

宏观经济深度研究

并驾齐驱

——人民币与美元双强格局的形成逻辑

2026年9月28日

程实，博士

(852) 2206 8049

shi.cheng@icbc.com.cn

徐婕，博士

(852) 2683 3777

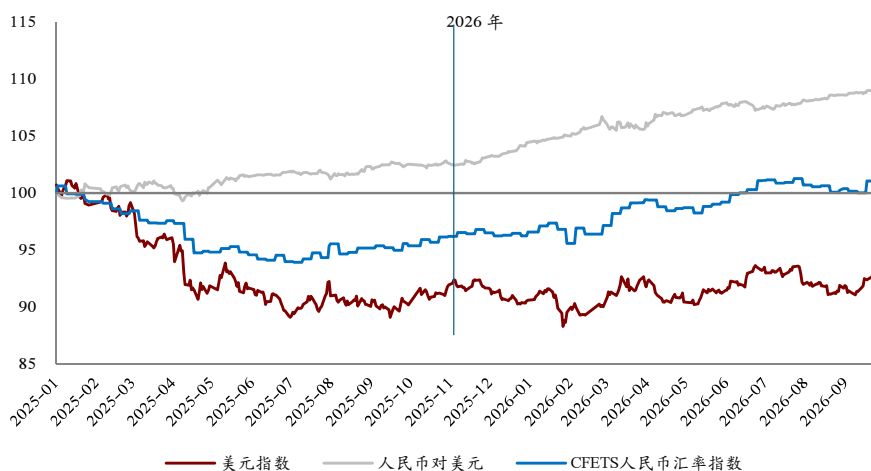
jessica.xu@icbci.com

2026年以来（截至9月24日），美元指数上涨3.0%，人民币对美元升值4.1%，人民币与美元同时走强。这一组合在2015年汇改后仅于2021年出现过。实证结果显示，双强由两组不同的因素驱动，并伴随美国对中国外溢效应的减弱。第一，美元的走强由实际利率支撑。美元与实际利率的正向关系在2025年短暂中断后已经恢复，美元指数对通胀补偿则不敏感。第二，人民币的走强由境内结汇推动，利差的解释力下降。中美10年期名义利差升至350个基点，为2007年以来最高，但人民币对利差变动已不再敏感，与美元指数的联动也明显减弱。持汇收益已不足以覆盖汇兑损失，企业结汇意愿明显增强。第三，美国利率变化对中国的影响在汇率和债市两方面都在减弱。中债对美债的敏感度已接近于零，国内利率政策的外部约束随之放松，中债短端具有下行空间。展望未来，双强格局短期仍将延续。美国实际利率维持高位，人民币结汇动力仍在释放。

2015年汇改以来，人民币与美元同时走强并不常见。截至9月24日，2026年以来美元指数上涨3.0%，人民币对美元升值4.1%，CFETS人民币汇率指数上涨5.0%。2025年人民币对美元同样升值4.4%，但同期美元指数下跌9.4%，CFETS人民币汇率指数下跌3.4%，人民币对美元的升值主要来自美元走弱。

比较每年年初至9月24日的同一窗口（以完整自然年计算结果相同），2016年以来，美元指数上涨、同时人民币对美元升值的年份只有2021年和2026年。今年人民币对美元已升值4.1%，超过2021年全年2.6%的升值幅度，是汇改以来美元上涨年份中人民币升值最多的一年。用180个交易日的滚动窗口计算，2015年8月至2025年末，美元指数上涨1%以上、同时人民币对美元升值2%以上的时间占比仅为约2%，计入今年后升至4.8%。汇改前这一组合出现得更频繁。汇改后人民币弹性增强，美元走强通常对应人民币承压，这让今年的双强格局更为突出。

图1：2026年人民币与美元同时走强



资料来源：Wind，工银国际计算。（注：2024年末=100。人民币对美元为2024年末即期汇率与当日即期汇率之比，上行代表人民币升值。CFETS人民币汇率指数为周度数据。）

相关研究：

9/18/2026：《织网成势：六张网如何打开内需新空间》

9/17/2026：《加息落地，两难未解——2026年9月美联储议息会议点评》

9/10/2026：《美债长端收益率何以居高难下——中美国债收益率曲线系列研究之一》

8/31/2026：《美联储的处“市”之道与沟通哲学——2026年Jackson Hole会议点评》

8/19/2026：《日元资产的奥德赛时期》

8/17/2026：《当算力流经香江：AI贸易周期中的香港角色》

8/10/2026：《扩大消费的供需协同》

8/6/2026：《贸易的预期之外与结构之内》

8/3/2026：《AI经济新周期的趋势变迁与香港机遇》

7/30/2026：《进退维谷，静待良机——2026年7月美联储议息会议点评》

7/28/2026：《中国消费的时间坐标——变局世界与潜能中国系列研究之五》

7/23/2026：《谁在为智能付费？AI需求生成机制的比较及其宏观含义》

7/22/2026：《韩国低生育的久困之局与意外回暖》

7/15/2026：《中国经济K型分化的分与合》

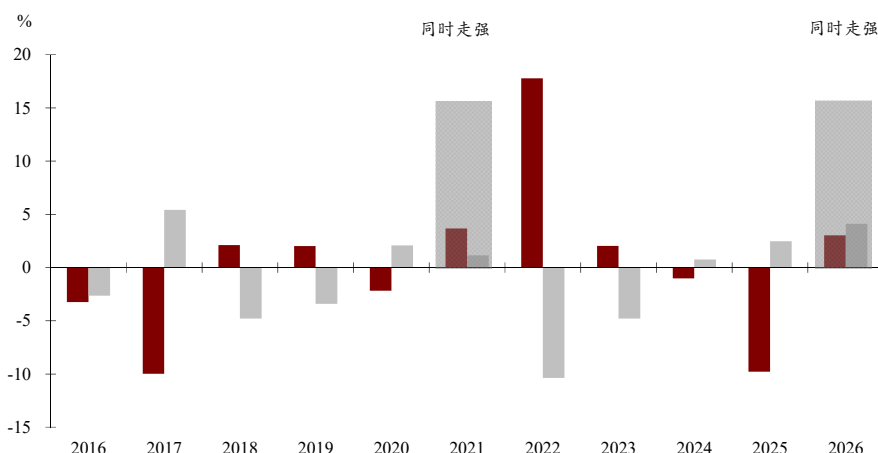
7/14/2026：《投资挖潜的三条线索——变局世界与潜能中国系列研究之四》

7/6/2026：《AI时代会如何到来？》

6/30/2026：《中国与东盟的价值链协同攀升——“经纬之间纵横其链”中国价值链系列研究之七》

6/23/2026：《厄尔尼诺的尺度之辨》

图 2：2016 年以来人民币与美元同时走强的年份只有 2021 年和 2026 年

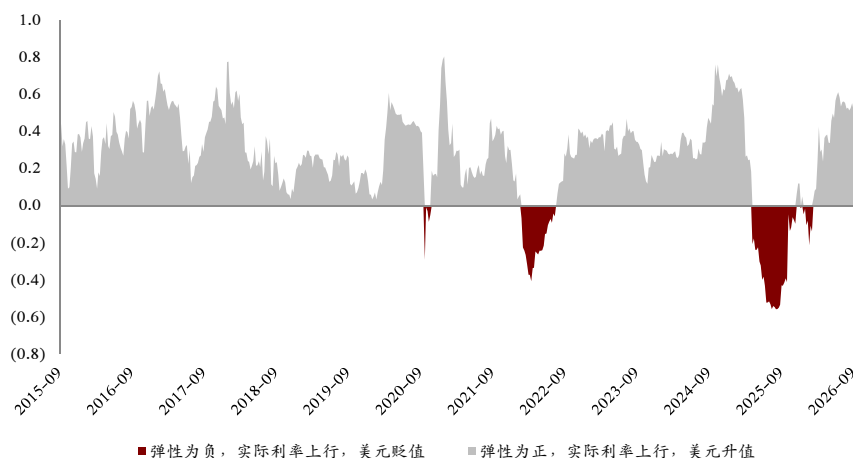


资料来源：Wind，工银国际计算。（注：时间窗口截至当年9月24日。人民币对美元正值代表升值。）

实际利率上行是支撑美元的主要原因。年初至9月24日，10年期美债收益率上行100个基点，其中实际收益率上行92个基点，通胀补偿上行8个基点，实际利率贡献超90%。我们在《美债长端收益率何以居高难下》中发现，油价冲击主要传导至通胀补偿。进一步将美元指数的周度变动同时对实际收益率和通胀补偿的变动回归，通胀补偿的系数在各个阶段均不显著（5%水平）。油价冲击主要体现在通胀补偿上，因而没有通过利率渠道支撑美元。

实际收益率的系数除2025年外均在1%水平显著为正。2025年转为-0.47%，2026年以来恢复至0.49%。按2015年9月至2024年的合并弹性0.32%推算，年初至9月24日实际收益率上行92个基点，对应美元指数上涨约2.9%，实际涨幅为3.0%，两者基本吻合。2025年的反向关系有特定背景。同期市场对美国关税政策、财政赤字扩大和联储独立性的担忧上升，美国股债汇在二、三季度一度同跌，美元对实际利率的26周滚动弹性在二季度末降至-0.52。两者反向，说明收益率上行反映的是投资者对持有美国资产要求更高的风险补偿，美元随之承压。基于此，美元与实际利率是否同向，可以用来判断美元强势的基础。两者同向，说明高实际利率吸引资金配置美元资产，美元的强势有利率支撑。两者反向，说明收益率上行主要来自风险补偿的抬升，高利率反而伴随美元承压。今年美元的走强建立在实际利率之上，只要美国实际利率维持高位，美元对欧元、日元的支撑就会延续。

图 3：美元对实际利率的弹性



资料来源：Wind，工银国际计算。（注：26 周滚动回归美元指数周度对数变动对 10 年期实际收益率变动的斜率，单位为实际收益率每上行 10 个基点对应的美元指数变动（%）。）

利差创新高而人民币升值，利差的解释力下降。中美名义利差处于历史高位。9 月 24 日中美 10 年期国债利差为 350 个基点，2 年期为 360 个基点，均为 2007 年 12 月有可比数据以来最高。2015 年以前 10 年期利差的最高值只有 86 个基点。今年以来，10 年期和 2 年期利差分别扩大 117 个和 150 个基点。按照资本流向高息货币的逻辑，利差扩大对应人民币承压，而今年人民币持续升值。

改用实际利差，同样解释不了今年人民币的走势。美国用 10 年期实际收益率、中国用 10 年期国债收益率减 CPI 同比计算，由于 CPI 为月度数据，以下均用月末值。2026 年 8 月中美实际利差为 155 个基点，中国一侧改用核心 CPI 为 175 个基点。今年实际利差同样在扩大，从 2025 年末的 88 个基点升至 155 个基点，扩大幅度与名义利差（从 233 个基点升至 306 个基点）相当，同期人民币持续升值。

图 4：中美名义利差与实际利差同步扩大（基点）



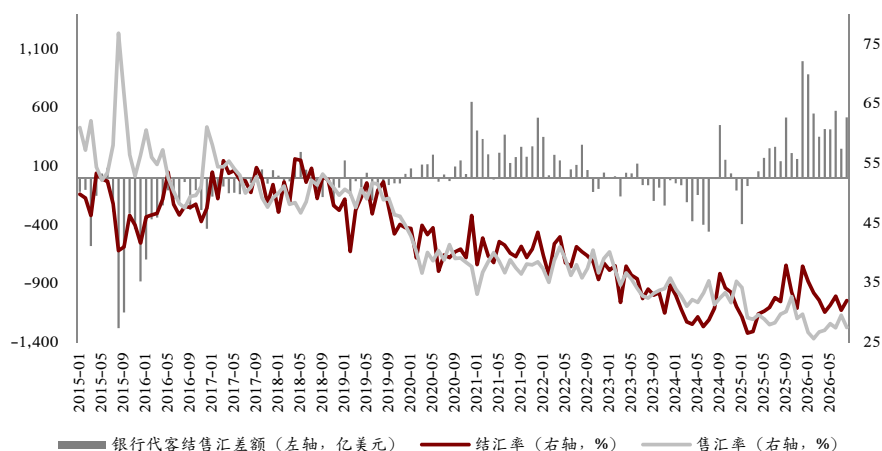
资料来源：Wind，工银国际计算。（注：实际利差=美国 10 年期实际收益率-（中国 10 年期国债收益率-中国 CPI 同比/核心 CPI 同比），使用月末值。）

回归结果显示，利差和美元指数对人民币的解释力都在下降。将美元兑人民币的周度变动对美元指数变动和中美 10 年期利差变动回归。2023—2024 年，利差每扩大 10 个基点，人民币对美元贬值约 0.08%，在 5% 水平显著。2025 年以来

这一关系不再显著。人民币与美元指数的联动也在减弱。美元指数每上涨 1%，人民币对美元的贬值幅度在 2015 年 9 月至 2019 年、2020—2022 年和 2023—2024 年分别为 0.24%、0.27%和 0.32%，2025 年以来降至 0.15%，仍在 1%水平显著。2025 年以来的回归中还出现了显著的趋势项，对应年化约 3.9%的人民币升值。这部分升值无法用美元指数和利差解释，下面我们试图从结售汇的角度讨论其来源。

结售汇是今年人民币升值的直接动力。2026 年 1—8 月银行代客结售汇顺差 3976 亿美元，2025 年同期为 444 亿美元，2024 年同期为逆差 1663 亿美元，今年的规模为 2005 年以来同期最高。月度数据显示，结售汇在 2025 年 3 月由逆差转为小幅顺差，5 月起顺差明显扩大，当月为 174 亿美元，此后每月保持顺差。9 月升至 518 亿美元，2025 年 12 月达到 999 亿美元。

图 5：结售汇顺差扩大，结汇比例上升、售汇比例下降



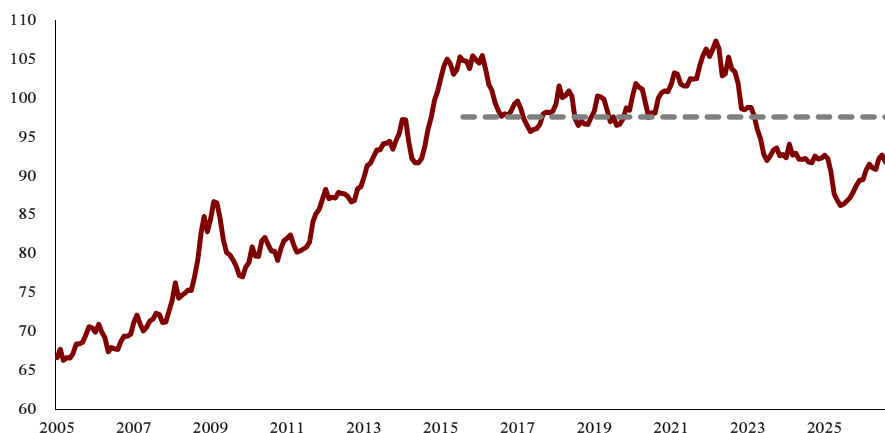
资料来源：Wind，工银国际计算。（注：结汇比例=结汇金额/境内银行代客涉外收入，售汇比例=售汇金额/境内银行代客对外付款。）

结汇的增量主要来自结汇意愿的上升。今年 1—8 月贸易顺差 8055 亿美元，同比增长 3.1%。结汇金额 20341 亿美元，同比增长 31.9%。结汇比例上升 2.3 个百分点，售汇比例下降 2.2 个百分点，境内主体结汇意愿明显上升、购汇意愿下降。境外资金的作用相对有限。中债登口径下，境外机构债券托管量 8 月末为 27688 亿元，较 2025 年末仅增加 159 亿元，约合 24 亿美元，与近 4000 亿美元的结售汇顺差不在一个量级。换句话说，本轮升值主要由境内主体推动。

结汇意愿上升，是因为持汇的收益已经不足以覆盖汇兑损失。按年初 1 年期国债收益率计息、不考虑交易成本，2025 年末中美 1 年期国债收益率分别为 1.34%和 3.48%，年初持有美元至 9 月 24 日，可多获得约 1.57 个百分点的利差收益，同期人民币对美元升值 4.1%。折合成人民币，持有美元的回报为 -1.5%，年初结汇并持有人民币的回报为 0.98%，持汇相对结汇亏损约 2.5 个百分点。做远期对冲同样没有优势。美元投资者持有 1 年期中债并做远期对冲，收益率为 4.50%，与 1 年期美债的 4.51%基本持平。无论是否对冲，今年持有美元都没有相对优势，留存的外汇也随之集中转为人民币。

价格方面，从实际有效汇率的历史位置看，人民币仍处于相对低位。人民币实际有效汇率从 2022 年 3 月的 107.31 降至 2025 年 6 月的 86.18，累计下降 19.7%，为 2011 年 11 月以来最低。同期 CFETS 人民币汇率指数下降 8.6%，实际汇率的降幅明显大于名义汇率。粗略估算，一半以上的降幅来自中国物价涨幅低于贸易伙伴。2025 年 6 月以来，实际有效汇率回升 6.5%，CFETS 指数回升 6.8%，修复主要由名义升值完成。2026 年 8 月实际有效汇率为 91.77，比 2015 年 8 月汇改以来的均值 97.56 低约 6%。

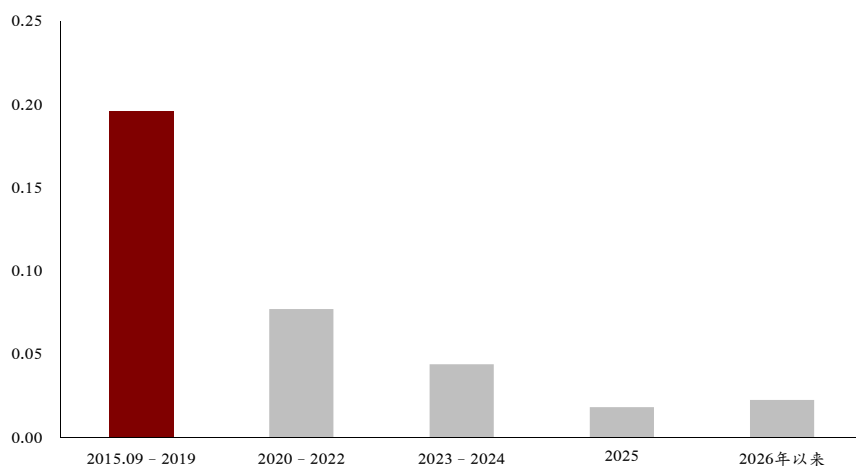
图 6：人民币实际有效汇率自 2025 年中的低点回升



资料来源：Wind，工银国际计算。（注：BIS 广义口径，2020 年=100。）

美国对中国的利率和汇率外溢减弱，国内利率政策的外部约束放松。中债对美债的敏感度也在下降。中国 10 年期国债收益率对美国 10 年期的周度弹性，2015 年 9 月至 2019 年为 0.20，2020—2022 年为 0.08，2023—2024 年为 0.04，2025 年和 2026 年以来均为 0.02，2020 年以后在 5% 水平均不显著。2026 年美债 10 年期收益率上行 100 个基点，中债 10 年期收益率由 1.85% 降至 1.68%。综合来看，美国利率变化对中国的影响在汇率和债市两个方面都在减弱。人民币对美元指数的弹性降至 0.15，对中美利差的变动不再敏感。中债收益率对美债的弹性接近于零，更多反映国内的经济和政策因素。

图 7：中债对美债的弹性降至零附近



资料来源：Wind，工银国际计算。（注：周度回归，被解释变量为中国 10 年期国债收益率变动，解释变量为美国 10 年期国债收益率变动，HAC 标准误。红色为 5% 水平显著，灰色为不显著。）

汇率对国内利率政策的约束已经放松。降息会扩大中美利差，而利差扩大一度是人民币贬值压力的来源之一。2023—2024 年，中美 10 年期利差每扩大 10 个基点，人民币对美元贬值约 0.08%。2025 年以来，这一关系不再显著。今年中美 10 年期利差扩大 117 个基点，人民币对美元仍升值 4.1%，银行代客结售汇顺差为 2005 年以来同期最高。在这一环境下，降息带来的利差扩大不易转化为人民币贬值压力，中债短端具有下行空间。

外资配置人民币债券的条件正在形成，人民币作为投资货币的功能在加强。对冲后中债收益率与美债持平。不对冲时，按 2025 年以来年化约 3.9% 的人民币升

值趋势计算，持有中债的美元回报高于美债。境外机构中债托管量 4 月以来回升，8 月末较 2025 年末增加 159 亿元，外资回流将成为中债需求端的增量。人民币在跨境结算中的使用也已较为普遍。升值预期下，境外主体持有人民币资产和以人民币结算的意愿同步上升，人民币国际化的支撑从结算向投资延伸。

综合来看，人民币与美元的双强格局短期延续。美元一侧，实际利率维持高位，美元对欧元、日元的支撑延续。人民币一侧，持汇相对结汇的亏损仍在推动企业结汇。两方面的驱动力相互独立，短期内都将维持。

销售部

电话：(852) 2683 3888

传真：(852) 2683 3881

研究部

电话：(852) 2683 3888

传真：(852) 2683 3900

重要披露

工银国际的股票评级

超越基准：预期未来 12 个月内股票总回报（包括股息）超越相应市场基准指数 20%以上

中性：预期未来 12 个月内股票总回报（包括股息）对比相应市场基准指数在-20%至 20%以内

落后基准：预期未来 12 个月内股票总回报（包括股息）落后相应市场基准指数 20%以上

暂无评级：分析师目前对于预期未来 12 个月内股票总回报（包括股息）对比相应市场基准指数的变化幅度无法给出确信的判断

工银国际是中国工商银行的全资子公司

如有需要，可向工银国际索取进一步资料。

本报告所载的意见纯粹是分析员对有关证券或发行人的个人看法；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的特别建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

工银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道 3 号中国工商银行大厦 37 楼 电话：(852) 2683 3888 传真：(852) 2683 3900

一般披露

主要负责撰写本研究报告全部或部份内容的分析师在此声明：(i)本研究报告的任何观点均精准地反映了上述(每位)分析师个人对目标证券和发行人的看法；及(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体观点相联系。

本研究报告所载资料由工银国际证券有限公司编制和发表。

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而我们在该等司法管辖范围并无相关注册或牌照，且在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致工银国际证券有限公司、集团成员及/或其关联方(统称“工银国际”或“我们”)需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。仅就本文件而言，此研究报告不应被视为是一种邀约或邀请购入或出售任何文中引述之证券。

本研究报告(i)供阁下作个人参考之用；(ii)若要约发行在任何司法管辖区为违法，本研究报告不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约；(iii)本研究报告的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获工银国际独立核实。本研究报告仅提供一般参考资料，并非为提供个人投资建议，也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。在准备本研究报告时，工银国际并无进行任何确保本研究报告中提及的证券适合任一特定投资者的步骤。阁下应自行决定涉及本研究报告提及的证券的所有交易，并因应阁下的财务情况、投资经验及投资目的，衡量每一交易是否适合阁下。本研究报告可能含有来自第三方的资料，包括信贷评级机构的评级；除非事先获第三方的书面许可，不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料(包括评级)的准确性、完整性、时间性或是否可以使用，工银国际和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏(无论是不是因为疏忽)承担责任，同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证，包括但不限于某一特殊目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料(包括评级)负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失(包括失去的收入或利润及机会成本)的法律责任。信贷评级为意见陈述，并非事实陈述，或购买、持有或销售证券的推荐意见，也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导，不应作为第三方材料供应者的投资意见般倚赖。

本研究报告所载数据可能提述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况，这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指针，该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外，模拟情况乃基于模型及简化的假设推断，当中可能有过分简化的情况，也不反映未来的回报的分派。本研究报告所述的事实以及当中表达的观点、估计、预测和推测以本研究报告的日期为准，可以在没有通知的情况下有所更改。工银国际并无就本研究报告所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证，除非另外获工银国际同意外，阁下亦不应倚赖本研究报告所载数据。在没有和适用于工银国际且不时修订、更改或替代的证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则的义务不一致的情况下，工银国际概不就因使用或倚赖本研究报告或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害赔偿承担法律责任。本研究报告并非为提供个人专业意见(包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见)，阁下也不应作为专业意见般倚赖；不可取代阁下的判断。除非另外获工银国际同意外，工银国际非阁下的顾问，也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本研究报告的资料或观点是否适合他的特定情况，若适用，应寻求专业意见，包括税务意见、投资限制意见或任何法律或监管意见。

本报告不应被视为阐明或建议与投资决定相关的所有直接或间接风险。工银国际出版很多不同种类的研究产品，其中包括基本面分析、计量分析和短期买卖点子；一类研究产品所含的观点有别于其它种类的研究产品所含的观点，不论是因为不同时间性、方法或其它因素。

准备本研究报告的分析师的报酬由研究部门的管理层及工银国际的高级管理层全权决定。分析师的报酬并不取决于工银国际的企业融资业务的收入，但可能和工银国际企业融资业务的整体总收入联系，而当中包含企业融资、销售及交易业务。

若工银国际以外的金融机构或实体(包括但不限于任何信息提供商)发送本研究报告，则由该金融机构或实体为此发送行为承担全部责任。该发送本研究报告的金融机构的客户应联系该机构如果他们决定进行相关证券的交易。该发送本研究报告的金融机构或实体的客户应直接联系该机构或实体以要求获悉本研究报告提及的证券更详细的信息。本研究报告不构成工银国际向发送本研究报告的金融机构或实体之客户(其并非工银国际的客户)提供的投资建议，工银国际及其各高级职员、董事和员工亦不为前述金融机构或实体之客户因使用本研究报告或其载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。工银国际透过其合规政策及程序(包括但不限于利益冲突、中国墙和保密政策)以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究活动及研究报告发布的冲突。

本研究报告仅发送给阁下供参考，在没有工银国际的事先书面同意的情况下，不得以任何方式翻印或分发本研究报告的任何部份给其它人士。

收到本研究报告即等同阁下知悉并同意以上条款。

工银国际证券有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

UK

This communication is sent on behalf of ICBC International Securities Limited, being a subsidiary of ICBC International Holdings Limited, a limited liability company incorporated in Hong Kong (collectively with other subsidiaries of ICBC International Holdings Limited, the “ICBCI Group”). Members of the ICBCI Group are not authorised or regulated by the FCA or the PRA.

The communication of this research document by the ICBCI Group is exempt from the general restriction in section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000, which prohibits the communication of an invitation or inducement to engage in investment activity, on the grounds that the communication of this document is directed at, and the services and activities described herein are available only to, the following persons in the United Kingdom, namely (i) persons falling within any of the categories of “Investment Professionals” as defined in article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the “Financial Promotion Order”), (ii) persons falling within any of the categories of persons described in article 49(2) of the Financial Promotion Order, and (iii) any person to whom it may otherwise lawfully be made. Persons not falling under the indicated recipients are strictly prohibited from acting upon this document.

Members of the ICBCI Group are able to conduct certain business for UK clients on a cross-border basis in reliance on certain exclusions to authorisation requirements. As a result of ICBCI Group's unauthorised status, UK clients of ICBCI Group will not benefit from the protections and rights afforded to clients of firms that are authorised in the UK, including but not limited to the Financial Services Compensation Scheme, Financial Ombudsman Service and protections afforded under the FCA's and PRA's rules and requirements.

Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research.

Singapore

NOTE: For Singapore, research reports may only be provided to investors who have been confirmed and verified as institutional investors (within the definition of the Singapore Securities and Futures Act (Cap. 289)).

The analyst(s) primarily responsible for the preparation in all or in part of the research report contained hereby certified that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of such analyst(s) about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst(s)' compensation was, is or will be directly or indirectly, related to the specific views expressed in this research report.

The information herein is prepared and published by ICBC International Securities Limited. This research report is not directed at, or intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction where such distribution, publishing, provision or use would be contrary to law or regulation or which would subject ICBC International Securities Limited, its group members and/or its affiliates (collectively, "ICBCI" or "we") to any registration or licensing requirement in such jurisdiction which we do not hold the relevant registration or licence. This research report shall not be of itself considered as an offer or invitation to buy or sell any securities described herein.

This research report is (i) for your private information; (ii) not to be construed as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such offer or solicitation would be illegal; and (iii) based upon information from sources that we consider reliable, but has not been independently verified by ICBCI. This research report provides general information only. It is not intended to provide personal investment advice and it does not take into account the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person. In preparing this research report, ICBCI has not taken any steps to ensure that the securities referred to in this research report are suitable for any particular investor. You shall make your own decision with respect to all transactions involving securities referred to in this research report and assess whether each transaction is suitable for you in light of your financial situation, investment experience and investment objectives.

This research report may contain information obtained from third parties, including ratings from credit ratings agencies and the distribution of third party content in any form is prohibited except with the prior written permission of the related third party. Third party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information, including ratings, and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such content. Third party content providers give no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability of fitness for a particular purpose or use. Third party content providers shall not be liable for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or profits and opportunity costs) in connection with any use of their content, including ratings. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell securities. They do not address the suitability of securities or the suitability of securities for investment purposes, and should not be relied on as investment advice of the third party content providers.

Figures presented herein may refer to past performance or simulations based on past performance which are not reliable indicators of future performance. Where the information contains an indication of future performance, such forecasts may not be reliable indicator of future performance. Moreover, simulations are based on models and simplifying assumptions which may oversimplify and not reflect the future distribution of returns.

The facts described in this research report, as well as the views, estimates, forecasts and projections expressed in it are as of the date hereof and are subject to change without notice. No representation or warranty, express or implied, is made as to and unless otherwise agreed by ICBCI no reliance should be placed on information contained in this research report. ICBCI accepts no liability whatsoever for any direct, indirect or consequential losses or damages arising from or in connection with the use or reliance of this research report or its contents to the extent that it is not inconsistent with the obligations applicable to ICBCI that it may otherwise be subject to under the Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission as may be amended, varied or replaced from time to time. This research report is not intended to provide, and should not be relied upon as personal professional advice (including without limitation, accounting, legal or tax advice or investment recommendations) and is not to be taken in substitution for your exercise of judgment. Unless otherwise agreed by ICBCI, ICBCI does not act as your adviser and assumes no fiduciary responsibility or liability for any consequences, financial or otherwise. Investors shall consider whether any information or views in this research report is suitable for their particular circumstances and, if appropriate, seek professional advice, including tax advice.

The report should not be viewed as identifying or suggesting all risks, direct or indirect, that may be associated with any investment decision. ICBCI produces a number of different types of research products including, among others, fundamental analysis, quantitative analysis and short term trading ideas; views contained in one type of research product may differ from views contained in other types of research product, whether as a result of differing time horizons, methodologies or otherwise.

The compensation of analysts who prepared this research report is determined solely by the management of research department and senior management of ICBCI.

Analysts' compensation is not decided based on revenue of ICBCI's corporate finance business but may be linked with overall revenue of its corporate finance business as a whole, of which corporate finance, sales and trading are a part.

If this research report is distributed by a financial institution or an entity, including without limitation any information provider, other than ICBCI, that financial institution or entity is solely responsible for its distribution. Clients of the distributing financial institution should contact that institution if they decide to effect a transaction in the relevant securities. Clients of the distributing financial institution or entity should also contact such institution or entity directly if they require further information on the securities mentioned in this research report.

This research report does not constitute investment advice by ICBCI to the clients of the distributing financial institution or entity (who are not clients of ICBCI), and neither ICBCI nor its respective officers, directors and employees will accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from their use of this research report or its content. ICBCI manages conflicts with respect to the production of research through its compliance policies and procedures (including, but not limited to, Conflicts of Interest, Chinese Wall and Confidentiality policies) as well as through the maintenance of Chinese walls and employee training.

If you are a recipient of this report in Singapore, you have only been provided with this report on the basis that you are and you have represented and confirmed that you are an institutional investor as defined under the Singapore Securities and Futures Act (Cap. 289) and its attendant regulations as may be amended from time to time ("Institutional Investor"). You acknowledge that ICBCI may request for additional supporting documentation and information in order to verify your status as an Institutional Investor prior to providing you with such report and before continuing to provide you with any further reports or any other services and you agree to provide such documentation and information on a timely basis. If you are not an Institutional Investor or there has been a change in your status such that you are no longer an Institutional Investor, please inform ICBCI immediately.

THIS RESEARCH REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED ANY PART OF THIS RESEARCH REPORT IN ANY MANNER TO ANY OTHER PERSON WITHOUT PRIOR WRITTEN CONSENT OF ICBCI.

Malaysia

This document is provided to you only at your request, and is not an offer, invitation or agreement by ICBC International Securities Limited and/or group members under ICBC International Holdings Limited (collectively "ICBCI group") to enter into any transaction with you on its or any other terms. ICBC International Securities Limited is not licensed by or registered with Securities Commission Malaysia to carry on business in any regulated activity under the Capital Markets and Services Act 2007. ICBCI group is not able to and does not provide advice or services that constitute regulated activity in Malaysia, except in the circumstances permitted by Securities Commission Malaysia for unlicensed foreign capital market intermediaries.

ICBCI group is not able to and does not conduct banking business or investment banking business in Malaysia or provide advice or services in Malaysia that constitute banking business or investment banking in Malaysia.

Although the document is prepared by ICBC International Securities Limited, the document is being distributed by the Malaysian licensed partner pursuant to an arrangement entered into with such partner.

Should you need advice or a service that is banking business or investment banking business in Malaysia you need to seek the assistance of an appropriately licensed person.

Receipt of this research report constitutes your acknowledgement and agreement to the above terms.

Copyright 2026 ICBC International Securities Limited. All rights reserved.