

投资策略

全球市场策略：一鼓作气，难以为继——特朗普对等关税 7 月再探

原定于 7 月 9 日的关税截止日延期至 8 月 1 日，多国谈判仍在进行，美股重回高位

事件概况与时间节点回顾

2025 年 4 月 2 日，美国总统特朗普宣布启动“对等关税”机制，宣布对全球多个国家商品统一征收 10% - 50% 不等的关税，随后市场剧烈波动，政策节奏有所调整，4 月 9 日，美方宣布暂缓对除中国之外的多数国家提高“对等关税”税率，先维持普遍 10% 关税，留出 90 天窗口与盟友协商，截止到 7 月 9 日。

2025 年 7 月 8 日起，白宫陆续通过社交媒体向多国发布关税函件，并将原定 7 月 9 日启动的对等关税落地时间推迟至 8 月 1 日，以保留进一步谈判窗口。

特别地，中美之间在 4 月份关税战的极限施压，一度双方加征关税幅度高达 125%，伺候，双方高层逐步释放出重启谈判的意愿。5 月上旬，美中达成阶段性协议，对双边关税实施 90 天冻结，期间中国输美商品实际综合关税水平暂维持在约 30% 左右 (10% 对等关税和 20% 芬太尼关税)。

7 月有哪些谈判和协议的进展？

1. 美日协议：特朗普宣布达成，关税降至 15%，换取 5500 亿美元对美投资承诺

2025 年 7 月 22 日，特朗普宣布与日本正式达成“对等关税”协议，内容包括：

- **税率安排**：原计划 25% 的关税正式下调至 15%，成为目前为止唯一获得官方确认下调的主要国家。
- **汽车关税突破**：协议核心成果之一为日本汽车出口关税从 27.5% 下调至 15%，为美方首次在汽车领域对个别国家设立差异化国别待遇 (该类关税原属“232”扩展框架，未纳入一般对等关税清单)。此举将显著降低丰田、本田、日产等在美终端售价压力，也对欧盟构成政策模板压力。
- **对美承诺**：据特朗普社交媒体、白宫及综合媒体公开资料，日本将提供总额 5,500 亿美元的投资与贷款计划，覆盖能源、半导体、造船、关键矿产、医药等行业；特朗普宣布日本承诺采购 100 架波音飞机、扩大美农产品进口。
- **融资机制特殊性**：美财政部长 Bessent 公开表示，该税率优惠基于日本提出的“创新融资机制”，其他国家难以复制，具有“非对称可获得性”。

综合判断，该协议框架属于明显的**双边交易模型**，也意味着未来对其他国家是否给予 15% 税率，需提供等值交换筹码。

同时，值得注意的是，部分细节仍未被日本方面确认，存在最终落地版本弱于特朗普宣传框架的可能性。

2. 美欧协议：进入后期阶段，仍存 30% 上限威胁

特朗普在 7 月初向欧盟发出函件后，7 月下旬美欧谈判进入密集阶段，重点动态如下：

- **协议草案框架**：据 FT、Reuters 披露，双方接近就 15% 基准税率达成一致，并拟对飞机、药品、部分农产品与木材实行豁免。
- 尽管市场在美日达成协议后对美欧协议期待，但我们认为与日本相比，欧盟在与美国的贸易体系中扮演着**更复杂的角色**，其整体关税暴露度也显著更高。
 - ❖ 一方面，欧盟既是美国主要的汽车进口来源国，也是美国汽车出口的重要市场。2024 年，欧盟对美汽车出口总额超过 450 亿美元，是其对美出口结构中的核心项目之一；与此同时，美国对欧盟的整车及零部件出口也构成其汽车产业链布局的重要组成部分。特朗普多次指责欧洲对美汽车征收 10% 的关税，远高于美国在本轮关税战前对欧洲汽车征收的 2.5%，并将此作为“不公平贸易”的典型例证，因此在汽车关税领域，**欧盟较日本可能面临更高的让步门槛**。
 - ❖ 另一方面，欧盟也是美国钢铁与铝的核心进口来源之一。2024 年，欧盟占美国钢铝进口超 10%。特朗普政府于 2025 年已宣布重启 50% 的全球统一钢铝关税，欧盟未获得豁免，其钢铝出口将直接承压。
 - ❖ 此外，欧盟还是美国高附加值制造品的主要出口市场与潜在竞争者，医疗器械、制药、航空设备等领域均存在复杂的贸易摩擦与潜在对抗。



赵文利

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com



姜越

(852) 3911 8243
verajiang@ccbintl.com

- 综上，欧盟同时具备“汽车贸易双边体、钢铝出口大户、高端制造伙伴/竞争者”三重身份。在当前贸易谈判中，其所面临的既是对等关税压力，也是汽车、钢铝等重点产业的专项关税挑战。相较日本，欧盟在应对特朗普政府的“行业+国别”双轨施压策略中，议题更广、筹码更散、博弈成本更高。此议题仍为欧盟核心痛点之一。
- **最后通牒**：若在8月1日前未能达成协议，特朗普威胁美国将对全部欧盟出口商品统一征收**30%对等关税**。
- **欧方反制措施**：欧盟委员会已完成一套总额达**930亿欧元**的对美反制关税清单，并获得成员国初步同意，最快于8月7日正式启动。

当前谈判节奏虽快，但针对行业的钢铝、汽车关税仍然是争议焦点，显示其结构性分歧尚存，协商窗口虽开启，但仍具有对抗性张力。

3. 中美谈判：下轮经贸谈判动态

- **谈判安排**：2025年7月27-30日，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将在瑞典斯德哥尔摩与美方展开经贸会谈
- **谈判背景**：90天休战期将于8月12日结束，中美目前聚焦于非关税议题，如科技出口、半导体供应链、安全政策等。英伟达等科技企业部分恢复对华供应，显示谈判正释放阶段性缓和信号。

关税政策分层机制逐步成型

我们在图表一梳理了4月到7月主要国家的对等关税情况。我们此前就提出，特朗普在构建对等关税时对不同国家采取不同的分层策略，2025年7月本轮税率调整及以往政策声明观察，更加明确了分层逻辑，我们认为是**3个层次+数个特殊处置逻辑国家组**的分层机制，值得注意的是，这些层次不是固化的，而是根据美国和多个国家的沟通协商，不停动态变化。

1. 第一层：对美逆差国与小体量盟友（适用税率≈10%）

代表国家：英国（已达成协议）、阿联酋等。

基本特征：

- 对美长期存在贸易逆差；
- 属于传统盟友或中小立体量经济体，议价能力有限；
- 政策目标更偏向维稳与象征性施压。

本轮调整情况：

- 适用10%左右象征性对等关税；
- 保留较高水平的个别豁免与灵活通道；
- 特朗普团队公开表示，未来或对约百个国家实施10%-15%统一基准税率，该类国家极可能列入其中。

政策意图：

- 非以贸易为矛，更多是战略统一施政版图，树立“默认门槛”。

2. 第二层：顺差但具战略价值国家（适用初始税率区间15%-35%）

代表国家：日本（即将达成协议）、韩国、印尼等。

基本特征：

- 与美国存在中长期贸易顺差，顺差结构具有持续性；
- 同时在安全、科技、地缘战略等方面扮演关键合作角色；
- 与美国具备“结构性矛盾+战略互信”的双重属性。

本轮调整情况：

- 税率普遍维持在15%-35%中间区间；
- 日本税率仅由24%小幅上调至25%，具有象征性，后续特朗普宣称达成协议，将美国对日本的关税下降至15%；
- 韩国保持在技术关键领域的模糊平衡，未被施加显著额外压力。

政策意图：

- 当前施政节奏呈“轻度警告”性质；
- 税率水平虽略高于第一层10%，但尚未进入惩罚区；
- 谈判信号显著强于封锁意图，仍属可沟通范畴。

预期演进：

- 不具备短期完全豁免条件；
- 可通过扩大在美投资、采购结构调整等方式争取“结构性减压”窗口；
- 预计达成协议后（包括对美国加大投资、提供更多准入），大部分国家税率有在此区间内边际下移的空间，最低可以达到10%-15%的象征性关税。

3. 第三层：中低收入顺差国、无结构合作与转口高风险国（适用初始税率区间35%-40%）

代表国家：越南（已达成协议）、孟加拉国、塞尔维亚、波黑、柬埔寨、缅甸、老挝等。

基本特征：

- 多属劳动力密集型经济体，对美出口高度集中于低附加值制造业（服装等）；
- 技术资源、地缘节点缺失，难获优待；
- 与美国的战略和产业无明显合作切入；
- 某些国家（如柬埔寨、缅甸、老挝）被美明确标注为“中国产能转口通道”，被视为风险节点。

本轮调整情况:

- 普遍适用 35% - 40% 的中高税率;
- 个别国家如老挝出现技术性下调 (由 50% 降至 40%), 但依然处于优先封堵名单;
- 缅甸、柬埔寨等未显豁免迹象, 税率保持在上限区间。

政策意图:

- 本轮税率并非单独施压手段, 而是配合下一阶段将启动的“原产地可追溯机制”与“反规避路径审查制度”所作部署;
- 目标在于系统封堵“洗产地”出口路径, 断绝中国—东南亚—美国产业链转口模式;
- 警示型加税, 非结构性禁运, 美国希望针对的是中国的区域出海通道而非这些国家本身。

预期演进:

- 若配合追溯与审查机制推进, 未来如果和美国达成协议不排除部分国家参考泰国方案引入“本地制造 (较低税率) + 转口货物 (较高税率)”税率区分;
- 但无论谈判结果如何, 美国对这些国家的最低税率也难以达到前两个层级下限的 10% 左右, 而是维持在更高水平 (约 20% 左右);
- 存在战略缓冲空间, 建立“合规转口合作框架”成为可能。

4. 特殊处置逻辑国家组

1) 中国: 未明确列入, 交涉重心仍在非关税壁垒

背景:

- 2025 年 5 月中美阶段性共识达成, 2025 年新增美对中美关税 30% (10% 对等关税, 20% 芬太尼关税) 维持 90 天 (至 8 月 12 日);
- 当前谈判重心转向非关税议题 (如稀土、战略安全), 近期英伟达恢复对华供应 H20 亦显示中美达成阶段性进展;
- 特朗普近期频释访华意愿, 公开对话窗口期不具新增加税基础。

本轮调整情况:

- 基础税率暂未变动;
- 多项间接策略信号清晰, 显示其“绕道封堵”逻辑成型。

预期演进:

- 越南“转口商品”被课征 40%, 直接验证美方正通过第三国设立“边缘高墙”以压制中国出口产业;
- 我们预计, 美对华关税落区预测维持在 10% - 60%, 为兼顾施压强度与谈判留口。
- 美国对特定类别 (半导体、稀土等) 仍将具有针对性方案;
- 设置“行业导向性高税率清单”, 维持战术性施压弹性。

2) 欧洲: 策略重心转移后的第一波结构化强压

背景:

- 如前文所述, 欧洲与美国贸易关系紧密, 在钢铝、汽车、高端制造等多个领域同时存在彼此依赖和相互竞争的关系;
- 欧盟内部长期无法就对美策略形成一致口径;
- 对汽车、农产品、数字增值税等领域拒绝实质性让步;
- 中美协议稳定释放出“再分配战略焦点”窗口, 使特朗普政府重返欧洲议题主场。

本轮调整情况:

- 2025 年 7 月, 特朗普政府推动设定 15% - 20% 统一下限;
- 同步发出最后通牒: 如 8 月 1 日前未达成协议, 将对欧盟全产品统一征收 30% 关税;
- 欧盟方面希望仿照日本, 寻求 15% 的关税, 以及汽车等行业的减免, 但同时也做好反击的准备。

政策意图:

- 美国明确施压并寻求交易;
- 特朗普借此争取本国钢铁、汽车制造业的基本盘选民。

3) 墨西哥与加拿大: USMCA 协定下的压力

背景: 两国同为《美墨加协定》(USMCA) 成员, 地理接壤、产业链深度融合。尽管特朗普政府多次表态“因芬太尼问题将对加墨施加关税”, 但在实际执行中, 大多数普通商品仍通过 USMCA 框架下的原产地规则获得豁免, 维持零关税待遇。

值得注意的是, 在国别导向型关税 (如芬太尼关税、对等关税) 方面, 加拿大与墨西哥的部分商品通过 USMCA 条款获得阶段性豁免; 但在行业导向型关税方面 (特别是钢铁和铝), 两国则未被豁免, 需适用美国于 2025 年 6 月起生效的 50% 全球统一税率。

政策意图:

- **加拿大:** 乳制品配额、软木材补贴、数字服务税被视为对美企形成结构性不公;
- **墨西哥:** 芬太尼跨境流入管控不足、汽车零部件规避原产地规则、对华转口比例过高, 以及非法移民问题持续恶化;
- **钢铝领域等:** 墨西哥与加拿大是美国当前主要的钢铝进口来源国。特朗普政府 2025 年 6 月通过决定对全球钢铝产品实施统一 50% 关税, 其中加墨亦未获豁免, 反映出其在本轮政策中不再延续 2019 年以来对在邻国 (reshoring) 的豁免例外。此外, 考虑到中国在钢铁与铝的全球上游供应链中长期占据主导地位, 特朗普政府亦将此作为间接制衡逻辑之一。其在第一任期内 (2018 年起) 已通过 232 条款对中国产成钢铝制品加征 25% 关税, 2025 年则将加税目标延伸至更广泛的终端路径与第三国出口。

本轮调整情况：

特朗普政府威胁，若在谈判截止前未达成双边协议，将自 2025 年 8 月 1 日起分别对墨西哥征收 30%、对加拿大征收 35% 的对等关税。

未来预演：

- 在供应链重构、税收主权、非法移民与毒品走私等问题上，提升整体谈判筹码与政策杠杆强度。
- 由于目前 USMCA 框架仍在，尽管加拿大、墨西哥可能未来不具备“自动豁免”的待遇，但预计或在谈判后能得到一定程度的减轻、延期和豁免，未来对等关税和行业关税实质影响仍大概率弱于预期。

4) 巴西：结构性地缘分歧导致的战略性加税

背景：

- 现任卢拉政府整体积极推行南南合作、多极秩序政策，倾向深化对华合作；
- 支持金砖机制扩容与本币结算，已被特朗普视为“去美元化核心力量”；
- 特朗普多次公开表达对前任政府博索纳罗系的政治支持。

本轮调整情况：

- 2025 年 7 月，美国宣布对巴西实施统一 50% 关税，远高于 10% 基础税率；
- 明显带有地缘政治惩罚意图。

贸易结构实况：

- 商品项对美有小幅顺差；
- 服务项长期为美方逆差，双边经常账户大致平衡；
- 本轮关税升级并非基于传统贸易逆差逻辑，而系政治对抗驱动。

政策目标：

- 抑制中国资本在巴资源型产业（稀土、铝、铁矿等）深化渗透；
- 打压巴西农产品在全球市场与美国的直接竞争力（大豆、玉米、牛肉等）；
- 借经济施压干预巴西内政，削弱卢拉执政基础，为 2026 年右翼重回政坛预设舆论与经济路径。

预期路径：

- 若右翼上台，美巴可能推进关键矿产供应链战略协作；
- 有望成为美国未来资源中的锚定节点，为特朗普在美洲扩大影响力做铺垫。

为何市场反应烈度不及预期？

1. 市场原先已对极限统一制裁模型计价（“70% 全覆盖”框架）

2025 年 7 月特朗普公开表示如果未在 7 月 9 日达成协议“考虑将关税提高至 70%”，全球投资者普遍预期本轮 7 月调整将落地一个更具系统性冲击的路径，即：

- 对中国直接再度加码；
- 对欧盟、日本等传统盟友恢复统一高税率；
- 对大部分国家征收更高的税率。

然而，最终公布内容明显弱于上述极限情景。对等关税的截止日期延期到 8 月，此外，不仅未对中国实施任何新增关税，且除巴西一国外未见 50% 以上税率设定，整体结构仍以 25 - 35% 的可谈判区间为主，显著低于市场先前的最差预期。

2. 核心国家资产的“战术性豁免”强化边际信心

特朗普政府在具体落地过程中对部分关键经济体执行了较为明显的战术性豁免安排，进一步稳定市场对全球产业链风险的再定价路径：

- 中国作为风险定价锚点，未被点名亦无隐性加压（如技术限制、制度阻断）；
- 欧盟虽被列为重点谈判对象，但截至目前仅停留在“函件通知”层面，未正式启动加征程序；
- 墨西哥、加拿大继续享受 USMCA 协定项下的豁免地位，仅有特朗普口头威胁，未遭实质措施覆盖；
- 日本、韩国所涉税率上调幅度极为有限，反映出美方在亚太经济体之间仍保留谈判缓冲空间。

3. 法律基础与行政层级弱于 2025 年 4 月“对等关税”轮次

与 2025 年 4 月通过《IEEPA》与国家紧急状态直接授权的“对等关税”行政令相比，当前 7 月特朗普向各国发布函件行动在法律结构上明显层级更低：

- 当前对各国的关税调整并未伴随新的行政命令或国家安全声明，相关通知均以信函“提前告知、敦促谈判”为主；
- 同时政策释放节奏亦呈现“阶段公布、逐国通知”的非对称式递进，缺乏此前“立即落地、一致覆盖”的冲击力；
- 在缺乏统一执行路径与监管动员机制的背景下，市场对政策传导的实际强度判断明显下降。

4. T.A.C.O.路径已被市场熟悉，特朗普政策预期存在结构性折价

经过多轮博弈与事件演化，市场交易层面对特朗普政府的政策模式已逐渐形成结构性认知——即 T.A.C.O.路径 (Trump Always Chickens Out, 即“特朗普总会临阵退缩”):

- 该路径特征在过去一年多出现，包括 2025 年 4 月对等关税、对美联储主席鲍威尔的辞职施压谈判，以及近期针对越南、日本的关税威胁等；
- 特朗普政府往往在初期释放极限政策锚点，通过社交媒体宣示立场，中期辅以函件、闭门谈判与定向豁免，最终在实质落地环节选择调整或延后，政策表现弱于前期言辞；
- 当前 7 月函件关税行动仍然延续上述路径，呈现出更强的谈判意图而非决策终局逻辑，且多国关税仍处协商窗口区间，进一步强化了市场“交易特朗普 TACO”的信心结构。

如何看待近期的美股新高？

我们在 6 月的月报与半年度策略中曾明确指出，7 月市场将呈现从 risk-off (市场趋于避险) 向 risk-on (风险偏好上升) 的切换，判断美股存在突破历史新高的动能，但突破之后的上行空间有限，并预判 7 月内不具备实际降息条件。

当前实际进展基本符合上述路径：宏观事件扰动小于预期、贸易关税传导节奏较慢、美联储口径维持观望。我们维持既有观点：

7 月的降息窗口已基本关闭。

但在美股已突破关键点位后，市场交易主线将逐步从流动性博弈回归到企业盈利基本面。我们建议投资者密切关注未来几周的财报披露，尤其是大型科技股的盈利表现，并结合估值水平与交易结构，适度在高位进行获利了结操作。

八月是真正的截止日期吗？

1. 对大多数体系内国家而言，8 月是关税谈判的关键窗口期

特朗普政府希望在 2025 年三季度前完成与日本、韩国、印尼等国家的对等关税协议，以便将结果包装为中期选举前的“国际谈判胜利”纳入竞选宣传体系。由此推测，多数国家在 8 月前完成谈判或进入冻结状态的概率较高。

2. 对于战略逻辑特殊国家 (如欧盟与中国)，8 月未必构成实质性截止点

特朗普政府有动机在此类国家身上维持施压弹性，继续释放“威胁—谈判—回调”的交易信号，以便根据国内政治气候、民调需求或外交议题灵活调整姿态。

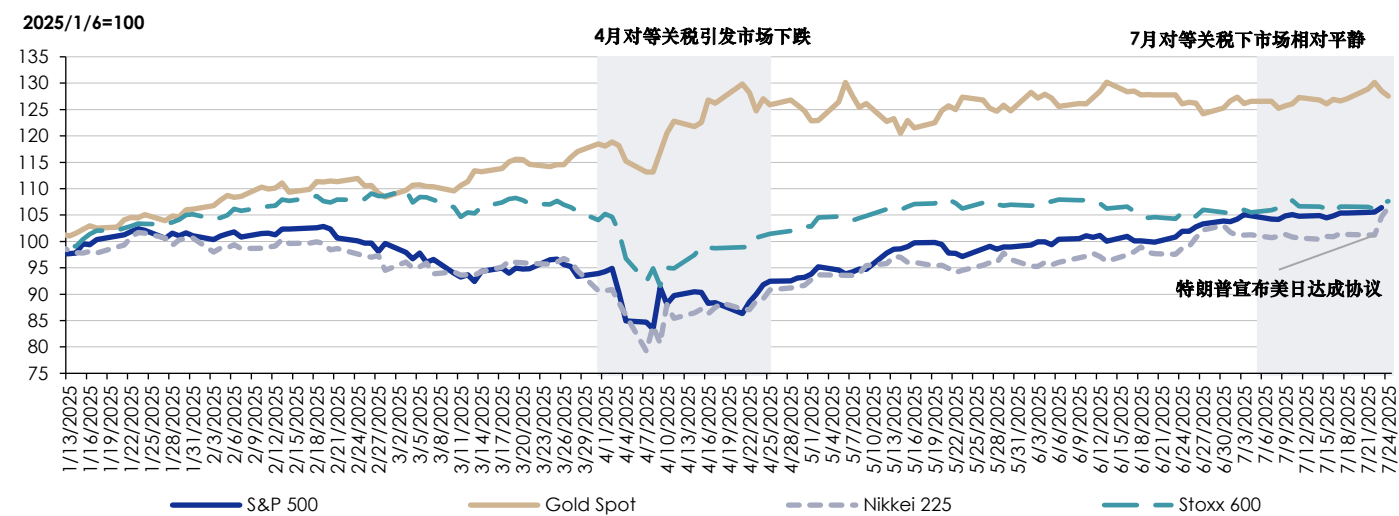
特别是欧盟，在数字税、汽车关税与农产品议题上的让步高度不一致，可供特朗普延迟“打分”，用于后续博弈与选战阶段再行调度；而中国因当前关税协议设有 90 天“冻结窗口” (至 8 月 12 日)，其后谈判节奏亦可能重新调整。

图表一：对等关税的更新

层级划分	国家/地区	对等关税 (4.2-4.8)	对等关税 (4.9-7.8)	对等关税 (7.9-7.31)	是否收到本 轮关税信件	对等关税 (8.1-)	备注
*特殊处置逻辑国家组	中国	34%	谈判后 10% 对等关税	10%	否	10%，至 8 月 12 日	除对等关税外，2025 年年初特朗普宣布对中国加征 20% 芬太尼关税；7 月，特朗普态度软化，暗示和中国的对等关税可能可以在 8 月基础上再延期
	欧盟	20%	10%	10%	是	30%	特朗普威胁如果未达成协议将关税上升到 30%
	加拿大	未征收	未征收	未征收	是	35%	此前有受芬太尼关税以及部分行业关税威胁，但部分商品关税仍在 USMCA 框架下豁免
	墨西哥	未征收	未征收	未征收	是	30%	此前有受芬太尼关税以及部分行业关税威胁，但部分商品关税仍在 USMCA 框架下豁免
	巴西	10%	10%	10%	是	50%	
第三层：中低收入 顺差国、无结构合 作与转口高风险国 (适用初始税率区间 35%-40%)	越南	46%	10%	10%	否	20%; 40%	特朗普 7 月 2 日宣布与越南达成协议：本土产品 20% 关税，转口贸易 40% 关税
	泰国	36%	10%	10%	是	36%	
	柬埔寨	49%	10%	10%	是	36%	
	孟加拉国	37%	10%	10%	是	35%	
	斯里兰卡	44%	10%	10%	是	30%	
	缅甸	44%	10%	10%	是	40%	
	塞尔维亚	37%	10%	10%	是	35%	
	老挝	48%	10%	10%	是	40%	
	伊拉克	39%	10%	10%	是	30%	
	利比亚	31%	10%	10%	是	30%	
第二层：顺差但具 战略价值国家 (适用初始税率区间 15%-35%)	日本	24%	10%	10%	是	25%——>15% 即将达成贸易 协议，可能因 此豁免	特朗普 7 月 22 日宣布与日本达成贸易协议，关税 15%+5500 亿美元对美投资
	印度	26%	10%	10%	否		
	韩国	25%	10%	10%	是	25%	特朗普暗示 7 月中达成贸易框架
	印度尼西亚	32%	10%	10%	是	19%	
	马来西亚	24%	10%	10%	是	25%	
	南非	30%	10%	10%	是	30%	
	菲律宾	17%	10%	10%	是	20%	
	突尼斯	28%	10%	10%	是	25%	
	哈萨克斯坦	27%	10%	10%	是	25%	
	阿尔及利亚	30%	10%	10%	是	30%	
	波黑	35%	10%	10%	是	30%	
	文莱	24%	10%	10%	是	25%	
	摩尔多瓦	31%	10%	10%	是	25%	
第一层：对美逆差 国与小体量盟友 (适用税率 ≈ 10%)	英国	10%	10%	10%	否	10%	5 月 8 日达成协议
	新加坡	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	以色列	17%	10%	10%	尚不确定	-	
	智利	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	澳大利亚	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	巴基斯坦	29%	10%	10%	尚不确定	-	
	土耳其	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	哥伦比亚	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	秘鲁	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	尼加拉瓜	18%	10%	10%	尚不确定	-	
	挪威	15%	10%	10%	尚不确定	-	
	哥斯达黎加	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	约旦	20%	10%	10%	尚不确定	-	
	多米尼加共和国	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	阿拉伯联合酋长国	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	新西兰	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	阿根廷	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	尼瓜多尔	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	危地马拉	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	洪都拉斯	10%	10%	10%	尚不确定	-	
	马达加斯加	47%	10%	10%	尚不确定	-	

资料来源：综合媒体，建银国际

图表二：相对于 4 月的恐慌情景，7 月市场对于“对等关税”更为平静



资料来源：彭博，建银国际

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，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 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