



月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对7月两大会议有何期待？

5月经济数据显示内需疲软问题尚无显著改善。在诸多代表内需的5月经济数据发布中，仅有消费品零售数据超预期加快。固定资产投资和信贷数据均超预期下行。房地产行业的持续低迷或是内需较难改善的主要原因之一。需求的疲软或开始影响供给端。高频数据显示内需疲软的情况在6月并无显著好转，端午假日消费数据亦较弱。外需依然较为坚挺——从目前的数据来看，净出口对二季度经济增速贡献或仍为正。然而关税纷争的增多或不利于其发展。在政策真空期和数据较弱的影响下，市场信心自5月下旬起温和减弱。

较为显著的政策动向或要等到7月底的年中政治局经济会议。尽管从数据来看，政策支持仍需继续发力以稳固经济复苏，然而从时间点来说，5月中政府刚出台一系列房地产调控政策，短期内或以落实现有政策为重。政策真空期或继续延续至7月两大会议召开。我们认为年中政治局经济会议不会重现去年的重大政策转向——虽然近期数据体现内需并无显著改善，但是实现5%的全年经济目标难度并未明显提升。然而，如果7月中发布的二季度经济增速弱于预期，凸显经济动能明显转弱，那么我们相信7月会议会适当推出增量政策措施以巩固经济复苏。潜在措施包括财政上细化家电等消费品以旧换新计划，货币政策上降准和加码结构性工具，房地产方面政府继续扩展消化库存的资金和支持方式、需求端政策再放松等。我们维持二季度5%和全年4.9%的经济增速预测。预计人民币兑美元汇率短期内在窄幅波动的同时承受一定贬值压力，但中期仍温和升值。

而期待已久将在7月召开的三中全会将更针对中长期政策方向，或对关键结构改革问题做出具体部署。结合近期高层动向释放的信号，我们在本篇报告中亦预测了六大潜在重点改革方向，包括：1) 发展新质生产力和推动科技创新；2) 财政系统改革；3) 促经济再平衡和消费政策；4) 房地产行业发展长效机制和三项工程建设；5) 应对老龄化问题；6) 国企改革。

投资风险：政策成效不及预期、房地产行业企稳延后、中美关系急剧恶化、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6月20日

浦银国际

宏观洞察

月度中国宏观洞察



扫码关注浦银国际研究

月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对7月两大会议有何期待？

经济数据表明内需改善尚不明显

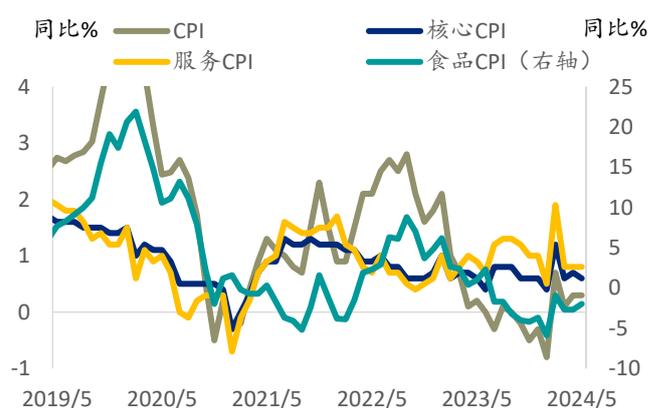
5月经济数据显示内需疲软问题尚无显著改善。在诸多代表内需的经济指标中，仅有消费品零售数据在连续3个月不及预期之后终于在5月超预期加快（图表1）。然而这一改善或得益于今年五一黄金周5天均落在5月（去年仅3天），以及618电商促销提前的影响，其可持续性仍存疑。CPI通胀率虽然略弱于预期，但是5月仍维持在0.3%不变。不过猪肉周期上行在稳住CPI价格方面功不可没，核心通胀同比增速仍下跌0.1个百分点到0.6%（图表2）。固定资产投资超预期下滑至4%，三大行业投资均有所下滑。而新增社融虽然摆脱4月负读数，但是依然不及预期，且主要靠政府债券发行支撑（图表3）。真正的信贷需求依然疲软。

图表 1: 5月消费改善，但投资和工业生产有所下滑



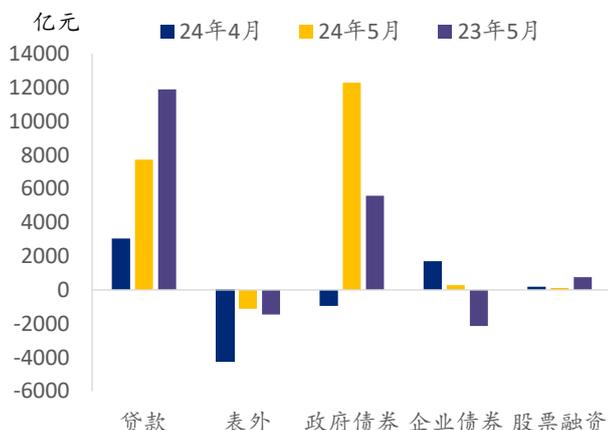
资料来源: iFinD, 浦银国际

图表 2: 猪肉价格上升帮助食品CPI回升，核心CPI仍下滑



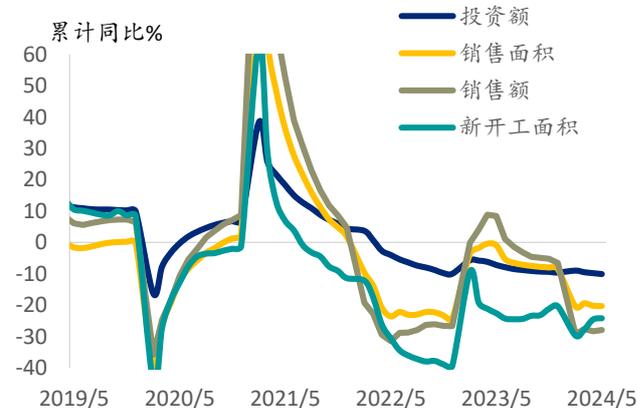
资料来源: iFinD, 浦银国际

图表 3: 新增社融改善主要得益于政府债券发行加快



资料来源: iFinD, 浦银国际

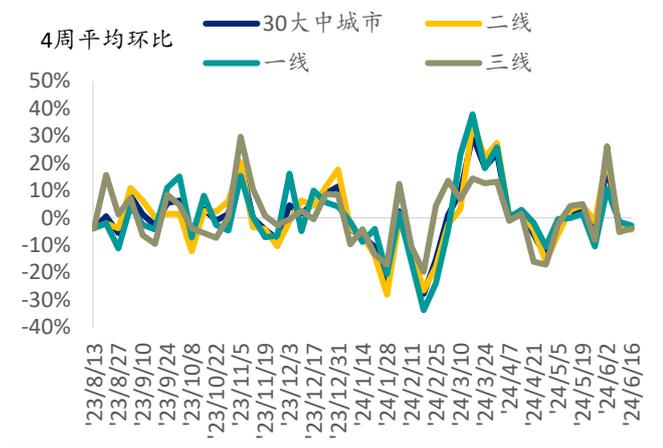
图表 4: 新开工面积跌幅收窄，但房产销售按面积和销售额来看表现不一



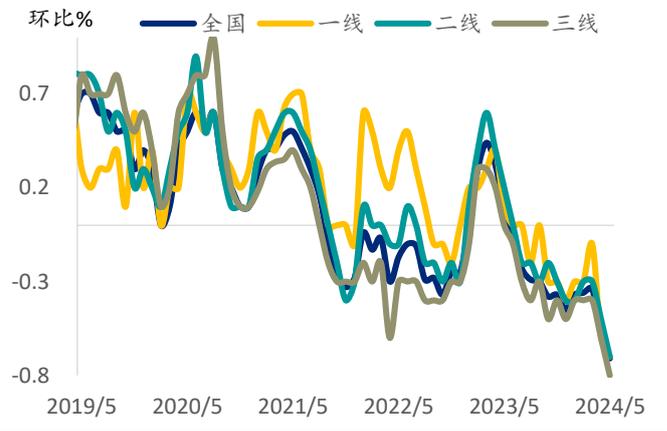
资料来源: iFinD, 浦银国际

房地产行业的持续低迷或是内需较难改善的主要原因之一。在过去的 16 个月中，房地产开发投资累计同比跌幅仅在今年 1-2 月有所收窄，其余时间跌幅均在扩大中，至今年 5 月已经在基数较低的背景下跌至-10.1%(图表 4)。房产销售方面仅略微体现 5 月中政策调整成效：商品房销售额累计同比跌幅 5 月收窄 0.4 个百分点到-27.9%，但商品房销售面积累计同比跌幅仍略微扩大；高频数据显示 30 大中城市房产销售环比增速曾在 5 月底到 6 月初这周显著加快，而后在 6 月第二周起又开始萎靡（图表 5）。同比来看，6 月至今房产销售同比跌幅为-34.8%，而 5 月 18 至 31 日为-34%。此外，70 大中城市新建商品住宅价格指数 5 月环比跌幅继续扩大至-0.7%（图表 6）。不过在方向明确、几方面政策协同发力的情况下，我们仍相信房地产行业或在低位实现企稳。

图表 5：5 月中旬政策升级仅短暂提升房产销售



图表 6：70 大中城市新建商品房价格环比跌幅继续扩大



需求的疲软或开始影响供给端。工业生产总产值同比增速 5 月下跌 1.1 个百分点到 5.6%。尽管这和今年 5 月工作日少于去年同期有一定关系，然而低于预期的读数或也说明需求疲软开始影响供给。与此同时，制造业投资累计同比增速连续两个月下滑。

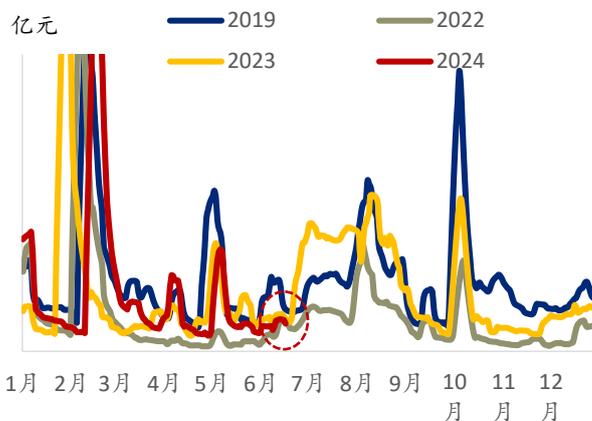
高频数据显示内需疲软的情况在 6 月并无显著好转。在五一黄金周表现亮眼之后，端午节小长假的假日消费数据表现较为低迷，旅游总收入较 2019 年同期增速下滑至 2.6%（五一期间为 13.5%，图表 7）。两个消费类高频指标——电影票房（图表 8）和乘用车销售（图表 9）6 月迄今为止表现亦欠佳。与基建和房地产投资联系较为紧密的沥青企业开工率（图表 10）依然较低。

图表 7: 端午节小长假的假日消费数据表现较为低迷



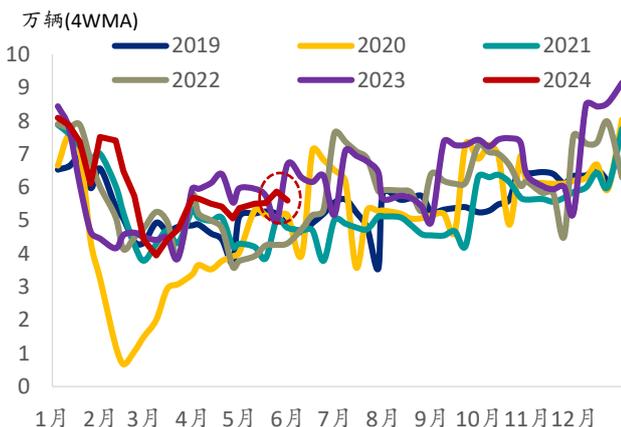
资料来源: 文旅部, 浦银国际

图表 8: 6月电影票房接近2022年疫情期间低位



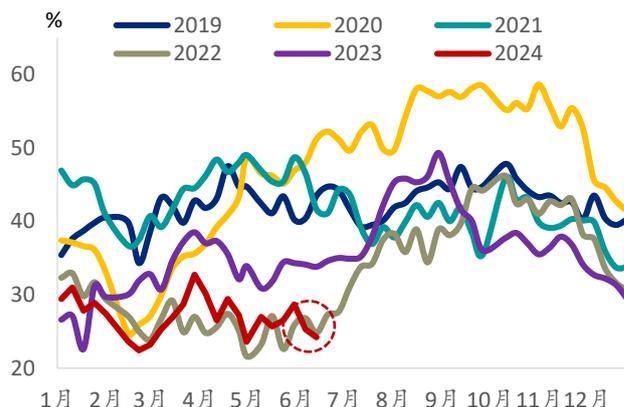
资料来源: iFinD, 浦银国际

图表 9: 汽车以旧换新政策公布后, 乘用车销量尚无显著改善



资料来源: iFinD, 浦银国际

图表 10: 沥青企业开工率依然较低



资料来源: iFinD, 浦银国际

好于预期的出口表现是今年年初至今维持经济动能的重要组成部分, 然而关税纷争的增多或不利于其发展。5月出口同比增速(按美元计价)超预期加快至7.6%(4月为1.5%)。商品贸易顺差4-5月均维持在700-820亿美元的相对高位。从目前的数据来看, 净出口对二季度经济增速贡献或仍为正。往前看, 关税纷争的增多或给出口前景蒙上阴影。尽管目前已宣布的加征关税从宏观层面来看影响不大(美国已宣布加征关税的中国新三样和芯片出口占到2023年中国对美国出口总额的4.2%, 欧盟已宣布加征关税的中国新能源汽车出口占到2023年中国对欧盟出口总额的3%), 还需警惕中国与欧美甚至更多发达国家的贸易纷争增多, 对出口造成更为明显打击的风险。

市场信心自5月下旬起温和减弱。沪深300指数从5月20日的3690近期高位缓慢跌至6月20日的3503(图表11)。一方面, 本月发布的数据大部分弱于市场预期, 且端午假日消费数据亦较弱。另一方面, 自5月17日政府发布一系列房地产放松政策后, 宏观经济政策似乎进入了真空期。

图表 11: 沪深 300 指数从 5 月 20 日的 3690 近期高位缓慢跌至 6 月 20 日的 3503



资料来源: iFinD, 浦银国际

图表 12: 短期利率并未因为央行规范市场行为而升高



资料来源: iFinD, 浦银国际

七月两大会议奠定下半年和中长期政策基调

宏观政策真空期或延续至 7 月两大会议召开, 短期内以落实现有政策为重。

尽管从数据来看, 政策支持仍需继续发力以稳固经济复苏。然而从时间点来说, 5 月中政府刚出台一系列房地产调控政策。此时推进国企收储未售新房、在地方层面上继续落实需求端放松政策或是重点 (图表 13)。财政政策上政府债券发行从 5 月开始发力, 亦需观察其对稳投资方面的成效。货币政策近期似乎将重点放在规范市场行为上。央行打击资金空转和要求银行不得承诺或支付突破存款利率授权上限的贴息等操作导致近期金融总量数据产生“挤水分”效应。不过根据央行行长潘功胜在[陆家嘴论坛](#)上的发言, 这一变化并不意味着货币政策立场发生变化。确实, 尽管 M1 同比增速连续两月为负, M2 增速近两个月创历史新低, 7 天回购利率中枢并未上升, 3 月 SHIBOR 利率反而有所下降 (图表 12)。

较为显著的政策动向或要等到 7 月底的年中政治局经济会议。去年年中的会议在政策定调上曾发生重要转变。虽然近期数据体现内需并无显著改善, 但是实现 5% 的全年经济目标难度并未明显提升。在此情况下, 我们认为此次会议不会重现去年的重大政策转向。然而, 如果 7 月中发布的二季度经济增速弱于预期, 凸显经济动能明显转弱, 那么我们相信 7 月会议会适当推出增量政策措施以巩固经济复苏。

在财政政策方面, 汽车以旧换新方案已公布, 然而家电等其他消费品以旧换新尚无更为具体的行动方案发布, 方案细节值得期待。在货币政策方面, 除了我们预期的 25-50 个基点的降准之外, 7 月会议后或在结构性工具方面有所加码, 以帮助改善信贷需求。再贷款、抵押补充贷款等工具有扩张空间, 结构性工具的利率也有下降空间。降低政策利率 (1 年期 MLF 利率) 的可能性仍低, 但 LPR 利率有微调空间。在房地产政策方面, 政府消化库存无论是支持资金规模还是支持方式均有扩展空间。供给端支持政策、例如白名单、融资协商机制和保交楼也可进一步推进。需求端可继续放松一线城市购房政策, 向购房者提供税费优惠和补贴。

图表 13: 5 月 17 日房地产政策进一步放松后地方层面购房政策优化

日期	城市	优化内容
2024 年 6 月 13 日	苏州	跨区使用公积金贷款购房仍可按首套房, 享受 5 年期以上首套最低利率 2.85%。
2024 年 6 月 7 日	芜湖	推出 13 条房地产市场优化发展政策, 涉及人才安居、购房补贴、二手住房交易、公积金贷款、以旧换新、房贷利率、保障性住房等方面。政策还提到, 鼓励房地产开发企业探索购买部分产权的销售方式, 通过合同约定, 购房人可以先购买房屋部分产权, 剩余产权继续由房地产开发企业持有, 购房人可租赁使用, 购房人购买剩余产权时已支付的租金可抵扣购房款。
2024 年 6 月 5 日	南昌	取消首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限, 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%, 二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。
2024 年 6 月 2 日	苏州	苏州市出台“苏 16 条”, 包括全面取消限购; 实施换购住房个税退税优惠, 实施购房契税补贴; 非苏州户籍购房者买房即可落户; 首套住房首付最低 15%, 二套最低 25% 等政策。
2024 年 5 月 30 日	青岛	青岛市下调商业性个人住房贷款最低首付款比例至 15%, 取消商业性个人住房贷款利率政策下限, 按区(市)“认房不认贷”。
2024 年 5 月 28 日	深圳	深圳首套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的 30% 调整为 20%, 二套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的 40% 调整为 30%。首套房贷利率降为 3.5%; 二套房贷利率降为 3.9%。
2024 年 5 月 28 日	广州	非广州户籍人群购房社保缴纳年限从 2 年调整为 6 个月, 并享受户籍家庭购房待遇; 执行 5 月 17 日国家对于首套房、二套房最低 15% 和 25% 的最低首付, 以及按揭贷款利率不设下限的政策; 优化贷款买房提取公积金流程, 并可用公积金支付首付款, 取消现售, 支持“以旧换新”; 居民家庭在购房所在区内无住房且符合购房条件的, 新购住房贷款可按首套住房认定。
2024 年 5 月 27 日	上海	上海出台“沪九条”优化调整房地产市场政策, 包括进一步优化住房限购政策(非户籍居民购房社保连续缴纳年限从 5 年降至 3 年, 非户籍单身人士购房区域扩大至外环内二手住房; 非户籍人才购房社保连续缴纳年限从 3 年降至 2 年, 可购区域从产业片区扩大到上海全域等)、支持多子女家庭合理住房需求、取消离异购房限制、优化住房信贷政策(首套房贷款首付比例从 30% 降至 20%, 首套房贷利率下限从 LPR-10 个基点降至 LPR-45 个基点, 最低可至 3.50% 等)。
2024 年 5 月 20 日	重庆	重庆出台六条购房新政: 实施多子女家庭购房补贴, 给予“换新购”购房补贴, 实施人才购房补贴, 进一步优化住房套数认定, 进一步支持灵活就业人员缴存使用住房公积金, 调整现房再交易管理政策。

资料来源: 政府部门网站, 浦银国际

而期待已久将在 7 月召开的三中全会将更针对中长期政策方向，或对关键结构性改革问题做出具体部署。结合近期高层动向释放的信号，我们预测了以下潜在的重点改革方向。

- 1. 发展新质生产力和推动科技创新**——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显得尤为重要(尤其在芯片领域)。2023 年 9 月 7 日，习近平总书记在哈尔滨主持召开新时代推动东北全面振兴座谈会时首次提出“新质生产力”这一重要概念，此后在 12 月的中央经济工作会议中再次重申。6 月 16 日《求是》杂志发表习主席《开创我国高质量发展新局面》重要文章指出“发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点”。我们相信新质生产力和科技创新或是三中全会的重点议题。发展新质生产力和推动科技创新或在改造提升传统产业、培育壮大战略性新兴产业和布局建设未来产业中均发挥积极作用。
- 2. 财政系统改革**——全面化解隐性债务工作已经在积极展开。在今后几年继续遏制隐性债务增长的同时，急需解决地方和中央财政收入和支出的分配问题，提高地方政府显性的资金支持。消费税和国企利润分配或是改革重点。
- 3. 促经济再平衡和消费政策**——中国经济经历了出口驱动和投资驱动两个阶段后，一直积极向消费驱动的更为高质量可持续方式转移。然而近些年进展较缓。此次会议可能会在社保和医保等领域有所建树，改善居民收入(尤其是低保户)以及降低居民对医疗养老等预防性储蓄的需要。此外，保障性住房建设也有助于减少居民住房相关开支。
- 4. 房地产行业发展长效机制和三项工程建设**——城中村改造、保障房以及“平急两用”基础设施建设三项工程可能需要耗时 3-5 年甚至更长时间，需要更精细部署。此外，房地产行业如何往新业态发展也值得期待。保障性住房的数量或将明显增多，和商品房分庭抗礼以解决低收入群体住房难住房贵等问题。不过我们认为现在并不是推出房地产税改革的好时机。
- 5. 应对老龄化问题**——老龄化仍是影响中国中长期增长的重要结构性问题。鼓励生育政策近年来陆续出台，但成效仍有待提高。为多孩家庭提供更多税收、住房、社保、教育等领域的优惠，仍有政策空间。
- 6. 国企改革**——2020 年 6 月发起的国企改革三年行动早已收官，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将有所动作。

经济接下来将怎么走？

基于目前的经济数据进展，我们维持二季度 5% GDP 同比增速的预测。但是经济环比增速预计在二季度显著下滑。在政策刺激必要时再次加码的基本假设下，我们预测下半年经济增速或维持在 4.6%-4.7% 附近，内需仍有望改善。全年经济增速预测维持在 4.9% 不变。在政策支持下，内需的改善以及房地产行业的企稳仍是下半年经济复苏的关键因素。

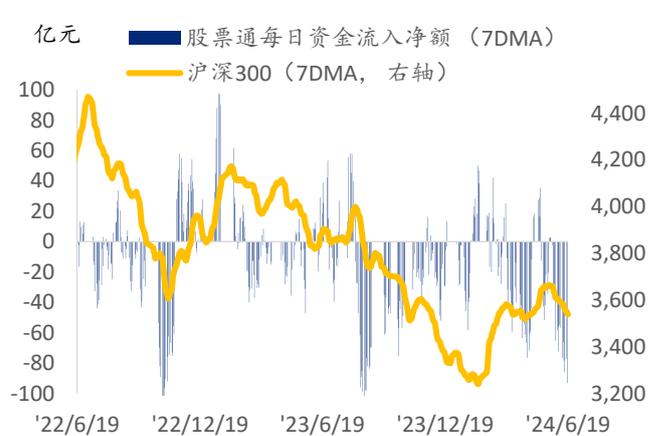
预计人民币兑美元汇率短期内在窄幅波动的同时承受一定贬值压力，但中期仍温和升值。从外部条件来看，即便美国 5 月通胀数据发布后降息预期有所升高，然而由于欧央行率先开始降息，美元指数不降反升，和 10 年期美国国债收益率背道而驰。我们预计短期内美元指数或在随降息预期波动的同时继续维持强势。不过 6 月以来中美 10 年期国债收益率息差的收窄或有助于债市资金流入。从内部经济基本面来看，5 月经济数据大部分走弱且政策真空期或对中国汇市信心造成一定影响。5 月下旬以来股票通大部分时候均呈现净流出（图表 15）。不过我们相信 7.3 仍为关键点位。中期来看，我们相信预计的中美货币政策的分化、美元指数的小幅贬值以及中国内需的改善等因素将帮助人民币兑美元汇率实现小幅升值，年底至 7.1 附近。不过还需警惕美国大选前后中美关系摩擦对人民币汇率的负面影响（参见：[2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境](#)）。

图表 14：即便美元升值，人民币兑美元汇率的中枢维持在 7.2-7.3



资料来源：iFinD, 浦银国际

图表 15：5 月下旬以来股票通大部分时候均呈现净流出



资料来源：iFinD, 浦银国际

附录

图表 16: 中国 2024 年上半年推出的政策支持

日期	标题	发布部门	要点
促消费			
2024 年 3 月 13 日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》公布	国务院	提出一系列设备更新和废旧家电和汽车以旧换新的硬性指标, 据我们估算每年可以拉动固定资产投资和消费品零售各 1 个百分点。
2024 年 4 月 12 日	《推动消费品以旧换新行动方案》公布	商务部等 14 部门	以提高技术、能耗、排放等标准为牵引、以政策为激励, 以畅通循环为驱动、在充分尊重消费者意愿的基础之上, 逐步建立“去旧更容易、换新更愿意”的有效机制, 鼓励更换使用智能型、绿色型、低碳型消费品。
2024 年 4 月 26 日	《汽车以旧换新补贴实施细则》发布	商务部等 7 部门	补贴幅度和中央政府补贴比例均高于此前市场预期。对报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车并购买符合条件的新能源乘用车的, 补贴 1 万元; 对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的, 补贴 7000 元。
降成本			
2024 年 2 月 5 日	降低准备金率 0.5 个百分点	央行	向市场提供长期流动性 1 万亿元。
2024 年 4 月 7 日	设立科技创新和技术改造再贷款	央行	额度 5000 亿元, 利率 1.75%, 旨在激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。
促基建			
2024 年 3 月 5 日	宣布今年起今后几年发放超长期国债	政府工作报告	2024 年额度为一万亿元。该资金将专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设, 帮助系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题。
2024 年 4 月 30 日	政治局会议要求加快政策债券发行	NA	要及早发行并用好超长期特别国债, 加快专项债发行使用进度。
2024 年 5 月 13 日	超长期国债发行计划公布	财政部	财政部公布了 2024 年一般国债、超长期特别国债发行有关安排。一万亿元的超长期特别国债 5 月 24 日首次发行, 发行跨度近半年——最后一次发行时间计划在 11 月 15 日。
稳地产			
2024 年 1 月 11 日	支持试点城市购买商品房作为长租房用途	央行	批复 1000 亿元的住房租赁团体购房贷款, 支持 8 个试点城市购买商品房用作长租房。
2024 年 1 月 24 日	放松经营性物业贷款发放条件	央行等	明确 2024 年底前, 对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业, 银行发放的经营性物业贷款除了可以用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等外, 还可用于偿还房企存量房地产相关贷款和公开市场债券。
2024 年 1 月 26 日	加快筛选确定可给予融资支持的房地产项目名单	金融监管总局	召开会议部署推动落实城市房地产融资协调机制相关工作, 要求按照公平公正原则, 筛选确定可给予融资支持的房地产项目名单, 向本行政区域内金融机构推送。
2024 年 2 月 19 日	降低 5 年期 LPR 利率	央行	下调 25 个基点, 成史上最大降息幅度。一年期 LPR 利率维持不变。
2024 年 5 月 17 日	降首付比、公积金贷款利率, 取消住房贷款利率下限, 设立保障性住房再贷款, 用于收购已建未出售商品房	央行	1. 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。2. 首套和二套住房商业性个人贷款最低首付比降至 15% 和 25% (此前为 20% 和 30%)。3. 下调个人住房工资公积金贷款利率 0.25 个百分点。4. 设立保障性住房再贷款, 初始额度 3000 亿元。
2024 年 5 月 17 日	召开保交房工作视频会议	国务院	国务院副总理何立峰指出商品房库存较多城市, 政府可以需定购, 酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。要继续做好房地产企业债务风险防范处置, 扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。

资料来源: 政府部门网站, 浦银国际整理

图表 17：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年6月17日	5月实体经济数据喜忧参半，内需尚无显著改善
2024年5月30日	2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024年5月17日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024年5月17日	4月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续
2024年4月30日	一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级
2024年4月22日	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
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	宏观主题研究：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。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808-6469

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

