

中国宏观数据点评：二季度经济增速不及预期，但6月大部分实体经济数据边际改善

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2026年7月15日

核心观点：虽然实际经济增速二季度下滑且不及预期，但是名义经济增速和全国居民人均实际可支配收入累计增速均有所改善。6月实体经济数据大多边际改善，中国经济的K型分化至少并未进一步加剧。在需求端，相比5月的消费和投资数据均有所下滑，6月数据至少在消费上有所改善。而固定资产投资增速的持续走弱亦和财政政策延后发力、极端天气有一定关系，下半年在政策驱动下或有所改善。房地产行业复苏或仍需耐心等待。在供给端，全球K型经济背景下工业生产和出口增速依然表现强劲。

我们认为政府对促内需、稳增长政策的重视程度或将有所提升，但短期内重点或仍放在已公布政策的加快落实上。虽然二季度经济增速显著下滑且不及预期，但部分是受到去年高基数影响。上半年4.7%的累计经济增速仍处在4.5%-5.0%经济增速目标的区间内。而到了下半年，低基数效应应有利于今年下半年的同比经济增速。此外，今年上半年进展较慢的政府债发放也给下半年的财政刺激留足了“弹药”。在财政政策上，我们依然认为短期内稳投资仍是财政政策重点所在，政府或呼吁加快地方政府专项债、特别国债和新型政策性金融工具的发行和使用。促消费政策仍以落实2500亿元消费品以旧换新资金和1000亿元财政金融协同促内需资金为主。中期来看，我们认为在下半年推出增量财政刺激的阈值或较去年更高。不过，如果内需疲软一直持续，影响到就业市场目标和经济增速目标的实现，那么我们不排除下半年推出增量财政刺激措施的可能性。在货币政策上，近期央行似乎有边际宽松迹象。不过短期内政策或仍以定向调整为主，中期仍有降准降息的可能性。我们预计，在即将召开的中共中央政治局二季度经济工作会议上，政策方向或以精准微调为主，和“十五五”规划纲要要相关的中长期改革工作亦会有所强调。

中国二季度经济同比增速下滑0.7个百分点到4.3%，弱于市场预期的4.5%。不过，名义GDP同比增速仍大幅上升1个百分点到5.9%，继续受益于中东冲突推升原油价格。二季度环比经济增速亦回落0.4个百分点到0.9%，符合市场预期（图表1）。分行业看，二季度第二产业经济同比增速显著下滑1.9个百分点到3.0%。第三产业经济同比增速则略微下降0.1个百分点到5.1%（图表2）。尽管经济增速有所下滑，上半年全国居民人均实际可支配收入累计增速上升0.2个百分点到4.2%。

6月社会消费品零售总额同比增速超预期转正。社会消费品零售总额同比增速从5月的-0.6%转正到6月的1.0%，显著好于市场预期的-0.1%（图表4）。细分来看，商品零售增速的改善是最大推动力（6月：0.9%，5月：-0.7%，图表3）。或受益于“618”电商促销，化妆品（6月：12.6%，5月：2.5%）、通讯器材（6月：16.5%，5月：0.7%）和



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

中国宏观数据点评

金银珠宝（6月：-3.4%，5月：-8.9%）零售额同比增速均显著改善。此外，或受益于此前几个月房产销售的边际改善，房地产相关类目，包括家电、家具以及建筑及装潢材料等，销售跌幅均略微收窄。然而，汽车零售销量跌幅维持在-16.1%不变。在能源价格下降的背景下，能源类销售增速跌幅略微扩大。与此同时，服务零售累计同比增速再次下降0.2个百分点到5.2%。不过，餐饮消费同比增速反弹0.6个百分点到1.2%，或得益于端午节小长假。

固定资产投资累计同比跌幅6月扩大到-5.7%。这一读数显著低于市场预期（-5.0%）和5月读数（-4.1%）。从细分数据来看，三大投资分项累计同比增速均有所下滑（图表5）。具体地说：

1. **房地产销售转弱，投资持续低迷，但房价仍有边际改善。**从投资上看，6月房地产开发投资累计同比跌幅继续扩大1.8个百分点到-18.0%，低于市场预期的-16.8%。新开工面积累计同比跌幅再扩大0.8个百分点到-23.4%。从销售来看，无论是按照销售面积（6月：-11.6%，5月：-10.8%）还是按照销售额（6月：-13.6%，5月：-13.5%）计算的新建商品房销售累计同比跌幅均有所扩大（图表6），终止了此前按照销售额计算的新建商品房销售累计同比跌幅自3月起的收窄趋势。高频数据显示30大中城市商品房销售面积在7月前14日较去年同期减少6.9%，弱于6月整月的-2.5%（图表7）。从房价来看，70大中城市新建商品房价格环比跌幅6月边际收窄0.05个百分点到-0.15%。其中，一线城市环比涨幅收窄0.1个百分点到0.1%，二线城市房价环比持平（好于5月的-0.1%），三线城市房价环比跌幅亦收窄0.1个百分点到-0.3%（图表8）。
2. **基建投资累计同比增速转负到-2.4%（5月：0.6%）。**我们注意到二季度地方政府专项债发行进度不及去年同期，再加上厄尔尼诺年极端暴雨洪涝天气的拖累，基建投资增速仍继续下滑。不过，随着“六张网”建设相关的基建项目陆续开工，我们预计基建投资增速有望逐渐改善，成为稳投资的关键所在。
3. **制造业投资累计同比增速再走低0.8个百分点到-1.2%。**制造业上游成本上涨对投资的负面影响继续体现。此外，疲软的内需和反内卷亦影响制造业企业的投资情绪。

工业生产总值同比增速继续回升，且好于市场预期。工业生产总值同比增速再上升0.8个百分点到5.3%，继续好于市场预期（4.6%）。从细分数据来看，6月制造业生产增速显著上升1.6个百分点到6.0%，继续受益于全球超级AI周期和6月远超预期的出口表现。其中，高技术制造业生产增速下滑1个百分点到14.1%，但仍维持较高增速。电力、热力、燃气及水生产和供应业的增加值增速略微下滑0.2个百分点到7.4%。然而，采矿业增加值同比增速继续下滑4.5个百分点到-2.2%。

全国城镇调查失业率 6 月再下降 0.1 个百分点到 5.0%，好于市场预期的 5.1%。31 个大城市城镇调查失业率亦下降 0.1 个百分点到 5.0%（图表 9）。尽管如此，我们认为后续还需警惕 AI 发展和内需走弱对失业率的影响。

与此同时，上周发布的 6 月中国 CPI 和 PPI 同比通胀率均不及预期，依然呈现结构分化格局。CPI 同比通胀率较 5 月回落 0.2 个百分点至 1.0%，低于市场预期的 1.1%。其中，核心 CPI 同比通胀率下滑 0.1 个百分点至 1.0%；食品 CPI 同比跌幅小幅收窄至 -1.6%，主要受蛋类价格走高对冲；猪价 CPI 同比跌幅收窄 0.2 个百分点至 -15.9%，但仍处负值区间，新一轮猪肉上行周期尚未到来。PPI 同比通胀率虽然继续扩大 0.2 个百分点到 4.1%，但是仍略低于市场预期（图表 10）。在国际原油价格下行的背景下，能源对 PPI 的支撑作用较 5 月明显回落。不过在 AI 相关需求增长的驱动下，计算机和其他电子制造业通胀率显著改善。在内需疲软和油价对价格的支持作用减弱后，通胀的进一步改善或面临一定挑战。

6 月出口增速再超预期，AI 投资热潮仍是最大推手，进口增速创五年新高。6 月出口同比增速（以美元计）继续超预期加快至 27.0%（5 月：19.4%，市场预期：19.0%，图表 11）；进口同比增速进一步升至 36%，同样大幅高于市场预期的 26.1%，当月实现贸易顺差高达 1256.2 亿美元。按地区来看，对美出口增速有所回落，6 月对美出口同比增长 13.9%（5 月：35.4%），此前美国最高法院取消部分对华关税的提振效应边际减弱；相比之下，对东盟、韩国和印度等电子产业链相关经济体出口保持高增长（图表 12）。对欧盟出口的加速或和欧洲今年罕见高温下空调需求大增有一定关系。按产品来看，AI 超级周期带动的相关出口需求仍是最大驱动力：芯片出口同比增速进一步从 5 月的 110.9% 加速到 6 月的 121.9%，高科技出口同比增速亦加快 1.3 个百分点到 52.2%。劳动密集型产品出口仍相对偏弱，指向全球终端消费需求尚未同步修复。我们认为全球 AI 投资周期仍将在短期内帮助出口维持较高增速、继续对整体经济增长形成支撑，但也需注意下半年基数抬升、前期中东冲突对全球经济的滞后拖累、潜在美国关税政策变化和中欧贸易冲突等因素，出口增速或呈高位缓步下行态势。

虽然二季度经济增速不及预期，但是 6 月经济数据显示中国经济的 K 型分化至少并未进一步加剧。在需求端，相比 5 月的消费和投资数据均有所下滑，6 月数据至少在消费上有所改善：零售销售增速在连续三个月走弱后，在 6 月终于反弹并回到正区间。接下来实际居民收入的边际改善和低基数效应或有利于零售数据的继续改善，不过亦需警惕 6 月数据或受“618”电商促销影响、数据改善仅昙花一现。而固定资产投资增速的持续走弱亦和财政政策延后发力、极端天气有一定关系，下半年在政策驱动下，或将有所改善。房地产行业复苏或仍需耐心等待。在供给端，全球 K 型经济背景下工业生产和出口增速依然表现强劲。

在二季度经济增速不及预期的情况下，我们认为政府对促内需、稳增长政策的重视程度或有所提升，但短期内重点或仍放在已公布政策的加快落实上。虽然二季度经济增速显著下滑且不及预期，但是值得注意的是去年二季度高达 5.2% 的经济增速为今年创造了较高基数。上半年 4.7% 的累计经济增速仍处在 4.5%-5.0% 经济增速目标的区间内。而到了下半年，去年平均经济增速仅为 4.7%，低基数效应有利于今年下半年的同比经济增速。此外，今年上半年进展较慢的政府债发行也给下半年的财政刺激留足了“弹药”。具体地看，

在财政政策上，尽管中央政府多次呼吁推动“六张网”建设，地方政府专项债在二季度的发行进展仍显著慢于往年（图表 13），部分亦受制于厄尔尼诺年的极端天气影响。不过，这亦意味着地方政府专项债额度对下半年宏观经济将形成更有力支撑。我们依然认为短期内稳投资仍是财政政策重点所在，政府或呼吁加快地方政府专项债、特别国债和新型政策性金融工具的发行和使用。促消费政策仍以落实 2500 亿元消费品以旧换新资金和 1000 亿元财政金融协同促内需资金为主。中期来看，我们认为在下半年推出增量财政刺激的阈值或较去年更高。不过，如果内需疲软一直持续，影响到就业市场目标和经济增速目标的实现，那么我们不排除下半年推出增量财政刺激措施的可能性。即便推出，规模或不及去年同期的 1 万亿元。

在货币政策上，近期央行似乎有边际宽松迹象。在 6 月中旬的陆家嘴论坛上，中国人民银行行长潘功胜宣布将完善短端利率调控机制，将临时隔夜正/逆回购操作利率区间由 70 个基点收窄至 50 个基点（7 天期逆回购利率±25 基点），并适时增加隔夜逆回购品种。新工具——隔夜逆回购品种在 6 月 30 日正式落地。1.25% 的初始利率较市场预期低 10 个基点，较 7 天逆回购利率低 15 个基点。这一调整体现了在经济结构继续失衡和内需疲软的情况下，央行的边际宽松迹象似乎有所抬头。

而在 7 月 4 日召开的央行货币政策委员会二季度例会继续强调“实施适度宽松的货币政策、加大逆周期和跨周期调节力度”，并新增“发挥增量政策和存量政策集成效应，增强政策前瞻性灵活性针对性”，“把握好政策实施的力度、节奏和时机”的表述，同时将“结构分化”列为国内经济面临的新挑战，整体基调是保留宽松选项、但不急于动用总量工具。

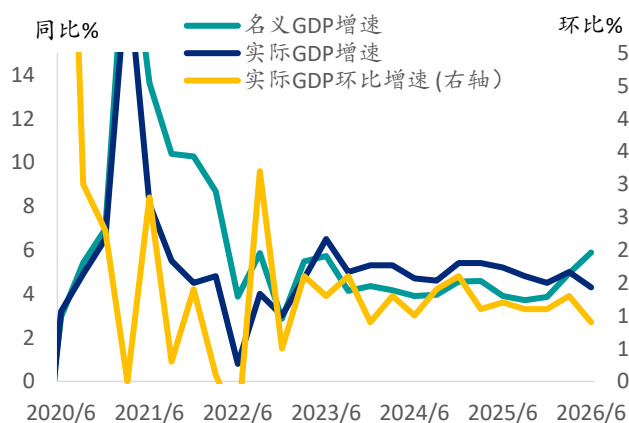
我们认为，考虑到前期输入性通胀压力虽有缓解但油价走势仍存不确定性、市场利率处于偏低水平、银行息差压力仍大，短期内央行降准降息的紧迫性不高，或继续以结构性工具降价扩容、定向支持科技创新、扩大内需和中小微企业等薄弱环节为主。不过，我们亦不能完全排除因为新创的隔夜逆回购利率偏低，7 月 20 日央行即将

公布的一年期贷款市场报价利率（LPR）存在略微下调的可能性。中期来看，为改善低迷的信贷需求、配合财政发力并推动物价温和回升，我们认为年内仍有降息的必要性和可能性：如果三季度经济动能继续走弱、输入性通胀压力趋于缓解，我们预计央行在下半年仍可能降息10个基点左右（以7天逆回购利率作为标准）、降准50个基点。

我们预计，在即将召开的中共中央政治局二季度经济工作会议上，政策方向或以精准微调为主，而非全面刺激或彻底转向。我们预计会议或在以下方向释放边际增量信号：一是扩内需、促消费的表述有所强化，服务消费、育幼养老等民生领域有望着墨更多；二是继续部署“十五五”重大项目和“六张网”建设，推动稳投资接续发力；三是对房地产或维持“止跌回稳”框架下的托底表述。此外，和“十五五”规划纲要相关的中长期改革工作或亦会有所强调。

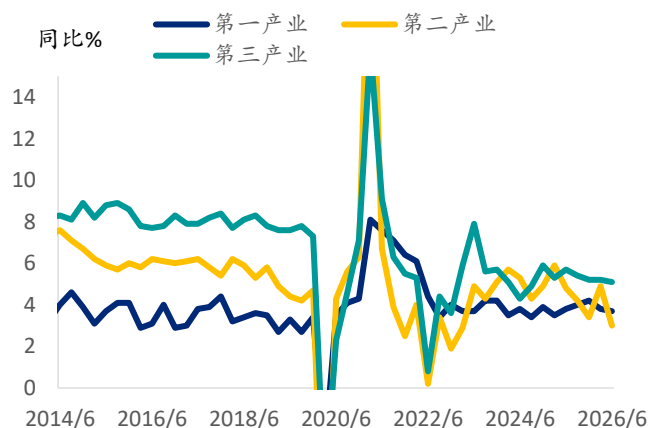
投资风险：下行风险：内需迟迟没有复苏、中美关系再次急速恶化；
上行风险：霍尔木兹海峡开放导致的油价下滑幅度大于我们预期、美国对华关税降幅大于我们的预期。

图表 1：二季度实际 GDP 同比增速下滑，但名义增速走高



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 2：分行业来看，制造业经济增速显著走弱，服务业经济增速大致不变



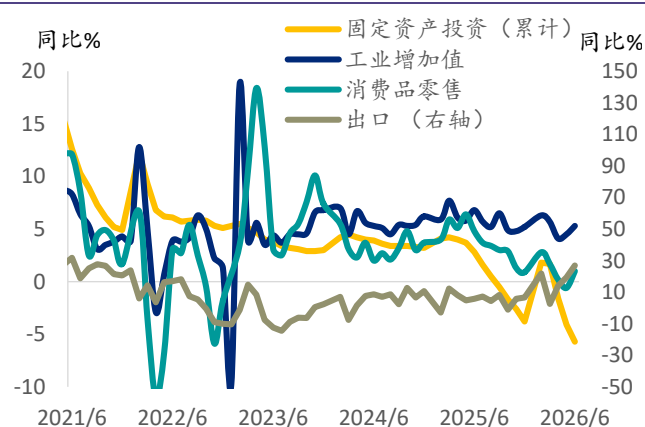
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 3：社会消费品零售总额增速 6 月反弹

	6月同比增速 (%)	5月同比增速 (%)	2019年同期 (%)	6月/ 19年同期 (%)
社会消费品零售总额	1.0	-0.6	9.8	10.2
服务零售 (累计)	5.2	5.4		
餐饮	1.2	0.6	-15.2	-7.9
商品零售	0.9	-0.7	-0.2	-450.0
必需品				
日用品类	3.9	1.6	12.3	31.7
能源类	-5.1	-3.2	3.5	-145.7
自选消费				
服装鞋帽针纺织品类	3.9	3.8	5.2	75.0
化妆品类	12.6	2.5	22.5	56.0
金银珠宝类	-3.4	-8.9	7.8	-43.6
通讯器材类	16.5	0.7	5.9	279.7
汽车类	-16.1	-16.1	17.2	-93.6
住房相关				
家用电器和音像器材类	-8.7	-15.6	7.7	-113.0
家具类	-6.6	-8.7	8.3	-79.5
建筑及装潢材料类	-10.5	-13.6	1.1	-954.5

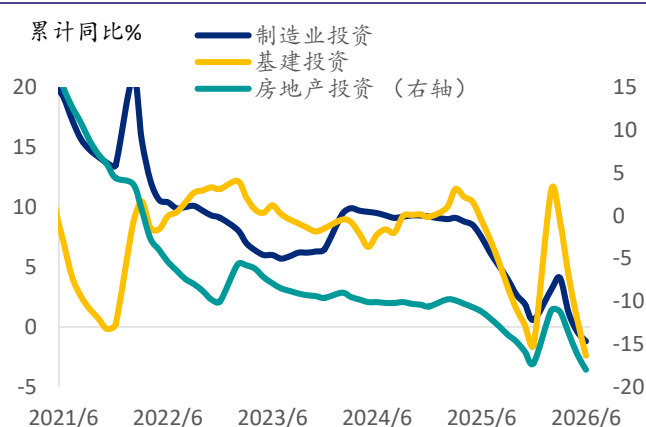
资料来源：国家统计局、同花顺、浦银国际

图表 4：除固定资产投资增速之外，其余实体经济数据好于预期



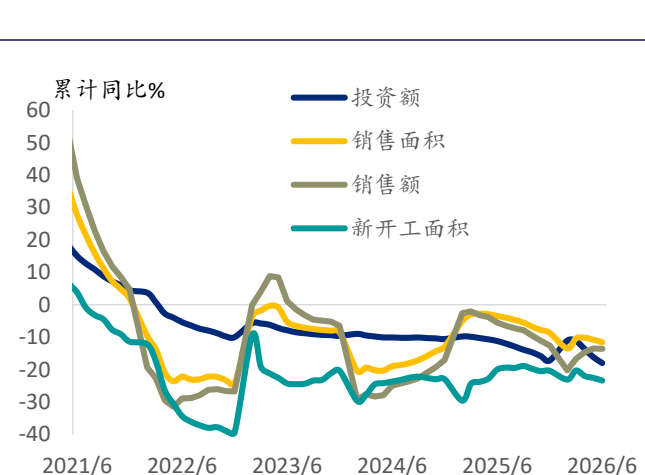
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 5：固定资产投资三大分项累计同比增速 6 月继续下滑



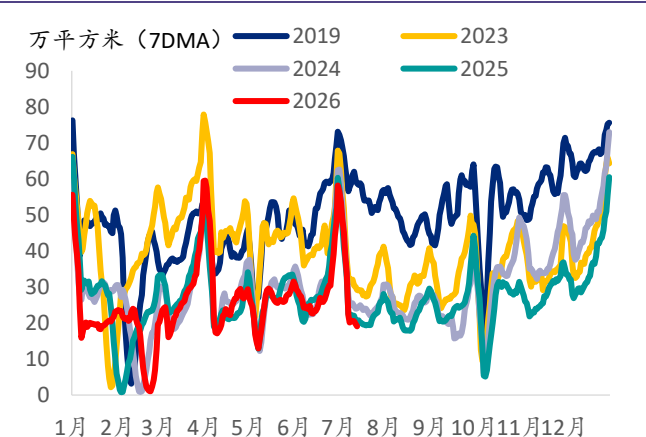
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 6：6 月房产投资和销售均走弱



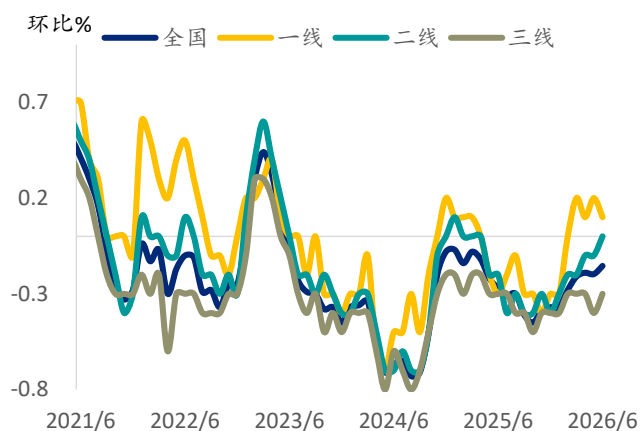
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 7：30 大中城市商品房销售 7 月前 14 日较去年同期减少 6.9%，弱于 6 月整月的-2.5%



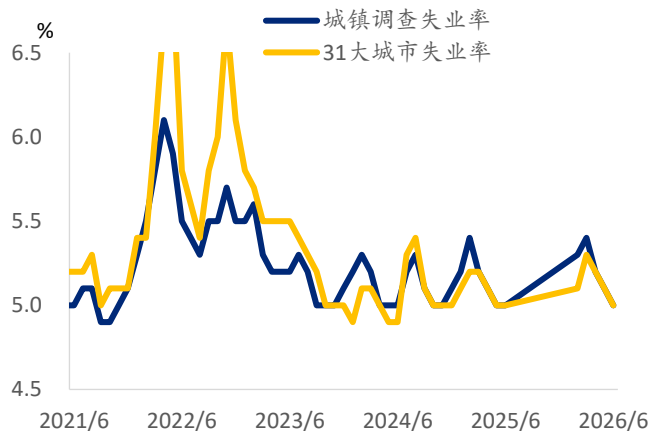
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 8：70 大中城市新建商品房价格环比跌幅 6 月边际收窄 0.05 个百分点到-0.15%



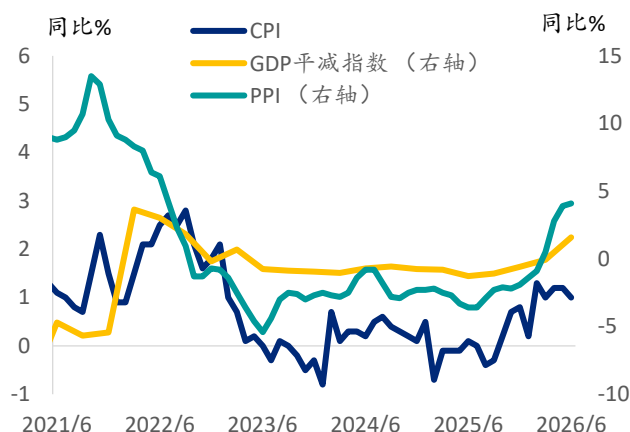
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 9：6 月全国城镇失业率继续下降



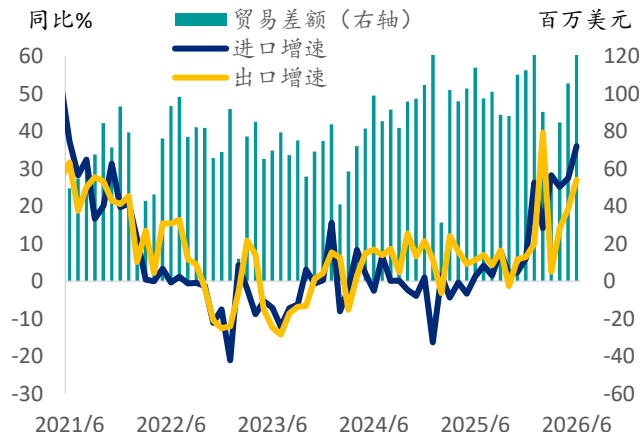
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 10：6 月 CPI 和 PPI 同比通胀率均不及预期，二季度 GDP 平减指数显著改善且转正



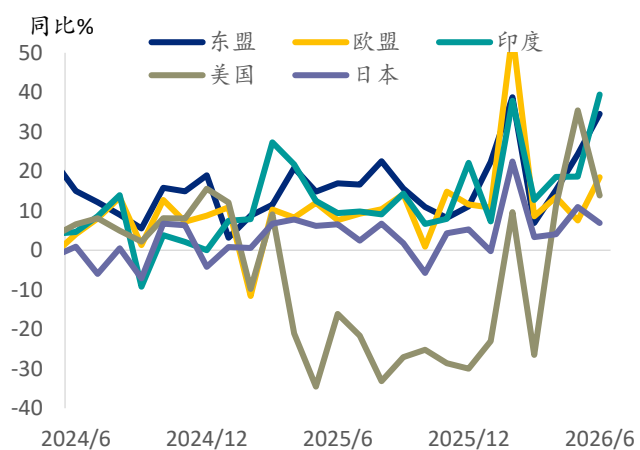
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 11：6 月出口增速继续超预期走强，主要受益于强 AI 投资周期



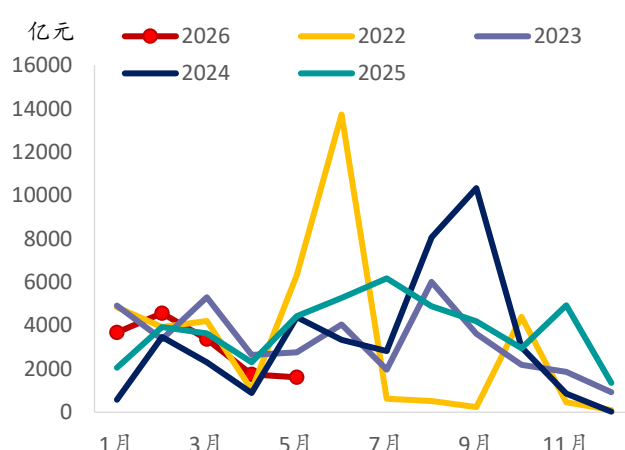
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 12：对东盟、韩国和印度等电子产业链相关经济体出口保持高增长



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 13：地方政府专项债发行二季度以来显著放慢



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 14：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2026 年 6 月 16 日	中国宏观数据点评：5 月实体经济数据显示 K 型分化加剧
2026 年 5 月 28 日	中国宏观经济 2026 年中期展望：从 K 型分化逐渐走向经济均衡
2026 年 5 月 18 日	中国宏观数据点评：4 月实体经济数据整体不及预期，但就业市场和高技术产业表现有所改善
2026 年 5 月 15 日	宏观策略联合解读：特朗普再次访华，短期关系或维持稳定但分歧仍在
2026 年 4 月 28 日	月度中国宏观洞察：一季度经济增速超预期，接下来经济和政策将怎么走？
2026 年 4 月 16 日	中国宏观数据点评：一季度经济增速超预期，但 3 月实体经济数据大多不及预期
2026 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：解析全国两会和“十五五”规划纲要提供的经济社会发展线索
2026 年 3 月 27 日	宏观主题研究：油价持续走高将如何影响中美经济走向？
2026 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据回升，2026 年经济迎来“开门红”
2026 年 3 月 5 日	2026 年《政府工作报告》解读：在稳增长、调结构和促改革之间取得更好平衡
2026 年 3 月 2 日	美国和以色列联合袭击伊朗对中美宏观经济的影响
2026 年 2 月 12 日	月度中国宏观洞察：对两会有什么期待？
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？

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关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

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

