

建银国际证券 | 宏观研究

宏观月报 – 2025 年 3 月: 中国经济实现良好开局, 市场聚焦关税进展

Monthly Economic Data Wrap – March 2025: China's economy has a good start as the market focuses on tariffs

报告摘要

- **美国经济数据不及市场预期, 但联储取态偏谨慎:** 美国 2 月经济数据走弱但仍具有一定韧性, 特朗普关税政策使得未来通胀与经济前景不确定性上升, 考虑到当前劳动力市场与通胀数据尚未完全反映特朗普政策的影响, 联储 3 月议息会议保持利率不变, 取态偏向谨慎。我们维持联储年内降息两次, 每次 25 个基点的预测。预计短期内美债收益率可能继续受到经济数据、美联储政策以及市场情绪的影响, 继续震荡走势。维持在基准情形下, 10 年期美债收益率维持在 4.0%-4.5% 之间的预测。
- **国内开年经济数据实现良好开局, 关注利好政策落地进程:** 1-2 月经济数据优于市场预期, 制造业增长保持强劲, 地产行业仍然疲软, 但初显企稳迹象, 得益于支持性政策, 消费超预期增长, 但品类间存在分化。开年外贸增长保持平稳, 但随着特朗普关税政策的推行, 预计出口二季度承压。3 月初召开的两会提出要实施更加积极的宏观政策以支持经济增长。基本面修复、居民消费改善、产业升级以及改革的推进都将有助于支持经济增长, 对冲外部不利条件, 我们维持全年经济增长 5% 的预测。
- **新兴市场资金保持净流入:** 新兴市场资金连续第三个月保持净流入, 但股债市场以及区域表现有所分化, 我们预计联储年内仍有降息空间, 美元走弱与美债收益率的下行将继续推动资金进入新兴市场。然而地缘政治带来的不确定性仍是主要制约因素。随着中国利好政策的陆续出台, 经济基本面有望持续修复, 对冲外部风险, 吸引外资继续流入。

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, 关税进展及美国债务和财政相关时间窗口。国内方面, 关注经济活动高频数据。

赵文利

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com

严惠婷

(852) 3911 8012
yanhuieting@ccbintl.com

Main points:

- **Weaker-than-expected economic data and a cautious Fed.** The latest economic data coming out of the US underperformed expectations but nevertheless demonstrated resilience. Trump's tariffs have increased uncertainty around inflation and economic prospects. Current labor and inflation data does not yet fully reflect these impacts, and the Fed held rates steady in Mar. We maintain our forecast of two 25bp rate cuts this year. In the short term, US Treasury yields are likely to continue to fluctuate due to highly unpredictable economic data, Fed policy, and jittery market sentiment. We maintain our projection that the 10Y Treasury yield will hover between 4.0% and 4.5% under our baseline scenario.
- **China's Jan-Feb economic data outperformed expectations.** Manufacturing sector growth remained solid. Real estate, sluggish though it is, is showing early signs of stabilization. Consumption grew faster than expected despite category differences. Foreign trade growth has held steady but may come under pressure in 2Q depending on the Trump tariffs. The Two Sessions has proposed more proactive macro policies to support growth. A moderate recovery in fundamentals, better consumption, industrial upgrades, and economic reforms will support growth and offset some of the external risks. We maintain our forecast for 5% full-year growth.
- **Global capital pouring into emerging markets.** Emerging markets saw their third consecutive month of net capital inflows, though markets and regional performance varied. We expect the capital inflow to continue this year as the dollar weakens and US Treasury yields come down. Geopolitical uncertainty is a key constraint. We expect China's supportive policies to improve fundamentals, offset external risks, and attract foreign capital.

Market focus next month. Internationally, we are keeping an eye on inflation, employment data, US tariffs, and the deficit. Domestically, our focus is high-frequency economic data.

海外宏观：美国经济数据边际走弱，联储表态偏向谨慎

经济数据弱于市场预期，但美联储在货币路径选择上更加谨慎：美国2月非农数据边际放缓，新增就业人数略低于市场预期（图1），主要因部分地区恶劣天气以及冻结联邦雇员招聘的影响。失业率小幅上升至4.1%，但仍处于历史较低水平，显示劳动力市场仍然具有一定韧性，符合我们此前对劳动力市场有序降温的预测。此外，2月CPI与PCE数据出现背离，2月美国CPI价格超预期放缓，而PCE同比上涨2.5%，核心PCE同比上涨2.8%，为2024年12月以来新高，超过预期，服务成本为主要推动因素。考虑到当前数据尚未完全反映特朗普关税政策的影响，未来的商品通胀仍然面临较大不确定性，我们预计联储在货币政策路径的选择上将偏向谨慎。

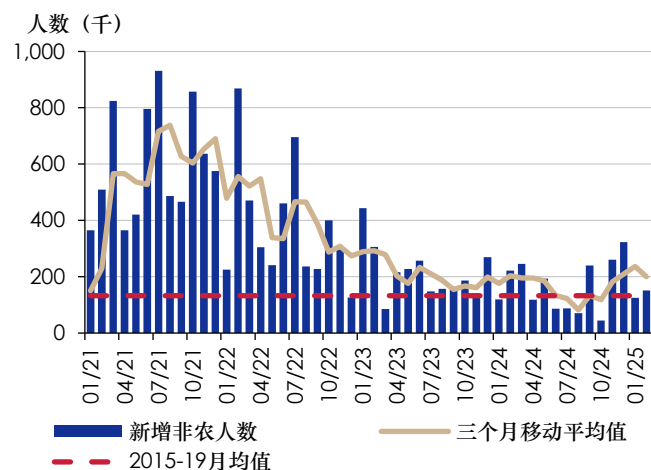
美联储在3月议息会议上决定维持联邦基金利率目标区间在4.25%-4.5%不变，这是自2024年9月开启降息周期后连续第二次会议保持利率不变。同时，美联储表示将从4月起进一步放缓缩表节奏。在经济与通胀的表述方面，美联储在会议声明中删除了“风险平衡”的表述，强调“经济前景的不确定性有所增加”，同时上调了通胀预期，2025年PCE通胀率预期从2.3%上调至2.5%，核心PCE通胀率预期从2.4%上调至2.6%；下调了经济增长预期，2025年GDP增速预期从2.1%下调至1.7%。由于未来政策的不确定性较大，尽管市场对“衰退”和“滞胀”的担忧逐渐增加，但联储仍然保持较为谨慎的表态。鲍威尔在议息会议后的记者会上表示当前经济不确定性仍然较高，联储仍需等待更多数据以判断下一步决策。点阵图显示美联储仍预计2025年将有多次降息，每次降息25个基点，累计降息50个基点。

预计美债收益率短期维持震荡走势：2月通胀数据出现指标背离，就业市场边际放缓但仍有韧性，除当前已经宣布的关税政策外，特朗普政府还计划在4月2日宣布“对等关税”，针对美国认定的不公平关税及非关税壁垒进行反制，由于政策前景的不确定性增加，市场对未来的短期通胀预期仍在上升，同时对增长前景的担忧加剧。我们预计短期内美债收益率可能继续受到经济数据、美联储政策以及市场情绪的影响，继续震荡走势。维持在基准情形下，10年期美债收益率维持在4.0%-4.5%之间的预测。

美元波动性增加，预计年内震荡走弱：美国3月消费者信心指数连续第四个月下滑，叠加弱于预期的经济数据，推升市场对未来增长的担忧，美元指数承受下行压力；尽管如此，特朗普政策前景的不确定性，加之联储在本月货币政策决议中按兵不动，保持当前基准利率水平，并下调全年经济增长预测，这一切都激发了市场对可能出现滞胀状况的警觉。短期内，尽管经济数据走弱，高利率背景及政策不确定性所催生的避险需求推动，美元预计仍将获得一定支撑；未来，随着各项政策逐步明朗，联储继续降息之时，我们预计年内美元将有进一步波动走弱的空间。

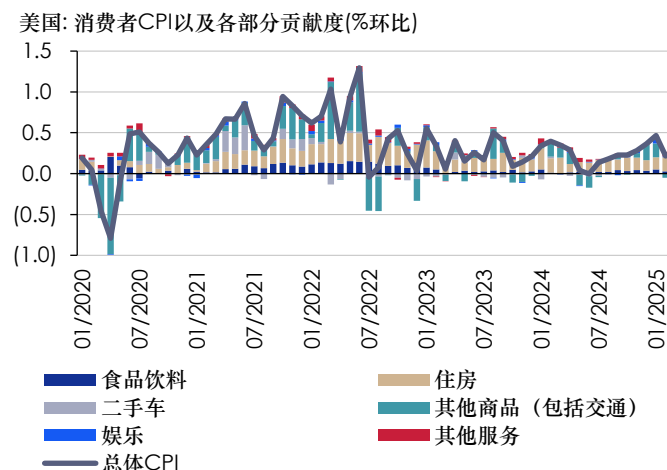
新兴市场资金持续流入，地区间走势分化，外资继续布局中国资产：根据IIF数据显示，2月新兴市场吸引约159亿美元资金，是连续第三个月保持净流入。但除中国以外的新兴市场中，股债市场走势进一步分化。新兴市场债市保持韧性，吸纳约181亿美元资金净流入，股市资金则持续流出。与前月相似，中国资本市场与其他新兴市场走势背离，约112亿美元资金在2月份流入中国股市，表明外资仍在持续布局中国资产，但主要资金来源为新兴市场间的重新分配，此外，增长预期与外部风险仍是主要制约因素。预计未来，在两会的会议精神的深入贯彻，随着相关利好政策的细化落实，中国经济基本面有望持续修复，对冲外部风险。同时，我们预计联储年内仍有降息空间，美元走弱与美债收益率的下行将继续推动资金进入新兴市场。

图1：美国2月非农边际放缓



资料来源：CEIC，建银国际

图2：美国2月通胀受能源价格带动下行



资料来源：CEIC，建银国际

图 3：相关领先指标暗示未来美国住房通胀有望进一步回落



图 4：美国制造业 PMI 不及预期，重回萎缩区域

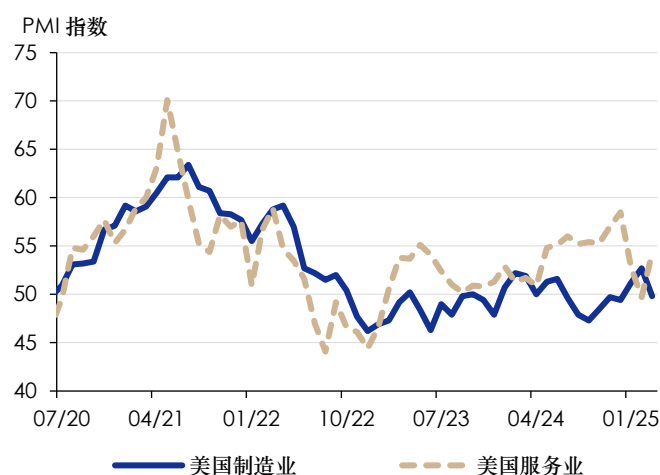


图 5：经济数据走弱，“衰退交易”下市场降息预期小幅回升



图 6：3月欧美国家国债利率呈震荡走势

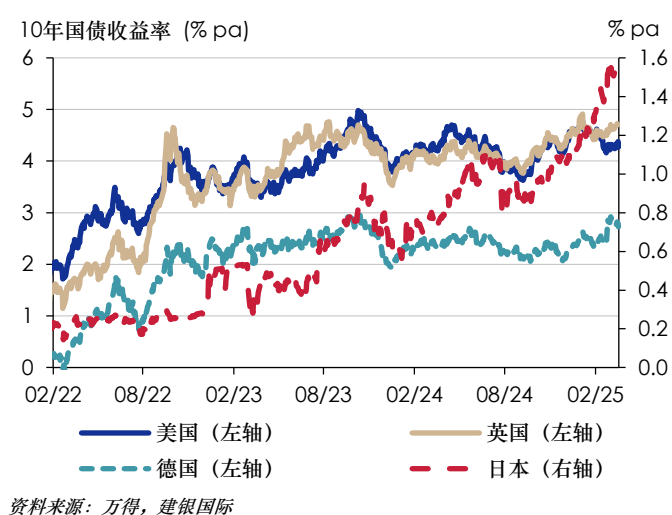


图 7：主要货币兑美元汇率小幅升值

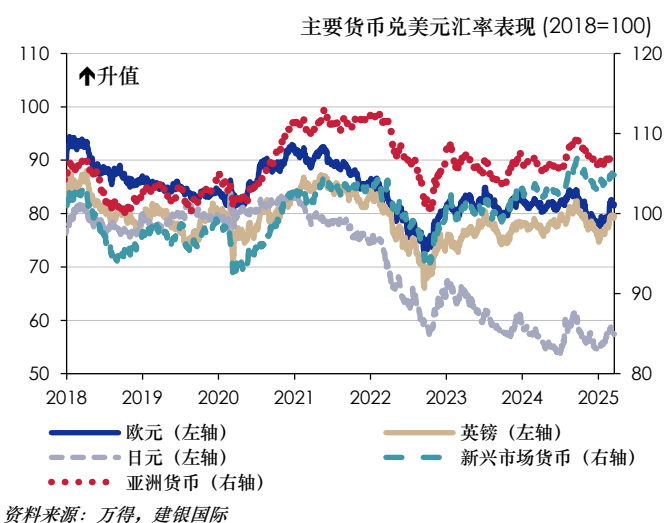
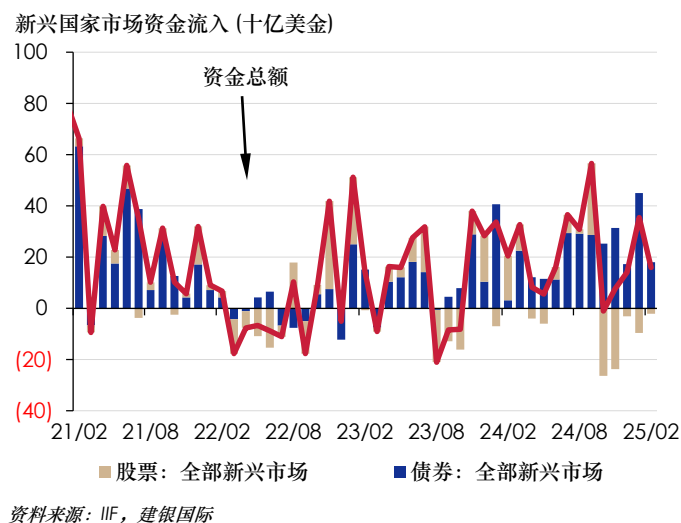


图 8：2月海外资本持续连续净流入新兴市场



国内宏观: 经济实现良好开局, 政策支持增长

政府工作报告强调加大经济支持力度, 政策聚焦扩内需与支持新质生产力: 3月初召开的两会将2025年的经济增长目标定为“5%左右”, 并延续去年年底中央经济工作会议的政治取向, 提出要实施更加积极的财政政策。2025年赤字率目标自去年的3%上调至4%, 赤字规模5.66万亿, 一般公共预算支出规模较上年增长1.6万亿, 地方新增专项债4.4万亿, 较去年增加5000亿, 并继续发行超长期特别国债1.3万亿。整体来看财政支出力度增加, 取向保持积极态势。报告将全面扩大内需放在任务首位, 提出提振消费、加大有效投资、改善民生, 并关注产业政策及改革措施, 放宽部分领域民营企业准入条件。房地产、地方债务以及中小金融机构的风险防范与化解工作仍然是政策重点。值得注意的是, 本次报告将通胀目标自去年的3%下调至2%, 从政策指导意义来看, 体现了政府决策层对稳定物价的重视 (详情请参阅: [2025 政府工作报告解读](#))。基本面修复、居民消费改善、产业升级以及改革的推进都将有助于支持经济增长, 对冲外部不利条件。我们维持全年经济增长5%的预测。

开年数据显示 2025 年经济取得良好开局: 1-2月工业增加值同比上升5.9%, 制造业增长是主要贡献, 分行业来看, 仍然保持了去年以来的主要格局, 汽车、计算机及电子设备等与高新技术相关的产业增长较为强劲。随着产业支持性政策的持续落地以及新质生产力的不断增长, 我们预计今年工业生产将保持稳定增长并为经济增长提供有力支撑。固定资产投资增长回升至同比增长4.1%, 较2024年全年平均增长高出0.9个百分点, 基建与制造业仍然是主要拉动, 地产投资仍然低迷, 但跌幅有所放缓。根据两会报告, 预计今年的财政支持力度有望加大, “两重”等支持性政策将继续推动固定资产投资增长。得益于消费提振政策以及春节假期消费效应, 开年社零增长表现良好, 但品类之间存在分化。近期, 多个省份推出了一系列旨在刺激消费的政策措施, 包括生育补贴和社会保障体系的完善。展望未来, 这些政策预计将为消费增长提供持续动力。受春节错位以及建筑业疲软等因素影响, 2月CPI与PPI有所回落, 3月后低基数优势打开, 加之政策层面释放关注信号, 后续有望采取措施提升价格中枢, 预计物价将温和回升。

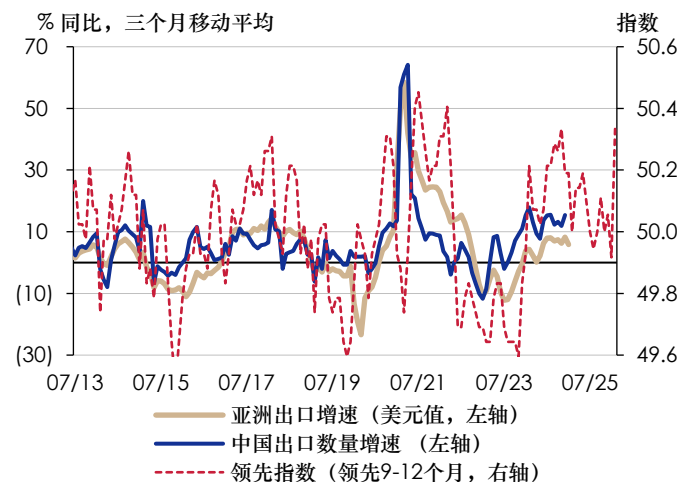
美国关税政策的不确定性对中国外贸的压力或在二季度有所显现: 特朗普政府的一系列关税调整将加大出口成本, 部分行业面临供应链转移风险, 同时, 关税政策的反复无常加大了企业经营与投资的不确定性。近期, 特朗普政府表示或将在4月2日宣布“对等关税”, 包括中国、欧盟以及日韩等国家在内的十五个经济体成为主要关注对象, 除直接出口影响外, 本轮贸易战对主要转口贸易地区的施压, 加大了潜在的负面冲击。考虑到关税政策的生效及谈判时间, 预计外贸压力将主要在二季度逐步体现 (图9), 但价格方面的负面影响已经开始显现, 根据海关总署量价指数, 去年四季度以来的出口增长主要由数量拉动, 表明部分企业在应对关税变化时被迫选择“以价换量”的策略。此外, 3月以来美东航线集运价格指数持续下滑, 一定程度上反映了对美出口的景气度回落。根据我们此前的研究, 美国关税政策对中国的影响主要有替代效应以及增长效应两个路径, 在20%的关税情形下, 中国对美出口将减少约38%, 预计特朗普的关税情形对中国经济将造成约0.5-0.8个百分点的冲击。

地产销售仍然疲软, 但初显趋稳迹象: 1-2月房地产开发投资完成额同比下降9.8%, 较2024年全年收窄0.8个百分点, 房屋新开工、施工和竣工面积同比继续下降, 但跌幅明显收窄, 带动总体投资增速好转。从销售端来看, 1-2月房地产销售面积同比下跌5.1%, 跌幅较去年全年有所改善, 房价指标显示整体环比跌幅逐步收窄, 初步显露趋稳的迹象, 其中一线城市价格环比已连续三个月保持正增长, 三线城市则仍在负区间。从高频数据来看, 地产销售情况延续改善态势, 3月30大中城市商品房销售同比增长约24.7% (图10), 二手房市场的表现则优于新房市场。我们预计今年地产行业的调整仍将继续, 但在政策支持下, 下行趋势将逐步企稳收窄。

财政取向开年积极, 但收入端仍然承压: 根据财政部公布的2025年1-2月财政收支情况, 一般公共预算收入同比下降1.6%, 其中税收收入同比下降3.9%。一般公共预算支出同比增长3.4%, 完成全年支出目标的15.2%, 支出进度与去年基本持平, 为近年来较高水平 (图11)。受土地转让收入下滑的影响, 政府性基金预算收入同比延续下跌趋势, 同比下行10.7%; 或受去年四季度末部分未形成支出的专项债支撑, 政府性基金预算支出与收入走势分化, 同比增长1.2%。整体来看, 开年财政在支出端表现较为积极, 但是收入端仍然承压。从财政发债结构上来看, 目前发行的多为普通国债与用作化债用途的地方债, 用以项目支出的专项债发行进度较慢, 二季度有望提速。

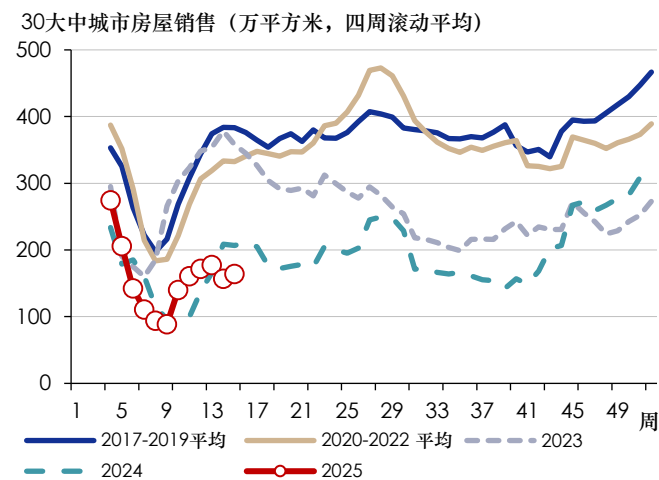
预计货币政策保持适度宽松: 3月份, 银行间市场资金面呈现紧平衡态势, 同时, 年初的经济数据显示经济复苏迹象, 投资和消费有所改善, 推动了国债收益率的上升 (图13)。央行通过MLF以及逆回购等多种货币政策工具继续投放流动性, 维持市场流动性充裕, 并引导金融机构加大货币信贷投放力度。尽管市场对3月降准降息的预期较强, 但3月LPR维持不变显示出央行在当前外部形势不确定性增强的当下, 在政策调整上偏谨慎的态度。在第一季度货币政策例会上, 央行提出将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况择机降准降息。预计未来央行将根据经济形势灵活调整政策工具, 以支持经济的稳定增长。

图 9：二季度进出口或边际承压



资料来源：CEIC，建银国际

图 10：地产销售仍显疲软



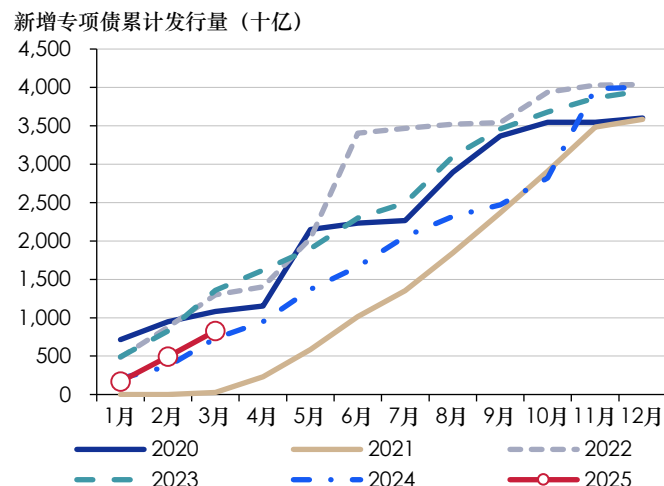
资料来源：CEIC，建银国际

图 11：财政收入端仍然承压，支出有所加强



资料来源：CEIC，建银国际

图 12：项目类专项债发行进度偏慢



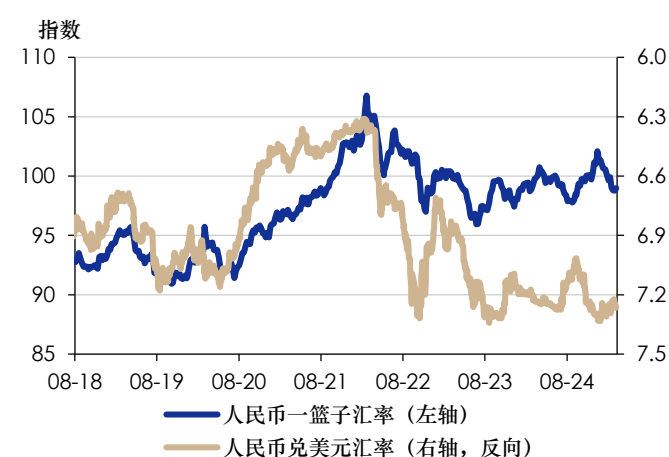
资料来源：彭博，建银国际

图 13：国债利率3月上行，信用利差震荡走平



资料来源：CEIC，建银国际

图 14：人民币较其他货币更为坚挺



资料来源：CEIC，建银国际

表 1：宏观政策

3 月 5 日	政府工作报告	国务院总理李强 5 日在政府工作报告中提出，今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 5% 左右；城镇调查失业率 5.5% 左右，城镇新增就业 1200 万人以上；居民消费价格涨幅 2% 左右。今年赤字率拟按 4% 左右安排、比上年提高 1 个百分点，赤字规模 5.66 万亿元、比上年增加 1.6 万亿元。
3 月 12 日	国常会	会议指出，要细化措施加快落实，与各种不确定因素抢时间，紧抓快干、靠前发力。同时密切跟踪形势变化，做好政策储备，确保需要时能够及时推出、尽快见效。要聚焦重点精准发力，善于找到牵引性、撬动性强的切入点，不断谋划新的抓手和载体，以点带面提升抓落实的整体效能。要强化对地方的指导支持，在要素保障、科技创新、改革开放先行先试等方面制定支持政策、拿出具体方案。要加强部门间协同联动，各部门都要增强大局意识、强化系统观念，牵头部门要勇于担当、主动破题，参与部门要积极作为、密切配合，形成合力推动发展。
3 月 17 日	财政部、央行等六部门	中国六部门“提振消费”最新部署：今年中央财政安排就业补助资金 667.4 亿元，财政部安排奖补资金支持消费中心城市扩大入境消费，通过财政贴息带动信贷资源支持消费市场；央行研究出台金融支持扩大消费专门文件，研究创设新的结构性货币政策工具加大支持消费重点领域；商务部组织开展汽车流通消费改革试点，着力培育汽车消费的新增长点；国家卫健委起草育儿补贴的具体操作方案。
货币政策		
3 月 5 日	政府工作报告	政府工作报告提出，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展。
3 月 18 日	央行	一季度货币政策例会提出择机降准降息，从宏观审慎角度关注长期收益率变化，研究创新结构性工具。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强宏观政策协调配合，有效落实存量政策，加力推动增量政策落地见效，抓好开局起步，扩大内需、稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。
3 月 20 日	央行	3 月 20 日周四，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2025 年 3 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.1%，5 年期以上 LPR 为 3.6%，均持平前值，连续第五个月维持不变。
财政政策		
3 月 5 日	政府工作报告	政府工作报告在提到实施更加积极的财政政策时说，今年赤字率拟按 4% 左右安排、比上年提高 1 个百分点，赤字规模 5.66 万亿元、比上年增加 1.6 万亿元。一般公共预算支出规模 29.7 万亿元、比上年增加 1.2 万亿元。政府工作报告指出，拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元。拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元。拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本。安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。落实和优化休假制度，释放消费潜力。
金融市场		
3 月 5 日	政府工作报告	政府工作报告提出，推动标志性改革举措加快落地，更好发挥经济体制改革牵引作用。扎实推进重点领域改革，着力破除制约发展的体制机制障碍，创造更加公平、更有活力的市场环境。深化财税金融体制改革。开展中央部门零基预算改革试点，支持地方深化零基预算改革，在支出标准、绩效评价等关键制度上积极创新。加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方，增加地方自主财力。规范税收优惠政策。积极探索建立激励机制，促进地方在高质量发展中培育财源。严控财政供养人员规模。完善科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融标准体系和基础制度。深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设。改革优化股票发行上市和并购重组制度。加快多层次债券市场发展。
3 月 21 日	上交所	上交所制定新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》。与上一轮计划相比，新一轮更加注重，强调严监严管，协同推进财务造假综合惩防工作；更加聚焦投资价值，引导现金分红与回购增持，推动上市公司提升回报投资者的意识和能力。
地产政策		
3 月 5 日	政府工作报告	政府工作报告说，因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。拓宽保障性住房再贷款使用范围。发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。
行业及民营经济		
3 月 12 日	工信部	工业和信息化部党组书记李乐成主持召开干部大会，会议强调，要全力促进工业经济平稳运行，实施新一轮重点行业稳增长工作方案，深入实施制造业重大技术改造升级和大规模设备更新工程，全面加强制造业“增品种、提品质、创品牌”工作，抓好“十四五”规划重大工程顺利收官，支持工业大省挑大梁。继续保持烟草行业稳健发展。
3 月 16 日	中共中央办公厅、国务院办公厅	中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，涵盖城乡居民增收、消费能力保障等八大行动、总计三十条具体措施。方案提出，促进工资性收入合理增长，拓宽财产性收入渠道，多措并举稳住股市；加大生育养育保障力度，研究建立育儿补贴制度；深化线上线下、商旅文体健多业态消费融合，推动冰雪消费，发展入境消费；加大消费品以旧换新支持力度，适时降低住房公积金贷款利率，延伸汽车消费链条；加速推动自动驾驶、智能穿戴、超高清视频等新技术新产品开发与应用推广等。
3 月 28 日	国常会	国务院总理李强 3 月 28 日主持召开国务院常务会议，听取推进跨境电子商务综合试验区建设汇报，部署加快清理拖欠企业账款工作，研究推动农机装备高质量发展有关措施，审议通过《关于优化口岸开放布局的若干意见》。会议指出，要做好新一轮跨境电商综合试验区扩围工作，进一步拓宽覆盖面。要推动跨境电商综合试验区建设提档升级，推进通关、税务、外汇、数据流动等监管创新，用好相关稳外贸支持政策，帮助企业拓市场、树品牌、更好发展。

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开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 2025。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