

# 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

**核心观点：**中国二季度经济同比增速略好于市场预期，我们相信二季度继续强劲的出口和 4-5 月亮眼的消费数据是主要推动力。然而 6 月单月实体经济数据显示内需走弱，部分受到关税影响：投资和消费 6 月均显著走弱，房地产销售和房价也继续下滑。而走强的工业生产或要面对“反内卷”的挑战，仍具韧性的出口数据也可能随着前置出口的退坡效应和今年特朗普上任后对中国加征 30% 关税的影响逐渐显现而开始走弱。此外，特朗普 7 月新的关税威胁也让我们下半年关税大致维持现状的基本判断目前面临一定下行风险。我们维持下半年 4% 左右的经济增速预测不变，全年增速预测由于好于预期的二季度表现上调到 4.6%。尽管如此，鉴于上半年经济增速仍高于经济增速目标，我们估计即将召开的季度政治局经济会议或不会发布显著的增量政策措施。建议重点关注会议是否推出房地产支持政策以及具体“反内卷”措施。

**二季度实际经济同比增速下滑 0.2 个百分点到 5.2%，仍好于市场预期（5.1%）。**然而，受通胀低迷的影响，名义 GDP 增速下滑 0.7 个百分点到 3.9%。环比经济增速亦小幅下降 0.1 个百分点到 1.1%，仍好于预期的 0.9%（图表 1）。分行业看，第二产业经济同比增速大幅放缓 1.1 个百分点到 4.8%，而第三产业经济同比增速加快 0.4 个百分点到 5.7%（图表 2）。此外，尽管按支出法细分的 GDP 贡献数据尚未公布，我们相信二季度继续强劲的出口和 4-5 月亮眼的消费数据是维持经济增速的原因。此外，累计城镇居民人均实际可支配收入增速较今年一季度下滑 0.3 个百分点到 4.7%，跌幅略大于实际经济增速。

**6 月实体经济数据显示消费和投资走弱，但工业生产仍强。其中：**

**6 月社会消费品零售总额同比增速显著下滑，且低于预期。**在 5 月数据发布后，我们就指出远超预期的 5 月消费数据是由于端午节提前、黄金周消费、“618”电商促销活动提前开始叠加消费品“以旧换新”政策的共振效应，6 月可能受高基数影响而显著回撤。社会消费品零售总额同比增速从 5 月的 6.4% 下滑至 6 月的 4.8%，远低于市场预期的 5.3%（图表 4）。细分来看，服务零售累计增速继续温和回升 0.1 个百分点到 5.3%，但餐饮消费同比增速显著下滑 5 个百分点到 0.9%，或部分因为端午节错位效应。商品零售增速亦从 5 月的 6.5% 下降到 5.3%，是导致消费品零售数据下滑的主要因素（图表 3）。5 月受益于“618”电商促销活动提前打响的各消费品类，在 6 月的销售增速下滑明显：通讯器材（6 月：13.9%，5 月：33.0%）、家电（6 月：32.4%，5 月：53.0%）、金银珠宝类（6 月：6.1%，5 月：21.8%）、服装（6 月：1.9%，5 月：4.0%）。不过汽车销售额同比增速继续改善，上升 3.5 个百分点到 4.6%。而和房地产相关品类的销售表现不一：建筑及装潢材料类销售增速 6 月下滑，但是家具零售额增速加快 3.1% 到 28.7% 的高位。

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen\_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 7 月 15 日



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

固定资产投资累计同比增速显著下滑 0.9 个百分点到 2.8%。这一读数远低于市场预期的 3.6%。细分数据来看，三大主要分类投资增速均显著下滑（图表 5）。具体地说：

1. **大部分房地产行业数据 6 月继续走弱。**从投资上看，6 月房地产开发投资累计同比跌幅继续扩大 0.5 个百分点到 -11.2%，弱于市场预期的 -10.9%。不过新开工面积累计同比跌幅继续收窄，至 -20.0%（5 月：-22.8%）。从销售上看，不论是按销售面积（6 月：-3.5%，5 月：-2.9%）还是按销售额（6 月：-5.5%，5 月：-3.8%）计算的商品房销售累计同比增速 6 月均继续下滑。用我们自己推算的同比增速来看，房地产投资同比增速大致持平，但是销售增速下滑明显（图表 6）。高频数据显示房产销售面积在 7 月上半月较去年同期减少 17.6%（图表 7）。5 月 7 日央行宣布下调住房公积金贷款利率的刺激政策成效至今为止较为有限。从房价来看，70 大中城市新建商品房价格环比跌幅在 6 月继续扩大到 -0.27%（5 月：-0.22%）。其中一线城市房价环比跌幅再扩大 0.1 个百分点到 -0.3%。二三线城市环比跌幅分别持平在 -0.2% 和 -0.3%。（图表 8）。
2. **基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速 6 月大幅下滑 1 个百分点到 4.6%。**[政府网站](#)在 7 月 2 日报道称，今年 8000 亿元“两重”建设项目清单已经全部下达完毕。我们认为随着“两重”“两新”工作的加速展开，基建投资或在政策支持下边际改善。
3. **制造业投资增速再下滑 1 个百分点到 7.5%。**尽管中美在 5 月达成暂时关税休战，在关税前景未明且今年对美出口关税已经上升 30 个百分点的情况下，制造业企业投资信心仍在继续下滑。

**工业生产总值同比增速受制造业生产强劲反弹推动而显著加快。**工业生产总值同比增速大幅上升 1 个百分点到 6.8%，远好于市场预期（5.6%）。细分数据来看，制造业生产增速在连续两个月下滑之后，在 6 月反弹 1.2 个百分点到 7.4%，得益于关税休战后对美出口的改善、季末效应和高技术制造业生产增速的加快（上升 1.1 个百分点到 9.7%）。此外，采矿业的工业生产总值亦加快 0.4 个百分点到 6.1%，电力、热力、燃气及水生产的工业生产总值回落 0.4 个百分点到 1.8%。

**全国城镇调查失业率在连续 3 月下跌后，6 月持平在 5.0%，符合预期。**31 大城市失业率同样持平在 5.0%（图表 9）。

虽然二季度 GDP 同比增速略好于市场预期，但是 6 月实体经济数据显示的内需部分受关税影响而走弱令人担心。在今日（7 月 15 日）上午经济数据发布之后，沪深 300 指数早盘跌了 0.5%。从内需的角度来看：首先，房地产行业复苏的先行指标——销售和价格跌幅继续扩大，5 月下调住房公积金贷款利率的措施似乎并不足以改善居民购房信心。其次，今年以来消费品“以旧换新”政策推高了通讯器材、家电和家具等零售销售，是消费品零售增速屡超预期的重要推动力。然而，在基数增高、补贴力度近期有所下滑的情况下，这些耐用品消费的高增速或难以维持。虽然 6 月通讯器材和家电的销售增速显著下滑，但是这更多是由于今年“618”促销活动提前开始，或尚未显著体现消费品“以旧换新”政策退坡效应。往前看，家电和家具同比销售增速（目前 30% 左右）恐仍有下降空间，或拖累整体消费品零售增速，尽管政策支持下服务消费的潜在改善或可部分抵消影响。再次，低迷通胀仍在继续。虽然 6 月 CPI 同比通胀率超预期转正到 0.1%，终止了此前四个月

的负读数，但是这主要是因为另类项目——其他商品和服务 CPI 的走高，核心 CPI 通胀率仅微升 0.1 个百分点到 0.7%（图表 10）。此外，PPI 同比跌幅继续扩大至 -3.6%（5 月：-3.3%）。尽管在 7 月 1 日的中央财经委员会第六次会议强调要“依法依规治理企业低价无序竞争”，我们还需要等待具体的政策安排以判断“反内卷”能否起到扭转 PPI 跌势的作用。

**从供给端来看**，强劲的工业生产增速或难以持续：如果后续“反内卷”逐渐铺开，那么通胀率跌幅较大的行业会开始陆续减产，可能影响整体工业生产增速。

**从外需的角度来看**，6 月出口增速继续维持稳健且好于市场预期，得益于中美关税休战后、对美出口的改善（图表 11）。二季度商品贸易顺差同比增速仍高达 24.5%，尽管仍低于一季度的 49%。然而，关税担忧近期有所升温：特朗普在上周相继公布了发往 23 个国家的征税函，拟在 8 月 1 日起征收，并强调暂缓期不会再次延长。此外，特朗普还宣布从 8 月 1 日起将对铜进口征收高达 50% 的关税，药品行业也可能将面临新的行业关税。我们在 5 月下旬做出的、下半年关税大致维持现状的[基本判断](#)目前面临一定下行风险。即便美国对华关税维持现状，特朗普上任后对中国加征 30% 关税的影响以及前置出口的退坡效应或在下半年逐渐显现。

**我们预计下半年经济增速或有所下滑**。考虑到二季度经济增速好于预期，我们略微上调全年的经济增速预测至 4.6%（此前为 4.5%）。随着此前加征关税的影响或在下半年逐渐显现，叠加消费品“以旧换新”政策支持作用的退坡，我们维持下半年 4% 左右的经济增速预测不变。以上经济增速预测是基于中美关税维持在现有水平的基础上作出的。如果关税冲突升级，那么我们认为今年的经济增速将低于我们的基本假设，可能下降到 4.0%。相反，如果关税冲突继续降级，那么我们预计今年经济增速或可达 4.8%。

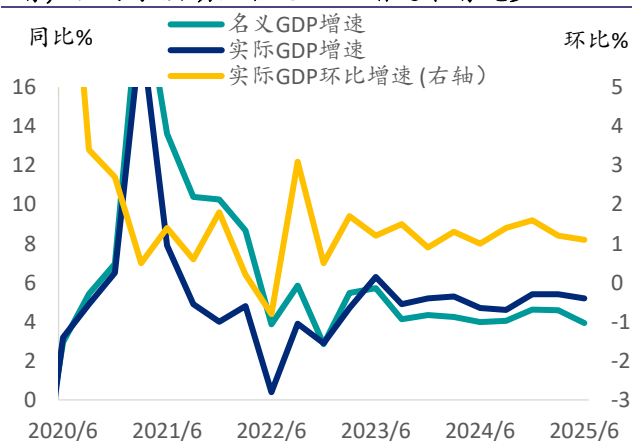
**鉴于 5.3% 的上半年经济增速仍高于 5% 的经济增速目标，我们估计即将召开的季度政治局经济会议或不会发布显著的增量政策措施，但仍有两方面内容值得特别关注**：第一，为应对房地产复苏动能的转弱，国务院在 6 月 13 日的[常务会议](#)上对房地产发展做出新的部署，通稿指出要“要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳”。这一表述凸显了政府对房地产行业止跌回稳的决心，而[政治局经济会议是否会对房地产行业的止跌回稳做出新的部署值得期待，尤其在房产销售近几个月接连下滑的情况下](#)。第二，[继中央财经委员会会议提出“反内卷”之后，政治局经济会议是否会推出具体“反内卷”措施值得关注](#)。

**我们预计显著增量政策刺激或将至少挪后至今年九月**。在财政政策上，短期内重点或仍在加快政府债券的发行和使用上。上半年地方政府专项债已发行 2.1 万亿元，特别国债已发行 5,850 亿元。接下来还剩 2.3 万亿元地方政府专项债和 7,150 亿元特别国债的额度（图表 14）。中期来看，在这些债券大多发行完毕之后，我们认为政府或最快在今年 9 月推出 0.5-1.0 万亿元（相当于 0.35%-0.7% GDP）的财政资金支持。在具体资金的使用上，重点期待潜在的全国性育儿补贴制度的发布以及消费品“以旧换新”政策之后是否会加码。在货币政策上，5 月 7 日一系列货币宽松政策似乎有利于信贷数据的改善：我们看到 6 月 M2 和社融增速有所加快（图表 12）；新增人民币贷款，不管是企业贷款还是居民贷款均同比边际改善（图表 13），但这尚不足以说

明信贷需求已经显著改善。往前看,我们预计短期内央行或不会再次采用降准降息这种全面性的货币工具,而是更为重视已经宣布的各项再贷款额度的使用。中期来看,下半年或还有 50 个基点的降准和 10-20 个基点的降息。为了减少降息对银行息差的压力,降准降息或同步发生。

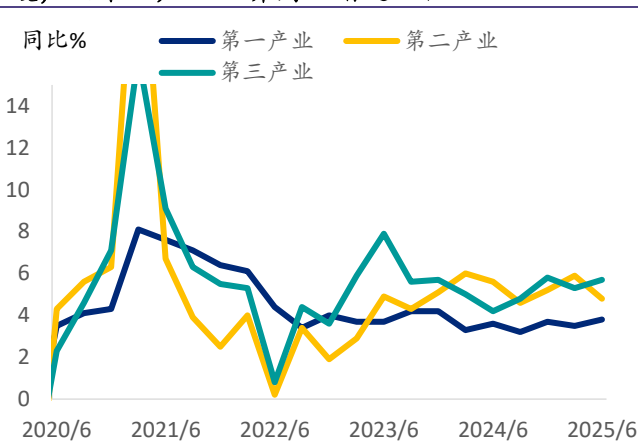
**投资风险:**中美关系尤其是贸易关系再次恶化;俄乌、中东等地缘政治风险;房地产行业迟迟不能企稳;政策推出和成效不及预期;通胀恢复慢于预期。

**图表 1: 二季度实际环比和同比经济增速均略微下滑, 但好于预期。名义 GDP 增速下滑更多**



资料来源: 同花顺, 浦银国际

**图表 2: 分行业看, 第二产业经济同比增速大幅放缓, 而第三产业经济同比增速加快**



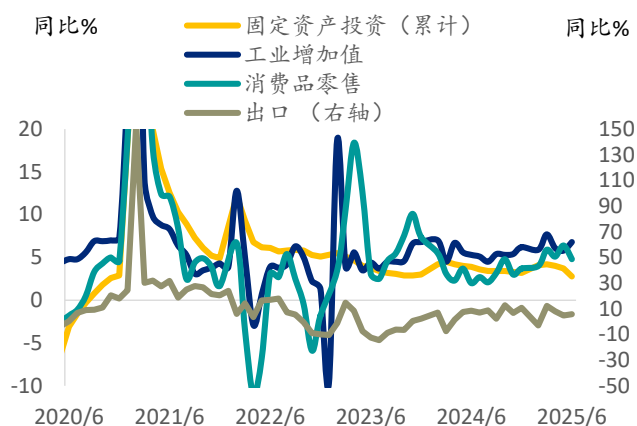
资料来源: 同花顺, 浦银国际

**图表 3: 社会消费品零售总额增速 6 月下滑**

|            | 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  | 4.8        | 6.4        | 9.8         | 49.0          |
| 服务零售 (累计)  | 5.3        | 5.2        |             |               |
| 餐饮         | 0.9        | 5.9        | 9.5         | 9.5           |
| 商品零售       | 5.3        | 6.5        | 9.9         | 53.5          |
| 必需品        |            |            |             |               |
| 日用品类       | 7.8        | 8.0        | 12.3        | 63.4          |
| 能源类        | -7.3       | -7.0       | 3.5         | -208.6        |
| 自选消费       |            |            |             |               |
| 服装鞋帽针纺织品类  | 1.9        | 4.0        | 5.2         | 36.5          |
| 化妆品类       | -2.3       | 4.4        | 22.5        | -10.2         |
| 金银珠宝类      | 6.1        | 21.8       | 7.8         | 78.2          |
| 通讯器材类      | 13.9       | 33.0       | 5.9         | 235.6         |
| 汽车类        | 4.6        | 1.1        | 17.2        | 26.7          |
| 住房相关       |            |            |             |               |
| 家用电器和音像器材类 | 32.4       | 53.0       | 7.7         | 420.8         |
| 家具类        | 28.7       | 25.6       | 8.3         | 345.8         |
| 建筑及装潢材料类   | 1.0        | 5.8        | 1.1         | 90.9          |

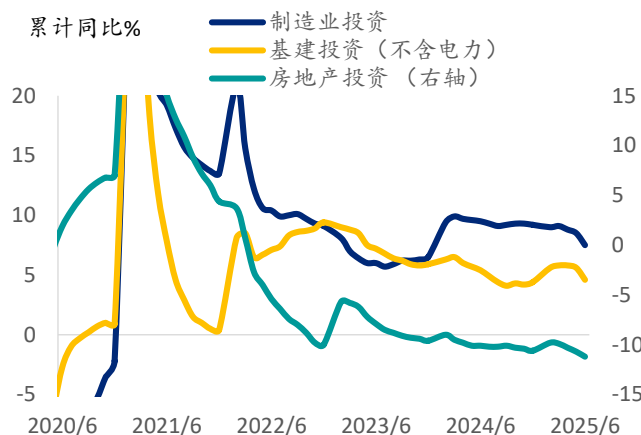
资料来源: 国家统计局、同花顺, 浦银国际

图表 4: 6月出口和工业生产改善, 投资和消费走弱



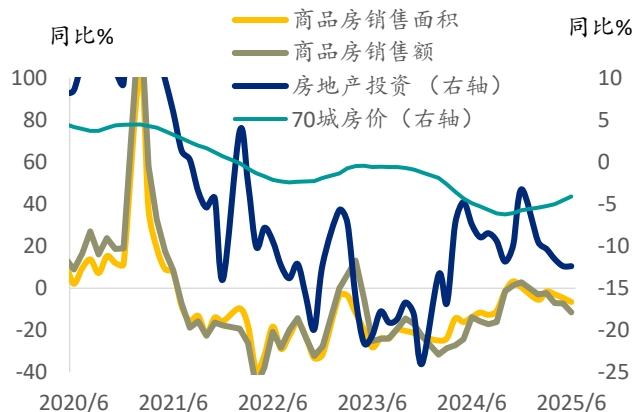
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 5: 固定资产投资三大分项 6月均下滑



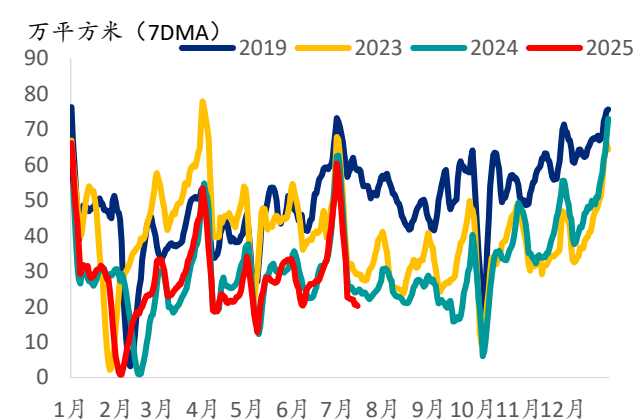
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 6: 从我们自己推算的同比增速来看, 6月房地产投资同比增速大致持平, 但是销售增速下滑明显



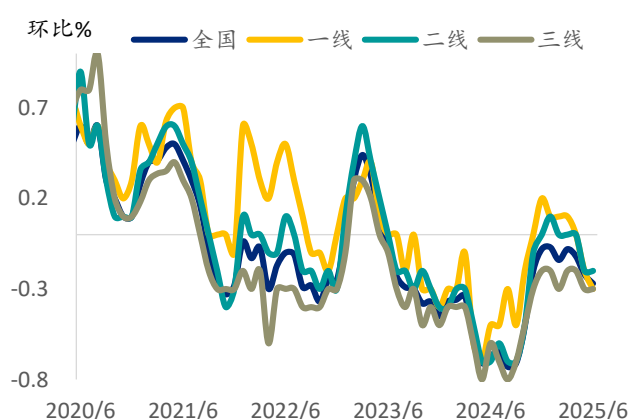
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 7: 30大中城市商品房销售 7月前14天较去年同期下跌 17.6%



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 8: 6月70大中城市新建商品房价格环比跌幅较5月边际扩大, 主要是受一线城市影响



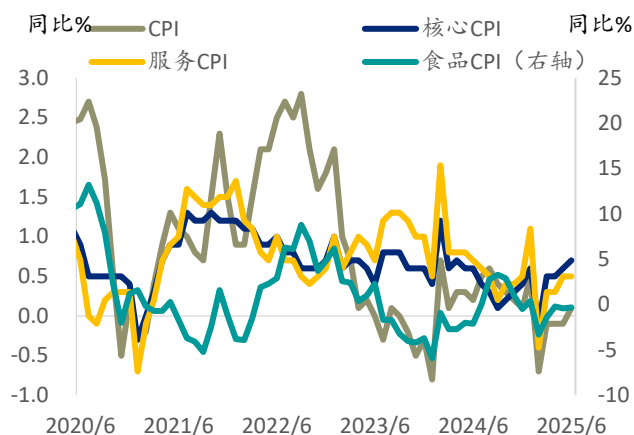
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 9: 6月全国城镇失业率维持在 5% 不变



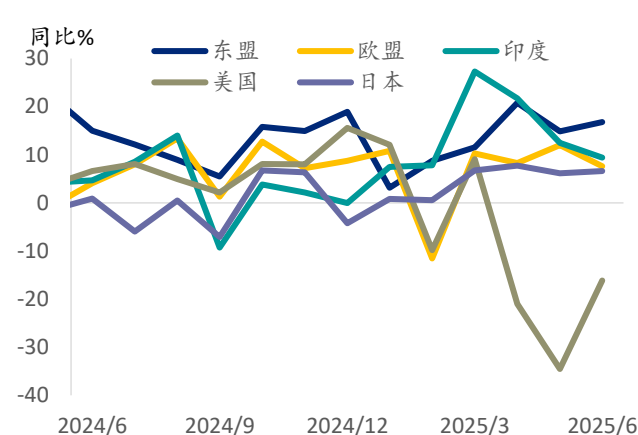
资料来源: 同花顺, 浦银国际

**图表 10: 6 月 CPI 同比通胀率终止了此前四个月的负读数, 在 6 月超预期转正到 0.1%**



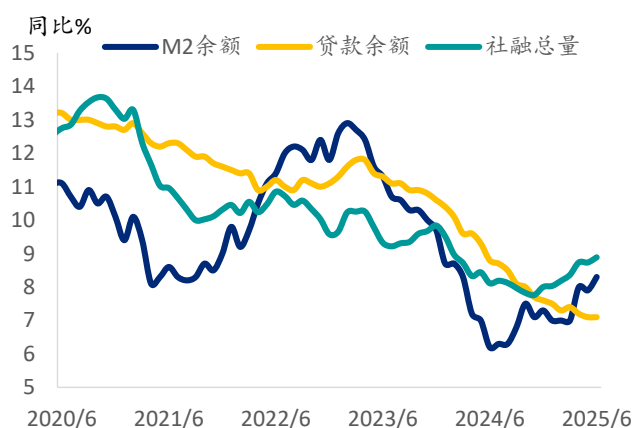
资料来源: 同花顺, 浦银国际

**图表 11: 在中美达成关税暂时休战之后, 6 月中国对美出口显著改善**



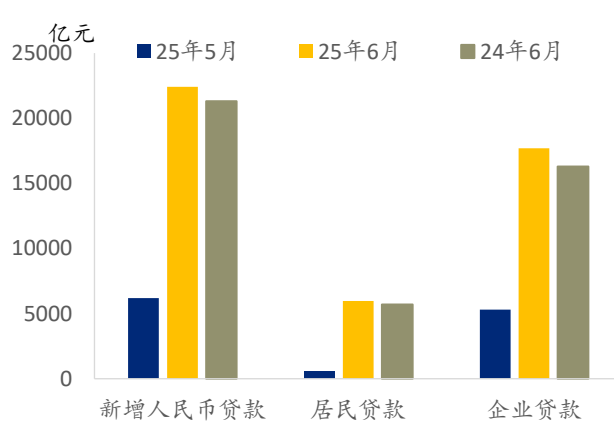
资料来源: 同花顺, 浦银国际

**图表 12: 6 月 M2 和社融增速加快, 但是贷款余额增速维持在 7.1% 不变**



资料来源: 同花顺, 浦银国际

**图表 13: 新增人民币贷款, 不管是企业贷款还是居民贷款均同比边际改善**



资料来源: 同花顺, 浦银国际

**图表 14: 今年下半年还剩余 2.3 万亿元地方政府专项债和 7150 亿元特别国债额度**



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 15：近期相关报告列表

| 日期               | 报告标题和链接                                                           |
|------------------|-------------------------------------------------------------------|
| 2025 年 6 月 25 日  | <a href="#">月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实</a>                         |
| 2025 年 6 月 16 日  | <a href="#">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</a>                   |
| 2025 年 5 月 24 日  | <a href="#">2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素</a>                     |
| 2025 年 5 月 19 日  | <a href="#">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</a>                   |
| 2025 年 5 月 7 日   | <a href="#">降准降息和其他一揽子金融政策支持发布</a>                                |
| 2025 年 5 月 2 日   | <a href="#">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</a>                      |
| 2025 年 4 月 16 日  | <a href="#">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</a> |
| 2025 年 4 月 3 日   | <a href="#">政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能</a>                      |
| 2025 年 3 月 31 日  | <a href="#">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</a>                       |
| 2025 年 3 月 17 日  | <a href="#">中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期</a>                         |
| 2025 年 3 月 5 日   | <a href="#">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</a>            |
| 2025 年 2 月 11 日  | <a href="#">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</a>                     |
| 2025 年 1 月 17 日  | <a href="#">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</a>                     |
| 2025 年 1 月 8 日   | <a href="#">大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级</a>                             |
| 2024 年 12 月 16 日 | <a href="#">11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持</a>                          |
| 2024 年 12 月 12 日 | <a href="#">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</a>                    |
| 2024 年 11 月 25 日 | <a href="#">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</a>                 |
| 2024 年 11 月 15 日 | <a href="#">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</a>                     |
| 2024 年 11 月 8 日  | <a href="#">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</a>                      |
| 2024 年 11 月 6 日  | <a href="#">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？</a>                    |
| 2024 年 10 月 18 日 | <a href="#">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</a>                     |
| 2024 年 10 月 17 日 | <a href="#">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</a>                         |
| 2024 年 10 月 12 日 | <a href="#">财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向</a>                         |
| 2024 年 10 月 8 日  | <a href="#">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</a>                     |
| 2024 年 10 月 3 日  | <a href="#">月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏</a>                         |
| 2024 年 10 月 2 日  | <a href="#">货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？</a>                              |
| 2024 年 9 月 24 日  | <a href="#">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</a>                       |
| 2024 年 9 月 14 日  | <a href="#">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</a>                       |
| 2024 年 8 月 29 日  | <a href="#">月度中国宏观洞察：静待经济动能改善</a>                                 |
| 2024 年 8 月 15 日  | <a href="#">7 月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力</a>                           |
| 2024 年 7 月 31 日  | <a href="#">二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认</a>                          |
| 2024 年 7 月 29 日  | <a href="#">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</a>                      |
| 2024 年 7 月 24 日  | <a href="#">央行 7 月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始</a>                          |
| 2024 年 7 月 18 日  | <a href="#">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</a>              |
| 2024 年 7 月 16 日  | <a href="#">宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？</a>                        |
| 2024 年 7 月 15 日  | <a href="#">二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力</a>                              |
| 2024 年 6 月 20 日  | <a href="#">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？</a>                   |
| 2024 年 6 月 17 日  | <a href="#">5 月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善</a>                            |
| 2024 年 5 月 30 日  | <a href="#">2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境</a>                          |
| 2024 年 5 月 17 日  | <a href="#">新一轮全国性房地产支持政策解读</a>                                   |
| 2024 年 5 月 17 日  | <a href="#">4 月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续</a>                           |
| 2024 年 4 月 30 日  | <a href="#">一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级</a>                          |
| 2024 年 4 月 22 日  | <a href="#">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</a>                     |
| 2024 年 3 月 20 日  | <a href="#">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</a>                       |
| 2024 年 3 月 18 日  | <a href="#">1-2 月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续</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

#### 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

