



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

中美关系：关税战全面爆发，谈判曙光初现。特朗普二次上任后已加征中国商品关税税率高达 145%，基本阻隔中国商品直接出口至美国。我们预计关税战或影响中国 GDP 年均 1.5~2 个百分点。不过按照出口结构，美国对智能手机等电子产品相关“对等关税”的豁免政策或暂时减少 20% 的影响。不过，从 4 月 22 日起，特朗普政府对中国高关税政策态度似乎有所软化。中方也在 5 月初表明正在评估和美国商谈关税的可能性，双方贸易谈判初现曙光。我们预计在 1 个月内双方会开始进行贸易协商。然而要达成类似一阶段贸易协定的贸易协议或还需耐心（上次花了约一年半的时间）。然而，当前关税税率确实太高，或可在协商过程中就开始降关税。这将有利于中国投资和消费信心的恢复。

数据回顾：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期，但二季度起经济或面临重重挑战。强劲的一季度 GDP 和 3 月实体经济数据部分受益于因关税战担忧而前置的生产和出口，此前的刺激政策也帮助改善了消费和投资。尽管如此，低迷通胀和房地产下行周期等核心问题尚未得到显著改善。尤其是高频数据显示房产销售 4 月同比下滑显著。而对一季度 GDP 贡献高达 2.1 个百分点的净出口，从二季度起或也因为关税战面临严峻挑战。毫无疑问，我们在去年 11 月发布的 [2025 年展望报告](#) 作出的 4.5% 的全年经济增速预测正面临较大的下行风险。

政策展望：财政政策短期重加快执行，货币政策二季度降准降息仍可期。正如我们 [此前](#) 预测的，4 月的政治局会议（简称“会议”）将重点放在两会已公布政策刺激的加快落实，以及预告/暗示后续政策刺激。财政政策上，短期重点在两会政策的加快实施，尤其是专项债和特别国债的发行和使用。刺激政策加码或要等到下半年，最快在 7 月底的半年度政治局会议——我们预计会追加 1%-1.5% GDP 的财政资金支持以对冲关税影响。在具体的资金使用上，4 月政治局会议将促消费重点放在提高中低收入群体收入和大力发展服务消费。稳投资重心在“两重两新”。二季度货币政策的重心从会议来看似乎在结构性工具的使用上。不过我们认为如果接下来数据体现出显著的关税影响，二季度仍有望降息降准：预计二季度降息 10-20 个基点，降准 50 个基点。我们在 [4 月中](#) 将全年的降准预测上调至 100 个基点，降息预测上调至 30-40 个基点。稳外贸政策或“边走边看”，根据企业需要加码。房地产政策上可关注需求端增量措施。

汇率展望：人民币或在全面关税战的背景下小幅贬值。在 4 月起美元指数快速贬值的情况下，人民币并未明显升值，而是维持基本稳定，对一篮子货币的 CFETS 指数略微下跌。往前看，我们认为央行或允许人民币在市场驱动下小幅贬值，略微缓解出口压力。然而，这次美国加征的关税税率确实太高，汇率工具能起的作用或相当有限，再考虑到中美利差、美国衰退担忧等因素，我们认为此次贬值幅度或远远不及上次关税战。

投资风险：后续政策刺激和政策成效不及预期；消费复苏动能转弱；中国房地产行业迟迟没有企稳；中美经济脱钩往金融和科技领域深化。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 5 月 2 日

浦銀國際

宏观洞察

月度中国宏观洞察



扫码关注浦银国际研究

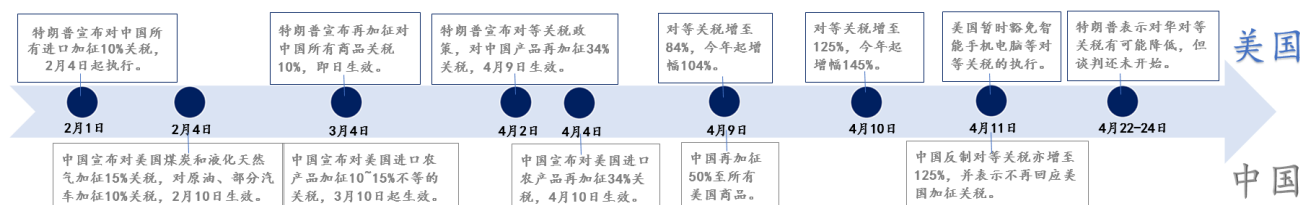
月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税

中美关系：关税战全面爆发，谈判曙光初现

4月2日特朗普宣布“对等关税”后，中美关税战全面爆发。特朗普一开始将中国商品的对等关税定在34%，而后在中国发起反制措施之后，两国关税战迅速升级。特朗普二次上任至今，美国对中国商品的加征关税幅度已达145%之高。高额的对华关税或基本阻隔中国商品直接出口至美国（图表1、图表2）。考虑到中美贸易顺差占到中国2024年GDP约2%，我们认为关税战的影响或将不会超过此数字，或在年均1.5~2个百分点之间。不过，美国白宫在4月11日更新其[豁免清单](#)，将智能手机、电脑和其他电子设备暂时排除在“对等关税”政策之外。受豁免的相关产品出口占2024年中国对美国总出口的20%左右（价值约1,000亿美元）。这一豁免如果持续，或可以减小对中国经济20%左右的伤害。然而，豁免或并不能持续：美国商务部已经在4月14日宣布启动对芯片和药品进口调查。在调查完成后，美国大概率会就这两个行业亦加征关税。

不过，从4月22日起，特朗普政府对中国进口商品加征高关税政策的态度似乎有所软化。特朗普在会见了沃尔玛等公司掌门人之后态度软化，表示对中国的高额关税或下降，具体取决于双方协商情况。据[报道](#)，与会企业家们称进口税可能扰乱供应链并抬高商品价格。有关几周后商铺货架可能空空如也的警告似乎触动了特朗普。华尔街日报称，对中国商品的关税可能最终下调至大约50%-65%之间。然而在25日，特朗普又表示不会降低对中国的关税，除非北京方面提供实质性回报。据[彭博社](#)5月2日报道，中国正在评估和美国展开贸易对谈的可能性。虽然至今为止双方似乎并未开始正式的贸易对话，但是伴随着美方态度的软化，我们认为在1个月内双方或开始贸易协商。然而要达成像上次关税战的一阶段贸易协定那样的协议，还有很长的道路要走——上次从2018年6月关税战开打到2020年1月签署一阶段经贸协议，花了一年半的时间。然而，当前双边关税税率确实太高，或并不一定需要等到完全达成协议才开始降关税。如果在短期内，双方能达成共识适当降低现有的高关税税率，那么对中国的投资和消费的信心将均有一定帮助。对出口能否有帮助则取决于降幅：如果关税税率仍高达60%以上，那么出口或仍将被基本阻隔。

图表 1：中美关税战 2.0 时间线



注：数据截至 2025 年 4 月 24 日

资料来源：美国白宫、中国商务部、新闻整理、浦银国际

图表 2：中美关税税率变化图



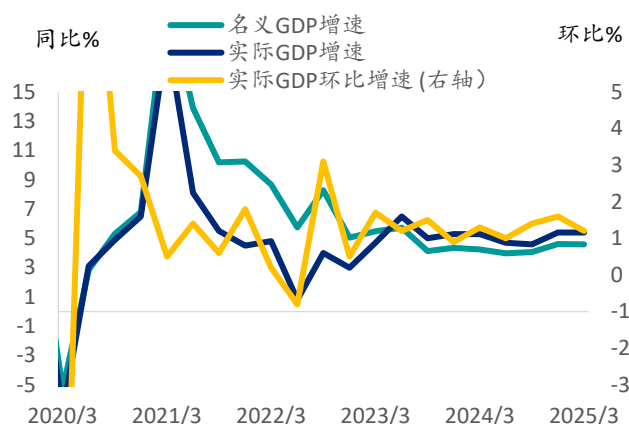
资料来源：PIIE，浦银国际

注：PIIE 的计算综合考虑了豁免项目，所以美方对中国出口的平均关税税率计算在 124%，中国对美国出口的平均关税在 147.6%。

数据回顾：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期， 但二季度起经济或面临重重挑战

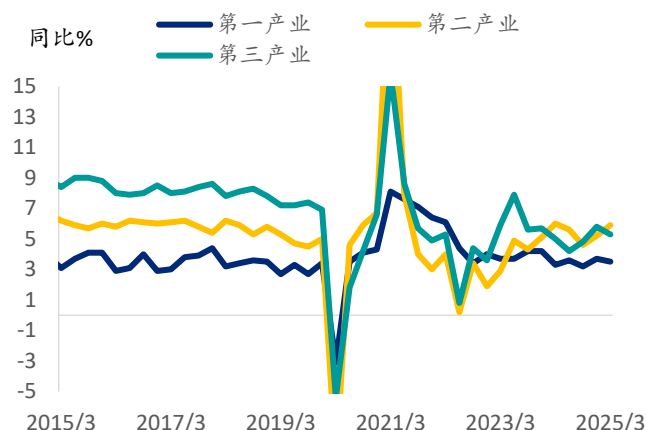
一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期。一季度实际经济同比增长 5.4%（与上年四季度持平），好于市场预期（图表 3）。从分行业（图表 4）和支出法（图表 5）细分数据来看，强劲的制造业 GDP 增速和进出口表现是主要推动力，这其中因有美国关税担忧而前置生产和出口的影响。单看 3 月数据，消费、投资和工业生产数据均改善且好于预期（图表 6）。细分投资数据表明，基建投资和制造业投资增速边际改善，房地产投资跌幅略微扩大（图表 7）。尽管如此，低迷通胀和房地产下行周期等国内经济核心问题尚未显著改善。

图表 3: 一季度名义和实际同比经济增速均与去年四季度持平, 但实际环比经济增速下滑



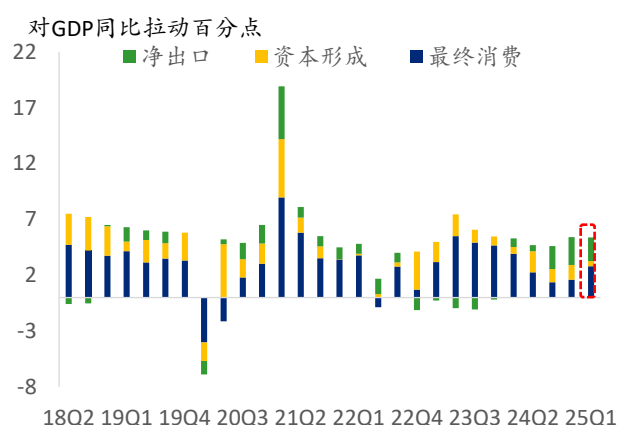
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 4: 分行业看, 第二产业经济同比增速的大幅加快是最大推动力



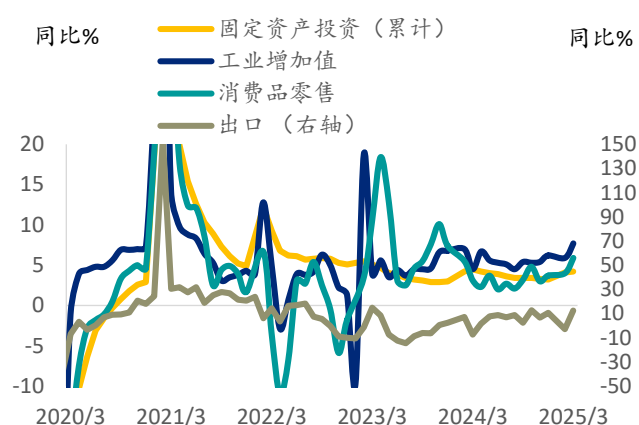
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 5: 净出口对一季度 GDP 经济增速贡献高达 2.1 个百分点



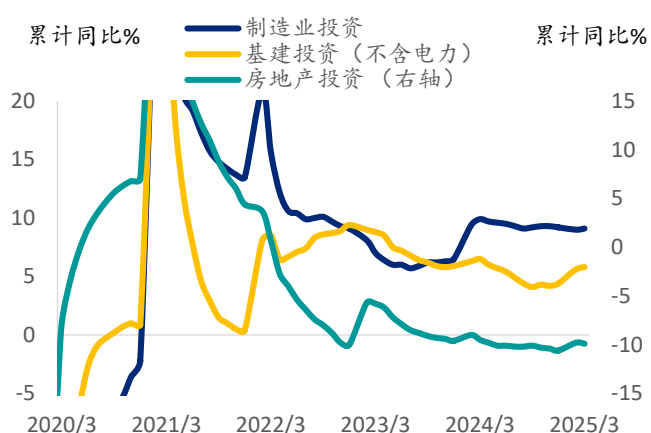
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 6: 3 月实体经济数据均好于市场预期改善



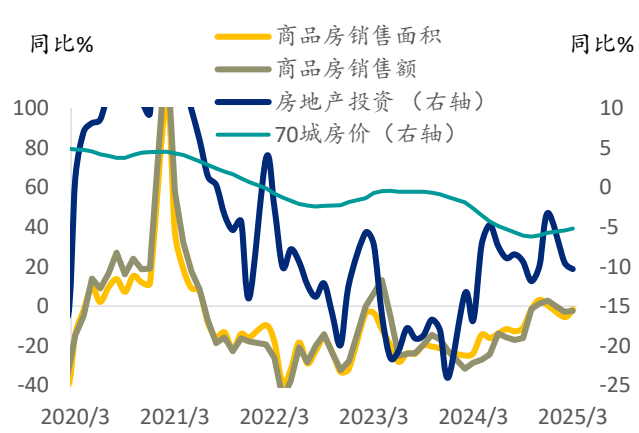
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 7: 基建投资和制造业投资增速边际改善, 房地产投资跌幅略微扩大



资料来源: 同花顺、浦银国际

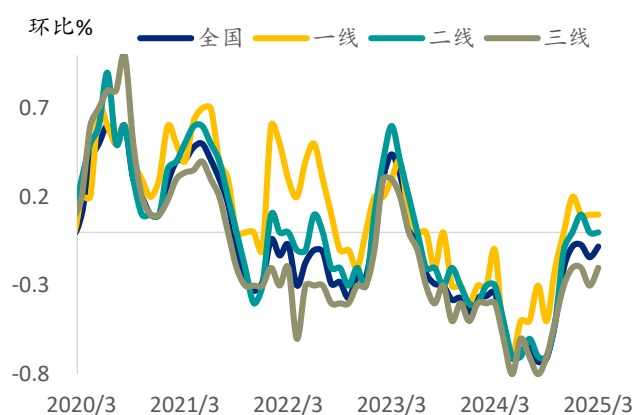
图表 8: 从我们自己推算的同比增速来看, 3 月房地产销售略微改善



资料来源: 同花顺、浦银国际

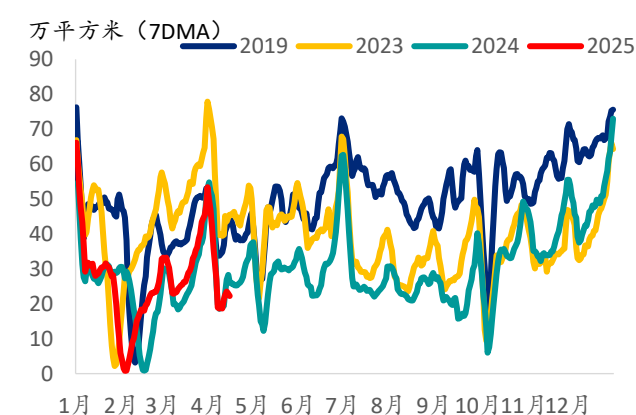
从二季度起，经济或面临重重挑战。首先，虽然3月房地产销售（图表8）和房价（图表9）数据继续边际改善，但是4月（截至29日）的房产销售显著下滑，较去年同期跌近15%（图表10）。而该数据3月同比增速是正的7.3%，虽然3月数据也部分受到了春节错位效应的正面影响。这令人担忧此前政策成效是否已经开始淡出，居民购房信心或又开始下降。其次，虽然消费数据改善明显，但是CPI同比通胀率连续两个月为负（图表11）。此外，尽管我们相信消费品“以旧换新”政策将继续发力，3月高达30%左右的通讯器材、家电和家具销售增速或难以持久（图表12），更何况关税战和房产销售的走弱亦有可能动摇消费信心。4月（截至27日）的乘用车当周厂家日均零售数量已经开始下滑，尽管仍略好于去年同期（图表13）。最后，一季度强劲的出口表现或不能持续。3月出口增速超预期加快至12.4%（图表14）。出口抢跑使得净出口对一季度GDP经济增速贡献高达2.1个百分点。然而在4月初中美关税战全面爆发之后，二季度起出口增速或大幅下滑。净出口或逐渐变成GDP贡献的拖累项。从先行的PMI指标来看，4月制造业PMI超预期下滑至49（3月：50.5，图表15），重新回落至收缩区间。其中，新出口订单子分项的走低是主要原因。该项目的走低也拖累了新订单和生产（图表16）表现。毫无疑问，我们4.5%的全年经济增速预测正面临较大的下行风险。

图表 9：3 月 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅较 2 月略微收窄



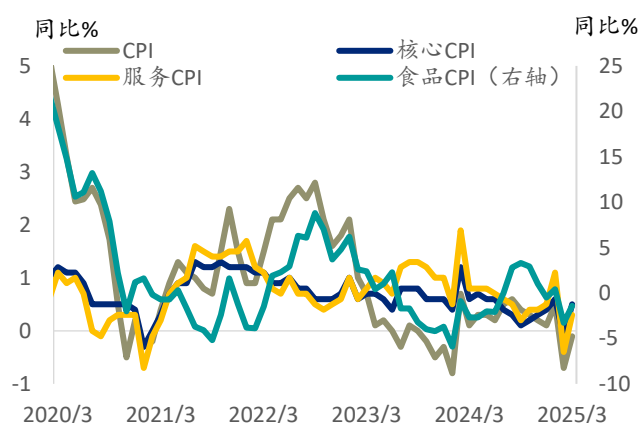
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 10：30 大中城市商品房销售 4 月前 29 天同比跌 14.7%，3 月同比 7.3%正增长



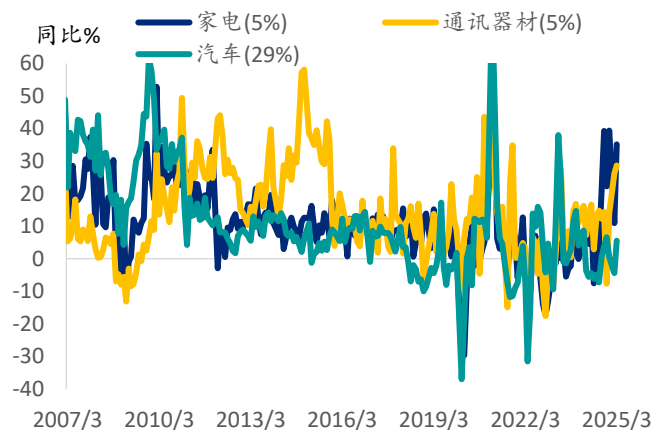
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 11：CPI 同比通胀率连续两个月为负



资料来源：同花顺、浦银国际

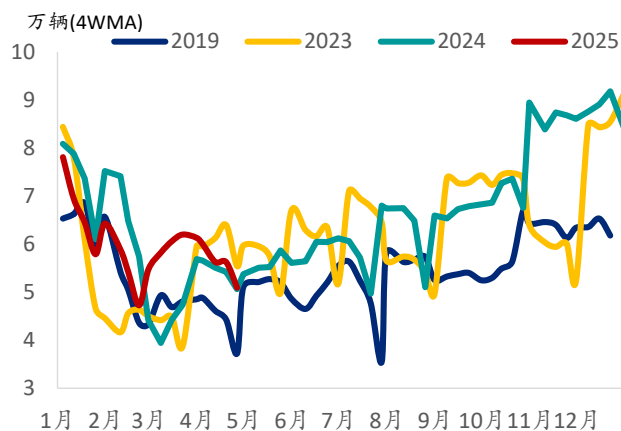
图表 12：3 月高达 30%左右的通讯器材、家电和家具销售增速或难以持久



注：括号内数字指各分项的社会零售额同比增速

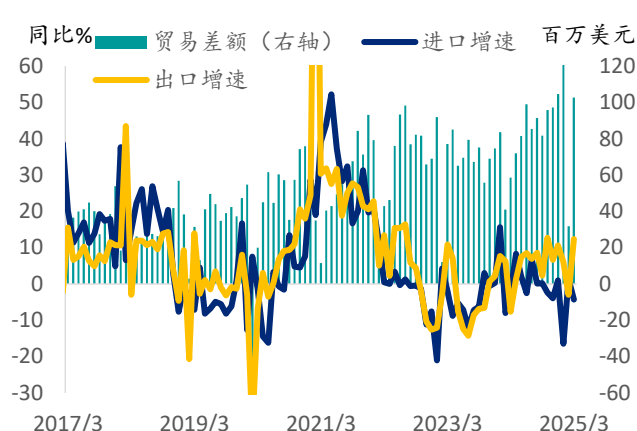
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 13: 4 月（截至 27 日）的乘用车当周厂家日均零售数量已经开始下滑，仍略好于去年同期



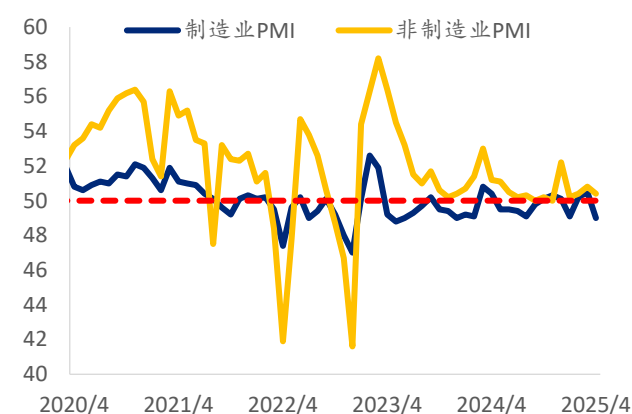
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 14: 3 月出口增速超预期加快至 12.4%，受益于出口抢跑



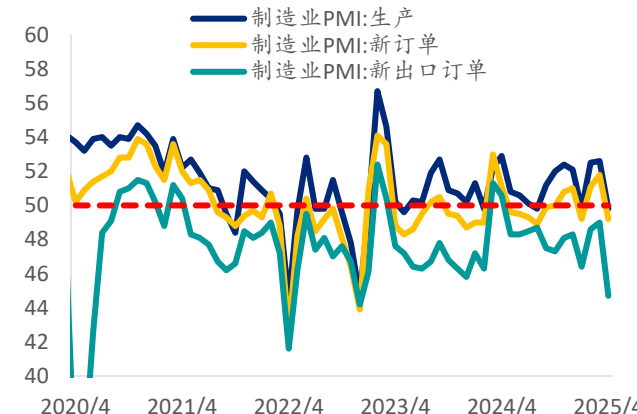
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 15: 4 月制造业 PMI 跌落至收缩区间，非制造业 PMI 亦小幅下滑



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 16: 新出口订单子分项的走低是主要原因，该项目的走低也拖累了新订单和生产



资料来源：同花顺、浦银国际

政策展望

在这样的内忧未解、外患又生的情况下，政策将如何发展呢？4 月的政治局会议为我们提供了一些线索。在 4 月中旬 GDP 数据发布后，我们就曾[判断](#)4 月的政治局经济会议会强调加快落实两会已公布政策刺激、定向推出一些针对受关税政策影响较大的出口企业的政策支持、以及预告/暗示后续政策刺激，但并不会立刻出台显著的增量措施。政治局会议通稿基本符合我们的预期——政府将重点放在了两会制定政策的加快执行上，并表示会根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节。

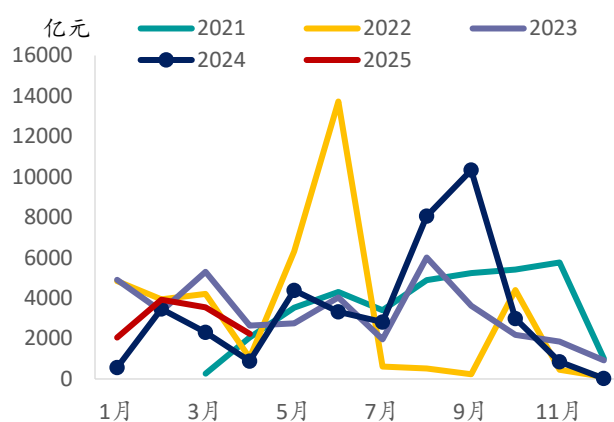
（一）财政政策

短期内财政政策重点或放在两会制定政策的加快执行上。通稿提出要“用好用足更加积极的财政政策。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”。今年以来政府债券发行工作节奏较快（图表 17）。在政府债加快发行的呼吁下，额度用完了之后或有望在下半年增加（图表 18）。为了抵消关税战对经济的负面影响，我们相信政府或在财政刺激方面额外拿出 1%~1.5% GDP 的资金支持。最快可能要等到 7 月的半年度政治局会议。

在具体的资金使用上，会议将促消费重点放在提高中低收入群体收入，大力发展服务消费。在增收减负方面，虽然政治局会议没有特别提及，但是我们认为政府或因为关税战的迅速升级而加快发布全国性生育补贴政策。此外，此次会议将服务消费放到更为重要的位置上。不过提出的措施主要是设立服务消费与养老再贷款，我们此前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。会议通稿并未提及此前对消费促进作用较大的消费以旧换新政策。不过我们认为只要有需要，该项目的资金规模仍有扩张空间，使用领域亦可扩展，例如扩大至服务消费（餐饮、旅游等）和快消品消费、以及增加单品补贴金额。政府也可能鼓励有条件的地方政府推出区域性的促消费政策。

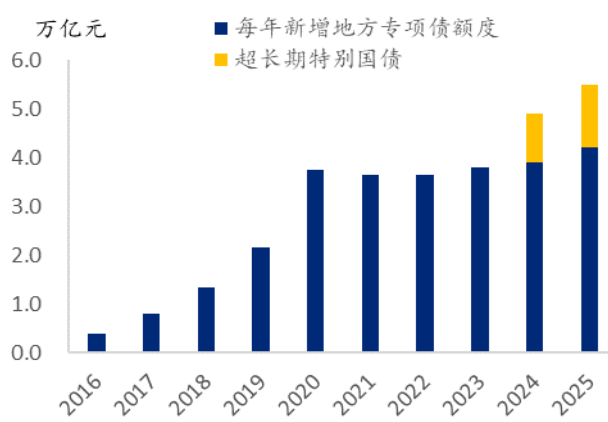
在稳投资方面，我们相信“两重两新”依然是重点所在。会议提出“加大资金支持力度，扩围提质实施‘两新’政策，加力实施‘两重’建设”。会议也提到要“培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业，大力推进重点产业提质升级”。在中国和美国脱钩愈演愈烈的情况下，我们认为用于支持科技创新和传统产业提升的投资今年或大幅增加，尤其在人工智能领域。此外，如果促消费类政策成效不及预期，那么政府或适当放宽使用地方政府专项债投资基建项目和购买存量房和土地的条件。

图表 17：今年以来地方政府专项债发行节奏仍较快



资料来源：同花顺、《政府工作报告》、浦银国际

图表 18：地方政府专项债和超长期特别国债额度下半年仍有增加额度可能性



资料来源：同花顺、《政府工作报告》、浦银国际

（二）货币政策

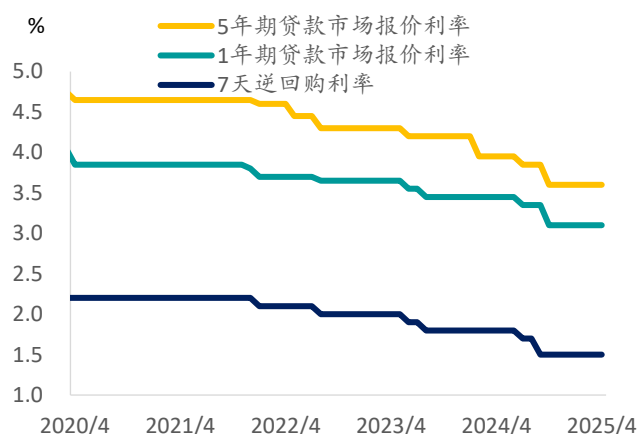
二季度货币政策重点或在结构性工具的使用上，但降准降息仍可期。政治局会议再强调“适度宽松”的货币政策。除了再次强调要“适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济”之外，还特别提出将设立在科技创新、扩大消费、稳定外贸方面的结构性工具。其中稳定外贸的结构性工具这一表述相较两会是新的表述。这或意味着结构性工具可能会是近期货币政策的一个重点所在。不过我们认为如果接下来数据反映出较为明显的关税影响，二季度仍有望降息降准。[此前](#)，我们已经将二季度的降准幅度预测上调至 50 个基点，全年降准幅度亦从 50-100 个基点上调至 100 个基点（图表 19）。此外，我们认为二季度或还有 10-20 个基点的降息，近期美元指数贬值打开了央行降息的外部政策空间，不一定需要等到美联储行动再降息。我们也将全年的降息预期从此前的 20-30 个基点上调到 30-40 个基点（图表 20）。虽然在上次 2018-2019 年的关税战中，央行仅使用了降准，并未使用降息手段，但是此次美国亦处在降息周期上，且面临显著增大的衰退风险，这些情况变化均有利于中国货币政策独立性。

图表 19：我们上调降准预测到二季度 50 个基点，全年 100 个基点



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 20：我们预计二季度或降息 10-20 个基点，全年降息幅度提高至 30-40 个基点



资料来源：同花顺、浦银国际

在稳外贸方面，政治局会议仅提出对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。不过我们相信对这些企业的扶持政策或采取“边走边看”模式，此后会根据企业需要加码。参考上一轮关税战的经验来看（图表 21），政府或对受关税战影响比较大的出口企业（主要是中小型企业）推出定向的信贷支持，帮助出口型企业转型或调整供应链；降低其利息、税收等方面的经营成本等。

图表 21：中国政府在此前贸易战爆发后的应对政策措施

日期	部门	具体内容
2018 年 9 月 28 日	国务院	国务院常务会议进一步降低机电设备、纺织品、建筑装饰材料等 1585 种产品进口关税，自 2018 年 11 月 1 日起实施。关税从 2017 年的 9.8% 下调至 7.5%，2018 年的关税调整可为企业和消费者节省人民币 600 亿元。
2018 年 10 月 7 日	财政部	财政部研究未来更大规模的减税和更积极的财政政策，以稳定增长。税费减免总额预计超过人民币 1.3 万亿元，而全国人大期间确定的目标是人民币 1.1 万亿元。此外，财政部还将支持重大项目建设，并通过提高个人所得税扣除来刺激消费。
2018 年 10 月 7 日	央行	下调部分银行存款准备金率 100 个基点，除了其中 4500 亿元用于偿还到期的 MLF 贷款外，将额外释放流动性 7500 亿元支持实体经济。
2018 年 10 月 8 日	国务院	2018 年 11 月 1 日起，国务院再次提高出口退税率，原 15% 出口和部分 13% 出口退税率提高至 16%；出口退税率 9% 的，税率提高到 10%，有的甚至达到 13%；出口退税率 5% 的，税率提高到 6%，有的甚至达到 10%。该措施不适用于高耗能、高污染、产能过剩相关出口。同时，7 档返利下调至 5 档。
2018 年 10 月 22 日	央行	公布两项新举措支持民营企业融资：1) 宣布新增 1500 亿元再贷款和再贴现贷款额度，用以支持银行向中小企业和民营企业发放贷款；2) 设立民营企业债券融资支持工具。
2018 年 11 月 8 日	银保监会	银保监会主席郭树清要求银行对民企的新增贷款在整体企业贷款中的比例在大银行必须达到 1/3，对中小银行必须达到 2/3。对整体银行系统来说，争取在 3 年的时间内将民企企业贷款在总体企业贷款中的比重提升到 50% 以上，此前大约在 40%。
2018 年 11 月 9 日	国务院	国务院常务会议要求 2018 年四季度中小企业贷款利率降低 1 个百分点，并要求国有企业和政府按时偿还对民营企业的应收账款。
2019 年 1 月 2 日	央行	宣布扩大普惠金融定向降准范围：对授信额度在 1000 万元以下的中小企业贷款实行定向降准，此前标准为 500 万元。
2019 年 1 月 9 日	国务院	国务院常务会议公布减轻中小企业税负的新举措，预计每年减轻 2000 亿元税负。
2019 年 1 月	央行	央行分两次降低存款准备金率，分别在 15 日和 25 日降低 50 个基点，排除了偿还到期的 MLF 贷款之外，约释放 8000 亿元永久性流动性。
2019 年 2 月 14 日	国务院	发布《关于加快民营企业 IPO 和股权再融资的新指导意见》，我们预计民企进入资本市场的融资渠道将有所拓宽。
2019 年 5 月 6 日	央行	宣布在 5 月 15 日对农村中小银行下调存款准备金率最多 3.5 个百分点到 8%，注入 2800 亿元永久性流动性。
2019 年 9 月 6 日	央行	宣布在 9 月 16 日下调整体存款准备金率 50 个基点。为了进一步扩大对小微企业和民企的贷款支持，城市商业银行的存款准备金率分两次在 10 月 15 日和 11 月 15 日下调，共下调 100 个基点。两项降准操作总共释放 9000 亿元流动性。

资料来源：新闻报道、浦银国际

（三）房地产政策

在房地产政策上，政治局会议主要延续此前会议的表述。通稿重点强调“城市更新行动，有序推进城中村和危旧房改造……加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策”。往前看，从需求端来看，4月以来房地产销售动能开始转弱，再加上中美关税战对居民购房信心的潜在影响，我们认为政府或在需求端加码政策支持。潜在措施包括在《提振消费专项行动方案》中已经提及的降低住房公积金贷款利率、提供契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠等。

从供给端来说，去年年底已预告政策的落实依然是短期焦点所在，包括专项债支持收地收储、央行收地专项再贷款的设立和100万套货币化安置城中村和危旧房改造等。中期来看，如果政策成效不及预期，政府仍有空间扩展“白名单”信贷规模和货币化安置城中村改造的规模以及提供更多更便宜的资金支持房企去库存（图表22）。

图表 22：我们预测的今年房地产相关增量政策措施预测汇总

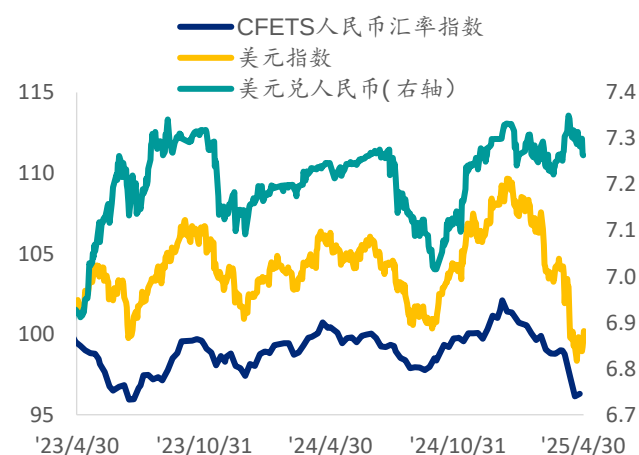
方向	内容	2024 年	短期政策预期	全年政策预期
供给	专项债收地收储	预告	今年至少 8000 亿元资金用于收地收储	
	收地专项再贷款	预告将设立	初始规模预计在 3000 亿元	
	白名单项目信贷规模	年底翻倍到 4 万亿元	进一步扩大	
	保障性住房再贷款	3000 亿元	/	若必要，可再加码且降低借贷利率
	货币化安置城中村改造	已宣布 100 万套	落实 100 万套	若必要，可扩容到 220 万套 35 城上限
需求	下调房贷利率	取消房贷利率下限，下调存量房贷利率和个人住房公积金贷款利率	降低住房公积金贷款利率	
	下调首付比例	两次下调	/	/
	其他		契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠	

资料来源：新闻整理、浦银国际预测

汇率展望

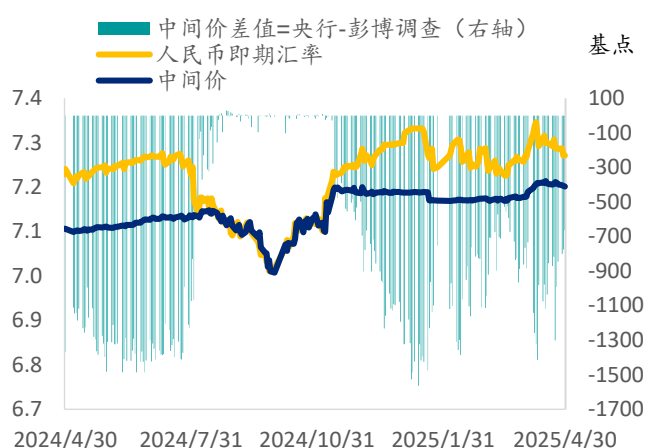
人民币或在全面关税战的背景下小幅贬值。在 4 月起美元指数大幅贬值的情况下，人民币并未明显升值，而是维持稳定。因此，人民币对一篮子货币的 CFETS 指数略微下跌（图表 23）。这可能有两方面原因：一方面，中国并没有像其他国家一样被豁免了“对等关税”，而是和美国全面爆发关税战。关税战对投资中国的信心也造成一定影响；另一方面，央行也并不希望人民币现在升值，进一步影响出口。从央行制定的中间价和彭博社调查的差值来看，央行仍在人民币兑美元汇率突破 7.3 之后略微加大干预，回到 7.3 以内后减小干预（图表 24）。另外，此次政治局会议通稿并没有像以往那样提到人民币的稳定性。因此，往前看，我们认为央行或允许人民币在市场驱动下小幅贬值，略微缓解出口压力。然而，这次美国加征的关税税率确实太高，外汇方面可能起的作用或相当有限，再考虑到中美利差、美国衰退担忧等因素，我们认为此次贬值幅度或远远不及上次关税战。

图表 23：在 4 月美元指数大幅贬值的情况下，人民币并未明显升值，CFETS 汇率指数略微下跌



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 24：从央行中间价和彭博调查的差值看，央行仍会在人民币兑美元升至 7.3 以内后减少干预



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 25：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
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

