



月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减

- **中国：观望政策成效，期待后续刺激。**6月以来一系列支持政策的成效在8月实体经济数据中开始显露——旅游业拉动的消费复苏以及去库存周期后的工业恢复是两大推动力，然而基建和房地产行业的政策成效尚不明显。从政策上来看，8月中旬开始的新一轮政策发力也在持续中。接下来两大问题对经济形势至关重要：

1. 刺激政策是否已结束，政策接下来会怎么走？——9月降准打消了刺激政策已结束的疑虑，然而政策推出的频率和力度近期或有所下降。我们认为接下来如有必要仍会降息，政府或在四季度宣布提前开始2024年专项债的发行工作。房地产在经历了8月底的政策密集出台之后，中央层面的需求端政策或进入一段时间的狠抓落实和观察期，但地方层面一二线城市限购的放松或继续。政府或将升级对房企的流动性支持以支持信心恢复。

2. 政策成效和经济数据的改善是否可持续？——在政策刺激持续的前提下，我们认为经济动能在7月见底后已开始逐步回升。然而，经济复苏要进入正轨还需时日，尤其在房地产领域。汇率方面，短期内政策将继续支持人民币汇率稳定，中期人民币随经济复苏确认温和升值。

- **美国：预计接下来还有一次升息，经济衰退或再被延迟到明年二季度。**就目前发布的数据来看，三季度经济环比增速有望继续加快，影响工资下行速度。再叠加油价走高、商品需求和房价的回升，我们相信核心通胀的下行道路仍不平坦。为此，我们维持一贯的11月还有一次25个基点加息的基本判断。展望明年，我们仍对加息周期对经济活动的滞后影响秉持较为谨慎态度。但结合当前经济表现和美联储预测，我们将衰退的时间点再次推后到明年二季度（此前为一季度）。预计明年上半年不会有降息。
- **有哪些事件值得关注？**中国方面，可能会在10月底召开的政治局经济会议以及预计在10月底至11月召开的三中全会对经济政策意义重大。尤其是三中全会将规划部署接下来五年的改革，我们认为会议在化解地方债务风险、国企改革、城中村改造以及推动科技创新等领域的表述值得期待。美国方面，短期内需关注汽车行业罢工以及潜在政府停摆可能对经济产生的影响，我们的基本假设是影响有限。而后需关注11月和12月的美联储会议。中美关系方面，11月份在美国举行的APEC峰会能否实现又一次中美元首会晤也值得关注。
- **风险提示：中国方面，政策及成效不及预期、房地产行业/地方债务风险；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 6437

2023年9月26日

浦銀國際

主题研究

浦銀國際月度宏观洞察



扫码关注浦银国际研究

目录

(一) 引言.....	4
(二) 中国——边观望政策成效，边期待增量政策.....	4
8 月经济动能边际改善.....	4
哪些领域情况有所改善？是否可持续？.....	5
哪些领域尚未体现政策成效？.....	7
接下来政策支持会继续吗？.....	9
接下来经济将怎么演变？.....	12
(三) 美国——经济仍强，加息未止.....	15
对金融稳定性的担忧有所缓解.....	15
三季度经济环比增速或再加快，阻碍工资下行.....	16
8 月核心通胀环比增速反弹，预计接下来还有一次加息.....	19

图表目录

图表 1: 除投资外，其余 8 月经济数据好转.....	5
图表 2: CPI 和 PPI 同比均开始触底反弹.....	5
图表 3: 贷款数据有所改善，尤其是居民部门.....	5
图表 4: 整体失业率下行 0.1 个百分点到 5.2%.....	5
图表 5: 在消费品零售中，暑假期间餐饮零售的良好表现是主要推动力，商品零售增速也有所加快.....	6
图表 6: 暑期结束后，电影票房有所下降，但仍好于 2021 年和 2022 年同期.....	6
图表 7: 乘用车销售 9 月依然较为强劲.....	6
图表 8: 工业去库存周期接近尾声，PPI 先行回升.....	7
图表 9: 制造业投资随着政策支持有所改善.....	7
图表 10: 地方政府专项债发行三季度开始加速.....	8
图表 11: 房地产相关数据继续恶化.....	8
图表 12: 70 城房价继续下滑.....	8
图表 13: 30 大中城市房产销售数据 9 月略有改善，但仍低于去年同期.....	8
图表 14: 市场信心在 8 月底房地产调控政策放松后短暂回升后又下探.....	9
图表 15: 人民币兑美元徘徊在 7.3 附近.....	9
图表 16: 我们不排除四季度还会有一次降息的可能性，降息幅度或在 5-15 个基点.....	10
图表 17: 信贷投放有望继续提速.....	10
图表 18: 历届三中全会内容回顾.....	11
图表 19: 资金流动在 8 月转到净流出.....	12
图表 20: 央行加强了对中间价的干预以稳定汇率.....	12

图表 21: 7月起稳增长政策总览	13
图表 22: 补充一般账户现金余额已接近尾声	15
图表 23: 不同类型贷款同比增速下滑仍较平稳	15
图表 24: SBOI 指数显示小企业的信贷条件改善	16
图表 25: 金融状况和金融压力指数均有好转	16
图表 26: 制造业 PMI 继续回升, 制造业工业生产增速持续为正	17
图表 27: 消费品零售环比增速再次加快, 餐饮类零售亦维持连续 6 个月环比正增长	17
图表 28: 新屋开工 8 月显著下滑, 但营建许可和房价依然坚挺	17
图表 29: 成屋销售持续放缓, 部分因为供给不足	17
图表 30: 8 月失业率上行显著, 部分受毕业季影响	18
图表 31: 时薪同比增速和亚特兰大联盟薪资增长指数 8 月均有所下滑	18
图表 32: 8 月裁员人数有所反弹	18
图表 33: FOMC 9 月会议更新各经济指标预测	18
图表 34: 8 月非农就业人数有所增加	18
图表 35: 周度失业人数不论是新增还是持续领取救济金的, 均仍处在下行区间	18
图表 36: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献	20
图表 37: 油价的上涨或对核心通胀有溢出效应, 例如机票价格	20
图表 38: 租金 CPI 落后 Zillow 房价和房租指数约 9 个月至 1 年, 但近期价格仍较为坚挺	20
图表 39: 9 月美联储会议后, 市场预期对明年上半年降息概率大减	21
图表 40: 美元指数和 10 年期美国国债利率短期内将得到更多向上的支撑	21
图表 41: 近期相关报告列表	22

月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减

(一) 引言

中国方面，8月经济数据虽然尚未完全恢复到正轨，但是出现了一些积极的变化。迄今为止政策支持也较为积极。接下来有两个问题较为关键：首先，政策成效和经济数据的改善是否可持续？尤其是房地产一系列放松政策是否足够支撑行业企稳。其次，政策刺激是否已结束？除此之外，三中全会召开在即，将规划部署接下来五年的改革。有哪些改革内容值得期待？

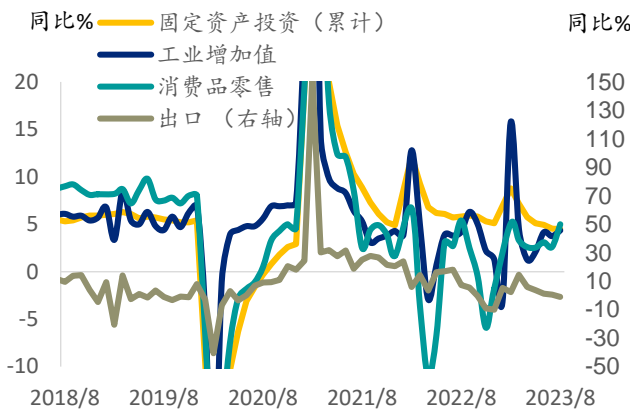
美国方面，经济数据继续向好，劳动力市场放松信号增多，然而核心通胀的下行再添波澜。油价高企叠加回温的商品消费，核心通胀还能持续下行吗？美联储接下来还会加息吗？9月美联储会议给市场期待已久的降息可谓泼了一盆冷水，降息什么时候会到来？美国可以避免经济衰退的发生吗？我们将在此报告中解答以上疑问。

(二) 中国——边观望政策成效，边期待增量政策

8月经济动能边际改善

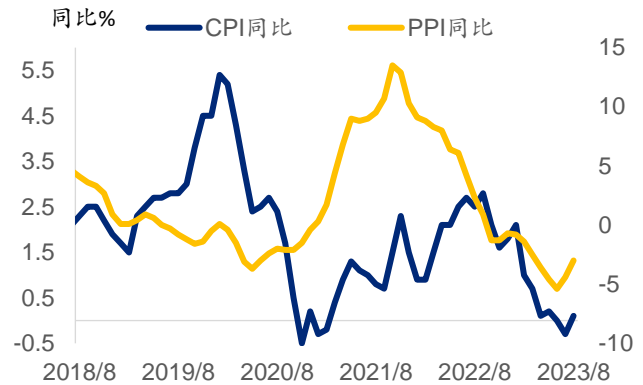
除投资外，8月经济数据大多改善。8月出口同比跌幅收窄至-8.8%（7月：-14.3%）。随着海外科技周期见顶回升以及低基数效应，出口跌幅接下来或逐渐收窄，但仍需警惕外需方面的风险。内需方面，社会消费品零售总额同比增速8月超市场预期，加快至4.6%（7月：2.5%），两年平均增速亦从7月的2.6%加快到8月的5%（图表1）。CPI和PPI通胀同比增速亦像我们[预测](#)的那样开始触底反弹（图表2）。信贷数据也有所改善。尤其在央行承诺存量房贷利率下调之后，提前还贷行为有所减少，居民贷款有所改善（图表3）。企业贷款也在政策支持下有所恢复。失业率亦回落0.1个百分点到5.2%（图表4）。然而，1-8月固定资产投资累计同比增速再下滑0.2个百分点到3.2%——虽然制造业投资随着政策支持以及PPI的回升有所改善，但是房地产和基建投资增速继续下滑，政策支持的效力在这两个行业尚不明显。

图表 1: 除投资外, 其余 8 月经济数据好转



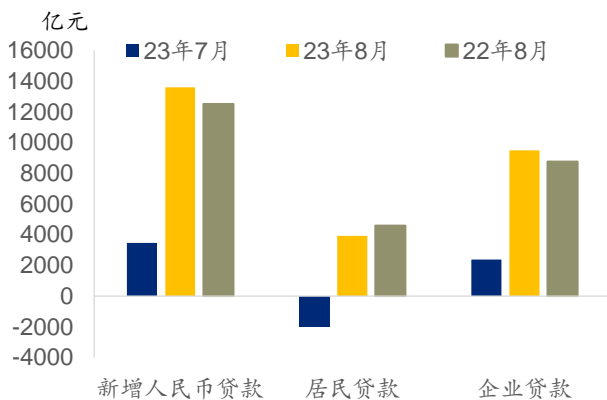
注: 为了平滑基数效应, 2023 年使用两年平均增速
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: CPI 和 PPI 同比均开始触底反弹



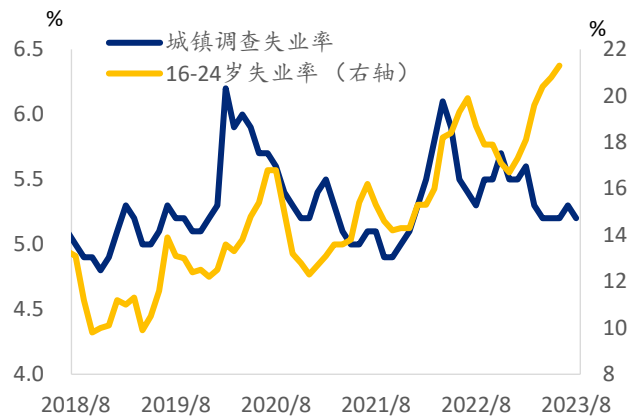
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: 贷款数据有所改善, 尤其是居民部门



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 整体失业率下行 0.1 个百分点到 5.2%



资料来源: Wind, 浦银国际

哪些领域情况有所改善? 是否可持续?

旅游业/服务业拉动的消费复苏是 8 月数据回暖的一大动力。经历过三年疫情之后, 旅游业在今年暑假的火爆也拉动了餐饮零售和服务业消费: 统计局发布的服务零售额同比增速保持高增长 (1-8 月: 19.4%, 1-7 月: 20.3%), 明显快于商品零售额增速 (5.6%)。餐饮业两年平均增速加快 3.6 个百分点到 10.4%。此外, 商品消费 8 月亦有所改善, 主要得益于自选消费的恢复: 一方面, 汽车销售同比增速在之前推出的政策刺激以及地方政府的促销活动下转正, 另一方面, 旅游业的火爆也帮助推动了相关产品的销售, 比如化妆品和服装。虽然黄金珠宝类零售也有明显增幅, 但是这可能和黄金价格上涨有关, 非黄金类的首饰销量并无显著起色 (图表 5)。

9 月数据显示消费恢复仍在持续: 1) 虽然暑假后电影票房有所回落, 但是仍然好于 2021 年和 2022 年同期; 2) 汽车销量依然较为强劲; 3) 从 [各大旅游平台和火车票的预定](#)情况来看, 此次国庆中秋 8 天黄金周或成为史上最热。短期内, 旅游业的火爆和此前促汽车消费的政策或继续支持消费恢复。然而随着暑假和十一黄金周消费旺季的结束, 消费动能改善的持续性仍有待观察。

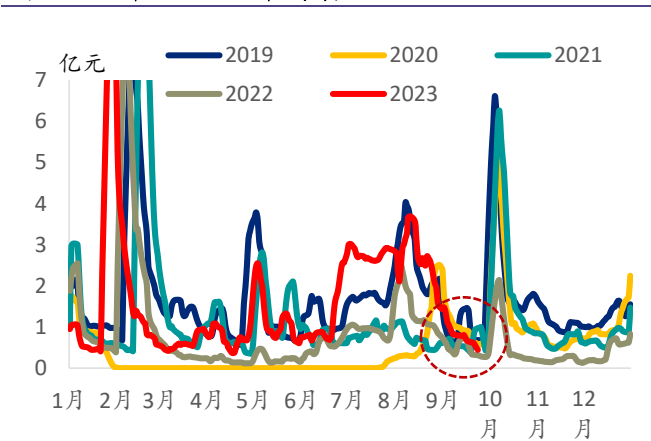
必要时，促消费政策可再加码。9月起银行全面下调存量房贷利率，预计每年可为居民部门节省超过2500亿元的利息开支。同时，财政部提高了3岁以下婴幼儿照顾、子女教育、赡养老人在个人所得税的专项扣除标准。这些举措起到了增加居民收入的作用，对消费的促进作用可期。我们相信消费复苏仍是接下来经济复苏相当重要的一个环节。在观察此前政策成效的同时，政府在必要时或继续加码政策支持。然而促消费政策很大程度上取决于居民信心的恢复情况，或需要其他政策的配合（例如稳地产、基建）以扩大内需和改善情绪。

图表 5：在消费品零售中，暑假期间餐饮零售的良好表现是主要推动力，商品零售增速也有所加快

	23年8月			23年7月		23年1至8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	4.6	5.0	66.7	2.5	2.6	7.0	3.8	45.7
餐饮	12.4	10.4	107.0	15.8	6.8	19.4	7.2	76.6
商品零售	3.7	4.4	61.1	1.0	2.1	5.6	3.4	41.4
必需品								
日用品类	1.5	2.5	19.6	-1	-0.2	3.9	2.7	19.6
能源类	6.0	11.4	-95.0	-0.6	6.5	6.2	10.4	517.5
自选消费								
服装鞋帽针纺织品类	4.5	4.8	92.3	2.3	1.5	10.6	3.1	96.9
化妆品类	9.7	1.3	10.4	-4.1	-1.7	7.5	2.4	18.9
金银珠宝类	7.2	7.2	-10.2	-10.0	4.8	12.8	7.5	500.0
通讯器材类	8.5	1.7	49.7	3	3.9	4.4	2.0	32.0
汽车类	1.1	8.2	-10.8	-1.5	3.9	4.9	1.8	-360.0
住房相关								
家用电器和音像器材类	-2.9	0.2	4.8	-5.5	0.6	-0.4	0.6	10.2
家具类	4.8	-1.9	-32.7	0.1	-3.2	3.4	-2.55	-44.0
建筑及装潢材料类	-11.4	-10.3	NA	-11.2	-9.5	-7.8	-6.1	-174.3

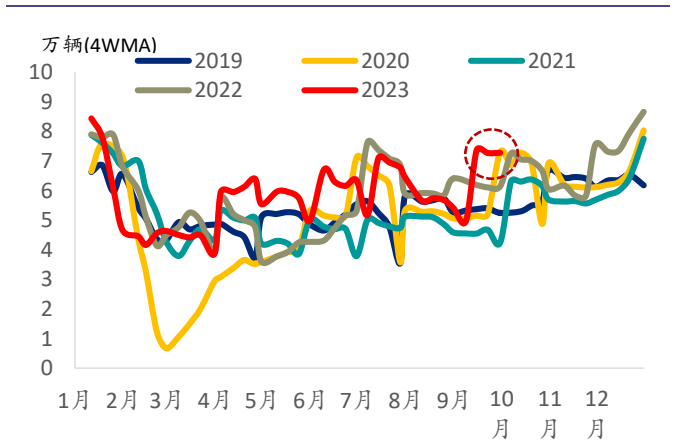
资料来源：Wind，浦银国际

图表 6：暑期结束后，电影票房有所下降，但仍好于 2021 年和 2022 年同期



资料来源：Wind，浦银国际

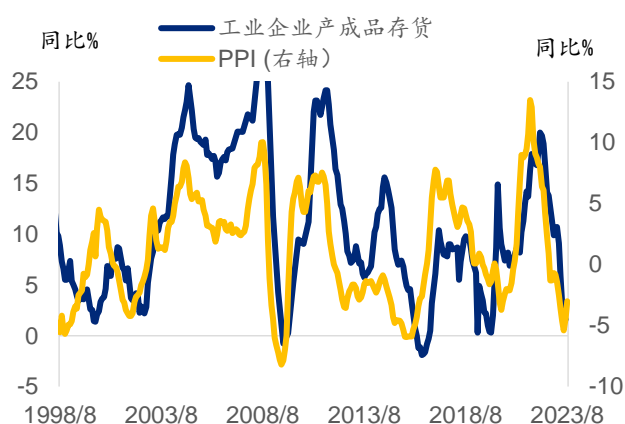
图表 7：乘用车销售 9 月依然较为强劲



资料来源：Wind，浦银国际

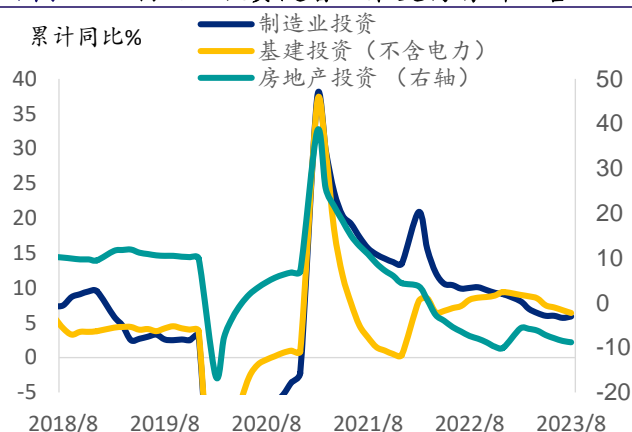
去库存周期接近尾声，助力工业恢复，是 8 月数据回暖的另一大推动力。此前，我们已经判断此轮工业去库存周期或已接近尾声，PPI 也开始触底反弹（图表 8）。叠加出口跌幅收窄，我们看到制造业投资有所边际改善（图表 9），工业增加值也开始回升（图表 1）。如果需求可以至少维持现状，工业恢复预计会持续。

图表 8: 工业去库存周期接近尾声, PPI 先行回升



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 9: 制造业投资随着政策支持有所改善



资料来源: Wind, 浦银国际

哪些领域尚未体现政策成效?

首先, 基建投资增速仍继续下滑 (8月累计同比: 6.4%, 7月: 6.8%)。虽然地方专项债发行有所加快 (图表 10), 但是一方面募集的资金转化成实物投资有三个月左右的时滞, 另一方面 8月各种极端天气 (洪水、台风、暴雨等) 也对基础建设造成了一定阻碍。我们相信在政策努力下, 基建投资增速终将回升。然而在 9月底发行完毕今年地方政府专项债额度后, 基建投资的持续改善或还需要其他增量措施的支持。

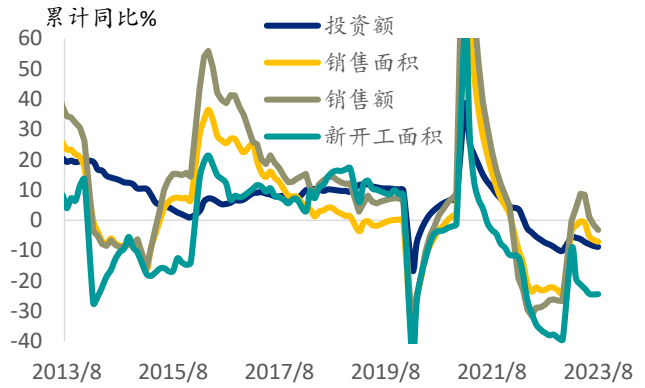
其次, 房地产数据仍在恶化中, 体现政策成效或仍需时日。房地产投资累计同比跌幅再扩大 0.3 个百分点至-8.8%。新开工面积累计同比跌幅略微收窄 0.1 个百分点到-24.4% (图表 11)。两大行业先行指标——房产销售和房价继续走弱: 房产销售面积累计跌幅扩大至-7.1% (7月: -6.5%)。70 大中城市房价环比跌幅亦略微扩大 0.1 个百分点至-0.3%, 尤其是一线城市房价环比也开始转负 (图表 12)。在 8月 31日央行接连官宣“认房不认贷”、降首付和房贷利率以及存量房贷利率下调细节后, 各地政府纷纷响应中央号召开始落实相关政策。考虑到房地产调控政策放松, 政策效力也一般需要近 3 个月的反应期, 目前高频数据的房产销售仅现略微改善并不意外 (图表 13)。在 8月底超预期的房地产政策调整后, 我们预计接下来需求端将狠抓落实为主, 需要更多耐心去观察政策成效。

图表 10: 地方政府专项债发行三季度开始加速



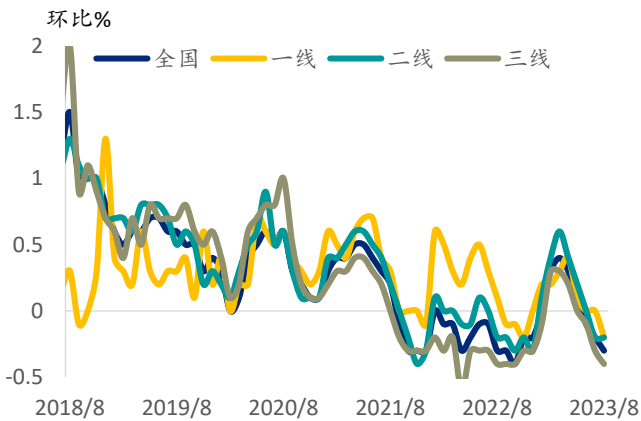
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 11: 房地产相关数据继续恶化



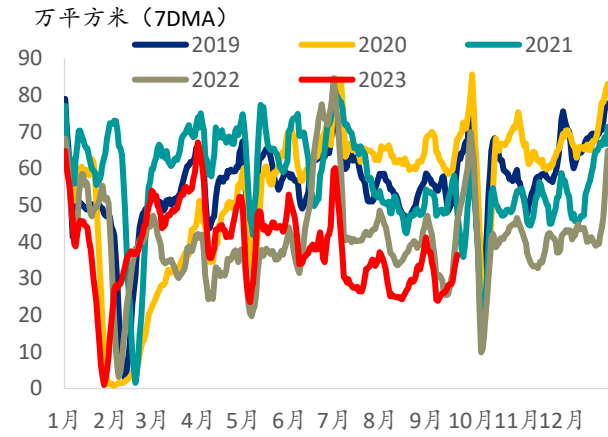
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 12: 70 城房价继续下滑



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 13: 30 大中城市房产销售数据 9 月略有改善, 但仍低于去年同期



资料来源: Wind, 浦银国际

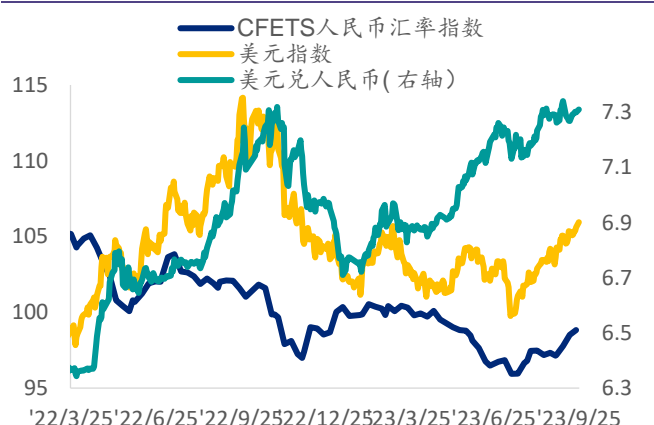
即使政策发力、数据边际改善, 市场信心仍然不足。沪深 300 指数在 8 月底一系列房地产调控政策放松后在 9 月初有短暂的上行, 而后再继续下探。即便在 9 月 14 日央行降准、15 日发布的实体经济数据大多强于预期的情况下, 股票指数也没有明显起色 (图表 14)。市场似乎对本轮政策推动下的经济复苏仍秉持着谨慎怀疑的态度, 或需要更多实证来提振信心。人民币的表现亦呈现类似特征 (图表 15)。

图表 14: 市场信心在 8 月底房地产调控政策放松后短暂回升后又下探



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 15: 人民币兑美元徘徊在 7.3 附近



资料来源: Wind, 浦银国际

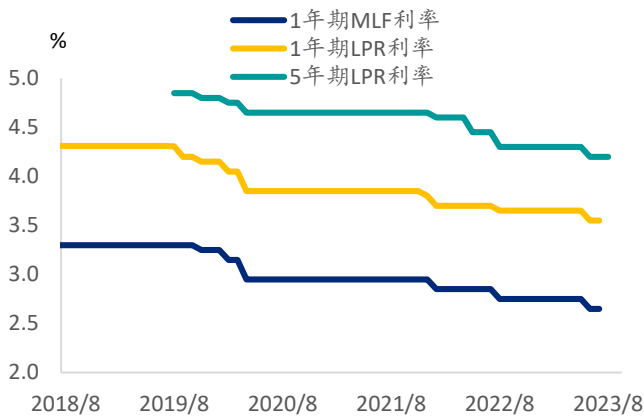
接下来政策支持会继续吗？

我们不认为本轮政策刺激已大致结束。继 8 月底政策密集出台后，政府 9 月并未停下稳经济的脚步。9 月 14 日，央行如我们期待的一样降低存款准备金率 0.25%，[释放 5000-6000 亿元流动性](#)。此举打消了此轮经济刺激周期已经结束的疑虑。我们相信政策支持仍将持续，以维持经济复苏动能。但是政策发布的频率和力度近期或有所下降。短期政策将集中于以下领域。10 月底的政治局经济会议，若如期召开¹，或提供更明确的政策信号。

1. 货币政策——继续维持宽松，如有必要仍会降息。8 月中以来货币政策持续发力，接连降息降准，存量房贷利率下调也开始全面实施，体现了央行稳增长的决心。虽然说 CPI 同比通胀率或已过低点，8 月的降息和存贷房贷利率下调亦对银行息差有所挤压，降息空间和可能性较一两个月前有所下降，但是我们仍不能排除四季度还会有一次降息的可能性，降息幅度或在 5-15 个基点（图表 16）。是否降息或取决于今后一两个月的经济复苏情况。除了价格工具之外，信贷投放有望继续提速（图表 17）。央行还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。

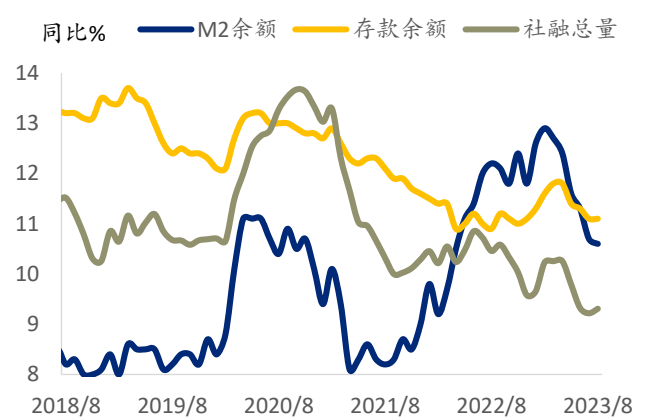
¹ 原则上政治局会议每季度讨论一次经济形势和政策，在 4 月、7 月、10 月和 12 月。但因为 10 月会议距离 12 月政治局会议和中央经济会议较近，并不是每年都会召开。在经济形势较为严峻的年份，例如今年，召开的可能性较大。

图表 16: 我们不排除四季度还会有一次降息的可能性, 降息幅度或在 5-15 个基点



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 17: 信贷投放有望继续提速



资料来源: Wind, 浦银国际

2. 财政政策——或有所作为。房地产投资滞后于销售恢复约半年, 即使此后房产销售因为放松政策而有所改善, 房地产投资增速今年也难有改善。而城中村改造因为工程的复杂性推进也需要时间。因此我们认为短期内仍需要基建发力来稳投资。在 9 月发行完 3.8 万亿元专项债额度之后, 我们预计政府有可能针对基建投资推出增量政策, 例如宣布提前开始 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。此外, 在 8 月财政部相继发布支持小微企业和个体工商户的税费优惠、提高了个人所得税的三条专项扣除标准 (3 岁以下婴幼儿照顾、子女教育、赡养老人) 之后 (图表 21), 我们认为小额的税费优惠政策仍有可能推出, 尤其针对民营企业 and 高端制造业, 但整体优惠幅度不会太大。

3. 房地产政策——中央层面的需求端政策或进入一段时间的狠抓落实和观望期, 但地方层面一二线城市限购的放松或继续。8 月 31 日央行宣布降首付和房贷利率。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 (图表 11)。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。我们相信在需求端, 短期内还是重落实和观察成效: 2014-2015 年全国性两次首付比例调整间歇约半年。此外, 一二线城市或继续因城施策放松限购政策: 一线城市里广州就于 9 月 20 日率先行动, 其他城市也有望跟随。

房地产企业的资金链压力仍大, 供给端的支持或将升级, 以支持行业信心恢复。具体来说, 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。

中长期来看，预计在 10 月底至 11 月召开的三中全会（图表 18）或对关键改革问题做出具体部署：

- 1. 化解地方债务风险**——短期内，政府可能像[新闻报道](#)说的那样利用地方政府债历年结存限额偿还地方融资平台负债在内的隐性债务。但结存限额仅可以解决燃眉之急，三中全会或对如何全面化解隐性债务做出更为具体的部署。我们认为类似 2015-2017 年三年 15 万亿债务置换计划那样一刀切方案的可能性相对较低，化债工作可能会因地制宜，先从风险较高的重点地区局部展开。央行也可能为其提供新的政策工具。底线仍然是城投债不发生大规模的违约。
- 2. 国企改革**——2020 年 6 月发起的国企改革三年行动已经收官，政府或正酝酿新一轮国企改革，尤其在改善国企市场估值和做大做强做优方面有所动作。
- 3. 城中村改造**——根据中央和地方政府的近期表态，此轮城中村改造或超过此前的市场预期。三中全会以及《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》细节的发布或为此提供更多细节线索。根据目前的信息，我们估算此轮改造年均投资会在 0.6 万亿-1.7 万亿元，相当于 2022 年房地产投资的 4.5%-12.8%。虽然改造将对房地产投资有明显的促进作用，对促消费也有益，但是对房产销售的帮助或较有限（详情请见：[城中村改造对经济的影响有多大？](#)）。
- 4. 推动科技创新**——无论中美关系如何演变，在科技领域的脱钩或是不可逆转的，甚至可能继续恶化。为此，打造中国在科技领域的核心竞争力，尤其在半导体产业显得尤为重要。

图表 18：历届三中全会内容回顾

时间	主要内容
十四届 1993 年 11 月 11-14 日	通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，是中国建立社会主义市场经济体制的总体规划，是 90 年代进行经济体制改革的行动纲领。其中提出要转换国有企业经营机制，建立现代企业制度，转变政府职能，建立合理的个人收入分配和社会保障制度等。
十五届 1998 年 10 月 12-14 日	通过《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》，提出了到 2010 年建设有中国特色社会主义新农村的奋斗目标，确定了实现这些目标必须坚持的方针；并强调要长期坚持以家庭承包经营为基础、统分结合的经营制度。
十六届 2003 年 10 月 11-14 日	通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，提出使股份制成为公有制的主要实现形式，首次提出建立现代产权制度，并明确法律没有明令禁止的领域非公有经济都可以进入，以及深化国有企业改革、深化农村改革等。
十七届 2008 年 10 月 9-12 日	通过《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，提出必须毫不动摇坚持以家庭承包经营为基础、统分结合的双层经营体制，健全严格规范的农村土地管理制度，建立现代农村金融制度，积极发展现代农业，加快发展农村公共事业。
十八届 2013 年 11 月 9-12 日	通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，对改革进行整体系统部署，不仅仅是经济体制改革，还包括政治、文化、社会、生态文明体制改革等多方面。会议公报指出，要坚持公有制经济的主体地位，让市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用，建立事权和支出责任相适应的财税制度，并建立城乡统一的建设用地市场。
十九届 2018 年 2 月 26 日至 28 日	通过了《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》和《深化党和国家机构改革方案》。

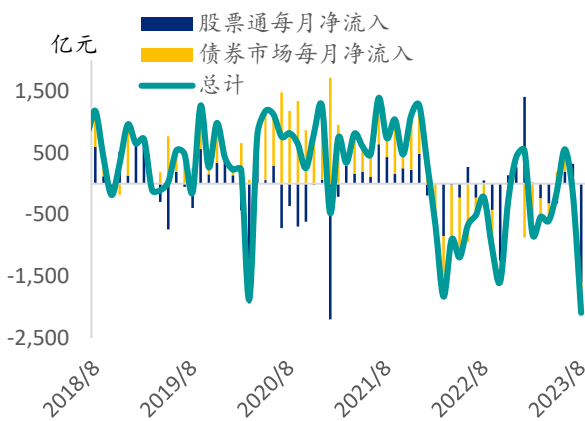
资料来源：政府部门网站，路透社，浦银国际

接下来经济将怎么演变？

在政策刺激持续的大前提下，我们认为经济动能已在 7 月见底，此后会逐步回升。虽然各种政策的起效时间不一样，经济恢复的过程中可能还会有波折，但是向好的方向是基本可以确认的。然而，经济复苏要进入正轨还需时日，尤其在房地产领域。在此过程中，还需要持续的政策支持以维持经济复苏。此外 CPI 和 PPI 预计随经济复苏也将稳步回升。

短期内政策继续支持人民币汇率稳定，中期人民币随经济复苏确认温和升值。即便美元指数 8 月以来一路走强、对中国市场信心较弱、资本流动重新转向净流出（图表 19）的三重压力下，人民币对美元汇率大部分时候也维持在 7.3 以下（图表 15）。这为我们 7.3 为明确政策底的观点增添了可信性。短期内，因为经济复苏还比较薄弱，美元强势可能还会维持，人民币依然会面临一定的贬值压力，需要政策干预防止单边贬值预期的形成。我们注意到自 8 月中起，央行对中间价的干预明显增强（图表 20）。虽然已经用到干预中间价、上调跨境融资宏观审慎调节参数（7 月 20 日）、下调外汇存款准备金率（9 月 1 日）等工具，我们认为央行干预汇率的政策工具箱依然丰富。潜在的工具包括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。在中期，经济复苏的确认仍可帮助资金回流中国，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。

图表 19：资金流动在 8 月转到净流出



资料来源：Wind，浦银国际

图表 20：央行加强了对中间价的干预以稳定汇率



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 21：7月起稳增长政策总览

日期	标题	发布部门	要点
促消费			
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。增值税一般纳税人适用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个基点	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。
2023年9月14日	下调存款准备金率	央行	下调存款准备金率0.25%，9月15日开始执行。
促基建			
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款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家银行建立投贷联动试点合作机制，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：9月新政策用了加粗字体

资料来源：政府部门网站，浦银国际

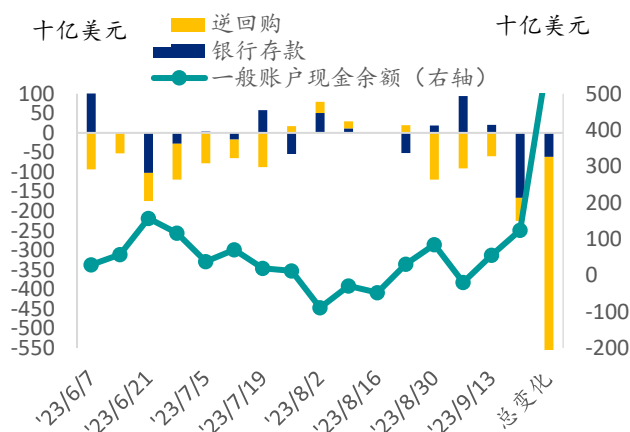
(三) 美国——经济仍强，加息未止

对金融稳定性的担忧有所缓解

补充现金余额和加息接近尾声，对金融和信贷条件的影响降低。虽然有所反复，但是一般账户现金余额（Treasury General Account, TGA）大方向上仍在上升中，主要依然是通过减持逆回购实现（图表 22）。在明确的补充指引（9月底补充至 6500 亿美元，12月底至 7500 亿美元，而最新数据 9 月 20 日为 6617 亿美元）以及可预见的操作方向（减持逆回购为主）下，我们认为补充 TGA 行动对流动性的压力已经显著缓解。再加上 9 月暂停加息、美联储年底的政策利率预测暗示仅还有一次加息，紧缩周期对金融和信贷条件的压力正在持续减少中。

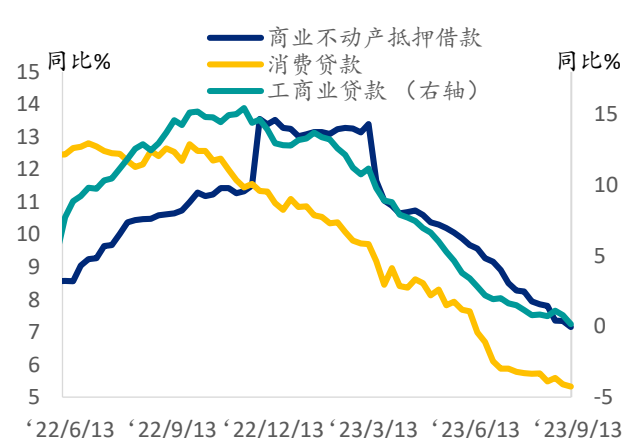
信贷条件仍处在有序收紧中，金融稳定性压力有所缓解。硬数据方面，几类银行贷款增速的下滑依然较为平稳（图表 23）。软数据方面，SBOI 指数显示小企业的信贷条件在 8 月边际改善（图表 24）。周度的芝加哥联储金融状况和圣路易斯金融压力指数也在发生积极的变化（图表 25）。总体而言，我们认为因为紧缩周期造成美国流动性危机的可能性在持续下降中，但是持续收紧的信贷条件可能会对明年的经济活动造成影响。

图表 22：补充一般账户现金余额已接近尾声



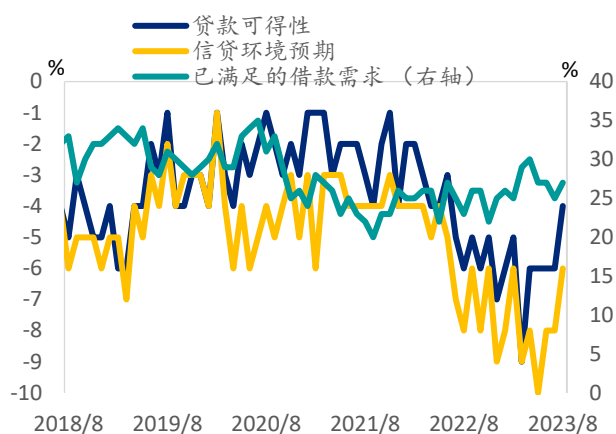
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 23：不同类型贷款同比增速下滑仍较平稳



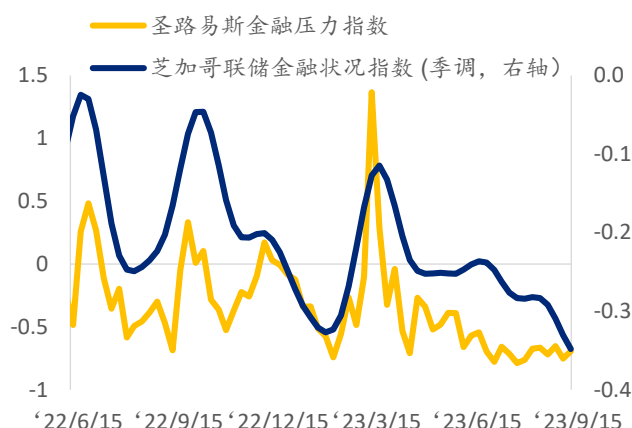
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 24: SBOI 指数显示小企业的信贷条件改善



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 25: 金融状况和金融压力指数均有好转



资料来源: CEIC, 浦银国际

三季度经济环比增速或再加快, 阻碍工资下行

就目前发布的 8 月数据来看, 美国经济的韧性仍在, 三季度经济环比增速或继续加快。我们的基本假设是正在进行中的汽车行业罢工和即将到来的潜在政府关门不会持续太久, 对经济的影响有限。制造业方面, 制造业 PMI 8 月继续回升, 制造业的工业环比增速亦维持正增长 (图表 26)。服务业方面, 消费品零售环比增速再次加快 (8 月: 0.6%, 7 月: 0.4%), 餐饮类零售维持连续 6 个月环比正增长 (图表 27)。不过在房地产领域, 数据出现零星转弱信号: 新屋开工 8 月显著下滑 (图表 28), 成屋销售也继续放缓 (图表 29)。不过, 营建许可和房价依然坚挺。尽管如此, 我们并不认为房地产行业的略微走弱会显著拖累三季度经济增速。

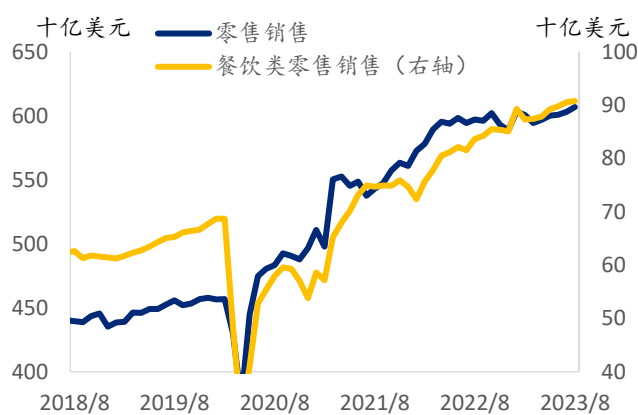
与此同时, 美联储在 9 月季度经济预测 (SEP) 中大幅上调今年经济增速预测 (9 月: 2.1%, 6 月: 1%), 也上调 2024 年预测 0.4 个百分点至 1.5%。我们仍对加息周期对经济活动的滞后影响秉持较为谨慎态度, 此外高油价也将增加工业成本。但结合迄今为止强劲的经济表现以及 SEP 预测调整, 我们将衰退的时间点再次推后到明年二季度, 并认为有 30% 的概率衰退会再被推迟或避免。

图表 26: 制造业 PMI 继续回升, 制造业工业生产增速持续为正



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 27: 消费品零售环比增速再次加快, 餐饮类零售亦维持连续 6 个月环比正增长



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 28: 新屋开工 8 月显著下滑, 但营建许可和房价依然坚挺



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 29: 成屋销售持续放缓, 部分因为供给不足



资料来源: CEIC, 浦银国际

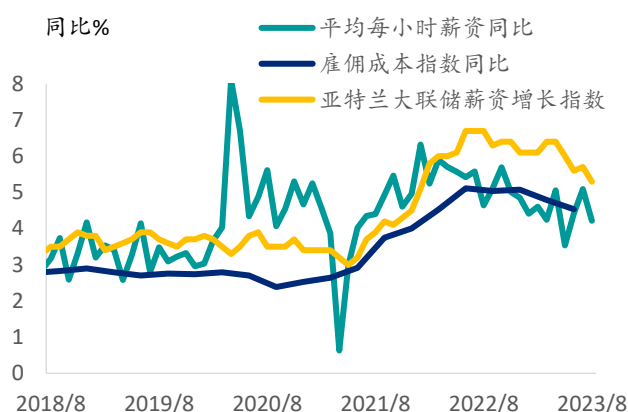
劳动力市场虽然持续出现放松信号, 但是仍不足以压低相关价格。失业率在 8 月突然上行 0.3 个百分点到 3.8% (图表 30)。无论是环比还是同比的平均时薪均有所下降 (图表 31)。8 月裁员人数也有所反弹 (图表 32)。然而, 这些变化或并不足以说服美联储劳动力市场已发生根本改变并开始显著放松。一方面, 失业率突然上升可能是因为毕业季节, 一大波毕业生突然被加入失业人群。美联储 9 月经济预测更新反而下调失业率预测至 3.8% (6 月: 4.1%, 图表 33) 正印证了我们的这一观点。时薪增速虽然有所放缓, 但同比 4% 以上的读数依然不足以拉低服务业通胀率。另一方面, 8 月非农就业人数有所增加 (8 月: 18.7 万人, 7 月: 15.7 万人, 图表 34), 周度失业人数不论是新增还是持续领取救济金的, 均仍处在下行区间, 并创造了 2 月以来的新低 (图表 35)。

图表 30: 8月失业率上行显著, 部分受毕业季影响



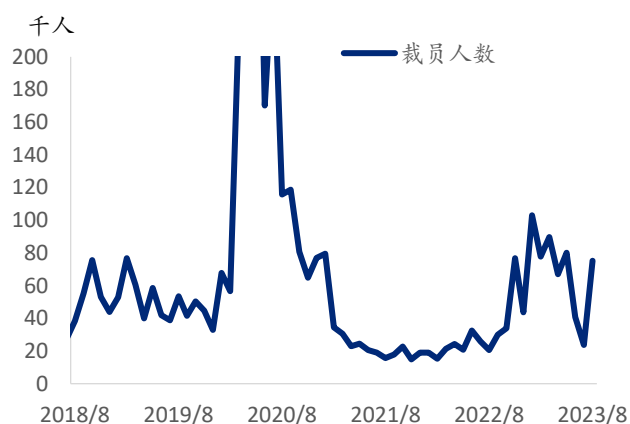
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 31: 时薪同比增速和亚特兰大联储薪资增长指数 8月均有所下滑



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 32: 8月裁员人数有所反弹



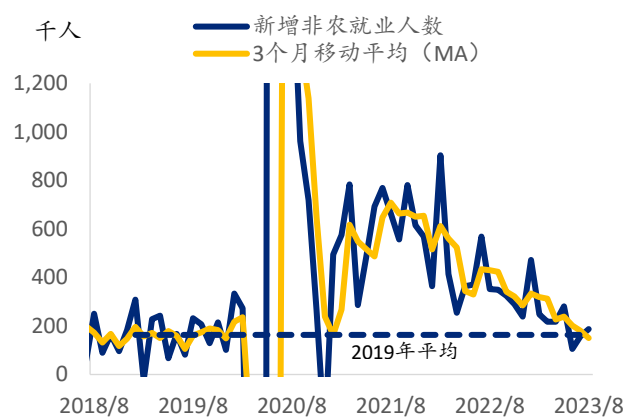
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 33: FOMC 9月会议更新各经济指标预测

单位 (%)		2023	2024	2025
实际 GDP 同比增速	9月	2.1	1.5	1.8
	6月	1.0	1.1	1.8
失业率	9月	3.8	4.1	4.1
	6月	4.1	4.5	4.5
PCE 同比增速	9月	3.3	2.5	2.2
	6月	3.2	2.5	2.1
核心 PCE 同比增速	9月	3.7	2.6	2.3
	6月	3.9	2.6	2.2
联邦基金利率	9月	5.6	5.1	3.9
	6月	5.6	4.6	3.4

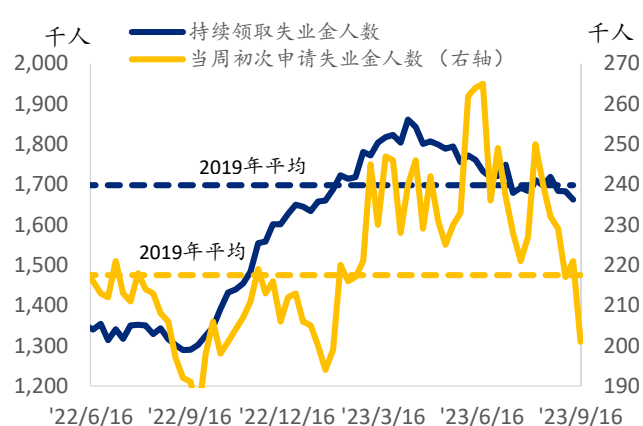
资料来源: 美联储, 浦银国际

图表 34: 8月非农就业人数有所增加



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 35: 周度失业人数不论是新增还是持续领取救济金的, 均仍处在下行区间



资料来源: CEIC, 浦银国际

8月核心通胀环比增速反弹，预计接下来还有一次加息

核心通胀环比增速的加快或暗示着核心通胀的下行道路并不平坦。美国核心通胀环比8月加快0.12个百分点到0.28%（图表36），[符合我们之前核心通胀可能会反弹的判断](#)，但比起6月前动辄0.4%-0.5%的增速还是较缓。短期内，我们认为需要警惕罢工和油价上涨的溢出效应、以及除住房外核心服务价格的韧性。虽然能源价格被排除在核心通胀的计算中，但是油价上涨可能会影响相关商品以及机票价格，对核心通胀依然有一定的溢出效应（图表37）。就8月来说，机票价格因为燃油价格上升而大举反弹（8月：+4.9%，7月：-8.1%），成为了住房外核心服务价格上涨的最主要推动力。随着油价的继续攀升，机票价格可能会继续上行。与此同时，4%以上的工资同比增速也将继续妨碍服务价格的下行（图表31）。此外，仍在进行中的汽车行业罢工也会对经济和通胀产生负面影响。

中期来看，核心商品和住房价格的上行风险亦值得关注。即便核心商品CPI 8月跌幅收窄（8月：-0.10%，7月：-0.33%），我们认为仍需要警惕回暖的商品需求对价格带来的新的压力（图表27）。住房价格方面，虽然8月住房价格环比略跌至0.29%（7月：0.44%），但这主要得益于外宿（酒店）价格的下降，关键的业主等价租金仍较为坚挺，并未随去年的房价下跌周期下降多少。鉴于住房类CPI通常滞后反应房价变化9个月至1年（图表38），住房类CPI在中期可能随今年年初房价上涨而开始上升（详情请见：[美国8月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息](#)）。

图表 36：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 8 月	23 年 7 月	23 年 6 月		
CPI	0.63	0.17	0.18	100.0	0.63
食品	0.24	0.24	0.11	13.4	0.03
能源	5.58	0.11	0.60	7.2	0.40
核心 CPI	0.28	0.16	0.16	79.5	0.22
- 商品	-0.10	-0.33	-0.05	21.1	-0.02
家用家具和供给	0.32	-0.35	-0.27	4.3	0.01
服装	0.20	-0.03	0.31	2.5	0.01
运输	-0.29	-0.54	-0.17	7.7	-0.02
医疗护理	0.56	0.51	0.19	1.5	0.01
娱乐商品	-0.44	-0.78	-0.36	2.3	-0.01
教育和通讯商品	-0.70	-1.25	-0.07	0.9	-0.01
酒精饮料	-0.01	0.12	0.01	0.8	0.00
其它	0.12	0.30	0.08	1.2	0.00
- 服务	0.39	0.35	0.25	58.3	0.23
住房	0.29	0.44	0.37	34.7	0.10
主要居所租金	0.48	0.42	0.46	7.6	0.04
外宿	-2.97	-0.34	-2.01	1.2	-0.03
业主等价租金	0.38	0.49	0.45	25.6	0.10
核心服务扣除住房	0.53	0.22	0.09	23.6	0.13
医疗护理	0.06	-0.40	-0.02	6.3	0.00
运输	1.96	0.34	0.13	6.0	0.12
娱乐	-0.07	0.77	0.46	3.1	0.00
教育和通讯商品	0.08	0.29	-0.27	4.8	0.00
其它个人服务	0.91	-0.53	0.14	0.9	0.01

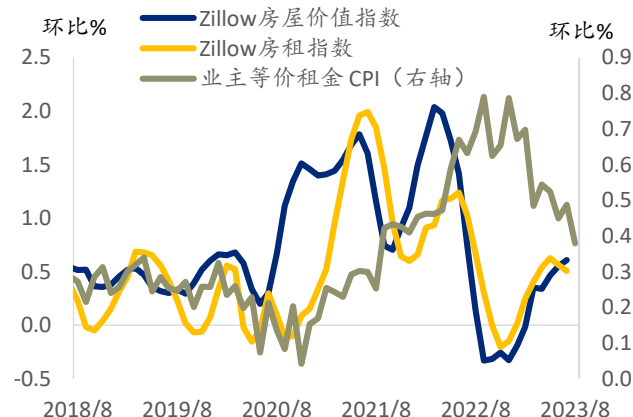
资料来源：Wind，浦银国际

图表 37：油价的上涨或对核心通胀有溢出效应，例如机票价格



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 38：租金 CPI 落后 Zillow 房价和房租指数约 9 个月至 1 年，但近期价格仍较为坚挺

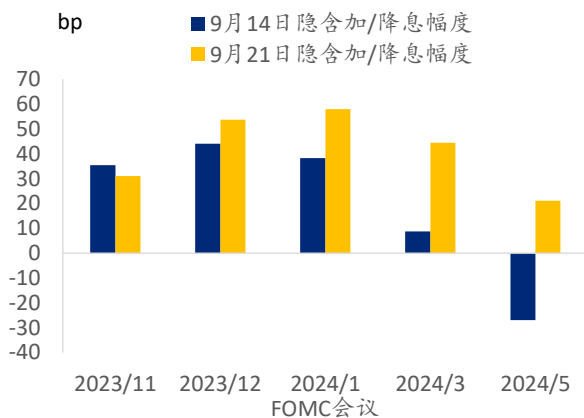


资料来源：CEIC, Zillow，浦银国际

我们维持一贯的 11 月还有一次加息的基本判断，降息或至少要等到明年下半年。美联储 9 月如期暂停加息，并维持 2023 年年底政策利率不变(5.6%)，为我们自 6 月初年中展望发布以来一贯的利率预测增加了更多可信性，即年内还有一次 25 个基点的加息（在 11 月）。然而如果 9-10 月劳动力市场和通胀数据较好，加息的时间点也可能会延迟到 12 月。对于明年的潜在降息周期，SEP 将 2024 年的政策利率大幅上调 50 个基点到 5.1%，暗示明年美联储预计的降息幅度已从此前的 100 个基点下降到了 50 个基点（图表 39）。此前，我们一直在强调需要警惕核心商品和住房价格在中期的上行风险，美联储对明年政策利率预测的调整正印证了我们对此的担忧。再加上我们将衰退的时间点再度延后到明年二季度，我们认为至少明年上半年不会降息。

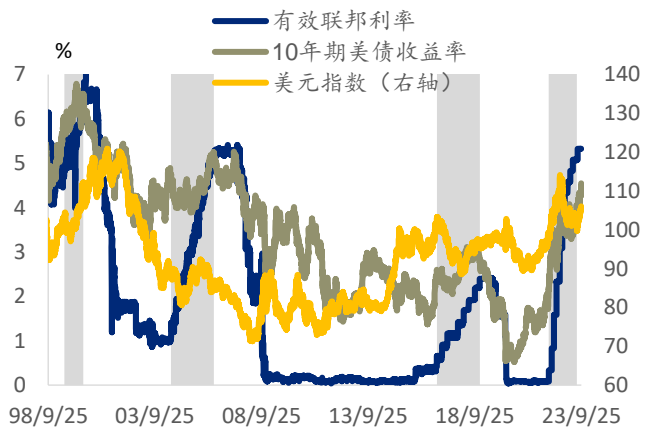
在加息周期尚未完结、高利率可能会维持更长时间的假设下，美元指数和 10 年期美国国债收益率短期内将得到更多向上的支撑（图表 40）。在加息靴子落地之后，10 年期国债收益率或开始下行。然而美元指数可能仍会受益于相对强劲的美国经济表现而维持在较强的水平上。

图表 39：9 月美联储会议后，市场预期对明年上半年降息概率大减



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 40：美元指数和 10 年期美国国债利率短期内将得到更多向上的支撑



注：阴影为美联储加息周期

资料来源：CEIC，浦银国际

图表 41：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2023 年 9 月 21 日	美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久
2023 年 9 月 15 日	央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？
2023 年 9 月 14 日	美国 8 月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息
2023 年 9 月 13 日	城中村改造对经济的影响有多大？
2023 年 9 月 1 日	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
2023 年 9 月 1 日	央行三箭齐发稳地产，影响几何？
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

