

# 迎难而上——2024年海通宏观经济和政策展望 (PPT) (Facing Challenges Head-On: Haitong's Macro-Economic and Policy Outlook for 2024 (PPT))

梁中华 Zhonghua Liang [zh.liang@htisec.com](mailto:zh.liang@htisec.com)  
周林泓 Amber Zhou [amber.lh.zhou@htisec.com](mailto:amber.lh.zhou@htisec.com)

1 Dec 2023

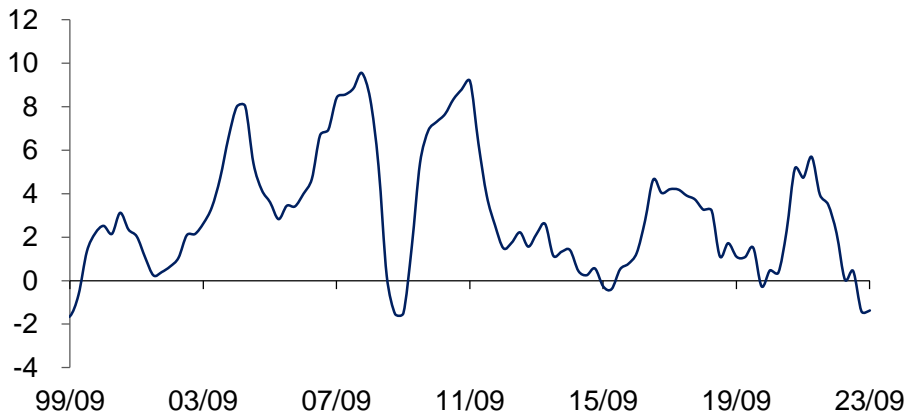
本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

1. 经济：破“旧”立“新”
2. 政策：需要多大规模？
3. 海外：流动性趋向温和

## 扩大内需：仍需政策发力

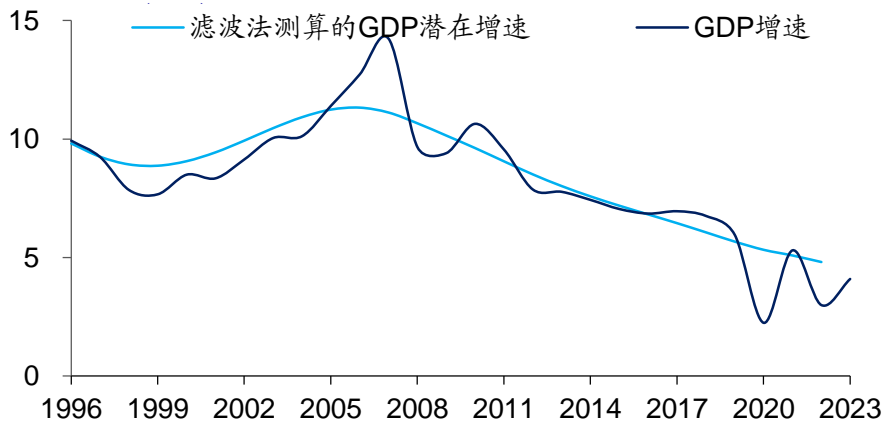
- 3季度经济实际增长有所回升。**2023年3季度，我国GDP同比增速为4.9%，剔除基数后的两年平均增速为4.4%，四年平均增速为4.7%，相比二季度均有回升。不过如果剔除价格因素，3季度GDP平减指数同比测算为-1.4%，2季度为-1.4%，因此3季度名义GDP增速为3.5%。
- 中长期来看，我国经济具有较大潜力，不过当前经济增速或仍低于潜在增速，短期需求端仍需稳增长政策进一步发力。**

图：GDP平减指数同比（%）



资料来源：Wind，HTI测算

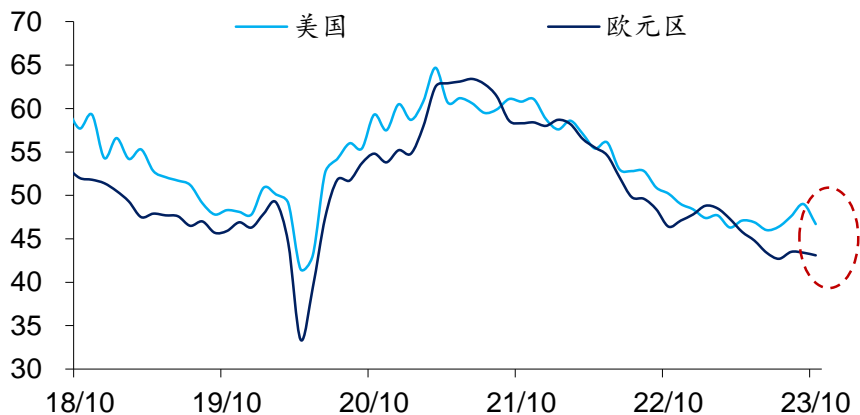
图：GDP潜在增速和实际增速对比



## 需求端：出口阶段性抬升

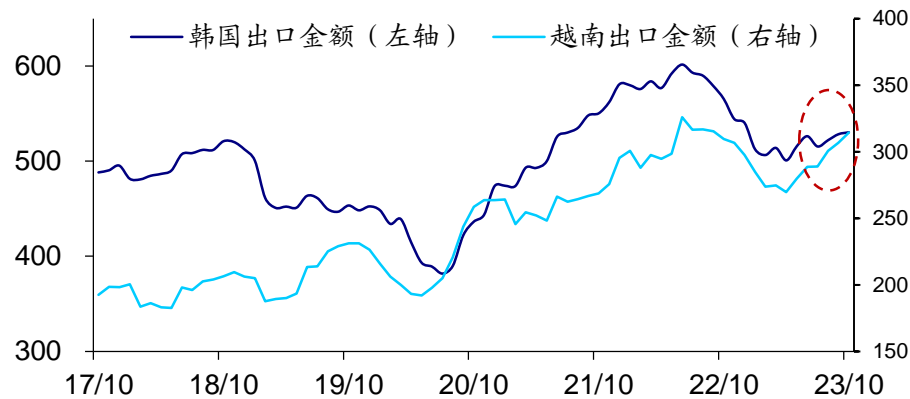
- 2023年下半年以来，外需对于出口有一定拉动，主因在于欧美制造业补库。
- 从外需来看，美国制造业PMI在7-9月改善，欧洲制造业PMI低位暂稳，并且美国三季度GDP中库存有比较明显的抬升。
- 从供给来看，如果剔除掉季节因素影响，9、10月份韩国、越南出口增速也明显抬升。

图：欧美制造业PMI走势（%）



资料来源：Wind，HTI

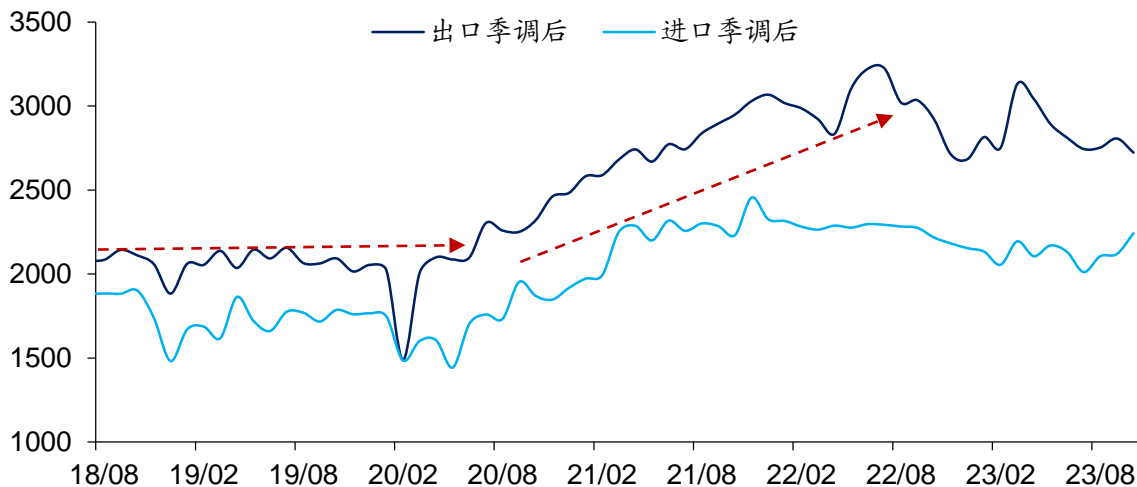
图：韩国、越南出口规模边际改善（亿美元）





## 出口名义值：虽有回落，仍在高位

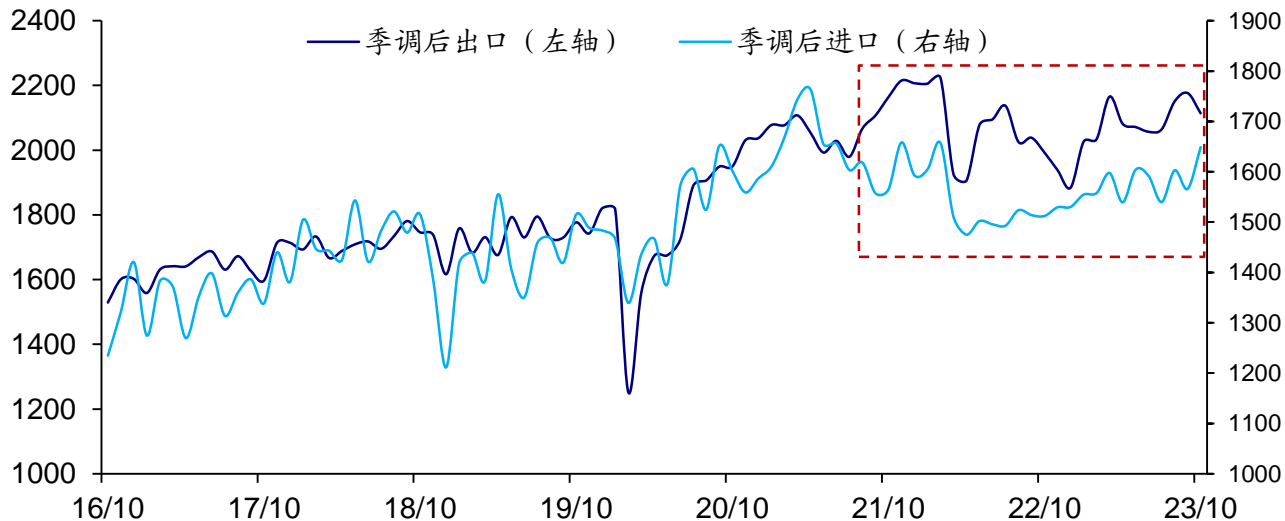
- 2023年10月我国出口金额的名义增速为-6.4%，进口金额的名义增速为-3%，尽管出口增速有所回落，但出口金额的绝对值仍然在2020年6月以来的较高位置。
  - 出口增速继续负增长，一是因为受到高基数的影响，二是因为出口价格下降，10月出口价格指数为90.3，较9月的92.1有所回落。
- 图：我国进出口季调后金额（亿美元）



## 商品贸易实际顺差：或有进一步回落空间

- 剔除价格变动后，我国进口实际量从2021年开始就逐渐降至低位，之后持平、甚至略有回升；出口仍然处于高位，尤其是来自海外高通胀下的需求拉动，不过后续或趋于回落。
- 因此，在商品出口回落而进口回升的背景下，我国商品贸易实际顺差或还有回落的空间。

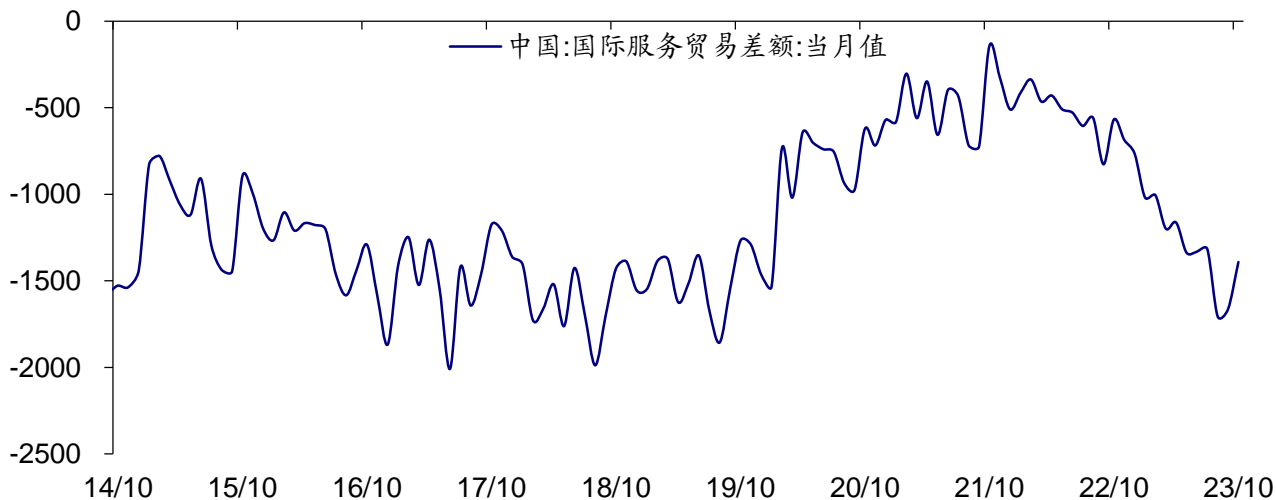
图：我国进出口实际金额（亿美元，剔除价格变动）



## 服务贸易逆差：或已经回归至正常水平

- 2020年疫情以来，全球服务贸易受到较大冲击，我国服务贸易逆差明显收窄。而从2022年以来，我国服务贸易逆差又开始向常态化水平回归；2023年以来，服务贸易逆差加速向常态化水平回归，截至2023年10月，我国服务贸易逆差已基本恢复至2020年之前几年的水平。

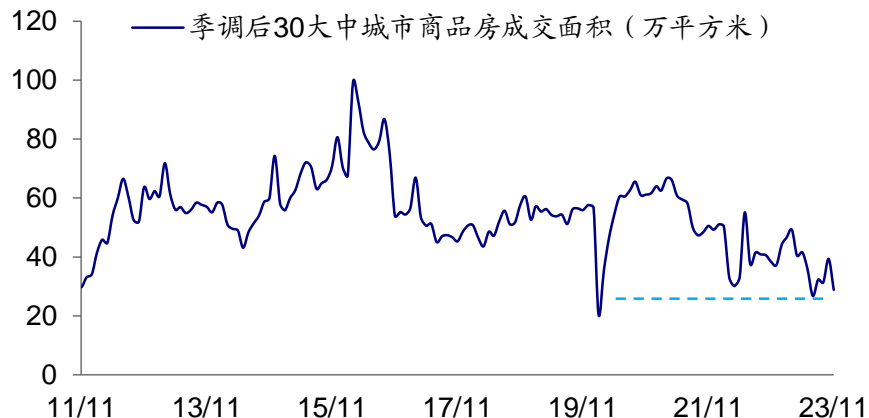
图：我国每月服务贸易差额（亿人民币）



## 房地产销售：集中释放期或暂告段落

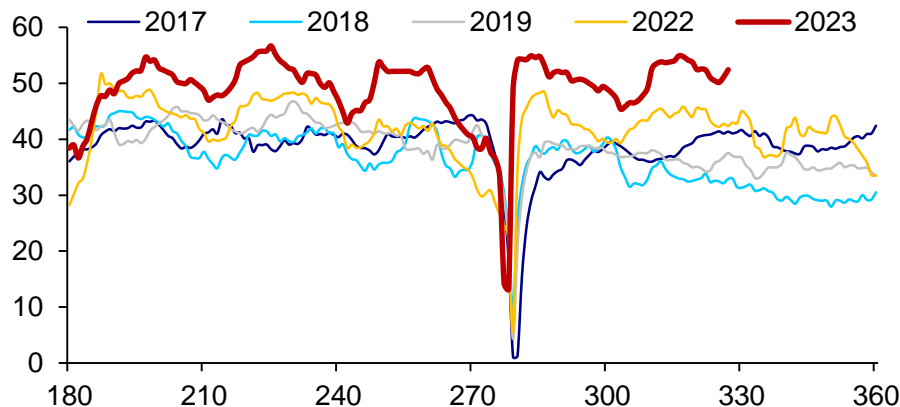
- 截至2023年10月，商品房销售面积当月同比增速从9月的-10.1%回落至-11.0%，累计增速-7.8%；房地产投资当月同比增速持平9月的-11.3%，累计增速为-9.3%。
- 下半年以来，随着房地产政策调整，房地产销售需求集中释放。从10月下旬以来，需求端的集中释放期或暂告一段落。

图：大中城市新房销售现状



资料来源：Wind, HTI。右图横坐标为距元旦日数。

图：14城二手房销售面积占比（%）

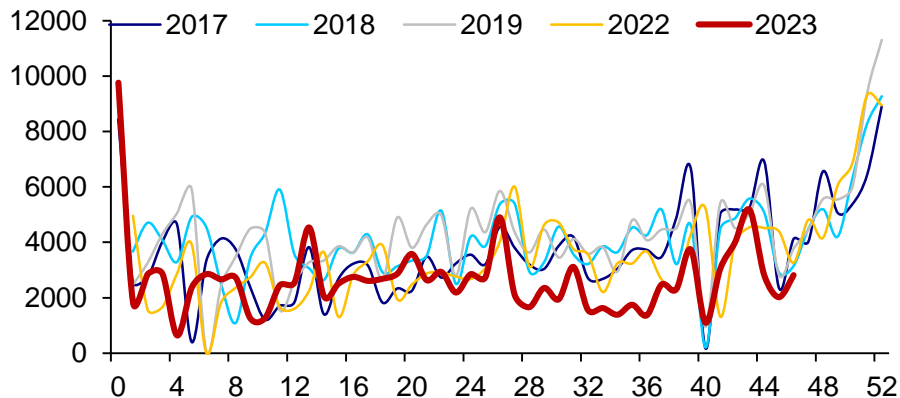


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 房地产投资：开发商的“生存”和“发展”

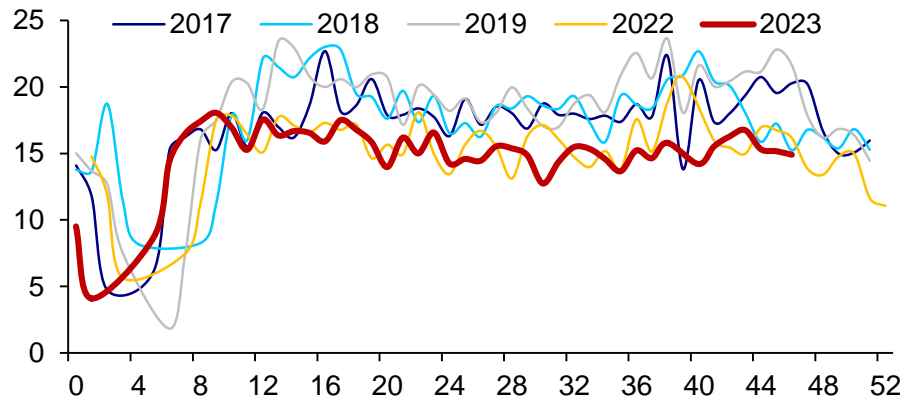
- 从开发商土地成交情况，以及建筑钢材的成交情况，可以观察房地产投资端的边际变化。
- 土地成交和钢铁成交绝对值始终处于近年同期低位，即使在地产政策优化后改善相对有限。

图：100大中城市成交土地规划建筑面积（万平方米）



资料来源：Wind，HTI。横坐标为距元旦周数。

图：建筑用钢成交量（万吨）

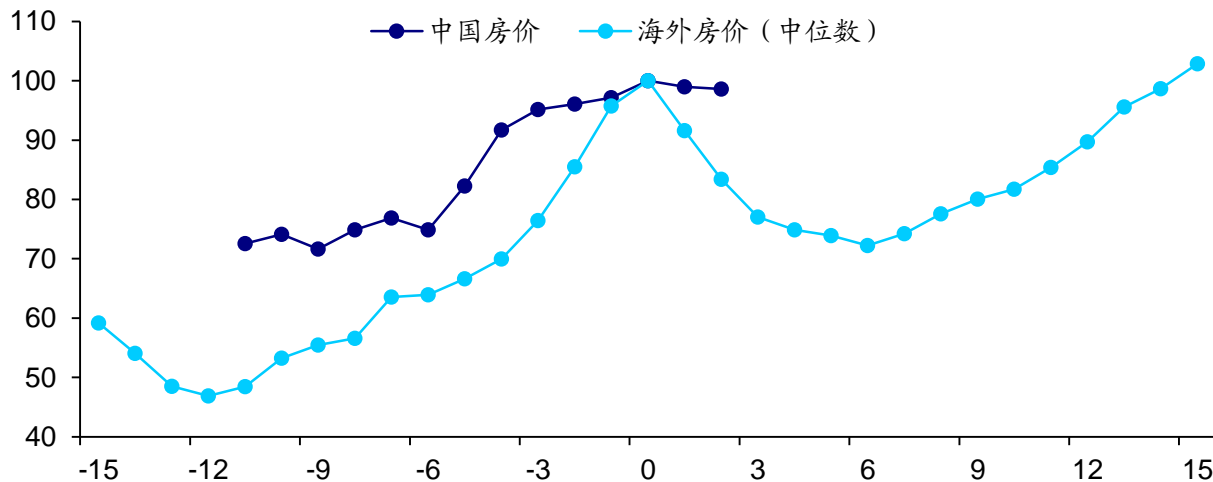


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 房价的经验：海外下跌较久，我国保持稳定

- 海外房价中位数下跌一般持续约**6年**，跌幅在近三成左右。我们参考了35个经济体、48轮海外地产下行周期的数据，海外地产下行周期，下跌季度数的中位数为**24个季度（6年）**，最大跌幅的中位数为**33%**。下跌季度数最少为11个季度（3年），最小跌幅为20%；最长超过60个季度（15年），最大跌幅为62%。
- 截至**2023年10月**，百城房价环比上涨的城市数量为**46个**，从房价来看，已经“稳定”两年以上。

图：海外和中国地产房价走势（房价最高时该指标=100）



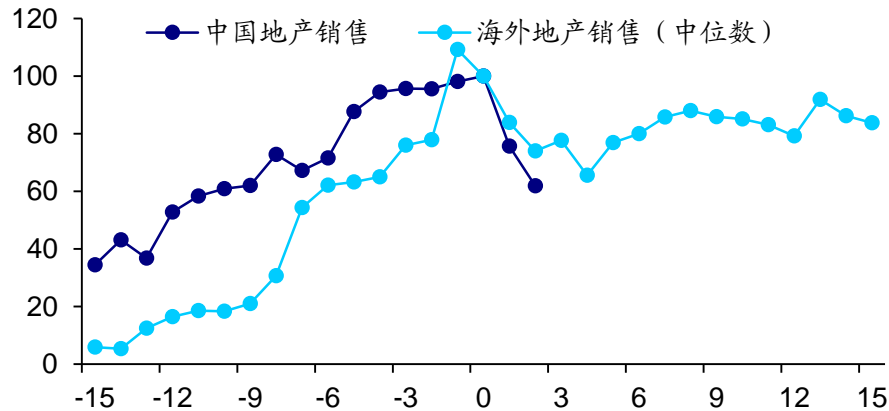
资料来源：Wind, OECD, CEIC, BIS, HTI测算

注：横坐标为距房价最高时的年数，纵坐标数据为标准化后取中位数

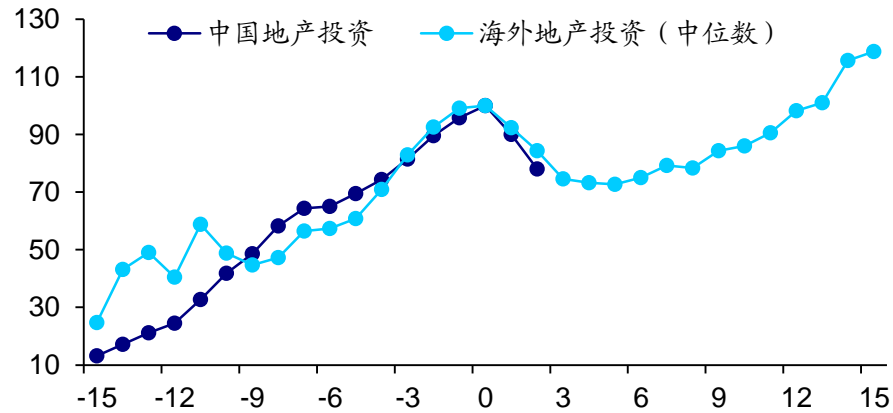
## 销售、投资的经验：海外3-4年以上的承压期

- 海外地产销售和投資中位数一般分别下降3年和4年，下跌幅度最大的一般是第1-3年，随着短期冲击过去后，基数走低、预期缓慢修复，跌幅会逐年收窄。

图：海外和中国地产销售走势（房价最高时=100）



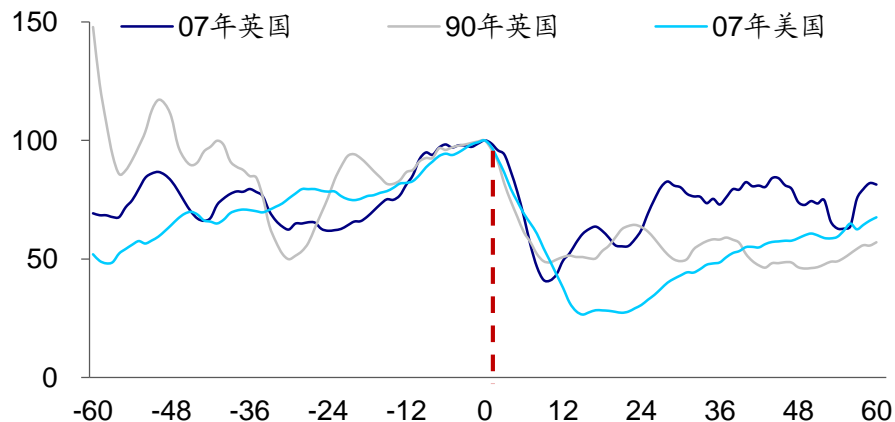
图：海外和中国地产投资走势（房价最高时=100）



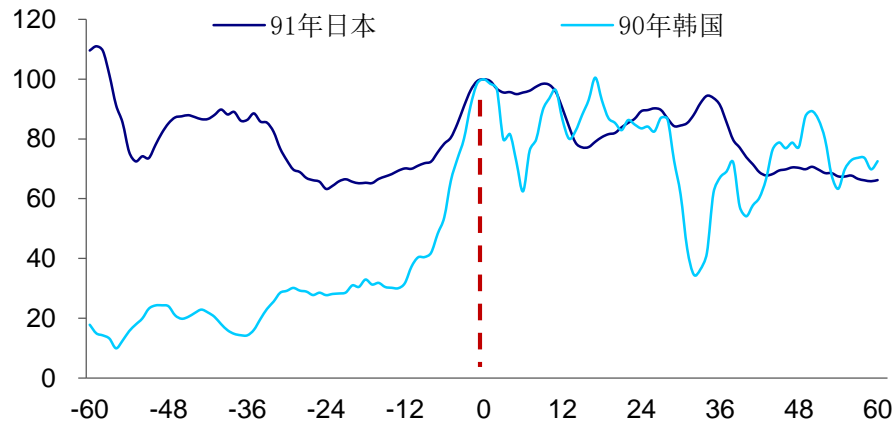
## 住宅新开工：欧美、日韩有差异

- 不同经济体住宅新开工的走势有差异。美国和英国的新开工数据，在地产泡沫破裂后迅速下跌，且幅度较大。但在下跌4-12个季度（1-3年）后，重新企稳回升。
- 日本和韩国的新开工数据，在地产泡沫破裂后短期没有明显变化，还在高位震荡约24个季度（6年左右），之后才开始出现下行。

图：住宅新开工（房价最高时=100）



图：住宅新开工（房价最高时=100）

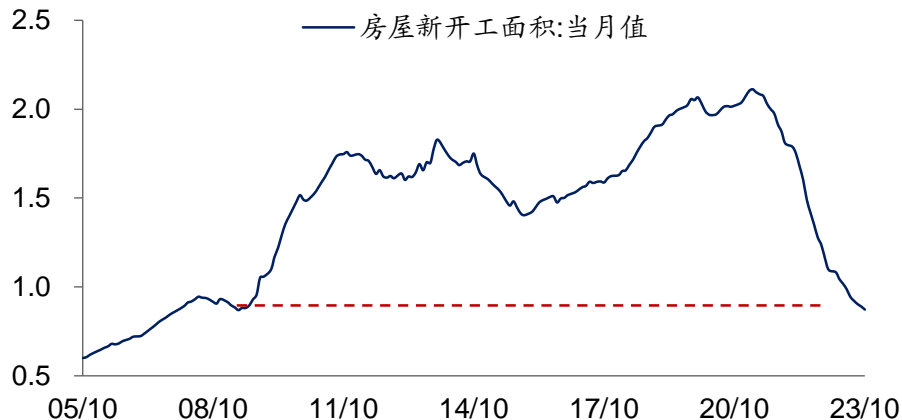


资料来源：CEIC，HTI测算，注：横坐标为距房价最高时的季度数

## 我国的房地产投资和销售：是否见底？

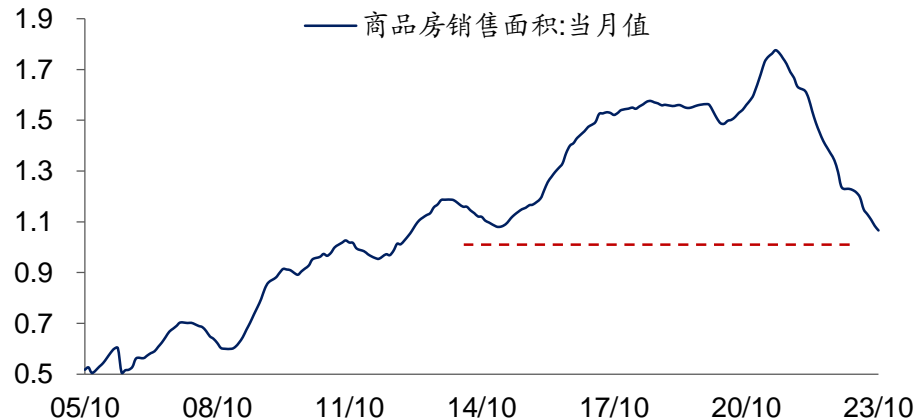
- 按照12个月的平均值，我国房屋新开工面积已经回到2009年的水平，相比最高点降低了58%；房屋销售面积回到2015年的水平，相比最高点降低了40%。
- 房地产消费复苏的关键：**供给端二手房供给增加是大势所趋，而房子折旧速度较慢；需求端城中村改造能够创造多少“村民”买房需求？
- 房地产投资复苏的关键：**销售端的修复；房企的拿地和扩张意愿；城中村改造的拆迁和重建速度会有多快？拆迁量有多大？

图：我国房屋新开工面积（亿平方米，12个月平均）



资料来源：Wind，HTI

图：我国房屋销售面积（亿平方米，12个月平均）



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 制造业投资增速：或受到外需的影响

- 2023年前10个月，我国制造业固定资产投资同比增速为6.2%，相比去年的9.1%已经有所下降。从终端需求来看，海外需求仍然存在一定下行压力，制造业投资增速预计上行空间相对有限。

图：我国出口和制造业投资同比增速走势（%）

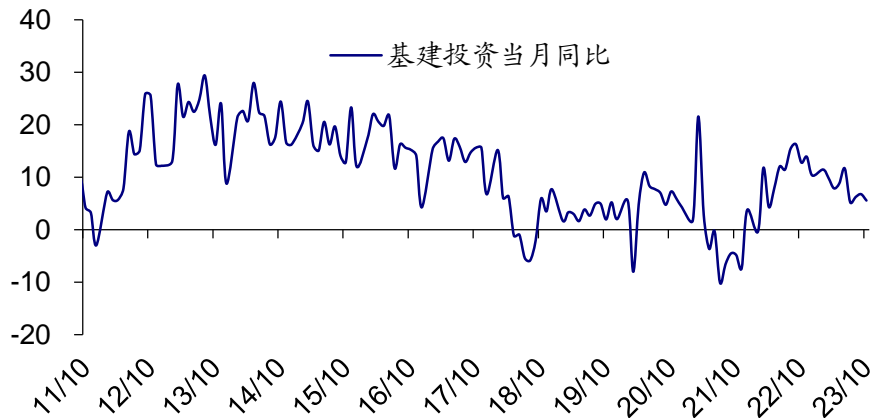


资料来源：Wind，HTI测算  
注：2021年为两年平均增速

## 基建投资：可作为政策“发力项”

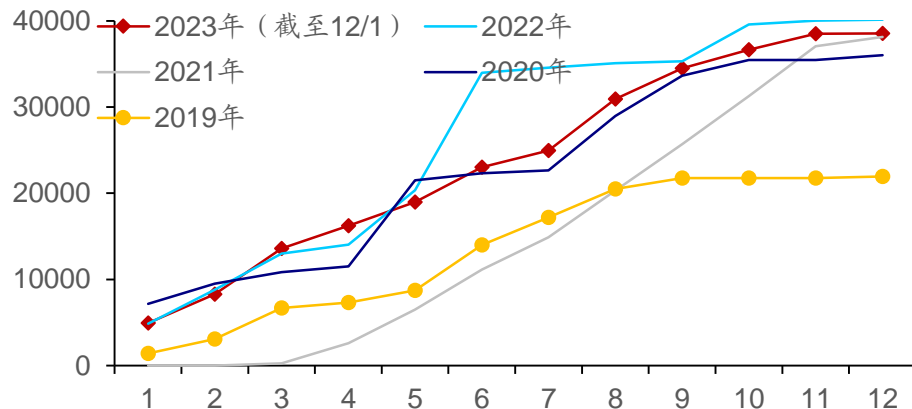
- 从基建投资增速来看，2021年回落至0.2%，主因经济恢复后财政政策边际收紧；2022年经济稳增长压力增加，财政政策边际发力，基建增速回升至11.5%；2023年以来，从连续三个月的同比增速看，8-10月基建增速回落至5.6%，显示财政政策力度有待增强。
- 预计**2024年积极财政政策有望回归**，基建增速或有所抬升，发力稳增长。

图：基建投资同比增速（%）



资料来源：Wind，HTI

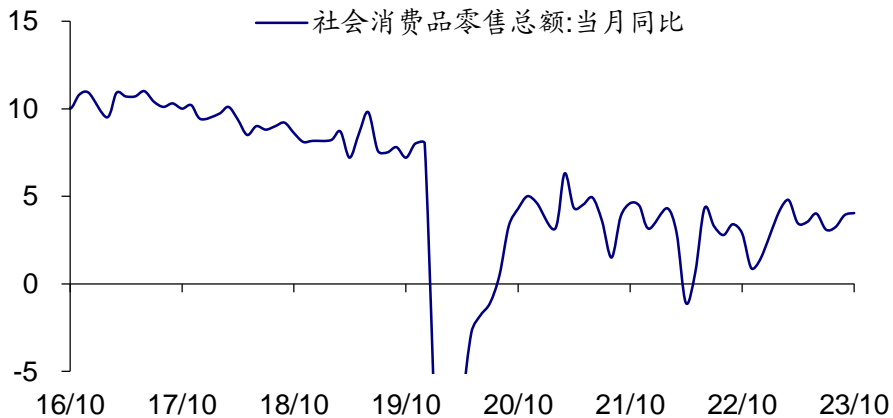
图：专项债累计发行进度（亿元）



## 消费：增速或已见底

- 从同比来看，疫情之前（2016-2019年）社会消费品零售平均增速为9.4%，在剔除掉基数影响后，2021-2022年的社零平均增速则为3.2%，截至10月份，社零四年年化平均增速为4.0%，两年年化平均增速为3.5%。

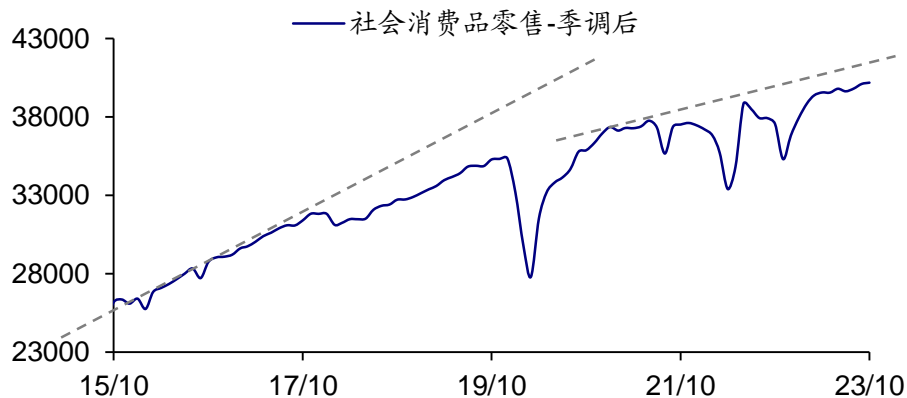
图：我国消费增速（%）



资料来源：Wind，CEIC，HTI

注：2021年之后为相对2019年的年化平均增速

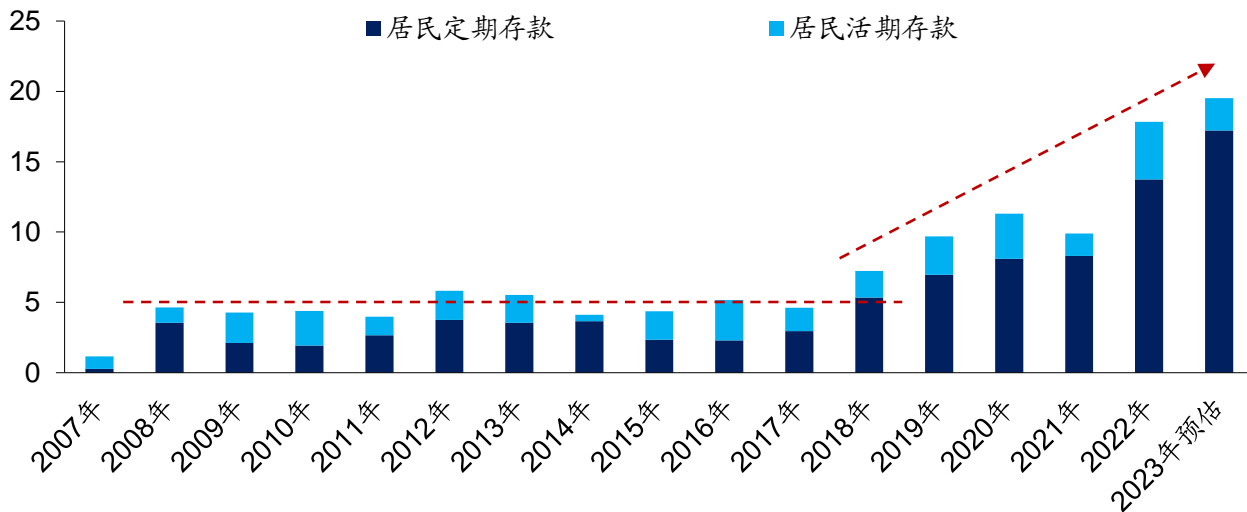
图：季调后的消费规模（亿元）



# 居民财富：存款维持高增长

- 居民存款的高增长，更多是居民财富储藏形式的变化，居民财富向存款端倾斜，并不会大量释放为消费。而且这个趋势并不是从疫情之后开始的，而是从2018年就开始了。

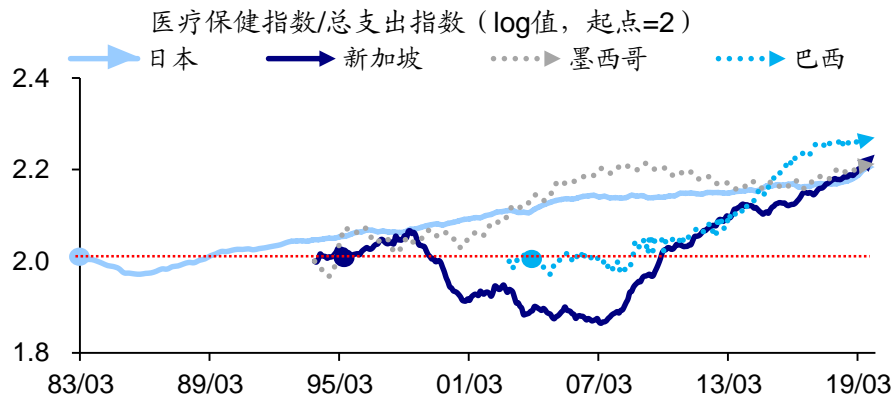
图：2018年之后，居民存款开启高增长之路（万亿人民币）



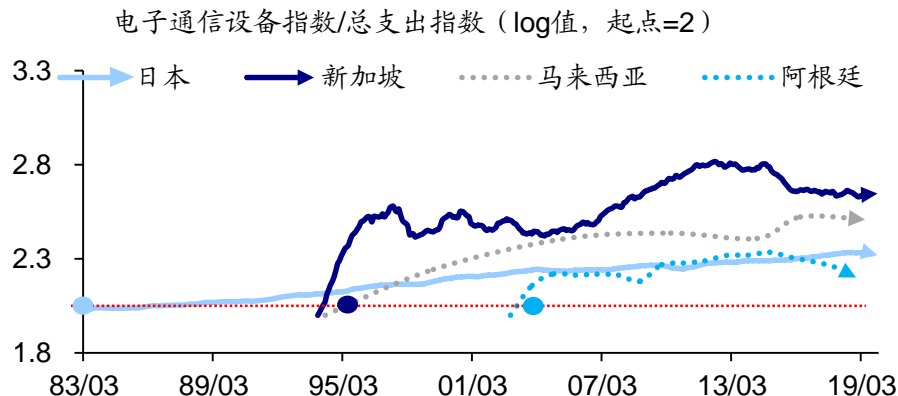
## 消费的结构机会：医疗和科技消费

- 无论是否成功跨入高收入国家，各国医疗相关消费支出均持续增长，且相对消费总支出的增速往往更高。以各国消费支出指数或零售指数中季节调整后的医疗支出分项、总支出分别代表各国医疗消费支出水平与总支出水平，经过标准化处理后，可以观察到日本、新加坡、墨西哥、巴西自有数据以来的年份至今医疗保健支出相对总支出指数的比值均持续增长。
- 与医药消费类似地，各国在科技方面的消费支出增速也高于消费总支出增速。这主因近几十年科技不断演变、计算机及通信设备持续迭代升级，信息技术的不断革新显著刺激了各国在电子通讯领域的支出增长。

图：各国医疗保健相关消费支出占比持续增长



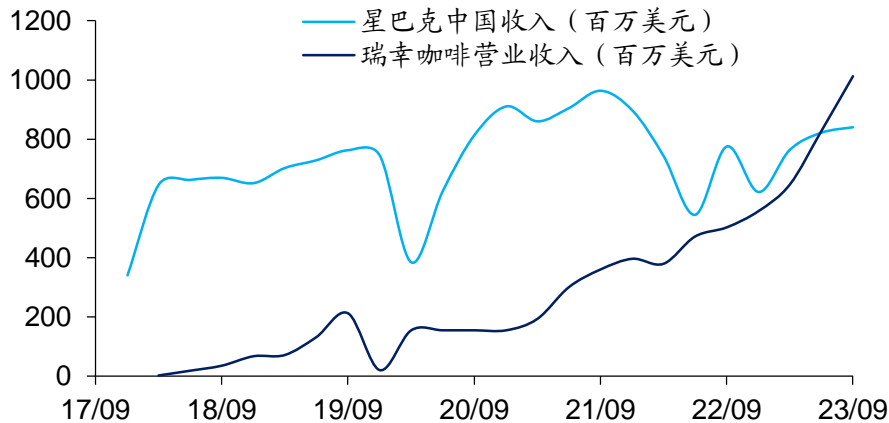
图：各国电子通信设备相关消费支出占比持续增加



## 关注：消费结构转变、新消费、新形式

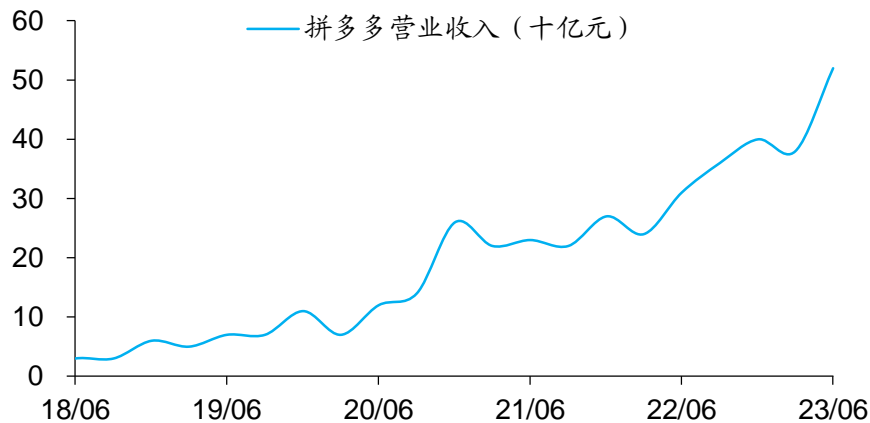
- 我国消费存量足够大，消费结构的转变，同样会给细分的消费领域带来机会。可以关注新的消费形式、消费内容的增长。

图：星巴克和瑞幸营业收入（百万美元）



资料来源：Wind, Bloomberg, HTI

图：拼多多业绩高速增长（十亿元）



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1. 经济：破“旧”立“新”
2. 政策：需要多大规模？
3. 海外：流动性趋向温和

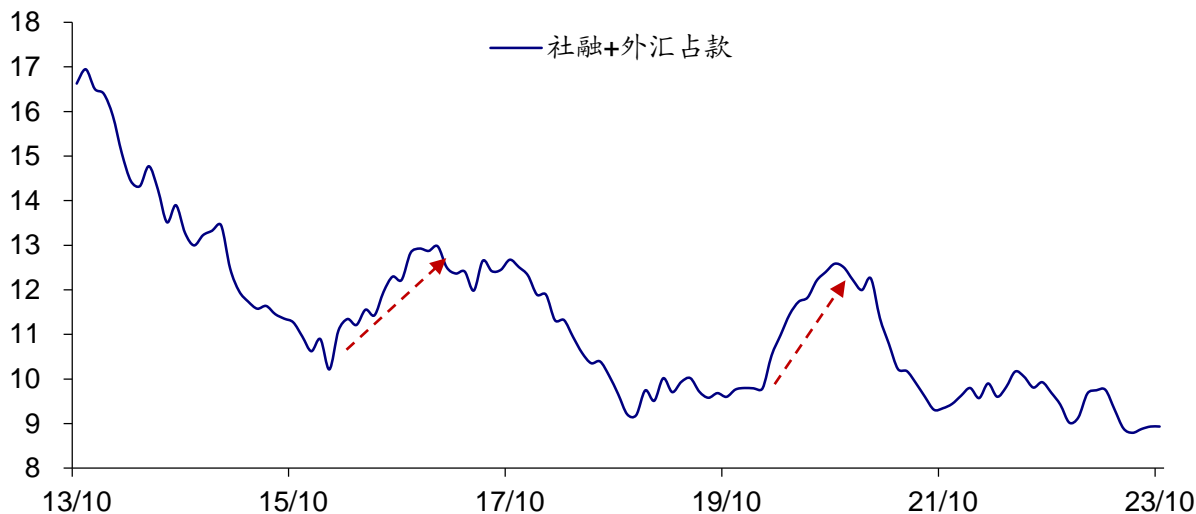
## 积极政策：已经逐渐落地

- 2023年7月政治局会议时就已经指出，“国民经济持续恢复、总体回升向好，高质量发展扎实推进，产业升级厚积薄发，粮食能源安全得到有效保障，社会大局保持稳定，为实现全年经济社会发展目标打下了良好基础”，同时会议也指出当前经济发展中面临的困难和挑战，“国内需求不足”，“一些企业经营困难”，“重点领域风险隐患较多”，“外部环境复杂严峻”。“疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。”还强调了要**“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险”**。“要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，**加强逆周期调节和政策储备。**”
- 7月以来，宏观政策加快稳增长步伐，货币、财政、房地产等政策均进行了调整。展望明年，积极政策有望继续发力稳增长，重点关注积极政策的力度和规模。

## 货币和信用的创造：有待政策继续支持

- 10月我国社融存量同比增速9.3%，社融+外汇占款同比增速8.9%。
- 要实现经济的持续稳定恢复，必要的融资增长是重要的。

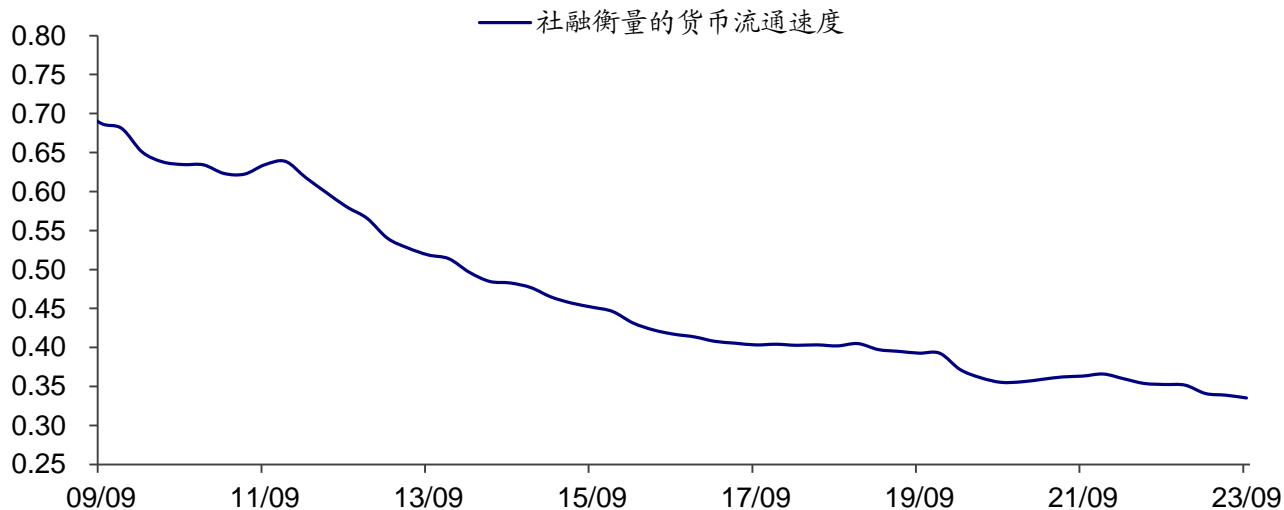
图 金融机构提供的人民币同比增速 (%)



## 不仅要看融资量，还要看货币流通速度

- 根据我们的测算，截至2023年9月，用社融衡量的货币流通速度大概为0.34次/年。要提振需求的话，提高货币的流通速度也很重要，即要让居民和企业愿意“支出”，带来消费和投资的扩张。

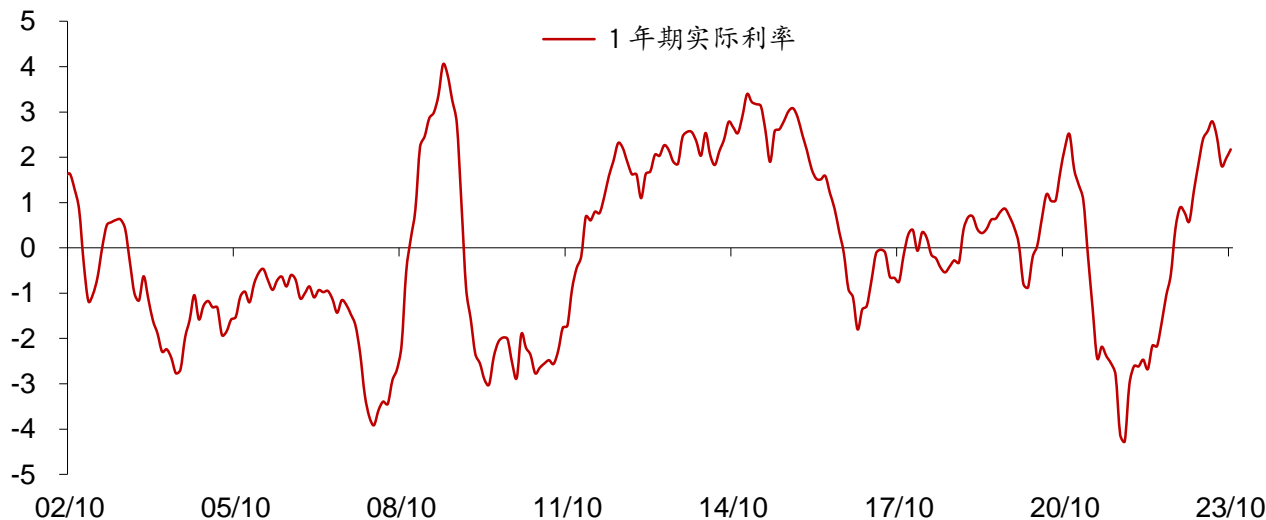
图 我国社融衡量的货币流通速度（次/年）



# 货币政策：或进一步稳健宽松，降低实际利率

- 考虑到通胀处于低位，货币政策或需要进一步维持稳健宽松，来降低实体部门的实际融资成本。

图 实际利率仍在高位 (%)



## 各类政策利率：均存在调整空间

- 考虑到经济的稳增长压力，政策利率仍有一定调整空间，包括**银行间的资金利率和银行存款利率**。
- 近期银行间资金利率高于逆回购利率，银行存单发行利率高于MLF利率，或只是阶段性现象。

图 逆回购利率和DR007对比 (%)

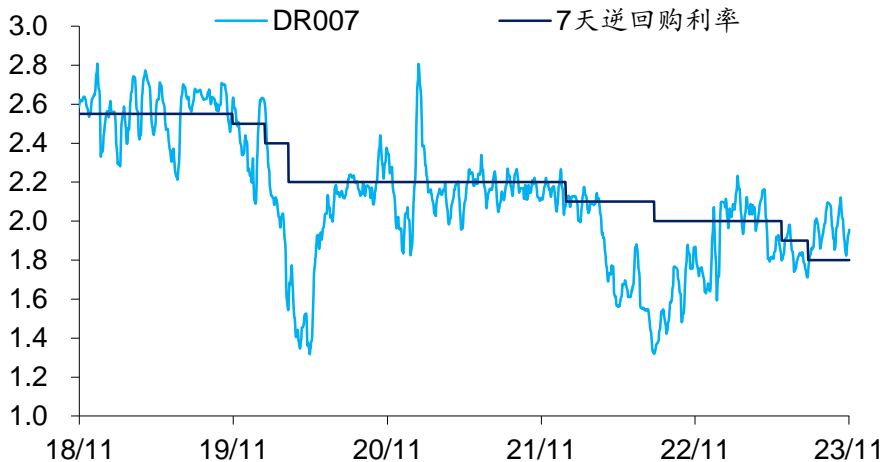
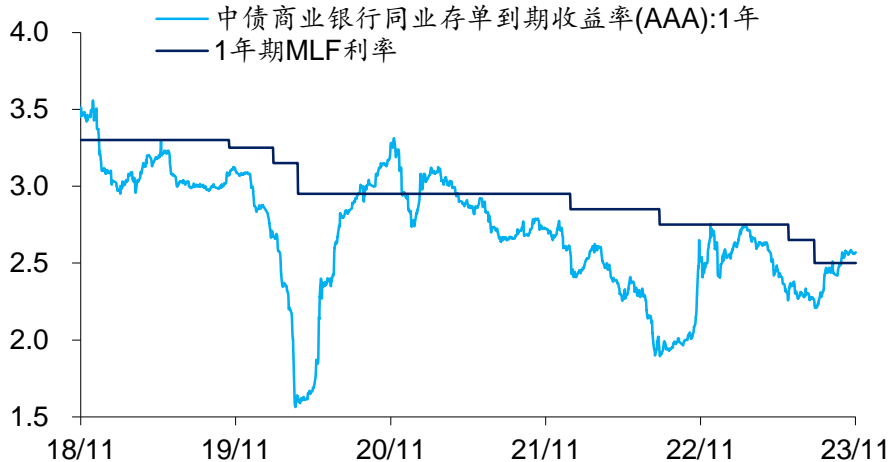


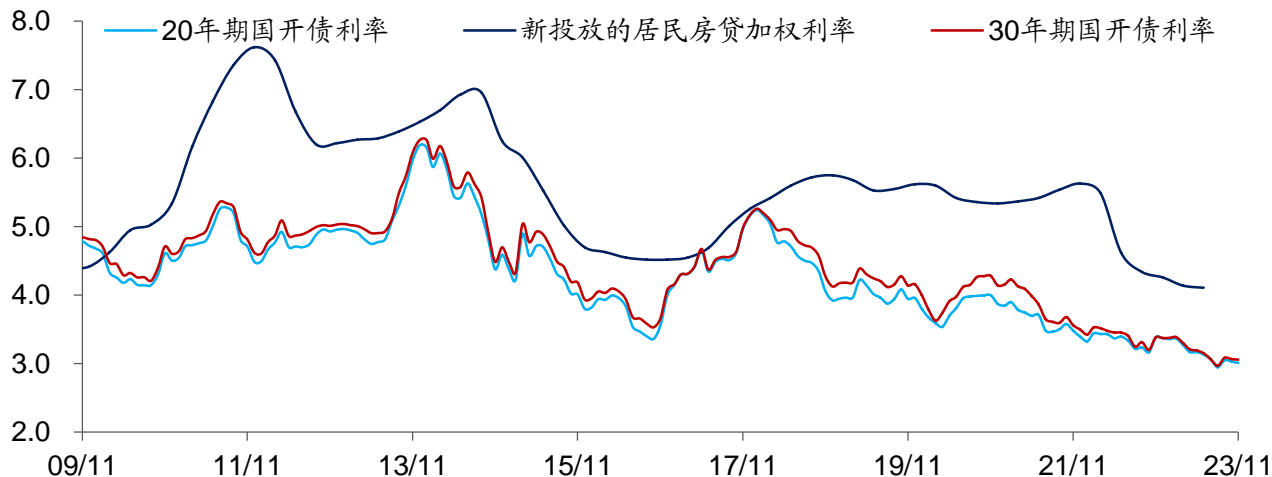
图 MLF和存单利率对比 (%)



## 居民房贷利率：仍存在继续调整的空间

- 根据三季度货币政策报告的统计，2023年三季度新投放的居民房贷加权平均利率为4.02%，而截至2023年11月，20年和30年期国开债利率已经降至3%附近，增量居民房贷利率仍有继续调整的空间。截至9月末，我国居民存量房贷利率为4.29%，也存在继续调整空间。
- 不过在存量房贷利率已经调整一次后，接下来房贷利率是否调整，我们认为，预计政策端会综合考量居民负债负担和银行盈利能力的平衡。

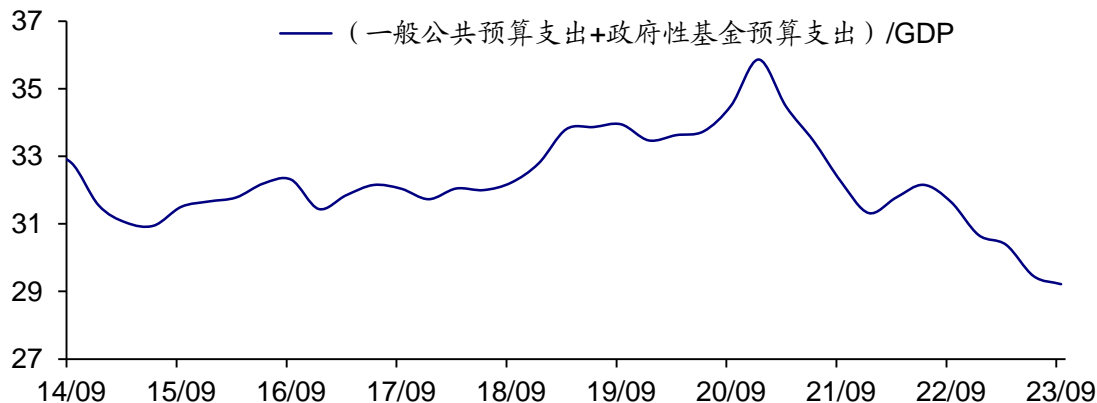
图 我国居民房贷利率和国开债利率走势（%）



## “积极”的财政：需要多少量？

- 按照（一般公共预算支出+政府性基金预算支出）/GDP衡量财政支出强度：截至2023年9月，这一比例年化化为29.2%。若财政支出强度要回到2019年，则支出强度要提高4个百分点，对应约5.1万亿人民币规模；如果财政支出强度回到2020年，则要提高6.7个百分点，对应约8.5万亿人民币规模。
- 如果按照（公共财政支出+政府性基金支出+隐性债务增幅）/GDP衡量财政支出强度：2022年为36%，2023年考虑到预算收入和土地出让收入下降，以及城投债务增速放缓，政府支出占GDP的比例可能进一步下降。

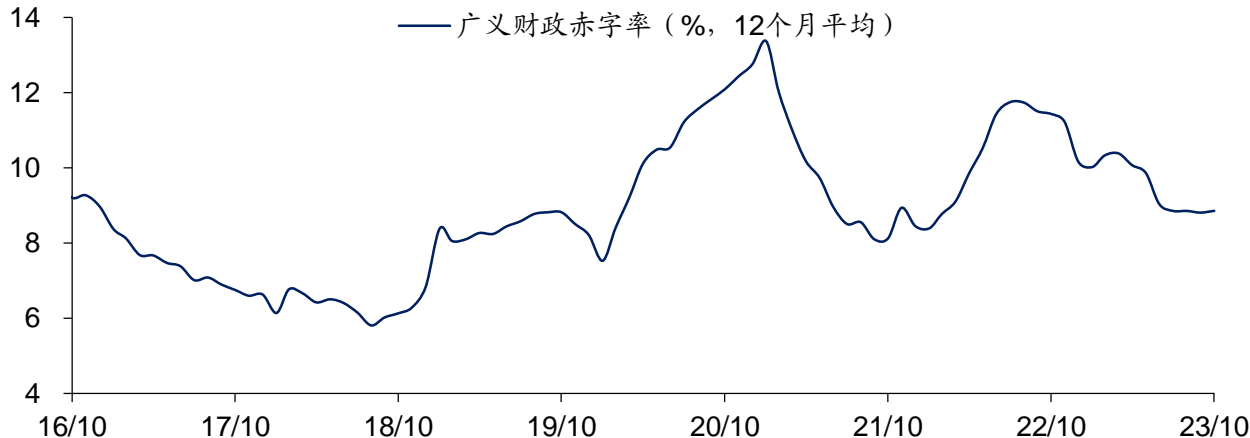
图：财政支出占GDP的比重（%）



## 从赤字率来看：需要多少量？

- 纯粹用财政支出数据来衡量财政的力度，也会存在一定的偏差。我们可以用广义财政支出减去广义财政收入，算出广义财政赤字率，用赤字的变化来衡量财政的力度。
- 截至今年10月，连续12个月年化广义赤字率为8.9%，若要回到2020年的财政强度，广义赤字率要提高近4.1个百分点，对应约**5.2万亿人民币规模**。
- 若考虑地方隐性债务中贷款、非标等渠道扩张的放缓，可能需要的赤字规模要更大一些。

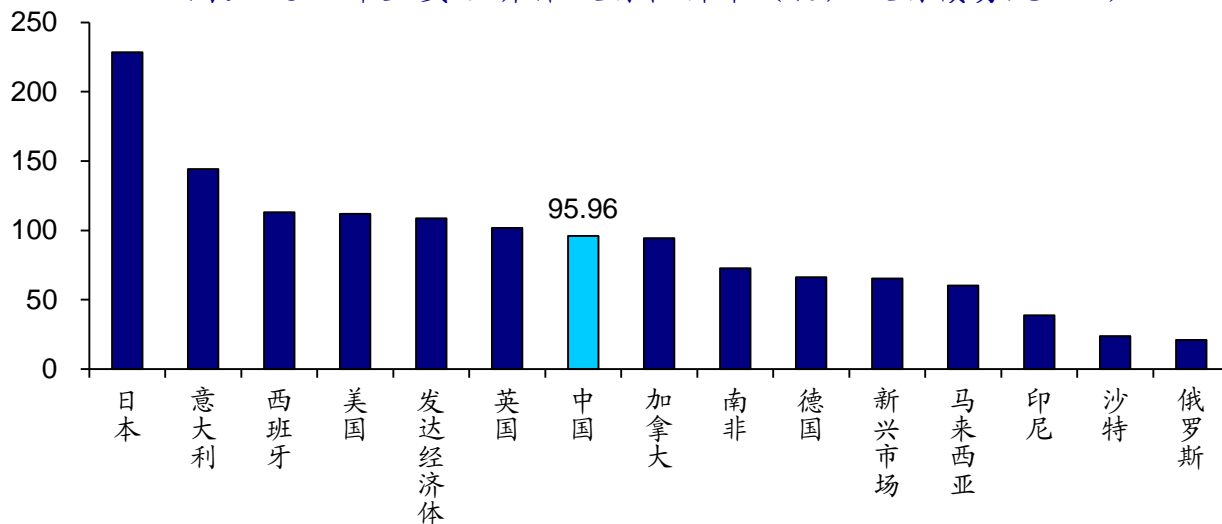
图：我国广义赤字率测算（%，12个月平均）



## 政策的空间：很充足

- 从政策的空间来看，我国财政政策的空间仍然是很充足的。
- 即使把隐性债务规模考虑在内，我国的政府杠杆率虽然高于新兴市场平均水平，但仍明显低于发达经济体政府杠杆率。
- 我们认为，我国政府债务以本币债务为主，我国具有通过政府债务的短期增加来稳定实体经济需求端的实力。

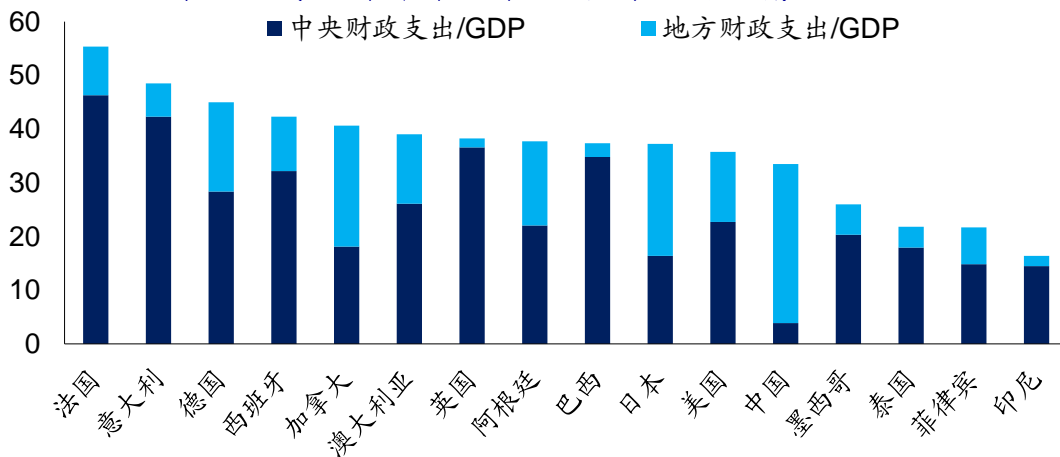
图：2022年主要经济体政府杠杆率（%，政府债务/GDP）



## 财政的关键：调整结构、增加总量

- 若能够解决好央地财权、事权划分的结构性问题，我国财政政策对实体经济的支持空间就有希望释放出来。
- 我国中央财政支出占比较低，中央财政杠杆率也较低，具有较大的政策空间。
- 在地方增量债务压降的背景下，要保证“积极”的财政政策对经济的支持力度，其他渠道的广义财政增加支持，或是影响经济恢复的重要观察视角。

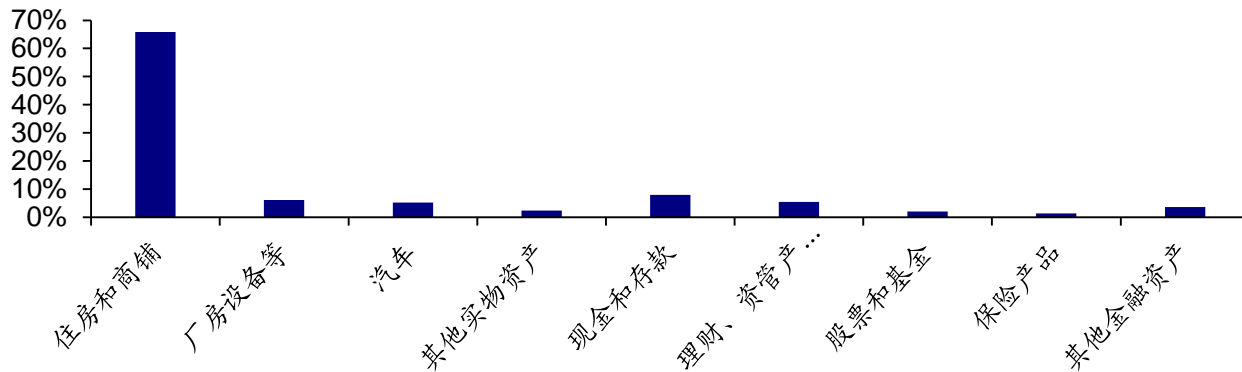
图：主要经济体中央和地方财政支出情况（%）



## 提振实体信心：稳定房地产市场

- 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达66%。我们认为，要提振居民信心，稳定房地产市场至关重要。
- 2023年7月政治局会议指出，“要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好支持居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。”
- 11月底中央金融工作会议指出，“促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求”。

图：2019年城镇居民资产配置结构



## 关注“三大工程”：对房地产和基建投资的托底作用

- 2023年10月底，中央金融工作会议强调，加快保障性住房、推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”，构建房地产发展新模式。
- 保障性住房：2022年8月，住建部提出，“十四五”期间，我国计划筹建保障性租赁住房870万套（间）。2023年9月，住建部表示，从全国看，各地近两年来共已建设筹集保障性租赁住房508万套（间），完成投资超过5200亿元。我们假设新筹建一套保障性租赁住房需投资10万元，预计2024年筹建保障性租赁住房投资达到1100亿元至1800亿元。
- 城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设的规模，需要观察后续政策推进的速度。

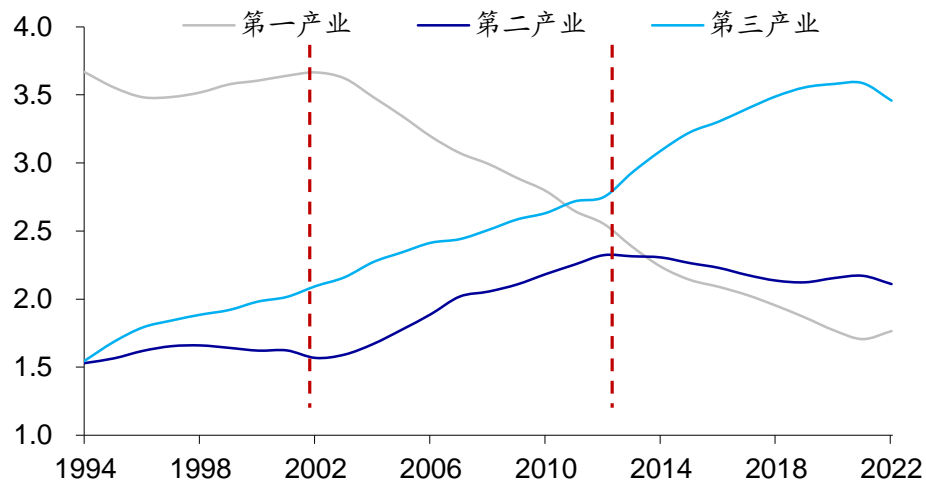
## 提振实体信心：稳定企业家信心和预期

- 2023年7月政治局会议指出，要“着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”，要持续深化改革开放，坚持“两个毫不动摇”，切实提高国有企业核心竞争力，切实优化民营企业发展环境。要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派，解决政府拖欠企业账款问题。要建立健全与企业的常态化沟通交流机制，鼓励企业敢闯、敢投、敢担风险，积极创造市场。

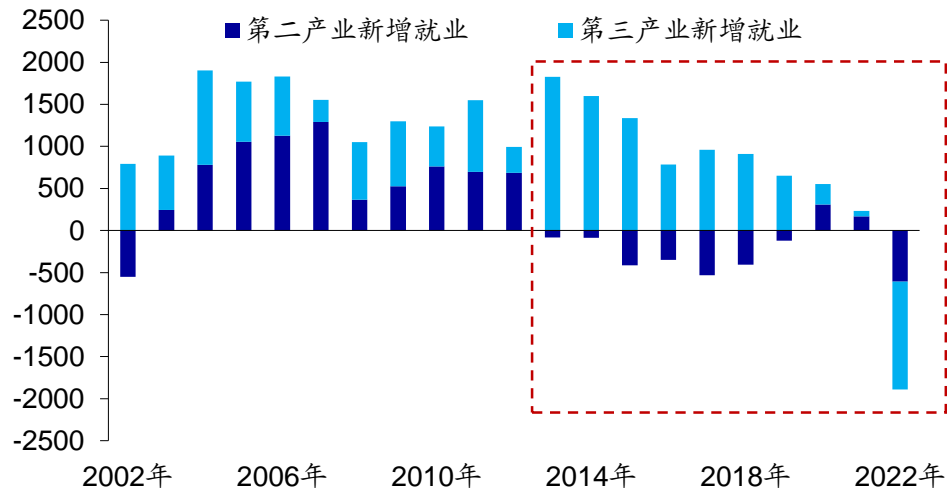
## 提振消费：稳定居民就业和收入预期

- 中国加入WTO以后，第一产业就业人数开始下降，二三产业就业人数快速增长；2013年之后，第二产业就业人数也开始下降，第三产业就业人数加速增长；2022年，第一产业就业人数上升，第二、三产业就业人数下降。
- 服务业是稳就业的重要方向。

图：我国三次产业就业人数（亿人）



图：我国第二、三产业就业人数变化（万人）



## 产业政策：“实体”为重，形成“新质生产力”

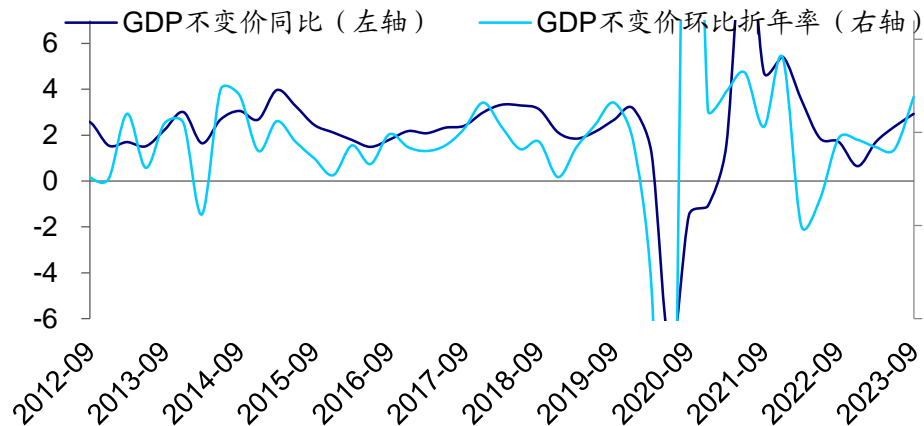
- 今年5月5日，二十届中央财经委第一次会议强调，“加快建设以**实体经济**为支撑的现代化产业体系，关系我们在未来发展和国际竞争中赢得战略主动”；“建设具有**完整性、先进性、安全性**的现代化产业体系”；“要坚持**以实体经济为重**，防止脱实向虚”。
- 该会议还强调：“要完善新发展阶段的产业政策，**把维护产业安全作为重中之重**，强化战略性领域顶层设计，增强产业政策协同性。要加强**关键核心技术攻关和战略性资源支撑**，从制度上落实企业科技创新主体地位。要更加重视藏粮于技，突破耕地等自然条件对农业生产的限制。要用好超大规模市场优势，把扩大内需战略和创新驱动发展战略有机结合起来，加强产业链供应链开放合作。”
- 2023年9月，总书记在黑龙江考察调研期间，指出要“**整合科技创新资源，引领发展战略性新兴产业和未来产业，加快形成新质生产力**”。
- 我们预计，政策对科技创新、新兴产业方面的支持会越来越强。

1. 经济：破“旧”立“新”
2. 政策：需要多大规模？
3. 海外：流动性趋向温和

## 美国经济需求端：短期稳定

- 美国三季度GDP同比增速2.9%，季调环比折年增速4.9%，四季度美国周度经济指数有所回升，说明美国需求端仍然短期稳定。

图：美国GDP增速（%）



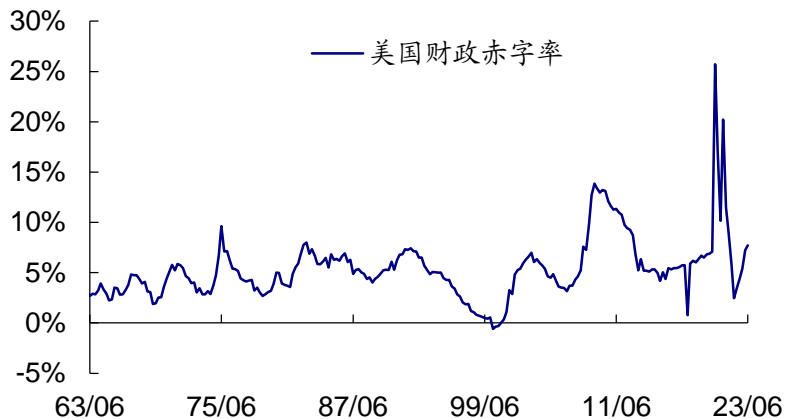
图：美国周度经济同比（%，四周平均）



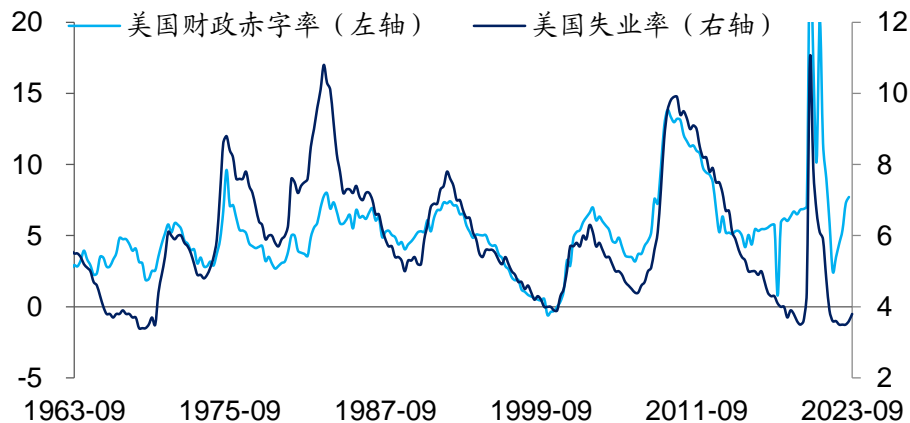
## 2023年美国宏观：货币收紧，但财政宽松

- 今年美国的宏观环境可以总结为宽财政、紧货币。
- 本轮美国失业率在低位、经济和通胀在高位的情况下，美国的财政政策还在大幅扩张，甚至体现出了“顺周期”的调节作用。

图：美国财政赤字率今年再回升（%）



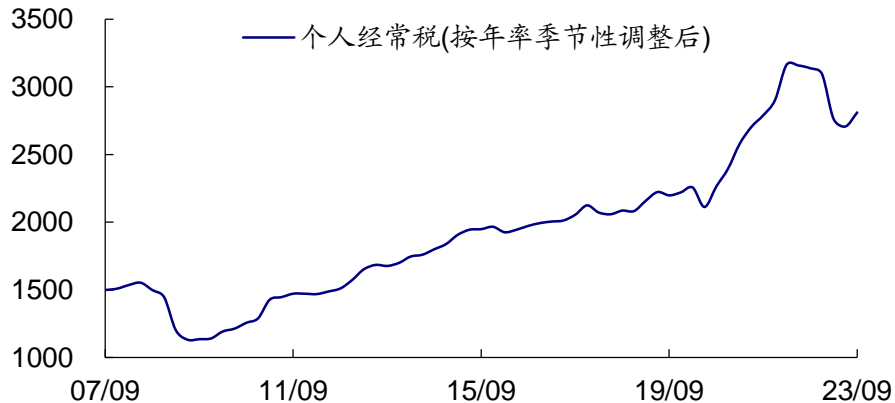
图：美国财政从“逆周期”到“顺周期”（%）



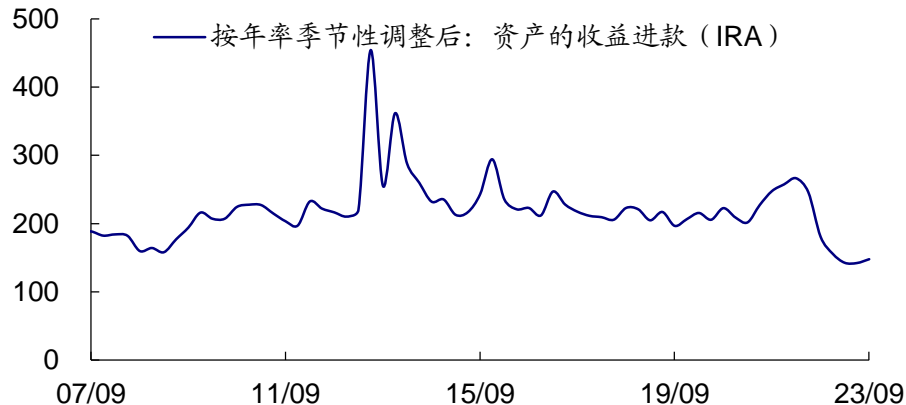
## 收入端：个税收入与资产收益大幅减少

- 在经济较好的情况下，美国财政赤字明显走阔，和一些短期因素的扰动是有关系的；
- 从收入端来看，个税下滑和美国个税标准抵扣额度调整有关，相当于给居民“变相”减税。此外，由于本轮美国利率上行速度较快、幅度较大，美联储给美国财政的分红收益也大幅减少，也对财政收入有拖累。

图：美国财政个税收入大幅下滑（十亿美元）



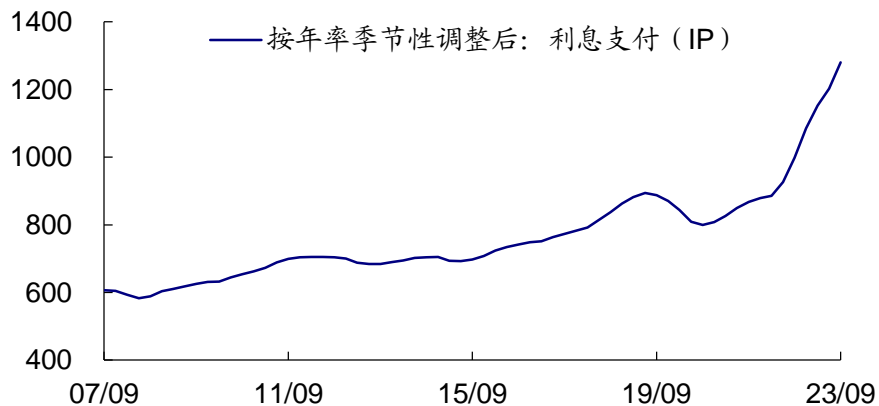
图：美国财政中资产收益大幅减少（十亿美元）



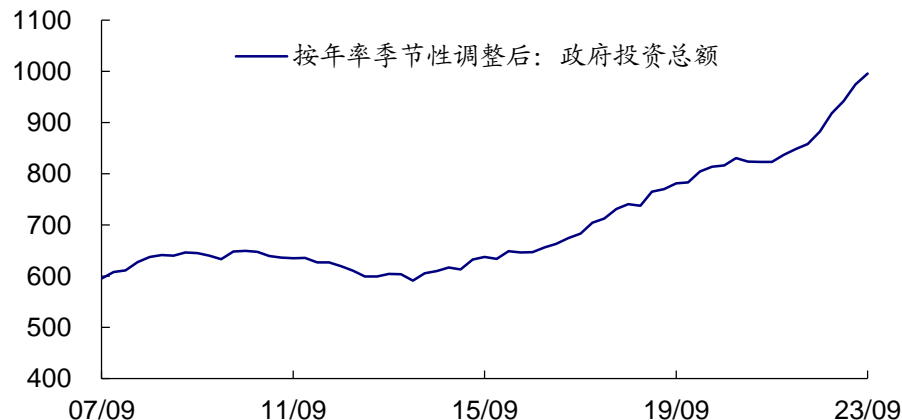
## 支出端：政府利息与投资支出攀升

- 从支出端来看，除了财政付息压力在大幅攀升外，美国政府在经济、产业中的力量在增强。
- 2021年11月美国通过了“基建法案”，2022年又通过了“芯片法案”、“通胀削减法案”，政府在经济中发挥的作用在明显增大，从2022年二季度开始，美国政府的投资支出就开始明显抬升。

图：美国财政利息支出（十亿美元）



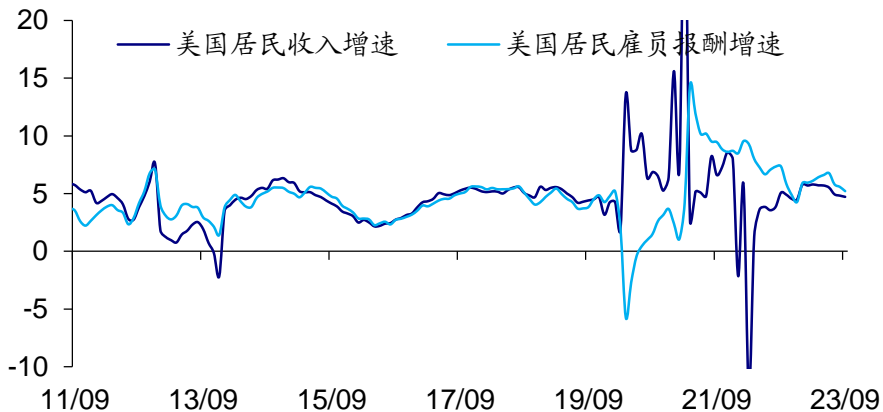
图：美国财政投资支出（十亿美元）



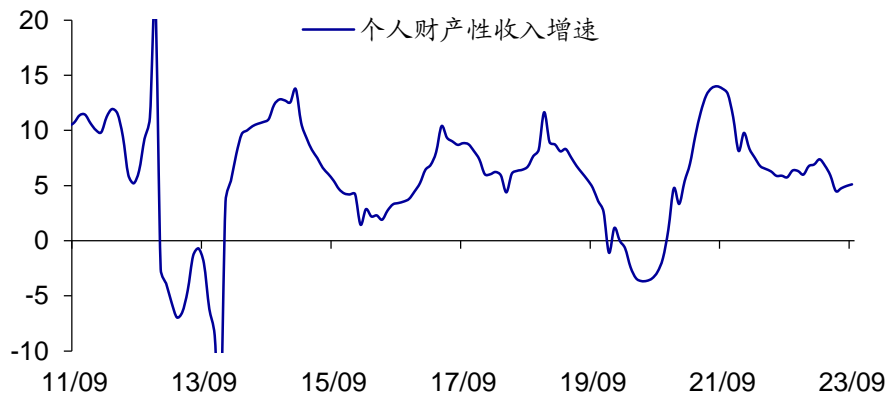
## 美国居民收入高增

- 截至9月份，美国居民总收入同比增速为4.7%，雇员报酬增速5.2%，居民财产性收入5.1%，仍然处于较高位置，对需求端起到一定支撑作用。

图：美国居民收入同比增速（%）



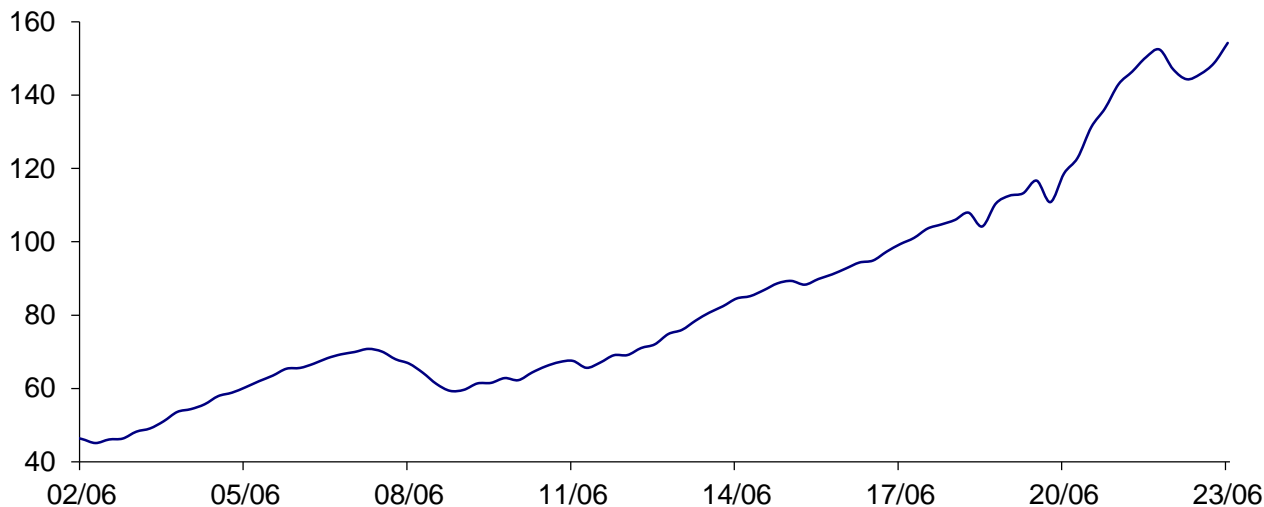
图：美国居民财产收入同比增速（%）



## 居民财富大幅提升

- 近几年美国家庭财富水平大幅提升。截至2季度，美国家庭净资产规模上升至**154.3万亿美元**，超过2022年1季度的高点，为1952年有数据以来新高。相比2019年4季度，美国家庭净资产累计增加了**37.6万亿美元**。

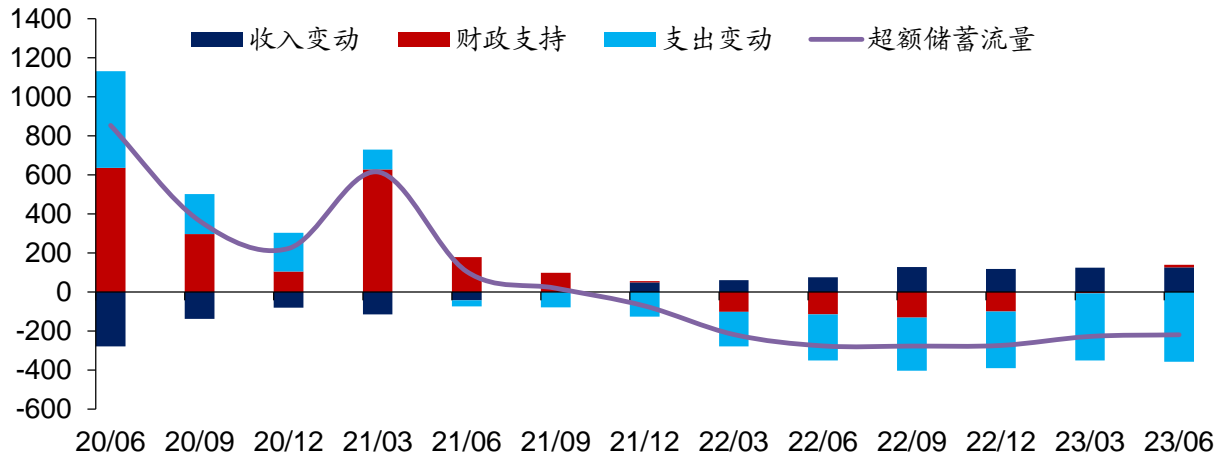
图：美国家庭净资产攀升至历史新高（万亿美元）



## 超额储蓄仍多

- 美国家庭仍有一定规模的超额储蓄。我们曾在专题报告《美国的超额储蓄：还能支撑多久？》中指出，疫情后美国居民消费一直表现强劲，很大程度上与美国居民积累了大量的超额储蓄有关。根据我们测算，美国居民积累的超额储蓄在最高时有约2.3万亿美元。
- 进一步来看，截至2季度，美国家庭已经消耗了近7成的超额储蓄，但目前预计仍有7000多亿美元。这也为美国家庭消费提供了较大的支撑。

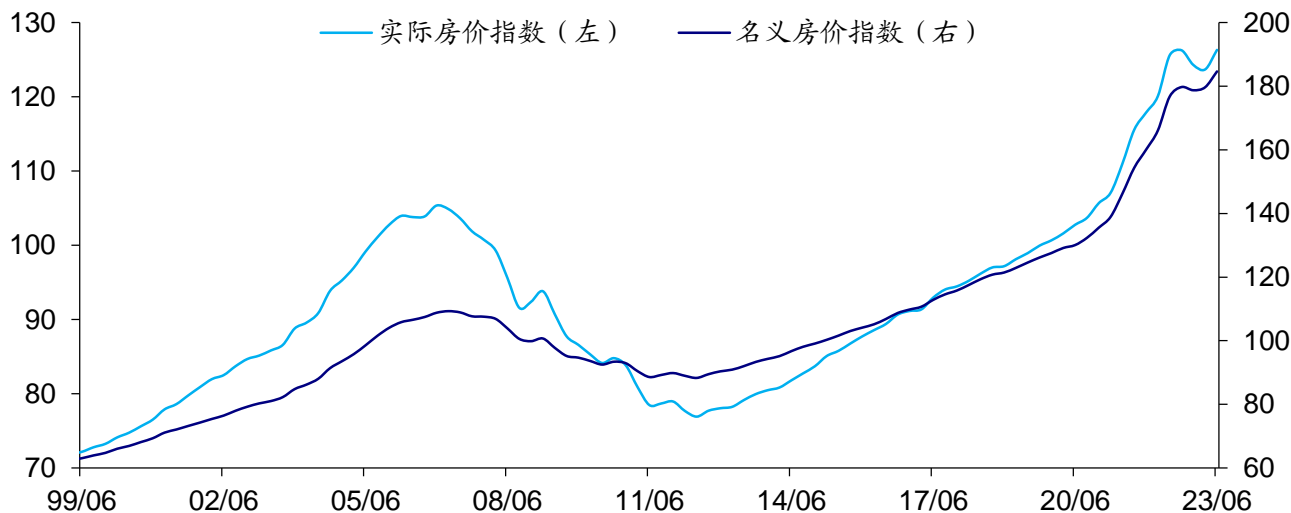
图：美国居民每个季度超额储蓄的来源（十亿美元）



## 美国房地产市场：回落后再回升

- 美国房地产价格从2022年下半年开始下行，但从2023年年初以来，价格再度回归回升通道。尽管成屋销售相对萎靡，但新屋销售已经逐步攀升。

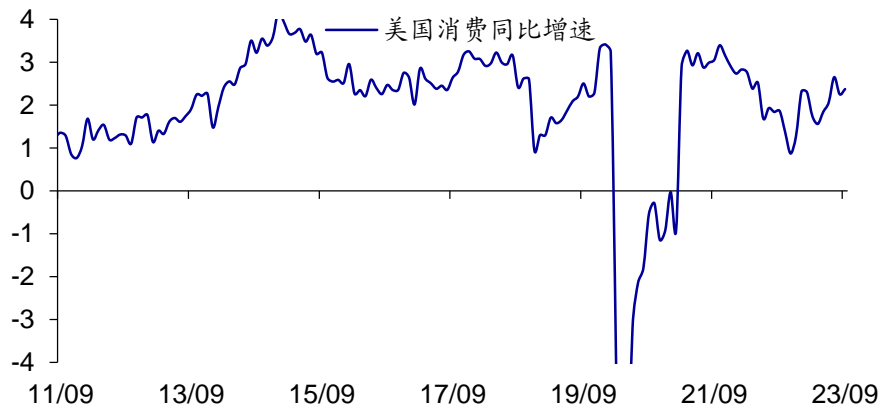
图：美国房价指数走势



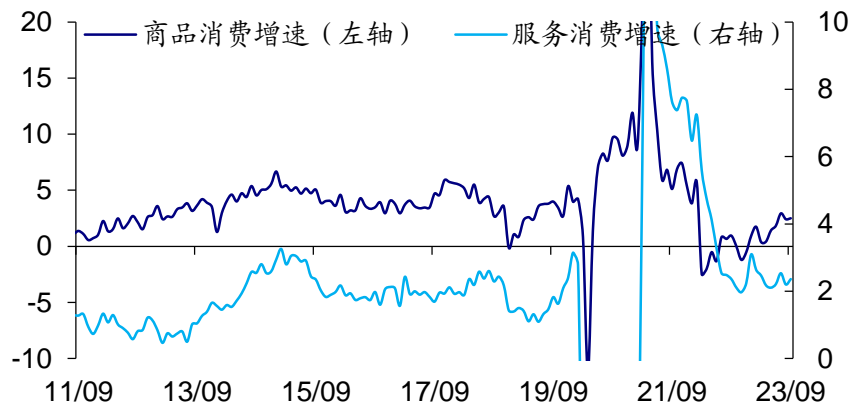
## 美国消费：商品再度回升

- 6月份以来，美国居民消费增速有所回升，8月同比增速达到2.3%，9月为2.4%。9月商品消费实际增速2.5%，服务消费实际增速2.4%。

图：美国消费增速边际回升（%）



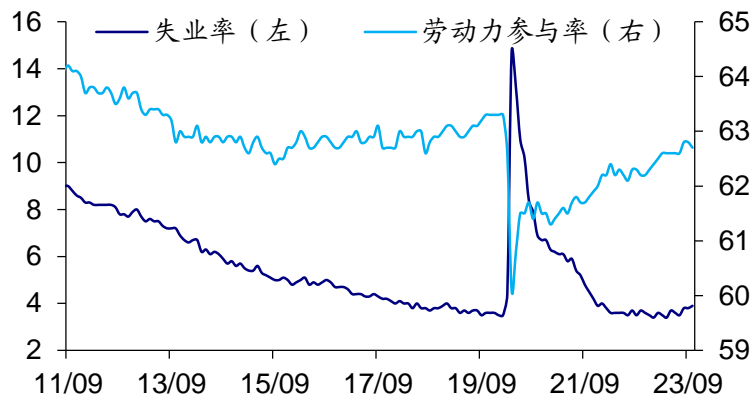
图：美国商品消费和服务消费增速（%）



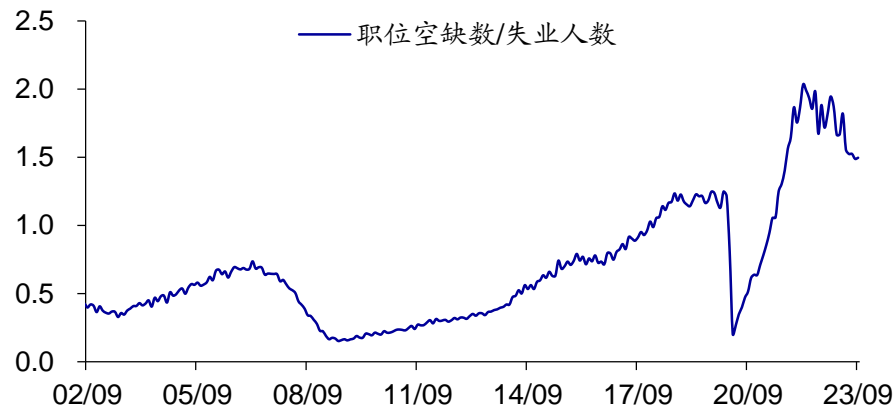
## 美国劳动力市场仍偏紧张

- 截至2023年10月，美国失业率3.9%，仍在历史低位；劳动力参与率62.7%，相比2020年2月的63.3%已经差距不远。截至2023年9月，美国职位空缺数和失业人数之比仍在1.5附近，也在历史高位。截至2023年10月，劳动时薪同比增速为4.1%，周薪同比增速回到3.2%附近。

图：美国失业率和劳动力参与率（%）

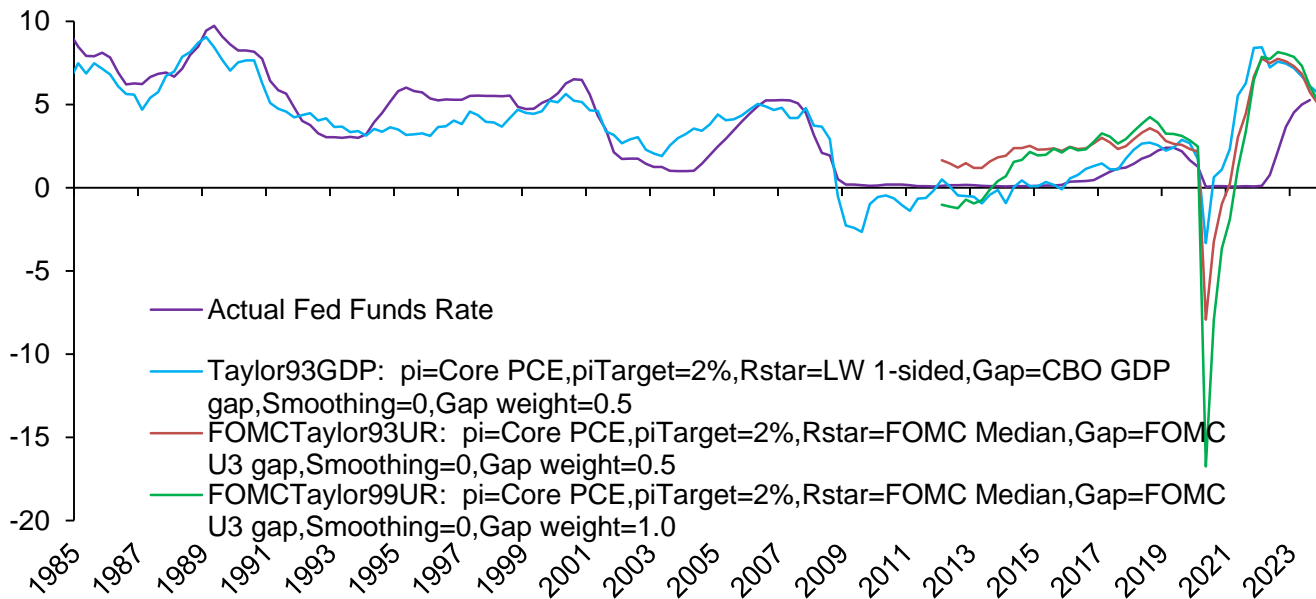


图：美国职位空缺数和失业人数之比



# 美联储：等待“降息”的来临

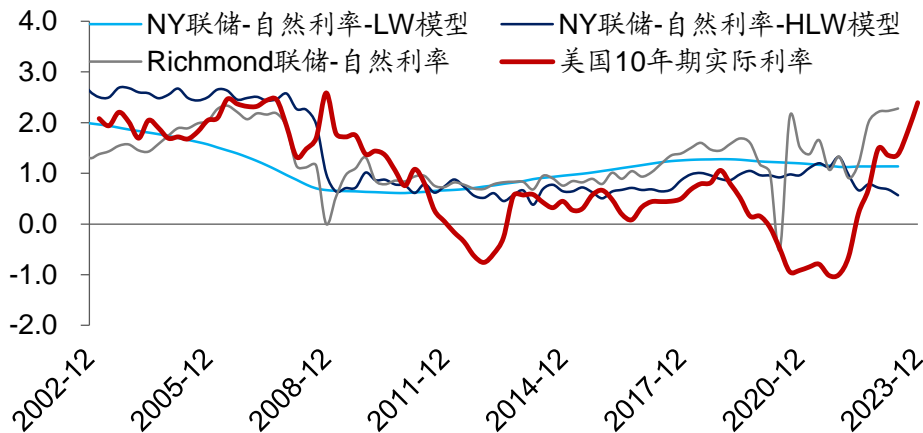
图：泰勒规则和联邦基金利率  
(%)



# 美债的实际利率：是否太高了？

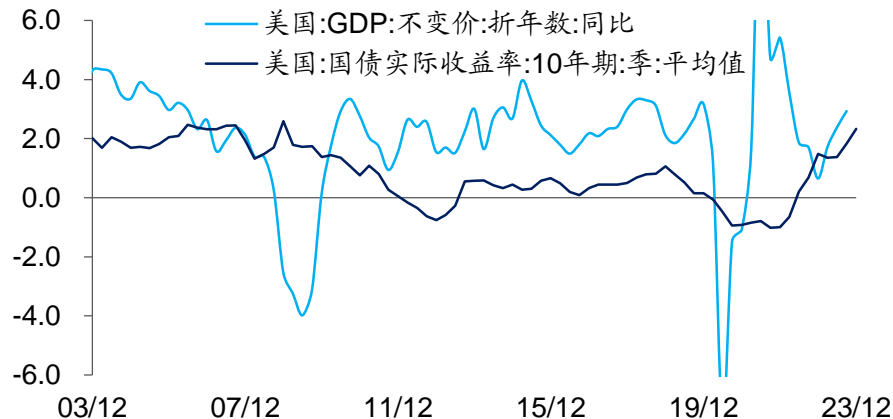
- 和自然利率做对比，当前2.5%附近的实际利率已经明显高于自然利率，美联储再加息的必要性不大。
- 将美债实际利率和美国实际经济增长速度去比较，当前的2.5%附近的实际利率或也达到了限制性的水平。
- 综合来看，从自然利率和美国经济增速的角度，美债当前的利率水平可能是偏高一些。

图：美国实际利率水平：或已经明显高于自然利率（%）



资料来源：Wind, New York Fed, Richmond Fed, HTI

图：美国实际利率水平：与经济增速的对比（%）

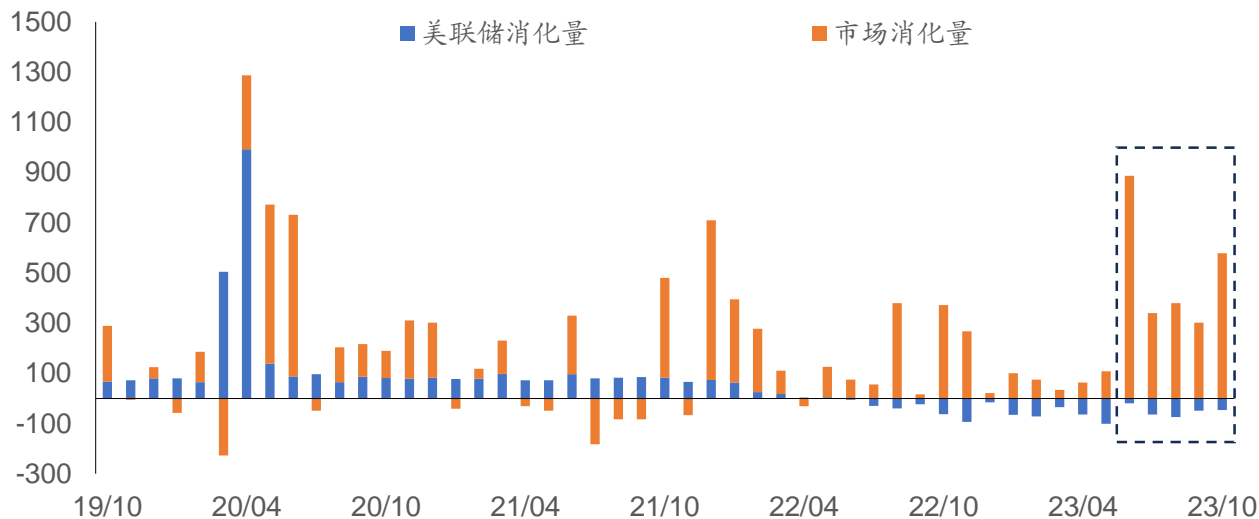


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 国债供需关系：对美债利率产生影响

- 在赤字攀升、美债供给增加的同时，美联储的货币政策却迫于通胀压力在收紧，加息和缩表同步推进，降低对于美债的需求。

图：市场需要“消化”的美债和机构债的量明显抬升（十亿美元）



## 美债利率或逐渐趋于回落

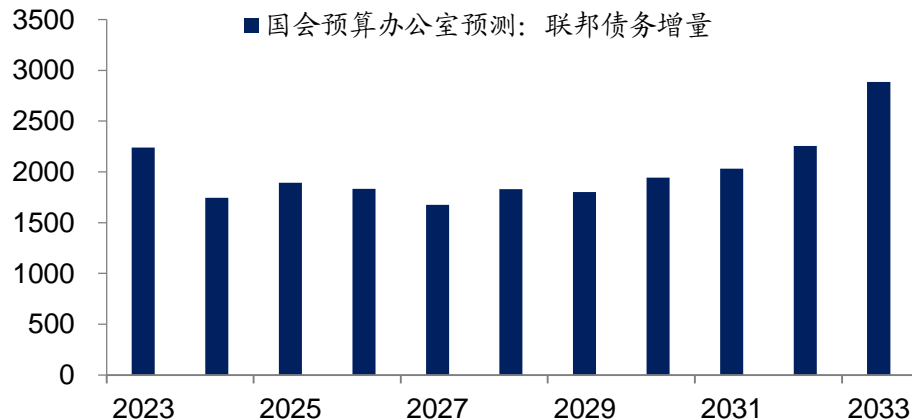
- 往前看，美债供给压力会逐步缓解。财政的退坡，高利率冲击美国需求，美债利率或逐步趋于回落，当前配置价值或许已经体现。

图：用核心通胀估算的短端实际利率（%）



资料来源：Wind，CEIC，HTI测算

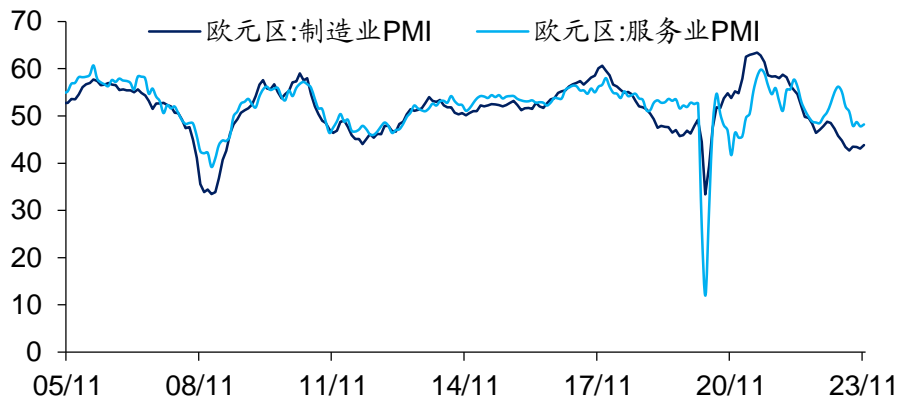
图：美国联邦债务增量展望（十亿美元）



## 欧洲经济：增速仍低

- 2022年下半年以来，欧洲经济逐步回落，尤其是制造业经济，批发零售的消费数据也高位回落。

图：欧元区经济仍然偏弱（%）



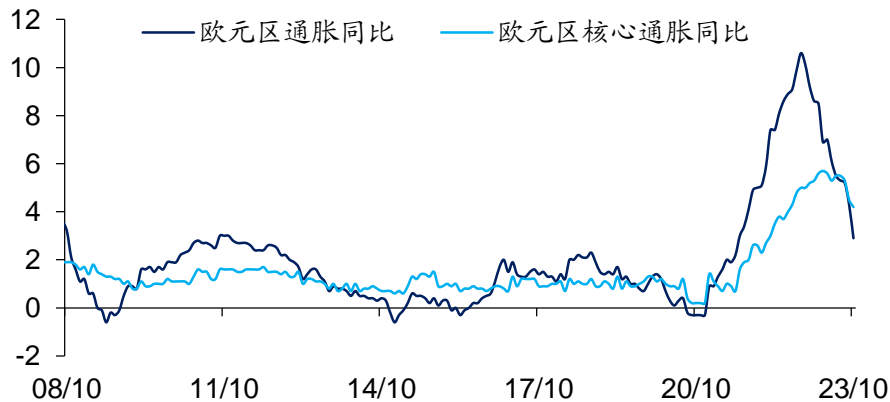
图：欧洲消费增速（%）



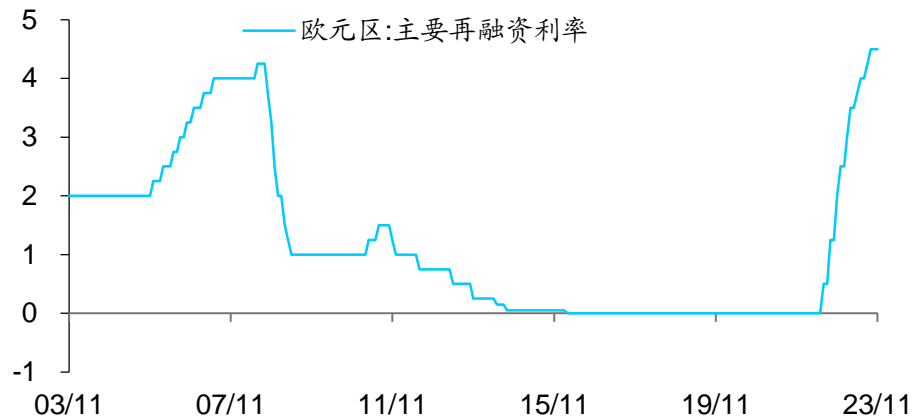
## 欧央行政策：加息或近尾声

- 当前欧洲经济不断走弱，通胀也逐步走低，当前欧央行政策利率已经提升至4.5%，加息或已经接近尾声。

图：欧元区通胀高位回落（%）



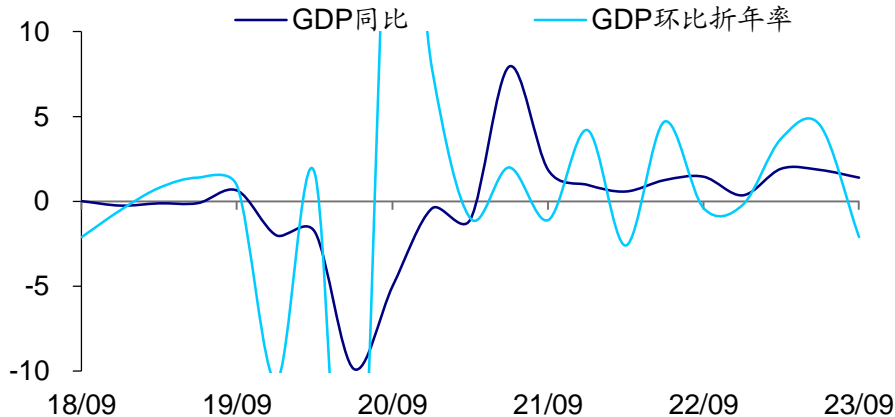
图：欧央行政策利率（%）



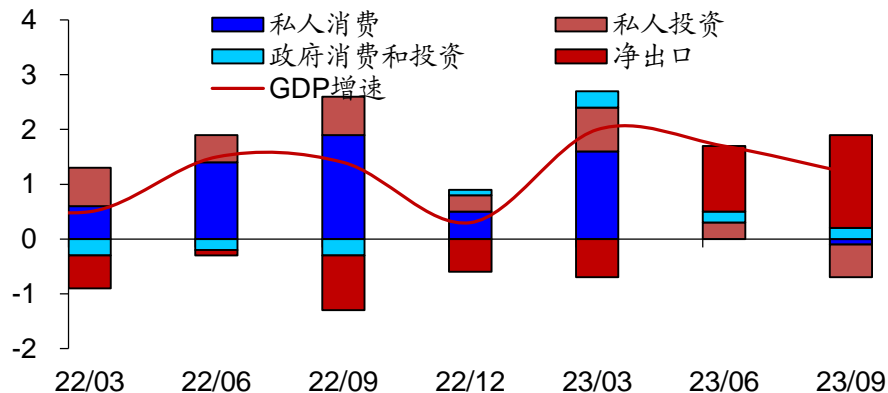
# 日本经济：保持相对稳定

- 截至2023年3季度，日本GDP同比增速1.4%，环比折年增速为-2.1%。三季度消费与投资的贡献虽然下降，但净出口仍有较强支撑。

图：日本GDP同比和环比折年增速（%）



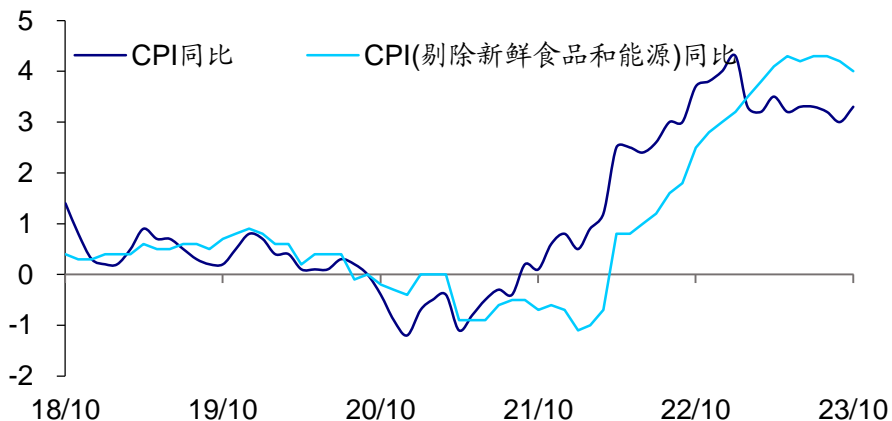
图：日本GDP增速拆解（%）



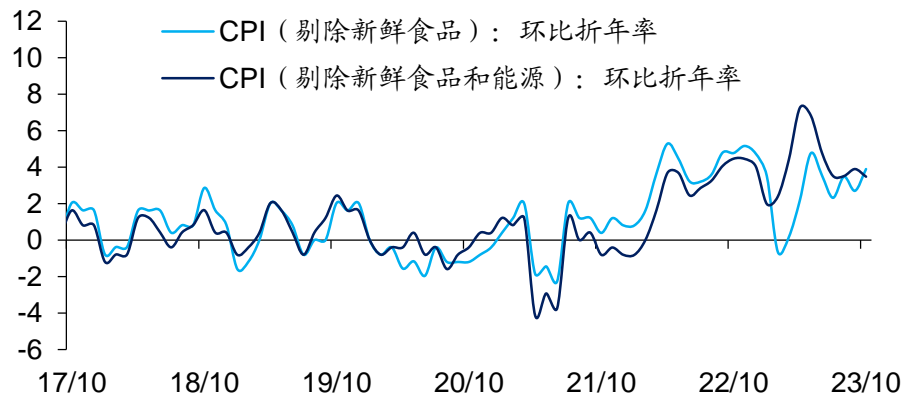
## 日本通胀压力：仍然偏大

- 截至10月，日本CPI同比3.3%，剔除新鲜食品和能源后的CPI同比4.0%，仍在高位。从环比折年增速看，10月剔除新鲜食品后的CPI增速为3.9%，剔除新鲜食品和能源后的CPI增速为3.5%，这说明日本通胀压力边际上并没有明显减小。

图：日本CPI同比（%）



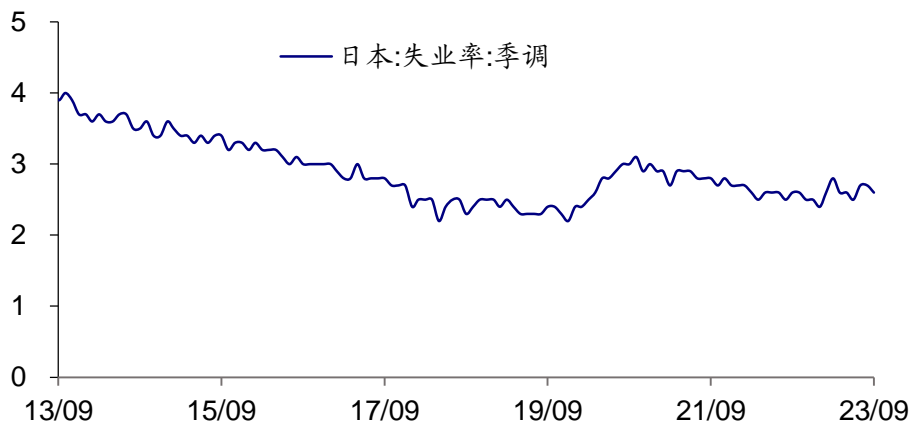
图：日本通胀边际变化（%）



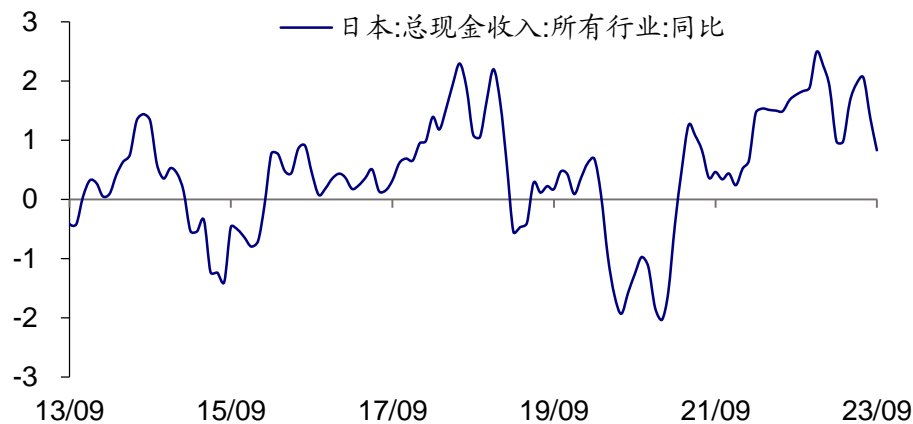
## 日本就业稳定，但工资收入增速下降

- 截至2023年9月，日本失业率为2.6%，仍在历史低位区间，显示就业市场仍然稳定。不过近三个月日本居民现金工资收入同比增速为0.8%，这和3%以上的整体通胀、4%以上的核心通胀（剔除食品和能源）相比，仍然偏低。

图：日本失业率走势（%）



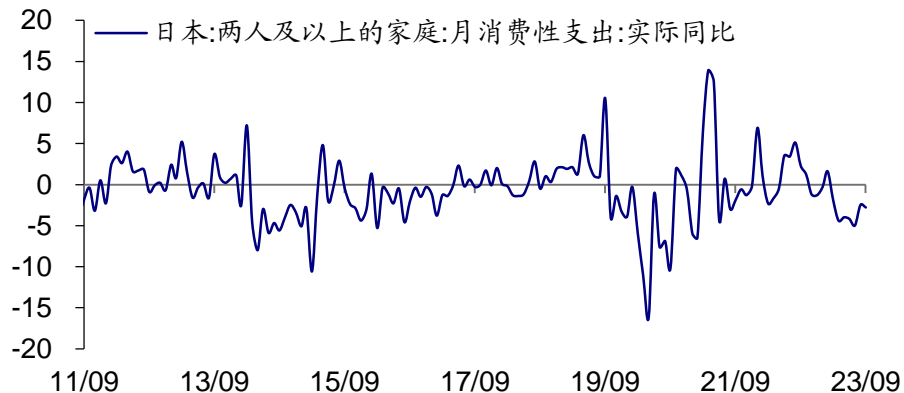
图：日本工资收入同比增速（%）



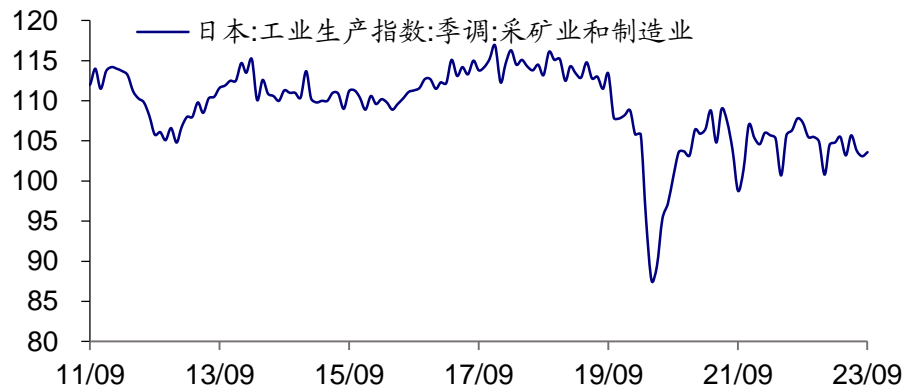
## 消费有所回落，生产暂时稳定

- 截至9月，日本两人及以上家庭实际消费增速-2.8%，日本工资涨幅已经明显落后于通胀增速，高通胀对消费实际增速有所压制。而制造业生产保持相对稳定，出口仍在高位运行。

图：日本居民消费实际增速（%）



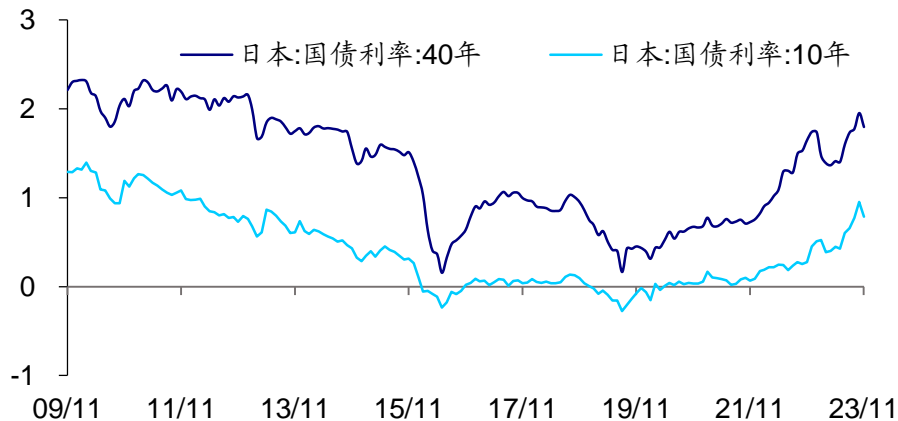
图：日本工业生产指数（季调后）



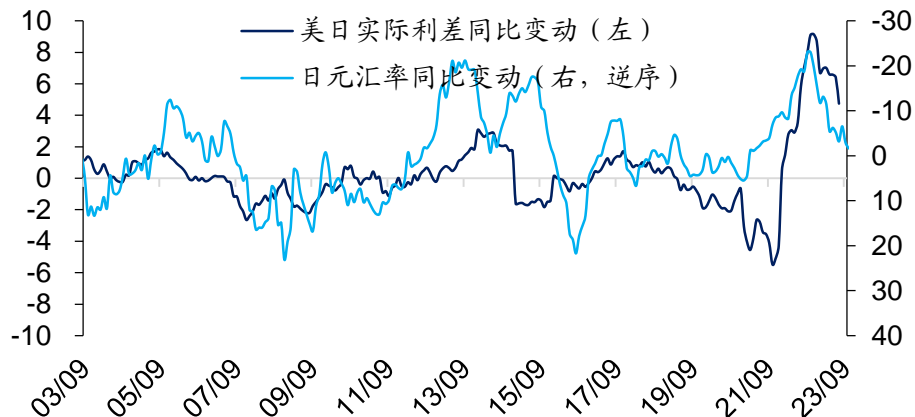
## 日本央行：货币趋于调整，关注其影响

- 日本央行2016年9月引入YCC时，10年期国债利率调控范围为 $\pm 0.1\%$ ，2018年6月调整为 $\pm 0.2\%$ ，2021年3月调整为 $\pm 0.25\%$ ，2022年12月调整为 $\pm 0.5\%$ ，2023年7月再度放宽了波动区间。
- 日元对美元汇率再度贬值至150附近，而一旦日本央行迫于通胀压力调整货币政策，日元或重回升值通道。

图：日本国债利率走势（%）



图：日元汇率变化（%）



风险提示：国内稳增长政策不及预期，美国经济超预期，美联储货币政策超预期，假设和测算误差风险

## 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。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.

# 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.

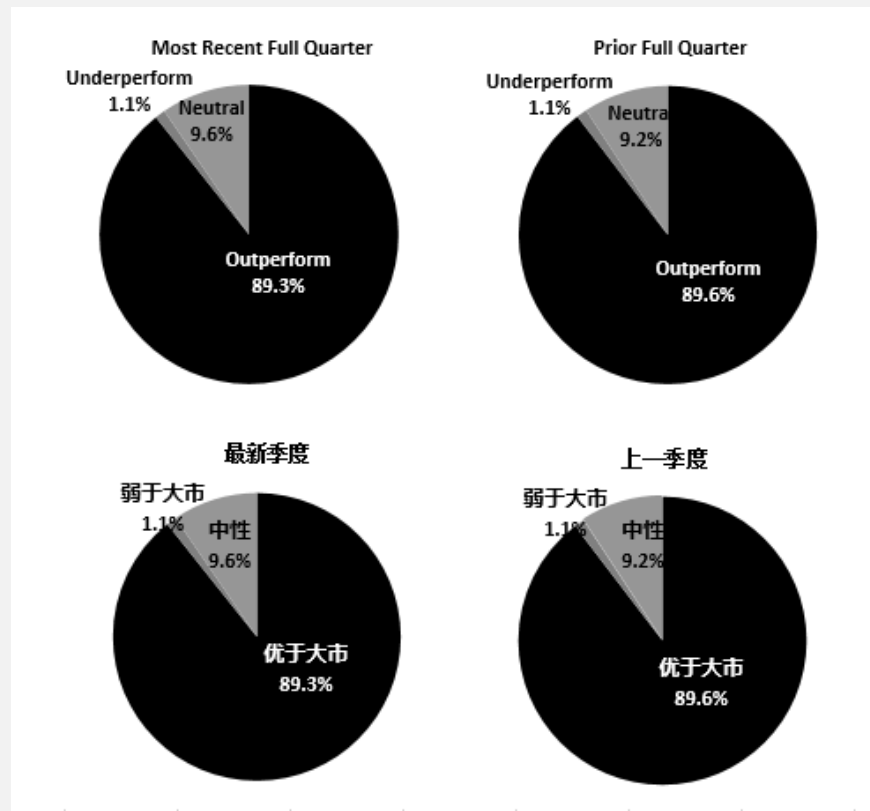
**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**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2023年9月30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	89.3%	1.1%	9.6%
投资银行客户*	3.9%	5.8%	10.0%

\*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 Sep 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.3%	1.1%	9.6%
IB clients*	3.9%	5.8%	10.0%

\*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.**

## 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

**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](http://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](http://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, 12<sup>th</sup> 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、广告或公开发售。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](http://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](mailto: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。

## 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](http://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

## APPENDIX 2

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](mailto: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>