



月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实

中美关系：贸易对话继续，短期内市场对关税战担忧缓解。特朗普在6月中美于伦敦举行第二轮经贸会谈后表示美方会将对中国进口商品的平均关税维持在55%，而中方将放开稀土的出口管制。而中方则表示就落实两国元首6月5日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致。在当前情况下，特朗普关税维持现状的承诺能维持多久尚不得知，中美之间关税的不确定性仍存在，尽管短期担忧有所缓解。我们依然认为下半年有60%的可能性关税会维持现状，而关税冲突再次升级和降级的可能性均在20%。

数据回顾：5月实体经济数据显示内需分化，供给端受关税拖累走弱。6月高频数据显示经济活动环比边际走弱。内需呈现出消费需求强、投资需求弱的局面，但我们认为5月强消费受益于黄金周消费、端午节提前、“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，或不具备可持续性。6月消费数据很可能出现显著放缓。中国经济内部的两大核心问题——房地产下行周期和低迷通胀依然没有改善，反而有边际恶化的趋势。出口数据虽然依然稳健，但是外需不确定性仍强。高频数据显示6月经济活动环比来看似乎有所转弱，不过从中国出发到美国的货运在关税“休战”后继续恢复。我们认为二季度经济增速或仍可维持在5%附近。虽然投资相关数据4月以来转弱，但是进出口依然维持韧性，消费数据继续改善。不过下半年经济增速或下滑至4%上下，全年经济增速预测维持在4.5%不变。

政策展望：我们认为经济现状短期内尚不足以触发显著的经济刺激政策。在预计于7月下旬召开的季度政治局经济会议上，我们估计政府或不会发布显著的增量政策措施，但或对房地产行业止跌回稳做出新的部署。然而，考虑到尚不均衡和稳固的经济复苏，以及今年以来已经增加的30%出口到美国商品关税影响的逐渐显现，我们认为政府或最快在9月加码政策刺激。我们预计政府在地方政府专项债和特别国债额度使用完毕后，或最快在9月推出0.5-1.0万亿元的财政资金支持，另可关注全国性的生育补贴政策推出。货币政策上短期或不会再降准降息，但是9月后或再降准50个基点和降息10-20个基点。银行息差的持续下降是目前制约降息的主要因素，但可以通过同步降准降息和下调存款利率等操作减小降息对息差的压力。房地产政策上可重点关注供给端政府加大对房地产去库存的支持以及政治局会议的部署。

汇率展望：我们预计今年接下来人民币兑美元汇率或在7.1-7.3的区间内波动，并在四季度更为靠近波动区间的弱端。我们认为下半年人民币或缺乏继续升值的动能。首先，考虑到美国加征的关税，央行或仍不希望人民币继续升值，损害出口。其次，潜在的经济增速的放缓和出口增速的下滑也将影响人民币预期，虽然这或会被美元贬值部分抵消。我们将人民币兑美元汇率的波动区间预测从上个月的7.1-7.4略微收窄到7.1-7.3，这主要是因为我们[本月下调了美元指数的年底点位](#)。

投资风险：中美关系尤其是贸易关系再次恶化；俄乌、中东等局势恶化带来的地缘政治风险；房地产行业企稳时点延后；政策推出和成效不及预期；通胀恢复慢于预期。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025年6月25日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

宏观洞察

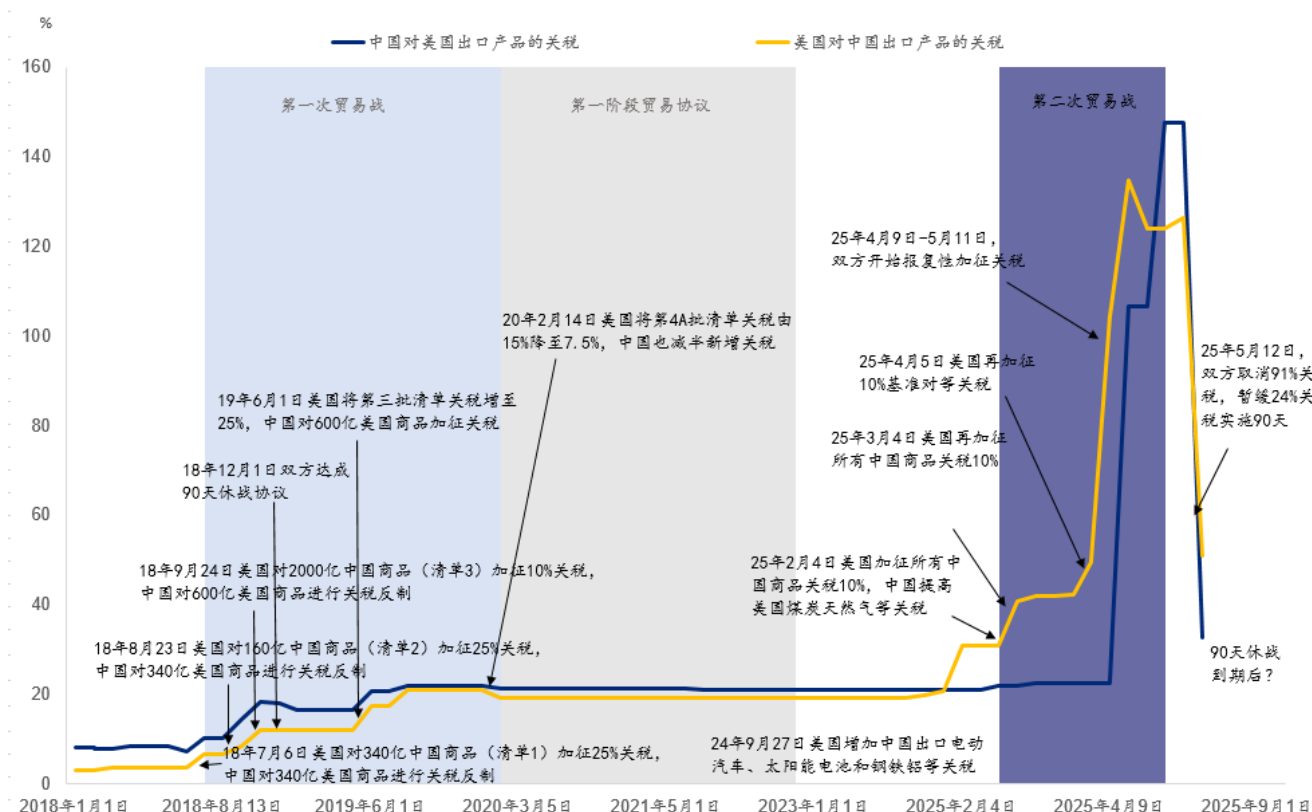
月度中国宏观洞察

月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实

中美贸易对话继续，短期内市场对关税战担忧缓解

中美就关税问题继续展开对话，缓解短期关税担忧。继5月10-11日中美在日内瓦展开首轮经贸高层会谈，并达成关税战暂时“休战”之后，双方于6月9-10日在英国伦敦举行第二轮高级别谈判。特朗普在6月中美伦敦会谈后表示美方会将对中国进口商品的平均关税维持在55%，而中方将放开稀土的出口管制。而中方透露的信息则较为有限，会议[通稿](#)仅表示“双方进行了坦诚、深入的对话，就各自关心的经贸议题深入交换意见，就落实两国元首6月5日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展”。在缺乏具体贸易协议的情况下，特朗普关税维持现状的承诺能维持多久尚不得知，中美之间关税的不确定性仍存在，尽管短期担忧有所缓解。我们依然认为下半年有60%的可能性关税会维持现状。而关税冲突再次升级和降级的可能性均在20%（具体参见：[2025年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素](#)）。

图表 1：中美贸易战进程和关税税率变化图



资料来源：PIIE、浦银国际

数据回顾：5 月实体经济数据显示内需分化，供给端受关税拖累走弱

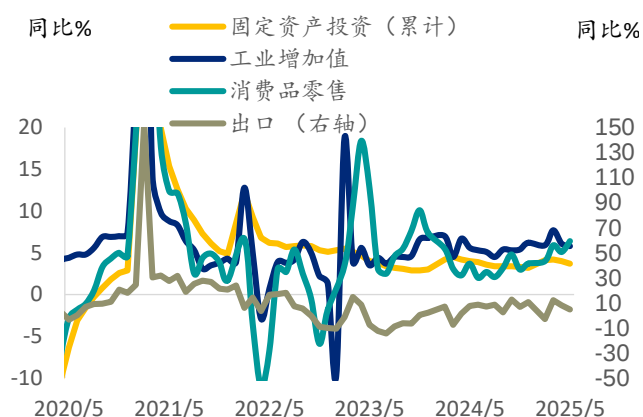
5 月数据显示经济复苏不均衡、仍待稳固的情况仍在继续：从供给端来看，受关税影响，工业生产和制造业投资增速均有所下滑。从需求端来看，内需有所分化——呈现出消费需求强、投资需求弱的局面。然而，我们认为 5 月强消费受益于端午节提前、黄金周消费、“618”电商促销活动提前开始叠加消费品“以旧换新”政策的共振效应，或不具备可持续性。6 月消费数据很可能出现显著放缓。

中国经济内部的两大核心问题，房地产下行周期和低迷通胀依然没有改善，反而有边际恶化的趋势。首先，房产销售自 4 月起开始走弱，这一趋势在 5 月硬数据上持续显现（图表 4），尽管 5 月 7 日住房公积金贷款利率下调。不过高频数据显示房产销售 6 月同比跌势略有改善——6 月前 24 天的 30 大中城市商品房成交面积同比跌 0.5%（图表 5）。70 大中城市新建商品房价格环比跌幅在 5 月继续扩大到-0.22%（图表 6）。房地产投资同比增速今年以来连续下滑。房地产行业迟迟没有企稳仍是中国经济内部最令人担忧的问题之一。在 5 月下旬我们发布的[中期展望报告](#)中，我们已经将该行业企稳的预测时点从今年年中延后到今年年底。

其次，通胀依然低迷。5 月 CPI 通胀率维持在-0.1%，连续四个月为负，尽管核心 CPI 在服务价格因为黄金周好转的情况下有边际改善（图表 7）。自 3 月起，PPI 同比跌幅一路加深（图表 8）。

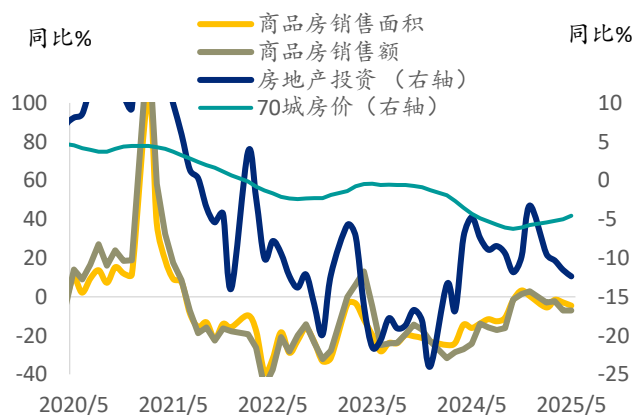
出口数据虽然依然稳健，但是外需不确定性仍强。出口（按美元计价）同比增速从 4 月的 8.1%继续下滑至 5 月的 4.8%，依然稳健。中国对美国出口同比跌幅的扩大被中国对其他主要贸易伙伴强劲的出口所抵消（图表 9）。往前看，中美贸易谈判仍具不确定性。即便在我们关税维持现状的基本假设下，特朗普上任后对中国加征 30%关税的影响或在下半年逐渐显现，影响出口。俄乌、中东等局势的不确定性也会为全球经济带来新的风险，或影响外需。

图表 2：5 月实体经济数据喜忧参半



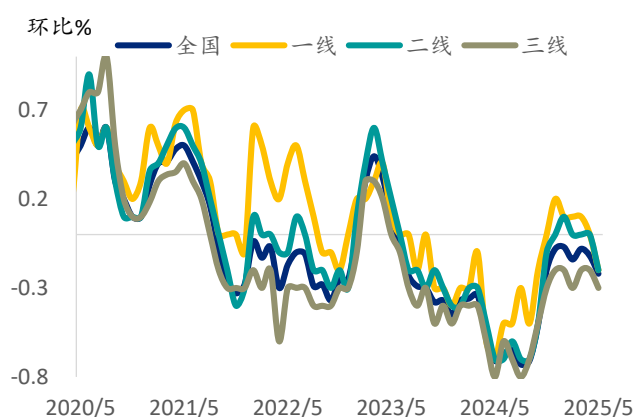
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 4：从我们自己推算的同比增速来看，除按照销售额算的商品房销售同比增速持平在-7.1%之外，其余投资和销售同比增速数据均下滑



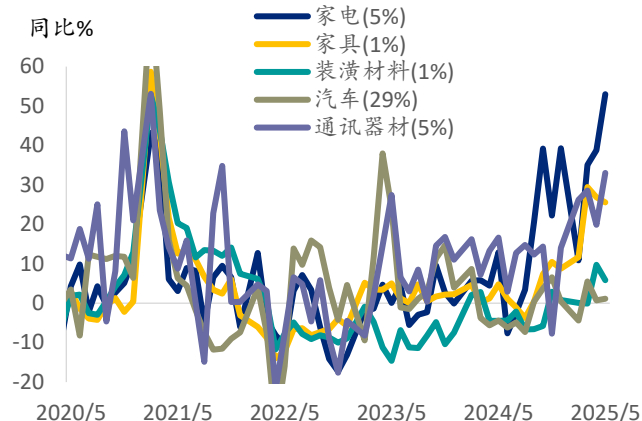
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 6：5 月 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅继续扩大



资料来源：同花顺、浦银国际

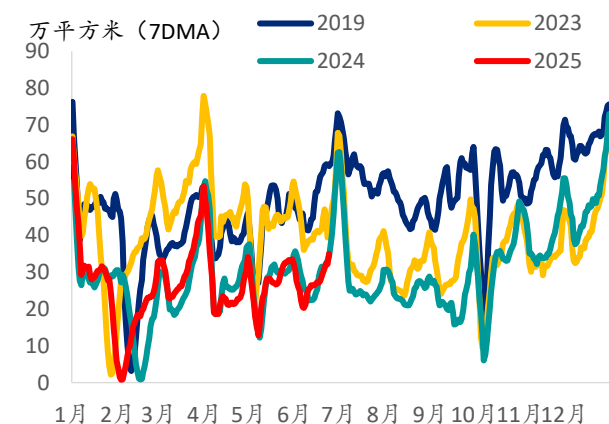
图表 3：近几个月以来显著走高的家电、家具和通讯器材零售同比增速或较难持久



注：括号内数字指各分项在 2024 年社会零售总额里的占比。

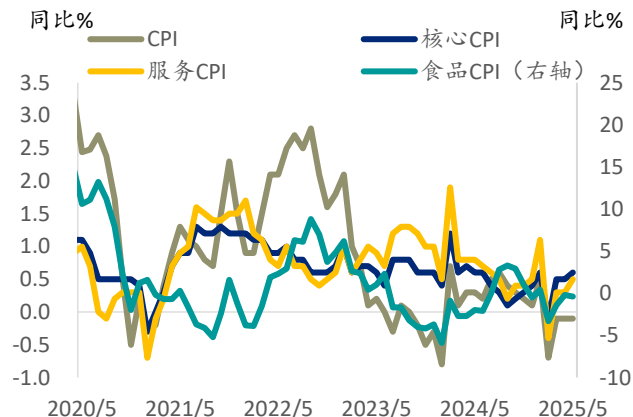
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 5：6 月前 24 天的 30 大中城市商品房成交面积同比跌 0.5%



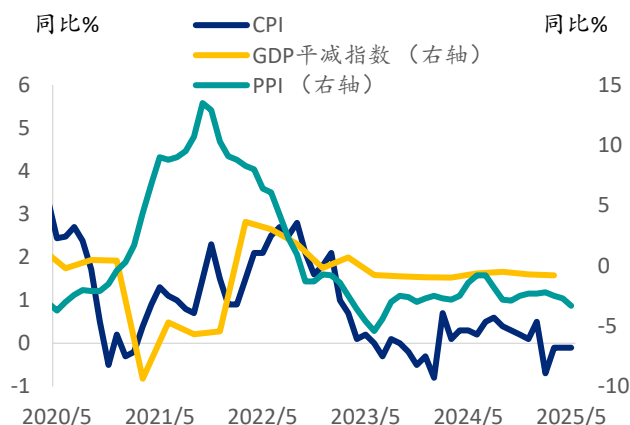
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 7：5 月 CPI 同比通胀率仍为负，核心 CPI 微升至 0.6%



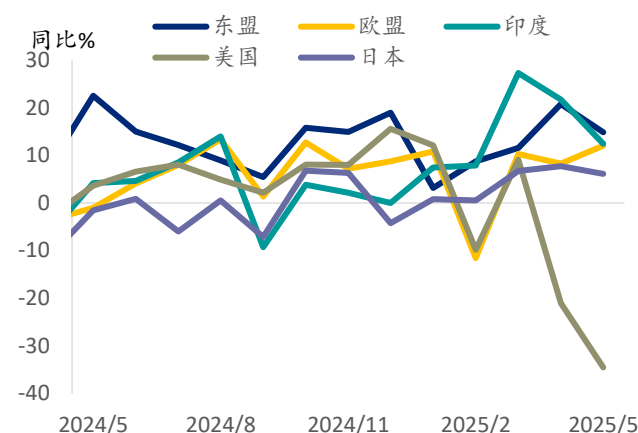
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 8：自 3 月起，PPI 同比跌幅一路加深



资料来源：同花顺、浦银国际

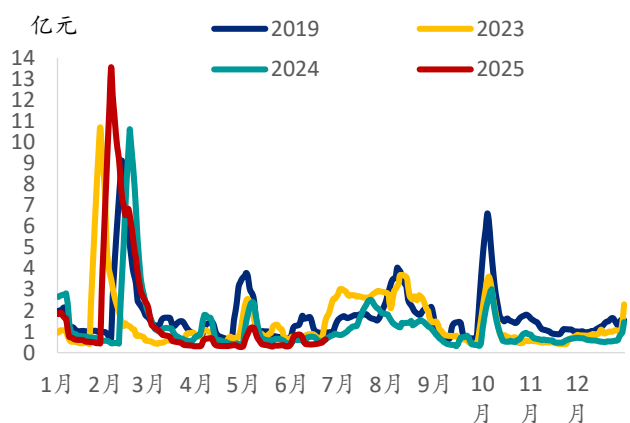
图表 9：中国对美国出口同比跌幅的扩大被中国对其他主要贸易伙伴强劲的出口给抵消



资料来源：同花顺、浦银国际

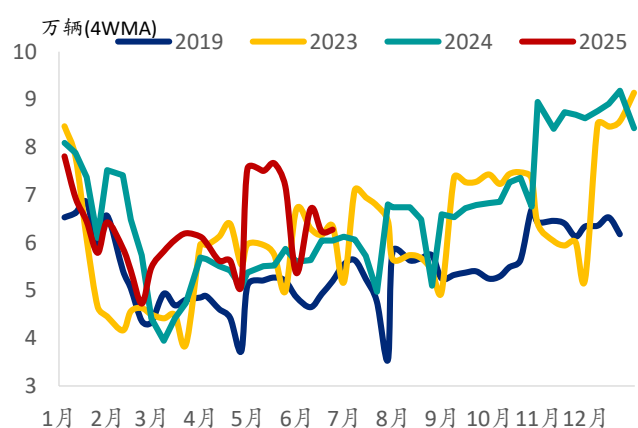
高频数据显示 6 月经济活动环比来看似乎有所转弱。代表服务消费的电影票房 6 月以来较为低迷，或是因为缺乏大片上映的缘故（图表 10）。实物消费方面，高频数据显示厂家乘用车日均零售销量在 5 月远强于前些年同期，6 月以来虽然零售销量弱于 5 月，但仍好于去年同期（图表 11）。投资方面，与基建和房地产投资联系较为紧密的沥青企业开工率自 5 月中旬起上升到 30% 以上，6 月亦维持在 30% 以上。开工率显著好于去年同期，但和更早年份相比仍有差距（图表 12）。出口方面，中国重点港口货物吞吐量 6 月以来继续下滑，大致和去年同期持平（图表 13）。不过中国发往美国的货物量在中美关税“休战”后一路改善，不论是从直接的中国寄往美国的集装箱数量还是间接的中国出口集装箱运价指数来看（图表 14、图表 15）。

图表 10：电影票房 6 月以来较为低迷，或是因为缺乏大片上映的缘故



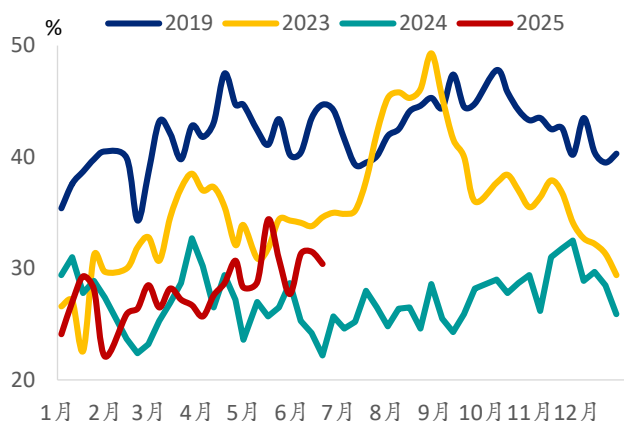
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 11：6 月汽车销售较上月下滑，但仍好于去年同期



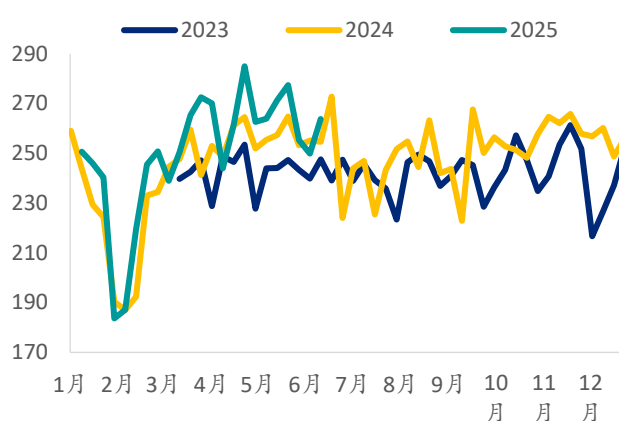
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 12：沥青开工率自 5 月中旬起上升到 30% 以上，6 月亦维持在 30% 以上



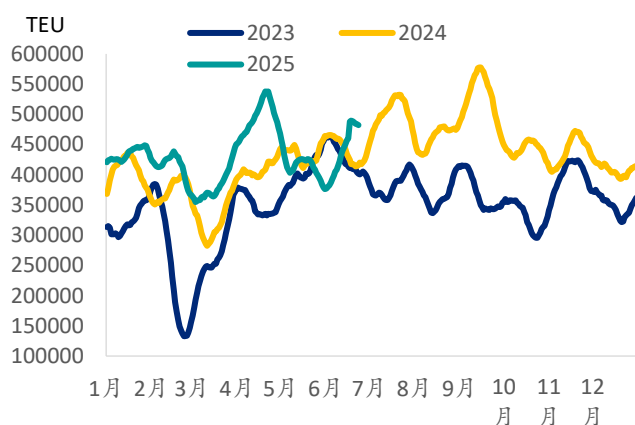
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 13：中国重点港口货物吞吐量 6 月以来继续下滑，大致和去年同期持平



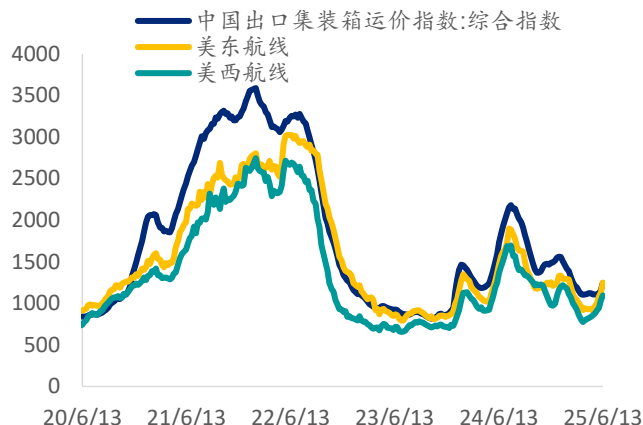
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 14：从中国出发前往美国的集装箱船 6 月以来显著增加



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 15：中国出口集装箱运价指数中的美东和美西航线子指数在关税“休战”后明显上升



资料来源：Bloomberg、浦银国际

政策展望

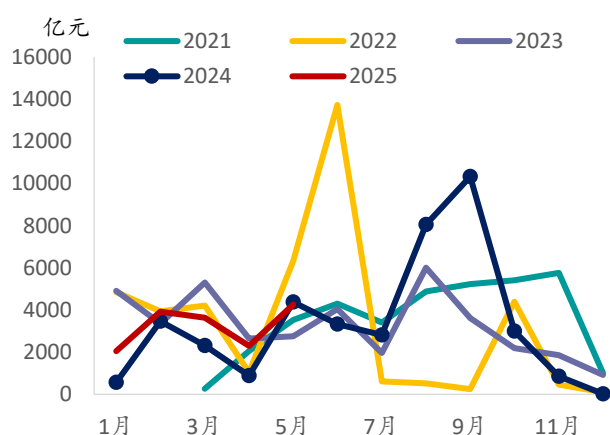
我们认为经济现状短期内尚不足以触发显著的经济刺激。虽然经济前景仍面临一定挑战，但是在中美关税谈判尚算顺利展开、经济复苏动能并未显著下滑的情况下，我们认为短期内政府仍会将重点放在 4 月下旬政治局会议后提出的政策落实和观望成效上。在预计于 7 月下旬召开的季度政治局经济会议上，我们估计政府或不会发布显著的增量政策措施。考虑到房地产相关数据的走弱，政治局会议或对房地产行业的止跌回稳做出新的部署。中期来看，考虑到尚不均衡和稳固的经济复苏，以及今年以来已经增加的 30% 出口到美国商品关税影响的逐渐显现，我们认为政府最快在 9 月或加码政策刺激。

（一）财政政策

财政政策的执行力度在 5 月有所加快。在 4 月政治局会议提出要加强地方政府专项债和特别国债的加快发行和使用后，我们看到两者的发行在 5 月明显加快（图表 16）。叠加预算内支出力度加大，我们估算的月度广义财政赤字率在 5 月显著提升近一个百分点到 10.8%，创下了 2022 年 8 月以来的新高（图表 17）。截止到 5 月底，地方政府专项债已发行 1.6 万亿元，特别国债已发行 3930 亿元。接下来还剩 2.8 万亿元地方政府专项债和 0.9 万亿元特别国债的额度（总共 3.7 万亿元，占全年额度的 65%，图表 18）。我们认为短期内财政政策的重点依然是加快这些政府债券的发行和使用。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 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。

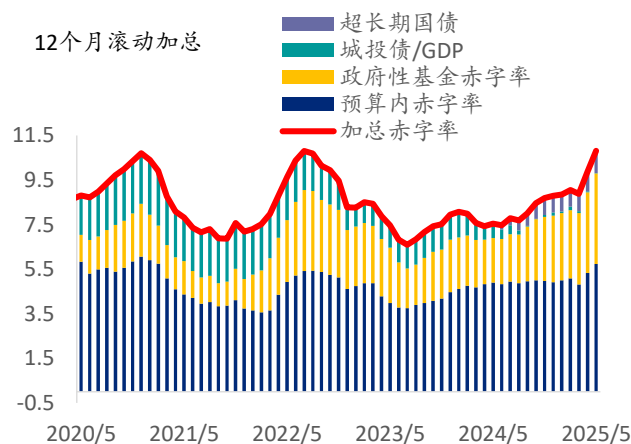
在具体的资金使用上，促消费和稳投资仍是两大主线。在促消费方面，潜在的全国性生育补贴政策的发布值得期待：在 6 月 10 日的国新办发布会上，财政部社会保障司负责人表示抓紧建立实施育儿补贴制度，相关工作正加快推进。促服务消费的重点或放在落实新设立再贷款的投放上，我们此前所设想的、直接向服务消费进行消费补贴的政策可能还需要耐心等待。近期有媒体报道多地家电“以旧换新”补贴暂停。中国家用电器商业协会常务副秘书长吴成建表示这主要是国补资金在接续上存在断档期，现在各地有的第二批资金基本上已经拨付到位了，有的第二批资金还正在拨付，第三批资金规划也正在进行中。我们认为在 3,000 亿元专项资金使用完毕后，如有必要，该项目的资金规模仍有扩张空间。在稳投资方面，我们相信“两重”“两新”依然是重点所在。根据[央视](#)报道，今年以来，国家已安排近 5000 亿元支持“两重”建设，一批“两重”建设标志性工程项目正在加力推进。国家发改委争取在 6 月底前，将今年全部的“两重”建设项目清单力争下达完毕。

图表 16：5 月地方政府专项债发行节奏有所加快



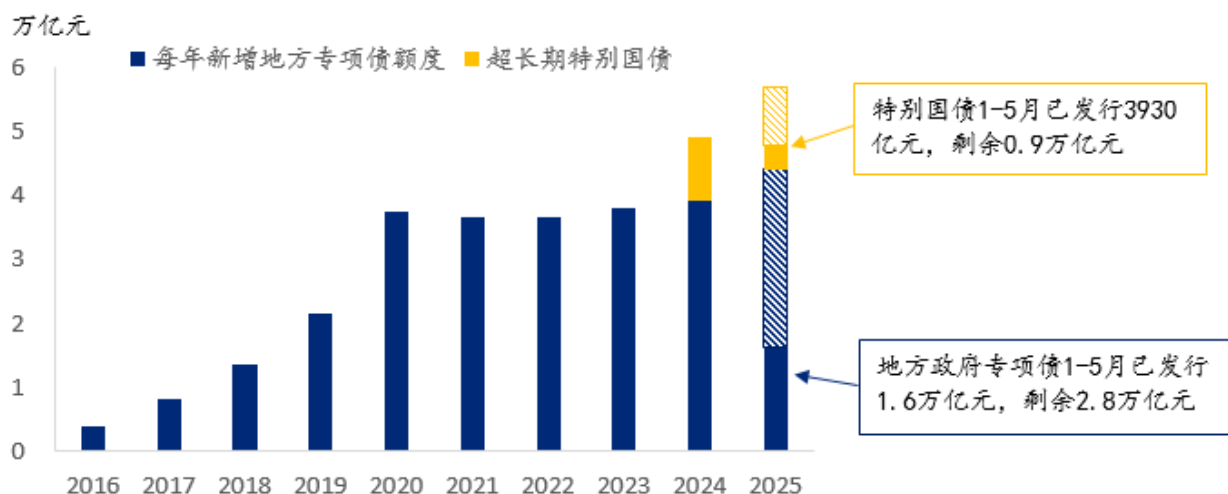
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 17：我们估算的月度广义财政赤字率在 5 月显著提升近一个百分点到 10.8%



资料来源：同花顺、浦银国际估算

图表 18：今年 6-12 月还剩余 2.8 万亿元地方政府专项债和 0.9 万亿元特别国债额度



资料来源：同花顺、浦银国际

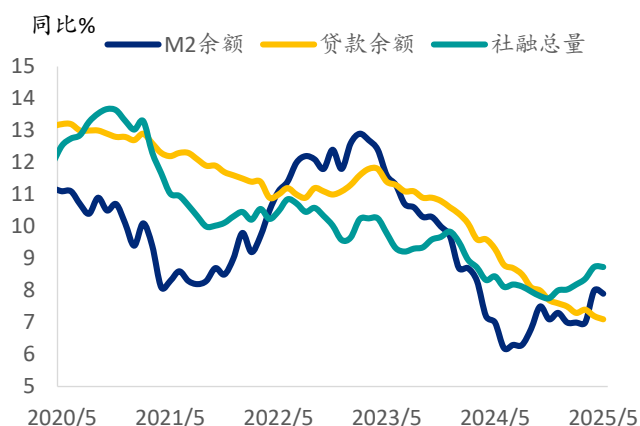
(二) 货币政策

5 月数据显示流动性依然充裕，信贷需求依然薄弱。去年 12 月起社融增速加快的趋势在 5 月停止——5 月社融增速持平在 8.7%，M2 增速亦小幅下滑 0.1 个百分点到 7.9%（图表 19）。细分信贷数据来看，企业贷款依然较弱，较去年同期下降 2100 亿元，一定程度上受到了关税担忧和地方债务置换的影响。居民贷款较去年同期亦下降了 217 亿元（图表 20）。但从供给的角度来看，在 5 月 7 日一系列货币宽松政策的操作下，流动性依然充裕，短期市场利率指标稳中有降（图表 21）。

我们预计下半年还有 50 个基点的降准和 10-20 个基点的降息。短期来看，鉴于 5 月 7 日发布的一系列货币宽松政策（包括降准降息和新增再贷款）以及中美贸易谈判进展目前尚算顺利，我们预计政府或更重视已经宣布的各项再贷款额度的使用，以及观察 5 月 7 日发布的一系列政策的成效。央行短期内或不会再次采用降准降息这种全面性的货币工具，不过使用结构性工具进行定向调节的可能性仍存，尤其在房地产领域。

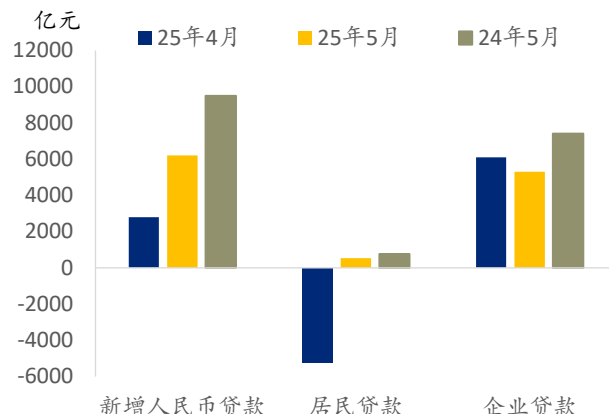
中期来看，在通胀低迷的情况下，实际贷款利率在货币宽松环境下不降反增（图表 22），信贷需求也依然疲软，仍存在进一步下调政策利率的必要性。从政策空间来看，预计的美元指数和美国 10 年期国债收益率的走低打开了降息的外部空间。商业银行净息差的继续收窄或制约一部分降息空间（图表 23）。然而从去年 9 月的经验来看，央行同步降准降息以及下调存款利率（图表 24）等操作或有利于减少降息对银行息差的负面影响。因此，我们预计下半年央行还会降准 50 个基点，并降息 10-20 个基点，降息和降准或仍是同步公布和执行。

图表 19: 去年 12 月起社融增速加快的趋势在 5 月停止, M2 增速亦小幅下滑 0.1 个百分点到 7.9%



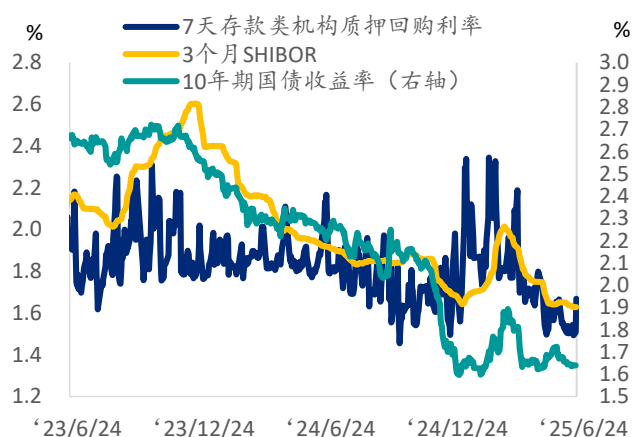
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 20: 企业贷款依然较弱, 较去年同期下降 2100 亿元, 或受到了关税担忧和地方债务置换的影响



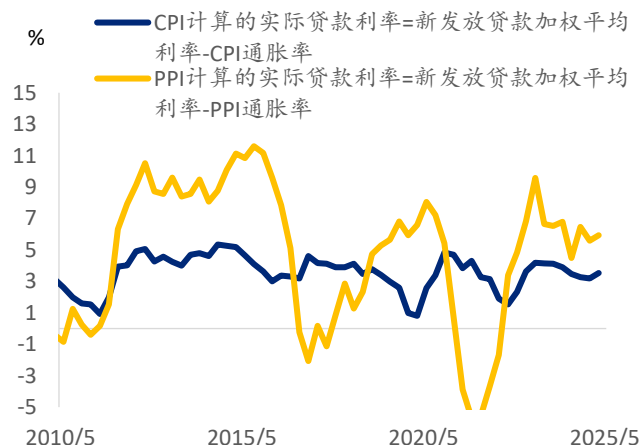
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 21: 短期市场利率指标稳中有降



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 22: 由于低迷的通胀, 实际贷款利率在货币宽松环境下不降反增



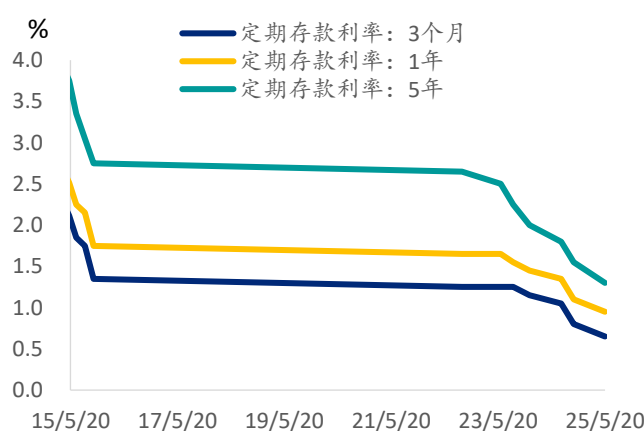
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 23: 商业银行净息差今年一季度继续缩小



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 24: 五大行平均存款利率伴随降息调低



资料来源: 同花顺、浦银国际

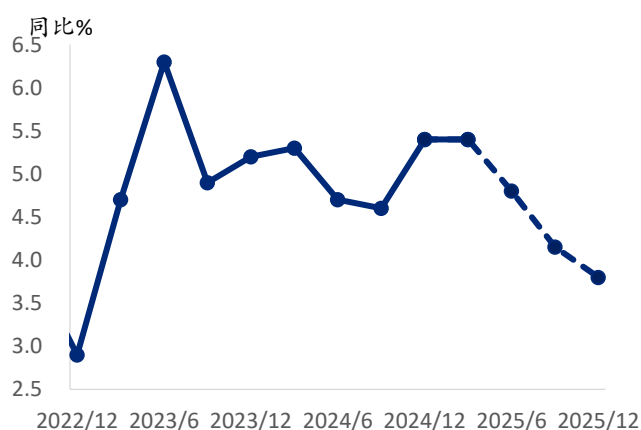
（三）房地产政策

供需两端仍需协同发力。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，尽管并未推出具体增量措施。在供给端，我们认为政府或加大推动房地产去库存的政策力度，专项债支持收地收储和 100 万套货币化安置城中村和危旧房改造等工作或有所加快。预告已久的央行收地专项再贷款也有望设立。在需求端，我们预测的降低住房公积金贷款利率已成功兑现。接下来如果房产销售动能仍未有明显好转，那么政府还可以考虑提供契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠等。

经济增长展望

二季度经济增速或继续维持在 5.0%附近的较高水平上。考虑到 4-5 月实体经济数据发布情况，以及 6 月至今的高频数据，我们认为二季度经济增速或仍可维持在 5%附近。虽然投资相关数据 4 月以来转弱，但是进出口依然维持韧性，消费数据继续改善。往前看，我们估计此前加征关税的影响将在下半年逐渐显现，下半年经济增速或下滑至 4.0%上下（图表 25）。全年来看，我们维持全年 4.5%的经济增速预测不变。以上经济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 4.7%（图表 26）。

图表 25：季度实际 GDP 增速预测



资料来源：同花顺、浦银国际预测

图表 26：不同关税假设下的全年经济增速预测

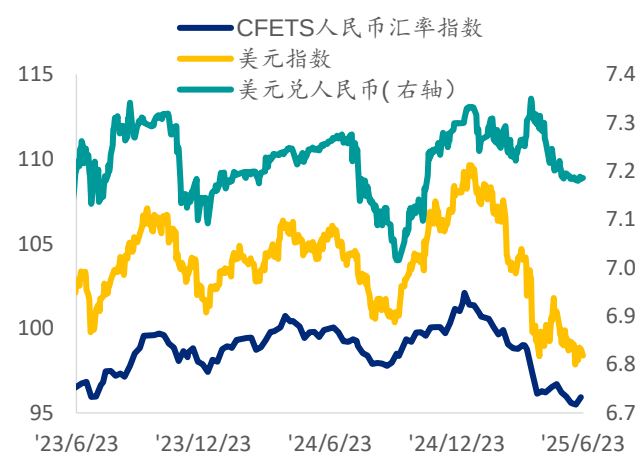
关税假设	具体内容	概率	2025年 GDP 预测
基本假设：维持现状	当前以芬太尼为由对华加征的 20% 和“对等关税” 10% 关税维持到年底	60%	4.50%
悲观情景：冲突升级	24% 暂缓对等关税在 90 天暂缓期后仍需加征	20%	4.00%
乐观情景：冲突降级	以芬太尼为由加征的 20% 关税被取消，仅保留 10% “对等关税”	20%	4.70%

资料来源：浦银国际估计

汇率展望

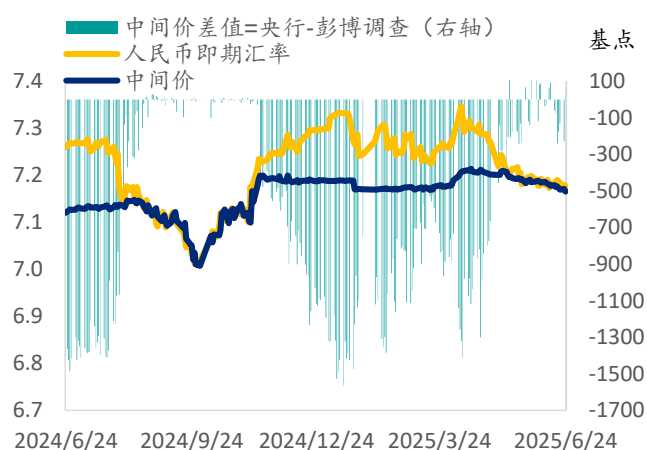
我们预计今年接下来人民币兑美元汇率或在 7.1-7.3 的区间内波动，并在四季度更为靠近波动区间的弱端。6 月以来，美元指数一直稳定徘徊在 98 附近，而人民币兑美元汇率亦稳定在 7.18 附近，同期 CFETS 指数也基本维持稳定（图表 27）。在经济数据发布和中美贸易关系均无显著变化的情况下，汇市亦维持相对稳定。往前看，我们认为下半年人民币或缺乏继续升值的动能。一方面，考虑到今年美国对华加征的 30% 关税，央行或并不希望人民币继续升值，损害出口。从央行制定的中间价和彭博社调查的差值来看，央行 6 月以来已经基本退出汇市干预（图表 28）。另一方面，如果经济走势和我们预期的一致，潜在的经济增速的逐渐放缓和出口增速的下滑也将影响人民币预期，虽然这可能会被美元贬值部分抵消。我们将接下来人民币兑美元汇率的波动区间预测从上个月时的 7.1-7.4 略微收窄到 7.1-7.3，这主要是因为我们 [本月下调了美元指数的年底点位](#) 预测到 95（此前为 98）。我们依然预计在四季度人民币汇率会更为靠近波动区间的弱端。

图表 27：6 月以来不论是人民币还是美元汇率均较为稳定



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 28：从央行制定的中间价和彭博社调查的差值来看，央行 6 月以来已经基本退出汇市干预



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 29：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
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？
2024 年 7 月 15 日	二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力
2024 年 6 月 20 日	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？
2024 年 6 月 17 日	5 月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
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

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

