



月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024年3月20日

中国1-2月经济数据显示“双轨式”经济复苏继续，但我们对**此前**曾谈到的几点担忧犹存。今年1-2月，不论是代表内需的社会消费品零售、CPI通胀数据还是外需的出口数据均表现不俗，而且以工业生产总产值和制造业投资为代表的供应端的动能改善更为明显。然而，对两大关键挑战——房地产下行周期和通胀低迷的担忧并不能完全消除：一是作为今年中国经济最大的症结所在，房地产下行周期至今尚无明显起色。二是2月CPI数据的超预期好转得益于春节假期效应，或较难持续。我们认为目前尚不是放松警惕的时候，经济的持续复苏还需要政策继续支持。

“两会”明确今年经济目标和政策方向。积极的经济增速目标凸显稳增长的重要性。我们从就业目标推算5%的经济目标或是今年经济工作的硬约束。在强烈的目标意愿下，政策刺激在必要时候有加码空间，例如去年7月季度政治局经济会议上政策定调显著的积极转向。从今年的政府工作报告来看，财政预算和我们的**预期**大致相符。我们估算结合财政四个账本和拟财政工具的国际货币基金组织口径下的广义财政赤字率在2024年或小幅上升0.4个百分点。财政端稳经济政策的重点或仍在稳投资上，促消费政策的落实亦值得期待。我们预计货币政策将继续维持宽松，或还有1-2次降准，每次降幅在25-50个基点。降息仍需视乎经济情况而定。基于我们对政策的展望，我们维持人民币短期双向窄幅波动，中期温和升值的基本判断。

短期内，我们相信政策重点将放在“两会”制定政策的落实上。重点可以关注特别国债和地方政府专项债的发行节奏，新一轮大规模设备更新和以旧换新地方落实情况以及抵押补充贷款是否会再次加码以推动“三大工程”。此外，预计在今年上半年召开的三中全会亦值得期待，该会议将定调五年改革计划。

投资风险：政策刺激和成效不及预期、房地产行业迟迟不能企稳、消费复苏动能转弱、地缘政治风险。



扫码关注浦银国际研究

月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏

1-2 月数据显示“双轨式”经济复苏继续

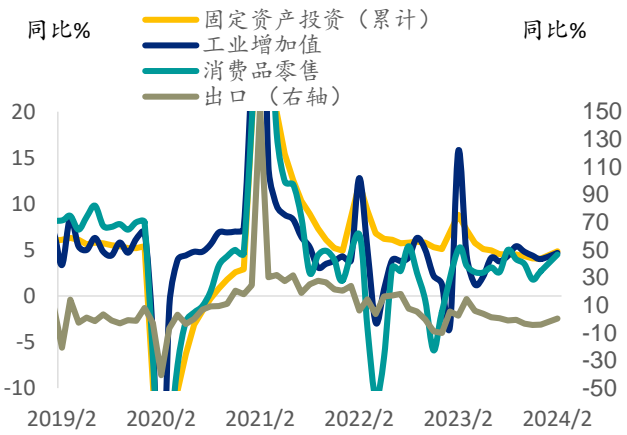
中国 1-2 月实体经济数据显示，在政策支持下，除房地产外的经济动能正在持续复苏。从需求上来看，代表内需的社会消费品零售数据虽然略弱于预期，但是两年复合增速有所改善。相应地，CPI 通胀同比也在录得连续 4 个月负读数之后首次在 2 月转正至 0.7%。代表外需的出口增速超预期转正且远超预期。供给端的动能改善则更为明显：工业生产总值同比增速持续超预期加快（图表 1），制造业投资同比增速大幅加快 2.9 个百分点到 9.4%，基建投资的改善速度也有所加快，体现去年四季度开始发行特别国债的成效（图表 2）。

然而，我们对[此前](#)曾谈到的几点担忧犹存，经济的持续复苏仍需政策支持。首先，房地产行业能否企稳仍是今年中国经济最大的症结所在。房地产开发投资虽然在政策努力下有所改善，但是作为重要先行指标的房地产销售和房价均尚无明确起色。高频数据显示虽然环比销售从 3 月 10 日那周起有所改善，但是同比来看依然较弱（图表 3、图表 4、图表 5）。房地产行业企稳时点（房产销售同比增速转正）或要至少挪移到三季度（我们原本预计年中企稳）。在房地产行业企稳之前，无论是经济复苏还是市场信心的恢复或仍有波折。

其次，对低迷通胀的担忧尚未完全消除。尽管 2 月 CPI 通胀超预期转正，其可持续性仍有不确定性。作为疫情防控转段后第一个正常的春节假期，今年春节期间消费数据表现较佳，亦帮助服务业 CPI 跃升高达 1.4 个百分点到 1.9%（图表 6），拉高核心 CPI 到 1.2%，创下两年来的新高。然而这种高增速在春节过去之后或较难持续。我们将 2024 全年 CPI 预测从 12 月初的 1.4% 下调到 0.7%。与此同时，2 月 PPI 通胀同比跌幅再扩大 0.2 个百分点到 -2.7%。

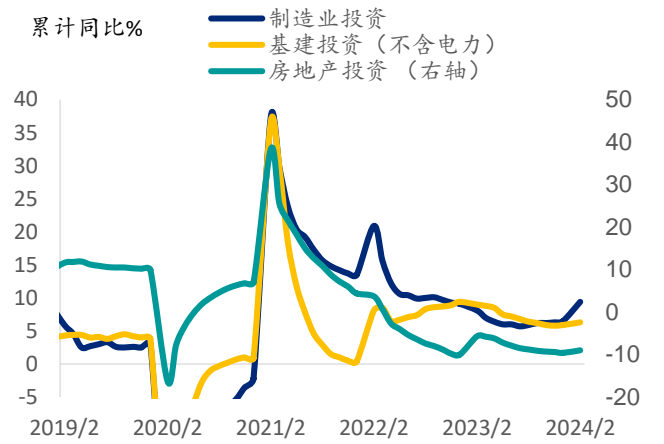
最后，政府工作报告（简称报告）提出要“严防新增债务风险……完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型”。这一表态意味着尽管中央政府正在加杠杆稳投资，地方政府的新增债务（尤其是隐性的城投债）将面临更严格管控，还需警惕其对基建投资的影响。

图表 1：两年复合增速显示 1-2 月实体经济数据全面改善



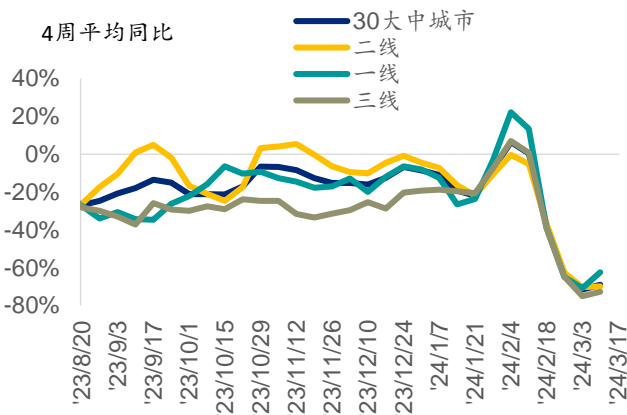
注：为了熨平基数效应，2023 年起数据使用两年复合增速
资料来源：Wind，浦银国际

图表 2：三大投资类别 1-2 月均有改善



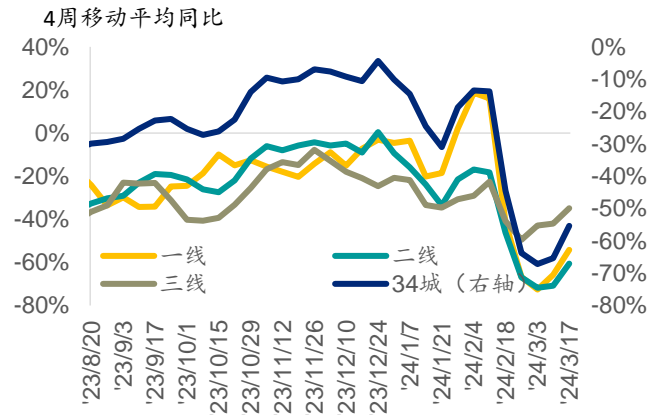
资料来源：Wind，浦银国际

图表 3：30 大中城市销售同比跌幅仍大



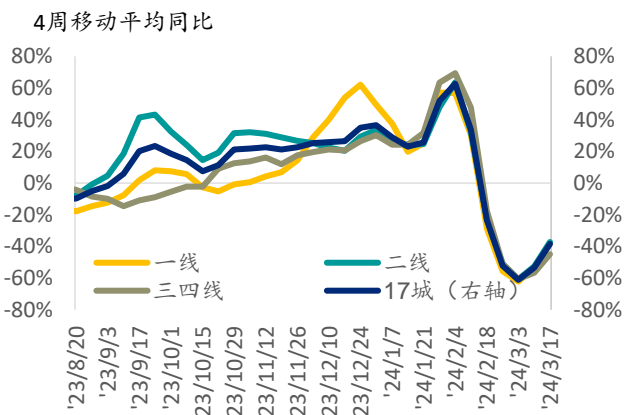
资料来源：Wind，浦银国际

图表 4：34 城首套房销售同比增速



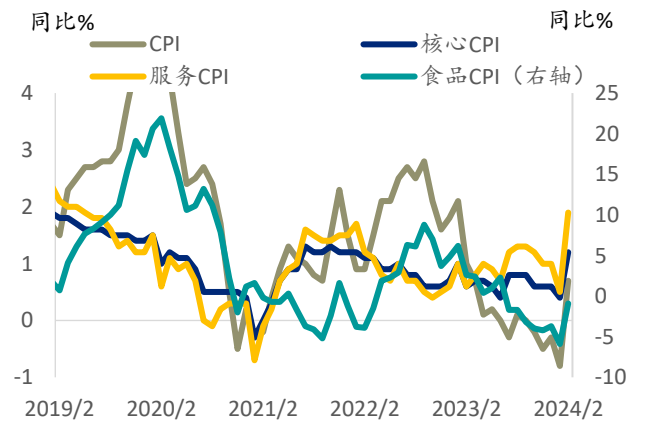
资料来源：中指研究所，浦银国际

图表 5：17 城二手房销售同比增速



资料来源：Wind，浦银国际

图表 6：2 月 CPI 超预期转正，服务 CPI 的强势反弹是主要原因

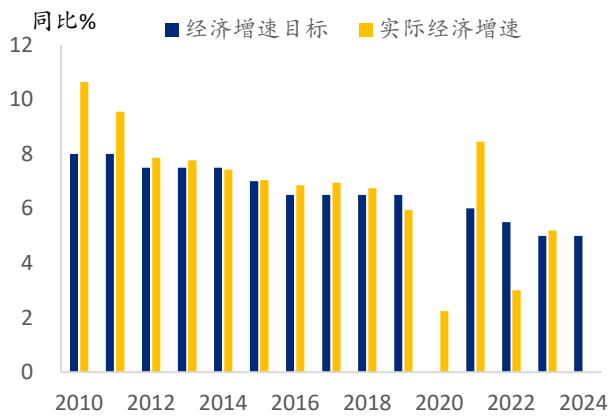


资料来源：Wind，浦银国际

“两会”明确今年经济目标和政策方向

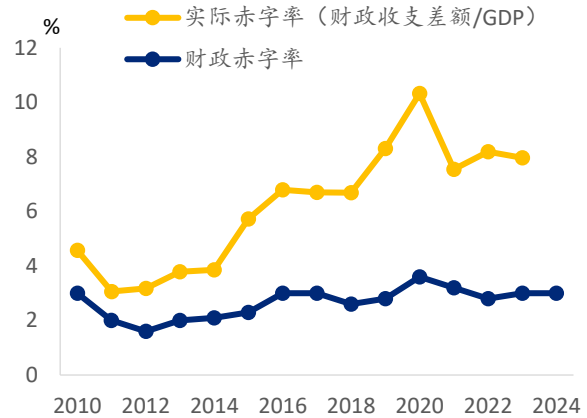
积极的经济增速目标凸显稳增长的重要性。我们从就业目标推算 5% 的经济目标或是今年经济工作的硬约束：用去年的新增就业和经济增速做估算，1 个百分点的经济增速可创造 239 万人就业，1200 万人的新增就业就需要 5% 的经济增速才能实现目标。不过，5% 的目标意味着 2023-2024 年的平均经济增速要达到 5.1%，而 2022-2023 年的平均值为 4.1%。报告亦指出“实现今年预期目标并非易事，需要政策聚焦发力、工作加倍努力、各方面齐心协力”。这意味着在强烈的目标意愿下，政策刺激在必要时候有加码空间，例如去年 7 月季度政治局经济会议上政策定调显著的积极转向。

图表 7：经济增速目标与去年持平



资料来源：Wind，浦银国际

图表 8：一般财政赤字率再次制定在 3%



资料来源：Wind，浦银国际

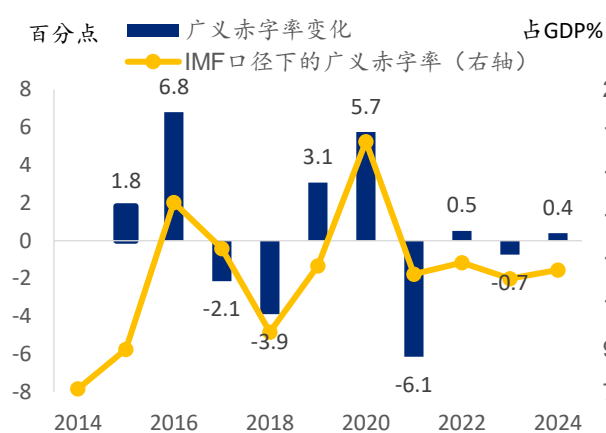
财政政策继续领衔经济刺激，短期重点放在“两会”政策的落实上。3% 的预算赤字率（图表 8）、3.9 万亿元地方政府专项债额度以及一万亿元特别国债的财政组合拳基本符合我们的预期。再加上计入去年预算但在今年上半年使用的 5000 亿元特别国债额度，我们用国际货币基金组织的广义赤字率口径估算，今年广义预算赤字率扩张 0.4 个百分点（图表 9、图表 10、图表 11）。此外，拟连续几年发行的超长期特别国债为今后中央政府加杠杆帮助稳经济提供了一种灵活的政策工具。

财政端稳经济政策重点或仍在稳投资上，促消费政策的落实亦值得期待。在投资上，报告明确今年中央预算内投资拟安排 7000 亿元（去年未公布该目标，2022 年为 6400 亿元）。除了充足的资金支持之外，报告亦具体要求“专项债额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜”，“防止低效无效投资”。基于至少 1.5 万亿元的特别国债和 3.9 万亿元的专项债额度，我们相信基建投资增速有望保持稳健，但仍需警惕其他融资来源资金的大幅下降的风险。

在消费上，在中央财经委员会会议中首次提出的“新一轮大规模设备更新和以旧换新”的政策细节已发布，我们初步**估算**该政策至少可以拉动0.6个百分点的固定资产投资和0.6个百分点的社会零售额同比增速，具体成效仍需观察地方上的落实情况。

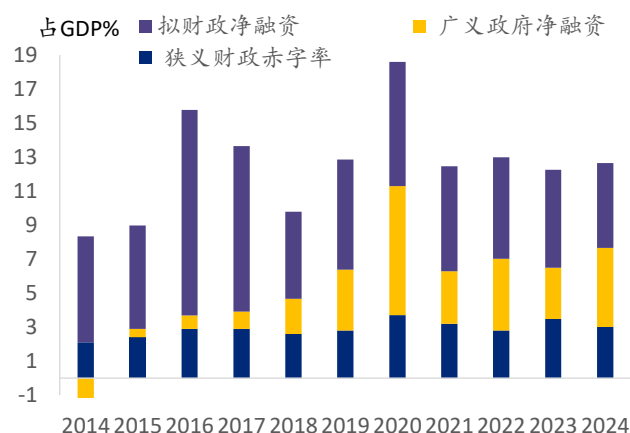
此外，报告宣布将居民医保人均财政补助标准和城乡居民基础养老金月最低标准分别提高30元和20元，符合我们的**预期**，即政府将在社保或/和医保有所行动帮助降低居民部门预防性储蓄需要，这些举措或对改善居民消费起到一定帮助作用。

图表 9：国际货币基金组织口径下的广义预算赤字率今年预计扩张0.4个百分点



资料来源：财政部，国际货币基金组织，Wind，浦银国际估算

图表 10：细分预算表明，广义政府净融资扩张较为明显，但其扩张被其余两项所部分抵消



资料来源：财政部，国际货币基金组织，Wind，浦银国际估算

图表 11：我们估算 2024 年国际货币基金口径下的中国广义赤字率扩张 0.4 个百分点

(单位：亿人民币)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
财政部口径										
1 财政收入总量	160,320	166,820	182,710	198,120	212,540	209,030	214,250	228,244	233,625	244,890
1a 公共财政收入	152,270	159,600	172,570	183,350	190,380	182,890	202,540	203,703	216,784	223,950
1b 财政收入调整项 ^[1]	8,060	7,270	10,140	14,770	22,160	26,130	11,710	24,541	16,841	20,940
2 财政支出总量	176,580	188,540	206,510	221,920	240,140	246,630	249,950	261,942	277,425	285,490
2a 公共财政支出	175,880	187,760	203,330	220,910	238,870	245,590	246,320	260,609	274,574	284,990
2b 财政支出调整项 ^[2]	700	780	3,180	1,020	1,270	1,040	3,630	1,333	2,851	500
3 财政收支 (财政部口径, 1-2)	-16,200	-21,800	-23,800	-23,800	-27,600	-37,600	-35,700	-33,698	-43,800	-40,600
狭义财政赤字率	-2.4	-2.9	-2.9	-2.6	-2.8	-3.7	-3.2	-2.8	-3.5	-3.0
广义口径										
4 广义财政收入 (1a)+(4b)+(4c)-(4d)	199,490	210,470	230,530	258,900	275,190	260,010	302,450	310,915	335,028	347,473
1a 公共财政收入	152,270	159,600	172,570	183,350	190,380	182,890	202,540	203,703	216,784	223,950
4b (+) 社会保险基金收入	44,660	48,270	55,380	72,650	80,840	72,120	94,730	101,523	111,500	117,491
4c (+) 国有资本经营收入	2,560	2,600	2,580	2,900	3,960	5,000	5,180	5,689	6,744	6,032
5 广义财政支出 (2a)+(5b)+(5d)+(5f)	231,990	253,090	283,410	327,580	367,050	404,780	406,280	420,708	444,525	465,216
2a 公共财政支出	175,880	187,760	203,330	220,910	238,870	245,590	246,320	260,609	274,574	284,990
5b (+) 社会保险基金支出	39,360	43,920	48,950	64,590	74,990	78,830	87,880	91,453	99,281	106,823
5c (+) 国有资本经营支出	2,080	2,170	2,010	2,160	2,290	2,610	2,620	3,395	3,345	3,282
5d (+) 政府性基金支出	14,670	19,240	29,120	39,920	50,900	77,750	69,460	65,250	67,325	55,120
5e 其中：土地出让支出	13,020	14,980	20,820	26,040	29,040	30,070	33,660	25,250	27,770	14,190
其它政府性基金支出	1,650	4,260	8,300	13,880	21,860	37,680	35,800	40,000	39,555	39,000
5f (+) 特别国债	0	0	0	0	0	10,000	0	0	0	15,000
6 广义财政收支 (4)-(5)	-32,500	-42,620	-52,880	-68,680	-91,860	-144,770	-103,830	-109,793	-109,498	-117,742
广义财政赤字率	-4.8	-5.7	-6.4	-7.5	-9.3	-14.2	-9.3	-9.1	-8.7	-8.7
7 广义政府净融资 (4)-(5)+(5e)	-19,480	-27,640	-32,060	-42,640	-62,820	-114,700	-70,170	-84,543	-81,728	-103,552
广义政府净融资占 GDP%	-2.9	-3.7	-3.9	-4.7	-6.4	-11.3	-6.3	-7.0	-6.5	-7.7
IMF 增扩项目										
8a 地方融资平台净融资	36,410	75,290	61,680	29,710	45,030	54,790	47,220	49,450	44,505	40,055
8b 专项建设和其它政府引导基金净融资	4,690	15,660	18,250	17,130	18,740	19,400	21,650	22,270	23,200	23,110
8 广义财政收支 (IMF 口径, 7-8a-8b)	-60,580	-118,590	-111,990	-89,480	-126,590	-188,890	-139,040	-156,263	-154,378	-171,167
IMF 口径下的广义财政赤字率	-9.0	-15.8	-13.6	-9.8	-12.8	-18.6	-12.5	-13.0	-12.2	-12.6

注：E=浦银国际预测；

[1] 财政收入调整项：从预算稳定调节基金、政府性基金预算、国有资本经营预算调入资金及使用结转结余

[2] 财政支出调整项：补充中央预算稳定调节基金、向政府性基金预算调出

资料来源：Wind，浦银国际估算

宽松的货币政策或至少在上半年维持。虽然3月15日发布的2月信贷数据不及预期，但是加总1-2月数据排除春节效应后的贷款数据和2023年同期基本持平，并且更为关键的中长期贷款维持韧性。我们认为两会期间政府工作报告中关于货币政策的定调以及中国人民银行潘行长在新闻发布会上的表态确认货币政策的宽松取向。此外，报告罕见地在货币政策段落要求“**增强资本市场内在稳定性**”，这意味着货币政策对资本市场的稳定或将提供更多帮助。

在降准方面，潘行长明确指出央行后续仍然有降准空间，和我们 [2024年展望](#) 中表述的一致。在“两会”明确5%经济增速目标后，我们现在预计今年还会有1-2次降准，每次幅度在25-50个基点之间（此前预计1次降准）。

在降息方面，或视乎经济情况而定。潘行长再次强调“**将把维护价格稳定作为货币政策的重要考量……继续推动社会综合融资成本稳中有降**”。然而，考虑到息差压力和金融稳定性，我们认为今年降息的空间较为有限。不过，如果经济动能和通胀率的恢复弱于预期，政策利率（以1年期MLF利率为参照）今年或下降10个基点，然后LPR利率也会做相应调整。如果MLF利率一直不变，像2月的这种非对称式降息并非全无可能，但是幅度或有限。除了2月利率调整之外，此前仅出现过一次类似情况，在2021年12月，1年期LPR利率在MLF利率未动的情况下调5个基点，当时是因为降准。

此外，央行也将使用结构性工具帮助改善信贷需求。潘行长预告的科技创新和技术再贷款的规模的公布值得期待。

房地产政策将继续三管齐下，短期内重落实。因为历史上重大的房地产政策调整鲜少在政府工作报告上呈现，所以我们对报告在房地产领域的定调和表述与中央经济工作会议基本一致并不意外。1月下旬房地产调控政策密集出台。2月起三方面的进度均有加快：1) 在供给端，自1月份城市房地产融资协调机制工作部署以来，截至2月28日，全国31个省份276个城市已建立城市融资协调机制，共提出房地产项目约6000个，商业银行审批通过贷款超2000亿元。2) 在需求端，在1月25日国务院新闻发布会提出因地制宜进一步优化首付比例、贷款利率等政策后，四个一线城市进一步优化限购政策（图表12），苏州宣布全面取消限购，杭州全面取消二手房限购，济南、天津、海口等二线城市落实降低首付比例至20%/30%（首套/二套）。3) 在公共投资端，“三大工程”亦在积极推进中。

我们相信落实现有优化政策仍是短期内房地产调控的重点。在中期，政策仍可加码，直到实现行业稳企。其中公共投资端的努力仍是在居民购房情绪恢复前，稳地产的最重要组成部分。我们预计今年抵押补充贷款新增额度将达1万亿元以帮助推动“三大工程”建设。需求端尽管优化空间减少，但在仍保留限购政策的一线城市和少数几个二线城市的核心地区仍有操作空间，尤其一线城市优化限购的步伐一直较为和缓。供给端为了防止房企违约后信心再度滑落，政府或继续给房企“输血”。

图表 12：地方层面上 1 月下旬以来的购房政策优化

日期	城市	优化内容
2024 年 3 月 15 日	杭州	全面取消二手房限购，并优化增值税征免年限，将个人出售住房的增值税征免年限从 5 年调整至 2 年。
2024 年 2 月 21 日	济南	购买首套普通自住住房的最低首付款比例调整为不低于 20%，购买第二套普通自住住房的最低首付款比例调整为不低于 30%。
2024 年 2 月 18 日	天津	天津公积金贷款政策拟调整：首套房首付比例降至 20%，第二套房降至 30%。
2024 年 2 月 7 日	海南	对于符合当地购房政策条件的海南省户籍居民家庭，贷款购买海口市、万宁市、文昌市、东方市等 11 个市县的商品住房，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为 30%；二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。
2024 年 2 月 7 日	深圳	深圳户籍居民家庭限购 2 套住房，本市户籍成年单身人士（含离异）限购 1 套住房；取消落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求。非深圳户籍居民家庭及成年单身人士（含离异）则需提供购房之日前 3 年连续缴纳个人所得税或社会保险证明（此前为 5 年），并限购 1 套住房。
2024 年 2 月 6 日	北京	通州区取消了落户或纳税，以及社保满 3 年的限制。
2024 年 1 月 30 日	上海	在本市连续缴纳社保或个税满 5 年的非本市户籍居民可以在外环外限购 1 套住房。
2024 年 1 月 30 日	苏州	苏州全面取消住房限购：买房不做购房资格审核，新房仍限售两年。此前，去年 9 月苏州已取消 120 平方米以上商品房限购。

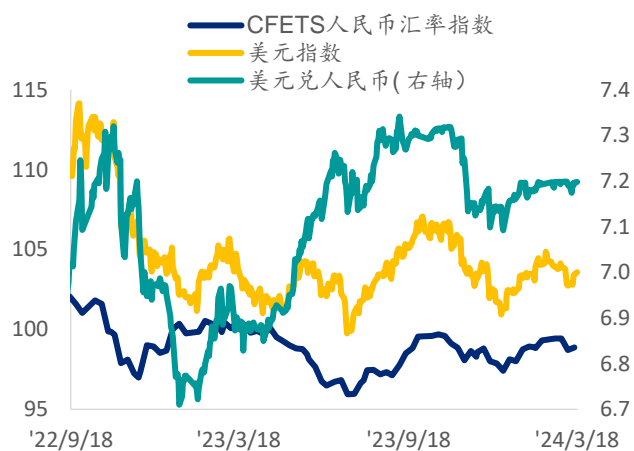
资料来源：政府部门网站，浦银国际

汇率展望

我们维持人民币短期双向窄幅波动，中期温和升值的基本判断。在几个月内，跨境资本流动有所改善，特别是债券资金自去年 10 月以来一直延续净流入。即便在中美利差有所扩大的今年 1 月，债券资金也继续流入（图表 14）。股票资金在连续半年净流出之后，自 2 月起终于伴随着股票指数的回升开始转正（图表 15）。尽管如此，人民币兑美元汇率最近也仅在央行加强干预的情况下（图表 16）维持在 7.2 以内，未见明显升值。美元在降息预期降温后的强势表现或为主要原因。即便日本央行已如期加息终结负利率时代，已被市场充分计入预期的加息并未提振日元兑美元汇率。

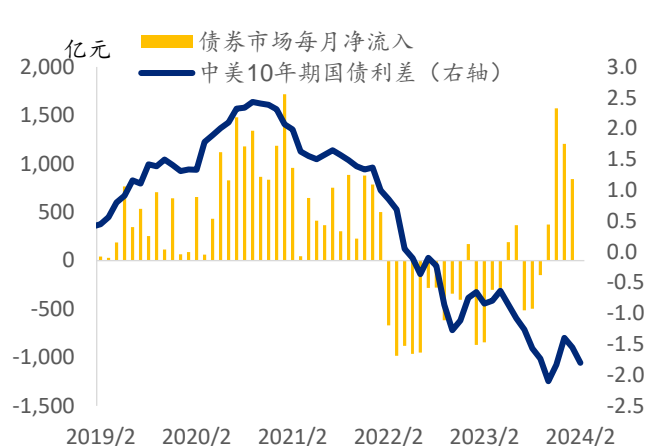
往前看，我们认为跨境资本流动改善的可持续性仍有待观察。债券资金的流入其中相当一部分是外国官方机构（例如主权基金）投资，趋势是否可持续存在不确定性。而股市资金流入更多依赖于中国股市的表现。尽管近期一些稳经济政策的出台以及政府凸显对资本市场的高度重视有助于提振短期内股市表现，但股市表现要持续向好仍然有赖于经济基本面的转变，或仍需等待。再加上美元指数在降息前或仍可以维持 100 以上的相对强势位置（参见：[月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？](#)），我们预计人民币短期内或仍维持双向窄幅波动。中期来看，我们维持此前判断，认为经济复苏的最终确认以及降息周期开启后美元预计走弱和中美利差的收窄可以有助于人民币小幅升值，预计年底将升至 6.9。

图表 13: 人民币兑美元汇率在 1 月 22 日一度跌到 7.2 附近



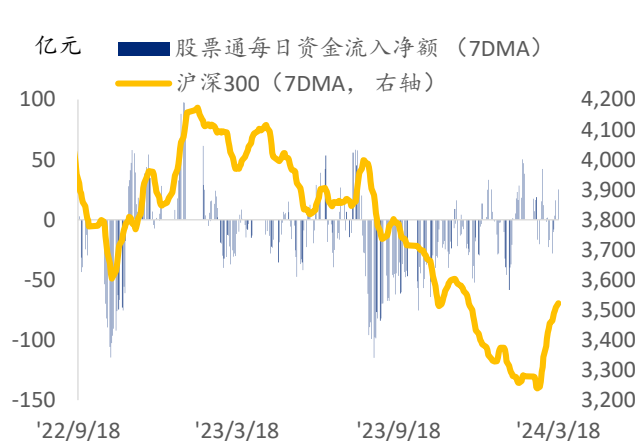
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 14: 债券资金自去年 10 月以来一直延续净流入, 即便在中美利差有所扩大的 1 月



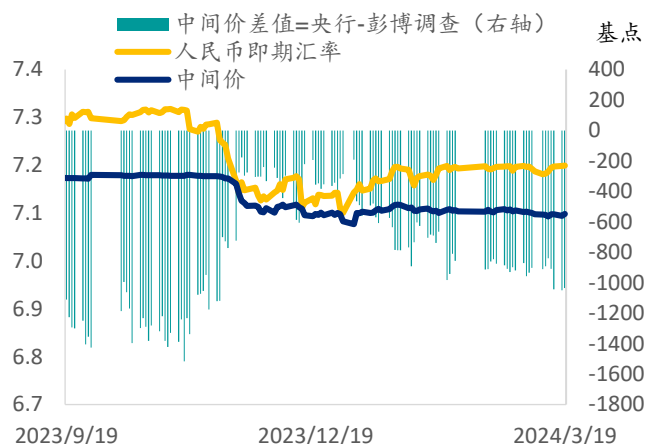
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 15: 随着对中国股市信心的修复, 股票通资金流动更为平衡



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 16: 近期央行对人民币中间价干预略有增强



资料来源: Bloomberg, Wind, 浦银国际

图表 17：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024 年 3 月 18 日	1-2 月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续
2024 年 3 月 14 日	大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布，影响几何？
2024 年 2 月 1 日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024 年 1 月 24 日	央行宣布降准 50 个基点，预示货币政策将继续维持宽松
2024 年 1 月 17 日	四季度经济增速略弱于预期，但 12 月数据初显政策成效
2024 年 1 月 5 日	月度宏观洞察：静候佳音
2023 年 12 月 15 日	11 月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱
2023 年 12 月 13 日	中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场
2023 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑
2023 年 11 月 7 日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023 年 10 月 6 日	国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏
2023 年 9 月 26 日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
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 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 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 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 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 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。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

