

宏观经济研究和大类资产配置 ——宏观研究框架

研究所 姜超（宏观、债券首席分析师）

SAC执业证书编号：0850513020002

2018年7月16日

目录

第一部分：宏观研究的意义

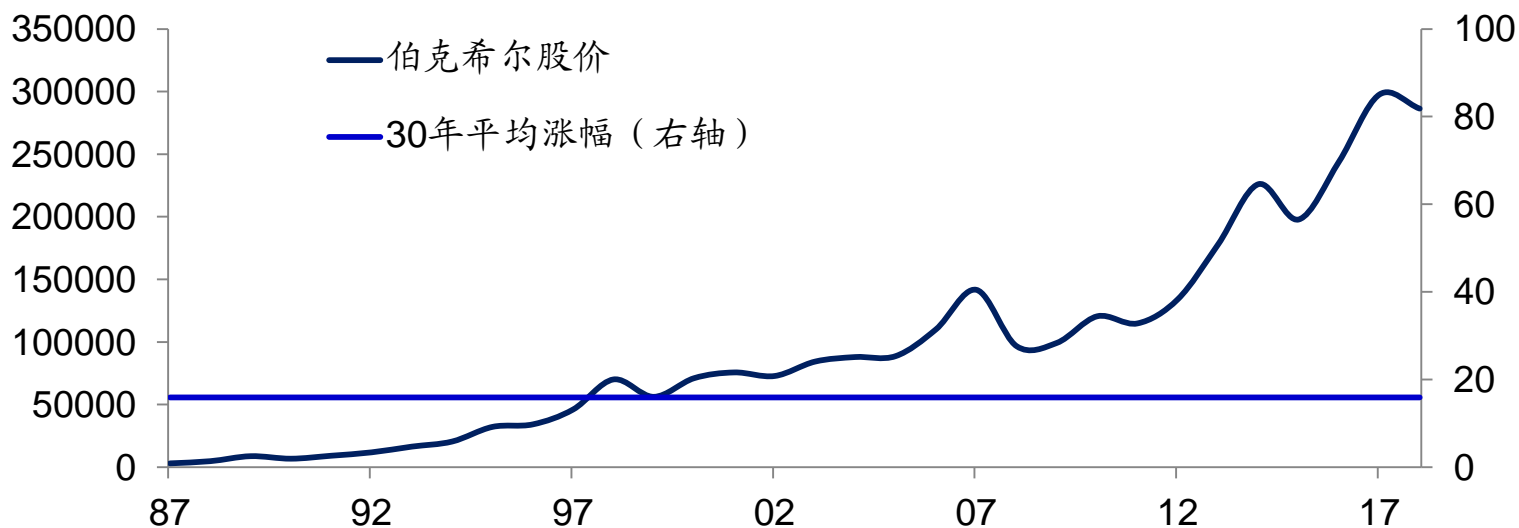
第二部分：美国经济分析

第三部分：中国经济分析

巴菲特滚雪球：寻找长坡

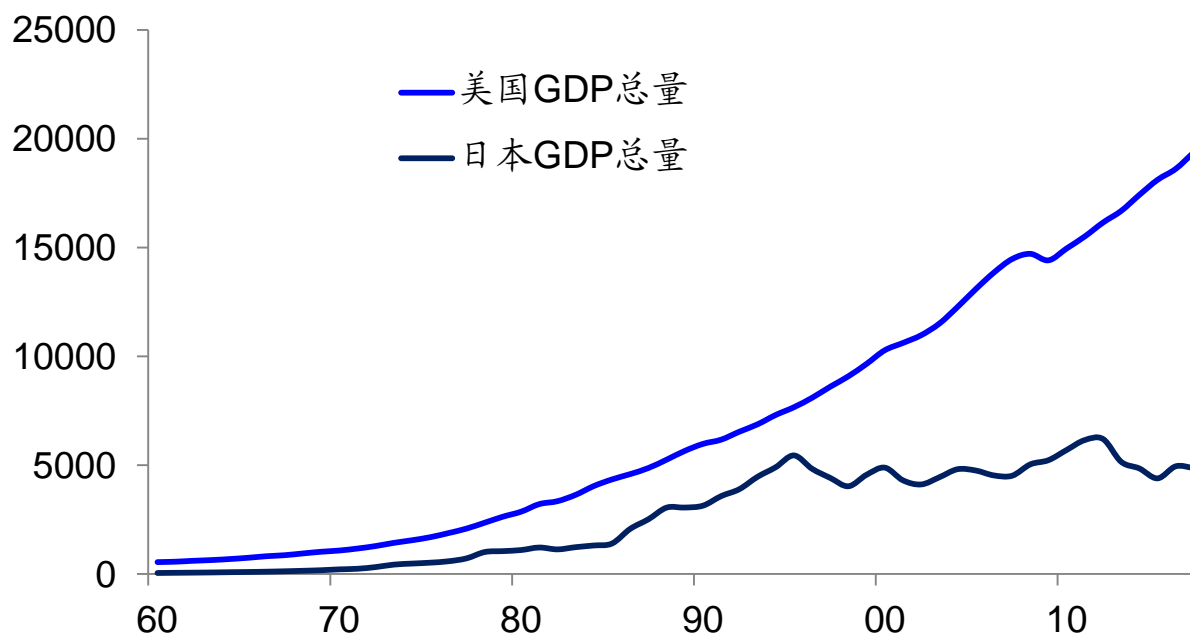
资本市场投资研究的核心是如何赚钱。巴菲特的伯克希尔公司股价在过去40年从每股300美元上涨到超过接近30万美元，累计涨幅1000倍，年均涨幅约20%。巴菲特的名言是“人生就像滚雪球。最重要之事是发现湿雪和长长的山坡。”

伯克希尔股价（美元/股）与涨幅（%）



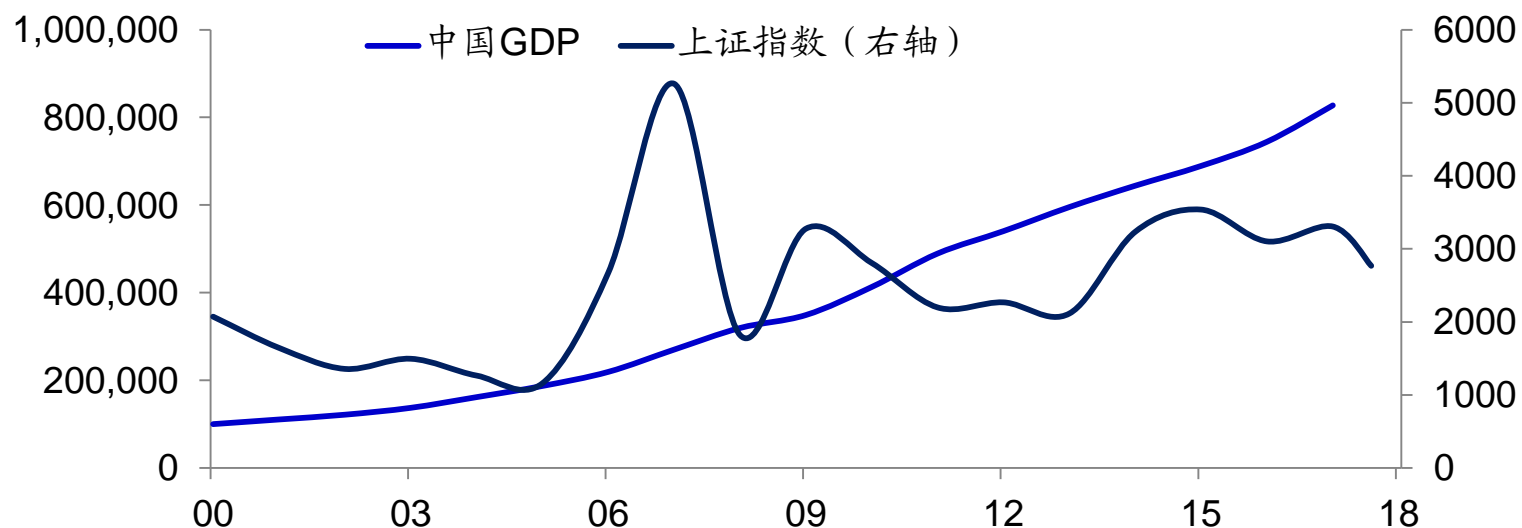
巴菲特说他自己中了卵巢彩票，因为他出生在美国，而美国也是到目前为止唯一一个从**1960年代起**每年（除危机后的**2009年**）经济保持增长的国家，其他比如日本经济已经**20年**没有增长了，对应的股市已经震荡了**30年**，也就难以诞生巴菲特这样的投资故事。

美国、日本GDP变化（十亿美元）



是不是经济高速增长就能有高回报呢？答案是未必见得。最典型的是中国过去17年GDP从2000年的10万亿增加到2017年的82万亿，但是上证指数一直徘徊在2000-3000点左右。

中国GDP（亿人民币）及上证指数对比

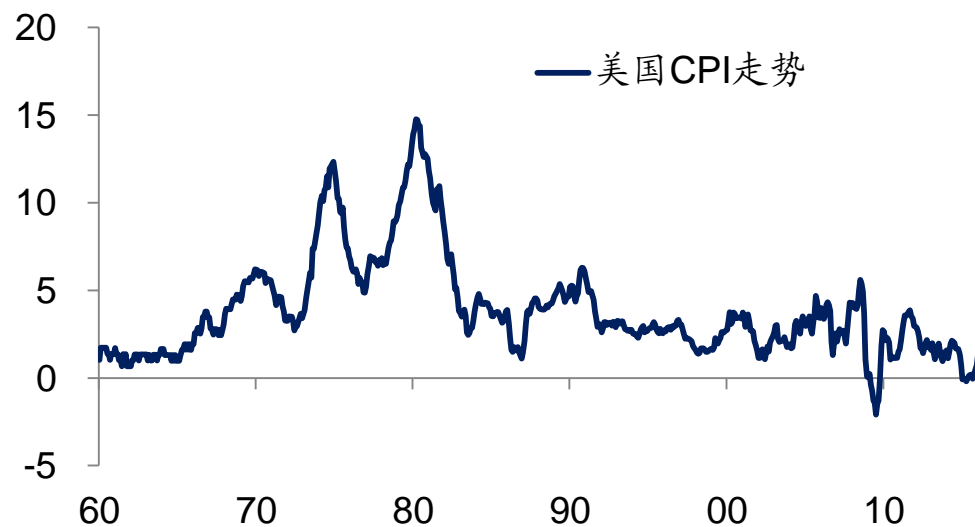
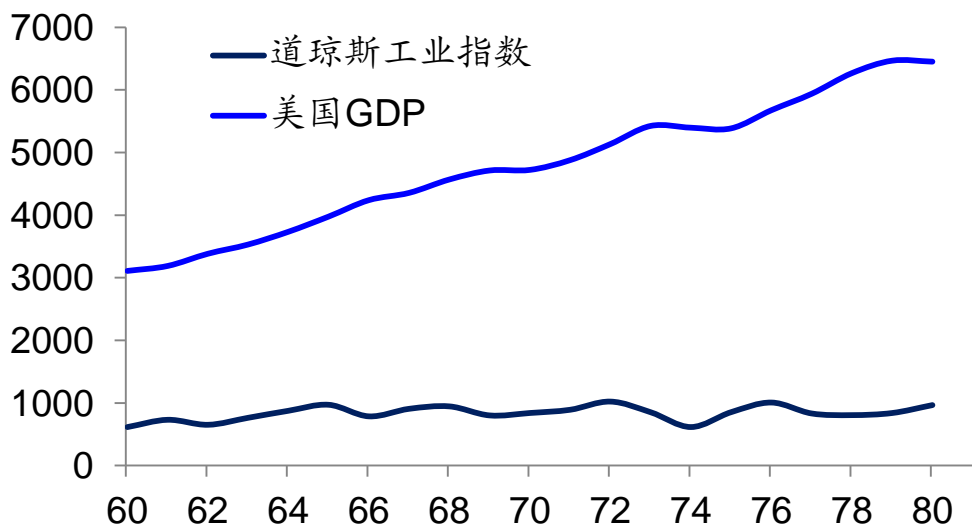


美国70年代：股市与GDP、CPI

即便是在美国，我们发现从65年到82年，美国GDP总量增长了1倍，但是这20年间道指一直在1000点左右波动，也没有出现像样的行情。对于美国70年代的股市，一个重要的解释是当时通胀高企，使得利率居高不下，因而对股市估值不利。

美国实际GDP（十亿美元）及道指（点）

美国CPI走势（%）



我们再回到金融资产的定价模型，理论上，任何金融工具的价格都等于来自这种金融工具的预期现金流的现值。

债券定价：

$$P = \frac{C}{(1+r)^1} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

其中， P 为债券价格， C 为息票收入， M 为债券面值， r 为贴现利率， n 为息票支付期数，债券的票息通常是固定的，定价主要由利率决定。

股票定价：

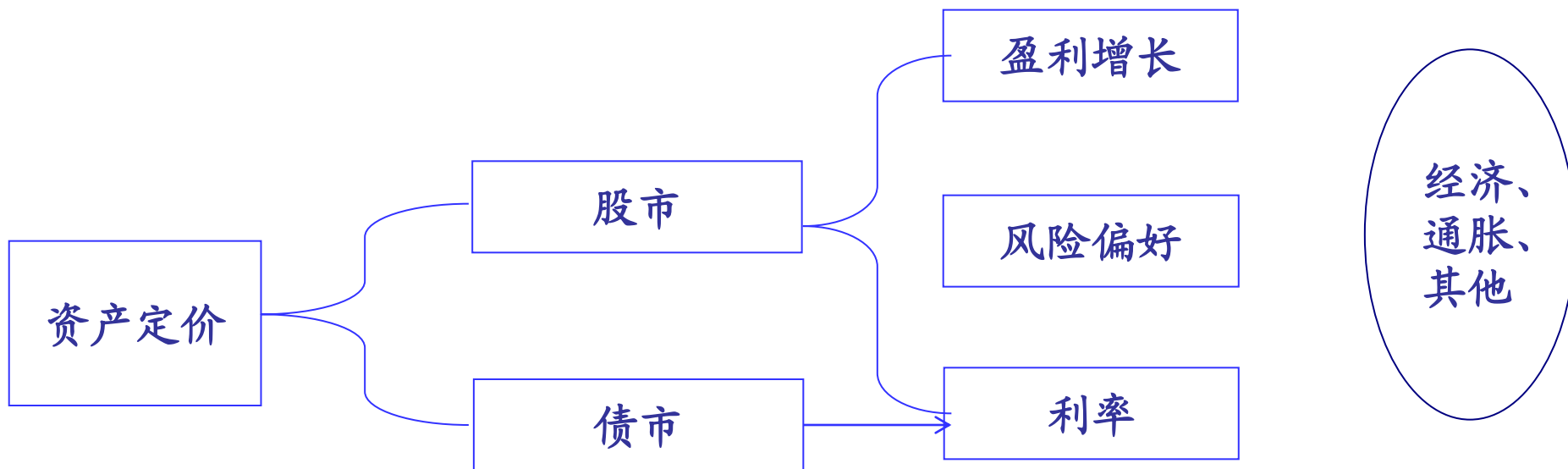
$$P = \frac{D}{r+f}$$

其中 P 为股价， D 为分红， r 为无风险利率， f 为风险溢价。

定价核心：盈利、利率、风险偏好

从资本市场定价模型来看，债券价格由利率决定。股价由企业盈利、风险偏好和利率等三大因素决定。而不同时代的市场驱动因素并不相同。在07/08年的行情中，牛市由企业盈利和经济驱动。但14/15年股市的背景是企业增长及盈利疲弱，因而股价上涨主要由利率下降和风险偏好驱动。而盈利增长、利率等的变化又与经济、通胀以及其他因素等的变化有关。

资本市场定价模型



目录

第二部分：美国经济分析

1. 经济成分与经济波动
2. 金融成分与经济波动
3. 货币政策与经济周期

美国的经济周期（NBER）

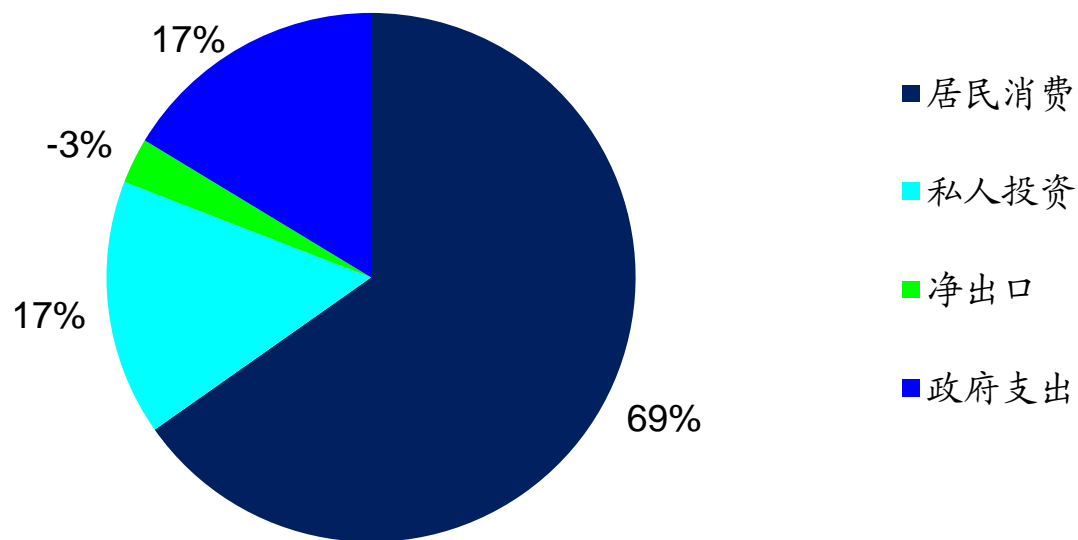
对宏观经济的研究可以分为两大类，第一类是对短周期经济的分析，这一方面美国的NBER（经济研究局）是对经济周期研究的鼻祖，其详细记录了过去100多年美国经济周期的运行情况，包括每一次顶峰和谷底所处的时间。

美国的经济周期

顶峰	谷底	收缩		扩张		周期	
		从顶峰到谷底 (月)	从谷底到顶峰 (月)	从谷底到谷底 (月)	从顶峰到顶峰 (月)		
1945年2月(1季)	1945年10月(4季)	8	80	88	93		
1948年11月(4季)	1949年10月(4季)	11	37	48	45		
1953年7月(3季)	1954年5月(2季)	10	45	55	56		
1957年8月(3季)	1958年4月(2季)	8	39	47	49		
1960年4月(2季)	1961年2月(1季)	10	24	34	32		
1969年12月(4季)	1970年11月(4季)	11	106	117	116		
1973年11月(4季)	1975年3月(1季)	16	36	52	47		
1980年1月(1季)	1980年7月(3季)	6	58	64	74		
1981年7月(3季)	1982年11月(4季)	16	12	28	18		
1990年7月(3季)	1991年3月(1季)	8	92	100	108		
2001年3月(1季)	2001年11月(4季)	8	120	128	128		
2007年12月(4季)	2009年6月(2季)	18	73	91	81		

研究经济变量的关系，最好从美国开始，因为数据的可靠性比较高，表现为数据之间的关系经得起检验。美国GDP分为四大构成：居民消费、政府支出、私人投资和净出口。

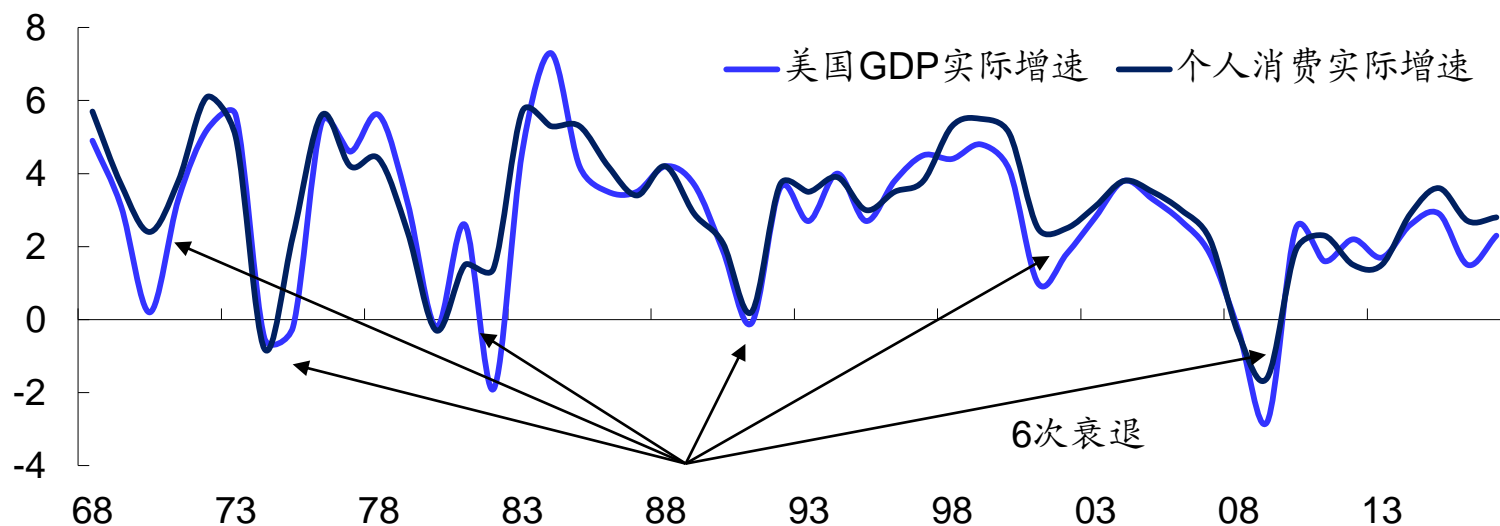
美国GDP构成（2017年）



居民消费同步经济

其中居民消费和**GDP**基本同步，因为前者占比高达**2/3**，因而只能是同步指标。

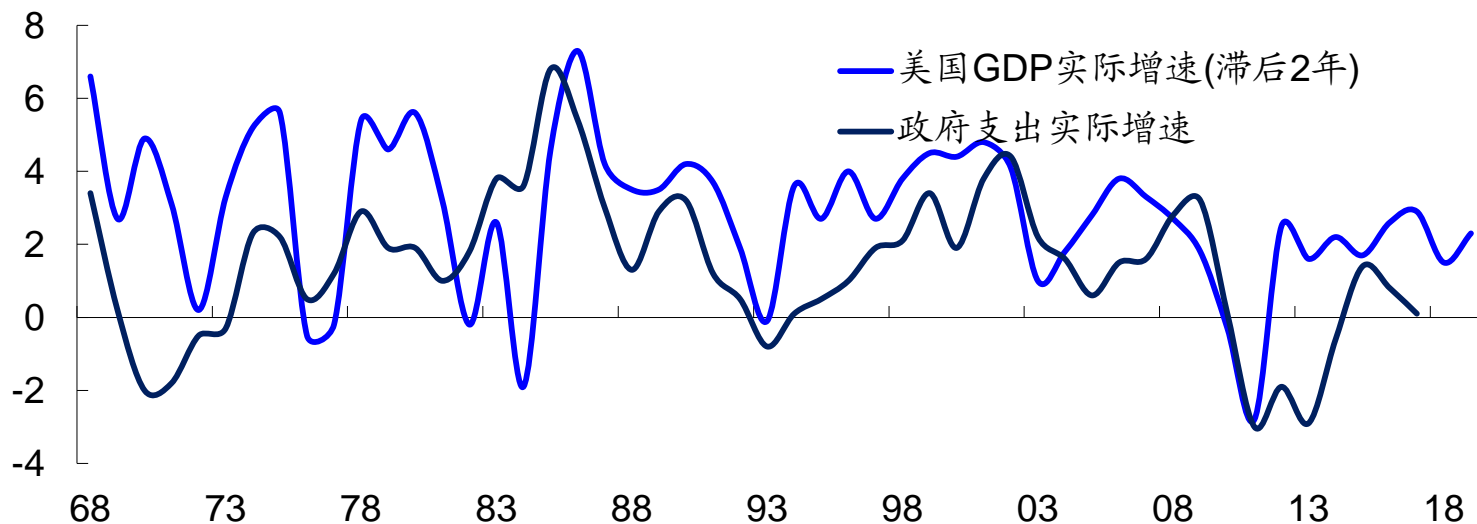
美国GDP实际增速、个人消费实际增速（%）



政府支出滞后经济

而政府支出体现出明显的滞后性，大约滞后于**GDP**两年左右。背后的原因也比较好理解，因为政府支出来源于政府收入，而政府收入来源于**GDP**，因而过去的增长会制约当前的政府支出能力。从这一点出发，意味着大家对政府投资寄予厚望从长期来看是没有意义的，因为是政府收支是自我循环，不创造价值。

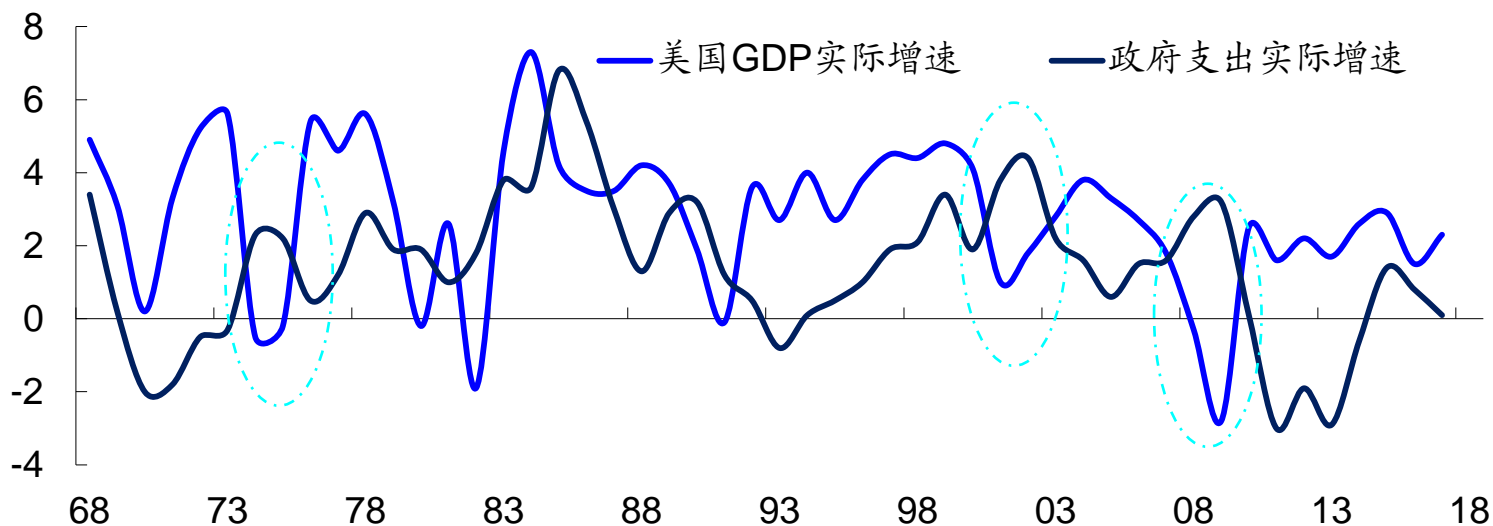
美国**GDP**实际增速（滞后2年）、政府支出实际增速（%）



政府支出反向经济

此外，大家知道有财政政策，体现为在经济衰退的时候，政府支出有一定的对冲能力，可以熨平经济的下滑。因而财政政策在经济危机的短时期内确实存在效果。但在危机之后，财政支出增速必然下滑，往往成为经济复苏的拖累。

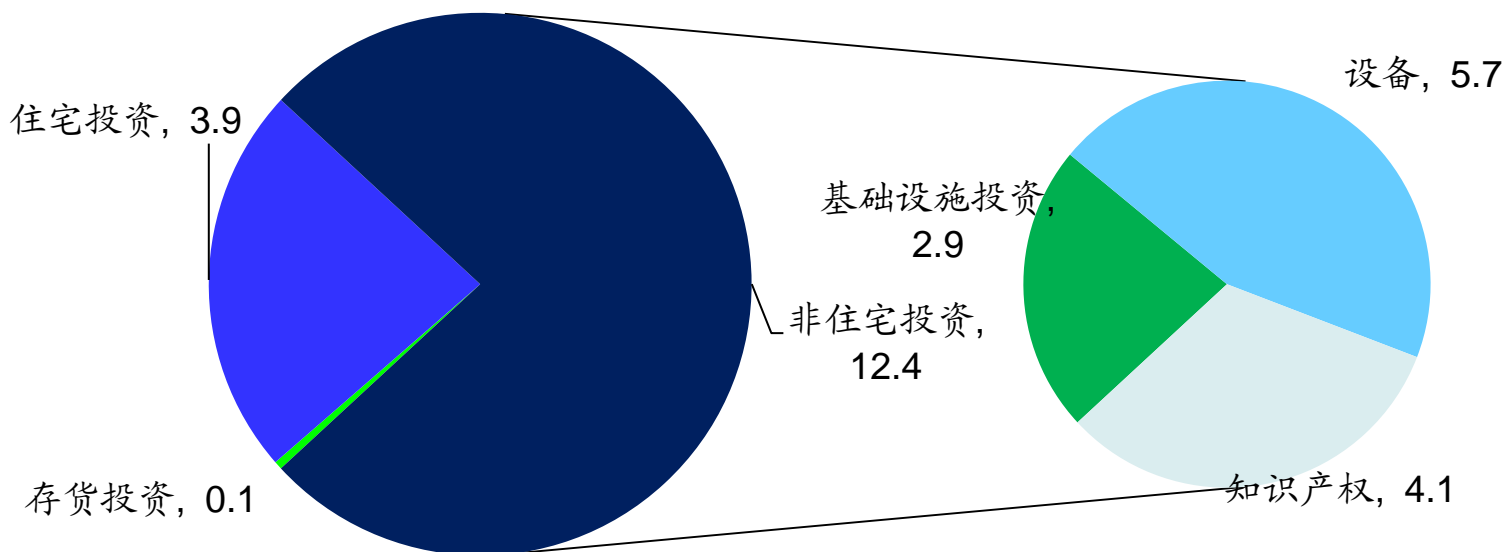
美国GDP实际增速、政府支出实际增速（%）



私人投资支出构成

再来看投资，投资有三种：最大的是非住宅投资、其次是住宅投资、最小的是存货投资。而非住宅投资包括设备投资、基建投资和知识产权投资三大类。

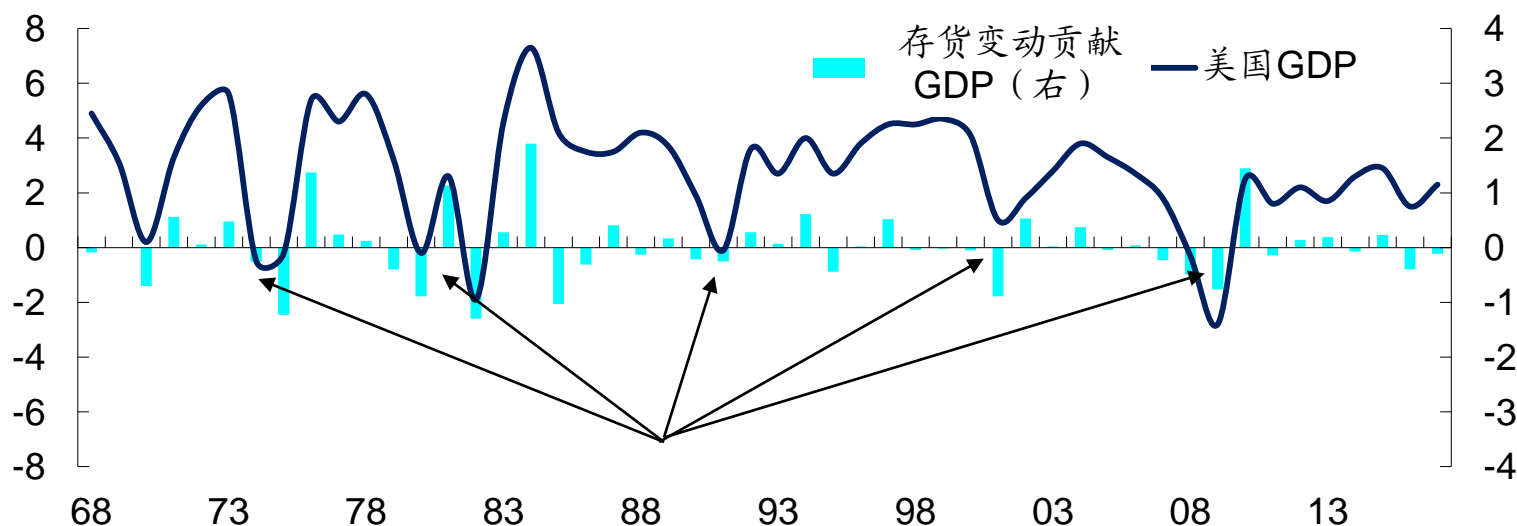
2015年美国投资构成 (%)



存货投资领先经济

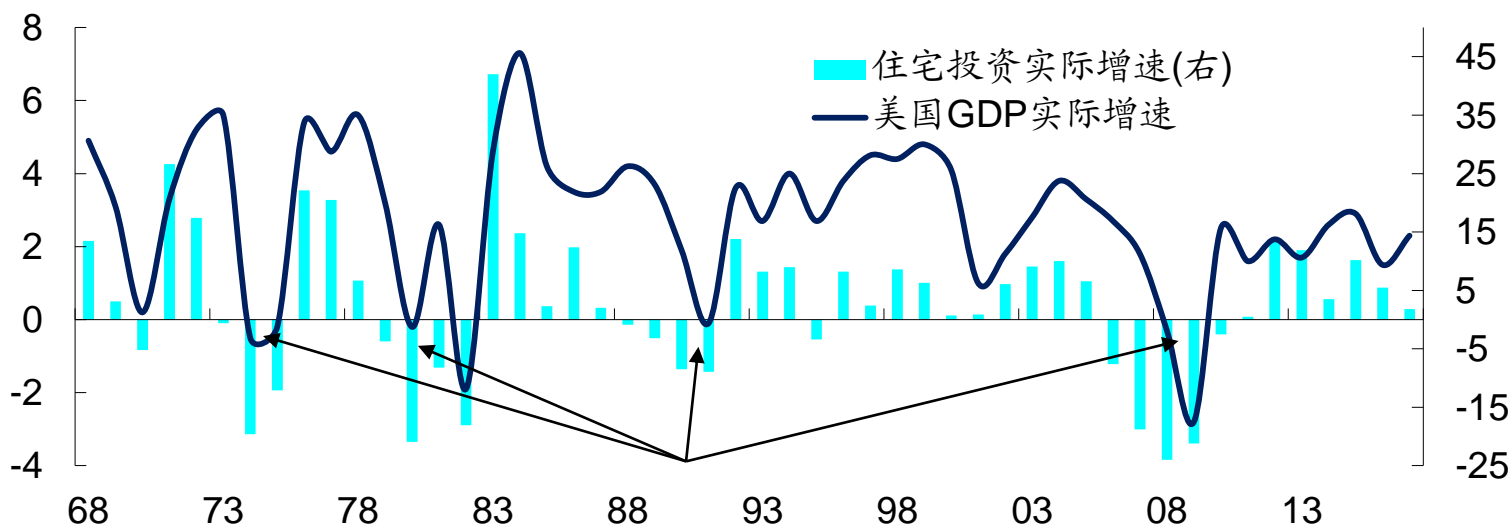
可以发现存货投资对经济有明显的领先效果，基本上每次经济衰退前存货投资已经开始下行，因而存货投资虽然占比不高，但是经济的有效领先指标。

美国存货变动贡献GDP增速、GDP增速 (%)



而住宅投资对经济衰退的领先性也非常好。美国过去50年发生过4次比较明显的衰退，均伴随着地产投资提前出现显著下行。

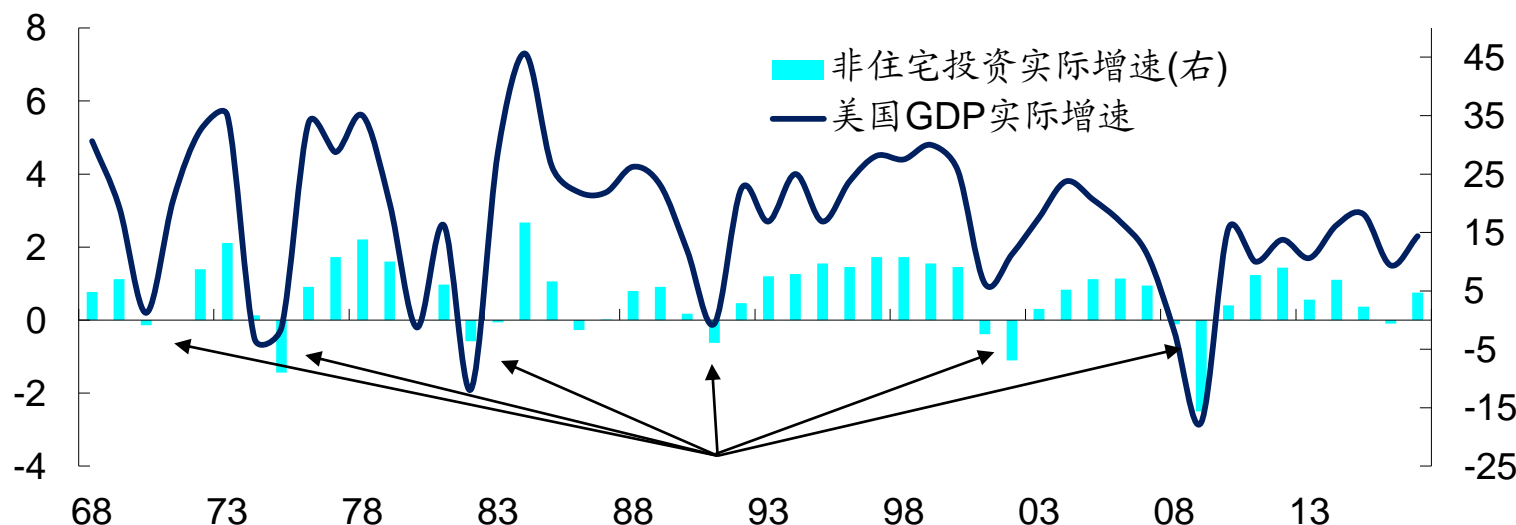
美国GDP增速、住宅投资增速 (%)



非住宅投资同步滞后

而非住宅投资类似于中国的制造业投资，体现为和经济的基本同步甚至滞后，意味着企业的投资决策往往滞后于经济表现。

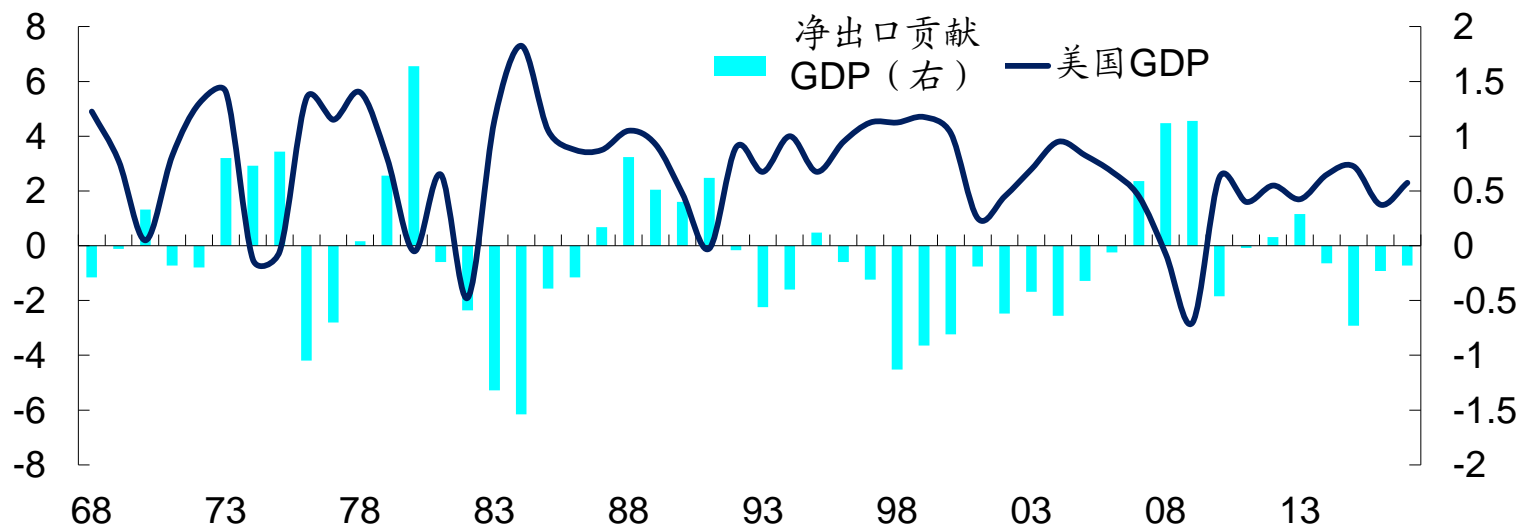
美国GDP增速、非住宅投资增速 (%)



净出口与经济反向

而净出口对经济的贡献与GDP的走势相反，原因在于美国以逆差为主，因而GDP回升时往往进口增加，使得其对经济的贡献下降。

美国GDP增速、净出口贡献GDP增速 (%)



经济冲击关系汇总

总结来说，对美国经济而言，住宅投资和存货投资是经济领先指标、消费是同步指标，非住宅投资是同比滞后指标，政府投资是滞后与反向指标，而净出口是反向指标。

经济冲击关系汇总

领先	同步	滞后	反向
住宅投资			
存货投资			
	消费		
	非住宅投资		
		政府支出	
			净出口

目录

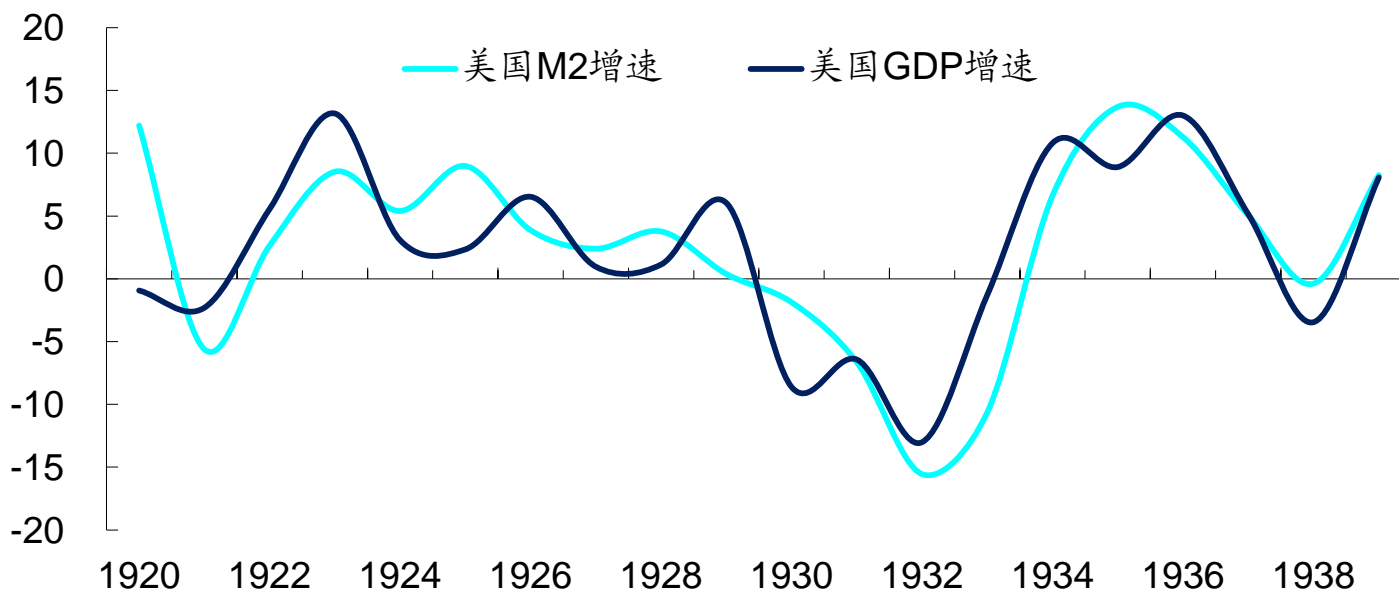
第二部分：美国经济分析

1. 经济成分与经济波动
2. 金融成分与经济波动
3. 货币政策与经济周期

信贷波动与大萧条

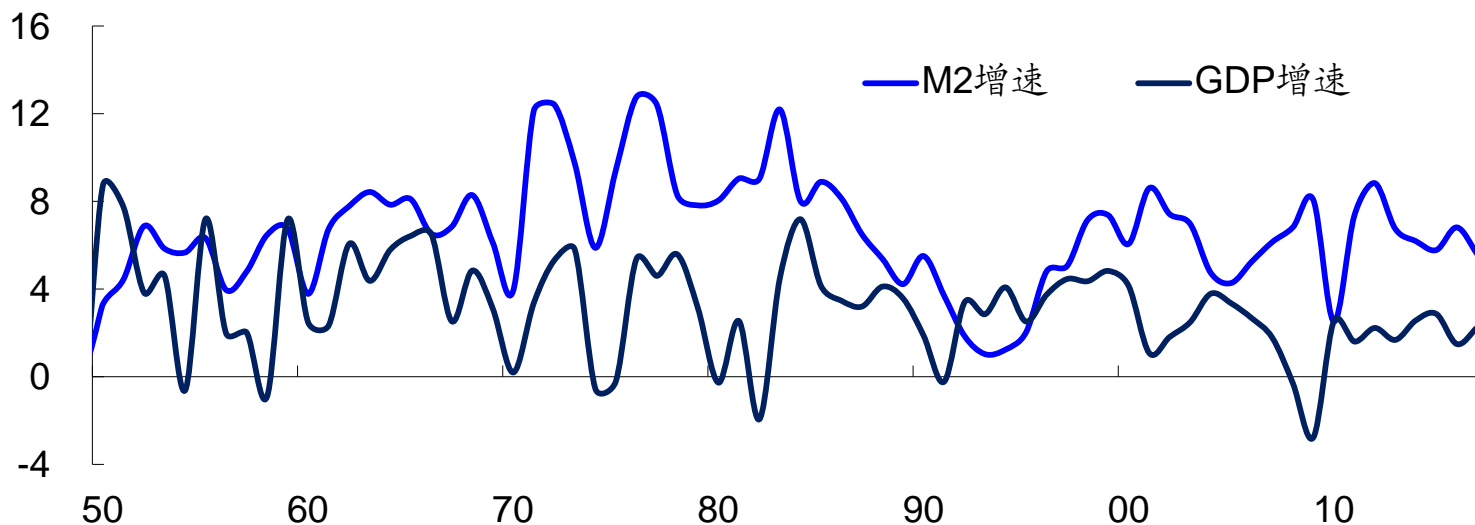
再从货币角度看经济周期的影响因素。上世纪早期，美国经济增长与货币增速波动高度一致，当时美国的货币供应以信贷为主，可以总结为信贷导致了经济波动。**29年的大萧条即源于信贷崩盘。**

美国GDP增速、M2增速 (%)



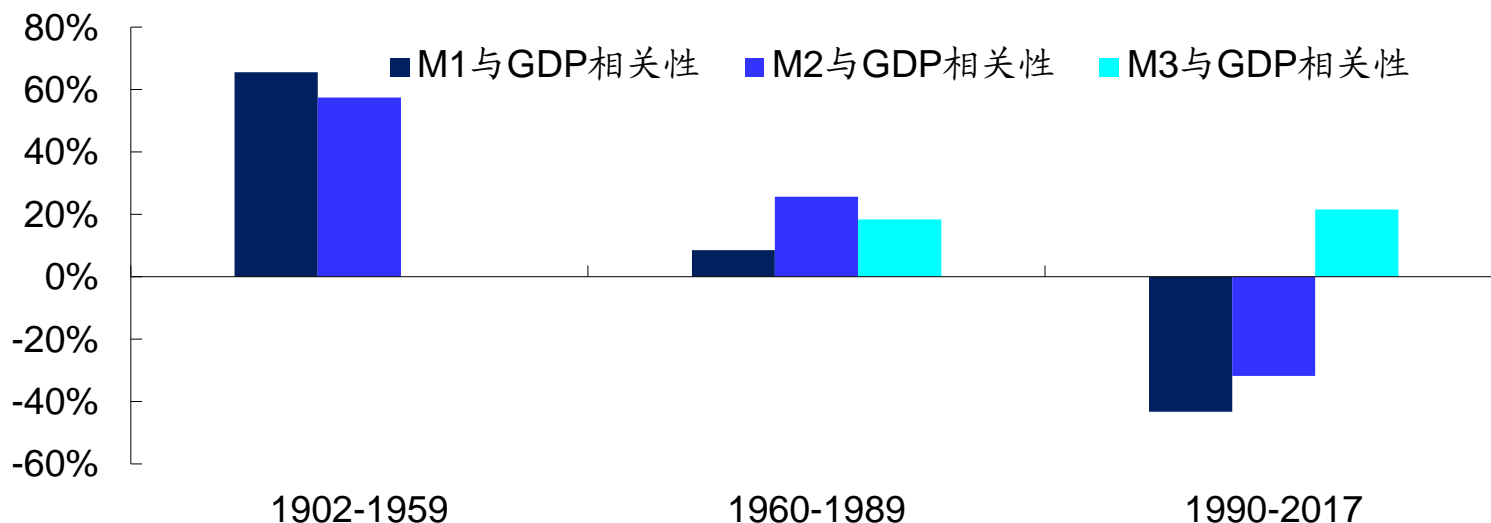
到了上世纪60、70年代，广义货币M2与经济增速有较强相关性，但是两者之间出现了巨大的缺口，到90年代以后两者相关性完全消失。

美国GDP增速、M2增速（%）



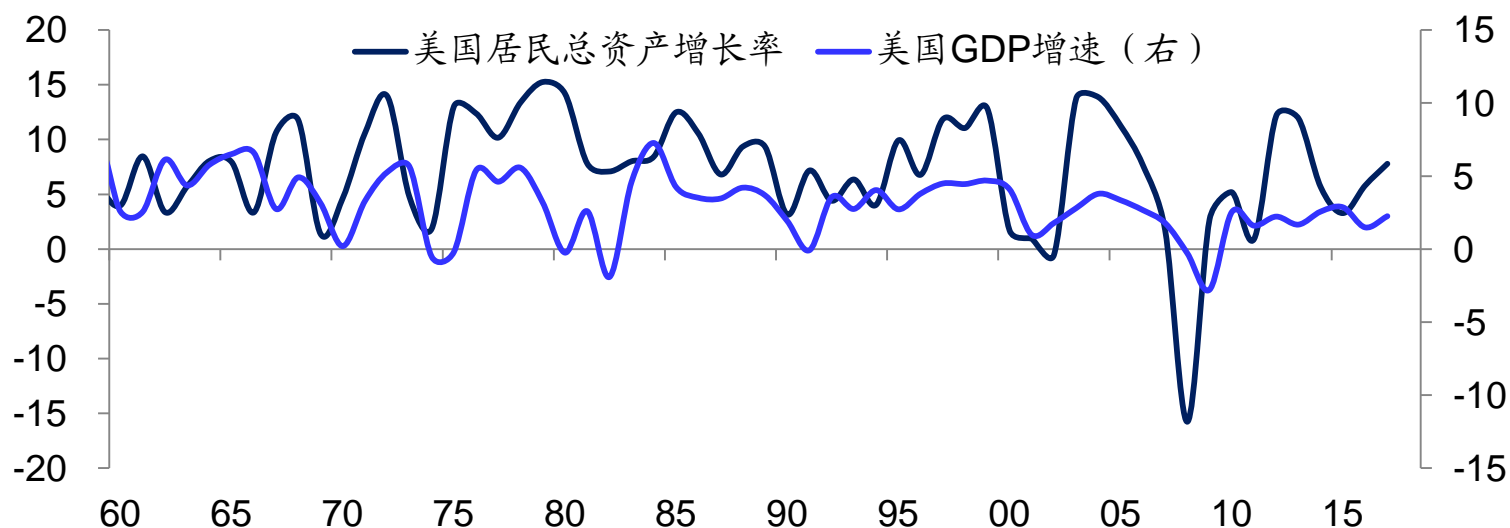
90年代以后，只有更广义的货币M3还保有和美国GDP增速的正相关性。但06年以后美联储不再公布M3的数据。

美国GDP增速与M2增速相关性



我们发现，90年代以后美国居民总资产和GDP增速的关联性非常密切，原因在于美国金融市场发达，居民可以很方便地将房产等流动性较差资产抵押再贷款，增加了其资产的流动性。08年次贷危机的崩盘即源于房价暴跌，居民财富缩水。

美国GDP增速、居民总资产增速 (%)



经济/金融冲击关系汇总

总结来说，对美国经济而言，在金融层面，早期信贷曾是重要的同步指标，在中期广义货币成为重要的同步指标，而目前随着金融的脱媒，只有居民总资产是最为有效的同步指标。

经济/金融冲击关系汇总

	经济	金融
领先	住宅投资 存货投资	
同步	居民消费 非住宅投资	信贷创造 广义货币 居民资产
滞后		
反向	政府支出 净出口	

目录

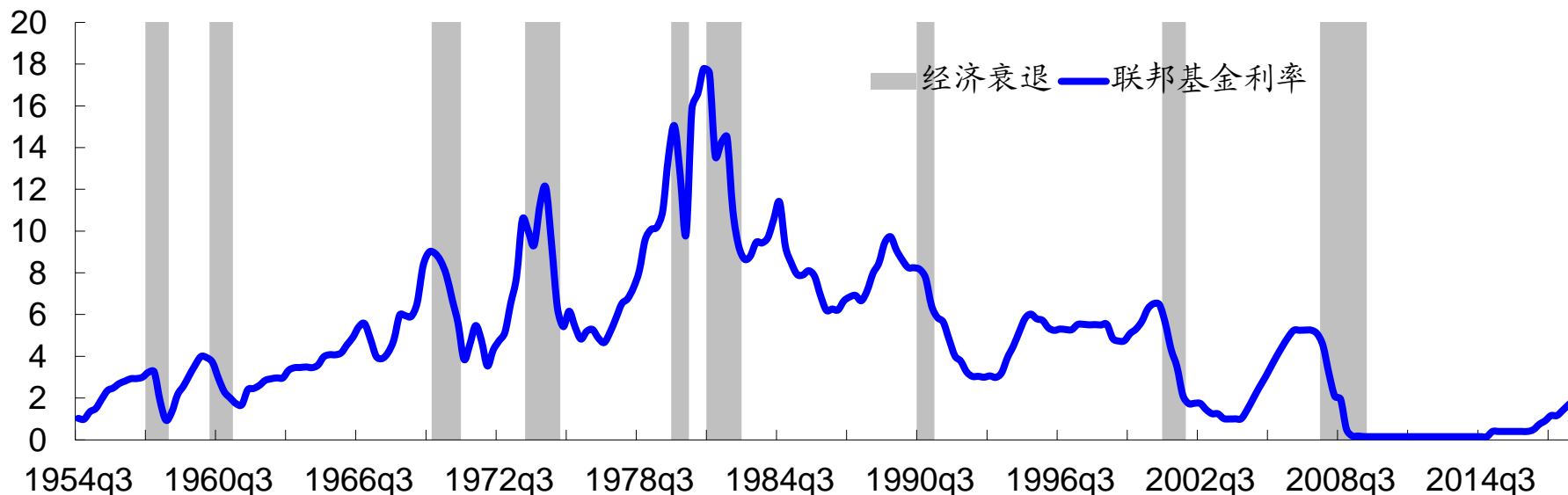
第二部分：美国经济分析

1. 经济成分与经济波动
2. 金融成分与经济波动
3. 货币政策与经济周期

利率周期与经济周期

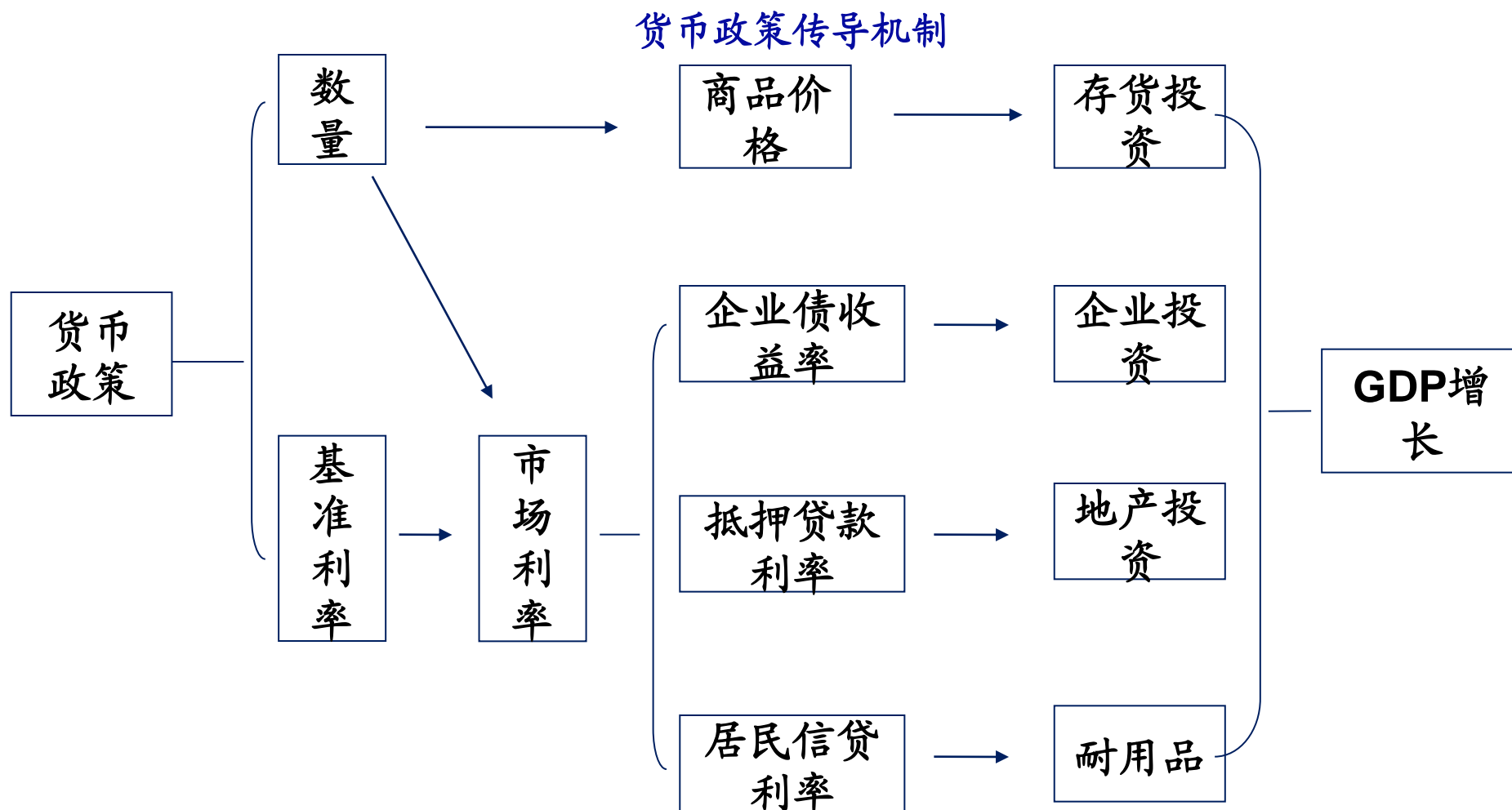
既然经济和金融指标都对经济有显著影响，那么有没有更为重要的因素，同时对两者产生影响。我们观察到美国的经济周期与央行利率周期高度重合，意味着后者或是影响经济周期的重要因素。目前美国已经开始新一轮加息周期，其对经济的影响将会逐步体现。

美国联邦基金利率与经济周期 (%)



美国货币政策传导机制

其传导机制或在于，央行通过利率的变化，可以影响投资和消费需求，以及货币信贷数量，最终影响经济增长变化。



目录

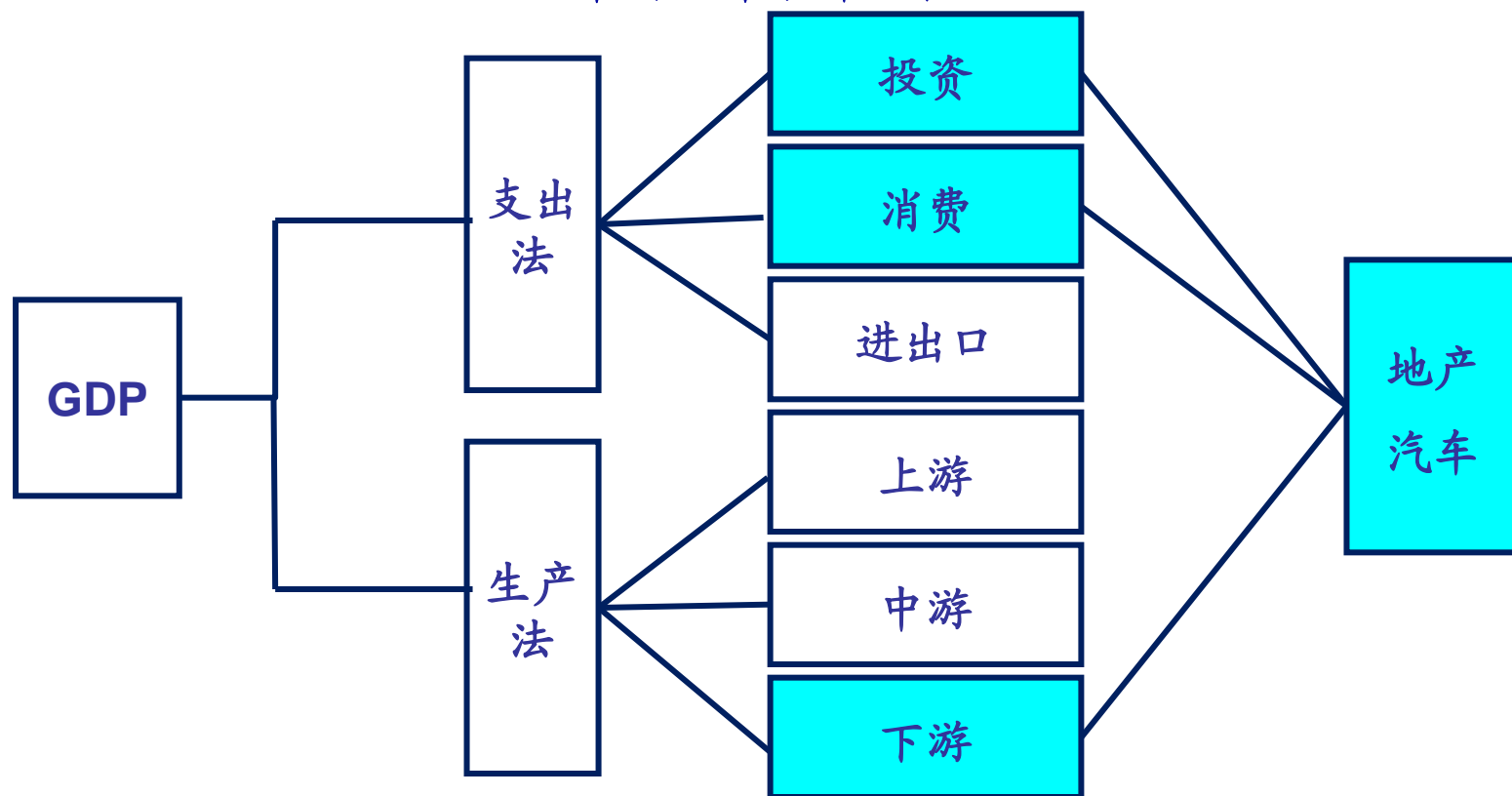
第三部分：中国经济分析

1. 经济走势分析
2. 货币波动分析
3. 转型经济分析
4. 债务周期分析
5. 资产配置分析

中国经济走势分析框架

再来看中国经济分析，无论是生产法还是支出法，最终的落脚点都是以地产汽车为代表的住行需求。因此，我们对中国经济增长趋势判断的核心是生产法，通过对工业上中下游的景气传导分析经济波动的脉络；同时辅以投资、消费及出口三驾马车为代表的支出法，作为我们对经济形势判断的参考。

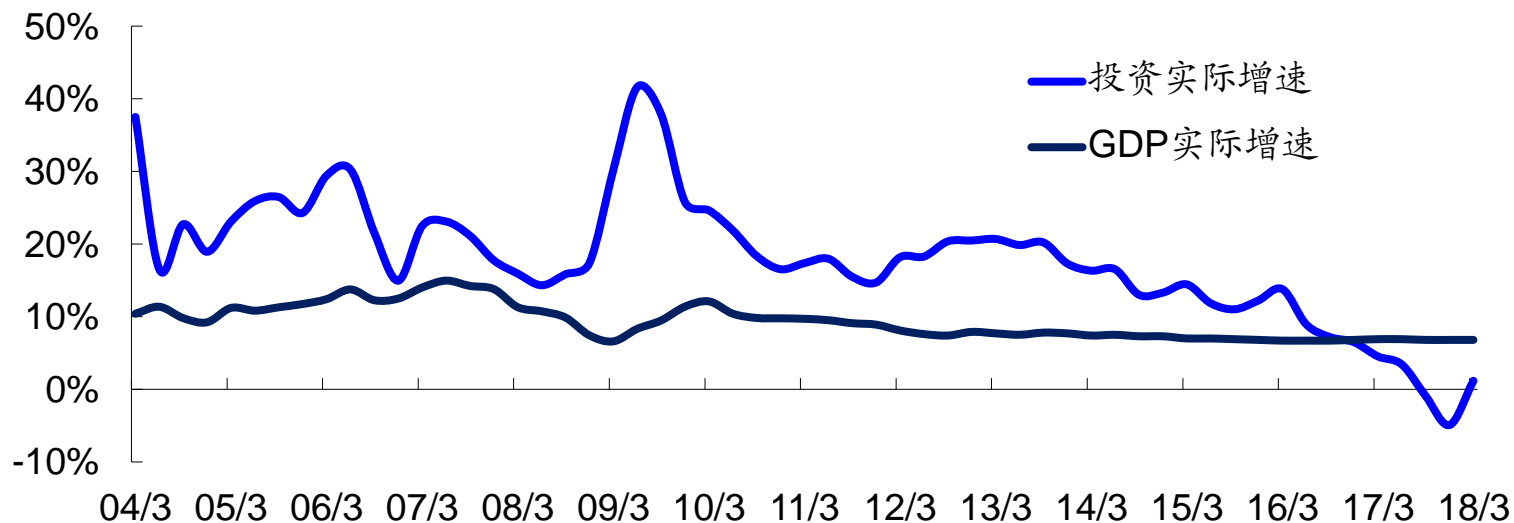
中国经济分析框架



实际投资与GDP背离

大家对中国经济的理解通常是投资驱动。从对经济贡献度的角度，我们更应关注实际投资增速，然而我们发现其与GDP在08年以后的关系脱节。

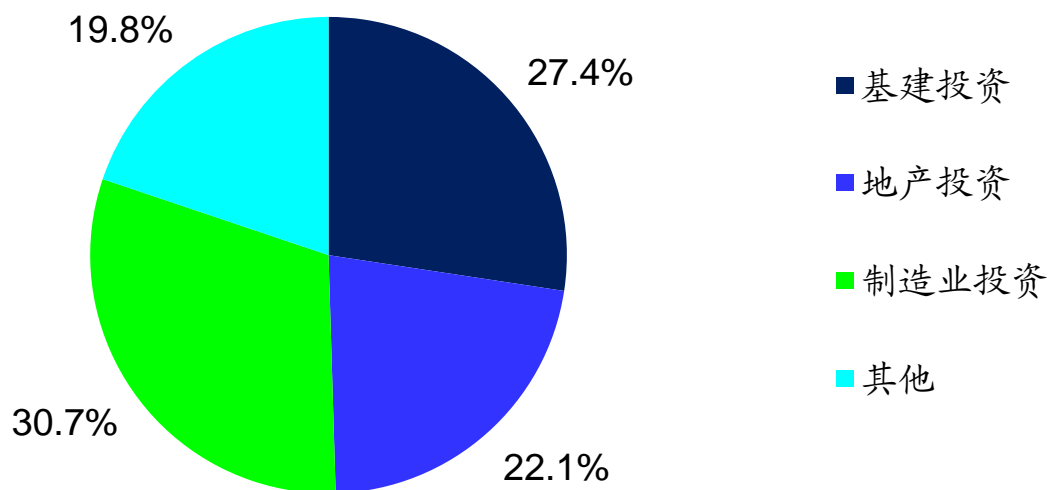
投资、GDP实际增速



中国投资主要构成

中国的投资主要可分为四大类：制造业投资、房地产投资、基建投资及其他。截止2017年末，制造业、基建投资占比均约30%，而地产投资占比约22%。

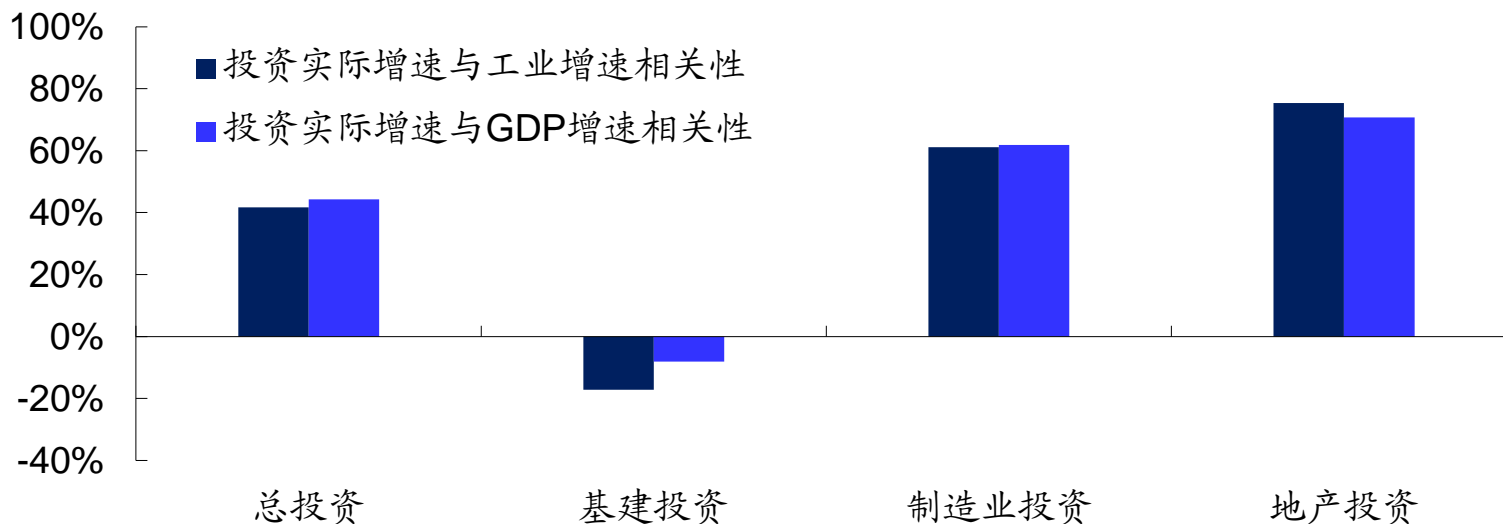
中国投资构成（2017年）



投资各成分与GDP相关性

我们发现，总投资和GDP略微正相关，制造业和地产投资和GDP显著正相关，而基建投资和GDP负相关，其中尤其以地产投资和经济增长的正相关性最为显著。

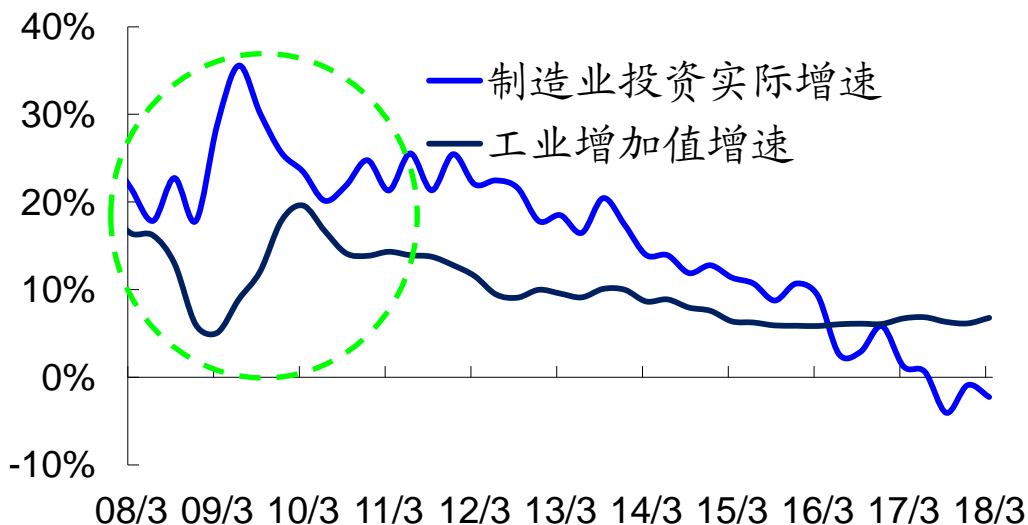
中国投资各成分与GDP增速相关性



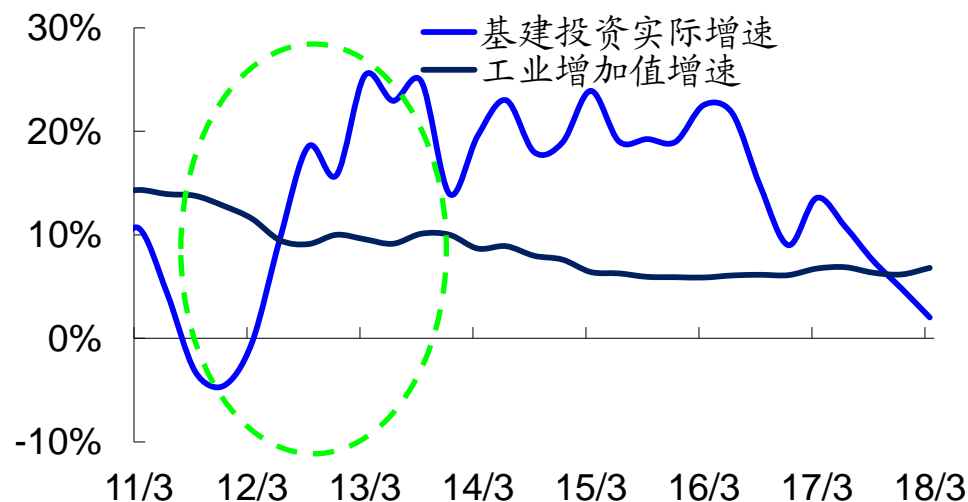
制造业去产能、基建难以持续

从09年开始，制造业投资增速持续下滑，源于工业品价格持续下跌，制造业产能过剩加剧。而在过去两年的经济企稳伴随着去产能，所以制造业投资也没有明显恢复。而基建投资与工业增速存在明显的反向关系，这一轮经济平稳伴随着基建投资持续下滑。

制造业投资增速与工业增速

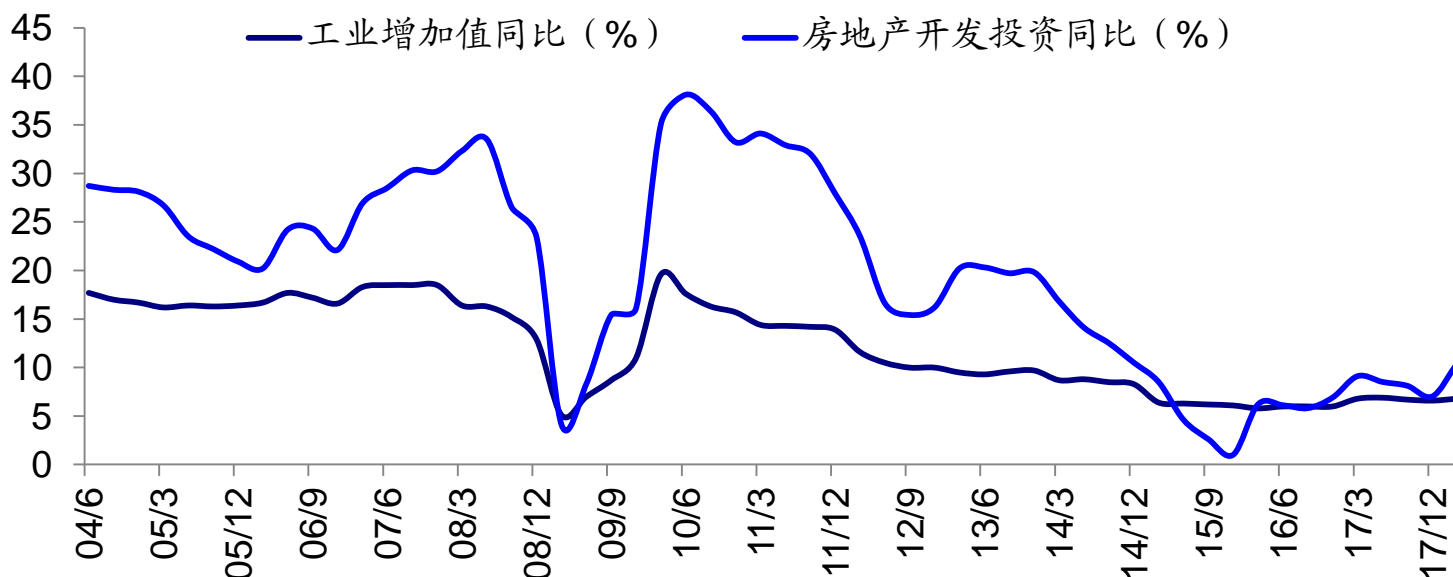


基建投资增速与工业增速



由于制造业投资属于中上游，其需求依附于下游的房地产，而我们观察到中国地产投资增速与工业增速高度同步，意味着房地产是中国经济的主要驱动力。18年以来经济增长保持平稳，主要归功于地产投资增速回升。

地产驱动工业经济



消费增速也不可靠

再来看消费。在我们看来，社零总额增速也不太可靠，其实际增速在08-12年均与工业增速显著背离。而18年以来社零增速创新低，也与工业增速的平稳相悖。

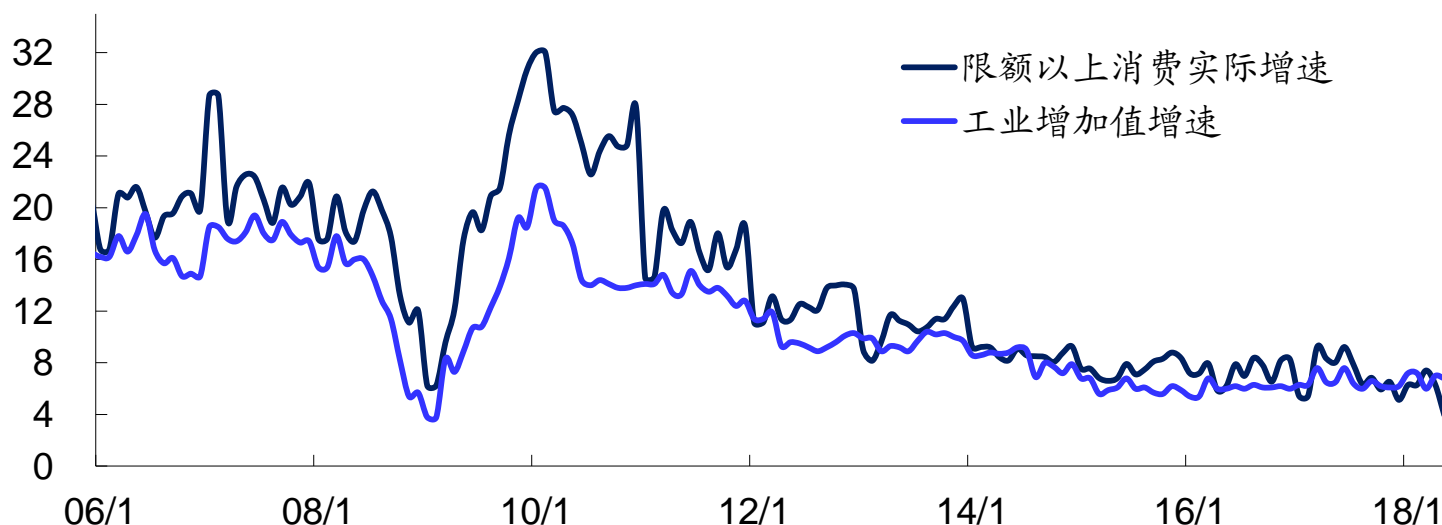
社会消费品零售总额增速、工业增加值增速 (%)



限额零售更为准确

除了大家熟知的社零总额以外，统计局还公布另外一个消费数据——限额以上零售增速，后者与工业增速走势基本一致，我们认为限额以上零售增速较社零总额增速更准确，因为前者是统计数据，包括所有**500万**以上的商户，而后者是抽样数据，统计局没有能力对所有小商小贩精确调查。限额以上零售实际增速的失速显示**18年**经济下行压力明显加大。

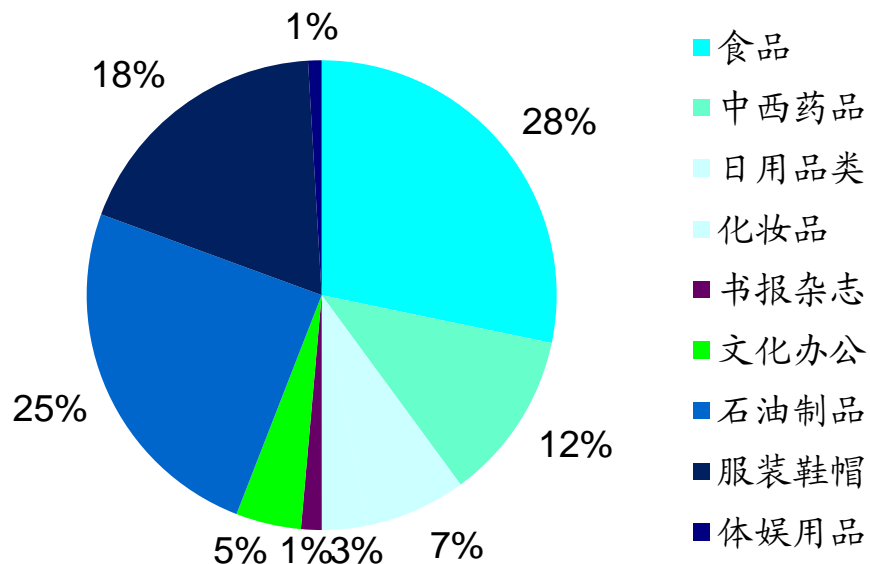
限额以上零售增速、工业增加值增速 (%)



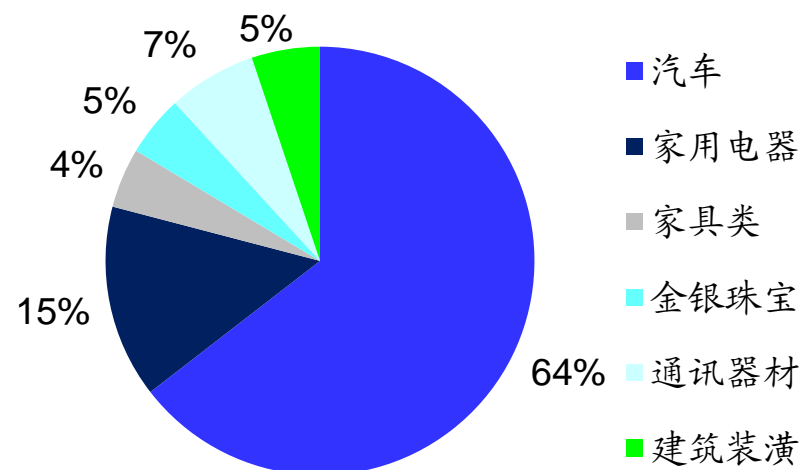
限额零售分类构成

限额以上零售分为耐用品与非耐用品，两者占比大致一半对一半；非耐用品中占比最大的是食品、服装和石油制品，三者合计占比70%。而耐用品中占比最大的是汽车，占比达2/3。

限额以上非耐用品结构



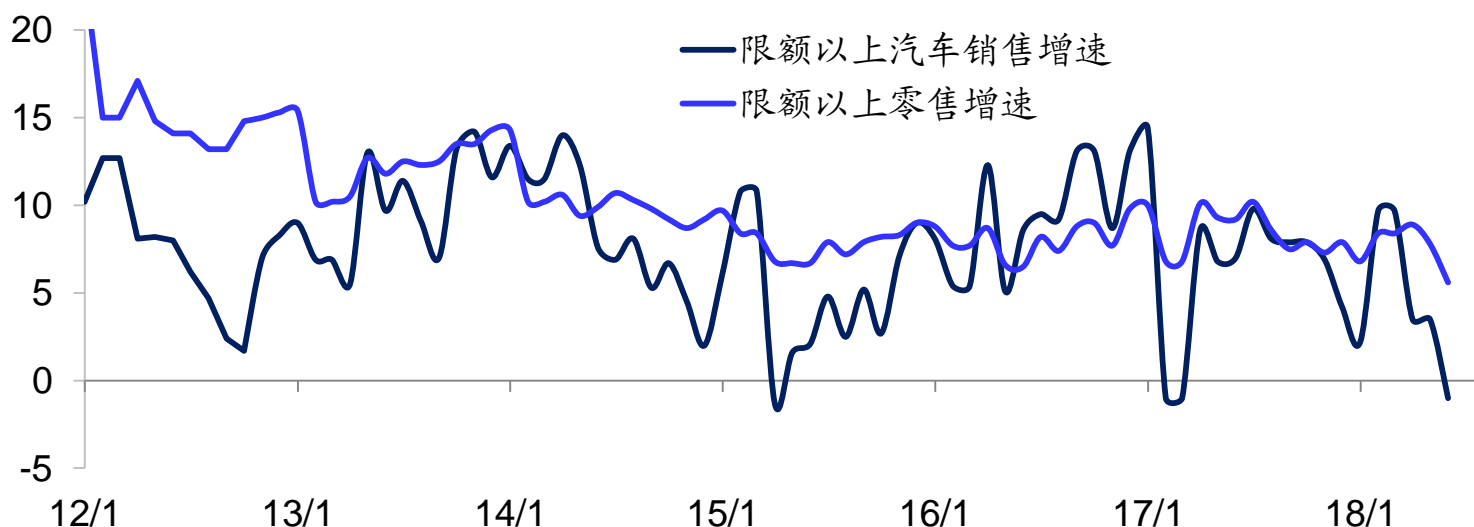
限额以上耐用品结构



重点关注汽车消费

由此可见，汽车消费对于中国消费走势有着重要影响，直接影响约**2/3**的耐用品和约**1/5**的石油消费。从历史数据看，汽车消费也与限额以上零售增速走势一致，**18**年以来限额以上零售增速创新低，背后也在于汽车销售出现负增长。

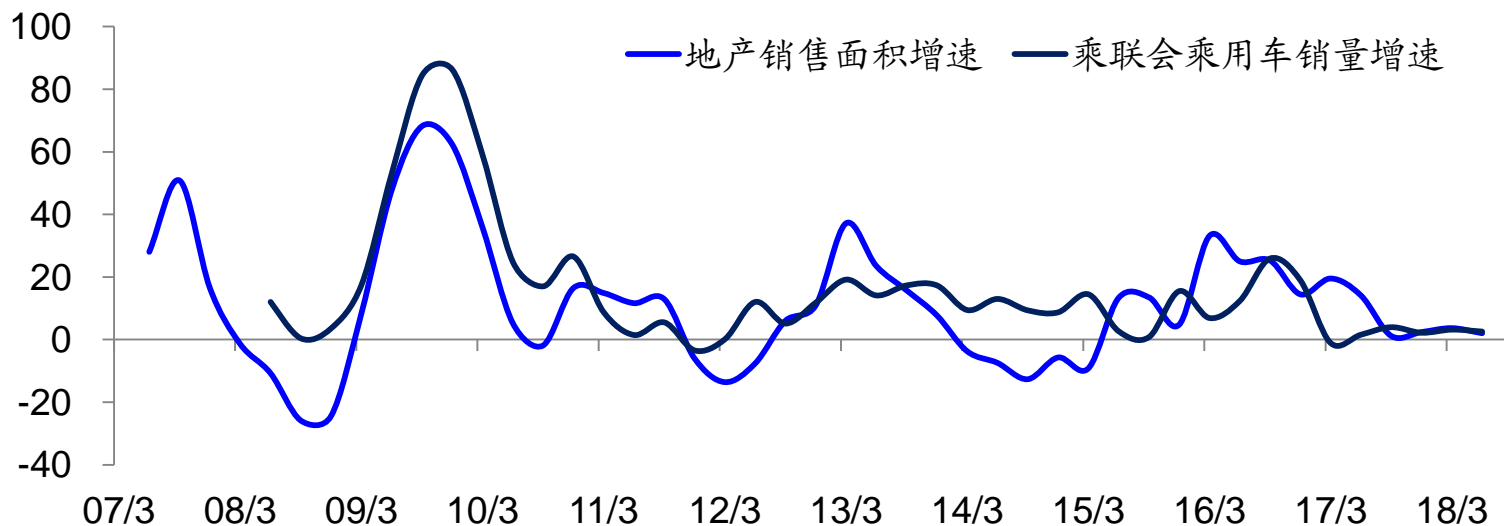
限额以上零售增速、汽车销售增速 (%)



房、车消费代表内需

由此可见，从支出法出发，分析中国内需中投资和消费的有效指标在于房屋和汽车销售，而后两者的走势又趋于一致，在18年以来普遍低迷。

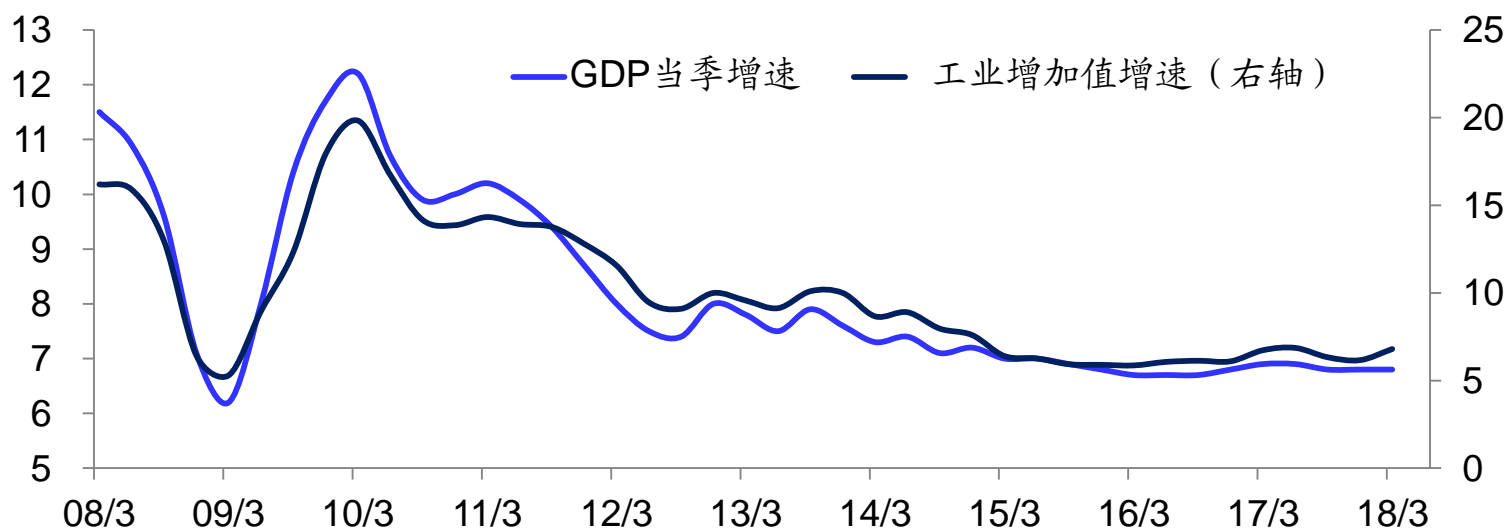
地产、汽车销售增速 (%)



工业生产反映经济走势

另一个观察经济的角度是生产法，中国的**GDP**是基于生产法的角度统计，因此中国的**GDP**增速也与工业增加值增速的走势相吻合。需求和生产是观察中国经济的两个维度，但是这两者走势不完全一致，比如18年上半年地产、汽车销售增速的回落代表内需回落，与工业生产的平稳相背离。

GDP、工业增加值增速 (%)



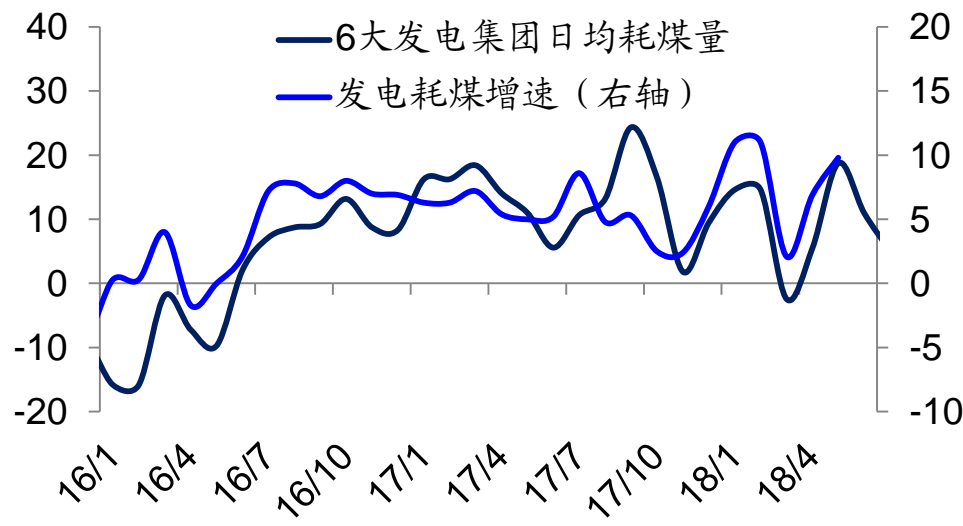
发电量验证工业增速

而工业增速可以从发电量增速等实物指标的角度验证，在16年以后发电量增速明显回升，也印证了过去两年工业经济的短期改善，而18年2季度发电量增速保持高位，也印证了工业经济短期平稳。但在6月份以来，发电耗煤增速明显下降，意味着6月以后的工业经济也有减速迹象。

发电量增速、工业增加值增速 (%)



发电耗煤增速、发电量增速 (%)

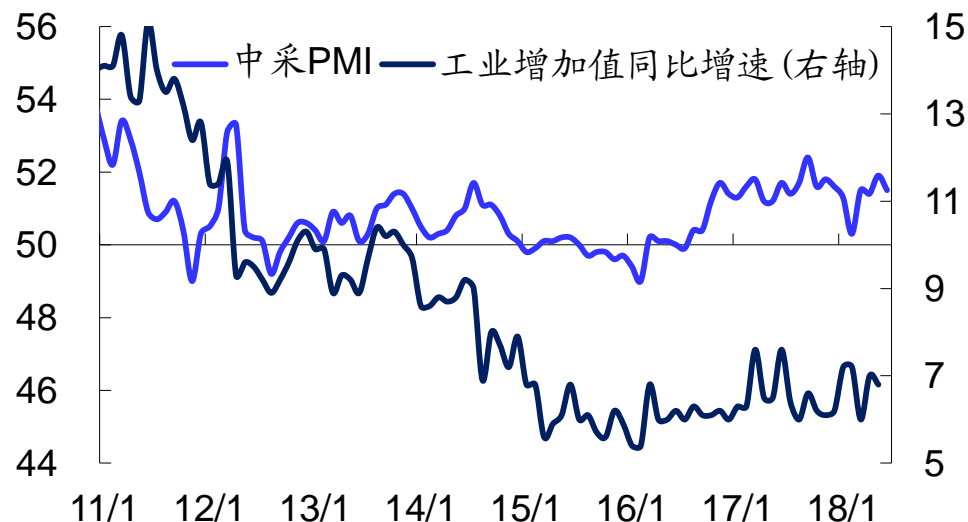
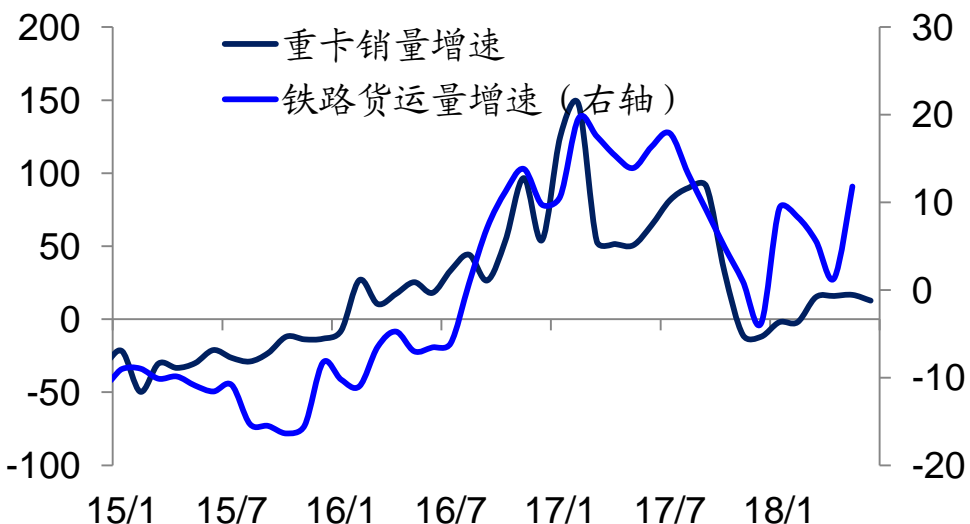


克强指数与制造业PMI

其他验证工业增速的指标还包括挖掘机、重卡增速、铁路货运量增速等等，均显示2季度经济短期改善，但是6月以后又有下滑。此外制造业PMI也被很多人视为工业经济领先指标，但是其领先性并不好，过去6年PMI始终在50左右波动，而未能反映出工业产品增速的大起大落。

重卡销量、铁路货运量增速 (%)

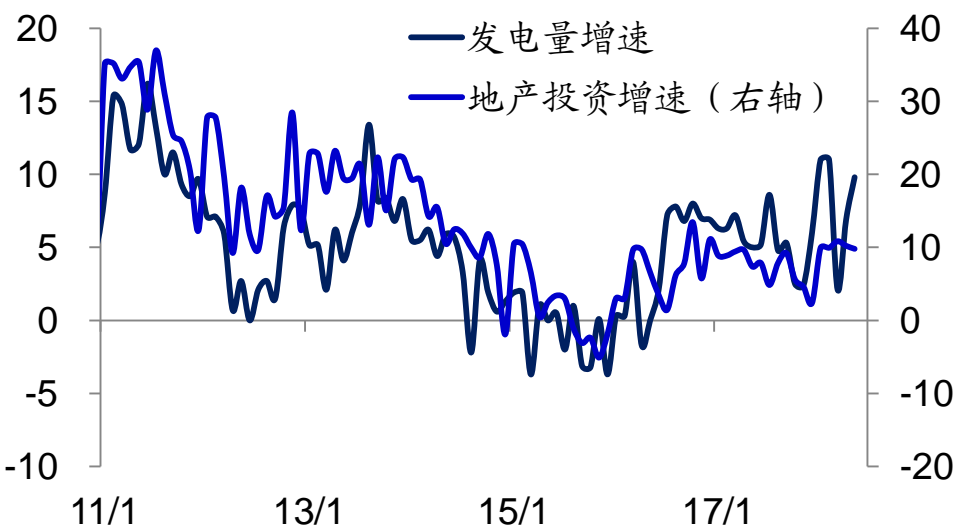
中采PMI、工业增速 (%)



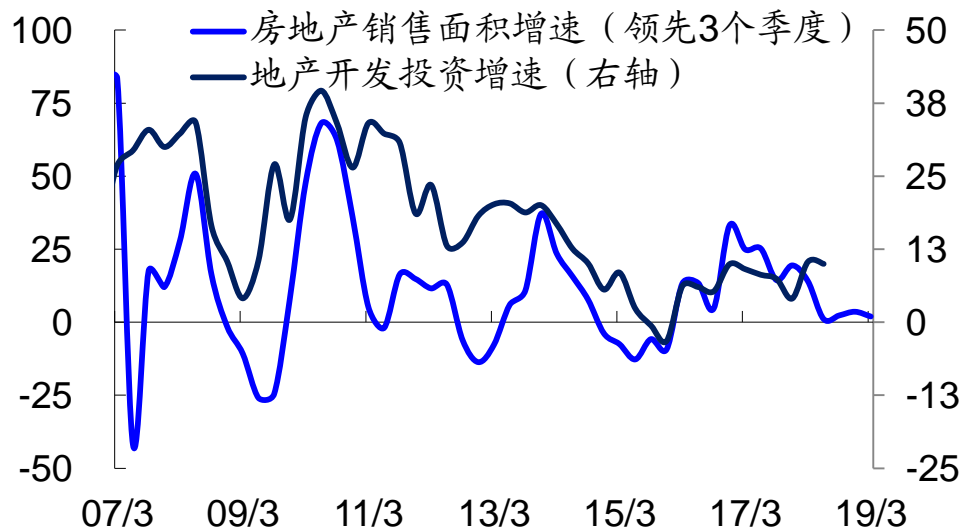
地产销量领先经济

我们认为，当前经济需求和生产背离的原因在于，虽然目前地产销量增速大幅下滑，但地产投资增速保持高位，而后者和发电量增速走势一致，反映当前工业经济保持稳定。但地产销售是地产投资的领先指标，由于地产库存降至历史低位，使得地产销售对投资的领先性拉长，从过去的2个季度变为当前的3-4个季度，但由于过去1年的地产销售增速大幅下滑，意味着下半年的工业经济将承受下行压力。

地产投资同步于发电增速 (%)



地产销量领先地产投资 (%)



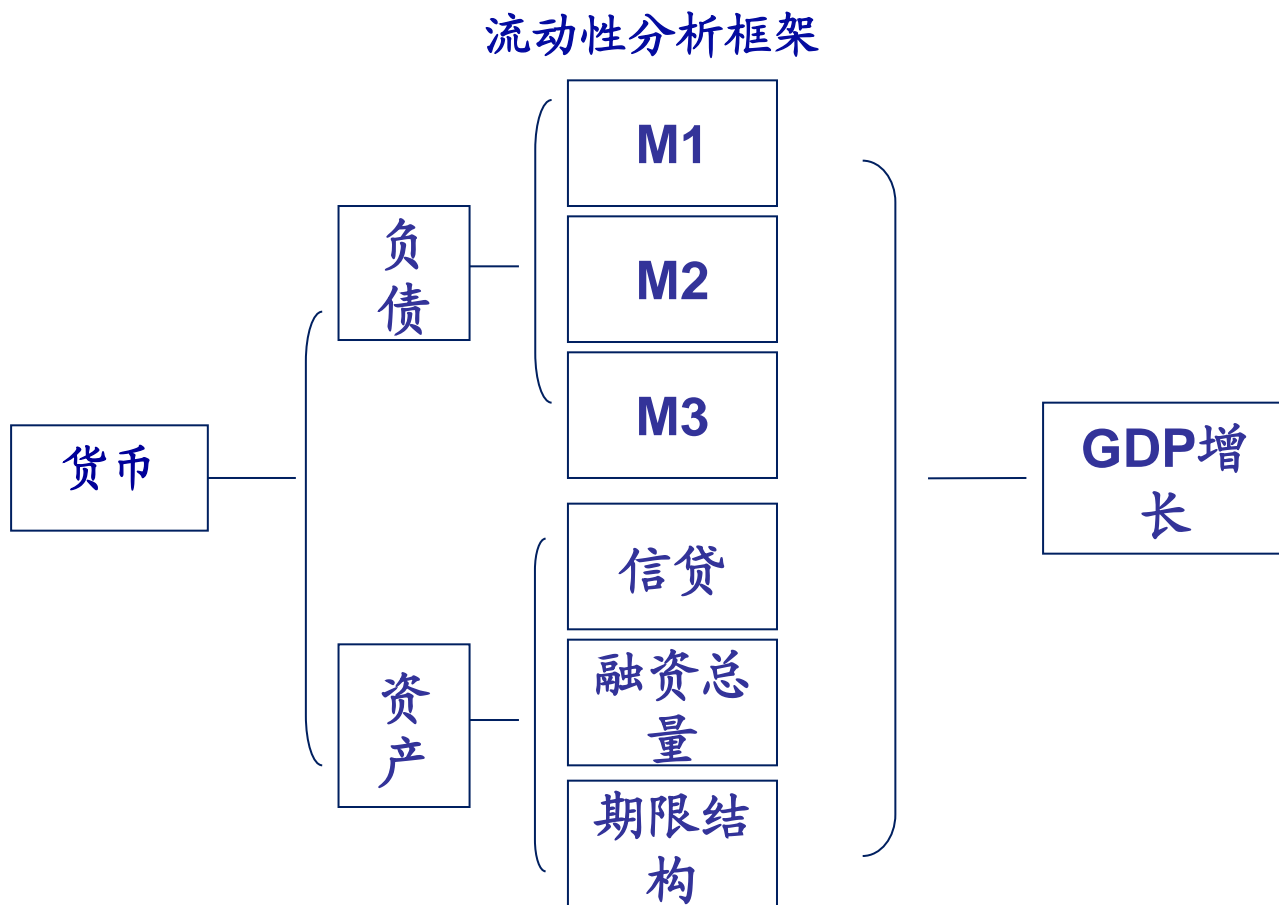
目录

第三部分：中国经济分析

1. 经济走势分析
2. 货币波动分析
3. 转型经济分析
4. 债务周期分析
5. 资产配置分析

货币波动分析框架

我们认为流动性首先应该是总需求的指标，其对总需求的代表甚至比三驾马车还要直接。因为任何需求都离不开货币。而对货币的研究可以从银行的资产和负债两方面出发，其中负债方的货币指标包括M1、M2和M3等；而资产的指标包括信贷和融资总量等。



过去信贷决定经济

过去中国工业经济增速与信贷增速密切相关，但08年以后两者关系有一定脱节，或与融资方式的变化有关。

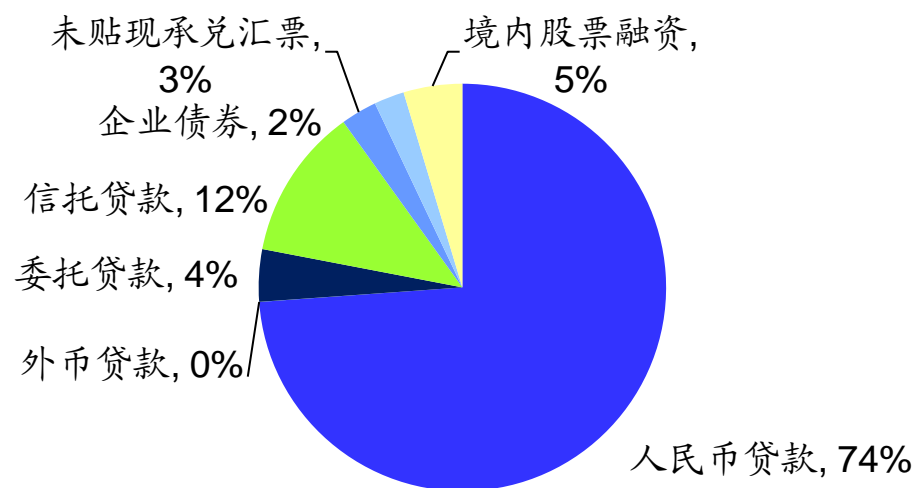
工业增加值增速、信贷增速 (%)



社会融资总量构成

从11年起央行定期公布融资总量数据。目前中国的社会融资总量主要包括人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票、企业债券等多种方式。目前人民币贷款占社融总量的70%左右。

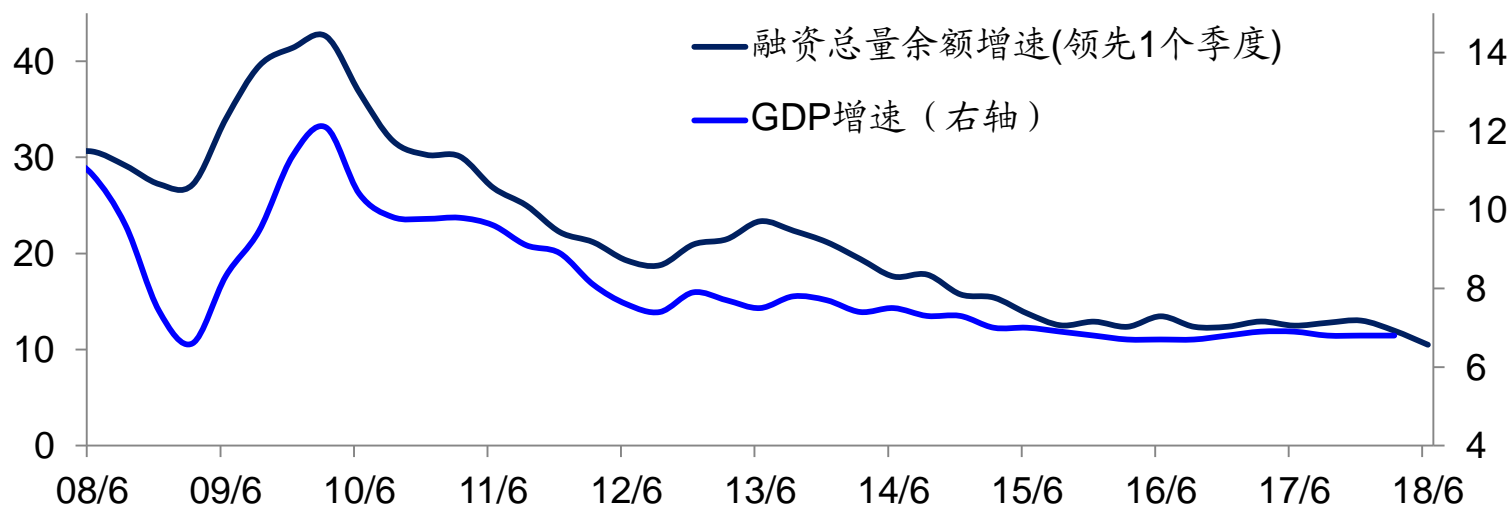
融资总量构成（2017年）



融资总量领先经济

08年以后社会融资总量与经济走势更为密切，而且其为经济的领先指标，领先于GDP增速约1至2个季度。但是在最近几年，融资总量的领先性也在变差。

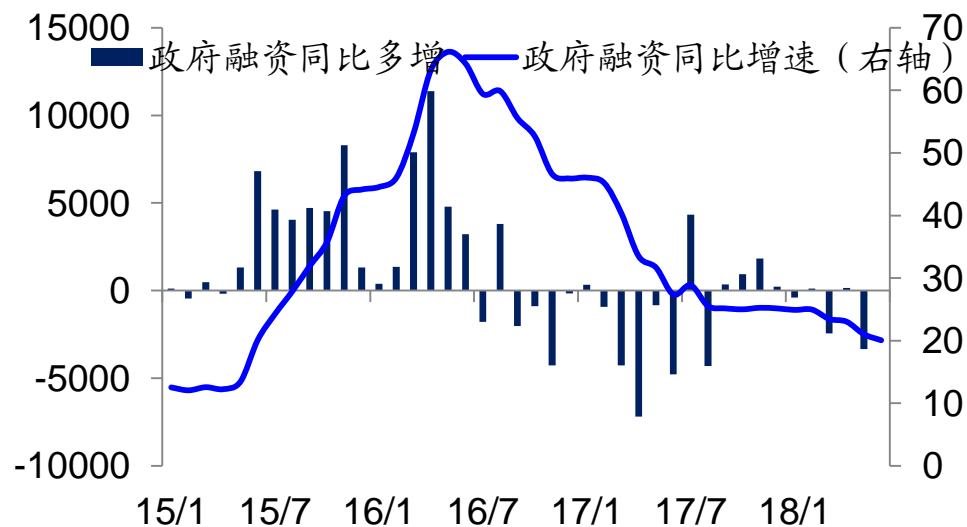
融资总量增速与经济增速 (%)



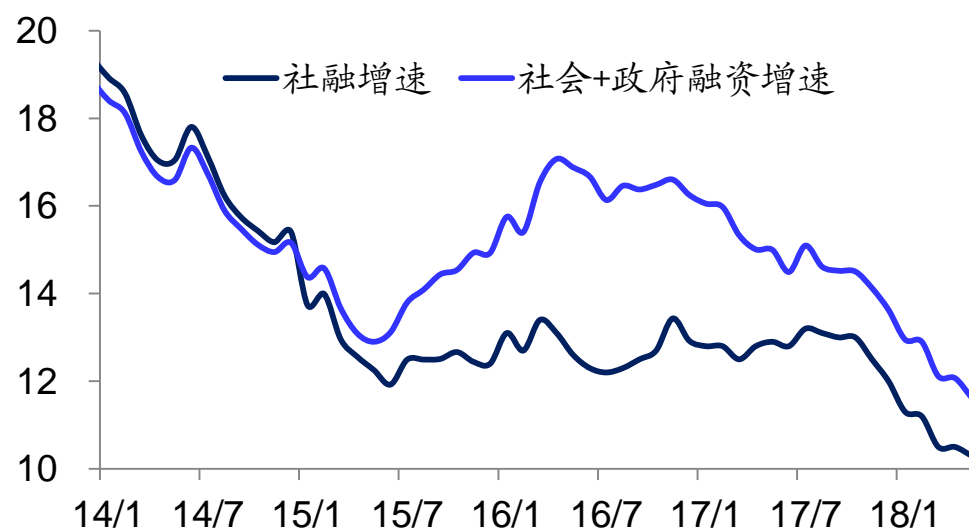
政府融资崛起

导致社融增速失效的一个重要原因或在于融资结构的进一步变化，在社会融资中不包括政府融资，而恰恰是在15年以来由于大规模债务置换计划，政府融资迅速崛起，所以融资角度更应该观察政府加社会融资。

政府融资同比多增额（亿元）及增速（%）

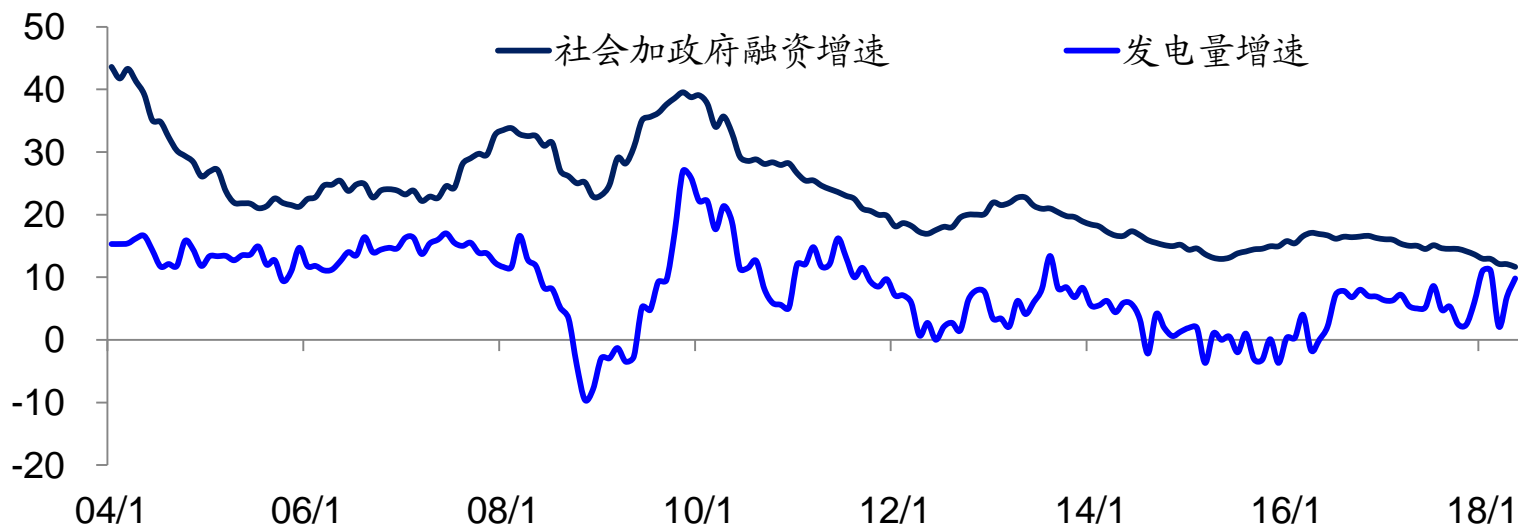


社会融资增速、社会加政府融资增速（%）



而在考虑政府和社会的总融资之后，我们发现本轮经济的反弹其实与15年以来的总融资增速密切相关，但是当前总融资增速在持续下降，其实意味着经济后续下行风险依然不低。

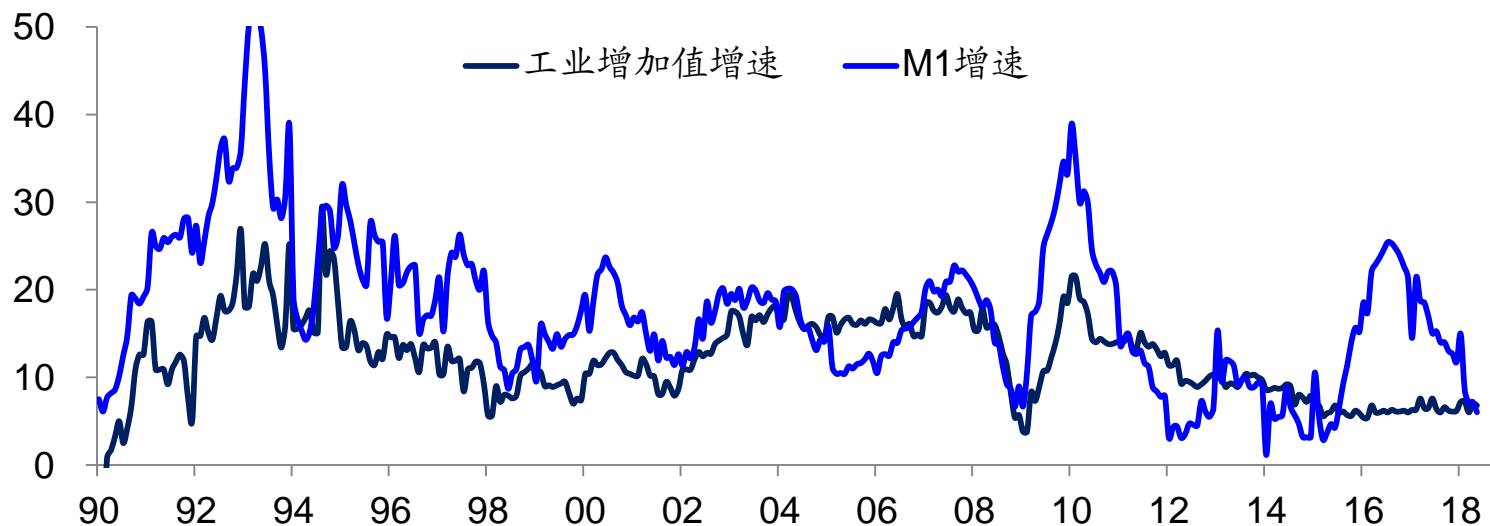
社会加政府融资增速、发电量增速 (%)



M1反映企业活力，已与经济脱钩

再从负债方角度看，各种货币指标M0、M1和M2通常指的是现金、活期存款以及定期存款。而中国的M1比较特殊，主要包含现金和企业活期存款，所以在一定程度上可以代表企业部门的流动性。过去M1走势和经济密切相关，但是本轮M1走势已经和经济脱节，18年以来虽然经济保持平稳，但企业流动性压力增大。

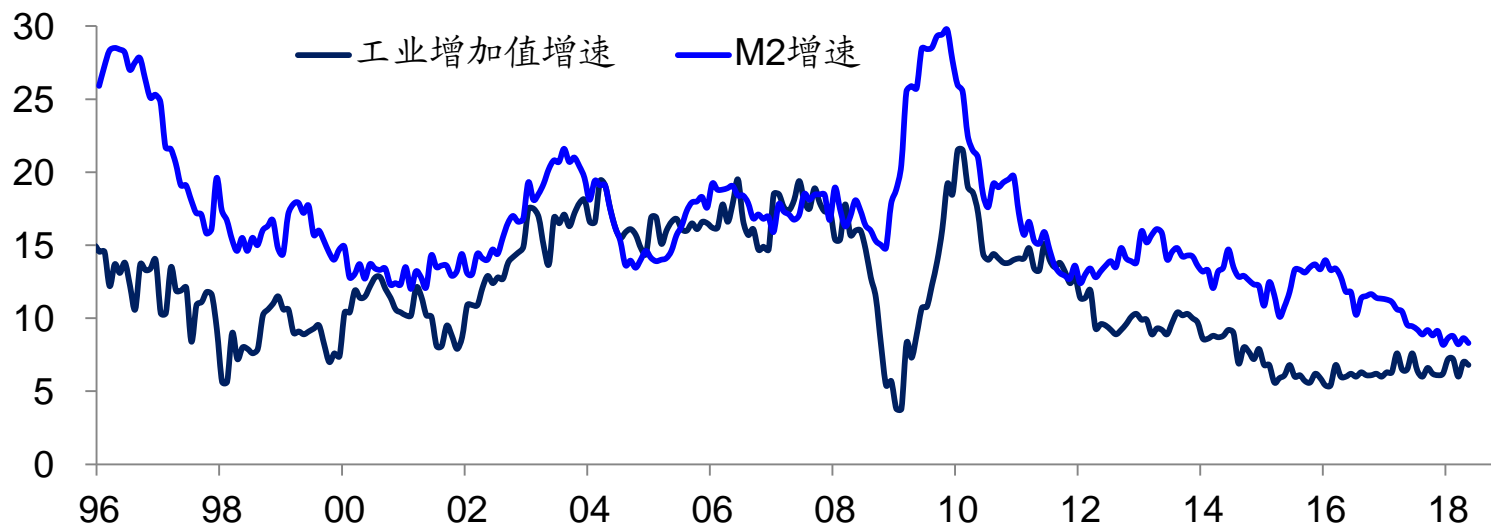
M1增速与经济增速 (%)



M2与工业增速脱钩

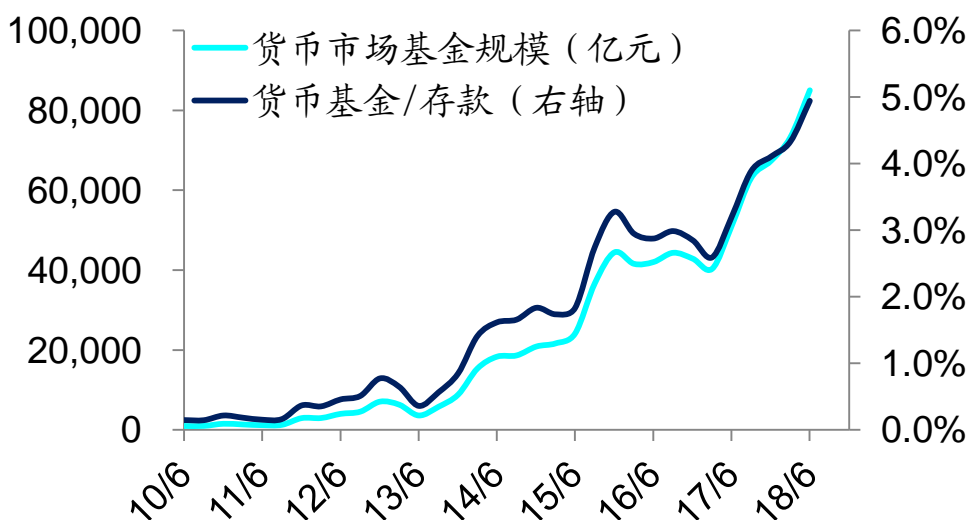
中国M2与工业增速也有较好的相关性，但是08年以后相关性出现不稳定的迹象，M2增速与工业增速之间出现了巨大的缺口，而且两者走势开始背离，比如过去两年M2增速持续回落，而工业增速保持平稳。

M2增速与工业增速 (%)

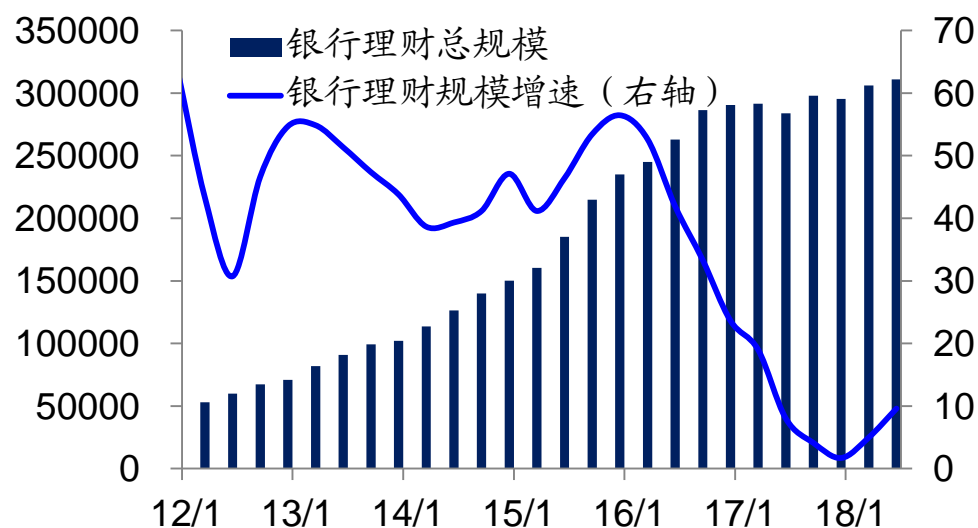


中国的各种货币指标和经济的相关性在逐渐下降，背后的原因或也在于金融脱媒，过去大家习惯存活期和定期，但是现在各种银行理财、货币基金逐渐成为大家理财的首选，从而使得各种货币指标逐渐失效，需要不断扩大货币的内涵。

货币基金规模、占存款比例



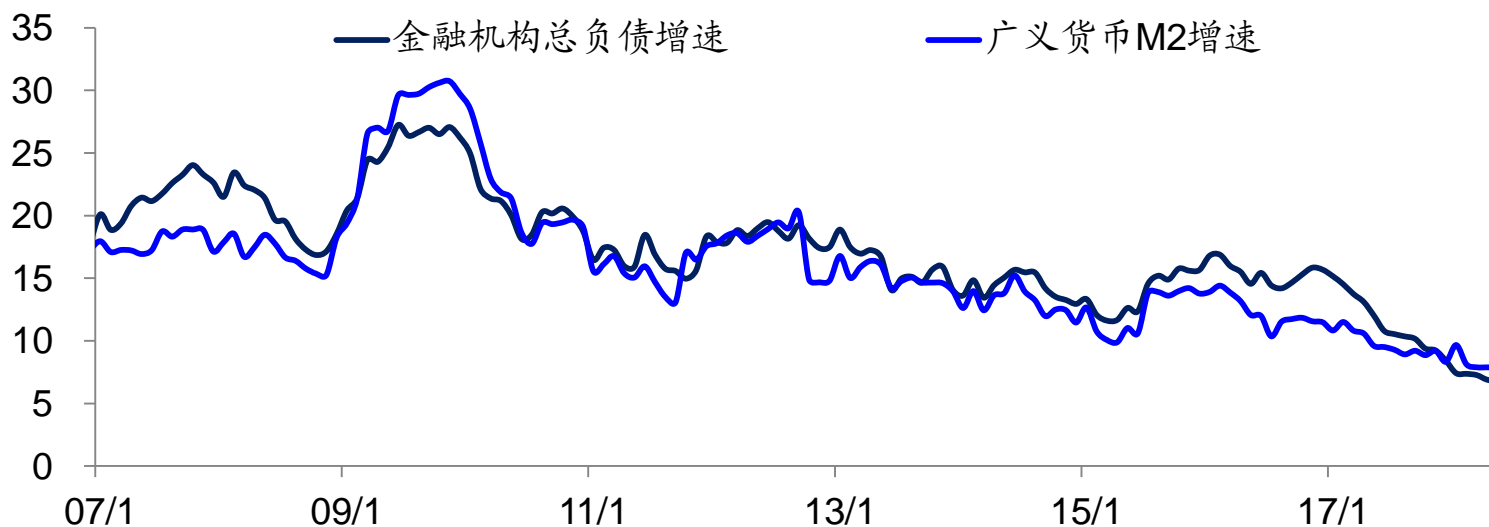
银行理财规模 (亿元)、增速 (%)



关注银行总负债增速

中国是以银行为主的金融体系，各种创新的货币形式，或多或少会和银行有关联，比如银行理财、货币基金也会把部分资金存在银行，体现为银行的同业负债。因此银行总负债是一个相对而言更为广义的货币指标，它在过去两年中长期高于M2增速，反映真实货币增速远超M2，但如今已经降至M2增速以下，这也部分反映出经济当前所面临的压力。

金融机构总负债增速、广义货币M2增速 (%)



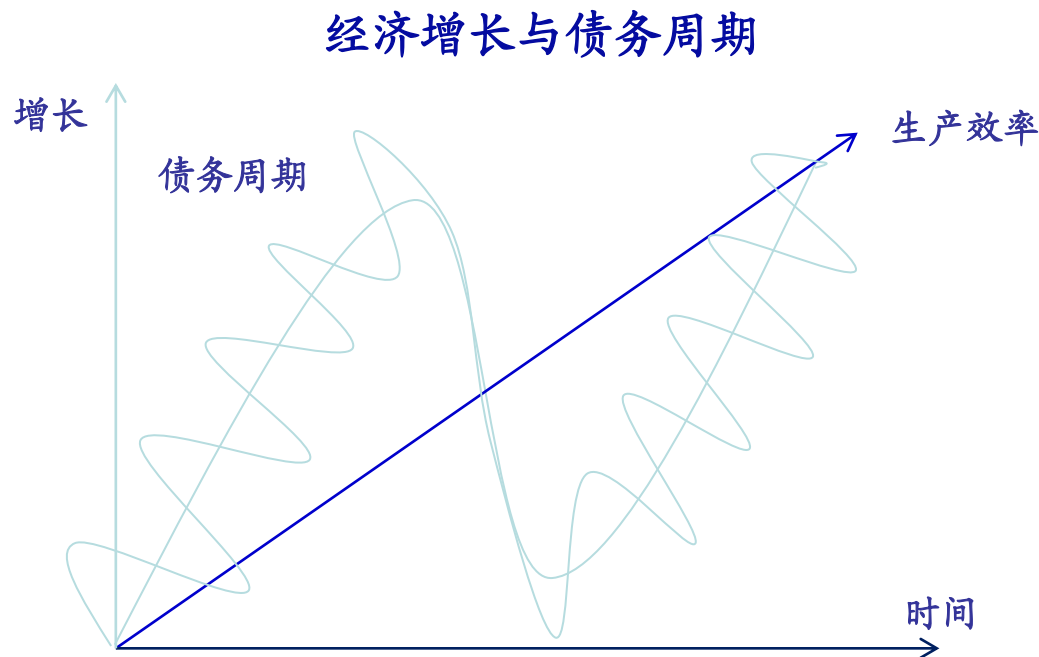
目录

第三部分：中国经济分析

1. 经济走势分析
2. 货币波动分析
3. 债务周期分析
4. 转型经济分析
5. 资产配置分析

经济增长与债务周期

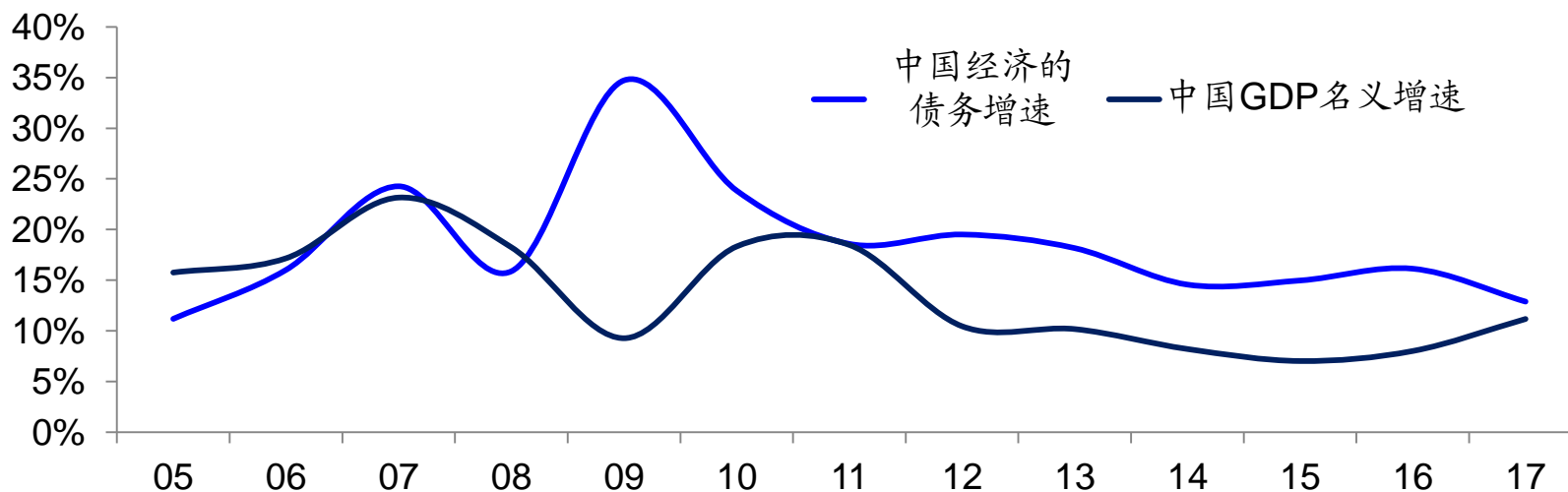
为什么货币和经济的关系脱节？有一个人的思想很重要，他就是达里奥，他本人是个成功的对冲基金经理，在08年次贷危机和11年欧债危机都是大赚特赚，刘鹤副总理的《两次全球大危机的比较研究》中就引用过他的文章。他是从交易的角度来看经济，在他看来，一个人去买东西，应该是用自己的劳动去交换，反映到宏观层面，意味着一个国家的经济增长应该来自于产出、来自于技术进步。但有时候人们也可以举债去交换商品，但是举债是要还的，反映到经济增长上就是举债的时候经济好、还债的时候经济就会出问题。



中国经济举债从正常到过度

在08年全球金融危机之前，中国经济的举债是正常模式，当时虽然债务年均增速也高达17%，但并没有超过18%的GDP名义增速，也就是我们每年赚多少钱就借了多少钱。但从09年开始，我们就逐步进入到了过度举债模式。我们每年的收入平均增速仅为10%，但债务增速高达20%，导致了全社会债务率的持续上升。

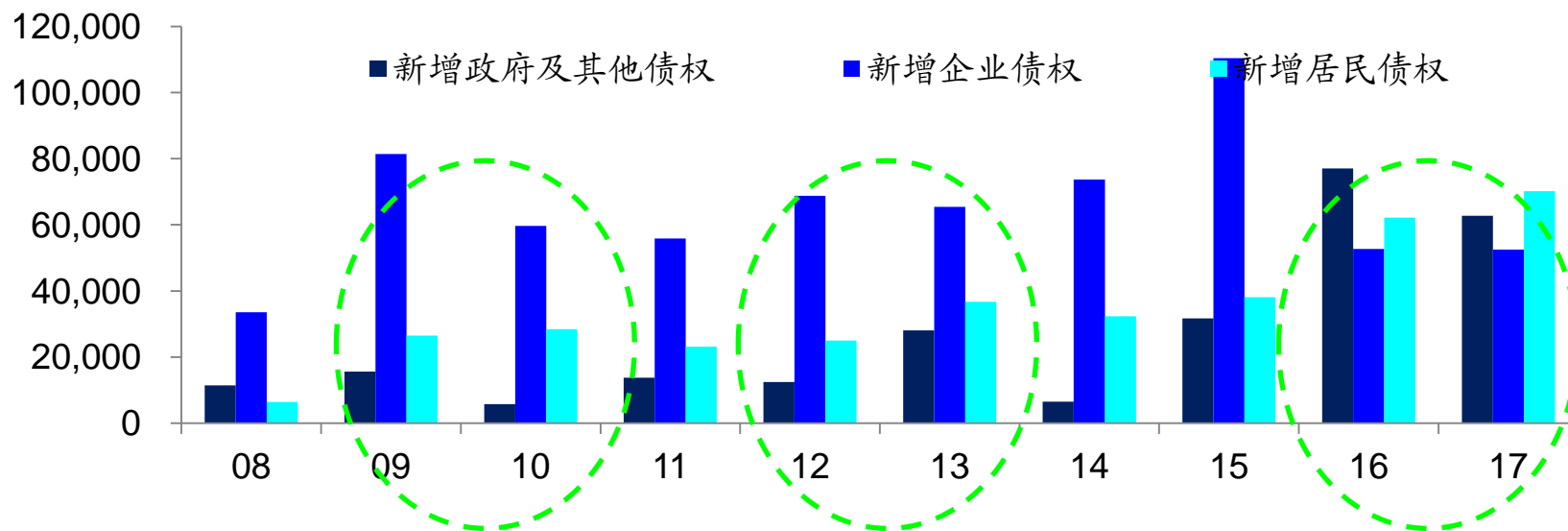
中国经济的债务增速、中国GDP名义增速



这些年，我们加过的三次杠杆

从举债的角度观察中国经济的变化，并非一蹴而就，而是一波三折。在金融危机之后我们的经济加过了三次杠杆，第一次是在09/10年，主角是企业部门加杠杆；第二次是在12/13年，主角是政府部门加杠杆；第三次是16/17年，主角是居民部门加杠杆。

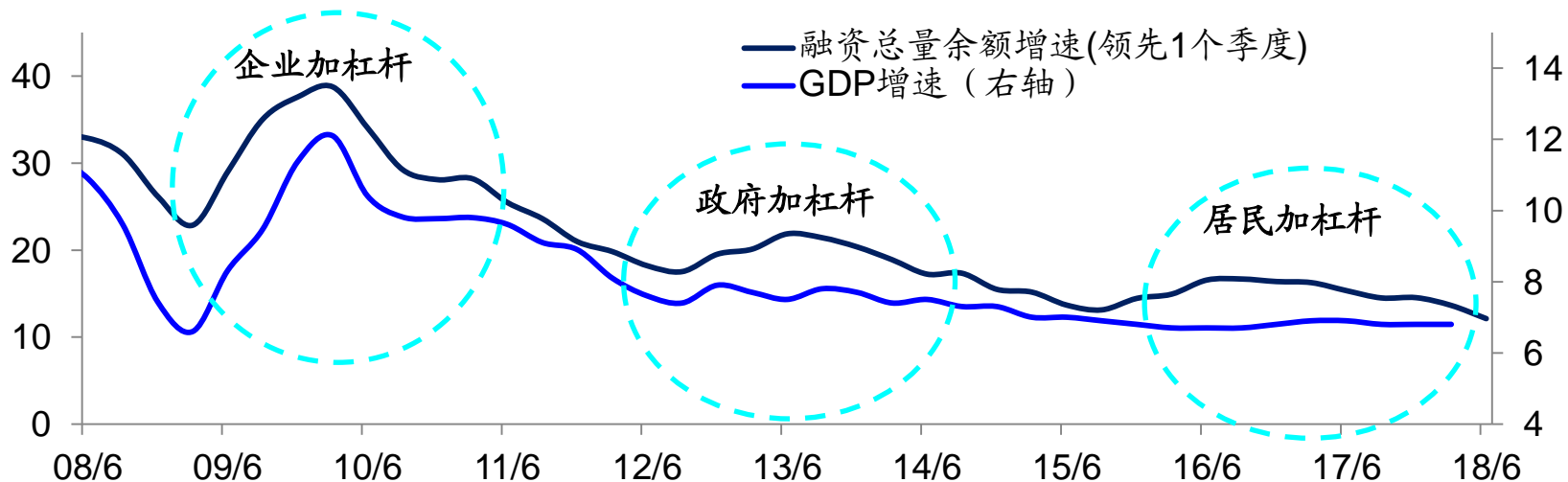
银行新增各类实体债权（亿元）



三轮短期债务周期

与三轮举债相应，我们在过去10年经历了3轮短期债务周期，在每一轮债务的上升期，大家开始过好日子，通常经济回升，股市上涨、债市下跌。到了债务的下行期，通常经济回落，股市下跌、债市上涨。比如09-11年是企业部门举债，过去两年是居民部门举债，经济和股市都不错。

政府加社会融资总量增速、GDP增速 (%)



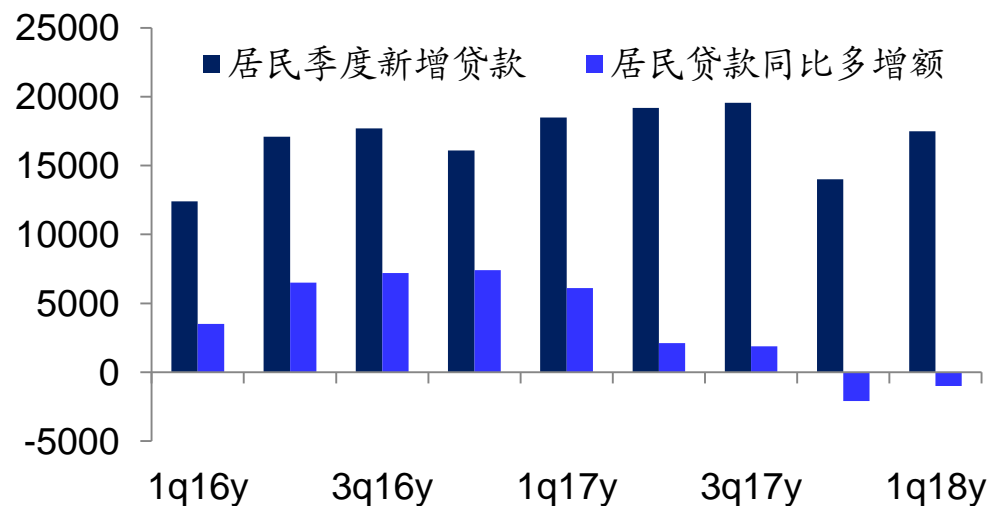
居民举债趋势逆转

而18年以来之所以股市下跌、债市上涨，一个重要原因是这一轮居民举债周期可能要结束了。从17年4季度开始，居民新增贷款连续两个季度同比下降，而持续高增的居民短期贷款增速也在18年3月份大幅回落。

居民中长期贷款增速、短期贷款增速



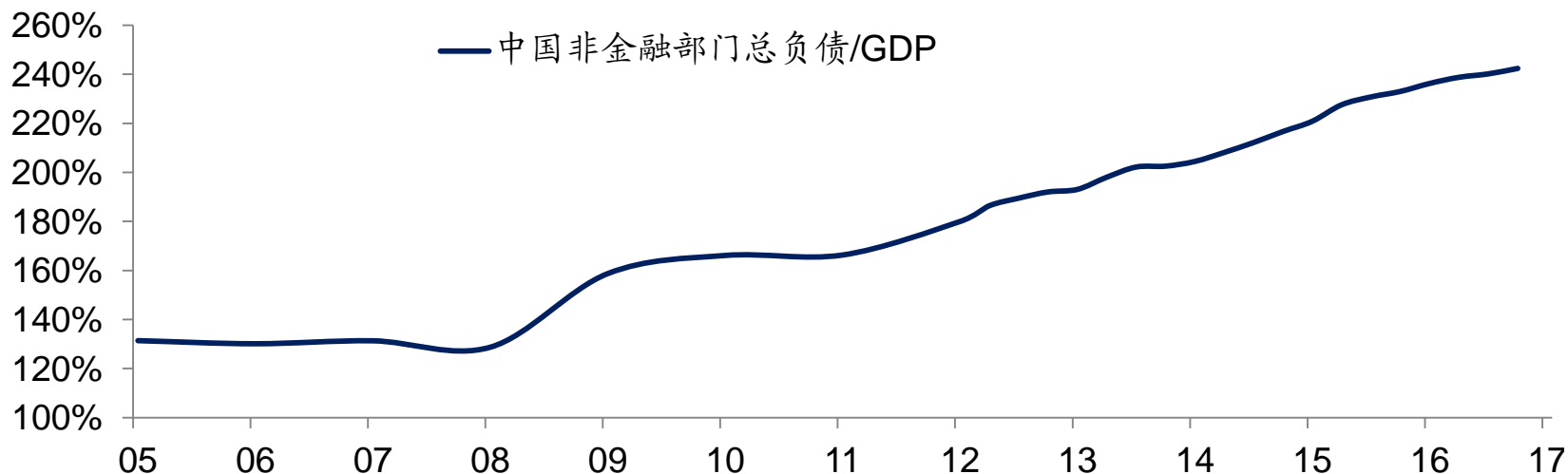
居民季度新增贷款、同比多增额 (亿元)



债务周期顶点、没有放水空间！

过去每一次到了债务的下行期，由于经济回落，往往政府就会重新开始放水，刺激经济再度举债。刚好4月、6月央行再度降准，6月份央行把AA级债券纳入MLF抵押品范围，有人解读为我们又开始放水、开始QE。我们认为这是巨大的误解，因为降准主要是置换MLF、促进债转股，把AA级债券纳入MLF抵押品只是给银行购买AA级债券提供流动性支持、不是直接购买AA级债券。原因在于目前中国全社会杠杆率处于250%的顶峰，已经没有什么举债空间了。

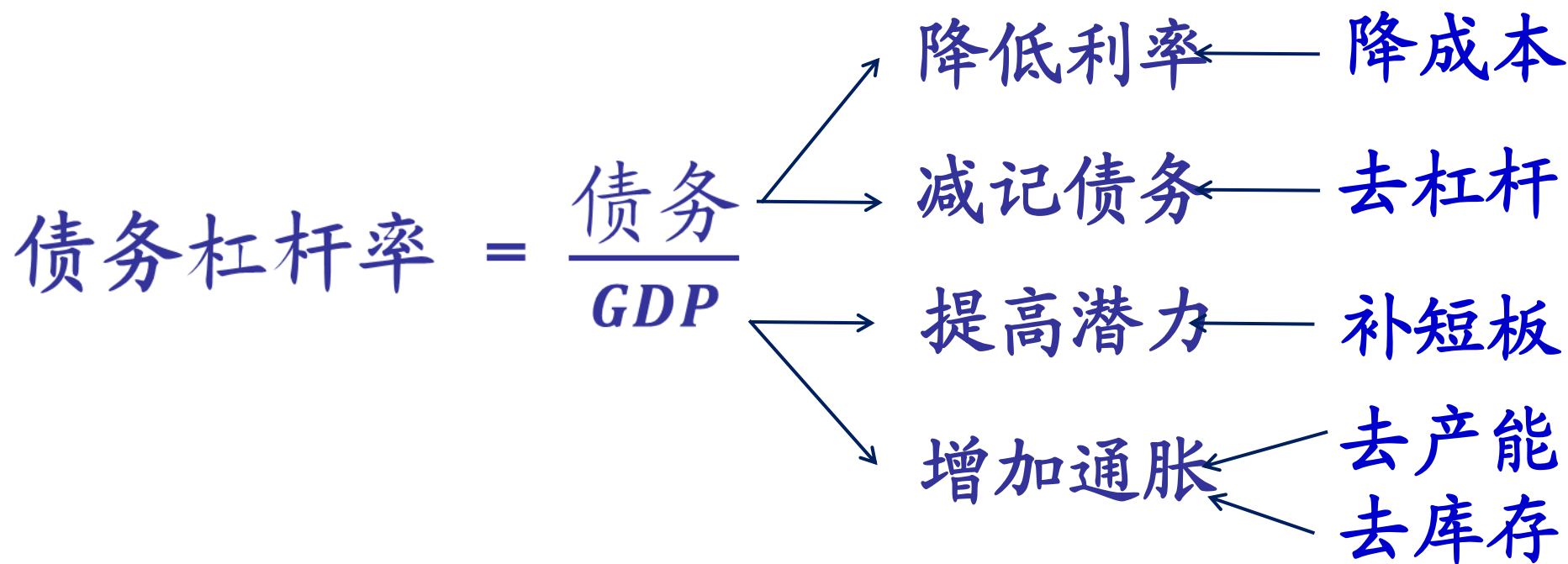
中国社会总杠杆率



降债务四大方法

因此，要理解中国未来的变化，就一定要理解中国经济如何降低债务率，从理论上来说，降低债务杠杆率有4种方式，一是降低利率，也就是降低债务的扩张速度；二是减记债务，减少债务的总量或者扩张；三是增加通胀，也就是增加名义GDP总量；四是提高经济增长的潜力。

降低杠杆率的四种方式



供给侧改革：降债务的各种尝试

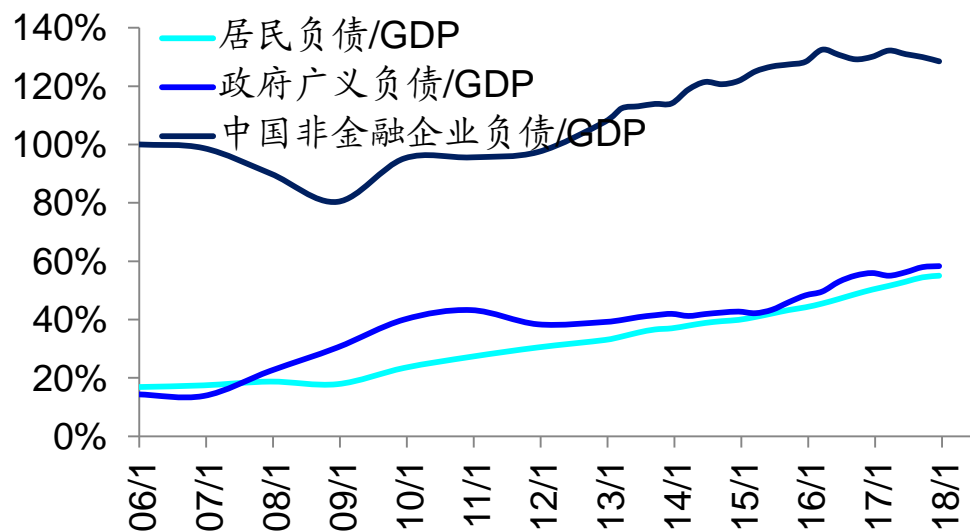
而在降债务的大背景下，供给侧改革应运而生。15年是供给侧改革元年，那一年提出来降成本其实就是降利率，希望降低债务利息的扩张速度；16/17年的去产能和去库存，其实是再通胀，希望通过通胀来消灭存量债务问题。问题是利率也降过了、通胀也起来过了，中国经济的债务率依然在继续上升。

- 15年降成本：利率下降、股债双牛
- 16年去产能：商品大涨
- 17年去库存：三四线地产大涨、家电销售强劲
- 18年？去杠杆、补短板

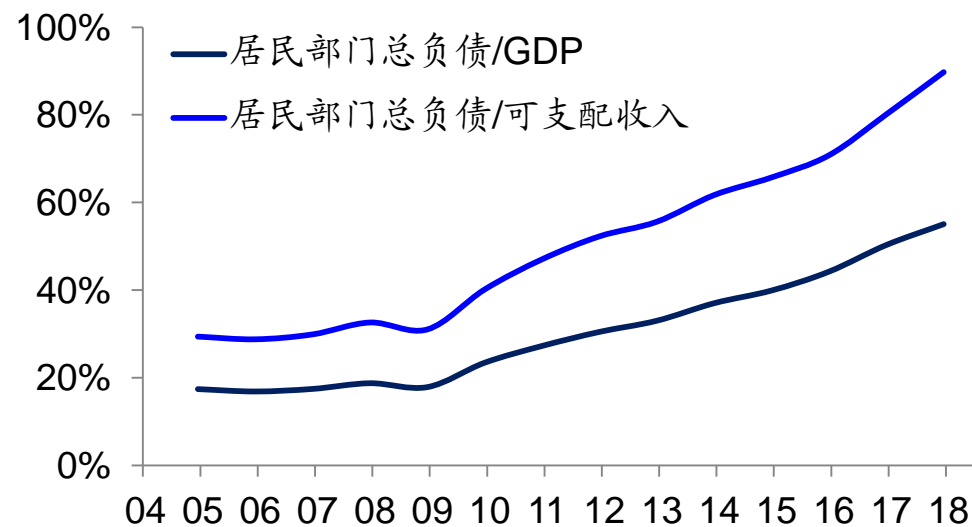
企业部门稳杠杆，居民政府加杠杆

原因在于，在低利率和高通胀环境下，大家都更加愿意举债了。因此过去两年虽然企业部门的债务率高企企稳了，但是政府和居民的债务杠杆率还在上升，所以导致了中国经济整体债务率的继续上升。目前中国企业部门债务率问题最严重，很多人寄希望于居民接盘，因为居民部门债务率貌似不高，但实际上中国居民部门收入不高，所以用居民收入和债务比值衡量的居民部门债务率已经接近100%，和美国的水平相当了。这意味着靠加杠杆始终没有出路。

中国分部门杠杆率



中国居民部门债务与GDP及可支配收入比值



目录

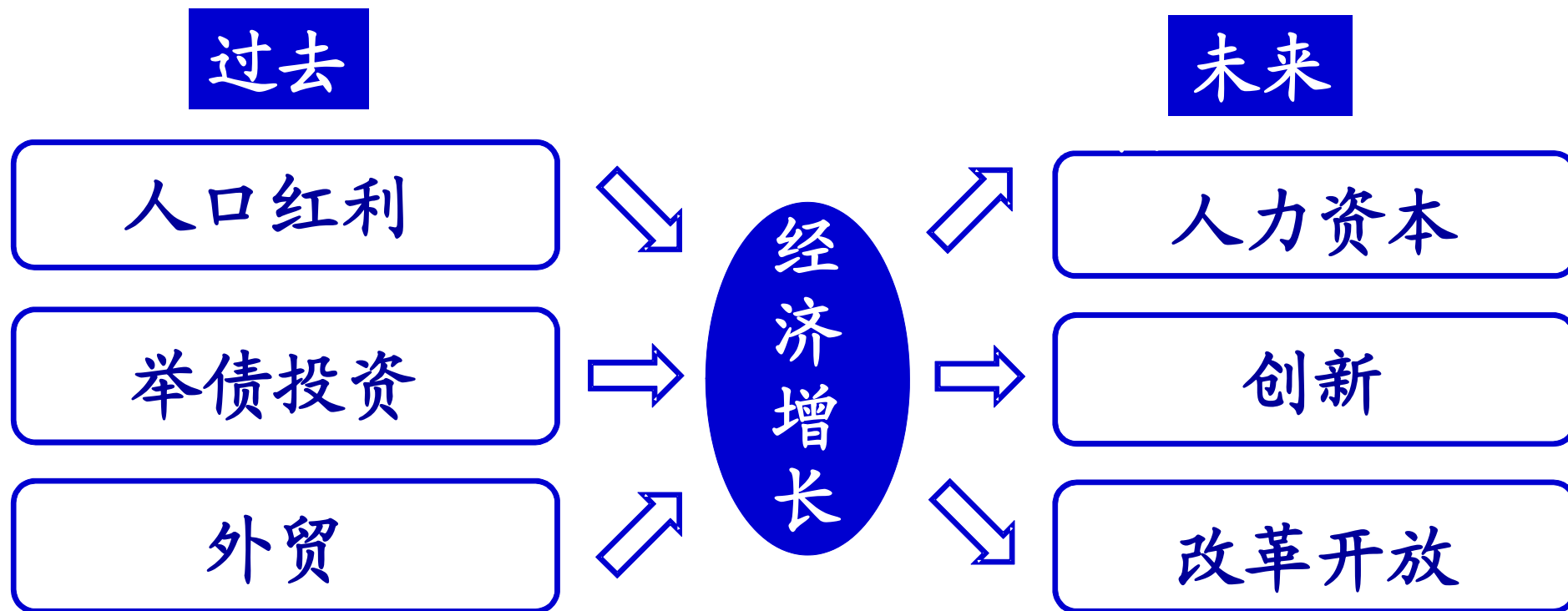
第三部分：中国经济分析

1. 经济走势分析
2. 货币波动分析
3. 债务周期分析
4. 转型经济分析
5. 资产配置分析

增长动力：从人口红利到改革创新

从增长理论的角度看，在人口红利时代，我们可以靠举债投资来发展，但是在人口红利结束以后，我们依然拥有人口的质量红利，未来必须加大改革开放力度，转向靠创新来发展经济。

中国经济增长动力转变

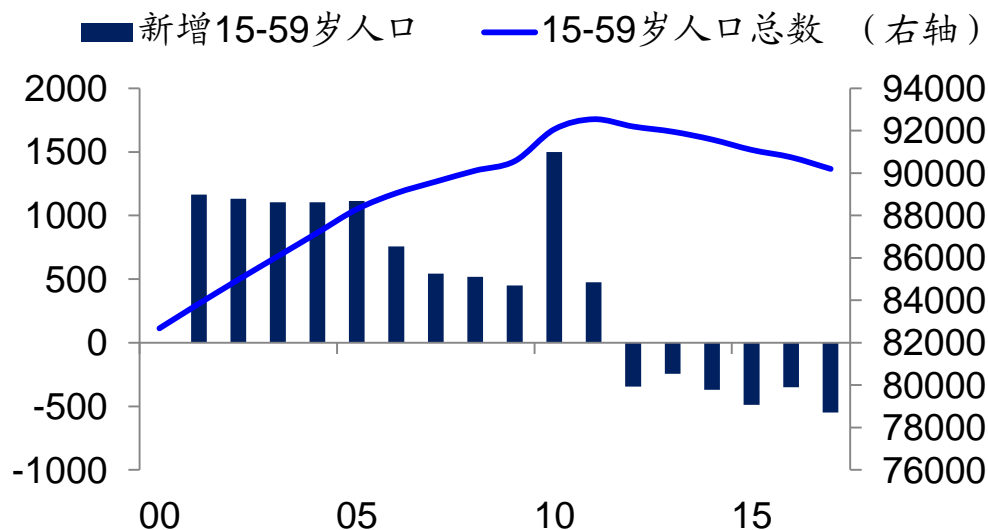


过去我们处于工业化的时代，由于人口红利和城市化的支撑，平均每年增加**1000万**年轻人、还有**2000万**农民进城，居民对物质产品的追求高涨，所以经济的主要目的是不停地生产更多的房子、车子、家具家电。这时最佳的融资工具就是银行的债务融资。但是现在中国的人口红利结束，年轻人每年减少**500多万**，城市化也接近尾声，没有那么多新增有效需求，如果还是靠举债来发展，就会出现债务堆积和资产泡沫。

工业增加值增速（%）、贷款增速



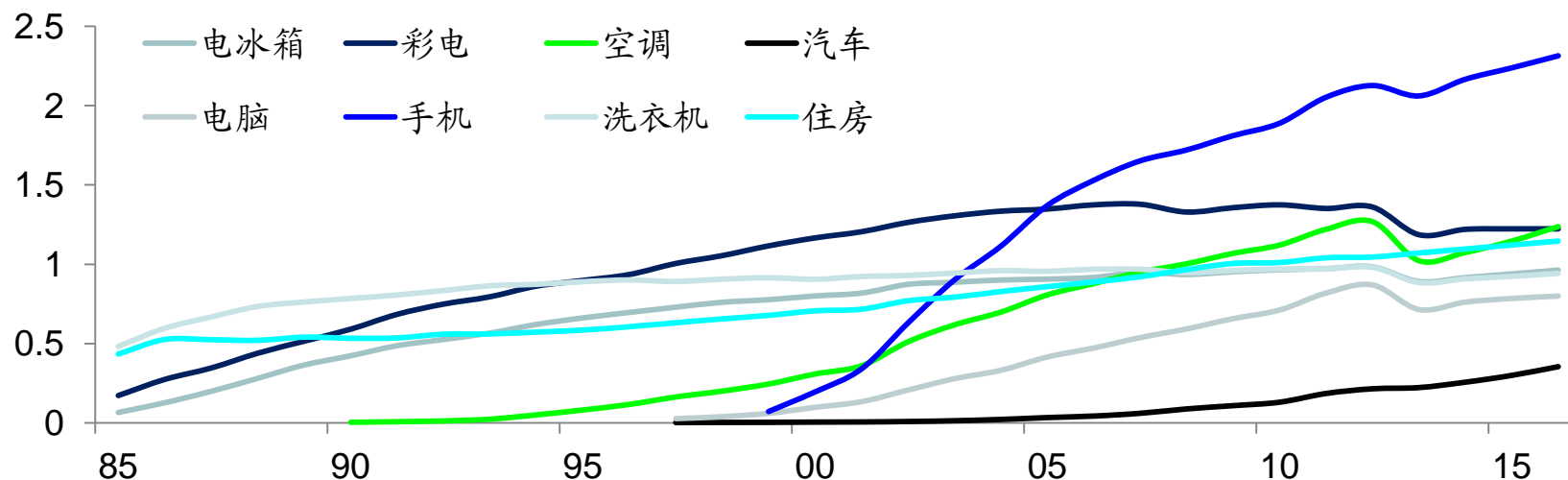
中国新增15-59岁人口和15-59岁总人口（万人）



过去：追求更多消费

在工业化的时代，中国居民追求更多的各种消费。经过30年的发展，我国城镇居民人均住房从不到**0.5套**上升到超过**1套**，彩电、冰箱从不到**0.2台**到超过**1台**，汽车、空调、手机从无到有，目前空调已经超过**1台**，手机高达**2.3部**，而人均汽车达到**0.36辆**。因此，传统家电、住房的拥有量很难有大的提升空间，而汽车的发展则受制于城市交通的约束，例如日本的汽车人均拥有量只有**0.5辆**，相比之下中国汽车人均拥有量的提升空间也不大。

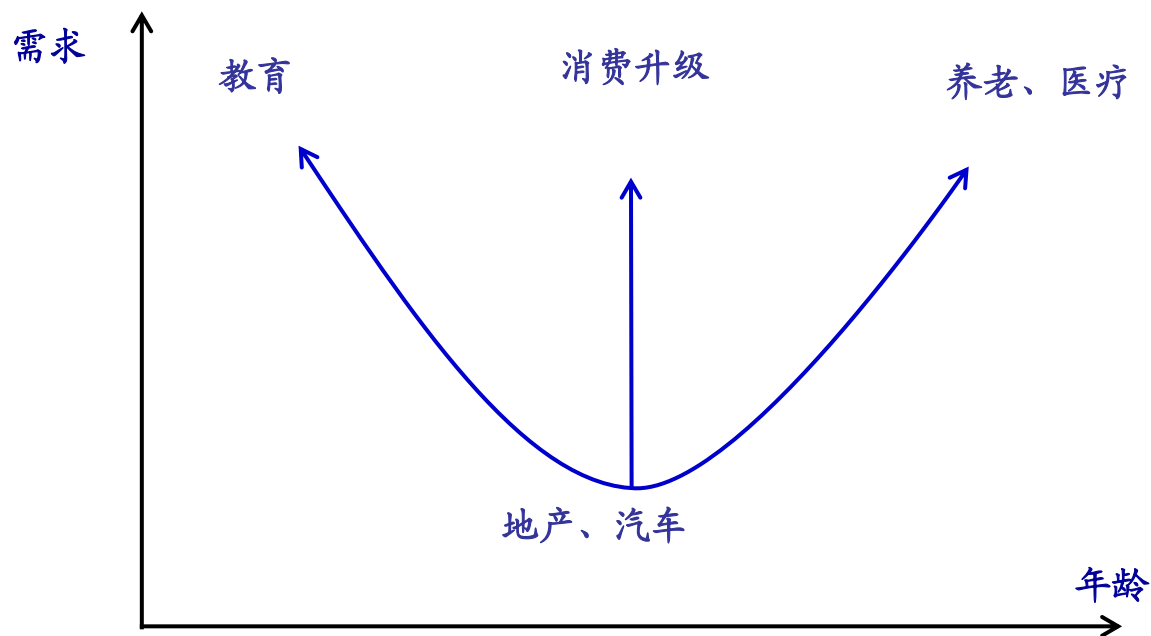
中国城镇家庭平均每百户耐用消费品、房产拥有量（个）



未来：消费升级成为主旋律

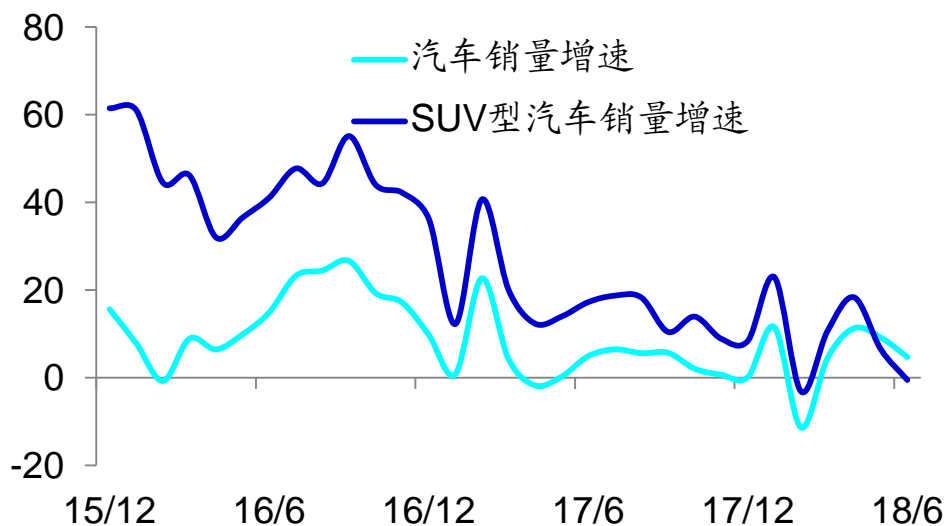
未来的中国虽然新增人口变少了，但并不是不消费了，而是消费的需求发生了变化，过去居民需要消费更多的商品，而以后随着工资的上涨，大家需要更好的商品，主要体现在两个方面，一个是从数量消费转向品质消费，另一个是从物质消费转向服务消费。

居民消费转型升级

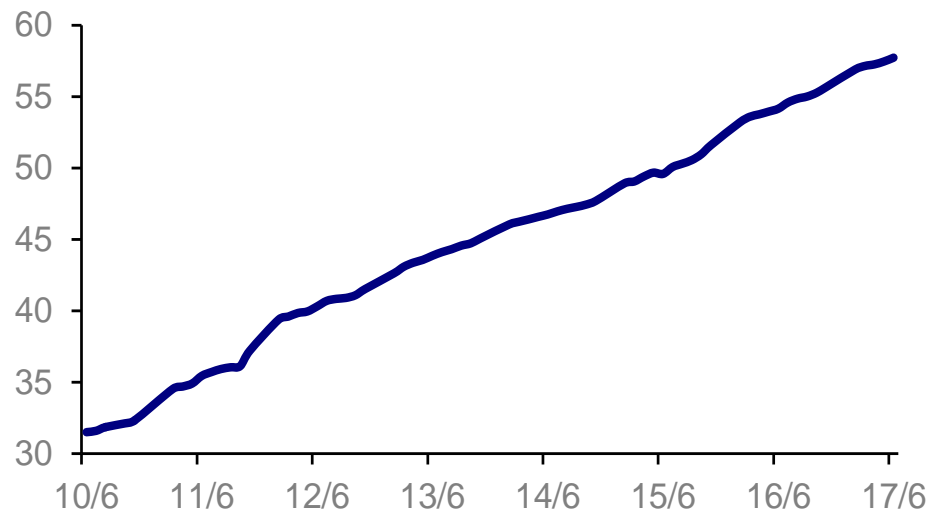


而随着年轻人口数量的下降，对于传统的汽车、家电等工业品的需求见顶，体现为**2017年汽车行业整体增速几乎为零**。但现在的年轻人需要的是更好的汽车，体现为**17年SUV型汽车销量的增速依然接近20%**。而随着衣食住行等基本消费的满足，居民的需求开始转向科教文卫，尤其对医疗和教育的需求与日俱增。

汽车、SUV型汽车销量增速 (%)



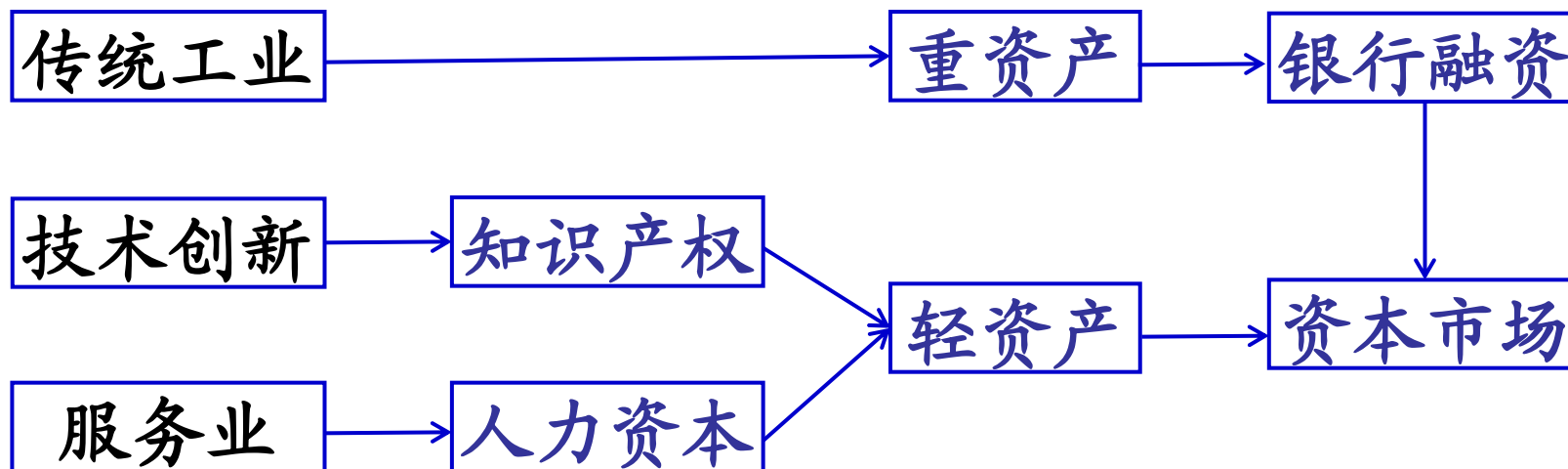
中国民办医院占比 (%)



创新靠股权融资

消费升级的根基是靠企业创新，而创新的基础是各种专业知识，靠的是科学家、工程师等，这些都是人力资本。而激发人力资本的关键是股权融资。副总理刘鹤曾经在01年写过文章，论述新经济与资本市场和风险投资的关系，在当时的他看来，新经济就是未来的发展趋势，而新经济的核心特点是以人为本，以人的创造性和市场的追求为源动力，而风险投资则是驱动新经济扩张的最关键因素，而风险投资必须以资本市场为出口，股权融资是分担风险、激励创新的最佳机制。

增长动力切换带来融资结构调整



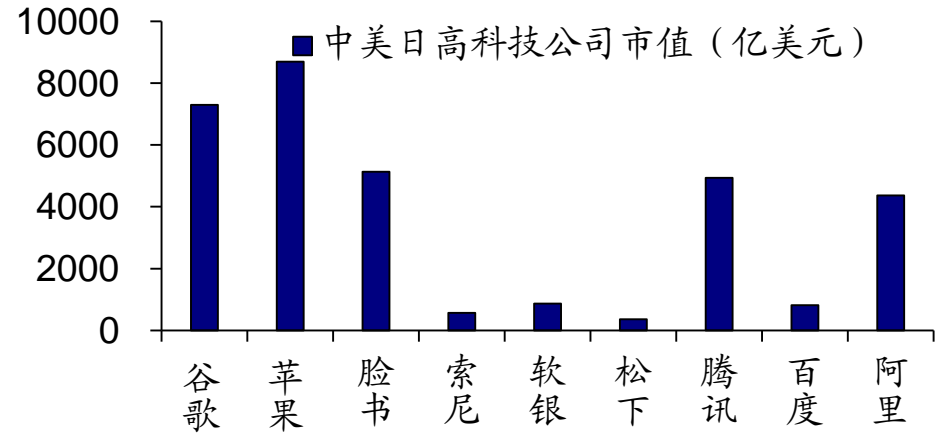
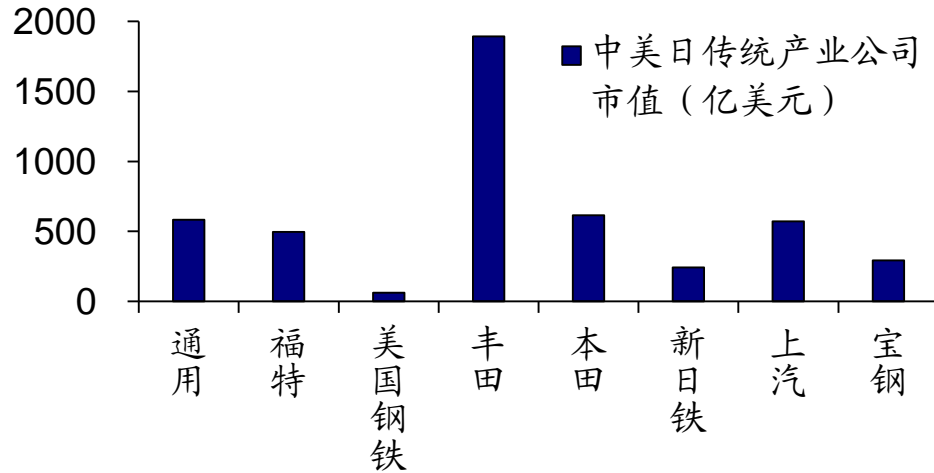
股权融资培育创新企业

我们曾经研究了美国、日本转型成功和失败的经验教训，发现他们曾经都陷入举债发展的陷阱，但是美国人成功地走出来了，而日本深陷泡沫经济，关键在于融资结构不一样。在08年以后，美国人靠着PE、股权融资，激发了一批又一批新企业成长壮大，包括谷歌、脸书等等，都是通过股权融资培育的。而日本是银行主导的融资体系，因此在工业化时代培育了丰田等传统行业龙头，但在新经济时代全面落后。而中国目前在全球的优秀企业代表阿里、腾讯也是通过资本市场培育的。

截至18年6月底中美日传统产业公司市值

截至18年6月底中美日高科技公司市值

谷歌



Facebook是如何诞生的

事实上，美国几乎所有的创新型企业，都有PE、VC等股权投资基金的影子。以Facebook为例，目前的市值高达5000亿美元，其上市前共进行了十轮股权融资，在股权投资基金的支持下，其估值也从首轮500万美元一路上升至第十轮的500亿美元。

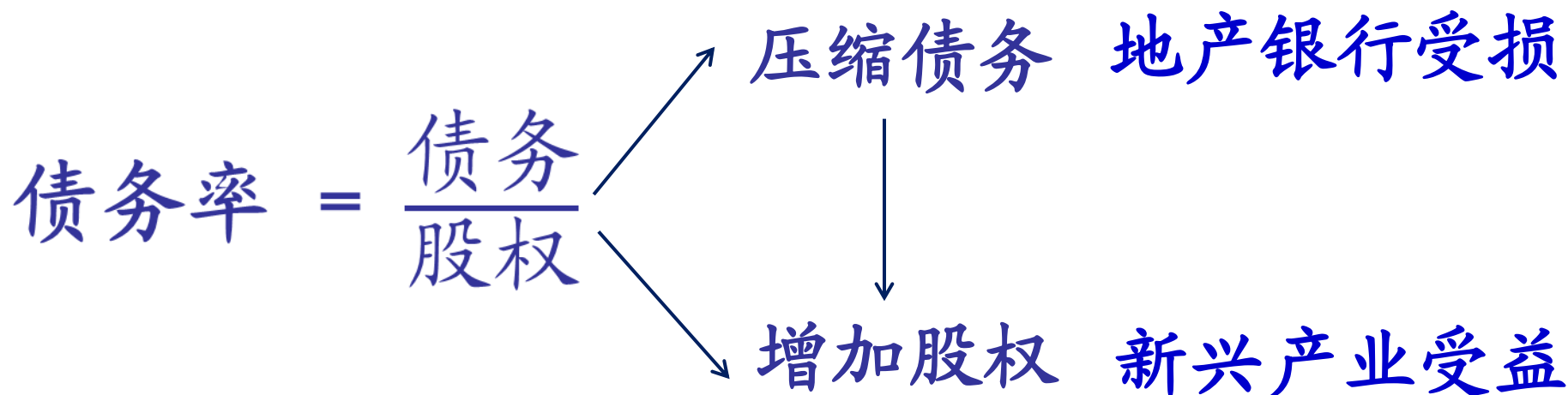
Facebook上市前股权投资基金投资情况

轮次	投资者	投资金额 (美元)	投资时间	对应估值 (美元)
首轮	PayPal创始人泰尔	50万	2004.9	500万
第二轮	阿克塞尔合伙公司	1270万	2005.5	1.27亿
第三轮	Greylock Partners及其它PE	2750万	2006.4	5.5亿
第四轮	微软	2.4亿	2007.10	150亿
第五轮	Samwer Brother	1500万	2008.1	150亿
第六轮	李嘉诚	1.2亿	2008.3	150亿
第七轮	TriplePoint Capital	1亿	2008.5	150亿
第八轮	俄罗斯DST	2亿	2009.5	100亿
第九轮	Elevation Partners	2.1亿	2010.6	230亿
第十轮	高盛、Digital Sky、Technologies	5亿	2011.1	500亿

经济转型：减少债务融资、增加股权融资

所以，中国经济转型的关键是减少债务融资，同时增加股权融资。一方面压缩负债，地产银行等依赖于债务融资的行业或受损，另一方面增加股权融资，新兴行业或受益。

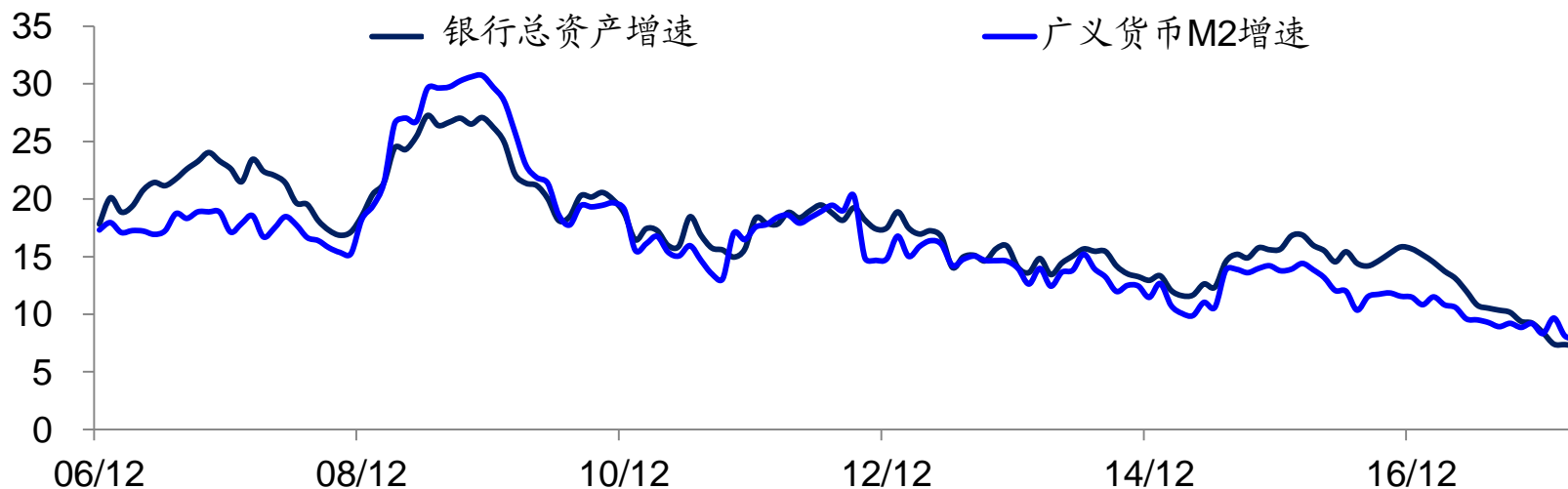
降微观债务率的两大手段



去杠杆收货币、货币低增新常态

在货币层面，这两年政府的信号非常明确，就是要降低货币增速。过去10年中国广义货币M2从40万亿翻了4倍到167万亿，同时代表影子银行的银行理财从5300亿翻了60倍到30万亿，算下来真实的货币翻了5倍，平均每年增长17.5%，但是目前的M2增速只有8%，影子银行在萎缩，真实的货币增速不到7%，只有过去增速的零头。

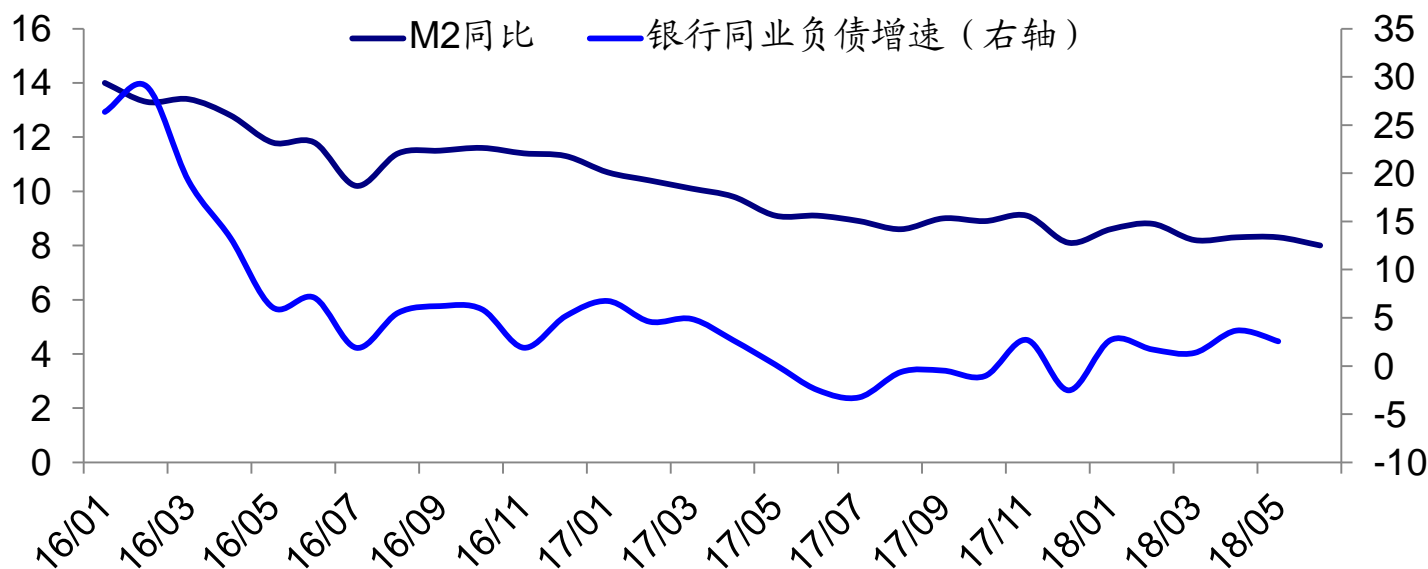
中国M2增速、银行总资产增速 (%)



17年去金融杠杆：货币增速大幅下降

从17年开始，金融监管逐步加强，银行的同业货币创造被大幅压缩，并带动了广义货币M2增速的持续下滑，从11%以上降至了8%左右。但M2主要是各种存款，M2的回落意味着金融机构流动性收紧，但是各种存款不直接影响经济，这也就意味着17年的去杠杆主要发生在金融市场，对经济影响不大。

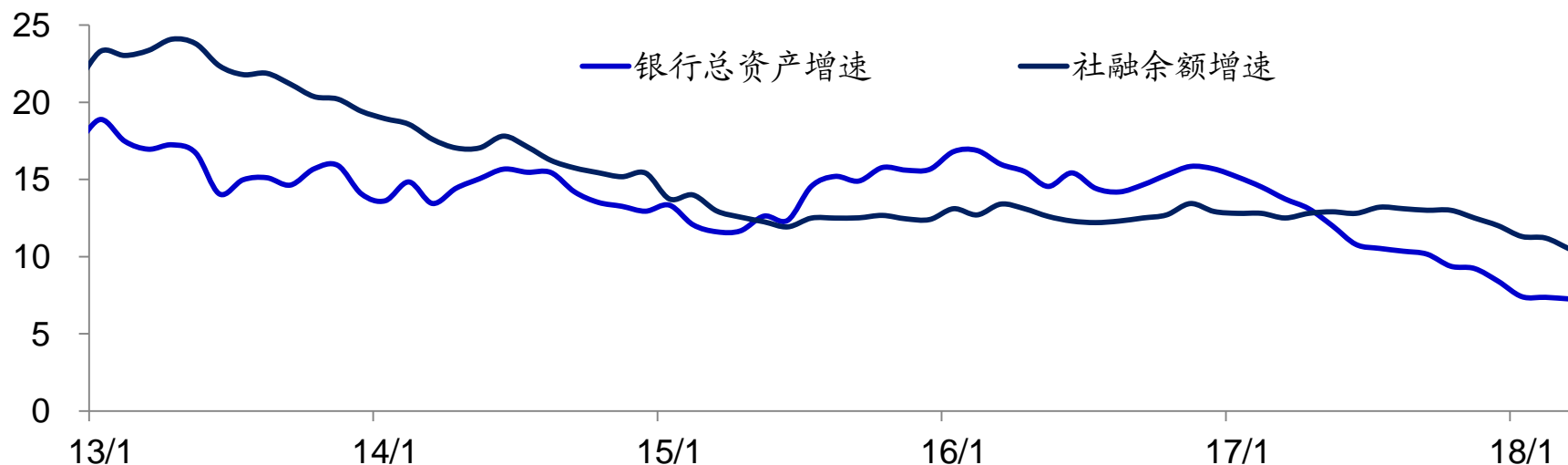
广义货币M2增速、银行同业负债增速 (%)



18年去经济杠杆：融资增速大幅下滑

但如果我们下决心降低经济主体主动举债的速度，各种债务其实就是各种融资，而把债务加总之后的指标大致就是社会融资总量，这意味着18年社会融资总量增速必将回落。而对于靠举债发展的工业经济而言，社融增速是最重要的领先指标。目前社融增速已经从17年的13%左右降至18年6月份的8%。按照社会融资增速与GDP名义增速差不多是1:1的关系，这意味着18年的GDP名义增速可能会从11%降至8%左右。

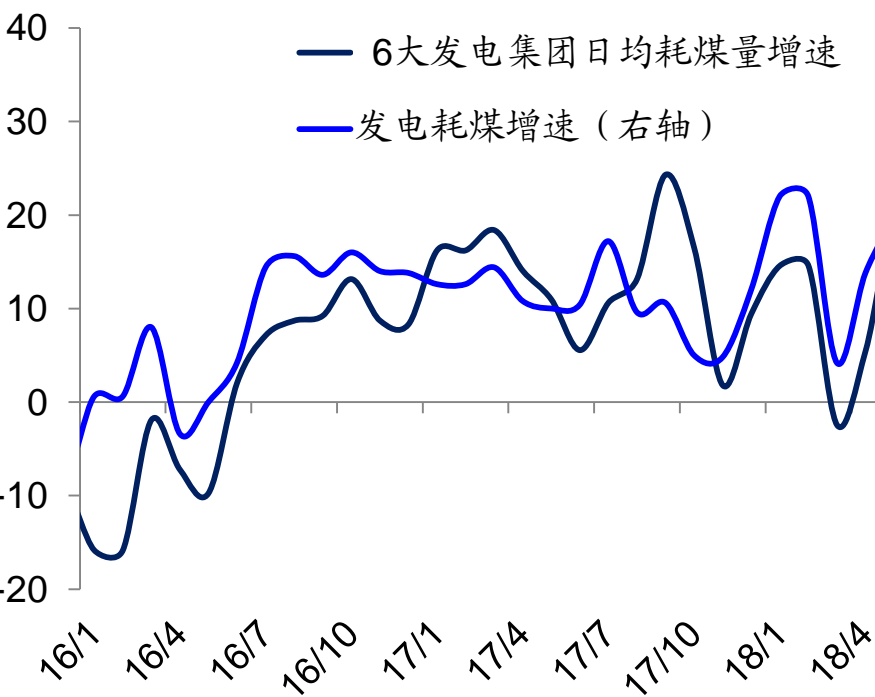
银行总资产、社融余额增速 (%)



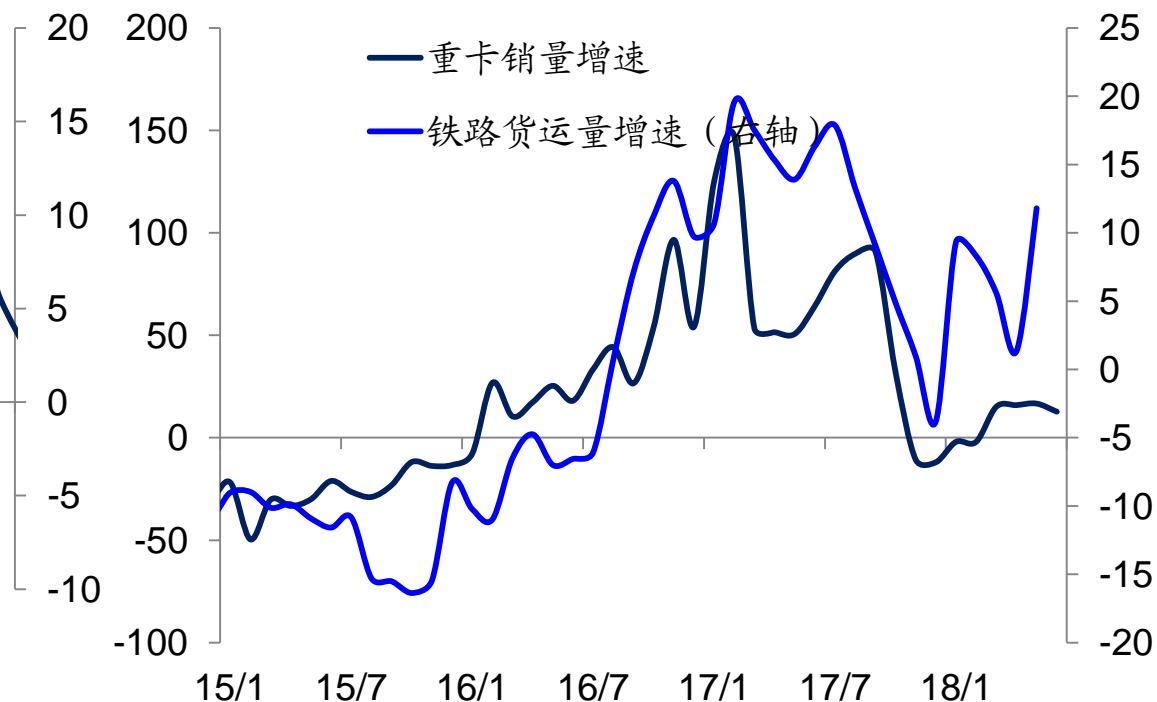
2季度经济短期改善

2季度以来，经济出现短期改善，从各种实物指标也可以印证，比如发电量增速、挖掘机、重卡销量增速回升。但6月份的发电耗煤、重卡、挖掘机增速再度出现回落。

发电量、发电耗煤增速 (%)



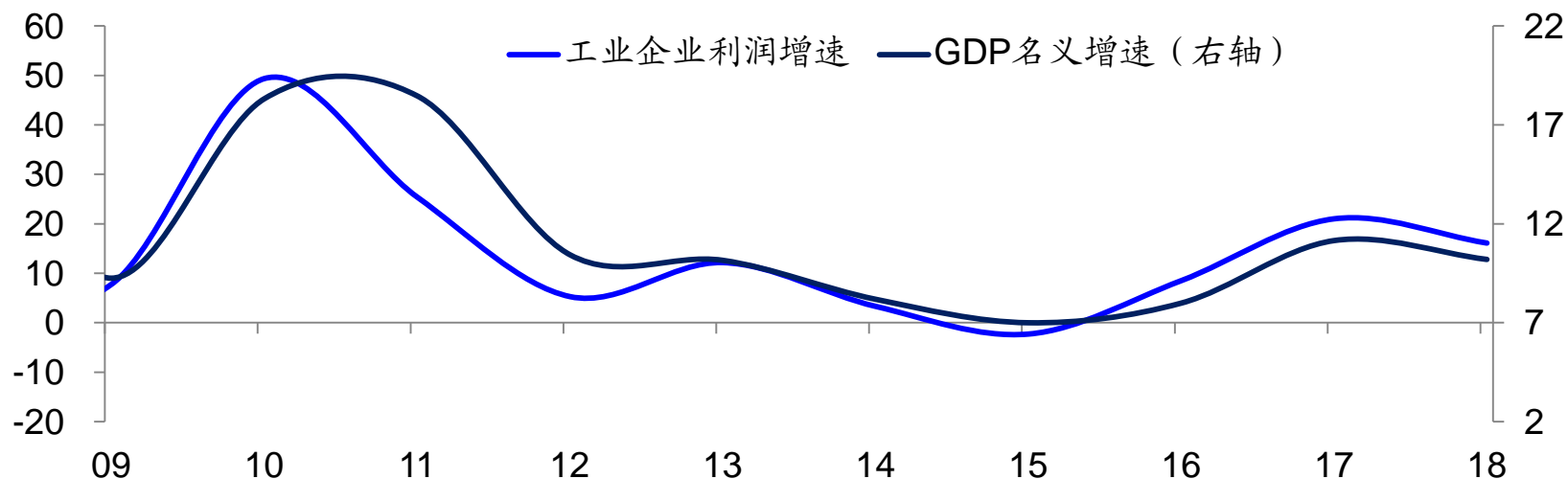
重卡销量、铁路货运量增速 (%)



长期增速下行隐忧

但是由于社融增速的大幅下行，下半年的经济增速仍存在较大的下行风险。而**GDP**名义增速是影响中国工业企业利润的最重要指标，如果**GDP**名义增速将回到**8%**左右，按照历史经验，工业企业利润增速将回到零增长。18年1季度，虽然**GDP**实际增速稳定在**6.8%**，但由于物价的回落，**GDP**名义增速已经回落至**10.2%**，与此相应，工业企业利润增速已经从17年的**21%**降至**15%**。

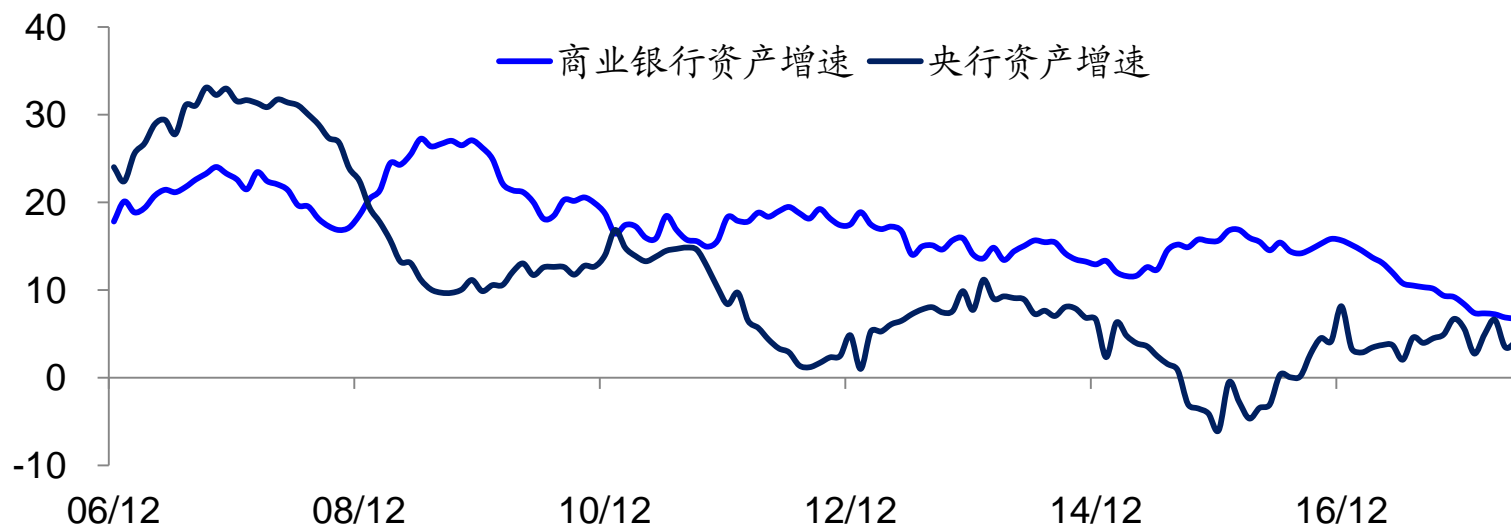
长期增速下行隐忧 (%)



违约风险增加

过去几年的货币超发主要不是因为央行，而是因为商业银行，在表外超发货币。而在资管新规出台之后，银行理财必须转化为净值型产品，无法再继续投资非标资产，这就意味着非标融资最大的买家不见了，非标资产流动性出现了系统性的萎缩。而下半年信托等非标资产到期压力加大，信用债到期量也在上升，而银行表内贷款受资本充足率和监管约束难以大幅增加，叠加信用违约后信用债发行大幅萎缩，这意味着信用违约的风险会继续上升，而降准并不能解决非标融资到期的难题。

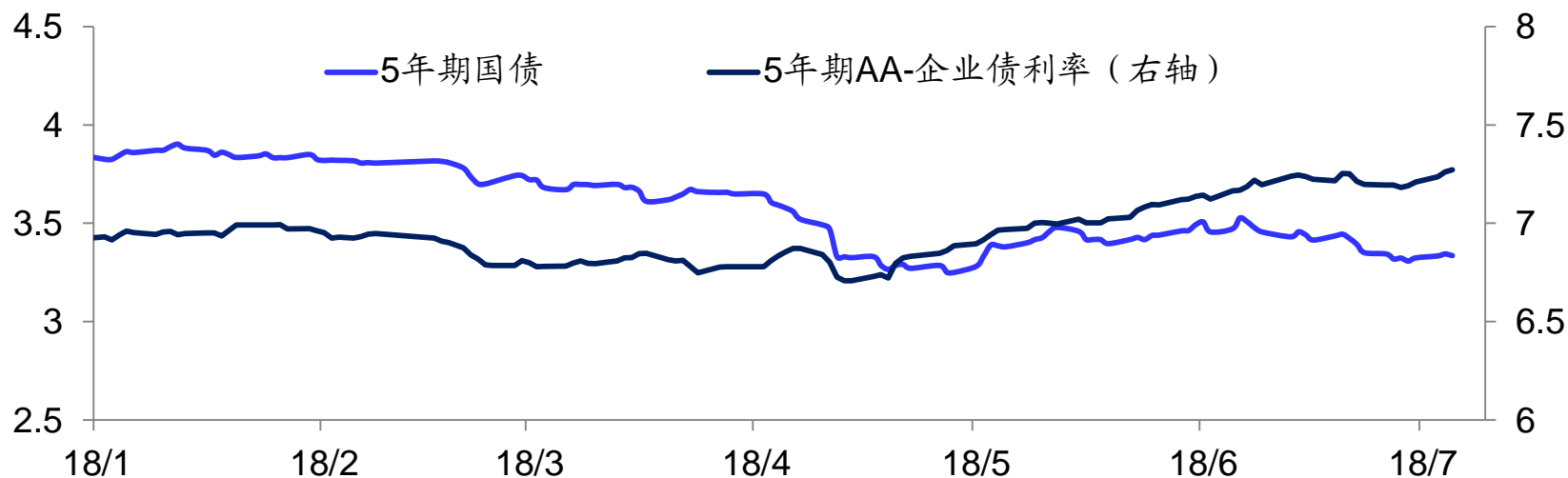
商业银行、央行资产增速 (%)



债市：利率拐点出现

今年由于债务违约的出现，很多人担心利率往上走，但今年以来中国的国债利率整体下行了40bp，主要有三个原因：一是在违约出现之后，随着高风险利率的上升，市场对安全资产重新定价，愿意给真正安全的国债更高的价格。二是随着融资增速的回落，对资金的需求整体下降，也有助于整体利率下行。三是中美利率逐渐走向脱钩，中国会增加进口而不是减少出口来应对中美贸易战，汇率更有弹性，利率更有独立性。

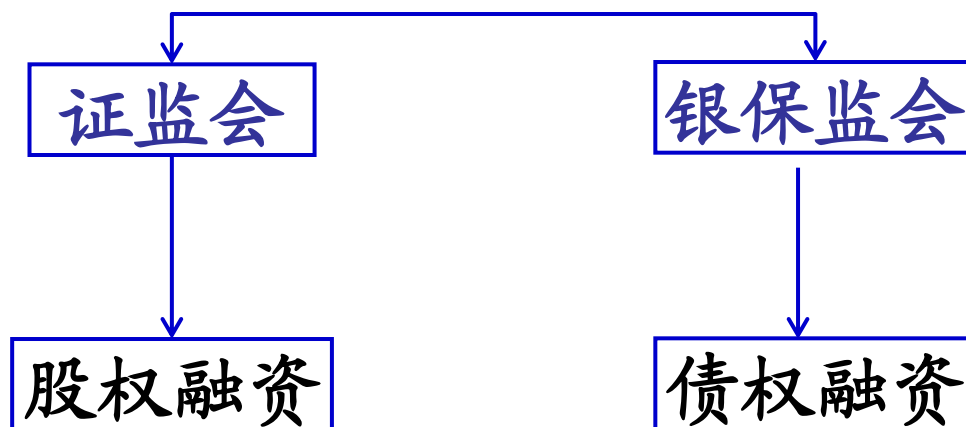
5年期国债收益率、AA-级企业债收益率（%）



股权与债权融资并重

从今年两会的政府机构改革来看，我们发现这么一个变化，就是证监会单列，而把银监会和保险会合并为银保监会。在我们看来，这背后的含义应该是大幅提升了股权融资的地位，因为证监会主管的股市代表股权融资，而银行贷款主要代表了债权融资，因此这样的安排意味着股权融资和债权融资同等重要。

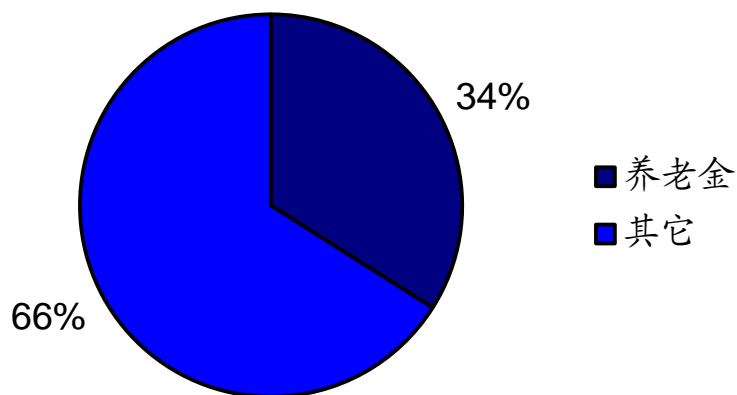
证监会与银保监会并列



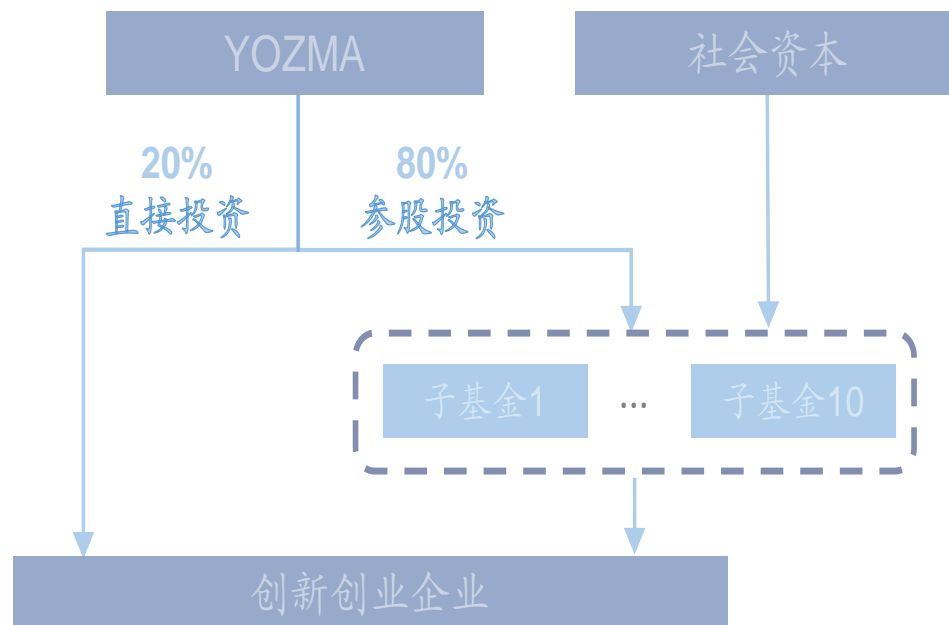
资金来源：养老金与政府基金

1979年，美国劳工部准许养老金计划投资于新兴企业和风险投资公司，美国的股权投资基金终于有了长期稳定的资金支持，目前美国大型股权投资基金 34%的资金来源于养老金，是第一大资金来源。而除了养老金之外，政府资金也可以作为股权投资基金的长期稳定来源。以色列政府推出的YOZMA基金就极好地发挥了政府资金的撬动作用，做大了股权投资基金的规模，支持其创新实力的提高。

17年美国大型股权投资基金资金来源



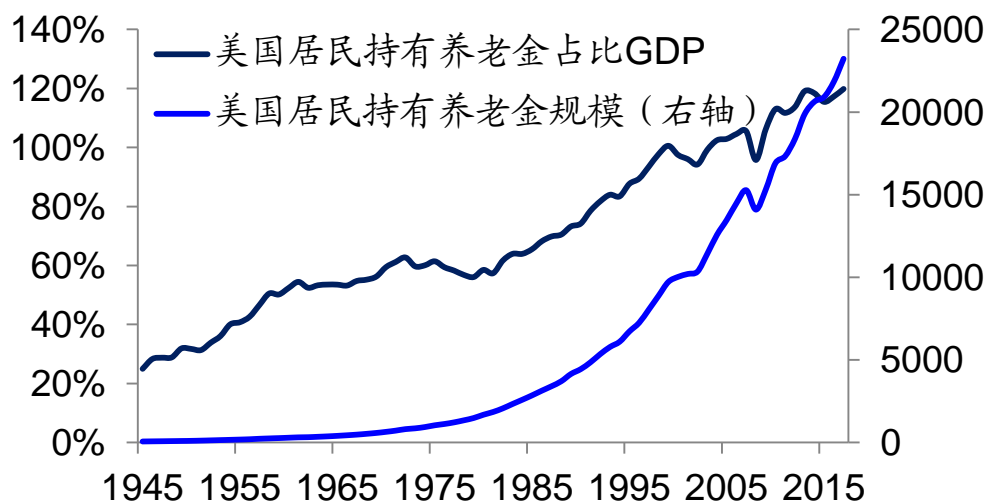
以色列YOZMA基金运作模式



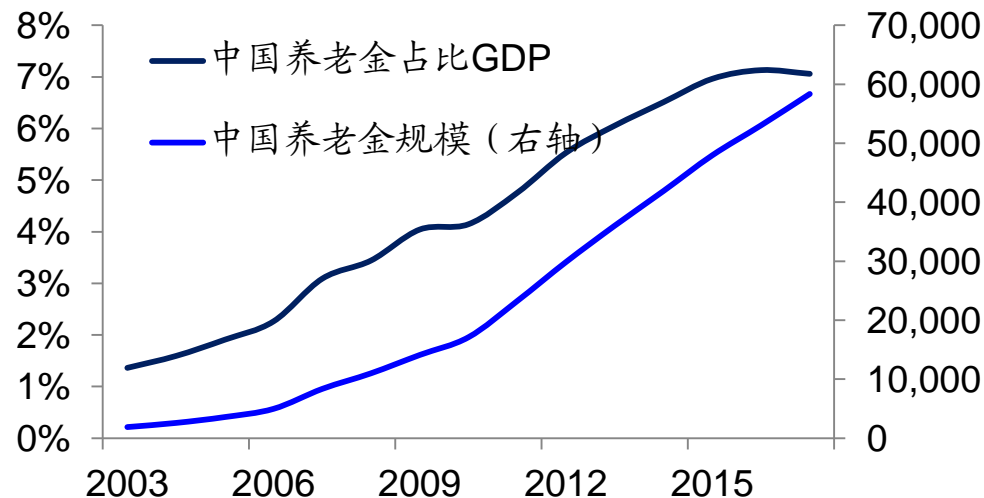
中国养老金税延，开始永远不迟

美国17年养老金总规模30万亿美元，其中居民持有的养老金资产高达25万亿美元，占GDP的比重约150%。而中国17年养老金总规模6万亿人民币，占GDP的比重为7%，远低于美国水平。美国养老金的大发展离不开70年代公布的《美国国内税收法案》，明确对养老金进行税收递延的优惠，促进了养老金的大发展。而中国在经过10年探讨之后，决定从18年5月起在上海、福建和苏州三地开展养老金税延试点，中国养老金大发展的时代有望来临。

美国养老金规模、占比（10亿美元）



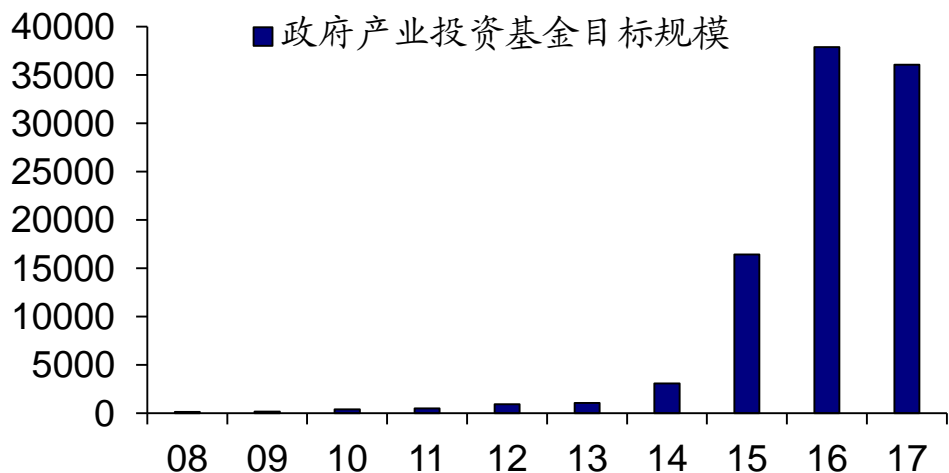
中国养老金规模、占比（亿人民币）



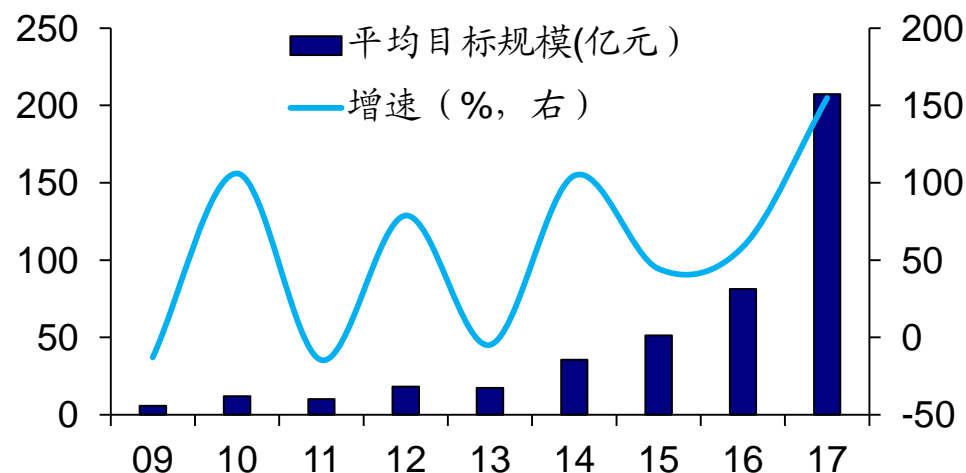
产业投资基金大发展

以14年9月大基金的设立为标志，我国政府产业投资基金进入快速发展阶段。14年基金的目标规模只有3000亿元左右，15年一举突破至1.6万亿元，16-17年更是达到3.5万亿元以上的规模。从08年到14年，每年新增基金数量只不过由约60只上升到117只，而15年大幅跃升至444只，16年继续上升并突破500只，单只规模也从不到20亿上升到超过200亿元。

政府产业投资基金目标规模（亿元）



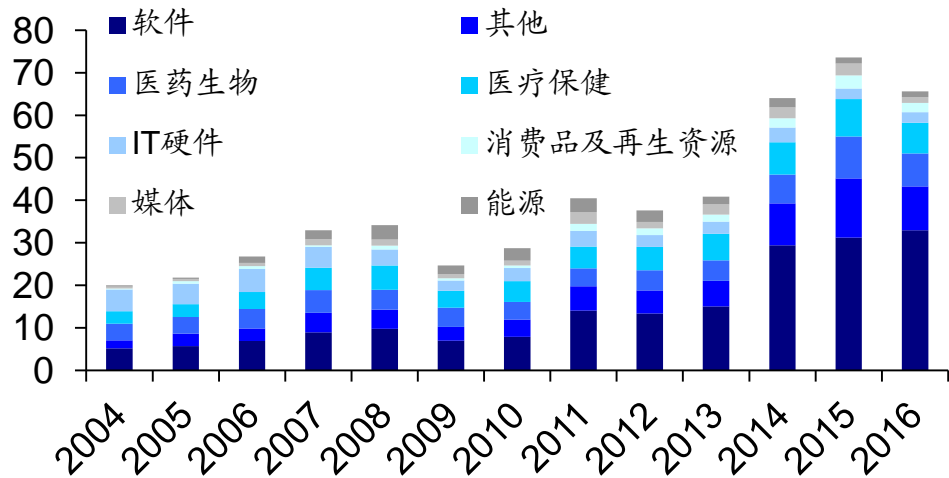
政府产业投资基金平均目标规模及增速



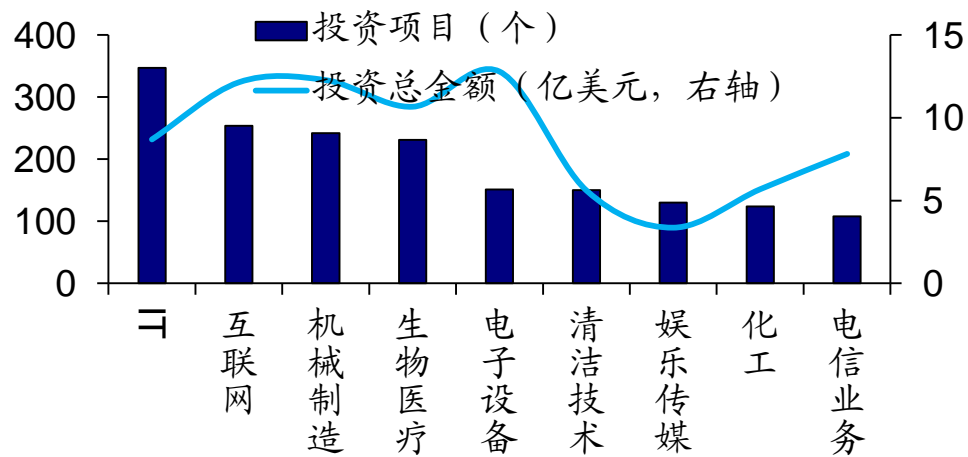
主要投向新兴产业

美国的股权投资基金主要投向新兴产业，根据NVCA的统计，16年美国股权投资基金投资额中，IT行业位居榜首，生物医药行业紧随其后，这两大行业合计占比高达73%，由此可见美国股权投资基金对于新兴产业和高科技行业的支持力度。而中国的政府产业投资基金主要投资于新一代信息技术、高端装备、新材料、生物行业、节能环保等行业，而这些行业都是国家所确定战略性新兴产业的重要方向。

16年美国股权投资基金投向（10亿美元）

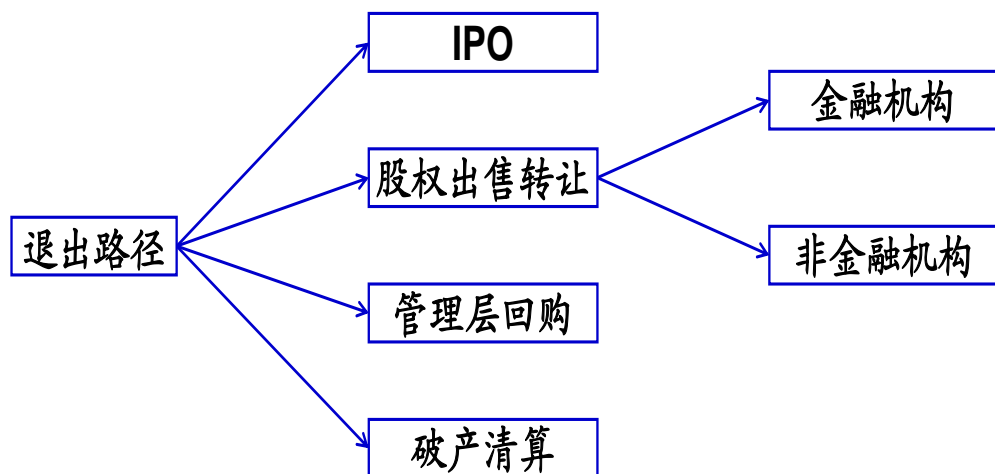


16年中国政府产业投资基金的行业投向

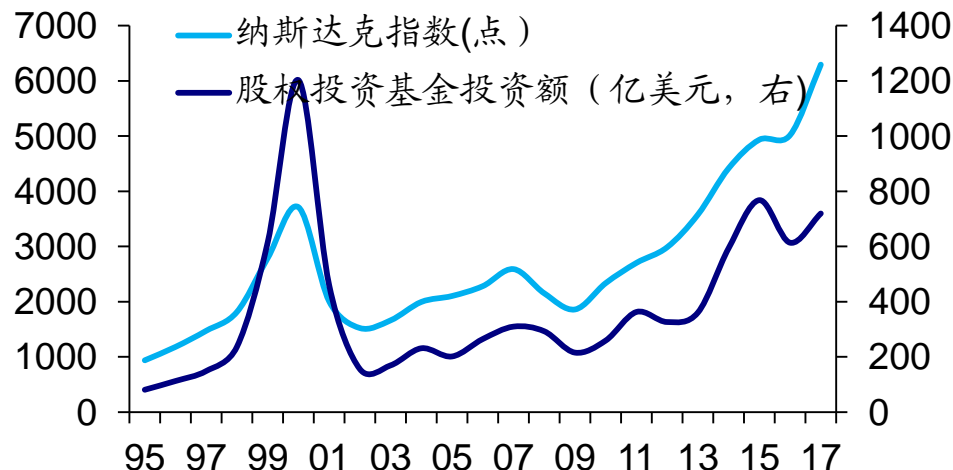


股权投资基金的资金退出是运作周期的最后一环。通常来说，股权投资基金主要有四种退出路径：公开上市（**IPO**）、股权出售转让、管理层回购股权和投资企业破产清算，其中**IPO**是长期最具吸引力的退出方式，这又离不开高度发达资本市场的支持。在美国，反映“新经济”的纳斯达克指数与美国股权投资基金投资额同步变化，指向股权投资基金与创新企业的共生共荣。

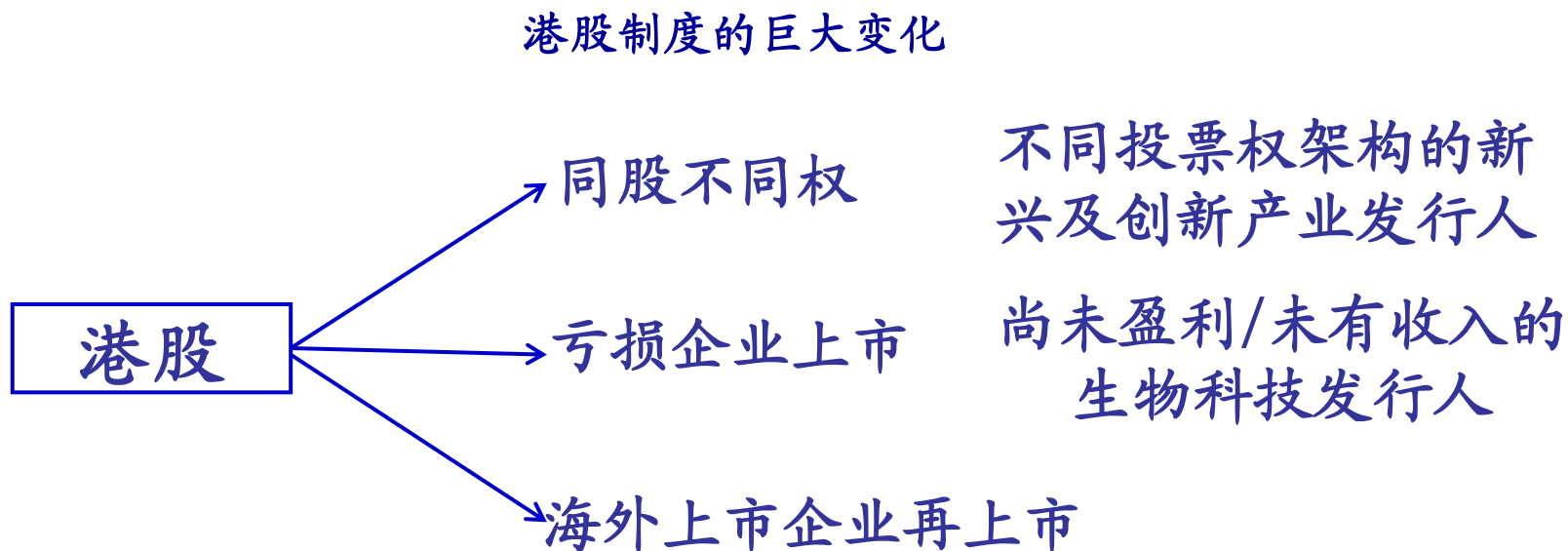
股权投资基金的退出路径



美国股权投资基金投资额与纳斯达克指数



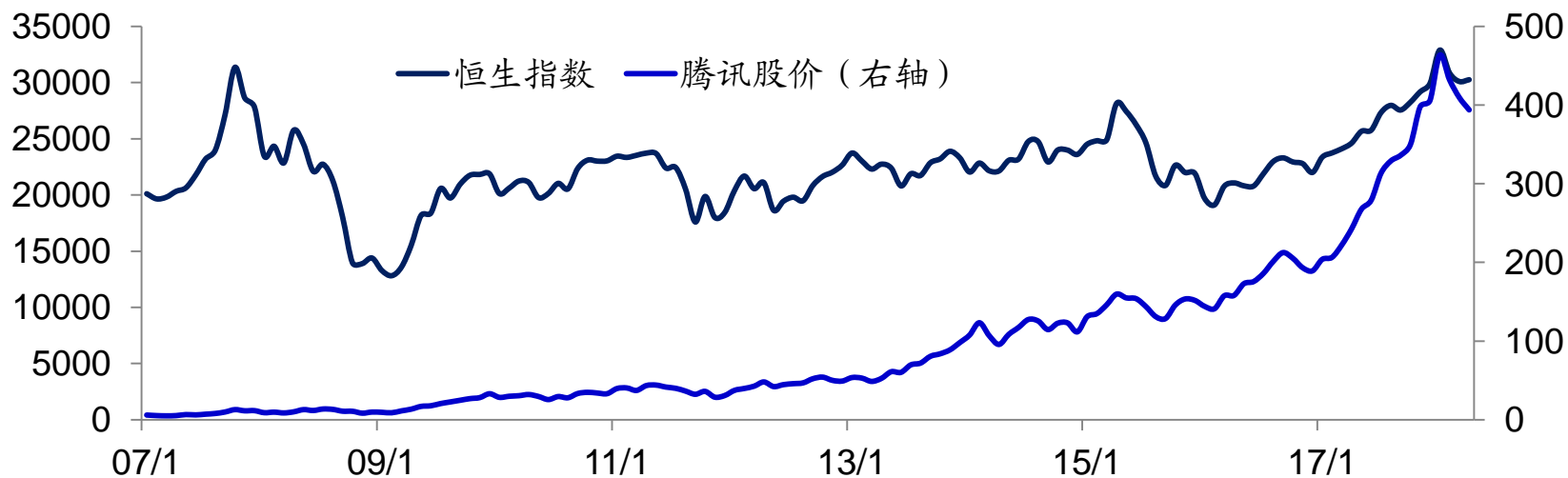
首先，今年香港股市的制度发生了重要的变化，同股不同权和亏损企业上市，都将在今年实施。创新需要投入大量资金研发，而且短期还不一定能见效，那么就需要允许亏损企业上市。与此同时，企业想大量融资又不想失去控制权，那么就需要允许同股不同权。如果香港有了这些新政策，那么未来的阿里、百济神州等优质企业就不一定要去美国上市了。



港股：从周期到成长

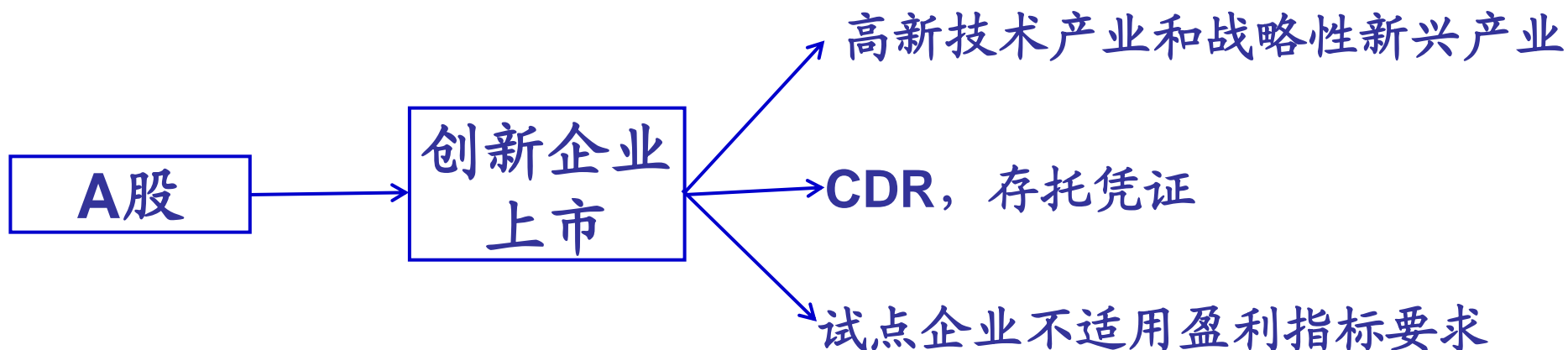
在我们看来，香港股市的这些积极变化值得肯定，所以今年年初我们明确提出，对香港市场长期看好，因为香港已经不再是一个代表金融和地产的周期市场，而是将转变为以腾讯为首，未来包括小米、蚂蚁金服等一批新兴企业龙头的市场，它代表的是中国的转型和创新，如果大家看好未来的中国，就应该看好港股的长期机会。过去光靠一个腾讯就助推恒指回到了3万点，未来如果有更多的新兴企业去香港，那么港股长期肯定充满希望。

恒生指数（点）、腾讯股价（港元）



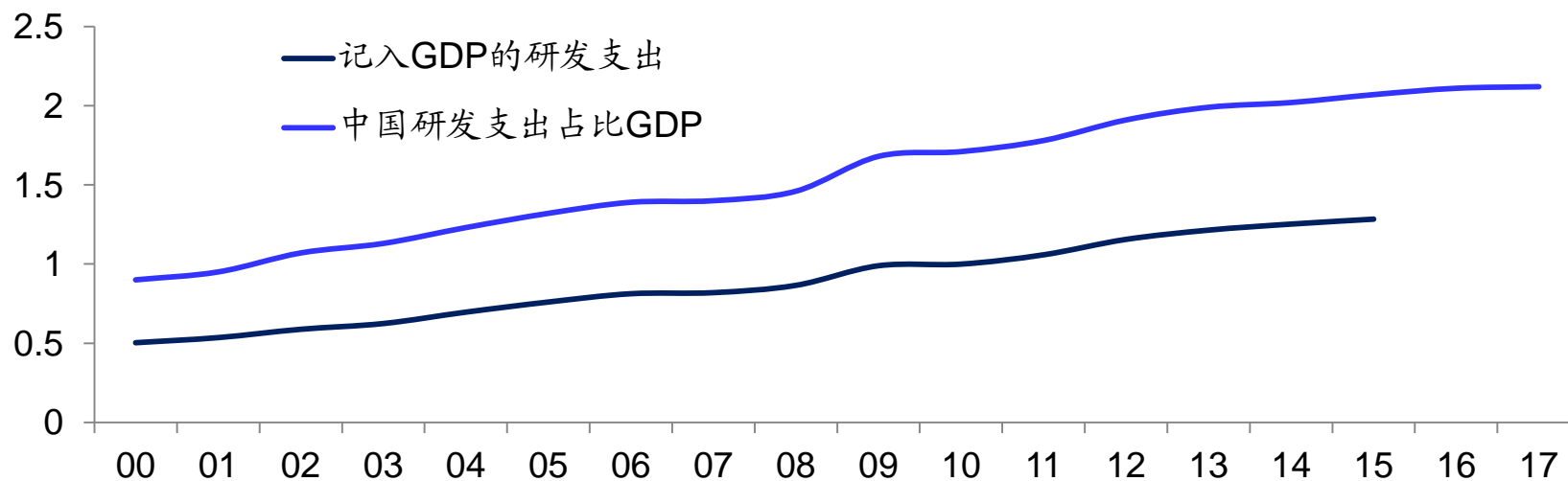
同样地，如果我们对于港股有信心，其实就可以对A股的未来更有信心。因为香港是中国的，所以港股的改变不是独立的事件，而是中国资本市场改革开放的一个环节。而在A股，今年以来的变化同样巨大。3月末，国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，明确支持创新企业在境内资本市场发行证券上市，其中属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，且达到相当规模的创新企业，可以在境内发行股票或存托凭证，可以不适用盈利指标要求。

A股的制度变化



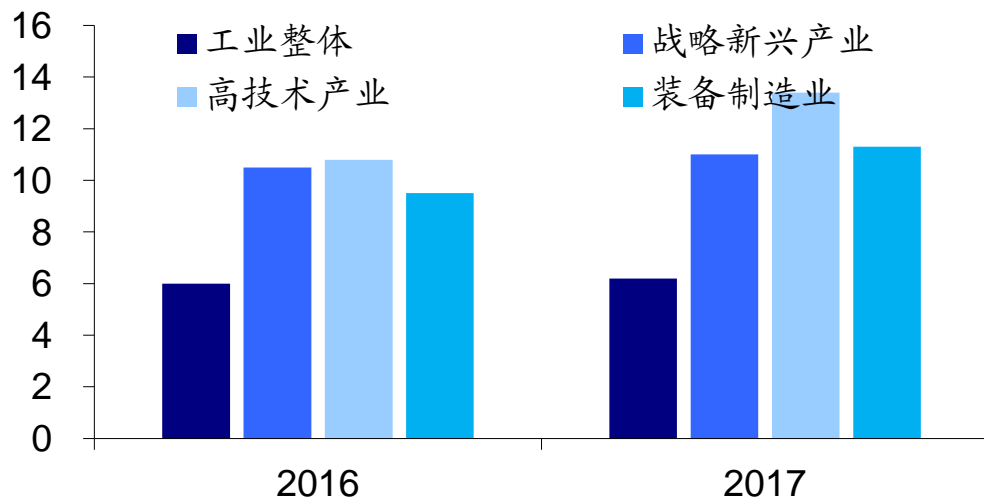
从宏观上看中国经济增速，在过去几年最大的变化，是我们从16年开始，正式把研发支出计入到了GDP。按照修订后的数据，2015年中国研发支出占GDP的比重为2.07%，其中的60%都计入了GDP，也就是研发支出创造了1.3%的GDP。

研发支出对中国GDP的贡献 (%)

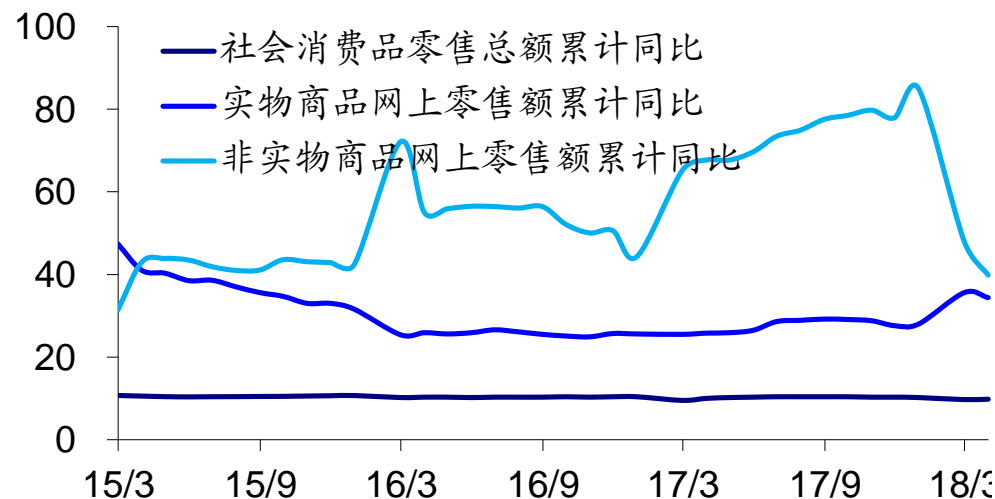


2016年统计上的另一个变化是**新经济**也被纳入了**GDP**，统计局建立了反映新产业、新业态、新商业模式的“三新”统计调查制度，包括了高新技术产业、战略性新兴产业、高技术服务业、互联网金融、科技孵化器、众创空间，众筹等。新产业方面，16、17年战略新兴产业、高技术产业、装备制造业的增加值增速基本在10%以上，远高于6%的工业平均增速。新业态方面，17年实物商品网上零售额增速上升至28%，远高于社消零售总额10%左右的增速。

工业、三大新兴产业增加值增速 (%)

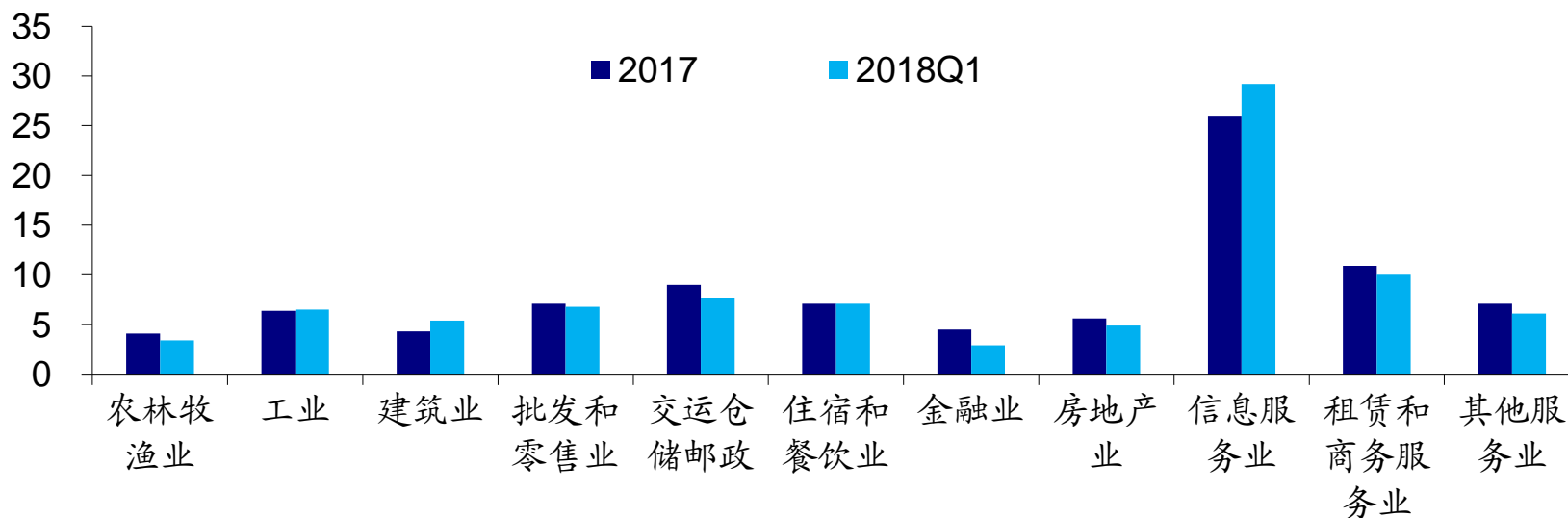


社消零售、实物和非实物网上零售增速 (%)



而从17年开始，代表新经济的信息服务业出现了高速增长，目前增速接近30%。

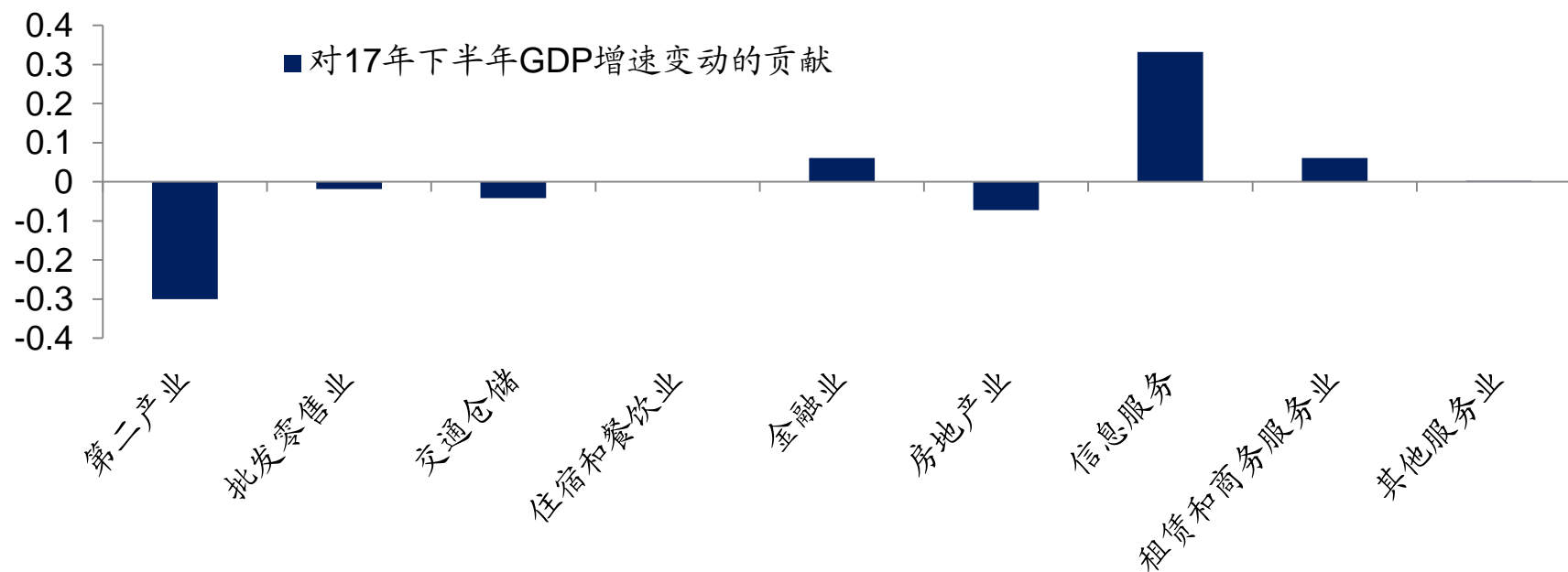
信息服务业增加值高速增长（%）



经济企稳：旧经济下滑，新经济回升

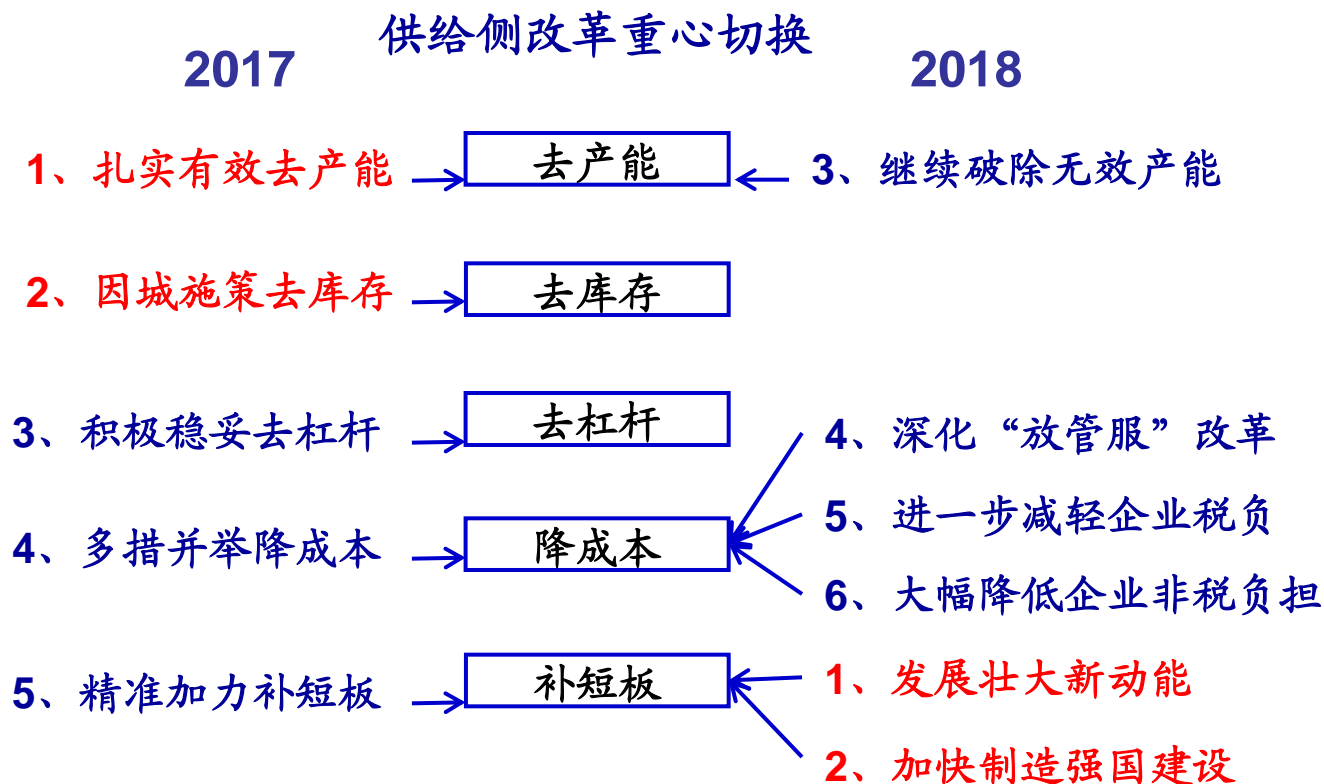
因此，17年以来的经济企稳其实并非来自于房地产和工业等传统行业，而是来自于新经济的高速增长。17年的信息服务业增速高达25%，按照4%左右的GDP占比，其贡献了1%的GDP增速，完全弥补了工业增速的下滑。

对17年下半年GDP增速变化的贡献 (%)



18年补短板：发展壮大新动能

今年3月全国两会《政府工作报告》中明确将“发展壮大新动能”和“加快制造强国建设”列为18年供给侧结构性改革首要目标，而最新的政治局会议明确加强关键核心技术攻关、积极支持三新企业发展。均标志着供给侧改革的重心已经转向补短板，壮大经济新动能。



目录

第三部分：中国经济分析

1. 经济走势分析
2. 货币波动分析
3. 债务周期分析
4. 转型经济分析
5. 资产配置分析

美国著名的亚马逊公司，其市值高达7500亿美元，其持续亏损了20年，到2017年才30亿美元净利润，换算成PE高达200多倍，为什么市场给予它这么高的估值？一个重要原因或在于17年其投入了226亿美元进行研发，如果亚马逊完全不做研发，那么它的17年盈利可以达到256亿美元，换算成PE也就是29倍，要低于其他主要的科技公司。这说明，在美国这样的成熟市场，对企业研发费用要给予相当的估值。而亚马逊的研发不仅给股东创造价值，也直接创造GDP，相比16年，亚马逊的研发费用增加了65亿美元，如果将这一笔新增研发费用直接计入GDP，差不多相当于美国17年新增7600亿美元GDP的1%，这还只是亚马逊一家公司的贡献。

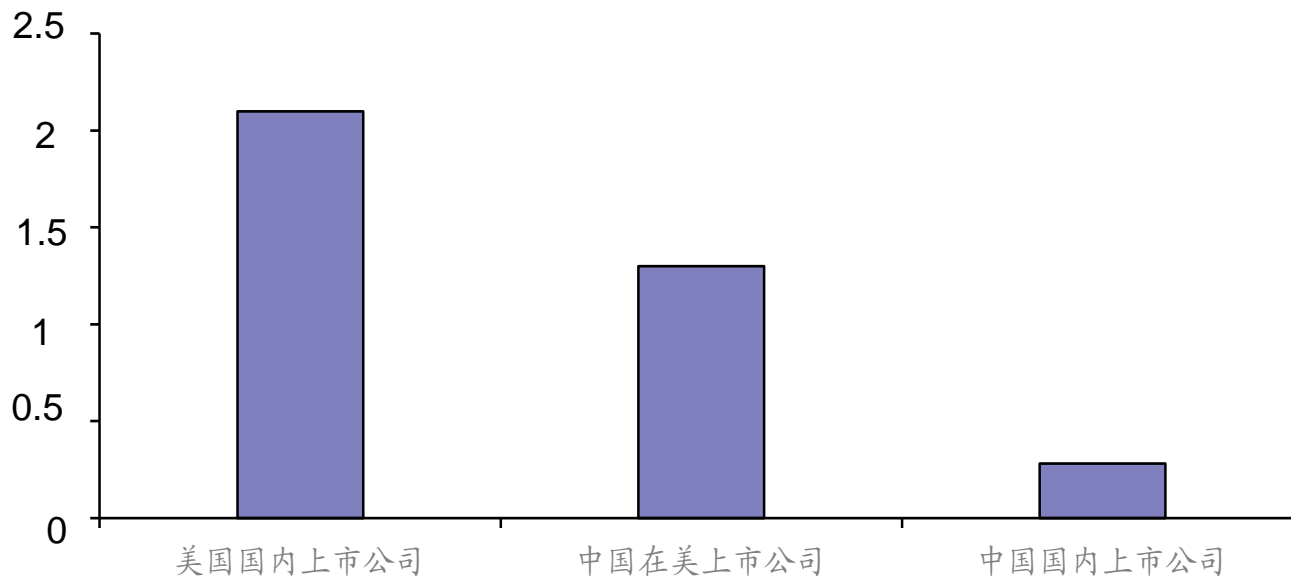
17年美国亚马逊公司盈利与研发、贡献GDP

市值	盈利	PE	研发费用	研发前利润	研发前PE	新增研发	新增研发占新增GDP
7500亿美元	30亿美元	250	226亿美元	256亿美元	29	65亿美元	1%

中国有研发，A股缺研发

而对于中美两国的上市公司，我们发现在研发上的差距非常明显，美国上市企业平均每家研发投入**2.1**亿美元，而中国A股去年研发总支出约**5500**亿人民币，平均每家约**1.9**亿人民币，折合**0.28**亿美元，只有美国的**13%**。而并不是所有的中国企业都不搞研发，中国在美国上市企业的平均研发是**1.3**亿美元，和美国企业相差不多，而华为一年研发投入**1000**亿人民币，和美国亚马逊相差无几。

17年中美上市公司平均研发支出规模对比（亿美元）

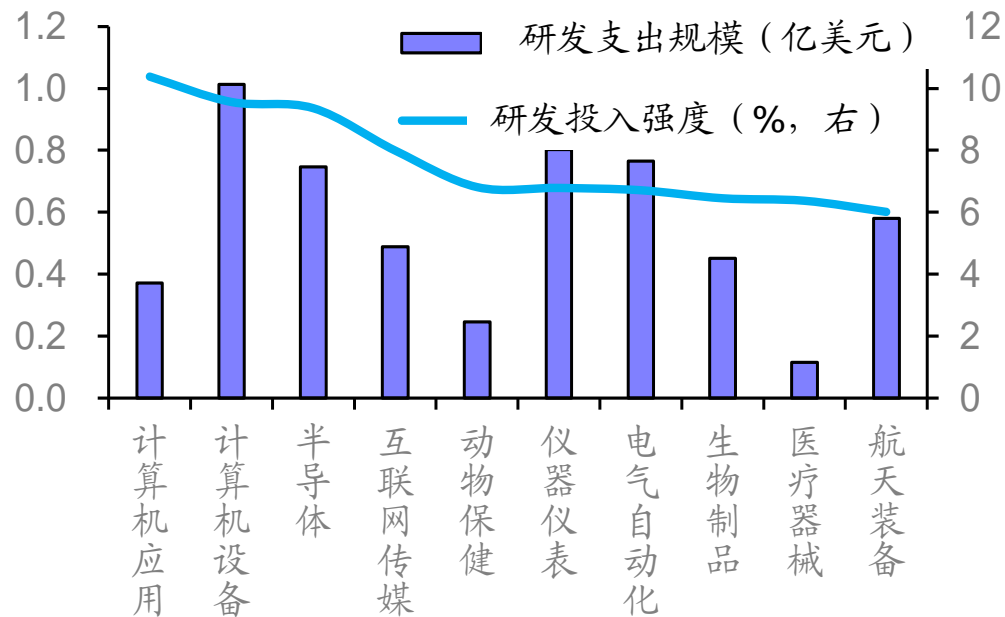
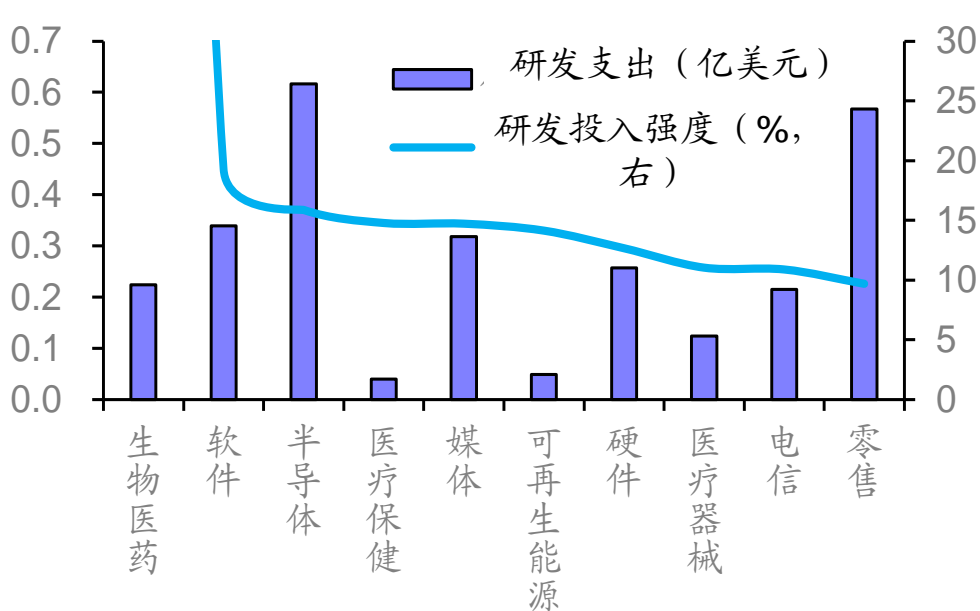


高研发行业：医药、IT、高端制造

17年美国上市公司研发强度排名靠前的是医药和IT行业，而中国同样是医药和IT等行业的研发强度排名靠前，但和美国相比差距依然较大。而中国装备制造业上市公司在研发投入强度上具有一定的国际竞争力。像仪器仪表、电气自动化、航天装备等行业其研发投入强度中位数均在6%以上，而美国这些行业在研发强度上排名并不靠前。

17年美国研发营收占比中位数

17年中国研发营收占比中位数



注：美国生物医药行业研发支出投入强度208%

龙头企业研发追赶：电子

而以代表性的电子行业为例，中美两国龙头公司在研发投入强度上的差距进一步缩小。美国电子行业中谷歌的母公司ALPHABET以166亿美元的研发支出规模位居第一，其研发投入强度15%，而我国电子行业研发规模最大的上市公司中兴通讯，其研发投入强度也达12%，与ALPHABET相差仅三个百分点。前十名上市公司对比来看，美国上市公司加权平均研发投入强度约为14.9%，而中国也达到9.9%，相差仅五个百分点。

17年中美电子行业 研发支出规模前十上市公司研发情况对比

美国	研发支出规模 (亿美元)	研发投入强 度 (%)	中国	研发支出规模 (亿元人民币)	研发投入强 度 (%)
ALPHABET	166.25	15	中兴通讯	129.62	12
INTEL	130.98	21	京东方	69.72	7
MICROSOFT	130.37	13	海康威视	31.94	8
APPLE	115.81	5	紫光股份	30.49	8
FACEBOOK	77.54	19	三六零	24.17	20
ORACLE	61.59	16	烽火通信	21.39	10
CISCO	60.59	13	大华股份	17.89	9
IBM	57.87	7	欧菲科技	17.56	5
QUALCOMM	54.85	25	歌尔股份	16.97	7
BROADCOM	32.92	19	纳思达	16.41	8

龙头企业研发追赶：医药

而医药医疗行业的情况与此类似，中美两国龙头公司的差距远没有上市公司整体对比那样大。美国医药医疗行业中**JOHNSON & JOHNSON**以106亿美元的研发支出规模位居第一，其研发投入强度14%，而我国医药医疗行业研发规模最大的上市公司恒瑞医药，其研发投入强度达到13%，与前者相差无几。前十家上市公司对比来看，美国医药医疗上市公司加权平均研发投入强度约为22.2%，而中国也达到7.7%，龙头公司之间的差异已较行业整体差异大幅缩窄。

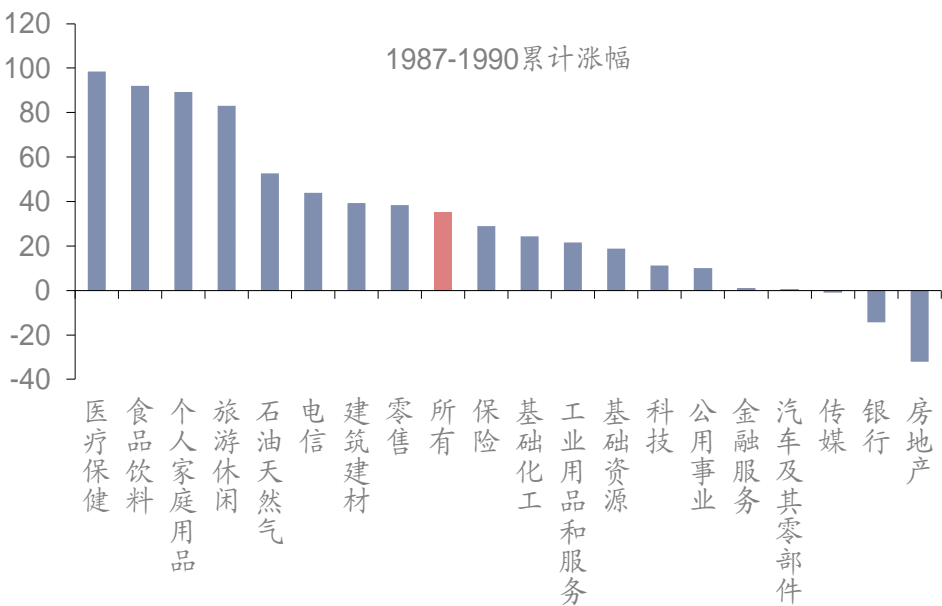
17年中美医药行业 研发支出规模前十上市公司研发情况对比

美国	研发支出规模 (亿美元)	研发投入强 度 (%)	中国	研发支出规模 (亿元人民币)	研发投入强 度 (%)
JOHNSON & JOHNSON	105.54	14	恒瑞医药	17.59	13
MERCK	102.08	25	复星医药	15.29	8
PFIZER	76.57	15	科伦药业	8.46	7
Bristol-Myers Squibb	64.11	31	海正药业	8.44	8
CELGENE	59.15	45	上海医药	8.36	6
ELI LILLY	52.82	23	健康元	7.05	7
ABBVIE	49.82	18	天士力	6.16	4
GILEAD SCIENCES	37.34	14	人福医药	6.03	4
AMGEN	35.62	16	丽珠集团	5.76	7
BIOGEN	22.54	18	步长制药	5.53	4

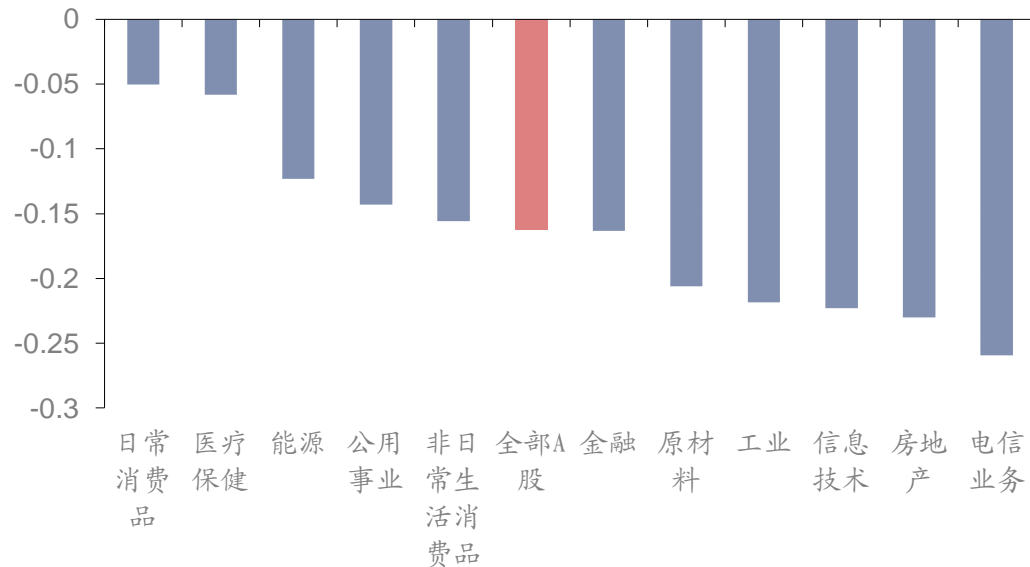
利率下行：利好稳定收益类资产

除了创新类资产以外，随着无风险利率下行，另一类值得看好的是类债券的稳定收益率资产，今年市场表现好的消费、公用事业类股票，其实也有类债券的属性。美国在**87-90**年经历过类似的信用风险释放周期，期间也是地产和银行等领跌，而消费类资产领涨。

美国各板块1987年-1990年的股价涨幅（%）



今年1-6月A股市场各板块股价累计变化



美国供给学派：收缩货币、降低税率

在美国的70年代，也曾经出现过货币超发，房价和各种商品价格暴涨。但是后来美国人发现，货币超发除了带来涨价，没有任何意义。所以在美国80年代出现了供给学派的改革，其核心是两大思想：一是减税、提高企业的效率；另一个是收缩货币，抑制价格上涨。而事后来看，美国80年代以后的货币收缩只是降低了通胀，而并没有降低经济增速。

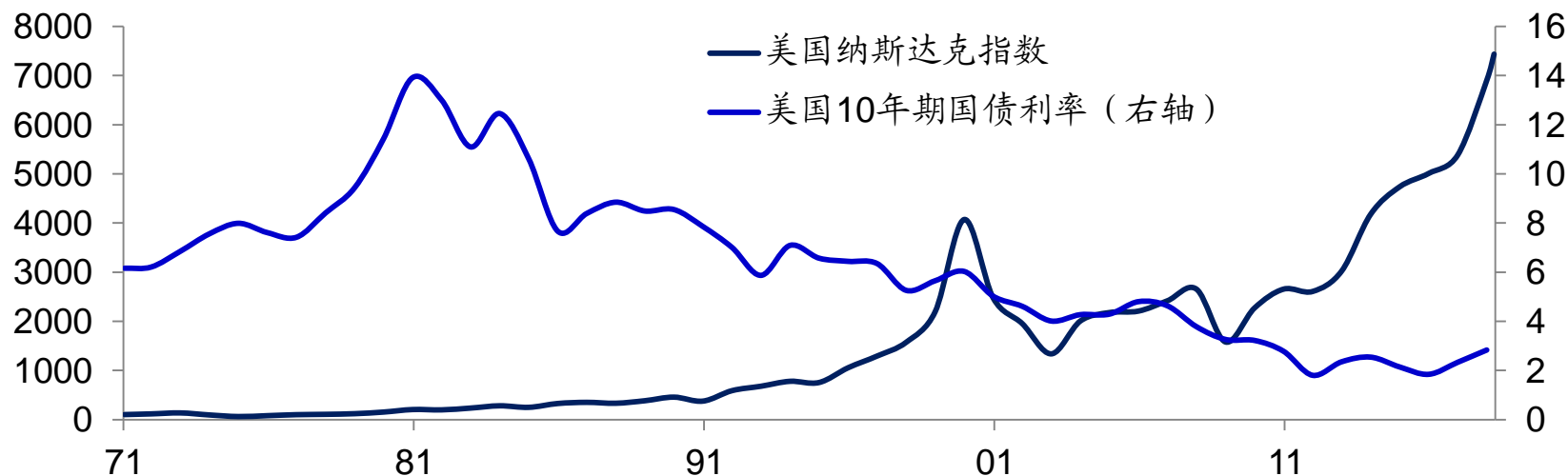
美国货币增速、通胀和经济增长 (%)

	货币增速	通胀	经济增长
1800-1900	4.5	0	4.1
1900-2000	7	3	3.3
1970-1980	10	7.8	3.2
1980-2017	6	2.7	2.8

美国80年以后：创新和债市长牛

在美国70年代，财富来自于涨价，美国的首富也是做石油出身的邦克亨特，结果后来投机白银破产了。而80年代以后，表现最好的是两大类资产：一是新经济，代表新经济的纳斯达克指数涨了30倍；另一个是债市，80年代以后美国利率出现了长期下降。

美国纳指（点）、10年期国债利率（%）



分析师声明

姜超

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、债券首席分析师

姜超

SAC执业证书编号：0850513020002

Email: jc9001@htsec.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
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; 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。	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。