



Session 1 – China Economic Liquidity and Regulation

Huiyong Li, Managing Director and Chief Macro Analyst, Shenyin Wanguo Futures Co.,
Ltd.



风雨过后见彩虹

—— 经济监管和流动性分析

李慧勇

申万宏源证券研究所董事总经理

首席宏观分析师

新财富最佳分析师

II(机构投资者)最佳分析师

第一财经金融价值榜最有影响力机构经济学家



16 June 2017

主要结论

- 三紧之下中国经济可能出现的情形之一是既去杠杆，又不至于影响增长。情形之二是去杠杆导致风险释放，去杠杆半途而废，重新保增长。情形之三是紧缩仍不能抑制经济增长，经济过热。第三种情形只有在大周期向上时才能看到，从目前情况看，更有可能是第一种情形。这是一个动态平衡系统，三季度尤其关键。
- 经济，受益于价格复苏和地产因城施策，继续演绎LV的故事，前三季度无忧，压力在四季度。风险：1、因城施策改变；2、利率持续上行。时间点：三季度
- 流动性，受三紧影响紧张，是当前影响金融市场和宏观经济的最重要变量。监管影响短空长多，加大了流动性紧张程度，监管明朗化之后利率有向基本面回归的需求，目前不利，未来会转为有利。时间点：三季度
- 改革：改革年，改革倒计时。重点关注国企改革、雄安新区建设（京津冀）、湾区开发。时间点：19大前

主要内容

1. 经济：底部脉冲，继续LV
2. 流动性：三紧叠加，期待否极泰来
3. 改革年：改革倒计时，期待红利落地



1.1 世界经济：超级政治周期平稳度过

- 2017年是全球超级政治周期，市场曾经担心黑天鹅，但是从目前看平稳度过

主要大选平稳进行

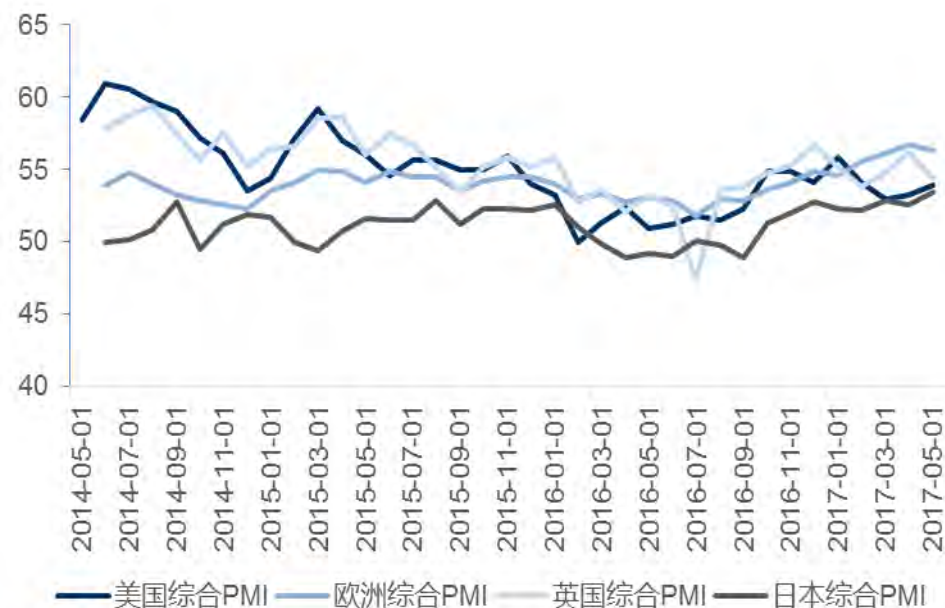
时间	全球主要选举	进程
3月15号	荷兰大选	
4月23日	首轮法国大选	
5月7日	次轮法国大选	已完成
5月9日	韩国大选	
5月19日	伊朗大选	
6月11日	法国议会第一轮选举	
6月18日	法国议会第二轮选举	
7月25日	印度总统选举	
8月8日	肯尼亚大选	
8月	新加坡总统选举	
9月11日	挪威议会选举	预计开展
9月23日	新西兰大选	
9月24日	德国联邦议会选举	
12月	南非大选	
今年晚些时候	泰国大选	

资料来源：申万宏源研究

1.1 世界经济：复苏超预期

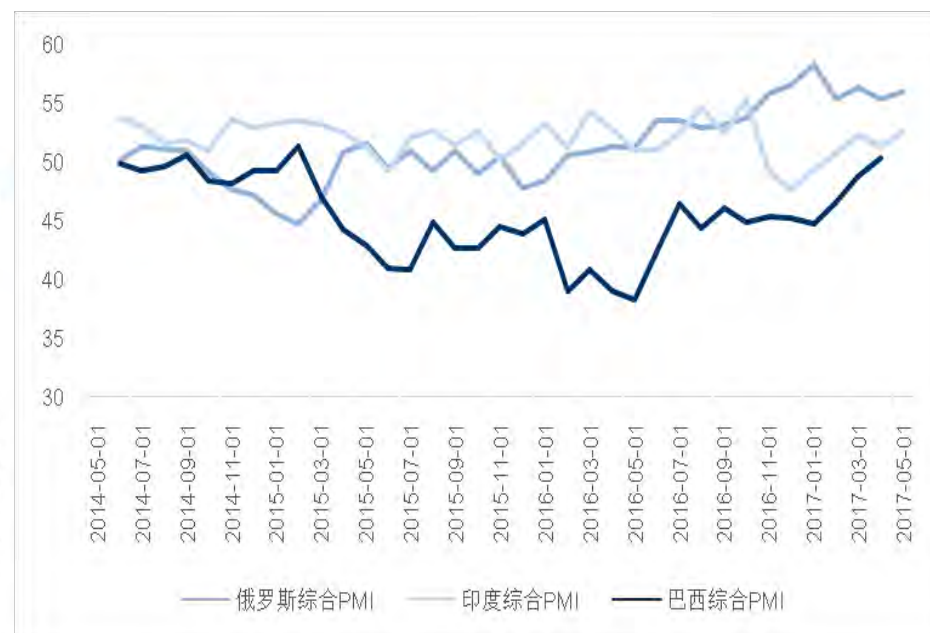
- 以欧洲为首发达国家的扩张速度继续加快，英国再次逼近三年高点，欧元区国家与日本扩张速度则还在加快
- 新兴国家PMI指数显示，俄罗斯、印度综合PMI指数均位于荣枯线水平以上，巴西经济景气度明显提升

美国、欧洲、英国、日本PMI



资料来源：WIND，申万宏源研究

俄罗斯、印度、巴西PMI



资料来源：WIND，申万宏源研究

1.1 世界经济：复苏超预期

- IMF六年来第一次上调世界经济增长预测，预计今年世界经济将出现大范围的扩张，增长将加速
- 对全球增速从3.4%上调至3.5%。尤其是大幅度上调英国和日本的经济增长预测

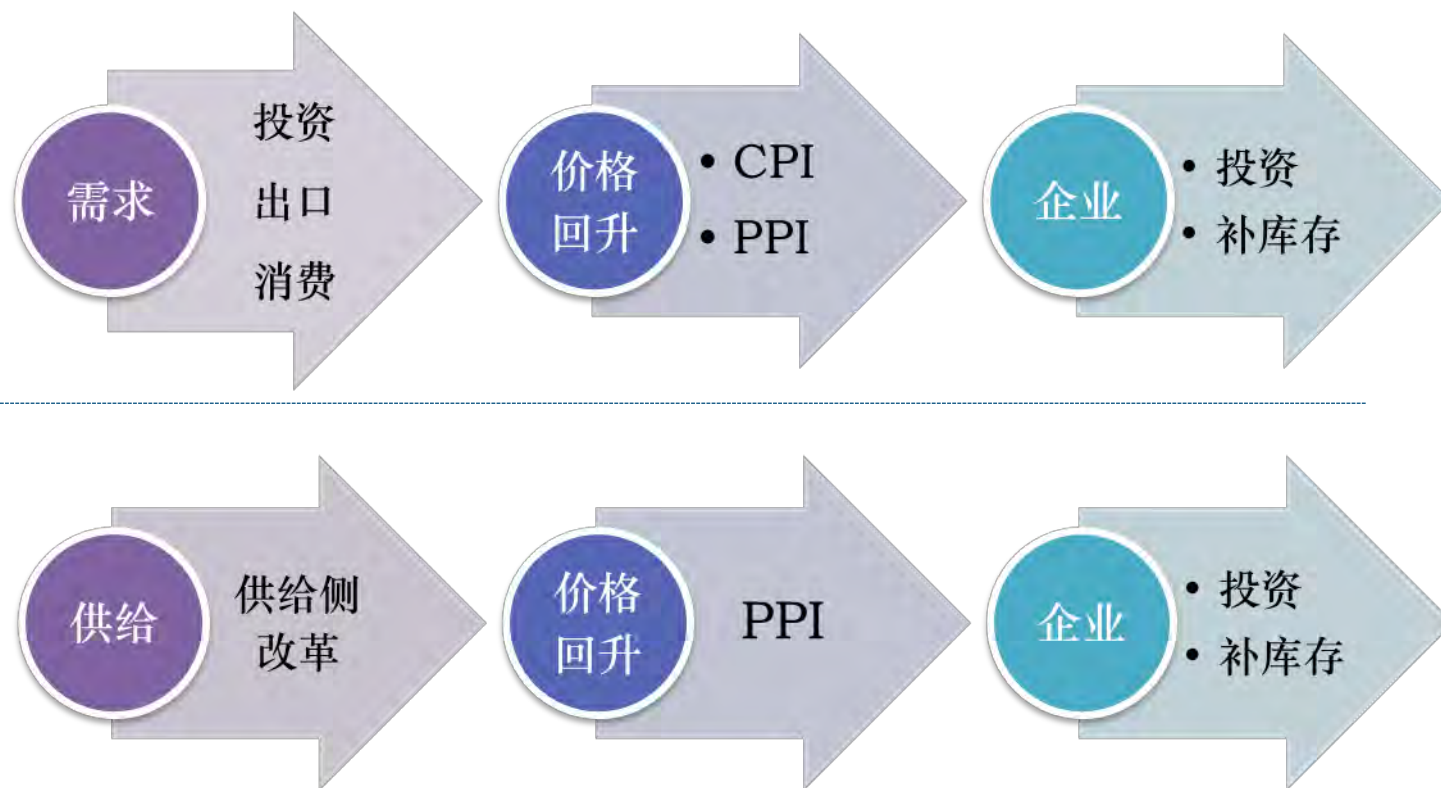
IMF对2017年主要经济预测及变化

	2016年10月	2017年1月	2017年4月	本次调整幅度
全球	3.4	3.4	3.5	0.1
美国	2.2	2.3	2.3	0
欧元区	1.5	1.6	1.7	0.1
英国	1.1	1.5	2.0	0.5
日本	0.6	0.8	1.2	0.4
新兴市场和发展中经济体	4.6	4.5	4.5	0

资料来源：IMF、申万宏源研究

1.2 中国经济：供给侧改革驱动的复苏

- 促成当前复苏的因素一是全球经济复苏，二是供给侧改革



1.2 中国经济：前三季度增长无忧

- 制造业投资大概滞后于实际利率7个月，制造业投资增速有望在3季度前保持



资料来源：WIND，申万宏源研究

1.2 中国经济：前三季度增长无忧

- 一轮库存周期大概三年，弱的上升期大概一年
- 库存滞后于PPI大概4-5个月



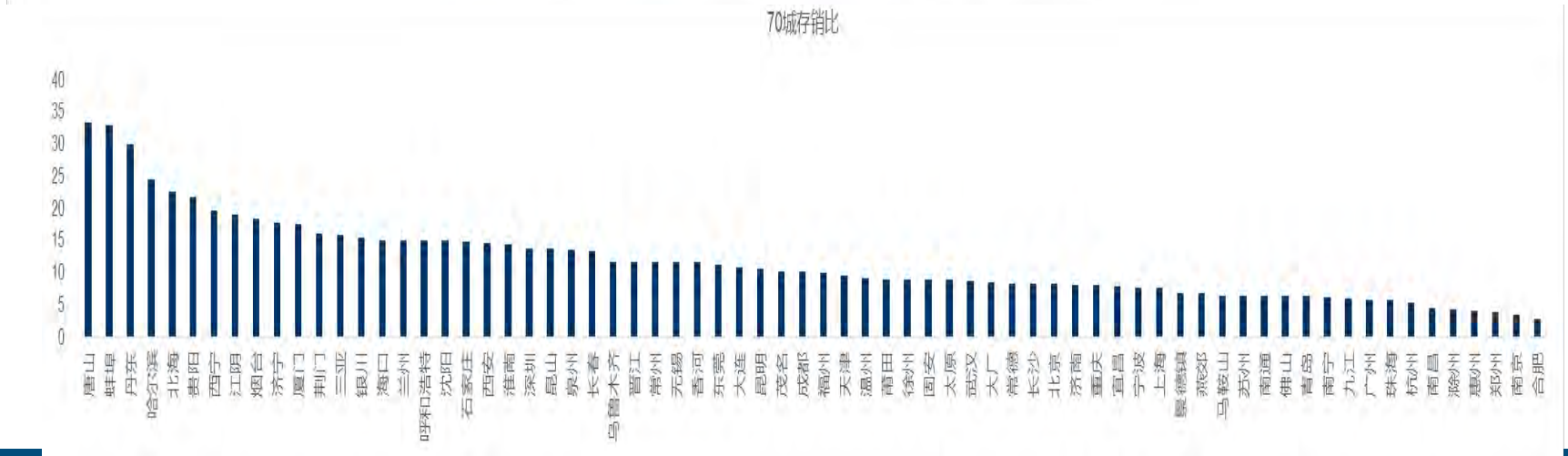
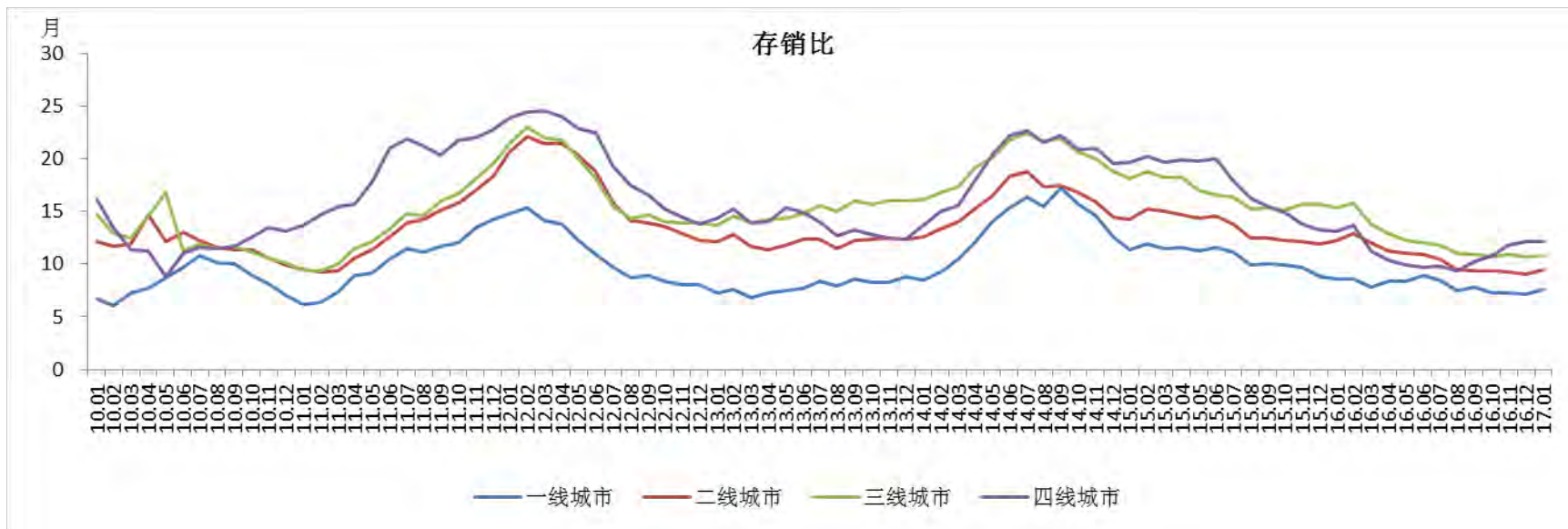
资料来源：WIND，申万宏源研究

时间	时长	周期
1998.02-2000.05	2年3个月	下降
2000.05-2001.06	1年1个月	上升
2001.06-2002.10	1年4个月	下降
2002.10-2004.12	2年2个月	上升
2004.12-2006.05	1年5个月	下降
2006.05-2008.08	2年3个月	上升
2008.08-2009.08	1年	下降
2009.08-2011.10	2年2个月	上升
2011.10-2013.08	1年10个月	下降
2013.08-2014.08	1年	上升
2014.08-2016.06	1年10个月	下降
2016.06-至今	-	上升

资料来源：WIND，申万宏源研究

1.2 中国经济：前三季度增长无忧

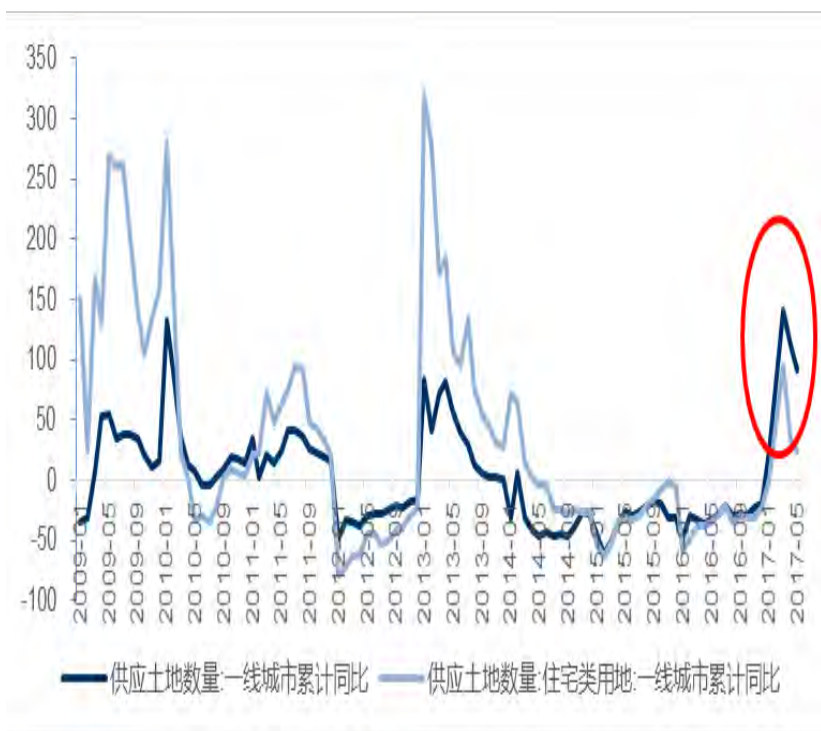
■ 因城施策政策，地产形势好于预期



1.2 中国经济：前三季度增长无忧

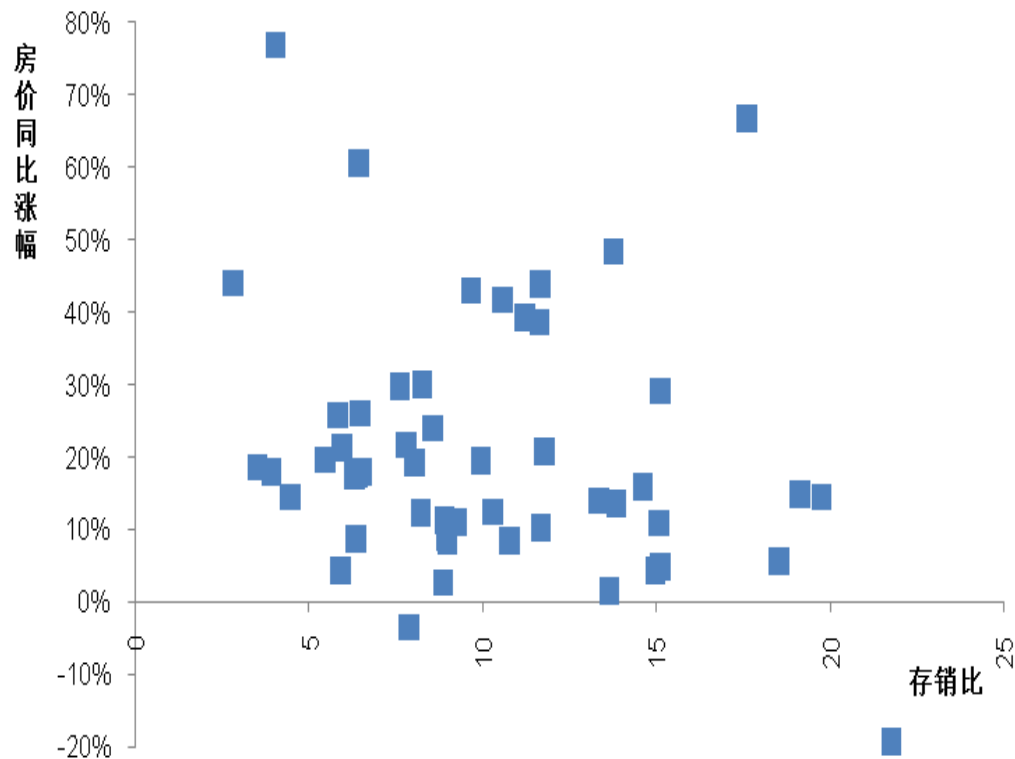
- 热点城市加大供给；三四线城市（销售面积占全国的62%，投资占全国的47%）继续去库存；棚户区改造继续推进

一线土地供应增加



资料来源：WIND，申万宏源研究

房价涨幅与存销比



资料来源：易居研究院，WIND，申万宏源研究

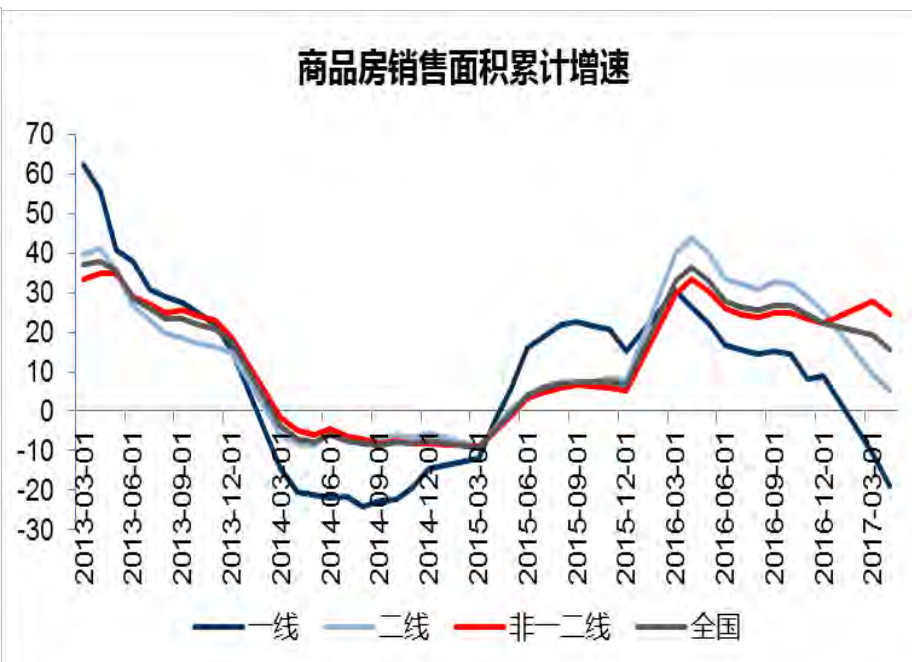
1.2 中国经济：前三季度增长无忧

- 国常会提出，确保完成今年再开工改造600万套的棚改任务。2018年到2020年再改造各类棚户区1500万套。棚改货币化安置助力地产去库存。
- 根据住建部数据，2016年棚改货币化安置比例达到48.5%，比2015年提高了18.6个百分点。去库存2.5亿平方米

PSL贷款支持棚改（亿元）



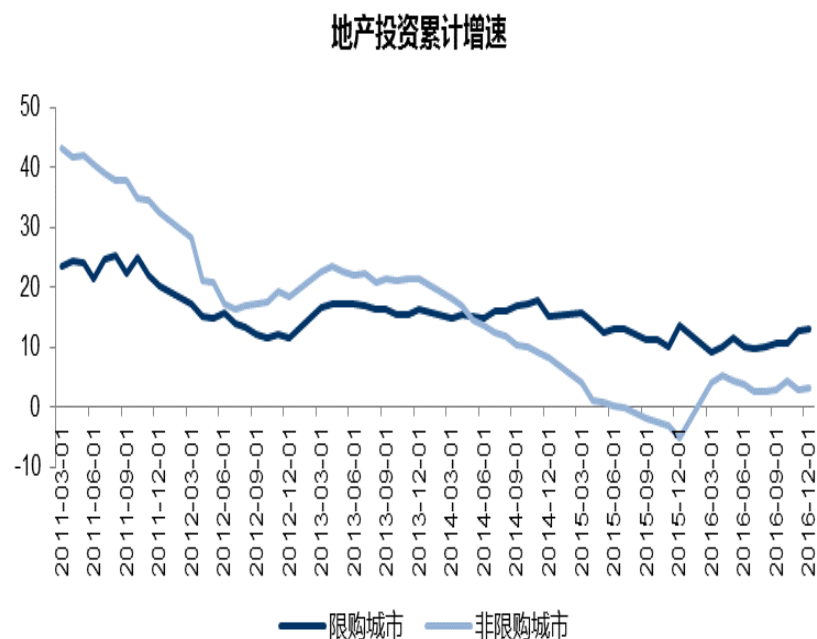
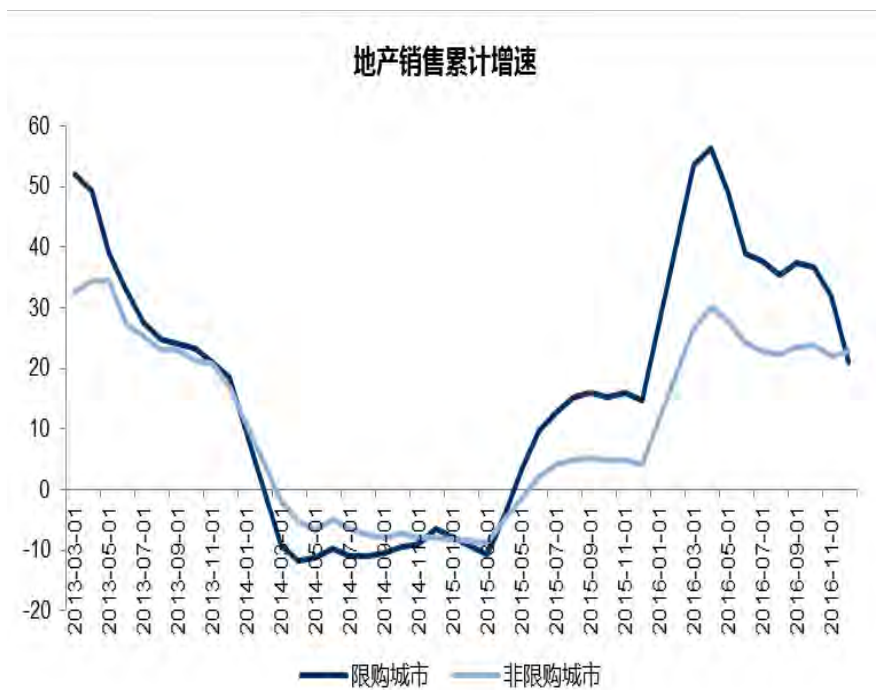
棚改助力三四线去库存



资料来源：WIND，申万宏源研究

1.2 中国经济：前三季度增长无忧

- 限购对销售的冲击比较明显，但对投资的冲击相对温和



资料来源：WIND，申万宏源研究

注：限购城市为2016年10月提出限购的22个城市

1.3 继续演绎LV的故事

- 预计2-4季度经济增长6.7%、6.6%、6.6%，总体平稳

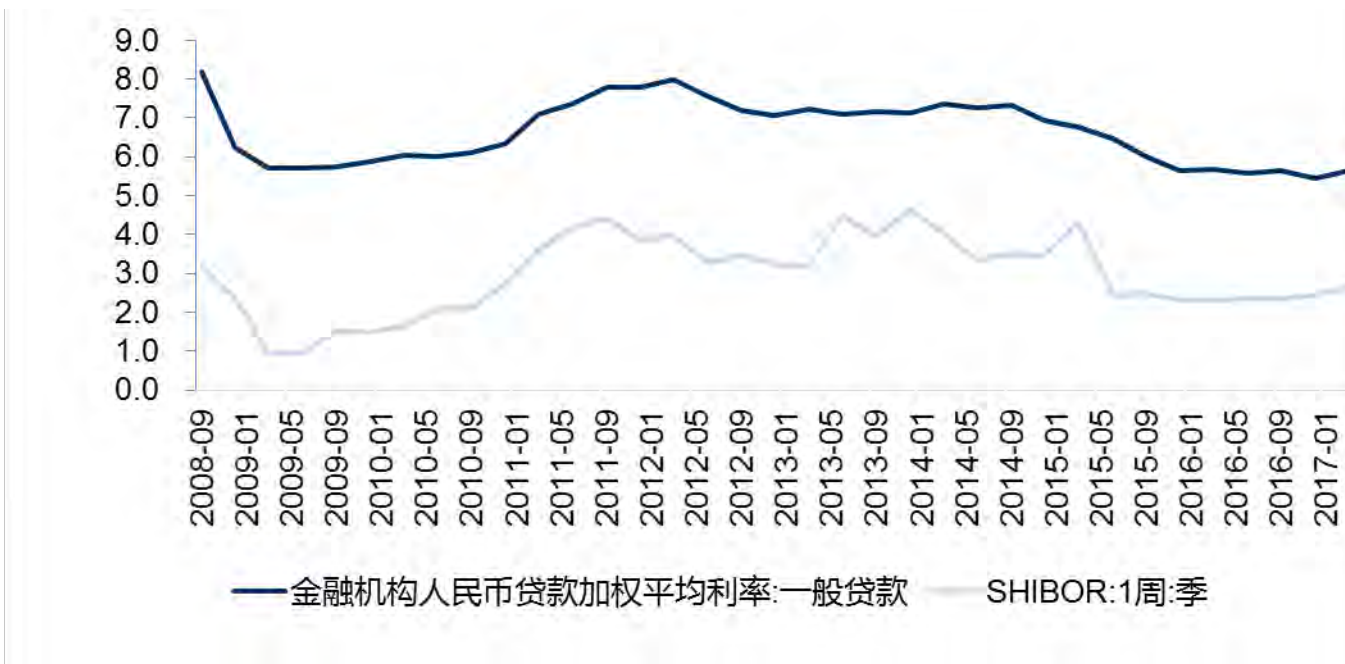
指标	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F
GDP：实际（%）	9.1	10.3	9.2	7.8	7.7	7.4	6.9	6.7	6.7
工业增加值增速（%）	11	15.7	13.9	10	9.7	8.3	6.1	6	6.3
固定资产投资增速（%）	30.5	24.3	23.8	20.6	19.6	15.7	10	8.1	8.5
社会消费品零售总额增速（%）	15.5	18.3	17.1	14.3	13.1	12	10.7	10.4	10.1
出口（%）	-16	31.3	20.3	7.9	7.9	6.1	-2.8	-7.7	4.5
进口（%）	-11.2	38.7	24.9	4.3	7.3	0.4	-14.1	-5.5	12
居民消费价格指数（CPI）	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2	1.4	2	1.8
生产资料价格指数（PPI）	-5.4	5.5	6	-1.7	-1.9	-1.9	-5.2	-1.4	4.9
一年期存款利率（%）	2.25	2.75	3.5	3	3	2.75	1.5	1.5	1.5
一年期贷款利率（%）	5.31	5.81	6.56	6	6	5.6	4.35	4.35	4.35
人民币贷款余额增速（%）	31.7	19.9	15.9	15	14.1	13.6	14.3	13.5	12.9
M2（%）	27.7	19.7	13.6	13.8	13.6	12.2	13.3	11.3	11
人民币/美元（年末）	6.83	6.62	6.3	6.29	6.1	6.12	6.49	6.94	7.0

资料来源：WIND，申万宏源研究

1.4 4季度之后面临的风险

- 房地产需求释放之后缺乏新增需求
- 流动性紧张冲击实体经济
- 关注中央经济工作会议对2018年部署

紧缩之后利率开始上行



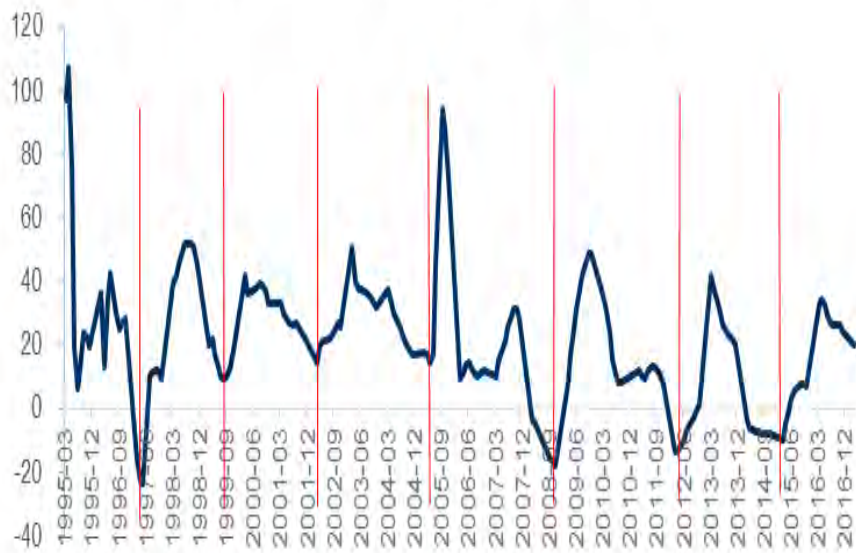
资料来源：WIND，申万宏源研究

1.4 4季度之后面临的_{风险}

- 地产和汽车的周期大概在3-4年，可能都已步入下行周期

地产和汽车可能已步入下行周期

商品房销售面积累计同比:3月中心移动平均



零售额:汽车类:当月同比:3月中心移动平均

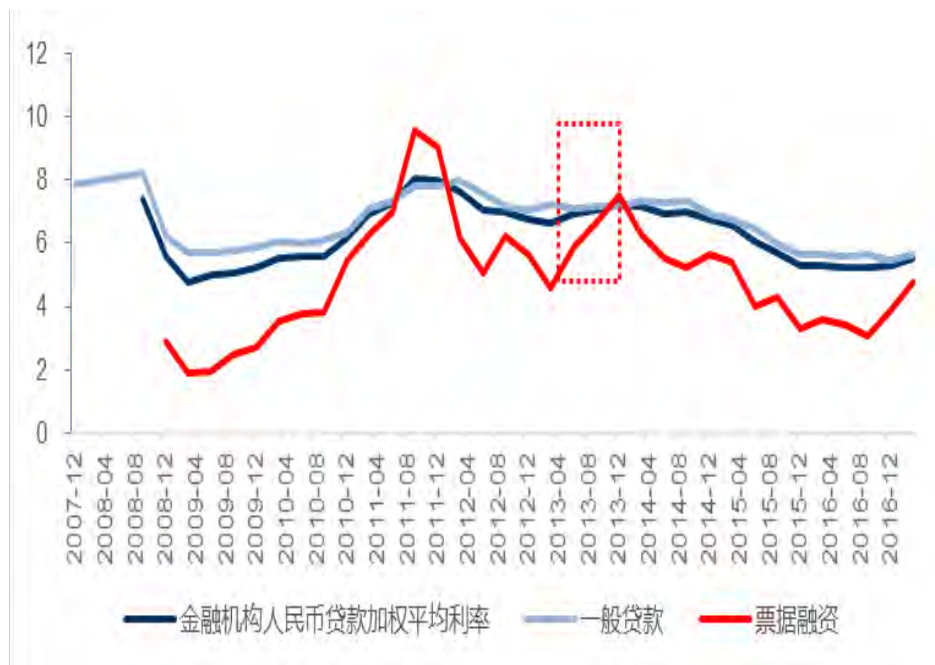


资料来源：WIND，申万宏源研究

1.4 4季度之后面临的风险

- 监管和政策收紧带来融资成本抬升，但其影响存在时滞，或在四季度显现
- 2013年同样面临监管和政策冲击，融资成本上升带来的影响14年初显现

13年二季度起贷款利率走高



14年初经济趋于回落

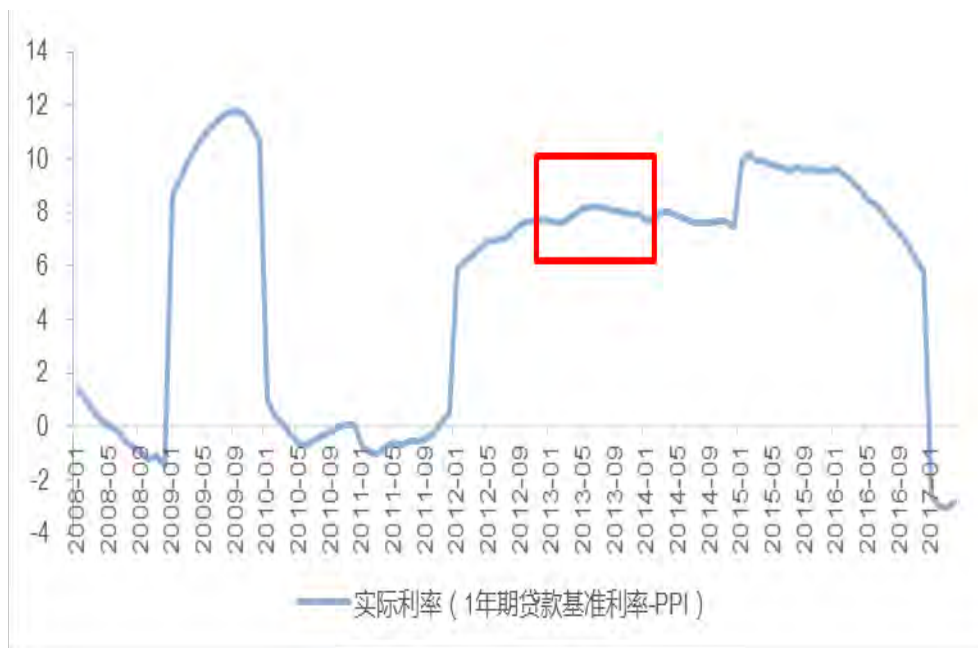


资料来源：WIND，申万宏源研究

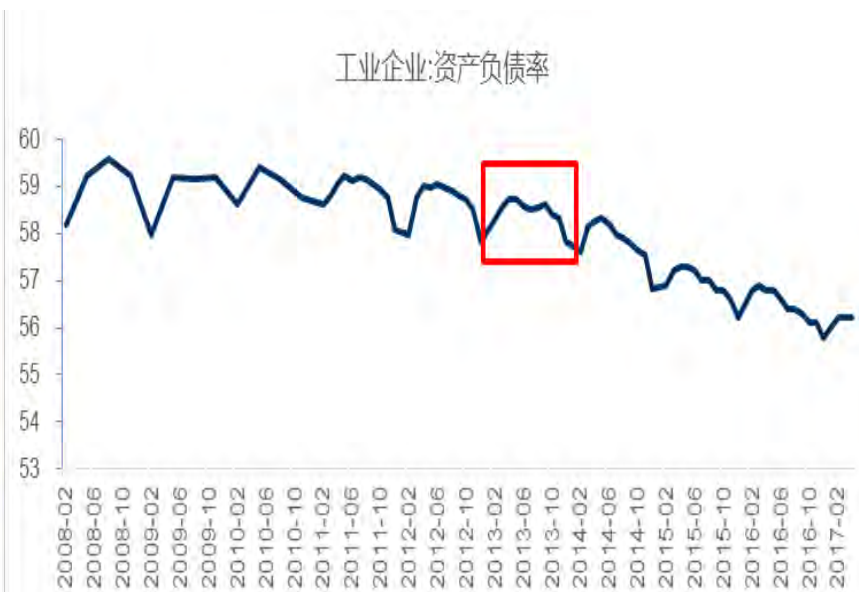
1.4 4季度之后面临的

- 更低的实际利率和资产负债率，意味着这一轮融资成本的抬升对经济的影响或弱于13年

13年实际利率显著高于当前水平



当前的资产负债率好于13年



资料来源：WIND，申万宏源研究

主要内容

1. 经济：底部脉冲，继续LV
2. 流动性：三紧叠加，期待否极泰来
3. 改革年：改革倒计时，期待红利落地



2.1 全球流动性：美国引领趋紧

■ 经济超预期的复苏的结果是货币收紧

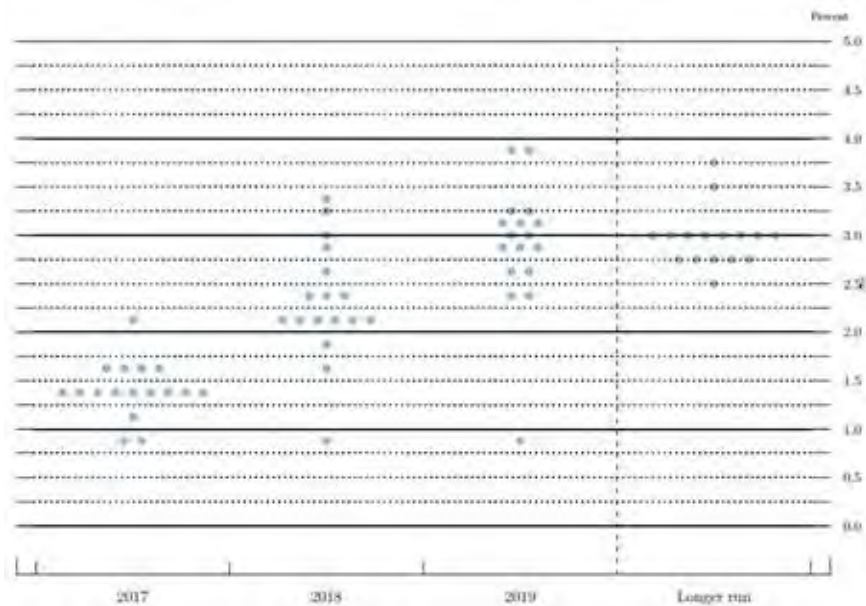
各国央行	最近表态
美联储	主席耶伦在近期讲话中表示“声明重申循序渐进加息的路径”，美联储内部开始讨论对通胀压力与加息政策的合适节奏。部分官员给出的基准预期是“近期调整联邦基金利率”并开始缩减资产负债表“很可能是适合的”。
欧洲央行	欧洲央行行长德拉吉此前表示，欧元区经济已恢复到危机前水平。在积极的经济评估之下，内部已开始放弃此前关于“进一步刺激”的承诺，甚至在适当时间点退出QE。
日本央行	日本央行最近几个月已放缓购债速度：截至 5 月底，该行持有日债仅比一年前增加 70.7 万亿日元，创两年多来最小增幅，速度减缓透露出超级宽松政策将结束。

资料来源：申万宏源研究

2.1 全球流动性：美国引领趋紧

- 官员们预计2018年底时联邦基金利率中值为2.125%，到2019年底时的联邦基金利率中值上涨至3%，临近本次加息尾声。
- 3月加息之后，年内尚余加息2次

美联储委员对利率预测



美联储委员主要经济指标预测

经济预期	2016年12月				2017年3月			
	2017	2018	2019	长期	2017	2018	2019	长期
经济增长	2.1	2.0	1.9	1.8	2.1	2.1	1.9	1.8
失业率	4.5	4.5	4.5	4.8	4.5	4.5	4.5	4.7
PCE	1.9	2.0	2.0	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0
核心 PCE	1.8	2.0	2.0	-	1.9	2.0	2.0	-
联邦基金利率	1.4	1.9	2.6	3.0	1.4	2.1	3.0	3.0

美联储历次加息周期与幅度

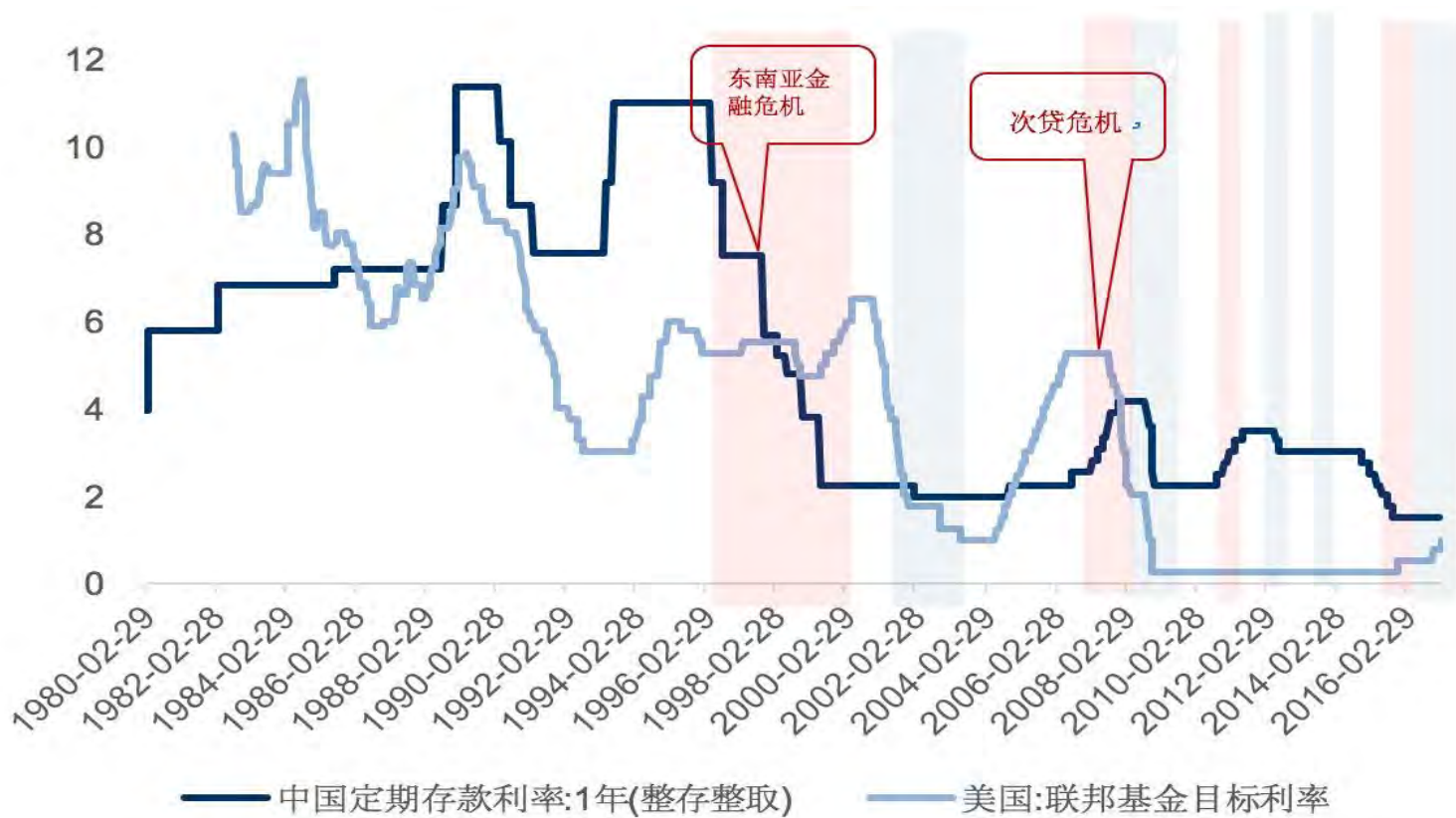
	1994	1997	1999	2004	2015E
加息周期(月)	17	-	18	36	48
加息次数	7	1	6	17	-
加息幅度(BP)	300	25	175	425	300

资料来源：Federal Reserve System，申万宏源研究
注：图为2017年3月数据

资料来源：Federal Reserve System，申万宏源研究

2.2 中美货币政策：同步还是背离

■ 1996年以来中美货币政策五次同步，四次背离

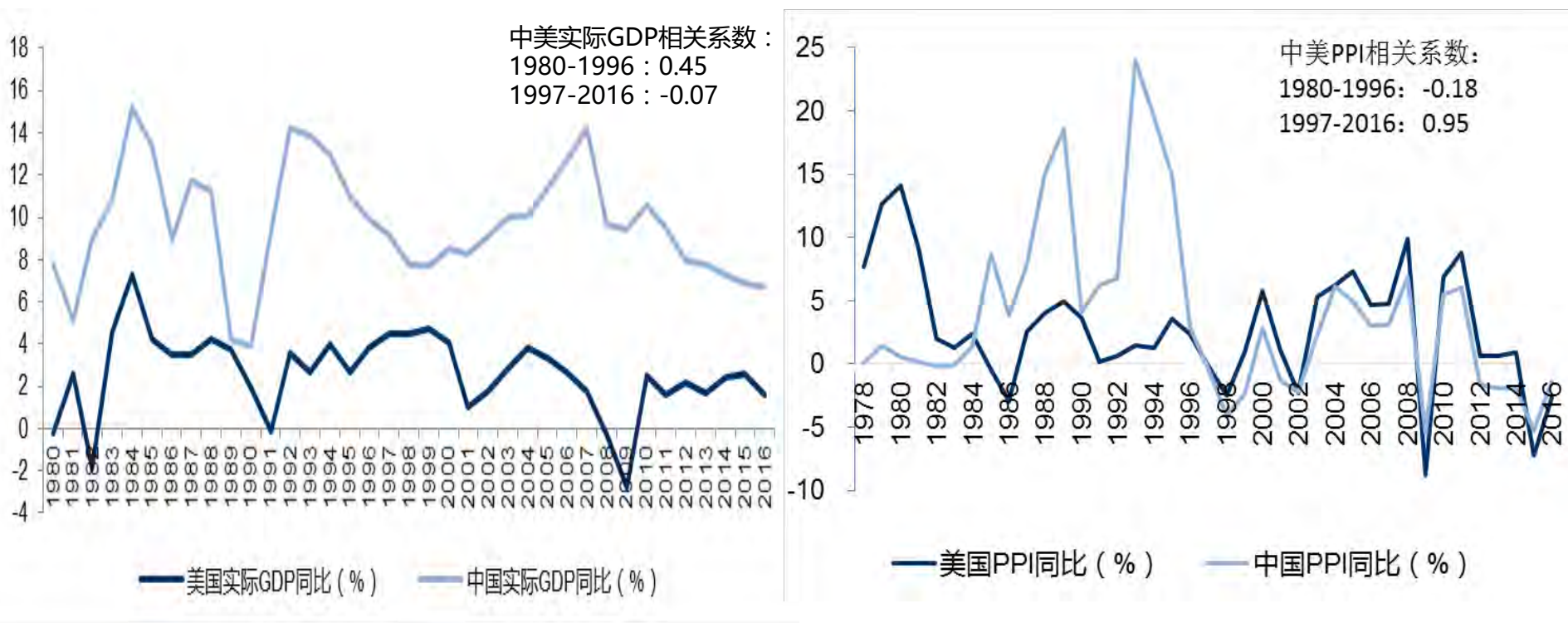


资料来源：WIND，申万宏源研究

注：红色表示政策背离，蓝色表示同步

2.2 中美货币政策：同步还是背离

- 中美货币政策同步还是背离，皆因经济周期，体现了大国货币政策独立性
- 由于不同的增长结构，二者增长周期相关性较低；由于贸易品的一价定律的特性，PPI的相关性极高



资料来源：WIND，申万宏源研究

2.2 中美货币政策：同步还是背离

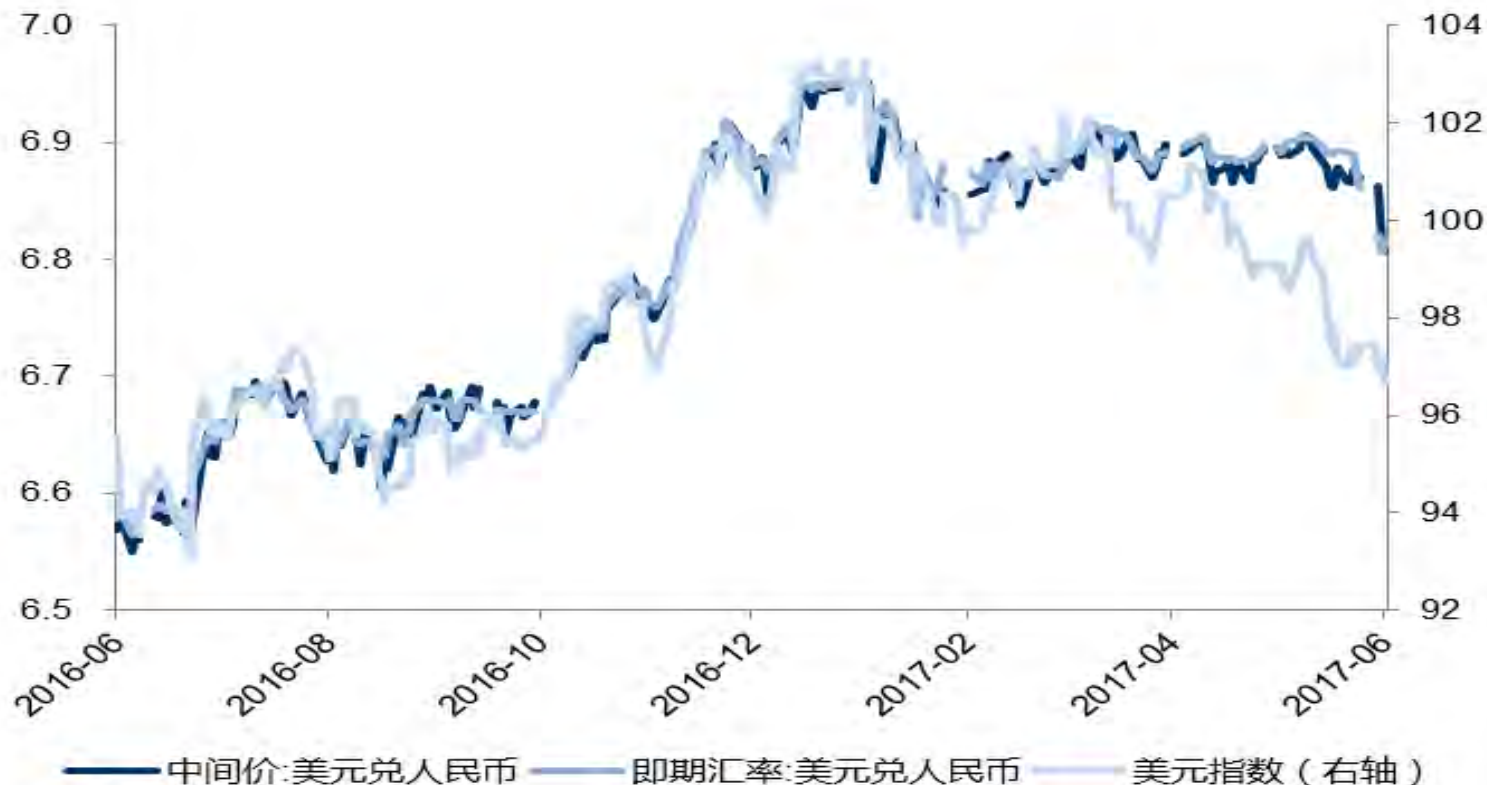


资料来源：WIND，申万宏源研究

2.2 中美货币政策：同步还是背离

- 美元阶段走弱，人民币汇率压力减轻

人民币汇率压力减轻

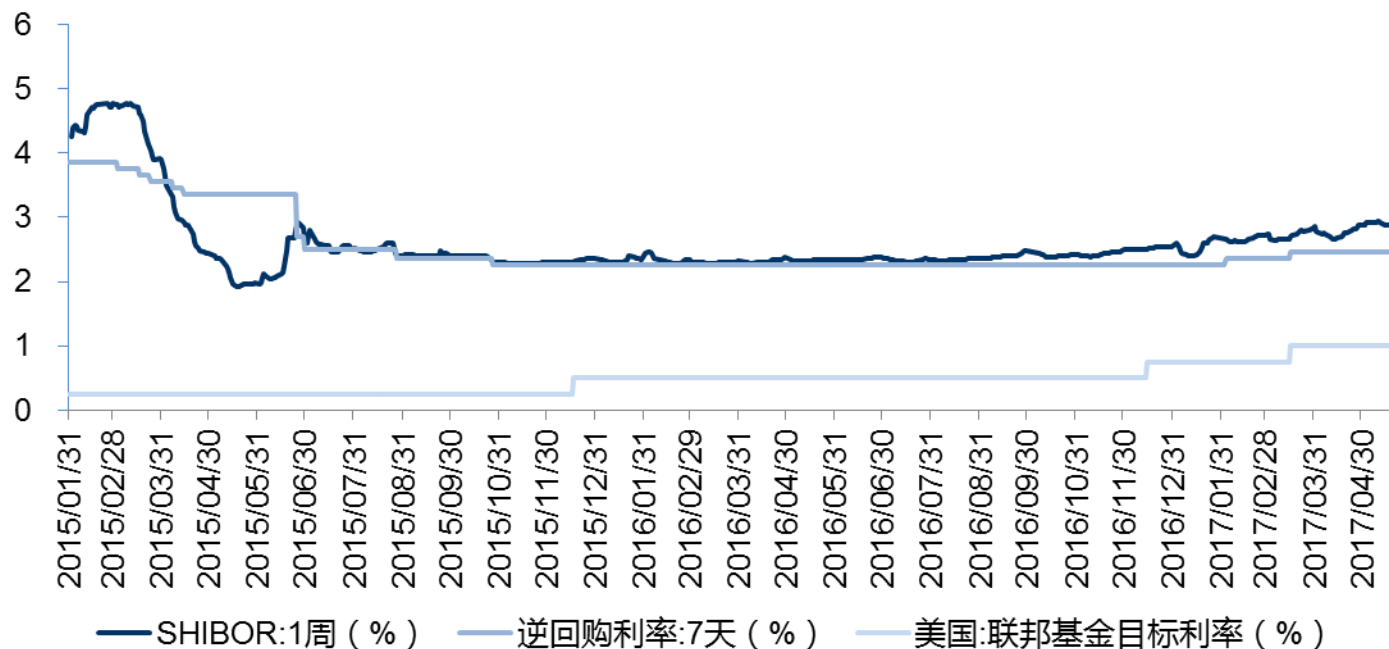


资料来源：WIND，申万宏源研究

2.2 中美货币政策：同步还是背离

- 不过，不同的是两国市场的利率结构不同，中国并没有上调一年期存贷款利率，而是通过上调货币市场政策利率（OMO、MLF、SLF）来体现

短期利率跟随美联储加息上行



资料来源：WIND，申万宏源研究

2.2 中美货币政策：同步还是背离

- 最近中美10年期国债收益率背离，原因一是特朗普新政预期下降，另一方面原因在于国内的金融监管

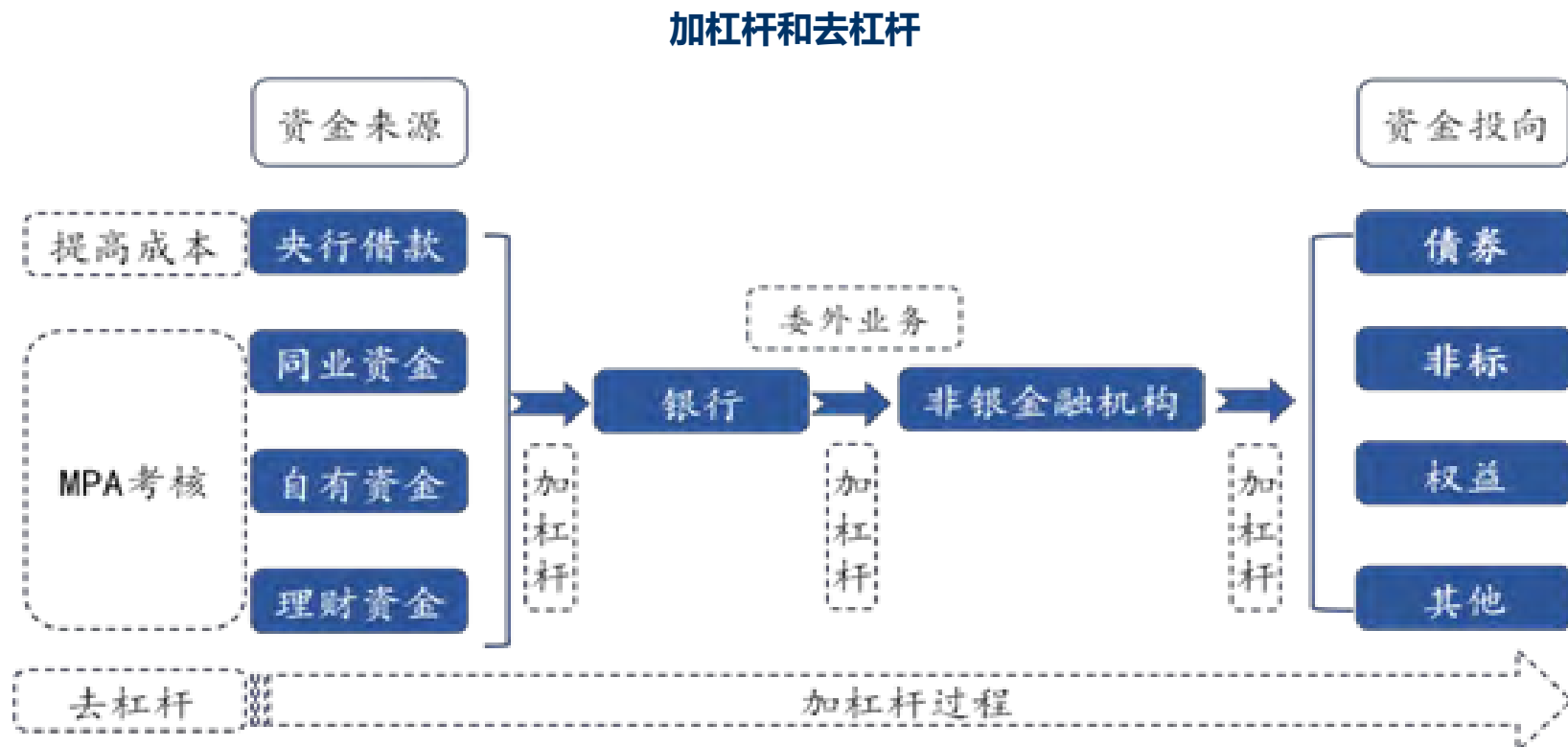
近期中美国债收益率背离



资料来源：WIND，申万宏源研究

2.3 金融监管明显加强

- 国际、国内宏观环境的变化带来监管环境变化，防风险重要性提升，以严监管来防风险



资料来源：申万宏源研究

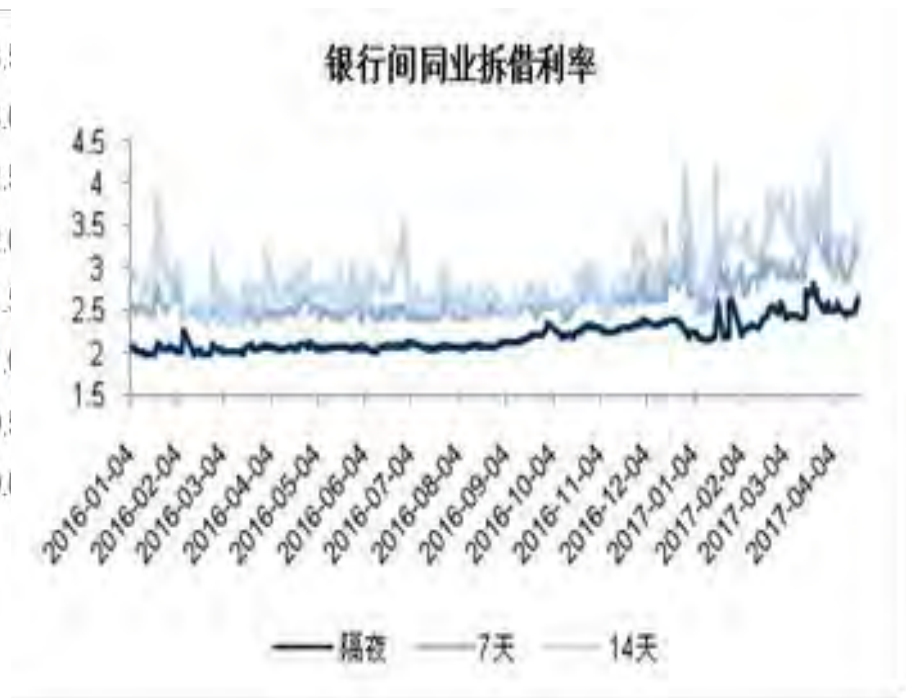
2.3 金融监管明显加强

■ 监管加强对流动性影响明显

今年以来准备金率下降明显



2016年底以来市场利率波动抬升

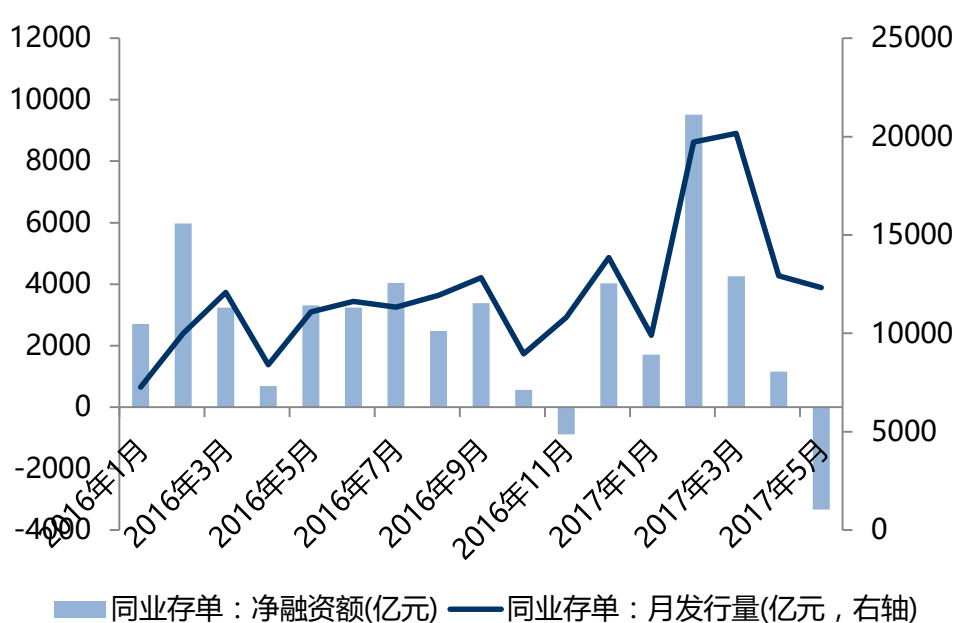


资料来源：WIND，申万宏源研究

2.3 金融监管明显加强

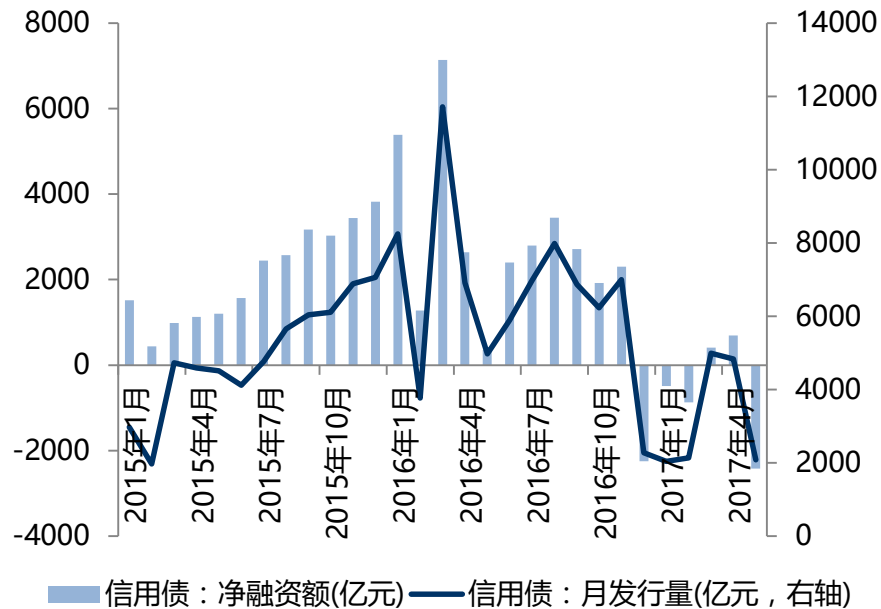
■ 监管加强对实体影响明显

2017年5月同业存单净融资大幅转负



资料来源：WIND，申万宏源研究

2017年5月信用债净融资大幅转负



资料来源：WIND，申万宏源研究

注：此处信用债仅统计了WIND中企业债、公司债、中期票据、短期融资券

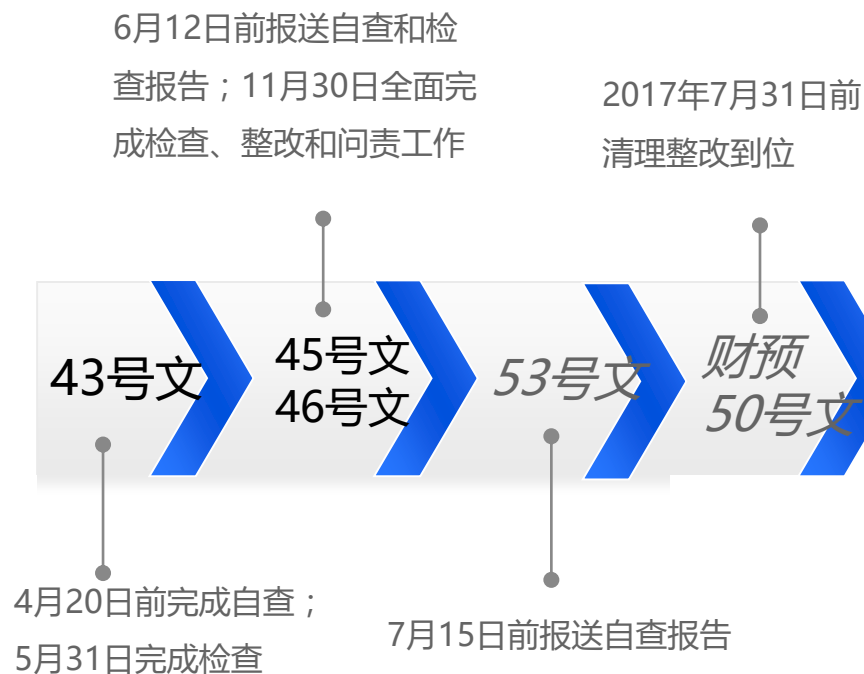
2.3 金融监管明显加强

- 从去年四季度开始的监管骤然升级，银证信保财全面自查和检查整改
- 在检查完成前，资金面大概率将继续承压

相关监管文件的工作重点

时间	文件	工作重点
2017年2月15日	证监会5号《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》	修订《上市公司非公开发行股票实施细则》
2017年3月23日	银监办43号《关于开展商业银行“两会一层”风控责任落实情况专项检查的通知》	商业银行风险控制缺陷、“两会一层”整体履职不到位、“两会一层”个人履职不到位
2017年3月29日	银监办45号《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理的通知》	“三违反”违反金融法律、违反监管规则、违反内部规章
2017年3月29日	银监办46号《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知》	“三套利”监管套利、空转套利、关联套利
2017年4月6日	银监办53号《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》	“四不当”不当创新、不当交易、不当激励、不当收费
2017年4月20日	保监会34号《关于进一步加强保险监管 维护保险业稳定健康发展的通知》	主要任务：排查漏洞，补齐短板，全面强化审慎监管，清理整顿保险市场秩序
2017年4月23日	保监会35号《关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》	明确当前保险业风险较为突出的9个重点领域，提出39条风险防控措施
2017年4月28日	保监会40号《关于强化保险监管 打击违法违规行为 整治市场乱象的通知》	直指市场乱象，部署八方面专项整治工作，打击违法违规行为，规范保险市场秩序
2017年5月26日	证监会9号《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》	明确上市公司股东、董监高减持股份规范
2017年6月8日	财预50号《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》	地方政府融资担保清理整改、加强融资平台公司融资管理、规范PPP、健全规范的地方政府举债融资机制

相关监管文件的重要时间点



资料来源：申万宏源研究

2.3 金融监管明显加强

- 借鉴2013年经验，出现三种情况，流动性有望边际改善：1、经济下行压力再次加大，2、金融杠杆明显去化，监管态度改变。 3、外部不确定性事件如英国脱欧冲击显现。从目前来看，1、3出现的概率都不大，关注2的相关进展

监管文件下发时间及银行间利率表现

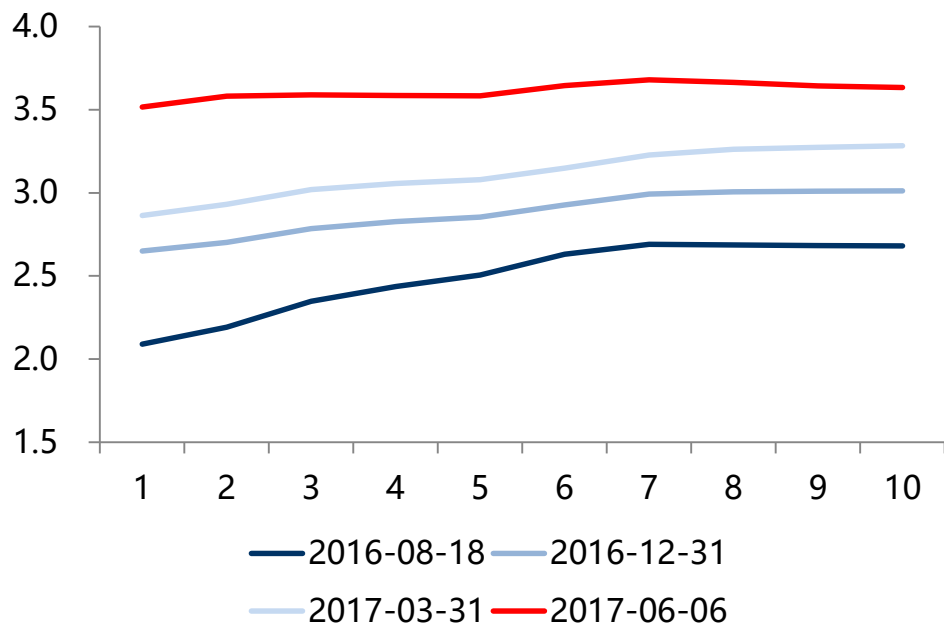


资料来源：WIND，申万宏源研究

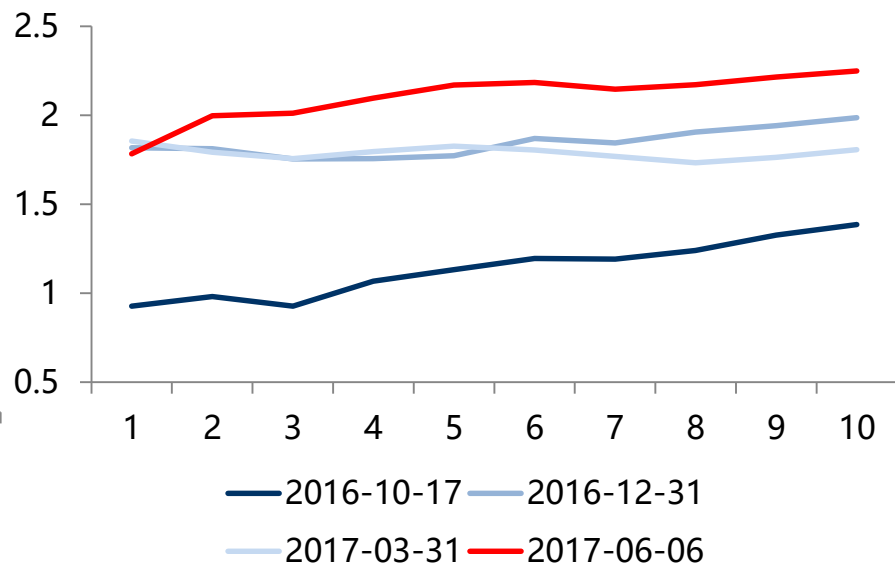
2.4 三紧背景下利率曲线如何演绎

- 利率曲线的正常化：一是通过短端下行；二是长端上行。在短端受制于去杠杆和美联储加息的情况下，更有可能通过长端上行来体现。

收益率曲线结构



信用利差结构



资料来源：WIND，申万宏源研究

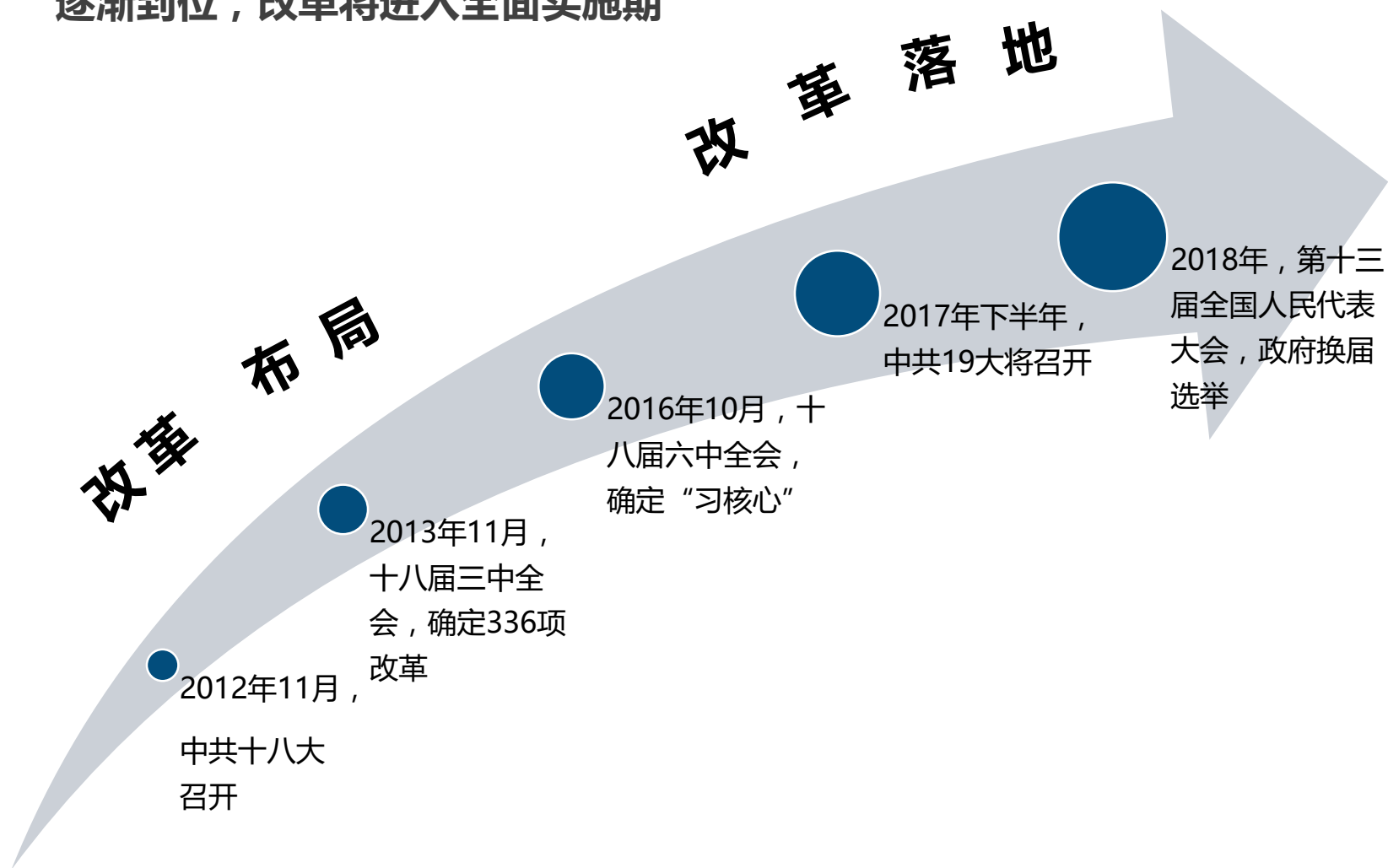
主要内容

1. 经济：底部脉冲，继续LV
2. 流动性：三紧叠加，期待否极泰来
3. 改革年：改革倒计时，期待红利落地



3.1 十九大以及政府换届之后的改革红利值得期待

- 伴随着十八届六中全会、十九大、2018年政府换届的实施，改革的组织保障逐渐到位，改革将进入全面实施期



3.2 历次党代会主要议题

历次党代会召开时间及主要内容

党代会	召开时间	主题	主要内容
第十四次	1992年10月12日至18日	《加快改革开放和现代化建设步伐，夺取有中国特色社会主义事业的更大胜利》	调整和优化产业结构，高度重视农业，加快发展基础工业、基础设施和第三产业；充分发挥各地优势，加快地区经济发展，促进全国经济布局合理化；进一步扩大对外开放，更多更好地利用国外资金、资源、技术和管理经验
第十五次	1997年9月12日至18日	《高举邓小平理论伟大旗帜，把建设有中国特色社会主义事业全面推向二十一世纪》	调整和完善所有制结构，公有制为主体、多种所有制经济共同发展；加快推进国有企业改革，建立现代企业制度是国有企业改革的方向；完善分配结构和分配方式，并充分发挥市场机制作用
第十六次	2002年11月8日至14日	《全面建设小康社会，开创中国特色社会主义事业新局面》	深化国有资产管理体制改革，建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制；走新型工业化道路，大力实施科教兴国战略和可持续发展战略；加快城镇化进程，积极推进西部大开发战略
第十七次	2007年10月15日至21日	《高举中国特色社会主义伟大旗帜，为夺取全面建设小康社会新胜利而奋斗》	提高自主创新能力，建设创新型国家；加快转变经济发展方式，推动产业结构升级；统筹城乡发展，推进社会主义新农村建设；推动区域协调发展，优化国土开发格局；拓展对外开发广度和深度，提高开放型经济水平
第十八次	2012年11月8日至14日	《坚定不移沿着中国特色社会主义道路前进，为全面建成小康社会而奋斗》	实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番；深化经济体制改革，推进经济结构战略性调整，全面提高开放型经济水平；处理好政府和市场的关系，更好发挥政府作用；促进农业转移人口市民化，推动城乡发展一体化；实施创新驱动发展战略，坚持自主创新，更加注重协同创新

资料来源：申万宏源研究

3.3 重点关注国改、雄安、湾区

■ 供给侧、PPP、国改、京津冀、湾区、一带一路

时间	类别	事件
2017/2/20	PPP	国家发展改革委、住房城乡建设部联合印发《关于进一步做好重大市政工程领域政府和社会资本合作（PPP）创新工作的通知》，明确开展PPP创新工作的重点中小城市名单
2017/2/24	PPP	国家发展改革委、中国证监会发布《推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》
2017/2/28 2017/3/1	PPP	财政部政府和社会资本合作中心（PPP中心）先后与天津金融资产交易所和上海联合产权交易所合作成立PPP资产交易平台
2017/3/5	湾区	《政府工作报告》中提出“推动内地与港澳深化合作，研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划”
2017/4/1	京津冀	中共中央、国务院决定设立雄安新区，疏解北京非首都功能
2017年4月	国企改革	对央企，混改为重要突破口。截至4月上旬，第一批9家试点的方案已基本批复；第二批10家试点企业名单已由国务院审议确定；第三批试点遴选启动
2017/5/14- 2017/5/15	一带一路	“一带一路”国际合作高峰论坛在北京开幕，共完成政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通5大类，共76大项、270多项具体成果。此外，新增丝路基金1000亿元人民币资金；鼓励开展人民币海外基金业务，规模初步预计约3000亿元人民币

资料来源：申万宏源研究

3.4 雄安：新时代的标杆

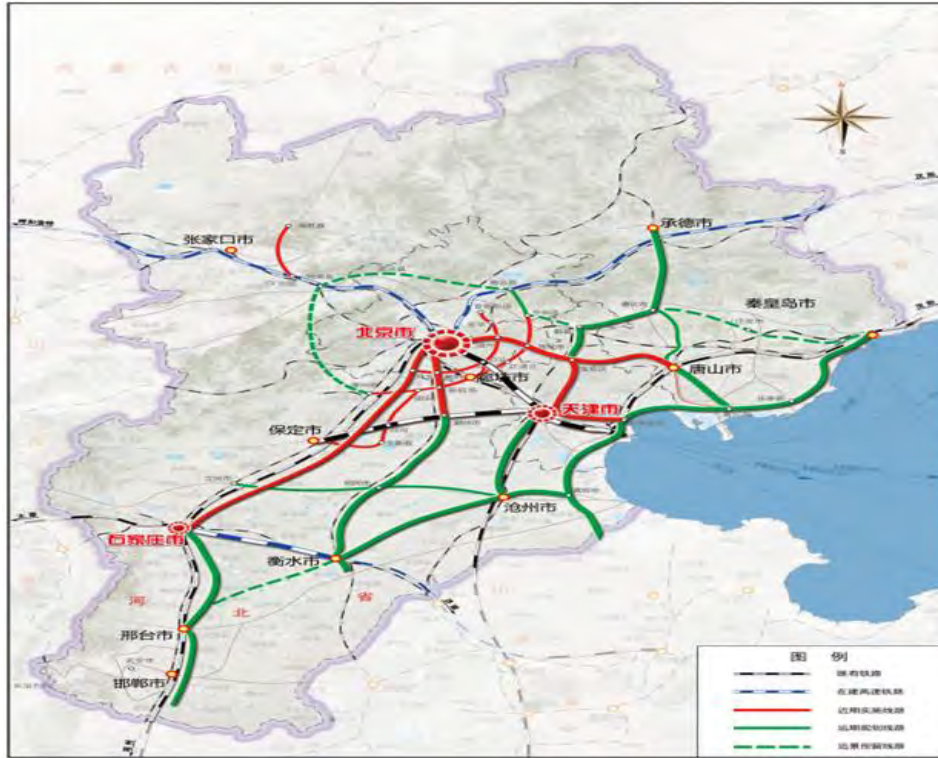


资料来源：WIND，申万宏源研究

3.4 雄安：新时代的标杆

■ 新型城镇化 + 中央政务区

千年大计，雄安新区



资料来源：申万宏源研究

3.5 粤港澳大湾区



世界大湾区	GDP (亿美元)	人口 (万人)	占地面积 (万平方公里)	人均 GDP (美元)	主要特征
粤港澳	14027	6800	5.6	20627.9	“一国两制”大湾区
纽约湾区	13584	1983	3.4	68502.3	世界金融中心
旧金山湾区	7855	760	1.8	103355.3	硅谷发源地
东京湾区	19876	3800	1.4	52305.3	港口群

资料来源：WIND，申万宏源研究

2017年国内外重要事件时间表

国内/国外	时间	事件
国内	7月18日	二季度GDP数据公布
	7月（预计下旬）	中央政治局会议
	下半年（预计10月或11月）	中共十九大
	12月	中央经济工作会议
	2017年6月8日	欧洲央行公布最新的利率决议、购债计划，以及货币政策声明
	6月8日-9日	英国议会选举
	6月8日-9日	上海合作组织峰会
	2017年6月11日	法国议会第一轮选举
	6月13日-14日	美联储议息会议
	2017年6月18日	法国议会第二轮选举
国外	2017年6月30日	美国参众两院的拨款委员会协商制定拨款法案
	2017年7月7日	G20峰会
	2017年7月25日	印度总统选举
	7月25日-26日	美联储议息会议
	2017年7月28日	国会夏季休会开始时间
	8月	新加坡总统选举
	9月	德国议会选举
	9月	美国国会对拨款法案进行修改，形成报告递交总统签字
	9月19日-20日	美联储议息会议
	2017年9月24日	德国联邦议会选举
	10月31日-11月1日	美联储议息会议
	11月	新西兰议会选举
	12月	英国脱欧谈判和贸易关系会谈
	12月12日-13日	美联储议息会议
	12月底	美国财长表明，希望年底通过税改法案

相关报告

- 2017/4/27 , 《四大因素或导致今年流动性季节性波动加剧——货币金融系列研究报告之三》
- 2017/4/25 , 《2017年流动性系列报告之二：拐点也许要到4季度才出现》
- 2017/3/13 , 《从库存周期和制造业投资看中国经济：实际GDP的L与名义GDP的V》
- 2017/2/9 , 《利率调整三部曲——政策利率调整的方式及趋势分析》
- 2016/11/22 , 《投资中美复苏——2017年宏观经济报告》
- 2016/7/12 , 《黑天鹅时代生存之道——2016年下半年宏观经济报告》
- 2016/3/21 , 《底部·脉冲——2016年春季宏观经济报告》
- 2015/11/24 , 《掘金供给革命——2016年宏观经济报告》
- 2015/7/22 , 《步入新周期——十三五中国经济的五大趋势》
- 2015/3/25 , 《新周期启动的逻辑 拥抱跨界成长——2015年春季宏观报告》
- 2014/11/18 , 《经济向下，改革向上—— 2015年宏观经济报告》
- 2014/7/17 , 《野百合也有春天——2014年下半年宏观经济报告》
- 2014/3/27 , 《动荡，但不悲观——2014年春季宏观报告》
- 2013/11/27 , 《拥抱改革 投资TFP——2014年宏观经济报告》
- 2013/7/25 , 《守住底线，加速转型——2013年下半年宏观经济报告》
- 2013/3/28 , 《不一样的复苏——2013年春季宏观经济报告》
- 2012/11/28 , 《放眼世界，布局改革——2013年宏观经济报告》

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	huji@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

简单金融·成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

李慧勇

lihy@swsresearch.com