



月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续

- 中国新一轮政策发力或已于8月中开启，接下来可以继续期待政策的落实以及增量措施的发布，以逐步改善经济动能。7月实体经济数据显示中国经济动能再次转弱，但新一轮政策发力从8月中意外降息开始或已开启。我们相信接下来的9-10月政府或狠抓政策落实以及继续发布增量政策措施，集中于以下领域。

1) **房地产**：8月底政策落实明显加快。我们之前**预期**的需求端调整政策在8月31日之后几乎全数推出。接下来需关注各城市（尤其一线和热门二线城市）落实情况以及政策成效。虽然政策仍有调整空间，但是我们认为短期内政府可能会更倾向于观察政策成效。城中村改造和保障性住房建设进展可期。

2) **货币政策**：在8月降息的基础上，我们认为接下来还有一次10-15个基点的降息，并继续维持25个基点降准的预测（大概率在9月）。

3) **财政政策**：除了继续促消费之外，我们认为从基建着手扩大内需仍有必要。在9月发完今年专项债额度之后，我们预计政府仍有可能针对基建投资推出增量政策，例如在三季度宣布提前开始2024年专项债的发行工作。如果经济复苏不及预期，我们也不排除政府会重启抵押补充贷款/政策性开发性金融工具稳基建。

4) **地方债务**：化债措施有望陆续出台。媒体报道的1万亿元地方政府再融资债额度将帮助缓解今年城投债违约的压力，但是对于全面化解隐性债务并不足够。

5) **民营经济**：支持政策明朗化，接下来需狠抓落实。

- 我们认为美国11月还有一次加息，经济衰退或至少被延至明年一季度。美国实体经济韧性仍强，或将影响劳动力市场收紧速度。再叠加商品消费的回升和房价上升对中期住房类CPI的影响，我们依然认为核心通胀同比的整体下行速度或缓慢，甚至在某些月份出现环比反弹。我们维持自6月初以来的一贯观点——11月还有一次25个基点加息。基于强劲的经济表现，我们维持明年一季度进入衰退的基本假设，但认为有40%的概率衰退可以被避免或进一步延后。在流动性方面，我们观察到加息和补充一般账户现金余额的行动对流动性影响最大的时刻或许已经过去。但仍需警惕美国国债放量带来新的压力。
- 风险提示**：中国方面，政策成效不及预期、房地产行业/地方债务风险、出口增速迅速下滑；美国方面，核心通胀数据迅速下行、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9月1日



扫码关注浦银国际研究

目录

(一) 中国——狠抓政策落实，期待更多刺激	4
7 月经济动能再次转弱	4
伴随着市场信心回落，新一轮政策发力或已开启	8
CPI 负读数或不会持久，但仍需警惕其延长风险	15
(二) 美国——加息未完待续	17
金融条件仍缓慢收紧	17
实体经济韧性仍强，影响劳动力市场收紧速度	19
通胀迅速下行的可持续性存疑，我们维持 11 月还有一次加息基本判断	22

图表目录

图表 1: 7 月实际经济数据全面走弱	5
图表 2: CPI 和 PPI 同比于 7 月录得自 2020 年 12 月以来首次双负数	5
图表 3: 新增贷款较去年同期减半，居民贷款更是录得负读数	5
图表 4: 整体失业率上行 0.1 个百分点到 5.3%，7 月起不再发布年轻人失业率	5
图表 5: 房地产相关数据全面下滑	6
图表 6: 30 大中城市房产销售仍然低于去年同期	6
图表 7: 70 城房价环比跌幅扩大，尤其在 3 线城市	6
图表 8: 房地产开发资金来源同比增速除自筹部分外继续放缓	6
图表 9: 在消费品零售中，服务消费复苏（餐饮）继续领先商品消费	7
图表 10: 8 月电影票房有所下降	8
图表 11: 乘用车销售亦开始转弱	8
图表 12: 8 月起市场信心继续回落，直到月底有所回升	8
图表 13: 人民币兑美元徘徊在 7.3 附近	8
图表 14: 货币和信贷增速 7 月均下跌	10
图表 15: 信贷脉冲有望反弹	10
图表 16: 接下来可能还有一次 10-15 个基点的 MLF 利率调整	10
图表 17: 我们维持 25 个基点的降准预测，大概率会发生在三季度	10
图表 18: 基建投资今年逐月下滑	11
图表 19: 8 月地方专项债发行明显提速	11
图表 20: 城投债存量约 13 万亿元	11
图表 21: 今年 9-12 月还有万亿城投债待偿还	11
图表 22: 民企税前利润率仍低于银行贷款加权平均利率	12
图表 23: 民间固定资产投资跌幅继续扩大	12
图表 24: 近期稳增长政策总览	13

图表 25: 7月CPI同比转负, PPI同比跌幅收窄	15
图表 26: 核心和服务业CPI同比有所改善	15
图表 27: 猪价下行周期或接近尾声	15
图表 28: 交通通信价格回升	15
图表 29: 8月起, 补充一般账户现金余额连续三周不增反降, 在23日反弹312亿美元	17
图表 30: 大银行存款在前期下跌后近期有所企稳	17
图表 31: 大银行贷款亦有所恢复	18
图表 32: 不同类型贷款同比增速下滑仍较平稳	18
图表 33: SLOOS显示二季度企业贷和个人信用卡贷款的紧缩标准有所恶化, 但车贷和房地产改善	18
图表 34: SLOOS同时显示各项贷款的需求都有边际改善	18
图表 35: SBOI指数显示小企业的信贷环境预期7月较为平稳, 但已满足的借款需求比例有所下降	18
图表 36: 芝加哥联储金融状况继续好转, 但是金融压力有所上升	18
图表 37: 排除了交通工具之外的订单环比上升了0.48%	19
图表 38: 制造业工业环比增速7月亦反弹至0.46%	19
图表 39: 消费品零售环比继续维持上升, 控制组零售环比增加高达1%	20
图表 40: PCE显示商品和服务消费均较为强劲	20
图表 41: 成屋销售继续放缓, 虽然新房销售继续上升	20
图表 42: 新屋开工和营建许可依然坚挺	20
图表 43: 美国非农新增就业7月微升, 仍低于市场预期	21
图表 44: 二季度雇佣成本指数同比下跌, 但是时薪同比6-7月持续上升	21
图表 45: 7月失业率继续走低	21
图表 46: JOLT职位空缺和失业人数比例虽然5-6月有所下滑, 但仍远高于疫情前的1.2	21
图表 47: 裁员人数自1月高峰后逐月下降	21
图表 48: 周度的首次/持续领取失业金人数8月以来也有所减少	21
图表 49: 美国CPI各分项环比增速和环比贡献	23
图表 50: 核心CPI和PCE通胀7月继续回落	23
图表 51: 二手车价格环比继续下降, 娱乐服务价格增幅加快	23
图表 52: 租金CPI落后Zillow房价和房租指数约9个月至1年, 但7月意外上行	24
图表 53: 房价回暖或为中期通胀的下跌增加更多不确定性	24
图表 54: 近期相关报告列表	25

月度宏观洞察：中国期待政策继续发力， 美国加息未完待续

在过去的一个月中，中美经济似乎又现分化。美国方面，实体经济数据继续走强，核心通胀环比持平在较低水平上，非农就业人数也有所下降，经济形势继续向软着陆迈进。中国方面，因为政治局会议后政策落地趋缓，实体经济全面下滑，市场信心在8月前期再次受挫，但在月底有所改善。

往前看，中国方面，虽然政策方向已经明确、政策落地开始加快，但是需观察后续政策落地和增量措施推出的情况，以及政策成效。房地产政策开始进入快速落地阶段，但这些政策是否就能成功改善居民购房情绪，改善房地产销售？早前在国常会预告的城中村改造意见稿里什么时候可以出台？专项债额度即将发完，今后还会有什么增量措施可以持续稳基建？降息之后货币政策还将如何支持经济恢复？促消费是否还有新的措施会推出？促民企发展政策频发，然而民营企业的信心是否可以就此恢复？这些问题均会对今年接下来经济产生深远影响。

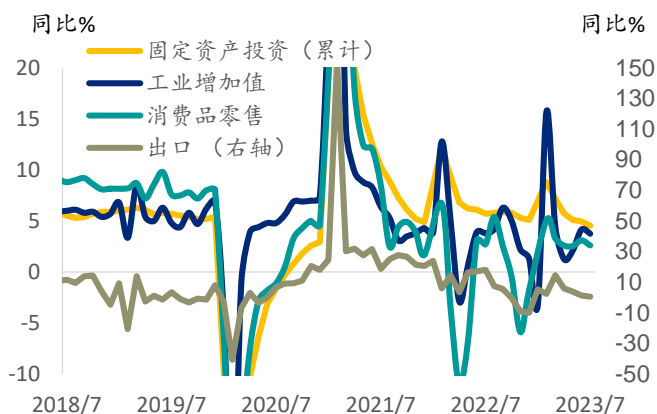
美国方面，虽然6-7月通胀数据向好，但是我们对其可持续性存疑。劳动力市场虽然有零星放松趋势，然而工资增速仍较快。再加上回温的商品消费，核心通胀真的就此进入下行通道了吗？7月真的会是美联储的最后一次加息了吗？7月实体经济数据大部分超预期，美国可以避免经济衰退的发生吗？我们将在此报告中解答以上疑问。

（一）中国——狠抓政策落实，期待更多刺激

7月经济动能再次转弱

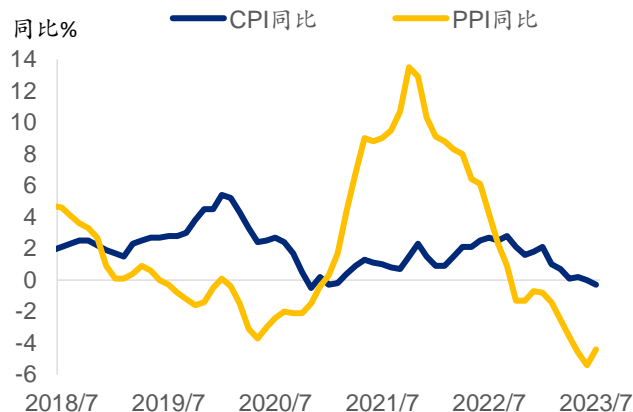
7月经济数据全面下滑。7月出口同比跌幅进一步扩大至-14.5%（6月：-12.4%）。尽管出口增速基数自8月后会明显下跌，但是外需的走软仍然给中国的经常项目顺差造成下行压力。比外需更令人担心的是内需的持续疲软。即使服务消费在暑期有所提振，整体消费品零售同比增速再次下滑（7月：2.4%，6月：3.1%）。投资全面下滑，固定资产投资累计同比继续下跌0.4个百分点到3.4%。CPI和PPI同比于7月录得自2020年12月以来首次双负数（图表2）。新增贷款相较去年同期减半（图表3），居民贷款更是录得负读数。经济动能的放缓也影响了劳动力市场，虽然统计局宣布不再发布年轻人（16-24岁）失业率，但是整体失业率在连续三个月维持在5.2%后，7月上升0.1个百分点到5.3%（图表4）。8月制造业PMI数据虽然有边际改善并高于预期，但仍处在紧缩区间。

图表 1：7 月实际经济数据全面走弱



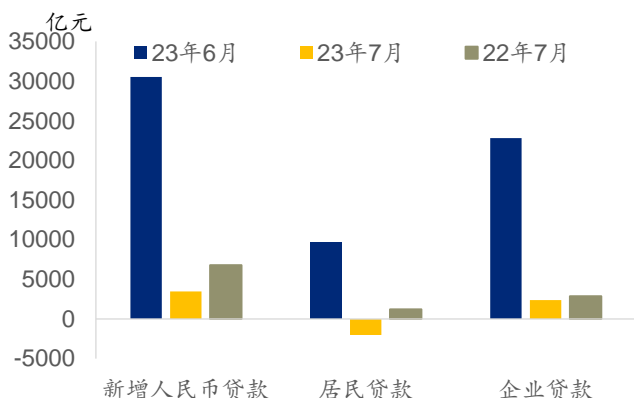
注：为了排除低基数效应，2023 年数据均采用两年平均增速
资料来源：Wind，浦银国际

图表 2：CPI 和 PPI 同比于 7 月录得自 2020 年 12 月以来首次双负数



资料来源：Wind，浦银国际

图表 3：新增贷款较去年同期减半，居民贷款更是录得负读数



资料来源：Wind，浦银国际

图表 4：整体失业率上行 0.1 个百分点到 5.3%，7 月起不再发布年轻人失业率



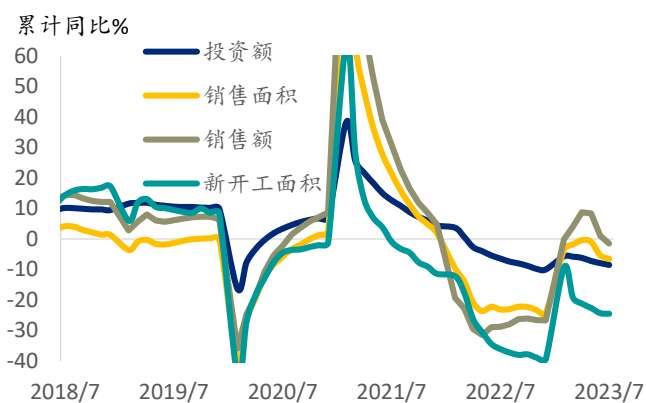
资料来源：Wind，浦银国际

房地产行业的二次探底或是当前经济最大症结所在。房地产行业相关数据 7 月继续恶化。房地产投资累计同比跌幅再扩大 0.6 个百分点至 -8.5%。新开工面积累计同比跌幅亦扩大 0.2 个百分点至 -24.5% (图表 5)。令我们更为担心的是，两大行业先行指标——房产销售和房价的走弱：房产销售面积累计跌幅已扩大到 -6.5% (6 月：-5.3%)，8 月高频数据显示 30 大中城市房产销售仍低于去年同期 (图表 6)。70 大中城市房价环比跌幅略微扩大至 -0.2%，尤其三线城市房价环比跌了 0.3% (图表 7)。房地产行业迟迟没有改善影响了房地产企业的融资情况 (图表 8)，最大民营开发商的现状尤为令人担心。所幸房地产行业调控政策在 8 月底迎来重大改变。

8月31日晚间，中国人民银行接连宣布降首付和房贷利率以及存量房贷利率下调细节。我们之前预期政府会落实降首付和房贷利率以及下调存量房贷利率，但是一齐推出并且同步降低二套房首付比例和房贷利率仍高出我们预期。此举显示了政府稳定房地产行业的坚定决心，政策方向已从稳地产转向适当刺激。

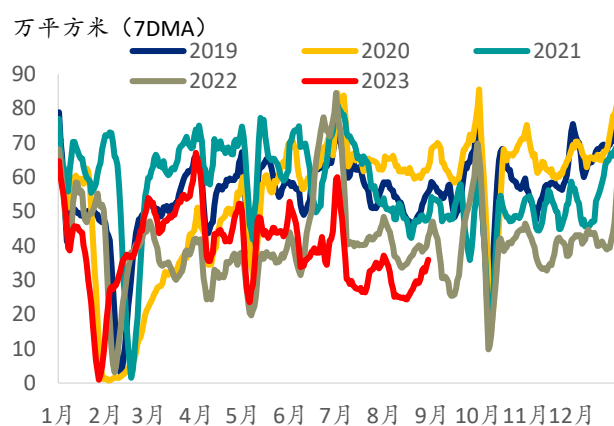
降低首付比例和房贷利率对房产销售或有直接帮助。上轮全国性降首付比例发生在2014年9月和2015年3月，而后在2015年4月房产销售面积同比在连续十个月负增长之后转正。然而此轮房地产行业调控政策相较此前更为严格，对购房者的信心影响可能也更大，需要更多时间改善购房信心。然而对房地产投资的正面影响有一定时滞，因其滞后于销售恢复约半年。

图表 5: 房地产相关数据全面下滑



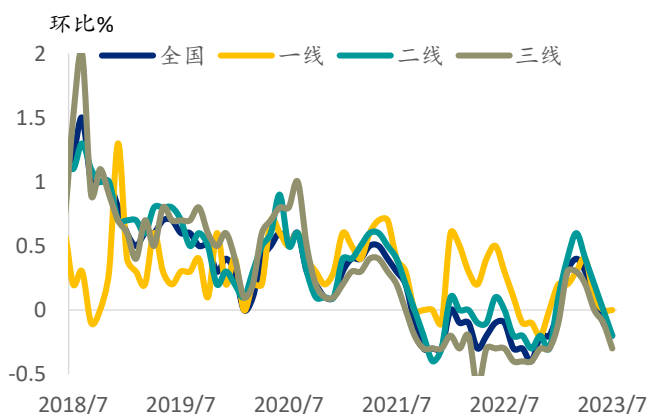
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 30大中城市房产销售仍然低于去年同期



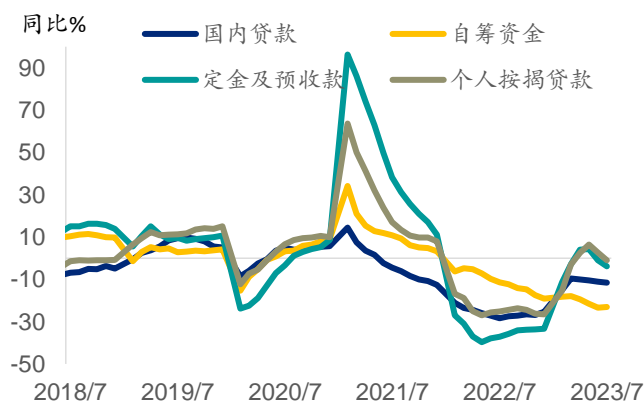
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 70城房价环比跌幅扩大, 尤其在3线城市



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 房地产开发资金来源同比增速除自筹部分外继续放缓



资料来源: Wind, 浦银国际

消费复苏动能的再次转弱亦令人担心。7月消费品零售环比增速转负至-0.06%（6月：0.24%），两年复合平均增速亦从6月的3.1%下滑至2.6%（图表9）。服务消费进入暑假旺季后有所改善——餐饮业两年平均增速加快0.8个百分点到6.8%，统计局首次发布的服务零售额1-7月同比增速达20.3%，明显快于商品零售额增速（5.9%）。然而商品零售额两年平均同比增速下滑0.7个百分点到2.1%，是整体零售数据不景气的主要原因。自选消费全数下滑，包括汽车、手机、珠宝和化妆品等。虽然服务消费的红火可能对商品消费产生一定的挤出效应，但是消费者信心的不足或仍是主要原因。

此外，住房相关的零售在萎靡的房产销售下继续恶化。电影票房和汽车销量的高频数据显示消费在8月或继续转弱（图表10、图表11）。7月中起政府密集发布促家居、汽车和电子产品消费的政策支持，然而政策落地和起效或仍需等待更多时间。8月15日[央视报道](#)央行将大力支持消费金融公司、汽车金融公司等发行金融债券。

8月31日公布的全国性存量房贷利率下调预计每年可节约居民利息支出约2500亿元。与此同时，财政部宣布提高3岁以下婴幼儿照顾等三项个人所得税专项附加扣除标准。这些举动起到了增加居民收入的作用。由于投资相对单一，房地产行业的好坏对中国消费者信心的影响也高于其他经济体。收入的增加以及消费信心的边际修复将帮助支持消费复苏再起，不过前提仍然是此轮政策对房产销售和房价产生了正面的影响。

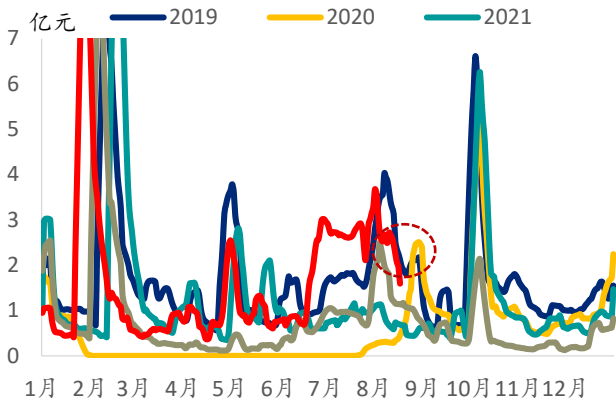
我们相信针对振兴消费的刺激政策仍是接下来稳经济工作的重点，政策支持将继续升级。然而促消费政策很大程度上取决于居民消费情绪的恢复，或需要其他政策的配合（例如稳地产、基建）以扩大内需和改善情绪。

图表 9：在消费品零售中，服务消费复苏（餐饮）继续领先商品消费

	23年7月			23年6月		23年1至7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	2.5	2.6	34.2	3.1	3.1	7.3	3.6	42.8
餐饮	15.8	6.8	72.3	16.1	5.6	20.5	6.9	72.9
商品零售	1.0	2.1	28.3	1.7	2.8	5.9	3.2	39.0
必需品								
粮油、食品、饮料、烟酒类	5.5	5.8	57.4	6.0	6.6	5.2	6.9	72.9
日用品类	-1	-0.2	-1.2	-2.2	1.0	4.2	2.8	19.8
能源类	-0.6	6.5	-594.8	-2.2	5.9	6.2	10.2	408.0
自选消费								
服装鞋帽针纺织品类	2.3	1.5	53.4	6.9	4.0	11.4	2.9	96.7
化妆品类	-4.1	-1.7	-18.4	4.8	6.4	7.2	2.6	20.1
金银珠宝类	-10.0	4.8	-301.8	7.8	7.9	13.6	7.6	260.3
通讯器材类	3	3.9	394.6	6.6	6.6	4	2.0	30.8
汽车类	-1.5	3.9	-151.9	-1.1	6.1	5.5	1.0	158.3
住房相关								
家用电器和音像器材类	-5.5	0.6	20.1	4.5	3.8	0.0	0.7	11.3
家具类	0.1	-3.2	-50.0	1.2	-2.8	3.2	-2.7	-46.6
建筑及装潢材料类	-11.2	-9.5	NA	-6.8	-5.9	-7.3	-5.5	-175.8

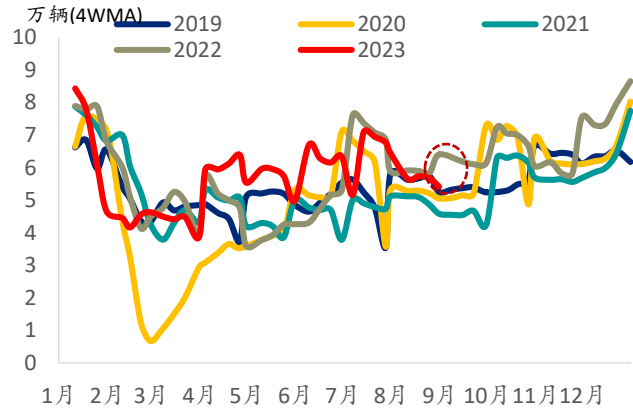
资料来源：Wind，浦银国际

图表 10: 8月电影票房有所下降



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 11: 乘用车销售亦开始转弱



资料来源: Wind, 浦银国际

伴随着市场信心回落，新一轮政策发力或已开启

8月中上旬政策支持趋缓，市场信心回落。虽然政治局会议定调较为积极，但是8月政策行动在15日降息之前均较为缓慢，尤其在房地产领域。叠加上广泛不及预期的经济数据，市场信心在政治局会议后冲高后又再次回落。

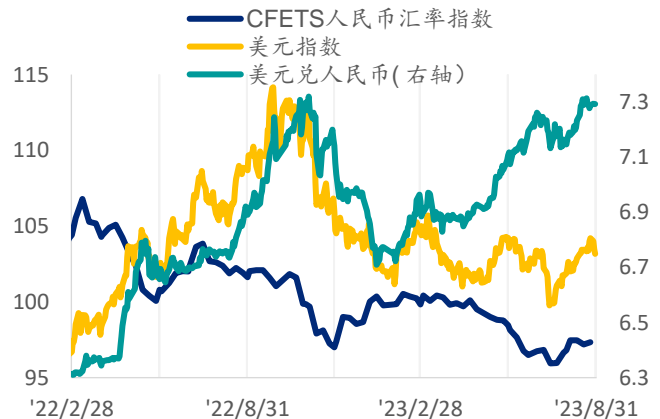
8月底迎来政策集中爆发期。在央行15日意外降低1年期中期借贷便利(MLF)利率之外，财政部27日宣布证券交易印花税减半，证监会同日宣布降融资保证金比例、规范股份减持行为、阶段性收紧IPO。房地产行业更是迎来密集政策落实期：25日住建部发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，广州和深圳均已官宣落实“认房不认贷”，另外两个一线城市亦有望跟进。31日，央行又接连宣布降低二套房房贷利率和首/二套房首付比例，并公布存量房贷利率下调细节。在一套政策组合拳作用下，市场信心自28日起有所改善(图表12、图表13)。

图表 12: 8月起市场信心继续回落，直到月底有所回升



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 13: 人民币兑美元徘徊在7.3附近



资料来源: Wind, 浦银国际

接下来静待落实和增量措施发布，逐步改善经济动能。8月中下旬的政策发布证明相关部门正在围绕着7月底政治局会议的精神，为实现年度经济增长目标作出更多努力。我们相信接下来的9-10月政府或狠抓政策落实以及继续发布增量政策措施以稳定经济和市场信心，经济动能有望逐步改善。政策行动或集中于以下领域：

- **房地产政策需求端仍有空间，但短期内或重落实和观察成效。**我们之前**预期**的需求端调整政策在8月31日之后几乎全数推出。接下来需关注各城市（尤其一线和热门二线城市）落实情况以及政策成效。虽然在限购限售政策、首付比和房贷利率上仍有下调空间，但是我们认为短期内政府可能会更倾向于观察政策成效。2014-2015年全国性两次首付比例调整间歇约半年。

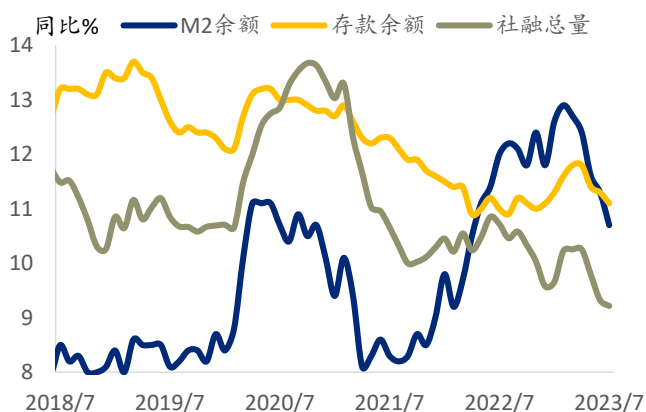
供给端支持或将升级。我们注意到8月3日央行和民企开的座谈会有两家房地产企业参加。这是部委开启民企座谈会之后首次有房企参加。8月11日，证监会亦召集部分房企和金融机构举行**线上会议**摸底房产销售和房企债务情况。结合之前政府部门集中召开民企座谈会之后推出重磅中共中央促民企发展文件，监管当局或对房地产企业的流动性问题提供更多支持：2021年初实施的房地产贷款集中度管理制度有松动空间。政府已如我们**预期**地放松对房企市场融资的规定，接下来还可以通过央行再贷款工具、银行窗口指导等方式加强对房地产企业的资金支持。

从目前各地发布的城中村改造和保障性住房建设相关文件来看，不可小觑此轮政策刺激对房地产投资的促进作用，我们相信央行也将为这些领域提供增量金融支持。手段上或通过重启抵押补充贷款/政策性开发性金融工具，或创造新的政策工具。

- **货币政策或维持宽松，8月降息之后还有降息降准。**8月15日央行调低一年期中期借贷便利（MLF）利率15个基点到2.5%。虽然市场普遍认为下半年央行会继续降息，但8月来说因为高额MLF贷款的到期，以及专项债发行加快，8月降准的可能性本来大于降息。8月降息的幅度高于2020年4月以来的每次10个基点。结合考虑8月11日新增人民币贷款数据为2009年11月以来历史最低（图表14），此次降息体现了央行使用利率工具提振信贷需求的决心。然而20日LPR利率下调幅度低于MLF利率下调幅度，显示了央行在维持宽松货币环境和不过度挤压银行息差之间的两难抉择。

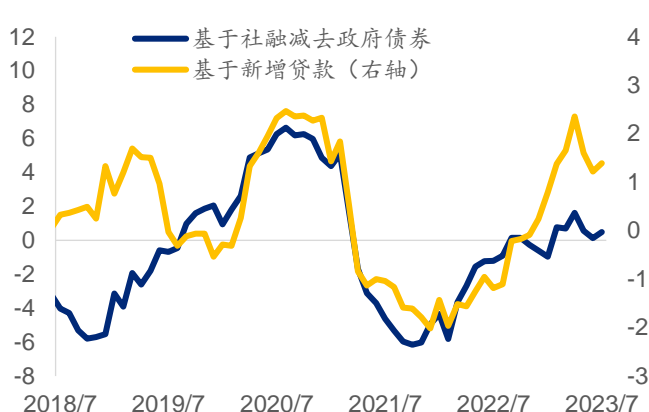
据**媒体**报道，大型银行或将再次下调存款利率，为后续降息留下空间。权衡之下，我们预计今年接下来可能还有一次10-15个基点的降息（图表16），并继续维持25个基点降准的预测（大概率在9月，图表17），信贷投放也有望提速（图表15）。此外，央行可能会使用结构性工具对消费融资、化解地方债务和房地产风险、城中村改造等提供资金支持。

图表 14: 货币和信贷增速 7 月均下跌



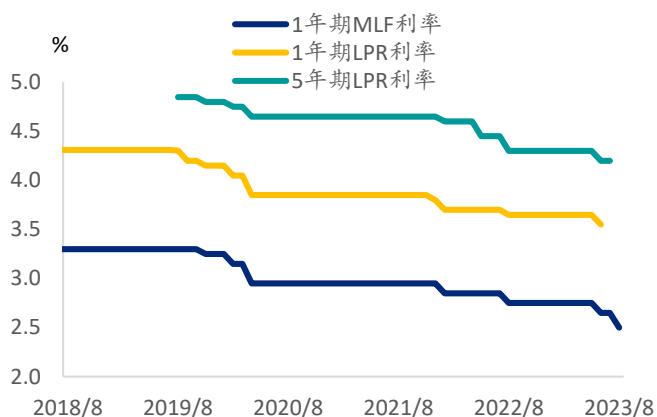
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 15: 信贷脉冲有望反弹



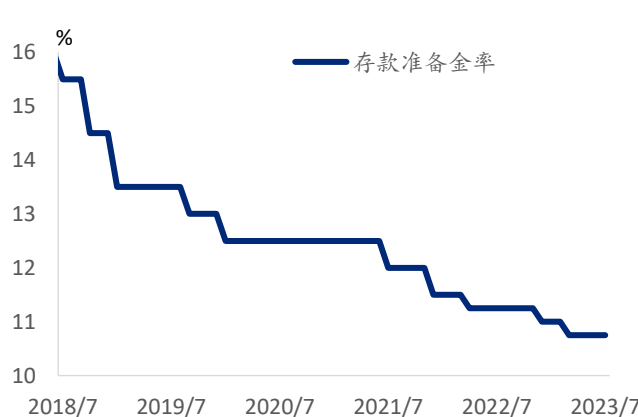
资料来源: Wind, 浦银国际估算

图表 16: 接下来可能还有一次 10-15 个基点的 MLF 利率调整



资料来源: Wind, 浦银国际

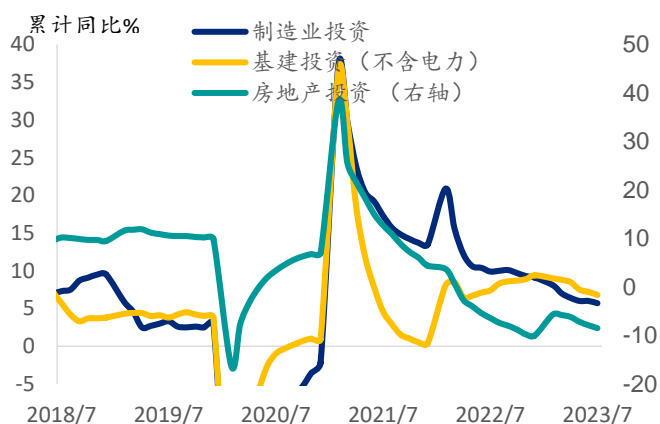
图表 17: 我们维持 25 个基点的降准预测, 大概率会发生在三季度



资料来源: Wind, 浦银国际

- **财政政策或变得更为积极。**财政政策上动作较为缓慢,或在为化解地方债务风险留足政策空间。不过我们认为促消费、稳地产、支持民企等政策仍需依赖居民和企业的信心恢复情况,政府还需先行,从基建着手扩大内需。国务院 8 月 28 日会议已官宣 3.8 万亿元地方专项债额度要在三季度发完,用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕。这就意味着 9 月份还将有近 800 亿元专项债将发行(图表 19)。在此基础上,我们预计政府仍有可能针对基建投资推出增量政策,例如在三季度宣布提前开始 2024 年专项债的发行工作。如果经济复苏不及预期,我们也不排除政府会重启抵押补充贷款/政策性开发性金融工具稳基建。除此之外,财政部在 8 月初发布了多项支持小微企业和个体工商户的税费优惠政策,31 日宣布提高 3 岁以下婴幼儿照顾等三项个人所得税专项附加扣除标准,之后可能会针对民企推出其他的税费优惠政策,但是整体幅度不会太大。

图表 18: 基建投资今年逐月下滑



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 19: 8月地方专项债发行明显提速



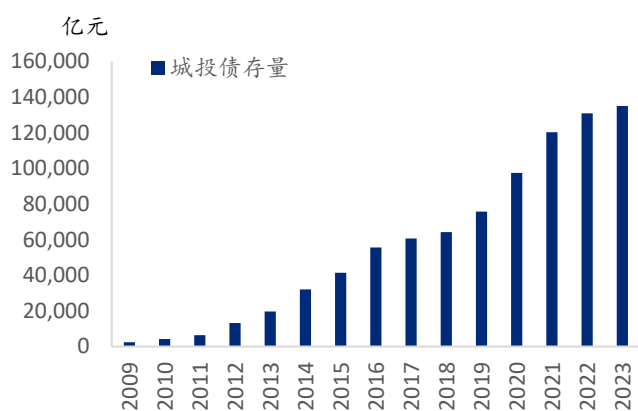
注: 8月数据财政部尚未发布, 使用 Bloomberg 统计数据代替

资料来源: Bloomberg, Wind, 浦银国际

- **化解地方政府债务风险措施有望陆续出台。**有新闻报道财政部将下达**一万亿元**地方政府再融资债额度, 利用历年结存限额帮助地方偿还地方融资平台负债在内的隐性债务。截止到8月底, 城投债存量还有13万亿元(图表 20), 其中1万亿元将在今年9-12月到期(图表 21)。如果报道属实, 一万亿元的额度再融资额度将帮助缓解今年城投债违约的压力, 但是对于全面化解隐性债务并不足够。

央行下半年工作会议提出要“继续推动重点地区和机构风险处置, 强化风险早期纠正, 丰富防范化解系统性风险的工具和手段, 牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。”这意味着央行或者说银行体系将是化解地方债务风险中的重要一环。化债工作或先从风险较高的重点地区局部展开, 央行可能为其提供新的政策工具。总体而言, 我们相信化债措施接下来或逐步出台, 底线仍然是城投债不发生大规模的违约。

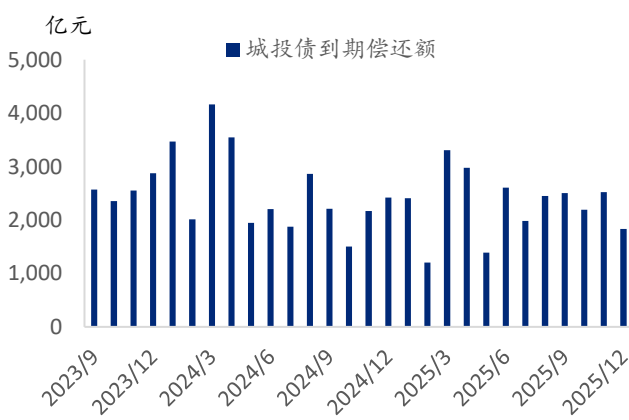
图表 20: 城投债存量约 13 万亿元



注: 2023 年数据截至 8 月 31 日

资料来源: Wind, 浦银国际

图表 21: 今年 9-12 月还有万亿城投债待偿还

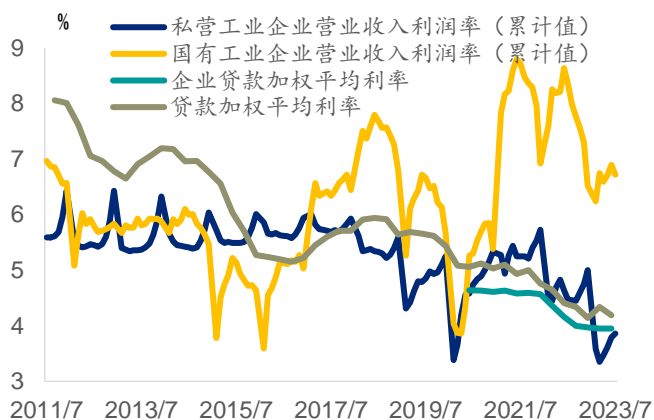


注: 数据截至 2023 年 7 月 25 日

资料来源: Wind, 浦银国际

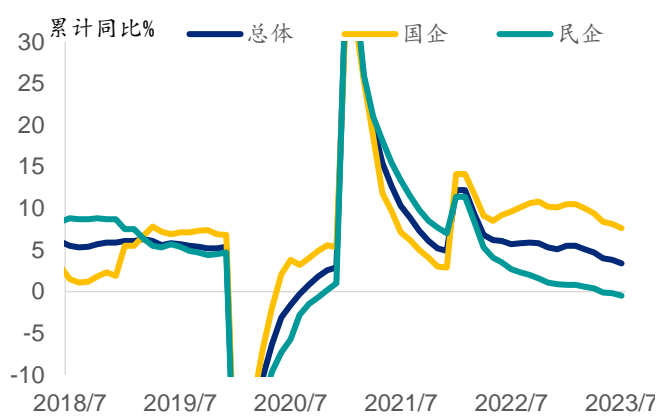
- 对民营企业的支持政策明朗化，接下来需狠抓落实。8月1号，发改委发布促民营企业发展28条，主要是对之前7月19日中央发布的重磅促民营企业发展文件的细化和责任分配。其中重要内容包括：支持民营企业参与重大科技攻关，持续推出平台企业“绿灯”投资案例，延长普惠小微贷款支持工具期限，扩大民营企业信用贷款规模，扩大民营企业债券支持工具的使用范围。我们认为支持民企的信号是非常明确的，现在的关键在于落实。民间投资增速7月继续下滑0.3个百分点到-0.5%（图表23），还需迅速推动发改委预告的[3.2万亿元投资项目](#)、降低民企融资成本以改善投资情况。民营经济的复苏或是下半年整体经济复苏不可或缺的一股力量。

图表 22: 民企税前利润率仍低于银行贷款加权平均利率



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 23: 民间固定资产投资跌幅继续扩大



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 24：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。
2023年7月31日	关于恢复和扩大消费的措施	发改委	1. 各地区不得新增汽车限购措施，已实施限购的地区因地制宜优化汽车限购措施。2. 鼓励错峰休假、弹性作息，积极举办文化和旅游消费促进活动。3. 逐步降低农村物流配送成本。4. 加大综合金融支持力度
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。
2023年8月初	公布了10项主要针对小微企业和个体工商户的税费支持政策	财政部、税务局	1. 对今年年底到期的增值税小规模纳税人月销售额10万元以下免税和减按1%征税的优惠政策，一次性延续至2027年底；将个体工商户减半征收个人所得税的范围，由年应纳税所得额不超过100万元调整为不超过200万元，并延续至2027年底。2. 对金融机构向小微企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税。3. 对月销售额10万元以下（含本数）的增值税小规模纳税人，免征增值税。增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，减按1%预征率预缴增值税。
2023年8月15日	政策利率下调15个百分点	央行	人民银行将MLF利率下调15个基点至2.5%。但而后1年期LPR利率仅下调10个基点，5年期未做调整。
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。
2023年8月28日	官宣地方专项债额度三季度发完	国务院	国务院关于今年以来预算执行情况的报告提请十四届全国人大常委会第五次会议审议。报告指出，今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕。

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。
2023年8月25日	关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知	住建部、央行等	申请贷款买房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。此项政策供城市自主选用。
2023年8月27日	上市房企再融资政策放松	证监会	房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。
2023年8月31日	降首付比、房贷利率、落实存量房贷利率下调	央行	1. 不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限分别统一为不低于20%和30%（原先为30%和40%）。2. 将二套住房利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加20个基点。3. 自2023年9月25日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请置换存量房贷。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但不得低于原贷款发放时所在地首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。

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。
2023年8月1日	关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知	发改委	1. 支持民营企业参与重大科技攻关，牵头承担工业软件、云计算、人工智能、工业互联网、基因和细胞医疗、新型储能等领域的攻关任务。2. 强化要素支持，延长普惠小微贷款支持工具期限至2024年底，持续加大普惠金融支持力度。引导商业银行接入“信易贷”。3. 将民营企业债券央地合作增信新模式扩大至全部符合发行条件的各类民营企业。
2023年8月30日	关于进一步加大债务融资工具支持力度 促进民营经济健康发展的通知	交易商协会	继续加大“第二支箭”服务力度，更好支持民营企业发展。支持符合条件的产业类及地产民营企业、科技创新公司以及采用中小企业集合票据的科技公司在债券市场融资。

稳资本市场

2023年8月27日	证券交易印花税减半	财政部	为活跃资本市场、提振投资者信心，28日起证券交易印花税实施减半征收。
2023年8月27日	证监会三箭齐发稳市场信心	证监会	降融资保证金比例、规范股份减持行为、阶段性收紧IPO

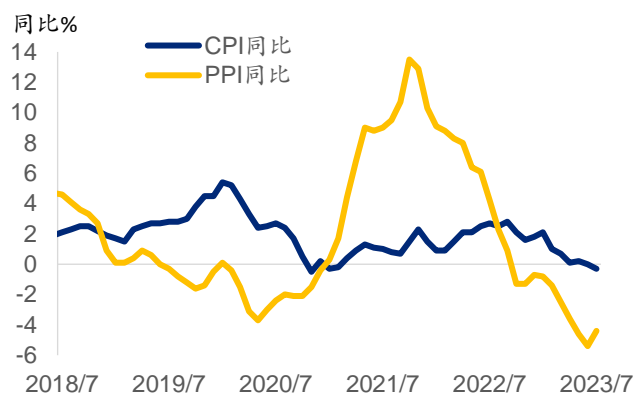
注：8月新政策用了加粗字体

资料来源：政府部门网站，浦银国际

CPI 负读数或不会持久，但仍需警惕其延长风险

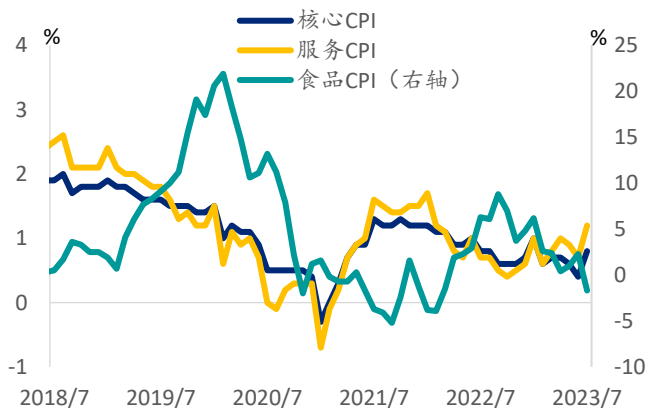
在我们经济环比增速逐渐回升的基本假设下，CPI 预计 7-8 月见底后回升。虽然 7 月整体 CPI 同比转负（图表 25），但是我们看到之前拖累 CPI 的几大因素发生了积极的变化：1.) 服务业 CPI 在暑期旅游旺季大幅回升，并有望在 8 月继续维持（图表 26）。2.) 猪肉价格的下行周期有望结束，7 月猪价环比已转至 0%（图表 27）。3.) 交通通信价格在原油和通信工具价格回升的影响下有所改善（图表 28）。然而政策仍需继续发力，以维持价格上的积极变化。我们预计 CPI 同比增速有望在 7-8 月触底后反弹，但认为需要警惕新一轮新能源车降价以及经济复苏慢于预期对 CPI 的下行风险。此外，我们维持 PPI 6 月已见底的基本观点，但是转正可能最快要等到年底（[7 月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力](#)）。

图表 25：7 月 CPI 同比转负，PPI 同比跌幅收窄



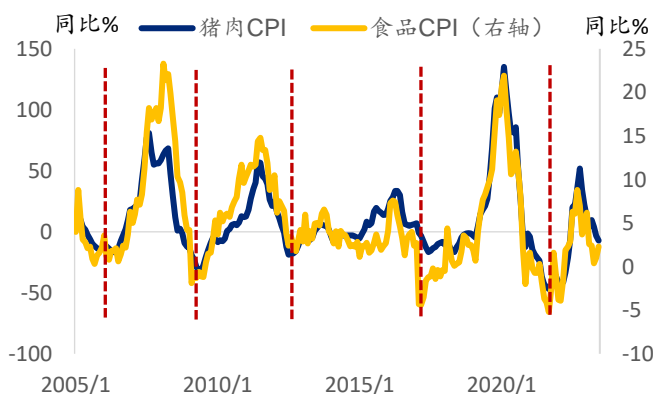
资料来源：Wind，浦银国际

图表 26：核心和服务业 CPI 同比有所改善



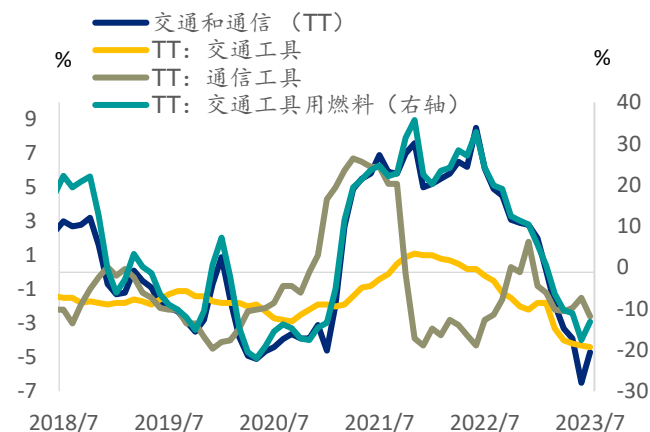
资料来源：Wind，浦银国际

图表 27：猪价下行周期或接近尾声



资料来源：Wind，浦银国际

图表 28：交通通信价格回升



资料来源：Wind，浦银国际

政策继续支持人民币汇率稳定。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。而在8月17日发布的二季度货币政策报告中，央行亦罕见表示坚决防范汇率超调风险。在8月市场信心较弱的情况下，人民币兑美元汇率亦大部分时候维持在7.3以下（图表13）。我们仍然相信7.3（去年美元兑人民币最弱点）或为明确政策底。如有需要，政府不会吝嗇推出一系列政策措施干预单边贬值预期，例如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。继7月20日上调跨境融资宏观审慎调节参数后，9月1日央行宣布再次下调外汇存款准备金率2个百分点至4%。在中期，经济动能的改善或帮助资金回流中国，支持人民币升值。然而，幅度或受制于经常项目顺差的潜在收窄。

(二) 美国——加息未完待续

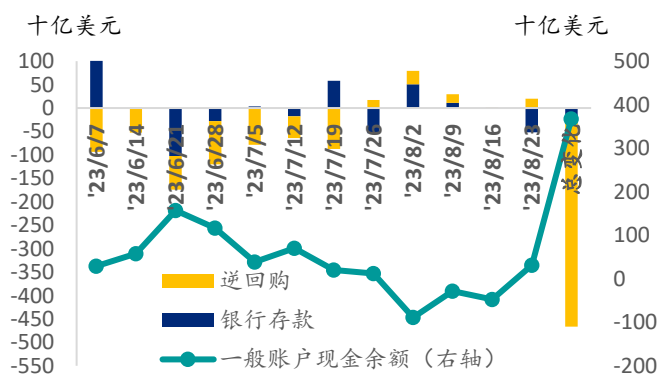
金融条件仍缓慢收紧

补充一般账户现金余额行动节奏趋缓，对金融和信贷条件的压力减少。8月起，补充一般账户现金余额（Treasury General Account, TGA）连续三周不增反降，在23日反弹312亿美元（图表29）。8月2日，美国财政部宣布一般账户现金余额指引，目标9月底补充至6500亿美元，12月底至7500亿美元。这就意味着从现在到9月底，TGA账户还需要增加2349亿美元，预计主要还是通过减持逆回购实现，节奏相对于6-7月份较缓。此外，我们和市场普遍认为美联储9月会暂停加息，补充TGA行动对流动性影响最大的时刻或许已经过去。然而，财政部发布的声明预计第三季度有价债券发行净额将达到1.007万亿美元，创历史同期新高，也比5月初时的预估值高出2740亿美元。我们认为仍需警惕美国国债放量将对银行系统流行性带来新的压力。

各类指标显示银行信贷条件随加息收紧，但过程仍缓和。硬数据方面，银行存贷款均有回升（图表30、图表31），虽然大银行存贷款在7月底因为美联储减持银行存款曾有短暂下跌。几类银行贷款增速的下滑依然较为平稳（图表32），并未出现硅谷银行流动性危机之后的暴跌之势。

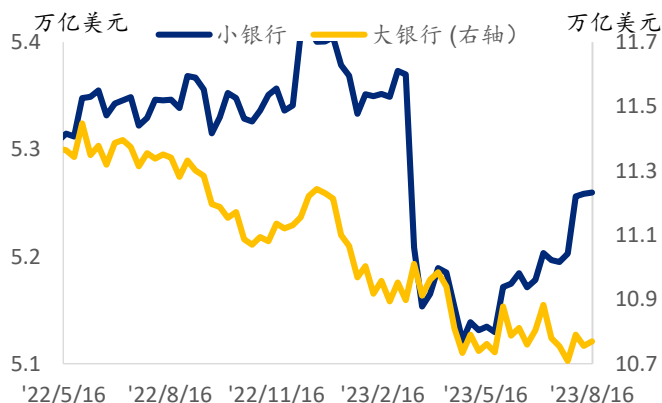
软数据所呈现的信号比较混沌：1）7月美联储发布的季度资深信贷人调查（Senior Loan Officer Opinion Survey, SLOOS）显示二季度企业贷和个人信用卡贷款的紧缩标准有所恶化，但是车贷和房地产相关的紧缩标准有所边际改善（图表33）。SLOOS同时显示各项贷款的需求都有边际改善（图表34）。2）SBOI指数显示小企业的信贷环境预期和贷款可得性7月较为平稳，但是已满足的借款需求比例有所下降（图表35）。3）芝加哥联储金融状况继续好转，但是金融压力有所上升（图表36）。总体而言，我们继续维持本轮美联储紧缩周期不太可能演变成新一轮全国性甚至全球性金融危机的基本观点。

图表 29：8月起，补充一般账户现金余额连续三周不增反降，在23日反弹312亿美元



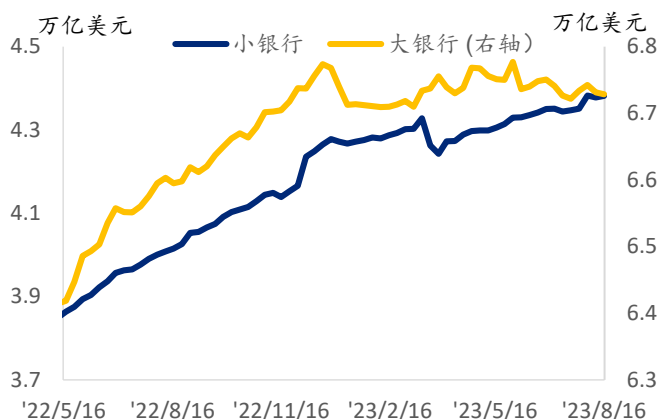
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 30：大银行存款在前期下跌后近期有所企稳



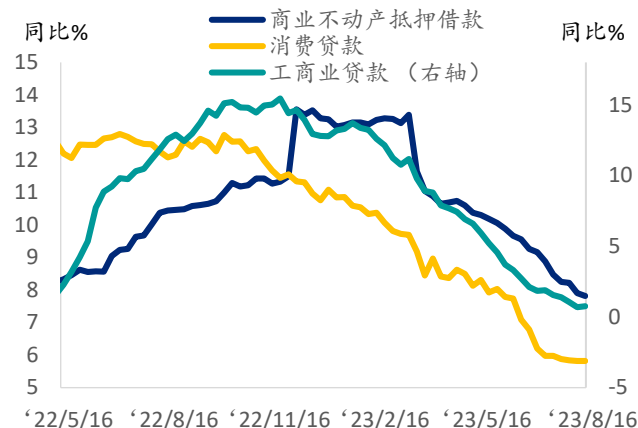
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 31: 大银行贷款亦有所恢复



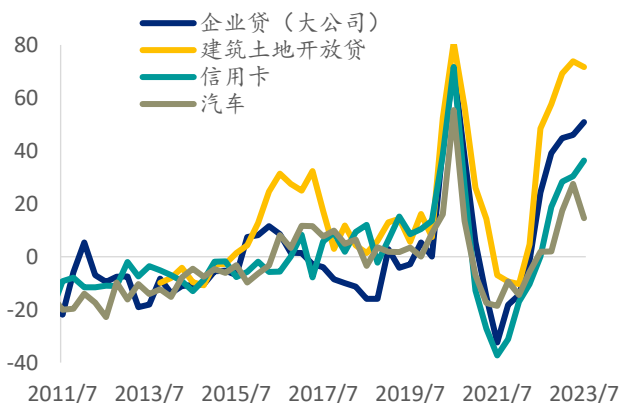
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 32: 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 33: SLOOS 显示二季度企业贷和个人信用卡贷款的紧缩标准有所恶化, 但车贷和房地产改善



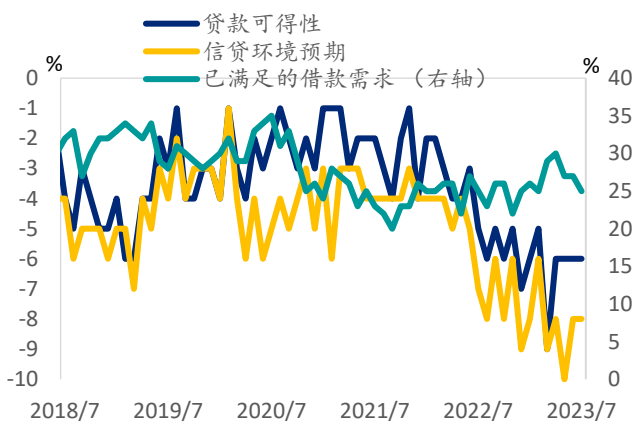
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 34: SLOOS 同时显示各项贷款的需求都有边际改善



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 35: SBOI 指数显示小企业的信贷环境预期 7 月较为平稳, 但已满足的借款需求比例有所下降



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 36: 芝加哥联储金融状况继续好转, 但是金融压力有所上升



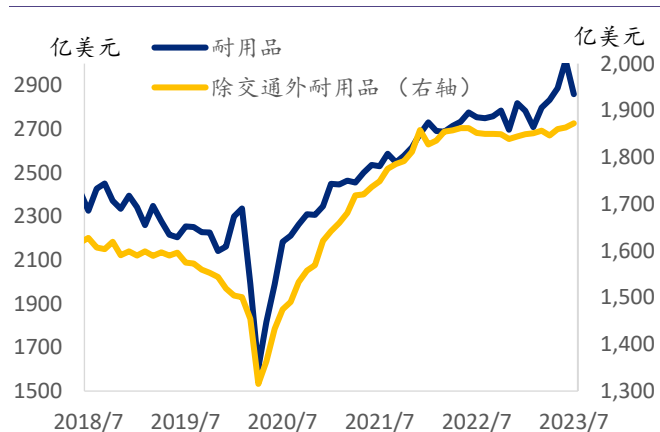
资料来源: CEIC, 浦银国际

实体经济韧性仍强，影响劳动力市场收紧速度

7月实体经济数据显示服务消费或不是唯一增长点，制造业和商品消费回暖。制造业方面，虽然耐用品订单7月整体环比下跌了5.2%，但这主要是因为飞机等交通运输订单的下降。排除了交通工具之外的订单环比上升了0.48%（图表37）。此外，制造业工业环比增速7月亦反弹至0.46%（图表38）。

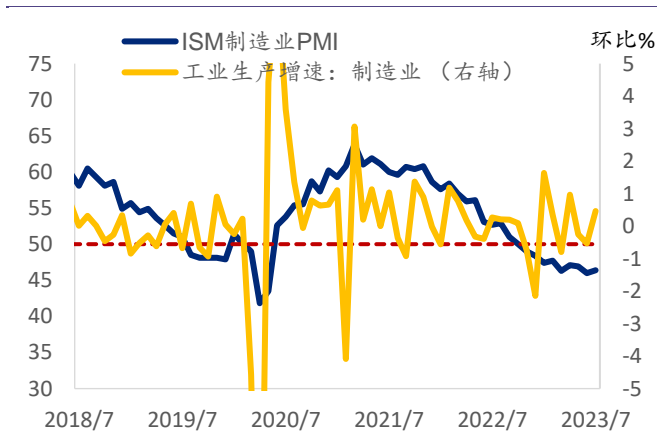
消费方面，商品消费的代表——消费品零售环比继续维持上升，控制组零售环比增加高达1%（图表39）。餐饮类零售亦维持连续5个月环比正增长。PCE数据显示无论商品还是服务消费均较为强劲（图表40）。不过在房地产方面，高房贷利率继续影响成屋销售（图表41），成屋房价也开始下降，但新屋开工和营建许可依然坚挺（图表42）。总体而言，即使美国二季度GDP增速有所下修，我们仍维持美国经济明年一季度进入衰退的基本观点，并认为有40%的概率衰退可以被避免或进一步延后，仍需警惕强劲的经济增速会拖慢通胀下行至目标水平（2%）的速度。

图表 37: 排除了交通工具之外的订单环比上升了0.48%



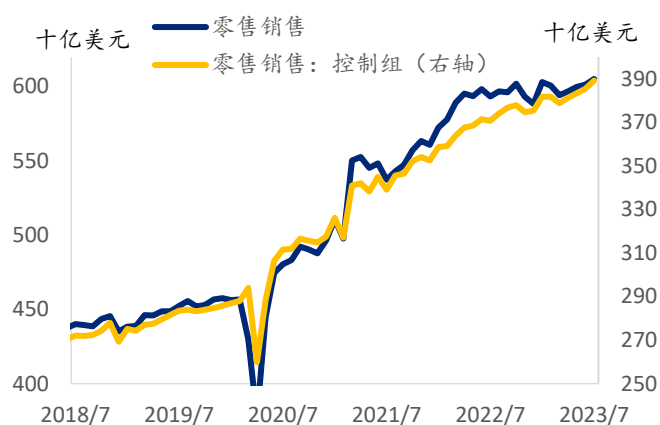
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 38: 制造业工业环比增速7月亦反弹至0.46%



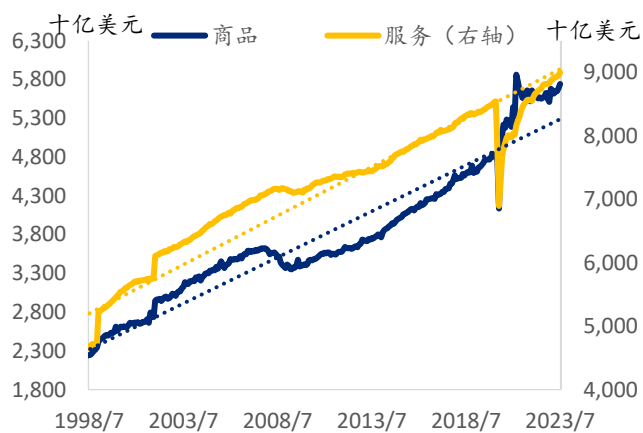
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 39: 消费品零售环比继续维持上升, 控制组零售环比增加高达 1%



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 40: PCE 显示商品和服务消费均较为强劲



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 41: 成屋销售继续放缓, 虽然新房销售继续上升



资料来源: CEIC, 浦银国际

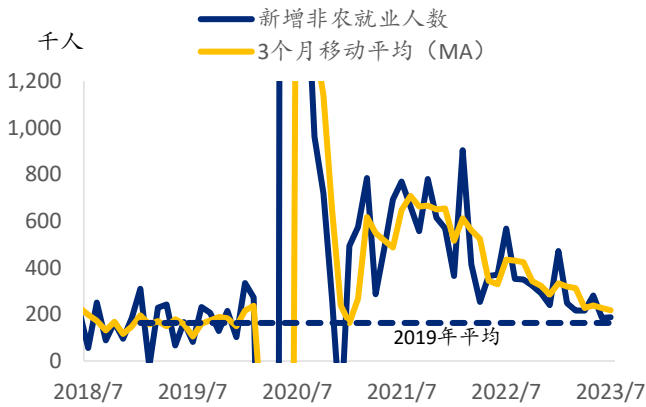
图表 42: 新屋开工和营建许可依然坚挺



资料来源: CEIC, 浦银国际

劳动力市场的数据有零星放松趋势, 但仍较为混沌。一方面, 7月非农数据继续低于预期, 录得低于 20 万新增就业 (图表 43), 第二季度的雇佣成本指数同比也下滑至 4.5% (一季度为 4.8%, 图表 44), JOLT 职位空缺和失业人数比例连续三个月下滑, 虽然仍高于疫情前的 1.2 (图表 46)。另一方面, 失业率 7 月再次下跌 0.1 个百分点到 3.5%, 与美联储 6 月年底 4.1% 的预测渐行渐远 (图表 45)。裁员人数自 1 月高峰后逐月下降 (图表 47)。周度的首次/持续领取失业金人数 8 月以来也有所减少 (图表 48)。此外, 亚特兰大薪资增长指数和时薪同比增速均加快 (图表 44), 继续施压非住房类核心服务价格。

图表 43: 美国非农新增就业 7 月微升, 仍低于市场预期



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 44: 二季度雇佣成本指数同比下跌, 但是时薪同比 6-7 月持续上升



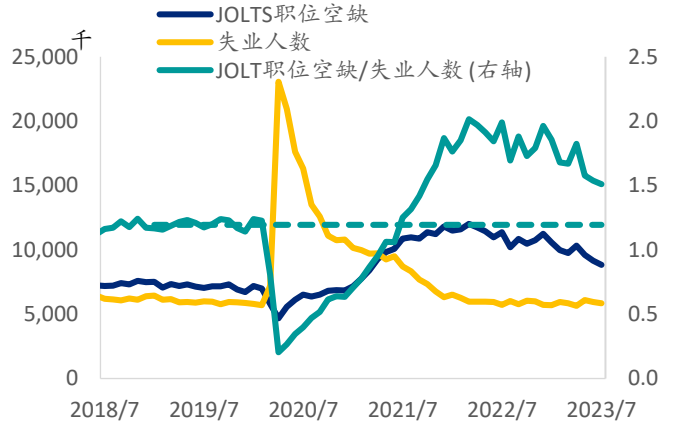
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 45: 7 月失业率继续走低



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 46: JOLT 职位空缺和失业人数比例虽然 5-6 月有所下滑, 但仍远高于疫情前的 1.2



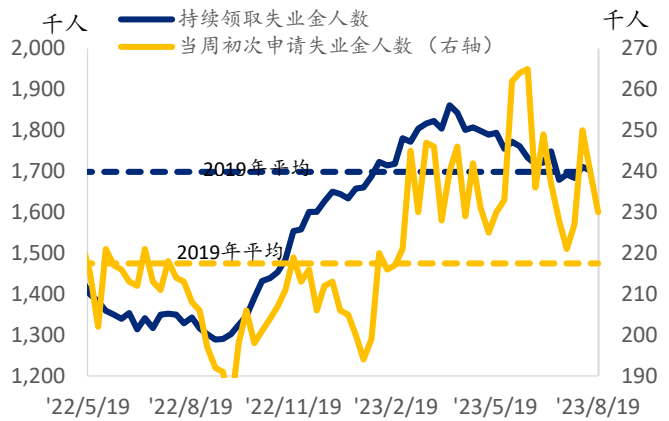
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 47: 裁员人数自 1 月高峰后逐月下降



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 48: 周度的首次/持续领取失业金人数 8 月以来也有所减少



资料来源: CEIC, 浦银国际

通胀迅速下行的可持续性存疑，我们维持 11 月还有一次加息基本判断

6-7 月的通胀数据并不足以证明核心通胀会继续迅速下行。美国核心通胀环比 7 月持平在 0.16%，同比下跌 0.1 个百分点到 4.7%（图表 49）。尽管核心通胀环比持平是一个积极的信号，但是仍有些上行风险需要警惕。短期来看，假期因素会对 8 月核心服务价格造成一定影响。暑期娱乐、教育和通信商品的价格上涨有望继续加快（图表 51）。虽然机票价格意外维持环比-8%的跌幅。但是随着油价上行，机票价格的下跌恐难持续。此外，仍偏紧的劳动力市场也会继续影响劳动力价格，从而影响服务价格。

中期来看，我们较为担心核心商品和住房 CPI 的反弹。1) 尽管核心商品通胀价格继续下行，但是 6-7 月份实体经济数据显示商品需求或已开始回升，商品价格在中期或将面临新的压力。2) 住房类 CPI 再次反弹（7 月：0.44%，6 月：0.37%）。住房类 CPI 滞后反应房价变化 9 个月至 1 年（图表 52），然而今年看来颇具韧性。中期来看，住房类 CPI 可能随今年年初房价上升而开始上升（图表 53）。住房类 CPI 可能会成为核心 CPI 下降的一大上行风险因子。我们依然认为核心通胀同比的整体下行速度或缓慢，甚至在某些月份出现环比反弹（[美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息，但并不意味着结束加息](#)）。

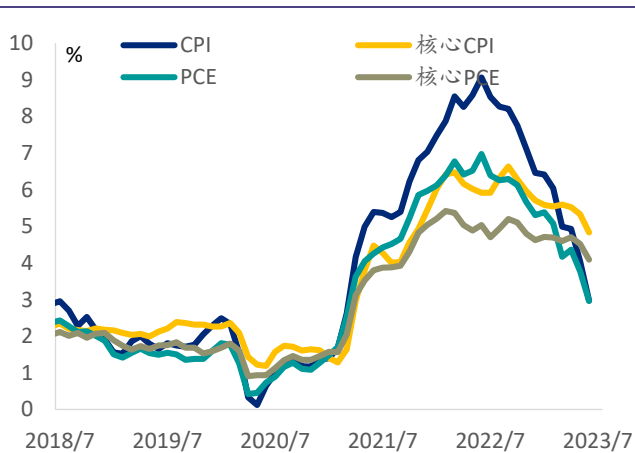
此外，美国劳工统计局在 8 月下旬宣布修改 CPI 里医疗保险成分的计算方式，可能会对今年 10 月起的医疗保险 CPI 产生一定不确定性，但我们预计影响不会很显著。而且该成分也不在 PCE 通胀率内，对美联储利率决定的影响微乎其微。

图表 49：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 7 月	23 年 6 月	23 年 5 月		
CPI	0.17	0.18	0.12	100.0	0.17
食品	0.24	0.11	0.20	13.4	0.03
能源	0.11	0.60	-3.59	7.0	0.01
核心 CPI	0.16	0.16	0.44	79.6	0.13
- 商品	-0.33	-0.05	0.55	21.2	-0.07
家用家具和供给	-0.35	-0.27	-0.41	4.3	-0.02
服装	-0.03	0.31	0.29	2.5	0.00
运输	-0.54	-0.17	1.49	7.8	-0.04
医疗护理	0.51	0.19	0.65	1.5	0.01
娱乐商品	-0.78	-0.36	-0.05	2.3	-0.02
教育和通讯商品	-1.25	-0.07	-0.20	0.9	-0.01
酒精饮料	0.12	0.01	0.51	0.8	0.00
其它	0.30	0.08	0.59	1.2	0.00
- 服务	0.35	0.25	0.40	58.4	0.21
住房	0.44	0.37	0.56	34.8	0.15
主要居所租金	0.42	0.46	0.49	7.6	0.03
外宿	-0.34	-2.01	1.80	1.2	0.00
业主等价租金	0.49	0.45	0.52	25.6	0.12
核心服务扣除住房	0.22	0.09	0.16	23.6	0.05
医疗护理	-0.40	-0.02	-0.05	6.3	-0.03
运输	0.34	0.13	0.84	5.9	0.02
娱乐	0.77	0.46	-0.09	3.1	0.02
教育和通讯商品	0.29	-0.27	-0.15	4.8	0.01
其它个人服务	-0.53	0.14	0.69	0.8	0.00

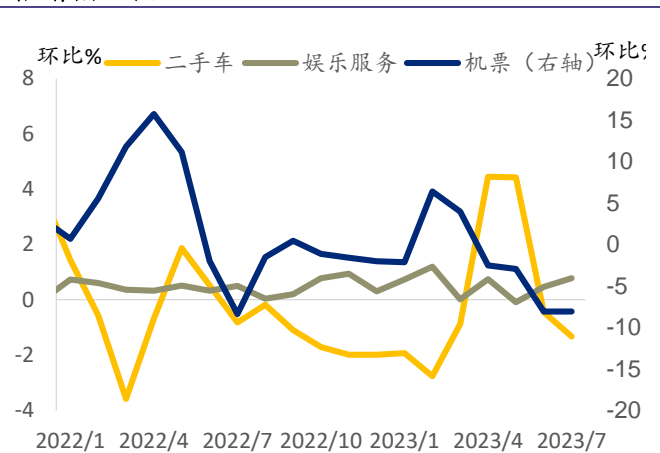
资料来源：Wind, 浦银国际

图表 50：核心 CPI 和 PCE 通胀 7 月继续回落



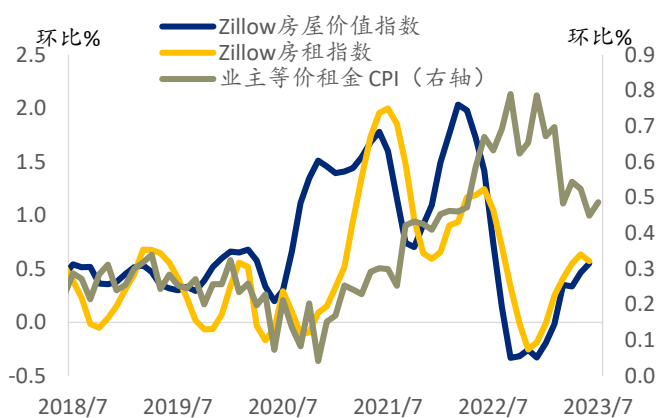
资料来源：CEIC, Zillow, 浦银国际

图表 51：二手车价格环比继续下降，娱乐服务价格增幅加快



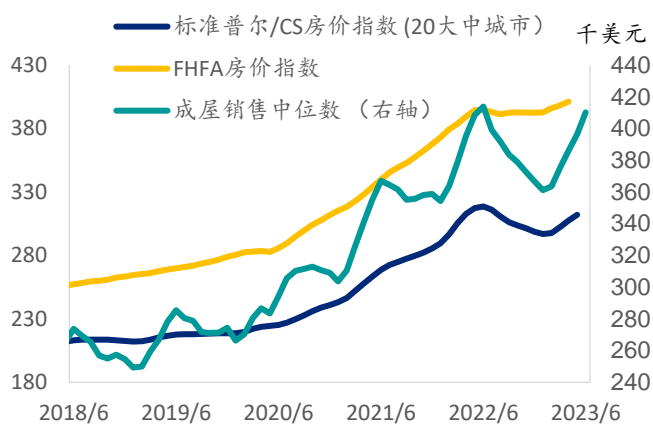
资料来源：CEIC, 浦银国际

图表 52：租金 CPI 落后 Zillow 房价和房租指数约 9 个月至 1 年，但 7 月意外上行



资料来源：CEIC, Zillow, 浦银国际

图表 53：房价回暖或为中期通胀的下跌增加更多不确定性



资料来源：CEIC, 浦银国际

7 月数据或支持美联储 9 月跳过加息，但并不足以证明加息周期已经结束。虽然 8 月的劳动力数据和通胀数据发布仍是美联储 9 月加息会议的参考因素，但是就目前的数据来看，我们认为美联储很有可能在 9 月会议中跳过加息。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。然而 7 月数据显示核心服务价格有回暖趋势，劳动力市场的数据仍然较为混沌。因此我们认为就此认定核心通胀接下来会迅速下行，加息周期已经结束还为时过早。

美联储 7 月会议纪要反映官员们和我们一样有对通胀上行风险的担忧。而美联储主席鲍威尔在 8 月 25 日在杰克逊霍尔会议上表示 2% 仍然是美国的通胀目标，美联储准备在适当的情况下进一步提高利率，并打算将政策利率维持在一个限制性水平上。整体来说接下来的加息取决于数据发布情况这一点没有变化。我们因此依然维持自 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 (在 11 月)，今年全年没有降息。不过 11 月是否加息仍然取决于接下来几个月的数据发布情况。

图表 54：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2023 年 8 月 11 日	美国 7 月通胀数据或支持跳过 9 月加息，但并不意味着结束加息
2023 年 8 月 9 日	7 月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力
2023 年 8 月 2 日	央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？
2023 年 7 月 31 日	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
2023 年 7 月 27 日	美联储 7 月如期加息，加息周期未必已结束
2023 年 7 月 25 日	7 月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置
2023 年 7 月 20 日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023 年 7 月 19 日	促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持
2023 年 7 月 13 日	美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议
2023 年 7 月 11 日	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 年 7 月 7 日	汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值
2023 年 7 月 6 日	美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

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

