



# 月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化

4月美联储对降息的态度由偏鸽转向偏鹰。在4月之前，我们观察到其对降息态度逐渐鸽化的两个表现：其一是在去年12月的会议中，相比通胀，美联储更多地去提及通胀和增长的平衡；其二是指出新增就业的上升可能是因为劳动力供给增加，或能和通胀下行共存。然而4月17日鲍威尔的演讲对降息的态度明显鹰化。他表示近期数据无法给美联储通胀下行的信心，美国经济的强劲状态意味着目前没有降息的迫切性。

什么原因促成了美联储态度的转变？我们认为有两大因素——居高不下的通胀率以及3月实体经济数据/一季度GDP数据体现的内需的强韧性。一季度经济的强韧性或与去年12月美联储会议后较为鸽派的降息预期导致金融条件放松有关。朝前看，我们认为美联储对降息问题的表态或更为谨慎，以防金融条件的放松再推高通胀和经济活动表现。

然而，美联储对硬着陆的担忧似乎随着降息延后而有所上升。鲍威尔新提出的触发降息的两种路径——一是通胀显著下行往2%进发；二是劳动力市场意外疲软，显著宽松与最初市场所预期的路径（通胀下行以及劳动力市场收紧同时发生）。这也蕴含了美联储对硬着陆的担忧：确实，新增非农就业数据在一季度接连超市场预期之后，4月超预期滑落，开始和其余劳动力市场数据趋势相靠近。经济基本上，调查类数据表现远弱于硬数据，且我们认为强劲的消费和投资或不可持续。

我们维持三季度开始降息的基本观点，并调高年底美元汇率和10年期美国国债收益率点位预测。我们的基本假设是接下来核心通胀率会在波折中下行，经济动能显著转弱。如果劳动力市场数据6月再次超预期下行，那么降息可能从7月就开始。如果通胀、劳动力市场和实体经济数据继续全面维持强劲，那么我们也不能排除降息会延后至四季度，甚至全年没有降息的可能性。金融市场方面，我们认为美元指数和10年期国债收益率短期内或仍维持强势。不过基于预计延后的降息时点和减少的降息次数，我们上调年终两者的点位预测。

**投资风险：**美国经济接下来急速走弱进入衰退，降息或地缘政治风险导致再通胀风险。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen\_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024年5月6日

浦銀國際

宏观洞察

月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化



扫码关注浦银国际研究

# 月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化

## 4月美联储对降息的态度由偏鸽转向偏鹰

美联储对货币政策的态度似乎在4月中发生逆转：今年以来到四月中为止，我们认为美联储对降息的态度是偏鸽派的。就2023年而言，市场包括我们一般理解的货币政策框架主要取决于核心通胀和劳动力市场数据：如果核心通胀逐渐下滑至目标水平，劳动力市场出现收紧的信号，那么美联储就可以开始降息。去年下半年数据确实沿着美联储预想的方向在走，通胀和劳动力数据均有逐渐走弱。美联储对降息问题的态度也是逐渐鸽化。

鸽化的第一个表现是在去年12月的FOMC会议中，相比通胀，美联储更多地提及通胀和增长的平衡（图表1）。也就是说，如果美联储认为美国经济有衰退风险，即便通胀率还没回到2%的目标水平，美联储也可以降息。这也解释了为什么在2024年底通胀率达不到目标水平的市场共识之下，去年12月中美联储会议后市场依然计入了超过6次降息（图表2）。

鸽化的第二个表现是美联储对劳动力市场数据的态度。今年以来非农新增就业数据大多远超市场预期，然而美联储并未因此改变其偏鸽的降息立场。这背后的原因其实早在去年11月的FOMC会议里已有解释：鲍威尔当时提出了新增就业的上升可能是由于劳动力供给增加。新移民在后疫情时代的暴增给美国劳动力市场提供了充分的劳动力。时薪同比增速和亚特兰大联储薪资增长指数的持续下行（图表3）也印证了强劲的新增就业人数并未推升工资价格，对通胀的影响或有限。在这种情况下，强劲的就业和低通胀或可能共存。

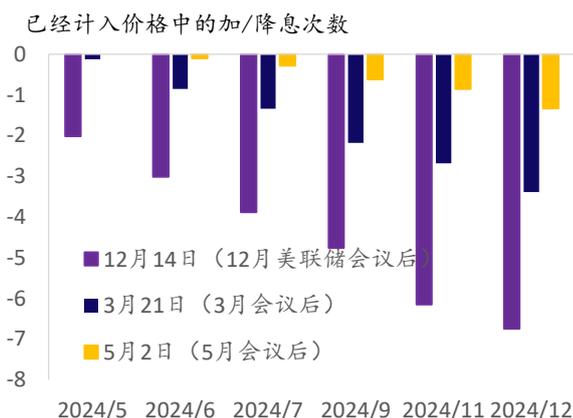
然而，鲍威尔4月17日的演讲对降息的态度明显鹰化。他表示“近期数据无法给美联储通胀下行的信心，美国经济的强劲状态意味着目前没有降息的迫切性”。纽约联储主席威廉更是提到如果经济数据危及美联储实现通胀目标，那么加息是有可能的。

图表 1: 美国标普 500 指数、十年期国债收益率 vs 美联储会议中降息逻辑变化



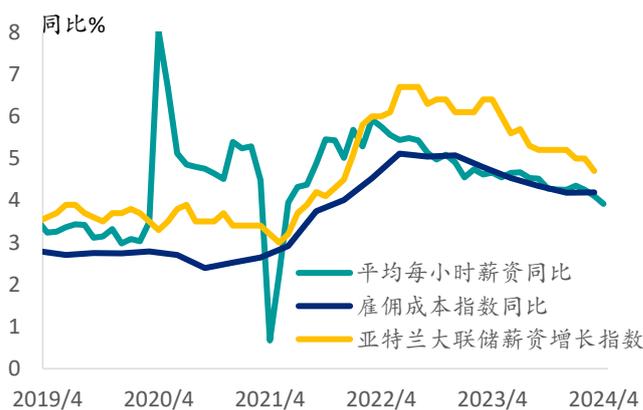
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 市场计入的降息次数从去年 12 月中的 6.75 次一路下降到 5 月初的 1.3 次



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 3: 虽然雇佣成本同比增速一季度几乎不变, 3-4 月时薪同比和 3 月亚特兰大薪资增长指数下行



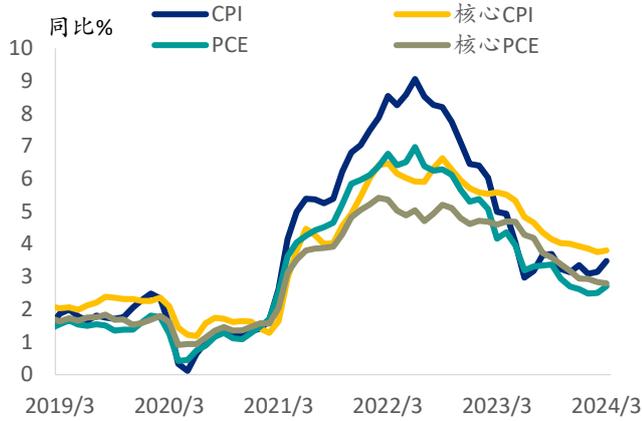
资料来源: CEIC, 浦银国际

## 什么原因促成了美联储态度的转变?

我们认为驱动美联储态度发生显著转变的首要因素是居高不下的通胀率。今年以来核心 CPI 通胀率屡超预期。核心 CPI 环比通胀率一直维持在 0.35% 以上, 远高于去年下半年平均的 0.27%。所幸到 2 月为止的核心 PCE 环比同比数据仍有下行。然而, 3 月核心 PCE 环比数据反弹, 且同比增速停止下行 (图表 4), 极大影响了美联储对通胀进一步下行的信心。我们仍维持核心通胀会在波动中温和向下的基本观点, 但如果经济韧性持续维持, 二次通胀的风险将加大。

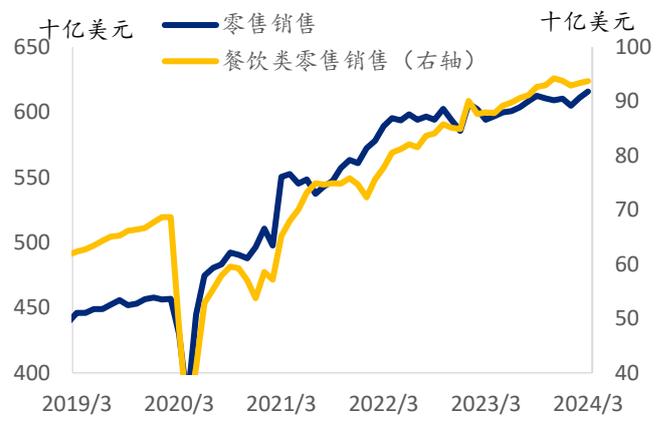
而更坚定美联储鹰派转折的是 3 月实体经济数据/一季度 GDP 数据体现的内需的强韧性。无论是代表消费的社会零售总额 (图表 5) 和个人实际消费支出, 还是代表制造业表现的工业生产 (图表 6) 和耐用品订单 (图表 7) 均连续两个月环比为正, 且大部分超出市场预期。3 月房地产行业数据则较为混沌: 新屋销售上升但二手房销售和房屋动工有所放缓 (图表 8、图表 9)。

**图表 4: 继核心 CPI 同比通胀率下行受阻之后, 核心 PCE 通胀率 3 月亦停止下行**



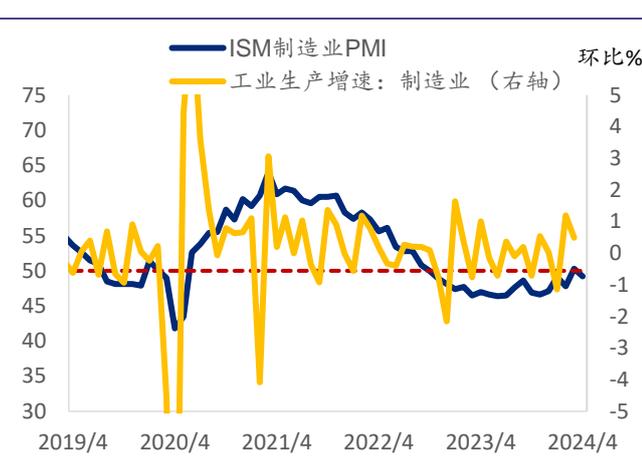
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 5: 虽然餐饮类销售一般, 但是整体零售销售超预期上升**



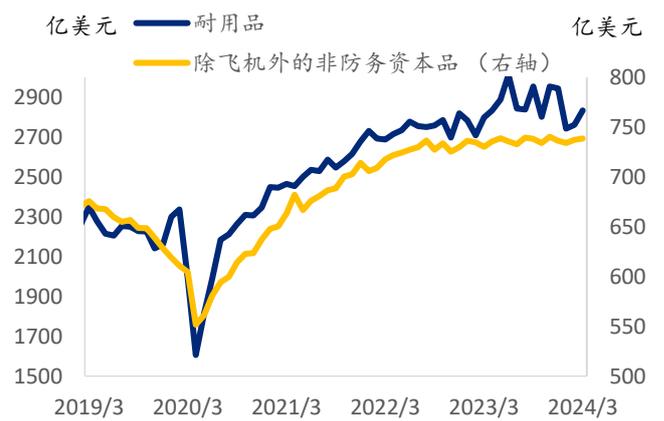
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 6: 制造业工业生产环比增速连续两个月为正**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 7: 耐用品订单 3 月反弹, 尽管除飞机外非防务资本品上升有限**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 8: 新屋开工和营建许可 3 月下跌, 不过房价继续回升**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 9: 新屋销售反弹但是成屋销售 3 月下降**



资料来源: CEIC, 浦银国际

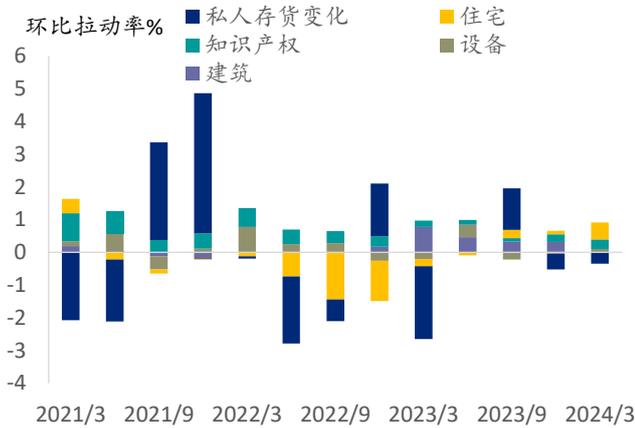
此外，虽然一季度 GDP 环比增速整体低于预期，但是细分项显示私人部门的内需仍然维持强韧性，GDP 的下行主要是因为政府支出和投资、净出口对经济的贡献明显减弱（图表 10）。这也解释了为何一季度通胀率没有延续去年下半年的下降趋势。一季度经济的强韧性或与去年 12 月美联储会议后一直以来较为鸽派的降息预期导致金融条件放松有关。朝前看，我们认为美联储对降息问题的表态或更为谨慎，以防金融条件的放松再推高通胀和经济活动表现。

图表 10: 美国 GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率

	比重	季调环比增速				对GDP拉动作用			
		24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2
整体	100.0	1.6	3.4	4.9	2.1	1.6	3.4	4.9	2.1
个人消费支出	68.9	2.5	3.3	3.1	0.8	2.2	2.1	0.6	2.5
商品	23.9	-0.4	3.0	4.9	0.5	-0.1	0.7	1.1	0.1
耐用品	9.1	-1.2	3.2	6.7	-0.3	-0.1	0.3	0.5	0.0
非耐用品	14.9	0.0	2.9	3.9	0.9	0.0	0.4	0.6	0.1
服务	45.1	4.0	3.4	2.2	1.0	1.8	1.5	1.0	0.4
私人投资总额	18.2	3.2	0.7	10.0	5.2	0.6	0.2	1.7	0.9
固定资产投资	17.9	5.3	3.5	2.6	5.2	0.9	0.6	0.5	0.9
建筑	2.9	-0.1	10.9	11.2	16.1	0.0	0.3	0.3	0.5
设备	5.5	2.1	-1.1	-4.4	7.7	0.1	-0.1	-0.2	0.4
知识产权	6.3	5.4	4.3	1.8	2.7	0.3	0.2	0.1	0.2
住宅	3.4	13.9	2.8	6.7	-2.2	0.5	0.1	0.3	-0.1
私人存货变化	0.2	NA	NA	NA	NA	-0.4	-0.5	1.3	0.0
商品和服务净出口	-4.3	0.9	5.1	5.4	-9.3	-0.9	0.3	0.0	0.0
政府消费支出和投资总额	2.9	1.2	4.6	5.8	3.3	0.2	0.8	1.0	0.6

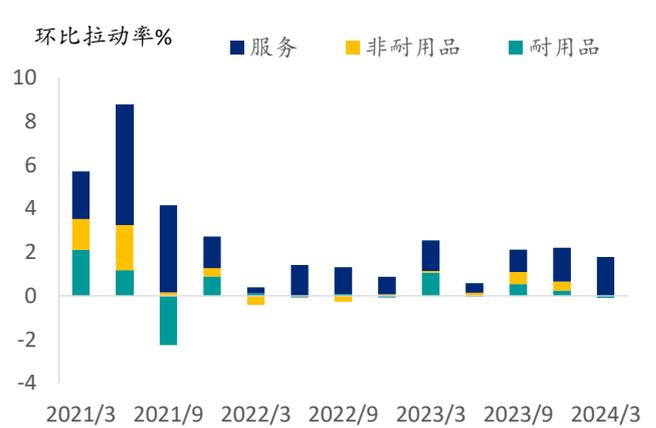
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 11: 投资对环比 GDP 拉动作用细分



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 12: 消费对环比 GDP 拉动作用细分



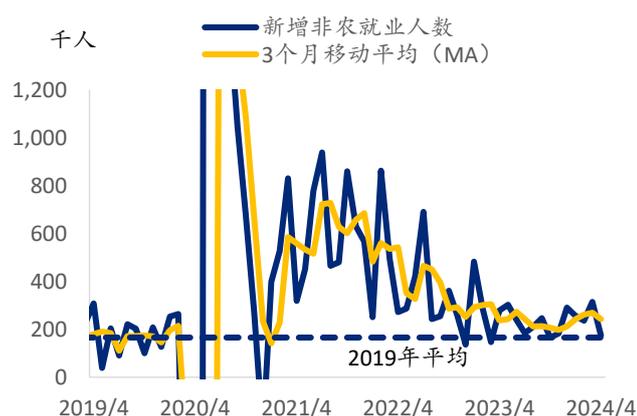
资料来源: CEIC, 浦银国际

## 然而对硬着陆的担忧似乎随着降息延后而有所上升

即便美联储对降息态度变得更为犹豫，我们认为其对硬着陆的担忧或有所升温。5月1日的美联储利率会议声明以及发布会调性较为中性，并未在4月17日鲍威尔讲话的基础上进一步鹰化（参见：[5月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据](#)）。鲍威尔基本排除了接下来还会升息的可能性且没有排除今年不降息的可能性。有意思的是鲍威尔在会后的新闻发布会上提出的触发降息的两种路径——通胀显著下行往2%进发或劳动力市场意外疲软（expectedly weakening）。这相对于最初市场所预计的降息路径（通胀下行以及劳动力市场收紧同时发生）明显放松了降息的条件。此外，我们认为将劳动力市场突然转弱作为降息的一种途径蕴含着美联储对硬着陆的担忧。

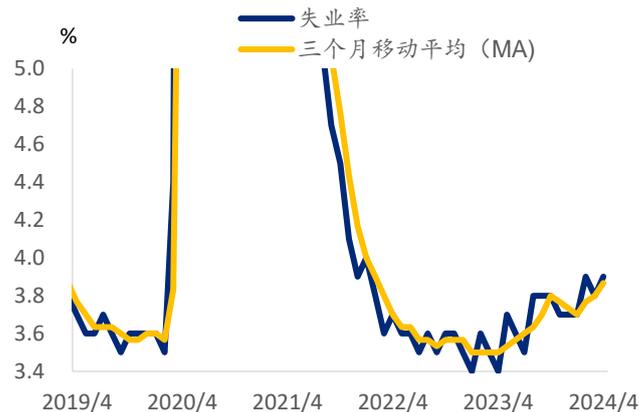
确实，新增非农就业数据在一季度接连超市场预期之后，4月终于超预期滑落，开始和其余劳动力市场数据趋势相靠近。4月新增非农就业下降至17.5万人，低于市场预期的24万人。与此同时，时薪同比增速再下降0.2个百分点到3.9%（图表3），失业率亦小幅上升0.1个百分点到3.9%。在之前的[报告](#)中，我们就已经提到确实除了非农新增就业数据外的其余劳动力数据并没有如此强劲的表现。除了时薪和失业率之外，JOLT职位空缺/失业人数的比率也一路下跌至3月的1.32，仅略高于疫情前的1.19（图表15）。此外，我们也注意到另外一个较为关键的家庭调查新增就业数据，4月读数较上月大幅减少，且2023年以来的累计增幅显著小于非农新增就业数据的（图表16）。最后，调查类数据亦呈现趋势向下（图表17）。仅凭一个月的就业报告不能证明劳动力市场将迅速下行，但至少非农新增就业数据趋势开始和其余劳动力市场数据趋势收敛。

图表 13：非农新增就业人数4月超预期滑落



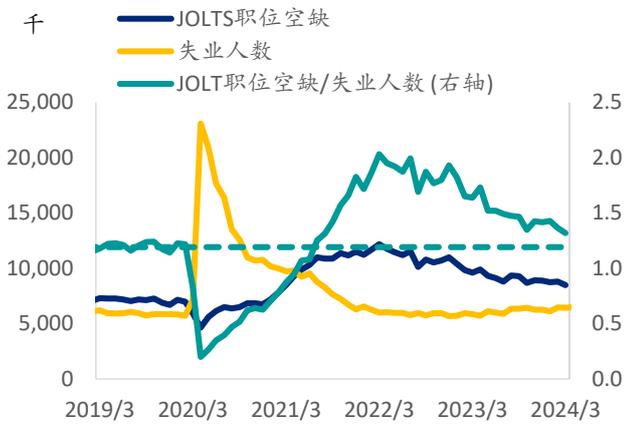
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 14：失业率小幅上升0.1个百分点到3.9%



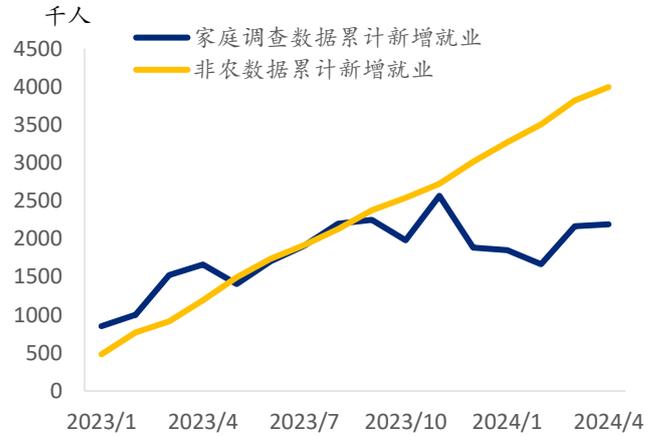
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 15: JOLT 职位空缺/失业人数的比率一路下跌**



资料来源: CEIC, 浦银国际

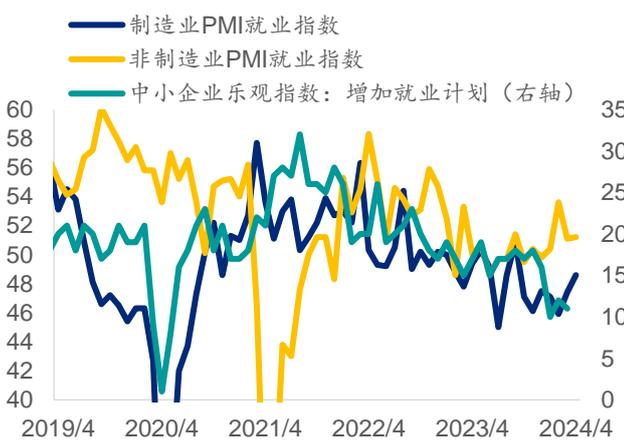
**图表 16: 2023 年以来的家庭调查新增就业数据累计增幅显著小于非农新增就业数据的**



资料来源: CEIC, 浦银国际

另外, 我们亦认为看似强劲的经济动能或不能持续。伴随着信用卡逾期率的上升(图表 18)、居民储蓄率的下降(图表 19)以及工资增速的下降(图表 3), 消费或将开始受到影响。降息预期的延后已经开始影响金融条件(图表 20), 利率维持在如此高水平将不利于制造业和房地产等行业的发展。值得注意的是, 尽管硬数据表现不俗, 然而绝大多数经济基本面相关调查数据均表现不佳, 且弱于上次降息前的 2019 年 7 月(图表 21)。可以说, 由于停滞不前的通胀、经济韧性而导致的降息延后或增加硬着陆的概率。

**图表 17: 大部分就业调查数据亦趋势向下**



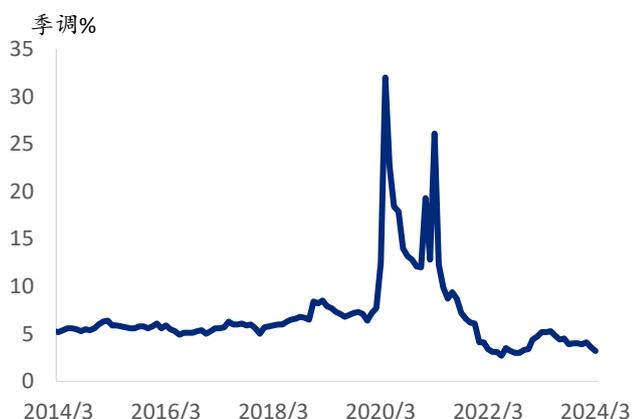
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 18: 消费类信用卡坏账率有所上升, 逾期概率增加**



资料来源: 纽约联储, CEIC, 浦银国际

图表 19: 居民储蓄率(个人储蓄占可支配收入比)持续下降



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 20: 降息预期的延后导致金融压力的上升



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 21: 绝大多数经济基本面相关调查数据均表现不佳, 且弱于上次降息前的 2019 年 7 月

	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2019年7月
<b>实体经济类调查指数</b>					
制造业PMI	49.1	47.8	50.3	49.2	51
非制造业PMI	53.4	52.6	51.4	52.4	54.4
中小企业乐观指数	89.9	89.4	88.5	#NA	104.7
NAHB房地产市场指数	44	48	51	51	65
密歇根大学消费者情绪指数	79	76.9	79.4	77.2	98.4
企业联合会消费者信心指数	110.9	104.8	103.1	97	135.8
<b>通胀类调查指数</b>					
制造业PMI价格指数	52.9	52.5	55.8	55.8	45.1
服务业PMI价格指数	64	58.6	53.4	53.4	56.5
密歇根大学通胀预期变化: 1年	2.9	3	2.9	3.1	2.6
密歇根大学通胀预期变化: 5年	2.9	2.9	2.8	3	2.5
中小企业乐观指数: 提高平均售价比例	22	21	28	#NA	16
中小企业乐观指数: 计划提高平均售价比例	33	30	33	#NA	22

资料来源: CEIC, Wind, 浦银国际

## 货币政策展望

基于对硬着陆的担忧，我们维持三季度开始降息的基本观点。基准情况下下半年有 50-75 个基点的降息。我们的基本假设是接下来核心通胀率会在波折中下行，经济动能显著转弱。如果劳动力市场数据 6 月再次超预期下行，按照鲍威尔提出的第二条降息路径，那么降息可能从 7 月就开始。但如果通胀、劳动力市场和实体经济数据继续全面维持强劲，那么我们也不能排除降息会延后至四季度（概率：30%），甚至全年没有降息的可能性（概率：10%，图表 22）。

美联储已像我们预期的那样，宣布从 6 月开始缩表。我们依然维持三季度末结束缩表的基本判断。但是如果经济强韧性继续维持，那么我们也不能排除延后结束缩表的可能性。

## 金融市场展望

基于预计延后的降息时点和减少的降息次数，我们上调年终美元指数预测。近期美元指数继续维持强劲，在 4 月 16 日一度升至近期新高 106.26，距离去年 11 月 1 日 106.88 的高点仅一步之遥。由于在通胀下行方面取得了更明显的进展以及对增长的担忧，美元指数中两大交易对手，欧央行和英国央行或早于美联储开始降息。因此，我们认为短期内美元指数或在继续维持强势的同时随降息预期变化双向波动。中期来看，我们依然相信随着降息靴子的落地，美元指数或有所下跌。不过基于预计延后的降息时点和减少的降息次数，我们现在认为年底美元指数或仍在 102 之上（此前预测的 98-100 基于 100 个基点降息做出）。

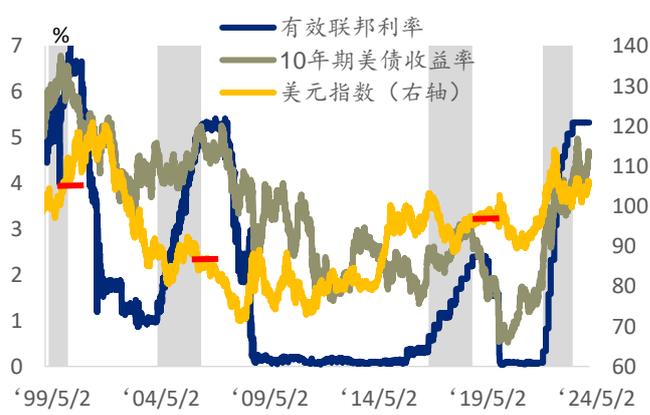
基于类似的逻辑，我们将年底美国 10 年期国债收益率点位调高至 4%（此前：3.8%）。10 年期国债收率有望在短期维持高水平而后在降息开启后有所回落，年底或降至 4%。

图表 22：我们认为三季度开始降息的概率仍有 60%

经济数据表现	降息情景	全年降息幅度	概率
(2 季度起核心通胀开始下行，经济动能显著转弱) 或 (劳动力市场突然转弱)	3 季度开始降	50-75 基点	60%
(3 季度起核心通胀开始下行，经济动能显著转弱) 或 (劳动力市场突然转弱)	4 季度开始降	25-50 基点	30%
通胀一直高企，经济维持韧性	全年不降	0	10%

资料来源：浦银国际预测

图表 23：我们调高年底美元指数和 10 年期国债收益率预测



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 24：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024 年 5 月 2 日	<a href="#">5 月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据</a>
2024 年 4 月 11 日	<a href="#">3 月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度</a>
2024 年 3 月 26 日	<a href="#">月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？</a>
2024 年 3 月 21 日	<a href="#">3 月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启</a>
2024 年 3 月 13 日	<a href="#">美国 2 月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性</a>
2024 年 3 月 4 日	<a href="#">月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？</a>
2024 年 2 月 1 日	<a href="#">月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在</a>
2024 年 2 月 1 日	<a href="#">美联储 1 月会议基本打消 3 月降息预期，首次降息或在 5 月</a>
2024 年 1 月 12 日	<a href="#">美国 12 月通胀继续走强，拉低 3 月开启降息可能性</a>
2024 年 1 月 5 日	<a href="#">月度宏观洞察：静候佳音</a>
2023 年 12 月 14 日	<a href="#">12 月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？</a>
2023 年 12 月 13 日	<a href="#">美国 11 月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早</a>
2023 年 12 月 1 日	<a href="#">2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场</a>
2023 年 11 月 7 日	<a href="#">月度宏观洞察：渐入佳境</a>
2023 年 11 月 2 日	<a href="#">美联储 11 月再次暂停加息，加息结束了吗？</a>
2023 年 10 月 13 日	<a href="#">美国 9 月核心通胀环比微升，判断“加息周期已经结束”或为时过早</a>
2023 年 9 月 26 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减</a>
2023 年 9 月 21 日	<a href="#">美联储暗示今年还有一次加息，高利率可能会持续更久</a>
2023 年 9 月 14 日	<a href="#">美国 8 月核心通胀环比反弹，四季度或还有一次加息</a>
2023 年 9 月 1 日	<a href="#">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</a>
2023 年 8 月 11 日	<a href="#">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</a>
2023 年 7 月 31 日	<a href="#">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</a>
2023 年 7 月 27 日	<a href="#">美联储 7 月如期加息，加息周期未必已结束</a>
2023 年 7 月 13 日	<a href="#">美国核心通胀下跌或不会动摇 7 月加息决议</a>
2023 年 7 月 6 日	<a href="#">美联储 6 月会议纪要点评——至少还有两次加息</a>
2023 年 6 月 28 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩</a>
2023 年 6 月 5 日	<a href="#">2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起</a>

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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

