

建银国际证券 | 宏观研究

宏观月报 – 2024年1月: 国内稳增长政策促复苏持续, 海外央行尚难宽松

Monthly Economic Data Wrap – Jan 2024: Pro-growth policy will support domestic recovery, Fed pivot faces obstacles

报告摘要

- **美国经济韧性仍在, 预计联储近期维持利率不变:** 美国增长和就业数据持续坚挺, 通胀降温虽持续但也面临阻力, 中东局势亦带来风险。我们认为市场对联储年内大幅降息的乐观预期面临回调风险。我们维持联储在3季度和4季度各降息25个基点的预测。考虑到经济超预期韧性, 美财政赤字仍持续扩大, 我们维持2年和10年美国债利率1季度的交易区间仍分别在4.2-4.6%和3.8%-4.2%的预测。同时我们预计2年和10年美国债利率年底将分别下滑至4.0%和4.1%。
- **国内政策逐步发力, 预计今年国内持续弱复苏:** 2023经济增速达标, 年末数据仍显示产出强, 消费弱的特点。财政支持4季度以来上升。制造业投资保持强劲, 对冲地产的持续疲软, 但就业和收入复苏仍较弱。预计财政保持支持取态, 2024有效赤字超过2023年。货币政策维持流动性宽松。地产政策保持支持, 行业下行收窄。我们预计2024年中国经济增速将达到5%左右。
- **预计美元短期震荡, 中期回落, 利好人民币兑美元汇率小幅回升:** 1月美国经济坚挺, 推动美元指数反弹。短期如果美国经济增长持续超预期, 美元可能持续震荡中小幅上行。但随着降息周期的开启, 预计美元年底前震荡下行, 加上购买境内债券的海外资本回流, 支持人民币汇率小幅走高。预计中资高收益美元债利差持续收窄, 但受美元高利率和市场风险偏好变化, 预计净融资今年仍继续萎缩。

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, 央行议息会议。国内方面, 关注经济活动高频数据, 地产和宏观政策。

崔历

(852) 3911 8274
cuili@cbbintl.com

谢炫

(852) 3911 8241
kevinxie@cbbintl.com

严惠婷

(852) 3911 8012
yanhuiting@cbbintl.com

Main points:

- **Expect the Fed to keep rates on hold in 1H amid continued US economic resilience.** US growth and jobs data remains solid. Disinflation continued amid risks posed by escalating geopolitical tensions in the Middle East. Optimistic market pricing of rate cuts is prone to a pull-back, in our view. We continue to expect the Fed to cut the Fund rate by 25bp twice, in 3Q and 4Q, respectively. Taking in account better-than-expected economic resilience and a widening trend in the US fiscal deficit, we maintain our view that 2- and 10-year bond yields will trade in the 4.2-4.6% and 3.8-4.2% range, respectively, in 1Q 2024F. Furthermore, we expect 2- and 10-year bond yields to fall to 4.0% and 4.1% by the year-end, respectively.
- **Modest recovery in China will continue as policy easing gains traction.** Growth in 2023 met the official target, although Dec data continued to show the imbalances of stronger production and softer consumption. Fiscal support has strengthened since 4Q. Manufacturing investment growth was solid, offsetting the drag from a weak property sector. However, employment and income growth remains soft. We expect supportive fiscal spending with a larger effective deficit this year than in 2023. Monetary policy is focused on maintaining sufficient liquidity. We expect the drag from the property sector to relent as policy easing continues. We keep our 2024 growth target of around 5%.
- **USD to fluctuate in the near term before falling in the medium term, while the RMB is expected to strengthen modestly this year.** US economic outperformance drove a USD rebound in Jan, after it had weakened in 4Q. Should US growth continue to beat expectations, the dollar may continue to rise slightly in the near term. However, we expect the USD to fall towards year-end as the easing cycle starts before the end of the year. A softer USD coupled with foreign inflows into Chinese bonds would support a modest rise in the RMB. Chinese high-yield USD bond spreads are expected to narrow. However, high USD interest rates and deteriorating investor risk appetite mean net USD bond issuance by Chinese firms is likely to continue to shrink this year.

Market focus next month: Internationally, we are keeping an eye on inflation, employment data, and central bank decisions. Domestically, our focus is high-frequency economic data, property and macro policy.

海外宏观：欧美通胀降温面临风险，市场降息预期仍过于乐观

发达国家通胀降温，但内需仍强支持服务业通胀，地缘政治也为未来通胀带来风险。受能源基数效应影响，欧元区和美国12月整体通胀回升。但核心通胀持平或持续下滑，预计未来通胀持续放缓（图1）。不过，供应链修复带来的核心商品通胀回落是欧美核心通胀下行的主因。欧美的服务通胀仍有黏性，与内需较强的基本面一致。而美国住房通胀尤为坚挺，环比增速与上个月持平为0.4%。医疗保险计算方法的更新亦导致医疗保健通胀环比短期加速。日本核心通胀放缓，但服务通胀增速稳定在2.2%的高位。

在高利率环境下，预期未来通胀持续放缓，但内需的韧性为通胀下行带来阻力。而中东局势仍不明朗。在[2024年展望](#)中，我们预计地缘政治的不确定性仍是影响未来通胀走势的重要因素。目前国际航运价格已经大幅攀升。虽然目前欧美通胀还没受到影响，但新冠疫情时的经验显示，如果海运成本持续增长6个月以上，欧美消费和生产端的价格也将逐步上升（图2）。

欧美经济增长坚挺，制造业周期改善，预计美国经济可避免衰退。美国4季度GDP年化增长率放缓至3.3%，但远高于市场预期的2.0%。居民消费仍是主驱动力，但其他部门对经济增长均都有贡献（图3）。美国非农就业和薪资增速12月再超预期，导致服务通胀黏性较强。受库存周期带动，欧美综合PMI指数12月均有所改善，特别是欧美制造业PMI改善明显（图4），与我们的预期一致。经济软着陆仍是我们的基准预测。

欧美央行利率决策进入观望期。我们认为市场降息预期仍过于乐观：欧美央行去年4季度停止加息。近期增长就业等数据超预期，虽不改降通胀趋势，但可能再次印证市场对于联储快速降息的预期过于乐观。利率掉期市场预期2024年全年的降息140个基点，远高于12月联储点阵图对2024年降息75个基点的预期（图5）。如前所述，通胀风险未除，过早降息可能导致金融条件过度宽松和通胀的卷土重来。我们认为联储在未来数月上将强调数据依赖的政策路径，重申目前降息时机未到，持续维持较为中性的政策立场，给联储保留更多的回旋空间。我们维持联储在3季度和4季度各降息25个基点的预测。欧洲央行官员目前在通胀应对上比联储更为谨慎。虽然拉加德在1月议息会议之后表示官员们并没有讨论降息，但她重申今年下半年利率可能下调的观点。由于欧洲核心通胀放缓的速度比美国更快，欧洲央行未来可能比联储更早降息，从而推动欧洲经济逐步企稳。

联储量化紧缩持续，关注联储未来流动性管理方案。预计美联储未来数月将继续保持每月950亿美元的速度缩减资产负债表。但随着降息周期逐步到来，考虑到降息和缩表之间的政策信号可能有冲突，联储在1季度的议息会议上可能将讨论是否会放缓缩表步伐。此外，联储3月份将停止银行定期融资计划（BTFP）。联储去年推出这一计划，是为了缓解硅谷银行等倒闭引发的流动性危机。随着这一计划的停止和高利率持续，由于银行未实现的债券损失以及资产资质的恶化，一些中小银行仍有可能面临融资问题。

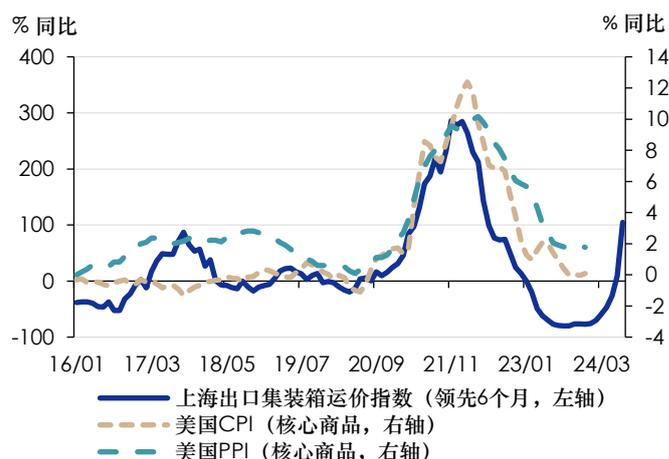
日本央行进一步退出超级宽松货币政策的可能性上升。在1月议息会议上日本央行表态未来仍有可能退出负利率政策。但日本薪资增速11月大幅放缓，降低日本短期退出量化宽松的迫切性。日本央行强调需要看到从收入和支出的良性循环，因此3月的工资谈判将是市场和日本央行关注的焦点。

图1：欧美降通胀持续



资料来源：CEIC，建银国际

图2：航运价格持续大幅攀升，未来有可能传导到海外通胀



资料来源：CEIC，建银国际

图 3：居民消费仍是美国 4 季度增长的主驱动力

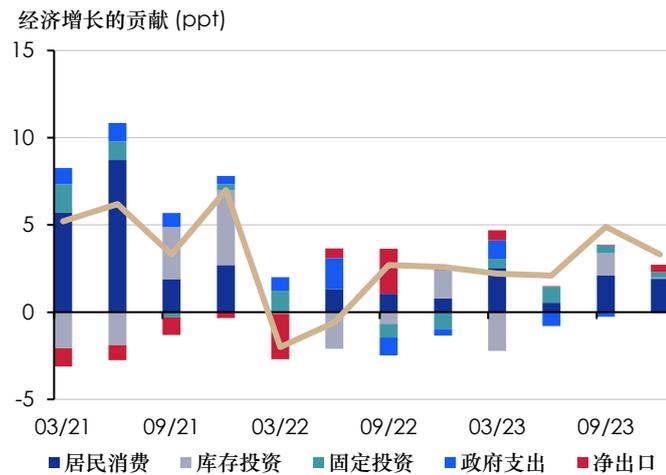


图 4：欧美经济活动 12 月有所改善

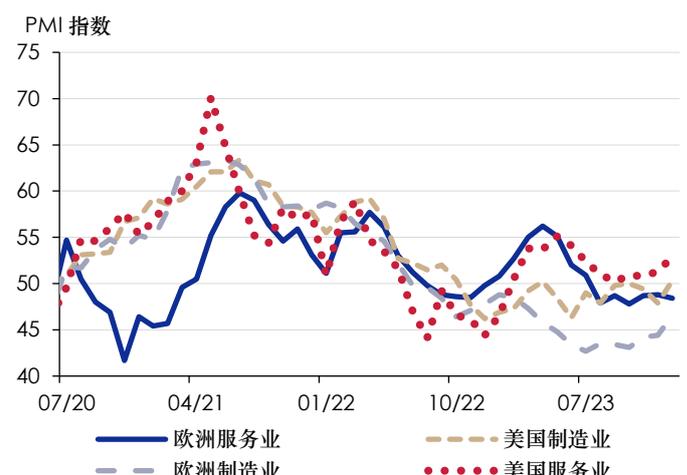


图 5：虽有所减弱，但市场对未来降息仍很乐观

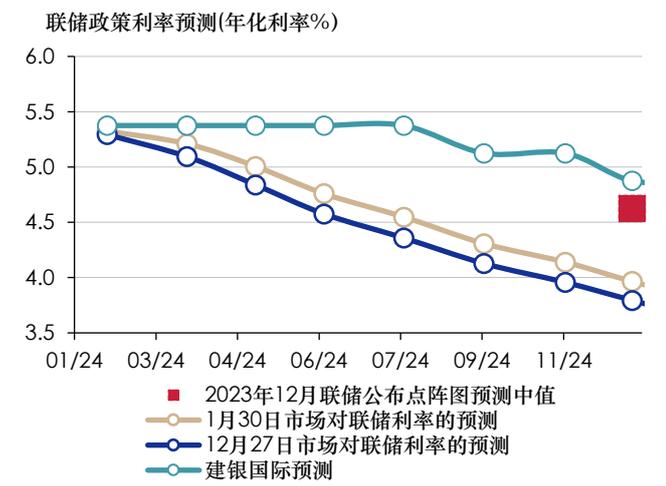
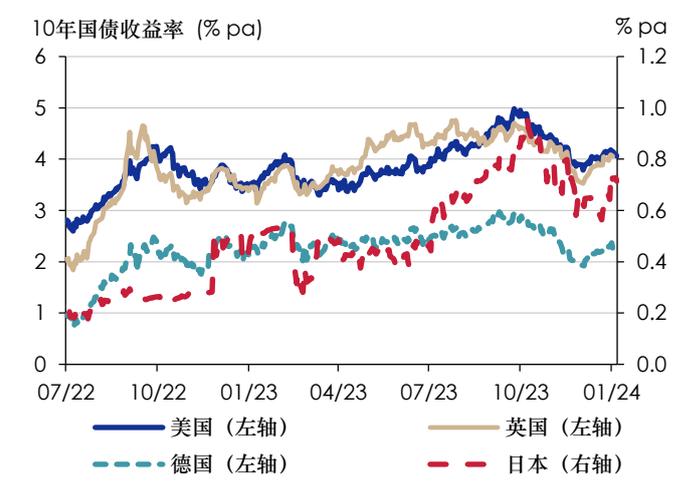


图 6：全球主要发达国家国债利率反弹



预计美国国债利率继续震荡并有短期上涨压力：12 月议息会后市场对联储解读较为鸽派。而多位联储官员发声，表达并不认同市场过于乐观的降息预期。叠加数据持续超预期，美国国债收益率曲线 1 月上行，2 年期和 10 年期分别上涨 13 个和 18 个基点，其他发达国家国债利率也出现明显反弹（图 6）。纽约联储的分析显示期限溢价的反弹是长端利率回升的主要原因。根据 [CBO 的估算](#)，美国财政赤字未来几年将继续扩大。虽然美国财政部公布的 2024 财年 2 季度国债再融资量小于市场预期，短期减少市场压力，但在增长和就业数据没有明显走弱趋势前，国债利率很难大幅下行。我们预计 2 年期和 10 年期利率 1 季度的交易区间仍分别在 4.2-4.6%和 3.8%-4.2%。同时我们预计 2 年和 10 年美国国债利率年底将分别下滑至 4.0%和 4.1%。

图 7: 兑美元汇率四季度以来多走强

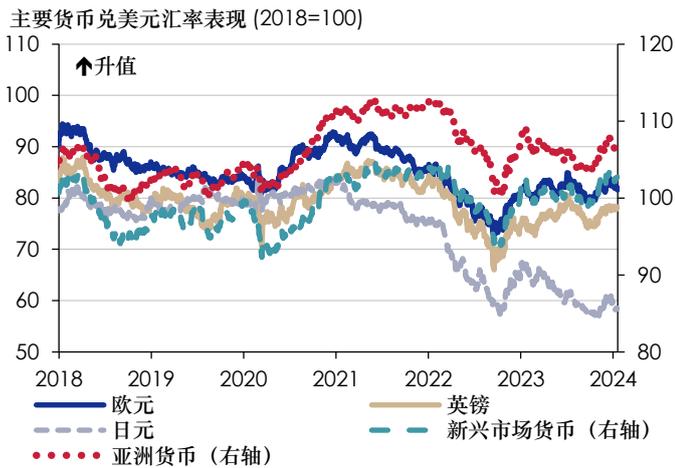
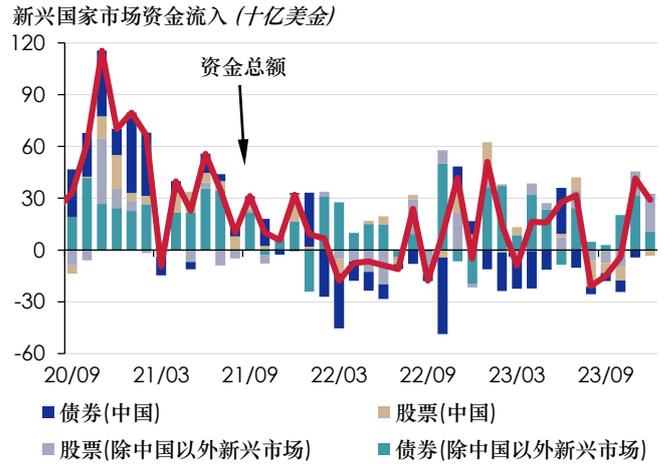


图 8: 海外资本 12 月净流入新兴市场



预计美元汇率短期仍较强劲, 但中期将震荡下行: 虽然美国和其他主要发达国家的国债利差 1 月小幅收窄, 但美国经济更出色的表现, 以及日本和欧洲央行略显鸽派的表态, 推动美元指数从之前地位显着反弹 (图 7)。如果经济数据持续坚挺, 市场过于乐观的降息预期将持续得到修正, 美元可能有所反弹。但我们预计随着降息周期的开启, 其他经济体增长前景, 包括欧洲, 也将改善, 从而推动美元年底前震荡下行。

联储转向、全球风险偏好走高提升新兴市场资产的吸引力。 IIF 估算 12 月约有 290 亿资本净流入新兴市场 (图 8)。外资连续第 6 个月减持中国境内资产, 但规模放缓, 在 12 月下滑至 32 亿美元。受中国股市低迷影响, 外资主要减仓持有的股票, 同时小幅增持中国债券。12 月流入除中国以外新兴市场的资本总额约为 323 亿, 是近 5 个月单月第二高。其他亚洲新兴经济体录得 217 亿美元的净流入, 仍是海外资本最青睐的新兴市场。得益于全球供应链重组, 通胀压力减小, 稳健的区域内经济增长前景以及全球电子消费品需求改善的预期, 预计东南亚等其他亚洲新兴市场仍有吸引力 (详情请参阅: [宏观视野: 2024 宏观展望 - 复苏仍将持续](#))。

国内宏观:复苏仍不均衡, 财政政策支持持续

2023年中国增长达标, 12月经济数据显示复苏仍不均衡: 2023年4季度GDP环比增速回落至1.0%, 不及市场预期, 但三季度数据上修, 全年增长5.2%, 实现政府全年5%的增长目标。高频数据看, 12月数据工业增加值与制造业投资保持强劲, 在产业升级和绿色转型推动下, 汽车制造等行业持续保持较强增长势头(图9)。外部需求改善也助力出口企稳(图10)。社会零售环比边际改善, 线下消费是主因, 但总体消费仍不及疫情前趋势(图11)。财政稳增长逐步发力, 广义基建投资增速持续强劲。

预计经济弱复苏持续, 价格回暖: 工业部门在产业升级以及绿色转型的过程中有望继续保持强劲, 企业经营状况进一步改善, 居民消费将进一步正常化, 加上财政支持提速以及全球制造业回温的影响, 我们维持2024年5%的经济增速预测。价格方面, 2023年价格低迷主要受PPI下行影响, 未来可能逆转。红海危机导致全球能源价格走高和国内能源相关价格环比明显回升, 运价指数上升(图12), 推高生产成本。而根据基建通数据, 建企2023年4季度大项目中标金额约3.6万亿, 同比增长约44%, 中标项目有望在未来2-6个月开始动工, 形成基建实物工作量, 推动基建投资增长(图13), 利好需求。

地产下行持续, 政策继续聚焦流动性支持: 各地购房政策先后松绑, 支持12月30大中城市商品房销售环比持稳。年初至今的高频数据显示楼市仍在逐步探底(图14)。12月地产竣工面积增速达13.4%, 显示政策重心仍在“保交楼”。预计更多松绑和稳定地产的政策将陆续出台。住建部在城市房地产融资协调机制部署会上, 强调各地要抓紧提出可以给予融资支持的房地产项目名单。国家金融监管总局强调需更加精准支持地产的合理融资需求, 加大住房租赁开发建设信贷支持力度, 拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道。预计对地产行业的流动性支持继续加码, 但地产下行趋势预计年内继续。

财政支出四季度以来提速, 预计财政支持略大过去年: 23年4季度以来, 财政支出提速。另据发改委消息, 2023年四季度增发的一万亿国债资金投向中, 已有两批项目清单先后下达, 安排资金超过8000亿, 重点投向农田建设与防洪治理工程, 大部分已落实到具体项目。我们预计财政政策将在预算空间内小幅增加支持力度(宏观视野: 2024宏观展望 - 复苏仍将持续), 有效赤字(按支出进度)占GDP比重超过2023, 地方专项债发行或略有提升。此外, 财政部在部署2024年财政工作时, 提出要“严格落实化债举措, 加大存量隐性债务化解力度”。近期特殊再融资债券延续发行, 预计发行仍主要集中在财政较为紧张的重点省份, 比如贵州。考虑到2023年已发行约1.4万亿特殊再融资债券, 本轮最终发行规模或将超出市场预期的1.5万亿。

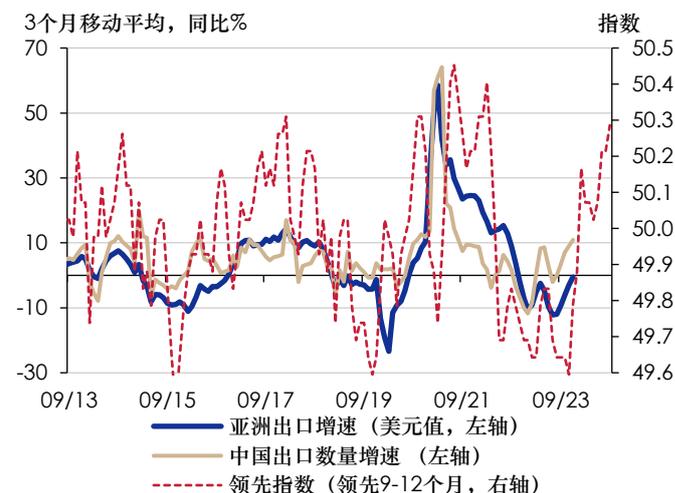
货币政策料继续维持宽松: 央行继续加大流动性支持。在4季度注入1.7万亿长期流动性之后, 1月通过1年期中期借贷便利(MLF)再次净投放2,160亿。过去数月2万亿的新增流动性约相当于100个基点的降准。同时, 央行宣布自2月5日下调存款准备金率50个基点, 为市场注入1万亿人民币的长期流动性, 并下调支农支小再贷款和再贴现利率。我们预计央行维持流动性宽松, 将在2季度再次下调存款准备金率25个基点。政策利率也可能小幅下调。

图9: 制造业投资增速反弹, 房地产投资持续萎靡



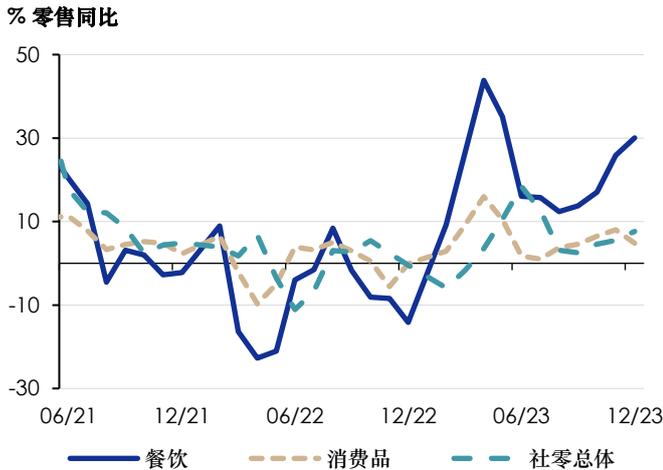
资料来源: CEIC, 建银国际

图10: 预计出口前景持续改善



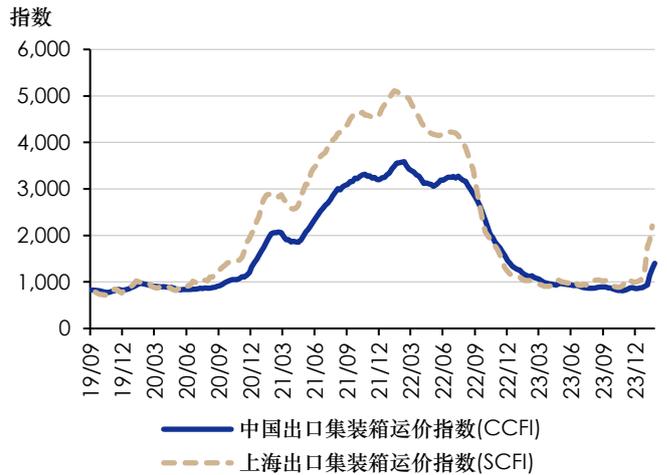
资料来源: CEIC, 建银国际

图 11: 餐饮业拉动社零增长



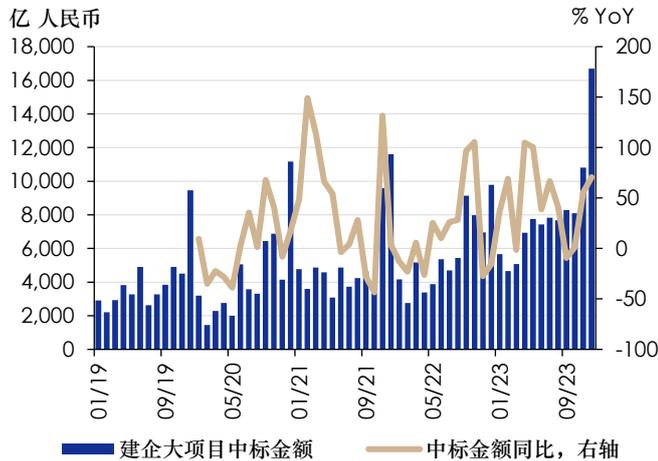
资料来源: CEIC, 建银国际

图 12: 红海危机推升运价指数



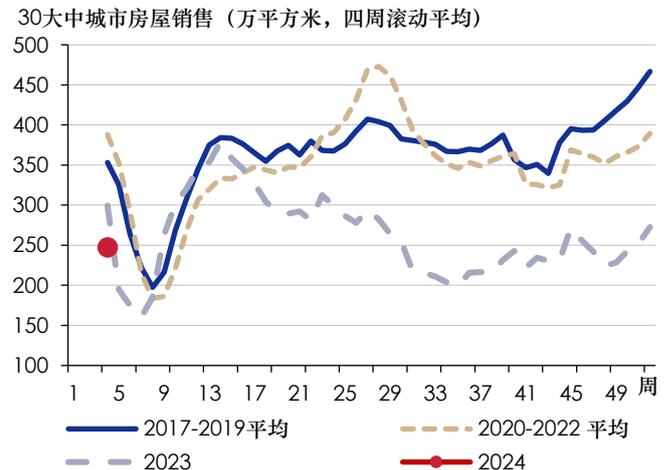
资料来源: 万得, 建银国际

图 13: 近期基建项目落地提速



资料来源: 基建通, 建银国际

图 14: 地产销售仍显疲软

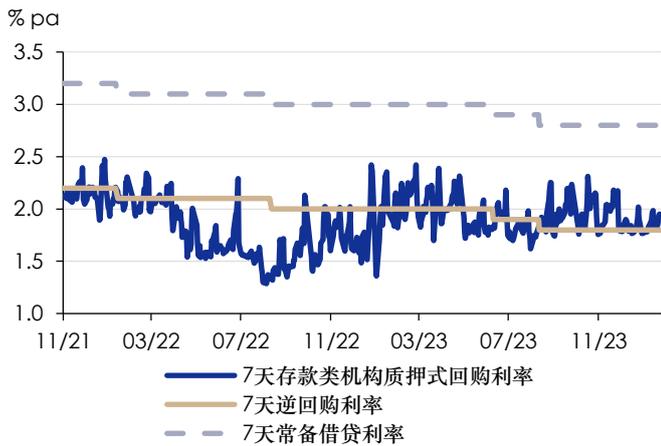


资料来源: CEIC, 建银国际

中资美元债高收益信用利差显著收窄，净融资继续萎缩。货币政策宽松推动在岸国债利率回落，企业债信用利差也持续收窄（图 16）。受地产板块下行压力和美元借贷成本高企，中资美元债净融资继续萎缩（图 17）。虽然 1 月海外长端国债利率有所反弹，但投资者风险偏好走强，加上离岸债供应下降，中资高收益美元债利差显著收窄（图 18）。继去年的创纪录发行后，点心债 1 月发行量下滑，主要受中国政府部门发行量减少所致。中国非金融企业的发行量相对稳健，外资银行的发行量环比小幅减少（图 19）。人民币融资成本仍有优势，叠加市场偏好改变等原因，预计中资企业可能更多通过点心债在海外融资。

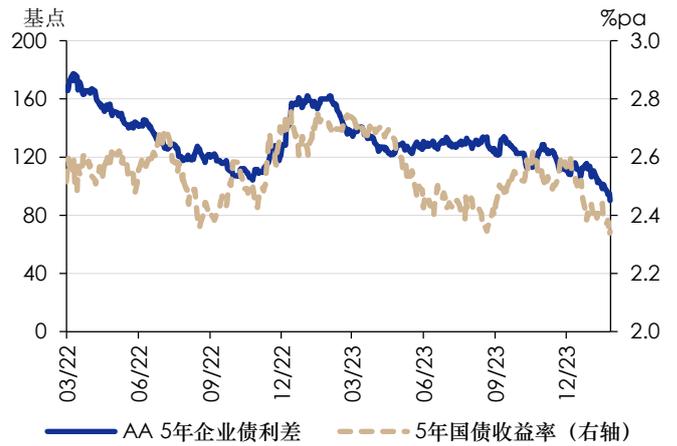
预计人民币兑美元短期区间内震荡，年内小幅升值：由于 1 月美元走强，人民币对美元汇率小幅下滑，但一篮子汇率则小幅升值（图 20）。短期预计美元在高位震荡，预计人民币兑美元汇率区间内震荡。但美元已开启走弱周期，人民币汇率进一步贬值压力有限，海外债券资金亦回流国内债市。随着国内经济持续改善，联储年中之后开启降息周期，我们维持人民币兑美元汇率在年底前小幅升值至 6.8 的预测。

图 15: 央行呵护流动性, 银行间利率较为稳定



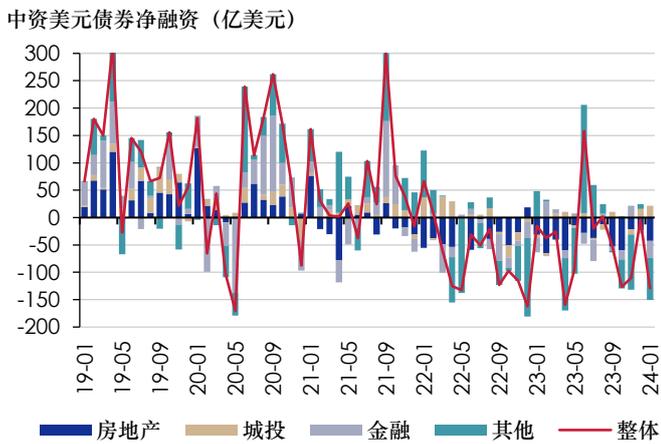
资料来源: CEIC, 建银国际

图 16: 国债利率 1 月持续下跌, 信用利差有所收窄



资料来源: CEIC, 建银国际

图 17: 中资美元债券净融资继续萎缩



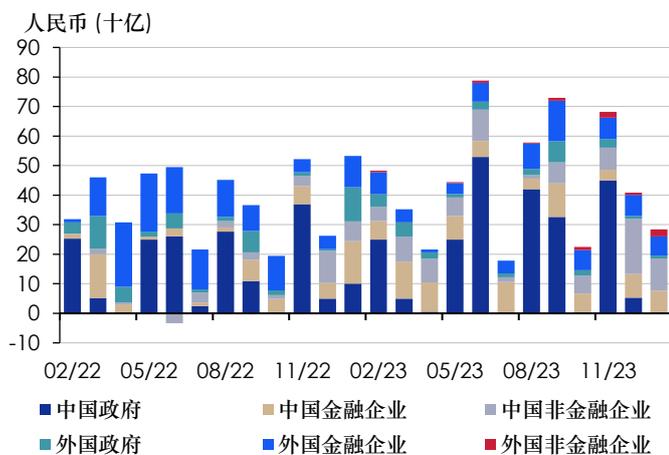
资料来源: 彭博, 建银国际

图 18: 高收益中资美元债利差明显收窄



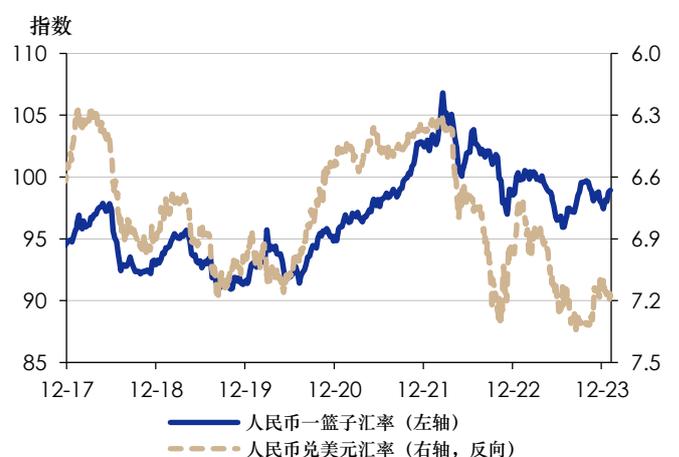
资料来源: 万得, 建银国际

图 19: 1 月点心债发行速度总体放缓



资料来源: 彭博, 建银国际

图 20: 人民币较其他货币更为坚挺



资料来源: CEIC, 建银国际

表 1: 中资美元债发行到期情况

	存量 (亿美元)		月发行量 (亿美元)				月到期量 (亿美元)					
	23 年底	最新	10 月	11 月	12 月	1 月	10 月	11 月	12 月	1 月		
全部美元债	8,666	8,552	38	104	57	53	179	89	83	132		
- 地产	1,105	1,041	0	0	0	0	66	22	14	57		
- 城投	767	770	19	12	18	8	21	22	12	5		
- 金融	3,417	3,401	25	62	17	43	27	21	28	58		
			价格点位				涨跌幅 (基点)					
			9 月 27 日	10 月 27 日	11 月 24 日	12 月 22 日	1 月 25 日	9 月 27 日	10 月 27 日	11 月 24 日	12 月 22 日	1 月 25 日
中资美元债利差* - 投资级(bps)	148	158	128	124	123	123	(5)	10	(30)	(4)	(1)	(1)
中资美元债利差* - 高收益(bps)	1,385	1,354	1110	1183	970	970	(221)	(31)	(244)	73	(213)	(213)

资料来源: 彭博, 万得, 建银国际

表 2: 宏观政策

1 月 18 日	国家发改委	国家发展改革委副秘书长、国民经济综合司司长袁达表示, 国家发展改革委将深入贯彻落实中央经济工作会议精神, 高质量做好宏观政策取向一致性评估工作。一是健全完善评估机制。在总结近两年宏观政策取向一致性评估工作基础上, 提出进一步强化评估的要求, 明确评估范围, 完善评估流程, 科学精准评估包括非经济性政策在内的政策影响, 更好服务高质量发展大局。二是全面稳慎评估政策效应。从严从细把关各项政策对经济总量和结构、供给和需求、行业和区域、就业和预期等的影响, 多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策, 审慎出台收缩性、抑制性举措。全面精准分析系列政策的叠加效应, 进一步强化政策协调和工作协同, 切实防范“合成谬误”。三是强化政策实施过程中的一致性。推动相关部门科学分析形势变化, 抓好政策出台窗口期; 切实强化预期管理, 充分征求意见建议, 合理设置政策过渡期, 确保各项工作充分衔接、有序推进; 加强政策实施过程中潜在风险的分析分析, 防止层层加码、“一刀切”等问题, 促进政策最终效果符合党中央决策意图。
货币政策		
1 月 7 日	央行	央行定调今年十项重点工作, 包括: 稳健的货币政策灵活适度、精准有效; 稳妥推进重点领域金融风险防范化解; 稳慎扎实推进人民币国际化等。央行要求, 综合运用多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕, 促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。注重新增信贷均衡投放, 提高存量资金使用效率, 进一步优化信贷结构, 确保社会融资规模全年可持续较快增长。兼顾内外均衡, 持续深化利率市场化改革, 促进社会综合融资成本稳中有降。
1 月 22 日	央行	开年首月 LPR 继续“按兵不动”, 1 年期 LPR 为 3.45%, 5 年期以上 LPR 为 4.2%, 为连续 5 个月维持不变。
1 月 24 日	央行	央行决定, 自 2 月 5 日起下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点 (不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构), 向市场提供长期流动性约 1 万亿元。本次下调后, 金融机构加权平均存款准备金率约为 7.0%。央行同时决定, 自 1 月 25 日起, 分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点, 持续推动社会综合融资成本稳中有降。
财政政策		
1 月 3 日	财政部	财政部税政司司长贾荣鄂表示, 2024 年减税降费重点聚焦支持科技创新和制造业发展, 强化政策供给。要着力健全以所得税和财产税为主体的直接税体系, 逐步提高直接税比重。研究完善综合与分类相结合的个人所得税制度。

续表 2: 宏观政策

金融市场		
1月14日	证监会	时隔两年多证监会恢复召开线下新闻发布会。发布会要点包括：①证监会将加快推进资本市场投资端改革各项工作，进一步加大中长期资金引入力度②行业机构普遍认为当期A股市场估值水平已处于历史低位，长期看已具备较高投资价值③证监会将继续把好IPO入口关，做好逆周期调节工作④目前新股发行承销机制运行总体平稳⑤证监会扎实推进基金降费工作⑥证监会将加大回购事中事后监管。
1月24日	国务院国资委	国务院国资委表示，将进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。据介绍，下一步，国务院国资委将按照国有企业改革深化提升行动有关要求，围绕坚定不移做强做优做大国有企业的目标，推动重组整合工作进一步走深走实。2023年中央企业实现营业收入39.8万亿元，利润总额2.6万亿元，归母净利润1.1万亿元；中央企业净资产收益率6.6%。截至2023年12月底，中央企业整体资产负债率为64.8%。
1月25日	国新办	国新办就金融服务经济社会高质量发展举行新闻发布会。发布会要点包括：国家金融监管总局将继续引导支持银行机构加大信贷投放，加大对民营小微企业信贷支持力度；房地产对国民经济具有重要影响，金融业责无旁贷、必须大力支持；国家金融监管总局近期将召开相关工作部署会，更加精准支持房地产项目合理融资需求；国家金融监管总局取消外资持股比例限制，外资可持有银行保险机构100%股权；当前中小银行经营和监管指标均处于合理健康水平。
地产政策		
1月7日	央行、国家金融监管总局	央行、国家金融监管总局发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》，支持住房租赁供给侧结构性改革，加大住房租赁开发建设信贷支持力度，拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道。稳步推进房地产投资信托基金试点工作，在把控风险前提下，募集资金用于住房租赁企业持有运营长期租赁住房。支持房地产投资信托基金份额交易流通，促进住房租赁企业长期稳定经营，防范短期炒作。引导各类社会资金有序投资住房租赁领域。
1月26日	住建部	住建部召开城市房地产融资协调机制部署会。会议指出，城市房地产融资协调机制加快落地见效，第一批项目“白名单”预计将于1月底前落地并争取贷款。会议强调，项目有序开发建设，是房地产市场平稳健康运行的基础，事关人民群众切身利益。针对当前部分房地产项目融资难题，各地要以项目为对象，抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单，协调本行政区域内金融机构发放贷款，精准有效支持合理融资需求。
行业及民营经济		
1月4日	国家数据局等十七部门	国家数据局等十七部门联合印发《“数据要素×”三年行动计划（2024-2026年）》，选取12个行业和领域作为数据要素释放价值的落脚点，预计到2026年打造300个应用场景，数据产业年均增速将超过20%。《行动计划》提出，实施“数据要素×”试点工程。鼓励金融机构按照市场化原则加大信贷支持力度，优化金融服务。依法合规探索多元化投融资模式，发挥相关引导基金、产业基金作用，引导和鼓励各类社会资本投向数据产业。支持数据商上市融资。
1月15日	国务院办公厅	国务院办公厅印发《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，提出4个方面26项举措，加快银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展。《意见》提出，推进产业集群发展，在京津冀、长三角、粤港澳大湾区等区域规划布局10个左右高水平银发经济产业园区。强化财政金融支持，通过地方政府专项债券支持符合条件的银发经济产业项目。鼓励各类金融机构加大对养老服务设施、银发经济产业项目建设支持力度。

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及的股票, 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)) 内将买卖或交易过本文所提及的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及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不关联。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, 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 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