

居民部门：配置什么大类资产？ ——低利率下的资产配置系列五

投资要点：

- 本篇专题是我们团队关于低利率环境下大类资产配置系列研究的第五篇，本篇专题中，我们将视角转向居民部门，重点关注海外居民部门如何应对低利率环境、进行大类资产的配置。作为资金的主要供给方，居民的资产配置会直接影响社会资金的流向和相关资产价格。参考海外居民资产配置结构的调整，我们可以更好地理解 and 判断低利率期间资产价格的波动。
- 对于非金融资产的配置，由于在美国（2008年）和日本，低利率周期均始于房地产泡沫破裂期，居民持有非金融资产的规模和占比总体呈现回落的态势。至低利率周期结束时（日本2019年，美国2015年），日本居民持有非金融资产的比例降至37.8%，美国则降至30.2%。与此同时，两地居民持有的金融资产比例显著上升。与此相反，在德国，居民持有非金融资产的比例在低利率期间有所增加，保持了以非金融资产为主的资产结构。
- 对于金融资产的选择，在利率快速下降阶段，海外居民对流动性、安全性高的资产的需求增加，普遍选择增配货币和存款，减少权益和投资基金类金融产品的配置。
- 而随着利率降至底部并开始长期震荡，居民在资产配置上的选择表现出一定的差异性。美、日、德的居民均会每年配置一部分资产到存款和养老金保险，但日本居民选择配置存款类的比例长期高于另外两地。在美国和德国，随着股票市场企稳上涨，居民还倾向于主动增配权益类资产；而且在证券投资时，居民通常更加偏好配置股票和混合类基金产品。而在日本，即便2013年后股市开启长期慢牛，居民也很少主动增加对权益类资产的整体投资，还是更偏好货币和存款。不过，日本居民可以通过购买资管产品间接投资“出海”产品、增厚收益。
- 风险提示：经济和政策的不确定性因素，国际环境的变化

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1. 非金融资产：居民配置有何变化？	7
2. 利率快速下行期：存款更受推崇	11
3. 利率低位震荡期：青睐什么资产？	14
3.1 美国居民：偏好基金、养老金	14
3.2 日本居民：钟爱存款、投资出海	18
3.3 德国居民：偏好存款、多配基金	21

图目录

图 1	美国有效联邦基金利率和 10 年期美债收益率 (%)	5
图 2	日本中央银行政策利率和 10 年期国债利率 (%)	6
图 3	欧元区基准利率和 1 年期、10 年期公债收益率 (%)	6
图 4	美国 3M 短期国库券利率和 10 年以上国债利率 (%)	7
图 5	美国居民部门金融和非金融资产规模 (万亿美元)	7
图 6	美国金融资产和非金融资产的结构变化 (%)	7
图 7	美国家庭的金融资产和各类非金融资产的资金流动情况 (十亿美元)	8
图 8	美国居民部门金融和非金融资产规模 (万亿美元)	8
图 9	美国金融资产和非金融资产的结构变化 (%)	8
图 10	日本家庭持有金融和非金融资产的规模 (万亿日元)	9
图 11	日本家庭持有土地和固定资产的规模 (万亿日元)	9
图 12	日本家庭的金融资产和各类分金融资产的结构变化	9
图 13	日本家庭非金融资产的资金流量表情况 (十亿日元)	10
图 14	日本全国住宅新开工单季数量 (万套)	10
图 15	德国家庭金融和非金融资产规模 (万亿欧元)	11
图 16	德国家庭金融资产和非金融资产的结构变化 (%)	11
图 17	家庭部门持有的金融资产中, 货币和存款的占比变化 (%)	11
图 18	利率快速下行期, 金融资产中股权和投资基金的占比短期回落 (%)	12
图 19	金融资产中, 保险和养老金的份额多数呈现持续的走高 (%)	12
图 20	居民部门资金流向中, 货币和存款占金融资产的比例 (%)	13
图 21	期初, 居民部门在股票和投资基金方面均选择净卖出 (%)	13
图 22	居民部门资金流向中, 债券类占金融资产的比例 (%)	13
图 23	美日居民资金流向股票和投资基金的比例分化明显 (%)	14
图 24	2008 年前后美国居民持有金融资产结构变化 (%)	15
图 25	1912-1945 年美国居民持有金融资产结构变化 (%)	15
图 26	美国居民部门金融资金流向 (十亿美元)	15
图 27	美国居民部门资金流向股票和基金类产品的结构 (十亿美元)	16
图 28	美国家庭部门持有的货币基金和共同基金规模 (百亿美元)	16
图 29	美国居民向保险和养老金的资金流向拆分 (十亿美元)	17
图 30	美国居民持有养老金的占比相对偏高 (% , 2015 年)	17

图 31	美国养老金配置股票和共同基金的比例比较高（十亿美元）	17
图 32	美国家庭直接或间接持有股票比例相对稳定（%）	17
图 33	从资产负债表看，日本家庭部门金融资产配置结构	18
图 34	从资金流量表看，日本家庭部门金融资产配置结构（万亿日元）	19
图 35	从资金流量表看，2013 年后日本家庭对股权仍是净赎回为主（万亿日元） ...	19
图 36	日本居民主要有价证券资金净流入结构（千亿日元）	20
图 37	日本公募和私募投资基金的存量规模（百亿日元）	20
图 38	日本家庭部门资金直接流向海外证券的比例并不高	21
图 39	日本金融账户海外投资主要配置债权类资产（十亿美元）	21
图 40	日、欧、美基金行业的对外证券投资比例（%）	21
图 41	日本、欧元区的保险机构对外证券投资比例（%）	21
图 42	欧元区家庭部门金融资产存量结构变化（%）	21
图 43	德国的家庭部门金融资产存量结构（%）	22
图 44	低利率时期，德国居民各项金融资产流量变化（十亿欧元）	22
图 45	德国各类投资基金的净发行/赎回规模（十亿欧元）	23

本篇专题是我们团队关于低利率环境下大类资产配置系列研究的第五篇。在本篇专题中，我们将视角转向居民部门，重点关注海外居民部门如何应对低利率环境、进行大类资产的配置。作为资金的主要供给方，居民的资产配置会直接影响社会资金的流向和相关资产价格。参考海外居民资产配置结构的调整，我们可以更好地理解和判断低利率期间资产价格的波动。

参考之前专题系列的划分，我们仍重点对比日本、美国、欧元区的家庭部门在各自低利率周期中的资产配置变化。关于低利率的时期，我们将日本的低利率周期划定在1991-2019年，欧元区（包括德国）划定为2008-2019年，美国划定在1930-1945年和2008-2015年。

而且根据利率的下行速度和经济基本面的不同，这些经济体的低利率时期又可以进一步划分。我们将分为利率快速下降期和利率低位震荡期两个阶段，对居民的资产配置偏好变化进行对比分析。

在美国2008-2015年的低利率阶段中，可以将2008年全年划分为利率快速下行期，将2009-2015年划分为利率低位震荡期。

随着房地产和金融市场风险不断发酵，美联储从2007年9月开始连续降息。到2008年底，短端利率由2007年9月的5%下行至0%附近，10年期美债利率也回落近250BP至2.1%附近。2009年-2010年，美国经济开始回暖，但复苏之路依然比较坎坷。美联储在2010年10月和2012年9月分别推出了第二轮和第三轮QE，带动长短端利率持续低位振荡调整。而后一直到2015年12月美联储加息，短端利率才开始逐步上行。

图1 美国有效联邦基金利率和10年期美债收益率（%）

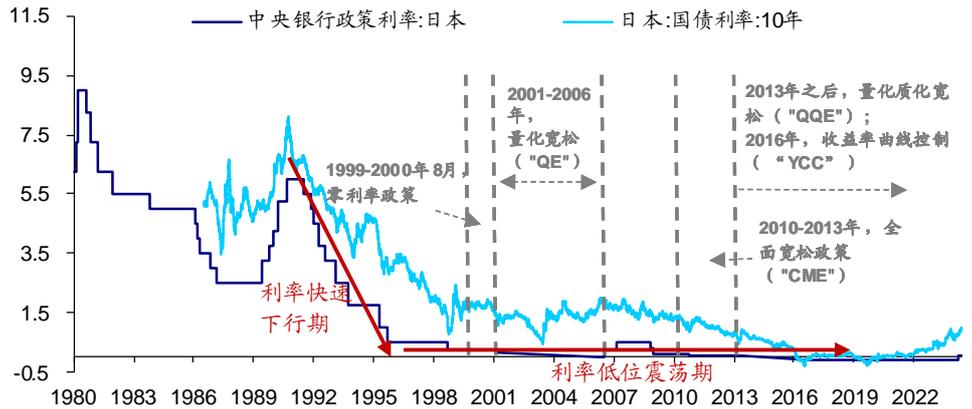


资料来源：Wind，美联储，HTI

在日本1991-2019年的低利率阶段中，可以将1991-1995年划分为利率快速下行期，将1996-2019年划分为利率低位震荡期。

90年代初，日本股市和地产市场泡沫先后破裂。为摆脱危机，日本央行转向宽松货币政策，从1991年7月到1995年9月连续9次下调政策利率，将贴现率从6.0%降至0.5%，10年期国债利率也从6.7%降至2.9%。1995年之后，贴现率就长期维持在零附近，10年期国债利率也维持在2%以下，整体利率环境进入低位震荡期。

图2 日本中央银行政策利率和 10 年期国债利率 (%)



资料来源：Wind, IMF, 许坤等《日本货币政策框架：目标、工具与操作实践》，HTI

欧元区 2008-2019 年的低利率阶段同样可以分为两个时期：2008-2009 年为利率快速下行期，2010-2019 年为利率低位震荡期。

2008 年，美国次贷危机蔓延为全球金融危机，对欧元区经济造成严重冲击。受此影响，从 2008 年 10 月到 2009 年 5 月，欧央行连续 7 次下调基准利率共 325bp，从 4.25% 降至 1.0%，短端的 1 年期利率也由 3.7% 降至 1%。2010-2019 年期间，在危机接连冲击后，欧元区整体经济增长乏力、通缩风险抬升，欧央行也重启了降息周期，并于 2014 年 6 月正式进入“负利率”时代，进一步压制利率表现。

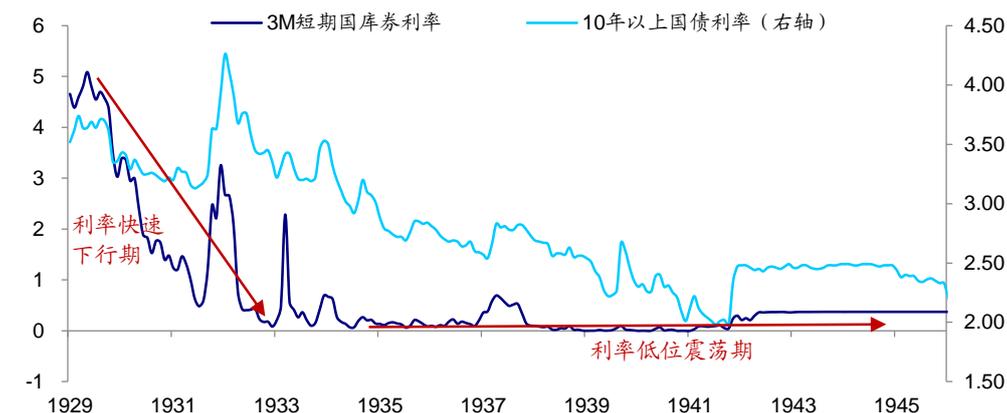
图3 欧元区基准利率和 1 年期、10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind, HTI

美国 1929-1945 年低利率阶段中，可以将 1929-1933 年划分为利率快速下行期，将 1934-1945 年划分为利率低位震荡期。1929 年美国加息刺破资产泡沫，股市大幅下跌，经济也步入衰退，为挽救经济和资产危机，美联储从 1930 年开始连续降低贴现率，短期国库券利率从 1929 年的 5.1% 快速下行至 1933 年的 0.5% 以下。此后低利率一直维持到 1947 年。

图4 美国 3M 短期国库券利率和 10 年以上国债利率 (%)



资料来源：FRED, HTI

1. 非金融资产：居民配置有何变化？

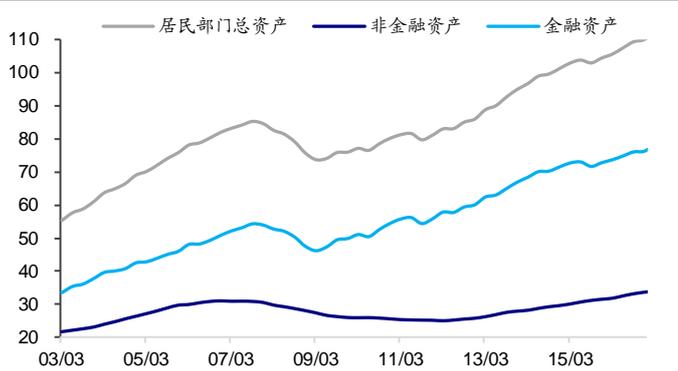
固定资产是居民资产重要的组成部分。我们首先关注低利率期间，居民如何调整固定资产方面的配置，以及在金融资产和非金融资产之间的选择。

2008 年低利率期间，美国居民持有的资产总量短期回落，而后持续创新高。在利率快速下行期，美国家庭部门的总资产规模出现较明显的下降。而随着第二阶段，也就是利率低位震荡期的开始，总资产呈现出稳定上升的态势。

从结构看，这一回升主要受金融资产增长的推动，而居民持有非金融资产规模的回落一直持续到 2012 年。其中，房地产资产在非金融资产变化中起主导作用。具体来看，家庭持有房地产资产的占比从 2007 年开始明显下降，到 2012 年时降至 24%，压缩了 6.5 个百分点，此后基本维持在 25% 附近波动。

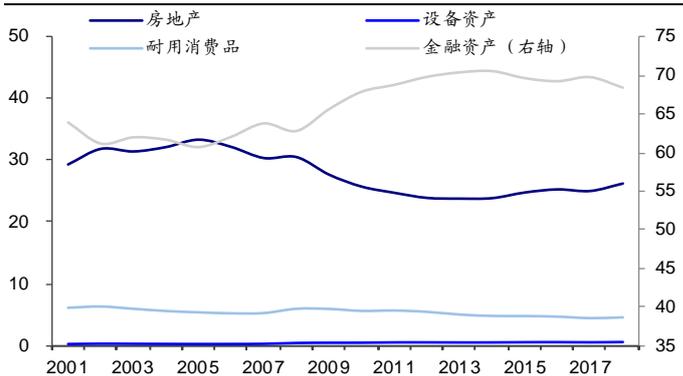
与此相对应，金融资产的占比则呈现长期上升趋势，从 2007 年的 63.8% 提升至低利率周期结束时的约 70%。

图5 美国居民部门金融和非金融资产规模 (万亿美元)



资料来源：CEIC, HTI

图6 美国金融资产和非金融资产的结构变化 (%)



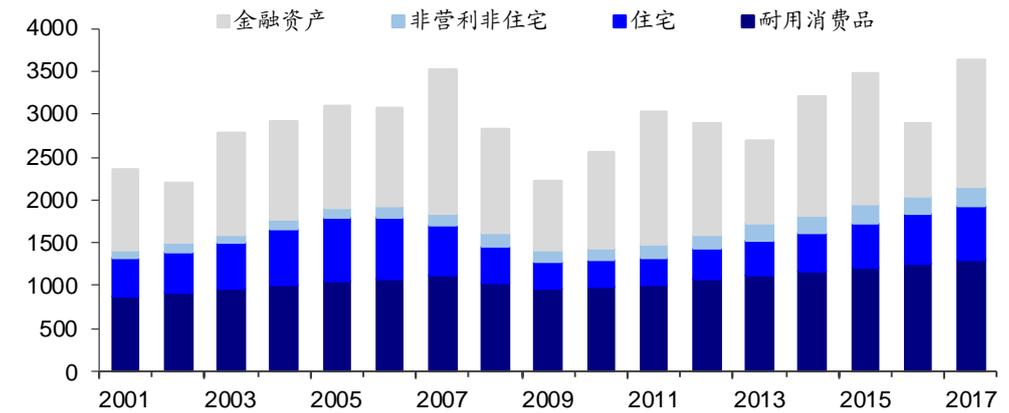
资料来源：CEIC, HTI

考虑到资产价格重估本身就会对居民资产负债表的结构造成一定影响，而这并不代表居民主动的配置选择，因此我们还需要结合家庭部门资金流量表，来分析居民的资产配置偏好。

根据资金流量表的数据，美国居民在 2008 年到 2011 年间主动购买住宅的金额相比前期明显收缩，而配置耐用消费品的情况则比较稳定。从 2012 年开始，居民资金流入住宅市场的规模又逐步回升，但到 2015 年低利率周期结束当年，主动配置的资金量仍没有恢复到 2007 年危机前的水平。

不过，居民选择配置金融资产的规模在危机后收缩更加显著，2009 年主动投资额不到 2007 年的一半。

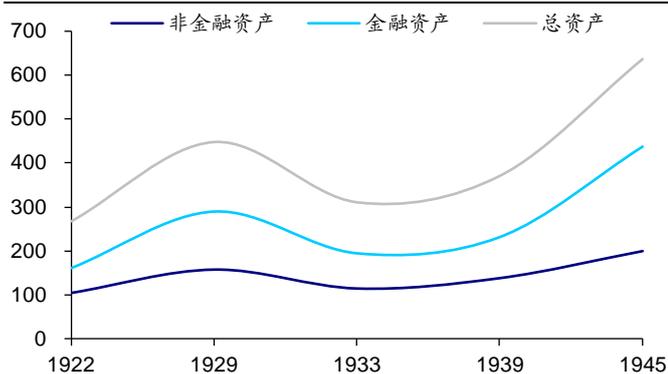
图7 美国家庭的金融资产和各类非金融资产的资金流动情况（十亿美元）



资料来源：CEIC, HTI

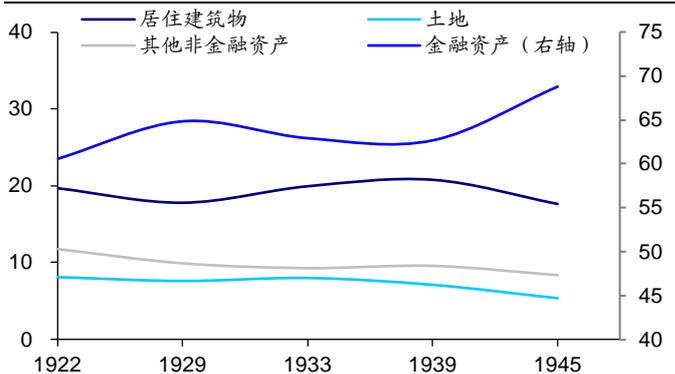
在上世纪 30 年代的美国，资产规模变化也较类似：利率快速下行期，居民持有总资产规模下降；而随着第二阶段的开始，总资产呈现出逐步上升的态势。不同点在于，在 1929 年-1939 年期间，居民持有非金融资产，尤其是居住建筑物的比重有所增长，金融资产比例反而从 64.8% 小幅降至 62.7%。

图8 美国居民部门金融和非金融资产规模（万亿美元）



资料来源：NBER, HTI

图9 美国金融资产和非金融资产的结构变化（%）



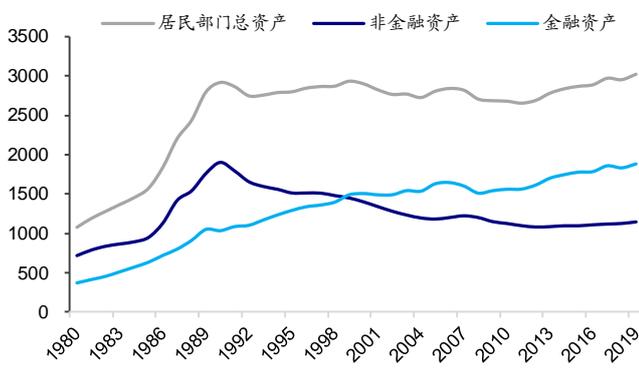
资料来源：NBER, HTI

在日本，受非金融资产规模持续缩水的影响，居民资产总量长期上行动力偏弱。根据日本家庭资产负债表，1991 年进入低利率周期后，居民总资产规模就结束了 80 年代的增长趋势，从那时到 2012 年前，整体呈现波动下降的态势。

在内部结构上，金融资产逐渐“取代”非金融资产成为主导。非金融资产，主要包括土地和住宅建筑的存量规模在1990年见顶，此后20多年直到2012年都呈现持续下行的趋势，到2012年非金融资产规模仅有1990年高点时的约57%。这主要是由于，日本的低利率阶段始于1990年房地产泡沫破裂时期，土地价格快速回落，导致居民持有的非金融资产，尤其是土地资产价值长期收缩。在日本居民持有的非金融资产中，土地资产占比最高，其价值变化起决定性影响。值得注意的是，期间包括住宅在内的固定资产规模在1990年至1997年间实际上还在继续增长，这为整体非金融资产规模提供了一定支撑。

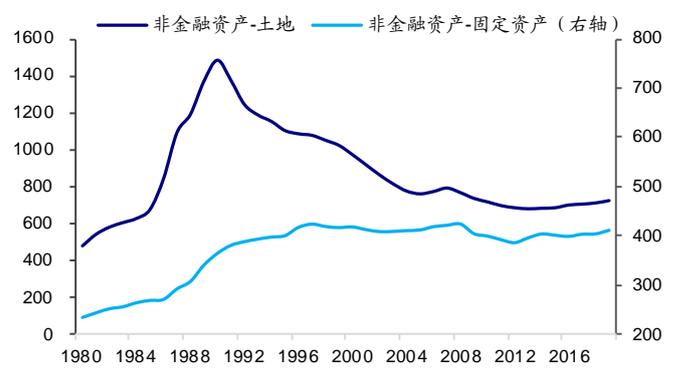
相比之下，在整个低利率期间，居民持有的金融资产规模总体呈现缓慢上行的态势。到2019年底利率期末，金融资产规模已增至1990年的1.8倍左右。从资产占比来看，金融资产在居民资产中的比重从1990年的35.4%上升至2019年的62.2%，而非金融资产的比重则降至37.8%。这表明，日本居民的资产结构已经从以非金融资产为主转变为以金融资产为主。

图10 日本家庭持有金融和非金融资产的规模（万亿日元）



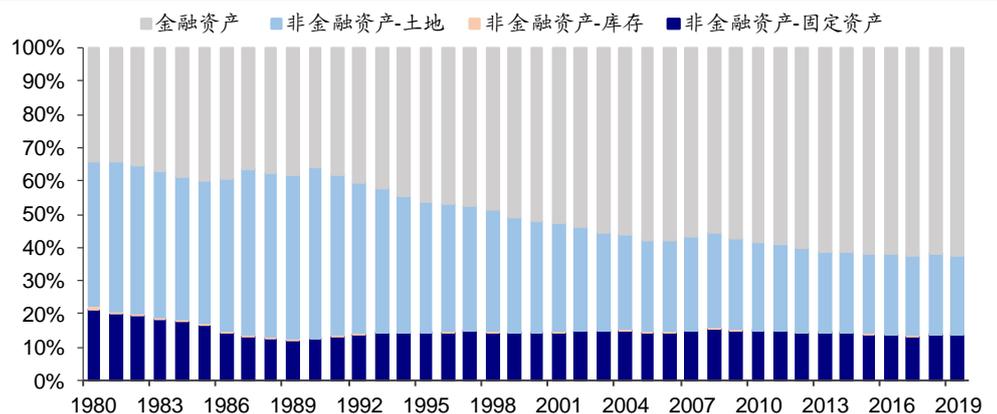
资料来源：CEIC，HTI

图11 日本家庭持有土地和固定资产的规模（万亿日元）



资料来源：CEIC，HTI，注：固定资产分项包括住宅建筑物、其他建筑物和结构、机械设备等。

图12 日本家庭的金融资产和各类分金融资产的结构变化



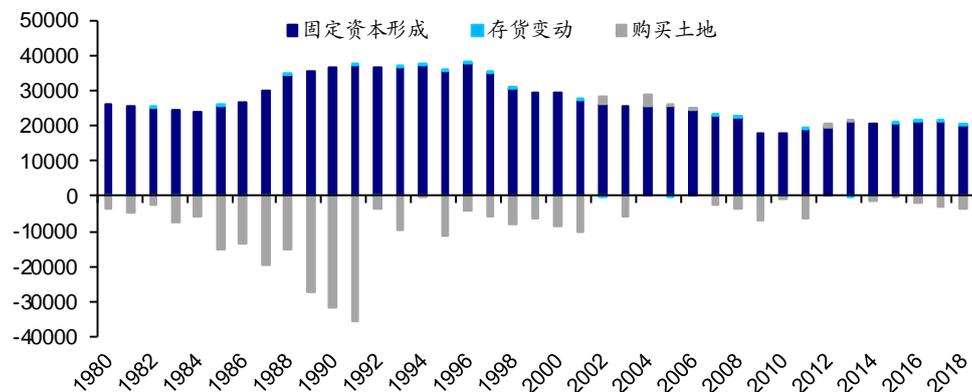
资料来源：CEIC，HTI，注：固定资产分项包括住宅建筑物、其他建筑物和结构、机械设备等。

再根据日本家庭的资金流量表，1990年以前，日本居民对非金融资产的配置调整表现为积极出售土地，特别是在1985至1990年间，日本地价的快速上涨引发了居民的大规模“卖地潮”。然后在房地产危机发生后，整个低利率期间居民卖地的倾向反而明显下降。这可能和其他部门购置土地需求大幅下行有关。

与此同时，我们观察到，在1990至1997年间，日本居民并未减少对固定资产，主要就是住宅及其他建筑的投资。一直到1998年日本金融危机爆发，居民的住宅建筑投资才开始呈现逐步回落的趋势。

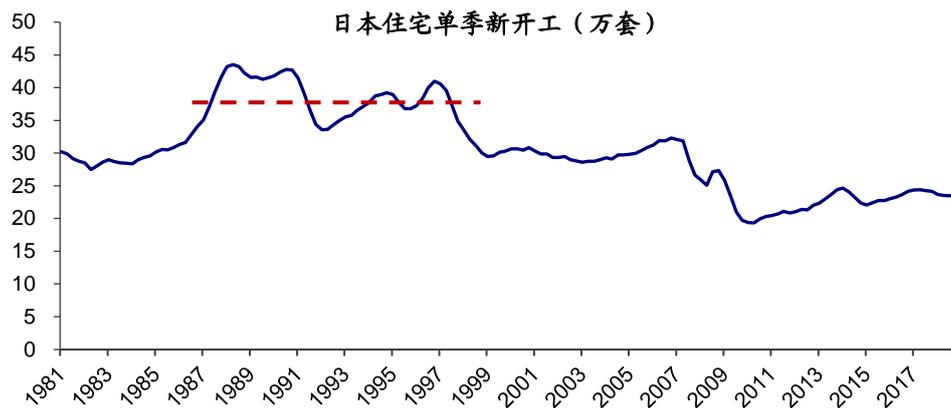
类似的结论也可以从日本的住宅新开工数据中得到证实:新开工数量在 1991 年经历了一次阶段性下降, 但到 1993 年已回升至每年约 150 万套的高位水平。而后到 1998 年后, 新开工数量才出现持续下降, 标志着新开工中枢的明显降低。

图13 日本家庭非金融资产的资金流量表情况 (十亿日元)



资料来源: 日本内阁府, HTI

图14 日本全国住宅新开工单季数量 (万套)

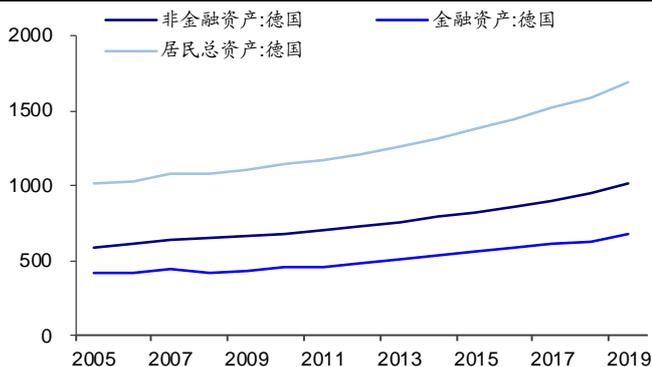


资料来源: CEIC, HTI

相比之下, 在欧元区, 以德国为例, 家庭总资产在低利率周期中整体呈现稳定上升的趋势。在第一阶段, 即利率快速下行期间, 由于股票市场短期调整, 居民家庭持有的金融资产和总资产规模均出现小幅下降。从占比来看, 金融资产占总资产比重从 2007 年的 40.9% 回落到 2009 年底的 39.6%。而自 2010 年进入利率低位震荡期以来, 金融资产占比转为缓慢小幅的扩张, 非金融资产占比则有所下降。

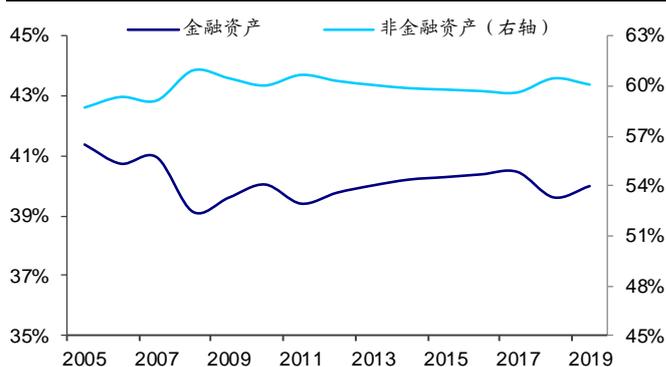
然而, 整体上看, 居民持有非金融资产的比重相比危机前仍有所上升, 这与美国和日本的情况都有不同。而且到低利率期末, 居民持有的非金融资产依然超过金融资产。

图15 德国家庭金融和非金融资产规模（万亿欧元）



资料来源：Wind, HTI

图16 德国家庭金融资产和非金融资产的结构变化（%）



资料来源：Wind, HTI

2. 利率快速下行期：存款更受推崇

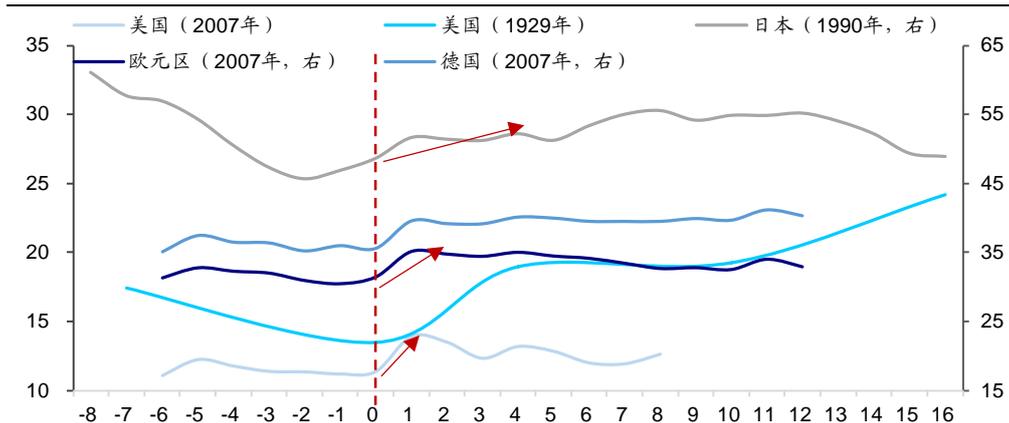
接下来，我们对金融资产类别进行细分：各地居民如何在不同的金融资产间进行配置选择？在低利率周期的不同阶段，他们的配置偏好发生了哪些变化？

在利率快速下行阶段，居民部门持有的货币存款占比往往会快速提升，股票基金占比则通常回落。

例如，随着日本央行快速降息，从1990年到1995年日本居民持有的存款资产占比从48.6%持续上行至51.2%；股票和投资基金占比从20.3%降至13.8%。2007年9月到2008年末，美国居民部门持有的现金存款份额从10.9%升至13.9%；股票和基金则从43.7%降至33.4%。但在快速降息阶段过去后，多数地区无风险资产的占比就趋于回落或基本走平。

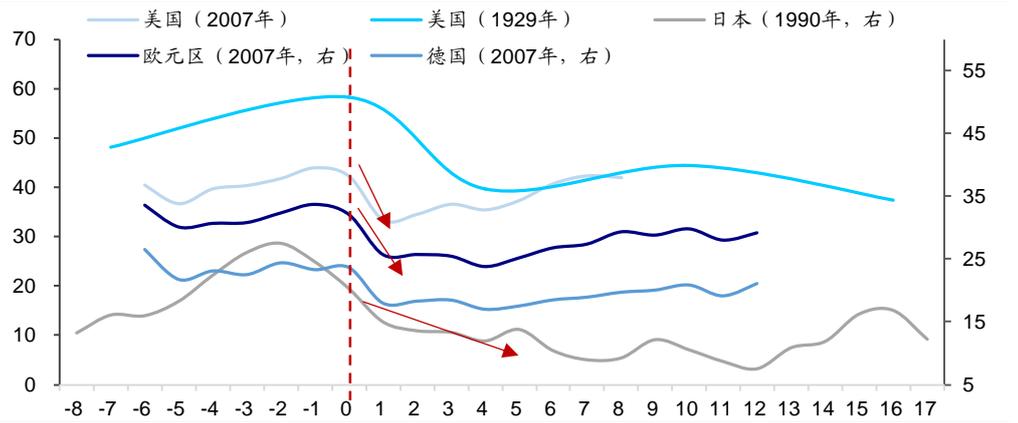
一方面，危机发生后，居民对高流动性、低风险资产的需求确实会显著增加。而更重要的因素或在于低利率初期，这些经济体普遍都经历了股票市场的较快下跌；股价回落本身就会引起权益类资产规模的收缩、其他资产的比重被动提升。

图17 家庭部门持有的金融资产中，货币和存款的占比变化（%）



资料来源：Wind, CEIC, 日本央行, NBER, HTI, 横坐标为距离T0的年数，图例括号中年份为T0年份

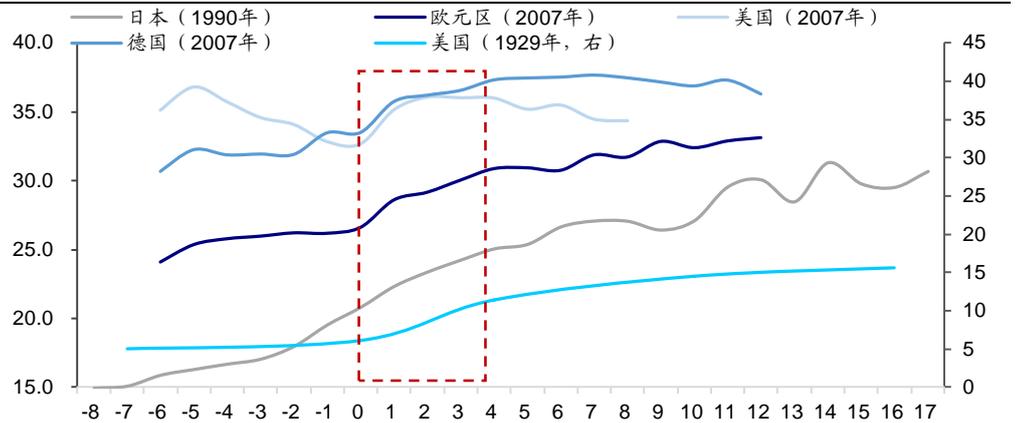
图18 利率快速下行期，金融资产中股权和投资基金的占比短期回落（%）



资料来源：Wind，CEIC，日本央行，NBER，HTI，横坐标为距离T0的年数，图例括号中年份为T0年份

第一阶段，各地居民配置保险和养老金产品的比重也会上升。不过区别于存款类资产，我们发现，保险类资产能够在更长时间内持续吸收居民的资金：日德、欧元区整体、以及30年代的美国居民都倾向于在整个低利率期，持续增加保险养老金资产的配置。

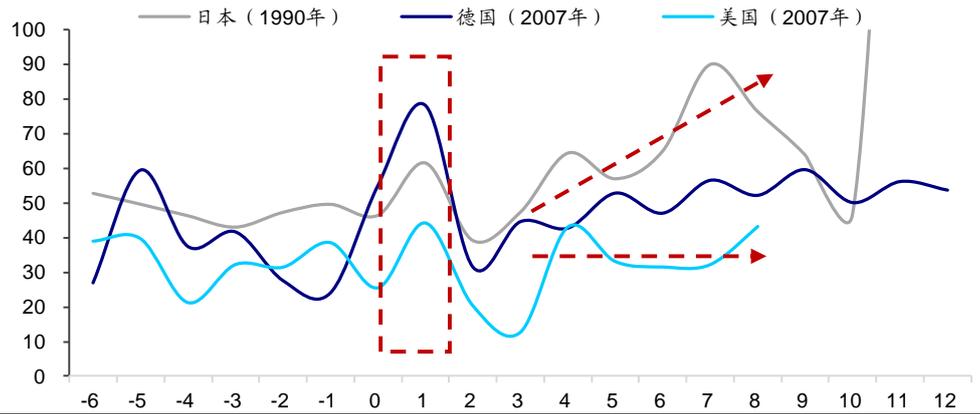
图19 金融资产中，保险和养老金的份额多数呈现持续的走高（%）



资料来源：Wind，CEIC，日本央行，NBER，HTI，横坐标为距离T0的年数，图例括号中年份为T0年份

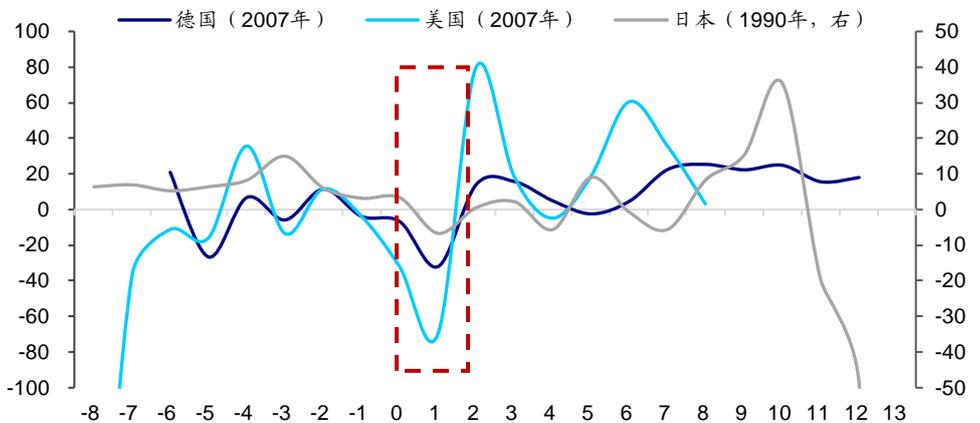
再参考居民资金流量的使用情况，海外居民确实会在低利率初期，尤其是第一年时，显著增加对货币和存款资产的配置，同时卖出股票和共同基金资产。另外，危机期间，居民主动配置债券等安全资产的动力也会明显增强，尤其在2008年美国居民投资金融资产时直接流入债券类的比例一度高达74%。

图20 居民部门资金流向中，货币和存款占金融资产的比例 (%)



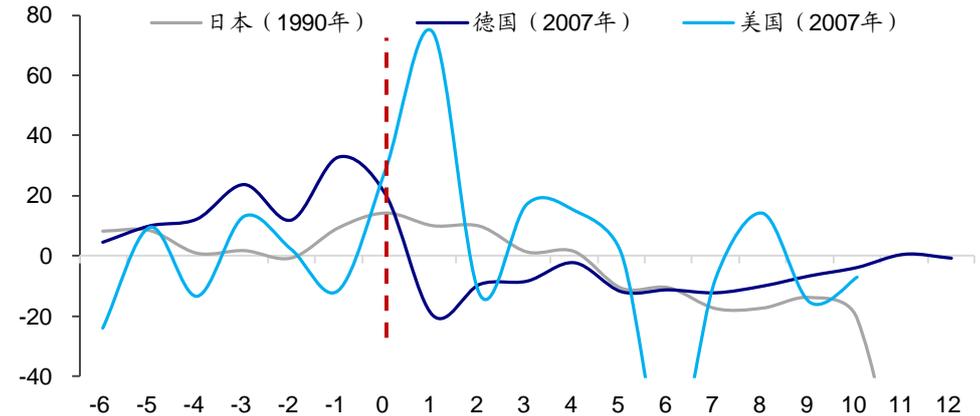
资料来源: Wind, CEIC, 日本央行, NBER, HTI, 横坐标为距离 T0 的年数, 图例括号中年份为 T0 年份

图21 期初，居民部门在股票和投资基金方面均选择净卖出 (%)



资料来源: Wind, CEIC, 日本央行, NBER, HTI, 横坐标为距离 T0 的年数, 图例括号中年份为 T0 年份

图22 居民部门资金流向中，债券类占金融资产的比例 (%)



资料来源: Wind, CEIC, 日本央行, NBER, HTI, 横坐标为距离 T0 的年数, 图例括号中年份为 T0 年份

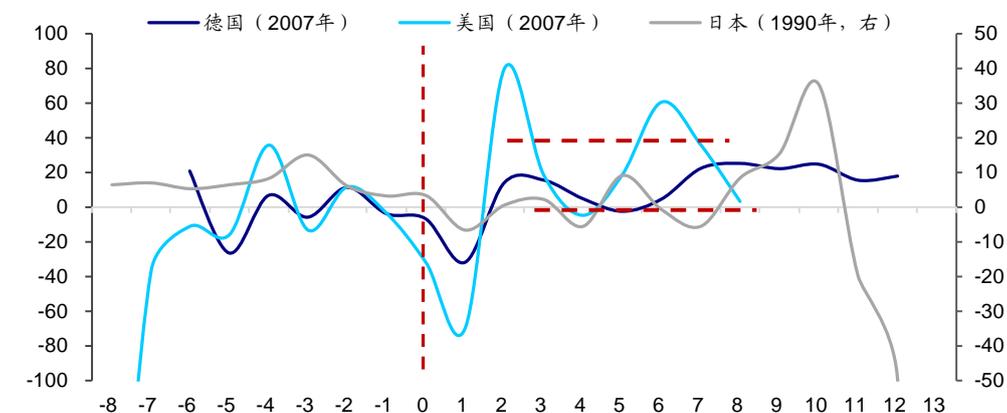
3. 利率低位震荡期：青睐什么资产？

在利率低位震荡期，居民在金融资产配置上同样有一些相似的趋势。比如，根据资金流量表，美日德的居民都会每年配置一部分可支配资金到货币和存款，且比例通常不低于危机前水平（图 19）。对于债券资产，由于利率整体低位震荡，三地居民多数时候都选择减少债券资产的配置，表现为资金的持续净流出（图 21）。

但在这一阶段，分化也逐渐显现。比如，资金流量表显示，日本居民配置存款的比例长期高于另外两国，而且进入利率震荡期后，该比例还在不断上升；美国居民配置存款比例则在三者中相对较低，保持在危机前水平附近。

在股票和基金配置上，差异更加明显。美国居民在利率震荡期的配置积极性较之前有所提高，特别是在 2012-2015 年。相比之下，日本家庭在这一阶段很多时候选择赎回股票基金，转而配置其他资产。而德国家庭的风险偏好介于日本和美国之间，资金流向货币存款和股票基金的比例皆处于两者之间。

图23 美日居民资金流向股票和投资基金的比例分化明显 (%)



资料来源：Wind, CEIC, 日本央行, NBER, HTI, 横坐标为距离 T0 的年数，图例括号中年份为 T0 年份

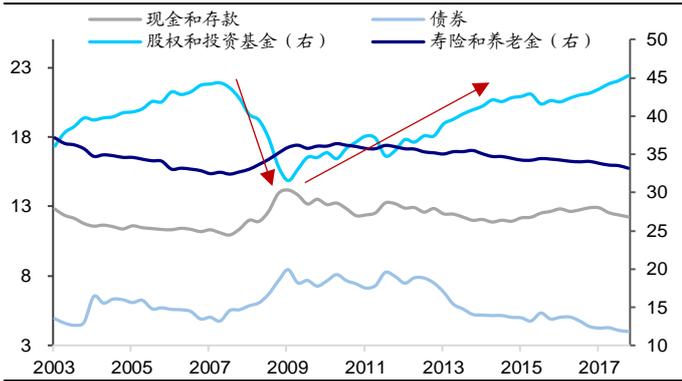
因此，接下来我们需要分经济体进行分析，重点关注三地居民在较长的利率低位震荡期间各有什么特点？

3.1 美国居民：偏好基金、养老金

两轮低利率周期的家庭资产负债表均显示，进入第二阶段后，美国居民持有股票和共同基金的比例就开始拐头回升。差异点在于，2008 年这一轮中，居民配置的股票基金比例从 2009 年的 31.5% 较快提升到 2015 年低利率周期结束时的 42%，增长了超过 10 个百分点。股票和共同基金也成为此后美国居民金融资产中占比最高的大类。当然，居民持有股票基金比例的拐头向上，与 2009 年后美国股市的企稳是基本同步的。同期，现金和存款的配置比例则从 14.2% 降至 12.6%，寿险和养老金的比例整体保持稳定。

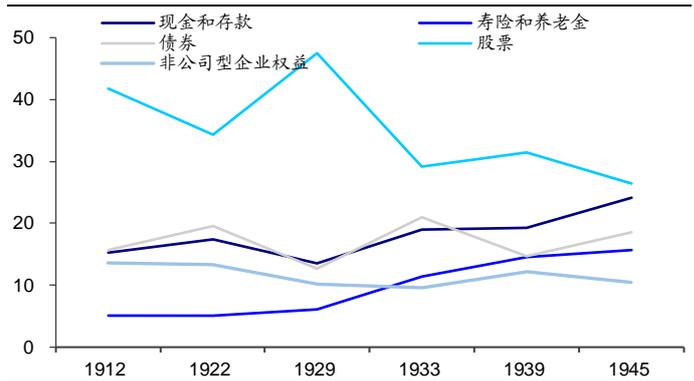
而在 1933 年后，尽管居民的股票类资产配置也出现了企稳回升的趋势，但在利率低位震荡期间，持有比例始终未能恢复到 1929 年的高位。期间，持续增加的则是现金存款和保险养老金资产。到 1945 年，现金存款的比重已经升至与股票差不多的水平，都在 25% 左右。

图24 2008年前后美国居民持有金融资产结构变化(%)



资料来源: CEIC, HTI, 股权和投资基金包括非公司型企业中的所有者权益

图25 1912-1945年美国居民持有金融资产结构变化(%)

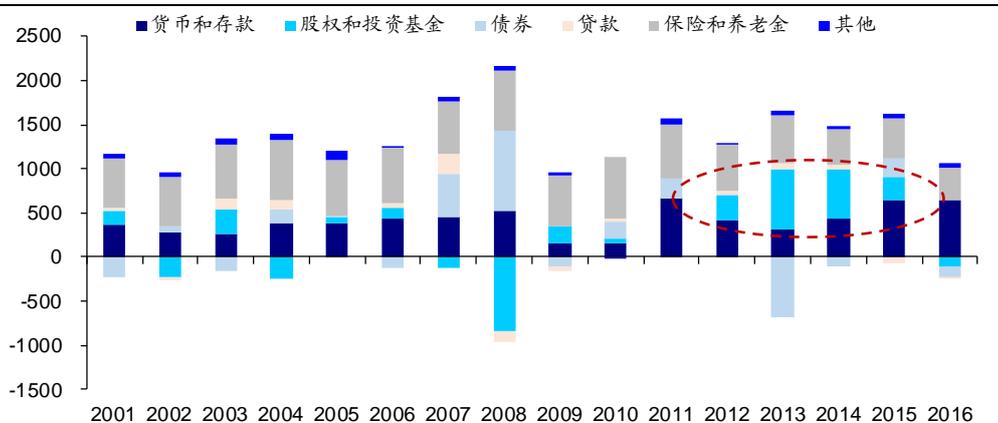


资料来源: NBER, HTI, 样本时间非连续

从家庭部门资金流量表来看, 09年以后, 居民在股票和投资基金方面持续净投入资金, 尤其是在2012年到2015年间, 累计净投入约1.8万亿美元(包括货币市场基金), 占同期金融资产总投入的34%。而在2008年以前, 居民资金经常是从股票和投资基金净流出的。因此可以看出, 零利率时期, 美国居民对股票和基金的投资意愿有所增强。

不过, 尽管对股票和基金的偏好有所增加, 从绝对量上来说, 在此期间美国居民主动配置比例最高的仍是保险、养老金和存款。对比几类资产, 2009年到2015年间, 累计流向保险和养老金的资金占比最高, 约有43%; 其次是货币和存款, 占32%; 均高于股票和基金类(23%)。这意味着, 居民资产负债表中股票和基金资产占比的提升, 很大程度上是受益于股价上涨带来的资产价值重估效应。

图26 美国居民部门金融资金流向(十亿美元)

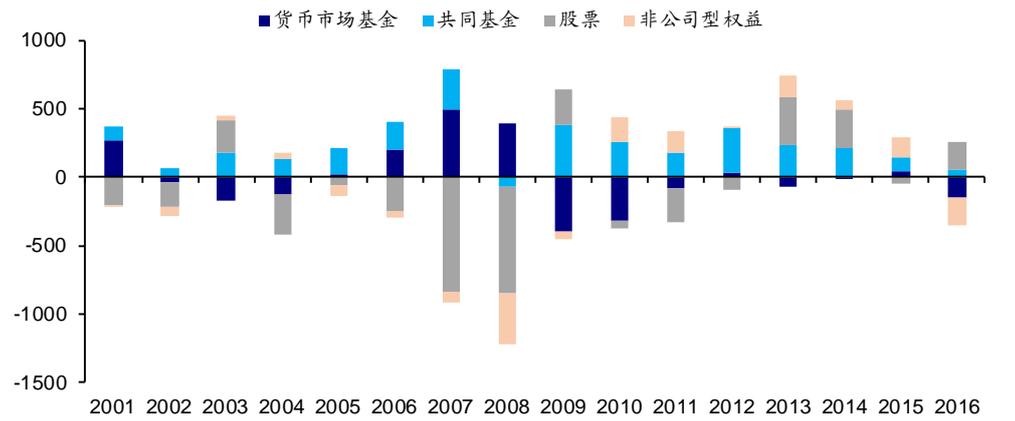


资料来源: CEIC, HTI, 图中将货币市场基金划入股票和投资基金大类

在选择投资产品时, 美国家庭更偏好共同基金, 而不是直接买股票。对比主要投资产品, 2009年以后, 共同基金是居民资金最主要的流入项, 占投资类产品总增量的84%, 远高于直接流入股票的比例22%(2009-2015年)。

同时, 受到零利率环境及股票市场逐步走强的影响, 美国货币市场基金规模“每况愈下”: 2009年到2015年期间, 居民整体上选择赎回货币基金产品, 尤其是在金融危机期间, 美国货币市场基金 Primary Reserve Fund“破净”, 引发了大规模的资金赎回。

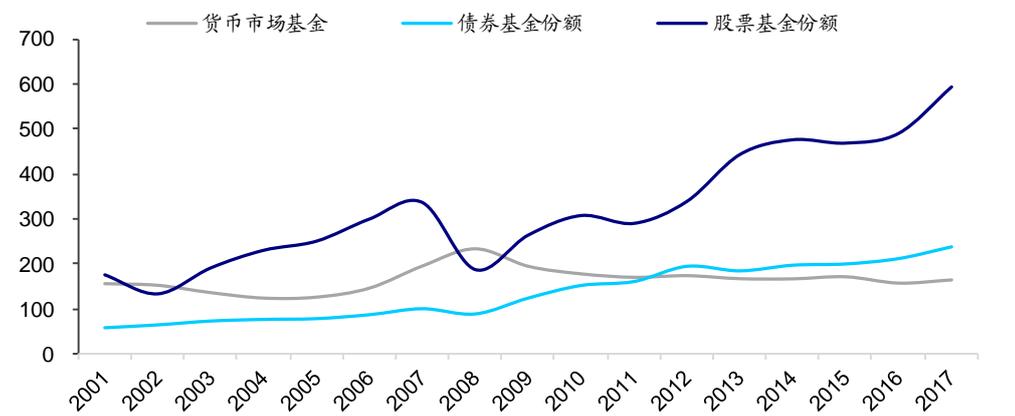
图27 美国居民部门资金流向股票和基金类产品的结构（十亿美元）



资料来源：CEIC, HTI

如果进一步细分基金种类，到 2015 年时，美国居民持有的投资基金中，54%是股票类基金，比 2009 年增加了 9.7 个百分点。债券基金的持有规模也持续上行，到 2015 年底时约占到 23%。相比之下，货币市场基金的规模则持续缓慢收缩。

图28 美国家庭部门持有的货币基金和共同基金规模（百亿美元）

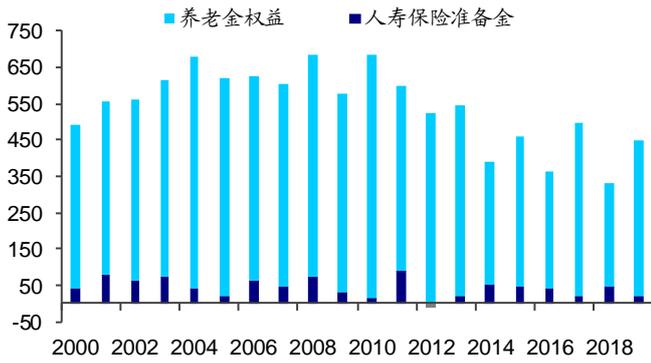


资料来源：OECD, HTI

在保险和养老金的选择上，美国居民显著偏好养老金产品，以间接分享市场的增长。在保险和养老金产品中，超过 90% 的资金都被用于配置养老金权益，比例很高。对比其他两个国家，在 2015 年，美国居民持有的养老金占到整体金融资产的 28.6%，明显高于德国和日本；而寿险和年金类产品的比例则相对较低。

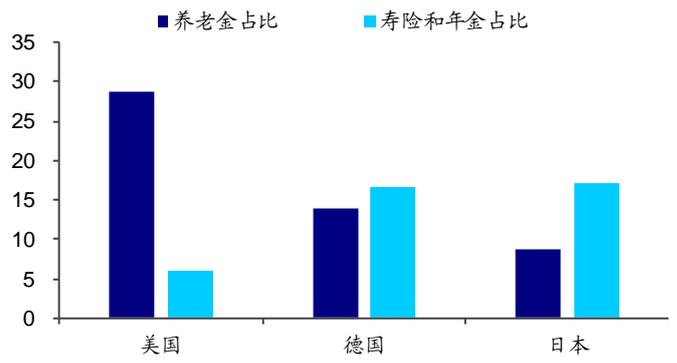
在美国，相比于保险机构，养老金配置股票和共同基金的比例比较高。因此美国居民对养老基金的青睐，也反映了他们整体较高的风险偏好。

图29 美国居民向保险和养老金的资金流向拆分 (十亿美元)



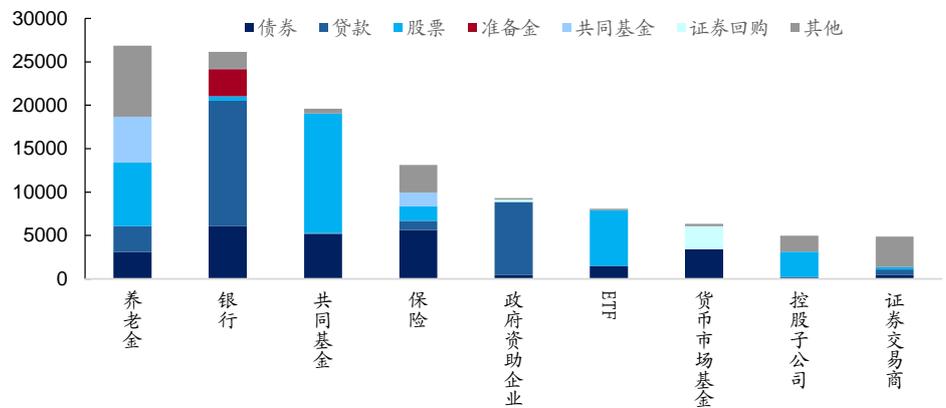
资料来源: CEIC, HTI, 图中为家庭部门资金流量表数据

图30 美国居民持有养老金的占比相对偏高 (% , 2015年)



资料来源: Wind, HTI, 图中为家庭部门资产负债表数据

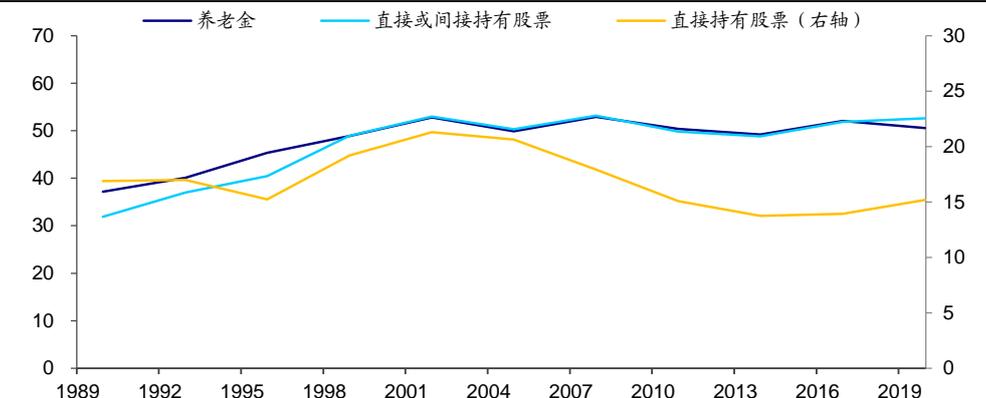
图31 美国养老金配置股票和共同基金的比例比较高 (十亿美元)



资料来源: 美联储, HTI, 数据截至 2023 年 12 月底

另一方面, 通过养老金, 长钱也被锁定在资本市场中, 可以起到市场稳定器的作用。例如, 美国股市在 2000 年互联网泡沫破灭和 2008 年次贷危机时都经历了大幅回撤, 但由于养老金机制的被动约束, 居民间接参与股票市场的程度并没有明显变化。相比之下, 居民直接持股的比重则明显受到股票市场周期的影响。

图32 美国家庭直接或间接持有股票比例相对稳定 (%)



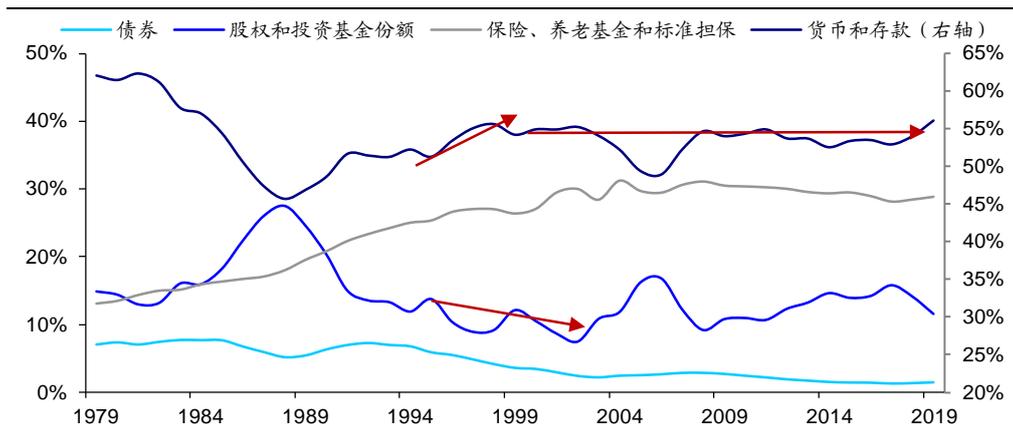
资料来源: 美联储官网, HTI

3.2 日本居民：钟爱存款、投资出海

根据日本家庭资产负债表，自 1996 年进入利率震荡阶段以后，日本居民持有的现金和存款资产比例继续增长，并从 2000 年起长期稳定在 55% 左右；股票和投资基金占比的回落则一直持续到了 2002 年。之后随着日本股市迎来 2003-2006 年连续 4 年的小牛市，股票类资产的持有比例才开始边际回升。

到了 2019 年，日本居民的金融资产配置中，现金和存款占据了 56% 的比重；股权和投资基金的占比为 11.6%，和 2012 年相差不多；保险和养老金的比例约 28.9%，相较 1995 年末小幅增长 3.5 个百分点。

图33 从资产负债表看，日本家庭部门金融资产配置结构



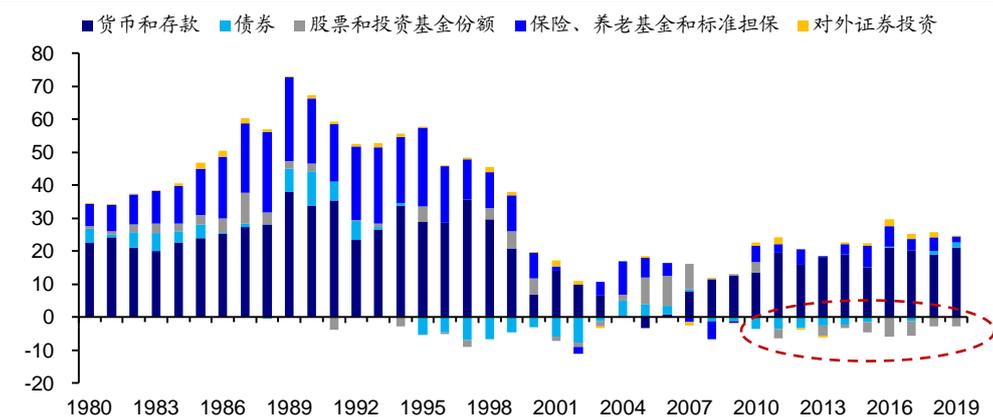
资料来源：日本央行，HTI

剔除掉价格变化因素后，资金流量表进一步印证了日本居民对现金存款的偏好。由于长期处于零利率甚至负利率环境，在日本购买存款的收益率是很低的，以 1-2 年期定期存款为例，年化收益率平均只有 0.17%（利率低位振荡期，1996-2019 年）。但即便如此，现金和存款仍然是日本居民财富的主要去向。根据日本家庭资金流量表，1996-2012 年期间，金融资金中 77% 流向了货币和存款。在这段时间里，保险和养老金的资金流入占比也达到了 29%；但增配股权类资产的比例则相对有限，约有 11%。

即便 2013 年以来，日本股市开启了长期慢牛，居民也很少直接增配公司股票。根据资金流量表显示，2013 年后资金多数时候都从股票和投资基金中净流出。进一步观察发现，日本居民对基金类产品的投资实际上出现了明显增长，资金的净流出主要是由于股权和股票类资产的赎回较为显著所致。

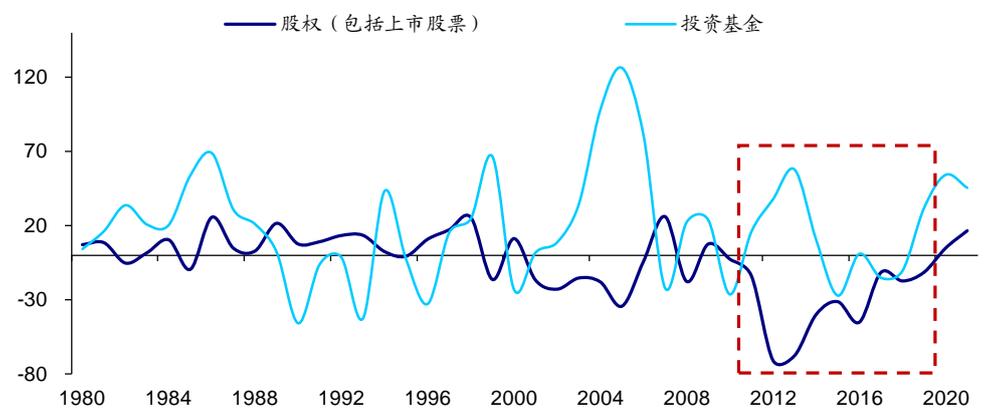
另外，大约从 2005 年开始，日本家庭主动购买保险养老金的比例明显减少了，可能与日本保险产品的预定利率不断下调有关。

图34 从资金流量表看，日本家庭部门金融资产配置结构（万亿日元）



资料来源：日本央行，HTI

图35 从资金流量表看，2013年后日本家庭对股权仍是净赎回为主（万亿日元）

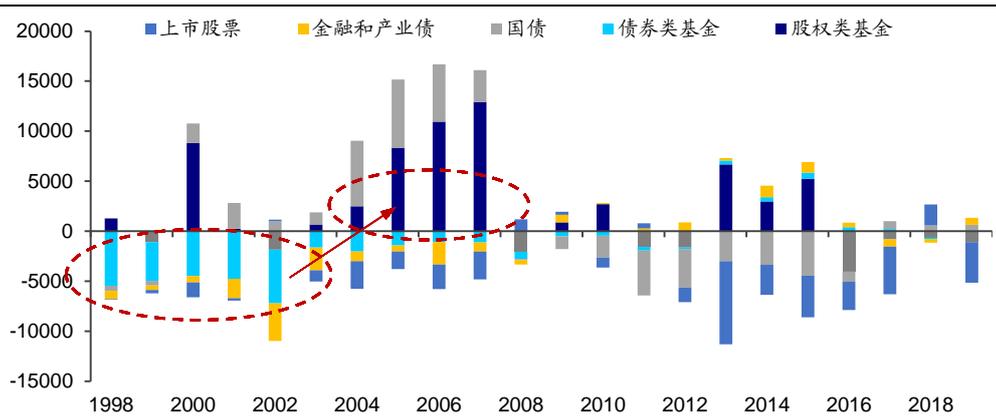


资料来源：日本央行，HTI

如果细分日本居民购买基金产品的类别，在利率进入低位震荡期后，日本居民选择从债券类基金逐步转向股票类基金。利率降至低位后，日本居民选择持续赎回债券基金产品，之后随着2003年股票“小牛市”的到来，资金转而流入股权类基金产品中。居民需求的变化也主导了日本基金业产品结构的趋势性调整，在系列专题《金融机构：如何适应低利率？——低利率下的资产配置系列二》中，我们就提到2003年以后，股票公募基金开始持续扩张，债券型基金规模则长期停滞不前。到2019年，股票型基金已占到整体公募基金规模的90%左右。

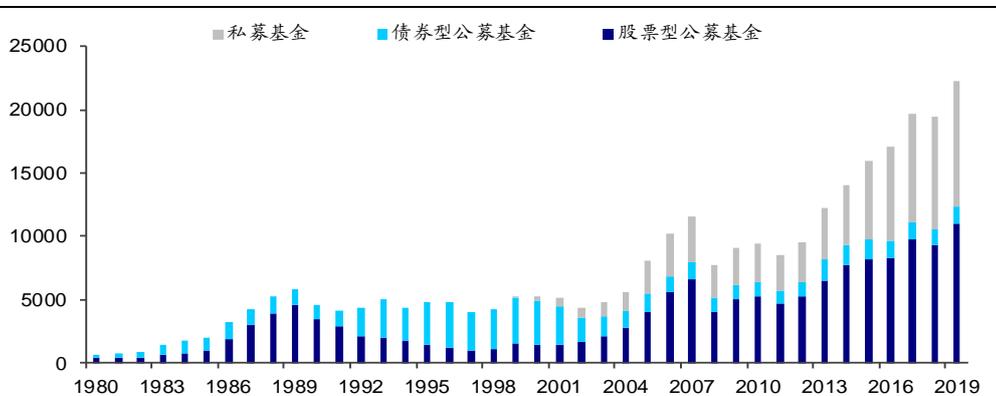
另外，2004年到2007年间，日本居民还显著增加了国债的直接购买，可能是因为当时日本国债收益率有所提升。

图36 日本居民主要有价证券资金净流入结构（千亿日元）



资料来源：CEIC, HTI, 参考2008年国民经济核算体系，数据始于1998年

图37 日本公募和私募投资基金的存量规模（百亿日元）



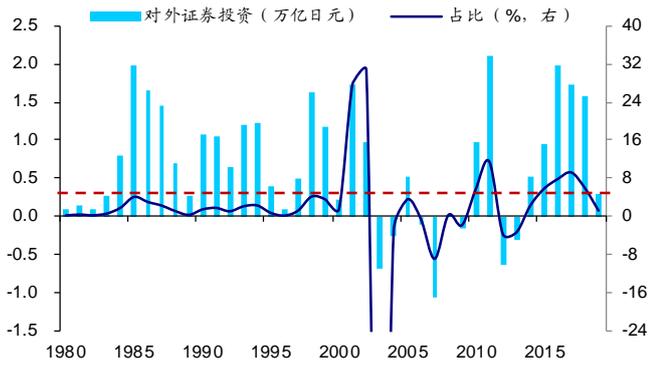
资料来源：日本投资信托协会，HTI，债券型基金包括货币管理基金

由于国内高收益资产稀缺，海外资产也成为日本家庭的重要投资选择。不过日本居民直接进行海外投资的比例并不高，对外证券投资占比到2019年也仅是抬升至1.2%。

我们认为，通过资管机构“间接出海”是日本居民获取国际市场收益的主要方式。随着日本保险、养老金和信托基金等对外投资比例不断提高，居民可以选择相应的金融产品，间接进行海外资产配置。特别是日本基金业的海外资产配置比例很高，2010年达到最高峰时，基金行业对外投资占比接近60%。欧洲地区的基金行业也有类似情况，配置海外资产的比例较高，可以帮助当地居民在利率下行期增厚收益。相比之下，美国共同基金总体持有海外资产的比例还不到20%。

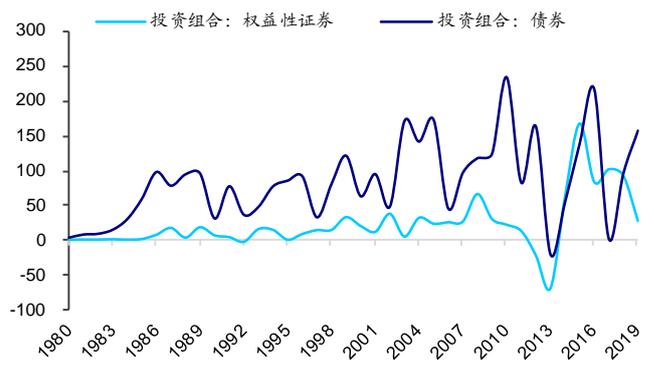
就投资类型而言，日本资金出海主要投资债券类资产，不过自2014年以来，对股票类证券的需求也有所增加。

图38 日本家庭部门资金直接流向海外证券的比例并不高



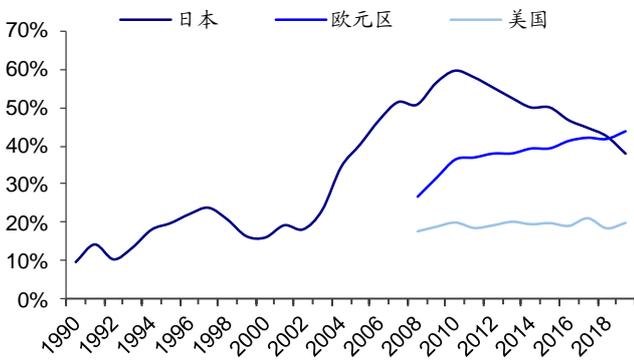
资料来源：CEIC, HTI, 图中为家庭部门资金流量表数据

图39 日本金融账户海外投资主要配置债权类资产（十亿美元）



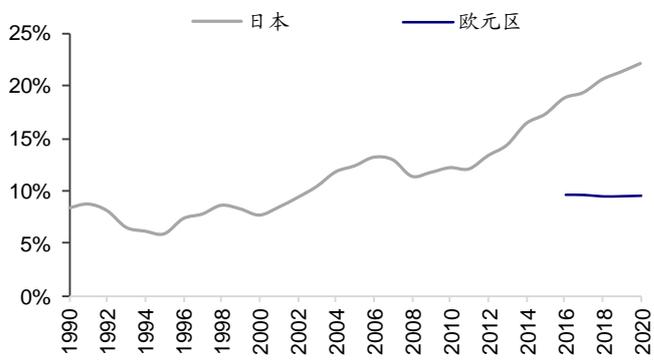
资料来源：CEIC, HTI, 图中为日本国际收支平衡表的数据

图40 日、欧、美基金行业的对外证券投资比例（%）



资料来源：CEIC, 欧央行, HTI

图41 日本、欧元区的保险机构对外证券投资比例（%）

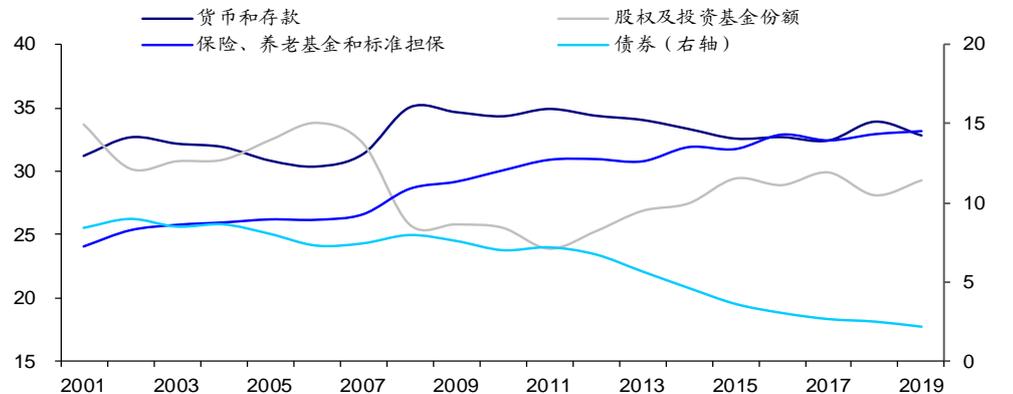


资料来源：CEIC, 欧央行, HTI

3.3 德国居民：偏好存款、多配基金

在欧元区，从家庭资产负债表看，低位震荡阶段（2010-2019年），居民持有权益类资产的比重抬升是最多的，约提高了3.7个百分点。这在一定程度上受益于股票市场持续的上涨。但与美国相比，整体来说，欧元区家庭的风险偏好还是较低的，比如存款和保险养老金仍然是持有比例最高的资产类别。

图42 欧元区家庭部门金融资产存量结构变化（%）

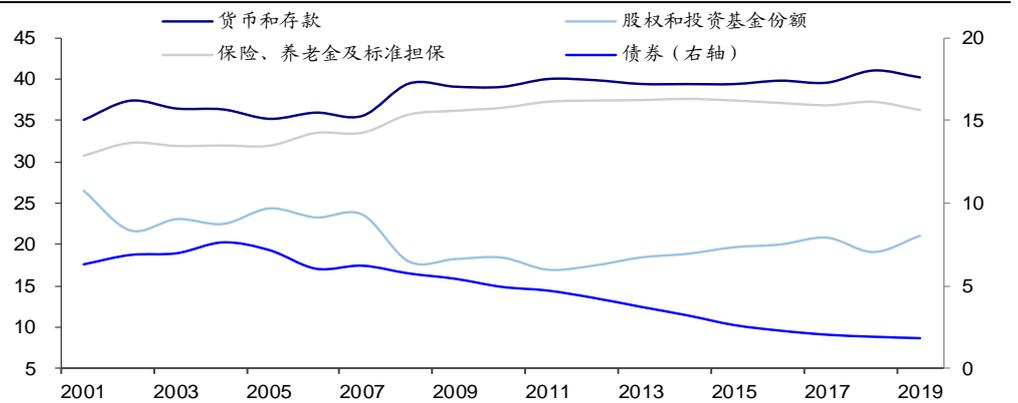


资料来源：欧盟统计局, HTI

由于欧元区包含多个国家，情况并不完全一致。接下来，我们将重点关注同样是银行主导型金融体系的德国。

从金融资产存量看，德国家庭和日本一样，也倾向于持有高比例的货币存款，到2019年占比超过40%。其次是保险、养老金和标准担保，占比达到36%。而且自2010年以来，存款类和保险类的持有比例变化均不大。

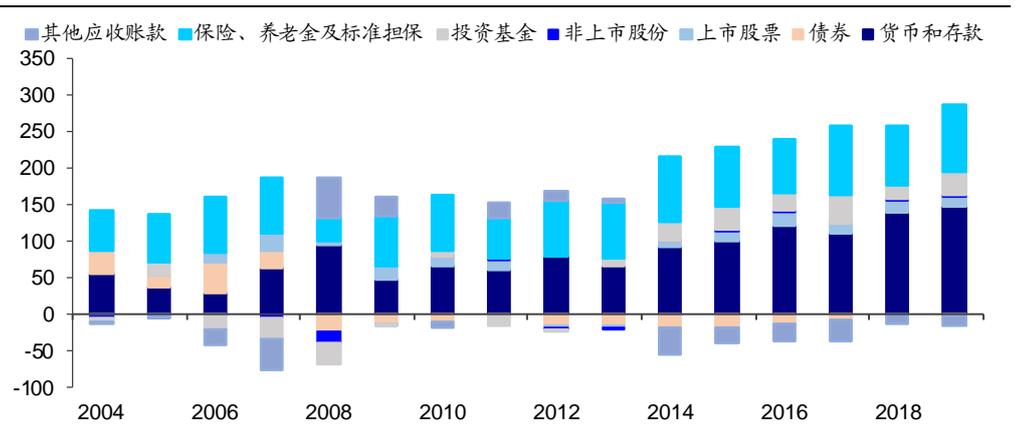
图43 德国的家庭部门金融资产存量结构 (%)



资料来源：CEIC, HTI

从资金流量表看，2010年以来，德国居民大部分配置金融资产的资金流向了货币存款和保险养老金，分别占比52.4%和42.7%。有价证券方面，低利率期间，德国居民不断赎回债券类资产。而随着股票市场的企稳上涨，2013年以后，居民开始主动增加对股票和基金的投资，资金投入的比例平均达到17.4%，这与美国情况相似。

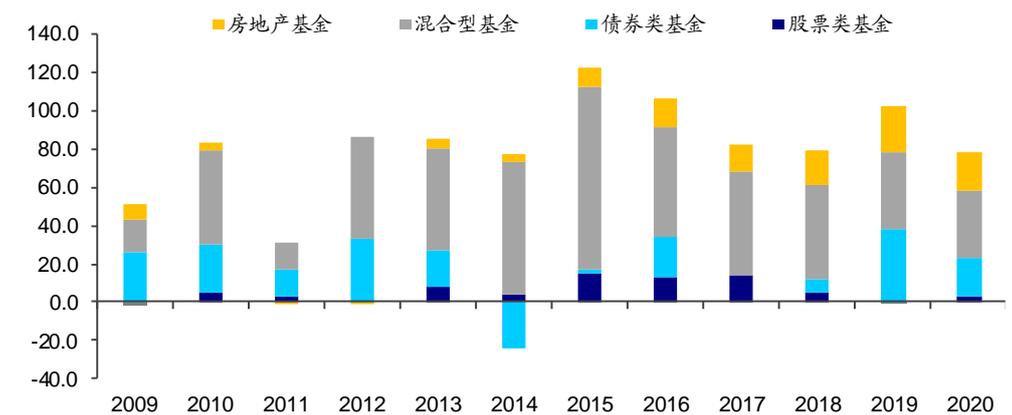
图44 低利率时期，德国居民各项金融资产流量变化 (十亿欧元)



资料来源：CEIC, HTI

在不同类型的基金偏好方面，我们通过基金产品的发行情况来侧面观察居民的需求。从各类基金净发行规模看，2008年以后，混合型基金发行占主导地位，比例超过50%；其次是债券基金。另外，在德国，房地产基金产品的比例也在趋势性提升。

图45 德国各类投资基金的净发行/赎回规模（十亿欧元）



资料来源：欧央行，HTI

总结来看，对于非金融资产的配置，由于在美国（2008年）和日本，低利率周期均始于房地产泡沫破裂，居民持有非金融资产的规模和占比总体呈现回落的态势。至低利率周期结束时（日本2019年，美国2015年），日本居民持有非金融资产的比重降至37.8%，美国则降至30.2%。与此同时，两地居民持有的金融资产比例显著上升。与此相反，在德国，居民持有非金融资产的比重在低利率期间有所增加，保持了以非金融资产为主的资产结构。

对于金融资产的选择，在利率快速下降阶段，海外居民对流动性、安全性高的资产的需求增加，普遍选择增配货币和存款，减少权益和投资基金类金融产品的配置。

而随着利率降至底部并开始长期震荡，居民在资产配置上的选择表现出一定的差异性。美、日、德的居民均会每年配置一部分资产到存款和养老金保险，但日本居民选择配置存款类的比例长期高于另外两地。在美国和德国，随着股票市场企稳上涨，居民还倾向于主动增配权益类资产；而且在证券投资时，居民通常更加偏好配置股票和混合类基金产品。而在日本，即便2013年后股市开启长期慢牛，居民也很少主动增加对权益类资产的整体投资，还是更偏好货币和存款。日本居民还通过购买资管产品间接投资“出海”产品、增厚收益。

风险提示：经济和政策的不确定性因素，国际环境的变化

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，梁中华，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Zhonghua Liang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，周林泓，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Amber Zhou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

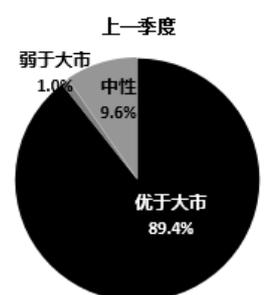
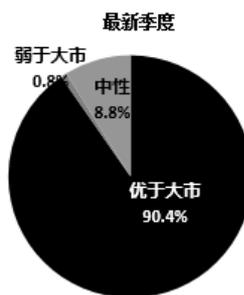
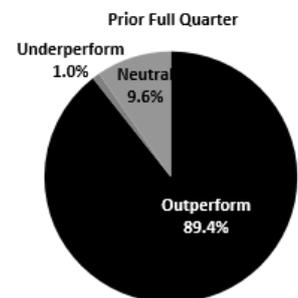
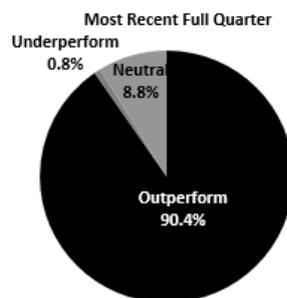
弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case,

评级分布 Rating Distribution



ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2024 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong

Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程,并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前,请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责

任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称“SFO”) 所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决策。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」 (“Major U.S. Institutional Investor”) 和「机构投资者」 (“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL")) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong

International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
