

宏观经济深度研究

接力与协同：从资金链看政策空间

2026 年 10 月 5 日

2025 年以来，政府年度预算安排的新增政府债务均接近 12 万亿元，存款准备金率自 2025 年 5 月下调后未再调整，LPR 已连续 16 个月保持不变。三组现象指向政策空间的结构调整。当前政策空间既体现在财政、货币和产业政策各自的工具安排，也体现在政策之间的协同。沿着资金链看，政策空间正在不同工具 and 不同环节之间重新配置，主要呈现以下五方面特征。第一，财政政策以政府债券接续土地收入。2021—2025 年预算新增政府债务增长 64%，土地出让收入下降 52%，财政资金来源明显向债券切换。第二，化债体现财政金融协同。债务置换降低地方付息成本，特别国债补充金融机构资本，传导基础保持稳健。第三，货币政策调整工具组合，中期流动性更多通过公开市场工具提供，买断式逆回购余额达 6.3 万亿元。第四，降息对企业 and 政府融资成本的改善更直接，稳消费更多依靠直达居民的政策。第五，财政金融协同成为扩内需的重要抓手，引导信用向民间投资和居民消费延伸。基于此，我们的核心判断是，未来总量工具仍有空间、潜力释放积极稳健，新增政策效能更多来自政策内部的结构优化和政策之间的协同联动。

政府债券接续土地收入，总量资金相对稳定。近五年财政扩张的主要内容是资金来源的结构切换。以预算新增政府债务（赤字、新增专项债与特别国债之和）与国有土地使用权出让收入合并衡量政府每年的增量资金，2021 年两者合计 15.9 万亿元，2025 年为 16.0 万亿元，总量基本持平。结构上，预算新增政府债务由 7.2 万亿元增至 11.9 万亿元，增长 64%。土地出让收入由 8.7 万亿元降至 4.2 万亿元，下降 52%。2026 年预算新增政府债务 11.9 万亿元，与上年相当。前 8 个月土地出让收入 1.38 万亿元，同比下降 28.6%，资金来源继续向债券端切换。

这一切换同时伴随地方债务结构优化。2024 年 11 月，全国人大常委会批准增加 6 万亿元地方政府债务限额，分三年用于置换存量隐性债务。此外，自 2024 年起连续五年每年从新增专项债中安排 8000 亿元用于化债。前者不在预算新增政府债务的年度口径内，若计入则政府债务上升更快，但对应的是隐债显性化，并不直接形成新增需求。2025 年、2026 年中央特别国债合计分别为 1.8 万亿元、1.6 万亿元，新增政府债务继续更多由中央承担。融资平台也在加快退出政府融资职能，2025 年 9 月末全国融资平台数量较 2023 年 3 月末下降 71%，2026 年融资平台退出比例进一步增加。按既定化债安排，2028 年前地方需消化的隐性债务从 14.3 万亿元降至 2.3 万亿元。由此看，新增债务中有相当部分用于置换存量和弥补土地收入下滑，债务规模上升与财政净刺激并不一一对应。

由此可以理解 4% 左右赤字率与更大规模政府债券并存的安排。特别国债和专项债使财政工具更具结构性。按照本文口径，扣除年度新增专项债中用于化债的 8000 亿元和补充中央金融企业资本的特别国债后，2025 年更接近直接进入项目和支出的预算新增政府债务约 10.6 万亿元，与土地出让收入合计 14.7 万亿元，低于 2021 年的 15.9 万亿元。2026 年约为 13.8 万亿元。债务规模创新高，对应的新增需求小于债务增幅，部分财政空间仍在用于存量风险化解和资金来源接续。

程实，博士

(852) 2206 8049

shi.cheng@icbc.com.cn

徐婕，博士

(852) 2683 3777

jessica.xu@icbci.com

相关研究：

9/28/2026：《并驾齐驱——人民币与美元双强格局的形成逻辑》

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》

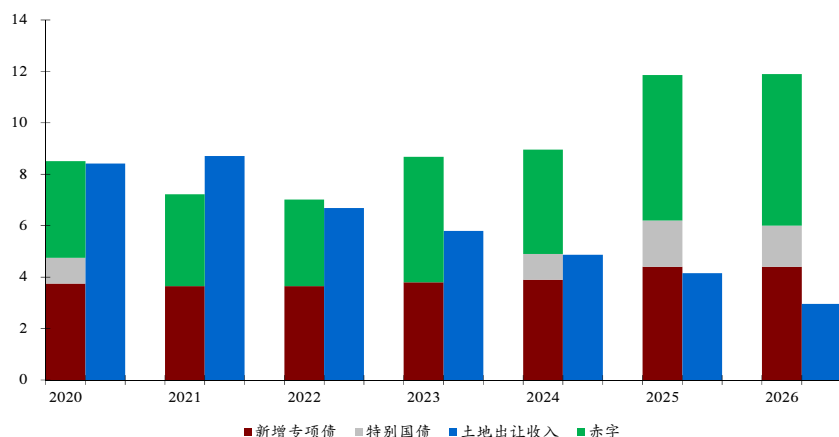
7/22/2026：《韩国低生育的久困之局与意外回暖》

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？》

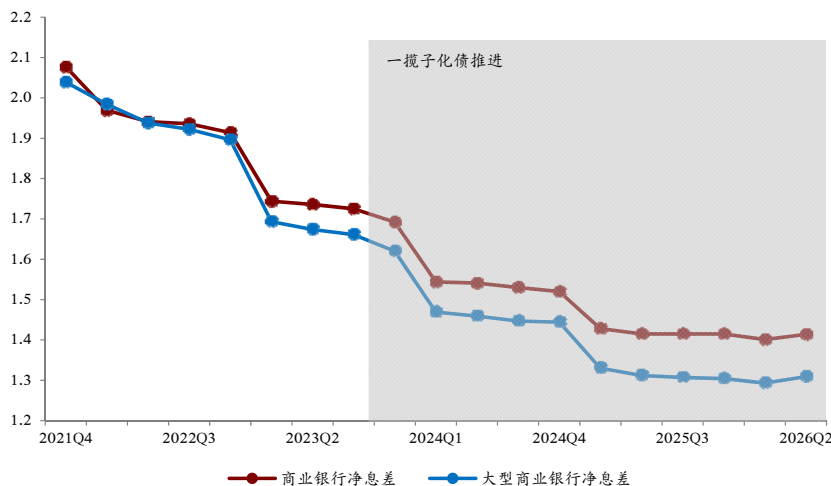
图 1：预算新增政府债务与国有土地使用权出让收入（万亿元）



资料来源：Wind，工银国际（注：预算新增政府债务 = 赤字 + 年度新增地方政府专项债务限额 + 特别国债，不含 2024 年 11 月批准的 6 万亿元地方政府债务限额置换安排。2023 年赤字含四季度增发 1 万亿元国债。2026 年土地出让收入按全年前 8 个月同比变化幅度估算。）

化债降低付息成本，传导基础保持稳健。低息政府债券置换高息隐性债务，直接减少地方付息支出。财政部测算，相关置换五年累计可节约利息支出约 6000 亿元。与此同时，金融机构资产端收益受到一定影响。2021 年末以来，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别下行 80 个和 115 个基点，存量房贷利率经历两次批量调整，叠加化债置换，商业银行净息差由 2021 年末的 2.08% 降至 2026 年一季度的 1.40%，大型商业银行降至 1.29%。由此看，化债降低地方付息压力的同时，也会通过资产收益率变化传导至金融机构，需要通过资本补充、负债成本下降等方式保持金融体系传导能力。2025、2026 年分别安排 5000 亿元和 3000 亿元特别国债，支持中央金融企业补充核心一级资本，合计 8000 亿元。部分城投贷款置换为地方政府债券后，信用风险和资本占用有所下降。地方财政付息压力下降，金融机构资产结构和风险状况相应调整，特别国债注资进一步增强相关金融机构资本实力。债务置换、风险缓释和资本补充共同作用，有助于保持金融机构的政策传导能力。息差出现初步企稳。2026 年二季度商业银行净息差为 1.41%，较一季度回升 1 个基点，为 2022 年以来首次环比改善。大型商业银行净息差升至 1.31%，环比回升 2 个基点。息差压力边际缓和，有助于稳定政策传导基础，也为后续利率政策增加了一定操作余地。

图 2：商业银行净息差（%）

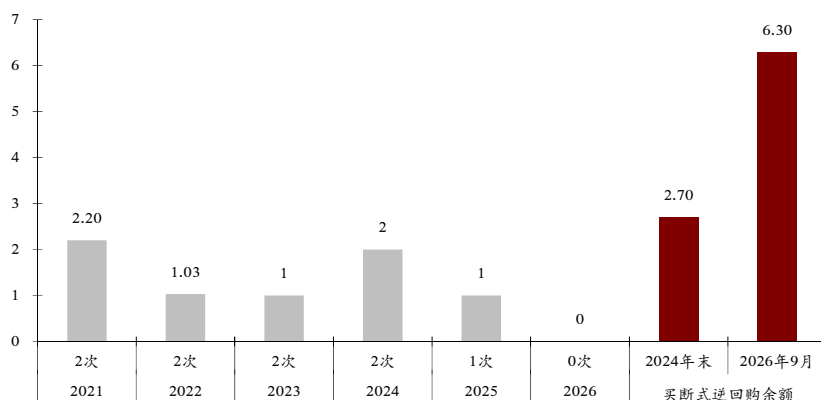


资料来源：Wind，工银国际

降准工具减频，公开市场工具补位。2025 年 5 月降准后，金融机构加权平均存款准备金率降至约 6.2%。其中大型银行 7.5%、中型银行 5.5%，多数小型银行已执行 5% 的较低水平，进一步降准的空间更多集中在大型银行。2021—2025 年，央行 9 次降准累计释放长期资金约 7.2 万亿元。与此同时，中期流动性供给工具更加多元。买断式逆回购于 2024 年 10 月推出，2024 年末余额 2.7 万亿元。2025 年买断式逆回购净投放 3.8 万亿元，叠加公开市场国债净买入 1200 亿元，明显高于当年降准释放的约 1 万亿元。2026 年 9 月买断式逆回购余额维持在 6.3 万亿元，接近 2021—2025 年降准累计释放资金。买断式逆回购实际操作主要为 3 个月和 6 个月期限，与 MLF 共同补充中期流动性。与降准释放的长期资金相比，其期限较短、需要滚动续作，但调节更加灵活，使央行能够在不调整准备金率的情况下持续补充中期流动性。

短端利率环境也使降准的收益效应更复杂。法定存款准备金利率为 1.62%，2026 年 8 月银行间同业拆借和质押式回购月加权平均利率分别为 1.38% 和 1.40%。在市场短端利率低于法定准备金利率的阶段，单纯从当期收益看，释放准备金并不必然显著改善银行息差。降准的主要价值仍在于释放长期流动性、优化负债结构和传递政策信号，其使用需要结合信贷需求、政府债发行和银行负债状况综合判断。

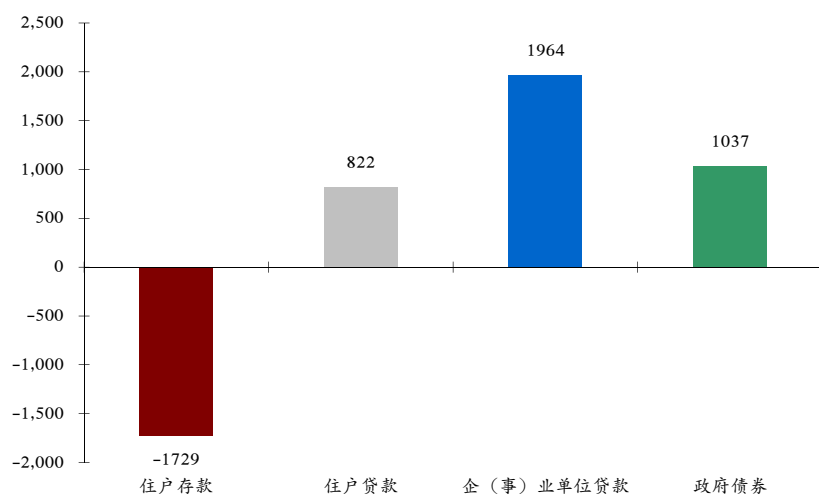
图 3：降准释放资金与买断式逆回购余额（万亿元）



资料来源：中国人民银行，工银国际（注：降准释放资金按央行公告口径。）

降息改善融资成本，对居民需求的拉动相对间接。截至 2026 年 8 月末，住户存款 173 万亿元，住户贷款约 82 万亿元，净存款约 91 万亿元。2026 年 1—8 月住户贷款减少 1.03 万亿元，居民部门仍以降低负债为主。企业和政府则是主要融资方，企（事）业单位贷款约 196 万亿元，2026 年 8 月末政府债券余额约 104 万亿元。按存量利率全部同幅重定价的静态上限测算，利率每下行 10 个基点，企业年化利息支出约减少 1964 亿元，政府约减少 1037 亿元。居民存款利息收入约减少 1729 亿元，贷款利息支出约减少 822 亿元，净利息收入约减少 907 亿元。实际效果会受到更多因素影响，但方向上，降息对企业和政府融资成本的改善更直接，对净储蓄居民的收入效应相对复杂。这也说明，稳消费更依赖直达居民的财政和收入政策。2026 年安排超长期特别国债 2500 亿元支持消费品以旧换新，设立 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金，城乡居民基础养老金月最低标准再提高 20 元。此类工具直接作用于居民可支配资源和消费成本，与降息降低融资成本形成互补。

图 4：利率下行 10 个基点对各部门年化利息收支的影响（亿元，静态上限）



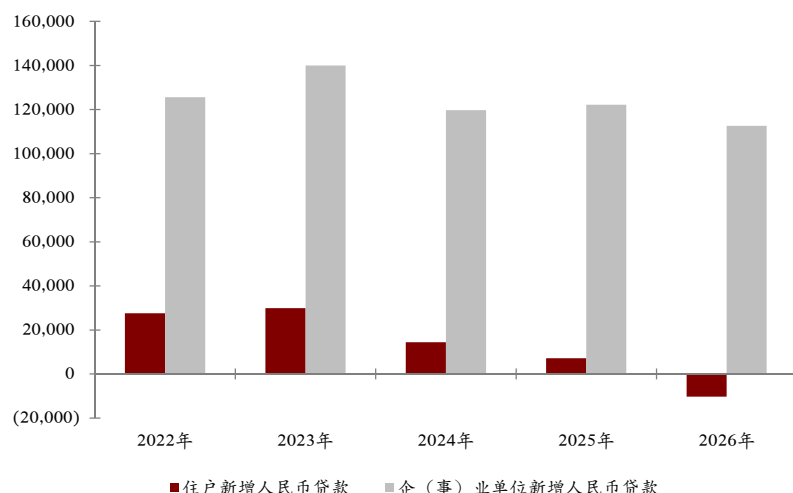
资料来源：Wind，工银国际测算（注：假设存款、贷款与政府债券利率全部同幅重定价。）

信用更多流向企业端，需求传导仍待增强。2026 年前 8 个月，企（事）业单位贷款增加 11.26 万亿元，住户贷款减少 1.03 万亿元。2025 年同期分别增加 12.22 万亿元和 7110 亿元。信用供给仍主要通过企业资产负债表传导。8 月末 M2 同比增长 7.5%，金融总量仍保持较快增长。与此同时，PPI 同比自 3 月转正，8 月升至 3.8%，CPI 同比为 0.8%、核心 CPI 为 1.0%。价格修复已经出现，但上游涨价快于终端价格，结构差异仍然明显。信贷支持对稳定生产、就业和企业现金流作用直接，新增供给转化为持续的名义增长，需要终端需求配合。基于实证研究¹显示，货币金融扩张对 PPI 的推动主要体现在短期，对 CPI 的影响不显著。该结果提示，信用扩张更容易首先作用于生产端和工业品价格，持续的终端价格修复仍需要收入、就业和消费需求配合。2026 年以来 PPI 回升受到国际大宗商品和部分上游工业品支撑，CPI 和核心 CPI 同步温和改善，终端需求回升将增强价格修复的持续性。

财政金融协同正在成为资金向需求端传导的重要抓手。2026 年中央财政安排 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金，通过贷款贴息、融资担保和风险分担等方式，引导金融资源投向民间投资和居民消费。8 月起政策进一步扩围，中小微企业民营企业新发放流动资金贷款和信用卡各类分期业务纳入贴息范围，同时提高部分贴息额度。9 月底，政策进一步延伸至居民购房领域，对符合条件的新发放首套商业性个人住房贷款给予财政贴息。财政资金承担部分成本和风险，金融机构按照市场化原则开展授信和贷款投放，形成财政资金与金融资源的协同放大效应。

¹ Chang, J. and Xiong, W., 2026. Monetary Policy in Mandarin Capitalism. Asian Economic Policy Review.

图 5：新增人民币贷款的部门结构（亿元）



资料来源：Wind，工银国际计算（注：均为前8个月时间窗口计算。）

政策空间仍在，重在结构与传导。财政政策、货币政策和产业政策各有侧重，金融机构承担资金配置和政策落地的传导功能。财政政策通过政府债券、贴息和担保等工具提供资金和风险分担，货币政策保持流动性合理充裕并稳定融资条件，产业政策明确重点领域和资金投向。财政金融协同则通过贴息、担保和风险分担等机制放大财政资金的撬动作用，并与货币政策工具和产业政策重点形成衔接。新增政策空间既来自政策内部的结构优化，也来自政策之间的协同联动。

财政政策方面，化债压力将继续下降。6 万亿元地方政府债务限额置换安排在 2026 年完成分年实施，2027—2028 年仍将每年从新增专项债中安排 8000 亿元用于化债。因此，化债资源占用会边际减少。随着存量风险继续压降，地方付息和偿债压力有望进一步缓解。若预算新增政府债务保持相应力度，财政资金用于项目建设、清欠和民生的结构性空间有望增加。中央加杠杆仍是财政结构调整的重要方向。货币政策方面，利率和降准仍有空间，但使用条件更强调平衡。LPR 已连续 16 个月不变，商业银行净息差刚刚出现小幅回升，短期继续降息需要兼顾银行息差和实际融资需求。中期流动性则可继续通过买断式逆回购、MLF 等工具灵活提供。由此看，降准和降息更加注重时机和节奏，反映的是工具组合和使用顺序的调整，货币政策仍有空间。下一阶段重心在于推动资金传导至居民收入和消费。企业端流动性已较充裕，PPI 修复快于 CPI。整治“内卷式”竞争、改善供给秩序，与以旧换新、养老金提标和社会保障完善等直达居民的工具形成供需两端配合。协同政策后续覆盖范围和支持力度有望进一步扩大，成为财政政策与货币政策联动的主要抓手。金融机构作为传导环节，将在把政策效能转化为民间投资和居民消费的过程中发挥更大作用。

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.