

经济复苏如何？海外风险多大？——2023年二季度宏观展望

梁中华 Zhonghua Liang zh.liang@htisec.com
Amber Zhou amber.lh.zhou@htisec.com

3 Apr 2023

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)

1. 政策：哪些变？哪些不变？
2. 经济：5%目标如何实现？
3. 通胀：08年后的货币“变局”

哪些“变”，哪些“不变”？

- 外部环境：百年未有之变局；大国博弈
- 内部政策：共同富裕；激浊扬清；调整结构
- 实体信心：长期政策稳定性；长期的产权保护；社会激励机制

总体要求：“高质量”优先，不搞强刺激

- 二十大报告更加强调的是在内、外局势发生变化的情况下，必须实现高质量的增长。今年政府工作报告强调“要坚持稳字当头、稳中求进，保持政策连续性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力”。我们认为，新时代面临的外部环境很复杂，面对百年未有变局，不会为了纯粹的短期经济数字，再去通过地产和基建强刺激去拉动经济。
- 增长的目标：**5%左右**。强调质量，强调结构。

表 政府工作报告：基调

	2023年	2022年
基调	<p>坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，更好统筹国内国际两个大局，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，持续改善民生，保持社会大局稳定，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。</p> <p>保持政策连续性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。</p>	<p>坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，坚持创新驱动发展，推动高质量发展，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定迎接党的二十大胜利召开。</p> <p>保持宏观政策连续性，增强有效性。政策发力适当靠前，及时动用储备政策工具，确保经济平稳运行。宏观政策有空间有手段，要强化跨周期和逆周期调节，为经济平稳运行提供有力支撑。</p>

货币政策：强调“精准”，结构主导

- 货币政策强调“要精准有力”，去年的表述是“要灵活适度”。我们认为，作为一种总量的宏观政策，货币政策要做到“精准”，势必会使用更多结构化货币政策工具，定向宽信用。结构化工具已经对狭义和广义流动性产生了较大影响，预计会发挥更大作用。

表 政府工作报告：关于货币政策的表述

时间	货币政策
2023	稳健的货币政策要 精准有力 。保持广义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，支持实体经济发展。
2022	加大稳健的货币政策实施力度。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持。扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。进一步疏通货币政策传导机制，引导资金更多流向重点领域和薄弱环节，扩大普惠金融覆盖面。
2021	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。进一步解决中小微企业融资难题。延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策，加大再贷款再贴现支持普惠金融力度。延长小微企业融资担保降费奖补政策，完善贷款风险分担补偿机制。引导银行扩大信用贷款、持续增加首贷户，推广随借随还贷款，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经营主体，对受疫情持续影响行业企业给予定向支持。
2020	稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。
2019	稳健的货币政策要松紧适度。广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。在实际执行中，既要把握好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。

结构性货币政策：仍是宽信用的重点

- 结构性货币政策工具更多承担的是“类财政”功能，是对狭义财政政策的有力补充。截至去年12月，央行投放的结构性货币政策工具总量达到6.45万亿元（包括PSL3.15万亿），相比2022年6月增加超1万亿。到今年2月，央行就连续宣布落实碳减排支持工具、交通物流专项再贷款和设备更新改造专项再贷款的延期政策；还新设立了收费公路贷款支持工具、2000亿元保交楼贷款支持计划等。往后看，货币政策定向发力仍可以期待，未来可能继续对结构性工具进行规模的扩大、种类的扩展等。

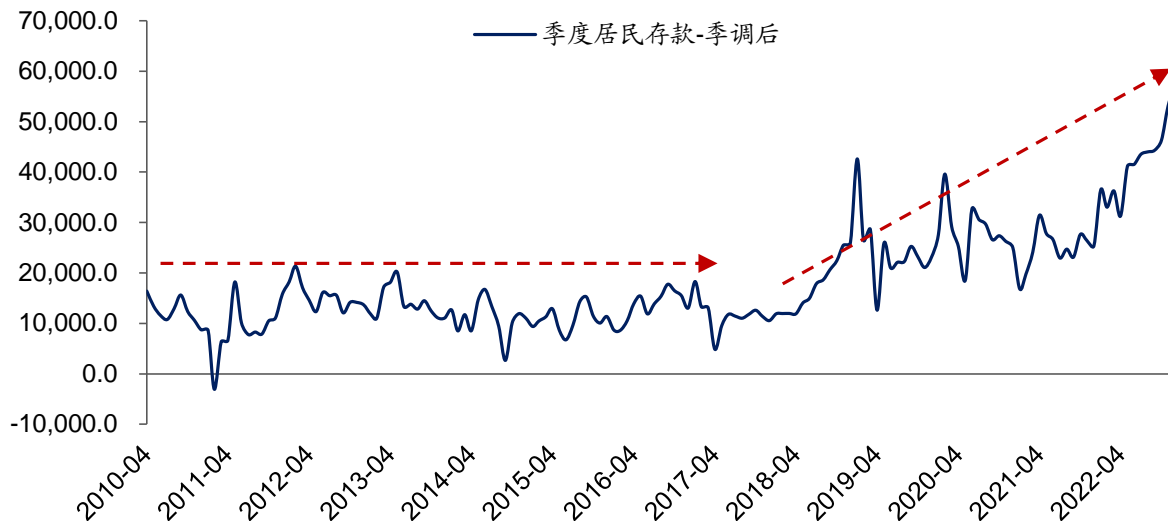
表 部分结构性货币政策工具介绍（截至2023年2月）

工具名称	支持领域	发放对象	开始时间	实施期	贷款利率	额度（截至23年2月）	余额（截至22年12月）
支农再贷款	涉农领域	农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行	1999年	长期工具	2.00%	7600亿元	6004亿元
支小再贷款	小微企业、民营企业	城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和民营银行	2014年	长期工具	2.00%	16400亿元	14171亿元
再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2008年	长期工具	2.00%	7050亿元	5583亿元
普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2021年12月	到2023年6月末	2%（激励）	400亿元	213亿元
碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	2021年11月	延续到2024年末	1.75%（60%比例）	8000亿元	3097亿元
煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	开发银行、进出口银行、工农中建交	2021年11月	延续到2023年末	1.75%	3000亿元	811亿元
科技创新专项再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	2022年4月	未提及	1.75%（60%比例）	4000亿元	2000亿元
普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	开发银行、进出口银行、工农中建交	2022年4月	实施期暂定两年	1.75%	400亿元	7亿元
交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业	农发行、邮储银行、工农中建交	2022年5月	延续到2023年6月末	1.75%	1000亿元	242亿元
设备更新改造专项再贷款	10个领域设备购置与更新改造	21家全国性金融机构	2022年9月	到2022年末	1.75%	2000亿元以上	809亿元
普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	2022年11月	/	1%（激励）	/	0
收费公路贷款支持工具	收费公路主体	21家全国性金融机构	2023年1月	/	0.5%（激励）	/	0
民企债权融资支持工具	民营企业	专业机构	2022年11月	/	1.75%	500亿元	0
保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建交、邮储	2022年11月	到2023年3月末	0%	2000亿元	0

居民资产负债表重构：存款高增长

- 近几年，我国居民部门的资产负债表出现了比较明显的“重构”。一方面是居民存款的高增长。

图 从2018年之后，居民存款就开始了高速增长（亿元）

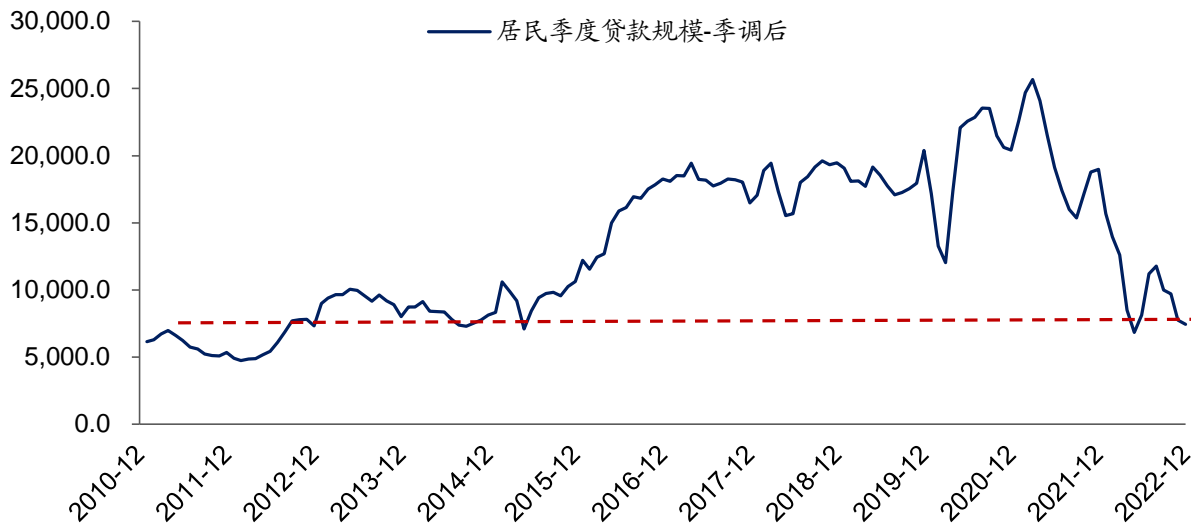


资料来源：Wind，海通证券研究所

居民资产负债表重构：提前还房贷

- 另一方面，与存款高速增长形成鲜明对比的是，我国居民的贷款增速大幅放缓。

图 居民明显放缓了加杠杆速度（亿元）

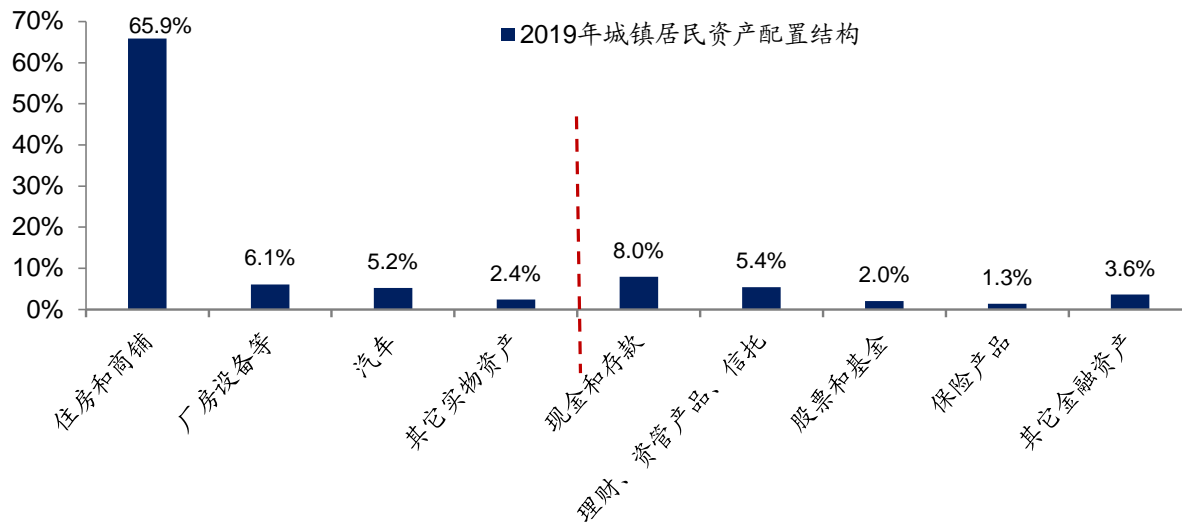


资料来源：Wind，海通证券研究所

居民资产结构：房产主导

- 从资产端来看，根据央行2019年进行的调查，我国城镇居民配置比例最高的资产还是房地产，住房加上商铺配置比例高达66%，厂房设备占比6.1%，汽车资产占比5.2%。居民配置的金融资产占比还比较低，整体占比只有20.4%，其中现金和存款占比8%，理财、资管产品、信托占比5.4%，股票和基金占比2%，保险产品占比1.3%。

图 我国居民资产配置结构 (%)

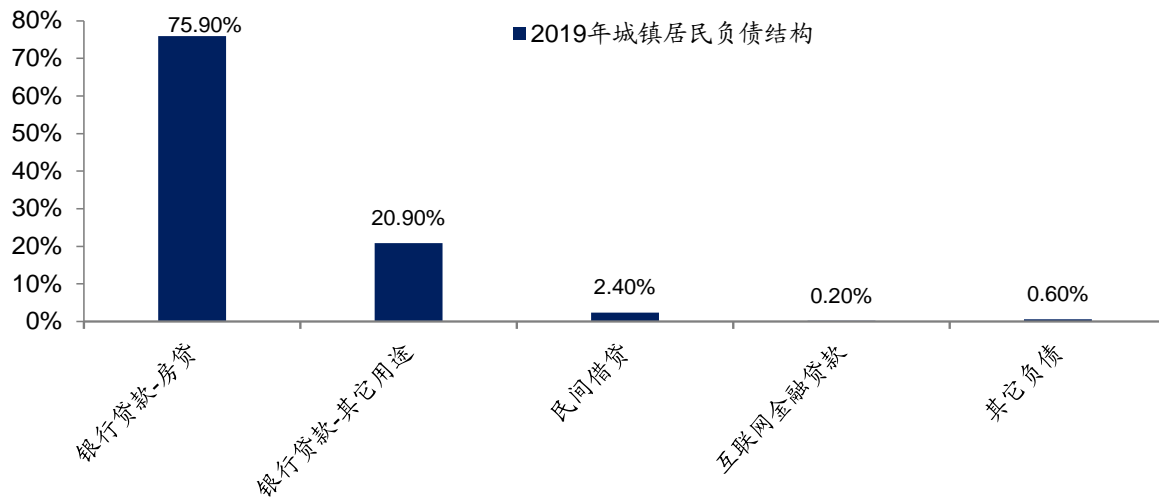


资料来源：中国金融杂志《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，海通证券研究所

居民负债结构：房贷主导

- 从负债端来看，我国居民的负债渠道相对单一，主要依赖银行贷款。从有负债家庭的资产负债表来看，房贷在居民负债中的占比最大，高达76%，汽车等其它用途的银行贷款占比21%，民间借贷2.4%，互联网金融和其它负债占比只有0.8%。

图 我国居民负债配置结构 (%)

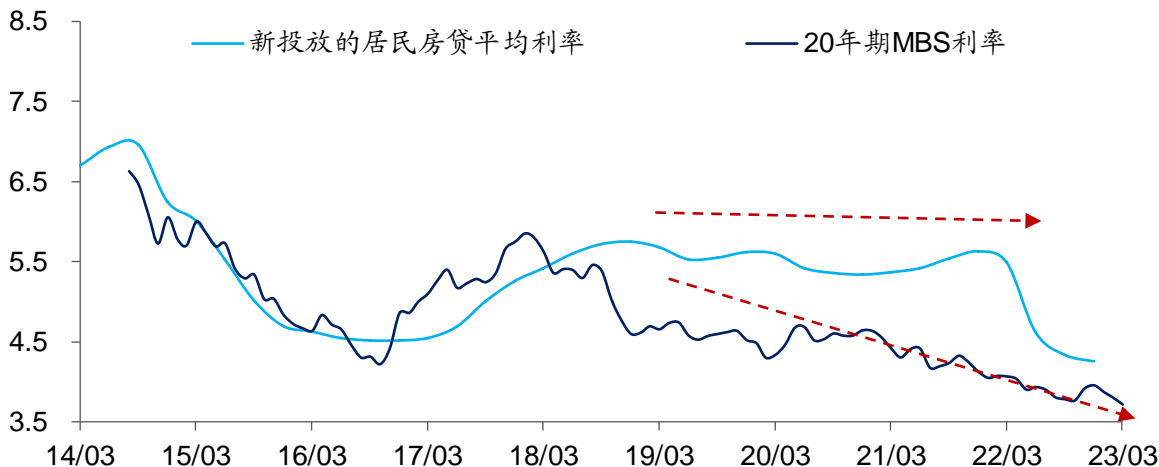


资料来源：中国金融杂志《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，海通证券研究所

居民资产、负债利率倒挂

- 我们估算，市场化的合理房贷利率水平应该可以低于MBS利率，所以新投放的房贷利率仍然有进一步下调空间。

图 新投放的居民房贷利率逐步向市场化水平回归 (%)



居民负债端的成本偏高

- 已经投放的存量房贷利率被“高估”的程度更大。市场化的房贷利率水平有下调空间，根据我们的估算，当前存量房贷利率平均水平在4.7%附近，比市场化利率平均要高出不少。

图 不同时点投放的居民房贷：在当前的利率估算（%）

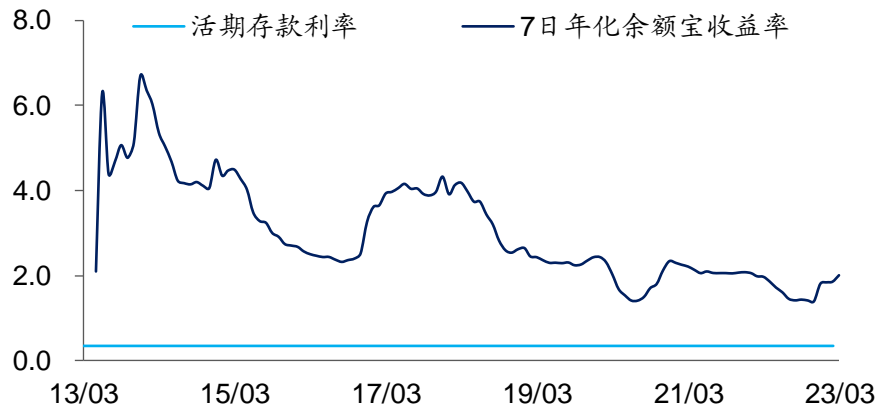
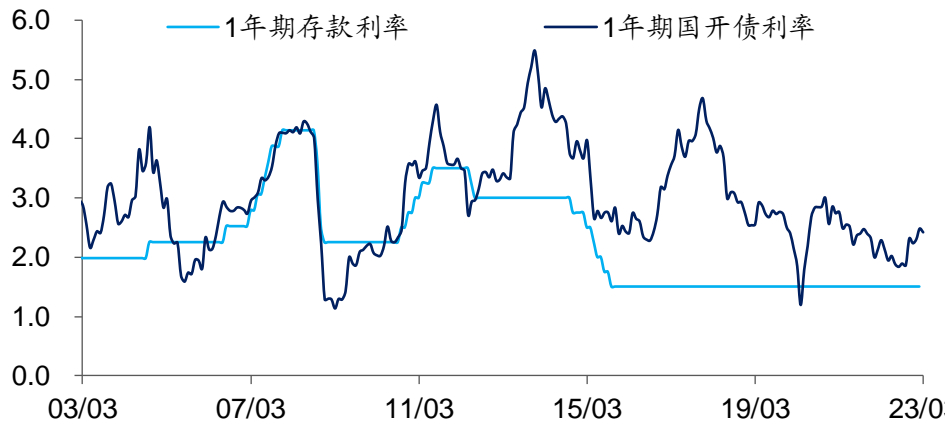


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

货币政策的“理论”和“现实”

- **理论上：**逆回购利率需要大幅调整；存款利率也需要适度调整；存量和增量房贷利率均有下调空间，已经迫在眉睫。
- **实际上：**从政策表态看，除了房贷，其它利率下调可能不大。

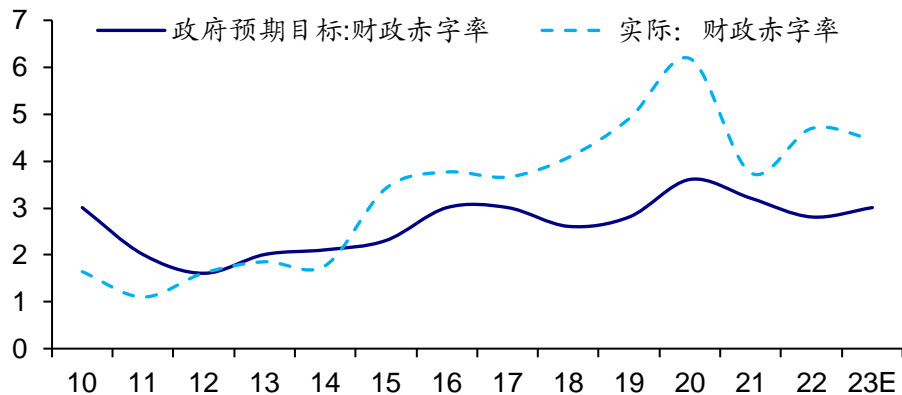
图 和国开债利率相比，存款利率已经没那么低估 (%) 图 和货币基金利率相比，存款利率低估幅度也大幅压降 (%)



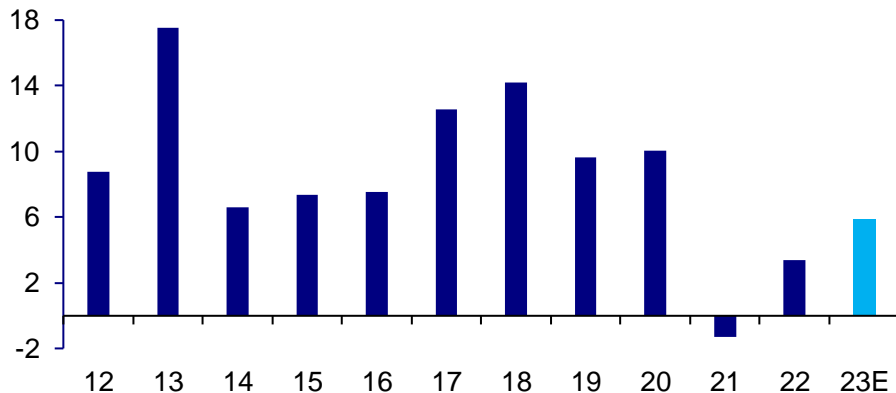
财政力度：相对适度

- 从狭义角度看，2023年财政赤字率拟按3%安排，比去年提高0.2个百分点，财政政策边际上更加积极。不过，实际赤字率由去年的4.7%小幅回落至4.5%。如果把一般公共预算、政府性基金预算合并，今年广义财政赤字率增至7.55%，相比去年的7.4%小幅抬升。有限的上调幅度反映了财政扩张力度相对适度。
- 2023年一般公共预算支出27.5万亿元，比2022年预算执行数增长5.6%，增速相比去年的6.1%小幅回落。将两本账合并后，从去年的预算安排看，广义支出增速达到8%左右，但是实际执行的支出增速仅为3.4%。今年广义预算支出增速达到5.9%，财政对经济仍然保持了必要的支持力度，但是不再走强刺激的老路。

政府预期目标和实际值：财政赤字率（%）



广义财政：支出增速（%）

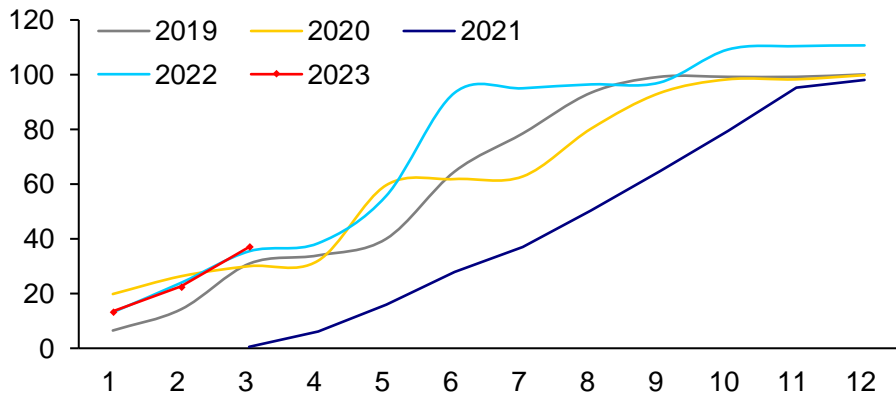


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

财政发力：需政策协同，货币“类财政”

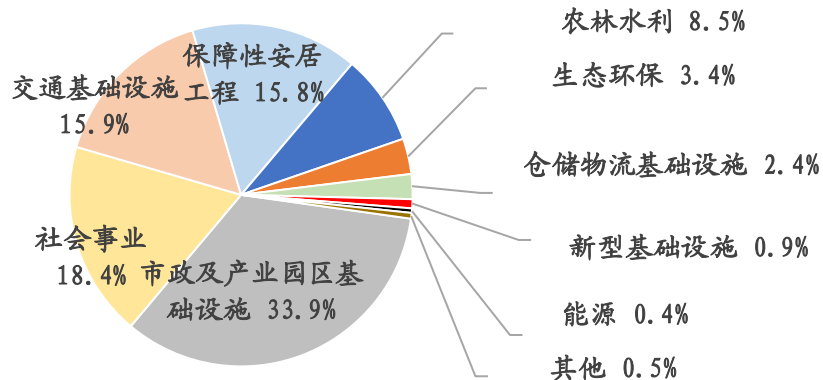
- 一是财政打好组合拳，尤其是专项债继续加力。2023年拟安排新增地专项债3.8万亿元，比2022年增加1500亿元，增幅相对有限，主要为了风险防范。今年1季度，新增专项债发行进度约37.2%，与去年的进度差距不大。专项债的发行节奏前置或将延续，为重要项目的落地提供资金支持。从1-2月的发行用途来看，市政及产业园区基础设施、交通基础设施、仓储物流基础设施、新型基础设施比重分别达到33.9%、15.9%、2.4%、0.9%。
- 二是货币政策承担“类财政”功能。稳增长的发力需要财政、货币政策的配合更加密切，尤其是货币政策承担“类财政”功能。今年结构性货币政策工具仍是定向宽信用的重点，同时财政政策通过“贴息”予以配合。

图 地方专项债发行进度 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 2023年1-2月新增专项债投向



房地产：不强刺激需求，保住优质供给

- 关于房地产政策，在供给端，2023年政府工作报告强调“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展”。我们认为，供给端的调整主要是解救优质供给，而其它的供给可能面临出清风险。在需求端，报告强调“加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题”。这意味着，在需求端不再是强刺激，而是调整之前的限制政策，释放有效需求。

表 政府工作报告：关于房地产政策的表述

年份	房地产政策内容要点
2023	加强住房保障体系建设， 支持刚性和改善性住房需求 ，解决好新市民、青年人等住房问题。
2022	继续保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2021	保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。
2020	深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。完善便民、无障碍设施，让城市更宜业宜居。

重点扩内需：消费优先

- 政府工作报告列出今年的八项工作重点，其中“着力扩大国内需求”位居首位。一方面，把恢复和扩大消费摆在优先位置。稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复。另一方面，在投资领域报告强调“政府投资和政策激励要有效带动全社会投资”，“鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设”。为了实现高质量发展，投资也不再走强刺激的老路。更多依靠“激发民间投资活力”。

表 政府工作报告内容对比

	2023年 政府工作报告	2022年 政府工作报告
扩大 内需	<p>消费：把恢复和扩大消费摆在优先位置。稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复。</p> <p>投资：政府投资和政策激励要有效带动全社会投资。加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动。</p>	<p>内需：畅通国民经济循环，打通生产、分配、流通、消费各环节，增强内需对经济增长的拉动力。</p> <p>消费：发展消费新业态新模式。继续支持新能源汽车消费，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。加大社区养老、托幼等配套设施建设力度。促进家政服务业提质扩容。</p> <p>投资：适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道、给排水管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。</p>

金融工作会议：或是今年关注重点

- 2022年6月17日，中共中央政治局召开会议 审议《关于十九届中央第八轮巡视金融单位整改进展情况的报告》：深刻把握金融工作规律，深化对**金融工作政治性和人民性**的认识，坚定不移走中国特色金融发展之路。要坚持和加强党对金融工作的领导，防范化解金融风险，深化改革创新，**以动真碰硬的狠劲、一抓到底的韧劲**，持续压实整改主体责任和监督责任，从政治上、思想上、组织上、作风上、纪律上**全面强化严的氛围**，推动金融单位党委（党组）全面抓好整改落实，建立常态化长效化机制，把巡视整改融入日常工作、融入深化改革、融入全面从严治党、融入班子队伍建设，为金融业健康发展提供坚强政治保障。
- 2023年2月底，中共中央举行民主协商会：中共二十大对深化党和国家机构改革作出重要部署，在深化金融体制改革，**完善党中央对科技工作统一领导的体制**，优化政府职责体系和组织结构，完善党中央决策议事协调机构，优化机构编制资源配置，推进以党建引领基层治理，加强混合所有制企业、非公有制企业党建工作，理顺行业协会、学会、商会党建工作管理体制等方面提出明确要求。
- 《正确认识和把握我国发展重大理论和实践问题》：要依法合规，加强金融法治建设，探索建立定期修法制度。要压实责任，“谁家孩子谁抱”，压实地方党政同责，负责属地维稳和化解风险；压实金融监管、行业主管、纪检监察等部门责任，按照各自职责推动风险化解；压实企业自救主体责任，制定可行的风险化解方案。要强化能力建设，提升监管科技水平，补齐监管短板，加强金融监管干部队伍建设。要有充足资源，抓紧设立金融稳定保障基金，发挥存款保险制度和行业保障基金在风险处置中的作用，研究制定促进金融机构兼并收购和化解不良资产的支持政策。地方要主动盘活存量资产，化解风险。企业股东要首先承担风险损失，直至股本清零。要各方广泛配合，金融业建立一体化风险处置机制，充分授权，统筹协调，提高跨市场跨行业统筹应对能力。

现代产业：重在发展和安全

- 产业政策要“发展和安全并举”，“找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠”；“加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，加快规划建设新型能源体系，提升国家战略物资储备保障能力”；“实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动”。我们认为，供应链安全很重要，粮食、能源、矿产资源、核心技术、前沿技术领域都是长期支持的重点。

表 政府工作报告内容对比

	2023年政府工作报告	2022年政府工作报告
产业 政策	制造业： 围绕制造业重点产业链， 集中优质资源合力推进关键核心技术攻关 。加快传统产业和中小企业数字化转型，着力提升 高端化、智能化、绿色化水平 。	制造业： 启动一批产业基础再造工程项目，促进传统产业升级， 大力推进智能制造，加快发展先进制造业集群，实施国家战略性新兴产业集群工程 。着力培育“专精特新”企业。
	能源： 加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产 。推进煤炭清洁高效利用和技术研发，加快建设新型能源体系。完善支持绿色发展的政策，发展循环经济，推进资源节约集约利用， 推动重点领域节能降碳 ，持续打好蓝天、碧水、净土保卫战。	能源： 有序推进碳达峰碳中和工作 。落实碳达峰行动方案。推动能源革命，确保能源供应，立足资源禀赋，坚持先立后破、通盘谋划，推进能源低碳转型。加强煤炭清洁高效利用， 有序减量替代。推进大型风光电基地及其配套调节性电源规划建设 。
	数字经济： 大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台经济发展 。	数字经济： 建设数字信息基础设施，逐步构建全国一体化大数据中心体系。加快发展工业互联网， 培育壮大集成电路、人工智能等数字产业 。培育数据要素市场。
	科技： 加快前沿技术研发和应用推广。	科技： 实施基础研究十年规划。实施科技体制改革三年攻坚方案 。加大研发费用加计扣除政策实施力度。对企业投入基础研究实行税收优惠。

互联网：从表态到行动积极

- 在互联网领域，去年中央经济工作会议提出“要大力发展数字经济，提升常态化监管水平。支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手”。今年政府工作报告指出“提升常态化监管水平，支持平台经济发展”。我们认为，互联网政策已经转向，进入实质性积极阶段。

表 重要会议：关于平台经济政策的表述

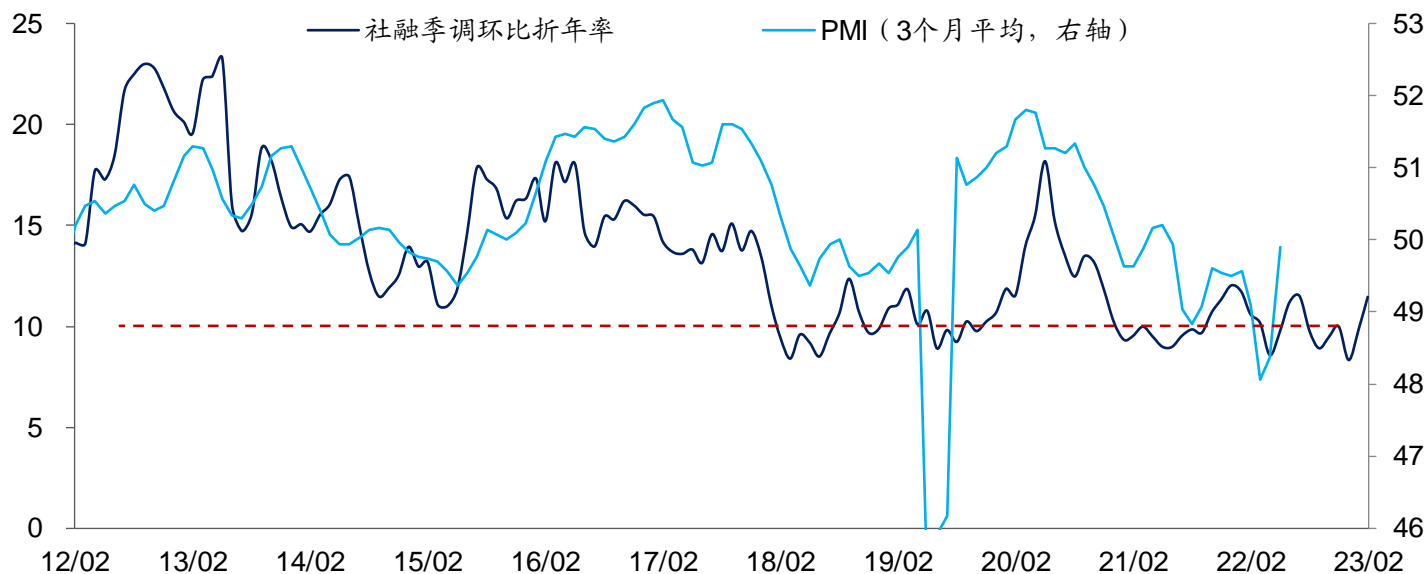
时间	会议	平台经济政策要点
2023.2	政府工作报告	大力发展数字经济， 提升常态化监管水平，支持平台经济发展。
2022.12	中央经济工作会议	要大力发展数字经济，提升常态化监管水平。支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中 尽显身手。
2022.7	中央政治局会议	要推动平台经济 规范健康持续发展 ，完成平台经济专项整改，对平台经济实施 常态化监管 ，集中推出一批 “绿灯”投资案例 。
2022.4	中央政治局会议	要促进平台经济 健康发展 ，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。
2021.12	中央经济工作会议	要发挥资本作为生产要素的积极作用，同时有效控制其消极作用。 要为资本设置“红绿灯” ，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长。 要支持和引导资本规范健康发展。
2021.4	中央政治局会议	要加强和改进平台经济监管 ，促进公平竞争。
2020.12	中央经济工作会议	强化反垄断和防止资本无序扩张 。坚决反对垄断和不正当竞争行为。金融创新必须在审慎监管的前提下进行。

1. 政策： 哪些变？ 哪些没变？
2. 经济： 5%目标如何实现？
3. 通胀： 08年后的货币 “变局”

融资弱改善：明显弱于2020年

- 融资只能说是弱改善，可持续性需要观察。去年四季度，社融季调环比折年率降至最低点8.3%，之后开始快速回升，截至今年2月，连续三个月季调环比折年增速升至11.4%，或主要来自信贷项目集中投放，后续可能趋于回落。

图 社融只是弱修复：或是脉冲式上行 (%)

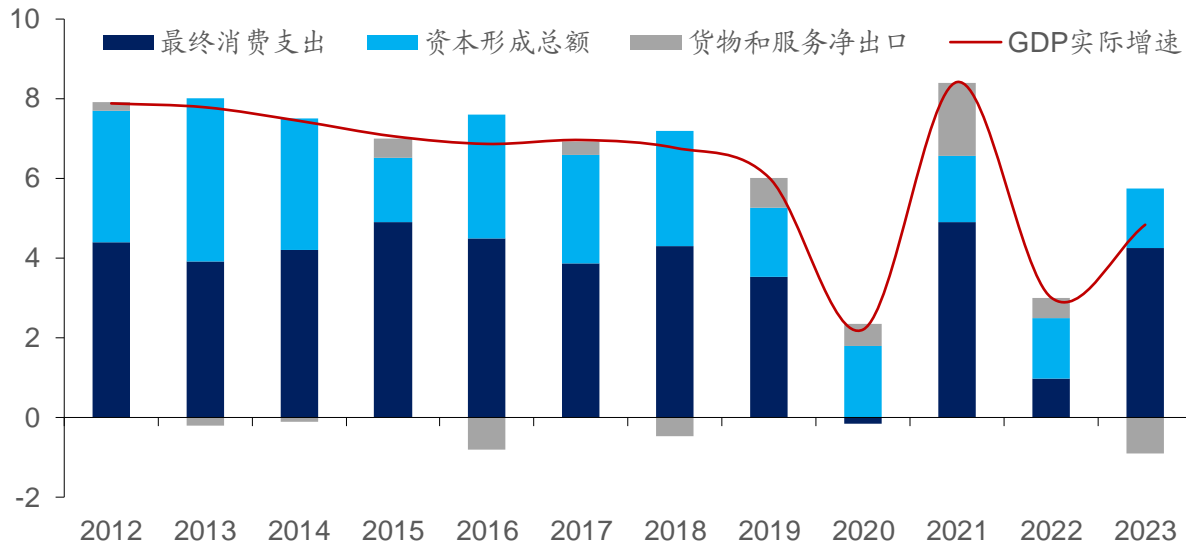


资料来源：CEIC, Wind, 海通证券研究所

2023年GDP：能否实现5%？

- 从三驾马车看，今年经济要实现5%的增长依然需要较多的努力。上半年经济，一方面有前置政策发力的支撑，另一方面部分受到去年四季度积压需求释放的推动，或持续恢复，但可持续性可能并不强。到三季度经济动力可能偏弱，需要稳增长政策再度发力支撑，推动经济继续回升。再加上出口和地产依然会是拖累，全年来看，我们认为，在政策支持下，经济增速能够努力实现5%左右的增长。

图 我国GDP增速结构拆分和预测 (%)

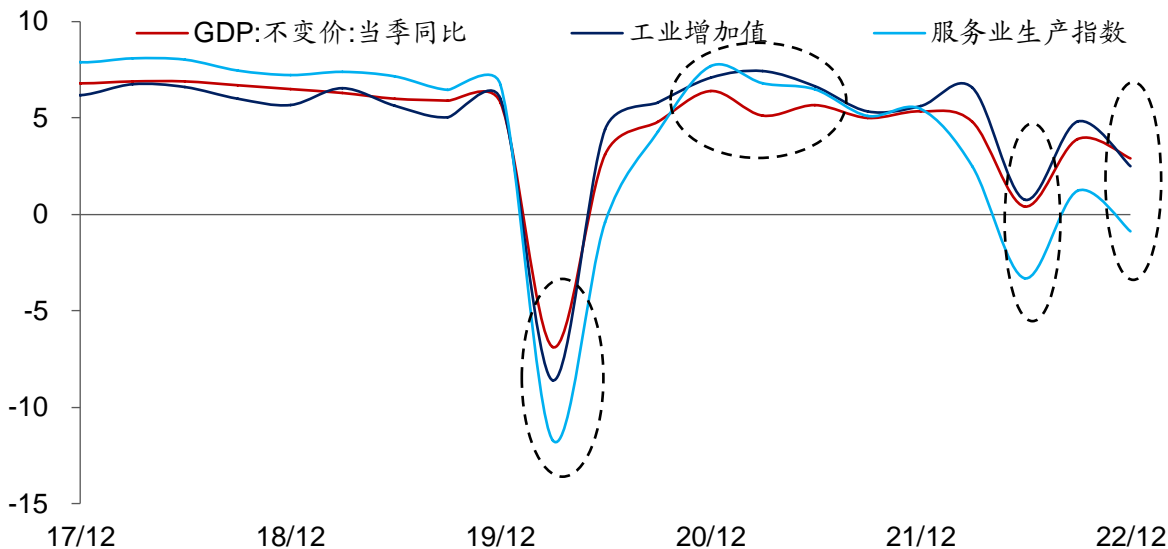


资料来源：Wind，海通证券研究所测算，2022年数据为估算数据，2023年数据为预测数据

总量增速高于分项增速？

- 根据生产法来看，我国GDP可以分为第一、二、三产业。那么GDP同比增速也等于三大产业同比增速之和，其中，农业占GDP比重相对偏低。所以GDP同比增速等于第二产业GDP和第三产业GDP同比增速之和。
- 第二产业GDP与工业增加值走势基本一致，第三产业GDP与服务业生产指数走势基本一致。从历史数据看，GDP同比增速是工增同比和服务业生产指数同比的加权之和，位于两个数据值之间。但近年来，这一趋势有一些变化。

图 我国GDP增速和工业、服务业增速的对比 (%)

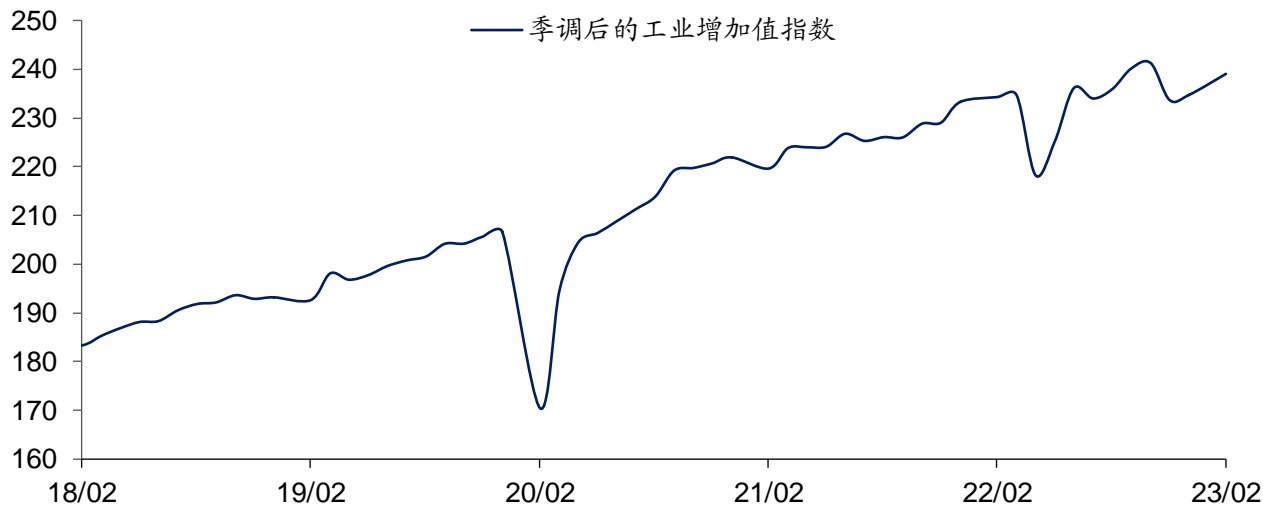


资料来源: Wind, 海通证券研究所

工业增速改善幅度大吗？

- 2023年前两个月工业增加值增速只有2.4%，如果看季调后的工业增加值指数，前两月仍然明显低于增长趋势线。
- 如果按照统计局公布的季调环比增速进行年化，近三个月年化增速只有1.8%（2022年12月-2023年2月），这还是建立在去年四季度低基数的基础上。而疫情之前（2020年2月之前）的工业增速维持在接近6%附近。展望二季度，受到2022年同期低基数的影响，预计工业增加值同比增速将有所回升。

图 工业增加值指数（季调后）

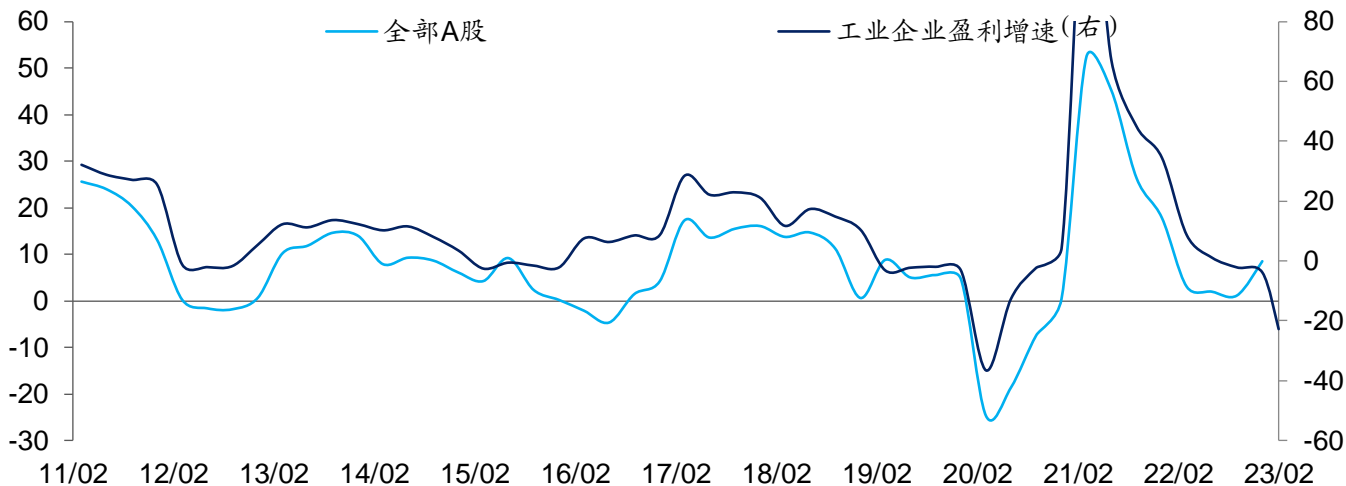


资料来源：CEIC，海通证券研究所

企业盈利：仍在下滑

- 2023年前两个月仍然受到疫情影响，居民需求复苏相对偏慢，企业营收和盈利均面临较大压力，利润增速持续下探，其中，利润率的下跌是主要拖累。在企业营收走弱的情况下，单位成本和费用出现明显抬升，对企业利润形成挤压。由于需求端偏弱，企业转向被动补库。上游原材料制造业，通用设备、电子设备等中游装备制造业利润增速较前期走低。下一阶段，需求逐步修复，我们预计工业企业利润或将见底回升。

图 上市公司盈利和工业企业盈利增速 (%)

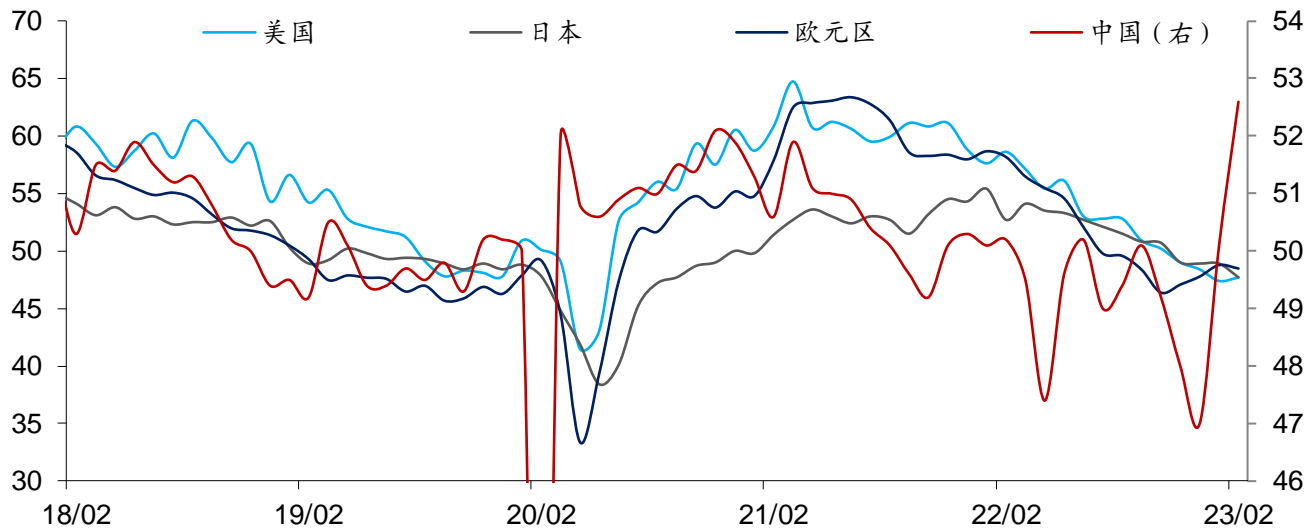


资料来源: Wind, 海通证券研究所

外需或继续降温

- 前两月出口同比指数平均为-7.7%，相比去年12月跌幅略有收窄，但或是短期现象。通胀压力导致货币收紧，高利率压制需求，海外主要经济体PMI指数均有明显回落，海外需求或延续降温趋势。

图 中美欧日制造业PMI走势 (%)

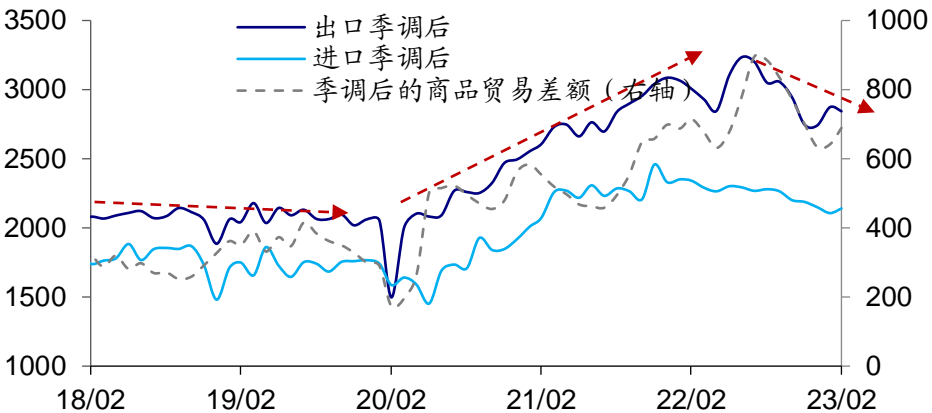


资料来源: WIND, 海通证券研究所

出口或延续下行

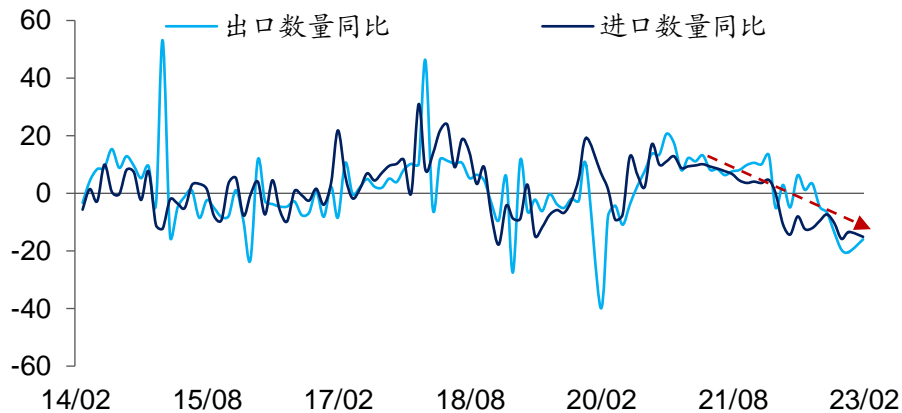
- 剔除涨价因素后，出口数量的增速最高点在2021年初就已经达到，当前已经负增长，且跌幅还在进一步扩大。2023年前2月出口数量同比在-16%，进口数量同比-15%。
- 一方面，海外经济放缓是明确的，海外通胀压力仍大，货币政策仍在收紧当中，海外需求降温仍是大概率事件；另一方面，价格效应仍在减弱，价格对于出口的贡献将继续下滑。

图 我国进出口季调后金额 (亿美元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 剔除价格变动后, 我国进出口数量同比增速 (%)

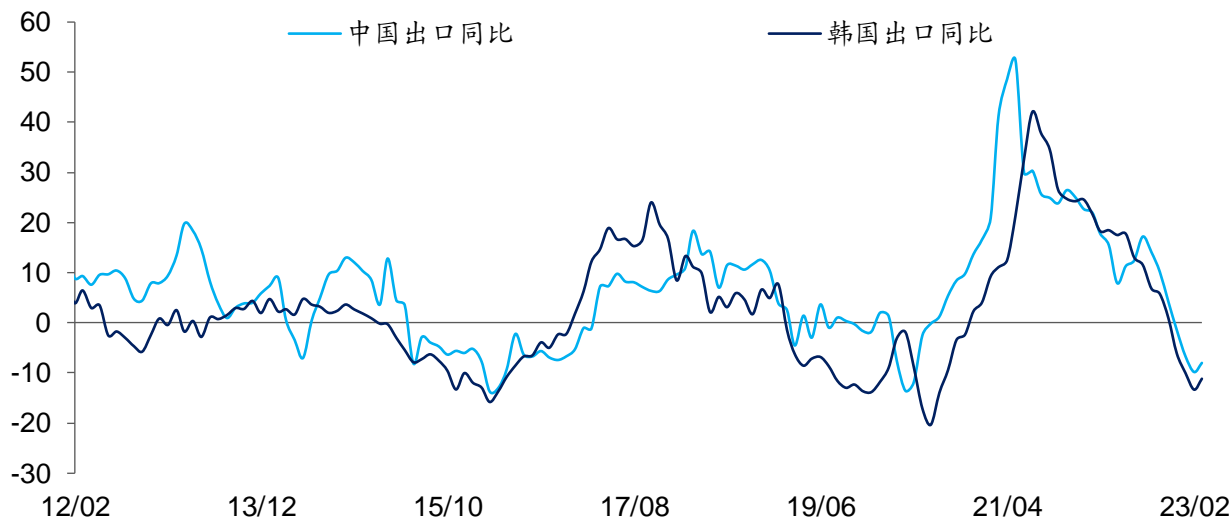


资料来源: Wind, 海通证券研究所。2021年数据为两年平均增速
 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

3月以来：出口下行压力仍大

- 韩国3月出口增速只有-17.2%，相比2月份明显扩大，主要受到欧美银行业动荡的冲击，外部需求较弱的影响。从图中可以看到，中国和韩国的出口同比具有明显的相关性，在海外需求降温 and 价格效应减弱的双重影响下，我们认为，中国出口下行压力仍大。

图 中国和韩国出口的相关性 (%)

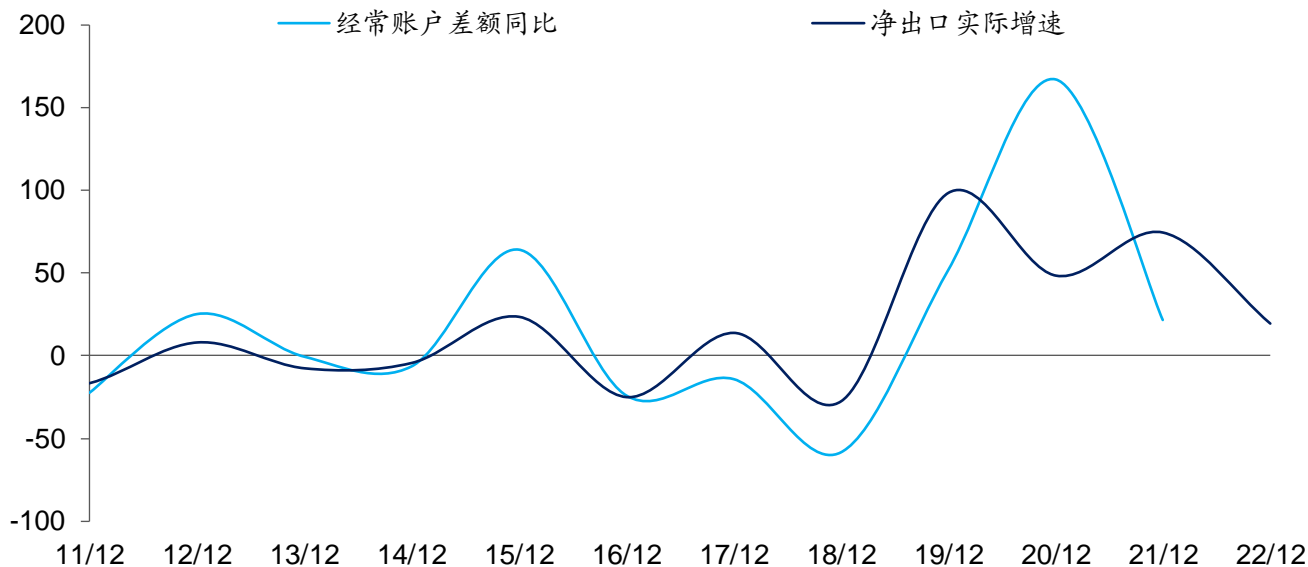


资料来源: Wind, 海通证券研究所

净出口拖累：或接近1个百分点

- 净出口波动性比较大，如果假定负增长20%，顺差依然高于2020年的水平，对GDP增长的拖累都接近1个百分点。

图 净出口的实际增速 (%)

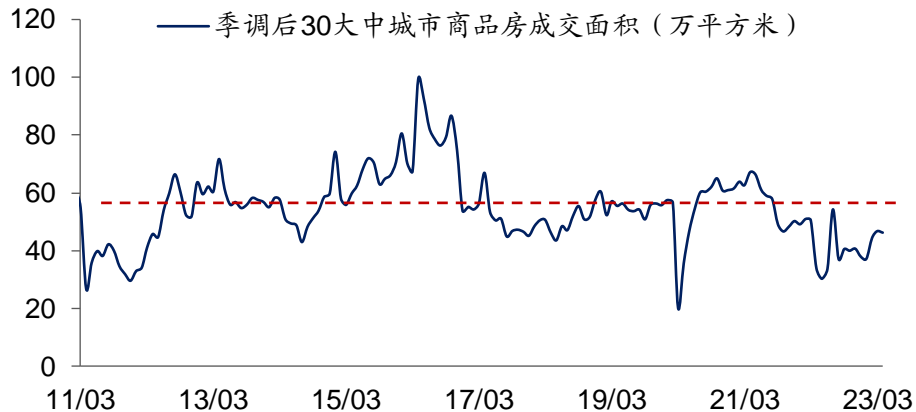


资料来源: Wind, 海通证券研究所

地产经济：脉冲上行，仍然偏弱

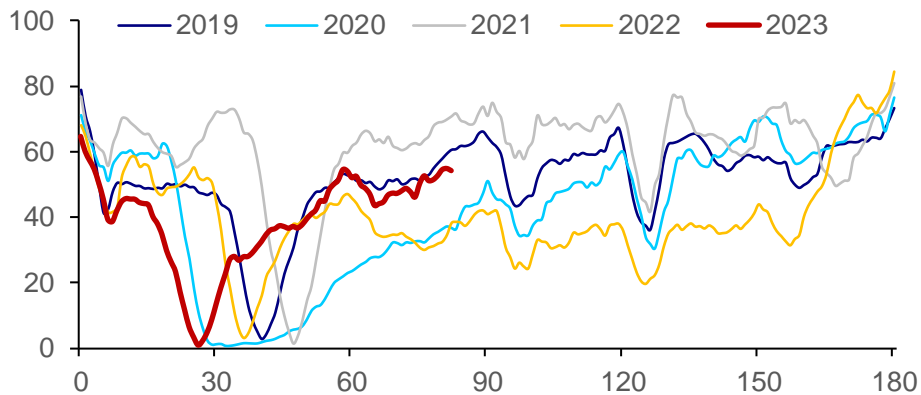
- 截至2023年前2月的数据，房地产销售面积当月同比增速收窄至-3.6%，投资当月同比增速-5.7%。
- 2月以来，国内房地产成交出现明显回暖，但在去年6月份也有过类似的情况。
- 从30城商品房成交面积来看，短期处于2014、2017和2018年附近的低谷位置，而且可能进一步下降。
- 地产基本面如果要见底，需要满足以下两个条件。一个是大城市的房地产政策出现一定程度的放松，另一个是小城市价格要回调到位。

图 大中城市房地产销售边际修复



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 30城房地产成交面积（万平方米）

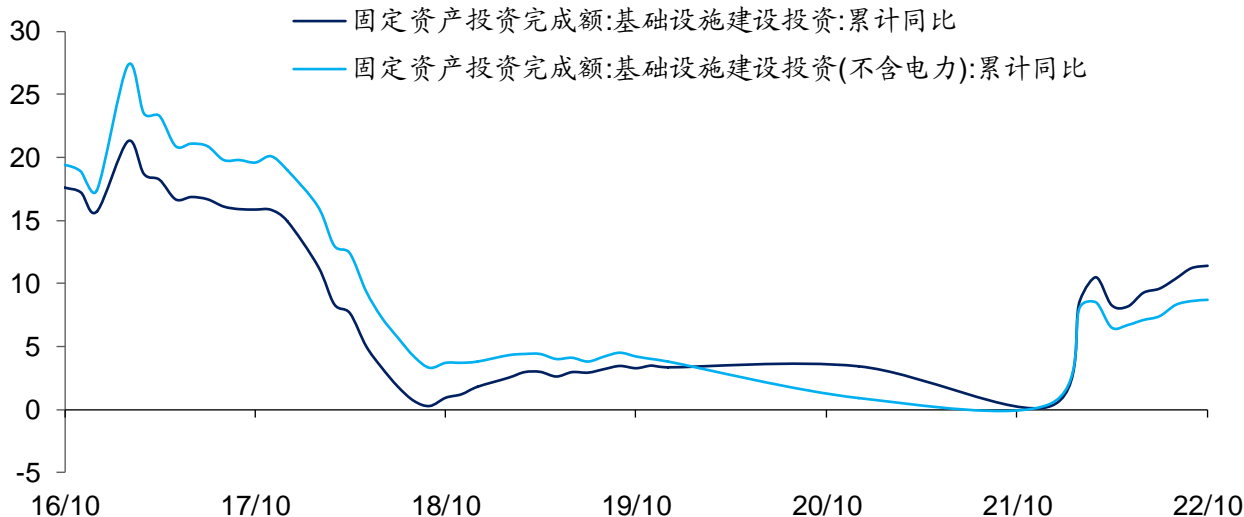


资料来源：Wind，海通证券研究所，注：横轴指距元旦天数
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

预计基建增速小幅走高

- 2018年以来，我国基建投资（不含电力）告别高增长，2018年基建投资增速为3.8%，2019年为3.8%；2020年新冠疫情冲击经济，基建投资也只有0.9%；2021年为0.4%；2022年增速回升至9.4%。考虑到2023年经济仍有稳增长压力，**预计基建投资增速或继续回升至10%以上**。5G基站、特高压、高速公路、大数据中心等新型基建将成为主要增长点。

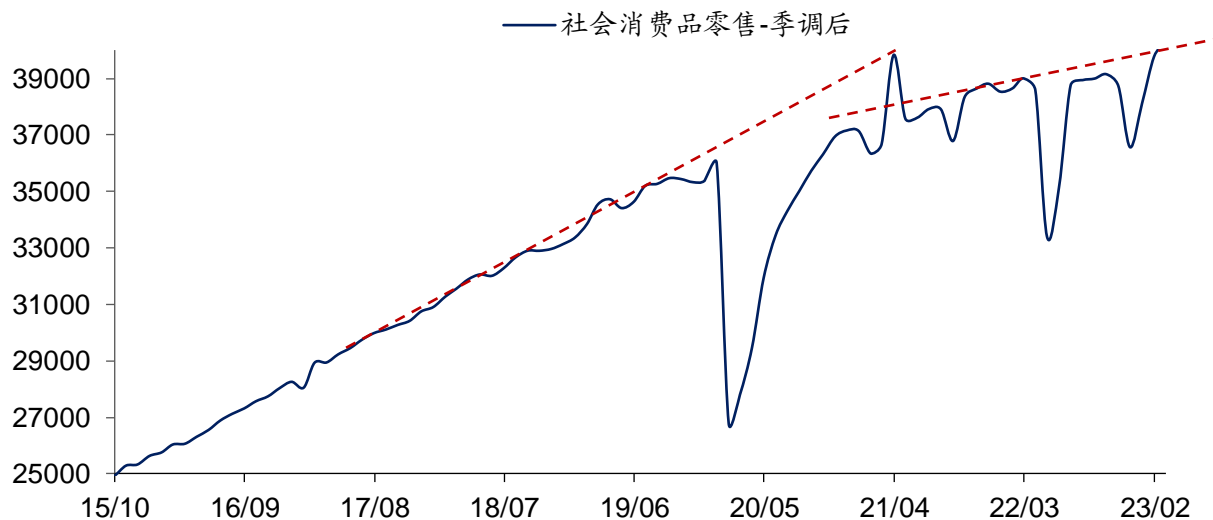
图 2022年基建投资增速回升，托底经济（%）



消费：没有报复性，增速下台阶

- 从前两月社零看，消费没有报复性反弹。疫情后，消费增速整体降了一个台阶。前两月社零增速只有3.5%。
- 进入二季度，随着居民对经济收入预期修复，居民的消费需求继续释放，叠加2022年同期低基数效应，预计二季度社零增速明显回升。但收入增长预期偏弱、超额储蓄不足（疫情三年预计累计3万亿左右）且结构分化（主要由高收入群体持有），两大因素依然会明显制约居民消费释放的高度。

图 社会消费品零售-季调后

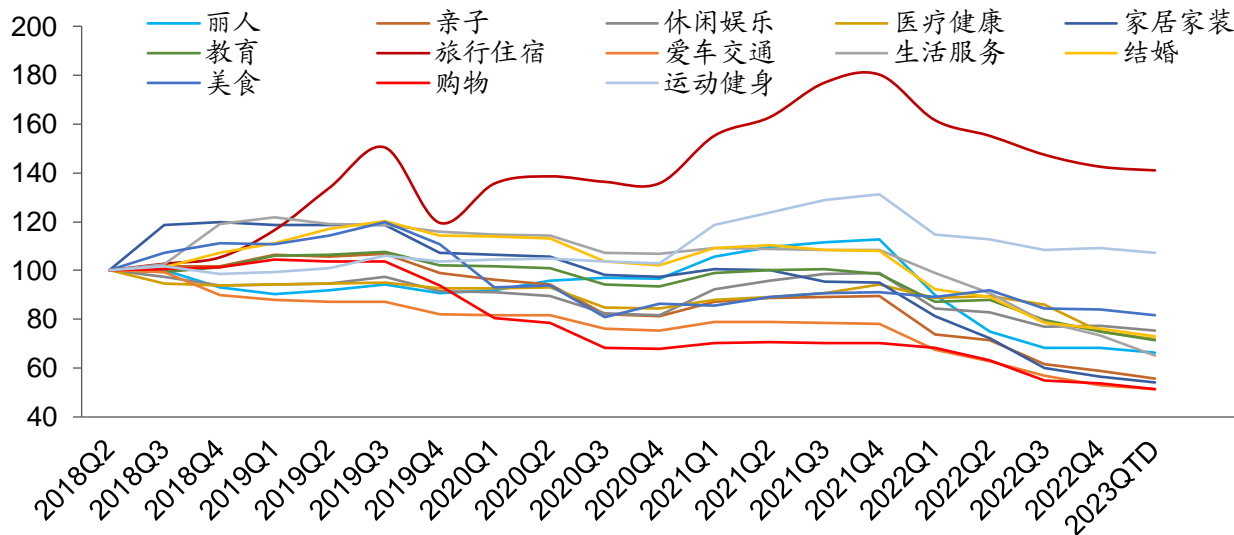


资料来源：Wind，海通证券研究所

截至2月：服务业店铺还在收缩

- 从疫情爆发以来，消费类店铺受到了明显的冲击，尤其是2022年以来，关店速度明显加快。相比之下，2021年的时候消费还是不错的，GDP中的最终消费支出增速接近9%，剔除低基数的年化增速为4.2%。4%附近可能是新的消费增长中枢，疫情之前的2019年为6.4%，2018年为7.8%。

图 在营店铺数量变化（2018年Q2=100）

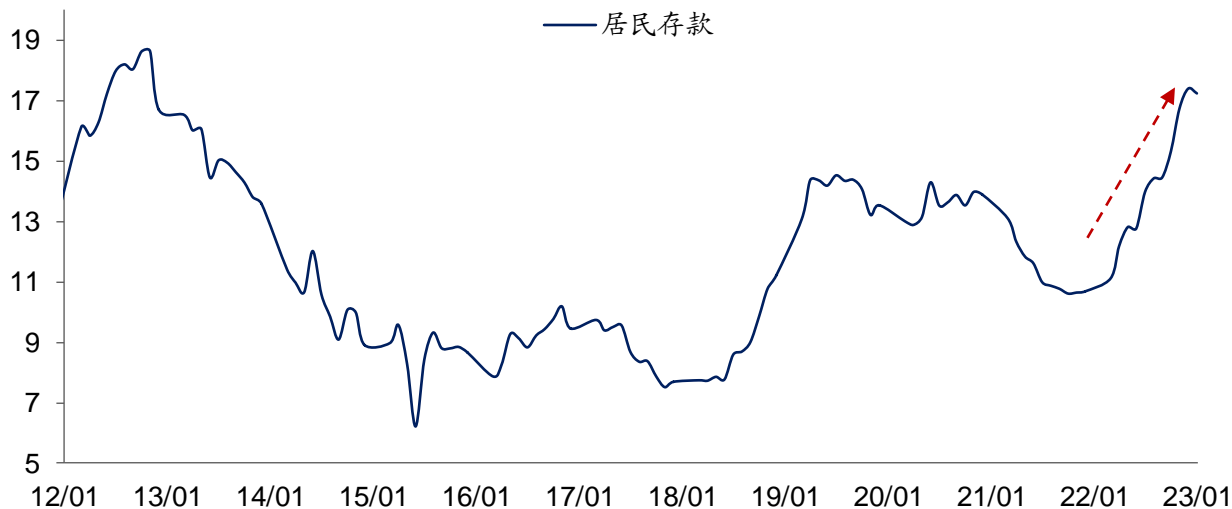


资料来源：久谦数据，海通证券研究所

居民存款多增近8万亿：保障消费复苏？

- 进入2022年以来，我国居民部门的存款增速就开始大幅抬升。2021年居民存款增速只有10.7%，而截至2022年这一增速已经抬升至17.3%，同比多增了7.9万亿人民币。
- 这些多增的居民存款，是因为疫情期间居民有收入、少消费带来的超额储蓄吗？其实并不是。从历史长周期来看，居民存款高增长并不是新冠疫情到来以后就开始的，事实上，重要原因在于居民财富从房地产、资管产品和理财系统性的向存款“迁徙”，提升了存款的增速，同时也为消费的释放提供了一定保障。

图 我国居民存款同比高增长 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

实际上，2022年超额储蓄或在0.86万亿附近

- 按照美国的测算方法估算下来，截至2022年12月，我国居民部门的超额储蓄接近0.86万亿人民币，2020年全年和2021年一季度，居民都在积累超额储蓄，因为经济相对较好，消费又受到限制。但是2021年一季度以后，居民大多数时候都在消耗超额储蓄，因为居民收入下降速度较快，明显消耗了储蓄。
- 如果是0.86万亿左右的超额储蓄，大概只能够带动将近2.0%的居民名义消费增长，1.4%的整体名义消费增长，0.8%的GDP名义增长，效果就相对弱的多。

图 居民部门每个季度超额储蓄估算（万亿）

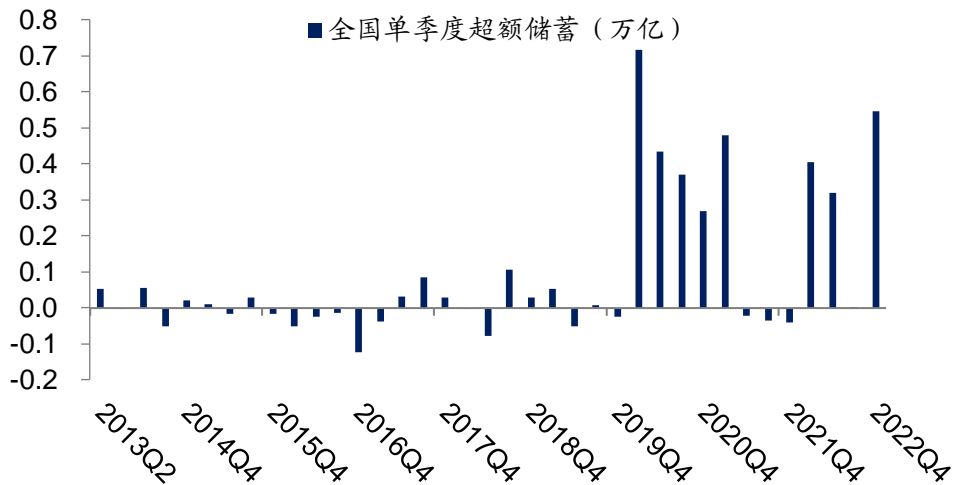
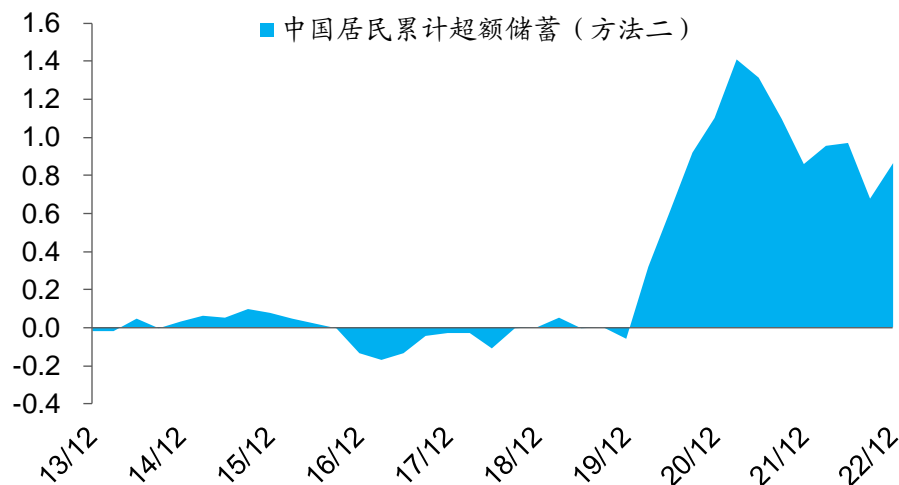


图 我国居民部门累计超额储蓄估算（万亿）

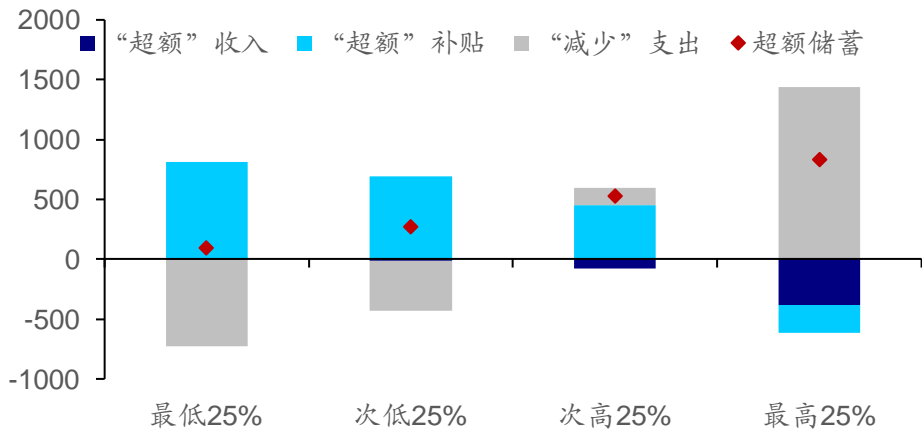


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

消费需求分化大

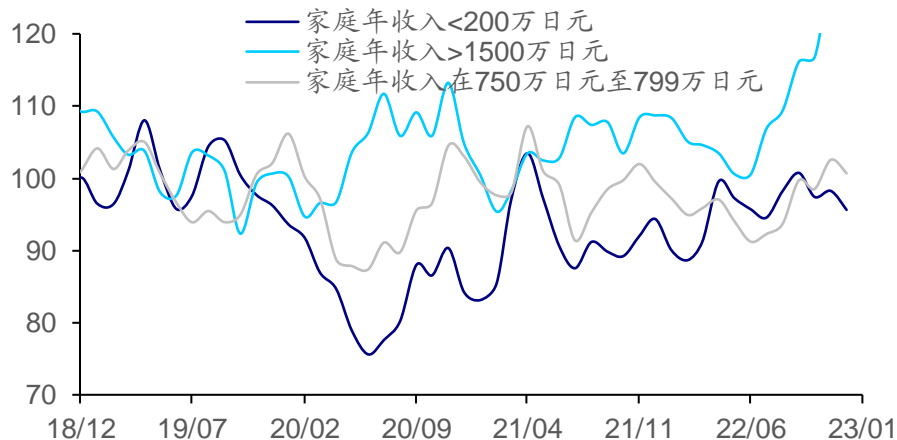
- “超额”补贴形成的超额储蓄更多在低收入群体手中，而“减少”开支形成的超额储蓄则更多在高收入群体手中。这是因为，补贴政策一般更倾向于救助低收入人群，“超额”补贴是低收入群体超额储蓄的主要来源。而从节省支出的角度来看，低收入群体的消费大多是刚需，即使面临疫情冲击，也很难再削减，这就意味着“减少”支出形成的超额储蓄，更多集中在高收入群体中。

图 美国不同收入人群超额储蓄来源分解（十亿美元）



资料来源：CEIC，美联储，海通证券研究所。美国超额储蓄截至2022Q2

图 日本不同收入的家庭月均支出（2019=100）

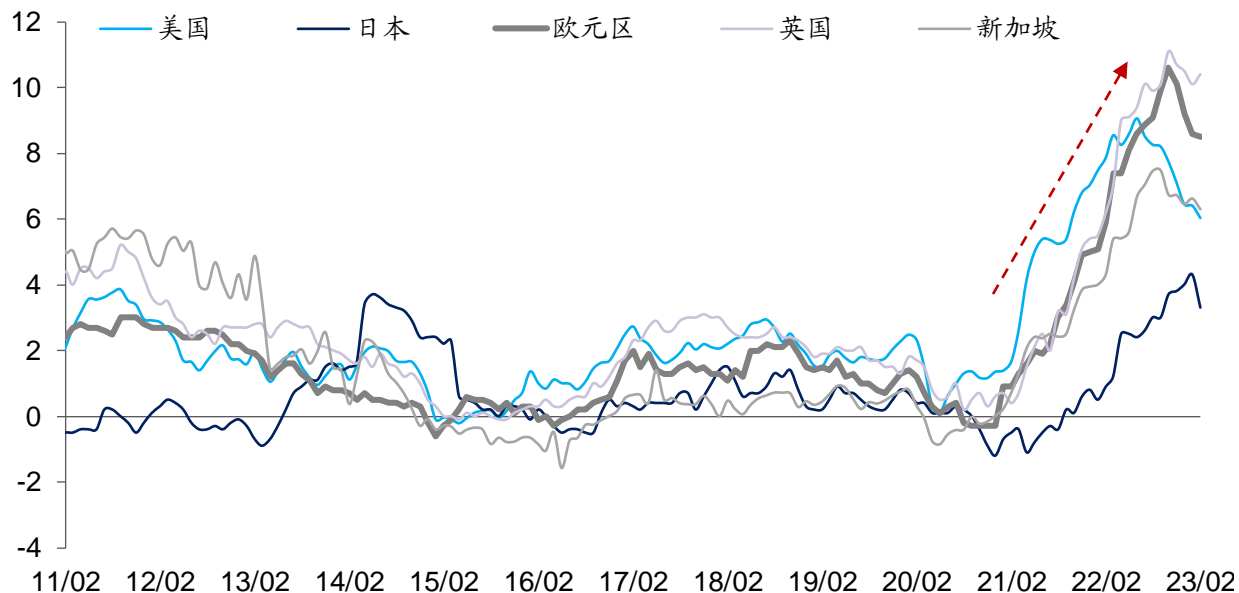


1. 政策： 哪些变？ 哪些没变？
2. 经济： 5%目标如何实现？
3. 通胀： 08年后的货币 “变局”

全球CPI通胀的上升

- 从2021年以来，当疫情的影响逐渐减小之后，全球主要经济体的通胀都出现了比较明显的抬升。

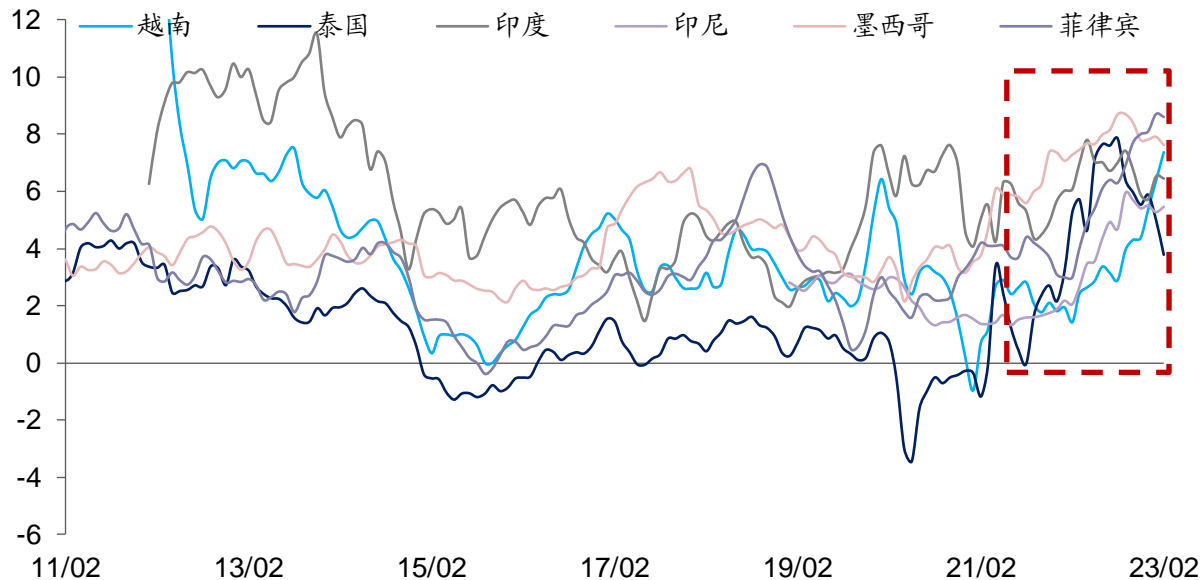
图 CPI同比走势 (%)



CPI同比走势：新兴经济体

- 不仅是发达经济体，其他新兴经济体通胀压力也明显增大。

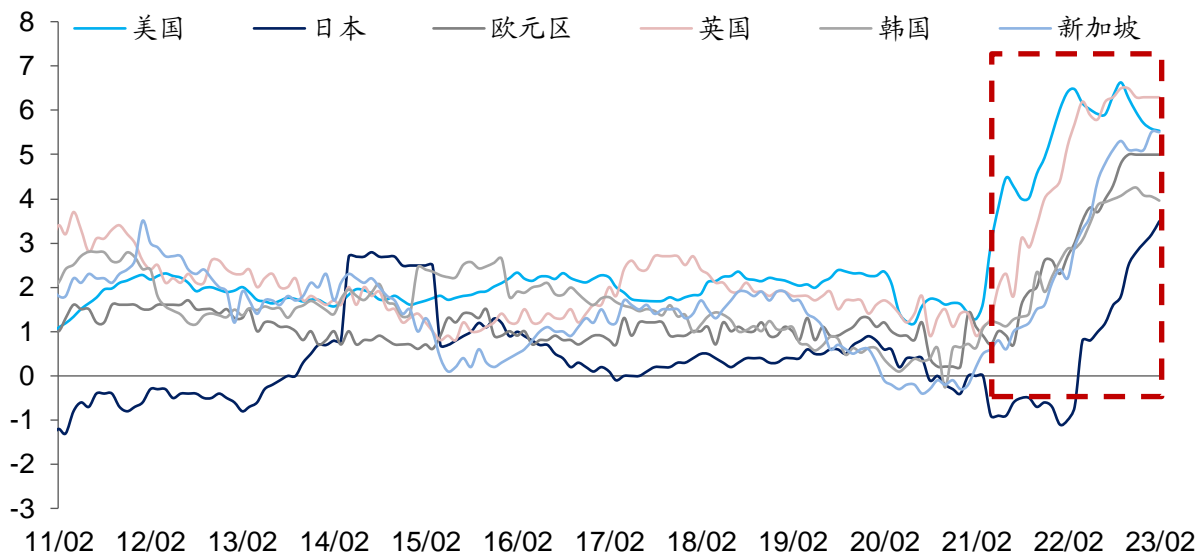
图 CPI同比走势 (%)



核心CPI同比走势：发达经济体

- 如果说整体CPI受到了食品和能源价格上涨的影响，那么我们剔除食品和能源后发现，美国、日本、欧元区、英国、韩国、新加坡的核心通胀也都非常高。

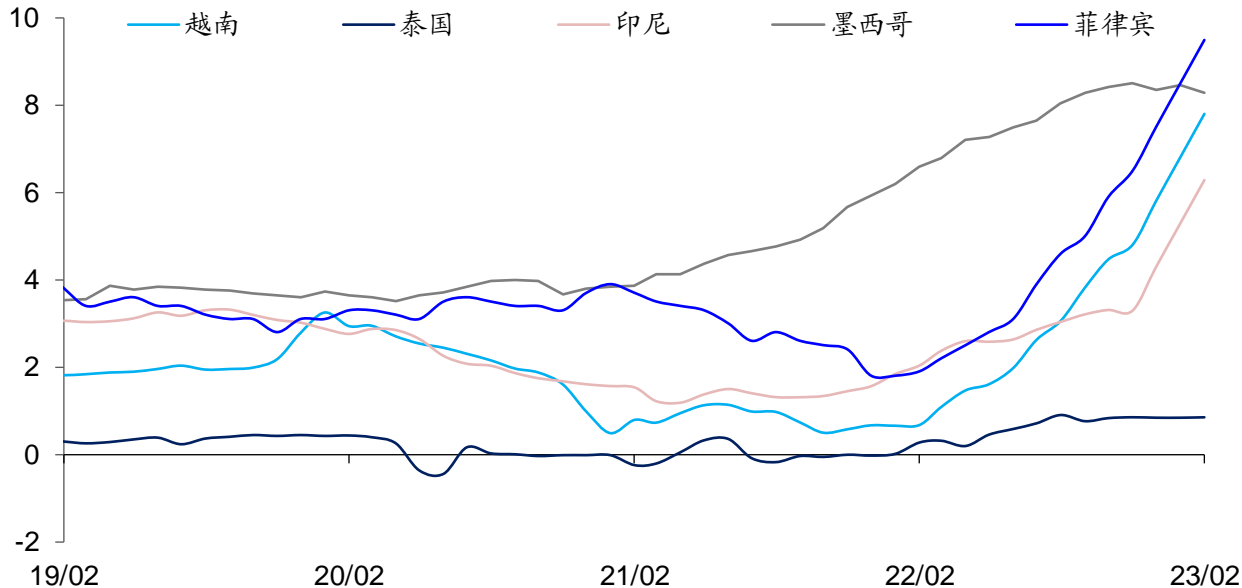
图 核心CPI同比走势 (%)



核心CPI同比走势：新兴经济体

- 新兴经济体中，核心CPI的涨幅也较为明显，越南、印尼和菲律宾等国家的核心CPI仍维持上升趋势。

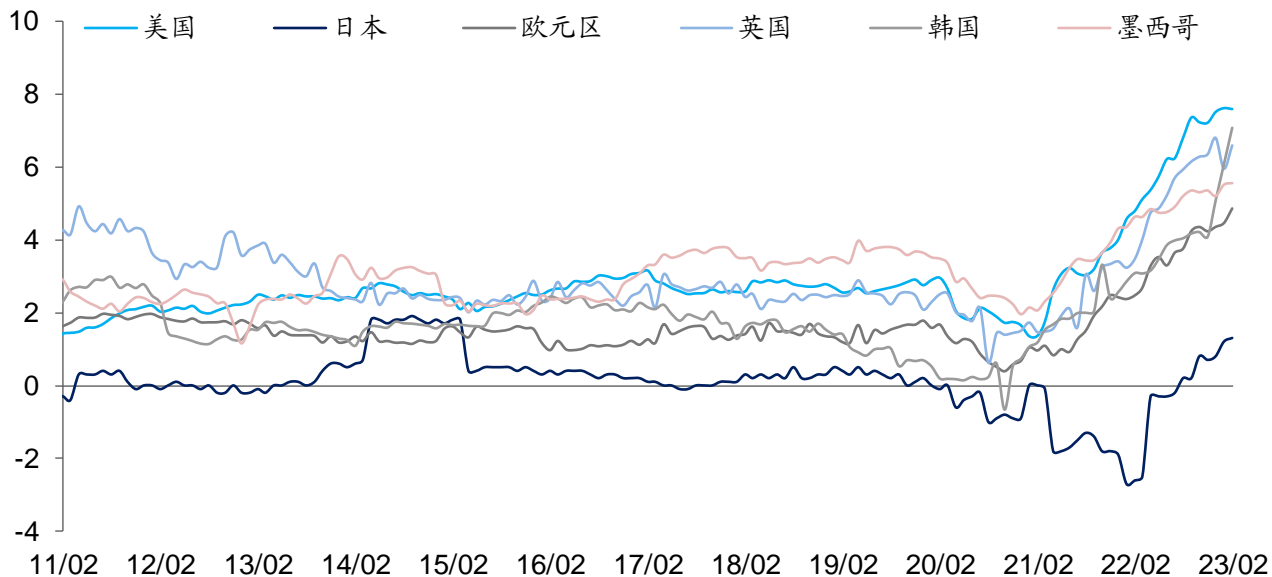
图 核心CPI同比走势 (%)



服务类CPI同比走势

- 而核心通胀中，服务业的涨价是比较明显的。尤其是餐饮、家庭和个人服务、文化娱乐、住宿服务，普遍出现了比较明显的涨价。

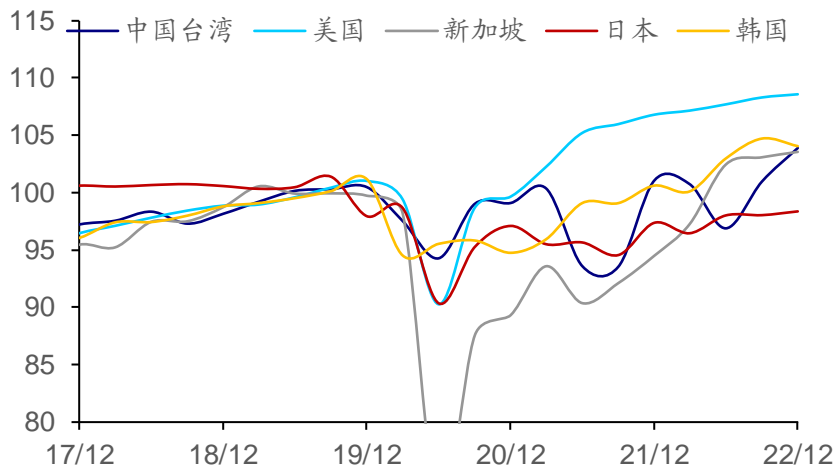
图 服务类CPI同比走势 (%)



需求端的“疤痕”：只有美国超过疫情前

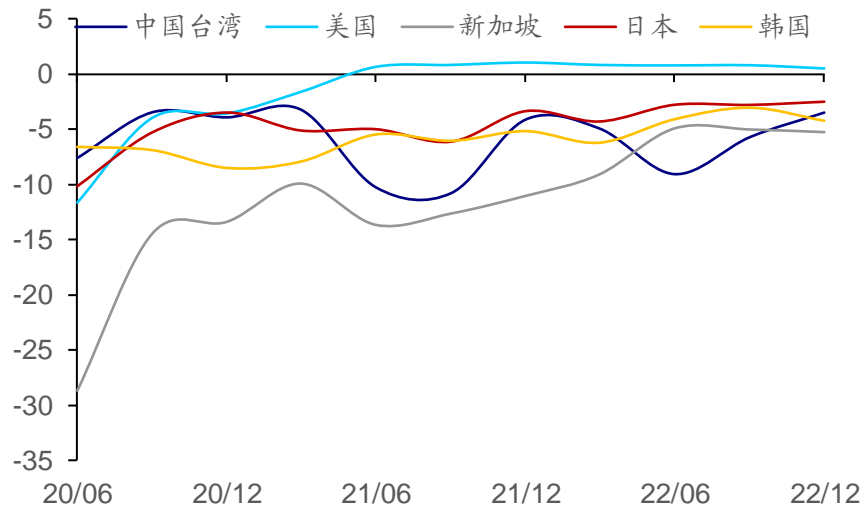
- 消费恢复程度弱：居民、企业资产负债表受损，收入和就业受影响。
- 注：海外疫情前均指代2020年3月之前

图 各经济体GDP中私人消费走势 (2019年=100)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 各经济体消费的恢复程度 (%)

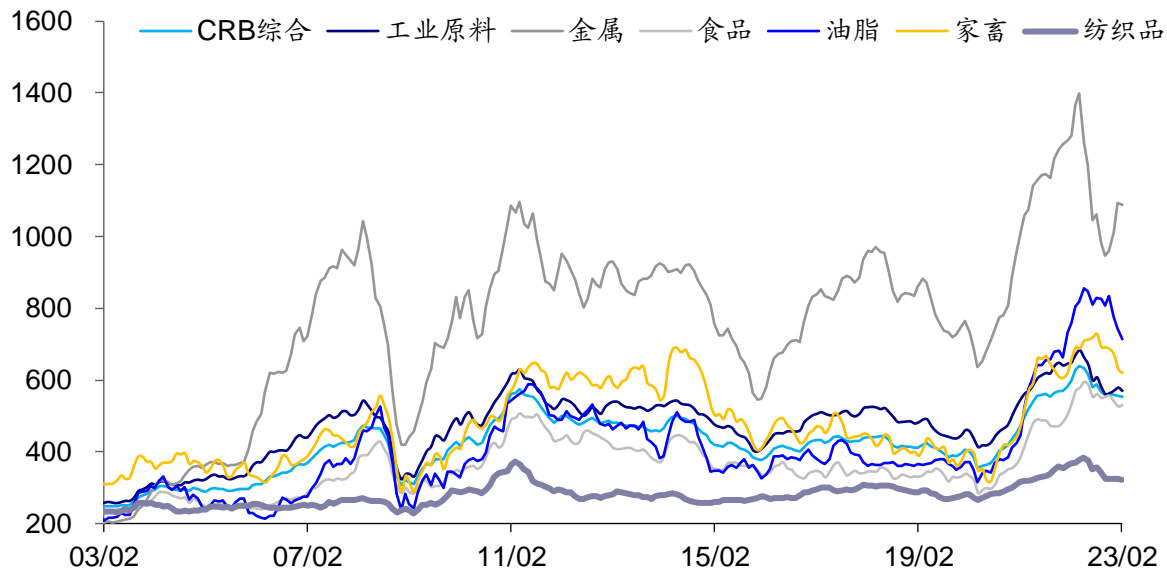


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

供给端之一：大宗商品推升的成本

- 在2020年货币宽松以及房地产市场繁荣的刺激下，大宗商品的需求上升，而供给端受到疫情和地缘政治风险的影响较多，所以2020年下半年以来，大宗商品价格出现了普遍涨价。

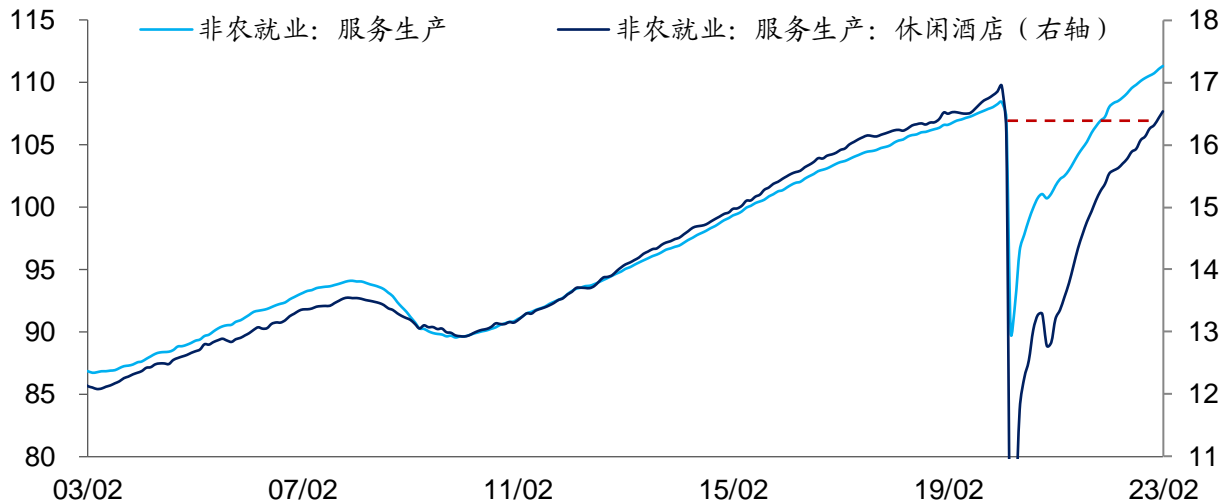
图 从2020年下半年以来，大宗商品价格涨至高位



供给端之二：服务业恢复需要过程

- 疫情期间供给端经历了“非正常”收缩，恢复需要一定的过程。像美国部分服务业的供给端，现在也没有恢复到疫情之前的状态。

图 美国服务业就业的恢复速度仍然偏慢（百万人）



供给端之二：服务业恢复需要过程

- 韩国的批发零售、住宿餐饮、文体娱乐等领域就业距离疫情之前的水平还相差甚远，这些都是供给端恢复缓慢的体现。

图 韩国整体就业和服务相关就业人数变化 (%)

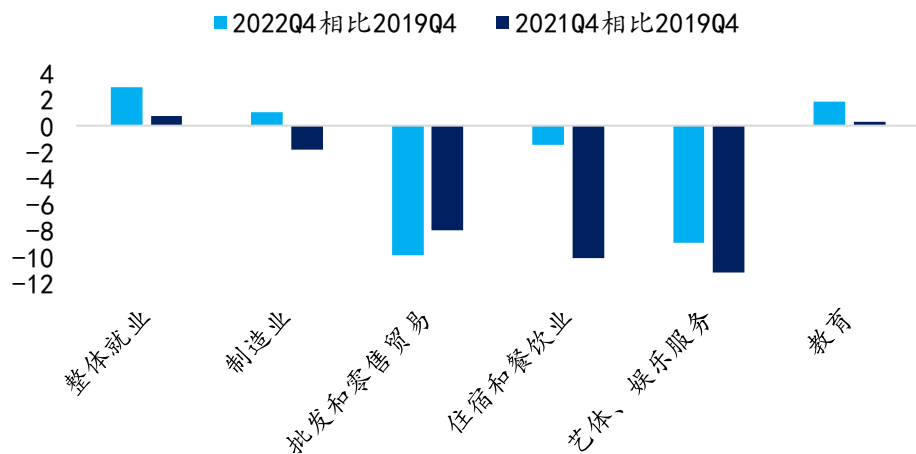
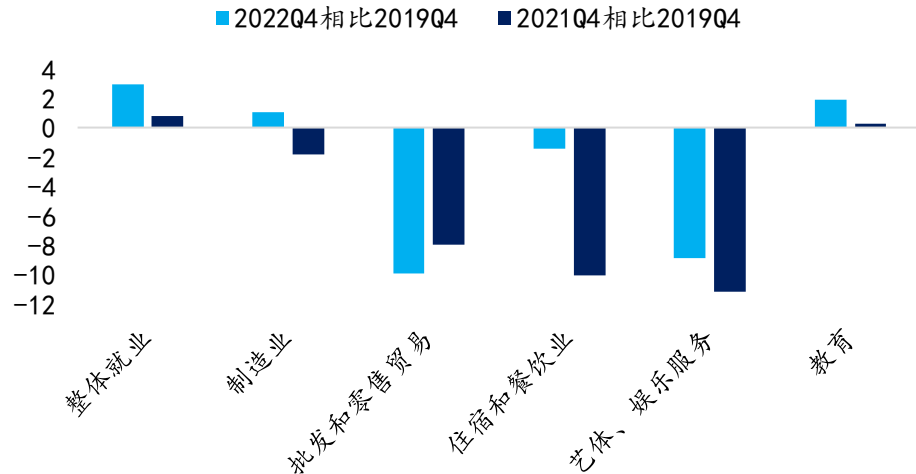


图 中国台湾整体就业和服务相关就业人数变化 (%)

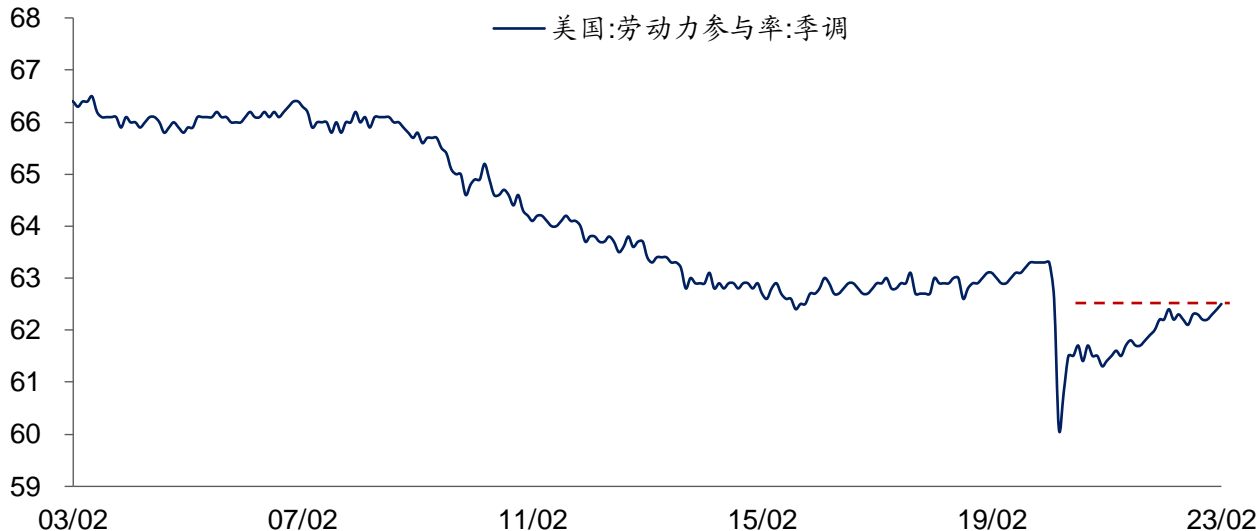


资料来源: Wind, 海通证券研究所

供给端之三：劳动力参与率下降，供给的“疤痕”？

- 疫情也会影响到居民的工作意愿，居民是否会快速回到劳动力市场，或者愿不愿意回到原来的城市工作，这也是需要关注的。目前美国的劳动力参与率水平也没有回到疫情之前，供给端的恢复仍然较慢。

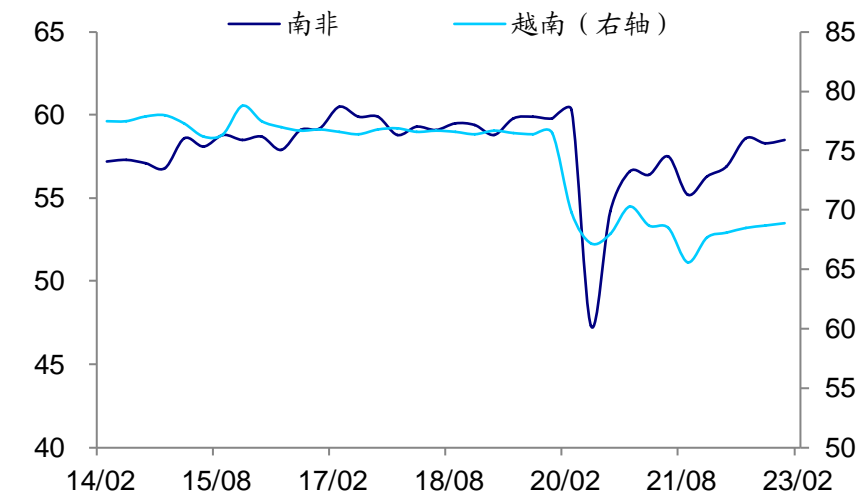
图 美国劳动力参与率比疫情之前：仍然低了0.8个百分点（%）



劳动力参与率低：不仅存在于美国

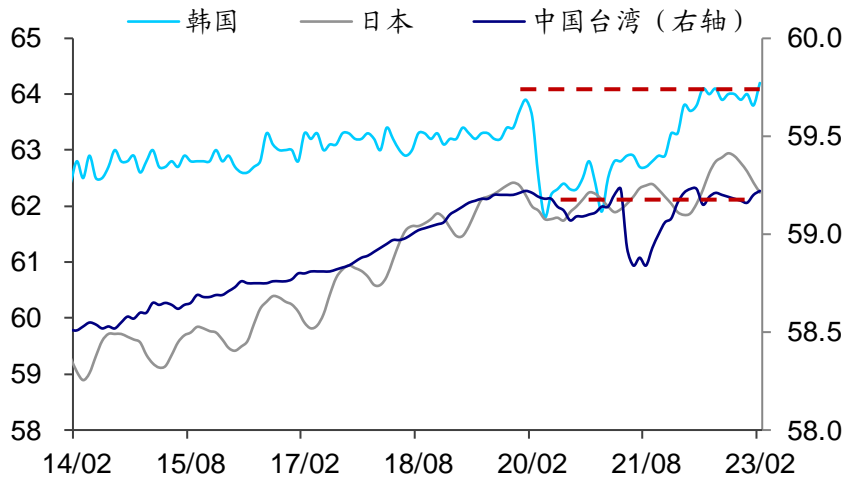
- 疫情之后，劳动力参与率偏低的情况普遍存在，不仅仅出现在美国。越南的劳动力参与率相比疫情之前（2019年底），还有接近8个百分点的缺口。

图 越南、南非的劳动力参与率一直都没有恢复 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 韩国恢复较快，但日本和中国台湾也偏低 (%)



美联储大幅加息：足够吗？

- 2022年以来，美联储持续大幅加息（全年累计加息了425个BP），美债利率持续攀升。
- 虽然商品和能源价格有所回落，但在核心服务项的支撑下，美国通胀仍有一定的韧性。

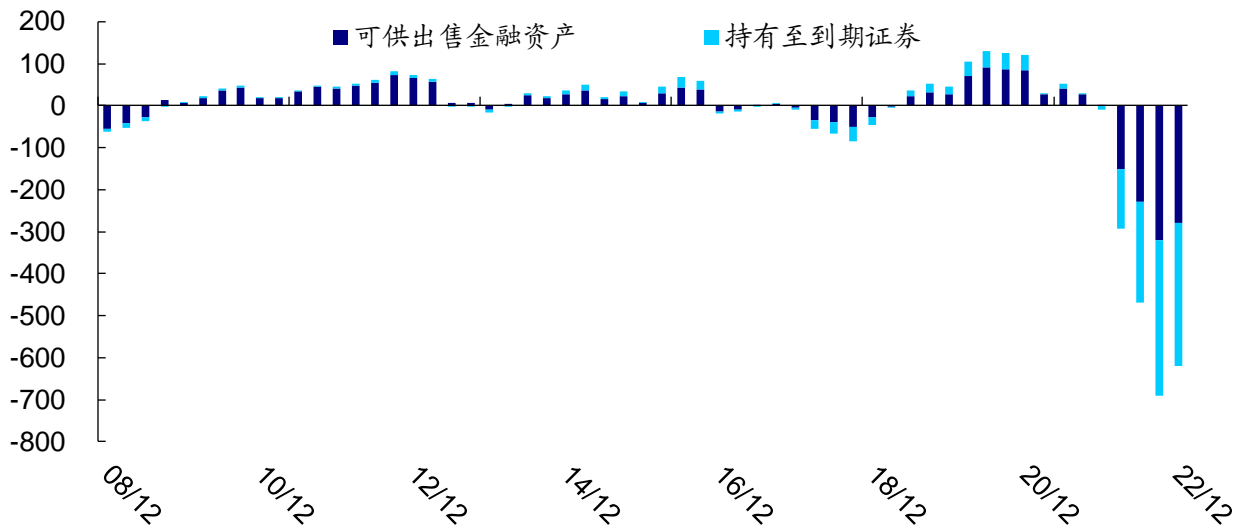
图 核心通胀5.5%，2年期利率4.1%（%）



两难的选择：通胀？金融稳定？

- 美国商业银行在2020年-2021年货币宽松期间（低利率时期），大量增加了美债和机构债券的配置。美联储大幅加息的同时，也使得金融机构资产端积累了较多浮亏。截至2022年4季度，参与FDIC保险的机构的可供出售金融资产浮亏2795亿美元，持有至到期金融资产浮亏3409亿美元。

图 投资证券未实现损益



金融危机概率较低：经济还算稳健

- 本轮银行业危机和07-08年最本质的区别在于，本轮金融机构的底层资产没有出现特别大的问题，信用风险较低，主要是流动性风险。当前美国经济并不算弱，周度经济年化同比接近1.9%（潜在增速在1.8%附近），消费年化同比增速为1.6%，仍与疫情前水平相当，经济仍保持一定韧性。

图 美国周度经济同比 (%)

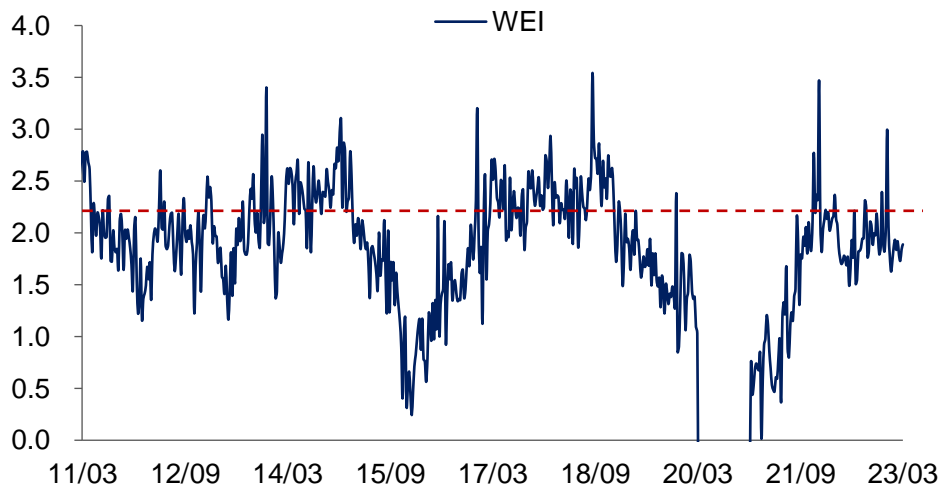


图 美国消费同比增速 (%)



资料来源：Wind，纽约联储，海通证券研究所，2021年以来为年化增速

金融危机概率较低：房地产泡沫化程度不高

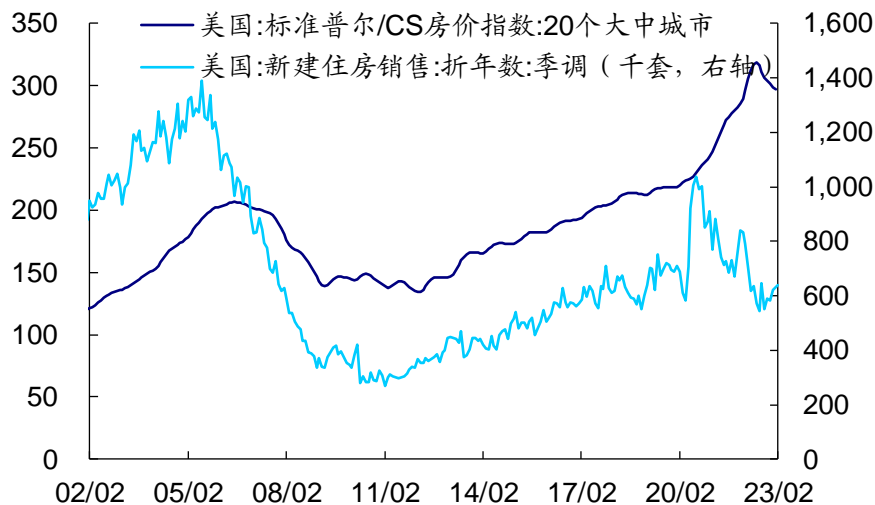
- 从房地产市场来看，美国房价虽有下跌，房地产销售也有放缓，但美国房屋空置率仍在低位，房地产市场出现系统性风险的可能性也比较低。

图 美国房地产市场空置率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 2021年以来为年化增速

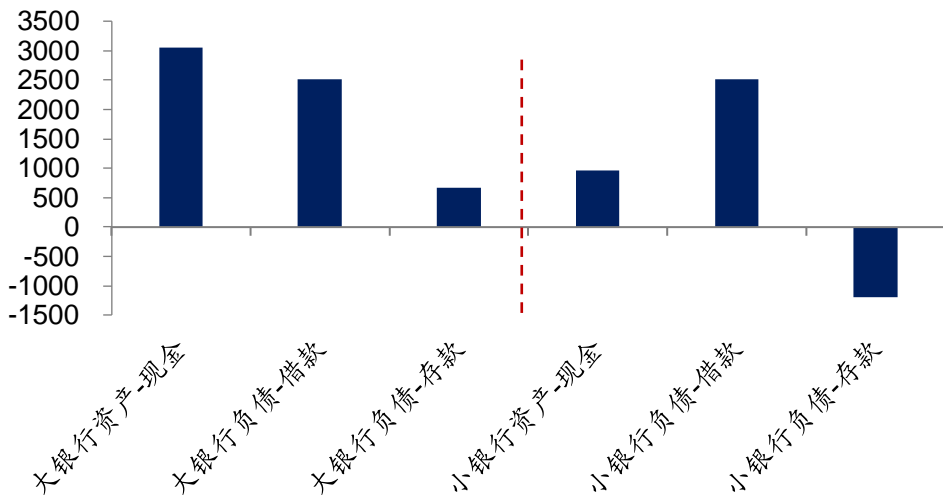
图 美国房价和房屋销售



但结构性风险仍然存在：存款搬家，部分银行倒闭

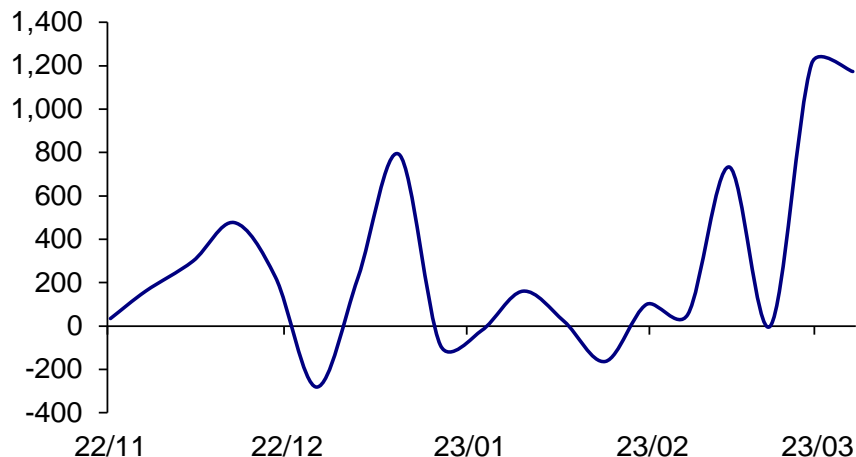
- 3月8日-3月15日期间，美国小型银行存款减少1199亿美元，但借款增加了2524亿美元，增加了现金储备966亿美元；而大银行存款增加667亿美元，借款增加2510亿美元，现金增加了3051亿美元。这一现象或反映出，在恐慌情绪蔓延下，储户可能会因为担忧中小银行经营状况，而选择将存款转移到大型银行，银行普遍增加从美联储借款，增加了现金储备。
- 储户将存款从银行取出，投向相对更安全的货币基金。截至3月22日，美国货币基金市场总资产规模上行至5.1万亿美元，创历史新高。尤其是近两周，每周新增资产规模超1000亿美元。

图 美国商业银行资产负债规模变动（亿美元）



资料来源：CEIC, ICI, 海通证券研究所, 3月8日-3月15日期间。

图 美国货币基金市场总资产规模变动（亿美元）



美联储降息？预期是否太乐观？

- 美联储主席鲍威尔在议息会议上仍强调当前通胀压力，并表示公开市场委员会官员们认为**2023年不会降息**。截至4月1日，CME预期美联储5月加息25BP的概率为51.6%。此后9月份有39.8%的概率开启降息，并且市场预期年内有34.5%的概率降息50BP。我们认为，治理通胀仍然是美联储首要目标，当前市场预期年内降息50bp的预期或偏乐观，大概率后续市场对美联储的降息预期仍需要调整。

图 市场预期美联储加息概率 (%)

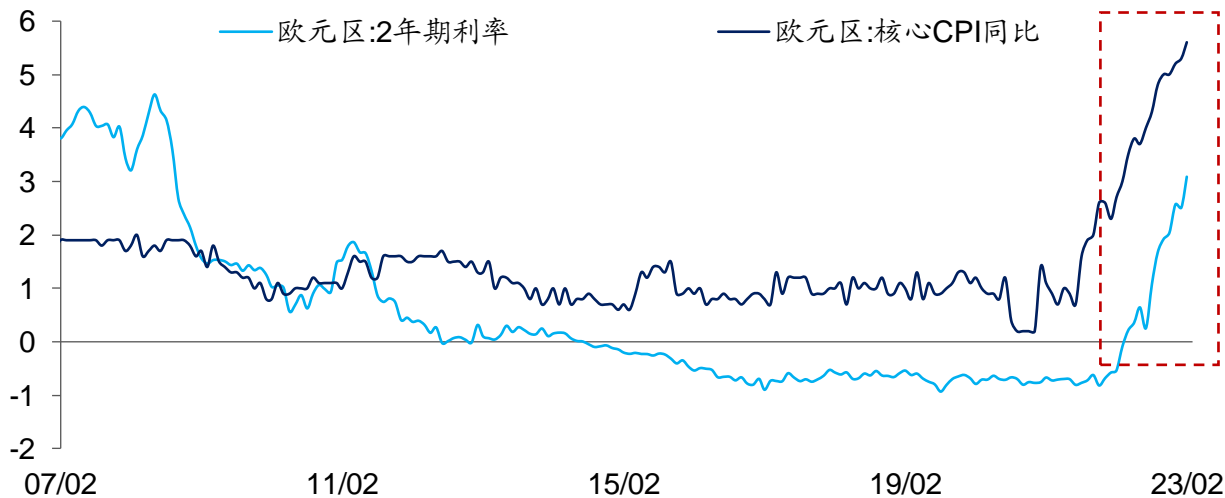
MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	51.6%	48.4%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	51.5%	46.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	23.0%	49.3%	26.8%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	15.0%	39.8%	34.9%	9.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.1%	29.7%	36.9%	20.0%	3.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.2%	22.8%	34.5%	25.6%	9.3%	1.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.3%	17.5%	30.8%	28.4%	14.5%	3.9%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	13.8%	27.1%	29.1%	18.4%	6.8%	1.4%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	13.5%	26.7%	29.0%	18.7%	7.2%	1.5%	0.2%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	1.4%	7.5%	19.1%	27.7%	24.6%	13.8%	4.8%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	1.0%	5.9%	16.2%	25.5%	25.4%	16.6%	7.1%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.9%	5.4%	15.1%	24.6%	25.4%	17.5%	8.0%	2.4%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至4月1日。

欧央行态度：持续加息

- 面对通胀压力，2022年7月以来，欧央行持续加息，目前已经加息300BP，欧洲利率大幅抬升。欧洲10年期公债利率从负利率，大幅升至2%-3%。

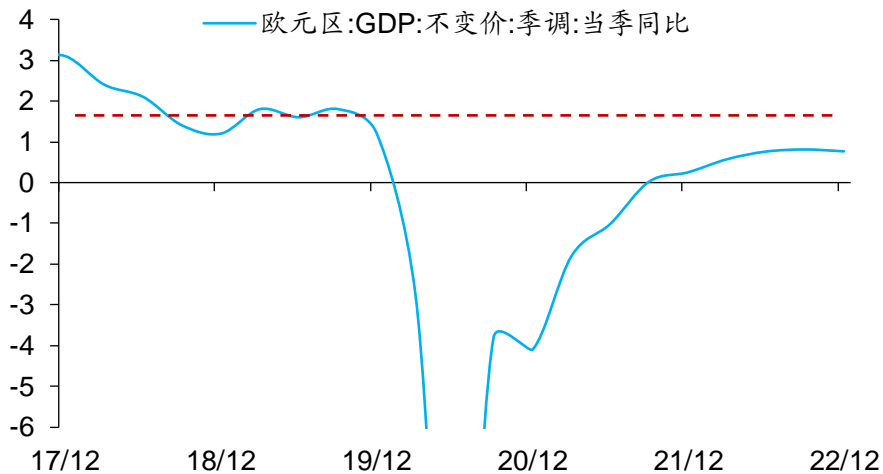
图 欧央行：通胀5.6%，利率3.1%（截至2月，%）



欧洲经济仍然偏弱，可能会成为全球风险点

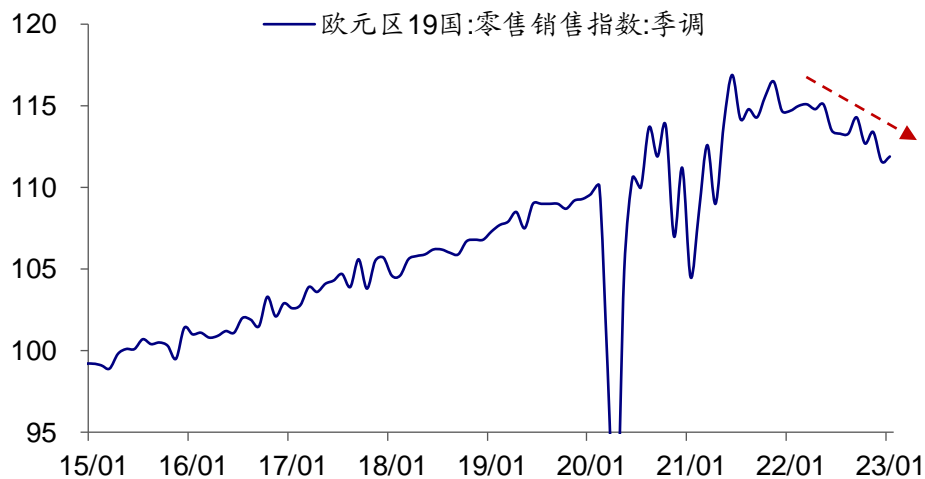
- 去年四季度，欧元区GDP同比增速为1.8%，但如果剔除基数影响，平均经济增速只有0.8%附近，远远低于疫情之前的水平。从去年俄乌问题以来，欧元区零售大幅走弱，连续负增长。

图 欧元区经济：平均增速不足1% (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

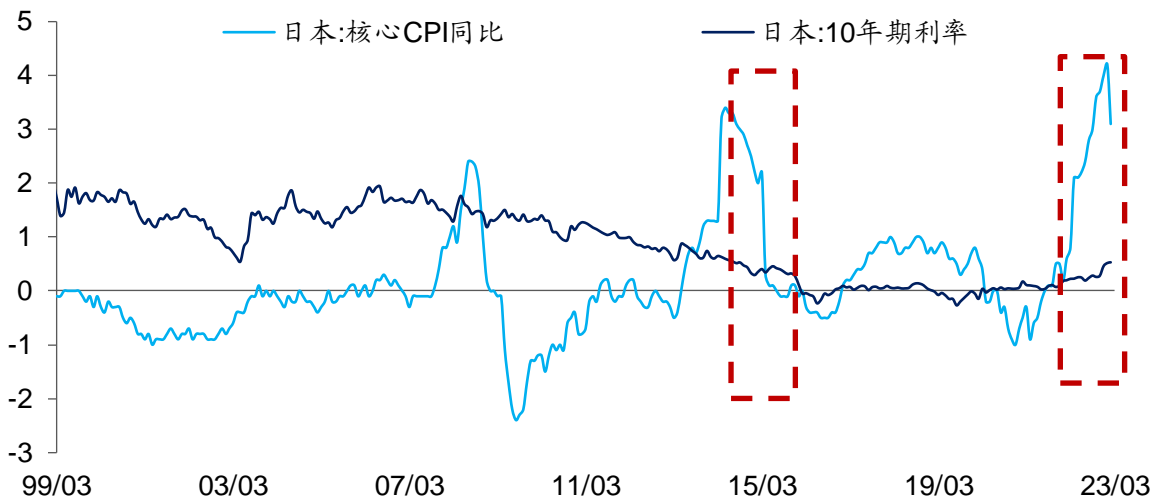
图 欧元区消费大幅走弱 (2015年=100)



日央行：YCC是否崩溃？

- 根据央视新闻、新华社援引共同社报道，去年3月，日本99家地方银行因持有外债及投资信托等账面损失额约1627亿日元，至去年底升至15159亿日元。此外，日本央行去年12月将长期利率波动幅度由正负0.25%扩展至正负0.5%，日本银行业浮亏在3个月内骤增约8000亿日元。

图 日央行：通胀3.1%，利率0.4% (%)



我国服务业供给端：也有收缩

- 过去几年，在疫情影响下，我国出行相关的需求受到影响较大，供给端出现了市场化的出清，供给减少。

图 近三年各类在营门店数量变化 (%)

店铺类别	数量变化	店铺类别	数量变化	店铺类别	数量变化	店铺类别	数量变化	店铺类别	数量变化	店铺类别	数量变化
宴会场地	-85.3	家具橱柜	-49.9	丧葬服务	-36.2	医院诊所	-25.8	其他地方菜	-12.2	朝韩菜	1.9
其他美食	-76.3	家装照明	-49.8	维修服务	-36.0	水果生鲜	-25.7	专科医院	-11.1	电影演出赛事	2.9
医疗美容	-69.9	母婴购物	-49.2	商超零售	-35.2	日用百货	-25.5	宠物	-9.8	车管机关	4.2
服饰鞋包	-65.1	建材	-49.1	快餐	-34.5	文化传媒	-24.2	房屋地产	-9.6	亚洲菜	5.4
玩具礼品	-61.4	洗涤清洁	-49.1	物流配送	-34.5	体检疗养	-24.0	按摩洗浴	-9.6	运动培训	6.2
文化音像	-60.5	商务服务	-48.4	家装卖场	-33.3	钟表眼镜	-23.8	早教中心	-8.4	健身中心	9.1
其他旅游	-56.7	婚庆公司	-46.1	本帮江浙菜	-33.0	江湖海鲜	-23.3	教育院校	-7.2	酒店	9.5
交通票务	-56.6	金融服务	-45.3	面包甜品	-32.7	生活美容	-23.2	饮品	-7.0	展馆展览	10.3
政务服务	-55.8	更多亲子服务	-44.6	便民服务	-31.7	婚纱礼服	-22.8	医疗机构	-6.3	动植物园	15.8
珠宝首饰	-54.6	更多教育培训	-43.3	拍照摄影	-30.9	家政	-22.5	粤菜	-6.3	回收	17.0
网吧游乐	-54.3	驾驶培训	-41.8	学历提升	-30.5	室内休闲	-21.1	舞蹈瑜伽	-4.9	桌游团建	17.9
K12教育	-53.3	食品烟酒	-41.7	亲子活动	-28.6	幼儿园	-20.2	其他休闲娱乐	-4.7	孕产护理	18.5
留学	-53.2	租赁买卖	-41.5	水上娱乐	-27.7	特色小吃	-19.1	婴幼儿服务	-4.4	托班/托儿所	23.7
摩托车自行车	-52.8	职业培训	-39.9	川菜	-27.6	才艺培训	-18.2	烧烤	-3.9	兴趣生活	24.5
数码家电	-52.4	文娱办公	-39.5	加油充电	-27.4	STEM	-17.6	日本菜	-3.8	运动场馆	26.1
装修设计	-51.3	语言培训	-39.1	东北菜	-26.7	酒吧K歌	-15.0	婚宴	-2.8	球类运动	27.3
更多生活服务	-50.6	西餐	-37.5	更多婚礼服务	-26.1	交通枢纽	-14.1	武术格斗	-0.3	景区景区	72.4
其他中餐	-50.4	车后服务	-37.4	文化艺术	-25.8	火锅	-12.4	其他运动	0.7		

住宿业设施减少，餐饮业集中度上升

- 根据中国饭店协会的数据，2019年时全国住宿业设施总数为60.8万家，2020年降至44.7万家，2021年降至36.1万家。
- 根据统计局发布的数据测算，从2012年到2019年，我国限额以上餐饮企业的收入占比是逐年下降的，这意味着中小餐饮经营者在提升“蛋糕”份额，但2020年以来，这一下降趋势逆转，开始下降，说明行业内部的整合也在加剧。

图 我国住宿业设施总数减少（万家）

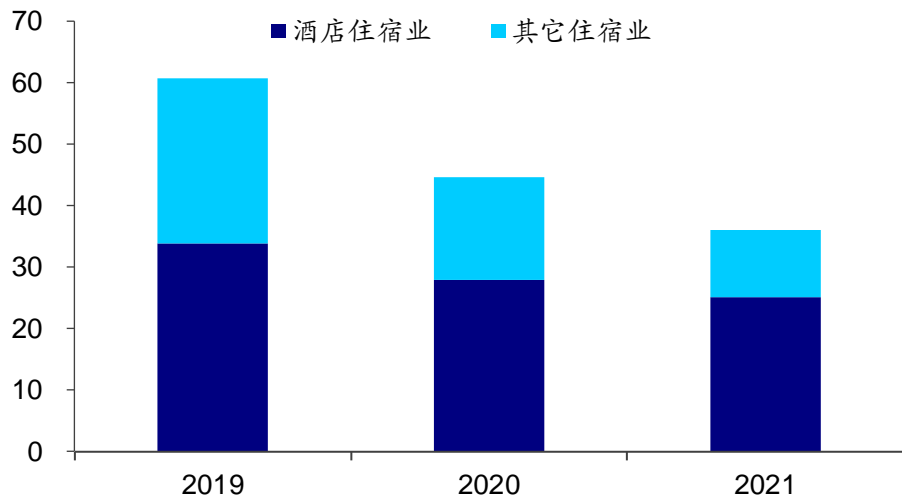
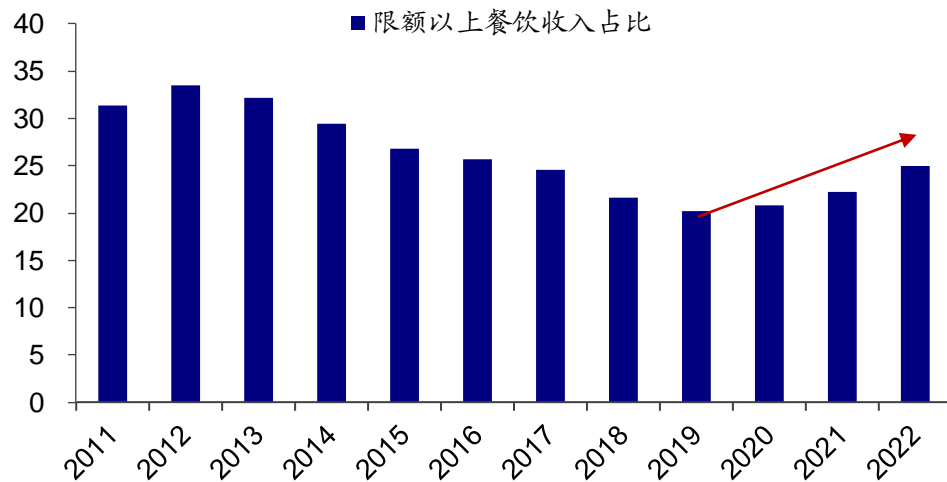


图 我国限额以上餐饮收入占比提升 (%)

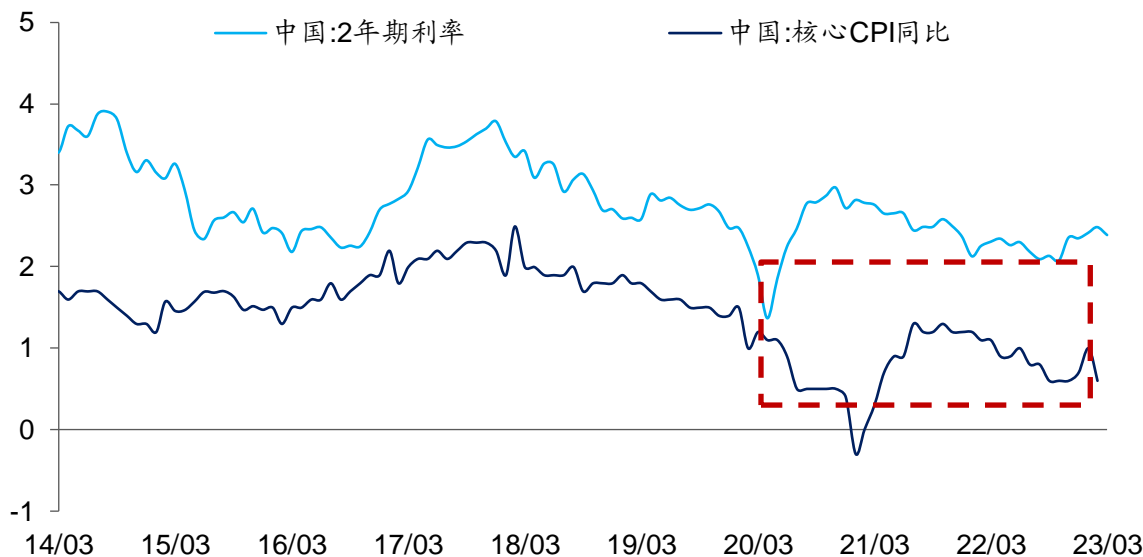


资料来源：CEIC，中国饭店协会，海通证券研究所，右图截止2022年10月

中国央行：通胀或也有扰动

- 我国的核心通胀已经连续3年在低位徘徊，这主要是因为疫情冲击较大，人口流动一直未回到正常水平，对需求端构成了“非正常”压制。
- 随着人口流动逐步正常化，一部分有消费能力的需求会被释放出来，我国的通胀、尤其是服务类通胀也会面临一定的压力。

图 中国：核心通胀连续三年处于低位 (%)



- 2月份以来，尽管经济指标都在明显回升，但债市利率上行幅度很有限，主要是对未来经济预期偏弱。政策端没有强刺激，预计经济弱修复，利率全年窄幅震荡，但也需要关注通胀的风险。

图 国债利率 (%)



权益资产：关注结构机会

- 经济弱修复，政策不强刺激，国内权益市场更多关注结构机会。

图 国内行业股票指数概览

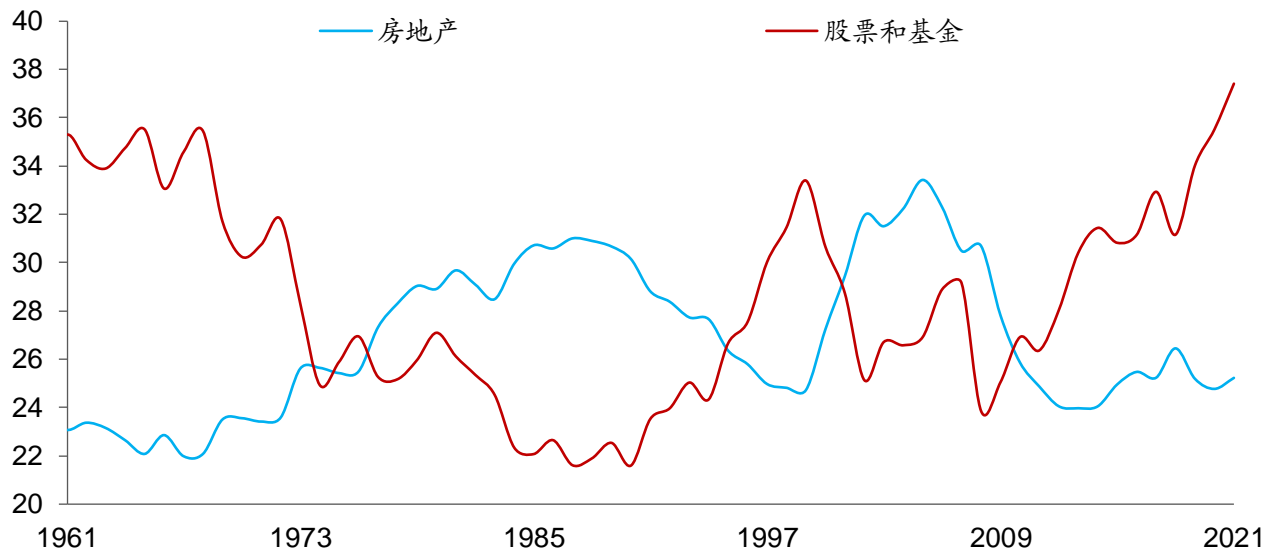
指数代码	指数名称	收盘价	一周涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	PE (TTM, 倍)	历史分位 (%)	PB (LF, 倍)	历史分位 (%)	股息率 3月 (%)
801010.SI	农林牧渔	3355.9	2.404	1.856	98.03	89.93	3.14	21.50	0.45
801030.SI	基础化工	4167.8	-0.370	2.874	15.55	12.84	2.31	29.33	1.66
801040.SI	钢铁	2373.1	-1.000	3.810	17.88	64.36	1.03	25.21	4.51
801050.SI	有色金属	4865.4	-0.860	6.156	13.81	0.00	2.57	31.05	1.02
801080.SI	电子	4027.2	+1.244	15.502	34.24	29.08	2.95	19.70	0.97
801110.SI	家用电器	6987.7	1.658	7.738	14.50	16.63	2.58	12.42	3.80
801120.SI	食品饮料	23968.5	2.329	4.409	35.58	67.33	6.95	75.34	1.76
801130.SI	纺织服饰	1632.4	+1.274	3.727	24.03	31.17	1.81	30.42	2.77
801140.SI	轻工制造	2414.1	-2.407	3.781	31.09	62.19	2.07	39.65	1.43
801150.SI	医药生物	9238.9	1.235	1.863	23.95	5.66	3.20	12.44	0.99
801160.SI	公用事业	2232.4	-0.203	1.540	24.38	63.89	1.65	41.12	1.76
801170.SI	交通运输	2380.8	0.660	0.669	12.38	9.03	1.46	22.84	2.94
801180.SI	房地产	2812.0	-3.093	-6.113	13.97	59.65	0.83	0.97	2.75
801200.SI	商贸零售	2720.4	-0.050	-5.106	38.27	75.66	2.24	57.96	1.33
801210.SI	社会服务	11015.7	2.772	2.047	122.90	92.07	3.71	38.18	0.35
801230.SI	综合	2983.2	1.646	-1.110	44.93	40.80	1.91	35.86	0.16
801710.SI	建筑材料	6148.4	-1.919	1.919	16.94	55.41	1.61	4.44	3.29
801720.SI	建筑装饰	2216.6	-3.104	11.192	9.76	27.56	0.93	23.67	1.93
801730.SI	电力设备	9314.6	1.023	-0.360	26.21	7.46	3.61	56.96	0.57
801740.SI	国防军工	1534.7	-3.090	3.862	53.85	4.71	3.32	50.22	0.43
801750.SI	计算机	5298.3	1.161	36.786	65.15	72.87	4.23	57.86	0.58
801760.SI	传媒	724.7	2.407	34.245	42.54	65.39	2.60	48.33	1.40
801770.SI	通信	2380.8	-1.549	29.510	31.12	10.02	2.31	29.10	1.91
801780.SI	银行	3072.8	-0.623	-2.704	4.75	1.47	0.48	1.25	5.61
801790.SI	非银金融	1508.0	-0.958	2.368	16.45	53.64	1.16	4.76	2.46
801880.SI	汽车	5553.0	2.191	3.932	30.79	82.49	2.18	39.10	1.21
801890.SI	机械设备	1539.9	0.419	10.091	31.60	51.10	2.48	40.07	1.18
801950.SI	煤炭	2763.7	1.478	3.424	6.78	3.29	1.37	47.43	6.27
801960.SI	石油石化	2312.9	3.474	10.628	11.64	6.96	1.33	19.48	4.85
801970.SI	环保	1836.8	+1.309	3.809	20.49	16.39	1.55	5.66	1.43
801980.SI	美容护理	7034.7	3.637	-1.634	57.28	92.32	5.19	79.30	0.60

资料来源：Wind，海通证券研究所

资料来源：CEIC，海通证券研究所，注：截至3月31日。

- 房地产泡沫破灭后08年金融危机爆发，美国股市大幅波动，居民短期选择避险转买存款和货基，但随着09年权益市场逐步企稳，家庭的财富明显呈现向股票和共同基金等转移的趋势。到2019年，美国居民持有股票与基金的规模已经占到整体金融资产的33.4%（不包括间接持有股票），相比2009年的时候提升超10个百分点。而同期，现金存款的配置比重则相对稳定（占比不到13%），寿险养老金的占比则是持续回落。

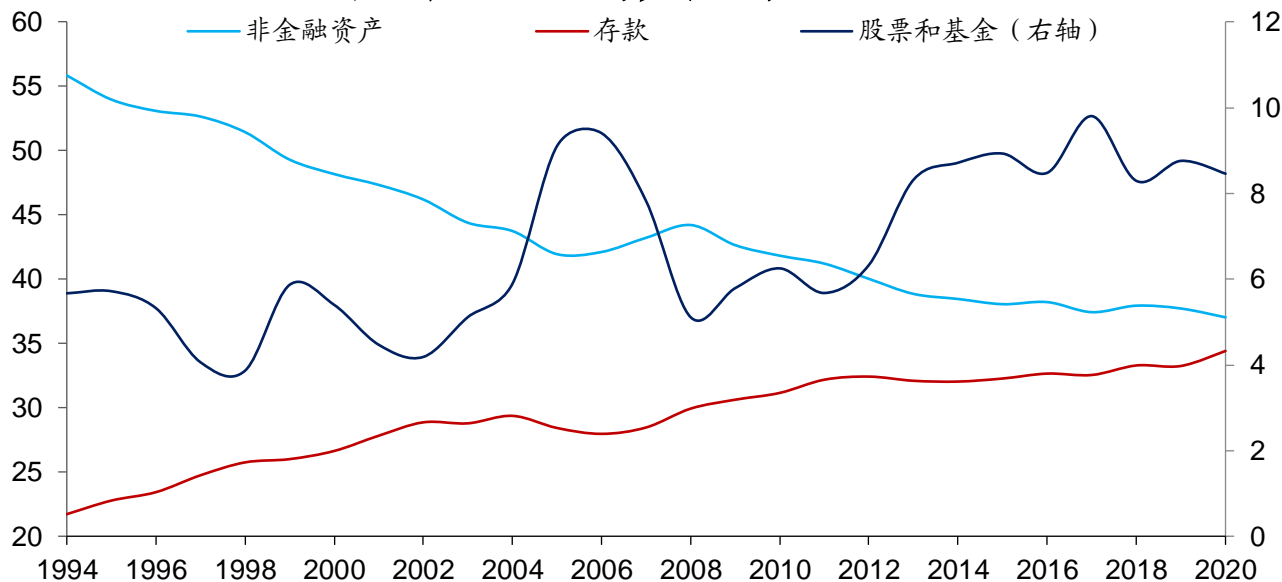
图 美国居民配置房产和股票占比 (%)



日本居民资产配置：从房产到存款

- 对日本家庭来说，危机后没有流入房地产的资金，更多都锁定在银行存款账户，或者以现金的形式保存。现金存款类在日本居民金融资产中本就占到五成左右，而从1991年地产泡沫破裂开始，家庭现金存款的比重重新回升，8年间大约上行了7个百分点至55.6%。而在基金股票市场中的资产比例则从1990年时的20.3%回落到2002年的7.5%，跟美国的情况明显不同。

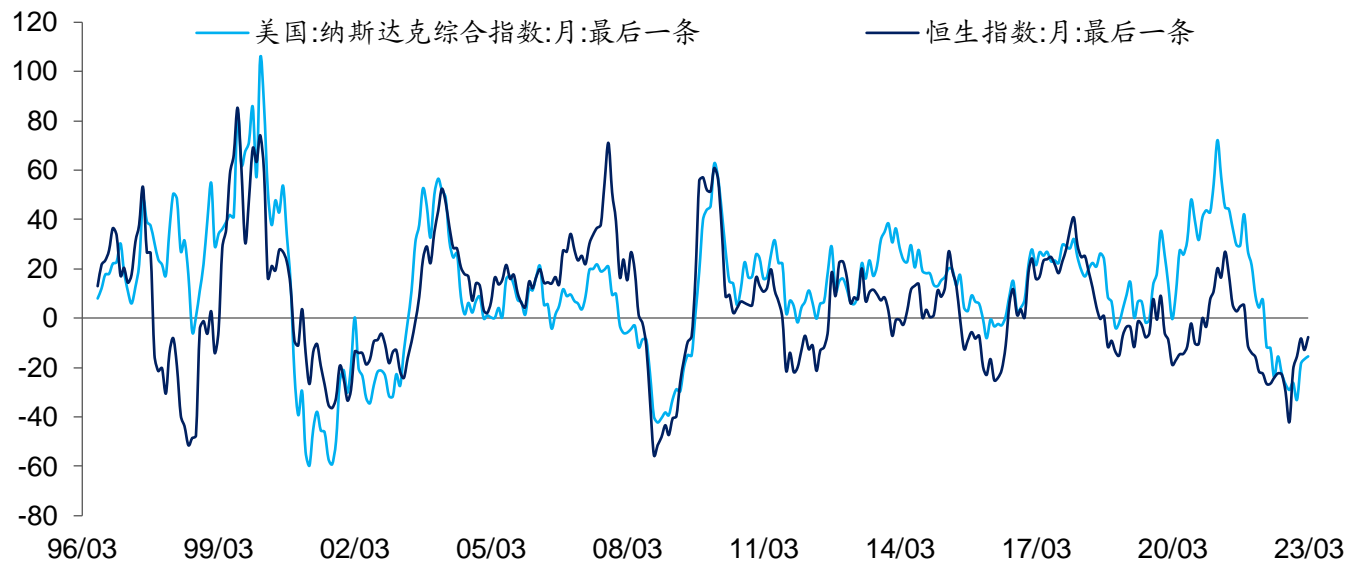
图 日本居民配置房产和股票占比 (%)



中国香港市场：仍需关注美元流动性扰动

- 港股市场虽调整较多，但仍需关注美元流动性带来的扰动，波动也会较大。尤其是美国通胀压力要想根本性缓解，往往需要经历需求端的明显收缩，美股波动或会加大。所以港股、美股的趋势性机会，需要关注美联储加息政策的趋势性放缓。

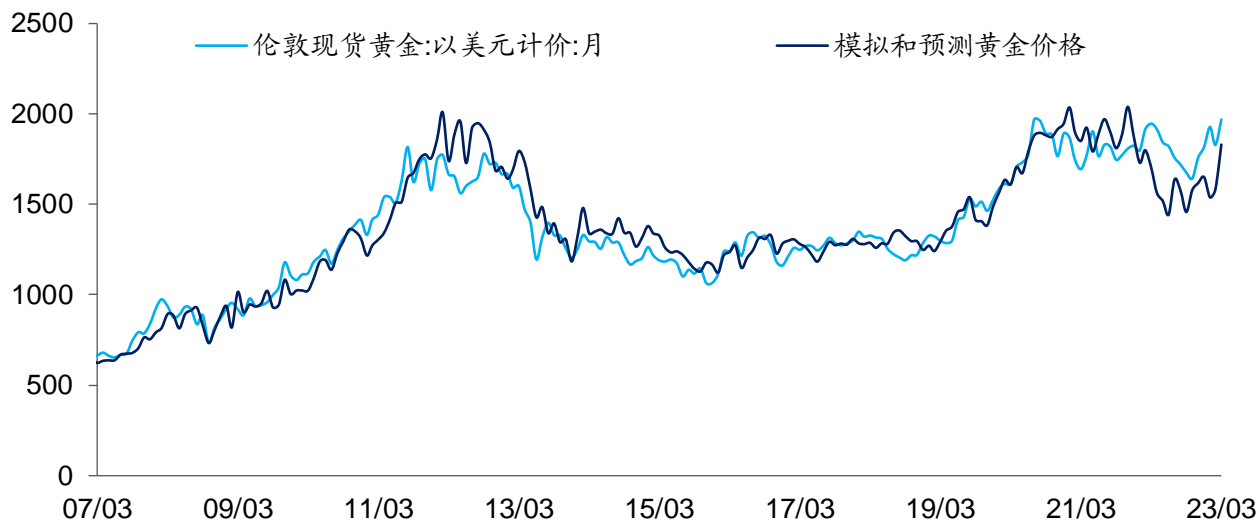
图 港股和美股走势



长期配置角度：关注黄金的配置价值

- 从长周期角度看，美债实际利率有望下降，黄金价格趋于上涨。全球面临百年变局，风险事件也会增加，关注黄金的避险功能。不过从短期来看，黄金的趋势性配置价值的体现，需要看到美国通胀压力的趋势性回落。

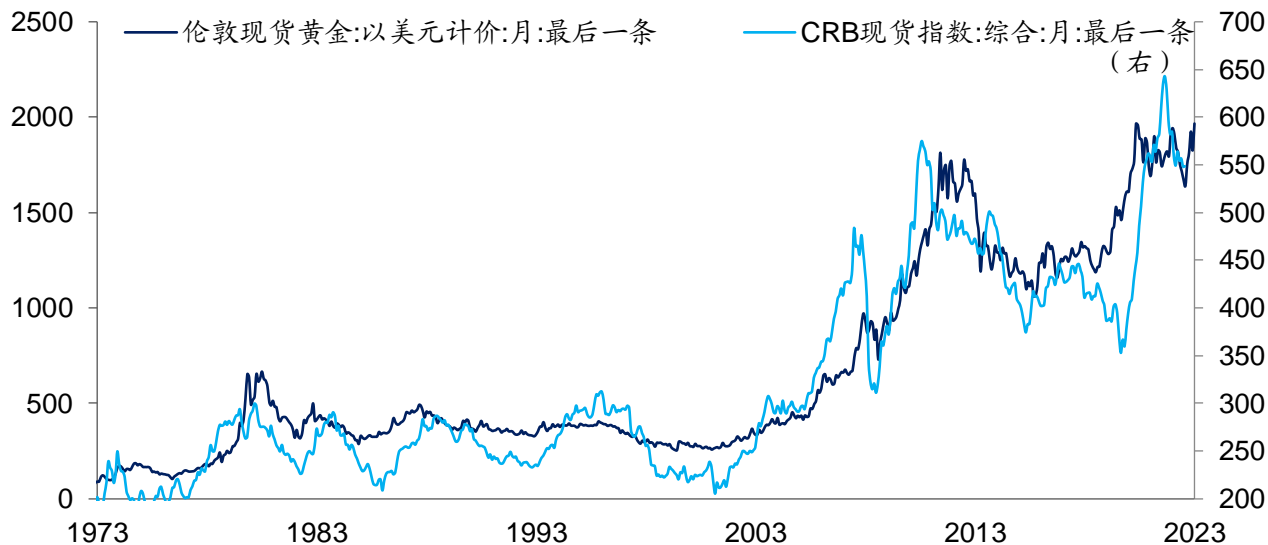
图 黄金价格及测算价格（美元/盎司）



大宗价格或高位震荡

- 产能扩张偏慢、地缘风险加大，大宗商品供给端的扰动或继续，但全球高利率压制需求端，所以大宗商品价格或维持高位震荡。

图 大宗商品价格或高位震荡



APPENDIX 2

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。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.

我，Amber Zhou，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。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.

APPENDIX 2

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).

APPENDIX 2

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, 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.

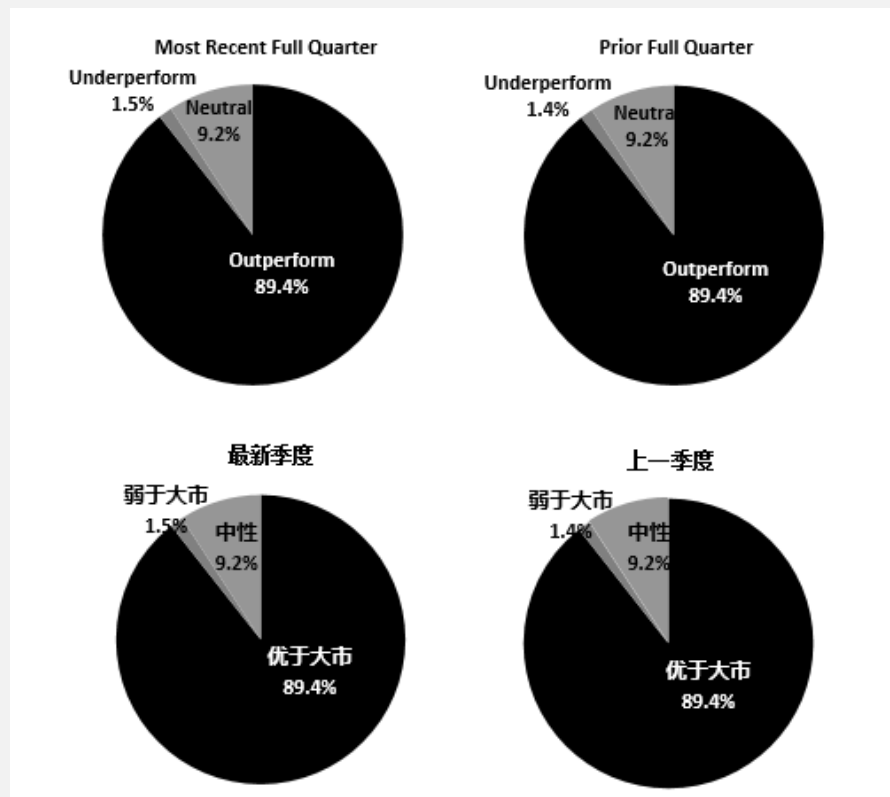
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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.

APPENDIX 2

评级分布 Rating Distribution



APPENDIX 2

截至2022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	89.4%	9.2%	1.5%
投资银行客户*	5.2%	7.3%	8.3%

*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 Mar 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.5%
IB clients*	5.2%	7.3%	8.3%

*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.

APPENDIX 2

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.

APPENDIX 2

MSCI ESG评级免责声明条款：尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于MSCI ESG Research LLC及其联属公司（「ESG方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG方均不担保或保证此处任何数据的原创性，准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

APPENDIX 2

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 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.

APPENDIX 2

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 and 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。

APPENDIX 2

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.

APPENDIX 2

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.

APPENDIX 2

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定。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

APPENDIX 2

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:

APPENDIX 2

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益权益。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

APPENDIX 2

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”）第03/1102、03/1103或03/1099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。

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。

APPENDIX 2

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:

APPENDIX 2

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 Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, 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").

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>