

建银国际证券  
研究部**崔历**(852) 3911 8274  
cuili@ccbintl.com**姜璐璐**(852) 3911 8012  
jianglulu@ccbintl.com

## 海外通胀和利率走势及影响

**通胀预期升温下，联储下半年可能将缩减 QE 提上日程。**随着美国经济逐步走出疫情，联储可能在未来几个月开始正式讨论缩减购债规模。不过，近期的消费者通胀跳升有临时因素，核心通胀持续上行压力不大，加上联储新的政策框架提高对通胀容忍度，预计联储实际缩减 QE 的进程缓慢，并在明年继续维持零利率，为高债务下经济修复维持空间。

**受此影响，美债长期利率预计继续反弹。**几方面因素支持名义利率走高：一是周期继续回暖，二是扩张性财政和联储缩减预期下的安全资产净供应上升，三是政策和通胀的不确定性增加风险溢价。我们估算即使联储维持零利率，未来两年美债 10 年期利率和期限溢价仍有空间再上升 40-60 个基点。中期如果联储加息预期升温，对长期利率则有进一步的支持。

**美元下行空间收窄，人民币汇率升值趋缓：**一季度受利差支持美元走强，人民币兑美元汇率有所贬值。但联储维持零息，叠加财政扩张下联邦债务和通胀预期上升，对美元仍有负面影响。预计美元仍在弱势区间，利率走势则增加美元波动。维持人民币汇率未来两年小幅升值的判断。预计升值步伐趋缓，双向波动持续。

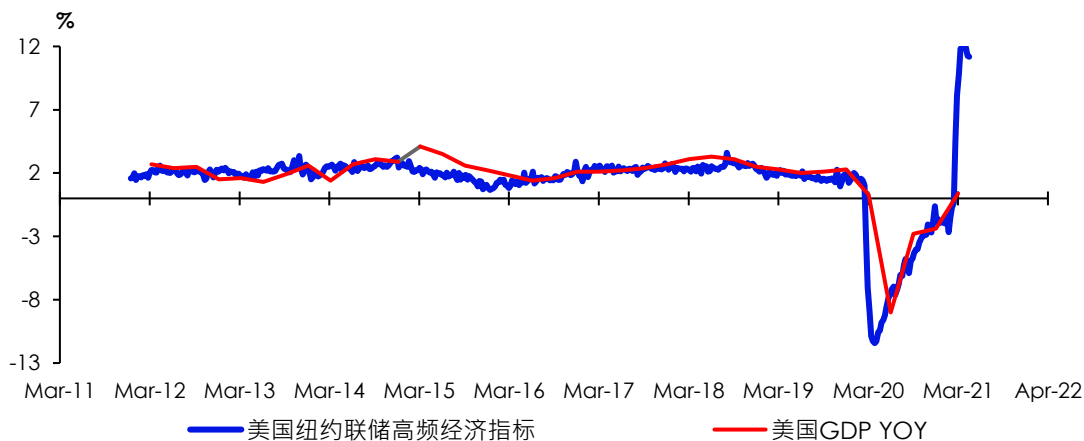
**全球再通胀利好国内周期，支持国内利率上行：**推动国内商品价格上涨的通胀因素较为持续：海外的财政和基建扩张，货币政策对通胀上行的容忍支持全球通胀预期，叠加国内的能源转型，对上游价格有持续压力。政策的不确定性则增加市场波动。商品价格周期的上行伴随需求复苏和盈利增长，支持投资周期，但持续的成本上升也会向消费者价格传导。除近期的供给面调整外，国内政策需管理通胀预期。预计流动性维持紧平衡，再通胀下国内长期利率有上升压力。

二季度以来，随着免疫接种的全面推行，叠加联邦政府的进一步财政救助，美国经济进一步修复。劳动力市场继续好转，制造业和消费指数保持在扩展区间。虽然5月初的非农就业和PMI不及预期，但从细项来看，芯片短缺等供给因素超过需求因素。高频数据显示，经济还在快速反弹之中(图1)。二季度GDP同比有望实现近双位数增长。

伴随经济修复。美国通胀预期在去年二季度以来回暖，今年继续升温，推升大宗商品价格。最新数据显示美国四月份消费者通胀(CPI)同比增速升至4.2%，大幅超出预期，核心通胀也达到3.0%，为1996年初以来的最高水平。

美国10年期国债利率在一季度飙升80个基点后，过去两个月小幅回落并保持在1.6%-1.7%区间，即使最近超预期的通胀数据发布之后也并未突破。海外疫情的蔓延和恶化，以及拜登财政计划能否顺利出台等不确定因素，对风险偏好有所抑制，部分对冲通胀预期对利率的影响。

图1：高频数据显示美国经济继续反弹



资料来源：彭博

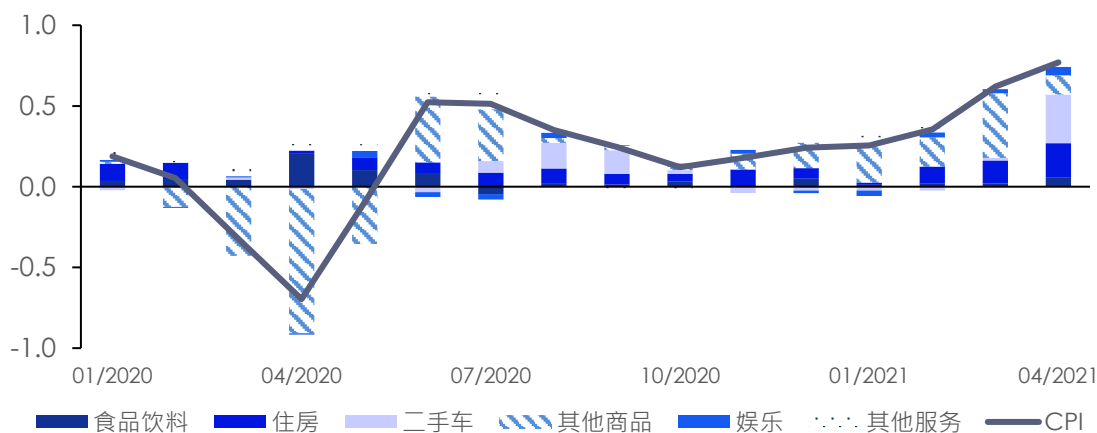
未来美国利率走势取决于其经济和通胀前景以及宏观政策选择。与之前的危机相似，大规模的财政和货币宽松用以对抗经济衰退。而与之前危机不同的是，疫情下财政救助的幅度和范围已远超2008年后的危机应对。财政扩张下，通胀和债务的冲突成为宏观政策的焦点。一方面，政策扩张提高了通胀压力，联储有收紧压力。另一方面，在债务大幅上升的情形下，债务和金融稳定依赖持续的低息环境，政策退出宽松需小心从事。联储政策路径将取决于二者的平衡。

## 通胀预期和通胀压力

美国消费品价格回暖和超预期上行，有几方面影响因素：一是油价等商品价格自去年以来低位反弹；二是随经济重启，服务业价格回暖，体现在交通服务等方面的价格回升，三是短期供给瓶颈：例如，由于全球芯片短缺抑制了新车产能，美国二手汽车和卡车价格在4月同比飙升21%，环比上涨10%，对4月份CPI的环比贡献率达到40%。而其他衡量需求压力的指标则相对持稳(图2)。

**图 2：美国近期消费通胀环比超预期，受供给影响二手车价格上升是主要因素**

美国CPI 通胀环比%以及成分的贡献度 (ppt)



资料来源：CEIC，建银国际证券

经济复苏下的价格回升是否会成为持续的通胀压力？财政货币双宽松的政策背景，特别是年初以来拜登政府大幅基建和财政支出的政策愿景出台，对通胀预期有支持，大宗商品因供给较为刚性，对通胀预期的反映较为明显。与此同时，在全球节能减碳的压力下，约有 22 个发达国家和一些较为发达的发展中国家，包括中国、智利、巴西和阿根廷已经将碳中和纳入政策议程或已经立法，高耗能高污染的产出供给约束持续，短期对价格预期也对一定支持。政策不确定性是主要风险：如果美国政府基建支出方案不及预期，联储提前转向鹰派信号，则对价格有一定抑制有一定支持。

与此同时，几方面因素对美联储关注的核心消费通胀压力有所抑制：一是收入分配限制消费反弹。例如，联邦政府发放的救助资金更多提升了富裕家庭的储蓄率，而非支出能力受限的储户<sup>1</sup>，在补充部分低收入家庭的流动性缺口的同时，纾困措施下企业和中高收入家庭储蓄上升，有利资产价格，但难以伴随经济解封后大幅的消费反弹；二是虽然劳动力市场修复，一些雇主可通过提高生产的自动化程度和技术使用率，控制劳动力成本，工资成本上涨难成为推高消费价格的持续动力。由于能源和食品之外的消费篮子中 70%是服务，商品价格直接向核心通胀（除油价和食品）传导的效果较弱。因此，对消费品价格而言，短期供给瓶颈过后，价格压力有望得以缓解。

## 联储如何退出？

核心消费通胀的压力看来有限，与联储一再强调的通胀率上升源于“暂时性因素”的观点一致，为联储维持货币政策的宽松立场提供空间。此外，在新的平均通胀目标（AIT）框架下，美联储可容忍通胀在一段时间之内略有超调。也使联储维持宽松有更多依据。即使如此，大宗商品上行推高生产成本，部分可向消费者传导；另外引起通胀上升的“暂时性因素”或能持续数月，消费通胀可能继续走高，联储仍需小心管理预期。联储于 5 月 19 日共布的 4 月的会议纪要显示几位委员认为如果经济继续朝着美联储的目标迅速发展，未来“某个时候”可能会开始讨论缩减 QE，但尚未给出时间表。较为进取的观点认为联储将于 2021 年底前就开始缩减购债规模，并在 2022 年开始升息。

<sup>1</sup> ["Introduction of US Economy: Personal Saving"](#), Congressional Research Services, Nov 30, 2020

上一轮联储退出宽松的时点和影响可做参考：从2013年3月时任联储主席伯南克开始谈论在联储对经济更有信心之后可以开始“缩减”资产购买计划，到2013年底正式宣布以每月100亿美元的速度缩小量化宽松，之间时隔9个月。其中伯南克对缩减QE做出明确表态并给出时间表成为货币政策预期转向的分水岭：2013年市场调整最剧烈的时期为5-6月，期间伯南克两次公开表示央行将在未来几次会议、抑或年底前开始缩减量宽。美联储于2014年1月正式开始缩减QE，直至10月结束。2015年12月，美国则进入加息通道。

目前联储取向比2013年更为鸽派：疫情后经济快速修复，复苏速度已好过2013年。包括：美国4月份的失业率为6.1%，已远低于2013年7.4%的平均失业率水平。广义失业率目前较去年4月的高峰下降6.6个百分点至42.1%，稳步接近2013年平均41.4%的水平；联储关注的核心通胀指数PCE指数4月环比年化增速达到4.4%，为2009年11月以来的最高；前美国经济的产出缺口约为GDP的-1.3%，比2013的-2.8%更窄。进一步的财政扩张可能对产出缺口进一步缩小。

与此同时，联储一再强调将维持宽松政策，显示其在经济数据之外，联储对于收紧带来的金融和债务风险更为关注。以财政为例，联邦财务债务负担远高于2013年：继去年美国联邦政府在疫情下录得3.2万亿（GDP的15%）的财政赤字后，预计今年财政赤字预计进一步上升至3.3万亿左右。拜登政府宣布的中期财政计划有可能进一步加大财赤压力。伦敦经济学智库预测美国公共债务占GDP的百分比将由去年100%的水平升至2021年的106%，并在十年后达到118%。据美国国会预算局估算，如果未来几年长期利率维持在目前水平，联邦债务利息支出有望保持在GDP的1.3%左右，与疫情前水平相仿，债务率小幅上行。而利率走高1个百分点意味着财政利息支出增加GDP的1个百分点左右，债务率则加速攀升。

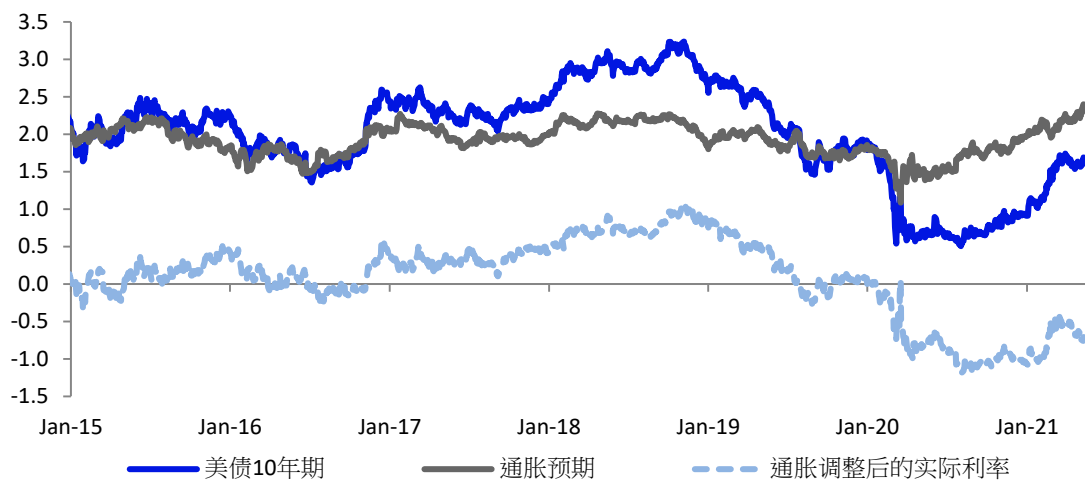
因此，这一轮退出货币的宽松可能比上一次更为渐进。我们的基础情形是：今年下半年，联储官员在疫苗广泛接种，达到群体免疫（完全接种人群比例为75%）后正式公布缩减QE的时间表。2022年开始逐步缩减，同时在2023年上半年以前维持零利率。以此减少对债务和财政的冲击。如果供给瓶颈大幅推升消费者通胀预期，不排除联储和政府官员加快QE缩减步伐，但如收紧过程对债务和财政产生冲击，政策退出则可能暂停或逆转。

## 美债长期利率仍有上行压力

年初至今美元10年期国债利率上涨约78个基点，实际利率和通胀预期走高各占一半（图3）。在联储的鸽派取向和平均通胀目标（AIT）的框架下，联储对通货膨胀的容忍度提高，通胀预期难以下行，短期的供给瓶颈也可能进一步推升预期。不过，随着周期的进展和供给的逐步修复，未来通胀预期大幅攀升的空间相对有限。

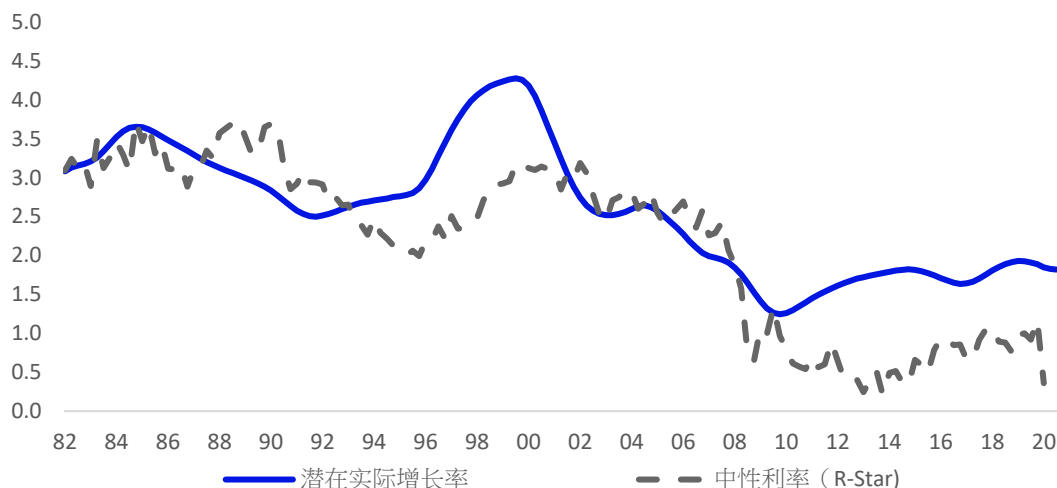
调整通胀后的实际利率的走高可能更为明显。实际利率年初至今虽有回升，目前仍接近历史低位，也远低于联储估计的中性利率水平，显示经济仍在周期较弱阶段。根据美联储开发的模型，美国的中性利率在2008年后保持在0-1%之间。最新一期的估算在2020年2季度，为0.36%，随经济复苏，周期回暖，实际利率有回升的动力。

图 3：名义利率上升未来可能由实际利率上升而带动



资料来源：彭博,建银国际证券

图 4：金融危机以来中性利率远低于增长率，宏观不确定下降，安全资产短缺是主因



注：R-Star 数据截止于2Q2020；资料来源：彭博，Federal Reserve Bank of New York

此外，中期经济政策的基本面对国债利率水平也有上行压力。2008年后经济的利率水平大幅低于潜在增长率（图4）。研究显示，压低2008年后的利率水平的宏观因素包括：经济增长和通胀的波动下降，不确定性收窄，抑制长久期投资的风险溢价（期限溢价）下降；此外，发达国家在金融危机后采取财政紧缩，安全资产供应下降，而海外需求和QE则加大了对安全资产的需求。供需影响下，安全资产稀缺性加大，推高国债价格并压低其利率（[建银国际：全球宏观变局和对中国的影响，2020年5月](#)）。

未来风险溢价可能受宏观不确定性而提升。拜登政府预计进一步推出大幅基建投资。鉴于美国已有的大幅财政缺口，两党势必将在此问题上谈判斡旋。因此疫情过后，宏观面临的不确定性仍大。目前长期债券的期限溢价仍处低位，未来有空间进一步反弹。



另外，全球安全资产的供应（以发达国家国债为主）不足已在逆转：疫情下的财政扩张推高国债供应；如果未来拜登推行的新一轮中期基建支出不能通过增税来平衡，则国债发行量会更大。与此同时，联储可能提出缩减QE计划；即使实施仍有待时日，意味着官方需求将趋降。而海外央行在2015年后对美国国债的增持已在放缓。疫情下增发的4.8万亿国债中，海外买家不足10%，与2009-2015年期间购买近半的情形形成对比，难以弥补QE缩减带来的流动性缺口。

历史来看，缩减QE的预期比缩减本身对长期利率影响更大：2013年，在联储主席首次公开提出可以考虑缩减QE和正式宣布执行计划之间，美债十年期实际利率上行约140点，其中将近120点的上升来自当年5-6月，也是联储明确给出时间表的时期。

因此，即使联储不加息，美债实际利率也可能进一步上升。我们估计未来两年的10年期利率和期限溢价可能会再上升40-60个基点，如果疫苗对抗Covid-19病毒的变种能力不足，或基建计划推出滞后，短期将抑制经济复苏和利率上升的趋势。但如果经济超预期修复，或新一轮基建政策方案规模超预期，实际利率则可能更快上行。

当然，长期利率仍然面临结构性的不利因素，例如收入两级分化，投资不振、劳动生产率增长低迷等。拜登总统的政策是否将扭转长期生产率的疲软，还有待观察。在运输，公用事业和医疗保健基础设施方面的投资应有助于促进长期增长。因此，如果拜登财政计划顺利通过，对经济有所提振，支持美国中期进入加息通道，对长期利率有进一步的支持。

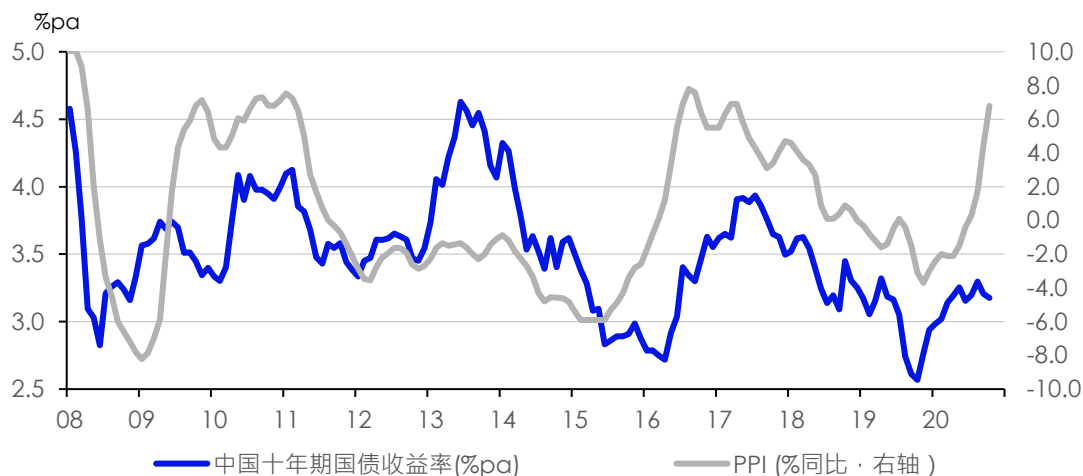
## 全球通胀和利率走势将如何影响国内周期，利率和汇率？

今年以来国内PPI加速回升累计上行16%。特别是金属价格上涨尤为显著，11月份以来已上升25%。近期势头仍有增无减。海外通胀预期和全球大宗商品价格的快速上涨是主因。国内碳达峰、碳中和所带来的限产也推升了某些生产环节碳排放量较高的大宗商品的价格。例如，钢铁产品的价格在5月上半月环比上升3.6%，较其他大宗商品例如能源、有色相比涨幅更大，限产减碳带来供给收缩的预期有一定推动。

政府近期采取多项措施降低国内大宗商品的供给瓶颈。但全球的复苏叠加政策宽松和对通胀上行的容忍，叠加国内的能源转型预期，预计仍对商品价格有持续的压力。商品价格上行对国内经济的影响则有喜有忧：一方面商品价格上涨利好企业盈利和周期性复苏：年初至今国内企业盈利比疫情前2017-2019年的平均水平上涨50%，其中周期性行业受价格推动贡献了40%以上，也相应带动这些行业的设备投资和升级。而另一方面成本端的价格压力将向下游传导，压低下游部门利润或随着消费复苏，部分传导进入消费价格。

由于商品价格上行伴随需求复苏和盈利增长，宏观政策除供给调节外，还需管理通胀预期。目前国内流动性水平较为充裕，整体利率曲线也低于疫情之前。长期国债收益率的水平与价格上涨压力相比较低（图5）。宏观政策主要依赖收紧监管压低信贷增长。在盈利大幅复苏的周期阶段，流动性持续宽松的空间有限，流动性紧平衡有利稳定通胀预期稳定，减少泡沫风险。再通胀趋势下国内长期利率有上行压力。如果下半年全球利率加速上行，全球利率波动上升，对国内利率也有推升作用。

图 5：价格周期反弹，国内利率尚未相应提升



资料来源：彭博

汇率方面，一季度美国国债收益率的快速反弹，叠加欧洲经济复苏迟缓，支持美国和发达国家的实际利差，美元得到提振，人民币兑美元汇率有所贬值。与我们年初的预期一致。但联储的鸽派取向，叠加财政扩张下联邦债务加大，对美元仍有负面影响。预计未来两年美元仍在弱区间震荡，利率走势则将增加美元波动。

受美债利率走高和美元反弹的影响，一季度流入新兴市场的资金有所回落，二季度则有所回升。今年下半年，如果联储计划缩减QE，受预期影响利率可能再次迅速上行，美元阶段性反弹，美元相关债务的利率汇率风险仍会阶段性上升。

对人民币汇率而言，贸易强劲和贸易顺差是支持汇率的基本面，但一篮子汇率并无大幅升值的基础（建银国际：宏观视野：“开年强劲，人民币汇率还有多少升值空间？”，2021年2月）。随着美元在弱区间波动，维持人民币对美元汇率未来两年小幅升值，双向波动加大的判断。

**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, 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或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 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