

建银国际证券 | 宏观研究

宏观月报 – 2025 年 2 月: 中国春节消费温和复苏, 市场聚焦两会及关税进展

Monthly Economic Data Wrap – Feb 2025: CNY holiday spending shows a modest recovery; market focus is on the Two Sessions and tariff policies

报告摘要

- **美国通胀超预期, 推迟联储降息时间:** 美国 1 月通胀数据超出市场预期, 降低联储进一步降息紧迫性, 但开年经济数据走弱, 同时如果特朗普未来继续保持当前所展现的渐进的政策路线, 预计未来对通胀的冲击有限。美联储年内仍有降息可能, 我们维持联储年内降息两次, 每次 25 个基点的预测。近期市场对衰退的担忧情绪带动美债收益率快速下行, 但当前政策的不确定性与通胀预期仍然较高, 10 年期美国国债收益率短期内波动性上升, 预计 10 年美债利率 3 月的交易区间为 4.0%-4.5%。
- **国内春节消费整体稳健, 基本面温和修复, 聚焦两会:** 春节长假期间文旅消费表现强劲, 消费品受益于政策支持快速增长, 但细分领域景气分化。节后工业生产复工普遍加速, 地产交易二手房回暖快过新房。关注即将召开的两会, 预计将延续中央经济会议精神, 突出扩大内需、科技创新、产业升级和防范风险等主题, 宏观取向保持支持。我们预计 25 年增长目标将保持在 5% 左右, 财政支出提速。
- **外资持续流入新兴市场:** 开年美国经济走弱带动美债收益率回落, 资金持续流入新兴市场, 预计联储年内仍有降息空间, 或将推动美元波动下行。随着中国稳增长政策陆续出台, 经济基本面温和复苏, 人民币汇率有望小幅走高。但中美之间政治风险仍存, 或在一定程度上影响资金流入。

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, 央行议息会议, 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, 及即将召开的两会。

赵文利

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com

严惠婷

(852) 3911 8012
yanhuiying@ccbintl.com

Main points:

- **Inflation could delay Fed cut.** Until very recently, high January inflation figures had made a Fed cut less likely; however, recent signs of weakness in the economic data coupled with President Trump's "stop-and-go" tariff strategy have likely blunted the impact of rising inflation, leaving room for an interest rate cut before the end of the year. On this assumption, we maintain our forecast of two cuts this year of 25bp each. Concerns about a recession have driven the UST yield down rapidly, though we are mindful that policy uncertainty and inflation expectations are likely to continue to amplify volatility in the UST yield in the short term. We project the yield on US 10-year Treasury bonds will hover in the 4.0-4.5% range in March.
- **Robust holiday spending as the market turns its focus to the upcoming Two Sessions.** Cultural and tourism consumption in China was voracious over Chinese New Year (CNY) though consumption between sub-sectors showed divergence. Consumer goods benefited significantly from policy support. Industrial production also picked up. Within the property market, secondhand home sales enjoyed a better post-CNY recovery than sales of new homes. We expect the priorities of the Central Economic Work Conference to be reiterated at the Two Sessions conference in March. Key themes are likely to be domestic demand, innovation, industrial upgrades, and de-risking, all of which will call for continued policy support. We expect a 2025F growth target of around 5% and accelerating fiscal spending.
- **Global capital pouring into emerging markets.** The slowdown in the US economy has driven US Treasury yields lower, fueling sustained capital flows into emerging markets. We believe the Fed still has room for further cuts this year, which would likely drive down the US dollar. In China, pro-growth policies are supporting a gradual economic recovery. As China's economic fundamentals improve, we expect modest appreciation in the renminbi by the end of the year. Rising political risk between the US and China could crimp capital inflows.

Market focus next month. Internationally, we are keeping an eye on inflation, employment data, central banker speeches, US tariffs, and the deficit. Domestically, our focus is high-frequency economic data and the Two Sessions conference in March.

海外宏观：美国通胀超预期，开年经济数据走弱，联储年内仍有降息空间

美国经济数据引发市场担忧，联储降息年内仍有空间：美国 1 月非农数据喜忧参半，新增就业放缓（图 1），但全年下修幅度低于预期，失业率意外下行，显示尽管就业市场有所放缓但仍然稳健。此外，1 月通胀数据超出市场预期，核心通胀环比回升至 0.4%（图 2），食品与日用等生活必需品价格明显回升，住房通胀一定程度上受到加州山火影响有所上涨，但领先指标显示未来仍有可能回归下落趋势（图 3）。尽管数据表明通胀仍处于高位，但判断二次通胀仍为时过早，单月数据受部分暂时性因素的影响，且关税政策的不确定性导致部分需求前置，在一定程度上推高通胀，全年来看，尽管特朗普政府可能实施的关税和减税政策引发了市场对通胀再度上升的担忧，但工资通胀压力的缓解以及房地产通胀的持续下降预计将部分抵消这些政策的通胀效应。此外，特朗普政府在关税问题上的渐进式策略，将其作为谈判工具，可能会减轻其对通胀的整体影响。

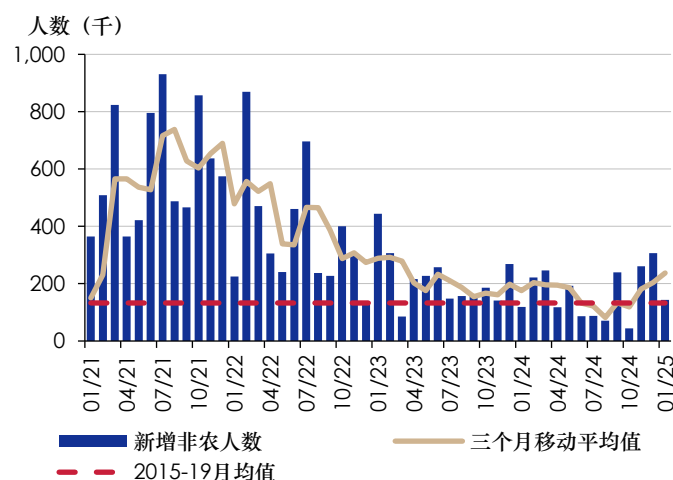
美联储主席鲍威尔在听证会上表示，尽管通胀已显著改善，但仍略高于目标水平。他重申 1 月议息会议中的观点，鉴于当前政策立场相较之前已大幅宽松，且经济依然保持韧性，美联储没有理由急于调整利率。但我们预计联储年内仍有降息空间：首先，政府部门作为 2024 年新增就业的主要推动因素，在 2025 年将有所收缩，这可能导致劳动力市场进一步降温。其次，根据我们此前的分析，关税政策和移民政策对经济的负面影响将在下半年逐步显现。同时，长期利率的持续高企将增加财政压力，提高社会的平均融资成本，并逐步侵蚀经济活力，2 月美国服务业 PMI 两年来首次降至枯荣线以下（图 4），密歇根消费者信心指数亦大幅回落。因此，我们仍预计美联储在 2025 年有两次降息的可能性，但降息的时间可能会推迟到年中。

美债收益率短期波动性较大：近期经济数据的走弱引发市场对美国进入衰退的担忧，带动美债收益率快速下行，但当前政策不确定性仍然较高，特朗普在社交平台上发布声明，表示此前对加、墨两国的关税政策将在 3 月 4 日正式生效，同日对中国商品加征额外 10% 的关税。受关税政策反复不定的影响，通胀预期仍然较高，数据显示，2 月份 12 个月的预期通胀率自前值的 5.2% 升至 6%。预计 10 年期美国国债收益率短期内波动性加剧，未来仍有反弹风险。我们预计三月份美国十年期国债收益率将在大部分时间内保持在 4.0% 至 4.5% 的区间内。

预计美元年内波动走弱：特朗普上台前，市场对关税政策以及通胀走高的预期推动美元上行，然而近期特朗普政府的一系列外交谈判动作使得市场对关税预期偏向缓和。同时，开年走弱的美国经济数据带动美债收益率回落，对美元指数形成制约。我们预计美元在连续两个月下行后，短期仍有一定支撑，但随着特朗普政策逐步落地，对经济的实际影响显现，届时美联储再度打开降息空间，美元将继续波动走弱。

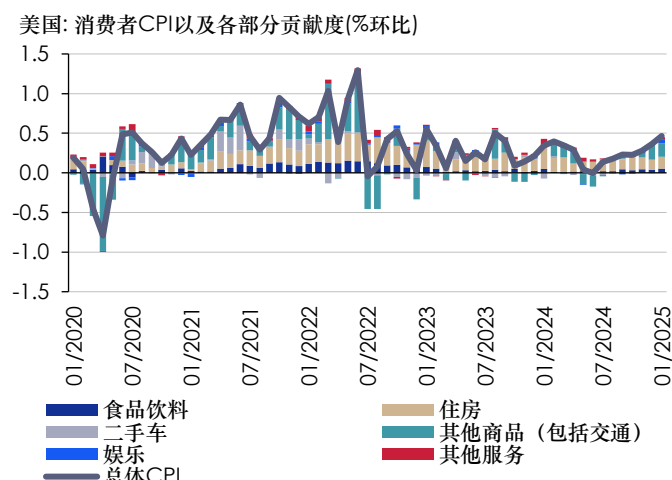
新兴市场资金持续流入，外资积极布局中国资产，但政策风险仍存：自 2024 年底以来，资金持续流入新兴市场，根据 IIF 数据显示，1 月新兴市场延续去年 11 月以来的净流入趋势（图 8），其中中国股票和债券吸纳外资净流入总和超过了 100 亿美元，是自去年 8 月以来首次债券市场与股票市场同时获得净流入资金。美元走弱与美债收益率的下行推动资金流向新兴市场，同时，未来中国利好政策的出台以及经济基本面的修复将有助于对冲全球日趋复杂的外部环境与贸易风险。IIF 数据显示，1 月中国股票市场吸纳约 20 亿美元资金净流入，为去年 924 新政行情之后的最大流入。然而中美摩擦的政策风险仍存，特朗普在 2 月 21 日签署签署《美国优先投资政策》备忘录，在此前拜登政府对华投资限制的基础上扩大了范围，并提出可能将公开市场证券投资纳入限制范围，尽管此举的政治表态强于实际影响，或仍在一定程度上增加市场担忧情绪，制约资金流入。

图 1：美国 1 月非农放缓但韧性仍存



资料来源：CEIC，建银国际

图 2：美国 1 月通胀超预期



资料来源：CEIC，建银国际

图 3：美国住房相关领先指标显示未来有望回落

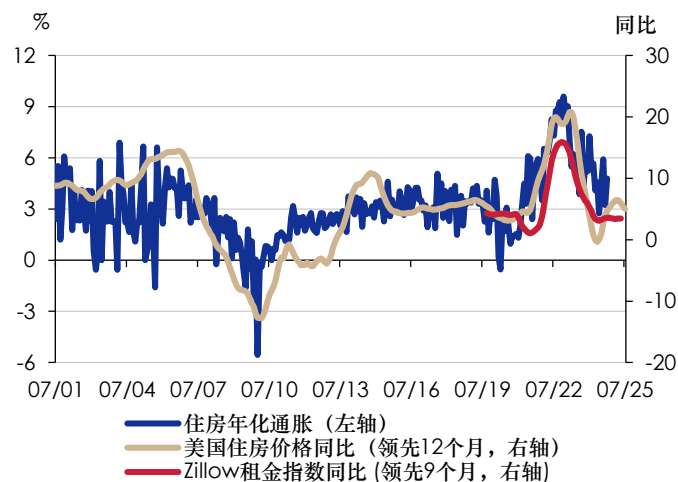


图 4：美国服务业 PMI 降至枯荣线以下

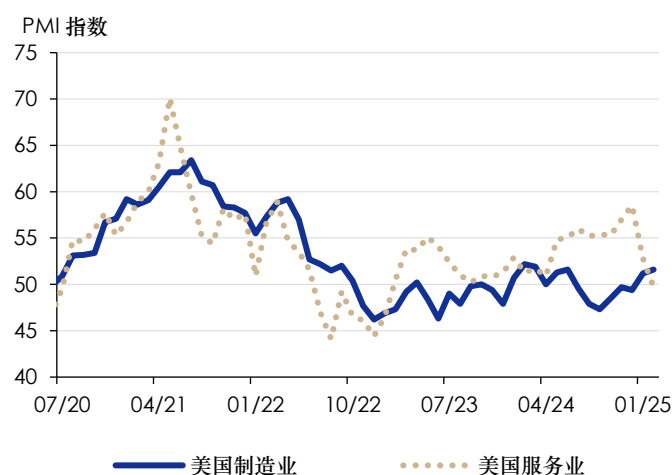


图 5：市场推迟联储降息时间的预期

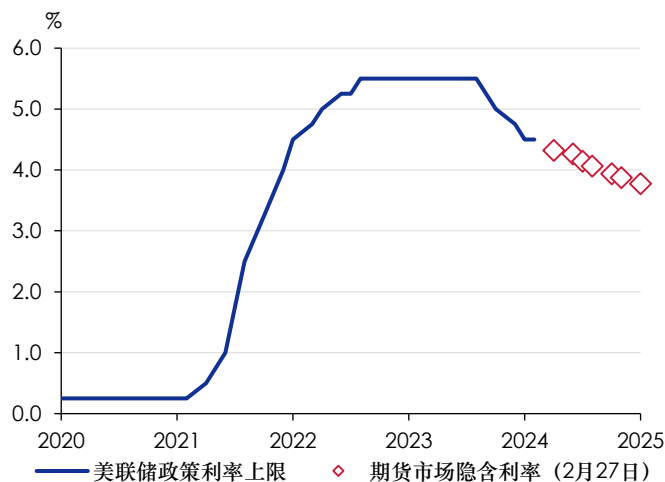


图 6：年初以来欧美国家国债利率回落

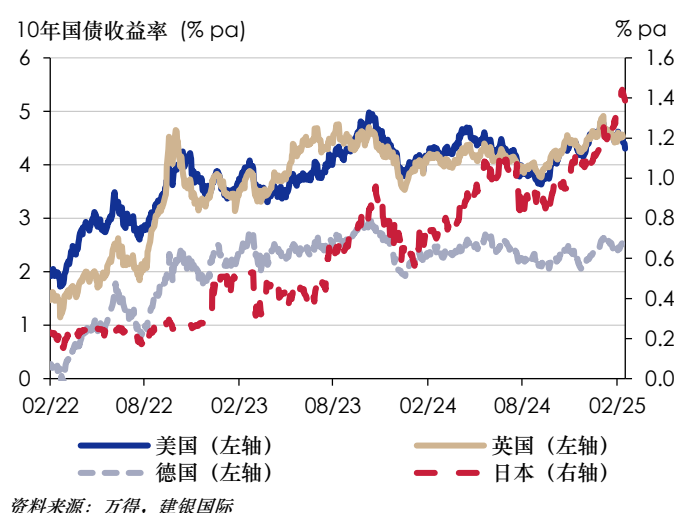


图 7：主要货币兑美元汇率小幅升值

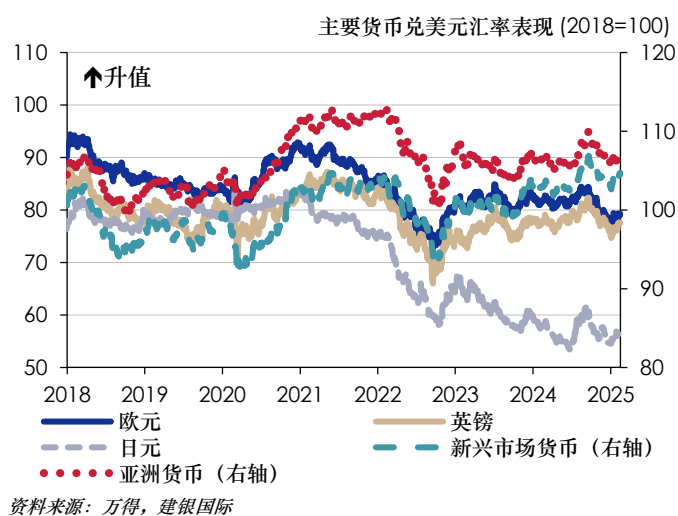
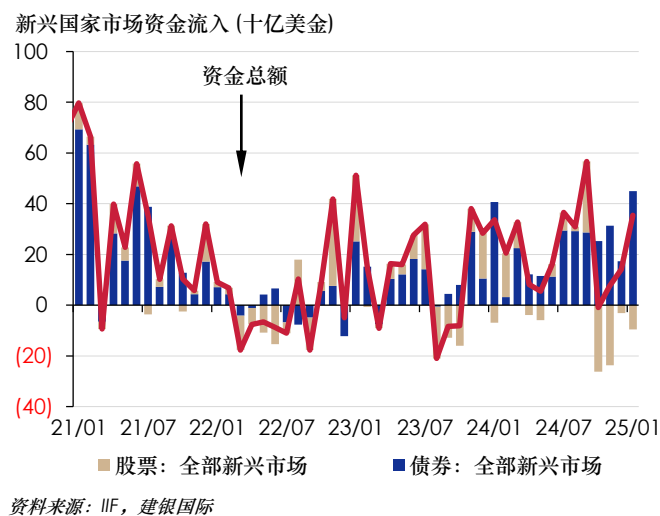


图 8：1月海外资本连续第三个月净流入新兴市场



国内宏观: 假期消费整体稳健, 市场聚焦两会

春节消费稳健增长, 细分领域景气分化: 春节期间居民消费总体增长态势良好, 一方面, “以旧换新”政策的延续驱动家电与电子产品等商品消费保持强劲增长。另一方面, 电影市场表现亮眼, 春节档票房创下历史记录; 文旅消费持续恢复, 根据商务部数据, 春节期间居民出游人次与总花费同比分别增长 5.9% 和 7.0% (图 9), 恢复率达疫情以来最高值。然而, 在刺激政策涵盖范围以外的消费略逊于往年, 节前乘用车消费市场较去年同期相对冷淡, 客运数据显示居民在出行选择上偏好更经济的方式, 民航领域延续量强于价的特征, 显示领域分化。观察复工复产高频数据, 节后工业生产复工普遍加速, 上游工业中焦化企业与高炉开工率分别达 69% 与 78%, 高于 2024 年同期水平; 中下游工业品如半钢胎与涤纶长丝等复工节奏则较为温和, 基本持平去年同期; 与基建地产相关的石油沥青开工率等仍在低位。2024 年底中央经济工作会议将扩大内需置于九大任务首位, 加大“以旧换新”政策力度及范围, 同时强调支持科技创新与制度改革, 有望继续推动居民消费与制造业升级, 尽管外部环境趋于复杂, 但美国关税政策落地仍需要时间, 期间各国的谈判也将影响政策实际实施效果, 在“抢出口”效应的推动下, 预计一季度外贸表现仍将强劲, 国内支持性政策的陆续出台将支持经济持续复苏, 我们维持年内增长 5%, 通胀温和回升的预期。

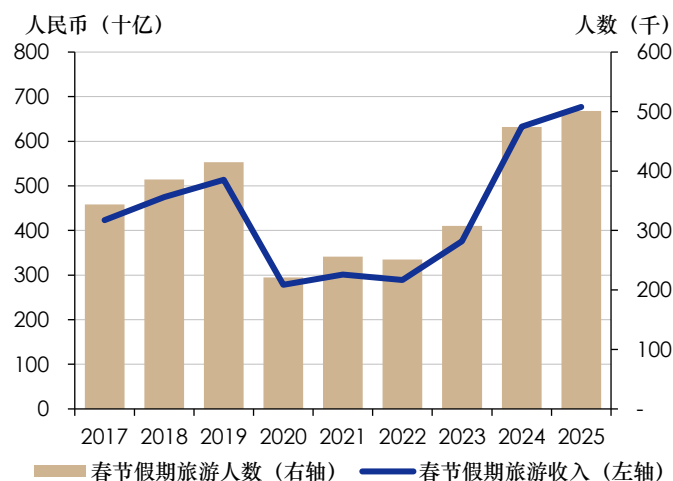
地产销售新房市场仍处于低位, 但二手房市场韧性较强: 2025 年初 30 大中城市商品房销售较去年小幅好转, 1-2 月销售面积同比回升约 8.7% (图 10), 但仍然处于历史低位。相比之下, 二手房市场相对火热, 更为灵活的价格调整空间更适配刚需购房偏好, 1 月以来 18 城二手房数据较 2024 年同期增长约 18.4%, 其中上海、深圳等一线城市节后成交回升较快, 显示居民购房积极性有所回暖。2024 年底中央经济工作会议强调要“持续用力推动房地产市场止跌回稳”, 而后召开的全国住房城乡建设工作会议延续经济工作会议精神, 表示要“推动构建房地产发展新模式, 大力实施城市更新, 打造‘中国建造’升级版, 建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子”。我们预计推动地产企稳仍是今年的政策重点, 预计收储以及一线城市进一步松绑等支持性政策仍将持续, 2025 年地产销售下降幅度有望减缓。

两会关注经济增长与产业政策, 预计财政延续积极取态: 下周举行的两会将是国内政策的焦点, 开年以来, 宏观环境有所改善, 受科技板块带动, 市场投资情绪回暖, 但外部环境日趋复杂, 地方对全年经济形势的判断仍然偏向谨慎, 我们预计两会将延续 2024 年底中央经济工作会议的指引, 在宏观政策的取态上保持支持。扩大内需仍是政策重点, 消费领域的支持性政策有望继续出台, 除消费品以旧换新外, 养老与生育补贴的完善与落实也将有助于推动居民消费。产业方面, 预计新质生产力的建设与投资方面仍将是重点方向, 支持科技创新的政策有望陆续出台。推动地产企稳、化解与防范地方债务以及中小金融机构等重点领域风险的工作将持续。财政部与 2 月初公布 2024 年全年财政收支情况, 一般公共预算收入同比增长 1.3%, 一般公共预算支出同比增长 3.6%, 均低于年初目标。政府性基金预算收入持续受到土地收入的拖累, 较上年下降 12.2%, 政府性基金预算支出较上年小幅增长 0.2%, 全年财政有效预算赤字约为 GDP 的 4.8%, 与我们此前的预期基本一致。去年年底的中央经济工作会议指出“要实施更加积极的财政政策, 提高财政赤字率, 加大财政支出强度”, 预计 2025 年财政取态将继续保持积极取态, 财政支出有望提速, 维持有效赤字率提升至 5.6% 的预测。去年提出的一揽子化债计划中, 地方专项债额度中将有 8000 亿用以化债, 预计地方债额度较 2024 年将有所上升。年初至今, 新增地方专项债发行 4954 亿, 进度与去年基本持平 (图 12), 料二季度有所提速, 关注两会关于财政发力与方向的表述。

预计央行全年货币政策将继续保持“适度宽松”: 年初以来, 央行在“稳汇率”的压力下对流动性投放保持一定的审慎, MLF 到期后采取“缩量不缩价”的策略, 符合市场预期, 银行间市场资金面偏紧, 在岸国债收益率曲线低位回升, 企业利差先上后下 (图 13)。我们预计下周召开的两会将延续去年年底经济工作会议的指引, 央行全年货币政策将继续保持“适度宽松”的方向, 但是考虑近期稳汇率的诉求以及信贷等基本数据超预期的修复背景, 短期内降准降息的概率较小, 我们维持央行在 2 季度降准 25 个基点, 并小幅降息 10 个基点的预测。

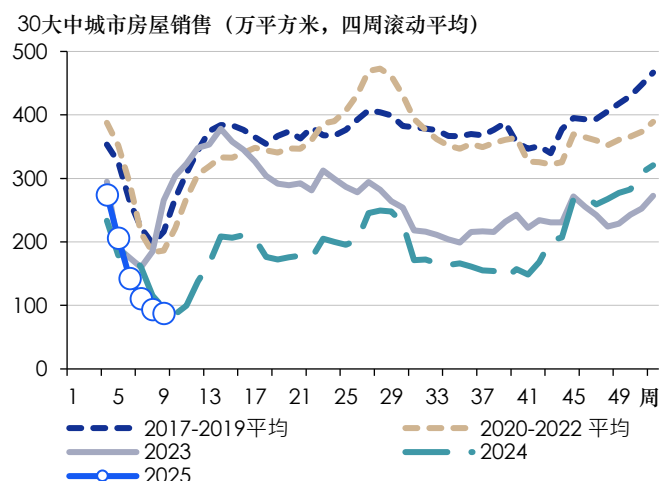
预计人民币汇率短期承压, 年内小幅升值: 年初人民币汇率受到中美贸易关系与地缘政治不确定性上升影响突破 7.3 关口, 随着市场对关税预期的缓和以及国内货币政策调控对人民币形成一定支撑, 人民币汇率 2 月以来小幅回升 (图 14)。我们预计人民币兑美元汇率在短期内仍将低位波动, 随着国内稳增长政策持续出台, 经济基本面温和修复, 外资流入国内市场, 人民币汇率进一步贬值的空间有限, 维持一季度人民币兑美元汇率在 7.3 上下波动的预测。

图 9：春节旅游旺盛



资料来源：CEIC，建银国际

图 10：地产销售仍显疲软



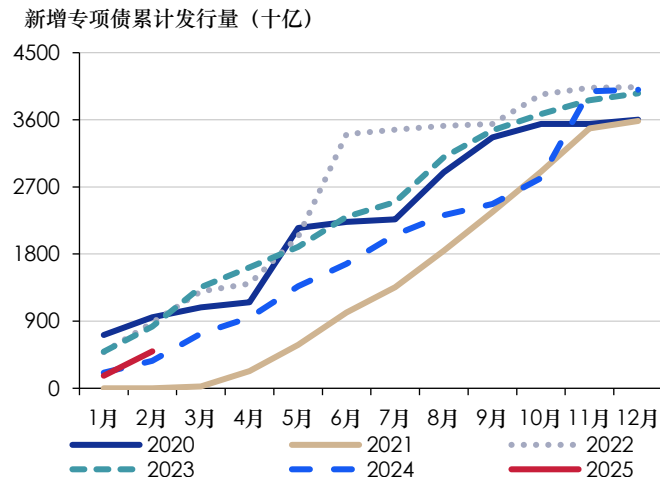
资料来源：CEIC，建银国际

图 11：财政收入增速降低，支出有所加强



资料来源：CEIC，建银国际

图 12：年初专项债发行速度慢于过往几年



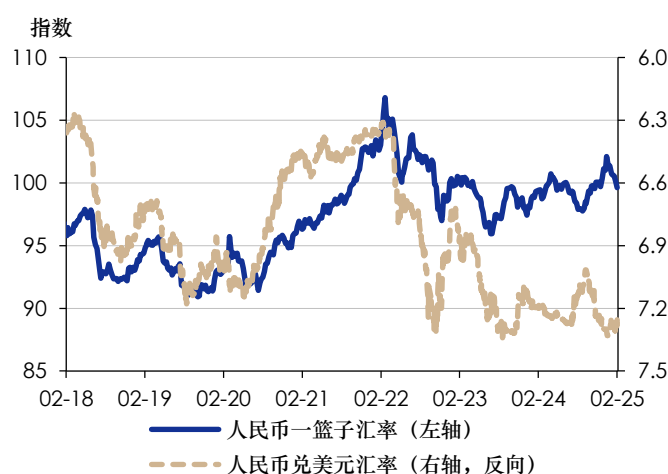
资料来源：彭博，建银国际

图 13：国债利率 2 月持续下跌，信用利差低位下探



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 2：宏观政策

2 月 10 日	国常会	国务院总理李强 2 月 10 日主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作，审议通过《2025 年稳外资行动方案》，研究化解重点产业结构性矛盾政策措施，讨论《中华人民共和国国家发展规划法（草案）》。国常会指出，推动大宗消费更新升级，加大消费品以旧换新支持力度，更好满足住房消费需求，延伸汽车消费链条。强化消费品牌引领，支持新型消费加快发展，促进“人工智能+消费”、健康消费等。落实全面取消制造业领域外资准入限制要求，优化国家服务业扩大开放综合试点示范，扩大鼓励外商投资产业范围。
2 月 20 日	国务院	国务院以“坚持促消费和惠民生相结合，大力提振消费扩大国内需求”为主题，进行第十二次专题学习。国务院总理李强在主持学习时强调，要深入贯彻落实习近平总书记和党中央关于扩大国内需求的决策部署，把经济政策的着力点更多转向惠民生、促消费，以更大力度和更精准措施提振消费，持续增强消费对经济发展的基础性作用。
货币政策		
2 月 13 日	央行	中国央行发布 2024 年第四季度中国货币政策执行报告。其中提到，下阶段，中国人民银行将进一步深化金融改革和高水平对外开放，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架。注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合，支持扩大内需、稳定预期、激发活力，促进经济稳定增长。
2 月 25 日	央行	中国央行货币政策司公告称，为保持银行体系流动性充裕，开展 3000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限 1 年，最高投标利率 2.20%，最低投标利率 1.80%，中标利率 2.00%。
财政政策		
2 月 20 日	财政部	财政部 20 日对外发布《中华人民共和国绿色主权债券框架》，财政部将以这个《框架》为基础在境外发行中国绿色主权债券，进一步吸引各类投资者参与绿色金融市场，吸引国际资金支持国内绿色低碳发展。根据《框架》，绿色主权债券所募集的资金，将全部用于中央财政预算中的绿色支出，有助于实现气候变化减缓、气候变化适应、自然资源保护、污染防治和生物多样性保护等目标。
2 月 21 日	财政部等六部门	财政部等六部门 21 日对外发布《政府性融资担保发展管理办法》，从 3 月 1 日起施行。办法要求政府性融资担保机构以政策性融资担保业务为主业，积极支持吸纳就业能力强的小微企业和“三农”等经营主体，重点为单户担保金额 1000 万元及以下的小微企业和“三农”主体等提供融资担保服务。
金融市场		
2 月 7 日	证监会	证监会发布资本市场实施意见，做好金融“五篇大文章”。意见指出，优化科技型上市公司并购重组、股权激励等制度。鼓励科技型企业开展同行业上下游产业并购，支持上市公司围绕产业转型升级、寻找第二增长曲线开展并购重组。支持上市公司收购有助于强链补链、提升关键技术水平的优质未盈利资产。支持科技型企业合理开展跨境并购。提高科技型企业并购重组估值包容性，支持采用适应新质生产力特征的多元化估值方法。
2 月 21 日	证监会	中国证监会党委书记、主席吴清主持召开党委会，会议强调，要结合资本市场实际，扎扎实实落实促进民营经济发展各项政策措施。要做好民营企业股债融资支持，以服务新质生产力发展为着力点，抓好“科创板八条”、“并购六条”、资本市场做好“金融五篇大文章”实施意见等政策落实落地，完善多层次市场体系，加快培育耐心资本，吸引更多优秀民营企业借助资本市场发展壮大。
地产政策		
2 月 17 日	央行	中国人民银行召开 2025 年宏观审慎工作会议。会议要求，2025 年宏观审慎工作要加强宏观经济金融分析研判，立足实体经济发展和人民群众对金融服务的需求，探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能；完善房地产金融管理，助力房地产市场止跌回稳，支持构建房地产发展新模式。
行业及民营经济		
2 月 17 日	民营企业座谈会	中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平 17 日上午在京出席民营企业座谈会并发表重要讲话。他强调，党和国家对民营经济发展的基本方针政策，已经纳入中国特色社会主义制度体系，将一以贯之坚持和落实，不能变，也不会变。新时代新征程民营经济发展前景广阔、大有可为，广大民营企业和民营企业家大显身手正当其时。要统一思想、坚定信心，促进民营经济健康发展、高质量发展。希望广大民营企业和民营企业企业家胸怀报国志、一心谋发展、守法善经营、先富促共富，为推进中国式现代化作出新的更大的贡献。
2 月 17 日	工信部等八部门	工信部等八部门印发《新型储能制造业高质量发展行动方案》。方案提到，到 2027 年，我国新型储能制造业全链条国际竞争优势凸显，优势企业梯队进一步壮大，产业创新力和综合竞争力显著提升，实现高端化、智能化、绿色化发展。加快锂电池等成熟技术迭代升级，支持颠覆性技术创新，提升高端产品供给能力。推动超级电容器、铅碳电池、钠电池、液流电池等工程化和应用技术攻关。发展压缩空气等长时储能技术，加快提升技术经济性和系统能量转换效率。适度超前布局氢储能等超长时储能技术，鼓励结合应用需求开发多类型混合储能技术，支持新体系电池、智能电池、储能储冷及新型物理储能等前瞻技术基础研究。
2 月 21 日	国常会	国务院总理李强 2 月 21 日主持召开国务院常务会议，研究服务贸易和服务消费有关工作，审议通过《健全新能源汽车动力电池回收利用体系行动方案》，听取 2024 年国务院部门办理全国人大代表建议和全国政协提案工作情况汇报。会议指出，主动对接国际高标准经贸规则，在电信、教育、文化、医疗、金融等领域研究推出一批新的开放举措。支持服务消费场景创新、业态融合、产业集聚，完善文化旅游、餐饮住宿、养老托育、数字消费等领域标准。
2 月 23 日	中央文件	2025 年中央一号文件如约而至，再次聚焦“三农”，为进一步深化农村改革、扎实推进乡村全面振兴、加快农业农村现代化擘画新蓝图。文件提出，以科技创新引领先进生产要素集聚，因地制宜发展农业新质生产力，支持发展智慧农业，拓展人工智能、数据、低空等技术应用场景。加力落实新一轮千亿粮食产能提升任务。多措并举巩固大豆扩种成果，挖掘油菜、花生扩种潜力，支持发展油茶等木本油料。

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