



## 所见略同——中央经济工作会议后，再探明年中国经济

今年12月3日，我们发布了[《2022年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》](#)，从报告题目就可以看出我们对中国经济前景做出了“稳中求进”的判断。一周之后，12月8日召开的中央经济工作会议对明年的经济工作做出了“稳字当头、稳中求进”的要求，所见略同。

我们看好2022年的中国经济，不仅是与低迷的2021年相比，也是与2022年其它主要经济体相比，我们认为其它经济体面临经济过热的风险，因此有必要采取积极的紧缩措施。经过2021年的去杠杆和制定重要结构性监管框架，2022年将是中国经济难得的一年。我们认为，中国对于逆周期宏观调控的把握和操作已经比发达国家更为成熟，目前中国经济正在进入财政及货币政策回归常态的拐点。固定资产投资增长经过低迷的一年后，将在明年有望抬头，特别是绿色经济和高端制造相关的基础投资，这不但会局部抵消房地产下行的拖累，也是配合“十四五”的长远发展目标。

通过对比去年和今年，我们认为中央经济工作会议在逆周期和跨周期两个方面都做出了政策调整，我们所说的“周期性政策”和“结构性政策”分别与其对应。其中，周期性政策的调整主要体现在货币和财政政策，今年的会议更多地强调货币和财政政策对经济的宏观调控作用；而结构性政策的调整主要包括了科技政策、共同富裕、人口老龄化三个方面。

### 林琰

宏观分析师 | 研究部主管  
sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438

### 王彦臣, PhD

宏观分析师  
yannson\_wang@spdbi.com  
(852) 2808 6440

2021年12月22日

### 相关报告：

[《2022年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》](#) (2021-12-03)



扫码关注浦银国际研究

# 今年中央经济工作会议的重点

今年 12 月 3 日,我们发布了[《2022 年宏观经济展望:全球喜忧并存,中国稳中求进》](#),从报告题目就可以看出我们对中国经济前景做出了“稳中求进”的判断。一周之后,12 月 8 日召开的中央经济工作会议对明年的经济工作做出了“稳字当头、稳中求进”的要求,所见略同。

当市场的关注点集中在明年中国经济能否实现“稳增长”时,我们选择“稳中求进”作为[2022 年宏观经济展望报告](#)的主题,除了强调“稳”是明年中国经济的基本要求,我们认为也应对经济的“质”(GDP 的结构性优化)和“量”(GDP 的合理增长)有所期待,两者相结合就是我们在报告中所提及的“2022 将是中国经济稳增长叠加长期高质量发展之年”。

我们对中国整体经济的展望与今年中央经济工作会议的内容十分契合。在总定性上,中央经济工作会议强调“明年经济工作要稳字当头、稳中求进”,并时隔两年在会议中重提“以经济建设为中心”,将“坚持高质量发展”和“坚持以经济建设为中心”视为同等重要,显示出中央对于明年的经济增长,尤其是高质量发展所带动的增长尤为看重。

对于明年的整体宏观环境,中央经济工作会议指出了中国经济面临的三重压力,即“需求收缩、供给冲击、预期转弱”。在[2022 年宏观经济展望报告](#)中,我们对于上述三重压力也做出了相应的解释。

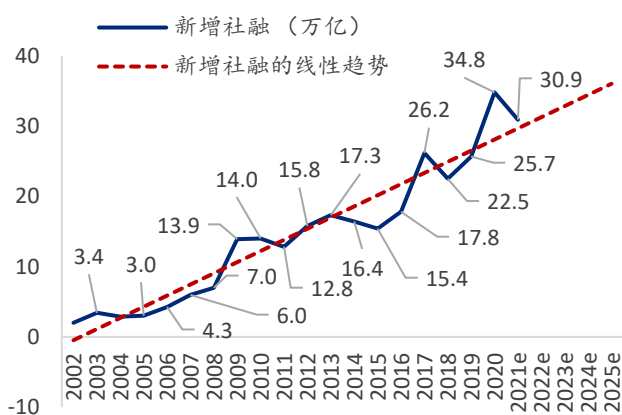
- **需求收缩主要由消费复苏不均衡导致。**在当前严格的疫情管控措施下,我国的疫情失控风险较小,但服务消费的复苏被压低:本土疫情的多次反复,客观上减少了消费支出和消费意愿,使得服务消费难以实现真正复苏,导致需求出现收缩。
- **供给冲击主要受全球供应链危机的影响。**不论 Omicron 变种病毒是否会蔓延全球,疫情对全球供应链的影响短期内仍将存在。虽然中国是 G20 经济体中进口占 GDP 比例较低的国家(2020 年为 16.0%),但是重要的能源商品和工业原材料的进口受阻将会对中国经济产生较显著的结构影响,比如 2021 年煤炭等能源产品的进口短缺推高了 PPI、芯片短缺造成汽车和手机生产放缓。

- 预期转弱主要受疫情率先得到控制的先发优势减弱和高基数因素的影响。疫情率先开始、复苏亦率先开始，中国 2021 年的复苏趋势是逐渐放缓的。当前，中国的疫情率先得到控制的先发优势已显著减弱，其它经济体的复苏加速，叠加高基数的影响，我们预计中国经济将在 2022 年一季度触底，相对应的是复苏预期也将转弱。

虽然中国经济面临上述三重压力，但我们对于明年的中国经济展望是相对乐观的，这一判断在看到中央经济工作会议对于货币政策、财政政策、结构政策、房地产政策以及减碳政策的调整后得到了进一步的确认。整体来看，我们在 [2022 年宏观经济展望报告](#) 中对上述五个政策的解读与中央经济工作会议的调整方向基本一致。

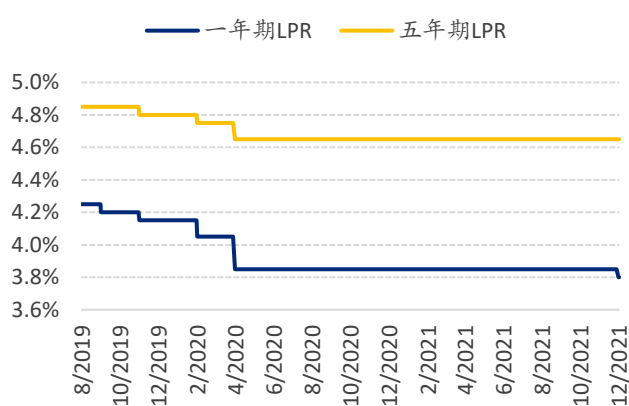
1. 货币政策方面，我们认为中国的货币政策将迎来边际宽松。考虑到今年底至明年年初的 GDP 同比增速将低于中国央行的潜在目标 (5-6%)，我们认为中国货币政策逆周期调节的条件已成熟。中央经济工作会议强调，“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，中国央行在三季度的货币政策执行报告里面也强调了“增强信贷总量增长的稳定性”，因此政策层面已经清楚地传达了货币政策边际宽松的信号。

图表 1: 新增社融将回到线性趋势的增长轨道



注: e 为浦银国际预测: 2021 年新增社融为 1-11 月累计新增社融, 加过去三年 12 月新增社融均值  
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 今年 12 月 20 日, 一年期 LPR 下降 5 个基点, 五年期 LPR 不变



资料来源: Macrobond, 浦银国际

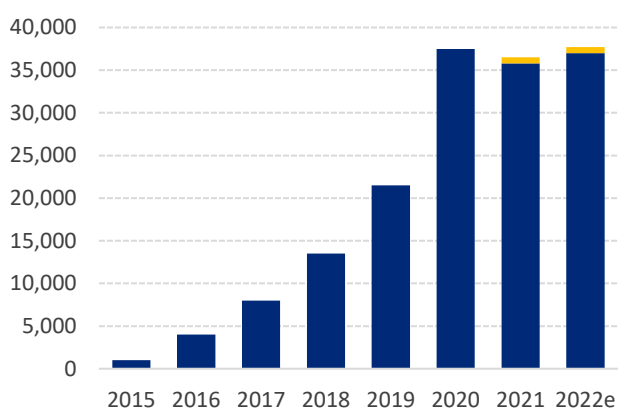
在 [2022 年宏观经济展望报告](#) 中，我们预计“2022 年上半年，可能出现一次降准和一次降息”。报告发布 3 天后，中国央行

宣布将降准 0.5 个百分点；两周后，一年期 LPR 下调 5 个基点。12 月，降准、降息来得较突然，超出了市场预期。但我们认为，此次降准和降息的象征意义大于实际作用，尤其是降息范围较窄（仅下调一年期 LPR）、幅度较小（仅有 5 个基点）。我们估计，2022 年上半年仍将出现降准和降息，货币政策边际宽松的路径刚刚开始。

2. 财政政策方面，我们认为中国经济正在进入财政政策回归常态的拐点，尤其是在 2021 年宏观杠杆率出现回落之后。我们在 [2022 年宏观经济展望报告](#) 中估计，2022 年专项债新增额度将达到 3.70 万亿元。由于最近两月专项债发行加速，此前估计的 1800 亿元结转额度预计将减少至 700 亿元（截至 12 月 18 日，仅剩 806 亿元额度未发行）。我们估计，2022 年专项债合计新增额度将达到 3.77 万亿元，仍高于 2020 年的新增额度（3.75 万亿元）。

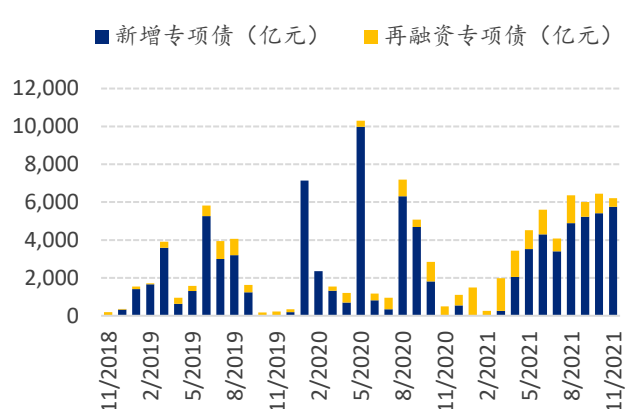
2022 年的提前批专项债额度（1.46 万亿）已下达，额度介于 2020 年（1.0 万亿）和 2021 年（1.77 万亿）之间。考虑到提前批专项债额度需在 2022 年一季度发行完毕，叠加今年四季度专项债发行加速的影响，我们预计明年专项债发行也将呈现“先快后慢”的趋势，与绿色经济和高端制造业相关的基础设施建设将成为投资重点。中央经济工作会议强调，财政政策要提升效能，保证财政支出强度的同时加快支出进度；对于基础设施投资，会议指出要“适度超前”。

图表 3：中国地方政府新增专项债额度（亿元）



注：黄色为 2021 年结转的额度；e 为浦银国际估算  
资料来源：Macrobond，浦银国际

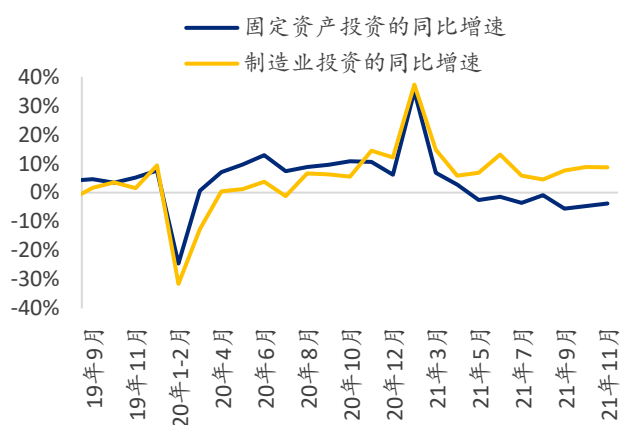
图表 4：中国地方政府新增专项债中，新增债券与再融资债券的构成



资料来源：Macrobond，浦银国际

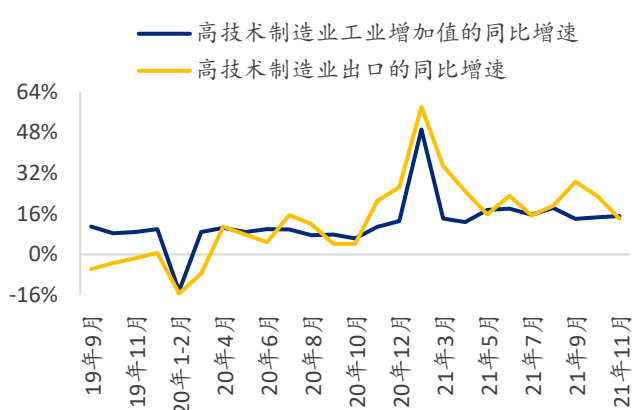
3. 结构政策方面，我们认为，投资和出口驱动下，制造业尤其是高端制造业在整体经济当中的重要性将继续提升。今年虽然是“十四五”开局之年，但是疫情反复导致各地出台的高端制造业相关规划进展缓慢，我们预计 2022 年相关规划将加速落地实施、并带动相应投资的增加。当前，对制造业的整体投资热度仍不减，制造业投资增速高于整体固定资产投资的增速。此外，高技术产品的出口持续向好、同比保持两位数增长，为高端制造业提供了潜在的增长空间。中央经济工作会议强调，要提升制造业核心竞争力，激发涌现一大批“专精特新”企业。

图表 5: 固定资产投资中，制造业投资的同比增速较高



资料来源：CEIC，浦银国际计算

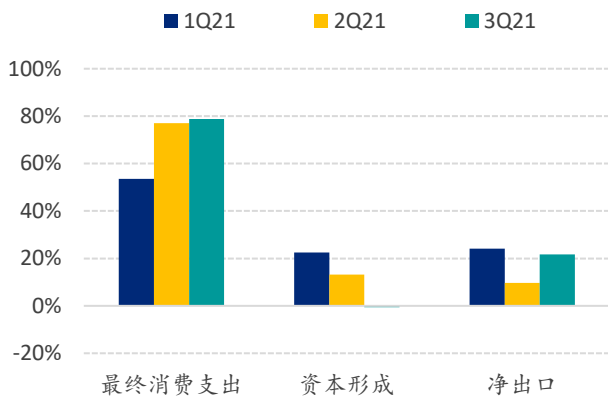
图表 6: 高技术制造业仍受出口带动



资料来源：CEIC，浦银国际

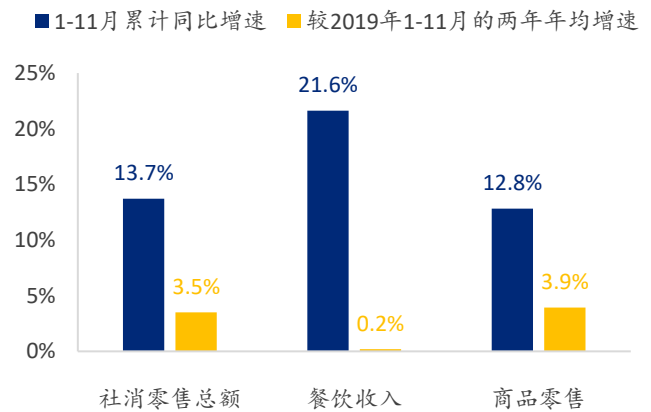
除了高端制造业，我们认为以消费为代表的内需也将是结构政策的关注重点。中央经济工作会议强调，实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。今年前三季度，最终消费支出对经济增长的“压舱石”作用显著，对实际 GDP 同比增速的贡献率逐季提升（依次为 53.5%、77.1%、78.8%）。但从结构层面来看，消费复苏并不均衡，以餐饮为代表的服务业消费在今年 11 月仅恢复至 2019 年的水平。随着疫情趋缓，我们认为消费的增长空间较大，消费的回暖将带动整体经济的内生性增长。

图表 7：各项目对实际 GDP 同比增速的贡献率



资料来源：CEIC，浦银国际

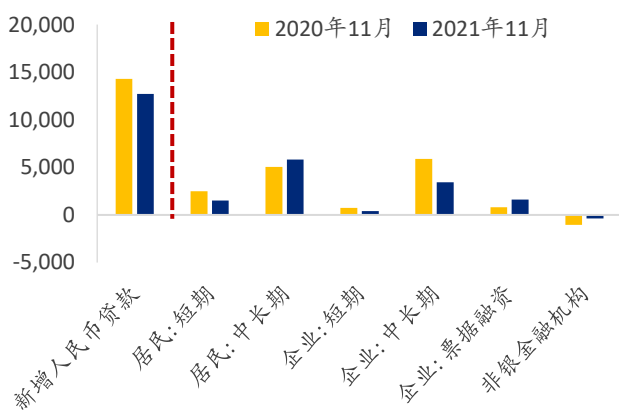
图表 8：2021 年 1-11 月社消零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况



资料来源：CEIC，浦银国际

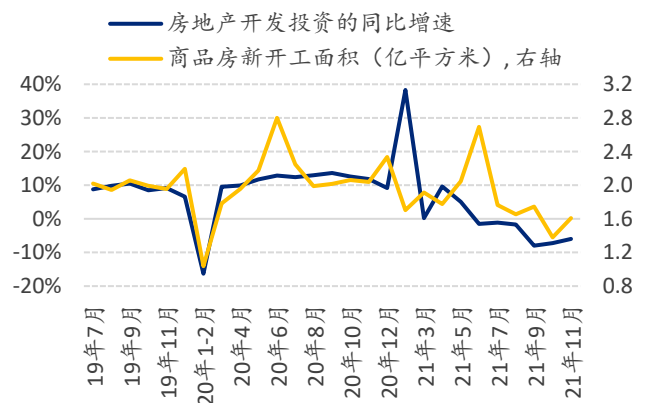
4. 房地产政策方面，我们认为市场对房地产硬着陆的担忧远超过疫情，所以我们更加相信政策会积极调整，适度开放按揭贷款，保证房地产开发企业的再融资等。虽然中央经济工作会议依旧坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位、中国央行在 12 月的降息中也并未下调与房贷相关的五年期 LPR，但是从 11 月居民中长期贷款、房地产开发投资和商品房新开工面积等数据来看，居民房贷需求得到呵护、房地产市场融资边际改善使得投资和开工回暖。

图表 9：新增信贷结构对比（亿元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 10：房地产开发投资和商品房新开工面积

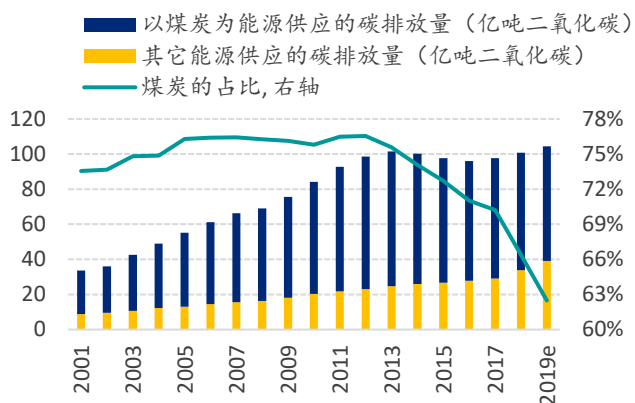


资料来源：CEIC，浦银国际

5. 减碳政策方面，我们认为实现“碳中和”的过程是漫长的，中国目前仍处于开始阶段。我们相信，政府将进一步扩大对新能源的投资，而不会通过压缩旧能源的方式实现“碳中和”的目标。中短期内，我们相信中国对新能源的投资将超过对旧能源的撤资，从而在保持经济增长的同时实现“碳中和”。

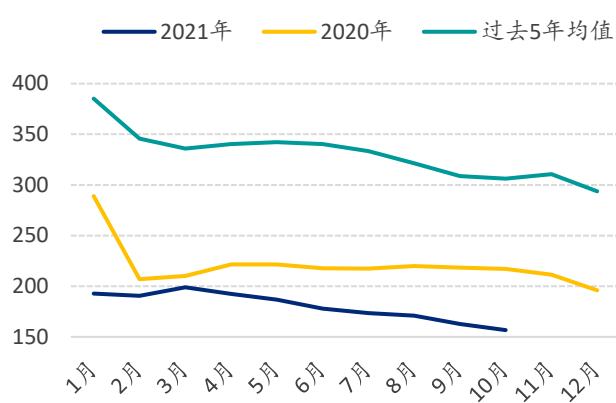
中央经济工作会议强调，实现碳达峰、碳中和是推动高质量发展的内在要求，但不可能毕其功于一役；要立足以煤为主的基本国情，推动煤炭和新能源优化组合；创造条件尽早实现能耗“双控”、向碳排放总量和强度“双控”转变。

图表 11: 以煤炭为能源供应的二氧化碳排放量占比仍过半



注：e 为浦银国际估算  
资料来源：Wind，浦银国际

图表 12: 中国煤炭存量 (亿吨)



资料来源：World Bank，Macrobond，浦银国际

图表 13: 浦银国际 2022 年宏观经济展望契合了 2021 年中央经济工作会议中有关货币政策、财政政策、结构政策、房地产政策、减碳政策的相关内容

2021 年 12 月 8 日至 10 日 中央经济工作会议	2021 年 12 月 3 日 浦银国际 2022 年宏观经济展望
明年经济工作要 <b>稳字当头、稳中求进</b> 。宏观政策要 <b>稳健有效</b> 。必须坚持 <b>高质量发展</b> ，坚持以 <b>经济建设为中心</b> 是党的基本路线的要求。	《2022 年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》。中国进入 <b>稳增长拐点</b> 。我们对于明年的中国经济展望是相对乐观的。2022 年将是 <b>中国经济稳增长叠加长期高质量发展之年</b> 。
稳健的货币政策要 <b>灵活适度</b> ，保持流动性合理充裕，加大对小微企业、科技创新、绿色发展的金融支持。	由于中国 GDP 同比增速在今年四季度和明年一季度将低于 5-6% 的潜在目标，我们认为 <b>货币政策逆周期调节的条件已成熟</b> ，特别是今年 <b>货币政策收紧为明年宽松的货币政策立场留足了空间</b> 。我们预计，降准和降息将大概率出现在 2022 年上半年。
积极的财政政策要 <b>提升效能</b> ，更加注重 <b>精准、可持续</b> ， <b>保证财政支出强度</b> ，加快支出进度， <b>适度超前开展基础设施投资</b> 。	2022 年，专项债发行进度将 <b>先上后下</b> ， <b>重点领域的投资力度将加大</b> 。地方专项债新增额度上升，有助于 2022 年的投资回升。固定资产投资增长经过低迷的一年后，将在明年有望抬头，特别是 <b>绿色经济和高端制造相关的基础投资</b> 。
提升制造业核心竞争力， <b>激发涌现一大批“专精特新”企业</b> 。	展望 2022 年，对制造业，尤其是 <b>高端制造业的投资将提升</b> 。2022 年，不仅是疫情后的经济复苏之年，也是属于“十四五”的开局阶段，全国各地出台的高端制造业规划将 <b>加快落地</b> ，我们认为这将 <b>极大推动明年高端制造业的投资</b> 。
实施好扩大内需战略， <b>增强发展内生动力</b> 。	我们预计，在疫情影响逐渐减弱的预期下， <b>2022 年中国的消费引擎复苏将延续</b> ， <b>额外储蓄、存款的释放将成为消费动能</b> 。
要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位， <b>因城施策促进房地产业良性循环和健康发展</b> 。	对于中国经济来讲，疫情并不是最大风险， <b>房地产的硬着陆才是最让市场担忧的</b> ，也因为如此， <b>我们才更加相信政策会积极调整</b> ， <b>适度开发按揭贷款</b> ， <b>保证房地产开发企业的再融资等</b> ，而不是对流动性“一刀切”。
正确认识和把握 <b>碳达峰、碳中和</b> 。实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求，但不可能毕其功于一役。要立足以煤为主的基本国情， <b>推动煤炭和新能源优化组合</b> 。创造条件尽早实现 <b>能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变</b> 。要确保能源供应，大企业特别是国有企业要 <b>带头保供稳价</b> 。	实现“碳中和”的过程是漫长的，中国目前仍处于开始阶段。我们相信政府将 <b>进一步扩大对新能源的投资</b> ，而不会通过 <b>压缩旧能源的方式</b> ，实现“碳中和”的目标。我们相信，中短期内，中国对 <b>新能源的投资将超过对旧能源的撤资</b> ，从而在保持经济增长的同时实现“碳中和”。

资料来源：新华社，浦银国际整理



## 相比去年，中央经济工作会议有何调整

通过对比去年和今年，我们认为中央经济工作会议在逆周期和跨周期两个方面都做出了政策调整，我们所说的“周期性政策”和“结构性政策”分别与其对应。

周期性政策的调整主要体现在货币和财政政策。政策口径从去年的“连续性、稳定性、可持续性”转变为今年的“稳健有效”，货币政策方面强调继续坚持“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，对财政政策的表述从去年的“保持适度支出强度”转变为今年的“保证财政支出强度，加快支出进度”，从“保持”到“保证”的转变、以及明确强调“加快进度”，显示出周期拐点经济对财政支持的依赖度提升。此外，今年的中央经济工作会议还更多地强调货币和财政政策对经济的宏观调控作用。

结构性政策的调整包括了科技政策、共同富裕、人口老龄化三个方面。具体来看，

1. 科技政策依然重要，更侧重政策落地。去年的中央经济工作会议，“强化国家战略科技力量”排在重点任务的第一位，而今年则排到第四位。但这并不代表科技政策不重要，而是因为中国经济步入周期拐点，“逆周期”对经济的调节作用和重要性相对提高，因此才会将周期性政策的顺序提前、将结构性政策的顺序延后。展望明年，科技政策的关注点将从政策展望转变为政策落地，强调实施“科技体制改革三年行动方案”和“基础研究十年规划”，并将重组全国重点实验室、推进科研院所改革。
2. 共同富裕更加明确，不是均贫富、而是要“做大‘蛋糕’、切好‘蛋糕’”。今年的中央经济工作会议对共同富裕给出了更详细的解释，将共同富裕的战略目标表述为“通过共同奋斗把‘蛋糕’做大，通过合理制度把‘蛋糕’切好”，而不是简单的均贫富。在实践途径上，中央经济工作会议提出了四点措施，我们将其总结为：提高经济增长的就业带动力，加大收入调节力度，推动公益慈善事业，完善公共服务政策制度体系。

青年就业问题得到重视，这不仅是重要的社会政策、也是共同富裕的关注点。根据教育部今年 11 月披露的数据，2022 年高校毕业生规模预计达到 1,076 万人，同比增加 167 万人，这不仅是高校毕业生规模首次超千万，也是同比增长最快的一年。面对如此严峻的就业形势，今年的中央经济工作会议着重强调“解决好高校毕业生等青年就业问题”。此外，考虑到高校毕业生等青年的工资水平相对较低、财富积累相对较少，如何让青年在劳动力市场找到匹配的工作、并在经济增长的过程中实现收入的提升、财富的积累，这也是实现共同富裕需要重点关注的方面。

3. 人口老龄化问题首次成为政策关注点。虽然中国的人口老龄化问题近几年一直被提起，但是“积极应对人口老龄化”的表述则是首次出现在中央经济工作会议中。在人口老龄化日趋发展的情况下，提高出生率才是有效的解决方法。但是，根据今年 11 月公布的《中国统计年鉴 2021》，2020 年全国人口出生率为 8.52%，首次跌破 10%。因此，今年的中央经济工作会议提出，“推动新的生育政策落地见效，积极应对人口老龄化”。由此可见，三孩生育政策及配套支持措施的进一步推进将是明年结构性政策的方向之一。

图表 14: 2021 年和 2020 年中央经济工作会议主要内容对比

	2021 年 12 月 8 日至 10 日 中央经济工作会议	2020 年 12 月 16 日至 18 日 中央经济工作会议
宏观政策	宏观政策要 <b>稳健有效</b> 。积极的财政政策要提升效能,更加注重精准、可持续, <b>保证财政支出强度, 加快支出进度, 适度超前开展基础设施投资</b> 。稳健的货币政策要灵活适度, 保持流动性合理充裕, 加大对小微企业、科技创新、绿色发展的金融支持。财政和货币政策要协调联动, <b>跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合</b> 。实施好扩大内需战略, 增强发展内生动力。	宏观政策要保持 <b>连续性、稳定性、可持续性</b> 。积极的财政政策要提质增效、更可持续, <b>保持适度支出强度</b> , 增强国家重大战略任务财力保障。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度, <b>保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配, 保持宏观杠杆率基本稳定</b> 。财政和货币政策操作上要更加 <b>精准有效, 不急转弯, 把握好政策时度效</b> 。坚持扩大内需这个战略基点。
微观政策	深入推进公平竞争政策实施, <b>加强反垄断和反不正当竞争</b> 。强化知识产权保护。强化契约精神, <b>有效治理恶意拖欠账款和逃废债行为</b> 。	促进公平竞争。 <b>强化反垄断和防止资本无序扩张</b> 。要健全金融机构治理, 促进资本市场健康发展, 提高上市公司质量, <b>打击各种逃废债行为</b> 。
结构政策	<b>深化供给侧结构性改革, 突破供给约束堵点。提升制造业核心竞争力</b> , 激发涌现一大批“专精特新”企业。 <b>加快形成内外联通、安全高效的物流网络。加快数字化改造, 促进传统产业升级。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展</b> 。	以推动高质量发展为主题, 以 <b>深化供给侧结构性改革</b> 为主线, 以改革创新为根本动力。 <b>扩大制造业设备更新和技术改造投资</b> 。解决好大城市住房突出问题, <b>要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位</b> , 因地制宜、多策并举, 促进房地产市场平稳健康发展。
科技政策	实施 <b>科技体制改革三年行动方案</b> , 制定实施基础研究十年规划。 <b>强化国家战略科技力量</b> , 强化企业创新主体地位, 完善优化科技创新生态, 继续开展国际科技合作。	要抓紧制定实施基础研究十年行动方案。 <b>强化国家战略科技力量</b> 。要发挥企业在科技创新中的主体作用, 支持领军企业组建创新联合体, 带动中小企业创新活动。要加强国际科技交流合作。
改革开放政策	抓好要素市场化配置综合改革试点, 全面实行 <b>股票发行注册制, 完成国企改革三年行动任务, 稳步推进电网、铁路等自然垄断行业改革。扩大高水平对外开放, 推动制度型开放。推动共建“一带一路”高质量发展</b> 。	<b>深入实施国企改革三年行动</b> , 优化民营经济发展环境, 健全现代企业制度。 <b>实行高水平对外开放, 推动改革和开放相互促进</b> 。
区域政策	深入实施区域重大战略和区域协调发展战略。全面推进乡村振兴, 提升新型城镇化建设质量。	推动新型城镇化和区域协调发展。要全面推进乡村振兴, 抓好农业生产, 推进农村改革和乡村建设
社会政策	<b>解决好高校毕业生等青年就业问题, 健全灵活就业就业劳动用工和社会保障政策</b> 。推进基本养老保险全国统筹。推动新的生育政策落地见效, 积极应对人口老龄化。	扩大消费最根本的是促进就业, 要完善职业技术教育体系, <b>实现更加充分更高质量就业</b> 。要规范发展第三支柱养老保险。
减碳政策	<b>正确认识和把握碳达峰碳中和</b> 。实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求, 但不可能毕其功于一役。要立足以煤为主的基本国情, <b>推动煤炭和新能源优化组合</b> 。创造条件尽早实现能耗“双控”向 <b>碳排放总量和强度“双控”转变</b> 。 <b>要确保能源供应, 大企业特别是国有企业要带头保供稳价</b> 。	我国二氧化碳排放力争 <b>2030年前达到峰值, 力争2060年前实现碳中和</b> 。要抓紧制定2030年前碳排放达峰行动方案, <b>支持有条件的地方率先达峰</b> 。要加快调整优化产业结构、能源结构, <b>推动煤炭消费尽早达峰, 大力发展新能源</b> , 加快建设全国用能权、碳排放权交易市场, <b>完善能源消费双控制度</b> 。

资料来源: 新华社, 浦银国际整理

## 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团 - 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个人。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

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com  
852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com  
852-2808 6475

### 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

