

建银国际证券 | 研究部

宏观视野

全球宏观政策变局及对中国的影响

疫情时期发达国家的宏观措施指向两个中期趋势和风险点：一是发达国家政府赤字和债务将大幅上升，加大利率环境的不确定性。政府融资的需求对利率有上行压力，但高债务下政策预计将寻求持续金融抑制甚至债务减免，压低国债的风险回报。预计通胀调整的实际利率下滑，名义利率相对低位但波动上升。二是美元作为储备货币的内在价值趋弱，与其作为投融资货币的地位上升冲突更为明显。2008年危机后美元作为国际投融资货币的主导地位有增无减。离岸市场中美元占比上升，联储直接支持有限，增加美元流动性风险。预计未来几年美元受经济基本面和QE影响走弱。但流动性压力仍会推动美元在市场承压时大幅走强。

崔历

(852) 3911 8274
culli@ccbintl.com

全球环境助推外资对人民币资产的需求。近期的全球市场抛售中中国境内资产和人民币汇率较为坚挺，受益于较早的复苏，相对较高的国内利率和坚挺的国际收支。预计海外环境继续支持全球对人民币资产的储备需求和人民币汇率。短期美元仍受避险结算需求支持。但随着下半年数据提升，预计美元波动走弱，人民币汇率对美元企稳升值。

政策调整有利于应对全球变局和波动：宏观政策方面，经济企稳后国内流动性适度收紧，可对冲全球低息对国内利率的下行压力。另外，开放对外证券投资助力提升居民对外投资的风险收益，也可增加国际收支的流动性对冲。此外，提升地方债和企业债流动性，增加其对外资的吸引力，可减少对国债的集中投资和对无风险利率的下行压力。发展利率汇率衍生品则有利于深化市场，管理波动。

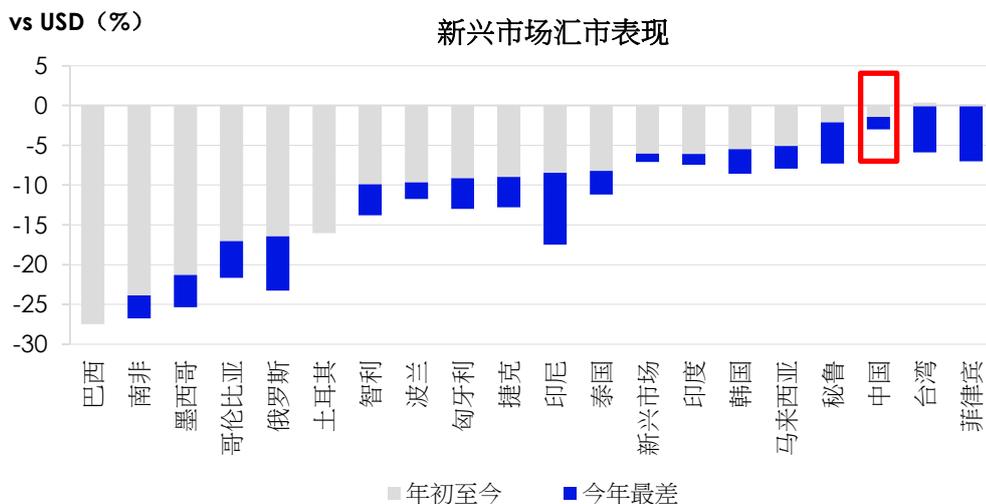
离岸人民币市场的新机遇。近期美元荒凸显美元主导的国际金融体系的风险。深化离岸人民币市场有利于为海外机构增加流动性来源并降低货币错配。人民币汇率企稳回升也利好离岸市场人民币流动性。发行离岸人民币债券，提升银行同业交易，发展利率汇率衍生品等有利于推动市场发展。

新冠疫情蔓延下，发达国家纷纷出台大幅财政和货币宽松，其中美国政府和联储出台的一系列紧急措施对缓解市场压力特别是信用市场抛售和全球流动性危机的影响最大。财政政策方面，美国政府出台了3万亿美元的财政支持。货币政策方面，美联储将联邦基金利率降至零水平，放松流动性为金融机构提供支持，并推出“无上限”的量化宽松购买国债和抵押贷款支持证券(MBS)。此外，政府和美联储还出台措施支持信用市场：包括购买投资级债券，并开启新机制购买低评级债券。史无前例的大幅支持下，市场恐慌情绪下降，企业债信用息差缩小，并带动全球信用债市场强劲回升。

美联储也增加了与外国央行的货币互换，以舒缓全球美元的流动性压力。不过，全球美元荒并未因联储的流动性支持和与海外央行的货币互换而立即缓解。美元掉期利率直到联储在四月上旬推出背书境内低评级债的政策后才趋于回落。也就是说，全球美元流动性的缓解并非主要源于联储流动性措施，而更多源于政策对信用风险的背书和市场风险的回落。

中国境内市场受本轮全球抛售的影响总体较小。市场压力下境外投资者出售了在国内持有的包括股票和公司债券的风险资产。但流入中国政府和金融债券的资金仍在增加。在主要新兴市场中，人民币汇市较为坚挺(图1)。中国的较早复苏、政策的针对性支持减少风险，以及相对较高的国内利率都是吸引国际资金的原因。但全球抛售对海外机构影响相对较大：离岸中资美元债券市场三月份受全球抛售影响大幅下挫，离岸市场信用息差走高。四月后则随全球市场复苏。

图 1: 近期抛售中人民币汇率比大多数新兴市场货币坚挺



数据来源: Bloomberg, CCBIS

目前全球新冠确诊病例开始见顶，欧美等发达国家也陆续重启经济。高频数据显示，二季度欧美经济预计均呈双位数下滑。不过，中国的经验显示疫情后经济仍有望反弹修复。我们的先行指标则指向下半年全球贸易受科技周期带动的回暖。经济解封后，全球经济进入缓慢回暖还是大概率事件。

虽然疫情后经济有望修复，但过往经验看，危机救助推出时多为临时决策，过后退出通常较为困难。展望未来，危机时的政策预示两方面的变化：

国际金融环境的两方面变化

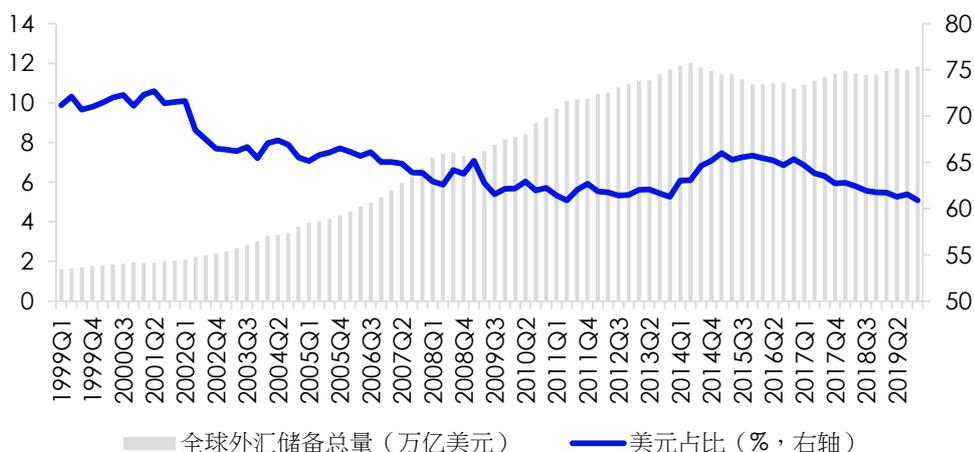
首先，发达国家债务货币化、金融抑制持续、利率风险上升

新冠疫情下发达国家政府财政赤字走高，债务增加。其中以美国最为明显。美国尽责联邦预算委员会 (CRFB) 估计，美国今年的赤字可能超过 GDP 的 18%，未来 5 年平均为 8.4%。预计美国政府负债在 5 年后将达到 GDP 的 107%，高于 2019 年的 81%。上一次出现如此高的负债情况还是在二战期间。

与 2008 年不同的是，联储而非海外投资者预计成为高额国债的主要买家。我们估计，在 2008-2015 年发行的美国国债中，外国购买量占 42%，几乎是美联储通过量化宽松计划购买量的两倍。而美国财政部数据显示，2013 年后 6 年美国国债中外资的增量购买不足前六年的 1/3，全球外汇储备上升趋势，各国分散储备风险减少美元份额等是背后的因素（见图 2）。随着美国国债发行上升，美联储预计成为美国国债的主要购买方，外资在美国国债的占比（目前持有存量的 1/3）预计持续下降。联储资产负债表在二月后已扩张 50%，达 6.5 万亿美元。牛津经济研究院 (Oxford Economics) 估计，美联储可能年内将资产负债表规模扩大至近 10 万亿美元，约占 GDP 的 50%，比 2015 年 4.6 万亿美元的峰值增长一倍多。

宏观框架走向财政赤字货币化的 MMT：经济下跌时的财政和货币扩张并不陌生，不过这轮危机中推出的政策已体现出与过去不同的特点。一是财政支持的力度和速度：相比 2007 年小布什政府用六个月推出约 7500 亿美元的财政刺激，疫情下约 3 万亿美元的财政刺激规模远超 2008 年的水平，而且从出台到国会批准迅速，显示发达国家对财政刺激趋向进取。二是货币政策和财政政策的界限更为模糊。新货币政策框架下 QE 可以无上限购买国债，也可购买企业债或为企业提供贷款。不仅与传统的通过短期利率调节银行负债成本的政策框架相去甚远，也比在 QE 框架下定量购买国债来管理长期无风险利率更进一步。可以说，饱受主流经济理论诟病（即央行通过印钞支持国家负债）的现代货币理论已部分在实践当中，

图 2：全球外汇储备趋平，美元占比下降，海外央行难成为美国国债的主要融资方



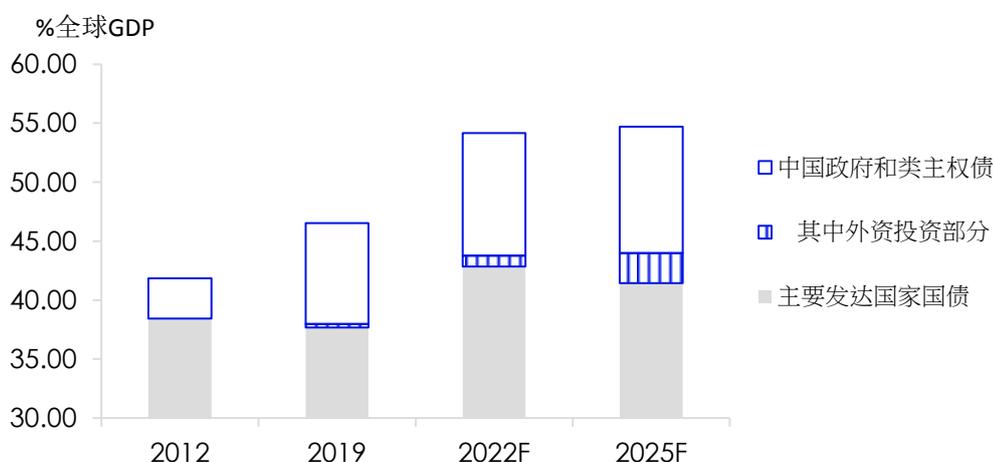
数据来源: IMF, CCBIS

更多金融抑制出台？发达国家转向财政扩张，意味着全球利率和资金市场面临更多的不确定性。一方面，在扩张性财政和货币政策之后，通胀预期和期限溢价可能上升。研究表明，财政扩张不足和安全资产短缺，是全球金融危机后几年全球无风险利率超跌的关键原因。

而未来几年，财政扩张下政府债券的供应量将大幅回升（图3），对长期无风险利率形成上行压力。另一方面，高债务下，即使经济复苏，美联储也难以很快加息。为应对债务，不排除联储进一步出台措施，控制收益率曲线的上扬。此外，为应对债务，容忍通胀上升压低实际利率，或寻求债务减免也是可能方向。

对于现在持有美元债券的海外投资者而言，无论美国政府用哪种方式应对债务，均对长美元头寸的海外投资者不利。另外，长期无风险利率的波动将对新兴市场的资金和债务造成压力。上月新兴市场债券被抛售，只是源于暂时的流动性压力。如果全球长期利率上升，新兴市场收益率的优势减小，流入新兴市场的资金将面临更持续的下滑，改变过去10多年对新兴市场的总体支持的外部环境。

图3：未来几年全球国债供应大幅上升，叠加中国市场开放，对全球无风险利率有上行压力



数据来源: CEIC, Oxford Economics, CCBIS

其次，美元内生矛盾更加突出：储备价值下降但国际投融资货币地位上升

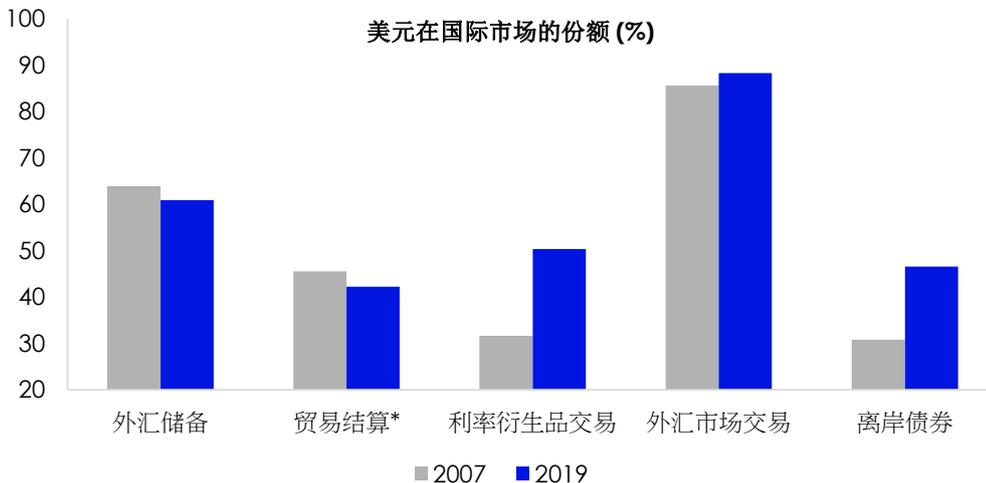
美元币值受两方面因素影响。作为主权货币，其币值受美国经济和政策基本面影响。国际金融危机后，低息，债务和国际收支赤字等利空因素下，美元在外汇储备中的占比下降。

而作为国际货币，美元币值则体现对其作为全球金融载体的需求，近年来其地位进一步加强。新冠疫情危机下对美元的需求是突出例子。据国际清算银行统计，2019年，以美元计价的利率衍生品在全球市场的份额攀升至一半以上，并且仍占外汇单边交易的88%（加总为200%），均比2007年占比攀升（图4）。美国境外非银行机构借入的美元债务自2008年以来翻了一番，截至2019年底，已达12万亿美元，占全球GDP的14%（见图5）。离其中美元债券上升超过美元贷款。目前美元债在离岸债市中的占比已将近一半，比2007年的30%大幅上升。

美元在2008年后作为国际投融资货币的地位反而上升，源于GFC后的金融环境。低利率刺激全球债务上涨，而由于美国对境内特别是银行的监管收严，资产和风险转移到资本市场和离岸市场。国际清算银行的研究显示，一国利率和美元收益率之间的利差越大，其离岸美元债券发行量就越大，此外，对于国际投融资来说，由于除了美元之外别无他选，也促进了美元的使用。相对分割的欧元主权债市场影响欧元市场深度，离岸市场中欧元计价债券在2019年占比为38%，较2010年的48%有明显下降。此外，2015年后离岸人民币的流动性下降，离岸人民币产品也停滞不前，相应推升美元地位。

金融危机后离岸美元债市的迅速扩张与美国在岸市场的去杠杆形成鲜明对比（见图6）。后者的主导因素是居民和金融机构去杠杆，而企业和政府的杠杆率则明显增加。因此，金融危机后的“低息+严监管”的环境协助美国经济部分去杠杆，但企业和离岸市场的债务迅速上升，成为新一轮危机的隐患。

图4：美元作为储备和贸易结算货币份额下降，作为投融资货币份额上升



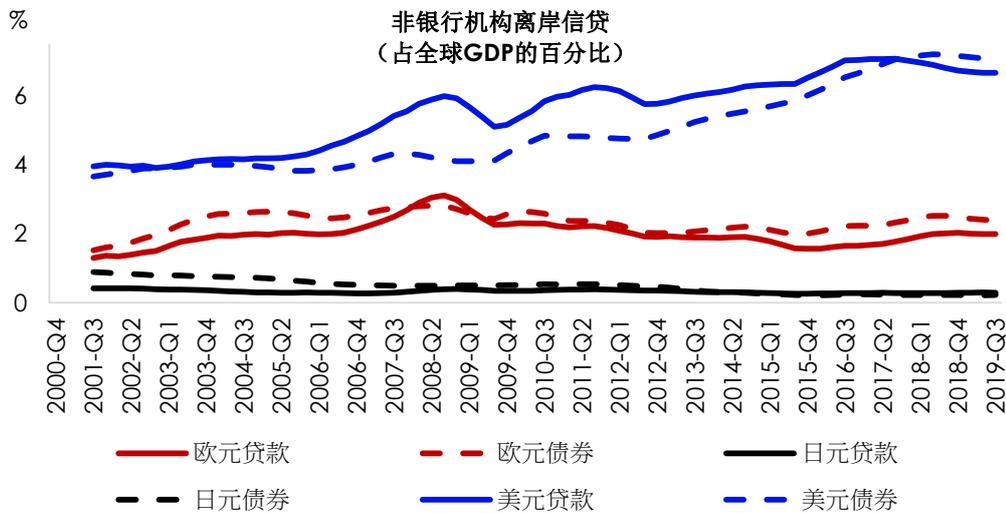
数据来源: BIS, SWIFT, IMF, CCBIS。*第一个数据点为2012年

联储宽松对全球美元市场支持有限：正如 Cecchetti (2014) 所指出的，虽然美国境内银行或分支可以从美联储贴现窗口融资，但在离岸市场或“全球美元体系”中的银行却没有这样的渠道。离岸市场需通过与在岸机构的拆借获取资金。而离岸市场的融资与在岸银行的联系近年来益发松散，美国境外银行从在美的分行及子公司的美元融资占比下降到不足四分之一（2008年为30%），而且境外融资趋向依赖资本市场，银行融资占比也在下降。

国际清算银行和国际货币基金组织的研究发现，发行国际债券、向离岸银行借款以及外汇掉期等衍生品已成为离岸美元市场的主要资金来源。特别是对外汇掉期的依赖，增加了美元市场的流动性风险。而美联储在境内的流动性宽松政策，包括降息，QE等，因其直接对手方是境内机构，对离岸市场美元的流动性影响有限。市场抛售期间，外汇掉期成为境外机构取得美元资金的主要方式，大幅推升其利率。

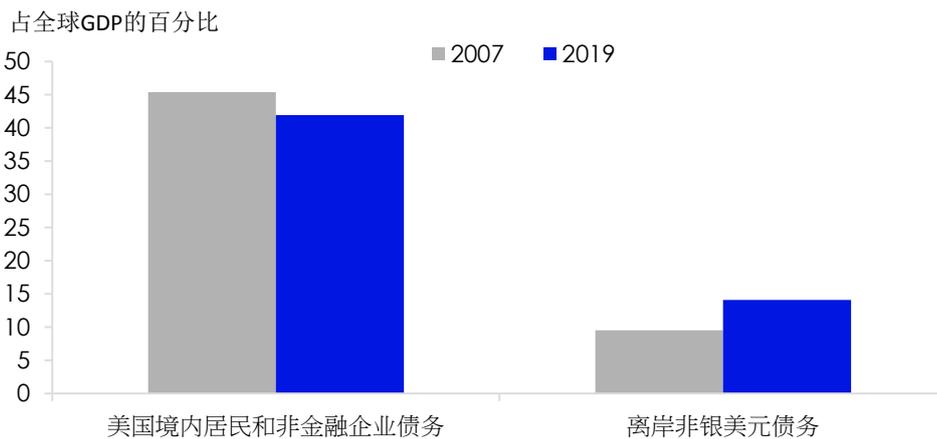
因此，即使联储在境内大幅宽松，难以直接满足离岸流动性的需要。联储的与境外机构和央行的货币掉期是支持全球流动性的主要渠道，但其范围、期限均有限且有选择性。

图 5：离岸美元信贷规模增长



数据来源: BIS, CCBIS

图 6：离岸市场美元债务上升与美国国内去杠杆形成对比

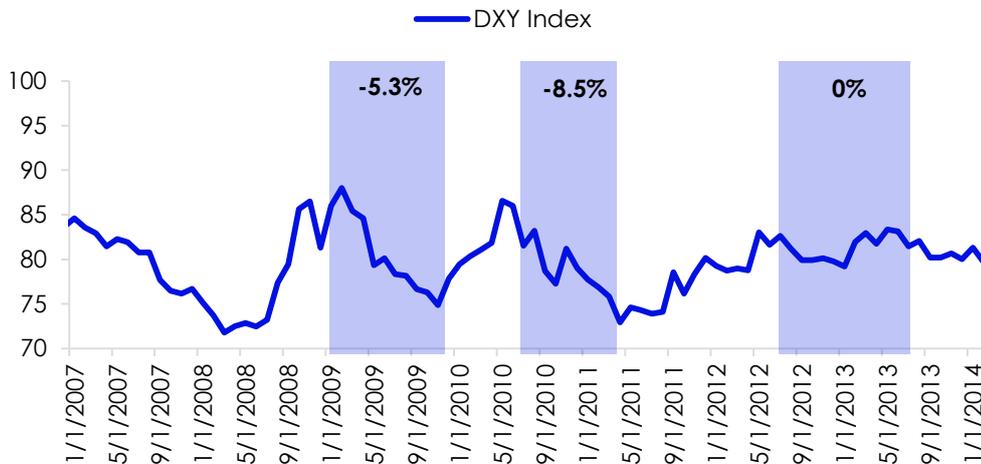


数据来源: BIS, US Fed, CCBIS

全球经济数据改善后，预计美元趋弱，支持资金回流新兴市场 and 人民币汇率走强。美国经济基本面和其作为国际货币的角色两方面因素交替影响美元币值。发达市场 2 季度将面临环比大幅下滑。再加上疫情蔓延下的地缘政治不确定性高企，预计继续支持对美元避险和流动性需求。而数据和风险情绪改善后，避险需求消退，预计经济和政策基本面下半年引导美元走弱。过去，美国量化宽松时期的美元走势往往疲软或持平（见图 7）。我们预计这次的情况也类似，特别是与美国相比，其他发达国家已是大面积负利率，货币大幅宽松政策的空间更为有限。

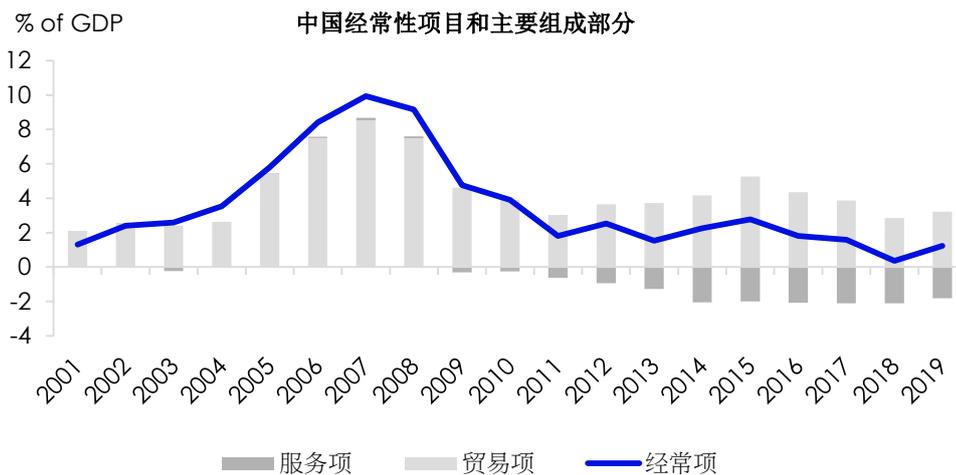
美元走弱将促进下半年国际资金重新流回新兴市场，并支持人民币汇率走强。我们之前的研究显示，除美元周期外，其他基本面因素也对人民币有利，包括在岸与离岸市场的利差，以及中国经常项目在大宗商品价格下行和服务贸易赤字减少下的反弹等（见图 8），支持人民币对美元汇率企稳回升（详见：[建银国际宏观视野：新一轮 QE 下的人民币汇率走势（2020 年 3 月 21 日）](#)）。

图 7：我们预计在量化宽松的重压下，美元将走软



数据来源: Bloomberg, CCBIS

图 8：中国经常项顺差反弹预计持续，有利人民币汇率基本面



数据来源: Bloomberg, CCBIS

但新一轮宽松意味着美元内生冲突进一步上升：一方面，经济基本面原因和联储宽松促使美元走弱。而另一方面，低利率的环境将鼓励进一步的债务，和对美元作为债务的筹资和结算工具的需求。也就是说，新一轮宽松会深化既有矛盾：美元作为储备货币的价值弱化，但其作为投融资货币的地位强化。我们的基础情形是，市场平稳时美元贬值，全球回至温和通胀；但危机期间的美元需求强劲回归。美元的波动将加剧，而相对其基本面而言美元币值总体趋向高估，不利美国及全球经济复苏。

对中国的影响、政策选项和市场机遇

综上，海外疫情后海外政策预计旨在维持长期低息，但未来利率波动也可能受政府债务影响而上升。另外美元储备价值的弱化和其投融资地位的强化冲突加大。预计美元在中期趋弱，但受避险情绪驱使而阶段性走强。

对中国有以下几方面影响：

一是**资金流入支持人民币汇率**：由于中国收益率较高，加上美国的大幅宽松削弱其作为储备货币的吸引力，海外对中国债券的投资需求预计持续。支持人民币汇率和政府融资需求。在最近的全球抛售潮中，中国国内市场表现相对较好。自3月份以来，因为国内宽松政策抵消了温和的资金外流，国内长期利率下降，符合我们之前的预期（详见：[建银国际宏观视野：全球重启宽松下的中国利率汇率走势\(2020年3月11日\)](#)）。

二是**防跨境资金风险的需要上升**。与海外资金流入相伴是国家负债端的流动性风险。虽然近期资金外流压力不大，但全球市场流动性风险仍可通过跨境资金影响中国境内市场。海外市场的货币错配和流动性压力，以及全球大幅财政扩张下的融资需求的利率上升，都是未来潜在的风险点。

三是**国家资产负债表的双重压力**。中国官方长美元头寸，而私人部门则短美元头寸。美元低利率且币值趋弱意味着国家对外资产投资回报继续承压，增加对外投资多样化的迫切性。而美元在国际投融资中的主导地位 and 避险功能则意味着在经济下行时，部分企业和机构的融资环境由于美元走势反而收紧。

可能的宏观政策选项：我们之前的研究显示，国际低息和资金流入支持人民币汇率；同时也对国内无风险利率有下行压力。长期利率超跌引起债务和金融风险，但未必提振投资和增长。资金外流时则可能引起偿债风险。可能的政策对策包括境内流动性政策中针对全球环境的“逆周期因子”，避免境内宽松叠加资金流入，引起国内无风险利率超跌，增加汇率弹性并允许升值，遏制短期资金流入，市场改革提升地方债和企业债券的流动性，分流外资对国债的集中投资，和对国内无风险利率的下行压力。

市场发展和机遇，全球金融环境的变化意味着在当前以美元为中心的体系，中国将需要管理好资金流动的波动性。也需着眼更广泛的人民币国际化路径。

放开对外证券类投资，深化国内市场，管理流动性压力

目前资本项目开放注重开放证券类投资流入。政策层面，有序开放对外证券类投资带来几方面好处，一是增加居民对外投资的金融收益，特别在国债收益维持低息的情形下；二是增加国际收支层面的流动性对冲。国际经验表明，当非居民资金流入回撤时，居民资金流出也倾向于缩减，就像安全阀，能减少资金“骤停”和国际收支下降带来的压力。在最近市场抛售期间，台湾居民对外投资（主要是大型保险公司）的回流就是一个例子。

此外，发展衍生品市场，可为境内外投资者提供更多的对冲工具来管理利率和汇率风险，中国债券期货市场规模较小，境内外银行无法直接参与。对冲汇率波动的成本也相对较高。缺乏对冲工具意味着市场波动可能会较大。向境外投资者提供更多利率和汇率风险对冲工具，是防止市场情况恶化时资本大规模恐慌性撤离的关键。

人民币国际化，发展离岸市场

市场近期的美元短缺是2008年历史的重演：次贷危机期间由于美国境内银行趋于囤积流动资产。全球美元流动性收紧。尽管上次危机距今已有十多年时间，全球金融市场的融资、结算等仍高度依赖美元，离岸市场的美元资产占比和对美元的流动性依赖在过去10多年进一步上升，流动性风险有增无减。

2008年危机期间出现的美元短缺直接促成人民币国际化历程的开启。危机期间的美元荒和亚洲跨境贸易融资的延迟，推动了使用人民币进行跨境贸易支付的改革。危机前后美国

的双逆差和量化宽松也提升了全球对新的储备货币的需求，促使中国实施多项改革使人民币加入 SDR 成为国际储备货币。

不过，近年来虽然人民币作为支付货币和储备货币的功能在稳步上升。人民币作为国际投融资货币的功能仍相对滞后。特别是 2015 年后由于汇率贬值压力和跨境资金的收紧，离岸人民币市场收缩，离岸市场存款在 2014 年初高点之后下跌。以香港为例，人民币存款从 2014 年初的 1 万亿人民币下跌一半多。2017 年后随人民币汇率企稳开始缓慢回升，但目前仍不足之前高点的 2/3。人民币债券在全球离岸债市中占比则不足 1%。

对中国而言，企业和机构的国际化需要离岸市场的支持，而美元流动性阶段性短缺则增加了国际化进程中的投融资风险。提升人民币离岸市场的流动性和产品应是金融开放的重要部分。未来汇率进入企稳回升通道为人民币国际化提供了一个新的窗口。政策层面放松跨境资金流动有利于提升市场流动性。对机构而言，利用汇率企稳回升，境外投资者对人民币资产兴趣上升的契机增加离岸人民币债券发行，发展离岸人民币利率汇率衍生品和银行同业交易，则有利丰富人民币产品，推动市场发展。

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，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，则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