惠誉)在评估发行人信誉度时所采用的评级定义、方法及如何确定评级,投资者应咨询相应的评级机构。评级机构可经临时通知而变更其评级。评级的改变可能影响发行在外的证券的价格。投资于以非本地货币计价的固定收益金融工具(比如债券)的投资者应知悉汇率变动风险,汇率变动风险可能导致本金损失,且该等固定收益金融工具的二级市场可能不存在。

在法律法规所允许的范围内,中银国际集团的一个或多个成员可能参与或投资于本报告中所述的证券相关的融资交易,为该发行人提供服务或从该发行人处延揽业务,及/或对该发行人相应证券或其他金融工具持仓或开展相关交易。在法律法规所允许的范围内,中银国际集团的一个或多个成员可能在报告发表之前根据本报告中所述的信息或意见或本报告所基于的研究或分析行动,或加以使用该等信息或意见。在法律法规所允许的范围内,中银国际集团的一个或多个成员及撰写本报告的分析员(分别简称为“分析员”,并统称为“各分析员”)可能在本报告中所列的任何或所有公司(分别简称为“列名发行人”,并统称为“各列名发行人”)享有财务权益或与之存在业务关系。更多信息请参见上文分析员声明及重要信息披露。

本报告在香港由中银国际研究及中银国际证券有限公司(BOCI Securities Limited)发送;在新加坡由中银国际(新加坡)有限公司(BOCI International (Singapore) Pte Ltd.,“中银国际新加坡”)发送;在美国由 BOC International (USA) Inc. (“中银国际美国”)发送;在英国由 Bank of China International (UK) Limited (“中银国际英国”)发送。

在没有影响上述免责声明的情况下,如果阁下是根据新加坡《金融顾问法》(第 110 章)(Financial Advisers Act (Cap 110) of Singapore)(简称“FAA”)之《金融顾问条例》(Financial Advisers Regulations)(简称“FAR”)之条例 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”,中银国际新加坡仍将:(1)因为 FAR 之条例 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础;(2)因为 FAR 之条例 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益,或其联系人或关联人士之利益。本报告的收件人如有任何疑问请联系中银国际新加坡。

中银国际研究并非美国的注册经纪商-交易商。在中银国际研究在美国分发本报告时,本报告仅提供给依据 1934 年《美国证券交易法》(经修订)(U. S. Securities Exchange Act of 1934, as amended)(“证券交易法”)规则 15a-6 号规则界定的获得豁免的“美国大型机构投资者”。本报告涉及任何证券并未获得美国联邦或州、非美国证券委员会或监管机构的注册、推荐或批准,证券委员会或监管机构也并未对本报告的准确性和恰当性做出判断。本报告涉及任何证券目前尚未且预期不会按 1933 年《证券法》(经修订)(U. S. Securities Act of 1933, as amended)、任何其他证券法或其他美国以外地区法律注册。中银国际集团不会就本报告涉及任何证券的销售、转售、质押或转让进行有关第 144A 条细则或其他豁免的有效性进行说明。任何收到本报告且基于本报告中所提供的信息,有意开展交易购买或出售相应证券或相关金融工具的人士(见美国证券法或《1986 年美国国内税收法典》(U. S. Internal Revenue Code of 1986)之定义)应直接向中银国际美国提出,且该等交易仅可独家通过中银国际美国开展。无论在任何情况下,收到本报告且构成美国人士的人士均不得通过,除中银国际美国之外,中银国际研究、中银国际证券或中银国际集团的任何子公司或附属公司开展购买或出售相应证券或相关金融工具的交易。

在英国,依据《2000 年金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Act 2000)(“金融服务与市场法”)第 21 条,本报告不构成招募说明书,且未获得批准。本报告仅可向依据《2000 年金融服务与市场法》(金融推广) 2005 年指令(Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005)之规定向位于英国境内的人士发送,具体是合格交易对手及专业客户(包含选择性专业客户)。向任何其他人士发送本报告的行为不得违反金融服务与市场法及英国其他适用的法律法规。本报告中所述的位于英国、来自英国或涉及英国的证券均须遵守金融服务与市场法的适用条款。

2026© 版权所有 中银国际研究有限公司、中银国际控股有限公司及其子公司及附属公司。