

建银国际证券 | 宏观研究

宏观月报 – 2024年10月：美国大选牵动市场，国内政策蓄势待发

Monthly Economic Data Wrap – October 2024: Markets focus on the US election, while in China, policies are expected to support growth

报告摘要

- **预计联储继续降息，美国大选走向牵动市场：**美国偏强的就业和通胀数据带动市场降息预期回落，加上大选走势，国债利率曲线显著上移。我们预计联储年底前继续降息50个基点，但美国大选走势将影响明年联储政策选择。美国国债利率大幅波动可能性仍高。哈里斯当选的情形下，预计2年和10年期美国国债利率年底前小幅回落分别回至3.9%和4.0%，但若特朗普当选，受其关税和移民等通胀性政策影响，美国国债利率曲线下行空间较为有限。
- **国内稳增长措施预计将加大支出和化债力度：**近期数据显示中国经济动能有所提升，但内需仍弱。我们预计11月份政府宣布的财政计划将通过1-2万亿左右的增量融资缓解政府的支出压力并加快地方化债。财政支持在四季度顺利落地将有望推动四季度经济增长约1个百分点，支持年度经济实现5%的增长目标。
- **美元强势预计持续，人民币兑美元汇率短期有限承压：**美国经济走势和大选的不确定性支持美元短期偏强。但年底前预期美元继续随降息推进回落。人民币汇率预计短期继续小幅承压，但国内政策支持将减少汇率下行压力。年底前随美元回落人民币汇率有望回升。

下月市场焦点：国际方面，需要关注美国大选，欧美国家通胀与就业数据。国内方面，关注人大常委会，经济活动高频数据。

Main points:

- **Further cuts from the Fed this year as the US election outcome casts uncertainties further out.** Stronger-than-expected data over the past month has dampened market expectations for aggressive Fed rate cuts. This, coupled with recent polls favoring a Trump victory, pushed the UST yield curve significantly higher in October. We still expect 50bp in Fed cuts this year, though greater uncertainty pending the election result clouds the rate path for next year. We expect volatility for rates to be elevated in the coming months, with the UST 2Y and UST 10Y falling back to 3.9% and 4.0% by year-end under a Harris administration, or elevated rates under a Trump administration.
- **We expect the Chinese government to announce more detailed plans to increase spending and ease local debt pressure.** Recent data suggests gathering Chinese growth momentum but persistently weak domestic demand. We expect the fiscal plan to be announced in November will expand government borrowing by around RMB100-200m this year, so as to ease government spending constraints and debt pressure. We believe this level of fiscal support could boost 4Q GDP growth by about 1ppt, paving the way for achieving the 5% annual growth target.
- **Dollar strength is likely to continue in the near-term, with downward pressure on the RMB exchange rate.** Election uncertainty and US economic strength has seen the dollar strengthen over the last month. We expect the dollar to cool before the year-end assuming continued Fed easing. The USDRMB exchange rate will face depreciation pressure in the near-term, in our view, although the introduction of pro-growth policies would help reduce the downside. We continue to expect the RMB exchange rate to strengthen against the dollar as dollar strength fades.

Market focus next month. Internationally, we are keeping an eye on the US election, inflation, and employment data. Domestically, our focus is the next session of the National People's Congress, high-frequency economic data, and macro and property policy.

崔历

(852) 3911 8274
cuili@cbbintl.com

严惠婷

(852) 3911 8012
yanhuiing@cbbintl.com

海外宏观：美国数据坚挺带动降息预期回落，选举走向牵动市场

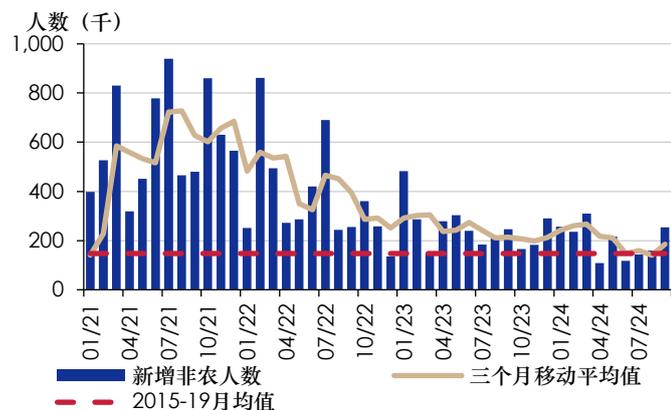
美国经济数据回升挑战市场的快速降息预期，我们预计联储年内继续降息：继7/8月份就业数据受天气影响而较为疲弱之后，9月非农就业增长25.4万人，大幅超出市场预期，是今年3月以来的最大新增，时薪增速亦超出市场预期，失业率回落。核心通胀亦超预期，环比回升至0.3%。新车与二手车价格上升推动核心商品通胀；服务通胀也有所上行，虽然住房项通胀放缓（图4），非住房项明显回升，显示服务业通胀仍具黏性。10月ISM服务业PMI继续回升，ISM制造业PMI指数也有所好转，虽仍位于荣枯线以下。

整体来看，目前美国经济仍然较有韧性，缓和了市场对劳动力市场快速走弱的担忧，但先行指数显示美国经济降温仍在路上。市场对联储今明两年进一步降息幅度9月底的225个点回落至目前的120个点，年内继续降息幅度从100个点收窄到50个点以内。我们认为，联储年内继续降息两次共50个点的概率较大，以确保经济实现软着陆。不过，受选举影响，明年一季度后联储政策步伐面临更多不确定性。目前多数民调结果显示共和党胜率有小幅领先，“特朗普交易”的热度攀升。如特朗普当选并实施其关税和限制移民政策，降通胀将面临压力，联储可能在明年年中之前降息50个点并完成降息周期。而哈里斯当选下，联储明年继续降息100个点的可能性仍然较大。

美债利率波动的压力持续：受选举不确定性影响，利率预计维持高位。预计2年期和10年期美国国债四季度的交易区间为3.7%-4.2%和3.9%-4.5%。如果哈里斯当选，随着经济小幅降温和联储降息，利率有望小幅回落。美债2年期和10年起利率年底分别回至3.9%和4.0%。如果特朗普当选，长期利率向上波动的幅度预计更高，利率曲线则更为陡峭。年底前利率可能维持目前水平，下行空间有限。

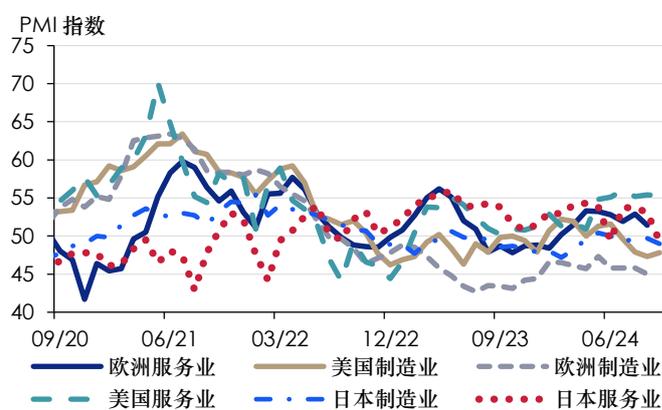
经济数据和大选走势助推美元强势。相对美国数据，欧元区和日本的经济数据较为疲软。欧元区9月综合PMI时隔6月再次滑落至50以下。日本最新的服务业与制造业PMI也回落至收缩区间。欧洲通胀降温持续，支持欧央行在10月第三次降息后继续降息。日本9月核心通胀虽有放缓，但仍在日本央行目标区间以上，未来可能继续加息。由于美国数据相对较强，市场前期对联储快速降息的预期回调，加上大选的不确定性，美元短期预计继续保持强势。但随着大选结束和联储推进降息，预计美元仍将波动回落。

图1：9月美国非农就业超预期反弹



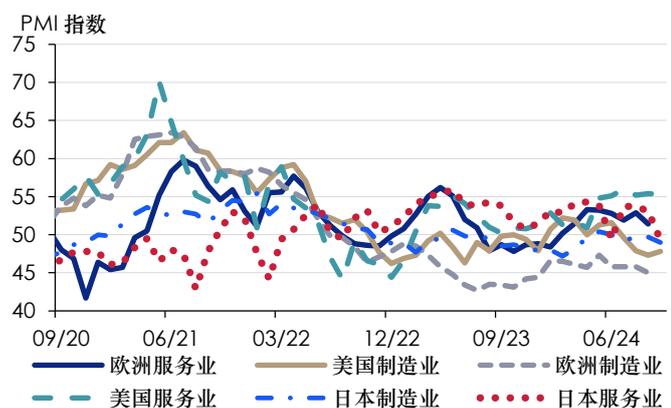
资料来源：CEIC，建银国际

图2：除美国外主要发达经济体增长指标走弱



资料来源：CEIC，建银国际

图3：主要发达国家通胀延续回落趋势



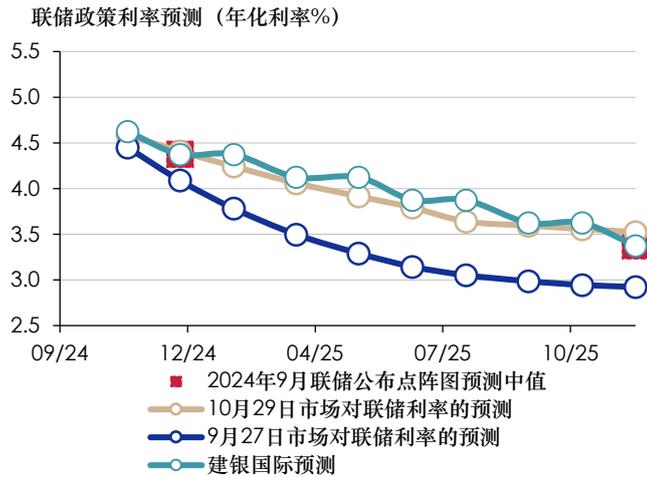
资料来源：CEIC，建银国际

图4：美国住房相关通胀小幅反弹



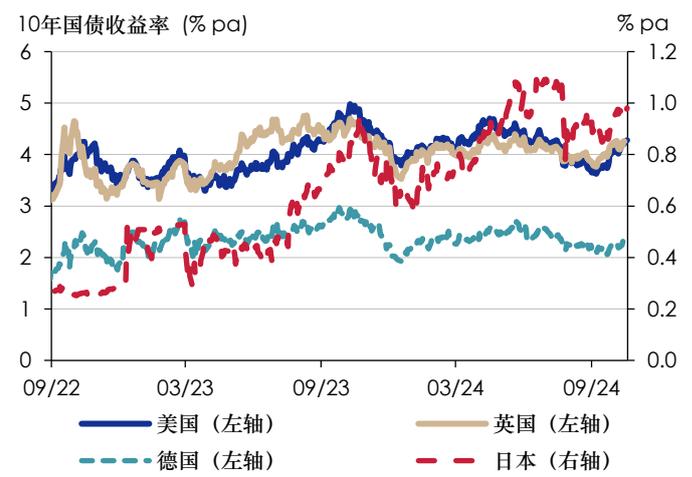
资料来源：CEIC, Fed, 建银国际

图 5: 10月市场大幅减少对联储降息次数的预期...



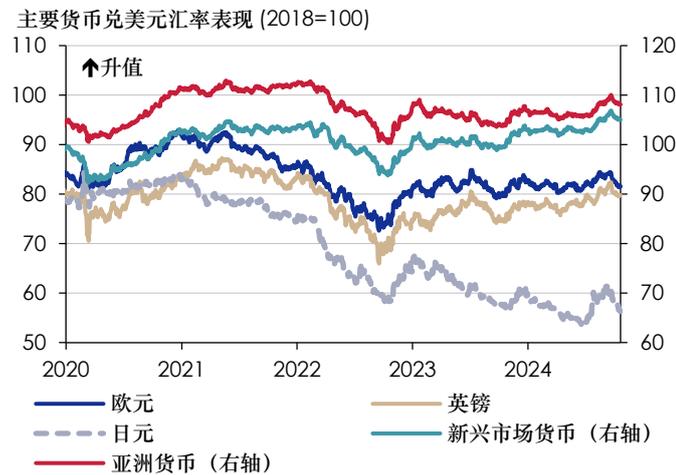
资料来源: 彭博, 建银国际

图 6: ...带动发达国家国债利率回升



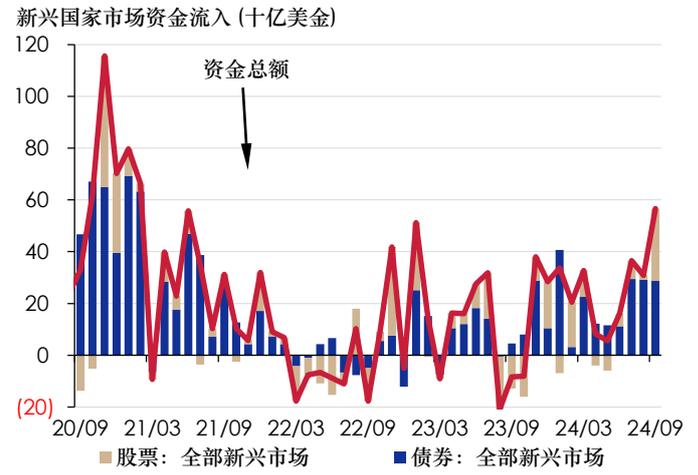
资料来源: 万得, 建银国际

图 7: 10月美元反弹, 其他货币承压



资料来源: 万得, 建银国际

图 8: 海外资本持续净流入新兴市场



资料来源: CEIC, 建银国际

新兴市场资金流入总体坚挺, 中国稳增长政策有助对冲全球金融风险: 随着全球主要央行开启降息周期, 资金持续流入新兴市场, 根据 IIF 数据显示, 9月新兴市场股票市场与债券市场延续8月份的净流入趋势 (图8), 合计吸引约 566 亿美元。但10月以来的美元反弹加大市场波动, 新兴市场债市与股市资金转向净流出约 160 亿美元。未来美债利率和美元继续走高可能为新兴市场带来短期压力。但中国政策和经济基本面提升将有助对冲全球经济和新兴市场面临的下行风险。中国在9月下旬推出的对经济和市场的利好政策带动外资流入回暖, IIF 数据显示, 9月以来, 约 234 亿美元资金流入中国股市, 扭转了今年前8个月净流出的趋势。

国内宏观：稳增长政策有望支持四季度经济增长

三季度和9月经济数据提升，但内需动能仍然偏弱：9月工业增加值受高科技相关行业推动，产业升级、出口与绿色转型等仍然是重要的增长主线。消费亦有所回暖，受益于消费品以旧换新以及消费券等支持性政策，电子产品的新品发布也推动了9月社零消费增长，但是居民收入增速放缓仍然对消费形成制约，线下餐饮及旅游相关消费暑期后回落，显示整体消费动能仍然较为疲弱。三季度GDP年化环比增速回升至3.6%，但GDP平减指数继续缩减。高频数据显示食品价格增速放缓，核心通胀仍在低位运行（图9），显示内需不足的趋势持续。

预计财政发力支持增长，实现全年增长目标：前三季度的收入下滑继续对财政支出形成制约：根据财政部数据，今年前三季度一般公共预算收入同比下降2.2%，税收收入仍是主要拖累项。此外，由于今年以来土地市场的影响，前三季度财政基金净收入同比下降约11%。今年前三季度一般公共预算支出同比增长2%，较1-8月一般公共预算支出1.5%的同比增长有所回升，但支出进度仍慢于过去五年平均（图10）。

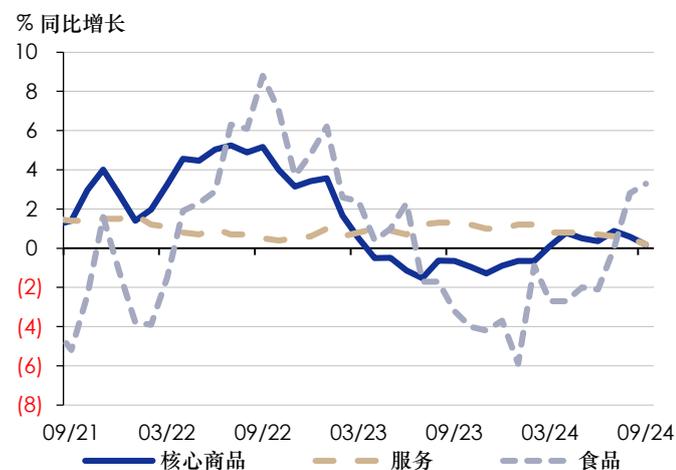
在10月12日举行的国新办新闻发布会上，财政部部长蓝佛安介绍了多项财政措施，一是提出将保证必要的支出强度，完成全年预算目标；二是将在现有安排之上拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，缓解地方政府财政压力，三是允许专项债用于土地储备，支持收购存量房以及优化保障房供给并优化相关的税收政策，四是将发行特别国债支持国有大型银行补充核心资本。我们估算，实现这些财政目标意味着年底前增发1-2万亿人民币的中央或地方债。财政政策在四季度顺利落地有望推动四季度经济增长约1个百分点，支持年度经济实现5%的增长目标（详见：[中国经济评论：9月经济数据有所改善，政策如期落实将持续增长动能](#)）。

部分政策应已在实施当中。9月下旬以来地方专项债发行明显提速，截至当前，全年已发行约3.8万亿，接近全年发行目标，“金九银十”作为传统施工旺季，多地报道重点项目开工，高频数据也显示上游工业数据有所回暖（图11）。部分地区已发行特殊再融资债，预计有助企业清理部分欠款。考虑到增发国债或提高年度赤字水平仍需要人大审议通过方可落实，后续将重点关注11月上旬召开的人大常委会。

受利好政策影响，地产数据边际好转，行业有望逐步企稳：多项地产支持性政策继续出台，包括一线城市放宽限购政策。9月底央行宣布下调存量房贷利率以及降低最低首付等，9月全国商品房销售面积同比跌幅较上月小幅收窄1个百分点至11%，10月30城商品房销售有所回暖（图12）。但70城房价指数同比跌幅进一步下探，显示市场“以价换量”的交易策略仍在继续。在10月17日举行的国新办新闻发布会上，住建部等部门介绍了重启货币化安置和扩大白名单信贷规模等支持政策，预计这些利好政策的效果将在未来数月缓慢释放，推动地产行业止跌企稳。

货币预计保持宽松，国债利率和信用利差维持低位波动：继9月降息后（图13），10月1年期与5年期LPR利率同步下调25个基点，标志9月底预告的增量金融政策全部落地，本次LPR下调是2019年以来的单次最大下调幅度，表现出货币政策对支持经济的决心。除利率操作外，央行于10月28日宣布启用公开市场买断式逆回购操作工具，增加中期流动性管理的工具，有助平滑四季度大额MLF到期引起的资金面波动。财政转向，基本面回升叠加货币宽松，有望继续支持国债利率低位窄幅波动。企业债利差受权益市场影响9月底以来大幅上升，但宽货币和化债推进下预计其继续上升空间有限（图14）。

图9：核心通胀仍在低位运行，显示内需仍然偏弱



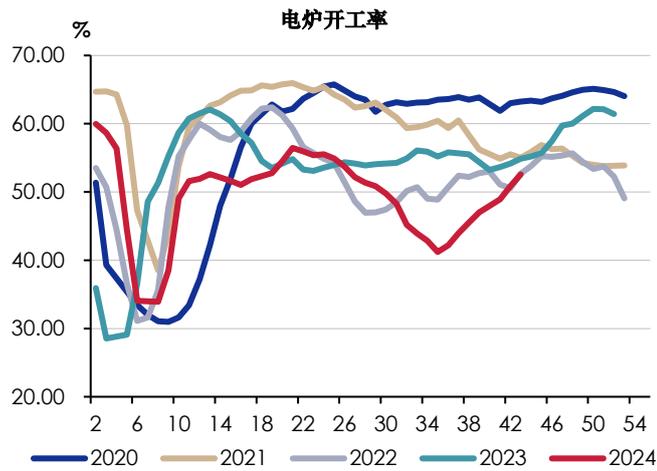
资料来源：CEIC，建银国际

图10：9月非税收入增长带动财政收入边际改善



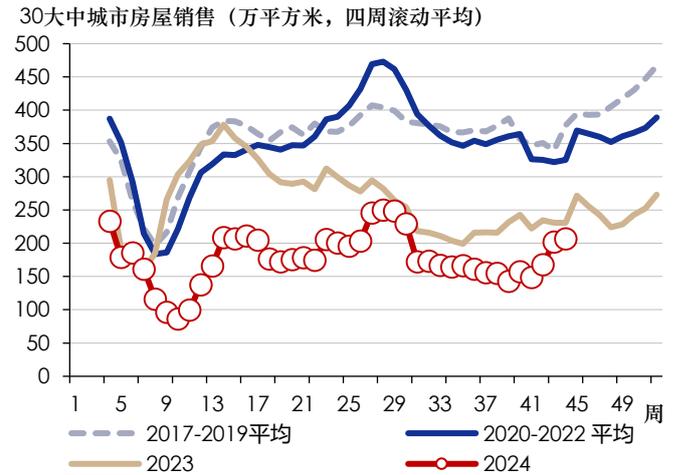
资料来源：万得，建银国际

图 11: 上游工业开工率回暖



资料来源: CEIC, 建银国际

图 12: 10月地产销售有所回升



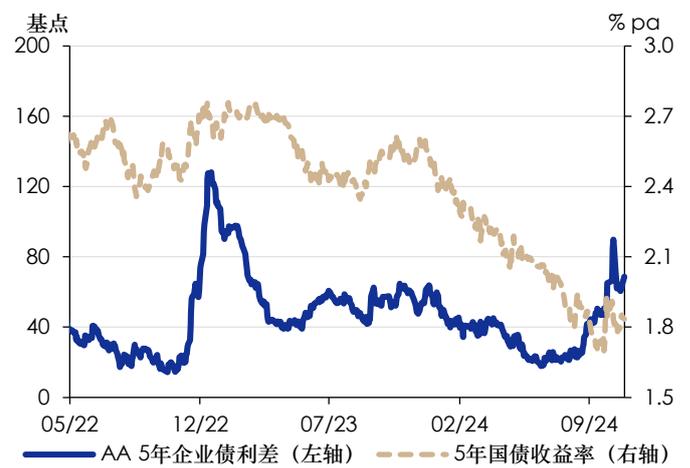
资料来源: CEIC, 建银国际

图 13: 银行间短期利率略高于利率区间下限



资料来源: CEIC, 建银国际

图 14: 利好政策助国债利率止跌, 企业利差震荡回升

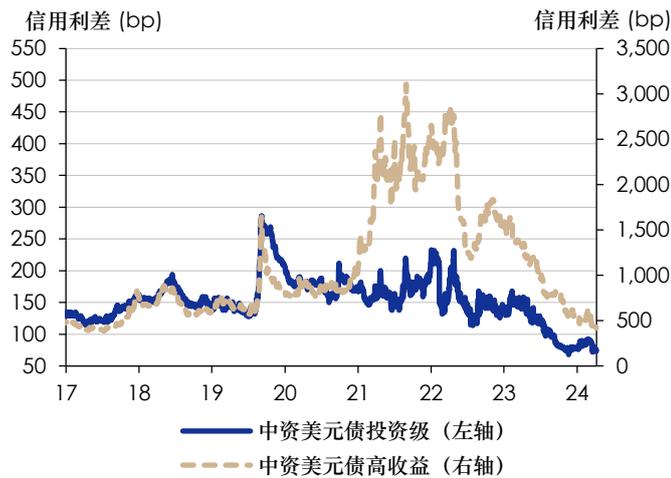


资料来源: CEIC, 建银国际

中资美元债市场融资波动, 点心债发行继续保持强劲: 中资美元债信用利差继续下探 (图 15)。受美元利率走高影响, 10月单月中资美元债净融资额由正转负 (图 16), 但年初至今美元债融资有所修复, 净融资下滑收窄。预计随着联储降息步伐的推进, 发行成本回落, 中资美元债的发行有望继续回暖, 但仍需关注美债利率和美元汇率带来的波动压力。10月点心债发行仍然保持强劲 (图 17), 推动年初至今同比增长扩大至 38%, 政府部门仍然是点心债的发行主力。

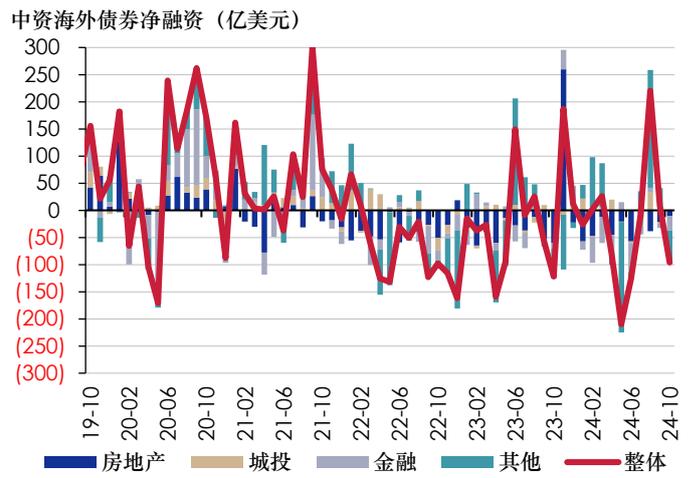
人民币兑美元汇率预计短期有限承压: 美元指数走强重新回升至 104 附近, 人民币汇率短期承压 (图 18), 但国内稳增长政策的预期限制其下行空间。美元持续强势将支持人民币汇率在目前水平附近波动, 但随和美国大选尘埃落定, 联储继续降息以及国内利好政策逐步释放支持四季度经济增长, 预计人民币汇率将逐步回升, 维持年底人民币兑美元汇率预期为 6.8。

图 15: 中资美元债利差继续走低



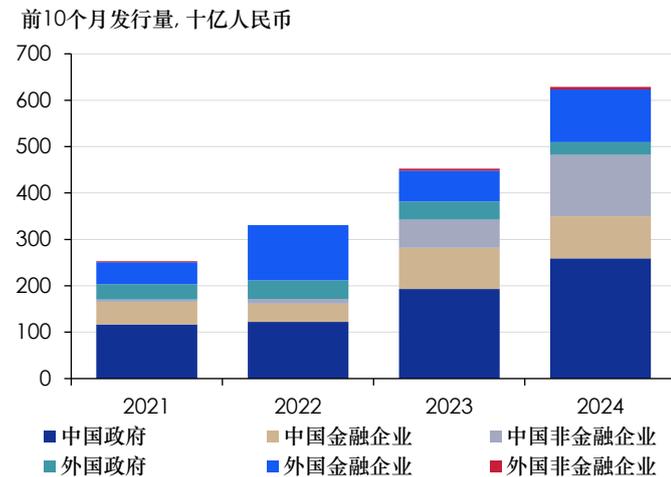
资料来源: 万得, 建银国际

图 16: 中资海外债发行继续回落



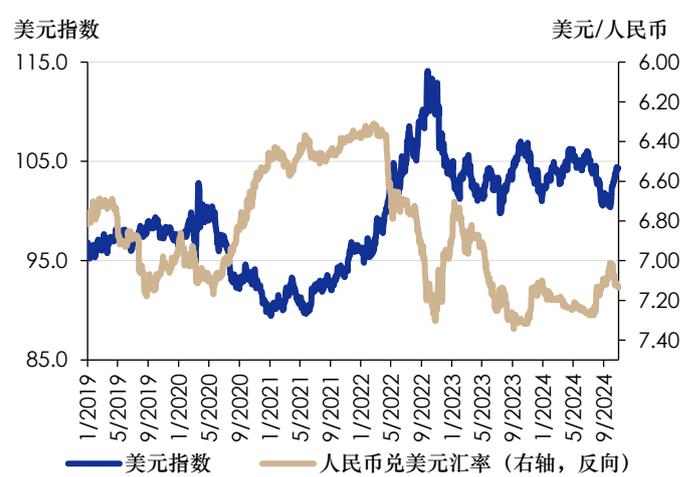
资料来源: 彭博, 建银国际

图 17: 今年以来点心债发行强劲



资料来源: 彭博, 建银国际

图 18: 10月美元指数反弹, 人民币小幅承压



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	7月	8月	9月	10月	7月	8月	9月	10月
全部美元债	8,579	7,930	140	105	113	133	176	163	154	111
- 地产	1,105	761	5	4	1	0	27	53	25	10
- 城投	767	722	10	19	17	12	26	8	36	20
- 金融	3,411	3,343	89	46	53	54	62	74	44	40

	价格点位					涨跌幅 (基点)				
	6月26日	7月26日	8月30日	9月27日	10月29日	5月29日	6月26日	7月26日	8月30日	10月29日
中资美元债利差* - 投资级(bps)	79	76	84	85	75	(6)	4	(3)	8	(10)
中资美元债利差* - 高收益(bps)	609	526	510	508	420	(197)	7	(83)	(13)	(88)

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		
10月25日	国常会	国务院总理李强 10月25日主持召开国务院常务会议。会议强调,要紧紧围绕努力实现全年经济社会发展目标,持续抓好一揽子增量政策的落地落实,及时评估和优化政策,加大逆周期调节力度,进一步提升宏观调控成效。同时更加注重政策和市场的互动,充分调动各方面积极性,更好激发增长动能。
货币政策		
10月9日	央行、财政部	央行和财政部已就央行国债买卖建立联合工作组,并于近日召开工作组首次正式会议,确立了工作组运行机制。会议认为,央行国债买卖是丰富货币政策工具箱、加强流动性管理的重要手段。下一步,两部门将统筹发展和安全,继续加强政策协同,不断优化相关制度安排,在规范中维护债券市场平稳发展,为央行国债买卖操作提供适宜的市场环境。
10月21日	央行	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布,2024年10月21日贷款市场报价利率(LPR)为:1年期LPR为3.10%,5年期以上LPR为3.60%。以上LPR在下次发布LPR之前有效。
10月28日	央行	中国人民银行(以下简称“央行”)发布公告,为维护银行体系流动性合理充裕,进一步丰富央行货币政策工具箱,央行决定从即日起启用公开市场买断式逆回购操作工具。这也是今年以来继增加国债买卖和开展临时正、逆回购操作后,央行再次推出新工具。
财政政策		
10月12日	财政部	财政部部长蓝佛安介绍,将在近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措,其中主要包括:加力支持地方化解政府债务风险,拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务;叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具,支持推动房地产市场止跌回稳;发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本;加大对重点群体的支持保障力度。蓝佛安强调,已宣布的政策是已经进入决策程序的,还有更多政策正在研究中,比如中央政府在提升举债和赤字还有较大空间。另外,已初步形成深化财税体制改革的实施方案,拟在今明两年集中推出一批改革举措。
10月15日	财政部等三部门	财政部、税务总局、水利部联合印发《水资源税改革试点实施办法》。《办法》提出,全面实施水资源费改税试点主要遵循以下原则:调动地方积极性。将水资源税收入全部留给地方,通过改革增加地方自主财力,拓展地方税源,适当扩大地方税收管理权限,更好发挥地方积极性。
金融市场		
10月18日	金融监管总局	中国人民银行10月18日起正式启动证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)操作。中国人民银行与中国证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)相关工作的通知》,向参与互换便利操作各方明确业务流程、操作要素、交易双方权利义务等内容。目前获准参与互换便利操作的证券、基金公司共有20家,首批申请额度已超2000亿元。
10月18日	中央金融办、证监会	为贯彻落实党的二十届三中全会关于“建立增强资本市场内在稳定性长效机制”的决策部署,进一步维护资本市场稳定运行,提振市场信心,巩固和增强经济回升向好态势,10月18日,中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》,设立股票回购增持再贷款,激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款,支持其回购和增持上市公司股票。
地产政策		
10月17日	央行	2024年10月17日,国务院新闻办公室举行新闻发布会,住房城乡建设部部长倪虹和财政部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局负责人介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况,会议提出将政策“组合拳”概况为“四个取消、四个降低、两个增加”。“四个取消”主要包括取消限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准,“四个降低”就是指降低住房公积金贷款利率、住房贷款的首付比例、存量贷款利率和“卖旧买新”换购住房税费负担。通过已出台的一系列政策措施,降低居民购房成本,助力房地产市场止跌回稳。此外,“两个增加”为本次提出的两项增量政策,一是通过货币化安置等方式,新增实施100万套城中村改造和危旧房改造,二是年底前,将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。
行业及民营经济		
10月18日	国常会	国务院总理李强 10月18日主持召开国务院常务会议,研究部署深入推进全国统一大市场建设的有关举措。李强指出,推进全国统一大市场建设是一项系统性改革,实质上是为企业营造更加公平有序的发展环境。各地要坚持在良性竞争中更好发展,坚决破除地方保护和市场分割,打通制约经济循环的堵点卡点,促进商品、要素、资源在更大范围内畅通流动。要推进违规返还财税奖补、政府购买服务、妨碍公平竞争等领域专项整治,让各类企业在公平竞争中成长壮大,以更高经济效率推动各地更好发展。
10月23日	工信部	10月23日国务院新闻办公室举行新闻发布会,发布会要点包括:强化行业引导 积极防止“内卷式”恶性竞争。培育壮大低空经济、商业航天、生物制造等新产业新赛道。多措并举扩大汽车消费,优化汽车生产准入管理政策。加快释放内需市场,积极开拓国际市场,持续做强做大中国消费电子产业。打造一批能力强、活力足、潜力大、竞争力强的数字经济企业。引导更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业。

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