

相关研究

《经济回暖的五个特点——2月全国 PMI 数据解读》2023.3.2

《海通总量之二十大后首个“两会”的政策展望》2023.3.1

《印尼经济：消费和大宗如何驱动？——新兴经济研究系列之三》2023.2.28

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:ljl3766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Email:wuyq14704@haitong.com

美联储重回“缩表” ——海外经济政策跟踪

投资要点:

- **美联储:** 美联储资产负债表重回收缩。截至3月29日,当周美联储总资产回落至8.7万亿美元,较前一周减少了近300亿美元,主因贴现窗口使用继续下降,美联储资产负债表重回收缩。不过银行风险仍未完全消除。第一,商业银行存款流失仍存在;第二,货币市场仍在扩张。
- **美国经济:** 2月美国个人可支配收入同比保持强劲,个人消费支出也维持韧性;在美联储持续加息影响下,1月美国房价增速持续回落;2月美国PCE同比增速放缓,但核心PCE同比回落幅度较慢,核心通胀压力仍然较大; **市场对美联储的加息预期有所回升。**截至4月1日,CME预期美联储5月加息25BP的概率从11.8%上升到48.4%。预期年内降息100BP的概率已从上周的34%降至6.8%,不过当前市场仍预期年内有34.5%的概率降息50BP。截至3月31日,10年期美债利率升至3.48%,主因通胀预期上升。
- **欧洲经济,** 3月欧元区HICP同比增速加速回落,但核心通胀同比进一步上升,核心通胀压力仍大;2月欧元区失业率仍维持低位;3月欧元区19国景气指数小幅回落,仍低于疫情前水平。
- **政策:** 美国多位官员强调银行系统具有韧性,并认为降通胀还需继续努力,立场仍偏鹰。欧央行较多官员认为欧洲银行业风险可控,而通胀仍处于过高的水平,仍需继续加息以降低通胀;越南央行将下调再融资利率至5.5%;哥伦比亚央行加息25BP至13.00%;埃及央行加息200BP至18.25%;泰国央行上调基准利率25BP至1.75%;墨西哥央行加息25BP至11.25%。
- **疫情与疫苗追踪:** 美国奥密克戎变异株XBB.1.5感染占比小幅回落,而XBB.1.5.1与XBB.1.9.1感染占比分别上升至2.1%与4.6%。美欧疫情有所好转,日均新增确诊与死亡病例均呈下降态势。东南亚新增确诊病例人数反弹。

目 录

1. 美国：美联储重回“缩表”	4
2. 欧洲：核心通胀压力仍大	7
3. 政策：美欧坚持鹰派立场	8
4. 疫情与疫苗追踪：美欧疫情改善	9

图目录

图 1	美联储资产负债表规模变动 (亿美元)	4
图 2	美国货币基金市场总资产规模变动 (亿美元)	4
图 3	美国个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)	5
图 4	美国标准普尔/CS 房价指数 (%)	5
图 5	美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)	5
图 6	美国粗钢产量同比增速 (周度, %)	5
图 7	美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	6
图 8	市场预测美联储加息概率 (%)	6
图 9	纽约联储每周经济 WEI 指数 (周度, %)	6
图 10	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	6
图 11	欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)	7
图 12	欧元区和欧盟 27 国季调失业率 (%)	7
图 13	欧元区 19 国经济景气指数	8
图 14	欧元区 CEIC 领先指数	8
图 15	美国新冠变异毒株分布占比 (%)	9
图 16	美国日均新增病例与日均死亡病例 (例)	9
图 17	美国病床占用率与 ICU 病床占用率 (因新冠住院, %)	10
图 18	欧洲日均新增病例与日均死亡病例 (例)	10
图 19	东南亚主要国家日均新增病例 (例)	10
图 20	东南亚主要国家日均死亡病例 (例)	10
图 21	英国日均新增病例和日均死亡病例 (例)	11
图 22	以色列日均新增病例和日均死亡病例 (例)	11
图 23	英国新增住院和重症率 (周度)	11
图 24	以色列新增住院和重症率 (周度)	11

表目录

表 1	美国经济数据总览	7
表 2	欧元区经济数据总览	8

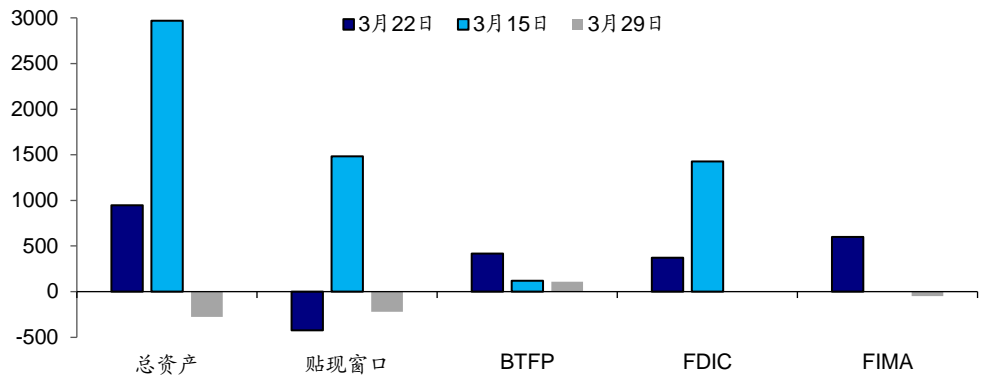
1. 美国：美联储重回“缩表”

美联储资产负债表重回收缩。在海外银行风险演绎下，美联储资产负债表连续 2 周扩张，在（3 月 8 日-3 月 22 日）的两周时间内，美联储总资产累计增加了近 4000 亿美元。我们之前在报告《如何理解美联储“扩表”？——海外经济政策跟踪》指出，**目前流动性和信贷工具的使用，属于短期临时性流动性支持，与近期银行风险有关。**这一操作为被动“扩张”，是临时性的，并非美联储重启 QE（大规模买长端资产，主动扩张）。目前，美联储仍在执行 QT 计划（缩表），与维护金融稳定的临时流动性支持并不冲突。

截至 3 月 29 日，当周美联储总资产回落至 8.7 万亿美元，较前一周减少了近 300 亿美元，主因贴现窗口使用继续下降，美联储资产负债表重回收缩。

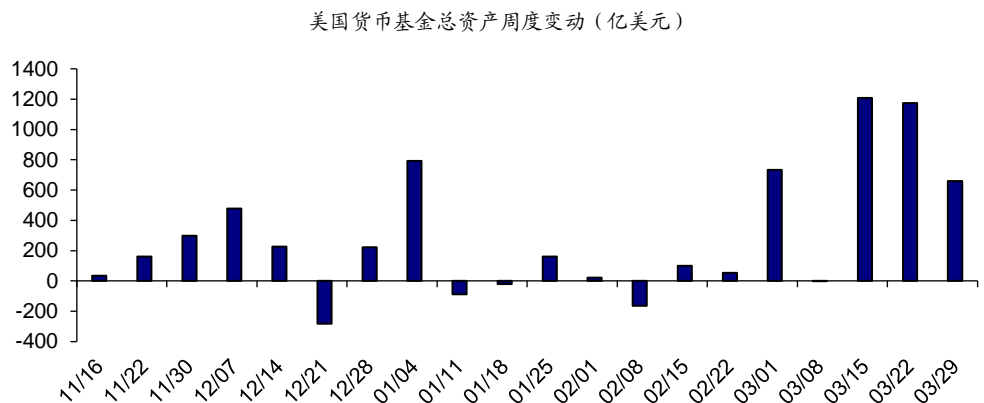
不过银行风险仍未完全消除。第一，商业银行存款流失仍存在。至 3 月 22 日当周，美国银行业减少 1257 亿美元至 17.3 万亿美元，连续九周下降。第二，货币基金市场仍在扩张。截至 3 月 29 日，美国货币市场基金总资产规模上行至 5.2 万亿美元，创历史新高。

图1 美联储资产负债表规模变动（亿美元）



资料来源：美联储官网，海通证券研究所

图2 美国货币基金市场总资产规模变动（亿美元）



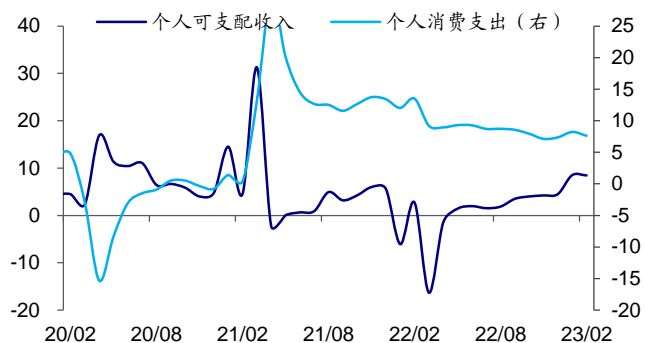
资料来源：美联储官网，海通证券研究所

个人可支配收入保持强劲。2 月美国个人可支配收入同比增速仍维持在 8.5% 的高位，与 1 月基本持平，且显著高于疫情前的增速。个人收入强劲，一方面，或与劳动力市场紧张，工资收入居高不下有关；另一方面，或与 2023 年美国税收政策调整有关，纳税人税收负担减轻影响。

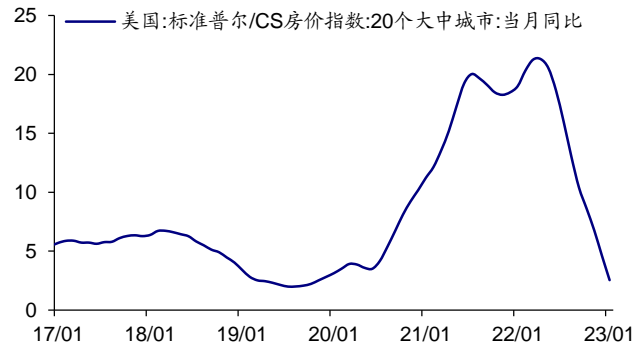
个人消费支出仍有韧性。2 月美国个人消费支出同比增速为 7.6%，较 1 月回落 0.6 个百

分点，但仍处于相对高位。在收入高增以及居民仍有部分超额储蓄的支撑下，美国消费或还能维持一段时间的韧性。

房价增速持续回落。1月美国标准普尔/CS房价指数当月同比增速为2.6%，较2022年12月回落2.1个百分点，已低于疫情前的增速水平（2019年12月为2.83%），并连续9个月呈回落态势。整体来看，在美联储持续加息的影响下，美国30年期抵押贷款利率仍处于6.3%的高位，购房需求仍较疲弱，房地产市场低迷形势或仍将延续。

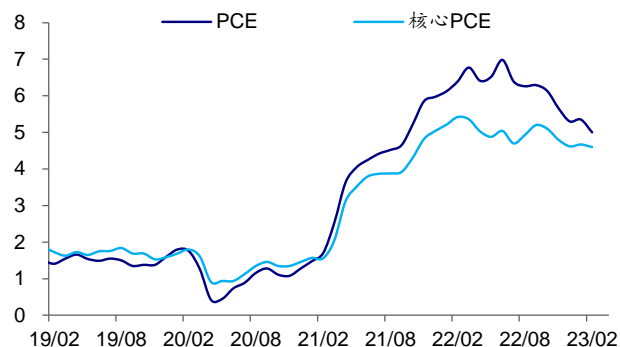
图3 美国个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 美国标准普尔/CS房价指数 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

美国核心通胀压力仍存。2月美国PCE同比增速回落0.4个百分点至5.0%，而核心PCE同比增速为4.6%，仅较1月小幅回落0.1个百分点。通胀回落的主要动力仍是能源和核心商品，而受租金通胀上行以及劳动力市场紧张影响，核心服务通胀压力仍大。

图5 美国PCE和核心PCE当月同比 (%)


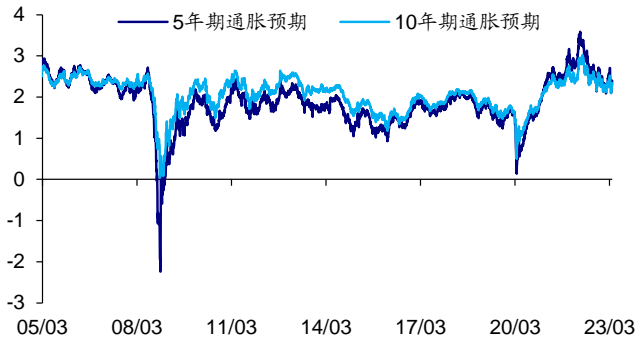
资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 美国粗钢产量同比增速 (周度, %)


资料来源：Wind，海通证券研究所

市场加息预期有所回升。在银行破产风波边际缓和，以及美联储多位官员强调降通胀仍需努力影响下，市场对美联储的加息预期有所回升。截至4月1日，CME预期美联储5月加息25BP的概率从11.8%上升到48.4%。预期年内降息100BP的概率已从上周的34%降至6.8%，不过当前市场仍预期年内有34.5%的概率降息50BP。

美债收益率升至3.48%。截至3月31日，10年期美债名义收益率为3.48%，较上一周上升10BP，不过周内波动仍较大，收益率一度上升至3.57%的高点。其中，通胀预期上升10BP至2.32%，而10年期国债收益率实际收益率则继续维持在1.16%。

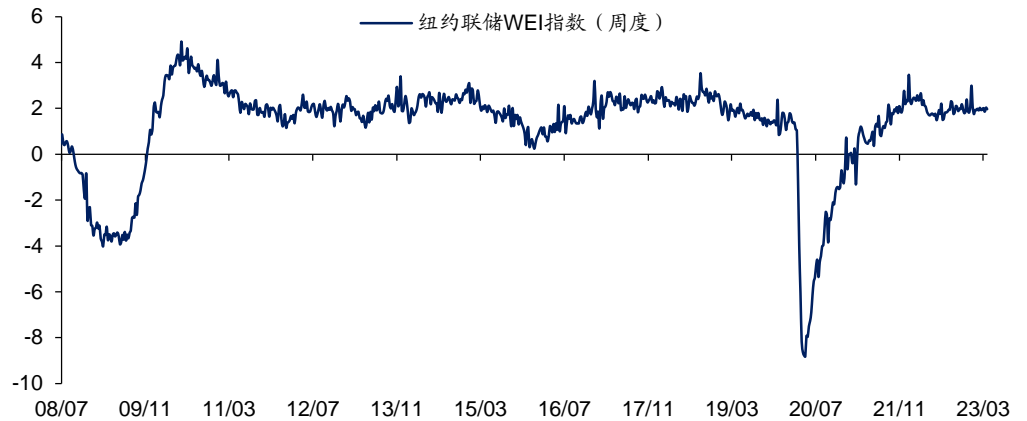
图7 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

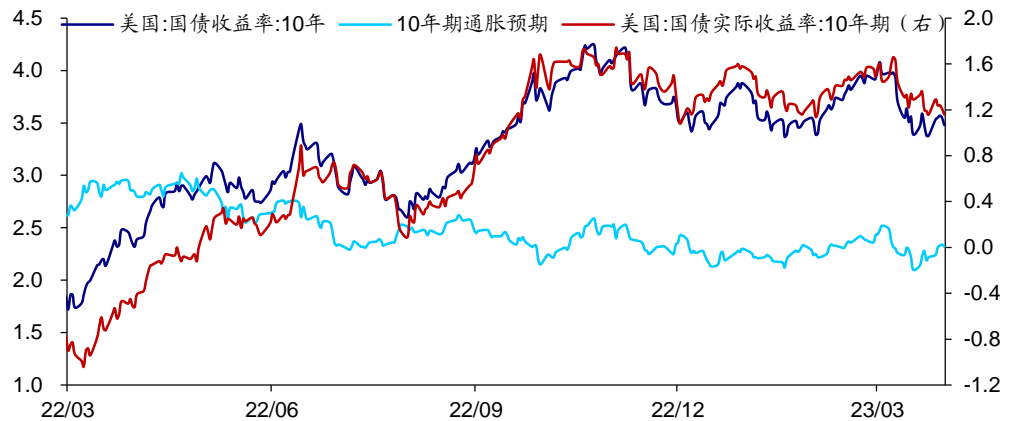
图8 市场预测美联储加息概率 (%)

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

图9 纽约联储每周经济 WEI 指数 (周度, %)


资料来源: 纽约联储, 海通证券研究所

图10 美国 10 年期国债收益率分解 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

表1 美国经济数据总览

指标	单位	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	
GDP	实际 GDP	折年同比%			0.9			1.9			1.8			3.7	
	实际 GDP	折年季调环比%			2.6			3.2			-0.6			-1.6	
生产	工业总产值	季调同比%	-0.5	0.7	0.9	2.1	3.2	4.5	3.5	3.3	4.1	4.8	5.9	4.6	
	制造业新订单	季调同比%	4.3	3.9	5.0	5.3	6.3	8.0	8.4	8.8	8.9	9.9	7.6	10.6	
	工业产能利用率	%	78.0	78.0	77.9	79.1	79.7	79.9	79.8	80.0	79.7	80.0	80.2	79.8	
消费	个人实际可支配收入	折年季调同比%	8.5	8.5	4.5	4.2	4.0	3.5	1.9	1.5	2.0	1.4	-1.5	-16.3	
	个人实际消费支出	季调同比%	7.6	8.2	7.4	7.1	7.9	8.5	8.7	8.7	9.3	9.3	8.9	9.2	
	零售销售额	季调同比%	4.0	5.5	5.0	5.0	7.2	7.8	9.3	10.0	8.2	7.5	6.2	5.2	
	零售/食品服务销售额	季调同比%	5.4	7.7	6.2	5.9	8.0	8.4	9.7	10.0	8.8	8.7	7.8	7.1	
地产	新房销售	折年季调同比%	-19.0	-23.8	-25.9	-23.0	-12.2	-24.9	-5.8	-25.2	-20.0	-14.1	-23.5	-19.8	
	成屋销售	折年季调同比%	-22.6	-36.9	-33.8	-34.9	-28.3	-24.3	-20.4	-19.1	-14.1	-8.8	-6.5	-5.8	
	新房开工	折年季调同比%	-18.4	-20.7	-23.8	-16.8	-8.8	-6.0	-4.3	-12.5	-5.4	-2.7	19.9	0.3	
	标普/CS 房价指数	同比% (20城)		2.6	4.6	6.8	8.6	10.4	13.0	16.0	18.6	20.5	21.3	21.2	
就业	新增非农就业人数	季调/万人	31.1	50.4	23.9	29.0	32.4	35.0	35.2	56.8	37.0	36.4	25.4	41.4	
	失业率	季调%	3.6	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.7	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6	
	U6 失业率	季调%	6.8	6.6	6.5	6.7	6.7	6.7	7.0	6.8	6.7	7.1	7.0	6.9	
通胀	CPI	同比%	6.0	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2	8.3	8.5	9.1	8.6	8.3	8.5	
	核心 CPI	同比%	5.5	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6	6.3	5.9	5.9	6.0	6.2	6.5	
	PCE	同比%	5.0	5.4	5.3	5.7	6.1	6.3	6.3	6.4	7.0	6.5	6.4	6.8	
	核心 PCE	同比%	4.6	4.7	4.6	4.8	5.1	5.2	4.9	4.7	5.0	4.9	5.0	5.4	
	密歇根 1 年通胀预期	同比%	3.8	4.1	3.9	4.4	4.9	5.0	4.7	4.8	5.2	5.3	5.4	5.4	
景气指数	ISM 制造业 PMI		47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9	52.8	52.8	53.0	56.1	55.4	57.1	
	ISM 非制造业 PMI		55.1	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	56.9	56.7	55.3	55.9	57.1	58.3	
	Market 制造业 PMI	季调	49.3	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4	52.0	51.5	52.2	52.7	57.0	59.2	
	Sentix 投资信心指数		1.1	3.6	-3.5	-0.5	-9.4	-12.6	-10.8	-6.0	-13.5	-1.0	-2.9	6.1	11.9
	密歇根消费者信心指数		62.0	67.0	64.9	59.7	56.8	59.9	58.6	58.2	51.5	50.0	58.4	65.2	

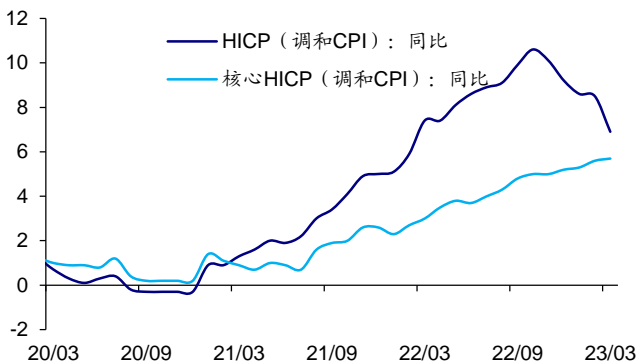
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为本周更新数据

2. 欧洲: 核心通胀压力仍大

核心通胀持续上行。3月欧元区 HICP 同比增速为 6.9%，较 2 月回落 1.6 个百分点，回落速度有所加快。但剔除能源和食品的核心 HICP 同比增速为 5.7%，较 2 月进一步上升 0.1 个百分点，仍未有回落迹象。当前欧洲通胀压力或仍具有一定的普遍性，短期内核心通胀或仍将处于高位。

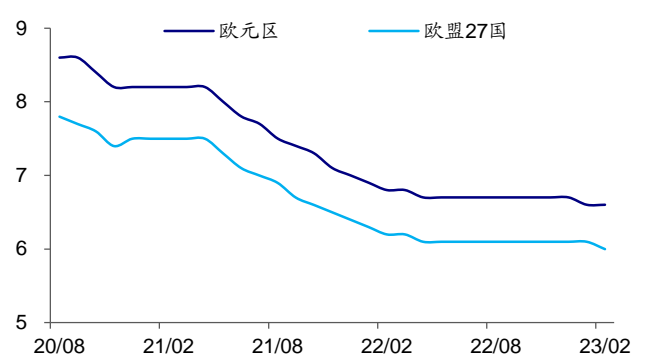
失业率维持低位。2月欧元区失业率为 6.6%，与 1 月持平；欧盟 27 国失业率较 1 月进一步回落 0.1 个百分点。整体来看，欧洲就业市场仍较强劲。

图11 欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)



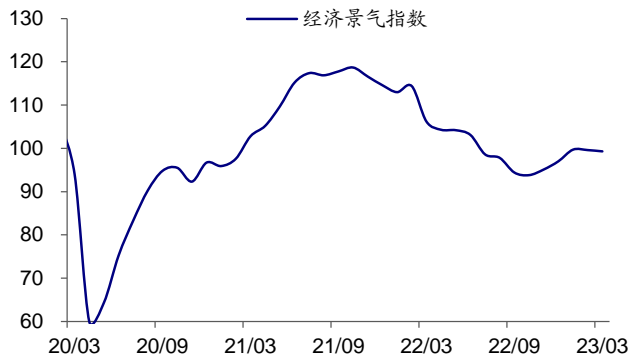
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 欧元区和欧盟 27 国季调失业率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

景气指数小幅回落。3月欧元区 19 国经济景气指数为 99.3，较 2 月回落 0.3。自去年下半年以来，经济景气指数便呈现底部回升的趋势，或与能源价格回落有关。但整体来看，和疫情前水平（2019 年 12 月为 102.9）仍然还有一定距离。

图13 欧元区 19 国经济景气指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 欧元区 CEIC 领先指数


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

表 2 欧元区经济数据总览

指标	单位	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03
GDP	实际 GDP				1.8			2.4			4.4			5.5
	实际 GDP				-0.1			1.5			3.6			2.5
生产	工业生产指数			0.9	-2.1	3.6	4.3	6.2	4.8	-0.8	4.0	3.1	-0.9	0.5
	制造业产能利用率				81.4			82.3			82.5			82.4
	粗钢产量(欧盟)		-10.3	-10.4	-17.1	-18.6	-15.7	-15.7	-16.4	-10.0	-10.6	-4.4	-4.7	-5.9
消费	零售销售指数			-2.4	-2.8	-2.4	-2.6	0.2	-1.3	-0.8	-2.9	1.2	5.1	2.3
就业	失业率		6.6	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.8
通胀	HICP		8.5	8.6	9.2	10.1	10.6	9.9	9.1	8.9	8.6	8.1	7.4	7.4
	核心 HICP		5.6	5.3	5.2	5.0	5.0	4.8	4.3	4.0	3.7	3.8	3.5	3.0
	PPI			15.0	24.6	27.0	30.5	41.9	43.5	38.1	36.1	36.2	37.2	36.9
景气指数	制造业 PMI	47.1	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5
	服务业 PMI	55.6	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0	56.1	57.7	55.6
	消费者信心指数	-19.2	-19.1	-20.7	-22.0	-23.7	-27.4	-28.7	-25.0	-27.2	-24.0	-21.5	-22.4	-22.0
	经济景气指数	99.3	99.6	99.7	97.0	95.1	93.8	94.4	97.8	98.6	103.1	104.2	104.3	106.2
	Sentix 投资信心指数	-11.1	-8.0	-17.5	-21.0	-30.9	-38.3	-31.8	-25.2	-26.4	-15.8	-22.6	-18.0	-7.0

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为本周更新数据

3. 政策: 美欧坚持鹰派立场

美国多位官员强调美国银行系统具有韧性。美参议院银行委员会 3 月 28 日举行听证会, 对硅谷银行问题处理方式、是否施行更加严厉的监管、谁来承担损失等方面进行了讨论。会后多位官员均表示美国银行体系健全且富有韧性。

例如, 圣路易斯联储主席布拉德认为, 可以通过持续适当的宏观审慎政策来遏制当前的金融压力; 纽约联储主席威廉姆斯表示, 当前银行业资本充足, 具有弹性; 美联储金融监管事务副主席迈克尔·巴尔也认为, 银行系统的资本和流动性均较为强劲, 并准备使用所有工具来确保银行系统健康安全。但前美国财长萨默斯表示, 美国金融动荡全面结束还为时尚早。

较多官员仍坚持鹰派立场, 认为降通胀仍需努力。纽约联储主席威廉姆斯认为, 通胀已趋于缓和, 但仍高于 2% 的通胀目标, 美国通胀将在 2023 年回落到 3.25% 左右。美联储理事库克和波士顿联储主席柯林斯均认为, 美联储在实现通胀目标方面还有很多工作要做。明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示, 美联储不会调整 2% 的通胀目标, 需要在 2023 年全年维持高利率来降低通胀。里士满联储主席巴尔金表示, 其支持 3 月加息 25 个基点, 如果通胀顽固, 立场可能会变得更加鹰派。

欧央行多位官员强调降通胀决心。欧央行行长拉加德表示, 欧洲不可能发生类似美国硅谷银行暴雷和倒闭事件, 目前核心通胀仍然太高, 必须让通胀回落至 2% 这一目标, 在利率政策方面还需付出努力。欧央行管委、法国央行行长 Villeroy、欧央行管委 Kazaks 以及欧央行管委 Kazimir 均表示, 继续加息以降低通胀是必要的。

越南央行降息 50BP。越南央行将再融资利率下调 50BP 至 5.5%。

哥伦比亚央行加息 25BP。哥伦比亚央行加息 25BP 至 13.0%，为近 24 年新高。

埃及央行加息 200BP。埃及央行上调基准利率 200BP 至 18.25%；上调贷款利率至 19.25%。

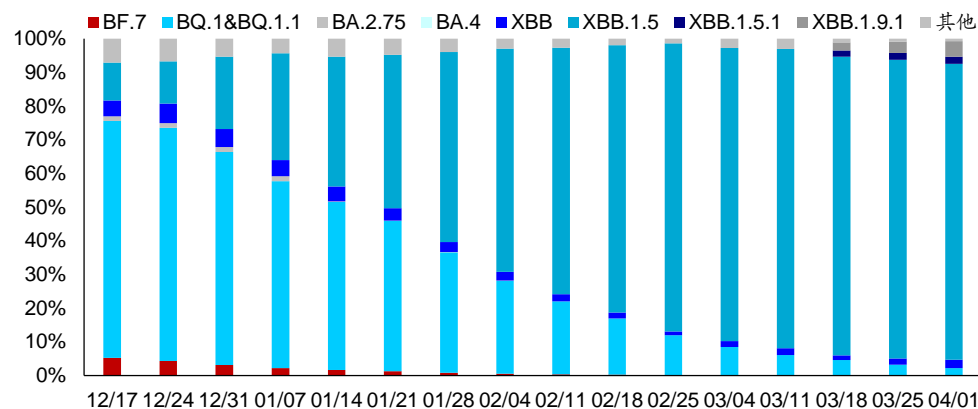
泰国央行加息 25BP。泰国央行将基准利率上调 25BP 至 1.75%，为连续第五次加息。

墨西哥央行加息 25BP。墨西哥央行将基准利率上调 25BP 至 11.25%。

4. 疫情与疫苗追踪：美欧疫情改善

美国 XBB.1.5 感染比例小幅回落。美国 CDC 新冠检测数据显示，截至 4 月 1 日，奥密克戎变异株 XBB.1.5 的感染占比小幅回落至 87.9%，而 XBB.1.5.1 与 XBB.1.9.1 的感染占比有所上升，分别为 2.1% 与 4.6%。

图15 美国新冠变异毒株分布占比 (%)

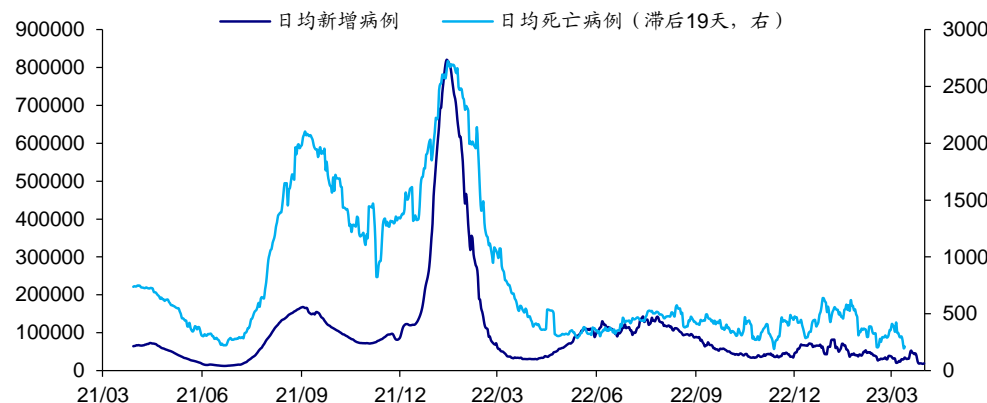


资料来源：CDC，海通证券研究所

美国日均新增与死亡病例均有所回落。截止 3 月 31 日，美国日均新增病例为 1.9 万例左右，较上周下降 50.7%；日均死亡病例下降 36.0% 至 213 例。截至 3 月 28 日，美国新增住院人数 1.5 万人，较上周继续下降 10.3%。此外，重症率持续接近于 0。

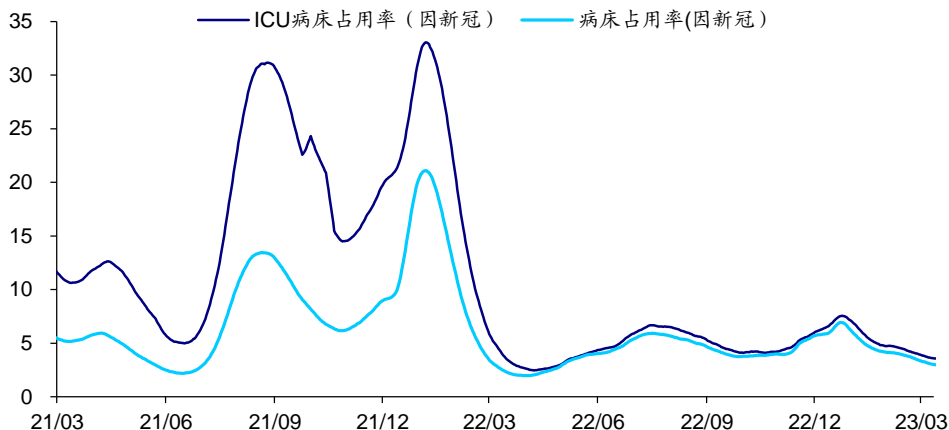
美国医疗负担进一步缓和，其中因新冠导致的住院与 ICU 占用率稳步下降。截至 3 月 31 日，美国病床占用率为 76.1%，较上周下降 0.1 个百分点，其中因新冠导致的病床占用率占比稳定在 2.9%。美国 ICU 占用率维持在 73.7%，因新冠占用率为 3.5%。整体来看，与新冠相关的医疗负担仍在低位。

图16 美国日均新增病例与日均死亡病例 (例)



资料来源：Wind，海通证券研究所

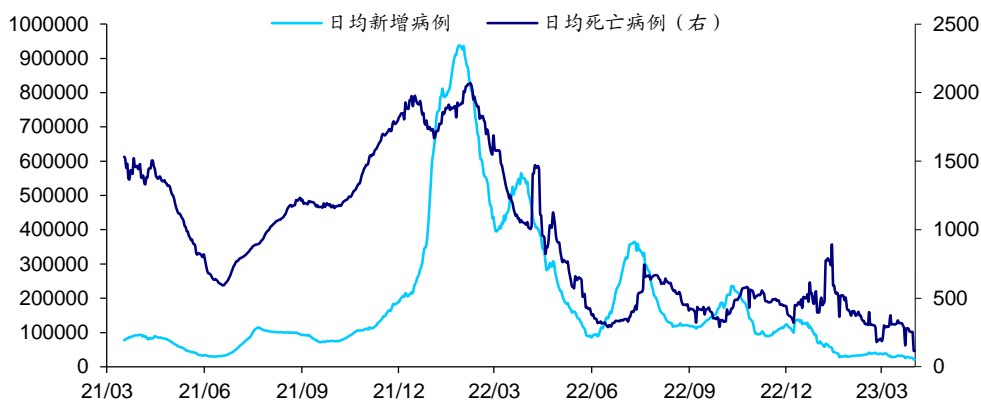
图17 美国病床占用率与 ICU 病床占用率（因新冠住院，%）



资料来源：Johns Hopkins University, 海通证券研究所, 截至 3 月 31 日

欧洲疫情好转。截至 3 月 31 日，欧洲日均新增病例为 2.1 万例，较上一周下降 8.3%。其中，仅西班牙新增确诊病例有所回升，其他国家（意大利、法国和俄罗斯）均明显回落。欧洲日均新增死亡病例为 122 例，较上一周下降 2.2%。其中除法国外，其他主要国家均有所下降。

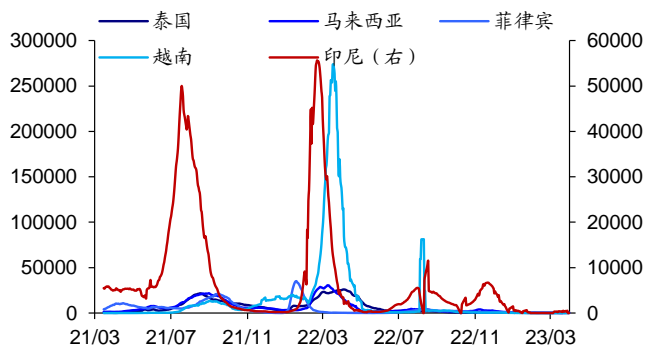
图18 欧洲日均新增病例与日均死亡病例（例）



资料来源：Wind, 海通证券研究所, 图中为 7 日移动平均数据

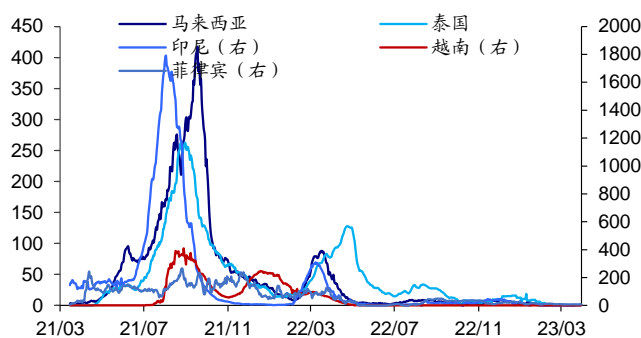
东南亚疫情有所反弹。从日均新增确诊病例数来看，截至 3 月 31 日，除泰国外，东南亚其他主要国家新增确诊病例均较上一周有所回升。其中，菲律宾上升幅度最大，为 24.9%。新增死亡人数方面，泰国和马来西亚有所上升，其他国家均呈回落态势。

图19 东南亚主要国家日均新增病例（例）



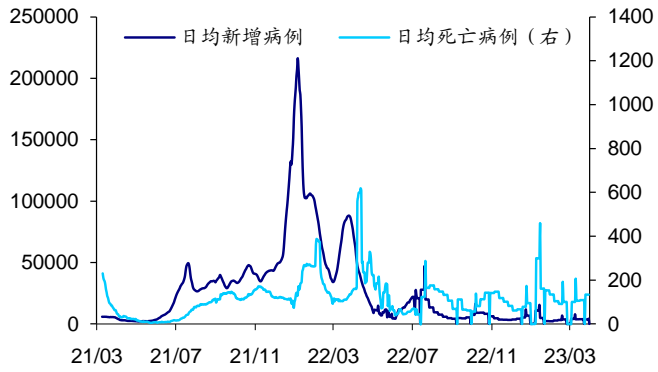
资料来源：Wind, 海通证券研究所, 图中为 7 日移动平均数据

图20 东南亚主要国家日均死亡病例（例）



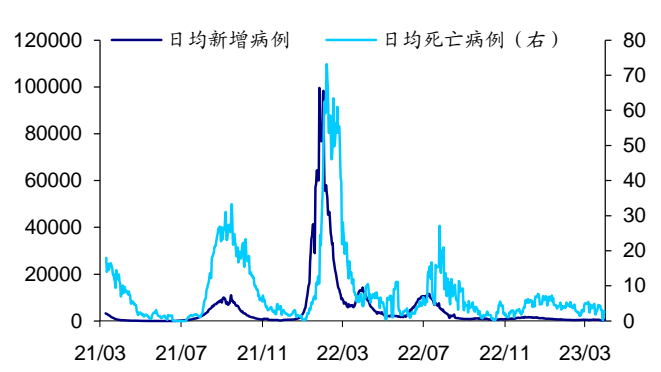
资料来源：Wind, 海通证券研究所, 图中为 7 日移动平均数据

图21 英国日均新增病例和日均死亡病例（例）



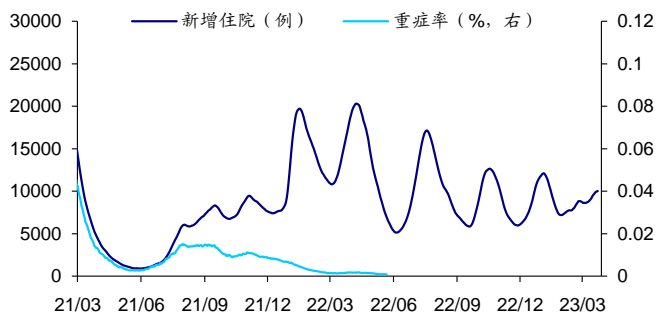
资料来源：Wind，海通证券研究所，图中为7日移动平均数据

图22 以色列日均新增病例和日均死亡病例（例）



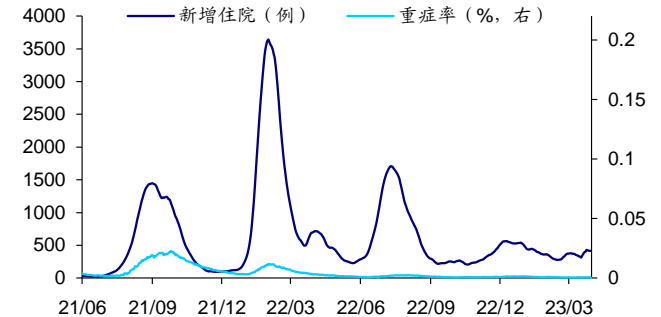
资料来源：Wind，海通证券研究所，图中为7日移动平均数据

图23 英国新增住院和重症率（周度）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图24 以色列新增住院和重症率（周度）



资料来源：Wind，海通证券研究所

信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。