

全球策略

釜底抽薪 – 联储降息停止缩表，但政府停摆吞噬全部宽松

2025 年 9 月与 10 月 FOMC 将联邦基金利率目标区间连续下调 25bp 至 3.75% – 4.00%，重启降息，并在近期表明将自 12 月 1 日起结束量化紧缩。

但市场似乎并未感受到货币宽松带来的流动性注入，恰恰相反，10 月底到 11 月初，美国市场的流动性指标出现了不同程度的收紧。我们认为，这是在联储缩表的尾声叠加政府关门导致的市场流动性紧缺。

在本报告中我们重点提示：**11 月存在的类似 2019 年回购市场流动性危机的风险，以及提示后续政府重开可能带来的机会。**

为此，我们首先回顾美联储的货币政策框架的演变，及如何被量化宽松/紧缩重塑的。

- 2008 年之前，美联储采用稀缺储备框架，可以通过公开市场操作和其他货币工具调整储备余额的总供应量。
- 自 2008 年以来，美联储一直寻求提供更多的货币刺激措施来应对金融危机，量化宽松导致资产负债表迅速增长。因此，美联储的总储备迅速扩大，以至于美联储难以通过公开市场操作作为供求调节市场。
- 储备充裕后，美联储探索实施新的利率管理制度，确立主要管理利率：准备金余额利率 (IORB) 和隔夜回购协议利率 (ON RRP)。

大多数情况下，该货币政策框架可以发挥作用，但是 2019 年回购市场流动性危机凸显了该系统的潜在弱点，也引发了人们对当前量化紧缩政策的担忧。

2019 年回购市场流动性危机的主要原因是银行系统流动性枯竭。

- 上一轮量化紧缩 (QT) 导致银行系统储备减少，进而导致流动性急剧下降。为了在全球金融危机后使资产负债表正常化，联储从 2017 年 10 月到 2019 年 7 月减少了资产持有量。2019 年 9 月中旬的储备水平是 2012 年以来的最低水平。
- 历史性国债发行进一步增加了对流动性的需求。
- 2019 年第三季度的企业税款于 2019 年 9 月 16 日到期，这导致现金转移到美联储的 TGA 账户，并导致可用现金进一步减少。

类似危机会再次发生吗？我们认为，过去危机背景与当前的情况有可比性。

- 首先，我们正处于一轮宽松政策之后的资产负债表正常化阶段。即通过允许一定数量的到期资产不再续作，从而剥离资产负债表，这种方法与 2019 年类似。
- 其次，财政支出端 OBBBA 法律的通过和收入端 IEEPA 作为关税工具的合法性不确定，都意味着联邦政府未来可能发行更多债务，增加对流动性的需求。

政府停摆的冲击：导致财政支出暂停、TGA 激增，而税收和发债仍在进行，市场流动性被迅速抽离。

与此同时，**短债收益率高于逆回购利率**，货币基金退出 RRP 转向 T-bill，缓冲池被掏空，使得系统性资金紧张更加明显。

银行准备金虽仍在 2.8–2.9 万亿美元区间，但已逼近警戒线，市场融资成本上升。

美联储在十月已表态将于十二月初结束 QT，但财政因素造成的流动性收缩仍将在十一月持续，对风险资产构成阶段性压力。

为此，我们提出两种可能的路径。

- **基准情境下**，流动性虽承压但尚未失衡，美联储常设回购工具可提供底部支撑。**若政府在十一月至十二月初恢复拨款，财政支出将重新释放流动性**，相当于隐性宽松，可能推动短端利率下行、风险资产修复。截至 2025 年 11 月 9 日，据报道**参议院已就结束联邦政府“停摆”达成一致。**

——>假设参议院和众议院表决通过相同文本并通过总统签署生效，流程上 11 月中可政府可能重新开门，甚至最快可能本周内结束停摆。

- **风险情景下**，若停摆持续至十二月，财政部继续吸储、准备金跌破安全区，可能重演 2019 年回购市场流动性危机，美联储将被迫进行大量流动性救助，通过回购或购债稳定市场。

政治上，圣诞前仍停摆的可承受度极低，**因此十一月中旬至十二月上旬是关键转折期。**



姜越

(852) 3911 8243
verajiang@ccbintl.com



赵文利

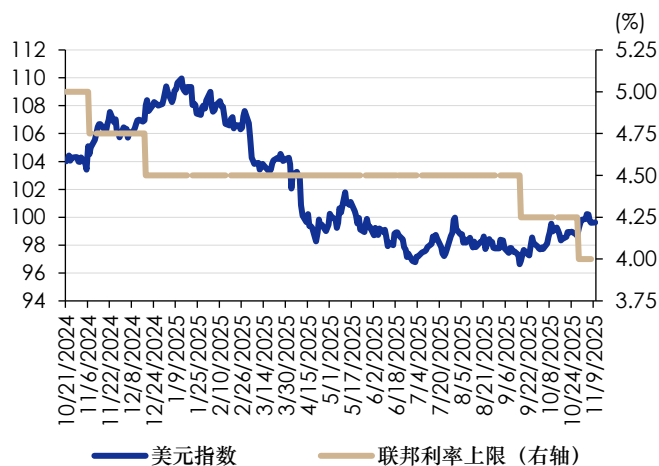
(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com

美联储停止量化紧缩政策，但流动性反而紧张？

美联储在 10 月份的 FOMC 会议上将联邦基金利率目标区间下调 25bp 至 3.75% – 4.00%，宣布自 12 月 1 日起结束缩表；到期 MBS 再投资于短期美债，逐步缩短久期并提高美债占比；资产负债表阶段性“冻结”，后续视准备金水平再作调整。本轮 QT 自 2022 年 6 月启动，经历了 2024 年 6 月和 2025 年 4 月 两次节奏下调，并最终按照 2025 年 10 月 29 日决议，自 2025 年 12 月 1 日起停止资产减持（国债与机构 MBS runoff 上限降为零，仅做再投资）

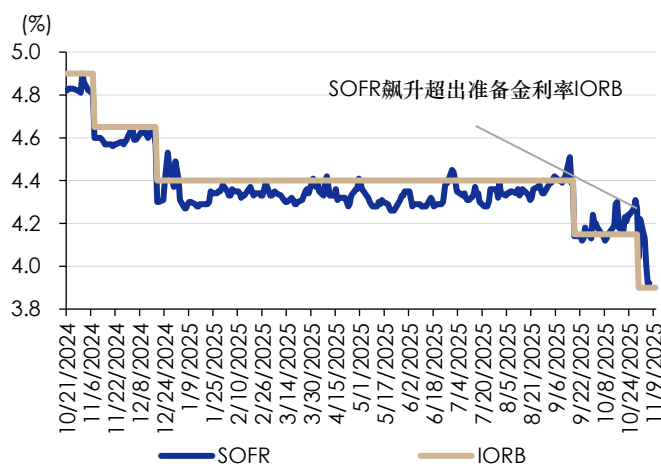
但市场似乎并未感受到货币宽松带来的流动性注入，恰恰相反，10 月底到 11 月初，美国市场的流动性指标出现了不同程度的收紧，担保隔夜融资利率 (SOFR) 上涨，超出准备金利率 (IORB)，美元指数也走高。我们认为，这是在联储缩表的尾声叠加政府关门导致的市场流动性紧缺。

图 1: 降息后美元指数不降反升



数据来源：美联储，彭博，建银国际

图 2: 隔夜市场利率飙升



数据来源：美联储，建银国际

在本报告中，我们将研究美联储的货币政策框架，旨在就以下主题提出我们的观点。

- 美联储的利率框架是如何运作的，以及它是如何被重塑的。
- 量化紧缩 (QT) 会出什么问题？2019 年的案例研究。
- 为什么说政府关门等于加息？政府关门是如何抽干市场流动性的？

表 3: 2025 年 10 月，美联储宣布 12 月将停止缩表，结束了 3 年的量化紧缩

期间	国库证券 (月度上限)	机构债务和机构 MBS (月度上限)	说明
2022 年 6 月 1 日–2022 年 8 月 31 日	300 亿美元	175 亿美元	缩表启动后的过渡期上限 (30B / 17.5B)
2022 年 9 月 1 日–2024 年 5 月 31 日	600 亿美元	350 亿美元	提升至既定“最大缩表速度” (60B / 35B)
2024 年 6 月 1 日–2025 年 3 月 31 日	250 亿美元	350 亿美元	2024 年 6 月起放缓国债缩表 (60B → 25B)，MBS 上限不变
2025 年 4 月 1 日–2025 年 11 月 30 日	50 亿美元	350 亿美元	2025 年 4 月起进一步放缓国债缩表 (25B → 5B)，MBS 仍为 35B
2025 年 12 月 1 日起	0	0	正式停止资产缩减：所有到期本金全部再投资，不再“减持”

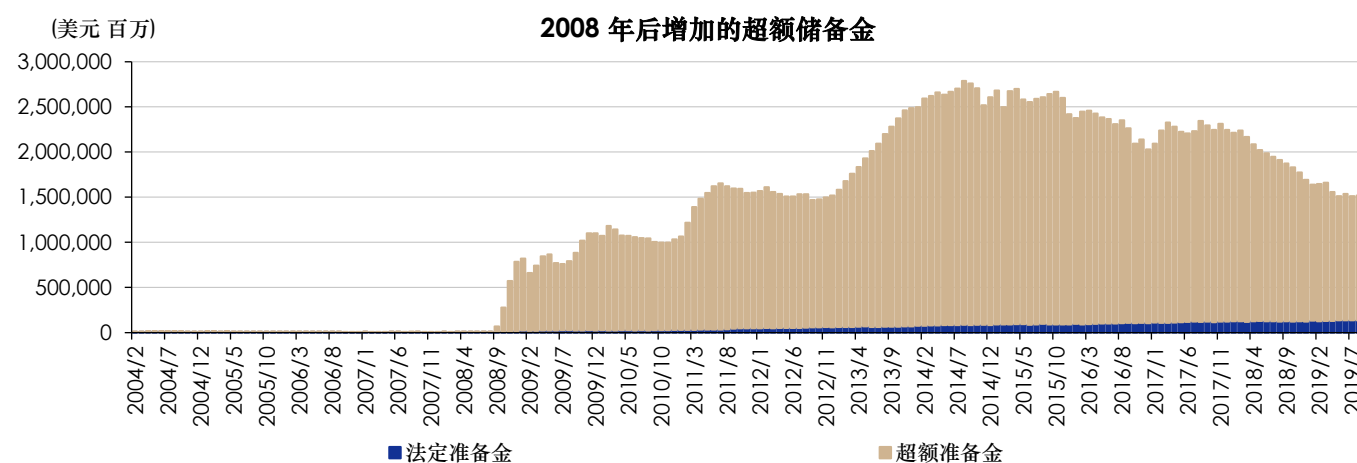
数据来源：美联储，建银国际

美联储的利率框架是如何运作的，以及它是如何被重塑的？

2008 年之前，美联储采用**稀缺储备框架**，可以通过公开市场操作和其他货币工具调整储备余额的总供应量。稀缺储备框架的运作机制如下。

- 联邦基金市场允许某些金融机构直接交易中央银行的储备金，存款机构和其他金融机构，主要是政府资助的企业 (GSE)，在没有抵押品的情况下借贷资金，通常是隔夜借贷。
- 存款机构在联邦基金市场管理其**超额准备金**。例如，如果该机构的准备金余额有盈余，并预计盈余是暂时的，该机构通常会将多余余额隔夜借给预计日终余额小于其期望的存款机构。
- 借出联邦储备余额的市场是联邦基金市场，贷款利率是联邦基金利率 (federal funds rate)。
- 美联储主要通过公开市场操作 (open market operations) 来决定存款机构可用余额的总供应量。这些操作使美联储对联邦基金市场的状况产生重大影响。

图 4: 2008 年以来，货币刺激使得总储备迅速扩张



自 2008 年以来，美联储一直寻求提供更多的货币刺激措施来应对金融危机，并将利率降至零。美联储首次以事先公布的速度每月大规模购买资产，即量化宽松政策 (QE)，这也导致资产负债表迅速增长。结果，市场总储备迅速膨胀，以至于美联储难以通过公开市场操作调节市场供求。

图 5: 自 2008 年以来，美联储发现在旧制度下很难控制联邦基金利率...

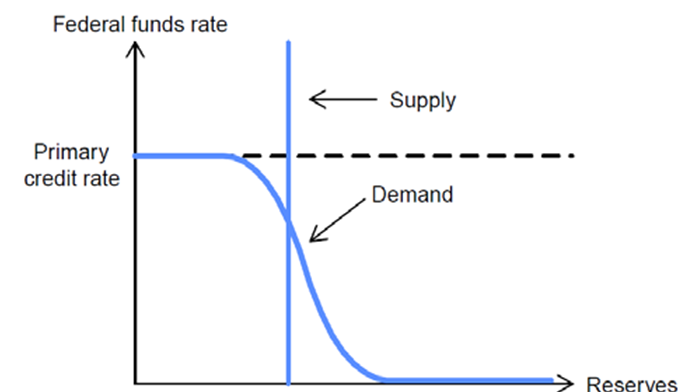
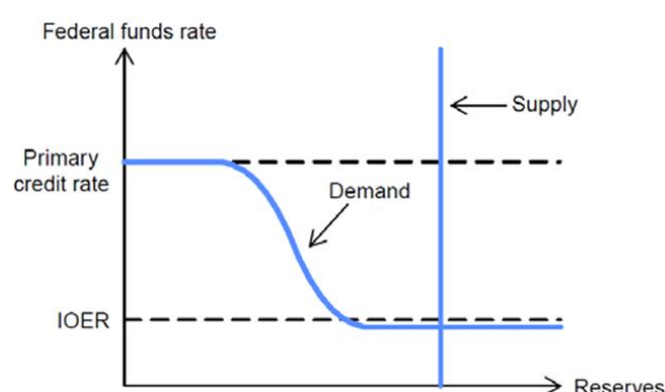


图 6:因为市场上储备供应过多。



在全球金融危机期间储备变得充裕以来，美联储开始探索实施新的管理利率政策制度。

美联储的新的两个主要管理利率是准备金余额利率 (IORB) 和隔夜回购协议利率 (ON RRP)。这些利率为货币市场提供激励，其中 IORB 是银行评估借贷机会的基准，而 ON RRP 设施则为更广泛的市场参与者提供了隔夜货币市场活动的软下限。该机制的运作如下

■ 确定联邦基金有效利率 (EFFR) 上限的工具是 IORB。

- IORB 利率，即准备金余额利率 (interest rate on reserve balances)，是美联储对合格机构在联邦储备银行主账户中持有的余额支付的利率。该利率由理事会确定，是货币政策的重要工具。
- 虽然银行可以使用 IORB 利率，但政府资助的企业 (GSEs) 没有资格使用 IORB 利率，可能会获得较低的利率。银行可能有动力以较低的利率向这些机构借款，并以 IORB 利率将资金借给美联储。这可能导致赚取利差，从而使联邦基金利率低于 IORB 利率，使 IORB 利率成为联邦基金利率的上限。
- 最初美联储设定了必要储备金利率 (IORR) 和超额储备金利率 (IOER)，但从 2021 年 7 月 29 日起，IOER 和 IORR 被单一利率取代，即 IORB。

■ 为联邦基金有效利率下限设定下限的工具是隔夜回购协议利率 (ON RRP)。

- 隔夜回购协议利率为广大金融机构提供了低风险的投资选择，是隔夜利率的最低水平。它可以被视为美联储提供的隔夜贷款，以证券作为基础抵押品。美联储作为交易对手，所涉及的证券通常是低风险的，如政府债券。因此，与大多数其他交易相比，隔夜回购协议利率较低，可作为联邦基金利率的下限。

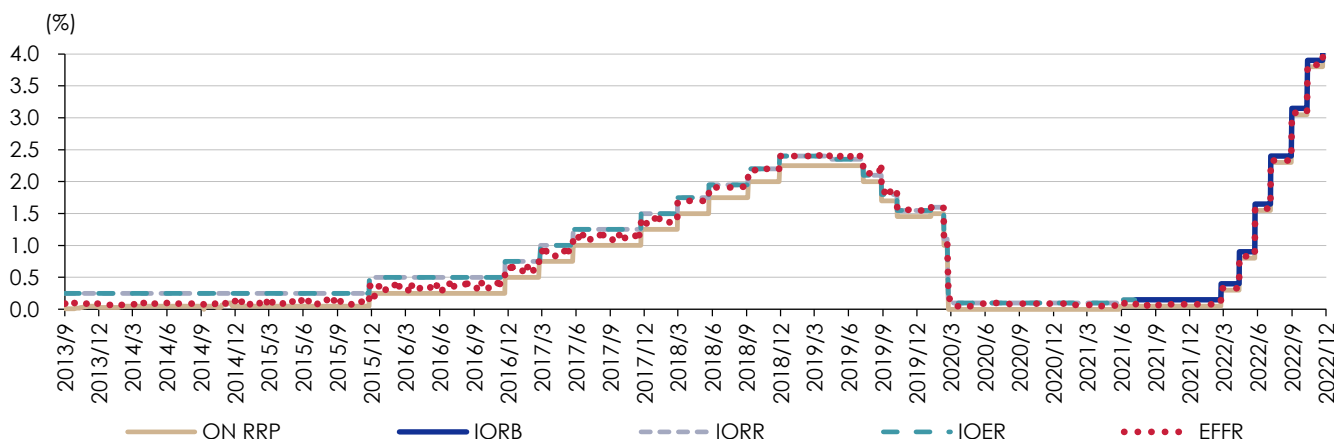
量化紧缩可能引发什么问题？

那么，这种新机制是否有效呢？嗯……大多数情况下可以。在某些情况下，该机制可能无法发挥预期作用。

一个显著的例子就是 2019 年回购市场流动性危机，它凸显了该系统的潜在弱点，也引发了人们对当前量化紧缩政策的担忧，一些分析师和投资者担心回购危机会在本轮量化紧缩政策期间再次发生。

- 2019 年 9 月 17 日，日内回购利率升高于上限 300 多个基点，引发回购资金市场对美联储利率市场的溢出效应，联邦基金有效利率 (EFFR) 升高于目标区间上限 2.3%，引发市场波动。

图 7: EFFR 通常在两个主要管理汇率 (ON RRP 和 IORB) 之间变动，但在 2019 年出现了混乱...



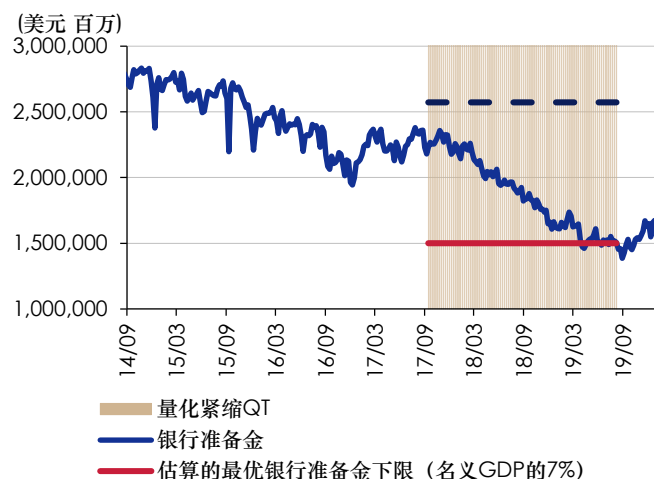
数据来源：美联储，彭博，建银国际

2019 年回购市场流动性危机的主要原因是银行系统流动性枯竭。

- 上一轮量化紧缩 (QT) 导致银行系统储备减少，进而导致流动性急剧下降。为了在全球金融危机后使资产负债表正常化，联邦公开市场委员会 (FOMC) 从 2017 年 10 月到 2019 年 7 月减少了资产持有量。2019 年 9 月中旬的储备水平是 2012 年以来的最低水平。

- 要估算一个经济体有多少储备才足够是很困难的，不同的经济学家可能会有不同的看法，但对于 2019 年的情况，一个简单明了的方法就是看看引发市场动荡的储备水平。根据 Amalia Estenssoro 和 Kevin L. Kliesen 的研究，大约 1.5 万亿美元的银行储备似乎是极限，更低水平会导致货币市场利率飙升。这一较低水平相当于名义 GDP 的 7% 左右。

图 8: 2019 危机发生时，银行储备低于名义 GDP 的 7% 被视为过低



数据来源：美联储，彭博，建银国际

图 9: 美联储资产负债表的历年变化

影响美联储资产负债表的事件 (日期)	最终规模 (万亿美元)	变化额度 (万亿美元)
金融危机 (9/08-12/08)	\$2.2	+\$1.3
QE1 (3/09-5/10)	\$2.3	+\$0.4
QE2 (11/10-7/11)	\$2.9	+\$0.6
QE3 (10/12-10/14)	\$4.5	+\$1.7
资产负债表缩表 (9/17-8/19)	\$3.8	-\$0.7
回购危机 (9/19-2/20)	\$4.2	+\$0.4
COVID-19 (3/20-5/22)	\$8.9	+\$4.8
疫情后缩表 (5/22-至今)	\$6.6	-\$2.3

数据来源：美联储，建银国际

- 历史性国债发行进一步增加了对流动性的需求。当年，财政部发行的 780 亿美元国债将于 2019 年 9 月 16 日到期。根据美联储的一份说明，9 月中旬，扣除美联储持有的国债后，以名义美元计算的未偿还国债达到历史最高水平。发行国债从不同方面减少了流动性。由于购买新发行债券的机构将现金存入美联储的 TGA 账户，金融体系中的可用现金减少了；交易商、对冲基金和其他投资者经常将其持有的国债作为抵押品在回购市场上借款，从而为其持有的国债融资，并产生了额外的回购融资需求。
- 2019 年第三季度的企业税款于 2019 年 9 月 16 日到期，这导致现金转移到美联储的 TGA 账户，并导致可用现金进一步减少。
- 因此，进入 9 月中旬的税款和国债发行日，回购市场已经面临银行系统流动性下降和更多国债需要融资的双重压力。

2019 年回购市场流动性危机可能会重演吗？

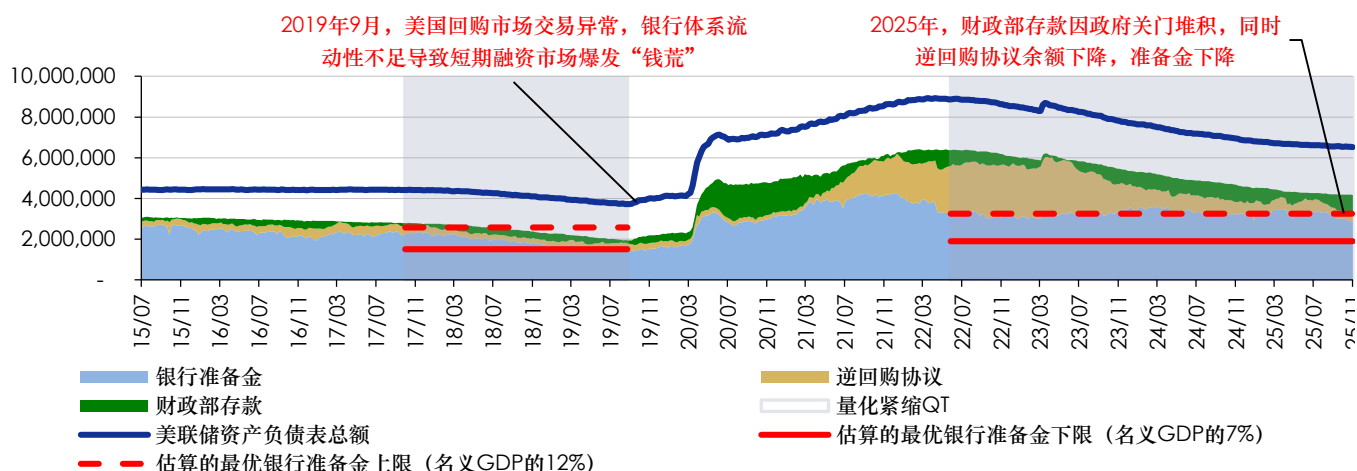
那么，这一次，2019 年回购市场流动性危机是否会再次发生？我们认为，危机的历史背景与当前形势有相似之处，但叠加政府关门更为复杂。

- 与 2019 年回购市场流动性危机的背景相似，首先，我们在一轮宽松政策之后，资产负债表正常化的阶段。截至 2025 年 10 月底，美联储已将其资产从峰值的近 9 万亿美元减少至约 6 万亿美元，方法是允许资产负债表上固定金额的证券到期不续作的方式，从而逐步缩减资产负债表，类似于 2019 年。
- 其次，财政支出端 OBBBA 法律的通过和收入端 IEEPA 作为关税工具的合法性不确定，都意味着联邦政府未来可能发行更多债务，增加对流动性的需求。

——>作为结果，正如我们开篇所提到的，近几周 SOFR 超出 IORB 的上限，正如 2019 年 EFR 一度高于 IOER 的上限，均反映出体系性流动性趋紧¹。

¹ 注：自 2021 年起，美联储将 Interest on Excess Reserves (IOER) 与 Interest on Required Reserves (IORR) 合并为统一的 Interest on Reserve Balances (IORB)，作为利率走廊的上限；同时，在“充裕准备金体系”下，担保隔夜融资利率 (SOFR) 逐渐取代联邦基金有效利率 (EFFR)，成为观察短端资金价格与流动性状况的核心指标。

图 10: 在这一轮量化调整中，逆回购大幅下降，银行准备金小幅下降逼近警戒线



数据来源：美联储，彭博，建银国际

为什么说政府关门等于加息？

10 月开始的创纪录的政府关门加剧了由财政部现金管理、银行储备下滑和市场结构变化共同造成的系统性流动性收缩。

财政部吸储 (TGA 上升): 财政“只入不出”大量吸收流动性。

- 政府关门期间，财政支出被迫暂停或延后，而税收与发债仍在进行。财政部在美联储的账户余额 (TGA) 迅速上升，从约 3,000 亿美元增至接近 1 万亿美元，相当于从银行体系中抽走约 7,000 亿美元流动性，使银行准备金下降。机制上：投资者购买短债 → 资金流入 TGA → 银行在美联储的准备金相应减少。这一过程实质上形成了“财政版 QT”，财政部成为收紧流动性的主导力量。
- 政府停摆使财政部积累现金、延迟支出，相当于以财政手段吸收市场流动性。部分机构称这一效应“de facto rate hikes”——财政行为相当于多次加息。结果是：美联储名义宽松，实际流动性却在收紧。市场表现为“名义宽松、实质紧缩”的反常格局，短期融资利率与风险资产均承压。

逆回购余额下降 (ON RRP 下行): 美联储的调节空间被压缩，ON RRP 不再能提供足够的流动性缓冲。

- 随着短期国债 (T-bill) 收益率略高于美联储逆回购利率 (约 3.9%)，货币基金有动力从 RRP 转向 T-bill。逆回购余额因此持续下降，系统“缓冲池”被消耗。若这些资金并未回流银行准备金，而被财政部吸入 TGA，则系统总流动性进一步下降。
- 本轮紧缩与前几轮的一个显著区别是，美联储的大部分量化调整都反映在资产负债表的负债端的表现是，隔夜逆回购机制持有量的下降，而不是银行储备的减少。逆回购余额曾经作为缓冲池提供了流动性，但近期接近消耗殆尽。

银行准备金下降 (Reserves 收缩): 流动性收紧甚至可能蔓延

- 银行体系在美联储的准备金余额降至约 2.85 万亿美元，为 2021 年以来最低。银行可支配的基础货币减少，回购、持债和支付能力均被削弱。外资银行现金资产在四个月内下降约 3,000 亿美元，表明全球美元流动性同步收缩。

→ 银行储备与 ON RRP 同时下降，意味着流动性不是在体系内重新分配，而是被财政吸走。

现在流动性是什么水平，未来政府关门何时解决？流动性将如何发展？

当前美国金融体系的流动性确实处于明显压力区间，但整体尚未达到 2019 年回购市场崩盘前的紧张程度。

- 银行体系准备金仍约在 2.8 - 2.9 万亿美元，虽逼近临界区间 (2.5 - 2.7 万亿)，但仍高于上一轮的警戒线，尚未触发广泛的融资挤兑。
- 此外，美联储的常设回购机制 (SRF) 在一定程度上提供了底部支撑，防止利率失控上行。我们也注意到，美联储近期集中通过工具注入了流动性。
- 因此，在无额外财政冲击或突发流动性事件的情况下，当前环境可视为“受压但未失衡”的稳态阶段。

→ 换言之，短期融资利率虽高企、资金面趋紧，但系统尚未进入 2019 年那种被迫干预的阶段。

截至目前，美国政府停摆已超越特朗普上一任在 2018 – 2019 年创下的三十多天纪录，成为史上最长一次。此前国会曾试图以一项将拨款延续至 11 月 21 日的临时决议案 (CR) 维持政府运转，但因两院分歧未能阻止停摆。

我们认为 11 月到 12 月中旬，政府结束停摆、恢复开门的可能性较大。这一方面是因为进入 12 月中旬，国会即将休会，民主党和共和党有理由在此前达成和解；此外，随着 12 月进入圣诞节传统假期，政府持续停摆的政治压力将难以承受：包括边检、航管部门等重要部门在人手短缺的情况下难以正常运作；补贴低收入家庭取暖、食品救济金等项目也可能延迟发放；接近百万的联邦临时雇员面临无薪工作、军饷发放也岌岌可危。

基于此，我们做出两种假设：

基准情景：政府在 11 月至 12 月初重开并恢复支出，资金重新流入银行体系“隐性宽松”

- 若政府能在 11 月至 12 月初重新开门并恢复财政支出，财政部将开始消耗高企的 TGA 余额，数千亿美元现金将重新流入银行体系。这将构成一次阶段性流动性释放，功能上类似“隐性 QE”。
- 目前事件进展也贴近这一情景：**截至 2025 年 11 月 9 日，美国国会参议院已就结束联邦政府“停摆”达成一致，提出将政府拨款延期到 2026 年 1 月作为临时解决方案。尽管后续仍然需要参议院和众议院表决通过相同文本以及总统签署，但为解决历史上最长一次政府停摆提供了曙光。**

图 11: 假设最新参议院版本得到众议院支持，那么流程上最快本周内可以期待政府重开

情景	可能性	时间节点	关键触发因素
通过	中高	11 月中旬，最快本周中 (约 11 月 12 – 13 日)	参议院已完成程序性投票，假设最快预计于 11 月 10 – 11 日完成正式表决；若众议院在 11 月 12 – 13 日间快速通过相同文本并由总统签署，政府可在本周正式重开。
不通过 / 拖延	低	11 月下旬至 12 月上旬	众议院保守派可能要求删除或修改与《平价医疗法案》(ACA) 相关条款，或坚持“干净的 CR”方案，导致法案回炉。若协商延误至感恩节节后，政治压力将在圣诞假期前急剧上升。

数据来源：建银国际

- 政治层面：参议院最快在 11 月 10 – 11 日完成最终表决，若众议院在 11 月 12 – 13 日间顺利通过并总统签署，政府可能于本周正式重开，市场信心得到显著提振；
- 财政层面：**流动性实质改善仍需等待财政支出真正恢复，即政府开门后，财政部动用堆积在 TGA 账户中的现金重新流入金融体系。在此之前，美国资金市场仍将处于财政吸储状态，短端利率与融资成本预计持续高位波动。**

风险情景：若停摆持续至 12 月，美联储或重演 2019 年流动性救助

- 若政府持续关门直至 12 月，美联储虽计划在 12 月初结束 QT，但届时银行准备金可能已降至临界线以下。
- 市场部分观点认为，鲍威尔宣布结束 QT 的时点偏晚，若财政部继续吸储、资金市场压力恶化，美联储可能被迫重启 2019 年以来的流动性干预机制——包括扩大临时回购操作 (repo)、临时性国债购买或直接释放短期准备金。
- 这类应急措施虽可迅速稳定短端融资成本，但将暴露政策被动性，削弱市场对 QT 退出路径的信任，并可能在年末触发更剧烈的风险资产波动。

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，而无需事先通知。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。收件人如对本文章内容有任何疑问，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通过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子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