

信心胜于黄金

——2023年中期宏观展望

宏观首席分析师 梁中华

SAC号码: S0850520120001

宏观分析师 应镓娴

SAC号码: S0850521080001

宏观分析师 李俊

SAC号码: S0850521090002

宏观分析师 侯欢

SAC号码: S0850522080004

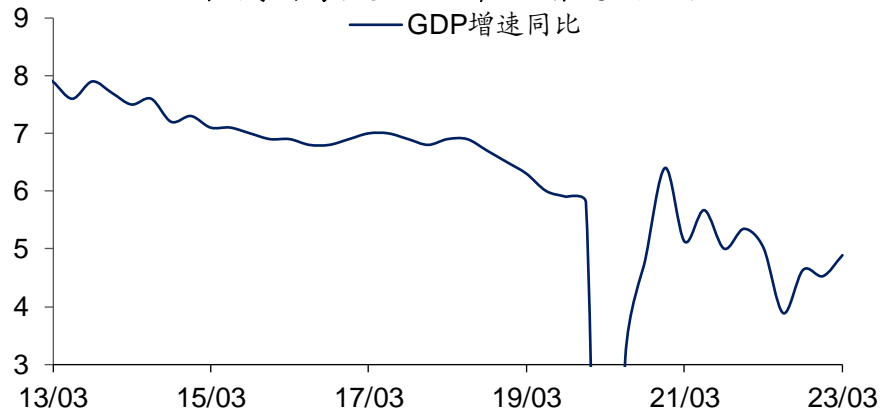
联系人 李林芷 王宇晴 贺媛

2023年6月24日

1. 经济：“信心”胜于黄金
2. 政策：重托底，不刺激
3. 海外：降息需要耐心

- 4月政治局会议指出：“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。”“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。”
- 从同比来看，2023年一季度GDP同比为4.5%，四年年化增速回升至4.9%。剔除基数影响来算年化增速，最高点是2020年的四季度（6.4%）；2021年的平均增速为5.3%，2022年为4.5%。
- 整体观点方面，我们认为，短期经济数据的波动，不改变中国经济稳中向好的大方向。

图 我国季度GDP年化增速（%）

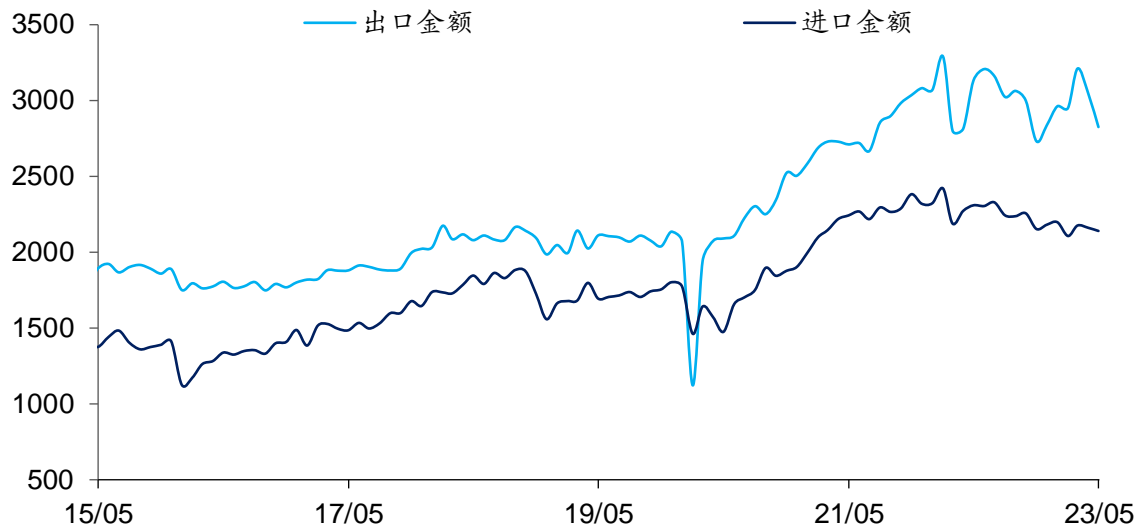


资料来源：Wind，海通证券研究所，2021年后为相比2019年平均增速

出口仍在高位，进口保持稳定

- 5月我国出口金额的名义增速为-7.5%，进口金额的名义增速为-4.5%。但如果进行量价分解，2月-4月出口价格同比跌幅持续收窄，出口量同比涨幅扩大，而进口价格同比和进口量同比仍为负。

图 我国进出口季调后金额（亿美元）

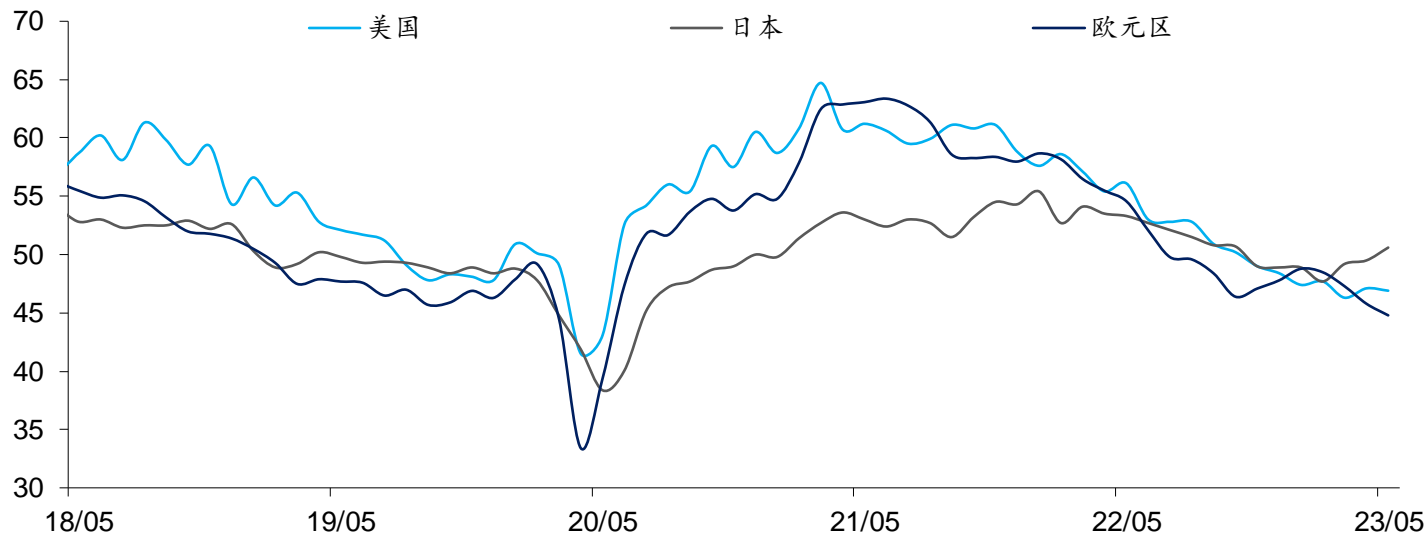


资料来源: Wind, 海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 5月美国ISM制造业PMI指数已经回落至46.9%，日本制造业PMI为50.6%，欧元区制造业PMI降至44.8%。海外通胀压力仍高，使得货币收紧，高利率或继续压制需求端。

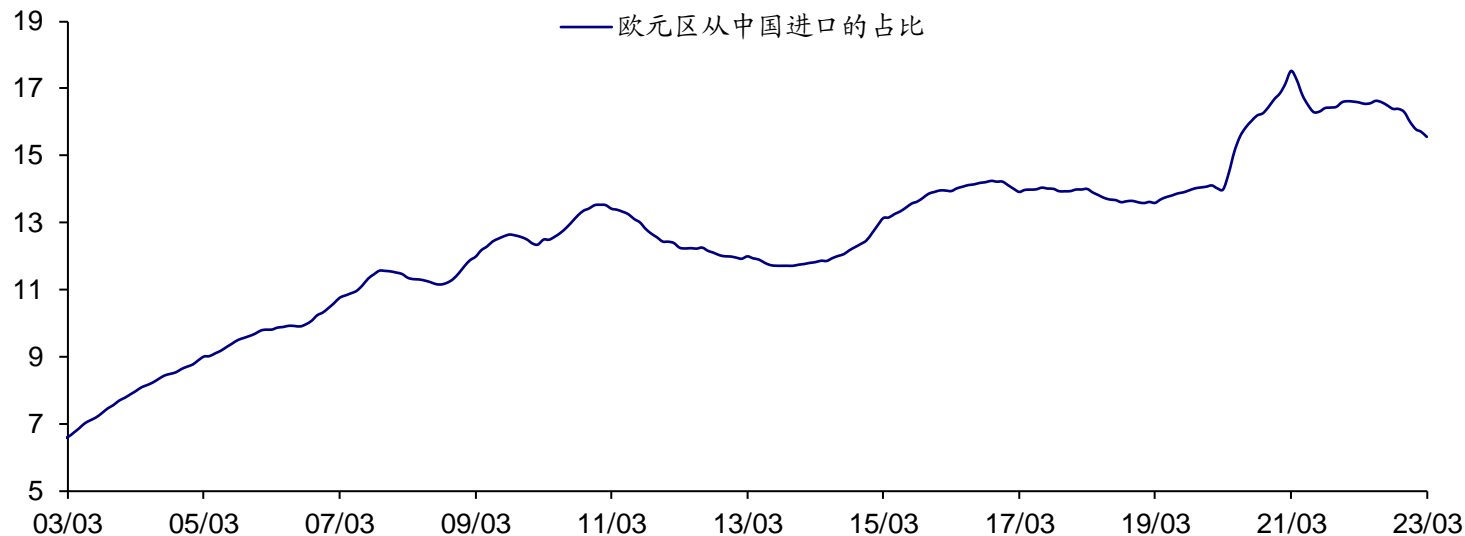
图 美欧日制造业PMI走势 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

- 2020年3月开始，中国在欧洲进口来源国中的占比明显抬升。2021年以来，这一比重虽然略有下降，但目前仍然处于高位。
- 所以中国对欧洲出口的下滑，主要是由于欧洲需求端的下滑。尤其是去年四季度以来，欧洲进口需求下行速度较快。

图 欧洲从中国进口占比变化 (%)

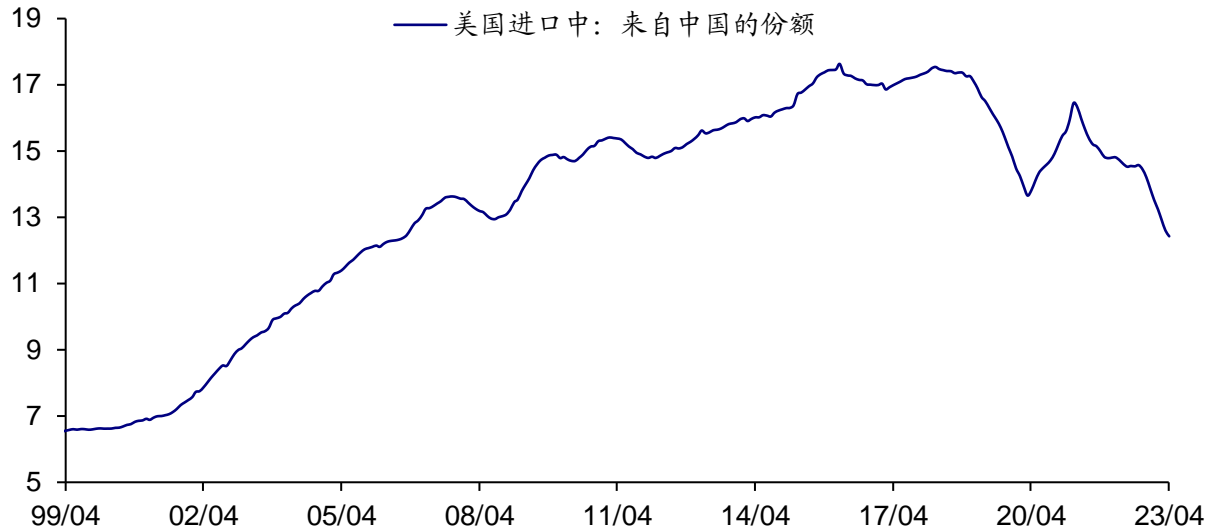


资料来源：WIND，海通证券研究所

全球产业链重构：美国进口占比下降

- 从2018年开始，美国从中国的进口占比有所下降，从最高点时的17.3%降至当前的12.4%（23年4月），这或和美国发起的贸易摩擦有一定关系。

图 美国进口来源国中：中国的占比 (%)

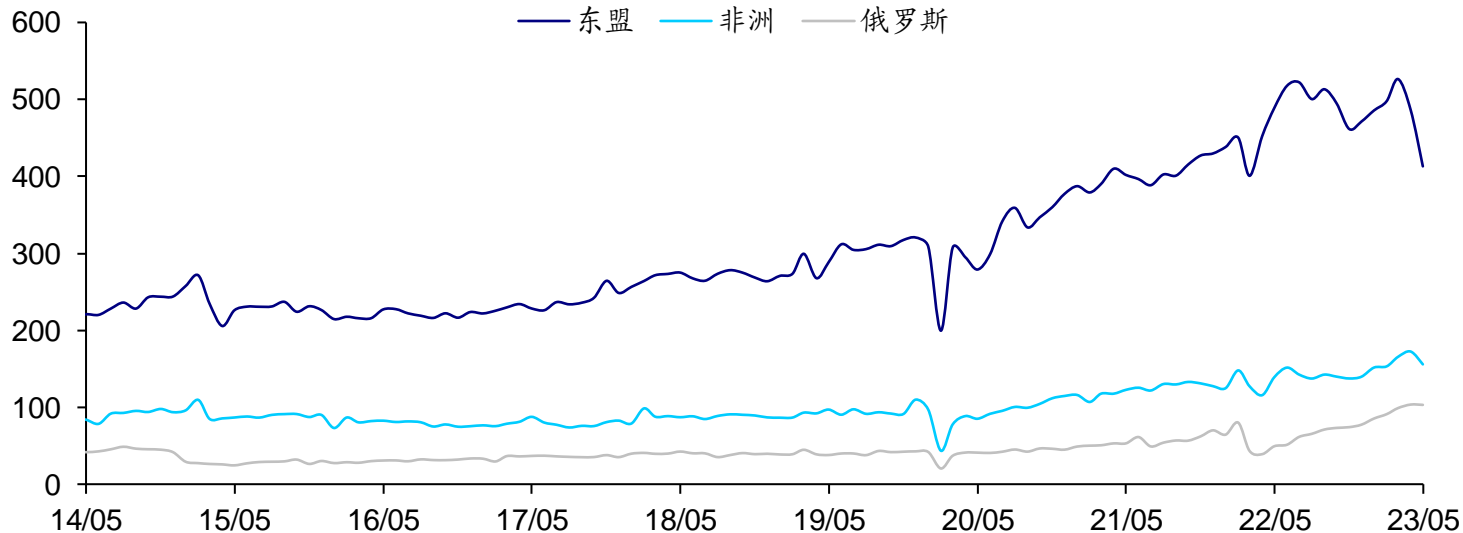


资料来源：WIND，海通证券研究所，12个月移动平均

全球产业链重构：中国向东盟、非洲、俄罗斯出口高增长

- 从近期数据来看，中国对东盟、非洲、俄罗斯等经济体的出口规模明显上升。

图 中国出口到东盟、非洲、俄罗斯金额（亿美元，季调）

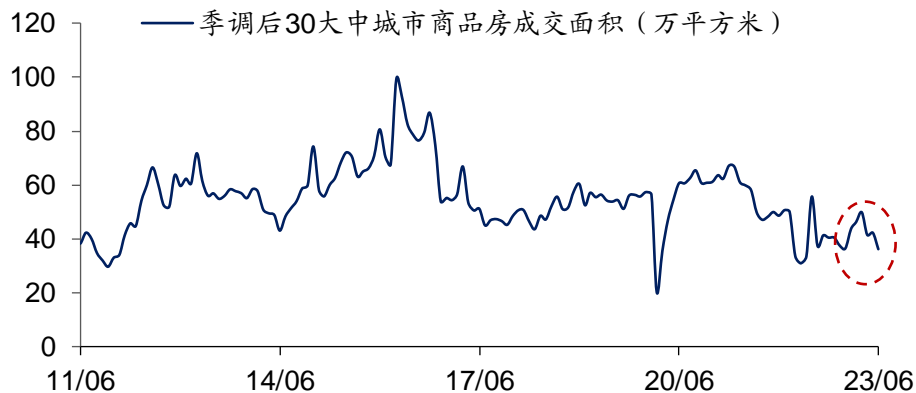


资料来源：CEIC，海通证券研究所

地产周期：销售和投资现状

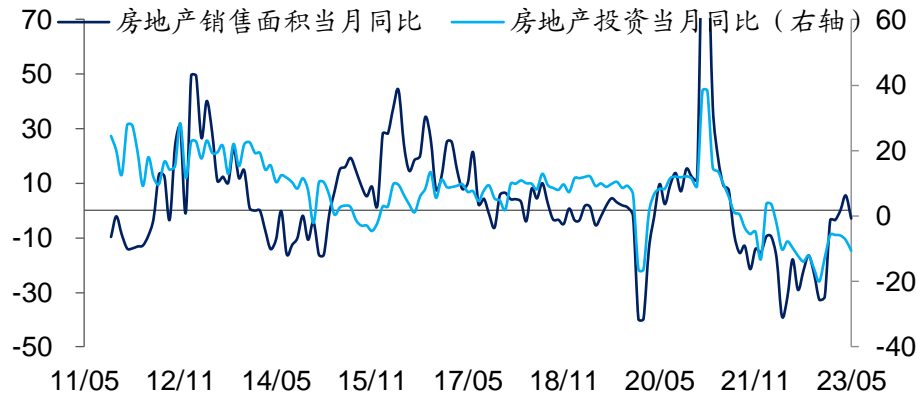
- 截至2023年5月，商品房销售面积当月同比增速-3.0%，累计增速-0.9%；房地产投资当月同比增速为-10.5%，前一月增速为-7.3%。

图 大中城市房地产销售现状



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 房地产销售和投资同比增速（%）



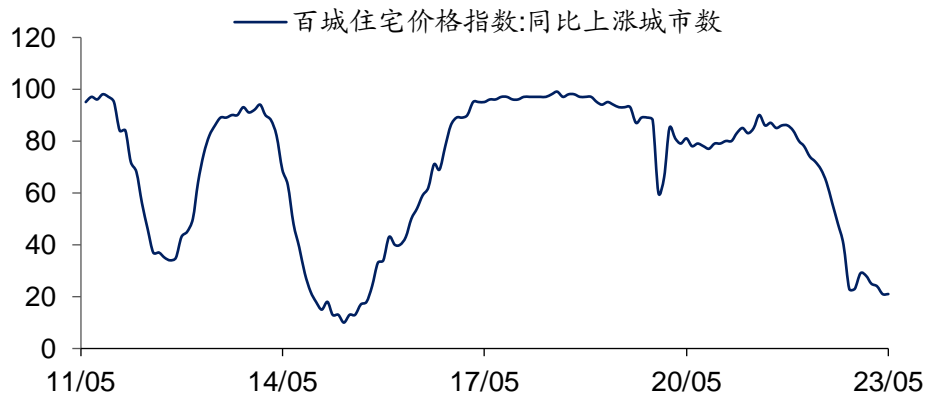
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

从房地产价格：看周期的位置

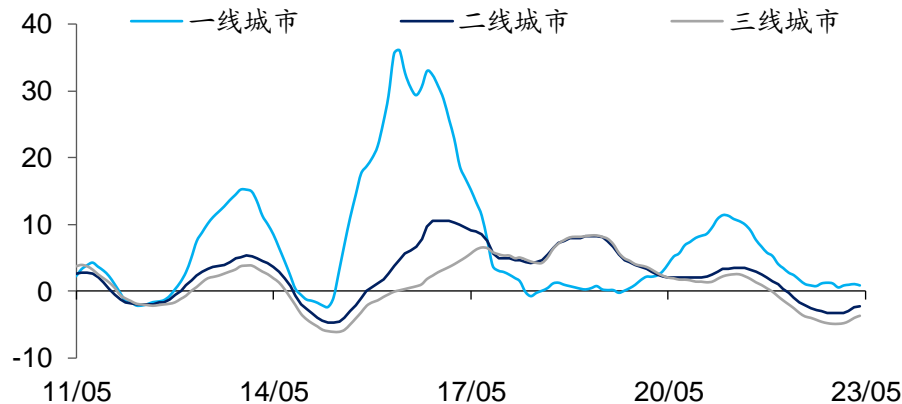
- 截至2023年5月，不同城市线级的二手房价格走势不同，其中一线城市二手房住宅价格同比增速为0.4%，二线和三线城市分别为-2.1%和-3.3%。百城房价同比上涨的城市数量为21个，与前一月持平。

图 百城房价同比上涨城市数量 (个)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 70城二手住宅价格同比 (%)



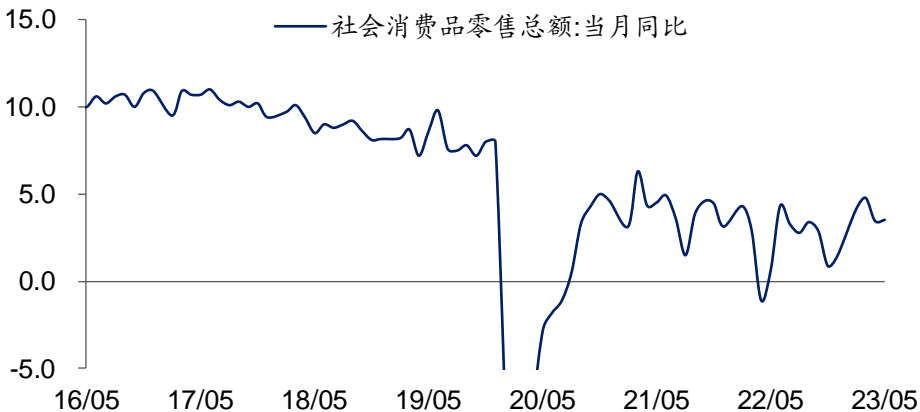
资料来源: Wind, 海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

消费：增速的变化

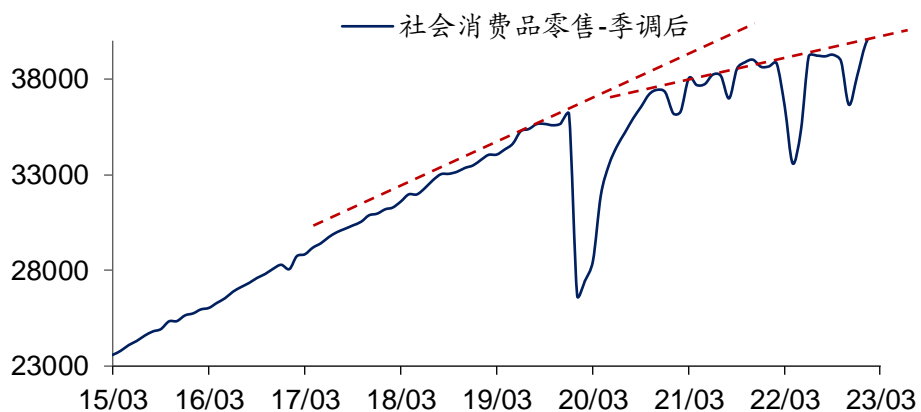
- 从同比来看，疫情之前（2016-2019年）社会消费品零售平均增速为9.4%，在剔除掉基数影响后，2021-2022年的社零平均增速则为3.2%，今年一季度社消零售年化同比增速在4.5%左右（较2019年），5月年化增速为3.5%（较2019年），如果不剔除基数，5月当月同比增速为12.7%。

图 我国消费增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 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)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

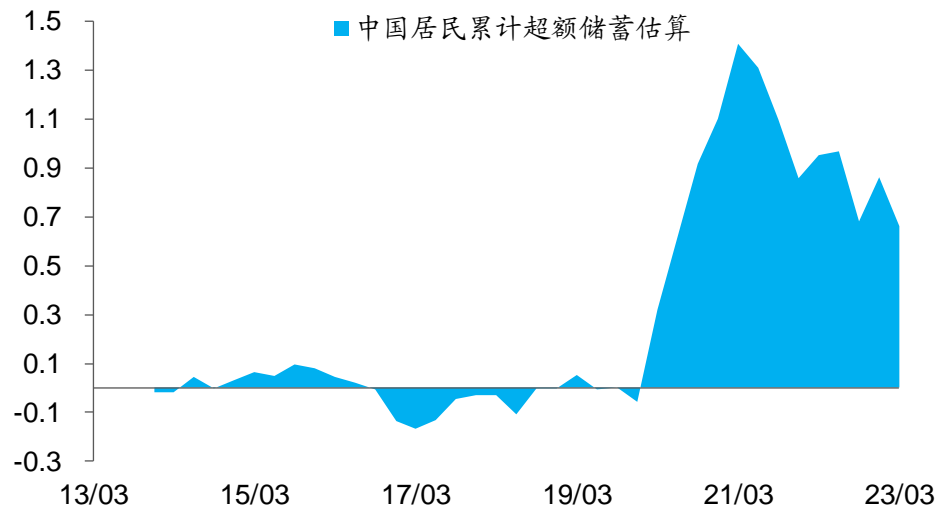
超额储蓄规模: 大约0.66万亿

- 根据我们的测算, 截至2023年3月, 我国居民部门的超额储蓄约0.66万亿人民币。

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)

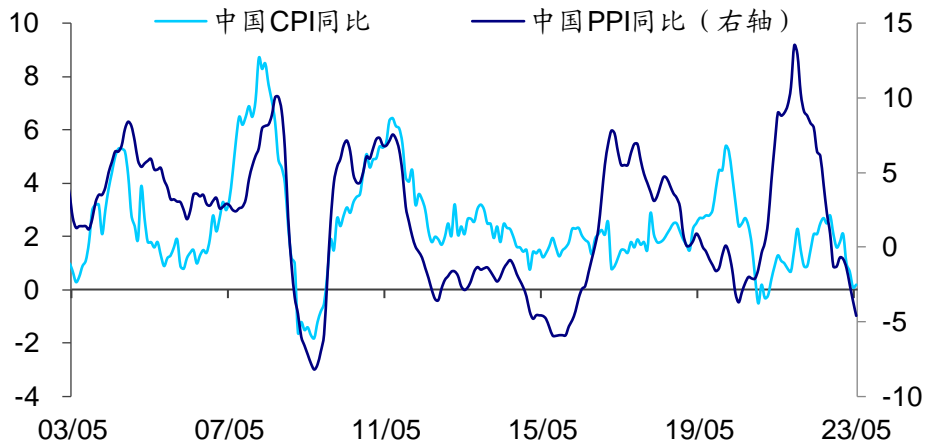


资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

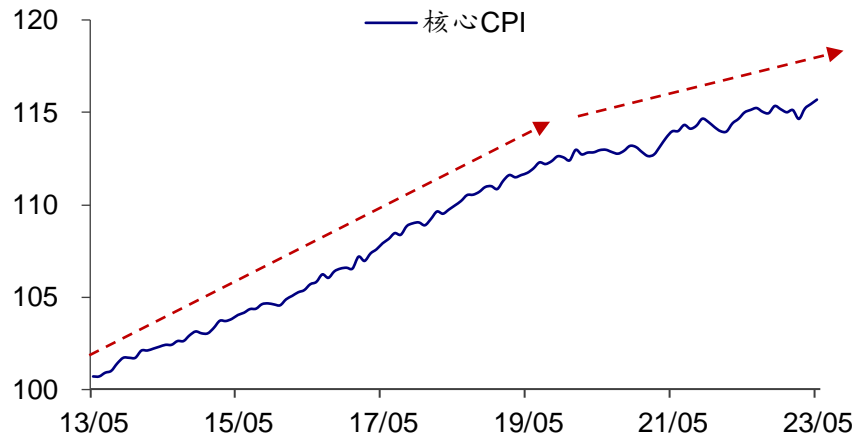
通胀：稳定在低位

- 在海外主要经济体普遍面临较大通胀压力的情况下，我国的终端消费通胀水平稳定在低位水平。最新公布的我国5月CPI同比0.2%，PPI同比-4.6%。在疫情影响减小后，我国核心CPI同比连续四个月稳定在0.6-0.7%附近。

我国终端需求CPI和PPI同比增速 (%)

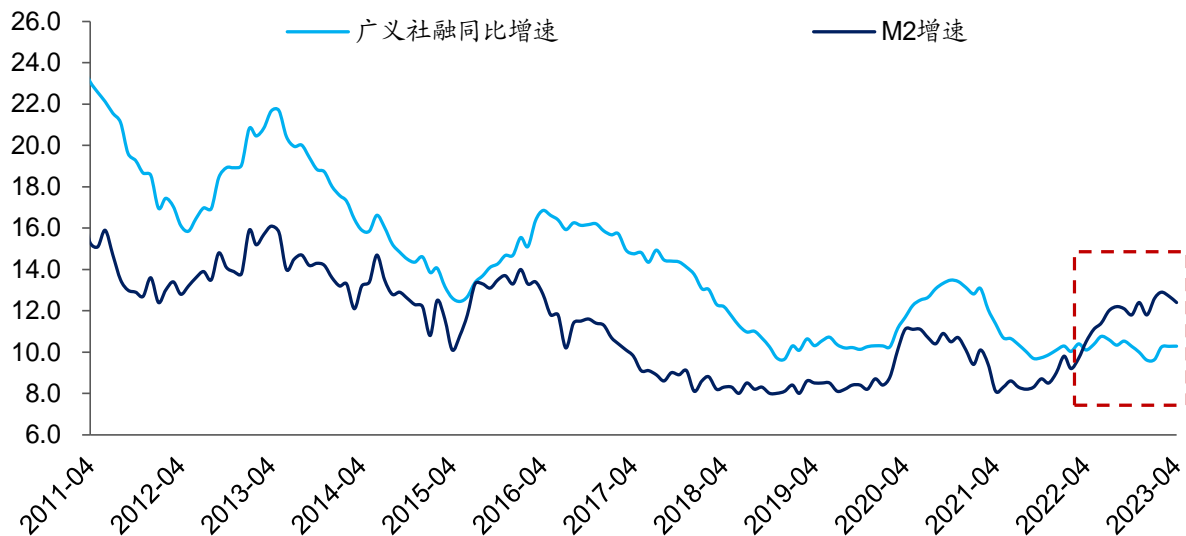


我国核心CPI指数 (假定2012年12月=100)



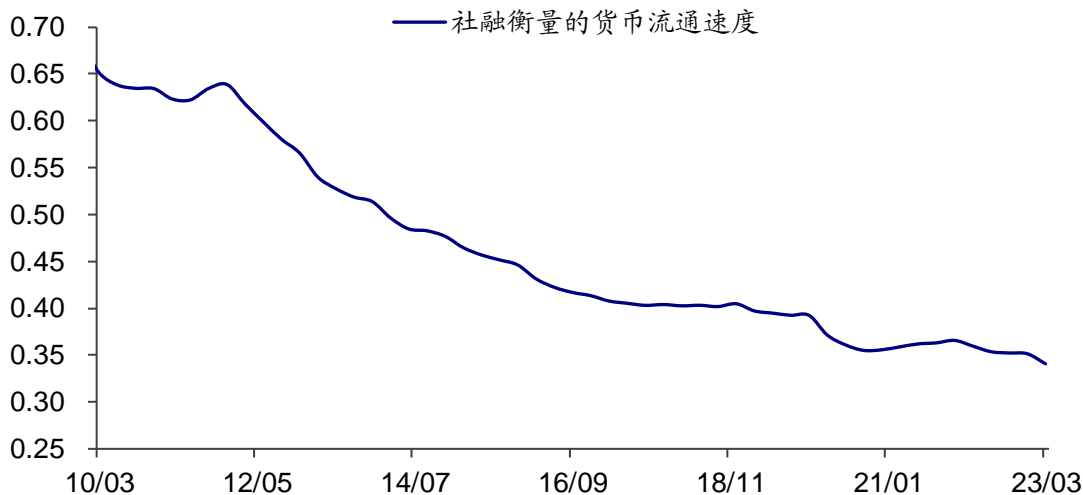
- 我国社融增速维持在10%附近（2021年7月以来），M2增速在12%附近（2022年7月以来）。货币和信用的增速明显快于实际经济的增速，而我国的通胀保持稳定。从数量方程式（ $MV=PQ$ ）出发，要看通胀和需求的变化，我们不仅要看货币的存量，还要看货币的流通速度（即存量货币在经济体中每年流通多少次）。

我国M2和融资同比增速（%）



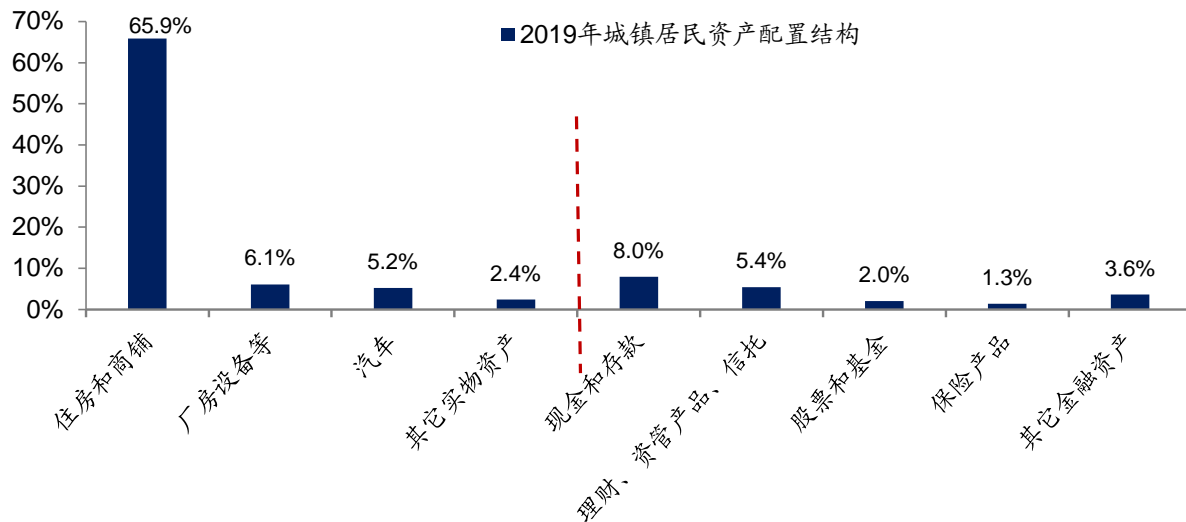
- 根据我们的测算，用社融衡量的货币流通速度在一季度大概为0.35次/年。要提振需求的话，提高货币的流通速度也很重要，即要让居民和企业愿意“支出”，带来消费和投资的扩张。

我国社融衡量的货币流通速度（次/年）



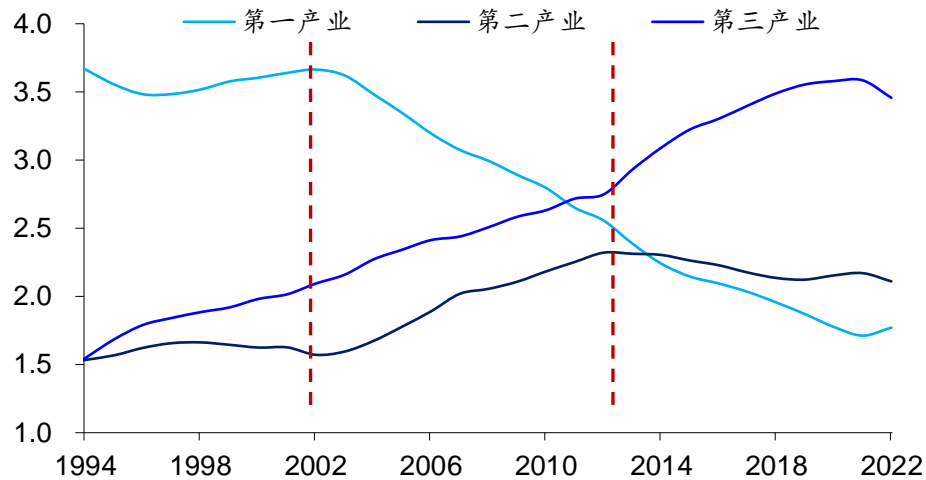
- 去年12月，中央经济工作会议指出“要从战略全局出发，从**改善社会心理预期、提振发展信心**入手，纲举目张做好工作。”
- 根据央行2019年进行的调查，我国城镇居民配置比例最高的资产还是房地产，住房加上商铺配置比例达66%。我们认为，要提振居民信心，稳定房地产市场至关重要。

图 我国居民资产配置结构(%)

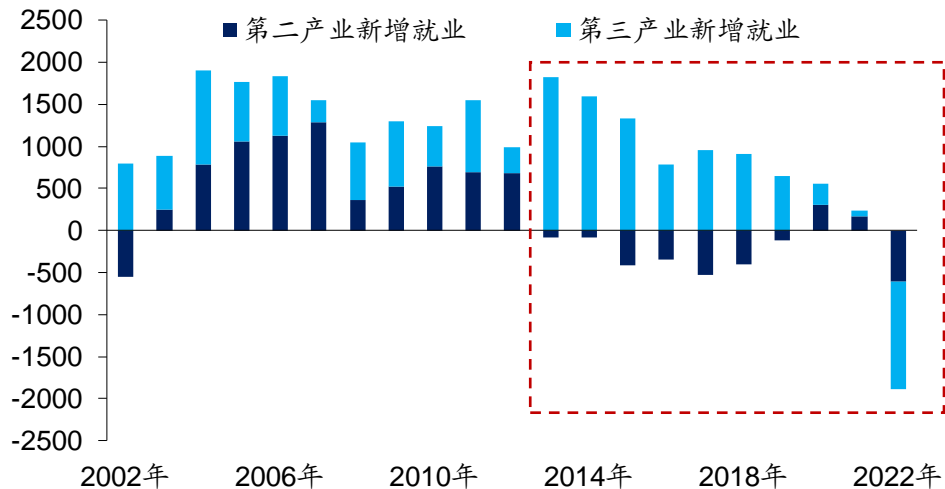


- 4月政治局会议强调：“要切实保障和改善民生，强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。”
- 中国加入WTO以后，第一产业就业人数开始下降，二三产业就业人数快速增长；
- 2013年之后，第二产业就业人数也开始下降，第三产业就业人数加速增长；
- 2022年，第一产业就业人数上升，第二、三产业就业人数下降。
- 2023年，就业有望改善。服务业或是稳就业的重要方向。

我国三次产业就业人数（亿人）



我国第二、三产业就业人数变化（万人）



资料来源：WIND，国家统计局，海通证券研究所

- 4月政治局会议指出，要坚持“两个毫不动摇”，“破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气。各类企业都要依法合规经营。要下决心从根本上解决企业账款拖欠问题。”
- 去年12月中央经济工作会议中也指出，“坚持**实事求是、尊重规律、系统观念、底线思维**，把实践作为检验各项政策和工作成效的标准”；“坚持推动经济发展在法治轨道上运行，**依法保护产权和知识产权，恪守契约精神**，营造**市场化、法治化、国际化一流营商环境**”。

1. 经济：“信心”胜于黄金
2. 政策：重托底，不刺激
3. 海外：降息需要耐心

整体基调：高质量发展，不搞强刺激

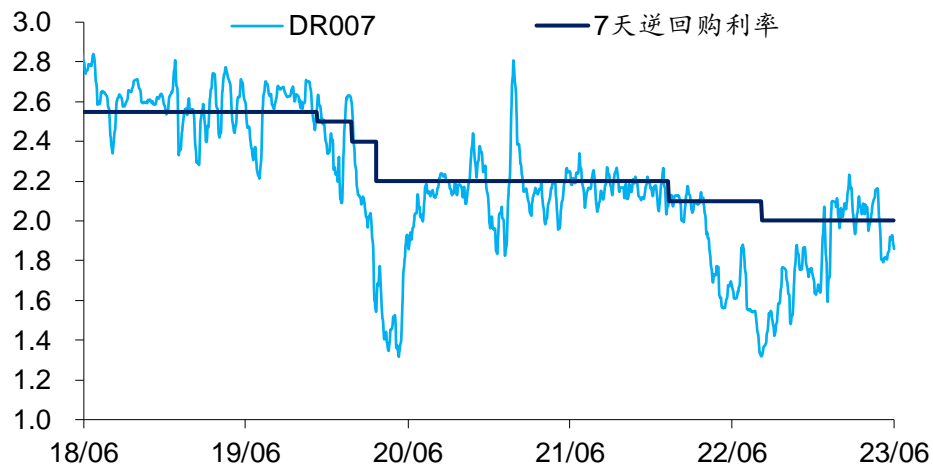
- 4月政治局会议强调，“坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力”。
- 5月30日，二十届国安委第一次会议指出，“要坚持底线思维和极限思维，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验”；“要以新安全格局保障新发展格局”。
- 整体政策基调上，重点强调高质量发展，不会搞大水漫灌强刺激。

- 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。要大力建设世界一流企业，倍加珍惜爱护**优秀企业家**，大力培养**大国工匠**。”

- 4月政治局会议继续强调，“稳健的货币政策要精准有力”。我们认为，结构性货币政策工具仍将发挥重要作用。

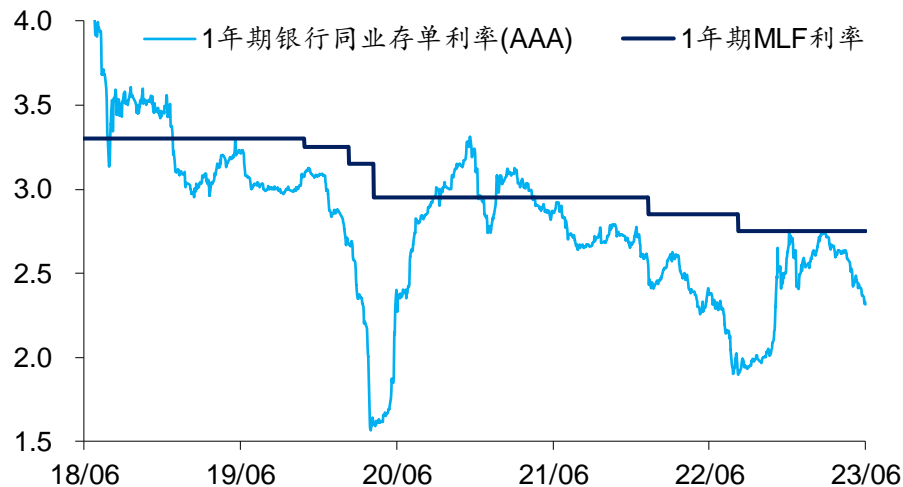
- 4月政治局会议提出，“内生动力还不强，需求仍然不足”。央行在年初的工作会议上就指出“多措并举降低市场主体融资成本”。我们认为，政策利率仍有一定调整空间。当前MLF利率明显高于市场利率，逆回购利率也略高于市场利率。

图 逆回购利率和DR007对比 (%)



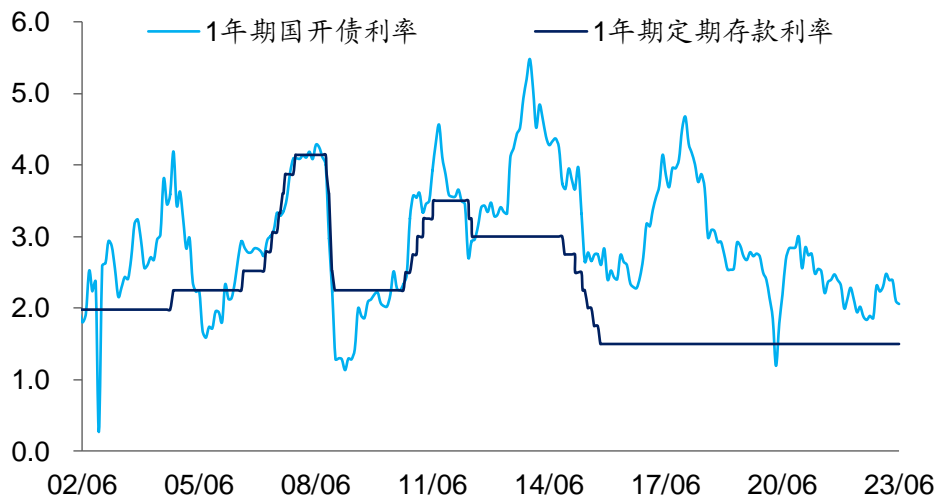
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 MLF和存单利率对比 (%)



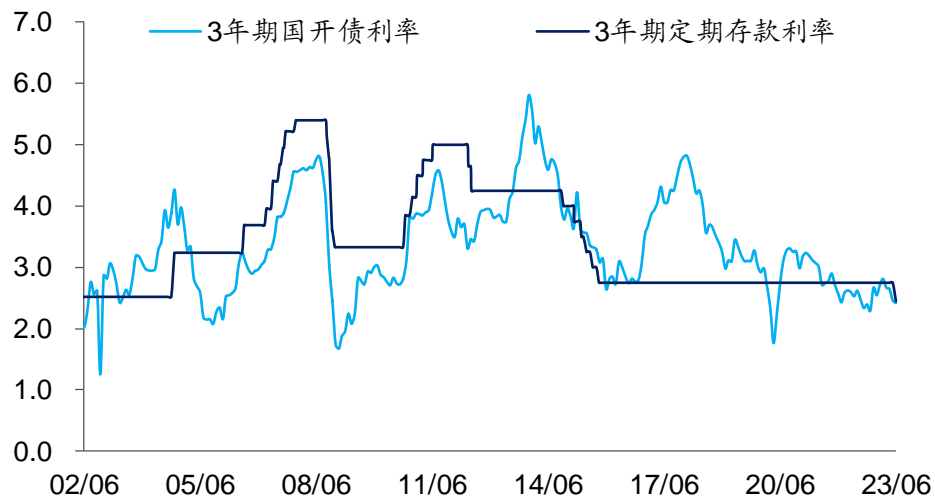
- 一般来说，同期限的定存利率应该和利率债的利率相匹配。当前1年期定存利率低于1年期国开债利率，3年期定存利率和国开债利率相匹配。不过考虑到银行负债端的成本压力，存款利率仍有一定调整空间。

图 1年期定存和国开债利率对比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

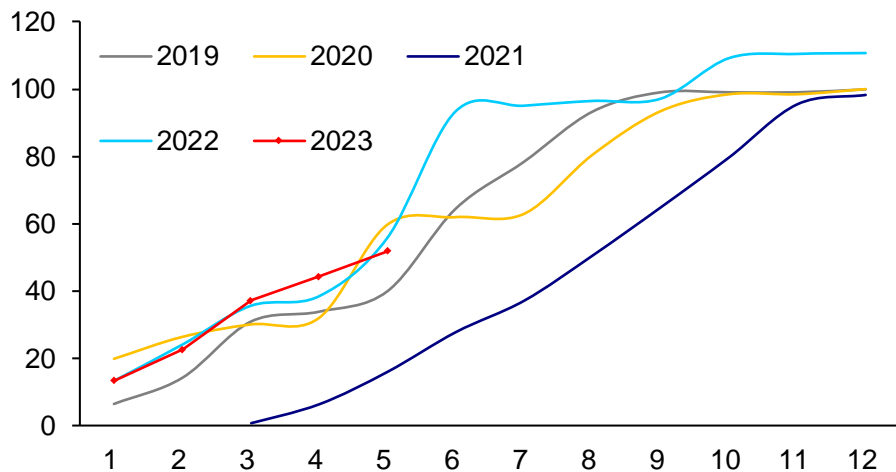
图 3年期定存和国开债利率对比 (%)



- 近几年，居民资产负债表出现较大幅度重构，存款高增长，负债增速放缓，这主要是由于居民资产端和负债端利率不匹配导致的。资产端收益率降低，负债端成本仍在高位。
- 而居民负债端近76%是房贷（2019年），所以居民存量房贷利率也有调整空间。

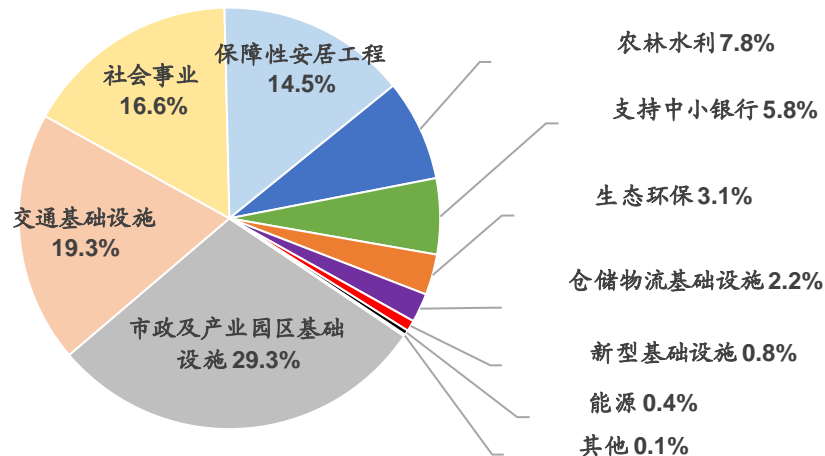
- 要扩大内需，基建投资仍是重要方向。我们预计，下半年广义财政政策或继续发力稳增长，尤其是在基建领域的投资，力度或加大。

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1-4月新增专项债投向



- 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救助优质供给，从整个行业供给端来看，仍面临出清压力。
- 在需求端，4月政治局会议再度强调房住不炒。这意味着，在需求端不再是强刺激。

- 4月政治局会议强调，“要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费”。

表 中央政治局会议内容对比

	2023年4月 中央政治局会议	2022年12月 中央政治局会议
扩大内需	<p>恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好关键所在。</p> <p>要多渠道增加城乡居民收入，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。</p>	<p>要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。</p>

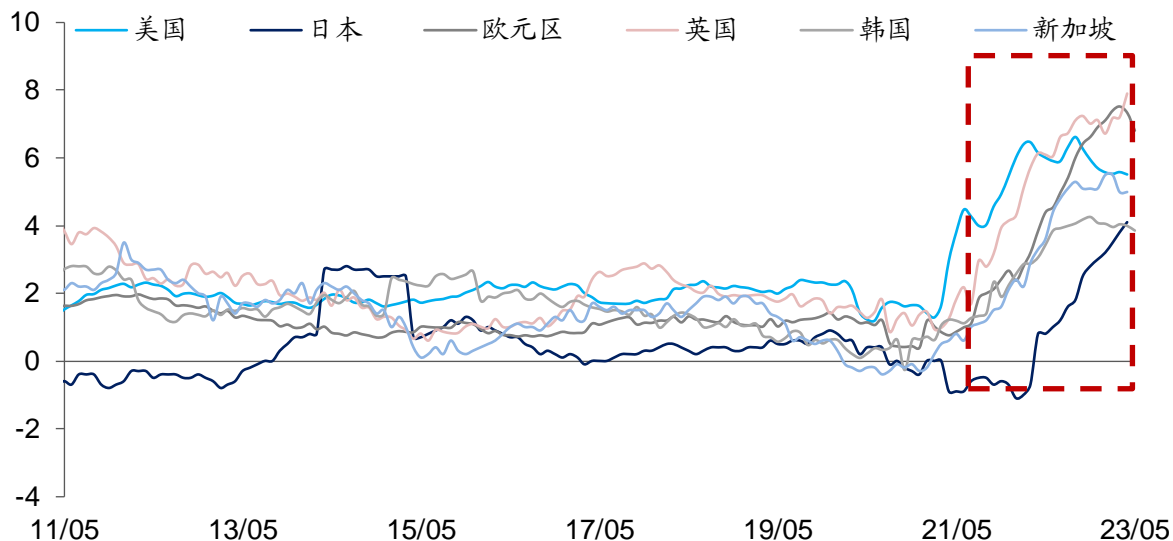
- 2022年6月17日，中共中央政治局召开会议审议《关于十九届中央第八轮巡视金融单位整改进展情况的报告》：深刻把握金融工作规律，深化对**金融工作政治性和人民性**的认识，坚定不移走中国特色金融发展之路。要坚持和加强党对金融工作的领导，防范化解金融风险，深化改革创新，**以动真碰硬的狠劲、一抓到底的韧劲**，持续压实整改主体责任和监督责任，从政治上、思想上、组织上、作风上、纪律上**全面强化严的氛围**，推动金融单位党委（党组）全面抓好整改落实，建立常态化长效化机制，把巡视整改融入日常工作、融入深化改革、融入全面从严治党、融入班子队伍建设，为金融业健康发展提供坚强政治保障。
- 2023年2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。
- 2022年5月，《求是》杂志发表习近平总书记《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。（为2021年中央经济工作会议的讲话）

1. 经济：“信心”胜于黄金
2. 政策：重托底，不刺激
3. 海外：降息需要耐心

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处于历史高位。

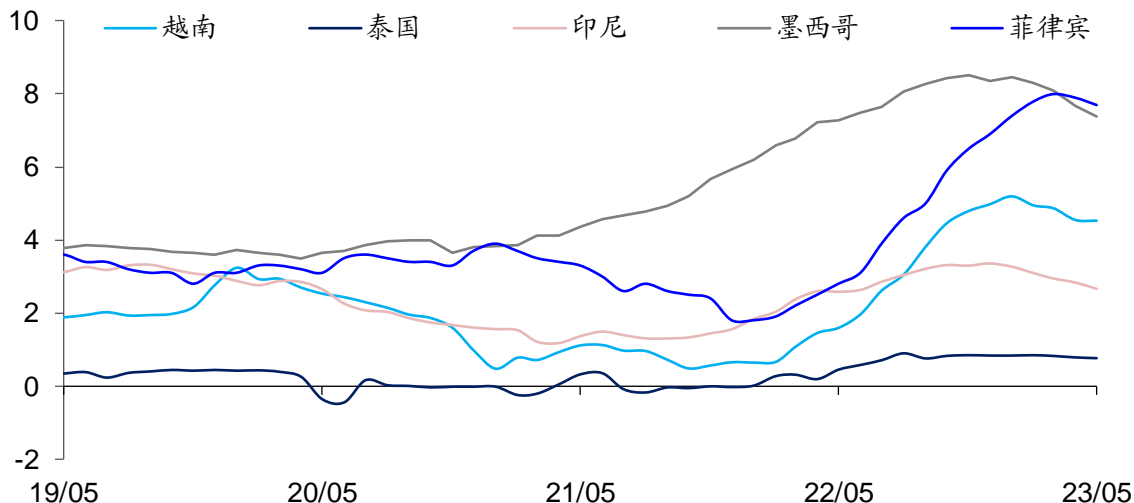
图 核心CPI同比走势 (%)



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、墨西哥和菲律宾等国家的核心CPI仍处于高位。

图 核心CPI同比走势 (%)



- 当前美国经济需求端暂时稳定，一季度经济年化同比**1.8%**，而根据美国国会预算办公室的测算，美国**2028-2033年实际潜在经济增速平均预计降至1.8%附近**。
- 居民仍有一定超额储蓄，消费仍有支撑。当前居民4月消费年化同比增速为2.6%，比疫情前（2020年3月）水平还要高。考虑到美国劳动力市场依然紧张，工资增速仍高；加之，税收政策调整，居民税收负担减轻。我们预计，在保持当前消费支出强度下，美国居民超额储蓄的消耗速度有所下降，仍能支撑美国消费。

图 美国实际经济增速 (%)

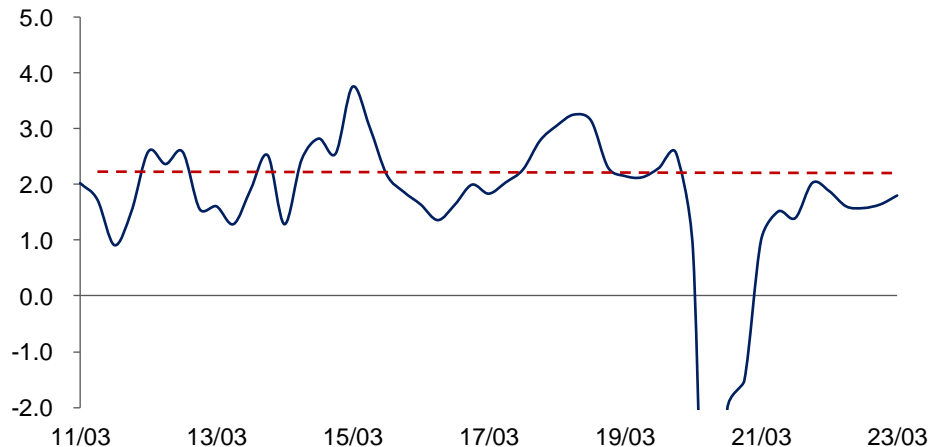
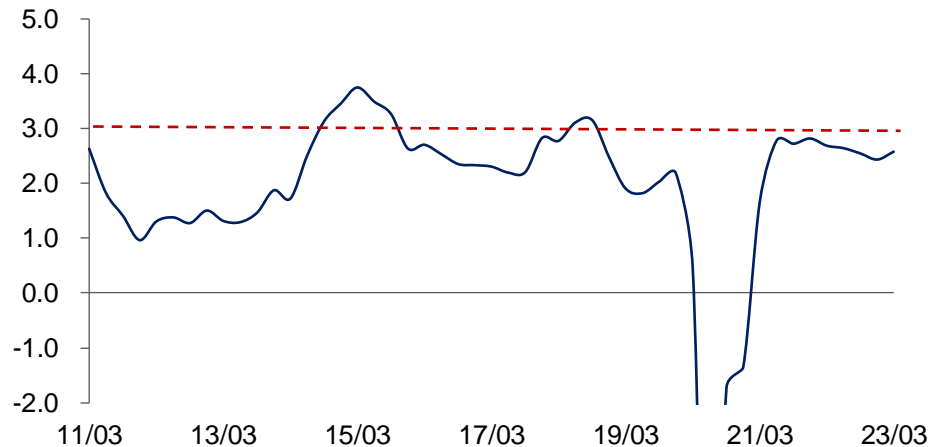


图 美国实际消费同比增速 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所，2021年以来为相对2019年的年化增速

- 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。此外，从目前房地产销售情况来看，已经有企稳的迹象，我们预计，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 (%)

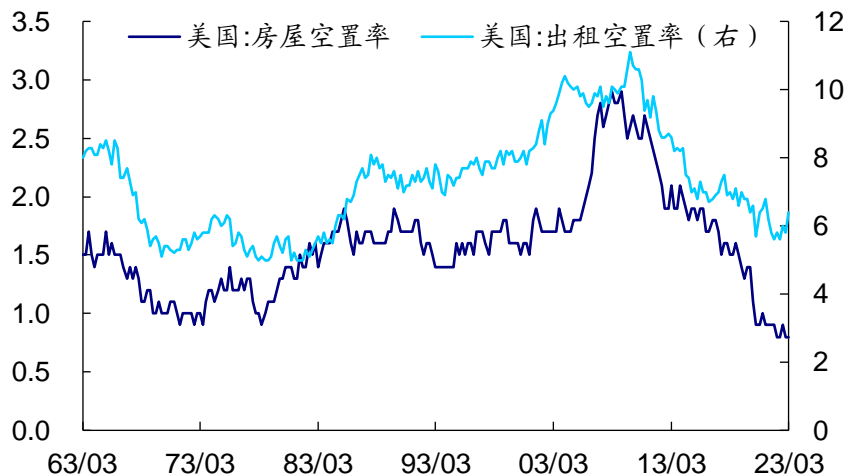
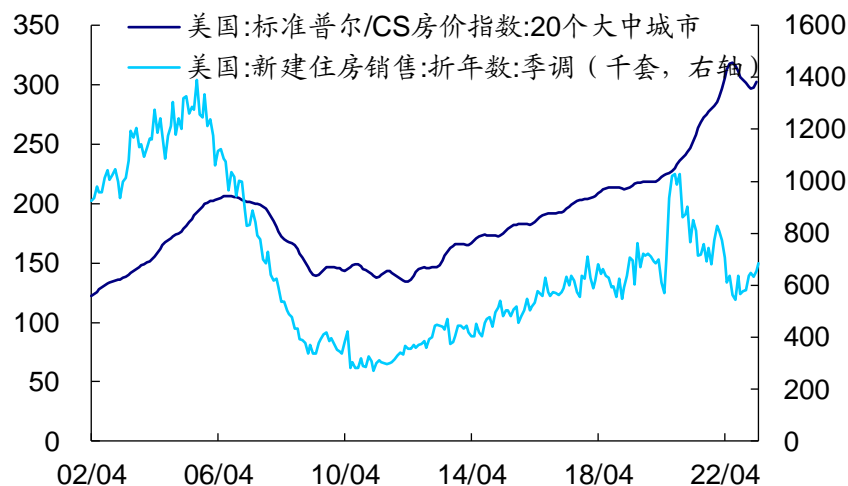


图 美国房价和房屋销售



资料来源: Wind, 海通证券研究所

- 截至6月17日，市场预期7月加息25BP的概率由前一周（6月10日）的52.8%上升至74.4%。此外，美联储6月议息会议后，市场已预期年内大概率不会降息，认为在7月加息25BP之后将维持这一利率直至年底，2024年1月或开启降息。我们认为，治理通胀仍然是美联储首要目标。

图 市场预期美联储加息概率（%）

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.6%	74.4%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.5%	68.5%	8.9%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	23.5%	67.3%	8.7%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.9%	37.7%	48.3%	5.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	21.5%	42.5%	29.0%	3.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.0%	33.7%	34.7%	14.1%	1.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	13.4%	32.6%	34.6%	15.2%	2.1%	0.1%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	8.7%	24.7%	33.8%	23.2%	7.5%	0.9%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	7.6%	22.2%	32.4%	24.8%	9.9%	1.9%	0.2%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.9%	6.4%	19.6%	30.6%	26.2%	12.6%	3.3%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.8%	5.9%	18.5%	29.7%	26.5%	13.7%	4.1%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	2.9%	11.0%	23.0%	28.4%	21.4%	9.8%	2.7%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至6月17日。

- 经济缓慢修复，政策不强刺激，国内权益市场更多关注结构机会。

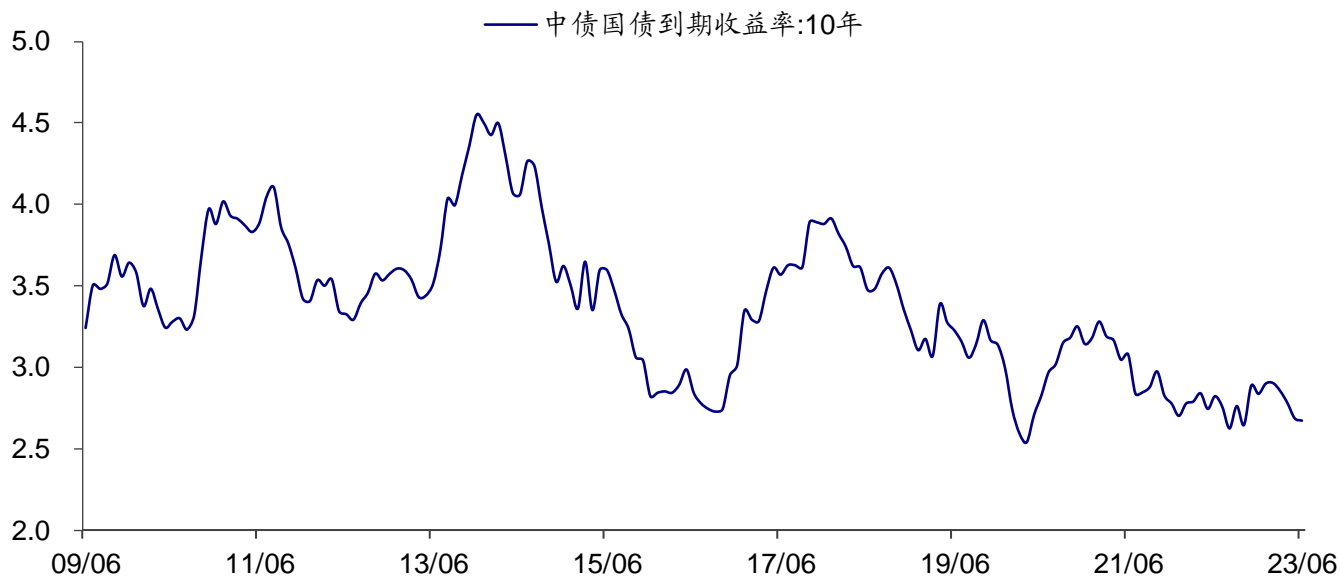
图 国内行业股票指数概览

指数名称	6月以来 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 (%)
传媒	6.362	52.182	50.62	75.68	3.04	61.94	1.10
通信	5.649	42.358	32.83	14.28	2.48	38.55	1.49
计算机	3.818	30.148	71.10	78.80	3.95	44.13	0.61
建筑装饰	-0.248	11.644	9.80	28.46	0.90	16.37	1.92
家用电器	6.542	9.788	14.38	16.40	2.47	8.09	3.44
电子	0.200	8.874	43.57	50.29	2.73	12.48	0.83
石油石化	0.025	8.874	14.28	28.91	1.29	11.70	2.95
公用事业	-3.885	5.262	24.58	64.69	1.67	42.79	1.65
机械设备	-1.189	5.165	29.66	39.96	2.31	29.04	1.28
非银金融	-0.227	3.482	14.55	31.60	1.13	3.02	2.35
纺织服装	0.734	1.717	24.86	35.58	1.74	16.72	2.82
银行	1.613	1.491	4.89	4.48	0.49	3.12	5.04
汽车	3.275	0.944	28.89	73.78	2.09	34.89	1.25
环保	-3.495	-0.637	21.52	24.94	1.46	0.61	1.59
轻工制造	3.355	-1.409	30.30	61.01	1.96	29.46	1.50
有色金属	1.978	-1.690	13.51	0.49	2.26	24.22	1.30
国防军工	-4.123	-1.825	53.52	4.00	3.18	40.03	0.47
钢铁	-0.907	-3.930	22.47	66.96	0.95	15.57	4.24
社会服务	4.553	-4.320	87.88	79.19	3.47	22.81	0.40
医药生物	-4.352	-4.540	27.25	15.42	2.90	2.68	1.08
交通运输	0.387	-4.629	13.11	11.99	1.41	13.57	3.09
煤炭	-1.370	-5.018	6.12	0.34	1.17	27.17	7.24
食品饮料	1.216	-6.629	29.57	28.78	5.63	44.18	1.86
建筑材料	3.582	-7.128	18.83	59.26	1.44	1.07	2.89
综合	1.149	-8.871	42.38	37.04	1.82	29.14	0.15
电力设备	-4.014	-9.538	20.63	0.19	2.97	36.74	0.92
基础化工	0.051	-9.544	16.38	17.67	1.96	19.47	1.76
农林牧渔	0.712	-10.452	28.24	31.29	2.67	6.99	0.57
房地产	3.611	-11.053	14.44	60.26	0.82	1.66	3.36
美容护理	-1.866	-13.864	44.77	64.25	4.43	58.94	0.91
商贸零售	1.390	-19.430	36.49	70.74	1.94	43.42	1.17

资料来源：Wind，海通证券研究所，注：截至6月12日，历史分位数从2015年1月1日开始。

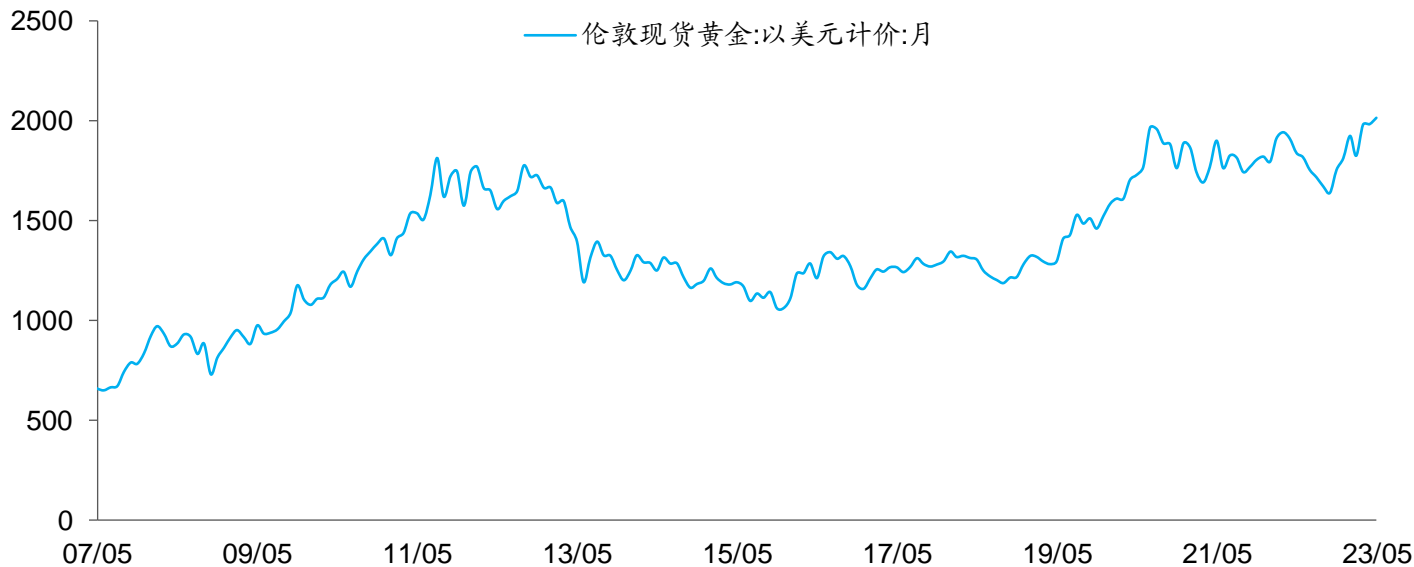
- 政策利率存在一定调整空间，根据基本面的走势，我们认为，国债利率仍有一定的调整空间。

图 10年期国债到期收益率 (%)



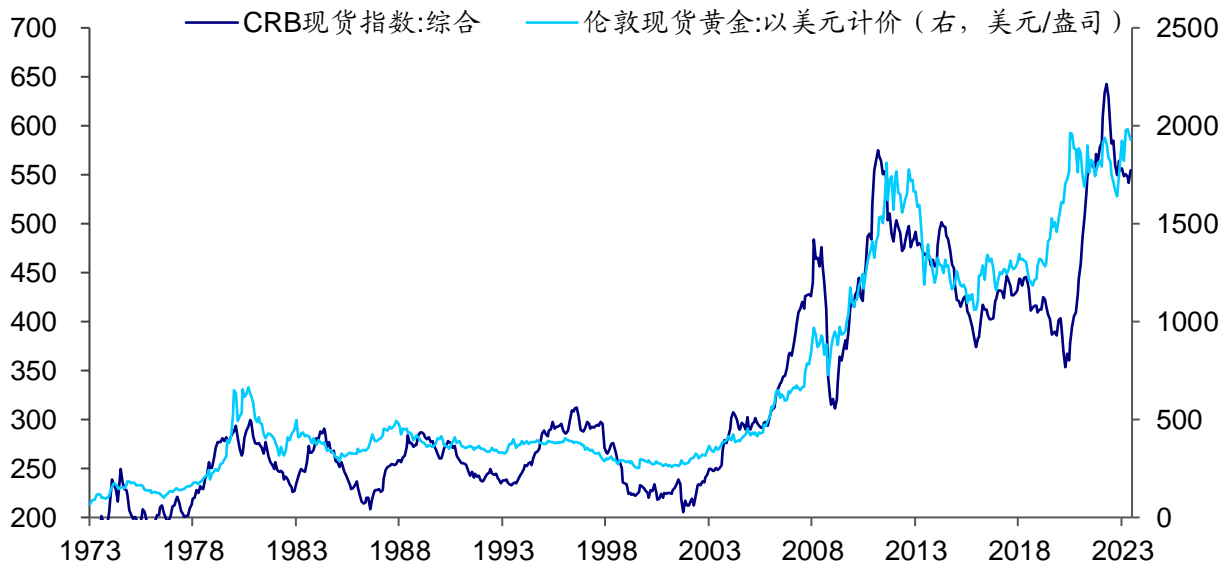
- 从长周期角度看，美债实际利率有望下降，黄金价格趋于上涨。全球面临百年变局，我们认为，风险事件或也会增加，关注黄金的避险功能。不过从短期来看，黄金的趋势性配置价值的体现，需要看到美国通胀压力的趋势性回落。

图 黄金价格（美元/盎司）



- 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震荡。

图 大宗商品价格或高位震荡



分析师声明和研究团队



分析师声明

梁中华
应稼娴
李俊
侯欢

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。

宏观经济研究团队:

宏观首席分析师

梁中华
SAC执业证书编号: S0850520120001
电话: 021-23219820
Email: lzh13508@haitong.com

宏观分析师: 应稼娴
SAC执业证书编号: :S0850521080001
电话: 021-23219394
Email:yjx12725@haitong.com
宏观分析师: 李俊
SAC执业证书编号: S0850521090002
电话:021-23185641
Email:ljl13766@haitong.com
宏观分析师: 侯欢
SAC执业证书编号: S0850522080004
电话: 021-23154658
Email:hh13288@haitong.com



欢迎关注微信公众号:
梁中华宏观研究

投资评级说明

	类别	评级	说明
<p>1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;</p> <p>2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

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。