



双维度分析加息对美国消费的影响

在 [2022 年中期宏观经济展望](#) 中，我们对今年下半年美国经济主线的判断是 **调整过热的经济**，其中 **消费的回落幅度** 是市场关注点之一。目前，消费增长仍高于趋势，原因在于：i) 服务业复苏滞后，夏季的边境重开使得服务消费激增，并可能随之达到峰值；ii) 劳动力市场复苏仍然稳固；iii) 总需求尚未出现因消费降级而出现萎缩的迹象。但是，我们认为总需求将不得不回落，因为菲利普斯曲线显示，当通胀率下降到 5% 时可能意味着失业率飙升到 5%。此外，借贷成本的上升也直接损害了消费能力。我们预计美国家庭房贷利息负担将从去年四季度的 3,399.2 亿美元攀升至今年二季度的 6,372.6 亿美元，该体量与美国一个月的零售额相当。

通过自上而下梳理美国个人消费支出的结构，我们将分析重点落在 **耐用品、非耐用品、家庭服务及其细分项目** 上，并从 **过度消费程度** 和 **对加息的敏感程度** 两个维度对下半年美国的消费前景进行分析。

维度一：美国个人消费支出各项的过度消费程度。耐用品过度消费程度高于非耐用品，其中，**娱乐商品及交通工具、其他耐用品、服装鞋帽、家具和家用设备** 的过度消费程度最高。拆分耐用品各项后，**居家办公相关的商品** 过度消费较严重；股市火热和房地产价格走高带动的财富效应，推动了疫情期间 **珠宝手表** 和部分休闲交通工具的过度消费。

维度二：美国个人消费支出各项对加息的敏感程度。不论是通过压低消费增长潜力、还是通过挤压消费空间，加息最终都将造成消费需求的回落。我们将弹性的概念进一步引申，用需求利率弹性来描述需求量随联邦基金利率变动而变化的程度，进而反映商品需求对加息的敏感程度。

根据加息幅度，结合两个维度的分析结果，我们预计 **耐用品** 在 6-12 月的消费收缩较显著，尤其是 **娱乐商品及交通工具、其他耐用品、家具和家用设备** 三项，以及 **手机、电脑和平板、软件和配件、音像器材、计算器和打印机** 五个细分项目。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2022 年 07 月 28 日

相关报告：

[《2022 年中期宏观经济展望：全球完美风暴，中国韧性突显》](#) (2022-06-02)

[《美联储紧缩拐点隐现，欧央行最快 7 月加息——SPDBI 全球央行观察 \(2022 年 5 月刊\)》](#) (2022-05-23)



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

宏观灼见

双维度分析加息对美国消费的影响

图表目录

图表 1: 美国实际 GDP 同比增速及各项贡献率	3
图表 2: 美国实际个人消费支出的同比增速和三年年均增速	3
图表 3: 美国个人消费支出的构成情况和各项目占比	4
图表 4: 美国实际个人消费支出及线性趋势	5
图表 5: 从三年年均增速来看, 疫情期间美国商品消费过度、服务消费受抑制	5
图表 6: 美国实际消费增速显著高于实际工资增速, 反映出当前存在过度消费	6
图表 7: 2022 年 5 月, 美国个人储蓄率维持 5.4% 的低位, 反映出疫情期间过度消费严重	6
图表 8: 2022 年 1-5 月, 美国实际个人消费支出各项的三年年均增速	6
图表 9: 2022 年 1-5 月, 美国实际个人消费支出中耐用品各项的三年年均增速	7
图表 10: 2022 年 5 月, 美国实际可支配收入同比增速和三年年均增速维持低位	8
图表 11: 美国就业调查显示, 认为未来 6 个月工资下降的比例大幅上升	8
图表 12: 1990-2022 年, 美国菲利普斯曲线	9
图表 13: 美国实际零售与就业同比增速趋势较一致, 就业增速回落将带动零售增速下行	9
图表 14: 美国单位劳动力产出和单位劳动力成本的增速分化	9
图表 15: 美国名义和实际零售同比增速	9
图表 16: 2022 年二季度, 美国家庭的房贷利息负担已显著加剧	10
图表 17: 美国实际零售同比增速与股票市场表现相一致	10
图表 18: 美国实际零售同比增速与房价增速的趋势相一致	10
图表 19: 美国房屋建筑商取消率大幅上升	10
图表 20: 2022 年 6 月的美联储点阵图	11
图表 21: 利率期货市场隐含加息幅度显示, 年底较大概率回升至 3.25-3.50% 的区间	11
图表 22: 美国个人消费支出的构成情况和需求利率弹性	12
图表 23: 2022 年下半年, 利率期货市场的隐含加息幅度趋势	12
图表 24: 基于隐含加息幅度, 我们预计美国实际个人消费支出同比将大幅下行	12
图表 25: 基于 6、7 月实际加息幅度 (150 个基点) 和 100 个基点的隐含加息幅度, 2022 年 6-12 月美国个人消费支出各项的预计变动幅度和比例	13
图表 26: 基于 6、7 月实际加息幅度 (150 个基点) 和 100 个基点的隐含加息幅度, 2022 年 6-12 月美国个人消费支出各项的预计变动幅度和比例	14
图表 27: 美国个人消费支出中耐用品、非耐用品、家庭消费的需求利率弹性、实际个人消费支出增速、以及在实际个人消费支出中的占比	15
图表 28: 美国个人消费支出中耐用品项下的需求利率弹性和实际个人消费支出增速	15

双维度分析加息对美国消费的影响

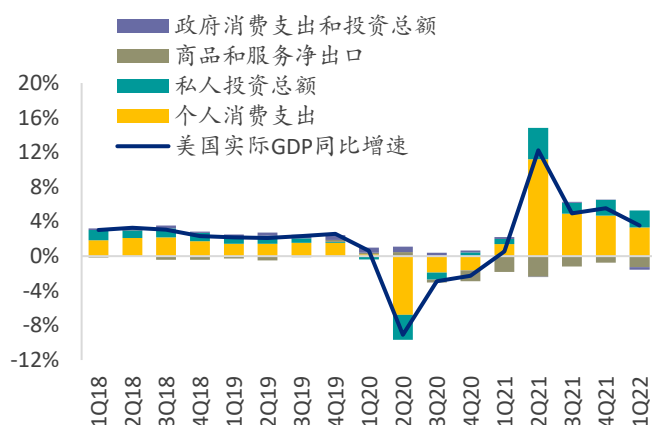
在 [2022 年中期宏观经济展望](#) 中，我们对今年下半年美国经济主线的判断是 调整过热的经济，其中 库存的结构性问题 和 消费的回落幅度 将是两大关注点。作为美国经济的“压舱石”，消费回落将直接影响美国经济增速。因此，对于美国消费前景的分析成为市场关注的焦点。

导致消费回落最直接的原因就是 通胀和加息。算上 7 月议息会议通过加息 75 个基点的决定，美联储今年已累计加息 225 个基点，是 1980 年代初以来节奏最快、幅度最大的加息周期。7 月议息会议后，市场预期今年 9 月加息 50 个基点，11 月和 12 月各加息 25 个基点，今年剩下的时间总加息 100 个基点。我们认为未来 12 个月美国经济衰退是大概率事件，当中个人消费对经济增长的贡献有可能转负。

2022 年一季度，美国实际 GDP 同比增长 3.5%，较去年四季度下降 2.0 个百分点。其中，个人消费支出对实际 GDP 同比增速的贡献率从去年四季度的 4.7 个百分点降至今年一季度的 3.3 个百分点（图表 1）。2022 年 5 月，美国实际个人消费支出的三年年均增速为 2.0%，较前期下降 0.2 个百分点，为年初以来最低增速（图表 2）。展望未来，我们预计 疫情期间的过度消费和下半年的持续加息，将导致消费继续回落并带动美国经济增速进一步下行。

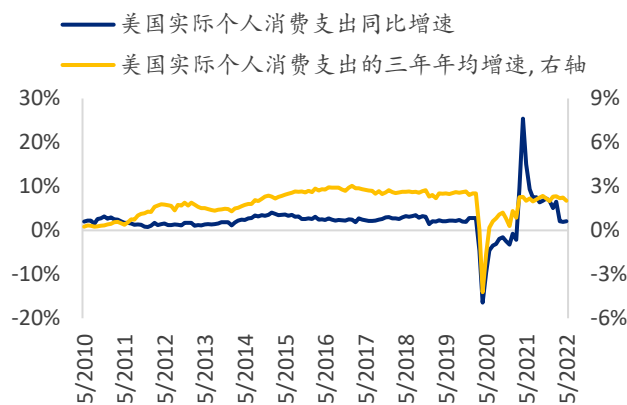
我们从两个维度出发，通过对过度消费程度的测算和加息敏感程度的测算，对下半年美国的消费前景进行分析。具体的，我们使用三年年均增速作为衡量过度消费程度的指标；对于加息如何冲击消费，我们使用需求利率弹性来进行衡量。

图表 1：美国实际 GDP 同比增速及各项贡献率



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 2：美国实际个人消费支出的同比增速和三年年均增速

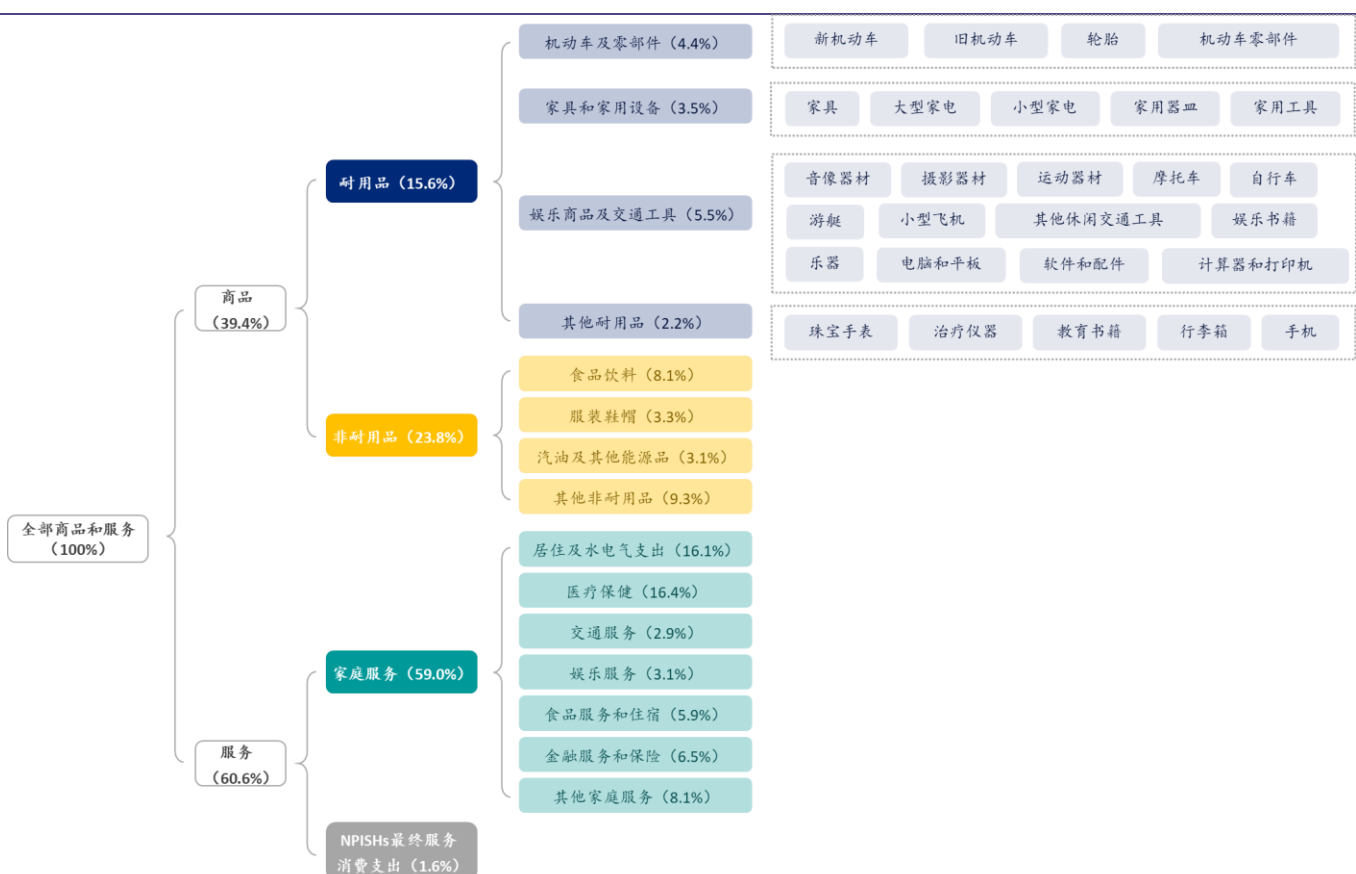


资料来源：Macrobond，浦银国际

从整体到细分，自上而下对美国个人消费支出进行双维度的结构性分析。根据美国个人消费支出结构，消费可以分为商品和服务两项，其中商品包括耐用品和非耐用品，服务包括家庭服务和 NPISHs 最终服务消费支出。根据过去三年的数据，商品（39.4%）和服务（60.6%）在实际个人消费支出中呈现“四六分”的格局，其中家庭服务（59.0%）占比最大，非耐用品（23.8%）和耐用品（15.6%）占比接近，NPISHs 最终服务消费支出（1.6%）的占比较小，四项占比的分化较大（图表 3）。

因此，我们对个人消费支出的分析将重点关注耐用品、非耐用品、家庭服务，并将三项进一步地拆分为：机动车及零部件等 4 项（耐用品）；食品饮料等 4 项（非耐用品）；居住及水电气支出等 7 项（家庭服务）。此外，单从定性的角度考虑，耐用品在疫情期间的过度消费相对严重、对加息更为敏感，我们将耐用品项下的机动车及零部件等 4 项继续拆分为 27 个子项目，从而进行更深入的分析。

图表 3：美国个人消费支出的构成情况和各项目占比



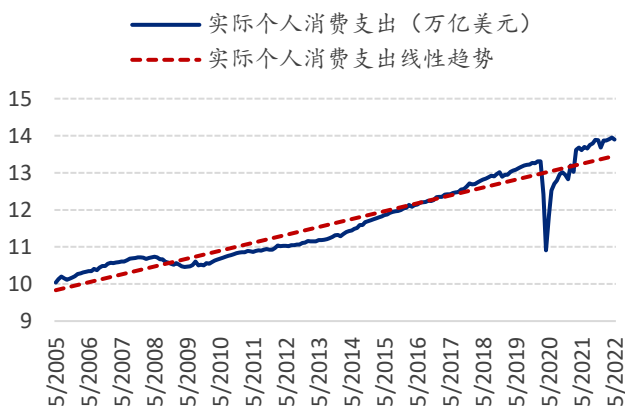
资料来源：U.S. Bureau of Economic Analysis, 浦银国际计算

维度一：美国个人消费支出各项的过度消费程度

货币和财政政策双重推动下，叠加疫情防控措施的影响，美国出现不均衡的过度消费格局。在积极的财政政策和宽松的货币政策支持下，2021年美国个人消费支出增长约7.9%，其中商品消费增长12.2%、服务消费增长5.8%，反映出疫情防控措施对非接触型消费（商品）的负面影响明显小于对接触型消费（服务）的负面作用，以及美国家庭在疫情期间对商品存在过度消费。整体来看，疫情后美国实际个人消费支出显著且持续地高出2005年以来的线性趋势，反映美国存在整体的过度消费问题（图表4）。

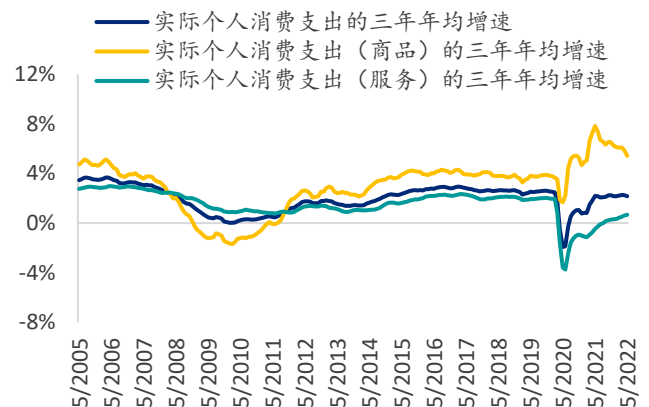
过度消费挤占了未来的消费需求。2022年5月，就三年年均增速而言（图表5），商品消费的恢复程度远超疫情前的水平（4.9%），服务消费则刚刚回到2019年同期的水平（0.7%）。我们认为，美国家庭在疫情期间对商品的过度消费，将导致未来商品消费需求的回落；随着旅游开放，今年暑假服务消费将迎来短暂的恢复性增长，这也会进一步挤压商品消费需求。

图表4：美国实际个人消费支出及线性趋势



资料来源：Macrobond，浦银国际

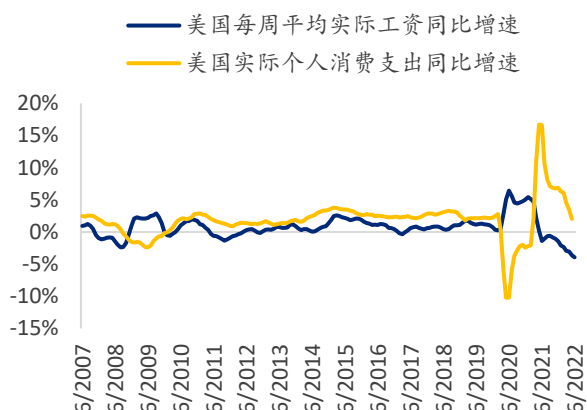
图表5：从三年年均增速来看，疫情期间美国商品消费过度、服务消费受抑制



注：3个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

消费与工资增速差值收窄、储蓄率降低将带动消费回落。作为衡量过度消费的指标，美国个人消费支出与工资的同比增速差在疫情期间触顶后逐渐回落、2022年5月维持5.7个百分点，反映出过度消费逐渐趋缓、零售增速存在继续下行的压力（图表6）。2020年，新冠疫情暴发导致美国个人储蓄率一度升至33.8%的历史高位。此后，伴随疫情逐渐受控和消费持续复苏，美国个人储蓄率基本维持下行趋势（除了2021年一季度储蓄率出现较大回升以外），2022年5月降至5.4%的水平，显著低于疫情开始前2019年的均值（7.6%），反映出疫情期间过度消费挤出了部分储蓄、并将导致消费潜力的下降（图表7）。

图表 6：美国实际消费增速显著高于实际工资增速，反映出当前存在过度消费



注：3个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

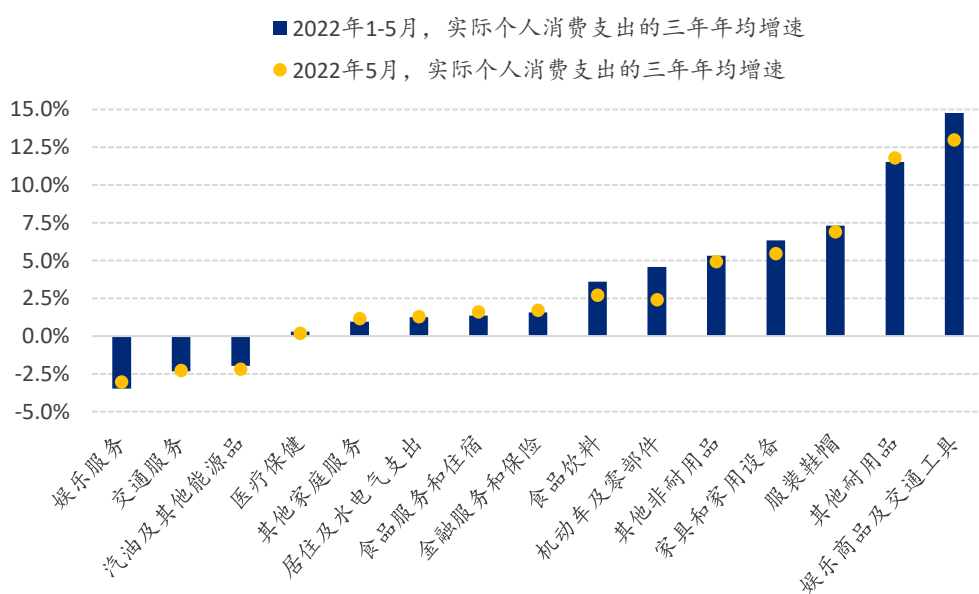
图表 7：2022 年 5 月，美国个人储蓄率维持 5.4% 的低位，反映出疫情期间过度消费严重



资料来源：Macrobond，浦银国际

耐用品过度消费程度较高。根据 2022 年 1-5 月实际个人消费支出的三年年均增速，我们发现：耐用品 (9.4%) 的过度消费程度高于非耐用品 (4.0%)，家庭服务 (0.5%) 不存在过度消费问题。其中，娱乐商品及交通工具 (14.8%)、其他耐用品 (11.5%)、服装鞋帽 (7.3%)、家具和家用设备 (6.3%) 的过度消费程度最高；由于疫情防控措施的限制作用，娱乐消费 (-3.5%)、交通服务 (-2.3%)、汽油及其他能源品 (-2.0%) 的消费仍未恢复至疫情前的水平 (图表 8)。

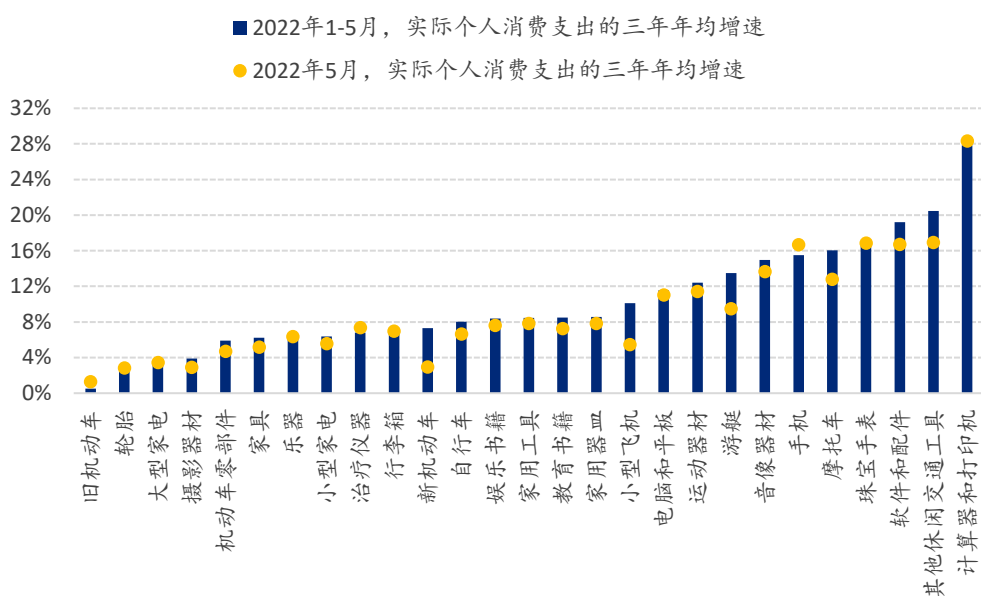
图表 8：2022 年 1-5 月，美国实际个人消费支出各项的三年年均增速



资料来源：Macrobond，浦银国际计算

居家办公相关的商品过度消费严重。拆分耐用品各项后，我们发现居家办公相关的商品过度消费较严重：2022年1-5月，计算器和打印机（27.8%）、软件和配件（19.2%）、手机（15.5%）、音像器材（15.0%）、电脑和平板（11.6%）的实际个人消费支出三年年均增速较快。此外，股市火热和房地产价格走高带动的财富效应，推动了疫情期间珠宝手表和部分休闲交通工具（摩托车、游艇、小型飞机）的过度消费（图表9）。

图表 9：2022 年 1-5 月，美国实际个人消费支出中耐用品各项的三年年均增速



资料来源：Macrobond，浦银国际计算

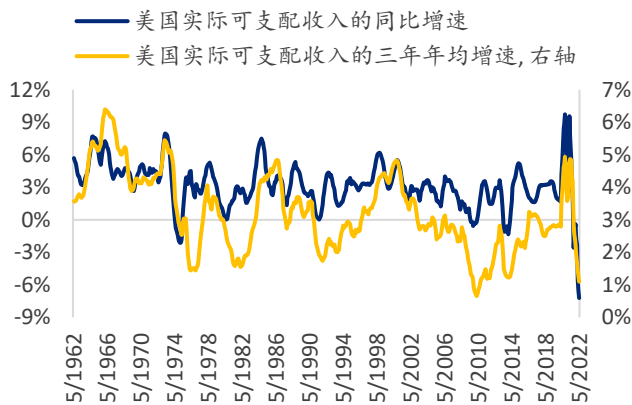
维度二：美国个人消费支出各项对加息的敏感程度

加息对消费的冲击存在两个途径——压低消费增长潜力和挤压消费空间。

首先，加息增大了经济下行压力和衰退概率，带动实际收入下降和收入预期转弱，这将压低消费增长潜力。其次，加息一方面带动借贷成本上升、推高利息负担，另一方面造成资产价格回落、减弱财富效应，两方面都将挤压消费空间。不论是通过压低消费增长潜力的途径、还是通过挤压消费空间的途径，加息最终都将造成消费需求的回落。

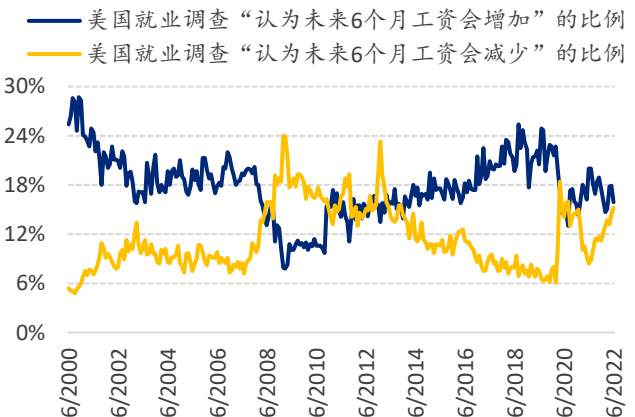
加息压低消费增长潜力。在经济复苏见顶回落的背景下，美联储开启加息周期增大了经济下行压力，间接导致实际收入水平下行：2022年5月，伴随美联储累计加息75个基点（3月25个基点、5月50个基点），美国实际可支配收入同比维持负增长（-3.3%）、三年年均增速保持在1.1%低位（图表10）。此外，加息周期引发的经济衰退概率提升也导致收入预期大幅下行：2022年6月，美国就业调查显示，“认为未来6个月工资会减少”的比例升至15.2%，为2020年9月以来最高（图表11）。美联储开启加息周期，不论是实际收入下降还是收入预期转弱，我们认为这都将压低消费增长潜力。

图表 10：2022 年 5 月，美国实际可支配收入同比增速和三年年均增速维持低位



资料来源：Macrobond，浦银国际

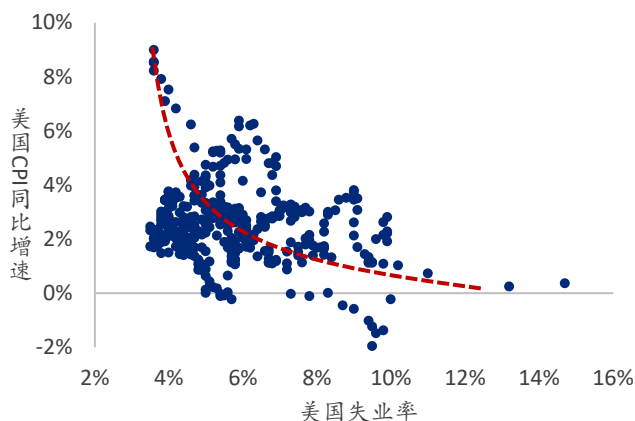
图表 11：美国就业调查显示，认为未来 6 个月工资下降的比例大幅上升



资料来源：CEIC，浦银国际

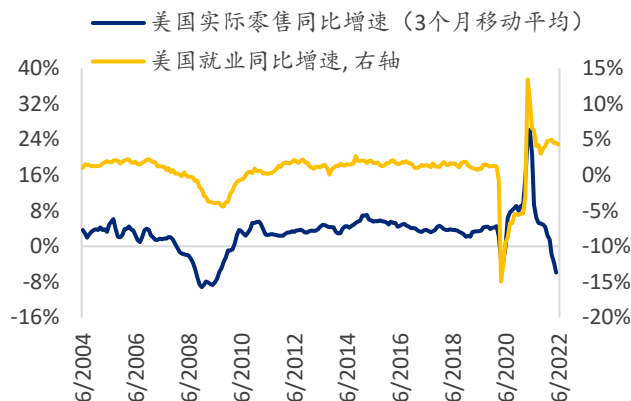
如果菲利普斯曲线依然有效，那么劳动力市场的火热程度便是不可持续的。根据菲利普斯曲线，通胀和失业率存在反向对应关系（图表12）。如果美联储想要在短时间内实现2%的通胀目标，那么失业率可能回升到10%的水平。虽然我们不认为通胀率可以很快地回落到2%的目标，但CPI同比增速在明年中旬预计将回落至5%的水平并导致失业率上升到5%。失业率从目前的3.6%上升到5%，对经济造成的负面影响将直接体现在削减消费上（图表13）。从生产力的角度来看，我们也不认为强劲的劳动力市场可以持续。美国单位劳动力的产出正在下降，而单位劳动力成本却在飙升。这种分化只在1990年和2007年出现过，并且这两次都出现了经济衰退。在生产力萎缩的情况下，企业不会继续支付和雇佣（图表14）。就业增速的显著性下降尚未到来，但这将注定损害消费支出。

图表 12: 1990-2022 年, 美国菲利普斯曲线



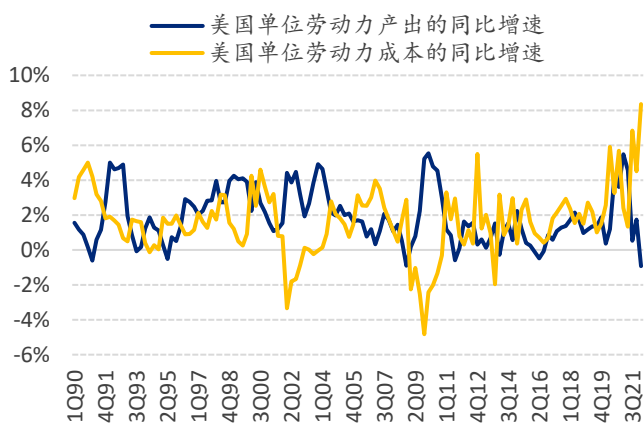
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 13: 美国实际零售与就业同比增速趋势较一致, 就业增速回落将带动零售增速下行



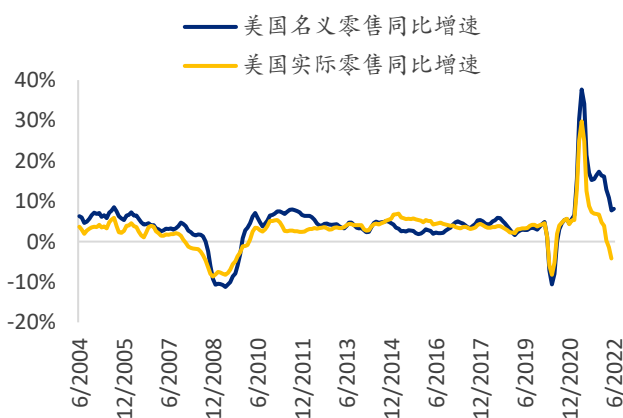
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 14: 美国单位劳动力产出和单位劳动力成本的增速分化



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 15: 美国名义和实际零售同比增速

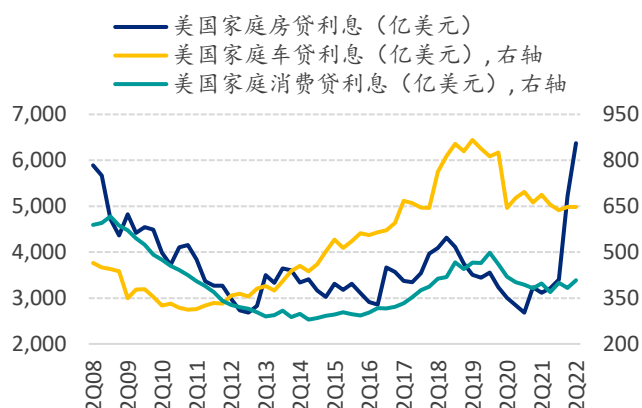


资料来源: Macrobond, 浦银国际

加息挤压消费空间。根据 2022 年第二季度的数据, 美国家庭总债务中房贷 (70.2%)、车贷 (7.9%)、消费贷 (6.1%) 合计达到了 84.2%。美联储开启加息周期带动整体经济的借贷成本上升, 房贷利率的上升幅度尤其显著: 30 年期房贷利率从去年四季度的 3.1% 升至今年第二季度的 5.7%。受此影响, 我们预计美国家庭房贷利息负担将从去年四季度的 3,399.2 亿美元攀升至今年第二季度的 6,372.6 亿美元, 该体量与美国一个月的零售额相当 (6 月为 6,805.9 亿美元), 房贷利息负担加剧将显著挤压消费空间 (图表 16)。

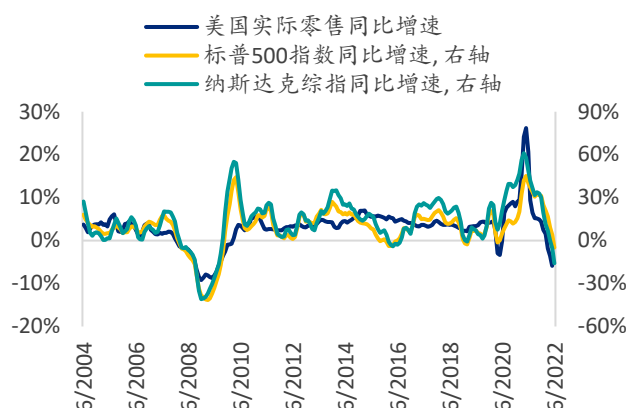
加息造成资产价格回落, 进一步挤压消费空间。年初至今, 伴随美联储四次合计 225 个基点的加息后, 标普 500 指数和纳斯达克综指累计同比分别下跌 16.1% 和 24.0% (图表 17)。除了股市遇冷, 疫情后火爆的美国房地产市场逐渐转冷 (图表 18)。房贷负担加剧、叠加房价回落, 使得房屋建筑商取消率大幅上升 (图表 19)。美国股市下跌、叠加房价回落, 都将拉低财富效应, 我们预计这将导致消费空间的进一步收缩。

图表 16: 2022 年二季度, 美国家庭的房贷利息负担已显著加剧



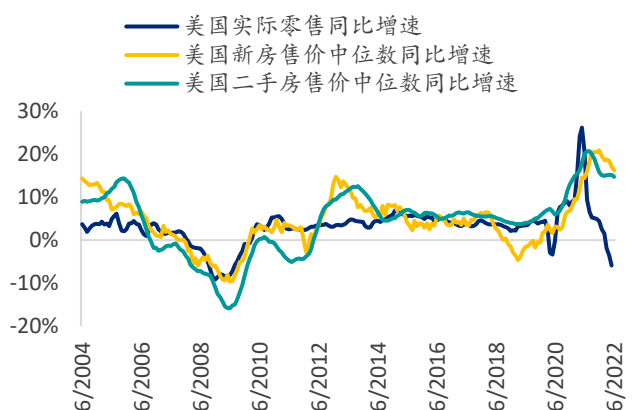
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 17: 美国实际零售同比增速与股票市场表现相一致



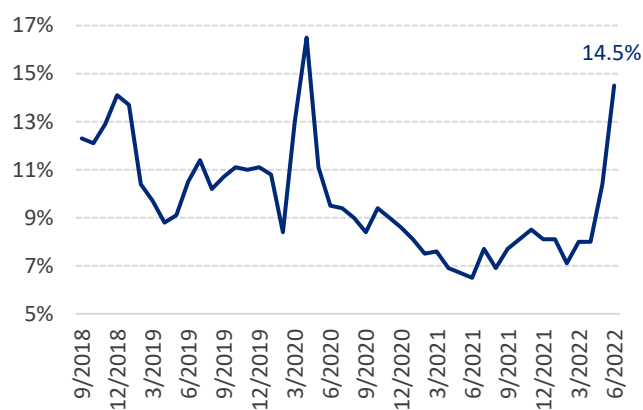
注: 3 个月移动平均
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 18: 美国实际零售同比增速与房价增速的趋势相一致



注: 零售增速为 3 个月移动平均, 房价增速为 6 个月移动平均
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 19: 美国房屋建筑商取消率大幅上升

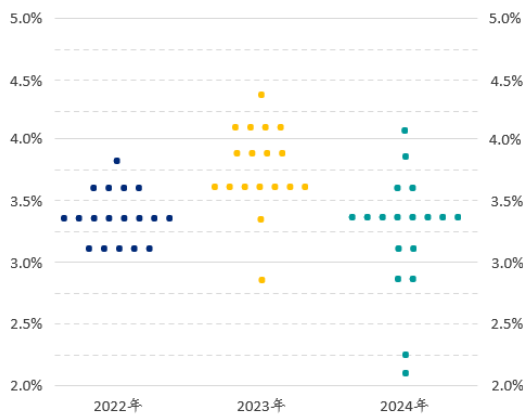


资料来源: John Burns Real Estate Consulting, 浦银国际

展望未来, 6、7 月合计加息 150 个基点对消费的冲击尚未体现在数据上, 下半年仍有 100 个基点的加息空间。2022 年, 在 3 月 25 个基点、5 月 50 个基点、6、7 月各 75 个基点的四次加息后, 联邦基金利率目前回升至 2.25-2.50% 的区间, 距离 6 月美联储点阵图中联邦基金利率年底预期上限(3.50%) 仍有 100 个基点的差距(图表 20)。7 月 26 日, 利率期货市场的隐含加息幅度显示, 联邦基金利率年底较大概率回升至 3.25-3.50% 的区间, 与美联储点阵图预期一致(图表 21)。

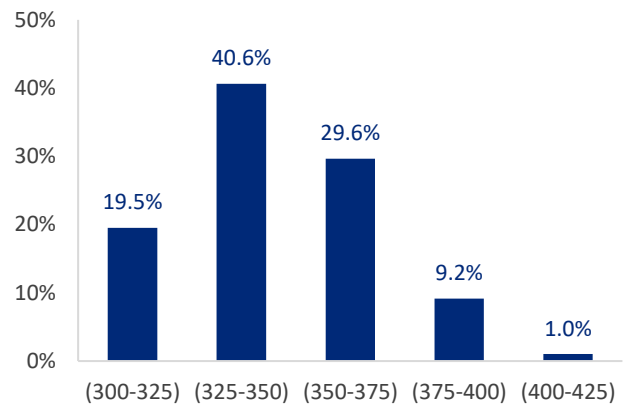
具体的，利率期货市场隐含的加息预期为：9月加息50个基点，11月和12月各加息25个基点，合计100个基点。考虑到1-5月75个基点的加息幅度对消费的影响已经显现，我们预计6、7月合计150个基点的实际加息幅度和下半年100个基点的隐含加息幅度，将进一步影响今年6-12月的美国个人消费支出（6月消费数据尚未发布）。接下来，我们将从加息敏感程度的维度对下半年美国消费前景进行分析。

图表 20: 2022 年 6 月的美联储点阵图



资料来源：美联储，浦银国际

图表 21: 利率期货市场隐含加息幅度显示，年底较大概率回升至 3.25-3.50% 的区间



注：利率期货市场数据为 2022 年 7 月 26 日

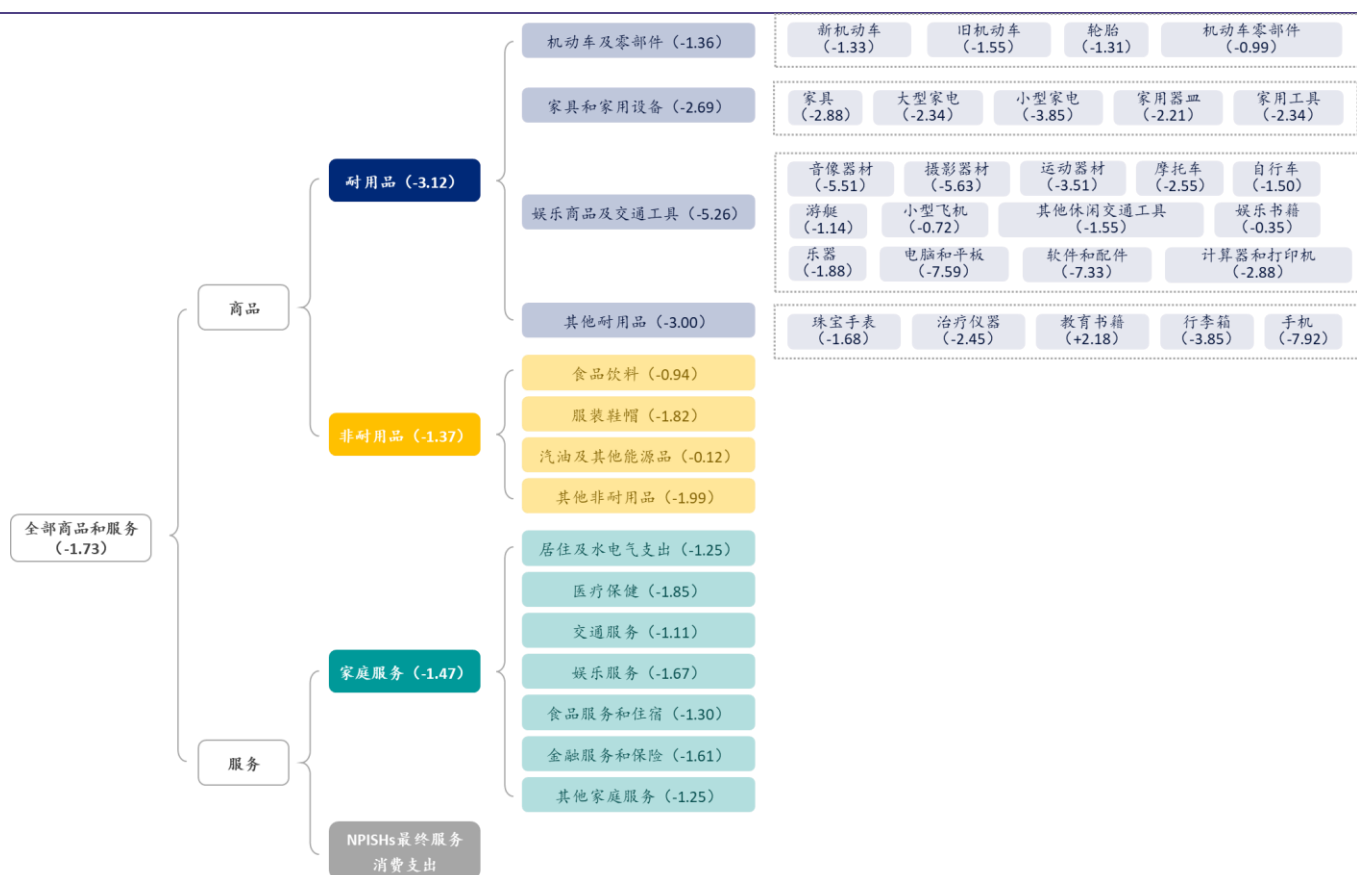
资料来源：CME Group，浦银国际

需求利率弹性。我们将弹性的概念进一步引申，使其能描述需求量随联邦基金利率变动而变化的程度，进而可以反映商品需求对加息的敏感程度。其中， ΔR 代表一次加息幅度（联邦基金利率变动 25 个基点）， $\Delta Q\%$ 代表商品需求量相应的变动比例。

$$e = \frac{d \ln(Q)}{d(R)} = \frac{\Delta Q\%}{\Delta R}$$

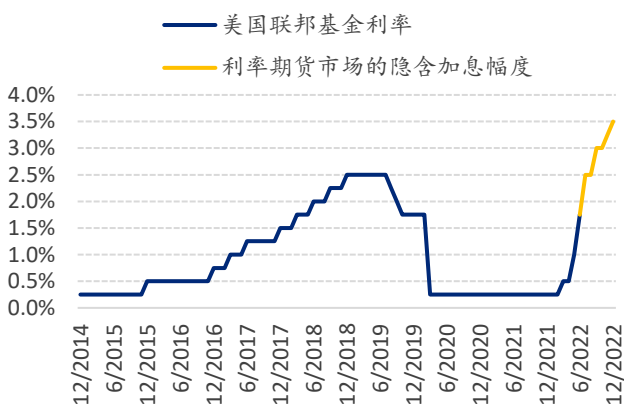
耐用品，尤其是娱乐商品及交通工具，对加息的敏感程度较高。根据过去 30 年美国个人消费支出量和联邦基金利率的历史数据，我们计算出全部商品和服务 (-1.73) 以及各项的需求利率弹性（图表 22）。根据需求利率弹性，对于全部商品和服务而言，一次加息（联邦基金利率上升 25 个基点）将导致整体需求下降 1.73%。在个人消费支出各项中，耐用品 (-3.12) 的弹性明显大于家庭服务 (-1.47) 和非耐用品 (-1.37)；在耐用品中，娱乐商品及交通工具 (-5.26) 的弹性最大，尤其是电脑和平板 (-7.59)、软件和配件 (-7.33) 两项；此外，其他耐用品项下手机 (-7.92) 的弹性为耐用品细分项目中最大。

图表 22: 美国个人消费支出的构成情况和需求利率弹性



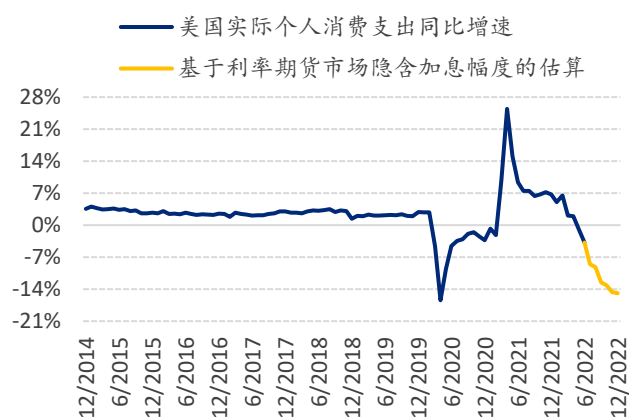
资料来源: U.S. Bureau of Economic Analysis, 浦银国际计算

图表 23: 2022 年下半年, 利率期货市场的隐含加息幅度趋势



注: 利率期货市场数据为 2022 年 7 月 26 日
资料来源: CME Group, Macrobond, 浦银国际

图表 24: 基于隐含加息幅度, 我们预计美国实际个人消费支出同比将大幅下行

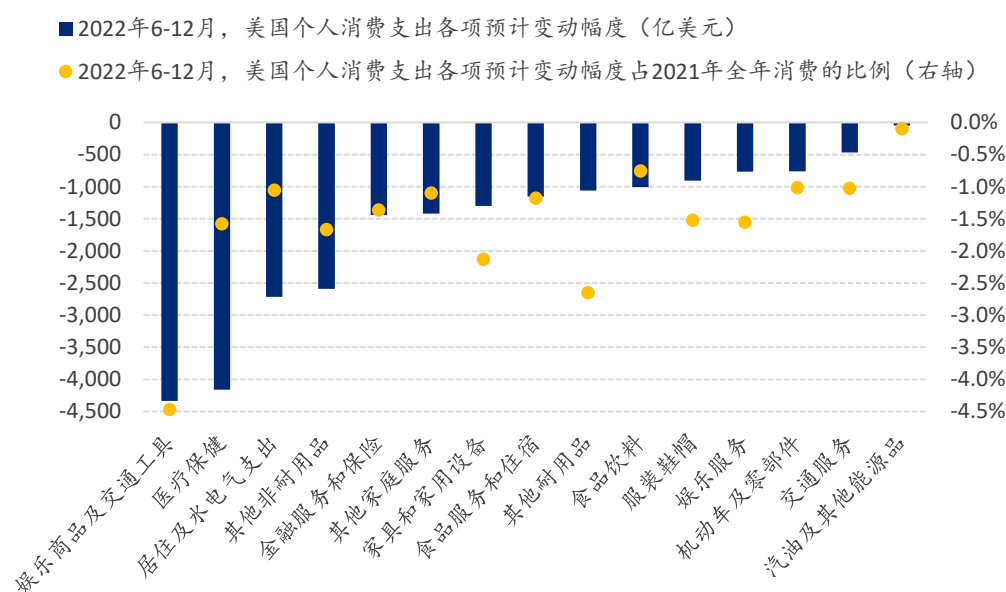


注: 利率期货市场数据为 2022 年 7 月 26 日
资料来源: CME Group, Macrobond, 浦银国际计算

基于 6-12 月 250 个基点的加息幅度，我们预计 2022 年 6-12 月美国消费将收缩 2.4 万亿美元、同比增速出现疫情后的二次探底。根据 6、7 月实际加息幅度（150 个基点）和利率期货市场隐含的加息预期（9 月 50 个基点，11 月和 12 月各 25 个基点）（图表 23），我们通过需求利率弹性计算出个人消费支出量的变化、并进一步推算出实际个人消费支出的变化及其同比增速。在只考虑单一变量（加息）的情况下，我们预计今年 6-12 月美国实际个人消费支出将出现明显收缩（约为 2.4 万亿美元，收缩幅度占 2021 年全年消费的 1.5%），同比增速将进一步下探至 -14.9%（2022 年 12 月）的水平，略高于疫情暴发时 -16.4%（2020 年 4 月）的水平（图表 24）。

娱乐商品及交通工具受加息的冲击最显著。根据过去三年的数据，娱乐商品及交通工具仅占实际个人消费支出的 5.5%，但是较高的需求利率弹性（-5.26）使得其 6-12 月的收缩幅度达到 4,377.0 亿美元，占 2021 年全年消费的比例达到 4.5%。此外，其他耐用品（-2.7%）、家具和家用设备（-2.1%）的收缩幅度占 2021 年全年消费的比例也较高，我们预计加息将明显压低上述两项的消费需求（图表 25）。

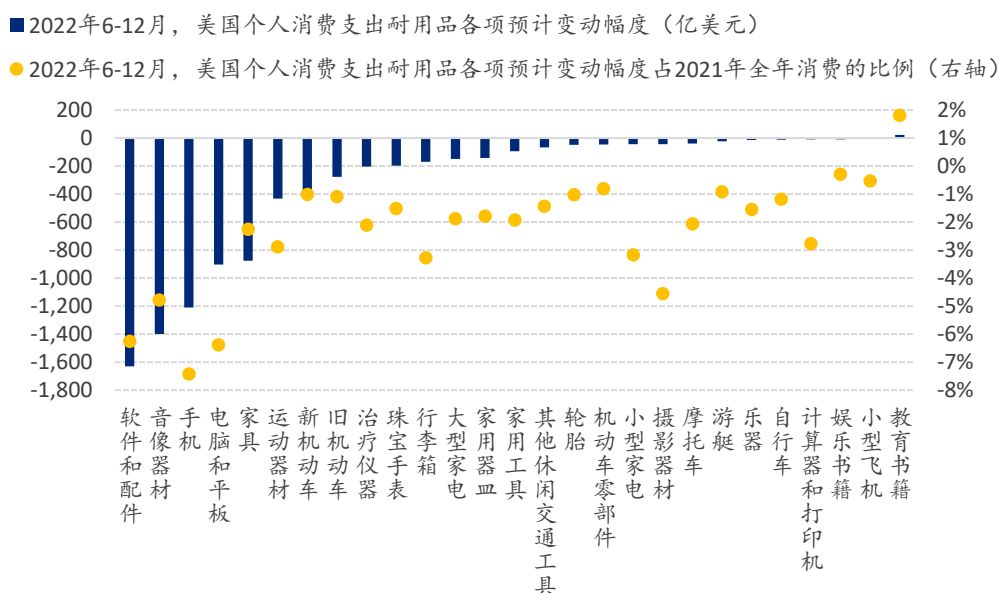
图表 25：基于 6、7 月实际加息幅度（150 个基点）和 100 个基点的隐含加息幅度，2022 年 6-12 月美国个人消费支出各项的预计变动幅度和比例



资料来源：Macrobond，浦银国际计算

耐用品中，消费电子受加息冲击最直接。拆分耐用品各项后，我们预计加息对弹性较大的消费电子影响最直接：就6-12月消费收缩幅度占2021年全年消费的比例而言，手机(-7.4%)、电脑和平板(-6.4%)、软件和配件(-6.3%)、音像器材(-4.8%)、摄影器材(-4.6%)的比例处于前五。此外，家居类消费中，行李箱(-3.85)、小型家电(-3.85)、运动器材(-3.51)因需求利率弹性较大，加息造成的消费收缩比例较高，分别达到-3.3%、-3.2%、-2.9%。作为弹性较小的项目，交通类消费（包括机动车零部件、新机动车、轮胎、旧机动车）受加息影响的冲击不太明显，加息造成的消费收缩比例分别为-0.8%、-1.0%、-1.0%、-1.1%（图表26）。

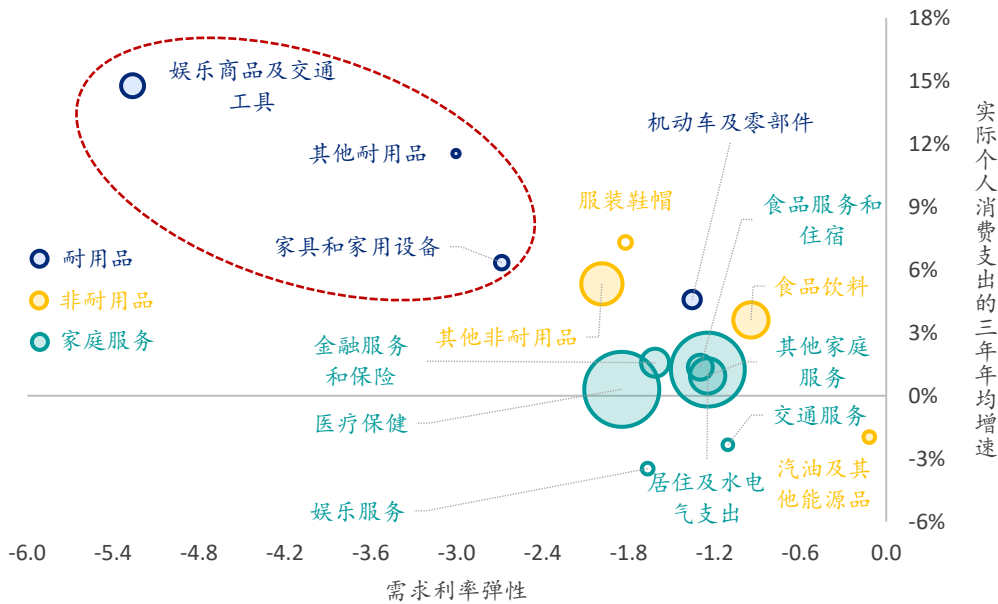
图表 26: 基于6、7月实际加息幅度（150个基点）和100个基点的隐含加息幅度，2022年6-12月美国个人消费支出各项的预计变动幅度和比例



资料来源：Macrobond，浦银国际计算

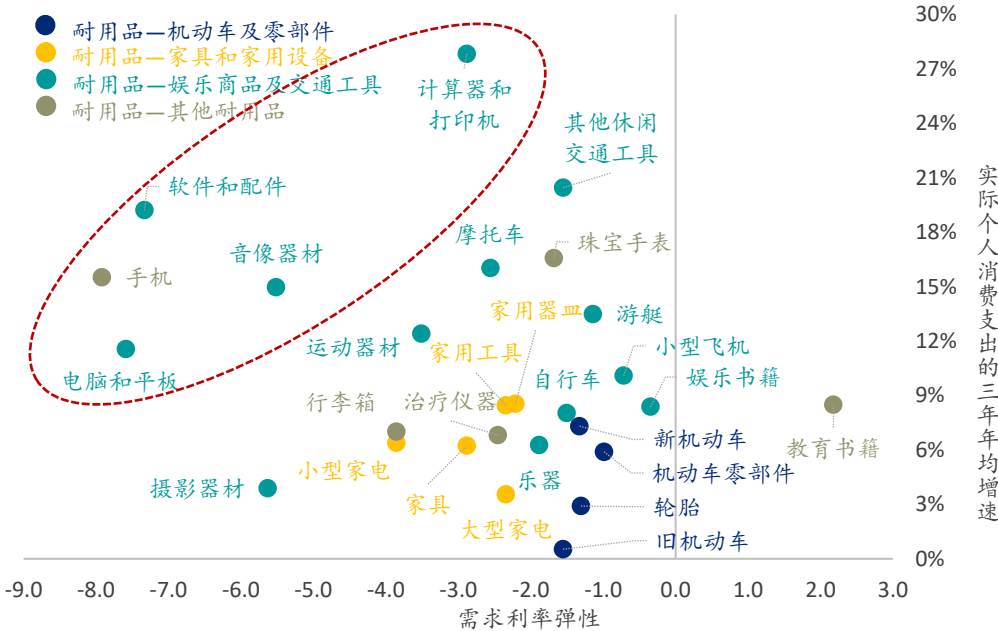
结合两个维度的分析结果，我们预计耐用品在6-12月的消费收缩较显著，尤其是娱乐商品及交通工具、其他耐用品、家具和家用设备三项（图表27）。拆分耐用品各项后，手机、电脑和平板、软件和配件、音像器材、计算器和打印机五个细分项目的过度消费程度和对加息敏感程度较大，预计这五项在6-12月的消费收缩将尤为明显（图表28）。

图表 27：美国个人消费支出中耐用品、非耐用品、家庭消费的需求利率弹性、实际个人消费支出增速、以及在实际个人消费支出中的占比



注：圆圈大小代表对应项目在实际个人消费支出中的占比：家庭服务项下，居住及水电支出占比为 16.1%、其他家庭服务占比为 8.1%。
资料来源：Macrobond，浦银国际计算

图表 28：美国个人消费支出中耐用品项下的需求利率弹性和实际个人消费支出增速



资料来源：Macrobond，浦银国际计算

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告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, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (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。

本报告作者进一步确定 (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) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 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报告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。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

