建银国际 CCB International

建银国际证券 | 研究部

宏观视野
后疫情时代经济重拾正轨

崔历
(852) 3911 8274
cuili@ccbintl.com

预期中国经济和企业利润进一步回暖：二季度经济大幅反弹符合预期。预计未来复苏步伐将变慢；而随着信贷周期回升，价格再通胀更为明显，企业利润将继续攀升。

预计宏观政策保持财政扩张，金融政策边际趋紧：政府预计继续坚持扩张性财政，特别是数字化转型加速下，服务业和就业复苏承压，持续财政支持将必不可少。政府举债将推升整体信用周期。但流动性政策已从超级宽松水平边际收紧，短期和长期利率水平企稳回升，抑制民间杠杆率上升。预计企业债市融资放缓，受利率和监管环境影响地产回暖幅度温和。

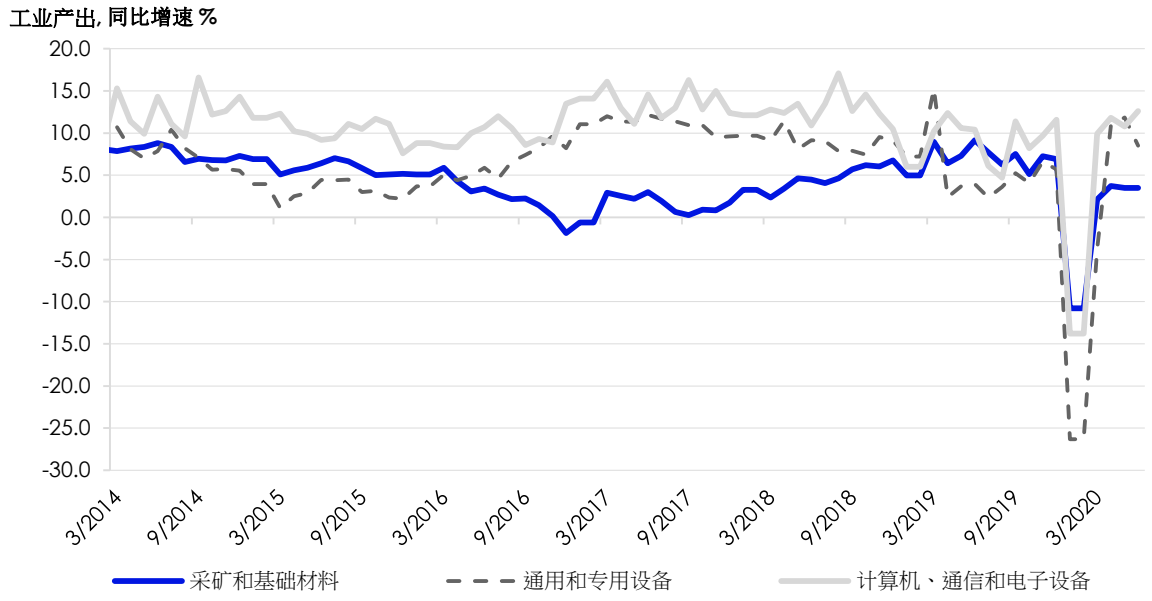
国内长期无风险利率保持坚挺，未向国际水平趋同。超低全球利率下资本大幅流入，但国内央行及时退出危机时的流动性支持，有利对冲输入性宽松的压力并防止金融泡沫。预计中国的长期无风险利率中枢将保持坚挺，与国内包括超额储蓄下降、劳动生产率提升等基本面一致。

全球流动性环境继续利好资金流入和人民币汇率。全球进入疫情下的脆弱复苏，发达国家财政支持继续加码。联储预计利用前瞻指导或金融抑制防止利率大幅上行。预计美国 10 年期国债利率随着经济逐步复苏从历史低位温和回升。预计美元继续走弱。经常项盈余反弹、境内外利差扩大、美元贬值，储备货币需求提升等基本面进一步利好人民币汇率。政策面允许人民币走强有利于抑制热钱流入。

经济反弹，分化持续

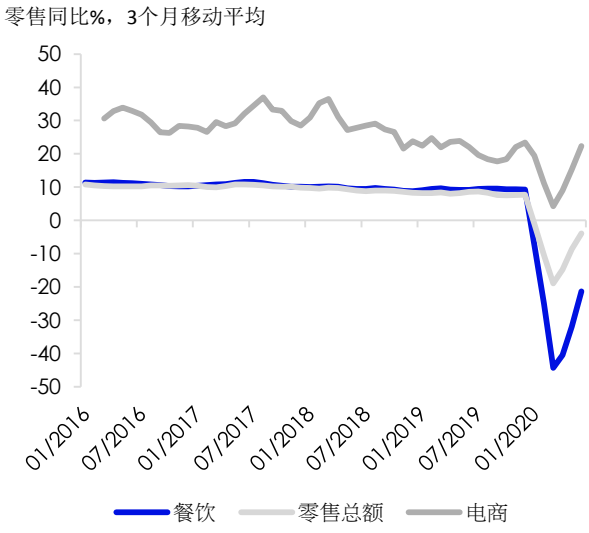
相比 SARS 疫情，新冠疫情对中国经济的短期冲击更大，但反弹同样势头很猛。在第一季度同比增长单季骤跌 12 个百分点后，情解封后四月份中国经济强劲复苏，第二季度 GDP 同比增长 3.2%，比上季度回升 10 个百分点，符合我们的预期。具体看制造业产出的复苏较为全面，各行业在复工复产后均大幅回升（图 1）。而需求端的复苏则继续分化。例如零售电商强劲增长，而餐饮等服务行业维持疲软（图 2）。另外政府投资和房地产领域已恢复，但对采矿、材料和设备等制造业的带动有限。相比之下，医药和高科技行业则实现快速扩张（图 3）。

图 1：跨行业产出反弹



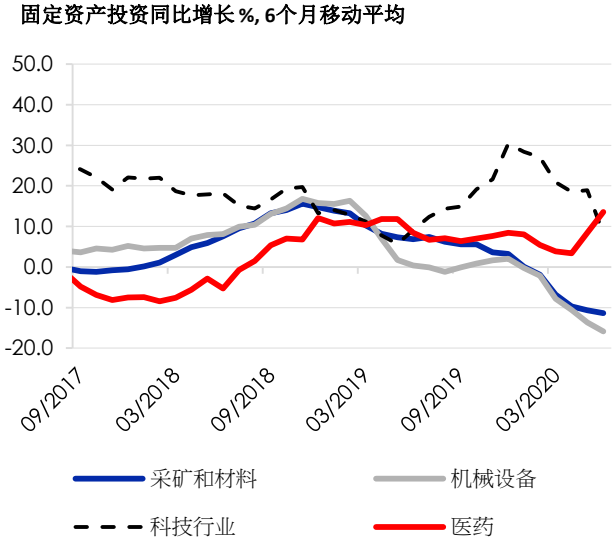
资料来源: CEIC, 建银国际证券

图 2：消费分化：线上强于线下



资料来源: CEIC, 建银国际证券

图 3：投资分化：新经济强过传统行业



资料来源: CEIC, 建银国际证券

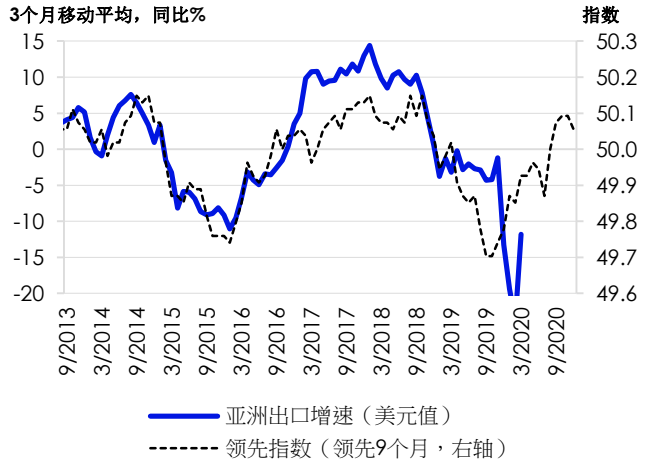
预计复苏持续，周期性行业将阶段性受益于政策利好

随着经济增长和复工复产渐趋正常，预期未来几个季度经济的环比修复将有所放缓。维持中国经济全年增长 3%的预测[1]。国内经济的增量驱动因素包括：（1）消费和服务业增长进一步正常化；（2）信贷周期回升的延迟效果，重点体现在基础设施和建筑领域；（3）全球技术周期向好（图 4），叠加数字化经济的加速， 继续提振技术部门的盈利和扩张。而经济复苏的短期风险主要仍在海外：美国第二波 COVID-19 疫情居高不下，多州再次重启封城措施。美国的经济复苏或将停滞甚至逆转，可能影响全球的贸易复苏和市场情绪。

上半年信用周期扩张助力管理存量风险：上半年社会融资总额提速 2 个百分点，其效果在于通过政府和民间债务扩张，补充经济封锁期间私营部门的盈利和收入缺口，避免经济进入通缩，对总需求的增量刺激则有限。规模上新增债务与上半年约 GDP 的 2 个百分点的收入损失也大致相当。具体看，虽然企业借贷增加，制造业资本支出未见大幅增加，表明借款主要用于满足流动性需求。另外，房地产行业并未出现全国性过热：地产成交量在年初下行后复苏，个别城市反弹明显，但全国范围内房产价格保持平稳，土地溢价虽小幅增至 15%左右，仍远低于 2009 年和 2016 年房地产市场过热时期约 40%的水平。表明由于政策和预期的影响，房市尚未如之前的宽松周期那样，在大量投资性需求下产生过热。

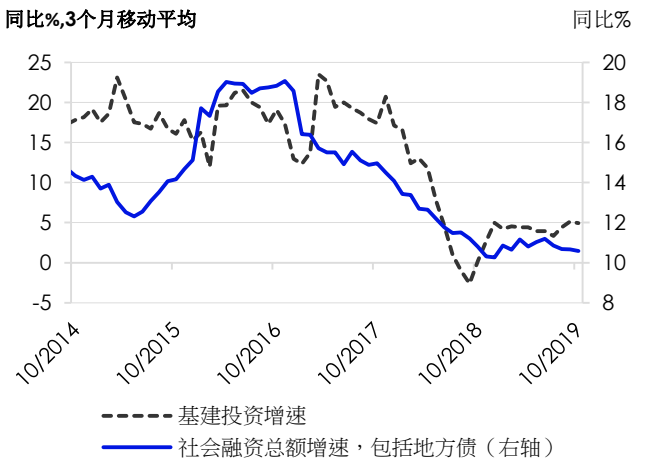
预计信用周期继续温和扩张：支持再通胀和企业利润复苏。几方面周期信号向好。一是政府融资提速：近期特别国债进入集中发行，受益于年度举债限额放宽，地方债发行下半年预计也会加速。二是建筑先行指数：最近建筑器械和土地销售量等主要指标攀升。三是价格：最新数据显示 PPI 在二月以来首次呈环比正增长。预期未来几个月，建筑行业将有所回暖，支持大宗商品价格。得益于需求和阶段性价格回升，上游企业利润有望复苏。

图 4：先行指数预示科技行业继续反弹



资料来源: CEIC, 建银国际证券

图 5：信用回暖有利基建和建筑行业



资料来源: CEIC, 建银国际证券

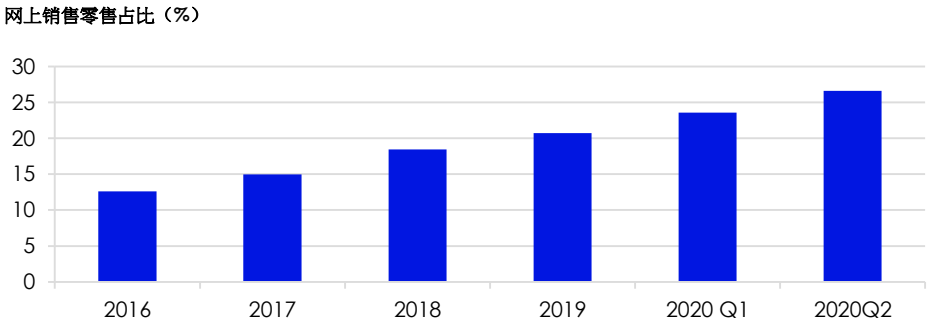
[1] Updating Cyclical Views of the Chinese Economy

就业恢复滞后

尽管经济增速回暖，就业增长依然乏力。六月份失业率为 5.7%，远高于疫情前的水平。其中的重要原因是疫情带来的转型加速：例如，即使二季度疫情受控后线下经济启封，电商在零售中的占比仍进一步攀升（图 6），表明消费的线上化并非只是疫情下的短暂现象。由于其便利性和网络效应，电商和经济的数字化转型将将成为未来的结构性趋势。

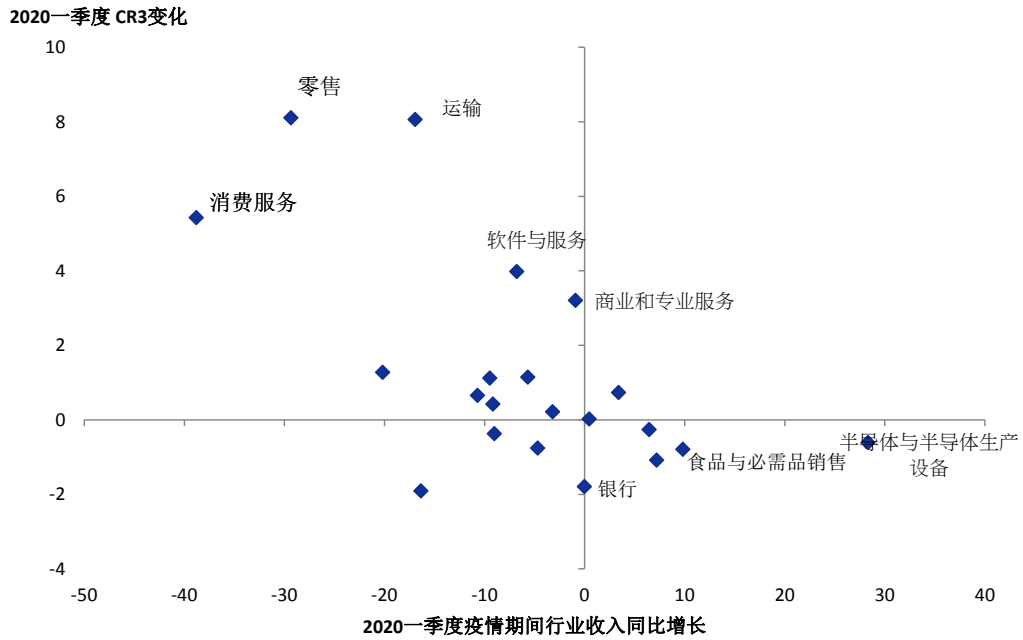
但同时，消费结构的转变叠加疫情带来的不确定性对线下的服务消费有所抑制。特别是给中小公司造成压力。图 7 为疫情封锁期间不同领域的收入增长和集中度变化，其中零售、消费者等服务以及交通运输等行业的收入受疫情的冲击最大；这些行业也显示更为明显的向头部企业集中的特点，体现收入下滑对中小企业尤为不利。由于服务行业多为劳动密集性，中小企业又是创造就业的主力军，就业复苏预计维持缓慢。这也是本轮复苏中需更持续维持积极财政，包括个人收入补贴、就业培训和中小企税收优惠等政策的主要原因之一。

图 6：疫情后电商销售占比仍继续上升



资料来源: CEIC，建银国际证券

图 7：服务业收入下降增加行业整合压力，对中小企业尤为不利



资料来源: WIND，建银国际证券

国内宏观政策选择性退出危机管理

新冠疫情初期，中国政府以财政和货币宽松，为受影响的企业和地区定向补贴，债务减免等支持。并通过流动性宽松降低债务负担和偿债风险。相比发达国家，中国的宽松政策的幅度相对较小并更具针对性。随着经济修复，预计宏观政策谨慎退出危机管理的政策态势，重心转向关注中期经济政策目标，包括周期性经济、提升就业和增长质量之间的平衡。具体来看：

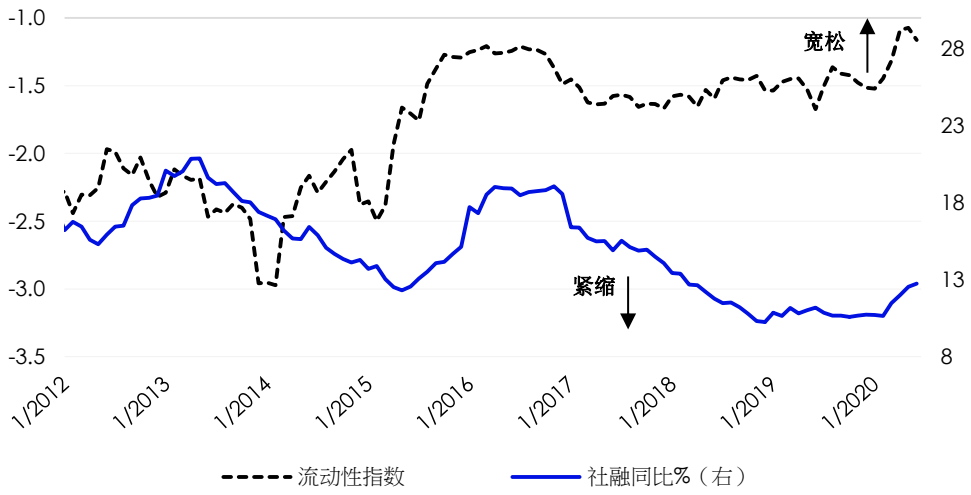
受结构性趋势和周期性因素影响，财政政策预计保持扩张。如前所述，疫情加快了数字化变革速度，数字经济、互联网将受提振，而服务业特别是中小企的压力则将持续。在促进鼓励这些企业加入数字化转型，提升差异化发展的同时，财政支持对支持就业和收入增长必不可少。另外，在企业总体杠杆率较高的情况下，政府的周期性政策支持预计将通过政府举债来实现，避免出现 2008-2009 年扩张期间银行借贷大幅增加，对银行资产质量和企业债务带来的压力。预计 2020 财年的政府融资需求（中央+地方）规模约为 8.6 万亿人民币，比去年增长 80%。今年下半年的政府融资规模约为 4.6 万亿，约为去年下半年举债规模的 2 倍以上。

流动性宽松见顶：四月底以来，中国人民银行开始管理市场宽松预期，境内短中期利率回升，短期流动性从过去 10 多年来最宽松的流动性水平小幅收紧（图 8）。相比之前的政策周期，流动性宽松政策的持续时间更短。2008-2009 年、2013-2014 年以及 2015-2016 年间的流动性宽松政策一般会持续一到两年；此次则仅持续了不到三个月。笔者看来，对持续流动性宽松的谨慎取态既反映了疫情冲击的短期性，也体现了对金融泡沫的警惕。特别是在全球低息，资金大幅流入中国的环境下，需对冲输入性宽松的需要[2]。央行行长易纲表示央行已开始考虑“退出”疫情政策工具。预期下半年，7 天回购率控制在 2%左右或以上，并在接下来的 6-18 个月逐步上升。但为了满足政府债券的大幅发行的需要，存款准备金率仍有下调的可能。

私营部门的借贷将将逐渐降温，政府举债成为信用周期和再通胀的主要支持。利率和监管环境下，预计非政府债务上升将受到遏制。近几周，多地地方政府已经开始收紧房产政策，防止房地产价格骤升。相比之前周期，此次按揭利率降幅有限，全国范围内地产价格保持平稳（图 9），加上房地产贷款管控收紧。预期下半年地产销售保持个位数同比增长，全国范围内地产过热压力不大。另外，企业杠杆率在过往三年降杠杆后，今年上半年回升。但随着银行间利率水平上升和企业盈利的修复，预计企业债发行有所降温，有助降低新一轮债务泡沫的风险。而整体宏观杠杆率继续受政府借贷推动而攀升（图 10）。

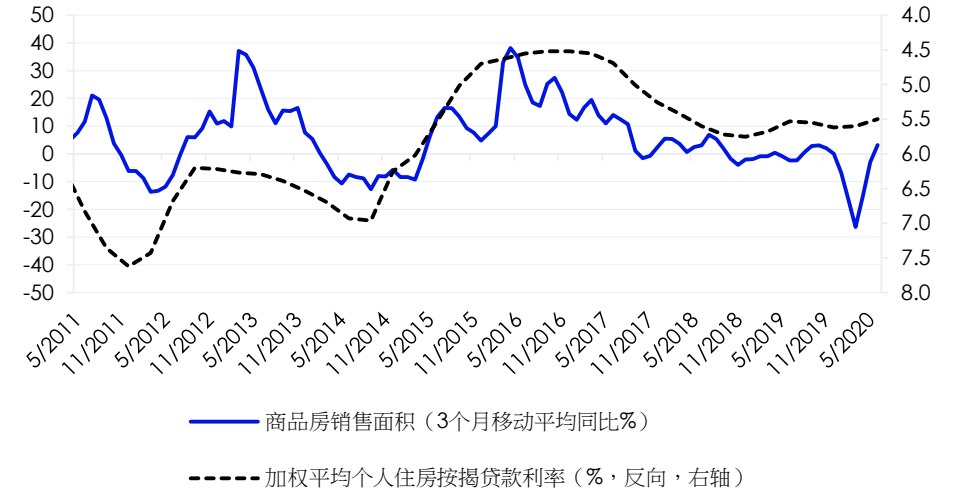
[2] *宏观视野：全球重启货币宽松下的中国利率汇率走势*

图 8：央行流动性小幅收紧，信用周期继续上升



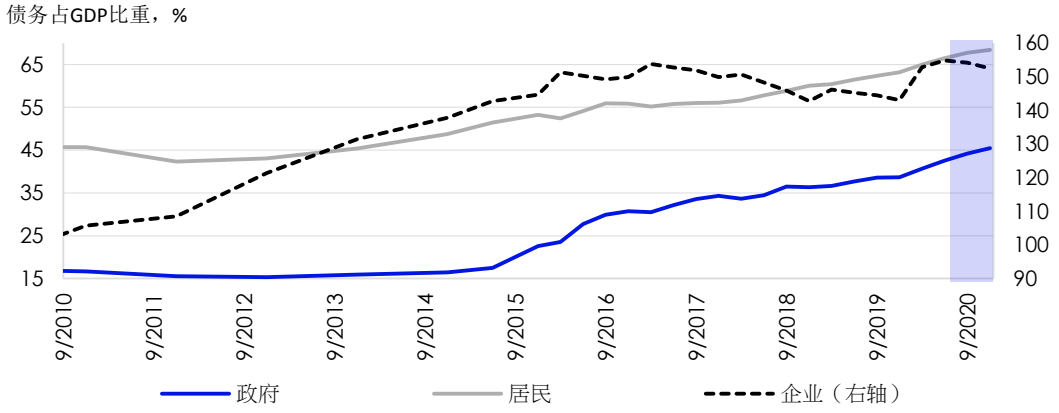
资料来源: 彭博, 建银国际证券

图 9：本轮地产利率下行不大，预计房地产行业反弹有限



资料来源: 彭博, CEIC, 建银国际证券

图 10: 政府借贷将推升本轮宏观杠杆回升，企业杠杆增速预计趋向缓和



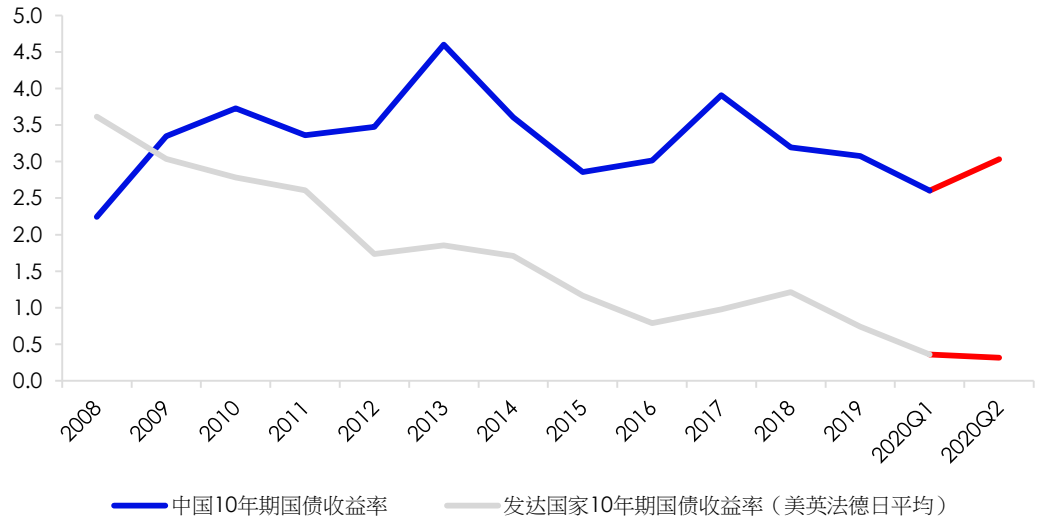
资料来源: CEIC, 建银国际证券

国内长期利率将保持坚挺，不会与国际水平趋同。

二季度以来全球长期利率平均值进一步走低，而国内 10 年期国债收益率则回升至其历史区间（图 11）。我们此前的研究显示，包括储蓄率下降、生产率提高和扩张性财政政策在内的一系列结构性趋势，都将成为未来几年维持国内均衡利率水平的宏观因素 [3]。不过资本流入可能给利率造成下行压力。决策者有必要收紧国内流动性以对冲，防止利率趋势性下滑，造成金融泡沫风险 [4]。而二季度后中国人民银行减少流动性宽松，显示其对金融泡沫风险的警惕。

预期未来 6-12 个月，在经济逐渐恢复和通货再膨胀的影响下，国内 10 年期无风险国债利率将在 2.8-3.3 之间波动。

图 11：国内政策和经济基本面的影响下，国内利率并未随全球利率下行



资料来源: 彭博, 建银国际证券

[3] *宏观视野：中国无风险利率是否将趋势性下行?*
[4] *宏观视野：全球宏观政策变局及对中国的影响*

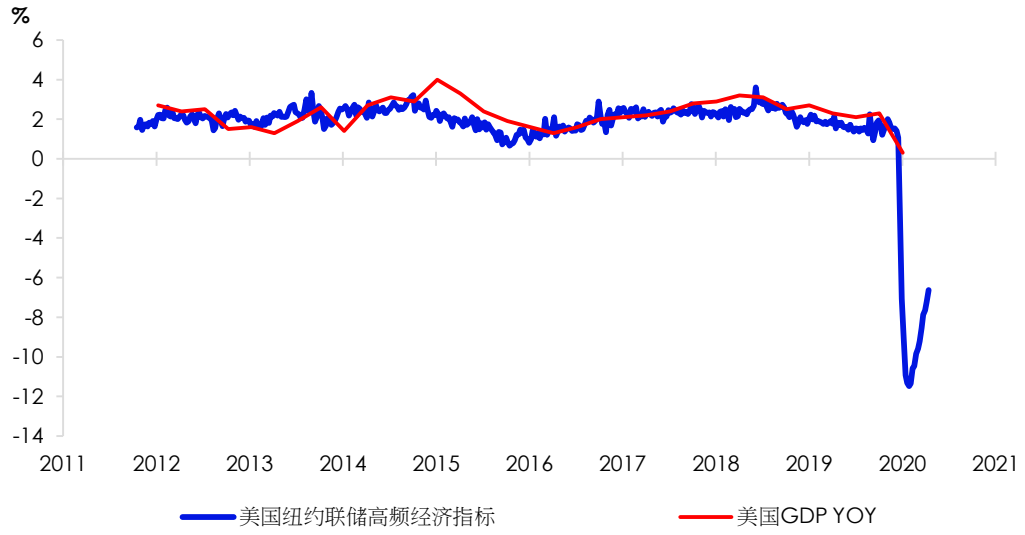
全球经济脆弱复苏，政府债务继续攀升，利率小幅上行

海外在疫情后启封，经济有所恢复，五月份以来，包括消费、生产和就业在内的所有指标均有回升。但是，虽然多数发达国家已经成功抑制新冠疫情，逐步复工复产，美国新增确诊病例的第二波给全球经济和金融走势带来了更多不确定性。美国的主要经济指标已经探底回升（图 12），但目前多地暂停复工复产，甚至重新启动封锁，就业增长和消费者情绪开始停滞不前。我们的基础情形是，由于防疫措施上升（包括大范围内佩戴口罩的要求），各州的封锁措施不会回到三四月份的程度，美国经济复苏将有所放缓但不会彻底逆转，未来全球经济继续回升。

疫情下各国的财政刺激不断加码，也意味着各国债务的不断攀升。在经济复苏面临风险的情形下，美国两院正在积极讨论近期推出新一轮财政政策（据牛津经济研究院预测约为 1.5-2 万亿美元），以增加居民收入刺激消费。这些措施势必进一步推升美国债务。以主要发达国家国债为主的“安全资产”总额今年预计跳升 4-5 万亿美元，安全资产占全球 GDP 的份额在 2011 年欧债危机后首次大幅上升幅度达 6% [5]。

海量政府债券的供给为全球无风险利率带来上行压力。而各国央行加码宽松政策，压低实际利率的举措也势在必行。例如，美国联储预计继续通过前瞻指引甚至“收益率曲线控制”的措施抑制中短期利率的上行压力。中长期利率则更受市场影响：随经济活动回暖以及新一轮财政政策将促进利率逐渐回升。我们预期第四季度的 10 年期国库券利率回升至 0.8-1 的区间，明年继续小幅上行。

图 12：美国经济高频数据显示经济回暖，但新一轮疫情将拖累复苏步伐



资料来源: 彭博, 建银国际证券

[5] *宏观视野：全球宏观政策变局及对中国的影响*

地域政治风险难挡人民币汇率走强趋势

美元进入弱周期：与此前预期一致，大幅 QE 和联邦债务大幅上升等基本面影响不利美元。随着避险情绪的消退美元已进入走弱周期。另外欧盟新抗疫计划的出台也降低了欧元区解体的尾部风险，推升欧元反弹。预计美元继续走弱，支持全球资金进入新兴市场。短期主要风险是美国新冠疫情态势。若疫情未得到有效控制，经济封锁预期加码，经济回暖脱轨，将打击市场的积极情绪，短期推升对美元的避险需求。

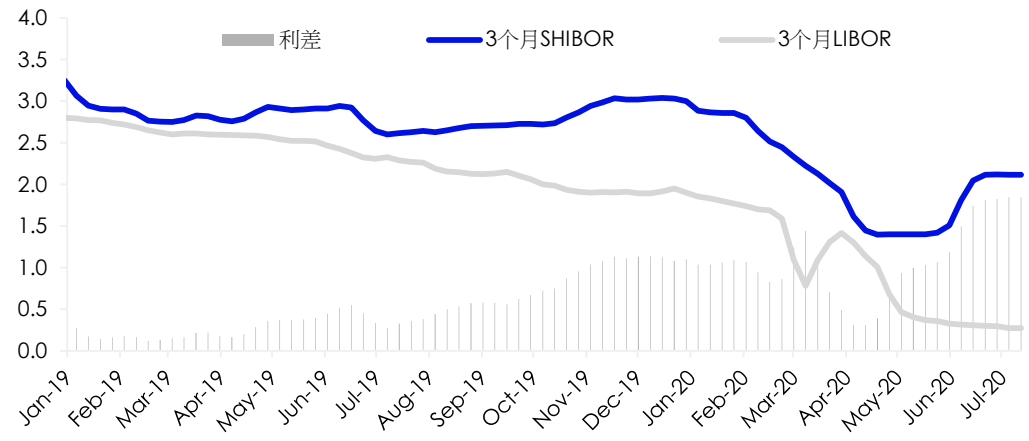
资金流入中国加速：全球低息环境下资金加速涌入中国。2020 年第二季度，涌入中国债券市场的月均资本达 820 亿人民币，是 2017-2019 年月均水平的近两倍。中央政府的外资股持有比例从三年前的 3.6%增加值 8.7%。

预计人民币汇率进一步升值:。人民币兑美元汇率从五月低位反弹近 2%。不过，中美紧张关系打压风险偏好，虽然美元下行明显，人民币汇率反弹相比欧元、英镑等货币仍较为有限，人民币汇率一篮子指数滑向 2014 年来的低位。弱美元，海外资金的持续流入，和中国经常性账目盈余反弹这些基本面因素，将继续支持人民币汇率的基本面。维持人民币对美元汇率升值的预期。[6]

地域政治风险不改中期趋势：中美紧张局势预计在至少未来半年持续，双方在技术、投资和教育等领域脱钩的风险居高不下。但同时双方仍保持双边关系中最关键的贸易联系：中美双方均表示将继续遵守第一阶段贸易协议，中国在疫情后也已大幅提高对美国农产品的进口。持续的贸易联系有利降低全面脱钩风险。

即使中美双方关系紧张升级，基本面因素，包括国内进口替代上升、服务逆差下降、境内外利差扩大、以及对人民币资产的避险性需求等，将持续甚至提升[7]。在中国坚挺的国际收支下，弱势的人民币汇率将难以持久。特别是在短期利差上升的情形下，预计资本流入速度将进一步加快（图 13）。对决策层而言，增加汇率弹性，允许汇率升值是抑制热钱流入和资金大进大出，管理跨境资金风险的关键政策手段之一。

图 13：境内外短期利差扩大，热钱流入预计加快，人民币汇率有升值压力



资料来源: 彭博, 建银国际证券

[6] *宏观视野：新一轮 QE 下的人民币汇率走势*

评级定义：

优于大市 – 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 – 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 – 于未来 12 个月预期回报低于-10%

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此作出独立调查。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、可用性及安全性作任何担保、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，使用者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不撤销地放弃就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。在读阅本文前，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。尤其本文只可分发予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予任何人士，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 2020。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