



月度美国宏观洞察：降息周期重启，美国经济会陷入衰退吗？

特朗普关税政策更新——在过去的一个月，特朗普在关税方面似乎较为沉寂。在美国和大多数国家的关税问题尘埃落定后，行业关税进展近期较为有限。虽然我们屡次耳闻特朗普要对芯片和药品行业加征关税，但是截止到北京时间 9 月 23 日，美国政府仍未公布关于芯片和药品行业的“232 调查”结果以及拟加征关税情况。不过我们认为芯片和药品行业的加征关税政策公布或仅是时间问题。中美第四次经贸会谈顺利展开，但贸易关系仍然暗潮汹涌。重点可关注 10 月底 APEC 会议期间潜在的中美两国元首会晤。

美国 8 月经济数据回顾——关税对通胀的影响仍较为温和；实体经济数据继续喜忧参半；我们认为劳动力市场的急速恶化和经济衰退的可能性仍不高。美国核心 CPI 通胀率 8 月基本维持不变且基本符合市场预期。近期引起广泛关注的劳动力市场数据 8 月继续走弱。我们维持一贯的劳动力市场将继续走弱的预测。然而，我们认为劳动力市场急速恶化并引发经济衰退，以及美联储单次会议降息 50 个基点的可能性并不高。正如鲍威尔在 9 月议息会议后发言表示，造成非农新增就业人数下降的原因不仅仅是需求放缓，也有移民政策收紧造成的供给放缓。供需两端均放缓或导致其对就业率的抬升作用较为和缓。在实体经济数据方面，消费仍然强劲，但其他项目仍弱。整体而言，当前数据中关税对实体经济活动的影响仍不算明显。实体经济数据预计会进一步走弱。不过从当前的经济运行情况来看，在美联储接下来会逐次会议降息以及现有关税政策大致维持不变的基本假设下，我们认为美国经济衰退或大概率可以避免。

通胀展望——预计通胀仍会在关税影响下走高，但程度或有限。虽然 7-8 月暑假商品环比通胀率并未明显体现关税影响，但是从历史规律来看，相当部分商家或在秋季新品上市时重新定价（涨价），关税影响在今后的数据中或有更明显体现，尽管从目前来看似乎实际影响会低于几个月前的预期。除了关税对核心商品 CPI 的潜在影响之外，核心 CPI 其他组成部分或没有显著上涨压力。

政策展望——最近调高今年全年降息幅度预测到 75 个基点（此前为 50 个基点）。美联储 9 月议息会议表态较为中性，但上调了今年的总降息幅度预测到 75 个基点（暗示还有 50 个基点降息）。此次会议表明美联储倾向于认为关税对通胀的影响是一次性的，且影响力度似乎较小。但美联储仍在观察关税对整体经济活动和通胀的影响。美联储对劳动力市场放缓的关注有所上升，在降息决议中更为考虑就业市场和通胀之间的平衡，而不是像此前那样更关注通胀。我们调高降息幅度预测是基于对经济基本面和美联储会议的综合考虑。

汇率展望——我们预计美元指数年内仍有小幅贬值空间。我们预计由于降息已经被提前计入市场定价，短期降息或对汇率的影响或较为有限。不过，经济动能的减弱仍会影响市场对美元的信心，我们预计美元指数年内仍有小幅贬值空间，我们维持美元指数今年年底点位在 95 的预测不变。

投资风险：降息过快或特朗普的加征关税导致再通胀；降息过慢引起经济衰退；中美关税战再次爆发；中东、俄乌等地缘政治风险。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 9 月 23 日



扫码关注浦银国际研究

月度美国宏观洞察：降息周期重启， 美国经济会陷入衰退吗？

在过去的一个月内，特朗普在关税方面似乎较为沉寂

在美国和大多数国家的关税问题尘埃落定后，行业关税进展近期较为有限。特朗普早在今年2月就提及要对芯片和药品加征关税。7月初，特朗普更是宣称对芯片的新关税政策将在7月底发布。8月至今我们屡次耳闻特朗普要对芯片和药品行业加征关税。然而截止到9月23日，美国政府仍未公布关于芯片和药品行业的“232调查”结果以及拟加征关税情况。尽管如此，我们并不认为这就意味着已经进入“232调查”的进口商品可以避免被加征关税，芯片和药品行业的加征关税政策公布或仅是时间问题。此外，特朗普政府并没有停下利用行业关税来达成扭转贸易逆差、鼓励FDI等目的的脚步。在美国时间8月13日，美国商务部又启动了对风力涡轮机的“232调查”（图表1）。

中美在9月中进行了第四轮贸易会谈，就TikTok所有权问题达成“框架性”协议。媒体普遍认为，9月14-15日在马德里举行的中美第四次会谈旨在为下个月在韩国举行的APEC峰会上潜在的中美两国元首会晤做准备。中方声明表示，中美就双方关注的经贸问题进行了坦诚、深入、富有建设性的沟通，就以合作方式妥善解决TikTok相关问题、减少投资障碍、促进有关经贸合作等达成了基本框架共识。而在9月16日，特朗普再度签署行政命令延长对TikTok的禁令，期限为3个月。9月19日，特朗普和习主席通话，这是特朗普二次上任以来双方的第三次通话。从中方新闻稿来看，双方讨论的重点似乎在TikTok和贸易关系上。而特朗普在社交媒体上发文称双方将在韩国举行的APEC会议上会面，他将在明年年初访问中国。

尽管双边贸易会谈尚算进展顺利，中美之间的贸易关系仍然暗潮汹涌。从美方来看，美国通过其他国家对中国施加政治和经济压力的操作似乎并未停止。据路透、彭博社、BBC等多家媒体9月9日报道，特朗普正企图联合欧盟，以中国和印度与俄罗斯的贸易往来为由，对中国和印度施加100%的关税，从而迫使普京回到和乌克兰的谈判桌上。9月10日，墨西哥宣布对进口自中国和其他亚洲国家的汽车加征关税，从20%提高到50%，有分析人士指出其目的或在安抚美国。从中方来看，9月13日，中方就美国对华集成电路领域相关措施发起反歧视立案调查。我们依然认为有70%的可能性中美关税税率在今年接下来的时间将维持现状，但认为有25%的可能性关税战或卷土重来。

图表 1：特朗普上任后美国“232 调查”行业情况一览，8 月新增风力涡轮机

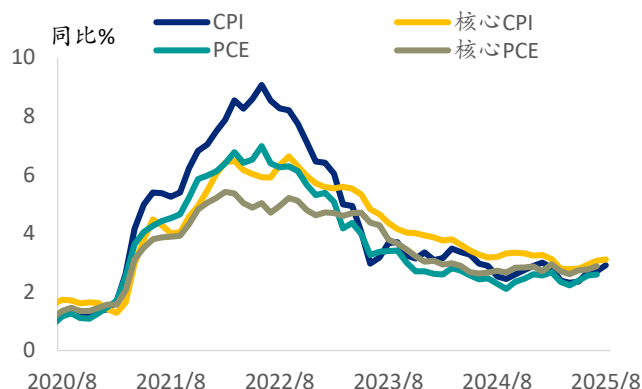
调查行业/产品	关键时点	关键内容或现状
已公布调查结果和 加征关税		公布结果时间
钢铁和铝	2 月 10 日	恢复对钢铁进口全额 25% 关税，并将铝进口关税提高至 25%，3 月 12 日起生效，6 月 3 日宣布将关税提升至 50%。
汽车及零部件	3 月 26 日	对进口乘用车、轻型卡车及关键汽车零部件征收 25% 关税，4 月 2 日起生效。
铜及其衍生产品	7 月 9 日	对进口铜征收 50% 的关税（8 月 1 日起生效）。
尚未公布调查结果		启动调查时间
木材、木制品及衍生产品	3 月 10 日	调查进口木材、木制品及其衍生产品对国家安全的影响。
半导体及制造设备	4 月 1 日	调查“半导体和半导体制造设备”的进口情况对美国国家安全的影响。特朗普在 8 月上旬表示对芯片或加征 200%~300% 的关税。
药品及药品成分	4 月 1 日	调查仿制药、非仿制药成品、活性药物成分等进口对国家安全的影响，特朗普在 8 月初表示扬言对进口药品的加征关税或高达 250%。
卡车	4 月 22 日	调查中型卡车、重型卡车以及中型和重型汽车零部件的进口对国家安全的影响。
关键矿产及衍生产品	4 月 22 日	针对美国地质调查局“关键矿物清单”中的矿物及其衍生产品启动国家安全调查。
商用飞机和喷气发动机	5 月 1 日	确定进口商用飞机和喷气发动机以及其零部件对国家安全的影响。
多晶硅及其衍生物	7 月 1 日	确定进口多晶硅及其衍生物对国家安全的影响。
无人机系统（UAS）及其零部件	7 月 1 日	确定进口无人机系统（UAS）及其零部件对国家安全的影响。
风力涡轮机	8 月 13 日	确定风力涡轮机以及零部件对国家安全的影响。

资料来源：BIS、浦银国际

美国 8 月经济数据回顾：关税对通胀的影响仍较为温和；实体经济数据继续喜忧参半

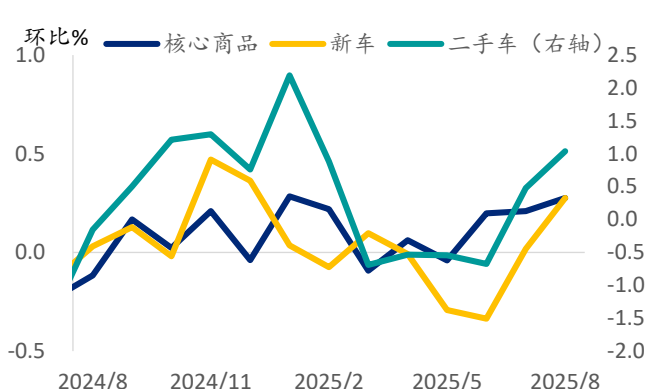
美国核心 CPI 通胀率 8 月基本维持不变且基本符合市场预期，关税影响仍较为温和。从环比细分数据来看，核心商品价格环比增速仅微升 0.07 个百分点到 0.28%（图表 3），但其中服装和运输价格上升均和关税影响不大。虽然 7-8 月暑假商品环比通胀率并未体现关税影响，但是从历史规律来看，相当部分商家或在秋季新品上市时重新定价（涨价），关税影响在今后的数据中或有更明显体现，尽管影响从目前来看似乎会低于几个月前的预期。除了关税对核心商品 CPI 的潜在影响之外，核心 CPI 其他组成部分或没有显著上涨压力。在核心服务 CPI 中，8 月较为强劲的外宿和机票价格均得益于暑假的季节性因素，波动较大，或不会持久。在房租和房价持续低迷的情况下，此前美联储较为关注的业主等价租金 8 月的上涨亦无需特别担心。通胀前景的关键仍在关税对商品价格的影响上。

图表 2：8 月核心 CPI 同比通胀率基本维持不变，整体 CPI 同比通胀率因为基数下降而回升



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 3：8 月核心商品 CPI 仅小幅上升

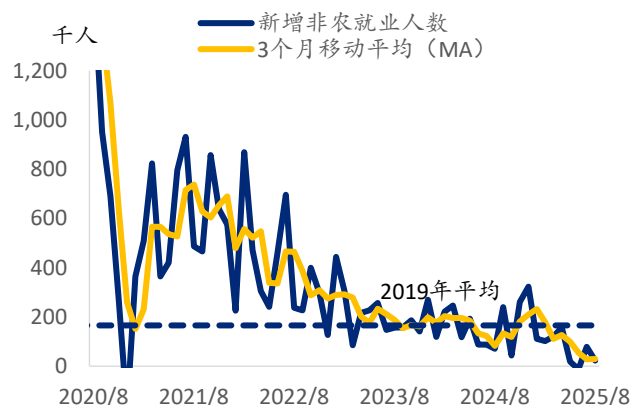


资料来源：CEIC、浦银国际

劳动力市场数据继续走弱。首先，新增非农就业人数从 7 月的 7.9 万人进一步下行到 8 月的 2.2 万人，远低于市场预期的 7.5 万人（图表 4）。6 月数据再被下修 2.7 万人，到 -1.2 万人，不过 7 月数据被略微上修 6 千人。此外，于 9 月 9 日公布的初步基准修订数据显示，截止到今年 3 月的一年间的非农新增就业人数被下修 91.1 万人，这是 2000 年以来幅度最大的下修。其次，失业率从 7 月的 4.248% 进一步上升至 8 月的 4.324%（图表 5）。再次，平均时薪增速不论是从环比还是同比的角度来看均略微下滑（图表 6）。不过，高频周度当周初次申请失业金人数在 9 月初突然大幅上升之后，第二周又大幅下降。平均来看，周度领取失业金人数并未见显著上升势头（图表 7）。

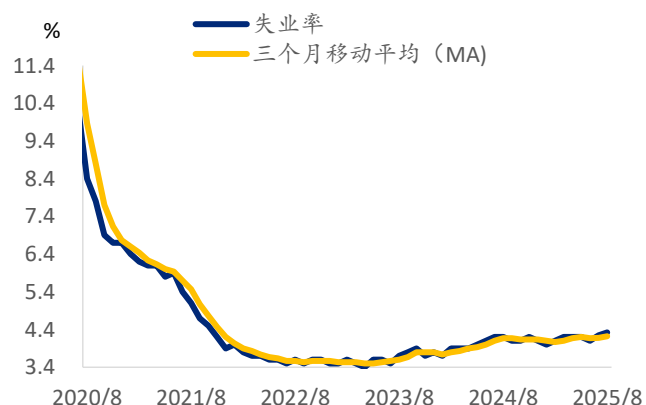
我们维持一贯的劳动力市场将继续走弱的**预测**。然而，我们认为劳动力市场急速恶化并引发经济衰退，以及美联储单次会议降息 50 个基点的可能性并不高。在 9 月议息会议后，鲍威尔表示“当前就业市场的供需双方都在放缓，这种情况并不常见。在这个不再那么活跃、略显疲软的劳动力市场中，就业的下行风险有所上升。”他的话除了在强调就业市场的下行风险之外，还传递出一个很重要的信息——供需两端均在放缓。换句话说，造成非农新增就业人数下降的原因不仅仅是需求放缓，也有因为移民政策收紧造成的供给放缓。供需两端均放缓或导致其对就业率的抬升作用或较为和缓。

图表 4：8 月新增非农就业人数继续下滑且低于市场预期



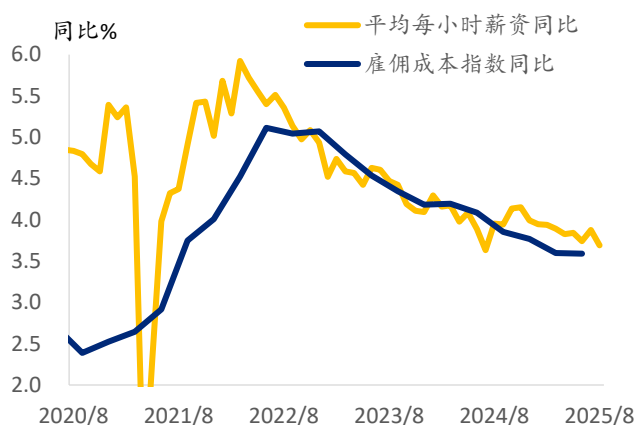
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 5：8 月失业率回升



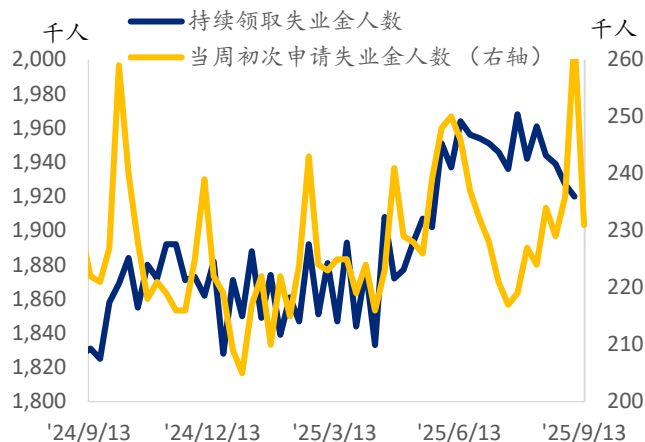
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 6：平均时薪同比增速略微下滑



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 7：高频周度当周初次申请失业金人数在 9 月初突然大幅上升之后，第二周又大幅下降



资料来源：CEIC、浦银国际

8 月已公布的实体经济数据继续喜忧参半：消费仍然强劲，但其他项目仍弱。

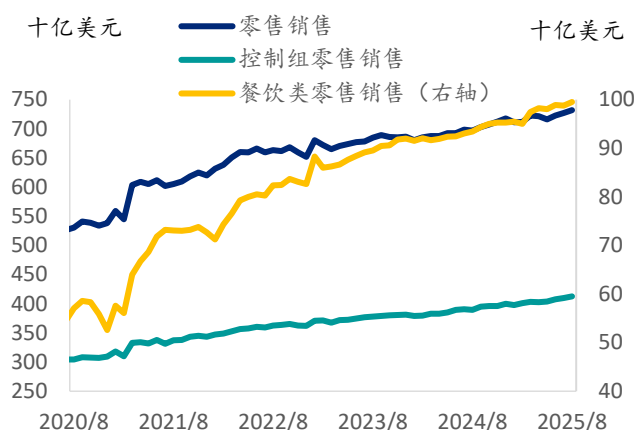
在消费方面，零售销售环比增速维持在 0.6% 的较高水平上，且好于市场预期（图表 8）。从细分数据来看，排除了汽车、汽油、餐饮等的控制组零售销售的环比增速反弹至 8 月的 0.7%（7 月：0.5%），餐饮零售环比增速亦转正到 0.7%（7 月：-0.1%）。尽管如此，我们认为随着美国劳动力市场的走弱、物价的上升和经济动能逐渐转弱，消费稍后或开始走弱。

在制造业方面，工业生产环比增速从 7 月 -0.1% 转正到 0.2%。最重要部分的制造业工业生产环比增速亦转正到 0.2%（图表 9）。制造业整体走势依然是以低位双边波动为主。

在房地产业方面，代表投资的新屋开工和营建许可均走弱（图表 10）。新屋开工更是终止了此前 3 个月的接连回升趋势。房地产行业或仍将处在下行周期中。

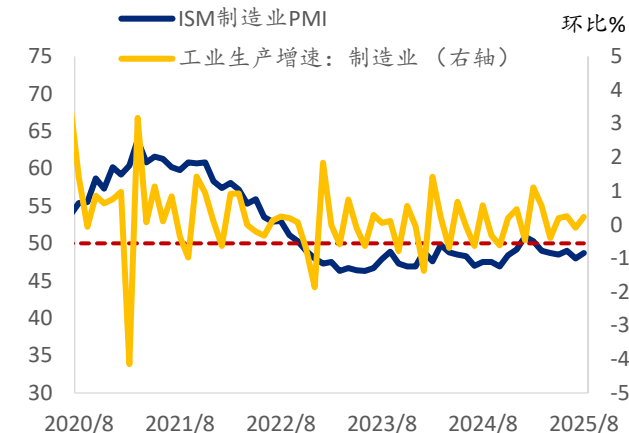
整体而言，从 8 月已公布的数据来看，我们认为关税对实体经济活动的影响仍不算明显。根据鲍威尔在 9 月美联储会议后的发言，9 月数据中较为突出的——非农就业数据的继续走弱，或更多受到的是移民变化，虽然关税也可能有所影响。鲍威尔认为因为关税导致的通胀上涨的影响将在今年剩余时间和明年继续体现。他的论断和我们一直以来的判断较为一致，即随着关税影响在通胀和就业数据上逐渐显现，实体经济数据会有进一步走弱。不过从当前的经济运行情况来看，在美联储接下来会逐次会议降息以及现有关税政策大致维持不变的基本假设下，我们认为美国经济衰退或大概率可以避免。

图表 8: 8 月零售销量环比增速维持在 0.6%，好于市场预期



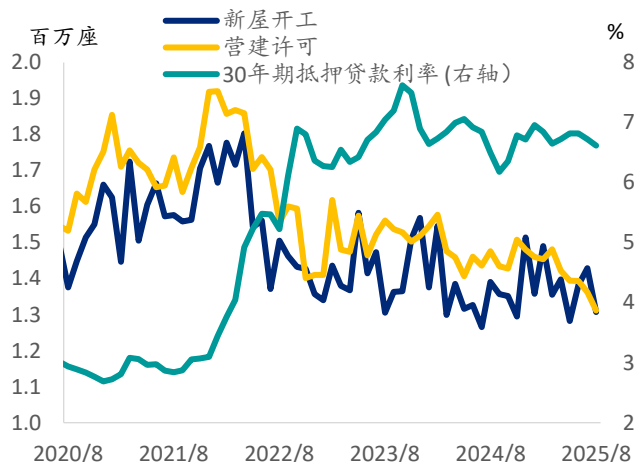
资料来源:CEIC、浦银国际

图表 9: 工业生产环比增速 8 月转正，其中制造业工业生产环比增速转正到 0.24%



资料来源:CEIC、浦银国际

图表 10: 8 月新屋开工和营建许可均下降



资料来源:CEIC、浦银国际

图表 11: 周度经济指数近期稳中略微下滑

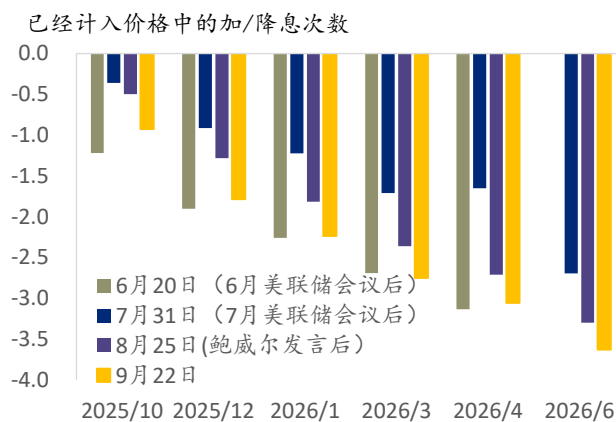


资料来源:CEIC、浦银国际

货币政策展望：最近调高今年全年降息幅度预测到 75 个基点，此前为 50 个基点

美联储 9 月议息会议表态较为中性，我们现在预计美联储在今年最后的两次会议（10 月和 12 月）上还会各降息 25 个基点。正如我们此前所预测的，9 月美联储会议降息 25 个基点。在经济指标预测更新上，美联储上调了 2025-2027 年的 GDP 预测，上调了明年的通胀预测，以及下调了明后年的失业率预测（图表 13）。在未来降息路径上，本次会议上调今年总降息幅度到 75 个基点（此前为 50 个基点），鲍威尔称 9 月的降息是风险管理类型降息。此次会议表明美联储倾向于认为关税对通胀的影响是一次性的，且影响力度似乎较小。但是，美联储仍在观察关税对整体经济活动和通胀的影响。美联储对劳动力市场放缓的关注有所上升，在降息决议中更为考虑就业市场和通胀之间的平衡，而不是像此前那样更关注通胀。综合考量经济基本面和本次美联储会议，我们在 9 月议息会议后，上调美联储今年接下来的降息幅度预测至 50 个基点（此前为 25 个基点）。

图表 12：市场计入的美联储降息次数曾在 7 月议息会议后大降，而后因为 7-8 月非农数据走弱而显著上升



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 13：9 月 FOMC 更新经济指标预测：暗示今年还有两次 25 个基点的降息

单位 (%)		2025	2026	2027	长期
实际 GDP 同比增速	9 月	1.6	1.8	1.9	1.8
	6 月	1.4	1.6	1.8	1.8
失业率	9 月	4.5	4.4	4.3	4.2
	6 月	4.5	4.5	4.4	4.2
PCE 同比增速	9 月	3.0	2.6	2.1	2.0
	6 月	3.0	2.4	2.1	2.0
核心 PCE 同比增速	9 月	3.1	2.6	2.1	
	6 月	3.1	2.4	2.1	
联邦基金利率	9 月	3.6	3.4	3.1	3.0
	6 月	3.9	3.6	3.4	3.0

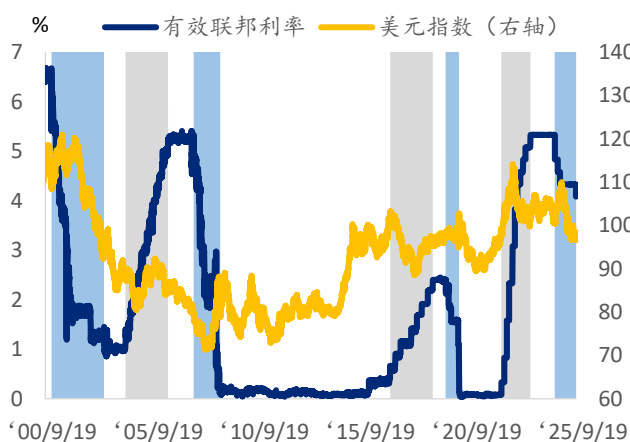
资料来源：美联储、浦银国际

金融市场展望：我们预计美元指数到今年年底仍有小幅贬值空间

美元指数在 9 月大部分时候维持在 96-98 的区间内。9 月截至 22 日，美元指数较 8 月底微跌 0.2%，到 97.65（图表 14）。虽然美联储在 9 月重启降息，但是 25 个基点降息已经被提前计入市场定价，因此对美元指数的负面影响有限。从美元指数的构成来看，美元兑欧元跌幅最大（-0.9%），对英镑亦贬值（-0.5%），但是对日元升值 0.6%（图表 15）。

我们预计美元指数到今年年底仍有小幅贬值空间。鉴于市场已经计入 1.8 次降息，在我们年内还有两次降息的基本预测下，降息对汇率的影响或较为有限。不过，预期的美国经济动能减弱仍会影响市场对美元的信心，我们预计美元指数仍有小幅贬值空间，并维持美元指数今年年底点位在 95 的预测不变。

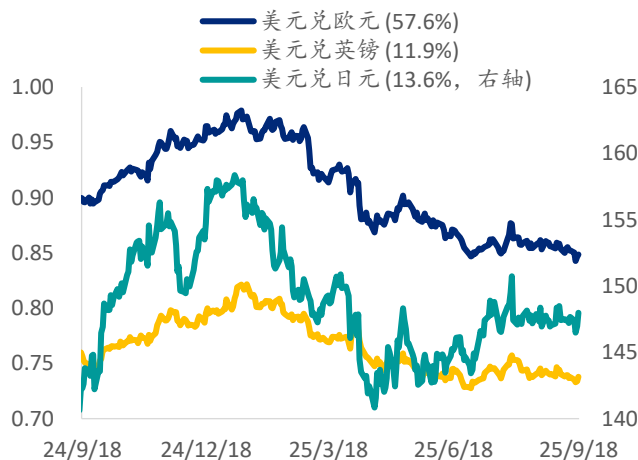
图表 14：美元指数 9 月维持在 96-98 之间



注：天蓝色阴影代表降息周期，灰色阴影代表升息周期；

资料来源：同花顺、浦银国际

图表 15：其中美元兑欧元跌幅最大，兑日元升值



资料来源：CEIC、浦银国际

附录

图表 16：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 9 月 18 日	美联储 9 月如期降息，年内或还有两次降息
2025 年 9 月 12 日	美国 8 月核心 CPI 符合预期，锁定下周 25 个基点降息
2025 年 8 月 26 日	月度美国宏观洞察：关税大致尘埃落定，9 月剑指重启降息？
2025 年 8 月 22 日	浦银国际宏观观点：关税问题上我们还需要担忧什么？
2025 年 8 月 12 日	美国 7 月核心 CPI 略微回升但符合预期，9 月重启降息可期
2025 年 7 月 31 日	美联储 7 月继续暂停降息，鲍威尔未对 9 月是否降息给出指引
2025 年 7 月 23 日	月度美国宏观洞察：8 月 1 日征税函生效在即，关税再成焦点
2025 年 7 月 16 日	美国 6 月核心 CPI 回升但低于预期，料本月议息会议将继续按兵不动
2025 年 7 月 3 日	暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？
2025 年 6 月 20 日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025 年 6 月 19 日	美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025 年 6 月 12 日	美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月
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 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
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 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
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 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点，年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？

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联属公司、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

