



# 货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？

**核心观点：**我们预计接下来政策刺激还将继续加码，尤其是在财政和房地产领域。(1) 财政政策上，预计在 10 月下旬召开的全国人大常委会会议或会宣布增发 2-3 万亿元特别国债用于刺激消费和化解地方债务风险。在促消费方面，政府或考虑推出税收或社保方面的优惠政策，帮助居民、尤其是中低收入群体，增加可支配收入以支持消费。大规模设备更新和消费品以旧换新政策措施也有进一步扩容空间。在稳投资方面，我们相信加快超长期特别国债和地方政府专项债的发行以及扩展其使用范围或仍是政策重点之一。此外，国家发改委有望推出更多储备项目以稳定基建投资。(2) 房地产政策上，在中央政治局会议罕见提出“要促进房地产市场止跌回稳”的具体要求之后，我们相信房地产调控政策、尤其在供给端，将继续发力。中央层面提供更多以及更便宜的资金支持收购房企存量房仍是扭转此轮房地产下行周期的关键所在。收购房企存量土地的政策细节也值得关注。(3) 货币政策上，四季度除了已经预告的 25-50 个基点降准之外，我们预计央行或再降息 20 个基点。此轮政策刺激规模或有望超过去年下半年政策开始转向后的历次增量政策措施。

9 月 24 日宣布的刺激政策超出预期，9 月底召开的政治局经济会议亦突出强调对经济发展的重视。9 月 24 日的国新办发布会宣布了一系列货币宽松政策，以及房地产和资本市场支持政策（图表 8）。整体规模超过我们和市场的预期。仅两天后，[政治局经济会议通稿](#)进一步确认政策宽松基调。往年，三季度政治局经济会议通常视乎经济形势在 10 月召开，而此次罕见地提前到 9 月底。此外，相较此前历次政治局经济会议更加侧重于指明大致工作方向，此次[会议通稿](#)对未来政策走向的表述更为具体和直接。诸多线索均让我们倾向于相信，此轮政策刺激规模或有望超过去年下半年政策开始转向后的历次增量政策措施。

**市场信心大受鼓舞。**截至 9 月 30 日，沪深 300 指数较 9 月 23 日上涨 25%，人民币兑美元汇率同期亦小幅升值 0.6%（图表 1）。叠加财政政策亦将加码的预期，我们相信这些政策在短期内将提振投资者对中国资本市场的信心。而在刺激政策陆续揭开面纱之后，中长期信心的复苏还有待观察政策措施的执行和经济基本面的改善情况。此外，即将在 11 月 5 日揭晓的美国大选结果也值得关注。

在此份报告中，我们将梳理近期的政策发布情况和政策定调变化，同时分享我们对短期内政策的展望。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen\_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024 年 10 月 2 日



扫码关注浦银国际研究

## (一) 货币政策

央行罕见地同时宣布降准降息，后续或还有降准降息。在 9 月 24 日发布会上，央行行长潘功胜表示，50 个基点的降准将释放约 1 万亿元长期流动性，而 20 个基点的 7 天期逆回购操作利率下调则将带动贷款市场报价利率(LPR)和存款利率也将随之下行 0.2 到 0.25 个百分点，对银行业净息差影响较为中性（图表 2）。国家金融监督管理总局局长李云泽亦宣布国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本。据彭博社报道，注资规模或高达一万亿元，该举措将帮助银行减轻来自降息和降存量房贷利率的盈利压力。

往前看，宽松的货币政策仍将继续。在 8 月实体经济数据发布后，我们就曾预计央行或将降准 25-50 个基点，降低存量房贷利率和/或再次降低政策利率 10 个基点。而 9 月 24 日宣布的政策举措，不论是降息降准的规模，还是罕见地在同一时间宣布降息降准均超过了我们和市场的预期。这凸显了政府稳定经济增长的决心。我们预计宽松的货币政策或继续，除了潘行长已经预告的四季度 25-50 个基点降准之外（图表 3），我们认为如有必要，央行仍可能在年内再次降息 20 个基点（图表 4）。从外部条件看，美联储 9 月降息幅度超预期，正式开启降息周期，且后续仍可能有单次 50 个基点的降息。从内部条件来看，中国央行在降低政策利率的同时调低存款利率的降息方式使得央行仍有小幅降息空间。央行亦可能积极使用结构性工具（尤其是再贷款工具）以达到支持重点行业和特定领域的目的。

## (二) 房地产政策

924 发布会上央行宣布 5 条措施促房产销售和支持房企经营，紧接着 9 月 26 日的政治局会议进一步明确要促进房地产市场止跌回稳。具体地看：

1. 9 月初已有传闻的降低存量房贷利率终于兑现——央行宣布引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，潘行长表示预计平均降幅在 0.5 个百分点左右，将惠及 5000 万户家庭，平均每年减少家庭利息支出 1500 亿元左右。该举措或有助于促进消费，然而对促进房产销售作用或较为有限。
2. 需求端政策继续放松。全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25% 下调至 15%。随后，响应政治局会议“调整住房限购政策”的号召，广州宣布楼市取消限购，上海发布了调整限购、降首付、降低住房交易税收成本等的 7 条楼市新政，深圳亦调低了首套和二套住房贷款的首付比例。在上一轮政策放松周期中，全国性降首付发生在 2014 年 9 月，而房产销售面积同比增速在 2015 年 4 月转正，相隔半年左右。而此轮放松周期中，虽然在全国性降首付（2023 年 8 月 31 日）发生半年后，房产销售同比增速仍未转正，但是从今年 4 月起，房产销售跌幅开始收窄，尽管低基数效应也发挥了作用（图表 5）。伴随着 517 政策加码，收窄趋势得以延续但近期政策作用有所减退。在此背景下，再次加码需求端政策或有助于延续房产销售的复苏动能，不过我们认为房产销售在四季度就企稳（同比增速转正）或仍有难度。

3. **保障性住房再贷款政策细节优化。**5月央行创设的3000亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由60%提高至100%。此前，由于资金成本以及银行参与意愿较低等原因，政府出资购买存量房的政策执行效率较低，截止到今年二季度末资金使用规模仅为120亿元。由于央行出资的资金成本低于银行，此次提高央行出资比重可以适度降低资金成本，并增强对银行、收购主体的市场化激励。不过我们认为资金成本依然偏高，3000亿元的资金规模对于目前积压的全国房产库存来说或并不足够。后续仍有降低资金成本和加大资金规模的可能性。
4. **支持收购房企存量土地。**924发布会提出将研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。收购房企存量土地的做法或帮助达成政治局会议提出的“对商品房建设要严控增量”、“促进房地产市场止跌回稳”的要求，后续政策细节值得关注。此外，我们认为政府虽然提出了收购存量土地的新措施，但是考虑到居高不下的存量房库存，加大存量房的收购工作力度或仍是重点所在。
5. **其他房企资金支持措施继续发力。**924发布会宣布把经营性物业贷款和“金融16条”这两项房地产金融政策文件的期限延长到2026年底。政治局会议亦要求加大“白名单”项目贷款投放力度，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。

总而言之，在政治局会议提出要促进房地产市场“止跌回稳”的具体要求之后，我们相信房地产调控政策，尤其在供给端，将继续发力。中央层面提供更多以及更便宜的资金支持收购房企存量房仍是扭转此轮房地产下行周期的关键所在。除了央行出资之外，后续或动用中央财政力量进一步推动消化房企库存。此外，“白名单”或需进一步扩大范围和加大贷款投放力度。

### （三）财政政策

9月24日发布的刺激政策尚未涉及财政政策。不过，政治局会议强调“要加大财政货币政策逆周期调节力度”，意味着财政政策亦将会加码。因为财政政策操作可能涉及预算问题、货币政策调节相较而言更具灵活性，所以在此前的政策放松周期中，货币政策先行，财政政策跟进的情况很常见。

我们预计财政刺激政策10月将出台，尤其是预计在10月下旬召开的全国人大常委会会议值得期待。从资金来源上，[彭博社](#)报道称政府或计划再发行2万亿元特别国债以稳经济，一部分债券将用于刺激消费，另一部分用于地方政府债务处置。虽然9月的政治局会议并无提及增发特别国债，但是考虑到扩大的财政缺口和疲软的经济动能，我们认为报道的政策措施或可能实现，其规模或在2-3万亿元。预计在10月下旬召开的人大常委会将会是重要观察窗口。去年10月，人大常委会召开会议的具体时间为10月20日至24日。

在促消费方面，政治局会议提出要将促消费和惠民生结合起来，并提出要促进中低收入群体增收。因此，我们认为除了9月25日民政部、财政部为**困难群众发放一次性生活补助**之外，政府或将考虑推出税收或社保方面的优惠政策，帮助居民、尤其是中低收入群体，增加可支配收入以支持消费。与此同时，大规模设备更新和消费品以旧换新政策措施也有进一步扩容空间。

在稳投资方面，9月26日的政治局会议再次强调要“发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用”。我们相信加快超长期特别国债和地方政府专项债的发行以及扩展其使用范围或仍是政策重点之一（图表7）。此外，发改委有望推出更多储备项目以稳定基建投资。

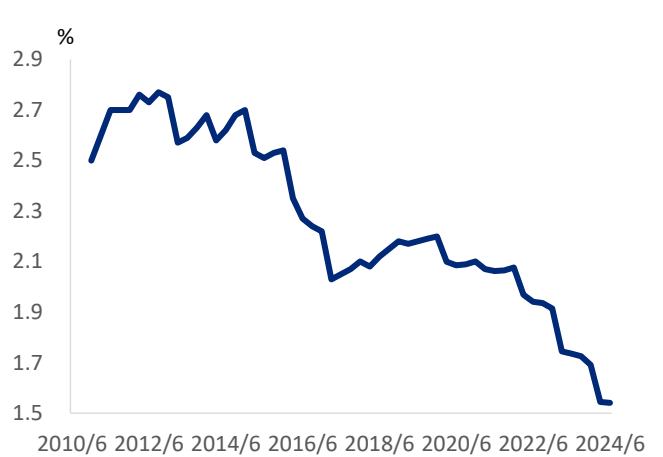
**投资风险：**地方政府去杠杆影响基建投资、消费复苏乏力、房地产行业迟迟不能企稳、中美贸易冲突再升级。

**图表 1：股市和汇市对 924 大规模政策刺激措施反应强烈，尤其是股市**



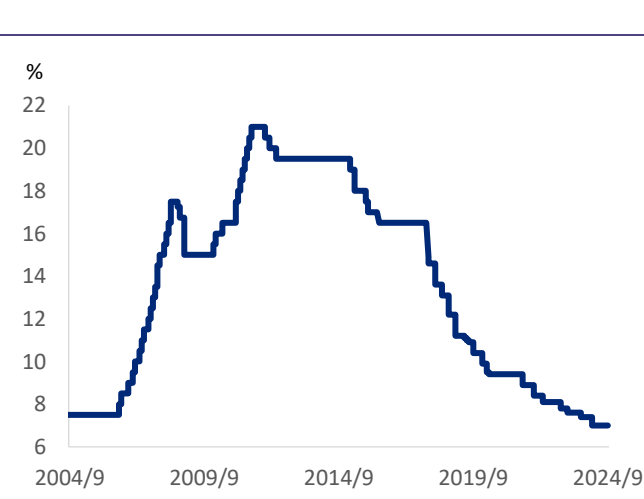
资料来源：同花顺，浦银国际

**图表 2：银行业息差：同步降低政策利率和存款利率的做法对息差的影响或较为中性**



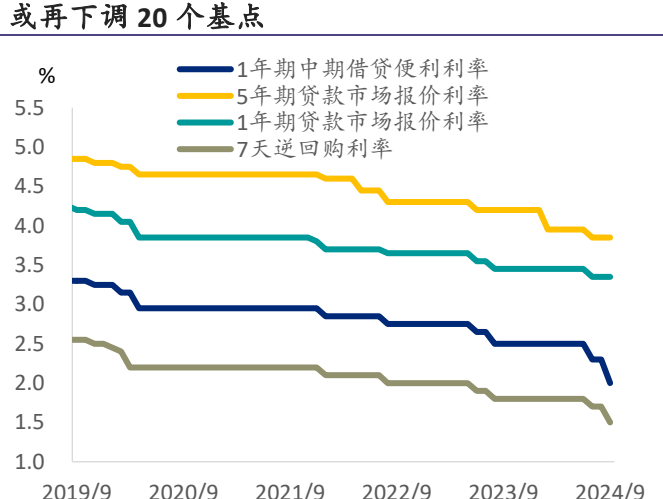
资料来源：同花顺，浦银国际

**图表 3：除了 9 月 50 个基点降准之外，存款准备金率四季度或再降 25-50 个基点**



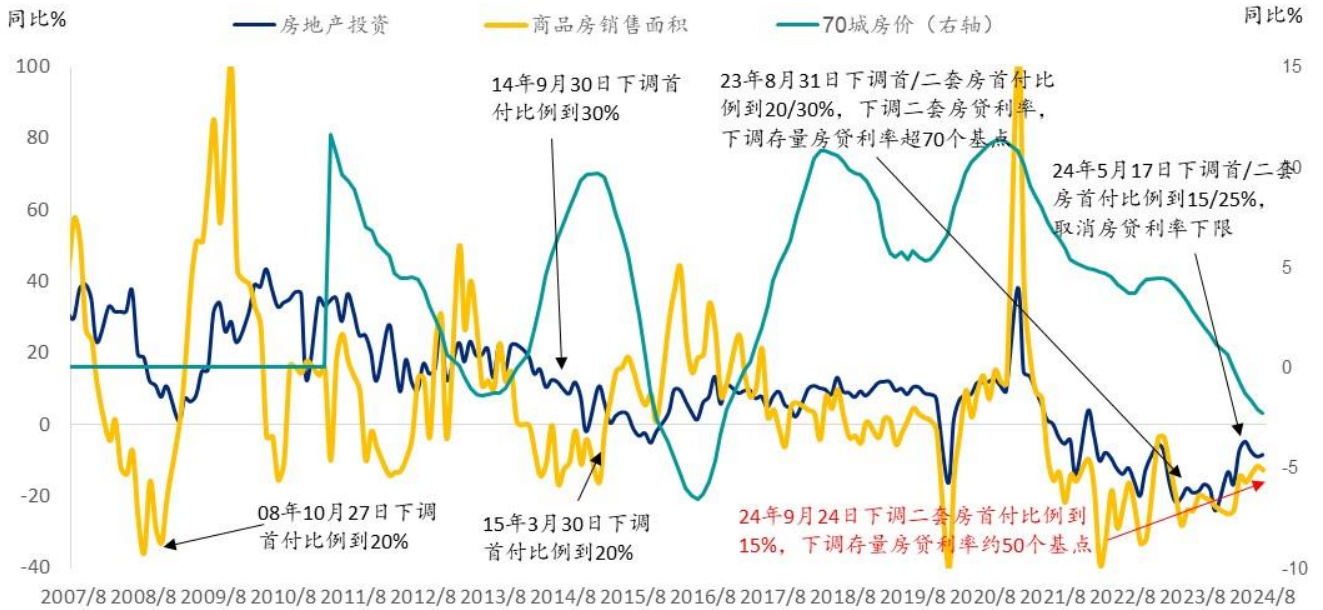
资料来源：同花顺，浦银国际

**图表 4：7 天期逆回购利率 9 月下降 20 个基点，带动 1 年期中期借贷便利利率下调 30 个基点，此后或再下调 20 个基点**



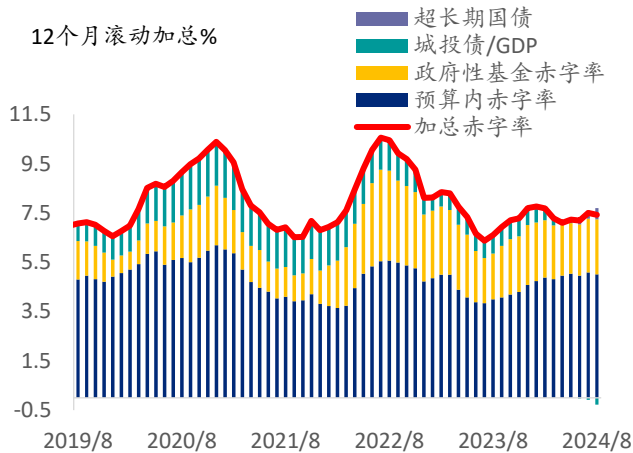
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 5: 在去年 8 月底下调首付比例之后, 房产销售跌幅自今年二季度开始逐渐收窄, 但离企稳仍有距离



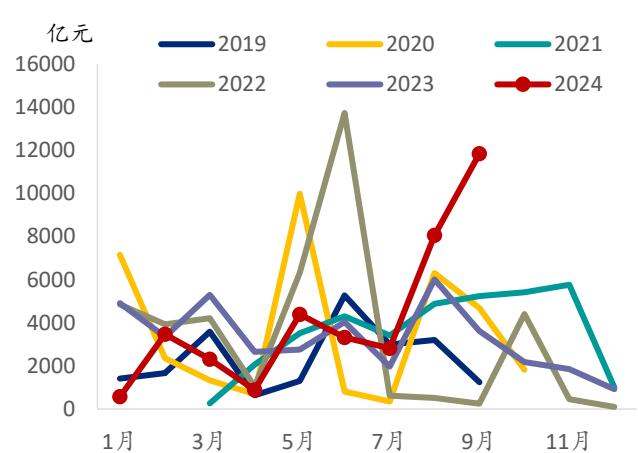
资料来源: 政府网站, 浦银国际

图表 6: 广义赤字率自三季度起边际改善



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 8-9月新增专项债发行明显加快



注: 2019年-2024年8月数据来自财政部, 9月数据尚未更新。图中2024年9月数据是参考了Wind债券板块做的预测

资料来源: 财政部, Wind, 浦银国际

# 附录

图表 8：中国 2024 年以来推出的政策支持

日期	标题	发布部门	要点
<b>促消费</b>			
2024 年 3 月 13 日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》公布	国务院	提出一系列设备更新和废旧家电和汽车以旧换新的硬性指标，据我们估算每年或可拉动固定资产投资和消费品零售各 1 个百分点。
2024 年 4 月 12 日	《推动消费品以旧换新行动方案》公布	商务部等 14 部门	以提高技术、能耗、排放等标准为牵引、以政策为激励，以畅通循环为驱动、在充分尊重消费者意愿的基础之上，逐步建立“去旧更容易、换新更愿意”的有效机制，鼓励更换使用智能型、绿色型、低碳型消费品。
2024 年 4 月 26 日	《汽车以旧换新补贴实施细则》发布	商务部等 7 部门	补贴幅度和中央政府补贴比例均高于此前市场预期。对报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车并购买符合条件的新能源乘用车的，补贴 1 万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，补贴 7000 元。
2024 年 7 月 25 日	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》发布	发改委、财政部	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 设备更新支持范围扩大到能源电力、老旧电梯等领域。</li> <li>2. 对按照《汽车以旧换新补贴实施细则》要求，报废旧车并购买新车的个人消费者，补贴标准由购买新能源乘用车补 1 万元、购买燃油乘用车补 7000 元，分别提高至 2 万元和 1.5 万元。</li> <li>3. 对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视等 8 类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格 5% 的补贴。</li> <li>4. 统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。</li> </ol>
<b>降成本</b>			
2024 年 2 月 5 日	降低准备金率 0.5 个百分点	央行	向市场提供长期流动性 1 万亿元。
2024 年 4 月 7 日	设立科技创新和技术改造再贷款	央行	额度 5000 亿元，利率 1.75%，激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。
2024 年 7 月 22 日	下调政策利率	央行	下调 7 天期逆回购利率 10 个基点至 1.7%
2024 年 9 月 24 日	预告降准降息	央行	<b>国新办发布会预告 50 个基点降准和 20 个基点降息</b>
2024 年 9 月 27 日	降准降息落地	央行	<b>50 个基点降准和 20 个基点降息正式落地</b>
<b>促基建</b>			
2024 年 3 月 5 日	宣布今年起今后几年发放超长期国债	政府工作报告	2024 年额度为一万亿元。该资金将专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，帮助系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题。
2024 年 4 月 30 日	政治局会议要求加快政策债券发行	NA	要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度。
2024 年 5 月 13 日	超长期国债发行计划公布	财政部	财政部公布了 2024 年一般国债、超长期特别国债发行有关安排。一万亿元的超长期特别国债 5 月 24 日首次发行，发行跨度近半年——最后一次发行时间计划在 11 月 15 日。
<b>稳地产</b>			
2024 年 1 月 11 日	支持试点城市购买商品住房作为长租房用途	央行	批复 1000 亿元的住房租赁团体购房贷款，支持 8 个试点城市购买商品住房用作长租房。
2024 年 1 月 24 日	放松经营性物业贷款发放条件	央行等	明确 2024 年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，银行发放的经营性物业贷款除了可以用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等外，还可用于偿还房企存量房地产相关贷款和公开市场债券。

2024年1月26日	加快筛选确定可给予融资支持的房地产项目名单	金融监管总局	召开会议部署推动落实城市房地产融资协调机制相关工作，要求按照公平公正原则，筛选确定可给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送。
2024年2月20日	降低5年期LPR利率	央行	下调25个基点，成史上最大降息幅度。一年期LPR利率维持不变。
2024年5月17日	降首付比、公积金贷款利率，取消住房贷款利率下限，设立保障性住房再贷款，用于收购已建未出售商品房	央行	1. 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。2. 首套和二套住房商业性个人贷款最低首付比降至15%和25%（此前为20%和30%）。3. 下调个人住房工资公积金贷款利率0.25个百分点。4. 设立保障性住房再贷款，初始额度3000亿元。
2024年5月17日	召开保交房工作视频会议	国务院	国务院副总理何立峰指出商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。要继续做好房地产企业债务风险防范处置，扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。
2024年9月24日	国新办发布会提出三举措稳定房地产市场	国务院	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，平均降幅50个基点，每年减少约1500亿元利息支出。</li> <li>2. 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例的操作将全国层面的二套房贷款最低首付比例由25%下调至15%。</li> <li>3. 5月央行创设的3000亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由60%提高至100%。</li> <li>4. 提出将支持收购房企存量土地，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地。</li> <li>5. 经营性物业贷款和“金融16条”这两项房地产金融政策文件的期限将延迟到2026年底。</li> </ol>
<b>支持资本市场发展</b>			
2024年9月24日	国新办发布会提出设立新货币政策工具、以及引导更多保险银行系资金支持股市的政策措施	国务院	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 央行宣布设立证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持专项再贷款，首期规模8000亿元。</li> <li>2. 拟扩大银行系金融资产投资公司股权投资试点范围，扩围至18个城市，并适当放宽股权投资金额和比例限制。</li> <li>3. 证监会将发布关于推动中长期资金入市的指导意见。</li> </ol>

资料来源：政府部门网站，浦银国际整理

图表 9：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
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</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>
2024年3月14日	<a href="#">大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布，影响几何？</a>
2024年2月1日	<a href="#">月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在</a>
2024年1月24日	<a href="#">央行宣布降准50个基点，预示货币政策将继续维持宽松</a>
2024年1月17日	<a href="#">四季度经济增速略弱于预期，但12月数据初显政策成效</a>
2024年1月5日	<a href="#">月度宏观洞察：静候佳音</a>
2023年12月15日	<a href="#">11月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱</a>
2023年12月13日	<a href="#">中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激</a>
2023年12月1日	<a href="#">2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场</a>
2023年11月15日	<a href="#">10月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑</a>
2023年11月7日	<a href="#">月度宏观洞察：渐入佳境</a>
2023年10月6日	<a href="#">国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏</a>
2023年9月26日	<a href="#">月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减</a>
2023年9月15日	<a href="#">央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？</a>
2023年9月13日	<a href="#">城中村改造对经济的影响有多大？</a>
2023年9月1日	<a href="#">月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续</a>
2023年9月1日	<a href="#">央行三箭齐发稳地产，影响几何？</a>
2023年8月9日	<a href="#">7月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力</a>
2023年8月2日	<a href="#">央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？</a>
2023年7月31日	<a href="#">月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进</a>
2023年7月25日	<a href="#">7月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置</a>
2023年7月20日	<a href="#">解读中央促进民营经济发展重磅文件</a>
2023年7月19日	<a href="#">促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持</a>
2023年7月11日	<a href="#">中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？</a>
2023年7月7日	<a href="#">汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值</a>
2023年6月28日	<a href="#">月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩</a>
2023年6月5日	<a href="#">2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起</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

