



月度中国宏观洞察：对两会有什么期待？

数据回顾：无论是12月实体经济数据还是1-2月的已有数据均继续显示内需偏弱，外需则仍具韧性。从官方数据来看，1月不论是制造业和非制造业PMI还是CPI同比通胀率均低于预期下滑。从高频数据来看，除了汽车销量外的大部分高频数据显示内需仍偏弱，而港口货物吞吐量等数据则显示出口或仍较强。1-2月的实体经济数据将在3月中旬联合发布，接下来将有近一个月的数据真空期，或还需重点观测春节“黄金周”的消费情况。

政策展望：对两会有什么期待？虽然我们此前根据二十届四中全会和中央经济工作会议精神推算，今年的经济增速目标仍将制定在5.0%左右，但是地方两会上，有高达22个省市下调了经济增速目标，我们认为3月两会期间宣布的2026年全国经济增速目标或下调至4.5%-5.0%的区间内。我们仍预计两会期间公布的财政预算赤字率在4.0%（和去年持平），地方政府新增专项债额度可能持平或略高于2025年的4.4万亿元。不过在经济增速目标下调到4.5%-5.0%的情况下，我们对财政预算的预测亦可以作为上限理解。尽管我们预计今年的财政刺激幅度或不及去年，我们亦不认为财政政策将转向紧缩。2月起三大运营商电信服务增值税率的上调并不意味着其他行业也将迎来普遍加税。政府工作报告或继续重申适度宽松的货币政策，但在具体执行上会更加数据依赖。我们预计央行降准降息至少被延迟到全国两会后。近期推出的降低房屋销售增值税和下调商用住房首付比例的政策体现了政府仍关注房产销售动能进一步转弱的问题，并正在积极考虑应对策略。我们认为在今年一季度，尤其全国两会后，房地产支持政策可期，潜在的购房贴息政策发布值得关注。此外，亦需重点关注两会期间“十五五”规划纲要全文的发布，尤其是“十五五”期间经济和社会发展目标的公布。

汇率展望：我们预计短期内美元兑人民币汇率或仍有升值空间，中期或略微回落。短期来看，市场情绪和潜在的美元贬值或继续有利于人民币表现。中期来看，我们预计中国出口增速在今年或有所下滑，整体经济增速亦略微下滑0.3个百分点到4.7%，经济基本面或阻碍人民币继续升值。再加上美元指数预计在中期升值、以及央行的意愿，我们预计美元兑人民币汇率之后或回落，今年年底点位落在6.9-7.0之间。

投资风险：刺激政策过早退出、通胀恢复慢于预期、中国房地产行业风险再度扩大、中美关系演变有别于我们的基本假设。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2026年2月12日



扫码关注浦银国际研究

月度中国宏观洞察：对两会会有什么期待？

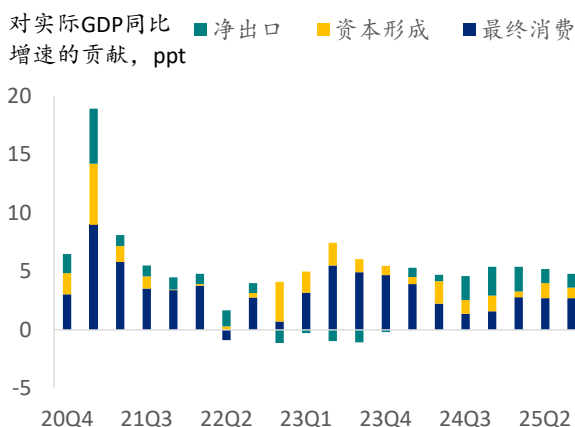
数据回顾：内需继续走弱仍是中国经济主要问题

虽然去年四季度经济增速符合预期，但是 12 月单月实体经济数据反映出内需仍在持续走弱。尽管四季度 4.5% 的经济增速符合市场预期，但这主要是因为净出口对经济贡献的上升（图表 1），而投资和消费对经济的贡献均有所下降。12 月实体经济数据亦反映出供需复苏的不平衡或仍在继续，内需的持续走弱仍令人担忧，固定资产投资累计同比增速 12 月再下滑 1.2 个百分点到 -3.8%，达历史新低（图表 2）。其中房产销售的下滑势头仍在持续，拖累房地产投资；财政政策支持对基建投资的推动作用仍不显著；制造业投资的下滑在“反内卷”背景下继续（图表 3）。社会消费品零售总额同比增速亦在消费品以旧换新政策退坡的影响下，走低至后疫情时代最低单月读数 0.9%。

而 1-2 月的已有数据显示内需疲软的情况似乎延续到 2026 年初。无论是制造业还是非制造业 PMI 双双在 1 月跌破 50 的枯荣线，且低于市场预期（图表 4）。供需两端的子指标均有所下滑，尤其是代表内需的新订单指数下滑最多。此外，CPI 同比通胀率也从去年 12 月的 0.8% 下滑至 1 月的 0.2%。虽然存在春节假期的错位效应影响（去年春节在 1 月 29 日，今年在 2 月 17 日），但是读数亦低于已经考虑了该效应的市场预期，在 0.4%。其中食品和核心 CPI 也均有所下滑（图表 5）。要判断去年 11 月起的通胀回温趋势是否仍在继续，或还需要结合 2 月数据、以排除春节假期错位效应来看。不过得益于全球有色金属价格的上升，1 月 PPI 同比通胀率继续超预期回升。

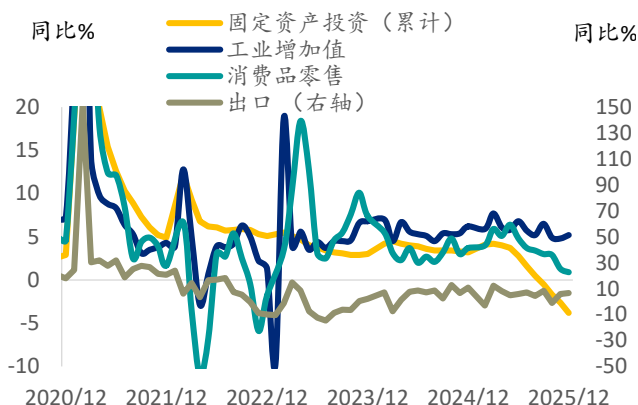
在高频数据方面，1-2 月大部分高频数据显示内需仍偏弱，而外需仍具韧性。在房产销售方面，2026 年以来，30 大中城市房产销售仍较弱，显著低于 2024 年和 2025 年的春节前水平（图表 6）。服务消费方面，排除今年春节假期较为滞后的因素外，春节前电影票房继续低迷，且一直低于去年同期（图表 7）。实物消费方面，高频数据显示 1 月和 2 月初的汽车销量虽然从环比来看直线下滑、从同比来看仍高于去年同期（图表 8）。投资方面，与基建和房地产投资联系较为紧密的沥青开工率在今年 1 月和 2 月至今从同比和环比口径来看均走低（图表 9）。出口方面，中国重点港口货物吞吐量今年 1 月以来继续维持在较高水平上，远高于前两年同期（图表 10）。

图表 1: 按支出法来看, 四季度净出口对经济的贡献有所上升, 而投资和消费贡献均有所下降



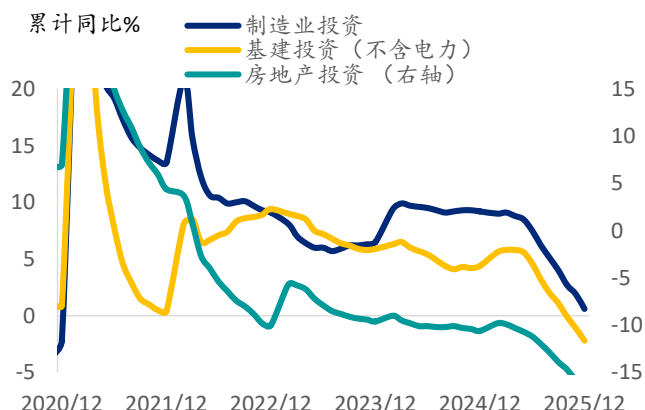
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 2: 12月消费和投资数据继续下滑, 但工业生产和出口同比增速有所回升



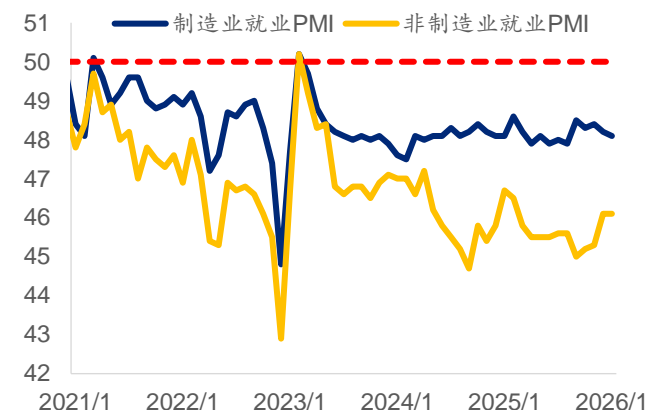
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 3: 固定资产投资三大分项 12月均继续下滑



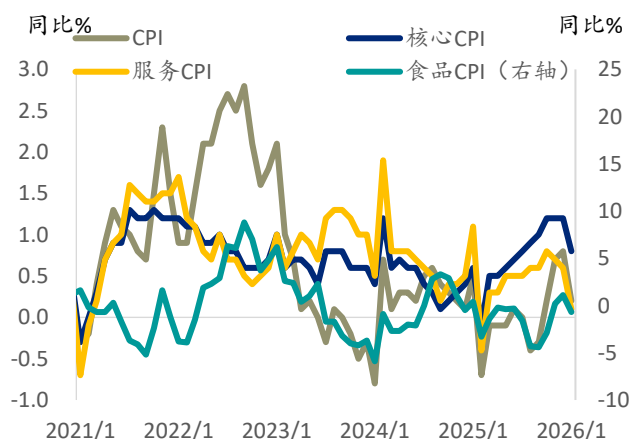
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 4: 无论是制造业还是非制造业 PMI 今年 1 月双双跌破 50 的枯荣线, 且低于市场预期



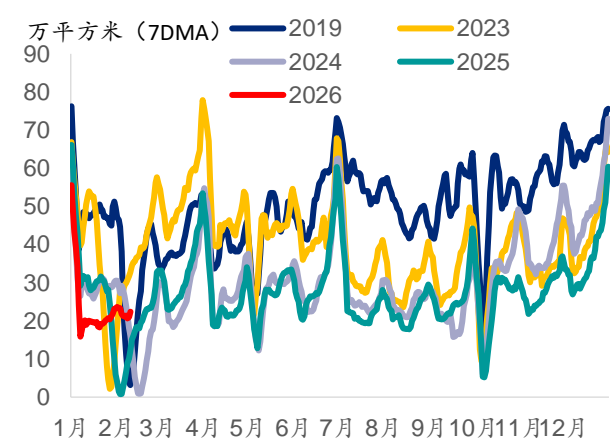
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 5: 1月CPI同比通胀率下滑且不及预期, 部分受到春节假期错位因素影响



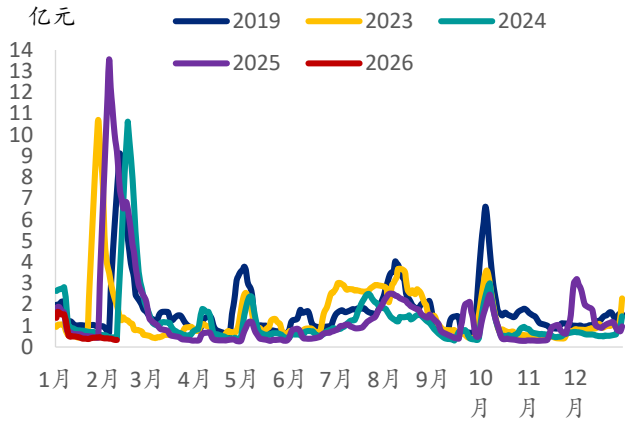
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 6: 2026 年以来, 30 大中城市房产销售仍较弱, 显著低于 2024 年和 2025 年的春节前水平



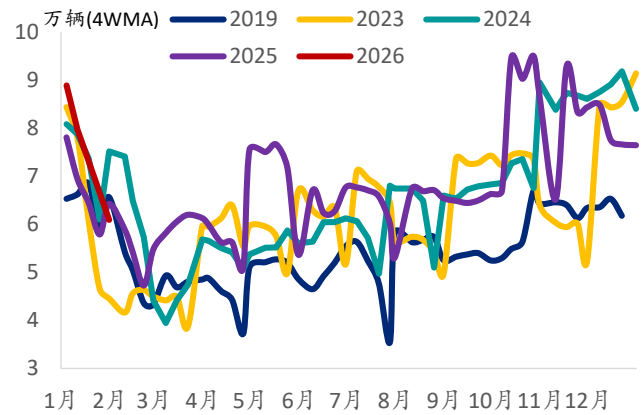
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 7: 春节前电影票房继续低迷, 且一直低于去年同期



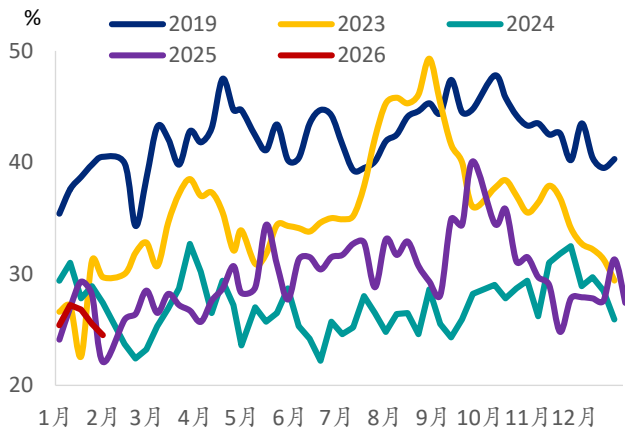
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 8: 1月和2月初的汽车销量虽然从环比来看直线下滑、从同比来看仍高于去年同期



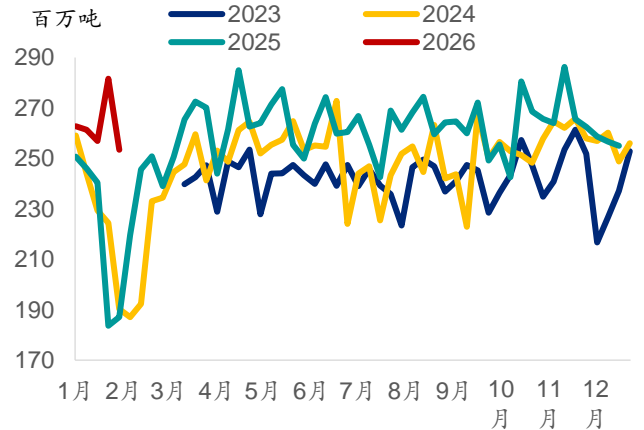
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 9: 与基建和房地产投资联系较为紧密的沥青开工率在1-2月在同比和环比口径均有所走低



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 10: 中国重点港口货物吞吐量今年1月以来继续维持在较高水平上, 远高于前两年同期



资料来源: 同花顺、浦银国际

政策展望：对两会有什么期待？

正如我们去年年底所**期待**的，政策刺激在 2026 年年初已经开始提前发力。在财政政策上，《2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策》在去年年底发布。政策对补贴内容做了优化处理，如缩减了家电类产品种类，但增加了智能眼镜品类；对汽车的补贴从定额变成了按比例补贴等。根据第一批下达资金的规模（人民币 625 亿元），我们推算今年全年的初始超长期特别国债支持金额或在 2500 亿元，低于去年的 3000 亿元。不过我们认为当前该计划未延伸至服务消费领域。如有需要，该政策仍有望向服务消费领域扩容，支持资金也可能追加。

在货币政策上，央行也率先使用结构性政策工具稳增长。主要措施包括：下调各类结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点；以及将结构性工具额度合计扩大约 1.1 万亿元。其中和我们**预期**的一致的是，科技创新和技术改造再贷款额度增加 4000 亿元。在发布会上，央行还明确指出今年降准降息还有一定的空间，法定存款准备金率仍有下调空间，且汇率与净息差约束已减弱。

在房地产政策上，财政部下调了个人将购买不足 2 年的住房对外销售的增值税率，央行亦下调了商业用房购房贷款最低首付比例（图表 11）。

我们认为接下来直到两会前或处于政策真空期。短期内重点或放在现有政策落实上，全国两会后增量政策刺激仍可期。

图表 11：2025 年年底起，新一轮政策支持开始发力

分类	时间	具体内容
财政政策	12 月 30 日	《2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策》发布，并下达了第一批 625 亿元人民币超长期特别国债支持消费品以旧换新资金计划。新政策在保持总体连续性的基础上，进行了显著的结构性优化：补贴品类“有增有减”，补贴标准“有升有降”：1) 对家电项目有所精简，从去年支持 12 类产品到今年聚集 6 类产品，补贴仅对购买 1 级能耗产品，补贴售价 15%，上限 1500 元（去年：1 级能耗 20%，2 级 15%）。2) 对数码和智能产品扩展，从去年 3 类数码产品扩展到 4 类，新增智能眼镜。3) 汽车报废和置换补贴从定额补贴改成了按比例补贴。
货币政策	1 月 15 日	央行新闻发布会 宣布推出八项结构性货币政策措施 ：1) 下调各类结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点。各类再贷款一年期利率从目前的 1.5% 下调到 1.25%，其他期限档次利率同步调整。2) 合并使用支农支小再贷款与再贴现额度， 增加支农支小再贷款额度 5000 亿元 ，总额度中单设一项民营企业再贷款，额度 1 万亿元，重点支持中小民营企业。3) 增加科技创新和技术改造再贷款额度并扩大支持范围， 将科技创新和技术改造再贷款额度从 8000 亿元，增加 4000 亿元至 1.2 万亿元 ，并将研发投入水平较高的民营中小企业等纳入支持领域。4) 合并设立科技创新与民营企业债券风险分担工具 ，将此前已经设立的民营企业债券融资支持工具、科技创新债券风险分担工具合并管理，合计提供再贷款额度 2000 亿元。5) 拓展碳减排支持工具的支持领域，纳入节能改造、绿色升级、能源绿色低碳转型等更多具有碳减排效应的项目。6) 拓展服务消费与养老再贷款的支持领域，结合健康产业认定标准，适时在服务消费与养老再贷款的支持领域中纳入健康产业。7) 会同金融监管总局将商业用房购房贷款最低首付比例下调至 30%。8) 鼓励金融机构提升汇率避险服务水平，丰富汇率避险产品。 在发布会上，央行还明确指出今年降准降息还有一定的空间，法定存款准备金率仍有下调空间，且汇率与净息差约束已减弱。
房地产政策	12 月 31 日	《关于个人销售住房增值税政策的公告》宣布下调了个人将购买不足 2 年的住房对外销售增值税率到 3%（原为 5%），个人对外销售购买超过 2 年（含 2 年）的住房，继续免征增值税。
	1 月 15 日	央行宣布会同金融监管总局将商业用房购房贷款最低首付比例下调至 30%。

资料来源：新闻整理、浦银国际

大部分省份下调今年经济增速目标，全国目标或下调到 4.5%-5.0% 的区间内。我们去年年底曾参考四中全会和中央经济工作会议精神，预计今年的全国经济增速目标仍会制定在 5.0% 左右。然而，春年前地方两会密集召开，31 个省份和直辖市的经济增速目标已经全部揭晓。其中 22 个省份/直辖市下调了目标，8 个持平，仅江西省上调了目标（图表 12）。虽然从往年经验来看，地方两会的经济增速目标的加权平均会高于全国目标，但是在众多省份默契下调增速目标的情况下，我们认为 3 月两会期间宣布的全国经济增速目标或下调至 4.5%-5.0% 的区间内。

图表 12：高达 22 个省份和直辖市下调了 2026 年经济增速目标

省份	2025	2026	变化	省份	2025	2026	变化
广东	~5%	4.5-5%	↓	西藏	>7%，力争8%	7%以上	↓
浙江	~5.5%	5-5.5%	↓	四川	>5.5%	~5.5%	↓
福建	5-5.5%	~5%	↓	安徽	>5.5%	5-5.5%	↓
吉林	~5.5%	~5%	↓	江苏	>5%	~5%	↓
河北	~6%	>5%	↓	黑龙江	~5%	4.5-5%	↓
河南	~5.5%	~5%	↓	内蒙古	~6%	~5%	↓
天津	~5%	0.045	↓	山西	~5%	~5%	-
贵州	~5.5%	~5%	↓	广西	~5%	~5%	-
湖北	~6%	~5.5%	↓	上海	~5%	~5%	-
海南	>6%	~6%	↓	北京	~5%	~5%	-
辽宁	>5%	~4.5%	↓	山东	>5%	>5%	-
新疆	~6%	5.5-6%	↓	陕西	~5%	~5%	-
重庆	~6%	>5%	↓	甘肃	~5.5%	~5.5%	-
云南	~5%	~4.5%	↓	青海	~4.5%	~4.5%	-
湖南	~5.5%	~5%	↓	江西	~5%	5-5.5%	↑
宁夏	~5.5%	~5%	↓				

资料来源：新闻整理、浦银国际

我们仍预计在两会期间公布的财政预算赤字率将制定在 4.0%（和去年持平），地方政府新增专项债额度可能持平或略高于 2025 年的 4.4 万亿元。不过我们的预测是此前基于 5.0% 左右经济增速目标作出的。在经济增速目标下调到 4.5%-5.0% 的情况下，我们关于财政预算的预测亦可以作为上限理解。尽管我们预计今年的财政刺激或不及去年，我们亦不认为今年财政政策将转向紧缩。2 月起三大运营商电信服务增值税率的上调并不意味着其他行业亦将迎来普遍加税。

在资金使用上，除了消费品以旧换新政策之外，政府或将继续完善社保和医保政策以降低居民预防性储蓄意愿、和/或推出类似于育儿补贴的其他项目补贴以帮助居民增收和改善民生。在稳投资方面，主要举措包括适当增加中央预算内投资规模和优化地方政府专项债券用途管理。我们相信基建投资和制造业投资将会是支持重点所在，且将聚焦在民生和科技创新相关领域。

2026 年政府工作报告或继续重申适度宽松的货币政策，但在具体执行上会更加数据依赖。我们认为 1 月中推出的结构性货币政策是央行兼顾促内需、稳增长以及人民币升值压力的表现。鉴于央行的定向宽松措施，我们预计央行在春节前或不会采用降准降息的方式来抚平节日流动性压力，而会加大公开市场操作力度。降准降息或至少被延迟到全国两会后。全年来看，我们维持今年央行降息 10-20 个基点以及降准 50-100 个基点的基本判断。

一季度房地产增量政策或可期，全年政策支持或仍循序渐进。近期推出的降低房屋销售增值税和下调商用住房首付比例的政策虽然力度较轻，但是亦体现了政府仍在关注房产销售动能进一步转弱的问题，并正在积极考虑应对策略。我们认为在今年一季度，尤其全国两会后，房地产支持政策可期，潜在的购房贴息政策发布值得关注。然而，考虑到行业风险较前几年的高峰期来说已经显著下降，我们认为今年整体的支持政策还是类似于去年的温和推进。供给端以房企去库存和城市更新等为重要抓手。需求端或降低房贷利率和提供房贷贴息、购房补贴等。

此外，将在两会期间公布的“十五五”规划纲要全文，让我们对接下来五年社会和经济工作有更深入和具体的了解。除了我们此前提到的三大供给端和两大需求端要点的具体部署之外（参见：[二十届四中全会公报中的“十五五”时期发展方向线索](#)），我们认为“十五五”时期经济社会发展主要指标的制定也是一大关注点（图表 13）。此前，“十四五”规划是在 2021 年 3 月 12 日公布的。

图表 13：“十四五”规划制定的经济社会发展主要指标回顾

类别	指标	2020 年	2025 年	年均/累计	属性
经济发展	1.国内生产总值（GDP）增长（%）	2.3	—	保持在合理区间、各年度视情提出	预期性
	2.全员劳动生产率增长（%）	2.5	—	高于 GDP 增长	预期性
	3.常住人口城镇化率（%）	60.6*	65	—	预期性
创新驱动	4.全社会研发经费投入增长（%）	—	—	>7、力争投入强度高于“十三五”时期实际	预期性
	5.每万人口高价值发明专利拥有量（件）	6.3	12	—	预期性
	6.数字经济核心产业增加值占 GDP 比重（%）	7.8	10	—	预期性
民生福祉	7.居民人均可支配收入增长（%）	2.1	—	与 GDP 增长基本同步	预期性
	8.城镇调查失业率（%）	5.2	—	<5.5	预期性
	9.劳动年龄人口平均受教育年限（年）	10.8	11.3	—	约束性
	10.每千人口拥有执业（助理）医师数（人）	2.9	3.2	—	预期性
	11.基本养老保险参保率（%）	91	95	—	预期性
	12.每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数（个）	1.8	4.5	—	预期性
	13.人均预期寿命（岁）	77.3*	—	（1）	预期性
绿色生态	14.单位 GDP 能源消耗降低（%）	—	—	（13.5）	约束性
	15.单位 GDP 二氧化碳排放降低（%）	—	—	（18）	约束性
	16.地级及以上城市空气质量优良天数比率（%）	87	87.5	—	约束性
	17.地表水达到或好于Ⅲ类水体比例（%）	83.4	85	—	约束性
	18.森林覆盖率（%）	23.2*	24.1	—	约束性
安全保障	19.粮食综合生产能力（亿吨）	—	>6.5	—	约束性
	20.能源综合生产能力（亿吨标准煤）	—	>46	—	约束性

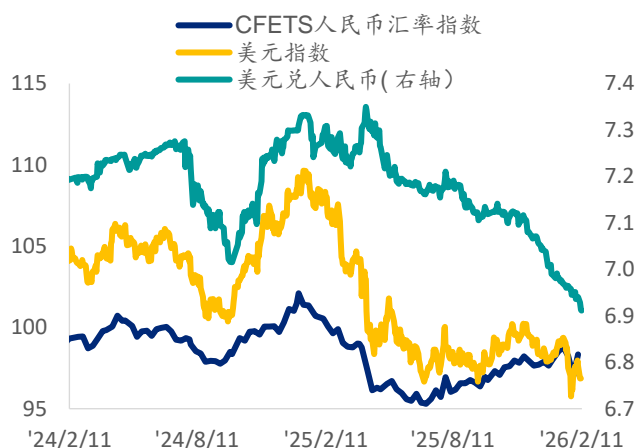
资料来源：政府网站、浦银国际

汇率展望

人民币汇率自去年 11 月底起升值步伐加快。自 11 月 25 日美元兑人民币汇率跌破 7.1 之后，迄今为止（截至 2 月 11 日）已累计升值 2.7%，其中美元的快速贬值是一大推动力，同期一揽子货币的人民币 CFETS 指数仅边际改善（图表 14）。此外，接近年底企业和个人结汇需求上升、外贸出口走强等因素也推动了人民币的升值。不过我们也留意到，在美元兑人民币汇率升破 7.1 之后，央行对中间价的干预已经逆转干预方向（图表 15）。这或意味着至少从目前来看，央行并不希望人民币汇率快速升值。

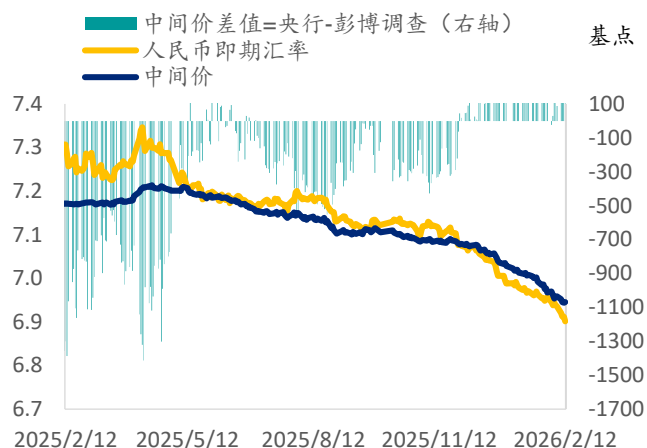
展望未来，我们认为短期内美元兑人民币汇率或有继续小幅升值空间，但中期或略微回落。短期来看，市场情绪和潜在的美元贬值或继续有利于人民币表现。中期来看，我们预计中国出口增速在今年或有所下滑，整体经济增速亦略微下滑 0.3 个百分点到 4.7%，经济基本面或阻碍人民币继续升值。再加上美元指数预计在中期升值、以及央行的意愿，我们预计美元兑人民币汇率之后或回落，今年年底点位落在 6.9-7.0 之间。

图表 14：人民币兑美元汇率自去年 11 月底起加速升值



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 15：从央行制定的中间价和彭博社调查的差值来看，汇率突破 7.1 后央行已经逆转了干预方向



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 16：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2026年1月19日	中国宏观数据点评：四季度经济增速符合预期，但12月数据反映内需仍弱
2025年12月15日	中国宏观数据点评：实体经济数据11月增速继续放缓，明年年初政策刺激可期
2025年12月11日	中央经济工作会议解读：适度政策刺激下的经济再平衡之路
2025年11月14日	中国宏观数据点评：实体经济数据10月增速放缓，但或尚不足以触发显著政策刺激
2025年11月11日	2026年中国宏观经济展望：“十五五”开局年的经济再平衡之路
2025年10月31日	宏观策略联合解读：中美元首会晤取得阶段性成果，有望提振短期市场情绪
2025年10月30日	月度中国宏观洞察：四中全会指明“十五五”方向，中美贸易关系再次缓和
2025年10月23日	二十届四中全会公报中的“十五五”时期发展方向线索
2025年10月20日	中国宏观数据点评：三季度经济增速略超预期，但9月实体经济数据显示内需继续走弱
2025年10月13日	特朗普宣称将对对中国加征100%关税，如何看待中美关税战前景？
2025年9月30日	月度中国宏观洞察：对四中全会和“十五五”规划有何期待？
2025年9月29日	国家发改委推出新型政策性金融工具，推动扩大有效投资
2025年9月15日	中国宏观数据点评：8月实体经济数据继续走弱，期待政策支持
2025年9月2日	宏观主题研究：基建投资增速缘何下滑，会持续多久？
2025年8月29日	月度中国宏观洞察：7月实体经济数据走弱，对政策刺激有何期待？
2025年8月15日	中国宏观数据点评：7月实体经济数据走弱
2025年7月30日	月度中国宏观洞察：二季度经济好于预期，但下半年挑战犹存
2025年7月15日	中国宏观数据点评：二季度GDP继续超预期，但6月数据显示内需放缓
2025年6月25日	月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实
2025年6月16日	中国宏观数据点评：5月消费表现强劲，但投资和生产数据逊于预期
2025年5月24日	2025年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025年5月19日	关税担忧拖累4月经济表现，政策短期内或转入“边走边看”模式
2025年5月7日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025年5月2日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025年4月16日	中国宏观数据点评：一季度GDP和3月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025年4月3日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025年3月31日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025年3月17日	中国宏观数据点评：1-2月实体经济数据均好于预期
2025年3月5日	2025年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025年2月11日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025年1月17日	四季度经济增速超预期加快，12月实体经济数据再显政策成效
2025年1月8日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024年12月16日	11月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024年12月12日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024年11月25日	2025年宏观经济展望：在特朗普2.0的不确定性中寻找确定性
2024年11月15日	10月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024年11月8日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024年11月6日	宏观主题研究：特朗普2.0对中国经济和金融市场影响几何？
2024年10月18日	三季度经济增速和9月实体数据好于预期，后续仍需政策支持
2024年10月17日	住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展
2024年10月12日	财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向
2024年10月8日	国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施
2024年10月3日	月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏
2024年10月2日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024年9月24日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024年9月14日	8月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发
2024年8月29日	月度中国宏观洞察：静待经济动能改善
2024年8月15日	7月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力
2024年7月31日	二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认
2024年7月29日	月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰
2024年7月24日	央行7月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始
2024年7月18日	三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展
2024年7月16日	宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？

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人士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人士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

张帆

vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

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

