



月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性

一季度经济增速远超预期，但3月单月数据显示经济复苏基础或仍不稳固。即使去年基数较高，一季度中国经济同比增速再次加快至5.3%。从支出法来看，远超预期的进出口贡献率是关键因素，消费亦维持韧性。然而3月单月数据除固定资产投资之外，其余均弱于市场预期。除了去年3月疫情开放全面复常后的高基数效应之外，这也体现了在春节效应褪去之后，内需较为疲弱、房地产行业尚未企稳、以及通胀率低位徘徊等问题仍在制约经济复苏。

尽管经济向好，房地产行业下行以及通胀低迷等问题依然有待改善，对外贸和地缘政治上的风险亦逐渐显现。在**此前**谈及的对中国经济的几点担忧中，我们对消费韧性和基建投资的担忧有所缓解。但是，我们对房地产下行周期和通胀低迷的担忧并未完全消除：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CPI在2月短暂改善后再度滑落。此外，3月出口同比增速的下滑和贸易纷争再起或影响外需改善的可持续性。美国总统选举和中东地区紧张局势亦加剧了地缘政治风险。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。

我们上调全年经济增速预测0.2个百分点到4.9%，预计推出显著增量政策刺激的可能性正在降低。即便我们基于以上几点担忧，维持二到四季度经济增速预测不变，全年经济增速预测亦上升到4.9%。更为接近增速目标的预测意味着推出显著增量政策刺激的可能性正在下降。短期内政策重点仍会放在“两会”制定政策的落实上。财政政策或将聚焦促消费和稳投资两方面以帮助扩大内需。我们预计地方政府专项债的发放节奏有望自二季度起明显加快。大规模设备更新和消费品以旧换新行动亦会积极推进。宽松的货币政策或变得更为谨慎，视乎经济恢复和目标实现情况而定。降低政策利率的可能性进一步下降。房地产政策将继续三管齐下，政策重心更多放在供给端。人民币兑美元汇率短期内或面临一定贬值压力，中期或仍温和升值。事件上需要关注本月底的季度政治局经济会议，以及定调五年改革的三中全会，后者预计在二季度召开。

投资风险：政策刺激过早退出、房地产行业迟迟不能企稳、出口急剧恶化、地缘政治风险。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024年4月22日



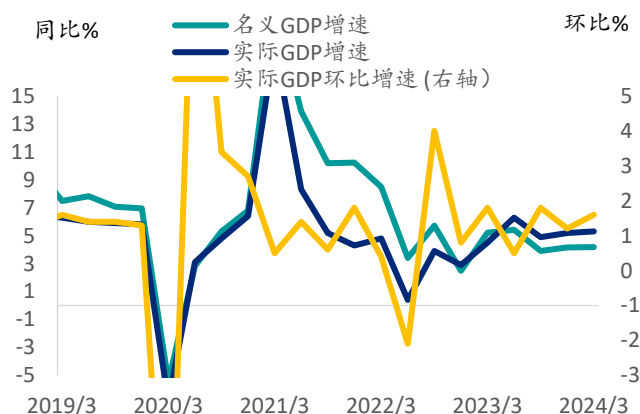
扫码关注浦银国际研究

月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性

一季度经济增速远超预期，但对房地产行业 and 通胀的担忧犹在

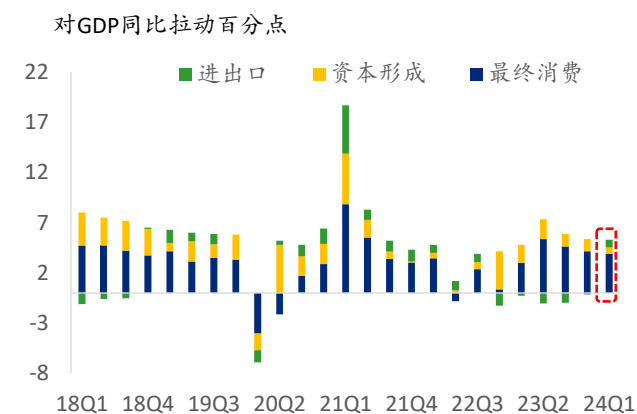
一季度经济增速远超预期。即使去年基数较高，一季度中国经济同比增速再次加快至 5.3%（2023 年 4 季度：5.2%），环比增速亦加快 0.4 个百分点到 1.6%（图表 1）。从发布的支出法细分数据来看，进出口对一季度经济增速贡献高达 0.8 个百分点（图表 2），而此前市场普遍认为该项目或对经济继续形成拖累。消费亦维持韧性。令人意外的是，尽管固定资产投资数据屡超预期，但投资对一季度经济增速的贡献仅为 0.6 个百分点。

图表 1：2024 年一季度经济同比增速远超预期，环比增速显著加快 0.4 个百分点到 1.6%



资料来源：Wind, 浦银国际

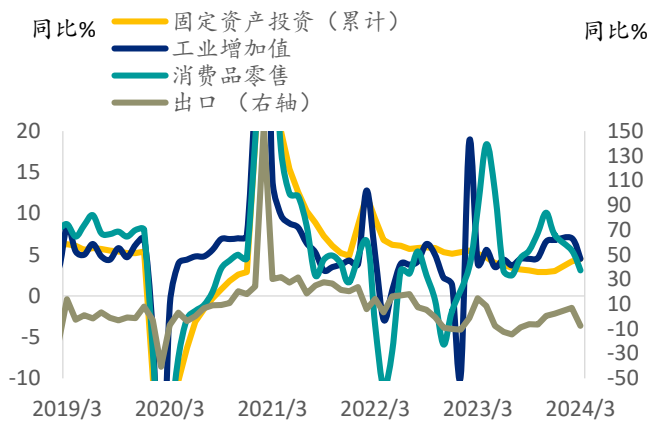
图表 2：从支出法看，远超预期的进出口优异表现是重要推动力，消费维持韧性



资料来源：Wind, 浦银国际

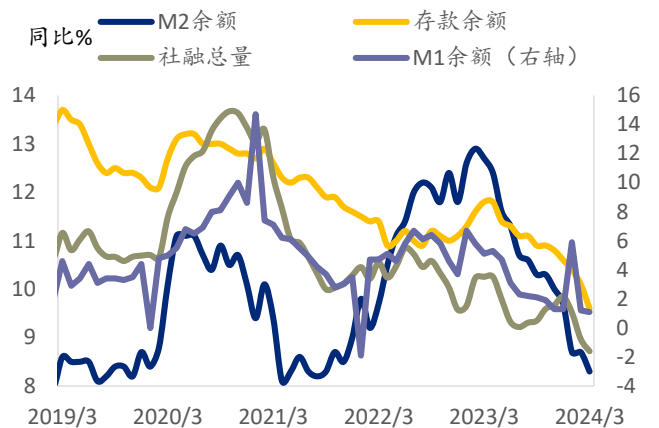
但 3 月单月数据显示经济复苏基础或仍不稳固。3 月单月数据除固定资产投资之外，包括 CPI 通胀率、新增人民币贷款、出口增速、社会消费品零售以及工业生产总产值等数据均弱于市场预期（图表 3、图表 4）。除了去年 3 月疫情开放全面复常后的高基数效应之外，今年 3 月单月数据也体现了在春节效应褪去之后，内需较为疲弱、房地产行业尚未企稳、以及通胀率低位徘徊等问题仍在制约经济复苏。

图表 3: 实体经济数据 3 月大多弱于预期, 部分受高基数拖累



资料来源: Wind, 浦银国际

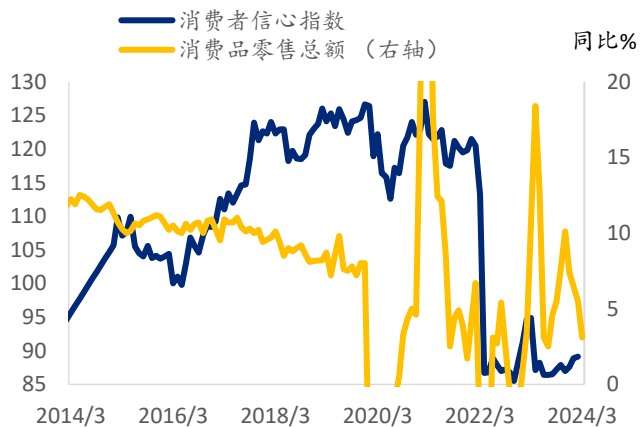
图表 4: 3 月新增人民币贷款不及预期, 信贷增速继续下滑, 反映企业投资信心的 M1 增速继续回落



资料来源: Wind, 浦银国际

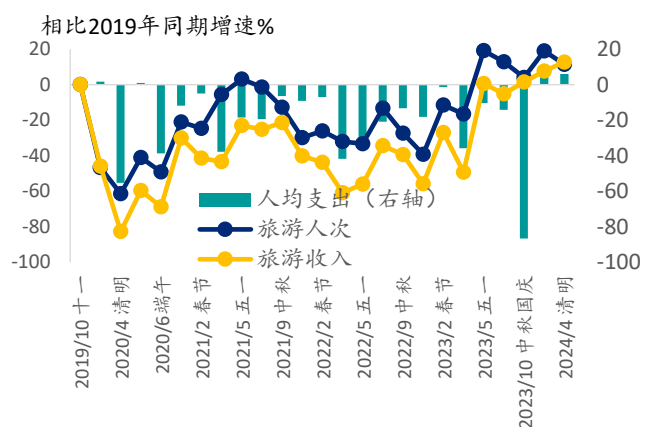
在**此前**谈及的对中国经济的几点担忧中, 我们对消费韧性和基建投资的担忧有所缓解。消费方面, 首先, 尽管社会消费品零售总额同比增速超预期滑落至 3.1% (1-2 月: 5.5%), 但是两年复合平均增速仍上升 2.3 个百分点到 6.8%。其次, 我们注意到消费者信心指数自去年 6 月见底后一直在温和回升中 (图表 5), 3 月城镇调查失业率亦扭转了连续三个月上升态势, 降低 0.1 个百分点到 5.2%。最后, 清明假期消费表现依然不俗: 尽管受到一些极端天气的影响, 但是不管是出行人数, 旅游收入, 甚至是人均支出均较 2019 年同期增长 (图表 6)。而**最近新闻报道**五一黄金周的出行需求依然旺盛。基建投资方面, 虽然城投债发行依然低迷 (图表 7), 地方政府专项债一季度发行节奏也偏慢 (图表 8), 但是基建投资增速在去年四季度推出的一万亿元特别国债的支持下持续加快。尽管我们依然担忧地方政府去杠杆对传统类基建投资的潜在负面影响, 不过接下来二到四季度仍有超过三万亿元的专项债和一万亿元超长期国债待发行, 这有助于继续支撑基建投资。

图表 5: 消费者信心指数自去年 6 月见底后一直在温和回升中



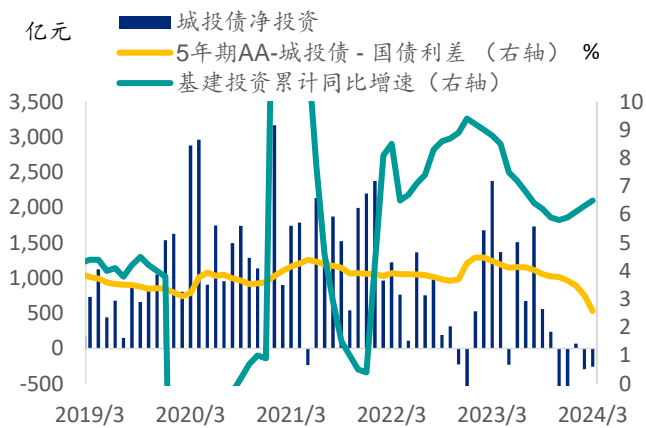
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 清明节小长假消费数据再次全面好于 2019 年同期



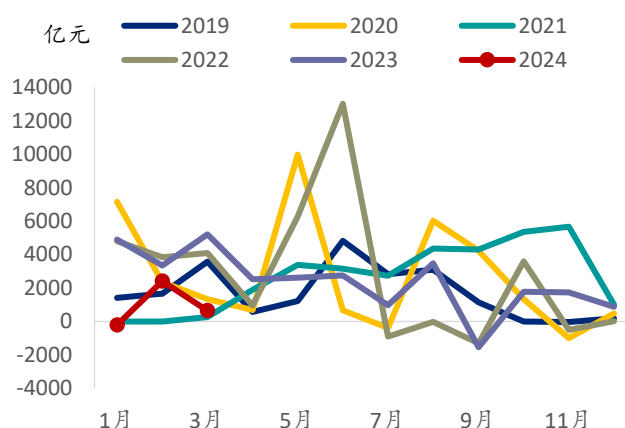
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 城投债净投资持续低迷, 但基建投资增速今年加快



资料来源: Wind, 浦银国际

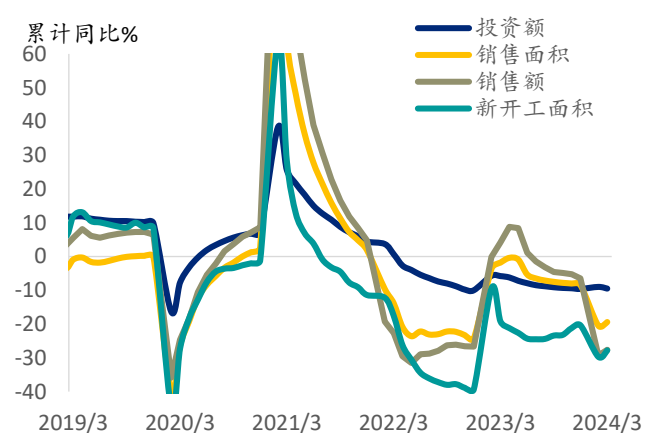
图表 8: 地方政府专项债一季度发行节奏也偏慢



资料来源: Wind, 浦银国际

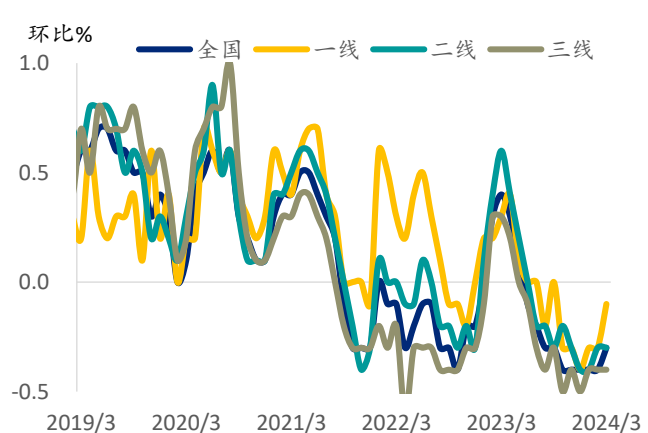
然而, 更为关键的房地产行业下行以及通胀低迷等问题依然有待改善。房地产方面, 房地产开发投资累计同比跌幅 3 月扩大 0.5 个百分点到 -9.5% (图表 9)。虽然在经历了新一轮需求端放松政策之后, 3 月房价 (图表 10) 和 3-4 月房产销售 (图表 9、图表 11) 的跌幅略微收窄, 但是房地产行业离企稳依然相距甚远, 需要进一步的政策支持。通胀方面, 尽管跌幅略有收窄, GDP 平减指数已连续四季度为负。CPI 同比通胀率在 2 月超预期转正后, 3 月明显下滑 0.6 个百分点至 0.1%, 低于市场预期的 0.4% (图表 12)。虽然通胀回落有春节假期的节后效应, 但是 -1% 的环比跌幅高于此前季节性规律, 凸显内需仍然偏弱。

图表 9: 房地产开发投资累计同比跌幅 3 月再扩大, 但销售和开工跌幅略微收窄



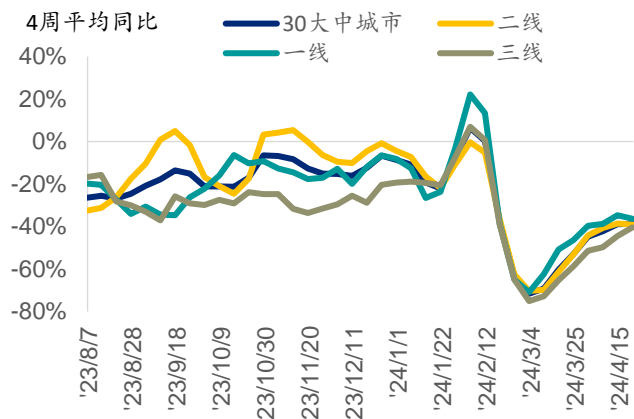
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10: 70 大中城市新建商品房价环比跌幅收窄 0.1 个百分点到 -0.3%, 主要受一线城市价格改善影响



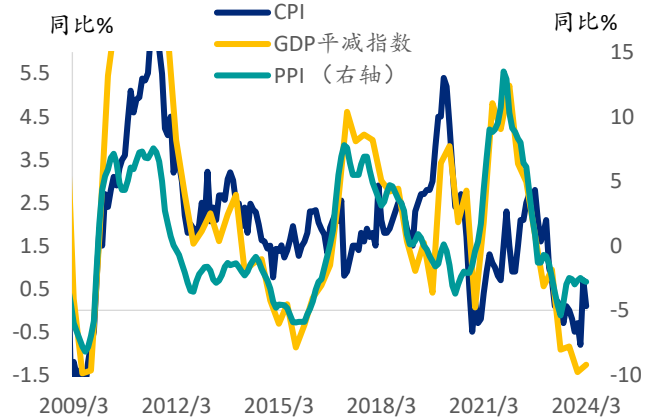
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 11: 30 大中城市销售同比增速有所回升, 但跌幅仍大



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 12: GDP 平减指数连续 4 季度为负, CPI 通胀率 3 月亦回落



资料来源: Wind, 浦银国际

另外, 对外贸易和地缘政治上的风险亦逐渐显现。外需改善是一季度经济增速远超预期的重要因素, 然而其可持续性似乎存在不确定性。3 月出口同比增速大幅下滑至-7.5% (1-2 月: +7.1%)。与此同时, 贸易纷争再起。美国贸易代表办公室 4 月 17 日宣布启动针对中国海事、物流和造船业的 301 调查; 近期欧美政府频频就中国产能过剩 (尤其在新能源汽车行业) 施压; 美国总统选举候选人特朗普亦在竞选演说中提出 60% 的关税威胁。在地缘政治方面, 美国总统选举逐渐临近, 从历次选举规律来看, 中美摩擦或逐渐增多。中东地区紧张局势虽然对中国经济和资本市场直接影响有限, 但是可能从影响全球大宗商品价格 (尤其是油价) 和金融市场表现上间接影响中国。因此, 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。

推出显著增量政策刺激的可能性降低，短期内政策更重落实

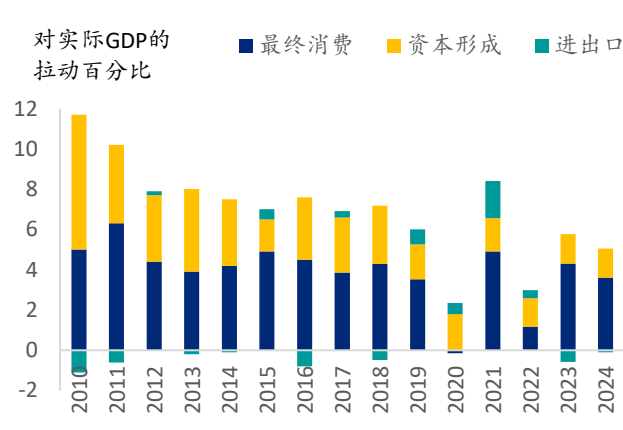
我们上调全年经济增速预测 0.2 个百分点到 4.9%，预计推出显著增量政策刺激的可能性正在降低。考虑到对房地产行业 and 通胀问题的持续担心，以及外需和地缘政治方面的风险，我们维持二到四季度的经济增速预测不变。即便如此，由于远超预期的一季度经济增速，全年经济增速预测亦从此前的 4.7% 升到 4.9%（图表 13），更接近政府工作报告提出的 5% 左右经济增速目标。从支出法看，基于远好于预期的一季度进出口的表现，我们调小了全年进出口对实际 GDP 的拖累作用（现在：-0.1%，此前：-0.3%，图表 14）。伴随着实现经济增速目标难度的减小，我们认为即将在 4 月底召开的季度政治局经济会议上或不会提出增量政策措施，而会将重点放在此前发布政策的细化执行上。全年来说推出显著增量政策刺激的可能性也在降低。

图表 13：我们维持二到四季度经济增速预测不变，全年预测上升 0.2 个百分点到 4.9%



资料来源：Wind，浦银国际预测

图表 14：从支出法看，我们基于远好于预期的一季度进出口的贡献调高了其全年贡献



资料来源：Wind，浦银国际预测

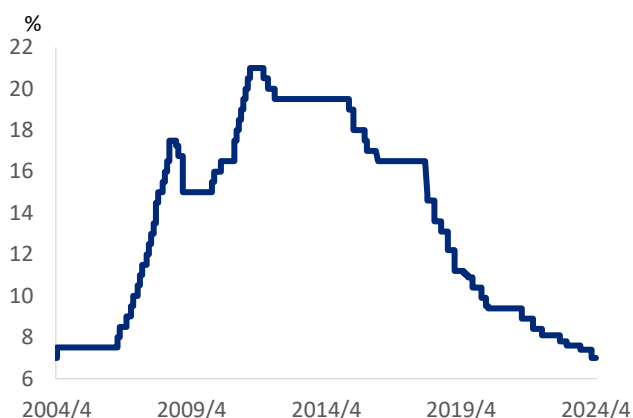
不过目前并不稳固的经济复苏或仍需政策支持，短期内政策重点仍会放在“两会”制定政策的落实上：

- 财政政策或将聚焦促消费和稳投资两方面以帮助扩大内需。促消费方面，4 月 7 日中国人民银行宣布设立科技创新和技术改造再贷款，初始额度设在 5000 亿元。商务部 4 月 12 日联合 14 部门印发《[推动消费品以旧换新行动方案](#)》，敲定以旧换新细节。我们此前[估算](#)新一轮设备更新和以旧换新至少可以拉动 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。政策的执行情况以及成效或是接下来几个月的一大重点观察事项。

稳投资方面，国家发改委副主任刘苏社在4月17日[国新办的新闻发布会](#)中指出今年2月发改委亦完成全部第三批共一万亿元去年下半年开始发行的增发国债项目清单下达工作，将增发国债资金落实到约1.5万个具体项目中，将推动所有增发国债项目于今年6月底开工建设。相信此举会对基建投资形成进一步的支撑。此外，刘主任亦在发布会中提到已经完成地方政府专项债券项目初步筛选。相信地方政府专项债的发放节奏有望自二季度起明显加快。至于今年新增的一万亿元超长期特别国债，刘主任表示要等到支持国家重大战略和重点领域安全能力建设的行动方案经批准同意后开始实施。

- **货币宽松或继续，但将变得更为谨慎，视乎经济恢复和目标实现情况而定。**在4月18日央行和外管局领导联合召开的[新闻发布会](#)中，朱鹤新副行长表示“未来货币政策还有空间，我们将密切观察政策效果及经济恢复、目标实现情况，择机用好储备工具”。他亦提到“相关部门将加强对资金空转的监测”。不过央行货币政策司司长邹澜也指出金融支持实体经济的力度不会减少，“真正需要资金的高效企业反而会获得更多融资”。这些表态意味着在一季度经济增速远超预期之后，央行对宽松货币政策的操作会变得更为谨慎，更倾向于通过结构性工具以稳固经济复苏。不过基于我们对当前经济复苏尚不稳固的基本判断，我们认为今年接下来仍有可能降准，调低25-50个基点。
- **降息的可能性进一步下降。**在去年12月初发布的[经济展望](#)中，我们就判断出于息差和金融稳定性的考虑，降息的概率和空间都远小于降准。而近期，[央行1季度例会新闻稿](#)提到的关注长期收益率变化以及18日发布会暗示的更为谨慎的货币宽松取向进一步加深了我们对该判断的信心。从外部条件看，美联储降息预期延迟后美元指数和美国国债收益率的走高令人民币对美元汇率承压，亦制约央行降息空间。[我们依然维持在基准情况下今年政策利率（以1年期MLF利率为参照）不会下调的基本判断，但LPR利率仍有微调可能](#)（参见：[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](#)）。不过在非基准情况下，如果中国经济动能后期突然转弱，美联储降息预期再起，中国的政策利率或下降10个基点。

图表 15: 我们认为今年接下来仍有可能降准, 调
低 25-50 个基点



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 16: 10 年期国债收益率下行远快于短期市场
利率



资料来源: Wind, 浦银国际

- **房地产政策将继续三管齐下。**在 3 月 22 日的国务院常务会议中, 政府重申对房地产行业的重视, 要求“持续抓好保交楼; 进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效; 系统谋划相关支持政策, 有效激发潜在需求; 加快完善“市场+保障”的住房供应体系, 改革商品房相关基础性制度”。

我们观察到近期的政策重心更多是放在供给端、改善房企融资方面。自 1 月份城市房地产融资协调机制工作部署以来, 截至 3 月 17 日, 全国 31 个省份 312 个城市已建立城市融资协调机制 (2 月 28 日为 276 个城市), 报送“白名单”项目约 6000 个。我们相信政府会继续通过政策性银行和其他金融机构给房企“输血”。

在需求端, 优化购房政策的步伐在沉寂仅一个月之后似乎又开始加快, 厦门岛内降低了首付比例, 长沙全面取消限购 (图表 17)。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。我们相信接下来仍会有一二线城市陆续再优化购房政策以刺激购房需求。

在公共投资端, 我们期待抵押补充贷款额度有望再次加码以帮助支持“三大工程”建设, 全年仍预计一万亿元额度 (包括 1 月已用的 1500 亿元)。

图表 17: 地方层面自 1 月下旬以来的购房政策优化

日期	城市	优化内容
2024 年 4 月 18 日	长沙	长沙全面取消限购。在全市范围内“以旧换新”购买新房可按照“认房不认贷”政策享受首套房首付比和按揭利率优惠。
2024 年 4 月 18 日	厦门	厦门岛内首套房首付比例降至 20%，二套房首付比例降至 30%。
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%，第二套房首付比例降至 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。

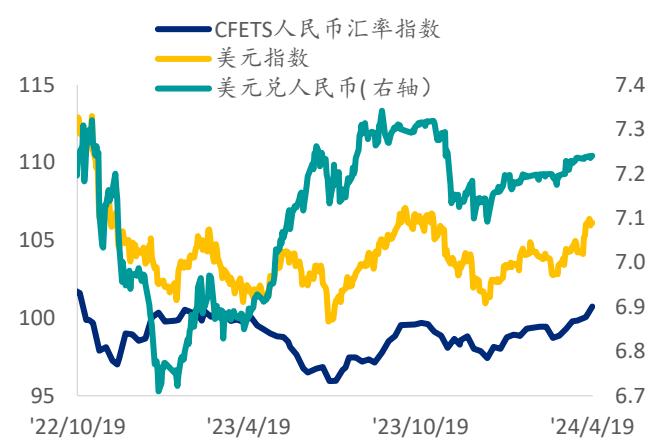
资料来源：政府部门网站，浦银国际

汇率展望

人民币兑美元汇率短期内面临一定贬值压力，但或对一篮子货币维持稳定。目前人民币兑美元汇率的中枢从 1-3 月中的 7.1-7.2 跃升至 7.2-7.3（图表 18），短期内或面临贬值压力。从外部条件来看，伴随着降息预期的一再延迟，美元指数已在 4 月 19 日升至 106.1，距离去年 10 月 4 日 106.8 的近期最高点仅一步之遥。短期来看，美元指数或维持强势，甚至进一步升值，给包括中国在内的其他国家汇率造成贬值压力。从内部经济基本面来看，去年 4 月经济数据基数仍高，或影响今年 4 月经济数据表现和市场信心。不过我们相信 7.3 仍为关键政策底。央行在 4 月 18 日的国新办新闻发布会中表示将“坚决对顺周期行为予以纠偏……坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”。与此同时，央行对中间价的干预自 3 月中贬值压力上升后持续增强（图表 19）。代表一篮子货币汇率的人民币 CFETS 指数不但没有走弱反而在央行加强干预之后温和上升。如有需要，央行还可以通过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政策干预汇率。

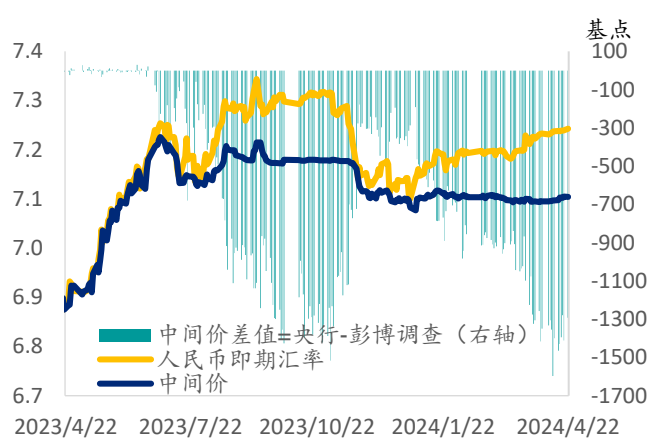
中期或仍温和升值，但我们调低年底人民币兑美元汇率预测至 7.1（此前：6.9）。尽管我们调高了全年经济预测和进出口对经济增速的贡献率似乎有助于人民币升值，然而美国潜在降息时点的后移和降息次数的减少亦有助于维持美元韧性。我们预计美元指数在今年年底至少能维持在 100 以上（此前：98-100 区间）。在此背景下，人民币兑美元汇率年底或小幅回升至 7.1。

图表 18：人民币兑美元汇率的中枢从 1-3 月中的 7.1-7.2 跃升至 7.2-7.3



资料来源：Wind，浦银国际

图表 19：央行近期加强了对中间价的干预



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 20：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024 年 4 月 16 日	一季度经济增速超预期加快，但 3 月实体经济数据大多弱于预期
2024 年 3 月 20 日	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
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

