

Zhonghua Liang
zh.liang@htisec.com

Amber Zhou
amber.lh.zhou@htisec.com

自胜者强

——2025 年海通宏观展望

投资要点:

- **展望 2025 年**，宏观环境复杂多变，尤其是外部不确定因素或仍较大。面对压力，预计国内政策会继续迎难而上，积极发力。不管外部形势如何变化，保持战略定力，做正确的事，提高自己，就没什么可怕的，正所谓“胜人者有力，自胜者强”。
- **政策：“变”与“不变”**。政策端最重要的变化，是提到“正视困难，坚定信心”。高质量的发展框架不会改变，预计 2025 年宏观政策会积极发力，但不会大水漫灌式的强刺激。预计货币政策仍会渐进式调整，财政政策在化债、防风险的同时，会适度提高财政赤字稳定经济。除了需求侧的政策，供给侧也有望进一步改革，尤其是针对产能利用率偏低、持续亏损的行业。
- **经济：何时见底回升？**我们预计，2025 年我国 GDP 增长目标有望定在 5% 左右。我国中长期经济有很大潜力，但短期需要提振需求。当前消费增速仍待提振，改善居民收入和预期同等重要。房地产仍有一定压力，但在积极政策支持下，销售和投资或逐步探底回升。在“抢出口”、转口贸易支撑下，预计出口对全年经济或仍有一定支撑，但贸易顺差或有所收窄，净出口对经济支撑作用或有所减弱。往前看，关注经济波动，仍需关注融资指标的改善情况。
- **资产：关注哪些机会？**特朗普政策一旦落地，美债利率或有进一步上行压力，美股波动也可能加大。从相对经济变化看，美元指数或仍然偏强，欧元、日元等货币或偏弱。全球百年变局继续演绎，中长期关注黄金和类货币资产。我国政策暖风持续，可以关注权益资产的结构机会。我国债券和类债券资产的机会，仍然值得继续关注。
- **风险提示：政策不及预期，海外不确定性加大，地缘风险，假设和测算误差风险。**

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)

目 录

1. 政策：“变”与“不变”	5
2. 经济：何时见底回升？	9
3. 资产：关注哪些机会？	13

图目录

图 1	我国居民房贷利率和国开债利率走势 (%)	5
图 2	逆回购利率和 DR007 对比 (%)	6
图 3	MLF 和存单利率对比 (%)	6
图 4	人民币汇率走势	6
图 5	美国物价指数	7
图 6	美国通胀 (%)	7
图 7	城投债净融资规模下降 (亿元人民币)	7
图 8	城投公司有息负债规模增量估算 (亿元人民币)	7
图 9	广义赤字率走势 (%)	8
图 10	制造业行业产能利用率情况 (%)	9
图 11	GDP 实际增速 (%)	9
图 12	GDP 平减指数同比 (%)	9
图 13	社会消费品零售增速 (%)	10
图 14	居民季度收支增速 (%)	10
图 15	中国居民储蓄率 (%)	10
图 16	中国最终消费支出增速 (%)	10
图 17	30 城新房销售现状 (万平方米)	10
图 18	房地产销售和投资同比增速 (%)	10
图 19	海外地产房价走势 (房价最高时该指标=100)	11
图 20	海外和中国地产销售走势 (房价最高时=100)	11
图 21	海外和中国地产投资走势 (房价最高时=100)	11
图 22	房地产新开工走势 (新开工最高时该指标=100)	11
图 23	中国资本形成总额增速 (%)	12
图 24	我国出口名义和实际增速 (%)	12
图 25	内外需对工业增加值增速的拉动 (%)	12
图 26	GDP 累计同比增速拆分 (%)	13
图 27	贸易顺差结构拆解 (万亿元)	13
图 28	融资增速是领先指标 (%)	13
图 29	美国经济增速 (%)	14
图 30	美国周度经济指数 (%)	14

图 31	美国贸易逆差仍较大（2023-2017，十亿美元）	14
图 32	美国实际制造业建厂投资（分行业，十亿美元）	14
图 33	美国企业所得税税率变化（%）	15
图 34	特朗普竞选政策提案的预算效应估算（十亿美元）	16
图 35	特朗普竞选政策提案的收入分配估算	16
图 36	美国消费者因贸易摩擦带来的税收分布（十亿美元）	17
图 37	美国每个家庭因贸易摩擦而增加的税负（每年，美元）	17
图 38	移民增加对美国经济的影响评估	17
图 39	全球著名人工智能模型分布（款，2023 年）	17
图 40	美国联邦基金利率与泰勒规则（%）	18
图 41	CME 观察显示的市场利率预测	18
图 42	美债利率：实际利率和通胀预期（%）	19
图 43	美股走势和美国经济周期	19
图 44	美元指数和美国 GDP 占比	19
图 45	美国经济增速和占全球比重（%）	19
图 46	欧洲公债利率已在高点（%）	20
图 47	欧美利差与汇率走势	20
图 48	日本国债利率走势(%)	21
图 49	日元汇率变化（%）	21
图 50	黄金价格走势和美元实际利率	21
图 51	沪深 300 指数市盈率走势	21
图 52	国债利率和 GDP 平减指数走势（%）	22

1. 政策：“变”与“不变”

最重要的变化：正视困难，坚定信心。9月下旬以来，一揽子增量政策陆续出台，我们认为，政策端最重要的变化是“正视困难，坚定信心”，所以在经济面临压力的情况下，政策暖风会持续。

稳增长的政策依然会延续“高质量”发展的大框架，不会搞大水漫灌式强刺激。货币政策会更“支持性”，但过快降息的可能性并不大；财政政策边际上会增加托底功能，但财政纪律依然会延续；房地产政策重在托底，守好底线；基建投资注重投资效率，不做低效、无效的投资。

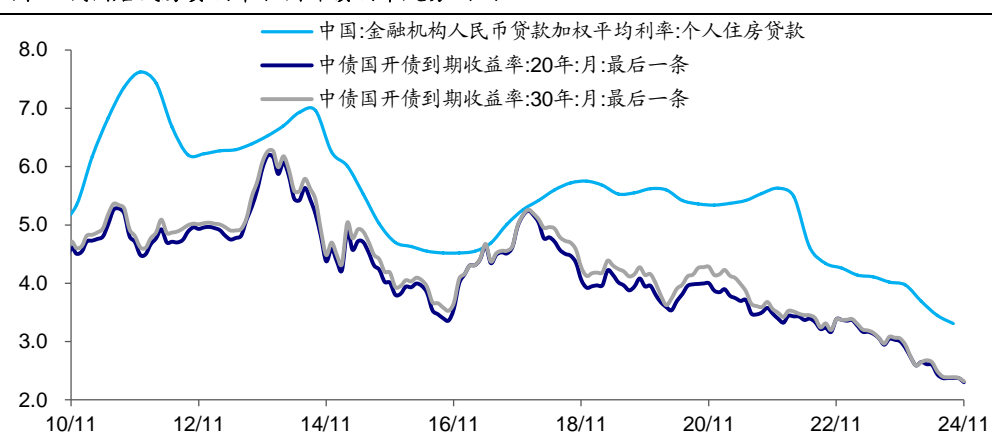
表 1 2024 年三次政治局会议表述对比

4 月政治局会议	巩固和增强经济回升向好态势，经济运行中积极因素增多，经济实现良好开局。经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是 有效需求仍然不足 ，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升。
7 月政治局会议	经济运行总体平稳、稳中有进，延续回升向好态势，新动能新优势加快培育，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。当前外部环境变化带来的不利影响增多， 国内有效需求不足 ，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛。这些是 发展中、转型中 的问题，我们既要增强风险意识和底线思维，积极主动应对，又要保持战略定力，坚定发展信心， 唱响中国经济光明论 。
9 月政治局会议	经济运行总体平稳、稳中有进，新质生产力稳步发展，民生保障扎实有力，防范化解重点领域风险取得积极进展，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。当前经济运行出现一些新的情况和问题。 要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心 ，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性， 努力完成全年经济社会发展目标任务 。

资料来源：中国政府网，新华社，HTI

货币政策方面：进一步降息仍有必要。目前框架下，我国居民债务具有较强的“刚兑”性质。对于资质较好的主体，应可以享受更低的利率。截至 2024 年 9 月，新投放的居民房贷加权平均利率为 3.31%，而 20 年和 30 年期国开债到期收益率已降至 2.3%，所以当前存量和增量房贷利率或均高于市场利率水平，仍然存在调整空间。

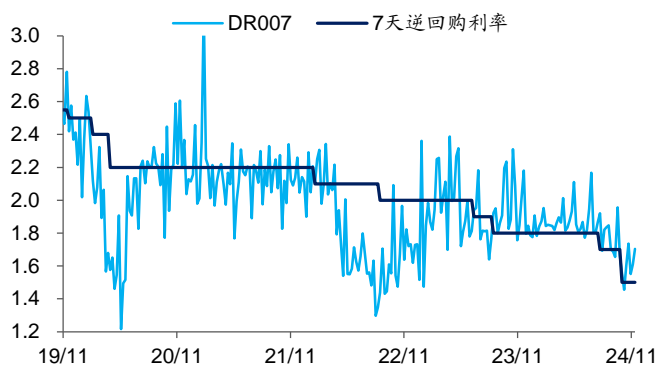
图 1 我国居民房贷利率和国开债利率走势（%）



资料来源：Wind，HTI

但如果继续降低居民部门的融资利率，银行息差压力仍会增大，还需要进一步调整银行负债端利率。所以，存款利率和银行间利率进一步调整，仍有必要。不过，从调整节奏来看，预计仍是渐进式进行。

图2 逆回购利率和 DR007 对比 (%)



资料来源: Wind, HTI

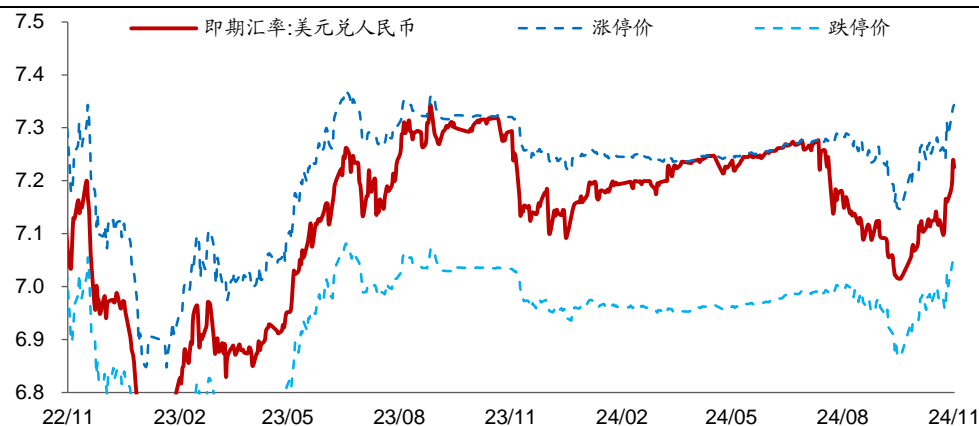
图3 MLF 和存单利率对比 (%)



资料来源: Wind, HTI

此外, 货币政策也需要在汇率和利率之间做好平衡。考虑到美元指数仍然偏强, 尤其是特朗普政府系列政策若逐步落地, 也可能支撑美元表现, 由此人民币汇率压力仍然存在, 货币政策仍需权衡。

图4 人民币汇率走势



资料来源: Wind, HTI

但货币政策对稳增长的作用有一定的限度。货币政策主要通过提供低息贷款的方式支持实体经济, 而这需要有实体融资需求增长来配合。而在实体预期偏弱的情况下, 需要财政“逆周期”力量的作用。

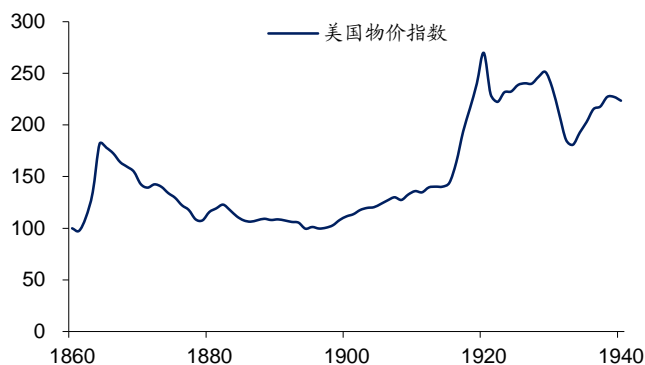
表 2 地产相关结构性货币政策工具情况表 (截至 2024 年 9 月)

工具名称	政策存续状态	支持领域	发放对象	利率/激励比例	额度 (亿元)	余额 (亿元)
保障性住房再贷款	存续	收购已建成商品房用于保障性住房配售或租赁	21 家全国性金融机构	1.75%	3000	162
房企纾困专项再贷款	到期	房企项目并购	5 家全国性资产管理公司	1.75%	800	209
保交楼贷款支持计划	到期	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	127

资料来源: Wind, 中国人民银行, HTI

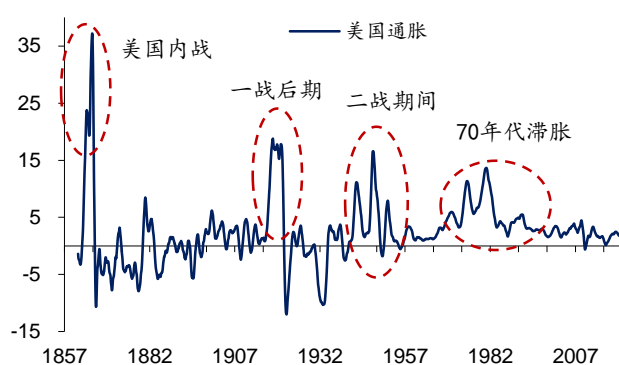
从海外经验来看, 美国的财政周期对通胀有较大的影响。如果看长周期的美国通胀历史, 在凯恩斯主义出现之前, 尤其是在金本位时代, 美国多数时间处于通缩状态。在 1861-1930 年期间的 70 年里, 有 31 年的时间美国处于负通胀状态, 38 年的时间通胀低于 1%。在其他高通胀的年份, 基本均发生在战争期间, 主要源于财政“被动”扩张。二战结束后, 为应对需求下行, 财政刺激托底经济, 美国通胀水平很少出现负增长。

图5 美国物价指数



资料来源：NBER, HTI

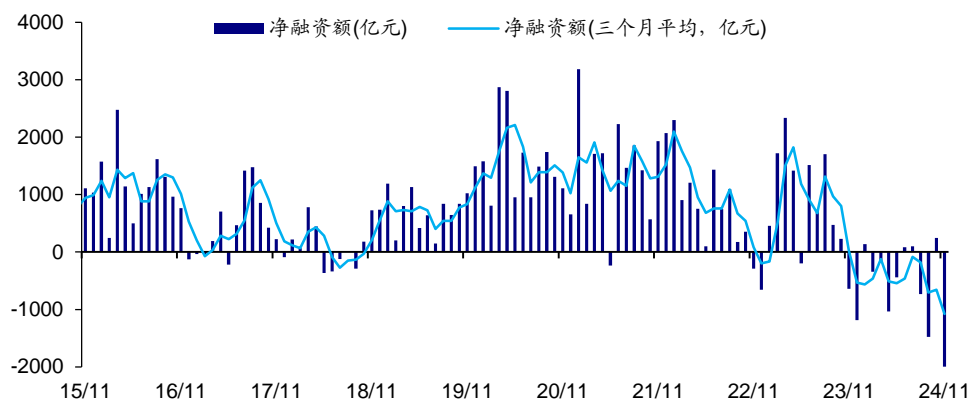
图6 美国通胀 (%)



资料来源：BLS, HTI

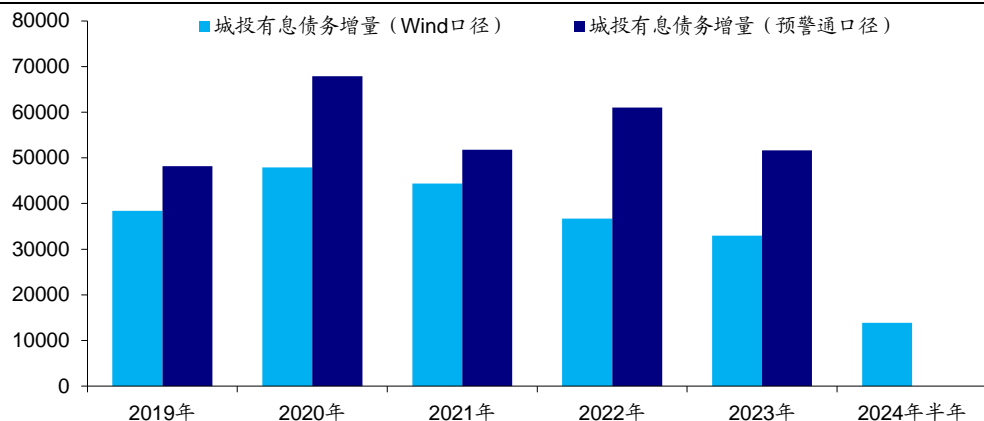
我国过去两年狭义财政边际扩张，但广义财政相对克制。2024 年我国预算赤字增加 1800 亿，专项债额度增加 1000 亿，并且增加 1 万亿特别国债。此外，2023 年增发的 1 万亿国债大部分用于 2024 年。不过，值得关注的是，地方城投净融资行为明显放缓，也就是说广义财政相对克制，不搞强刺激。除了标准化的债券以外，如果考虑到贷款和非标，我们测算发现，近两年城投公司的有息负债增量也有所放缓。

图7 城投债净融资规模下降 (亿元人民币)



资料来源：Wind, HTI

图8 城投公司有息负债规模增量估算 (亿元人民币)



资料来源：企业预警通，Wind, HTI 测算，2024 年数据截至上半年。

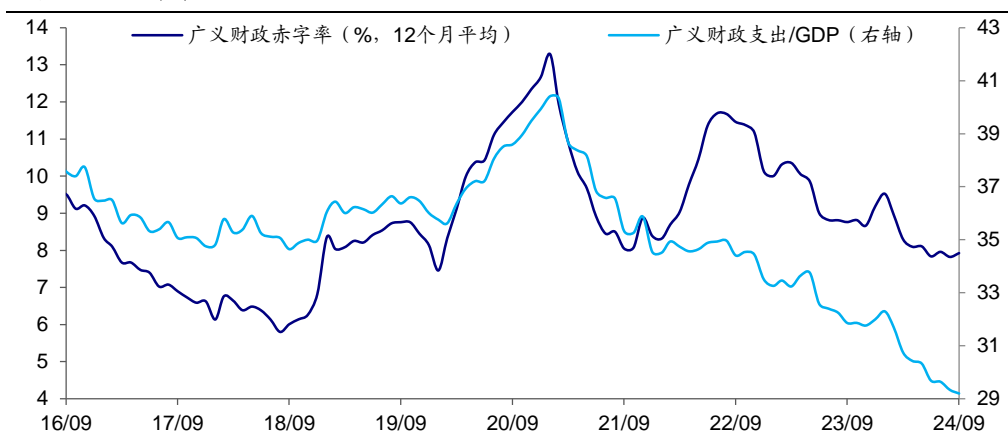
在政策转向后，我们预计，我国财政周期的序幕已经开启。对于 2024 年内的财政工作安排，要完成预算内的支出目标，我们估计还有近 1 万亿元的资金缺口。在不追加赤字的前提下，财政或主要利用几方面的增量资金：中央单位上缴一部分专项收益、4000 亿的地方政府结存债务限额、地方存量资源盘活、预算稳定调节基金等。

对于 2025 年的财政工作，除了 12 万亿美元的化债计划继续执行外，我们预计财政发力或主要聚焦以下方向：首先，预算内赤字率或略有提升，或提升至 3.5% 附近甚至更高。其次，专项债规模预计会边际扩大，预计从 2024 年的 3.9 万亿提升至 4.0 万亿左右或更高水平。最后，特别国债大概率继续发行，预计在 1 万亿以上规模。

此外，我们预计或将发行 6000 亿至 1 万亿的特别国债补充银行资本金。关于支出方向，在给定的专项债额度内，我们预计部分额度或可用于土地储备收购和保障房收储，而其他债务额度大概率会继续支持设备更新、消费品以旧换等需求。

经过测算，我们预计，除了债务置换和补充资本金等用于防风险领域的资金外，2025 年规划的广义赤字规模或相比 2024 年还可以增加 1 万亿左右。如果经济压力受外部因素扰动加大，2025 年的广义赤字或追加更多规模。

图9 广义赤字率走势 (%)



资料来源：Wind, HTI

从财政资金的投向看，我们预计财政重在兼顾防风险和稳增长。在稳增长方面，财政整体方向也会从过去的“投资”主导，边际向“消费”倾斜。

第一，借新债还旧债，降低利息负担，增大财政腾挪空间。12 万亿规模的化债举措主要可以归纳为三部分：首先，每年新增专项债中，拿出 8000 亿来做债务置换，但不会直接增加政府债务额度。其次，2029 年及以后到期的 2 万亿棚改隐性债务，仍按原合同偿还。最后，地方政府发行 6 万亿专项债，置换隐性债务。这一操作整体会降低地方政府隐性债务的风险，降低地方政府的利息负担。

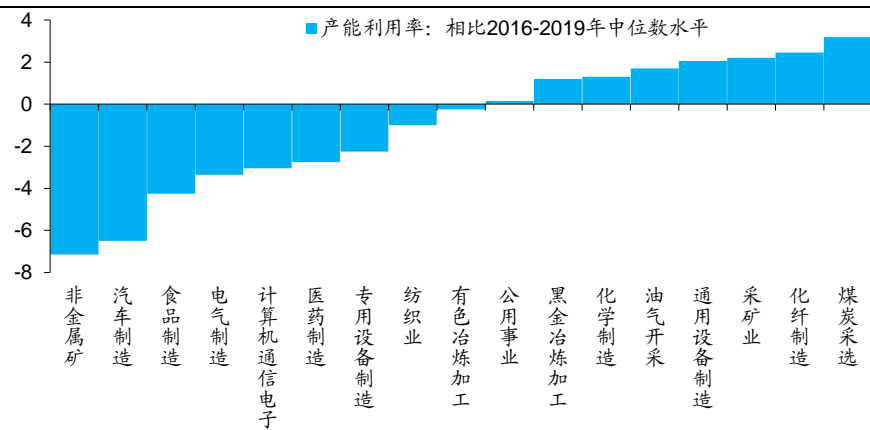
第二，补充资本金，保障银行稳健经营。通过发行特别国债，支持国有大型商业银行补充核心一级资本。我们认为，财政为商业银行注资不仅有助于大型商业银行稳健经营的能力，也有助于保障金融系统的稳定，维持信贷的稳定。

第三，托底房地产，但重在托底而不强刺激。叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。政策举措主要聚焦三个方面：首先，允许专项债券用于土地储备。其次，支持专项债收购存量商品房用作保障性住房。最后，优化完善相关税收政策。

第四，补贴收入，适度提振消费。加大对重点群体的支持保障力度，下一步还将加大对学生群体奖优助困力度。

除了需求侧的政策，供给侧也有望进一步改革。除了解决需求的问题，我们认为供给侧也需要做一些改革，尤其是针对产能利用率偏低、持续亏损的行业，大概率会推出新一轮供给侧改革，来提振企业的经营状况。

图10 制造业行业产能利用率情况 (%)



资料来源: Wind, HTI, 注: 为 2024 年 Q2 和 Q3 相比 2016-2019 年中位数水平

2. 经济：何时见底回升？

2025 年经济：仍需政策提振。中长期来看，我国经济具有较大潜力，不过，短期经济的需求端仍然需要提振。2024 年 3 季度实际 GDP 同比增速为 4.6%，经济生产量确实有所改善。但价格依然偏弱，截至 2024 年 9 月，GDP 平减指数同比增速为 -0.5%，出口价格指数、PPI 均为负增长，CPI 增速仍在低位。

我们预计，2024 年大概率完成 5% 左右的增长目标。“9-24”以来的系列稳增长政策，以及经济生产端加速，或对经济形成明显支撑。

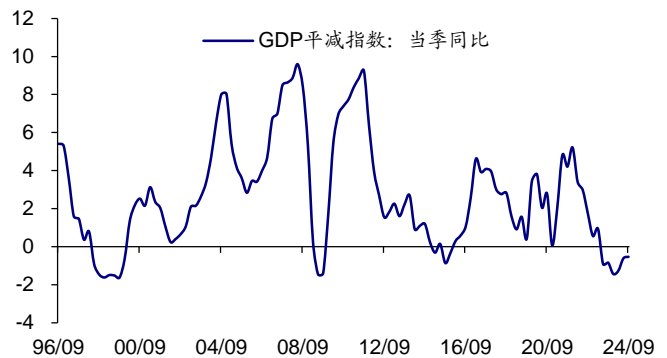
我们预计，2025 年我国 GDP 增长目标有望定在 5% 左右，要完成目标仍需积极政策继续发力。

图11 GDP 实际增速 (%)



资料来源: Wind, HTI

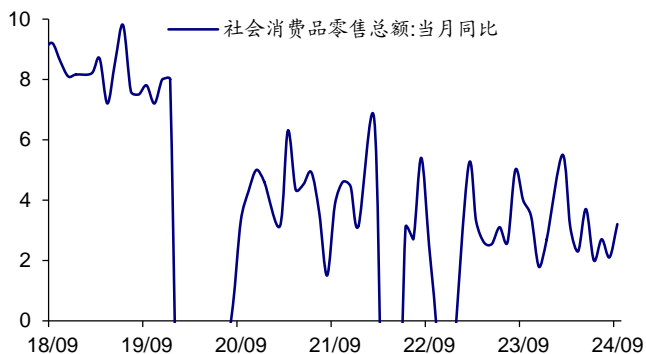
图12 GDP 平减指数同比 (%)



资料来源: Wind, HTI

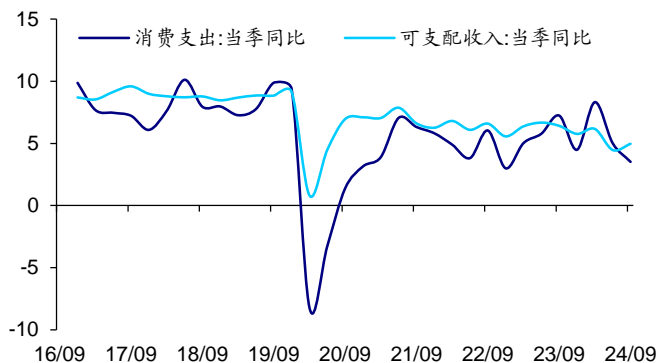
消费增速仍待提振。今年前三季度，我国社会消费品零售总额累计同比增长 3.3%，较二季度的增速 3.7% 回落 0.4 个百分点，连续第二个季度回落。

图13 社会消费品零售增速 (%)



资料来源: Wind, HTI

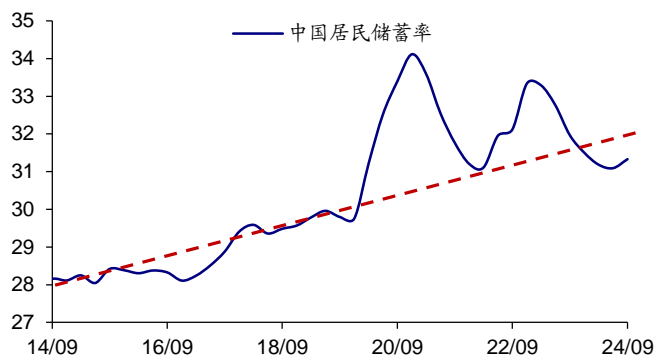
图14 居民季度收支增速 (%)



资料来源: Wind, HTI

要提振消费，改善收入和预期同等重要。我们预计，2024年GDP中最终消费支出的实际增速在4.5%左右，消费增长已经形成了新的轨道。当前居民储蓄率已经回落到疫情之前的趋势线以下，而要进一步提高居民消费，关键是提振居民的收入和收入的预期。

图15 中国居民储蓄率 (%)



资料来源: Wind, HTI

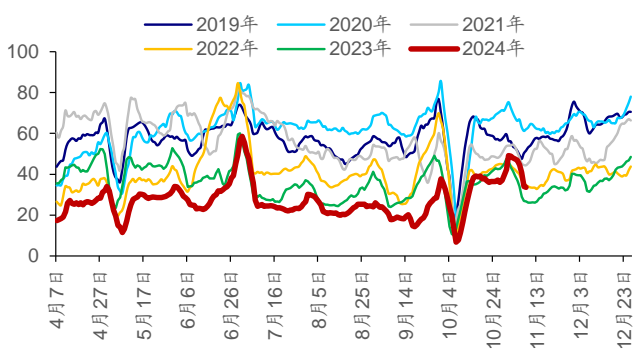
图16 中国最终消费支出增速 (%)



资料来源: Wind, HTI

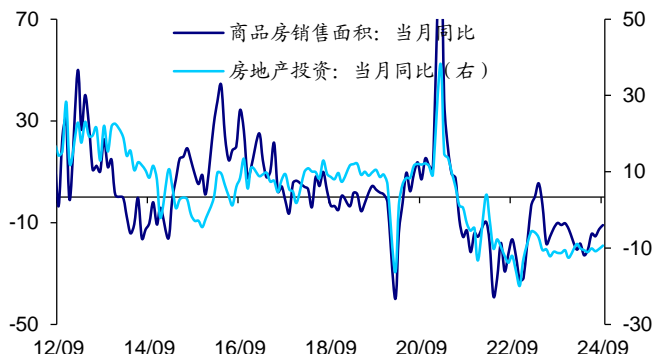
房地产仍相对偏弱。今年9月商品房销售面积累计同比增速为-17.1%，跌幅仍然较大；新开工、施工、竣工面积的累计增速分别为-22.2%、-12.2%和-24.4%，地产投资累计同比增速为-10.1%，均仍处于负区间，反映当前房地产经济仍需要进一步改善。

图17 30城新房销售现状 (万平方米)



资料来源: Wind, HTI

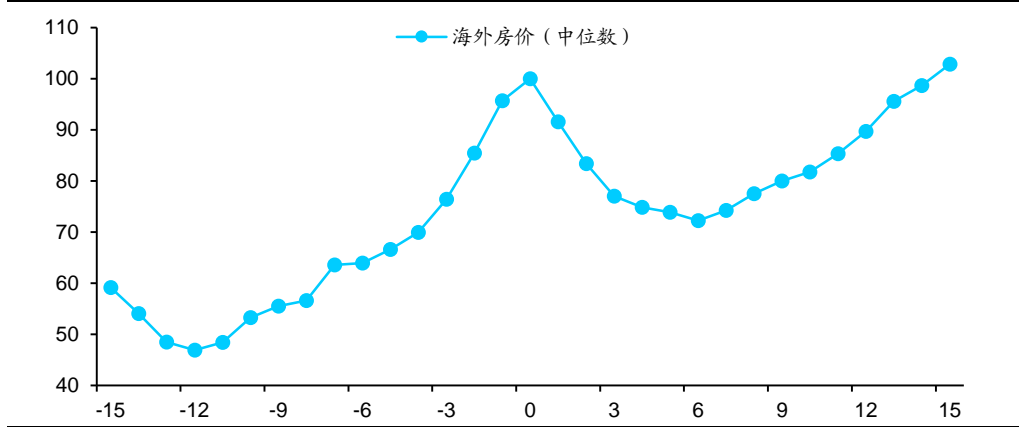
图18 房地产销售和投资的同比增速 (%)



资料来源: Wind, HTI

从海外经验来看，海外房价下跌的时间较久，而我国房价保持相对稳定。海外房价下跌周期一般持续约6年，跌幅在35%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%。相对而言，我国房价比较稳定。

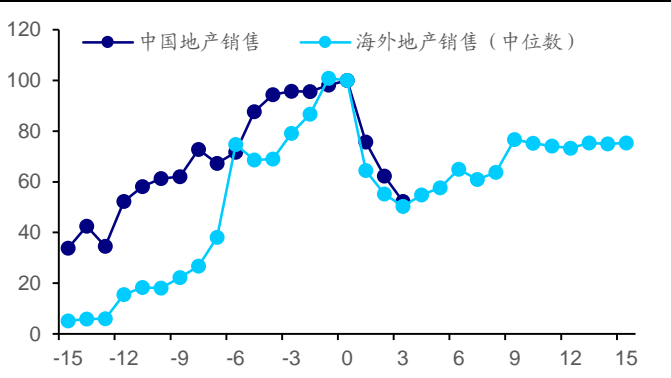
图19 海外地产房价走势（房价最高时该指标=100）



资料来源：Wind, CEIC, HTI, 注：横坐标为距离房价最高时的年数

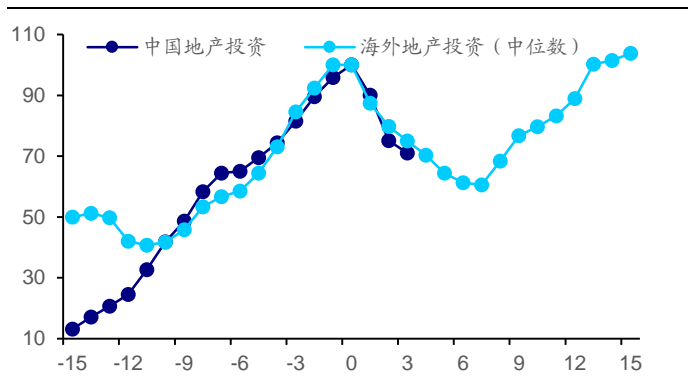
从地产销售、投资来看，海外经济体一般会经历 3-4 年以上的承压期。从海外经济体的中位数来看，在地产下行周期，销售和投资分别下降 3 年和 7 年，下跌幅度最大的一般是第 1-3 年。随着短期冲击过去后，基数走低、预期缓慢修复，跌幅会逐年收窄。

图20 海外和中国地产销售走势（房价最高时=100）



资料来源：Wind, CEIC, HTI, 注：横坐标为距离房价最高时的年数

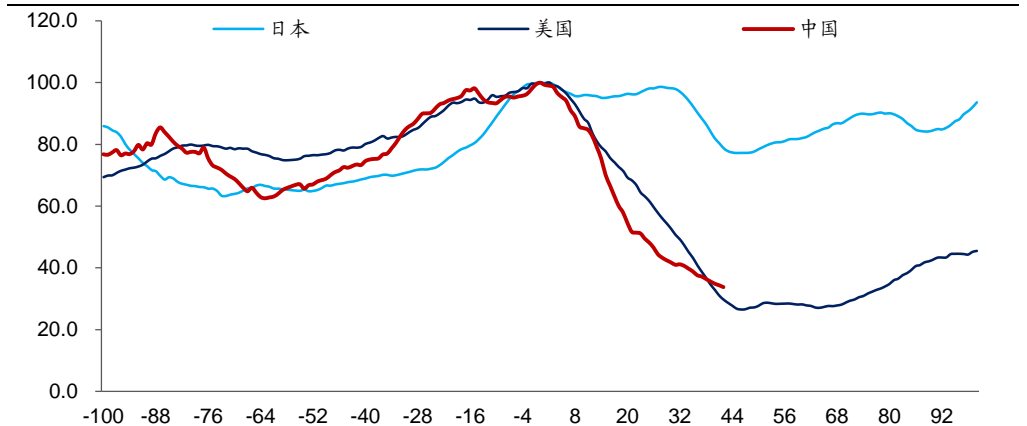
图21 海外和中国地产投资走势（房价最高时=100）



资料来源：Wind, CEIC, HTI, 注：横坐标为距离房价最高时的年数

我们预计，2025 年，在积极政策支持下，我国房地产销售和投资或逐步探底回升。我国房地产新开工规模（12 个月移动平均）相比最高点已经回落 66%，参考日本和美国的地产下行周期，1990 年代日本的回落幅度不到 30%，2006 年后美国的回落幅度则在 75% 左右。

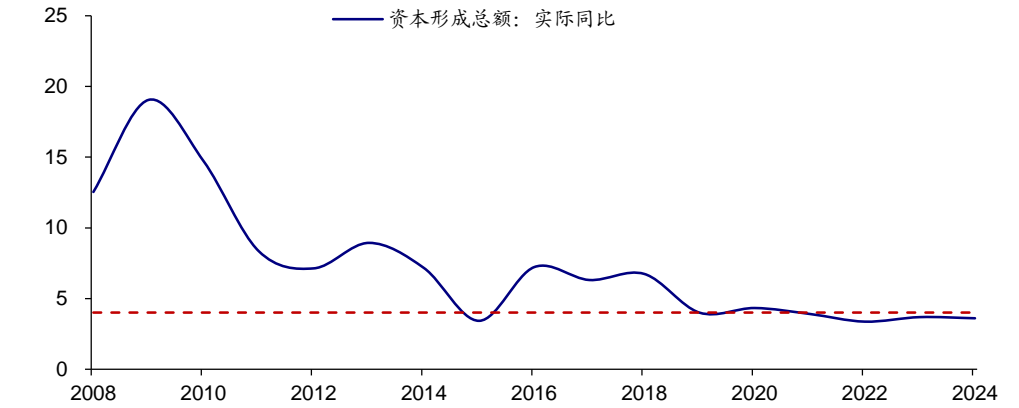
图22 房地产新开工走势（新开工最高时该指标=100）



资料来源：Wind, HTI, 注：横坐标为距离新开工最高时的月数

我们预计，2025年我国资本形成增速有望有所回升。在2018年以后，我国进入高质量发展的新阶段，资本形成总额的增速基本不超过5%，除2020年外，基本都低于4%，当前我国更加重视投资效率，避免低效率投资。我们预计，2024年资本形成总额增速约为3.6%，随着地产投资拖累幅度减小，基建投资边际发力，2025年增速或在4%附近。

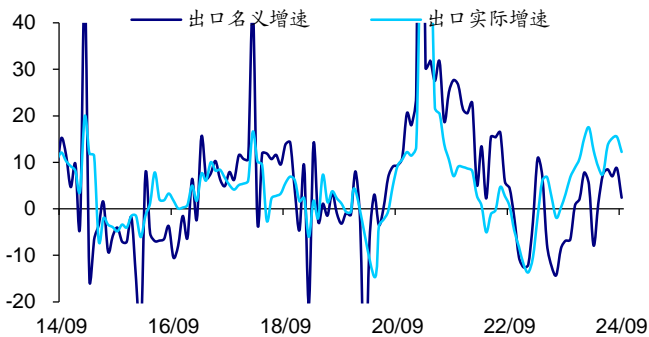
图23 中国资本形成总额增速 (%)



资料来源：Wind, HTI

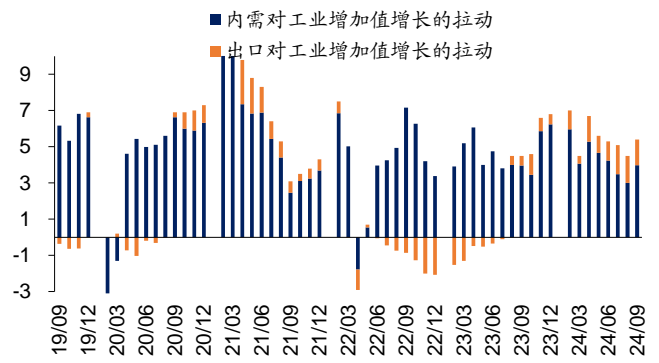
我们预计出口对经济或仍有一定支撑。我国制造业仍有较强竞争力，过去几年出口仍对总需求、工业生产和投资都有较强支撑。2025年虽然外部形势不确定性增大，但海外加关税落地仍有一定不确定性，且需要一定时间。在此之前可能存在“抢出口”支撑，部分出口也可通过转口贸易完成。我国2025年全年出口仍然有一定支撑点，当然也需要关注外部形势的变化。

图24 我国出口名义和实际增速 (%)



资料来源：Wind, HTI

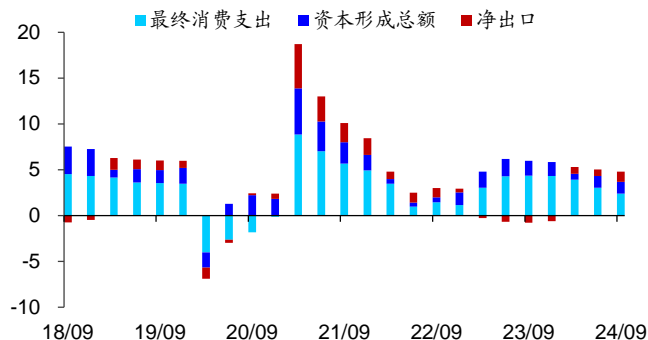
图25 内外需对工业增加值增速的拉动 (百分点)



资料来源：Wind, HTI

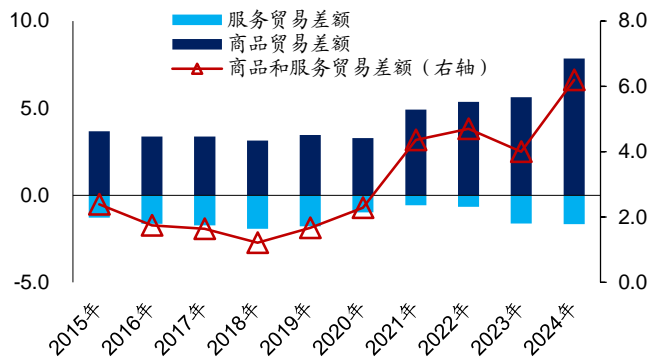
我们预计，2025年净出口对经济支撑作用或有所减弱。2024年我国出口名义增速虽然没有大幅上行，但出口价格下跌，出口量反而表现不错。同时进口量增速有所下滑，商品贸易实际顺差反明显扩大。此外，服务贸易逆差额已经回升至2020年之前水平，2024年服务贸易逆差扩大幅度有限。考虑到贸易关系面临的不确定性，以及我国内需政策加码，商品贸易顺差或有所收窄，2025年净出口对经济增长支撑作用或有所减弱。

图26 GDP 累计同比增速拆分 (%)



资料来源: Wind, HTI

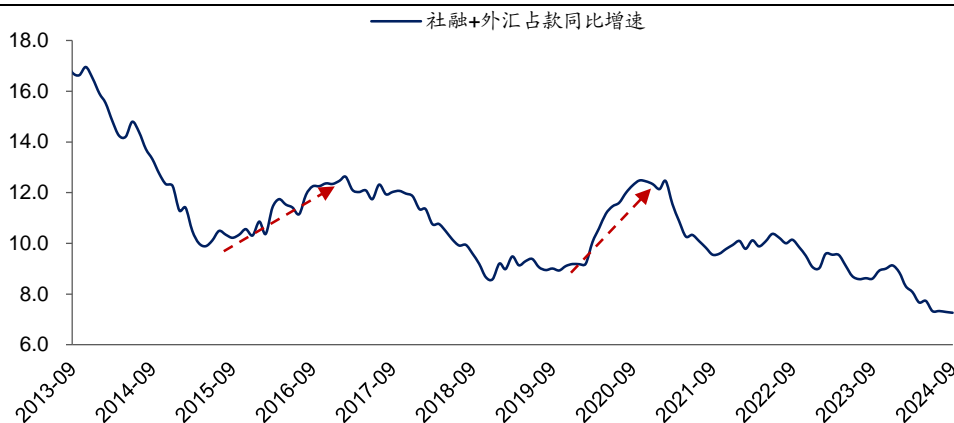
图27 贸易顺差结构拆解 (万亿元)



资料来源: Wind, HTI

融资增速：或是经济回升的关键。从过去经验来看，融资指标是我国经济的领先指标。例如 2016 年下半年的经济回升、2020 年的经济回升，都是建立在融资增速明显反弹的前提下的。2024 年以来融资增速出现快速下行，近几个月随着政府融资节奏的释放，融资增速趋于稳定。因此，未来仍需关注融资指标的改善情况。

图28 融资增速是领先指标 (%)



资料来源: Wind, HTI

3. 资产：关注哪些机会？

美国需求：总体偏稳。截至 2024 年三季度，美国 GDP 同比增速 2.7%，季调环比折年增速 2.8%，美国经济偏稳。截至 9 月份，美国居民总收入同比增速为 5.6%，雇员报酬增速 6.4%，对需求端起到一定支撑作用。例如，9 月美国居民消费实际同比增速为 3.1%，商品消费增速为 2.8%，服务消费增速为 3.2%。

图29 美国经济增速 (%)



资料来源: Wind, HTI

图30 美国周度经济指数 (%)

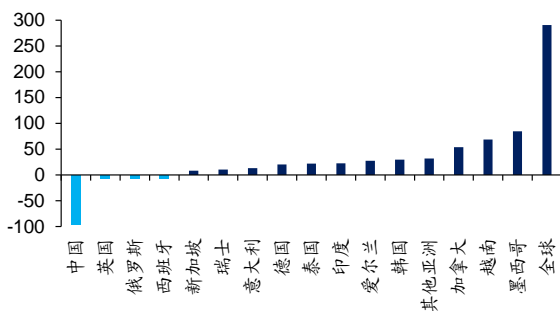


资料来源: Wind, HTI

在今年美国大选中，特朗普再度胜选，特朗普上任后的政策对全球经济和资产都将有较大的影响。

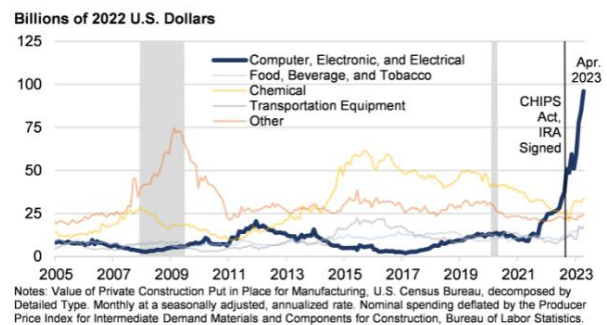
特朗普政策主张：制造业回流，投资传统基建。在制造业政策领域，特朗普强调将关键产业链带回国内，重塑美国制造业超级大国。从目前现状来看，美国依然高度依赖制成品进口。**在基建政策领域**，特朗普强调大力发展基础设施建设。特朗普曾在上一任期提出过 1.5-2.0 万亿美元规模的大基建计划，由于民主党的反对最后不了了之，特朗普有较大概率继续推行大基建计划。

图31 美国贸易逆差仍较大 (2023-2017, 十亿美元)



资料来源: UN Comtrade, HTI

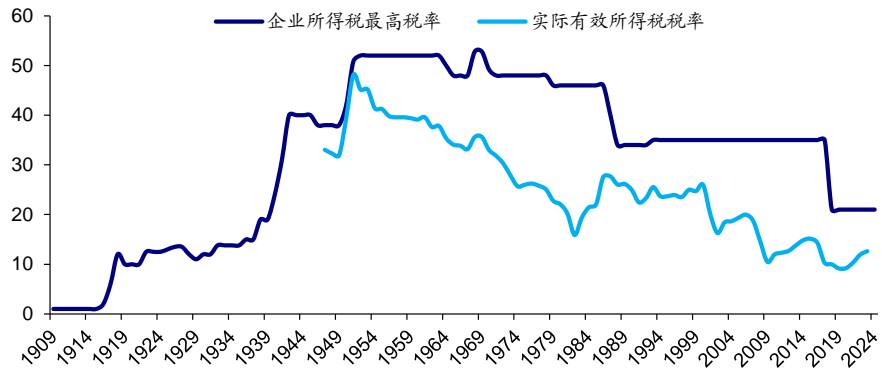
图32 美国实际制造业建厂投资 (分行业, 十亿美元)



资料来源: 美国财政部官网, HTI

美国税收政策或有较大变化。特朗普主张继续开展大规模减税措施。例如，将 TCJA (2017 年减税与就业法案) 的个人和遗产税减免永久化；将企业所得税税率从 21% 降低到 20% 或 15% (可能仅适用于国内生产)。以及对大型私立大学捐赠基金征税；考虑用关税取代所得税；免除小费收入的税收，免除社会保障福利的税收，免除加班费的税收；以及将儿童税收抵免额扩大到 5000 美元等等。

图33 美国企业所得税税率变化 (%)



资料来源：Tax Policy Center, 美国圣路易斯联储, HTI

表 3 特朗普在税收领域的政策主张细则

项目	特朗普
营业税	1) 将企业所得税税率由 21% 降至 20%; 2) 将在美国生产产品的公司的企业所得税税率降低至 15%
资本利得税和股息税	暂无更新
抵免、扣除和豁免	1) 副总统候选人万斯讨论将儿童税收抵免提高到 5000 美元; 2) 作为 TCJA (2017 年减税与就业法案) 延期的一部分, 恢复对已缴纳的州和地方税 (SALT) 的无限制分项扣除或取消上限
遗产税和财富税	使《2017 年减税与就业法案》中即将到期的遗产税减免政策永久生效
消费税	对大型私立大学捐赠基金征税
个人所得税	1) 使《2017 年减税与就业法案》中即将到期的个人所得税减免政策永久化; 2) 考虑用增加关税来取代个人所得税; 3) 作为 TCJA 延期的一部分, 恢复对已缴纳的州和地方税的无限制分项扣除或取消; 4) 免除社会保障福利的税收; 5) 免征小费收入的税; 6) 免征加班工资的税
工资税	1) 免除社会保障福利的税收; 2) 免征加班工资的税
关税和贸易	1) 对所有美国进口产品征收 10% 至 20% 的普遍基准关税; 2) 对所有从中国进口的美国产品征收 60% 的关税 3) 考虑用增加关税来取代个人所得税

资料来源：Tax Foundation, HTI

减税：短期提振需求、增加赤字。对税收政策评估来看，特朗普减税将带来财政扩张，对经济相对利好。但从中长期看，根据测算，特朗普团队的税收和支出提案，一方面，最终赤字将增加 4.1 万亿美元；另一方面，到 2034 年 GDP 将减少 0.4 个百分点，到 2054 年将减少 2.1 个百分点。

图34 特朗普竞选政策提案的预算效应估算（十亿美元）

Provision	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2025 - 2034
Individual											
Extend the individual income tax provisions of TCJA	0	-311	-358	-371	-368	-374	-385	-396	-408	-419	-3,388
Eliminate taxes on Social Security benefits	-60	-104	-109	-116	-122	-129	-136	-144	-150	-156	-1,226
<i>Subtotal: Individual</i>	<i>-60</i>	<i>-415</i>	<i>-467</i>	<i>-487</i>	<i>-490</i>	<i>-503</i>	<i>-521</i>	<i>-540</i>	<i>-558</i>	<i>-575</i>	<i>-4,614</i>
Business											
Extend the business tax provisions of TCJA	-74	-95	-93	-78	-61	-52	-47	-43	-40	-39	-623
Lower the corporate income tax rate to 15%	-51	-44	-50	-54	-59	-61	-64	-66	-72	-75	-595
<i>Subtotal: Business</i>	<i>-125</i>	<i>-139</i>	<i>-143</i>	<i>-132</i>	<i>-120</i>	<i>-113</i>	<i>-111</i>	<i>-109</i>	<i>-112</i>	<i>-114</i>	<i>-1,217</i>
Effect on primary deficit (-) or surplus (+)	-185	-554	-610	-619	-610	-616	-632	-649	-670	-689	-5,833
<i>Memorandum:</i>											
<i>Effect on primary deficit (-) or surplus (+), with dynamic effects</i>	<i>-153</i>	<i>-446</i>	<i>-484</i>	<i>-465</i>	<i>-462</i>	<i>-449</i>	<i>-429</i>	<i>-423</i>	<i>-416</i>	<i>-418</i>	<i>-4,146</i>

资料来源：宾夕法尼亚大学沃顿商学院预算官网，HTI

图35 特朗普竞选政策提案的收入分配估算

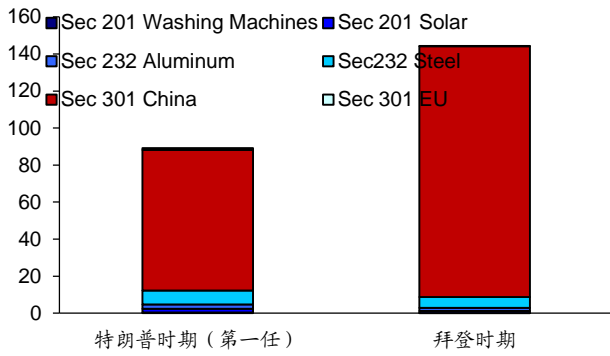
Income group	2026		2034	
	Average income change, after taxes and transfers	Percent change in income, after taxes and transfers	Average income change, after taxes and transfers	Percent change in income, after taxes and transfers
First quintile	\$320	1.4%	\$465	6.4%
Second quintile	\$870	1.8%	\$1,020	1.7%
Middle quintile	\$1,740	2.1%	\$2,285	2.2%
Fourth quintile	\$3,970	2.8%	\$5,075	2.9%
80-90%	\$6,255	2.9%	\$7,030	2.6%
90-95%	\$9,020	2.7%	\$11,080	2.7%
95-99%	\$21,735	3.7%	\$24,510	3.4%
99-99.9%	\$47,220	2.6%	\$47,515	2.1%
Top 0.1%	\$376,910	2.7%	\$214,935	1.6%

资料来源：宾夕法尼亚大学沃顿商学院预算官网，HTI

如果加征关税：会给美国经济带来滞胀压力。如果特朗普加征关税，将拖累就业、经济以及抬升通胀。因为中美贸易摩擦，使美国税收每年新增 5240 亿美元，但将使长期 GDP 增速减少 0.8 个百分点，就业岗位减少 68.4 万个。

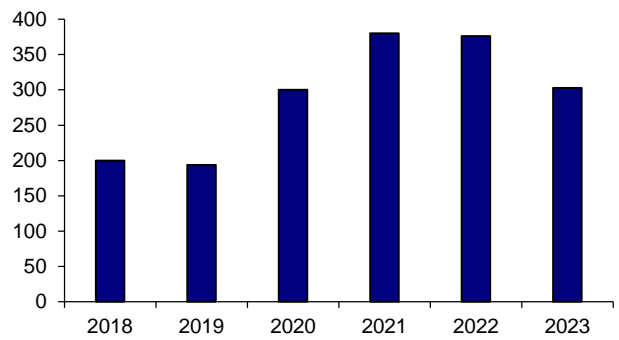
我们预计，特朗普有一定概率会对中国商品进一步加征关税，加征关税的幅度有较大的不确定性。不过，考虑到对美国经济和通胀的影响，结果可能对美国冲击也会较大。

图36 美国消费者因贸易摩擦带来的税收分布（十亿美元）



资料来源：Tax Foundation, HTI

图37 美国每个家庭因贸易摩擦而增加的税负（每年，美元）



资料来源：Tax Foundation, HTI

一旦实施强硬移民政策：也带来滞胀压力。从人口增速来看，2020-2024 年期间，净移民增长贡献了近 90% 的人口增长。并且 2020 年以来，美国净移民增加主要来自其他外国居民人数大幅提升，通常意义的非法移民就包含在其中。

根据测算，移民的增加将促使 2023 年和 2024 年实际消费增速上升 0.2 个百分点，促使实际 GDP 增速上升 0.1 个百分点。因而，一旦特朗普执行严格的移民政策，短期有可能冲击美国劳动力市场以及美国经济，从而促使美国经济下滑和通胀上升。

图38 移民增加对美国经济的评估

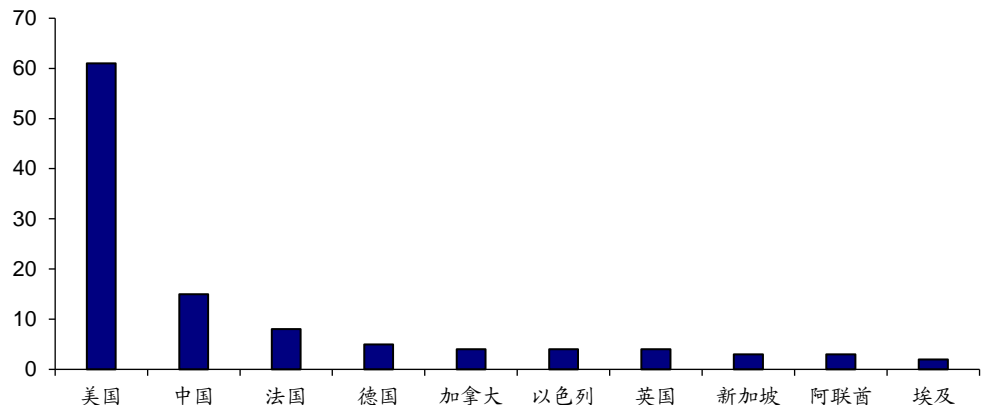
	2022	2023	2024
实际个人收入：十亿美元	20	48	76
实际消费支持：十亿美元	19	46	73
实际消费支持增速：%	0.1	0.2	0.2
实际GDP增速：%	0.1	0.1	0.1

资料来源：Brookings, HTI

其他政策方面，在人工智能政策领域，特朗普主张推动人工智能的发展以及宽松的监管；**在加密货币政策领域，**特朗普积极支持加密货币的发展；**在能源政策领域，**特朗普则更加重视传统能源发展。

总结来说，特朗普的政策包一旦实施，会增加美国经济的滞胀风险，增加其他经济体的通缩风险，给全球经济带来较大的不确定性。

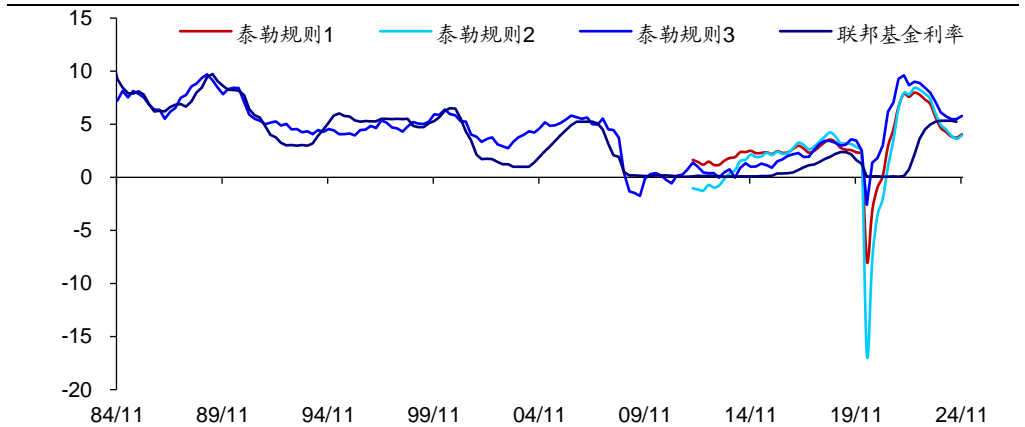
图39 全球著名人工智能模型分布（款，2023 年）



资料来源：斯坦福大学, HTI

美联储货币政策方面，短期仍有降息空间。在美国经济仍较稳定的情况下，本轮美联储降息更多的是预防性而非纾困性的。与泰勒规则所指示的利率水平相比，当前联邦基金利率水平仍处在相对较高的水平，短期内美联储仍有一定的降息空间。

图40 美国联邦基金利率与泰勒规则 (%)



资料来源：亚特兰大联储，HTI

当前市场预期 2024 年仍有一次降息。截至 11 月 15 日，市场预期美联储 12 月大概率仍将降息 25BP (61.9%)，不降息的概率为 38.1%。此外，市场预期 2025 年降息幅度为 50BP。

不过，我们预计，2025 年美国货币政策还有很大不确定性，如果特朗普政策实施，不排除会拖累美国降息步伐。

图41 CME 观察显示的市场利率预测

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	61.9%	38.1%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.8%	54.3%	25.9%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.5%	39.8%	37.8%	10.9%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	20.0%	39.2%	29.8%	7.6%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.6%	10.9%	28.7%	34.9%	19.7%	4.2%
2025/7/30	0.0%	0.4%	4.1%	15.7%	30.4%	30.9%	15.6%	3.1%
2025/9/17	0.1%	1.3%	6.8%	19.1%	30.5%	27.3%	12.7%	2.3%
2025/10/29	0.2%	2.0%	8.3%	20.5%	30.1%	25.4%	11.3%	2.0%
2025/12/10	0.4%	2.5%	9.4%	21.4%	29.7%	24.2%	10.5%	1.9%

资料来源：CME，截至 11 月 15 日，HTI

美债利率：仍有上行压力。特朗普政策一旦实施，可能会增大美国中长期经济的“滞胀”风险，美国通胀不排除进一步抬升，从而给美债利率带来上行压力。此外，实际利率不仅取决于美国中长期经济增长，还受到美国国债供给、国债信用风险等因素的影响。综合来看，我们认为，美债利率或仍有进一步上行压力。

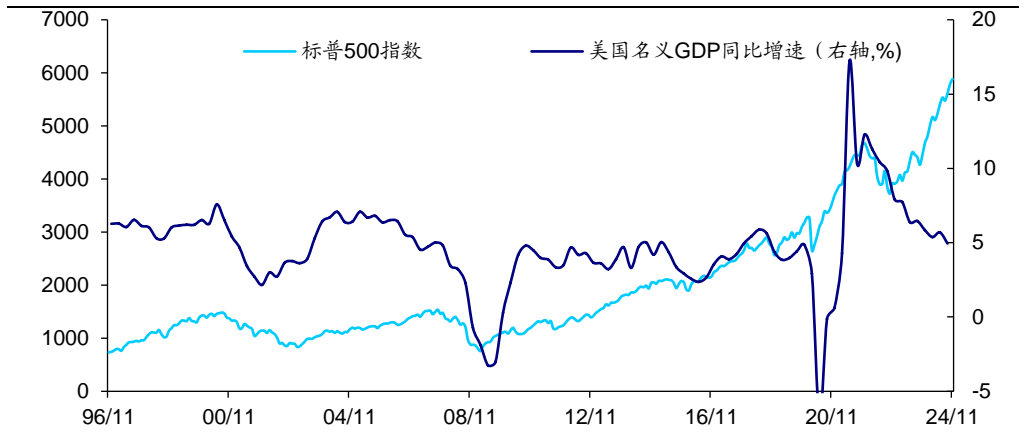
图42 美债利率：实际利率和通胀预期 (%)



资料来源：Wind, HTI

美股：波动或加大。从长期美股走势看，在发生较大经济危机的情况下，金融风险可能集中爆发，美元流动性危机也可能出现，美股会面临较大调整压力。而如果经济方面冲击较小，美国往往采取超发美元的办法来解决经济问题，权益资产调整相对有限。特朗普的政策如果落地实施，可能会增大经济的风险，也可能使得美股的波动加大。

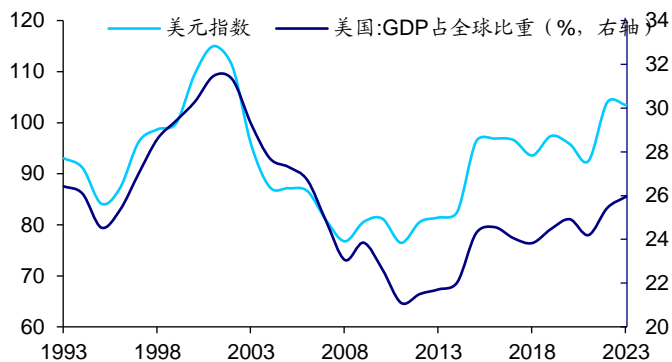
图43 美股走势和美国经济周期



资料来源：Wind, HTI

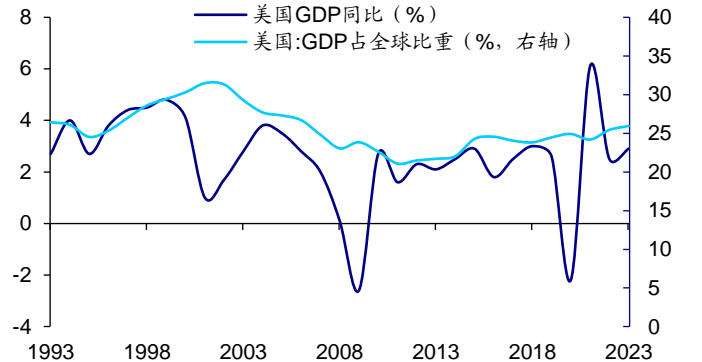
美元指数：或仍然偏强。回顾过去的经验，即使美国经济走弱的时候，对全球需求会构成拖累，其它经济体可能会下降更多，所以还会表现出美国 GDP 占全球比重上升。而美元指数反映的是美国经济相比其它经济的相对变化，所以 2025 年美元指数未必表现得很弱。

图44 美元指数和美国 GDP 占比



资料来源：Wind, HTI

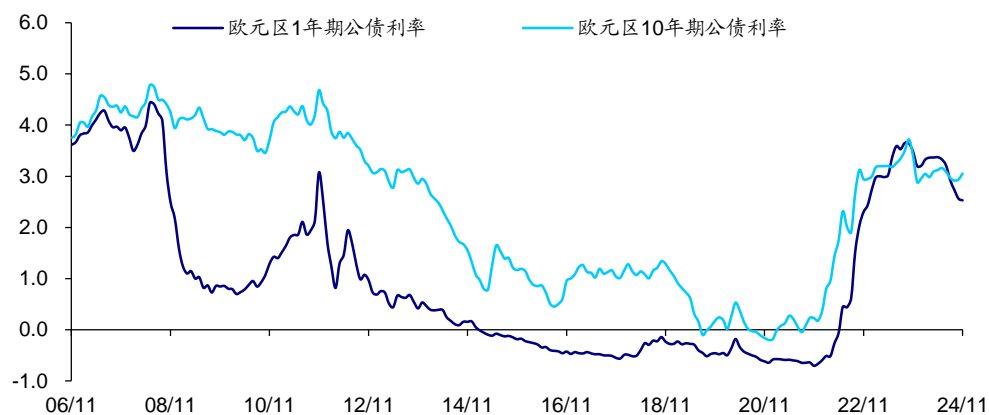
图45 美国经济增速和占全球比重 (%)



资料来源：Wind, HTI

欧洲从滞胀到衰退：关注欧债利率下行。整体来看，欧洲经济已经从前期的滞胀转向衰退。尽管自 2024 年 6 月以来欧央行已经降息三次，但当前欧央行政策利率为 3.4%，明显高于核心通胀 2.7%，实际利率仍较高。往后看，欧洲整体经济下行压力较大，欧央行有望继续降息，市场利率或将继续走低，可以继续关注欧债的配置机会。

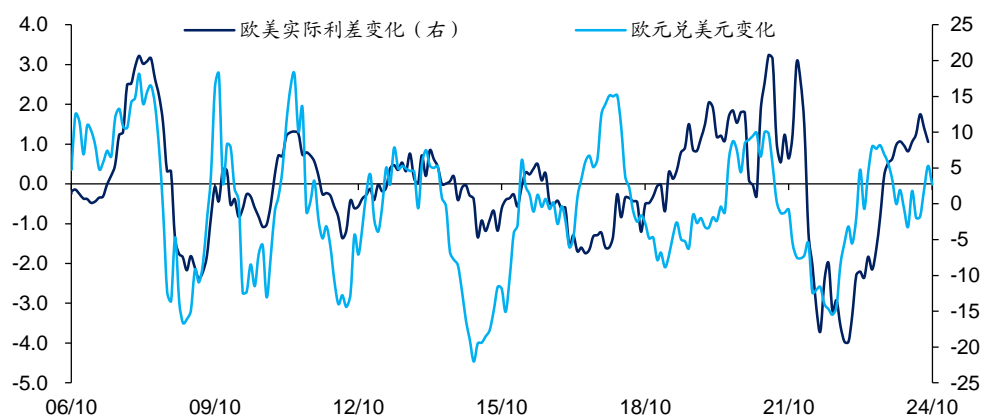
图46 欧洲公债利率已在高点 (%)



资料来源：Wind, HTI

欧元汇率：或仍偏弱势。考虑到欧元区经济基本面整体偏弱，市场预期欧央行或将继续降息。而美国经济基本面相对偏稳，我们认为欧元或将继续维持偏弱的状态。

图47 欧美利差与汇率走势 (%)



资料来源：Wind, HTI

日元弱势格局或延续。日本经济实际增长偏弱，日央行需要平衡通胀压力和经济增长。一方面，日本经济增长动能仍偏弱。日本实际经济增速不断回落，2024 年第二季度 GDP 同比增速为 -0.9%，国内需求也持续负增长，净出口对于 GDP 的拉动也在二季度转负；日本的制造业 PMI 从 5 月以来持续回落，且早已低于荣枯线。

另一方面，外部经济环境也对日本加息形成了一定的制约。日本央行 9 月货币政策会议纪要指出，全球经济特别是美国经济前景不明朗；若前景实现，将会调整政策宽松程度，不会在金融市场不稳定的时候加息。**考虑到日本加息仍偏谨慎，在美元偏强的背景下，日元弱势格局或延续。**

图48 日本国债利率走势(%)



资料来源: Wind, HTI

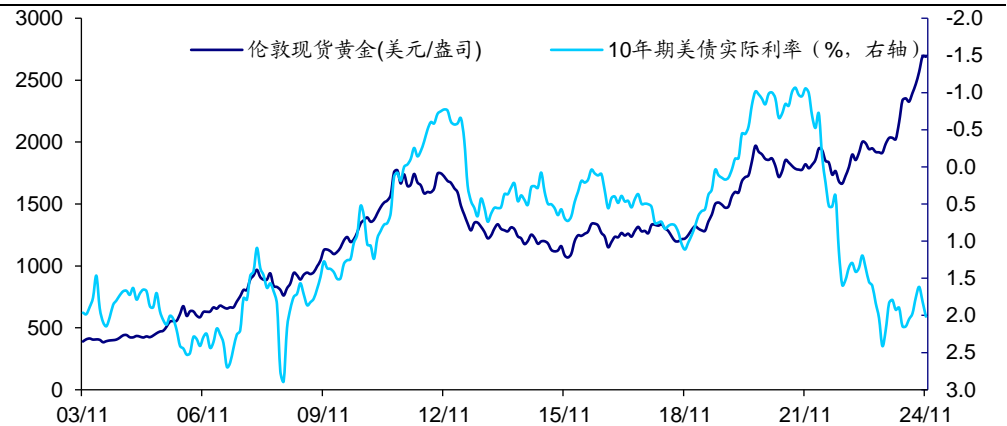
图49 日元汇率变化(%)



资料来源: Wind, HTI

全球百年变局：中长期关注黄金和类货币资产。黄金的定价不仅取决于美元基本面（美元实际利率），还受到其它两大因素影响：一个是非经济因素带来的全球货币体系分化，未来仍会继续演绎，推动全球央行购金需求。另一个是全球经济的分化，货币有贬值压力、资本管理较为严格的经济体的居民购金需求也会上升。

图50 黄金价格走势和美元实际利率



资料来源: Wind, HTI

中国权益资产：关注投资机会。9月24日以来，我国出台了一系列稳增长的举措，宏观政策方向整体积极。往后看，我们认为我国的货币政策与财政政策仍然有较大的政策空间，积极的宏观政策会根据经济形势的变化适时推出。不过大水漫灌强刺激的可能并不大，政策将在高质量发展的框架下进行稳增长。我们认为，在政策暖风持续的背景下，可以关注我国权益资产的结构机会。

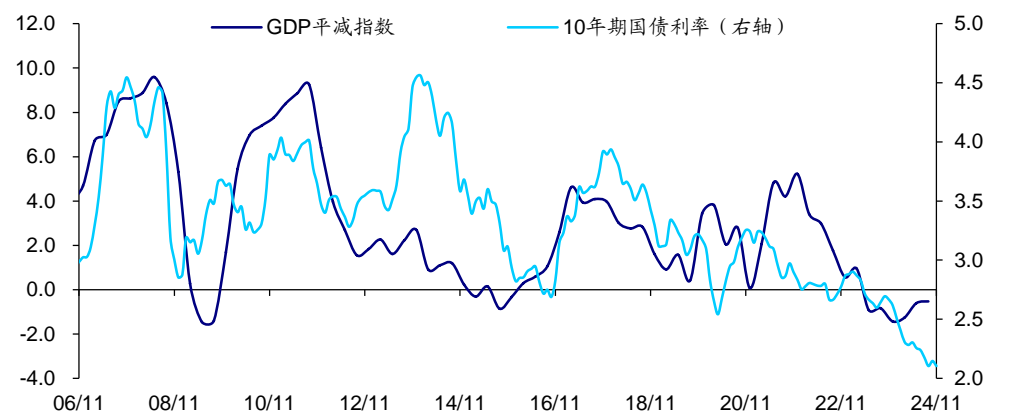
图51 沪深300指数市盈率走势(倍)



资料来源: Wind, HTI

中国债券资产：利率机会仍存。为了稳定经济增长，我国货币政策或还有进一步降息的空间，渐进式的调整或仍会继续，货币政策整体仍趋稳健宽松。中长期利率走势受经济、通胀及预期影响较大，我们认为，无风险利率下行带来的机会仍然值得关注。

图52 国债利率和 GDP 平减指数走势 (%)



资料来源：Wind, HTI

风险提示：政策不及预期，海外不确定性加大，地缘风险，假设和测算误差风险。

附录 APPENDIX

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.

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).

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。

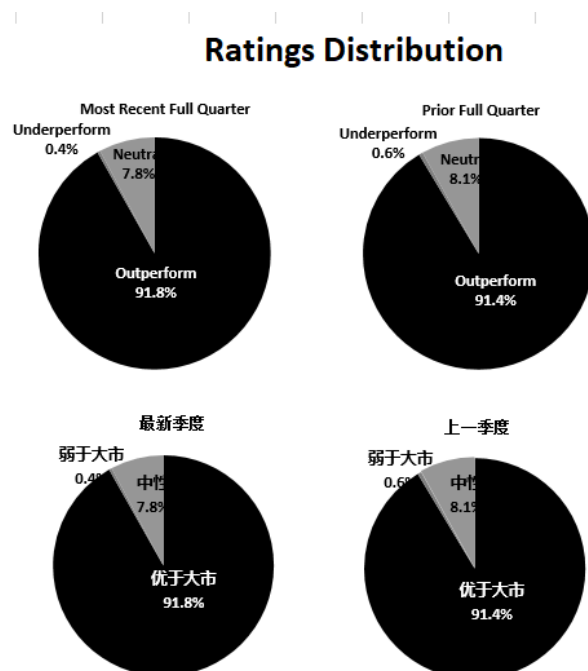
弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

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,

评级分布 Rating Distribution



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.

截至 2024 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	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*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 September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*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.

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.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款: 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.

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, 经许可可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责

任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和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。

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.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

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

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:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("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》2001 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
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
电话: (65) 6713 0473

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”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

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

“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。

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”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“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 2001. 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:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

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 Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

“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>
