



月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进

- 中央政治局会议明确表态防范化解房地产和地方政府债务风险，政策刺激或针对经济薄弱环节，尤其在扩大内需方面。我们认为接下来可关注以下方面的政策。**1. 房地产：**继政治局会议后，住建部表态意味着房地产调控政策（尤其是一线和强二线城市）或发生显著变化，特别在首付比例和贷款利率，以及二套房的认房不认贷等方面。存量房贷利率下调也有望落实。**2. 财政政策：**促消费和提振民间投资或作为扩大内需政策发力点。稳基建政策弱于预期，但必要时仍可加码。化解地方债务风险的具体方案值得期待。**3. 货币政策：**在实现更为全面的疫后经济复苏之前，货币政策或继续维持宽松。我们预测下半年还有 10 个基点的降息和 25 个基点的降准。**4. 民营经济：**我们相信各部委或积极行动推出配套措施，以改善民营企业发展环境。**5. 汇率：**会议奠定稳汇率基本基调，经济复苏或助人民币升值。
- 我们维持下半年经济复苏再起的**基本判断**。按照政治局的政策定调，我们相信今年经济最为艰难的时刻或已过去，下半年经济环比增速有望稳步回升，全年可实现 5% 的经济增速目标。接下来经济复苏或更均衡，消费和服务仍是最重要推动力。民间投资在政策支持下的改善或帮助改善房地产投资的不足。然而政治局会议仅给出政策方向，接下来还需关注后续具体政策的推出以及成效。不论是促消费、促民间投资还是稳地产，对 GDP 的促进作用均依赖于居民和企业信心的恢复情况。CPI 通胀在迈过 7-8 月低点后有望回升。
- 我们认为美国 11 月还有一次加息，经济衰退或延至明年一季度。即使增长加速和通胀下跌均指向软着陆，我们认为还需警惕强劲的经济增速会影响通胀下行速度。由于劳动力市场仍偏紧，单月数据并不代表核心通胀会继续下行，我们维持有别于市场预期的、还有一次 25 个基点加息的预测。基于目前数据，我们将衰退时间点从**今年四季度**末延后到明年一季度，避免衰退的概率有 40%。
- **风险提示：**中国方面，政策及成效不及预期、房地产行业风险、地方政府债务风险、出口增速迅速下滑；美国方面，美联储紧缩周期引发全美金融危机、核心通胀数据接下来迅速下行、经济迅速降温。

金晓雯, PhD, CFA

宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 643

2023 年 7 月 31 日

相关报告：

[美联储 7 月如期加息，加息周期未必已结束](#) (2023-07-27)

[7 月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置](#) (2023-07-25)

[解读中央促进民营经济发展重磅文件](#) (2023-07-20)

[促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持](#) (2023-07-19)

[中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？](#) (2023-07-11)

[月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩](#) (2023-06-28)

[中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起](#) (2023-06-05)



扫码关注浦银国际研究

月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进

在过去的一个月中，中美经济似乎都在向利好投资的方向发展。美国方面，经济增速加快，而核心通胀下跌，市场普遍预计此轮加息周期或已结束，美联储也在其基本经济假设中排除衰退可能。中国方面，因为政治局会议对防范化解房地产和地方债务风险的明确表态，市场信心大受鼓舞。

中国方面，虽然政策方向已经明确，但是我们还需观察中国后续具体刺激政策的推出以及其成效。现行的一系列房地产限制政策能解绑到何种程度？下调存量贷款利率能否在全国范围落实？国常会预告的城中村改造意见稿里改造的强度有多大？促消费是否还有新的措施会推出？在中央文件的引领下，促民营企业发展还有哪些具体措施会推出？这些问题均会对下半年经济产生深远影响。即使有力措施及时推出，提振消费、房产销售、民企投资仍取决于居民和企业部门的信心恢复情况，需关注其有效性。

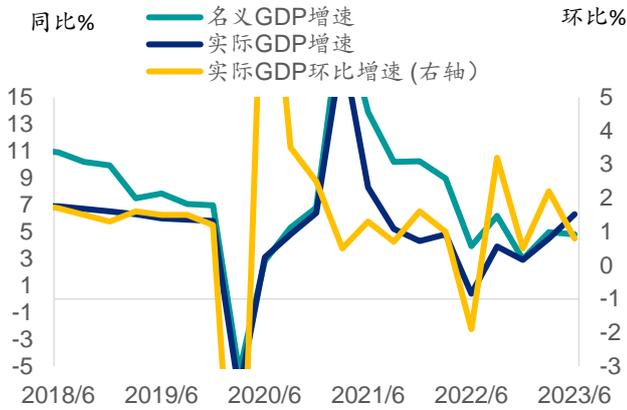
美国方面，当月数据更倾向于我们对经济**软着陆的基本预测**，不过仍需警惕核心通胀的下行在经济韧性仍高情况下能否持续。在劳动力市场仍偏紧的情况下，核心通胀就此进入下行通道了吗？7月真的会是美联储的最后一次加息了吗？到目前为止，美联储加息周期和财政部补充一般账户现金余额的举动并未造成信贷条件显著的恶化，接下来信贷环境可以继续保持现状吗？二季度经济增速超预期加速，美国可以避免经济衰退的发生吗？我们将在此报告中解答以上疑问。

（一）中国——政治局会议引领下半年经济复苏

二季度经济增速超预期下滑，但月度指标部分6月边际改善

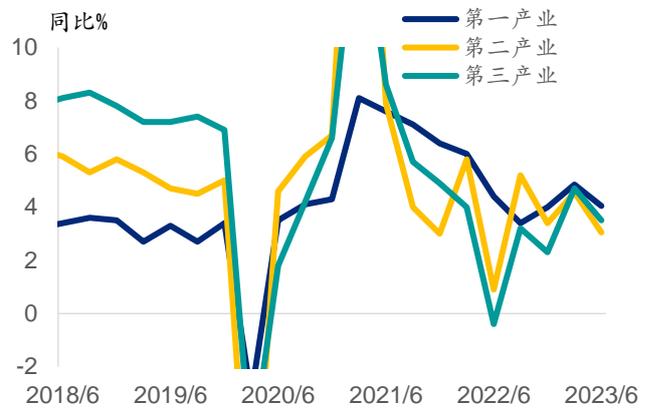
虽然二季度实际GDP环比增速因基数效应加快，但是环比和两年平均增速均显著下滑。二季度实际GDP环比增速下滑至0.8%（一季度：2.2%，图表1），两年平均经济增速也下滑至3.4%（一季度：4.7%）。三大行业经济同比增速两年平均下滑（图表2），第二产业（尤其是制造业）下滑最为明显。按支出法看，消费仍是今年上半年经济最大贡献项（77%），进出口的拖累作用加大（图表3）。和2019年同期的对比表明，今年上半年服务业和工业皆仅恢复至2019年一半水平。在细分服务行业内，接触型消费例如住宿和餐饮业的复苏最为明显。租赁和商务服务业恢复到76%的水平，而另外两个在疫情中受影响较大的行业——交通运输和批发零售业恢复仍不足2019年增速的一半。另外值得注意的是，房地产行业实际GDP增速在低基数的情况下（2022年二季度：-7%）同比再跌1.2%，令人担忧。

图表 1: 实际 GDP 环比增速从一季度的 2.2% 下滑至二季度的 0.8%



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 二季度三大行业实际增速两年平均数据均有回落



注: 2023 年数据取两年平均以排除基数效应

资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: 中国 GDP 增速细分项

	同比增速 (%)		对GDP同比的拉动 (累计%)		同比贡献率 (累计%)		两年平均增速 /19年增速 (%)
	2季度	1季度	2季度	1季度	2季度	1季度	2季度
GDP	6.3	4.5	5.5	4.5	100	100.0	
行业分类							
农业	3.7	3.8	0.2	0.2	3.9	3.6	122.7
工业	4.5	2.9	1.3	1.0	23.5	22.2	52.1
建筑业	8.2	6.7	0.5	0.3	8.8	7.0	125.5
服务业	7.4	5.4	3.6	3.1	66.1	69.5	48.6
交通运输、仓储和邮政业	8.8	4.8	0.3	0.2	5.3	4.2	40.2
批发和零售业	7.6	5.5	0.6	0.5	11.5	11.6	49.2
住宿和餐饮业	17.5	13.6	0.2	0.2	3.9	4.3	108.9
金融业	7.7	6.9	0.6	0.6	11.6	13.8	95.8
房地产业	-1.2	1.3	0.0	0.1	0.0	2.0	195.2
信息传输、软件和信息技术服务业	14.6	11.2	0.6	0.5	10.4	11.2	47.8
租赁和商务服务业	14.7	6.0	0.3	0.2	5.7	4.4	76.0
其他服务业	6.2	4.0	0.9	0.7	15.5	15.7	45.5
支出法							
消费			4.3	3.0	77.2	66.6	
投资			1.9	1.6	33.6	34.7	
进出口			-0.6	-0.1	-10.8	-1.3	

资料来源: Wind, 浦银国际

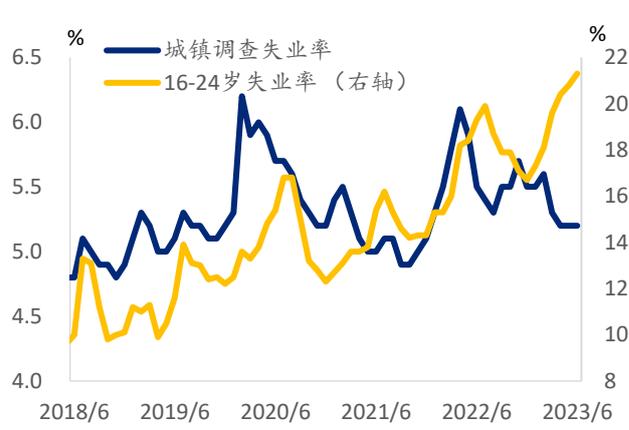
6 月经济数据整体仍偏弱，但工业生产和消费有边际改善。6 月出口同比跌幅进一步扩大至-12.4% (5 月: -7.1%)，固定资产投资累计同比亦在房地产和基建投资的拖累下再跌 0.2 个百分点到 3.8% (图表 4)。虽然城镇居民整体失业率稳定在 5.2%，但是年轻人 (16-24 岁) 失业率继续上升 0.5 个百分点到 21.3% (图表 5)。在政策支持下，工业生产和消费的两平均增速出现了边际改善。

图表 4：6月工业增加值和消费品零售两年平均增速略升



注：为了排除低基数效应，2023年数据均采用两年平均增速
资料来源：Wind，浦银国际

图表 5：中国整体失业率持平，但 16-24 岁年轻人的失业率持续上行



资料来源：Wind，浦银国际

政治局会议定调下半年经济工作重点为化解风险和扩大内需

7月政治局会议提振近期市场信心，后续仍需关注具体政策及成效。7月24日政治局召开会议部署下半年经济工作，其对防范化解风险、活跃资本市场、保持人民币汇率基本稳定等表述短期内有助于改善市场情绪（图表6，图表7）。然而政治局会议通常仅给出政策方向，市场情绪恢复的可持续性还有赖于后续政策的及时推出和强度，以及其对稳增长和控风险的成效。

图表 6：政治局会议后股汇价格拉升



资料来源：Wind，浦银国际

图表 7：人民币兑美元升值明显



资料来源：Wind，浦银国际

会议对防范化解房地产和地方政府债务风险作出重要部署：

- 在政治局定调下，中央对房地产行业支持政策将全面升级，行业或发生重大变化。会议通稿未提“房住不炒”，并首次提出要适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱。

房地产市场数据显示行业俨然有二次探底之势：我们根据统计局数据计算的同比数据显示房产销售跌幅已扩大到-28.1%（5月：-19.7%，图表 8），7月高频数据更显示 30 大中城市房产销售甚至已经在低基数的情况下再接近减半（图表 9）。70 大中城市房价环比在经历了 4 个月正增长之后再次转负（图表 10）。我们在 6 月底发布的[月度宏观洞察](#)就表示房地产支持政策是稳经济政策中举足轻重的一个环节。7 月以来政策如期而至：央行宣布[延长房地产金融支持政策](#)，并提出鼓励[存量房贷利率转换](#)。其中[下调存量房贷利率](#)，如果全面实施，我们估算或为居民部门每年节省大约 2500 亿元的利息支出，对居民购买力的恢复有相当帮助。不过如果将执行权交给地方，实行一城一策，那么政策力度可能会打一定折扣。

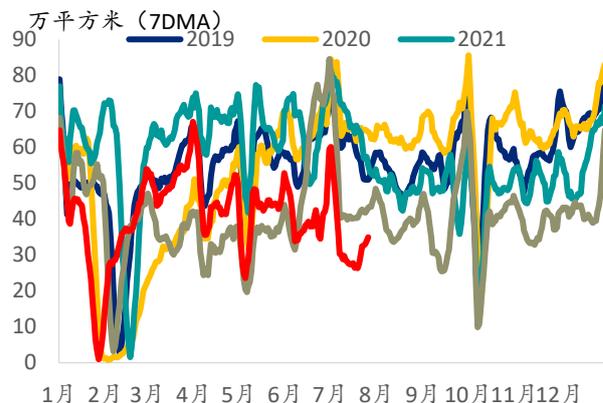
在政治局会议召开之后，住建部在 27 日的[企业座谈会](#)上表示要大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付。这些表态代表了此后房地产行业调控的方向，尤其一线城市和热门二线城市松动或较为明显，符合[我们的预期](#)。在需求端，[首套房还未达到监管最低首付比例要求（20%）和 4% 房贷利率的城市的首付比例和房贷利率有下调空间，集中于一线城市和强二线城市。对改善型住房，“认房又认贷”目前集中在四个一线城市以及成都等城市，如能落实“认房不用认贷”，相信对改善这些城市的房产置换很有帮助。实施改善性住房换购税费减免亦能起到锦上添花作用。此外，央行提出的下调存款房贷利率也有望逐步落实。如果对房地产销售改善不及预期，政府还可能进一步放松一二线城市的限购、限售和限价政策，并降低改善型住房的首付和房贷利率。在供给端，除了住建部提出的保交楼之外，政府或可以继续保障房企合理的融资需求：2021 年初实施的房地产贷款集中度管理制度有松动空间。政府也可能继续通过加快对房企债券和股权融资的审批、央行再贷款工具、银行窗口指导等方式加强对房地产企业的资金支持。另外，积极推动城中村改造或有助于缓解房地产投资增速的下滑。不过我们并不认为该政策会和三年棚改攻坚计划一样显著提高房产销售，原因有四个：首先，此次改造对象仅为超大特大城市（21 城占全国人口 21%，40% 的房地产投资，22% 的房产销售），而三年棚改为全国性计划。其次，经过三年棚改计划，很多城中村已经改造完成，可改造的规模相对较小。第三，棚改资金大多来自专项债和抵押补充贷款，而城中村改造要求多渠道筹措改造资金、鼓励和支持民间资本参与，筹措资金或没有棚改那么容易。最后，棚改也好，城中村改造也好，货币化安置比例是促进房产销售的关键因素。](#)

图表 8: 房地产相关数据全面下滑



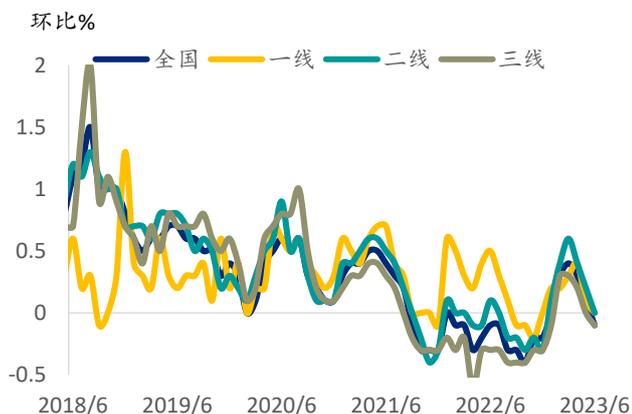
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 9: 30 大中城市房产销售甚至已经在低基数的情况下再接近减半



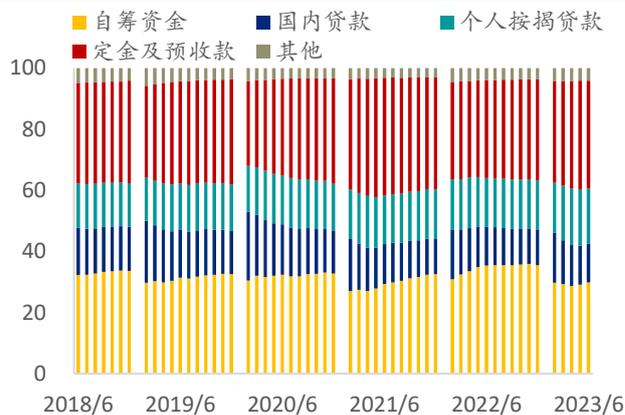
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10: 70 城房价上涨势头 6 月终止



资料来源: Wind, 浦银国际

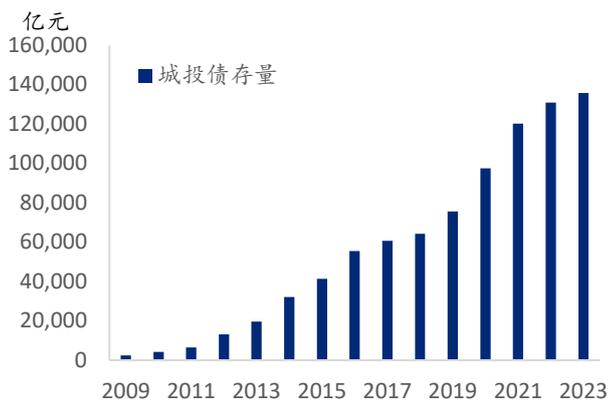
图表 11: 房地产开发资金来源中, 国内贷款仅占 10-15%, 还需看销售回款和自筹资金的恢复情况



资料来源: Wind, 浦银国际

- **明确表示要防范化解地方债务风险。**会议提出要有有效防范化解地方债务风险, 制定实施一揽子化债方案。相较于 4 月会议严控新增隐性债务的表述, 此次会议明显更倾向于化解风险。今年作为二十大召开之后的第一年, 我们相信稳经济仍是政策重点。为此, 我们预计下半年政府将推出详细方案以化解地方债务风险, 这将有助于缓解市场对城投债违约的担忧。接下来的 8-9 月将迎来城投债到期高峰 (图表 13), 化解债务方案值得期待。

图表 12：城投债存量接近 14 万亿元



注：2023 年数据截至 7 月 25 日
资料来源：Wind，浦银国际

图表 13：今年 8-9 月、12 月将迎来城投债到期高峰期



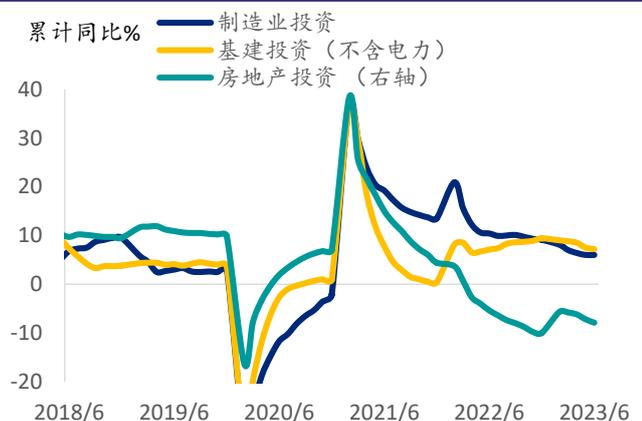
注：数据截至 2023 年 7 月 25 日
资料来源：Wind，浦银国际

会议暗示政策支持会继续，但更多地是针对经济薄弱环节，大规模刺激的可能性仍较低，大致符合我们之前的预期。在经济形势的定位上，会议明确指出当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。相较 4 月政治局会议中经济发展呈现回升向好态势的表述，此次会议更为突出当前经济运行中遇到的困难，定调较为中肯。不过，会议通稿也提到疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。在政策指引上，会议指出要用好政策空间、找准发力方向。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备；并提出要将稳就业提高到战略高度通盘考虑。此次政策定调虽然强于 4 月政治局会议，但是弱于去年同期因经历上海封控后经济形势严峻时的政策定调（宏观政策要在扩大需求上积极作为）。

具体来看，扩大内需以促消费和民间投资为主线，下半年财政刺激（尤其是基建支持）从政治局会议来看或弱于市场和我们的预期。

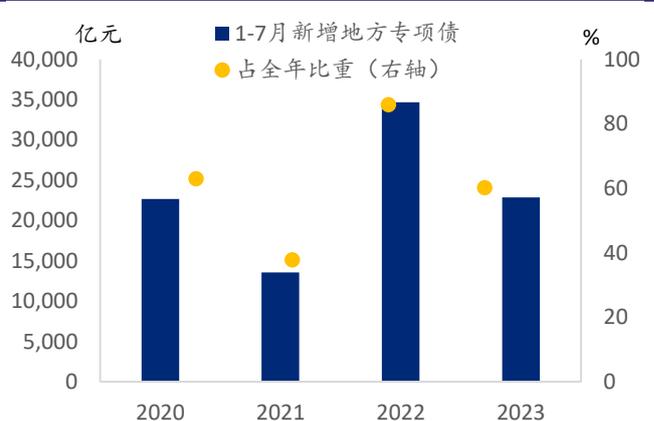
- **财政政策或以促消费为主。**此次政治局会议通稿仅表示会继续实施积极的财政政策，相对于1年前提出的财政货币政策要有效弥补社会需求不足，此次经济面临困难时的财政政策定调明显较弱。具体实施上：1. 促消费将是财政刺激重点。会议提出要发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过终端需求带动有效供给。继连续发布促汽车、电子产品以及家居政策指引文件后，会议通稿再次强调要提振此类大宗消费。我们相信今后仍会有更多促消费政策推出，但成效或仍取决于政策力度以及消费者信心恢复情况。中央政府牵头并提供补贴大头的政策促消费作用或更为显著，但触发此类政策的门槛或较高。2. 会议提出要延续、优化、完善并落实好减税降费政策，这或暗示显著的减税降费或不在政府目前政策工具箱中，小幅调整仍可期待。3. 整篇通稿对稳基建着墨较少——虽然提出加快地方政府专项债券发行和使用，但是并未像去年同期一样提出支持地方政府用足用好专项债务限额，以及用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。今年专项债发行进程比较缓慢，1-7月仅发行了60%的额度（图表15）。我们相信接下来财政部可能会响应政治局会议号召，要求三季度完成剩余额度的发行工作（~1.5万亿元）。但是推出增量措施，例如利用准财政工具（抵押补充贷款以及政策性开发性金融工具）以及盘活部分结存限额来稳基建的可能性短期来看较低。然而如果促消费政策成效不及预期，或者出口增速继续下滑，我们不排除之后政府会重新考虑启用稳基建政策以更迅速地提振经济。

图表 14：基建投资今年逐月下滑



资料来源：Wind，浦银国际

图表 15：地方专项债发行速度慢于去年同期



资料来源：Wind，浦银国际

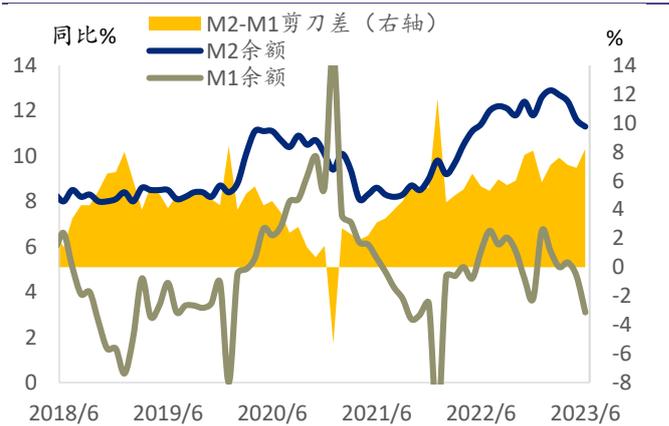
● **货币政策或维持宽松，下半年预计还有降息降准。**虽然政策驱动下6月信贷数据高于市场预期，但信贷结构依不理想：1. 长期贷款的比重在整体贷款中有所减少（图表 16），不排除商业银行为完成季末业绩考核用短期贷款，票据融资冲量。2. M1-M2 剪刀差也有所上升，体现企业经济活动仍偏弱（图表 17）。会议指出要**继续实施稳健的货币政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。**我们相信在实现更为全面的疫后经济复苏之前，货币政策或将继续维持宽松。由于6月中旬刚降息，近期再降息和降准的可能性较低，但仍会使用增加信贷投放和结构性工具对重点领域提供更多支持（图表 18），包括科技创新、民营和中小微企业、以及房地产领域等。然而，6月的意外降息表明如有需要，央行不会吝惜使用政策工具。鉴于美国加息周期接近尾声，中国 GDP 平减指数二季度已转负，我们现在估计下半年还会有一次 10 个基点的降息，并维持 25 个基点降准的判断。

图表 16: 长期贷款的比重在整体贷款中有所减少



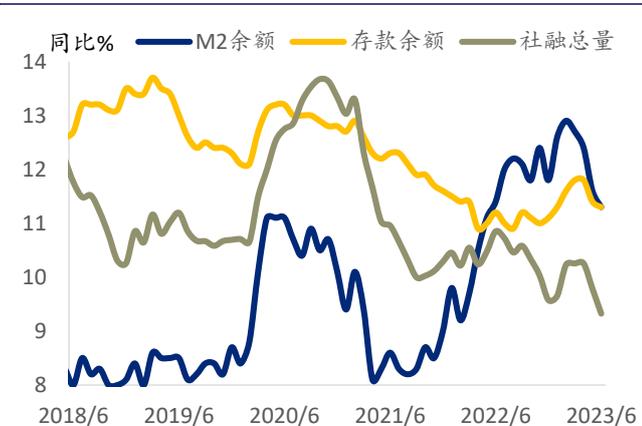
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 17: M1-M2 剪刀差也有所上升



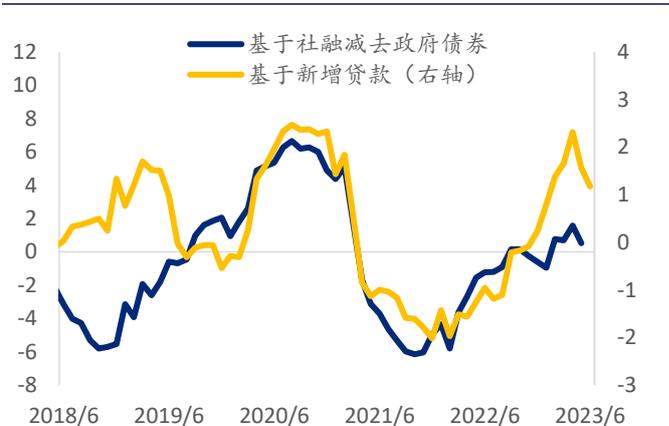
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 18: 社融增速有望回升



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 19: 信贷脉冲有望反弹



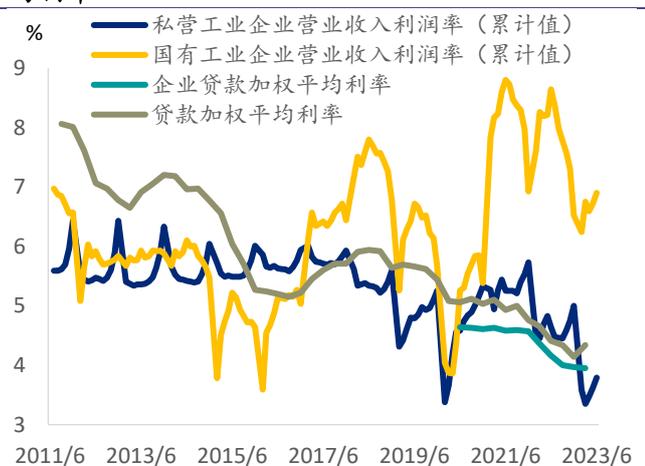
资料来源: Wind, 浦银国际估算

- 对民营企业的政策支持或继续升级，尤其在促进民间投资方面。民营企业对中国经济来说举足轻重——贡献了 50% 以上的税收，60% 以上的国内生产总值，70% 以上的技术创新成果，80% 以上的城镇劳动就业。然而，在经历了三年疫情之后，民营企业受损严重，其税前利润率已经低于银行贷款加权平均利率（图表 20）。民间投资增速在 5 月已转负，拖累整体投资（图表 21）。

继中共中央发布[促民营经济发展重磅文件](#)后，政治局会议指出要切实优化民营企业发展环境；鼓励企业敢闯、敢投、敢担风险，积极创造市场；制定出台促进民间投资的政策措施。此外，此次会议继 4 月政治局会议后再次强调要推动平台企业规范健康持续发展。整体来看，此次会议对民营经济着墨明显增多。在中共中央文件和政治局会议的指引下，我们相信各部委或积极行动推出相应的配套措施，以改善民企发展环境。7 月 24 日上午发改委已发布[《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知》](#)，并宣布[总投资约 3.2 万亿元](#)（相当于去年固定资产投资总额的 5.6%）的 2900 余个投资项目拟近期向民间资本推介。在明确的政策指引和强力资金支持下，相信民间投资增速在下半年有望改善。

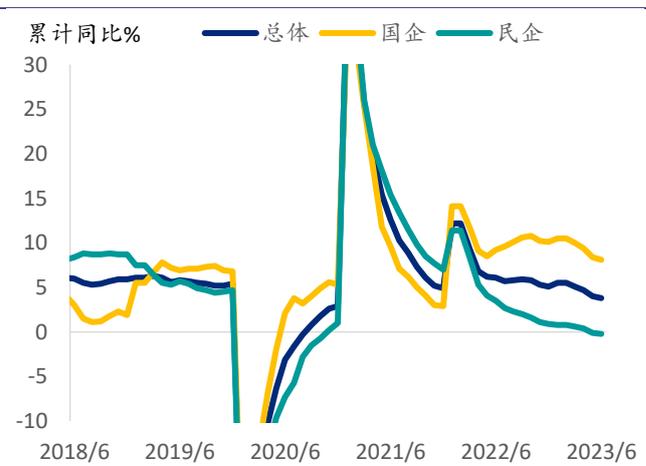
除此之外，我们之前预测的扩大民企债券融资专项支持已经兑现，其他潜在措施（定向中期借贷便利、窗口指导银行贷款方向、定向税费优惠等）也有可能之后发布。尤其定向中期借贷便利可以在汇率受压的情况下起到定向降息增加民企贷款以及降低融资成本的双重目的。另外财政部可能会推出针对民企研发费用的税费优惠。证监会也可对科创企业的公司债券、上市融资和再融资提供更多支持。民营经济的复苏或是下半年整体经济复苏不可或缺的一股力量。

图表 20：民企税前利润率已低于银行贷款加权平均利率



资料来源：Wind，浦银国际

图表 21：民间固定资产投资增速 5 月转负



资料来源：Wind，浦银国际

图表 22：近期稳增长政策总览

日期	标题	发布部门	要点
促消费			
2023年6月21日	关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告	财政部、税务局等	对购置日期在2024年1月1日至2025年12月31日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过3万元。
2023年7月18日	关于促进家居消费若干措施的通知	商务部等十三部门	涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域，对旧屋改造和家居消费和企业的金融支持是两大亮点。
2023年7月20日	关于促进电子产品消费的若干措施	发改委、工信部、财政部等七部门	1. 鼓励科研院所和市场主体积极应用国产人工智能（AI）技术提升电子产品智能化水平；2. 推广家庭安防、智慧厨房、智能睡眠、健康卫浴、空气净化等应用场景；3. 持续推动家电下乡，有序推进农村地区清洁取暖。
2023年7月20日	关于促进汽车消费的若干措施	发改委等十三部门	1. 鼓励限购地区尽早下达全年购车指标；2. 加强新能源汽车配套设施建设，加快充电基础设施建设；3. 加大汽车消费信贷支持。
降成本			
2023年6月12日	下调存款利率	NA	六家商业银行宣布将活期存款利率从0.25%下调至0.2%。
2023年6月13日	关于做好2023年降成本重点工作的通知	发改委、央行、财政部、工信部	2023年底前，对月销售额10万元以下的小规模纳税人免征增值税；2024年底前，对小型微利企业年应纳税所得额不超过100万元的部分减按25%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税。
2023年6月15日	政策利率下调10个百分点	央行	继13日下调7天逆回购利率之后，人民银行将中期借贷便利（MLF）利率下调10个基点至2.65%，并增量续作370亿MLF贷款。
2023年6月30日	增量支小支农再贷款	央行	央行增加2000亿元支小支农再贷款。
促基建			
2023年6月19日	国务院办公厅关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见	国务院	到2030年，基本建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善的高质量充电基础设施体系，有力支撑新能源汽车产业发展，有效满足人民群众出行充电需求。
稳地产			
2023年6月20日	降5年期贷款市场报价利率	央行	5年期LPR利率从4.3%下调至4.2%。
2023年7月10日	关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知	央行、国家金融监督管理总局	1. 对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，2024年12月31日前到期的，可以允许超出原规定多展期1年。2. 2024年12月31日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类。3. 对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责。4. 其他不涉及适用期限的政策长期有效
2023年7月14日	鼓励存量贷款利率下调	央行	央行表示支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定，或者是新发放贷款置换原来的存量贷款。
支持民营企业			
2023年7月7日	平台企业常态化金融监管	央行	央行宣布平台企业金融业务存在的大部分突出问题已完成整改，工作重点转入常态化监管。
2023年7月19日	关于促进民营经济发展壮大的意见	中共中央、国务院	1. 全面增强对民企的融资支持。2. 打破市场准入壁垒以确保公平竞争。3. 支持提升科技创新能力。4. 针对平台经济，依法规范和引导民营资本健康发展。5. 促进民营企业 and 经济人士健康成长。
2023年7月24日	关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知	发改委	1. 明确一批鼓励民间资本参与的重点细分行业，全面梳理吸引民间资本项目清单。2. 鼓励民间投资项目发行基础设施领域不动产投资信托基金。3. 与7家银行建立投资联动试点合作机制，引导银行加大对民间投资的贷款支持力度。

资料来源：政府部门网站，浦银国际

在政策指引更为明确之后，经济三架马车将何去何从？

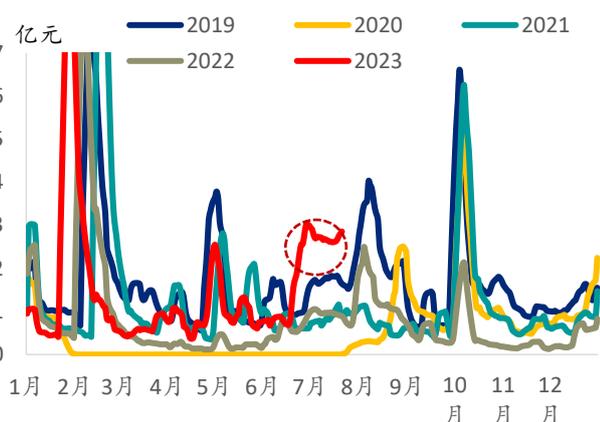
- 我们维持消费复苏或在波折中继续前行的观点。6月消费环比虽然下滑0.16个百分点到0.23%，但是两年复合平均增速从2.5%升至3.1%。分行业看，餐饮和商品零售增速均有所加快，但是餐饮业增幅更多（图表23）。进入暑假之后，服务业改善继续：高频数据显示院线票房开始强势反弹（图表24），暑期档[旅游市场也强于预期](#)，多地热门景区景点出现“一票难求”的现象。与此同时，促消费政策在7月继续升级，政府相继推出促[家居消费](#)、[电子产品消费](#)、和[汽车消费](#)三大支持文件，并在政治局会议中再次强调要提振耐用品消费。在出台支持政策最早的汽车领域，销售已经明显回暖（图表25）。我们相信这些政策的推出尤其是金融方面的支持将有助于改善消费者信心，促进相关产品的消费。在之前累积的超额储蓄的作用下（图表26），实现政策驱动的疫后消费第二轮复苏。然后经济增速的加快也会帮助就业和收入改善，从而进一步推动第三波消费复苏。然而三年疫情的疤痕效应仍在，以鼓励地方政府提供补贴为主的政策成效或较为缓慢，需要其他政策的配合（例如稳地产、基建）扩大内需。我们预计2023年全年消费零售额同比或增长8.5%（上半年：8.2%）。

图表 23：在消费品零售中，餐饮业复苏的速度有所放缓，而商品零售增速有所边际改善

	23年6月			23年5月		23年1至6月		
	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/19年同期 (%)	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	累计同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/19年同期 (%)
社会消费品零售总额	3.1	3.1	31.6	12.7	2.5	8.2	3.8	44.6
餐饮	16.1	5.6	58.7	35.1	3.2	21.4	6.9	72.9
商品零售	1.7	2.8	28.2	10.5	2.5	6.8	3.5	41.6
必需品								
粮油、食品、饮料、烟酒类	6.0	6.6	69.9	0.9	5.4	5.1	7.1	74.7
日用品类	-2.2	1.0	8.1	9.4	1.0	5	3.2	22.3
能源类	-2.2	5.9	169.0	4.1	6.2	7.5	10.9	350.0
自选消费								
服装鞋帽针纺织品类	6.9	4.0	77.1	17.6	-0.7	12.8	3.2	105.0
化妆品类	4.8	6.4	28.6	11.7	-0.3	8.6	3.1	23.1
金银珠宝类	7.8	7.9	101.9	24.4	2.5	17.5	8.1	231.4
通讯器材类	6.6	6.6	111.9	27.4	8.4	4.1	1.8	23.6
汽车类	-1.1	6.1	35.7	24.2	2.1	6.8	0.6	45.8
住房相关								
家用电器和音像器材类	4.5	3.8	50.0	0.1	-5.4	1.0	0.7	10.4
家具类	1.2	-2.8	-33.5	5	-4.0	3.8	-2.6	-45.6
建筑及装潢材料类	-6.8	-5.9	NA	-14.6	-11.3	-6.7	-4.8	-133.3

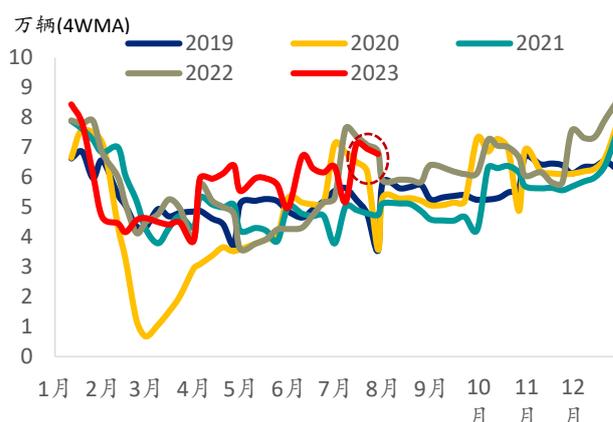
资料来源：Wind，浦银国际

图表 24：进入暑期后，电影票房开始强势反弹



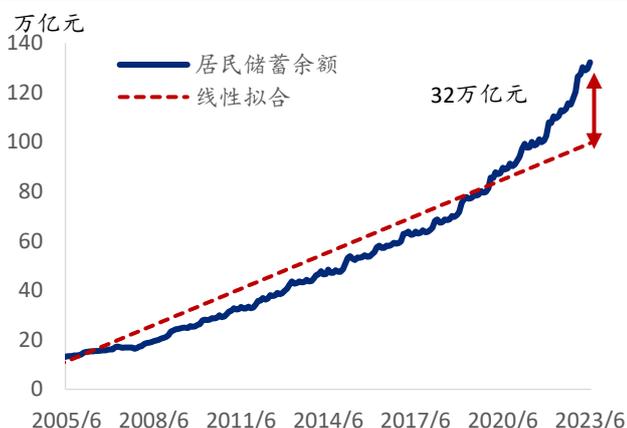
资料来源：Wind，浦银国际

图表 25：乘用车销售在政策支持下回暖



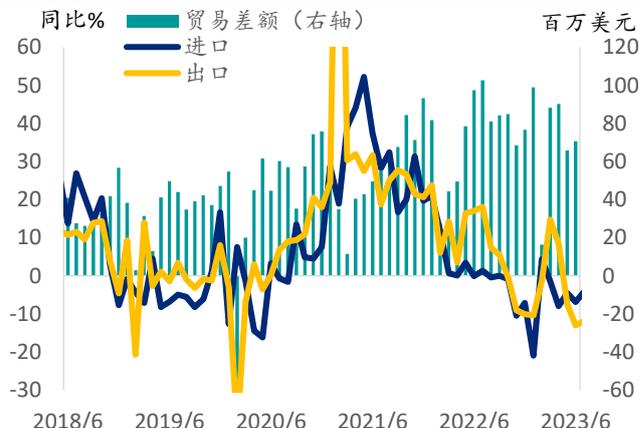
资料来源：Wind，浦银国际

图表 26：居民储蓄余额超趋势线高达 32 万亿元



资料来源：Wind，浦银国际

图表 27：出口增速连续两个月同比负增长



资料来源：Wind，浦银国际

- **固定资产投资增速下半年或难有起色，但下探空间也有限。**
 - 1. 房地产**——虽然接下来或有更多政策支持出台；但是房地产投资滞后于销售恢复约半年时间，即便销售在下半年某个时点企稳，房地产投资的触底反弹可能还需时日。加大保障房建设以及推动城中村改造计划或仅能对房地产投资的继续下滑起一定缓冲作用。
 - 2. 民间投资（大部分是制造业投资）**——政治局会议暗示促进民间投资或是下半年政府稳投资的重要抓手。在发改委准备的 3.2 万亿元民间投资项目库以及其他支持民间投资举措的配合下，我们相信占到固定资产投资超过半数的民间投资增速可以触底反弹，抵消房地产投资下跌的损失。
 - 3. 基础建设**——因为相关融资渠道受阻（城投债发行和土地收入减少），基建投资 6 月继续下滑 0.3 个百分点到 7.2%（图表 14）。政治局会议要求加快地方专项债发行，短期内或支持基建投资加速。然而在专项债额度用完之后，如缺乏后续增量举措，基建投资增速可能会再度下滑。整体而言，我们预计年末基建投资增速或维持在当前水平附近。

- **出口同比负增长短期或持续，但再现 2008 年金融危机时期的暴跌态势可能性较低。**6 月出口同比跌幅继续扩大（图表 27）。除了汽车（尤其是新能源车）和锂电池的出口依然坚挺之外，其他商品出口大多下滑。往前看，欧美国家居高不下的利率水平仍将继续抑制外需，拖累出口。但是我们依然认为再现金金融危机之后全年-16%的出口跌幅的可能性较低。除了贸易多元化分散化策略以及与中国出口增速相关性高的全球名义经济增速远高于金融危机时期之外，8 月起出口增速基数也将明显下降。我们预计出口增速下半年平均在-3.5%左右（上半年平均：-2.2%），全年出口增速或在-2.9%。进口或会随着内需恢复而逐渐改善，但改善幅度或比较有限（《2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起》）。再加上出境游增多后服务贸易逆差扩大，我们预计进出口对 GDP 的拖累作用在下半年或扩大，但全年对 GDP 的拖累作用仍在 1 个百分点以内（上半年：-0.6%）。尽管如此，我们认为仍需警惕出口跌幅超预期对实现全年经济目标的影响。

下半年经济环比增速或稳步回升

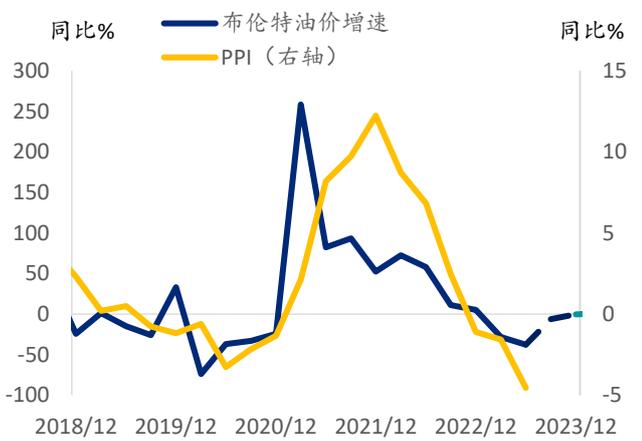
我们认为今年经济仍可实现 5%的增速目标。虽然二季度经济增速不及预期，但在政治局定调下，中央对房地产行业支持政策将全面升级，行业或发生重大变化，后续政策有望支持行业企稳。此外，对其他关键领域（消费和民企等）的政策支持或也会继续升级。我们相信今年经济最为艰难的时刻或已过去，下半年经济环比增速有望稳步回升，全年可实现 5%的经济增速目标。接下来经济复苏或更均衡，消费和服务仍是最重要推动力，进出口的拖累作用或有所扩大。民间投资在政策支持下的改善或帮助改善房地产投资的不足。

但仍需警惕政策力度以及成效不及预期。在政治局会议的定调下，之后推出政策的力度能否达到市场期望尚未可知。即使政策力度足够，政策成效也有可能慢于/不及预期——不论是促消费、促民间投资还是稳地产，对 GDP 的促进作用均依赖于居民和企业信心的恢复情况，成效相对于稳基建较为缓慢。加快专项债发行或仅可维持三季度基建投资韧性。如果之后缺乏后续资金支持稳基建，以上政策发力点复苏进度又慢于预期的话，经济增速的恢复可能不及预期，市场信心或再次回落。如果三季度中后期，政府认为 5%的经济目标较难实现，我们不排除政策定调会变得更为积极，尤其在稳基建方面政策有所加码。

通缩担忧有望缓解

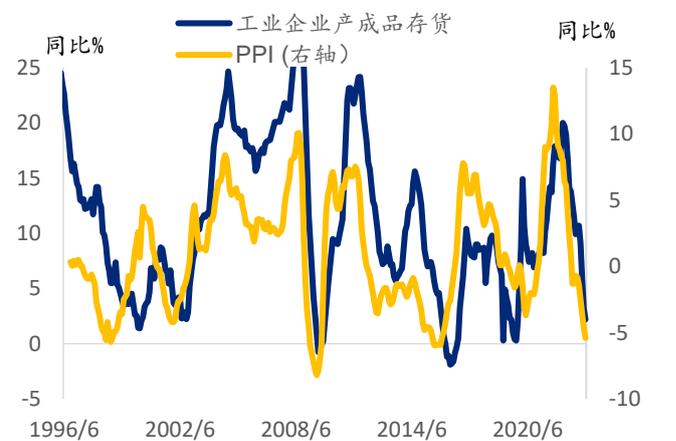
PPI 下跌预计 6 月已见底，最早今年年末转正。虽然 PPI 同比一路下滑至 6 月的-5.4%，但是我们认为三因素可助 PPI 回升。1. 下半年基数明显下滑。2. 油价拖累作用减弱——根据最新的市场油价调查，布兰特油价同比跌幅预计将从二季度的-38%缓解到四季度的 0%（图表 28）。考虑到国际油价对 PPI 的传导作用高达 10%，油价跌幅收窄可以推动 PPI 回升近 4 个百分点。3. 本轮工业品去库存周期接近尾声——工业企业产成品存货同比已经一路从去年 4 月 20%的高位跌到今年 6 月的 2.2%（图表 29），预示着本轮去库存周期已接近尾声。而 PPI 转向一般会略早于去库存周期的结束。不过由于接下来的经济复苏仍不是第二产业复苏主导的，我们预计 PPI 最早在年底转正。

图表 28：国际油价预计下半年跌幅收窄，对 PPI 拖累作用减弱



资料来源：Bloomberg, Wind, 浦银国际

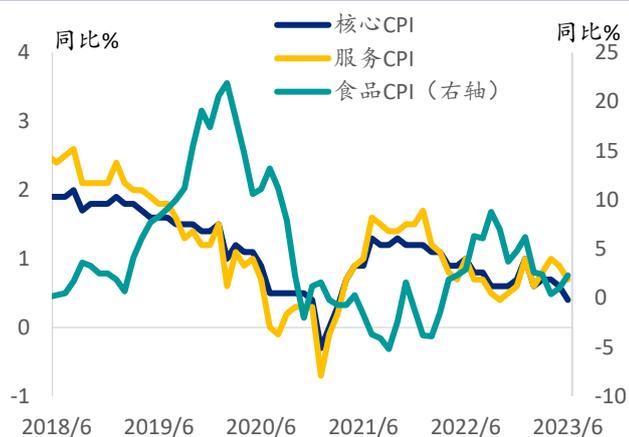
图表 29：工业去库存周期接近尾声



资料来源：Wind, 浦银国际

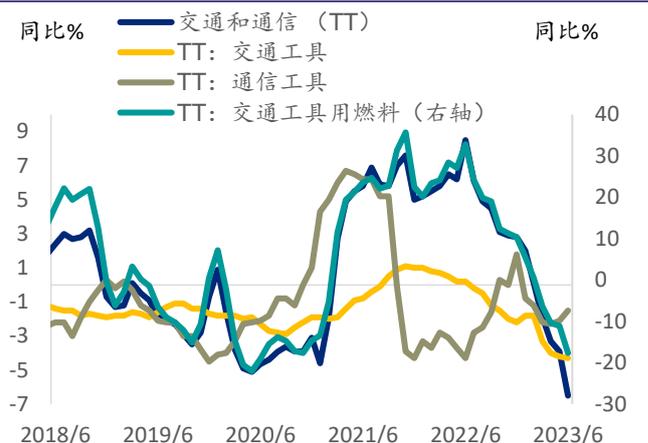
CPI 预计 7-8 月见底后回升。6 月 CPI 继续徘徊在通缩边缘(同比 0.2%)。除了我们在[中期展望](#)提到的猪肉以及交通通信价格的负面影响之外，我们注意到服务 CPI 同比在服务业复苏走弱之后，5-6 月连续下滑，拖累核心 CPI 同比 6 月下滑到 0.4%（图表 30）。虽然猪肉价格的下行周期或持续一段时间，但是交通通信 CPI 中期随着油价拖累作用减弱、促消费政策对汽车和手机消费的提振，可能会上行（图表 31）。再加上经济复苏支撑服务业、以及低基数效应，CPI 同比增速有望在 7-8 月触底后反弹。全年来看，我们进一步下调 CPI 预测到 0.7%（之前 1.4%）来反映近期不及预期的通胀价格。

图表 30: 服务 CPI 连续两个月下滑, 拖累核心 CPI



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 31: 交通通信价格中期有望回升



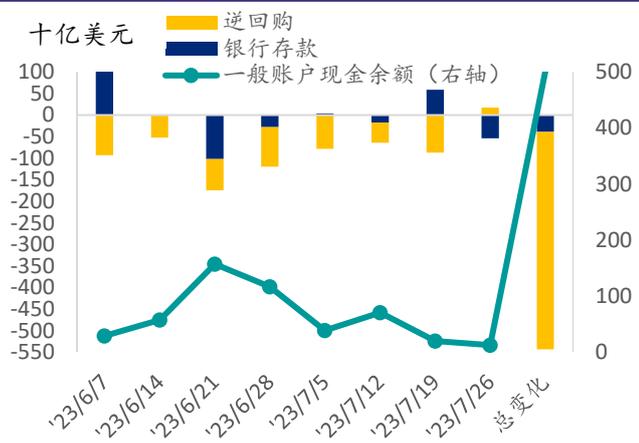
资料来源: Wind, 浦银国际

政治局会议奠定稳汇率基本基调, 经济复苏或助人民币升值。政治局会议罕见对人民币提出明确政策要求, 指出要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我们认为 7.3 (去年美元兑人民币最弱点) 或为明确政策底。如有需要, 政府可以推出一系列政策措施干预单边贬值预期, 例如继续下调外汇存款准备金率、再次正式引入逆周期因子、国有大行干预外汇掉期交易、下调境内企业人民币境外放款业务的宏观审慎调节系数等。7月20日, 央行继去年11月后再次[上调跨境融资宏观审慎调节参数至1.5](#) (之前是1.25)。经济复苏的最终确认或帮助资金回流中国, 支持人民币升值。然而经常项目顺差的潜在收窄可能会制约人民币升值幅度。

(二) 美国——向软着陆基本假设继续迈进

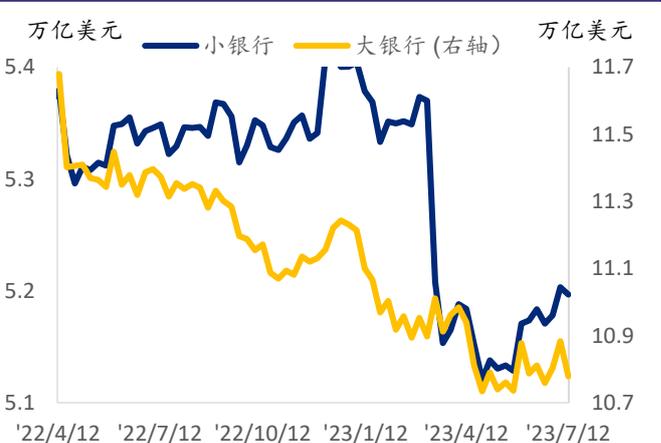
补充一般账户现金余额对金融和信贷条件的压力有所缓解。距离两党达成共识暂定债务上限已过去近两个月。在美联储已公布数据的 8 周里（截至 7 月 26 日），财政部已举债超 5000 亿美元补充一般账户现金余额（Treasury General Account, TGA）。从美联储资产负债表的负债端来看，补充 TGA 主要通过减持逆回购完成，而不是银行存款（图表 32）。这种减持方式对银行流动性的影响相比直接减持存款小。进入 7 月后，财政部每周补充 TGA 规模有所减少，最近一周更是跌到了 125 亿美元。虽然补充 TGA 尚未结束，但是美联储的操作方式意味着该举动对银行信贷的负面影响在减小。银行的存贷款数据变化也印证了这一点：按银行规模细分，大银行的存贷款近期有一个显著的跌幅（图表 33，图表 34），这可能是滞后反映 6 月美联储减持银行存款，小银行存贷款规模依然较为平稳。按贷款类型看，虽然几种类型贷款的同比增速均仍在加息周期中有所下滑（图表 35），但并未出现硅谷银行流动性危机之后的暴跌之势。预期类指标也有边际改善——SBOI 指数显示小企业的信贷环境预期 6 月有所改善（图表 36），圣路易斯金融压力指数在低位小幅波动（图表 37）。我们依然相信本轮美联储紧缩周期演变成新一轮全国性甚至全球性金融危机的可能性较小，但不排除之后仍将有其他区域性银行因信贷条件的收紧发生挤兑而被收购的情况。

图表 32：6 月至今财政部已举债补充超 5000 亿美元一般账户现金余额，主要通过减持逆回购实现



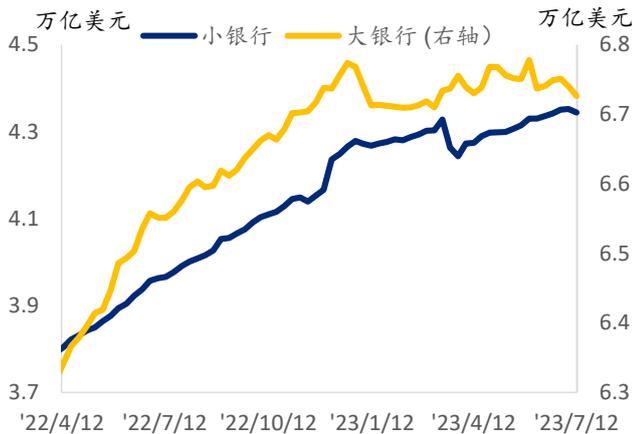
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 33：大银行存款近期显著下跌



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 34：大银行贷款亦减少



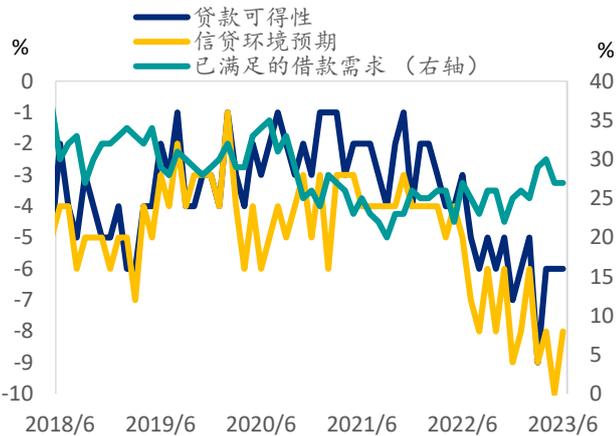
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 35：不同类型贷款同比增速下滑仍较平稳



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 36：SBOI 指数显示小企业的信贷环境预期 6 月有所改善



资料来源：CEIC，浦银国际

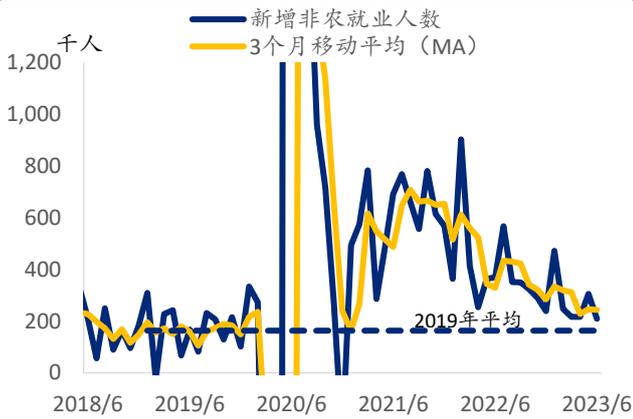
图表 37：圣路易斯金融压力指数在低位小幅波动



资料来源：CEIC，浦银国际

虽然 6 月非农新增就业低于预期，但是其他指标表明判断劳动力市场开始放松仍为时尚早。我们的判断主要是基于以下几个原因： 1. 尽管 6 月非农新增就业降幅显著，但 20.9 万新增仍高于疫情前平均水平（2019 年：16.3 万人（图表 38））。 2. 失业率继 5 月意外上行之后再下降 0.1 个百分点到 3.6%（图表 39：6 月失业率再次下滑 0.1 个百分点到 3.6% 图表 39）。 3. 6 月中旬以来周度的初次领取失业金人数数据直线下跌（图表 40）。 4. 消费者信心指数调查显示难以获得工作的比例有所下降，感觉工作充足的比例在上升（图表 41）。

图表 38: 美国非农就业 6 月下降



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 39: 6 月失业率再次下滑 0.1 个百分点到 3.6%



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 40: 6 月中开始周度初次领取失业金人数直线下跌



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 41: 6 月消费者信心指数显示对就业机会态度变得更为乐观



资料来源: CEIC, 浦银国际

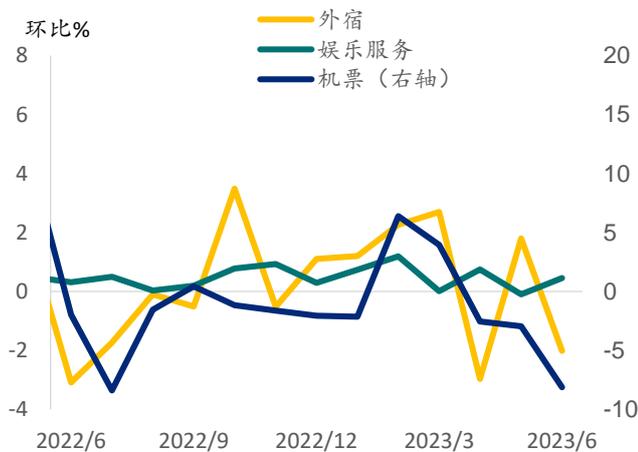
单个月的数据并不足以证明核心通胀会继续迅速下行,尤其是核心服务通胀下降的可持续性存疑。虽然 6 月美国通胀环比上升 0.1 个百分点到 0.2%,但这主要是因为能源价格的反弹,核心通胀环比在连续三个月维持在 0.4% 之后,下降 0.2 个百分点到 0.2% (图表 42)。尽管如此,核心通胀下滑的两个重要推动力持续性仍存疑。其一是外宿,也就是酒店的价格,环比从 5 月的 1.8% 转负到 6 月的 -2%。其二是机票价格环比跌幅扩大至 8.1% (5 月: -3%)。这两个项目历来波动较大 (图表 43),随着夏日旅游旺季到来,价格下行趋势或难维持。此外,劳动力市场数据依然强劲,6 月平均时薪同比增速加快 (图表 44),居高不下的劳动力成本可能会妨碍非住房类核心服务 CPI 的下行。这些因素可能会帮助维持核心服务 (除住房外) 的 CPI 韧性。不过我们认为核心商品以及住房类通胀或继续下行 ([美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议](#))。

图表 42：美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	23 年 6 月	23 年 5 月	23 年 4 月		
CPI	0.2	0.1	0.4	100.0	0.18
食品	0.1	0.2	0.0	13.4	0.01
能源	0.6	-3.6	0.6	7.0	0.04
核心 CPI	0.2	0.4	0.4	79.6	0.13
- 商品	-0.1	0.6	0.6	21.3	-0.01
家用家具和供给	-0.3	-0.4	-0.4	4.3	-0.01
服装	0.3	0.3	0.3	2.5	0.01
运输	-0.2	1.5	1.5	7.8	-0.01
医疗护理	0.2	0.6	0.5	1.5	0.00
娱乐商品	-0.4	0.0	0.3	2.3	-0.01
教育和通讯商品	-0.1	-0.2	-0.2	0.9	0.00
酒精饮料	0.0	0.5	0.5	0.8	0.00
其它	0.1	0.6	0.2	1.2	0.00
- 服务	0.3	0.4	0.4	58.3	0.15
住房	0.4	0.6	0.4	34.7	0.13
主要居所租金	0.5	0.5	0.6	7.6	0.03
外宿	-2.0	1.8	-3.0	1.2	-0.03
业主等价租金	0.4	0.5	0.5	25.5	0.11
核心服务扣除住房	0.1	0.2	0.3	23.6	0.02
医疗护理	0.0	-0.1	-0.1	6.4	0.00
运输	0.1	0.8	-0.2	5.9	0.01
娱乐	0.5	-0.1	0.7	3.1	0.01
教育和通讯商品	-0.3	-0.2	0.1	4.8	-0.01
其它个人服务	0.1	0.7	2.4	0.9	0.00

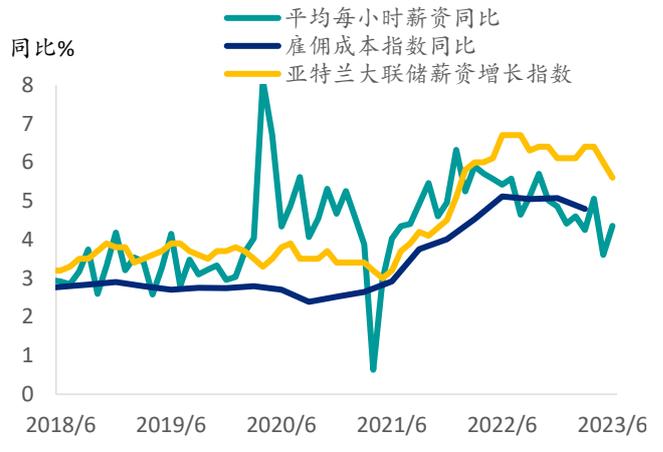
资料来源：Wind，浦银国际

图表 43：外宿和机票价格波动较大



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 44：6 月时薪同比增速显著加快



资料来源：CEIC，浦银国际

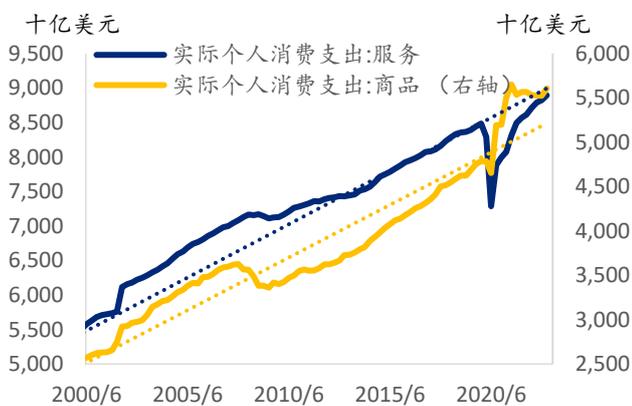
我们将美国进入衰退的时间点从今年四季度推迟到明年一季度。二季度 GDP 增速环比加快至 2.6% (1 季度: 1.8%)，远超预期，得益于投资的走强以及服务消费的强韧性 (图表 45)。从月度数据看，虽然制造业和商品消费有所降温，但是服务消费韧性仍处在上行的趋势线上 (图表 46)。此外，房地产行业的触底反弹或延缓衰退时点——虽然利率水平仍高，但是不论房价还是房地产销售均已过近期最低点。6 月新屋开工和营建许可略有回落，但整体仍好于今年 1 月最低点 (图表 47)。基于以上数据走势，我们将衰退的时间点预测从**今年四季度末**推迟到明年一季度，并认为避免衰退的概率有 40%。虽然这个月美国的经济数据发布 (强劲的经济增速、下滑的核心通胀) 似乎指向软着陆，但是我们仍需警惕强劲的经济增速会拖慢通胀下行至目标水平 (2%) 的速度。

图表 45: 美国 GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率

	比重 (%)	环比增速 (%)		对 GDP 拉动作用	
		23Q2	23Q1	23Q2	23Q1
整体	100.0	2.6	1.8	2.6	1.8
个人消费支出	70.9	1.6	4.2	1.3	4.1
商品	27.7	0.7	6.0	0.2	1.3
耐用品	11.5	0.4	16.3	0.0	1.3
非耐用品	16.4	0.9	0.5	0.1	0.1
服务	43.9	2.1	3.2	1.0	1.4
私人投资总额	17.7	5.7	-11.9	1.0	-2.2
固定资产投资	17.4	4.9	-0.4	0.8	-0.1
建筑	2.3	9.7	15.8	0.3	0.4
设备	6.2	10.8	-8.9	0.5	-0.5
知识产权	6.4	3.9	3.1	0.2	0.2
住宅	2.8	-4.2	-4.0	-0.2	-0.2
私人存货变化	0.0	NA	NA	0.1	-2.1
商品和服务净出口	2.8	-10.8	7.8	-0.1	0.6
政府消费支出和投资总额	3.0	2.6	5.0	0.5	0.9

资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 46: 实际个人服务消费至今未回到趋势线水平, 商品消费有所降温



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 47: 房地产行业接下来可能会对经济提供正贡献



资料来源: CEIC, 浦银国际

即便市场大多认为加息周期已结束，我们仍维持年内还有一次加息的基本判断。7月 [FOMC 会议声明](#) 以及美联储主席鲍威尔的新闻发布会发言表明后续加息与否与经济数据息息相关。在经济数据韧性仍强、劳动力市场仍偏紧、核心通胀下滑可持续性存疑的情况下，我们依然维持自 [6月初年中展望](#) 发布以来一贯的观点——年内还有一次 25 个基点加息，今年全年没有降息。在加息时间点上，美联储 9 月可能跳过加息，但在 11 月最后加息 25 个基点。如果 9 月政策利率如期按兵不动，9 月发布的季度美联储经济预测 (SEP) 更新对今后的政策利率走势 (加息是否已经结束，何时降息) 或提供更明显线索。短期内，我们建议关注接下来 2 个月的劳动力市场和通胀数据发布、以及 8 月 Jackson Hole 会议。

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经授权的行为。

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人士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人士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逾 1%的财务权益。
- 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

