

建银国际证券 | 研究部

## 宏观视野

### 开年强劲，人民币汇率还有多大升值空间？

近几个月来人民币兑美元汇率持续强势，一篮子汇率也突破近几年的高位。去年以来的人民币汇率升值受到经常项顺差回升和美元走弱的推动，与我们之前的预期一致。这些周期性推动力量今年下半年预计有所消退。疫苗接种后，全球恢复生产和再通胀将抑制中国贸易和经常项顺差的进一步提升，减少对汇率的边际支持。美元虽仍有中期走弱压力，但受财政政策刺激和美国利率上升影响，预计将迎接更多的波动和阶段性反弹。综合这些因素，预计人民币兑美元汇率未来两年升值速度趋缓，而双向波动加大。保持人民币兑美元汇率今年年底 6.4，明年年底 6.2 的预测。

基本面尚不支持人民币一篮子汇率加快升值：过去五年实际升值减速，与决定均衡汇率的几个关键因素，包括平均贸易顺差保持温和，以及国内收紧信用周期降低内部通胀和升值压力的基本面一致。双循环框架下这些基本面预计持续，意味着名义一篮子汇率应大体持平，新的升值趋势尚未开启。市场开放有望提升制造业和服务业生产率，对中期汇率形成新的利好，但进展仍需时日。

境内外利差持续下，跨境资金预计继续流入，是支持人民币汇率的资金面因素。预计央行一方面继续收紧跨境资金流入，抑制“热钱”，另一方面有序放开资金流出。加大汇率的双向波动也是减少单向预期的可能政策选项。

崔历

(852) 3911 8274  
[cui@ccbintl.com](mailto:cui@ccbintl.com)

人民币汇率去年下半年以来升值明显，也符合我们对汇率较为乐观的预期。我们的前期观点是：美元高估将趋弱，中国国际收支反弹，叠加贸易战下中国贸易顺差保持坚挺等背景，均是人民币汇率走强的支持因素（详见，建银国际证券，[宏观视野：新一轮QE下的人民币汇率走势](#)，2020年3月；建银国际证券，[宏观视野：全球宏观政策变局及对中国的影响](#)，2020年5月）。受新冠疫情影响去年二季度全球市场出现流动性危机，美元飙升，人民币兑美元汇率一度贬值达到近7.17，但资本外流并未由于贬值而上升，资金流入反而开始提速。随着美元去年下半年重回弱势，中国顺差回升，海外资金持续配置境内资产，人民币兑美元汇率则不断攀升。

这些因素在近期延续：美元指数 DXY 在 12 月单月下跌 2.3%，市场看多人民币情绪累积。同时中国出口超预期上涨，12 月贸易顺差达历史高位，均支持人民币汇率年初走强。新年第一天人民币兑美元升值 1%，为 18 个月来首次跌破 6.5。之后随着央行和外管局小幅放松资金外流并收紧资金流入，叠加美元反弹，人民币汇率升势有所减弱。与此同时，境内外利差和升值预期吸引企业结汇上升，境外资金流入。上周境内流动性趋紧，更加大了利率和汇率的上行压力。

未来市场的一个关键问题是：在明显走强后，人民币进一步升值的空间有多大？有观点认为人民币将继续大幅升值，破“6”指日可待。意味着人民币兑美元在目前水平再升值 10% 以上。并突破近三十年的高位。而目前人民币一篮子汇率已在过往三年区间的强端(图 1)。除非美元大幅走弱，人民币兑美元的进一步强力升值意味着人民币一篮子汇率将显著突破近年的区间。

预估人民币汇率走势有必要对支持汇率的中期基本面，影响国际收支的周期和政策因素，以及美元周期做出综合判断。国际收支和美元周期影响外汇市场的供需，决定汇率的边际推动力；基本面则着眼人民币汇率的均衡水平，给出中期的合理区间。结合考量有助判断汇率发展。

**图 1: 人民币一篮子汇率近期升至三年高位**

人民币名义一篮子汇率指数



数据来源: 彭博, 建银国际证券

## 宏观趋势尚不支持有效汇率大幅升值；名义一篮子汇率大体持平符合基本面

首先探讨中期基本面和均衡汇率。短期汇率水平可能受资本流动等因素影响，中期汇率走势则与一国宏观趋势密切相关。名义汇率多受到政府管控的影响，而调整价格因素后的实际有效汇率代表本国货币相对其他国际货币的相对价格，与基本面的变化更为贴近，因此通常作为分析均衡汇率的基础。

影响中期均衡汇率的宏观变量有几类：第一类是**增长和效率因素**；低收入国家增长潜力大，效率提升的空间高，可能推升实际汇率升值。生产效率提升带来的升值效应通称“巴拉萨-萨缪尔森效应”：认为高增长国家的贸易部门与他国的生产率差距（相对于非贸易部门）更大。而由于贸易部门效率提升快，相应带动本国更高的工资上涨和非贸易部门更大的通胀压力，实际有效汇率趋向升值。这一效应多用于解释发展中国家的汇率升值，但其实证支持则好坏参半。**第二类是国际收支和净资产因素**：对外净资产上升提高来自境外投资收入的资金流入，结构性利好汇率。跨国数据显示对外净资产变化和实际汇率变动高度相关，经常项目顺差则是积累净资产的主要途径。一国的贸易条件（出口和进口价格之比）对此有影响：大宗商品出口国受益于商品价格上涨周期，会增加对外顺差并推动汇率升值。**第三类是政策和内需因素**。特别是财政政策取向。扩张性政府支出多增加对国内建筑服务业等行业的需求，非贸易部门的通胀超过贸易部门，导致升值压力。

上述宏观框架，特别是中国国际收支和国内政策的变化，可较好解释过去二十多年人民币汇率的走势。1990年代末到2014年间人民币实际有效汇率年均升值5%。以汇率框架衡量，2008年以前人民币的增值主要是受中国贸易顺差和净国际资产的推动，彼时财政较为紧缩，对汇率有抑制作用。2009-2014年期间人民币升值则主要是由于中国采取大幅扩张性财政政策，推高国内非贸易行业通胀和内部升值。而顺差回落，对外资产下降，则对汇率有所抑制。2014-2016年期间受热钱影响人民币汇率短期趋向高估。2016年后随国内政策收紧，通胀降温，内部升值压力减弱，叠加贸易顺差和对外债权较平稳，结构性升值压力大幅减弱，人民币实际有效汇率年均升值下滑至1%左右（图2）。以此框架衡量，人民币的一篮子货币目前大体在均衡汇率区间，最新的IMF汇率评估也证实这一判断。

图 2: 近年来一篮子汇率升势趋缓，符合外贸和内需基本面



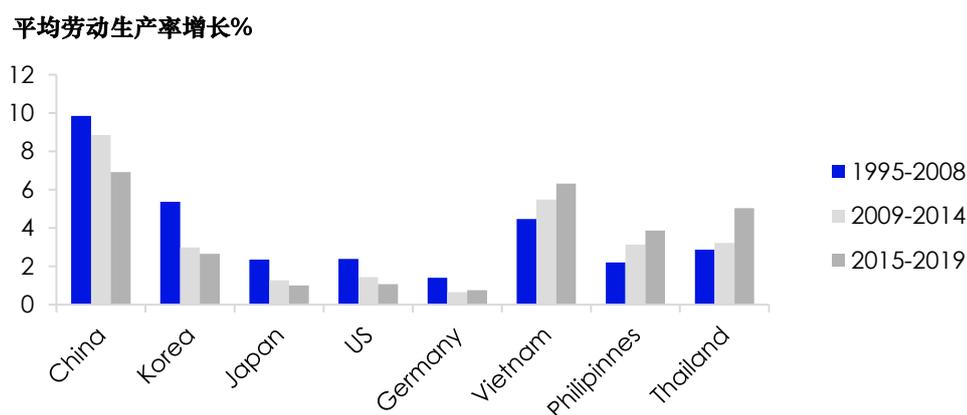
数据来源: BIS, 建银国际证券

宏观趋势是否将推动人民币一篮子汇率加速升值？我们的分析显示动力有限。

先看增长和生产效率。中国的劳动生产率在全球水平较高，对中国汇率升值较为乐观的观点多以此为依据，认为高劳动生产率将推动汇率升值。背后的理论基础则是上文提到的“巴拉萨-萨缪尔森效应”。不过，有必要在此作细化分析。首先，“巴拉萨-萨缪尔森效应”这一理论在跨国研究中的验证结果参差，即使存在其规模也较小。高增长和贸易行业效率提升未必带来汇率升值<sup>1</sup>，例如韩国在经济起飞贸易快速增长的80年代，实际汇率反而下滑。包括IMF在内的研究发现，即使在2000年代初的高增长时期，劳动生产率的因素只能解释人民币汇率升值的20%。究其原因，“巴拉萨-萨缪尔森效应”的设定条件较多，未必符合实际情况。比如贸易部门生产效率提升可能伴随贸易品升级，而非贸易品通胀和汇率升值。

另外，即使人民币汇率过往的升值部分体现了较高的生产率增长，未来中国生产率增长相对贸易伙伴的优势未必进一步提升。受区域贸易带动，越南菲律宾等低成本亚洲邻国的增长和效率近年来提速，与中国的差别收窄（图3）。未来跨境产业合作贸易加深，有望进一步推动东南亚等邻国的经济和贸易，中国的创新升级将致力提升高端制造业的产出，而低端制造业将继续受到低成本国家的负面影响。因此，未来一个时期，中国相对贸易伙伴的生产率的总体优势会受到后者抑制，难以推动人民币汇率的加速升值。

图 3: 中国劳动生产率优势有所收窄，特别是相对东南亚国家



数据来源: Conference Board, 建银国际证券

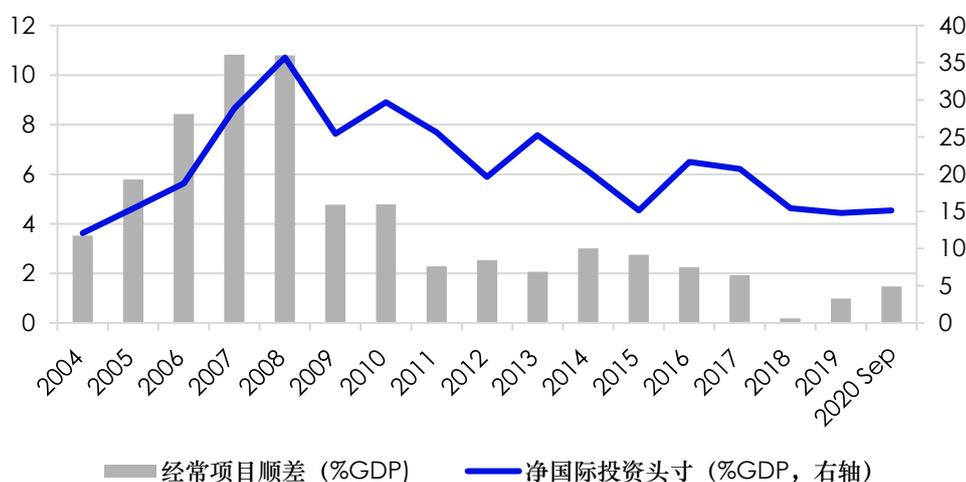
第二，贸易顺差和国际头寸走势。相比劳动生产率和增长，国际收支与实际汇率的关系更为直接，跨国数据显示贸易顺差和国际资产上升将推升实际汇率。中国的情况是：加入世贸后的开始几年，中国在国际产业链中低端产业的参与度迅速扩围。强劲的出口和进口替代大幅提升产业链贸易顺差和对外净资产，是推动人民币汇率结构性升值的主要因素。而2008年后顺差和对外投资头寸在GDP中占比均大幅下降（图4）。一方面，总体出口走缓；另一方面，内需提速支持进口需求。而随着中国参与国际产业链向中上端攀升，进口替代难度增加，体现在中间产品进口的比例不再下滑（图5），限制产业链贸易顺差的进一步提升。2018/2019受贸易战影响，中国的零部件进口有所下降，伴随着芯片等中间品的国产化率提升。但中美第一阶段贸易协议的签署后，2020年零部件进口（特别是集成电路和芯片）再度大幅上升，显示高端进口仍是支持中国产业升级的关键。

<sup>1</sup> <https://people.ucsc.edu/~hutch/Econ241a/Articles/Lane-Milesi-Ferretti.pdf> 图 2

未来几年，这些结构性趋势预计持续：一方面，由于中国在全球出口份额已经较高，出口进一步提速受到限制。另一方面，产业链进口的需求将保持高位。十四五强调自主创新以减少未来在关键领域的进口依赖。但由于高科技领域的突破仍需时日，增强国际产业链合作对中国而言仍是优选。在中美技术竞争不确定性持续的情形下，中国近期加入 RCEP，也为中日韩三方深化产业链合作，提升中国在高端产业的进口和产业升级奠定了条件，也意味着中国的产业链贸易顺差（约占中国制造业贸易顺差的一半）尚不会大幅反弹。

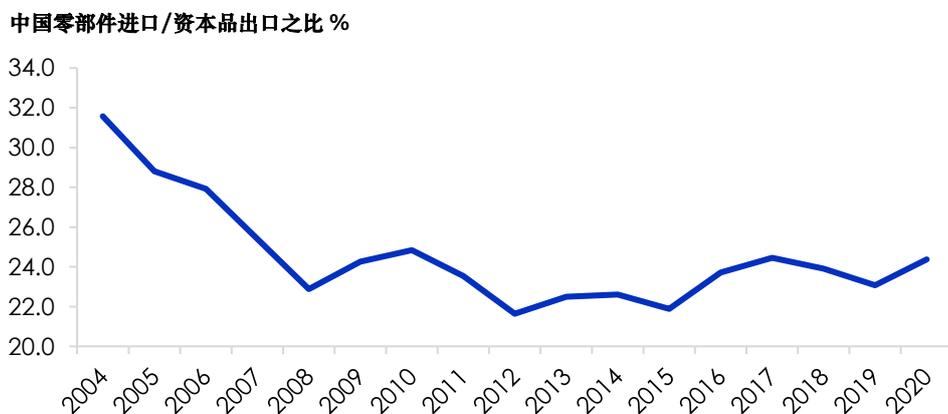
当然，国际收支会受到周期的影响。例如去年中国贸易顺差的反弹，源于出口在疫情下的率先恢复，以及大宗商品价格的疲软，对国际收支有短期的利好。后文会对这些周期因素做进一步分析。但去除周期和临时条件对顺差的边际影响，影响中国贸易顺差和国际对外净资产的基本面尚未根本性改变。我们预计未来几年经常项顺差(占 GDP 比重)在 2%附近波动。对外净资产略有复苏，对均衡汇率升值的边际推动有限。

**图 4: 中国经常项顺差和对外投资头寸在 2008 年后均大幅下滑**



数据来源: CEIC, 建银国际证券

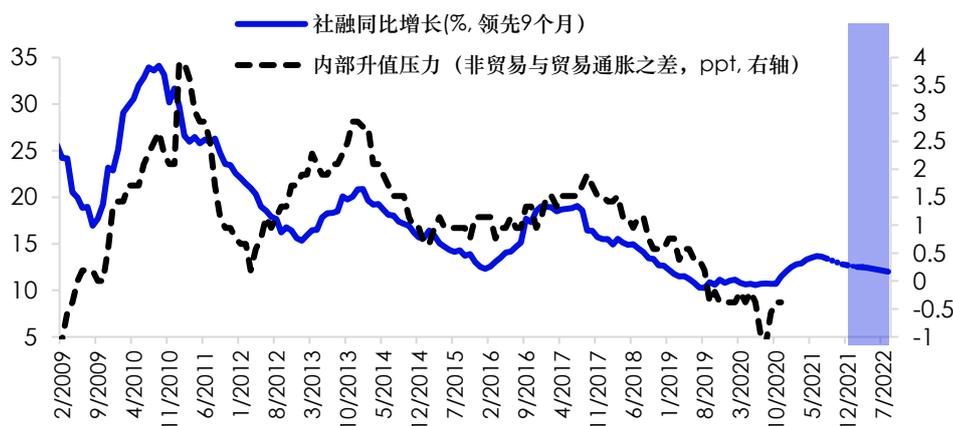
**图 5: 近年中间品进口比例持稳。第一阶段贸易协议后中间品进口回升，限制顺差反弹**



数据来源: CEIC, 建银国际证券

第三，稳杠杆的背景下，内需推动的通胀和汇率升值压力不大。扩张性的财政政策提升内需并增加国内通胀压力，促进实际汇率的升值。2008 后的人民币一篮子汇率升值主要源于金融危机后国内的扩张性政策，带来信用扩张和通胀上行，内部汇率趋向升值，体现在非贸易类通胀（例如交通租金家庭服务）相对贸易类通胀大幅上涨（图 6）。2016 年后随着经济政策收紧，国内杠杆增速趋缓，非贸易通胀和服务业价格转向相对疲软，内部升值压力下降。去年国内宏观政策在新冠疫情下短暂放松，信用提速，但幅度相对较小。年底的中央经济工作会议重提“稳杠杆”，十月以来信用周期见顶，预计今明两年继续回落。从内需走势来看，实际汇率的升值压力有限。

**图 6: 稳杠杆的政策指引意味着内部通胀引起的升值压力不大**



数据来源: CEIC, 建银国际证券

综上，实际汇率升值近年来趋缓，与贸易顺差水平回落和国内稳杠杆的政策基本面一致。未来在双循环的框架下，中国注重产业链合作、提升区域贸易、控制杠杆和金融风险等趋势将持续，对外贸易顺差的中位水平难以大幅反弹，对内国内经济通胀压力不大，并不支持实际汇率加快升值。未来如果贸易部门生产效率大幅提升，或是开放下服务业的效率提升逆差结构性收窄，体现在经常项顺差结构性提升，将支持人民币实际有效汇率更快地升值。目前看这些趋势尚不明显，进展有待时日。

当然，作为对外顺差国，坚挺的国际收支下人民币汇率也仍将保持强势。我们的估算显示，与过去几年相似，未来实际有效汇率平均每年升值 1% 左右，名义有效汇率大体持平，仍符合均衡汇率的基本面。

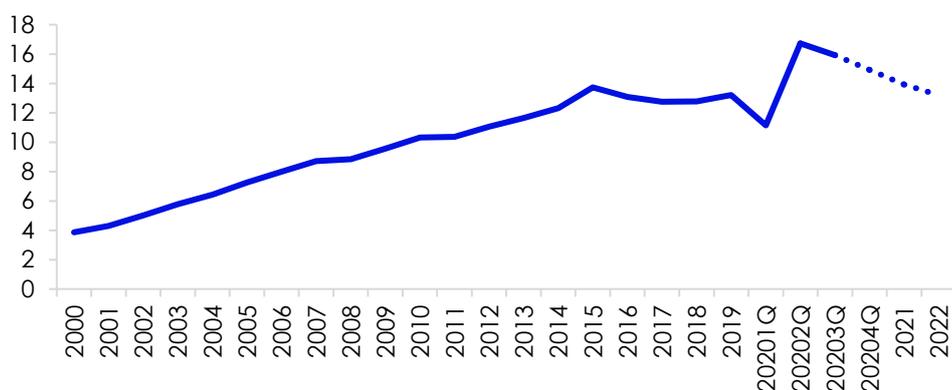
**周期变化、美元走势、和政策选择是决定人民币汇率的主要因素**

因此，中期基本面尚不支持一篮子汇率快速升值。但与此同时，过往两年周期状况和海外流动性状况发生大幅变化，对人民币的需求上升，包括：1) 全球制造业周期 2019 年底开始走强，疫情中进一步上升，中国和亚洲出口由于国内产能率先恢复而格外受益，全球市场份额有所增加。中国四季度出口创双位数增长；2) 大宗商品价格在 2018 年后步入疲软期，疫情中更进一步下滑，大幅提升中国的贸易条件。我们估算去年贸易顺差上升的一半以上来自大宗商品价格下行，3) 发达国家在疫情下的货币宽松和弱美元周期，叠加各国央行的避险需求和国内资本项目开放，增加海外对人民币资产的配置，前两个因素支持经常项顺差强力反弹，后者则意味着海外资金持续流入。迄今为止，外汇储备大体企稳，显示海外资金流入的同时对外证券投资 and 直接投资也有所上升。但周期环境无疑是利好人民币的，是去年以来人民币强力升值的市场因素。

未来外汇市场的供需取决于周期的持续性，全球环境的发展，以及中国的政策应对。去年以来推动人民币汇率走强的因素预计将有所消退：一方面，**中国经常项的提升开始步入平稳期**。后疫情时期中国国际收支的正面因素有所消退：IMF 预测今年开始全球贸易将恢复正增长，我们的科技周期先行指数也仍维持强劲。中国出口预计继续受益于全球周期。而与此同时，全球生产的疫后恢复意味着疫情下中国和其他亚洲经济体大幅提升的市场份额可能不会持续（图 7）。同时，随全球全面复苏和再通胀趋势重启，大宗商品价格预计继续反弹，中国贸易条件相对去年将有所恶化，全球复苏后尤为明显，对中国国际收支相对负面。今年的总体贸易和经常项目顺差预计大致与去年持平，对汇率升值的边际推力有所减弱。

图 7:全球复苏后中国出口份额预计回落

中国出口的全球份额 (%)



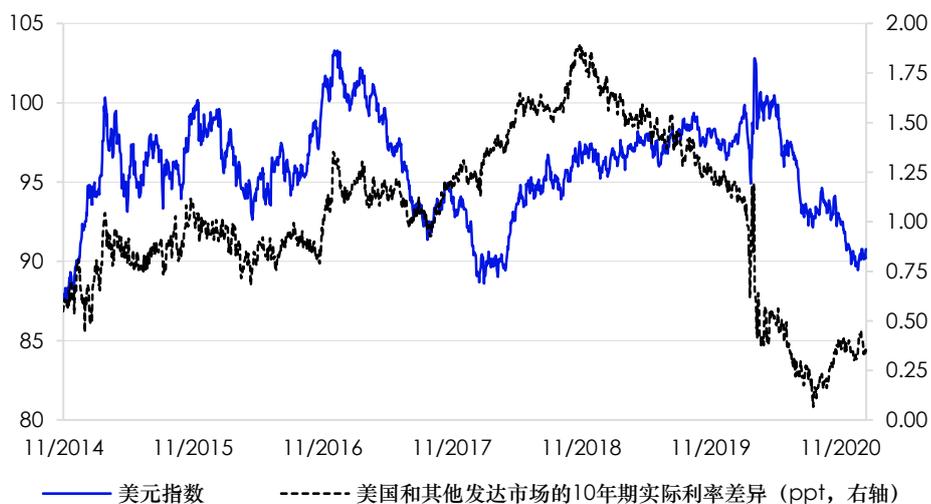
数据来源: WTO, 建银国际证券

另一方面，**美元虽然仍在弱周期，但阶段性反弹动力加大，全球流动性环境边际收紧**：疫情下美国的财政赤字大幅上升，叠加美联储的无限量量化宽松进一步弱化了美元的基本面。继去年的大幅财政救助之后，1月中拜登进一步提出 1.9 万亿美元的抗疫救助计划，未来数月还可能提出更多中长期的财政方案。虽然推出的财政计划最终金额仍需协商斡旋，但较为肯定是在未来几年民主党掌握参众两院多数的情形下，拜登任上推行扩张性财政政策的空间已大幅上升。

大幅财政扩张政策叠加经济复苏，对美元的影响较为复杂。一方面，双赤字的基本面继续对美元不利。从历史经验来看，未来几年美元有空间继续震荡回落 5-10%。但另一方面，随着美国财政扩张政策出台支持经济，美国利率预计继续走高，美国与其他发达国家利差走扩，对美元有阶段性支持。特别是如果欧洲国家加大货币宽松，美元反弹动力则更强。过去几周已预演这一可能情形：佐治亚州选举确认民主党赢得参议院多数后，受财政扩张的预期影响，美债长息跳升，美元反弹（图 8）。未来随着财政计划出台，伴随疫苗接种后的经济复苏，美债利率上行预计更为持续，对美元则会有更多的支持。联储的取态将是关键：如果美国利率上升太快，增加市场压力，联储可能进一步加码 QE 以压低利率和美元升势。但最近联储表态显示在财政政策发力，通胀预期走高的情形下，联储更愿维持目前政策而非加码宽松，并容忍利率的温和上行。事实上，大幅财赤下通胀的明显上行也会限制联储的宽松空间。

因此，疫情受控后美元可能由于利率上行而有反弹压力，也意味着全球流动性环境边际收紧，新兴市场包括中国的资金流入可能阶段性减弱。由于央行管理人民币汇率以一篮子货币为其主要参考，人民币兑美元汇率也可能有所回落。

图 8：美国的财政刺激推升利率，全球低息下对美元有所支持



数据来源：彭博，建银国际证券

### 全球低息下，央行的跨境资金管理重回焦点

即使如此，全球的货币环境叠加中国资本项目开放意味着国际资金的流入将长期持续。新冠疫情后境内外利率差进一步加大。吸引海外投资债券的资金大幅流入。虽然近期国内政策收紧趋缓以缓和债市存量风险。但基于稳杠杆的政策思路，预计未来国内利率不会趋势性下滑。这一背景下，虽然海外利率预计低位回升，美元阶段性走强，中国债息的吸引力仍会吸引海外资金继续入场。

资金流入支持汇率，但也可能带来汇率超调的风险，目前的国际环境与 2009-2010 间类似：发达国家加大货币宽松以支持经济减少市场冲击，新兴市场则面临资金流入汇率升值的压力。近几个月泰国、波兰、智利、瑞典等国已相继收紧资金流入，宣布加大外汇市场干预，以避免汇率过快上升。对中国而言一个挑战是在提升汇率中长期弹性的同时，如何避免汇率走势由于资金流入自我强化而大幅偏离基本面。过度升值将增加之后的下调压力和对外负债部门的偿债风险。

### 人民币汇率展望

综上，人民币汇率的上行空间受几方面制约：人民币一篮子汇率已在近几年的高位，而结构性因素尚不支持均衡汇率加快升值。除非美元继续大幅走弱，或是贸易和经常项目顺差继续大幅回升形成长期趋势，人民币对美元汇率继续大幅升值的动力不足。中期市场开放和经济创新可能对汇率升值带来新的推动力，但相关动能的积累仍需时日。我们的基础情形是随着疫苗接种普及和全球经济复苏，经常项目周期和美元走势对人民币汇率的利好今年开始边际走弱，人民币兑美元汇率未来两年或再升值 3-5%，与之前比步伐放缓。保持今年年底 6.4 和明年年底 6.2 的预期。

在去年大幅下行后，美元走势面临新的不确定性：如果美国新的财政支持不能顺利出台，或是经济恢复不及预期，联储 QE 可能加码，美元可能加速走弱。而如果拜登计划成功提振美国经济使其走出低谷，疫情后经济复苏，联储退出 QE，加上美元在国际市场的广泛使用支持其国际货币的地位，也对其币值有所支持。未来两年美元则有望止跌回升。这些不确定因素也因为美元走势带来的人民币兑美元汇率的波动可能加大。

政策方面，境内外政策周期与海外背离意味着短期套利资金可能加速。去年 12 月银行代客结售汇顺差升至 4267 亿元人民币，创 2014 年 1 月以来新高，显示升值预期和境内外利差下企业换汇加快。上周的境内流动性收紧进一步加大升值压力，均显示利差下资金面对汇率的上行压力。预计政策将一方面继续收紧跨境短期资金流入，避免热钱推动产生汇率超调，另一方面继续有序放开对外投资。在一篮子汇率已经较强的背景下，央行也可能引导汇率双向波动，避免单边预期。此外，在全球流动性盛宴下央行是否重启扩表对冲短期资金流入，也值得关注。

**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) 没有在本文发布日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提及的股票, 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及的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及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士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、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 2021。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**