

建银国际证券 | 研究部

宏观视野

全球重启宽松下的中国利率汇率走势

全球低利率预计持续，波动率上升。 联储预计会在三四月份继续降息。如果疫情在未来一两个月得到有效控制，且各国出台财政和针对性支持，可减少经济的下行风险，全球经济二三季度经济仍有望反弹，海外国债期限溢价和利率可能修复走高。但若疫情持续恶化，各国特别是美国消费持续受挫，技术性衰退风险上升，企业债市则持续承压。美联储预计将继续宽松甚至重启 QE。全球国债利率大概率维持低位且波动率上升。

美元预计走弱，资金将加速配置新兴市场。 随着联储降息和美债息走低，利差因素进一步不利美元，预计美元将趋弱，并推动资金配置新兴市场。预计国际资金流入中国债市开始提速。我们估算未来三年预计每年流入中国债市的资金为 1500 亿美元以上，达过去几年每年流入的两倍。

央行政策的新挑战： 国内基本面包括储蓄率的回落和再通胀的趋势，在过去 10 年对长期无风险利率水平起到支持，未随全球下滑。但全球宽松再次加码，资金流入可能与境内松货币形成合力，引起无风险利率加速下滑并推高杠杆。海外利率的大幅波动也可能波及国内，反弹时引起国内信贷市场的收紧和偿债风险。可能政策应对包括：1) 流动性政策中针对全球环境的“逆周期因子”，对冲其影响；2) 增加汇率弹性并允许升值，遏制短期资金流入；3) 市场改革提升地方债流动性，分流外资对国债的集中投资等。

宏观政策、汇率利率展望： 高频数据表明国内工业活动在筑底当中。但短期经济数据维持偏弱。预计政府继续依赖财政和信贷政策对冲境内外的增长风险。央行大概率上半年仍保持流动性充裕，但难以跟随联储步伐大幅放松。长期利率的下滑可能引起债务和金融风险的担忧，下半年收紧的可能性则比较大。美元走弱也增加人民币升值压力。我们将年底人民币兑美元汇率调至 6.6。

崔历

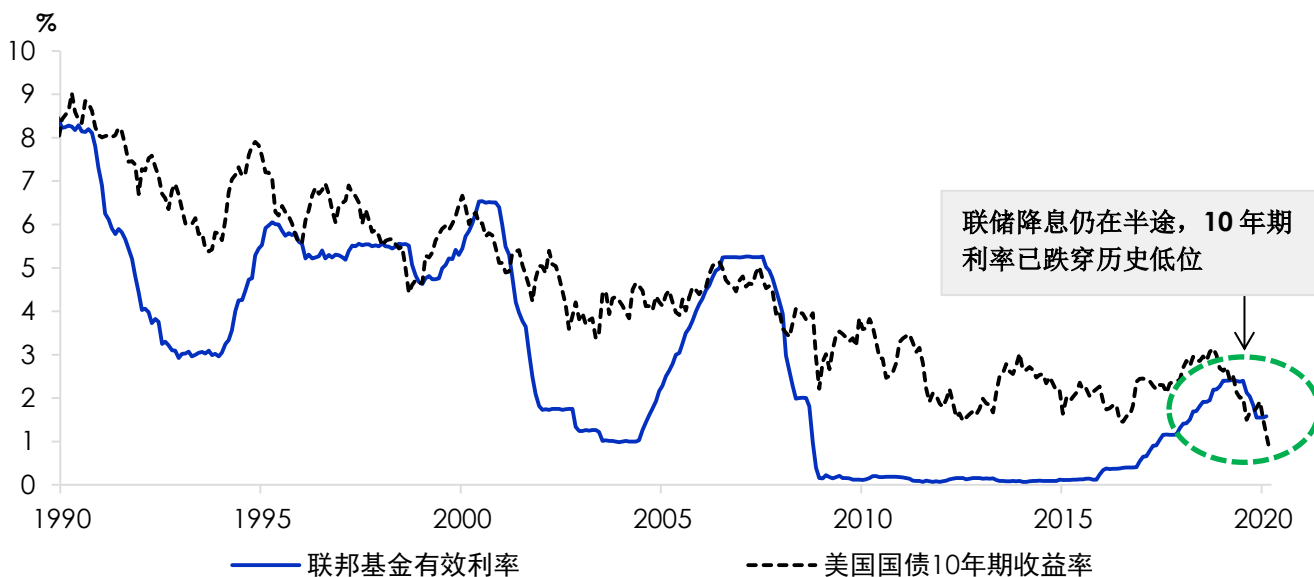
(852) 3911 8274

cui.li@ccbintl.com

正文:

随着新冠肺炎疫情在全球蔓延，全球央行重回宽松。三月初美国联储紧急降息 50 个基点以期对冲疫情影响。市场仍预期联储将继续降息，年底前会把联储隔夜利率降至 2008 年金融危机后的有效下限(即接近零息的 ELB)。并预期欧央行等其他发达国家也会随之放松银根。尽管央行宽松加码，但疫情蔓延。再加上 OPEC 和俄罗斯未达成减产协议引致油价暴跌，市场避险情绪浓重。美国 10 年期国债价格跌至 1% 以下，超过 QE 期间而达历史新低(图 1)。

图 1: 受新冠疫情影响，联储紧急降息，10 年期国债跌至历史低位



资料来源: Bloomberg

海外经济走弱，政策对冲，低利率持续 且波动加大

疫情开始前的海外经济保持复苏势头。2 月美国包括就业和综合 PMI 在内的数据仍然非常健康，欧洲 PMI 也有所复苏。因此美联储降息很大程度上是一种“保险”措施，以防疫情对金融市场和经济的负面冲击。

技术性衰退的可能性上升: 私人消费占美国经济的 70%，其中交通、餐饮、旅游等直接受疫情负面影响的服务行业占比约为个人消费的 15%，预计拖累近期经济走势。目前纽约联储估计的年内经济衰退概率仍在 30% 左右，低于去年贸易战时预估的衰退概率。但若疫情持续较长则消费、商业投资甚至就业也会受到冲击，技术性衰退的风险将不可避免会上升。牛津经济学院认为如疫情在未来两个月得到有效控制，美国可保持 1.3% 的正增长；但若疫情蔓延，造成大幅经济停摆，年度增长可能为零。欧洲和日本则受影响更大，出现零增长或负增长。另外受疫情和油价下跌影响美国高收益债信用息差过去三周走扩近 100 点。在盈利预期下调的冲击下债务违约、降级等压力预计持续，

不过，虽然经济走弱，金融市场调整上升，全面金融危机的概率相对较小，疫情过后经济反弹的可能性仍较高。一是进入疫情之前的经济走势强劲增加应对冲击的能力。二是信用市场的压力仍远小于 2015-16 年，大幅信用紧缩的压力有限。2008 年后美国收紧了银行的资本充足率和流动性的要求，也降低了金融危机的可能性。

发达国家大概率继续宽松。 疫情平稳之前，联储预计在未来三月议息会和四月继续降息。联储目前政策利率 1-1.25%，与零利率不过 100 点之差。降息空间用尽之后，联储可能重启 QE，甚至扩张联储购买的资产类别支持信用市场。但货币宽松可以短期对冲金融风险，对抗疫情的经济影响则明显无力。财政手段支持经济的呼声在上升。

全球低利率维持，波动率加大： 较为确定的趋势是：一是增长走弱，全球货币政策维持宽松。低利率持续，二是由于疫情和政策应对难以预估，利率波动上升，如果经济在下半年有所复苏，再加上财政支持，利率期限溢价下半年可有所修复，10 年期利率重回 1.5% 附近或以上。但若经济持续疲软，联储进一步趋向宽松，10 年期利率将维持低位，甚至继续下行。

中国经济缓慢回暖，央行流动性支持持稳

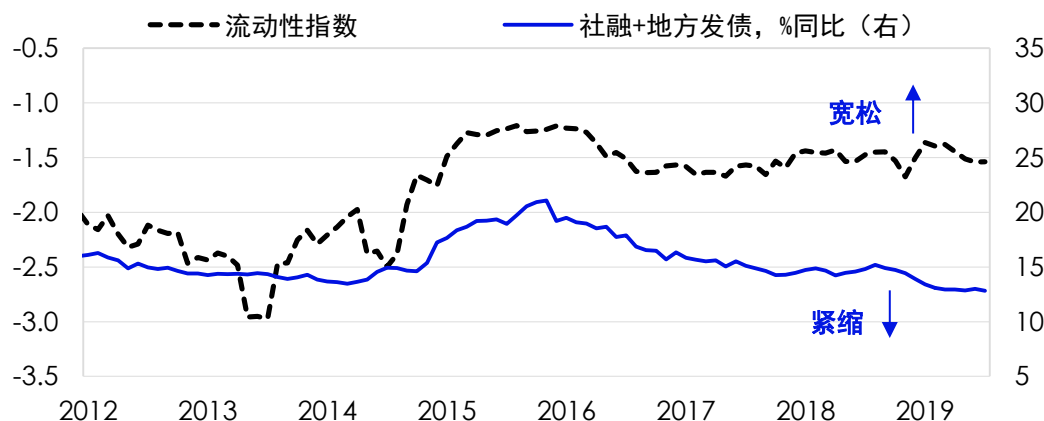
中国人民银行于 2 月初将政策利率降低了 10 个基点，并注入了大量流动性。二月底以来，国内复工复产逐步推进，政策除对企业提供定向信贷财政支持外，也着力减少供应链的瓶颈。高频数据显示经济活动开始触底反弹（图 2）。此外，一二月在利率下行和财政发力的支持下，债券发行加快，我们预计未来几个月总信贷增长将有所回升（图 3），支持国内需求复苏。美联储紧急降息之后，中国人民银行并未跟随。现有的流动性水平/通胀风险/经济缓慢复苏中都是可能原因。

图 2: 工业活动触底回升



资料来源: CEIC, CCBIS

图 3: 受流动性宽松和财政政策支持，信用周期预计小幅扩张



资料来源: CEIC, CCBIS

预计美元走弱，人民币汇率和债券受到支持

2019 贸易战下的避险情绪支持了美元，今年已有所回落。由于美国货币宽松力度大过他国，利差因素进一步不利美元，预计美元将趋弱（图 4）。美元走弱将支持金融市场配置新兴市场的动力。过去几年，与新兴市场的通行模式相似，外资配备中国债券的速度受美元幅度的影响（图 5）。弱美元周期（如 2017 年）外资配备中国债市的速度加快，反之则放慢。今年在美元走弱的影响下，预计国际资金流入中国债市开始提速。再加上中国债市纳入国际债券指数，以及中国作为储备货币的地位继续提升，我们估计未来三年国际资金流入中国债市的资金每年达 1500-2000 亿美元，比过去三年的平均水平将提升一倍。

人民币汇率受到进一步支持：2019 年虽受贸易战影响中国贸易顺差不降反升，经常项目反弹。今年原油价格的回落将进一步支撑中国的贸易顺差。此外弱美元下资金回流，有利进一步提振人民币。目前看人民币指数与贸易战之前相比仍处于较低水平（图 6），有升值空间。

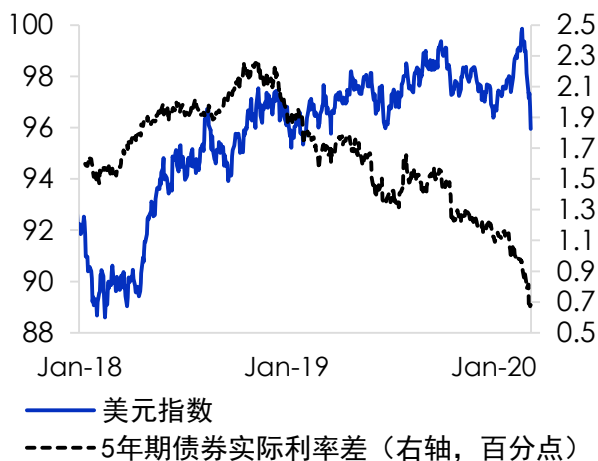
受全球利率环境影响，国内利率下行的边际压力加大，但政策有空间对冲

我们曾论述输入性宽松的影响（[建银国际：宏观视野：输入性宽松助推信贷周期，2016](#)）。2013 年后随着境内利率自由化，国内利率与全球利率的共振日益明显，源于全球利率中期限溢价的波动通过跨国经济和贸易的纽带而影响境内利率；另外，全球过去三十年随着金融一体化，跨国利率水平日益趋同。在全球低利率持续下，国内利率下行压力加大。

投资结构也是原因：虽然外资总体占比不大，但外资投资集中在中央政府债券，占比迅速上升。过去两年多来，境外对国债的投资已翻了三倍（图 7），外资约占新发行的国债的 21%，个别季度近 40%。而规模更大，增速更快的地方政府债券，尽管信用与国债相似，由于流动性低，外资配置不足 0.1%。

我们的模型显示，考虑了国内通胀、流动性和国际利率水平之外，外资对国债配置每上升一个百分点，国债利率下行 4 个点左右，影响仍较为温和。但其作用可能与境内宽松叠加。未来如果境内流动性的宽松预期叠加飙升的外资需求，可能引起无风险利率水平的超跌。例如，随着疫情过后食品价格降温，市场债券资金配置加快，再加上美元走弱的推动和市场开放推动的资金流入，可能引起国内长期利率的大幅下降。刺激杠杆回升并增加泡沫风险。

图 4: 与其他国家利息差缩小，美元预计趋弱



资料来源: CEIC, Wind, CCBIS

图 5: 美元走弱下，资金预计加速配置境内债市



资料来源: CEIC, CCBIS

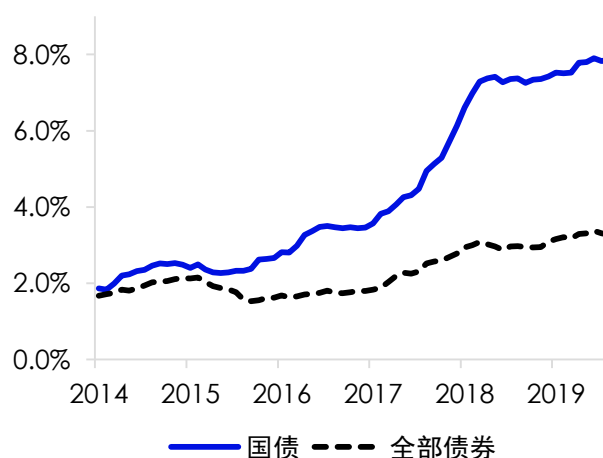
图 6: 人民币汇率指数远低于贸易战之前水平, 未来有升值空间

31 Dec 2014=100



资料来源: CEIC, CCBIS

图 7: 外资在债市占比将进一步上升



资料来源: CEIC, CCBIS

相比发达国家, 过去 10 年间中国国债利率尚未出现趋势性下滑 (图 8), 基本稳定在 3-4.5% 之间。而扣除通胀因素后的实际利率水平在过去 5 年则小幅回升。我们曾详细分析, 长期国债利率的走势受几方面因素影响: 一是内部结构性因素, 包括生产率, 人口, 储蓄偏好等, 决定中期的“均衡利率”水平。二是内部周期性因素, 包括通胀压力, 货币和财政政策等, 这些因素使利率水平围绕其均衡值波动。三则是国际利率的影响。过去 10 国内利率水平并未随全球利率下滑, 结构性因素, 供给侧改革下再通胀的环境、相对谨慎的货币宽松是主因。而国际资金相对国内债市较小, 影响不大。(详见, *中国利率是否持续坚挺*, 财经杂志, 2020 年 1 月)。

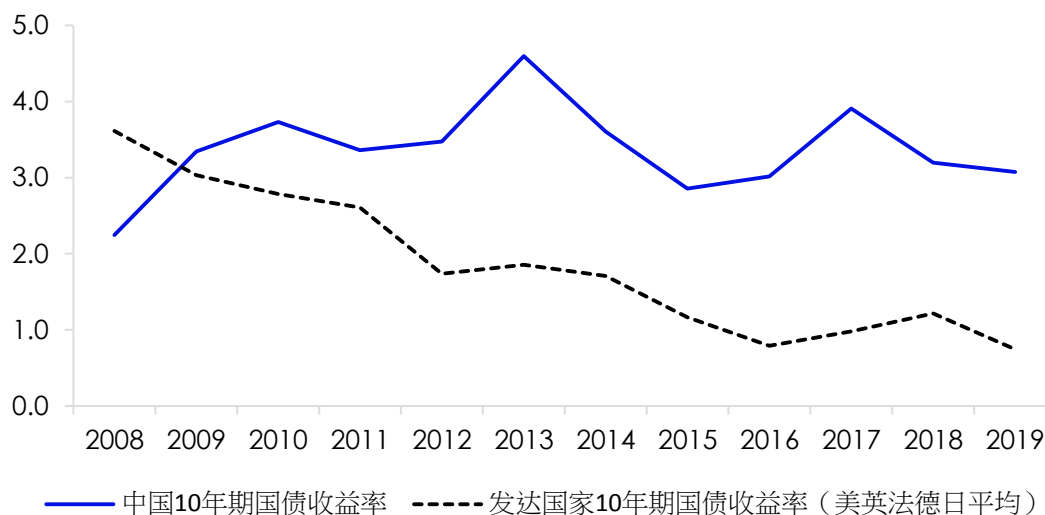
未来基本面因素仍支持国内均衡利率。一是国民储蓄率趋于下降。 影响储蓄率和潜在增长的结构因素是决定中期均衡利率的关键。中国在 2000 年代初期的快速增长未引起利率大幅走升, 主要原因是其不断上升的储蓄率。而 2008 年后经济形势逆转, 国内增长的下滑伴随着投资和储蓄的共同回落 (图 9)。特别是过去 5 年来, 储蓄率的下滑超过投资率的下滑, 资金面的回落比投资需求的回落更快, 支持均衡利率的水平。我们之前用一个综合跨国的增长和储蓄率的中期模型估算, 目前中国的实际均衡利率 (扣除核心通胀) 大约在 1.5-2% 之间, 并未在过去 5 年随经济下行。

未来储蓄和投资走势仍支持中期均衡利率。未来储蓄率的下降趋势较为确定: 居民储蓄占收入比重已过拐点趋向下行, 政府部门的储蓄率也在收缩。未来居民预防性储蓄将进一步下降, 医疗保健费用的提高, 居民和政都需加大医疗支出, 以及积极财政的政策倾向等, 都将进一步降低国民储蓄率。而与此同时, 中国的增长和投资则更为坚挺: 未来 1-3 年增长和投资受到产业周期和金融周期的共同影响, 预计仍在平台期, 但经济结构升级的趋势利好生产率的提高, 支持中期潜在经济增长。储蓄回落而劳动生产率坚挺, 支持经济自身的均衡利率。

二是再通胀的周期环境, 2016 年开始的供给侧改革推动了产业整合, 提升了企业定价权, 并提高了环保等成本, 成为推动经济再通胀的主要力量。国内通胀预期回暖, 与 2012-2015 年期间的通缩预期形成鲜明对比 (图 4), 推动期限溢价走高, 支持长期利率。因此, 虽然自 2018 年初以来国内货币政策趋向宽松, 长期利率则相对坚挺, 收益率曲线陡峭化。去年下半年开始的商品价格上升也主要由于供给面引起。

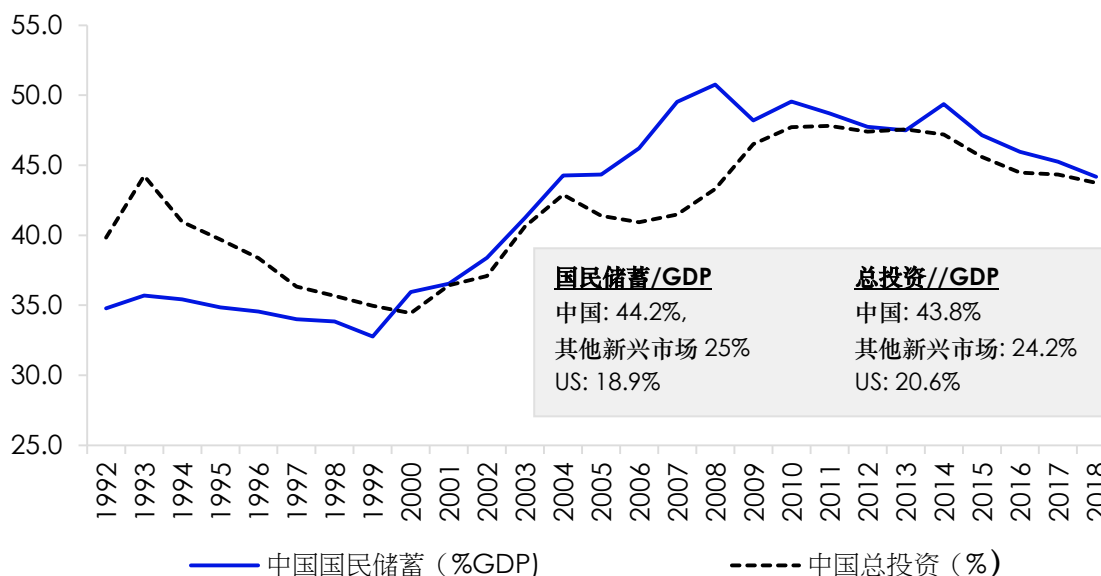
新冠疫情对价格有短期影响，但预计疫情不会根本性改变经济调整和再通胀的趋势。另外，疫情下需求面受益于政府的针对性政策，信用周期，商品价格，和通胀周期有可能在上半年进一步回升。

图 8: 过去 10 年中中国长期国债利率保持区间震荡，比全球利率更为坚挺



资料来源: Bloomberg, CCBIS

图 9: 中国国民储蓄率和投资率趋向下行



资料来源: CEIC, CCBIS

央行的新挑战:

利率水平受流动性影响而持续低于均衡水平，会加大资产泡沫和债务风险。过去几年货币政策的总体取向是“松货币、紧信用”。但在海外宽松加码影响下，这一政策组合可能受到新的挑战。流动性的宽松预期叠加外资需求，可能引起长期无风险利率水平的超跌。并带动其他利率同步下跌，刺激杠杆回升。特别是在目前全球利率水平波动上升的情形下，如全球利率反弹，则会引起信贷市场的收紧和偿债风险。

有几方面政策调整可能对冲风险。一是**流动性政策的适度对冲**：由于中国自身市场较大，央行的流动性政策仍是主要的。我们的量化模型发现国内短期利率每上升10-20个基准点，就能够大致抵消外资占比增加1个百分点对长期利率所造成的影响。借鉴其他新兴市场2008年后的经验，在流动性政策中引入针对国际环境的“逆周期”调节，在资本持续流入的国际环境下流动性适度收紧，或需成为未来中国政策的选项。二是**汇率升值**，特别是在弱美元趋势确立之后，允许上行的弹性有利于遏制短期资金。三是**中期市场改革**。提升地方政府债的流动性，扩大外资认可的安全资产的范围，有助于分流对国债的集中投资。

全球环境和中国利率汇率展望

全球宏观政策面临拐点：2000年来发达国家长期国债利率同步下行。欧洲日本等国出现负利率，国债长期利率下行和期限溢价的持续收缩主要源于全球安全资产的相对短缺：一方面，2008年前新兴市场的高额储蓄和2008年后发达国家的QE式宽松增加了对安全资产的配置需求；另一方面，发达国家尤其是欧洲国家，财政扩张较为谨慎，国债供给落后全球GDP增长；债务危机又缩小了安全资产的范围。加剧了安全资产的供给缺口。因此，财政支持不足，偏重货币宽松是国债利率超跌的政策原因。

是否再次QE? 安全资产不足和负利率的情形本已有所改观：中国债市的国际化意味着全球安全资产的供应在2008年后首次止跌回升。据我们估计，未来5年中国政府债务的供应年均增加全球GDP的0.6%至1%；虽然在全球投资组合中占比仍小，但边际上将逐步推升全球安全资产的供应。另外，过往两年，发达国家央行已开始逐步缩减其量化宽松操作，公共政策讨论中支持财政扩张的声音开始上升。如果发达国家转向使用财政手段来支持经济，全球安全资产的短缺将下降，对全球利率则有上升压力。

如果在新冠疫情蔓延下全球经济再次陷入低迷，而财政支持的政治共识难以短期达成。发达国家重启大幅QE。中国作为新的避险资产将成为全球投资者的追逐目标。中国长端利率则面临更长期和持续的下行压力。

国内流动性政策需考虑全球影响：低利率对财政和企业现金流有利，有助抗疫保经济，大概率仍是今年上半年的政策重点。央行预计保持宽松取态，包括继续小幅降息。叠加海外利率下行，流入资金提速，国债利率有继续下滑至2.5%以下。但同时，长期利率的下滑可能引起债务和金融风险的担忧，下半年收紧的可能性则比较大。

央行难与联储同步宽松：联储降息更多是预防性措施，包括稳定金融市场。未来若财政支持上升对经济也有托底作用，金融危机和持续衰退的可能性较小。中国疫情控制将早于海外，经济活动在回暖中。海外增长的下行风险预计更多以财政手段来对冲。中国央行预计维持谨慎宽松。供给面修复/通胀风险/金融防风险的中期目标等是主要原因。

人民币汇率预计温和升值。大宗商品价格大幅下滑以及供应链的逐步修复有利中国的国际收支。弱美元趋势将推动海外资金流入。适度升值也有利于缓解短期资金流入的压力。我们将美元兑人民币的年底预测提高到6.6。

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，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