

总量研究

再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估

——2023 年全球宏观经济展望报告

要点

海外经济展望：美国浅幅衰退，欧洲风险收敛，新兴市场保持恢复势头。

(一) 美国经济：超额储蓄，低杠杆率，劳动力刚性短缺，是支撑私人消费慢速退坡，和美国经济缓步衰退的核心原因；住宅投资将持续构成拖累，但设备投资下行速度较慢；拜登政府支出端扩张空间受限，但净出口可能持续构成正贡献。横向来看，在加息周期中，对比欧洲、日韩，美国经济依然具有较强韧性。

(二) 美国通胀：当前房地产市场和商品需求已在持续降温，将带动 2023 年美国通胀持续回落。但是，鉴于劳动力供给刚性约束、消费需求仍有韧性，预计通胀降温需要较长时间，基准情形下，我们预计 2023 年 CPI 同比中枢在 4.1%。

(三) 欧债危机：地缘政治风险和能源安全仍是欧元区最大的不确定性来源，经济增长大概率进一步放缓。美联储加息节奏有望放缓下，债务偿付风险缓释。

(四) 新兴市场：印度和东南亚在内需主导下延续复苏态势。

国内展望：穿越曲线，如何平衡防疫与经济？

(一) 摸着石头过河，穿越曲线：两种防控措施优化路径，分别测算了疫情反弹与经济影响。欧美模式下，单日新增峰值 780 万左右，全年经济增速或为 5.7%；新加坡模式下，单日新增峰值 110 万左右，全年经济增速或为 5.2%。

(二) 经济预期目标：5%左右。高水平增速目标是稳增长应有之意和稳就业的内在要求。为此，供给需求齐发力，平台企业态度呵护，坚持两个“毫不动摇”。

(三) 逆周期对冲：货币政策稳健偏松，总量政策相机发力，政策性金融工具补充财政资金缺口，再贷款定向支持科技创新等重点领域和小微企业等薄弱环节，社融增速有望达到 10.2%。财政加力提效，保障财政可持续与地方债务风险可控。“加力提效”意味着基调持续积极，赤字率或上调至 3.0% 以上；“可持续、债务风险可控”，意味着地方政府加杠杆空间有限，新增债务规模难以大幅上行。

实体经济展望：供给需求齐发力，通胀环境温和。

2023 年内需可以满足 2019 年的组合效果（消费和投资对经济贡献 5.25%）。假设 2023 年净出口对经济贡献归零，则内需发力紧迫性上升，一是广义财政和结构性货币政策重点支持的基建投资和制造业投资，全年增速分别达到 8% 和 7% 左右；二是随防疫政策优化，6 万亿超额储蓄支撑的消费需求释放，社零全年增速 8% 左右；三是地产投资跌幅，随内需企稳和竣工发力小幅收窄。

通胀环境：国内通胀环境延续温和，CPI、PPI 同比中枢分别为 2.2%、-0.5%。CPI 方面，防疫政策优化将推动消费温和复苏，带动国内通胀升温，但鉴于输入性通胀持续缓和、明年一季度后猪周期回落，CPI 大概率温和上行。PPI 方面，考虑到能源等供给冲击已在减弱，明年大宗商品价格将回归需求侧定价。

大类资产展望：东升西渐，内外再平衡。

原油：需求减量、供给博弈，供需重回动态平衡，油价中枢有望下移。**黄金：**实际利率和美元指数有望支撑黄金价格上行，自加息结束至降息期间，黄金均是优势资产。**汇率：**强美元周期对人民币汇率的压制走弱，国内经济温和复苏支撑汇率修复，人民币汇率有望修复至 6.8 以内。

风险提示：俄乌危机升级；美国通胀回落速度慢于预期；全球疫情反复。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogegge@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwuh@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930121040088
021-52523880
liuxc@ebsecn.com

联系人：杨康

021-52523780
yangkang6@ebsecn.com

联系人：顾皓阳

021-52523826
guhaoyang@ebsecn.com

联系人：查惠俐

021-52523873
zhahuili@ebsecn.com

相关研报

全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应链再造——2021 年春季宏观策略 (2021-03-06)

乘势而上：全球复苏、货币微松、中美缓和——2021 年宏观中期策略报告 (2021-06-04)

全球再平衡：能源革命、共同富裕、重构制造——2022 年宏观年度策略报告 (2021-11-02)

寻找确定性：通胀冲击、V 型反弹、小院高墙——2022 年全球宏观中期展望 (2022-06-10)

目 录

一、海外部分：美国、欧洲与新兴市场	11
1.1 美国经济：消费缓慢退坡，经济浅幅衰退	11
1.1.1 消费：超额储蓄、低杠杆、薪资粘性，消费缓慢退坡	11
1.1.2 私人投资：住房投资构成拖累，企业投资缓步退坡	14
1.1.3 政府支出：共和党料将遏制拜登财政扩张努力	15
1.1.4 净出口：GDP 读数的缓冲垫，预计未来还有正贡献	16
1.1.5 全球视角下，美国经济表现相对有韧性	16
1.2 美国通胀：步入尾声、缓慢落幕	19
1.2.1 美国通胀接力进入后半场	19
1.2.2 预计美国通胀中枢回落至 3.8%	20
1.3 欧洲：俄乌冲突迎来缓和契机，欧元区债务风险渐趋收敛	26
1.3.1 2023 年一季度将是俄乌和谈关键窗口期	26
1.3.2 欧债危机正被计入资产定价	27
1.3.3 欧元区边缘国家的债务负担有多重？	28
1.3.4 欧元区边缘国债务偿付主要面临三重压力	30
1.4 新兴市场：保持恢复，挑战犹在	36
1.4.1 印度：内需持续复苏，推动经济快速修复	36
1.4.2 东盟六国：迈过疫情反弹曲线，逆风下温和复苏	37
二、国内展望：如何平衡防疫和经济？	40
2.1 疫情防控不同模式下的经济节奏	40
2.1.1 海外：多数选择“躺平”，迈过疫情曲线	40
2.1.2 国内：疫情防控持续优化，短期或经历反弹高峰	41
2.1.3 疫情防控社会账：不同路径下的新增测算	42
2.1.4 疫情防控经济账：不同优化模式下的经济影响	45
2.2 中央经济工作会议：战略全局出发，提振信心入手	48
2.2.1 较高水平目标增速，稳增长应有之意，稳就业的内在要求	48
2.2.2 如何实现 5%：出口贡献归零后，消费和投资能否接手？	49
2.2.3 提振信心：坚持两个“毫不动摇”，平台企业大显身手	51
2.3 财政发力：中央赤字打开，发力集中需求侧	53
2.3.1 2022 年财政回顾：广义财政稳增长	53
2.3.2 2023 年财政基调：加力提效、持续积极，中央赤字空间打开	55
2.3.3 2023 年结余资金：增量空间并不充足	56
2.3.4 2023 年地方债务：债务率触及预警，上行空间有限	58
2.3.5 2023 年狭义财政收支：发力集中需求侧	60
2.3.6 广义财政收支：土地财政收支仍是主要约束	61
2.4 货币政策稳健偏松，信用周期渐趋平坦	62
2.4.1 总量政策相机抉择，结构政策精准有力	62
2.4.2 货币供应增速趋缓，信用扩张渐趋稳定	66
三、实体经济：供给需求齐发力，通胀环境温和	74
3.1 房地产：数据不稳，政策不息，“三稳”是首要目标	74
3.2 基建投资：仍依赖准财政工具的支持	77
3.2.1 基础设施建设的钱从哪来？	77
3.2.2 2022 年基建回顾：广义财政支撑基建高增速	77
3.2.3 2023 年基建的增量空间：全年增速 7%~10%	78
3.3 制造业：产业升级是主旋律，结构性政策持续加码	82
3.4 消费：穿越疫情曲线，消费复苏可期	85

3.4.1 疫情反复叠加地产疲弱，国内消费增长乏力	85
3.4.2 结构层面看，服务、可选消费向上修复受阻	86
3.4.3 从海外经验看，防疫政策优化后，消费修复多数波动上行	88
3.5 出口：加息冲击耐用品消费，中国份额难占优	92
3.5.1 疫后出口回顾：海外总需求扩张，叠加份额优势	92
3.5.2 2023 年展望：总需求回落，中国份额优势能否回归？	94
3.6 通胀：明年下半年稳物价诉求升温	97
3.6.1 回顾：PPI 降、CPI 升，通胀剪刀差收窄	97
3.6.2 展望：CPI 温和上涨、PPI 低位震荡	97
四、中美关系：拜登政府延续“灵活鹰派”	100
4.1 中期选举后，拜登政府内政外交如何开展？	100
4.1.1 “红色浪潮”并未到来，两党形成国会对峙	100
4.1.2 内政：财政支出将受限，“硬着陆”风险加大	100
4.1.3 外交：对华鹰派是共识，对乌援助陷分歧	102
4.2 拜登对华产业围堵攻势不变，风险在于矿物和医疗	104
五、大宗商品：“紧缩”转向“衰退”，油价向下，金价向上	108
5.1 原油：需求减量、供给博弈，油价中枢或小幅下移	108
5.1.1 回顾：2022 年原油价格高位波动	108
5.1.2 展望：地缘风险消退，供需重回动态平衡	108
5.2 黄金：明年开启上行通道	114
5.2.1 回顾：2022 年黄金价格冲高回落	114
5.2.2 展望：两大视角看，黄金价格步入上行通道	114
六、汇率：人民币汇率有望重回 6.8 以内	117
6.1 中美周期错位驱动汇率持续贬值	117
6.2 政策对汇率的容忍底线有所提高	119
6.3 人民币汇率的贬值压力有望逐步缓释	121
七、风险提示	122

图目录

图 1：疫情之后，美国政府杠杆快速扩张	11
图 2：居民消费是疫后美国经济恢复的主旋律	11
图 3：截至 2022 年 9 月，全美居民拥有约 1.7 万亿美元超额储蓄	12
图 4：截至 2022 年年中，最低收入、最高收入群体的超额储蓄分别回落至高点的 54%、68%	12
图 5：高收入群体的超额储蓄主要来自于消费支出的减少，低收入群体的超额储蓄则来源于财政补贴的增加	13
图 6：今年以来家庭偿债负担回升，但占比仍处在历史低位	13
图 7：服务消费主要受居民可支配收入影响	13
图 8：相对疫情前，教育保健行业就业供需存在较大缺口	13
图 9：住宅投资从疫后经济的主要拉动，逐步变为主要拖累	14
图 10：随利率上行，住宅新开工增速回落	14
图 11：美国批发商库存从低位回升，逐步靠近疫情前水平	15
图 12：耐用品库存已率先回升，非耐用品库存维持低位	15
图 13：美国三季度矿物燃料净出口大幅上升	16
图 14：过往净出口对美国经济往往构成负贡献	16
图 15：2022 年以来，全球景气度普遍回落	17
图 16：2022 年以来欧洲贸易逆差大幅走阔	18
图 17：加息周期中，越南 GDP 增速并未出现大幅回落	18
图 18：国际组织对于美国、欧洲、东盟、日韩、拉美等经济体的预测情况	18
图 19：美国总体通胀年中见顶，但核心通胀仍在筑顶	19
图 20：美国通胀已经从商品通胀切换至服务通胀	19
图 21：核心商品中，二手车价格率先回落	19
图 22：核心服务中，住房价格仍在上涨，医疗交通涨幅放缓	19
图 23：基准情形下，2023 年美国 CPI 同比中枢约为 3.8%	20
图 24：基准情形下，2023 年美国核心 CPI 同比中枢约为 3.4%	20
图 25：汽车生产能力持续恢复，库存低位回升	21
图 26：消费端库销比持续回升，指向商品供求关系缓和	21
图 27：美国实际商品消费支出增速已经低于疫情前水平	21
图 28：随着贷款利率抬升，11 月以来美国消费贷款增速回落	21
图 29：截至 11 月，美国劳动力市场供求缺口约为 432 万人	23
图 30：截至 11 月，美国劳动参与率距离疫情前仍有 1 个百分点的缺口	23
图 31：疫情发生后，劳动参与率下降主要体现在 55 岁以上人群	23
图 32：2010 年之后美国劳动年龄人口占比持续回落	23
图 33：2018 年之后美国移民政策收紧，净移民人数持续回落	23
图 34：美国劳动力市场职位空缺率与辞职率自高位逐步回落	23
图 35：美国服务消费占比距离疫情前仍有 3 个百分点的缺口	24
图 36：今年以来，美国信用卡还款率仍高于疫情前水平	24
图 37：今年 4 月起，美国房屋价格指数开始回落	24
图 38：今年 7 月起，美国房租价格涨幅持续回落	24

图 39: 健康保险价格自去年 10 月开始上涨, 今年 10 月进入新一轮调整周期.....	25
图 40: 2020 年美国医疗保险净收入大增, 2021 年转为回落.....	25
图 41: 意德利差持续走阔.....	28
图 42: 意大利 5 年期国债 CDS 利差持续震荡上行.....	28
图 43: 欧元区边缘国家非金融部门杠杆率总体处于较高水平.....	29
图 44: 欧元区边缘国家政府部门杠杆率总体处于极高水平.....	29
图 45: 欧元区边缘国家政府债务占 GDP 比重持续上行.....	29
图 46: 疫情期间欧元区主要经济体赤字率大幅上行.....	29
图 47: 意大利等国外债余额略低于欧债危机时期.....	30
图 48: 意大利等国短期外债余额明显低于欧债危机时期.....	30
图 49: 2021 年以来国际资本加速回流美国.....	31
图 50: 2022 年以来欧元区持有美债体量小幅回落.....	31
图 51: 欧盟原油对外依存度极高.....	31
图 52: 欧盟天然气对外依存度极高.....	31
图 53: 欧盟煤炭对外依存度较高.....	32
图 54: 欧盟能源进口高度依赖俄罗斯.....	32
图 55: 2022 年以来, 贸易恶化拖累经常项目大幅转负.....	32
图 56: 2022 年以来, 资本市场吸引力下降拖累金融项目表现.....	32
图 57: 欧元区边缘国家中意大利的能源进口需求更强.....	33
图 58: 欧元区边缘国家中意大利的贸易条件恶化最为严重.....	33
图 59: 美欧广义货币增速差快速收敛.....	34
图 60: 欧洲央行加息速度明显滞后于美联储.....	34
图 61: 欧元区景气度下滑程度相较美国更快.....	34
图 62: 欧元区制造业产能利用率持续收缩.....	34
图 63: 欧洲主要经济体天然气储气率.....	35
图 64: 欧洲主要经济体天然气储气量覆盖率.....	35
图 65: 2022 年以来, 印度 GDP 增速持续回升.....	36
图 66: 印度 GDP 以及主要分项季调后绝对值变化.....	36
图 67: 今年以来, 为应对高通胀, 印度货币政策持续收紧.....	37
图 68: 美国大幅加息背景下, 印度卢比汇率承压明显.....	37
图 69: 2022 年, 东盟六国 GDP 增速基本接近疫情前水平.....	38
图 70: 2022 年, 东盟六国出口增速中枢明显抬升, 高于疫情前.....	38
图 71: 2022 年东盟六国通胀中枢明显抬升, 显著高于疫情之前.....	39
图 72: 2022 年, 东盟主要国家国债收益率明显抬升.....	39
图 73: 9 月以来, 近期全球新增确诊病例已明显放缓.....	41
图 74: 年初, 欧美主要国家均经历了一轮较大规模的疫情反弹.....	41
图 75: 疫情扩散放缓, 欧美国家住院压力明显缓解.....	41
图 76: 海外主要国家政策收紧指数明显下行.....	41
图 77: 美国“疫情管控放开”的路线图.....	43
图 78: 欧美模式下放开后的疫情走势模拟.....	43
图 79: 新加坡长期“与病毒共存”的路线图.....	44

图 80: 新加坡模式下放开后的疫情走势模拟.....	45
图 81: 2020 年与 2022 年, 我国经济增长较潜在水平存在缺口	46
图 82: 基准情形下, 预计 2023 年全年经济增速 6.0%.....	46
图 83: 欧美模式下, 预计 2023 年全年经济增速 5.7%.....	47
图 84: 新加坡模式下, 预计 2023 年全年经济增速 5.2%	47
图 85: 相比疫情之前, 住宿餐饮、租赁商务业增加值增速依然存在较大缺口.....	49
图 86: 2023 年对于经济吸纳就业的能力, 提出更高的挑战.....	49
图 87: 相比于疫情之前, 净出口对经济的贡献大幅提升	50
图 88: 三驾马车占 GDP 比例	50
图 89: 5%目标增速下, 对于各部门经济增速和经济节奏的假设	51
图 90: 全年景气度逐步上行, 二季度同比增速受低基数抬升	51
图 91: 中美经济景气度相位差正在逐步收敛.....	51
图 92: 2017-2020 年我国共享经济平台企业员工数	53
图 93: 近年来, 我国数字经济发展规模不断壮大	53
图 94: 2022 年 1-10 月, 一般公共预算收入仅为年初预算的 82.5%	54
图 95: 2022 年 1-10 月, 政府性基金收入仅为年初预算的 52.9%.....	54
图 96: 2022 年, 增值税、企业所得税等对税收拖累较大	54
图 97: 2022 年下半年, 财政支出对基建的扶持逐步退坡	54
图 98: 政策性银行债净融资历年表现情况	55
图 99: 抵押补充贷款 (PSL) 净融资历年表现情况.....	55
图 100: 2022 年以来, 财政收支不平衡压力较大	55
图 101: 2023 年, 中央政府仍存在一定的加杠杆空间.....	55
图 102: 2008-2022 年中央预算稳定调节资金余额情况.....	57
图 103: 2016-2022 年地方结转结余余额情况	57
图 104: 2020 年以前, 特定机构上缴利润规模较为稳定	58
图 105: 近年来, 国有资产有偿使用收入增长较快	58
图 106: 2022 年, 地方政府债务率或突破 120%警戒区间	59
图 107: 近年来, 地方政府偿债压力有所加大.....	59
图 108: 与海外发达经济体相比, 我国宏观税负已处于较低水平.....	61
图 109: 2022 年, 新增减税降费规模大幅增加.....	61
图 110: 疫情以来, 货币政策通过总量和结构性政策, 持续助力宽信用和稳增长	62
图 111: 美联储政策利率有望于 2023 年逐渐趋于稳定	63
图 112: 今年以来新增社融的波动性明显放大.....	63
图 113: “MLF 利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制	65
图 114: 非金融企业部门的投资回报率仍在持续下行	65
图 115: 实体信用扩张速度低于货币扩张速度.....	66
图 116: 资金利率中枢二、三季度明显低于政策利率	66
图 117: 广义货币供应量 M_2 增速大概率回落	67
图 118: 国债收益率曲线仍未调整到位	67
图 119: 2022 年宽货币并未像 2020 年一样推高信贷增速.....	67
图 120: 2022 年宽货币对社融增速的推动有限.....	67

图 121: 今年以来, 企业部门净融资的波动明显放大	68
图 122: 居民部门新增中长期信贷明显弱于往年同期水平	68
图 123: 我国非金融部门杠杆率仍有一定加杠杆的空间	69
图 124: 2023 年宏观杠杆率增幅的合意水平或在 11 pct 左右	69
图 125: 我国非金融企业部门杠杆率已处于较高水平	70
图 126: 近年来企业部门非房地产行业融资占比震荡上行	70
图 127: 对公中长期贷款中投向制造业的贷款维持较高增速	71
图 128: 房企国内信贷融资开始呈现企稳态势	71
图 129: 我国政府部门杠杆率(含隐性债务)仍处于中性水平	71
图 130: 2023 年政府部门新增债务规模约 8.00 万亿元	71
图 131: 11 月居民购房预期呈现边际改善	72
图 132: 居民部门新增贷款中以中长期消费贷款为主	72
图 133: 全年社融增速有望呈现波浪型走势	73
图 134: 本轮信用周期将会呈现平坦化的特征	73
图 135: 截至 2022 年 12 月, 本轮房地产周期已经下行了 18 个月	75
图 136: 不同因素驱动的地产上行周期中, 分能级城市体现出的不同复苏特征	76
图 137: 广义基建投资中五大资金来源占比走势变化	77
图 138: 基建四大分项对财政资金的依赖度	77
图 139: 2022 年 1-11 月建筑业景气度持续处于高增区间	78
图 140: 2022 年以来基建投资增速持续高增	78
图 141: 财政资金对基建的支持占公共财政支出的比例变化	79
图 142: 2020 年以来, 财政支出向社保就业、医疗倾斜较多	79
图 143: 今年 1-10 月, 新增专项债发行规模已经接近 4 万亿	80
图 144: 2022 年 1-10 月专项债投向基金的规模占比达 62%	80
图 145: 2010 年以来, 制造业和消费的波动幅度难以超过其余部门的上限和下限	82
图 146: 低技术链条投资增速参差不齐	83
图 147: 高技术出口链条投资增速回落, 但产业升级链条增速在 2022 年三季度快速上行	83
图 148: 悲观因素: 工业企业利润持续走低	84
图 149: 悲观因素: 出口增速持续回落, 地产销售低迷	84
图 150: 乐观因素: 企业库存开始走低, 库存压力缓解	84
图 151: 乐观因素: 三季度企业长贷维持净增, 企业扩产意愿上行	84
图 152: 今年疫情对消费的负面冲击加深	85
图 153: 2020 年以来, 居民高储蓄状况持续	85
图 154: 2022 年, 住户存款大幅增加	86
图 155: 截至 2022 年三季度, 住户超额存款共计 6.6 万亿	86
图 156: 国内娱乐等服务类支出距离趋势值仍有较大差距	86
图 157: 2022 年以来居民收入差距走阔	87
图 158: 2022 年以来青年就业压力持续处在高位	87
图 159: 2022 年以来居民收入增速小幅改善, 但消费倾向降低	87
图 160: 2022 年以来居民经营净收入增速明显回落	87
图 161: 美国疫情放松阶段, 服务消费均持续上行	88

图 162: 德国疫情放松阶段, 消费波动上行	88
图 163: 英国后两次疫情放松阶段, 服务消费持续修复	89
图 164: 新加坡疫情管控放松阶段, 消费波动上行	89
图 165: 中国香港疫情管控放松后, 商品服务消费均快速反弹	89
图 166: 2022 年日本疫情管控放松后, 消费整体承压	89
图 167: 新加坡防疫政策放松后, 居民超额储蓄尚未被消耗	90
图 168: 新加坡个人储蓄率仍高于疫情前水平	90
图 169: 美国服务业支出中, 娱乐交通类恢复程度不及疫情前水平	90
图 170: 英国服务业支出中, 娱乐交通类恢复程度不及疫情前水平	90
图 171: 海外疫情放开后, 居民消费增速波动上行	91
图 172: 相较于欧美国家, 亚洲居民储蓄率回落较慢, 仍高于疫情前水平	91
图 173: 疫情以来至 2022 年上半年, 中国出口保持高速增长	92
图 174: 中国占到美国总进口的份额随着全球疫情走势而波动	92
图 175: 疫情以来至 2022 年上半年, 出口保持高速增长	93
图 176: 家具产品方面, 中国与东南亚、加墨互成替代	94
图 177: 机械产品方面, 中国与加墨互为替代	94
图 178: 中国机电产品的出口经常受到来自日韩、加拿大墨西哥的挤压	94
图 179: 美国对中国汽车依赖度较低, 份额基本保持稳定	94
图 180: 美联储加息周期中, 美国耐用品消费波动更大, 非耐用品消费和服务消费波动幅度较小	95
图 181: 2021 年中国整体出口与对美出口结构 (按照 HS 码拆分)	95
图 182: 全球新增订单回落速度快于产出回落速度	96
图 183: 综合 IMF 对全球贸易量和份额的判断, 预测 2023 年出口	96
图 184: 2022 年海外通胀加速上行, 国内通胀仍处在温和区间	97
图 185: 2022 年国内通胀中, PPI 降、CPI 升, 剪刀差大幅收窄	97
图 186: 预计 2023 年 2 月后猪价进入下行通道	98
图 187: 基准情形下, 预计 2023 年 CPI 同比中枢为 2.2%	98
图 188: 2022 年疫情管控放松后, 海外经济体核心通胀率均快速抬升	98
图 189: 餐饮酒店娱乐等接触性服务业价格涨幅较大	98
图 190: 受疫情影响, 国内餐饮门店数量明显回落	99

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50386

