

建银国际证券 | 宏观研究

宏观月报 – 2024年8月：联储降息临近，美元进入走弱周期

Monthly Economic Data Wrap – August 2024: Pending Fed cut pushes down dollar

报告摘要

- **联储 9 月降息几成定局：**美国通胀延续降温，非农就业超预期下降，支持联储持续的鸽派信号。鲍威尔在杰克逊霍尔会议上明确政策调整时机已到。我们维持联储 9 月降息 25 个基点，年内降息 50 个基点的预测，但不排除年内增加一次降息。因总体数据坚挺，软着陆仍是基本情形，市场目前对今年降息 100 个点，今明两年降息超 200 个点的预期显过高，不排除未来有所调整，带动利率反弹波动，预计 2 年期和 10 年期国债利率年底分别回至 4.1% 和 4.0%。预计日本央行在通胀与工资上涨的压力下继续保持鹰派并在年内进一步加息。
- **国内复苏不平衡，有效内需尚未明显提振但食品通胀抬头，预计财政助力支持下半年增长：**国内 7 月经济数据显示消费仍然疲软，而制造业受国际贸易与国内产业升级的支持保持强劲。地产销售低位震荡，但库存周期有所改善。食品价格明显上升，预计支持通胀回升。但预计政策将继续保持积极取态，下半年财政发债和支出有望提升以支持经济复苏。
- **美元走弱，点心债发行保持强劲：**超预期遇冷的非农就业数据和杰克逊霍尔会议上的鸽派表态推升市场降息预期，是美元走弱的主要原因，随着降息周期开启，预期美元将延续下跌趋势，维持人民币兑美元汇率年底升至 7.0 的预测。预计点心债发行量将继续保持稳中有升的态势。

下月市场焦点：国际方面，需要关注欧美国家通胀与就业数据，联储 9 月议息会议。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@cibintl.com

严惠婷

(852) 3911 8012
yanhuieting@cibintl.com

Main points:

- **The Fed is likely to start its rate cut in September, but market expectations look overly aggressive.** Cooling US inflation and NFP employment support continued dovishness on the part of the Federal Reserve. At the recently concluded Jackson Hole Symposium, Fed Chairman Powell has given clear signals of an impending rate cut in September. However, the market expectation is for a cut of over 100bp this year and a cut of over 200bp before end-2025F, which looks to us to be too aggressive. We maintain our forecast that the Fed will make a 25bp cut in September and 50bp in total cuts by the end of the year, although an additional cut by end-year is also possible. We maintain our 2Y and 10Y UST forecasts at 4.1 and 4.0 by year-end. In the meantime, we expect the BOJ, under pressure from rising inflation and wages, will maintain its hawkish stance and raise interest rates further during the year.
- **China's recovery has been uneven and effective domestic demand is still soft.** July data indicates weak consumption despite policy support, though manufacturing remains strong, supported by international trade and domestic industry upgrades. Real estate sales have stabilized at a low level, and the inventory ratio is improving, suggesting progress in supply consolidation. The rise in food inflation will push up CPI, yet we expect policy accommodation will continue. More fiscal support, including faster fiscal bond issuance and spending, will help bolster an economic recovery in 2H24.
- **US dollar to trend down as Dim Sum Bond issuance remains strong.** We expect the dollar to stay on a downward trend as the interest rate cut cycle begins. We maintain our forecast of a 7.0 RMB/USD exchange rate by the end of the year.

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

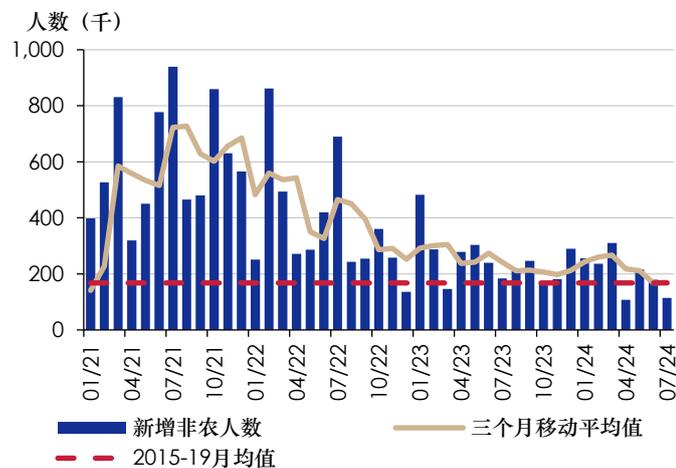
海外宏观：联储继续释放鸽派信号，9月预计开启谨慎降息

高频数据显示欧美经济继续降温，但内需仍较坚挺：美国7月份非农数据显著走弱，低于市场预期与前值，失业率小幅上升，工资增长继续放缓，延续近几个月就业的放缓趋势，其中信息行业是放缓的主要因素。此外，美国劳工部大幅下修之前公布的就业数据：今年3月份前12个月期间总非农就业就业下调81.8万人（比之前下调约30%）。不过，8月以来的初请失业金人数好于预期，零售数据亦强于市场预测，消费者预期回升，显示美国经济仍具有韧性，未来有望实现软着陆，避免衰退。欧洲经济保持温和扩张：与上半年的行业趋势一致，欧元区8月制造业PMI创8个月来新低，但服务业PMI受益于奥运会和旅游需求继续保持扩张趋势，显示服务业是经济的主要引擎而制造业仍显疲弱。

美国通胀继续走低：美国7月整体通胀及核心通胀环比均为0.2%，符合市场预期，同比则从前值的3.0%和3.3%下滑至2.9%和3.2%，达到2021年以来的最低水平。分项来看，能源价格与上月基本持平，核心商品项在二手车价格的带动下继续回落，服务通胀则有所反弹，主要源于住宅类通胀环比反弹（图4）。未来数月预计美国核心通胀延续环比放缓趋势，但同比受基数影响将有所攀升。7月欧元区核心通胀2.9%，与上月持平，服务业通胀粘性较大。日本7月核心通胀升至2.7%，符合市场预期，部分体现政府能源补贴终止后相关支出的上涨。虽然服务通胀上月有所回落，近期的工资增长预计将逐步传导至服务价格，推动核心通胀水平仍将高于日本央行2%的目标。

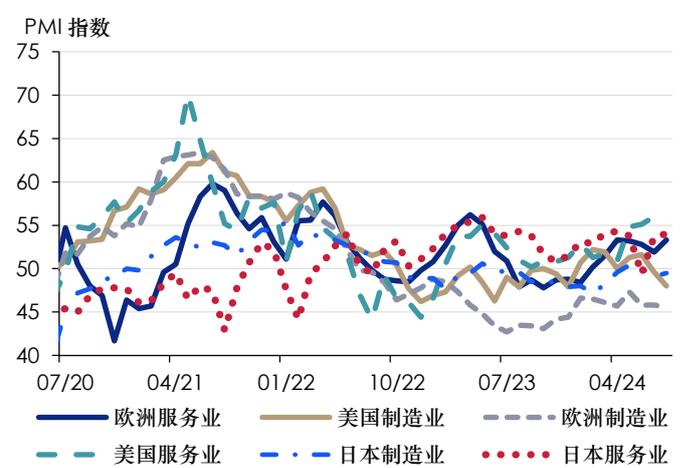
联储9月开启降息几成定局，市场对联储降息幅度预期偏高：8月23日的杰克逊霍尔会议讲话中，鲍威尔强化了7月底FOMC会议的降息指引。在通胀回落的背景下，鲍威尔强调联储对就业市场下行风险的关注，并明确表示政策调整的时机已到。偏鸽信号提升市场对联储快速降息的预期：期货市场认为联储在本年剩余的四个月内将降息100个点，今明两年降息将超过220个点。但经济数据总体仍坚挺，美国大选、地缘政治、和能源转型等因素意味着通胀仍具粘性（关于对美国大选对通胀和联储政策的影响请参考：[宏观策略专题：2024美国大选走势和市场影响](#)），美国核心通胀预计在今明两年都保持在联储2%的目标之上。与此同时，尽管就业走弱，失业率与历史相比仍较温和，预计劳动力市场将保持温和降温趋势，我们维持9月份降息25个基点，年内降息50个基点的预测，如果经济超预期走弱，联储年内或略增加降息次数。预计明年联储降息三次。目前市场对降息的幅度预期偏高，不排除未来市场预期有所调整，带动利率反弹波动。欧元区通胀仍有粘性，未来随经济降温和工资增长放慢有望继续下行，欧洲央行在年内预计继续降息。与此相对，在工资上涨和通胀压力下，日本央行预计保持鹰派取向，年内进一步加息。

图1：美国非农就业增长持续放缓



资料来源：CEIC，建银国际

图2：主要发达经济体增长指标仍较坚挺，服务业指标尤为强劲



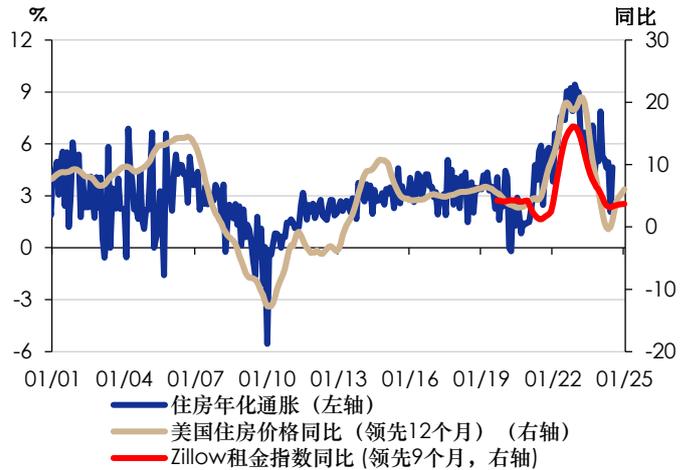
资料来源：CEIC，建银国际

图 3：主要发达国家降通胀趋势不改



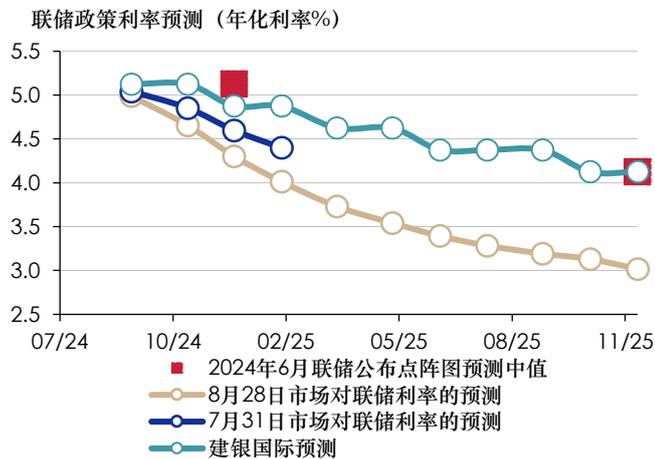
资料来源：CEIC，建银国际

图 4：美国住房通胀仍有黏性



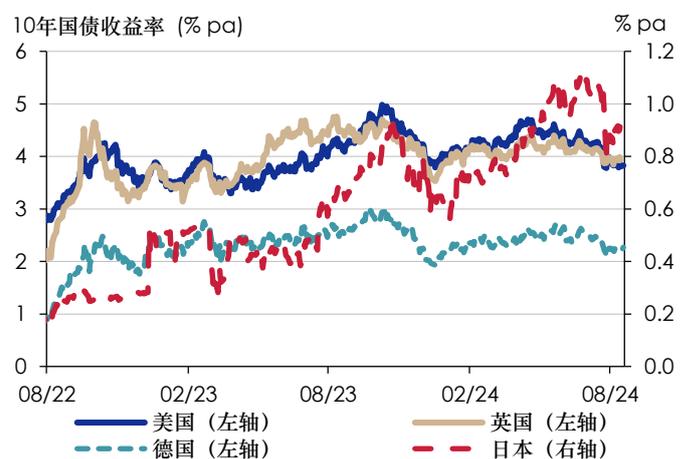
资料来源：CEIC, Fed, 建银国际

图 5：8月市场显著加大对联储的降息预期



资料来源：CEIC，建银国际

图 6：发达国家国债利率回落



资料来源：Wind，建银国际

市场降息预期带动美债收益率下行，波动率预计上升：8月美国国债收益率2年期和10年期分别下滑42个和23个基点，至3.86%和3.82%，带动全球主要发达国家国债利率回落。7月超预期下滑的非农就业数据、8月第三周公布的年度就业报告下修、以及杰克逊霍尔会议上鲍威尔偏鸽派的发言不同程度推升了市场的降息预期。不过，考虑到零售等经济数据表现仍较为良好，失业率上升态势仍较为温和，而如住房项等通胀仍表现出一定的黏性，预计联储的降息步伐将较市场预期的更加谨慎，预计2年期和10年期国债利率未来几个月的交易区间分别为3.8%-4.3%和3.7%-4.2%，年底预计2年和10年期国债利率将分别回至4.1%和4.0%。日本10年期国债收益率8月回落，在0.7%-0.9%之间区间震荡，考虑到未来通胀仍有可能继续高于2%的目标，日本央行年内仍有加息的可能，日本10年期国债收益率仍有上涨空间。

图 7: 美元趋弱, 其他货币兑美元回升

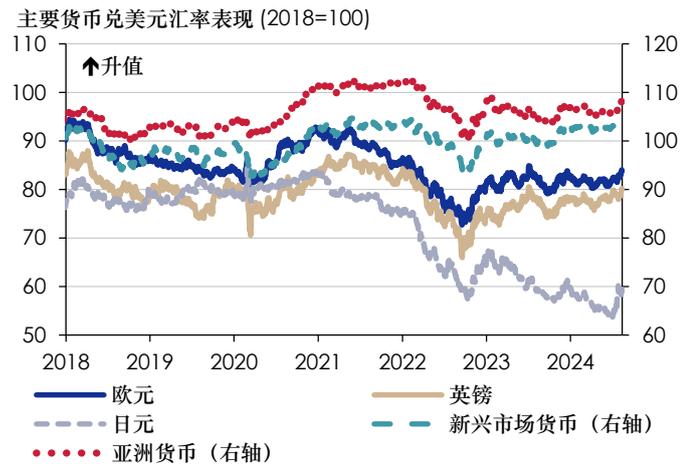
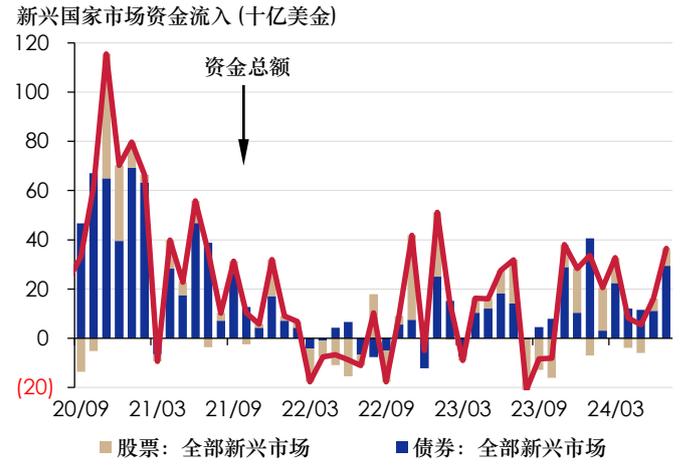


图 8: 海外资本持续净流入新兴市场



美元预计继续波动走弱: 美元指数 8 月延续 7 月下跌趋势, 一度下探至 100 附近, 超预期遇冷的非农就业数据和杰克逊霍尔会议上的鸽派表态是推动美元指数下行的主要原因。随着 3 季度降息周期的开启, 我们预计美元指数仍将延续下跌的趋势。不断强化的降息信号以及日本央行相对鹰派的取态, 支撑日元汇率震荡回升, 保持年底日元兑美元汇率回至 140 的预期。

债市与股市资金继续流入新兴市场: 美国近期数据及联储表态推升降息预期, 带动美元指数下行, 推升新兴市场货币回升, 吸引海外资本流入新兴市场。根据 IIF 数据, 7 月新兴市场的股票市场与债券市场均延续了 6 月的净流入态势 (图 8)。高频数据显示, 截至 8 月 29 日, 新兴市场的债券市场资金延续净流入态势, 流入约 44 亿美元, 而股票市场则转向净流出, 流出资金约 78 亿美元。

国内宏观：不均衡复苏持续，食品通胀抬头，预计政策保持积极

经济数据显示经济复苏仍不均衡，内需指标较弱：7月经济数据冷热不均。制造业仍受贸易强劲和国内升级需求支持。工业生产和制造业投资虽有回落，仍较为坚挺。与此同时，受到收入预期和财政支持滞后等影响，内需指标仍较为低迷。零售增长小幅反弹，主要受到食品价格上涨以及以旧换新政策带动的耐用消费品增长的推动，但线下消费与汽车销售走弱，整体消费仍然较为疲软。基建投资亦有所回落（图9），或受地方政府专项债发行进度较慢影响，此外，今年高温降雨天气多发也对项目开工造成负面影响。总体数据显示产业升级与绿色转型仍是拉动经济增长的主要动能，全球贸易周期也继续支持出口增长，但国内有效内需仍未有明显提升。

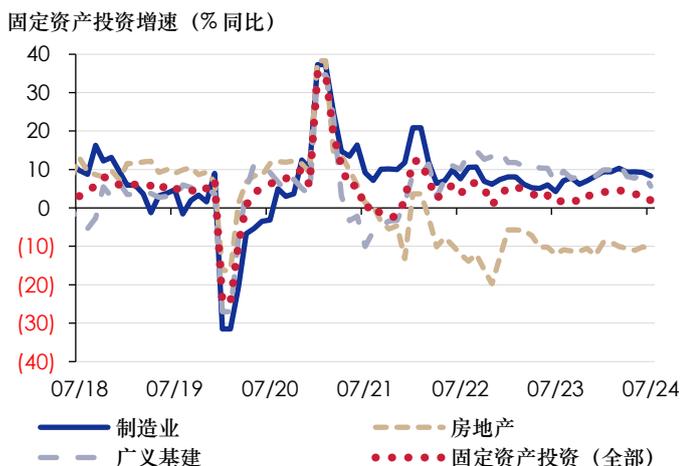
地产销售显示低位企稳，供给调整加快，价格跌幅小幅扩大：7月商品房住宅销售面积同比跌幅仍在低位，但较上月继续小幅收窄至21%，同时，高频数据显示8月销售同比跌幅收窄至16%，受基数效应影响，预计地产销售同比跌幅将继续收窄。从供给端来看，7月房地产新房开工面积和房屋竣工面积同比分别下跌19%和22%，跌幅仍然较大，但有所企稳，库存周期有所改善（图11）。70城价格指数延续下跌趋势，环比下行0.7%，表明市场交易仍在采取“以价换量”策略。二手房市场方面，中房网显示7月14城二手房成交量在6月回升的基础上保持平稳，受基数影响，预计下半年二手房交易同比由负转正。

食品价格飙高，推升消费品通胀：7月CPI通胀同比受到食品价格影响回升，核心通胀同比温和上涨，环比由负转正至0.3%。食品同比由上月的下降2.1%转为持平，其中猪肉价格同比回升20.4%，蔬菜与鸡蛋价格均由负转正。猪粮比低位回升和恶劣天气等原因增加短期食品价格攀升压力。8月高频数据显示，食品价格指数环比继续大幅攀升，推动当月CPI中食品价格约4%或以上，预计8月CPI显著回升至1%以上并推升全年CPI。与此同时，制造业价格仍受产能扩张影响回落。7月PPI同比跌幅与上月持平，环比下降0.2%。分项来看，受全球定价影响较大的有色金属冶炼行业以及与建筑施工联系紧密的黑色冶炼等行业拖累PPI下行，受耐用消费品以旧换新政策支持以及部分车企竞价策略的调整影响，汽车行业出厂价格小幅回升。

财政收入端承压，限制积极财政的空间：根据财政部数据显示，前7个月一般财政收入同比可比增长1.2%，比上半年放缓，税收收入继续回落；政府基金净收入同比则下降约10%。受财政收入拖累，一般公共预算支出同比增长2.5%（图12）。财政发债进展仍然有限：截至8月，超长期特别国债发行额超过4600亿，接近全年计划的一半，资金除投向重大战略实施与重点领域建设外，也将支持大规模设备更新和消费品以旧换新，以提振内需。整体看，目前财税体制意味着收入下滑仍对支出端形成制约，提高赤字率等措施可减少财政状况对经济周期的进一步压力。7月三中全会与政治局会议均强调经济目标与政策加大力度，预计财政发债和支出的进度下半年有所加快，支持全年增长。财税改革的推进中期有望缓解地方财政收支不平衡的状况。

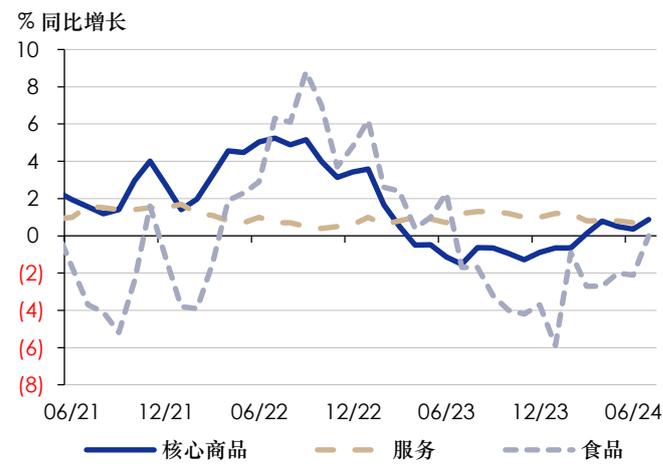
预计货币政策将继续保持宽松：央行在8月维持7天逆回购利率，在7月下调LRP利率后，央行没有进一步下调的紧迫性，维持8月1年期和5年期LPR利率不变，8月银行间短期利率略高于目标利率（图13），在岸国债利率在短暂下行后有所反弹，与上月基本持平，企业利差小幅回升但仍在低位（图14）。央行在二季度货币政策执行报告中指出国内有效需求不足，表示货币政策要“加强逆周期调节”，尽管近期食品价格的上涨短期内或将对进一步宽松形成一定约束，预计未来货币政策将继续保持宽松，保持年内下调存款准备金率25个基点的预测。

图9：广义基建与制造业投资保持坚挺，地产投资疲软



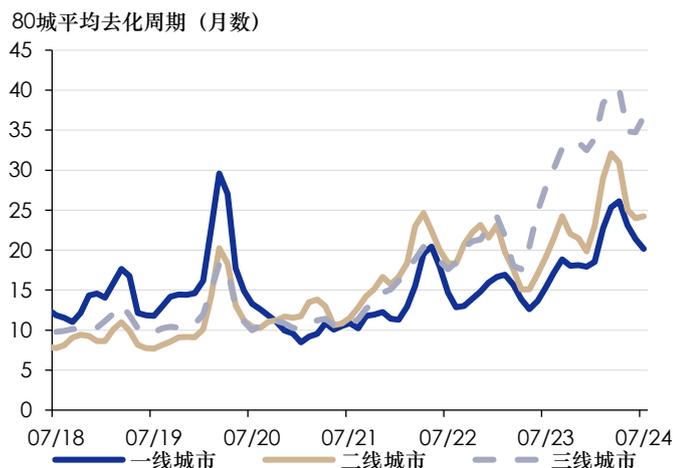
资料来源：CEIC，建银国际

图10：食品通胀抬头，预计推动CPI进入上行



资料来源：万得，建银国际

图 11: 地产库存周期有所改善



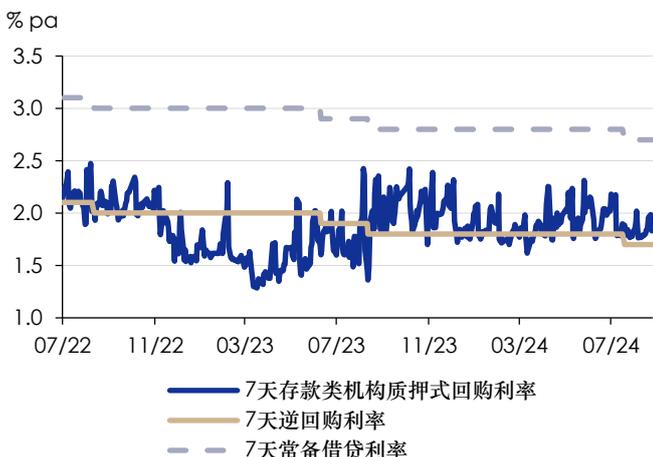
资料来源: 同花顺, 建银国际

图 12: 公共财政收入端仍承压, 抑制支出扩张



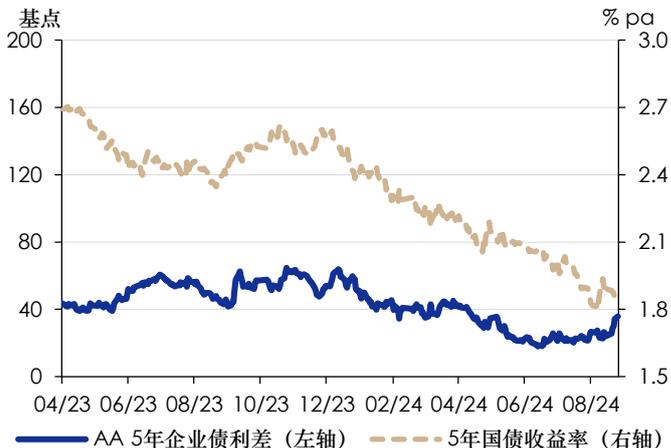
资料来源: CEIC, 建银国际

图 13: 银行间利率接近利率走廊下限, 显示流动性充裕



资料来源: CEIC, 建银国际

图 14: 国债利率波动加大, 企业利差底部回升

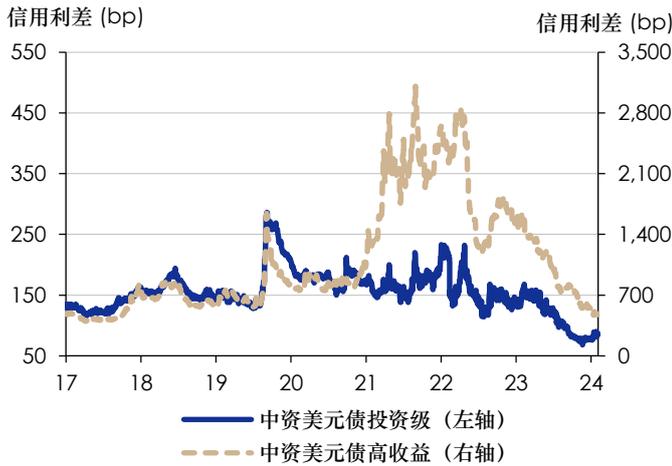


资料来源: CEIC, 建银国际

中资美债市场发行回暖, 点心债发行保持强劲: 8月中资海外债信用利差震荡回升, 但仍在历史低位(图 15)。随着海外主要央行先后开启降息周期以及国内温和复苏进程的持续, 预计中资债券信用利差将继续在当前位置震荡。随着联储开启降息周期和美元债融资成本的回落, 中资海外债的发行有所回暖。中资海外债发行 8 月转正, 虽地产融资仍然低迷(图 16)。8 月政府部门点心债发行量强劲增长, 是推动点心债发行的主要贡献项(图 17)。年初至今点心债发行约 5062 亿, 同比增长 41.7%。我们预计今年的点心债发行将继续保持稳中有升的趋势。

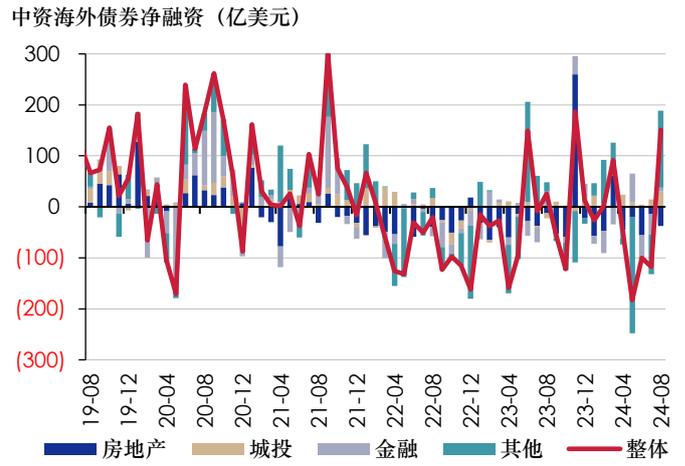
降息信号带动美元继续走弱, 人民币与新兴市场货币同步回升: 人民币兑美元 8 月延续 7 月走势继续回升(图 18)。尽管部分经济数据显示美国经济仍具有一定的韧性, 持续降温的通胀与走弱的就业市场推升了市场对联储的降息预期, 鲍威尔的偏鸽派表态也为联储 9 月降息做了进一步铺垫, 预计美元短期在当前点位震荡, 而后随降息开启继续回落。维持年底美元兑人民币升至 7.0 的预测。

图 15: 中资美元债利差在历史低位波动



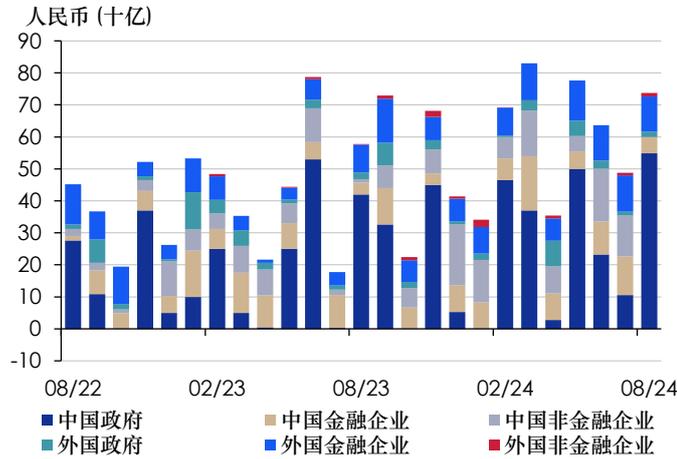
资料来源: 万得, 建银国际

图 16: 中资海外债发行回升



资料来源: 彭博, 建银国际

图 17: 点心债发行保持强劲



资料来源: 彭博, 建银国际

图 18: 预计人民币兑美元随美元走弱继续回升



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	5 月	6 月	7 月	8 月	5 月	6 月	7 月	8 月
全部美元债	8,579	7,988	128	129	140	105	222	178	176	163
- 地产	1,105	800	0	3	5	4	17	57	27	53
- 城投	767	756	4	23	10	19	18	29	26	8
- 金融	3,411	3,341	69	44	89	46	53	63	62	74

	价格点位					涨跌幅 (基点)				
	4 月 26 日	5 月 29 日	6 月 26 日	7 月 26 日	8 月 30 日	4 月 26 日	5 月 29 日	6 月 26 日	7 月 26 日	8 月 30 日
中资美元债利差* - 投资级 (bps)	81	75	79	76	84	(11)	(6)	4	(3)	8
中资美元债利差* - 高收益 (bps)	799	602	609	526	510	10	(197)	7	(83)	(13)

资料来源: 彭博, 万得, 建银国际

表 2: 近期国内宏观、行业政策

宏观政策		
8月16日	国务院	国务院总理李强主持召开国务院第五次全体会议强调,要以进一步全面深化改革为强大动力扎实做好各项工作,坚定不移完成全年经济社会发展目标任务。要以经济体制改革为牵引,聚焦财税体制改革、建设全国统一大市场、推进新型城镇化等重点领域攻坚突破。要更加有力扩大内需,以提振消费为重点,针对性采取措施,畅通经济循环。落实好支持民间投资各项政策,扩大地方政府专项债券用作资本金的领域、规模、比例,撬动更广泛的社会投资。要拓展绿色贸易、跨境电商等新的外贸增长点,更大力度吸引和利用外资,进一步提升外资服务水平。
货币政策		
8月5日	央行	央行明确下半年五方面重点工作,要求继续实施好稳健的货币政策,加大金融对实体经济的支持力度,把着力点更多转向惠民生、促消费。强化预期引导,坚决防范汇率超调风险。加快出台金融“五篇大文章”配套政策文件;建立健全重点领域统计监测和考核评估体系。扎实做好金融支持融资平台债务风险化解。完善债券市场法制,持续优化债券市场直接入市、“债券通”、“互换通”运行机制。
8月9日	央行	央行发布二季度货币政策执行报告,部署下阶段施策方向。报告提出,对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试,防范利率风险。要增强宏观政策取向一致性,加强逆周期调节,增强经济持续回升向好态势。丰富和完善基础货币投放方式,在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。灵活有效开展公开市场操作,必要时开展临时正、逆回购操作。央行还开辟专栏介绍资管产品净值化机制对公众投资者的影响,再次聚焦债市风险。报告提醒,公众投资者要综合权衡投资产品的风险和收益,资管产品投资者也应适度关注长债利率走势。
财政政策		
8月26日	财政部等六部门	财政部等六部门制定印发《市政基础设施资产管理办法(试行)》。办法强调,政府投资建设的市政基础设施资产应当依法严格履行基本建设审批程序,落实资金来源,加强预算约束,防范政府债务风险。严禁为没有收益或收益不足的市政基础设施资产违法违规举债,不得增加隐性债务。
金融市场		
8月9日	证监会	证监会相关负责人就如何健全投融资相协调的资本市场功能介绍称,积极支持上市公司特别是央企上市公司通过股份回购、股东增持等方式加强市值管理。严格规范融资行为,合理把握新股发行和再融资节奏。进一步推动完善证券执法司法体制机制,健全行政处罚、民事赔偿、刑事追责立体化惩戒约束体系。加强上市公司全链条监管,强化退市制度,持续推动提高上市公司质量
地产政策		
8月21日	国家金融监管总局	国家金融监管总局表示,商业银行已审批“白名单”项目5,392个,审批通过的融资金额近1.4万亿元。为做好保交房工作,各城市协调机制正在全面了解所在地在建已售未交付房地产项目信息。对于需要通过“白名单”获得融资支持但尚未满足“白名单”条件标准的项目,城市协调机制督促银行要提出有针对性的意见建议,房地产企业要采取措施尽快修复问题项目,城市政府要加强协调,推动符合“白名单”条件标准的项目应纳尽纳。
8月23日	住建部	住建部介绍,将改革完善房地产开发、交易和使用制度,为房地产转型发展夯实制度基础。有力有序推进现房销售,研究建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险制度。积极推进收购已建成的存量商品房用作保障性住房工作。锁定年底前应交付的396万套住房,作为保交房攻坚战目标任务。
行业及民营经济		
8月4日	国务院	国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》,提出6方面20项重点任务。一是挖掘餐饮住宿、家政服务、养老托育等基础型消费潜力。二是激发文化娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善型消费活力。三是培育壮大数字、绿色、健康等新型消费。四是增强服务消费动能,创新服务消费场景,加强服务消费品牌培育,放宽服务业市场准入,持续深化电信等领域开放。五是优化服务消费环境,加强服务消费监管,引导诚信合规经营,完善服务消费标准。六是强化政策保障,加强财税金融支持,夯实人才队伍支撑,提升统计监测水平。相关部门和各地共同开展服务消费提质惠民行动和服务消费季系列促消费活动,持续打造服务消费热点、推动服务质量提升。
8月13日	国家能源局	国家能源局印发《配电网高质量发展行动实施方案(2024-2027年)》,建立健全配电网与电动汽车充电设施等协调发展机制。电动汽车发展规模较大的重点省份,要组织开展配电网可接入充电设施容量研究,引导充电设施合理分层有序接入中低压配电网,并针对性提出扩大接入容量的方案、举措和时限要求。鼓励适应虚拟电厂、智能微电网发展需要,在调度关系、权责划分等方面开展创新实践。
8月19日	国常会	国务院总理李强主持召开国务院常务会议,审议通过《关于以高水平开放推动服务贸易高质量发展的意见》和《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2024年版)》,研究促进专精特新中小企业高质量发展的政策措施等。会议指出,要提升服务贸易自由化便利化水平,全面实施跨境服务贸易负面清单,推进服务业扩大开放综合试点示范;全面取消制造业领域外资准入限制措施,抓紧推进电信、教育、医疗等服务领域开放;强化财税、金融、科技、产业、人才等政策协同,全链条支持专精特新中小企业创新发展。
8月23日	商务部等4部门	商务部等4部门办公厅发布《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》,明确补贴品种和补贴标准。各地要统筹使用中央与地方资金,对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机8类家电产品给予以旧换新补贴,补贴标准为产品最终销售价格的15%,对购买1级及以上能效或水效的产品,额外再给予产品最终销售价格5%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件,每件补贴不超过2,000元。

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) 其报端没有任何部分曾经, 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)) 内将买卖或交易过本文所提述的股票; (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、预期及估值视为建银国际证券或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士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可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, 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